

2008年04月10日

2008年2季度股票投资策略

——等待迷雾散去

基本结论

- 2008年一季度，由次贷危机引发的“金融流感”正恶化成“经济肺炎”，美国的经济衰退信号已经越来越多，次贷危机已经向实体经济迅速扩散，欧洲经济也开始受此影响出现了减速的信号，从欧元区的投资、出口、进口等主要指标看，减速过程已经开始。
- 随着美国、欧盟、日本相继进入减速周期，新兴市场不受影响的神话将被打破，由于本轮经济周期减速过程是由发达市场传导至新兴市场，然后再传导至商品市场，因此，新兴市场经济体下一阶段很可能是“外需求先下降与商品价格滞后下降”为特征的困难时期，其中，中国的情况尤为典型。这一过程对新兴市场形成的冲击很可能超过一般预期。
- 中国经济所面临的增长与通胀的风险，本质上来源于全球经济对失衡的剧烈调整。包括过度消费的泡沫破裂必然带来过度制造的增长风险，包括新兴市场经济体所受到输入性通胀的影响，这在本质上都是全球经济失衡过度之后的调整所导致。
- 目前，中国经济减速也已经开始，外需还将通过出口以及部分投资继续影响中国经济，但输入性通胀消退过程可能较长，在这个过程中生产要素成本上升趋势容易导致通胀预期上升，可能使通胀形势在短期内有所恶化，从而加剧对经济增长的威胁。对此，我们认为近期宏观调控的重点在于加大启动内需力度，以及在外需风险还未完全传导之前加快升值，主动完成全球经济对失衡的必需调整，而由此带来的调控成本不可回避。
- **A股投资者现在的处境就像处于山谷之中被重重迷雾困住的登山者，所能做的理性选择就是：回到安全的地面上，等待迷雾散去。**
 - ◆ 增长迷雾：中国制造业盈利增长在恢复之前，还需要面对一个相对较长的困难时期，这在很大程度上取决于世界经济周期性的变化以及宏观的应对，我们需要等待美元回升以及美国房地产市场、消费市场的好转。在这个过程中中国经济增长质量（企业利润率、房地产市场、银行资产质量）将经受考验。
 - ◆ 安全估值：在上市公司盈利增长下调至26% - 28%的保守预期下，沪深300指数在3500点至2600点之间安全性逐步增强，大致对应PE为20X至15X，PB为3X至2.3X。当然，这一估值的基础是：在未来困难时期，经济增长质量不出现大的问题。
 - ◆ 与此同时，我们还要面对有股改契约所带来的巨大供给压力。
- 我们认为市场应对“增长迷雾”的估值着陆过程还未结束，因此，策略方向依然是谨慎防御，同时，从寻求确定性增长的角度，我们建议对中国经济产业结构变化中能够不断被加强的部分进行配置，这主要包括三个视角：内需型消费服务、政府投资推动和区域经济增长。

投资策略研究小组

陈东

(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn

徐炜

(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

(8621)61038257
zhaoli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路969号谷泰滨江大厦15A层(200011)

内容目录

一季度回顾：资本市场进入寒冬.....	4
寒潮临近新兴市场	7
失衡的调整 - 中国经济增长风险与通胀风险的根源	12
企业利润、房地产市场波动与银行资产质量	18
投资策略： 等待迷雾散去	23
我们选择三个视角： 内需、政府、区域.....	30

图表目录

图表 1: 世界主要证券市场 2008 年以来的涨幅 (截止 2008 年 3 月 28 日) ..	4
图表 2: 世界上主要国家的证券市场的估值 (截止 2008 年 3 月 28 日)	4
图表 3: A 股市场指数涨跌幅统计 (2008.1.1-3.28)	5
图表 4: A 股产业指数涨跌幅统计 (2008.1.1-3.28)	5
图表 5: 大小市值风格已经开始转换	6
图表 6: AH 加权溢价率下降更快	6
图表 7: 受次债拖累, 2007 年第四季度美国经济出现大幅滑落	7
图表 8: 欧元区 GDP 各组成部分同比增长出现放缓.....	8
图表 9: 美欧进口开始明显下滑	8
图表 10: 世界主要经济体先行指标都出现快速放缓趋势.....	8
图表 11: 美国房价波动与消费关系紧密.....	9
图表 12: 美国制造业增长与消费增长已经“脱钩”	9
图表 13: S&P/Case-Shiller 美国房价指数开始大幅下滑	10
图表 14: S&P/Case-Shiller 美国 20 大和 10 大城市房价指数	10
图表 15: 对美国房价预测普遍悲观.....	10
图表 16: 风险的传导过程	11
图表 17: 新兴市场明显减速将有助美元回升.....	11
图表 18: 90 年代后大宗商品周期与新兴市场资本市场周期完全一致	11
图表 19: 70 年代美国经济增长与商品价格、通胀水平的传导过程.....	12
图表 20: 全球经济失衡的剧烈调整所带来的风险	13
图表 21: 农产品进口价格与 CPI 趋势基本一致	13
图表 22: 采掘业进口价格与 PPI 趋势基本一致.....	14
图表 23: 中国的通胀已经明显推动实际有效汇率上升	14
图表 24: 工业增长由于出口与雪灾因素大幅下滑	15
图表 25: 工业利润增速开始下降	15
图表 26: 外需型固定资产投资增长明显.....	15
图表 27: 制造业出口快速下降	16

图表 28: 提高名义有效汇率可以在中期有效抑制通胀	17
图表 29: 大宗商品输入性压力不断增大	19
图表 30: 上游价格抑制下游产业景气	19
图表 31: 流通环节价格传导能力良好	20
图表 32: 工业息税前总资产回报率与银行贷款利率比较	20
图表 33: 四大行房地产相关贷款比重不大	21
图表 34: 房地产开发贷款不良率相对较高	21
图表 35: 2007 年中国房价增速过快, 2008 年增速趋缓	21
图表 36: 韩国房价增长回落	22
图表 37: 马来西亚房价上涨平缓	22
图表 38: 泰国房价趋缓	22
图表 39: 巴西房价略有回落	22
图表 40: 由解禁带来的供给压力的波动周期	23
图表 41: 美元指数是未来的先行指标	24
图表 42: 沪深 300 指数估值敏感性分析 (3 月 28 日)	25
图表 43: AH 股溢价变化对沪深 300 指数的影响 (2008 年 4 月 2 日)	26
图表 44: AH 股溢价变化对应的沪深 300 的估值水平 26% 盈利增长预期	26
图表 45: 2005-2006 年大股东增持时的估值水平	27
图表 46: A 股回报率与债券和银行存款收益率比较	27
图表 47: 股权激励价格溢价率 (2008 年 4 月 2 日)	29

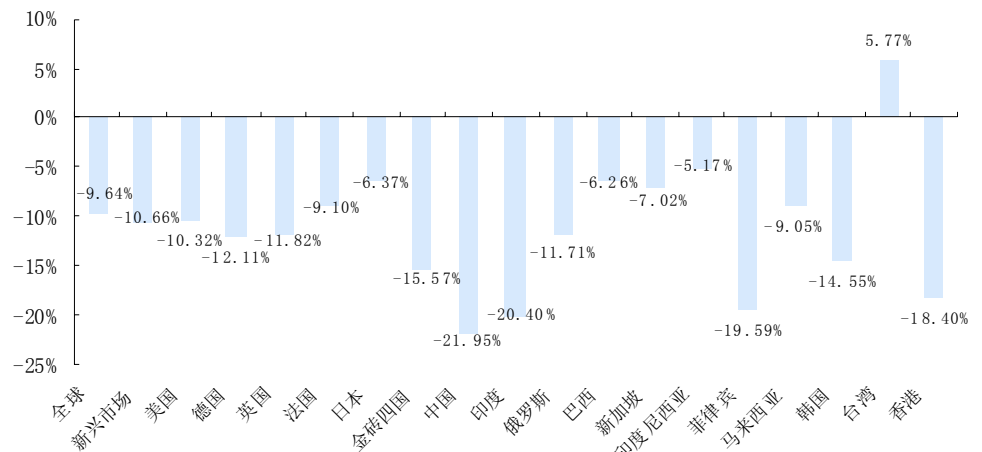
一季度回顾：资本市场进入寒冬

新兴市场如璀璨过后的流星

2008年1季度，全球资本市场下跌近10%，以“金砖四国”为代表的新兴市场下跌16%，其中中国A股市场获得最大跌幅22%。这种情况几乎与2007年截然相反，新兴市场在经历耀眼光芒之后跌入重重跌入深谷，经济学界还在讨论“脱钩理论”，全球投资者却已经纷纷用脚投票，这其实反应了投资者对世界经济减速周期中新兴市场国家经济增长模式的内在不稳定性充满了忧虑。

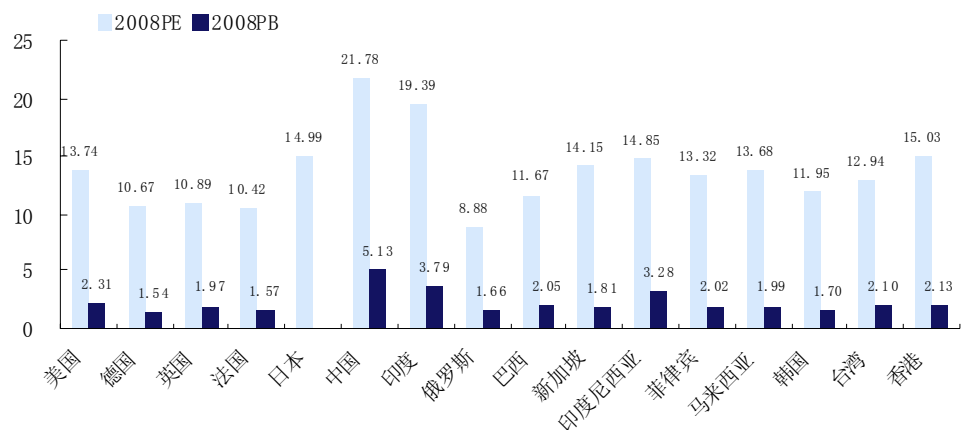
A股市场在大幅下跌之后，与其他新兴市场的估值水平开始有所靠拢，2008年动态PE已经接近印度市场，但与其他新兴市场还有大约25%的溢价。从PB角度看，似乎问题更严重些，溢价程度超过印度30%，超过其他市场100%。

图表1：世界主要证券市场2008年以来的涨幅（截止2008年3月28日）



来源：国金证券研究所

图表2：世界上主要国家的证券市场的估值（截止2008年3月28日）



来源：国金证券研究所

A股市场系统性风险释放：分化严重 风格转换

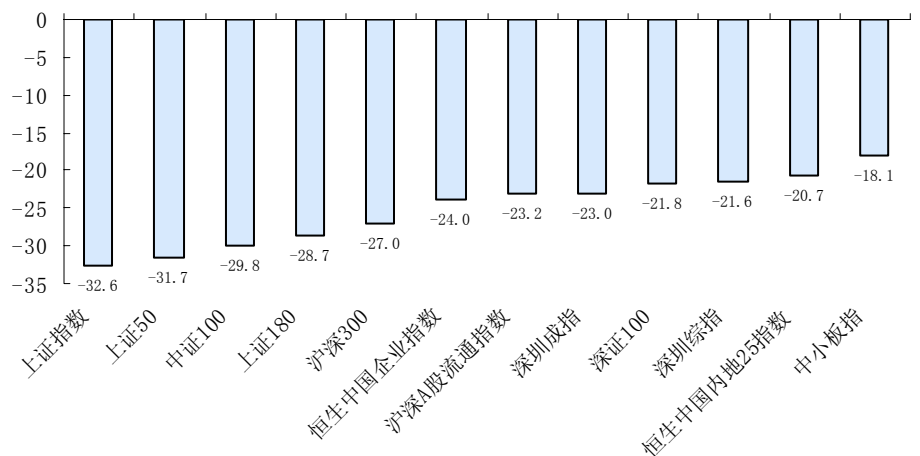
2008年1季度在内外双紧格局的影响下，A股市场系统性风险快速释放，高估值的不可持续，被对经济增长的担忧所引爆，跌幅居全球主要市场之首。其中，消费与公用事业行业的股票跌幅相对较小，金融、原材料、投资品等周期性行业领跌市场。

上证指数是回落幅度最大的指数，今年一季度跌幅近 33%，去年 10 月高点以来跌幅近 42%，让投资者有了市场崩溃的感受。但从上证指数角度看全市场回落幅度会有一定误区，这实际上是由于少数权重公司推动，如中石油、中国神华、中石化、平安等。

而全市场流通指数跌幅为 23%，相比上证指数跌幅少了近 10 个百分点，而沪深 300 指数跌幅也少了近 6 个百分点，相对最稳定的中小板指数跌幅相对上证指数少了 14 个百分点。

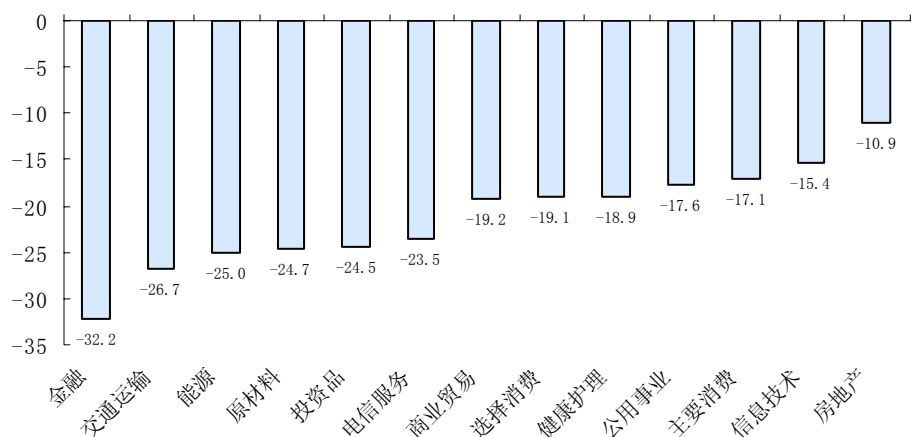
不可否认作为市场最为关心的上证指数对投资者的巨大影响，但我们更关心市场内部严重分化后可能带来的后果，部分跌幅较小的指数很可能面临较大风险。

图表3: A股市场指数涨跌幅统计(2008.1.1-3.28)



