

2008 年 9 月策略报告

我们依然维持原来的判断：

✚ **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**。整个策略定性为防御性策略，持保守态度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：**全球通胀尚未减缓，世界经济增长乏力。在世界性滞胀的背景下，中国无法独善其身，未来一年内面临增长减速的风险。政府会保持紧缩立场以稳定通胀预期，未来政策取向是适度从紧的货币政策与扩张性财政政策组合。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，而行业整体陷入衰退的趋势不可能改变。A 股市场仍被悲观的氛围笼罩，逢高减仓已成投资者主流思路；股市低位运行、脉冲式行情、上市公司利润增速下降、市场降低公司评级、大类资产转换在继续。目前，上证综合指数 2202.45，偏离均值-36.48%；A 股 PE 为 17.09，偏离均值-52.65%；A 股 PB 为 2.72，偏离均值-42.16%；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。

我们需要根据新变化修正判断：

✚ **投资思路：**下半年防御性投资思路是利润分化、需求刚性、战略导向、规避周期。

利润分化——集中于生产资料生产部门和成本转嫁能力强的公司。**需求刚性**——集中于需求刚性消费行业。需求刚性类产业主要包括生存必需品和品牌依赖商品，我们在消费行业配置方面是哑铃型配置，即重配两端，低配中间。**战略导向**——节能减排战略下投资应集中于国家产业战略支持的新能源和环保行业；国有资产重组和重新布局战略下，上海和天津是国家区域战略的重点受益地区。**规避周期**——避免投资景气度急剧下降的行业，尽量投资景气程度下降趋缓或景气见底的行业，如 TMT 和商业；国家将实施实质上的紧货币松财政政策，通过增加财政支出进行固定资产投资扩张可期，在铁路建设、电网改造和电信设备升级等行业应提前布局。

一、公司盈利：总体业绩增速明显放缓，行业业绩分化严重

A 股业绩增速放缓明显；总体毛利率、投资收益下降，期间费用上升导致业绩减速；全年上市公司盈利增长低于市场预期预计 08 年全年上市公司盈利增长可能落在 13%左右；09 年，在企业经营环境没有较大改观的情况下，税改增利效应的丧失，企业盈利增长可能进一步下滑至个位数增长，远低于目前市场预期的 20%左右的水平；上下游行业业绩分化严重，石化、电力因限价普遍亏损，煤炭、TMT 产业业绩快速增长。

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、投资主线：利润分化、需求刚性、战略导向、规避周期

主线一：利润分化——投资集中于生产资料生产部门和成本转嫁能力强的公司。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。（1）从生产资料和消费资料两大生产部类来看，投资集中于生产资料生产部门。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）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。

主线二：需求刚性——投资集中于需求刚性消费行业。需求刚性类产业主要包括生存必需品和品牌依赖商品，我们在消费行业配置方面是哑铃型配置，即重配两端，低配中间。必需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、医药。品牌依赖商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。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，但未来降低行业错配风险，宜在投资组合中适度配置生存必需品行业；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增长的高档白酒和葡萄酒。

主线三：战略导向——节能减排战略下投资应集中于国家产业战略支持的新能源和环保行业；国有资产重组和重新布局战略下，上海和天津是国家区域战略的重点受益地区。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。就区域板块而言，重点配置天津和上海板块。2008 年上半年，长三角、珠三角和京津冀三大经济圈实现地区生产总值 53275.94 亿元，同比增长 12.6%，占全国经济总量的 36.4%。三大经济圈城镇固定资产投资为 17792.8 亿元，占全国投资总量的 30.7%，同比增长了 27.5%，与全国同期增速基本持平；三大经济圈实现社会消费品零售额 17812.64 亿元，占全国总量的 33.6%，同比增长了 20.2%，比全国同期增速少 1.3 个百分点；三大经济圈完成进出口额 9359.16 亿美元，占全国进出口额的 75.9%，同比增长了 23.6%，低于全国同期 2.1 个百分点。其中，完成出口额 4890.42 亿美元，占全国出口额的 73.4%，同比增长了 20.3%，低于全国同期 1.5 个百分点。2008 年上半年，京津冀经济圈实现地区生产总值 13915.74 亿元，同比增长 13%，占全国总量的 9.5%。从投资情况看，京津冀完成投资 5963.16 亿元，占全国总量的 10.3%，同比增长 29.6%，比全国同期增速高 2.1 个百分点；从消费情况看，京津冀完成消费 4847.23 亿元，占全国总量的 9.2%，同比增长 20.3%，比全国同期增速低 1.2 个百分点；从出口情况看，京津冀完成出口 567.58 亿美元，占全国总量的 8.5%，同比增长 22.4%，比全国同期增速高 0.6 个百分点。

主线四：规避周期——避免投资景气度急剧下降的行业，尽量投资景气程度下降趋缓或景气见底的行业，如 TMT 和商业；国家将实施实质上的紧货币松财政政策，通过增加财政支出进行固定资产投资扩张可期，在铁路建设、电网改造和电信设备升级等行业应提前布局。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。