

湘财证券研究所

宏观策略部

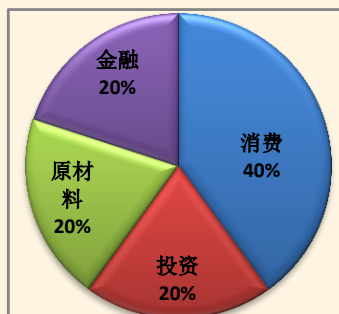
李莹

执业资格编码 S0500208070141

Tel: 021-68634518-8273

E-mail: ly2573@xcsc.com

建议仓位 70% 行业配置建议



沪深 300 指数走势图



上证综指和深成指走势图



与众不同的观点

- 1、投资偏好与市场涨跌
- 2、从需求分析上涨行业

研究逻辑

□ 本文的主要逻辑是在目前投资逻辑相对同质化的情境下，投资偏好会随市场继续发生变化，经济体本身的供求关系决定的未来的商品价格和数量决定了二级市场估值结构能否继续维持以及变动方向。分析方法主要采用对历史投资者和交易数据的规律总结和对目前盈利情况的把握和预期进行处理的方式。

主要观点

□ 在本轮反弹性质的问题上，投资者具有共识：一是中报超预期；二是政策预期宽松；三是资金面较为宽裕。但是在反弹能否持续的问题上，多空分歧加大。9月份市场将对于政策的预期进一步强化，经济复苏的担忧也有一定程度减轻，但估值过度分化以及即将来临的解禁潮对于中小板和创业板构成一定的压力。根据我们对市场的判断，后期仍将是巩固和蓄势阶段，建议投资者采取积极的防御策略。

□ 投资逻辑方面，需求拉动的去库存化仍是我们选择投资标的和投资时间的主要依据，根据宏观方面的 PMI、消费数据及微观方面的中报财务数据，归纳出我们看好的预计今后量价齐升的行业。

行业配置

□ 在行业选择上，建议仍然超配消费相关的商业零售、餐饮旅游等行业，以及轻工制造、纺织服装、电子元器件、信息服务、家用电器等下游制造业。但配置比例上建议适当提高投资品的部分子行业的比重，包括通讯设备、军工、建材、化工等。

9月重点推荐公司

证券代码	证券名称	EPS2010E	EPS2011E	EPS2012E
600694	大商股份	0.7856	1.3539	1.7127
600331	宏达股份	0.1809	0.4685	0.6501
000978	桂林旅游	0.2586	0.39	0.458
000522	白云山 A	0.4469	0.5613	0.7416
000815	美利纸业	0.0021	0.1316	0.1679
300064	豫金刚石	0.4868	0.7336	0.9792
600797	浙大网新	0.1121	0.161	0.2125
000848	承德露露	0.7478	0.9604	1.2131
600522	中天科技	1.2409	1.4043	1.7430

目录

一、	货币政策真空期，投资思路同质化	4
1.1、	经济增速平稳，货币政策难言紧缩	4
1.2、	主要驱动力和资金不够充裕造成投资同质化	5
1.3、	从行业涨幅和估值看投资风格变化	5
二、	中报公布期盈利预测整体下调	6
2.1、	从大类来看，原材料业绩预期下调，消费品业绩预期消费上调	6
2.2、	存货消化带动股价上行	7
三、	投资逻辑：需求推动的量价齐升	10
3.1、	下游仍有超额收益	10
3.2、	从主营收入看量价齐升	10
3.3、	从需求角度看量价齐升	12
四、	投资风险：系统性风险及限售股解禁风险	13
五、	宏观行业观点与配置建议	14

图表目录

图表 1: PMI 领先工业生产 3 个月左右	4
图表 2: 发电量当月同比数据	4
图表 3: 热钱连续三个月净流出	4
图表 4: 机构中报持仓的行业比例	5
图表 5: 2010 年第一个小周期相关系数	6
图表 6: 2010 年第二个小周期相关系数	6
图表 7: 2011 年消费品业绩预期消费上调	6
图表 8: 2010 年消费增速下调	7
图表 9: 新兴产业和传统制造业大类净利润增速	7
图表 10: A 股各行业 2 季度存货变动情况	8
图表 11: 原材料存货量 (单位: 万元)	8
图表 12: 投资品存货量 (单位: 万元)	9
图表 13: 消费品存货量 (单位: 万元)	9
图表 14: 原材料和产成品库存持续下降	10
图表 15: 原材料行业营业收入 (单位: 亿元)	11
图表 16: 投资品行业营业收入 (单位: 亿元)	11
图表 17: 消费品行业营业收入 (单位: 亿元)	12
图表 18: 维生素 A 国内价格	12
图表 19: TMT 相关产品产量环比增速	13
图表 20: 10 月、11 月共有 3 个解禁洪峰	13
图表 21: 近期中小板和创业板解禁数量比较	13
图表 22: 宏观主要观点	14
图表 23: 行业最新观点	14
图表 24: 建议行业配置比重	16
图表 25: 重点推荐公司	16

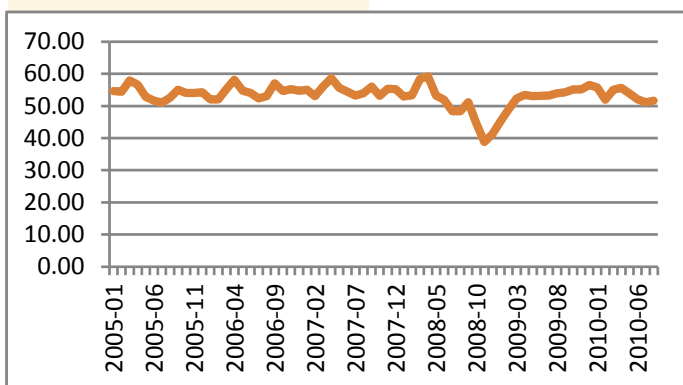
一、货币政策真空期，投资思路同质化

下半年政府的政策目标仍然是“保增长，调结构，控通胀”，随着经济增速的放缓，宏观经济政策不会紧缩，预计9月份是一个政策真空期。在经济驱动力的问题上，投资者也具有共识：消费和城镇化。

