

或震荡筑底回升 投资注重均衡性

——2011年9月份A股投资策略

核心要点:

- 我们判断9月份市场的主要运行特征应该是前半段弱势震荡,不排除考验前期低点的可能性,后期由于通胀形势的缓解而回升。9月份的沪指核心波动区间为2400-2700点。股指的反弹是通过市场自身的力量,而非依靠政策等外部刺激来获得。
- 市场面临的压力:对经济增长的担忧开始抬头,可能成为困扰市场的新因素;从紧的货币政策不太可能改变,除非是通胀形势已经得到了根本控制;股市融资加快和银行扩大存准缴存范围构成了资金面的紧张;国际市场高度不稳定加剧A股波动。
- 9月份市场的支撑力量可能主要有四个:通胀数据的如期回落、低估值的支撑、战略新兴产业的政策扶持以及美国QE3预期的强化与推进。
- 投资策略上短期适度谨慎,但从中长期看,我们认为当前点位的长期价值较为突出,不宜过分悲观。建议坚持我们在中期策略报告中提出的实施逆向投资和区间买入计划。
- 投资注重均衡性。短期由于弱势震荡及季节性因素的刺激,消费类股票还将相对强势,但过去三个月来,消费类股票和成长类股票的超额收益非常大,一些股票具有了较为丰厚的获利筹码,而一些周期类股票持续弱势,估值处于极低水平,如果市场回升其吸引力将会增强。
- 本月股票组合(不分先后):航天信息(600271)、万达信息(300168)、中视传媒(600088)、中创信测(600485)、贵州茅台(600519)、升华拜克(600226)、天利高新(600339)、江西铜业(600362)、中国神华(601088)、ST汇通(000415)。
- 风险因素:如果通胀回落小于预期,海外市场震荡加大,将成为本报告的主要风险因素。

分析师



孙建波

☎: (8610) 83571306

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511040002



秦晓斌

☎: (8610) 6656 8746

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511030001



王皓雪

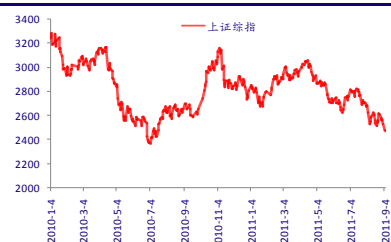
☎: (8610) 6656 8607

✉: wanghaixue@chinastock.com.cn

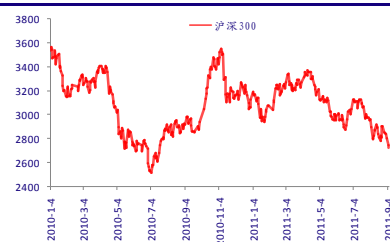
执业证书编号: S0130511030002

主要指数走势

上证指数



沪深300指数



资料来源: 中国银河证券研究部

A股市场数据

总市值(万亿)	24.31
流通市值(万亿)	18.46
市盈率(TTM)	15.08
市净率	2.27

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

经济增长预期、通胀形势、外围因素以及新兴产业的扶持政策是驱动 9 月市场运行的主要因素。

目前市场对经济增长的担忧开始抬头,可能成为困扰市场的新因素;从紧的货币政策不太可能改变,除非是通胀形势已经得到了根本控制;股市融资加快和银行扩大存准缴存范围构成了资金面的紧张;国际市场高度不稳定加剧 A 股波动。不过通胀数据的如期回落、低估值的支撑、战略新兴产业的政策扶持以及美国 QE3 预期的强化与推进有望在 9 月后半段推动股指震荡回升。

我们与市场的不同之处:

与市场过度看空的观点不同,我们对市场的看法是中长期较为乐观、短期需要适度谨慎。参考美国股市的周期波动,大危机结束股指在创出历史极低点之后再进入震荡区间,在整个震荡时代都会高于这一点位。对于 A 股我们认为 2300-2500 点成为整个震荡时代低点的概率较大。从理性的角度看,当前点位继续往下的空间有限,应该坚持我们在中期策略报告中提出的实施逆向投资和区间买入计划。

市场运行趋势与特点:

我们判断 9 月份市场的主要运行特征应该是前半段弱势震荡,不排除考验前期低点的可能性,后期由于通胀压力的缓解而回升。9 月份的沪指核心波动区间为 2400-2700 点。股指的反弹是通过市场自身的力量,而非依靠政策等外部刺激来获得。

投资策略、行业配置与股票组合:

投资策略上短期适度谨慎,但从中长期看,我们认为当前点位的长期价值较为突出,不宜过分悲观。建议坚持我们在中期策略报告中提出的实施逆向投资和区间买入计划。

建议注重均衡性。短期消费类股票由于市场整体低迷及季节性刺激能保持相对强势,但过去三个月来,消费类股票和成长类股票的超额收益非常大,一些股票具有了较为丰厚的获利筹码,而一些周期类股票持续弱势,估值处于极低水平,随着市场反弹其吸引力正在增强。

本月股票组合(不分先后):航天信息(600271)、万达信息(300168)、中视传媒(600088)、中创信测(600485)、贵州茅台(600519)、升华拜克(600226)、天利高新(600339)、江西铜业(600362)、中国神华(601088)、ST 汇通(000415)。

风险因素:

如果通胀回落小于预期,海外市场震荡加大,将成为本报告的主要风险因素。

目 录

一、市场趋势判断：反复震荡筑底后回升概率较大	1
（一）市场面临的压力	1
（二）市场的支撑力量	3
（三）9 月份沪指核心区间 2400-2700 点	6
二、投资策略：适度谨慎，注重配置均衡性	7
（一）短期适度谨慎，但不宜过分悲观	7
（二）注重均衡性	7
（三）行业配置	7
（四）投资组合	10
三、银河策略本月视点	11
（一）近期是传说远期是方向——中美养老比较及 401K 入市研究	11
（二）2011 年后期股市展望	11
（三）当前格局下的行业选择：在滞胀与社会进步中挖掘确定价值	12
（四）发达国家债务危机：滞胀时代的伴生物	12
（五）欧元的未来——面向 2012 的大震荡和大重组	13
（六）国内政策趋势猜想	14
插图目录	16
表格目录	16

