

资金供求或逆转大盘拐点将现

——A股市场四季度投资策略分析

◎海通证券投资策略部

一、影响市场重大因素分析

1、上市公司业绩有望持续超预期增长

2007年半年报显示,A股平均EPS为0.192元,同比增幅为44%。从利润构成看,A股业绩增长基础扎实,未来业绩超预期增长具备持续性。2006年6月份恢复新股发行以来,有近15家金融公司登陆A股市场,这使得A股上市公司主体结构发生重大变化,金融上市公司占据了A股市场越来越重要的地位。

2、非金融公司业绩有望维持超预期增长态势

2007年半年报非金融公司合计实现利润总额2792亿元,同比增长93.1%;合计实现投资收益397.3亿元,同比增长289.9%,占非金融公司利润增加额约22%的比重;114家新股合计实现利润总额404.8亿元,占非金融公司利润增加额约30%的比重;非金融公司扣除投资收益与新利润总额后的利润总额为1989.9亿元,较2006年半年报1344亿元的水平增幅为48%。非金融公司主营业务利润年均增速约为30%。因此,考虑外延式增长、投资收益增加、宏观经济向好、企业税负下调等因素,我们预计非金融公司业绩有望维持超预期增长态势。

3、货币供应量增速可能在第四季度形成拐点

我国狭义货币供应量M1增速变化的周期性非常明显,且基本为四年一个周期。鉴于M1增速自2005年第一季度9.9%见底回升以来,此轮货币供应量增速回升态势持续时间已接近2年时间,因此,我们预计M1增速很可能在2007年第四季度形成拐点,即由此前的持续上升趋势转变为掉头下行态势。数据显示,货币供应量M1增速为我国五大价格指数(CPI、RPI、PPI、房屋销售价格指数、上证综指)走势的先行指标(见图一),因此,我们预计,一旦M1增速如期在今年第四季度形成拐点并掉头下行,则我国五大价格指数包括上证综合指数也可能开始逐渐走弱,A股市场很可能就此展开“挤泡沫”行情。

4、负利率现状或被纠正,并有望给储蓄资金“搬家”热情降温

统计数据显示,我国居民储蓄存款增速与同期银行实际存款利率变化趋势关联度极大。自2007年3月份以来,随着我国通胀压力加大,我国1年期实际存款利率也渐由正数变为负数,国内居民储蓄存款增速也明显呈现加速下行态势,居民储蓄存款从银行加速“搬家”至股票市场态势非常明显,而这正是导致今年前三季度A股不断走高

的重要原因之一。

但是,截至9月19日今年央行已连续5次宣布上调银行利率,如果年内再度加息1次,甚至2次,考虑到2007年全年我国CPI同比增幅约4%,则我国实际利率为负现状将可能被纠正,这无疑会使目前居民储蓄存款资金“搬家”至股票市场的热情“降温,并由此可能打破当前A股市场资金面供过于求的格局,进而使得A股上涨速度过快格局获得改善。

5、股指期货推出后A股市场高估现状或被逐渐缓解

近几个季度以来,与海外股票市场相比,A股市场估值水平之所以明显偏高,与A股市场内在的特殊现状有极大关系。当前A股市场价格发现机制依然是“一条腿走路”,即A股市场暂时仍没有做空机制,因此,在国内流动性过剩背景下,投资者包括机构投资者只能通过“做多”才能实现资本逐利目标。但值得关注的是,进入9月份以来,大盘A股IPO发行明显呈加速态势。我们认为,虽然这是管理层为尽量消化资金流动性过剩的重要举措之一,但也很有可能是为我国即将推出沪深300指数期货做更充分准备。事实上,本月6日证监会主席尚福林就在公开场合表示,股指期货准备基本完成,将适时推出。我们认为,有关股指期货推出的前期准备工作很可能会加速展开,且股指期货推出的具体时间可能很快明朗化。因此,一旦沪深300指数期货正式推出,意味着A股市场价格发现功能基本完善,在通过“做空”也能够获利情况下,预计A股走势距离“挤泡沫”行情也将为期不远。

6、第四季度新增限售股解禁总市值空前增大

今年第四季度A股市场新增限售股解禁总市值将明显增多,统计显示,10月份、11月份与12月份新增限售股解禁总市值分别为3247亿元、844亿元与2071亿元(见图二),合计超过6000亿元,接近今年上半年新增限售股解禁总市值规模。这无疑也会在一定程度上对未来市场资金供求关系产生不可忽视的影响。

