

现实与预期: 艰难的价值回归之路

——2008年下半年A股市场投资策略及十大金股推荐

2008年上半年,经济高速增长预期逆转刺破了高估值泡沫,A股市场发生了“大地震”,A股总市值蒸发超过10万亿元,投资者损失惨重。展望2008年下半年,尽管短时间内难以抚平股市大跌的伤害,但预期将逐步为现实疗伤,A股市场将踏上艰难的理性回归之路。

我们认为,今年我国经济将保持10.4%的增长速度,9月份CPI同比上涨将回落至5%左右,通胀压力逐步缓解,紧缩政策在三季度末有望放松。而企业利润增速由快速下滑转为逐步企稳,上市公司全年利润增长25%左右。由此,A股价值低估状况有望逐步扭转,市场有望蹒跚回到3708点以上的合理价值区。即A股市场投资回报预期逐步好转,以3000点计算,预期收益率为23%。

从投资角度看,灾后重建、节能减排、科技创新、奥运、产业整合与资本市场改革创新是下半年中国经济增长与A股市场的关键词。我们看好灾后重建、经济转型与节能环保、科技与成长、服务与金融、消费与奥运等投资主题;行业配置方面,建议超配建材、机械、电力设备和信息技术等行业;投资组合推荐华新水泥、昆明机床、双鹤药业、平高电气、中信证券、航天信息、中国联通、中国远洋、五矿发展、太阳纸业。

○ 银河证券研究所

一、宏观经济: 增长放缓现实与紧缩放松预期

根据银河证券宏观经济分析师的预计,2008年经济增长有所放缓,但是将继续保持10.4%以上的快速增长;持续一年多的宏观紧缩政策效应已经体现,投资增速过快、出口增长过快正在改变;随着食品供应改善,以及翘尾因素消除,通货膨胀压力在三季度末会明显缓解;三季度以后,从紧的宏观调控政策存在放松或转向预期。

中国拥有大量的外汇储备,加上没有实施资本项目下的自由兑换,中国受越南经济的影响不大。但如果越南金融动荡发展成为影响印度、印尼等国家的区域性金融危机,则有可能对我国经济与金融产生影响。

二、上市公司利润: 增长放缓现实与稳定增长预期

由于上市公司利润增长预期下滑,A股市场估值泡沫破裂。我们预计2008年业绩增长25%左右,市场预期正在逐步企稳。

(一) 利润增速下滑没有结束,下调全年利润增长至25%左右

2008年上半年上市公司利润增长将明显放缓,固定资产投资与出口增长放缓、人民币升值以及灾害、通货膨胀带来的价格管制是导致上市公司利润增长下滑的主要原因。根据我们行业分析师预计,以及综合国家统计局、国资委有关数据,我们认为尽管一季度上市公司季报可比利润增长31%,但利润下滑趋势没有中止。预计二季度利润增长将进一步下降,全年利润增长为25%。

金融行业盈利增长预期由45%下调至31%,原因在于股市下跌、地震导致保险投资收益大幅下降,证券行业利润也出现较大幅度的缩水,而央行持续提高存款准备金率,股市大跌导致的理财业务以及中间业务收缩或放缓,也使银行的业绩增速有所放缓。由于A股上市公司利润构成中,金融股、石油石化、电力占比较大,导致上市公司净利润增长下调5个百分点。

一季度可比上市公司剔除金融业后的利润增长只有8.9%,剔除石化、电力、金融的利润增长为45.6%。由于紧缩性宏观调控政策、高油价压力、煤炭价格上涨,外部经济环境较差状况尚未改变,二季度利润增长可能继续下滑,利润增长下滑趋势尚未逆转。

(二) 市场一致预期下降,2008年净利润增长27%,2009年增长22%

上市公司业绩一致预期由年初的增长36%下调至27%,不排除还会进一步下降,但下调趋势已经开始趋缓。

从市场一致预期来看,无论是每股收益还是净利润,市场对沪深300的盈利预测都在下降。分析师自3月份以后普遍下调了上市公司盈利预测,其中净利润预测增长由2007年底的36%下调至27%,EPS增速由39%下调至25%。从2009年的利润增长看,一致预测显示2009年净利润比2008年增长22%,EPS增长23%。

(三) 利润改善有利于稳定投资回报预期

从目前情况看,仍然存在企业

利润改善预期:1、由于通胀水平逐月回落,信贷与实际投资增速下滑,三季度以后宏观调控存在放松或转向预期,实际投资增速有望回升,拉动社会总需求回升;2、由于地震灾害带来的救灾与灾后重建需求增加,拉动需求上升,提高企业产能利用率;3、由于通胀回落,成品油、电力等资源价格管制放松,改善上市公司盈利增长。由于石油石化、电力上市公司利润占比较大,资源价格适度松动有利于提高A股上市公司整体盈利水平;4、由于次贷危机对美国金融市场的冲击结束,美国经济下半年有望触底,中国经济环境有望改善预期。

