

价值严重低估 回暖仍需政策助力

通胀压力减缓和经济快速下滑是宏观紧缩力度放松的必要条件。而上市公司业绩从2007年高速增长回归常态增长,预计2008年半年报净利润同比增长20%-24%,2008年全年增长20%以上。绝对估值与相对估值、纵向比较与国际比较都显示,目前A股市场投资价值严重低估,A股合理价值中枢为上证综指3100点。

资金供求失衡是近期市场下跌的主要原因。目前资金入市非常谨慎,市场资金以存量运动为主,而8-12月新增限售股减持压力3000亿元,将对市场产生严重制约。今年后几个月市场运行可能分为两个阶段,在三季度末以前以弱势震荡为主,之后随着宏观紧缩力度明显放松和改善市场资金供求的政策推进,有望迎来趋势性的投资机会,但高度有限。投资策略应从谨慎到积极,从成长到价值,从小盘到蓝筹。

○ 银河证券研究所

一、通胀压力开始缓解,PPI见顶可能性较大

7.8两个月因翘尾因素从6月份的4.5%快速下滑到3.5%和2.3%,考虑到今年夏粮丰收等因素,尽管国内粮价由于油电和劳动力成本上升、与国际大米价格差距悬殊等原因,存在新增涨价因素,但CPI在年内仍将是下降的。尽管中短期CPI下行趋势确定,但是由于推进价格改革是下半年我国经济改革的重要内容,价格管制放松将使要素价格上升使得CPI在持续下降后未来仍面临反弹压力。

与CPI相比,投资者对PPI的上漲压力更为担心。由于国际石油价格在7月份创下147美元/桶的历史新高,国际市场上大豆、玉米也在7月份达到历史新高,铁矿石进口价格大幅上涨,加上6月下旬开始的国内成品油和电价大幅上调,使得PPI压力在7月份集中释放。随着国际大宗商品如石油、大豆、玉米等价格在7月份见顶回落,铜、铝等有色金属价格上涨乏力,我们认为,受国际大宗商品价格影响巨大的国内PPI也将在三季度达到峰值,未来输入型的通胀压力将有所减轻。

二、经济下滑风险加大,促使宏观紧缩适时调整

从2007年前三个季度GDP增速达到近10年高点(12.2%)以来,我国经济增速已经连续三个季度下降,且增速下滑趋势非常明显。上半年规模以上工业增加值同比增长16.3%,比上年同期回落了2.2个百分点,7月份工业增加值同比增长14.7%,是2007年3月以来的最低值,第三季度经济增速有可能继续下滑。而从经济周期角度看,增长拐点显现,目前经济增速还有继续下滑的可能。

经济快速下滑风险将促使宏观调控政策适时调整,调控目标已经从年初的“双防”变为“保一保一控”,在把抑制通胀放在突出位置的同时,也充分强调经济的平稳快速增长。当然由于通胀压力还比较大,因此这种转变将是温和的、局部的微调,尤其是货币政策方面可能较为谨慎,而财政政策调整可以更加积极些。如果通胀压力显著缓解,尤其是PPI见顶回落得到了数据验证后,紧缩放松力度就会比较大。而这将有助于改变投资者对未来经济发展的预期,有助于增强投资者信心。当利好因素积累到一定程度就有可能扭转市场的运行趋势,推动股市止跌回暖。

三、上市公司业绩从高速增长回归常态增长

投资者对企业盈利担忧是导致今年股市下跌的重要原因,但从目前情况看,企业盈利状况可能没有预期的那么糟糕,上市公司业绩可能好于预期。当然2008年不能复制2007年业绩高速增长的神话,但仍

可能增长20%-25%,增速在全球来看仍是比较高的,与我们过去的利润增速相比也是可以接受的。

从分析师对上市公司业绩的一致预期来看,2008年和2009年的利润增速预测从3月份快速下降后已趋于稳定。对沪深300指数成份股2008年和2009年利润增速的一致预期为24.5%和23.5%,从2007年的超常增长回归到常态增长。从已公布半年报的821家公司来看,上市公司业绩保持了较高增长,净利润同比增长34.52%。由于中石油和中石化上半年业绩大幅下滑,将拖累全部上市公司的利润增速。综合考虑,全部上市公司2008年半年报业绩同比增速可以达到20%-24%,实现常态增长。

对2008年全年,我们认为尽管大多数企业的盈利能力还将经受考验,但由于石油石化和电力两个行业的盈利将得到很大程度的改善,从而有利于使全部上市公司盈利保持在一个正常水平,我们预计全年利润增长将在20%以上。

