

2009. 08. 28

调整过后买什么？

俊谋周刊（8C）

张堃

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

唐传龙

021-38676641

摘要：

一、利空已经消化，市场走入盘整期

经历完一波迅速的下跌后，市场开始企稳，前期引发市场下跌的房地产开工低于预期、钢价下跌、信贷收紧、二套房贷限制、银行资本金充足率提高等因素基本在市场上得到了消化，我们认为接下来市场将会有一段盘整期，而 8 月份经济数据好于预期的可能性较大，将推动市场突破 10 日、30 日均线压制，逐步走入振荡上扬通道。

二、超预期因素将推动市场振荡上扬

我们认为 8 月份经济数据超预期的可能性较大：7 月份信贷只有 3500 亿，市场已经对此给予了充分反映，而 8 月份再大幅低于该值的可能性已经很小，钢价经过急剧跳水后已经到达合理区间，我们的研究员认为未来很可能在实际需求拉动下小幅攀升，而在政府增加土地供应，打击“囤地”等各项政策逐步落实的背景下，下半年房地产开工恢复是大概率事件，此外，出口的超预期我们也认为具有持续性，一方面美国的商业投资会有所好转，另一方面补库存过程仍将持续，最重要的是，美国 8000 亿财政刺激计划的支出高峰在 2010 年，2009 年 1850 亿的财政刺激支出使得美国 GDP 抬升了 1%~3%，10 年抬升幅度将会更大，而美国 GDP 波动 1% 将使得其进口增速波动 3.5%，且中国占美国的进口份额仍在不断攀升，使得中国出口复苏并非昙花一现；从业绩上看，PPI 的回升可能将带来上市公司盈利预测的上调，这些超预期因素可能将成为未来市场的主要动力，推动其逐步走入振荡上升通道。

三、调整过后什么板块领涨

我们希望从 A 股历史上的中期调整中找到一些规律，但比较遗憾的是规律并不明显，虽然调整可能会使得市场行业上、风格上发生一定轮动，最典型的如 5.30，但这并不是市场调整后所导致的必然结果，如 99-01 年牛市的中期调整，调整前后都是中小盘股持续跑赢大盘股，亏损股绩差股持续跑赢绩优股。但从另一个视角我们发现，每当 A 股业绩出现好转时，大盘股往往能跑赢小盘股，而业绩恶化时，小盘股往往能跑赢大盘股，而 A 股市场的业绩又与 PPI 正相关，我们认为下半年的市场行情主要由 PPI 转向引发的业绩上调驱动，因此大盘股会相对更为看好；行业上看，还是继续看好房地产上游的钢铁、建材、机械和部分化工子行业，出口相关行业，军工股在国庆前夕有交易性机会，值得注意的是，根据历史经验，周期性行业如果在调整期比较抗跌，调整后的走势一般也会较强，这波调整期间，机械、化工、建材、轻工等周期性板块相对抗跌，因此这些行业可能也是下半年投资机会相对较大的行业。

本周不得不知的数据：

809.8 亿元

7 月份中央企业实现利润 809.8 亿元，环比 6 月份增长 7.7%，为今年公布数据以来单月实现利润的新高，表明中央企业的生产经营趋于稳定，盈利能力稳步回升。而前 7 月中央企业累计实现利润 3983.5 亿元，同比下降 20.9%，降幅比 1 至 6 月缩小 5.3 个百分点。

4991.95 万

上周 A 股新增开户数企稳于 48 万户，同时持仓账户数继续增长，当前 A 股持仓数为 4991.95 万户，较前一周增长 14.91 万户，A 股账户的持仓比例为 37.8%。受市场大跌影响，A 股账户的活跃度再度下降，上周参与交易的 A 股账户仅为 1695.36 万户，较前一周大幅回落 215.35 万户。

5.4 万亿

截至目前，我国上市公司的数量已超过 1640 家，境内资本市场累计为企业融资超过 5.4 万亿元，沪深股市总市值 23.57 万亿元，流通市值 11.67 万亿元，全球排名第三，与我国 GDP 国际排名相同。

相关报告：

《A 股策略周报_人间正道是沧桑》 09.08.18

《09 年中期策略_全球流动性转向下的 A 股变局》 09.06

本周策略观点汇总:

中短期: 振荡		持续 2 月左右, 调整幅度 15-20%, 2800 点将是坚实的支撑位。
市场观点	长期: 上涨	我们看好中国宏观经济, 明年上半年可能进入过热阶段--全球经济复苏带动出口回暖, 投资也能维持较高增速。未来股市的上涨动力将由确认复苏的估值水平提升, 向业绩支撑的转变。而从市场流动性来看, 当经济进一步好转乃至过热和通胀再起时, 市场流动性的驱动力可完成由贷款向热钱以及存款活期化的转换。而且对贷款增速不过于悲观。此外当前市场整体估值相对其历史估值偏中性, 部分行业估值仍有提升空间。
	军工	历年9月份航天军工板块上涨的概率达到71%, 超出沪深300收益的概率达到86%, 七年来超额收益均值为6.38%, 且今年适逢60年大庆。
本周推荐板块	水泥	8-10 月限制产能政策、旺季提价、地产新开工复苏等将部分修复与大盘和地产股巨大的估值差异
	出口相关	欧美领先指数和消费者信心指数超预期、美国房屋和汽车销售有筑底迹象, 美国财政刺激计划的可持续性
	西飞国际	军工龙头
	航天电器	军工板块, 石油电机获得订单
个股推荐	海螺水泥	东部水泥后市产能扩张相对较慢, 且房地产复苏对这三大经济区域的水泥需求拉动效应非常显著, 7 月底的广州水泥提价均预示着东部水泥盈利有望走向复苏。
	徐工科技	预计 09 年业绩至少 1.5 元, 目前估值在工程机械中最低。
	生益科技	业绩弹性大, 出口退税改善盈利能力, 下半年不排除旺季涨价的可能。
	歌尔声学	依靠国际产业转移和大客户优势, 受损低于行业平均, 业绩处于快速恢复之中。
	海鸥卫浴	美国房地产市场的触底对海鸥卫浴是有力的业绩稳定器。
	中油化建	1.未来几年成长性高; 2.有后续资产注入预期