7、市场运行特征与存在的突出问题

1、畸高的筹码换手率
统计数据显示,进入2007年以来,A股市场筹码月换手率持续上升,1月至8月A股市场筹码月换手率分别为79.5%、50.7%、81.6%、93.2%、96.7%、96.0%、48.3%与68.2%,远远超过2006年以前A股市场筹码月换手率约30%的水平。与之相对应的是,前8个月A股走势呈加速上扬态势,上证综指收盘上涨幅度分别达4.1%、3.4%、10.5%、20.6%、7.0%、-7.0%、17.0%与16.7%(见图三、四)。

2、绩差股被市场过分追捧
根据WIND资讯统计,截至9月19日,大盘蓝筹股指数收盘累计涨幅为157%,同期小盘股指数收盘累计上涨了129%。此外,同期绩优股指数与微利股指数收盘累计涨幅分别约为212%与176%。微利股指数涨幅远远高于其余三个风格指数,表明绩差股在今年前9个月行情中被投资者过分追捧,这

是导致A股市场静态平均PE明显偏高的主要原因所在,也是当前A股市场潜在的高危品种。

三、市场估值水平

一方面,从各行业对A股市场净利润贡献度(净利润贡献度=行业净利润总额/A股净利润总额)与行业股票市值占比(股票市值占比=行业股票总市值/A股市场总市值)角度看,A股市场前十大权重板块中,金融板块、化工板块、钢铁板块等三个板块的净利润贡献度明显超过其股票市值占比,其2007年半年报净利润贡献度分别为41.2%、13.4%与9.2%,而其最新的股票市值占比则分别为33.5%、9.1%与5.2%;在剩余的12个股票总市值相对较小的行业中,仅有造纸行业净利润贡献度高于股票市值占比。该行业2007年半年报净利润贡献度约为0.65%,而其最新的股票市值占比为0.59%。这意味着金融板块、化工板块、钢铁板块与造纸板块目前具备较显著的相对估值优势。

另一方面,从PE与PB估值角度看,以2007年半年报业绩计算,截至9月19日收盘,A股市场最新动态PE值约为40.9倍,平均PB值为6.6倍。其中,金融板块、化工板块、钢铁板块与造纸板块的最新动态PE/PB分别为(34.5倍;6.0倍)、(28.4倍;5.8倍)、(24.3倍;4.6倍)、(32.7倍;4.5倍),明显低于A股市场平均估值水平。而其它19个重点板块估值水平则普遍不同程度高于A股市场的平均估值水平,这也一定程度上显示金融板块、化工板块、钢铁板块与造纸板块目前具备较高的相对安全边际。

