

铅华洗尽，返璞归真

——9月A股投资策略

2009年8月31日

投资要点:

➤ 调整趋势在延续:

8月快速下跌,从股市运行的规律来看,并不符合牛市强势调整特征,相反,日渐呈现出中级调整的特征。资源类个股以及银行地产为代表的大金融板块是本轮调整的重灾区。这表明市场主流资金在转移,市场风格在转变,也蕴含着市场运行趋势的变化,无论从跌幅以及投资风格的切换来看中级调整的特征已经明确,并将持续一段时间(境内外经验一般调整幅度30%左右、持续时间3个月左右)。

➤ 调整逻辑

钢价暴跌、房地产成交回落、民间资本复苏缓慢显示出经济回升基础不稳,经济V型快速复苏预期有所减弱;经济结构性矛盾逐渐显现,猪价将会持续反弹,通胀预期下流动性“微调”预期在加强,将会直接促使货币供应量增速的调整,而同时IPO、再融资将直接加剧市场的供给压力。因此,货币变数后经济快速V型复苏预期有所减弱,同时遭遇到流动性微调、A股供求失衡,市场逐渐褪去“PE泡”的幻觉,具有必然性。

➤ 后市展望

- A股中期的驱动力在于货币、流动性,因此,在货币因素发生变化后,在流动性助推下市场所迸发出的投资逻辑退潮之时,也正是市场铅华洗尽之际;未来,市场将返璞归真,将需要我们更多的关注业绩面。
- 就投资标的选择而言,我们认为在流动性因素弱化的过程中,在市场调整周期中需要更多的关注业绩、积极防御、关注业绩确定性、稳定性行业机会。
- 就大势判断而言,我们认为,A股有其自身的运行轨迹,依然维持A股中期的合理区间为2300-2700点的策略观点。考虑到经济逐步向好的预期,在经历了“PE泡”膨胀、破灭后,在8月股指回落到2700点以下时,操作策略上,我们认为尽管下跌不言底,但恰是变趋势投资策略为价值投资策略的时候,当下保留部分仓位,逢低吸纳些具有业绩驱动的优质个股,应该会比较理性的策略。因为,我们目前经历的是经济复苏初期“PE泡”、而非经济繁荣阶段的“PB泡”,对应的股市应该是中级调整,而不应所谓的大“C浪”。
- 9月事件驱动之一在于国庆,期间对军工、旅游、零售等板块或存在脉冲性机会,但经验来看国庆效应特征并不明显;相反,投资者需要关注同样处于估值高位的境外市场在未来一段时间内的表现,对A+H股保持重点关注及警惕。

金融与产业研究所策略组

TEL: (021)63367000-269

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址:上海市延安东路45号

20F (邮编 200002)

一、调整特征：中级调整中资源及大金融板块是重灾区	3
二、调整逻辑：货币变数后经济 V 型复苏预期减弱	4
1、经济回升基础不稳定	4
A、钢价暴跌	4
B、房地产成交有所回落	4
C、民间资本恢复速度难超预期	5
2、结构性矛盾再次显现，流动性“微调”	5
A、猪价将持续反弹	5
B、货币供应量增速将面临调整	6
C、资本市场面临着直接的供给压力	7
三、后市展望	7
1、后市逻辑：铅华洗尽，返璞归真	7
2、业绩驱动：结构性压力中关注业绩稳定性板块	7
3、事件驱动：国庆效应并不明显	9
4、板块机会	10
表 1：各板块 8 月涨跌幅表现表	3
图 1：钢材期货价格遭遇大幅调整	4
表 2：深圳、上海、北京房地产 8 月交易数据环比出现了下滑	4
图 2：工业增加值回复趋缓、私人资本恢复速度弱于国有资本	5
图 3：猪肉零售价格持续性上涨	6
图 4：M1、M2 高处不胜寒，增速面临调整	6
表 3：市场融资功能的定位在增强	7
表 4：结构性估值压力依然存在	8
表 5：工业企业营收规模在恢复	8
表 6：部分行业上市工业业绩恢复迅速	8
图 5：实证经验表明，月度层面的国庆效应并不明显	9
表 7：境内外市场估值对比	9
表 8：2009 年基金中期行业配置情况表	10

