

策略周报 (0427-0430)

——我们谨慎看待当前经济复苏的理由

投资策略/策略周报

2008年04月26日 星期日

报告要点

分析师: 鲍庆

021-50586660-8642

bq@longone.com.cn

分析师: 董高峰

021-50586660-8622

dggf@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

□ 本周观点

上周市场结束了连续五周的上涨,在冲高后出现小幅回落,其中周三整体市场调整幅度较大。虽然一些负面传闻如IPO重启、银监会查信贷资金流向可以解释上周市场的调整,但我们认为更多地折射出当前市场在流动性充裕推动的估值回升下,由于对经济复苏不确定,所面临的估值收缩和压力。

正如我们后文所分析的,相对于其他研究机构对09年中国经济的乐观,我们对当前中国经济是否出现实质复苏持谨慎态度。我们认为去库存化所导致的工业产出反弹缺少持续性,全球金融危机对中国出口的直接冲击将在未来的几个季度逐渐显现,而高投资低固定资产形成现象,以及收入对消费的滞后影响将使得中国经济的三驾马车缺少令我们乐观判断的依据。这导致我们对09年上市公司整体盈利的预期较为谨慎。

而另一方面,一季度巨额信贷投放及其所产生的高货币增长将在未来面临压力,流动性充裕下的估值回升同时亦阶段性的调整压力。

因此,虽然短期在市场发生较大的向下调整后可能出现一定的反弹机会,但中期而言,整体市场必然呈现出震荡调整格局,以期待基本面明确复苏的信号。

由于目前主要的市场压力则在于前期估值回升后的收缩。因此,整体的投资策略是由前期的偏重周期类行业转向防御类行业,这一点我们在上周已经提出,重点关注的仍然是估值安全、盈利增长明确的行业,如基础设施建设、食品饮料、医药等。

□ 一周市场回顾

上周摩根AC世界指数上涨0.176%,道琼斯工业指数下跌0.677%,标普500指数下跌0.388%,纳斯达克综合指数上涨1.268%,伦敦富时100指数上涨1.544%,法国CAC指数上涨0.352%,德国DAX指数下跌0.054%,日经225指数下跌2.241%,香港恒生指数下跌2.195%,香港国企指数下跌0.806%,香港红筹指数下跌3.807%。上证指数结束连续五周的上涨行情,上周下跌2.21%,沪深300下跌2.935%,A-H股溢价率为33.99%。市场风格方面,大盘股跌幅小于小盘股。行业方面,上周仅家用电器、食品饮料、餐饮旅游、公用事业四个行业上涨,涨幅分别为7.1%、2.1%、1.4%、0.2%,有色金属、金融服务、综合、农林牧渔、房地产五个行业跌幅最大,分别下跌

6.5%、4.9%、4.3%、4.2%、3.9%

□ 市场资金情况

本周股改限售可流通的市值共 156.53 亿元，较上周有所下降。上周国内 A 股国内总市值达到 20.02 万亿，较前一周下降 2.36%，流通 A 股市值 7.05 万亿，较前一周下降 2.15%。

□ 市场盈利预期

上周上证 A 股滚动盈利预期变动较 08 年初下调了 4.30%，环比上调 0.07%，沪深 300 滚动盈利预期，较 09 年初下调了 2.96%，环比上调 0.12%。分行业盈利预期方面，纺织服装、综合周环比下调幅度最大，分别为-10.711%和-10.408%，其次为电子元器件、黑色金属、农林牧渔，下调幅度均在-5%以上，信息服务、轻工制造、交通运输等 8 个行业盈利预期周环比出现上调，其中信息服务上调幅度为 7.946%。

□ 市场估值情况

上周末，摩根 AC 世界指数动态市盈率达 14.15 倍，道琼斯工业指数 22.38 倍，香港恒生指数 13.56 倍，印度孟买指数 13.07 倍。目前整体 A 股动态市盈率为 17.48 倍，上证综指为 16.76 倍，沪深 300 为 16.5 倍，最高有色金属为 41.82，最低金融服务为 13.14。

本周主题

我们谨慎看待当前经济复苏的理由

上周策略周报的主题中我们提出了“关注复苏的持续性和市场流动性变化”，我们认为虽然一季度整体宏观经济数据好于市场预期，但经济复苏仍需观察持续性，因此虽然国内一些机构也纷纷上调了对09年中国经济的预测，但我们却对此持谨慎的态度。因此，上周五下午，我们研究所特邀研究所宏观经济顾问——中国人民大学经济学院刘元春教授、国家信息中心张永军处长，就近期国内宏观经济、政策动态进行了交流，会议最终对中国经济得出如下观点：

