

以守为攻，回归确定性成长

主要观点：

整体经济无亮点，结构调整有力度

- ★ 经济增速趋稳，弱化加速下行忧虑，政策稳中偏紧，调结构力度增强
- ★ 结构调整两大看点：新兴产业规划与节能减排目标实现。

波幅扩大不改区域震荡，结构性行情面临分化与扩散

- ★ 蓝筹股估值支撑犹存，但估值修复动力弱化
- ★ 从新增基金与A股开户数看，场外资金尚无蜂拥入市迹象，市场活跃度指标处于历史中值，市场无全面过热迹象。
- ★ 外部重启量化宽松政策与内部缺乏合适投资渠道，资金挤入及赚钱效应将进一步强化9月份市场结构性机会。局部流动性依然充裕将导致结构性机会由小盘股向外扩散。
- ★ 相对于沪深300指数成分股二季度单季业绩增速同比环比的回落，中小板与创业板二季度单季业绩增速环比出现向上拐点，现实的成长性预期对9月份小盘股行情构成支撑。大小盘股价差倍率与估值倍率已经突破历史常态区域，小盘股行情将在结构分化中延续。

9月份风险提示：地产调控政策的不确定性与小盘强势股盛极而衰

- ★ 我们认为9月份市场的确面临地产调控政策不确定的压力，而且该预期已经反映在地产、金融股的疲弱趋势中。但我们的观点是政策面将继续保持高压但加码调控的可能性不大。
- ★ 由于中秋与国庆两个假期的叠加，导致A股休市期延长。同时，创业板解禁股减持高潮的时间临近，都会给8月份超涨小盘股带来结构性回落风险。

行业配置思路：减排受益与景气复苏超预期

- ★ 减排受益关注钢铁、化肥（磷肥、钾肥）
- ★ 汽车零配件受益汽车行业景气复苏超预期

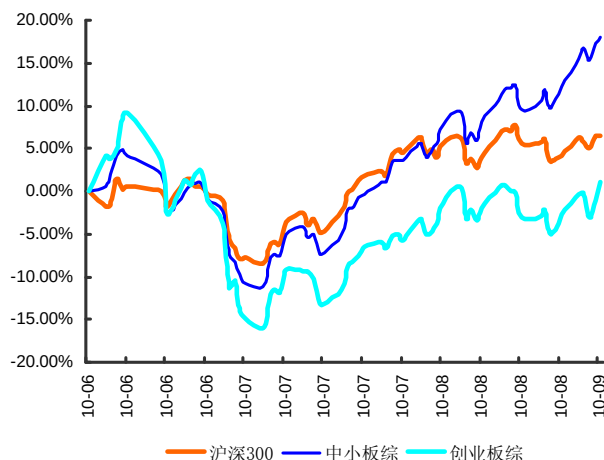
主题投资机会：新兴产业轮动与假期消费

- ★ 我们预期即将在10月份召开的十七届五中全会中，将明确“十二五”规划的主基调是“加快经济方式转变”。大消费与新兴产业两条结构行情主线将进入政策“蜜月期”。
- ★ 8月份物联网、节能建筑、环保、卫星导航、核能核电、风力发电等新兴产业涨幅落后，在9月份新兴产业随政策节拍的轮动中可重点关注。
- ★ 我们统计了2000—2008年9月1日至10月31日，旅游、商业零售行业的相对收益，发现自1999年起实施“十一大黄金周”以来，行业国庆行情“前高后低”的特征非常明显；在“黄金周”前1个月，行业表现明显强于全部A股，之后行业面临下行压力。

投资策略：以守为攻，回归确定性成长

- ★ 我们对9月份的策略建议为“以守为攻，回归确定性成长”。
- ★ 选股策略方面，我们建议紧扣新兴产业、大消费两条主线。建议重点关注长假前夕消费升级投资主题中旅游、商业零售行业个股的交易性机会。“以守为攻”，关注8月份涨幅相对落后新兴产业个股的补涨机会。同时，我们建议重点关注具有区域优势的钢铁股、具有估值修复动力的汽车零配件股以及磷肥、钾肥子行业龙头公司。重点规避8月份超涨小盘股结构性回落风险。

图 1：最近 3 个月沪深 300 指数、中小板综指与创业板综指表现



8 月沪深 300 指数上涨 1.20%；中小板综指上涨 12.75%；创业板综指上涨 5.81%。8 月份中小板综指领涨市场。小盘成长股与题材股受到了市场的热烈追捧。银行、地产等受政策调控压力的权重板块滞涨显著拖累了沪深 300 指数。

