

降低行情预期 立足内需超配下游

——2008年资产配置策略报告

●综合多方面因素分析,业绩增速放缓使得市场估值的提升空间受到制约,不过考虑到流动性泛滥带来的资金推动,以及奥运会召开带来的乐观情绪,预计上证指数2008年运行空间为4900-7600点,对应23-35倍的2009年动态市盈率。

●指数空间有限并不妨碍结构性牛市的展开。综合行业估值与成长性以及行业趋势进行分析,我们确立了立足内需、超配下游的行业配置思路。重点推荐金融地产,高端消费主题下的葡萄酒、百货、健康消费、汽车,节能减排主题下的电力设备、煤化工、造纸和建材行业。

●国都金股榜:莫高股份、万科A、重庆百货、招商银行、中海海盛、置信电气、中信证券、中青旅、长安汽车、太阳纸业。

国都证券研发中心

一、宏观经济:通胀难以缓解内需有望提升

1.经济失衡亟需纠正
面对通胀压力、投资过热倾向、资产价格泡沫等严峻问题,我们必须看到问题的要害所在。

治标而言,要抑制出口、调整汇率以缓解外贸失衡状态;而从治本思路出发,要加快分配体制改革,遏制贫富差距分化趋势以启动内需。同时要积极推进要素价格机制改革,以扭转企业低成本享受生产要素的状况。

不过,政府在实施纠偏时也面临诸多困惑:加速升值会加大出口型企业的负担,并带来就业方面的压力;推进要素价格改革,则会在当前最为敏感的通胀问题上“火上浇油”,也是困难重重;至于解决分配问题,政府有财力去推进,但启动内需不是一蹴而就的事情。

尽管困难重重,但纠正经济失衡却不容拖延,否则只会导致更严重的流动性泛滥和通胀压力。

2.解决贸易失衡:加速升值是首选

要解决贸易失衡,加大进口力度、调整出口退税及关税政策都是可以有效的措施。不过,更为根本和有效的手段还得依靠人民币合理价值的回归。

人民币汇改的原则是坚持主动性、可控性和渐进性相结合,但这并不妨碍未来升值幅度适度加快。加速升值不仅可以缓解流动性压力、抑制通胀和经济过热倾向,而且能够促进出口企业加快产业升级、改变低水平加工消耗资源的现状。值得注意的是,随着中美利差的减少或者为负,利率调整空间已很小,只有加快升值才是可取的措施。我们预期今年人民币升值幅度不会低于8%。

3.货币过多+要素重估:通胀压力难以缓解

去年11月份的CPI同比涨幅由10月的6.5%上升至6.9%高位,显示通胀压力并没有想象中那么容易化解。观察目前货币供应可以发现,M1、M2增速始终维持高位,意味着通胀压力依然较大。另一方面,结合中国的现实,去年以来通胀压力加大的一个重要原因是长期以来人为压低的要素价格在市场自发力量的推动下开始自我调节,这其实也是对历史“欠账”的一种偿还。

展望2008年,若投资过热、原油价格上涨等因素持续存在,通胀压力自然不减;如若人民币加快升值、出口放缓,虽然在一定程度上会减轻通胀压力,但政府自然会借此契机来推进生产要素定价机制的改革。总之,通胀将是企业不得不直面的重要经济环境。

4.从紧背景下投资增速仍将保

持平稳

由于通胀压力偏大,并且投资过热倾向比较明显,中央经济工作会议明确提出,今年要实施从紧的货币政策。从经济手段而言,非对称加息、上调存款准备金率等措施仍将运用。与此同时,考虑到调控难度较大,预计政府会采取较多行政性手段,例如对银行信贷的严厉控制,对投资项目收紧审批。而在通胀压力下,政府也很可能继续压制电力、天然气、公共交通等经济部门的涨价冲动。

就目前形势而言,事关民生的房地产行业以及节能减排目标关系重大的高耗能行业都将因信贷控制、新开工项目的行政调控而出现投资增速放缓。不过考虑到良好的经济形势以及旺盛的需求,我们认为固定资产投资增速仍将保持高位稳定态势。

5.消费需求有望积极提升
目前的消费形势仍属强劲,不过总体旺盛的消费局面掩盖了背后贫富分化的现实:富裕的居民成为消费升级的主力,而低收入居民却因食品、住房、教育、医疗等生活必需品的上涨而面临消费欲望的压制。这一状况表明,由于分配体制的失衡,国内消费潜力远远没有发掘出来。