四、估值水平从泡沫到被严重低估

自去年10月份以来A股市场单边下跌,整个市场的估值水平大为降低,TTM市盈率从2007年10月份的52倍下降到7月份最低时的20倍,跌幅达到62%,整个市场从严重的估值泡沫转变为股价严重低估状态。

我们在业绩增长预期基础上对A股市场进行绝对估值的结果表明,整个市场合理动态市盈率应为20.1倍,上证综指价值中枢为3100点,目前的市场已经被严重低估。

目前A股市场2008年预测市盈率14-15倍,2009年预测市盈率更是只有12倍。考虑到2008年上市公司业绩增长20%-25%,2009年业绩增长15%,整个市场PEG远小于1,说明A股市场被低估。

即便是与作为成熟市场标杆的道指历史估值水平相比,目前的A股市场也具有一定的投资价值。1998-2008年道指平均PE为20.16倍,与A股目前的估值水平相当;平均PB为3.7倍,最低PB为2.89倍,而现在A股市场的PB已经低于道指过去十年来的最低值。考虑到中国作为高速发展的经济体,A股市场被严重低估是一个不争的事实。

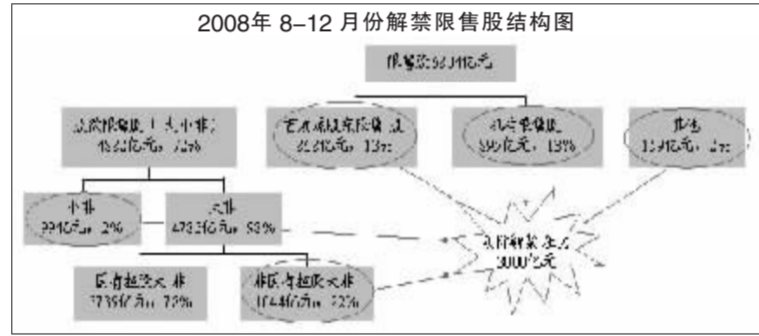
五、限售股减持重压下资金供求仍然失衡

股票供应压力大、资金供求失衡是导致今年A股市场快速下跌的重要原因之一。近期市场下跌与价值关系不大,主要是受资金供求、政策预期等非价值因素影响,供求失衡、流动性缺失是导致近期无量下跌的本质原因。

我们的资金监测模型显示,目前股市资金仍以存量运动为主,场外入市资金仍然谨慎,与去年同期相比相差甚远,投资者信心恢复需要一个较长的过程。在宏观紧缩未

明显放松之前,投资者对未来的预期难以根本改变,场外入市资金不会显著增加。

自2008年4月份《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》颁布以来,证监会、交易所又陆续颁布了一系列实施细则,越来越多的限售股解禁大股东承诺延迟解禁或价格保护,限售股实际减持压力相比上半年有所减轻。但今年后几个月市场仍然面临较大的限售股解禁压力。8-12月限售股共解禁6804亿元,即使剔除国有大非的3739亿元,仍然有包括非国有控股大非、小非、首发原始股东限售股、机构限售股等多种类型的限售股解禁3065亿元,这些股份都具有很强的减持冲动(见下图)。在目前没有增量资金入场,日成交量仅400-500亿元情况下,每个月约600亿元的实际减持压力是难以承受的。



未雨绸缪 预防经济快速下行 ——对我国下一阶段财政政策趋势分析

○ 东北证券金融与产业研究所

针对当前国内经济局面,我们预期政府将根据经济形势变化相机抉择,继续通过紧缩性货币政策来抑制通货膨胀,使用稳健积极的财政政策来维持经济增长与就业,避免快速下滑的风险。

近年来,中央财政收支一直呈爆炸式增长,已经从1999年的11444亿元增加到了2007年的51304亿元。这为近年来财政赤字的缩小起到了重要作用,财政平衡也为财政收入政策的局部放松打下了基础,所以我们预期下一阶段政府会在税收政策方面有积极地调整。

一、缩减公务开支加大财政支出

在财政支出方面,加大投资总量,首先表现为财政自身的投资支出,这项支出规模占总投资的比重的大小决定了对投资总量的影响程度。与前几个阶段的积极性财政政策相比,现阶段与下一阶段固定资产投资方向预期会扩大对基础设施的建设、高铁等交通运输设施、电网改造、军工方面的投入;其次,通过财政投资带动其它投资主体的介入,进而引起其它经济主体的投资扩张来影响投资总量。通过政