如我们预期，8月份股指向下震荡寻底。展望9月份，经济有下行风险，政策预期以稳为主，资金紧张以及海外扰动将造成市场波动。但是，随着通胀形势的缓解，市场可能将在震荡中逐渐回升，市场回暖靠的是市场自身的力量，而不能指望政策有明显放松。从中长期看，我们仍然比较乐观，经济的韧性和股票的低估值将促使股市波动中回升。

一、市场趋势判断：反复震荡筑底后回升概率较大

从中长期看，我们仍然持较为乐观的态度，应坚持逆向投资的基本思维：挖坑就是机会，应该坚定实施逆向投资和区间买入计划。

从短期看，尤其是在8月份宏观数据公布前，市场还会受到国内外经济数据的困扰，在通胀见顶趋势明确之后，即便政策没有明显变化，股市也可能会依靠自身力量逐渐回升。

（一）市场面临的压力

1、对经济增长的担忧开始抬头

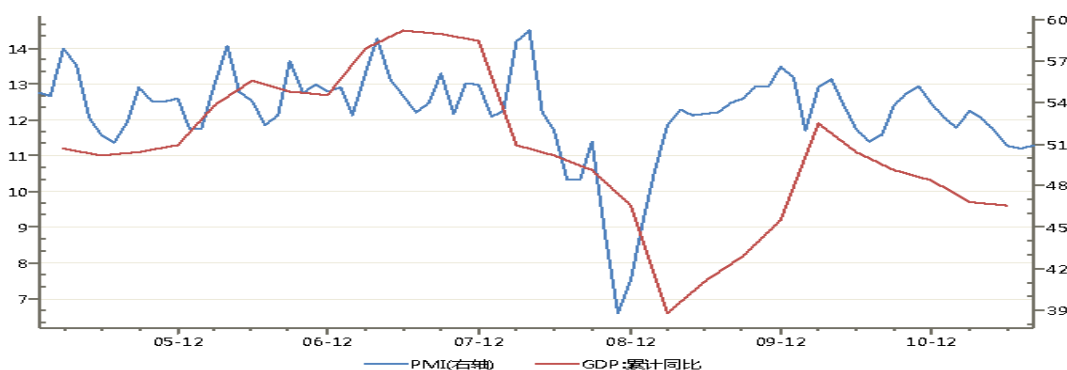
从长期看，无论是我国还是发达经济体的经济增长都会放缓。依靠货币和财政的短期刺激不能从根本上解决经济增长的动力问题：中期的需求因全球的再平衡而趋弱，长期的供给又缺乏技术、人力、资源和制度层面对生产力的改善。当前的美欧债务危机只不过是依靠刺激促经济增长的“V”反转幻想被打破而已，金融危机后全球经济的“L”型走势更为明朗。

今年以来在经济增长方面，中国是很平稳的，但能否保持当前稳定的状态甚至企稳回升逐渐成为资本市场关心的问题。对经济增长的担忧开始抬头，可能成为困扰市场的新因素。

从2010年3月以来，GDP增速持续回落，今年1季度和上半年分别为9.7%和9.6%，表现相当稳健。但从PMI数据来看，尽管8月份的50.9%较7月份上升了0.2个百分点，但明显低于同期水平，新出口订单由50.4%大幅回落至48.3%，外需成为当前经济增长的主要不确定性因素。

今年以来，人们常常津津乐道的就是尽管成本上升很快但需求比较稳定，如果外需乃至内需快速下降，那么对股市的负面影响就会比较大。

图 1：市场对经济增长的担忧可能抬头



数据来源: Wind资讯

资料来源: wind

2、政策保持从紧状态在经济下滑背景下对股市的影响偏负面

金融危机后，中国四万亿投资托起了经济，但也带来了严重后果。因此，对政策刺激的反思考果将是：未来较长时间内，在潜在经济增长率下降的大背景下，依靠政策刺激增长将逐渐淡出。换句话说，即便目前经济出现了一定的下滑苗头，从紧的货币政策短期不太可能改变，除非是通胀形势已经得到了根本控制，经济快速下行将促使政策出现明显松动。

近期温总理在求是杂志上撰文《关于当前的宏观经济形势和经济工作》，在分析当前经济形势时特别提到“综合各方面情况看，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变”，在阐述关系全局的几项重要工作时，温总理首先提到的仍然是物价，并明确表示“要尽可能使物价涨幅在下半年降得多一些，保持物价总水平基本稳定，并为明年稳定物价打下好的基础。”而房地产调控紧随物价问题被列为了第二项工作重点，并强调“坚定不移地把房地产市场调控政策落到实处，确保见到实效。目前，房地产市场调控正处在关键时期，调控决心不能动摇、政策方向不能改变、力度不能放松。”由此可以看到，中央稳定物价、保障民生的决心很大，政策放松的空间已经收窄。

