

股改再博弈过程中短线谨慎乐观

◎东北证券金融与产业研究所

一、政策及股市发展环境

1、经济增速下滑压力明显,通胀上升压力趋减

1)GDP快速回落,下行周期远未结束
在外部环境恶化和国内政策调整的双重压力下,2008年中国经济增长将出现明显回落,宏观经济开始进入本轮经济周期的下行区间。自2007年第三季度宏观经济见顶以来,季度GDP增长率呈现逐季回落趋势,最近连续三个季度GDP降幅在0.5%左右,2008年二季度已经降至10.1%。

目前我国经济增长三驾马车之一的出口面临较大挑战,同时实际投资也处于下滑之中,唯一能够对经济快速下滑的因素唯有消费增长。尽管消费在经济增长的不同阶段均呈现稳定增长态势,但是2008年以来居民实际收入增幅下降,住房、汽车等消费热点降温,可能导致下半年消费实际增速减缓。因此,2008年下半年GDP增幅进入“九”时代已经没有任何异议,预计2008年下半年GDP增长将下滑为9.5%-9.8%,全年GDP增长达到10.0%,比2007年回落1.9个百分点。

2)CPI短期回落,长期压力仍在
8月CPI有望回落到6%左右,未来CPI在粮食丰收、翘尾因素消除等多种因素综合作用下仍可能出现回落。但不断创出新高的PPI将会通过成本传导效应,成为后期CPI回落的制约因素。也就是说,当生产成本提高超出企业承受能力、挤压盈利空间,企业将被迫提高价格,从而进一步加重CPI上涨趋势。尽管期间有一个传导过程,但由此带来的心理预期效应应首先成为后期价格上涨的一个因素,四季度CPI反弹压力有望重新抬头,长期通胀压力依然存在。

2、政策陆续出台,救经济胜于救股市

1)信贷放松改变紧缩预期,宏观调控重点从压通胀转向保增长
中国经济进入下降周期已经确立,经过对出口企业和中小企业的调研后,政府或已考虑在税收和信贷资金方面给予一定的支持。这一政策表明政府对当前小企业的融资状况较为担忧,目前放松对小企业的信贷控制、单独安排小企业信贷规模,只是结构性调整政策的体现。

“放松”的含义更多地体现在市场对未来政策取向的预期有可能改变。
2)价格改革启动,未来油电价格仍有微调可能
电力行业和炼油企业是今年半年报亏损大户,长期的价格扭曲导致了这些企业处于基本最为恶化阶段。进入下半年之后,国家加大了要素价格的调整力度。由于国内外油价差距仍然存在,煤、电行业价格依然倒挂,未来成品油(尤其是柴油)和电力价格仍有进一步上调可能,资源税和排污费等方案也已在酝酿之中。我们认为,只要通胀压力稍有缓解,政府通过要素价格改革推动经济增长方式转型的决心会越来越来。

十大券商研究所九月份策略观点

处于构筑长期大底阶段

◎国盛证券

基于经济高速发展和本币升值背景,我们仍然趋向于当前A股市场会复制日本和我国台湾相对应时期的一幕。即在暴涨之后出现极端暴跌修正,但见底后将演绎新一轮更强劲的主升浪。因此,如果出现跌破2000点的现象,将是一个长期空头陷阱,目前市场已经处于长期大底构筑阶段。

市场估值吸引力在上升

◎国金证券

企业盈利预期的根本转变在于全球经济周期运行的变化,全球经济周期性回落深度决定了A股盈利何时触底回升。半年报未能给我们带来更多的惊喜,但预计对2008年盈利预测下调的空间已经比较有限,因此目前市场在估值方面的吸引力不断在上升。在具体配置方向上,消费品行业仍然具有相对的优势。

3)证监会陆续推出稳定市场的举措,步伐仍有待进一步加快

8月末,中国证监会发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》征求意见稿,同时证监会还发布了《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》,我们认为这两项政策有助于资本市场长期稳定发展。通过提高分红比例来提高再融资门槛有助于进一步改善部分上市公司回报股东意愿薄弱的现状,而放松上市公司大股东增持办法有利于体现公司价值。在奥运期间证监会关于七个市场热点问题的表态后证监会出台这两项政策,可见管理层对股市下跌高度关注。近期一系列政策的出台对于稳定市场预期将产生一定的效果,但步伐仍有待进一步加快。

