

经济复苏可期 延续震荡上升格局

——2009年下半年沪深A股市场投资策略及二十大金股推荐

- 宏观经济触底回升、流动性持续扩张、投资者信心恢复、估值处于合理区间,共同支撑下半年A股市场震荡走高;中期风险来自2010年经济可能二次探底,股指提前反应。短期风险来自技术调整压力,3000点附近有可成为重要阻力位。
- 投资策略:风格转向大盘股;超配处于估值洼地的金融、交通运输、建筑建材和采掘业;关注通胀、低碳经济与世博主题的阶段性机会。
- 十大价值股:中国平安、中信证券、招商银行、万科、金融街、现代投资、华新水泥、中国神华、泸州老窖、双鹤药业;十大主题股:冠农股份、国电南瑞、荣信股份、思源电气、金风科技、东方电气、中国宝安、锦江股份、百联股份、豫园商城。

◎湘财证券研究所

一、震荡向上格局难改

股市的驱动力有二:盈利提升和估值倍数提升。前者取决于宏观经济,后者取决于资金供求和投资者信心。宏观经济触底回升、流动性持续扩张、投资者信心恢复、估值处于合理区间,共同支撑下半年A股市场继续震荡走高格局。

1、宏观经济触底回升

2009年一季度GDP增速为6.1%,降至有史以来的最低水平。随着先行指标PMI连续三个月回升至荣衰线50以上,固定资产投资增速和贷款增速进一步攀升,预计二季度起GDP增速将逐季回升,至2010年一季度达到10%左右。由于上市公司净利润增速与GDP增速步调基本一致,可以预期,随着宏观经济改善,上市公司的盈利状况也将有明显改善。

2、流动性持续扩张

2008年四季度央行货币政策转向宽松,货币供应增速大幅回升,M2增速创出1996年以来新高,M1增速回升超过10个百分点。从流动性周期分析,我们认为本轮扩张周期的持续时间约18个月,M1增速将达到25%附近,当前处于扩张初期。1996-2008年,中国货币供应M1呈现四个明显的扩张周期。我们认为,由于2005年人民币汇改后大量热钱涌入国内,押注人民币升值,使得央行货币供应被动扩张。而从未来看,人民币对美元虽有升值潜力,但空间并不大,不太可能重现2005-2007年的局面,因此本轮扩张期与2005-2007年相仿的可能性较小。按前三个扩张期推算,本轮扩张期的持续时间在18个月左右。

A股市场周期与流动性周期呈现显著的正相关,二者趋势基本吻合,表明由流动性变化引发的估值变动是股市波动的决定性因素,流动性扩张对股市形成支撑。

3、投资者信心恢复

1) 居民投资意愿上升

A股市场上,大部分股票持有者还是个人投资者。居民直接入市或通过购买基金、投资连结保险、集合理财产品、信托产品间接入市,储蓄搬家是牛市中资金推动的引擎。2007年个人投资者持有A股流通市值占比是51.29%,基金只占25.68%。考虑到个人投资者持有基金份额超过80%,实际上个人投资者直接或间接持有的流通市值在70%以上。

居民证券投资意愿与股市财富效应紧密相关。随着A股市场反复走高,居民投资意愿逐步上升,更多储蓄资金流入股市,增量资金入市与股市上涨形成正反馈。新增A股开户数回升、基金销售回暖印证了这一点。

央行城镇储户问卷调查结果显示,居民投资意愿自2008年四季度起连续三个季度回升。2009年二季度央行将股票基金投资与其它投资合并统计投资意愿,该数据为37.9,较一季度上升5个百分点。我们据此估算二季度证券投资意愿为18.8,与2006年底的18.5相近,仅次于泡沫高涨的2007年3月-2008年3月。

2) 分析师信心回升

代表分析师信心的指标——上市公司盈利一致预期趋于稳定。前5个月分析师对沪深300成份股2009、2010年盈利一致预期不断下调,平均每个月下调4%,但5月中旬以后盈利预期基本持平。我们认为这是一个积极信号,表明卖方分析师信心提升,并有可能通过卖方分析师的推介提振投资者信心。

