

# 在价值重构过程中逐步走出低迷

——2008年下半年A股市场投资策略及重点个股推荐

- 在要素价格改革有序推进情况下,通胀预期、紧缩政策压力以及由此引起的上市公司盈利预期回落将对下半年的A股市场构成显著的制约作用,但随基数提高后的通胀预期会有所回落。此外,限售股解禁在经历8月份高潮后将趋缓和,因此整体环境将呈现前紧后松迹象。
- 下半年A股历史比较的估值吸引力处于合理水平,但由于对宏观经济的悲观预期导致市场缺乏估值上升动力,因此下半年市场可能会出现阶段性的整体价值低估情况。A股市场的整体估值预期将回落至18-22倍市盈率区域,从而展开重新构架市场价值中枢的结构调整行情,并有望逐步走出低迷,核心波动区域为2500-3800点。
- 下半年投资策略为“主动防御、主题配置”;行业配置方面,金融服务、煤炭、商业零售、机械设备、黑色金属、化工和医药行业存在比较明显的优势;投资主题主要从通胀受益主题、资产整合主题、刚性需求主题、节能环保和自主创新主题等线索来考虑;股票组合是:沧州大化、日照港、新希望、天邦股份、新安股份、苏宁电器、王府井、三一重工、平煤天安、开滦股份、长江电力、华能国际、浦发银行、八一钢铁、中视传媒。

◎上海证券研究所

有做好相应的准备。

以美国1926-1992年的普通股收益与同期CPI数据进行比较,二者的相关性为0.72。在绝大部分CPI为负值的年份中,股票收益也大多为负;但在CPI大于8的10个年份中,有5个年份的股票收益为正,其余5个年份为正收益,显示通胀并不必然会带来股票收益的回落。由此我们得出的结论是,通胀周期与股市收益没有明确的相关性关系,但CPI在快速回落阶段则大多会伴随着股市收益的大幅调整,显示需求回落会对投资者信心产生明显打击。目前A股市场出现的大幅调整主要是担心未来的紧缩政策导致需求回落、经济增速放缓的担忧。而就目前的经济形势来看,上述两方面都可能会发生,因此A股的调整正在提前反映这种预期。

## 3)值得关注的不确定因素

### 1)热钱流向变数与潜在冲击

我们认为目前热钱正在通过以下方式流入国内:货物及服务贸易渠道、职工报酬与经常转移渠道、直接投资渠道、间接投资渠道、各种非法渠道、合法漏洞。通过对分渠道热钱流入规模的估算在6000亿美元左右,但是对热钱的分渠道估算会把正常的资金流入也算在内,实际热钱规模应该不会有这么大,预计我国现有热钱规模在5000亿美元左右。

热钱“加速涌入加大了资产价格大幅波动的风险,一旦‘热钱’撤离,将对我国金融市场造成较大影响。上半年越南出现货币危机使得我国宏观调控部门提高了对‘热钱’的警惕性,年内五次上调准备金率一定程度锁定了国内过剩的流动性,尽可能减小‘热钱’的破坏作用。但是下半年随着美元持续贬值预期的下降与国际金融市场不确定因素依然存在,全球热钱的流动趋势将会产生新的变数。热钱流向变数对国内股票、房地产等资产价格的潜在冲击是下半年A股市场的重要影响因素。其中我们需要关注影响热钱流动的三大因素:A股本身与周边市场的估值比较,人民币加速升值预期以及发展中国家经济快速增长模式是否可持续。

### 2)市场“建制”还是市场“稳定”

从制度上看,A股市场一直存在着制度建设的进度滞后于市场发展与需求,矛盾已经日益激化与加剧。梳理上半年政策出台的时间我们发现,相关政策包括发行制度、大小非减持、再融资等涉及扩容政策,以及券商监管、股权激励、资产重组等涉及监管制度。管理层的这些市场化“建制”除了与市场供求关系联系紧密的“大小非”减持政策引起市场广泛关注外,其它绝大部分几乎

被市场忽略。但从管理层上半年的主要动作中可以明显看出,市场化建制仍是股市政策的大方向。

市场的理解显然与政策面的大方向存在较大偏差。当前的市场依然以“4·20”以前的政策依赖心态观察政策动向,依然将目光定格在“无实质性利好”之上,以此来寄托行情的平稳显然是脆弱的。我们认为正确理解市场化“建制”的大方向,是下半年正确解读股市政策面的基础。

