



搜索



收藏夹

更多精彩内容请见中国证券网股票频道 http://www.cnstock.com/stock/

三季度调整 四季度上看 5000 点

——2007 年下半年投资策略及 30 只金股推荐

○长城证券

一、估值 Vs 成长: A 股价值再审视

1、快速攀升的估值
随着 2006 年初以来 A 股牛市大幕的开启, A 股估值水平快速攀升。截至 6 月 25 日, A 股整体静态 PE 水平已经 2006 年初的 16 倍左右上升至惊人的 47 倍, 距离 1999 年“5·19”行情的 PE 峰值水平 60 倍仅一步之遥。从全球比较角度, 以沪深 300 指数为例, A 股相比全球多数市场的静态估值水平已经溢价 1 倍以上。

A 股似乎的确已经步入了高估值区域。投资者一方面不得不面对以更高的价格买入股票的尴尬, 另一方面不得不时刻审视 A 股市场的价值, 提防资产泡沫的产生。

2、两大动因化解泡沫

A 股市场目前的高估值现状离不开两大动因的存在: 人民币升值背景下流动性过剩, 中国经济持续景气, A 股全流通背景下上市公司业绩的高增长。

从各国本币升值背景下的股票市场估值情况来看, 都经历了估值大幅高于常态的过程。从这一角度看, 在人民币持续升值背景下, A 股高估值的存在有其合理之处, 何况目前 A 股静态 PE 水平并未超越历史峰值。更重要的是, 作为全球成长性最突出的经济体, 中国 GDP 的快速增长以及与之相伴的 A 股上市公司业绩持续高速增长在很大程度上化解了 A 股的静态估值压力。

3、整体泡沫 Vs 局部泡沫

对于部分 A 股群体, 例如 2006 年 PE 高达 120 倍的 ST 股板块以及 2006 年 PE 超过 70 倍的小盘股板块, 泡沫的存在是明显的。尽管部分公司存在种种的重组或资产注入预期, 从而降低其动态 PE 水平, 但这类公司的数量毕竟有限。

对于以沪深 300 为代表的 A 股核心上市公司群体而言, 面对目前 42 倍左右的 2006 年静态 PE, 在 2007 年 41% 的利润增长和 2008 年 26% 的利润增长预期下, 其 2007 年和 2008 年动态 PE 将分别下降至 31 倍和 26 倍的水平, 而 25-30 倍的动态 PE 相比其利润增长前景而言已经具备较大的合理性。这种业绩增长预期下的估值下降效应同样出现在我们跟踪的 900 家左右绩优上市公司中。

从 PEG 角度, 考虑 2008 年 26% 左右的利润增长预期, 绩优 A 股公司 25 倍左右的 1 年期动态 PE (2007PE) 是其合理价值的反映; 如果考虑资产注入、两税合一等因素对 A 股公司潜在的业绩增厚效应并由此产生的整体业绩超预期增长, 以及流动性过剩环境下的理性泡沫溢价, 绩优 A 股公司亦有理由获得 30 倍左右的 1 年期动态 PE。

因此我们认为绩优 A 股群体

目前 31 倍左右的 1 年期动态 PE (2007PE) 仍处于合理价值区间。在这一方面意味着 A 股整体并不存在泡沫, 另一方面则意味着短期内上升空间并不充分。尤其在三季度面临紧缩政策环境下, 市场更是存在震荡和调整的可能。但随着四季度后 2007 年度业绩逐步明朗和新一年度业绩增长逐步在股价中得到体现, 在同样的 1 年期动态 PE 估值标准下, 以绩优公司为代表的 A 股整体应该还存在 25-30% 的上升空间, 对应的上证综指点位在 5000 点以上。

二、不确定性: 来自于紧缩政策预期

1、经济趋热, 政策紧缩信号明显
从 5 月份的宏观经济数据看, 经济运行趋热迹象明显, 其中外贸顺差居高不下导致实体经济领域流动性持续过剩更加突出, CPI 指数连续触线引发资产泡沫和通胀忧虑成为关注的焦点。

事实上 6 月 13 日的国务院常务会议已经指出了当前经济运行中存在的工业增长偏快、外贸顺差过大, 投资增速继续在高位运行, 流动性过剩问题依然突出、价格上涨压力加大、节能减排形势严峻等多方面问题, 亦大体上反映了 5 月份经济运行偏热的现状。会议也针对上述问题提出了下一阶段宏观调控的政策基调: 在贯彻稳健原则前提下实施一定的紧缩货币政策以收缩过剩的流动性; 防止房地产、股市等资产价格泡沫迅速扩大; 改革出口退税及出口征税政策, 鼓励进口; 稳定物价, 合理进行资源价格、公用事业价格等方面的改革, 防止通货膨胀; 坚决对高污染、高耗能、高排放的行业及企业进行治理, 贯彻节能减排政策。政策全面紧缩信号十分明显。

