



市场震荡整固，主题投资活跃

2009 年 8 月 28 日

月度投资策略报告

- 经济走势：中国经济三季度第一个月出现环比波谷，有季节性原因，有信贷原因，也有房地产的原因。房地产投资等民间投资的持续性复苏需要更多信心的恢复，政策的呵护和真实需求转变为真金白银。毋庸置疑的是，经济处于复苏和回升的趋势中，变化的预期只是政府刺激经济的方向，力度和节奏，这也是现阶段投资运作的指南。
- 市场判断：市场的估值回归和经济复苏大势是持有股票者的主心骨，政策担忧和宏观数据观望是卖掉股票者的理由，这种多空博弈将表现为市场震荡整固的常态。市场重拾升势需要房地产崛起。
- 权益类仓位综合评分：权益类资产仓位打分系统方面，经过市场前期调整，市场估值分数上升。3000 点左右，意味按照 2009 年 18% 的上市公司利润增长率假设，股市的市盈率 2009 年 PE 为 21 倍，2800 点对应的 2009 年 PE 为 19 倍。预计中报披露基本完毕的 9 月，业绩转好而估值较低的公司更有吸引力，带领市场估值上升。其他分项分数下降，市场信心脆弱，观望下月宏观数据。我们建议 9 月份仓位中性略多。
- 行业配置建议：在结构调整中，我们会选择业绩确定的低估值行业进行配置，如建筑隧道，家用电器，医药生物，交运设备等，并博弈和把握房地产产业链和涨价品种的反弹机会。在市场震荡期间，行业表现差异不大，主题投资活跃，建议投资者变分散投资为集中投资，对所选标的波段操作。价值者留下业绩确定增长的标的，交易型且风险承受能力较强的投资者可以参与国庆主题投资等。

中海基金研究部

联系地址：

上海市浦东新区银城中路 68 号时

代金融中心 29 楼

邮编：200120

中国经济三季度第一个月出现环比波谷，有季节性原因，有信贷原因，也有房地产的原因。房地产投资等民间投资的持续性复苏需要更多信心的恢复，政策的呵护和真实需求转变为真金白银。毋庸置疑的是，经济处于复苏和回升的趋势中，变化的预期只是政府刺激经济的方向，力度和节奏，这也是现阶段投资运作的指南。

我们在上月提示市场运行中的主要风险来自于流动性减弱，政策新出和市场本身的技术性调整，是杀跌主因。近期的政策观察也能明显看到政策导向正在从总量刺激到结构调整转变，抑制资产价格过快过猛发展和刺激内需型消费的种种措施得到市场认可需要时间，但正在发生。

市场的估值回归和经济复苏大势是持有股票者的主心骨，政策担忧和宏观数据观望是卖掉股票者的理由，这种多空博弈将表现为市场震荡整固的常态。市场震荡期间主题投资热度高，行业表现差异不大。因此建议策略从追求贝塔到阿尔法，选择业绩确定增长的标的：在投资策略上重个股，轻指数，把业绩提升作为衡量投资标的重要方面，变分散投资为集中投资，对所选标的波段操作，淡化持有，避免死守不放。在行业上选择估值和业绩比较有优势的品种。

1 七月复苏出现环比波谷

2009 年二季度经济数据加速转好后，第三季度的第一个月就出现了复苏环比波动，这与我们在 09 年下半年策略报告中预期的一致，三季度经济数据的环比波动，为股票市场带来新的买入机会。综合二季度和 7 月的宏观数据来看，主要变化有以下几点：

- 1, 信贷收紧成现实—结构流向遭监控
- 2, 房价上涨抑需求—增加供给是趋势
- 3, 出口好转在继续—复苏路径未断裂
- 4, 经济复苏现波谷—稳步回升仍可期

其中重要指标点评如下：

金融指标 M2 出现高点企稳，由于信贷收紧成为了现实，下半年新增信贷的减少也将使得 M2 阶段见顶。新增信贷的下降，信贷流向的监控无疑对资本市场流动性产生影响，未来流动性的变化中，外汇占款和储蓄活化的监测也很重要。

价格指数中 CPI 和 PPI 的降幅超出市场预期。物价总水平反映着经济总供求关系，需求增速加快但仍相对不足，扩大内需的政策仍需继续保持一段时间，预计随着猪肉涨价和翘尾因素的减少，四季度价格涨幅大体可以由负转正，随着 CPI 由负转正，农林牧渔和食品饮料中涨价品种将出现新的投资机会。

