

继续震荡，寻求新的平衡

——第 36 周策略报告

朱俊春

(021)5010 6022
zhuic@lhq.com

穆启国

(021) 5010 6020
mugg@lhq.com

戴爽

(0755)8249 2172
daishuang@lhq.com

经历了三周的调整之后，我们认为当前股市已经进入较为合理的估值区间，但是近期市场仍将面对不少负面因素，并在震荡中寻求新的平衡。

市场看法：震荡中寻求新的平衡

市场进入较为合理的估值区间：（1）当前 A 股市场的静态市盈率为 30.11 倍，低于过去 12 年的历史均值水平 36.02 倍；（2）对 09、10 两年上市公司的利润增速进行情景分析，在中性预期下 09PE 将降为 24.2 倍，10PE 降到 21 倍。

短期负面因素较多：引起股市波动超预期的因素主要有三类：宏观政策、经济数据以及股市资金供求。（1）双松政策的持续不改政策收紧的趋势，在中国经济 08 年保八无忧的背景下，调经济增长结构正成为中国领导层考虑的重点；（2）短期内经济指标大面积“超预期”难以再现，8 月房地产投资方面的数据可能会打击市场，出口复苏态势虽然确立但力度较为有限；（3）更新的股市资金分析报告表明供求关系勉强维持平衡，再融资的进程加快将对市场形成压力。

投资主线：寻找确定性，关注主题投资

近期主线：自下而上寻找确定性增长、更具安全边际的行业。推荐的行业主要有：商业百货、高端酒啤酒、机械设备、医药生物和信息设备。

辅料：“兼并收购”类主题投资：（1）在逐步转向调节结构的宏观背景下，“兼并收购”行为将得到更多支持，相关类主题投资热度会增加。（2）四季度，突进重组成为必然，重组进度加快的预期将增强。

目 录

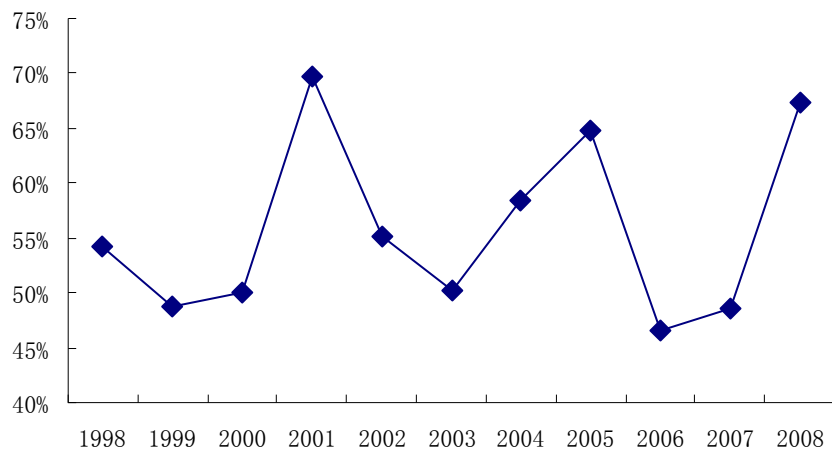
一、市场看法：估值逐渐合理，短期扰动因素仍然较多	3
市场进入相对合理的价值空间	3
短期扰动因素仍然较多	4
(1) 双松政策的持续不改政策收紧的趋势.....	4
(2) 短期内经济指标大面积“超预期”难以再现.....	4
(3) 资金供求关系勉强维持平衡，再融资对市场形成压力.....	6
二、投资主线：寻找确定性，关注主题投资	7
近期主线：自下而上寻找确定性增长、更具安全边际的行业	7
辅料：“兼并收购”类主题投资	7
三、市场回顾与数据监测	9
A股市场表现	9
国内重要经济指标跟踪	11
全球主要市场表现.....	13
全球重要经济指标跟踪	14

一、市场看法：估值逐渐合理，短期负面因素仍然较多

市场进入相对合理的价值空间

2009 年中报披露的情况已近尾声，通过测算过去 10 年（1998~2008 年）上市公司可比口径下中期业绩占全年业绩的比重，结果显示这一比例的波动还是比较剧烈的，高的时候 2001 年曾经接近 70%，低的时候接近 45%，但总体来看大部分年份的这一比例还是在 50%上下 5 个百分点内波动，10 年的均值水平为 55.75%，如果不算 2008 年的话均值为 54.59%。

图 1、上市公司可比口径下中期业绩占全年业绩的比重



资料来源：Wind，联合证券研究所

根据宏观的判断，CPI-PPI 的剪刀差可能会逐步收窄，下半年企业的利润可能不如上半年那么好，同时 2009 年下半年继续出台更大规模刺激计划的可能性也不大，所以上半年业绩占全年业绩的比例应该向历史均值或者说正常值回归。

以 55.75% 和 54.59% 这两个比例测算，2009 年全年上市公司利润增幅分别是 20%和 22%。另外可以给出两个情景假设，乐观的情形：下半年上市公司盈利与上半年相同，则 2009 年同比增幅 34.22%。悲观的情形：下半年利润环比上半年大幅缩水，仅占全年业绩的 4 成，则 2009 年同比增幅为 11.85%。

由此看来，根据历史均值推算的 09 年上市公司利润增幅是一种相对中性的假设，进一步我们选择中值 21%作为 09 年企业盈利增速的中性假设。

至于 10 年的利润增速，在此参考了朝阳永续的一致预期数据：乐观预期下 09 年的盈利增速与朝阳永续提供的一致预期较为接近，因此乐观预期下 10 年的利润增速采用朝阳永续提供的数据，为 25%，中性预期和悲观预期的数据则做了等比例处理。

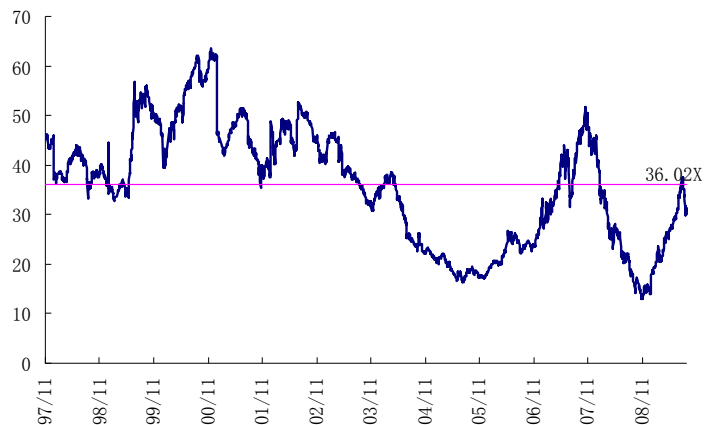
经过前期的调整，市场进入了相对合理的价值空间。当前 A 股市场的静态市盈率为 30.11 倍，低于过去 12 年的历史均值水平 36.02 倍；在中性预期下 09PE 将降为 24.2 倍，10PE 降到 21 倍。