四、A股市场运行趋势

我们认同目前A股估值偏高

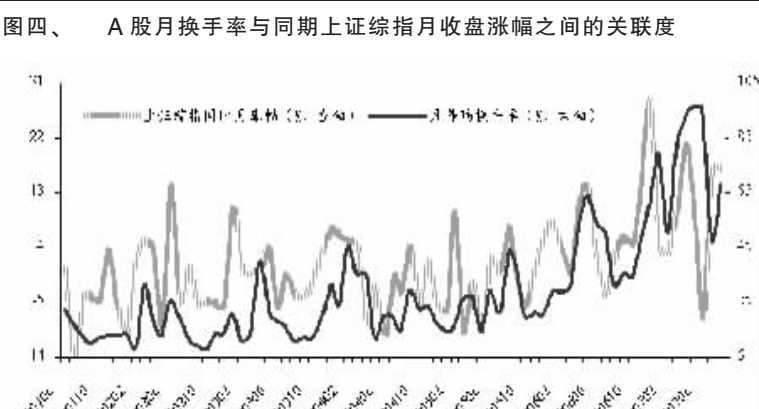
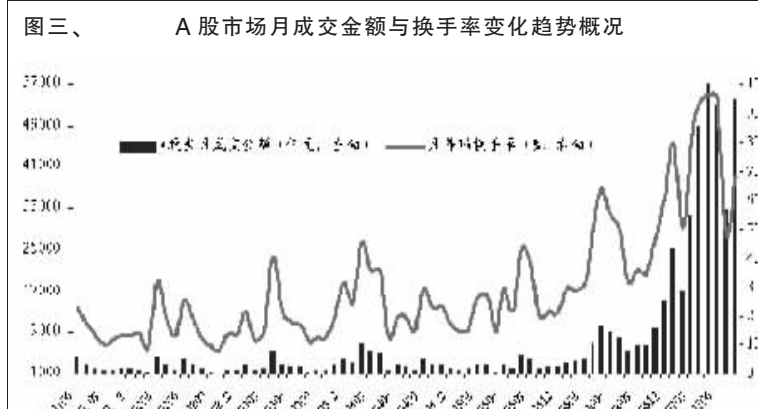
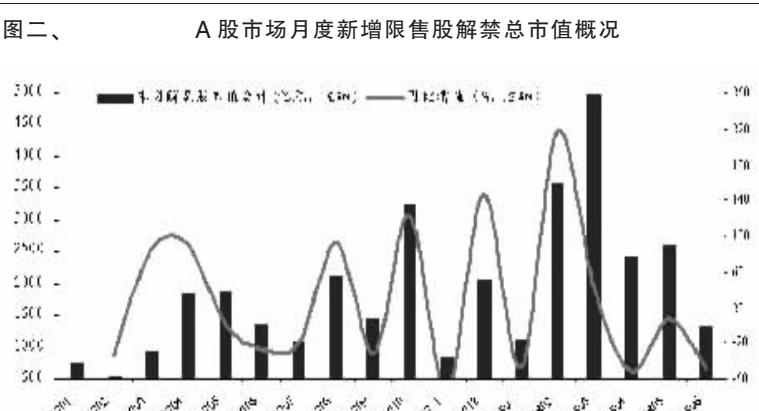
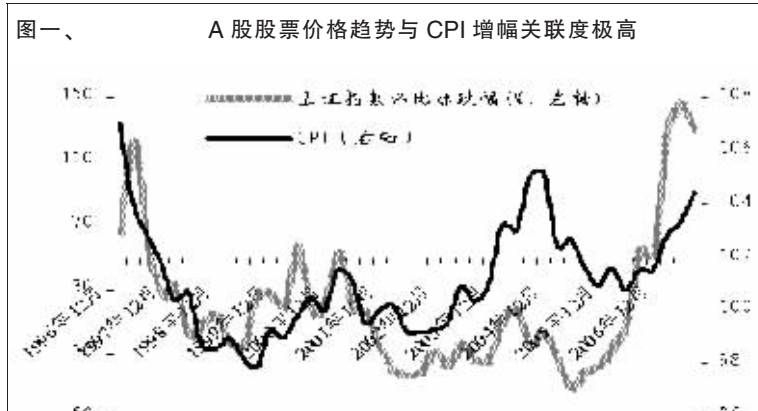
的观点,市场存在较明显的内在调整压力。但是,我们认为,在目前股指处高估值点位区域阶段,影响当前股指运行趋势,尤其是可能引发股指构筑拐点的的核心因素是市场资金供求关系。因此,在目前市场资金依然呈现供过于求的市况下,我们对近阶段A股市场走势继续持乐观态度,预计股指仍具备不断创新高潜力。

但值得注意的是,根据我们上述对我国历年货币供应量增速的分析,此轮M1增速上升趋势很可能要到今年第四季度才会形成拐点,这预示着市场资金面供过于求格局还可能延续数个月时间。因此,我们初步判断,A股未来走势的拐点很可能要到今年第四季度才会出现。事实上,从资金需求面看,鉴于第四季度大盘IPO发行节奏可能提速,且10月份为“小非”限售股解禁高峰,使得第四季度市场对资金需求空前加大。

就投资机会而言,从行业角度看,我们重点看好金融板块、钢铁板块、化工板块与造纸板块等具备显著相对估值优势的投资品种;从主题投资角度看,我们重点看好人民币升值受益概念,如房地产板块与航空运输板块,以及以机械设备等密集型产业为典型代表的通胀率先受益概念品种等。

从长线角度看,若以2010年A股预期业绩计算,即使对A股公司未来三年业绩增长速度持悲观态度,当前沪深300指数以2010年预期业绩计算的动态PE也仅为16倍。若对A股公司未来三年业绩增长速度相对乐观,则当前沪深300指数以2010年预期业绩计算的动态PE约为10.5倍。鉴于此,A股市场长线牛市格局并不会改变。