价格指数中的房价当月上涨 1%，房价上涨抑制了部分需求，对成交量产生负面影响，地价上涨抑制了部分房地产企业的拿地意愿，影响了新开工数据，也直接引发了抑制资产价格过快过猛上涨的讨论和相关政策。未来政府对于房地产的政策主要是通过增加土地供给等措施来稳定价格，确保成交量，着眼于行业中长期艰苦发展。

外贸指标显示，出口环比好转持续。我们近期也在江苏，浙江和广东等出口企业进行了走访调研。从目前的状况来看，随着美国库存调整和未来新增订单，近两月汽车零配件，家具，电气设备及元器件，纸制品等转好弹性最大。

综合以上因素，我们认为中国经济第三季度的环比波谷中，最值得担心的是房地产，只要房地产复苏趋势没有改变，中国经济的复苏路径就可以得以延伸；出口在专号，复苏断裂目前尚未出现，中国经济经历流动性过后，恶性通货膨胀到来之前的经济增长时期。密切关注房地产成交量，新开工和投资数据，价格涨幅，行业政策是宏观方面主要工作。

表 1：7 月宏观数据评析：

| 价格指标 | 6 月 | 7 月 | 点评 |
|-------|--------|--------|---|
| CPI | -1.70% | -1.80% | CPI 主要受到制成品价格的压制，如服装、汽车等。在下降的 1.8% 中，翘尾因素占了 1.5%，占据 CPI 降幅的绝大部分。预计 8 月份，翘尾因素影响减弱，涨价因素会于下半年逐步显现出来。 |
| PPI | -7.80% | -8.20% | 物价总水平反映着经济总供求关系，需求增速加快但仍相对不足，扩大内需的政策仍需继续保持一段时间，预计四季度价格涨幅大体可以由负转正 |
| 房价 | 0.20% | 1.00% | 全国房价涨速加快，统计局称高房价已成制约消费启动的最大阻力 |
| 增长指标 | | | |
| 投资 | 33.60% | 32.90% | 投资增速低于预期，年内首次回落，政策拉动投资可能放缓，需继续观望几月 |
| 房产新开工 | 11.90% | 9.10% | 购置土地面积下降是导致开发投资增速放缓的重要原因，全国 7 月房地产购置土地面积 2665.02 万平方米，环比下降 29.29%。 |
| 消费 | 15.00% | 15.20% | 稳步增长，剔除价格因素，实际增长创近两月新高。其中汽车类消费大幅增长，达 32.%。 |
| PMI | 52.40% | 53.30% | 经济继续扩张，除制造业外，物流指数-港口的吞吐量、货运量等增速也都在加快 |
| 工业增加值 | 10.70% | 10.80% | 连续第二个月重工业增长速度快于轻工业，汽车生产增长 51.6%，比上月加快 12.8 个百分点 |

| | | | |
|--------------|---------|-----------------|--|
| 发电 | 5.20% | 4.80% | 发电量已经连续两个月实现增长，在基数效应和经济回暖驱动下下半年全国发电量将维持正增长 |
| 外贸指标 | | | |
| 出口 | -21.40% | -23.00% | 环比增长 10.4%，今年以来中国月度出口额首次突破千亿美元，劳动密集型好于机电。出口开始显现出改善迹象，但回升力度还要看外围经济状况的变化 |
| 进口 | -13.20% | -14.90% | 随着汽车销售持续火爆和钢铁产量增长，7 月份中国进口原油 1960 万吨，与上月相比猛增 18%，铁矿石进口 5810 万吨，与上月相比增长 5%。铁矿石和原油进口量均创下历史新高 |
| 顺差 | 185.6 亿 | 1074.9 亿（1-7 月） | 止跌回升，逐月回升趋势基本确立。 |
| FDI | -6.80% | — | |
| 金融指标 | | | |
| M0 | | 11.59% | 1-7 月份净投放现金 25 亿元，同比少投放 541 亿元 |
| M1 | 19.32% | 26.40% | 经济活力上升，资本市场和地产市场繁荣导致储蓄分流，储蓄存款出现下降 |
| M2 | 28.46% | 28.40% | 货币供应高位趋稳 |
| 信贷 | 1.53 万亿 | 3559 亿 | 信贷增长开始放缓，央行明确严控信贷资金违规流向房地产和资本市场 |
| 储蓄 | 29.02% | 28.54% | 居民户存款减少 192 亿元（2007 年 10 月份以来首次出现单月负增长）储蓄搬家，货币活期化趋势明显，存款转变为其他的风险资产，企业存款减少 450 亿元。 |
| 银行间市场利率（绝对值） | 0.91% | 1.32% | 银行间交易活跃，利率上涨快速，货币政策动态微调成为现实 |
| 财政收支 | | | |
| 财政收入 | 19.60% | 10.20% | 财政主要收入项目中，仅有国内消费税、营业税、个人所得税实现了同比增长，其他项目同比均为下降 |
| 财政支出 | 21.50% | 9.30% | 财政收入增长缓慢，而积极财政却导致巨大开支，财政收支矛盾严峻。今年赤字是否超过 9500 亿年初的预算，要等到第三季度末才能确定，关键要看下半年财政收入的增长，以及企业复苏的情况。 |