表 1、中性预期下，09 年和 10 年对应的市盈率分别为 24.2 和 21 倍

	2009 年利润增速	09PE	2010 年利润增速	10PE
悲观	11.9%	26.2	8.7%	24.1
中性	21.0%	24.2	15.3%	21.0
乐观	34.2%	21.8	25.0%	17.4

资料来源：联合证券研究所

图 2、1997~2009 年 A 股的静态市盈率，均值为 36 倍。



数据来源：联合证券研究所整理

短期负面因素较多

引起股市波动的因素主要有三方面：宏观政策、经济数据以及股市资金供求。虽然股市在三周之内下跌了 18%，但是短期内来自这三方面的负面因素仍然很多。

（1）双松政策的持续不改政策收紧的趋势

宏观政策的收紧信号是近期股市调整的重要因素，微调论定调之后即便被解释为动态微调，实际上已无改投资者的心理预期，上周政府层面的表态再次印证了这一点。

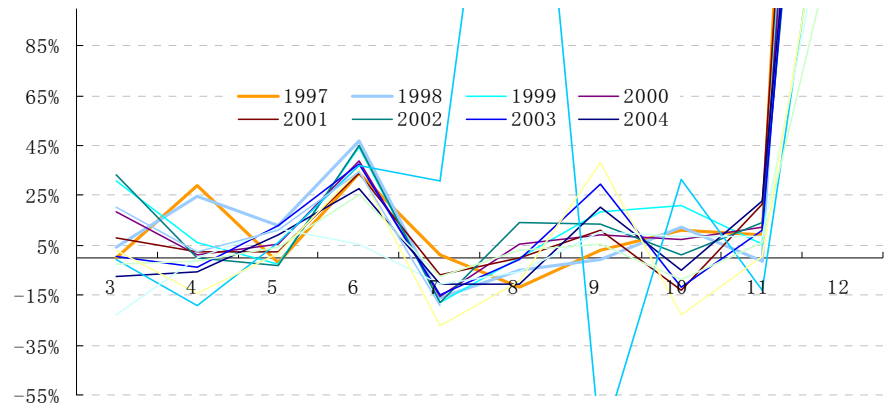
温家宝总理在浙江考察归来主持召开的国务院常务会议，重点指出部分行业产能过剩、重复建设现象仍很突出，并强调了有保有控的金融政策。由于本轮经济刺激计划是以投资为主，辅以天量的信贷，此次会议精神或是中央政府层面达成了共识的产物。另外，上周发改委也有一次公开的表态，我们判断，在中国经济 08 年保八无忧的前提下，调经济增长结构正成为中国管理层考虑的重点。

（2）短期内经济指标大面积“超预期”难以再现

从投资和信贷的角度出发，政策作用的力度不可能再大，因此短期内经济指标大面积“超预期”难以再现。8 月房地产投资方面的数据可能会打击市场，出口复苏态势虽然确立但力度较为有限。

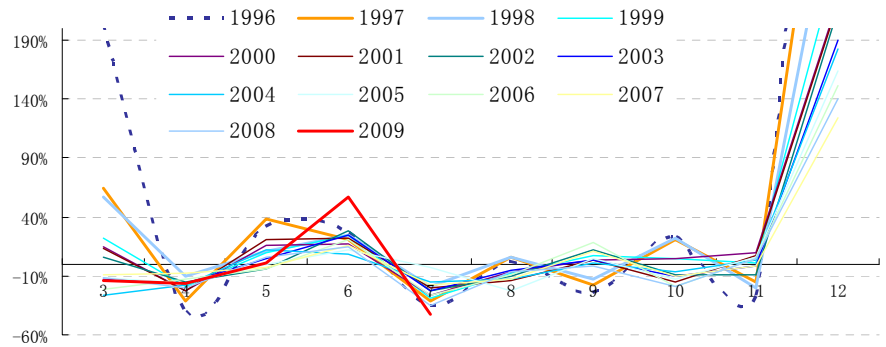
首先，7、8 月份是地产行业的传统淡季，无论是销售方面还是开发方面。

图 2、房地产销售的季节性



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 3、房地产新开工面积的季节性



资料来源: Wind, 联合证券研究所

其次, 从我们地产行业研究员在广州深圳调研的情况来看, 8 月房地产销售方面的数据并不乐观。深圳在上一波楼市调整中幅度最深动作最快, 对全国的房地产开发投资具有更加明显的指示性意义。跟踪数据显示, 深圳 8 月份的日均成交套数和面积环比 7 月分别下滑了 14.6%和 14%; 广州市场 7 月份新建住宅成交套数和面积环比分别下降了 22%和 29%, 近 5 个月以来成交环比首次出现负增长。

图 4、深圳市二手房月度成交情况

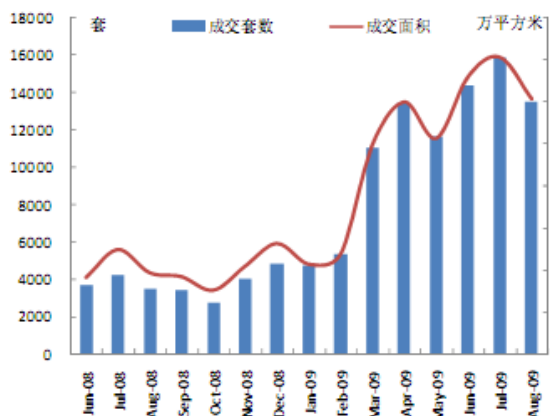
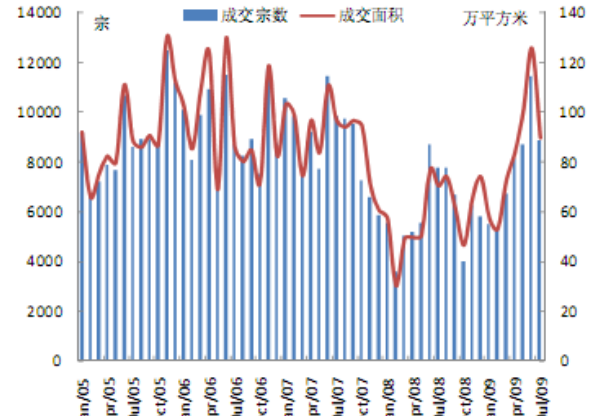