(执笔:张冬云)



券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:8月26日-9月26日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2007报告预期		2008报告预期		2007—致预期		2008—致预期		目标价	9.25 收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
601939	建设银行	兴业证券	无	新股研究	9-23	0.29	--	0.42	--	0.31	--	0.43	--	--	--
601808	中海油服	招商证券	无	新股研究	9-21	0.45	--	0.66	--	--	--	--	--	--	--
002170	芭田股份	中信证券	无	新股研究	9-19	0.46	55.00	0.58	43.62	0.50	50.35	0.62	41.08	--	25.30
600329	中新药业	中投证券	推荐	深度报告	9-19	0.26	48.81	0.35	36.26	0.25	50.36	0.32	39.66	--	12.69
600308	华泰股份	华泰证券	观望	一般报告	9-18	1.00	31.75	1.32	24.05	1.11	28.65	1.39	22.87	--	31.75
002169	智光电气	中信证券	无	新股研究	9-18	0.46	60.15	0.73	37.90	0.43	64.41	0.64	43.57	--	27.67
002168	深圳惠程	中信证券	无	新股研究	9-18	0.47	44.67	1.46	30.37	0.92	48.22	1.18	37.73	--	44.40
000572	海马股份	兴业证券	推荐	深度报告	9-17	0.64	27.46	0.85	20.56	0.68	25.84	0.79	22.13	--	17.52
002169	智光电气	兴业证券	无	新股研究	9-16	0.43	64.35	0.60	46.12	0.43	64.41	0.64	43.57	--	27.67
600569	安阳钢铁	天相投顾	增持	点评报告	9-13	0.48	27.65	0.66	20.11	0.46	29.07	0.78	16.94	--	13.27
002165	红宝丽	中信证券	无	新股研究	9-12	0.69	73.62	0.84	60.48	0.74	68.78	0.88	57.51	25.20	50.80
002174	梅花伞	中信证券	无	新股研究	9-12	0.28	--	0.37	--	0.39	--	0.51	--	--	--
601919	中国远洋	天相投顾	买入	点评报告	9-5	1.40	28.03	1.51	25.99	1.24	31.63	1.32	29.75	--	39.24
000612	焦作万方	华泰证券	推荐	深度报告	9-4	1.74	33.87	2.00	29.47	1.63	36.21	2.02	29.13	60.00	58.93
600718	东软股份	国泰君安	谨慎增持	点评报告	9-4	0.72	55.72	1.08	37.15	0.73	54.93	1.03	38.92	54.00	40.12
002129	中环股份	广发证券	持有	点评报告	9-3	0.28	58.51	0.44	36.62	0.29	55.19	0.44	36.39	17.00	16.15
600192	长城电工	兴业证券	推荐	点评报告	9-3	0.23	69.87	0.50	32.14	0.25	65.40	0.50	32.33	20.00	16.07
000686	东北证券	申银万国	增持	深度报告	8-27	1.85	27.46	2.29	22.18	2.52	20.14	3.14	16.19	48.79	50.80
002167	东方锆业	兴业证券	无	新股研究	8-27	0.55	94.00	0.62	83.39	0.56	92.46	0.66	78.68	--	51.70

说明:“首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为

明显,在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它的动向,一是利用机构研究

报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的某机构出具的首次关注品种可能已是其他机构早

已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究关注

范畴的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-go.com)

信息评述

如果需要美联储或将继续降息

美联储成员理查德·费希尔24日表示,美联储18日的降息是稳定经济必要之举,为保证美国经济平稳运行,如果需要或将继续降息。

申银万国:

美联储官员的上述表态说明,美国货币当局认为当前美国经济陷入衰退风险要大于通胀恶化风险。美国金融市场近期的动荡对信贷市场的信心造成较严重影响,降息举动以及在必要时继续降息的表态,表明了美联储稳定市场信心的态度,有助于市场情绪的平复。

然而,我们认为,美联储是否会继续降息还要取决于进一步的经济数据,特别是通货膨胀的征兆,美联储应该不会放弃反通胀的根本立场。

继续降息预期将令美元对其它主要货币走贬,对人民币产生进一步升值压力。

我国基金资产净值超3万亿元

证监会基金监管7部副主任洪磊接受中国政府网专访时指出,截至2007年9月21日,我国共批准设立59家基金管理公司。所有基金管理公司管理基金341只,基金总规模为18962亿份,金额达30228亿元。

