

高通胀隐忧下延续弱势震荡格局

——对近期市场运行趋势及投资策略分析

●除通胀压力有增无减外,四川地震也会在一定程度上带来通胀压力;经济总体形势比预想的要好,经济下行风险目前还只是次要矛盾;因灾后重建而改变宏观紧缩基调的可能性不大,政府完全可以通过局部性的信贷微调并辅之以财税优惠政策予以支持。

●生产成本上升、外需放缓以及价格管制给上市公司业绩带来的负面影响正在显现。价格管制是拖累业绩的因素之一,而未来行政管制很可能成为常态。至于金融业,其盈利增速放缓趋势也已经形成。

●对利好政策的憧憬并不能改变不容乐观的基本面,主流机构与大小非逢高做空的中长期操作思路不会改变。市场与政策的博弈仍将持续,若非市场再度大幅走低,投资者不必对利好期待过高。

●大盘弱势震荡格局仍将延续,估值过高的个股面临价值回归。可逢低吸纳成长预期较为明确的品种,如化学原料、化学纤维、农产品加工、建筑材料、零售、电气设备等行业。

国都证券研究所

一、地震不会动摇从紧货币政策

1、通胀压力有增无减
今年4月份CPI并未如预期一样回落,反而小幅走高,其中粮食、肉禽的价格涨幅有所提高。而PPI已是连续9个月上扬,在其传导作用下,CPI非食品价格仍然面临上涨压力。与此同时,能源、钢铁价格持续上扬,BDI再创新高则是火上浇油,外部输入的通胀压力中短期内实在是难以缓解。

此外,四川强烈地震带来的通胀压力不容忽视。其一,四川作为猪肉生产大省,由于近期生产、运输受到影响,将对猪肉价格带来短期冲击;其二,救灾物资集中支援四川、灾后重建对大宗商品的大量需求,都会从需求端带来通胀压力;其三,自然灾害发生后的亲情因素以及灾后大规模的工程建设,或会导致部分四川劳动力回流,从而在一定程度上给其它地区的劳动密集型产业带来成本压力。

央行在一季度货币政策执行报告中也重申,要把控制物价上涨、抑制通货膨胀放在更加突出的位置。我们不能不重视货币当局对通胀问题如此坚决的态度。

2、从紧货币政策难以动摇
从货币供应来看,4月份M1与M2并没有延续2月、3月的回落趋势,分别回升0.8个百分点和0.65个百分点,表明流动性过剩状况依然存在。另一方面,尽管人民币贷款余额增幅小幅回落,但4月份新增贷款较上年同期回升,也反映出实体经济中投资热情不减。

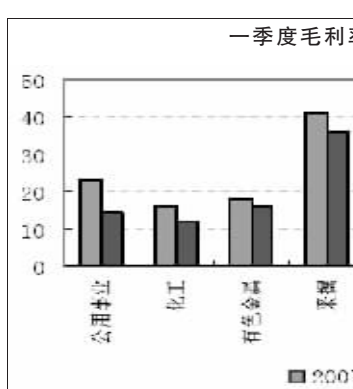
正如央行在一季度货币政策执行报告中所言,经济总体形势比预想的要好:1-4月份社会消费品零售总额实际增长11.8%,保持稳步回升态势;城镇固定资产投资25.7%的增速,仍属于较快水平;至于市场普遍担心的外需放缓,我们也看到人民币升值步伐略有放缓,以缓解出口部门所面临的严峻压力。总体来看,经济下行风险至少目前还只是次要矛盾,管理层的工作重心仍将落在控制通胀上。

当然,宏观面一个新的重大变数是四川地震可能给经济带来的冲击。但在我们看来,因地震冲击而改变宏观紧缩基调的可能性并不大。首先,不论从日本神户地震还是从台湾“9·21”大地震来看,地震对工业生产及GDP的负面影响

