

强势震荡 谨慎乐观

——2010年9月份A股投资策略报告

研究员：郭春燕 王佩艳
执业证书编号：S0570200010038
S0570200010051
电话：025-84457777
E-mail: wangpeiyan@mail.htsc.com.cn

投资要点：

2季度以及7月份的宏观经济数据显示前期主动调控的政策正在发挥明显效果。从9月份来看，预计仍处于经济减速运行期，市场环境仍然缺乏强有力的基本面的支撑。在这种背景下，我们坚持中期报告的观点，趋势性机会仍不具备条件，阶段性和结构性机会值得把握。就9月份而言，政策继续加大紧缩力度或者根本性的放松可能性都较小，资金面短期冲击不具备持续性，因此我们认为市场下跌空间有限，总体保持谨慎乐观，市场有望在目前平台上进行强势震荡。

9月份市场指数波动幅度可能不大，但个股机会仍然较多。重个股轻指数是我们对市场趋势及策略的把握，从三个方面寻求积极的防御：稳定增长的消费类部分行业仍具有较好的防御功能；继续关注价值低估的部分周期性品种，我们认为对稳健的投资者而言，长期收益仍然乐观；在调整经济结构的背景下建议投资者关注国资委推动的国企重组，重点关注尚未进行实质性重组的军工企业，关注行业资源优化背景下的煤炭、机械、以及钢铁行业的重组机会。

一、宏观经济：增速预期中放缓，政策松动难寄望

我们在前面的中期报告中提出，在地产调控政策、前期刺激政策效果减弱以及09年较高基数影响下，国内经济从10年二季度开始进入调整期，减速态势预计将延续三个季度。2季度以及7月份的宏观经济数据显示前期主动调控的政策正在发挥明显效果，在中央投资以及地产投资减缓作用下，投资增速如期下滑，消费暂未担当领涨重任，出口强劲的预期面临调整。经济正在朝着调控预期的方向发展。但与金融危机前正常年份相比，前7个月经济增长仍处于高位，经济仍处于复苏进程中，无需过度担心。而从9月份来看，预计仍处于阶段性的经济减速运行期，市场环境仍然缺乏强有力的基本面的支撑。在基本面支撑力度不强，政策利多匮乏，资金环境没有根本性改善背景下，仓位仍有控制的必要，局部性的投资机会仍是关注的重点，市场热点仍将集中在国家支持发展的区域与行业。

1、主动调控显成效，投资增速明显回落

在二季度以来的一系列主动调控政策作用下，投资增速明显回落。1-7月份，城镇固定资产投资119866亿元，同比增长24.9%，比上半年回落0.6个百分点。中央项目投资9242亿元，同比增长10.4%；从分月数据看，5、6、7三个月的当月投资增速分别比上月放缓0.1%、0.8%、2.4%。其中中央投资快速下滑，5、6、7月增长分别为24%、10%、1%。主动调控成效显著。地方项目投资

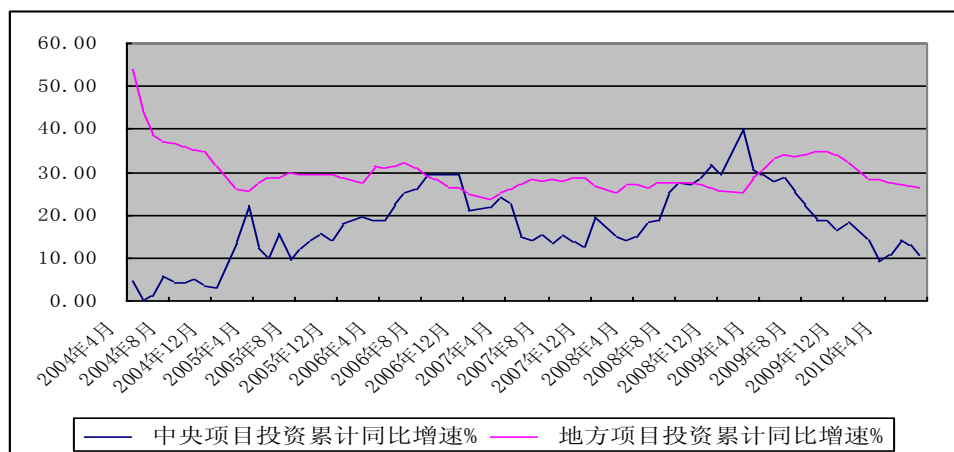
月度增长幅度在 26% 左右，变化并不明显。分行业来看，房地产投资增速高位回落的态势明显。1-7 月份房地产开发投资 23865 亿元，增长 37.2%。其中 7 月房地产投资同比增长 33.0%，较上月回落 4.8 个百分点，商品房销售面积增速领先于房地产开发投资增速。7 月商品房销售面积同比下降 15%，已经连续 7 个月下滑，商品房销售面积增速持续回落预示地产投资仍将回落。预计房地产相关行业的投资在 2010 年下半年将持续受到抑制。对投资的带动作用将进一步减弱，在投资中的占比也呈现逐月下滑的势头。

