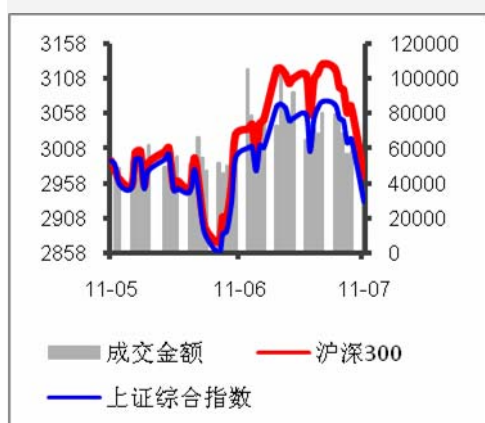




总体震荡筑底 关注结构性机会

2011 年 8 月月度投资策略

近 2 月上证指数走势图



总市值(亿)	303301.832 亿元
流通市值(亿)	199436.016 亿元
上证指数 10PE	13.96 倍
上证指数 11PE	11.55 倍
沪深 300 指数 10PE	13.22 倍
沪深 300 指数 11PE	11.34 倍

研 究 员	温丽君
投资咨询证书号	S0620511010007
电 话	83369725
邮 箱	Ljwen@njzq.com.cn

● 报告摘要:

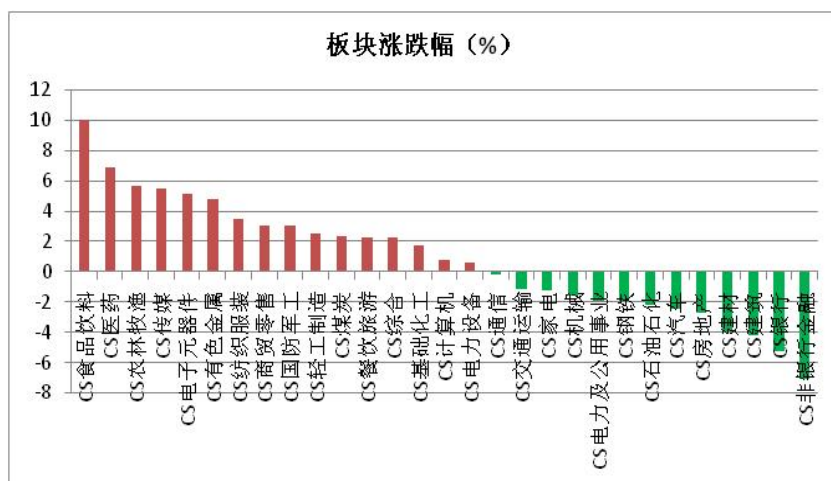
- 美国债务上限提高的最后期限在8月2日,目前国会民主党与共和党仍未就此达成共识,这也引发了全球投资者的普遍担忧。不过,就此我们认为,美债危机爆发并不符合美国利益,美国亦不会坐视不管,尽管政治游戏会令美国提高债务上限问题变得充满悬念,但最终得到妥善解决的概率仍然较大,目前仍需关注的是美国债务危机的最终解决方案,其将对世界经济格局造成较大影响,下半年需要关注的还有美国失业率的变化以及美联储会否因此而推出QE3。
- 欧债危机因为穆迪、标普持续下调希腊主权债务评级而再度蒙上阴影,欧债危机的影响仍未远去,其经济复苏也将呈现出反复特征,目前美元对欧元的围剿仍未结束,世界经济格局也呈现出复杂多变特征,这些都增加了未来中国所处环境的不确定性。
- 由于7月翘尾因素依然高企,而食品、猪肉价格等依然位于高位,7月CPI仍将高位运行,目前市场的一致预期是6.2%-6.5%,尽管目前市场对其是否再创新高仍有较大分歧,但其高位运行却是完全一致,这就意味着政策紧缩步伐仍然难以放缓,通胀因素也成为影响股指运行走势的最关键因素。
- 地产调控政策的从严以及限购政策范围的进一步扩大,都表明了宏观调控的复杂性,在持续了一年多的地产调控政策实施下,目前全国房价仍处高位,政策效果收效甚微,这也使得调控政策仍难以放松,在此背景下,银根依然将收紧,短期抑制物价上涨仍将成为政策主导的方向,市场对于政策放缓的预期将再度落空,而考虑通胀仍高位运行,不排除8月份有再度加息的可能。