都较为短暂,而且四川省GDP占全国的比重仅有4.3%;其次,从目前四川在地震中的受灾情况来看,大规模的灾后重建不可避免,这也被市场视为紧缩政策难以持续的主要原因。

但应该看到,政府不必放松全局的紧缩政策,完全可以通过局部性的信贷微调并辅之以财税优惠政策予以支持。事实上近期的央行举措也印证了这一点:如人民银行总行授权成都分行在总行新下达的再贷款、再贴现限额基础上,调剂增加原有额度;成都、绵阳、阿坝等四川省6市州地方金融机构5月20日暂不提高存款准备金率。

二、上市公司业绩增速明显放缓
生产成本上升、外需放缓以及价格管制给上市公司业绩带来的负面影响正在显现。对比去年年报与今年一季报可以发现,21个申万一级行业(不考虑金融服务与综合行业)中,共有9个行业毛利率下滑。



其中,下滑幅度较为明显的行业包括公用事业(主要是电力行业受累于价格管制)、化工(除中石化因价格管制受损外,大多数化工企业也都面临成本上升压力)、有色金属(金属价格高位波动加大,且受累于环保投入、资源税等成本因素)、采掘行业(主要因为中石油受累于价格管制)。

从上市公司业绩增长来看,2007年A股整体增速为51%,预计2008年增长23.2%(只取有业绩预测的公司,下同)。如果剔除金融行业的话,则2007年、2008年业绩增幅分别只有40%和17.2%,可见非金融类企业的业绩增速呈现明显放缓迹象。

价格管制是拖累非金融类企业经营业绩的重要因素,如果我们在非金融类企业中剔除中石油、中石化,则其2007年、2008年业绩增

幅仍能达到67.8%和26.6%。就目前通胀压力难以缓解的现实来看,资源价格的行政管制仍将持续,而且很可能成为常态。这就意味着中石油、中石化,以及电力企业拖累A股整体业绩的窘况难以改观。

与此同时,对于那些通胀主题下的受益行业,我们也应注意潜在风险:政府决不允许少数行业在通胀中攫取通胀福利,而让大多数行业与全社会来承担代价。例如,继4月份对磷肥等化肥产品加征100%特别出口关税后,财政部又决定自2008年5月20日起至12月31日止,对所有贸易形式、地区、企业出口的磷产品加征100%的特别出口关税。考虑到这样一个特殊背景,我们相信对农产品、煤炭等通胀受益题材的过度炒作也可能面临类似的政策风险。

至于目前仍有较好盈利能力的金融服务行业,我们也应看到其盈利增速放缓趋势已经形成。根据一致预期,金融服务业2008年净利润有望增长33%,而2009年增速则下降为24%。由于宏观紧缩仍在持续,存款准备金率多次上调的累计效应将逐步显现,而且证券市场表现难以乐观,这都预示着金融行业业绩不排除向下修正的可能。

三、利好政策预期支撑有限
在前期3000点关口面临失守的重要关头,利好政策连续出台,印花税下降也意味着证监会之外的其它部委加入到“护市”队伍中来。展望后市,市场可以预期的利好除常规的加快新基金审批外,还包括融资融券、规范再融资、股指期货、新股发行制度改革等,这也是投资者对后市仍有憧憬的主要原因。

不过在我们看来,对利好政策的憧憬并不能改变不容乐观的基本面,决定上市公司投资价值的基本因素还在于业绩。交易成本下降或

者新基金发行、融资带来的资金增量并不会改变股市的运行趋势,主流机构与大小非逢高做空的中长期操作思路也不会由此而改变。

另一方面,在当前市场估值相对合理、走势趋于平稳情况下,管理层也不会急于推出利好政策,以防止市场出现利好依赖症。毕竟管理层希望尽量运用好手中的政策利好,努力确保未来一段时期市场的平稳运行。因此,市场与政策的博弈仍将持续,若非市场再度大幅走低,投资者不必对利好期待过高。

