



策略研究

2009 年 09 月 01 日

9 月策略：等待“正常化”

- ◆ 8 月回顾：8 月份市场涨幅—21.8%，今年涨幅 46.5%。
- ◆ 估值水平：整体 PE 27.2 倍，PB 3.02 倍。
- ◆ 风险水平：低风险区域。
- ◆ 建议仓位：90%。
- ◆ 推荐行业：金融、医药、食品饮料。

赵兵

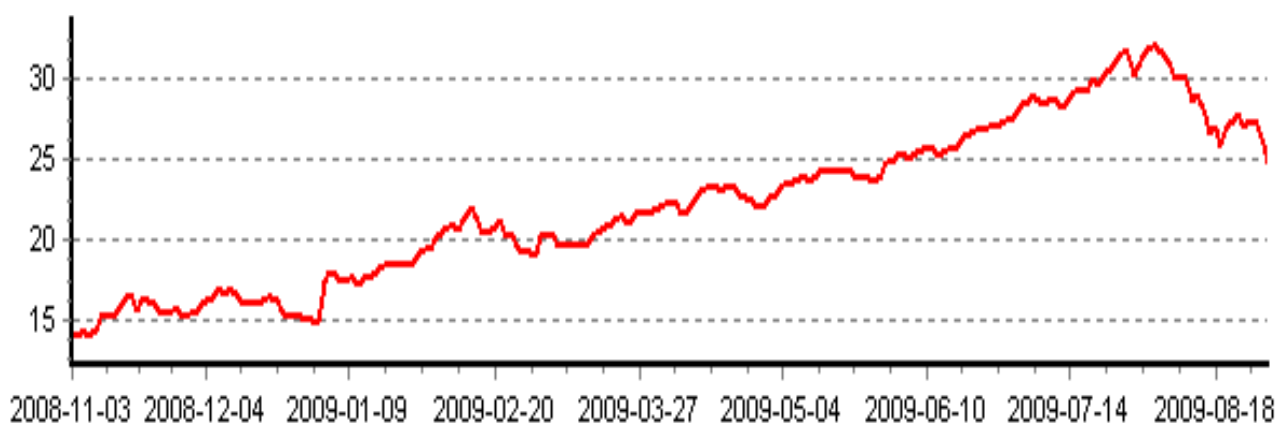
0755—83025661

zhaobing@jyzq.cn

估值的门槛

在不少人对经济前景仍有“二次探底”疑惑的大背景下，30 倍 PE 的估值水平，成为一道门槛，令人心生不安。经过七八个月的上涨，市场整体 PE 从 15 倍上升到 30 倍，在很多人眼里，这种涨幅已经是超预期的了。于是，落袋为安成为一种普遍的心理倾向。管理层“动态微调”口号和手法的“适时”出现，信贷数据按季节惯例的正常回落，使得这种心理倾向，变为实际的卖出行动。八月份股市在 30 倍 PE 左右出现调整，是一件可以理解的事情。

上证综指市盈率



大趋势有规律可循，小波段难以预测。就像四季轮回清清楚楚，但明日天气不可捉摸。对大趋势不明所以，就像不分春夏秋冬，是大糊涂。对小波段强加预测，就像预测天气，对了是运气，错了很正常。

上证综指市盈率



回看十几年上证综指的估值波动，10—20 倍 PE 是“绝对”的底部区间，30—50 倍 PE 是“合理”的正常区间，60—70 倍是“绝对”的顶部区间。

当上证综指处于 10—20 倍 PE 区间时，不敢判断是底部的人，就像不能感知冬将去、春将来的人；当市场处于 60—70 倍 PE 区间时，仍狂热相信“黄金十年”的人，就像不能感知秋将过、冬将来的人。这两类人都是于季节变幻毫无感觉，于大趋势毫无分辨。当市场处于 30 倍 PE 左右时，属于正常区间的下部，可以向上继续

膨胀，也可以向下回到底部。向上还是向下，取决于业绩和流动性的趋势。

经济复苏形成共识的兴奋，使指数首次冲入正常区间。但在经济的初步回升期，心态尚不稳定，估值难以在正常区间常驻。估值的正常化，有待于经济持续回升期的到来。

目前上证综指的估值水平为 25 倍左右，处于底部区间和正常区间的过渡地带。向上是“正常”的门槛，向下是“底部”的地板。跨过门槛、恢复“正常”，需要勇气。勇气的来源，是现实的经济数据。未来一段时间，经济数据重点关注出口。

