

上涨动力发生变化，短期仍面临调整

——宏观策略周报

要点:

- 上半年股市的大幅上涨部分是由信贷资金推动的，如果未来信贷资金极具萎缩，或者股市的这部分增量资金撤出股市回流到实体经济，仅凭经济复苏和企业利润回升的预期应该说还不足以支持目前的点位，市场需要一段时间对前期的过快涨幅进行修复（我们认为，仅凭经济复苏推动股市的合理点位应该在 2500 点左右）。以这种逻辑来看，这一次的调整在时间和空间上与前几次有所不同，所以至少在一些负面因素没有被完全消化之前，调整仍会延续。这些因素主要来自于货币政策的微调和行业基本面的负面压力。
- 从资金层面来看，在全球开始考虑收缩流动性的背景下，我们认为未来信贷资金逐步萎缩超预期的可能性非常大。上半年推动股市大幅上涨的主要动力（流动性）在未来将会出现明显减弱，如果在此期间经济复苏和企业利润回升的速度较慢或有波折，那么股市的调整时间将会延长。
- 除了资金面的负面因素以外，主要权重行业的负面因素还没有被消化。首先是银行业，提高银行资本金充足率将会降低行业估值水平。8月5日以来，沪深300指数和银行板块回调的幅度基本一致（20%左右），从相对大盘的回调幅度来看，市场还没有完全消化银行业估值水平下调的因素。其次是房地产行业，二套房贷的收紧短期内仍会对行业构成压力，而且由于前期房价涨幅过快，再加上目前“量缩价涨”的情况来看，“金九银十”可能会出现旺季不旺的现象，这也会对行业形成短期压力。除了银行和房地产这两大权重板块短期面临的压力以外，部分行业还存在产出过剩的现象，说明虽然社会需求在逐步回升，但回升速度仍不及预期，中游行业产能过剩的局面还没有得到有效的缓解。
- 目前来看，负面因素仍没有被完全消化，股市的这种调整还会维持一段时间，投资者仍需要防范风险。随着 60 周年国庆和创业板开闸的临近，短期建议关注军工、旅游、和创投三大题材板块。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

分析师

腊博:

☎0755-83516230

✉lab@cgws.com

但朝阳:

☎0755-83515597

✉danzy@cgws.com

吴士金:

☎0755-83516212

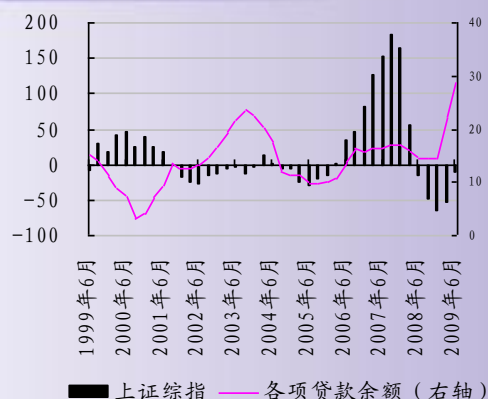
✉wtj@cgws.com

宋绍锋:

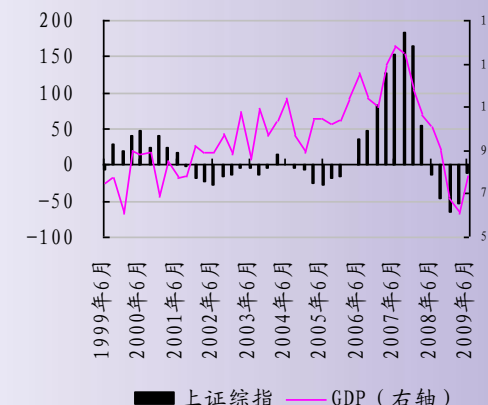
☎010-88366060

✉songsf@cgws.com

上证综指 Vs 贷款余额增速



上证综指 Vs 经济增速



相关报告

《下跌化解市场风险，行业配置面临转变》

宏观策略周报 2009年8月24日

《乐观预期降温 观望与震荡将主导市场》

宏观策略周报 2009年8月10日

《变量与常量博弈，演绎震荡格局》

2009年8月投资策略 2009年8月10日

《从流动性主导到经济复苏主导》

2009年下半年投资策略 2009年6月22日

近期股市在经历了 20% 的下跌之后似乎有一些企稳的迹象，市场对下半年经济的乐观预期促使一部分资金进场“抄底”，我们认为股市的这种调整还会维持一段时间，投资者仍需要防范风险。