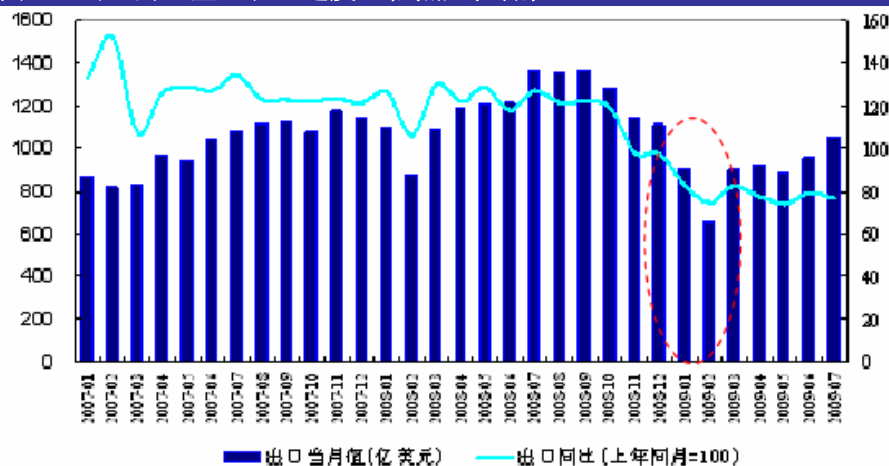
图 5、广州市新建商品房成交情况



资料来源: 联合证券研究所

出口复苏不可过分乐观。虽然出口复苏态势明确, 但是从“量”和“速度”来观察, 均比较有限。短期之内, 出口将继续向好, 这主要受发达国家经济企稳复苏预期和季节性因素的共同作用。中长期内出口实质性的好转取决于全球经济, 特别是发达经济体的复苏进程。

图 6、出口的“量”和“速度”依然处在低位



资料来源：联合证券研究所

（3）资金供求关系勉强维持平衡，再融资对市场形成压力

联合证券最新的资金供求分析报告表明, 资金供求关系已经到了勉强维持平衡的地步。根据计算, 资金供给为 1.02 万亿, 股票供给为 1.03 万亿, 这是今年 5 月底以来首次出现资金供不应求的局面。

09 年初至今发审委已经审批通过了 64 家企业的融资计划, 其中 7 月通过了 25 家, 8 月通过了 24 家企业, 自 7 月初开始种种迹象已经表明监管层在缩短再融资的审批时间。

根据截止 8 月 27 日已公告的增发预案统计, 剔除定向大股东及其关联方增发的部分后, 年内增发募资超过 2727 亿元。三季度若有一半发行则有 1364 亿资金需求。从集中体现的行业来看, 银行与地产板块首当其冲, 巨额再融资主要集中在权重股板块, 对市场影响较大。

图 7、融资额度与上证综指

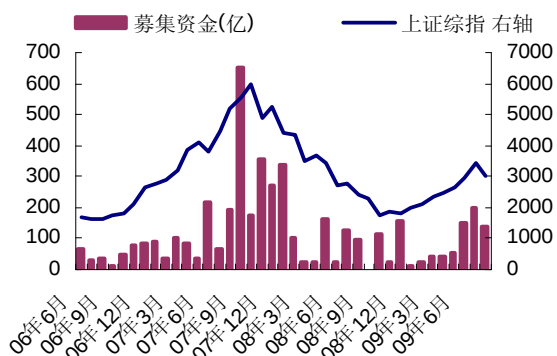
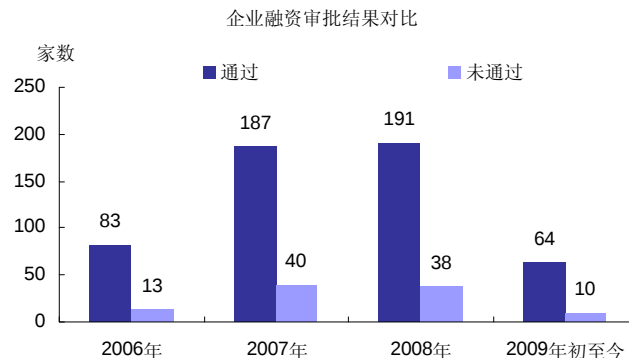


图 8、发审委审批结果对比



资料来源：Wind，联合证券研究所

二、投资主线：寻找确定性，关注主题投资

近期主线：自下而上寻找确定性增长、更具安全边际的行业

（1）商业零售。根据商业研究员的观点，商业零售板块除了具备一定的相对估值优势，同时具备业绩拐点的可能性，具体的理由包括：（1）基数效应，去年 1-3 季度是商业百货行业的顶峰时期，随着金融危机的带来，在去年 4 季度和今年 1 季度经历了利润大幅下滑的境况；（2）从今年 4、5 月份起，百货类企业景气回升明显，预计 4 季度淡季同比增长 40%-50%。

（2）食品饮料。从中报数据来看，饮料制造板块仍是食品饮料行业最为强势的板块，其收入和净利润占比在不断上升，本报告期内分别达到 63% 和 91%。从各个细分行业的情况看，啤酒行业表现最为耀眼，上半年由于啤麦价格下降和啤酒消费市场的回升，啤酒上市公司的合计收入和净利润增速分别达到了 15% 和 42%。上市公司的业绩表现要好于行业销售数据（1-5 月，啤酒行业销售收入同比增长 10%，利润总额同比增长 11%）。

我们的行业研究员预计下半年经营数据明显要好于上半年，通过所跟踪上市公司的预测，以及考虑到去年乳品企业的巨额亏损（亏损额近 20 亿元），09 年食品饮料行业净利润增速将达到 60%，剔除乳企数据，增速也将达到 30% 左右。从细分行业来看，我们看好高端酒和啤酒行业的业绩发展。

我们在本周继续看好的其他行业包括机械设备、医药生物、信息设备。

辅料：“兼并收购”类主题投资

本轮金融危机暴露了我国产业结构中重复建设、高耗能低及附加值产业比重太大、具有自主知识产权的中高端产业尚未形成竞争优势等问题。年初国务院出台的十大产业振兴规划的核心就是鼓励优势企业通过兼并重组对困难企业进行整合，并期望以此完善产业结构调整、推动产业升级。

（1）在逐步转向调节的宏观背景下，“兼并收购”行为将得到更多支持，相关类主题投资热度会增加。

（2）四季度，突进重组成为必然，重组进度加快的预期将增强。

并购重组主题的节奏体现在上市公司大股东推进重组的进度上。从时间来看，年初的调整振兴规划在实施中的压力很大，尤其是淘汰落后产能中所涉及的资产、债务、人员安置、地方财税收入等难点问题制约了并购重组的进程，但到了四季度，突进重组成为必然，重组进度加快的预期将增强。

（3）投资主题

结合管理层强调的“近期要把大力推动产业结构调整放到更加重要位置，全面贯彻落实重点产业调整振兴规划，稳步推进兼并重组和淘汰落后产能”来分析，我们看好央企重组、地方国资整合、民企借壳后的资产整合这三类主题。

