

# 乐观预期“微调” 短期继续“防御”

□国都证券 张翔

此前市场对经济复苏的预期过于乐观,目前政策微调已经展开,乐观预期面临修正,与此同时,流动性充裕程度也快速下降。因此,虽然A股估值已处合理水平,但短期内利空因素的消化与观望情绪的加重将使市场维持震荡格局。

## 乐观预期也需“微调”

各项先行指标显示,外部经济仍在延续复苏趋势,但我们应当看到,主要经济体的复苏注定是一个温和而缓慢的过程,对我国外需回暖的拉动力度仍需理性预期。

从美国居民的收入与支出来看,已有一定改善迹象,不过回升趋势仍不明朗,失业率居高不下对收

入改善的抑制较为明显。与此同时,欧元区与日本的零售形势依然疲软。鉴于我国出口对三大经济体消费需求的高度依赖,我们在判断出口趋势时,还需要谨慎地观察这些经济体的消费需求能否持续改善,倘若财政刺激力度减弱,其复苏力度是否会影响?

再看国内经济,复苏形势超预期的可能性也较小。由于市场普遍预计09年GDP增速可以轻松“保八”,因此有关方面或将开始政策调整、防范潜在风险。我们需要关注,这将对固定资产投资带来怎样的影响。

首先,粗放式投资的弊端再次显现,部分行业产能过剩与重复建设的问题已经引发中央的高度关注。不仅是钢铁、水泥、有色金属冶

炼等传统行业重复投资的现象再度出现,而且风电、光伏等新兴行业也出现了一哄而上的状况。如果未来过剩产能无法顺利向外部输出的话,其负面影响将不容低估。如果接下来开始落实结构调整,即便贯彻力度有限,固定资产投资亦难免会受到影响。

其次,房地产行业已让市场处在左右为难的境地,未来政策动向有待观察。启动民间私人投资,房地产行业被寄予较高期待,但目前在投资性需求的推动下,房价连续创出历史新高,远远脱离自住需求所能支撑的水平。面对潜在的泡沫破灭风险,商业银行对二套房贷款政策开始收紧。未来若房价继续非理性发展,所引发的政策进一步收紧势必会对房地产投资带来拖累。

## 弱势震荡中防御为主

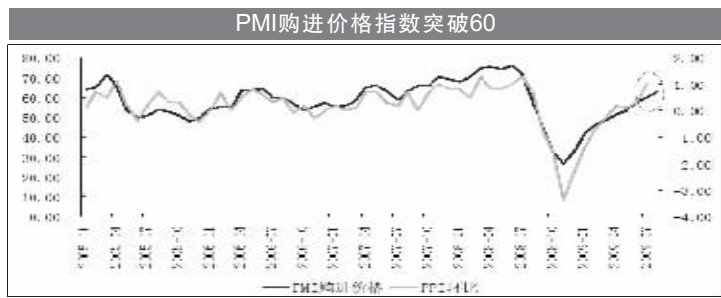
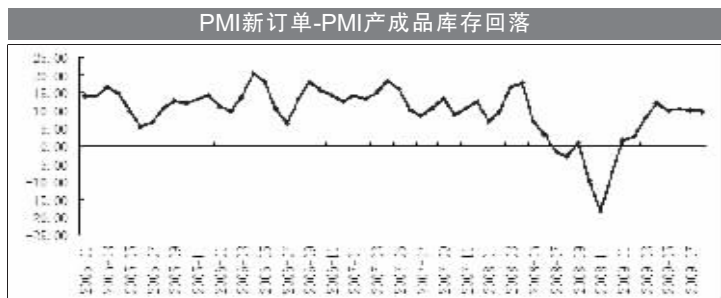
在经济复苏预期面临修正的同时,流动性趋紧的步伐也比预期来得更快。虽然目前居民储蓄活期化、海外热钱流入、新基金密集发行对A股市场流动性仍构成支撑;但负面因素不容忽视,如新增信贷量大幅萎缩、民间资金撤出市场回流实体经济、股票融资力度快速加大、大小非减持冲动提升。综合来看,短期内流动性并不紧张,但未来逐步减弱却是不争的事实。