经历完一波迅速的下跌后, 市场开始企稳, 前期引发市场下跌的房地产开工低于预期、钢价下跌、信贷收紧、二套房贷限制等因素在市场上已基本得到了消化, 从本周走势来看, 许多板块已经开始反弹, 但指数受到银行股拖累, 仍被 3000 一线压制。

银行股从高点至今调整幅度已经超过 20%, 超过大盘跌幅, 根据我们的银行业研究员伍博士的观点, 《关于完善商业银行资本补充机制的通知》对银行的影响主要有以下几个方面:

(1) 主要商业银行核心资本的需求将增加 44%, 这将增加银行补充股权资本的压力, 根据测算, 若要求上市银行核心资本充足率达 9%, 则上市银行尚需股权融资近 800 亿元。

表 1 次级债、混合债占核心资本比例上限下降，使主要商业银行核心资本的需求增加了 44%

	如今资本充足率目标下的核心资本充足率			之前资本充足率目标下的核心资本充足率			次级债混合债占核心资本比例	
	8%	10%	12%	8%	10%	12%	现在的上限	原来的上限
资本充足率目标								
原一般准备	1%	1%	1%	1%	1%	1%		
核心资本充足率最低要求								
主要商业银行	5.60%	7.20%	8.80%	4.00%	5.00%	6.00%	25%	100%
其他银行	5.38%	6.92%	8.46%	4.00%	5.00%	6.00%	30%	100%

(2) 未来商业银行次级债、混合资本债只能到银行系统外发行，由此增加发行难度和成本，上市银行净利润减少 1.1 个百分点，

(3) 由于资产扩张倍数下降，上市银行的 ROE 实际值将下降 18%，但考虑到银行抵御风险的能力相应提高，PB 的合理下降水平应低于 18%。

从他对银行的观点来看，银行资本补充通知对银行的短期业绩影响不大，从而对整体上市公司的业绩影响也不大，但会降低银行的长期盈利能力，相对其 ROE 水平的下降幅度来说，现在银行股相对大盘的超额跌幅并不算过分，且在未来一段时间可能都难以跑赢大盘。

我们认为接下来市场将会有一段盘整期，而 8 月份经济数据好于预期的可能性较大：7 月份信贷只有 3500 亿，市场已经对此给予了充分反映，而 8 月份再大幅低于该值的可能性已经很小；钢价经过急剧跳水后已经到达合理区间，我们的研究员认为未来很可能在实际需求拉动下小幅攀升；而在政府增加土地供应，打击“囤地”等各项政策逐步落实的背景下，下半年房地产开工恢复是大概率事件；此外，出口的超预期我们也认为具有持续性，一方面美国的商业投资会有所好转，另一方面补库存过程仍将持续，最重要的是，美国 8000 亿财政刺激计划的支出高峰在 2010 年，达 3990 亿，2009 年 1850 亿的财政刺激支出使得美国 GDP 抬升了 1%~3%，预计 10 年抬升幅度将会更大，而美国 GDP 波动 1% 将使得其进口增速波动 3.5%，且中国占美国的进口份额仍在不断攀升；使得中国出口复苏并非昙花一现；从业绩上看，PPI 的回升可能将带来上市公司盈利预测的上调，这些超预期因素可能将成为未来市场的主要动力，推动其逐步走入振荡上升通道。

