

流动性推升估值，政策逆转周期

宏源证券 王智勇

2009年03月05日



目录

-  前期策略观点回顾
-  我们策略的研究思路
-  对A股市场趋势的判断
-  对投资主题的判断
-  行业配置

窗口周期：上半场看推动PE，下半场看推动E。政策逆转周期仍是个问号。

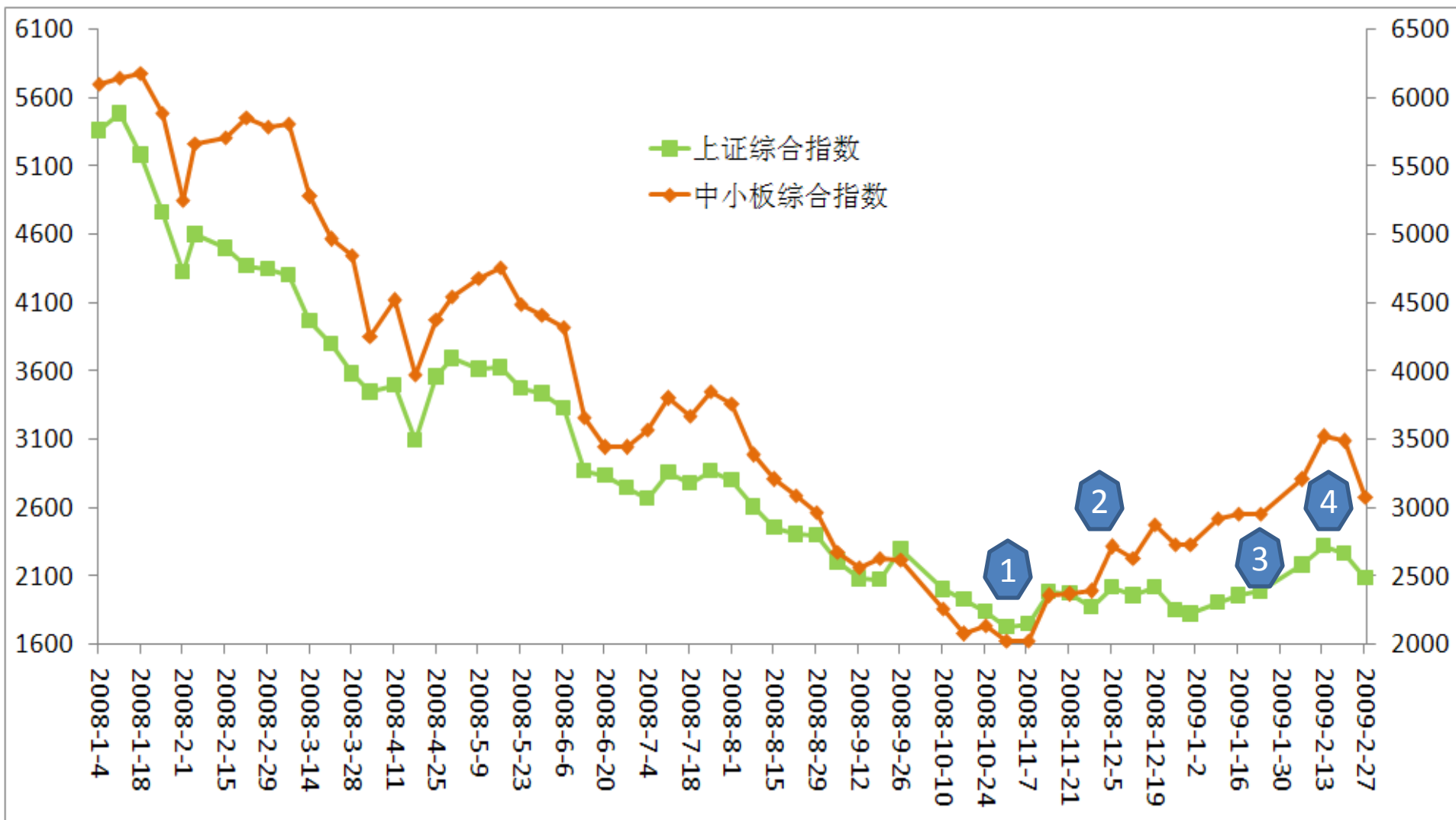


第一部分

前期策略观点回顾

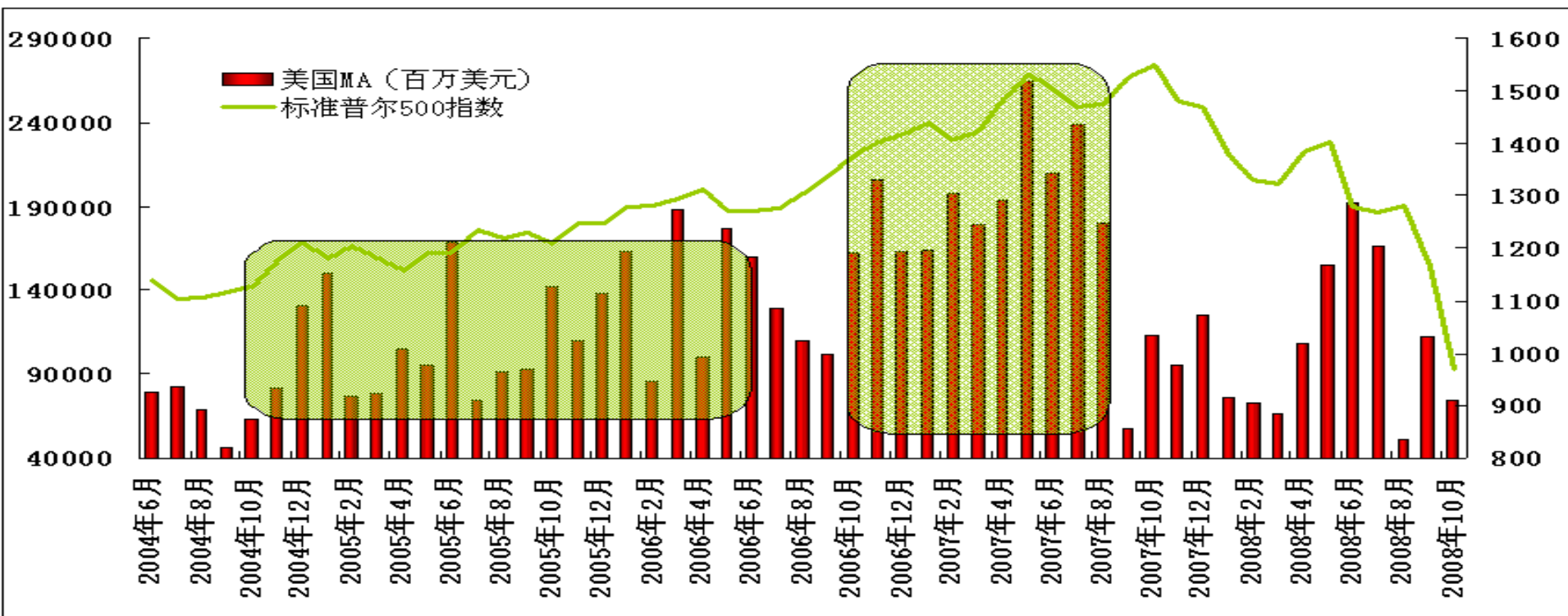


图表1：2008年1月-2009年2月上证综指和中小板综指走势图





图表2：2004年6月-2008年10月美国国内的并购重组[百万美元]



11月10日：《A股市场的底部路线图——减持、延期减持、增持、回购和并购重组》

- 增发方式1：PE定价。高PE增发，对机构投资者和二级市场定向增发；
- 增发方式2：P定价。低P增发，对大股东定向增发。

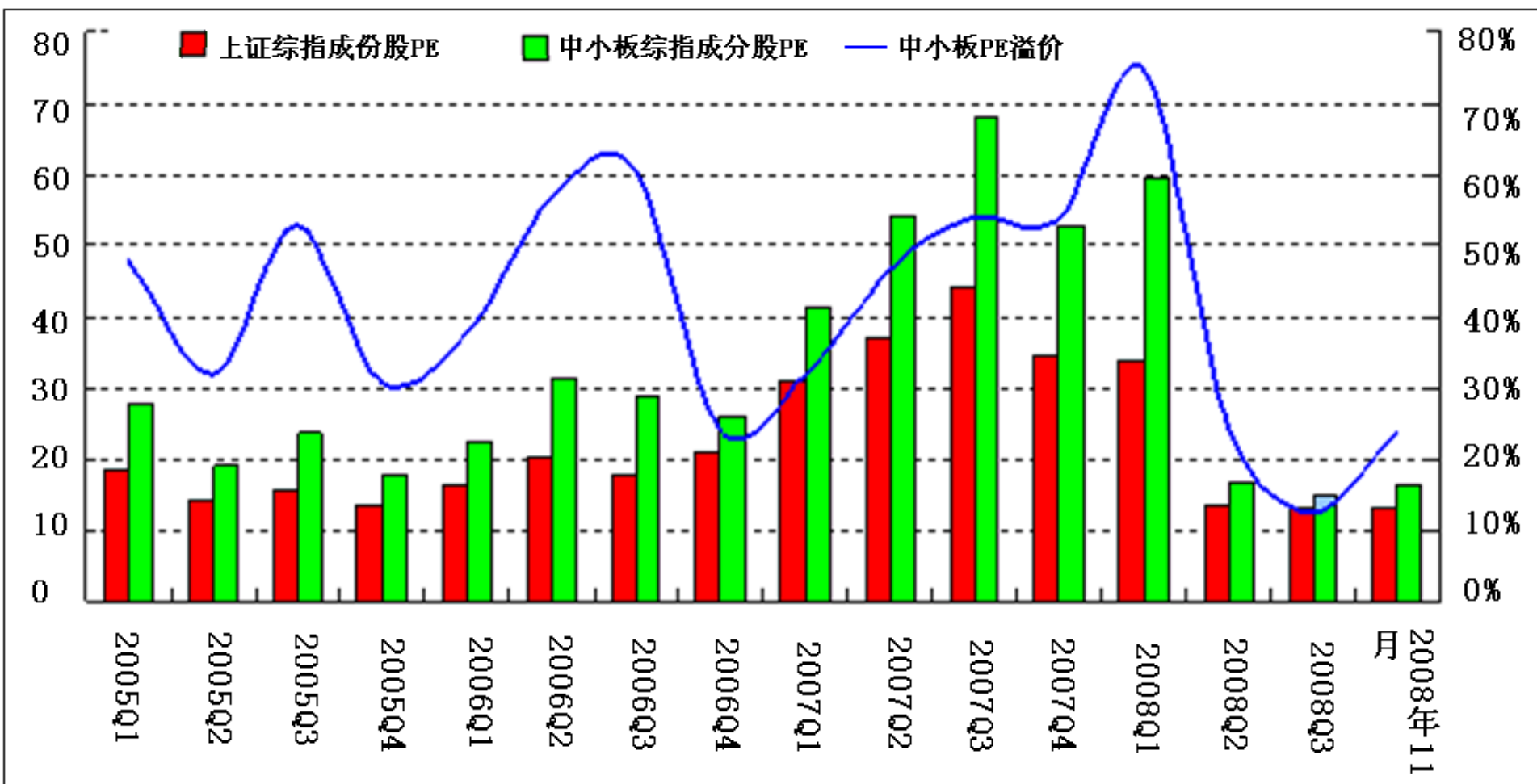


- 根据保罗·菲利普《跨越分歧》中的观点，美股历史上的泡沫一共有三种类型：资产泡沫、结构性不稳定泡沫和技术泡沫。
- 我们认为2000年的网络泡沫和美国即将开始的新能源泡沫属于技术泡沫，这些泡沫实际上是代表技术进步，技术进步会带来巨大的投资机会和后期的有效需求。
- 我们回顾了网络泡沫前PE和VC的投资数据，有较强的行业侧重性；本次，2006年至今PE和VC的投资数据，较强的倾向于新能源和基因工程。