乐观的是,上市公司中期整体业绩好于市场预期,可比公司净利润同比下滑幅度由第一季度的25%收窄为中期的13.7%,全部A股扣除非经常性损益后的ROE由第一季度的2.6%提升至第二季度的3.5%。而

且经历了8月大幅下跌后,目前沪深300指数19倍左右的09年动态市盈率也已处合理水平,并不存在估值泡沫。若市场进一步下行,有望吸引中长线价值型投资者的关注。

综合来看,由于市场流动性趋于减弱,而且经济复苏超预期的可能性也在降低,市场情绪已经逆转。虽然市场整体估值已回归至合理水平,但短期内趋势性力量仍将导致市场大幅波动,而且局部估值泡沫面临挤压风险。投资者还应以防御为主,保持低仓位,逢高减持估值偏高个股。行业配置建议以防御性行业为主,重点关注食品饮料、商业贸易、医药生物行业。若市场进一步调整,可围绕提振内需主线,从汽车、传媒、新能源、环保等行业中寻找估值合理的优质投资标的。

# 8月PMI显示——经济复苏进入平缓阶段



□中证证券研究中心 格

2009年4-7月份,中国PMI始终维持在53.10-53.50区间内,而8月份物流与采购协会公布这一指标达到54.00,汇丰公布的PMI反弹幅度更大,达到55.10,中国经济处于复苏通道中。我们认为,无论是PMI生产指标还是PMI库存指标,都显示企业仍然有一定补库存需求;但我们也发现,中国经济已经从前期加速反弹进入目前相对平缓的阶段,新增需求以及原材料价格可能影响复苏进程。

## 总体仍处于复苏通道

在53.00附近徘徊了四个月后,中国PMI再次出现较大幅度上升,8月份54.00的水平已经使得该数值连续六个月站上50分界线,中国经济处于复苏通道。不管是PMI生产指标还是库存指标,都说明中国制造业有较强生产意愿,企业仍有补库存需求。

从PMI生产指数看,8月份该指标为57.90,比7月份上升0.6个百分点,新生产指数继续上涨,预示7月涨幅放缓的工业增加值不会面临趋势性向下转折,全社会用电量累计同比增速甚至有望转正。

从两类库存指数看,在经历上一轮去库存之后,中国企业仍处在补库存阶段。8月份产成品库存和原材料库存分别提升了0.9

和0.7个百分点,达到46.50和48.80,产成品库存提升速度快于原材料库存,说明企业生产意愿强烈,生产能力继续恢复。

## 反弹幅度将放缓

受益于宽松的财政和货币政策,09年上半年宏观经济迅速反弹并走出谷底,中国PMI指数从08年11月份38.80升至09年8月份54.00,但随着政策边际效用趋弱,预计经济复苏将逐渐进入平缓阶段。通过分析PMI中的分项指数,我们认为新增需求和原材料价格可能影响复苏进程。

首先,虽然PMI新增订单指数继续上涨,但PMI新订单与PMI产成品库存之差出现回落。这表示需求回暖落后于供给增加。数据显示,PMI新订单指数从55.50上升至56.30,但产成品库存升幅更大,从45.60升至46.50。6-8月份PMI新订单与PMI产成品库存之差分别为10.5、9.90和9.80,不断回落。

其次,购进价格指数上涨过快,一方面可能会压缩企业利润,另一方面也容易强化通胀预期。08年7月份以来,PMI购进价格指数一直在60以下,8月份该指标跳升2.7个百分点达到62.60,是PMI分项指数中绝对数值最高的一项。购进价格指数上涨,意味着原材料价格压力逐渐增大,成本传导不畅的企业其利润有可能被吞噬;此外,制造业生产资料价格上涨过快,也容易强化社会通胀预期,可能会挤压适度宽松货币政策的执行空间。

# 2500点附近是价值投资区域

□平安证券 蔡大贵 李先明 郭艳红

目前的市场,向上缺乏基本面强有力的支持,有较大估值压力,存在一个基本面限制的“箱体上沿”;向下则有经济状况逐渐改善预期和通胀预期的支撑,存在一个“箱体下沿”。我们认为,年内大盘进行箱型整理是大概率事件。上证综指在2500点将进入价值投资区域,有较强支撑,而8月份的高点则可能会构成较大压力。

