

或将一次性探明长期调整低点

结合经济形势演变,我们将泡沫破裂之后的市场走势划分为六个时期:(1)经济仍然强劲,股市估值崩溃;(2)经济稳定,股市超跌反弹;(3)经济快速减速,股市继续大幅下挫;(4)经济低迷,股市企稳反弹;(5)经济开始复苏,股市筑底承受最后一跌;(6)经济明确扩张,股市摆脱泡沫破裂阴影而复苏。预计中国经济增长未来将加速回落(虽不至于硬着陆),这类似于我国台湾当年的经济表现。A股因此也可能出现第一波下跌和第二波下跌连续发生的情形,使估值调整快速完成,或将一次性探明具备五年以上支撑意义的低点。

市场活跃度等指标也表明A股泡沫继续挤压空间有限。A股换手率、基金折价率、新股首日超常回报只比低谷期高10%,而大部分行业估值逼近历史低点。综合考虑,保险、银行、电力、水陆运输等行业已具备较高安全边际。

招商证券研究所

一、泡沫破裂后的经济演变和市场走势

1、泡沫破裂后六个时期的经济演变与市场走势

在对几个经典案例中宏观经济走势对证券市场的影响进行更详细的考察之后,我们结合经济形势演变将泡沫破裂之后的市场走势划分为六个时期:

1、经济仍然强劲,股市估值崩溃。在泡沫破裂后最早的2-3个季度,经济增长仍然强劲,通胀仍然维持高位,但日益抬高的利率最终刺破了泡沫,市场心理出现逆转,致使股市估值崩溃。实际上,日本和美国泡沫破裂后经济增长比之前季度甚至更为强劲,但股市分别下跌了45%和28%。我国台湾在泡沫破裂后经济增长虽然仍然短期强劲但直面减速威胁,台湾股市因而在第一阶段即下跌78%触及长期底部后大幅反弹。

2、经济稳定,股市超跌反弹。在随后的1-2个季度,投资者发现经济增长仍然稳定,股市因此超跌反弹。日本、美国各反弹25%,我国台湾因经济快速减速没有经历此阶段,而是一步到位直接进入下一时期。

3、经济快速减速,股市继续大幅下挫。第一次反弹后的3-4个季度,经济真正进入快速减速阶段,日本经济增长从6%下降到2%、台湾地区经济增速从3%下降到2%、美国经济增长从4.8%下降到1.8%,企业盈利能力出现明显恶化现象,导致此阶段的PE并未显著调整,但PB明显下降。通常来说,股指在这一阶段达到调整的最低点。

4、经济企稳,股市企稳反弹。这一时期经济增长几乎停滞,利率继续下调以防止经济危机。但股市最坏的预期已经在之前得到反应,投资者开始修正对经济过于悲观的预期,从而引发股市强烈反弹。日经225指数反弹29%、台湾加权指数反弹114%、纳斯达克指数反弹33%。

5、经济开始复苏,股市进入最后筑底时期,承受最后一跌。此时经济增长已经开始恢复,利率维持稳定,但市场信心仍然脆弱,市场强烈回吐前期反弹成果。日经225指数下跌27%、台湾加权指数下跌44%、纳斯达克指数下跌40%。

6、经济进入明确扩张期,股市彻底摆脱泡沫破裂的阴影而复苏。这时泡沫破裂已成历史,经济进入新一轮扩张期。1995年后日经225指数反弹50%、台湾加权指数再次报复性反弹110%、纳斯达克则在2003-2007年间反弹90%。由于经

济难以再现泡沫时期的盛况,股市复苏也就难以创出新高。而各个股市的反弹幅度与时间,则取决于本轮经济扩张的强度与可持续性。

再来看以下几个案例的具体情况。日本1990年泡沫破裂后五个季度内经济仍然保持强劲增长,甚至强于1989年,而在1993年经济出现负增长之前股市的大部分损失已经发生。值得注意的是,其利率在泡沫破裂后一年半(1991年7月)才开始下调,随后因预期利率即将见底才出现了较大幅度的反弹。

台湾加权指数在1990年1月内达到高点以后,在8-9个月之内下跌了78%,其中只出现过一次10%的反弹,这一过程正是台湾经济快速放债时期。一年之后台湾经济即陷入负增长,但市场在负增长出现之前已经触碰到最低点并开始反弹;随后的经济复苏过程中,股市反而进行二次探底;直到经济复苏的六个季度之后,市场才确立向上趋势;此后1994年通胀抬头伴随的一次小幅加息和经济减速引发股指下跌32%,至此筑底过程才算基本完成。

