

# 多因素交织 市场结构现分化

## ——2008年下半年A股市场投资策略及重点行业公司推荐

温家宝总理所说的“今年恐怕是最困难的一年”,为2008年中国宏观经济作了最好的诠释。防通胀是管理层眼下最首要的任务,市场加行政手段正在全力狙击通胀。自上而下,未来我们或将看到,化通货膨胀之势,行业公司被动分化;借转变发展方式之风,行业公司主动分化;携资源垄断之威,行业公司天然分化。

与生俱来的制度缺陷,是A股市场投融资功能扭曲的现实基础,也是建立与实体经济相匹配资本市场的桎梏。王岐山副总理所说的“软起飞”不仅为资本市场指明了方向,更让我们看到了管理层已经将完善资本市场基本制度和规范,提上了更加紧迫的议事日程。就市场本身而言,“软起飞”意味着扭曲市场的返璞归真;然而意味着旧体系下市场分化将提前上演;进而意味着分化中有所弃有所不弃,最终意味着价值投资回归。

综合分析估值历史、Fed模型和估值体系现状,我们判断下半年市场将以宽幅震荡为主,上证综指运行的高风险区间为4500-5000点,低风险区间为2500-3000点;对应动态市盈率分别是32-40倍、20-24倍。我们的投资策略是,继续倡导以通胀为主线,积极防御经济周期和调控带来的系统性风险。同时,在市场结构分化的初级阶段,重点关注交易型的投资机会以及主题投资机会。

### 中原证券研究所策略部

#### 一、内忧外患考验中国经济

当前,以美国为首的发达经济体呈现“滞重”之忧,而以中国为首的新兴经济体则呈现“胀重”之忧,两者经济的自身矛盾恰好存在一定的因果关系。

1、世界经济滞胀,增长趋势下行 4月2日,国际货币基金组织发表报告,再度将2008年全球经济增长预测调低至3.7%,这是IMF第三次调低2008年全球经济增长预测,此前两次预测数字分别为5.2%与4.1%。同时,将美国2008年经济增速预测从1.5%调低至0.5%,中国从10%降至9.3%,欧元区调整后的数字为1.3%,日本为1.4%。该机构进一步指出,美国正在发生上世纪30年代以来最严重的金融危机,全球经济衰退的机率在25%。

#### 2、“今年恐怕是最困难的一年”

(1)高油价主导通胀新趋势 2007年3月至2008年5月,国际原油期货价格由60美元左右一桶,一路飙升到130美元左右一桶,涨幅逾100%。但在此期间,国内成品油指导价仅上调过一次,成品油价格严重倒挂。需要指出的是,国际油价迅猛上涨,助推煤炭等替代能源价格快速上涨。考虑到国际原材料价格的强势,特别是原油价格不断刷新历史记录,未来PPI增速或许超过CPI增速,今年的物价形势依然严峻,当然发展到两位数增长的严重通胀可能性比较小。

#### (2)出口趋势下降

次贷危机对我国经济产生直接影响同时也是最重要的影响,是美欧日经济增长放缓使得我国外部需求下降。加上受国内加强出口紧缩调控和人民币升值的负面影响,整体上我国出口增速呈现下降趋势。而2008年中国出口企业面临诸多困难,特别是劳动密集型出口企业生存压力陡增,第103届广交会成交增速明显放缓就是一个很好的注解。

#### (3)实际消费增长疲软

近几年政府着力协调消费、投资和出口的平衡比例,消费增长速度上升较快。但是自2007年下半年以来,持续上升的物价指数已经对消费产生负面影响,消费品零售总额的名义增速和实际增速呈现喇叭口走势。2008年1-4月份零售价格累计达21%,而1-4月份商品零售价格累计同比增长,即使按1-3月份7.4%保守估计,那么1-4月份实际消费增长13.6%,仍然比较疲软。

#### (4)投资需考量通胀

自2007年11月份国务院办公厅下发关于加强和规范新开工项目

管理的通知后,固定资产投资审批更为严格。2008年1-4月份城镇固定资产投资投资增速同比增长25.7%,增幅较一季度回落0.2个百分点,较2007年微降0.1个百分点。如果不考虑灾后重建以及价格上涨影响,投资整体呈现下降态势。

#### 二、化通胀之势行业盈利分化

行业利润增长与经济周期和宏观调控明显相关。在目前“内紧外冷”的宏观环境下,投资者对上市公司利润增长前景的担忧不无道理。在本轮通货膨胀背景下,行业利润将出现分化。

#### 1、通胀背景下行业盈利分化

在本轮通胀背景下,行业利润出现分化。具体来看,农林牧渔、煤炭受益本次通胀;石油石化、电力继续受到价格管制;基础原材料制造业具有一定转嫁成本能力;中下游投资品制造业受累上游原材料涨价;服务业、中下游消费品制造业受益通胀。