三、A股市场估值: 风险释放现实与回归理性预期

我们运用绝对估值和相对估值法对A股市场进行估值分析,结果均表明目前的点位已经被低估。用DDM模型测算表明,市场合理动态市盈率率为24.7倍,中枢为3708点,合理下限为3155点,上限为4492点;相对估值分析:行业合理市盈率与盈利增长预期矩阵”模型表明,无论是动态指标、静态指标、纵向比较还是国际比较,A股市场的估值水平都是偏低的。



(一) 绝对估值: 上证综指合理价值中枢为3708点,下限为3155点

我们用DDM模型对A股市场进行绝对估值测算,在2009年净利润增长率为20%、递减至永续增长率4%和折现率9.5%的假设条件下,市场合理估值水平应为24.7倍,所对应的上证综指为3708点。考虑到增长率和折现率的波动,则弹性估值倍数为21-29.9倍,对应上证综指3155-4492点,目前市场点位已经低于合理估值下限。以3000点计算,上证综指未来半年的合理收益率为23%。

(二) 相对估值:A股市场已处于低估状态

市场普遍采用PE水平作为衡量定价是否合理的标志,然而合理市盈率的确定存在着普遍性的错误。除了绝对估值方法以外,市场普遍采用当前市盈率/(1+全部A股

盈利增长)作为未来动态市盈率标准,但这完全忽视了A股市场市值的行业构成结构、利润构成结构、利润增长构成结构,因此,必须用全新方法确定不同市场预期下的合理市盈率标准。我们采用了行业合理市盈率与盈利增长预期矩阵”,对A股市场合理市盈率进行测算。

测算假设:1)市场存在悲观、中性、乐观三种预期;2)当前市场处于悲观预期阶段。测算结果表明:在悲观市场预期下,市场合理定价底线为上证综指3000点左右。事实上,对A股市场估值变化历史波动分析中可以看到,目前A股整体估值水平不但低于历史平均波动中枢,而且远低于1999年以来20倍的最低水平,沪深300估值水平已经低于上轮熊市24倍的平均水平,不过仍高于2004-2005年熊市末期20倍以下的水平。

(三) 从国际比较看,考虑成长性的A股市场估值水平并不高

与国际其它市场相比,目前A股市场的估值水平略高,但考虑到A股市场所具有的高成长性,A股市场并未高估。例如日经225指数未来两年的利润增长非常有限,市盈率水平也一直在17倍左右,几乎没有变化;而上证指数的估值会随

着企业利润快速增长而明显回落,2008年动态市盈率不到20倍,2009年只有16倍。

因此,无论从相对估值还是绝对估值来看,无论从国内证券市场发展历史看,还是与国际市场的对比来看,目前A股市场的估值水平均处于被低估状态。

四、市场运行趋势判断: 艰难的价值回归之路

(一) 当前市场已处于极度疲弱阶段

与年初相比,上证综指大幅下跌43%,投资者损失惨重。由于投资者信心严重不足,加上严重亏损,导致参与度不高,换手率下降。换手率是市场状况好坏的主要标志,目前的换手率不足1%,不但创出2006年以来新低,而且比2005年熊市低迷期平均1.3%的换手率还

(二) 政策预期和资本市场创新有助于股指回归合理价值水平

由于奥运即将来临,维护市场稳定、避免市场出现大幅震荡,尤其是避免大幅下跌是目前监管部门的重要目标。因此,投资者普遍预期奥运之前监管部门将努力解决干扰市场稳定的因素,力保市场稳定,从而有助于目前低估的市场回归至合理价值区域。此外,今年下半年,创业板、融资融券、股指期货等完善资本市场体系建设的举措有望推出,从而有利于活跃市场交易,激发市场投资热情。

基于上述预期,我们认为,市场动态估值水平已被低估,在克服短期不利因素影响后,市场投资信心将逐步恢复,股指有望踏上回归合理估值水平的震荡盘升之路。在奥运召开之前,受上市公司中报业绩、经济增长、通胀压力、海外因素等诸多不确定性因素影响,投资者信心将受到制约,预期市场难以出现明确的趋势性大幅上涨行情,而以区间震荡、缓慢提升的运行格局为主;奥运会之后,随着经济运行环境改善、翘尾因素消失导致通胀压力缓解,资源价格管制逐步放松,宏观紧缩力度放松甚至转向,则市场预期改善、投资信心增强,市场资金供求状况将逐步改善,从而推动市场活跃,上证指数将回升到3560点以上的合理价值区域。当然,如果意外因素导致通胀压力不减甚至增加,宏观紧缩力度依旧的话,则难以出现较大的涨升行情。