就市场表现而言，并购重组一直是资本市场生生不息的掘金之地，但相关上市公司的股价表现很难在某个时段呈行业、成建制地集中释放，毕竟上市公司的重组与资产注入往往是“成熟一家推进一家”。

如果要探寻板块联动预期，军工将是最值得关注的主题。今年7月以来的军工主题行情，不仅仅是以往军工“向国庆献礼”效应的概念炒作，而是军工体制改革深化、以政策推动为特征的行业整合提速的结果。

三、市场回顾与数据监测

A 股市场表现

图 9: 一周 A 股市场指数表现

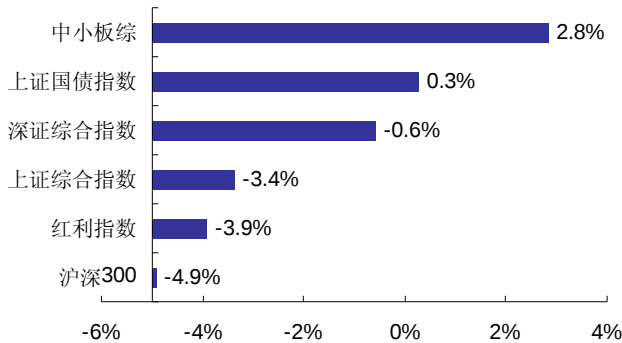
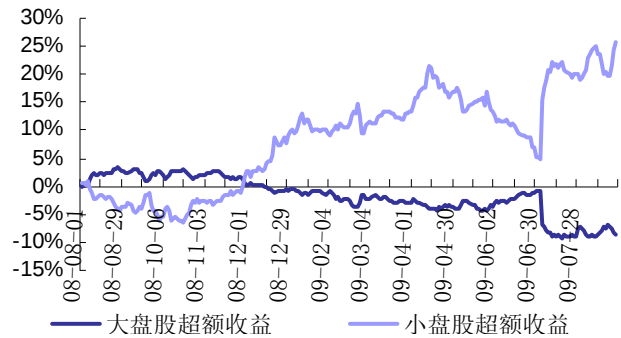


图 10: 大小盘股收益对比



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 11: 一周行业涨幅

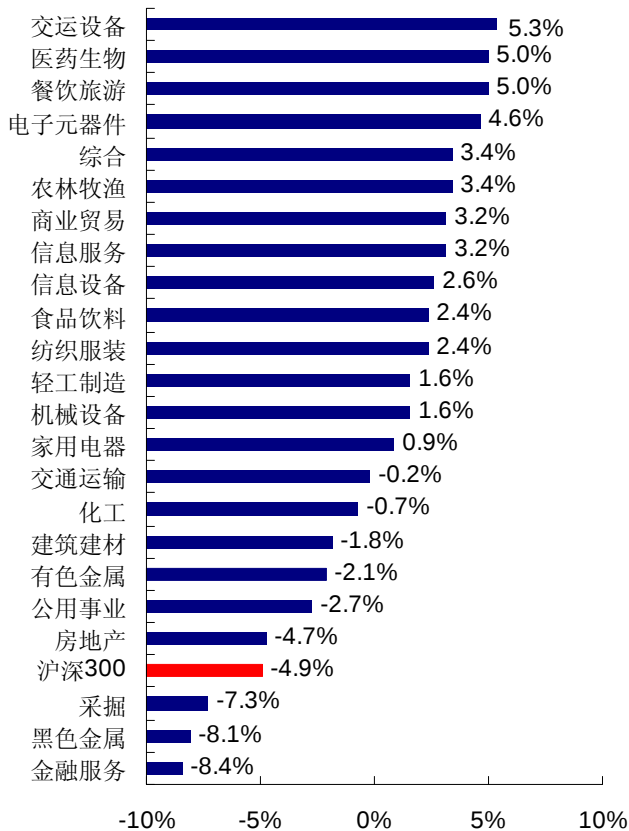
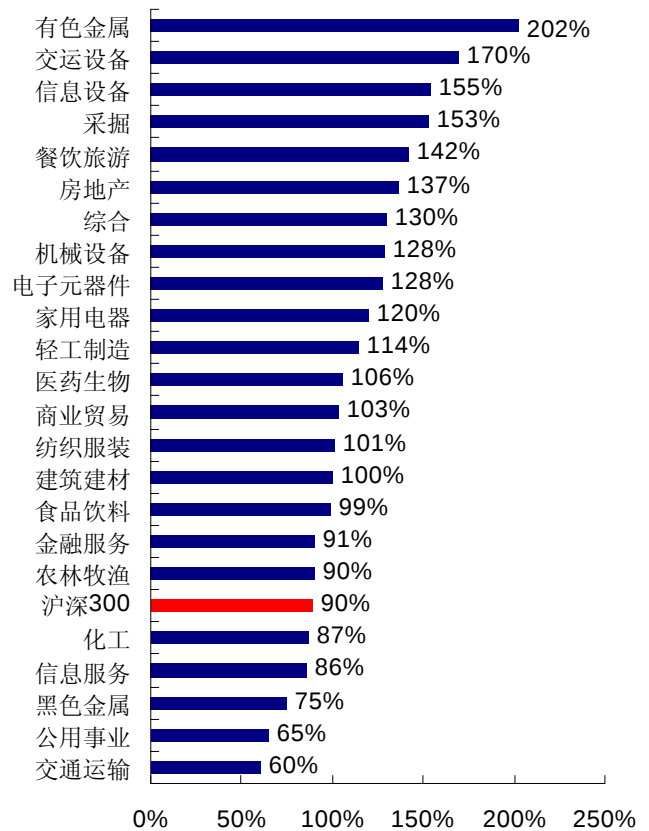


图 12: 1664 点以来行业涨幅



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 13: 沪深 300PE 在 31 倍左右

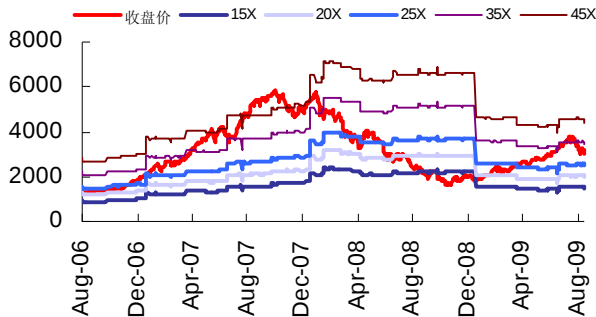
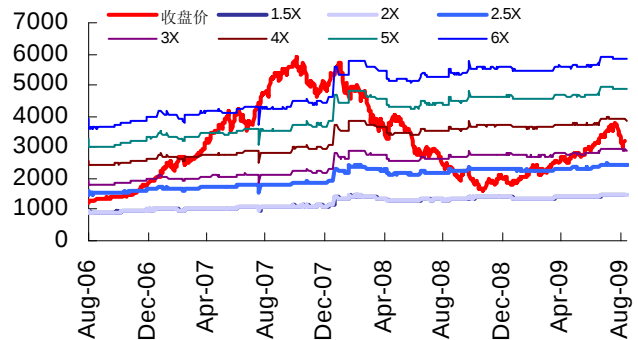