六、市场运行趋势判断:震荡盘升,逐步企稳,高度有限

综合分析,我们认为未来一段时间A股市场的运行趋势是震荡盘升,逐步企稳,但高度有限。

今后几个月的市场运行将主要取决于两个关键变量的发展:一是宏观调控能否明显放松,二是资金供求压力能否得到有效改善。我们认为,一方面,通胀压力能否有效减轻、经济增长是否进一步下滑要到8月份数据公布后才会明朗,三季度末是放松宏观紧缩、促进经济平稳较快增长、大力推进经济改革的较佳时机。另一方面,对限售股解禁的进一步规范、支持资本市场发展的政策措施有一个酝酿过程,仓促推出的可能性不大。不过政策预期有较大的不确定性,时间先后、政策组合以及实施顺序都将对市场运行产生较大的影响,因此,

我们认为,三季度末可能是一个较为重要的时间窗口,市场运行也可能因此分为两个阶段:第一个阶段到残奥会结束前,市场以震荡为主。在此期间,通胀压力、资金压力以及政策预期影响着市场的发展,估计震荡的可能性较大。第二阶段是到残奥会结束后,市场以企稳盘升为主,可能迎来较好的投资机会。随着通胀形势好转尤其是PPI拐头向下趋势的确立,宏观调控重心将放到保增长上来。放松货币发行和信贷、实施较为积极的财政政策将会增加需求,改善企业生存环境,提高企业盈利水平。如果此时改善股市资金供求格局的政策措施出台,则更加有利于行情发展。

七、投资策略与行业配置

对于上述两阶段行情,在投资策略方面也应该有较大区别。投资路径的演化顺序是:在第一阶段,应该适度谨慎、控制仓位、波段操作,在选股策略中以成长股为主、价值股为辅,小盘股为主、蓝筹股为辅;随着行情进入第二阶段,投资策略应该逐渐趋积极,逐步增加仓位,选股以价值股为主、成长股为辅,蓝筹股为主、小盘股为辅。

我们主要看好两类投资机会:高成长的低估值中小盘股票和具有反转预期的超跌蓝筹股;行业配置建议,信息技术、电气设备、医药等行业给予超配,银行、交通运输、钢铁、机械、家电等行业也给予较高的配置比例,对农业、有色金属、纺织服装等给予较低的配置比例。随着行情进入第二阶段,银行、交通运输、钢铁、地产、能源、机械等行业的配置比例应逐步提高。

二、可能在全国范围内推行增值税转型改革

财政政策对投资总量的调节是通过财政收入和支出两方面来实现的。收入方面对投资总量的调节主要是减税和税收优惠,以增加个人可支配收入和企业利润,增强其投资能力,扩大投资需求,从而增加投资总量。增值税作为我国第一大税种,2007年就超过1.5万亿元,同比增长21%。增值税转型改革始终为业内人士所关注,增值税转型改革是将目前实行的生产型增值税转为

消费型增值税。我国目前实行的是生产型增值税,即在征收增值税时不允许扣除外购固定资产所含增值税进项税金。目前国际上普遍实行的是消费型增值税,即在征收增值税时允许企业将外购固定资产所含增值税进项税金一次性全部扣除。早在2004年7月,国家在东北地区部分行业实施了增值税由生产型向消费型转型的试点。2008年,汶川地震受灾严重地区继东北老工业基地、中部26个老工业基地城市、内蒙古东部五盟市之后,第四批纳入增值税转型改革试点范围。

目前我国正在抓紧研究增值税转型在全国范围内推开的具体方案和办法。加速扩大增值税抵扣范围为主要内容的增值税转型,既可化解企业流动性资金紧张,又能促进提高产品竞争力,还有助于加速经济结构转型,促进产业升级。

三、是否会调高个人所得税起征点

我国现在的税制对获取财政收入的功能最突出,而对社会贫富差距的调节作用微乎其微,因此,税费改革应该是趋向最大化减少贫富差距,起到促进中低收入群体消费的作用。税收变动与国民收入呈反方向变化,即税收增加则国民收入减少,税收减少则国民收入增加。根据边际消费倾向和投资乘数理论,税收乘数与边际消费倾向大小有关。税收乘数是指政府增加或减少税收所引起的国民收入的变动程度,体现为税收作用的力度,如增加税收负担1000亿元,减少的购买力将负担于税收变化,我们将这个倍数称为税收乘数。由于税收乘数等于边际消费系数/(1-边际消费系数),则我国2007年边际消费倾向为0.333,即假如减少税收1000亿元,则至少可以增加3333亿元的消费。