11月17日：《奥巴马的下一个泡沫式繁荣—新能源》

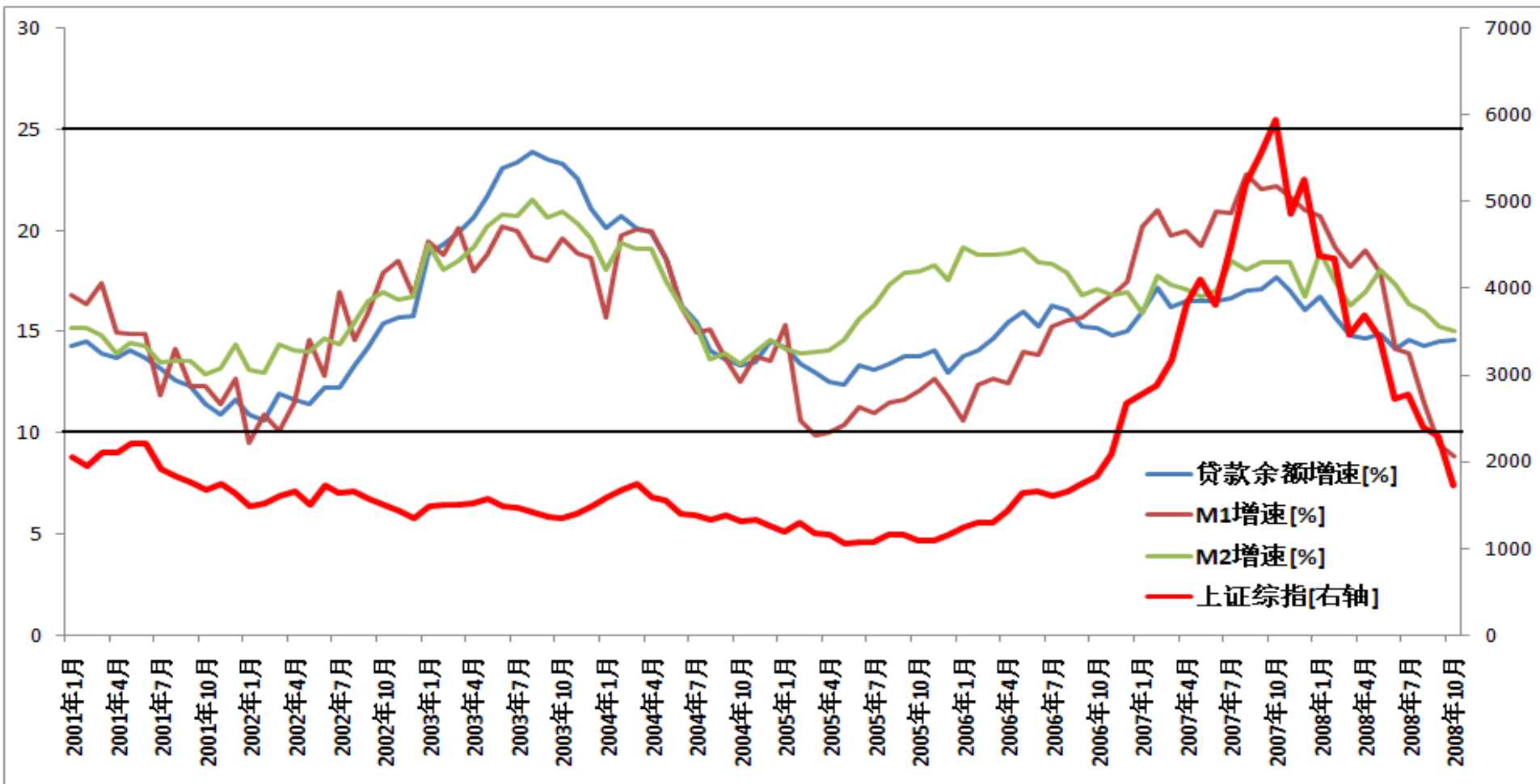


图表3：2005年第1季度-2008年11月中小企业板对主板估值溢价



12月15日：《继续关注风格受益下的中小市值板块》

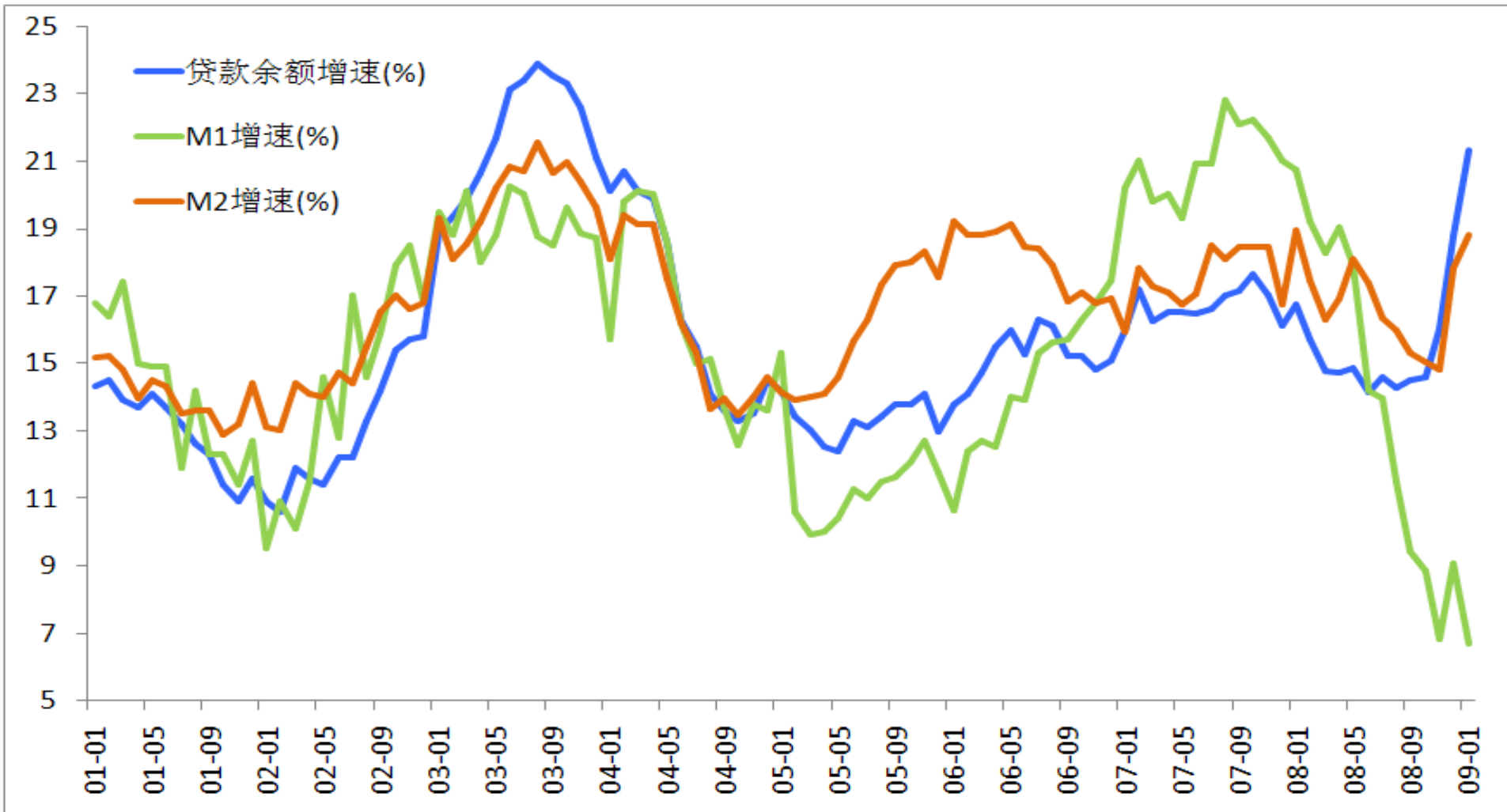
图表4: M1/M2/贷款余额增速和上证综指对比走势图



2月2日: 《2月策略报告-流动性充裕助推主题型牛市》

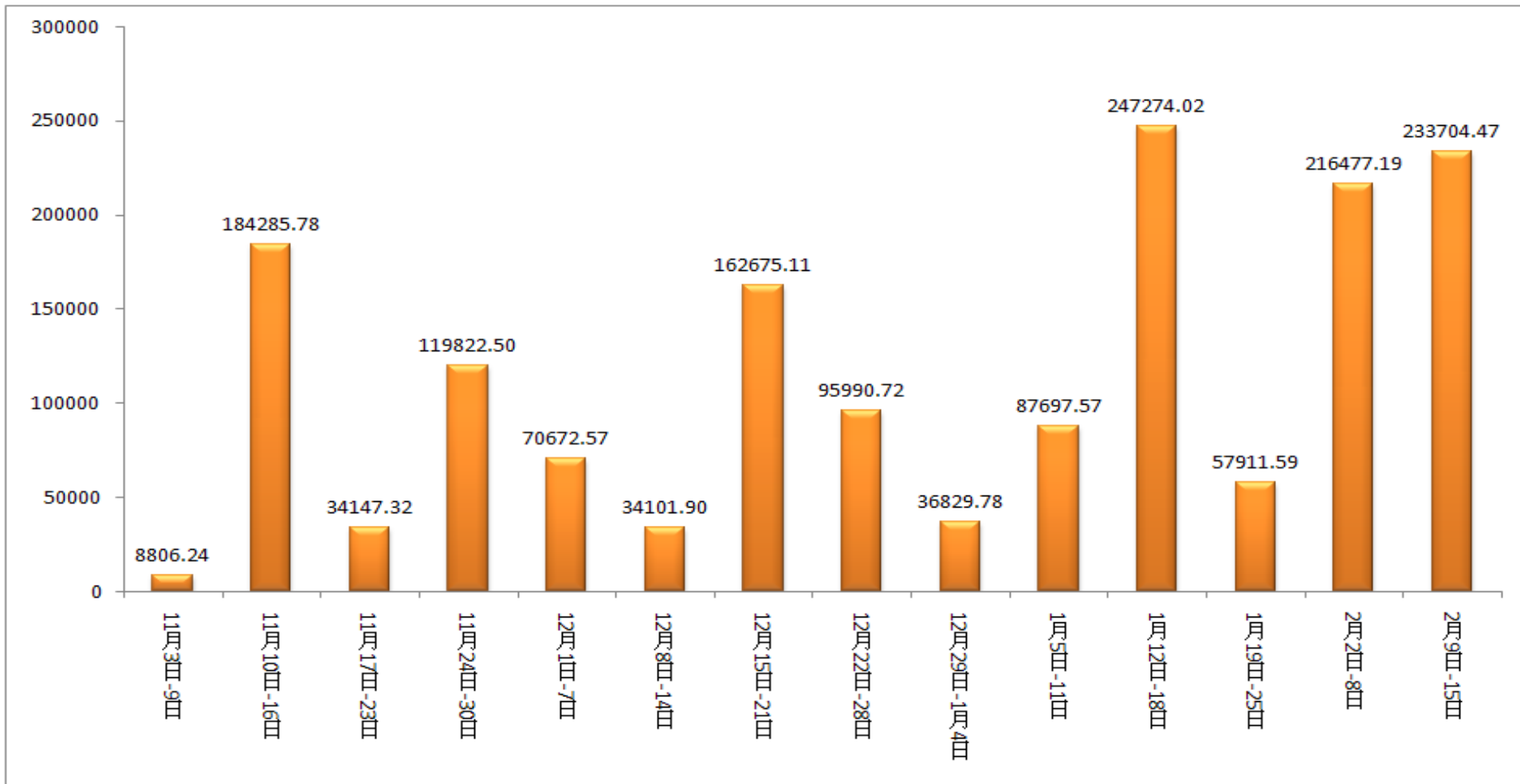


图表5: M1/M2/贷款余额增速, 拐点出现, 提供流动性





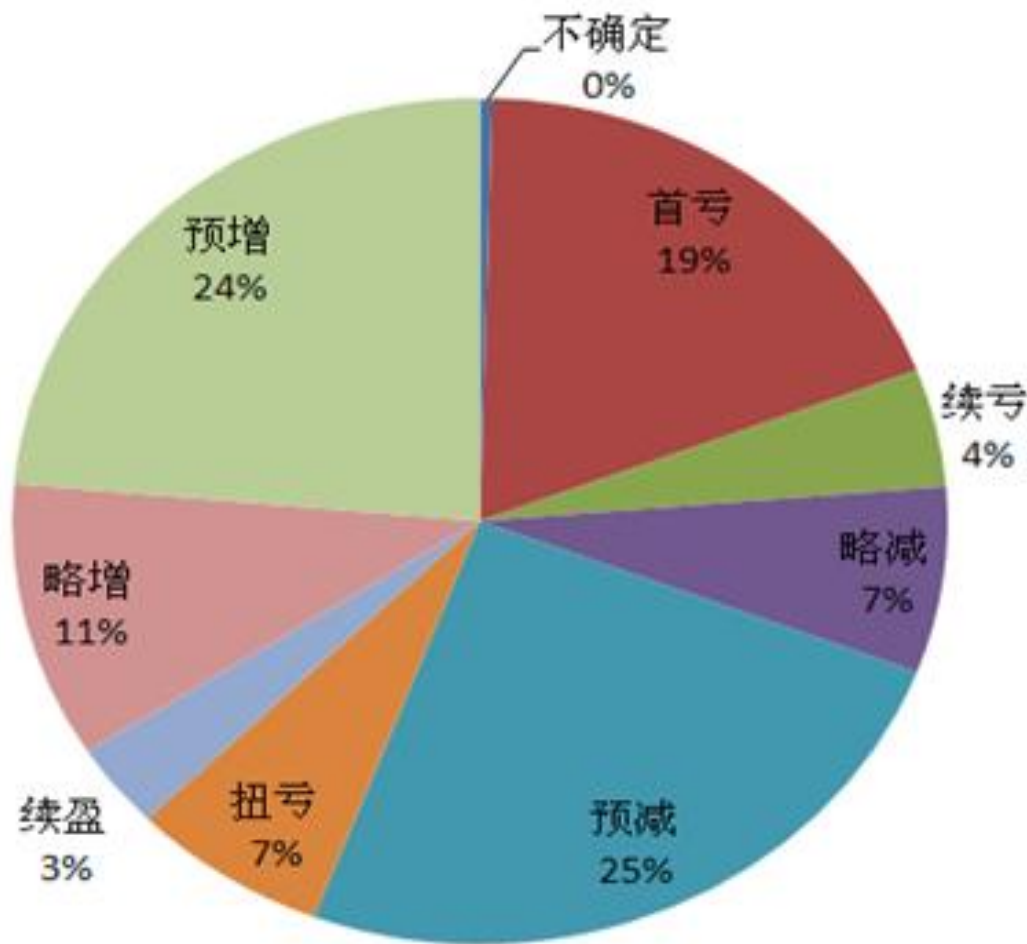
图表6： 2008年11月-2009年2月15日按周统计的产业资本减持[万元]



2月16日：《流动性助推的“主题型牛市”面临挑战》



图表7：截至2009年2月11日沪深两市累计954家A股公司发布业绩预告



预告类型	家数	占比
不确定	4	0.42%
首亏	180	18.81%
续亏	43	4.51%
略减	68	7.13%
预减	238	24.95%
扭亏	65	6.81%
续盈	31	3.25%
略增	101	10.59%
预增	225	23.58%



第二部分

我们策略的研究思路



$$P=E*PE$$

影响因素：

➤PE的影响因素

流动性、周边市场、市场周期、市场情绪、行业比较

➤E的影响因素

宏观经济、股票市场

➤PE与E的关系

两者交互影响

窗口周期： 上半场看PE， 下半场看E。



- **流动性指标9个：**限售股解禁、产业资本减持和增持、印花税和佣金、M1/M2/贷款余额增速、新增A股、新增基金开户数、新股IPO、A股公司增发、央行公开市场操作；
- **周边市场指标2个：**大宗商品、股票市场；
- **市场周期指标3个：**A股市场的PE估值历史比较、A股市场与海外市场PE估值比较、中小企业板对主板的溢价水平；
- **市场情绪指标1个：**成交量和成交额；
- **行业比较指标2个：**A股一级行业PE估值横向比较、海外市场和A股市场PE 估值比较；
- **宏观经济指标N个：**信贷增速、发电量、PMI、BDI、PPI、A股公司业绩增长环比；
信贷周期>流动性周期>进口周期>工业生产周期（发电量）>利润周期>通胀周期
- **股票市场指标：**公允价值变动、未确定的投资损失的周期性----PE与E两者交互影响

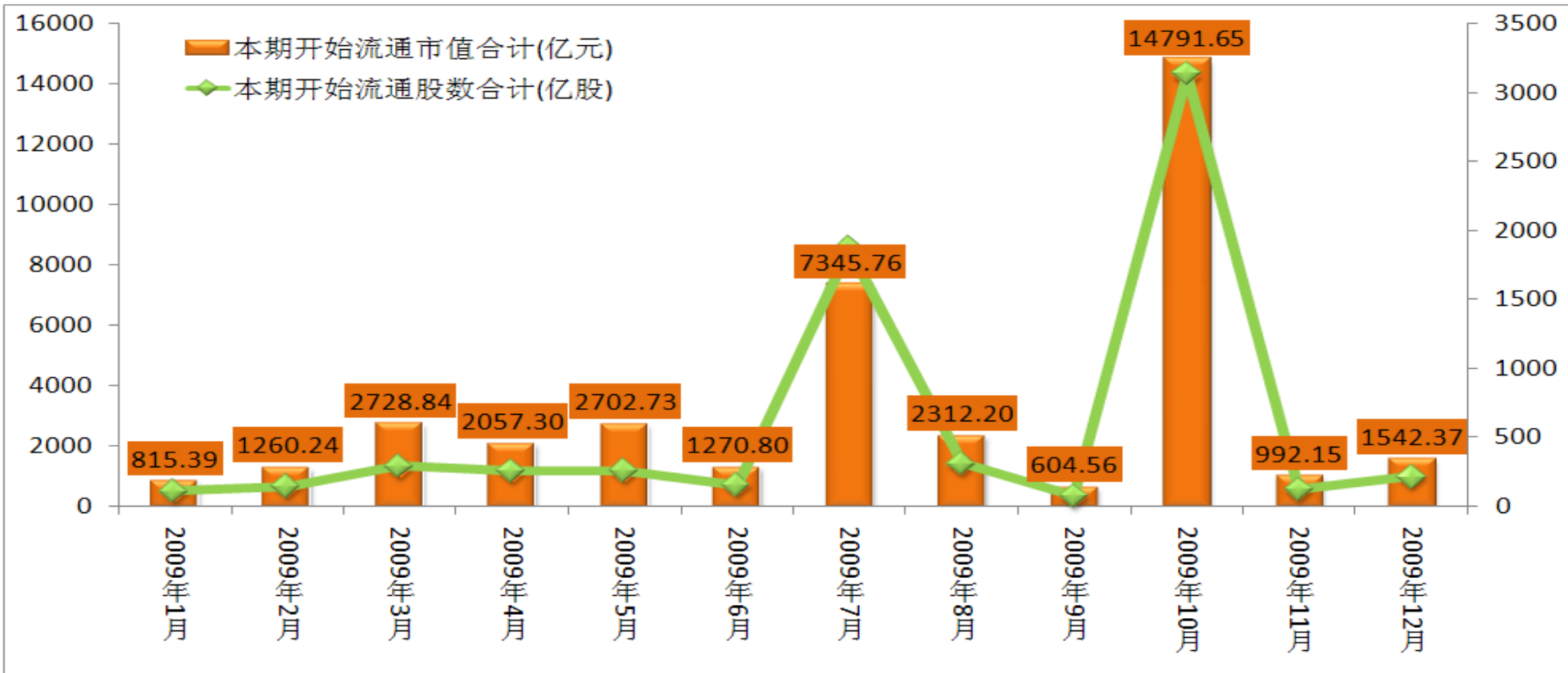


第三部分

对A股市场趋势的判断



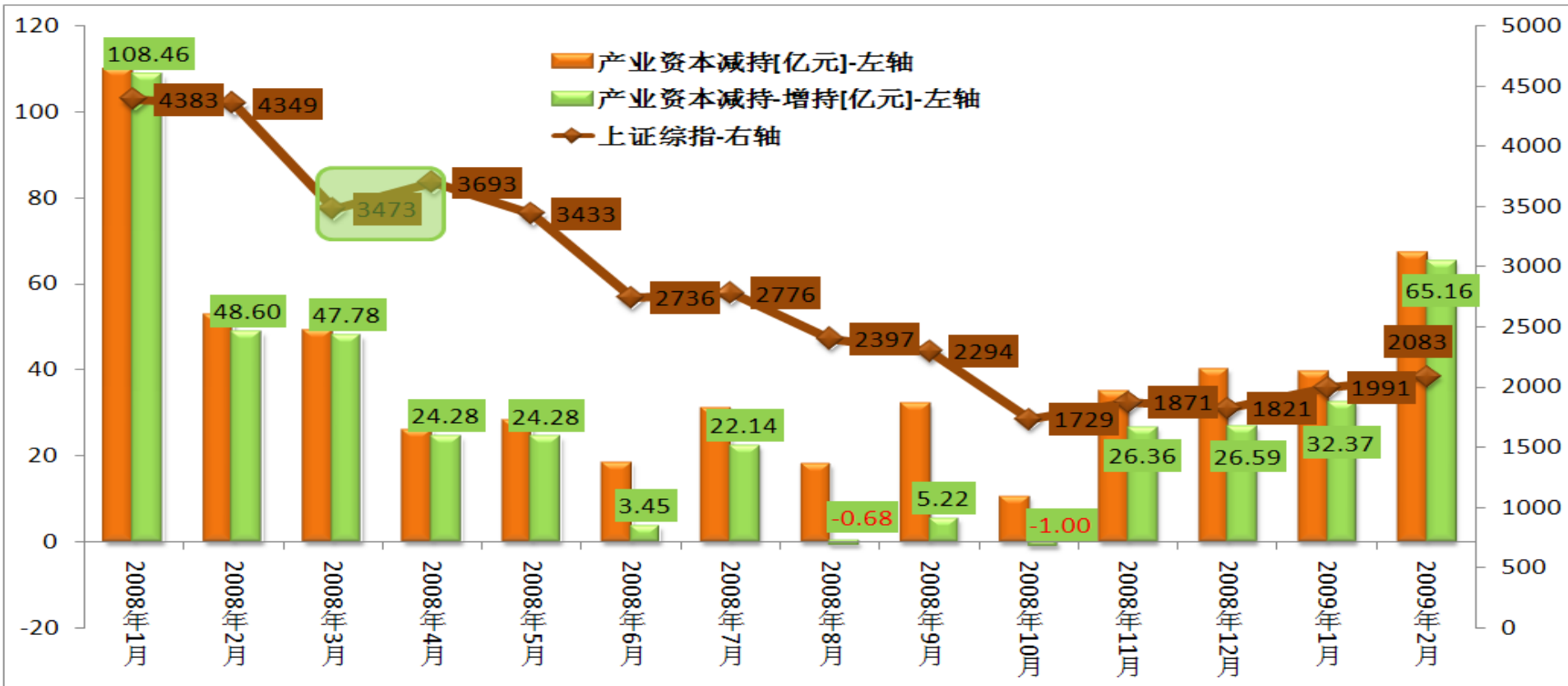
图表8： 2009年1月-12月A股市场限售股解禁压力比较



我们总结产业资本减持的原因是阶段性的：

首先1-6月，A股公司整体估值高企，远超出产业资本对市场估值的预期，主动减持；其次，6月-10月，次贷危机逐渐演变成全球金融危机，我国尚未改变紧缩的货币政策，产业资本流动资金紧张，被迫减持。

