

持续反弹 时间就在四月初前后

——沪深A股市场二季度投资策略快报

我们判断自去年10月份以来的中级调整行情将于3月底前后时间段结束,预计二季度A股市场将展开持续性向上反弹行情。而促使A股市场走势可能于3月底前后时间段构筑“拐点”的重要诱发因素,或者说逐渐改善市场预期的“催化剂”主要包括以下几个方面:

- 催化剂一:我们预计自3月份起,我国CPI同比增幅有望逐渐回落,因此,我国本轮反通胀见效,将很可能再度刺激A股市场逐渐走强。
- 催化剂二:4月下旬A股公司最近两个财报业绩将明朗,我们判断A股公司在2007年总体业绩增速有望接近50%较高水平的同时,预计2008年一季度总体业绩增速有望再超市场预期(市场普遍预期低于40%),增速有望再度接近50%。
- 催化剂三:从政策层面看,积极信号频现,政策暖意明显。
- 催化剂四:伴随着4月份国际大投行年报与季报陆续公布完毕,全球股票市场对美国次级债危机的消化将暂告一段落,二季度海外股票市场运行趋势可能由此前的极度悲观转为有利。

○海通证券研究所

一、市场对美国本轮经济衰退程度预期可能过于悲观

1、上世纪七十年代以来美国的五次经济衰退回顾总结

从经济学角度看,经济衰退(Recession)是指经济出现停滞或负增长。不同的国家对衰退有不同的定义,但美国以经济连续两个季度出现负增长为衰退的定义被人们广泛使用。

自1970年至2007年美国次级债危机爆发之前期间的时间内,美国共发生了五次经济衰退。统计数据显示,美国上述五次经济衰退期间,衰退时间跨度最长为5个季度,衰退时间跨度最短仅为3个季度。我们认为,美国在1974年至1975年期间的经济衰退之所以最长,为5个季度,与同期石油危机爆发、布雷顿森林体系瓦解导致全球货币体系一度混乱、美国通胀超过两位数等几个影响经济复苏的重大不利事件重叠有重大关系。如当初石油价格从每桶3美元上涨至超过13美元,累计涨幅超过300%。

2、市场对美国本轮经济衰退程度预期可能过于悲观

公开资料显示,美国次级债危机爆发的苗头自2007年上半年就已初现端倪;而2007年8月份,则是美次级债危机集中爆发并蔓延的起始期,同时也是美国政府开始采取系列措施以缓解次级债危机进一步恶化的时期。

众所周知,历史上美国历次经济出现衰退同期总是伴随着全球石油价格快速上涨、美国通货膨胀迹象明显、美国失业率明显上升等对美国经济增长有重大影响的异常经济现象。然而自2007年第三季度美国次级债危机爆发以来至今,全球石油价格每桶自2007年最低约50美元,最高上涨至近年一季度最高约110美元,累计上涨幅度为120%;近三个季度美国CPI增幅基本都维持在4%以内。显然,无论从石油价格累计上涨幅度还是通胀程度看,本轮美国经济衰退程度都远不至于类似1974年至1975年期间的经济衰退来得悲观。

事实上,自美国次级债危机爆发以来,2007年第三季度、第四季度美国GDP增速分别为2.8%与0.6%,同期CPI增幅分别为2.4%与4.0%。因此,虽然2008年前三个季度美国经济增速可能会明显放缓,

但GDP增速出现长时间持续负增长、尤其是GDP负增长时间跨度超过5个季度的可能性并不大,这意味着市场对美国未来经济增速的衰退预期可能过于悲观。

3、美元汇率长期趋势或许正临近熊市拐点

为化解次级债危机,美联储可能会将降息或其它货币手段进行到底,为此美元可能延续贬值趋势,由此造成全球通胀继续高位运行。然而美元汇率当前或许已经被低估,美国的进出口形势已大为改观,贸易赤字正逐渐改善;同时,若民主党上台能够从中东撤军并集中全力重整经济、削减财政赤字,则美元汇率很可能在2008年底前后反转走强。

从美元汇率具体表现看,自2002年至今欧元对美元累计升值幅度已高达近75%,日元对美元升值幅度也已近25%,目前美元实际有效汇率指数已接近1993年前后的历史谷底。因此,我们认为,2008年很可能成为美国经济与美元汇率表现最疲软的时期,但2009年起美国经济与美元汇率很可能联袂逐渐走强。

