

经济减速与通胀背景下的积极防御

—2008年下半年A股市场投资策略及股票池推荐

●中国经济未来几年的风险主要来自两个方面：一是弱势美元导致的人民币升值压力对中国出口和经济增长的影响；二是我国要素价格、通胀水平继续高企对企业利润空间的挤压。

●尽管沪深300指数2008年业绩一致预期最近已经大幅调低至20.8%，但市场业绩预期的向下调整可能仍未到位。另一方面，市场估值水平亦存在继续调整可能，但下行空间已经较为有限。我们预期震荡寻底和分化格局将成为下半年市场运行的主要基调。

●“抵御通胀、抵御周期”的防御型配置策略成为必要的选择，建议重点关注新能源、医药、通信设备与信息技术行业，食品饮料中的酒类子行业，以及石油化工行业的钾肥、磷肥、化工新材料等子行业。长城30股票池为：川投能源、安泰科技、南玻A、国电电力、武钢股份、山东黄金、烟台万华、冠农股份、英力特、新安股份、博汇纸业、中兴通讯、亿阳信通、武汉凡谷、东软集团、格力电器、双鹭药业、国药股份、康美药业、新和成、贵州茅台、张裕A、第一食品、黄山旅游、博瑞传播、武汉中百、大秦铁路、中国铁建、中材国际、兴业银行。

◎长城证券研究所

一、中国经济：调整周期中的利润忧虑

未来两年中国经济的风险主要来自于两个方面：一是美元中长期弱势格局难以逆转背景下，人民币还有加速升值、全面升值的内在要求，对出口部门可能还会产生更大的冲击。二是我们判断国际大宗商品价格上涨趋势将得以延续，国内成品油等基础要素价格管制将逐步放开。同时在外部资金流入、内部“保增长”背景下紧缩货币政策将难以维继，因而我国要素价格、通胀水平（尤其是PPI）面临持续高位运行的风险，企业利润空间进一步下降。我们判断，2008年甚至之后的更长时期，中国经济增长面临诸多挑战，增长下滑、通胀高企或将成为未来数年内中国经济的运行特征。

1. 升值压力与出口冲击

经济转型与价格重估是当前宏观经济的两大基本主题，前者意味着中国的出口导向型经济面临外部国际收支失衡、内部经济结构失调的问题，以投资和出口为主导的经济增长模式的不可持续性逐渐开始暴露；后者是伴随经济转型过程的经济现象，同时也是促进经济转型的直接动力。价格重估下的结构调整意味着内外部价格信号的剧烈变动和资源重新配置的转型成本，往往对实体经济的增长和社会劳动力就业带来一定的负面冲击。

汇率变动通过影响进出口贸易对实体经济形成冲击，其影响程度决定于本国经济规模、出口依赖度以及国际市场定价能力等因素。我国作为一个高速增长的大经济体，较高的外贸依存度既是出口导向型经济发展的必然结果，也隐含着经济发展易受外部冲击的潜在风险。在出口放缓、成本上升的双向挤压下，将有大量的出口企业面临转型和倒闭压力。而在美元弱势本质上，不但人民币兑美元汇率基本不存在贬值的可能性，而且还存在人民币有效汇率掉头转向升值的可能，从而出现出口部门遭受成本和汇率双向冲击的更坏情景。因此，在经济转型和价格重估过程当中，实体经济面临不可避免的结构调整痛楚。

2. 通胀高企与利润忧虑

在名义汇率刚性条件下实现本国价格水平的重估，意味着较长期的高通胀压力。从外部环境来看，国际通胀水平上升趋势正随低息弱势美元拉开序幕，外部通胀将在一定时期内处于高位运行状态；从内部要素价格来看，内部各类要素面临价格重估，尤其是劳动力价格上扬和价格管制的不可持续性，将成为影响通胀的重要因子；从本国货币角度来看，外资不断流入对货币供给形成正向冲击的局面最终并不

会因为央行紧缩政策而改变，流动性泛滥的威胁始终存在。据此我们判断在人民币名义汇率不发生大幅变革前提下，高通胀（高于5%的CPI和PPI）或将成为未来较长时期的中国经济运行特征。

与2003年的宏观过热相比，本轮通胀的新特征是PPI上扬起点相对CPI存在约一年的滞后期，相应的是在2月份CPI出现8.7%的波峰之后，PPI峰值尚未出现。因此，下半年将呈现CPI持续回落（年末低于5%），PPI高位运行的通胀格局。相比食品价格占主导的CPI而言，PPI代表着原材料和能源价格的持续走高，因此PPI的高位将对企业盈利形成更加直接的负面影响。而由于中长期美元弱势趋势无法改变，预计国际大宗商品价格持续走高势头在2008-2009年将继续保持。即使食品价格回稳引发下半年CPI回落，但原材料和PPI仍将延续稳步上扬趋势，2009年企业盈利将更多地面对要素成本上升的吞噬。

2. 业绩与估值：寻求新的均衡

目前最令人担忧的是，相比GDP增速回落，企业利润波动可能会表现得更为剧烈。相应地，上市公司业绩预期面临进一步地修正，而市场估值中枢也面临进一步地调整，A股业绩与估值体系需要寻求新的均衡。

