

2010年9月投资策略报告

股票投资策略报告

本报告的主要看点：

1. 分析当前市场因素，认为市场仍处于震荡向上过程中。目前依旧以结构性行情为主，看好高景气持续和主题投资两个方面。

震荡向上 结构性行情深化

基本结论

- **市场回顾。**经历7月份逼空式的上涨行情以后，8月份市场进入盘整期。截止8月27日收盘，上证综指在2564-2701点之间窄幅震荡，较7月底微跌1%。较之7月份的市场普涨，8月份市场的最大特点是出现结构性分化。成长确定的商业、白酒、医药等行业涨幅居前，主题性投资受到追捧，区域规划、新兴产业规划、淘汰落后产能以及并购重组等政策成为市场的热点，维持了市场的活跃，概念股表现抢眼。
- **未来一段时间的市场环境。**宏观基本面上，正在经历同比增速的平稳下滑和环比增长的筑底；政策面上，房地产敏感期和物价的上冲仍将制约政策的松动，淘汰落后、新兴产业、区域规划、扶持农业等调结构措施仍将保持高热度；流动性方面，银行间资金利率季节性抬升，但是新增资金入市、存量资金利用率上升使得资金面尚未构成股市的约束因素；估值上，结构性分化不断创造历史。
- **市场展望。**基于中期内对物价见顶回落、房地产软着陆、经济触底回升的预期，我们认为市场的中期趋势依旧向上。目前经济同比增速下滑、物价上涨、政策舆论偏紧，市场将维持震荡态势，结构性行情依旧是主要基调。高景气持续仍是投资主线、政策热点的主题性投资将愈加受追捧。
 - 高景气持续。主要有三类：一是，成长确定的饮料、医药、商业、家电等消费股。由于消费股估值普遍较高，我们更加看重估值较低的龙头公司；二是供给面受到抑制，景气能够持续甚至攀升的投资品，主要是水泥和造纸；三是，行业定价能力强、高景气能持续的周期股，主要是煤炭。
 - 主题性投资。包括，通胀概念的农林牧渔；新兴产业规划下的新能源、稀有金属、通讯与软件、旅游；并购重组的军工等。
 - 在经济筑底过程中，需求的超预期可能性为汽车及零部件、航空、工程机械、钢铁、化工等周期性行业提供交易性机会。我们相信11月份前后物价见顶、房地产软着陆等一系列因素将明朗化，政策环境、景气趋势将更为有利，可以逐渐增加对房地产链条的配置。
- **风险提示：**创业板减持冲击估值体系；海外经济和市场恶化程度超预期；房地产量价组合出现严重不利状态。

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130210070002
 (8621)61038296
 taojg@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
 (8621)61038251
 xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
 (8621)61038297
 wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

市场回顾：8 月份市场盘整，结构分化.....	4
基本面：经济平稳下滑，环比正在筑底.....	6
经济平稳下滑	6
但是环比正在筑底	7
政策面：地产调控和物价上冲限制政策空间，中期趋势明朗.....	8
房地产敏感期和物价冲高暂时制约政策空间	8
中期政策脉络更加清晰.....	10
流动性：银行间资金价格上升，股市流动性尚不构成市场约束	12
银行间市场资金价格季节性回升	12
股市资金尚不构成市场的约束条件	12
股市作为大类资产配置价值的提高有助于吸引资金入市	13
估值：估值分化程度拉大	14
小盘股估值溢价不断创出历史新高	14
创业板估值风险日益显现	14
权重股可支撑市场估值中枢.....	15
市场研判与投资建议：震荡向上，结构性行情深化	17