4、美元汇率筑底有利于抑制全球资源价格上涨并刺激美国经济回暖

历史数据表明,黄金价格变化趋势与全球资源品价格存在显著正相关关系,而美元汇率变化趋势则与黄金价格走势存在明显反相关关系。因此,一旦美元汇率在2008年下半年筑底成功并逐步走强,则非常有利于抑制当前全球资源品价格一路攀升的趋势。而全球资源品价格保持平稳,甚至一旦出现回落趋势,显然非常有利于美国经济回暖以及全球经济增长。

5、宏观调控对投资者心理影响大于对上市公司业绩造成的负面影响

经济学表明,如果银行利率偏高就会对实体经济及企业盈利能力带来显著负面影响。不过就目前而言,近一年我国政府在采取了包括持续加息等宏观紧缩政策之后,未必会对A股公司总体业绩带来显著负面影响。一方面,相对于我国高速增长的宏观经济而言,目前银行利率水平并没有严重偏高。另一方面,由于A股公司在我国各省市银行中普遍具有良好的信用度,因此上市公司在向银行贷款时往往会享受到一定程度的优惠。事实上,

历史数据表明,美国股票市场的中期运行趋势在很大程度上会对同期全球主要股票市场运行趋势产生重大影响。我们认为,这除了与美国经济走向会对全球经济变化产生重大影响之外,另一个重要因素还与美国股票市场的估值水平被认为

是全球股票市场估值水平的“标杆”有重大关系。即美国股票市场持续上涨或持续下跌,不仅会使美国股票市场的估值中枢上下波动,同时也会引发全球主要股票市场估值中枢同方向波动。

二、引发近期市场调整的直接因素

我们认为,引发A股市场自2007年10月中旬至今的本轮中级调整行情的直接因素主要包括以下几个方面。

1、调整初期A股估值水平明显偏高

在经历了2007年1月至10月中旬的持续上涨之后,去年10月中旬A股市场PE估值水平明显偏高。以2007年10月16日上证综合指数收盘6092点历史最高点计算,当日全部A股市场与沪深300指数此前推12个月加权EPS计算的PE值分别为44倍与46倍,以2006年年报加权EPS计算的PE值更是分别高达89倍与93倍。与海外市场估值水平相比明显偏高,意味着当初A股市场本身具有内在调整压力。

2、去年8月份之后国内通胀压力明显加大

进入2007年8月份之后,伴随我国CPI突破6%,导致投资者对我国潜在的通胀担忧明显加剧。历史数据表明,消费物价指数CPI变化与股票市场价格运行趋势之间存在显著相关关系。一般而言,当消费物价指数CPI介于0-3%区间时,往往会促使股票市场价格呈现上涨趋势;不过在通胀阶段与反通胀阶段,消费物价指数CPI变化趋势往往与股票市场价格走势呈相反的相关关系。一方面,当消费物价指数CPI处在上升期并突破3%的通胀参数临界值、尤其是突破4%时,由于投资者开始担心通货膨胀可能加剧,甚至出现严重通货膨胀的隐忧,股票市场价格往往会呈现显著回调趋势;另一方面,一旦政府采取措施反通货膨胀逐渐见效,即当消费物价指数CPI自高位开始逐渐回落阶段,股票市场价格往往会呈现不同程度的反弹行情。

3、美股持续调整降低了市场认可的A股合理估值区间

美国次级债危机地爆发并不断蔓延,不仅导致美国股票市场自2007年10月份以来持续走软,同时也引发全球股票市场出现普跌行

情。历史数据表明,美国股票市场的中期运行趋势在很大程度上会对同期全球主要股票市场运行趋势产生重大影响。我们认为,这除了与美国经济走向会对全球经济变化产生重大影响之外,另一个重要因素还与美国股票市场的估值水平被认为