数据来源：Wind 资讯

一、趋势判断：波幅扩大不改区域震荡

1、宏观环境：整体经济无亮点，结构调整有力度

★ 经济增速趋稳，弱化加速下行忧虑

8 月份的 PMI 数据高于市场预期，缓解了市场对经济增速加速下滑的忧虑。参考 8 月份汇丰 PMI 数据已从 7 月份的 49.5% 上升至 51.9%，显示中国经济增速下滑趋缓，经济“硬着陆”的风险已经大为降低。但综合分析 PMI 分项数据与季节性因素，8 月份 PMI 的小幅回升，只是预示了经济下滑趋势放缓，而并非意味着中国经济增速已经结束下行趋势。

基于上述经济增速趋稳的判断，我们认为 8 月份经济数据的披露已经难以对市场形成实质影响，但调结构政策将在 9 月份获得进一步加大力度实施的空间。

图 2：8 月份 PMI 指数环比回升 0.5 个百分点

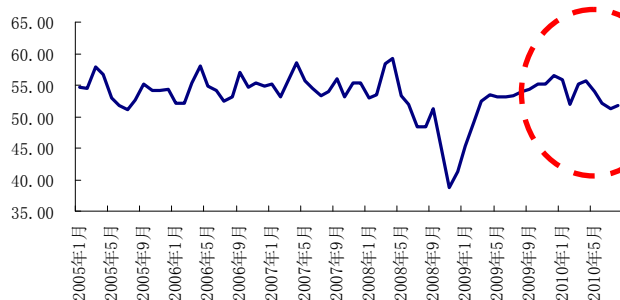
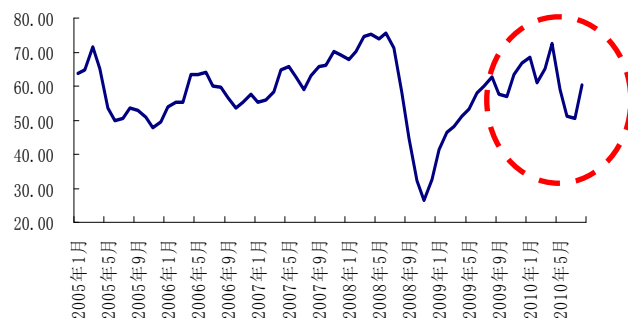


图 3：8 月份购进价格指数回升十个百分点



数据来源：Wind 资讯

表 1：8 月份宏观经济数据预期值

	GPI (%)	PPI (%)	消费 (%)	工业 增加值 (%)	出口 (%)	进口 (%)	贸易 顺差 (亿美元)	投资 (%)	新增 贷款 (亿元)	当季 GDP (%)
预期值	3.5	4.5	17.9	13.00	32.9	26.8	240	24.5	5050	--

数据来源：Wind 资讯

★ 政策稳中偏紧，调结构力度增强

温家宝总理前期表示：下半年，经济调控的主基调是保持政策稳定。近期发改委主任张平表示，下半年将稳定房地产调控，政策重点在通胀预期管理和确保减排目标实现。显示在总体稳定的基调下，短期政策面依然将保持偏紧的状态。除了房地产调控政策保持高压态势外，居高不下的 CPI 数据将削弱市场对紧缩政策松动的预期。而经济增速趋稳赋予了调结构力度增强的政策空间。

★ 结构调整两大看点：新兴产业规划与节能减排目标实现。

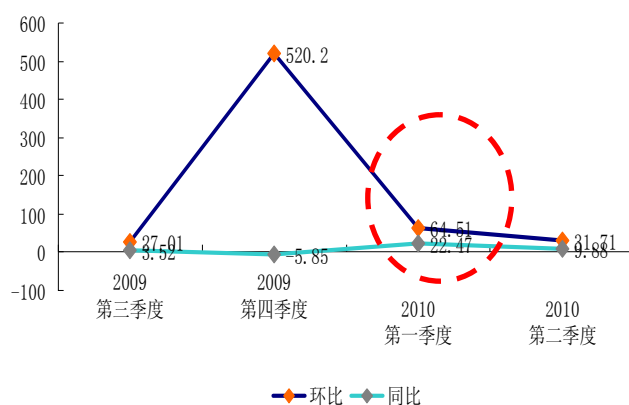
短期看，《产业结构调整和指导目录（2010 年本）》（征求意见稿）将在培育战略性新兴产业等方面取得重要进展，这进一步激励新兴产业的结构性轮动。中期看，我们预期即将在 10 月份召开的十七届五中全会中，将明确“十二五”规划的主基调是“加快经济方式转变”。大消费与新兴产业两条结构行情主线将进入政策“蜜月期”。