从财政与投资政策看，5月份以后新开工项目投资金额增速快速回升，这表明管理层投放了较多项目，预计今后一段时间里传统产业的新投资项目可能会受到一定程度的控制。

保持从紧的政策力度对经济的长期运行是有利的，但是，在经济出现下滑苗头的情况下继续收紧货币对于股市的短期而言，可能是偏负面的。

图 2：3 月份以后新开工项目投资额增速快速回升，后期传统产业新投资项目可能受到控制



数据来源:Wind资讯

资料来源: wind

3、资金面压力在弱势中显得更为突出

目前的资金面不太乐观，有两个方面的原因：一是股市融资压力，二是银行由于上缴存款准备金而显得资金紧张。

从股市的资金供应看，股市赚钱效应缺乏，资金入市意愿不高，资金绕着股市走，而新股发行上市与再融资又在源源不断地抽走资金。大盘股中已经发行的中国水利要上市、陕西煤业已经过会需要发行，较多的中小盘股票的发行上市，以及较多的公司债发行都需要资金。虽然融资数量通常不是导致市场低迷的绝对因素，牛市时融资数量大大高于低迷时期的融资，但在市场低迷时，融资却能够起到压死骆驼的最后一棵稻草的作用。

另一方面，银行对信用证、保函等交易结算过程中的保证金上缴存款准备金将给银行带来资金压力。

近日央行通知将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，并从9月5日起实行分批上缴。虽然这本是市场化之举，是为了增强调控的有效性，但这毕竟意味着商业银行存放央行的准备金增加，进而导致商业银行信贷投放的压缩和央票等有价值证券持有量的减少，从而加剧了银行体系乃至整个社会的资金面紧张和利率的提升。今年以来A股市场一直受制于流动性不足，当前资金面的不断收紧更加大了股市展开像样反弹的难度。

4、国际市场波动对国内投资心理的干扰

目前美欧债务危机并没有平息，债务危机所反映的经济低迷更是短期看不到希望，相反，发达经济体如美国、欧盟二次衰退的概率在增加。

虽然发达国家资本市场经过一轮快速下跌后有所企稳，如果欧洲债务危机进一步蔓延，或者美国经济数据更差，经济衰退迹象更为明显，则并不排除国际资本市场再次产生剧烈波动的可能性。

从A股市场来看，影响市场的主要因素来自国内，且从2008年以来A股基本上是领先国际市场的。2008年率先快速下跌、率先见底反弹、2009年率先到达反弹高点后开始震荡，2010年6月底A股和美股同时见底后反弹，A股于2010年11月到达高点，而美股在2011年2月到达高点，今年A股从4月份开始下跌，而美股从7月末开始下跌。总体而言，多数情况下A股领先于美股约3-8个月。尽管如此，A股仍然会在一定程度上受到国际市场波动的干扰。当前国际市场高度不稳定，剧烈波动可能对国内市场还是会造成心理干扰。

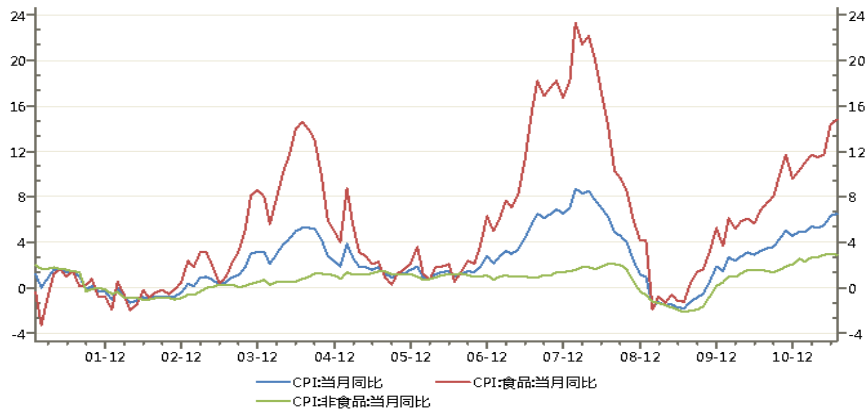
(二) 市场的支撑力量

9月份市场的支撑力量可能主要有四个：通胀数据的如期回落、低估值的支撑、战略新兴产业的政策扶持以及美国QE3预期的强化与推进。

1、通胀数据的如期较快回落

在7月份CPI创出新高后，8月份CPI应该能够回落，但回落的幅度则会对市场产生较大影响。如果能够回落至6.2%以下甚至是6%附近，则对市场构成短期利好。事实上，尽管多数研究机构对8月份CPI的预期都在6%左右，但由于过去几个月的实际数据都高于预测值，所以市场并没有充分反应CPI降至6%附近的预期。如果真如预测在6%左右，则股市应该会正面反应。

图3：在经过近两年的上涨后，本月CPI可能会出现趋势性回落



数据来源: Wind资讯

资料来源: wind

2、低估值的支撑

估值和业绩在 A 股的调整过程中已经越来越具有吸引力。从中报业绩看，全部 A 股净利润同比增长 23.46%，主板公司业绩更高，为 23.72%，普遍好于市场预期；在业绩较快增长的支撑下，目前全部 A 股的动态市盈率不到 13 倍，上证 50 和上证 180 的动态市盈率不到 10 倍，而银行股的动态市盈率甚至在 7 倍以内。超级大盘股的估值水平已经低于 1664 点，低估值对市场尤其是大盘股的支撑作用还是比较明显的。