图表9： 2008年-2009年产业资本二级市场操作和上证综指走势对比



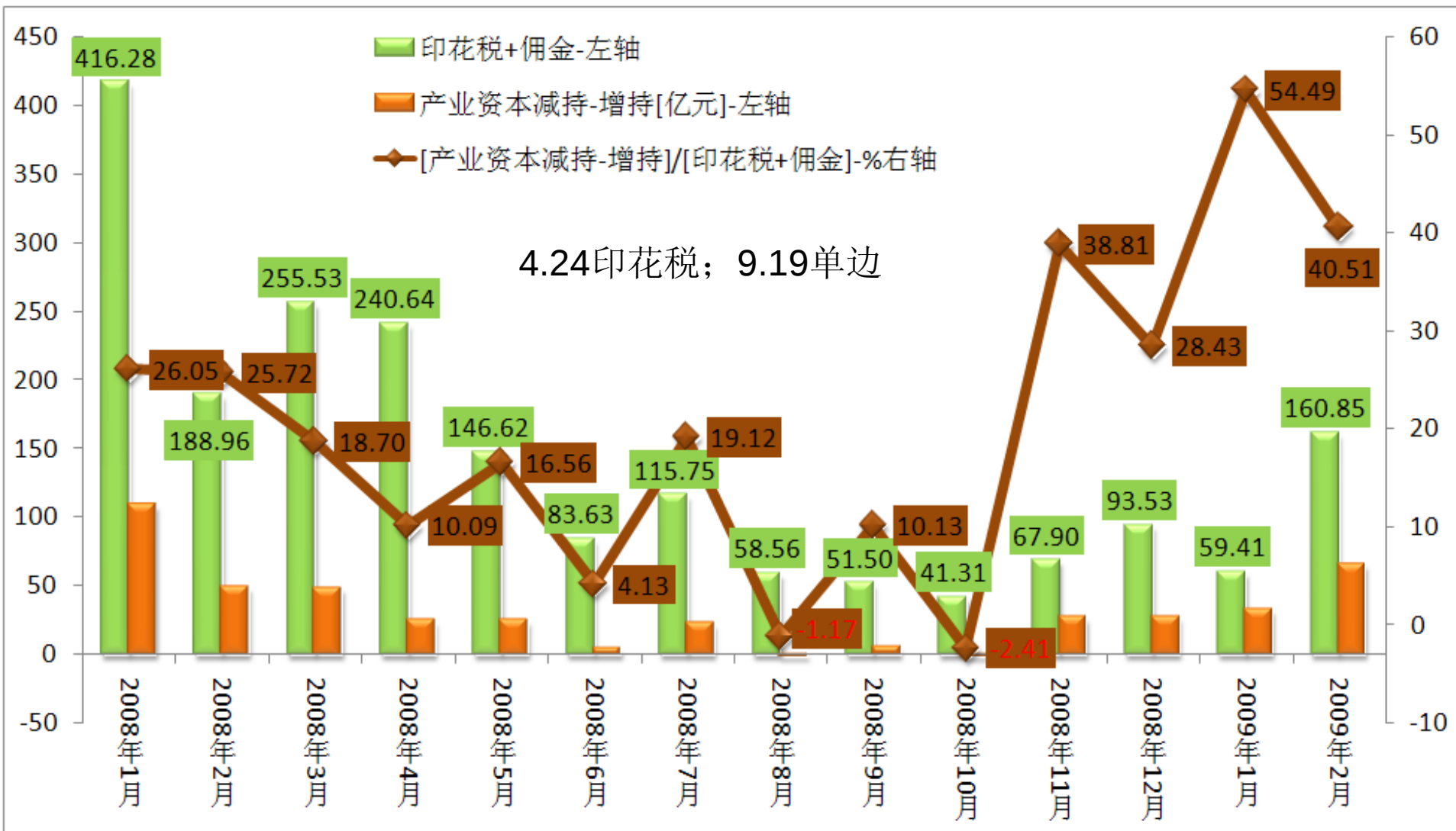
4月22日 《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》；

8月29日 《上市公司股东及其一致行动人增持股份行为指引》；

9月19日 《汇金增持三大行》；

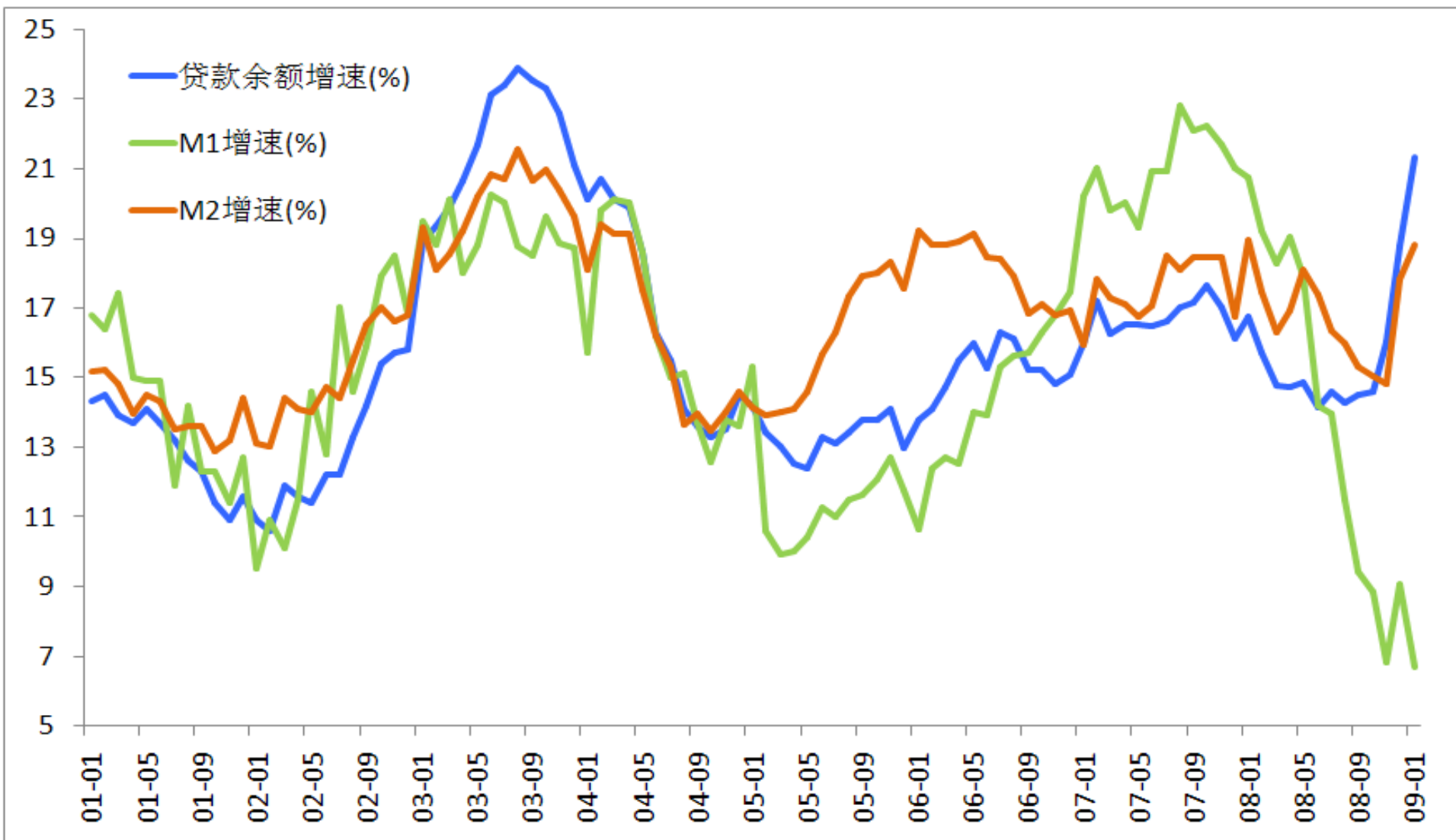
9月22日 《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》；