下半年面临巨大压力的减排目标，将改变部分行业产品的阶段性供求关系，其中将蕴含一定的行业结构性机会，但减排压力对整体市场的业绩表现影响偏负面。

2、市场分析：结构性行情面临分化与扩散

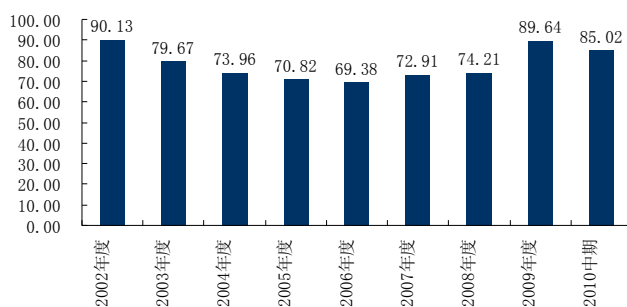
★ 蓝筹股估值支撑犹存，但估值修复动力弱化

图 4：沪深 300 成分股二季度净利润同比环比增幅均出现下降



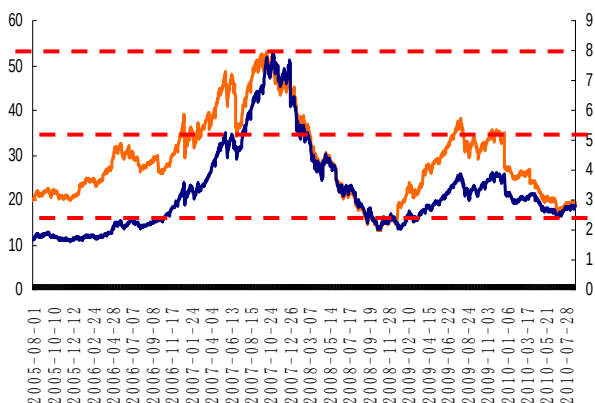
沪深 300 指数成分股二季度净利润同比环比增幅均出现下降，分别从 22.47% 与 64.51% 下降到 9.88% 与 31.71%。单季业绩增速见顶回落趋势明显。这将显著弱化蓝筹股群体估值修复动力。

数据来源：Wind 资讯

图 5：四季度上市公司将再次面临去库存压力


数据来源：Wind 资讯

未来库存变化是业绩增速变化的关键因素。从原材料库存和产成品库存看，二者的增速在6月份都开始同步掉头向下，在经历了2009年的再库存阶段，目前行业去库存的压力很大。从整体来看，由于内需萎缩的态势可能持续，外需变化依然不明，未来新增产能的消化仍不容乐观，业绩增速回落的趋势仍将延续。

图 6：沪深 300 成分股 PE\PB 估值均在历史低位区域


数据来源：Wind 资讯

目前沪深300指数最新PE、PB估值分别为13.54倍于2.38倍（当年中报*2，不调整），均处于历史低位区域。黑色金属、房地产、金融服务的最新PE、PB估值分别为（15.12、1.41）、（26.25、2.81）、（10.05、2.13），蓝筹权重股的估值支撑将成为9月份市场抵御系统性风险的关键因素。

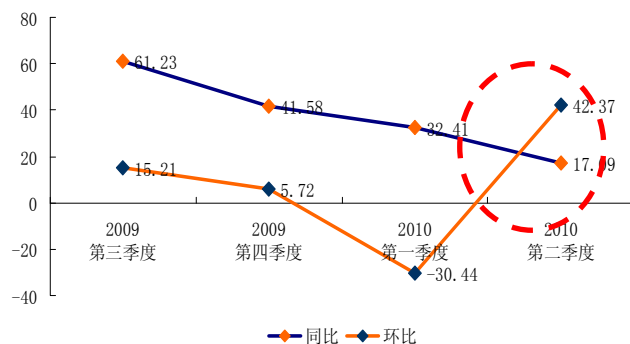
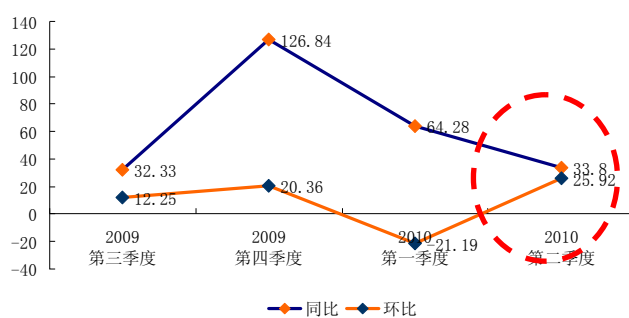
★ 小盘股行情基础仍在，但面临结构性分化与热点扩散

