

只有脉冲行情 操作机会不多

●实证表明,CPI若能回落到4%以下,将呈现低通胀高增长格局,对股市是最有利的。但是我们认为今年下半年PPI将在未来三个月达到12%的高水平,CPI难以大幅回落,依然将保持在7%左右的水平,今年下半年落到4%以下难度很大,很难对股市构成向上的刺激动能。

●6月30日上证综合指数收于2736点,对应PB为3.4倍,若要跌到2003年11月启动熊市中最大反弹行情所对应的PB,也要跌至2.65倍,对应指数为2132点左右。此外,A股市场PE不仅与发达国家相比是很高的,与金砖四国中的俄罗斯、巴西、印度市场相比,也要高出一倍左右。

●我们的策略是在2000至2245点区域逢低逐步买入,这是下半年交易性机会可能出现的地方。从下半年形势来看,可供操作的机会并不多,如果一直到11月底之前还没有像样的反弹,则12月左右有望重复2003年底的故事,即上演跨年度行情,行情的起点预计在2000点区域一带。

○ 国元证券研究所

一、CPI很难对股市构成向上的刺激动能

我国自上世纪90年代以来,CPI和股市行情共经历了七个阶段:第一个阶段是1991年5月之后,CPI在1.3%水平上快速飙升到1993年1月的10.3%。在这个阶段,虽然A股上市公司很少,但还是呈现出较典型的上涨态势。可见,随着CPI指数温和上升,人们预期微观经济实体效益也将得到提升,股市因此上涨。

第二个阶段是1993年1月之后,CPI突破两位数,并在1994年10月达到了惊人的27.7%的水平。这种恶性通货膨胀令人们对经济状况非常担忧,资本市场上大量资金转战国债期货市场,股市在1994年8月到10月间出现过短暂的所谓“三大政策救市行情”,但很快再次陷入阴跌状态,并在通胀恶化情况下被“边缘化”。一直到1995年底,CPI指数逐步回落到正常的10.1%的水平,股市下跌趋势才得以改变。

第三个阶段是1996年元旦后,CPI跌破10%的关口并逐步回落,恰在此时A股市场迎来了第一轮价值投资行情。一直到1997年5月,CPI指数逐步跌到了3%的下方,牛市行情也戛然而止。

第四个阶段是1997年5月之后,CPI指数进一步滑落,那是由于前阶段的紧缩性货币政策时滞效应显现,CPI跌到了1997年底接近0的水平。此时恰好又碰到东南亚金融危机,人民币相对升值后通货膨胀压力更加明显,CPI最低跌落到1999年5月份-2.25%的最低点。管理层即时启动了扩张性的财政政策,令CPI逐步回升,股市由此产生了一波较大的科技股行情。

第五个阶段是2001年6月之后,CPI再次跌到负值,对经济前景的担忧使过高的股市快速下跌。CPI在-1%到1%之间徘徊,一直到2003年11月才又回到了3%的合理水平。巧合的是,股市也在此时开始启动。

第六个阶段是2004年9月,当CPI达到5.2%水平,央行开始提高

法定存款准备金率。紧缩性的货币政策令CPI闻风而跌,而股市早在3月份就因扩容和推出创业板预期而提早下跌。

第七个阶段就是2005年7月份人民币宣布升值,升值幅度虽然不大,但预期很强烈,CPI温和上升,股市大幅走高。而央行采取前所未有之紧缩政策来收缩流动性,但CPI在2007年8月一路攀升到6.5%之后在高位震荡,并于2008年2月达到8.7%的水平,令市场惊慌,股市也大幅下跌。

