

夯实底部 估值有30%上升空间

——第二季度A股市场投资策略及十大金股推荐

◎上海证券研究所

一、回落的预期,紊乱的估值

2008年伊始,A股市场即卷入全球金融漩涡,A股市场从最初的跟随性调整演变成3月末的恐慌性抛售,美国次贷危机以及A股市场再融资门等事件构成此轮调整的导火线。但我们认为中国经济发展累积的结构调整压力,以及股改后博弈结构变化等众多因素的累积效应为大涨后的A股埋下了调整的内在隐患。

从市场的实际表现看,我们认为2008年前三个月A股市场走势经历了从估值风险释放到估值紊乱过程。其中基于全球经济放缓、通胀负面影响导致A股盈利预期的回落是对估值的理性回归,而不确定增长预期导致的超调整,以及由上市公司再融资个案引起的预期扩散是非理性的估值紊乱。

二、走出宏观经济迷雾

二季度,中国宏观经济所面临的挑战主要来源于被动调整和主动调控之间的权衡。在经济总体保持平稳健康发展的指导思想下,主动调控的政策取向应与规避被动调整引起的经济波动相协调,通过经济结构调整、产业升级促使经济增长质量的提升,但短期代价是在还没有实现经济增长质量提升的同时就面临因需求放缓引起的低水平的经济增长规模的下降。为应对外需放缓冲击,政府会适当加大基础设施的固定资产投资,包括电网建设和升级、铁路网建设和升级、防汛设施、北部湾经济开发区等。消费需求则会因结构性价格上涨阴影下出现分化,基本生活资料的实际消费增长受刚性制约不会有显著提高,而抵御通胀产生的保值需求,高端消费和耐用消费则会上升,名义消费总量仍将保持平稳增长。因此,我们主要关注通胀环境中的产业利益分配结构和产业运行趋势。

1、结构性价格上涨压力下的利益分配
2007年起CPI领涨PPI,并在2007年第四季度开始加速。有别于2004年因供给瓶颈导致PPI领涨的通胀,CPI领涨表明物价上涨带来的通胀预期已然形成,百姓接受物价上涨的现实并产生预期,因此终端消费品价格传导较为畅通。另一方面,为抵御通胀风险,投资性需求明显升温。

综合来看,在通胀环境下上游行业将获得更多的利润分配,中游加工制造业中具有经营优势和技术优势的企业能够获得成本转嫁能力,也能够获得相应的利润份额,而下游消费服务行业中投资品和高端消费品具有提前消费和投资性消费带来的利润增量。

2、产业整合动力

有别于计划经济体系中的拉郎配式的整合,市场化整合是2008年需要值得关注的根本亮点。其经济背景是随着原材料成本和节能环保成本的大幅提高,以及出口税和

资源税调整政策力度的加大,实现淘汰落后产能、产业升级,规模经营和品牌效应使得技术优势和规模优势得到强化,行业内自发的市场化整合动力明显增强,具有技术优势、品牌优势和规模优势的企业在行业整合过程中占据更大的市场份额。

自2007年以来,随着成本提高以及行业调整力度的加大,钢铁、汽车、家电、水泥、食品等行业面临更多的行业内整合,行业内的优势企业将借此获得扩张机会。

三、市场结构驱动市场震荡

1、全流通定价权之争
在全流通市场环境中的博弈下,大股东将获得更多的定价权,由此引起流通股股东风险偏好变化和二级市场股价波动。2008年上市公司大股东的资本运作行为将打通融市场和实业经济的渠道,比较不同投资收益前提下做出有价值的决策,同时也给二级市场强烈的定价信号,这些信号包括融资和回购的双向投资行为。

2、风格溢价的风险
二季度风格轮动特征依然存在,在对创业板预期和2008年外围市场波动加大等敏感因素影响下,小市值板块的表现仍会保持相对活跃。而随着2月份基金发行的再度放量和提速,预期二季度权重蓝筹股也将面临需求增加的多头行情。

3、资金供求的谨慎乐观预期
二季度,A股市场大小非解禁将短暂缩量,2008年大盘股发行还没有正式启动,融资冲击预期不明确。从资金需求角度看,二季度压力有所放缓。与此同时,基金发行自2月份开始放阔,已有近20只股票型基金和4只QFII获批,预示着新一轮机构资金入市,资金供应相对一季度明显增加。综合来看,二季度资金供求保持谨慎乐观,并不会成为市场走弱的主要因素。

四、二季度市场运行趋势判断

1、估值预期
二季度A股在超预期调整后,估值水平趋于合理,2007年整体28倍市盈率、2008年整体21倍市盈率符合2008年业绩增长35%的预期,保守估算A股市场整体估值水平有近40%的上升空间。但基于外需放缓和内部灾害的影响,上半年的估值预期相对偏弱,增幅预期在30%左右。