海通证券:

目前我国基金投资账户数已经超过9000多万个,是2007年初的3.8倍,基金总规模已经是年初的2.6倍,基金净值也已经是年初的3.1倍。正如证监会官员所指出的,市场规模和投资者数量的急剧扩大使得基金业面临前所未有的压力,因此,切实做好理财教育工作,强化行业风险防范意识,提高风险控制能力,对于理财服务行业来说显得尤其重要,尤其迫切。如何在政策和制度层面引导基金成为证券市场价值投资的中流砥柱,似乎仍然是中国证券市场的一项重要任务。

前8月全国城镇固定资产投资仍处高位

据国家发展和改革委员会24日介绍,今年前8个月全国城镇投资完成66659亿元,同比增长26.7%。

海通证券:

当前经济已经过热,这个数据只是再次充当了这一事实的一个普通注脚而已。在流动性过剩背景下,投资过热和资产价格高企,人民币升值压力又遭遇通货膨胀,而次级债风波又加剧了人民币的升值压力。我们认为,中国经济几乎各方面都处于较为紧张状态。对此,有两个问题值得我们跟踪和关注:第一,由于具有时滞,那些力度较大、但仍属常规的调控政策是否能在经济安全着陆前发挥作用;第二,如果常规手段不能有效发挥作用,此轮经济过热将以何种方式实现着陆。

国务院批复2007-2020年重庆总体规划

中央政府网发布《国务院关于重庆市城市总体规划的批复》(国函[2007]90号)。该文件称,国务院原则同意修订后的《重庆市城市总体规划(2007-2020年)》。

齐鲁证券:

此次批复首次明确重庆的五大定位:“重庆市是我国重要的中心城市之一,国家历史文化名城,长江上游地区经济中心,国家重要的现代制造业基地,西南地区综合交通枢纽。”早在今年6月,重庆被国家批准设立“国家统筹城乡发展综合改革试验区”。基于这一定位,重庆将在区域经济发展中取得相当的重要地位。受此类消息面刺激,重庆区域板块上市公司或有相当投资机会。

行业评析

第二套住房房贷首付比例和利率拟提高

银监会正在抓紧制定房地产信贷管理的新政策,相关政策措施已经征求了商业房地产信贷部门的意见。据了解,本次政策调整进一步提高了房地产开发和消费贷款的标准,其中第二套住房贷款的首付比例将调整至40%以上,而且对利率水平也规定了大幅上浮的区间。

天相投顾:

目前房地产投资较快,房价上涨压力也仍然较大,政府出台相关调控房地产投资和房价的措施尤为重要。从近几个月的贷款结构看,居民消费性贷款增长较为显著,7月份居民消费性贷款月环比涨幅为3.1%。同时房地产开发投资资金来源中,国内贷款增速持续增长,8月份达到35.1%,我们认为储蓄搬家和企业投资开发房地产的资金充裕是推高房价上涨和房地产火爆的重要因素,这种情况之下房地产价格上行动力很强。政府目前做的是提高信贷资金和金融资产之间的防火墙,避免资产价格大幅回落对银行体系和实体经济造成的压力。

近期,由于房价的高涨,国房景气指数连续走强,使得政策调控的预期也越来越强烈,特别是对信贷调控、房贷首付比例的调整等相关政策在市场上已有所预期。从调控内容上看,避免一刀切以抑制房地产市场的投资,投机行为为主,从而缓解房价过快上涨压力,也比较符合今年以来的调控思路。我们认为此次信贷调整更多的是为了防范金融风险,虽然对抑制投机需求会产生一定的效果,但由于我国房价上涨并不单纯是由投资需求所引起,自住需求也较为旺盛,因此,对行业及上市公司基本面的影响有限。

近一段时间以来房地产板块处于调整阶段,一方面是由于前期涨幅过快,另一方面是由于政策调控预期加强所引起。考虑到房地产项目结算的季节性因素(年末结算更多些),我们估计房地产公司三季报业绩同比仍将出现一定程度的增长。结合目前政策调控的日趋明朗,以及人民币升值对资产价格类价格上涨的推动等外部因素,我们持续看好房地产板块的未来上涨动力。