4、整理估值合理期泡沫显现

1) 整体估值合理 多种估值方法表明,A股市场整体估值处于合理区域。A股盈利收益率(PE)与10年期国债收益率差值自2008年11月大幅收窄,6

月12日差值为0.83,但仍高于2005年以来的均值0.69(见图一);全部A股市盈率、市净率较2005年以来均值低8%-15%,沪深300市盈率、市净率较2005年以来均值低16%-17%。相对而言,沪深300估值偏低;AH溢价指数反映两地上市的公司其A股相对H股的加权平均溢价幅度。6月12日该指数为124,低于最近一年的均值134。从AH溢价指数看,当前A股市场估值亦处于合理水平。

2) 局部泡沫显现

在23个申万一级行业中,PB高于历史均值10%以上的行业有8个,PE高于历史均值10%以上的行业有7个,两项指标均高出10%的行业有三个,这表明局部泡沫已经显现。

二、主要风险因素

1、中期风险来自经济二次探底 尽管经济复苏可期,但是否V型反转并不确定,2010年出现二次探底的可能性仍然存在,而股市也可能提前反应。

1) 正面因素

政府不遗余力保增长。国务院总理温家宝6月12日到14日在湖南考察时发表讲话,强调:我们要坚定不移的全面实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,贯彻落实应对国际金融危机的一揽子计划,并根据形势变化不断丰富和完善。尽管经济增长的持续性还有待观察,但近期房市、车市复苏透露出内需启动的一丝曙光。如果美欧经济体能在2009年下半年至2010年上半年复苏,2010年中国出口回升将弥补投资回落的缺口,GDP出现弱V型反转。

2) 负面因素

中国经济自2007年四季度进入下行周期,从过去30年历史看,下行周期最短三年(1978-1981),最长六年(1984-1990,1993-1999)。1998-1999年亚洲金融危机时期,中国经济经历二次探底。GDP增速反弹三个季度后连续三个季度回落,于1999年四季度真正触底。本轮次贷危机中美欧经济遭受重创,而中国的出口依存度较高,1998-1999年大幅提升,经济复苏难度远超过亚洲金融危机时期。尤为重要的是,中美模式(CHINAMER-ICA),即中国生产、美国消费的共荣模式破灭。在去杠杆化进程中,美国不可能回到21世纪初期过度信用消费状态,中国产能过剩矛盾凸显,从而抑制私人投资。

通胀隐忧显现。在全球流动性扩张推动下,大宗商品价格大幅反弹,其中原油较去年底的低点上涨一倍有余。如果大宗商品维持当前价格,2009四季度至2010年一季度PPI指数将大幅攀升,全球央行或将被迫收缩流动性以抑制通货膨胀,阻碍实体经济复苏。

2、短期技术调整压力增大

前期高点往往成为股指上涨的重要阻力,如1999年5·19行情高点1756点成为2001-2005熊市多次反弹的强阻力,并引发2005-2007年大牛市的首次调整。上证综指3000点附近也有可能成为本轮反弹行情的重要阻力。1996年以来的9个牛市主升浪升幅为67%至94%,平均升幅75%;6个牛市调整浪调整幅度为12%至32%,平均回调20%。自2008年10月1664点以来,上证综指最

大涨幅达到70%,从统计概率来说,近期回调压力显著增大(见图二)。

三、投资策略

总体而言,下半年A股市场宏观、资金环境仍比较宽松,经济刺激政策仍将不断出台,投资者信心回升,A股市场仍将保持震荡上升格局。建议投资者关注以下投资方向:

1、风格转向大盘股

2005年以来,大盘/小盘风格轮动周期大致在3-7个月。从2008年底以来,小盘指数已经连续7个月跑赢大盘指数,从概率上来说下半年大盘股表现将明显强于小盘股。

2、估值洼地

在流动性充裕背景下,估值洼

地将被逐步填补,可超配金融、交通运输、建筑建材和采掘业。

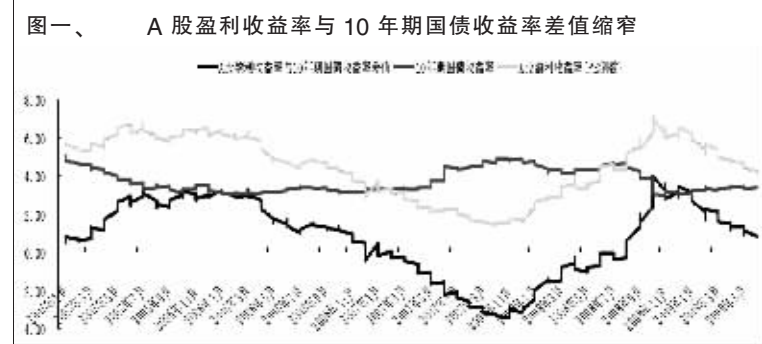
3、主题投资

通胀收益板块:超配受益于资产价格复苏的金融、房地产、采掘行业,有色金属估值偏高不建议超配; 低碳经济:重点关注在新能源、节能减排、智能电网方面已经实现产业化的龙头企业,包括天威保变(太阳能)、金风科技(风能)、东方电气(水电、风能、核能)、中国宝安(新能源电池)、置信电气(节能减排)、荣信股份(节能减排、智能电网)、国电南瑞(智能电网)、思源电气(智能电网);

上海世博概念:遵循奥运板块的炒作逻辑,重点关注旅游、商业的龙头公司,如锦江酒店、百联股份、豫园商城。

4、重点推荐

十大价值股:中国平安、中信证券、招商银行、万科A、金融街、现代投资、华新水泥、中国神华、泸州老窖、双鹤药业; 十大主题股:冠农股份、国电南瑞、荣信股份、思源电气、金风科技、东方电气、中国宝安、锦江股份、百联股份、豫园商城。



主升浪	幅度	调整浪	幅度
312-594	79%	594-702	-16%
702-1208	67%	1208-900	-32%
856-1510	76%	1756-1811	-23%
1047-1738	65%	1757-1541	12%
134-2245	67%	2994-2541	15%
998-1737	76%	4335-3404	21%
1541-2994	94%		
2541-4335	71%		
3404-6121	80%		
平均	75%	平均	20%

追踪上海国资重组路径 自下而上选择公司

◎国金证券研究所

一、上海国资整合风潮再起

在市场处于结构性估值高企状态下,资产重组可能成为关注的方向之一。作为中国经济的排头兵和国有资产运营重镇,上海一直是国资整合的领先者,2008年以来上海国资系统的整合开始加快。一些上市公司经过重组后改头换面,我们可以看到原水股份变为城投控股、华立科技变为开创国际、巴士股份变为华域汽车等,这些都表明上海国资体系的重组正在持续推进。

虽然国资整合、资产重组最终需要在公司层面展开,带有明显的政策方案和实施时间上的不确定性,但如果把它放在地方国资重组背景下看,从相对较长周期角度考虑,则会体现出明显的持续性。因此,我们认为可以从地方国资整合角度,对上海区域主题的投资进一步的加以关注。

二、上海国资重组的机遇

国资重组动力的一大来源是政策推动,上海地方国资委一直在努力推进国资重组,基本的纲领性文件都已具备。从上海国资整合的政策导向上看,证券化是重要的方向之一。在2006年专项规划中就曾提到要将30%的国有资产证券化,而今年4月份又再次提出要证券化比例提高到40%以上。截至2008年末,上海国有资产规模为1.15万亿,如果资产证券化比例从18%提高到40%,就意味着未来将有2500亿规模的资产将进入到上市公司。

