



## 三重因素奠定中级反弹基础

近日,中央确定对宏观调控进行微调,由“双防”政策改为保增长、防通胀的“一保一控”。此举将十分有助于夯实股市底部。我们认为,能源价格机制调整推动国际油价见顶,而宏观调控的微调,加上股市当前估值低企等三大因素,奠定了A股市场中级反弹的坚实基础。

中证投资 徐辉

### 四大行业受惠“一保一控”新政

上周中共中央政治局召开会议,指出下半年要把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务,把控制通胀放在突出位置,保持宏观政策的连续性和稳定性。这意味着为应对新形势,我国宏观调控政策开始出现微调。中央对宏观经济政策的调整将对股市运行起到长期而深刻的影响,此举将改变“防过热”为“保增长”,将改变投资者对于部分行业上市公司未来盈利的预期,进而对股价运行产生影响。

大体而言,四大行业将受惠于“一保一控”的宏观新增。其一,地产股有望首先受惠。在“保”政策微调下,地产发展商资金压力有望缓解。地产发展商资金压力有望缓解。地产发展商资金压力有望缓解。地产发展商资金压力有望缓解。

其二,银行股有望受惠于央行放松银根。目前市场最为担忧的是下半年楼市继续低迷,将严重影响银行资产质量以及信贷规模。而在宏观调控下,市场的这一悲观预期有望得到修正。在这个过程中,房贷规模占比最高的建设银行,中小企业贷款占比最高的招商银行等受到的正面影响可能会更大一些。

其三,保险股、券商股投资收益预期提升。宏观调控将导致经济增长更加受到关注,这有利于提升企业盈利,有利于A股市场整体企稳。由此,保险公司的投资收益有望超过市场原有的悲观预期。此外,出口业也有望受惠于退税力度加大,这对于出口型上市公司的盈利会有正面影响。

### 市场低估状态有望修正

从长期市场价值的角度看,A股目前处在低估的水平上。A股的动态市盈率必然是会跟中国经济的增长速度相匹配,我们认为,未来三到五年A股合理的动态市盈率都应该在20倍左右。我们看到美国过去一百年的平均市盈率是15倍左右,这和它过去一百年GDP增长在5

个百分点左右的关系是非常密切的。中国未来三到五年GDP增长的速度应该是在8%到9%的水平。在这样的水平下,中国股市二十倍左右的市盈率应该是相当合理的。

其次,目前A股在2800点这样的位置上,动态市盈率在16倍左右,回到20倍它需要上涨25%。如果市场未来再乐观一些的话,比如对通胀的忧虑解除了,上市公司的增长得到保持,那就可以给更高的估值,比如25倍、30倍,这就意味着股市存在翻倍的机会。

