

估值反弹面临压力 8 月市场关注二类投资主线

——8 月 A 股市场投资策略

2010 年 08 月 2 日 星期一

东海证券研究所策略小组

报告要点

分析师 鲍庆

电话 021-50586660-8642

邮件 bq@longone.com.cn

执业证书编号 S0630207100035

分析师 董高峰

电话 021-50586660-8622

邮件 dgf@longone.com.cn

执业证书编号 S0630209030098

分析师 王小丹（助理）

电话 021-50586660-8631

邮件 wangxd@longone.com.cn

联系 顾颖

电话 021-50586660-8638

邮件 dhresearch@longone.com.cn

□ 近期市场走势符合我们自 5 月底以来对市场的判断，特别是我们对 6 月底市场调整和 7 月初政策预期行情的判断，已为市场所验证。

□ 我们认为本轮行情属于政策预期下的估值修复，表现为估值弹性大的行业率先反弹且反弹力度大于其他行业。

□ 展望 8 月市场，我们认为政策预期兑现的可能性不大，我们维持中期策略中对下半年政策的判断，即下半年货币政策仍将保持“适度宽松”，流动性回收仍将继续，而财政政策在经济面临回落时可能变得更为积极。

□ 产出缺口与市场估值水平往往呈正相关，当产出缺口扩张时，估值水平扩张，反之亦然。而 CPI 与市场估值水平负相关，过高的 CPI 引发加息预期，从而导致市场估值回落。根据人民银行调查统计司的测算，6 月工业增加值产出缺口为 0.82%，7 个月以来首次回落到 1% 以下，我们认为产出缺口仍将处于下降过程中，这对于市场估值是负面影响。另一方面，根据我们对食用农产品周数据的跟踪，我们认为 7 月 CPI 数据扭转 CPI 由 5 月高点回落的趋势，再次创出新高。我们认为政策预期的衰减、产出缺口的下降以及 CPI 再创新高所引发的加息预期，将导致目前市场正在进行的估值修正行情面临一定的压力。

□ 从中报公布对盈利预期的影响看，中报公布初期超预期的中报业绩对盈利预期有正面作用，但随着更多公司中报的公布盈利预期明显出现了向下修正，我们维持对 10 年沪深 300 净利润增长率 20%-25% 的判断，我们认为随着半年报的陆续公布，沪深 300 盈利预期仍将延续 7 月中旬以来的下调态势。

□ 在政策预期无法兑现、估值上行受制于产出缺口和加息预期以及盈利预期向下调整三种因素影响下，8 月市场的上行动力将逐渐趋缓，面临一定的调整压力。

□ 由于本轮反弹是政策预期下的估值修复，这种估值修正行情往往带来整体市场的反弹机会。因此，在 8 月估值继续修复的过程中，我们建议关注二条投资主线：一是 7 月估值反弹幅度较小的行业，如公用事业、信息服务、交通运输、食品饮料、金融服务、采掘等，基于我们对 8 月市场的判断，我们建议在 8 月中旬前可关注金融服务、采掘等偏周期类的行业，中旬后关注食品饮料、公用事业、交通运输等偏防御的行业。二是中报超预期的行业。采掘、建材、交运设备、家电等。

8 月 A 股市场投资策略

一、近期观点回顾

我们在 6 月月报《政策相对静默，更多的是政策信号的解读》中指出虽然市场估值较低，但是基本面的负面影响较大，我们认为 6 月底市场会出现较大的调整，但沪深 300 调整的最低点是 2578.40 点，这与前期 2647.6 点在 3% 的幅度内，并不构成有效突破。

在 6 月底的中期策略《调整期经济与政策预期的博弈》中，我们指出下半年市场受政策预期主导，存在阶段性行情，是一种经济与政策预期博弈的过程。我们结合政策预期的变化对下半年市场趋势与阶段性行情判断如下：