二、业绩展望和估值分析

1、2008年半年报业绩增速下降明显

1)业绩增速下降:1564家上市公司2008年半年报净利润为5845亿元,同比增长18.57%。其中归属母公司的净利润为5513亿元,同比增长了19.21%。沪深300成份股2008年中期归属母公司的净利润为4964亿元,占全部A股公司净利润的90%,同比增长了17.5%。

2)净利润分布不均,银行业绩一枝独秀:14家上市银行贡献了2300亿的中期利润,同比增幅为68.55%。如果剔除银行的业绩,其它所有上市公司2008年中期归属母公司的净利润为3214亿元,增速为-1.43%。因此,如果未来银行业绩发生大幅下滑,坏账增大,而能源价格不出现大幅度下降、国内要素价格不能进一步理顺的话,在经济减速过程中上市公司净利润进一步下滑将是必然。

3)上半年行业业绩排名前列的分别是塑料、航运、其他采掘、林业、通信设备、贸易、饲料、园区开发、非汽车运设备、化学制药等;而医疗器械、显示器件、汽车服务、农产品加工、电力、石油化工、信托、半导体、化纤等行业业绩较差,同比均有60%的下降。

2、行业板块估值分析

随着半年报的不断披露,用TTM反应的市场整体估值水平进一步下降。上证50和沪深300指数成份股整体PE(TTM)水平为17.16X和17.18X,中小企业板为24.3,相对较高些,而B股达到了较低的12X。对于2008年的预测市盈率,上证50和沪深300有一定的说服力,分别为15.26X和15.18X的PE,相对以往处在较低的水平上;也许在信心极度低迷时,PB会成为更多投资者的参考。除中小板3.4X的PB外,其它几个指数按最新净资产计算的PB都小于3,其中沪深300为2.87X。尤其值得指出的是,被市场抛弃的B股以极度低迷的净利率和市盈率有长期投资价值。

此外,目前AH溢价指数已经回到116%,尽管H股不一定成为A股市场的价值标杆,但从AH溢价指数来看,已经回到2.3年前的水平,不少金融、建筑等大盘股甚至低于

H股;从全球角度来看,A股估值水平已经和国际市场主要指数没什么差别了,因此无法从这个角度去解释或理解目前市场的极度低迷甚至持续低迷状态。

综合来看,从估值角度市场已经接近合理甚至低估状态。目前找不到市场继续下跌的理由,找不到做空的依据,也许回到市场情绪层面、回到投资者心理层面才是理解目前市场状态的钥匙。

如果非要和2005年1000点的时代比估值,那么目前的市场,市盈率是接近甚至更低,而市净率可能有更进一步的下跌,但那可是在股权分置这一A股市场历史性制度难题的博弈面前才出现的。从股改层面看,大小非实现全流通是股改的第二步,这一步的博弈结果难道也要达到股改启动前的市场状态——低估值、融资可能丧失、投资者信心丧失?博弈一定是因为政策外力作用才结束,目前的状态将迫使管理层加快市场制度化进程,如何化解目前的供求关系不平衡是未来政策的着力点。

2245点只是阶段性的喘息机会

◎申银万国证券研究所

我们估计上证指数现阶段仍将弱势运行,运行区间在2000点至2500点。从供求关系看,热钱净流入在减少,信贷资金违规入市依然将严查,而已过会未发规模500亿左右;酝酿缓解大小非解禁的政策,但能在多大程度上减轻抽压不得而知,提振投资者信心难度较大。可关注是否出台减税政策,而灾后重建规划一万亿可能引发局部热点。