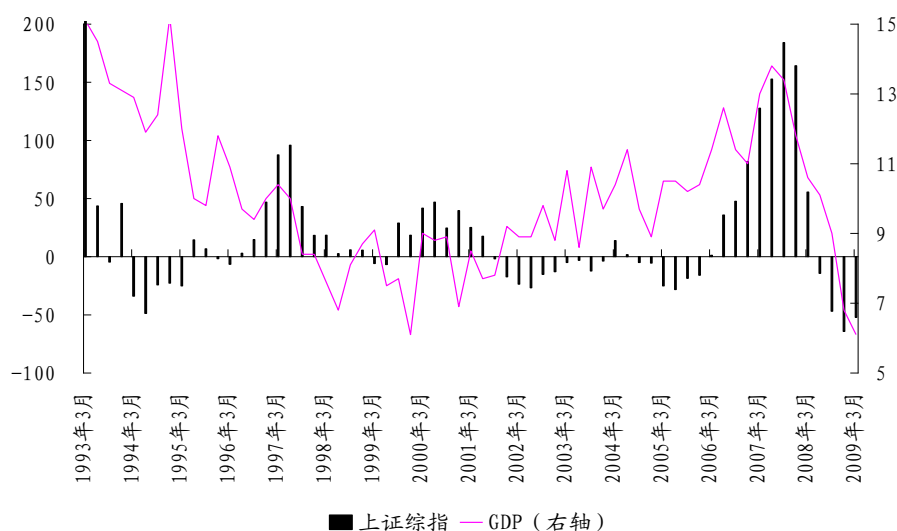
上涨动力正在发生变化

历史来看，宏观经济、企业利润、信贷资金是推动股市的三大因素，上半年股市的大幅上涨应该说是由这三个因素共同推动的，虽然没有具体数据显示信贷资金流入股市，但以今年股市的成交量和企业存款余额的变化可以大概看出信贷资金有流入股市的迹象。我们先做一假设，如果未来信贷资金极具萎缩，或者股市的这部分增量资金撤出股市回流到实体经济，仅凭现有的经济复苏和企业利润回升预期能不能支撑股市重返 3500 点？

如果不能，市场需要一段时间对前期的过快涨幅进行修复（我们认为，仅凭目前经济复苏预期推动股市的合理点位应该在 2500 点左右）；如果经济复苏和企业利润回升的速度不及预期或出现波折，那么这种修复还会更深一些。以这种逻辑来看，这一次的调整在时间和空间上与前几次有所不同，所以至少在一些负面因素没有被完全消化之前，调整仍会延续。