表1. 2010 年下半年估值和盈利预期变化下市场的阶段性行情

	7 月初	7 月中-8 月	9 月	10 月	11-12 月初	12 月
影响因素	政策预期	半年报、政策预期落空	加息预期消除	三季报	政策预期	政策预期落空
估值	估值上升	基本维持	估值上升	估值下降	估值上升	估值下降
盈利预期	下调预期	下调预期	下调预期	下调预期	下调预期	下调预期
市场走势	反弹	调整	反弹	调整	反弹	调整

考虑到在经济转型不确定导致的估值折价，我们认为沪深 300 合理估值水平在 (15x, 19x)，结合我们对沪深 300 净利润同比增速 20%-25% 左右的判断，我们认为下半年沪深 300 合理区间大致在 (2747, 3684) 内，考虑到投资者信心，我们认为在投资者信心缺失的极端情况下，市场极限最低点在 2450 点左右。

我们看到 7 月 2 日沪深 300 指数在盘中触及 2462 点后迅速反弹。反弹幅度达到 13.2%，达到 2868 点，进入我们下半年策略报告中指出的合理运行区间。应该说近期市场走势符合我们自 5 月底以来对市场的判断。

那么未来市场将如何演化，我们策略小组近期在各地与机构、媒体和中小投资者交流时，感到市场上对此轮行情存在较大的分歧，乐观、悲观者皆有，按照行情的演变规律，行情往往是在绝望中产生，在分歧中发展，那么是不是会出现么第三阶段——在乐观中见顶呢？我们认为不能简单地照搬规律，而应对本轮行情的性质作一研判，从分析推动本轮行情的因素入手，从而判断未来这些是不是具有继续推动行情纵深化的力量。

二、本轮行情的研判

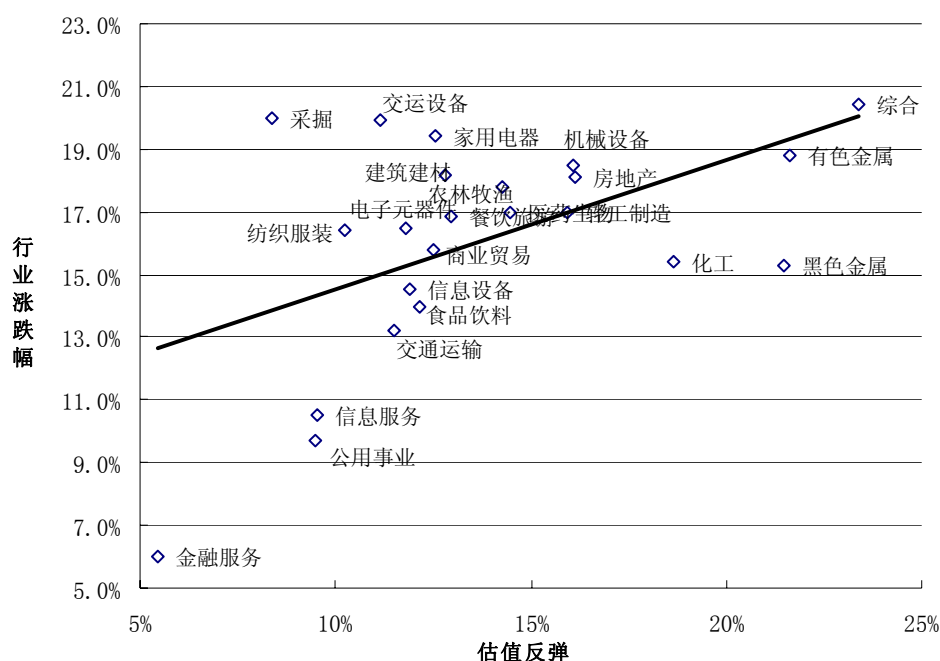
我们认为本轮行情属于政策预期下的估值修复。随着 6 月底国务院经济形势

座谈会的召开，关于经济增长与宏观调控的讨论日益增多，按照经济形势座谈会下半年的宏观调控主基调，下半年宏观调控将是“框架不变，动态优化，防止政策叠加的负面影响”，同时，由于上海重庆房产税试点方案未获批，使得前期压制房地产板块的政策传闻——房产税的负面影响得以消除。因此市场预期自 09 年下半年开始的退出政策将告一段落。