从新增基金与A股开户数看，场外资金尚无蜂拥入市迹象，市场活跃度指标处于历史正常值，市场无全面过热迹象。

外部重启量化宽松政策与内部缺乏合适投资渠道（房地产继续紧缩、实业景气不足），资金被挤入总体还在低位徘徊的股市。资金挤入及赚钱效应将进一步强化9月份市场结构性机会。局部流动性依然充裕将导致结构性机会由小盘股向外扩散。

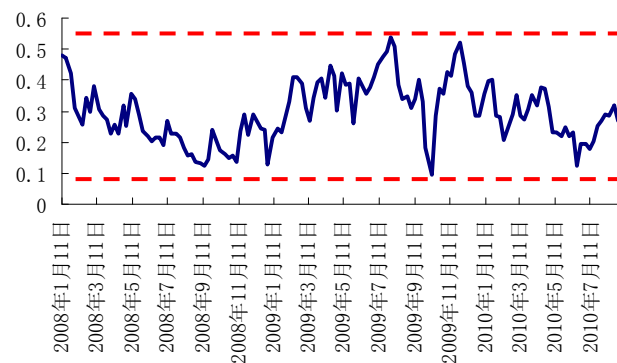
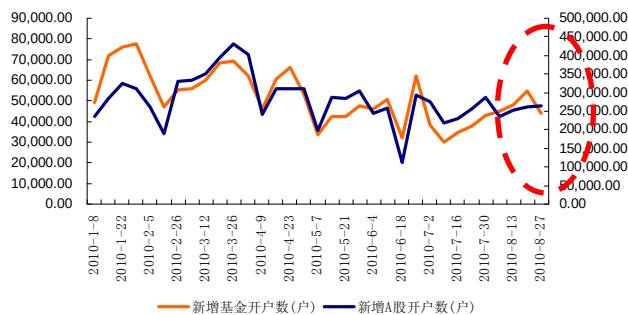
相对于沪深300指数成分股二季度单季业绩增速同比环比的回落，中小板与创业板二季度单季业绩增速环比出现向上拐点，现实的成长性预期对9月份小盘股行情构成支撑。大小盘股价差倍率与估值倍率已经突破历史常态区域，小盘股行情将在结构分化中延续。

图 7：中小板与创业板二季度单季业绩环比出现明显的向上拐点



数据来源：Wind 资讯

图 8：新增基金开户数、A 股开户数处于正常水平 图 9：交易活跃度（交易账户/持仓账户）在历史中值



数据来源：Wind 资讯

图 10：市场流入资金与流出资金基本平衡

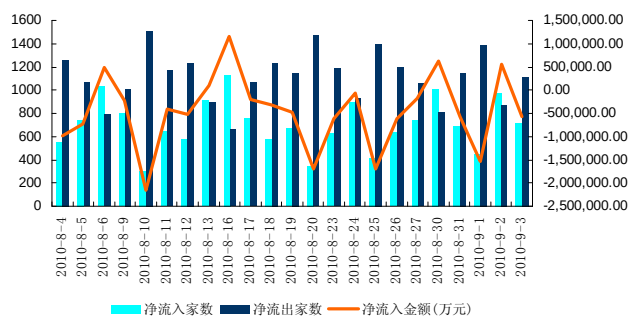
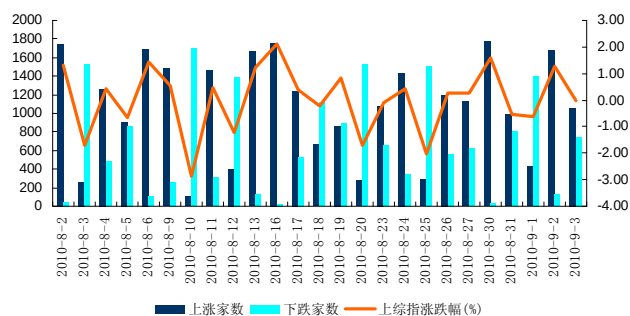