- 在加大地产调控、紧缩政策的同时，另一方面，高层对于政策调控开始出现一定的结构性松动，温家宝总理在多个场合表示，既要抑制物价上涨，又要防止经济增长出现过大波动，而从各部门出台的相关政策来看，新兴产业十二五规划先后出台，针对中小企业融资难的相关办法也相继实施，这就意味着政策开始“有保有压”，这也意味着市场将有结构性机会。
- 外围环境的不确定性、国内通胀走势判断的分歧以及政策欲松还休的纠结状态，都使得股指前期的良好预期在逐渐落空，尤其是7.25的一根大阴线将前期股指的反弹格局破坏殆尽，股指进入二次探底的运行格局。而从目前情况上看，经济运行仍将维持平稳的发展势头，而上市公司业绩增长也仍然维持稳定，这又不足以使得股指有更大的下跌空间，因此，我们认为，8月份股指仍将以震荡筑底走势为主，运行区间在2600-2800点。
- 上市公司中期业绩相继公布，从目前公布的数据上看，有将近一半的上市公司公布了中期业绩快报或预告，其中，有近八成的上市公司业绩预增，更有近一半的上市公司净利润增长幅度超过50%，这表明，上市公司依然平稳运行，不少公司中期业绩超过此前市场预期，尤其超预期较为集中的板块如化工、食品饮料以及家电等板块都获得更加良好的表现机会，后续依然可以继续深入挖掘中报业绩增长股机会。
- 在震荡市中，避险情绪仍将占据市场主流位置，则业绩增长普遍超预期，行业持续处于高景气如食品饮料、商贸零售将持续获得资金关注；
- 符合政策预期的新兴产业如新能源、节能减排、云计算、国防军工也将不时有表现机会。

● 7月行情分析

- 7月股指呈现出冲高回落、反复震荡的运行特征，尤其是7.25大跌将此前依旧维持完好的反弹格局悉数破坏。股指进入调整的主要原因，除了欧债危机、美债危机的不确定性增加、高铁事故引发心理恐慌之外，市场对于目前通胀形势重新预判、对政策放缓乐观预期重新修正，成为了导致股指的调整的内在影响因素。在此背景下，6月底之后走势强势的板块如煤炭、建材、有色等周期性品种遭遇较大程度的获利回吐压力，而受地方债危机影响下资产质量担忧提升的银行股持续走弱，对大盘上行形成较大的抑制，而在震荡走弱的背景下，食品饮料、医药、商贸零售等防御型品种再度受到市场青睐。

图：各板块涨跌幅情况



数据来源：南京证券、wind 资讯

➤ 高铁事故反思经济模式

7.25 股指大跌是多重利空因素的综合结果，无论是欧债危机还是美债上限谈判的破裂，这些都成为了市场短期的扰动因素，这与上周汇丰 PMI 指数低于 50 的荣枯分界值、地产调控将向二、三线城市扩散以及以城投债为代表的部分信用债近两周遭到投资者抛售等利空并无太多实质性区别，归根结底，还在于在后经济危机时代，市场对于经济复苏的复杂性有了进一步认识，并对宏观调控、经济转型的艰巨性有了重新的审视。

高铁事故的背后，正是反映了经济高速发展背后的多重隐忧，高速发展的同时，安全、质量以及品质的缺失正在成为公众不断呼吁并不断关注

的焦点，这起公共安全事件，也再度引发速度与质量的大讨论。而归根结底，这仍然是经济模式的问题，一个以投资增长为导向、求速度的经济增长模式下，必然导致了经济增长质量不佳，而如果以公众的安全，民众的生命为代价的经济增长，明显不具可持续性，这也更加凸显经济转型的必要性以及迫切性。而结合前期政策基调，在“十二五”规划中，我们也更期待一个放缓增长速度，但重视增长质量的新经济周期。

而高铁事故，也让市场投资者逐渐认识到，一直引以为豪的高铁技术在成熟的过程中仍然存在诸多问题，先进技术的背后，不意味着先进的管理，更不意味着先进的品质，中国制造想要谋求高端路线，依然任重道远。而高铁事故不仅对高铁本身造成较大负面冲击，对其他的装备制造板块也会产生一定的负面影响。