来源: 国金证券研究所

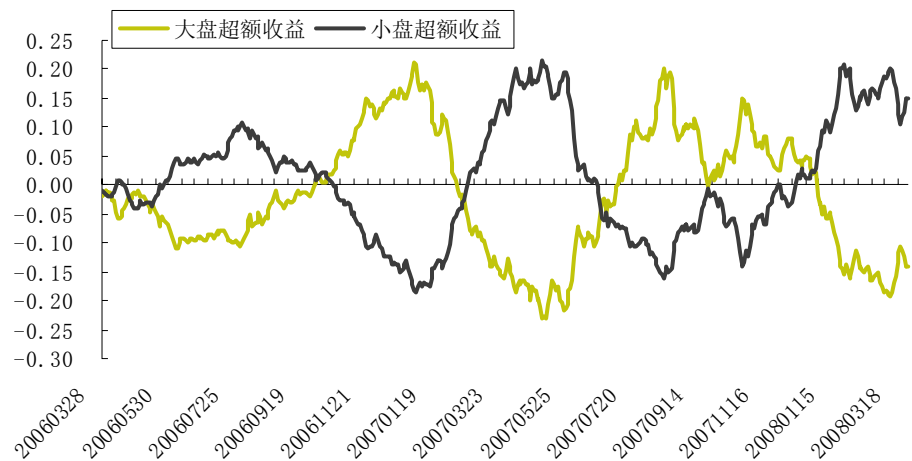
图表4: A股产业指数涨跌幅统计(2008.1.1-3.28)



来源: 国金证券研究所

从大小市值超额收益变化看，小市值超额收益开始阶段性回落，而大市值超额收益进一步回升，蓝筹股较低的相对估值水平与市场资金结构性变化相结合，共同推动这种风格收益的转换，预计大市值风格超额收益将进一步增长。

图表5: 大小市值风格已经开始转换



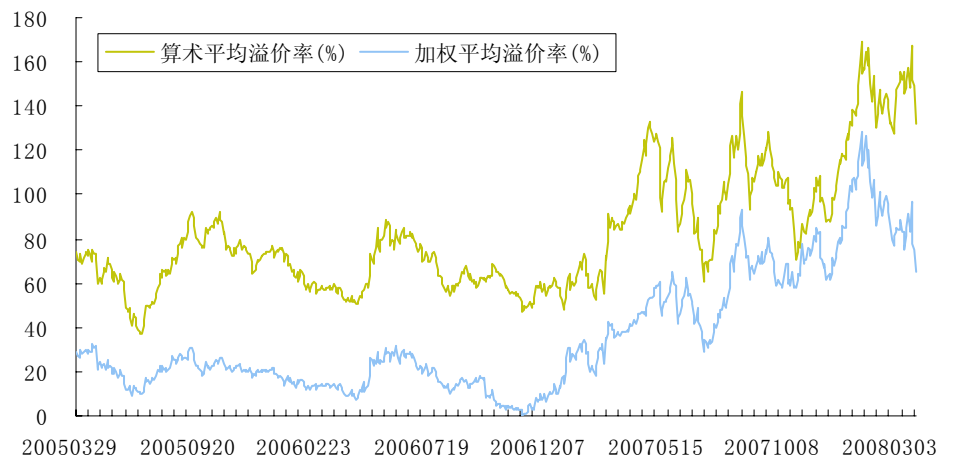
来源: 国金证券研究所

AH 加权溢价率进一步收窄

由于香港市场在一季度下跌 19%，恒生国企指数下跌 24%，与沪深流通指数跌幅相近。AH 简单平均溢价维持在历史较高水平，但从加权平均角度看，已经出现了明显下降，这主要是 A 股中大盘蓝筹股估值水平明显下降所导致，预计目前价差水平维持进一步缩窄的趋势。

在两者相对变化中，H 股市场估值水平的相对稳定，对于 A 股市场而言，无疑能起到重要的估值支撑作用。

图表6: AH 加权溢价率下降更快



来源: 国金证券研究所

寒潮临近新兴市场

“金融流感”正恶化成“经济肺炎”

次贷危机所引发的一系列金融震荡被 IMF 总裁称为“金融流感”，其传染力之强，涉及面之广，使这个词显得颇为贴切。只是，“流感”会不会传染到新兴市场，会不会继续恶化变成“肺炎”，这成为世界经济的最大担忧。

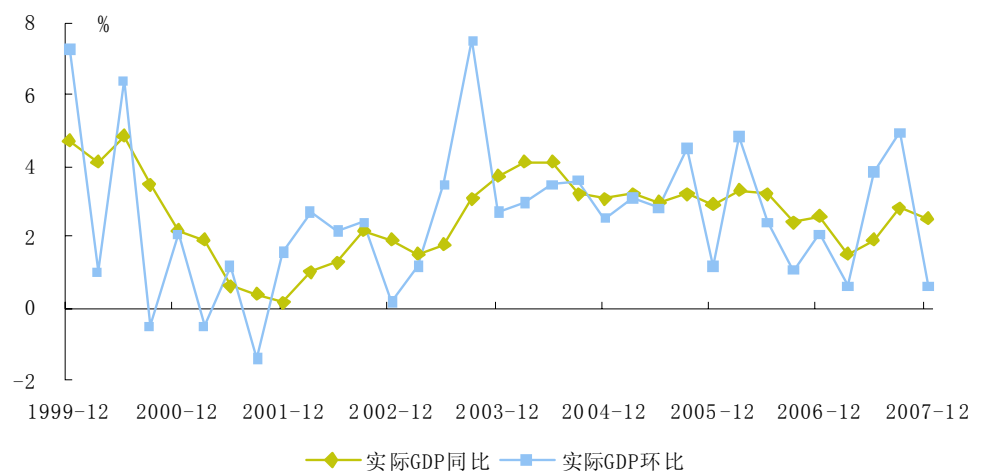
美国的经济衰退信号已经越来越多，次贷危机已经向实体经济迅速扩散，从美国目前信贷市场的不良贷款率来看，不仅是次贷的违约风险大幅上升，其他贷款的不良率也超过了 2001 年的高点，同时，信用卡的违约风险也在加大。不动产价值下降以及信贷收缩，将明显抑制美国消费的增长。

而美联储大幅降息对缓解次贷成本上升有一定帮助，但由于金融信用体系的收缩，低利率对实体经济的刺激还需要一个过程才能起效，同时由于受新兴市场国家升值以及大宗商品价格上升的影响，美国进口价格上升已经开始推高美国通胀水平，也使美国的低利率政策运用空间收窄，给经济增长的复苏蒙上阴影。

我们更为关注的是：欧洲经济也开始受此影响出现了减速的信号，从欧元区的投资、出口、进口等主要指标看，减速过程已经开始。与美国情况相似的是，欧元区 3 月 CPI 年率创历史新高 3.5%，已远高于欧洲央行不超过 2% 的目标，这也限制了欧洲降低利率刺激经济的能力。

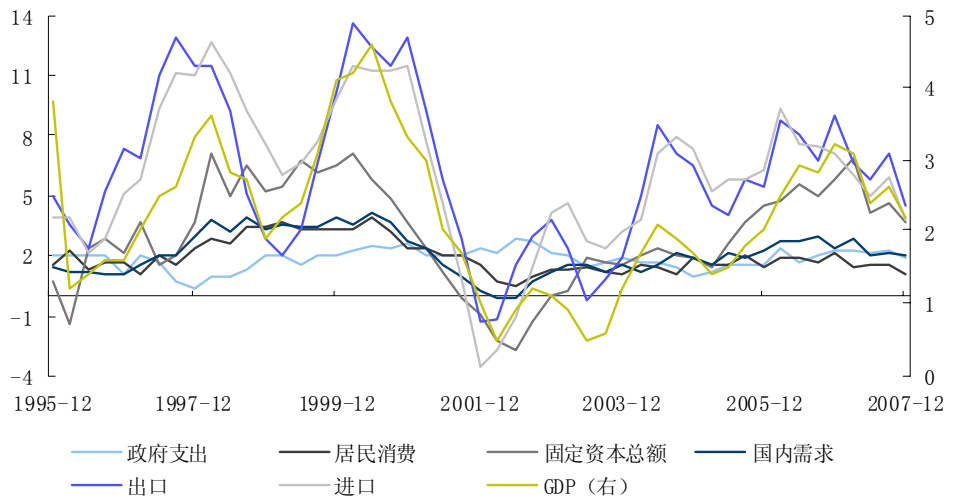
美国与欧洲的消费市场正是新兴市场国家外向型经济的主要增长来源，其经济进一步减速无疑将加速全球经济增长周期性回落，目前主要发达经济体快速回落的先行指标无疑加大了我们对此的担忧。

图表7：受次债拖累，2007年第四季度美国经济出现大幅滑落



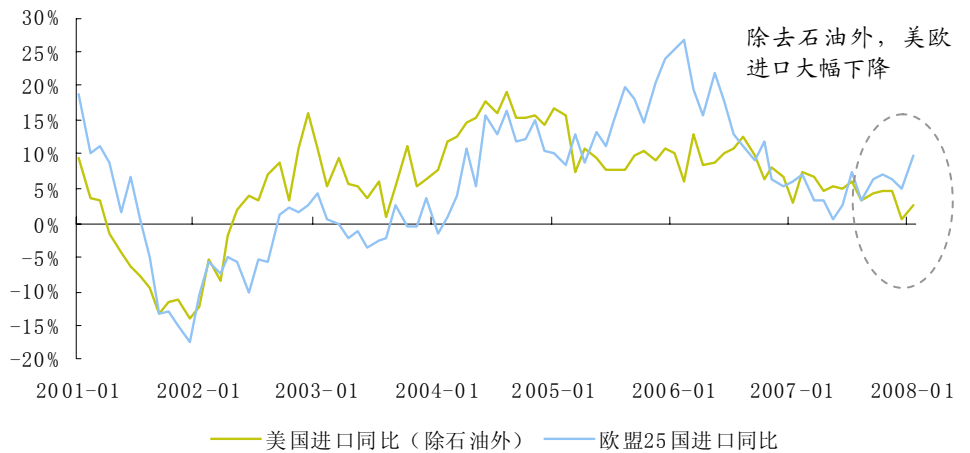
来源：国金证券研究所

图表8: 欧元区 GDP 各组成部分同比增长出现放缓



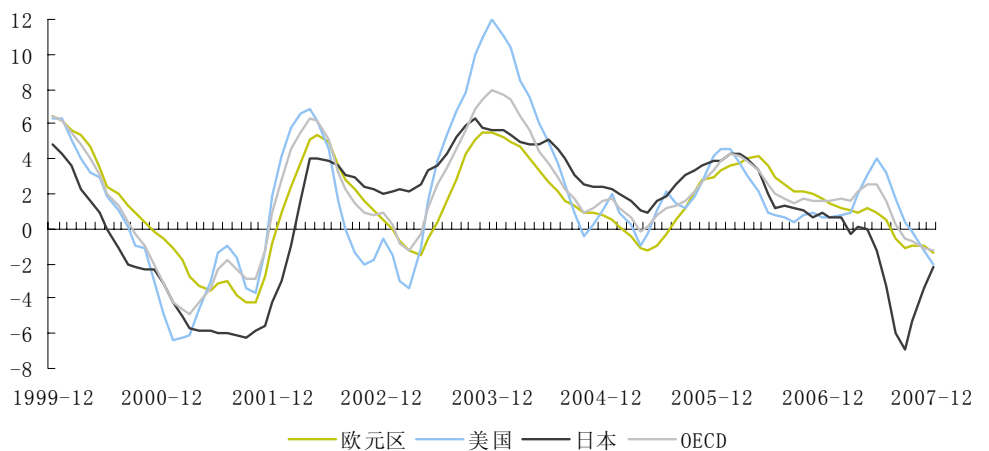
来源: 国金证券研究所

图表9: 美欧进口开始明显下滑



来源: 国金证券研究所

图表10: 世界主要经济体先行指标都出现快速放缓趋势



来源: 国金证券研究所

美国房价止跌才能带来消费复苏

“解铃还需系铃人”，危机源头的变化应是真正的先行指标，我们认为美元汇率与美国房价是本轮世界经济减速趋于稳定的重要信号。

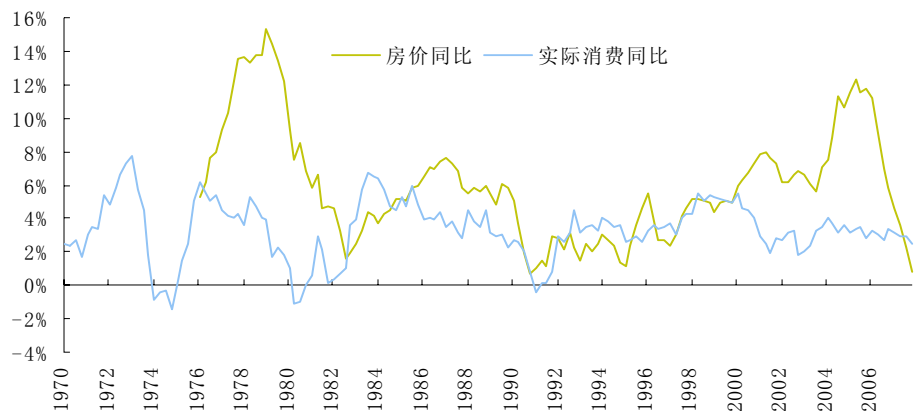
美国的消费更多的来自财富效应，其中房地产价值是最为重要的支撑，我们观察到80年代以前，美国制造业的增长与消费增长较为同步，但80年代以后，房价的波动与消费增长关系更为紧密，这反应出美国产业结构向第三产业逐步倾斜。

目前美国房价依然处于下降周期，对于未来的可能下降幅度，不同机构也给出了不同的预测，综合来看，都比较悲观，平均认为继续会有10%至30%的下跌幅度。

我们认为，美国房地产价格处于下降周期导致消费很难复苏，而美元大幅下降，带来美国制造业的复苏，则由于目前美国较低的制造业占比，不能很快带动消费复苏，从这个角度上看，次贷给实体经济带来冲击的结束，需要美国的房地产价格稳定以及带动消费增长的恢复。