四、近期市场运行趋势与投资策略建议

1、延续弱势震荡格局
相对合理的估值水平以及政策利好预期,使得市场不具备明显做空动力。但由于宏观不确定性因素的存在,市场进一步的超跌反弹也得不到基本面支撑,预计大盘弱势震荡格局仍将延续。

事实上,A股整体估值合理掩盖了众多个股偏高的估值,特别是经历近期超跌反弹之后,不少中小盘股的价格明显过高。尽管近期市场人气有所回暖,但在弱势市场中投资者趋向于理性投资,题材股的投机炒作很难有持续性。

目前沪深300指数的2008年

预计2008年、2009年增幅均超过30%且PEG较低的20个行业				
申万二级行业	2008年预测增长(%)	2009年预测增长(%)	2008PE	2008PEG
塑料 II	113.27	38.68	18.8	0.17
房地产开发 II	91.46	53.59	15.3	0.17
景点	121.21	41.65	22.5	0.19
化学原料	108.22	38.90	22.2	0.20
非汽车交运设备	68.71	37.47	19.1	0.28
视听器材	64.18	33.78	18.6	0.29
橡胶	68.22	50.52	20.2	0.30
化学纤维	64.40	34.79	19.9	0.31
农产品加工	114.78	41.86	48.5	0.42
物流 II	87.32	35.81	39.0	0.45
其它轻工制造 II	49.38	53.47	23.0	0.47
普通机械	56.56	32.27	26.7	0.47
建筑材料	56.63	39.64	27.2	0.48
半导体	45.27	35.72	22.0	0.49
零售	56.33	36.05	28.0	0.50
计算机设备 II	51.23	44.78	29.6	0.58
网络设备	65.92	42.33	38.7	0.59
园区开发 II	43.57	46.41	26.6	0.61
白色家电	34.35	34.94	21.7	0.63
电气设备	42.01	32.52	29.1	0.69

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:4月22日至5月22日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	5月22日收盘价	目标涨幅(%)	报告 EPS		股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	5月22日收盘价	目标涨幅(%)	报告 EPS	
								2008	2009									2008	2009
600663	陆家嘴	东方证券	买入	5-9	52.00	16.94	206.97	0.580	0.850	600684	珠江实业	海通证券	买入	4-28	17.64	9.44	86.86	0.980	1.990
002123	荣信股份	中投证券	强烈推荐	5-8	106.00	36.75	188.44	2.090	3.200	000002	万科 A	兴业证券	强烈推荐	5-6	38.10	20.50	85.85	1.270	1.910
000402	金融街	海通证券	买入	4-30	28.35	10.45	171.29	0.810	1.270	601166	兴业银行	兴业证券	强烈推荐	4-25	65.00	35.30	84.14	2.600	3.670
600230	沧州大化	银河证券	推荐	5-6	67.35	25.78	161.25	1.400	3.180	000069	华侨城 A	招商证券	强烈推荐	4-28	27.00	14.67	84.05	0.380	0.520
000402	金融街	国泰君安	增持	5-5	27.02	10.45	158.57	0.850	1.280	601601	中国太保	中投证券	强烈推荐	4-22	45.30	24.71	83.33	0.730	0.900
002159	三特索道	中信证券	买入	4-30	21.60	8.73	147.42	0.540	0.690	000002	万科 A	中投证券	强烈推荐	4-24	37.50	20.50	82.93	1.250	2.120
002018	华星化工	平安证券	强烈推荐	4-22	81.19	33.58	141.78	2.010	3.530	000581	威孚高科	中投证券	强烈推荐	4-25	24.00	13.20	81.82	0.600	0.810
600509	天富热电	广发证券	买入	4-29	60.20	12.92	131.81	0.623	1.268	600825	新华传媒	国金证券	强买	5-9	58.00	32.03	81.08	0.961	1.238
600282	南钢股份	中银国际	优于大市	4-30	19.00	8.28	129.47	1.270	1.420	600875	东方电气	东北证券	谨慎推荐	5-5	59.00	32.98	78.90	3.040	3.280
002159	三特索道	中投证券	强烈推荐	4-24	20.00	8.73	129.10	0.490	0.670	002138	顺络电子	东海证券	买入	4-22	31.20	17.50	78.29	0.750	1.010
000581	威孚高科	东方证券	买入	4-25	28.13	13.20	113.11	0.940	1.160	000031	中粮地产	国泰君安	增持	5-5	30.00	16.86	77.94	1.020	1.600
600875	东方电气	国信证券	推荐	4-30	70.00	32.98	112.25	2.600	3.100	600031	三一重工	中信证券	买入	4-29	75.00	42.19	77.77	2.250	3.200
000725	京东方 A	兴业证券	强烈推荐	4-28	18.00	8.69	107.14	0.640	0.830	000002	万科 A	中银国际	优于大市	4-25	36.30	20.50	77.07	1.210	1.690
600110	中科英华	东方证券	增持	4-22	28.80	14.13	103.82	0.300	1.130	000527	美的电器	东海证券	买入	4-28	52.80	19.80	75.64	1.320	2.080
600150	中国船舶	中信建投	买入	4-28	240.00	118.79	102.04	7.760	9.470	000001	深发展 A	国泰君安	增持	5-14	46.00	26.40	74.24	1.866	2.432
600383	金地集团	中银国际	优于大市	4-28	24.70	12.36	99.84	0.990	1.480	000338	潍柴动力	国泰君安	谨慎增持	4-30	110.00	63.37	73.58	4.920	5.820
601628	中国人寿	中投证券	强烈推荐	4-28	59.14	30.99	90.84	0.780	0.990	600005	武钢股份	德邦证券	买入	4-24	29.00	16.72	73.45	1.250	1.550
600685	广船国际	中信建投	买入	4-28	75.00	39.31	90.79	2.510	2.920	600519	贵州茅台	中信证券	买入	4-22	300.00	173.64	72.77	4.650	6.000

