

中期反弹的机遇和风险

2010年9月份投资策略报告

2010年9月1日

投资要点:

- ◇ **8月份大盘窄幅波动。**8月份上证指数K线图是碎步小阳和中阴线的集合，多空双方在150点不到的范围内反复拉锯，结果却一直不明朗。个股行情则出现了严重的分化，以银行股为首的蓝筹股一路滑落几乎创出年内新低，但是主题投资却甚嚣尘上，新能源、农业、消费等板块异常活跃。
- ◇ **技术面形势不乐观，消息面又对市场形成压制。**从技术面看，8月份上证指数几次上冲2700点受阻，已经出现一鼓作气再而衰三而竭的苗头，而从消息面看，7月初以来的反弹幅度已经超过15%，但政策面始终没有有力的支持，外围股市持续走低，经济二次探底阴影不散，这对市场形成了明显的压制。
- ◇ **中期反弹背后的预期并没有明朗。**上半年股市受到政策收紧以及经济回落的预期作用跌到了2319点，之后的反弹却一直没有受到明显的利好预期推动，从这个角度看，中期反弹行情尚不完整。目前不能轻言中期反弹已经结束，或者从另一角度看，2319点确定是年内低点，但整个底部还需要第二个低点确认。
- ◇ **9月份市场波动将更为激烈，行情同时存在着机遇和风险。**指数不可能长期维持8月份这种窄幅波动，9月份市场可能会出现上下区间近300点的波动。行情方向有两个选择，一是在犹豫中继续深化，顽强攀升，先扬后抑，二是久盘必跌，出现二次探底，对此我们建议投资者第一注意市场量能，量能过度放大即使指数形态良好也要提高警惕，第二注意时间，如果过了9月上旬大盘还不能突破2700点，久盘必跌的风险就将显现。
- ◇ **操作上注重选择强势股持有，一方面高抛低吸摊平成本增加安全边际，一方面做好止盈准备防止大盘变盘。**在大盘中期选择方向不明朗的情况下，我们认为投资者可暂时以持股做多为主，但是现在个股结构性特征十分明显，再加上要抵御大盘变盘风险，在这个时候应该汰弱留强，选择强势股持有，其中我们认为大消费板块进可攻退可守，机会比较多。

俞杰、费小平

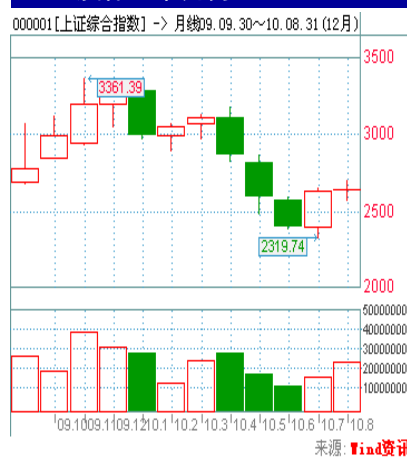
电话：0769-22119451

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

市场主要指数 10 年 8 月份表现

	收盘点位	涨幅
上证综指	2638.80	0.05%
深证成指	11338.71	5.13%
沪深 300	2903.19	1.20%
中小板	6665.39	12.75%

上证综指一年走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

2010年9月份潜力股

2010年9月1日

目 录

1. 艰难的多空拉锯	3
1.1 三次上冲 2700 点无功而返	3
1.2 个股行情严重分化	3
2. 山重水复疑无路	5
3. 中期反弹的结构并不完整	7
4. 9 月份行情展望	9
4.1 波幅加大的振荡格局	9
4.2 持有强势股，注意高抛低吸	10

插图目录

图 1：2010 年 8 月上证指数日 K 线走势	3
图 2：8 月份板块个股涨跌幅	4
图 3：06 年以来中证 500 指数相对沪深 300 指数溢价走势	4
图 4：2010 年月度偏股型基金发行规模	6
图 5：2010 美国主要指数走势一览	6
图 6：股市周期和经济周期的互动关系	7
图 7：8 月份 PPI 和 CPI 走势	8
图 8：PMI 指数	8
图 9：大小非减持数据	10