业绩一季比一季好

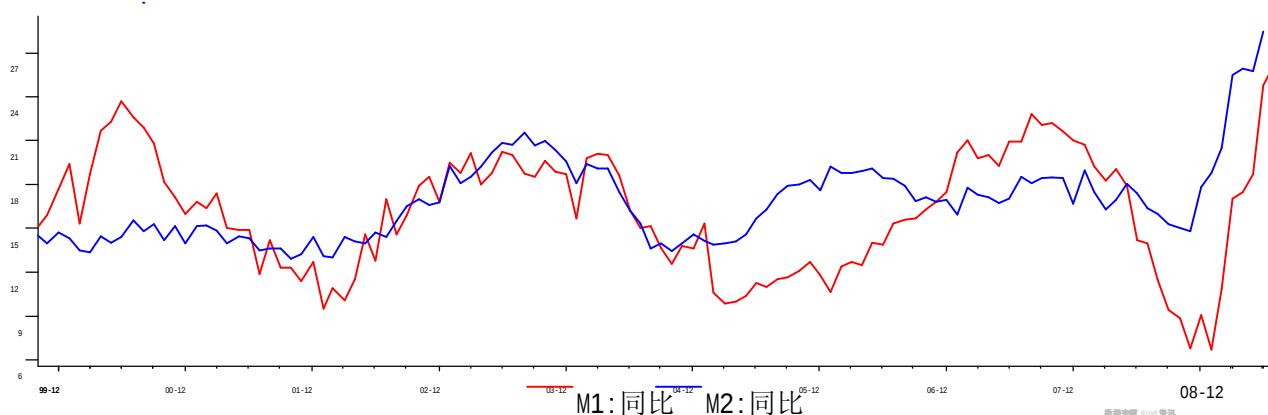
上市公司的中报数据显示，业绩在逐季转好。

两市 1631 家上市公司今年上半年共实现营业收入 52023 亿元，同比下降 11.27%，共实现净利润 4847 亿元，同比下降 14.58%，降幅都在预期之内。

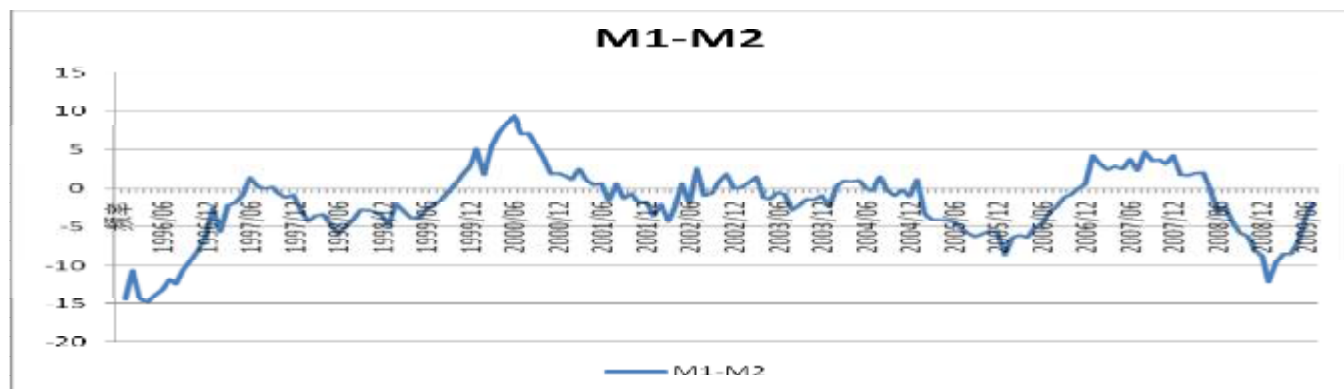
从季度数据看，有可比数据的公司去年第四季度盈利总额不到 400 亿元，今年第一季度盈利总额 2043 亿元，第二季度盈利总额 2784 亿元，盈利情况逐季转好。其中，今年二季度的环比增幅为 36%。而且，这种盈利向好的趋势，是有现金流支持的真实增长：非金融类上市公司上半年经营性现金流净额达到 6446 亿元，同比增长 113%。

