

前高后低 全面转向成长重点关注消费

◎ 国元证券

一、GDP 运行轨迹将呈现前高后低特征

在 2007 年我国宏观经济快速增长之后,2008 年国民经济预计在宏观调控背景下依然会保持快速增长。预计 2008 年 GDP 增速将维持在 10.3%左右,投资拉动依然会成为推动 GDP 增长的重要动力。就中长期而言,中国经济要实现根本转型,必须在经济指导思想上有所突破。即将经济增长方式转向科技、人才兴轨道上来,转向依托科技创新、劳动创造价值轨道上来,更加重视劳动的创造性和有效性。

在宏观调控背景下,2008 年推动我国经济增长的“增长极”主要表现在以下几方面:

1、新农村建设将在 2008 年继续有序推进,从而推动 GDP 增长。鉴于我国农村幅员辽阔,新农村建设所花费的巨额支出有望对 2008 年经济增长产生一定的拉动作用。

2、中部崛起、西部开发、东北振兴,以天津为代表的环渤海经济圈建设,以重庆、武汉为中心的新特建设等区域经济发展会对 2008 年 GDP 增长提供动力。

3、以 3G、数字电视为代表的新兴产业政策推出,配合中国产业结构调整推动 GDP 增长。

4、以和谐社会为切入点的社会公益事业建设将对 GDP 增长起拉动作用。

5、鉴于我国庞大人口规模及消费引导政策下的消费扩张和升级对 GDP 会产生较大幅度的拉动作用。

6、从支持我国经济增长的资金面来看,在货币政策从紧背景下,人民币升值导致的外资流入、资本市场大发展所导致的直接融资比重大幅提高等因素为经济增长提供源源不断的资金支持。

7、考虑目前特殊的国际货币体系与中国与西方各国贸易结构的特殊性,若不加强投机性外资入境监管、改善贸易收支结构,2008 年贸易顺差依然会在人民币升值背景下保持高位运行,出口依然会成为拉动国民经济增长的重要一极,贸易顺差依然会对人民币升值保持刚性特征。

8、奥运经济将对 2008 年经济增长起到拉动作用。

根据对 2008 年 GDP 运行轨迹分析,预计 2008 年 GDP 将呈现前高后低的运行特征。具体而言,受 2007 年经济快速增长惯性及各项宏观调控时滞影响,2008 年年初宏观经济增速延续 2007 年高速增长态势,保持快速增长;奥运会之后,预计 GDP 增速会在奥运经济消退效应及各项宏观调控政策陆续出台共同作用下,GDP 增速有望出现回落。

二、A 股市场面临的政策面及周边环境分析

1、虽然目前法定存款准备金率已创出 20 年新高,但急速增长的流动性泛滥将迫使央行在 2008 年继续采取提高法定存款准备金率的举措来收缩流动性,预计 2008 年央行

会有 3-4 次提高法定存款准备金率的举措。当然,就提高法定存款准备金率效果而言,笔者认为,在外部资金不断涌入背景下,提高法定存款准备金率的举措并不能对流动性泛滥格局起到有效的抑制作用。

2、鉴于目前 CPI 及 PPI 价格处于高位,2008 年预计央行会有 2-3 次小幅加息举措。

3、考虑到我国经济增长方式的转型因素,预计 2008 年政府对于房地产的调控仍将继续,一些发达地区前期价格大幅上涨的房地产将在政府宏观调控作用下出现向下运行的拐点。

4、鉴于目前屡创新高的贸易顺差及西方发达国家的压力,人民币在 2008 年将继续保持升值势头。在升值预期作用下,国际热钱会不断涌入中国资本市场,进而加剧流动性泛滥格局。理论而言,在目前特殊的国际货币体系及中外特殊贸易结构下,升值短期内并不能有效解决贸易顺差过大问题。外资不断涌入将继续在房地产、股市两个市场掀起波澜。

5、与从紧货币政策相配合,财政政策将在 2008 年宏观政策体系中扮演重要角色,预计 2008 年财政再分配政策的有效实施将对国民收入分配结构产生重要影响。

(1) 提高居民收入水平是启动消费的关键。针对目前工资收入占 GDP 比重过低及居民社会保障支出压力过大的现实,只有在提高工资收入水平和降低社会保障支出两个方面同时采取措施,才能真正地发挥消费对经济的拉动作用。