表格目录

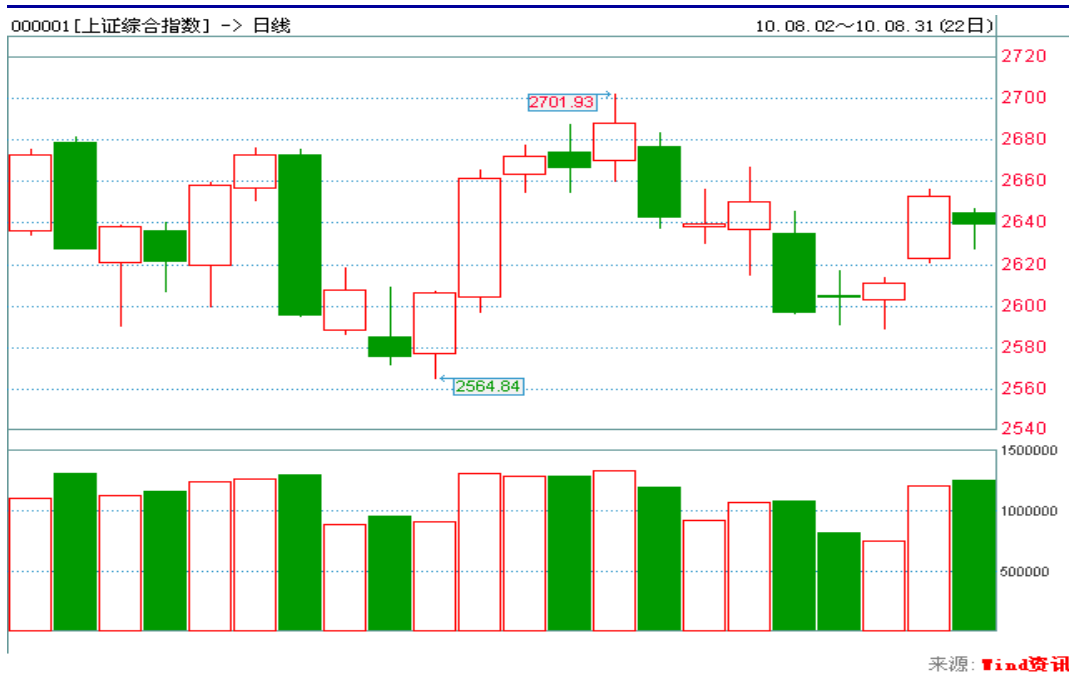
表 1：8 月份政策面、消息面大事一览	5
---------------------------	---

1. 艰难的多空拉锯

1.1 三次上冲 2700 点无功而返

在经历了上半年从 3100 多点几乎没有抵抗的一路下跌到 2319 点的过程后，市场在对农行上市的疑虑当中意外迎来了反弹，这个反弹究竟是什么级别？各方意见纷纭，看空者认为这只是长期破位下跌后的一个反抽，而我们相对比较乐观，认为这是一波中级反弹，我们认为 8 月份反弹将进入中继期，先抑后扬，后市仍可期待。结果市场却走出了令多空双方都难以看懂的走势。

图 1：2010 年 8 月上证指数日 K 线走势



资料来源：东莞证券研究所

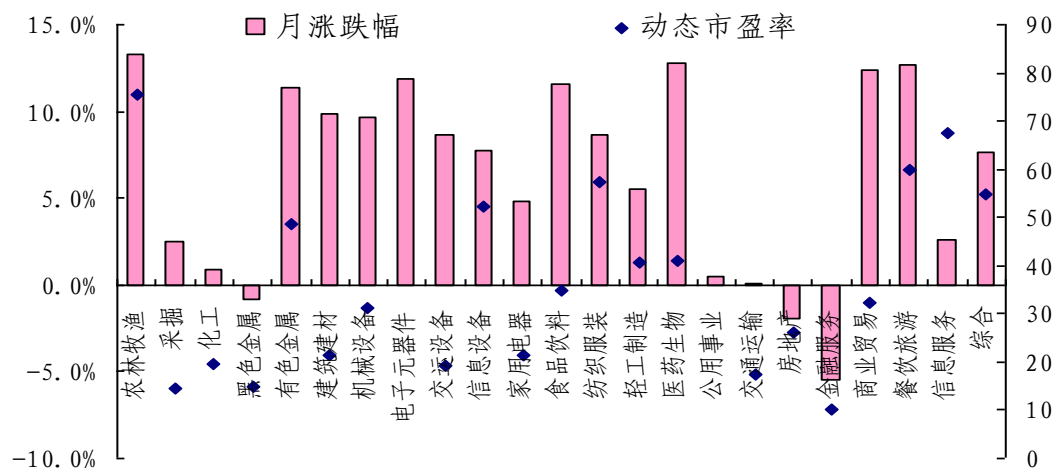
上证指数 7 月 30 日收盘为 2637 点，从上图可以看到 8 月初指数跳空高开，就在大家对冲高充满期待的时候指数随后就报收一根阴包阳的中阴线，然后却又欲调不调，经过碎步上扬后，大盘又回到月初冲高的起跑线，然后又是阴包阳的大跌，随后再艰难反弹，这种多空拉锯反反复复上演了 3 次，面对 2700 点关口，8 月份大盘冲了三次都没有过，但指数冲高回落后的调整幅度也并不大，事实上整月上证指数就是在 2564 点和 2701 点这个不到 150 点的范围内波动，最后收盘为 2638 点，几乎和 7 月的收盘一样。可以说经过这么一个月的振荡，多空双方均没有取得什么决定性的成果，因此还无法判断说对于这次反弹的级别的判定，是看空的对还是看多的对，问题的答案被移到 9 月份才能揭晓。从成交量来看，反弹以来量能一直保持的比较温和，无论是冲高还是急跌，单日沪市交易金额都没有突破 1500 亿，这比起上半年的量能差了很多，这说明了市场心态目前还比较谨慎。