图 11：个股涨跌比例无序显示结构性行情分化特征



数据来源：Wind 资讯

图 12: 大小盘股价差倍率已经突破常态区域

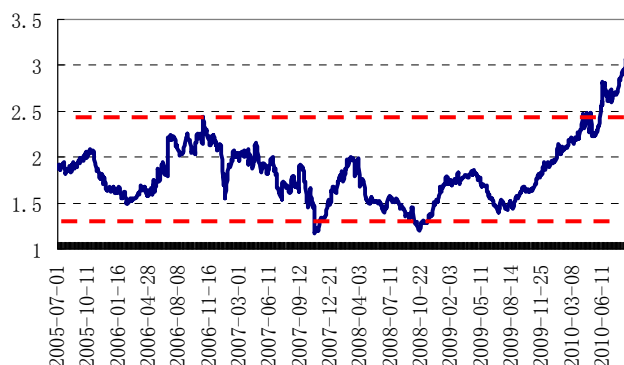
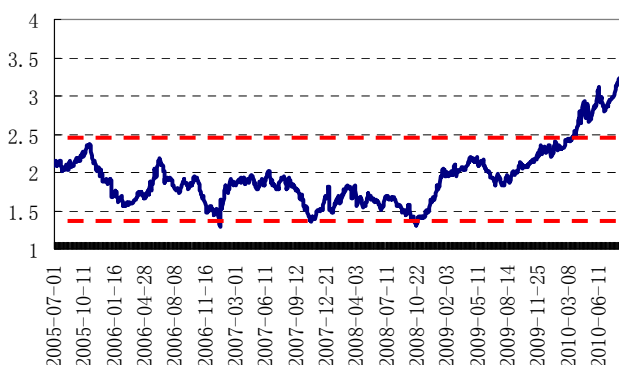


图 13: 大小盘股价估值差倍率已经突破常态区域



数据来源: Wind 资讯

二、9 月份风险因素：地产调控政策的不确定性与小盘强势股盛极而衰

★ 地产调控政策的不确定性

市场担忧在“金九银十”预期下，房地产市场的“量价齐升”将招致政策面的加码调控。我们认为 9 月份市场的确面临地产调控政策不确定的压力，而且该预期已经反映在地产、金融股的疲弱趋势中。但我们的观点是政策面 9 月份将继续保持高压但加码调控的可能性不大，因为后续开发商推盘量的增加将抑制房价的短期上涨空间，更何况目前市场量价的推力来自“刚需入市”，处于政策关注焦点的投资需求并无大举入市迹象。

★ 假期叠加与限售股减持终结小盘股牛市

9 月份由于中秋与国庆两个假期的叠加，导致 A 股休市期延长。长假期间周边市场波动的不确定性，将使资金提前退出观望，从而给市场带来震荡。同时，由于创业板解禁股减持高潮的时间临近，都会给 8 月份超涨小盘股带来压力。因此我们建议 9 月份重点规避 8 月超涨小盘股的结构性的回落风险。

三、行业配置思路与主题投资机会

1、行业配置思路：减排受益与景气复苏超预期

★ 减排受益关注钢铁、化肥（磷肥、钾肥）

近期政府强制部分钢铁企业限产停产，有利于缓解钢铁行业短期的供应压力，而 9、10 月份钢铁行业消费旺季有望拉动钢铁价格震荡回升，但行业过剩状况仍然没有得到有效解决。因此 9 月份钢铁板块存在一定的交易性机会。

由于国家限制高耗能行业用电等客观原因被迫减产，钾肥价格出现上涨。政府对高耗能企业的限电政策超出之前的预期，加上云南、四川等地运输不顺造成黄磷量紧价升。这给磷化工龙头公司带来业绩超预期的可能。

★ 汽车零配件受益汽车行业景气复苏超预期

8 月份全国汽车销量环比增长 15.1%，同比增长 55.7%，其中乘用车环比大涨 18.9%。今年 8 月份行业销售数据超出市场预期。且四季度消费者有望度过观望期，购买力有望在旺季爆发。我们认为汽车零部件企业产能调整快，一般能维持较高的产能利用率，另外其产品售价稳定，且业绩主要和汽车销量相关，相对而言其业绩可预见性更高。

