

估值中枢将下降 布局内需与成长

—2008年度A股市场投资策略报告

◎东方证券研究所

一、中国2008年经济“软着陆”

1、外国环境:美国房地产市场的大幅调整正在进行中,经济增速明显放缓,对其它经济体而言,美国的消费和进口下降更值得关注,而美国经济放缓将影响欧盟、亚洲等经济体的增长。

2、对中国的影响:2008年出口增速将继续回落,外需对中国经济增长的贡献将消失。而同时,2008年投资仍可能继续保持高速增长。

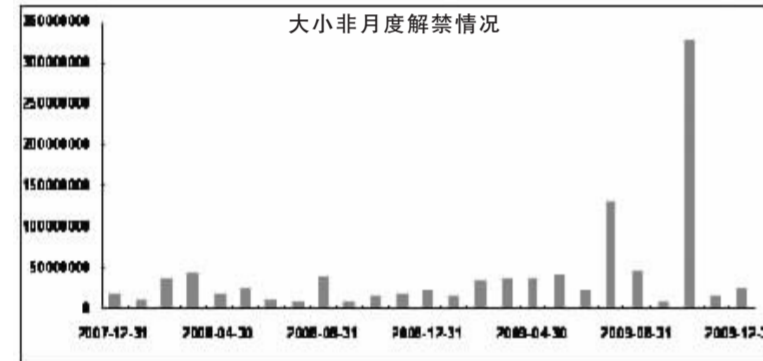
3、对2008年主要经济指标的预测:2008年外需贡献消失,拉动中国经济增长的三驾马车;出口增速下降,投资增速保持平稳,消费有望稳步上升。2008年中国经济仍能保持10%以上的高增长,实现“软着陆”。

指标	预测值
GDP增速(%)	11.3
固定资产投资增速(%)	22.1
消费品零售总额增速(%)	17.3
出口增速(%)	12.2
进口增速(%)	15.1
外汇储备(亿美元)	2666
CPI(%)	4.8

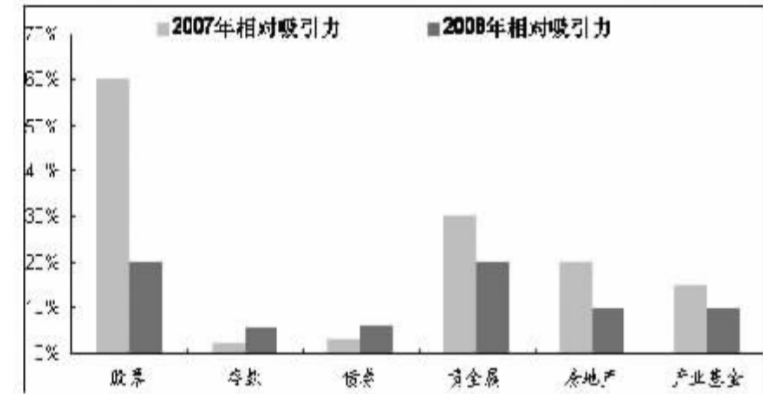
二、市场流动性面临收缩

中国2008年贸易顺差缩小以及紧缩性货币政策将导致流动性收缩,我们预计2008年CPI同比增长将达到4.5%-5%,PPI达到3.5%-4%,通胀水平维持高位。

蓝筹扩容速度降低,但非流通股减持加速,市场压力增大。从“大小非”的解禁规模来看,两类限售股约2.7万亿市值可直接在市场抛售。



中国A股市场自身对于流动性的吸引力大大下降;股票类资产2008年预期收益率将大幅下降,而风险则大大上升,对宏观流动性的吸引力将明显下降。



三、A股:降低预期的一年

1、A股市场盈利增速将放缓;我们预计上市公司的盈利增速将放

缓至30%,2008年市场面对更多的是低于预期局面,而各家研究机构也将逐步调低对上市公司2008年的盈利预测。我们的研究预测显示,上市公司业绩在经历2007年盈利高点之后,由于国际国内经济增长速度下降、生产成本逐步抬升等原因,多数公司的盈利来自2007年起将出现向下拐点。