美国网络泡沫在2000年3月破裂,其后两个季度经济增长率仍然在4%以上,直到2001年的三、四季度经济增速才向零增长逼近,但此时股市的大部分损失都已经发生。股指真正见底发生在2002年9月,经济复苏三个季度之后。一个有趣的现象是,纳指调整过程中盈利始终处于下降趋势,每一次反弹都是由估值扩张引起的。

2、泡沫破裂后的市场活跃度——回归牛市启动水平

泡沫膨胀的重要特征是市场活跃度大幅增加,因此判断泡沫破裂后市场是否回归理性水平的一个重要参考证据,也就是市场活跃度是否已经回归理性水平。从我们考察的几个案例来看,泡沫破裂后换手率、成交额占GDP比、以及融资额占总市值比皆下降到牛市启动水平左右,或者更低。例如,若以融资额占市值比重而在下降。但泡沫破裂后换手率下降到150%左右,而台湾市场的融资功能并没有丧失;美国网络泡沫高峰期换手率高达600%,此后下降到350%;日本的换手率最低,最高峰是1987年的90%,泡沫破裂后下降到40%。

二、A股泡沫破裂:或将一次性探明长期调整低点

1、经济增长快速放缓——深福

调整连续发生

2008年上半年中国经济增长还处于高位,表现仍然强劲,但目前经济增速与2007年最高点相比已下滑近2个百分点。考虑外需放缓和内需回落(预计四季度开始房地产投资将快速回落,2009年之后投资将逐步回落)的影响,从2008年下半年到2009年之间的几个季度,经济增速很有可能继续回落甚至是加速回落。但从中国经济增长的长期动力看——即我们一直强调的供给面的人口红利、劳动力素质提升、技术进步、需求面的城市化、工业化、消费升级始终存在,中国经济在短期减速之后应重回较高增速,经济转型和产业升级过程可能通过较长时间来完成。

这种情况类似于我国台湾当年的经济表现。以此推断,A股市场的表现也可能与台湾股市类似,泡沫

破裂后第一波下跌和第二波下跌连续发生,使估值调整快速完成,或将一次性探明具备五年以上支撑意义的低点。

2、市场活跃度——A股泡沫继续挤压空间有限

与前期低点相比,从反映市场活跃度或市场情绪的几个重要指标来看,A股泡沫继续挤压空间也有限。除封闭式基金折价率外,从A股换手率、新股首日超常回报等指标来看,目前比2005年低谷期高10%左右。需要说明的是,与2006年相比,目前新股收益下降至最低点主要是因为中签率降低,而根本原因则在于一级市场资金状况仍很充裕。基金折价率是一个逐步下降的过程,一般会在熊市末期才达到最低点。

3、结构性风险已经释放——各行业估值均已逼近历史低点

破裂后第一波下跌和第二波下跌连续发生,使估值调整快速完成,或将一次性探明具备五年以上支撑意义的低点。

我们考察了分行业的估值水平及相关指标,以评价哪些领域还存在结构性估值风险。从换手率看,目前全部A股月换手率已低于历史平均水平,沪深300逼近历史低点。各行业的换手率总的来说都还比较活跃,其中农业、证券还居于平均水平之上,逼近低点的有石油石化、保险、银行、电力、钢铁。

从静态市盈率看,大多数子行业都在向最低值逼近,全部A股距离最低值10%。证券、有色、机械、汽车、家电、航空、水陆运输、银行、保险、旅游、纺织服装、钢铁行业基本到达历史最低点。传媒、食品饮料、煤炭、建材、军工、建筑、农业等行业距离历史估值低点还有20%-40%的空间,具有一定的估值风险。

从市净率看,全部A股距离最低值35%。石油石化、食品饮料市净率高于历史平均值。我们特别指出,在高油价时期及价格体制改革预期长期存在背景下,石油石化的高市净率具有必然性。而保险、电力、汽车、钢铁、银行、旅游行业等市净率距离历史最低值较近,估值风险最小。

综合估值及市场活跃度等指标来看,保险、银行、电力、水陆运输等行业目前已经具备相对较高的安全边际。

(执笔:赵建兴、王晶晶)

信息评述

“两率”双降 提振市场信心

国金证券:

央行下调贷款基准利率和存款准备金率是政策基调的重要转变。政策调整符合当前经济运行的特征与要求,调控手段也超出了市场预期。在目前PPI仍然处于高位情况下,宏观政策明确向增长倾斜,显示出央行货币政策调整的前瞻性,这意味着政策还保留后续松动空间,并且利率手段具有持续性,可以根据经济增长情况进行再调整。

本次“两率”双降可以在一定程度上缓解对增长过度下滑的悲观预期。此次降息有助于缓解企业的资金成本压力,维持一定的利润空间。但同时目前影响企业利润的核心因素已经从成本侧转移到需求侧,资金成本压力的缓解无法在短期内解决需求下滑带来的放缓,因此利润增长的触底过程还未完成。

未来财政政策也存在进一步放松可能。由于在贷款额度继续受到控制情况下,货币政策并没有全面转向积极扩张,传递出的积极信号的作用要大于实际效果。这有助于缓解市场对经济下滑的过度忧虑,对短期市场的正面作用更大。

从投资策略角度,我们认为需要关注三个方面:从短期来看,市场无疑受到政策提振,但受制于盈利增长下降与供给压力增加的困扰,此项政策还无法令市场产生趋势性的转折,还需要等待持续积极政策的效果,更为关键的是全球经济周期的转变;由于通胀回落速度和企业经营放缓速度都在一定程度上超出预期,货币政策的放松也提前来临,债券是这一阶段的重点受益资产;行业配置可以转向更灵活的防御,一方面此项政策力度还难以令市场产生趋势性的转折,因此依然坚持防御配置策略,可关注替代能源、新能源开发设备、节能环保设备、农业、食品、饮料、日用消费品、医药、超市、软件与互联网。但同时,政策传递出的积极信号将有助于缓解对经济过度下滑的忧虑,后续货币和财政政策仍有出台以刺激经济。我们认为投资敏感性行业会在一定程度上获得需求支撑,重点关注机械设备行业。

国产乳品企业面临全行业危机

齐鲁证券:

国家质检总局9月16日晚通报了全国婴幼儿奶粉三聚氰胺含量抽检的阶段性结果,有22家企业69批次产品检出了含量不同的三聚氰胺,被要求立即下架。

企业为了降低奶粉生产成本,添加三聚氰胺以提高检测蛋白质含量。事实上,正是由于行业监管不到位、行业进入门槛不高,在整个行业利润空间受到压缩情况下,无序竞争未必会“优胜劣汰”,反而产生“劣币驱逐良币”,并由此产生了全行业的安全隐患。此次事件首先从婴儿奶粉爆发出来,但其乳制品很可能也添加了三聚氰胺,毕竟其它产品面临的市场竞争更为残酷。

此次三聚氰胺事件对中国乳制品行业影响非常严重,可以预见,不久相关乳品企业将面临大量索赔处理,国产奶粉销量将极度萎缩。如果三聚氰胺继续蔓延至其它乳制品,那对中国乳制品行业将是灭顶之灾。食品安全事件频发与我国对食品生产标准制订不完善,对生产企业监管不到位,对产品监测不力有关。鉴于我国国情,食品安全监管之路任重而道远。

根据此次披露的阶段性调查结果:伊利股份(600887.SH)、蒙牛乳业(0319.HK)、SST亚华(000918.SZ)旗下“南山”品牌、光明乳业(600597)(子公司江西光明英雄)列入黑名单;而三元股份(600429.SH)、新希望(000876)生产的奶粉则未在“问题奶粉”名单中。对于产品列入黑名单的乳品企业,我们建议回避。对于产品合格、我们表示尊敬。但是在尚未结束调查之前,建议还是暂时回避为宜。此次三聚氰胺奶粉事件暴露的不仅是产品安全问题,还暴露了乳制品行业的整体问题:正常的生产销售已经难以维持盈利,因此才产生了全行业的违规事件。我们继续看淡乳制品行业,暂维持对乳制品行业“中性”投资评级。

强势个股机构最新评级(9月17日)