2、关注焦点: 经济波动与流动性收紧

A、实体经济与上市公司业绩

针对居高不下的外贸顺差和实体经济流动性过剩问题愈发突出、出口带动国内某些行业的固定资产投资增长居高不下、“两高一资”行业增长致使节能减排目标难以实现且造成资源价格上涨等问题, 财政部、国家税务总局近日联合发布了《关于调低部分商品出口退税率的通知》, 这一政策对于“两高一资”的冶金、钢铁、水泥、轻工、纺织等行业的利润水平将造成不同程度的影响。而节能减排政策对电力、钢铁、有色、建材、石油加工、化工等行业的影响。此外, 紧缩流动性、控制信贷对房地产、银行等行业的短期影响也不容忽视。

我们相信紧缩政策与宏观调控并不会改变中国经济的长期景气趋势, 但却有可能引发经济运行形势短期的调整。在这种背景下, 下半年乃至明年上市公司短期业绩将会受到多大影响还存在一定的不确定性。

B、流动性的担忧

今年以来, 央行已先后 5 次上调存款准备金率, 2 次加息, 并发行了巨量的央行票据, 虽然起到了一定的缓解作用, 但总体上对于缓解实体经济领域和股市流动性过剩的局面并无大的成效。下半年政府仍将贯彻稳健原则下的“适度从紧”货币政策, 继续加大力度回收流动性, 采取的措施将可能包括继续提高存款准备金率、加息、取消利息税、加大公开市场操作力度、发行特别国债等各种货币政策工具。加上遏制出口、鼓励进口等政策举措的协同效应, 实体经济层面的流动性的确有收紧的可能。

不过, 就股市而言, 最主要的流动性还是来自于储蓄资金的分流。随着股指连续上涨, A 股总市值占储蓄存款的比重已从年初的 40% 左右快速攀升至目前的 100% 以上, 预示储蓄资金分流形成股市流动性的空间已经有所缩小。另一方面, 6 月份以来新增 A 股账户开户数开始显著减少, 也显示储蓄“搬家”的高峰时期似乎已经过去。因此, 股市短期流动性的变化趋势也仍然存在不确定性。

3、下半年 A 股: 再次演绎繁荣与曲折

前述分析表明, 短期内的经济运行趋势、上市公司业绩走势以及流动性变化趋势都可能因下半年的紧缩政策环境而产生一定的不确定性。在 A 股估值整体均衡, 短期上升动力不足情况下, 我们认为对于下半年的市场走势应该持有一分谨慎。总体上, 我们判断三季度基于政策面、资金面的不确定性和短期估值压力, 将主要呈现震荡和调整格局。而四季度则可能成为突破的季节; 随着新一年业绩增长效应的逐步体现, A 股将有望表现 25-30% 左右的上升空间、对应的上证综指点位在 5000 点以上, 2007 年市场将成为“繁荣与曲折并存的一年”。

三、估值压力与紧缩政策背景下的投资策略

在目前的高估值现实和紧缩政策预期下, 投资策略必须考虑两方面因素: 估值安全和确切成长。

1、估值: 还存在洼地吗

绝对估值洼地主要存在于上游行业的钢铁、石油化工、有色金属、煤炭等行业中, 而其中钢铁行业可以说是“最深”的洼地。另外, 最近半年估值溢价幅度呈现下降态势的金融、汽车行业也值得关注。此外, 在中国工业化进程对资源和原材料的长期需求的背景下, 我们判断煤炭、钢铁这类的洼地行业在一定程度上具备景气周期延长和洼地变“浅”的逻辑基础。

另一种意义的估值洼地是相对的估值“洼地”, 即绝对估值虽然高于平均水平, 但其业绩增速预期也明显高于平均水平, 从而表现出洼地特征。以 2007 年 PEG 为例, 全部

900 家左右绩优公司的 PEG 值为 1.3, 而其中金融、房地产、电子器件行业的 PEG 值在 1.0-1.1 左右, 可以认为是相对的估值洼地。

2、长期成长的视角

我们预期下半年的紧缩政策环境并不会改变中国经济的长期景气趋势, 但却有可能引发经济运行形势短期调整。在此背景下, 长期视角更为重要, 寻找能够分享中国经济成长、从而具备较长时期持续增长潜力的“主旋律”行业成为必要的选择。