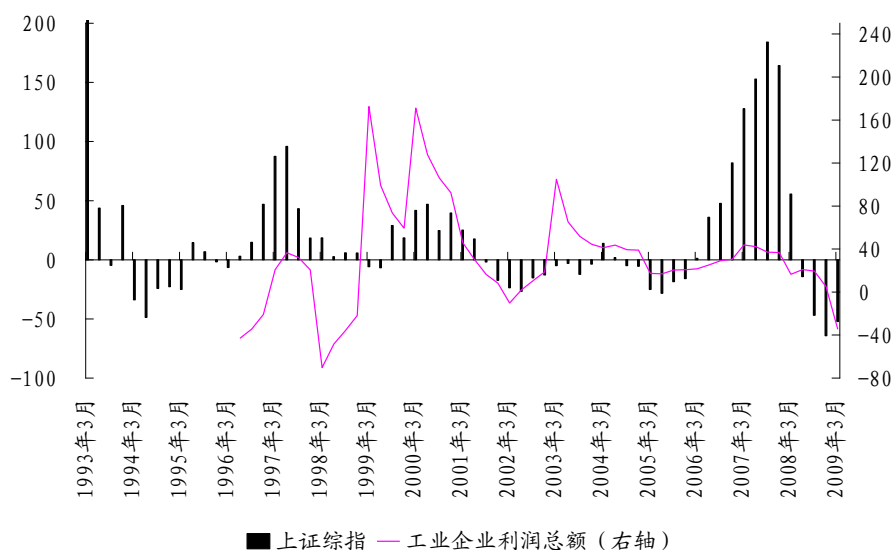
这些负面因素包括两点：新增贷款的超预期萎缩和主要权重行业基本面的变化。

图 1 上证综指收益率和 GDP 增速对比（单位%）



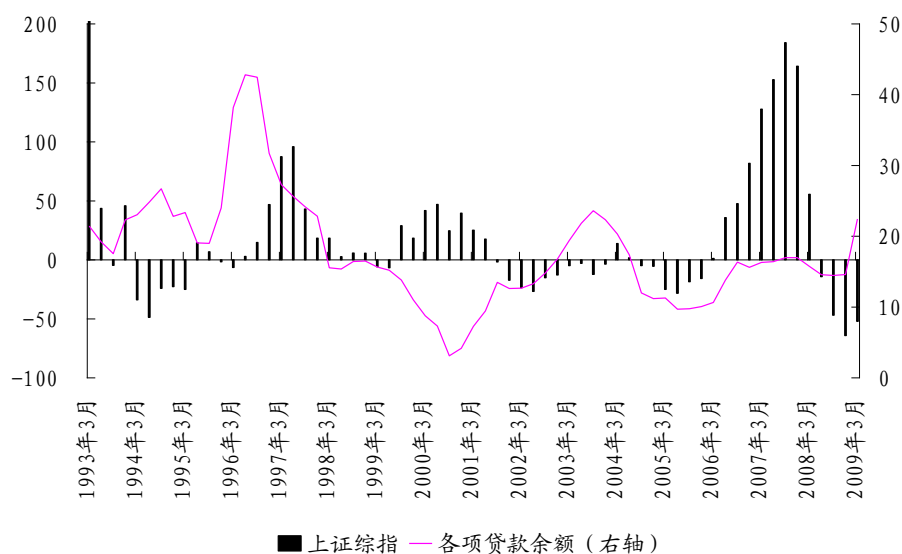
数据来源：长城证券研究所

图 2 上证综指收益率和工业企业利润对比（单位%）



数据来源：长城证券研究所

图 3 上证综指收益率和贷款余额增速对比（单位%）



数据来源：长城证券研究所

短期负面因素仍有待消化

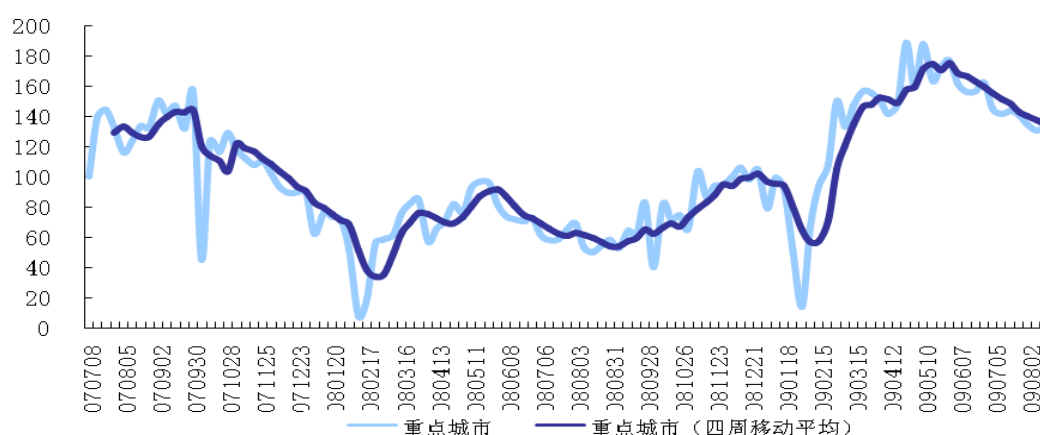
这些因素主要来自于货币政策的微调和行业基本面的负面压力。从资金层面来看，7月份新增贷款大幅下滑已经对市场构成了影响，在全球开始考虑收缩流动性的背景下，我们认为未来信贷资金逐步萎缩超预期的可能性非常大。据有关媒体报道，8月份前25天四大行新增信贷1100亿左右，如果按此推算，8月份新增贷款应该低于7月份。所以，上半年推动股市大幅上涨的主要动力（流动性）在未来将会出现明显减弱，如果在此期间经济复苏和企业利润回升的速度较慢或有波折，那么股市的调整时