流动性没那么糟

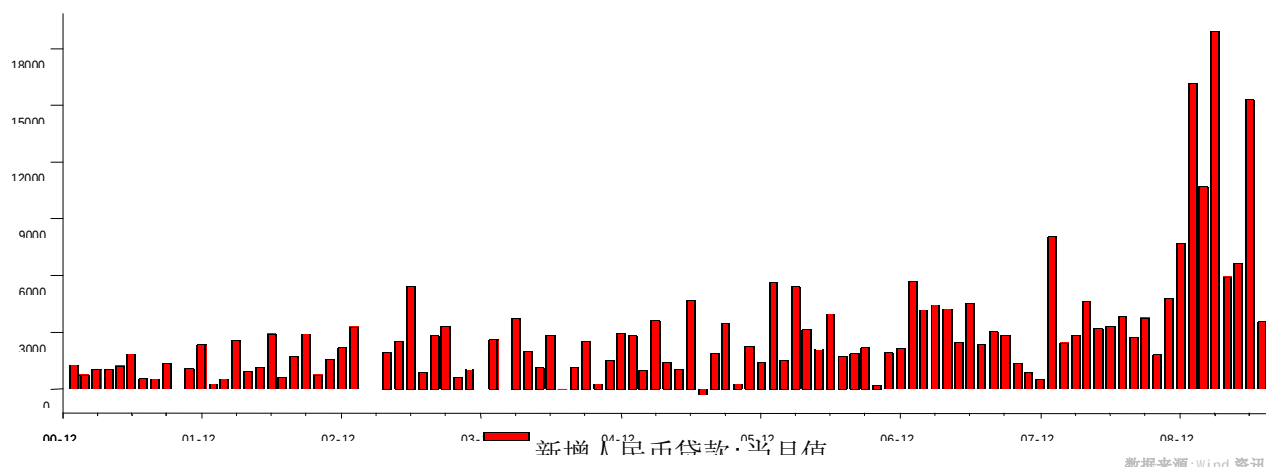
从货币投放量看，M1 和 M2 的增速很高，更重要的是，两者的差值（M1-M2）不断回升，目前为-2 左右，未来一两个月可能由负转正。



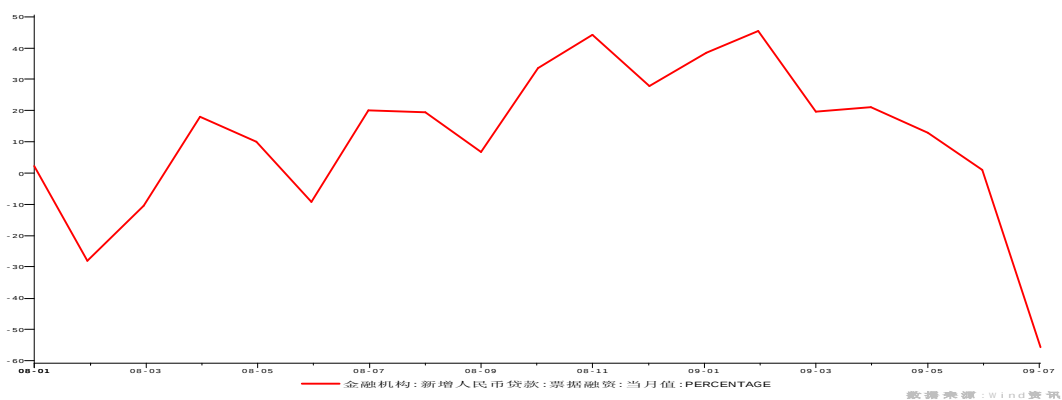
M1 和 M2 差值的缩小，反映的是存款由定期变为活期，即“定期存款活期化”。定期存款活期化，表明货币流转速度在提升。庞大的存量货币由于流转速度提升所带来的流动性，因其不易被观察，效应往往被低估，而新增贷款这种增量货币所带来的流动性，因其直观，效应常被放大，于是造成大众对流动性状态的误读。