受政策预期的提振，估值已处于低点的市场出现了以估值反弹为主要向上动力的反弹行情，在这一过程中，沪深 300 盈利预期如我们中期策略中预期的出现了向下修正，而沪深 300 估值水平由 6 月底的 11.788X 反弹至 12.816X。

同时在反弹过程中，行业反弹幅度较大的行业有丙类，一是受中报超预期利好，业绩出现向上修正的行业，如电子元器件和交运设备等。二是估值弹性较大的行业估值水平反弹幅度较大，如有色、钢铁、化工、地产，这些行业的反弹幅度相对也较大。

图1. 本轮反弹各行业估值反弹与涨跌幅



资料来源：WIND 资讯 朝阳永续 东海证券研究所

因此，我们认为本轮行情的主要推动因素在于估值反弹，表现为估值弹性大的行业率先反弹且反弹力度大于其他行业。

三、8 月市场走势研判

在分析了本轮行情的主要推动因素后，未来这一推动因素能否持续是行情持续的关键。我们将分析影响估值的几大因素，以便对 8 月其变化作一预测。

1、政策预期

虽然自 7 月以来市场政策预期强化，但我们认为目前市场的政策预期存在着一定的矛盾，即研究机构和媒体的乐观与官员的谨慎。如针对下半年经济回落压力，市场传闻认为经济的回落将催生新一轮经济刺激，而经济回落也将导致对房地产的调控趋缓，但是在 7 月 27 日央行发布的《2010 年二季度中国宏观经济形势分析》报告中指出今后一段时期，仍将保持宏观经济政策的稳定性与连续性。而针对房地产调控，只是上海重庆房产税试点方案未获批，但其他部委并没有表示过政策调控的转向，相反，7 月 12 日银监会、住建部、国资委三大部委集中表态，现有楼市调控政策没有变化，7 月 27 日国土部对外发布“上半年全国土地市场动态监测分析”中指出下半年继续调控房地产，保持现有房地产调控政策的持续性和稳定性，确保实现调控目标。

因此，我们维持中期策略中对下半年政策的判断，即下半年货币政策仍将保持“适度宽松”，流动性回收仍将继续，而财政政策在经济面临回落时可能变得更加积极。

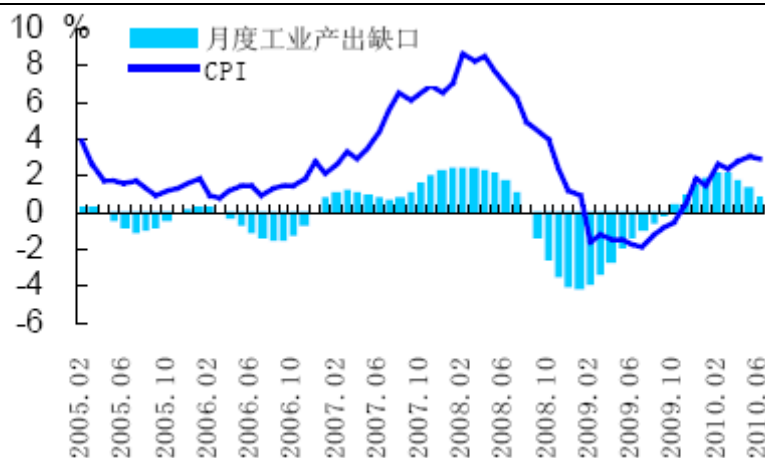
2、产出缺口、CPI 与估值水平

产出缺口（产出缺口 >0 表示，经济运行于潜在水平之上）的变化代表着经济增速的变化，因此产出缺口与市场估值水平往往呈正相关，当产出缺口扩张时，估值水平扩张，反之亦然。而 CPI 与市场估值水平负相关，过高的 CPI 引发加息预期，从而导致市场估值回落。

□ 产出缺口下降

根据人民银行调查统计司的测算，6 月工业增加值产出缺口为 0.82%，7 个月以来首次回落到 1%以下，我们认为产出缺口仍将处于下降过程中，这对于市场估值是负面影响。