图 14: 沪深 300PB 在 3.1 倍左右



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 15: 各行业的 PE 分布

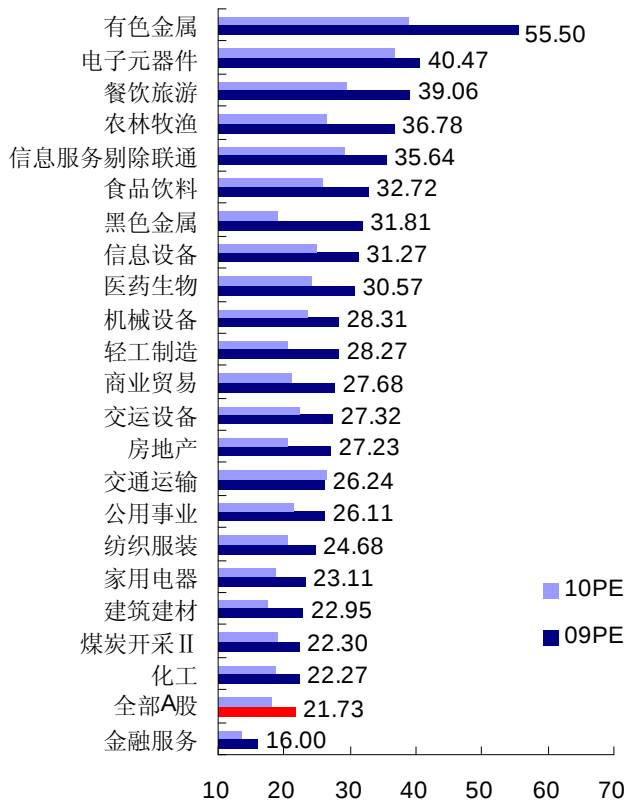


图 16: 各行业的 PB 分布



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 17: 市场风格指数一周涨跌幅

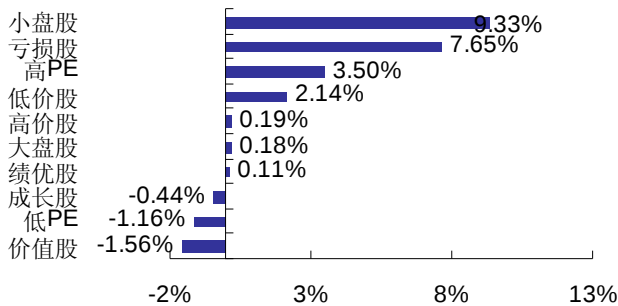
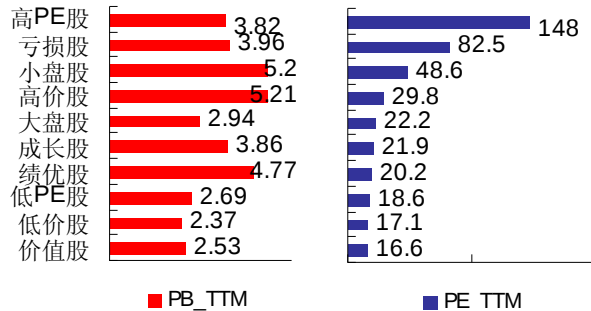


图 18: 市场风格指数估值指标



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 19: A 股市场换手率较上周有所增加

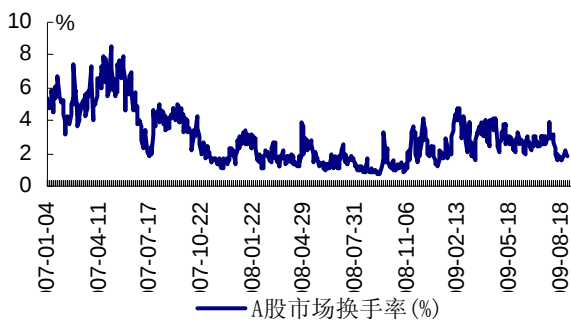
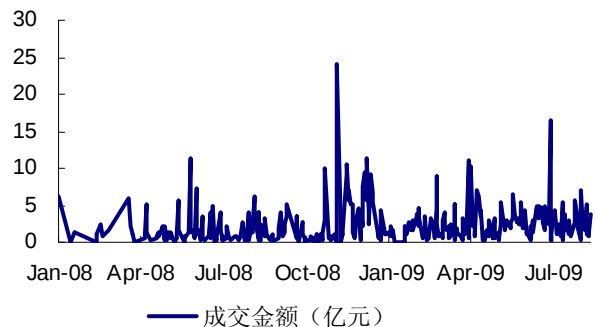


图 20: 本周 A 股市场周一和周五的大宗交易明显多于平日



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 21: A 股持仓和交易账户的波动情况

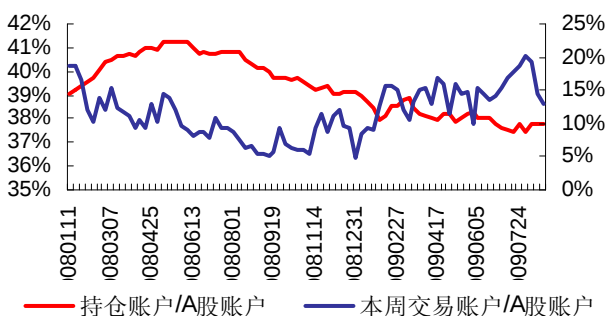
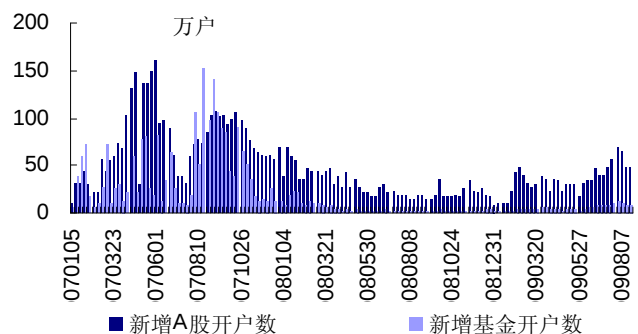