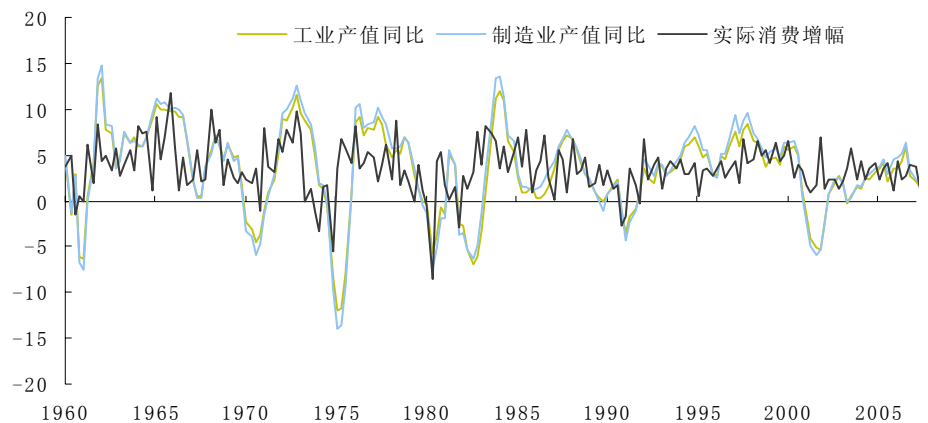
从美国房地产价格波动周期看，70年代末与80年代末的房价调整基本上在3年左右，按这一时间估计，2009年美国房价有望出现止跌回升，但显然这一周期是不稳定的，需要密切关注未来美联储的货币政策以及其他政策对房价的影响。尤其是，在贸易逆差好转的情况下，美元指数相对稳定，能够提升美元资产的吸引力，从而对房地产价格形成支撑，我们认为，美元指数止跌反弹可能先于美国房价止跌。

图表11: 美国房价波动与消费关系紧密



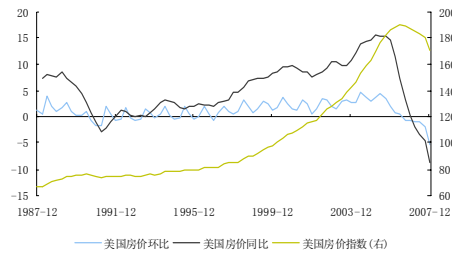
来源: 国金证券研究所

图表12: 美国制造业增长与消费增长已经“脱钩”



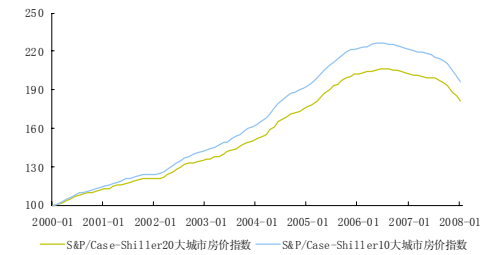
来源: 国金证券研究所

图表 13: S&P/Case-Shiller 美国房价指数开始大幅下滑



来源: 国金证券研究所

图表 14: S&P/Case-Shiller 美国 20 大和 10 大城市房价指数



图表 15: 对美国房价预测普遍悲观

发布者	发布日期	对美国房价的预测
美国全国住宅建筑商协会	2007年12月20日	美国房屋价格下行趋势可能延续至2009年初, 预计房市触底时, 全国住房中间价格将比2005年的峰值低10%至15%。
美林	2008年3月12日	美国房屋价格与2年前的最高价相比已下降11%, 美国房屋均价在未来进一步下降20%至30%的可能性很大。
穆迪	2008年3月18日	根据穆迪最悲观的情节预测, 现存房屋价格会从最高点笔直跌落40%。
斯蒂格利茨	2008年3月20日	次贷危机结束尚待美国房地产价格反弹, 而这还将需要两、三年的时间, 美国楼市的危机还在继续恶化中。

来源: 国金证券研究所

新兴市场的风险在迅速聚集

目前, 随着美国、欧盟、日本相继进入减速周期, 新兴市场不受影响的神话将被打破, 2000年以来新兴市场国际经济增长的光环日盛, 但究其根本, 主要动力还是在于出口与投资, 随着经济增长的同时对发达市场的依赖度与日俱增, 而次贷危机引发主要发达市场的需求下滑, 对新兴市场的出口以及 FDI 流入都会产生明显负面影响。

虽然前期美国经济增长下滑似乎对新兴市场国家没有产生特别明显的冲击, 于是产生了所谓“脱钩”猜测, 但我们认为, 随着欧洲经济减速过程变得明显, 新兴市场经济体增长速度将受到明显影响。

但风险的实际传导过程很可能对新兴市场形成的冲击超过一般预期。由于本轮经济周期减速过程是由发达市场传导至新兴市场, 然后再传导至商品市场, 因此, 新兴市场经济体下一阶段很可能是“外需求先下降与商品价格滞后下降”为特征的阶段, 其中中国的情况尤为典型。

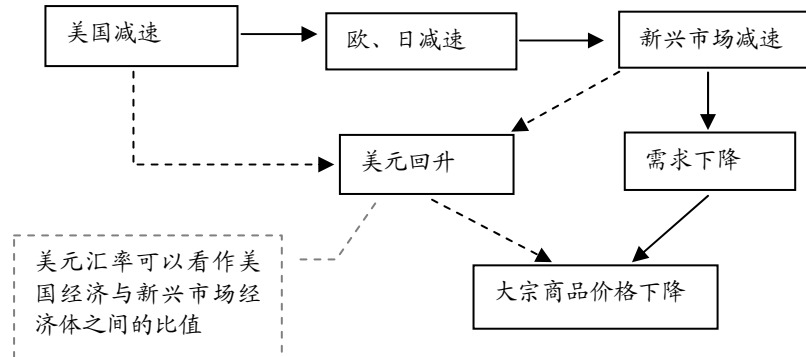
新兴市场经济体先面临外部需求风险。而美国还处于减速过程之中, 弱势美元对大宗商品依然能够起到支撑作用。此时, 新兴市场经济体将面临风险最大的阶段, 外向型制造业盈利能力将明显受损。

在新兴市场经济体开始明显减速之后, 美元指数可能将回升, 原因在于: 一、美元汇率可以简化看作是美国经济与新兴市场经济体之间的比值关系, 新兴市场经济增长由强势转弱, 将使这一比值回升; 二、届时, 美国低利率政策已经维持较长时间, 美国经济趋于稳定的可能性开始增强, 逐步支撑美元。

预计伴随着新兴市场经济体明显减速后, 美元指数将有所回升, 这与放缓的原材料需求一起形成大宗商品价格下降的压力。从美国 70 年代高通胀的变化情

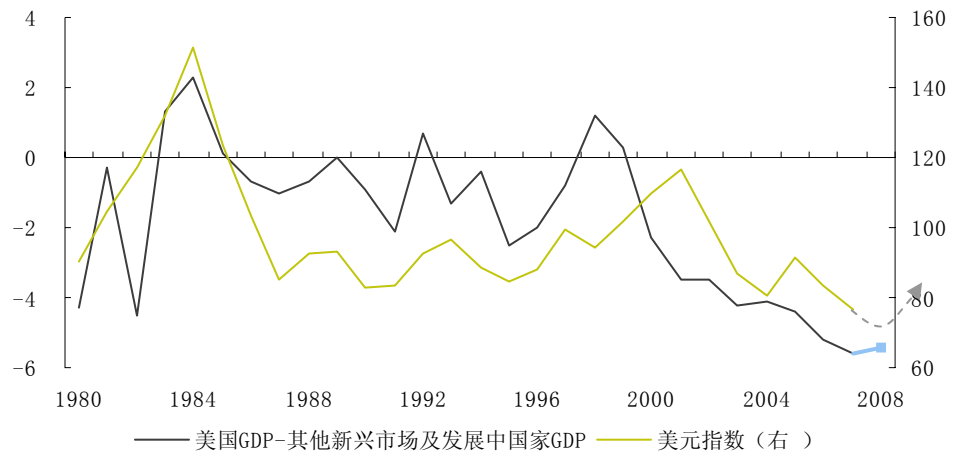
况看，GDP先下降，带动CRB指数下降，最终使CPI回落，虽然目前传导的主角换成新兴市场，但机理一致。

图表16: 风险的传导过程



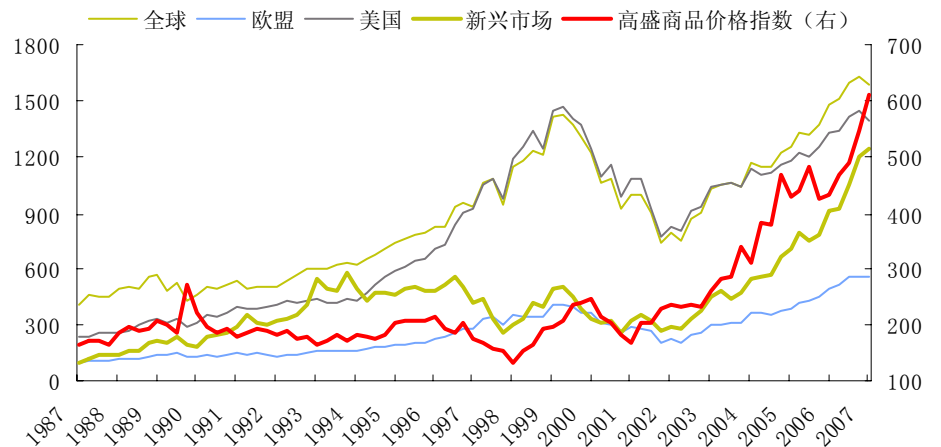
来源：国金证券研究所

图表17: 新兴市场明显减速将有助美元回升



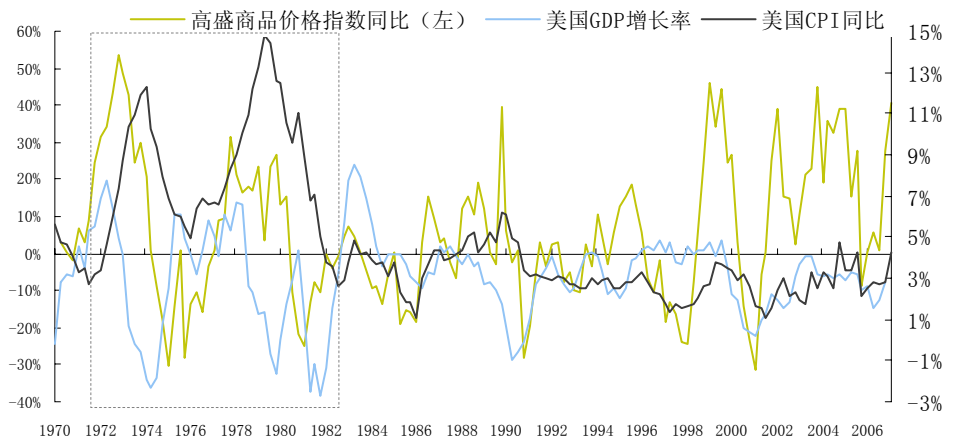
来源：国金证券研究所

图表18: 90年代后大宗商品周期与新兴市场资本市场周期完全一致



来源：国金证券研究所

图表19: 70年代美国经济增长与商品价格、通胀水平的传导过程



来源: 国金证券研究所

失衡的调整 - 中国经济增长风险与通胀风险的根源

增长与通胀之间的“钢丝”

中国是新兴市场中最为核心的经济体，与其他新兴市场国家一样，不可避免受到世界经济周期减速的影响。

中国经济也到了一个艰难的时刻，面对衰退乌云笼罩的世界经济环境给中国出口增长带来负面影响的程度还难以判断，但同时，国内通胀压力高涨，需要宏观调整政策保持必要的紧缩。

今年两会温总理特别强调：“必须在经济发展和抑制通货膨胀之间找出一个平衡点。必须密切关注经济局势的变化和走势，及时、灵活地采取对策，并且把握宏观调控的节奏、方向和力度，使经济既保持平稳、较快发展，又能解决大约一千万的就业人口问题，还能有效地抑制通货膨胀”。

在增长与抑制通胀之间的平衡已经成为宏观在 2008 年最难走的“钢丝”。我们认为中国经济所产生的增长与通胀问题都是世界经济全球化过程出现失衡的具体表现，因此，不可能脱离世界经济增长的内在机理来判断未来这根“钢丝”的摇摆。

“失衡的调整”是风险的根源

2000 年以来，世界经济增长模式具有明显的“失衡特征”，新兴市场国家尤其是中国利用全球化实现了产业转移，同时通过低成本优势获取对发达市场大量出口，导致美国的贸易逆差大幅增长，而美国通过房地产泡沫带来的财富效应支撑消费过度增长。

这种失衡增长模式是不可持续的，对于美国而言在于过度消费能否持续，而对于中国而言就是低成本的制造优势能否持续。次贷危机刺破了美国过度消费的泡沫，必然导致它的提供者过度制造的新兴市场经济体进入收缩期。美国等发达经济体已经开始面临经济负增长的煎熬，而新兴市场也将面临未来相当困难的一段时期。过度消费的泡沫破裂必然带来过度制造的增长风险，这在本质上是对全球经济失衡的调整。

这种增长模式出现失衡后需要汇率浮动对此进行平衡，要求新兴市场经济体尤其使中国对于美元相对升值。但在新兴市场盯住美元的僵化汇率机制下，美元不断贬值而新兴市场不断追求获得过度膨胀的外需，这种外需转化成对大宗商品的过热需求，并且与不断贬值的美元一起推高了新兴市场经济体的通胀水

平，这最终使新兴市场国家的实际有效汇率上升，因此，**新兴市场经济体所受到输入性通胀的影响，在本质上也是对全球经济失衡的调整。**

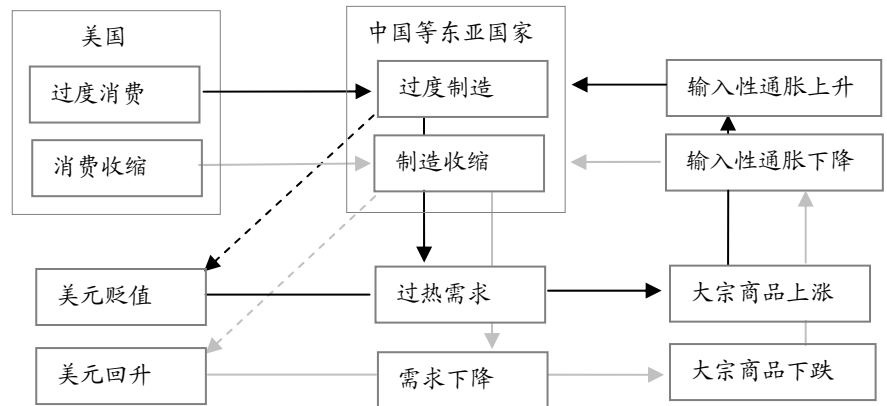
中国目前所面临的增长与通胀的风险，在本质上就是失衡的全球经济出现调整所导致。

在世界经济开始出现自我修复的阶段，会有一连串的变化产生，首先是高增长自发达市场到新兴市场开始相继回落，直到新兴市场经济体进入明显收缩期后，美元指数回升，大宗商品价格才可能回落，输入性通胀最终得到缓解，但无疑这将是一个痛苦的过程。