图表目录

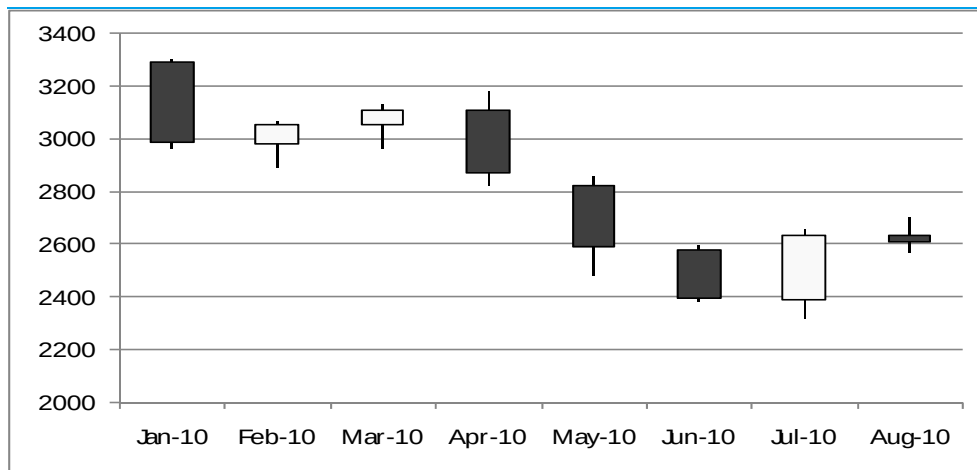
图表 1：上证指数月度走势.....	4
图表 2：7、8 月份市场表现对比	4
图表 3：7、8 月份市场风格对比	4
图表 4：7 月份周期性行业引领市场普涨	5
图表 5：8 月份行业涨跌幅出现分化	5
图表 6：8 月份（截止 8 月 27 日）概念板块涨跌幅	5
图表 7：国际经济放缓，中国出口增速仍将下滑	6
图表 8：新开工项目增长疲软，预示投资增速将继续下滑	6
图表 9：降库存继续进行，原材料库存削减已经较为充分	7
图表 10：相对于需求，库存进一步降低空间有限	7
图表 11：8 月份房地产销量明显回升	8
图表 12：杭州、深圳等城市房价出现回升	8
图表 13：住宅持续处于供不应求状态	9
图表 14：供求关系正在走向良性，房价上涨压力减轻	9
图表 15：商务部食用农产品价格 7-8 月份环比上涨幅度明显超出历史同期	9
图表 16：蔬菜、水果价格波动幅度较大，持续性较弱	10

图表 17：粮食、猪肉价格上涨会引发较大的连锁反应	10
图表 18：CPI 在 10 月份见顶，四季度回落	10
图表 19：8 月份以来政策战略意图日益清晰	11
图表 20：8 月底银行间市场拆借利率快速抬升	12
图表 21：银行间市场国债利率保持平稳	12
图表 22：基金发行提速	12
图表 23：股票和基金账户开户数增长保持稳定	12
图表 24：8 月交易账户比例小幅调高，资金利用率上升	13
图表 25：偏股型基金仓位处于历史平均水平	13
图表 26：小盘相对于大盘指数 PE 溢价率上升至 215%	14
图表 27：小盘相对于大盘指数 PE 溢价率上升至 87%	14
图表 28：创业板 IPO 定价明显高于同行业中小板、主板上市公司	14
图表 29：创业板发行超募情况最严重	14
图表 30：创业板流通 A 股比重较小，可能是导致估值偏高的一个因素	15
图表 31：11-12 月份创业板首发股东解禁流通股占比大约提高 35 个百分点	15
图表 32：金融、采掘、化工占据 A 股市值的半壁江山	15
图表 33：分析师 8 月份上调行业盈利增速预期	15
图表 34：国金银行估值处于历史底部：PE-10.2,PB-1.96	16
图表 35：国金煤炭估值处于较低水平：PE17.2,PB-2.93	16
图表 36：国金石化估值处于较低水平：PE-14.6,PB-2.01	16
图表 37：国金建筑估值处于较低水平：PE-18.8,PB-2.1	16

市场回顾：8 月份市场盘整，结构分化

7 月份，政策面的转暖使得投资者正视好于预期的经济数据并重新评估经济的前景，悲观的预期得到修正，在流动性改善的支持下，市场估值快速修复，上演了一场逼空行情，上证指数大涨 9.97%。进入 8 月份以后，推动 7 月份市场快速上涨的因素逐渐为市场所适应，市场进入盘整期。截止 8 月 27 日收盘，上证综指在 2564-2701 点之间窄幅震荡，较 7 月底微跌 1%。