从股息率来看，工行、建行、中行、交行等公司的 2011 年预期股息率都在 6% 左右，已经具有了较高的投资价值。

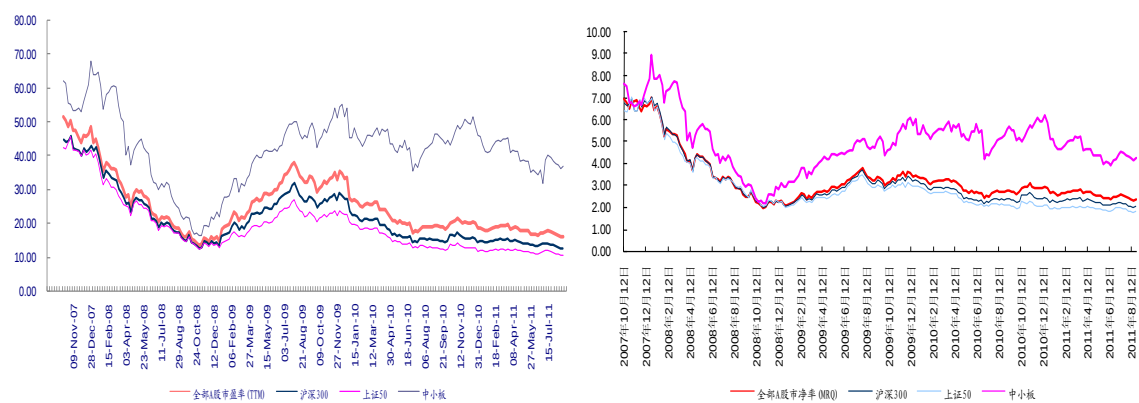
表 1: 2011 年中报业绩增长好于市场预期

行业	营业总收入同比	营业成本同比	净利润同比
餐饮旅游	13.01%	14.24%	-1.66%
传媒	11.11%	8.68%	58.94%
电力及公用事业	23.22%	24.52%	12.38%
电力设备	12.78%	15.38%	-7.53%
电子元器件	20.83%	21.63%	15.02%
房地产	10.76%	10.91%	17.08%
纺织服装	26.52%	25.41%	55.36%
非银行金融	16.23%	135.49%	1.07%
钢铁	21.73%	23.56%	-19.68%
国防军工	39.34%	41.27%	11.79%
机械	44.45%	42.13%	66.42%
基础化工	33.45%	30.19%	84.00%
计算机	4.35%	3.29%	14.69%
家电	31.85%	30.88%	32.51%
建材	64.54%	54.41%	132.23%
建筑	22.27%	22.45%	12.67%

交通运输	21.17%	25.60%	-15.71%
煤炭	36.87%	39.64%	19.74%
农林牧渔	33.52%	33.39%	28.68%
汽车	15.64%	16.53%	-2.10%
轻工制造	20.87%	23.62%	6.23%
商贸零售	27.38%	27.24%	33.17%
石油石化	34.64%	36.70%	5.57%
食品饮料	26.49%	22.86%	42.65%
通信	23.44%	25.00%	7.29%
医药	21.14%	21.90%	22.74%
银行	30.85%	--	34.27%
有色金属	29.16%	26.99%	73.46%
综合	4.41%	2.08%	74.37%
(空白)	12.03%	11.32%	11.08%
总计	27.17%	28.66%	23.46%
创业板	32.30%	34.30%	22.38%
中小板	28.53%	29.67%	18.81%
主板	27.06%	28.56%	23.72%
总计	27.17%	28.66%	23.46%

资料来源：中国银河证券研究部

图 4：上证 50 的 TTM PE 和 PB 已经低于 2008 年 10 月底



资料来源：wind

3、政策对战略新兴产业的支持有利于活跃市场

战略新兴产业规划将陆续推出。虽然从整个投资来看，仍然会受到一定程度的控制，但对于战略新兴产业，国家大力扶持并助力经济转型的态度没有变。根据媒体报道，一些战略新兴产业如节能环保、新材料、新一代信息技术、新能源汽车等的十二五规划即将陆续出台。

政策对这些产业的扶持将有助于活跃资本市场。

4、QE3 预期强化或推进有利于 A 股

目前美国、欧盟、日本等发达经济体的经济数据日趋低迷，有越来越大的概率显示二次衰退正在逼近，因此，QE3 的预期正在强化。QE3 就像病人抽鸦片一样，明知道放松货币不能从根本上促进经济增长，但政府也没有办法不得不进行外部刺激。

正如我们以前所描述的那样，QE3 对 A 股市场的影响分三个阶段：首先是担心经济增速下降而股市下跌，其次是 QE3 推出前后有限度利好于股市，最后是从较长时间看会强化输入性通胀预期，不利于 A 股市场。

当前正在接近于第二阶段。虽然不排除短期剧烈震荡的可能性，但在经过恐慌阶段后，QE3 的正式推出会有有限度的利好资本市场。

（三）9 月份沪指核心区间 2400-2700 点

1、前半段低迷后半段有望回升

对于 9 月份的市场运行，我们判断沪指核心波动区间为 2400-2700 点。

一方面，当前市场情绪低迷，不确定性因素较多，尤其对经济增长前景的担忧成为市场新的负面因素。在通胀形势没有根本扭转之前，也就是说，在已有的担忧没有解除之前，又增加了新的担忧，市场想摆脱低迷也不容易。

另一方面，如果通胀如预期实现较快回落，投资者心里的石头就掉了一大块，市场对于通胀的反应有望得到修正。加之处于历史低位的估值水平，股指在低迷后有望反弹。

因此，9 月份市场的主要运行特征应该是前半段弱势震荡，不排除考验前期低点的可能性，后期由于通胀形势的缓解而回升。

值得一提的是，股指的反弹是通过市场自身的力量，而非依靠政策等外部刺激来获得。

2、上证综指 2300-2500 点或为震荡时代低点

我们对未来较长时期的国际国内股市的看法是进入了震荡时代。从美国上百年的股市历史看，大牛市之后通常会持续 18 年左右的震荡时代，大危机结束股指在创出历史极低点后再次进入震荡区间，在整个震荡时代都会高于这一点位。

1929 年大危机后，美国道琼斯指数从 380 点跌至 40 点，之后反弹进入区间震荡，震荡底部在 100 点左右，而高点在 200 点左右。按照当时道琼斯指数的下跌反弹及震荡区间测算，上证综指从 6124 点跌至 1664 点之后，震荡区间应为 2450 点——3760 点，震荡低点与当前指数是较为接近的。2319 点作为反弹之后的第一个低点也与测算的震荡低点接近，2437 点作为从 1664 点反弹以来的第二个低点也在测算值附近。如果以此为参考，结合估值等因素，我们预计 2300-2500 点有可能成为整个震荡时代的低点。