图 22: 08 年以来 A 股、基金新增开户数对比



资料来源: Wind, 联合证券研究所

国内重要经济指标跟踪

图 23: 货币净投放量有所缩减

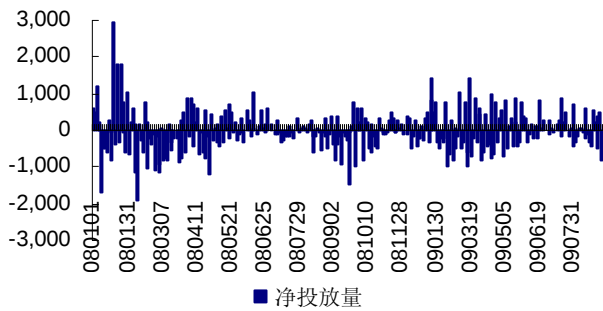
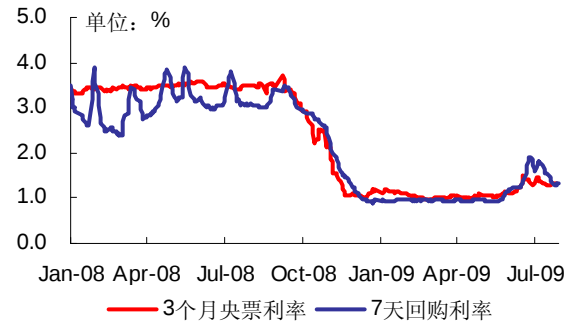


图 24: 央票利率与七天回购利率均小幅上涨



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 25: 中国国债收益率小幅下调

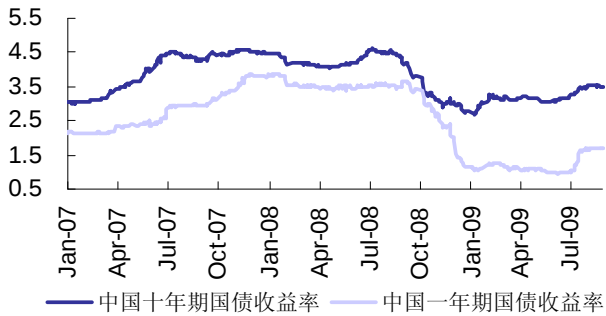
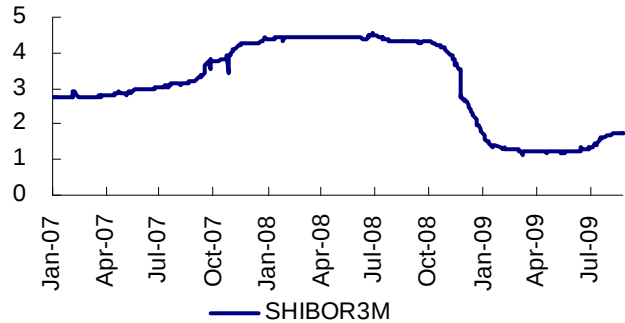


图 26: Shibor3 月利率本周维持稳定



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 27: 一年期 NDF 本周持续上升

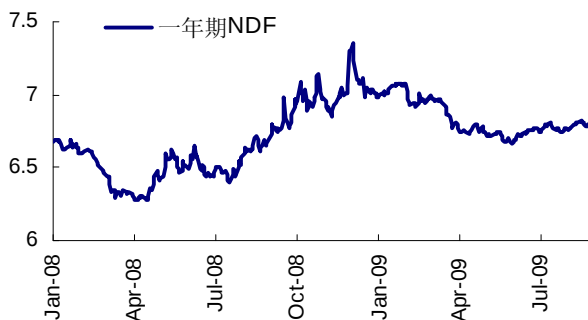


图 28: 恒生 AH 溢价指数创八月新低



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 29: 主要农产品价格较前周均有所上涨

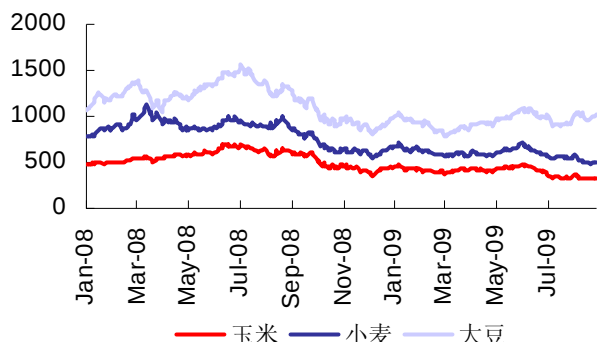
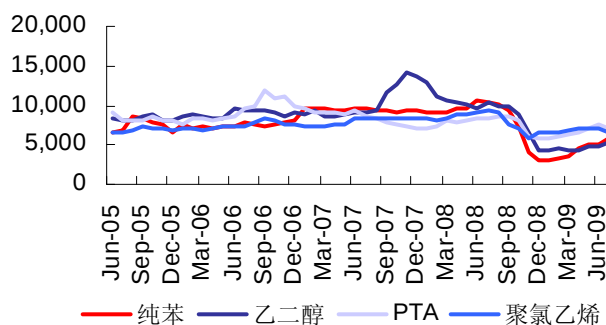


图 30: 主要化工品价格



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 31: 煤炭价格维持稳定

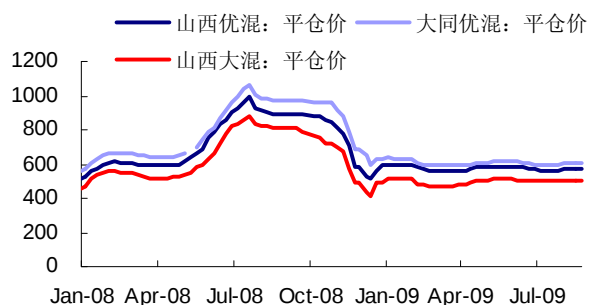
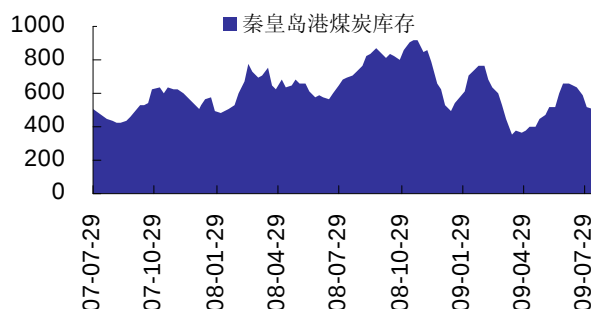