而从目前的情况上看，经济转型的过程明显将是漫长而艰巨的。地产调控持续一年多，但房价仍处高位；持续紧缩政策下，中小企业面临较大生存危机，而通胀局势却依然高居不下；银行惜贷下，资金利率不断攀升，地方融资平台隐忧渐现，土地财政改变任重道远。这些都表明，经济转型非朝夕之功，这也使得宏观调控短期仍难以放松，进而使得市场前期对于政策紧缩节奏放缓的预期逐渐落空。

而与此同时，由于场外资金面普遍紧张，A股市场仍处于存量资金滚动推进的模式中，这也导致了在相对高位下市场对利空因素的敏感度有所增强，进而在多重利空下产生剧烈下跌反应。

➤ 8月影响市场因素分析：

➤ 外围环境分析：欧债、美债危机加剧短期不确定性

近期，美国就提高债务上限问题的谈判陷入僵局，目前两党始终拿不出能够互相妥协的方案。而根据美国财政部声明，到今年5月16日，美国联邦政府公共债务已达法定的14.29万亿美元上限。如果国会不能在8月2日前提高上限，美国将面临债务违约风险。对于美债危机，我们认为，最终提高债务上限是没有悬念的，目前，债务上限问题不过是美国两党之间在玩政治游戏过程中的一个谈判筹码，其进程无论多曲折，都不会影响到最终问题的解决，毕竟，债务危机爆发，对于美国是有百害而无一利，美

国人自然不会听凭事态按最坏的方向发展，因此，美债危机只是个短期干扰因素。

欧债危机同样如此，值得注意的是，7月25日，穆迪将希腊主权信用评级连降三级，自Caa1下调至Ca。穆迪称欧盟对希腊的援助计划将给私人债权人带来“巨额经济损失”。Ca评级在穆迪的评级标准中列倒数第二。此外，标准普尔也下调希腊主权信用评级至Cc，欧债危机围绕希腊的支付能力继续展开，而美国对于欧元的围剿战方兴未艾，为世界经济格局的变化平添许多变数。

8月份需要关注的，一方面在于美国就债务危机的谈判情况，另一方面则要关注评级机构对于美债评级的变动，如果美债评级遭降，按照穆迪的预测，177个国家的主权债务评级也将获降，而美国的企业债等等都将遭到降级可能，其连锁效应必将对全球经济复苏格局造成更大的负面扰动，对此仍加以警惕。

因此，尽管我们对美债危机最终得以解决并不奇怪，但是，美国债务危机最终的解决方案：是继续加大债务还是减少赤字，都将对世界经济格局造成较大冲击，因此，后续仍需持续关注欧美债务危机的进一步演绎情况，而在弱势格局中，外围的不确定性必然在A股掀起更大的波澜。