1664 点以来的上升行情，在超跌反弹、价值回归的股市内在运行规律的作用下，一路上扬至 3478 点，涨幅超过一倍。行情的演绎是在 4 万亿以及超额信贷的双重作用下，借助经济复苏、通胀预期等逻辑主线实现了不断发酵的过程。但是，8 月 4 日以来，高估值的 A 股市场在经济复苏 V 型反转预期的弱化以及信贷骤降、流动性忧虑的影响下，单边下挫，跌幅达 20%。这样快速的跌幅是本轮上升行情中没有出现过的，也是 2005-2007 年 1000 点至 6000 点的大牛市行情中没有出现过的跌幅(以收盘价计算)；相反，这样的快速跌幅，出现在 2007 年 6124 点后的下跌行情中，也出现在 2004 年 1783 点后的下挫行情中，也出现在 1999 年“5.19”疯狂后的市场调整中。总之，8 月的快速下跌，从股市运行的规律来看，并不符合牛市强势调整特征，相反，日渐呈现出中级调整的特征。因此，在流动性宏观“微调”、微观收紧的背景下，在上市公司业绩复苏缓慢的情况下，对于 8 月市

场大跌所释放的信息，投资者需要引起足够的注意和思考，准确的看待 8 月份大跌的特征以及诱因，才能对 9 月乃至中期的市场运行轨迹有理性的预期。

一、调整特征：中级调整中资源及大金融板块是重灾区

资源类个股以及银行地产为代表的大金融板块是年初上升行情中的主流板块，也是 8 月市场调整中的重灾区。信贷扩张下资产泡沫预期以及通胀预期是资源股和金融股强于其他经济复苏预期概念股的主要原因，因为这两类大板块不仅享受经济复苏预期的利好还享受着通胀预期的利好。事实上，我们在之前的策略报告中对经济复苏预期以及通胀预期概念同时在中市场中酝酿发酵表示了担忧，因为这种看似不合逻辑但在市场上却大肆流行的观点，其背后必然蕴含着泡沫。

泡沫，总是要破了；经济复苏初期从实证和逻辑角度，泡沫只能是“PE 泡”而非“PB 泡”，因此站在 PB=3 倍但 PE 高达 35 倍以上时，我们不能因为 PB 还未到历史的泡沫区域(PB 泡一般在 4 倍以上)而存幻觉；相反，我们应该对业绩迟迟跟不上市盈率估值的提升速度而持有谨慎。因为，在经济复苏初期的“PE 泡”虽然调整幅度一般在 30%左右(香港等境外股市的经验)，不同于经济繁荣阶段“PB 泡”的崩盘式下跌幅度，但是，这种“PE 泡”带来的调整幅度以及持续时间，是需要市场做出心理准备的，时间在 3 个月左右是常态。

从 8 月行情的现状看，上证指数下跌了 16%、但是成长性较强、基金介入不深的中小板相对抗跌，中小板 100 指数跌幅只有 8.5%。对应的，钢铁、银行保险、煤炭、有色、地产等大金融、大资源类股跌幅居前，强周期行业几乎全线溃退，相反，医药生物、食品饮料、农业、家电等板块则相对抗跌乃至如医药板块在“基本目录”的催化下，还创出了新高。这表明市场主流资金的转移，市场风格在转变，这种转变也蕴含着市场运行趋势的变化，无论从跌幅以及投资风格的切换来看中级调整的特征已经明确，并将持续一段时间。

表 1：各板块 8 月涨跌幅表现表

板块指数	8 月涨跌幅	板块指数	8 月涨跌幅	板块指数	8 月涨跌幅
黑色金属	-25.06	机械设备	-8.67	上证综合指数	-16.16
金融服务	-23.34	化工	-8.51	沪深 300	-18.42
采掘	-20.18	交运设备	-7.88	深证成份指数	-16.24
有色金属	-19.32	轻工制造	-7.13	中小板 100 指数	-8.51
房地产	-19.03	餐饮旅游	-6.89		
信息服务	-15.45	商业贸易	-6.87		
公用事业	-14.04	信息设备	-6.68		
综合	-13.52	家用电器	-5.89		
建筑建材	-13.47	农林牧渔	-4.84		
交通运输	-12.85	食品饮料	-2.03		
纺织服装	-12.02	医药生物	1.20		
电子元器件	-9.34				