从历史上所有行情启动时的低点,在3%到4%的水平被认为对经济是有利的。过高将导致紧缩性政策出台,经济有硬着陆风险,而过高使有效需求不足,企业利润也呈现下降态势,股市自然会下跌。任何一次CPI从高处回落到合理水平,或从低处上升到合理水平,都会引发一次较大的行情,哪怕如2003年11月那样的中级反弹行情。实证表明,CPI若能回落到4%以下,将呈现低通胀高增长格局,对股市是最有利的。但是从我们对CPI及PPI的分析看,我们认为今年下半年PPI将在未来三个月达到12%的高水平,CPI尽管短期暂时受物价管制上升不快,但长期压力与去年的高基数因素相抵后,下半年较难大幅回落,依然将保持在7%左右的水平。今年下半年落到4%以下难度很大,很难对股市构成向上的刺激动能。

二、双向比较发现市场估值水平仍然偏高

1.纵向比较

A股市场已经有18年的历史,当前市场跌到类似历史上的哪个阶段,我们分别以PE和PB来测算。在测算之前有两点声明:第一,PE和PB均以过去的静态数字来计算进行实证研究。第二,由于股权分置改革,金融资本和产业资本进行博弈,产业资本抛售股票的底线是资产重置成本。在这样的背景下,股市过去的PE估价并不合理,PB相对PE而言有更大的发言权。

由于上证综合指数的存续期较长,我们选择每一次相对较大的行情所启动时的低点作为参考,以当

时全部上市公司上年业绩计算静态PE。静态PE最低位置在1994年的7月29日,PE为11.19倍,当天股指为325点;次低点分别为1995年2月的18.95倍和2005年7月的18.57倍,对应指数分别为524点和1012点。尽管指数相差近一倍,但PE跌到非常相似的值后都启动了以价值股上涨为主的大行情。6月30日上证综合指数收于2736点,对应的PE为22.97倍。若要跌到18.5倍,则对应的指数在2200点附近;若要跌到11.2倍,则还要跌一半。

从历史上所有行情启动时的低点,以当时全部上市公司静态PB来看,网络股行情之后市场确实走向了成熟,PB均处于较低水平,与1992年或1993年那时候300多点启动行情时PB高达6倍情况相比,上市公司整体资产质量有了明显提升。静态PB最低值分别是1994年7月的325点和2005年7月的1021点,PB均为1.62倍。6月30日上证综合指数收于2736点,对应的PB为3.4倍。若要跌到1.62倍,则对应的指数还要下跌一半多。即使跌到2003年11月启动熊市中最大反弹行情所对应的PB,也要跌至2.65倍,对应的指数在2132点左右。

2.横向比较

A股是一个越来越开放的市场,其估值不仅要与其本身的历史相比,更要与国际市场相比。通过对比可以看出:第一,A股的PE不仅与发达国家相比是很高的,与金砖四国中的俄罗斯、巴西、印度相比,A股市场平均要高一倍左右。第二,印度的PB是最高的,那是因为该国以软件业作为支柱产业,而软件业的固定资产较少,高科技含量较高,成长性较强。除此之外,美国的道指PB相对较高,该指数所包含的大部分公司拥有核心技术和核心竞争力,给予一定的高溢价是合理的。相比较而言,A股上市公司核心竞争力并不如美国,其PB却要高出很多。从产业结构角度来看,中国的支柱产业为制造业,与德国类似,而德国股市的PB仅为1.54倍,这意味着A股仍有一半多的下跌空间。况且,包括美国在内的国际资本市场依然在下跌。而全世界股

市的估值水平进一步下降,会对本身已高估一倍的A股市场带来更大的调整压力。

三、下半年可供操作的机会并不多

1、下半年内外部条件比上半年更差

由于国际大宗商品价格不断走高,CPI居高不下;央行紧缩政策会进一步实施,不仅抽紧资本市场的货币,而且令不少企业资金链紧张。况且我们需要强调的是,央行的货币政策是有半年时滞效应的,在经济已经出现下滑趋势的时候再紧缩货币政策,会令企业利润下滑态势进一步明显,上市公司业绩也会有较大的回落。

此外,国际股市动荡,尤其是新兴市场动荡后国际资本将回流美国市场,进一步加剧新兴市场的动荡。在这样的背景下人民币升值速度会放缓,热钱快速转变流向随时可能发生,是未来一大不稳定因素。