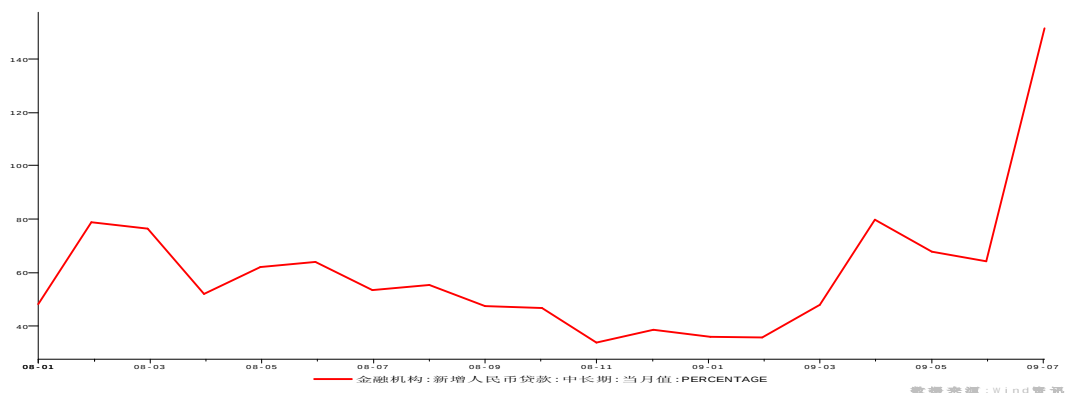


新增贷款月度数据在下半年的回落，是一个预期中的正常现象。上半年将额度尽量放出、下半年调整贷款结构，是商业化的银行为了年度利润最大化所采取的合理经营措施。从历史数据来看，去年 11 月份到今年 6 月份这 8 个月，新增贷款的异常属于非常时期的超常规行为，从维护经济健康发展的角度来说，这种猛药难以持续，也不允许持续。即使下半年每个月的新增贷款回落到 3000 亿左右的正常水平，全年 9 万多亿的新增贷款就已经是一个十分可观的数字了。



从新增贷款的结构来看，一个突出的特征是票据大幅度下降、中长期贷款大幅度上升。票据融资和中长期贷款的一降一升，反映了随着实体经济的复苏，资金开始进入真实的投资项目。这也从另一个角度辅助证明着我们关于“流动性在虚拟经济和实体经济之间切换”的判断。虚拟经济将在阶段性的调整中，等待实体经济复苏、企业盈利提升带来的新推动力的形成。



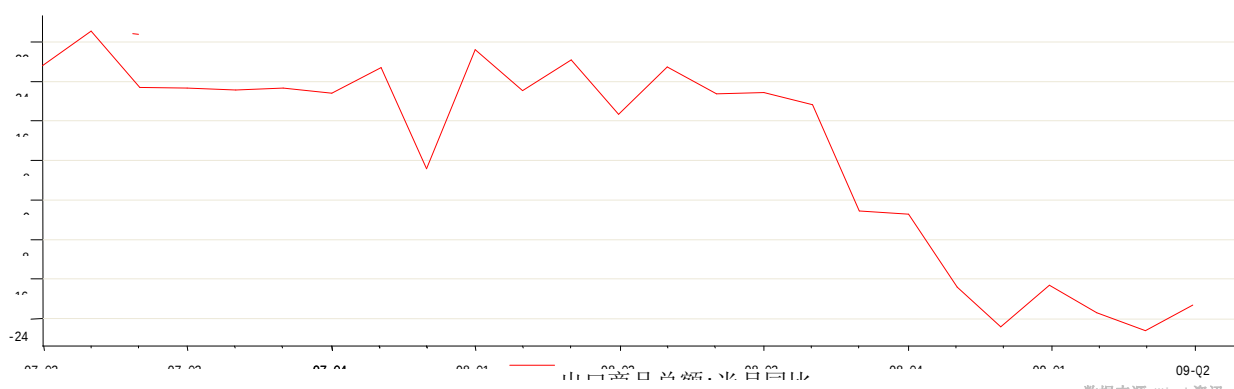


流动性狂欢使人沉醉，基本面盛宴更值得期待。欢宴之间，请稍安毋躁。不停步的狂热舞蹈，神仙也吃不消。

出口决定论

对中国经济来说，由“企稳回升”转为“持续回升”，关键在于出口。企稳的关键，在于投资，在于各地热火朝天的基建项目。初步回升，在于消费，在于按揭贷款和税费优惠刺激的地产、汽车需求释放。持续回升，则在于出口，在于美欧经济复苏带来出口企业的开工率上升。