图 1 信贷数据很难再低于预期

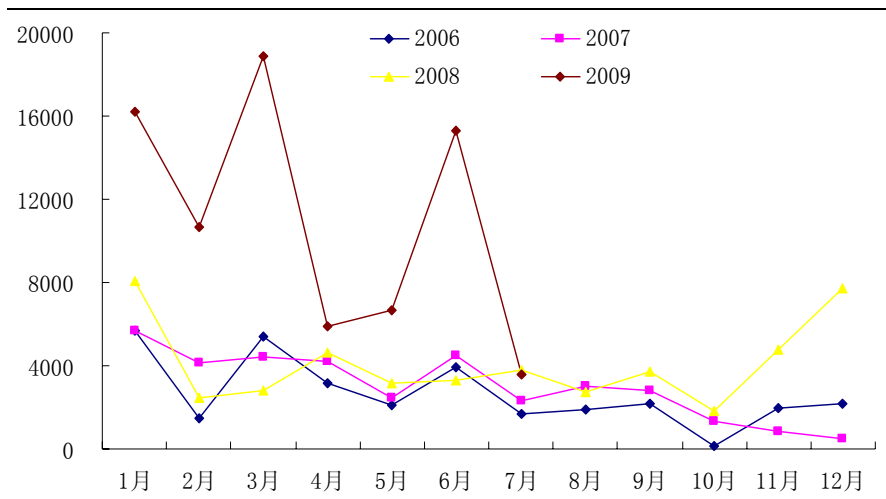


图 2 银行同业拆借利率已经由 2.0 以上回落到 1.4 左右

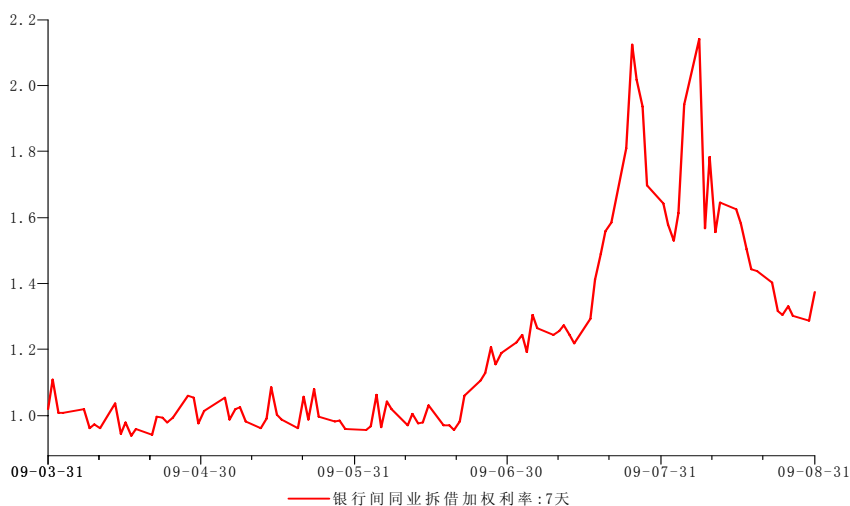


图3 钢铁下游需求好转，对钢价将产生支撑

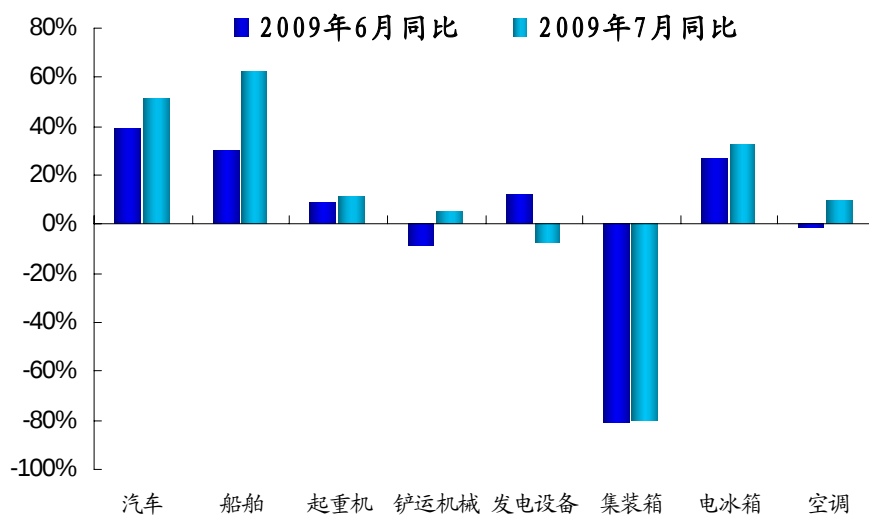


图4 钢铁表观消费量持续攀升

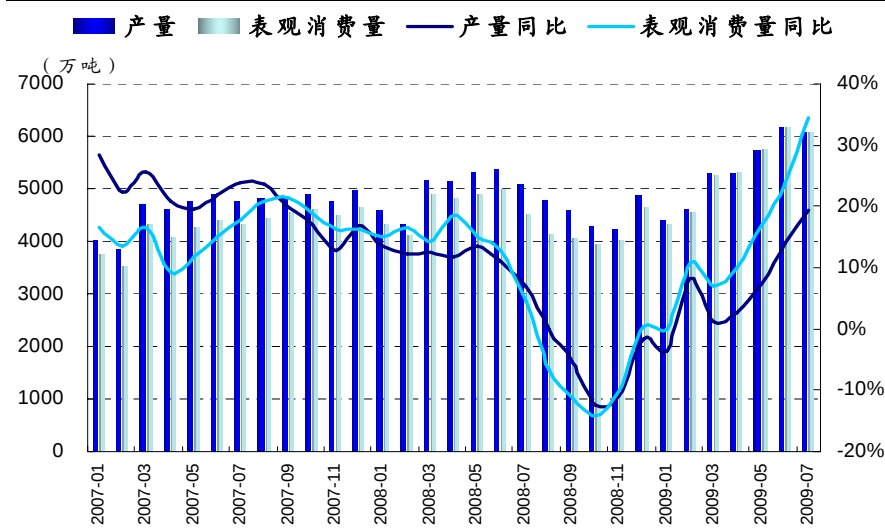


图5 美国商业投资会有所好转

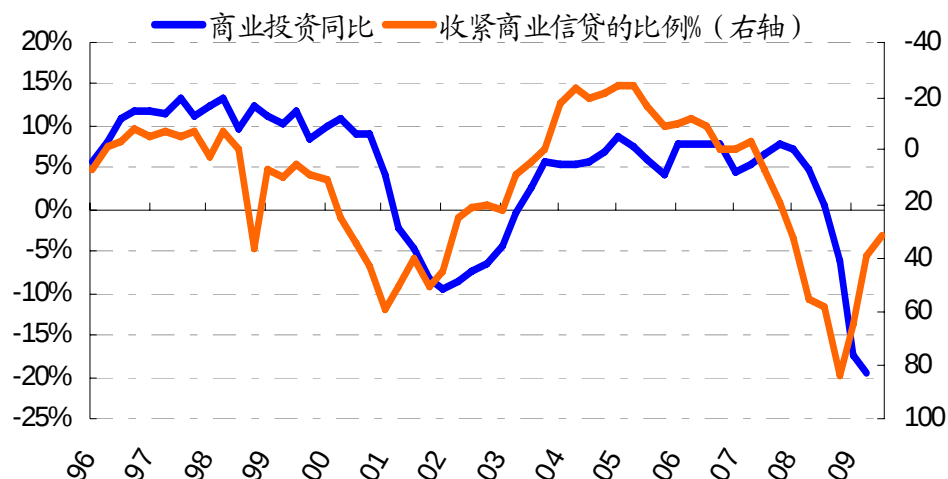


图 6 美国补库存过程仍将持续