1、金融危机对中国经济的直接负面影响仍在继续

目前中国对外出口下滑较大的地区主要是亚洲，如香港、韩国、东盟等，这些亚洲板块对中国出口的冲击在某种情况下只是欧美经济或此次金融危机对中国经济的一些间接途径所产生的效应。直接途径产生的效应可能应该在二、三、四个季度产生。

2、工业产出反弹的可持续性有待检验

一季度国内很多工业数据的反弹在本质上来讲是去年去库存过程中调整过度后的反弹，也是政府主导的投资计划的刺激性的产物，因此这样反弹的基础是不扎实的，调整持续性会比较长。

3、未来信贷收缩压力较明显

一季度高额信贷增长总体面临收缩。根据银监会主席刘明康内部谈话测算，全年新增的信贷总额在6、7万亿左右，这意味着未来3个季度新增货币量只有2万亿。那么也就意味着未来信贷收缩或者说信贷的增速是无法维持的。如果即便未来新增货币量达到8万亿左右，未来信贷的收缩还是比较明显的。

4、高投资增长低经济拉动

一季度城镇固定资产投资比上年同期增长28.6%，这个数据看起来虽然比较高，但是从国家统计局针对1季度三大需求对经济增长拉动披露的资料看，消费贡献了4.4%左右，投资仅贡献2%左右。这么高的投资增长对经济增长只有2%左右的拉动。很有可能投资增长比较高，而固定资产形成还是比较低，其中的原因可能与今年很多项目还是投放到基础设施，例如铁路、公路有关，因为这些项目与土地的购置有很大的关联度，设施占地情况（每万元或每亿元投资额对土地购置的比例）可能比房地产还要大。因此，考虑到土地购置只形成转移，而不形成对经济真实的拉动，因此降低了投资高增长对经济的拉动作用。