目前A股市场整体PE估值14倍,已经接近历史最低点13倍。但剔除金融等近年上市的大市值股票后,市场PE估值距离历史最低仍然较远。除2007年以来

底部:短期2000 中期1700-1800

◎长城证券研究所

我们认为短期内2000点具备估值支撑。考虑到业绩与估值下滑的极端可能性、限售股解禁压力,我们判断指数中期仍存在降至1700-1800点的可能。而引发反弹有两个重要的契机:一是市场超跌,二是改变投资者预期的催化剂出现:保增长的财税刺激方案得到实质性落实,PPI见顶回落等。

由于指数仍存在下跌空间,市场反弹还需时间等待。我们继续维持防御性投资策略,建议“保证现金、轻仓等待”。市场指数与估值重心下移导致结构性重仓股、弱周期特征集体下跌,我们淡化通过行业风格配置实现积极防御的目标。建议长期价值投资者注重均衡配置,选择具有核心竞争优势的各行业龙头品种进行投资,这类资产将逐渐体现出低价低

大盘止跌回升概率较大

◎西南证券

8月份月K线跌幅达15%,9月份止跌回升概率较大。月K线上方的5日均线阻力位为2998点,30日均线阻力位为3228点,为判断长线趋势的两个关键点位,即3000-3200点将是重要阻力位。如果基本面能出台利好消息,将有望再次尝试反弹,而成交量能否停止缩量趋势,恢复至活跃水平成为关键。

市场在犹豫中展开反弹

◎国联证券

由于大盘已累计下跌了60%多,下跌空间已比较有限,而关于制约大小非减持利好预期和宏观政策调整到反周期轨道的可能性越来越大,我们判断A股市场将在犹豫中展开反弹,大盘短期底部比较明显。建议投资者控制好仓位,谨慎参与反弹,重点关注银行股、上海本地股以及部分弱周期、防御型品种。

三、市场趋势及投资策略

1、市场运行趋势分析

首先从调整时间和幅度来看,自2007年10月见顶回落以来,大盘已经连续大幅调整了10个月,上证指数跌幅接近64%,如此迅速的大幅下跌行情放在全球来看都是非常罕见的。其次从成交量来看,目前流通市值在6.3万亿左右,日成交额在500亿左右,日均换手率只有千分之八左右,接近2005年熊市时的成交水平。说明市场已经极度低迷,大幅下跌动力不足。

2、投资策略

从历史经验看,市场出现阶段性低点的时候权重指标股会最先拉升指数以稳定市场。2001年之后的五年调整市中,当时的石化、钢铁、汽车等权重指标股曾经走出一波独立反弹行情,上涨幅度超过一倍。目前许多权重指标股估值水平处于较低水平,尤其是银行、钢铁类股票,如果国家采取刺激经济的政策,该类股票存在较大的投资机会。

主题投资在过去的市场中曾经大行其道,新能源、军工、资产重组等板块均出现过较大的上升浪。经过将近一年的调整,这些股票的估值水平也大幅回落,多数已经回到行情启动之初的水平,有些甚至跌进2倍以内的市净率。如果国家继续出台鼓励性政策,该类板块还存在较大的上涨可能。

3、关注行业和股票

继续关注低估值行业中的银行、机械、交通运输、钢铁、家电等行业和成长性行业中的信息技术、电气设备、医药等行业。
重点关注的股票:工商银行、浦发银行、东方电气、平高电气、南海发展、南京医药、双鹭药业、鞍钢股份、第一食品、西山煤电。

(执笔:郭峰、沈正阳、曾小勇、张新铜)

主题投资在过去的市场中曾经大行其道,新能源、军工、资产重组等板块均出现过较大的上升浪。经过将近一年的调整,这些股票的估值水平也大幅回落,多数已经回到行情启动之初的水平,有些甚至跌进2倍以内的市净率。如果国家继续出台鼓励性政策,该类板块还存在较大的上涨可能。

对于短期市场,我们建议投资者可以从悲观转向谨慎乐观,关注两类机会:一是中小盘成长股的投资机会;二是超跌蓝筹股的投资机会。

继续关注低估值行业中的银行、机械、交通运输、钢铁、家电等行业和成长性行业中的信息技术、电气设备、医药等行业。

重点关注的股票:工商银行、浦发银行、东方电气、平高电气、南海发展、南京医药、双鹭药业、鞍钢股份、第一食品、西山煤电。

(执笔:郭峰、沈正阳、曾小勇、张新铜)