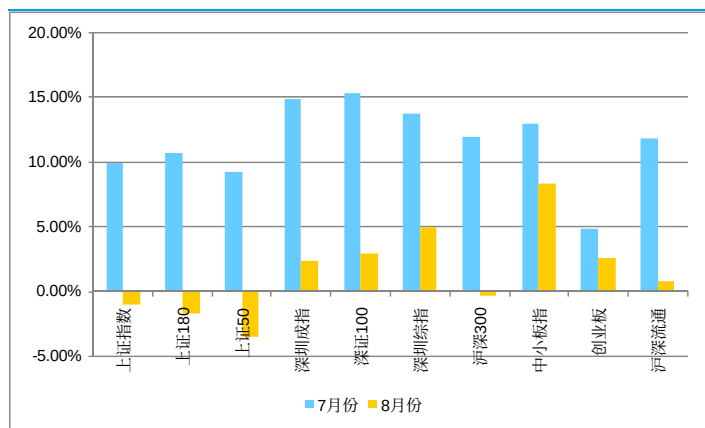
图表 1：上证指数月度走势



来源：国金证券研究所

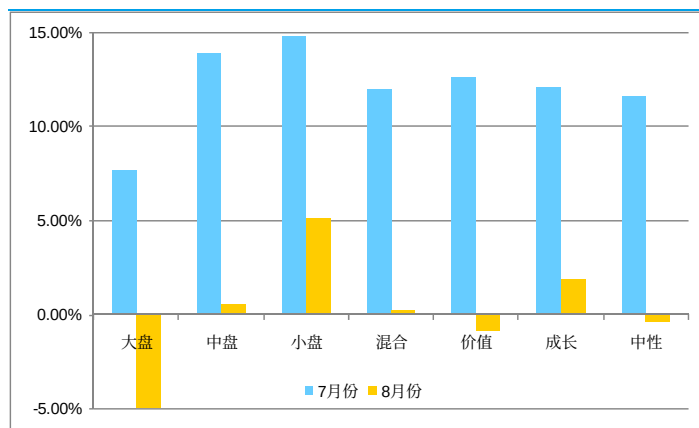
较之 7 月份的市场普涨，8 月份市场的最大特点是出现结构性分化。从子市场来看，较之 7 月份各个市场普涨不同，8 月份上证指数、沪深 300 有所调整，而中小板、创业板保持了强劲的上漲。体现在风格上，大盘股、价值股 8 月份下跌，小盘股、成长股继续走强。