图 32: 煤炭库存有所回落



资料来源: Wind, 联合证券研究所

全球主要市场表现

图 33: 全球主要股市

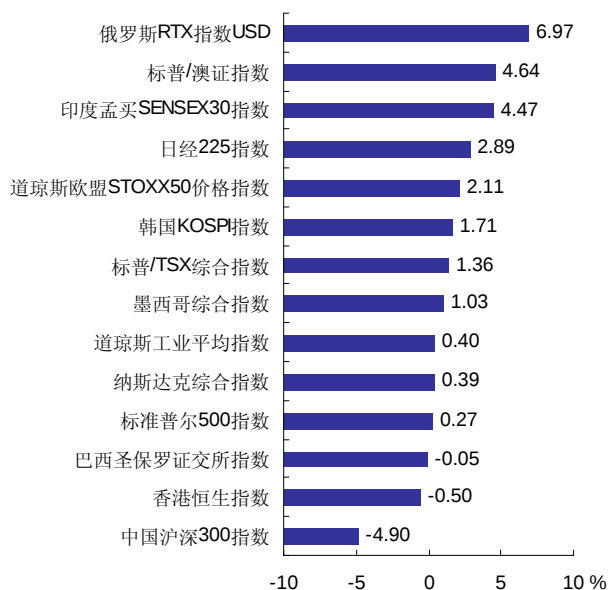
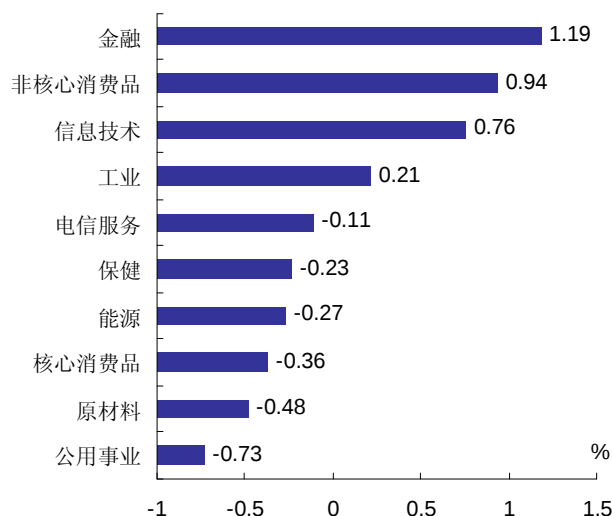


图 34: 美股行业一周表现

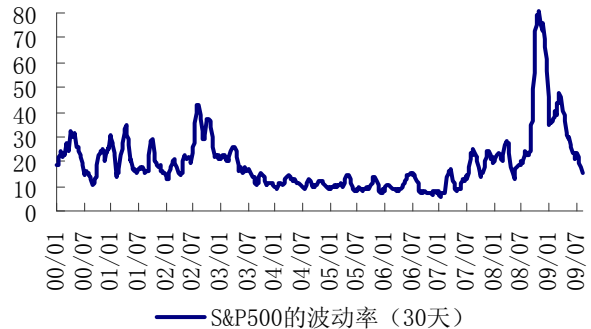


资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 35、标普 500 指数继续上涨



图 36、标普 500 波动率



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

全球重要经济指标跟踪

图 37、美国 TIPS 利差较上周略有下调

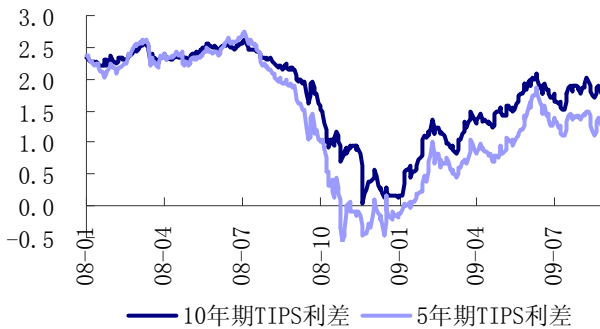
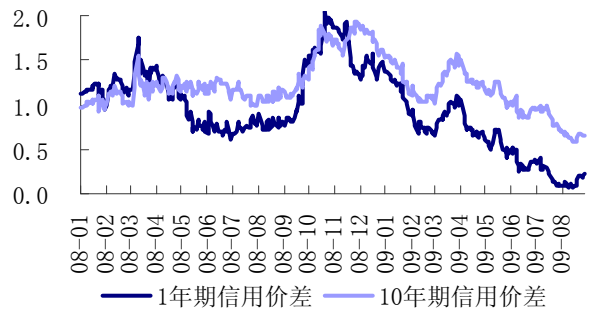


图 38、美国信用价差上升



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 39、TED 利差 (3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差距) 继续小幅下降

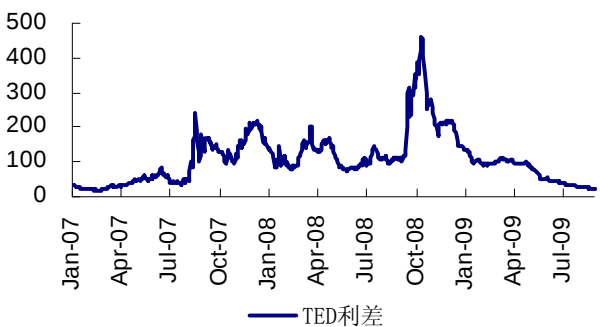


图 40、美国房地美国民抵押贷款协会 30 年房贷固定利率与上周持平



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 41、美国国债利率维持稳定水平

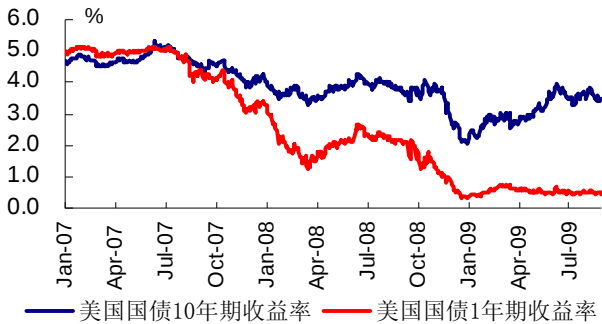
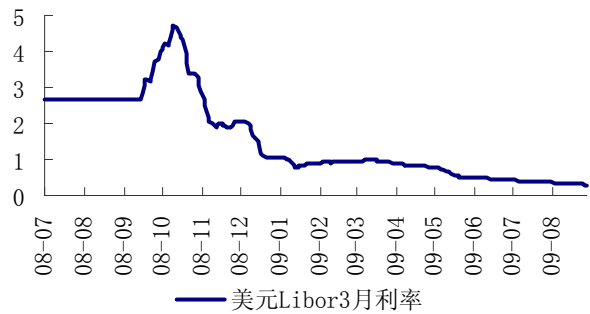