2006年国家财政收入高达38760亿元,而2007年财政收入有望达到5.1万亿元,即增长32%。以目前国家充足的财政实力,完全有条件从根本上扭转当前国内收入分配差距扩大、居民消费严重分化的趋势。十七大报告首次提出“扩大居民财产性收入”,这也意味着,在政策支持和指引下,广大居民将在工资、养老金、经营收入等传统收入外,通过有价证券、不动产等更多形式获取收入,从而全面分享经济增长的好处。

二、市场环境:业绩增速放缓流动性泛滥依旧

1.盈利预期与估值水平
A、业绩增速放缓制约估值提升空间

统计沪深300指数成份公司的预期净利润,2008年有望较2007年增长31%,而2009年则预计增长20%。基数大幅提高,税收效应的消失是2009年预期增长率显著降低的主要原因。与2007年较为明确的47%预期增长相比,未来上市公司整体业绩增长率明显下降。

如果说2007年市场可以享有较高的合理动态市盈率(基于2008年30%以上预期增长率),那么,站在2008年角度,基于2009年20%的预期增长率,我们能够给予市场多少的合理市盈率呢?显然,上市公司整体业绩增速放缓的现实意味着有必要降低对2008年行情的预期。

B、超预期增长的可能性不大

在考察了相对静态的业绩预测后,我们再来分析一下可能导致预期波动的不利与有利因素。从不利因素角度考虑:首先,以纠正贸易失衡为目的的人民币升值、出口退税与出口关税政策调整,将对出口主导型企业带来不利影响。而美国的次贷危机发展如果超出预期,则会对外需带来更多负面影响。其次,资源税调整、生产要素定价机制调整、节能减排强力推进,这些因素将在很大程度上影响企业的生产成本,还有待于观察政策调整的力度与具体执行情况。再者,当没有有效手段抑制贸易顺差带来的流动性时,政府很可能通过严厉的非市场化手段来进行信贷紧缩,特别是对房地产行业进行货币政策、税收政策及行政干预相结合的全方位调控,由此对房地产行业与银行带来预期之外的不利影响。此外,随着市场进入慢牛态势,上市公司从证券投资上获取的收益也将较2007年有显著下降。

再来考虑意外惊喜的可能:其一是资产注入,作为2007年一大重磅题材,资产注入已经历了题材炒作的高峰期,但其给上市公司带来的积极影响还远远没有结束。展望2008年,国资委主导下的央企整合仍将是市场关注的焦点,像电力、铁路、造船、军工、交通运输、有色金属、煤炭等众多行业的国有上市公司都存在看对明确的资产注入预期。其二是股权激励实施后的业绩释放。根据统计,目前已实施股权激励的公司仅有22家,而有董事会预案或股东大会通过的公司也不过39家。未来随着更多公司的股权激励,其释放业绩的动力将不断增强。不过股权激励对上市公司整体带来的深刻影响将是一个缓慢深入的过程。

综合上述分析,我们认为有利因素对上市公司业绩的推动主要体现在个体层面,而不利因素对业绩拖累的负面影响多数体现在整体经济或行业层面,因此2008年上市公司业绩整体出现超预期的可能性并不大。

2.流动性泛滥背景不改
尽管基本面对市场的推动力在2008年将有所减弱,但我们认为,由于流动性泛滥态势不改,来自资金面的推动力仍将强劲。首先,人民币加速升值预期和贸易顺差高企仍是流动性最重要的外部来源。其次,从内部流动性来源看,实际利率持续为负已经唤起了居民强烈的理财意识。出于保值的“迫切性”,居民对股票、房地产等资产的需求将有所增加。

就资金需求来看,我们认为以下两个方面值得关注,但并不足以影响流动性泛滥局面:
第一,股改解禁压力将在2008

年迎来一个小高潮(真正的高潮还在2009年),但并没有表面上看起来那么庞大。不过从国资委主任李荣融去年12月的表态来看,国资委可能会在股价偏高的时候适当地卖出股票,我们认为,这预示着未来若市场向着泡沫化方向发展,国资委完全可能通过减持暗示或实质性减持来抑制市场泡沫。

第二,加大IPO力度依然是管理层化解流动性的重要举措。去年下半年以来,大盘新股接踵而至已经表明了管理层的态度。目前来看,2008年流动性泛滥压力丝毫不减,这为大盘股发行提供了良机。考虑到香港市场的回归潮已在2007年达到顶峰,我们认为,2008年的IPO将更多地来自于内地大型国企,国有资产的整合大局将结合证券市场来加速进行。在深市方面,中小板的发行将保持较高节奏,而创业板也有望顺利推出。