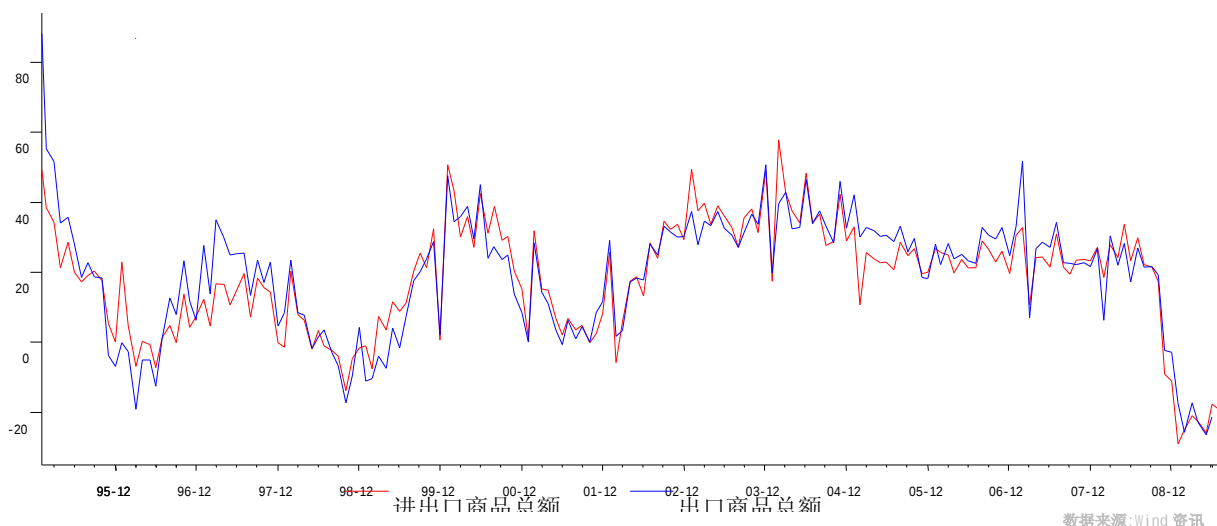
投资无须多说，在四万亿提出时将信将疑的人，现在也不再怀疑投资的力度。今年二季度，该开工的项目基本上都已开工，如今担心的是“效应递减”。消费大体上是平稳的，去年四季度稍有回落，今年前两个季度就报复性反弹。内需经济的建立，有赖于抑制民间消费和民间投资的管制理念和制度体系的变革，不是喊喊口号、做几个应急性措施就能完成，旧体制下受益集团的阻力将使这一过程变得漫长而复杂。可以预期的是，未来一年时间内，在完成“企稳”和“初步回升”的功效之后，投资和消费很难再为我们带来更多的惊喜了，支撑经济持续回升的重任，将落在出口身上。



投资和消费属于内需，内需在一定时间内可以由我们自己做主，刺激一下就能见到效果，但是出口由外需决定，却由不得我们做主，只能坐等欧美经济复苏、外部需求回升。出口退税属降低成本之举，可以略微改善出口企业的经营压力，但对订单和需求影响不大。在投资和消费出现明显回升之后，出口迟迟不见起色，原因就在于出口的这种“被动性”。从出口金额的同比增速来看，今年以来一直围绕着一20%波动，有“企稳”的样子，但还没有出现“回升”的势头。若8月份的出口同比增速能回到一15%以内，方可判断出口也进入了“企稳回升”

的关键期。

从更长的时间来看，1994 年以后，我国的出口增速大致经历了两个阶段：2002 年之前，周期性大幅波动；2002 年之后、2008 年之前，稳定在 20% 左右。2002 年之前的三个低点，1994 年、1995 年是汇率并轨，1997 年、1998 年是亚洲金融危机，2000 年、2001 年是网络泡沫破灭。三次出口下跌之后，在负值的持续时间，基本上不会超过两年。2009 年剩下的时间里，出口增速摆脱围绕 -20% 的盘整、向零值靠拢，应该是大概率事件。



虽然同比仍在低位徘徊，但出口环比数据走势不错，从 5 月份的接近 0%，提高到 7 月份的 5%。绝对数的单月出口金额，目前已经恢复到 2007 年二季度和 2008 年一季度的水平。而从一些机构的草根调研结果看，长三角和珠三角的出口企业最近两三个月开工率恢复的很快，大部分已达 70% 以上，部分电子类和纺织类企业已达 90% 以上，出口企业“量”恢复的快，“价”恢复的慢。经济的短期趋势，看环比更好些，尤其是在一些转折的关键时期，需要对经济状况进行定性判断时，环比数据作用更大。未来几个月，出口能否从“企稳”转为“企稳回升”，我们要紧密跟踪每个月的出口绝对额和环比，以助判断。