资料来源：国家统计局 中海基金

2 市场判断与仓位分析

权益类资产仓位打分系统方面，市场估值分数上升，很多标的表现出估值吸引力；8 月份的市场杀跌主要由流动性减弱的政策导向引发，加上宏观数据环比波谷对市场信心加以打击，而从经济恢复的大方向上，经济稳步回升的势头并没有改变。因此，市场多空博弈仍将维持一段时间，市场震荡整固将是常态。

宏观数据分数有所下降。七月份数据显示的宏观经济环比波谷，有季节性原因，有房地产价格上涨过快抑制土地购置和需求的原因，也有政府刺激经济的方

向和节奏变化的原因。9月公布的宏观数据被期待肩负指明市场方向的重大责任，但实际超预期的可能性很小，只会使投资者更清楚认识到，中国经济这个在从计划经济向市场经济过渡的未成年人，政府刺激的方向和节奏仍是它命运的喉咙，也是投资运作的指南。

政策导向分数有所下降，我们在上月提示针对流动性的信贷政策是市场担心的最大因素。近期政策通过信贷政策，新股发行等左手抑制资产价格，右手出台消费政策和结构调整政策等，明显表示出政策刺激的转向，未来将看到更多从刺激总量到注重结构的政策，也会给相关行业带来机会。

市场气氛分数下降。技术分析派人士已经倾向于中期调整，对房地产和政策的担忧成为笼罩市场反弹的阴云。

海外市场分数维持高位，海外经济复苏继续，海外补库存增加了中国相应行业的订单，如汽车零配件，电子元器件，家具等，为相关标的带来投资机会。

市场估值方面，分数有所上升。经过市场前期调整，3000点左右，意味按照2009年18%的上市公司利润增长率假设，股市的市盈率2009PE为21倍，2800点为19倍。企业业绩预期好转时，利润对价格弹性大的行业，估值提升最快。预计中报披露基本完毕的8月下旬，业绩转好而估值较低的公司更有吸引力，市场的估值有望再上升，10月可以看到预测上调大的行业有相对收益。

表 2：市场估值与点位对应

| 2009PE | 2009G | -10% | -6% | -2% | 2% | 6% | 10% | 14% | 18% | 22% | 26% |
|--------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 9倍 | 989 | 1033 | 1077 | 1120 | 1164 | 1208 | 1252 | 1296 | 1340 | 1384 | |
| 12倍 | 1318 | 1377 | 1435 | 1494 | 1553 | 1611 | 1670 | 1728 | 1787 | 1846 | |
| 15倍 | 1648 | 1721 | 1794 | 1867 | 1941 | 2014 | 2087 | 2160 | 2234 | 2307 | |
| 18倍 | 1977 | 2065 | 2153 | 2241 | 2329 | 2417 | 2505 | 2593 | 2680 | 2768 | |
| 20倍 | 2197 | 2295 | 2392 | 2480 | 2568 | 2655 | 2743 | 2831 | 2918 | 3006 | |
| 22倍 | 2417 | 2524 | 2632 | 2739 | 2846 | 2954 | 3061 | 3169 | 3276 | 3383 | |
| 25倍 | 2746 | 2868 | 2990 | 3112 | 3235 | 3357 | 3479 | 3601 | 3723 | 3846 | |
| 30倍 | 3396 | 3442 | 3488 | 3535 | 3581 | 3628 | 3674 | 3721 | 3767 | 3814 | |
| 35倍 | 3945 | 4016 | 4087 | 4157 | 4228 | 4299 | 4370 | 4441 | 4512 | 4583 | |

