

确认熊市格局 把握超跌反弹

——2008年下半年A股市场投资策略

- 就境内外宏观环境而言,由于美国次贷危机正在从金融领域波及到实体经济中,最为突出的就是包括原油和农产品等商品价格的大幅上涨,这导致了全球性的通货膨胀;国内经济通胀压力加大,虽然管理层从政策上积极扶持市场,但宏观环境以及资金面压力使得市场难以在短期内出现扭转局面。
- 牛去熊来已经成为既成事实,目前技术上调整空间已经较为充分,但时间上需要弥补,未来很可能出现长期缩量阴跌(间或反弹)格局,熊市格局恐还将延续12-18个月。当然如果全球(包括国内)宏观经济发展能够实现软着陆,即“滞胀”问题能够在较短的时间内解决,那么A股市场的熊市结束时间也将随之缩短。我们认为静态市盈率24倍左右是可以接受的水平,依此估算A股市场波动的平衡点在上证综指3300点左右。考虑熊市极端调整现象,2250点附近可能成为未来的极限底部。
- 从维护社会稳定和市场严重超卖角度考虑,我们认为从7月份开始A股市场有望展开一轮反弹行情,3300点和3800点分别是温和反弹和相对强势反弹的目标位。奥运会之后,投资者离场观望意愿加大,A股市场将重新步入漫长的熊市调整格局。
- 就当前市场而言,资金主要关注的群体包括农业类、新能源类、化工类以及高成长题材类个股。

○国盛证券研发中心

一、世界经济形势及其对中国的影响

1、次贷危机持续扩散
次贷危机像是打开了的潘多拉魔盒,是目前世界主要经济问题的开端。也可以说,次贷危机是美国金融界策划的又一次“剪羊毛”行动的起手之作——通过大量次贷吹起美国房地产泡沫,然后紧缩信贷打破泡沫,最后以低价收购资产。

而以美元为计价单位的国际大宗商品交易价格的快速拉升又给世界各国产生了输入型通胀危机,再加上世界大多数国家过去几年经济均保持了较快增长,特别是新兴市场国家呈现明显的经济过热问题,世界性通胀由此展开。

2、世界性通胀蔓延
为了应对次贷危机和刺激经济,美国大量增加流动性。在以美元为世界主要结算货币体制下,由此大量美元流入世界经济体系中,在世界范围内普遍产生了流动性过剩。而以美元为计价单位的国际大宗商品交易价格的快速拉升又给世界各国产生了输入型通胀危机,再加上世界大多数国家过去几年经济均保持了较快增长,特别是新兴市场国家呈现明显的经济过热问题,世界性通胀由此展开。

3、国际贸易格局改变
在国内经济衰退预期下,美国通过美元贬值促进了出口增长,并与进口增速保持平衡,将国际贸易逆差维持在相对稳定的水平。虽然欧洲央行一般紧跟美联储进行利率调整,但美元弱势还是导致了欧元大幅升值。欧盟为了缩小逆差,对包括中国在内的一些国家的出口产品进行反倾销等限制性措施。此外,美元贬值抑制了日本、中国、印度、越南等加工型、原材料型、成本优势型贸易的出口,特别是对全球通胀下的原材料成本、人力成本的增加降低了这些国家产品在国际上的比较竞争优势,在一定程度上改变了世界贸易格局。

4、原油及农产品价格上涨带来的社会压力问题
随着原油价格连续攀升,所带来的社会压力逐渐在全球范围蔓延,不少国家爆发了对能源以及能源政策的抗议活动。而在能源替代政策影响下,玉米、大豆价格也节节攀升,农产品价格快速上涨带来全球粮食安全恐慌。能源、农产品价格上涨是全球通胀的最显著体现,下半年不排除持续创新高的可能。

5、越南金融危机影响投资信心

上半年越南出现的金融动荡影响了投资者对国内经济发展前景的信心,因为其国内改革很多都是借鉴中国经验进行的,因此对中国经济也有警示作用,特别是其是否会像10年前东南亚金融危机那样蔓延值得高度关注。

二、国内宏观基本面对市场的影响

1、实体经济增长减速
今年一季度,我国延续了2007年下半年以来经济增速下滑走势,而且下降幅度还有所增大。但如果考虑雪灾的短期影响,一季度我国经济形势仍好于预期。但5月份突如其来的地震灾害又使原本严峻的国内经济形势雪上加霜,其对经济的短期影响使得二季度GDP增速继续下滑几成定局,全年宏观经济运行面临着更大的不确定性。正如温总理所说,今年将是中国经济最困难的一年。