图表 2：7、8 月份市场表现对比



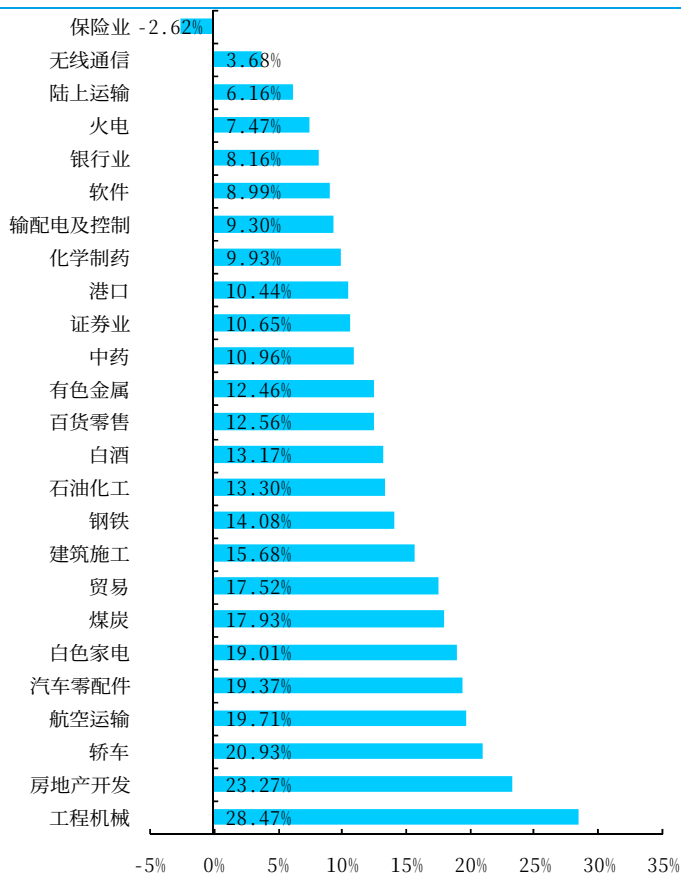
来源：国金证券研究所

图表 3：7、8 月份市场风格对比

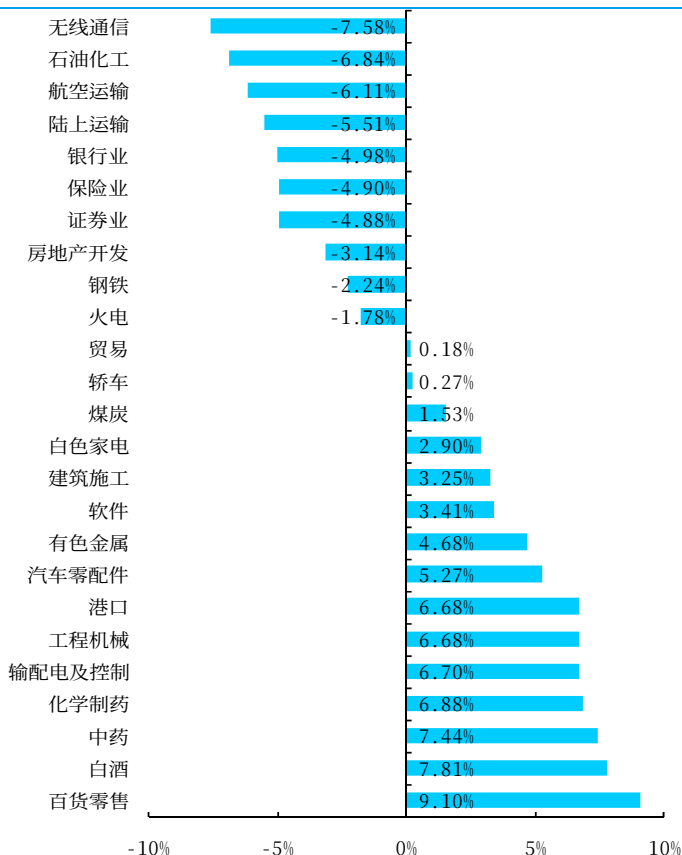


行业来看，7 月份工程机械、房地产、轿车、航空、煤炭等周期性行业估值修复引领各行业普涨，仅有保险行业受到利率放开等政策冲击而下跌；8 月份行业表现分化，通信、航空、银行、地产、钢铁等行业下跌，而成长确定的商业、白酒、医药等行业涨幅居前，新兴产业规划等政策支持的新能源、有色金属等行业也录得不错上涨。

图表4：7 月份周期性行业引领市场普涨



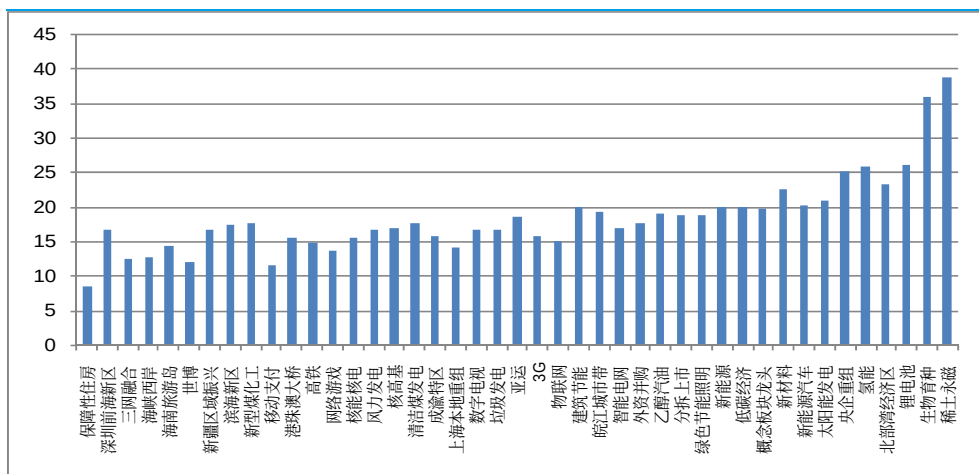
图表5：8 月份行业涨跌幅出现分化



来源：国金证券研究所

8 月份市场盘整过程中，主题性投资受到追捧，政策热点刺激相关概念板块持续活跃。由于市场系统性风险有限，区域规划、新兴产业规划、淘汰落后产能以及并购重组等政策成为市场的热点，维持了市场的活跃，概念股表现抢眼。

