矫枉不会过正 阶段性布局再逢时

⊙长城证券研究所策略小组

一、价值回归背景下的良性调整

10月16日，上证综指冲高至6124.04点，沪深300指数2007年和2008年动态PE分别达到42.4倍、31.68倍。股价与估值水平同创新高，将A股市场推向了本轮牛市繁荣的阶段性顶点。然而A股市场并没有以继续上涨的方式来延续繁荣。在股价内部运行机制与外部调控性政策共同作用下，A股市场开始持续下跌来寻找新的价值中枢。从10月16日至11月16日，上证指数下跌了11.84%，绩优股指数下跌了14.64%，微利股指数下跌了11.02%。11月的第1周更是创出了下跌8%的9年来最大单周跌幅。

从股价内部运行机制来看，业绩增长与估值水平是主导股价运行方向的核心要素。当业绩增长受到质疑、估值缺乏支撑后，单边上涨的市场进入调整在所难免。进入四季度后业绩增长的乐观预期受到了2008年宏观经济增长放缓争论、紧缩政策影响钢铁、有色等主流行业利润增速的双重挑战，这使得相对与绝对水平都处于高位的估值失去了支撑信心。而三季度业绩增长环比下降、美国次级抵押贷款风波担忧则加重了市场的忧虑情绪。

从外部调控性政策来看，股指攀越六千点后，由于股价上涨过于迅速，短期内超越了理性繁荣所能承受的上限，监管层受到的压力倍增。为了避免股市内在风险的不断聚集，监管层有意识地增加了股票供应，并减缓资金供给。针对实体经济突出性矛盾的调控性政策，如控制贷币供应量增加、物价上涨，调整成品油价格等，也间接改变了投资者对于企业利润增速的乐观态度。一系列调控措施的实施，有效压缩了过剩流动性导致的股价泡沫。随着中国神化、中国石油等大型公司陆续登陆A股市场，新基金被暂缓发行，股市重新进入理性运行格局。

我们认为始于6124.04点的调整，是股指重回价值区间运行的良性调整。在科学发展观指导下，中国经济增长模式的及时调整与转变，将延长中国经济增长的长周期，上市公司业绩增长仍将得到保障。而人民币升值创造出的流动性、投资者对于股票、基金资产的配置比重提升，将继续使A股牛市进一步延续。

通过分析A股市场牛市轨迹与运行逻辑，我们发现A股市场的上涨已从流动性主导的“价值重估”转向业绩主导的“确定性增长”。同时以基金为主流的机构投资者在资产配置布局上，已经开始了新一轮的转变。四季度的调整与行业强弱变化传递出了明显的市场信号。

二、矫枉不会过正，调整构筑阶段性底部

市场进入持续下跌调整以来，投资者对于后期运行趋势的判断也产生了诸多分歧。根据我们的策略研究框架，认为近期下跌已经释放了过快上涨积累的投资风险，主导短期市场波动的调控性政策影响经过投资者领会与吸收后，其效应已经被削弱，市场自发性的调整不会矫枉过正，近期内市场波动将趋于平缓。

1、估值重心下移中显现投资价值

当股价上涨没有持续增长的业绩支撑，或者投资者对于业绩增长预期从狂热向理性转变之后，自发调整将不可避免。区别于“5·30”大跌的市场系统性调整，四季度开始的调整充满了结构性调整的特点：绩差股群体先行下跌，然后蓝筹股群体进入调整，最后市场整体进行窄幅震荡。通过统计可以看到，微利股指数在9月24日以后率先进入持续下跌期，与市场基准指数与绩优股指数的增速明显背离。而10月16日大盘见顶后，绩优股下跌速度逐渐加快。

不同特征的股票价格指数下跌，导致市场整体估值重心明显下移。估值水平最高峰出现在10月16日，也是股指最高时，上证综指2007年与2008年PE分别为43.48倍、32.6倍，沪深300指数PE分别为42.4倍、31.68倍。而截至11月17日上证综指2007年与2008年PE降低为39.3倍、28.5倍，沪深300指数PE分别降低为38.1倍、28倍。对应于我们预测的2008年上市公司30%左右的增长速度，市场整体投资价值仍有上升空间(见图1、2)。

