

Reports



更多精彩内容请见中国证券网股票频道 http://www.cnstock.com/stock/

牛市基础微妙变化下注重确定增长

—2月份A股市场重点品种推荐

申银万国证券研究所

一、牛市基础发生微妙变化

我们把A股牛市简单归结为三个因素(挂一漏万是难免的):企业盈利高速增长。经济高速增长提供内生动力,而制度变革赋予外生潜力;人民币升值预期带来资金对人民币资产的追捧;负利率推动的金融脱媒。

如今这三个因素都在发生一些微妙变化,从而导致市场的剧烈调整。

1、企业盈利增长:紧缩政策放松会提前?

尽管全球经济表现纷繁复杂,但是中国的投资者还是从动荡的全球金融市场中解读出国际投资者对美国、欧洲经济的担忧。发达经济体的衰退可能,导致投资者非常担忧中国出口前景,梦魇般的1998年会重演吗?我们提醒投资者注意,与1998年显著不同,我们现在身处弱势美元环境。人民币通过与弱势美元的较紧密挂钩,仍然获得了巨大的贸易优势。尽管外部需求逐渐放缓,但中国产品的竞争力没有出现巨大下降,短期内(2008年一、二季度)中国出口仍将保持较高水平,出口下滑速度将低于投资者担忧。要真正促使中国出口显著衰退,重要的假设还是美元反弹!

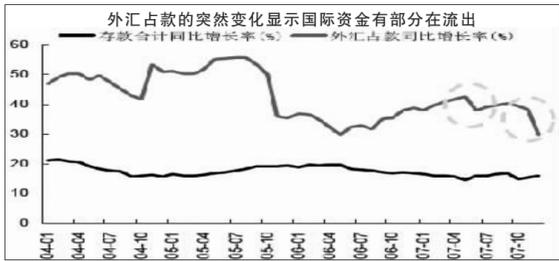
内部的紧缩政策是另外一个影响企业盈利高速增长的关键因素。和许多抱有良好愿望的投资者一样,我们希望国内宏观调控政策最迟能够在2008年下半年放松。从目前迹象来看,放松调控的时间表可能提前。其一,全球经济下滑迹象越来越明显,引发决策层的密切关注。其二,南方14个省市的雪灾,严重影响1、2月份的固定资产投资。其三,出口缓慢下降,雪灾造成的拉闸限电交通瘫痪,会严重影响工业企业产能供应,一季度工业企业盈利增长可能出现明显下滑。看到这些严峻事实,决策层可能提前为紧缩政策松绑。一旦政策转向,企业盈利下滑担忧将部分化解,股票市场趋势好转。

尽管经济增长带来的内生增长存在不确定因素,但外在的制度变革还是能够推动上市公司盈利持续上升。紧接着股改而来,我们看到了整体上市和资产注入:工业企业的ROA依然高于上市公司,所以整体上市和资产注入可以带来上市公司盈利能力的提升。未来我们会看到股权激励的大面积铺开,这将最终统一管理层和股东的利益,这些制度性变革将使上市公司有持续的业绩释放动力。

2、升值加快和热钱流出

外汇占款可以敏感地表明热钱情况。在汇改前大量资金涌入,外汇占款加速上升,之后一直持续涌入。但自2007年12月以来外汇占款有显著下滑,显示热钱快速离开中国。历史经验告诉我们,在2007年4-5月间外汇占款曾经出现短期迅速下降,那个时候恰恰也是次级债危机爆发的时候。因此,我们推断,在美国“后院失火”情况下,许多热钱为保持流动性,短期将资金抽离那些收益丰厚而估值又高的资产(最典型的就是A股和H股),引发了中国外汇占款短期的剧烈波动。

从人民币升值角度出发,我们原先的“人民币升值——资金涌入——推动资产价格”的逻辑不再成立。但“人民币升值——成本下降”的逻辑依然存在,真正成本受益的航空股仍然值得继续看好。



3、通胀压力中的金融脱媒

我们认为,支撑牛市基础的负利率带来的储蓄脱媒因素在2008年会持续存在。受通胀压力影响,我们看到自2007年初以来,实际利率出现负值并维持至今,央行并没有表现出走到CPI前头的勇气,而只是亦步亦趋的跟随式加息。这带来了狭义的金融脱媒——居民储蓄大量离开银行系统进入直接投资市场,这种内部的流动性过剩支撑了A股的高估值。

我们预计2008年将维持通胀压力大的局面,而在外部经济不稳定、中美利差扩大情况下,央行仍将采取跟随式的加息方式,所以负利率情况将维持,储蓄脱媒将深化。在预期稳定之后,内部充裕的流动性将继续支持A股高估值。

