

5000点后防御是首要投资策略

—A股在全球视野下的理性投资

◎宏源证券研究中心

一、日趋成熟的市场环境的繁荣与缺陷

A股市场的全流通、QFII和QDII双向投资渠道的完善、证券化比率的大幅提高、股指期货等一系列衍生产品的指日可待,一个多层次的资本市场的进一步建设和开放表明A股的市场环境已经越来越接近成熟市场,中国正在逐步的走向金融大国。

1、A股市场日趋繁荣

全流通时代的A股市场焕发出前所未有的生机和活力,一系列激动人心的数据不仅使中国社会的各个层面感受到证券市场带给经济和人民财富带来的巨大活力,也向全球投资者展示了中国资本市场的巨大潜力。沪深两市截至8月22日的总市值为25.62万亿元,一举超越香港交所排名世界第三,更是超过2006年20.94万亿元的GDP水平,证券化比率为122.35%,而2006年底这个数字仅为51.30%;按照总市值排列的全球30大上市公司,中国占有六个席位。工商银行市值达到创记录的2760亿美元,一举超越微软成为仅次于埃克森美孚和通用电气的全球第三大上市公司;万科总市值也超过了美国四大住宅开发商市值的总和。

则在指数期货的保证金杠杆作用下风险被10倍甚至更多倍数的放大,风险更容易发生。

A股市场环境与香港、美国等成熟市场越来越接近,这使我们不得不正视上述的不合理现象。根据笔者判断,人民币升值预期导致大量热钱从各种渠道涌入,整个金融体系流动性泛滥。货币市场利率低企,房地产、股票等资产泡沫开始急剧膨胀。证券市场以人民币升值引发的资产重估为主线的牛市是完全正常的,但是指数在短期内涨幅过快必然会引发一系列的泡沫危机。在比较跟A股环境相近的我国台湾和日本市场时,可以管中窥豹。

二、历史上本币升值引发的股市泡沫危机

本币行情有两种模式:一是业绩推动型——上市公司利润增长,股票内在价值提升;二是资金推动型——流动性过剩推动股价扶摇直上,市盈率也水涨船高。由本币升值引发的流动性过剩导致证券市场大幅上涨的情况并不是A股所特有的,上世纪70年代的日本和80年代的我国台湾提供了很好的借鉴。分析日本和台湾地区本币升值与股指走势的对比,我们可以得到如下两条结论:

1、本币升值会带动股指长期走强

日元从1971年到1990年由最初的1美元兑360日元升值到1美元兑120日元,日经指数从最低的2500点上涨至接近40000点,日元升值的20年期间日经指数上涨了16倍;我国台湾从1983年到1990年由1美元兑40台币升值到1美元兑25台币,台币升值期间台湾加权指数上涨了近10倍。无论是日本225指数还是台湾加权指数,在本币升值期间的涨幅都是触目惊心的。

2、深幅回调是疯狂上涨之后的必然趋势

台湾加权指数在上涨期间经历了1987年10月、1988年10月、1989年10月三次大幅度回调。1987年全球股灾重创台股,指数重挫51%;1988年6月,台指突破5000点大关,8月涨至8000点,9月份台湾为抑制股市泡沫出台征收资本利得税政策重创市场,指数至年底累计下跌43%,跌到5000点以下;指数的上涨并没有偃旗息鼓,1989年10月台指突破10000点,受到管理层压力后指数短期调整;1990年1月,股市开始了最后的疯狂,在创出12495点历史新高的同一年10月,股指跌破3000点,台币结束了升值过程,加权指数也完成了最后的疯狂之旅。

利用流动性过剩趋利避害,避免股指非理性快速上涨,必须借助于多层次的资本市场,包括扩容主

板市场、中小板市场、公司债券、金融债和市政债券市场等。只有大力发展资本市场,完善各种金融工具,丰富多样的金融产品,才可能利用并应对流动性过剩问题,让全世界的热钱助推中国经济现代化的完成,而不是束手无策地面对泡沫破灭遭遇热钱的洗劫。

三、估值全球化趋势不可阻挡

QFII和QDII双向投资渠道的实行加强了A股市场和国外成熟市场的联系,A股市场越来越趋于国际成熟市场,人民币升值不能成为股指快速上涨的灵丹妙药,奠定牛市基础的依然是上市公司业绩的提升,是符合全球化的合理估值和投资理念。