2、人民币升值将有效抑制通胀
从理论上讲,汇率升值对一国价格指数的贡献应该是负的:它通过降低进口成本和提高出口价格、减少出口进而增加国内供给,最终增加国内供给使得价格指数下降。但从这一层面上看,人民币的升值幅度不足以抵消主要贸易国的通胀输入。但历史数据和经验表明,国外通胀率对我国消费价格指数影响程度比较大,国内的通货膨胀率更多的还是受本国因素影响。因此,我们认为在目前状况下,通过加大人民币升值幅度来抑制国内通货膨胀的方法是有效的手段,需要把注意力集中到增加本国原料供给方面来。

3、下半年通胀形势会有所缓和
今年以来,生产价格指数上升很大程度上是由国际通胀的输入引起的,大宗商品如原油、矿石等价格大幅上涨提高了我国企业的生产成本。而这种世界性的通胀受很多因素影响,是众多经济体博弈的结果,短时期内可能不会有明显改观。但各国都将采取措施来抑制本国通胀,世界通胀形势估计会有所缓解,这无疑会影响我国PPI指数在下半年的表现。此外,紧缩性政策使得国内需求受到挤压。综合分析,预计下半年我国通胀形势会有所缓和,工业产值增速仍可能逐步回落,但全年工业产值不会大幅下滑。

4、雪灾、地震等自然灾害对中国影响有限
尽管上半年突如其来的雪灾和地震使我国原本受阻的经济发展蒙上一层阴影,但从长远来看,我们还应该看到其积极的一面。首先,改革开放以来,长期稳定的经济增长

大大增强了我国的综合国力,也提高了我国经济抵抗高风险高冲击的能力。其次,当前我国经济运行总体上仍然保持平稳较快的发展态势,震灾地区经济总量占比较小,短期冲击不会从根本上改变整体运行趋势。第三,灾后重建工作将扩大投资,促使投资增速重新加快,进而拉动内需,带动经济实现平稳较快的发展,而新兴的基础设施将在未来更好地服务于社会经济。

5、奥运会对国内经济的影响
普遍认为,奥运可以增加世界对中国的了解,为中国带来更多的投资机会,与奥运相关的体育、媒体等产业也会迎来发展良机。但奥运圣火的传递过程也让我们看到了其中的一些隐忧,我们应该更加理性的分析奥运给中国带来的机会与挑战。随着奥运时间的临近,我们越来越认为,只有奥运顺利召开,对于中国经济乃至中国股市才是实质性的利好。

三、管理层监管理念变化对股市的影响

目前监管层已将工作重点转移到规范上市公司及证券公司治理、保护中小投资者利益方面来,这一点我们可以从证监会今年出台的一系列政策中看出来。主要有:《规范上市公司重大资产重组管理办法》、《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》、《证券公司集合资产管理业务实施细则(试行)》、《证券公司定向资产管理业务实施细则(试行)》、《证券公司风险处置条例》、《证券公司监督管理条例》等。而近期出台的《中国证券监督管理委员会公告[2008]27号》明确了上市公司治理整改大限为11月30日,逾期将不接受其股权激励及再融资申请。以上这些政策和讲话,都将对规范公司治理、稳定中国证券市场发展起积极作用。此外,为了减小对股市的冲击,管理层似乎已将对股指期货、融资融券等金融创新产品延迟推出。从政策层面上看,这些将是促进下半年A股市场走好的积极因素。

四、资金层面的影响

1、储蓄存款
随着越来越多的居民将资金撤离股市和楼市,上半年储蓄存款快速增长。中国人民银行发布的金融运行数据指出,5月份当月全国居民存款增加2369亿元。从去年11月到今年5月,居民存款呈现连续7个月增长势头。虽然在高通胀局

面下,国内利率仍呈现负利率局面,但相对于股市、楼市的调整风险,更多居民倾向于套现持币观望。

2、外汇储备与国际游资
从我国外汇储备增长可以看出,2008年1-4月增长连续创下历史新高,同比增长达到40%以上。从储备增加构成看,许多专家认为其中国际游资的占比较大。我国资本市场上存在大量热钱并已形成为我国金融安全的隐患,进入这些领域的热钱,在宏观经济稳定情况下会在我国长期投资,并显现不出热钱本身的特质,但当经济基本面出现波动时,它们就会成为“惊弓之鸟”,快速撤退。将导致我国资本市场、房地产市场的大起大落。