1. 业绩预期调整：仍未见底

从A股上市公司季度业绩表现看，2008年一季度上市公司整体利润同比增幅在33%（剔除亏损公司）左右，延续了自2007年一季度以来的逐季下滑趋势。考虑到PPI自2008年初以来才进入加速上扬阶段，而PPI上涨对企业成本的传导存在一定的滞后期，二季度以及下半年上市公司业绩表现仍难乐观。尽管市场对2008年沪深300公司的业绩增速已经由年初的32.3%下调至目前的20.8%，但是我们认为分析师对A股业绩预期的向下调整可能仍未结束。

2. 估值：下行空间已经不大

经过长达半年的快速下挫，A股的估值水平也呈现快速回落趋势。问题在于，在业绩预期不断下降，同时市场面临大小非抛售压力的环境下，上述估值水平是否具备足够的吸引力，市场到底有没有估值底线，底线又在哪里？

首先，目前沪深300指数滚动PE为19.3倍，PB为3.23倍，仍高于全球多数股指的水平，相比15.6倍PE和2.3倍PB的平均水平分别约有35%左右的溢价。但是中国经济即使面临短期调整，GDP增速也有望维持在8%以上的水平，相比成熟经济体3%以下的GDP增速，有理由享受一定的溢价。另一方面，与中国较为相似的经济体，印度股

市目前的PE和PB分别在16倍和4倍左右，A股估值高估幅度已经非常有限。

其次，以上年净资产衡量的PB指标看，A股PB目前为3.37倍，虽然未达到历史低点1.6倍（2005年7月）的水平，但已低于历史均值3.7和历史中值5.2的水平；以当年净资产衡量的PB指标看，A股PB目前为3.23倍，与历史均值3.2接近，低于历史中值4.0的水平。事实上，从产业投资角度，2-2.5倍PB通常已经具备投资价值。因此可以认为，目前A股PB估值已经具备一定的合理性，悲观情形下的下行空间在20%-30%之间。

第三，“大小非”减持的背后是产业资本与金融资本对A股估值体系的严重分歧，“大小非”代表的产业资本在现阶段取得了估值主动权，因此即使进入金融资本的合理估值区域，上市公司股价依然跌跌不休。在市场信心不足的环境下，“大小非”减持对市场形成较大的杀伤力。

另外，从A-H股溢价率来看，AH股群体中A股相对H股的加权平均溢价率已经从年初最高峰的108.06%降至目前的30.2%，而近期最低曾达到过23.3%。考察近两年半的A-H溢价指数走势，目前A-H溢价率处于历史平均水平31.1%附近，距离历史最低水平-15%大约存在最多35%-40%的平均下行空间。

上述讨论显示，在并不乐观的

经济、业绩基本面以及复杂的估值博弈的市场环境下，A股估值虽已经历大幅下挫，但仍不能轻易言底。当然与年初乃至二季度初的情形不同的是，目前的估值水平距离可参照的底线水平而言，已经不是那么遥不可及。综合权衡，最悲观情景下的估值下行空间不会超过30%。

3. 趋势：震荡寻底与分化格局

基于前述分析，在上证综指点位2736.1点（6月30日收盘价）、对应2008年业绩增长预期20.7%、滚动PE19.3倍基础上，我们构建了下半年A股波动区间的情景分析表。最悲观的情景是2008年业绩增速预期下调至15%，而估值中枢（滚动PE）下移至15倍，对应的上证综指点位在2000点附近；中性情景是20%的业绩增长对应20倍的PE，对应的上证综指点位在2800点附近；乐观情景是20%的业绩增长对应25倍的PE，对应的上证综指点位在3400点附近。

出口增长动力衰减下的经济周期短期下行、通胀（高PPI）背景下的企业利润增速下滑将成为下半年A股最核心的基本面特征。在这一背景下，我们预期下半年市场仍将主要呈现震荡寻底格局，除非经济运行与上市公司业绩好于预期，否则整体性机会依然较为缺乏。

另一方面，我们看到A股在过去的8个月中完成了2001-2005年四年时间才完成的跌幅（超过

50%）。而在快速下跌过程中，市场整体估值水平距离安全边际已经越来越近，其中相当部分行业和个股已经具备较强的估值吸引力。我们认为，尽管寻底过程仍未结束，但是A股本轮快速下跌阶段已经基本过去。由于行业景气和估值差异引发的行业分化，个股分化将成为震荡寻底之外的另一个市场特征。

三、资产配置：抵御通胀抵御周期

从资产配置角度，除了将合理控制股票仓位作为基本原则外，防御型配置策略成为必要的选择：针对A股基本面的两大关键词——周期与通胀，寻找抵御周期、抵御通胀的行业与上市公司是我们关心的焦点。

