

3000点估值中枢上方运行概率大

——2008年下半年A股市场投资策略及重点行业个股配置

◎中投证券研究所

一、下半年通胀与外需放缓并行

1)通胀压力不减,继续高位运行

1)输入型通胀对PPIRM构成持续压力

我们观察的结果是,受全球大宗商品价格持续上涨影响,国内原材料、燃料及动力类购进价格指数(PPIRM)不断攀升,其中国际原油价格对国内燃料、动力类购进价格有显著影响。受部分生产要素价格管制(水、电、土地与成品油等价格影响),原材料、燃料与动力类购进价格与工业品出厂价格之间的“缺口”不断扩大,并且成为1-2月份工业企业利润增速下降的主要原因之一。

2)PPI上涨将成为下半年及未来通胀的最大隐患

核心CPI将继续上涨:核心CPI(扣除食品)从去年四季度开始加速上升。由于PPI领先核心CPI3个月,随着PPI不断创新高,下半年核心CPI将继续上涨。

食品类价格上涨压力依然存在:农业生产资料价格涨幅与食品类趋近,这说明农民收入并没有因食品价格上涨而获得补偿,生产积极性受到严重影响,这增大未来食品类价格上涨的压力。

市场更担心PPI上涨压力对CPI的传导:我们注意到,5月份原材料、工业品、消费品价格涨幅首次全面倒挂,我们担心上游价格过快上涨将传递到消费终端。尽管目前的价格管制掩盖了PPI向CPI传导的通胀压力,然而如果未来国际市场原材料价格继续走高、国内价格临时干预取消、资源品价格改革启动,则CPI将承受来自上游价格新的上涨压力。

3)来自于流动性方面的通胀压力也不容忽视

5月份贸易顺差仍然处于较高水平,顺差继续向国内输入流动性不排除有热钱因素。外汇资金的持续流入,加上统计难以准确界定或度量的部分热钱,对国内流动性带来的压力从货币层面进一步加剧了通胀风险。

2、出口增速继续回落

1)外部经济减速

我们认为二、三季度美国经济将会出现负增长,三、四季度经济将略有好转,而经济真正复苏将在2009年。美国经济下滑和之后的低增长会拖累全球经济,中国经济也将受到影响,宏观经济减速。

美国经济放缓对中国的不利影响已经直接体现在了外贸数字上,贸易顺差从2007年10月份达到270亿美元高峰不断下滑,1-4月我国出口同比增速为21.8%,比去年同期回落5个百分点,其中对美国出口增速延续了去年以来不断下行态势,前4个月同比增长6.9%,比去年同期大幅回落12.4个百分点。

2)人民币升值及贸易政策转变

2005年汇改以来人民币持续升值,并且升值速度逐渐加快。2008年前5个月,人民币兑美元累计升值4.8%。人民币升值对我国出口尤

其是纺织等低附加值产品的出口形成巨大压力,而且这种状况在短期内难以改变。近年来,过去单纯追求出口量高增长的观念逐渐在转变,更加注重质的提高,管理层对进出口关税、出口退税以及加工贸易政策进行了调整,两高一资”行业的出口已经得到了一定程度的遏制。

3、结论

通胀压力和相伴而生的紧缩环境是下半年市场面临的最大风险和压力。农业生产资料价格持续上涨增大食品价格再次上涨的可能性,灾后重建因素,原材料、燃料与动力类价格向PPI的传导,成品油、电力等要素价格改革可能性增大都会增大PPI的涨幅,从而导致核心CPI涨幅进一步扩大;2008年下半年,尽管翘尾因素出现明显回落,但新涨价因素的大幅上升可能导致CPI水平仍将保持在高位,回落幅度比年初预想的要小。另外,持续增长的流动性压力在货币层面也加大了通胀压力和风险。

在人民币持续升值、外部经济尤其是全球经济放缓以及我国贸易政策导向转变情况下,2008年出口增速将呈现下滑趋势。预计下半年国家将加大财政支出力度,并且灾后重建带来的投资增加和消费内需的逐步启动将对GDP增长形成一定支撑,因此相对于市场面临的通胀压力和风险,也许下半年我们对GDP增速的下滑不必过分担忧。