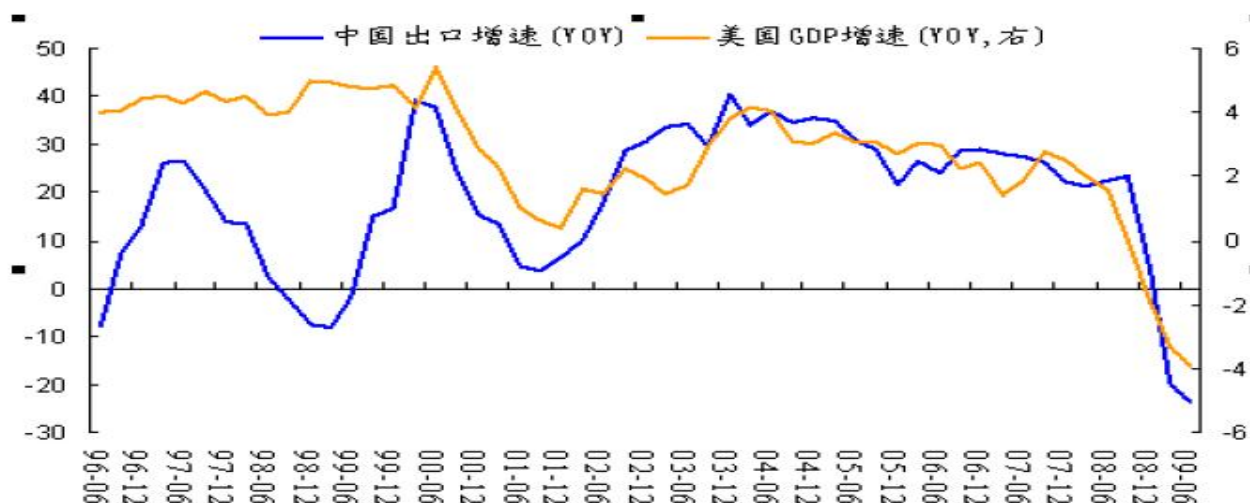
其实，今年已经有不少研究机构谈论“出口复苏”，并在研究报告里将“出口复苏”预期了好多遍。现实的变化是缓慢的，观点的变化是瞬息之间的。坐在那里一个接一个的“预期”投资、消费和出口，几分钟的时间即可完成，但经济数据的转化却需要几个季度。有两个问题需要思考一下：研究机构已经预期了出口复苏，投资机

构是否也已经预期了？决定波段的短线资金已经利用了出口复苏的预期进行炒作，决定趋势的中长期资金是否已经完成了在出口类资产上的配置？个人觉得两个问题的答案，都是“否”。