从上下游行业的估值变动来看，经过近期下跌，行业估值风险有效释放。上游的煤炭、钢铁、有色、交运设备2008年动态估值已经整体回落至41倍、15倍、32倍、29倍。下游的金融、地产、医药、餐饮旅游、交通运输已经回落至26倍、32倍、38倍、41倍、31倍的水平。尽管面临经济放缓的压力，但是由于出口不会大幅回落，投资减缓带来的负面影响会在消费增长与出口高位运行的良好局面下得到消除。以出口为例，今年前10个月我国对俄罗斯的出口增长了近83%，而对欧盟的出口增长已经超过对美国的出口增长。在我国鼓励内需增长、保证经济协调发展的各项政策努力下，中国经济体现出来的内生性增长动力将支撑各行业业绩增速在高位运行。考虑到人民币继续升值背景，流动性对资产价格的抬升作用，上市公司业绩出现大幅下滑进而影响股市转折的迹象还难以出现。因此，对牛市中的阶段性调整，投资者重点关注的应是资产配置策略的及时调整。

2、资金流动性困扰逐渐减缓

针对资金流动性充裕引发的实体经济、证券市场领域资产价格不断膨胀现象，管理层在10月份延续了紧缩调控思路。在实体经济中，继续通过货币政策工具回收流动性。在证券市场，除了增加股票供给以外，还对基金的发行数量与额度进行控制。此外，对于港股直通车的研究也使得A股市场资金面带来了巨大的心理压力。

在新发基金控制上，从9月12日起管理层除了批准发行南方全球、华夏全球、嘉实海外、上投亚太4只QDII基金外，有意暂停了面对A股市场投资的新基金发行。直至上证指数下跌，开始考验5000点关口时，多只基金的拆分、“封转开”、恢复申购才得以重新放行。据预测，近期将有近500亿元资金通过基金投资方式间接流入A股市场。基金发行开闸从侧面彰显了政策温和调控意图。

充裕的资金注入A股市场是股指重拾升势的一个充分条件。储蓄资金的持续流入、外贸顺差创造的新增货币量、人民币升值下的资产吸引力，都给A股市场创造了一个良好的资金流入局面。前期市场运行的不明朗与下跌风险只是暂时延缓了资金流入A股市场的速度，在管理层支持新基金发行，A股市场估值吸引力重新显现后，资金困扰问题将只是牛市波动的一段插曲。

3、紧缩背景下调控政策的不明朗创造了新布局机会

为了保证实体经济从过热增长转向健康增长，逐步实现经济增长方式转型，进而走出资源耗费型增长的困局，管理层下半年持续进行了货币、政策、行业紧缩相配合的组合调控措施。在此背景下，诸多的政策不确定性给进入调整期的股市增加了下跌动力。

从近期的货币政策来看，继续加息不可避免，而加息方式仍然未知。从财税政策来看，资源税的征收方式仍未公布。从行业政策来看，钢铁、有色等行业的产品出口关税调整方式也正在酝酿中。调控政策的种种不确定性增加了行业投资的难度，抑制了资金对资源性行业的介入热情。然而我们的观点是：任何行业、企业在发展中都会受到外来政策的影响，然而判断这些不确定性造成的干扰影响，最根本还是要判断这些行业的景气度是否能够延伸，行业龙头企业能否通过自身经营来减少负面因素造成的业绩波动。通过自上而下的分析，我们认为在经济高增长模式尚处转型期，资源性行业仍关乎国家经济命脉的情况下，上游资源性行业的景气周期仍将延伸。对于资源性行业的调控，应是节约能源、提高行业集中度的必然之路。在税收因素干扰、行业周期性判断出现分歧时，我们坚定看好资源型行业的投资价值，尤其是各行业龙头企业在行业集中度提高过程中所获取的规模效益机会。而下跌正在不断创造这些行业的介入点，建议对资源型行业龙头企业进行重新布局。

综上分析，我们认为5000点附近将是A股市场阶段性的底部区域，市场会通过不断的震荡调整来构筑阶段性底部。由于新的业绩预期还没有释放，机构投资者正在为明年资产配置进行布局，市场内外因素造成的下跌局面仍需时间来修复，而打破此区域的下跌将不断创造好的买入机会。需提防的潜在风险是：房地产板块下跌风险引发的金融板块随之调整，对大盘形成的杀跌动力。