5、消费难以独撑经济

在出口-收入机制下，要依靠国内需求的扩张来完全弥补外需下滑对经济的影响，或者说想维持8%的增长目标（从而需要经济在二季度经济出现加速的情况）恐怕可能性不大。

一周市场回顾

一周指数表现

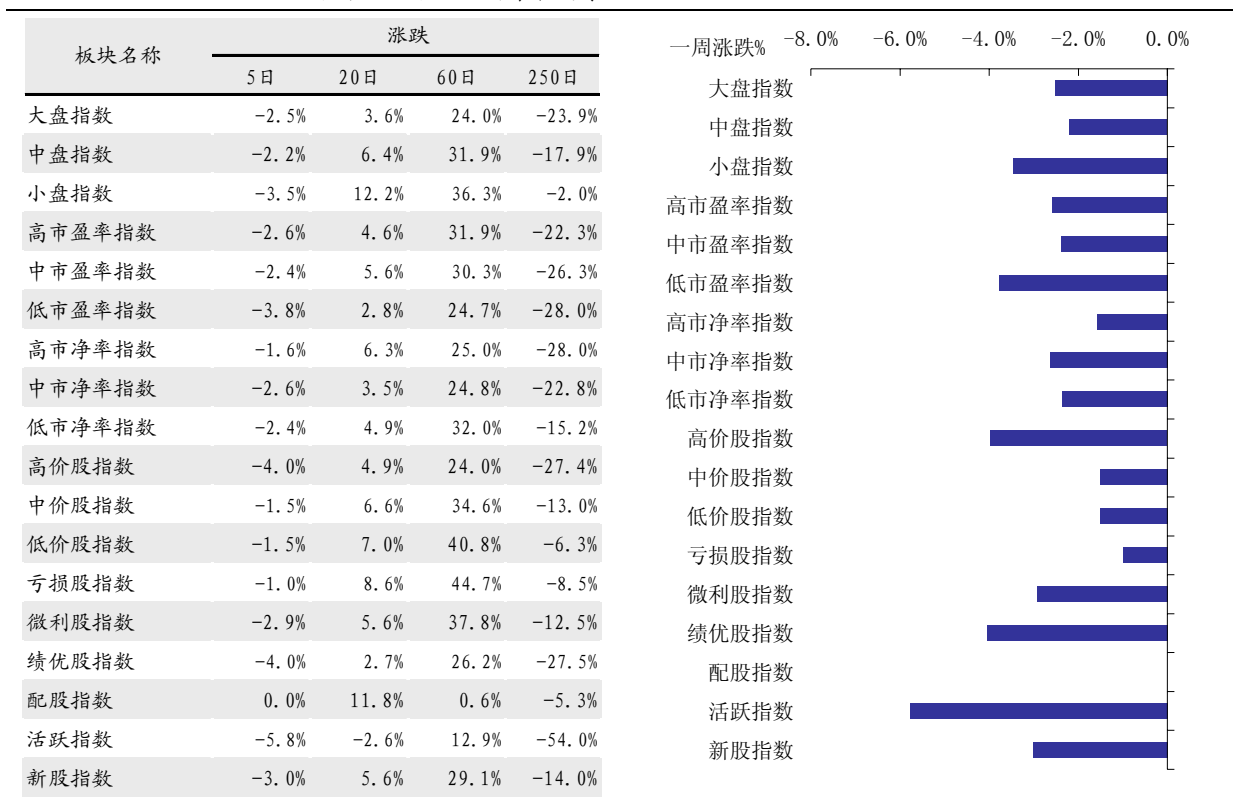
全球主要股指一周市场表现

指数名称	代码	收盘	涨跌(%)			
			1周	1月	3月	年初至今
摩根 AC 世界指数	MXWD	222.26	0.176	7.263	5.277	-2.381
成熟市场						
道琼斯工业指数	INDU	8076.29	-0.677	3.859	-1.204	-7.977
标普 500 指数	SPX	866.23	-0.388	6.163	2.426	-4.099
纳斯达克综合指数	CCMP	1694.29	1.268	9.649	12.585	7.435
伦敦富时 100 指数	UKX	4155.99	1.544	6.595	-0.916	-6.274
法国 CAC 指数	CAC	3102.85	0.352	9.231	5.020	-3.577
德国 DAX 指数	DAX	4674.32	-0.054	11.199	8.116	-2.825
日经 225 指数	NKY	8707.99	-2.241	0.939	8.025	-1.711
澳大利亚综合指数	AS30	3668.2	-1.607	1.455	8.133	0.243
香港恒生指数	HSI	15258.85	-2.195	8.069	21.308	6.056
香港国企指数	HSCEI	8979.18	-0.806	5.871	34.783	13.779
香港红筹指数	HSCCI	3287.93	-3.807	2.430	14.426	-0.136
新兴市场						
巴西圣保罗指数	IBOV	46771.79	1.623	11.608	20.861	24.558
俄罗斯 RTS 指数	SENSEX	11329.05	2.776	12.744	25.821	17.432
印度孟买指数	RTSI\$	831.41	-0.381	15.288	51.983	31.575
台湾加权指数	TWSE	5880.77	2.179	9.091	38.437	28.087
韩国 KOSPI 指数	KOSPI	1354.1	1.889	9.421	23.843	20.421
中国市场						
上证指数		2448.595	-2.210	3.123	23.004	34.479
上证 B 股		161.496	-1.503	2.880	29.419	45.599
深圳成指		9315.206	-2.765	3.570	32.785	43.631
深圳 B 股		364.6648	-2.610	3.751	28.398	34.426
沪深 300		2572.888	-2.935	2.960	26.576	41.545