数据源自 WIND，8 月涨跌幅对应的时间区间为 8 月 1 日-8 月 28 日。东北证券金融与产业研究所。

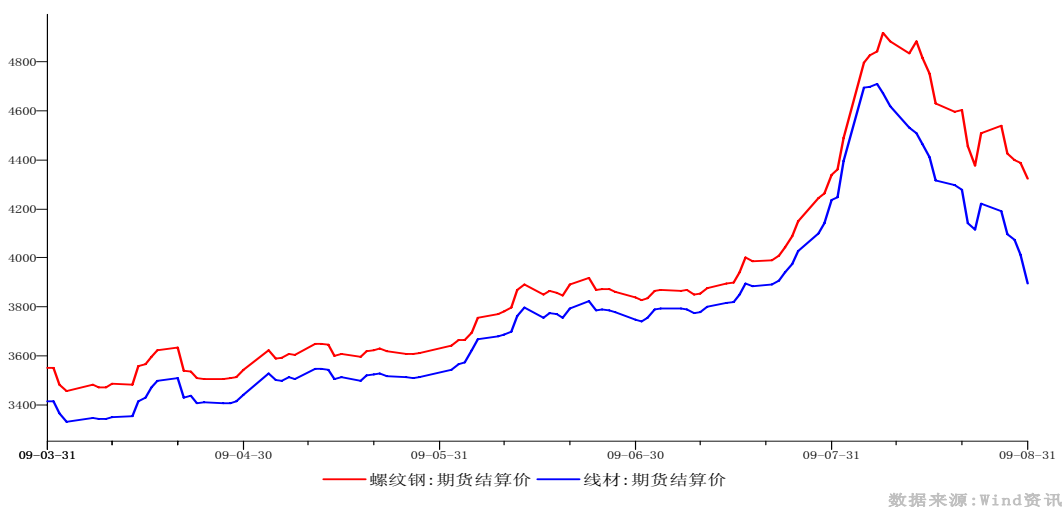
二、调整逻辑：货币变数后经济 V 型复苏预期减弱

1、经济回升基础不稳定

A、钢价暴跌

钢价 8 月暴跌 20%，让市场感受到阵阵寒意，再次显示出本轮经济回升基础不稳定的特征。在巨额信贷的作用下，实体经济生活中的一些基本变量也显示出了虚拟经济中的波动特征，暴涨暴跌。从这种角度看，由于实体经济和虚拟经济中某些变量运行特征的一致性，面临 7、8 月份以来信贷的收缩，我们有理由对经济回升基础的不稳定性给予高度重视。

图 1：钢材期货价格遭遇大幅调整



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

B、房地产成交有所回落

根据不完整的统计，8 月深圳、上海、北京的房地产市场在经历了量价齐升阶段后，也逃不开房地产市场自身的量价规律，再次进入了“价升量跌”的阶段。深圳一手房成交套数继 7 月环比下降 20% 后 8 月成交套数环比再次下降了 30%；同期，上海、北京的商品房预售套数 8 月也出些了 23%、13% 左右的下滑，一线城市房地产成交量的回落特征呈现趋势性的特征。

笔者认为，事实上我们没有必要关注是因为新屋供应减少导致的量跌还是购房者受制于价格上扬的需求萎缩，规律性的特征表明，房地产市场的运行规律就是“量价齐升-价升量跌-量价齐跌-量升价稳”的循环过程，因此，对于房地产成交的回落，投资者需要警惕。

表 2：深圳、上海、北京房地产 8 月交易数据环比出现了下滑

月份	深圳：一手房成交套数	上海：商品房预售套数	北京：期房网上签约套数
1	4448	9290	8269
2	5275	12730	7898
3	8509	22731	15170
4	7694	23544	17836
5	8479	27109	17262
6	6982	26697	18555