从A股的历史动态估值趋势分析,A股在牛市中35倍PE是市场的估值支撑;在熊市中25倍PE是市场的估值压力;在平衡市中,市场估值水平基本在25-35倍PE区间中波动。目前市场动态PE基本接近“平衡市”下沿,2008年动态PE将在二季度估值水平形成超跌回升趋势。

因此,总体上我们对2008年上半年的估值判断持谨慎态度,业绩增长动力来源于结构性价格上涨背景下转嫁能力带来的利润增长,以及在经济结构调整过程中获得的更大市场份额规模效应的释放。

2、指数运行区间判断
基于一季度A股市场单边快速下跌的运行态势,以及自6124点以来40%的深幅下跌后,我们认为A股市场未来面临超跌后的修复过程,二季度上证综合指数有望在探明底部位置后呈现前低后高走势,核心运行空间在3500点-4800点,其中存在一季度业绩风险和创业板设立等事件引起的波动加剧的可能性。

3、资金供求的谨慎乐观预期
二季度我们建议采取的投资策略是关注超跌机会,聚焦主题投资。在通胀、升值和经济增速回落等错综复杂的宏观经济环境中,行业大都面临多重利空因素的影响,单一因素无法作为唯一的决定要素,能够在多重因素中同时获得增长动力的行业和企业才有望脱颖而出,获得估值溢价。

1、行业配置策略
从2007年行业动态PEG估值角度看,黑色金属、金融服务、公用事业、采掘、建筑建材、商业贸易、家电、采掘、房地产、机械设备等行业具有较高的安全边际和投资吸引力。

从2008年行业动态PEG和行业指数2008年以来的市场表现比较分析,金融服务、化工、黑色金属、房地产、机械、设备、建筑建材、商业

零售具有较高的成长预期。

上述两种分析方法获得的行业交集是黑色金属、金融服务、商业零售、机械设备、房地产和建筑建材。

结合前面的分析,我们认为2008年第二季度行业配置策略的逻辑主线是,关注超预期调整和经济结构转型推动的产业升级和消费升级带来的投资机遇。因此,二季度值得看好的行业有:金融服务、钢铁、商业零售、煤炭、农业及食品加工等新兴行业;对房地产行业持谨慎观点,建议关注行业龙头企业;而石化、电力、汽车整车、纺织服装行业面临成本和价格双重挤压的困境。

2、主题投资策略
二季度主题投资策略的思路是关注多题材主题投资。鉴于2008年宏观经济面临多重复杂的局面,行业和企业都面临利弊交错的环境,只有能够聚集多重题材的投资品种才能获得更加安全的投资机遇。

1) 分享通胀和行业整合主题。
在实现成本转嫁、获得议价主动权的同时,成本上升时的行业内部淘汰落后产能,形成规模效应的整合动力,使得相关上市公司既能分享涨价带来的利润空间,又能够通过并购整合实现扩张。这些行业主要有水泥、钢铁、煤炭等。

2) 行业整合和产业升级主题。
在成本压力下通过行业整合实现规模效应,提高市场份额,同时借助技术优势和品牌优势实现产业升级。这些行业主要有机械设备、食品加工、工业、家电、汽车等。

3) 节能环保和出口压力下淘汰落后产能,实现产业升级,技术优势型企业获得更多机遇。

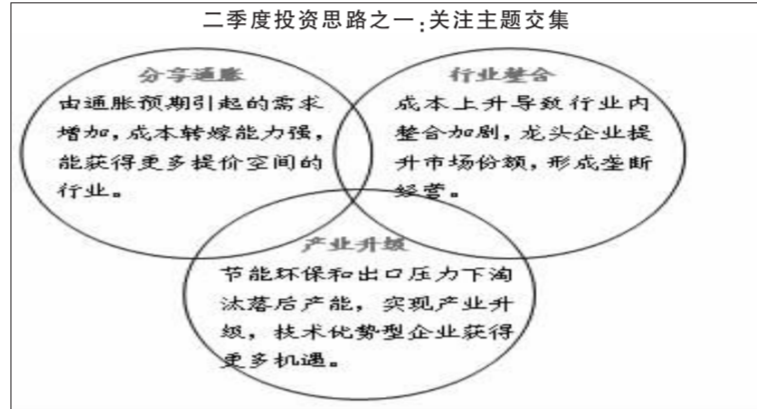
4) 区域投资主题。
区域投资主题主要以经济增长的地域特征为线索,从今年以来的热点事件来看,北海港经济开发区、上海本地股、天津金融开发区的上市公司存在题材性投资机会。

5) 二季度股票组合
二季度我们推荐的十大金股是:八一钢铁、万科A、太阳纸业、王府井、博瑞传播、铝股份、开滦股份、格力电器、安徽合力、招商银行。

(执笔:郭燕玲、屠骏、俞佐杰)