二、投资策略：适度谨慎，注重配置均衡性

（一）短期适度谨慎，但不宜过分悲观

由于9月份负面因素较多，市场情绪较为低迷，投资者可适度谨慎，但从中长期看，我们认为当前点位的长期价值较为突出，可能处于震荡时代的底部区域，因此不宜过分悲观。

从理性的角度看，当前点位继续往下的空间有限，应该坚持我们在中期策略报告中提出的实施逆向投资和区间买入计划。

（二）注重均衡性

过去三个月来，消费类股票和成长类股票的超额收益非常大，一些股票具有了较为丰厚的获利筹码，而一些周期类股票持续弱势，估值处于极低水平。尽管在8月份的宏观数据公布之前，股指仍将以震荡为主，周期甚至成长类股票仍有超额收益，但预期后面阶段的震荡回升会使部分周期股的吸引力增强，而前期较强的消费类股票和成长股可能会分化。因此，我们认为，在9月份的配置中，应该注重相对均衡性。

一是适度关注消费类股票。9月份可能受季节性消费刺激，消费类股票仍能有较好收益。消费类股票的持续成长性和确定性使其在过去的弱势中大受青睐，随着市场反弹未来的吸引力可能有所减弱，但其中动态市盈率在20倍左右或以下且增长前景较好的股票仍然可以继续关注。

二是要适度关注政策支持下的优质新兴产业股票。未来对新兴产业的扶持政策或将陆续面市，对相关行业构成利好，其中的低估值优质股票可以继续关注，而没有业绩支撑的股票可能会遭到市场抛弃。

三是适度关注上游原材料低估值的优质股票。QE3对于大宗商品是利好，农产品需求供给情况好于工业品，煤炭、有色金属是弹性比较大且市场认可程度较高的行业，其中的优质股票可适度关注。

相比较而言，大多数中游制造业受到两头挤压，投资机会相对会少些。

（三）行业配置

1、行业配置建议

9月份的行业配置，建议超配食品饮料、商业、旅游等受季节性影响较大的行业，对银行、医药、农业、信息技术、节能环保以及煤炭、有色等行业较高的配置系数等。从另类投资的角度，黄金、军工受益于国际局势动荡。低配需求较差而成本压力不能有效缓解的行业如建筑、建材、交运等。

表2：9月份行业配置建议表

行业名称	配置建议	配置系数	配置比例	流通市值占比
食品饮料	超配	1.4	6.37%	4.74%

商贸零售	超配	1.3	3.60%	2.88%
餐饮旅游	超配	1.3	0.89%	0.72%
国防军工	超配	1.3	0.81%	0.65%
银行	标配	1.2	17.20%	14.94%
医药	标配	1.2	5.29%	4.59%
农林牧渔	标配	1.2	1.97%	1.71%
煤炭	标配	1.1	5.69%	5.39%
有色金属	标配	1.1	5.04%	4.77%
通信	标配	1.1	1.86%	1.76%
家电	标配	1.1	1.60%	1.51%
纺织服装	标配	1.1	1.52%	1.44%
计算机	标配	1.1	1.48%	1.40%
传媒	标配	1.1	0.57%	0.54%
石油石化	标配	1	11.15%	11.62%
非银行金融	标配	1	5.20%	5.42%
房地产	标配	1	4.72%	4.92%
基础化工	标配	1	3.52%	3.67%
汽车	标配	1	3.03%	3.15%
电子元器件	标配	1	2.24%	2.33%
电力设备	标配	1	2.17%	2.26%
轻工制造	标配	1	0.74%	0.77%
综合	标配	1	0.66%	0.69%
电力及公用事业	标配	0.9	2.37%	2.75%
机械	低配	0.7	3.10%	4.61%
交通运输	低配	0.7	2.76%	4.10%
钢铁	低配	0.7	1.73%	2.58%
建材	低配	0.7	1.41%	2.09%
建筑	低配	0.7	1.33%	1.98%

资料来源：中国银河证券研究部

2、重点关注行业

(1) 食品饮料:

我们看好食品饮料行业基于如下理由:

1、食品饮料行业中报业绩表现继续成为推动股价主要因素。来自行业的数据显示,在细分行业中白酒行业上半年收入、利润增速分别超过 35%和 40%,而啤酒、葡萄酒、乳品、肉制品的上半年行业收入增速也均超过 20%。确定性的增长成为推动该板块股价上涨的主要因素。

2、市场近期调高了 2011 年食品饮料行业的利润增速,行业整体估值不高。最新的一致预期显示,2011 年到 2013 年食品饮料行业上市公司业绩增速分别为 46.90%、31.31%和 28.73%,对应的总市值加权 PE 为 28.7、21.8 和 17.1 倍,行业动态估值不高,仍有提升空间。

3、季节性提价可能成为股价的催化剂。国庆、中秋双节临近，白酒等产品提价将成为股价上涨的催化剂。

可关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、三全食品、伊利股份等。

(2) 商业贸易：

我们看好商业贸易行业基于如下理由：

1、短期因素：CPI 有望逐步回落，随着控制通胀的效果逐步显现，通胀对消费形成的负面因素会逐步缓解。下半年是消费需求的旺季，加上对 2011 年整体零售行业估值定位的调整预期，且社会消费品零售总额的同比增速也有望在未来一段时间出现反弹，从而支持零售行业转强。