1.2 个股行情严重分化

大盘指数波动频繁，最后收盘却可以说是波澜不惊，但是在指数窄幅波动的同时，个股行情却经历了激烈的分化走势。在 8 月份出现了象成飞集成这样的暴涨近 6 倍的神话，而在另一方面却出现了农行困守发行价的窘境。根据下面的 8 月份板块个股涨停幅排行可以看到，以银行股为代表的蓝筹股出现了被边缘化的特点，下跌有份反弹无份，

经过几轮反复后，象中国银行这样的股票都已经创了年内新低，其他银行股也离创新低不远了。地产股板块上半月一度表现较好，但下半月却出现了倒跌，而其他蓝筹股板块如采掘、有色等板块尽管在月末有超跌反弹之势却没有形成气候。

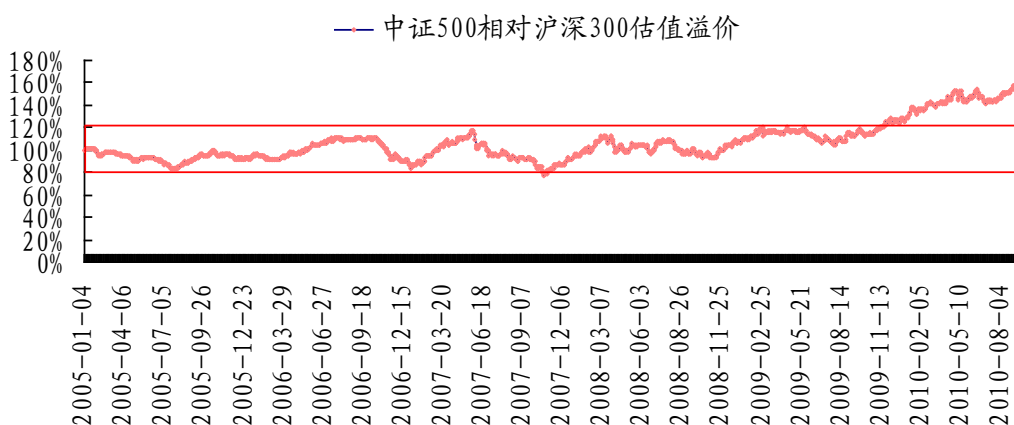
图 2：8 月份板块个股涨跌幅



资料来源：东莞证券研究所

可以说 8 月份蓝筹股明显起到了拖累指数的负面作用，而综合类、医药、食品饮料、农业等板块却走势良好，这种走势显然投资者似曾相识。在今年上半年的 2、3 月份市场就曾经出现这种所谓的八二现象，少部分蓝筹权重股低迷，而个股行情的主题挖掘却层出不穷，而 8 月份炒作的主题如锂电池等新能源，新疆、深圳等区域概念，包括农业、食品饮料、医药、商业零售等大消费板块都是上半年个股行情当中表现过的主题了。

图 3：06 年以来中证 500 指数相对沪深 300 指数溢价走势



资料来源：东莞证券研究所

从上图就可以看出，代表蓝筹股的沪深 300 指数与代表中小盘股的中证 500 指数的相对溢价至去年底以来就开始打破历史常规的箱体不断攀升，并且在今年股指期货推出时达到了一个高峰，这当时也被市场视作泡沫，是引发大跌的动力之一，但是现在经过调整之后，大盘刚刚反弹了 15%，这种溢价就在此创出高峰，这说明蓝筹股边缘化已经形成了长期趋势。

2. 山重水复疑无路

俗话说“一鼓作气再而衰三而竭”，8 月份上证指数三次上攻 2700 点无功而返，在技术面上已经初步露出了头肩顶的顶部征兆，而根据上述的个股行情结构分化来看，蓝筹股始终不作为甚至还在拖后腿，光靠主题投资是不可能持续推动大盘上行的，在今年上半年就是这样，尽管 2、3 月间主题投资同样火爆，但是随着蓝筹股的破位，最终所有板块都难以避免补跌，大盘指数随后单边下行跌幅达到 20%。这样的教训就在眼前，显然现在投资者难免担心市场会重蹈覆辙。