1.1、经济增速平稳，货币政策难言紧缩

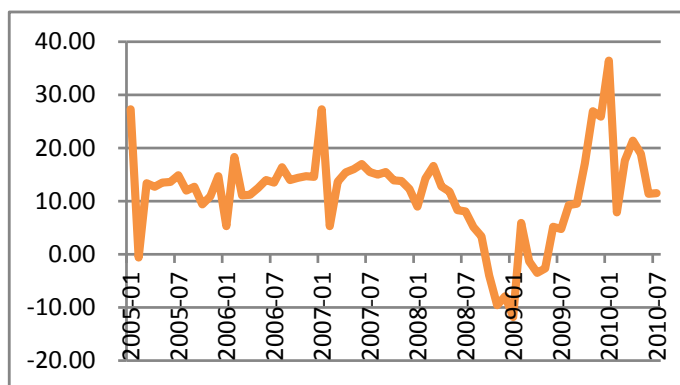
根据我们的研究，PMI 领先经济 3 个月左右。我们从下图 PMI 和发电量数据可以看出，需求增速平缓，预计四季度经济指标将保持平稳。

图表 1：PMI 领先工业生产 3 个月左右



数据来源：Wind，湘财证券研究所

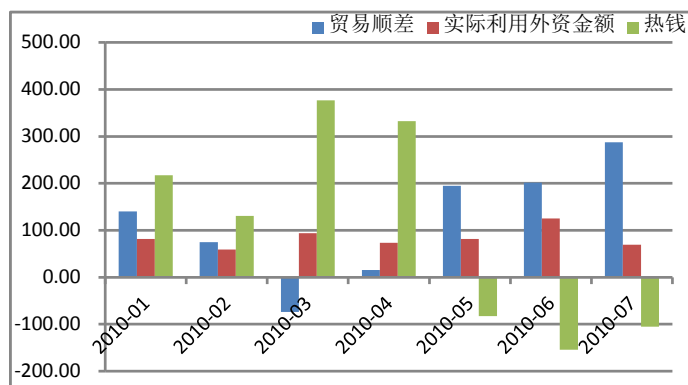
图表 2：发电量当月同比数据



数据来源：Wind，湘财证券研究所

央行并无调整货币政策的动力，预计后期仍将主要采取公开市场操作控制货币总量。首先，在人民币汇率改革的大背景下，热钱并未明显流入，反而在 5、6、7 三个月里连续净流出。其次，通货膨胀未表现在需求大于供给，或者说产能不足，目前主要是食品等部分商品涨价速度较快。

图表 3：热钱连续三个月净流出

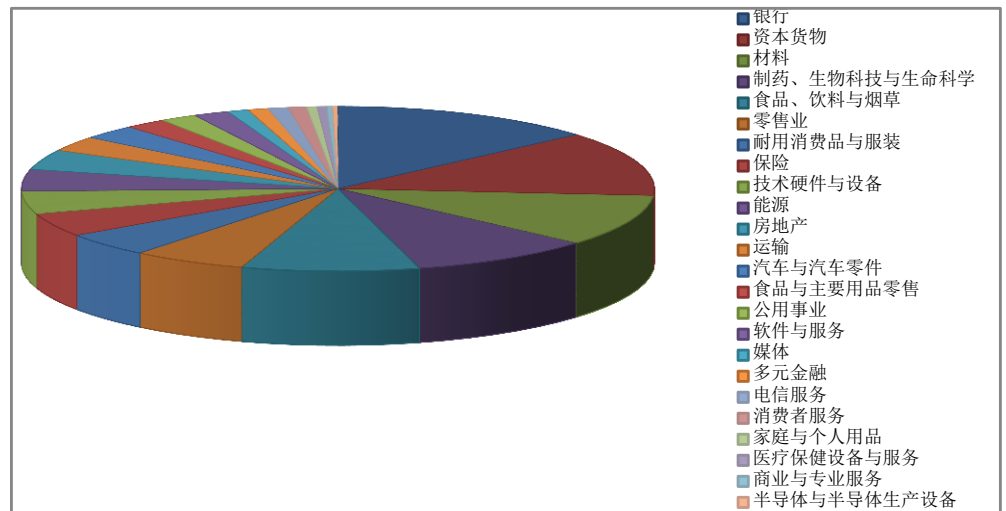


数据来源：Wind，湘财证券研究所

1.2、主要驱动力和资金不够充裕造成投资同质化

消费升级和城镇化进程构成了目前经济增长的主要动力，而这个结构性问题造成了目前投资结构上明显的集中，新兴产业和大消费组成的“新消费”组合成为大部分投资者的关注方向。新能源、电动汽车、稀土等上游原材料组成的战略新兴产业，以及食品饮料、医药、农业、家电、零售等大消费成为大部分投资者都看好的行业主题。而这些行业市值偏小，投资同质化造成了市场部分行业的估值偏高。