间将会延长。

除了资金面的负面因素以外，主要权重行业的负面因素还没有被消化。首先是银行业，银监会提高银行资本充足率的消息仍然对银行板块构成较大的压力，虽然银行的估值水平非常具有吸引力，但提高银行资本充足率将会在一定程度上降低银行财务杠杆和 ROE 水平，从而进一步降低行业估值水平。8 月 5 日以来，沪深 300 指数和银行板块回调的幅度基本一致（20%左右），从相对大盘的回调幅度来看，市场还没有完全消化银行业估值水平下调的因素。

其次是房地产行业，最新的统计数据（8 月 17 日-8 月 23 日）显示，我们重点跟踪的十大城市，当周整体成交量比上周有小幅回落，目前成交量已回到今年 3 月初的水平。二套房贷收紧对市场产生了一定的影响，目前来看，该影响对二级市场的压力仍没有缓解。另外，由于前期房价涨幅过快，再根据目前“量缩价涨”的情况来看，“金九银十”可能会出现旺季不旺的现象，这也会对行业形成短期压力。

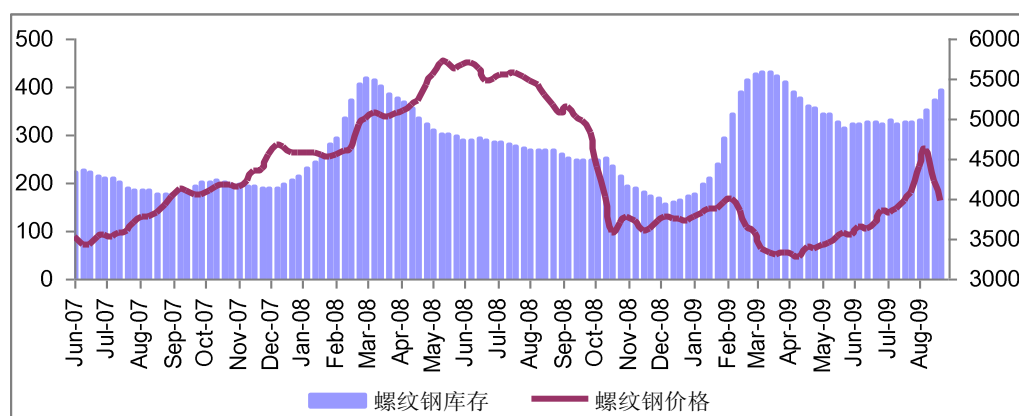
图 4 重点城市销量指数



数据来源：中指研究院，长城证券（重点城市取上海、北京、深圳、广州、天津、南京、杭州、重庆、武汉、成都）

除了银行和房地产这两大权重板块短期面临的压力以外，部分行业还存在产出过剩的现象，8 月 26 日国务院常务会议指出要抑制钢铁、水泥等行业产能过剩的局面，这也为投资者敲响了警钟，说明虽然社会需求在逐步回升，但回升速度仍不及预期，中游行业产能过剩的局面还没有得到有效的缓解。如果社会需求不能快速回升，短期内产能过剩仍会对行业产品价格和二级市场的表现构成压力。

图 5 国内螺纹钢价格走势及库存变化



数据来源：长城证券研究所

短期关注题材股的交易性机会

从各方面的因素来看，短期市场仍面临向下的压力，但随着国庆的临近，一些题材股开始逐步走强。我们认为这些题材股在国庆前夕仍具备上涨动力，建议投资者短期关注军工、旅游、和创投板块。

军工板块

根据历史经验，每年十一国庆之前军工板块往往都能成为市场关注的焦点，9月份的军工股存在主题投资机会，尤其今年是建国60周年，国庆逢十大阅兵在即，大量军工装备的展示和社会宣传有助于引发资金对军工股的追捧。根据主题投资特点，我们重点关注两条主线：第一条是军工资产比重较高，可能与大阅兵各项装备存在直接联系的公司，主要是西飞国际、火箭股份、中国卫星和哈飞股份；另一条主线是军工相关概念的小盘股，有股性灵活的特点，主要关注海特高新与航天晨光。

西飞国际：通过定向增发完成了公司业务由飞机零部件想整机的转变，去年增发后新舟、飞豹等飞机总装业务以及沈飞民机、成飞民机外包业务进入上市公司，上半年因为飞机延迟交货导致营业收入下降过半，但下半年是军需民品交货旺季，业绩有望显著好转，此外，作为中航飞机的资产整合平台，陕飞、中航起落架等资产注入值得预期。

火箭股份：公司在航天领域电子元器件及配套子系统业务方面具有绝对的垄断地位，未来几年是我国航天工程密集实施期，飞船、火箭和卫星的大量发射为公司当前15-20%的收入增长提供了足够的保障。