综上,三个推动牛市的基础确

实出现了微妙变化:企业盈利高速增长受到质疑,主要是经济高速增长难以保持。外部需求预期内的下滑和内部紧缩政策持续是投资者的主要担忧,而且难以在3月之前得到平息。但我们注意到,在全球经济出

速作为未来两年的经济增速底线,从历史上看,上市公司的实际业绩增速一般是GDP增速的1.5倍,再加上预期通胀率(5%),2008年上半年上市公司业绩增速的底线在21%左右。如果对应地给2008年21倍PE的话,距目前市场的估值水平(2008年24倍)还有15%的空间,对应点位为3800点。因此,我们认为市场的合理底线在3800点左右。

二、短期超调的可能性

虽然确认了牛市基础未变,但是我们认为阶段性买点尚未到来,短期多重因素将使A股保持弱势整理态势。

第一,我们认为,控制通胀是现阶段的主要矛盾。在CPI未见回落情况下,政府不会贸然放开对内紧缩,主要是信贷和投资,信贷起码不会在上半年突然大幅上升。

第二,2月15日将公布的1月份信贷增速可能依然比较高,3月份公布的一、二月的投资数据可能会很难看,因为今年冬天的雪灾将严重影响许多项目的开工。所以2月份市场在1月信贷数据超预期刺激下可能有一波反弹,但之后市场会认识到政府对内紧缩基调不变,再加上3月中旬披露出来的较低的投资数据,市场可能继续弱势整理。

第三,虽然2月份只有13个交易日,但是股票供给量却很大,包括IPO、增发和小非在内,资金需求量最大可能达到4500亿元,市场资金面吃紧。

第四,分析师自下而上仍然没有充分的注意到部分地区拉闸限电、交通瘫痪对制造业企业盈利的影响,自然灾害可能使得上市公司一季度业绩低于预期。

速为未来两年的经济增速底线,从历史上看,上市公司的实际业绩增速一般是GDP增速的1.5倍,再加上预期通胀率(5%),2008年上半年上市公司业绩增速的底线在21%左右。如果对应地给2008年21倍PE的话,距目前市场的估值水平(2008年24倍)还有15%的空间,对应点位为3800点。因此,我们认为市场的合理底线在3800点左右。

三、操作策略及重点品种推荐

在不确定的内外部市场环境中,寻找未来几年具备确定性成长的投资品种以争取获得超额收益。我们认为这次大盘调整不仅是对美国次贷危机深化导致的国际股市下跌的反应,也是对国内经济增长和上市公司业绩增长可能放缓的担忧的反应。在没有数据证实或者否定目前市场这些担心之前,我们认为需要比以往更加谨慎地选择个股。我们的投资思路是自下而上地挖掘未来具有确定性高成长的个股来获取更多的安全边际,正所谓“涨时重势,跌时重质”,只有具备确定且持续增长高且目前估值水平较低的投资品种。

投资风格继续以中、小盘品种为主,理由主要是:首先,中小盘股票的成长性总体上比大盘股更具优势。其次,当前市场出现亏钱效应后,资金的流动性将处于不断下降状态,这将很难支持大规模的大盘股行情。最后,新基金发行虽然获得证监会放行,但近期的连续下跌使得基金面临着赎回可能,到时候大盘蓝筹股将反而成为快速变现的工具。

综上所述,我们选出的2月份月度重点品种为:盐湖钾肥、科华生物、太阳纸业、潞兴股份、龙元建设、用友软件、中粮屯河、水井坊。

Table with columns: 股票简称, 推荐理由. Lists various stocks like 盐湖钾肥, 科华生物, 太阳纸业, etc., with their respective reasons for recommendation.

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:1月24日至2月4日)

Table with columns: 股票代码, 股票简称, 近3月预测数量, 最新预测时间, 2007E 净利润同比(%), 2年复合增长率(%), 2006年PE/G, 2007年一致预期 (EPS, P/E, P/B), 2008年一致预期 (EPS, P/E, P/B).

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3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)

信息集粹

春节休市期间重大事件一览

[2月5日]

·人民币兑美元汇率重回上行通道,再创汇改后新高。结束了连续两个交易日的小幅回落之后,人民币兑美元汇率重回上行通道。来自中国外汇交易中心的

[2月6日]

·全球股市全面下挫,纳斯达克呈典型熊市特征。寄望美国经济回暖的投资者5日再受打击,欧洲和美国服务业当天先后传出重大利空消息,欧元区服务业增长今年1月骤降,美国服务业增长今年1月出现5年来首度萎缩。消息公布后,担心美国经济陷入衰退的恐慌情绪加剧,欧美股市市场应声跳水,亚洲主要股市6日跟跌。2月6日,代表科技股的纳斯达克综合指数收盘再跌30.82点,至2278.75点,跌幅1.33%,呈现典型熊市特征。

[2月7日]

