

# 回到安全地面 等待迷雾散去

## ——沪深A股市场2008年第二季度投资策略

A股投资者现在的处境就像处于山谷之中被重重迷雾困住的登山者,所能做的唯一选择就是:回到安全的地面上,等待迷雾散去。

对于2008年A股市场趋于稳定的主导因素,我们始终认为取决于三个方面:一、世界经济增速下降趋缓,其它新兴市值估值水平初步稳定;二、国内企业盈利预期基本明确;三、A股市场供求矛盾得到平衡。从目前情况看,这三个条件都不具备明显改善的基础:世界经济依然处于危机扩散阶段,新兴市场面临的增长压力越来越大;而国内经济增长又处于“内外双紧”格局之下,市场研究机构对盈利预期已经开始不断调低;A股因股改解禁带来大量的新增供给需要较长时间来消化。因此,我们判断,A股市场不仅要通过估值水平下降来进行平衡,同时从供给压力的周期看,这一过程还很可能需要较长的时间。

我们也认为二季度面临市场环境有阶段性转暖的基础,其中主要的变化在于:一、CPI数据将有所回落,宏观调控负面预期略有缓解;二、小非解禁阶段性减少,市场供求压力缓和;三、市场估值水平下降较快,但结构分化严重,蓝筹股估值相对吸引力增加;四、管理层鼓励基金发行等维护市场的努力,有利于资金向低估值的蓝筹股流动。我们预计估值水平与香港市场相当接近的蓝筹股容易产生反弹,但这种市场环境的转暖很难构成趋势性变化。从中长期角度,我们更愿意将注意力放在“驱散迷雾的信号”与“安全的地面”这两个问题上。

### ○国金证券研究所

#### 一、我们的投资策略:等待迷雾散去

##### 1、“驱散迷雾的信号”在哪里?

美元指数是先行指标  
我们认为,由于中国经济的外向型特征,使国内企业盈利越来越多的被世界经济周期所主导,因此,很大程度上可以简化为两个条件:一、世界经济何时恢复;二、国内制度性变革释放的供求压力如何消化。

我们很难想象由股改契约带来的市值释放会被行政方式进行约束,或者国资委能够对大非减持进行一定限制,或者进行股权划转交给社保,这些措施可能减缓当期供给压力,但这些措施都很难从根本上改变2008年至2009年的供给压力。从这个角度看,只有经济增长与盈利增长的预期稳定,才可能化解供给的“堰塞湖”。

从世界经济对中国企业盈利的影响看,无疑需要等待美国房地产价格稳定以及建立在此基础上消费开始复苏。但目前对美国房价的下跌幅度以及持续时间还有较大不确定性,我们认为美元指数可能是先于房价止跌的信号,美元指数的回升取决于三个因素:一、美国出口增长开始提高,进口增长下降,使美国经常项目逆差显著下降;二、随着发达国家进口下降,新兴市场经济体陆续开始减速,美元贬值压力显著下降;三、美国维持低利率已有较长时间,随着经济稳定性增加,加息预期结束,美元也将获得支撑。

全球经济失衡的剧烈调整在汇率方面正是美元的大幅贬值,而美元指数回升则标志着全球经济失衡的调整已经告一段落。由于周期的不同步,美元指数的止跌回升很可能意味着新兴市场经济体正处于周期的低谷之中,需要等待美国消费回升之后,新兴市场的实体经济才可能重新被带动。而美元回升——新兴市场经济体增长还未回升——这一过程将对大宗商品形成巨大冲击,但同时也将降低输入性通胀的威胁。

对于A股市场而言,美国股票回升可能导致新兴市场资金回流美国市场,但由于A股市场的封闭性,A股市场将更多的受益于H股市场的估值稳定,同时未来一个阶段的企业盈利增长的能见度也会逐步提高,因此,我们认为美元指数回升是未来A股市场重要的趋势性信号。

#### 2、“安全的地面”在哪里?

(1)“安全地面”之一:悲观预期下估值敏感性分析(15-20倍PE)——沪深300指数回到2007年3-4月份水平(2742点-3526点)