1、全球化投资需要全球视野

随着QFII和QDII的进一步开放,A股市场和国际市场的联系更加紧密,国内的机构投资者中更多的见到了QFII的参与,而纳斯达克市场上也会看到更多的国内机构的身影,全球化的投资呼唤全球投资视野,而不是仅仅局限于“坐庄”式的题材炒作行为。

2、市场主体投资机构热迎理性投资

从市场参与主体来看,个人投资者将逐步退出舞台,QFII、基金等机构投资者粉墨登场。QFII作为境外实力雄厚的投资机构者,有着多年成熟的投资经验,QFII的进入使得国内投资者特别是机构投资者开始关注价值投资理念。而近期众多公募基金转投私募也必然会引起私募投资风格的变化,去更多的关注公司基本面,关注合理的估值,逐步退出题材股炒作的老套风格。

从投资价值角度分析,目前A股已经是全球主要市场中估值最高的市场之一。有数据显示,道琼斯指数近12个月的动态估值为16.04,德国DAX30指数为12.43,美国富时100指数更是仅有11.63,上证综指近12个月的动态估值高达48倍,深证成指为56倍,沪深300指数为37倍。市场整体估值远高于欧美等成熟市场,也高于泰国、巴西等新兴市场。在QDII、个人外汇投资证券等投资渠道放宽背景下,估值需要理性回归到正常水平。

四、A-H股的巨大差价必将成为历史

随着A股市场好转,A-H股逐步由最初的折价转换为溢价,特别是近日香港市场受美国次级债影响大幅震荡,而A股市场则比较平稳,联交所新推出的A-H股溢价指数更是创下了183.76的新高(见图1)。部分个股的比价关系脱离的更加严重,例如8月17日大唐发电的H股收盘价为4.78港元,A股收盘价格为23.20元,A-H溢价高达

485.4%,而这一比价在试点个人外汇直接投资港股的三个交易日后迅速回落到357.2%。

H股市场的机构化程度要远高于A股市场,侧重于长线投资的现象。但是基于这种制度缺陷的盲从与浮躁,跨越经济周期和表象的干扰,追求企业更为长远的价值创造,A-H股溢价的一个重要原因是由于投资渠道的限制,两地主流资金无法自由流动实现A-H套利,从而造成A股市场的同股高估值现象。从广船国际A-H股的比价关系看,两者的比价在2001年6月份曾经达到最高的20倍,最重要的原因是当时的A股市场火爆,A股股价严重脱离其基本面。而随着漫长的5年熊市,两者比价逐步缩小。

从目前A-H股溢价指数来看,A-H股的同股不同价现象依然严重,回归理性的比价关系是必然趋势。从长远看,随着两地机构投资者的融合、投资理念的趋同与个人外汇直接投资港股试点后H股走势可以捕捉轮廓,即将推出的QDII业务更会加剧溢价回归的速度。

五、5000点后防御是首要策略

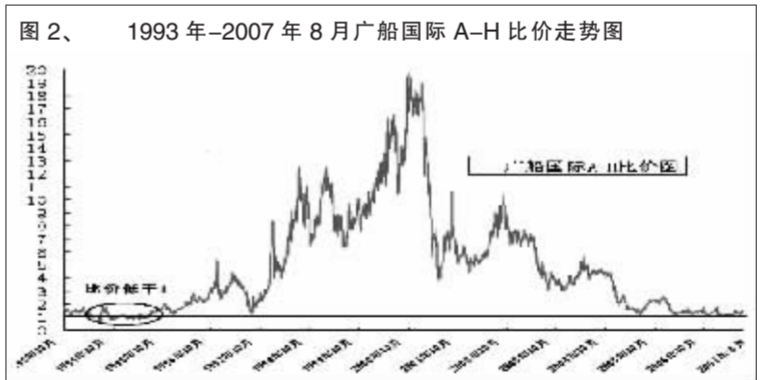
以中国石油为代表的新一批“海归”的IPO即将拉开序幕,“新

海归”一方面会带来重磅扩容压力稀释市场的流动性,另一方面在经历了海外市场成熟投资理念的熏陶之后会给A股蓝筹的高估值带来压力,进而推动整个市场的估值向理性回归。QDII、个人外汇投资证券的进一步开闸会拓展国内资金的投资渠道,加速A-H溢价回归和A股整体高估值的回归。

