

经济乍暖还寒 股市面临中级调整

——2009年沪深A股市场中期投资策略

◎海通证券研究所

一、未来我国宏观经济增速存在二次回落风险

1、市场对宏观经济触底因素已充分反映

伴随宏观经济基本面有所转暖,流动性大量释放,政策超预期,而市场对“矛盾数据”亦往好的方向解读,使得A股市场估值水平获得了快速修复。从绝对估值角度看,以2009年6月10日收盘价计,沪深300指数最新TTM剔除亏损公司与包含亏损公司的PE值分别达21.8倍与26.0倍,剔除金融公司与两家石油开采公司后的沪深300指数最新TTM剔除亏损公司与包含亏损公司的PE值分别达27.6倍与43.9倍;不包含金融公司与两家石油开采公司的其余A股最新TTM剔除亏损公司与包含亏损公司的PE值分别达30.8倍与54.7倍。我们认为这个估值水平已经较充分地反映了宏观经济基本面的触底因素。

然而仅凭几个月的局部数据好转就简单推论我国宏观经济已全面复苏可能过于乐观,至少在很大程度上值得怀疑。

2、美国“过度消费”模式将逆转,中国出口触底容易回升

美国此轮宏观经济衰退并不是传统周期意义的调整,而是资产负债表的大调整。全球主要投资性资产价格暴跌后,居民忙于储蓄以“去债务化”,银行忙于修复资产负债表“去杠杆”,资金供需双方合力造成信贷萎缩。过去多年经济由“资产价格上涨——财富增加——消费增加”的“经济循环”可能再也难以维系,资产价格支撑消费、过度负债维持过度消费的模式将可能难以维系。美国“过度消费”模式逆转,中国“过度依赖出口”的增长模式也将被动改变。中国出口触底容易复苏。

3、2010年我国存在重蹈1999年出现二次回落的较大风险

与1998年我国宏观经济调整期间相比,尽管我国本轮正经历的经济调整,政府的逆周期宏观调控能力已积累了一定经验,且本轮经济调整期间政府所采取的经济刺激计划明显更趋多样化,但不可否认的是,现阶段我国宏观经济所面临的外部与内部经济环境较上一轮经济调整明显更加恶劣。一方面,本轮全球金融危机的严重程度明显超过了1997年2月份起所经历的东南亚金融危机;另一方面,我国正遭遇的本轮产能过剩危机(第二轮产能过剩)程度并不亚于1998年前后时间段我国曾遭遇的第一轮产能过剩危机。事实上,作为可能带动未来我国宏观经济增速持续反弹的“最值得期待的救命稻草”——固定资产投资增速目前的高增长态势能否持续同样值得怀疑。

综合而言,我们认为,我国本轮宏观经济调整已不仅仅是个传统意义的经济周期问题。美国“过度消费”模式的变化将使中国“过度依赖出口”的模式被动改变从而令出口承压;长期积累的经济增长结构矛盾(产能过剩)将在未来压制民间资本投资意愿;当经济周期问题和经济结构问题叠加时,意味着本轮经济调整不会是传统的“触底——复苏”经济周期模式。因此,一旦我国出口形势不能在2010年出现大幅改善,且我国社会消费品零售总额未能实现超预期增长,则2010年我国宏观经济增速就存在重蹈1999年出现二次回落的较大风险。

二、业绩难以成为股指继续上涨的新动力

1、市场盈利预测一致预期持续下调

统计数据表明,自2008年第四季度以来,市场盈利预测一致预期持续下调(附图一)。截至6月9日,市场对沪深300指数成份公司2009年总营业收入与总净利润的预测一致预期分别为88053.3亿元与8866.4亿元,与沪深300指数成份公司2008年度实现营业收入与净利润同比增幅分别约为-2.1%与10.3%。其中,截至6月9日,海通证券研究所对243家有完整盈利预测的重点公司预测的2009年总营业收入(未包括中国石化与中国石油)、2009年总归属母公司股东的净利润同比增幅分别约为12.2%与13.7%。

2、自上而下中性预期下预计2009年业绩增速约为2.6%

从自上而下角度,我们认为,在2009年我国GDP增速明显低于2008年增速水平情形下,营业收入增速继续显著下滑,甚至可能出现负增长,将成为影响2009年A股业绩增长最主要的负面因素。此外,三项费用占比面临上升压力,也将可能成为影响2009年A股业绩增长的负面因素;而营业成本因素与资产价格波动因素等皆有望在2009年获得不同程度改善,并可能成为影响2009年A股业绩增长的正向因素。