我们预计未来个人所得税征收标准将有较大调整可能,这不仅可以调节社会财富分配,缩小目前过大的贫富差距,尤其在现在对实体经济下行预期比较悲观时期,可以通过调节个人所得税起征点来增加收入较少群体的可支配收入,从而促进人们的消费增长。

(朱伟骏、吴娜)

■ 信息速递

行业研究员对上市公司评级趋谨慎

国泰君安: 截至本周二,我们一共对139家重点公司进行了半年业绩分析。其中,53家上市公司给予增持评级,69家公司谨慎增持评级,17家公司中性评级,依次占比为38%、50%、12%。而在4月份对一季报(年报)的分析中,这一比例是53%、30%、17%。可见随着经济下行趋势的明晰与资本市场的下跌,行业研究员们的态度越趋谨慎。

我们对同一公司当期报告与最近的一上期报告,139家中有23家公司投资评级发生变动。扣除6家首次评级外,上调评级的公司有7家,分别是:中创信测(中性调为谨慎增持)、航天机电(中性调为谨慎增持)、烟台氨纶(中性调为谨慎增持)、海陆重工(中性调为谨慎增持)、达意隆(中性调为增持)、联化科技(中性调为谨慎增持)、歌华有线(中性调为谨慎增持);下调评级的公司有10家。

从对2008年、2009年、2010年的EPS预期变动来看,研究员对139家上市公司中的86家进行了EPS预期调整(上期数据经过除权处理)。其中31家EPS预期进行向上调整,主要集中在银行等行业;55家EPS预期向下调整,主要集中在钢铁、机械、旅游、汽车等行业。

热钱仍在加速流入意在抄底A股?

银河证券: 结合2003-2007年我国国际收支平衡表各构成项目的增长速度及其占当年新增外汇储备的比重进行分

析,热钱主要通过经常项目下的货物贸易流入我国。进料加工贸易顺差是我国贸易顺差和加工贸易顺差的主要来源,也是热钱流入的主要渠道。1998-2003年,我国进料加工贸易出口与进口的比率稳定在1.505的水平上。按照这一比重,可以计算出每月通过这一渠道流入我国的热钱规模,并判断流入趋势。

首先,从月度进料加工贸易出口与进口比率的趋势线来看,1999年1月到2004年10月,这一比率一直稳定在1.505附近,趋势线非常平稳,近似一条水平线,这一时期没有热钱流入;2004年11月到2006年10月,趋势线平稳上升,这一时期只有少量热钱流入;2006年11月至2008年7月,趋势线加速上升,这一时期有大量热钱加速流入我国。

其次,按照1.505的进料加工贸易出口与进口的正常比率计算2004年以来每月流入我国的热钱规模。2008年1-7月通过进料加工贸易流入我国的热钱分别为86、64、108、91、99、98、112亿美元,连续5个月超过90亿美元,并且7月份通过这一渠道流入的热钱规模是有史以来最大的。

关于今年上半年热钱流入速度,随着月度外汇储备数据公布的先后大致有两种观点,一是加速观点,出现在5月份。大体逻辑是,我国外汇储备4月份以来增加额中不可解释的缺口在增加,意味着“热钱”正加速流入中国。二是减速观点,出现在最近三个月。大体逻辑是,外汇储备余额5月份新增403亿美元,6月份新增118亿美元,缺口明显小于4月份,6月份甚至为负,7月份外汇各项存款增加56亿美元,小于直接投资(FDI)和贸易顺差,说明资金外流明显。

这种用外汇储备增加额减去贸易顺差与外国直接投资(FDI)估算热钱流入规模的方法存在明显缺陷,其假定前提是贸易顺差和FDI中没有热钱。但是货物贸易顺差是热钱流入我国的主要途径,外国在华直接投资里也有大量的热钱,因此,不能用这种方法来估计流入我国的热钱规模,更不能用此方法来判断热钱的流入趋势。按照进料加工贸易渠道计算热钱流入规模可以明显看出,4月份热钱流入我国不是加速,而是减速,5月、6月、7月不是减速流入,更不是加速流出,而是加速流出。

热钱并不像有的分析认为的那样,7月份流出我国,而是仍在加速流入我国。我国股市经过9个月的调整,已具有显著的投资价值,热钱很可能是冲着股市抄底来的。

强势个股机构最新评级(8月27日)