表 1：8 月份政策面、消息面大事一览

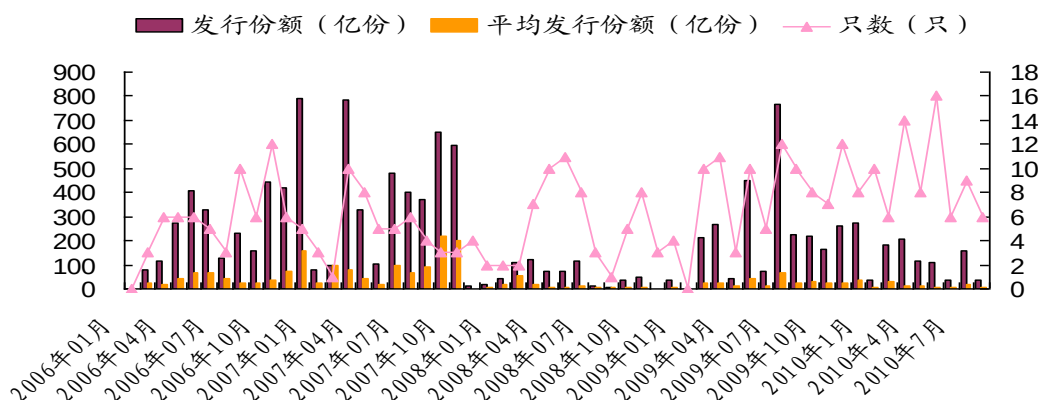
日期	重要事件
8 月 2 日	7 月 PMI 为 51.2%,连续第三个月下降,创 17 个月来最低水平 央行：落实适度宽松货币政策 严格执行差别房贷
8 月 4 日	新能源汽车发展规划草案完成 千亿资金扶持新能源汽车
8 月 6 日	《保险资金运用管理暂行办法》发布 放宽险资配置空间 央行：通胀预期和价格上行风险不容忽视
8 月 9 日	工信部：2087 家企业须关闭落后产能
8 月 11 日	7 月份我国进出口总值 2623.1 亿美元，同比增长 30.8%。出口 1455.2 亿美元，增长 38.1%；进口 1167.9 亿美元，增长 22.7%；贸易顺差达 287.3 亿美元 银监会：银信理财资产两年内转入表内
8 月 12 日	7 月 CPI 同比上涨 3.3%，创下 21 个月以来的新高；PPI 同比上涨 4.8%，比上月回落 1.6 个百分点。 7 月规模以上工业增加值同比增长 13.4%；1-7 月城镇固定资产投资同比增长 24.9%；7 月社会消费品零售总额同比增长 17.9% 7 月人民币贷款增加 5328 亿元 延续逐月回落态势 保监会明确险资投资股票和基金比例上限 25%
8 月 13 日	国家电网“十二五”特高压投资规划出台
8 月 16 日	李克强：坚决抑制房地产投机炒作 广东公布珠三角五个一体化规划 总投资近 2 万亿元
8 月 17 日	中国连续两月大规模减持美债 外储多元化愈发鲜明
8 月 18 日	国务院强调力推东北振兴
8 月 19 日	国务院会议锁定“菜篮子” 国六条出炉稳定菜价 央企电动车产业联盟在京成立
8 月 20 日	国土部：加快土地清理查处工作
8 月 23 日	新股发行体制第二阶段的改革开启
8 月 24 日	国务院批准未来十年深圳和郑州城市总体规划
8 月 26 日	国务院：推进煤矿企业兼并重组 温家宝：推进长江等内河水运发展
8 月 27 日	尚福林率团抵新疆 力推新疆跨越式发展 国务院批复前海深港合作区发展规划
8 月 30 日	美联储主席伯南克：尽一切力保经济复苏