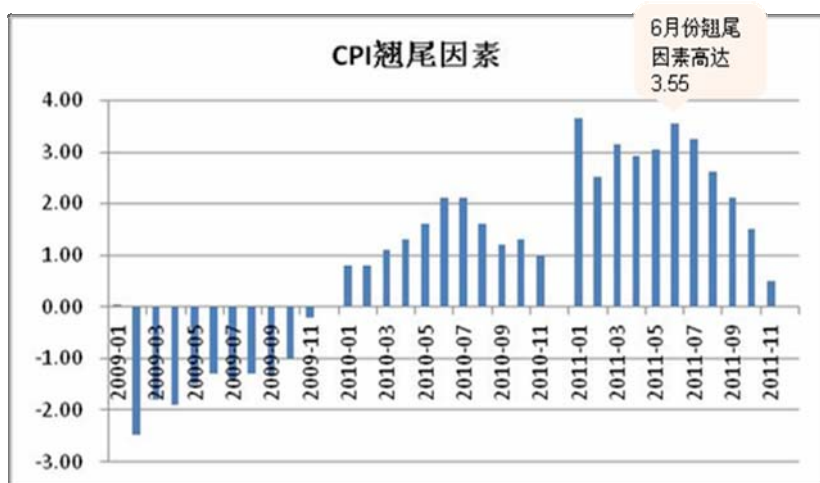
● 国内经济环境分析：通胀局势趋于复杂，政策面有保有压

通胀局势已经成为影响后续行情判断的最关键因素。7月已近尾声，从农业部公布的全国农产品批发价格指数来看，7月29日，农产品批发价格总指数已从7月初的195.9下降至190.8，“菜篮子”产品批发价格指数也从月初的197.1下降至当前的190.9，农产品价格指数高位回落，但仍处于相对高位；与此同时，尽管猪肉价格也出现一定幅度的回落，但也只是改变前期大幅上涨的势头，呈现滞涨格局而已，从全国大中城市生猪出场价格来看，7月20日，生猪价格仍然维持在19.69元/公斤的高位。由于食品在新CPI计量中仍然占据31.39%的权重，这就意味着食品价格尤其是猪肉价格的上涨仍将使得CPI短期难以回落，再加上7月翘尾因素与6月相比只是小幅回落，7月CPI仍将处于高位，目前市场的一致预测区间在6.2%-6.5%，申万甚至预测7月CPI将高达6.7%，而我们更倾向于

赞同 CPI 在 6.2%-6.5% 的判断。

可见,短期通胀局势依然充满较大不确定性,目前可以乐观预期的是,猪肉价格秋季后随着供给的不断上市逐渐得到控制,而新涨价因素也不出现失控局面,那么,通胀尽管短期见顶预期仍然存在较大分歧,但高点应该在三季度应逐渐清晰,并且随着翘尾因素的逐渐消失,下半年物价回落仍是大概率事件。而只有在通胀形势明朗、趋于可控的背景下,政策放缓的预期才有望逐渐从预期转为现实,市场才有望继续修复原有的悲观预期,重拾升势。但目前来看,这至少要等到 9 月份以后形势才有望逐渐明朗。

图: CPI 翘尾因素下半年大幅回落



数据来源: wind 资讯

通胀的严峻环境使得紧缩政策仍难以放松,与此同时,地产调控政策的从严以及限购政策范围的进一步扩大,都表明了宏观调控的复杂性,在持续了一年多的地产调控政策实施下,目前全国房价仍处高位,政策效果收效甚微,这也使得调控政策仍难以放松,在此背景下,银根依然将收紧,短期抑制物价上涨仍将成为政策主导的方向,市场对于政策放缓的预期将再度落空,而考虑 7 月 CPI 仍将处于高位,不排除 8 月份有再度加息的可能。

在加大地产调控、紧缩政策的同时,另一方面,高层对于后续的调控方向却开始有所松动,温家宝总理在多个场合表示,既要抑制物价上涨,又要防止经济增长出现过大波动,而从各部门出台的相关政策来看,新兴

产业十二五规划先后出台，针对中小企业融资难的相关办法也相继实施，这就意味着政策开始“有保有压”，这也意味着市场将有结构性机会。

表：政策出现结构性松动

时间	事件
6. 6	刘明康表示：银监会要强化四项基本功服务中小企业
7. 13	温总理在近期召开的经济形势座谈会上强调，既要把物价涨幅降下来，又不使经济增速出现大的波动，避免货币政策的滞后效应与多种因素叠加，对下一阶段实体经济产生大的影响。
7. 20	“十二五”节能减排综合性方案通过
7. 27	《“十二五”农药工业发展专项规划》通过
接下来可能的政策预测：	8 月份开始，国资委、工信部等国家部委将举行全国范围内的中小企业研讨和调研活动，目的是摸清中小企业的现状和面临的问题，并对扶持政策做进一步调整；战略新兴产业十二五规划即将出台。

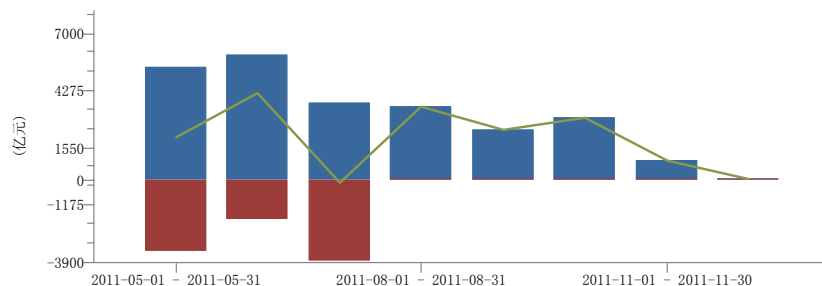
数据来源：南京证券

● 资金面分析：资金面紧张制约大盘走势，存量资金行情难有大改观

进入7月中旬，银行间拆借利率再度大幅飙升，隔夜拆借利率最高飙升至5.42%，一周拆借利率最高达到5.77%，资金在非月末、非调高存准率的时点仍然大幅走高，这显示了持续上调存准率、不断紧缩之后的紧缩效应正在逐渐呈现。