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直接地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面代表了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。 2)以上研究成果只反映卖方机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出其后市场的反映情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预期水平的指标,将对您的投资提供新的依据。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

信息速递

基金持有人未来将何去何从

安信证券: 中国基金业目前已经进入了一个新的发展阶段,即从主要依靠现金流尤其是新发基金,演变为主要依靠存量基金市值变化和存量基金的申购赎回,未来基金资产规模变化的主导权将从股票市值变化转移到存量基金的申购赎回上,即基金持有人手中。历史上看,熊市年份以及牛市初期偏股型基金都难逃净赎回的命运。在申购与赎回同步上,牛市和牛转熊过程中,申购行为对市场更为敏感;而熊转牛过程中,赎回行为对市场更为敏感。单纯从历史经验推断,假如A股市场2008年整体低迷,或再进一步下跌,那么全年偏股型基金将有可能出现15%-20%的净赎回。以当前基金资产规模为基数计算也就是5000亿元左右基金资产;再假如A股市场经历一段低迷后重新走牛,并且达到目前被套基金持有人的成本线,那么彼时半年内的最大净赎回比例可能达到50%。以届时基金资产2万亿元计算也就是1万亿元基金资产将被净赎回。

对基金持有人结构、行为模式、成本分布等方面的分析并没有得出未来基金持有人行为方向上的一致指向。实际上我们还没有经历过一次真正由个人基金持有人主导的市场牛转熊过程中的流动性危机。从历史要素以及现实变化的要素看,假如市场未来持续低迷,那么2004年和2005年那种程度的赎回还是有较大可能发生的;假如市场未来回暖后回到持有人的成本线附近,那么2006年初急风骤雨式的大赎回也许不易发生,这主要是因为成本分布差异的原因。但如果我们将时间拉长到覆盖整个成本线,那么赎回的比例依然会非常高,即使达不到2006年初50%的水平。