五、投资策略: 主题投资行业配置和股票组合推荐

(一) 投资主题

下半年,我们看好五个投资主题,分别是灾后重建、经济转型与节能环保、科技与成长、服务与金融、消费与奥运。

(二) 行业配置

我们对行业发展趋势良好、估值水平不高的机械、电力设备、医药、建材、信息技术给予超配的投资建议;对行业发展趋势较差且没有估值优势的农业、纺织服装、有色金属等行业给予低配的投资建议。我们对行业的配置建议主要基于对行业发展趋势和估值水平的综合比较,其中行业发展趋势是我们考虑行业配置的首要标准,结合行业发展的估值水平也是我们进行行业配置的重要指标。

(三) 股票组合

根据对业绩、估值分析,结合行业发展趋势和下半年的投资策略,我们选择了行业景气度高、公司基本面较好、估值水平较低的10只股票构成投资组合。这十只股票是:华新水泥、昆明机床、双鹤药业、平高电气、中信证券、航天信息、中国联通、中国远洋、五矿发展、太阳纸业。

(执笔: 李锋、秦晓斌、王昉、张琢、马皓雪)

要低30%,接近历史最低水平,表明市场已经处于极度疲弱状态。

(二) 基金平均仓位已降至低位,主动减仓动能减弱

根据银河证券研究所基金研究中心的研究,证券投资基金的平均仓位已经降至67%-68%的较低水平,反映了机构投资者对未来信心的缺乏。当然,较低的仓位水平也使基金主动减仓动能减弱。

(三) 政策预期和资本市场创新有助于股指回归合理价值水平

由于奥运即将来临,维护市场稳定、避免市场出现大幅震荡,尤其是避免大幅下跌是目前监管部门的重要目标。因此,投资者普遍预期奥运之前监管部门将努力解决干扰市场稳定的因素,力保市场稳定,从而有助于目前低估的市场回归至合理价值区域。此外,今年下半年,创业板、融资融券、股指期货等完善资本市场体系建设的举措有望推出,从而有利于活跃市场交易,激发市场投资热情。

基于上述预期,我们认为,市场动态估值水平已被低估,在克服短期不利因素影响后,市场投资信心将逐步恢复,股指有望踏上回归合理估值水平的震荡盘升之路。在奥运召开之前,受上市公司中报业绩、经济增长、通胀压力、海外因素等诸多不确定性因素影响,投资者信心将受到制约,预期市场难以出现明确的趋势性大幅上涨行情,而以区间震荡、缓慢提升的运行格局为主;奥运会之后,随着经济运行环境改善、翘尾因素消失导致通胀压力缓解,资源价格管制逐步放松,宏观紧缩力度放松甚至转向,则市场预期改善、投资信心增强,市场资金供求状况将逐步改善,从而推动市场活跃,上证指数将回升到3560点以上的合理价值区域。当然,如果意外因素导致通胀压力不减甚至增加,宏观紧缩力度依旧的话,则难以出现较大的涨升行情。

美联储宣布维持基准利率不变

联邦公开市场委员会宣布维持基准利率在2%,这是美联储自去年次贷危机爆发以来累积减息325基点后首次维持利率不变。

中金公司:

维持利率不变是预期之中的事。在我们看来,通胀失控必然导致经济增长面临长期下滑风险,比如上世纪70年代的滞胀。所以在当前预期通胀上升局面下,抑制通胀将成为美联储的工作重点,而经济衰退风险给美联储的利率政策带来很大牵制。

此外,5月份新屋销售量为51.2万套,较4月份下降1.3万套,符合市场预期。但是较上年同期下降幅度达到40.3%,同比跌幅维持在26年来高位;5月份耐用品订单为2136亿美元,和上月基本持平,符合市场预期。但除去交通运输设备的核心耐用品订单为1563亿美元,环比下降了0.9%,同比上升1.4%。跟我们预期相同,美国楼市的调整还在继续。预计新屋销售及开工数在未来仍有可能继续小幅下跌,但下跌空间已在减小,在美国内需疲软、投资下滑局面下,外部需求是推动核心耐用品订单上涨的主要因素,出口已成为美国此轮经济周期的主要增长点。

联合证券:

正如市场所料,美联储本次例会维持利率不变。但出乎市场预期的是,美联储并没有就启动加息进程给出暗示,美元由此应声而落。市场关于联储转为加息进程的热烈,其实始于上月初联储主席伯南克关于弱势美元加剧国内通胀压力的一番言论。但美联储挽救不了美元,美国内需由于次贷危机而疲弱不堪之际,更需要弱势美元激励外部需求。事实上,在一季度仅为0.9%的GDP增幅中,进出口就贡献了0.8%。