(2) 提高居民收入水平可以促进经济增长方式转型。理论上而言,造成我国前期外延型扩大再生产的根本原因在于低廉的生产要素,其中包括低廉的资金成本、低廉的资源价格、低廉的土地价格、低廉的劳动力价格。提高工资收入水平以后,一方面一些投资回报率较低的项目将被有效抑制。企业为了化解劳动力成本上涨压力,只有通过以技术创新为主导的内涵型扩大再生产方式来实现,从而有利于中国经济增长方式实现成功转型。另一方面,随着劳动者收入水平的提高,劳动者将具备增加自身及其子女教育投入的经济基础,进而为经济持续发展提供源源不断的智力支持。

(3) 提高居民收入水平,可以有效抑制贸易顺差,改变国际收支失衡局面。我国贸易相对优势主要表现为廉价劳动力资源,因此,提高劳动力收入水平完全可以取代人民币升值,用来解决贸易收支失衡问题。在人民币升值解决贸易顺差不力背景下,采取提高工资水平手段来调节贸易顺差和优化我国出口贸易层次和结构会取得积极成效。

(4) 提高劳动者收入水平同样也有利于进一步发挥消费拉动经济的作用,有利于消除金融市场资金流动性泛滥、投资过热及通胀压力。

6、美次贷危机的不确定性将在两方面影响 2008 年 A 股市场走势:其一方面表现为危机集中爆发引发资金链断裂对 A 股市场会产

生紧缩性影响,另一方面表现为美次贷危机爆发引起美国经济衰退,从而使中国对美国出口受到影响,进而间接影响中国经济。

7、证券市场相关政策因素将在很大程度上影响 2008 年市场走势:

(1) 融资、融券等创新举措将对 2008 年市场走势产生重要影响。在融资、融券推出之前,一些价值低估的蓝筹股作为战略筹码,有望得到市场积极关注。

(2) 股指期货的推出对市场影响不可小视。具体言之,在股指期货推出之前,一些处于价值投资区域内、权重较大的蓝筹股将得到市场积极关注;股指期货推出之后,一些权重较小的科技、消费板块将有较好的表现机会。

(3) 扩容因素会对 A 股市场产生一定影响。在流动性泛滥影响下,2008 年市场扩容规模和频率将继续扩大。

(4) 创业板推出时机选择对 A 股相关板块会产生重要影响。

三、总体走势将呈现先扬后抑、前高后低特征

1、2008 年市场运行总体判断
鉴如目前 A 股市场整体估值水平已处于相对高位,因此,较之于 2006 年、2007 年行情而言,A 股估值已不再具有优势。与此同时,人民币升值引发的外部资金流入、通货膨胀背景下的负利率等因素所形成的资金流动性泛滥仍将在 A 股市场有所表现。在估值处于相对高位、资金流动性泛滥依旧、政府宏观调控从紧以及美次贷危机等因素共同作用下,2008 年 A 股市场将呈现结构性牛市特征,市场整体涨幅相对有限,市场热点主要表现为阶段性板块、题材性投资机会。不考虑新股上市增加的权重因素,2008 年市场波动区域为 4000-7000 点。2008 年市场总体走势将呈现先扬后抑、前高后低特征。总体来看,2008 年市场运行存在几个关键的时间点,分别为元月初、3 月中下旬、6 月初、9 月下旬,上述四个时间点对于 2008 年市场走势会产生较大影响。

(1) 2008 年我国宏观经济依然能够保持快速增长态势,宏观经济持续向好对 A 股市场于 2008 年保持高位运行提供了良好的基本外部条件。2008 年虽然受人民币升值、美次贷危机、国内宏观调控影响,投资、出口对于 GDP 的拉动作用会有所削弱,但鉴于我国庞大的市场规模及人口规模,在科学发展观战略思想指导下,财富分配向民间倾斜必将使消费在拉动国民经济增长中发挥重要作用,GDP 绝对增速依然会在 2008 年保持高位。

(2) 考虑新兴区域经济增长及新兴产业经济增长因素,2008 年一些分布于科技、消费行业的板块将在结构性牛市中有所表现。

(3) 从资金供求角度分析,虽然 2008 年以创业板为代表的多层次市场建设使 A 股市场面临巨大的扩容压力,但考虑到人民币升值所导致的外资流入、负利率时代的保

现煤电价格再次联动及小火电关闭带来的行业整合机会,建议关注具有持续发电能力的水电上市公司及装机容量大的火电上市公司。

(4) 从估值角度分析,目前两市加权平均动态市盈率明显偏高,过高的估值使 2008 年市场不会出现大幅上涨行情。一些成长性良好、分布于科技、消费领域的板块将以其良好的成长性,在 2008 年结构性牛市中有所表现。此外,2008 年两税合并并在降低市场整体估值水平的同时,也将使金融板块在调整过程中蕴育中线投资机会。