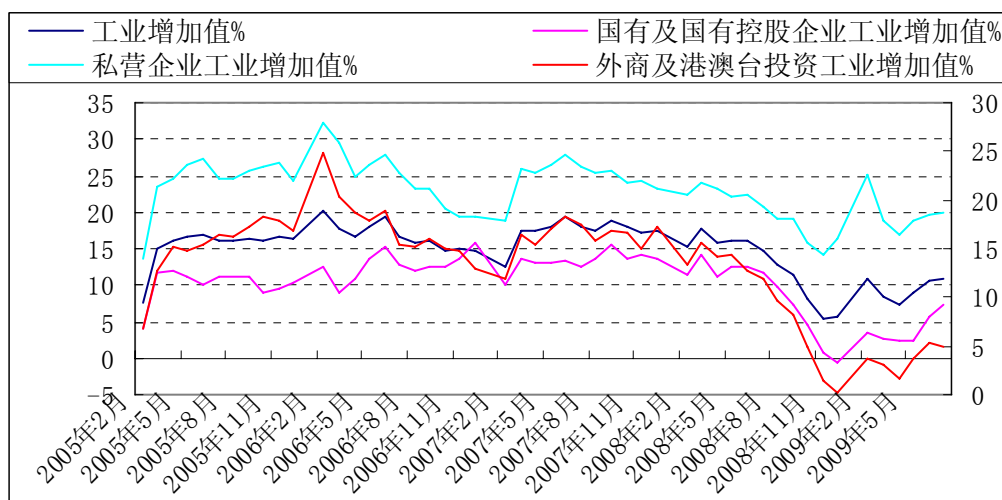
7	5501	27026	16978
8	3828	20652	14657
8月成交量同比	-30.41%	-23.58%	-13.67%

数据源自 WIND EDB，上海数据截止 8 月 29 日、深圳和北京数据截止 8 月 28 日。

C、民间资本恢复速度难超预期

7 月工业增加值为 10.8%、相对 6 月的 10.7% 只有微幅的增加；同时对应的不同所有制的工业企业在本轮经济快速回升中是冷暖不一的。私营企业工业增加值 5、6、7 月的增速分别为 18.8%、19.7%、19.9%，增速的恢复形态是以一种缓慢的、近乎 W 型的态势在回归；相反，国有企业的恢复速度相对迅速的多。民间资本投资的不能快速恢复，使得工业增加值的恢复基础不能稳固，投资者对经济 V 型复苏的预期将受到影响。

图 2：工业增加值回复趋缓、私人资本恢复速度弱于国有资本



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

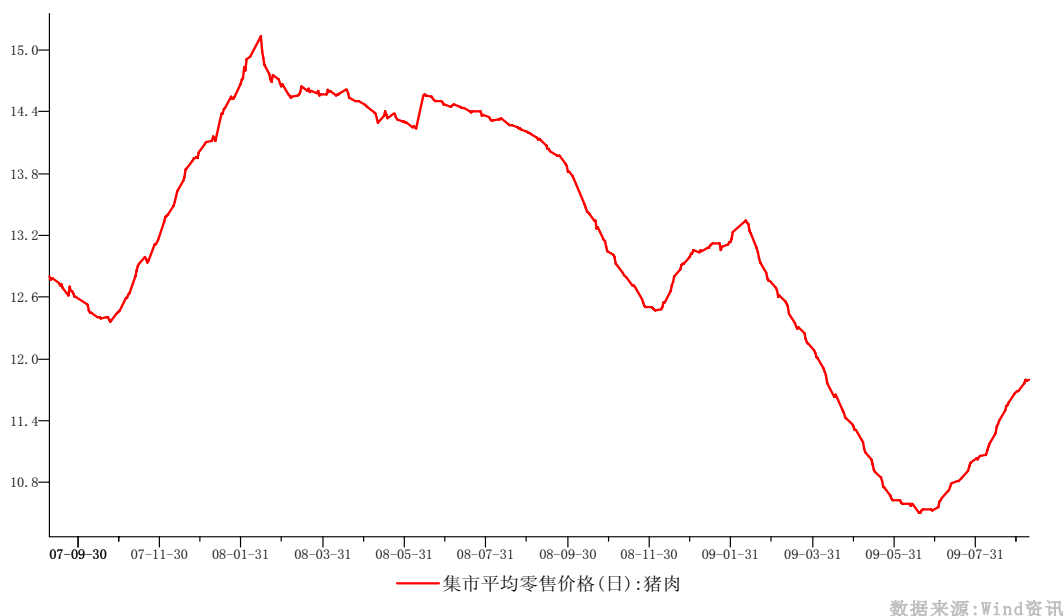
2、结构性矛盾再次显现，流动性“微调”

