



## 中报预告喜多于忧 价值中枢有望重构

回顾沪深市场近半年的暴跌走势,可以说,对于宏观经济的担忧,进而引发对上市公司业绩下滑的担忧是此轮下跌的主要推动力。而目前来看,时间已经过半,上市公司的业绩到底如何?地产、银行股的业绩是否正如预期般地出现增速放缓迹象?等等,这些谜底都将在今年上市公司的中期报表中得以反映。此次中报的情况不仅是对上半年行情的原因定论,更是对下半年行情走势起到启示作用。

□方正证券 吕小萍

### 忧:业绩增速放缓成为共识

从近期中期业绩预告的情况分析,体现出市场所担忧的隐患已经开始显露:

一、上市公司业绩增速放缓几成定局。截至周一,已经业绩预告的231家中小板公司中,有157家公司业绩同比预增,占比67.97%;但仅有30家公司预计净利润增幅可超过100%,占比仅13%;增幅小于30%的公司却有88家之多。即在157家预增公司中,过半数公司的增幅都小于30%,只是同比略微有所增长。业绩增速放缓说明中小板正在从过去的高成长性中走出来,未来业绩还有可能出现进一步的调整。

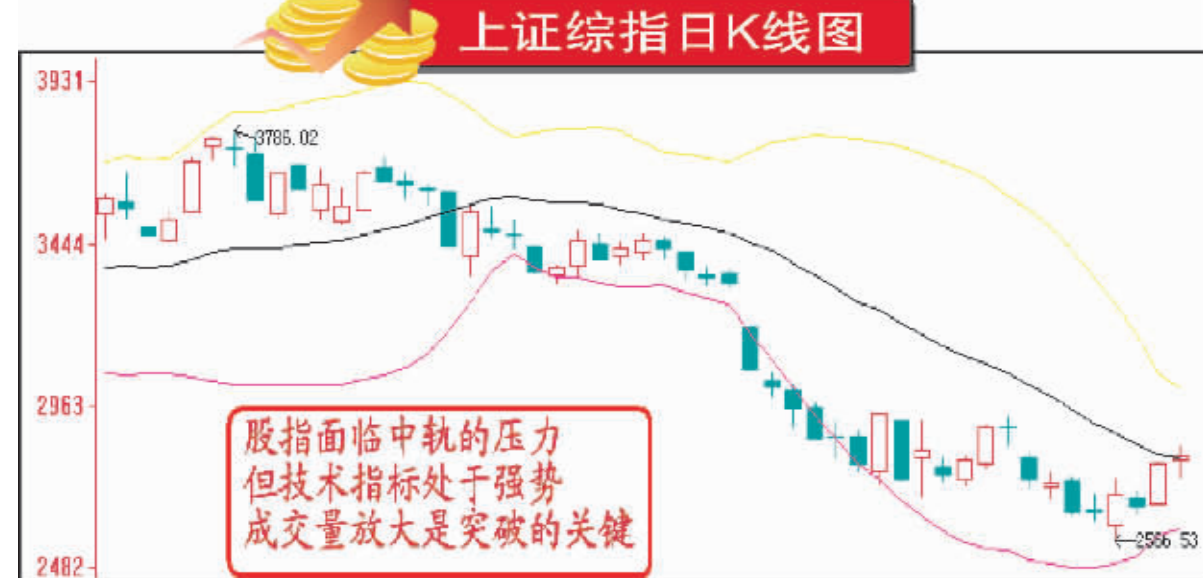
二、银行、地产等大蓝筹业绩虽好却有隐忧。以万科为例,万科近日公布上半年的销售业绩情况,2008年1-6月份,万科累计销售面积265.8万平方米,销售金额241.3亿元。分别比2007年同期增长15%和38.1%。但月度数据并不理想,6月份万科实现销售面积44.8万平方米,销售金额为43.7亿元,分别比2007年同期减少38%和22.8%。因而,在地产股半年报业绩的背后是令人担忧的月度数据。而行业中,已有工商银行、浦发银行、宁波银行和