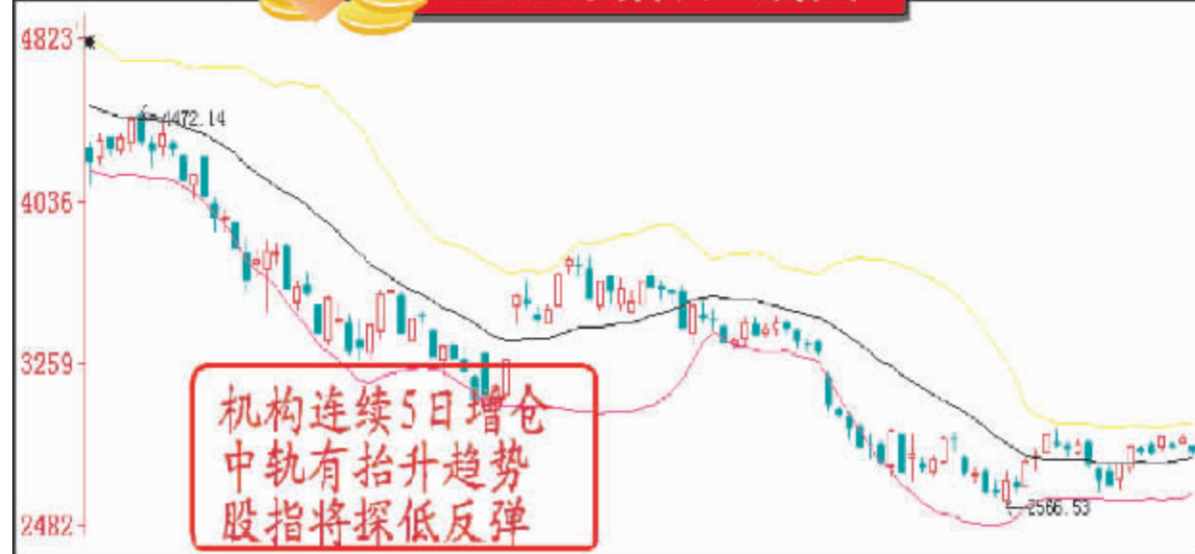
### 油价见顶是中级反弹重要推动力

笔者一直认为,发改委6月中旬启动的能源价格机制调整,是推动国际油价见顶、A股市场见底的最大推动因素之一。事实上,6月21日之后的市场基本就没有出现真正意义上的回落。为什么能源价格机制调整和股市见底有这样密切的关系呢?这是由几个逻辑关系组成的。

第一个逻辑关系就是能源价格机制调整会抑制中国的能源需求。6月21日我们是把汽油、柴油的全国平均零售价上调了1千元。调1千元的情况下中国的能源价格和世界平均价格还差50%甚至更高,所以这次调整是第一次调整,市场普遍预测后面还有一系列调整。在这个过程中,它会抑制中国的石油需求的增长速度,由此产生的市场边际效应会很大。发改委宣布价格机制调整后,国际油价当天就大跌4美元,之后就开始了做头,现在看国际油价从147元跌到122元,已经跌了25元,接近20%。笔者预计,国际油价此次调整幅度将达30%到50%,调整时间可能维持一年到三年,这对于中国调整本国能源政策、应对通胀提供了非常好的一个机会。

其次,国际油价下跌,将带动农产品和其他初级产品价格回落。这两周我们也看到了,国际农产品只是下跌了13%左右,所以中国的通胀未来半年甚至一年不会成为大的问题,反而会看到通胀的迅速回落。通胀回落也就意味着股市最大的一块心病去掉了,自然而然我们会看到股市攀升的过程。这就是能源价格机制调整和股市见底的逻辑关系。

上证综指日K线图



周二沪深两市低开低走,呈缩量调整。盘中煤炭股普遍走高,但地产与金融股下滑。根据大智慧TOPVIEW数据显示,机构持仓连续5日保持资金净流入。从资金分布看,基金虽然做多,但在金融与地产股上与市场的想象并不一致,除工商银行和中国平安等少数几只品种外,对其他股票仍在抛售。另外QFII等在地产股中净流入的居多,说明市场心态仍谨慎。从技术上看,股指短期调整尚有一定空间,30分钟与60分钟K线组合都有下探下轨支撑的趋势。而日线已临近中轨的支撑,预计2816点存在强劲支撑,技术指标显示遇此反弹上升的概率较大。

(万国测评 王荣奎)

更多观点

## 横盘震荡中个股板块两极分化

上证联 沈钧

周二A股市场再度受到周边市场下跌的负面影响,股指跳空低开并在当日跳空缺口下方运行。不过在金融权重股领跌的同时,部分汽车、煤炭和电子股却逆势上扬,显示弱市中个股两极分化现象突出。

### 活跃股强者恒强

虽然市场仍在做着“俯卧撑”,但个别股票的活跃度却相当高。除了题材股界龙头实业创新外,防御类的医药板块以及超跌的汽车和煤炭股也相当活跃。

在一汽夏利周二午后涨停的带动下,汽车股集体反弹。汽车股确实受高油价制约,但囿于通胀和中国经济增长放缓的压力,短期内中国很难允许油价与国际接轨,这降低了价格杠杆对汽车需求的负面影响。因此尽管国际油价高企不下,今年前5个月以耗油著称的四驱SUV在中国的销量却增长了近60%。7月23日国务院常务会议明确提出一系列节能政策并将“提高大排量汽车消费税率”,对乘用车销售税进行调整的完整版

本并非像“调高大排量汽车消费税率”这么抽象,而是“抓大放小”。由此可见,不管是提高消费税还是提高油价,都很难有效地减少中国的汽车消费。另外国家从政策上大力支持新能源汽车的发展,市场对新能源汽车的关注度也在上升。

节能减排热点周二集中在LED板块,佛山照明领涨,联创光电、士兰微、方大A等走势都强于大盘,该板块的中线价值也正逐步为市场所认可。另外中期业绩大增的上海能源封住涨停,领涨整个板块。从煤炭基本面看,政策面对煤炭价格的干预开始延伸至流通领域,这有利于缓解因运费价格上涨而给煤炭生产企业带来的压力。在国际市场上煤炭现货价格上半年上涨一倍的大背景下,煤炭股的盈利前景乐观,这将支持煤炭股反反复复。