尽管美联储因为美国经济陷入更大程度衰退的可能性已不大,但这并不意味着其可以放手加息以抑制通胀而置风雨飘摇的房地产市场于不顾。我们认为,伯南克的言论其实是在强调货币政策当局对于通胀预期风险抬升(正如此次会议声明所特意指出的)的关注,强调美联储有可能就抗击通胀付之于具体行动(如加息)而不仅仅是停留在口头上。值得强调的是,如此“双簧声”其实恰是通胀预期有效管理所必需的。

联系到国内已是风声鹤唳的房地产形势,利率进一步提升无疑将是灾难性的(尽管更严厉的可能只是贷款额度),因此,中国央行行长关于“用更严厉的手段应对通胀”的言论,看起来也只是预期管理性质的。更何况,我们一再强调的是:1)由于中国资本管制缺乏效率,利率政策本质上是没有独立性的;2)加息是“一刀切”的政策,而“升值”是压制最低效率出口部门需求的针对性措施;3)居民定期储蓄急转直上,加息意义何在呢?

行业点评

下半年银行业: 卧薪尝胆等待回归

申银万国:

投资评级与估值:未来业绩的不确定性使得市场对银行板块的相对估值存在较大分歧,因此我们使用绝对估值法(DDM)来估算银行板块(不含城商行)整体应该享有的合理相对估值。结果显示银行板块的合理估值对应2008年22.2倍PE和4.34倍PB,较目前市场估值还有50%的上升空间,长期投资价值非常突出。考虑到短期内较高的股权成本和投资者对资产质量的担忧,我们认为目前银行板块估值运行的合适区间在18-21倍2008PE。建议投资者在估值低于2008年15倍PE时积极买入,15-20倍区间内则坚定持有。维持行业看好的投资评级。

关键假设:宏观经济实现“软着陆”,GDP增速有所回落但不会出现大幅下滑。相应的,银行资产质量将承受一定压力,但不会出现大面积恶化情况。此外,可能的非对称加息不会大幅缩减银行的息差水平。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:6月10日至6月25日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	6月25日收盘价	目标涨幅(%)	2008报告预期		2009报告预期		2008一致预期		2009一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
000157	中联重科	招商证券	强烈推荐	6-10	57.00	18.94	200.95	2.300	8.235	3.300	5.739	1.206	15.705	1.533	12.352
600550	天威保变	兴业证券	强烈推荐	6-13	85.00	33.29	155.33	0.936	35.566	1.497	22.238	0.848	39.258	1.219	27.311
600547	山东黄金	中银国际	优于大市	6-24	121.00	48.86	147.65	3.030	16.125	3.160	15.462	2.467	19.808	2.718	17.978
000651	格力电器	中投证券	强烈推荐	6-21	81.50	33.60	142.56	2.330	14.421	3.300	10.182	2.143	15.678	2.860	11.748
000581	福高高科	中投证券	强烈推荐	6-16	22.00	9.54	130.61	0.540	17.667	0.800	11.925	0.538	17.740	0.813	11.737
000926	福星股份	万联证券	买入	6-11	14.00	6.23	124.72	0.950	6.558	1.430	4.357	0.733	8.496	0.926	6.728
600594	益佰制药	东海证券	买入	6-10	20.40	9.34	118.42	0.570	16.386	0.840	11.119	0.467	20.000	0.635	14.709
600100	同方股份	广发证券	买入	6-24	45.00	20.86	115.72	0.883	23.624	1.335	15.625	0.891	23.401	1.282	16.271
000876	新希望	东方证券	买入	6-16	20.00	9.48	110.97	0.500	18.960	0.880	10.773	0.525	18.052	0.809	11.718
600806	昆明机床	中银国际	优于大市	6-11	26.25	12.65	107.51	0.720	17.569	1.040	12.163	0.739	17.129	1.019	12.418
600331	宏达股份	联合证券	增持	6-11	42.38	20.74	104.34	0.870	23.839	2.220	9.342	0.693	29.914	1.109	18.709
002024	苏宁电器	东方证券	买入	6-25	85.00	42.20	101.42	1.940	21.753	3.110	13.569	1.746	24.171	2.571	16.415
600438	通威股份	国金证券	买入	6-24	27.90	14.01	99.14	0.298	47.013	0.732	19.139	0.325	43.108	0.651	21.513
600282	南钢股份	中银国际	优于大市	6-12	10.58	5.48	93.07	0.710	7.718	0.790	6.937	0.885	6.195	0.892	6.146
002240	威华股份	广发证券	买入	6-16	24.95	13.04	91.33	0.693	18.817	1.278	10.203	0.682	19.118	1.247	10.455
000012	南玻A	中投证券	强烈推荐	6-15	30.00	15.78	90.11	0.800	19.725	1.160	13.603	0.638	24.733	1.167	13.522
600183	生益科技	联合证券	增持	6-21	12.00	6.50	88.00	0.400	16.250	0.610	10.656	0.496	13.097	0.641	10.139

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。