图表6：8 月份（截止 8 月 27 日）概念板块涨跌幅



来源：国金证券研究所

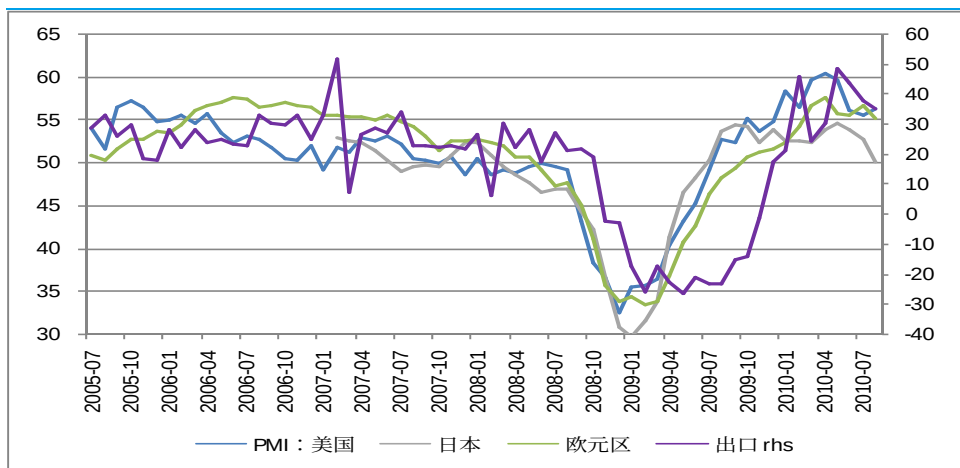
基本面：经济平稳下滑，环比正在筑底

经济平稳下滑

从方向上讲，需求增长的下滑仍是比较确定的事件，并将带动经济的下滑。但是从节奏上来看，由于突发性的金融、经济风险爆发的可能性很小，经济增长的下降比较平稳。整体经济在未来一段时间处于平稳下滑态势。

国际方面，伴随经济刺激效应的减弱，美国经济在房地产销售、工业订单和居民消费等方面出现了持续走坏的数据。同时，伴随外部经济增长的放缓，欧洲、日本的 PMI 增速也持续下滑，经济景气下降。中国出口增速继续下滑是比较确定的。我们宏观小组预测 8 月份出口增速将平稳下滑至 35%，全年累计增速将下滑至 25% 左右。