制造,它是七年牛市的高点。上一轮牛市高点2245点被突破之后,回调过程中会遇到这样的颈线位支撑,因此当上证指数回落到2300点附近时引发技术性反弹,上档又面临2566点的阻力。当然由于多年的演变,指数难免失真,目前的2245点与七年前的2245点不可相提并论,我们不必刻舟求剑。2245点只是阶段性地获得喘息机会,将来有失守的可能,因为中期调整趋势难以因为强劲的反弹而轻易改变,运行趋势有较长时间的惯性,往往底在底下”。

我们选出的近阶段重点品种为:攀钢钒钛、浦发银行、中信证券、华发股份、安信信托、工商银行、中国太保。

估值特点。从确定性成长角度考虑,我们继续建议投资者关注消费服务业、基础设施建设类(铁路建设投资)等行业的投资机会。

基于对市场的运行判断与资产配置考虑,本期长城30股票池为:武汉中百、兴业银行、山东黄金、国药股份、康美药业、第一食品、贵州茅台、张裕A、黄山旅游、博瑞传播、博汇纸业、烟台万华、冠农股份、南玻A、川投能源、安泰科技、国电电力、平高电气、武钢股份、大秦铁路、中国铁建、中国中铁、中材国际、东软集团、中兴通讯、武汉凡谷、亿阳信通、广电运通、小天鹅、格力电器。其中调入中国中铁、广电运通、小天鹅,调出新安股份、英力特、新和成。

PE见底前难以大幅反弹

◎安信证券

我们预期A股PE见底的目標将在1-2个月内实现,这将标志着本轮A股市场调整的主体部分的完成。考虑到资源约束、价格管制等问题,我们判断资金面不会很快变得宽松,那将意味着在PE见底后市场仍有可能再创新低。而PE见底前市场出现大级别反弹的机会不大,建议保持低仓位。

利好叠加期待金九银十

◎民族证券

虽然严格按照基本面分析,市场继续弱势整理或创出新低并非难事,但是在没有额外的利空刺激下市场究竟还能跌多少是一个疑问,而且我们也能够感觉到管理层前期推出的利好的“滞后效应”以及“叠加效应”都已经在近期市场中有所体现,因此,9月份将是一个值得期待的月份,“金九银十”有望再现。

信息评述

增值税全面转型方案正逐渐浮出水面

近日从财政部透露的消息称,新的增值税转型方案已经上报国务院待批,预计减税规模超过千亿元。

中金公司:

市场预期的增值税转型,即将现行的生产型增值税转为消费型增值税,那么企业新购买的固定资产所包含的进项增值税款将可以全额抵扣。增值税转型对企业利润的增厚体现在:①折旧额减少,②营业税及附加的节省(城建税及教育附加费已包括增值税在内为税基)。短期而言,增值税转型对整体上市公司盈利影响比较有限,即便我们按所有新增固定资产进项增值税款全额抵扣的方案来测算,也仅2%左右。但对于重资本开支的行业和个股将明显受益于新增固定资产折旧成本减少带来的净利润增长(增幅约为3%-7%)和增值税抵扣带来的现金流增加。长远来看,有利于企业设备更新和技术升级,进而有利于提高企业整体竞争力。

近期关于“增值税转型”话题再次成为市场热点,市场普遍认为在目前中国经济下滑趋势下,政府将考虑减税和扩大支出等刺激性政策,而增值税转型本身恰恰是政府现行可选择性的减税政策之一,将鼓励企业增加投资,从而有助于防止经济增速过度下滑。

从推出时点来看,增值税转型将取决于宏观环境的变化,但是就目前而言在全国范围内推广尚待时机。一是在当前“投资放缓”的靴子尚未落地和通胀威胁未消(资源瓶颈和资源价格改革因素)之前不适合推出该政策,增值税转型有明显的刺激投资作用,在当前时点下推进增值税转型无疑会进一步加剧目前严峻的资源紧张状况,从而进一步增加通胀压力。二是增值税转型将影响到财政收入。