图表 4：机构中报持仓的行业比例



数据来源：Wind，湘财证券研究所

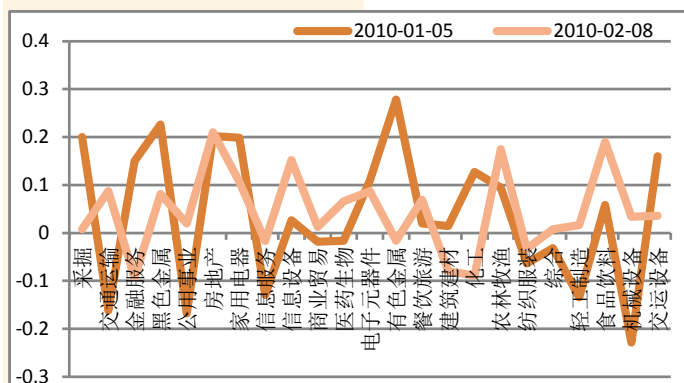
1.3、从行业涨幅和估值看投资风格变化

通过年内的估值和行业涨跌幅数据的分析，在市场整体上涨和下跌阶段，投资偏好也随之发生变化。图 4 和图 5 分别是年内两个上涨和下跌的小周期，一月份的数据为各个行业在一月份的下跌周期内行业涨跌幅与该行业相对于沪深 300 平均市盈率相对估值的日度数据相关系数。二月数据时间区间为 2 月至 4 月中旬，四月数据时间区间为 4 月中旬至 7 月初，7 月数据时间区间为 7 月初至 8 月，相关系数计算规则与一月数据相同。虽然涨跌幅和相对估值的绝对相关性不强，但是我们可以从相关系数的正负得出投资偏好的结论。

从图 4 和图 5 可以看出，下跌阶段行业涨跌幅与相对估值相关度较高，黑色金属、家用电器、交运设备等行业表现较好；上涨阶段涨跌幅与相对估值相关度较低，投资品行业表现相对较好。

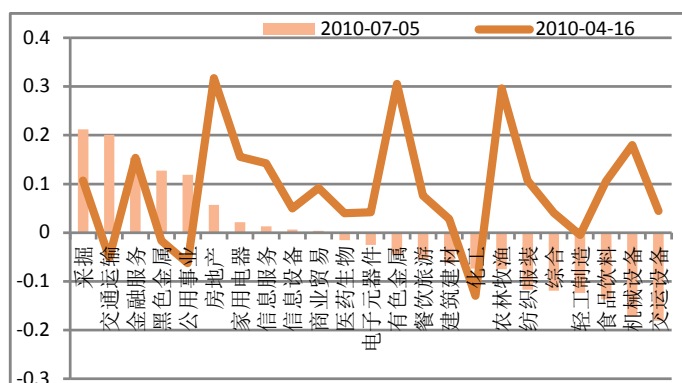
根据我们对市场的判断，后期仍将是巩固和蓄势阶段，建议投资者采取积极的防御策略。

图表 5：2010 年第一个小周期相关系数



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图表 6：2010 年第二个小周期相关系数



数据来源：Wind，湘财证券研究所

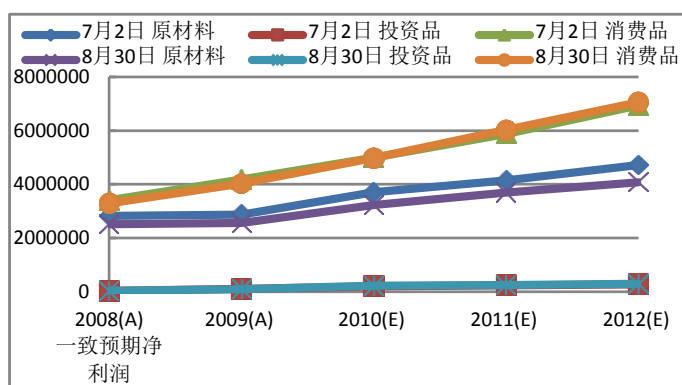
二、中报公布期盈利预测整体下调

截至 8 月 31 日，共有 1703 家公司公布 2010 年中报，净利润 7152.53 亿元，较 2009 年度同期上涨 41.13%；2010 年二季度净利润环比增长 10.08%。较好的中报数据使得很多行业研究员上调了公司业绩预测。整体来看，我们选取了 7 月 1 日和 8 月 31 日对公司盈利的一致预期数据进行比较，我们发现消费品行业一直预期净利润值最高，且升幅较大；原材料行业次之；投资品行业一直预期净利润值最低，且上升势头缓慢。

2.1、从大类来看，原材料业绩预期下调，消费品业绩预期消费上调

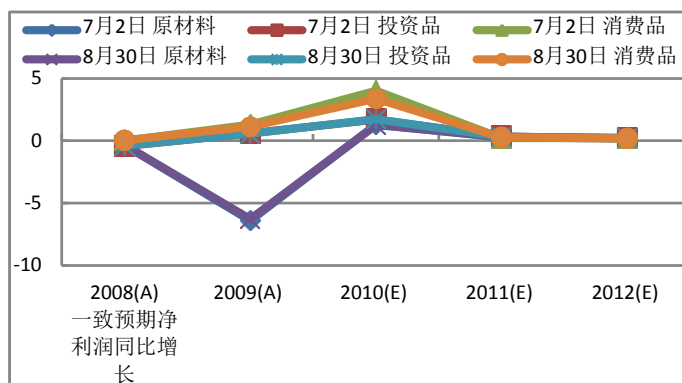
原材料行业的一致预期净利润变化幅度最为显著，消费品的一致预期净利润值从 2010 年后出现了小幅的增加，投资品则维持不变。