### 大盘回暖难以一蹴而就

周二股指留下一个向下跳空缺口。虽然市场人气涣散的原因是多方面的,但根本性的问题在于政策面“维稳”目前更多的是停留在舆论气氛的营造上。相反中国南车等大小盘股的

新股发行却直接冲击资金面,银行间市场资金流已明显吃紧,令14天期品种的回购及同业拆放利率均急剧上升。资金面的吃紧加剧了市场的忧虑。

其次政策有时滞效应。虽然宏观调控基调出现了变化,宏观主要任务由2007年12月中央经济工作会议以来的“防滞”转向目前的“保增长”与“抑通胀”并重,寻求通胀与增长平衡的措施将于下半年陆续出台。不过由于存在时滞效应,政策出台可能要到底甚至明年年初才会有实质性效果显现,因此短期内难以改变经济增长放缓的预期。另外8月份是今年限售股解禁最集中的一月。8月份沪深两市142家上市公司限售股解禁规模达247.4亿股,环比增长320%,以7月28日收盘价计算,解禁股市值达2532.85亿元。限售股解禁压力一定程度上仍压制着市场信心。大盘回暖难以一蹴而就。

市场显然不太认同没有实质性利好措施出台的舆论引导,期待近日召开的全国证券期货监管工作会议会有实质性利好出来。目前大盘下档10日和20日均线在2800点一线构成一定支撑,短线市场在上有力、下有支撑的情况下将继续维持横盘震荡。

专栏

## 重走价值路之(四)——指数基金

姜莉

股票投资最大的风险在于非系统性风险。因为从历史的长河考虑,股市从来没有跨越不了的坎,但所谓热门股却总是城头变幻大王旗。不仅新兴市场股市如此,成熟股市其实更难免其俗。从巴菲特“二次创业”重返股市的1973年至今,构成道琼斯指数的30只成分股早已物是人非。而最近的案例则是一年前每股价格仍高居170美元的绩优金融股摩根士丹利,年初破产前却仅以每股10美元告终。

巴菲特从未系统阐述过自己的价值投资理念,更谈不上向普通投资者荐股,唯一的例外是巴菲特屡屡向普通投资者建议标准普尔500指数基金和先锋指数基金是最佳投资工具,却并不看好对冲基金能给普通投资者带来稳健的回报。

巴菲特近日与对冲基金普罗蒂杰公司立下“十年之赌”,巴菲特断言标准普尔500指数基金十年内的收益将跑赢10支对冲基金。对赌日期从今年1月1日至2017年12月31日。巴菲特约下注32万美元,预计赌约到期时将增值至100万美元,胜负届时将把这笔钱捐赠给慈善基金。

与美国等成熟股市相比较,境内股市的指数基金更具优势,因为境内经济体的“婴儿潮”繁荣期将在2025年至2030年期间产生,在此之前境内股指屡创新高概率几乎可以肯定。但是在20年的范畴内多数投资者并没有能力去把握某一家公司的微观盛衰或者去判断一位基金经理人的水准,而购买“指数”却最终能够做到“笑傲股市”。虽然巴菲特从不著书立说总结自己的价值投资理念,但是他对于指数基金的青睐却多次在哈撒威公司股东大会上表露无遗,因此普通投资者若能以坚持不懈的意志力,以储蓄的心态投资指数基金是目前最简单的抄底方式。

在投资选择指数基金过程中,要关注股市估值变化趋势及指数产品复制对象。指数基金最大的优势在于能够复制股指涨跌。因此在上升趋势或长期投资过程中选择指数基金无疑是最佳的,但在熊市下跌途中选择指数基金亏损额则会明显大于其他偏股型基金,规避风险唯有依赖估值判断。其次,不同阶段股市热点变化趋势也决定不同类型指数基金的盛衰。例如:蓝筹股泛起蓝筹泡沫之时,上证50ETF基金的表现势必脱颖而出;科技股泡沫鼎盛之际,成分股涵盖较多技术股的中小板ETF基金的表现就会较好;而较能反映整体综合表现的应该是沪深300指数或中证800指数。