A股市场自2007年高点回落已经超过40%,估值水平也相应剧烈下降,沪深300的2007年静态PE已经到达27倍,在31%的增长预期下2008年动态PE已经达到20倍。如果我们假设沪深300的2008年动态PE在15倍至20倍之间具有较高支撑,而2008年沪深300业绩增长保持在26%至28%的水平,比目前增长预期下调3至5个百分点,沪深300波动区间在-10%至-30%之间。我们认为这种估计已经是比较谨慎的,对应沪深300指数3526点至2742点。简单比较相当于2007年3-4月份的估值水平区间,相当于从2007年10月5891点(最高点)回调40%至54%。

值得注意的是,这一预测回调幅度从上证指数角度而言,已经完成。因此,在未来的调整过程中,沪深300、中小板指数下调空间将明显大于上证指数以及上证50指数。

(2)“安全地面”之二:其它市场参照——A-H股加权溢价10%以内(2609点-3325点)  
A股市场与其它新兴市场的估值水平相对比,动态PE水平平均溢价5倍左右,PE溢价较多。考虑到A股市场与其它市场的可比性较差,而与H股市场具有较强的比较效应,我们主要参照H股的估值水平。我们假设A-H股溢价率的变化,推测其中带H股的成份股下跌对沪深300指数的影响,通过测算可以发现,如果A-H加权溢价率回落至10%以内,沪深300指数将回落至3325点。

由于考虑到实际情况,这些带H股的成份股与H股接轨过程中必然带动其它没有H股的成份股下调,因此,我们假设其它沪深300成份股一起同等程度下调,则沪深300将回落至2609点。基于这一假设所产生的沪深300指数波动区间(2609-3325点),实际上与估值敏感性分析方法的区间(2742-3526点)有较高的重合度。

(3)“安全地面”之三:稳定的估值水平

A、产业资本与金融资本的矛盾与均衡  
A股市场一直处在一个比较封闭的状态,其定价基础更多的以金

融资本角度,但股改导致大量产业资本能够积极参与市场定价(长期财务投资者且也算作产业资本)。由于金融资本在二级市场定价方面主要依靠无风险利率以及风险溢价等主要变量,实际能够做出的选择只是在股票与债券之间,但产业资本在参与定价时可以更多考虑重置成本、控股权成本等其它因素,它实际的选择是在二级市场与实体经济之间。

我们认为正是由于产业资本在二级市场价格中的主导权大为增加,将导致二级市场价格与实体经济之间的联系更为紧密,动摇了二级市场定价的长期泡沫化的基础。当然我们认为这也是一个渐进过程,其进程取决于:一、市场开放程度;二、资本能够在资本市场与实体经济之间的顺利转换程度;三、大股东的国有身份可能限制其自由套利行为。

B、产业资本:参考大股东增持时的估值水平

2005至2006年,A股市场出现100多起大股东增持案例,我们对当时这些案例的估值水平进行统计,PE在20倍左右,PB在1.5倍左右。而当沪深300的估值水平为:PE为15倍左右,PB在2至2.5倍。虽然在不同的经济增长阶段,大股东从二级市场直接增持的估值水平也会发生变化,但大股东的行为更多的考虑企业长期发展趋势,因此,这一估值水平有一定的参考意义。以这一估值水平与目前市场对比,PE处于相近状态,但PB依然有相当大的差距。

C、金融资本:总市值收益率与国债收益率的比较

我们简单将主要投资于二级市场的资金称为金融资本,其中包括:一、能在股票与债券之间选择的机构资金;二、在股票与银行存款之间选择的个人资金。将这种选择关系用收益率方式比较,可以更明确地识别出股票市场对金融资本的相对吸引力。如果以2008年动态总市值收益率看,在2007年9月,对于机构资金而言,A股市场的相对吸引力已经低于债券市场;在2007年11月,对于个人资金而言,A股市场的理性收益水平低于了银行存款;2008年2月,对于2008年的预期回报而言,A股市场的预期收益率已经相继超过了银行存款以及10年期债券。我们认为,A股市场的相对吸引力对于金融资本而言开始明显增长,这意味着如果A

股市场估值水平继续下降,能够吸引追求理性回报的金融资本逐渐加大配置力度。

D、产业资本与金融资本定价趋于均衡,价值型机会将逐步产生

从估值定价的驱动性来源分析,产业资本定价对金融资本定价产生了较大压力,但两者力量也处在此消彼涨的趋势之中。A股市场对于金融资本而言,能够提供回报的相对吸引力已经处于上升过程中,未来的相对变化取决于:一、估值水平变化;二、利率水平变化。产业资本由于在一定程度上实现二级市场与实体经济之间的套利,其定价水平对现有市场估值体系将造成较大压力。但这种压力从长期角度看,取决于:一、经济增长预期;二、市场规模增长,或者说,如果经济增长长期稳定,随着市场规模增长,相对压力将逐步减弱。