2、长期因素：高端消费市场的爆发、二三线城市消费市场的崛起和多元化业态结构的形成将是零售行业发展三大驱动引擎。在二元经济结构的背景下，中国目前处于消费普及与消费升级并行的阶段。我国奢侈品销售额增速有望保持在 20% 的水平，2015 年有望成为全球第一大奢侈品消费国。境外消费转向境内消费和二三线城市中产阶层的壮大将成为高端消费市场的双引擎。随着我国步入消费升级阶段，居民消费需求日益多元化，人工成本和物业成本的上升也迫使行业需要重新寻找新的增长模式。奥特莱斯、购物中心以及电子商务等业态已经具备高速发展的基础，有望成为零售公司增长的新源泉。

3、商业零售受益于消费旺季的到来。国庆、中秋双节临近，有可能成为股价上涨的催化剂。当然，如果今年的消费热度不及预期，有可能会拖累股价。

可关注首商股份、步步高、友阿股份等。

(3) 医药：

我们看好医药行业基于如下理由：

1、医药行业的生产销售具有季节性规律。对于终端用药量排名第一的抗生素销售而言，当年的 9 月至次年的 2 月是用药高峰。对于心脑血管药品而言，由于夏季用药剂量减少，以及秋冬季节天气变化导致心脑血管疾病发病率上升都使得其销售呈现出秋冬季时季节性上升的态势。我们预计，伴随着企业盈利呈现出季节性的上升，医药板块股价在未来一段时间也会呈现出季节性走强。

2、参考美林投资时钟，在较好的经济预期下，市场资金将追逐周期性行业和可选消费品，而滞胀期投资股票应以防御为主。统计也显示，经济复苏时医药是表现最差的行业；经济滞胀时医药是表现最好的行业。目前市场上缺乏趋势性机会，以生物医药为代表的防御行业将跑赢市场。

3、从长期看，医药行业的发展空间巨大，尤其是受益于中国人口和社会变迁的部分子行业如心脑血管疾病、肿瘤、糖尿病、精神疾病的药品以及麻醉药和计生用品等。

可关注天士力、佐立药业、恩华药业、人福医药等。

(4) 旅游

短期看好旅游，主要是源于国庆长假以及中秋节临近的催化。从长期看，旅游是中国的朝阳产业，是有较好发展前景的，但目前中国旅游行业中优质的股票太少，一个重要原因是管理水平较差，漏出较多，企业盈利能力不强。因此，我们对旅游的超配是阶段性的。

可关注中国国旅、中青旅、黄山旅游等。

(5) 军工：

我们看好军工板块基于如下理由：

1、军工受益于国际局势动荡。在全球经济进入滞胀时代的大背景下，国际局势动荡就几乎成了必然。北非、中东乱局已有燎原之势，中国周边并不太平，迫切需要中国提升军备能力。军工将是较长时期的主题。

2、行业整合与资产注入预期渐强。目前以中航工业、航天科工、航天科技等为代表的军工集团都在推进资产整合，一些上市公司将显著受益于内涵和外延式的增长。

可关注航天信息、中国卫星、航空动力等。

(四) 投资组合

我们所选组合的行业有 8 个，包括电子计算机（2 只）、传媒（1 只）、通信（1 只）、化工（2 只）、食品饮料（1 只）、非银行金融（1 只）、有色金属（1 只）、煤炭（1 只）。

本月股票组合（不分先后）：航天信息（600271）、万达信息（300168）、中视传媒（600088）、中创信测（600485）、贵州茅台（600519）、升华拜克（600226）、天利高新（600339）、江西铜业（600362）、中国神华（601088）、ST 汇通（000415）。

表 3：银河证券 9 月份投资组合（注：股价取 2011 年 8 月 31 日收盘价）

公司代码	公司名称	8.31 股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			分析师/联系人
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
600271	航天信息	30.05	0.98	1.41	1.95	30.7	21.3	15.4	王家炜、王莉、吴砚靖
300168	万达信息	21.86	0.44	0.68	0.92	49.7	32.1	23.8	王家炜、王莉、吴砚靖
600088	中视传媒	14.24	0.24	0.32	0.63	59.3	44.5	22.6	许耀文
600485	中创信测	15.79	0.28	0.56	0.88	56.4	28.2	17.9	朱劲松
600519	贵州茅台	214.77	4.87	7.71	13.18	44.1	27.9	16.3	董俊峰、郭怡娴
600362	江西铜业	32.95	1.42	2.14	2.65	23.2	15.4	12.4	张一凡
601088	中国神华	26.95	1.87	2.2	2.46	14.4	12.3	11.0	赵柯
600339	天利高新	12.47		0.8	1.26	#DIV/0!	15.6	9.9	李国洪
600226	升华拜克	13.26	0.34	0.62	0.86	39.0	21.4	15.4	袁孝锋、王强
000415	ST 汇通	13.85	0.28	0.46	0.79	49.5	30.1	17.5	马勇

资料来源：中国银河证券研究部

三、银河策略本月视点

（一）近期是传说远期是方向——中美养老比较及 401K 入市研究

一个具有多样性且在保值增值方面具有较高效率的养老金体系是任何一个现代化国家所必须具备的。尤其是对于一个老年化趋势日渐明显的经济体而言，构建好自身的养老体系能够起到稳定社会，减轻劳动力赡养负担和提高资源配置效率的作用。

中国目前的养老体系，基本养老保险一支独大，体量巨大但增值功能低下。与美国相比，后者养老品种更为丰富，且增值功能远强于中国，而 401K 正是其中的优秀代表之一。

401K 由企业自主设立，员工与企业共同负担，养老资金可投资于特定的投资品种，投资收益与本金皆可免税。中国企业年金与 401K 极其相似，因此，后者对于我国并非新生事物。

美国 401K 计划的投资极具特点，计划内资金主要投资于共同基金，且尤其偏好股票型基金，其投资占比在 401K 所有资金的 50% 以上。同时，401K 计划参与者的投资具有长期化特点，频繁交易的情况极为少见。但在对待权益性品种时，401K 参与者表现出两种极端的态度，或不配权益，或全配权益。这与投资者自身养老能力直接相关。