6) 泛消费投资主题。即将来临的2008年奥运会将成为消费需求扩张的短期推动力,相关的需求扩张行业和消费升级行业具有脉冲式的增长动力,旅游酒店、商业零售、航空机场、电信服务和农业、食品加工业等行业值得关注。

7) 节能环保投资主题。今年两会“再掀节能环保”风暴,不仅节能减排政策出台密集,从产业政策引导到财政资金投向都对节能减排进行重点支持,而且政府还把环保总局升格为环保部,政策力度非常大。对此我们关注:关停并转中的龙头企业——耗能高、污染重的钢铁、火电、水泥、化工和造纸类小型企业是关停并转的主要对象,落后产能淘汰导致市场供给减少有望提高龙头企业的市场占有率,由此龙头企业将从行业重组中受益;节能降耗设备——通过新材料、新工艺实现节能设备的更新和改造,其中输变电设备制造企业无疑将从中受益。另外,新能源设备和环保设备的制造企业也将在产业调



■信息评述

外汇局拟新规放宽QFII资金管理

国家外汇管理局副局长李东荣透露,外汇局将尽快发布新的关于合格境外机构投资者(QFII)的管理办法,将进一步放宽对于QFII的管制。

齐鲁证券:

相对于现有规定,新规定的修改内容主要包括四个方面:延长QFII资金的汇入期限;放宽QFII资金的锁定期限制;对QFII发起的开放式中国基金实行循环额度;允许QFII开立外汇账户,在正式投资前可以结汇。截至去年,外汇局批准的QFII额度累计99.95亿美元,自去年12月起QFII总额度将从100亿美元提高至300亿美元。随着新批额度的落实,加之QFII管理新规的出台,境外中长期资金投资境内资本市场将形成一种常态。仅从市场资金面来看,将在一定程度上得到补给。

财政部部署明年两年财政支农七大任务

财政部8日召开全国农业财政工作会议,明确了今年明年全国财政支农工作的七大重点任务。

海通证券:

当前国家有1.5亿吨到2亿吨的储备粮,库存水平比世界平均水平多一倍。今年中央财政安排三农支出达到5625亿元,在比上年增加1307亿元的基础上,再增加农业投入252.5亿元。我国连续四年粮食丰收,去年超过1万亿斤。无论从播种面积还是从苗情看,只要不发生大的自然灾害,今年我国还能保持粮食生产的基本稳定。

油价接近历史高位

NYMEX轻质原油5月合约周二盘中最高摸至109.64美元,距离今年3月17日创下的历史高点110.35美元仅一步之遥。

光大证券:

我们认为近期供给需求因素利于多方是油价上涨的主要因素。

供给方面主要有以下几个方面的影响:

- 1、欧佩克主席卡利尔4月8日表示,OPEC没有必要增加石油供给。欧佩克秘书长巴德里也在4月4日表示,目前国际市场价格居高不下并不在于原油供应,因此欧佩克并不存在增产压力。
- 2、芬兰炼油商 Neste 日产 20 万桶的 Pvo0 炼厂在上周五发生火灾后,修理和维护工作将持续至 5 月。这引发了市场对柴油供应的担心,反过来提振油价。
- 3、休斯顿航道浓雾阻碍船运。
- 4、伊朗总统内贾德 4 月 8 日宣布,伊朗开始在其纳坦兹的核工厂安装 6000 台新轴浓缩离心机,继续推进其核计划。市场担心美伊关系恶化。

需求方面,美国能源信息部(EIA)预期美国每日石油需求下降 8.5 万桶,全球石油需求第一季度下降 48 万桶/日;但美国宣布将逐步增加库存仍然推动了需求增长。此外夏季是美国燃油消耗旺季,形成一定支持。

美元方面,由于投资者预期美联储将进一步降息,导致美元进一步走软,周二欧元/美元盘中曾一度冲击 1.58 关口,这也引发一部分保值需要的投资者转向石油期货。对于近期油价,我们认为,如果美国宏观经济数据近期能够趋稳,原油期货中投机气氛将逐渐散去,国际油价将回调至 100 美元左右。根据美国商品期货委员会最新公布的数据显示,投机基金净持仓持续三周减少,4月1日当周投机基金在NYMEX原油期货中持有净多头47073手,比前一周减少6819手。EIA预期第二季度平均油价将是103.67美元,2008年全年平均油价将是100.61美元。

市场有传闻中国政府决定对原油进口实行增值税先征后退 75%退税,我们认为该传闻落实的概率较大。增值税退税实际上相当于变相的财政补贴,不同之处是更加透明,更加具备指向性。目前成品油进口增值税退税已经在执行中,为原油进口增值税退税起了试验作用。目前中国石化炼油事业部盈亏平衡点在油价 76 美元左右,以目前迪拜原油 98 美元/桶再加增值税计算每桶炼油亏损 38.6 美元。若原油进口增值税退税落实则可以控制每桶亏损在 22 美元,该数据年化后仅进口原油炼油即亏损 1000 亿元,因此在没有更进一步政策出台前我们仍建议对中石化保持观望。