二、对企业盈利前景的担忧

我们的分析逻辑是:企业盈利状况主要受成本与需求的双重影响;高通胀侵蚀企业利润在下半年可能将继续被强化;外部需求下降对企业利润增长构成的压力将更为明显。

1、历年企业利润同比增速大多前高后低

从总量来看,历年工业企业利润增速总体上呈现前高后低态势,2002是个例外,工业企业利润呈现出比较明显的增长。但具体分析后我们发现,2002年央行采取了扩张性的货币政策,货币供应量M2增速由2002年1月份的13.1%增加到2003年1月份的19.3%,同期各项人民币贷款余额增速由10.9%增加到18.88%。2005年和2006年也存在类似的情况。因此,在出口增速放缓和紧缩性宏观调控下,2008年企业利润增速将逐渐下降。

2、原材料价格上涨影响企业盈利能力

通过计算原材料价格上涨与工业企业毛利率之间的相关系数,我们发现原材料价格上涨有利于上游企业毛利率提高,而对中游和下游企业的负面影响逐渐增强,但对于最下游企业,如食品、饮料、医药、纺织、通信电子设备制造等企业的负面影响相对较小,主要原因可能是最下游行业可以相对容易通过提价转移成本。

3、出口增速放缓影响企业销售增长

通过计算出口增速与企业收入增长之间的相关系数,我们发现出

口对大多数工业企业收入增长有较大影响。相关性较小的行业包括,医药制造、交通运输设备制造、农副食品加工、水生产和供应、废弃资源和废旧材料回收加工、燃气生产和供应、其它采矿业、烟草制品业及工艺品及其他制造业。

4、结语

受成本与需求双重挤压,企业利润增速将逐渐下降;原材料价格上涨对最上游行业有利,对中下游行业不利,但最下游的行业相对于中游行业受到的负面影响小一些;在出口大幅下降情况下,所有企业的收入都会受到较大影响,但拥有资源或垄断型企业和内向型企业受到的冲击相对较小。

三、估值合理市场将回归理性

1、寻找A股市场的合理估值中枢

股权分置改革拆除了横亘在资本市场与产业市场之间的藩篱,使得横跨两个市场的套利行为具有了可行性。前期大小非减持和大规模的IPO融资与再融资正是这种套利行为的外在表现,是资本参与资本市场定价的主要方式。伴随着这些行为的是旧的估值体系被打破与新的估值体系重新建立的过程。

我们进一步强调,对下半年市场的担忧仍然主要集中在通胀风险和压力上。与此同时,尽管下半年通胀压力难见缓解,然而随着成品油及电价上调序幕的拉开,要素价格改革将进入重置化阶段,PPI向CPI传导的阻断因素渐次消除,市场面临的通胀预期压力开始兑现,风险得到释放。在稳定的通胀预期引导下,市场在情绪和压力得以完全甚至过度宣泄后将回归理性,

定估值中枢和合理波动区间。得出A股市场合理估值水平的中枢为上证指数2908点,波动区间下限为2255点,上限为3882点。对应的PE水平分别为23.4、18.1和31.2。

2、下半年A股市场运行趋势及特征

以估值中枢为支点,下半年A股市场将围绕3000点中轴上下波动,保持震荡格局。下半年市场存在一些潜在的或可预期的短期扰动因素,这些因素可能会影响市场向上或向下偏离估值区间,但这些力量不足以改变市场趋势。我们认为,奥运时间窗口将延伸到奥运结束后,证券市场维持稳定的动因减少,市场政策的不确定性加大;股指期货、融资融券等政策一旦推出,对市场波动幅度及方向的影响将视市场所处估值水平而有所不同,由此产生的市场情绪和流动性变化将影响市场的力量对比;限售股减持对市场的压力应该是相对长期的,然而由于在全流通市场环境下产业资本与金融资本的套利渠道已经打开,因此市场在估值中枢下方运行时减持压力会减小,甚至自动延长限售期。

我们进一步强调,对下半年市场的担忧仍然主要集中在通胀风险和压力上。与此同时,尽管下半年通胀压力难见缓解,然而随着成品油及电价上调序幕的拉开,要素价格改革将进入重置化阶段,PPI向CPI传导的阻断因素渐次消除,市场面临的通胀预期压力开始兑现,风险得到释放。在稳定的通胀预期引导下,市场在情绪和压力得以完全甚至过度宣泄后将回归理性,