图表 7：2011 年消费品业绩预期消费上调



数据来源：朝阳永续，湘财证券研究所

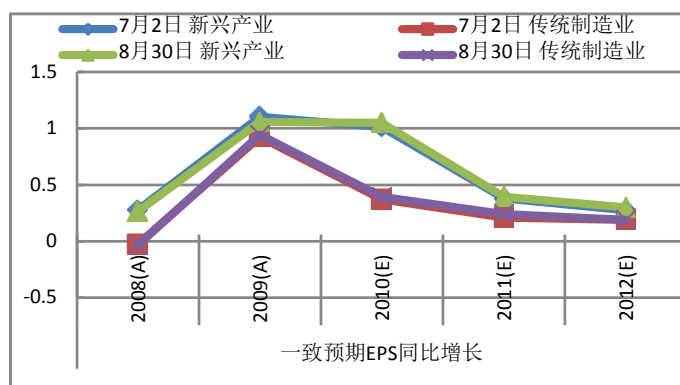
图表 8：2010 年消费增速下调



数据来源：朝阳永续，湘财证券研究所

2008 年至 2012 年，新兴产业的一致预期净利润值明显高于传统产业，且上升势头强劲，传统产业从 2010 年至 2012 年一致预期净利润值微幅上涨。

图表 9：新兴产业和传统制造业大类净利润增速

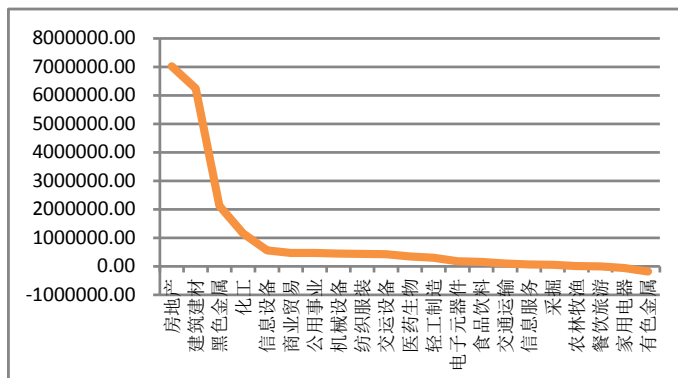


数据来源：朝阳永续，湘财证券研究所

2.2、存货消化带动股价上行

从下图中各个行业的存货变动情况可以看出，相对于中游来讲，下游是最先减少存货的，上游次之。而从股价的表现来看，二季度之后的 7、8 月份，二级市场也是消费、轻工、有色好于中游的制造业。

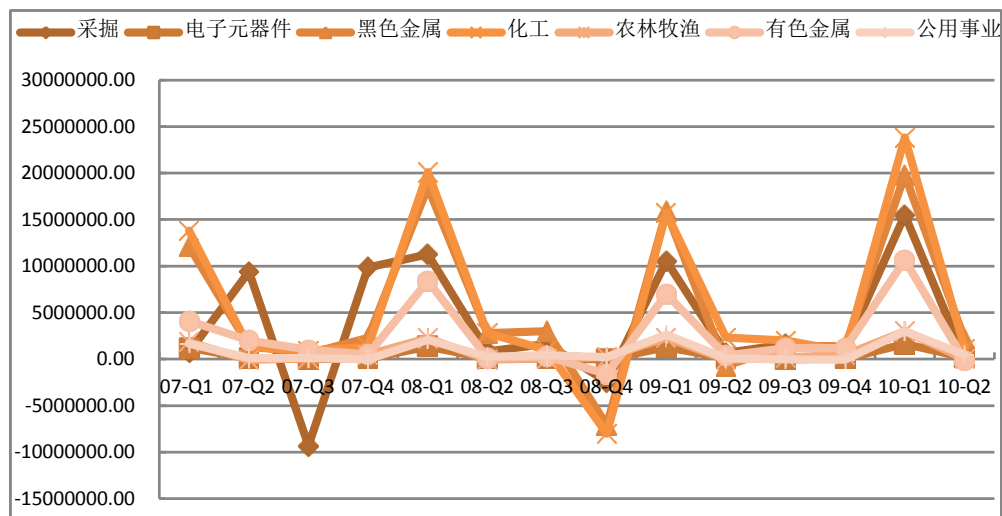
图表 10: A 股各行业 2 季度存货变动情况



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

原材料行业, 除采掘业 2007 年存货量变化异常外, 原材料行业 A 股市场存货量均呈现从一季度到四季度减少的变化过程, 且采掘、化工、有色金属、黑色金属等行业在 08 年 4 季度出现了存货量为负, 即减少存货量的现象。从周期峰值来看, 07 至 10 年一季度存货量除 09 年小幅回落以外, 大致呈现缓慢上升的局面。

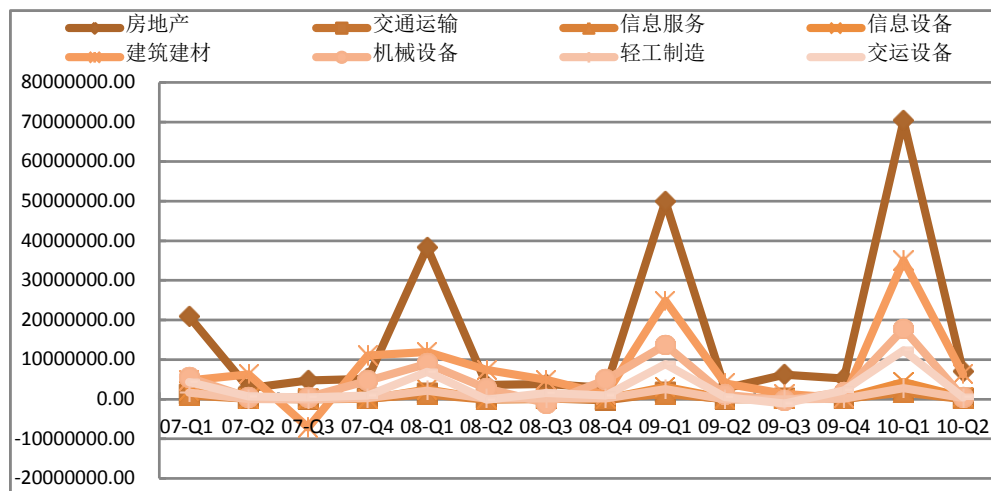
图表 11: 原材料存货量 (单位: 万元)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

投资品行业, 房地产行业是目前所有 A 股市场存货量最大且周期性变化幅度最大的行业。除房地产行业以外, 大多数投资品行业的周期变化趋势较为缓和。从周期峰值来看, 07 至 10 年一季度投资品行业存货量呈现缓慢上升局面。