资料来源：BLOOMBERG，东海证券研究所

一周风格表现

国内风格板块一周市场表现



资料来源：WIND，东海证券研究所

一周行业表现

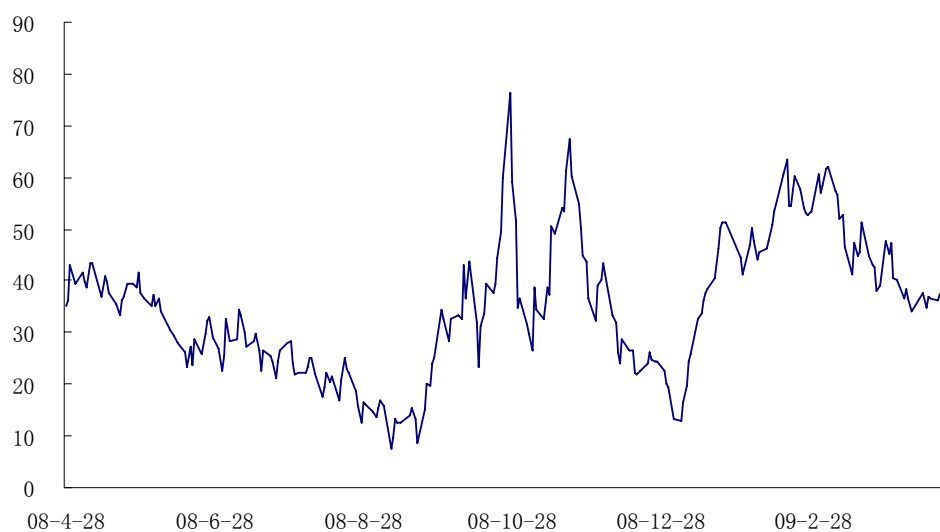
国内分行业一周市场表现

板块名称	涨跌				
	5日	20日	60日	250日	
家用电器	7.1%	16.9%	54.2%	-8.0%	家用电器
食品饮料	2.1%	12.9%	30.4%	-21.8%	食品饮料
餐饮旅游	1.4%	6.5%	41.9%	-26.5%	餐饮旅游
公用事业	0.2%	4.2%	19.7%	-12.0%	公用事业
纺织服装	-0.5%	8.7%	34.3%	-18.6%	纺织服装
信息服务	-1.2%	10.8%	31.5%	-8.0%	信息服务
商业贸易	-1.4%	10.0%	36.5%	-19.7%	商业贸易
轻工制造	-1.6%	8.6%	35.5%	-29.5%	轻工制造
交运设备	-1.8%	9.2%	45.9%	-12.5%	交运设备
化工	-2.1%	6.1%	28.2%	-25.7%	化工
建筑建材	-2.1%	4.6%	23.6%	-7.1%	建筑建材
交通运输	-2.5%	5.0%	28.6%	-30.0%	交通运输
医药生物	-2.6%	3.5%	18.5%	1.3%	医药生物
信息设备	-3.1%	13.8%	36.2%	-9.5%	信息设备
机械设备	-3.2%	7.5%	29.9%	-1.3%	机械设备
采掘	-3.5%	9.4%	31.6%	-29.6%	采掘
电子元器件	-3.6%	9.4%	40.8%	-21.1%	电子元器件
黑色金属	-3.7%	1.0%	15.6%	-41.1%	黑色金属
房地产	-3.9%	2.5%	40.1%	-17.7%	房地产
农林牧渔	-4.2%	1.8%	23.0%	-22.3%	农林牧渔
综合	-4.3%	7.3%	43.3%	-19.9%	综合
金融服务	-4.9%	0.4%	19.6%	-24.0%	金融服务
有色金属	-6.5%	-3.0%	54.7%	-30.7%	有色金属