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

特别是从政策面看，本轮反弹以来市场一直对反弹级别充满争议，就是因为政策面的不明朗，大家没有看到什么对股市有明显刺激作用的利好。从上表看，8 月份房地产

市场稍有抬头，政府就严厉的三令五申强调调控房地产市场的方针，特别是在 8 月下旬，市场还曾经传出银行暂停房地产开发贷的消息，一度几乎令市场破位，随后消息证实为仅是农行为了平衡自己的贷款结构暂停了 8 月最后一个星期的房地产开发等贷款，并不是银监会的指令，但这场虚惊也使市场感觉到国家对房地产调控的弦从来没有放松过。本轮反弹，最先启动的板块可以说就是地产、银行这样的蓝筹股，这背后寄托的是市场对下半年放松的预期，但是从 8 月份的政策面来看，这一预期不仅没有兑现，相反是在否定这种预期。从市场融资节奏就可以看到，管理层并没有给股市吃小灶，在农行发行解决之后，新股恢复了紧锣密鼓的发行节奏，中小板、创业板几乎每周都要好几只新股发行，而股票基金发行却并没有放大。

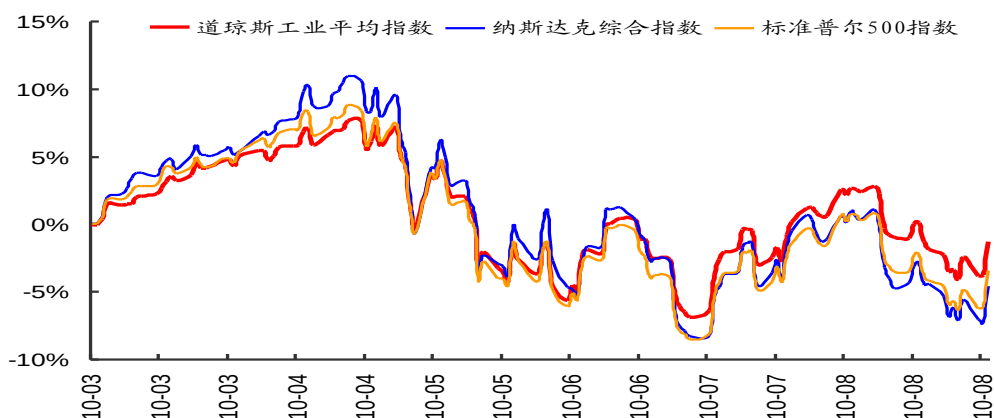
图 4：2010 年月度偏股型基金发行规模



资料来源：东莞证券研究所

另一方面海外股市也是阴云密布，美国商务部 8 月 27 日数据显示，美国二季度 GDP 季比折年率增长 1.6%，政府预期初值为增长 2.4%，经济增速远远逊于预期，而失业数据保持在高位，市场对美国乃至全球经济复苏的信心都开始悲观。美国商务部的报告显示，外贸逆差继续增大；高失业率也造成消费不振，并严重制约着美国经济复苏。对此，美联储也开始承认，复苏速度低于预期，并表示将促使采取更多的措施以刺激经济，但是从美联储主席伯南克的讲话来看，所谓更多的措施恐怕只能是更多的印钞票，这一措施两年来取得的效果也就是如此，继续饮鸩止渴没有新意的政策只会让市场感到失望。

图 5：2010 美国主要指数走势一览



资料来源：东莞证券研究所

8 月份美国主要股指连续下滑，已经距离上半年低点不远，而其他主要股市，如日本走势更差，而且外围股市的低迷并不因政府发表救市言论而有所好转。股市是经济的晴雨表，全球经济下半年出现回落看来已经不可避免。可以说 8 月份股市是在外有压力内有调控等种种利空下艰难挣扎。

3. 中期反弹的结构并不完整

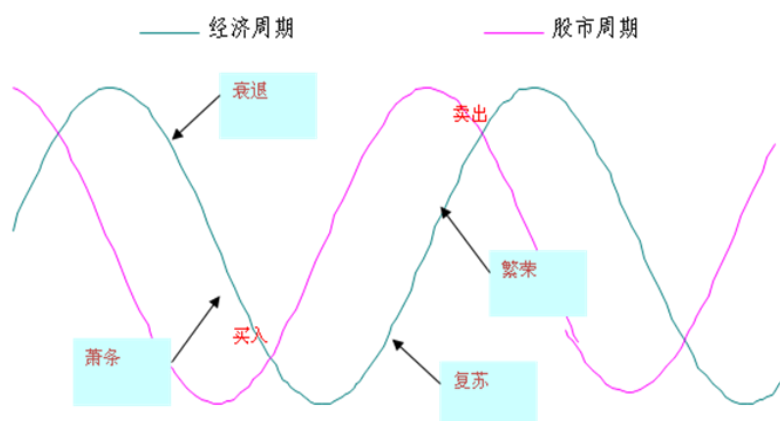
但是从另外一个角度看，在上述这些种种因素的压制下，大盘最终在 8 月份并没有破位下行，而是保持了这种多空拉锯走势已经是颇为不易了。这其实体现了市场内在反弹的要求还十分强烈。