综合考虑,我们认为2008年IPO仍将保持较高规模,预计在3900亿元左右。

三、市场运行:结构性牛市中应立足内需超配下游

1.行业前景展望与配置策略
选取2007年第三季度五大机构(基金、保险、券商、QFII与社保)合计持有的前400只重仓股,另加上第四季度上市的中国石油与中国神华,共计402只股票,其中有业绩预测值为375家。统计表明,这375家公司2009年动态市盈率为23.6倍,2008-2009年复合增长率为26.8%。

综合来看,房地产、轻工制造(造纸股为主,也包括家具和家用轻工)、金融服务、建筑建材(主要包括水泥、玻璃、建筑施工板块)从估值上仍有提升潜力。值得注意的是,采掘行业PEG较高,主要是因为中国石油在其中占据较大权重,其中煤炭开采板块的PEG实际只有1.5。但不管怎样,2007年有过风光表现的煤炭与有色金属行业目前确实缺乏估值吸引力。

依据对宏观经济的分析,各行业在2008年的盈利表现将主要受到成本压力、升值加速、出口受阻、宏观调控、启动内需和节能减排等因素的制约。考虑到生产成本的上升压力,我们必须寻找能够克服成本上升压力的行业与优势企业。我们认为有“控制上游资源”、“成本转嫁”、“成本转嫁”和“行业景气”四条挖掘线索。

比较而言,“成本转嫁”与“行业景气”因其主动性和攻击性而更具投资吸引力。成本转嫁能力强,意味着企业具备稀缺的品牌价值,或者拥有很高的技术壁垒、行业集中度,其典型代表是高端白酒及葡萄酒,掌握高档产品的宝钢与武钢也是很

好的选择;行业景气若处于强势上升阶段,成本上升所带来的压力相比盈利能力提升、规模快速扩张所带来的收益,当然不必过分看重。例如受益于消费升级的汽车行业、受政策强力推动的节能环保、铁路建设等板块。

随着“控制上游资源”这一线索,采掘行业本是很好的选择,不过美国经济减速削弱了有色金属的基本面支持力度,而石油天然气、煤炭板块趋缓的成长性也并不支持估值水平进一步提高;在“成本转嫁”思路下,我们很容易想到固定资产投资规模大、经营成本中固定资产折旧较高的行业,如电信、交通运输、有线电视,但其成长性有限不符合市场口味。相比而言,拥有丰富土地储备的优质房地产企业、自身或大股东拥有铁矿石资源的钢铁企业应是我们重点关注的品种。

在人民币加速升值背景下,我们关注的重点依然落在受益流动性泛滥的金融和房地产行业,以及成本受益型的航空、造纸等行业。尽管短期来看,银行与房地产行业均面临宏观调控的压力,但良好的经济形势、旺盛的需求仍使得我们坚定看好行业内的优质公司。

在压投资、促内需背景下,整体而言对偏上游的原料加工业和投资品需要持谨慎态度,而与内需相关的消费品与下游服务业则应给予重点关注。从政府近年来的各项举措可以看到,随着我国国力的不断充实,政府已有相当财力来进行转移支付,化解贫富分化的压力,并消除居民对教育、医疗和住房的后顾之忧,从而激发起压抑已久的消费潜能。除同时受益升值的金融、房地产和航空板块外,我们也积极看好食品饮料、百货、健康保健、酒店、旅游、传媒行业内拥有垄断优势、涉足高端消费领域的企业。其在充分分享消费升级的同时,也可以相当主动地抵御通胀压力。

当节能减排成为我国的头等大事,并列入干部综合考核评价体系后,这就意味着来自政策的强力推动将为相关行业带来丰富的投资机会。限制高耗能、高排放行业,淘汰落后产能的政策导向实则是对行业龙头企业的支持。特别是具备国资背景的企业将获得产业整合、市场占有率提高等良机。钢铁、造纸、水泥、玻璃行业中的优质企业在行业变革中迎来发展机遇。与此同时,在技术上积极推动节能减排、新能源运用的创新型也将获得广阔的发展空间。

2、指数收敛下的结构性牛市
综合分析来看,业绩增速放缓使得市场估值的提升空间受到制约,但考虑到流动性依旧泛滥,奥运会召开等因素带来的乐观情绪,预计上证指数2008年的运行空间为4900-7600点,对应23-35倍的2009年动态市盈率。

不过,指数空间有限并不妨碍结构性牛市的展开。指数收敛大格局下处于良好行业环境的消费、服务业,以及政策推动的节能减排行业都具备演绎结构性行情的实力。投资者不妨淡化指数,注重行业配置和个股精选。