#### 2、2008年上市公司盈利增速或明显下降

从2000年至今,上市公司主营业务利润和规模以上工业企业利润增长趋势比较一致,由此可以把后者作为判断上市公司业绩走势的一个先行指标。据统计局数据显示,前两个月规模以上工业企业实现利润同比增长仅为16.5%,大致是2007年前11个月36.7%增速的一半。扣除受价格管制的电力、炼油等行业的巨额亏损,利润增长大致在37%左右。但是我们对上市公司全年业绩增长不可盲目乐观。综合各种因素分析,我们下调上市公司2008年全年利润增长10个百分点,大致在20%-25%。

#### 三、制度建设和完善强化分化预期

制度完善和规范有利于维护市场“三公”原则,也是资本市场“软起飞”的根本所在。我们认为管理层今年可能出台的创业板,融资融券和股指期货等政策,会增强A股市场的分化预期。

#### 1、创业板——成长股与绩差股分化

创业板推出将对市场分化产生积极影响。一方面,由于中小企业有了较为便捷的上市渠道,对ST、绩差股的壳资源也就没有太大需求,从而导致这些壳资源贬值。另一方面,创业板公司保持高成长性,同时具有较高的市盈率,因而有助于提升当前A股市场上具有一定技术含量的,并能保持高成长的公司估值。

#### 2、融资融券——标的个股分化

融资融券的一旦推出不仅能够对市场提供相当的流动性,还能平抑投机,防止个股过度高估和低估,促进个股价值回归。在融资融券初期可能以大市值、高流动性的蓝筹股为标的,标的个股估值有望重塑。融资融券将提高部分低估标的估值水平,同时对高估标的形成抑制,并带动相关可比公司估值发生变化。

#### 3、股指期货——标的指数成份股与非成份股分化

股指期货的预期推出,会使标的指数成份股与非成份股市场表现出现分化。以美国S&P500股指期货上市前后五年样本为例,实证表明,在平均报酬方面,指数组与非指数组在股指期货上市前后均显著提高,且指数组上升幅度较大。两组平均报酬在股指期货上市前并无显著差异,上市之后则差异变得显著。因此,标的沪深300指数成份股有望在股指期货推出前享有一定的溢价,从而使标的成份股与非成份股出现分化。

#### 四、A股市场估值区间探讨

我们从估值历史回顾和模型法两个角度来分析A股市场估值,我们不试图给出明确的2008年A股估值水平顶部和底部或者估值中枢,只是为投资者提供估值的上下限的参考区间。

#### 1、A股估值历史经验回顾

基于当年年报,我们采集了全部A股整体月度市盈率数据,其中2008年的估值采用预测市盈率。从历史数据来看,估值波动范围较大,尚未形成较为稳定的估值体系。A股估值历史提供的另一条经验是,随着A股市场制度的不断完善,市场投融资环境的不断改善和净化,市场价值发现功能不断强化,定价逐步回归理性。我们分析月度历史数据发现,估值水平的波峰越来越低,波谷缓慢上升,也就是说估值波动区间逐渐收窄。在18年市场的几次轮回周期中,估值水平波峰从1993年1月的86倍,到2001年6月的63倍,再到2007年10月的44倍,估值波峰下降幅度分别是26.7%和30%,平均降幅为28.4%,以此降幅估计下一个波峰的历史经验顶部为32倍;估值水平波谷从1994年7月的10倍,到2006年1月的13倍,上升幅度为30%,以此升幅估计下一个波谷的历史经验底部为18倍。

我们根据最近一次历史估值的波峰和波谷以及对应的粗略推断值,大致构成2008年估值上限区间和下限区间:13-18倍是底部历史经验区间,对应上证综指分别是

1635.59点和2264.65点;32-44倍是顶部历史经验区间,对应上证综指分别是4026.06点和5535.84点。

#### 2、Fed模型估值启示

Fed模型是1997年美联储公布的,主要假设是:长期来看标普500指数权益收益率(P/E倒数)围绕长期国债收益率波动;如果权益收益率高于长期国债收益率,则指数被低估,反之则指数被高估;短期波动方向和幅度取决于风险溢价变化。我们考察A股市场的Fed模型估值,并粗略给出两个结论。

首先,基于有限的10年期国债数据样本,我们通过Fed模型方法,检验全部A股权益收益率2008年采用了预测市盈率,10年期国债收益率之间的关系,我们发现模型基本符合实际市场情况。