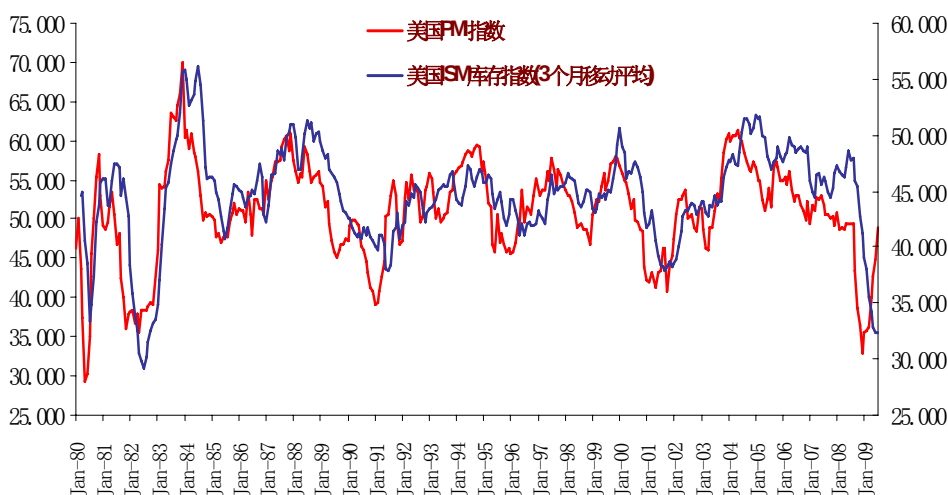


图 7 美国 8000 亿财政刺激计划的支出高峰在 2010 年，是今年的两倍以上

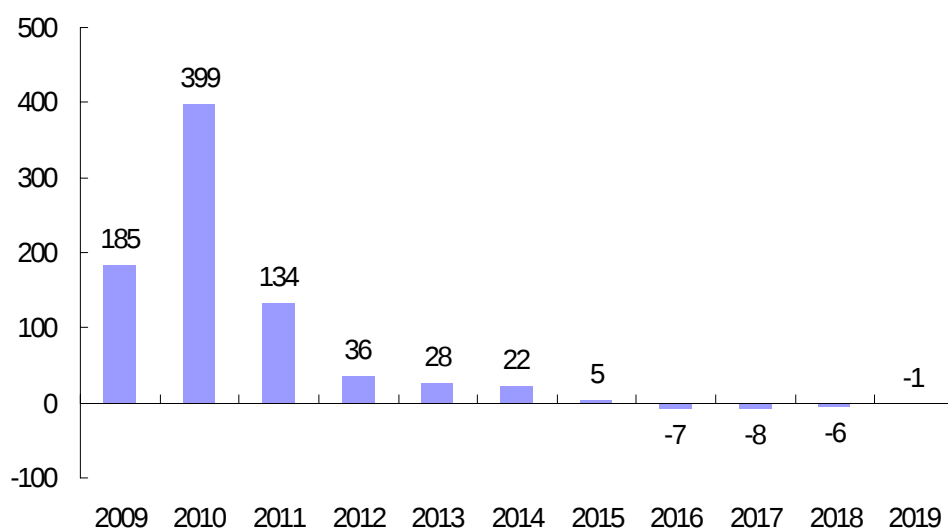


图 8 2009 年 1850 亿的财政刺激支出使得美国 GDP 抬升了 1%~3%，预计 10 年抬升幅度将会更大。

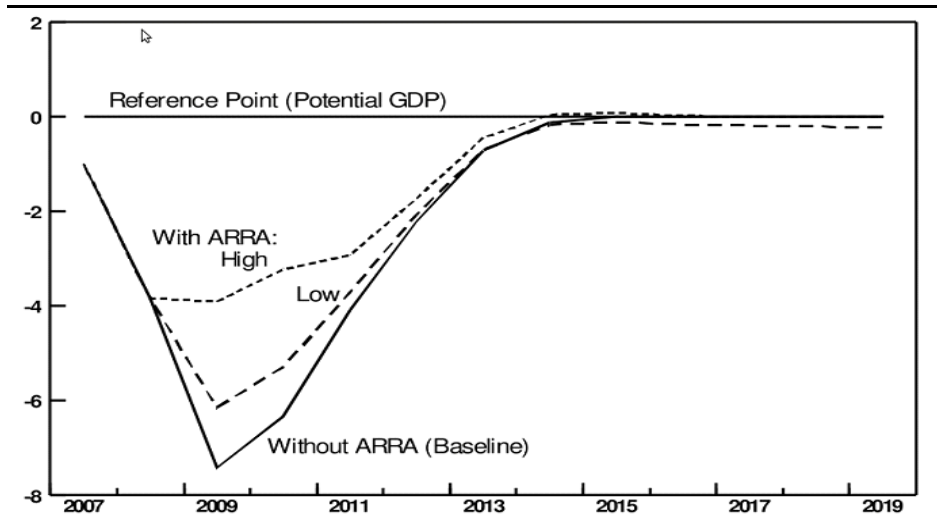


图9 美国 GDP 增速波动 1%，对应其进口增速波动 3.5% 左右

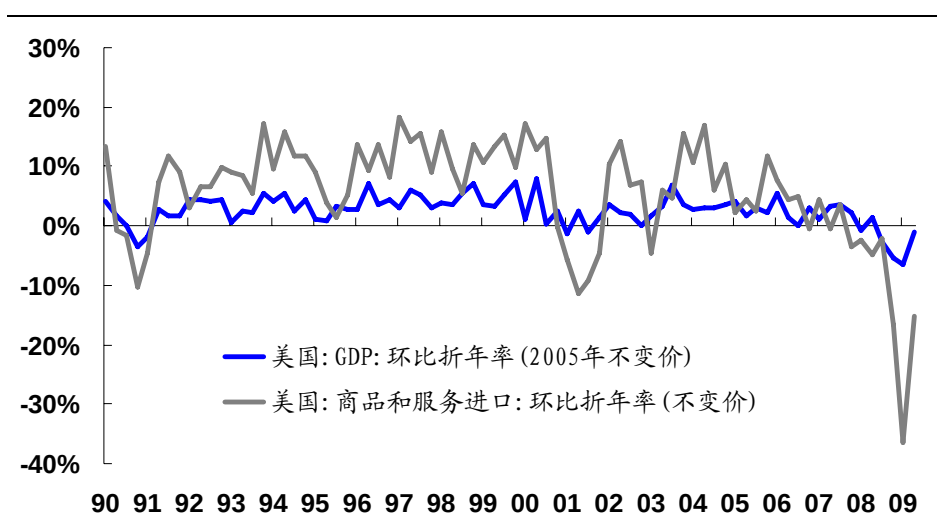
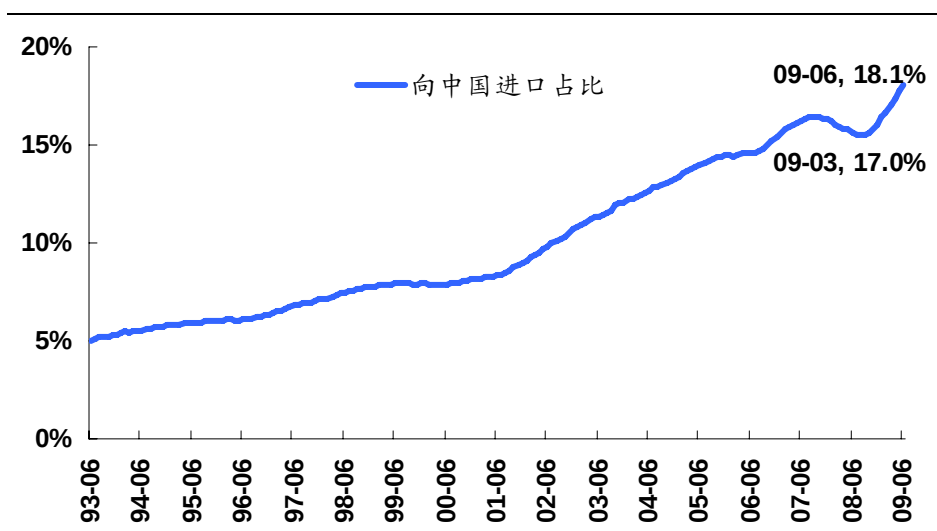