2、2008年盈利行业分布情况:从各行业盈利增速来看,主要增长动力来自内需的非贸易部门盈利增长较快,超出市场平均水平,2008年增速达40%以上,主要是农业、食品饮料、餐饮旅游、轻工制造、建筑建材、房地产;而上游行业2008年受到国际因素影响,盈利增速将大大下降,低于市场平均水平,包括石油、煤炭、化工、钢铁、有色金属;占总市值33%的金融行业盈利增速与市场保持同步下滑,2008年增速为36%左右,如果2008年证券市场表现一般,我们认为该数据仍有下调可能(见表1)。

3、2008年A股市场:随着2008年市场估值中枢的下降,各个行业的估值水平将出现同方向变化。根据我们对宏观经济2008年的走势判断,我们认为短期经济周期向下概率大大增加,这使得周期性行业的估值水平下降速度要超过市场平均水平。

a. 从2007年10月份开始,国际经济环境恶化,我国出口增速下降,国内未来防止经济增长由偏快转向过快、实行越来越紧的紧缩性政策、控制信贷固定资产投资,周期性行业面临周期下降阶段,我们认

为未来半年要大幅降低这些行业的配置权重。 b. 大幅提高煤电油运行业配置权重,当经济周期向上时,周期性行业的β值是最高的。

c. 2004年的经验:当周期性行业周期向下时,PE下降的比市场平均水平要更快,如化工、煤炭、钢铁、

建材、有色金属、房地产行业。

d. 2004年的经验:当经济增速下滑时期,非周期性行业PE下降的比市场平均水平明显要慢。

4、市场情绪:基本面情绪在2008年一季度后逐步回升。根据我们的基本面情绪指标模型测算,2007年4月5月已到达历史峰值区,预计将持续回落至2008年一季度。从历史经验来看,市场此时出现回暖可能性较大。

5、市场点位:我们预计上证指数将呈倒V型走势,全年主要在4500-6500点区间波动。当市场情绪乐观时上证指数可能涨到7800点,7、8月将是全年表现最好的月份。

四、内需与成长——2008年A股主题

A股市场长期前景依旧光明,但明年确实面临诸多不确定因素:宏观调控加强,盈利增速下降,流动性收紧等。在此困惑和抉择之际,我们建议机构投资者:

·以长期确定性来平衡短期的不确定性;

·在长期牛市不变背景下,坚持行业和板块轮动策略;

·2008年我们看好内需和成长投资主题。

1. 行业景气驱动机会会有:

a. 内需驱动的非周期性公司:周期及非周期两大类资产约覆盖近85%总市值,对市场具有极强影响力。市场总是在周期和非周期两类资产之间轮动,周期性资产的市场表现往往和经济运行周期、政府宏观调控高度相关。2004年、2006年的两次宏观调控都带来周期性资产相对回报率的大幅下降。

2007年1月份,当经济周期向上时,周期性行业的β值是最高的,周期性资产的市场表现在10月份达到顶点,两类资产的收益率差也创下历史新高,超过400%。在2008年国际国内经济增速放缓前提下,我们预计2008年由于强劲的内需将使非周期性资产有不错的相对收益率。

b. 确定预期下的高成长性公司。 c. 通货膨胀受益性公司。 d. 有定价权的资源性公司。

我们看好内需类行业,建议超配连锁商业、食品饮料、医药、旅游、航空、高速、地产(内需类主要指那些主营业务和客户都在国内、外销业务贡献率较低,盈利对利率、汇率、宏观调控都不甚敏感的行业和公司)。

由于国际主要经济体经济增速下行,中国出口行业将受到影响,建议低配出口导向和周期性行业。

银行受2007年多次加息影响,息差进一步扩大,2008年的利润将确定增长,但要考虑2008年非对称加息带来的市场情绪波动(见表2)。

2.PEG投资策略在熊市和牛市中都有出色表现:从2002年至今,股市经历了从熊市到牛市的转变,但PEG策略的业绩表现都明显优于整体市场。其中,2005-2006年

度优于市场100%,2006-2007年度优于市场310%。PEG前100家与2003-2007年的市场最高涨幅前100个股高度重合,依次为45家、31家、51家、41家和43家,平均重合率为42%。PEG前100只股票市场表现良好,涨幅接近最高涨幅水平。