海特高新：民用飞机维修是公司的核心业务，在此基础上公司业务已逐步向航空培训和航材租赁延伸，“以航空维修业为主，航空技术为核心，同心多元发展”的经

营策略，使得公司具备了高速增长的条件。

旅游板块

今年的国庆节不仅是 60 周年大庆，而且和中秋节连休（8 天黄金假期），这样的条件为旅游板块提供了较大的炒作题材。上周餐饮旅游板块（尤其是北京本地股）的强势表现也正是基于对国庆节旅游市场的强烈预期。

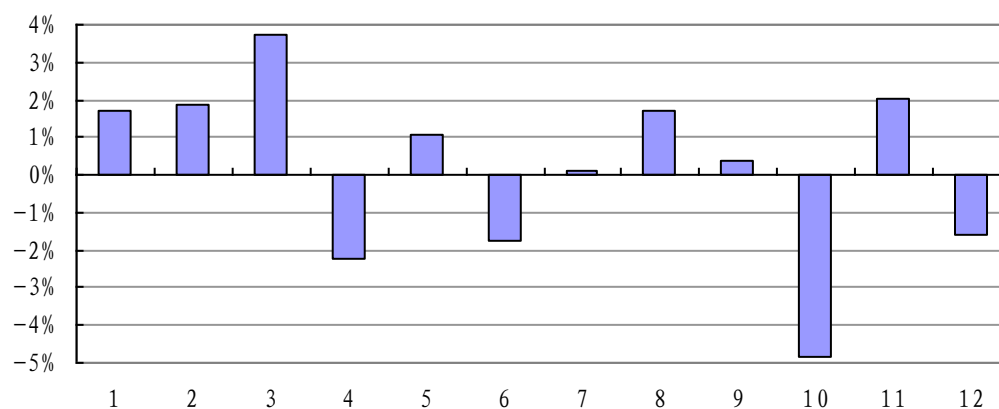
根据历史统计，餐饮旅游板块在“春节”和“十一”前夕都会有较为稳定的超额收益，但相比来看，“十一”的超额收益较低一些；由于今年的 60 周年国庆具有比较特殊的意义，所以 55 周年国庆期间旅游板块的表现具有较强的参考价值。2004 年 8-9 月份餐饮旅游板块整体表现强于大盘，9 月份更为突出，这在历史统计上支持旅游板块的走强。

另外，旅游板块前期受全球经济危机和甲型 H1N1 流感的影响，表现一直较弱，但随这经济复苏已成为共识、甲型流感的影响逐渐消退，旅游板块存在较强的补涨需求。

从行业基本面来看，景区依然保持稳定增长，而酒店尤其是高星级酒店受入境人次下降出现入住率 20% 的下降，但随着经济逐步好转，入住率下降幅度开始收窄，下半年行业基本面将好于上半年。

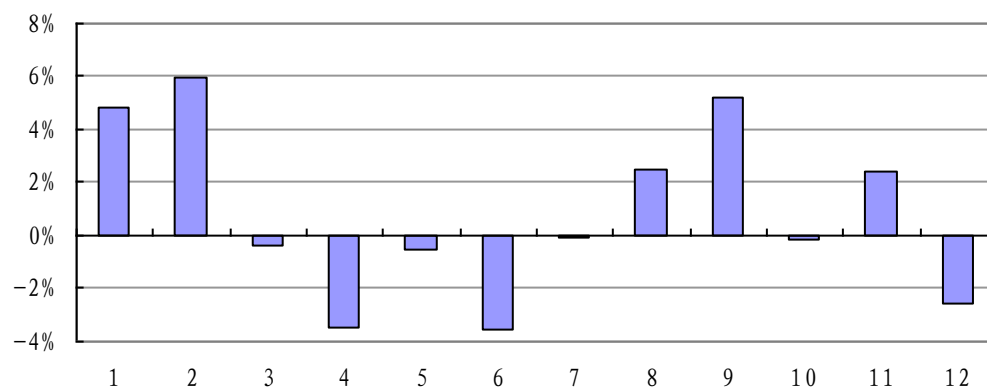
目前板块整体市盈率处于历史平均水平，根据个股在基本面和估值上的相对优势，我们建议投资者关注中青旅、首旅股份、和黄山旅游。