图 42、Libor 美元利率（3 个月）本周持续下跌



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 43、欧元汇率维持稳定, 日元英镑汇率小幅下跌

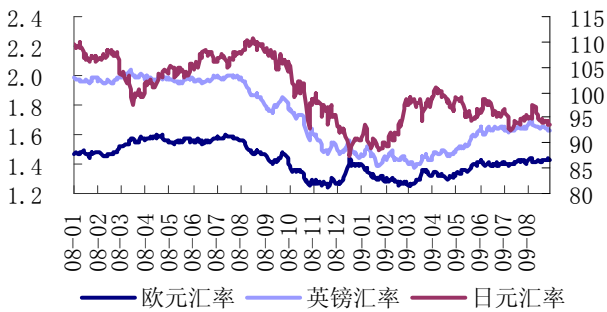


图 44、美元指数较上周小幅下跌



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 45、CRB 商品指数与上周基本持平



图 46、原油价格较上周末略有回落



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 47、贵金属价格指数维持稳定水平, 基本金属小幅上涨

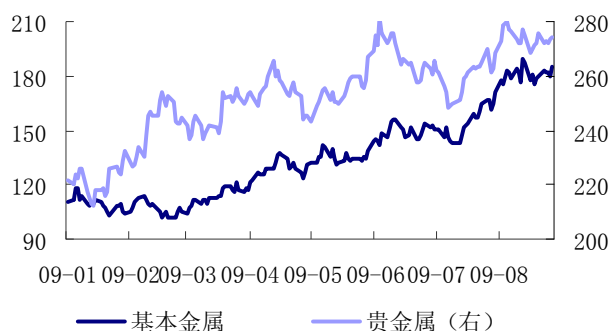
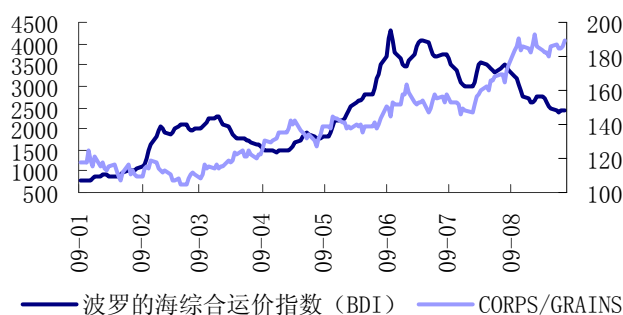


图 48、运价指数继上周继续下降, 谷物指数有所回升



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 49、铜价较上周大幅上涨

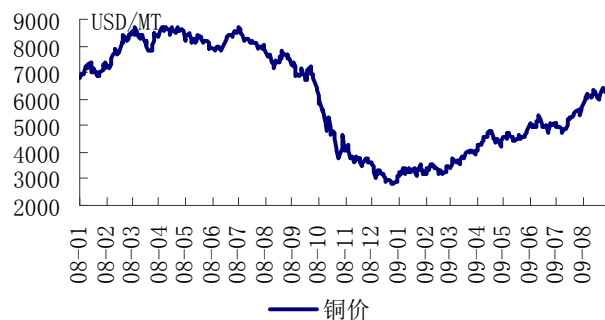
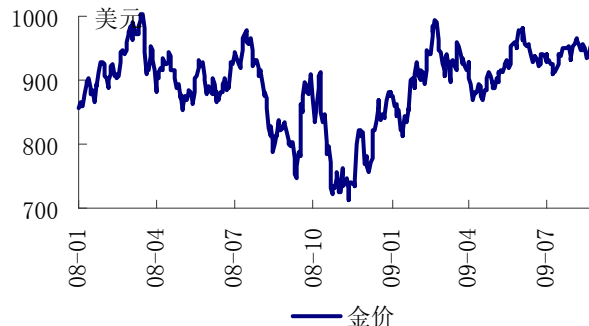


图 50、金价持续稳定上涨



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 51、美国首次申请失业救济金人数

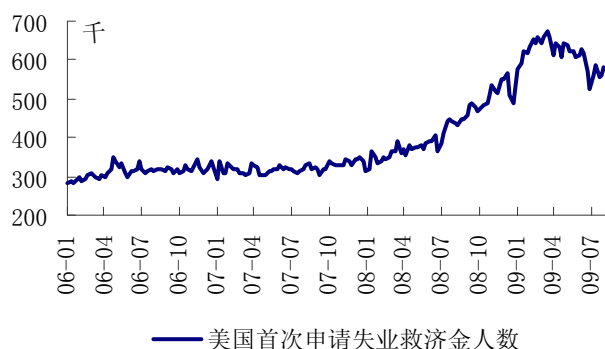
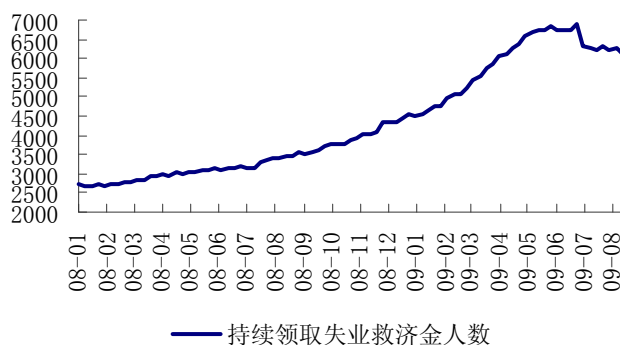


图 52、持续申请救济金人数



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 53、美国 ABC 消费者信心指数继续回升

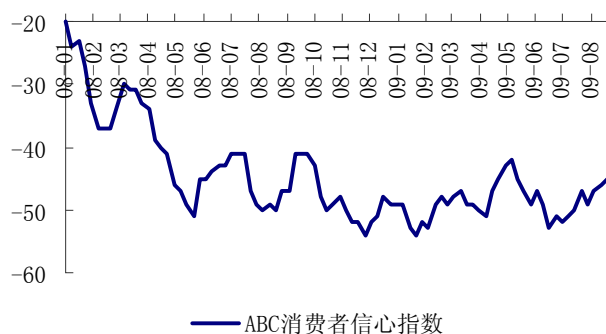
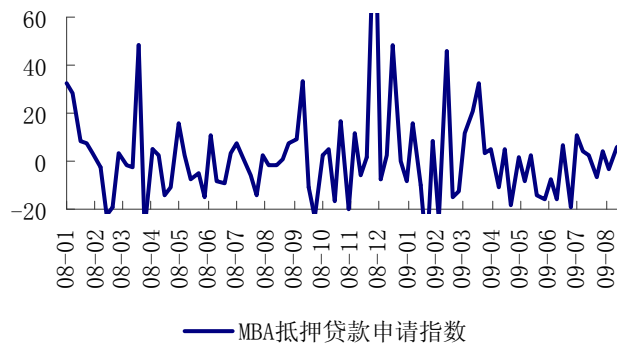


图 54、MBA 抵押贷款申请指数



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。