养老金进入资本市场只是时间问题，但制度原因和体系的复杂性使得短期内出现养老金入市的可能性微乎其微。但长期看，浪费资金资源的体系必不能长期维持，此次市场传言或印证中央已对该问题开始长期规划。

（二）2011 年后期股市展望

2011 年还剩下约 4 个月时间。也是决定 A 股牛熊的 4 个月。回顾前 8 个月，到目前为止，A 股以下跌为主基调。

1、未来的 4 个月，股市的主要影响因素如下：

（1）正如我们中期报告指出，外围风险是最大风险。预期欧美关于债务方面的问题仍将继续暴露，尽管这些发达国家的债务不会真正违约，但事件频发让人更多地思考经济的前景。对滞胀的认识将会越来越深化。

（2）全球对经济的持续刺激措施将不断出台，尽管这些政策的边际效果再递减。

（3）中国政府也将更加更加重视保增长。

2、A 股市场可能出现以下情况：

（1）3 季度仍以消化风险为主。在外围风险演化的前半段，市场仍以恐惧为主，这或将拖累 9 月份的指数表现。

（2）对建筑业周期下滑有所反应。对中国经济增长结构上的理解出现分化。在对保障房远期增长率下降的认识越来越清晰的时候，以建材和建筑业为代表的行业被不断抛售，从而引发市场对建筑业周期走下坡路的认识。

(3) 新兴产业再度受到重视。十二五规划以及战略性新兴产业的发展前景将再度受到重视。重点将覆盖以下领域：节能环保、高端装备制造、新一代信息技术、新材料等。

(4) 进入 4 季度以后，全球包括中国对经济增长的呵护越来越明显，中国股市率先走出挖坑行情。

(三) 当前格局下的行业选择：在滞胀与社会进步中挖掘确定价值

1、滞胀时代，工业制造业利润率不断受到挤压，小的技术进步能够带来的利润增长很不可靠；我们需要寻找那些利润增长可靠的行业。

2、金融，专业和商业服务

在经济发展大潮中，专业和商业服务、金融和保险业等占比长期上升，这点从美国的经济 GDP 中，金融和商业服务的比重不断上升就可以看出来，同样，日本的经济也表明，经历高速增长后的工业经济体，转型的一个核心结果必然是服务业比重的提升和工业比重的下降。在中国当前，应从科技服务与专业服务角度重视生产性服务业。

作为重要的服务业，商业贸易在滞胀的前半段优势凸显，但后期仍服从于经济结构转型。中国城市化率仍然较低，商业贸易的下滑期不会来得太快。

3、工业原料

由于中游制造业的利润在滞胀时代受到挤压，工业原料，特别是大宗材料的生产利润相对稳定。考察美国 1970 年代稳定的行业发现，能源等各类投资是克服滞胀的重要砝码。

建筑业在经济低迷的时候受益于财政刺激。中国社会基础欠账很大，保障房、水利、医疗卫生等建设在十二五期间将是重点。我们要强调的是，这不是旧有投资模式得继续，对于历史欠账的弥补，本身就是转型的重要组成部分。

4、必需消费

滞胀时代的一个典型特征是劳动者膳食结构的改善，这将有利于必需消费品行业的利润稳定。在制造业中，耐用品生产波动性较大。占比长期下滑趋势与非耐用品一致。美国耐用消费品发展启示：当前应警惕家电、汽车等行业产能较大带来的盈利风险。

(四) 发达国家债务危机：滞胀时代的伴生物

对当前美国国债评价下调事件，我们的看法如下：

1、政治游戏的味道更浓厚。

2、经济本质：不是现状很坏，而是看不到希望

当然，政府的负债占 GDP 的比重之所以越来越高，更多的是因为经济增长疲软，政府不得不举债以实施宽松的财政政策，以刺激经济增长。

目前的情况是计算机科技驱动的长波增长已经走到了尽头，全球经济进入了一个长波周期

的“滞胀时代”。滞胀时代中，虽然现状还没有那么糟糕，但向前看，看不到任何希望。当看不到希望的时候，政府债务占 GDP 的比重也就很难缩小。

3、影响：短期恐慌，长期滞胀。

4、如何看待滞胀时代的股市

我们在过去的报告中反复强调了“滞胀时代”也是“震荡时代”。股市将处于长期横盘震荡中，当然，如果扣除通胀因素，将是一个大熊市。不过，股市是名义的。

5、中国：外围带动下的二次挖坑，郁闷的时候更应积极寻找机会。

再回过头来说股市，当前外围（特别是美国）处于调整初期，中国则是在外围带动下深度挖坑。至于这个坑能挖多深，难以估量。但随着主要发达国家救市态度的明朗，这个坑不会挖得太久。外围带动下的二次挖坑，是灾难，也是把握震荡时代的长期机会，寻找价值股的难得机会。

（五）欧元的未来——面向 2012 的大震荡和大重组

1、什么是欧元？

我们不妨先来看看什么是人民币。人民币是中国疆土之内普遍流通的货币，无论发达地区，还是欠发达地区，都用人民币。那么，在发展的过程中，在一国疆土之内，人民币的法定利率是一致的。欠发达地区为发达地区贡献着劳动力和市场。当发达地区发展起来之后，财政的投资会发生转移，支持欠发达地区的发展。这叫转移支付。

再回过头来看欧元。当德国的发展遇到市场约束的时候，欧洲其他国家的劳动力和市场显然是非常诱人的。而这些相对处于弱势的国家，资金成本也大大高于德国。于是，欧元似乎是大家都喜欢的好东西：德国人借欧元征服了欧洲市场，获得了经济发展的庞大腹地；而其他小国则获得了低成本的欧元。当然，法国作为仅次于德国的经济体，也是获益者。在发展的过程中，也一定是处于领先地位的国家发展得更快，德国一直遥遥领先。如果是在一个国家内部，先发展起来的地区，要向欠发达地区进行财政上的转移支付，支持其发展。但如果不是一个国家呢？德国显然没有法律上的义务去向欧洲其他国家实行转移支付。