其次,我们通过对比风险溢价水平的分析,探讨A股估值水平的上下限。从数据来看,下限的推断是可行的,商业银行1年期加权贷款利率倒数构成的估值下限比较可靠。我们判断2008年央行至多上调金融机构人民币贷款基准利率一次18个基点,以2007年1年期贷款利率代替2008年商业银行1年期贷款利率,对应的2008年A股估值水平下限为14或者13倍,对应上证综指分别为1761.4点和

行业	行业龙头	行业龙头	行业龙头	行业龙头
石化	中石化	中石油	中海油	中化集团
医药	同仁堂	同仁堂	同仁堂	同仁堂
食品饮料	五粮液	五粮液	五粮液	五粮液
有色金属	江西铜业	江西铜业	江西铜业	江西铜业
钢铁	宝钢股份	宝钢股份	宝钢股份	宝钢股份
机械	三一重工	三一重工	三一重工	三一重工
电子	中兴通讯	中兴通讯	中兴通讯	中兴通讯
通信	中国联通	中国联通	中国联通	中国联通
电力	国家电网	国家电网	国家电网	国家电网
煤炭	中国神华	中国神华	中国神华	中国神华
农业	北大荒	北大荒	北大荒	北大荒
纺织	华孚时尚	华孚时尚	华孚时尚	华孚时尚
轻工	双星	双星	双星	双星
造纸	华泰纸业	华泰纸业	华泰纸业	华泰纸业
环保	碧水源	碧水源	碧水源	碧水源
公用事业	长江电力	长江电力	长江电力	长江电力
金融	招商银行	招商银行	招商银行	招商银行
其他	中国平安	中国平安	中国平安	中国平安

# 券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:5月20日至6月2日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2008E 净利润同比(%)	2年复合增长率(%)	2007年 PE/G	2008年一致预期			2009年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
600216	浙江医药	7	5-29	1309.40	315.71	0.665	1.773	14.884	7.776	2.178	12.117	4.736
002001	新和成	11	5-30	1407.88	289.42	0.883	3.396	16.964	12.548	3.416	16.864	8.875
000718	苏宁环球	8	5-29	364.46	208.55	0.232	1.264	16.626	7.610	2.573	8.165	3.939
600230	沧州大化	4	5-21	295.61	191.04	0.441	1.244	20.579	5.656	2.677	9.562	4.049
002050	三花股份	5	5-21	440.16	157.29	0.276	1.012	18.655	4.416	1.247	15.143	3.816
000707	双环科技	12	5-23	332.26	135.76	0.508	0.895	15.730	3.202	1.154	12.203	2.537
600547	山东黄金	32	5-29	370.45	131.15	0.883	2.589	24.240	13.364	2.959	21.205	16.851
600804	鹏博士	9	5-29	249.48	115.60	0.538	0.640	28.069	5.742	0.980	18.314	4.464
002182	云海金属	8	5-30	143.96	114.16	0.651	0.763	30.283	4.705	1.405	16.444	3.940
002009	天奇股份	5	5-26	165.76	101.94	0.799	0.530	30.651	7.446	0.814	19.971	5.506
600963	岳阳纸业	10	5-22	110.06	100.92	0.770	0.525	39.055	2.955	0.992	20.684	2.585
002067	景兴纸业	12	5-29	130.50	91.56	0.499	0.470	20.438	1.839	0.840	11.438	1.585
000792	盐湖钾肥	29	5-20	178.89	88.03	0.771	3.596	24.357	14.215	4.570	19.169	8.162
000069	华侨城A	28	5-29	138.74	87.73	0.539	0.629	21.507	6.631	0.892	15.160	6.106
000887	中鼎股份	10	5-20	128.32	82.55	0.565	0.683	21.265	7.060	1.020	14.233	4.719
000698	沈阳化工	11	5-30	90.79	82.50	0.539	0.611	26.624	3.589	1.061	15.333	2.909
600798	宁波海运	10	5-27	156.76	81.59	0.451	0.828	13.281	3.196	0.985	11.155	2.833

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。 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),提示近3个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。 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。这些信上表并未考虑,使用时可结合长期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)

### 信息评述

#### 灾后重建规划工作正式启动

国家汶川地震灾后重建规划组近日召开第一次全体会议,研究了《国家汶川地震灾后重建规划工作方案》,明确了灾后重建规划编制工作的主要任务、责任主体和进度要求。

#### 海通证券:

我国政府计划用3个月的时间完成前期工作和灾后重建的总体规划,用3年时间基本完成灾后重建的主要任务。如果再加上央行《2007年中国区域金融运行报告》中提及的我国西部地区今年将再开工一批重点项目,东北振兴规划今年也进入了全面组织实施的第一年,那么,政府主导型投资将会对今年的民营经济投资产生一定的挤压作用。