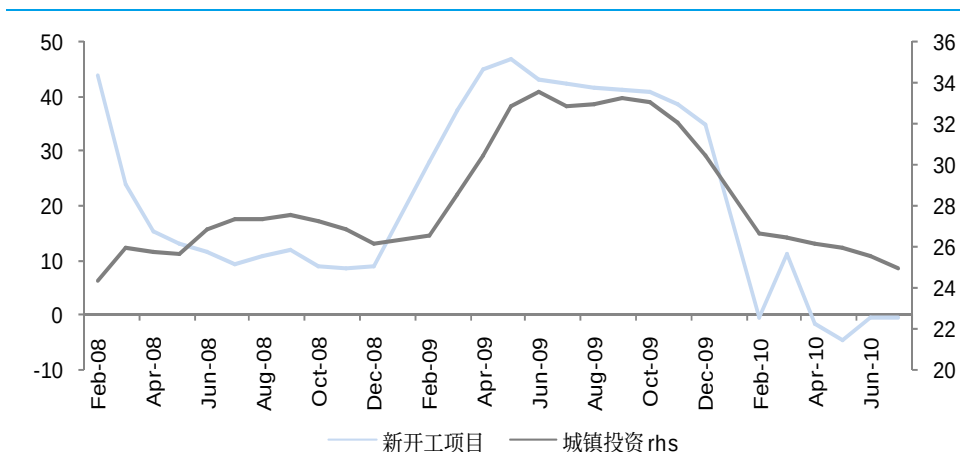
图表 7：国际经济放缓，中国出口增速仍将下滑



来源：国金证券研究所

内需方面，房地产调控、经济下滑仍在压制投资增速。从领先的投资项目增速来看，城镇投资增速仍然处于下滑过程中。我们宏观小组预测城镇投资单月增速将下滑 1 个百分点。

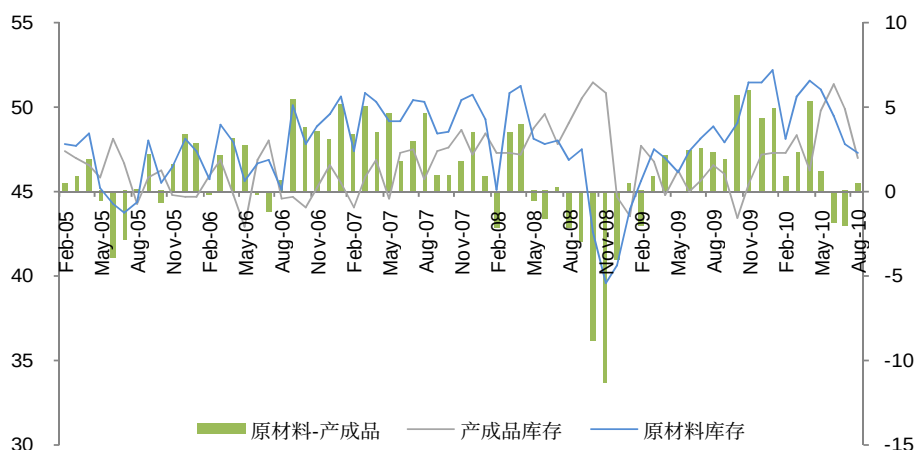
图表 8：新开工项目增长疲软，预示投资增速将继续下滑



来源：国金证券研究所

库存方面，最新的 PMI 数据显示，需求的下降和经济前景不确定性下，产成品、原材料的库存仍在削减中。但相较于产成品，原材料库存削减更为充分。

图表9：降库存继续进行，原材料库存削减已经较为充分

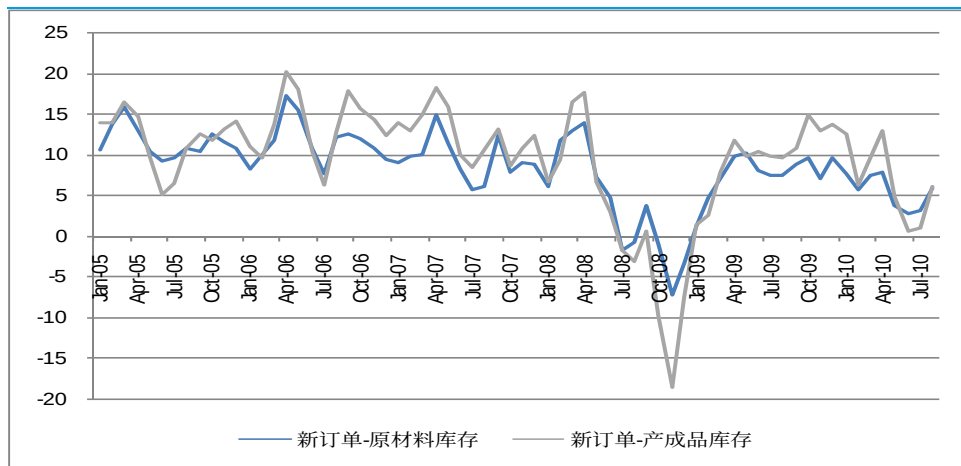


来源：国金证券研究所

但是环比正在筑底

从最近几个月的生产、需求、库存等指标来看，经济的小幅波动特征愈发明显。相比较而言，需求增长更为强劲，而库存的削减已经走在了需求的前面。随着终端需求在相对低水平上企稳，库存继续降低的空间已经很小，环比上经济进入筑底阶段。在较低的库存水平上，需求一旦超预期，原材料需求的阶段性扩张将导致价格的快速波动。

图表10：相对于需求，库存进一步降低空间有限



来源：国金证券研究所

政策面：地产调控和物价上冲限制政策空间，中期趋势明朗

未来两个月，物价控制和房地产调控使得政策舆论继续偏紧，这与经济增速下滑共同组成类滞涨的形态。但是淘汰落后、新兴产业、区域规划、扶持农业等调结构措施仍将保持高热度。伴随经济的下滑、物价的回落、房地产的软着陆和融资平台清理等工作的推进，政策环境在 4 季度有望进一步宽松。