同时,除去上海国资本身规划外,上海在区域方面的领先优势也使其更容易获得更高层面管理层的扶持。目前上海已明确了两个“中心”建设以及未来发展成长三角龙头的规划,也需要上海国有资产尽快进行整合,做大做强优势产

业,继而发挥领先带头作用。因此,在经济建设方面已得到中央政策明确扶持情况下,上海地区的国资整合预期也会得到国资委、证监会等多部门的支持和配合。国资重组的另一动力是上海经济目前所遭受的困境,上海经济下跌幅度要大于全国。在这种经济背景下,企业生存压力显而易见。这种背景其实也给地方国资企业的兼并整合带来了可行的外部条件,在操作层面上更易实施。因此,从扭转当前增长困局、淘汰落后国有资产、加快行业整合角度,上海国资整合的迫切性在日益增强。

三、追踪未来可能的整合路径

上海本地上市公司数量较多有近200家,根据统计,国资背景上市公司就有70多家。并且从目前来看,上海国资整合空间仍然很大,这也意味着由上海国资重组所衍生的投资机会将是群体性和多样性的。我们将这些上市公司按照不同的类型进行分类,从不同视角来看待未来可能的整合方向。

1、关注大集团的领先优势

国有资产向战略产业、支柱产业聚集是国资整合的目标,重点集团必然会得到更多政策、资源倾斜,在兼并重组过程中也会趋于主导地位。如果把眼光放得更长远一些,在未来持续的竞争格局中,也会受益于目前的规模优势,确定性更有保障。上海国资委把上汽集团、电气集团、华谊集团、光明集团、百联集团和国际港务集团、锦江集团等大集团的整合一直看作是重中之重。其它较大的集团有申能集团、地产集团、建工集团等,而城投公司、久事公司虽然资产规模较大,但收入和盈利规模太低。我们把上海国资旗下重点集团及其上市公司进行了汇总,其中上汽集团、电气集团、国际港务整

体上市基本完成,未来动作空间较小;锦江集团、百联集团目前产业划分较为清晰,通过其主导上市公司平台实施资产整合是未来的关注方向;而光明集团、华谊集团由于旗下子行业仍然较多,未来还需要进行较大的子行业剥离与整合,然后再进行后续的证券化动作。

2、把握行业发展方向脉络

上海十一五规划提出,加快形成服务经济为主的产业结构,主要发展以金融、物流、文化传媒、旅游、商贸、房地产为主的现代服务业;以汽车、先进设备制造、医药等先进制造业;以及在此基础上推进信息技术在经济领域的广泛应用,加快发展信息产业,促进产业结构优化升级。

因此以上重点提及的行业将是上海经济未来发展的主要方向,那么从国有资产相配套角度来看,这些领域的整合要求就更加强烈,并且在整合之后也能够得到产业扩张所带来的潜在收益。因此从未来主导行业发展脉络出发,我们可以对国资整合潜在的受益者作

出一定的判断。

这些行业分别有一些特征值得关注:金融国资整合较为复杂,目前能见度依然不高;地产和物流相关国资基本具有大集团、小企业的特征,资产注入想象空间较大;商业除去百联之外,其它商业公司基本都在区国资旗下,有一定的区位优势;医药基本上通过上实集团来打造未来的产业格局。

四、自上而下找方向,自下而上选公司

我们自上而下分析了上海国资整合的背景和驱动因素,以及从集团和产业两个层面对相关上市公司进行了分类比较。这种简单的自上而下方法便于我们从整体上对上海国资整合有所认识,对大的方向可以有所把握。另一方面,国资整合体现出来的是各个公司不同的整合行为,这就需要自下而上的紧密跟踪和分析。下表是我们选取的整合可能性或者潜在空间较大的上市公司,仅供参考。

(执笔:徐炜、陈东)

出一定的判断。这些行业分别有一些特征值得关注:金融国资整合较为复杂,目前能见度依然不高;地产和物流相关国资基本具有大集团、小企业的特征,资产注入想象空间较大;商业除去百联之外,其它商业公司基本都在区国资旗下,有一定的区位优势;医药基本上通过上实集团来打造未来的产业格局。