大盘反弹至今，时间已经有两个月，空间则有 15%，如果作为仅仅是 3100 点至 2319 点下跌的修正，这个结构明显显得过长了，但如果作为对 3478 点以来行情的反弹，这个结构又显得过短了。在众多利空作用下，反弹行情能够在高位保持窄幅波动的延伸状态，这使我们依旧倾向于中级反弹还没有结束的看法。

刚才我们已经指出，对于这波反弹，目前一直没有利好预期兑现，在这种情况下反弹结束固然也有可能，但作为行情演绎来说结构并不完整。回顾大盘从 1664 点反弹到 3478 点以及从 3478 点跌下来的过程，市场预期总是经历了一个对大盘趋势没有明确预期，然后出现明确预期，最后预期失效导致市场趋势转折的过程。

比如说大盘反弹到 3478 点之后出现回落，但并不是直接一路跌回 2319 点，而是市场先预期大盘调整只是长期上升中的修正，随着经济的确定复苏，上市公司业绩的报复性反弹，指数将在调整后重拾升势。然后到了 2010 年上半年，市场还是产生了政策收紧以及经济复苏将遭遇波折，下半年经济将出现回落的预期，随着 4 月份国家房地产新政的出台，这一预期得以明朗，大盘在总是反弹不上 3200 点之后终于发生了逆转，指数就此大幅下跌。

图 6：股市周期和经济周期的互动关系



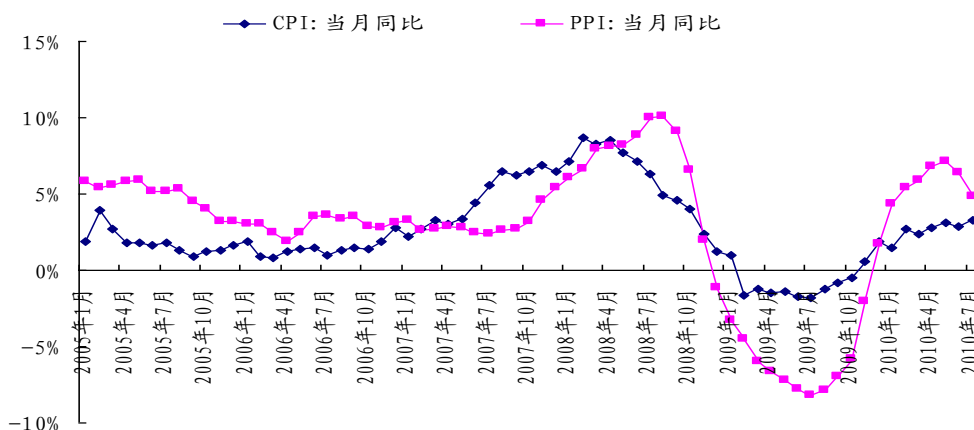
资料来源：东莞证券研究所

而现在推动这波反弹背后的预期究竟是什么，却并没有明朗。因为 8 月份政策面、消息面几乎没有实质的利好，利空却不少，这让市场一直没办法产生明确的做多预期，但是指数却并没有怎么下跌。事实上分析市场预期的变化，对于这波反弹的级别，如果持只是一个破位反抽的看法，那么市场现在应该是继续在悲观预期作用下，而这个预期

显然应该是经济确实已经出现回落，而政策对此无能为力，但如果是波中级反弹，那么对应的预期可能就是两种，一是上半年对经济回落的看法过于悲观，实际经济回落的幅度很小，而是经济走势确实出现了一定的回落，但是政策调控也会发生转折，由偏紧强调调结构转向保增长。

这就像上图，股市周期总是和经济周期错开的，自 05 年股改之后，我国股市的经济晴雨表作用越来越明显，股市的波动总是提前于经济走势的波动。目前经济处于什么状态，而以上这些预期，哪些是出现的可能性更大的呢？

