

2008年8月策略报告

- ✦ 投资态度和投资节奏：**在流动性受约束的前提下，A股市场低位运行和脉冲行情将是下半年的主旋律，总体投资保持谨慎基调。适当控制仓位，**现有仓位向各基金合同规定股票投资上下限均值靠拢**。控制组合中行业集中度，**在稳中求进的节奏下尽可能均衡配置资产**。按照保守策略配置未来业绩增长确定的行业，**偏重价值型公司**，规避大小非解禁的风险。
- ✦ 基本判断：**在世界性滞涨的背景下，中国经济未来一年内可能进入调整期。在成本上升和信贷紧缩的条件下，上市公司业绩增速明显放缓，但最近全球大宗商品普遍大幅下跌和国家“一保一控”调控思路的转变在一定程度上可以减缓上市公司业绩的下滑速度和程度，但行业整体下行的趋势不可能改变。社会服务业（尤其是金融）、房地产、工业住宿餐饮和交通运输、仓储等强周期性行业在本轮周期中景气度下降最快；而TMT、零售和批发等商业和建筑业景气度慢于国民经济整体下降速度。中国A股市场相对全球主要市场的估值明显偏高，A股市场悲观氛围浓厚，甚至出现恐慌性下调估值。目前，上证领先指数2884.38，偏离均值-16.8%；A股PE为21.61，偏离均值-40%；A股PB为3.45，偏离均值-30%；整体来看，通胀受益、弱周期性行业和国家战略支持型行业仍处于估值高端，而房地产、金融和有色钢铁处于估值低端。我们倾向于与市场保持一致，在熊市中投资高PE行业反而具有较高的安全边际。
- ✦ 投资思路：**下半年投资思路是**通胀受益、集中上游、战略导向、规避周期**。A股市场投资偏好的公司具有明显特征，**体型小、长得快、窜得高、质地脆**。A股市场表现出**追逐上游、抵御通胀的行业特征**。下半年围绕**通货膨胀、消费结构升级、节能减排和固定资产投资扩张收益四条主线进行投资**。通货膨胀受益——投资集中于上游，动力原料是重点投资方向。消费结构升级——投资集中于**高端奢侈品和享受性服务项目**。节能减排——投资集中于**国家产业战略支持的新能源和环保行业**。固定资产投资扩张收益——**铁路建设、电网改造和电信设备升级**。
- ✦ 投资风格：**高PE高价值和低市值低业绩的“两高两低”股票表现良好的局面将在未来持续相当长的局面。建议投资重点突出风格特征转换，**逐渐降低大盘股比例、降低成长性股票比例、降低大市值股票比例；降低高价股比例增加低价股比例；提高小盘股比例、价值股比例和小市值股比例**。
- ✦ 板块行业：**板块选择思路是**规避周期性行业和国家战略性投资收益性行业**。有色、保险、金融、房地产、汽车汽配和钢铁是强周期行业，**建议减持**；食品饮料、农业、医药（生物制药、原料药和仿制药）和TMT是弱周期行业，**建议增持**；铁路建设、电网改造和电信设备升级是国家未来重点支持的**战略性投资**，宜提前布局。

一、公司盈利：业绩增速明显放缓，限价缓解成本压力

观察 2007 年中至今企业盈利状况，我们有四方面基本认识。别除非经常性因素，A 股业绩增速放缓明显；制造业利润增速放缓严重，电力石化限价和期间费用影响显著；原材料成本压力不太明显；政府支持缓减行业衰退。

二、行业景气与行业周期：商业与TMT高景气

行业景气度出现分化。中国经济正处于高速成长期，国民经济中主要行业表现出高景气的特征；但是各行业景气程度不一，批发和零售行业以及信息传输、计算机和软件业的景气程度始终处于各行业的前茅，两大类行业具有很高的投资价值。另一方面，住宿餐饮和交通运输、仓储和邮政行业的景气程度始终处于各行业中落后的位置，应该尽量规避这两类行业。

行业波动具有显著的周期性。行业特征决定了各行业成长性有着显著的差异。中国经济正随着世界经济一同进入相对缓慢的增长期。从行业景气程度变换特征看，本轮经济周期可能始于 2004 年末，到 2007 年中达到繁荣的高潮，国民经济从 2007 年下半年出现了下行的迹象，各行业景气指数纷纷下降。然而，在经济下行期间，行业景气出现了分化。批发和零售行业以及信息传输、计算机和软件业再加上建筑业景气下降幅度明显小于其他行业，而社会服务业、房地产和工业的衰退程度显著较深。行业周期表现出于行业景气程度非常类似的特征，商业与 TMT 行业属于优质的投资行业，而房地产、金融和一般工业属于投资规避型行业。

三、市场估值：悲观氛围中保守的估值标准

通过比较全球主要市场的估值指标 PE，我们不难发现中国 A 股市场的估值明显偏高。成熟市场的市盈率 PE 基本在 12 倍到 19 倍之间，而代表中国市场大盘蓝筹股票的沪深 300 指数的 2007 年市盈率为 38 倍，恰好是成熟市场最高值的两倍；2008 年市盈率为 20.58，也高于世界主要国家。参照各国经济增长率的状况，中国 2008 年市盈率尚处于合理的水平。