9月25日 《放宽增持敏感期限限制》；

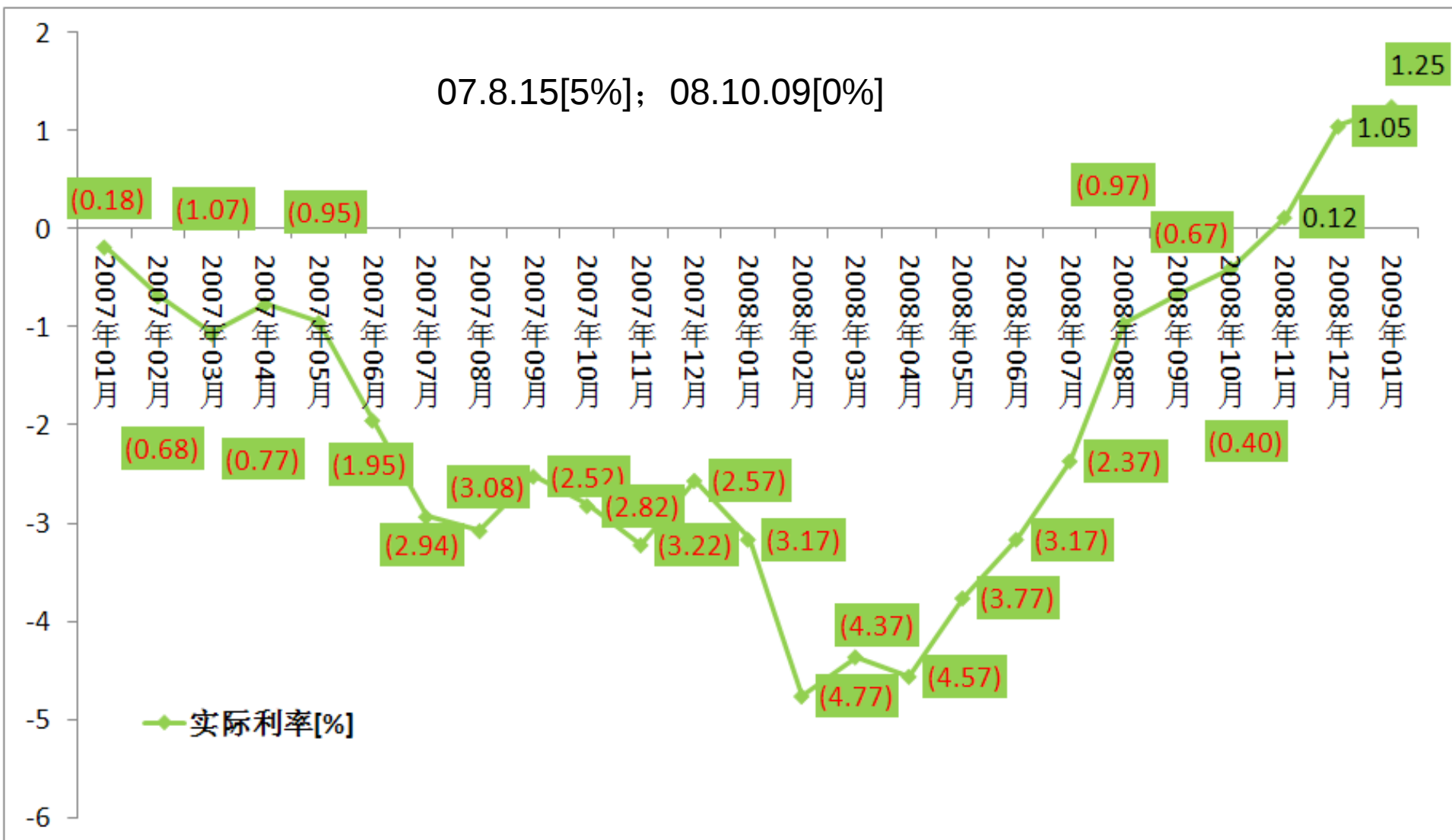
图表10： 2008年-2009年产业资本二级市场操作、印花税+佣金




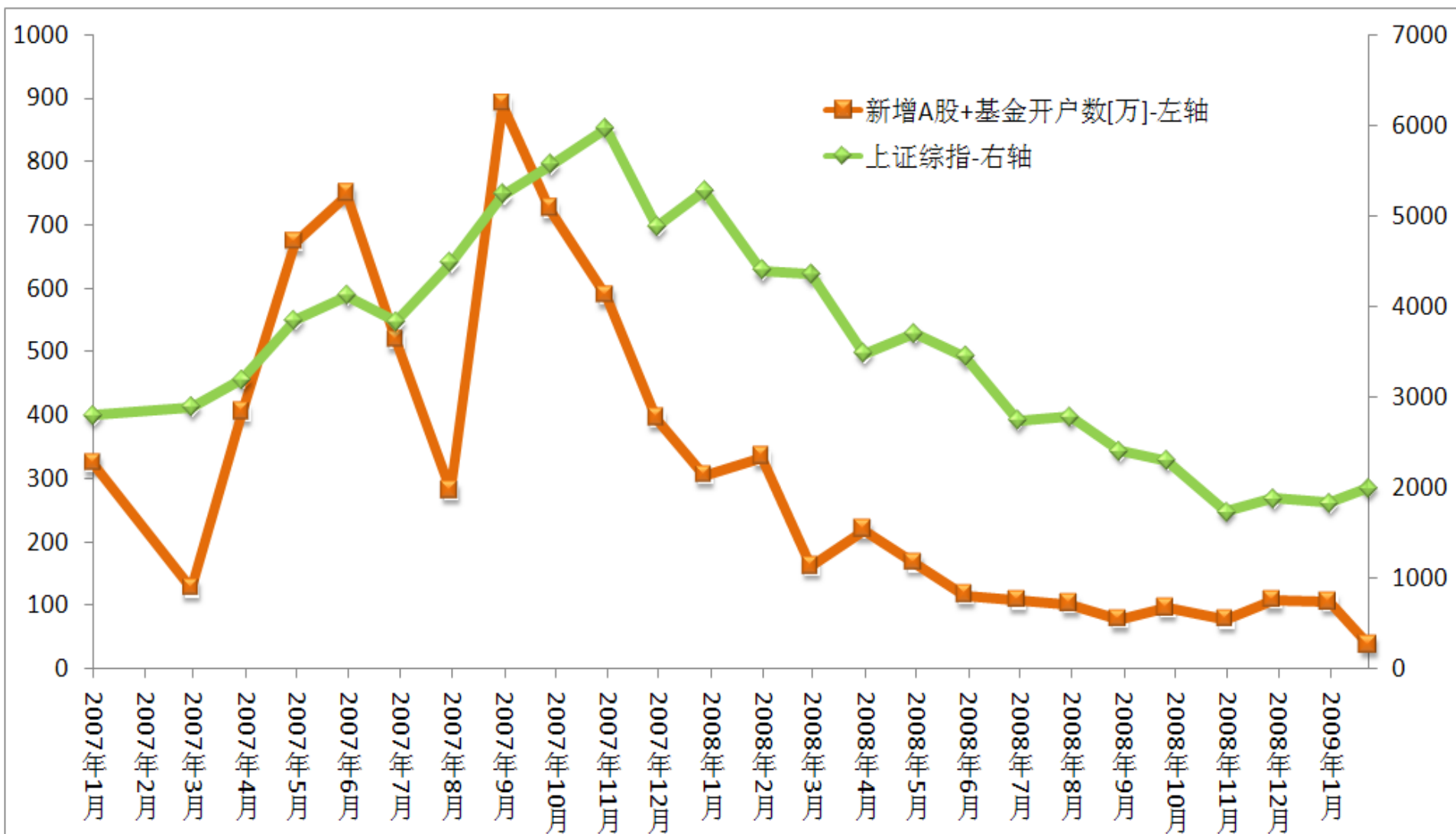
图表11: M1/M2/贷款余额增速, 拐点出现, 提供流动性



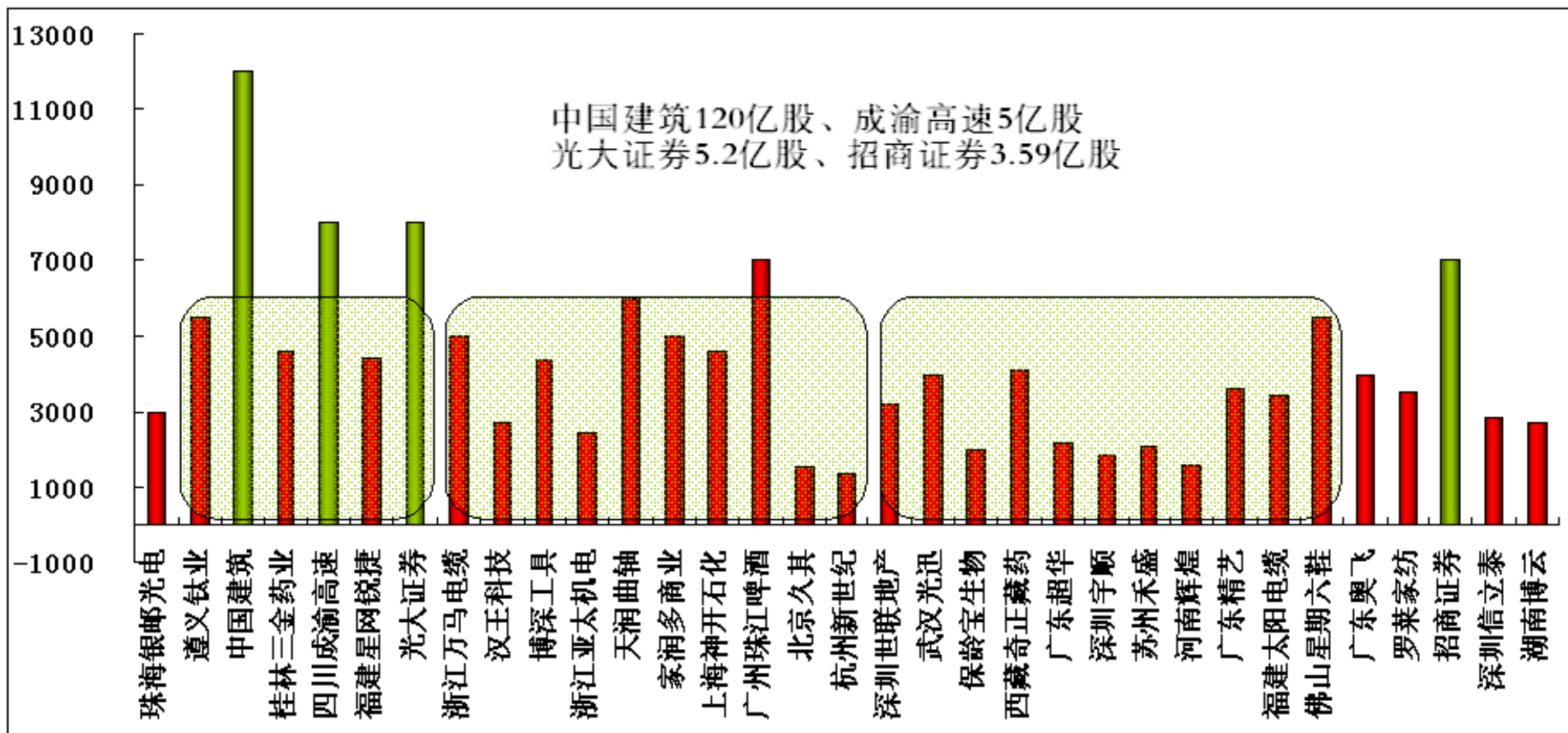
图表12： 2007年1月-2009年1月中国实际利率走势



图表13：新增A股+基金开户数、上证综指走势对比

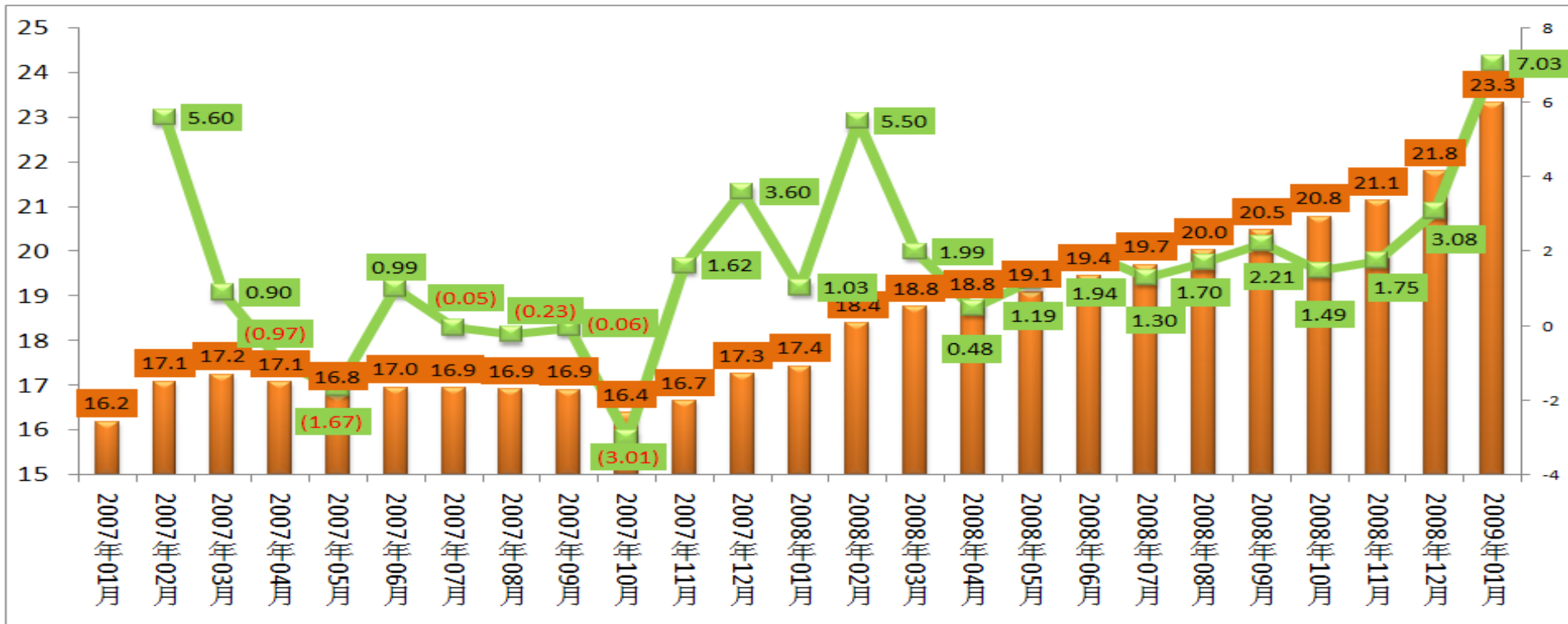


图表 14： 2008年证监会审批通过未发行的首发公司



2008年证监会审批通过但是并未发行的公司，累计144.18亿股，其中包括中国建筑120亿股、成渝高速5亿股、光大证券5.2亿股和招商证券3.59亿股。

图表 15：2008年证监会审批通过未发行的增发A股公司



证监会审批通过未发行的增发公司，累计**137.84亿股**，包括安信信托**13.62亿股**、SST亚华**11.71亿股**和ST长运**16.59亿股**。

证监会审而未发的IPO和增发公司累计预计发行**282亿股**。如果**282亿股**全部发行，融资规模预计在**2000亿**左右，考虑到新批增发的增量和调控发行的缩量，融资规模在**1500-2000亿**之间。当然这只是考虑直接融资规模，不包括新增IPO发行带来的限售股压力，按照此前的数据看，发行流通股市值/新增限售股市值比例小于**1：3**。



图表 16: 1971年至今的CRB现货指数

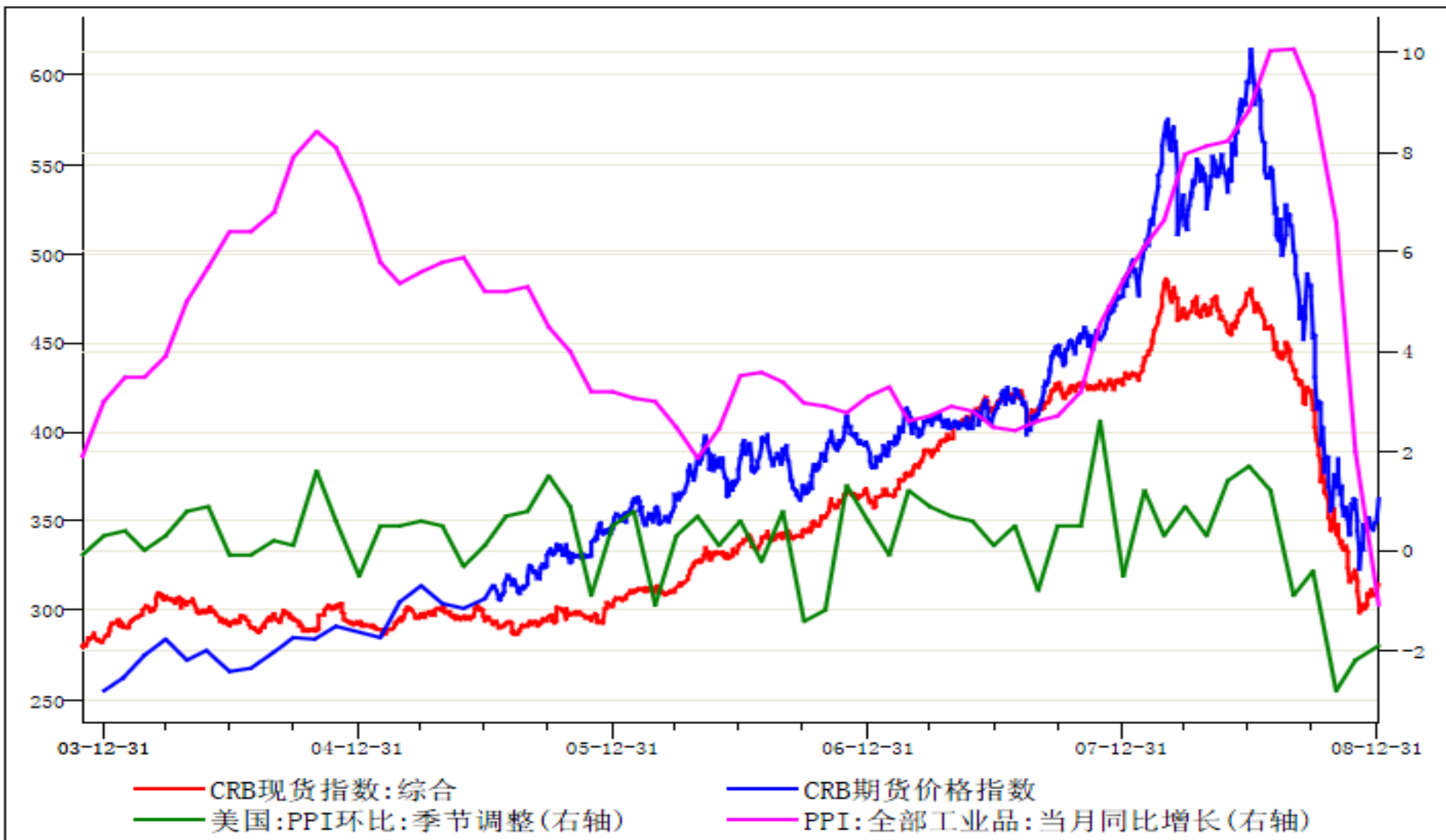


第1次是在70年代初中期，CRB指数从60年代的100左右大幅跃升至200以上，升幅超过1倍，此后的30多年及至2006年，CRB指数一直以250为中轴上下波动。当时的国际经济环境特点有三：其一，美国第三次科技革命转化为生产力，制造业的加速发展带来能源及商品需求的急剧上升；其二，两次石油危机致使能源原材料价格难以回落原有运行区间；其三，布雷顿森林体系崩溃美元大幅贬值。

第2次是在最近的2006年，CRB指数从原来的运行上限300左右上升到08年初的480，升幅达60%。虽然从2002年开始，CRB指数走出底部区域，维持了长达6年之久的上涨过程，但我们认为，直到2006年，指数的运行仍未脱离原有的区间，其上涨与02年开始的新一轮经济增长周期一致。