联合证券:

事实上2004年我国已经在部分地区的部分行业试点过这样的改革,对推动工业企业规模增长起到了很好的效果。按照目前的说法,新的调整方案将会是全额抵扣、全行业转型,并预计将于2009年1月1日起在全国推行实施。这无疑将会极大减轻企业的税务负担,对固定资产投资起到相当的拉动作用。

另一方面,虽然增值税转型具有很好地降低税负效果,但对不同企业的影响也是不同的。如果存量不做调整,对于固定资产投资更新较快、后续固定资产投资较多的企业,降低税负的效果就会很明显;反之对于那些在投资初期固定资产投资一次性投资到位、后续固定资产投资更新较慢的企业,降低税负的效果就不是很明显。保持中性仍然是税制的基本原则之一,对于经济调节作用有其自身的局限性,企业应该在不会影响基本决策基础上进行税收筹划,避免为钻空子而盲目加大投资搞重复建设。

纺织业7月份出口增幅回落

国家发改委公布的数据显示,7月份纺织行业出口交货值增长6.2%,增幅比上月回落0.4个百分点;1-7月,出口交货值增长7.9%,同比回落8个百分点。

天相投顾:

受人民币升值、外需放缓影响,纺织行业出口下降。人民币升值让纺织企业利润大幅缩水,汇率风险是企业出口减缓的主要原因。而人民币升值这一现象对纺织出口企业冲击非常大,但是企业本身无法控制。8月份我国将部分纺织品、服装的出口退税率从11%提高到13%,这一政策会对8月份的出口数据产生影响,8月可能会出现订单增加现象。

我国的经济增长方式主要是投资和出口带动,而国内消费需求对GDP贡献不到40%,扩大内需、保持经济平稳增长是当前宏观调控的首要任务。目前通过大规模提高出口带动行业增长是比较困难的,纺织行业需要重新挖掘新的经济增长点。

强势个股机构最新评级(9月3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
白云机场	600004	光大证券	增持	0.51	13.60	11.69	16.34
日照港	600017	兴业证券	推荐	0.58	14.00	10.81	29.51
成发科技	600391	东方证券	增持	0.59	19.09	14.69	29.95
金山股份	600396	光大证券	增持	0.33	7.80	5.12	52.34
好当家	600467	中信证券	增持	0.40	12.00	7.97	50.56
中铁二局	600528	中信建投	增持	0.33	8.00	5.01	59.68
金晶科技	600586	东方证券	买入	0.55	12.00	6.57	82.65
南京医药	600713	光大证券	买入	0.24	9.00	5.43	65.75
山西汾酒	600809	国泰君安	增持	0.61	14.00	10.51	33.21
南京银行	601009	中信证券	增持	0.80	12.20	9.31	31.04

热门板块机构调研深度透析(9月3日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
航空业	在南方航空油价大涨给行业带来了沉重成本压力,目前航空业仍空壳公司没有好转迹象。随着中国经济带动下,增速放缓,航空业的景气度还日航空板块将进一步下滑。行业唯一的亮点是活跃。点在于几大航空公司的重组和整合预期。	国金证券/持有	中国南方航空	
航天军工	在中国“十一五”是军队建设重要时期,航天飞机、装备投入将大幅增加,未来电、航天等带动长期。投资者可关注业绩增长,航天军长比较明确的军工龙头企业,主板成为以及具有央企整合预期的军工最大板块。上市公司。	东方证券/看好	航天电器 中国卫星	
房地产业	房地产业周减少土地储备和项目储备将使三再度拉房地产长期供给受限,进而可升,其中国能加则未来的供求矛盾。从这城股份、卧龙来看,地产长期大幅调整龙地产等强的可能性不大。2008年将成为势涨停。地产业绩高峰,2009和2010年地产业绩将放缓。	国泰君安/增持	卧龙地产 园城股份	

数据由“证券通(<http://www.cnsec.com>)”提供。