净利润高速增长是PEG投资策略的核心,相比于低市盈率水平,净利润的高速增长更能显著降低PEG水平。利润高速增长直接降低PEG,利润增长增加每股收益,从而降低PE。PEG投资策略:相对较低估值水平下的业绩高速增长。

3、事件驱动型机会会有:本币升值收益类公司,商业地产更容易得到关注;股指期货受益概念股,如参股期货公司股票;上半年奥运概念股;央企重组、股权激励和地方国资重组是持续的主题;地方国资中我们更关注上海、天津的动态。

板块名称	11.20总市值(亿元)	总市值占比(%)	流通A股市值(亿元)	流通市值占比(%)	2007年增长率(%)	2008年增长率(%)	2009年增长率(%)
农林牧渔	1991	0.5	1037	1.3	151.8	45.9	33.6
石油及煤炭	89631	23.3	3920	5.0	17.2	15.3	9.4
化工	29110	7.6	5981	7.6	38.5	28.7	14.5
钢铁	12938	3.4	4341	5.5	38.2	27.7	16.9
有色金属	14573	3.8	4117	5.2	32.0	26.4	16.6
建筑建材	4908	1.3	2006	2.5	79.5	60.4	25.6
机械设备	8349	2.2	3569	4.5	65.8	38.7	33.5
交通运输	8286	2.2	3092	3.9	158.5	36.8	25.4
信息设备	2346	0.6	1243	1.6	120.3	40.2	34.0
食品饮料	6809	1.8	2931	3.7	41.8	43.9	30.7
轻工制造	2019	0.5	988	1.2	66.2	49.2	31.6
医药生物	5337	1.4	2911	3.7	92.7	36.6	27.1
房地产	12489	3.2	6427	8.1	88.0	68.0	59.6
金融服务	132258	34.3	15266	19.3	83.3	36.0	28.0
商业贸易	5240	1.4	3263	4.1	56.7	33.1	29.4
餐饮旅游	1605	0.4	660	0.8	44.8	47.6	33.1
合计	385277	100.0	79127	100.0	54.4	30.1	22.3

	总市值权重(%)	2007PE	2008年增长率(%)	2008年配置
农林牧渔	0.5	50.82	42.8	超配
石油石化	5.6	31.02	26.9	超配
机械设备	2.3	41.12	41.2	超配
交通运输	2.2	38.27	35.5	——
航空航天设备	0.2	61.49	46.3	超配
船舶制造	0.5	51.74	53.4	超配
家用电器	0.6	37.3	46.1	超配
食品饮料	1.8	68.46	42.1	超配
医药生物	1.5	50.64	44.6	超配
公用事业	3.1	36	20.1	——
电力	2.8	33.81	20.6	标配
环保	0.0	49.88	9.7	超配
交通运输	6.0	42.03	25.6	——
公路运输	0.2	29.95	47.0	超配
航空运输	1.5	77.77	76.9	超配
铁路运输	1.0	46.57	26.0	超配
房地产	3.2	53.46	75.1	标配
金融服务	34.9	36.71	41.8	——
信托	0.1	542.35	346.2	超配
银行	26.0	35.45	43.6	标配
证券	8.8	42	36	标配
商业贸易	1.4	47.73	37.2	超配
餐饮旅游	0.5	70.05	45.6	——
餐饮	0.0	84.76	69.9	超配
景点	0.3	81.82	50.6	标配
酒店	0.1	51.68	19.2	超配
信息服务	1.4	53.16	37.8	——
传媒	0.2	67.69	43.2	超配
通信运营	0.6	47.07	25.8	超配

信息评述

积极稳妥地推进能源价格改革

国务院新闻办26日发表的《中国的能源状况与政策》白皮书提出,我国将积极稳妥地推进能源价格改革,逐步建立能够反映资源稀缺程度、市场供求关系和环境成本的价格形成机制。

天相投顾:

能源价格的改革是政府理顺价格关系、优化资源配置、保证经济发展能源供给的举措,未来节能减排调控将加强。白皮书中提到重点加强钢铁、有色金属、煤炭、电力、石油石化、化工、建材等高耗能行业节能降耗;重点研究开发工业、交通运输、建筑等领域的节能技术与设备;对煤炭行业特别提到,通过企业兼并和重组形成若干产能亿吨级的大型企业集团,因此,相关行业受惠于政府节能减排技术创新的企业,投资机会值得关注。

国内能源价格改革预期对于相关资源能源价格有推动作用,而国际上能源价格尤其是石油价格高位运行,对于国内上游资源能源价格也有传导作用,因此未来生产资料价格在其影响下上涨压力较大。其对下游传导要具体看企业消化成本和定价能力,但是对于推动CPI上涨的潜在压力仍然不容忽视。

行业评析

明年研究推进房地产税制改革

国家税务总局局长肖捷在全国税务工作会议上表示,明年将研究推进以房地产税制为重点的财税改革。

齐鲁证券:

近年来,国内房地产市场持续火爆,已然成为管理层调控的重中之重。近期以来各项针对房地产市场的调控手段相继出台,一定程度上说已经对房地产市场产生了相当的调控效应。作为影响国计民生的支柱性产业,其行业本身所面临的调控压力依然严峻。我们认为,房地产税制改革的进一步深入,物业税方案探讨或许已经排上管理层日程,一系列房地产税收开征政策的出台肯定会一定程度上抑制炒房的投机风气。经过近期的持续调整,不排除地产板块反弹行情的出现,但其长期风险的逐步聚集值得关注。

明年起上调部分钢铁产品出口关税

根据国务院通知,从2008年1月1日起,上调部分钢铁产品出口关税税率。

东方证券:

(1)此次调整方案与市场此前的预期基本一致。从目前钢铁产品出口比重分析,此次出口关税上调幅度远小于前次的调整,影响相对有限,且此次涉及关税上调的产品只占出口总量的28%。

(2)从短期看,此次上调出口关税的影响有限。在目前时点,国内钢铁供需平衡主要受制于原材料供给的约束,而钢材价格主要受高成本的支撑和推动,加征关税不会对国内供需和钢价产生实质明显影响,钢价的小幅波动更多来自于心理预期层面压力。

(3)从中长期分析,多次税率调整的累加效应将更为明显,钢材出口继续呈现下降趋势。目前在国内钢价大幅上涨后,考虑关税因素,国内国际钢材有效价差已经大幅缩窄,加之海运费的大幅上涨,国内钢材出口动力已大幅衰竭。

(4)高成本小钢厂产能的存在为大钢厂的盈利能力提供了较高的安全边际,在2008年二季度新合约价格执行前,其盈利将伴随钢价上涨进入一段“黄金时期”。

(5)依然结构性看好钢铁公司在2008年的表现,对行业维持中性评级,建议选择具备成本禀赋的钢铁公司,即能够低于行业平均成本获得矿石来源。我们推荐的公司包括:武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份和唐钢股份。

人大常委会审议“医改”报告

26日卫生部长陈竺受国务院委托,在全国人大常委会第31次会议上做《国务院关于城乡医疗卫生体制改革和加强食品安全监督情况的报告》,向人大常委会报告了城乡医疗卫生体制改革的情况。

兴业证券:

我们相信此次陈竺部长代表国务院汇报的“医改”报告是对“医改”方案的最终定性,“医改”的基本思路和总体框架将以此为准。后面具体方案将会自明年年初陆续推出,试点工作也将随之展开。

我们认为“医改”的影响是全行业的,但医药商业、生物制药、创新型化学药、中药及OTC、普药子行业将从“医改”中获得最先、最大的收益。我们2008年重点推荐的医药公司有广州药业、海正药业、国药股份、恒瑞医药、科华生物、华兰生物、金宇集团、千金药业。

食用农产品价格指数续创历史新高

中国商务部市场运行司周三发布的监测数据显示,上周全国食用农产品价格指数为119.52点,较前一周上涨0.3%,续创历史新高。

国泰君安:

我们相信2008年的通胀将继续维持高位,而农林牧渔板块会是通胀最大的受益者。但因为上市公司的农林牧渔板块中种植、养殖类企业较少,大部分企业为加工、销售类,因此大部分上市企业受益较小。而化肥农药行业作为农业的上游,有较广阔的提价空间(也有一定政策风险,但在农产品涨价、农民增收环境下风险并不是太大),且现在化肥农药产品价格确实在上升,化肥农药行业可能孕育更多的投资机会。随着通胀和农产品价格的持续上涨,这两个行业的利润将继续增长,我们认为这两个行业将是2008年需核心配置的行业。

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:11月26日-12月26日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	12.26收盘价	目标涨幅(%)	报告EPS预期		股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	12.26收盘价	目标涨幅(%)	报告EPS预期	
								2007E	2008E									2007E	2008E
200024	招商局B	群益证券	强力买入	11-28	66.00	28.35	132.80	1.30	2.33	600595	中孚实业	西南证券	增持	12-13	44.00	29.45	49.41	1.10	1.44
200024	招商局B	中银国际	优于大市	12-5	62.00	28.35	118.70	1.37	2.40	000501	鄂武商A	长江证券	推荐	12-23	28.00	18.89	48.23	0.27	0.70
000616	亿城股份	光大证券	买入	11-29	38.00	17.60	115.91	0.86	1.71	600138	中青旅	安信证券	买入	12-11	47.15	32.09	46.93	0.53	0.79
000002	万科A	光大证券	买入	12-4	54.00	27.74	94.67	0.74	1.55	000024	招商地产	国金证券	买入	12-13	80.20	54.60	46.89	1.14	2.40
600067	冠城大通	兴业证券	强烈推荐	12-9	35.30	18.80	87.77	0.49	1.29	002133	广宇集团	光大证券	买入	11-30	34.72	23.66	46.75	0.60	1.24
000002	万科A	兴业证券	强烈推荐	12-4	50.80	27.74	83.13	0.71	1.27	600019	宝钢股份	安信证券	买入	12-11	25.00	17.40	43.68	0.85	1.00
600533	栖霞建设	光大证券	买入	12-6	39.15	21.53	81.84	0.91	1.45	600031	三一重工	中银国际	优于大市	12-24	79.80	55.57	43.60	1.71	2.27
600415	小商品城	国泰君安	增持	12-12	150.00	86.59	73.23	2.95	3.90	600660	福耀玻璃	国泰君安	增持	12-24	48.00	33.67	42.56	0.93	1.35
600030	中信证券	宏源证券	增持	12-11	150.00	88.19	70.09	3.19	4.40	600804	鹏博士	招商证券	强烈推荐	12-15	43.00	30.28	42.01	0.33	0.86
600418	江淮汽车	平安证券	强烈推荐	11-30	15.00	8.97	67.22	0.34	0.51	600267	海正药业	兴业证券	推荐	12-23	24.20	17.06	41.85	0.29	0.50
000024	招商地产	中银国际	优于大市	12-5	88.00	54.60	61.17	1.29	2.25	600770	综艺股份	天相投顾	买入	12-5	40.00	28.44	40.65	0.21	0.72
600362	江西铜业	中投证券	强烈推荐	12-10	82.50	51.35	60.66	1.65	2.35	000157	中联重科	中银国际	优于大市	12-24	76.35	55.43	37.74	1.49	2.18
601628	中国人寿	光大证券	增持	11-29	92.00	57.53	59.92	1.00	1.94	600815	厦工股份	上海证券	超强大市	12-19	18.88	13.71	37.71	0.38	0.59
000069	华侨城A	中银国际	优于大市	11-29	73.00	45.77	59.49	0.61	1.01	600694	大商股份	联合证券	增持	12-3	68.00	49.39	37.68	1.18	1.60
600383	金地集团	群益证券	强力买入	12-3	58.00	37.89	53.08	0.98	1.66	601628	中国人寿	兴业证券	强烈推荐	12-19	78.50	57.53	36.45	1.40	1.64
600436	片仔癀	国都证券	强烈推荐	12-8	57.50	37.67	52.64	0.67	0.94	002122	天马股份	中信建投	买入	12-12	200.00	147.90	35.23	1.91	3.13
000024	招商地产	群益证券	强力买入	11-28	82.00	54.60	50.18	1.30	2.33	600029	南方航空	光大证券	买入	12-12	35.74	26.69	33.91	0.	