1. 行业配置

综合考虑高通胀与经济周期下行背景下的行业景气趋势，以及行业估值吸引力等因素，我们建议重点关注新能源、医药、通信设备与信息技术行业，食品饮料中的酒类子行业，以及石油化工行业的钾肥、磷肥、化工新材料等子行业；一般关注银行、农业与食品饮料、石油化工、电力、煤炭、旅游、造纸、商业、建筑等行业；对于景气趋势不佳或较不明朗的地产、汽车、电子元器件、交通运输、机械、有色金属等行业建议保持谨慎（见下表）。

2. 长城30股票池

下半年长城30重点配置于新能源、医药、通信设备与信息技术、石油化工、食品饮料等行业，一般配置于银行、电力、煤炭、旅游、造纸等行业。具体为：川投能源、安泰科技、南玻A、国电电力、武钢股份、山东黄金、烟台万华、冠农股份、英力特、新安股份、博汇纸业、中兴通讯、亿阳信通、武汉凡谷、东软集团、格力电器、双鹭药业、国药股份、康美药业、新和成、贵州茅台、张裕A、第一食品、黄山旅游、博瑞传播、武汉中百、大秦铁路、中国铁建、中材国际、兴业银行。

（执笔：但朝阳、高凌智、吴士金）

长城证券2008年下半年行业配置一览

行业	行业评级	理 由	关注个股
新能源	推荐	高油价时代国家优先鼓励发展的行业	川投能源、金风科技、安泰科技、天威保变、南玻A
医药	推荐	抗周期行业，景气处上升周期	双鹭药业、康美药业、一致药业、国药股份、浙江医药、新和成、东北药
通信	推荐	未来两年将进入通信设备投入的高峰期，行业景气趋勢明朗	亿阳信通、中兴通讯、武汉凡谷、华胜天成、东软集团
银行	谨慎推荐	业绩增长仍然稳健，估值具吸引力	工商银行、建设银行、招商银行、兴业银行
农业与食品饮料	谨慎推荐	高端白酒、葡萄酒、黄酒等子行业具备良好的抵御通胀能力	贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、双汇发展、张裕A、好当家、第一食品
石油化工	谨慎推荐	高油价下化工产业链整体承受较大成本压力，但钾肥、磷肥等部分行业景气趋势较好	盐湖钾肥、冠农股份、兴发集团、新安股份、烟台万华、英力特
电力	谨慎推荐	受累于电价管制与成本上升，行业景气不佳，但价格管制若放松则可望带来机会	国电电力、华能国际、国投电力
旅游	谨慎推荐	受灾事件影响较多，2008年行业增速小幅下滑，关注奥运的拉动效应	中青旅、黄山旅游
造纸	谨慎推荐	部分纸种景气下行无碍行业整体向好，环保关停力度加大确保行业景气周期的可持续性	博汇纸业
煤炭	谨慎推荐	尽管面临限价压力，但供需面仍支持煤价未来一年高位运行，尤其关注焦煤行业	西山煤电、平煤天安、金牛能源
地产	中性	行业调整态势仍将延续，虽然估值已经较低，但仍需等待房地产市场形势的明朗	万科A、招商地产、金地集团
汽车	中性	高油价与高通胀的双重影响下，行业难有整体性的投资机会	宁波华翔、风神股份、中国重汽
电子元器件	中性	全球经济低迷、人民币升值、成本上涨、环保压力等众多不利因素下盈利情况无法乐观	莱宝高科、中科三环
交通运输	中性	经济放缓、通胀抬头、国内成品油价格上涨，对于交通运输行业形成负面影响	天津港、日照港、赣粤高速、大秦铁路
机械	中性	受需求放缓、成本上升影响，行业整体景气下滑，关注高毛利率、增长相对明确的子行业	三一重工、昆明机床、柳工、天马股份
有色金属	中性	行业处于下降周期	山东黄金、江西铜业

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

（统计日：6月25日至7月8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
600748	上实发展	7	7-1	630.29	270.09	0.304	0.954	11.821	4.018	1.805	6.250	2.515
000718	苏宁环球	10	6-30	438.53	223.55	0.280	1.288	15.116	8.579	2.492	7.813	4.089
600162	香江控股	6	6-30	298.43	142.26	0.252	1.034	8.983	3.230	1.523	6.098	2.112
002018	华星化工	8	6-30	282.51	132.28	0.537	1.599	18.546	6.806	2.493	11.900	4.743
600141	兴发集团	13	7-2	292.48	126.43	0.763	1.189	24.518	7.637	1.552	18.789	6.713
200209	天奇股份	4	6-25	157.25	123.44	0.500	0.511	24.070	5.676	0.990	12.434	3.965
600547	山东黄金	24	6-26	348.41	123.14	0.852	2.447	23.231	12.016	2.724	20.863	14.817
000683	远兴能源	4	7-7	217.54	113.60	0.675	0.710	24.144	5.504	1.021	16.804	4.146
600290	华仪电气	7	7-2	178.01	111.91	0.568	0.848	23.072	9.475	1.356	14.427	5.719
600266	北京城建	8	6-26	156.31	100.78	0.374	0.917	14.676	2.532	1.440	9.347	1.992
000792	盐湖钾肥	27	6-27	188.19	97.03	0.704	3.713	23.731	14.098	5.002	17.617	7.831
000669	华侨											