图 6 餐饮旅游板块历史平均超额收益率（2000 年-2009 年）



数据来源：长城证券研究所

图 7 餐饮旅游板块 2004 年超额收益率



数据来源：长城证券研究所

创投板块

创业板的开闸已进入倒计时，从美国纳斯达克市场的发展来看，我国创业板前景广阔，未来扩容潜力较大；同时，创业板的估值将会比主板高出 20%~40%，这意味着创业板公司有更大的定价空间。因此，我们认为 9 月份创业板概念股存在交易性机会。

创业板概念股的配置遵循两条主线：（1）创投概念股；（2）参股公司具有在创业板上市潜力的概念股。

根据以下三条原则：（1）创投公司在创投市场份额较大，地位较高，（2）参股股权比例较高，（3）公司流通性相对较小；我们建议重点关注以下创投概念股（见下表）：

表 1 参股创投公司的概念股一览表

上市公司名称	参股创投公司	股份比例 (%)
赛迪传媒	北京昌科晨宇科技企业孵化器有限公司	100
力合股份	清华科技创业投资有限公司	57.15
电广传媒	深圳市达晨创业投资有限公司	100
紫江企业	上海紫江创业投资有限公司	98.28
复旦复华	复旦复华科技创业投资有限公司	100
大众公用	深圳市创新投资集团	20
综艺股份	江苏省高科技产业投资公司	53.85
杉杉股份	宁波杉杉创业投资有限公司	90
钱江水利	浙江天堂硅谷创业投资有限公司	27.13

数据来源：长城证券研究所

参股公司具有在创业板上市潜力的概念股，主要包括渝三峡、ST 重实、复星医药、江苏舜天等，具体见下表：

表 2 参股公司具有创业板上市潜力的概念股一览表

上市公司	具有上市潜力的参股公司	股权比例 (%)
渝三峡	北京北陆药业股份有限公司	18.9
ST 重实	瑞斯康达科技发展股份有限公司	28.3
复星医药	上海神力科技有限公司	38.8
江苏舜天	南京聚隆化学实业有限责任公司	28.5
同方股份	同方威视技术股份有限公司	76.0
海信电器	青岛海信信芯科技有限公司	79.7
四川长虹	四川虹微技术有限公司	100.0

数据来源：长城证券研究所

8 月份，渝三峡（000565）和 ST 重实（000736）发布公告，证实其参股公司创业板上市获受理。综合考虑，我们预计北陆药业和瑞斯康达上市后对应市盈率分别为 42 倍、58 倍，估值处于合理水平，对母公司的贡献度——每股增值收益分别为 1.2 元、6.7 元，后市值得关注。

表 3 案例分析表

上市公司	总股本 (万)	参股 公司	参股 (万)	参股 比例	净利润 (万)	PE (预测)	对应市值 (万)	上市收益 (万)	贡献度
渝三峡	17344	北陆药业	1821.5	18.9%	2,894.8	42	22,930.2	21,108.7	1.2
ST 重实	29719	瑞斯康达	5992.7	28.3%	12,513.2	58	205,028.3	199,035.6	6.7

数据来源：长城证券研究所

附表. 每周重点行业产品价量跟踪表 (截至 08.25 日)

产品分类	所属行业	产品名称	最近一周价格	最近一月价格	库存或成交量	本周景气描述
上游产品						
	石油开采	原油	上涨	上涨		WTI 创出年底新高, 油价 75 美元指日可待, 而流动性过剩是推动近期油价上涨的主因
	煤炭采选	动力煤	微跌	平稳	秦皇岛库存大幅上升	大同动力煤坑口价微跌
		炼焦煤	平稳	平稳		平稳
		无烟煤	微涨	平稳		无烟煤价格稳中略涨
		焦炭	平稳	上涨		焦炭价格基本稳定, 没有随钢价大跌
	有色金属采选	铜	上涨	上涨	LME 库存增加	价格单周上涨 1.61%
		铝	下跌	上涨	LME 库存增加	LME 价格本周下跌 1.62%
		黄金	微涨	上涨		最新价格为 954 美元/盎司
		其它金属	--	--		稀土价格继续上涨
	农产品	小麦	下跌	微跌		外麦跌幅超 4%, 郑麦微跌
		棉花	下跌	微涨		外棉跌幅 4%, 郑棉跌 1.4%
		糖	下跌	上涨		外糖开始冲高回落, 上周微跌 0.64%, 而郑糖跌幅则大幅下跌 5.68%
	国际商品指数	CRB 指数	持平	上涨		CRB 暂时进入盘整期
中游产品						
	电力	发电量 (旬)	环比上升			8 月上旬环比上升 3.6%, 日均发电量 110.02 亿度
	成品油	汽油	微跌	上涨		美国汽油价格上周微跌, 国内成品油本周价格上调幅度预计在 400 元/吨以上
		柴油	微跌	上涨		美国柴油价格上周微跌, 国内柴油本周价格上调幅度预计在 400 元/吨以上
	钢材	长线	下跌	上涨	社会库存上升	螺纹钢本期跌幅约 3%
		板材	下跌	上涨	社会库存上升	中厚板本期跌幅巨大, 达 6% 以上
		热轧	下跌	上涨	社会库存上升	本期跌幅 6%
		冷轧	下跌	上涨	社会库存上升	本期跌幅约 8%
		铁矿石	下跌		港口库存微升	本期铁精粉价格下跌接近 10%, 钢价泡沫开始释放, 但各品种库存仍在上升中