资料来源：中海基金 天相顾投

综合而言，目前市场位置对应的估值已经有一定吸引力，经济仍处在复苏和回升大趋势中。但由于市场对政策导向认可需要时间和市场气氛较为低迷，因此多空博弈将表现为市场震荡整固。

表 3：打分系统显示市场估值分数上升

| | 8 月份 | 9 月份 |
|------|------|------|
| 宏观数据 | 4. 4 | 3. 6 |
| 市场估值 | 2. 3 | 3. 4 |
| 政策导向 | 3. 7 | 2 |
| 市场气氛 | 4 | 1 |
| 海外市场 | 4 | 3. 6 |
| 总计 | 3. 7 | 2. 7 |

资料来源：中海基金

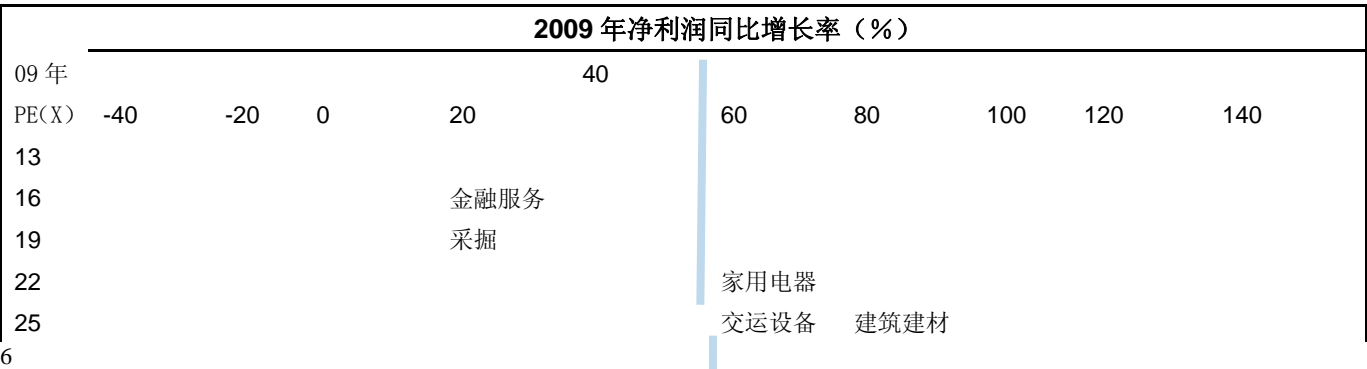
3 行业配置策略：选择业绩确定 把握反弹机会

在市场震荡整固格局中，我们建议在行业配置上选择业绩最为确定的行业。

结合各行业的估值与业绩比较，我们分别计算了 2009 年和 2010 年申万一级行业的流通市值加权 PE 和净利润同比增速，结论如下：

- 1， 估值低和业绩比较优选的行业是（采用朝阳永续一致预期数据的流动市值加权 PE 和净利润同比增长指标）：按 2009 年行业估值与业绩-建筑建材，家用电器，交运设备，房地产，公用事业，医药生物；按 2010 年行业估值与业绩-黑色金属，房地产，建筑建材，采掘，家用电器，化工，公用事业。
- 2， 这些行业中，建筑建材，家用电器，医药生物和公用事业最防御；房地产产业链的业绩最确定。
- 3， 我们建议投资者选择业绩确定的防御类行业进行配置。选择房地产行业博弈反弹机会。
- 4，

表 5：各行业估值与业绩比较，2009 年：



| | | | | | |
|----|-----|------|------|------|-------|
| 28 | | 机械设备 | 房地产 | | |
| 31 | | 商业贸易 | 医药生物 | 交通运输 | 公用事业 |
| | 信息服 | | | | |
| 34 | 务 | 黑色金属 | | 食品饮料 | 化工 |
| 37 | | | 轻工制造 | 信息设备 | |
| 40 | | | | | |
| 43 | | | | | |
| 46 | | | 纺织服装 | | |
| 49 | | | | | 农林牧渔 |
| 52 | | 餐饮旅游 | | | |
| 55 | | | | | |
| 58 | | | | | |
| 61 | | | | | |
| 64 | | | | | |
| 67 | | | | | |
| 70 | | | 有色金属 | | 电子元器件 |