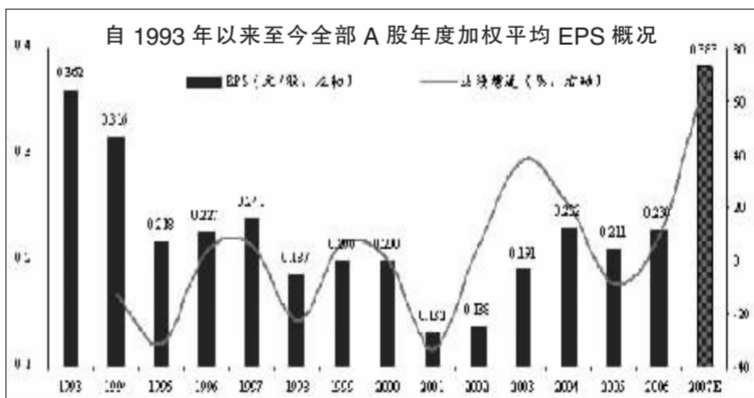
三、二季度A股市场有望出现持续反弹行情

1、A股市场估值水平已进入合理区域

在经历了超过5个月时间的持续大幅调整行情之后,目前A股市场估值水平已进入合理区间。统计数据表明,自2007年10月16日至今年3月18日,上证综合指数累计最深下跌幅度高达近40%。截至3月19日收盘,全部A股与沪深300指数此前推12个月计算的PE值分别为27.5倍与26.2倍,而海通证券研究所行业研究员重点跟踪研究的270家上市公司以前推12个月计算的PE值仅为20.8倍。作为业绩正处高速增长周期的新兴市场,上述估值水平下的一批大盘蓝筹股已经具备投资吸引力。

2、A股公司总体业绩有望继续维持高增长态势

考虑到4月份A股公司2007年年报业绩信息披露工作将结束,在A股公司业绩正处高速增长周期背景下,业绩逐渐明朗有望刺激场外资金入场热情。我们预计2007年全年A股公司整体业绩增速有望接近50%,其中金融公司整体业绩增速有望接近60%,而非金融公司整体业绩增速则有望接近45%,全部A股公司2007年年报加权EPS



预计为0.38元。此外,我们预测上市公司净利润增速2008年为34%、2009年为19%。如果考虑外延式的资产注入,上市公司实际净利润增速可能高于上述预测值。

3、自3月份起CPI有望逐渐回落,反通胀见效将刺激A股走势走强

2月份CPI增速8.7%很可能是今年我国CPI增速的最高点,我国政府采取的系列反通胀政策有望逐渐见效。数据显示,我国广义货币供应量M1增速与居民消费价格指数CPI之间周期性明显,且正相关关系度高。考虑到2007年10月份我国M1增速达22.21%,创出本轮M1增速上升期的最高水平之后最近四个月M1增速开始持续下行,预示随着M1增速本轮上升期很可能已于2007年10月份见顶。由此我们判断,3月份之后的随后几个月时间我国CPI增速有望逐渐回落,这有望重新激发投资者的入市积极性。

4、全球资本市场对次级债消化有望暂告一段落

鉴于4月份前后欧美绝大部分国际大投行2007年年报与2008年第一季度报陆续揭晓,因此,海外成熟股票市场在经历了近6个月时间的显著下跌行情之后,对美国次级债危机造成的负面影响有望在二季度初期暂告一段落,海外股票市场二季度很可能普遍面临反弹或者回升机会。

5、二季度A股市场有望出现持续反弹行情

从阶段性走势看,鉴于二季度国内经济环境及消息面上有望逐渐向好,因此,我们认为二季度A股市场有望出现持续性向上反弹行情。当然考虑到我国依然存在宏观调控压力,且与海外股票市场相比A股市场估值水平并无显著优势,再考虑到美国次级债危机并未完全结束,因此,我们初步预计今年下半年A股市场仍然存在再次持续向下调整的压力。

此外,上世纪70年代至80年代上半,香港GDP增速较美国GDP增速高出近5%,应是解释同期香港恒生指数累计涨幅超过9倍,而道·琼斯指数同期涨幅仅为50%的最有力佐证。这表明宏观经济走势与上市公司业绩增速应是决定股票市场中、长期运行趋势的最核心因素。因此,从长期运行趋势看,我们认为,近十年以中国为代表的金砖四国宏观经济发展前景表明,A股市场牛市周期还将延续! (执笔:张冬云)