虽然近期基金发行火爆,但是根据笔者统计,基金开户和股票开户数是指数涨跌变化的滞后变量。随着指数的上涨,推动上涨的资金需求加大。而近期成交活跃,包括印花税和佣金流出加剧,大小非减持造成资金流出加大,大盘蓝筹股的海归带来募集资金的需求压力,市场总体资金净流入量恐难支持指数继续如此大幅度上涨。而年内后续的宏观调控政策,提高利率(2次)和提高存款准备金率(2次)是机构比较普遍的观点,加息会加大市场资金的操作成本,对大多数上市公司的业绩也会造成一定的负面影响。

虽然笔者认为A股牛市行情的总体趋势未变,但是连续加息政策的出台、市场总体估值的高企、蓝筹的结构性高估、指数疯狂上涨之后的技术性回调要求、资金面压力以及周边市场次级债的“蝴蝶效应”构成了A股的内忧外患。笔者认为基于中报业绩超预期的上涨行情应该告一段落,指数短期大幅调整概率远远大于快速上涨概率。三季度市场将在4000-5000点展开箱体震荡,一旦突破5000点或者更高的5200点,那么高估的市场是选择战略性退出的最佳时机,防御是首要的投资策略。

(执笔:王智勇)



券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	8.22 收盘价	目标涨幅%	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
600683	陆家嘴	东方证券	买入	8-15	52	28.62	87.32	0.409	69.976	0.466	62.763	0.395	70.332	0.447	62.098
200581	苏威孚B	中银国际	优于大市	8-17	21.5	11.99	80.98	0.36	33.306	0.86	13.942				
000066	长城电脑	海通证券	买入	8-22	22.2	12.9	75.77	0.34	37.941	0.51	25.294	0.245	51.604	0.495	25.515
600161	天坛生物	招商证券	强烈推荐	8-20	65	40.41	71.60	0.31	130.355	0.43	93.977	0.278	136.364	0.448	84.594
000707	双环科技	光大证券	买入	8-20	15	9.84	53.37	0.23	42.783	0.49	20.082	0.257	38.025	0.497	19.686
600055	万东医疗	中信证券	买入	8-20	25	17.52	52.63	0.27	64.889	0.31	56.516	0.267	61.425	0.328	49.973
000011	深发展A	第一创业	买入	8-16	56	38.59	45.23	1.03	37.466	1.41	27.369	1.078	35.776	1.608	23.974
600589	广东榕泰	海通证券	买入	8-21	21	14.62	44.83	0.47	31.106	0.7	20.886	0.43	33.721	0.58	25
600138	中青旅	安信证券	买入	8-16	42	28.92	44.03	0.48	60.25	0.76	38.053	0.528	55.264	0.742	39.322
600037	歌华有线	安信证券	买入	8-17	45	33.78	42.32	0.39	86.615	0.46	73.435	0.405	78.059	0.526	60.076
000837	东方发展	安信证券	买入	8-16	24.71	17.45	41.61	0.34	51.324	0.52	33.558	0.365	47.783	0.532	32.831
600426	华鲁恒升	安信证券	买入	8-20	40	28.42	41.34	1.01	28.139	1.41	20.156	0.945	29.932	1.287	21.991
000090	深天健	天相投资	买入	8-20	40.12	28.05	40.77	0.77	36.429	1.57	17.866	0.77	37.013	1.57	18.153
000063	中兴通讯	安信证券	买入	8-16	82.92	58.5	40.73	1.34	43.657	1.98	29.545	1.319	44.665	1.889	31.193
600584	长电科技	安信证券	增持	8-18	20	14.5	39.57	0.4	36.25	0.67	21.642	0.367	39.087	0.528	27.126
600054	黄山旅游	安信证券	增持	8-15	38.3	27.07	39.53	0.371	72.965	0.545	49.67	0.353	77.808	0.508	54.082
000528	柳工	中银国际	优于大市	8-22	46.7	35	39.40	1.22	28.689	1.56	22.436	1.144	29.273	1.48	22.64
600685	广船国际	平安证券	强烈推荐	8-21	91	66.25	39.21	1.9	34.868	2.6	25.481	1.79	36.511	2.331	28.047
002137	实益达	国都证券	推荐	8-16	60.2	42.84	38.23	0.53	80.83	0.83	51.614	0.544	80.045	0.795	54.769
600867	通化东宝	招商证券	强烈推荐	8-21	20	15.31	38.22	0.1	153.1	0.18	85.056	0.175	82.547	0.327	44.296
600104	上海汽车	招商证券	强烈推荐	8-21	34.3	24.95	38.08	0.86	29.012	1.03	24.223	0.795	31.237	0.947	26.242
600685	广船国际	中信建投	买入	8-17	90	66.25	37.68	1.843	35.947	2.321	28.544	1.79	36.511	2.331	28.047