重新回到估值中枢上方。此外,如果美元出现反转,并导致国际原油等大宗商品价格下滑,将推动估值水平上移。

3、结论

综合分析和判断,我们预计下半年A股市场将以3000点的估值中枢为支点,合理运行区间大约为2200-3900点,总体特征表现为震荡和“不对称”波动过程。2500点可以视为阶段性的估值底线,向下突破估值区间底端(2200点)应小概率事件。3000点以上运行概率较大,且在政策组合利好下,有可能突破区间上限,即3900点以上。因此,从操作层面看,3000点以下是相对安全区域。

4、短期防御,布局长远

从短期来看,中国经济面临通货膨胀和外部经济不确定性增强的压力;从长期来看,中国经济发展方向需要转变。国家目前采取的宏观调控政策,短期要在抑制通胀和防止经济大幅下滑之间寻找平衡,同时要在长时期的经济目标之间寻找平衡;未来的产业发展很大程度上将按照政策导向发展,我们应该顺应这种趋势,将短期防御和布局远相结合进行投资决策。

综合宏观经济环境、企业盈利状况、行业估值水平以及主题投资机会的分析结果,我们建议重点关注以下板块的投资机会:

高技术产业及创投、基础设施建设、医疗、节能环保、新能源、旅游、石油电力行业。

(执笔:杨宗耀、曹雪锋)

中投证券研究所下半年行业配置表

行业	配置状态	重点公司
电子	超配	远望谷、大立科技、S*ST天颐、华微电子、同洲电子
基建	超配	中国铁建、中国中铁、中材国际
医药	超配	恒瑞医药、华海药业、康缘药业、一致药业、海正药业、云南白药、新和成
信息设备	超配	同方股份、中兴通讯、宏图高科、安泰科技、南天信息、用友软件、烽火通信、科大讯飞
新能源	超配	金风科技、天威保变
电力设备	超配	国电南瑞、思源电气、荣信股份
旅游	超配	中青旅、桂林旅游、黄山旅游
石化	标配	中国石化、中国石油
电力	标配	宝新能源、滨海能源
零售	标配	银座股份、王府井、广百股份、百联股份、武汉中百、苏宁电器
建材	标配	海螺水泥、华新水泥
造纸	标配	晨鸣纸业、华泰股份、博汇纸业、景兴纸业、岳阳纸业
航空航天	标配	火箭股份、成发科技
传媒	标配	博瑞传播、北京广美、新华传媒
机械	标配	昆明机床、山推股份、威海广泰
银行	标配	招商银行、建设银行、工商银行、北京银行
有色金属	标配	云海金属、宝钛股份、吉恩镍业、中色股份、厦门钨业
房地产	标配	万科A、招商地产、保利地产、泛海建设
农林牧渔	标配	中粮屯河、新赛股份、隆平高科
食品饮料	标配	贵州茅台、张裕、水井坊、酒鬼酒
证券	标配	中信证券、国元证券
保险	标配	中国平安、中国人寿
煤炭	标配	中国神华、西山煤电、开滦股份、平煤天安
家电	标配	格力电器、美的电器、小天鹅A
汽车	低配	江铃汽车、威孚高科、宇通客车
港口航运	低配	中国远洋、长航油运、天津港、日照港
化工	低配	兴发集团、远达能源
钢铁	低配	宝钢股份、武钢股份
纺织	低配	报喜鸟、七匹狼、山东如意、*ST中绒、得润股份、伟星股份

逾六成拟增发上市公司破发面临困境

◎天相投顾

2007年以来公布了拟增发公告但至今仍未实施的公司有256家,其

中160家公司在公告中明确了拟增发价格。截至7月9日收盘,103家

公司复权后收盘价已低于拟增发价,占明确拟增发价公司的64%,增

发面临困境。

103家收盘价低于拟增发价的

公司中,11家方案已经证监会审

核通过,其中折价幅度最大的前五名

分别是城投控股、福田汽车、丽江旅

游、吉电股份和风神股份,其余37

家经股东大会通过,55家仅为董事

会刚公告,这些拟增发“破发”公

收盘价较发行价折价幅度在0.2%-

62.23%之间,其中折价幅度超过

30%的有33家,占比32.04%。

(执笔:王巍峰、王妍)