·中国铁建3月14日登陆H股,计划融资30亿-40亿美元。中国铁建股份有限公司计划在完成约17亿股的首次公开募股(IPO)之后,于3月14日在香港交易所上市。知情人士此前称,中国铁建计划通过在上海和香港上市,融资30亿-40亿美元。·英国利率下调25基点,欧洲维持4%利率不变。英国中央银行——英格兰银行7日宣布,将其基准利率下调0.25个百分点,降至5.25%。然而外界的降息呼声未能改变欧洲央行强硬的货币政策立场,该行周四如期宣布维持现行利率4.0%不变。

[2月8日]

·1月全球股市蒸发5.2万亿美元,A股跌幅居第二。标准普尔日前公布的数据显示,1月份全球股市市值蒸发5.2万亿美元,其中新兴市场平均跌幅为12.44%,而发达国家市场跌幅为7.83%。其中,土耳其、中国A股、俄罗斯和印度市场跌幅分居前四,分别达到22.7%、21.4%、16.12%和16%。

[2月9日]

·我国财长呼吁维护世界经济和金融市场的稳定。中国财政部部长谢旭人9日在西方七国财长与中国、俄罗斯和韩国等国财长对话会上呼吁主要发达国家采取及时和有效的措施,以维护世界经济和国际金融市场的稳定。

[2月10日]

·上交所专家:中国股市健康地波浪式地向上发展。上海财经大学应用统计研究中心主任、上海证券交易指数专家委员会委员徐国祥教授在接受记者采访时表示:“我国牛市格局并未改变。股市有波动,有涨有跌是正常的,后市可能有曲折,但应是波浪式地向上发展。”·建设部三举措稳房价,防过高过快上涨。建设部副部长姜伟新近日提出,今年在住房问题上建设部要抓紧做好三项工作:一是要抓紧完善住房保障体系。二是在着力解决低收入家庭住房困难的同时,要把帮助中等收入家庭解决住房问题作为一项重要任务。三是坚决贯彻落实国务院关于宏观调控的各项部署,抑制房价过快上涨。·中投公司拟40亿美元投资美新基金。中国主权财富基金中国投资公司(CIC)与美国私人股本集团JCFlores正在就一笔交易进行谈判,由中国投资出资40亿美元成立一家新的基金,用于投资财政状况不佳的美国金融机构。英国媒体评论称中国此举旨在缓解美国商界对中国主权基金控制美国企业的担心。·央行上海总部:五方面着手确保货币信贷平稳运行。央行上海总部在研究分析当前全国和上海市的经济金融形势后,日前就进一步做好2008年上海市货币信贷工作提出了五个方面要求:要全面理解从紧货币政策的内涵;要切实加强流动性管理;要加快推进盈利模式转变;要切实加强房地产贷款管理;要密切关注外部经济环境变化的影响。

[2月11日]

·雅虎董事会正式拒绝微软446亿美元收购报价。雅虎董事会正式拒绝了微软446亿美元的收购报价,认为这一价格“极大低估了雅虎的价值”,雅虎董事会拒绝微软并不出人意料。雅虎拒绝微软收购请求,意味着两家公司可能会最终摊牌。·G7:全球经济恶化或将加剧。来自美国、日本、德国、法国、英国、意大利和加拿大的财政领导人警告,由美国次级抵押贷款危机引发的信贷危机所导致的全世界经济增速可能会继续。但声明也表示,全球经济的根本性基础仍然很坚固,而且美国有可能避开经济衰退。·亚太股市周一普跌。受美股上周走低以及G7会议公告称全球经济增长将受到金融危机拖累减缓影响,亚太股市周一普遍下跌。其中,澳大利亚S&P/ASX 200指数跌2.3%;韩国股市Kospi指数跌3.3%;印度股市跌幅最大,为3.8%;香港股市和新加坡股市在春节节后也出现下跌,恒指收报22616点,大跌853点,国企指数跌537点,报12531点。

[2月12日]

·财政部部长:2008年将进一步深化预算制度改革。中国财政部部长谢旭人近日在部署2008年财政工作时指出,在深化税制改革的同时,中国将围绕基本公共服务均等化和主体功能区建设,进一步深化预算制度改革,强化财政预算管理。·摩根士丹利前全球策略师称美接接近重要底部。对冲基金TraxisPartnersLLC共同创办人、前摩根士丹利全球策略师BartonBiggs表示,他将逐步增持美股,因为他不认为美国会陷入经济衰退,且目前股价“非常非常便宜”。·欧盟委员会主席:欧盟无需出台经济刺激方案。欧盟委员会主席巴罗佐11日说,尽管欧盟经济肯定会因美国经济陷入困境而受到影响,但欧盟的情况与美国不尽相同,人们大可不必担心欧盟经济会出现衰退,因此现阶段欧盟没有必要效仿美国出台经济刺激方案。