三、稳定增长中增配资源性与消费性资产

基于市场投资主线已从“重估”转向“成长”的判断，我们更倾向于在确定性的成长中配置资产：一方面，确定性的成长能够化解持有资产的高估值压力，降低资产风险。另一方面，在对未来两年经济持续高增长预期开始出现分歧的时候，确定的成长性可以降低因经济周期变化引发的资产波动的风险。建议继续配置资源型行业中的煤炭股，有色金属行业中细分行业的龙头品种，消费型行业中的航空、金融、医药、旅游、食品饮料。对于受惠于人民币持续升值、行业景气明显的航空股尤其要予以关注。金融行业中的银行、证券、保险子行业业绩增长比较明确，其服务水平的市场化定价能力表现突出。而医药、旅游、食品饮料是主要消费资产，近期下跌后相对基准指数的溢价水平有明显下降，相对吸引力再次得以提升(见图3、4)。

煤炭行业中，短期建议关注具有资源优势的龙头企业，如**西山煤电、中国神华**，具有估值优势的**兰花科创、神火股份、平煤天安、潞安环能**和**煤气化**等企业，以及具有整合预期的**上海能源**。长期还有待于政策面的明朗。

有色金属行业推荐：**南山铝业、新疆众和、中色股份、包钢稀土、中国铝业、山东黄金**。(执笔：高凌智)

