

短期内的方向迷失

——投资策略周刊

武幼辉 投资策略 研究员； 张万成 宏观经济与策略 研究员

电话：020-87555888-393 020-87555888-339

eMail: wyh6@gf.com.cn ; zwc2@gf.com.cn

上周市场评述与本周展望

◆ 上周只有 3 个交易日，市场总体走势非常平淡，且热点散乱。伴随着股指的振荡，两市成交量大幅萎缩至日均 900 亿元，显示投资者信心仍然受到抑制。虽然管理层新批准了两只开放式股票型基金，但我们认为其积极作用有限。由于预期的不明朗，目前市场缺乏热点，资金持续作多的热情不高，我们认为短期市场将继续维持弱势。建议投资者仍然需要坚持防御策略，控制风险为上。

投资主题：短期内的方向迷失

◆ 节后的股票市场经历了一个平淡的开局，振荡的走势、散乱的热点与大幅萎缩的成交量均表明目前市场缺乏方向，投资者普遍较为谨慎。从中、短期影响股市的主要因素来看，我们分别对资金、政策与业绩作出简要分析。

◆ 消息面回暖 VS 政策预期偏紧。我们认为在市场风险偏好程度不高、规模过小等情况下，新基金的发行并不意味着市场资金面开始回暖。从更为重要的宏观调控角度来看，近期已公布和即将公布的主要宏观数据尚不足以成为央行政策调控出现较大变动的依据，未来一段时间内股票市场仍然面临政策真空期。在不出现方向性变化的情况下，虽然宏观调控的政策存在松动的可能，但短期内不会出现，“两会”之前紧缩的预期将持续存在。

◆ 估值下降 VS 业绩预测下调。估值的下降是本轮行情调整的主要表现，从分析师的一致预期来看，对沪深 300 指数成分股 08 年的业绩预测目前仍然保持平稳，外需放缓、紧缩调控与雪灾的负面影响还没有完全反映到业绩预测调整中去。从去年的情况来看，分析师显然更喜欢根据上市公司的财务报告来调整业绩预测。假如在 1 季度上市公司财务报告公布期间，分析师开始下调盈利预测，则会给市场带来明显的压力。我们认为这种可能性是比较大的，届时投资者应该保持谨慎。

◆ 总体来说，虽然目前的市场环境较前期已大为好转，但由于预期的不明朗，短期内 A 股已迷失方向，弱势格局难以转变，投资者仍然应该以防御为主，具体行业配置请参考我们的 2 月策略报告。我们预期，3 月份的“两会”前后，政策可能的变动将导致 A 股面临阶段性的方向选择。4 月份 1 季报出台之时，业绩预测的下调压力将显现出来。

市场基本数据

指数名称	周末收盘	指数涨幅
上证指数	4497.13	-2.23%
深证成指	16496.23	-2.12%
沪深 300	4813.31	-2.21%
恒生指数	24148.43	2.89%

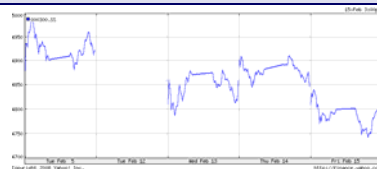
上周上证综指走势



上周深证成指走势



上周沪深 300 走势



上周恒生指数走势



上周沪深两市成交额（亿）

全部 A 股	2701.54	-34.39%
全部 B 股	11.14	-29.14%

投资主题：短期内的方向迷失

节后的股票市场经历了一个平淡的开局，振荡的走势、散乱的热点与大幅萎缩的成交量均表明目前市场缺乏方向，投资者普遍较为谨慎。从影响市场走势的因素来看，在政策和业绩相对真空期，短期资金面起到扰动作用；在更长的时期内，政策与业绩决定基本趋势。我们分别对以上因素作出简要分析，在预期不明朗的时期内得到一些可能的判断。

消息面回暖VS政策预期偏紧

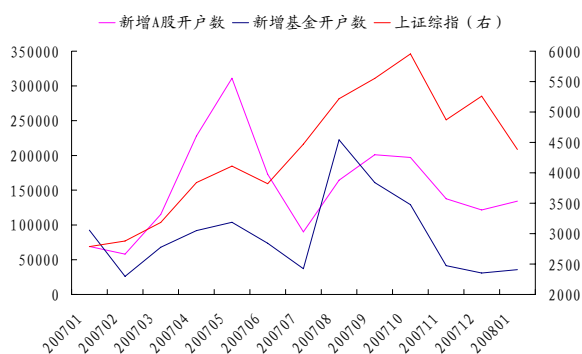
近期市场消息面有所回暖。特别是继两只创新型封闭式股票型基金获批之后，管理层在接近6个月之后新批准两只开放式股票型基金，合计规模在120-140亿间，给市场带来许多期待。但我们认为，新基金的发行并不意味市场资金面开始回暖：

1、从去年以来开户数据来看，新增基金开户数与上证综指保持一致走势，二者互为反馈式因果关系。新增基金开户数同市场的风险偏好与收益率有关系，在目前市场仍然处于较为悲观的氛围之下，对股票型基金申购的意愿不容乐观。从今年以来偏股型基金申购的情况来看，投资者的积极性已大不如以往。