#### 下半年工业企业利润将回升

#### 申银万国:

结论或投资建议:在不考虑补贴或者其它政策变动情况下,假定油价二季度均价为120美元,三季度为130美元,四季度为110美元,则下半年工业企业利润回升幅度大约为3个百分点,二季度工业企业利润增速回升1.5个百分点,略高于一季度。下半年增速达到20.5%,全年19.5%。

逻辑与原因:工业企业利润的决定因素发生了两次结构性变化。1997年前后主要决定因素从投资转向出口,2004年前后主要决定因素从需求端走向成本端。也就是说,2004年以后,相对而言企业利润变动对成本的变化更加敏感。成本指的就是原材料购进价格和采掘业价格,这两个价格更多地由国际市场决定。考虑到发达国家的经济增长不乐观而美元反弹趋势日益明确,我们预计下半年CRB指数向下或者平稳的概率也更大,从而国内原材料购进价格和采掘业价格同比涨幅向下或者平稳的概率也更大些。

在我们的模型中,如果需求端不变,成品油和电力价格调整后中下游行业将能有效转嫁很大一部分成本,石化和电力行业利润将明显回升,从而总利润增速反而会明显上升。回顾前几次电力改革:2004年1月、2005年4月和2006年6月,电力价格上涨之后,扣除电力后的其它行业利润增速是上升的;从2005年以来,成品油分别在2005年3月、6月、7月、2006年3月、5月和2007年11月进行了价格调整,同样扣除石油加工外的其余行业利润增速不但没有下降,反而略有上升。如果把石油开采行业再剔除,情况同样如此。

有别于大众的认识:下半年工业企业利润小幅回升,二季度好于一季度。下半年石油加工与电力行业利润增速将改善,成品油和电力价格对工业企业利润影响有限。假设风险:大宗商品价格,尤其是石油价格继续高涨超过150美元/桶;地震的影响难以确定。

#### 5月份CPI可能大幅回落至7.2%

#### 德邦证券:

农产品价格5月份大幅回落:农业部公布的5月份农产品批发价格总指数和菜篮子批发价格指数均较4月份大幅下降,环比跌幅分别为3.32%和4.1%;商务部门价格监测公布的数据同样显示,5月份大中城市食用农产品价格总水平较4月份出现显著下降,环比跌幅为3.2%。由于季节性因素,蔬菜和水果是持续跌幅最大的品种,导致农业部“菜篮子”指数偏低。

农产品价格的大幅回落将拉低5月份CPI环比回落1.12%。根据我们的模型,PPI滞后3个月影响CPI将推动CPI继续攀升0.1%,居住类和药品类价格环比上升将推动CPI攀升0.05%,其它消费品价格变化推动CPI攀升0.05%。总体来看,新涨价因素对5月份CPI的影响为2.28个百分点,较4月份的3.2%要回落接近1个百分点。翘尾因素对5月份CPI的影响出现显著下降:5月份翘尾因素对CPI的贡献为4.9%,较4月份下降0.3%。

我们预测5月份CPI的90%置信区间范围为7.0%-7.3%,中值为7.2%。目前“内紧外松”的紧缩政策由于外占款被动增加的冲击很难达到遏制物价总水平上涨的目的,紧缩政策有望随CPI大幅回落而顺势适度放松,有助于经济基本面预期的改善和国内A股市场的回暖。

### 行业评析

#### 房地产开发会因资金之困而殇吗

#### 安信证券:

基于人口红利、城镇化、产业经济发展基本面的中国房地产行业长期趋势是向好的,但短期内宏观经济调控、信贷紧缩、CPI增长压力、政府对民生问题的政策取向、消费者、开发商资金抗风险能力等,分别会对市场产生有正有反的作用。因此,行业景气度在下一阶段是否会形成长期趋势性下降还需要观察。

房地产公司普遍面临现金流压力,但是从目前的情况来看,断言整个房地产业将出现危机,许多房地产公司面临资金断裂明显为时过早。目前来看,我们认为开发商还具有比较大的资金腾挪空间:全国房地产行业资金来源/实际完成投资额自2004年至2008年4月一直维持较稳定、规律的态势,行业资金进出正常,没有发生异动;行业可以通过放慢工程进度降低资金流出(2008年4月开工和竣工月度同比增长率大幅降低);上市地产公司资金风险仍在可控范围,流动性、负债率等仍较可行;除了通过资本市场股权融资和银行贷款外,开发商还可以采取发行公司债、发行信托产品、转让项目股权以及合作开发等获得资金。总之,大部分地产公司目前还没有出现因资金之困而倒闭的大概率事件。

地产行业面临负面因素较多,而且短期内仍会处于较困难时期,对股价依然会有压力。但由于行业长期前景向好,我们认为部分公司具有超越周期的能力,其NAV估值应该给予合理溢价,建议在下跌中增持万科A、保利地产、招商地产、张江高科、中华企业、金融街。