深发展A等发布中期业绩预增公告,分别较去年同期预增50%、140%、70%和95%。中信银行和招商银行则分别预增150%以上和100%以上。但以工商银行为例,虽然中期业绩预增50%,但和2007年业绩增长66%相比,仍略有差距。因此,众多行业研究员关于上市公司业绩增速放缓的预期已经得以部分体现。

### 喜:预期明朗就是最大利好

总体上来看,近期密集发布的中期业绩预告还是喜多于忧,对于中期业绩和近期市场的趋向,笔者认为:首先,中期业绩的明朗有望稳定市场预期。在从6000点到2500点的“折磨”中,最为痛苦的是不确定预期的困扰,包括宏观经济形势和微观的上市公司业绩。此次中期报表,是对今年上半年经济形势最好的注解。而研究机构一再下调的盈利预测也将受到检验。从目前的情况分析,上市公司业绩增速放缓已经成为共识,市场也已经具备了相应的承受力。从这个角度而言,中期业绩的明朗有望消除市场运行的不确定性。

其次,中期业绩的明朗将有助于市场价值中枢的确立。在绵绵不断的下跌中,价值中枢不断下移,对于价值投资一度陷入迷茫。对于企业盈利



周二沪深两市全天宽幅震荡,成交量继续放大,呈现出震荡筑底特征。从大智慧LEVEL-2看,午后总买与总卖差逐步缩小,总买上升,总卖量快速下降,这是增量资金入场的信号,也说明了盘中的调整完成了筹码的交接,有利于后市走好;而煤炭资源税暂免征收、银行业绩超预期增长、管理层频频吹捧都有助于反弹持续。从技术上看,经过周二的盘中调整,30分钟离上轨尚有一定的距离,但60分钟与日线分别受阻于上轨和中轨的压力,这说明股指仍将面临盘中的剧烈震荡,预计2868点是阻力位置,回调则考验2748点支撑位。(万国测评 王荣奎)

### 震荡筑底

的担忧甚至影响到了对企业价值的真实合理评估,在目前市盈率已经和成熟市场接轨的情况下,企业的投资价值已经不断显现。虽然业绩增速放缓,但只能部分影响到对企业的估值,而非全部。因此,对于目前尚属迷茫的市场来说,有效的确立价值中枢非常有必要,中期业绩的明朗将使其体系得以重构。

### 今日关注

在经历过前日的普涨之后,昨天盘中板块及个股的走势出现明显的分化。收盘后的个股上涨下跌家数比为约3:1。领涨方面:煤炭资源板块在权威部门证实“资源税改革方案”近期不会出台的消息刺激下,出现集体反弹,涨幅4.61%。昨日的地产板块也有不错的走势,尤其以京能置业、新疆城建、莱茵置业、绿景地产等二三线城市地产表现相对出色。奥运、农业等板块在午后也开始重新活跃,军工、网络信息题材概念股开始启动前进。而前期短期获利空间较大的酒店旅游板块等开始强势调整。

### 重在把握局部性机会

谨慎防奥运板块过热  
上交所授权的指南针赢富数据近一周板块的基金资金流向情况是:流入前三板块分别是通信、服务、运输物流及土木工程,资金分别流入5.060亿、4.731亿、3.823亿。排在流出板块前列的是证券保险、煤炭以及炼焦、银行、钢铁,资金分别流出28.477亿、26.782亿、12.181亿、9.751亿元。而近期一直活跃的奥运概念板块的资金流向也多呈现流出的态势。对于投资者而言,现在需要谨慎的是奥运板块领头羊过热(如北京旅游)及其补涨股补涨到位。