(5) 2008 年奥运、股指期货推出等重大事件将为市场潜在阶段性热点的产生提供条件。

2、2008 年市场投资主题
我们的 2008 年市场投资主题是,全面转向成长,重点关注消费、科技,兼顾部分蓝筹股价值再重估、整体上市及超跌反弹机会。

2008 年宏观调控的政策背景、科学发展观战略思想指导下的中国经济转型、财政再分配功能的充分发挥、资本市场功能进一步深化定位、2007 年年底 A 股整体估值仍处于相对高位等因素,决定了今年股指整体涨幅相对有限。在结构性牛市演绎过程中,消费、科技等成长性良好的板块将成为贯穿全年的市场主要热点,其中部分行业会演绎一波较大的行情。蓝筹股群体中,高速、电力、金融存在重新估值机会,预计钢铁板块于 2008 年年初存在业绩超预期的业绩浪行情。部分权重股板块在股指期货推出之前存在一定的市场机会,其它蓝筹股 2008 年的机会主要表现为超跌之后的超跌反弹。

3、2008 年各季度投资主题及部分行业投资分析
2008 年一季度,预计一些前期表现活跃、成长性良好、分布于消费、科技行业的个股会继续演绎跨年度中高级行情。有鉴于此,建议积极关注高速、电力、金融板块的价值重估机会;二季度可重点关注部分蓝筹股,如钢铁等业绩超增长的业绩浪行情及其它蓝筹股的超跌反弹行情;三季度重点关注奥运题材的投资机会;下半年可关注央企整体上市的投资机会。

就 2008 年行业投资机会而言,从中线角度考虑,建议对高速、电力、钢铁、金融、电气设备、通信、饮食、化肥、造纸、旅游、医药、汽车等行业予以关注。从 2008 年市场演绎趋势分析,上述 2008 行业热点除价值重估的高速、电力、钢铁、金融板块之外,多数将分别通过新能源、节能环保、消费、中小企业板、奥运等阶段性热点表现出来。

(1) 高速公路行业:目前两市高速公路行业加权平均动态市盈率为 27 倍,明显低于市场平均动态市盈率。高速公路行业业绩增长比较平稳,是宏观调控背景下较好的防御品种,建议关注处于我国经济发展中心区域的高速公路上市公司。

(2) 电力行业:目前两市电力行业加权平均动态市盈率 36 倍,估值水平略低于市场平均估值水平。2008 年电力行业投资机会主要表现为

为煤电价格再次联动及小火电关闭带来的行业整合机会,建议关注具有持续发电能力的水电上市公司及装机容量大的火电上市公司。

(3) 钢铁行业:钢铁板块目前动态加权平均市盈率为 22 倍,属于市盈率最低的行业。受 2007 年钢材价格持续上扬影响,2008 年年初钢铁行业投资机会主要表现为业绩超预期增长的业绩浪行情。就中线而言,钢铁行业行情演绎将受宏观调控和铁矿石价格上涨制约。

(4) 金融行业:金融行业作为高端服务业近年业绩增长明显,目前两市金融类上市公司加权平均动态市盈率为 34.38 倍。2008 年金融行业投资亮点主要表现在所得税调整、人民币升值及股指期货推出等方面。

(5) 电气设备行业:该板块目前加权平均动态市盈率为 50 倍,高于市场平均估值水平。2008 年该行业主要表现为个股行情,建议关注节能、新能源设备及农业电网改造类上市公司。

(6) 化肥行业:目前两市化肥板块上市公司加权平均动态市盈率为 50 倍,受我国新农村建设及消费拉动经济影响,在国际粮食价格大幅上涨背景下,化肥类上市公司将持续受益,2008 年存在市场机会。

(7) 通信行业:目前两市家电行业加权平均动态市盈率为 81 倍,整体处于高估状态。作为朝阳行业,通信行业将直接受益于我国即将推出的 3G 产业,建议对与 3G 相关的通信设备制造、软件设计及 3G 运营商予以关注。

(8) 旅游行业:目前两市旅游板块加权平均动态市盈率为 61 倍,考虑旅游行业特殊性,建议继续关注拥有自然资源垄断地位的品牌旅游类公司。考虑价格上涨及游客增加因素,在人民币不断升值背景下,建议对拥有自然资源垄断地位的旅游类上市公司予以积极关注。