图1、指数上涨增速比较

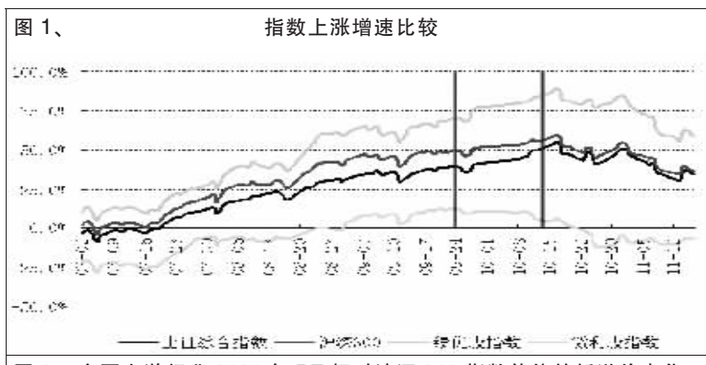

图2、指数估值水平比较

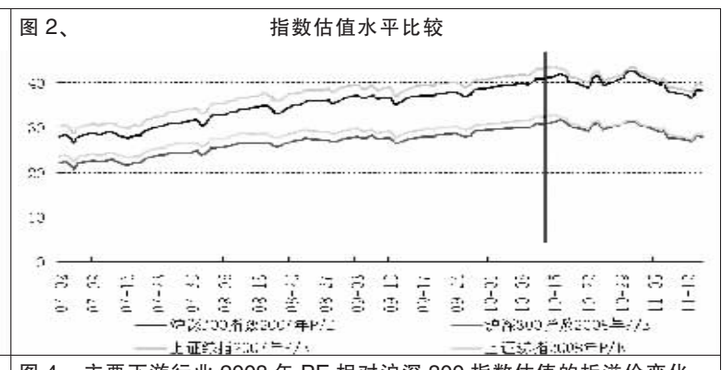

图3、主要上游行业2008年PE相对沪深300指数估值的折溢价变化

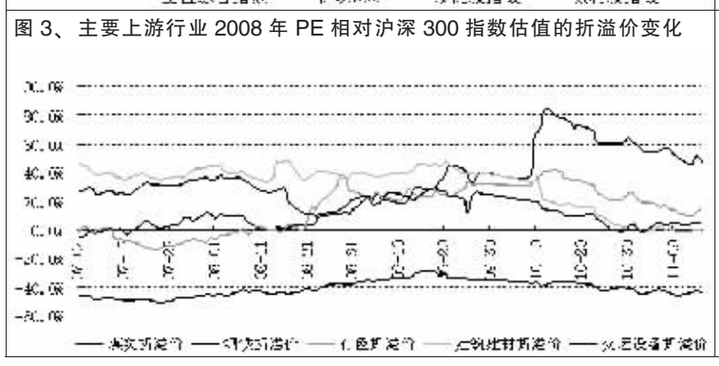

图4、主要下游行业2008年PE相对沪深300指数估值的折溢价变化

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日：11月1日至11月19日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E净利同比(%)	2年复合增长率(%)	2006年PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
600030	中信证券	53	11-5	370.16	151.73	0.882	3.347	29.763	6.441	4.490	22.187	5.289
600739	辽宁成大	7	11-15	348.40	143.08	0.728	2.349	23.470	11.950	3.096	17.811	7.547
002050	三花股份	5	11-2	98.46	136.61	0.445	0.453	52.892	6.221	0.979	24.492	5.529
000677	山东海龙	11	11-6	264.66	134.52	0.767	0.612	27.918	6.824	0.926	18.453	5.272
000572	海马股份	5	11-12	423.71	129.13	0.862	0.641	20.664	4.932	0.647	20.478	4.333
600595	中孚实业	5	11-6	280.63	128.33	0.872	1.118	26.836	8.905	1.408	21.314	7.061
000751	锌业股份	3	11-8	84.14	119.90	0.706	0.224	85.472	6.218	0.945	20.244	4.712
000949	新乡化纤	7	11-13	260.10	109.03	0.739	0.554	21.739	3.718	0.677	17.786	3.093
000612	焦作万方	19	11-5	193.01	100.42	0.745	1.658	25.751	12.533	2.290	18.650	8.730
600962	国投中鲁	13	11-14	153.47	98.30	0.767	0.555	32.267	5.099	0.783	22.861	4.193
000951	中国重汽	29	11-15	191.79	96.20	0.881	2.030	28.970	9.576	2.678	21.958	6.674
600499	科达机电	6	11-13	150.37	93.71	0.751	0.736	27.672	6.115	1.007	20.223	5.565
600496	长江精工	7	11-2	62.45	89.78	0.582	0.430	31.395	4.292	0.949	14.232	3.313
000338	潍柴动力	31	11-9	186.99	85.22	0.756	3.680	22.801	8.143	4.363	19.228	5.909
000616	亿城股份	10	11-7	105.75	81.15	0.610	0.768	26.943	3.092	1.205	17.168	2.630
600282	南钢股份	7	11-15	153.35	76.28	0.512	1.053	14.954	3.604	1.294	12.175	3.136
600589	广东榕泰	5	11-13	62.85	74.52	0.694	0.437	30.412	4.181	0.773	17.172	3.491
600970	中材国际	13	11-6	104.93	74.45	0.829	1.594	30.237	8.927	2.355	20.462	7.294
600087	南京水运	13	11-14	119.44	73.79	0.765	0.387	47.468	5.697	0.686	26.768	4.975

说明：

1)“最具成长性”是资本市场关注的永久主题，我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来进行筛选。

同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题，我们只提示近3个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。

2)成长性品种弹性较大，在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上)，但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3)在利用该模版进行筛选时，不应该只考虑成长性指标的大小，还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上表并未考虑，使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源：上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

■信息评述

10月份生产资料价格同比上涨4.9%

中国物流信息中心统计显示，10月份流通环节生产资料价格同比上涨4.9%，环比上涨0.7%，涨幅较上月缩小0.5个百分点。1-10月累计上涨3.7%。

齐鲁证券：

从相关数据统计来看，钢材、水泥、石油、化工产品价格明显上涨，是导致10月份生产资料价格上升的主要原因。近期发布的宏观经济运行数据表明，固定资产投资增速仍高位运行，我们认为这对生产资料价格的拉动起到了重要作用，与此同时也表明国家调控固定资产投资压力正在加大。管理层必将在抑制固定资产投资增长过快，通过增加消费拉动经济增长，继续调整出口退税政策，同时在扩大进口等方面出台相关措施。但是经过近期调整，二级市场中的钢铁、石化行业出现反弹行情也是可以预期的，这也基于我们认为固定资产投资增速不会短时间急速回落的推断。