四、自上而下找方向,自下而上选公司

我们自上而下分析了上海国资整合的背景和驱动因素,以及从集团和产业两个层面对相关上市公司进行了分类比较。这种简单的自上而下方法便于我们从整体上对上海国资整合有所认识,对大的方向可以有所把握。另一方面,国资整合体现出来的是各个公司不同的整合行为,这就需要自下而上的紧密跟踪和分析。下表是我们选取的整合可能性或者潜在空间较大的上市公司,仅供参考。

(执笔:徐炜、陈东)

上市公司	股票代码	所属集团	持股比例(%)
锦江股份	600754	锦江国际(集团)有限公司	50.32
百联股份	600631	百联集团有限公司	44.01
三爱富	600636	上海华谊(集团)公司	31.53
光明乳业	600597	光明食品(集团)有限公司	35.27
浦发银行	600000	上海国际集团有限公司	23.57
上实发展	600748	上海上实(集团)有限公司	63.65
中华企业	600675	上海地产(集团)有限公司	36.17
城投控股	600649	上海市城市建设投资开发总公司	55.61
长江投资	600119	长江经济联合发展(集团)股份有限公司	46.11
上海机场	600009	上海机场(集团)有限公司	53.25
交运股份	600676	上海交运(集团)公司	49.18
强生控股	600662	上海强生集团有限公司	32.51
上实医药	600607	上海实业(集团)有限公司	43.62
东方明珠	600832	上海广播电视电影发展有限公司	45.22
上海贝岭	600171	上海华虹(集团)有限公司	27.81

■宏观前瞻

政策力量将驱动我国经济回升

海通证券:

中国经济在2009年第一季度已经触底,从二季度起经济开始回升。驱动中国经济回升的力量主要是政府与政策,后续政府与市场之间的进退时机及尺度对经济回升能否持续顺利展开至关重要。

这次危机的特性及难题注定了金融危机过后的经济复苏将是漫长而又脆弱的,由此,中国的外部需求复苏艰难,这对中国出口的打击是致命的。出口最坏的时候正在过去,但并不意味着出口能迅速复苏,2009年出口对经济增长的拉动能力已经丧失;宽松货币政策下巨量信贷保证了政府投资的高增长,投资高涨带动了工业生产走出谷底,同时系列优惠政策刺激了房地产市场和汽车市场的回暖,中国经济在政策驱动下步入回升,但回升的持续性有赖于市场自发需求的跟进力度。

从历史数据来看,固定资产投资的高增长一直有贷款高增长作为支持。本次中国经济要实现“保八”目标仍依赖于固定资产投资,同时由于中央财政和地方财政均增收困难,固定资产投资更加依赖信贷资金。从而下半年固定资产投资依然高涨,而信贷尽管不会维持一季度的水平,将回落到可持续的宽松状态,但相比往年依然相当宽松。政府主导的信贷与投资驱动经济回升将是今年中国经济的最大特点。

政府发力到一定程度,就会带动市场力量悄然变化。从经济数据看,4月份以来民间投资有启动迹象。消费稳定增长,投资和巨额信贷缓解了通货紧缩压力,并推动了通货膨胀预期的形成。经济要真正复苏需要民间需求全面启动,换言之,经济回升的持续性取决于市场力量。目前最大的问题是产能过剩和信贷结构阻碍了民间投资的持续扩大,如果政府投资力度减弱同时民间投资没有持续扩大,外需也没有明显回暖,则尽管2009年“保八”无忧,但却可能重现类似1998-1999年的W型走势。

宽松的政策不会改变

申银万国:

由于各个国家流动性基础不同和货币政策传导机制不同,使得中国保增长政策能够最先见效。这体现在:较高的储蓄率;高效的货币政策传导机制;地方政府既有的投资冲动。正是在这样的背景下,我国今年的经济增长将呈现政府投资和房地产双轮驱动特征,全年增长率将达到8.3%左右。明年经济增长将呈现房地产和出口双轮驱动特征,全年增长率将达到8.5%。