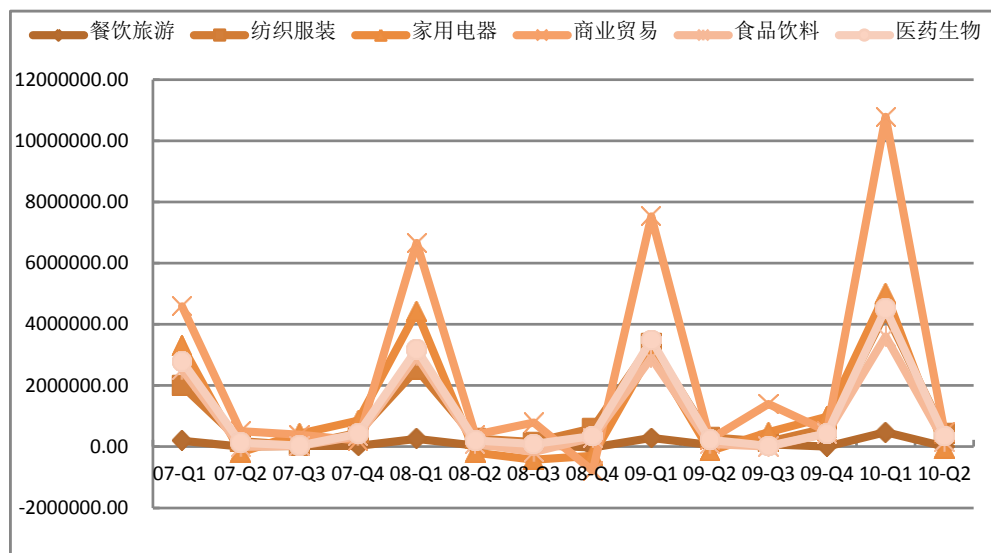
图表 12：投资品存货量（单位：万元）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

消费品行业，从整体上看，消费品行业 A 股市场整体存货量较低，且变化趋势较为平缓。从周期性峰值上看，除商业贸易行业峰值成逐年上升趋势外，其余行业的大致维持在相同水平。消费品行业中，餐饮旅游存货量在周期内基本维持不变；纺织服装、家用电器、医药生物在各周期内，一季度至三季度显著下降，三季度至四季度有缓慢回升。

图表 13：消费品存货量（单位：万元）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

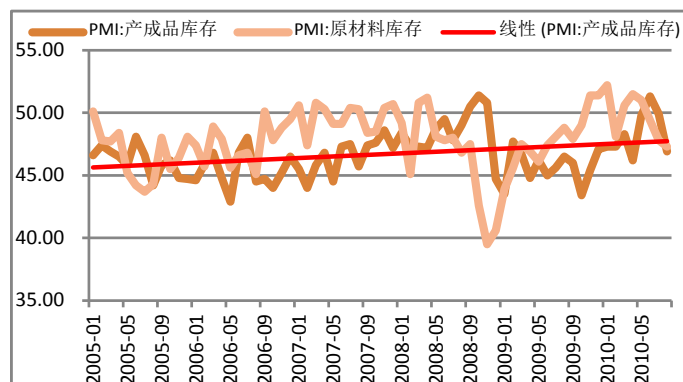
三、投资逻辑：需求推动的量价齐升

根据我们对市场的判断，后期仍将是巩固阶段，建议投资者采取积极的防御策略。在目前市场投资者投资思路同质化明显、业绩和经济基本面预期变化不大的阶段，我们认为投资者更应该关注的是具体的、对业绩预测有足够支撑的数据，随着业绩增长的兑现获得收益。

3.1、下游仍有超额收益

从投资逻辑上，我们仍然建议投资者关注去库存化的先行军——消费品和制造业下游。首先，目前在资金充裕、资金成本较低的阶段，资金收益较低，并不适宜投资资本密集型产业，而应该投资资本密集型产业的下游。其次，在目前再度进入去库存化阶段的情况下，固定资产投资增速必然继续下滑，单位劳动占用资金量较多的产业部门，如冶金、石油化工、机械制造等重工业部门资本投入降低，上游收入趋于下降。最后，由于投资趋向于一、三产业，而投资品（基本属于第二产业）生产经营过程中的绝大部分生产成本已锁定，完全有望通过所生产的产品价格上涨以远远抵消其所承担的小比例浮动成本的上升，并有望由此获取更多的利润。

图表 14：原材料和产成品库存持续下降



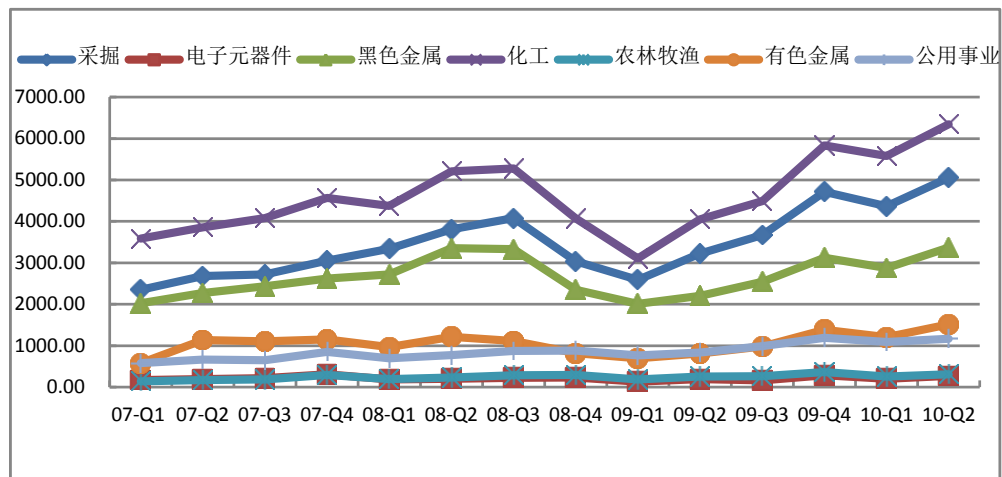
数据来源：Wind，湘财证券研究所

3.2、从主营收入看量价齐升

从总体上看，房地产行业、金融服务业和原材料行业的整体营业收入较高，投资品行业次之，消费品行业的整体营业收入较低。除金融服务行业和房地产行业以外，从2007年至2010年，A股其余行业的营业收入变化趋势大致相同，即：从2007年起至2008年第三季度，各行业营业收入缓慢上升，08年四季度至09年一季度有较显著的下降过程，09年二季度至今，A股各行业的营业收入逐季度回升。