图10 中国占美国的进口份额在不断攀升



不少投资者对中期调整过后市场领涨板块会发生怎样的变化有兴趣，我们希望从 A 股历史上的中期调整中找到一些规律，但比较遗憾的是规律并不明显，虽然中

期调整可能会使得市场行业上、风格上发生一定轮动，最典型的如 5.30，但这并不是市场调整后所导致的必然结果，如 99-01 年牛市的中期调整，调整前后都是中小盘股持续跑赢大盘股，亏损股绩差股持续跑赢绩优股。但从另一个视角我们发现，每当 A 股业绩出现好转时，大盘股往往能跑赢小盘股，而业绩恶化时，小盘股往往能跑赢大盘股，而 A 股市场的业绩又与 PPI 正相关，我们认为下半年的市场行情主要由 PPI 转向引发的业绩上调驱动，因此大盘股可能会相对更为看好；行业上看，还是继续看好房地产上游的钢铁、建材、机械和部分化工子行业，出口相关行业，值得注意的是，根据历史经验，周期性行业如果在调整期比较抗跌，调整后的走势一般也会较强，这波调整期间，机械、化工、建材、轻工等周期性板块相对抗跌，因此这些行业可能也是下半年投资机会相对较大的行业。

图 11 99-01 年行情中期调整后风格并未发生变化，始终是小盘股跑赢大盘股

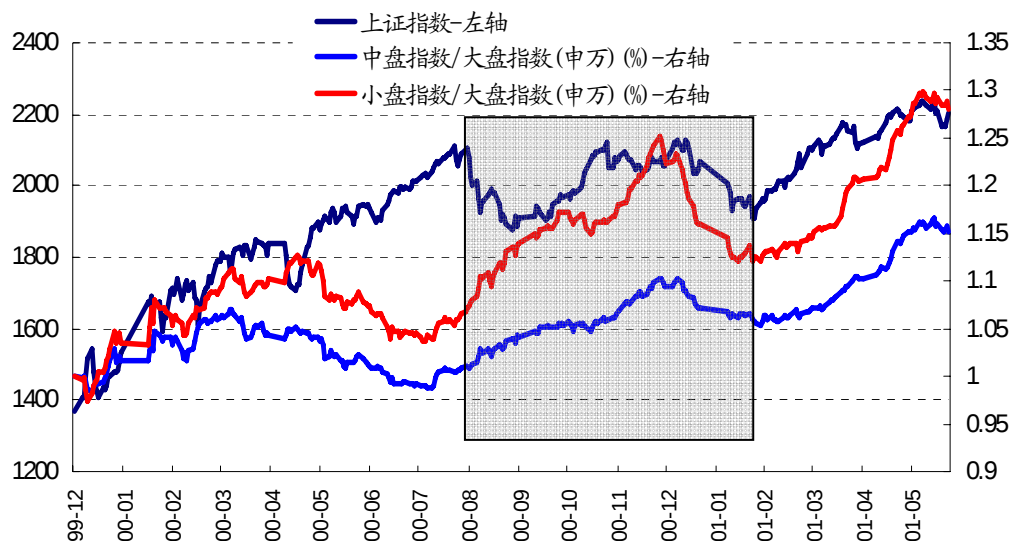


图 12 99-01 年行情中期调整后风格并未发生变化，始终是绩差股跑赢绩优股

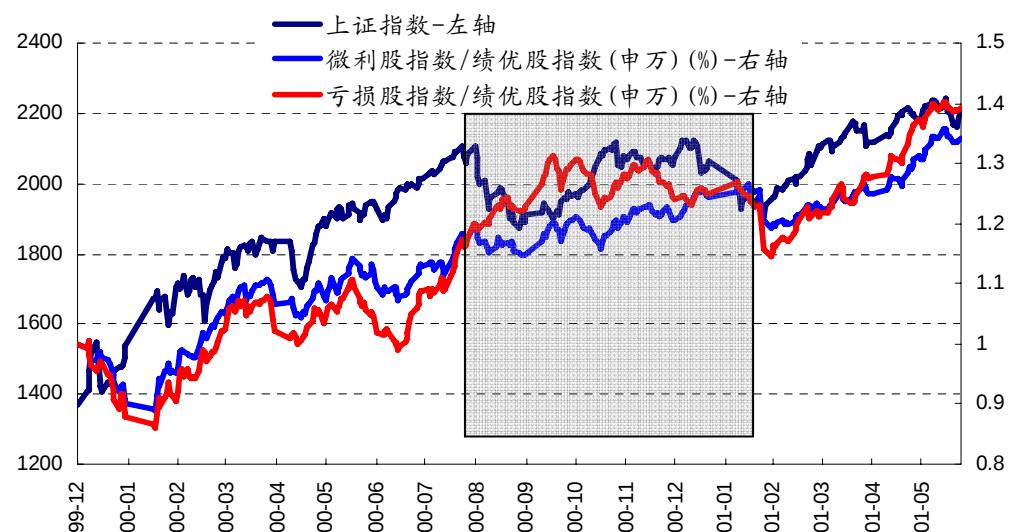


图 13 99-01 年的行情本质上是一波没有业绩的行情，这使得大盘、绩优股自始至终没有表现机会，而 05-07 年前半段是没有业绩的行情，但从 07 年初开始，业绩已经开始好转，这是 5.30 风格转向的最主要原因。