从长期成长视角, 基于中国工业化阶段的产业经济变迁趋势, 值得看好的行业包括: 消费升级趋势下的地产、高端消费品(食品饮料、医药、高档家电、汽车)、服务业(金融)、工业化进程中受益于长期需求拉动的能源(石油、煤炭)、原材料(钢铁、有色金属)和机械行业。尽管下半年的紧缩政策可能会对上述部分行业带来不同程度的短期冲击(例如出口退税政策调整对钢铁行业的影响, 加息对地产、银行业的影响), 但是相信并不会改变其长期成长趋势, 从长期投资的角度, 仍值得继续关注。

3、短期景气的考虑

随着半年报披露期即将到来, 半年报业绩也是短期关注的焦点之

一, 半年报增长预期较好的行业和公司短期应该给予适当的关注。

在市场整体半年报利润增速预期超过 50% 基础上, 部分行业的业绩将可能有更靓丽的表现。从一季度主要工业行业景气走势分析, 景气值处于高位或是最近一年景气上升势头强劲的钢铁、石油化工、有色金属、非金属材料(建材)、纺织服装、交通运输等行业有望成为“靓丽”行业中的一员, 值得短期关注。

4、行业配置

根据前述分析结论, 在高估值和紧缩政策预期背景下, 我们下半年重点看好的行业集中于具备估值优势、同时长期景气趋势较明朗的煤炭、钢铁、有色金属、石油化工等中上游行业, 以及长期成长性突出、估值相对合理的房地产、金融等下游行业。相比二季度的行业配置, 我们上调了煤炭行业的评级至“推荐”; 考虑到整体估值优势的减弱, 下调了交通运输行业的评级至“谨慎推荐”。

四、长城 30 股票池

根据下半年投资策略、行业配置结论和行业研究员对个股的把握, 我们推出了下半年的长城 30 股票池。

下半年长城 30 股票池							
股票代码	股票简称	行业	07EPS	08EPS	07PE	08PE	投资评级
000002	万科 A	房地产	0.49	0.74	39.3	26.1	推荐
000926	福星科技	房地产	0.68	0.88	20.9	16.1	推荐
600052	*ST 广厦	房地产	0.40	0.87	38.8	17.8	推荐
600067	冠城大通	房地产	0.41	0.78	52.4	27.5	推荐
000006	深振业	房地产	1.19	1.55	22.4	17.2	推荐
600036	招商银行	金融	0.67	0.95	37.3	26.3	推荐
600016	民生银行	金融	0.45	0.55	24.8	20.3	推荐
600123	兰花科创	煤炭	1.71	2.40	17.5	12.5	推荐
000933	神火股份	煤炭	1.41	1.93	19.7	14.4	推荐
600019	宝钢股份	钢铁	1.00	1.20	10.9	9.1	推荐
000825	太钢不锈	钢铁	1.38	1.69	15.4	12.6	推荐
600102	莱钢股份	钢铁	0.91	1.05	18.6	16.1	推荐
000758	中色股份	有色金属	0.76	0.98	36.4	28.2	推荐
600219	南山铝业	有色金属	1.13	1.46	21.4	16.5	推荐
600028	中国石化	石油化工	0.76	1.03	17.7	13.1	推荐
600426	华鲁恒升	石油化工	0.83	1.28	29.1	18.9	推荐
600725	云维股份	石油化工	0.56	1.19	35.2	16.6	推荐
600900	长江电力	电力	0.53	0.62	26.1	22.3	推荐
600519	贵州茅台	食品饮料	2.15	2.98	55.4	40.0	推荐
000858	五粮液	食品饮料	0.46	0.64	66.7	48.0	推荐
600616	第一食品	食品饮料	0.58	0.68	48.8	41.7	推荐
600089	特变电工	机械	0.74	1.01	44.2	32.4	推荐
600104	上海汽车	汽车	0.65	0.78	27.6	23.0	推荐
000651	格力电器	家电	0.98	1.20	34.7	28.4	推荐
600521	华海药业	医药	0.71	0.88	36.3	29.3	推荐
600138	中青旅	旅游	0.52	0.71	52.0	38.1	推荐
000063	中兴通讯	IT	1.56	1.97	35.1	27.8	推荐
600050	中国联通	IT	0.20	0.23	29.0	24.8	推荐
600269	赣粤高速	交通运输	0.87	0.86	14.8	14.9	推荐
601111	中国国航	交通运输	0.39	0.36	24.8	26.9	推荐

券商研究机构对上市公司一致预期大幅调整品种追踪

(统计日: 6 月 12 日-7 月 12 日)