■信息评述

上半年部分商品仍将供应紧张

商务部对外表示,今年上半年国内主要消费品和生产资料供求关系总体稳定,市场平衡性继续增强,但少数商品在一定区域和时段供应仍将偏紧。

齐鲁证券:

调查结果显示,今年上半年600种主要消费品中有8个品种在一定区域、一定时段会呈现出供应偏紧情况,比2007年下半年增加3种。具体品种为:猪肉、牛肉、羊肉、大豆、豆油等,这将在一定程度上影响国内物价走势。由于CPI基数已然高企,加之食品在其中的权重偏高等相关因素,一定时间内CPI持续走高预期强烈。部分商品供求趋紧,但还是结构性、区域性、阶段性的,随着国家对粮食、生猪、奶业、油料等生产扶持政策的落实到位,雨雪冰冻灾害后重建工作的深入开展,以及国家对进出口等环节调控管理的加强,市场供应偏紧状况将会逐步得到改善。我们认为仍然要关注国家对价格的适当干预措施对市场所带来的影响。

上市公司监管条例将尽快研究出台

证监会上市部负责人介绍,证监会将尽快研究出台《上市公司监管条例》、《上市公司独立董事条例》、《上市公司董事、监事、高级管理人员行为准则》、《内部控制指引》、《上市公司控股股东、实际控制人行为准则》等政策法规。

国泰君安:

目前资本市场正处于重大转折和发展时期,如何促进上市公司规范运作、保护中小投资人方面应该是管理层的工作重点之一,《条例》显然在上述两个方面迈出了可喜的步伐。《条例》明确了监管部门在上市公司监管中的角色和定位,即对上市公司监管应以信息披露为核心。《条例》所要达到的主要目标包括:解决目前上市公司监管实践中存在的难点和突出问题;完善对上市公司的监管手段。作为与新修订的《公司法》、《证券法》相配套的行政法规,《条例》的定位是上承两法,将两法的规定加以细化和具体化,增强可操作性。

中国经济走在向下周期的边缘

申银万国:

本轮经济增长高点已过,中国经济已经处于向下周期的边缘,经济周期性调整的时间可能超过一年。考虑到经济增长的惯性、换届效应明显以及银行信贷扩张意愿仍然很强,今年增长问题不大,仍能取得10.5%左右的增长。但是考虑到在建项目滞后影响减弱,换届效应减弱以及银行开始惜贷的话,明年经济增长可能回落至10%甚至9%以下。受经济增长的滞后影响,通胀率将在今年达到高点(6.4%),明年将回落至4.7%的水平。目前这个阶段,企业盈利将受到需求回落和成本增加的双重冲击,增速回落难以避免。我们将今年工业企业利润增长率调低到21.5%,比此前预测下调了2.5个百分点。

旨在熨平经济周期的宏观政策将是相机抉择。在经济增长问题不大、通胀率仍然较高情况下,目前防通胀仍是核心。但当主要经济指标明确向下滑时,从紧的政策组合有望放松。可能的情形是通胀率回到5%以下,出口增长率回落至15%以下,经济增长率回落至9.5%以下。这最早有可能在今年下半年出现。

此外,从世界范围看,目前已经接近高通胀低增长的中期,下一阶段将走向低通胀低增长。从持续时间看,高通胀或许还将持续一年左右,而低增长阶段才刚刚开始。由于部分发达经济体不断降息,能源价格又处于高位,通胀的持续时间或许更长一些。但是随着世界经济下滑,通胀将过半是没有疑问的。中国的通胀是世界通胀的一部分,离开世界看中国是没有意义的。就中国而言,走出通胀的最佳路径是减速或者封闭。

■行业评析

农业投资策略与股票组合推荐

中金公司:

基于农产品生产与加工流程,农业产业链可大致细分为产前、农资流通、产中、农产品流通和产后五个环节。全球农业类公司主要有两种发展类型:一种是产业链多领域覆盖型,即其业务涉及农业产业链上的多个环节;而另一类企业则在充分审视自身发展环境前提下,选择产业链上的某个环节作为其核心业务。由于国内产中环节尚未实现产业化,导致中国优势农产品生产市场上难以形成垄断,国内优势农产品加工企业渗透海外深加工市场的难度也较大。