图2. 月度工业产出缺口与 CPI



资料来源：国家统计局，中国人民银行

注：图表摘自中国人民银行调查统计司《2010 年二季度中国宏观经济形势分析》

□ 加息预期再起

国家发改委在7月16日发布《上半年价格形势分析和下半年走势预测》中认为“如不发生突发事件和异常情况，下半年有利于物价稳定的因素较多，CPI将在3%左右运行，10月份以后将有所回落”，发改委作出这一判断的依据是不发生突发事件和异常情况，同时7、8月份食品类价格继续下降，中秋、国庆前后季节性上涨，然后小幅回落。然而进入6、7月由于全国各地发生暴雨，导致农产品价格上涨。商务部的食用农产品价格周数据显示在6月下旬开始一直处于上涨过程中。

我们对商务部的食用农产品数据进行了月化，分别计算其月环比和月同比与CPI中食品月环比和月同比的相关性，我们发现两组数据的相关性较高，特别是月同比数据的相关性达到了0.93，截止7月23日，商务部食用农产品价格同比增长7.78%，回归得到7月CPI中食品价格上涨10.5%，对CPI贡献达3.5个百分点。因此，我们认为7月CPI数据扭转CPI由5月高点回落的趋势，再次创出新高。

图3. 食用农产品价格指数(月化)与CPI食品环比涨幅

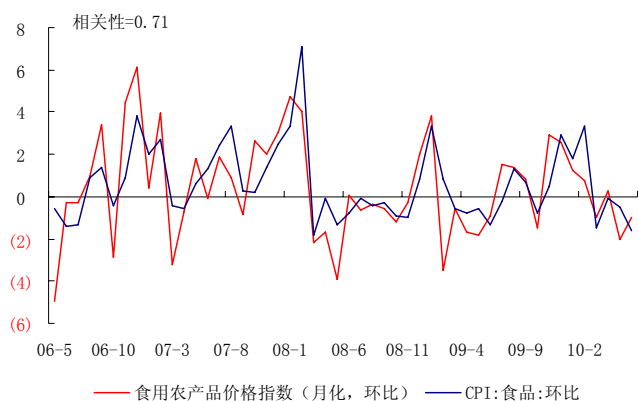
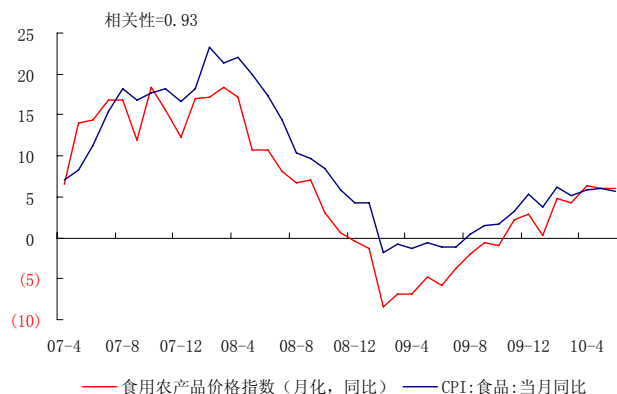


图4. 食用农产品价格指数(月化)与CPI食品同比涨幅



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

图5. 商务部食用农产品周数据同比涨幅

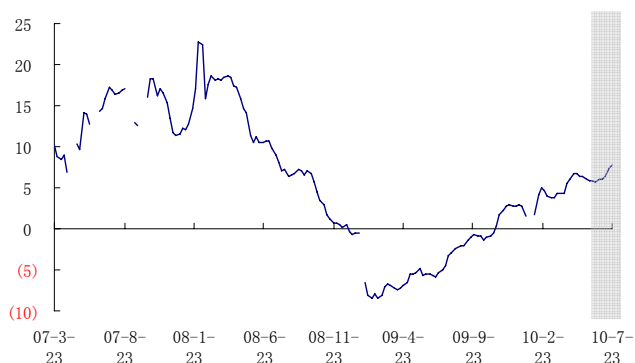
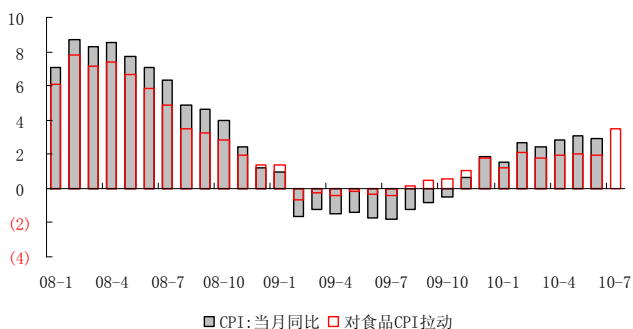


