

# 负利率时代下 6000 点并不遥远

## ——A 股市场 2007 年四季度投资策略报告

◎东北证券金融与产业研究所

### 一、负利率背景下的证券估值与泡沫

上证指数持续在 5000 点上方高位运行,相对 2001 年高点已经超过 1 倍有余。同时,作为估值指标的市盈率(TTM)水平也已经达到了 47 倍,接近 2000 年 2 月时的市盈率水平,距离 2000 年底的 62 倍也是渐行渐近。但是令人惊奇的是,在股指和市盈率“双高”背景下,市场却依然向上,这与部分投资者对估值高企的担忧形成了鲜明的反差。

### 1、高市盈率存理性分析——负利率下低股权风险溢价的合理性和可持续性解释

合理性解释:在 2005-2006 年的大部分时间里,上证指数对应的市盈率水平一直保持在 25 倍以下,而期间 CPI 同比增速也一直在 2% 下方,对应的实际利率一直为正。但是自 2006 年底至今,随着 CPI 上升,同期名义利率增速远低于 CPI 增速,导致实际利率持续下行,对应的市盈率水平则以“三步一回头”态势向上运行,直至目前的 47 倍。根据行为金融的“预期理论”可知,在正利率时代,面对有风险的股票投资,投资者预期的风险溢价较高;但是在负利率水平下,面对确定性的储蓄存款损失背景,投资者则更多的倾向于选择高风险的股票投资,采取较低的风险溢价水平。因此,目前在 1.9%、且为正的通胀溢价水平下,根据行为金融的“预期理论”,投资者选择股票投资是具有合理性的。

可持续性解释:行为金融学已经发现,人们经常使用“经验法则”来帮助他们在不确定的环境中做出决策。例如,人们如何决定什么东西值钱?一个常见的解释是“锚定”(Anchoring),它认为投资者相信他们第一次投资时的市场初始水平是一种锚,市场会回归到这个初始水平上。因此,在没有行政性的非市场利空影响下(之所以强调非行政性,因为行政性的利空会直接带来制度性风险,抬高市场风险溢价水平,降低估值水平),估值水平将会在“锚定效应”下维持相当一段时间,无论是对高估值的维持还是对低估值的维持。同时在自然运行的市场中,估值水平也不会忽上忽下,甚至在大跌之际也往往在“傻子重整旗鼓”作用下会有反弹。

### 2、四季度股指运行空间预测

在目前负利率水平下,上证指数处于 5300 点高位,前推 12 个月的静态市盈率水平在 47.4 倍,对应风险溢价水平为 1.9%。

情景模拟 1:市盈率(TTM)维持 47.4 倍,即通货膨胀水平控制 6.5%-7%,央行加息 2 次(含 9 月 14 日),每次 27 个基点,风险溢价水平对应下降 50 个基点左右(见右表)。如果年末之前只发生三季报行情,则由于当前前推 12 个月利润为 4873(4873=3795/2+2975);三季报公布后前推 12 个月利润为 5411(5411=3795/4+2975+5949/4),则业绩增长 11%(11%=5411/4873-1),对应股指为 5883=5300×(1+11%);如果年末之前市场提前对年

报作反应,则对应业绩增长 22%,股指为 6470=5300×(1+22%)。

情景模拟 2:通货膨胀加剧,月度 CPI 运行在 8%以上,而央行加息速度严重滞后于通胀水平,负利率进一步加剧。但全面通货膨胀将严重威胁企业未来业绩增长能力,进而逆向影响估值水平,对股价造成冲击。

情景模拟 3:CPI 走高,央行持续加息,年内不限于 2 次(含 9 月 14 日),无风险利率水平上升,实际利率偏向于正,风险溢价水平抬高,市盈率下降,股指回落。