3、大小非解禁
下半年大小非解禁集中在8月中旬和11、12月。经过上半年较为集中的大小非解禁能量的释放,下半年解禁数量相对较小,再由于上半年的大跌也减弱了减持欲望。虽然部分上市公司大股东相继做出解禁不减持的承诺,但如果下半年行情出现反弹,因减持而造成的市场资金压力仍然巨大。

4、IPO和再融资
下半年IPO融资量将会根据市场情况而产生变动,但总体看,下半年IPO所带来的资金压力较上半年将有所增大,但不会有很大变化。同样,再融资规模也可能略微超过上半年。

5、从紧调控下的货币投放与回笼
上半年政府坚持从紧的宏观调控政策,通过提高存款准备金率、央行票据发行等措施进行货币回笼。与2007年连续的提高存款准备金率、加息等措施效果相叠加,货币投放增长势头得到一定遏制。并且随着大量居民将资金从股市撤出存入银行,从紧政策对股市资金面的影响得到进一步显现。下半年通胀压力依然,从紧调控政策会继续贯彻下去,货币供应增速将可能继续降低,货币回笼力度可能加大。

6、投资者信心
无论从成交还是从开户数量看,上半年投资者信心都达到了一个非常低的水平,连续暴跌使近60%的账户相继空仓,近80%的散户投资者被套牢。伴随着部分公募基金的大幅亏损和部分私募的清盘,作为股票市场最为坚强的机构投资者信心的开始动摇。就下半年而言,散户投资者的信心不可能有较大改观,机构调查研究显示,居民投资开始趋向谨慎和保守。

出现大幅反弹的压力很大,即资金面和行情间的相互积极配合格局前景并不看好。

五、下半年市场运行趋势展望

大盘自6124点调整以来,在短短8个月之内跌幅高达56%,期间有四个月的跌幅在15%-20%,这在A股历史上是十分罕见的,即使是在世界上也是属于相当惨烈的大股灾。纵观本轮牛市的兴衰,千点附近政府坚决推进上市公司股权分置改革,市场开始出现朦胧的熊转牛迹象;而汇率体制改革推出后,人民币开始进入升值周期,大量游资涌入A股市场,才真正启动一轮波澜壮阔的大牛市;在4000点之上,政府再度施以行政方式主动挤压泡沫,6000点附近A股市场终于见顶回落;但随后的美国次贷、全球高通胀、经济下滑、连续的自然灾害等因素,一举将正常调整的A股市场打回原形,牛熊交替瞬间完成。这正是投资者普遍感到困惑并措手不及的原因。

毫无疑问,牛去熊来已经成为既定事实。由于自最高点至今跌幅已经高达56%,技术上调整空间已经较为充分,但时间上需要弥补,未来很可能出现长期缩量阴跌(间或反弹)格局,熊市格局恐还将延续12-18个月。当然如果全球(包括国内)宏观经济发展能够实现软着陆,即“滞胀”问题能够在较短的时间内解决,那么A股市场的熊市结束时间也将随之缩短。

对于A股市场的合理估值范围,参照目前4.12%的一年期银行利率,以及9%的GDP增速(上市公司总体业绩增速29%左右),我们认为静态市盈率24倍左右是可以接受的水平,依此估算A股市场波动的平衡点在上证综指3300点左右。考虑熊市极端调整现象,2250点附近可能成为未来的极限底部,而此位置正是新一轮牛市的顶部,也符合技术上的要求。

下半年A股市场或确认进入新一轮熊市并延续其弱势运行格局,但从维护社会稳定和市场严重超卖角度考虑,我们认为从7月开始A股市场有望展开一轮反弹行情,3300点和3800点分别是温和反弹和相对强势反弹的目标位。奥运会之后,放增长势头得到一定遏制。并且随着大量居民将资金从股市撤出存入银行,从紧政策对股市资金面的影响得到进一步显现。下半年通胀压力依然,从紧调控政策会继续贯彻下去,货币供应增速将可能继续降低,货币回笼力度可能加大。

六、采取以防守为主的投资策略

在熊市中,最终无论在哪个点位形成底部,延续的时间都会很充分,因此,在投资上需要采取防守策略。首先股票配置比例应减少,其次在投资机会上以阶段性和局部性为主。即把握弱势市场中的阶段反弹机会,投资品种则以通胀受益行业(如上游资源类)、抗通胀行业(如消费、医疗等)以及重大事件派生出的主题机会(如创投、期指、三通)等,部分处在周期性衰退的行业需要规避业绩下滑带来的风险。总体来看,下半年应主要关注新能源、农业、化肥以及业绩高成长的个股机会。