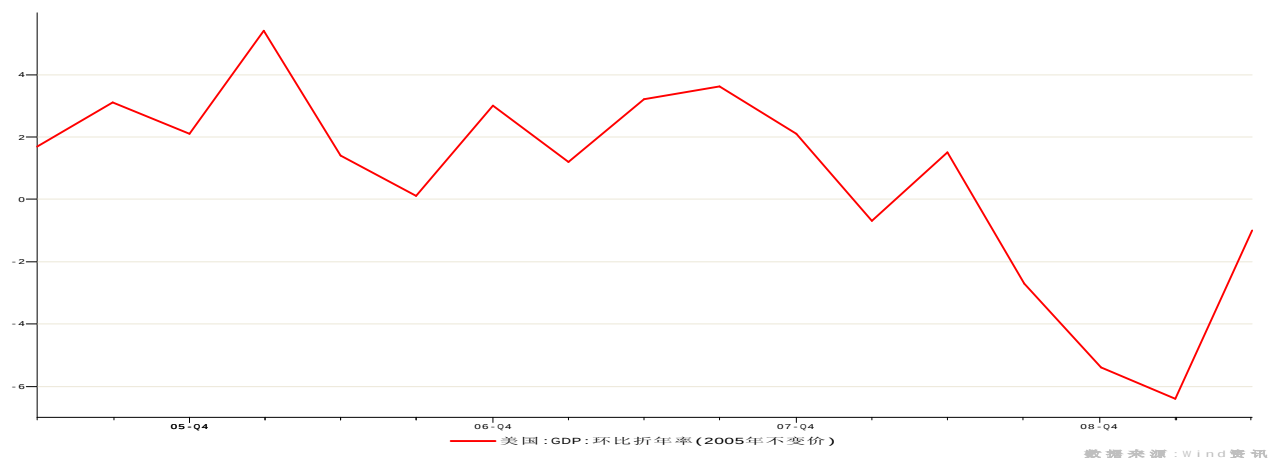
最近世贸组织有个结论引起比较大的争论：中国出口超过德国，成为世界第一。有人认为德国出口的是高附加值的产品，受金融危机影响大，中国出口的是低附加值产品，刚性需求大，再加上汇率因素，人民币随美元贬值促进出口，所以中国摘得出口金额世界第一没太大意义。拿这些说事，纯属吹毛求疵。中国出口产品附加值不是今天才比德国低，低了许多年了，2003 年德国出口超过美国时也没人说德国出口产品附加值比美国低；人民币汇率升了三年，才稳定半年多，升值那三年也没人说中国出口增长低估。后发优势使得我们在融入世界经济之后，每次大规模的经济调整都成为承接产能转移、技术爬升的阶梯，每次危机都是我们这种追赶型国家拉小差距的契机。所以热闹好几年的出口冠军争夺战，中国在这次金融危机后才首次领先，并不奇怪，甚至是一种必然。

美国复苏基本确认

2001 年以来，中国的出口增速和美国 GDP 增速有非常显著的相关性。中国的出口，能否在今年 9 月份，乃至第四季度，从-20%左右的负增长，开始向零值靠拢，除了同比基数的暗中帮忙之外，美国经济的复苏状况无疑是很重要的。

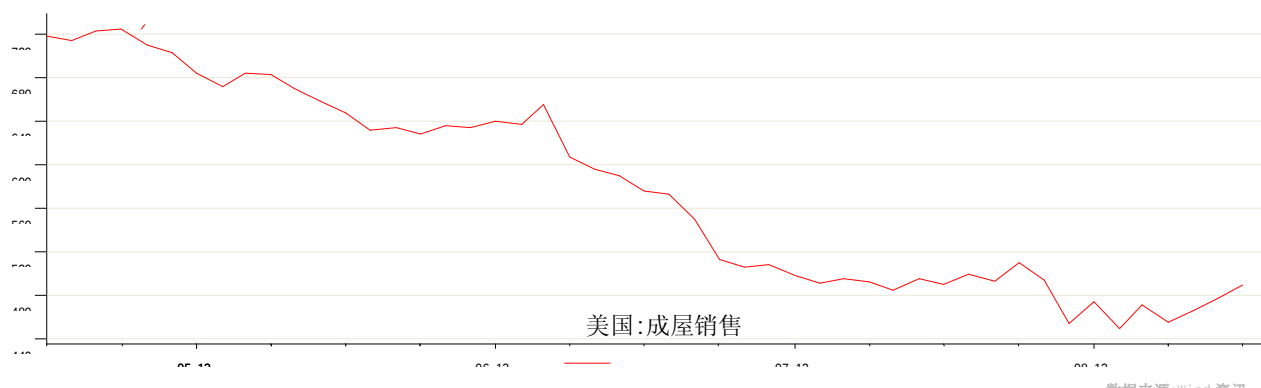


最新公布的数据显示美国经济已经触底。修正后美国第二季度 GDP 增速为-1%，之前三个季度美国 GDP 增速为-0.5%、-6.3%、-6.4%。从季度数据看，今年一季度是美国经济本轮调整的低点，三季度最晚四季度 GDP 将转为正增长。IMF 和经合组织已经上调了关于美国经济的预测数据，一个预测明年增长 0.75%，一个预测明年增长 0.9%。