但是无论是全面乃至严重通货膨胀,还是央行增大加息力度,实际利率为正,在未来仅有的 3 个多月时间内发生的概率都极小。因此,根据情景模拟 1,年内股指高点区间应在(5883,6470),即高点中间点为 6176 点。当然未来股指的运行也有可能受未来大小非解禁、红筹和 H 股回归等因素影响。更重要的是,股指期货的推出或者行政性干预等利空将大大提升风险溢价水平。但是在负利率水平、未来业绩预期不变情况下,可能的调整也将是可估量的。以“5·30”、“6·20”调整的 15%-20%幅度论,5300×15%=795,即未来可能的调整幅度在 800 点左右,即下探 4500 点。

### 3、从之前的股指波动看市场运行趋势

这轮牛市自 1000 点启动之后,出现了 4 个主升波段和 3 次阶段性调整。从前面 3 个主升波段看,每次涨幅都在 70%-100%之间。第一段自 1000 点起步上涨到 1757 点,涨幅为 75.7%;第二段自 1541 点上涨到 2994 点,涨幅达 94%,第三段从 2541 点上涨到 4335 点,涨幅为 70.6%。目前行情处于第四上升波段,从 3404 点起步,若涨幅也在 70%-94%之间,则上证指数高点有望达到 5800 点和 6600 点,中间点为 6200 点。这一点位和我们针对负利率状态下,针对业绩预期增长速度,维持目前市盈率水平时市场可能达到的高点区间 5883 点-6470 点,中间点为 6176 点的观点基本吻合。因此,我们认为如果市场保持乐观情绪,未来高点可能在 6200 点(±400)。

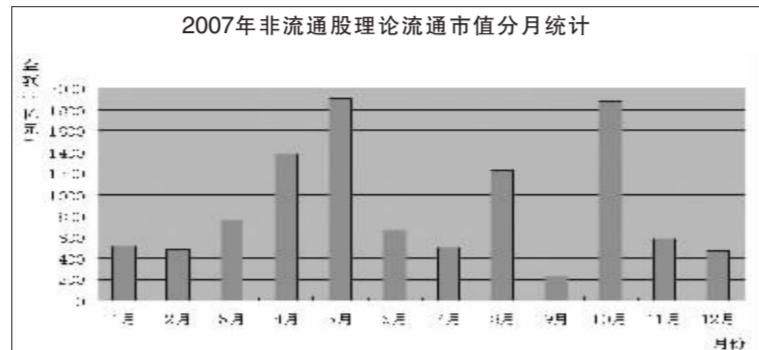
对于四季度市场有可能孕育的牛市途中的第四次阶段性调整,调整幅度分别为 12.2%、15.1%和 21.5%。我们认为随着市场估值水平的不断走高,分歧也在加大,如果出现调整,幅度在 15%-20%的可能性较大。以目前点位计算,估计四季度若回调至 4400 点-4700 点将是一次较好的建仓机会。

### 二、四季度不确定因素分析

1、股市供求关系有望改变 7 月 6 日上证指数探底 3563 点后,整个三季度指数涨幅高达 54%。其中,中期业绩超预期增长贡献了 27%,负利率导致的市盈率上升和资金推动贡献了 27%,三季度基金净申购资金超过 3000 亿元,但我们认为这种纯粹的资金推动成分有望在四季度得到改善,四季度股市供求关系将发生一些变化,资金

推动浪潮将逐渐消退。

A、非流通股解禁市值创新高 四季度可流通的大、小非理论市值高达 3000 亿元,以 2007 年全年看,四季度可减持压力仅次于今年二季度。



B、股票发行速度明显加快

9 月份以来,A 股发行速度明显加快。北京银行、建设银行、中海油服、中国神华等几只股票融资额度就接近 1500 亿元,四季度及未来半年内还将有大批 H 股和红筹股干预算空将大大提升风险溢价水平。但是在负利率水平、未来业绩预期不变情况下,可能的调整也将是可估量的。以“5·30”、“6·20”调整的 15%-20%幅度论,5300×15%=795,即未来可能的调整幅度在 800 点左右,即下探 4500 点。