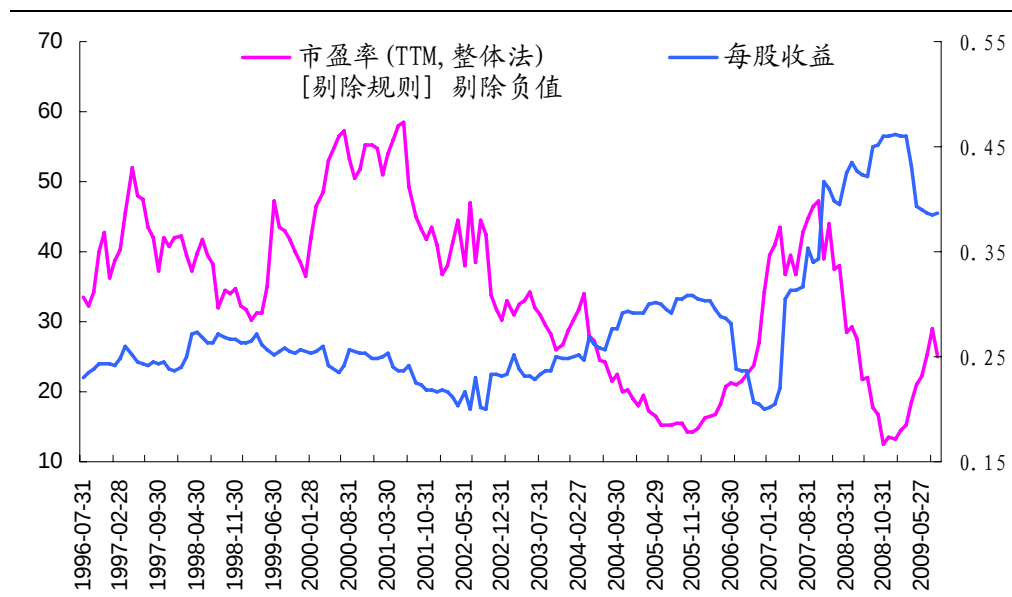


图 14 大小盘风格转换主要是由上市公司业绩决定的，我们认为下半年业绩推动的行情当中，大盘股可能仍将是主角

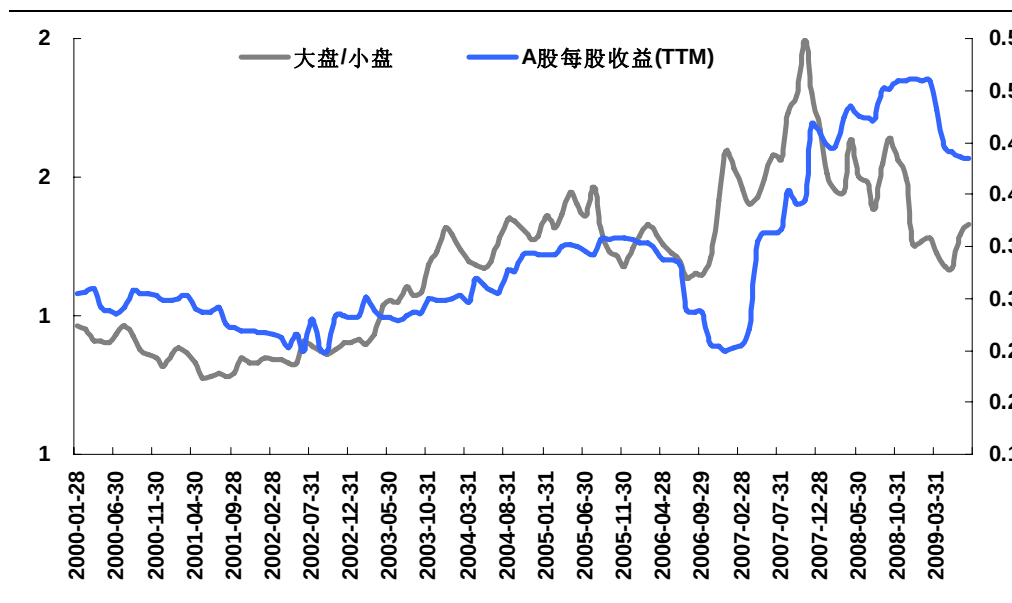


图 15 PPI 将成业绩上调的主要动力

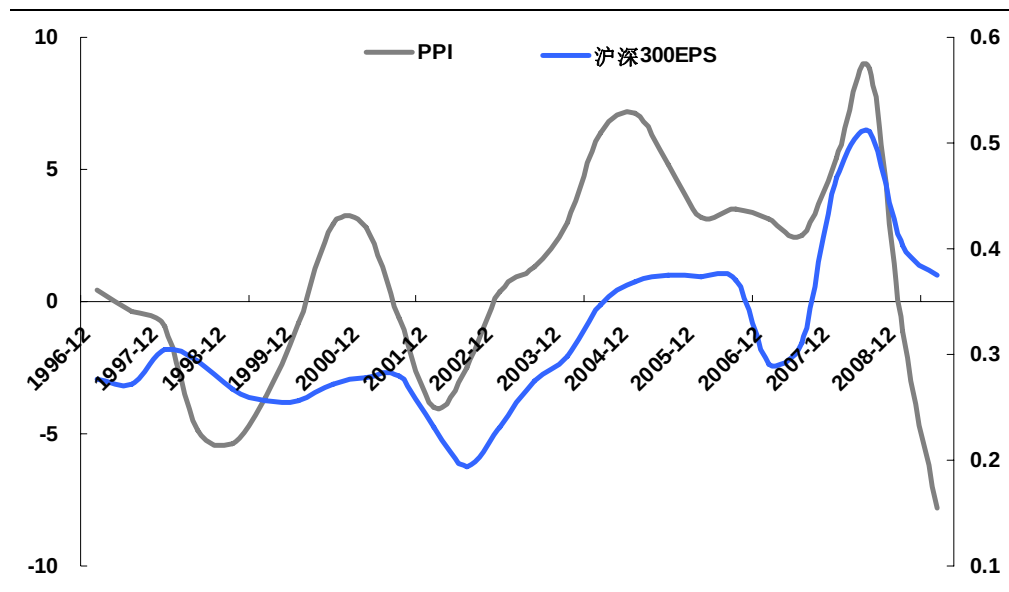


表 2 05-07 行情第一次调整前后行业表现

期间收益率	2005. 7. 19- 2005. 9. 20	期间收益率	2005. 9. 20- 2005. 12. 5	期间收益率	2005. 12. 05- 2006. 5. 16
综合	36.19%	餐饮旅游	-4.31%	有色金属	151.58%
电子元器件	32.81%	金融服务	-4.77%	食品饮料	90.64%
机械设备	32.70%	信息服务	-7.58%	商业贸易	74.31%
农林牧渔	32.68%	有色金属	-9.28%	采掘	71.42%
纺织服装	31.69%	房地产	-9.86%	机械设备	71.21%
有色金属	29.60%	采掘	-10.21%	交运设备	56.74%
建筑建材	28.95%	食品饮料	-11.33%	建筑建材	55.47%
交运设备	28.91%	化工	-11.50%	化工	51.94%
房地产	27.85%	黑色金属	-11.89%	农林牧渔	51.76%
信息设备	27.14%	A 股	-12.43%	A 股	50.34%
餐饮旅游	25.99%	商业贸易	-12.96%	综合	50.06%
化工	24.50%	医药生物	-13.04%	电子元器件	48.25%
医药生物	24.22%	信息设备	-13.07%	金融服务	47.93%
采掘	23.61%	公用事业	-13.19%	房地产	45.75%
商业贸易	23.36%	机械设备	-13.22%	餐饮旅游	41.81%
轻工制造	21.47%	建筑建材	-14.31%	医药生物	39.16%
A 股	20.93%	家用电器	-14.44%	信息服务	35.74%
家用电器	18.06%	农林牧渔	-15.32%	家用电器	35.30%
食品饮料	16.07%	交运设备	-15.50%	黑色金属	33.58%
公用事业	13.97%	轻工制造	-15.64%	纺织服装	31.84%
信息服务	13.52%	纺织服装	-16.61%	公用事业	31.81%
金融服务	12.25%	交通运输	-16.80%	轻工制造	31.51%
交通运输	9.93%	电子元器件	-16.83%	交通运输	29.33%
黑色金属	7.95%	综合	-20.23%	信息设备	23.42%

注：根据申万行业指数计算期间收益率，下同

表 3 05-07 行情第二次调整前后行业表现

期间收益率	2005.12.05- 2006.5.16	期间收益率	2006.5.16 -2006.8.8	期间收益率	2006.8.8- 2007.1.25
有色金属	151.58%	轻工制造	8.44%	金融服务	145.54%
食品饮料	90.64%	交运设备	7.82%	黑色金属	114.28%
商业贸易	74.31%	房地产	7.06%	房地产	100.62%
采掘	71.42%	商业贸易	4.80%	食品饮料	85.52%
机械设备	71.21%	建筑建材	3.53%	商业贸易	79.71%
交运设备	56.74%	农林牧渔	3.30%	信息服务	79.59%
建筑建材	55.47%	交通运输	2.73%	A 股	78.39%