## 企业盈利能力持续改善

在宏观方面,我们认为在政府投资的拉动下,年内经济将延续逐步改善的发展趋势。由于政府投资主要是中长期项目,持续时间会比较长,投资至少在2010年内不会发生重大变化,投资拉动下GDP的增长是有保障的。因此,经济复苏预期仍将持续,短期内不会发生改变。

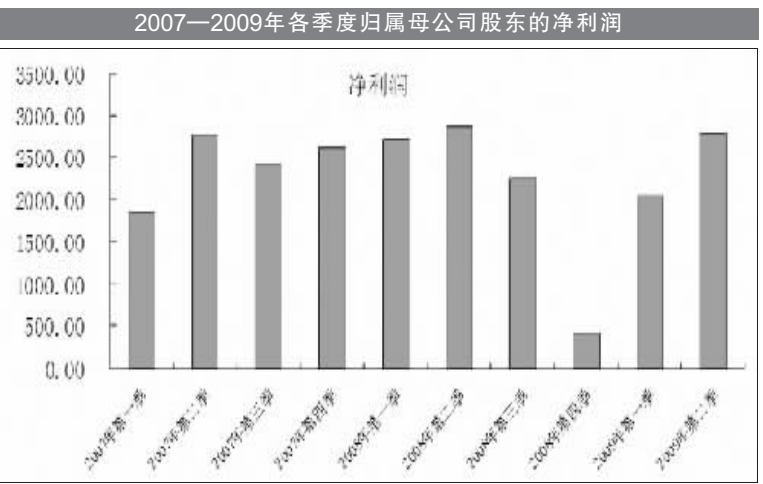
上市公司盈利能力持续改善。2009年上半年,全部A股公司营业收入与净利润逐季上升,持续改善。虽然与去年同期相比,收入与净利润仍然是下降的,但考虑到下半年上市公司盈利能力持续性的因素,2009年全部A股公司净利润可能与2008年基本持平。

截至2009年6月30日,全部A股上市公司取得营业收入5.18万亿元,同比下降10.15%;归属母公司股东的净利润4828亿元,同比下降13.41%。根据目前上市公司盈利增长的态势,全年上市公司盈利有能力做到与2008年基本持平。

从结构上来看,银行、石油天然气采掘两大行业的净利润占全部A股公司的比例高达63%;而金融、地产、石油、煤炭等四大行业的净利润占全部A股公司净利润总额则高达79%,少数行业构成上市公司利润来源的中坚力量。

## 流动性格局未转向

首先,货币政策年内不会发生大的变化。有关方面一直强调在货币政策上的连续性与稳定性。如央行在8月初的《中国货币政策执行报告》中提出,下阶段将坚定不移地继续落实适度宽松的货币政策,根据国内外经济走势和价格变化,注重运用市场化手段进行动态微调。我们认为,目前还不具备紧缩流动性的条件。我们坚持中期策略报告中的看法,复胀预期将在四季度实现,即CPI四季度晚些时候才



会由负转正,而PPI由负转正的时间则会比CPI稍晚1-3个月。因此,年内不具备实施紧缩性货币政策的条件,下半年不会出台骤然收紧流动性的政策。

其次,货币供应存量规模巨大。在上半年信贷高速投放之后,信贷增量累计额已经高达7.37万亿元,这些新增信贷大多以中长期信贷为主,会较长时期在生产经营领域流通。

下半年信贷投放增速放缓原本是在意料之中的事,即使从7月份的数据来看,与历史水平相比,3559亿元的信贷增量也不低,因此全年的信贷总规模并不低。此外,到目前为止,央行通过公开市场操作仍然维持货币净投放的状态,8月份净投放量为120亿元,流动性充裕的局面将继续保持下去。

综合判断,目前经济增长仍处于修复之中,大量流动性和通胀预期持续存在,因此市场上升的基本面因素没有发生变化。在对估值水平进行修正与消化获利筹码之后,未来市场仍有上行动力。

## 在2500—3500点震荡

由于未来经济增长和通胀仍存在很大不确定性,同时对货币政策变化的担心已经出现,并瓦解了一部分投资者的信心,这将导致市场的波动性加大。我们预计市场将进入箱型整理阶段,年内上证综指的运行空间大约在2500-3500点之间。