3、国都金股榜

莫高股份、万科A、重庆百货、招商银行、中海海盛、置信电气、中信证券、中青旅、长安汽车、太阳纸业。

■信息速递

国务院召开电话会议加强物价监管

国务院召开电话会议指出,我国财政收入和外汇储备增长较快,经济实力和调控能力明显增强,粮食连续四年丰收、库存充裕,生猪、油料生产正在恢复,生产资料供应能力大幅度提高,绝大部分工业消费品供大于求,完全有信心、有能力保证市场供应和价格稳定。

国联证券:

国务院召开两次会议,要求加强物价监管,表明政府控制物价的决心。中国实现市场经济改革已经很多年,但这两次政府以价格管制这种非市场化手段来应对通货膨胀,说明通胀已经到了相当严重的地步。去年11月CPI涨幅为6.9%,高盛预测12月份可能达到6.6%。此外,这次物价控制的时点选在春节前的春运期间,说明政府担心春节期间结构性通胀会蔓延成全面通胀。按一般的经济学原理,任何通货膨胀都是货币现象,但这次通货膨胀有着深刻的经济结构原因:从外部环境来看,美国放宽松财政纪律,双赤字居高不下,大量印制美金,向全世界输出通胀;从内部环境来看,货币政策失误(汇率失衡和利率政策助长国内流动性过剩)。因此,政府行政管理物价只会短期内限制名义物价,扭曲资源配置,并不能从根本上解决问题。对相关产业的影响,我们认为对石油未必是利空,因为限价一方面增加了石油企业受政府补贴的可能性,另一方面行政管制是短期的,要素价格改革是大势所趋。当限价解除,石油企业的盈利是可以期待的。

人民币汇率轻松告破7.25

继周一人民币兑美元突破7.26关口后,15日,7.25关口也轻松告破。当天人民币对美元升至7.2454,较前一交易日大幅上涨了112点,再度刷新汇改以来新高纪录。

天相投顾:

截至周二,人民币在今年最初的两周多的交易日子里已累计升值了近600点,连破6个关口,大大超过了去年月均420点的升值速度,显示出明显的加速升值趋势。

近期美国不乐观的经济数据进一步加大对市场对美联储大幅降息的预期,美元继续走弱,短期内人民币升值有所加快。由于上半年美国经济陷入衰退的担忧加大,美元会进一步走弱,因此,上半年人民币升值较快,下半年随着美国以及其它发达经济体经济逐步趋稳,预期美元有所反弹,人民币升值速度会较上半年有所放缓。

申万万国:

人民币对美元升值,但对其它主要货币贬值。自去年年底以来,人民币对美元汇率累计升值592个基点,但对欧元累计升值1088个基点,对日元累计升值2995个基点。是美元汇率疲软,而非人民币单边走强。与2007年末相比,欧元和日元对美元的升值幅度分别为1.75%和3.76%,相比之下,人民币对美元的升值幅度仅有0.81%。因此,人民币对美元汇率连创新高的背景是,美元在全世界的走弱。

人民币有效汇率贬值,汇率因素不是制约近期出口的主因。尽管今年以来人民币对美元汇率连创新高,但由于升值幅度远不如其它主要货币,因此人民币的有效汇率其实是贬值的,所以汇率因素不会成为制约近期我国出口的主因。美国经济深度衰退,以及欧洲、日本经济逐渐趋缓,这些才是影响我国外部需求的主要风险。

加大查处力度清除不诚信房企

14日,建设部副部长齐骥表示,建设部将继续加大查处力度,让那些不诚信的房地产开发企业付出代价,直至清除出房地产市场。

德邦证券:

近年来房价快速上涨,其中重要原因之一就是过多强调住房的商品属性,以及房地产企业的盈利本质,从而忽略了其作为居住属性所具有的社会功能。其实房地产问题不仅仅只是经济运行问题,还是社会问题,住房既是商品,但在一定程度上又具有公共产品的特殊属性。因此,开发商在追求利润的同时,不能漠视老百姓的需求和期望。房地产行业提供公共产品的特殊属性,房价过快上涨以及由此造成的房地产行业成为社会关注和批评的焦点,房地产企业与民众关系紧张等,也是对房地产是公共产品提供者认识缺失的结果。

近日国家对物价上涨过快出台一些行业色彩较浓的调控政策,而房价也是被重点监控的物价之一,必然也会被纳入重点监控的范围。对于房地产,我们建议目前更加关注的是调控政策,尤其是在紧缩货币政策下房贷政策变化以及这种变化对行业以及公司的实质性影响。