图6. CPI与食品对CPI贡献



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

因此，我们认为政策预期的衰减、产出缺口的下降以及CPI再创新高所引发的加息预期，将导致目前市场正在进行的估值修正行情面临一定的压力。

3、盈利预期

8月中报将陆续公布完毕，从中报公布对盈利预期的影响看，中报公布初期超预期的中报业绩对盈利预期有正面作用，但随着更多公司中报的公布盈利预期明显出现了向下修正，目前沪深300的10年净利润同比增长率下降为28.51%，离我们对10年沪深300净利润增长率的预期20%-25%仍有一定的差距。

根据我们对历史上GDP和全部A股营业收入的实证分析，GDP同比增长率与全部A股营业收入相关性较高，根据我们宏观小组对下半年GDP增长率逐季回落的判断，我们认为下半年A股上市公司营业收入增速也将呈现回落的趋势。

图7. 沪深300净利润同比增长率预期

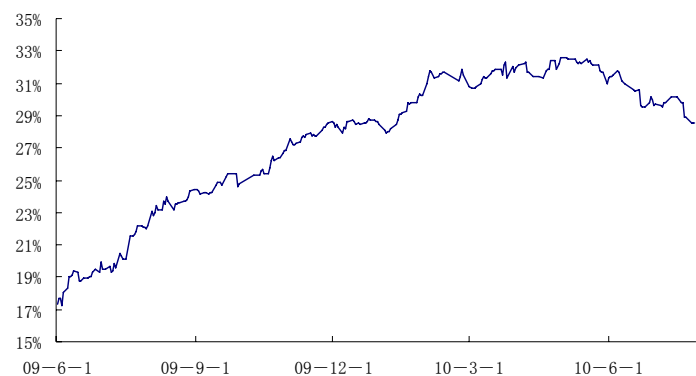
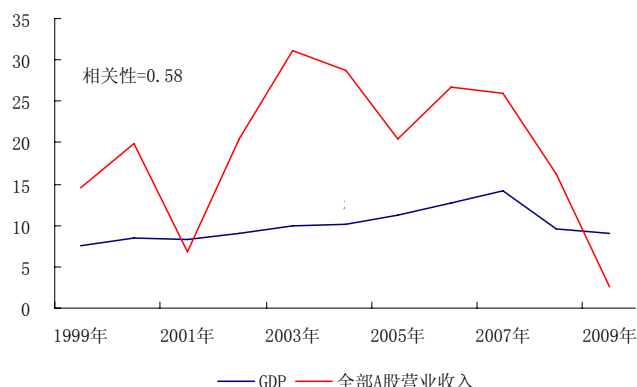


图8. GDP与全部A股营业收入同比增长率 %



资料来源：朝阳永续 WIND 资讯 东海证券研究所

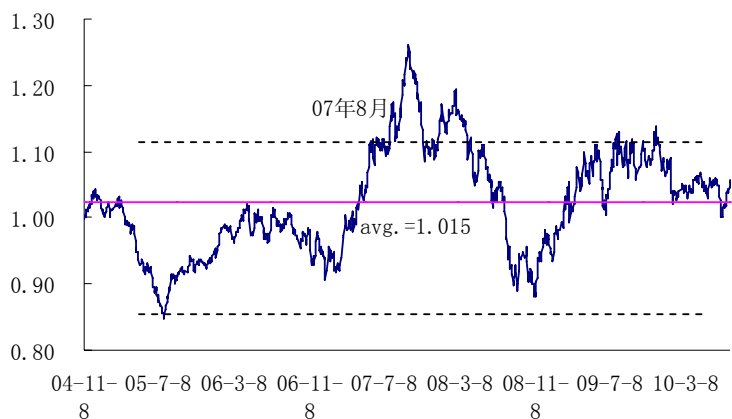
同时，由于食品在PPI中的权重（农副食品加工和食品制造合计5.52%）明显低于CPI，因此，7月食品价格上涨对PPI的影响较小，并不能扭转5月以来PPI的回落，我们预计下半年A股上市公司毛利率也将出现回落，从而导致下半年A股上市公司利润增速出现加速回落，因此我们维持对10年沪深300净利润增长率20%-25%的判断，我们认为随着半年报的陆续公布，沪深300盈利预期仍将延续7月中旬以来的下调态势。