图1 7月份固定资产投资和房地产投资增速进一步回落



资料来源：WIND

图2 中央项目投资显降，地方项目投资维稳



资料来源：WIND

图3 商品房销售额持续回落

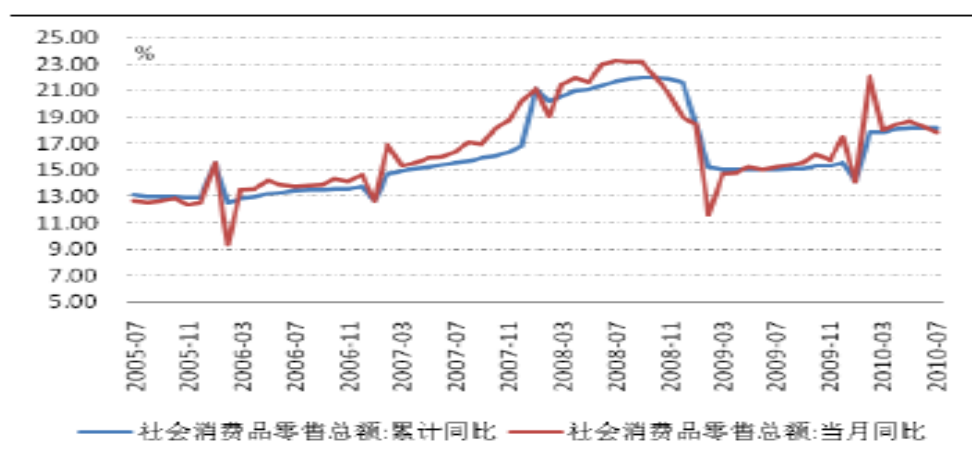


资料来源：WIND

2、消费预期稳中趋降，内需难托厚望

7 月份，社会消费品零售总额 12253 亿元，同比增长了 17.9%，比 6 月份回落了 0.4 个百分点，1-7 月份累计社会消费品零售总额 84922 亿元，同比增长了 18.3%，与上年持平。考虑价格因素，实际消费增幅约下降 0.9 个百分点，实际消费增速下滑更加明显。具体来看，占比较大的家用电器和音像器材、汽车以及与汽车消费相关的石油及制品类的消费，在此前的 2-4 个季度销售火爆。但由于政策刺激效力递减，整体呈“先升后降”态势。分产品来看，奢侈品以及与房地产相关的装修材料的可选消费需求受抑制。综合来看，虽然 7 月份居民消费仍保持了较高的水平，但消费动能有所回落。未来几个月如没有新的消费刺激政策的出台，消费增长预期仍将会放缓。

图4 消费增速趋缓



资料来源：WIND

3、外需放缓，出口强劲增长势头难续

7 月份，我国进出口值 2623.1 亿美元，增长 30.8%。其中出口 1455.2 亿美元，增长 38.1%，比 6 月份回落了 5.83 个百分点；相对于 08 年同期，7 月出口增长 6.3%，较上月回落近 7 个百分点。进口 1167.9 亿美元，增长 22.7%，比 6 月份回落了 11.42 个百分点。此外，根据海关数据显示，经季调后出口环比增长从 4 月的 11%持续回落至 7 月的 1.2%。虽然出口增速依旧较高，但回落趋势

却有所加快。进口回落和国内经济放缓趋势是一致的。从细项数据来看，对出口减速贡献最大的是钢材和自动数据处理设备，可能和全球投资需求的减速相关。在美国等主要经济体复苏进程一波三折背景下，预计出口随着全球需求的放缓也很难维持太高的增速。许多出口相关指标已经有所显现，如 PMI 出口订单指数都已出现三个月下滑；出口领先指标——加工贸易进口，7 月同比涨幅从 6 月的 34.2% 大幅度降至 20.8%，而若再考虑到去年下半年出口逐渐复苏产生的高基数效应，外需放缓预计在 3 季度末 4 季度将进一步影响我国出口。

图5 出口同比增速回落

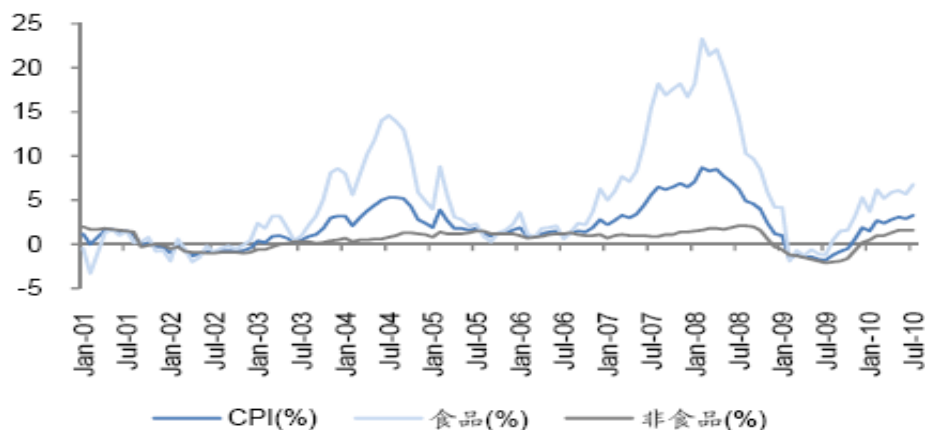


资料来源：WIND

4、CPI攀高，通胀预期管理仍重要

国家统计局数据显示，7 月份全国居民消费价格（CPI）同比上涨 3.3%，涨幅比 6 月份上涨扩大 0.4 个百分点。这是继 5 月份 3.1% 的增幅之后，CPI 在年内第二次越过 3% 的通胀警戒线，亦创下年内以来的高点。7 月 CPI 增幅的继续扩大，除受翘尾因素影响外，在很大程度上受因自然灾害造成的农产品等生产资料价格上涨的推动。根据国家统计局分析，3.3% 的 CPI 上涨幅度中，2.2% 的上涨是翘尾因素的作用；另外 1.1% 是以食品价格上涨为主的“新涨价”因素的作用。7 月份的 CPI 统计篮子中，鲜菜、粮食、肉禽及其制品的价格，分别上涨了 22.3%、11.8%、4.1%。尽管统计局认为 7 月因临时性因素刺激的价格水平提高将不会延续，未来随着翘尾因素的减弱以及食品价格增速的回落，CPI 将回落到 3% 之下。但我们认为今年以来，我国的自然灾害频频发生，西南地区干旱、全国大范围暴雨和洪水使得夏粮小幅减产，而秋粮减产概率也很高。同时，国外粮食情况并不乐观。因此，下半年 CPI 走高的可能性仍大。通胀预期管理在下半年仍显重要。