原材料行业营业收入变化趋势与上文所述大致相当。原材料行业中，化工业、采掘业、黑色金属业营业收入较高，且同样处于所有行业中的较高水平。有色金属、公共事业、电子元器件行业的营业收入虽符合上文所述趋势，但变化平缓，显示各年份营业收入相当。

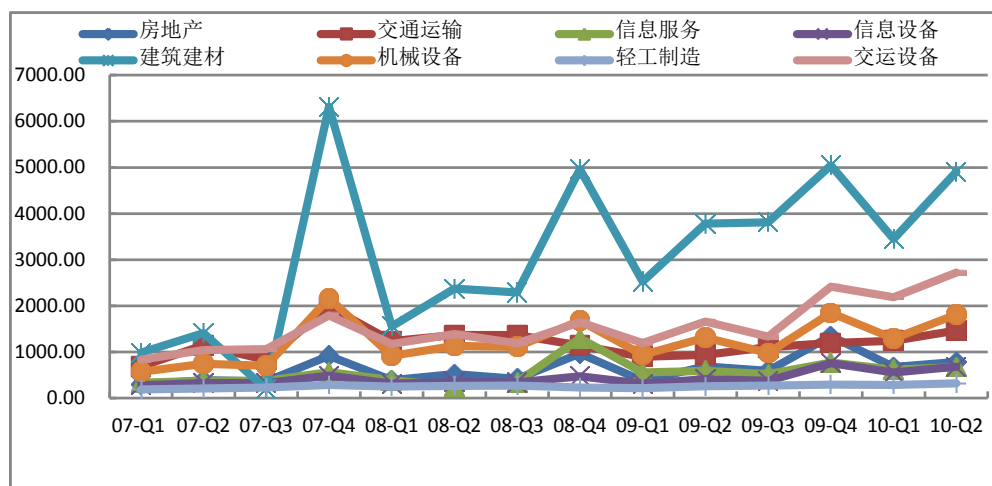
图表 15：原材料行业营业收入（单位：亿元）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

投资品行业营业收入呈现一定的周期性，即在各年份中，投资品行业的营业收入从第一季度至第三季度缓慢增长，第三季度至第四季度则出现较快的增长。房地产行业的营业收入明显高于其他投资品行业的营业收入。

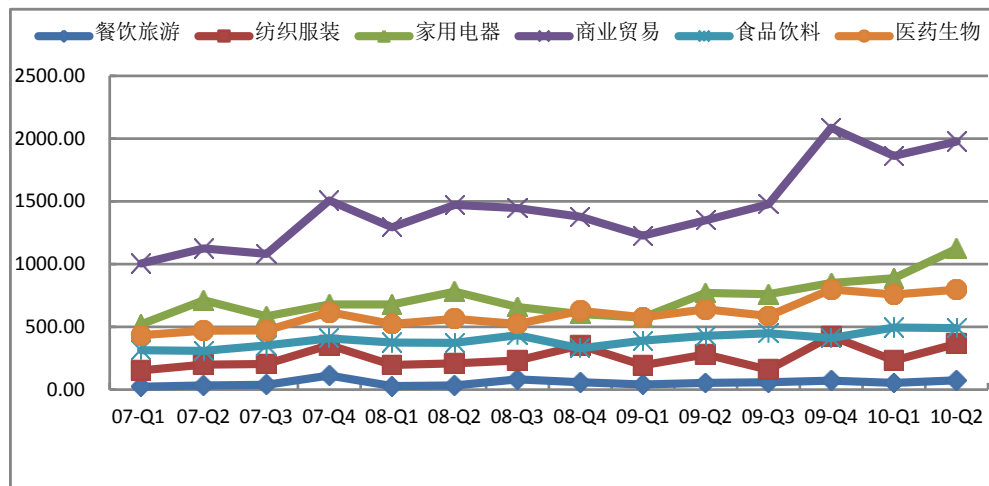
图表 16：投资品行业营业收入（单位：亿元）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

消费品行业营业收入基本符合所有行业营业收入的变化趋势，但逐季度变化趋势较为平缓，从 2007 年至今，消费品行业营业收入基本维持在一定的水平，有小幅的增加。商品贸易行业的营业收入显著高于其他消费品行业营业收入。