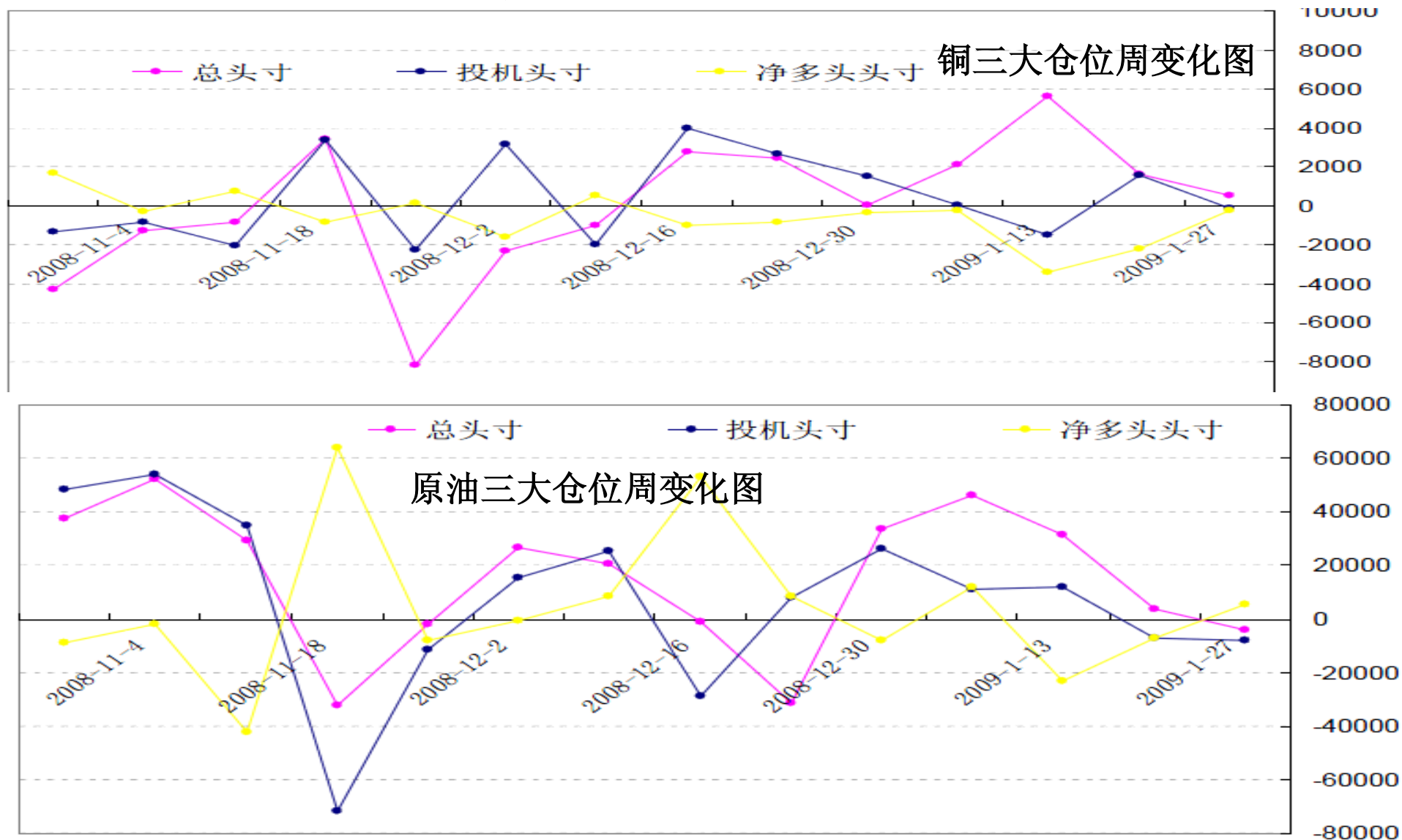


图表 17：通缩最危险的时刻于08年11月已经过去，大宗商品在筑底



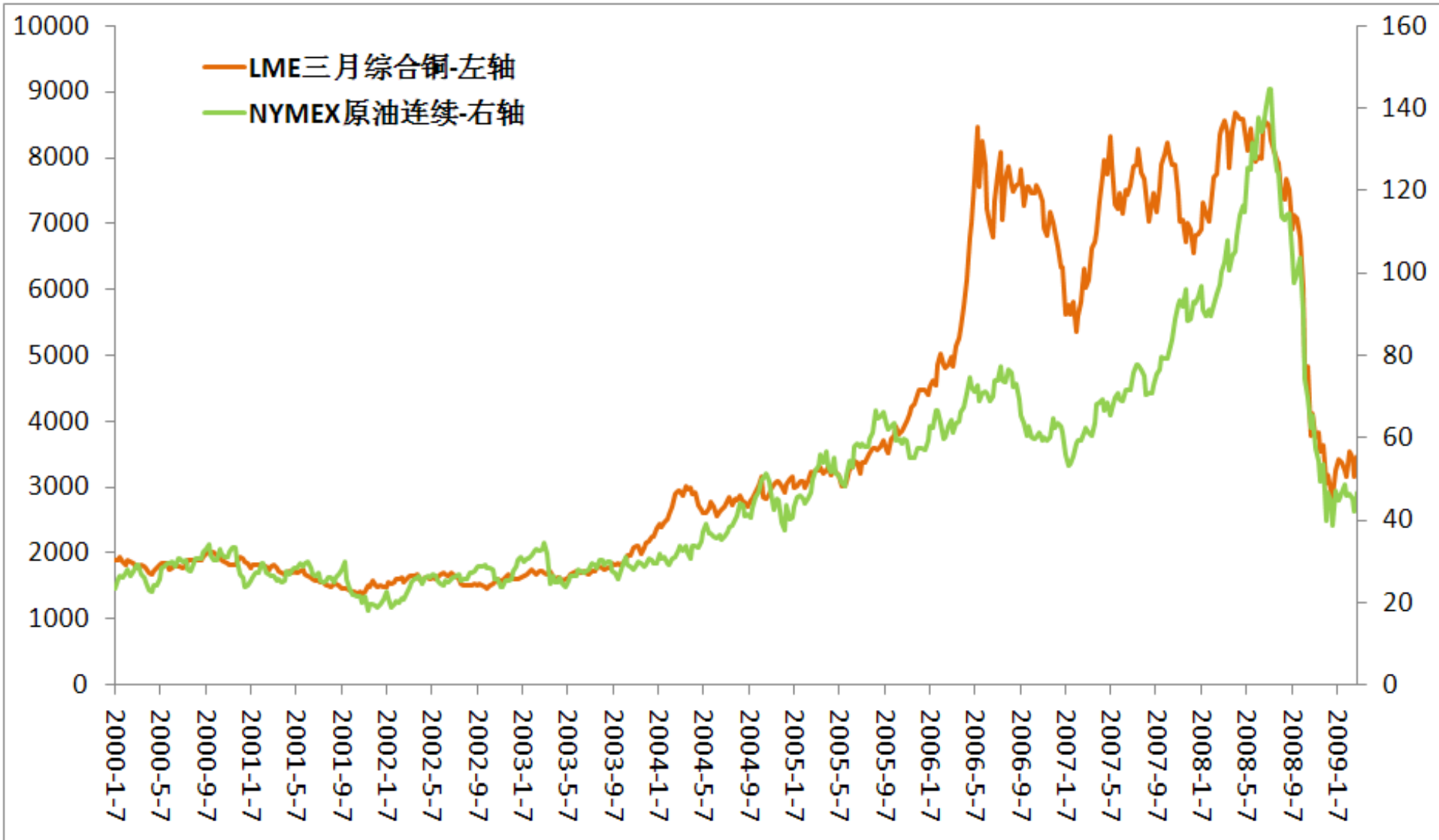


图表 18: 铜、原油期货持仓数据



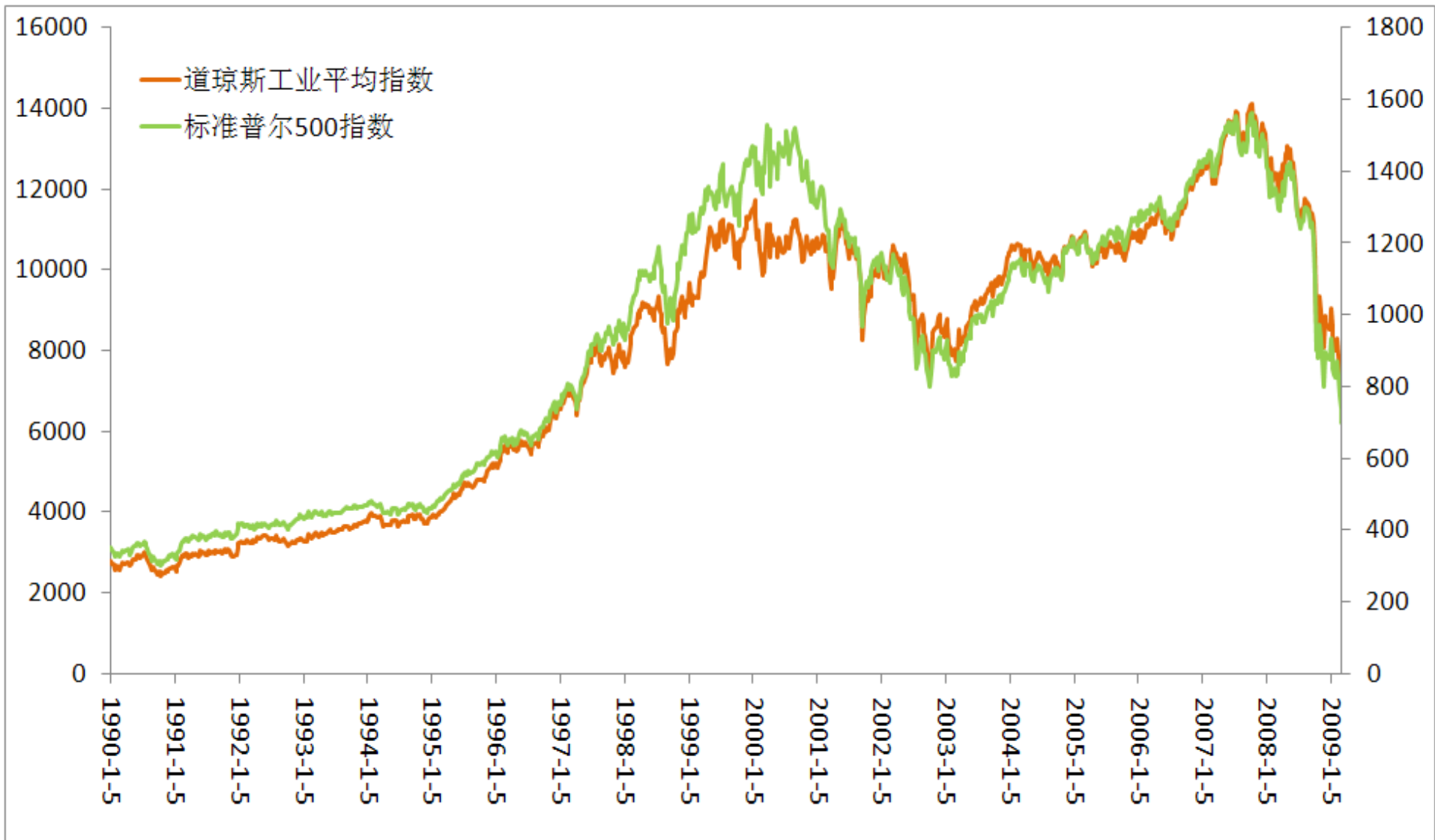


图表 19：2000年-2009年铜、原油期货价格走势



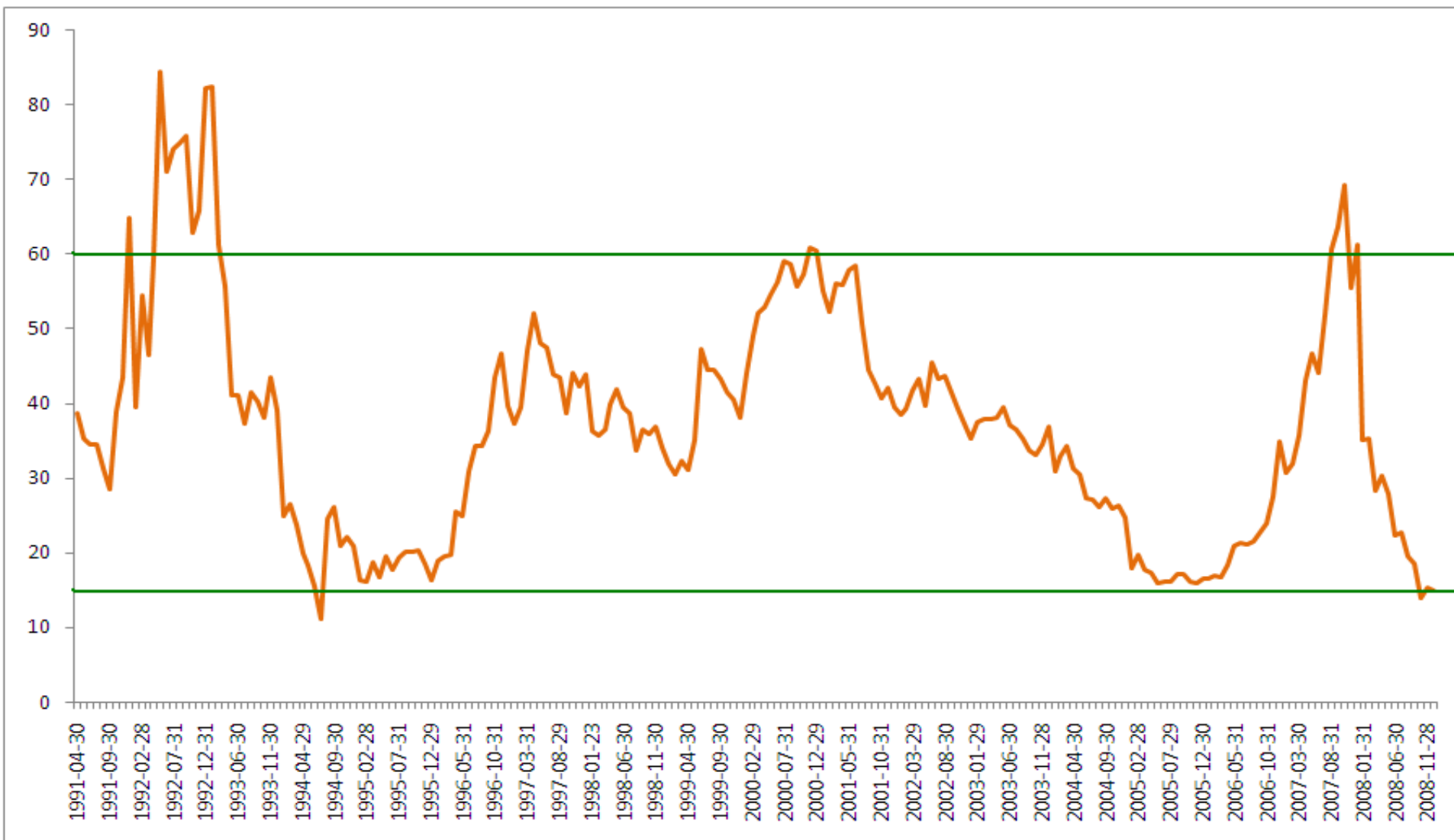


图表20：1990年网络泡沫-2009年美国道指、标普500指数走势



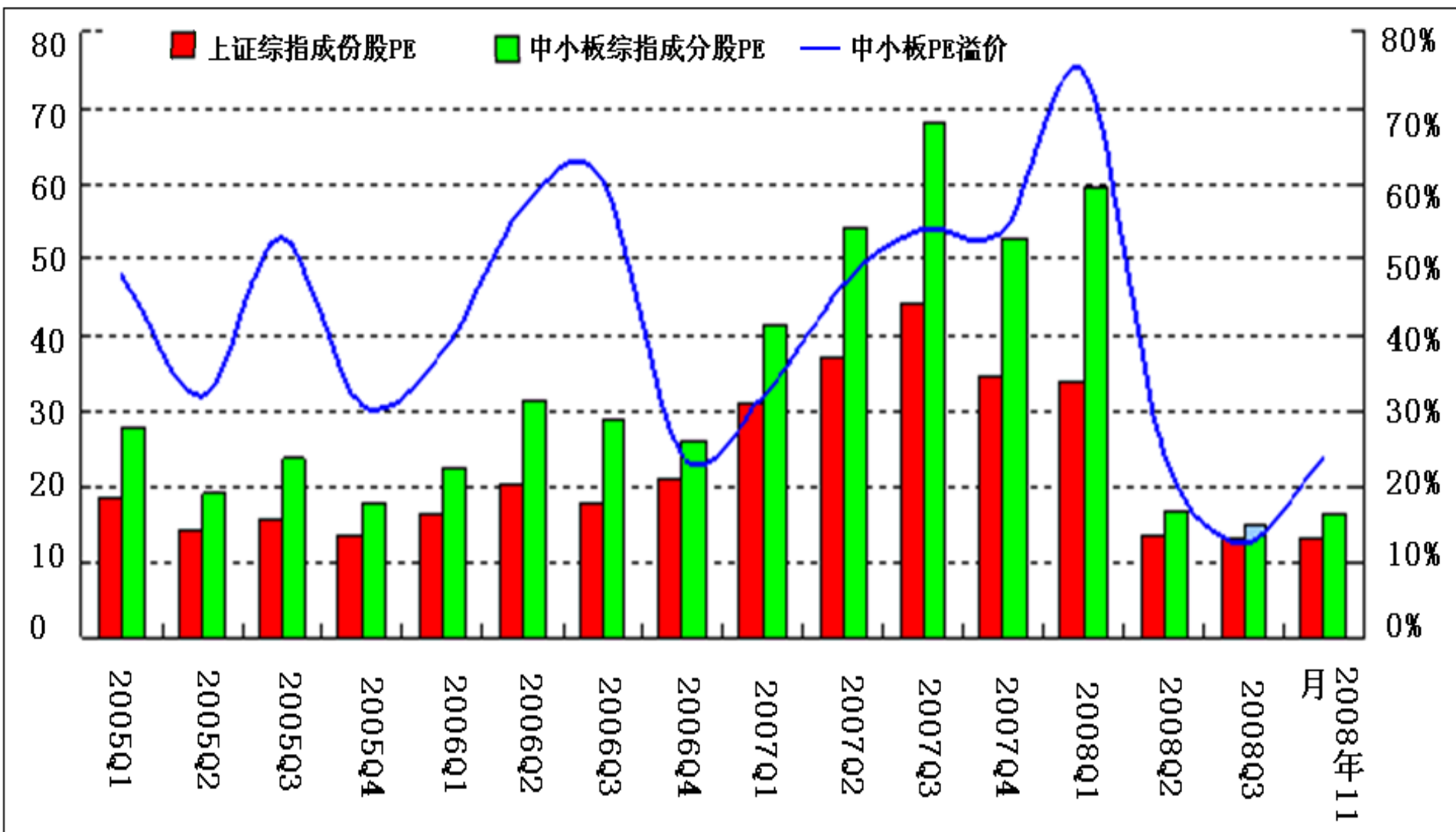


图表21: 1991年-2009年A股市场PE估值纵向比较

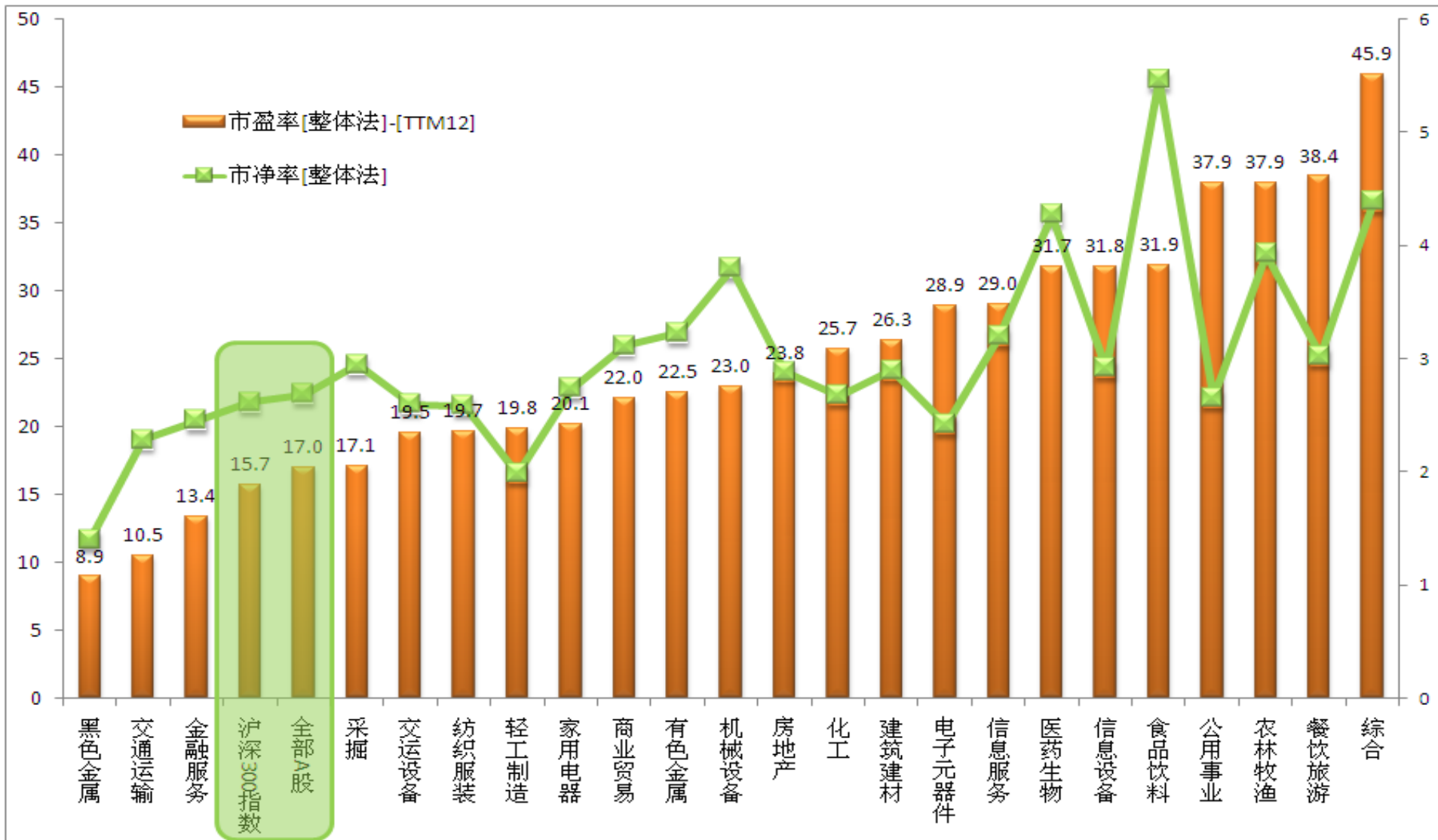




图表22：2005年第1季度-2008年11月中小板对主板估值溢价

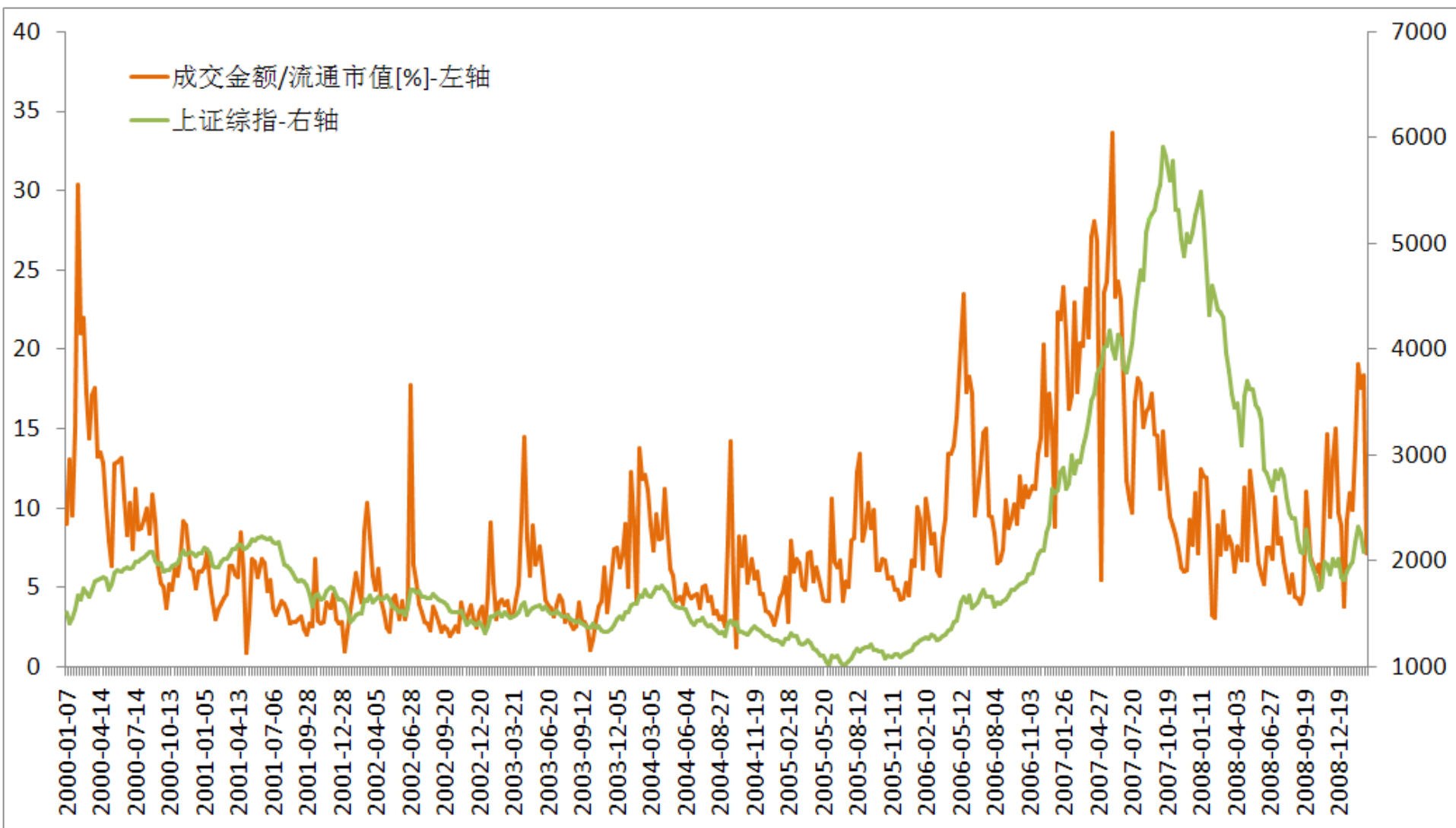