002022	科华生物	中信证券	买入	8-16	40	29.47	37.22	0.5	58.94	0.71	41.507	0.505	57.763	0.7	41.622
000061	农产高	联合证券	增持	8-21	30	21.9	36.99	0.43	50.93	0.51	42.941	0.376	58.289	0.529	41.41
002147	方圆支承	安信证券	买入	8-20	75.05	36.95	44.8	1.102	110.21	0.88	60.051	0.439	124.838	0.72	76.093
600584	长电科技	上海证券	跑赢大市	8-20	19.6	14.5	36.78	0.38	38.158	0.49	29.592	0.367	39.087	0.528	27.126
002018	华星化工	中信建投	买入	8-20	25	19.16	36.61	0.43	44.558	0.63	30.413	0.509	35.953	0.67	27.334
000878	云南铜业	光大证券	买入	8-21	80	64.45	36.54	1.66	38.825	1.97	32.716	1.73	33.861	2.458	23.835
600011	华能国际	长城证券	推荐	8-15	18.6	13.55	35.87	0.53	25.566	0.619	21.89	0.529	25.867	0.596	22.979
600535	天士力	招商证券	强烈推荐	8-21	31	23.94	35.85	0.47	50.936	0.7	34.2	0.46	49.632	0.595	38.381
600535	天士力	长江证券	推荐	8-21	31	23.94	35.85	0.5	47.88	0.62	38.613	0.46	49.632	0.595	38.381
002003	伟星股份	中信证券	买入	8-21	40	31.79	35.82	0.85	37.4	1.2	26.492	0.79	37.288	1.108	26.573
000063	中兴通讯	中信证券	买入	8-17	80	58.5	35.78	1.34	43.657	2.16	27.083	1.319	44.665	1.889	31.193
000910	大亚科技	安信证券	买入	8-20	21	15.55	35.48	0.32	37.024	0.7	22.214	0.42	36.905	0.69	22.464
000581	威孚高科	中银国际	优于大市	8-17	26.1	19.53	35.23	0.36	54.25	0.87	22.448	0.352	54.846	0.639	30.193
600978	宜华木业	安信证券	增持	8-21	50	36.76	35.17	0.7	52.514	1.03	35.689	0.689	53.701	1.024	36.123
000522	白云山A	平安证券	强烈推荐	8-17	16	11.95	34.79	0.321	37.227	0.475	25.158	0.292	40.713	0.362	32.77
000528	柳工	中信证券	买入	8-21	45	35	34.33	1.23	28.455	1.56	22.436	1.144	29.273	1.48	22.64
002028	思源电气	中银国际	优于大市	8-15	103.4	79.48	34.01	1.77	44.904	2.44	32.574	1.654	46.647	2.232	34.569
000910	大亚科技	申银万国	增持	8-21	20.7	15.55	33.55	0.42	37.024	0.69	22.536	0.42	36.905	0.69	22.464

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直观地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面反映了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。 2) 以上研究成果只反映卖方机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时请考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要关注点分析研究员的研究水平、注意卖方机构观点出后市场的反应情况等,因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预期水平的指标,将对您的投资提供新的依据。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

■信息评述

财政部发行326多亿国债

财政部周三上午招标发行了2007年记账式(十四期)国债,本期国债为七年期记账式国债,计划发行面值总额280亿元,利息按年支付。

安信证券:

本期国债是交易所固定收益电子平台挂牌上市的第二只做市关键期限国债,其中标利率将为二级市场国债中端利率提供定价基准。同时,由于央行周二晚上突然宣布提高金融机构人民币存贷款基准利率,本期国债的中标利率更是成为市场关注的焦点。从招标结果看,本期国债中标利率3.90%,边际中标利率为3.94%,投标总量740.5亿元,投标倍数2.64倍,创近期新高。同时,本期国债获46.9亿元人民币追加认购,最终发行量326.9亿元。本期国债中标利率并未受到加息的较大影响,符合我们的预期。其主要原因在于市场资金面充裕和商业银行旺盛的债券配置需求。预计本期国债招标结果将稳定二级市场两端收益率水平,进而对债市产生积极的推动作用,有效地缓解加息对债市的负面影响。