公司名称	预计融资金额(亿元)
中国移动	800
中国电信	700
中煤能源	200
首都机场	100
上海复地	30
富力地产	130
首创置业	75
其它	200
公司债	1000
合计	3235

C、境外直投、QDII 分流资金明显

高达 128%的 A/H 股溢价率无疑是港股直通车的最大诱惑力,虽然在资金门槛、交易费率、业务地域等方面还存在些不确定性,但市场主体已经表露出较强的搭车欲望。与港股直通车相比,证监会近期明显加大 QDII 额度的审批力度,保守估计 2008 年底有 500 亿美元 QDII 资金流入香港市场。

2、股指期货推出可能会成为市场下跌的诱因

目前股指期货上市的法规基本出齐,市场对股指期货推出的预期

变得敏感。虽然其它市场经验表明股指期货推出与股票市场走势并无必然联系,期货推出后短期内股票市场走势会主要受估值而非期货推出事件主导,但在目前 A 股市场估值水平较高情况下,加之一些投资

者对“期货利空”的预期,本与股票市场没有必然联系的“期货推出”事件确有可能成为导致市场下跌的诱因。

股指期货推出对市场的影响主要体现在以下几个方面:(1)股指期货推出后将给沪深 300 指数成份股带来更好的流动性以及溢价水平。

(2)股指期货推出后不会改变大盘走势,但在大盘下跌过程中可能加速大盘调整。(3)短期内股指期货推出可能导致股市资金分流,长期则促进了市场交易量增长。

### 3、上市公司业绩增速趋缓

上市公司业绩能否持续快速增长是我们估值判断的基础,企业利润的快速发展很大程度上受益于宏观经济和行业景气度的提升。国家统计局 9 月 13 日公布的统计数据显示,8 月份全部规模以上工业企业完成工业增加值同比增长 17.5%,增速较 7 月下降 0.5 个百分点,这已经是该指标连续第二个月明显下降。企业利润是工业增加值的一个组成部分,营业利润取决于工业增加值以及工业增加值的分配。由于去年同期工业增加值同比增长快速下降,今年 7、8 月份同比增速在去年低基数基础上仍然连续两个月下降,这说明了最近两个月工业生产可能出现了负增长或增长显著放缓。考虑到 2006 年工业增加值增速前高后低态势,此前企业利润的高增长态势将难以持续,增速放缓在所难免。从上市公司业绩增速情况看,2006 年下半年业绩回升明显,2006 年基本呈前低后高格局,保守估计 2007 年下半年上市公司业绩的高速增长也将面临较大压力。仅就实体经济发展而言,上市公司业绩增速在很大程度上将放缓,受非主营因素影响,业绩波动性也将加大。

我们认为四季度可重点关注的上市公司是:工商银行、兴业银行、浦发银行、民生银行、中信证券、中国人寿、中国平安、华发股份、上海汽车、一汽轿车、宇通客车、潍柴动力、百联股份、王府井、新华百货、广电网、云南白药、中国石化、潞安环能、平煤天安、南海发展、首创股份、S 上石化、中国玻纤、冀东水泥。

(执笔:袁绪亚、郭峰、张宗新、周思立、沈正阳)

### 四季度股指运行区间测算

样本数:675 家	净利润(亿)	假定 47 倍市盈率不变	情景 1: 三季报行情	情景 2: 年报行情提前预演
净利润 2006 年度	3795	前推 12 月利润(当前)	4873	4873
净利润今年一季	1329	前推 12 月利润(三季报公布后)	5411	—
净利润今年中报	2975	前推 12 月利润(年报公布后)	—	5949
预测净利润中值 2007 年	—	业绩增长率	11%	22%
—	—	对应指数点位	5883	6470

## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:9月19日-9月26日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	9.26 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
002009	天奇股份	第一创业	买入	9-25	70	36.49	91.83	0.39	93.56	1.08	33.79	0.38	100.87	0.75	50.89
000063	中兴通讯	安信证券	买入	9-19	82.92	50.64	63.74	1.34	37.79	1.98	25.58	1.35	37.00	1.93	25.94
000997	新大陆	长江证券	推荐	9-24	20.5	12.85	59.53	0.22	58.41	0.41	31.34	0.22	59.28	0.36	35.68
600037	歌华有线	中信建投	买入	9-24	50	31.92	56.64	0.43	74.06	0.64	49.57	0.42	79.58	0.57	58.26
601111	中国国航	安信证券	买入	9-25	35	22.43	56.04	0.32	70.09	0.64	35.05	0.32	78.52	0.53	46.63
600201	金宇集团	光大证券	买入	9-19	26.4	16.96	55.66	0.47	36.09	0.66	25.70	0.42	40.33	0.60	28.61
600183	生益科技	中信证券	买入	9-25	23.2	15.06	54.05	0.56	27.14	0.77	19.46	0.52	29.51	0.71	21.77
600069	银鸽投资	国泰君安	增持	9-26	28	18.89	48.23	0.55	34.35	0.87	21.71	0.47	40.87	0.72	26.60
600019	宝钢股份	中信证券	买入	9-25	25	17.45	43.27	1.00	17.45	1.20	14.54	0.95	18.63	1.15	15.28
600060	海信电器	联合证券	增持	9-24	17.7	12.81	38.17	0.36	35.19	0.59	21.75	0.34	39.40	0.50	26.78
600267	海正药业	兴业证券	推荐	9-25	21	15.3	37.26	0.29	52.76	0.48	31.88	0.28	51.75	0.40	36.22
600966	博汇纸业	华泰证券	推荐	9-21	25.2	18.63	35.27	0.75	24.84	1.02	18.27	0.65	28.74	0.91	20.69
600266	北京城建	东方证券	增持	9-20	40	29.65	34.91	0.49	60.63	0.59	49.92	0.54	56.10	0.85	35.56
600563	法拉电子	中投证券	强烈推荐	9-24	27.6	20.63	33.79	0.59	34.97	0.69	29.90	0.57	36.79	0.70	30.17
600282	南钢股份	长江证券	推荐	9-19	25.32	19.21	31.81	1.07	17.90	1.27	15.17	1.06	18.73	1.25	15.88
600037	歌华有线	国信证券	谨慎推荐	9-20	42	31.92	31.58	0.44	72.55	0.60	53.20	0.42	79.58	0.57	58.26
600037	歌华有线	中投证券	强烈推荐	9-24	41.78	31.92	30.89	0.46	69.39	0.79	40.41	0.42	79.58	0.57	58.26

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直接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代表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,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出具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

#### 三季度九成基金跑输大盘

截至 9 月 25 日的统计数据显示,今年三季度以来,纳入统计的 222 只偏股型基金平均单位净值增长率为 35.1%,而同期上证指数累计涨幅则达到 44.74%,只有 20 只基金业绩超过了同期指数涨幅。

#### 中原证券:

整体来看,偏股型基金的业绩差距在三季度依然存在,但趋势有所减弱。数据显示,排在涨幅榜前列的华夏红利、友邦华泰红利 ETF、融通行业景气三季度复权单位净值增幅在 25%到 40%的基金占到偏股型基金总数约 7 成,大多数基金表现相对适中。但是尽管三季度股指大幅上涨,排在涨幅榜前 20 位的基金当中仅有友邦华泰红利 ETF 一只指数基金,其余全部是进行积极主动投资策略的偏股型基金,指数基金表现不尽如人意。

#### 原则通过《国家环境保护“十一五”规划》

国务院总理温家宝 26 日主持召开国务院常务会议,讨论并原则通过《国家环境保护“十一五”规划》,决定取消和调整 186 项行政审批项目。

#### 天相投顾:

当前我国经济社会发展与资源环境约束矛盾日益突出,环境保护面临严峻挑战。必须立足于深入贯彻科学发展观,转变经济发展方式,切实解决危害人民群众健康和影响经济社会可持续发展的突出环境问题,努力建设环境友好型社会。从今年 1-8 月份投资数据来看,国内高耗能行业的投资和工业生产依然比较旺盛,后期政府对两高一资行业的调控压力也在加大。政府未来的调控会影响到两高一资行业的投资,我们密切关注未来政府对于两高一资行业的调控趋势。