表 5：各行业估值与业绩比较，2010 年：

| 2010 年净利润同比增长率（%） | | | | | | | | | |
|-------------------|---|----------|----------|------|----------|----|------|-------|--|
| 10 年 PE | | | | | | | | | |
| (X) | 0 | 20 | 25 | 30 | 35 | 40 | 45 | 70 以上 | |
| 13 | | 金融服务 | | | | | | | |
| 16 | | | | | | | 黑色金属 | | |
| 19 | | | 采掘，家用电器 | | 房地产，建筑建材 | | | | |
| | | 机械设备，交运设 | | | | | | | |
| 22 | | 备 | 化工，公用事业 | | | | | | |
| | | | 医药生物，商业贸 | | | | | | |
| 25 | | | 易 | | 交通运输 | | | | |
| 28 | | 信息服务 | 食品饮料 | | 轻工制造 | | | | |
| 31 | | | | 信息设备 | | | | | |
| 34 | | | | | | | | | |
| 37 | | | 纺织服装 | 农林牧渔 | | | | | |
| 40 | | | 餐饮旅游 | | | | | 有色金属 | |
| | | | | | | | | 电子元器 | |
| 43 | | | | | | | | 件 | |
| 46 | | | | | | | | | |

资料来源：朝阳永续一致预期数据，中海基金

3.1 行业配置总结

基于对市场处于震荡整固格局的判断和经济稳步回升的预期，我们建议投资者选择业绩确定的低估值行业配置，把握房地产产业链的反弹机会，交易型投资者可以参与国庆主题投资等：

- 第一，选择业绩确定，建筑建材，家用电器，医药生物，交运设备，食品饮料公用事业最防御。
- 第二，把握反弹机会。房地产产业链的业绩最确定，是中国经济最重要的引擎，本次调整复苏较深，我们建议密切盯住房地产成交量等指标，博弈反弹机会。建议关注有色金属，化工等行业子品种的涨价机会。
- 第三，主题投资：震荡市场的另一个特征就是主题投资活跃，建国 60 周年大庆将成为证券市场下半年最为重要的“事件性投资”机会，预防甲型流感爆发也会带动相关医药板块的机会。建国 60 周年大型庆典包括阅兵、烟花燃放、花卉布置、景观照明、安全防卫等多项庆祝活动与形式。同时，建国 60 周年大庆与“十一”长假在时间上互相重叠，也将会带动餐饮旅游、商业零售、食品饮料等行业阶段性收入增长。涉及行业如下：军工行业，商业零售行业，餐饮旅游行业，食品饮料行业，农林牧渔行业，电子设备行业，传媒行业，家电行业，电子元器件行业。

风险提示：历史经验表明，股票市场“事件性投资”最终演变为“事件性投机”相对来说是一个大概率事件，在大多数情况下，在“事件”作用下获得真实业绩增长的公司毕竟相对少数，在纯粹“事件”因素推动下股票价格的波动更多受制于市场情绪和参与资金的影响，因此主题投资只是交易性机会，只适用于风险承受能力强的交易投资参与者。

表 6：九月行业配置策略

| 配置策略 | 行业 | 理由 |
|------|--------|---|
| 业绩确定 | 建筑隧道 | 铁路和公路投资推动建筑行业景气 |
| | 家用电器 | 业绩确定，估值便宜，政策受益 |
| | 医药生物 | 业绩确定，传统防御 |
| | 交运设备 | 汽车销量有望继续超预期，政策受益 |
| | 食品饮料 | 业绩确定，受益 CPI 触底反弹 |
| 博弈反弹 | 房地产 | 中国经济最重要的引擎 |
| | 化工，金属 | 子品种涨价 |
| | 部分机械产品 | 房地产拉动兑现，出口品种复苏在望 |
| 主题投资 | 国庆概念 | 军工，商业零售，餐饮旅游，食品饮料，农林牧渔，电子设备，传媒，家电，电子元器件节能照明行业相关品种 |
| | 医药生物 | 预防甲流 |
| | 出口行业 | 汽车零配件，家具，造纸等受益美国库存调整 |

资料来源：中海基金

免责声明：本周刊中的信息均来源于已经公开的资料，中海基金对信息的准确性、完整性和及时性不作任何保证，也不保证中海基金基于上述信息做出的建议在未来不发生修正。在任何情况下，中海基金不对本周刊的使用人基于本周刊观点和信息进行的投资所引致的任何损益承担任何责任。中海基金可能已经或即将对本周刊涉及的相关证券进行交易。中海基金的关联机构或个人可能在本周刊发布前已经使用或了解其中的信息。本周刊版权归中海基金管理有限公司所有。如引用、刊发，需注明出处为“中海基金管理有限公司”或“中海基金”，且不得对引用部门进行有悖原意的删节和修改。