产业资本在二级市场价格中的权重上升,有助于恢复二级市场理性的估值水平,同时也将带来价值型投资机会,从而吸引长期金融资本加大配置。但不可否认二者取得平衡需要一个较长的过程,我们预计在这一过程中将产生非常有吸引力的长期投资机会。

虽然很难量化产业资本所能接受的估值水平,但是可以对产业资本在并购、增持、回购、股权激励等具体事件中的具体定价行为进行观察,目前而言,股权激励方案中可比案例较多,可以做一定参照。从目前60多个案例的激励价格与市场价格之间的溢价水平看,大概30多家处于低于现价或者没有明显溢价水平。我们预计,这一过程可能需要沪深300PB水平降至2.3以下的水平,按26%的盈利增长假设,大致在2609点,而相应PE水平则在15倍左右,处于前两种估值区间的下端。

3、“驱散迷雾的信号”可能比“安全的地面”更为重要  
我们认为判断“驱散迷雾的信号”比“安全的地面”更为重要,原因在于估算估值安全性有一个不可回避的前提,就是经济增长质量不会大幅下降,否则很难在现有的盈利预测基础上进行估值。

而以上三个角度测算估值的安全性,我们可以发现,主观判断的15至20倍的合理PE,要高于通过与H股加权溢价比较的估值水平,同时前两者都高于产业资本与金融资本定价均衡的估值水平,并且后者所决定的估值水平比较模糊,很大程度上是

与解禁供给压力直接相关。

我们预计,在新增供给压力相对减轻的二季度,市场能够在这一估值区间上端获得支撑,产生反弹。但中长期,市场估值重心将回落至估值区间下端,由20倍PE向15倍PE过渡。在现有31%的盈利预测基础上,这意味着沪深300指数在3500至2900点,而在我们下调到26%的盈利预测基础上,这意味着沪深300指为3300点至2700点。

#### 二、操作上的三个视角:内需、政府、区域

我们从“驱散迷雾的信号”以及“安全的地面”两个角度的分析表明:中国制造业在恢复盈利增长之前,还需要面对一个相对困难的时期,这在很大程度上取决于世界经济周期变化。我们需要等待美元以及美国房地产市场、消费市场的好转;在上市公司盈利增长26%至28%的保守预期下,沪深300指数在3500点至2600点之间安全性逐步增强。当然这一估值基础是:在未来困难时期,经济增长质量不出现大的问题,其中,包括制造业利润率、房地产市场、银行体系的资产质量。与此同时,我们还要面对由股改契约所带来的巨大供给压力。

我们认为对市场应对未来“增长迷雾”的估值着陆过程还未结束,因此,策略方向依然是谨慎防御。同时从寻求确定性增长角度,我们建议对产业结构中能够得到不断加强的部分进行配置,这主要包括三个视角:一、内需型消费服务、政府投资推动和区域经济增长。

1、内需型消费服务业中估值合理的企业

在周期性行业能够实现高速增长时期,内需型消费服务业因为增长稳定以及估值水平较高而被市场相对忽视。但在经济增速下滑,企业盈利能力出现大幅波动、企业增长环境动荡情况下,内需型消费服务业的相对吸引力再度提高。同时估值水平随着系统性风险的释放,也开始具有较高吸引力。但具体而言,内需型消费服务业中的一些行业也具有周期性特征,如银行、地产等。我们相对更看好:医药、零售、传媒、旅游、酒店、机场、水电、饮料、食品、运输、软件等行业。

2、政府主导的投资主题

在宏观调控背景下,由政府主导的投资一般不会受到负面影响,甚至还会得到加强。例如政府通过提高节能减排要求来抑制企业的过度投资,利用基建投资相应提高内需增长等。我们认为在“十一五”的后几年,医疗等保障体系建设、铁路建设、电信投资、节能减排投入、新能源与替代能源的发展都是政府主导投资的重要领域。