图表 17：消费品行业营业收入（单位：亿元）

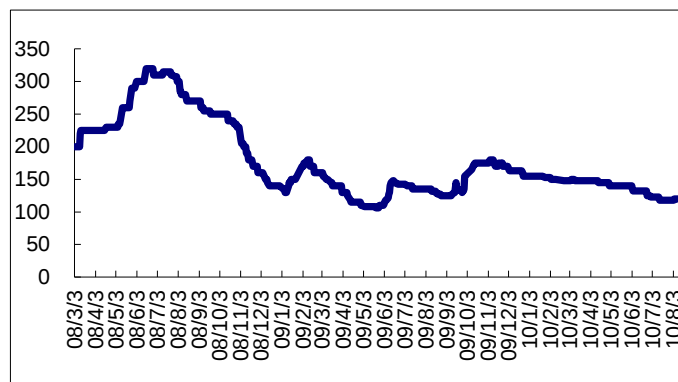


数据来源：Wind，湘财证券研究所

3.3、从需求角度看量价齐升

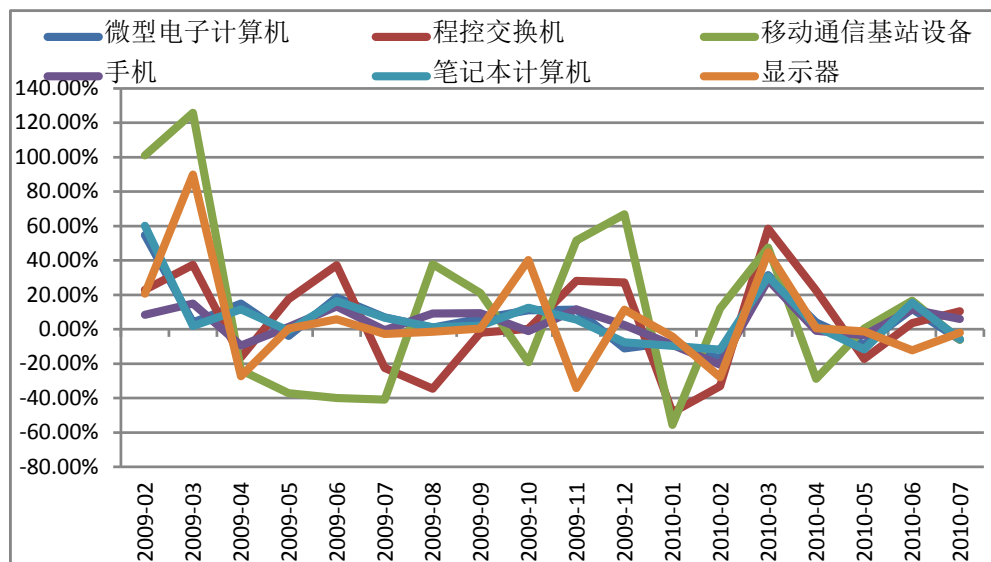
今年史上最长黄金周将带动餐饮旅游、商业零售等消费相关行业的需求释放，特别是在消费升级背景下，私人消费方面的商业零售、餐饮旅游、食品饮料行业景气度大幅提升；政府支出方面，军工、传媒、基建、建材和交通运输等行业景气也将逐步提升；固定资产投资方面，我们下半年更关注化工品中的塑料和机械设备中的农业机械；外部需求方面，我们看好纺织、软件和原料药子行业。整体来讲，制造业类的行业景气差于服务业。

图表 18：维生素 A 国内价格



数据来源：博亚和讯，湘财证券研究所

图表 19: TMT 相关产品产量环比增速

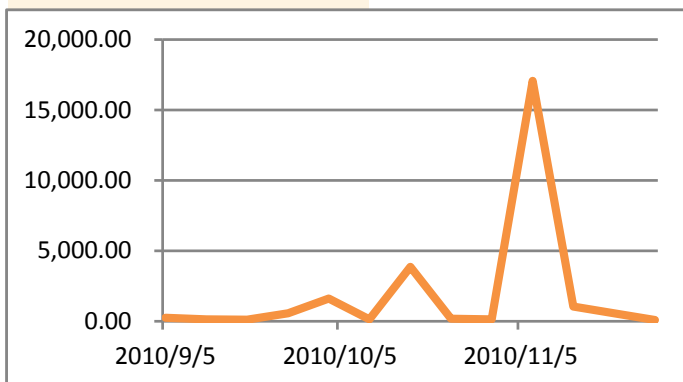


数据来源: Wind, 湘财证券研究所

四、投资风险: 系统性风险及限售股解禁风险

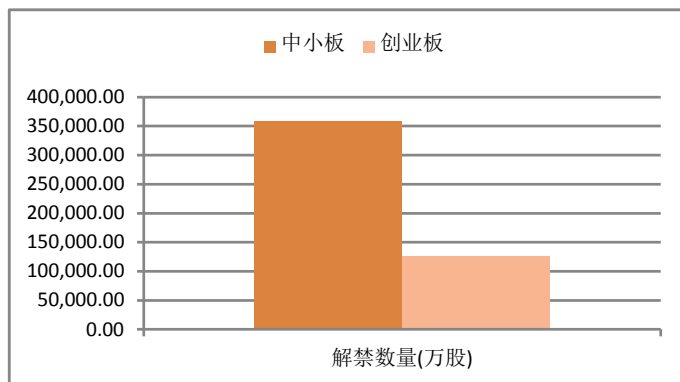
目前市场的投资风险主要有两点: 一是业绩预期调整的系统性风险; 二是中小板和创业板即将面临的解禁洪峰对投资者心态造成的影响。

图表 20: 10 月、11 月共有 3 个解禁洪峰



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图表 21: 近期中小板和创业板解禁数量比较



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

五、宏观行业观点与配置建议

9 月份市场对于政策的预期进一步强化,经济复苏的担忧也有一定程度减轻,但估值过度分化以及即将来临的解禁潮对于中小板和创业板构成一定的压力。在行业选择上,建议仍然超配消费相关的商业零售、餐饮旅游等行业,以及轻工制造、纺织服装、电子元器件、信息服务、家用电器等下游制造业。但配置比例上建议适当提高投资品的部分子行业的比重,包括通讯设备、军工、建材、化工等。

关于宏观和行业的最新观点,以及行业和公司的配置建议见以下表格:

图表 22: 宏观主要观点

2010 年 9 月	主要观点	主要理由
宏观经济形势	偏空	经济增速下滑已成定局,超预期经济数据才能支撑市场继续上扬
市场相对估值	中性	主要权重股估值仍然偏低,估值分化进一步加大
宏观政策环境	偏好	收入和财政政策预期、五中全会即将召开利好市场
大宗商品价格	偏好	目前大宗商品价格趋于跟随基本面,宽松货币政策对市场有一定的推动作用
国际市场环境	中性	国际市场普遍趋于估值提升,但危机尚未结束,随时有级别较小的风险爆发