### 3)市场供求关系将更凸显市场化调控的影响力

通过数据比较分析,预期2008年市场供求关系呈现以下特征:从2007年下半年以来IPO融资额趋势来看,月度IPO融资额一直徘徊在215亿以下,下半年IPO融资额存在回升压力;从限售流通股解禁压力看,股改解禁股依然是下半年各类解禁股的主要部分,其“峰值”出现在8月份,谷底在9月份,10、11、12月份逐步回升;红筹股回归、股指期货和创业板短期推出可能性不大。因为目前批量红筹股回归并不具备足够的市场基础,红筹股大批回归与政策面稳定基调不符。创业板和股指期货市场的设立还没有具体时间表,对市场资金无法构成直接分流威胁。整体来看,2008年下半年的可预期供给不大,市场扩容因素难以成为压制大盘的主导因素。

### 4)对A股估值的思索

成熟市场国家2008年平均PE为13.6倍(不包括纳斯达克),新兴市场国家平均PE为15倍,金砖四国除中国外平均PE为13.8倍,印度为16倍,中国为20倍。A股市场与成熟市场的平均溢价为32%,与新兴市场的平均溢价为28%。A股与新兴市场的平均溢价28%的重要解释是:A股上市公司盈利增长对经济增长具有更高的敏感性。但经济增

速小幅回落可能意味着利润增速更快回落,下半年A股成长性溢价由此可能受到侵蚀。而从成熟市场过去的发展历程来看,上市公司真正盈利增速下滑趋势均在通胀见顶回落以后,因此,短期内我们可能还无法确定A股的“估值底部”。

### 二、下半年市场趋势判断

全球大宗商品价格与国内要素价格改革将在下半年产生通胀共振效应,从而导致宏观调控压力升温,加剧经济增长下行的风险。我们预计2008年GDP增速将放缓至10%左右,CPI全年平均在6.2%水平。出口和消费会出现一定回落,而投资则将成为调控增长的重要手段。以当前的通胀和利率水平判断,A股市场的整体估值预期将回落至18-22倍市盈率区域。从估值角度看,根据一致预测,2008年、2009年A股净利润分别增长27.37%与21.87%,略高于预期投资回报率,但尚未到低估区域。因此,我们认为下半年A股市场将在上半年疾风暴雨式的快速调整基础上,展开重新构架市场价值中枢的结构调整行情,一方面消化经济环境变化带来的估值结构调整,另一方面寻求在通胀环境和要素价格调整背景下的价值突变。在下半年经济环境前紧后松判断下,A股市场也将有望逐步走出低迷。

从时间横轴看,中国2007年中开始进入通胀周期,预计通胀同比速率将在2008第四季度达到平稳并出现回落态势。因此,第三季度A股市场在业绩和估值两方面均存在回落压力,而在第四季度估值压力则趋于平缓。其中,终端产品价格限制而成本提升的双向挤压将对上市公司业绩增长构成压力,并成为制约市场活跃的重要因素,但价格管制有所松动的权重股

面临估值动力。我们谨慎判断下半年上证综指的核心波动区域在2500-3800点区域。如果石油价格涨势在全球联手阻截下出现停顿和回落,国内的通胀乐观预期还将回升并促使A股反弹动力增强。

### 三、下半年投资策略和建议

#### 1、投资策略建议

下半年A股历史比较的估值吸引力处于合理水平,但由于对宏观经济的悲观预期导致市场缺乏估值上升动力,下半年市场可能会出现阶段性的整体价值低估情况。因此,我们将下半年的投资策略从全年的“主动防御、积极配置”调整为“主动防御、主题配置”。主动防御策略体现在:一方面继续通过抵御通胀风险提高投资的抗风险安全边际,另一方面关注政策调整带来的经营拐点预期;主题配置策略体现在:在市场没有走出熊市格局情况下,从主题投资出发寻找短期能够获得估值溢价预期的投资策略。

#### 2、行业配置建议

我们综合分析认为,下半年金融服务业、煤炭、商业零售、机械设备、黑色金属、化工和医药行业存在比较明显的优势。

#### 3、主题投资建议

我们认为2008年下半年的投资主题主要从通胀受益主题、资产整合主题、刚性需求主题、节能环保和自主创新主题等线索来考虑。

#### 4、股票投资建议

根据对下半年的市场判断,我们的选股思路主要是基于以下线索:采取自上而下方式,筛选具有行业景气度或有业绩波动周期回升预期的行业及相关上市公司,主要集中在石化、电力等未来提价预期明确的行业。此外,行业景气度回升、产品需求旺盛的行业,如饲料、传媒等,继续挖掘受益通胀和抗周期性稳定的增长行业的优势企业,主要集中在商业零售、食品饮料、煤炭等资源类行业;主题投资+超跌机遇的视角,下半年北京奥运以及次后重建等主题性投资依然会聚集热情。