资料来源：WIND，东海证券研究所

A/H 股两地上市公司的价差

当前 A-H 股溢价率为 33.99%



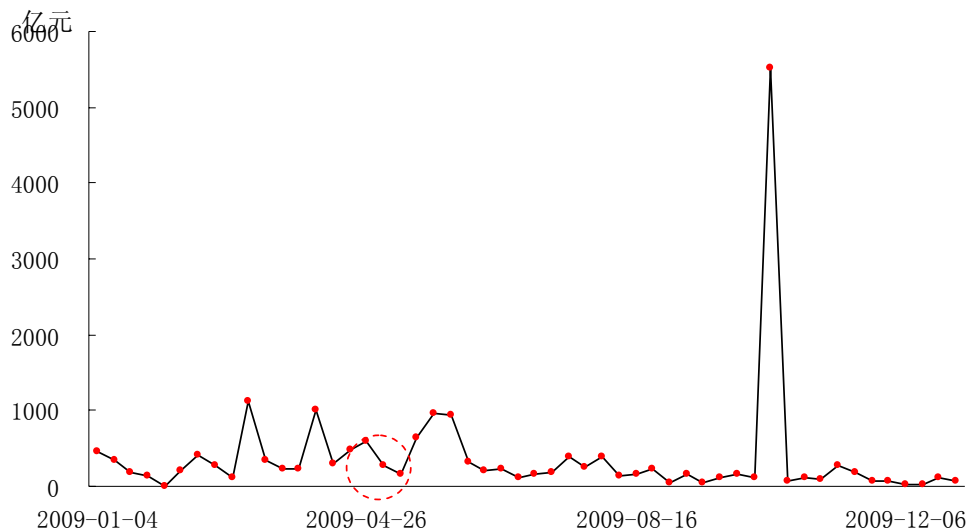
注：A/H 股溢价率根据恒生 AH 股溢价指数计算得到

资料来源：WIND，东海证券研究所

市场资金情况

每周新增股改限售股可流通市值

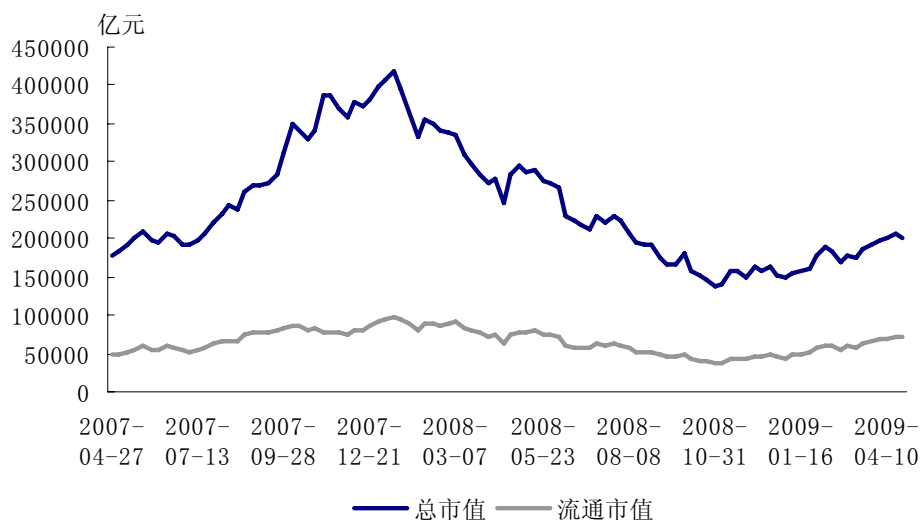
本周股改限售可流通的市值共 156.53 亿元，较上周有所下降



资料来源：WIND，东海证券研究所

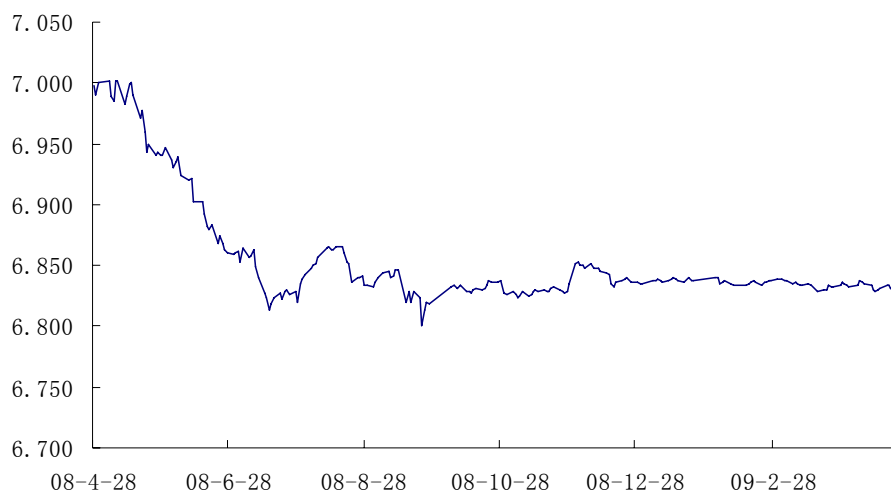
沪深 A 股总市值和流通市值的变化情况