图6 月度CPI攀高

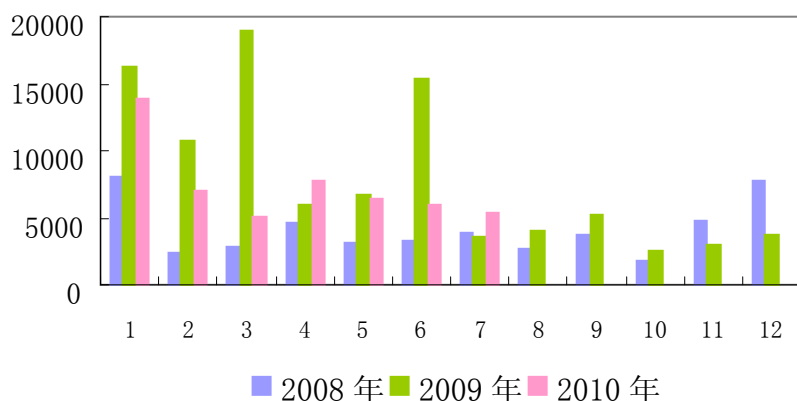


资料来源：WIND

5、新增贷款平稳回落，信贷投放调控有序

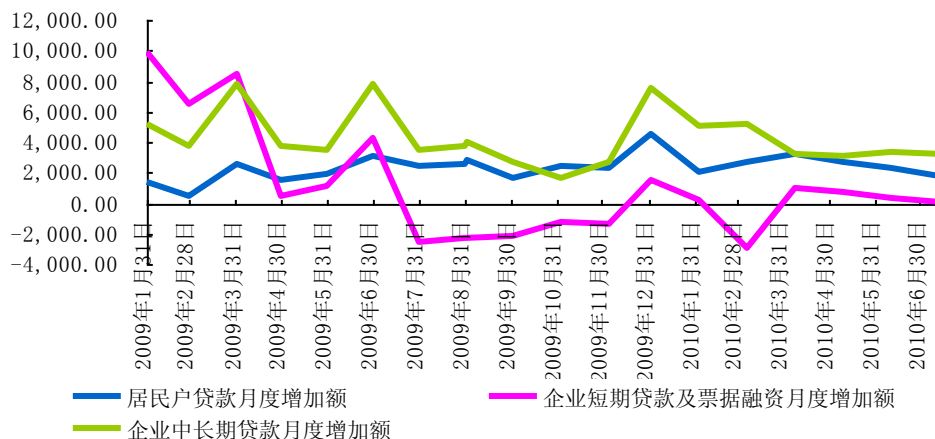
央行公布的 2010 年 7 月金融数据显示，7 月份我国人民币贷款增加 5328 亿元，较上月减少 706 亿，但同比多增 1769 亿元。从总量数据来看，1-7 月新增贷款累计达 5.15 万亿，为全年 7.5 万亿目标的 69%，下半年月均贷款增长在 5000 亿元左右，7 月份的新增信贷规模基本符合政府关于季度均衡投放，以及季度内部防止大起大落的信贷投放期望。从结构数据来看，7 月份非金融机构中长期贷款增量稳定；但短期贷款增量下降很多；受房地产调控政策影响，居民户贷款数量继续下降。当月居民户贷款增加 1720 亿元，较上月少增 590 亿元，占总新增贷款的比重进一步回落到 32%（6 月为 38%）。

图7 月度信贷投放情况（单位：亿元）



数据来源：根据央行数据整理。

图 8 月度信贷增加额的结构变化（亿元）



数据来源：根据 WIND 资讯数据计算。

从上述宏观数据综合来看，经济正在朝宏观调控预期的方向发展，投资增速趋缓，但仍担任驱动经济增长的重任，需求不振状态下，内外需难有惊喜，整体经济增速回落到可持续性增长状态。经济的减速运行使得市场对政策放松的预期亦渐趋强烈。但我们认为不可寄予厚望。预计政策微调的可能性较大，难以出现方向性的变化。政府会对部分过紧的政策适度松绑的同时，仍将坚定地实施各类经济结构调整措施。震荡与轮动仍将是下半年市场运行的主要特征。

二、市场环境：盈利增速环比下降，估值上行缺乏支撑

1、盈利增速环比下降

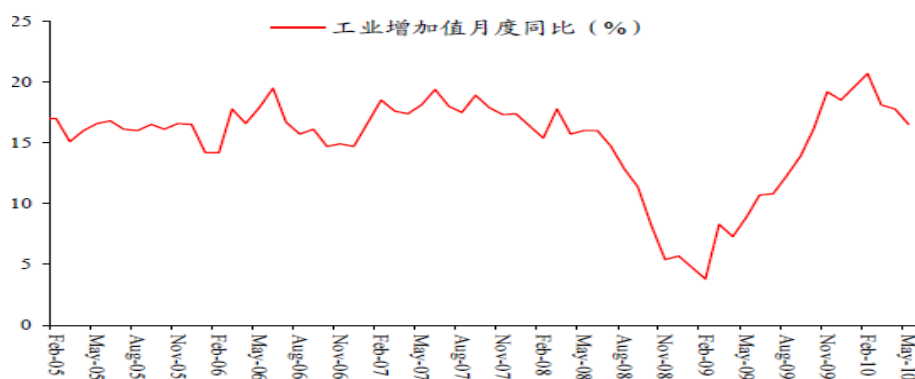
7月工业增加值进一步放缓，同比增长13.4%，比6月份回落0.3个百分点。分轻重工业看，轻工业增加值还保持着较为稳定的增长，7月增速为13.5%，比上月提高1.5个百分点。而重工业增加值7月增速则再次回落，比上月增速低1.2个百分点。成为拖累工业增加值放缓的主要原因。而7月份发电量同比增长11.5%，虽略高于6月的11.4%，但适逢夏季用电高峰期，且今年7月气温高于往年，发电量却未见高，印证了工业生产，尤其是重工业生产放缓。分行业来看，钢铁、化工及交通运输设备的工业生产增长显著下滑，反映了节能减排抑制“两高一资”产业生产，以及关停并转高耗能产业。