	水泥	水泥	小幅上涨	平稳		华东地区由于供应紧张，价格上调 10 元/吨，约 5%
	机械	挖掘机	--	下降		7 月环比下降，同比上升，为季节性因素影响所致，下一个传统销售旺季要等到 10 月份
		装载机	--	下降		7 月环比下降，同比下降
		推土机	--	下降		7 月环比下降，同比下降幅度为 10%
		起重机	--	下降		7 月环比同比均上升，同比增长幅度为 44%
	化工	化纤	下跌	上涨		涤纶价格下跌较多，氨纶、晴纶、锦纶价格平稳，粘胶短纤价格微涨，丙烯晴价格大涨
		农用化工	平稳	多数下跌		农药、化肥价格平稳
		塑料	平稳	微涨		本周各塑料价格基本平稳，环氧树脂价格有所上涨
		无机化工	涨跌互现	涨跌互现		醋酸大涨，甲醇大跌，TDI 价格大涨；硫磺大涨，黄磷大跌
	造纸	铜板纸	微涨	上涨		价格继续小幅上涨
		白卡纸	微涨	上涨		部分产品价格有所上涨，总体价格基本稳定，纸箱纸涨幅较多
		纸浆	上涨	上涨		纸浆价格本周继续上涨，涨幅 6%
		废纸	上涨	上涨		废纸价格继续上涨，美废涨幅达 3%
	交通运输	干散货运输	上涨	上涨		CCBFI 指数持续上涨，上周上涨 2.57%
		集装箱运输	上涨	上涨		CCFI 持续上涨，上涨 0.97%
		BDI	下跌	下跌		上周下跌 5.6%，月跌幅 25%
	电子元器件					
		美费城半导体	上涨	持平		盘整后继续上扬
下游产品						
	房地产	商品房价格	平稳	微跌		本周重点城市整体房价与上周持平。目前一线城市整体房价处于历史上的高点，二线城市房价处于 08 年下半年以来高点。
		房地产投资	--	上涨		1-7 月，全国房地产开发投资 17720 亿元，同比增长 11.6%，施工面积 25.07 亿平方米，同比增长 12.5%，环比改善明显
	汽车	轿车	-	价格平稳	成交量攀升	除 MPV 外其它细分市场仍保持快速增长态势，但库存数量有所攀升，下半年企业之间或将再次爆发产品价格战
		轻卡	-	价格平稳	成交量攀升	轻卡销量继续稳中有升，但增长潜力不如重卡
		重卡	-	价格平稳	成交量逐步复苏	重卡行业如期复苏
	食品	猪肉	微涨	上涨		仔猪、生猪价格继续上涨，涨幅收窄，猪肉价格平稳

研究员介绍:

腊 博: 新西兰梅西大学金融学学士(Honours)、金融学硕士(Distinction), 四年海外工作经验, 从事外汇、证券投资策略研究, 2008年5月加入长城证券研究所任策略研究员。

但朝阳: 武汉大学管理学硕士, 2001年加入长城证券研究所, 现从事宏观策略研究。

吴土金: 北京大学理学学士, 香港中文大学经济学硕士, 2008年加入长城证券, 任宏观、策略研究员。

宋绍峰: 清华大学热能工程系硕士, 研究金融工程, 持有CIIA资格。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%; 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间; 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间; 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券研究所
地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034
传真: 86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>