3、区域增长主题

中国的产业结构转变进程具有鲜明的区域主导特点,先进制造业、高端服务业已经出现了区域集中趋势,目前北京、广州、上海高端服务业的发展已经远远领先于其它城市圈。北京在奥运效应推动下已经占据了相当有利的发展优势,而以上海为中心的长三角经济圈也正向高端服务业和先进制造业迅速转型。

### ■信息评述

#### 更多专家认为美国经济将陷入衰退

美国全国实业经济学协会(NABE)最新调查结果显示,认为美国经济将陷入衰退的经济学家有所增多。在近期接受调查的109位该协会会员中,有30%的人认为今年上半年美国经济将为负增长,这一比例较1月份的10%有了大幅提高。

#### 海通证券:

自2007年下半年以来,无论是市场人士还是学界或政界,对美国次贷危机的预期一直趋于悲观。目前次贷危机的负面影响已经从美国蔓延到其它区域,从房地产市场蔓延到金融市场,再通过信贷紧缩和收入效应影响实体经济。关于次贷危机的进展,当前有三个方面值得注意:第一,美国以外的一些国家房地产市场走软,如英国和西班牙等;第二,美国信用卡市场违约率上升;第三,国际避险资金推高粮食和能源等大宗商品价格是否能持续很长时间值得疑问。市场上对于美国经济及美元“超跌反弹”普遍有所期待,但我们认为,对反弹时机的预测仍显过早。

#### 粮食价格存在继续上涨压力

4月14至18日,我们对东北黑龙和吉林的某市部分农委领导、生产队、粮库以及玉米加工企业就有关粮食种植成本、种植意向和粮食价格情况进行了调研。

#### 申银万国:

一、生产成本持续快速上升,水稻最为明显  
①化肥价格上涨最为显著,用量占70%的复合肥料价格涨幅超过50%。②种子价格有一定分化,大豆和玉米种子涨幅都在60%以上,但水稻种子价格略有回落。③水稻种植需要的农膜价格上涨了50%。④杀虫剂、除草剂和杀菌剂等农药价格,涨幅基本上都在15%-20%左右。⑤土工成本为50-65元/亩,较去年同期上涨60%左右。⑥土地租金成本虽然较年初有所回落,但在3000元/亩左右。综合来看,水稻种植成本上升最为明显,增幅将超过30%。

二、国家补贴无法弥补生产成本增量  
以一亩田50元的补贴来计算,1吨地(1吨=15亩)的补贴大概在750元左右,但是水稻的亩均成本就已经上升了近2000元,国家补贴远无法弥补生产成本的上升。三、当地粮价未出现明显上涨

由于当地大米品质比较干,易碎,达不到国家收购保护价的等级水平,再加上运输半径和成本以及农民资金困难等原因,我们调研当地的大米价格在0.75-0.76元/斤左右,并没有出现大幅度上涨,反而低于国家规定的最低收购保护价。

四、农业资源增加潜力有限  
我们调研的某市,不包括农垦,去年耕地面积为1400万亩,今年上报的耕地面积为1600万亩。由于之前国家政策收取农业税,部分农民少报或者虚报土地现象比较普遍。从现在情况来看,国家不但取消了农业税,更采取农业补贴鼓励农民种植,因此目前上报的耕地面积基本上属实。此外,由于保护湿地、严格控制土地开荒等政策,目前来看,当地耕地面积增加潜力比较有限。

五、比价效应影响种植结构  
由于比价效应,我们调研当地的大豆种植意向比较高涨。水田改旱田的绝对成本并不是很高,大概在15元/亩左右,农民一般都不太考虑沉没成本。预计今年当地大豆种植面积约上升15%-20%,玉米和水稻由于种植效益不佳,种植面积都将下降10%左右。

六、预计当地大米价格稳中有升,玉米价格存在继续上涨压力

①由于种植面积减少导致大米供给相对减少,预计当地大米价格将稳中有升,涨幅在5%左右。②由于下游玉米加工企业的强劲需求以及玉米种植面积减少导致供给减少,当地玉米价格存在继续上涨压力,预计涨幅在8%-10%左右。

### ■行业评析

#### 二季度房价上涨压力加大

周二,国家发改委价格司在其官方网站发布一季度房地产市场形势分析报告,报告在分析未来中国房地产市场走势时指出,近期股票市场大幅调整,大量资金逃离股市。在投资渠道狭窄和通货膨胀率居高不下的情况下,这些资金很可能选择再次进入房地产市场,而不是存入银行,从而拉动房价继续走高。