目前估值水平处于临界水平,未来一致预期复合增长率为20%,沪深300市场估值水平在PE20倍左右;以前推12个月为计算标准,目前PE在24倍左右。沪深300预期滚动PEG上周末在1.24左右,假定1为

合理区间,20%的下跌也将使股指进入价值区间。因此,上证综指调整下限可能在2500点区域。9月份上证指数有可能继续下探2500点区域,并可能在此区域展开反弹,而前期的高点则可能会构成较大压力。

经过本轮调整,市场正在由流动性推动阶段逐渐步入价值发现阶段,因此,在行业配置方面,我们认为主要的切入点在上游行业的交易性机会和下游终端的需求增长机会。

终端消费和服务,我们重点关注经济基本面改善对未来行情的支持作用,一些与民生密切相关的下游行业可能受惠于国家消费政策与消费增长。我们推荐的行业包括医药、零售、食品、金融、家电,对电力表示关注。其中,医药、金融等具备相对估值优势,景气度持续向好。上游资源类行业,如有色、煤炭等矿产资源,主要是因为当前估值较高,需要等待进一步调整带来的交易性机会。中游行业则建议关注结构性机会,尽管多数行业处于好转过程中,但由于上游价格上涨和下游需求的制约,制造业复苏的强度有待观察。我们认为,近期超预期行业可能来自化工以及出口相关行业。化工价格处于明显回升中,部分公司好转可能超出预期,存在细分行业机会;同时,受益于产业结构调整的行业具有长期关注价值。

当前主要的不确定性因素在于钢铁,我们监测的指标表明,钢铁价格在8月份出现较大幅度回调,由于需求仍不稳定,未来有可能会出现我们担心的再次“去库存”。此外,地产交易量近期出现萎缩迹象,不确定性较大,仍然需要谨慎观察。

## 反弹难改调整趋势

□航空证券 陈少丹

尽管大盘近两个交易日出现反弹,但市场跟风意愿明显不强,量能大幅萎缩。我们认为,目前市场仍处于弱势格局当中,后市走势并不乐观,大盘仍有继续震荡寻底的要求。

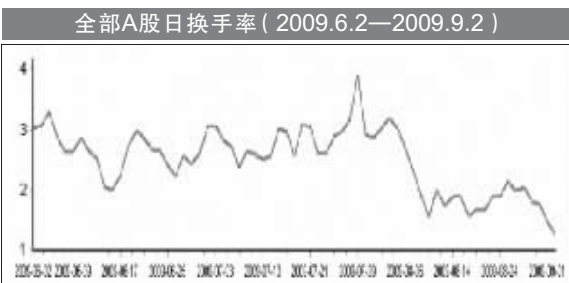
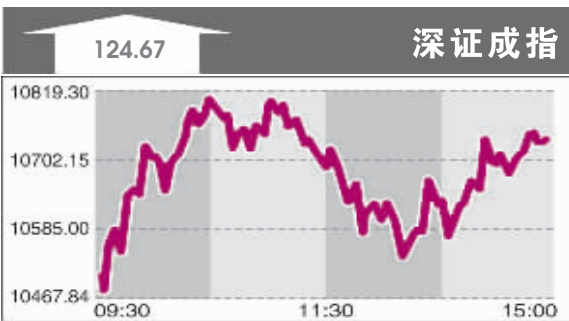
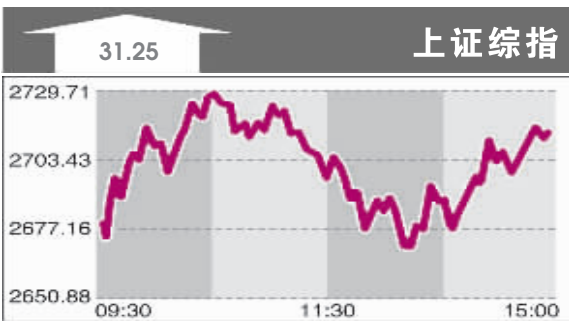
大盘近两天的止跌反弹与消息面有直接关系。中国8月份采购经理人指数(PMI)从7月份的53.3上升至54.0,连续第六个月保持在50上方,表明制造业经济总体持续稳步回升,在一定程度上缓和了市场此前对于经济的悲观预期。另外,基金专户理财“一对多”获批,首批“一对多”产品募集资金有望为股市带来近百亿元增量资金,在目前市场资金面面临沉重压力的情况下,新资金入市的积极作用也是不容置疑的。