(9) 造纸行业:该行业目前动态市盈率为 47 倍,2008 年该行业将继续受益于人民币升值及消费需求拉动,建议对规模较大、防污措施良好的造纸类公司予以关注。

(10) 饮食行业:目前该行业加权平均动态市盈率为 76 倍,建议对受益于两税合并的白酒类公司予以积极关注。

(11) 医药行业:目前该行业加权平均动态市盈率为 49 倍,建议对受益于医保的低端原材料制药公司及以生物制药为代表的高端医药公司予以关注。

(12) 中小板:中小企业板块 2008 年最大的市场机会在于全流通背景下财富增值最大化的冲动。由于中小企业股权结构特殊,民营控股公司追求的财富最大化将使中小企业板块在 2008 年存在一定投资机会。从中小企业板块行业分布分析,目前中小企业板块多数分布于科技、消费行业,代表未来我国产业发展方向。就此而言,中小企业板块在 2008 年启动行情存在基本面支撑,而 2008 年创业板的推出将为中小板启动提供良好的契机。

(执笔:鲍胜胜)

■ 信息评述

美联储宣布紧急降息 75 个基点

北京时间周二 21 时 30 分左右,也就是美股开盘前一个小时,美联储在其官方网站发布声明,宣布紧急降息 75 个基点,将联邦基金利率由之前的 4.25%降至 3.50%。

中金公司:

美联储决定在本月月底美联储会议之前紧急降息,是美联储为防止全球性的股市大跌演变成全球金融危机而作出的灵活反应。此举一方面说明美联储挽救经济的果断和决心,另一方面也显示金融市场对美国经济的悲观及恐慌情绪很可能通过自我实现实体经济产生巨大的反作用,进而引发美国乃至全球经济的大萧条。紧急降息对金融市场提振效果明显,但由于货币政策发挥作用往往有数月的时滞,对实体经济难以收到即时的效果。而以往经验表明大幅降息未必能够阻止经济陷入衰退,但美联储激进的货币政策配合即将出炉的大规模减税的财政政策将为日后经济形势反转提供支持。我们预计在本月月底的议息会议中,美联储再次降息 50 个基点的概率相当高。

兴业证券:

虽然美联储此次降息将向市场注入流动性,不过我们分析对流动性影响需要进一步观察。一方面,美次级债危机蔓延,企业债风险溢价大幅上升,并使得相关衍生品市场受到重创,市场目前更为担心规模高达 43 万亿美元 CD 市场受到波及,流动性呈放大收缩趋势。另一方面,美经济进入衰退概率增大,加之此次次级债危机主要是在金融机构内部循环,银行信贷投放也将收缩。

在美国此次降息后,中美利率就此出现“倒挂”局面,人民币加速升值和利率倒挂可能加强“热钱”涌入中国的冲动,对我国利率政策运用也将形成一定制约。虽然当前通胀形势较为严峻,央行再次加息仍将观察国内外因素再作决定,最早也将在春节之后。

光大证券:

美国去年 12 月份零售数据表明美国消费出现大幅下滑,同时作为美国投资的先行指标美国制造业经理人采购数据去年 12 月也滑落到 50 以下,表明美国投资也开始萎缩,这使美国经济衰退风险越来越大。为此美国政府和美联储采取扩张性财政和货币政策来刺激经济复苏,美国政府此前也采取了大幅减税政策。我们认为如果美国经济指标继续恶化,美国政府和美联储还将采取进一步的举措。美联储降息将导致我国央行加息空间进一步减少,为了防止资金大幅流入,也将加大人民币升值压力。

东方证券:

我们认为,今后美国政府仍会采取一些措施来应对次级债危机。美国经济虽然增速会明显回落,甚至个别季度会出现负增长,但全年增速仍可能为正。虽然我们前期对美国 2008 年经济增长偏乐观,但我们在预测 2008 年中国出口增长时是比较谨慎的。尽管外需增长明显放缓,但由于目前整个社会资金并不充足,而落后产能的淘汰可能加剧了这种不足,这决定了资本的边际回报率可能会提高,从而抵消企业销售收入下降的影响,因此 2008 年企业盈利仍有望保持高速增长,并存在超出市场预期可能的可能。

股票基金断粮 5 个月后将开闸声再起

A 股市场股票供应在不断加大的同时,新股型基金断粮已近半年。而伴随着 22 日市场的再度大跌,有关新基金开闸预期也越来越强烈。

国都证券:

自去年 8 月底华夏复兴基金宣布拿到新发基金批文后,至今已近 5 个月国内资本市场未见投资 A 股的股票型基金批文发放,这也基本上是历史上股票型基金发行“冰封”时间最长的一次。