上周国内 A 股国内总市值达到 20.02 万亿，较前一周下降 2.36%，流通 A 股市值 7.05 万亿，较前一周下降 2.15%



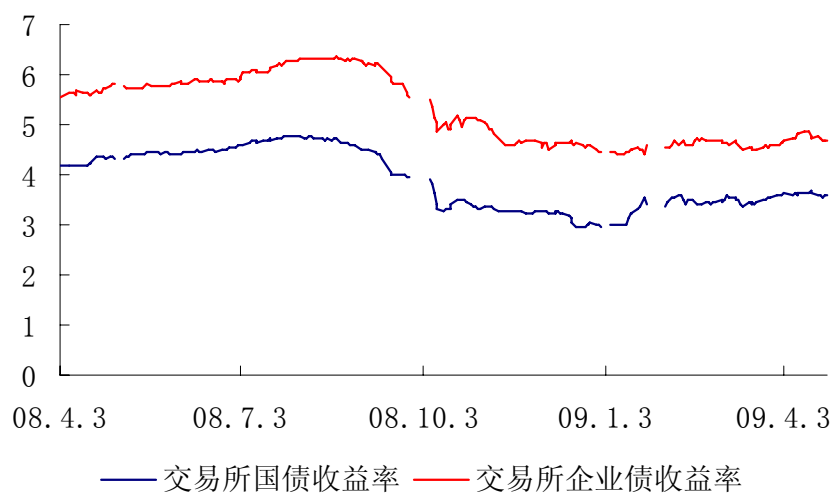
资料来源：WIND，东海证券研究所

汇率（人民币对美元）变动情况



资料来源：WIND，东海证券研究所

10 年期债券收益率

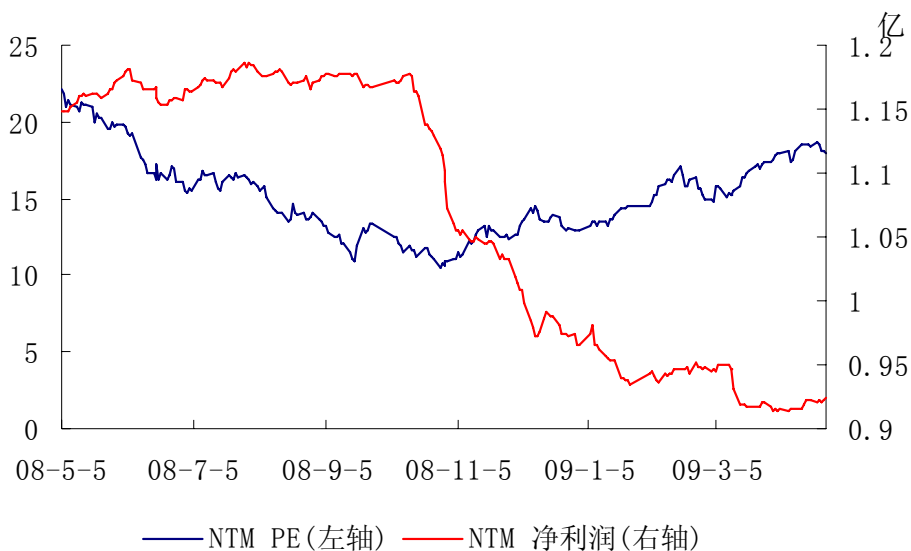


资料来源：WIND，东海证券研究所

市场盈利预期

上周上证 A 股滚动盈利预期变动

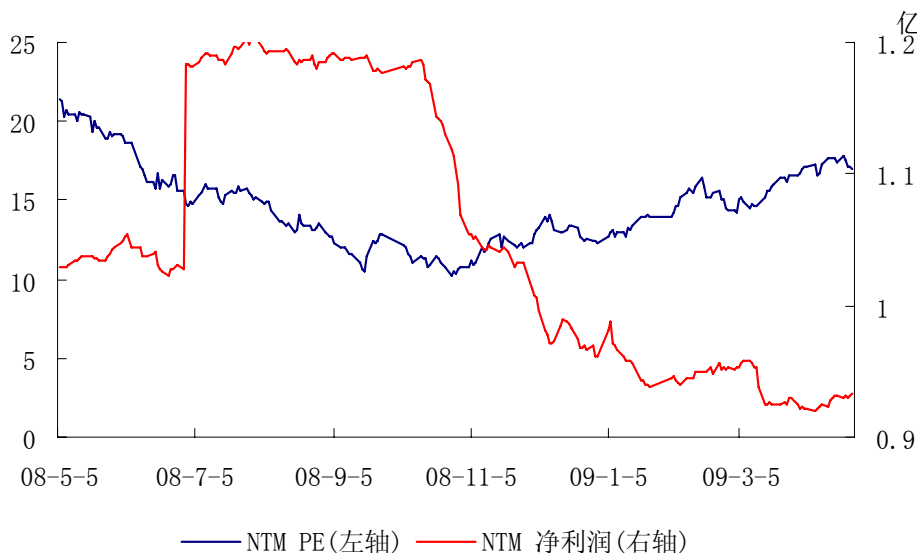
上周上证 A 股滚动盈利预期变动较 08 年初下调了 4.30%，环比上调 0.07%