图 14：8 月份行业涨跌幅与换手率

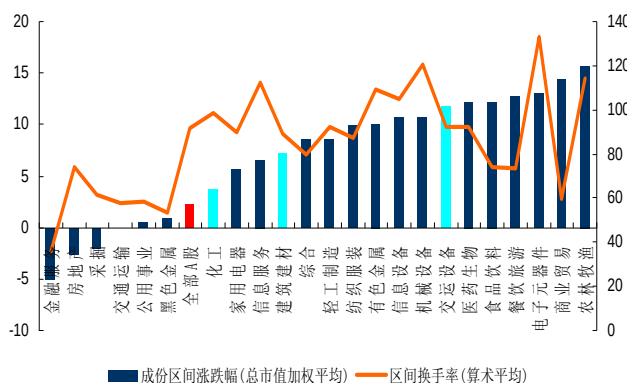
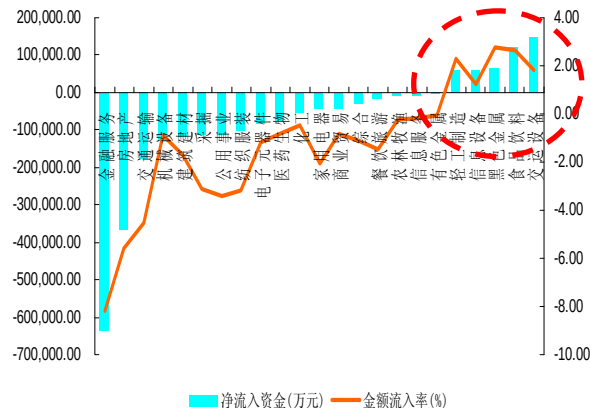


图 15：八月下旬资金净流入汽车、钢铁等行业



数据来源：Wind 资讯

2、主题投资机会：新兴产业轮动与假期消费

我们预期即将在 10 月份召开的十七届五中全会中，将明确“十二五”规划的主基调是“加快经济方式转变”。大消费与新兴产业两条结构行情主线将进入政策“蜜月期”。

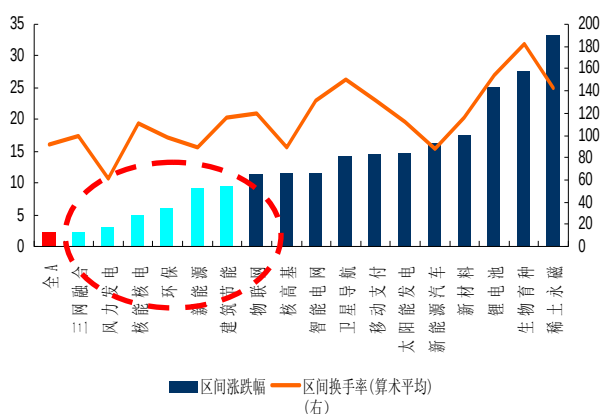
★ 新兴产业随政策节拍的轮动

《产业结构调整和指导目录（2010 年本）》（征求意见稿）已经完成，将在培育战略性新兴产业等方面取得重要进展。发改委宏观经济研究院权威人士透露，现在各方比较认同的新兴产业大概有七个方面，分别是节能环保、新能源、新一代信息技术、生物产业、高端装备制造、新材料、新能源汽车。我们预期 9 月份新兴产业仍将随政策节拍轮动。

表 2：拟公布的《战略性新兴产业规划》将明确如下产业受益（影响部分为 8 月份涨幅偏小的行业）

战略性新兴产业的最新方向	受益产业
节能环保	高效节能、先进环保、循环利用
新兴信息产业	下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路和高端软件
生物产业	生物医药、生物农业、生物制造（替代生物育种）
新能源	核能、太阳能、风能、生物质能
新能源汽车	插电式混合动力汽车和纯电动汽车
高端装备制造业	航空航天、海洋工程装备和高端智能装备（替代新医药）
新材料	特种功能和高性能复合材料两项