在政策预期无法兑现、估值上行受制于产出缺口和加息预期以及盈利预期向下调整三种因素影响下，8月市场的上行动力将逐渐趋缓，面临一定的调整压力。

四、8月市场投资策略

在7月市场反弹过程中，反弹的主力是周期类行业，如地产、钢铁，从而导致周期VS防御出现反弹，目前接近于10年周期VS.防御的高点。

图9. 周期 VS. 防御



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

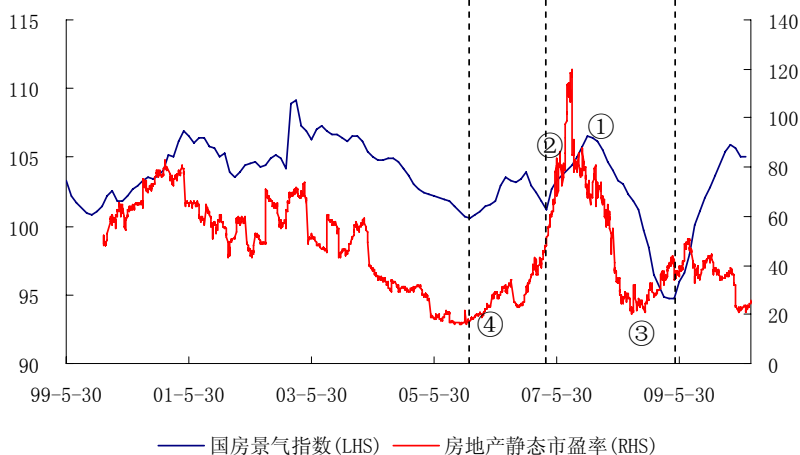
分析本轮行情的主力房地产行业可以作为判断周期类板块反弹持续性的依据。从历史上看，房地产行业静态 PE 往往领先于国房景气指数见顶和见底，这反映了股市对基本面的预期，但是在房地产 PE 不同的阶段时，国房景气指数的变化对房地产 PE 有着不同的影响（见下表）。虽然当前房地产行业静态 PE 处于低位，但是由于当前国房景气指数处于高位下行过程中，因此，我们认为目前房地产行业的估值反弹无法持续，将受制于国房景气指数的高位回落压力。

表2. 国房景气指数与房地产行业静态 PE

		国房景气指数	
		向下	向上
房地产 PE	高	①趋势性向下	②高位徘徊，并领先国房景气指数见顶回落
	低	③低位徘徊，并领先国房景气指数见底反弹	④趋势性向上

资料来源：东海证券研究所

图10. 国房景气指数与房地产行业静态 PE



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

因此，我们认为周期类板块的反弹行情将面临一定的压力。

由于本轮反弹是政策预期下的估值修复，这种估值修正行情往往带来整体市场的反弹机会。因此，在 8 月估值继续修复的过程中，我们建议关注二条投资主线：一是 7 月估值反弹幅度较小的行业，如公用事业、信息服务、交通运输、食品饮料、金融服务、采掘等，基于我们对 8 月市场的判断，我们建议在 8 月中旬前可关注金融服务、采掘等偏周期类的行业，中旬后关注食品饮料、公用事业、交通运输等偏防御的行业。二是中报超预期的行业。采掘、建材、交运设备、家电等。

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, 3 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。

王小丹: 毕业于英国 Cardiff University, 金融经济和银行学硕士。现任东海证券研究所海外市场助理研究员。

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