资料来源：朝阳永续，东海证券研究所

上周沪深 300 滚动盈利预期变动

上周沪深 300 滚动盈利预期，较 09 年初下调了 2.96%，环比上调 0.12%



资料来源：朝阳永续，东海证券研究所

上周分行业盈利预期变动

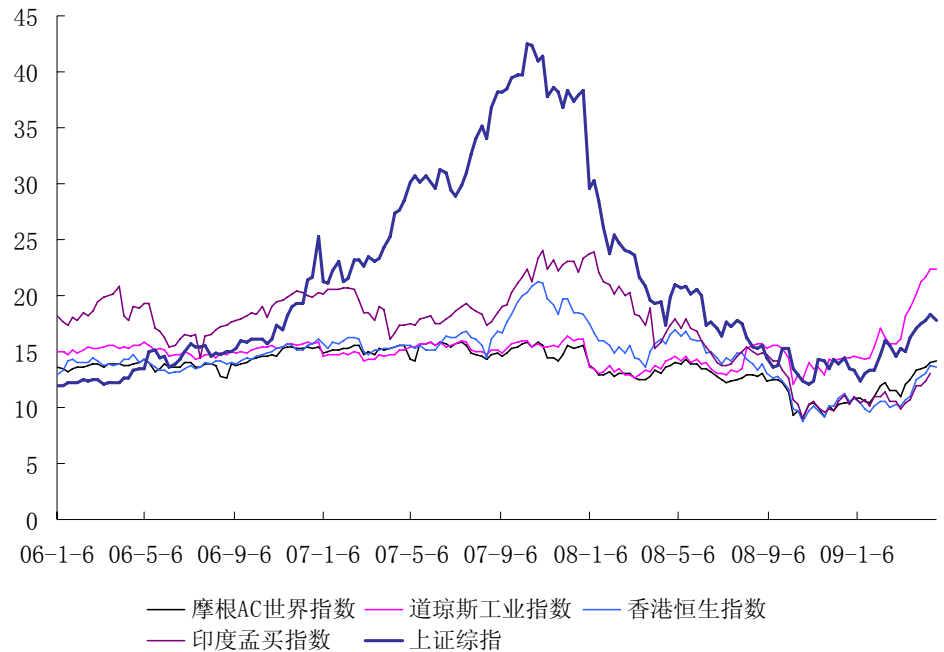
行业名称	行业 2 年复合增长率 (%)	2008 年预期			净利润同比 (%)	
		1 周预期变化率 (%)	4 周预期变化率 (%)	13 周预期变化率 (%)	2008 (E)	2009 (E)
农林牧渔	29.112	-5.011	-4.15	1.084	49.46%	28.85%
采掘	-1.331	0.581	-0.401	-10.597	-5.29%	20.15%
化工	-1.228	-1.837	-0.549	-8.952	108.23%	24.30%
黑色金属	-30.33	-5.783	-12.263	-28.201	13.29%	40.96%
有色金属	-34.727	1.875	-2.007	-18.694	42.13%	47.62%
建筑建材	30.202	-2.302	-6.85	-7.881	71.73%	28.73%
机械设备	10.475	-1.732	-5.194	-9.526	35.50%	18.48%
电子元器件	-2.59	-5.809	-17.92	-11.078	102.96%	55.15%
交运设备	3.068	-2.111	-4.968	-4.191	26.71%	28.33%
信息设备	41.795	-2.54	0.582	-1.057	50.20%	21.88%
家用电器	29.617	0.766	1.909	-6.393	39.51%	22.12%
食品饮料	28.554	-0.428	-3.4	-8.566	66.49%	21.80%
纺织服装	0.686	-10.711	-14.562	-14.084	28.24%	20.41%
轻工制造	-7.945	3.592	-0.399	-12.496	21.36%	28.73%
医药生物	38.088	-3.972	-5.893	-13.493	47.35%	25.88%
公用事业	-5.536	1.132	2.129	-4.892	9222.70%	27.56%
交通运输	-26.033	2.066	2.829	-4.571	89.64%	33.71%
房地产	25.642	-0.835	1.601	-4.931	41.09%	22.43%
金融服务	10.927	0.798	1.625	-0.692	11.42%	10.48%
商业贸易	17.002	-2.634	-6.817	-13	29.01%	23.55%
餐饮旅游	15.075	-0.363	-31.072	-34.37	32.25%	21.75%
信息服务	19.036	7.946	11.594	-5.93	-44.57%	16.12%
综合	72.677	-10.408	-39.83	-35.257	67.49%	16.94%