欧元是什么呢？欧元是德国获得欧洲大市场的工具，给德国带来了发展腹地，在给其他国家带来发展的同时带来了更大的债务。从货币与财政统一的角度来看，德国理应对其他国家实施财政上的转移支付，德国至少应该部分地承担其他国家的债务。而从法律意义上看呢？德国人并没有义务为其他国家承担债务。

由此看来，货币的统一，如果不伴随着财政的统一，必然产生上面的悖论。在统一的货币体中，经济发达国家形成了弱势国家的事实上的剥削者。在弱势经济体出现问题的时候，却丧失了货币政策这一缓冲工具，从而使得矛盾更加尖锐。

2、欧元的两种未来情景

我们认为，在不远的 2012 年，欧元将遭遇大震荡。震荡的焦点在于：弱势国家的政府债务，应该由谁来负责？如何负责？

如果这些债务由这些弱势国家负责，显然是行不通的。因为他们不能自己印欧元，只能靠生产活动来挣欧元，从而获得欧央行投放于市场中的货币。这显然是不可能的！他们无论如何紧缩财政，也不能在满足既有社会福利的条件下实现偿债。

如果让德国（包括法国）来承担这些债务呢？在政治上行不通。德国人显然不会白白把钱送给别人，这并不象中国的东部省份可以支援西部省份。

当矛盾激化，势必发生大震荡，对欧元的否定将是弱势国家的必然选择。

如果否定了欧元，这些国家是用欧元偿债还是用本币偿债呢？显然不会主动愿意用欧元偿债，那是主动往火坑里跳；外国债权人也不会任由这些国家用本币偿债，那相当于白白损失了一大笔钱。

基于以上分析，我们认为结果可能是这样的：

情景 1：大震荡之后，欧元仍然稳定。德国和法国等表态，由欧央行对主权债务进行部分定向购买，缓解这些国家的压力，这相当于对这些债务进行部分的“销账”。大致类似于中国中央政府对欠发达地区的财政支持，对其地方政府平台债务进行担保乃至财政包揽。

在这一情景之下，欧元区的政策协调将走向更加全面。旨在推动国家之间协调发展的财政政策协调机制将在实践中应运而生。欧元区将走向更加健康的欧元区。但社会矛盾的调和需要更长久的智慧。

情景 2：大震荡之后，部分国家脱离欧元区，德国和法国伙同几个强势国家抱团守住欧元。脱离欧元区的国家拒绝用欧元偿还债务，但债权人坚持索取欧元。于是，对内债务改为本币债务；对外债务，经过艰难的政治磋商之后，获得一定的豁免，仍然需要用欧元偿还未豁免部分。

在这一情景之下，欧元区是先进行地理上的收缩，收缩之后将更快地推动区域财政协调。而脱离欧元区的小国，在获得自主货币政策之后，并不能很快摆脱困境，社会矛盾更加激化。

3、对资本市场的影响及中国对策

对股市的影响：欧元的震荡将带来全球金融市场的大震荡。但并不威胁美国和中国的生产链条，金融市场的向下震荡恰恰是长期投资机遇。

中国的对策：静观其变就可以了。不能因为海外的震荡就再出 4 万亿刺激政策。我们是中间制造业，我们的刺激政策，真正受惠的是外国人。我们认为，在经历 2008 年底的战略失误之后，错失了在国际舞台上的主动地位，中国政府将不会在这次大震荡中再次失误。

（六）国内政策趋势猜想

对于未来的政策趋势，我们有如下观点：

1、在经济转型、经济增速长期下台阶的大趋势下，不会实施频繁的短期刺激。这意味着股市很难得到政策性刺激。

2、由于 5-7 月份新开工项目计划投资额快速上升，势必对传统型的投资项目再控制。针对传统产业特别是依赖投资的行业形成压制。

3、面向十二五的战略新兴产业将有重点地支持，短期来看节能环保和高技术服务业有一定产业基础，在七大产业中最可能优先得到政策扶持。

4、市场化的改革方向是坚定不移的。从宏观角度来看，最大的市场化变量就是物价、利率和汇率，实际上都是价格。其中，不会因为物价压力荒废资源价格改革，不会因为中小企业压力改变信贷政策方针，不会因为出口企业压力停止人民币升值。小企业的盈利能力强，转型快，保护的结果是耽误了转型。

5、国有大企业承担了较多的社会责任，如单位产能容纳了更多的就业。传统信贷政策对国有大企业的隐性利率补贴是社会稳定的成本。这一块，只能渐进推进。

6、货币政策的政策有效性有待提高，保证金提准正是完善政策的重要一步，不是紧缩性政策，对市场的直接影响也不大，不会影响政策方向。

结论：

在国家战略面前，股市不能再依靠政策来救。但为了转型的结构性机会正在酝酿，应紧紧把握新兴产业方向

插图目录

图 1: 市场对经济增长的担忧可能抬头.....	1
图 2: 3 月份以后新开工项目投资额增速快速回升, 后期传统产业新投资项目可能受到控制.....	2
图 3: 在经过近两年的上涨后, 本月 CPI 可能会出现趋势性回落.....	3
图 4: 上证 50 的 TTM PE 和 PB 已经低于 2008 年 10 月底.....	5

表格目录

表 1: 2011 年中报业绩增长好于市场预期.....	4
表 2: 9 月份行业配置建议表.....	7
表 3: 银河证券 9 月份投资组合 (注: 股价取 2011 年 8 月 31 日收盘价).....	10

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，王皓雪，策略证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908