在缺乏新科学技术革命的推动下，我们很难说这一失衡增长模式不会出现反复，尤其经历过这一次自我修复后，美国消费的复苏，可能会带来新兴市场制造业的重新反弹。而下一次的威胁在哪里？我们认为很有可能来自中国生产要素成本不断上升，所导致低端制造业成本优势的丧失。

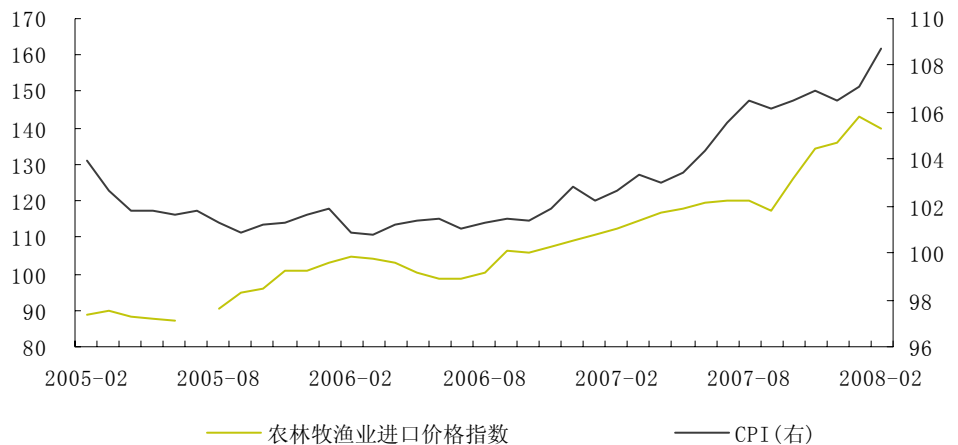
因为，从根本上，只有美国增加储蓄，中国等东亚国家增加内需性消费，才能真正改变依赖“过度消费与过度制造”相结合的增长模式。

图表20: 全球经济失衡的剧烈调整所带来的风险



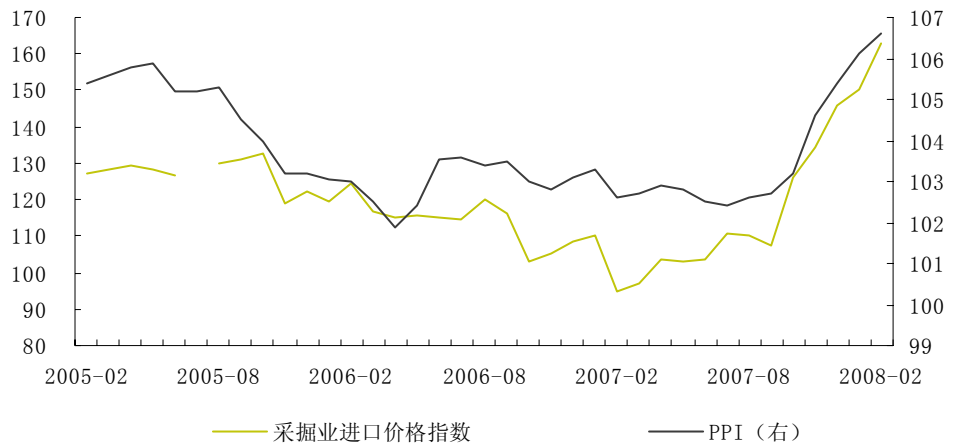
来源：国金证券研究所

图表21: 农产品进口价格与CPI趋势基本一致



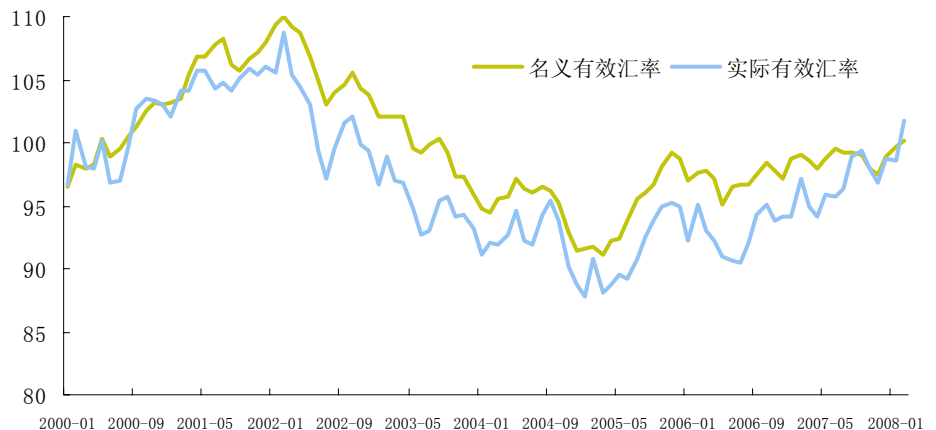
来源：国金证券研究所

图表22: 采掘业进口价格与PPI趋势基本一致



来源: 国金证券研究所

图表23: 中国的通胀已经明显推动实际有效汇率上升



来源: 国金证券研究所

外需风险不仅通过出口还包括投资, 影响中国经济增长

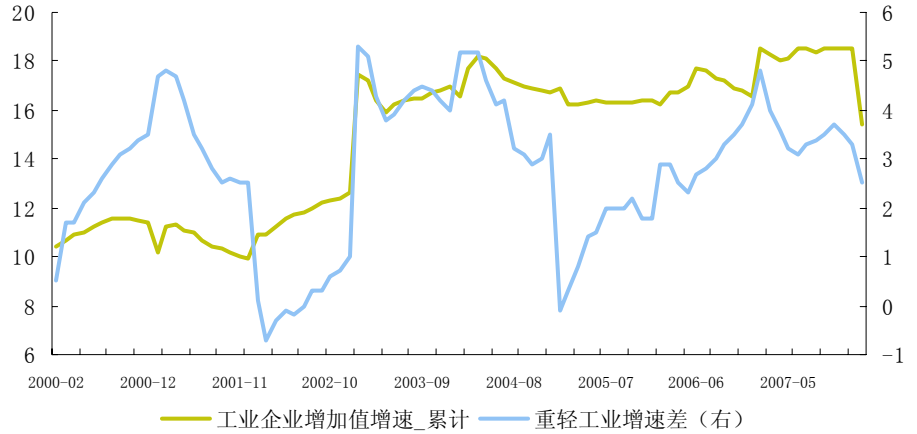
目前从工业增加值增长以及利润增长的指标看, 工业利润增长的趋势已经趋于回落, 尤其是利润增速, 已经回落至本轮经济周期的次低点, 在 2005 年上半年工业企业利润增长低于 20%, 实体经济感受到了相当大的压力, 我们相信, 这种情况已经再次出现。

虽然, 2008 年 1 至 2 月的利润数据大幅下降, 具有特殊因素, 由于成品油以及电力价格管制导致利润损失, 如果简单剔除这一影响, 应该还有 30% 的增长, 相比 2007 年 1 至 11 月, 只下降 6 个百分点左右。但是, 这种简单假设依然存在很大误区, 如果放开成品油价格与电力价格, 下游行业尤其是制造业的利润亦会有较大幅度下滑, 因此, 我们认为目前增长回落的情况应给予较高重视。

由于中国 2002 年以来是典型的外向型经济增长, 出口与投资成为经济增长的主要动力, 但如果将投资分成两个部分: 内需部门的投资与出口部门的投资, 我们可以发现经济增长 4 年来平均占比每年提高 1 个百分点, 目前约 15% 的固定资产投资会受出口增长变化的直接影响, 其他间接影响不好估算。

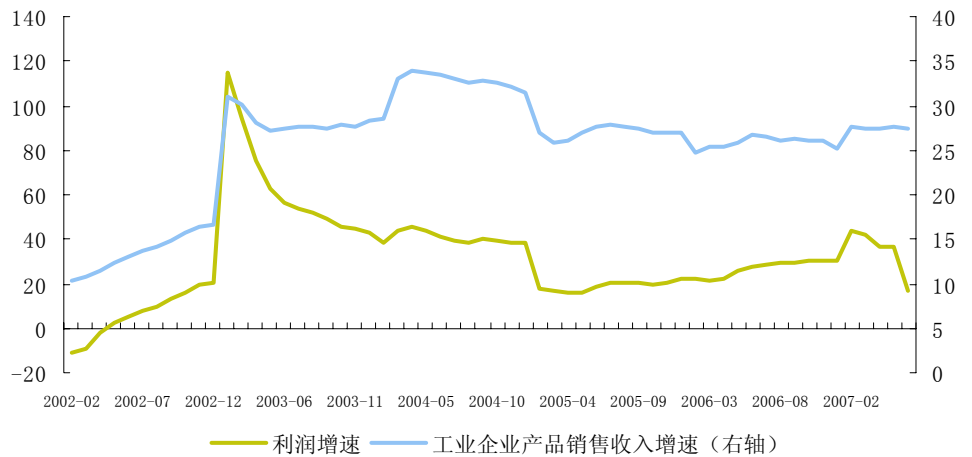
因此，外需的影响不仅通过出口，也会通过投资对经济增长造成影响，这在依靠 FDI 的其他东亚国家中已经比较明显。为此，为了抵消这一个风险，可能需求启动力度更大的内需型投资。

图表24: 工业增长由于出口与雪灾因素大幅下滑



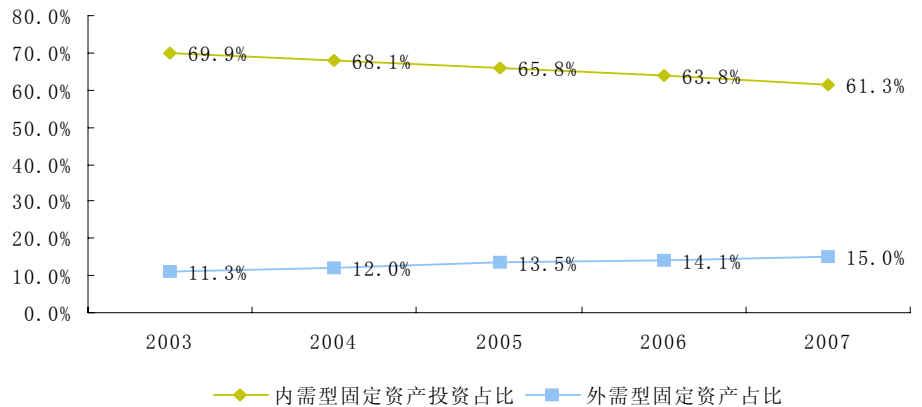
来源: 国金证券研究所

图表25: 工业利润增速开始下降



来源: 国金证券研究所

图表26: 外需型固定资产投资增长明显



来源: 国金证券研究所

注：外需型固定资产投资包括：机电行业、纺织服装、钢铁

内需型固定资产投资包括：电力与交运、房地产等（第三产业固定资产投资）

图表27：制造业出口快速下降

行业名称	2006	2007	2008年1月	2008年2月
制造业：	27.8%	26.0%	26.3%	6.3%
农副食品加工业	17.0%	8.9%	19.0%	-9.3%
食品制造业	20.1%	19.7%	18.1%	2.9%
饮料制造业	33.5%	20.3%	37.1%	1.1%
烟草制品业	7.9%	11.1%	50.8%	-33.1%
纺织业	20.0%	13.2%	34.5%	-1.5%
纺织服装、鞋、帽制造业	33.2%	23.8%	21.8%	-12.1%
皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	6.0%	11.1%	15.6%	-15.2%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	32.5%	15.9%	13.6%	-25.5%
家具制造业	28.3%	31.0%	36.6%	-1.3%
造纸及纸制品业	43.8%	31.4%	31.4%	12.5%
印刷业、记录媒介的复制	17.4%	28.6%	32.1%	-7.7%
文教体育用品制造业	18.2%	20.4%	47.8%	22.6%
石油、炼焦及核燃料加工业	6.0%	30.9%	59.7%	39.2%
化学原料及化学制品制造业	17.4%	35.5%	46.2%	28.4%
医药制造业	15.9%	30.6%	34.3%	24.7%
化学纤维制造业	48.8%	73.5%	97.0%	57.2%
橡胶制品业	36.0%	36.9%	23.9%	8.6%
塑料制品业	21.6%	12.6%	10.7%	-14.2%
非金属矿物制品业	30.0%	20.1%	32.1%	4.6%
黑色金属冶炼业及压延加工	70.4%	59.5%	15.8%	-11.0%
有色金属冶炼业及压延加工	66.6%	7.5%	5.0%	-0.4%
金属制品业	26.8%	32.4%	18.9%	-12.9%
通用设备制造业	35.4%	40.4%	44.0%	4.7%
专用设备制造业	44.7%	147.3%	33.3%	18.3%
交通运输设备制造业	43.8%	41.5%	63.5%	20.0%
电气机械及器材制造业	27.3%	28.3%	26.5%	6.7%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	26.9%	18.8%	16.9%	15.1%
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	25.7%	12.9%	39.7%	36.0%
工艺品及其他产品制造业	19.3%	22.0%	22.1%	-11.2%
废弃资源和废旧材料回收加工业	35.4%	-12.5%	-31.5%	31.9%

钢铁与机电产品
出口明显下降

来源：海关数据 国金证券研究所

降低输入性通胀风险只能依靠人民币加快升值

从数据形式看，中国通胀似乎具有很强的成本推动特征。

- ◆ 首先，当前的通货膨胀压力具有鲜明的国际传导特点，国内农产品、能源和原材料价格上涨主要受相关国际大宗商品价格不断走高的影响，不断推高上游价格。
- ◆ 其次，由于供给条件的变化，中国劳动力成本、土地成本、环境成本等都处于一个上升阶段，我们相信由这些生产要素成本上升所导致的通胀压力是长期的。