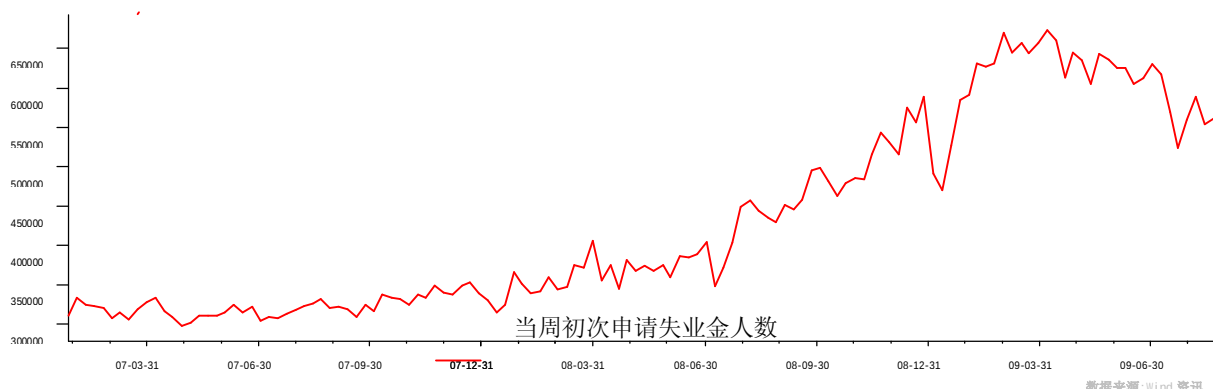


第二季度美国的消费支出同比增速为-1%，企业盈利同比增速为 5.7%，7 月份的耐用品订单环比增速为 4.9%，新屋销售环比增速为 9.6%，都好于预期。另外，二季度的企业库存下降 1.39%，政府开支增长 11.0%，住房投资下降 22.8%，都比一季度好。

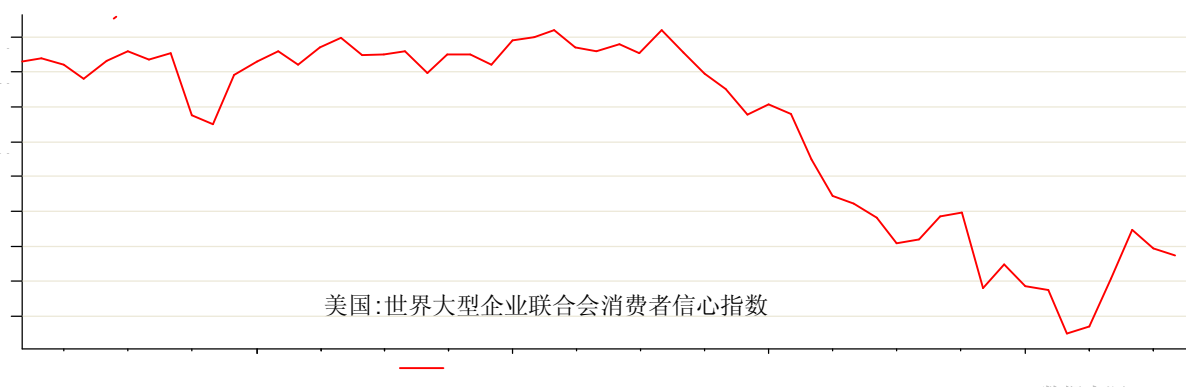
成屋销售的数据，也出现了回升的趋势，绝对值水平接近 2007 年上半年的水平。



失业率仍处高位，但初次申请失业金人数已经出现趋势性下跌。



消费者信心指数出现比较明显的反弹，上升趋势是否形成还要继续观察。



当 A 股徘徊在“正常”门槛之前折磨我们的情绪时，不妨听听巴菲特的演讲，看能否也体会到“豁然开朗”的感觉：“我 6、7 岁就开始对股票感兴趣，在 11 岁的时买了第一只股票。我沉迷于对图线，成交量等各种技术指标的研究。然后在我还是 19 岁的时候，幸运地拿起了格雷厄姆的书。书里说，你买的不是那整日里上下起伏的股票代码，你买的是公司的一部分生意。自从我开始这么来考虑问题后，所有一切都豁然开朗。我们在某些关键之处存在着盲点，是因为我们懂得太多的其他东西”。

研究员介绍：赵兵，金元证券首席策略分析师。证券从业 12 年。1995—1997，中农信，资金业务。1997—2000，三峡证券，投资咨询、自营交易。2000—2002，国信证券，投资咨询。2002—2004，金元证券，投资策略、金融行业研究；2004—2006，专户理财；2007—2009，自营投资；2009—，策略研究。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表金元证券研究所的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO. CO.