从企业盈利情况看，国有企业主要效益指标同比继续处于增长区间，表明今年的经济运行态势较去年有较大的好转，整体复苏趋势不变，除烟草行业外，其他主要行业实现利润继续保持较快增长趋势。但营业总收入、实现利润、应交税费等指标环比出现不同程度下降。1-7月，国有企业营业总收入环比下降7.8%。中央企业营业总收入环比下降9.2%。国有企业利润环比下降11.5%。中央企业利润环比下降4.7%。从行业的环比情况看，除交通行业外，其他主要行业实现利润均出现不同程度下降。整体看，在固定资产投资增速下滑的背景下，产销率下降，工业生产放缓，经济呈

现步入去库存阶段态势，企业盈利将出现明显的下降。

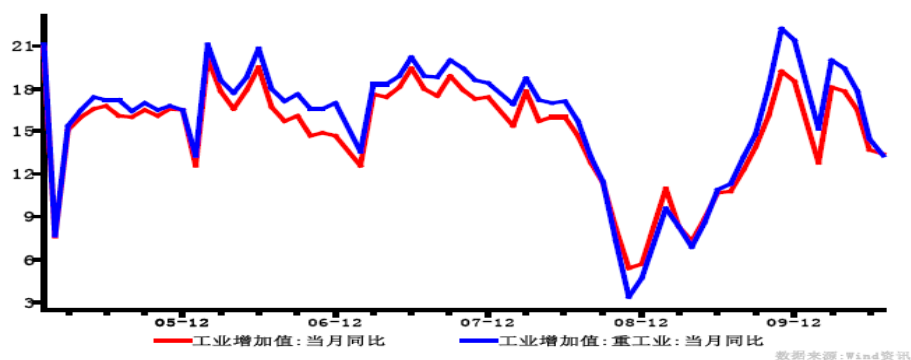
具体到上市公司，中报公布结束，根据目前已经报告中报的公司情况统计，上半年 A 股上市公司的盈利同比增长在 60%左右，二季度单季净利润增长率为 34.26%，较一季度的 63.19%有了明显的回落。业绩增长居前的行业主要集中在黑色金属、电子元器件、有色金属、公用事业、食品饮料等行业，金融服务、信息服务等行业同比增幅有限。预计在宏观经济减速的大背景下，上市公司在未来两个季度盈利减速的状况将得到进一步的体现，10 年业绩同比增速在 20%左右的可能性比较大。

图 9 工业增速回落
工业增速明显回落



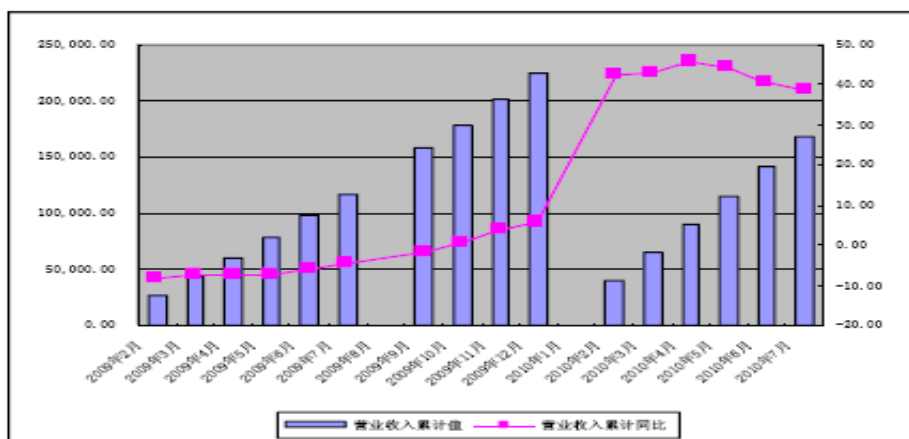
资料来源：WIND

图 10 重工业增加值下滑幅度加大



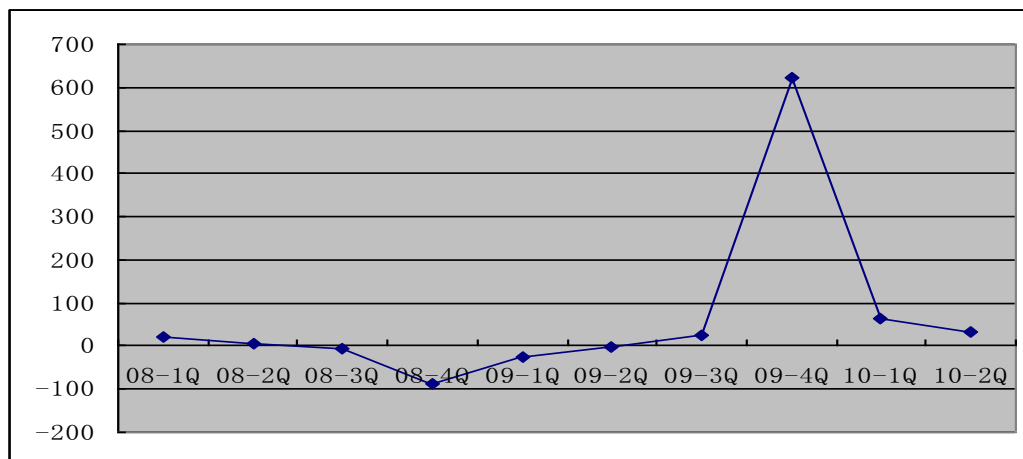
资料来源：WIND

图 11 国有企业营业收入及其同比增速 (%)



资料来源：WIND

图 12：全部 A 股单季净利润同比增长率%

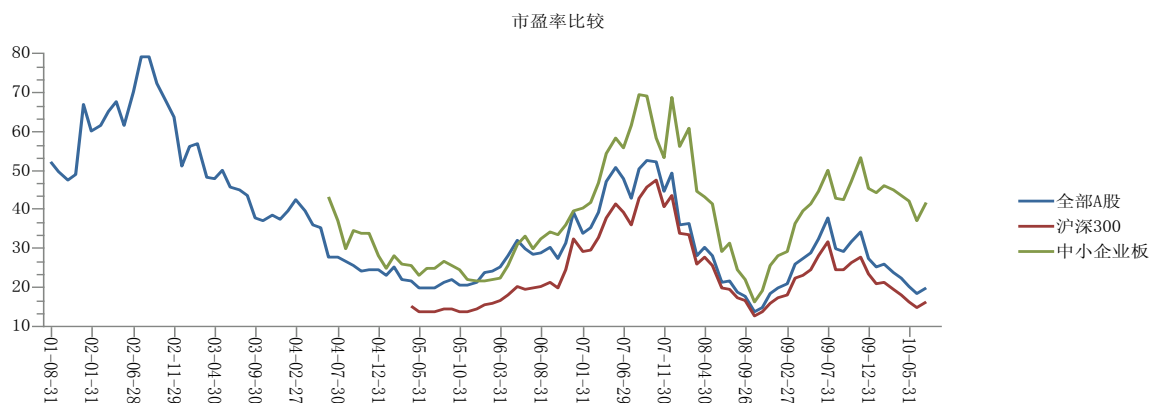


资料来源：WIND

2、估值结构继续分化

经历了 4、5、6 三个月的连续回调之后，7 月份市场出现了一波较强的反弹行情，一方面是基于经济增速减缓背景下对政策松动的朦胧预期，另一方面则是市场对上市公司盈利预测的下调仍存在明显的滞后性，钝化了估值指标的指向性。行情的进一步演绎显然受到了基本面的制约，8 月份市场处于方向不明的窄幅震荡状态。整体估值的提升受到抑制，结构性热点的活跃使得二八分化现象愈演愈烈。WIND 提供的数据看，目前的整体静态市盈率水平 23.19 倍，10 年 16.18 倍。处于历史中值附近。但 10 年净利润的隐含净利润增长率达到 43%，合理性存在疑问，10 年全年盈利预测存在向下调整的趋势。从行业来看，金融服务和建筑建材两个行业处于低估水平；房地产、采掘、化工、交运设备和交通运输等 5 个行业估值水平较低；黑色金属和商业贸易等 15 个行业估值水平基本合理；电子元器件行业估值水平较高。从 A-H 股溢价水平看，目前处于相对低位，由于 A-H 股两地上市的多为大盘蓝筹，佐证了此类公司估值的相对合理性。估值的不合理性主要集中在中小市值公司一块。从 A 股目前的情况看，二八转换的实现仍然缺乏支持，一方面，大盘与地产板块具备高度相关性，地产等大权重行业受到政策调控，松绑的机会甚微，一些大的周期股在经济减速运行背景下，业绩欲振乏力。严重制约了大盘的运行空间。另一方面，目前的资金条件也无力拉升大权重个股。但对于外围资金来说，7 月份反弹的主要领头羊板块如半导体电子、医药、食品饮料、零售、媒体等估值的压力也让人心存谨慎。市场整体估值的提升缺乏契机，震荡与轮动仍将是市场运行的主要特征。

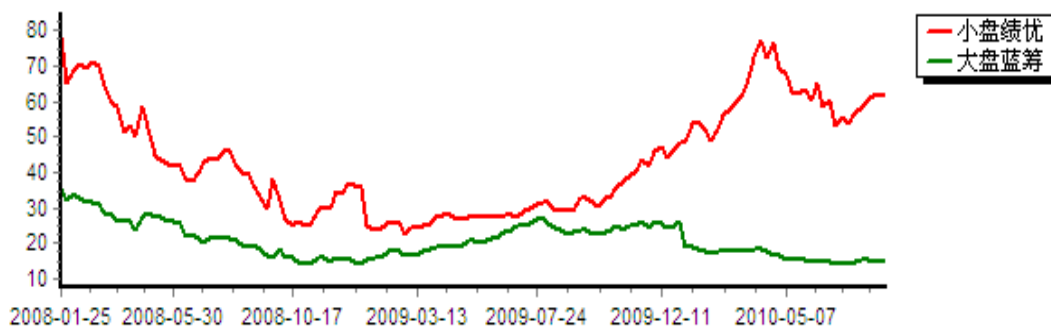
图 13: A 股市场 PE 走势



数据来源:Wind资讯

资料来源: WIND、华泰证券研究所

图 14: 估值结构分化差距拉大



资料来源: WIND、华泰证券研究所

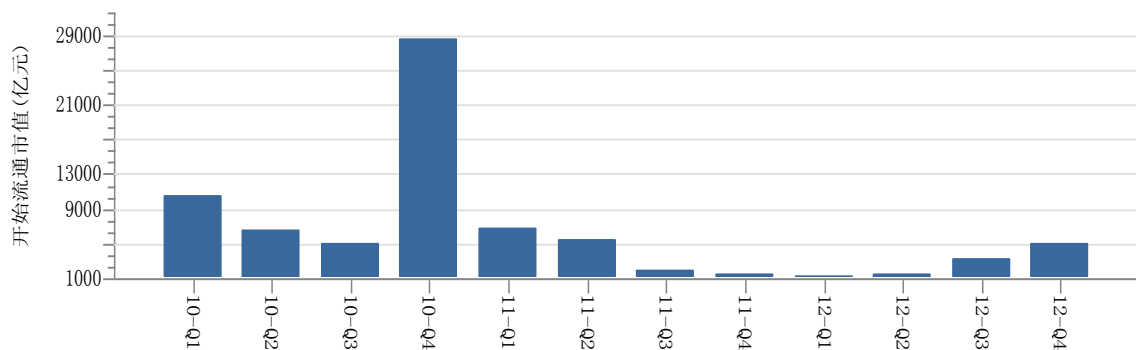
3、资金环境水波不兴

在房地产政策调控依旧、通胀预期盘升及地方融资平台管理趋紧背景下，我们认为下半年宏观调控政策松动的空间有限，但与上半年相比，下半年流动性要相对宽松。从银行信贷来看，仍将以调结构为主，总量上的预期基本明确。由于经济预期中趋缓，流动性管理在方向上进一步趋紧已无必要。9 月份通胀形势明朗化之前，流动性管理仍将延续原先的调控节奏，处于水波不兴的状态。另外连续三个月的热钱流出状态在 7 月份趋缓，7 月份外汇占款增加 1709 亿元，规模较上月增加 538 亿元。扣除 7 月当月的贸易顺差和 FDI 之后，不可解释部分为负 707 亿元，较 6 月小幅缩窄 346 亿元。央行方面，在政策调控效果显现，经济趋缓的背景下主动在公开市场操作中保持了流动性的适度宽松。总体来看，资金环境处于严格控制向常态化管理的状态。

具体到证券市场，新股发行有序进行。值得注意的是，根据统计 2010 年四季度将遭遇解禁高峰，开始流通市值达到 28561.2 亿元，9 月份处于解禁高峰前夕。另一方面，由于资金的避险情绪

上升，股市的相对吸引力下降，从整体资金配置的意向来看，股市的配置比例短期内仍难出现实质性的提升。整个市场的资金净流入状况并不乐观。趋势性的机会较难出现，更多的是表现为板块轮动的结构性机会。可能的转机来自于政策预期的稳定和资金层面上一定程度的放松得到确认。

图 15：四季度遭遇解禁高峰



数据来源:Wind资讯

资料来源: WIND

三、投资策略：强势震荡，精选个股

1、政策预期支撑下跌空间有限，9月份进入强势震荡

从政策上看，如上所述，随着宏观经济增速的下滑，政府会对部分过紧的政策适度松绑的同时，仍将坚定地实施各类经济结构调整措施，尤其是对房地产调控措施尤其是引起市场关注。虽然我们也认为不可对政策寄予过高的期望，但继续的紧缩可能性也不大。因此在目前市场的估值水平下，微妙的政策变化可能引起市场的过度解读，从而导致市场的大幅震荡。

其次从估值上看，7 月份以来市场在对政策的预期下开始了强劲的反弹，目前估值修复行情已经基本告一段落，大部分行业目前估值水平已经到了历史平均水平。进一步的估值水平上升或者进一步的估值水平回调至 2300 点的水平都需要资金和政策的刺激。从资金上看，我们认为市场资金宽裕的态势不会因为房地产调控而进一步加剧。短期银行融资确实对市场预期产生冲击，但冲击力度而言，由于上市银行的再融资已经公布时间较长，基本上在投资者预期之内，因此短期的冲击不具备持续性。

再次，从市场的盈利情况看，中期上市公司盈利增速在下滑，相比较而言仍保持在较快的增速中。尤其是权重股如银行、煤炭、钢铁以及石化等业绩良好，中期业绩仍有较好的表现，即使有利空冲击，业绩支撑下其下跌空间也极为有限。

因此我们对 9 月份的整体市场的判断是谨慎乐观，下跌空间有限，市场有望在目前的平台上进行强势震荡。我们在中期报告中曾经指出，下半年市场趋势性机会尚不具备条件，但阶段性和结

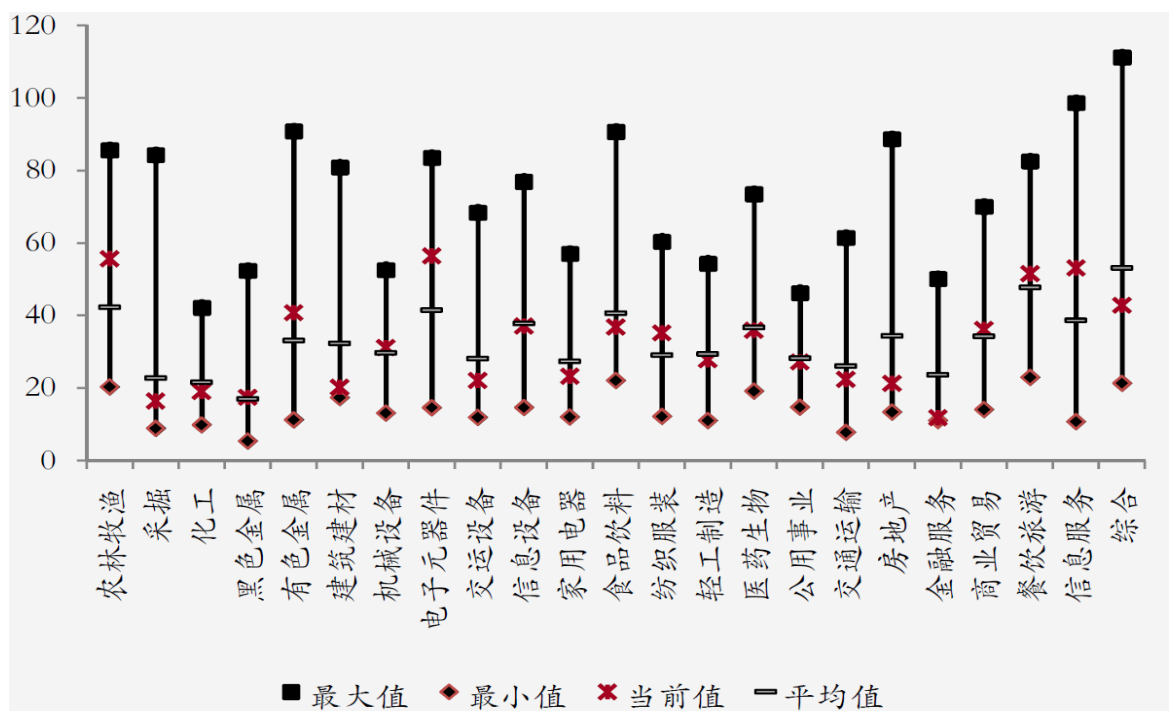
结构性机会仍然值得把握。目前我们仍然坚持这一观点。就 9 月份而言，市场指数波动幅度可能不大，但个股机会仍然较多。重个股轻指数是我们对市场趋势及策略的把握。

2、寻求积极防御，结构性机会从低估以及稳定的成长性中发掘

基于我们对市场的判断，寻求积极的防御是我们即中期以来的主要策略。在中期报告中，我们提出了三条防御策略，即“增加消费类行业配置；关注新兴产业的结构性分化，发掘具有长期成长的新兴行业龙头；适时关注超跌的周期性行业的反弹机会，如煤炭、机械以及银行等，坚持阶段性参与的策略。”今天看我们的策略比较好的完成了防御目标，在阶段性的反弹中取得了比较好的收益。时至 9 月，我们再度审视我们的投资策略，认为：

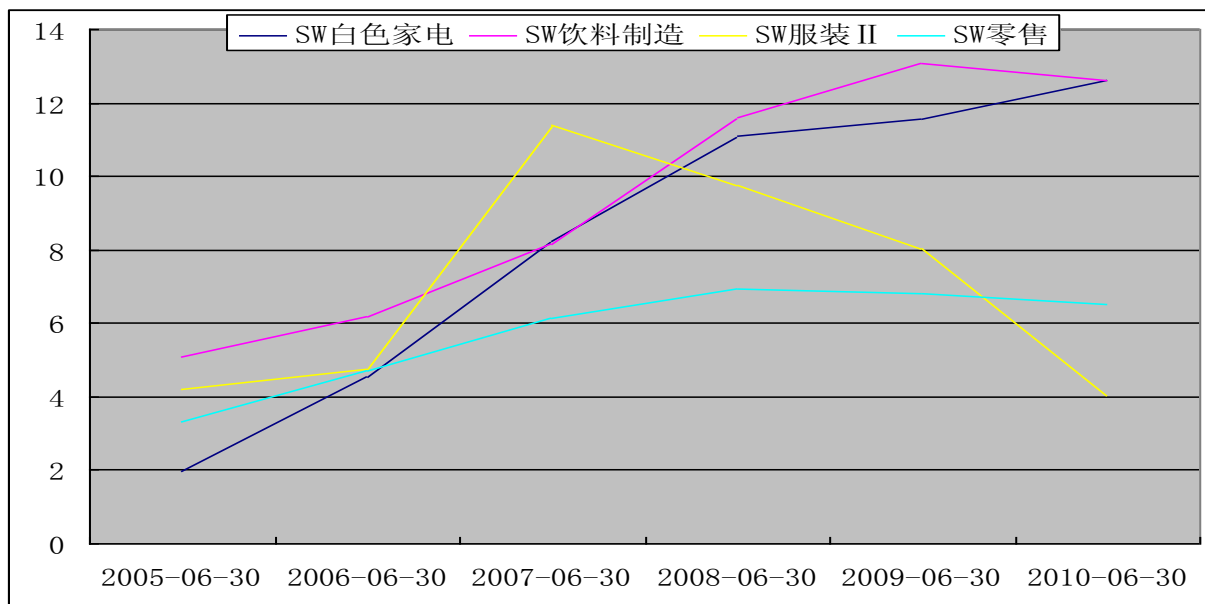
（1）稳定增长的消费类部分行业仍具有较好的防御功能。虽然经过比较大的涨幅，但我们注意到食品饮料、医药生物、家用电器等主要的消费品行业的估值水平仍然低于历史平均水平，其防御作用仍然存在。而且从抗通胀的角度看，食品饮料尤其是白酒等行业在温和通胀中是明显受益的行业。2010 年 1-6 月份（除了服装）消费类行业的净资产收益率维持在 2005 年以来的高位，净利润增长率也保持了较高的水平。考虑到其稳定增长的态势，消费行业中的蓝筹品种仍有较好的投资价值。

图 16：行业估值水平与历史水平的比较



资料来源：WIND

图 17：消费类行业的净资产收益率维持在 2005 年以来的高位



资料来源：WIND

图 18：消费类行业的利润增速

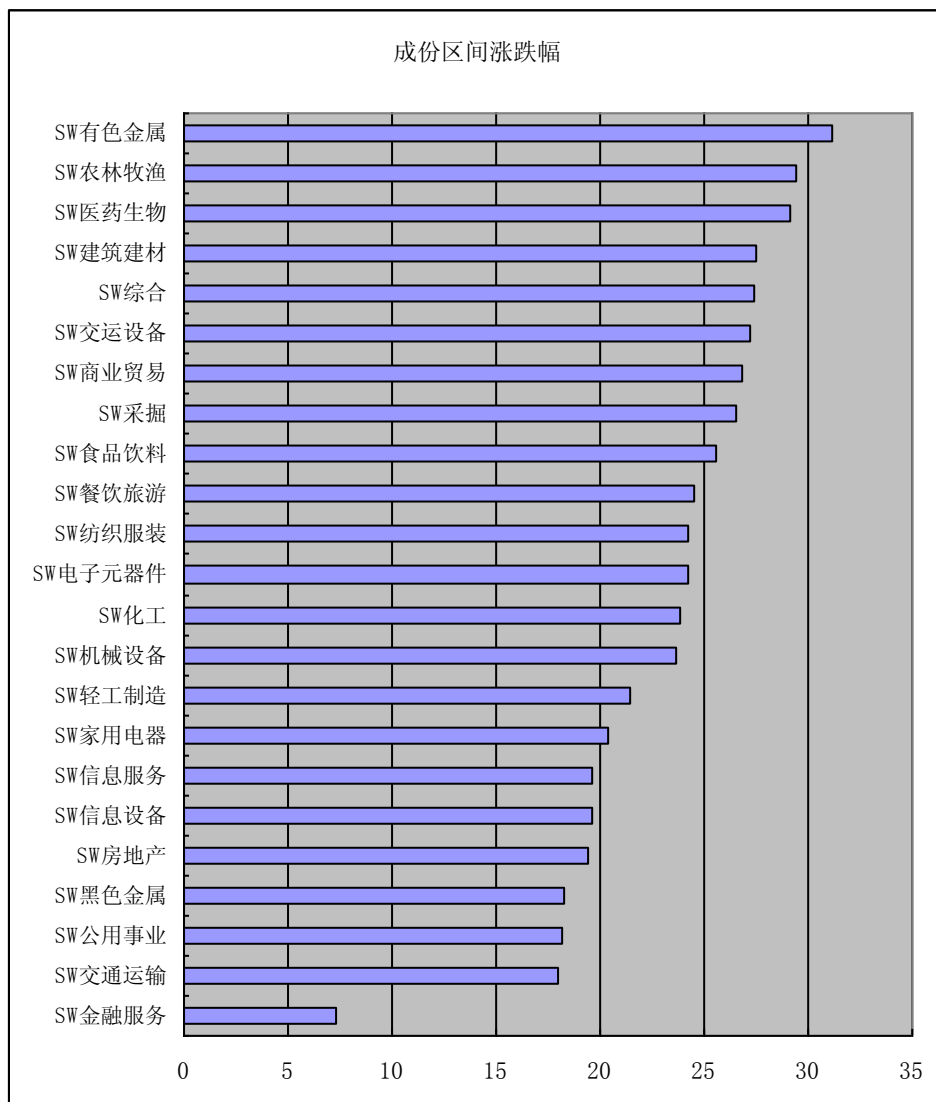


资料来源：WIND

（2）对于稳健的投资者而言，价值低估的部分周期性品种长期仍有较好的收益率。

7 月 6 日市场反弹以来，消费类行业以及部分周期性行业如有色金属、建筑建材以及采掘等行业表现较强，估值水平也有一定程度的修复，但仍有部分行业从估值水平看远低于市场平均水平，如建材、采掘、房地产、金融服务以及化工等，其中房地产和金融服务已经基本处于历史最低水平。目前看采掘、建材、房地产、金融服务低估品种在震荡中可能获得超额收益。

图 19：7 月 6 日以来各行业的反弹幅度



资料来源：WIND

3、布局重组机会，着眼于超常规增长

2010 年以来，重组题材品种表现极为抢眼，在央企以及地方国资委重组风潮的推动下，兼并、重组、资产注入的公司获得了极高的超额收益。下半年在公司业绩增速下滑的背景下，我们除了坚持增持稳定增长的消费类行业以及估值绝对低的周期类品种以外，还应适当从股东推动、行业重组以及绩差股自发重组等三个方面挖掘重组品种。从时间上看，下半年尤其是四季度也是重组股逐步活跃的季度，提前布局，着眼于超常规的增长。

（1）央企和国资委重组

2010 年 1-6 月，中央企业重组步伐进一步加快，4 组 8 户企业实施了重组，企业户数从 2009 年底的 129 户调整到 125 户。2010 年要把中央企业调整到 100 家以内。截至 7 月 23 日，中央企业 125 家，意味着在 8-12 月的 5 个月时间内，中央企业至少减少 25 家。到 2010 年，七大领域要拥

有一批对行业发展有较强影响力和带动力的重要骨干企业，其中石油石化、电信、电力、冶金、航运、建筑等行业的重要骨干企业发展成为世界一流企业，汽车、机械、电子行业的重要骨干企业为成为世界一流企业打下坚实基础。预计上述领域央企集团将逐步掀起集团整合、上市公司资产注入的高潮。建议继续关注尚未重组的军工背景的央企，如航天机电、中核科技、航天长峰等。

（2）地方国企重组

在发展区域经济的经济结构调整的背景下，地方国资委也掀起了重组的高潮，包括近期上海深圳以及重庆等地国资委推动的兼并重组此起彼伏。近期中西部的重组也日趋活跃，建议关注重庆、安徽、陕西以及湖北等地的企业重组进程，建议关注桐君阁、西南药业、襄阳轴承等。

（3）政策推动的行业资源重组

推动行业资源优化，鼓励兼并重组一直是管理层重点推动的行业政策，2008 年以来，从汽车、钢铁、石化、水泥、军工一直到刚刚公布的推动煤炭行业的措施，行业重组一直轰轰烈烈。10 月份机械行业重组措施预计也将择时推出，行业龙头以及部分绩差公司面临重组契机。我们建议继续关注钢铁、煤炭、机械等行业的重组，如莱钢股份、内蒙华电、郑州煤电、林海股份等。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。