■行业评析

上半年零售业投资策略及一季报前瞻

申银万国:

投资评级和估值:弱势市场中,零售业上半年投资主题将回归公司基本面的业绩增长,只有高速增长业绩才能提供投资者足够的安全边际,也才能有效规避市场风险获得超越大盘的投资收益。未来三年,泛奢侈品零售商业复合增长率有望保持在40%左右,好于普通零售商业平均25%的业绩增速。我们看好泛奢侈品消费主题,重点推荐的零售品种有:苏宁电器、飞亚达、中国铅笔、美克股份、豫园商城;优质百货类公司有:银座股份、百联股份、合肥百货、王府井和商业城。

关键假设点:中国已成为世界第三大奢侈品消费国,2006年中国奢侈品消费额已达到86亿美元,同比增长30%以上,上升幅度为全球之冠,在顶级品牌的全球销售额中约占12%。未来10年,中国奢侈品市场的销售额有望达到260亿美元,占到全球的29%左右。按这个速度推算,年复合增长率为11.7%。

我们与大众舆论的不同之处:泛奢侈品零售商是消费升级周期的最大受益者;所售商品不会跌价,零售毛利率稳定;门店具有最强的内生增长动能;由于大市值百货龙头业绩释放动力不足,小市值百货可能更好地代表了行业的高景气性。

股价表现催化剂:泛奢侈品零售商季报平均增长50%左右,小市值百货季报业绩存在超预期。

投资风险:泛奢侈品零售商A股可投资品种偏少,其中不少公司市值较小,流通性很差。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:3月28日-4月8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	2008报告预期		2009报告预期		2008一致预期		2009一致预期		目标价	4月8日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
000768	西飞国际	中投证券	推荐	深度报告	4-7	0.440	51.614	0.500	45.420	0.463	49.018	0.602	37.751	24.00	22.71
000806	银河科技	齐鲁证券	中性	一般报告	4-3	0.007	790.000	--	--	0.007	790.000	0.007	790.000	3.50	5.53
600602	广电电子	兴业证券	无	点评报告	4-2	--	--	--	--	0.014	563.571	0.014	563.571	--	7.89
600111	包钢稀土	海通证券	增持	点评报告	4-1	1.300	29.354	1.680	22.714	1.365	27.958	1.796	21.243	39.00	38.16
002207	准油股份	光大证券	中性	点评报告	4-1	0.330	49.121	0.450	36.022	0.335	48.431	0.450	36.051	15.00	16.21
000768	西飞国际	平安证券	推荐	一般报告	4-1	0.410	55.390	0.540	42.056	0.463	49.018	0.602	37.751	--	22.71
601009	南京银行	东海证券	买入	点评报告	3-31	0.810	18.988	1.000	15.380	0.707	21.740	0.877	17.540	19.34	15.38
002179	中航光电	天相投顾	增持	点评报告	3-31	0.850	37.835	1.110	28.973	1.071	30.027	1.368	23.509	--	32.16
600547	山东黄金	西南证券	强烈买入	点评报告	3-31	5.780	23.531	6.670	20.391	5.112	26.607	5.905	23.033	234.00	136.01
601699	潞安环能	平安证券	推荐	一般报告	3-30	1.960	28.056	2.280	24.118	2.045	26.890	2.387	23.034	--	54.99
600876	洛阳玻璃	天相投顾	中性	点评报告	3-28	0.100	51.100	0.130	39.308	0.127	40.342	0.163	31.286	--	5.11
600071	凤凰光学	天相投顾	中性	点评报告	3-28	0.250	28.080	0.320	21.938	0.250	28.080	0.320	21.938	--	7.02
002176	江特电机	天相投顾	中性	点评报告	3-28	0.570	38.772	0.740	29.865	0.570	38.772	0.740	29.865	--	22.10
000737	南风化工	天相投顾	中性	点评报告	3-28	0.070	110.286	0.080	96.500	0.070	110.286	0.080	96.500	--	7.72
600991	长丰汽车	天相投顾	增持	点评报告	3-28	0.580	17.397	0.780	12.936	0.580	17.397	0.780	12.936	--	10.09
600109	国金证券	天相投顾	中性	一般报告	3-28	1.870	15.888	2.480	11.980	1.701	17.462	2.093	14.196	--	29.71
002159	三特索道	天相投顾	增持	点评报告	3-28	0.520	32.346	0.680	24.735	0.427	39.373	0.562	29.929	--	16.82

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出。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究

报告揭示出的“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)