当前绝大多数基金持有人的平均成本在上证综指4500-5500点之间,在接近4500点时基金市场就要开始接受比较严峻的考验;在5000点左右达到高峰,度过5500点之后大风大浪才会过去。从股票市场角度看,这样几个重要点位的考验效应同样存在,因为经过近几年基金规模快速发展,基金实际持股已经占到A股流通市值的27%。这不仅是2006年初15%左右的水平不可同日而语的,而且还超过了几乎占据全球基金市场半壁江山的美国24%的水平。再考虑到目前基金实际持股的相对集中性,那么一旦未来基金持有人在短期内出现大面积赎回情况,股票市场也必将受到严重的冲击。

行业评析

纳税评估无碍水泥行业步入景气

5月20日国家税务总局通知:从2008年6月至8月,对水泥生产企业增值税实施专项纳税评估。评估对象为2007年生产销售水泥产品的生产企业。

银河证券:

这次评估内容主要包括三个方面:水泥生产企业应税收入的真实性、完整性评估;水泥生产企业取得的各类进项抵扣凭证是否符合政策规定的评估;水泥生产企业享受资源综合利用税收优惠政策的评估。近年来国家税务总局在各地开展增值税纳税评估工作,目的在于建立分行业、分类的专项增值税纳税评估工作机制。为进一步加强对增值税管理,税务总局决定每年选择部分行业或项目统一组织全国增值税专项纳税评估,今年选择对水泥生产企业开展增值税专项纳税评估。

受行业结构调整步伐加快、市场需求进一步增加的影响,水泥价格将继续维持上升态势,水泥企业的盈利状况有望进一步改善。国家税务总局此时对水泥生产企业增值税实施专项纳税评估,一方面对水泥企业的业绩冲击较小,因为水泥企业经营业绩在逐步好转,2007年全行业全年实现利润总额超过240亿元,较上年增长60%以上。另一方面在行业环境向好背景下,规范包括增值税纳税在内的水泥企业税收征管,有利于明确水泥企业的政策预期。

我们维持前期判断:水泥市场需求增加将进一步助推水泥价格上涨与产销率的提高,并将延续到2008年年底。鉴于水泥行业市场需求进一步增加,水泥价格将维持在上行水平,实施纳税评估无碍水泥步入景气周期,水泥企业业绩提升值得期待,行业内的龙头企业与相关公司值得重点关注。我们继续对水泥行业维持“推荐”投资评级,重点推荐海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、亚泰集团、太行水泥、祁连山、ST双马、四川金顶、ST秦岭。

国际锡价暂时休整蕴积积极因素

自2月下旬以来,国际锡价成功突破2007年11月创下的\$17625记录高点后,马不停蹄直奔\$25000以上。而与此形成鲜明对照的是,国内锡价几乎无动于衷,始终未脱离155000-165000元/吨的区间。

联合证券:

内外盘价格非典型背离,曾让我们对国内锡的供求关系产生担忧,因隔断的内外市场阻碍了供求关系的传导。自2008年开始,锡锭出口关税调升为10%,抬高了锡锭的出口壁垒,致国内外市场在更大的价差范围内处于隔离状态。近日国际锡价跌幅明显,自记录高点\$25500计算,下跌超过1000美元/吨。但国内现货锡价继续持稳在158000-160000元/吨的区间,并未受国际价格明显下跌的影响。

透过国际锡价暂时休整的利淡表象,我们发现其中蕴藏着不容忽视的积极因素:1.前几日的内外比价关系令出口锡锭有利可图,国内外市场被打通;因贸易商购买国内现货并在LME抛售,造成国际价格下跌而国内价格持稳。2.内外市场被打通时,各自的供求关系将在全球市场范畴内调节,国外市场的短缺得以向国内市场传导。

逻辑上我们不能排除国内锡锭生产商在出口价格比内销价格更有吸引力时,选择在国际市场销售或进行保值操作的可能性。对锡业股份而言,销售量增长比锡价上涨对公司业绩的提升作用更为显著。全球锡行业的供需基本面近期并未发生根本转变,我们对锡行业的景气度继续保持乐观。