图表23: A股市场一级行业PE、PB估值比较

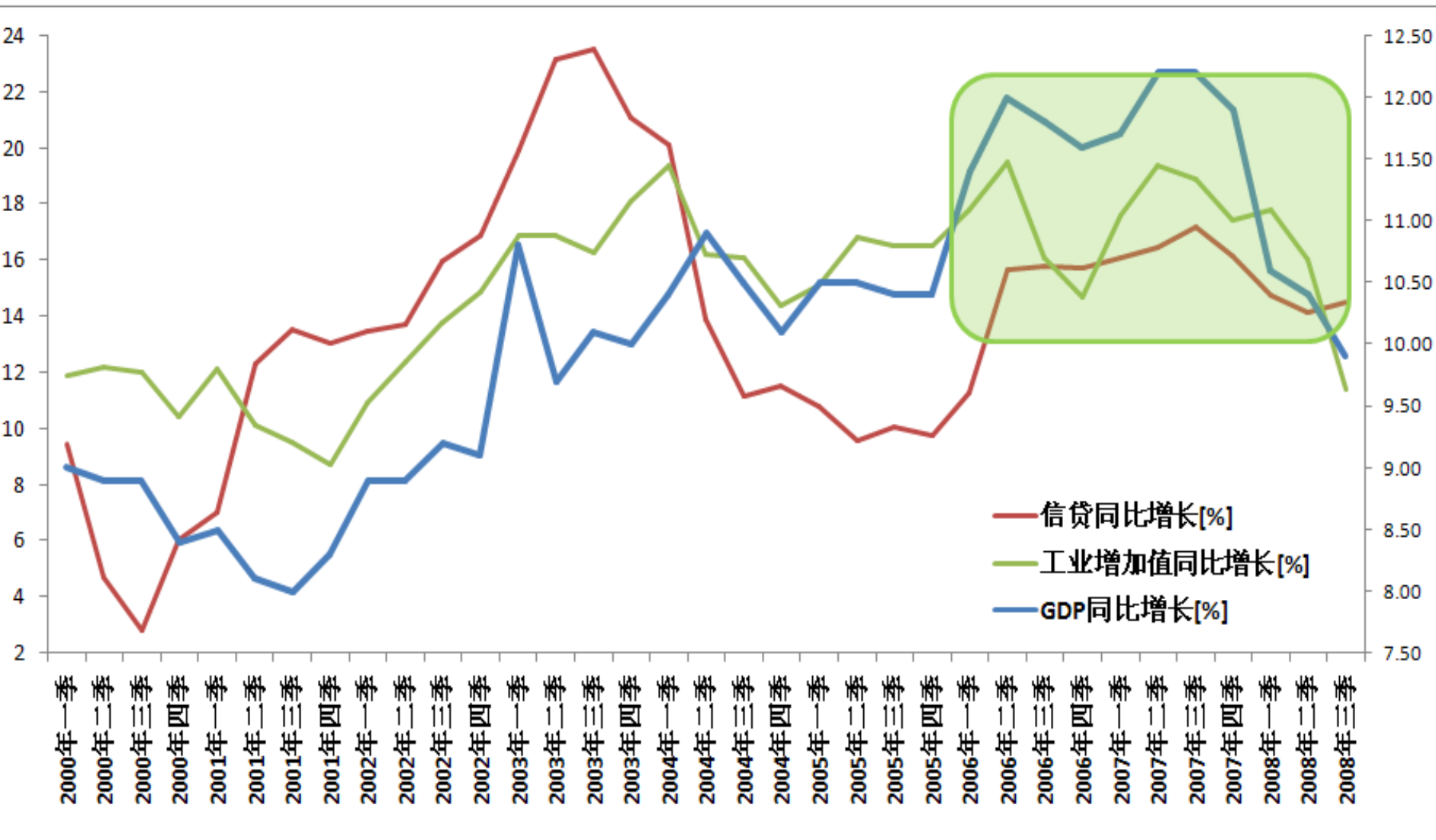




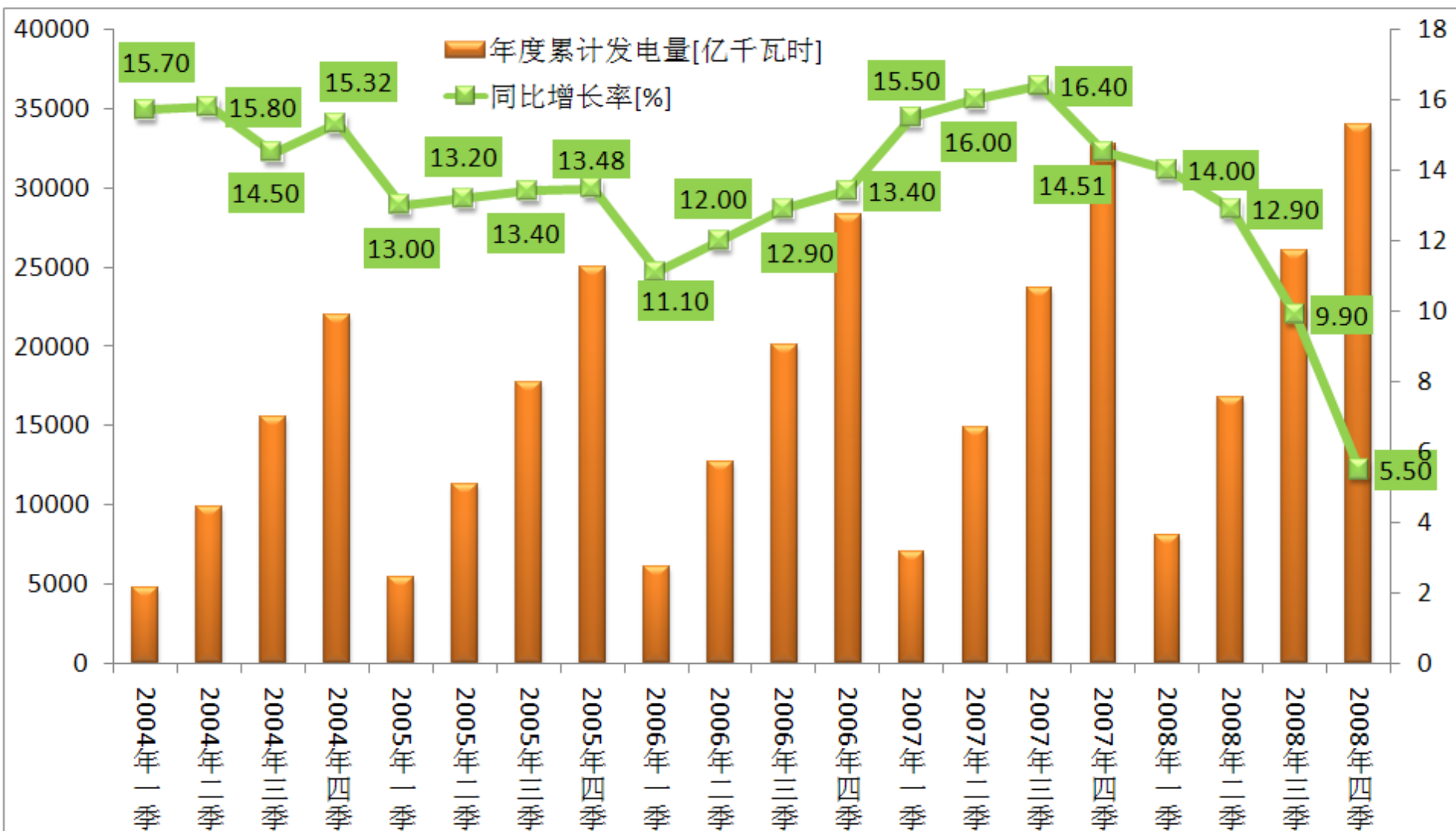
图表24：市场情绪指标：成交量和成交额



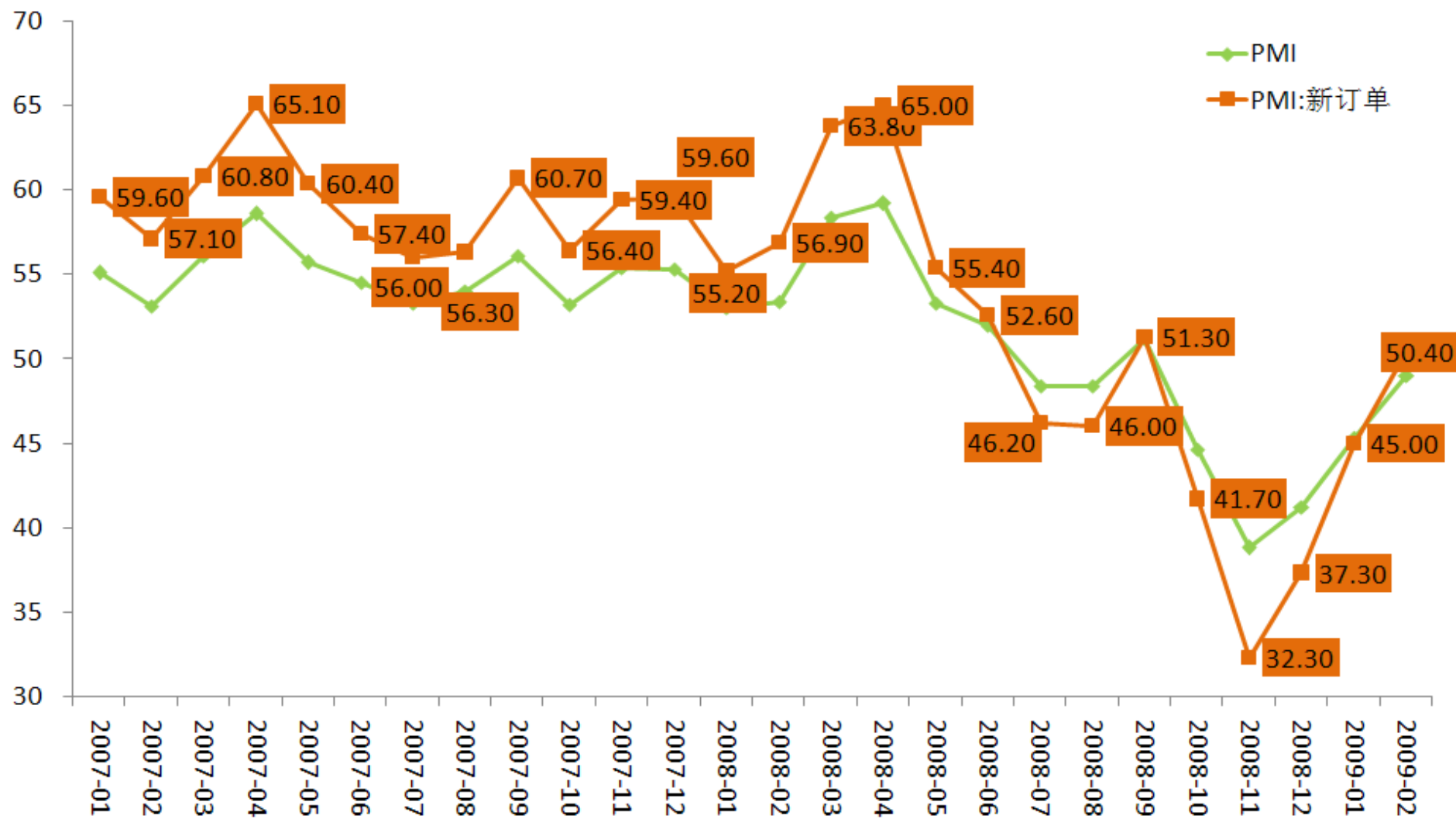
图表25：信贷增速、工业增加值和GDP增长



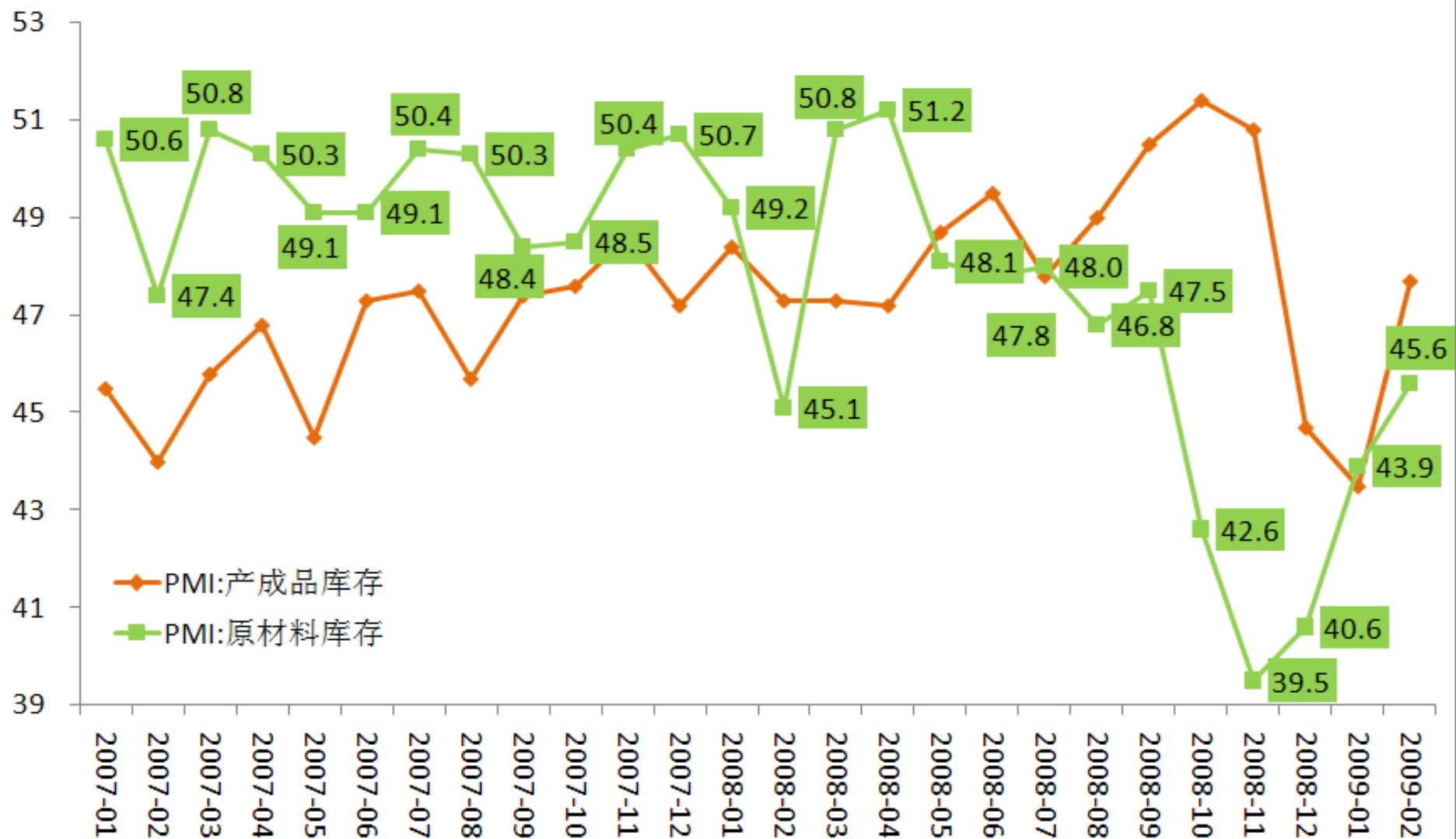
图表26：年度累计发电量和同比增速



图表27：中国职业经理人采购指数PMI



图表28：中国职业经理人采购指数PMI分项指标-原材料库存和产成品库存

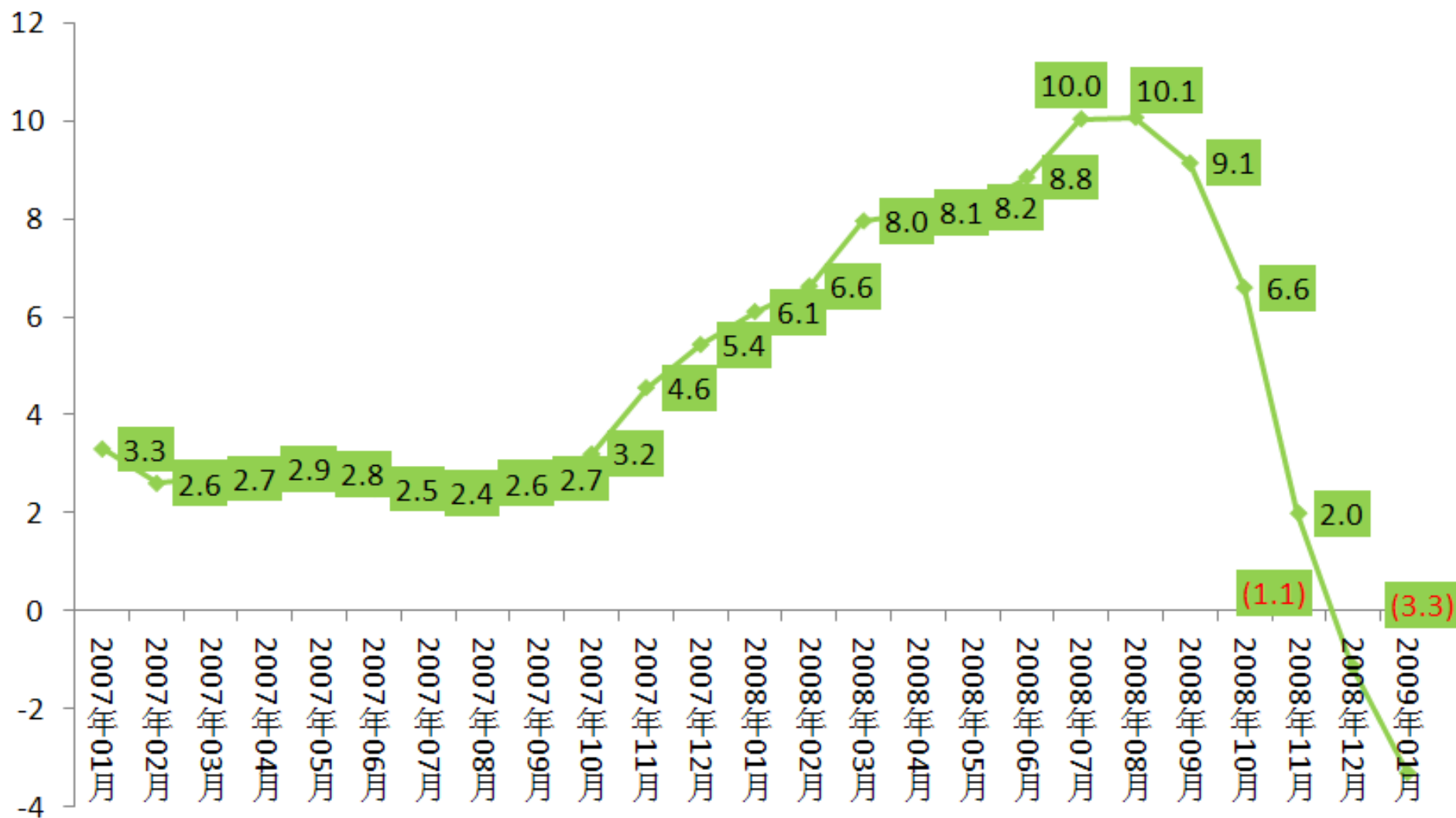




图表29: BDI海运指数向上出现拐点

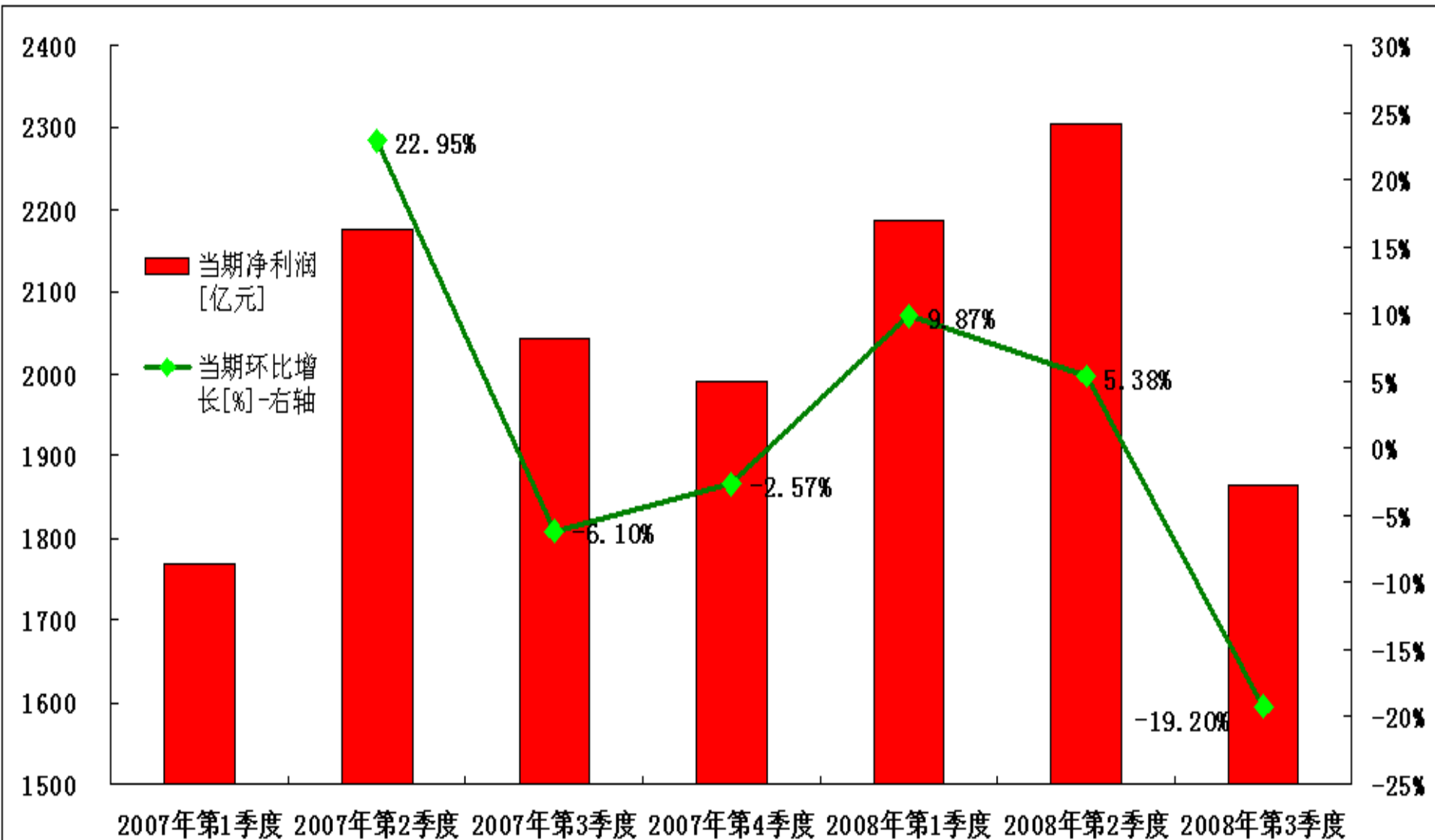


图表30：2007年1月-2009年1月国内PPI指数