综合各种因素,海通策略研究团队自上而下对A股2009年净利润同比增幅估算区间为(-3.6%,7.8%),在悲观预期情形下,预计A股2009年净利润同比增幅为-3.6%;在中性预期情形下,预计A股2009年净利润同比增幅为2.6%;在乐观预期情形下,预计A股2009年净利润同比增幅为7.8%。

图一、市场对2009年沪深300公司净利润与收入同比增幅变化趋势(%)



三、供求状况难以乐观,本轮流动性最充裕的时光可能已经过去

1、下半年解禁量占全年八成比重,可流通比例超过70%

统计数据表明,A股市场下半年解禁股总量5864.55亿股,计3.44万亿元,占全年解禁量及市值的比例分别为83.17%和74.04%。与此同时,A股可流通比例增长速度一改上半年缓慢增加状态,下半年A股可流通比例快速增加。到2009年底,A股可流通股比例将会达到74.04%,超过70%的A股进入可流通状态,从根本上改变了多数股票不流通的局面,终于初步实现了具有历史意义的跨越。

2、主动IPO重启可能对市场造成不小的阶段性冲击

首先,历史上每次IPO重启后股市多数都是出现下挫,并因此而再停再启。我们认为,本轮新股是金融危机的严重程度明显超过了1997年2月份起所经历的东南亚金融危机;另一方面,我国正遭遇的本轮产能过剩危机(第二轮产能过剩)程度并不亚于1998年前后时间段我国曾遭遇的第一轮产能过剩危机。事实上,作为可能带动未来我国宏观经济增速持续反弹的“最值得期待的救命稻草”——固定资产投资增速目前的高增长态势能否持续同样值得怀疑。

历史上长时间暂停后正式启动IPO,初期IPO往往带有试探性,数量较少。但当新股发行密集度恢复正常后,股指在初期往往会表现出明显下跌,无一例外。其次,下半年A股市场的供求状态与1996年和2006年两次成功重启时最大的不同之处是供求关系的不同,一个是相对稳定,一个是动态增加。

3、基金规模已处稳定增长状态且未来新增幅度可能有限

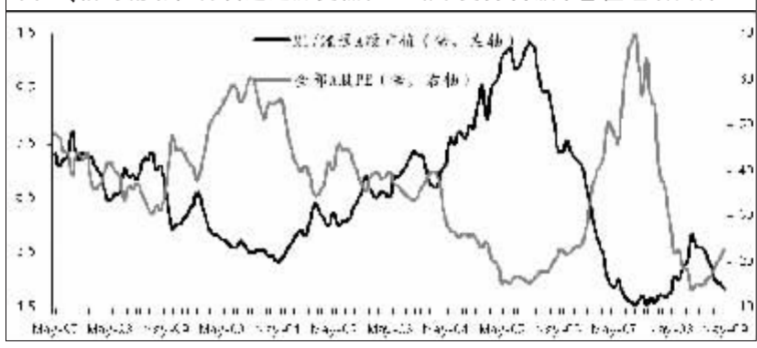
下半年基金发行持续快速增长会受到某种程度的制约,这可以从两方面来看,一是基金规模与A股市场规模的比较,二是基金规模与储蓄余额的比较。当前基金市值占流通股的比例以及基金总规模与居民储蓄余额的比例都不是太低,虽然较历史高点有所下降,但还是在并不低的位置上,下半年进一步大幅上升的可能性不大。

基金是目前A股市场上最大的机构投资者,其增减仓位对股市运行或多或少会产生影响。我们

股市值之比自今年2月份以来已经开始掉头下行,意味着在现阶段A股流通市值的膨胀速度远快于M1增速情形下,未来A股市场相对流动性并不乐观。

我们认为,今年第三季度货币供应量M1与M2增速进入下行周期的可能性非常大,且A股市场相对流动性正逐渐趋于紧张,因此,预计流动性难以支持A股绝对估值水平在今年下半年继续回升(附图二)。

图二、相对流动性再次逼近历史低位区域不支持A股PE继续回升



四、下半年市场将进入中级调整

1、全球股市进入熊市后大多经历较大反复

综合海外诸多熊市案例可见,大熊市的修复绝非短期内可以完成,常有反复,往往需要经过多次的底部确认。扩张性的货币政策有助于股市止跌并恢复金融市场信心和秩序,但货币政策无法根治实体经济的缺陷,从而无法根治熊市。不仅如此,货币政策的副作用往往还会促成熊市反弹的终结和二次探底。若过于依赖货币扩张甚至不排除新的反弹回落,则后市可能受政府扶持、或政府可能加大震荡型的市场运行轨迹,导致金融市场的波动性。