目前境内股市的整体估值已处于历史低位区。海外交易但复制境内股市的A50指数基金近期逐步溢价走俏。这一特征类似2005年—2006年境内股市估值低位区时的溢价表现,折射出海外投资者看好A股市场。1908年最看好美国股市的是英国投资者,但美国投资者却并没有信心。而现在的股市情景似曾相识,海外投资者正在逢低吸纳A股,但境内投资者的信心却仍然彷徨。

首席观察

## 由半年报冲击波看近期投资机会

方正证券 吕小萍

近期行情发展带有极为明显的“俯卧撑”特征,上证综指在2800-3000点之间进入到区域震荡。从原因上来说,上市公司中期报表的披露对行情走向的影响正在逐渐发挥作用。如果说对于上市公司业绩整体放缓的预期已经在股指上兑现,股指也已经从6000多点挤泡沫挤到了3000点之下,但对于具体上市公司的影响仍将在下一阶段得以体现。

截至周一,两市共有105家上市公司披露了2008年半年报。数据统计显示:已披露半年报的公司105家,上半年实现净利润合计108.55亿元,较去年同期增长了37%。另外,693家公司目前公布了上半年业绩预告。

根据业绩预告情况计算,693家公司上半年创造净利润合计2361亿元,较去年同期增长了31.94%。按照行业分析师预测和今年一季度行业业绩增长情况推算,全部公司今年上半年净利润同比增长约为24%,与2007年上半年高达67%的业绩增速相比,上市公司半年报业绩整体趋缓的态势愈发明显。从半年报披露的情况分析,对三类情况需要特别关注。

### 一、投资收益占比较高公司

在去年的牛市中,投资收益对上市公司业绩贡献巨大。然而,随着今年上半年沪深两市持续下跌,投资收益曾有的风光也开始暗淡。在目前已披露半年报的上市公司中,部分公

司公布了上半年投资收益金额,其中烟台万华、泰豪科技、双良股份3家公司投资收益的亏损金额分别为787.63万元、490.12万元、101.5万元。而较上年同期有可比性的28家公司中,除国统股份投资收益金额较上年同期没有出现变化外,11家公司投资收益均出现下滑,占比近4成。

### 二、上市公司交叉持股情况

截至周一,沪深两市已经公布半年报业绩的100多家上市公司中有35家持有其他上市公司股票。伴随着上半年证券市场的暴跌,股权投资反而成了这35家公司的负担。据Wind资讯统计,公布半年报的35家公司所持股票账面价值共为28.28亿元,而去年底

时,这一数据曾接近51.22亿元,缩水近22.94亿元,缩水幅度接近45%。所谓成也萧何,败也萧何。从持股的品种来看,除了宏源证券等仍持有少数ST类股票外,其他上市公司所持股票以金融、石化等大盘蓝筹股居多。而此类个股正是上半年下跌行情受伤最深的。

### 三、关注公司现金流状况

统计显示,目前公布半年报的56家公司产生的经营性现金流净额合计14.59亿元,去年同期则高达70.56亿元,同比下滑79.32%。28家公司经营性现金流为负,34家公司经营性现金流同比下滑,其中23家公司下滑幅度超过50%,19家超过100%。造成企业经营性现金流大幅下滑的原因,主要

是企业经营活动中的现金流出过多。企业经营性现金流增多的原因可能是企业购买生产材料的成本上升或受行业景气度影响等等。如本期经营性现金流下降幅度最大的金风科技就是受到宏观经济的影响。因煤价高涨,电力公司普遍现金流紧张,投资风电的意愿不强烈。金风科技正是因很多收入确认推迟而受到影响。

从上述的分析情况来看,半年报对近期行情发展将起到主导作用,在股指不断“俯卧撑”的情况下,个股将出现分化趋势。经过半年报“洗礼”,上市公司经营状况、未来前景将更为明朗。这对于投资者选择良好的投资品种将极为重要。因此,现阶段必须精选个股,在预期逐渐明朗的情况下,把握投资机会,回避半年报表现不佳的品种。

cnstock 理财  
 本报互动网站·中国证券网 www.cnstock.com  
**今日视频·在线** 上证第一演播室  
**“TOP股金在线”**  
**每天送牛股** 四小时高手为你在线答疑  
 今日在线:  
 时间:10:30-11:30  
 周华、文明、程金华  
 时间:14:00-16:00  
 靳文云、周华、巫寒、赵伟  
 郑国庆、张晓、吴芸芸、侯英民  
 罗利长、陈钟、袁建新