化工	51.94%	家用电器	2.71%	交运设备	74.44%
农林牧渔	51.76%	化工	2.45%	餐饮旅游	72.81%
A 股	50.34%	综合	2.36%	建筑建材	71.98%
综合	50.06%	机械设备	2.33%	交通运输	71.78%
电子元器件	48.25%	医药生物	2.27%	家用电器	70.44%
金融服务	47.93%	纺织服装	1.76%	机械设备	68.45%
房地产	45.75%	餐饮旅游	1.53%	有色金属	66.34%
餐饮旅游	41.81%	食品饮料	-0.20%	化工	64.04%
医药生物	39.16%	A 股	-1.10%	纺织服装	62.75%
信息服务	35.74%	黑色金属	-2.67%	轻工制造	61.04%
家用电器	35.30%	信息设备	-2.85%	医药生物	60.43%
黑色金属	33.58%	信息服务	-4.99%	公用事业	59.08%
纺织服装	31.84%	电子元器件	-5.31%	农林牧渔	58.59%
公用事业	31.81%	公用事业	-6.11%	信息设备	54.42%
轻工制造	31.51%	金融服务	-7.70%	综合	52.41%
交通运输	29.33%	采掘	-16.43%	采掘	45.94%
信息设备	23.42%	有色金属	-22.48%	电子元器件	40.69%

表 4 05-07 行情第三次调整前后行业表现

期间收益率	2006.8.8- 2007.1.25	期间收益率	2007.1.25 -2007.3.5	期间收益率	2007.03.05- 2007.5.30
金融服务	145.54%	综合	22.49%	纺织服装	112.56%
黑色金属	114.28%	交运设备	18.35%	综合	98.83%
房地产	100.62%	信息设备	17.42%	房地产	92.92%
食品饮料	85.52%	农林牧渔	16.97%	医药生物	85.59%
商业贸易	79.71%	纺织服装	16.24%	建筑建材	81.24%
信息服务	79.59%	有色金属	16.12%	采掘	80.58%
A 股	78.39%	轻工制造	14.19%	商业贸易	79.71%
交运设备	74.44%	公用事业	13.45%	家用电器	78.86%
餐饮旅游	72.81%	电子元器件	12.84%	公用事业	72.97%
建筑建材	71.98%	机械设备	11.07%	餐饮旅游	71.05%
交通运输	71.78%	采掘	10.74%	轻工制造	70.50%
家用电器	70.44%	建筑建材	10.23%	化工	68.62%
机械设备	68.45%	化工	8.90%	农林牧渔	68.47%
有色金属	66.34%	家用电器	8.55%	电子元器件	64.97%

化工	64.04%	医药生物	7.74%	A 股	63.91%
纺织服装	62.75%	A 股	5.96%	黑色金属	62.02%
轻工制造	61.04%	餐饮旅游	5.58%	有色金属	59.49%
医药生物	60.43%	交通运输	5.38%	机械设备	58.45%
公用事业	59.08%	商业贸易	4.52%	交通运输	57.45%
农林牧渔	58.59%	信息服务	4.45%	信息设备	54.70%
信息设备	54.42%	房地产	4.22%	交运设备	53.41%
综合	52.41%	黑色金属	0.64%	食品饮料	42.57%
采掘	45.94%	食品饮料	-7.00%	信息服务	38.03%
电子元器件	40.69%	金融服务	-8.85%	金融服务	34.55%