□首席观察

来稿请投: zhaoyy@ssnews.com.cn 联系电话: 021-38967875

## 国际油价见顶与 A 股市场见底

□中证投资 徐辉

尽管市场主要机构基本认同当前中国股市已经进入了合理甚至低估的运行区间,但投资者已经对反复下跌的股市感到麻木。笔者认为,越在这种时候,投资者越应当打起十二分精神。因为当前的股市已经低估了30%左右,在未来可预见的几个月,甚至数周内,国际油价将迎来中期高点,这将是A股成功筑底的最大推动因素。中国股市将见到真正的中长期底部。

### 股市运行好比“遛狗”

近期主要机构都认为市场已经进入合理乃至低估的区间,我们基本认同这一观点。在目前2800点左右,A股2007年和2008年市盈率大体在20倍和18倍的水平上。但是我们认为,以中国目前的增长速度能够保持在8-9%的水平上。从这样一个角度出发,我们可以大体推算出当前A股合理的动态市盈率应该是20倍略高一点。所以,目前A股大概被低估了25%到30%左右。也就是说,目前市场的合理点应当在3500点附近。

既然目前市场已经进入到了估值比较合理的区域,但为什么目前市场的表现并没有给投资者带来信心?笔者认为,股市运行就像“遛狗”。合理点与当前实际运行的点,就像人与狗的关系。有的时候狗会走在人的前面,比如在6000点

时;有的时候,狗又会落在人的后面,这就像目前的情形。但始终来看,狗是跟着人走的,股市也是始终围绕估值合理区域运行的。目前的情形与2005年有类似之处:2005年股市在1200-1300点时,市场估值基本合理;但市场仍然要继续下行,直到2005年年中达到1000点的时候才达到真正的底部。

### 国际油价有望见顶

从某种角度看,国际油价主宰着全球经济的运行,从而也主宰着全球股市的运行。国际油价每次上涨,全球股市都以大幅度下跌来回应。不过,近期在国际油价探高145美元后,国际油价的形势出现了一些微妙的变化,这种变化有望改变原油的运行格局。

140美元的国际油价,很像是去年深圳房价的水平。在供求因素、投机因素、美元贬值的共同作用下,国际油价被推高到顶峰的状态。但是我们现在明显看到,制约国际油价进一步走高的因素在显著增强。首先是美国的总统、财政部长认识到美元贬值的边际效应迅速递减,继续贬值不利于美国的利益。而美元与油价关联度非常大,达到80%以上。美元停止贬值,将抑制油价继续走高。其次,伊拉克原油供应有望大幅提升,而中国开始启动能源价格调整,对需求会有一个抑制作用。

再次,油价的投机因素大家也看得越来越清晰。商品大王罗杰斯也认为在目前的情况下短期不继续

看好油价的上涨,相反认为油价短期存在下跌的可能,不排除下跌50%。所以,油价就像去年深圳的房价一样,现在这个时候看去年的房价,是非常高的。而当油价跌到100美元之后再看看现在的油价,其确实有很强的投机因素。

总体来讲,制约油价上涨的因素越来越多,而推动它上涨的因素越来越少。所以里面正在发生着转换,这种转换对中国的影响、对中国股市的影响是非常非常关键的。首先,国际油价下来之后,我国的通胀压力明显减少,CPI预期将显著降低。而CPI和股市是反向关系的,尤其在强通胀的时期,CPI回落往往对应股市上涨。所以,现在油价是“强弩之末”,而A股股价则正好处在中长期底部附近。

### 值得关注的三大“最危险”板块

在目前状态下,对中小投资者而言,一是要对已经跌了60%的股市保持信心;二是要了解自己买的股票。如果一定要推荐股票的话,我愿意推荐目前看起来最危险的三大板块:地产、银行和保险。

以地产板块为例做说明,去年10月份-12月份的时候,笔者预测中国地产股股价可能出现60%到80%的下跌,现在看,上海和深圳的地产股已经跌到70%到80%。尽管地产股的调整可能继续维持,但当前股价所反映出来的经济事实,却远远超过目前的现状。目前A股地产股股价对其