综合上述分析,上海证券2008年下半年股票投资组合是:沧州大化、日照港、新希望、天邦股份、新安股份、苏宁电器、王府井、三一重工、平煤天安、开滦股份、长江电力、华能国际、浦发银行、八一钢铁、中视传媒(见下表)。

(执笔:郭燕玲、屠骏、俞佐杰)

上海证券2008年下半年股票投资组合

股票简称	推荐理由
(600230)沧州大化	已有TDI产能3万吨,新建5万吨2009年初投产。
(600017)日照港	吞吐量增长快速,装卸费率提升。
(000876)新希望	肉食产业链双向延伸成功,将开始充分分享产业链利益;股价过份下跌修正。
(002124)天邦股份	借助产能扩张完成,开始分享饲料市场牛市;油脂业务大幅贡献业绩;搬迁收益贡献巨大。
(600596)新安股份	草甘膦量价齐升推动业绩增长。
(002024)苏宁电器	家电连锁零售龙头,高速增长仍在继续;渠道优势突出。
(600859)王府井	国内百货业龙头,品牌认知度高,异地扩张能力强。
(600031)三一重工	业绩增长快,估值低。
(601666)平煤天安	炼焦煤产能持续提升,产品结构逐步优化,进而推动产品综合售价和盈利能力提升。
(600997)开滦股份	全国主要肥煤基地,焦炭产能规模达320万吨,国内炼焦煤价格和焦炭价格同步上涨。
(600900)长江电力	水电龙头,长江来水偏多发电量有望增加;整体上市后盈利能力增强。
(600011)华能国际	近几年装机容量增速较快,合同煤比例高,电价上调受益最大。
(600000)浦发银行	经营稳健、综合实力优良,有望成为2008年增长最快的股份制银行;上海金控整合平台之一。
(600581)八一钢铁	宝钢集团下属企业,产量规模、产品附加值都有较大提高。
(600088)中视传媒	受益于奥运会,代理央视广告受益比较明显,影视基地旅游收益增长潜力显著。

## 券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:6月10日-7月1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	7月1日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE		
000799	酒鬼酒	兴业证券	无	点评报告	6-29	0.120	89.500	0.200	53.700	0.148	72.677
600895	张江高科	海通证券	买入	点评报告	6-25	0.460	18.870	0.530	16.377	0.459	18.902
600820	隧道股份	兴业证券	推荐	点评报告	6-24	0.400	20.100	0.480	16.750	0.383	21.018
600295	鄂尔多斯	宏源证券	--	深度报告	6-23	1.090	14.771	1.560	10.321	0.903	17.836
000707	双环科技	宏源证券	买入	点评报告	6-21	0.680	16.735	0.850	13.388	0.813	14.003
000698	沈阳化工	宏源证券	买入	点评报告	6-21	0.730	20.507	0.920	16.272	0.641	23.346
600551	科大创新	中金公司	推荐	深度报告	6-17	1.080	14.065	1.050	14.467	0.950	15.989
002067	晨光实业	广发证券	买入	深度报告	6-17	0.360	--	0.780	--	0.437	16.031
002240	威华股份	广发证券	买入	深度报告	6-16	0.693	--	1.278	--	0.678	17.699
002216	三全食品	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-16	0.930	--	1.200	--	0.942	44.506
600257	洞庭水殖	中金公司	无	点评报告	6-13	0.040	98.250	0.090	43.667	0.061	64.582
002069	獐子岛	中金公司	审慎推荐	一般报告	6-13	0.610	--	0.990	--	0.696	27.551
002086	东方海洋	中金公司	中性	一般报告	6-13	0.430	--	0.560	--	0.398	32.900
601958	金钼股份	中投证券	强烈推荐	深度报告	6-12	1.250	13.752	1.310	13.122	1.164	14.771
002203	海亮股份	中投证券	推荐	深度报告	6-11	0.490	--	0.670	--	0.539	24.997

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

报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意的是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)

### ■信息评述

#### 预计6月份CPI同比涨幅在7%附近

6月份农业部农产品批发价格指数和“菜篮子”产品批发价格指数分别环比下降约1.5%和2.0%;商务部食品价格指数环比下降约1.77%。

### 联合证券:

根据农业部与商务部数据计算,预计6月份CPI的食品类价格涨幅将为16.28%。回顾今年以来食品之外类别的消费品物价指数,其对CPI的贡献度在0.1%-0.14%之间,变化并不明显。故而,如果在其它类涨幅不变情况下,6月份CPI同比涨幅预计为6.6%。但考虑到我国6月20日上调了成品油价格,根据我们的测算,本次上调汽油柴油价格约15%,对次月CPI的直接影响为0.8%,而对6月份CPI的推动力约为0.2%,因此,考虑油价上涨影响后,