### ■行业评析

#### 10月上旬电信业审计启动

根据审计署 2007 年度审计工作计划,从 10 月上旬开始审计署将派出审计组对中国移动、中国电信、中国联通、中国网通、中国铁通 5 大电信运营企业开展专项审计调查。

#### 招商证券:

近期审计署将对五大电信运营商进行专项审计,就是为重组作准备。但考虑到即将召开的“十七”大及明年 3 月的全国人大还有 8 月的奥运会,牌照发放可能还会推迟到明年下半年。随着中国电信、中国网通及中国移动的回归 A 股,电信行业的投资机会将会大增。当然电信行业的重组及 3G 牌照的发放对业内公司也会有不同的影响;对电信来说,3G 是其发展的一次重大机会,收购联通的 C 网成为其最优选择。如果电信能适时回归,将成为很好的投资品种;而中国移动总市值超过 2.4 万亿,是最令人瞩目的蓝筹公司,未来三年内在市场上也将处于垄断地位,回归后将不可避免地成为机构重仓股;但对联通与网通来说,即使重组也是弱势运营商,对国内投资者来说可能投资机会不是太大。而目前唯一在 A 股上市的中国联通估值已基本到位,相对港股溢价 70%,投资评级下调为“中性-A”。

#### 医药股 2007 年三季度业绩预览

中金公司预计医药股中三季度业绩可能增幅较大的有:丽珠集团(1.40 元,增长 403%)、海正药业(0.18 元,增长 61%)、国药股份(0.78 元,增长 53%)、恒瑞医药(0.54 元,增长 48%)和康缘药业(0.42 元,增长 42%)。

#### 中金公司:

在三季报披露到来之前,我们认为医药股存在两方面的机会:1)一些个股的季报业绩明显超出市场预期,这仍然是最有力的股价刺激因素。这一类股票包括丽珠集团、康缘药业和海正药业。2)在前期大盘涨势凶猛、小盘股相对弱势的市场环境中,很多医药股出现了明显的估值回调,一些一线医药股 2008 年市盈率开始进入到 30-40 倍的估值区间。我们认为,随着消费类相关股票的走强,医药板块中那些行业地位突出、业绩扎实、竞争优势明确的一线股将会有较好的投资机会。这一类股票包括国药股份、恒瑞医药、云南白药和广州药业等。

#### 房地产金融新政将择机实施

为贯彻全国住房工作会议精神,管理层拟于近日联合发出通知,对房地产信贷领域提出新的政策要求。

#### 海通证券:

我们认为,受美国次级债事件影响,针对房地产的调控政策措施将越来越严厉。新的信贷政策框架主要包括两个方面,首先是配合有关部门进一步规范发展商品房金融市场;其次,还要加大对住房保障体系的金融支持。规范商品房金融市场的核心政策在于,一方面规范和控制投机性需求,另一方面,从控制供给角度来进一步治理违规房地产开发贷款,规范开发商信贷行为。

#### 光大证券:

这给市场传递了一个信号:近期政府有可能采取一些新的措施加强对房地产的调控。受其影响,近日地产股出现了大幅下跌走势。我们认为,从过去两年的情况来看,支持地产股反复向上的主线是人民币升值、房价上涨和企业盈利的不断提升。当前房地产市场供给不足和股市财富效应是推动房价上涨的基本动力,提高首付和利率确实可以起到部分抑制作用,但还不能完全对冲。从投资角度看,每次政策调控都提供了一次逢低买入的机会,我们认为,10 月份地产股将再次出现一个绝佳买点,暂维持行业“增持”评级,待时机到来再进一步提高评级。