谈股论金 >>>C2

### “错杀”后的行情 蕴含超额收益

最近1、2个月我们从“在3000点以上判断估值偏低,在3000点以下又判断估值水平仍然偏高”的机构言行上也能观察到许多机构非理性的现象。因此,以基金“群殴”事件为标志的行情被非理性错杀,实际上赋予了其他投资者一次“渔翁得利”的机会。行情出现“错杀”意味着市场存在了获取超额收益的机会。此外,当前从“防过热”到“保增长”政策基调的转变,也使部分相关行业存在了产生超额收益的可能。(阿琪)

机构视点 >>>C6

### 经济减速与 通胀背景下的积极防御

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问题——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注的焦点。我们建议重点关注新能源、医药、通信设备与信息行业,食品饮料中的酒类行业,以及石油化工行业中的钾肥、磷肥、化工新材料等行业。(长城证券研究所)

专栏

### 重走价值路之一 ——保险金融

□姜勃

作为全球最成功的价值投资者——巴菲特的投资理念受到无数投资者推崇。但所谓价值投资理念类似“功夫熊猫”中的神龙秘籍,除了历年哈撒威股东大会上致股东的一封信,巴菲特从未就价值投资理念作过系统性阐述。即便是耗资巨资就晚餐的“道里族”,巴菲特亦不例外,三小时就晚餐时间就天地南北话题广泛,但同时又绝不推荐股票。因此巴菲特投资理念更类似哲学智慧,研究价值投资精髓应从巴菲特实践案例着手。

1969年之前巴菲特偏重趋势投资,没有留下耳熟能详的投资案例,而经典投资案例都产生于1973年之后。1973年美国股市颓势恰与境内股市目前困境相仿,高油价诱使高通胀,1972年受蓝筹股“漂亮50”推动道指又创新高,但1973年道指就惨遭腰斩,投资者信心濒于绝望。但此时巴菲特却静悄悄地重返股市,最初购买的华盛顿邮报、政府雇员保险公司、大都会广播公司成为巴菲特“二次创业”起步的奠基石,其中政府雇员保险公司更是巴菲特事业成败的关键。

境内股市曾有复制巴菲特投资理念的“先驱者”,德隆集团的三只压缩包——湘火炬、新疆屯河、合金投资,但“短融长投”的高息融资模式注定其失败的命运,若具备长线资金链支持,其产业资本与金融资本嫁接的模式未必落败,湘火炬最终价值得到重估足以证明。

政府雇员保险公司是家再保险公司,巴菲特最初购买时仍是亏损股,但保险公司的保费收入无疑是与“婴儿潮”人口和经济增长密切相关的,且保费收入类似长期存款,这就给巴菲特实践价值投资提供了长线资金链支持,最终巴菲特是将政府雇员保险公司私有化了,目前哈撒威公司就是一家再保险公司。

因此境内股市三家保险公司——中国人寿、中国太保、中国平安值得价值投资者认真研究。首先,保险股的估值已与成熟股市完全接轨,中国人寿、中国平安的A股与H股之间已呈现出负溢价,而中国太保的A股价格更远低于潜在的H股发行价;其次,保险公司最大的风险在于老龄化社会带来的偿付危机,而目前中国“婴儿潮”人口仍处于青壮年,离“繁荣潮”仍有20年时间,恰是保险公司发展的最佳阶段。需要提醒投资者注意的是,保险股的业绩往往与资产价格起息息相关,因此在2010年之后会面临一次业绩低谷。

至于现阶段保险股暂时的低迷,对于价值投资者而言是最佳的切入点。“功夫熊猫”阿宝又义胖,起初无人相信他能成为神龙大侠,这很类似有些人对于境内股市价值评判的成见,而保险股无疑是本轮股市调整过程中受错杀程度最重的“熊猫阿宝”之一。