但在弱势背景下,短期利好消息难以对市场形成持续性刺激,目前对经济复苏与流动性的不确定预期,仍是制约市场走势的两大不利因素。尽管上市公司二季度业绩相对于一季度环比增长超过30%,但上市公司现金流量却呈减少趋势;同时,剔除三大行、石化、保险等十家大蓝筹公司,剩余857家公司实现净利润仅为1291亿元,同比下降幅度高达36%,这说明整体盈利情况并不乐观。上半年4万亿元投资计划的出台,使流动性处于十分宽裕的状态,也使大部分上市公司业绩下滑趋势得到有效遏制,但部分行业重复投资、产能过剩的问题也随之显现。此外,随着央行下半年对货币政策的“微调”,银行最近两个月的放贷资金预计将大幅减少,并将加大市场对流动性收紧的担忧。目前看,下半年货币增量要小于上半年,经济复苏步伐有可能慢于此前预期。在这种情况下,上市公司下半年业绩出现超预期增长的可能性较低。

从近期市场看,在一系列不确定因素的影响下,资金加速离场,扩容压力成为市场不能承受之重。新股上市仍在有条不紊地进行,中小板个股每周密集发行,中国北车和中冶科工等大盘股IPO也将接踵而至;在万科推出逾百亿再融资方案后,多家银行为保障资产质量也纷纷推出再融资计划,股票供给的快速增加使市场资金面再次承受巨大考验。与此同时,大小非减持热情依然不减,统计显示,今年1-6月沪深两市大小非减持合计约47.42亿股,减持套现金额约480亿元,而下半年高达5558亿股的解禁量是上半年的5倍之多。

综合来看,在目前经济形势预期不明朗、货币政策调整“隐忧”仍存、扩容压力加大的背景下,市场难以形成有效的向上推动力,大盘仍有继续调整的要求,操作上仍应保持谨慎。

## 股市概览



9月的第二个交易日,按整体法计算的全部A股换手率仅为1.25%,为今年以来最低值,而沪市单边成交金额也在时隔4个多月后再度缩减至千亿元下方。

从盘面看,沪深两市股指宽幅震荡,在银行、石化、煤炭等权重股走强推动下,上证综指重回2700点之上。截至收盘,上证综指收报2714.97点,涨幅为1.16%;深证成指收报10738.95点,涨幅为1.17%;沪深300指数收报2890.93点,上涨1.66%。沪深两市分别成交了913.9亿元和456.4亿元,较前一日大幅萎缩一成多。两市个股涨多跌少,共有996只个股上涨,490只个股下跌。

在风格指数方面,17个申万风格指数中,除了亏损股指数和高市净率指数分别下跌0.35%和0.11%外,其余15个指数均出现上涨。其中,低市盈率指数、绩优股指数和高价指数位列涨幅前三位,分别上涨了2.18%、2.18%和1.78%;而活跃指数、新股指数涨幅较小,仅微涨了0.01%和0.06%,大盘指数上涨了1.59%,明显跑赢中、小盘指数。

具体到个股表现上,两市权重股领涨大盘,前20大流通市值股中,仅有贵州茅台、中国联通和中国国航出现下跌,而招商银行、浦发银行、兴业银行、北京银行等银行股集体大涨,涨幅均超过3%。

分析人士表示,成交量的持续萎缩显示市场人气遭受较大冲击,加上信贷增量逐月递减,市场扩容压力增大,较短时间内市场很难积聚足够的上攻动能,弱势震荡格局很可能仍将继续保持。(韩略)



截止到昨日晚20点,共有18792人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	42.4%	7975
震荡	19.9%	3735
下跌	37.7%	7082

目前仓位状况 (加权平均仓位:62.9%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	45.1%	8479
75%左右	12.5%	2351
50%左右	11.6%	2177
25%左右	10.3%	1929
空仓(0%)	20.5%	3856

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。