个股名称	个股代码	评级	最新评级	08EPS预测	机构估值	最新收盘	目标空间
华东医药	000963	中投证券	增持	0.50	16.30	8.55	90.64
思源电气	002028	招商证券	买入	1.27	28.00	24.00	16.67
东港股份	002117	中信建投	增持	0.68	11.56	9.30	24.30
东华科技	002140	安信证券	增持	1.19	36.00	27.60	30.43
报喜鸟	002154	安信证券	增持	0.53	20.00	14.99	33.42
步步高	002251	国泰君安	增持	1.50	60.00	47.00	27.66
烟台氨纶	002254	国泰君安	增持	1.81	33.00	27.46	20.17
烟花百货	600037	中信证券	买入	0.36	18.00	9.62	87.11
重庆啤酒	600132	国泰君安	增持	0.37	13.00	10.71	21.38
兴发集团	600141	东方证券	增持	1.28	23.00	13.91	65.35

热门板块机构调研深度透析(8月27日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
地产股	昨日大涨	目前资金紧张、房价下降和销点,万科等房企在较大压力下,但对全国个股逆市拉升,地产商来说压力有限。回升带动整个土地储备和项目储备将房地产业板块有地产长期供给受限,房地产业所活跃。长期调整可能性较小。	中信证券/莱茵置业/京能置业	
受融资融券	资本市场制度建设依然是证券和二次发售业务未来面临的最主要机会。短期政策预期影响来看,券商业绩风险显著,影响,证券股但中长期来看,具有较强资本昨日全线飘红,实力和多元化业务能力的券商红,成为龙头将充分享受金融市场建设带来的发展契机。	海通证券/中信证券/宏源证券/中性		
受财政政策	房地产投资大幅减速造成水泥可能再度下降,再加上煤炭等原材料及政府投资成本上扬,使得水泥行业景气可能再度下降出现回落态势。不过对热的预期影响政策放松有望推动政府投资,水泥股加速增长,这对水泥行业未来周三走强发展是一大支持。目前水泥行业,个股涨,竞争日趋激烈,新疆、宁夏等区幅居前。城龙头可重点关注。	国泰君安/祁连山/四川金顶/增持		

数据由“证券通”(http://www.cnsec.com)提供。

大盘蓝筹股无为 加速大盘下跌

○ 齐鲁证券研究所

2008年以来市场整体运行趋势在下降过程中。从主要指数走势明显可以看到,中小板指数活跃度较高,市场表现相对跌幅小于上证180指数和上证50指数,而大盘指标股指数表现差人意(见附表)。这一方面使市场跌势不止,另一方面在因利好出现的阶段性反弹过程中市场也是毫无生气,使反弹缺乏应有的持续性。

2008年有两个阶段性小幅反弹:4月22日-5月5日和7月3日-7月28日。从统计可以看到,在4月22日至5月5日印花税利好反弹阶段,市场处于普涨格局,

各指数表现也相对均衡;而7月3日上证综指触及2566点后的超跌反弹阶段,指数差异化表现预示后期走势并不乐观:作为大盘权重指数的沪深180和沪深300相对涨幅滞后。回顾2007年初至6124点的牛市行情,上证180和沪深300指数涨幅均超过上证综指,而2008年没有大盘权重股支持的反弹行情则持续性很差。

进而我们重点分析沪深300权重股的表现。沪深300中权重较大的行业是金融、保险业,其次是采掘业。2008年以来行业阶段性表现,金融、保险业跌幅达到-53.13%,采掘业跌幅-54.55%,均超过上证A股、深圳A股和中小企

业板跌幅。以中证公司行业分布看,金融和地产权重占比高达36.58%,权重行业的疲软表现势必会影响大盘整体走势;对沪深300前20只权重股进行分析,2008年至今平均跌幅-46.81%,接近上证综指-52.78%的跌幅。正是因此,大盘蓝筹股无为。

板块名称	2008.1.1-2008.8.26(%)
上证基金指数成份	-33.95
中小板综成份	-49.75
上证A股指数成份	-52.37
上证综合指数成份	-52.78
深证成份指数成份	-56.57
上证180指数成份	-57.11
上证50指数成份	-57.31
上证B股指数成份	-59.07

行(4.57%)。由于我国指数编制的原因,目前控制和调控指数相对困难,不能像成熟国家仅控制住30-50只股票,指数趋势就已经明朗。但是阶段性调整权重股的资金流量,仍然会对市场带来一定程度的影响。(执笔:于立婷)