信息评述

八方面进一步完善并购重组审核制度

证监会上市公司监管部7月2日发布《上市部从八个方面进一步完善并购重组审核业务制度》工作动态,详细介绍了推进该部在《上市公司重大资产重组管理办法》实施后对于上市公司并购重组事项的监管。

齐鲁证券:

今年4月16日,证监会颁布了《上市公司重大资产重组管理办法》,针对并购重组在各方面做出了规定。通过加强重组信息管理制度等各方面工作,证监会在严控内幕交易和市场操纵方面建立了严密的机制。在资本市场日益发展过程中,企业间的并购重组将会成为其整合、壮大的重要途径。在此基础上,作为中国资本市场的重要监管力量,证监会在并购重组监管方面的完善和成熟将有利于我国资本市场的长期持续健康发展。

加强资本管制热钱可能提前撤离

中国7月2日晚宣布大幅加强资本管制,以求限制投机性热钱进入中国经济,破坏中国政府控制通胀压力的努力。

天相投顾:

中国外汇监管机构国家外汇管理局在其网站上宣布,企业出口收汇应先入特别账户,待官方核实相关资金确为真实贸易所得。根据新规则,从现在起,出口商若想将美元兑换为人民币,将需要提交书面证据,证明其商业发票系基于真实的商务交易。国家外汇管理局表示,用于出口收结汇联网核查的新电脑系统将于8月4日起在全国范围投入使用,7月14日起试运行。该机构网站上的声明未说明新的核查程序需要多久时间。

5月底我国外汇储备规模达到1.797万亿美元,5月份增加403亿美元;5月份贸易顺差为202.1亿美元,外国直接投资77.6亿美元,还有大约120亿美元其它项下的外汇储备增加无法解释,而4月份该部分外债增加额为502亿美元。可以看到,热钱流入规模的扩大不排除热钱通过经常项目流入。从货币表现上,5月份M2出现大幅反弹,显示了央行对冲流动性压力仍然比较大。外管局近期对资本加强监管,包括拟制定相关政策对服务贸易进行真实性审查,并将此前曾在货物贸易中采用的“关注类名单”制度引进服务贸易,将经常项目下的“收益”和“经常转移”两类项目中的外汇收支也纳入其中,从而做到对所有经常项目的“全面监控”等。这些措施的实施一方面有助于随时监控资本进出的异常情况,掌握资本进出的真实数据,另一方面也会减少热钱通过虚假贸易方式流入,因此会对未来出口数据产生一定影响。同时在加强资本管制下,不排除部分热钱可能提前撤离国内,以规避未来管制加强下转移的成本增加。

行业评析

各地具体上网电价调整方案公布

发改委于7月2日公布了各地区具体上网电价调整方案。同时为了保障铁路运输,铁路货运价格将从7月1日起按照新的费率进行调整。

兴业证券:

其次上网电价上调幅度低于此前预期,对火电企业盈利能力的改善作用仍较小。实际调整幅度仅为1.7分/度,对应煤价上涨金额约为40元,大约是2006年第二次煤电联动以来煤价涨幅的40%,小于我们此前预期2分的调整幅度,对经营困难中的火电企业来说是杯水车薪;部分水电企业将受惠电价调整,但影响幅度并不大。以主管电网的长江电力为例,三峡机组输送往各地电价平均上调0.6分/度,对净利润增厚大约是1.2亿元,在其2007年全年净利润占比中仅为2%。

参照发改委新的铁路运费率以及大秦铁路上市招股说明书中的运费标准(不考虑特殊运价),整车单位吨成本大约上涨3%,吨公里成本大约上涨11%,综合运费上调幅度大约为9.3%。按照目前运费占总燃料成本11%-12%来计,运费调整将综合提高煤炭成本1%-2%。虽然幅度不大,但将推动市场煤价继续高位波动,可能吞噬部分电价调整的收益。

总体来看,火电企业虽然是这次电价调整的主要对象,但对盈利能力提升的实际影响有限。而且目前PB相对估值等也基本合理,需要耐心等待新的投资机会。水电企业这次也将受益于电价调整,长期来看,水火同价将显著提升其盈利水平,但此次收益程度也并不大。在行业基本面缓慢回暖情况下,建议关注兼具稳定性和成长性、且估值合理的个股,如国电电力、长江电力等。