周小川：不排除未来数月加息的可能

央行行长周小川19日在南非开普敦出席国际清算银行会议期间称，央行不需要过于频繁地上调利率，但不排除未来数月继续加息的可能性。

天相投顾：

10月份CPI涨幅再次反弹至历史新高，虽然未来两个月翘尾因素逐渐减弱，但是实际利率为负，生产资料价格上涨，进一步带动通胀预期较高。同时，投资增速仍然较快，尤其是房地产投资增长持续创新高，央行仍有加息必要。另外，目前信贷增速和货币供给增速较快，流动性充裕，央行未来仍然会继续使用调整准备金率以及发行央票、特别国债等收紧流动性。

“国房景气指数”连续7个月攀升

国家统计局19日公布的最新统计显示，“国房景气指数”已连续7个月环比攀升。，10月份“国房景气指数”为105.74，同比上升2.34点，比9月份上升0.75点。

申银万国：

10月房地产开发综合指数同比和环比均继续上升，房地产开发综合指数今年4月份回升以来已经连续7个月持续上升，累计上涨4.52个百分点。从分类指数看，房地产企业资金来源充裕和住房开发投资增长较快是推高景气指数的两个重要原因。从市场需求角度看，10月份全国大中城市房屋销售价格同比上涨9.5%，同比涨幅继续上升，环比虽较快上涨，但涨幅略有下降，这主要和预期调控政策趋紧有关。

目前房地产企业资金来源充裕，且自筹资金占比达32%，银行信贷占比19%。提高利率以及信贷调控对房地企业开发投资不会构成很大的影响，包括经济实用房在内的房地产开发有望继续较快增长。但是，提高利率以及信贷额度调控对房地产购买需求则可能形成一定冲击。后续政策若进一步趋紧，房价上涨有望进一步降温。若一直热议的“物业税”政策未来现实出台，对房地产市场的影响可能是明显的。明年“物业税”正式出台可能性较高，但我们预期其推出模式应是渐进的。

中原证券：

10月份国房景气指数与上周公布的10月份70个大中城市房屋销售价格增速数据相符，共同验证了虽历经调控，本轮房价上涨趋势仍将继续的判断。

鉴于房地产行业维持高度景气，2008年房地产公司业绩将持续高速增长。近阶段由于调控预期的存在，房地产板块处于调整态势中，股价已基本回落至合理投资价值范围，建议投资者积极关注。

第19届医药经济信息发布会举行

2007年11月10日-11日，第19届医药经济信息发布会在南昌举行。

海通证券：

医药行业经历了2006年的低迷，行业正处于复苏阶段。在医疗体制变革时期，整个医药行业面临着较好的发展机遇。虽然行业监管政策依然比较严厉，但大多数企业能够适应目前的政策环境，大企业获得更好的发展机遇。我们因此将医药行业的投资评级从“中性”调高至“增持”，并看好医药股在未来半年中的表现。我们重点推荐品种有：恒瑞医药、海正药业、华海药业、广州药业、康缘药业、天坛生物等。

美国次级债危机对中国的影响

中金公司：

1)货币政策方面，次级债问题目前对中国直接影响还很小。相反，中国因出口增速下降有利于减少需求，使目前高企的通货膨胀受到抑制。然而中国强劲的经济增长及美国资金市场调整及可能的货币政策的放松都会增加中国对外资的吸引力，并可能引发对华投资(尤其是投资于资产的热钱)的新一轮高潮。这对人民币升值形成更大压力，并造成更快的外汇储备及金融市场流动性增长，从而对我国通胀的控制及目前的货币政策造成不小影响。

2)中国出口方面，尽管中国出口结构升级和出口市场的多元化可以在一定程度上减轻外部需求变化对出口的影响，但是较高的出口依存度将使中国经济在美国消费走软情况下难以独善其身。事实上，中国出口增速从未与美国消费增长脱节。2001年以来，中国外贸依存度逐年提高，对美国出口占中国GDP的比重不但没有降低，反而从2001年的4%左右上升至目前的7.7%，显示中国对美国的依赖依然较大。因此，如美国实体经济受损，消费下降，对中国出口会有相当程度的影响。我们的模型分析显示，美国私人消费下降1个百分点，将导致中国出口增速两年内累计下降5-6个百分点。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系