根据海外市场经验,大熊市中,大多数情况下股指运行至前期高点50%-60%区域附近往往会面临二次回落。正常情况下,二次探底的底部要高于前期底部,之后展现底部和顶部不断抬升的震荡上行轨迹,这是比较健康的走出熊市的运行模式。

2、下半年起可能重演1998年6月至1999年5月期间走势

A股市场在1997年上半年前后时间段出现显著下跌部分消化了宏观经济增速下滑预期与东南亚金融危机等重要不利影响因素之后,1997年9月底至1998年5月底连续8个月持续反弹,期间上证综合指数最高反弹幅度约40%。

此后尽管1998年8月份我国政府宣布实施系列以扩张性财政政策为主的经济刺激计划,且1998年第三季度、第四季度与1999年第一

季度GDP增速连续回升,但自1998年6月份初至1999年5月中旬,在共近12个月的时间里,A股市场再度出现了一轮显著的中级调整行情,期间上证综合指数累计最深回调幅度接近30%。

就今年下半年A股运行趋势看,由于市场对我国今年第二季度、第三季度、第四季度GDP增速可能分别达7%、8%、9%的经济反弹预期已进行了较长时间的消化,因此,

在业绩增速预期难以成为市场新的上涨动力,以及流动性面临构筑由上向下拐点,并难以支持A股PE继续回升情形下,一旦市场对2010年我国宏观经济增速可能二次探底预期形成共识,则A股市场展开中级调整行情的趋势将难以避免,从而重演1998年6月至1999年5月期间走势。

五、经济寻底价阶段重点关注三类行业,以及两类主题投资品种

在对宏观经济将继续寻底判断下,我们建议行业配置采取偏防御性策略。自上而下我们看好以下三类行业的潜在投资机会:一是具备典型防御性特征的必需消费品及相关行业对对应存在的潜在估值溢价投资机会,如医药生物行业、啤酒行业、白色家电行业与零售行业,以及具备一定防御性特征、毛利率相对稳定的公路管理行业与机场管理行业;二是中长期有望受益于政府可能较长时间持续实施扩张性财政政策的基建及相关行业,如水泥行业、建筑机械行业、建筑施工行业等;三是相对看好因美元汇率贬值预期与潜在结构性通胀压力给石油开采行业、有色金属行业与农业板块可能带来的波动性机会。

自下而上,建议重点关注软件开发行业、电力设备行业与铁路设备行业等可能受政府扶持、或政府可能加大采购力度带来的潜在投资机会。并建议重点关注新能源主题与区域性主题(重点包括泛浦东板块、滨海新区板块、成渝板块与海南板块)。

信息评述

国家统计局称中国经济已经见底

联合证券: 国家统计局官方网站23日刊发郭国欣对当前几个宏观经济问题的初步分析一文,称此轮经济运行的底部应该在去年四季度,中国经济已经见底。今年二季度GDP预计接近百分之八,下阶段经济可望企稳向好。

我们认为,第一,某种程度上以官方的形式确认了当前的经济形势,经济已经见底,未来趋势向好,其中首次披露了国家统计局对GDP环比估算数据;第二,从统计部门的角度确认了当前经济运行的主要问题是外需下滑较快,产能过剩和通胀预期抬头;第三,从官方性质的表态和最近高层调研来看,预计未来政策面主要是落实前期政策,辅之以实施结构性微调,力度更大的刺激政策基本不可能。年底前投资和信贷方面的政策动向特别需要关注。

工信部对工业形势的判断是“形势趋好,基础不牢”,这样的判断与统计部门对总体经济形势的分析基本一致。我们预期,在生产方面,重工业依然有较快回升,轻工业增速相对平稳,在盈利方面,上游行业将好于下游行业。

未来数月我国将吸引更多资金流入

中金公司: 中国人民银行日前公布的最新数据显示,我国5月份金融机构新增外汇存款2425.65亿元,这是今年以来该数据首次突破2000亿元人民币。前四个月的月均均为1400亿元左右。