在流动性泛滥和需求回升推动下,物价上升将是大概率事件。但由于物价上升更多反映了需求回升及其预期,而不是来自供给的冲击,因此出现滞胀可能性不大。我们认为更有可能出现的情形是通货紧缩缓和温和的通货膨胀,我们预计2009年CPI和PPI涨幅分别为-1%和-5.5%,2010年CPI和PPI涨幅分别为2%和3%。

下半年贷款增速回落对M1为代表的流动性不利,但流动性情况总体仍将宽松,甚至宽松程度有可能超出预期。一是企业销售收入在需求上升和物价回升推动下迅速增长,推动企业活期存款上升,推动M1回升。二是出于新套利交易的外资大量流入,导致外汇占款增加,从而使得流动性依旧宽松。由于我们预期年底人民币将重启升值通道,外汇占款将重新成为未来两年流动性宽松与否的主要方面。

目前经济复苏更多具有政策复苏特征,因此我们认为在经济全面复苏、物价大幅度上涨之前宽松的政策不会改变。基于我们对经济增长和物价的判断,这次低利率至少会维持两年。

目前的复苏是旧的生产方式的复辟,两年之后必然会遇到两年前同样遇到的资源瓶颈、通货膨胀、环境污染问题。为了尽可能延长增长周期,在增长问题解决之后,国家将把政策重点转向如何提高增长质量——从救急转向养生。我们预计三、农、新能源和节能减排的投入将明显加大;要素和环境保护价格改革的进程将明显加快;国家将出台更多更具特色的政策,加快城市群建设,培养新的增长点。

通胀预期上升年底或将调整政策

中金公司:

国内外通胀力量凸显,通胀预期明显上升;国际通胀力量包括美国的大幅货币扩张、国际大宗商品价格和农产品价格反弹、美国负债率的大幅提高,以及美国人口结构老龄化的即将到来使抑制通胀的“产出缺口”有过之而无不及,而且经济潜在增速结构性放慢局面下,今年的经济刺激力度较大使产出缺口几乎为零,未来将推高物价。且国内猪价目前已跌至成本线以下,导致猪肉供给减少,未来猪价上涨可能卷土重来;国内财政补贴“扛”通胀的能力在本次财政刺激后也有所减弱。目前的通缩力量包括:美国失业率还将进一步上升,美国储蓄率还需上升,但这两者对通胀的抑制作用相对有限。此外,中国国内产能过剩依然较为严重,而过去同样存在产能过剩的2008年中国也出现过明显通缩。

美国通胀到来尚待时日,中国通胀相对较早;实证分析显示,2009年美国仍处于通缩,2010年温和通胀0.5%-1.3%,直至2011年才显著上升至1.1%-3.1%;中国通胀来临则可能早于美国,今年11月CPI由负转正,2010年升至3.5%-5%,显著高于美国同期。我们预计中国短期内仍将保持宽松货币政策,直至年底的中央经济工作会议才有可能初步释放政策调整的信号,而加息最早也要到明年下半年才有可能。

通胀与资产价格:中美两国过去的通胀周期都呈现典型的“股价涨——楼价涨——物价涨”三部曲特征。资产价格上涨往往是通货膨胀的前奏曲,出现在通胀预期提升,但实际物价上涨尚未出现之际。通常资产类别中最灵活易变的价格——股价首先上扬,随后通胀预期促使购房需求提前透支推高房价,之后财富效应和买房后关联支出推动消费导致物价上涨,那时货币当局将开始收紧流动性。政策收紧初期,新兴市场资产价格往往仍有一波“最后的疯狂”,因为加息等措施可能短期内加大国内外利差,货币升值预期吸引更多资金流入。但紧缩性政策进入后半段,累积的压力将促使资产价格下降,因此物价上涨即意味着资产价格膨胀进入尾声。