7月份北京房屋销售价格指数首破110%

北京市统计局、国家统计局北京调查总队22日联合对外发布消息,今年7月份,北京市房屋销售价格指数首次突破110%,达到110.4%。

齐鲁证券:

商品住宅销售价格增长加快,普通住宅价格拉动作用显著,从各大中城市来看,普通住宅价格指数是拉动房屋销售价格总指数走高的主要因素。今年以来,房价持续攀升势头未减,除供求不平衡这一根本原因之外,投资投机心理也在起着相当作用。我们认为在供需矛盾没有根本解决的时候,房价也不会出现逆转,因此房地产行业公司的持续盈利预期不会发生变化,因而对于证券市场上房地产上市公司的投资价值长期存在。但作为关系国计民生的重要行业,目前态势给与管理层的调控压力也趋于加大,这是投资者近期所要关注的市场风险。

近三年出让土地要逐宗清理

国土资源部透露,监察部、国土资源部、财政部、建设部和审计署近日联合发出通知,要求各地对2005年1月1日至2007年12月31日期间供应的所有建设用地逐宗进行清理。

海通证券:

开展国有土地使用权出让情况专项清理工作,目的在于全面落实中央关于实行最严格的土地管理制度的重大决策,切实加强土地调控,严肃查处并纠正土地出让中的违法违规问题,预防和治理土地出让领域的腐败问题。面对全国范围内的持续走高的房地产价格,中央正在进一步加大土地出让方面的监管。

通胀前景不乐观

受墨西哥湾今年没有受到飓风冲击影响,油价下跌;前7个月汽油出口量增长81.7%,只有89%的石油产量保障国内供应;商务部表示,猪肉批发价连续两周下跌;上海决定从9月1日起调高最低工资标准。

申银万国:

石油价格下跌只是一个短期现象,并没有改变长期上升趋势。考虑到全球经济增长前景比较明朗,需求强劲增长,而供给扩张能力相对有限,未来油价依然会上升。在原油价格上涨大背景下,国内成品油价格迟早会上涨。从汽油出口激增可以看出,由于国内外成品油价格的绝对差额,成品油生产企业已经开始寻求出口以增加企业利润。可以预见,原油价格上涨肯定会向成品油价格上涨传导;关于猪肉批发价连续下跌,考虑到两点:按照以往的经验,这类价格一般都涨易跌难,所以猪肉价格大幅下跌的可能性几乎没有;猪肉价格稳定以后依然保持在高位,从而会逐渐传导到其它商品,所以猪肉批发价小幅下跌并没有太大意义;部分地区上调最低工资标准,我们认为,在“民生”政策的背景之下,日后会有更多的地区加入这一行列。而工资上升是通胀最重要的推动力之一。从这个角度出发,通胀的前景不乐观。

■外行评点

高盛华:看好A股四季度行情

高盛华的中国策略师邓体顺日前表示,由于全球增长前景中中国起着重要作用,长期仍看好中国股票,可能第四季度出现上扬。四季度市场上扬主要的推动力在于三点:一是企业及国家层面稳定的资产负债表。中国上市企业的平均负债率由过去的50%以上稳步下降至了约20%的水平,中国在2007年上半年贸易顺差占GDP的比例接近7%,外汇储备占到了GDP的一半以上,人民币升值压力远远大于贬值压力。

二是强劲的2007年上半年盈利增长。718家A股和131家海外上市的中国企业已公布了2007年上半年业绩,分别约占两类企业市值的33.9%和29.6%。截至8月17日,A股和H股总的盈利增长水平分别为70.8%和49.3%,而A股和H股市场全年的盈利增长预测水平则分别为46%和19%。截至目前,好于预期的中期业绩反映了强劲的宏观和微观环境,并且可能会促使市场上调其盈利预测水平,从而有利于股票价格表现。

三是QDII流动性将流入市场。在过去两周里,许多国内投资者认为相对于A股市场,H股市场提供了很好的价值投资机会,而且在近期H股大幅回调后,其提供的价值会更高。由于A股和H股目前的12个月预期市盈率分别为30.8倍和15.1倍,而那些A/H两地上市企业的H股股价较A股价格的整体折让约为80%,因此将有越来越多的国内流动性投资于H股。