A、猪价将持续反弹

信贷的大幅投放，货币政策的宽松，在助推资产价格飙升的同时，中国二元经济结构中薄弱环节——农村经济也发生了变化，猪肉价格在经历了 20 个月左右的调整后出现了连续上涨的趋势。猪肉价格，由于其在 CPI 中的构成，波动牵动着市场对通货膨胀的忧虑。

事实上，对于近期猪肉价格的上涨，我们认为是猪肉价格本身的周期规律在货币作用下的叠加反应。猪肉价格周期一般在 30 个月以上，它并不是简单的生产周期的加倍。因此，对于后续猪肉价格，我们认为基于猪肉价格本次的反弹是建立在上轮下跌近 40%、持续时间在 20 个月左右的基础上的，猪肉价格还有提升空间、猪肉价格的上升周期或被打开，其蕴含的推论就是由猪价诱发的通胀预期将在未来一段时间内持续，从而使得货币政策“微调”将在一段时间内持续的成为市场讨论的重要话题，流动性“微调”也将未来一段时间内持续。

图 3：猪肉零售价格持续性上涨

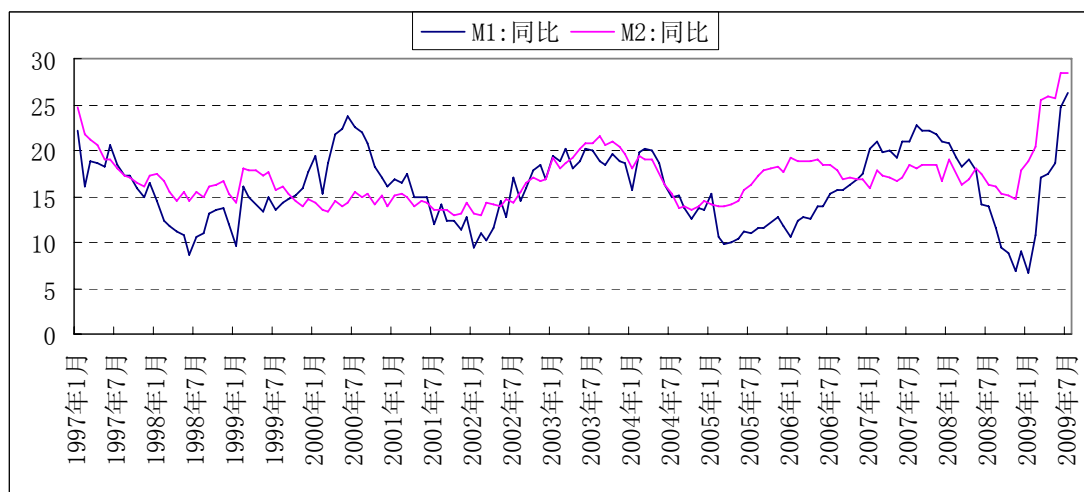


数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

B、货币供应量增速将面临调整

5、6、7月货币供应量增速逐渐呈现高位滞涨特征，M2 增速各月为 25.74%、28.46%、28.42%；M1 增速各月为 18.69%、24.79%、26.37%。从宏观数据的时间序列分析角度看，货币供应量增速快速上升周期即将结束；而每次货币供应量增速的上升周期拐头向下，带来的将是资本市场的调整。如图所示，2007 年 9 月后的股市下调、2004 年中期的股市调整、2000 年中期后的股市调整。在缺乏分红传统的 A 股市场中，货币的因素往往是具有方向性的，我们一再强调 2009 年下半年注意货币因素变动的依据即在于此。