支撑中国 A 股市场市盈率偏高状况的因素主要有两方面，一是中国经济的高速增长，中国经济每年 10% 的增长速度是成熟市场国家或地区的两倍或三倍，因此应当享受更高的成长性估值溢价；二是目前中国老百姓的投资渠道较少，流动性过剩导致流动性溢价。

四、风格行业：风格偏向“两高两低”，追逐上游行业

（一）A股市场业绩表现的“两高两低”风格特征

A 股市场风格表现出“两高两低”的特征。从本轮熊市风格指数变化情况分析，小盘股

优于中盘股，中盘股又好于大盘股；小市值股票优于大市值股票；更为重要的是，在每一个风格内，价值型股票优于成长型股票。从估值水平分析，高 PE 股票优于中 PE 股票，而中 PE 股票又好于低 PE 股票。从价格上看，低价股优于中价股，中价股优于高价股；从公司业绩水平来看，微利股优于亏损股，亏损股又好于绩优股。高 PE 高价值和低市值低业绩的“两高两低”股票表现良好的局面将在未来持续相当长的局面。在熊市中投资者本应以规避风险为重，为何 A 股市场投资者反其道而行之偏好高风险的股票呢？我们认为不能从投资者是否成熟作为解释的依据，因为投资者在熊市中会更加谨慎保护自己的财富，虽建国后中国证券市场仅发展十几年，但投资者素质提高很快，谁也不会市场上将个人财富作为探索致富的“试金石”；尤其是在机构投资者蓬勃发展过程中，基金、保险公司和券商以其专业技术进行理财，机构已经成为市场的主导者。熊市中偏好高风险股票这一违背理性的投资方式何以又为机构偏好？事实上，中国 A 股全球领跌，早已被悲观氛围笼罩，个别新闻事件甚至会引起市场恐慌，债券市场 9 连阴和 A 股市场 10 连阴过程中出现跳空低开的情况反映出投资者焦虑惊恐的一种惶惶不可终日的心态。“两高两低”的股票早已跌破其应有的价值，投资者现在选择这类股票事实上并非追求其真正的高成长，而是期盼其能回归内在价值，所以这类股票反而是熊市中低风险投资标的。

市场抛弃大盘股青睐小盘股、抛弃绩优股选择微利股、抛弃低 PE 股选择高 PE 股是乎与熊市中规避风险的原则格格不入，另一个主要原因在于机构投资者大类资产的转换。基金和保险公司放弃权益类资产更在债权类资产方面加大投资比例，规避熊市中可能的流动性和系统性风险。而机构投资者在此前的牛市中持有大量的大盘股、绩优股和低 PE 股票，当他们进行大类资产转换时，大盘股和绩优股本是机构投资者的重仓股，再加上指数型基金的被动性调整，强大的抛压导致这类风格的股票出现大幅下跌。我们预测，如果中国经济 2009 年陷入滞涨，在企业利润连续下降的预期下，这种大类资产转换仍将继续。

（二）A 股市场表现出追逐上游、抵御通胀的板块特征

石油价格飙升和全球性滞涨构成了当前证券投资的大背景，什么行业能够抵御通货膨胀并尽量规避紧缩性货币政策的影响？这是全球投资者最为关心的头等大事。美国拥有世界上最为成熟的股市，美国投资者在 2008 年上半年的投资选择揭示出全球投资者的投资偏好，为 A 股投资者行业选择提供了参考。从表现最好的 5 个行业来看，煤炭、钢铁、农产品、金属采掘和酿酒中有 4 个属于上游行业，唯一的酿酒行业由于具有高垄断、重品牌和抗通胀特点，也属于投资者偏好的对象。从表现最差的 5 个行业来看，银行信贷、投行和保险等金融机构受次贷危机影响而利润大损，航运和炼化等行业受石油飙升的影响而亏损，这 5 个行业已经被市场抛弃。A 股市场行业表现与美国股市相似之处多于相异之处。煤炭能源和酒类食品表现优于市场，金融地产和炼化表现差于市场。历史的表现是否还能持续是投资能否将研究结

论转化为投资决策的关键。首先，我们比较了最近 3 次熊市中个行业的表现，发现食品饮料始终是熊市中的赢者，有色金属和餐饮旅游始终是投资者避而不谈的品种。其次，从宏观经济进入调整阶段判断，A 股市场将随世界股市一同进入熊市。世界性滞涨的大背景一旦形成就将持续相当长一段时间，紧缩性货币政策抑制投资的消费需求，企业利润将在金融加速器机制下出现大幅下滑；在经济全球化的浪潮中，即使中国仍处在经济腾飞的阶段，仍然难免受世界经济拖累，未来 2 年将陷入增长周期的下行阶段，即横向比较看经济增长速度仍然高于世界主要工业化国家，纵向比较看真实经济增速将慢于历史平均水平。

五、投资主线：通胀受益、集中上游、战略导向、规避周期

主线一：通货膨胀受益——投资集中于上游，动力原料是重点投资方向。未来相当长的一段时间内，PPI 的涨幅快于 CPI，当前经济具有显著的成本推动型通货膨胀特征；一般是原材料上涨、生产资料设备上涨再到消费品上涨的传导顺序；PPI 与 CPI 差距的扩大意味着即使国民经济整体收缩利润也会向生产资料部门转移。

从行业层面看，（1）生产资料：位于产业链最上游的资源类企业。由于人民币升值带动的更强的需求拉动，因此越处于产业链上端的资源类企业受益越大；另一方面，美元的贬值以及经济增长放缓导致需求回落之间的滞后效应，进一步拓展了原油价格的阶段性上涨空间，而作为原油主要替代品的煤炭行业，其衍生的投资机遇则值得重点关注。因此，煤、煤化工是当前通胀收益最明显的行业；（2）消费品。第一类是必需品。这类产品的需求的相对刚性，决定了生产企业具有较强的定价能力，能够根据成本的变化迅速涨价，比如农产品。第二类是升级型产品。这类产品满足的是更高层次的需求，例如时尚、休闲、炫耀、健康等，这类需求跟收入有关，消费者对价格承受能力较高，决定了企业具有较强的定价能力，产成品售价相对于成本能有更快的提升。从公司层面看，选择产品溢价能力强、成本上涨压力不大或者可以转嫁的行业里的龙头公司。因为龙头公司的议价能力和成本转嫁能力最强，并且龙头公司的行业整合和并购能力也最强。2008 年医药行业景气度急剧提升，预期行业 2009 年好于 2008 年、2010 年好于 2009 年，企业盈利能力提升。基础用药至少维持 3 年高景气期，并将向大型国企集中；疫苗等预防用药需求快速扩容，维持高景气度；大宗化学原料药受环保等因素影响，价格上涨可能持续至 2008 年底甚至 2009 年上半年。估值处于合理区间，未来估值分化不可避免：板块 2008 年估值 30 倍，处于合理区间，近期股价下跌医药股票投资吸引力大大增强；医药板块估值相对市场溢价 59%，市场给予行业高景气度溢价，但随着周期性股票估值进一步走低，相对估值存在压力。全市场盈利增长放缓，医药增速不减，放在更

长时间，相对估值压力减小。我们认为未来估值分化不可避免，一些逐步构筑起自身长期竞争力的制药企业，持续成长可以预见，我们认为一线股票可以给予 30-40 倍市盈率。从全球产业背景看：海正药业和华海药业面临世界专利药到期高峰、跨国专利药企业产业转移历史性机遇，将迎来一轮较长时间的景气发展期，无疑可能给市场带来超额收益。

主线二：消费结构升级——投资集中于高端奢侈品和享受性服务项目。主要工业化国家在工业化和城市化加速阶段中都表现出消费结构升级的共同特征。一是，耐用消费品普及率上升速度加快，并且呈现耐用消费品档次升级趋势，耐用消费品消费支出实际增速不断加快；二是，必需消费品支出所占比例不断下降，恩格尔系数总体呈现下降趋势；三是，餐饮、医疗保健和金融等服务性消费支出随城市化进程加快保持快速上升的趋势。我们认为这些行业的增长将明显加快，重点配置行业为：家电（重点是享受电价受限收益产品）、医药、深加工农林牧渔副加工、高档酒和金融服务业。建议超配食品饮料行业，相对估值处于合理区间。继续看好未来两年盈利依然能高速增长的高档白酒和葡萄酒。

主线三：节能减排——投资集中于国家产业战略支持的新能源和环保行业。政府通过财税优惠及惩罚、环保审批、行政处罚和法律约束组合方式自上而下地推动节能减排战略的实施，污水废气及固体垃圾处理、水电风电生物燃料等新能源生产、快速消化吸收节能降耗清污技术的产业将是未来中国快速增长的产业，掌握着新能源原料和设备供应核心技术和产能的企业将是我们重点投资标的。

主线四：固定资产投资扩张收益——铁路建设、电网改造和电信设备升级。在十一五规划中，这三项固定资产更新规模庞大；更为重要的是，中央“一保一控”已经明确保证经济平稳增长和控制通货膨胀，在 PPI 不断高涨的压力下货币政策只可能进行结构性调整而不会放松政策力度，财政政策成为刺激经济增长唯一外生性需求政策。财政政策主要针对基础设施类固定资产更新，货币政策重点将向这类具有政策扶持和确定性增长的战略性新兴产业倾斜。我们预计未来这三类产业会受到财政政策和货币政策双重照顾，新一轮的固定资产更新将为这些产业带来持续增长的动力，是中国未来 5 年内高速成长的行业，万家基金应该顺应国家战略，伴随这些战略性新兴产业共同成长。