我们需要对这两个来源进行区分：前者，国际大宗商品高价格的背后主要受两大因素推动：一、新兴市场国家尤其是中国的过热需求；二、美元贬值。这些输入型通胀在本质上是世界经济失衡增长过程中对盯住美元僵化汇率的平衡机制。后者，供给条件的相对紧张，虽然有刚性特点和长期性，但也无疑与总需求过度膨胀有直接的关系，中国现有的就业状况，还不能支持生产要素成本会在短期内使通胀恶化的结论，因为，毕竟核心通胀水平较低。

应该注意到，由输入性通胀所带来的影响以及生产要素成本上升所带来的价格压力，最关键的还是在于过度膨胀的总需求，而这种总需求中很大的部分来自外需。

因此，我们更倾向于认为，由于外需以及宏观调控导致总需求的收缩，可以阶段性抑制通胀，能够防止其演化成恶性通胀。而生产要素成本上升，是更为长期的趋势，其导致低端制造业生产成本长期上升趋势，抵消生产效率的提高，很有可能将逐步终结中国制造低端产品的成本优势。

但在2008年，无疑输入性通胀更为关键，这部分取决于发达市场的收缩对中国的影响程度以及国内宏观调控的影响。但如果输入性通胀居高不下，生产要素上升趋势导致国内通胀预期上升，也可能使通胀形势在短期内有所恶化，从而使经济增长面临严重威胁，因此，通胀的风险不能低估。

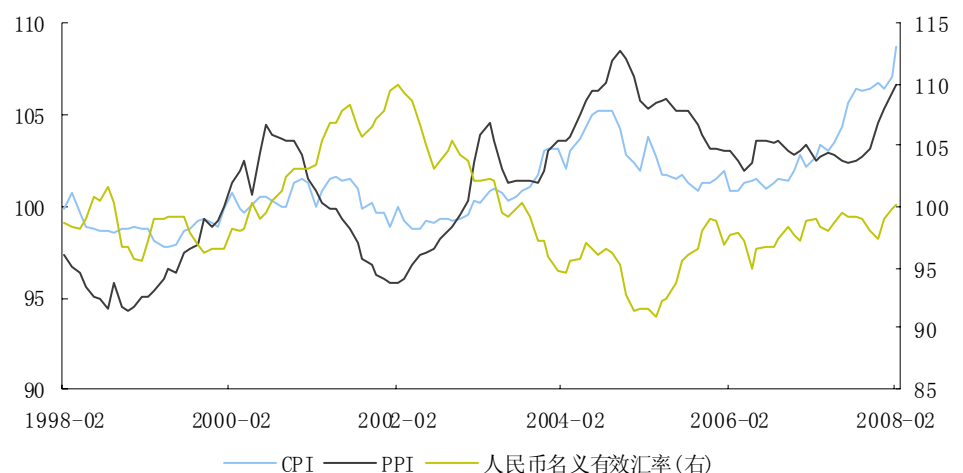
在这种局面下，通过加息来抑制输入性通胀效果并不会理想，同时，可能对内需型产业形成冲击。利用价格管制虽然在控制通胀预期方面有一定作用，也只能寄希望于较短时间内输入性通胀就会降低，但这显然缺乏主动性。

利用汇率调节外需可能更为主动，这也是完成对全球经济失衡进行调整所必需的过程，我们认为在外需减速影响还不十分明显的阶段，较快提升名义汇率，可以通过三个途径影响通胀：一、出口下降后，国内供给相应增加；二、降低输入性通胀的影响；三、增加可贸易消费品的进口。汇率措施相对灵活，在下半年外需下降超预期的情况下，也可以做出相应变化和调整，甚至有条件减缓升值进程。

由于通胀走高，实际有效汇率的上升，已经超过了名义有效汇率的升幅，预计这将进一步给出口带来压力。同时，从历史数据以及他国经验看，名义有效汇率的上升能够对PPI与CPI形成抑制。

当然，如果世界经济出现减速过快，可能导致总需求中出口和部分外需部门的投资过度收缩，从而使未来产能过剩的风险相应上升。

图表28：提高名义有效汇率可以在中期有效抑制通胀



来源：国金证券研究所

企业利润、房地产市场波动与银行资产质量

我们的担心：外需的风险与宏调的应对

世界经济周期减速过程中，中国经济增长与通胀的不确定性，可能给经济增长质量（企业盈利、房地产价格以及金融体系）带来过度冲击。

面对目前的通胀形势，宏观调控政策已经将抑制通胀作为第一目标，从目前抑制通胀的措施看，主要有五类：加息、提高存款准备金率、对贷款进行额度控制、升值、价格管制。而在具体实施方面，信贷额度管理目标基本已经确定，存款准备金率也进行了二次调整，但对于抑制通胀而言，作用并不明显，价格管制也只能是短期应急之策，从实践经验看，其解决的问题甚至没有制造的问题多。

因此，我们认为主要的调控措施主要就是加息与升值：

- ◆ 传统应对通胀的手段是加息，消除负利率，使实际利率水平为正，但在目前高通胀情况下，需要大幅加息才能实现这一目标。然而大幅加息不仅在实施上处于两难境地，同时也必然给企业盈利增长带来较大负面影响，同时，也会由于经济增长负面预期以及按揭成本上升过快，对房地产市场形成冲击。
- ◆ 而大幅提高名义汇率的可能结果，已经被市场充分讨论，我们认为这种措施能够降低中长的通胀风险，但也有不可忽视的负面作用，对出口部门冲击过大，但对于内需型部门有促进作用。

大幅调整利率或大幅一次性升值的选择都面临使经济出现大幅减速的风险。尤其是大幅加息不仅实体经济普遍受到紧缩压力，也会对房地产形成较大负面影响，如果从最悲观的前景看，经济出现硬着陆，房地产价格下跌，制造业盈利增长显著下降，将拖累银行贷款质量，在这种悲观的假设下，消费也会受到负面影响，从而使资本市场将面临严峻考验。

因此，我们认为，短期使用价格管制，降低通胀预期，在世界经济减速还未充分传递到新兴市场之前，适当加快升值步伐，主动完成全球经济纠正失衡所必需的调整，既可以提前应对外需的变化，也可以从源头降低通胀风险，促进内需型产业发展，是负面冲击相对较小，可能性最大的政策组合。

上游成本压力侵蚀企业盈利

从目前外需下降以及人民币升值的情况判断，下游价格的上涨很可能将在今年下半年受到抑制，但上游价格尤其是输入型资源品价格，取决于新兴市场经济体的实际需求的同时，还在很大程度上受到美元汇率的影响。

在目前上游价格传导过程中已经出现中下游行业利润增长受到负面影响，如果外需进一步下降与宏观调控形成“内外双紧”格局下，导致下游价格传导能力下降，而上游资源品价格居高不下，将导致制造业利润率水平出现明显下降。

从 PPI 与 CRB 指数相对关系看，大致能够划分工业增长景气的周期性波动，在 PPI 上升阶段，往往是企业效益较好的阶段，其主要原因在于经济增长对工业品的旺盛需求，另一部分也是由于内部采掘业出厂价格波动的影响。

我们注意到 2004 年底，PPI 到高点之后，由于宏观调控影响开始回落，同时，CRB 指数依然保持较快上升趋势，导致企业盈利能力下降，成本费用利润率指标由最高的 6.8% 回落至 5.7%，直到 2006 年初才得以回升。

因此，如果，外需以及宏观调控导致 PPI 先行回落，但 CRB 指数依然保持在高位，则会出现类似 2004 年底至 2006 年初的情况，企业盈利能力将明显下降。而与此同时，中下游制造业还要面临劳动力成本刚性上升的压力，对制造业利润率水平再形成压力。

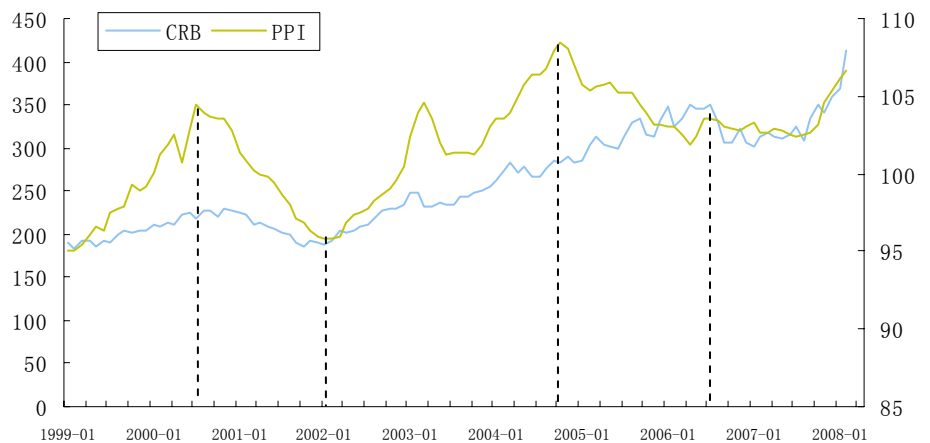
从工业内部产业结构中相对价格波动的情况看：

- ◆ 由于采掘业的价格上涨，导致中下游产业价格传导能力有所变化，总体上负面影响居多，最为明显的是原材料行业，其次是投资品，消费品影响较小。
- ◆ 原材料产业中也有结构分化，钢铁与化工原料体现出一定价格传导能力，但化纤、橡胶、塑料等行业这种传导能力较弱。
- ◆ 而投资品产业中，除了金属制品价格略有上涨外，通用设备、专用设备、仪器仪表等都没有明显提价现象，更多的通过生产效率提高来消化。

从流通环节的价格转移情况看，经历了2007年消化之后，对PPI的传导能力开始增强，目前相对价格波动处于历史较高水平，预计流通环节相对于制造业而言依然具有相对优势。

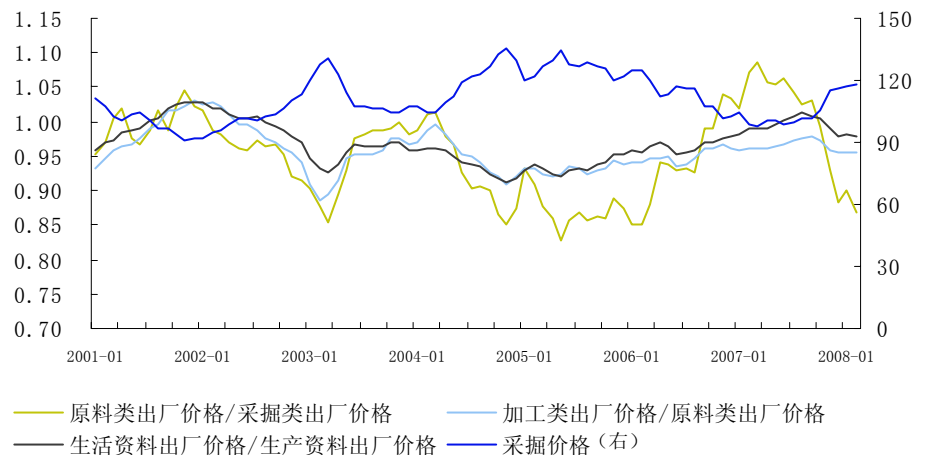
因此，从产业链的价格传导能力角度看，我们依然看好部分消费品、流通环节以及服务业，主要在于：一、上游价格压力总体相对较小；二、下游价格传导相对容易，但大多数服务业有劳动密集特征，劳动力工资成本上涨的负面影响依然存在。

图表29：大宗商品输入性压力不断增大



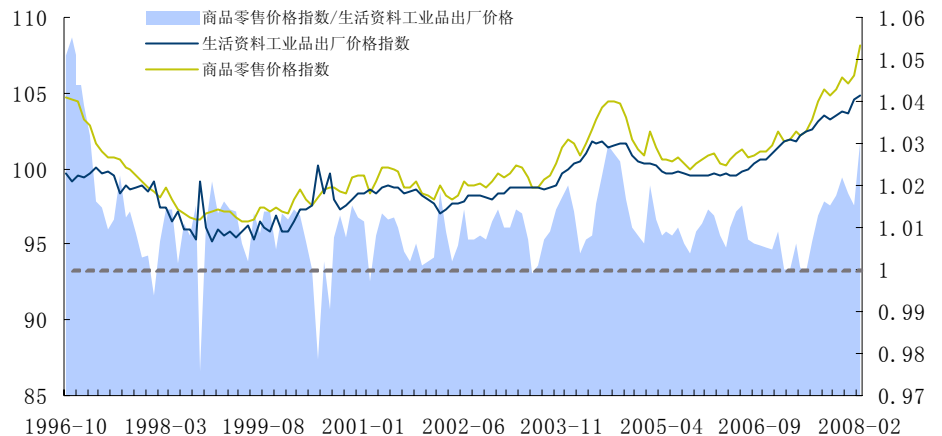
来源：国金证券研究所

图表30：上游价格抑制下游产业景气



来源：国金证券研究所

图表31: 流通环节价格传导能力良好



来源: 国金证券研究所

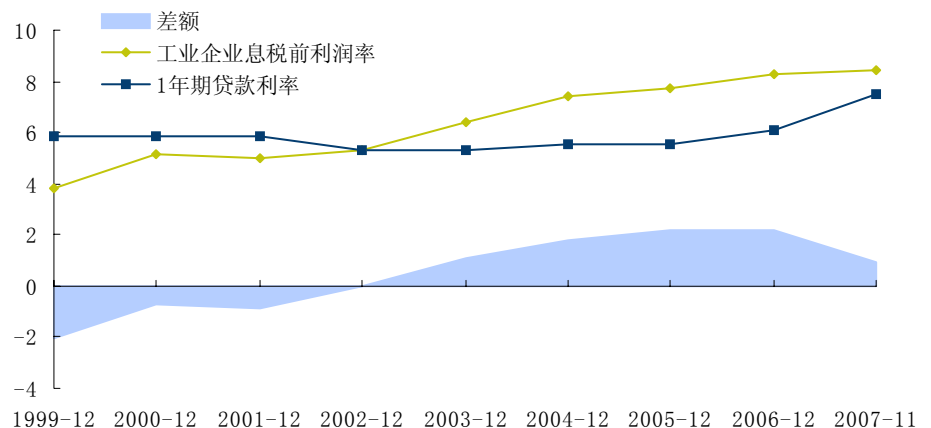
企业资产回报率略高于银行贷款利率

2007年工业总资产息税前利润率增长逐步趋缓, 我们预计2008年这一指标大约在8%的水平, 而一年期贷款利率为7.47%, 五年以上贷款利率为7.83%, 并且, 由于信贷紧缩, 实际加权贷款利率开始上升, 两者的差值已经较小。

由于总资产回报率受到利润增长速度波动的影响而会出现波动, 但资金成本有一定刚性, 在现有总资产回报的水平下, 如果贷款利率加息超过50个基点, 过高的资金成本很可能会抑制工业企业的利润率水平, 同时, 造成银行贷款不良率上升。

目前工业企业的利润增长下滑趋势已经相当明显, 相对于刚性的银行贷款成本, 已经达到了临界水平, 但由于银行在信贷紧缩的情况下, 对客户已经进行了优选, 预计这一风险在2008年比较轻微, 但如果外需下降超过预期, 利润率水平再度下滑, 也可能对银行的贷款质量产生负面影响。

图表32: 工业息税前总资产回报率与银行贷款利率比较



来源: 国金证券研究所

房地产价格也是经济增长的应变量

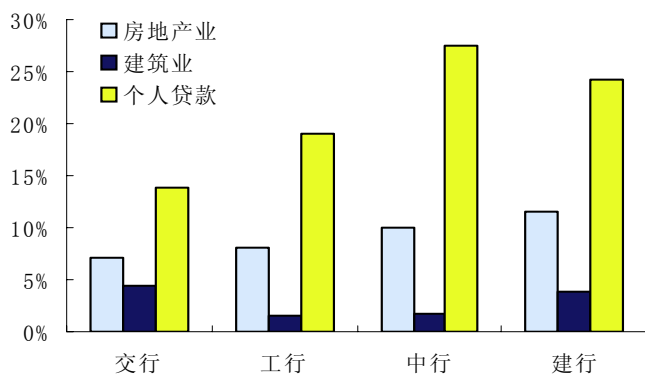
与发达市场国家的房地产价格下降的趋势不同，新兴市场国家的房地产价格并没有出现普遍的明显下跌，进入2008年以来大都表现为涨幅趋缓。我们认为这主要在于对经济减速的担忧虽然先传导至股票市场，但新兴市场国家经济增长本身还没有受到明显影响，因此，房地产市场依然保持相对平稳。但根据我们对新兴市场国家经济增长的判断，这种影响应有一定滞后特征。

中国房地产市场在2008年3月开始有所回暖，经过行业研究员的调研，销售确实回暖，并且第二套的认定政策也似乎预示着对房地产行业绷紧的信贷有一定缓和的迹象。对这种情况，我们猜测与出口型企业资金进入房市、A股市场调整、真实消费需求的释放等有关。但从经济增速下降，企业盈利预期下降的角度考虑，对于这种房地产价格的持续性，我们依然有些担心。

经济减速必然逐渐对房地产市场产生影响，虽然真实需求将在长期上支持房地产行业发展，但目前高昂的房价收入比，导致仅凭真实需求的增长难以在经济减速时期推动房价上涨。从这个角度看，我们认为房地产价格可能也不能回避其是经济增长的应变量，如果经济增长失速过快，必然对其产生负面影响。

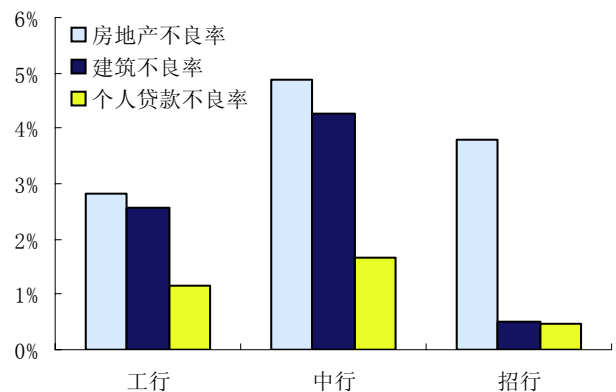
目前房地产贷款占银行贷款的比重，相对其他新兴市场国家而言处于较低水平，并且首付水平也较高。房地产开发贷款的不良率在4-5%的水平，个贷的不良率很低，由此，我们判断，如果仅仅是房地产价格小幅回落，不会对银行体系形成严重冲击，在现有高拨备基础上，银行的资产质量出现明显恶化的可能性并不大。

图表33: 四大行房地产相关贷款比重不大

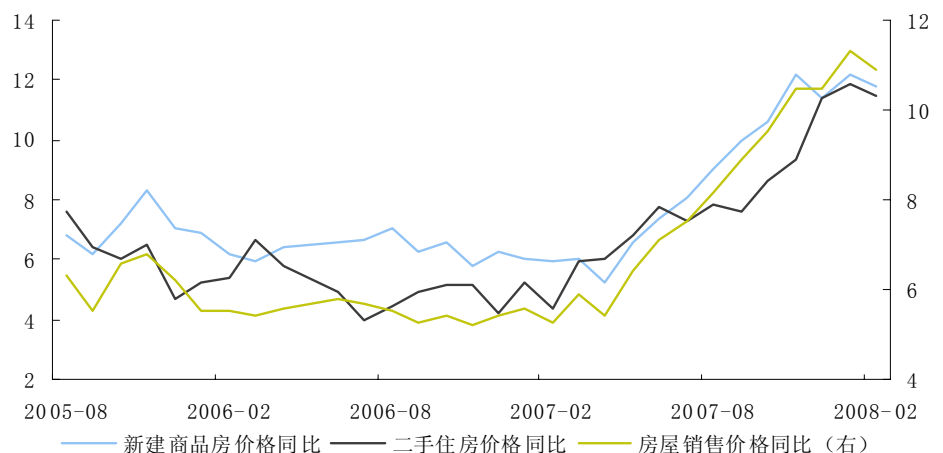


来源: 国金证券研究所

图表34: 房地产开发贷款不良率相对较高

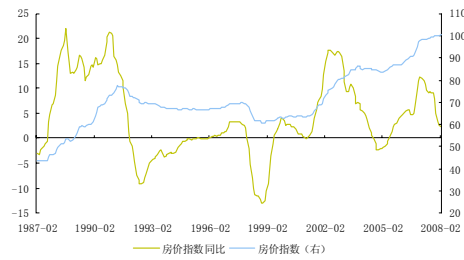


图表35: 2007年中国房价涨势过快, 2008年增速趋缓



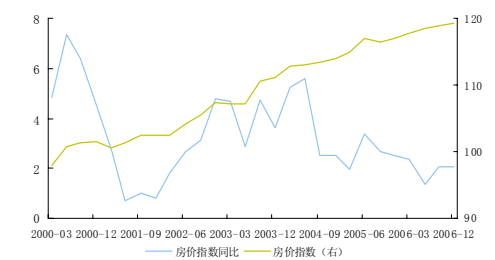
来源: 国金证券研究所

图表 36: 韩国房价增长回落

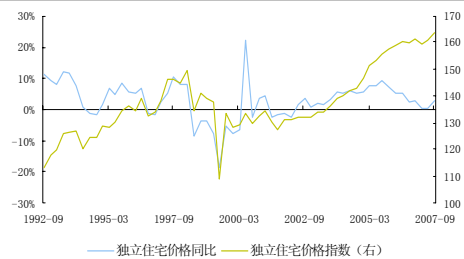


来源: 国金证券研究所

图表 37: 马来西亚房价上涨平缓

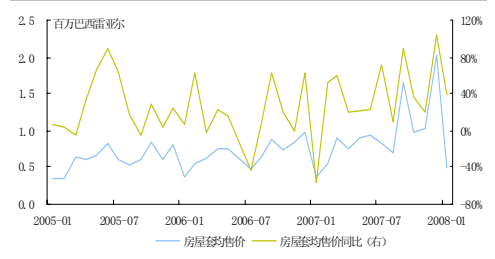


图表 38: 泰国房价趋缓



来源: 国金证券研究所

图表 39: 巴西房价略有回落



我们的判断: 经济增长质量能够经受考验

我们认为经济增长质量取决于: 制造业利润率、房地产市场健康程度以及银行体系资产不良率水平。

制造业利润率水平、房地产市场的波动是影响银行体系最重要的两大因素, 从目前情况看, 利润率水平已经下降到与银行贷款利率相近的水平, 房地产价格增速趋缓, 部分地区出现一定下跌。

但对于银行体系而言, 这种威胁目前并不大, 主要由于: 一、近年来, 银行体系风险控制能力已经有所提升; 二、拨备水平普遍较高; 三、央行控制信贷, 导致贷款额度的紧缩, 银行贷款相对向优质客户集中也在一定意义上降低了金融体系的风险。

但不可否认, 世界经济依然处于减速周期之中, 对于新兴市场的冲击才刚刚开始, 如何评判这种影响程度, 主要区别在于对外需的依赖程度以及内需的支持程度, 从本轮经济增长的动力看, 还不能得出乐观的结论。

另外, 由于通胀的威胁降低, 滞后于经济减速过程, 为了降低通胀预期而采用过度的宏观调控措施, 如较大程度加息, 将使制造业企业和房地产市场不堪重负, 宏观调控本身也会给经济增长带来较大的冲击。

综合而言, 经济增长质量(企业盈利能力、房地产市场的健康程度、银行体系的稳定程度)都将在经济减速过程中受到检验, 但从目前情况来看, 可能无明显减速, 但对整体经济增长质量不会产生过度负面冲击。

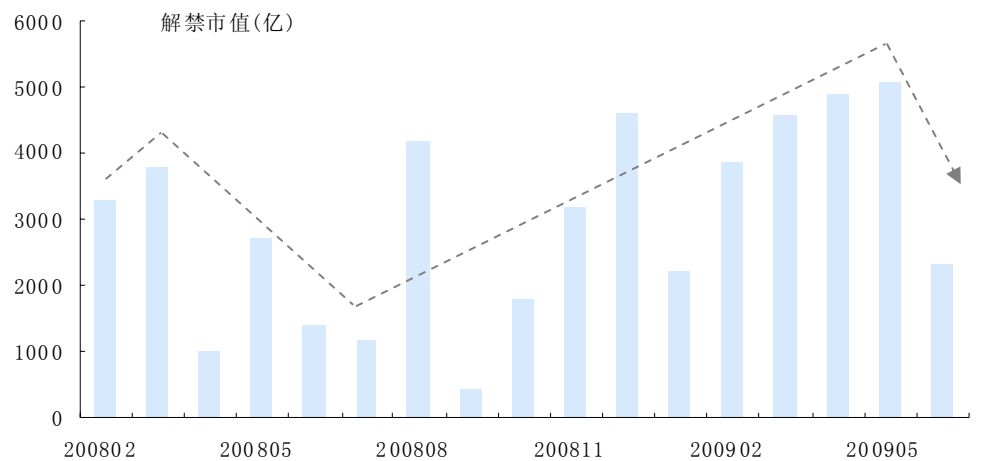
投资策略：等待迷雾散去

A股投资者现在的处境就像处于山谷之中被重重迷雾困住的登山者，所能做的唯一选择就是：回到安全的地面上，等待迷雾散去。

对于2008年A股市场趋于稳定的主导因素，我们始终认为取决于三个方面：一、世界经济增速下降趋缓，其他新兴市场估值水平初步稳定；二、国内企业盈利预期基本稳定；三、A股市场供求矛盾得到平衡。

从目前情况看，这个三个条件都不具备明显改善的基础，世界经济依然处于危机扩算的阶段，新兴市场面临增长压力越来越大；而国内经济增长又处于“内外双紧”的格局之下，市场研究机构对盈利预期已经开始不断调低；A股因股改解禁带来大量的新增供给需要通过较长时间来消化。因此，我们判断：A股市场不仅要通过估值水平下降来进行平衡，同时，从供给压力的周期看，这一过程还很可能需要较长的时间。

图表40：由解禁带来的供给压力的波动周期



来源：国金证券研究所

我们也认为二季度将面临市场环境有阶段性转暖的基础，其中，主要的变化在于：一、CPI数据将有所回落，宏观调控负面预期略有缓解；二、小非解禁阶段性减少，市场供求压力缓和；三、市场估值水平下降较快，但结构分化严重，蓝筹股估值相对吸引力增加；四、管理层鼓励基金发行等维护市场的努力，有利于资金向低估值的蓝筹股流动。不确定的风险主要存在于全球经济减速过程中的冲击。

我们预计估值水平与香港市场相当接近的蓝筹股容易取得反弹，但这种市场环境的转暖，很难构成趋势性变化。从中长期角度，我们更愿意将注意力放在“驱散迷雾的信号”与“安全的地面”这两个问题之上。

“驱散迷雾的信号”在哪里？

美元指数将是先行指标

我们认为由于中国经济的外向型特征，使国内企业盈利越来越多的被世界经济周期所主导，因此，很大程度上以上的三个条件可以简化为两个：一、世界经济增长何时恢复；二、国内制度性变革释放的供求压力如何消化。

我们很难想象由股改契约带来的市值释放会被行政方式进行约束，或者国资委能对大非减持进行一定限制，或者进行股权划转交给社保，这些措施可能减缓当期供给压力，但这些措施都很难从根本上改变2008年至2009年的供给压力。从这个角度看，只有经济增长与盈利增长的预期稳定，才可能化解供给的“硬冲击”。

从世界经济对中国企业盈利的影响看，无疑需要等待美国房地产价格稳定以及建立在此基础上的消费开始复苏，但目前对美国房价的下跌幅度以及持续时间还都有较大不确定性。

我们认为美元指数可能是先于房价止跌的信号，美元指数的回升，取决于三个因素：一、美国的出口增长开始提高，进口增长下降，使美国经常项逆差显著下降；二、随着发达市场进口下降，新兴市场经济体将陆续开始减速，美元贬值压力显著下降。三、美国维持低利率已有较长时间，随着经济的稳定性增加，减息预期结束，美元也将获得支撑。全球经济失衡的剧烈调整在汇率方面正是美元的大幅贬值，而美元指数的回升，则标志着全球经济失衡的调整已经告一段落。

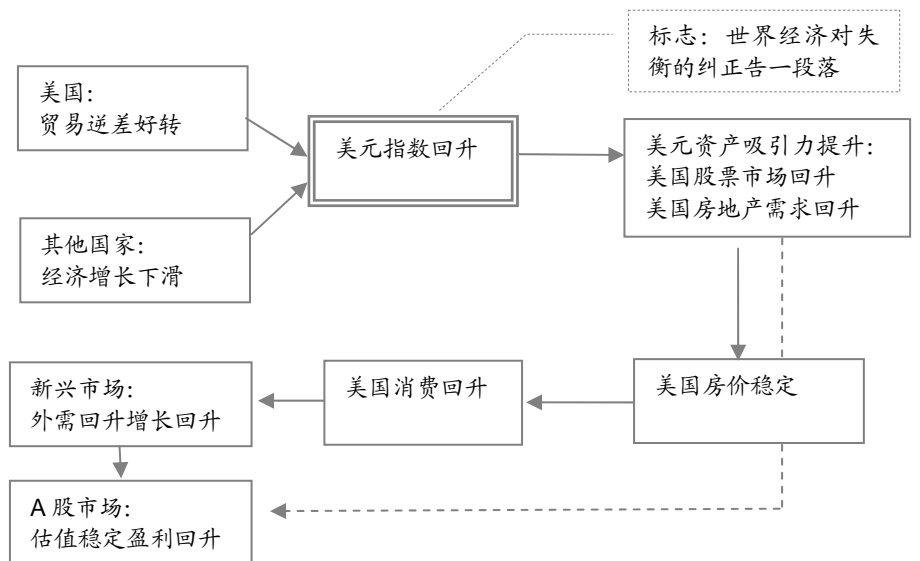
由于周期的不同步，美元指数的止跌回升，很可能意味着新兴市场经济体正处于周期的低谷之中，需要等待美国消费回升之后，新兴市场的实体经济才可能重新被带动，而“美元回升-新兴市场经济体增长还未回升”这一过程将对大宗商品形成巨大冲击，但同时也将降低输入性通胀的威胁。

美元指数的止跌反弹，将明显提高美元资产的相对吸引力，有利于稳定股票市场以及增加对房地产的需求，房地产需求回升有助于房价的稳定，从而使基于股票和房地产的财富效应出现回升，消费增长下降的格局将因此转变。

对于A股市场而言，美国股票回升可能导致新兴市场资金回流美国市场，但由于A股市场的封闭性，A股市场将更多的受益于H股市场的估值稳定，同时，未来一阶段的企业盈利增长的能见度也会逐步提高。

因此，我们认为美元指数回升，是未来A股市场重要的趋势性信号。

图表41: 美元指数是未来的先行指标



来源: 国金证券研究所

“安全的地面”在哪里？

“安全地面”之一：悲观预期下估值敏感性分析（15 - 20倍PE）

——沪深300指数回到2007年3-4月水平（2742点 - 3526点）

由于增长预期的不确定，估值的“安全地面”在哪里？其实是2008年最重要的问题。但这一问题实际上是建立在经济增长质量不会出现

A股市场自2007年高点回落已经超过40%，距离2007年底也下降仅33%，估值水平也相应剧烈下降，沪深300的2007年静态PE已经到达27倍，在31%的增长预期下2008年动态PE已经达到20倍。

如果我们假设沪深300的2008年动态PE在15倍至20倍之间具有较高估值支撑，而2008年沪深300业绩增长保持在26%至28%的水平，比目前增长预期下调3至5个百分点，沪深300波动的区间在-10%至-30%之间。

我们认为这种估计已经考虑比较谨慎的情况，对应沪深300指数3526点至2742点。简单比较相当于2007年3月-4月的估值水平区间，相当于从2007年10月5891点（最高点）回调40%至54%。

值得注意的是，这一预测回调幅度，从上证指数角度而言，已经接近完成，从2007年10月以来，受部分主要权重股的影响，上证指数已经最多回调44%，因此，在未来的调整过程中，沪深300、中小板指数等下调的空间将明显大于上证指数以及上证50指数。

图表42: 沪深300指数估值敏感性分析(3月28日)

[2007PE合理水平]和[2008增长率]两个因素变化时,对应沪深300的2008PE

2007PE\2008G%	15.00	20.00	23.00	26.00	28.00	30.00	31.84	35.00
18.00	15.65	15.00	14.63	14.29	14.06	13.85	13.65	13.33
20.00	17.39	16.67	16.26	15.87	15.63	15.38	15.17	14.81
22.00	19.13	18.33	17.89	17.46	17.19	16.92	16.69	16.30
23.00	20.00	19.17	18.70	18.25	17.97	17.69	17.45	17.04
25.00	21.74	20.83	20.33	19.84	19.53	19.23	18.96	18.52
27.02	23.50	22.52	21.97	21.44	21.11	20.78	20.49	20.01
30.00	26.09	25.00	24.39	23.81	23.44	23.08	22.75	22.22
40.00	34.78	33.33	32.52	31.75	31.25	30.77	30.34	29.63
45.00	39.13	37.50	36.59	35.71	35.16	34.62	34.13	33.33
50.00	43.48	41.67	40.65	39.68	39.06	38.46	37.92	37.04

[2007PE合理水平]和[2008增长率]两个因素变化时,对应沪深300的涨跌幅

2007PE\2008G%	15.00	20.00	23.00	26.00	28.00	30.00	31.84	35.00
18.00	(41.89)	(39.37)	(37.85)	(36.33)	(35.32)	(34.31)	(33.38)	(31.79)
20.00	(35.44)	(32.63)	(30.94)	(29.26)	(28.14)	(27.01)	(25.98)	(24.21)
22.00	(28.98)	(25.89)	(24.04)	(22.19)	(20.95)	(19.72)	(18.58)	(16.63)
23.00	(25.75)	(22.52)	(20.59)	(18.65)	(17.36)	(16.07)	(14.88)	(12.84)
25.00	(19.29)	(15.79)	(13.68)	(11.57)	(10.17)	(8.77)	(7.48)	(5.26)
27.02	(12.77)	(8.98)	(6.71)	(4.43)	(2.91)	(1.40)	0.00	2.40
30.00	(3.15)	1.06	3.58	6.11	7.80	9.48	11.03	13.69
40.00	29.13	34.74	38.11	41.48	43.73	45.97	48.04	51.59
45.00	45.27	51.59	55.38	59.17	61.69	64.22	66.54	70.54
50.00	61.41	68.43	72.64	76.85	79.66	82.47	85.05	89.48

来源: 国金证券研究所

“安全地面”之二: 其他市场参照

——AH股加权溢价10%以内(2609点-3325点)

A股市场与其他新兴市场的估值水平相对比,动态PE水平平均溢价5倍左右、PB溢价较多,考虑靠A股市场与其他市场可对比性较差,而与H股市场具有较强的比价效应,我们主要参照H股的估值水平。

我们假设AH股溢价率的变化,推测其中带H股的成份股下跌对沪深300指数的影响,通过测算可以发现,如果AH加权溢价回落到10%以内,沪深300指数将回落至3325点。

由于考虑到实际情况,这些带H股的成份股与H股接轨过程中,必然带动其他没有H股的成份股下调,因此,我们做了假设,其他沪深300成份股一起同等程度下调,则沪深300将回落至2609点。

基于这一假设的所产生的沪深300指数波动区间(2609-3325点),实际上与估值敏感性分析方法的区间(2742点-3526点)有较高的重合度。

考虑到A股市场的相对封闭性，我们认为AH加权溢价在10%以内的假设具有非常强的安全性，当然，在也是建立在H股估值水平已经稳定的基础之上。

图表43: AH股溢价变化对沪深300指数的影响(2008年4月2日)

溢价率约束(%)	加权溢价率(%)	AH股下调溢价率 指数涨幅(%)	AH股下调溢价率 率指数目标位	非H股同步下调加权 溢价率指数涨幅(%)	非H股同步下调加权 溢价率指数目标位
	53.66	0	3547.98	0	3547.98
60	34.73	-2	3477.05	0.93	3581.00
50	31.61	-2.44	3461.36	-4.13	3401.36
40	27.81	-3.01	3441.07	-9.33	3217.12
30	22.89	-3.82	3412.48	-14.75	3024.59
20	17.25	-4.79	3378.01	-20.34	2826.17
10	9.46	-6.28	3325.24	-26.45	2609.45
0	0	-8.21	3256.73	-33.00	2376.99

来源: 国金证券研究所

图表44: AH股溢价变化对应的沪深300的估值水平26%盈利增长预期

沪深300	PB	PE
3547.98	3.17	19.56
3581.00	3.20	19.74
3401.36	3.04	18.75
3217.12	2.88	17.74
3024.59	2.71	16.67
2826.17	2.53	15.58
2609.45	2.33	14.39
2376.99	2.13	13.11

来源: 国金证券研究所

“安全地面”之三: 稳定的估值水平

产业资本与金融资本的矛盾与均衡

A股市场一直处于一个比较封闭的状态，其定价基础更多的建立在金融资本的角度，但股改后的解禁，导致大量产业资本能够积极参与市场定价（长期财务投资者姑且也算作产业资本）。

由于金融资本在二级市场定价方面主要依然无风险利率以及风险溢价等主要变量，实际能够做出的选择只是在股票与债券之间；但产业资本在参与定价时，可以更多考虑重置成本、控股权成本等其他因素，它实际的选择是在二级市场与实体经济之间。

我们认为正是由于产业资本在市场定价中的主动权大为增加，将导致二级市场价格与实际经济之间的联系更为紧密，动摇了二级市场定价的长期泡沫化的基础，当然，我们认为这也是一个过程，其进程取决于：一、市场开放程度；二、资本能够在资本市场与实体经济之间的顺利转换；三、大股东的国有身份，可能限制其自由套利行为。

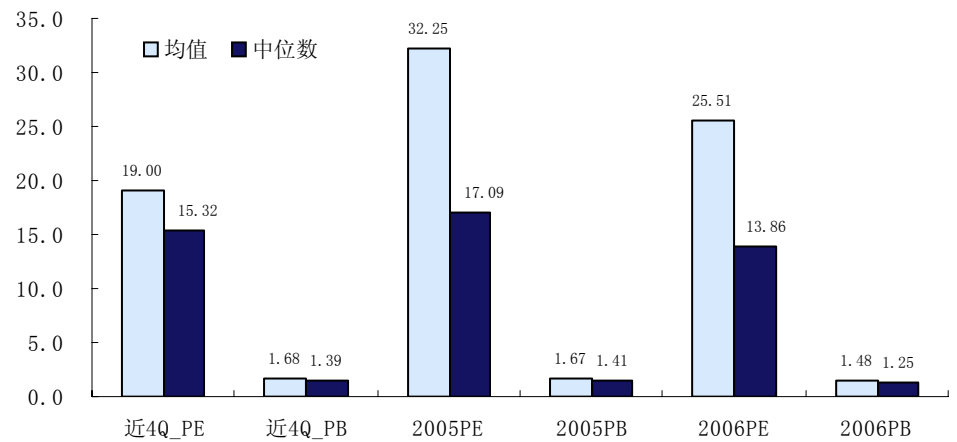
产业资本: 参考大股东增持时的估值水平

2005至2006年，A股市场出现100多起，大股东增持的案例，我们对当时这些案例的估值水平进行统计：PE在20倍左右，PB在1.5倍左右。而当时沪深300的估值水平为：PE为15倍左右、PB为2至2.5倍。

虽然，在不同经济增长阶段中，大股东从二级市场直接增持的估值水平也会发生变化，但大股东的行为更多的考虑较为长期企业发展趋势，因此，这一估值

水平有一定的参考意义。以这一估值水平与目前市场对比，PE 处于相近的状态，但 PB 依然有相当大的差距。

图表45: 2005-2006年大股东增持时的估值水平



来源: 国金证券研究所

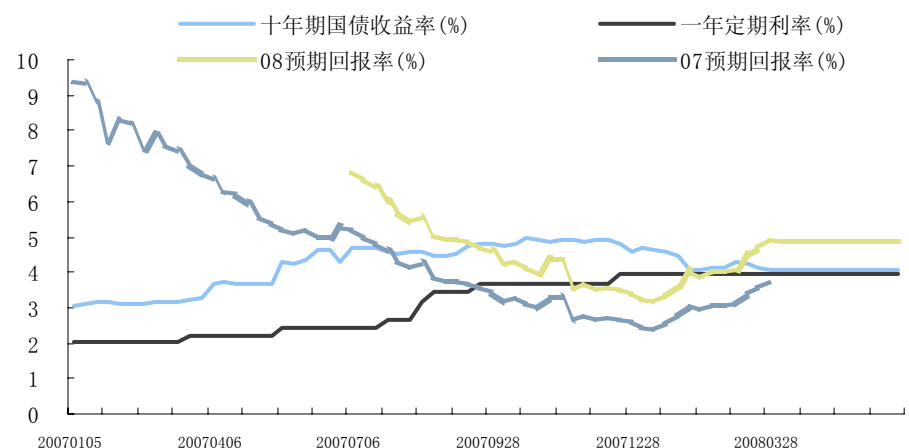
金融资本: 总市值收益率与国债收益率的比较

我们简单将主要投资于二级市场的资金称为金融资本，其中包括，一、能在股票与债券之间选择的机构资金；二、在股票与银行存款之间选择的个人资金。将这种选择关系用收益率的方式比较，可以更为明确标识出股票市场对于金融资本的相对吸引力。

如果以 2008 年动态市值收益率看，在 2007 年 9 月，对于机构资金而言，A 股市场的相对吸引力已经低于债券市场，在 2007 年 11 月，对于个人资金而言，A 股市场的理性收益水平低于了银行存款。

2008 年 2 月，对于 2008 年的预期回报而言，A 股市场的预期收益率已经相继超过了银行存款以及 10 年期债券，我们认为，A 股市场的相对吸引力对于金融资本而言开始明显增长，这意味着，如果 A 股市场估值水平继续下降，能够吸引追求理性回报的金融资本逐渐加大配置力度。

图表46: A股回报率与债券和银行存款收益率比较



来源: 国金证券研究所

注: 预期回报率 = 沪深 300 总利润/总市值

产业资本与金融资本定价趋于均衡，价值型机会将逐步产生

从估值定价的驱动性来源分析，产业资本定价对金融资本定价产生了较大的压力，但两者的力量也处在此消彼涨的趋势之中，A股市场对于金融资本而言，能够提供回报的相对吸引力已经处于上升过程之中，未来的相对变化取决于：一、估值水平的变化；二、利率水平的变化。

产业资本由于在一定程度上实现二级市场与实体经济之间的套利，其定价水平对现有市场估值体系造成较大压力，但这种压力从长期角度看，取决于：一、经济增长预期；二、市场规模的增长。或者说，如果经济增长预期稳定，市场随着市场规模的增长，相对压力将逐步减弱。

产业资本在二级市场定价中的权重上升，有助于恢复二级市场理性的估值水平，同时也将带来价值型投资机会，从而吸引长期金融资本加大配置，但不可否认二者取得平衡需要一个较长的过程，我们预计在这一过程中，将产生非常有吸引力的长期投资机会。

虽然，我们很难给量化产业资本所接受的估值水平，但是可以从产业资本的并购、增持、回购、股权激励等具体事件中的具体定价进行观察，目前而言，股权激励方案中可比案例较多，可以做一定参照，从目前 60 多个案例的激励价格与市场价格之间的溢价水平看，大概 30 多家处于低于现价或者没有明显溢价的水平。

我们预计，这一过程可能需要沪深 300PB 水平降至 2.3 以下的水平。按 26% 的盈利增长假设，大致在 2609 点，而相应 PE 水平则在 15 倍左右，处于前两种估值区间的下端。

“驱散迷雾的信号”可能比“安全的地面”更为重要

我们认为判断“驱散迷雾的信号”比“安全的地面”更为重要，原因在于估算估值安全性有一个不可避免的前提，就是经济增长质量不会大幅下降，否则，很难在现有的盈利预测基础上进行估值。

而从以上三个角度测算估值的安全性，我们可以发现，主观判断的 15 至 20 倍的合理 PE，要高于通过与 H 股加权溢价比较的估值水平，同时，前两者都高于产业资本与金融资本定价均衡的估值水平，并且后者所决定的估值水平比较模糊，很大程度上是由于解禁供给压力直接相关。

我们预计，在新增供给压力相对减轻的 2 季度，市场能够在这一估值区间的上端获得支撑，产生反弹。但中长期，市场估值重心将回落至估值区间的下端，由 20 倍 PE 向 15 倍 PE 过渡。

在现有 31% 的盈利预测基础上，这意味着沪深 300 指数 3500 至 2900 点，而在我们下调到 26% 的盈利预测基础上，这意味着沪深 300 指 3300 点至 2700 点。

图表47: 股权激励价格溢价率 (2008年4月2日)

证券简称	收盘价	期权初始行权价	收盘价/行权价的溢价
新安股份	61	1.595	3724.45%
格力电器	39.6	5.07	681.07%
新大陆	10.3	1.88	447.87%
深振业A	21.1	4.07	418.43%
华侨城A	36.2	7	417.14%
双鹭药业	49.34	9.83	401.93%
泸州老窖	57.09	12.78	346.71%
上海家化	32.13	8.94	259.40%
科达机电	15.95	4.49	255.23%
泛海建设	32.6	9.42	246.07%
辽宁成大	29.31	8.75	234.97%
用友软件	51.73	18.17	184.70%
海南海药	10.27	3.63	182.92%
晨鸣纸业	12.8	4.73	170.61%
浙大网新	11.52	4.3	167.91%
万业企业	15.9	6	165.00%
伟星股份	22.75	9.06	151.10%
鹏博士	16.29	6.56	148.32%
苏泊尔	16.71	7.01	138.37%
康恩贝	17.08	7.2	137.22%
七匹狼	23.6	10.2	131.37%
同方股份	28.67	12.98	120.88%
长江精工	11.04	5.23	111.09%
西飞国际	21.51	10.75	100.09%
金发科技	24.96	13.15	89.81%
特变电工	18.79	10.16	84.94%
中兴通讯	55.08	30.05	83.29%
南玻A	14.79	8.2	80.37%
博瑞传播	24.63	14.85	65.86%
青岛海尔	12.08	7.63	58.32%
有研硅股	14.14	9.17	54.20%
伊利股份	19.45	13.23	47.01%
东百集团	12.7	8.7	45.98%
中捷股份	9.34	6.59	41.73%
广州国光	9.3	6.75	37.78%
中国中期	37.77	28.38	33.09%
泰豪科技	11.87	9.11	30.30%
永新股份	9.98	7.7	29.61%
华微电子	18.42	14.36	28.27%
生益科技	8.39	7.21	16.37%
凯乐科技	8.74	7.58	15.30%
福星股份	10.11	9.34	8.24%
安泰科技	20.65	19.35	6.72%
报喜鸟	32.98	32.6	1.17%
华星化工	35.64	36.14	-1.38%
太阳纸业	32.74	34.17	-4.18%
宝新能源	10.31	10.85	-4.98%
深长城	20.48	23	-10.96%
新海宜	15.7	17.83	-11.95%
通威股份	14.03	16.11	-12.91%
长电科技	14.36	17.31	-17.04%
广宇集团	21.88	26.55	-17.59%
沃尔核材	38.49	47.6	-19.14%
深圳惠程	37.75	48.1	-21.52%
苏宁电器	51.5	66.6	-22.67%
美的电器	29.4	39	-24.62%
华海药业	19.76	26.25	-24.72%
冠城大通	15.22	20.42	-25.47%
新潮创业	14.38	19.54	-26.41%
天士力	15.48	21.13	-26.74%
金螳螂	35.81	49	-26.92%
天地科技	40	54.91	-27.15%
东华合创	30.97	43.3	-28.48%
诚志股份	10.2	14.32	-28.77%
中工国际	16.75	24.08	-30.44%
浙江龙盛	11.65	16.88	-30.98%
凤竹纺织	6.58	9.58	-31.32%
锦州港	5.8	8.81	-34.17%
华菱管线	8.25	13.05	-36.78%
华发股份	22.64	44.91	-49.59%
新湖中宝	7.5	15.96	-53.01%
同洲电子	13.73	33.31	-58.78%
迪马股份	8.14	20.13	-59.56%
金地集团	16.78	42	-60.05%
平均			126.66%

来源: 国金证券研究所

我们选择三个视角：内需、政府、区域

我们从“驱散迷雾的信号”以及“安全的地面”两个角度的分析表明：

- ◆ 中国制造业盈利增长在恢复之前，还需要面对一个相对困难的时期，这在很大程度上取决于世界经济周期性的变化，我们需要等待美元以及美国房地产市场、消费市场的好转。
- ◆ 在上市公司盈利增长 26% 至 28% 的保守预期下，沪深 300 指数在 3500 点至 2600 点之间安全性逐步增强。当然，这一估值的基础是：在未来困难时期，经济增长质量不出现大的问题，其中，包括制造业利润率、房地产市场、银行体系的资产质量。
- ◆ 与此同时，我们还要面对有股改契约所带来的巨大供给压力。

我们认为市场应对未来“增长迷雾”的估值着陆过程还未结束，因此，策略方向依然是谨慎防御，同时，从寻求确定性增长的角度，我们建议对产业结构中能够得到不断加强的部分进行配置，这主要包括三个视角：内需型消费服务、政府投资推动和区域经济增长。

内需型消费服务业中估值合理的企业

我们一如既往的坚持投资中国内需型消费服务业，尽管有些“审美疲劳”，但投资并顺应于经济结构变化的趋势，是保持战略性方向正确的必要选择。

在周期性行业能够实现高增长的时期，内需型消费服务业因为增长稳定以及估值水平较高，而被市场相对忽视。但在经济增速下滑，企业盈利能力出现大幅波动，企业增长环境动荡的情况下，内需型消费服务业的相对吸引力再度提高，同时，估值水平随着系统性风险的释放，也开始具有较高的估值吸引力。

但具体而言，内需型消费服务业其中一些行业也具有一定周期性特征，如：银行、地产等，我们相对更看好：医药、零售、传媒、旅游、酒店、机场、水电、饮料、食品、运输、软件等行业。

随着系统性风险充分释放，导致估值水平普遍下降的过程中，一些优质企业的长期投资机会开始显现，我们认为这是对内需型消费服务行业中优秀企业进行增持的最好机会。

政府主导的投资主题

中国经济与其他新兴市场经济体不同，政府对经济的干预程度较高，由政府主导的产业政策往往能够给实体经济带来深刻的影响，同时也为资本市场带来重要的投资机会。

在宏观调控的背景下，由政府主导的投资一般不会受到负面影响，甚至还会得到加强，例如政府通过提高节能减排要求来抑制企业的过度投资，利用基建投资相应提高内需增长等等。

我们认为在“十一五”的后几年，医疗等保障体系建设、铁路建设、电信投资、节能减排投入、新能源与替代能源的发展都是政府主导投资的重要领域。

农业：支持“三农”带动大农业

2004 至 2008 年，连续 5 个中央“一号文件”都是部署解决“三农”问题。

5 年来中央财政对三农的投入，也呈现出直线增长的趋势：2004 年 2626 亿元，2005 年 2975 亿元，2006 年 3395 亿元，2007 年 3917 亿元，2008 年 5625 亿元。此外，国家还将从其他多种渠道增加“三农”投入：一、中央和地方分成的新增建设用地土地有偿使用费继续按照规定用于基本农田建设和保护、土地整理和耕地开发等。二、地方财政也要增加“三农”投入，特别是土

地出让收入要重点向新农村建设倾斜，确保足额支付被征地农民的征地和拆迁补偿费，补助被征地农民社会保障支出，逐步提高土地出让收入用于农业土地开发和农村基础设施建设的比重。三、积极支持建立健全农村金融服务体系，并利用以奖代补手段，调动农民和社会各方面增加投入。

大农业的产业链条较长，包括种业、种植业、养殖业、化肥、农药、饲料、疫苗等行业，向下延伸还会涉及农产品加工等行业。在政府大力支持下，其中部分环节的龙头企业能够实现较快增长。

节能减排与新能源：新兴产业快速成长

虽然 2007 年在节能减排方面取得一定进展，但距离“十一五”规划明确规定的“到 2010 年单位能耗要降低 20%，主要污染物排放要减少 10%”的目标还有较大的差距。这意味着还有三年的时间，要完成削减 7% 左右的污染物指标、单位 GDP 能耗年均降幅达到 5% 以上。政府、企业加大对节能环保的投入是完成节能减排目标的重要措施，2007 年国家国债投资 54.3 亿元，财政专款 235 亿元来支持节能减排，这方面投入还会继续加大。

从可持续发展的能源安全角度考虑，以及从降低污染排放的环保角度考虑，大力拓展水、风、太阳能光伏等可再生能源的使用，变得非常紧迫，国务院出台的《国家中长期科学和技术发展规划纲要》，明确提出：到 2020 年，可再生能源在我国能源结构中的比重将达到 16%。

从产业发展方向以及政府投入支持力度的角度，我们认为节能减排以及发展新能源可以成为较为持续的投资热点，其中与节能设备、环保设备、新能源设备等相关的企业能够充分分享这一新兴领域的增长。

医药：医改提升行业景气

2008 年新医改方案即将推出，有望消除行业中体制痼疾，这将从更深层次推动行业的发展，提高行业的景气。

今年政府工作报告已经提出加快推进覆盖城乡居民的医疗保障制度建设。包括：一、扩大城镇职工基本医疗保险覆盖面；二、城镇居民基本医疗保险试点要扩大到全国 50% 以上的城市；三、在全国农村全面推行新型农村合作医疗制度，用两年时间将筹资标准由每人每年 50 元提高到 100 元，其中中央和地方财政对参合农民补助标准由 40 元提高到 80 元等。

2008 年继续推行医疗卫生体制改革，安排政府投入 832 亿元，重点向农村和基层倾斜。政府财政将是新医疗体制中的重要支撑，其投入在近年来已经不断增加，短短的四年时间增长了 13 倍，政府投入的增加必然带动医药行业快速增长。

我们预期在新的医改推动下，一些普药、医疗器械、医药流通等企业将会有较为明显的投资机会。

铁路建设：急待加强的瓶颈环节

根据我国《中长期铁路网规划》，到 2020 年，全国铁路营业里程将达 10 万公里。要完成这一目标，未来 5 年中国铁路建设平均每年需投资 1300 亿元左右。而 2008 年中国铁路全年计划完成基本建设投资 3000 亿元实际投资规模很可能大大超过这一数字，以京沪高铁为例，原来计划投资 1200 亿元，现在的预算已经超过 2000 亿。

在今年年初的雪灾影响中，铁路部门的瓶颈限制引起了高度重视，中国政府多年财政收入高增长也提高了对铁路行业的投资能力，由于铁路相关建设的投资规模庞大需要资本市场的支持，一些大型企业相继上市，丰富了相关的投资标的。

我们密切关注大型铁路建设工程承包商、大型机车组制造商及受益于国内铁路装备升级换代的企业投资机会。

电信重组与 3G 投资

中国电信行业快速发展的同时，也体现出明显的结构矛盾，出现了市场失衡问题，为了适应未来 3G 甚至 4G 时代的发展，2008 年中国电信重组很可能实现突破。

电信重组后，预计前期已经承担 TD 建网主要工作的中国移动将获得 TD 牌照，开展 3G 业务，而获得 C 网的中国电信也将获得 CDMA2000 牌照，同时“联通+网通”也将获得 WCDMA 牌照，预计 2010 年后，移动也会申请 WCDMA 牌照。由此，制约 3G 产业链发展的牌照问题将彻底消除，三家运营商将三足鼎立各自运营自己的 3G 业务。

我们关注在电信重组中受益的运营商以及在 3G、4G 投资中受益的电信设备提供商。

区域增长主题

中国经济正处于转型阶段，产业升级的进程也在加速，但并不是所有行业与所有地区同步发展，这种产业升级不仅在具体行业、部分产业链环节上陆续实现升级，同时，在不同区域的进展也有相当大的差别。

中国的产业结构转变的进程中具有鲜明的区域主导特点，先进制造业、高端服务业已经出现了区域集中的趋势。去年我们关注了天津滨海先进制造业、成渝城乡建设的发展，今年两会期间又提出北部湾、台海两岸经济带的雏形，这都是带来区域经济增长动力的重要来源。

借鉴海外城市圈的发展历程，在产业结构升级过程中，高端服务业往往在城市圈中心产生，而一般制造业往往向城市圈外围扩散。中国产业结构高度化，也适用这一规律，北京、广州、上海高端服务业的发展已经远远领先于其他城市圈。

北京在奥运效应的推动下，已经占据了相当有利的发展优势。而上海为中心的长三角经济圈也正向高端服务业和先进制造业迅速转型，上海第三产业占比已经上升超过 50%，与东京、纽约、香港等城市相比，虽然还有较大距离，但已经可以代表中国产业结构升级的快速趋势。

我们展望长三角城市圈，未来 10 年的发展，不仅具有经济内生增长的优势，并且在“世博”、“迪斯尼”效应的推动下，这一趋势将更为清晰，在这一区域内高端服务业的发展具有非常良好的发展环境，一些重要的主题投资机会也将不断涌现。

我们为此做了相应上海本地股的专题报告：《“世博+迪斯尼”打造上海新坐标》。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。