个股名称	个股代码	评级机构	最新评级	08EPS	机构估值	最新收盘	目标空间
民生银行	600016	国泰君安	增持	0.60	8.50	4.33	96.30
三一重工	600031	中银国际	买入	1.26	20.16	13.91	44.93
中国联通	600050	申银万国	增持	0.29	5.96	4.09	45.72
宇通客车	600066	中投证券	买入	1.05	18.00	10.79	66.82
包钢稀土	600111	东方证券	买入	0.79	25.75	8.24	212.50
中国卫星	600118	中投证券	买入	0.56	23.00	15.89	44.75
福田汽车	600166	安信证券	买入	0.63	9.60	4.98	92.77
海正药业	600267	中投证券	增持	0.43	18.00	11.87	51.64
航天信息	600271	中信建投	增持	0.95	25.00	19.00	31.58
华泰股份	600308	光大证券	增持	1.11	13.00	8.31	56.44

热门板块机构调研深度透析(9月17日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
石油业	油价价格连跌	原油价格大幅下跌化解了石化行业成本压力,但如果油价下跌带动行业成本压力,则国内成品油价格可能下调,这对石化行业的盈利产生负面影响。预计下半年行业业绩将有所释放,但长期发展仍存在很大变数。	国金证券/持有	中国石化 S石化
农业	农业股再度活跃	供求平衡成为国内农产品价格的主要因素。短期来看,农业并非面临较大的估值压力,但其中长期成长性仍被看好。其养殖等上游企业具有更高的投资价值。	海通证券/增持	中水渔业 洞庭水产
医药业	医药板块近半年	报数确定了医药行业全年连续活年高速增长趋势,而“医改”需求依然会成为医药行业盈利增长的加速器。医药行业经历前期调整后短期估值水平合理,可重点关注具有较强创新能力与渠道优势的制药企业。	长江证券/看好	双鹭药业 一致药业

数据由“证券通(http://www.cnsec.com)”提供。

未来两年限售股解禁压力=发行16个半中国石油

银河证券研究所

一、驱动因素及关键假设

如果按总市值减去流通市值计算,未来A股市场解禁的限售股规模超过9万亿,是当前流通市值的1.9倍。2009年、2010年,大非和首发原股东限售股解禁进入高潮期。在宏观政策仍然偏紧、上市公司利润增速下滑、市场交投清淡情况下,这成为各方投资者最担忧的因素之一。关键假设:监管层对限售股减持规定没有发生明显变化。

二、我们与市场不同的观点

市场对种类繁多的限售股的认识比较模糊,没有对未来两年限售股解禁后对市场的实际压力进行测算,简单地以总市值减去流通市值作为未来限售股解禁的压力。我们的不同之处:1)把限售股分为四类,针对每一类分别研究;2)解禁不等于减持,对大小非和首发原股东限售股进行拆分,测算解禁后具有实际减持压力的规模;3)分

析了限售股解禁压力巨大的制度层面的原因;4)对个股进行风险提示。

三、对限售股解禁的判断

2009年、2010年限售股解禁规模为3.76万亿元、3.94万亿元,实际压力为5100亿元、5900亿元。如果以2007年10月首发募集668亿元的中国石油计算,未来两年限售股解禁的实际压力相当于发行16.48个中国石油。

2009年各类限售股中,具有实际压力的是5100亿元。2009年是大小非解禁的高潮期,以非国有控股、大股东为主的大非解禁超过3100亿元,占比超过60%。其中,2月份是全解禁压力的高潮,解禁规模超过800亿元。

2010年各类限售股中,具有实际压力的是5900亿元。与2009年不同,2010年大小非压力明显减轻,市场面临的压力主要来自解禁的首发原股东限售股。其中,3月份和12月份是解禁压力的高潮期,单月解禁压力超过1000亿元。

限售股在其它国家也是存在的,为什么在我国就显压力如此之大?除了对后市信心不足、企业资金紧张因素之外,对限售股减持规定不够完善、市场缺乏稳定定价的机制是造成这一现象的制度层面的原因。

四、投资建议

对于当期解禁规模大的股票,或者当期解禁规模占已流通规模比例高的股票,投资者应当回避。2009年、2010年实际解禁压力较大的个股有:

大小非:招商银行、东方锅炉、华夏银行、盐湖钾肥、包头铝业、双汇发展、海通证券、恒瑞医药、新和成、中国国贸;首发原股东限售股:中国太保、紫金矿业、太平洋、上港集团、北京银行、天马股份、宁波银行、潍柴动力、中国国航、金风科技;机构配售限售股:上海汽车、中国船舶、太钢不锈、中国远洋、海通证券、海螺水泥、深圳能源、东方电气、宝钢股份、民生银行。(执笔:张琛)