图表31：2007年第一季度至2008年3季度可比公司环比业绩增长



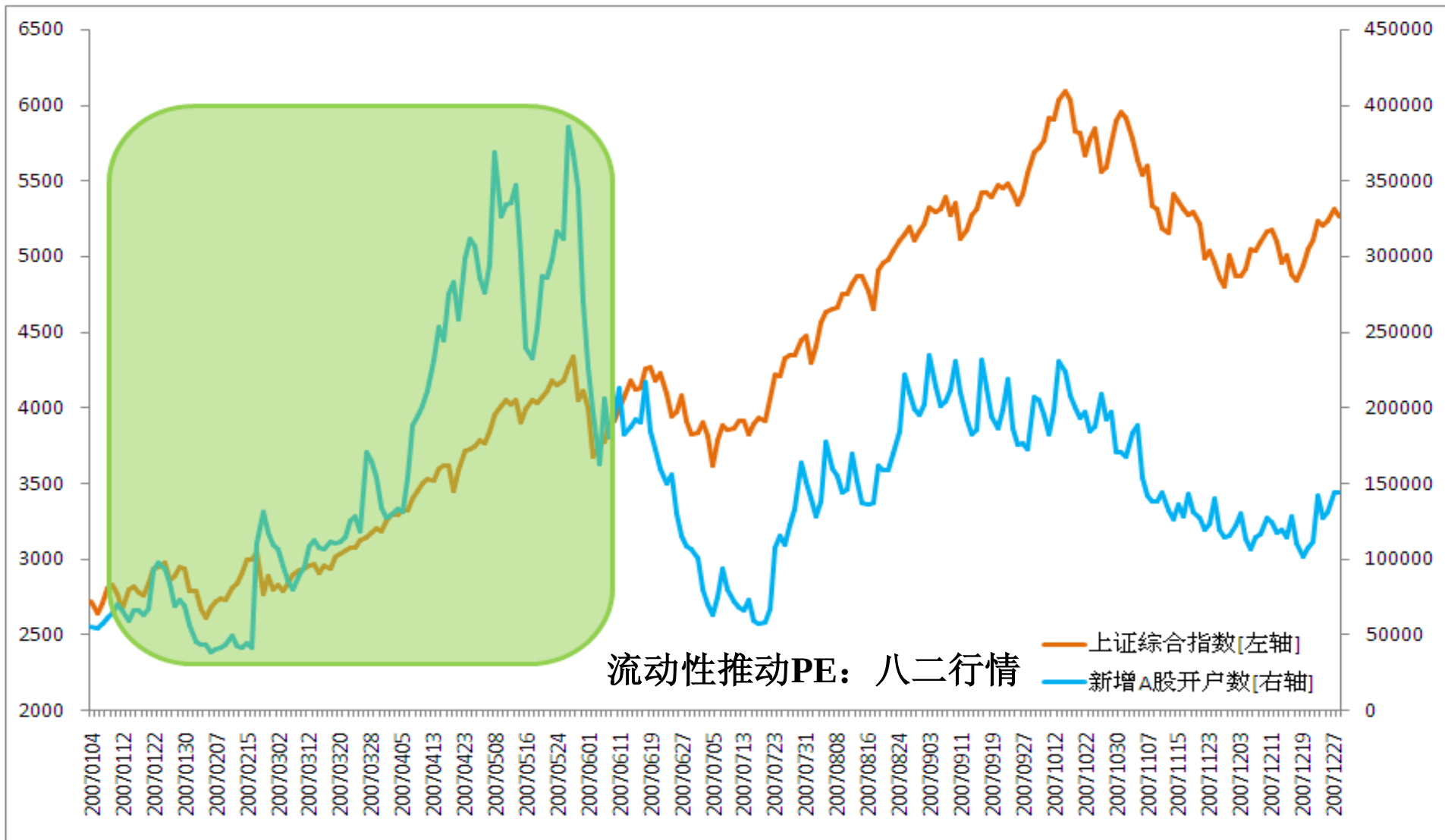


第四部分

对投资主题的判断

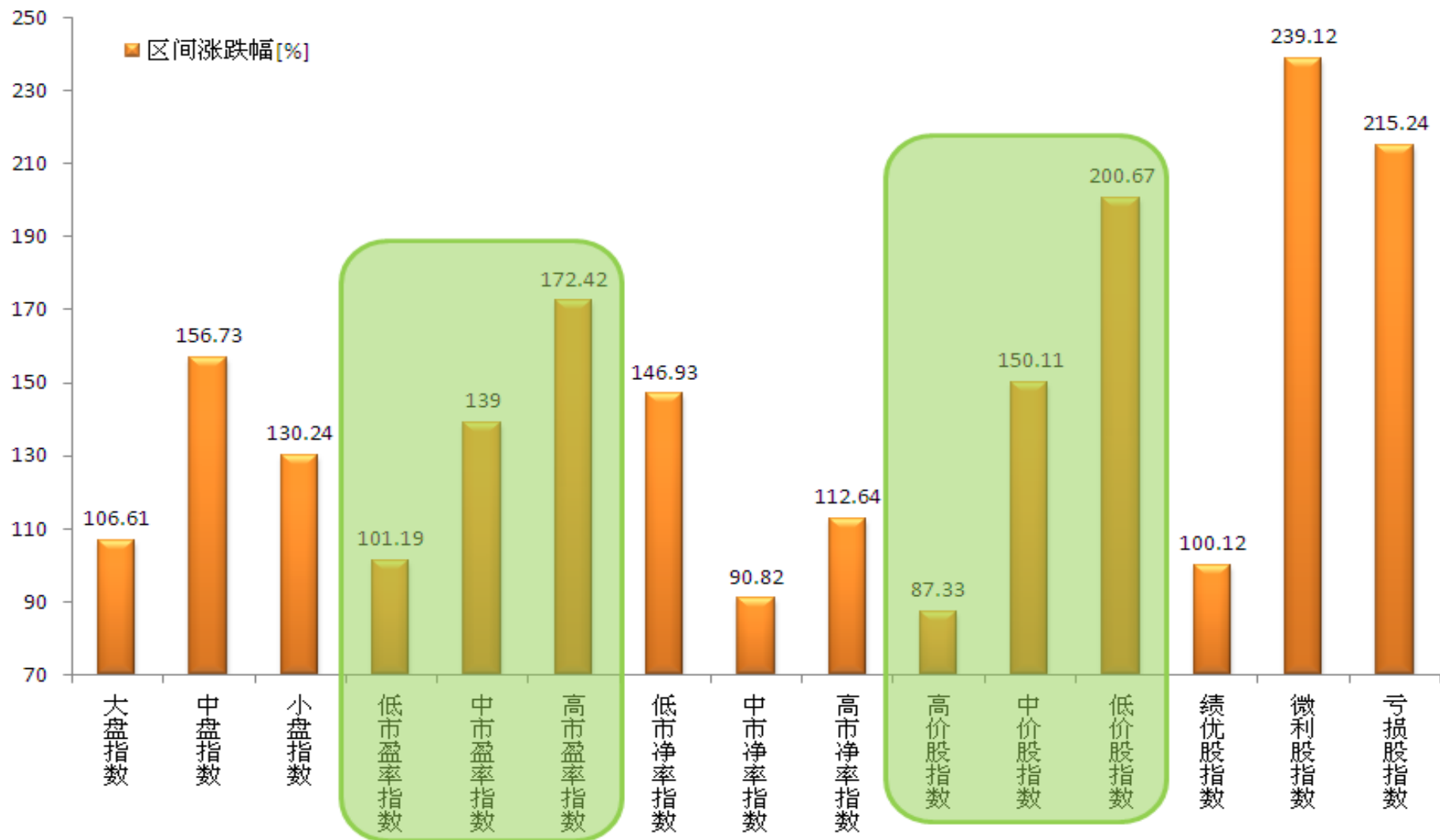


图表32： 5.30行情， A股新增开户数表征的流动性推动PE行情



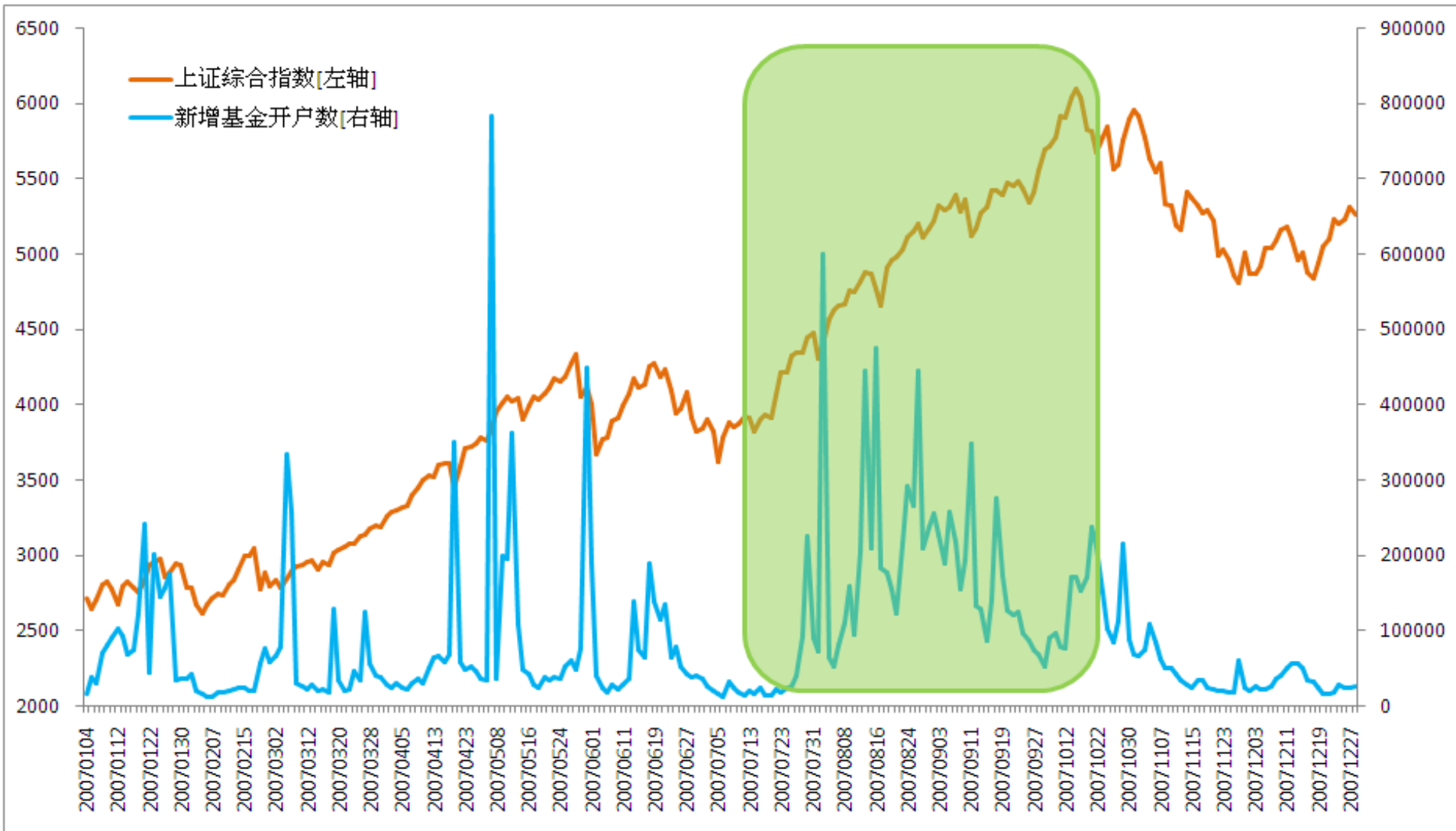


图表33： 5.30行情，投资主题： 低价、高PE题材股领涨

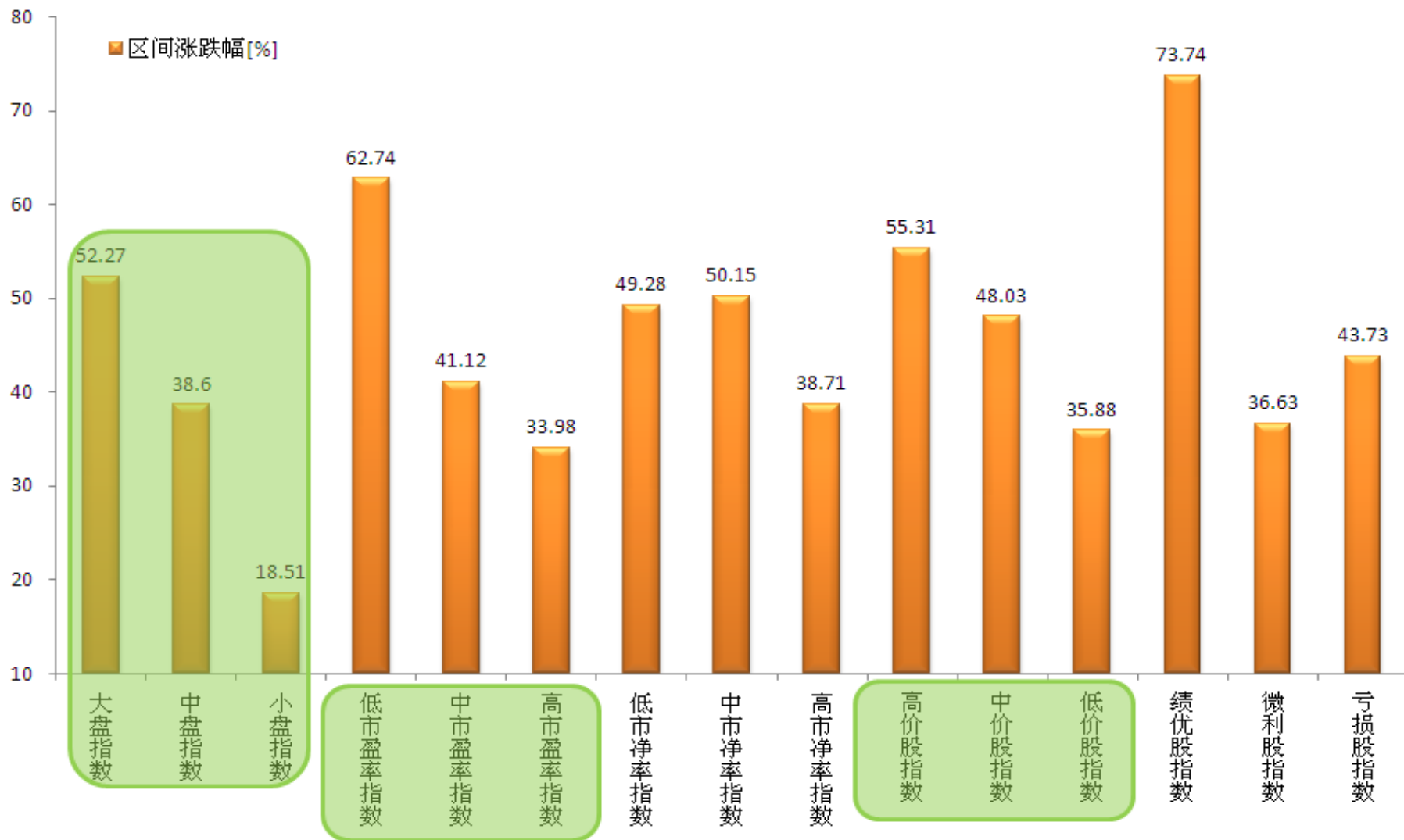




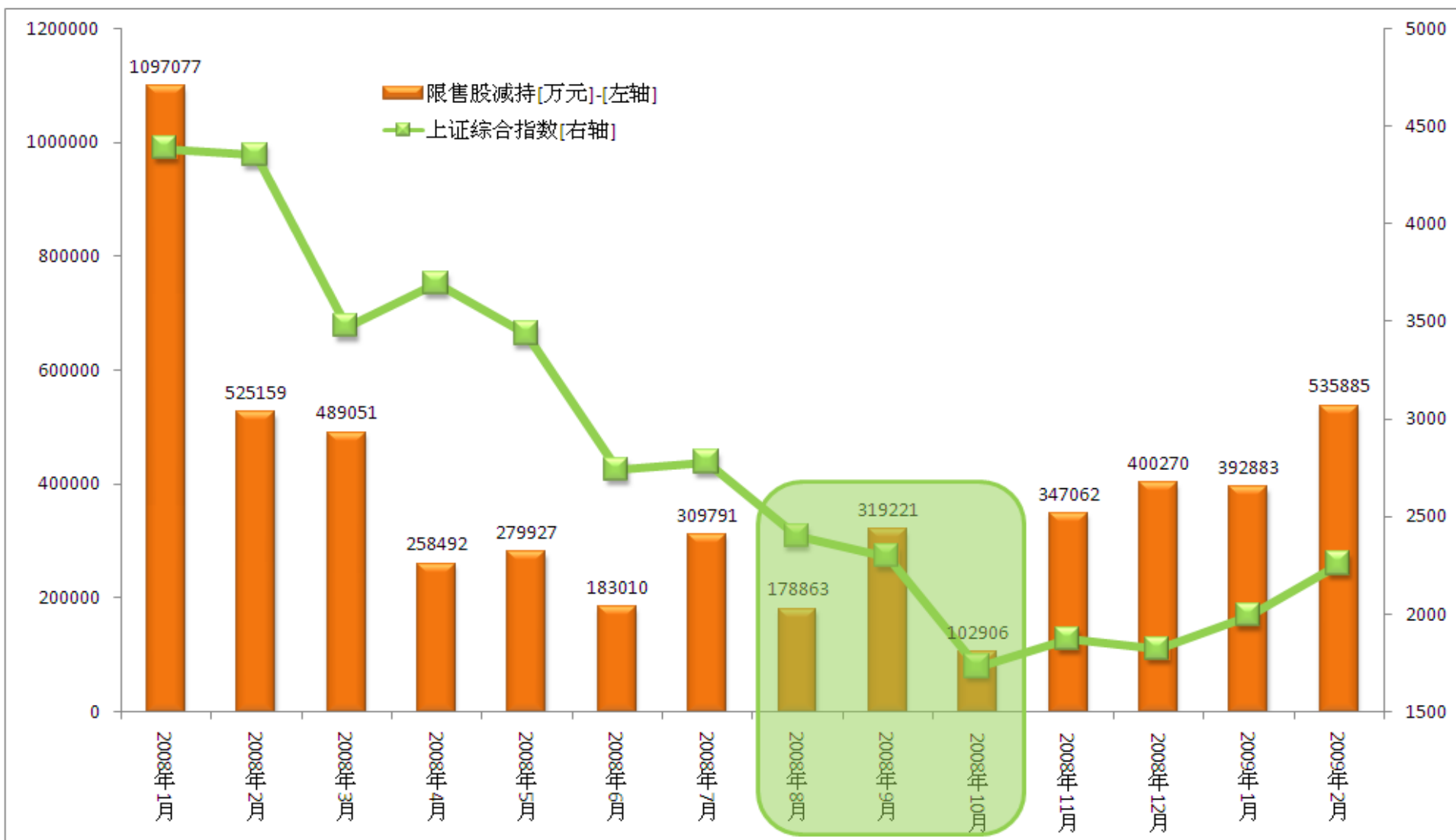
图表34： 7.20行情， A股新增基金户数表征的流动性推动PE、E增长行情



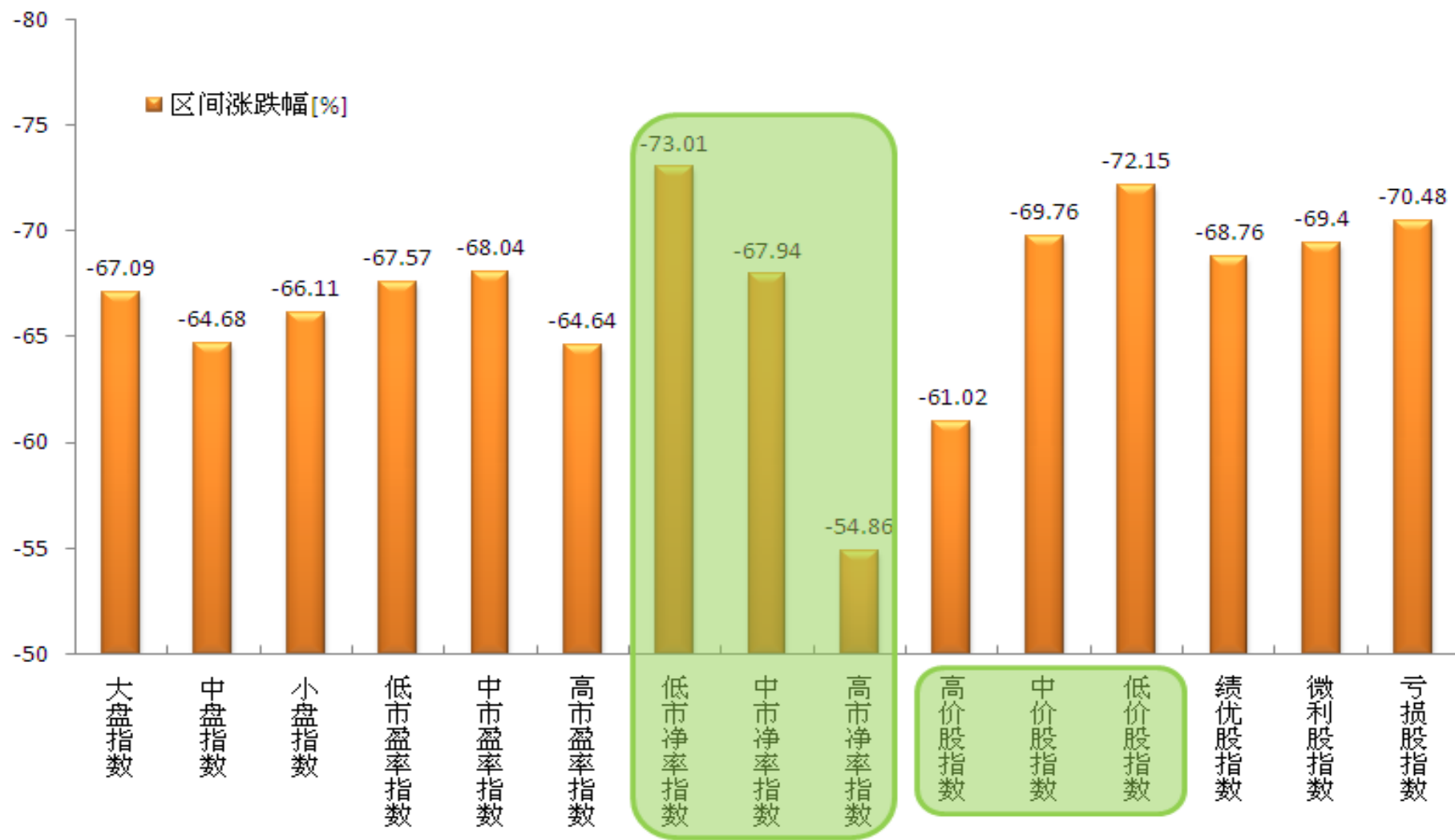
图表35： 7.20行情，投资主题： 大盘、低PE蓝筹股领涨



图表36：2008年产业资本减持主导A股市场，流动性紧缩压缩PE估值空间



图表37：2008年投资主题：看谁跑得快





2009年投资主题：上半场看流动性，下半场看周期性。

上半场：流动性推升PE，主题投资

下半场：政策能否逆转周期，推升E，目前来看，仍是个疑问。



第五部分

配置方向和股票池



推动PE型：新能源、国资整合、资产注入

投资主题	关注品种
新能源	科力远、江苏国泰、杉杉股份、中信国安、安泰科技等
国资整合	轴研科技、上实医药、军工板块等
资产注入	三安光电、开创国际等



推动E型：巨额投资受益板块、保增长扩内需板块

投资主题	关注品种	
“保增长” 受益板块	铁路建设	中国南车、中国中铁、中国铁建、中铁二局、远望谷、铁龙物流、晋西车轴、时代新材
	机械设备	三一重工、中联重科、轴研科技、川大智胜、方圆支承、奥特迅、浙富股份
	节能环保	东方电气、拓日新能、精工科技、同方股份、天威保变、川投能源
	农业	北大荒、冠农股份、中粮屯河、新中基、敦煌种业、新农开发、江山股份
	医疗	天士力、双鹤药业、科华生物、上实医药、独一味、新和成