2、市场机会因下跌而隐现

市场目前估值较高,市场机会并不在于持续上涨,而是在于下跌过程中的短期超跌。只有当指数短期超跌时买入,才有可能获得正收益。而反弹一旦超过5%再追入,往往容易买到阶段性头部。

我们对下半年行情是这样判断的:首先,每次反弹都将为下跌积累更多量能。熊市中的反弹行情往往猛烈而快速,但可持续性不强。其次,根据2001年到2005年大熊市的实证统计,熊市反弹有两种:一种是级别较大的中级反弹,幅度达到30%左右,持续时间在三到五个月,较典型的是2002年及2003年初的反弹行情。另一种是级别较小的反抽行情,幅度在10%到20%左右,持续时间仅为10个交易日左右,较典型的是2004年9月14日到9月24日的行情。中级反弹行情在熊市中一般有两个特点:一是年仅一次,二是往往发生在上半年,因为上半年资金相对宽松,下半年因企业资金回笼不易发生行情。而脉冲式行情一般都有政策利好配合,但利好出尽那天往往就是顶部。

今年情况有点特殊,是牛熊转

折的一年。上半年是熊市确认过程,机构在逐步达成共识过程中已错过了发动中级行情的最好时点。因此,下半年只有脉冲式行情的机会,比较类似于4月22日启动的9天行情。最后,在抓脉冲式行情时,主要对策是买进要三思,卖出要果断。

7月份的市场从技术上看比较漂亮,有技术性回抽要求。但一方面点位离前期“岛型反转”压力位太近,上方套牢压力沉重,导致行情无法展开,另一方面国际股市仍在走软,本身已高估一倍的A股独自走高机会渺茫。虽然7月上旬市场人气依然较足,大家对“奥运行情”都抱有幻想,但这不是底部应有的特征。在点位上,应考虑前次牛市顶点2245点附近对大盘的支撑,该点位对应的静态PE和PB分别为18.85倍和2.79倍,静态PE接近千点水平,有一定的反弹基础。而底下还有一个比较强的支撑就是心理重要点位2000点,其对应静态PE和PB分别是16.8倍和2.49倍。虽然仍比国际股市有所高估,但考虑到这是一个比3000点更为关键的点位,第一次到达时会有有一定的报复性反弹行情。因此,我们的策略是在2000至2245点区域逢低逐步买入,这是下半年交易性机会可能出现的地方。从下半年形势来看,可供操作的机会并不多,如果一直到11月底之前还没有发生像样的反弹,则12月左右有望重复2003年底的故事,即上演跨年度行情,而行情的起点预计在2000点区域一带。

对于通胀受益板块,我们有不同看法。我们预计我国通胀到明年中期有望形成阶段高点,这就意味着现在进入通胀后期。从实证分析来看,通胀后期与前期不同,很少有企业能受益,大部分企业都会因下游需求不足而无法转嫁成本,从而受到损害。而当一个行业毛利率突然大幅走高的时候,必然引来大量竞争对手,我们认为产品涨价受益公司的业绩并不会持久。

我们对通用机械行业中的电力设备制造行业比较看好,这个行业会保持长期景气。我们回避的板块有因政策性亏损严重的电力企业,农业、高科技等估值较高的行业,而化工板块因产品涨价上半年跌幅远小于市场平均跌幅,产品涨价对公司业绩支撑难以持久,这个板块也要注意风险。

(执笔:郑昊)

■ 信息评述

下半年潜在通胀压力不容小视

全国人大财经委听取上半年经济形势汇报时认为,继续坚持稳健财政政策和从紧货币政策,要千方百计抑制价格总水平过快上涨,促进资本市场和房地产市场稳定健康发展,防止资产价格波动过大。

天相投顾:

5、6月份以来CPI从高位缓慢回落,主要是食品类环比回落带动,非食品在整体行政性限价下环比涨幅低于预期。根据我们跟踪的商务部7月份以来截止至本周的数据,食品类价格环比仍然呈小幅回落态势,但是回落幅度变小。另外,考虑到翘尾因素的明显回落,预计7月份CPI仍将较6月份有所回落。

根据我们跟踪的商务部数据,7月份以来能源、黑色金属、建材、化工等生产资料产品价格环比涨幅有所放缓,预计未来PPI将在高位稳定。目前CPI与PPI倒挂现象可能在下半年仍将持续,考虑到PPI传导的时滞,下半年至2009年上半年CPI面临的主要压力将更多来自于PPI的成本传导。另外,我们认为如果下半年CPI出现明显回落,则2008年底和2009年政府全面理顺价格体系的各项措施有望陆续推出,包括煤电联动、成品油调价等,PPI对CPI的传导将更加明显,CPI面临的成本推动压力将大大增加。

上半年宏观经济运行数据表现好于预期,但在全球通胀环境下潜在通胀压力不容小视,预计从紧政策仍将持续。但是从紧政策、外需放缓和高通胀下,内需面临的放债压力加大了经济增速大幅下滑的风险,预计政府会出台相关措施维持经济稳定增长,包括调整部分产品出口退税税率,调整税收等逐渐放松财政政策。

工业行业利润增速回落同时向上游集中

1-5月份,全部工业行业利润总额同比增长21%,仍旧保持较高增长速度,但是增速同比2007年1-5月的43.47%出现了明显回落。

海通证券:

中游行业利润仍旧占据整个工业企业利润总额的大头。1-5月,全部工业行业实现利润总额10815.18亿元,其中中游行业实现利润总额6156.03亿元,占整个工业行业利润总额的56.92%;上游和下游行业实现利润总额分别为3090.10亿元和1569.05亿元,分别占28.57%和14.51%。

利润增量主要来自上游:1)1-5月,全部工业行业新增利润的64.50%来自上游行业,来自中游和下游行业的利润增量分别只有14.32%和21.23%;2)上游行业利润增速达到64.35%,远远高于中游和下游行业的利润增速水平;3)上游行业实现的利润占全部工业行业利润的比重从2007年的21.04%提升到了28.57%。

究其原因,我们认为是以下几点:第一、上游行业利润高速增长的动力主要来自国际大宗商品价格的大幅上扬。上游行业中,石油和天然气开采业贡献了716.02亿元的利润增量,占整个上游行业利润增量约59.22%;煤炭开采和洗选业贡献了339.66亿元的利润增量,占28.09%;黑色金属矿采选业贡献了164.21亿元的利润增量,占13.59%。这三个行业的利润大幅上涨都得益于产品价格的大幅上涨。

第二、中游行业利润增速回落的主要原因是上下受压。中游行业成本上涨较快,包括原材料价格上涨、人力成本上升和财务费用增长,但是同时由于需求增速回落,又不能很好的转嫁给下游,上下受压直接降低了盈利水平。

第三、下游行业利润增速尚可,但行业间分化严重。前5个月,下游行业整体利润增速为34.02%,与2007年前5个月的利润增速基本持平,但行业之间的利润增速分化严重。增速明显有提升的行业主要是需求刚性很强的医药制造业、农副食品加工、食品制造业,而出口依赖的纺织业、纺织服装、鞋帽制造业、家具制造业增速下滑严重。

市场持续低迷 “打新”收益明显下降

○ 民生证券研究所 李国正

由于市场持续低迷,一级市场也发生了明显变化,打新收益明显降低,新股发行市盈率有所下降。我们将当前市场最低迷的这段时期(2008年5月22日到7月16日)上市的22只新股和去年市场最火爆时期(2007年8月21日到10月17日)上市的21只新股进行了比较,发现新股市场发生了以下变化:

1.新股上市首日上涨幅度大幅下降

2008年5月22日到7月16日,新股上市首日涨幅一般在50%到60%之间,平均涨幅只有56%。超过100%的股票只有天威视讯、九阳股份两只,它们的涨幅也只有159.31%和104.12%。涨幅低于30%的股票只有5只,最低的涨幅只有7.65%;而2007年8月21日到10月17日,新股上市首日涨幅一般都在100%到300%之间,平均涨幅高达240%,涨幅超过300%的股票就有5只,分别是广陆数测、江特电机、东方铝业、常铝股份、远望谷,涨幅低于100%的股票只要3只。

2.中签率明显下降

由于市场持续低迷,二级市场风险相对较大,大量资金集中在风险相对较小的一级市场,造成新股中签率明显下降。2008年5月22日到7月16日,新股平均中签率只有0.09%,有7只新股中签率还不到0.05%,分别是天威视讯、海陆重工、

澳洋顺昌、升达林业、伊立浦、北化股份、华东数控;而2007年8月21日到10月17日,新股平均中签率为0.43%,有两只新股中签率超过1%,当然这与当时发行了大盘股有关。

3.新股上市首日换手率提高

由于二级市场相对低迷,在一级市场中中签的投资者担心继续持有股票存在风险,在新股上市首日更多地选择了卖出股票,造成新股上市首日换手率明显提高。2008年5月22日到7月16日,新股上市首日换手率平均达到82%,其中只有金飞达、利尔化学、滨江集团、通产丽星、威华股份换手率在80%以下;而2007年8月21日到10月17日,新股上市首日换手率只有64%,只有山下湖、红宝丽换手率超过80%。

同时新股上市首日活跃度不高,最大涨幅收窄。2008年5月22日到7月16日,新股上市首日最大涨幅平均不到16%,而2007年8月21日到10月17日却达到24%。

4.新股发行市盈率降低

由于市场形势不理想,新股发行市盈率也有一定程度的降低。2008年5月22日到7月16日,新股发行摊薄市盈率平均为25.39倍,所有新股市盈率都没有超过30倍,最低的烟台氨纶只有6.67倍;而2007年8月21日到10月17日,新股发行摊薄市盈率平均为30.75倍,超过30倍的有4只,中国神华摊薄市盈率高达44倍多,最低的市盈率为在25倍以上。

2007年8月21日到10月17日上市新股基本情况 (元、%)

股票代码	股票名称	发行价	首日收盘	首日最高	首日最低	市盈率	中签率	最大涨幅	首日换手	首日涨跌
002175	广陆数测	11.09	52.03	53.00	42.88	29.97	0.40	23.60	70.03	369.16
002176	江特电机	11.80	51.50	51.50	38.00	29.95	0.42	35.53	70.44	336.44
601088	中国神华	36.99	69.30	70.50	68.00	44.76	2.39	3.68	36.91	87.34
601808	中海油服	13.48	39.90	41.50	33.10	33.03	0.27	25.38	58.89	195.99
002174	梅花伞	5.68	17.00	20.00	16.88	29.89	0.13	18.48	69.35	199.29
002173	山下湖	11.30	37.60	37.60	30.01	29.74	0.14	25.29	80.56	232.74
601939	建设银行	6.45	8.53	9.05	8.43	32.91	2.47	7.35	43.43	32.24
002171	精诚铜业	11.66	42.00	46.50	39.98	29.98	0.33	16.31	57.11	260.20
002172	澳洋科技	14.85	40.18	42.96	34.00	29.97	0.65	26.35	65.79	170.57
002170	芭田股份	10.16	29.20	34.08	28.30	25.14	0.19	20.42	60.53	187.40
002168	深圳惠程	19.13	50.80	63.00	50.10	25.29	0.21	25.75	55.04	165.55
002169	智光电气	9.31	33.11	42.00	32.10	29.97	0.13	30.84	59.15	255.63
601169	北京银行	12.50	22.68	25.00	22.48	36.38	0.78	11.21	51.23	81.44
002167	东方铝业	8.91	53.11	59.00	40.99	29.98	0.02	43.94	78.85	496.07
002165	红宝丽	12.09	48.04	58.00	41.20	29.85	0.02	40.78	80.33	297.35
002166	莱茵生物	9.89	37.30	46.19	29.50	29.97	0.03	56.58	78.10	277.14
002164	东方传动	8.20	31.78	35.00	31.50	29.93	0.16	11.11	68.68	287.56
002162	斯米克	5.08	16.03	19.95	15.54	29.88	0.12	28.38	64.48	215.55
002163	三鑫股份	8.15	23.94	29.00	23.38	29.96	0.05	24.04	64.01	193.74
002160	常铝股份	6.98	33.90	33.90	30.00	29.96	0.11	13.00	71.75	385.67
002161	远望谷	13.30	57.10	65.00	57.00	29.25	0.12	14.04	66.58	329.32