表 5 05-07 行情第四次调整前后行业表现

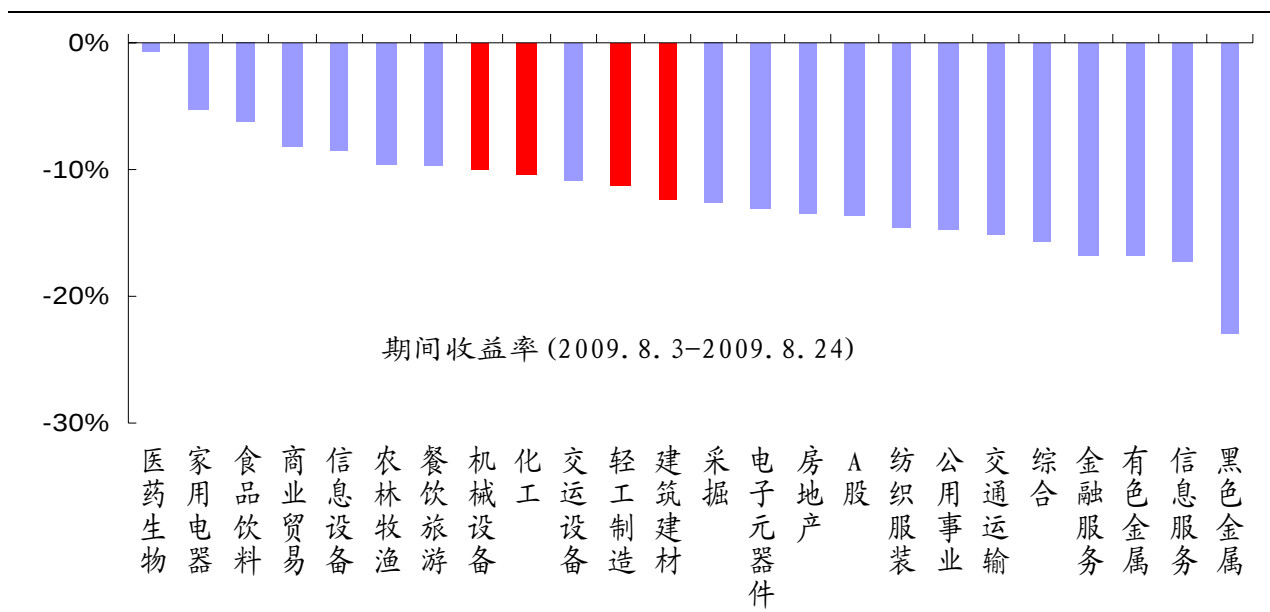
期间收益率	2007. 3. 5- 2007. 5. 30	期间收益率	2007. 5. 30 -2007. 7. 5	期间收益率	2007. 07. 05- 2007. 10. 16
纺织服装	112.56%	金融服务	1.35%	采掘	118.57%
综合	98.83%	有色金属	-1.10%	有色金属	109.81%
房地产	92.92%	采掘	-5.52%	金融服务	78.55%
医药生物	85.59%	机械设备	-8.46%	黑色金属	78.07%
建筑建材	81.24%	食品饮料	-9.57%	交通运输	64.42%
采掘	80.58%	家用电器	-12.64%	A 股	58.85%
商业贸易	79.71%	房地产	-12.95%	化工	56.65%
家用电器	78.86%	A 股	-14.91%	交运设备	56.48%
公用事业	72.97%	餐饮旅游	-15.39%	信息服务	53.11%
餐饮旅游	71.05%	交运设备	-15.79%	机械设备	52.97%
轻工制造	70.50%	黑色金属	-17.33%	建筑建材	52.82%
化工	68.62%	信息服务	-17.35%	公用事业	51.30%
农林牧渔	68.47%	交通运输	-17.42%	房地产	50.27%
电子元器件	64.97%	商业贸易	-18.07%	食品饮料	47.71%
A 股	63.91%	综合	-19.67%	轻工制造	46.07%
黑色金属	62.02%	化工	-19.78%	农林牧渔	40.69%
有色金属	59.49%	建筑建材	-19.94%	商业贸易	39.49%
机械设备	58.45%	公用事业	-21.16%	电子元器件	37.84%
交通运输	57.45%	信息设备	-23.78%	餐饮旅游	35.84%
信息设备	54.70%	医药生物	-23.94%	家用电器	34.09%
交运设备	53.41%	轻工制造	-24.13%	医药生物	33.22%
食品饮料	42.57%	纺织服装	-24.35%	纺织服装	24.55%
信息服务	38.03%	农林牧渔	-29.62%	综合	23.20%
金融服务	34.55%	电子元器件	-30.24%	信息设备	21.20%

表 6 08-09 行情第一次调整前后行业表现

期间收益率	2008. 10. 28 -2009. 2. 16	期间收益率	2009. 02. 16 -2009. 3. 16	期间收益率	2009. 3. 16- 2009. 8. 3
有色金属	95.44%	交运设备	-3.90%	采掘	129.86%
信息设备	89.38%	医药生物	-5.53%	有色金属	103.44%
电子元器件	78.14%	房地产	-5.65%	黑色金属	92.31%

机械设备	77.44%	综合	-6.54%	房地产	75.02%
交运设备	77.25%	机械设备	-6.78%	金融服务	73.43%
综合	73.55%	餐饮旅游	-6.97%	交运设备	66.16%
轻工制造	70.47%	金融服务	-7.28%	A股	63.30%
建筑建材	69.98%	公用事业	-7.49%	化工	61.58%
餐饮旅游	69.53%	有色金属	-7.67%	餐饮旅游	58.40%
家用电器	67.67%	信息设备	-8.35%	食品饮料	58.12%
农林牧渔	65.30%	建筑建材	-8.41%	综合	57.91%
房地产	64.23%	A股	-8.84%	电子元器件	55.37%
纺织服装	59.65%	纺织服装	-10.19%	轻工制造	54.44%
医药生物	58.72%	商业贸易	-10.47%	纺织服装	53.70%
商业贸易	56.68%	化工	-10.51%	交通运输	53.30%
信息服务	55.57%	食品饮料	-11.09%	家用电器	50.69%
A股	53.84%	家用电器	-11.19%	信息设备	50.25%
采掘	51.31%	信息服务	-11.20%	信息服务	50.21%
黑色金属	44.27%	电子元器件	-11.73%	商业贸易	48.42%
公用事业	43.58%	农林牧渔	-12.05%	机械设备	47.35%
金融服务	41.78%	交通运输	-12.14%	公用事业	44.34%
化工	41.46%	轻工制造	-12.53%	建筑建材	43.06%
食品饮料	40.92%	采掘	-13.51%	农林牧渔	33.13%
交通运输	34.05%	黑色金属	-13.99%	医药生物	31.70%

图 16 本次调整中，机械、化工、造纸、建材等行业在周期性板块中相对抗跌，可能会是下半年投资机会相对较大的行业。



免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100032

电话：(010) 59312899

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com