在资金面紧张的背景下，7月份央行仅全月回笼资金110亿元，而8月份乃至4季度，都将处于公开市场资金解禁淡季，数据显示，8月份公开市场资金到期仅为3520亿元，而9月份更少，仅有2390亿元，直至12月份降至950亿元，这就意味着未来流动性局面依然将相对紧张。

图：下半年公开市场资金到期情况



数据来源:Wind资

当然，资金面的紧张使得8月份再度提高存款准备金率的概率降低，但是，资金面的紧张短期对于股指走势却形成了较大的抑制，毕竟，在市场资金普遍紧张背景下，很难有新进资金进入股市，而在单纯依靠存量资金的A股市场，资金的腾挪引发市场热点的转变，近期市场风格转换明显，周期性品种遭受较大调整，而食品饮料、商贸零售等防御型品种获得较大的投资机会，这也反映了当前行情的存量资金带动特征。但问题在于，在后续预期产生较大分歧、当前市场存在较大不确定性，反弹行情中个股获利已经非常了得等多重环境下，依靠存量资金则已经很难再进一步深化反弹行情的背景下，股指只要面临任何利空的风吹草动，就会选择继续下挫调整，二次探底局势逐渐显现。

● 8月份行情判断：股指总体震荡筑底，关注结构性行情机会

外围环境的不确定性、国内通胀走势判断的分歧以及政策欲松还休的纠结状态，都使得股指前期的良好预期在逐渐落空，尤其是7.25的一根大阴线将前期股指的反弹格局破坏殆尽，股指进入二次探底的运行格局。而从目前情况上看，经济运行仍将维持平稳的发展势头，而上市公司业绩增长也仍然维持稳定，这又不足以使得股指有更大的下跌空间，因此，我们认为，8月份股指仍将以震荡筑底走势为主，运行区间在2600-2800点。

在此判断下，股指在三季度或将继续呈现出震荡筑底的运行格局，短期跌势的减缓或将取决于资金面情况，建议短期密切关注资金情况，shibor利率的回归正常化有利于阻止短期恐慌情绪的蔓延，并有助于短期跌势的放缓。

而在股指震荡筑底的运行期，由于政策面在一定程度上也出现了一定的结构性松动，这些板块将有望面临一定的机会。因此，后续市场运行的

热点板块可能存在于：

- 上市公司中期业绩相继公布，从目前公布的数据上看，有将近一半的上市公司公布了中期业绩快报或预告，其中，有近八成的上市公司业绩预增，更有近一半的上市公司净利润增长幅度超过50%，这表明，上市公司依然平稳运行，不少公司中期业绩超过此前市场预期，尤其超预期较为集中的板块如化工、食品饮料以及家电等板块都获得更加良好的表现机会，后续依然可以继续深入挖掘中报业绩增长股机会。
- 在震荡市中，避险情绪仍将占据市场主流位置，则防御型品种仍将是资金主流热点所在，因此，业绩增长普遍超预期，行业持续处于高景气如食品饮料、纺织服装中的家纺类、商贸零售将持续获得资金关注；
- 目前，《国家战略性新兴产业发展“十二五”规划》已经进入到征求意见阶段。而其中，新能源仍将是其中的战略重点，“十二五”时期我国新能源产业锁定了核电、风电、太阳能和生物质能四大产业。在产业规模规划上，核电和风电可伸缩空间较大，目前还不十分确定。而太阳能和生物质能发电装机容量较为确定，即未来5年分别达到1000万千瓦以上和1300万千瓦。其中，生物质能发电装机容量较2010年增长160%，这个目标数字超过了风头正健的光伏装机容量，因此，后续新能源板块仍将获得资金的持续关注。除此之外，符合政策预期的新兴产业如节能减排、云计算，包括航母持续刺激下的国防军工也将不时有表现机会。

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 推 荐：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。