2008年5月22日到7月16日上市新股基本情况 (元、%)

股票代码	股票名称	发行价	首日收盘	首日最高	首日最低	市盈率	中签率	最大涨幅	首日换手	首日涨跌
002259	升达林业	4.56	8.89	9.20	7.80	27.64	0.04	17.95	86.97	94.95
002260	伊立浦	6.66	12.16	12.16	8.98	19.59	0.04	35.41	88.89	82.58
002258	利尔化学	16.06	22.30	25.80	21.91	21.13	0.10	17.75	76.59	38.85
002254	烟台氨纶	18.59	29.85	30.50	25.00	6.67	0.08	22.00	86.33	60.57
002256	彩虹精化	12.56	16.60	18.18	14.00	29.21	0.11	29.86	85.32	32.16
002255	海陆重工	10.46	19.96	21.00	18.50	22.49	0.04	13.51	88.14	90.82
002253	川大智胜	14.75	18.20	21.90	18.01	29.32	0.11	21.60	83.80	23.38
002252	上海莱士	12.81	20.69	23.80	19.51	25.12	0.06	21.99	86.01	61.51
002251	步步高	26.08	42.30	44.33	41.50	29.98	0.09	6.82	81.36	62.19
002249	大洋电机	25.60	27.56	30.99	26.95	22.86	0.12	14.99	85.82	7.65
002250	联化科技	10.52	13.15	14.50	12.90	23.38	0.11	12.40	84.00	25.00
002248	华东数控	9.80	16.01	16.01	14.33	29.17	0.03	11.72	85.05	63.36
002247	帝龙新材	16.05	18.80	21.30	18.80	29.18	0.05	13.30	83.01	17.13
002246	北化股份	6.95	11.38	12.50	11.00	29.96	0.04	13.64	82.67	63.74
002245	澳洋顺昌	16.38	22.50	24.88	22.00	28.24	0.04	12.09	80.38	37.36
002244	滨江集团	20.31	24.30	26.96	24.01	23.95	0.24	13.29	75.09	19.64
002243	通产丽星	7.78	11.40	12.24	11.30	28.81	0.09	8.32	73.34	46.52
002242	九阳股份	22.54	46.01	46.45	43.00	23.00	0.10	8.02	82.95	104.12
002241	歌尔声学	18.78	31.06	34.20	30.65	29.98	0.18	11.58	80.51	65.38
002240	威华股份	15.70	20.44	22.00	19.97	28.55	0.16	10.17	70.07	30.19
002239	金飞达	9.33	14.60	16.00	14.00	20.44	0.09	14.29	78.15	56.48
002238	天威视讯	6.98	18.10	18.50	16.08	29.96	0.05	15.05	87.75	159.31

强势个股机构最新评级(7月17日)

个股名称	个股代码	评级机构	最新评级	08EPS预测	机构估值	最新收盘	目标空间
中创信託	600485	银河证券	买入	0.54	15.00	11.21	52.53
中国国贸	600007	华泰证券	买入	0.47	15.23	10.94	109.46
步步高	002251	国信证券	买入				