自去年下半年以来,资金流入我国速度放缓,甚至出现流出迹象,但以上数据表明最近国际资本流入我国势头恢复。本轮金融危机使发达国家经济遭受沉重打击,中国等新兴市场由于出口贸易等内在经济联系未能与发达国家脱钩,但其后对危机出台的强力财政刺激、政府对银行影响力较大带来的信贷扩张,都使得新兴市场的恢复速度远较发达国家来得快。中国、印度一季度GDP分别增长6.1%和5.8%,远高于同期美国的-2.6%,日本的-9.7%和德国的-6.7%。世界银行也在本周刚刚将今年中国经济增速预期由6.5%上调至7.2%,并将全球经济预期由-1.7%下调至-2.9%(其中OECD国家由-3.0%下调至-4.2%),显示两者的增速差进一步扩大。再加上近期全球风险偏好的上升(近期反映投资者风险意识的Ted-spread已下降至2007年初水平),未来几个月更多资金将涌入以中国为代表的新兴市场。

发电量情况将很可能持续转好

天相投顾: 根据国家电力调度通信中心的统计,6月中旬全国日均发电量同比上升3.8%。

自从2月上旬至3月上旬连续四旬出现恢复性增长后,发电量同比数据一直低迷,降幅不断拉大。3.4-5月中旬的发电量增速同比降幅分别为-1.34%、-3.94%和-0.57%,并且在5月下旬发电量降幅又扩大至-5.66%。而6月中旬是继6月上旬降幅缩减至-0.17%之后,是今年3月份中旬以来首次转正,这在一定程度上表明经济有所趋暖,当然这其中也有季节性因素影响。

分地区看,东南沿海地区和西部高耗能地区发电量回升趋势明显,广东、浙江两地增幅分别为12.3%和9.6%,而其余沿海地区均结束了大幅下滑的局面。不过多数高耗能产业集中的地区发电量仍在下滑,这验证了我们前期预计沿海地区发电量率先恢复的判断。由于从6月下旬开始全国开始进入“迎峰度夏”的用电高峰期,在经济逐渐企稳回暖情况下,我们预计发电量情况将很可能持续转好。同时我们认为,发电量转好可能成为电力行业股价表现的触发因素。基于此考虑,我们维持行业“增持”投资评级,请投资者关注深圳能源、上海电力、国电电力、华电国际、大唐发电、华能国际。

寻求破解通胀预期良策:美联储会议前瞻

◎江海证券研究发展部

2009上半年,为了对抗金融危机,刺激经济,世界主要经济体都实施了宽松的货币政策,甚至一些国家在利率等传统货币工具没有施行空间情况下,继续诉诸于非常规的量化宽松政策。在英国先行试探之后,3月18日美国宣布购买最多3000亿美元的2至10年期的美国国债和7500亿美元的MBS债券,以及1000亿美元的机构债。在超宽松货币政策推动下,美国等国家或地区的货币供应开始增加。然而美国通货紧缩情况并没有因超宽松的货币政策而有所改观,CPI同比数据仍不乐观。

虽然各国超宽松的货币政策环境并没有给经济带来实质的通货膨胀,甚至CPI仍在商品价格同比大跌带动下呈下跌趋势,但超宽松货币政策所引发的投资者很强的通胀预期。在这种预期下,投资者对商品等实物资产的追逐使这些资产价格开始爆发,由此进一步引发市场对成本推动性通胀的担忧,从而形成一个恶性循环。追根溯源,投资者预期产生的根源在于货币政策的超宽松。在大宗商品纷纷上扬背景下,货币政策受到了更多的市场考量。调整货币政策,改善对于货币政策和流动性前景的预期将成为打破这一循环的有力工具。

北京时间周四凌晨,美联储将公布利率决议。在利率决议中美联储可能会讨论当前的经济状况,并对市场关心的是否会在年内加息,是否会减小购买国债等债券力度,是否推出量化宽松政策退出策略等问题作出回应。

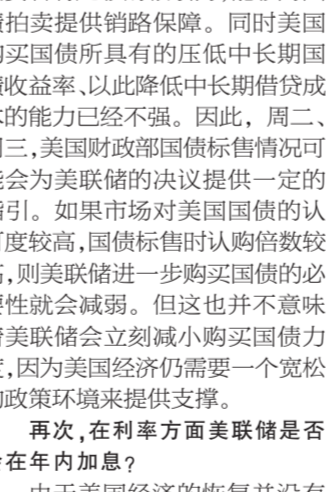
投资者有足够的吸引力,能够为国债拍卖提供销路保障。同时美国购买国债所具有的压低中长期国债收益率,以此降低中长期借贷成本的能力已经不强。因此,周二、周三,美国财政部国债标售情况可能会为美联储的决议提供一定的指引。如果市场对美国国债的认可度较高,国债标售时认购倍数较高,则美联储进一步购买国债的必要性就会减弱。但这也并不意味着美联储会立刻减小购买国债力度,因为美国经济仍需要一个宽松的政策环境来提供支撑。