另外,政府的这种调控政策也将加快房地产行业的分化,强者恒强的生态法则将会进一步显现,这有利于行业龙头的进一步发展。

基金公司放缓QDII发行

受首批“出海”的基金QDII大面积亏损影响,内地首只银行系基金QDII——工银瑞信中国机会全球配置股票型基金基金不逢时,在发行十余日后仍然未能宣告结束发行,内地基金公司自动放缓了基金QDII的发行。

海通证券:

在股东之一工商银行拥有国内最庞大的销售网络情况下,工银瑞信基金QDII在发行近半月后仍迟迟不能宣布结束发行,与去年首批发行的三只基金QDII屡屡创造发行期最短、发行规模最高纪录的盛况远远不能相比。由于目前已发行的基金QDII产品净值仍在面值之下,而近日A股市场已有所回暖,海外市场仍在下跌,为内地基金QDII的募集雪上加霜。去年12月中旬华宝兴业QDII基金获准发行,去年年底海富通基金QDII获批发行,但这两只基金目前还没有发行。这与之前各基金拿到产品批文后的快速“反应”已大不同。从分散风险角度来看,作为内地投资者可以申购一些QDII产品达到资产优化配置。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

| 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 | | 2007一致预期 | | 2008一致预期 | | 目标价 | 1.15收盘价 |
|--------|------|------|------|------|------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|--------|-------|---------|
| | | | | | | EPS | PE | EPS | PE | EPS | PE | EPS | PE | | |
| 000829 | 天音控股 | 海通证券 | 增持 | 深度报告 | 1-14 | 0.424 | 65.991 | 0.680 | 41.147 | 0.443 | 63.158 | 0.726 | 38.534 | 33.10 | 27.98 |
| 000428 | 华天酒店 | 中金公司 | 推荐 | 深度报告 | 1-11 | 0.480 | 42.938 | 0.750 | 27.480 | 0.466 | 44.259 | 0.720 | 28.612 | 25.00 | 20.61 |
| 600798 | 宁波海运 | 兴业证券 | 推荐 | 点评报告 | 1-11 | 0.330 | 47.818 | 0.680 | 23.206 | 0.312 | 50.583 | 0.623 | 25.339 | 17.50 | 15.78 |
| 000831 | 关铝股份 | 中投证券 | 推荐 | 点评报告 | 1-8 | 0.840 | 46.952 | 1.280 | 30.813 | 0.888 | 44.399 | 1.452 | 27.153 | 38.00 | 39.44 |
| 000400 | 许继电气 | 兴业证券 | 推荐 | 点评报告 | 1-7 | 0.420 | 56.048 | 0.600 | 39.233 | 0.405 | 58.068 | 0.613 | 38.372 | 21.00 | 23.54 |
| 600763 | 通策医疗 | 兴业证券 | 无 | 点评报告 | 1-7 | 0.130 | 103.923 | 0.190 | 71.105 | 0.130 | 103.923 | 0.190 | 71.105 | 18.00 | 13.51 |
| 002038 | 双鹭药业 | 中金公司 | 审慎推荐 | 深度报告 | 1-7 | 1.072 | 60.541 | 1.504 | 43.152 | 1.005 | 64.550 | 1.436 | 45.205 | --- | 64.90 |
| 600815 | 厦工股份 | 中信证券 | 买入 | 深度报告 | 1-4 | 0.350 | 47.257 | 0.640 | 25.844 | 0.374 | 44.275 | 0.618 | 26.752 | 20.00 | 16.54 |
| 600316 | 洪都航空 | 中投证券 | 强烈推荐 | 点评报告 | 1-3 | 0.250 | 202.560 | 0.270 | 187.556 | 0.382 | 132.712 | 0.699 | 72.449 | 52.70 | 50.64 |
| 000016 | 深康佳A | 兴业证券 | 推荐 | 点评报告 | 1-2 | 0.210 | 44.714 | 0.260 | 36.115 | 0.210 | 44.714 | 0.260 | 36.115 | --- | 9.39 |
| 000050 | 深天马A | 兴业证券 | 推荐 | 点评报告 | 1-2 | 0.240 | 71.375 | 0.320 | 53.531 | 0.250 | 68.417 | 0.325 | 52.736 | --- | 17.13 |
| 600150 | 中国船舶 | 中金公司 | 审慎推荐 | 深度报告 | 1-2 | 4.430 | 60.930 | 8.180 | 32.998 | 5.471 | 49.340 | 8.715 | 30.974 | --- | 269.92 |

说明:“首次关注”品种由于市场关注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现。我们从两个角度追踪它们的动向,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-goal.com)