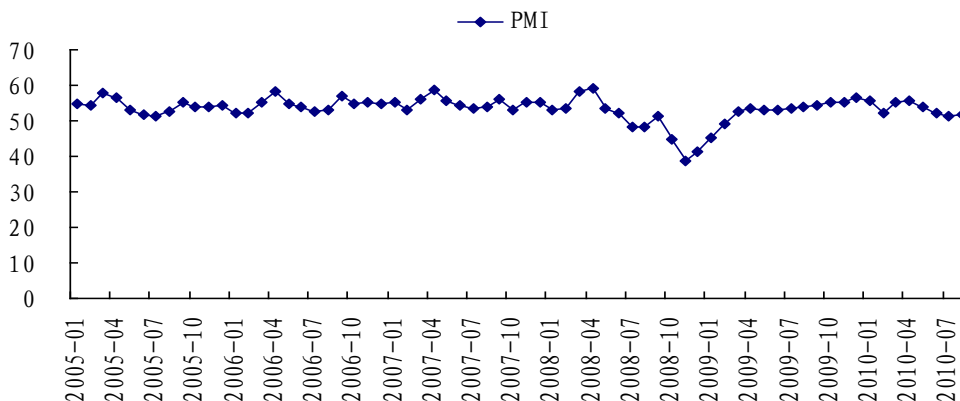
图 7: PPI 和 CPI 走势



资料来源: 东莞证券研究所

如果从物价指数走势看，今年 7 月份 CPI 第一次超过 3% 的警戒线，但是当月 PPI 却出现了环比下降，物价指数上扬的主要原因是农产品价格的上涨，由于今年全球气候灾害不断，我国也出现了罕见的夏粮减产，再加上社会闲散资金的囤积推动，农产品价格近几个月出现了快速上扬，这是物价上涨的主要动力。在这种情况下，国家政策继续收紧的空间并不大，这是因为当物价上涨动力主要来源于农产品而不是产成品时，如果盲目加息，反而会导致企业两头受压，效益下滑，从而对经济造成负面影响。可以说现在政策处于两难的困境，我们可以看到尽管 8 月份国家再度强调调控地产，但并没有推出更严厉的政策，只是强调上半年调控方针的落实。

图 8: PMI 指数



资料来源: 东莞证券研究所

政策面既然不可能继续严厉的收紧，那么经济走势如何呢，我们观察经济领先指标 PMI 的走势，之前 PMI 已经连续 4 个月下降，但是最新发布的 8 月份的 PMI 为 51.7%，比上月上升 0.5 个百分点，为该指数四个月以来的首次环比回升。8 月份 PMI 指数的小幅回升预示着中国经济不会出现深度回调，但是和历史同期相比，8 月份 PMI 指数还是偏低的，特别是从 PMI 指数的构成来看，订单指数回升小于购进价格指数，显示出企业经营受到成本压力，估计下半年经济增长还是会降温，但是不会下降太多。

根据对经济和政策的分析来看，我们认为现在预期经济会出现失控的下滑是过度悲观的，从这个角度看，2319 点已经反映了对下半年的经济回落以及政策偏紧的预期，那么这个低点很可能就是 2010 年的最低点，接下来的行情都可以定义为反弹修正行情。只是经济确实有回落的趋势，而政策的改变是落后于经济走势的，因此支持市场中中级反弹的利好预期迟迟难以兑现，这可能会导致大盘在下半年出现二次探底，在出现第二个低点后才展开中级反弹的下一波升浪。一般而言，这第二个低点会比第一个低点高，因为随着 8 月份宏观经济数据的披露，市场对经济回落的幅度的认识会越来越明朗。

4. 9 月份行情展望

4.1 波幅加大的振荡格局

8 月份市场波幅很窄，最终并没有明确方向，但是这种混沌的走势不可能长期持续下去，很明显 9 月份市场波动将更为激烈，行情同时存在着机遇和风险。

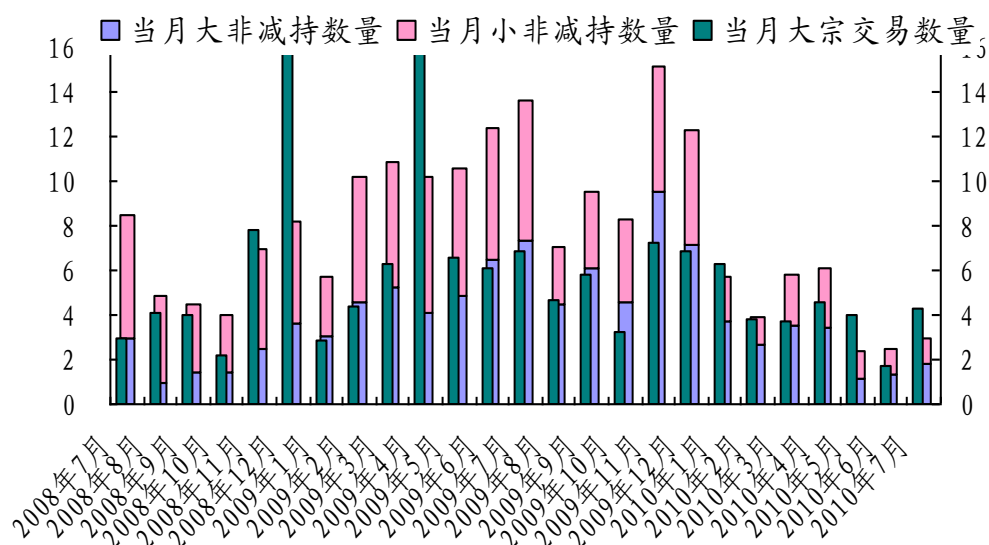
首先从乐观的角度看，支持本轮反弹的做多预期一直不明朗，在 9 月份随着经济数据的出台，市场可能会澄清对经济回落的过分担忧，随之建立起中期做多的信心，历史的经验显示，行情往往是在绝望中产生，犹豫中发展，欢乐中死亡，现在在没有什么明确利好的情况下，反弹却顽强在高位延续平台整理走势，这更像是在犹豫中发展的阶段。作为一波中级反弹而言，历史上的波动区间往往都在 20%-30%之间，目前指数才反弹了 15%，往上可能还有近 10%的空间。从这个角度看 9 月份大盘就可能会出现振荡上扬突破 2700 点的行情。