资料来源：朝阳永续，东海证券研究所

市场估值情况

全球主要市场动态市盈率历史走势

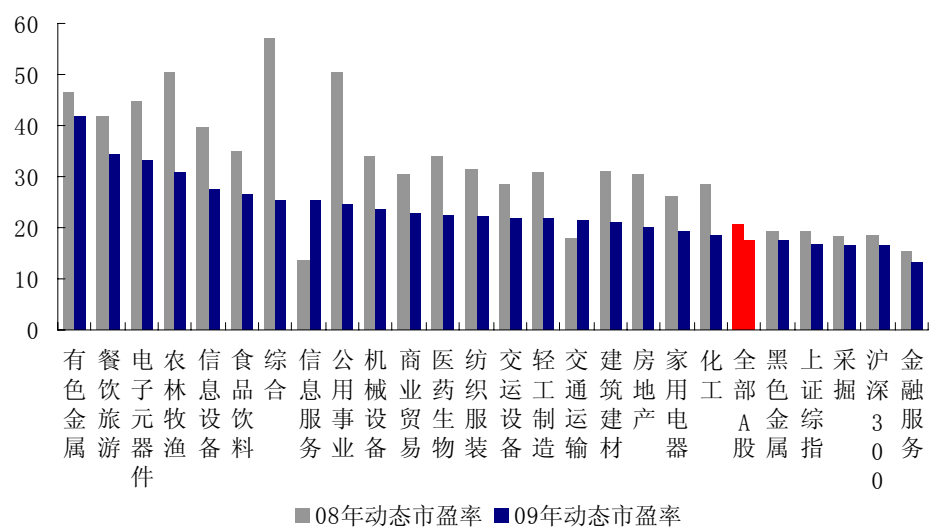
上周末，摩根 AC 世界指数动态市盈率达 14.15 倍，道琼斯工业指数 22.38 倍，香港恒生指数 13.56 倍，印度孟买指数 13.07 倍



资料来源：BLOOMBERG，东海证券研究所

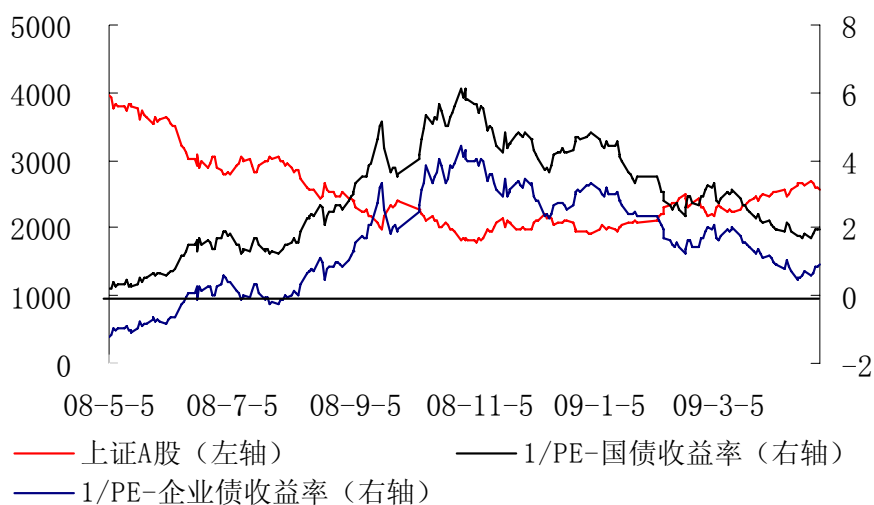
目前各行业板块市盈率指标

目前整体 A 股动态市盈率为 17.48 倍，上证综指为 16.76 倍，沪深 300 为 16.5 倍，最高有色金属为 41.82，最低金融服务为 13.14



资料来源：WIND，东海证券研究所

上证 A 股估值



资料来源：WIND，东海证券研究所

全球行业估值水平（滞后 12 个月市盈率）比较

	中国	全球	美国	香港
公用事业	23.15	14.00	10.26	13.77
电信运营	12.59	10.83	11.55	6.23
材料	34.38	18.67	12.50	#N/A N/A
信息技术	30.64	102.93	15.08	14.67
工业	23.83	11.73	9.79	11.63
健康护理	#N/A N/A	12.26	10.42	#N/A N/A
金融	13.27	17.81	17.70	13.60
能源	9.67	11.08	6.99	#N/A N/A
消费者常用品	17.02	10.92	12.67	#N/A N/A
消费者非必需品	13.19	7.06	20.89	13.85

资料来源：BLOOMBERG，东海证券研究所

附注:

分析师简介:

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 1 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

董高峰: 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008 年加入东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122