结合我们对于中国农业与农业公司总体发展趋势的判断,建议重点关注农业产业链上的强势环节,即农产品加工与流通环节。因为至少从目前来看,这两个环节更有可能主导国内农业产业链整合与利益分配。同时鉴于国内农业类上市公司以加工企业为主的格局,建议优先关注优势农产品加工企业。优势农产品系指具有全球产量与成本优势的农产品,因为原料采购与成本优势是加工企业获得稳定盈利,进而实现产业链整合的基础与保障。

同时,我们建议投资者分清农产品价格周期的持续长度以便作出合理的投资决策。例如1)基于全球产业转移背景下的农产品加工行业,其产品价格上涨周期就是一个长周期,这方面的典型代表是国内浓缩苹果汁与番茄制品加工行业;2)因供应紧缺而造成的农产品价格上涨周期通常会是一个可持续1-3年的中周期(视具体农产品品种而言)。目前这方面的典型代表包括蔗糖(间接影响甜菜糖和玉米甜味剂价格)、大豆与棉花;3)当前并未遭遇实际供应短缺,价格上涨空间较为长期预期或者短期替代品价格不合理上涨而造成的农产品价格上涨必须格外小心,这种上涨可能随时会嘎然而止,此类产品的典型代表就是玉米。

在当前A股市场上,我们建议投资者重点关注六只股票,并且提出相应投资组合建议如下:通威股份(0%)、中粮屯河(0%)、南宁糖业(0%)、国投中鲁(0%)、北大荒(0%)、南农新农业(10%)。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:3月10日至3月24日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E 净利润同比(%)	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
600837	海通证券	12	3-17	727.54	240.36	0.845	1.308	24.542	16.919	1.835	17.498	127.983
000562	宏源证券	9	3-17	959.03	203.90	0.717	1.652	13.800	5.814	1.441	15.826	4.931
000783	长江证券	11	3-17	411.52	110.00	0.622	1.367	13.384	4.959	1.180	15.510	3.758
601628	中国人寿	22	3-19	244.09	105.36	0.810	1.256	23.073	4.706	1.439	20.138	4.138
600104	上海汽车	32	3-11	243.09	101.74	0.656	0.761	19.091	2.661	0.897	16.186	2.550
600031	三一重工	7	3-24	208.86	93.50	0.770	1.734	23.329	8.527	2.182	18.545	6.579
000877	天山股份	3	3-18	135.01	92.90	0.859	0.500	33.940	5.297	0.790	21.485	4.249
000951	中国重汽	6	3-24	194.84	91.33	0.604	2.051	18.721	6.229	2.544	15.092	4.409
000043	中航地产	6	3-10	115.20	89.14	0.606	0.676	25.081	2.757	1.119	15.150	2.658
600409	三友化工	5	3-18	133.81	88.62	0.793	0.554	30.085	6.261	0.845	19.739	5.350
600875	东方电气	6	3-11	150.65	84.71	0.684	2.548	23.120	14.108	3.406	17.295	8.523
000157	中联重科	17	3-24	162.45	82.37	0.764	1.657	24.019	8.656	2.209	18.014	5.969
600690	青岛海尔	14	3-20	130.50	77.59	0.806	0.519	28.222	3.152	0.727	20.164	2.984
000651	格力电器	26	3-14	98.87	65.44	0.859	1.489	28.404	8.160	2.061	20.529	5.839
600585	海螺水泥	13	3-23	76.69	64.42	0.841	1.663	29.693	7.361	2.278	21.669	5.818
600005	宝钢股份	15	3-17	71.33	56.64	0.561	0.846	18.683	4.802	1.243	12.722	4.177
600357	承德钨钼	5	3-11	35.07	54.15	0.764	0.503	30.616	4.510	0.914	16.863	4.013
600352	浙江龙盛	9	3-13	81.67	52.38	0.852	0.573	24.566	6.195	0.732	19.222	5.078
000822	山东海化	11	3-11	36.69	51.49	0.725	0.453	27.168	2.991	0.756	16.288	2.651
600026	中海发展	22	3-24	69.15	50.73	0.665	1.387	19.897	5.905	1.881	14.670	4.706
000488	晨鸣纸业	22	3-21	65.66	49.90	0.851	0.575	26.085	2.977	0.702	21.356	2.726

- 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。
- 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对比并予以提示。
- 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)