但是从谨慎的角度看，行情迟迟不突破 2700 点，久盘必跌的魔咒难免就会应验，而决定大盘方向的时间窗口不会再拖到 9 月底，9 月初市场就会见分晓，这是因为 8 月份个股行情结构分化的矛盾已经非常尖锐，这种分化后果要么就是蓝筹股补涨指数全面向上，要么就是主题投资泡沫破灭蓝筹股不作为带领大盘破位。

而即使大盘在 9 月份选择了向上的方向，投资者也不能就此高枕无忧，本轮反弹以来大盘一直没有进行充分的调整，但是中级反弹的空间毕竟是有限的，要在有限的空间当中把时间拖的足够长，在行情中间必须要有充分的调整洗盘，9 月份如果大盘选择向上，那么往上的空间实际也只能看到 2800 点左右，在高位市场量能出现了放大，其实意味着调整压力的积累。

总之，9 月份上证指数的波动区间可能会在 300 点上下，比 8 月份放大近一倍，大盘有选择向上的机会，但是风险同时存在，首先是久盘必跌的风险，其次是冲高后过度放量的风险。大盘很难在 9 月份走出一帆风顺的单边上扬走势，可以从大小非减持的数据看到，随着指数的反弹，大小非减持开始积极，特别是现在市场热炒的中小板股创业板股，大小非减持案例都时有发生，而 9 月份后，中小板特别是创业板因为发行周期的问题将会迎来一个限售股解禁的高潮，在这种压力下 9 月份的个股行情走势会更加的不稳定，

图 9：大小非减持数据



资料来源：东莞证券研究所

4.2 持有强势股，注意高抛低吸

9 月份市场同时存在着风险和机遇，行情会更加难把握。对此我们在操作上应该采取什么策略呢？

我们认为在操作上 9 月份依然可以适当采取做多策略，但是这种做多策略不是那种等待大盘中级反弹的持股不动的策略，而是要注重品种的选择，从而应对目前这种剧烈的个股分化行情，我们强调要选择经受住了 8 月份反复行情考验的强势股持有做多，这是因为在大盘中期选择方向不明朗的情况下虽然可以持股做多，但只能持有强势股才能抵御一定的系统性风险，而对于在 8 月份行情中表现明显偏弱的板块和个股我们认为还是要逢高减持，这是因为拿着表现不好的股票，大盘如果选择向上的方向，跌的时候弱势股一样会跌，反而是强势股可能一开始仍能保持强势能够有更多的止损机会，而如果大盘选择向上，涨的时候还是强者恒强，弱势股即使补涨空间也是有限的。

因此在 9 月份我们强调汰弱留强的持股策略，同时对于强势股我们也要适当的进行高抛低吸，摊平成本以获取更大的安全边际。

从板块来看，我们 8 月份建议投资者关注消费以及蓝筹两个方向的板块，其中蓝筹表现明显偏弱，而消费板块却逐渐成为市场主流品种。我们认为以农业、商业为首的大消费板块在下半年行情当中将是一个进可攻退可守的板块，如果大盘选择向上，提高消费对 GDP 增长的贡献是目前我国的长期政策，消费类个股肯定会是一个资金关注的主要品种，从历史经验看下半年行情一般消费类个股都会有所表现。而如果大盘选择向下，很可能是因为通胀抬头，政策不得不收紧而引发的，那么通胀对于消费类的许多板块也有刺激作用，因此可以说消费类个股的机会比较多，具体个股可参见我们同时推出的 7 月份潜力股，敬请大家关注。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内,本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系,本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠,但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下,本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有,未经本公司事先书面许可,任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发,需注明出处为东莞证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内,股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内,行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn