

“业绩+估值”双上升区间将至



□中信证券研究部执行总经理 于军

最近两个月市场经历了从快速调整到反弹的轮回,“中空”之后的“长多”已然逼近。在投资持续增长和出口逐步恢复的双轮驱动下,市场面临向上突破。我们认为,“业绩+估值”双上升区间即将到来,建议关注周期股以及金融股。

经济反转现曙光

美国经济企稳信号助推国内经济复苏。2009年3月以来,美国以私人消费支出为代表的大部分领先经济指标均出现企稳迹象。结合同步和滞后指标的情况,尽管美国经济可能在今年下半年才能见底,而且复苏之路依然漫长,但我们认为,当前先行指标的企稳并不是美国经济继续下跌前短暂的“喘息”,而是经济开始见底的信号,即08年12月-09年2月间经济、股市的恐慌性恶化和下跌已经开始触底。未来美国经济的低位企稳很可能将为美国股市、全球其他经济体创造较为稳定的经济环境,更将为中国经济的复苏和汇率提供强劲外力。

美元贬值态势提升中国出口竞争力。在美元汇率走势方面,我们认为发达经济体中美国经济领先复苏并不会带来美元指数上涨,反而会引起避险情绪减弱,从而使资金流入其他货币或商品资产。

未来六个月美联储将逐渐购买3000亿国债,借鉴日本央行2001年3月实施定量宽松政策的经验,这应当会构成美元走弱的标志。而在长期,美元主导的世界货币体系有可能朝着IMF特别提款权(SDR)转变,目前全球外汇储备的货币构

成比例大约为:美元占64.6%,欧元占25.5%,英镑占4.6%,日元占3.1%。而在SDR的构成中,美元仅占44%,欧元占34%,英镑占11%,日元占11%。欧元、日元和英镑将受益,鉴于三者在美国指数中的比例,美元指数将呈下跌走势。

即使回归短期,美元指数虽然可能在3月份大幅下跌的基础上有所反弹,但考虑到美元本位货币的特性,在全球金融市场避险情绪下降,部分经济复苏信号显现的情况下,3月初美元指数89.6的高点当是本轮美元上涨的最高点。与之对应,人民币2月底实际有效汇率指数117.8也应达到了最高点。美元指数与人民币有效汇率指数的未来走势有利于大宗商品反弹和提升中国商品的出口竞争力。

中国经济迈入“U”型右半边,短期将出现“V”型反弹。回顾09年前三个月的经济运行,积极的财政政策和货币政策对经济预期好转和实体投资快速增长“功不可没”。展望未来:

首先,投资增长仍将持续。财政实力和中国经济的调整特征将保证政府投资和民间投资的顺利接力,投资高增长局面能够持续。政府投资的增长短期内完全可以对冲民间投资下降的风险,民间投资有望在政府投资的高增长长期内逐步恢复,这些都将保证投资增长的持续性。

其次,出口有望逐步恢复。该点判断主要基于三方面原因:一是国外经济下滑对我国产品需求放缓的影响可能已经走过最坏时候;二是未来一段时间美元贬值将带动人民币实际汇率走低,进而增强

相关产品出口竞争力;三是中国出口退税率的调整有助于推动企业出口规模。3月份根据我们跟踪的7大集装箱港口前22日的数据显示,港口集装箱量全面反弹,环比增长22%,同比增速下滑速度收窄。我们判断,4月份以后的出口规模将出现较大规模的反弹。

第三,消费藏惊喜。虽然受全球经济危机的影响,居民收入增速逐步放缓,对消费造成了一定负面影响,但城市化、消费升级的需求依然存在,预计未来政策还将通过进一步减税、对低收入阶层补贴等措施来支持民生工程,刺激消费,拉动内需增长。

第四,政策“超调”加速反弹。由于信息时滞、决策过程等原因,政策往往存在超调倾向。在经济复苏期,股市、政策和经济三者的反应顺序为“股市先于(至少同步于)政策,政策先于实体经济”,未来政策仍有较大空间,“弹药”也依然充足,政策焦点转向民生和结构性减税也将为市场带来新支撑。

反弹行情仍将延续

从当前市场看,业绩、资金、估值三大因素均基本向好,二季度A股市场可能进入“业绩+估值”双上升的时期。

业绩低点已经显现。08年四季度随着“去库存化”过程加剧,企业盈利预期被大幅调低。目前中信预测2008年净利润增长-10.1%,比两个月前又调低两个百分点。接近目前市场-8.7%的预期。从09年业绩趋势来看,目前一季度业绩增速预期仅为-15.2%,但在未来投资增长持续、出口环比上升的因素下,一季度业绩增速可能是全年最低点,而08年业绩基数调低也将推动09年业绩增速明显回升。我们将09年全面净利润预测调升到25%。

资金面依然宽松。从大的资金流动角度看,资金面仍宽松;人民币贬值预期减弱,未来两个月资金撤离中国的可能性降低,市场的资金压力可能主要来源于IPO新股发

行。2009年新股发行一直暂停,目前通过证监会发审委审核待发行的公司有33家,涉及144.2亿股,二季度开始,A股市场可能会面临一定的新股发行压力。另外,未来三个月,大约有659亿股限售股解禁,但从09年以来大宗交易的加权折价率逐步收窄的表现来看,大宗交易规模趋于稳定,反映产业资本的态度和预期相对稳定,大小非减持对于中短期市场运行的压力已经减弱。

市场估值仍具吸引力。目前沪深300指数09年市盈率为17倍,市净率为2.3倍,从历史水平看已走出底部,但仍处低位。我们认为,良好的政策氛围、转好的经济环境可能推升估值水平到19倍以上。

坚定看好“周期+金融”

基于政策面的明确和资金面的充裕,结合基本面的结构性特征,我们主张重点关注“周期+金融”两类结构性投资机会。

周期股的投资逻辑。在周期股投资中,有两条主线值得关注:一是在经济复苏前期,受益流动性推动价格从底部开始上涨的商品相关行业,价格上涨程度决定该类行业的盈利改善空间;二是在积极政策推动下相关的行业,其业绩逐渐好转将决定行业间的相对股价表现。

从供给需求价格弹性看价格上涨空间。从商品的供给需求价格弹性出发分析,可以得知原油、铜、铁矿石之类上游资源品价格上涨空间最大,房地产、汽车之类大宗消费品次之,钢铁、水泥等工业原材料价格上涨空间最小。石油、铜、铁矿石之类的上游能源原材料类商品,由于供给需求价格弹性都较小,其价格趋势研判的关键在于把握供求性质的临界点;而钢铁、水泥之类的工业原材料由于供给价格弹性较大,产能扩张快,价格研判的核心在于供给面的变化;最后对房地产、汽车之类的终端商品,由于其具备资产投资属性,往往会因为需求变化导致价格大幅

波动,此类商品短期需求的变动更为重要。

从库存调整周期看行业相对复苏次序。我们认为,A股上市公司的加速去库存过程已经在2008年底和2009年初结束,当前正处于存货回补向存货调时期转换的阶段,这一阶段中,按周期性行业业绩反弹的轮动次序来安排行业配置是必要的。中国的三项政策:一是收储,二是刺激终端大类商品房地产和汽车需求,三是降息带来财务成本降低,可能推动企业存货调适以更加温和的形式展开。而对比国际经验,我们认为中国主要周期性行业业绩恢复的次序可能是“可选消费—能源大宗商品—工业制成品—基建相关—中间材料”。

另外,从主题考虑,由于前期市场对投资相关的行业比较认可,而出口相对受到冷遇,在未来出口趋势向好的情况下,出口相关的行业和股票将获得较好的表现机会,比如交通运输中的航运、航空等服务性公司。

综合以上两条主线,我们对未来主要周期性行业股价的超额收益偏好排序为:钢铁、有色金属、石油化工、汽车、机械设备、建材。

金融股投资逻辑。金融股的投资主线相对简单,即流动性推动大金融板块。去年12月以来,我国信贷增速持续超出预期,充裕的流动性将给地产、证券、保险、银行等大金融板块带来量或价的增长。

具体而言,房地产销售将持续回暖,由此继续看好房地产未来两个月的市场表现,尤其是一些实力型的上市公司。证券和保险将成为资本市场活跃的最大受益者,今年以来沪深两市日均成交额不断攀升、自营业务逐步好转以及金融创新逐步明朗,都将凸显证券股的投资价值;而保费收入的较快增长和保险公司投资收益率的大幅提升,也将推动保险股表现。对于银行股,我们认为信贷扩张和息差见底将推动其业绩改善,而估值优势也将成为股价进一步上涨的催化剂。

昨日市场走势一览

名称	收盘点位	涨幅%	名称	收盘点位	涨幅%
沪深300	2676.87	0.77	中小板100	4126.04	1.57
上证综指	2527.18	0.54	上证180	5943.13	0.58
深证成指	9678.18	1.45	深证100	3309.40	1.47
深证综指	850.56	1.75	深证新指数	3665.63	1.69
上证50	1949.02	0.49	沪B指	164.92	0.56
上证新综指	2144.32	0.52	深B指	370.55	0.93
上证基金指数	3345.86	0.06	上证国债指数	120.79	0.04

国泰君安首席经济学家李迅雷:

二季度中国经济将触底反弹

□本报记者 朱茵 上海报道

“全球经济出现底部形态,但是复苏尚不确定;中国经济则将在二季度触底反弹并缓慢回升,但不是V型反转”,国泰君安总经济师、首席经济学家李迅雷本月13日在上海发表了上述观点。

李迅雷认为,在没有出现重大技术革命,且全球化分工的制度性红利已经得到巨大释放的背景下,全球经济预计将难以恢复本轮危机之前的高增长水平,危机之后,全球经济可能进入到低速增长的阶段。所以这一轮经济调整应该是一个长期性的调整,是对过去经济高速增长、全球经济繁荣的修复,是一种价值取向上的回归。未来的若干年,预计全球经济平均增速会低于4%,全球要素市场流动性也会大大减弱。

虽然全球经济已经呈现出底部迹象,但是否已经见底复苏仍难确定。目前,进出口价格指数、原油指数、干散货指数等都呈现出了底部形态,今后反弹的可能性很大,但恢复到原来规模的可能性很小。

李迅雷表示,国外需求大幅减少对应的是中国的产能过剩。如果出口下降10%,可能会影响GDP两个百分点。中国此前经济发展主要依靠的是劳动力优势、廉价土地、比较低的货币价值—利率;与之对应的是,西方发达国家的高杠杆化透支了信用。经过测算发现,中国的实际产出从07年初开始超过潜在产出,产出缺口持续扩大,直至08年二季度产出缺口开始急转直下,至四季度时已转为负值,这显示本轮经济调整的最大特点就是:形势变化很快,调整也很剧烈。他进一步说,由于产出缺口与通货膨胀具有正相关关系,根据中国未来一年产出缺口的演变,可以预计中国从09年二季度开始物价指数会有所回升,但总体来看,年内乃至2010年初仍存在较大通缩压力。

李迅雷认为,近期的高额信贷并没有完全流入实体经济。一季度新增贷款4.58万亿元,已实现了年初全年新增贷款5万亿元目标的90%,预计全年实际贷款要达到8万亿元左右。未来几个月信贷规模还是会下降。1月、2月两月的M1/M2与M2增速这两个指标显示,广义货币在急速上升,而货币的流动性在下降。如此巨额的信贷投放只有较小比例真正进入实体经济,大量资金主要淤积在金融机构,3月份信贷数据显示货币流动性有所好转。

李迅雷的判断是,二季度中国经济更可能经历一个触底反弹,然后缓慢上升的过程,但不是V型反转。中国经济仍处于大衰退背景下的长期调整过程,难以出现持续较高速度的增长。预计09年第二季度GDP增长7%,工业增加值为6.5%,固定资产投资增长率是24%,CPI是-2.9%,PPI是-6.5%,M1是16%,M2是20%,对全年的GDP预测是7.5%。

短期可能加速反弹

□银泰证券

在宏观经济预期转暖以及政策持续推动下,沪综指突破年线后延续了前期的强势特征。我们认为,由于场外资金入市情绪高涨,大盘短期可能会加速上升。但由于累计涨幅已经较高,冲高后回落整理恐难避免。

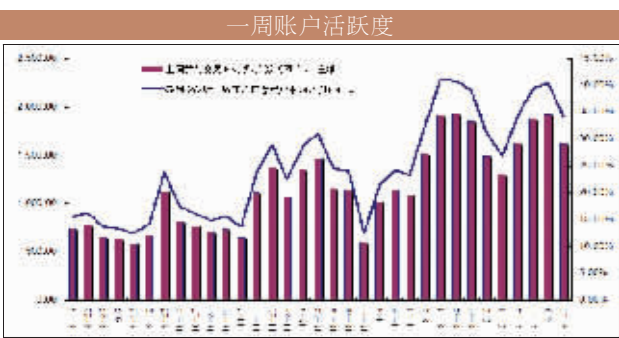
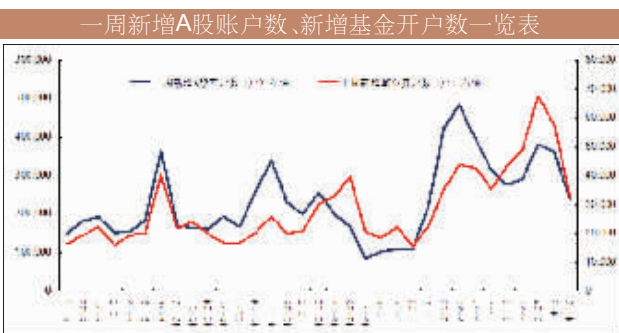
已从公布的经济数据分析,中国经济经过08年以来的持续下滑,有希望随着世界经济的企稳而迎来复苏。偏暖的经济数据支持了近期股指的持续上涨,如固定资产投资快速增长,房地产业活跃,PMI回到50%以上,规模以上工业增速持续回升等。

值得注意的是,银行信贷的爆炸性增长为经济复苏提供了强劲支撑。信贷投放的高增长为实体经济尽快走出谷底提供了“活水”,资金流入重大基建项目、重点工程、十大振兴行业、国有大中型企业后,正在逐渐促进经济活跃与生产恢复。本周一系列3月份宏观经济数据将陆续公布,市场预期较为乐观,这将在很大程度上继续抬升投资者对经济回暖的乐观情绪,大盘反弹短期仍将延续。

但在继续冲高后,A股市场的压力也将逐渐增加。首先,尽管最近欧美股市有所反弹,但今年以来的累计跌幅仍然巨大。相比之下,A股20-22倍的市盈率水平明显高出全球其他市场,继续上涨后的压力将明显增大。

其次,年线作为重要的支撑位和阻力位,跌破和突破都会有反复。年线是市场共同认可的牛熊分界线,对该线的争夺历来都会非常激烈,或者说市场在此位置产生震荡的可能性很大。我们预计,两市大盘仍有向年线回抽的可能。

第三,从时间周期看,此轮反弹行情已经运行了近两年时间,指数从1664点到了2532点,最高涨幅超过50%,无论是持续时间还是上涨幅度,行情都已经进行的比较充分。随着季报披露拉开序幕,市场不确定预期将明显增加。



点评:据中登公司统计,2009年4月7日至4月10日,两市新增A股开户数为238264户,新增基金开户数为32432户,参与交易账户数在总持仓账户数的比例为34.22%。由于只有四个交易日,因此上周无论是新增A股开户数、新增基金开户数还是A股账户活跃度都较此前一周有所降低。

经济回暖预期支撑市场强势

□本报记者 王辉 上海报道

沪深股市在经过连续3个交易日加速上行后,周二出现意料之中的震荡。分析人士表示,在经济数据向好势头显现、流动性极为充裕的大背景下,目前市场的强势预计将继续保持。当然,由于指数经过连续多个交易日快速拉升后已积累了较多获利盘,预计短期存在回调整理要求。

在投资策略上,银河证券等机构表示,在普涨之后,未来个股分化态势将有所加剧,不过市场仍将呈现较多的投资热点,投资者可继续关注业绩预期向好的个股。

保持强势格局

在经过前期持续上涨后,周二市场以震荡整理为主。两市总成交金额为2555.34亿元,与前一



截止到昨晚晚上20点,共有5151人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	52.6%	2712
震荡	24.0%	1235
下跌	23.4%	1204

目前仓位状况 (加权平均仓位:67.9%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	46.7%	2407
75%左右	16.6%	854
50%左右	12.7%	652
25%左右	9.7%	500
空仓(0%)	14.3%	738

交易日相比减少293亿元,但总体仍保持高位。从全日盘面看,板块轮动特征依旧明显,在有色金属、煤炭、新能源板块强势整理的同时,地产、电子信息、汽车等板块再度接过上漲大旗,个股热点精彩纷呈。在具体指数方面,沪综指和深成指盘中分别创出2532.09点和9701.75点的本轮反弹新高。

渤海证券的统计数据指出,14日A股市场净流入资金为234.95亿元,有21个行业出现资金净流入,2个行业资金净流出。从占A股流通市值的比例来看,电子元器件、交运设备、信息设备与信息服务等行业资金净流入较多,交通运输与黑色金属等行业资金净流出。从绝对数量来看,房地产、金融服务、交运设备与信息服务等行业净流入资金均超过20亿元。

经济转暖迹象出现

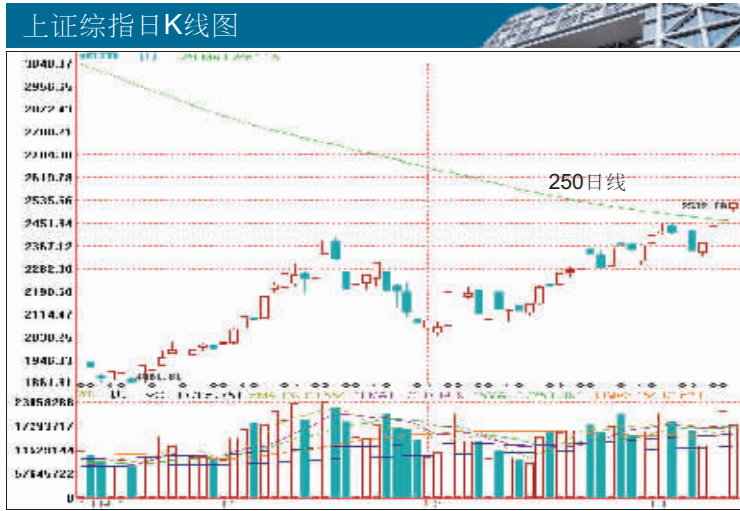
近来相关部门持续发布的宏观数据尽管有不尽如人意之处,但更多的仍显示出宏观经济转暖的势头正在初步浮现。国家统计

局14日公布的1-3月全国房地产市场运行数据显示,3月份楼市量价回升。与此同时,财政部公布的3月份和一季度财政收入数据显示,尽管一季度财政收入仍延续下降态势,但下降幅度在2月份降幅减少之后继续收窄。这显示出经济有明显的回暖迹象。

银河证券表示,在新增贷款大幅增加和宏观经济转好预期的支撑下,市场正呈现出强势上扬格局。指数成功站上年线并创出新高,以及两市成交金额创出2008年10月底反弹以来的新高都反映出当前市场人气高涨。在先行指标已经小幅反弹的情况下,预计其他工业生产等指标将继续回暖,而市场也将呈现较多的投资热点。在投资脉络的把握上,业绩预期较好的公司值得继续关注。

回调压力逐步累积

但值得注意的是,沪深股市在经过4月8日的短暂下挫后,新一轮反弹至14日已持续4个交易日,期间累计获利盘已经较多。除



此之外,在连续逼空拉升后,市场继续向上也存在蓄势的客观要求。市场人士表示,尽管强势格局依旧,但股指短期内或面临一定回调压力。

消息面上,本周四(16日)一季度GDP增长率和CPI、PPI等数据将陆续公布,从已经公布的其他数据来看,包括金融运行数据、企业景气指数等都显示国内经济正在阶段性触底回升。不过宏观经济是否能就此走好,是否会有利空数据公布等,仍使得市场存在

较大不确定性。

技术面上,上证综指在放量突破年线后上行动力有所减弱,高位震荡要求较为明显。同时,目前大盘留下两个向上跳空缺口,存在被回补的可能。此外,沪综指突破年线之后的回抽压力,以及6124点以来的下降趋势线,也将给短期内对行情带来显著压制。当然,从调整方式看,市场通过大幅度下挫实现调整的可能不大,指数更可能呈现高位震荡的格局。

航空证券北京中关村南大街(中电信息大厦)营业部提供

技术指标	上证综指	沪深300	深证成指
心理线	PSY(12) MA(6)	75.00 70.83	75.00 62.50
动向指标(DMI)	+DI(7)	43.43	46.00
	-DI(7)	18.70	18.77
	ADX	25.66	26.14
	ADXR	25.96	27.37
人气意愿指标	BR(26)	348.26	335.75
	AR(26)	254.72	263.56
威廉指数	%W(10)	2.11	2.37
	%W(20)	1.29	1.36
随机指标	%K(9,3)	86.60	86.24
	%D(3)	80.23	80.29
	%J(3)	99.33	98.14
动量指标	MOM(12)	165.48	197.08
	MA(6)	131.26	161.37
超买超卖指标	ROC(12)	7.01	7.95