再次,在利率方面美联储是否会在年内加息? 由于美国经济的恢复并没有

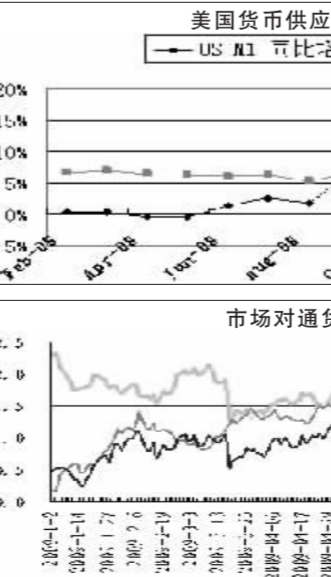
得到实质性的确认,即使是经济已经企稳,年内就开始加息也会使经济陷入新的低谷。因此我们并不认为美联储会在年内加息,除非有一种情况出现。这就是大宗商品在新兴市场国家需求推动下继续高歌猛进,比如原油突破100美元,这将极大刺激投资者的通胀预期,也将推动下游产品价格回升最终导致CPI、PPI等通胀指标反弹,形成实质性通胀。在这种情况下,美联储出于对通胀及由此而引发的美元地位等问题担忧的担忧而加息。但目前看来,美国经济立即,或在今年三季度就进入通胀环境的可能性较小。

(执笔:陈炳辉)

美国货币供应量同比增长加快



市场对通货膨胀的预期



经过工程调整,工程机械行业及企业的短期调整机会来自于需求超预期。后期有继续下滑,但基建投资依然是行业上扬的潜力最为稳定的需求,而房地产行业的新开工面积的上升则有望带来行业及企业需求的超预期。

伴随着从销售数据来看,汽车行业基本5月份依然保持着较高的景气度,虽然消息称6月第一股价也将随周销售数据回落,但由于6-8月本身就是销售淡季,并且从月度销售规律看也是逐周递增的,因此6月份汽车市场依然乐观。

招商证券 / 柳工 / 三一重工 / 中性

招商证券 / 鞍钢股份 / 本钢板材 / 推荐

恒泰证券 / 一汽富维 / 优于大市

强势个股机构最新评级(6月24日)

个股代码	个股名称	评级机构	最新评级	09EPS预测	机构估值	最新收盘	目标空间
002179	中航光电	东方证券	买入	0.63	20.20	16.93	19.31
002187	广百股份	天相投顾	增持	1.02	28.26	26.81	5.41
002201	九鼎新材	中信建投	增持	2.24	15.00	11.24	33.45
002215	诺普信	中投证券	增持	0.74	24.00	16.67	43.97
002233	塔牌集团	东方证券	增持	0.65	17.00	14.83	14.63
002244	滨江集团	广发证券	增持	0.57	16.53	14.49	14.08
002262	新华药业	中投证券	增持	0.50	21.00	12.77	64.45
600007	中国国贸	海通证券	买入	0.31	15.00	11.95	25.52
600038	哈飞股份	广发证券	增持	0.33	18.00	16.26	10.70
600048	保利地产	中投证券	增持	1.04	30.00	25.58	17.28

热门板块机构调研深度透析(6月24日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
工程机械	经过工程调整,工程机械行业及企业的短期调整机会来自于需求超预期。后期有继续下滑,但基建投资依然是行业上扬的潜力最为稳定的需求,而房地产行业的新开工面积的上升则有望带来行业及企业需求的超预期。		招商证券 / 中性	柳工 / 三一重工
钢铁	市场火爆推涨,而受国内外钢厂纷纷上调钢铁热板材出厂价影响,板材价格补涨,昨日行涨加速;受钢材价格上涨影响,业表现继续原材料价格也有所上涨,下游超跌大市。需求旺盛,钢材价格仍看涨。		招商证券 / 推荐	鞍钢股份 / 本钢板材
汽车	伴随着从销售数据来看,汽车行业基本5月份依然保持着较高的景气度,虽然消息称6月第一股价也将随周销售数据回落,但由于6-8月本身就是销售淡季,并且从月度销售规律看也是逐周递增的,因此6月份汽车市场依然乐观。		恒泰证券 / 优于大市	一汽富维 / 上海汽车

数据由“证券通(http://www.cnsec.com)”提供。