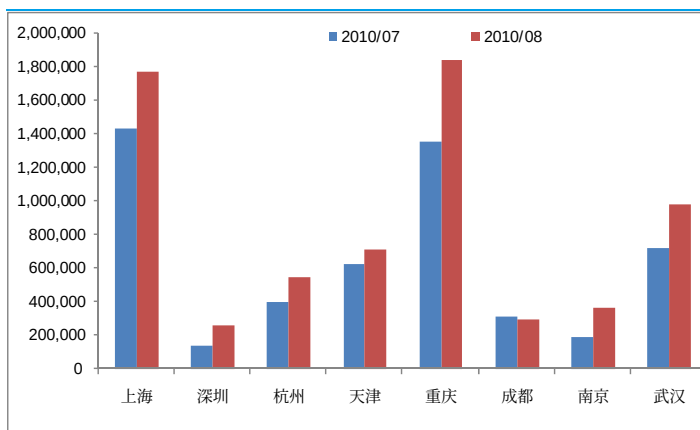
房地产敏感期和物价冲高暂时制约政策空间

■ 房地产敏感期来临

8 月份房地产销量明显回升，政策压力加大

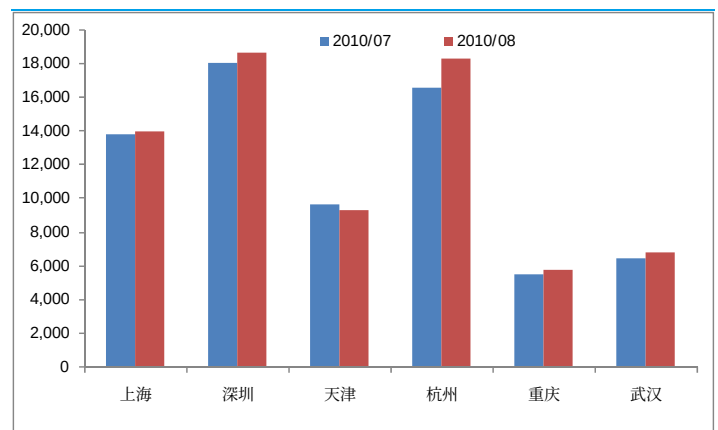
市场对房地产销售有复杂的理解。6-7 月份房地产销量的触底奠定了房地产股的底部。从主要城市销售情况来看，8 月份房屋销量明显上升；伴随销售的放量，部分城市房价出现了反弹迹象。市场此前预期金九银十旺季的到来将进一步提升房地产股的估值，但目前这一进程受到了房地产调控升级预期的打压。由于历史上房地产销售增速的上升基本意味着房价的加速上涨。而价格上涨可能被视为房地产调控的失败。因此，8 月份以来，在开发信贷、囤地囤房、投机性需求、房产税等方面的言论升温，调控措辞更加强硬。