图 16：8 月份新兴产业板块涨幅分化较大



8 月份物联网、节能建筑、环保、卫星导航、核能核电、风力发电等新兴产业涨幅落后，在 9 月份新兴产业随政策节拍的轮动中可重点关注。

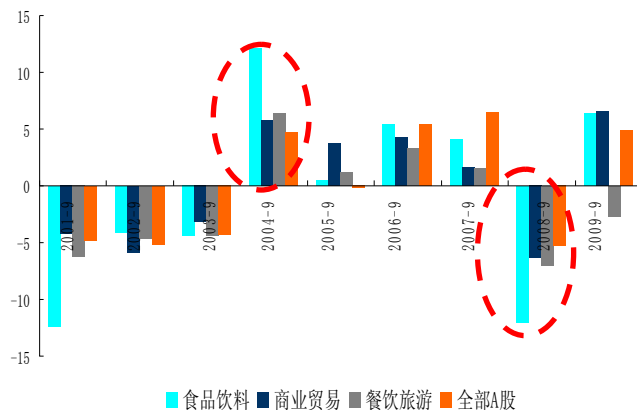
数据来源：Wind 资讯

★ 假期消费关注商业零售、旅游

尽管距离中秋、国庆“双节”黄金档尚有一段时间，但我们认为今年的零售消费高潮的预期将提前启动。以往“十一”期间，零售额较多的黄金时段大多为 8 天—10 天，而今年市场普遍预期，零售业的高峰期将延续 12 天—15 天，超长假期将推动商业连锁板块和旅游上市公司交易型机会。

我们统计了 2000—2008 年 9 月 1 日至 10 月 31 日，旅游、商业零售行业的相对收益，发现自 1999 年起实施“十一大黄金周”以来，行业国庆行情“前高后低”的特征非常明显；在“黄金周”前 1 个月，行业表现明显强于全部 A 股，之后行业面临下行压力。

图 17：消费行业曾在 9 月份出现超额收益



旅游、商业零售等假期消费受益行业在近10年的9月份曾经出现过超额受益，但统计规律并不明显。我们预计上述行业在9月份将出现前高后低的股价表现。

数据来源：Wind 资讯

四、投资策略：以守为攻，回归确定性成长

- ★ 基于对 9 月份“波幅扩大不改区域震荡”的趋势判断，并且鉴于 8 月份 A 股市场个股活跃度已经大面积提升的现状，我们对 9 月份的策略建议为“以守为攻，回归确定性成长”。适度实施行业配置策略，积极把握 8 月份涨幅相对落后的新兴产业与消费板块的结构性轮动机会，投资重点回归确定性成长。
- ★ 选股策略方面，我们建议紧扣新兴产业、大消费两条主线。建议重点关注长假前夕消费升级投资主题中旅游、商业零售行业个股的交易性机会。随政策节拍关注 8 月份涨幅相对落后新兴产业个股的补涨机会。同时，我们建议重点关注具有区域优势的钢铁股、具有估值修复动力的汽车零部件股以及磷肥、钾肥子行业中龙头公司。重点规避 8 月份超涨小盘股结构性回落风险。

表 3：上证策略周刊投资组合

(单位：元)

证券代码	证券名称	所属行业	09EPS	10EPS	11EPS	关注理由
002311	海大集团	农林牧渔	0.74	1.04	1.28	在全行业销量仅增长4.6%的情况下，饲料销量增长18.9%，其中水产配合饲料销量增长21.9%。基于产品、服务、核心管理团队等因素长期看好公司的发

						展。
600327	大厦股份	零售业	0.57	0.47	0.55	公司品牌零售业格局已经显现，汽车销售保持强劲势头，尽管随着同比基数提高下半年增长速度将放缓，但增长动力依然强劲，继续看好。
600581	八一钢铁	钢铁	0.67	0.94	1.14	第二季度实现基本EPS 为 0.23 元，好于预期。作为新疆内最大的钢铁企业，必将受益于新疆区域振兴规划。公司未来的增长潜力值得期待。
600118	中国卫星	航天军工	0.35	0.43	0.52	北斗导航即将进入产业化快速成长阶段，而公司产品涉及北斗设备制造产业链的大部分环节。长期增长性十分确定，资产整合预期存在，合理定位在 24-26 元。
002089	新海宜	通信设备	0.38	0.63	0.86	公司业绩未来面临接配主业、软件外包、视频监控等多点驱动。多元化战略将带来业绩爆发力。目前动态 PE 低于行业均值。
000858	五粮液	食品饮料	0.86	1.25	1.56	经销商目前的库存低显示产品畅销。有可能在今年中秋节前后推出永福酱酒且预计零售价接近茅台酒。在行业内部的估值提升空间居前。