由于新基金开闸一直被监管部门对股市调控的手段之一,因此尽管老基金转型和持续营销的 A 股基金募集资金规模并不小,但市场对真正的新股股票型基金是否放行仍非常关心。从去年 10 月份开始,市场经历了多次剧烈震荡和多次巨幅下跌,每一次投资者都对新股股票型基金发行异常期待,而一些排队靠前的基金公司也兴奋异常,但监管部门始终未动静。不少基金公司表示,预计在此次市场调整后新基金发行将重新步入正轨,供求关系将逐步得到改善。

全球股市何以大跌何时能上涨

承接 21 日跌势,周二全球股市继续大跌。道指跌 1.06%,纳指跌 2%,日经指数跌 5.7%,香港恒指跌 8.65%,上证综指跌 7.22%,印度股市开盘即触及跌停。

申银万国:

全球股市大跌的原因主要有四个方面:1、次级债影响扩大、美国经济增长回落幅度超出预期导致美国股市大跌,这是全球股市大跌的源头;2、由于美国经济仍然是全球经济增长的火车头,其它发达国家和新兴市场国家经济都将受到冲击,这也成为股市下跌的重要因素;3、次级债教训提醒各国管理者重新审视和评估资本市场的金融风险,管理机构主动挤泡沫或者市场预期管理机构将采取措施挤泡沫也加剧了市场的恐慌;4、随着美元对日元汇率跌破 110,日元套息交易平仓规模加大,这也加剧了欧美股市的下跌。

从引起全球股市下跌的原因来看,只有这些因素缓解,全球股市才能恢复信心止跌上涨。这些条件可能包括:1、美联储直接的救市政策,如注入流动性;2、进一步刺激美国经济的政策,如再次降息 50 个基点、更激进的减税方案;3、各国金融管理局对资本市场的安抚,譬如表达不希望股市大幅震荡的观点等。

由于股票市场泡沫的急剧破灭对经济和金融机构的冲击更大,金融当局并不希望股票市场硬着陆,我们觉得出现上述条件的可能性很大,届时全球股市有望企稳。至于能否再次上涨,还需要经济基本面的配合,现在还很难以判断,有待进一步观察。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:1月1日-1月23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 一致预期		2008 一致预期		目标价	1月22日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
000686	东北证券	平安证券	中性	点评报告	1-21	2.24	19.67	2.53	17.41	2.15	20.53	2.59	17.04	--	44.05
002205	国统股份	兴业证券	无	新股研究	1-21	0.36	--	0.58	--	0.46	--	0.72	--	--	--
600015	华夏银行	海通证券	增持	深度报告	1-16	0.52	38.39	0.76	26.26	0.55	36.45	0.85	23.50	26.00	19.96
000829	天音控股	海通证券	增持	深度报告	1-14	0.42	51.79	0.68	32.29	0.44	50.00	0.71	31.04	33.10	21.96
000428	华天酒店	中金公司	推荐	深度报告	1-11	0.48	41.29	0.75	26.43	0.45	44.33	0.76	25.97	25.00	19.82
600798	宁波海运	兴业证券	推荐	点评报告	1-11	0.33	38.06	0.68	18.47	0.30	41.92	0.68	18.43	17.50	12.56
000831	关铝股份	中投证券	推荐	点评报告	1-8	0.84	39.14	1.28	25.69	0.88	37.36	1.39	23.59	38.00	32.88
002038	双鹭药业	中金公司	审慎推荐	深度报告	1-7	1.07	56.76	1.50	40.46	1.00	61.13	1.43	42.53	--	60.85
000400	许继电气	兴业证券	推荐	点评报告	1-7	0.42	62.33	0.60	43.63	0.40	66.14	0.62	42.14	21.00	26.18
600763	通策医疗	兴业证券	无	点评报告	1-7	0.13	103.00	0.19	70.47	0.13	103.00	0.19	70.47	18.00	13.39
600815	厦工股份	中信证券	买入	深度报告	1-4	0.35	39.00	0.64	21.33	0.37	36.80	0.61	22.25	20.00	13.65
600316	洪都航空	中投证券	强烈推荐	点评报告	1-3	0.25	179.40	0.27	166.11	0.38	119.45	0.63	71.01	52.70	44.85
000016	深康佳 A	兴业证券	推荐	点评报告	1-2	0.21	38.95	0.26	31.46	0.21	38.95	0.26	31.46	--	8.18
000050	深天马 A	兴业证券	推荐	点评报告	1-2	0.24	66.67	0.32	50.00	0.25	63.64	0.32	49.36	--	16.00
600150	中国船舶	中金公司	审慎推荐	深度报告	1-2	4.43	48.76	8.18	26.41	5.16	41.90	8.69	24.85	--	216.00

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现。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

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)