图 4：M1、M2 高处不胜寒，增速面临调整



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

C、资本市场面临着直接的供给压力

市场融资在加速，仅仅 2009 年 7 月、8 月股票市场以 IPO、增发、配股的形式融资超过 1400 亿，其中中国建筑、光大证券就融资超过 600 亿；还不包括中冶科工、中国北车等首发，万科、浦发等增发融资项目。因此，比较合理的推论就是，股市的融资功能得到了管理层的强调，而股市的财富效应则由于其实证检验中结论的不确定性而并未得到强调。

表 3：市场融资功能的定位在增强

	融资金额(亿元)
总额	4961.86
首发	720.20
增发	679.86
配股	15.55
可转债发行	36.00
债券发行	3510.25

注：时间区间为 2009 年 7 月 1 日-2009 年 8 月 30 日，东北证券金融与产业研究所

三、后市展望

1、后市逻辑：铅华洗尽，返璞归真

股市一路调整，今天(8 月 31 日)又跌破了 2700 点关口，市场比较恐慌。我们在中期报告中明确指出了市场存在着泡沫，是一个“PE 泡”；但“PE 泡”真的来了、并破灭时，又恍若隔秋，中国资本市场中期而言第一驱动力在于货币、流动性，因此，在货币因素发生变化、“微调”后，市场就逐渐还原到本色了，这是必然的，也就是所谓洗尽铅华，返璞归真了。

但是，流动性助推下市场迸发出的投资逻辑退潮之时，也正是市场铅华洗尽之际；未来，市场将返璞归真，将需要我们冷静的思考合理的估值水平、合理的安全边际了。

因此，就投资标的选择而言，我们认为在流动性因素弱化的过程中，我们需要更多的关注业绩、关注成长性，从安全边际出发寻找内生的成长性以及发掘外延的扩张。

就大势判断而言，我们认为，在不考虑太多的预期的情况下，A 股有其自身的运行轨迹，我们依然维持 A 股中期的合理区间应该在 2300-2700 点。但是，考虑到各类预期，考虑到经济复苏的预期、通货膨胀的预期，考虑到经济逐步向好的预期，那么在经历了“PE 泡”膨胀、破灭后，在股指回落到 2700 点以下时，我们认为尽管下跌途中不言底，但是当下保留部分仓位，逢低吸纳些具有业绩驱动的优质个股，应该会比较理性的策略。因为，我们目前经历的是经济复苏初期“PE 泡”、而非经济繁荣阶段的“PB 泡”，对应的股市应该是中级调整，而不是所谓的大“C 浪”。

2、业绩驱动：结构性压力中关注业绩稳定性板块

截至 2009 年 8 月 29 日，1543 家已经公布业绩的上市公司中期业绩同比增速下降 14%，相比 2009 年第一季度的同比下降 26%的降幅有所收缩，同时，2009 年二季度环比增速在 35%。但是，我们看到，中期业绩中银行也同比持平、微幅下滑 3%；石油石化业绩大增，同比增长 34%；如果剔除石油石化以及银行后的 2008 年盈利板块个股的 2009 年中期业绩同比则下降了 38%，这表明，上市公司中大部分公司的业绩恢复是相对缓慢的。A 股利润贡献集中度较高，大多数行业业绩恢复

相对较慢。

如果与工业企业的业绩数据相对照，我们发现 7 月工业企业利润累计增速为-17%、前 6 个月的累计利润增速为-21%，微观实体总体的业绩回归速度并不快。

表 4：结构性估值压力依然存在

板块名称	净利润 %2009 中期	市盈率 (上年年 报)	市盈率 (中报× 2)	市净率 (中报)	成份 股个 数	流通市 值亿元	总市值亿 元_证监 会算法
石化双雄	34.69	24.97	21.45	3.07	2	2136	30865
银行股	-3.13	14.4	12.07	2.45	14	17613	31706
08 年亏损股	243.83	-13.55	176.44	4.59	245	6936	11512
08 年盈利股_ 不含银行石化	-38.01	34.13	40.04	3.56	1312	72792	123404
全部 A 股	-14.17	29.27	24.53	3.23	1615	100034	200779