图表11：8 月份房地产销量明显回升



来源：国金证券研究所

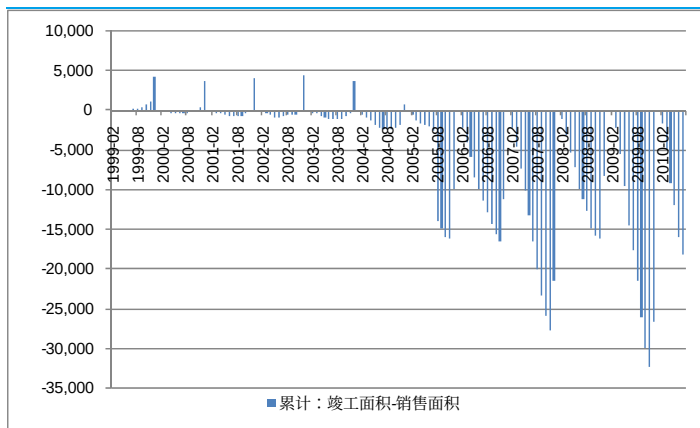
图表12：杭州、深圳等城市房价出现回升



政策的高压态势仍将持续，中期有助于房地产市场软着陆

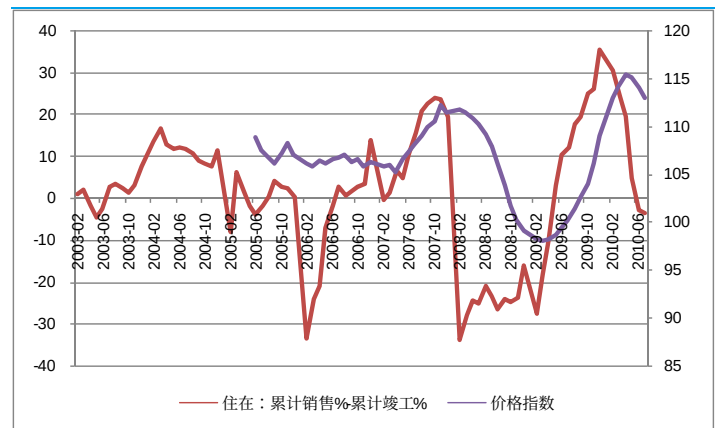
从历史来看，9-10 月份房地产销售面积大约提高 15% 左右。在房地产商回笼资金和刚性需求的推动下，我们预期，金九银十销量的上升是大概率事件。因此，近期政策的高压态势还将持续，但是更多的仅仅是起到防范作用。中期来看，由于打击囤地囤房、推进保障性住房等措施的执行以及持续存在的供给缺口下开发商投资主动意愿的存在，供给增长能够保持相对快速的增长，打击投机需求则削减了投机性住房的需求，住宅的供求关系正在得到改善，从而限制房价上涨的空间，房地产软着陆的概率在提高。随着中期软着陆的逐渐兑现，房地产调控高压政策对股市的负面情绪影响也将逐渐减弱。

图表13：住宅持续持续处于供不应求状态



来源：国金证券研究所

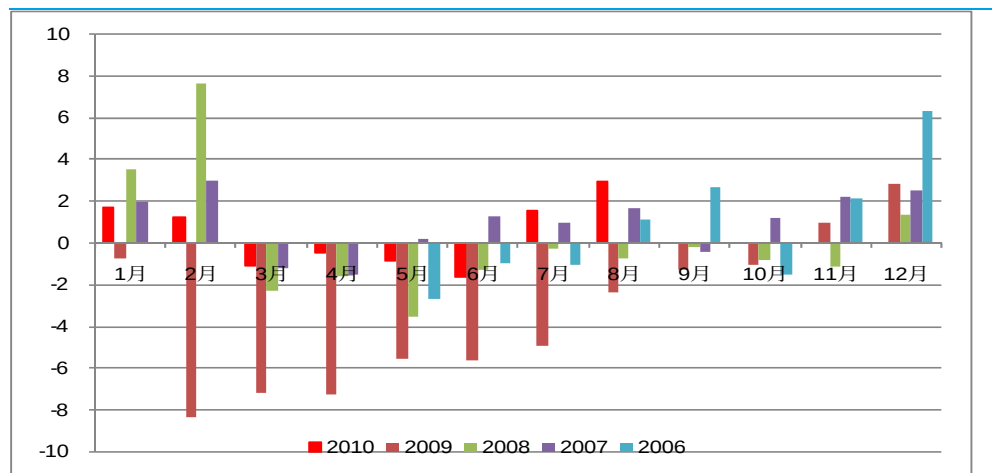
图表14：供求关系正在走向良性，房价上涨压力减轻



■ 物价冲高压力上升

食品价格快速上升引发通胀预期升温。7 月份食品价格的逆季节上升带动了 CPI 的快速上涨。8 月份，猪肉、粮食价格继续快速上涨，带动商务部食用农产品价格较 7 月份再次攀升了 2%以上，明显高出历史平均水平。由于食品价格波动贡献了 CPI 波动的 80%，食品价格上涨加剧了通胀预期。如果年内剩余时间物价继续保持前期上升节奏，那么 CPI 将明显超出管理层年初设定的 3%政策目标。投资者担心物价上涨将导致央行被动性收紧流动性。

图表 15：商务部食用农产品价格 7-8 月份环比上涨幅度明显超出历史同期



来源：国金证券研究所

但是进一步分析，食品中，蔬菜、鲜果等价格具有极强的季节性，很难形成持续性趋势，真正具有比较大威胁的是粮食、猪肉的上涨。