#### 天相投顾:

发改委这份报告认为,部分城市经过一段时期调整后住房交易将有所回升,二季度房价上涨压力加大,全国房价整体将保持温和上涨趋势,这和我们对我国二季度房价走势判断基本一致。目前通胀预期开始普遍存在并困扰社会大众,在通胀过程中,实物资产和不动产的保值功能将凸显,因此,房地产作为不动产的典型代表,在较强的通胀预期下必将激发投资性需求。尽管政策调控对投资性需求的抑制较严,但是在目前股市低迷、投资对象较少情况下,这部分需求不可小视,楼市和股市的跷跷板效应将逐渐显现。

房价中地价的占比40%-50%的比重,是房屋成本中的绝对大头,因此在建安成本持续上升和各项税费没有减少的情况下,如果地价不降,则房价下降空间实在有限。根据我们对1998年以来我国实际房价指数和实际利率的实证分析,利率与房价呈明显的负相关作用:当利率为正时,房价稳定并缓慢上涨;当实际利率为负时,房价就高涨。

房地产行业自去年三季度调整至今,虽然一季度销售数据同比不差,但由于是传统淡季,相关数据代表意义不强,因此并不能判断市场就此回暖。更为关键的是二季度的市场数据,而相对于价格来说,成交量尤为重要,因为成交量是真实需求的表现形式。今年五一前后将有大量新盘上市,供给的大量增加如果不能带来成交量的显著提升则市场将面临更加严峻的考验。而如果成交量能够有效放大,即使房价有一定的下跌,也能够支持行业和市场前景看好。

## 券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:4月10日-4月22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23日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
600054	黄山旅游	广发证券	买入	一般报告	4-21	0.530	37.811	0.630	31.810	0.586	34.174	0.737	27.185	25.00	20.04
600109	国金证券	齐鲁证券	中性	点评报告	4-21	1.110	30.342	1.030	32.699	1.607	20.963	1.920	17.542	21.52	33.68
000599	青岛双星	天相投顾	增持	点评报告	4-18	0.370	21.189	0.550	14.255	0.375	20.890	0.665	11.789	--	7.84
002229	鸿博股份	中信证券	无	新股研究	4-17	0.600	23.133	0.760	18.263	--	--	--	--	--	13.88
601958	金铝股份	中信证券	无	新股研究	4-17	1.160	16.828	1.070	18.243	1.123	17.382	1.108	17.615	--	19.52
601958	金铝股份	中金公司	推荐	深度报告	4-17	1.130	17.274	1.160	16.828	1.123	17.382	1.108	17.615	28.15	19.52
000783	长江证券	海通证券	中性	深度报告	4-16	0.710	25.014	0.760	23.368	0.961	18.482	1.127	15.763	19.67	17.76
600737	中粮屯河	兴业证券	无	点评报告	4-16	0.480	42.479	0.860	23.709	0.481	42.353	0.853	23.908	15.00	20.39
000012	南玻A	广发证券	买入	一般报告	4-16	0.710	23.423	0.960	17.323	0.641	25.935	1.082	15.375	20.00	16.63
002001	新和成	齐鲁证券	谨慎推荐	一般报告	4-14	2.650	13.774	2.920	12.500	2.704	13.497	2.842	12.843	--	36.50
601939	建设银行	光大证券	增持	点评报告	4-14	0.430	16.349	0.500	14.060	0.446	15.778	0.548	12.834	8.00	7.03
000026	飞亚达A	上海证券	跑赢大市	一般报告	4-11	0.380	26.579	0.623	16.212	0.382	26.412	0.615	16.414	16.00	10.10
600837	海通证券	齐鲁证券	推荐	一般报告	4-11	0.500	68.560	0.680	50.412	1.179	29.066	1.507	22.752	42.87	34.28
600754	锦江股份	天相投顾	中性	点评报告	4-10	0.470	26.447	0.520	23.904	0.473	26.304	0.530	23.470	--	12.43
600875	东方电气	齐鲁证券	谨慎推荐	深度报告	4-10	2.620	13.817	--	--	3.003	12.056	3.463	10.454	--	36.20
600508	上海能源	天相投顾	增持	点评报告	4-10	1.080	16.102	1.260	13.802	1.090	15.954	1.295	13.429	--	17.39

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个股的动向,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-go.com](http://www.go-go.com))