数据来源：上海证券

图 18: 上证策略周刊投资组合表现回顾

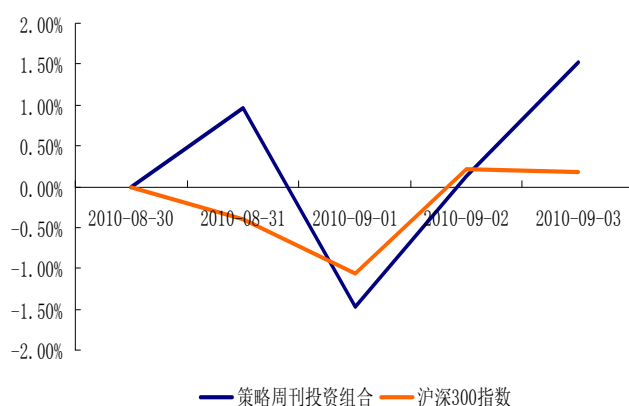
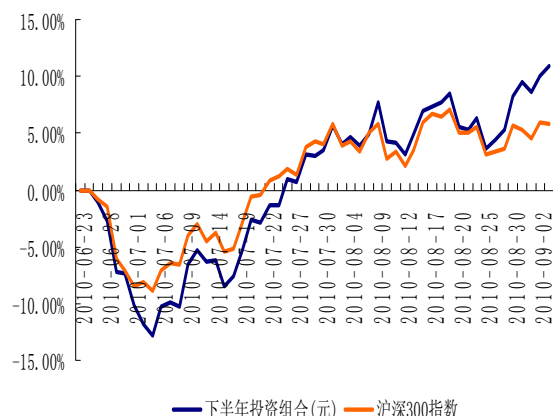


图 19: 上证 2010 年中期策略投资组合表现回顾



数据来源: Wind 资讯

表 4: 上证 2010 年中期策略投资组合

(单位: 元)

代码	证券名称	所属行业	09EPS	10EPS	11EPS	期间表现 (6.23- 最新)(%)	期间表现 (6.30- 最新)(%)	关注理由
000425	徐工机械	工程机械	2.01	2.55	3.09	9.97	14.29	汽车起重机、压路机、摊铺机和泵车等产品销售火爆, 基建领域需求对业绩也形成支撑, 未来公司竞争力提升的重要看点是治理结构改革, 合理定位在48-52元。
000858	五粮液	食品饮料	0.86	1.25	1.56	24.56	32.51	经销商目前的库存水平低显示产品畅销。有可能在今年中秋节前后推出永福酱酒且预计零售价接近茅台酒。在行业内部的估值提升空间居前。
000861	海印股份	商业地产	0.29	0.53	0.77	25.14	31.18	公司商业物业经营板块最近维持了较快的扩张速度。未来业绩弹性可能在于公司储备项目扩张速度与中华广场回报的超预期。目前公司股价存在较明显的低估。
000983	西山煤电	采掘	0.92	1.42	1.83	-6.85	10.75	上半年公司业绩0.54元, 公司业绩低于预期主要是由于兴县斜沟矿的产量低于预测。下半年斜沟矿的洗精煤、洗混煤产量有望逐渐增加, 年盈利有望好于上半年, 估

								值优势依然存在。
002089	新海宜	通信设备	0.38	0.63	0.86	20.42	28.97	公司业绩未来面临接配主业、软件外包、视频监控等多点驱动。多元化战略将带来业绩爆发力。目前动态PE低于行业均值。
002124	天邦股份	农林牧渔	0.39	0.34	0.45	23.65	36.31	公司前期对生物制品业务投入较多，此项业务尚处于培育发展阶段，预计2011年开始实质性提升公司业绩。未来发展空间巨大，建议中线关注。
002398	建研集团	建筑材料	0.76	0.69	1.01	-6.53	-6.36	我国海峡西岸经济区建设综合技术服务的龙头企业，减水剂业务未来将成为推动业绩增长的主要动力。考虑到公司在第三代减水剂领域具有较强的技术优势，目前股价存在低估。
600118	中国卫星	航天军工	0.56	0.35	0.43	24.19	40.98	北斗导航即将进入产业化快速成长阶段，而公司产品涉及北斗设备制造产业链的大部分环节。长期增长性十分确定，资产整合预期存在，合理定位在24-26元。
600489	中金黄金	有色金属	0.66	1.14	1.5	9.13	20.41	预计公司2007-2011年的矿产金产量的复合增长率38%。后续收购进程仍将持续，未来公司资源储量的大幅提升值得期待。采用DCF估值方法，合理股价为45元。
600517	置信电气	节能材料	0.41	0.59	0.74	5.69	14.60	新一轮农网改造为非晶合金变压器替代硅钢变压器提供了机遇；各省合资公司订单稳步增长；未来风电变压器市场空间巨大。按2010年30倍PE估值，股价具有20%左右的上升空间。

数据来源：上海证券

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于免责条款具有修改权和最终解释权。