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 5：工业企业营收规模在恢复

	工业企业:主 营业务收入: 累计同比	工业企业:利 润总额:累计 同比	工业企业:产成 品资金占用:累 计同比
2009-2-28	-3.12	-37.27	11.7
2009-3-31	-0.7	-32.2	10.4
2009-4-30	-0.8	-27.9	7.5
2009-5-31	-0.81	-22.85	4.24
2009-6-30	0.4	-21.2	2.8
2009-7-31	0.9	-17.3	0.4

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 6：部分行业上市工业业绩恢复迅速

	净利润 2009 中期(亿元)	净利润 2009 一季(亿元)	净利润 2009 二季(亿元)	季度环比%
总计	4709.97	2004.91	2705.06	34.92%
金融服务	2517.16	1193.36	1323.80	10.93%
采掘	806.39	345.11	461.29	33.66%
化工	412.91	137.26	275.65	100.83%
房地产	137.60	38.46	99.14	157.74%
建筑建材	124.39	43.77	80.63	84.22%
机械设备	127.04	46.89	80.16	70.96%
交运设备	90.22	32.24	57.98	79.82%
交通运输	79.41	22.50	56.91	152.96%
公用事业	79.48	26.66	52.83	98.17%
医药生物	82.03	39.68	42.35	6.72%
食品饮料	85.99	47.04	38.94	-17.22%
家用电器	44.04	12.48	31.56	152.91%
商业贸易	58.35	28.22	30.14	6.81%
信息服务	50.52	23.98	26.54	10.66%
有色金属	10.09	(10.42)	20.51	-296.83%

信息设备	25.39	5.58	19.81	254.80%
纺织服装	30.02	14.65	15.37	4.95%
轻工制造	13.66	2.56	11.10	333.85%
农林牧渔	10.59	3.33	7.26	117.98%
综合	6.56	0.43	6.13	1330.18%
餐饮旅游	6.17	1.83	4.34	136.27%
电子元器件	(14.71)	(9.04)	(5.67)	-37.35%
黑色金属	(73.34)	(41.66)	(31.68)	-23.94%

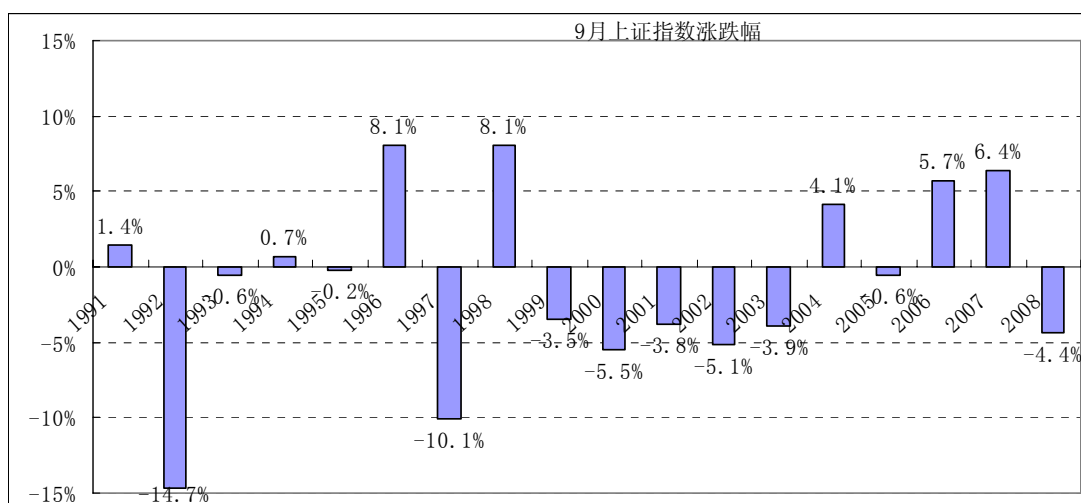
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