股票代码	股票简称	上榜持续时间	一致预期				2007 年一致预期净利润变动(%)			2008 年一致预期净利润变动(%)		
			2007EPS	2007PE	2008EPS	2008PE	4周变化	12周变化	26周变化	4周变化	12周变化	26周变化
600169	太原重工	9	0.749	26.003	0.671	29.044	56.287	78.496	106.632	3.782	9.245	27.456
600962	国投中鲁	1	0.397	55.226	0.566	38.793	40.018	42.109	45.318	81.582	84.223	94.008
600765	力源液压	1	0.64	55.094	0.87	40.529	35.874	61.798	163.785	17.026	30.38	123.741
600380	健康元	4	0.745	20.997	0.782	20.013	34.902	38.53	79.567	34.848	36.067	72.884
600198	*ST 大唐	3	0.134	144.608	0.192	101.007	34.619	32.209	18.248	8.951	9.782	13.095
600391	成发科技	3	0.529	45.137	0.721	33.155	33.171	43.271	42.55	17.201	19.69	22.982
600518	康美药业	4	0.439	27.709	0.615	19.782	32.971	37.261	41.16	35.812	39.171	42.662
000768	西飞国际	7	0.586	52.649	0.727	42.482	30.603	27.568	10.138	21.017	18.326	-9.1
000677	山东海龙	18	0.454	22.476	0.521	19.57	27.712	41.963	48.604	15.206	27.413	35.442
600195	中牧股份	3	0.581	40.441	0.719	32.663	24.049	26.709	27.878	16.815	17.492	18.913
600710	常林股份	11	0.308	29.513	0.455	19.973	23.595	50.277	58.85	20.696	44.4	51.856
000522	白云山 A	9	0.288	29.196	0.397	21.151	22.593	23.102	28.569	41.999	42.32	36.856
600166	福田汽车	9	0.5	25.76	0.635	20.283	22.577	44.952	95.579	14.168	28.482	71.153
002004	华邦制药	7	0.794	31.553	0.787	31.834	21.339	30.675	43.976	19.719	22.456	25.59
600815	厦工股份	5	0.357	29.652	0.568	18.644	20.304	22.593	25.792	10.59	14.596	18.448
600550	天威保变	3	0.514	50.602	0.897	29.032	19.802	27.039	18.626	37.918	55.034	35.11
600030	中信证券	3	2.526	22.363	3.055	18.486	19.109	31.485	60.194	14.281	25.98	54.814
600087	南京水运	6	0.699	17.592	1.001	12.283	17.606	31.005	46.094	16.33	26.254	48.646
600150	沪东重机	6	2.96	44.966	4.033	33.004	16.881	1.111	4.635	15.864	4.508	12.394
000680	山推股份	11	0.615	26.176	0.788	20.431	16.06	24.077	30.638	14.351	21.994	33.684
600062	双鹤药业	6	0.593	32.882	0.84	23.226	15.701	18.856	18.029	28.968	38.866	40.328

说明: “一致预期大幅调整”是短期内研究机构对上市公司经营的预期进行了大幅调整, 这具有较高的信息含量和再研究价值。同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常调整品种。(数据来源: 上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

■信息评述

央行数据显示 6 月新增贷款 4515 亿元

今年上半年, 金融机构人民币贷款增加 2.54 万亿元, 同比多增 3681 亿元。6 月份人民币各项贷款增加 4515 亿元, 同比多增 566 亿元。其中, 居民户贷款增加 1289 亿元, 同比多增 452 亿元, 非金融性公司及其他部门贷款增加 3225 亿元, 同比多增 114 亿元。

海通证券:

数据表明新增贷款速度明显比较快, 我们认为这与固定资产投资增长加速有关, 下半年宏观调控的压力不小, 加息压力增大。

中金公司:

6 月份流动性依然充裕, 流动性充裕部分缘于央行近期对冲力度有所减弱, 这可能是在目前特别国债发行细节还未最终确定情况下为下半年特别国债发行留下空间。我们重申特别国债对流动性影响有限的观点, 新增外汇储备增长远高于贸易顺差和 FDI 增长, 有可能反映了热钱涌入。

受食品价格推动, 通胀压力近期内仍将持续, 我们维持年内加息 1-2 次的判断。此外, 我们认为取消利息税可能于近期内正式出台。下半年央行将继续使用“窗口指导”等措施控制信贷, 同时汇率方面也会加快升值步伐, 我们维持年终达到 7.35 元人民币兑 1 美元的判断。

东方证券:

我们认为, 首先, 从 M1、M2 的回升来看, 表明企业生产经营活动正进一步趋于活跃。6 月份信贷又回到强劲增长态势, 说明商业银行放贷能力有必要进一步遏制。从央行二季度货币政策例会的说法来看, 未来宏观政策将不单是货币政策调控, 财税政策才将搭配使用, 利息税取消政策有望出台。其次, 很直观地看, 三季度央行将持续使用数量型调控手段, 以控制信贷规模为直接目的, 央行针对商业银行信贷投放的情况可能继续提高法定存款准备金率 1-2 次。第三, 上半年资金流入问题比较严重, 央行需要进一步推进引导资金外流的措施。此外, 本月 CPI 可能突破 4, 我们对物价走势判断是三季度继续小幅走高, 而年末逐月下降。虽然央行不会根据物价走势直接决策加息, 但从整体物价走势来看, 本月是一个较好的加息时点。

联合证券:

6 月份新增贷款加速反弹, 虽然存在着因近期看空中长债而增加贷款配置的影响因素, 但更多的原因还是当前信贷供需双方都存在扩张动力。即需求方对信贷需求仍然强烈, 央行公布的二季度企业贷款景气指数创出历史新高; 供给方因为大规模大比例活期存款可以降低放贷成本, 且实体经济利率上升也降低了眼前放贷风险。因此, 从内在动力来说, 信贷扩张是必然的。但是, 上半年新增贷款已经占据年初央行制定信贷目标的 88%, 下半年央行必然要严控信贷规模。这其中的手段不排除继续推出组合拳: 加息、惩罚性定向票据、再次上调存款准备金率以及加强窗口指导限制贷款规模等。对于债券市场而言, 随着紧缩政策明朗, 信贷规模受到控制, 中长债的阴霾也许会提前散去。

申万万国:

6 月份居民储蓄存款增长回升, 这主要是因为近期股市出现较大波动使得部分股市资金回流。储蓄存款增长回升可能预示着短期内股票市场上涨动力减弱, 市场波动难免。当然单月数据不一定意味着是趋势性改变, 我们应当继续关注后续相关数据。总体来说, 居民收入增长以及通货膨胀趋势将继续推动居民财富资产重组, 居民储蓄分流的趋势难以根本改变。

6 月份信贷增长依然较高, 随着存款持续活化, 银行短存贷趋势将进一步增强。其中, 居民户贷款增加较多主要原因在于, 近两月来购房交易持续上升使得住房贷款上升较快。而 M1 快速增长, 一方面意味着经济交易持续活跃, 投资意愿依然较强。另一方面, 资金持续短期化也意味着后续通货膨胀压力还在上升。我们认为, 短期内取消利息税、加息均有可能。提高存贷款利率与取消利息税的作用不一样, 取消利息税在于纠正税负不合理, 而提高存贷款利率依然在于对过热的经济金融进行调节。从近期公开市场操作回笼资金力度减弱来看, 预计后续央行货币流动性调控的手段将更加多样化。

中国外汇储备再创新高

中国人民银行 11 日傍晚公布数据称, 到今年 6 月末, 国家外汇储备余额为 13326 亿美元, 同比增长 41.6%。

齐鲁证券:

中国外汇储备加速增长的势头依然持续。统计显示, 今年上半年国家外汇储备增加 2663 亿美元, 同比多增 1440 亿美元。如此算来, 今年上半年外汇储备增长量已超 2006 年全年的 2473 亿美元增长数。我们认为今年外汇储备快速增长是近年来增长惯性所致, 加之国家对相关产品进行出口退税调整, 部分企业突击出口。而相对来说 6 月进口增幅趋缓, 与出口增速差距较大, 双重原因造成贸易顺差扩大, 这是外汇储备增长过快的一个重要原因。与此同时伴随不断增长的外汇储备而来的流动性过剩压力也愈发严峻, 这是我们要予以关注的重要问题。

洞庭湖鼠灾对上市公司有何影响

今年 6 月下旬以来, 栖息在洞庭湖区 400 多万亩湖洲中的约 20 亿只东方田鼠, 随着水位上涨部分内迁。

国泰君安:

洞庭湖鼠灾对上市公司有利有弊。鼠灾直接影响的是粮食作物, 洞庭湖地区是我国主要粮食生产地区之一, 如果今年大面积遭受鼠灾, 那么在湖南地区做粮食加工的金健米业将受到损失, 而这对于主要粮食基地在北方的北大荒会是微弱的间接利好(整个湖南省的粮食产量全国第六位, 占比 5.6%, 因此全国粮食的供需情况还是不会受到影响)。此外, 在洞庭湖做淡水养殖的洞庭水产也会受到水位大幅提高的负面影响。