银华证券:

国家出台上调上网电价和限制煤价的临时救助措施将帮助电力行业度过最艰难的时期。但是根据煤价涨幅测算,2008年全国发电行业因煤价上涨而增加的燃料成本超过1200亿元。相应的,火电上网电价需提高5分钱才能使发电企业的盈利能力恢复至正常水平。显然此次上调上网电价尚不能达到这一效果。我们倾向于将此轮调价视为持续上调电价的一个开端,未来政府将视社会承受能力(CPI指标)逐步上调上网电价。我们预计2009年初上调电价将再次上调,提升幅度为2.3分钱。

基于上述分析和预测,我们认为火电行业在2008年中期将达到最艰难的时刻。随着上网电价的逐步上调,行业从2008年中期开始将艰难复苏,其2009年业绩会好于2008年。但是通胀压力和经济增长减速的隐忧仍在,煤价继续上涨、重工业用电需求下滑(尤其是在能源价格管制放松后)的风险并存,因此,我们认为2009年火电重点公司的盈利能力虽有所好转,但仍较难恢复至正常水平,火电行业将在周期底部盘整较长时间。

我们给予火电类重点公司1.6-2.0倍的市净率,更重要的是,2008年的价格管制并非常态,重点火电公司正常的ROE水平可以达到11%-13%,能够支撑2倍以上的市净率水平,我们维持火电行业“中性”的投资评级。因电价上调,短期存在交易性投资机会,可以关注市净率低、且对电价敏感的上市公司。

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:6月16日至7月2日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	7月2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
600509	天富热电	广发证券	买入	6-26	25.00	8.25	203.03	0.311	26.527	0.634	13.013	0.311	26.527	0.634	13.013
000581	威孚高科	中投证券	强烈推荐	6-16	22.00	8.06	172.95	0.540	14.926	0.800	10.075	0.525	15.346	0.761	10.588
000651	格力电器	中投证券	强烈推荐	6-21	81.50	30.99	162.99	2.330	13.300	3.300	9.391	2.135	14.513	2.835	10.932
600100	同方股份	广发证券	买入	6-24	45.00	18.28	146.17	0.883	20.702	1.335	13.693	0.852	21.464	1.217	15.015
600547	山东黄金	中银国际	优于大市	6-24	121.00	53.09	127.92	3.030	17.521	3.160	16.801	2.460	21.585	2.749	19.311
000876	新希望	东方证券	买入	6-16	20.00	8.90	124.72	0.500	17.800	0.880	10.114	0.538	16.551	0.774	11.505
600005	武钢股份	中银国际	优于大市	7-2	19.70	9.06	117.44	1.097	8.259	1.298	6.980	1.215	7.456	1.445	6.269
600456	宝钛股份	海通证券	买入	6-25	50.00	23.00	117.39	1.410	16.312	2.320	9.914	1.461	15.742	2.167	10.615
601628	中国人寿	中投证券	强烈推荐	6-18	45.71	21.14	116.23	0.780	27.103	0.990	21.354	0.800	26.439	0.953	22.179
002129	中环股份	光大证券	买入	6-30	20.00	9.30	115.05	0.450	20.667	0.710	13.099	0.427	21.778	0.607	15.321
600183	生益科技	联合证券	增持	6-21	12.00	5.76	112.15	0.400	14.400	0.610	9.443	0.456	12.628	0.573	10.054
002024	苏宁电器	东方证券	买入	7-1	85.00	40.29	110.97	1.940	20.768	3.110	12.955	1.759	22.911	2.594	15.534
000001	深发展A	国泰君安	增持	6-23	39.00	18.70	108.56	1.866	10.021	2.432	7.689	1.715	10.904	2.208	8.471
002240	威海股份	广发证券	买入	6-16	24.95	12.15	105.35	0.693	17.532	1.278	9.507	0.678	17.921	1.236	9.832
000898	鞍钢股份	世纪证券	增持	6-20	24.86	12.20	103.77	1.570	7.771	1.830	6.667	1.445	8.441	1.783	6.842
600031	三一重工	广发证券	买入	6-23	56.70	28.04	102.21	1.890	14.836	3.030	9.254	1.973	14.214	2.707	10.358
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
600005	武钢股份	渤海证券	推荐	6-24	18.00	9.06	98.68	1.200	7.550	1.370	6.613	1.215	7.456	1.445	6.269

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反映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)