3、事件驱动：国庆效应并不明显

9 月迎接国庆，市场多有国庆效应的预期，按照经验，国庆效应多属于事件性驱动，带来的是结构性的机会，而非全局性的机会。这一点可以从 1991-2008 年 9 月上证指数的涨跌幅经验中得到明证。9 月行情，指数并未有显著性的回升，比如 1999 年 50 大庆时，上证指数 9 月还有 3.5% 的调整。因此，我们提示投资者在看待未来国庆效应时，更多的应该关注流动性、业绩层面的因素，而从事件驱动的角度看，国庆效应更多的停留在军工、旅游、商贸等脉冲性行情。

相反，在 A 股暴跌之际，我们更需关注境外股市尤其是港股的波动，港股当前市盈率已经在 20 倍左右，也面临着 PE 泡的风险，因此，关注港股对于防范 A+H 股的波动，在当下时点上更具有警示性作用。

图 5：实证经验表明，月度层面的国庆效应并不明显



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 7：境内外市场估值对比

	最新价	最近 1 月涨跌幅%	市盈率	市净率
道琼斯工业	9544	4.06	13.71	2.62
标普 500	1029	4.20	18.98	2.11
纳指	2029	2.54	33.54	2.43
法国 CAC40 指数	3693	7.79	14.58	1.34
印度 SENSEX	15922	1.61	19.17	3.47
中国 H 股	11434	-5.69	19.33	2.24
香港恒生	20099	-2.31	21.54	1.92

深圳成指	11450	-16.24	43.02	4.27
沪深 300	3047	-18.42	31.01	3.14
上证指数	2861	-16.16	30.87	3.12

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

4、板块机会

未来市场将在震荡探底中完成合理估值区间的回归，在此过程中，投资者适合保持一定的仓位，该仓位适合于采用逢低吸纳的策略。根据 2009 年上市公司中期业绩以及 2009 年基金中期行业配置的特征，我们认为，对于金融、钢铁等超跌品种可以采用逢低吸纳的策略。同时，继续关注大消费类品种：医药、食品饮料、零售百货，该类个股具有业绩稳定、估值合理的特征，是积极防御策略下比较合适的板块，也是机构投资者未来可能增加配置乃至超配的板块。

表 8：2009 年基金中期行业配置情况表

代码	行业名称	占净值比 (%)	占股票投资市值比 (%)	股票市场标准行业配置比例 (%)	相对标准行业配置比例 (%)
I	金融、保险业	19.01	28.10	21.02	7.09
J	房地产业	6.72	9.93	6.04	3.89
H	批发和零售贸易	3.46	5.12	4.07	1.05
B	采掘业	6.18	9.14	8.46	0.68
C0	食品、饮料	3.30	4.87	4.80	0.07
L	传播与文化产业	0.27	0.40	0.41	-0.01
C2	木材、家具	0.02	0.03	0.11	-0.08
E	建筑业	1.22	1.80	1.91	-0.11
C99	其他制造业	0.27	0.40	0.61	-0.21
C3	造纸、印刷	0.36	0.53	0.78	-0.26
K	社会服务业	1.14	1.68	1.95	-0.27
C8	医药、生物制品	2.47	3.65	4.07	-0.42
A	农、林、牧、渔业	0.17	0.25	1.14	-0.89
C7	机械、设备、仪表	6.25	9.23	10.25	-1.02
C1	纺织、服装、皮毛	0.36	0.53	1.66	-1.14
C6	金属、非金属	5.15	7.61	8.76	-1.15
C5	电子	0.32	0.47	1.68	-1.21
M	综合类	1.20	1.77	3.05	-1.28
C4	石油、化学、塑胶、塑料	2.04	3.02	4.86	-1.84
G	信息技术业	2.04	3.02	5.03	-2.02
F	交通运输、仓储业	1.77	2.62	4.72	-2.10
D	电力、煤气及水的生产和供应业	1.35	1.99	4.55	-2.55
C	制造业	20.53	30.34	37.66	-7.32

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开数据，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归东北证券股份有限公司所有。

评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、弱于大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的涨幅超越综合指数;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的涨幅与综合指数基本持平;

弱于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的涨幅落后于综合指数;;

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股价的涨幅超过综合指数 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股价的涨幅超过综合指数 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股价的涨幅超过综合指数 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股价的涨幅低于综合指数 5%以上;