资料来源:湘财证券研究所

图表 23: 行业最新观点

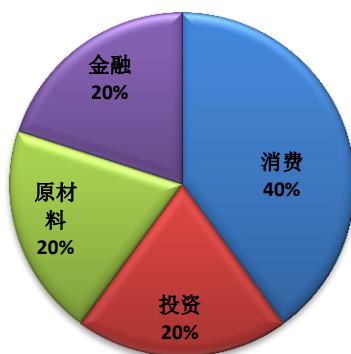
2010.9	主要观点	主要理由	推荐主题
农林牧渔	偏好	新技术推动中国生物农业发展。	生物育种
采掘	中性	煤炭: 预期修正不能成为市场反转的理由 石油: 原油期货市场的投机头寸下降。	煤化工
化工	偏好	化工: 黄磷价格上涨趋势放缓; 聚醚, 粘胶价格继续提升; 纯碱价格进一步走低。 石油天然气: 预计下半年勘探生产板块和成品油销售板块业绩还将稳中有升、炼油板块在成品油定价机制调整前难有起色、化工板块业绩还将有所下滑。	新材料 价格上涨
黑色金属	中性	钢铁: 成本下降不能改善供给和毛利情况	
有色金属	中性	高位库存	稀有金属

建筑建材	偏好	建筑装饰：后期量价齐升，关注行业龙头 水泥：产能淘汰目标靴子落地，短期有望强势反弹。	建材需求上升
机械设备	中性	机床：全球范围内机床行业产量增速放缓。 电气设备：电池管理系统 BMS 的发展将遵循“技术完善”和“商业化”齐头并进的方式。BMS 和锂电池性能提升，是电动汽车发展急待突破的瓶颈、最核心的关键问题，将直接决定新能源汽车的推广速度。	
金融服务	偏好	银行：7 月份 M1M2 增速继续回落，预计剪刀差缩小趋势将持续至年底；一般贷款平稳增长，存款下降。银行业目前估值安全，可保证相对收益。 保险：保险行业“传统险定价利率放开征求意见”出台后首月保费数据公布，保费增长未受政策影响；产险业务环境日益好转，上半年产险承保利润改善明显，可适当提高太保、平安保险产险业务估值；下半年在投资渠道放开的大背景下，递延税养老险开闸的事件性驱动的影响下，目前估值安全的保险股有望迎来趋势性上涨的行情。	估值安全
商业贸易	偏好	零售：行业中长期增长趋势不变 贸易：持续上涨的新增订单将支撑我国出口贸易	长假消费预期
餐饮旅游	偏好	行业景气维持高位运行	长假消费预期
信息服务	偏好	软件与服务类上市公司会受益于 EMV 迁移的提前 三网融合试点名单出台，内容与有线中长期受益	软件
电子元器件	中性	政策助推产业萌芽，但是发展尚需跨越诸多障碍。	
交运设备	中性	汽车：以旧换新政策延期对于车市的拉动作用仍将有限。	长假消费预期
信息设备	偏好	通信设备下半年投资大幅上升	通信设备
家用电器	偏好	持续高温带来制冷家电的投资机会。6 月销售超去年全年，刺激效果持续性无需担忧。以旧换新政策扩至 24 省，销量贡献可期。家电下乡量价齐升，彩电冰箱最受益。	长假消费预期
食品饮料	偏好	经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会，消费先于投资复苏。	长假消费预期
纺织服装	偏好	6 月出口高速增长不具备可持续性。但五大催化剂促进我国家纺行业快速发展。中高收入群体持续增加、房地产景气度提升、婚庆市场发展空间巨大、旅游业繁荣兴旺以及儿童用品需求持续增长这五大催化剂将提升我国家纺业整体的投资价值。预计未来 2-3 年家纺业产值仍将保持 20% 左右的增长幅度。	长假消费预期

轻工制造	中性	二季度行业整体盈利保持环比增长：从我们覆盖的上市公司整体情况来看，二季度企业受益于前期价格提升和成本上涨的滞后效应，大多数公司环比盈利均有一定增长，特别是有新增产能的公司，增长更为明显。	造纸
医药生物	偏空	《药品价格管理办法》征求意见稿即将出台，降价风暴或愈演愈烈。卫生部五措施严控药费不合理增长，有利于医药流通行业的健康发展。	关注原料药出口情况
公用事业	中性	宏观政策的影响走向纵深，全社会用电量将或环比微降；动力煤供给充沛需求略降、价格继续小幅回落，第三季度难以出现大幅上涨；水电利用小时持续大幅提升，预计三季度水电利用小时数将出现较大反正，业绩将得到大幅回升，火电方面则不容乐观。	水电
交通运输	偏好	港口：关注北方港口股，我们认为未来营口港、日照港和舟山港货物吞吐量增长仍将领先，这主要得益于腹地经济的较好表现和港口自身条件较好。 海运：由于国家宏观调控对行业压力趋于减弱以及欧洲债务危机影响逐渐过去，需求复苏，行业逐渐走出低谷，未来走势的悲观预期得到扭转。 航空：全行业景气度高涨，民航开放新航空公司审批对市场格局影响不大；在经济增速较快的情况下，航空和铁路有望迎来双赢局面；伊春客机失事短时间对航空业将造成一定的影响，从长远角度看将对股东深航品牌有所影响，但影响较小。	港口
房地产	中性	经济数据虽有隐忧，但房地产行业调控还将持续	

资料来源：湘财证券研究所

图表 24：建议行业配置比重



数据来源：湘财证券研究所

图表 25：重点推荐公司

证券代码	证券名称	EPS2010E	EPS2011E	EPS2012E
600694	大商股份	0.7856	1.3539	1.7127
600331	宏达股份	0.1809	0.4685	0.6501
000978	桂林旅游	0.2586	0.39	0.458
000522	白云山 A	0.4469	0.5613	0.7416

000815	美利纸业	0.0021	0.1316	0.1679
300064	豫金刚石	0.4868	0.7336	0.9792
600797	浙大网新	0.1121	0.161	0.2125
000848	承德露露	0.7478	0.9604	1.2131
600522	中天科技	1.2409	1.4043	1.7430

数据来源：WIND，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。