2、假如以规模上限来看，两只创新型封闭式股票型基金与两只新获批的开放式股票型基金的规模共为300亿元，再考虑偏股型基金的拆分，这一数据大概在600亿左右。而2、3月限售流通股解禁的规模为8000亿，以5%的减持比例来计算，减持市值为400亿；加上超过1000亿的IPO和再融资，已批准的新基金并不能为市场注入可观的流动性。

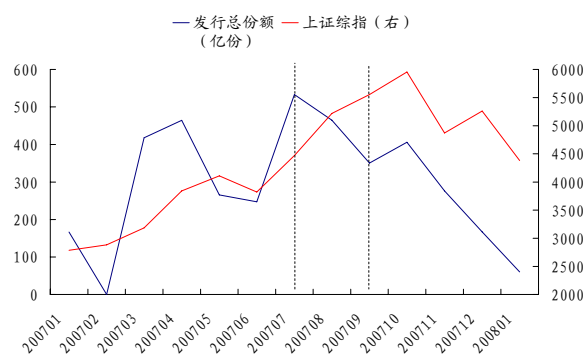
3、投资者往往以去年7月份的情况作为例证，认为管理层为股票型基金开闸导致市场出现反转。但很显然，中报的业绩超预期才是根本的原因。在管理层的调控下，去年7月份以来股票型基金的发行份额已经在不断减少，但股指却持续上扬至10月中旬，这其中业绩的因素起到关键的作用。因此，管理层对基金放开的政策信号虽然积极，但并不会对市场的趋势产生影响。

图 1：每月日均开户数与上证综指走势



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 2：股票型基金发行份额与上证综指走势



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

抛开市场层面的因素，在外部冲击减弱的情况下，投资者对宏观调控政策的取向保持了更大的关注。从近期已公布和即将公布的主要宏观数据来看，尚不足以成为央行政策调控出现较大变动的依据，未来一段时间内股票市场仍将面临政策真空期：

1、信贷的大幅反弹。1月份信贷数据的大幅增长并未超出市场预期。从过去历年的经验来看，1月份新增贷款额度往往在全年排名居前，而去年12月份央行的大力紧缩调控导致银行的许多贷款任务在今年1月份集中释放。因此，考虑季节和扰动因素，1月份的信贷数据并未提供比较重要的信息。

2、顺差的正常回落。1月份贸易顺差为194.9亿美元，同比增长22.6%。在出口退税调整、人民币加速升值与外需放缓等因素的综合影响之下，顺差回落的迹象明显，这符合管理层的调控目的。

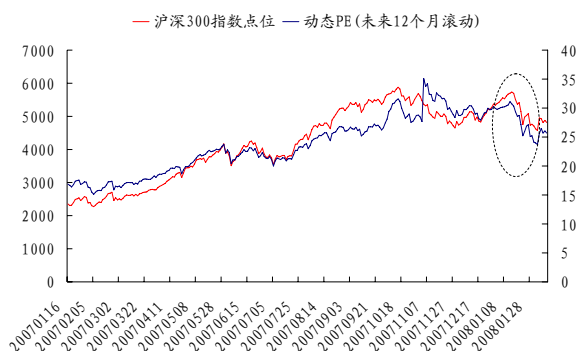
3、CPI的持续高企。根据我们的预测，本周将要公布的1月份CPI将接近7.5%，创下1996年4季度以来的新高，但季节因素与雪灾的影响使得央行不会马上出台调控政策。

我们维持2月份策略报告中的观点，即在不出现方向性变化的情况下，虽然宏观调控的政策存在松动的可能，但短期内不会出现，“两会”之前紧缩的预期将持续存在。

估值下降VS业绩预测下调

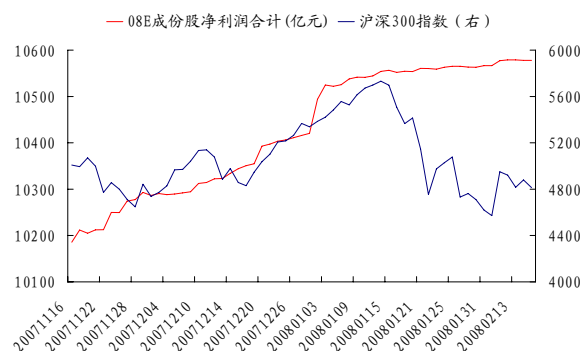
业绩与估值是股价的组成部分。07年沪深300指数上涨161.55%的分解中，估值的提升与业绩的增长分别占2/3与1/3。本轮调整行情自1月14日以来，沪深300指数下跌16.02%，而以未来12个月预测业绩为基础的PE下跌16.33%，表明估值的下降是本轮行情调整的主要表现。目前沪深300指数成分股08年动态市盈率为25倍左右，估值压力较前期大为缓解。

图 3：本轮调整更多表现为估值的下调



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 4：上市公司的业绩预测目前仍然保持平稳

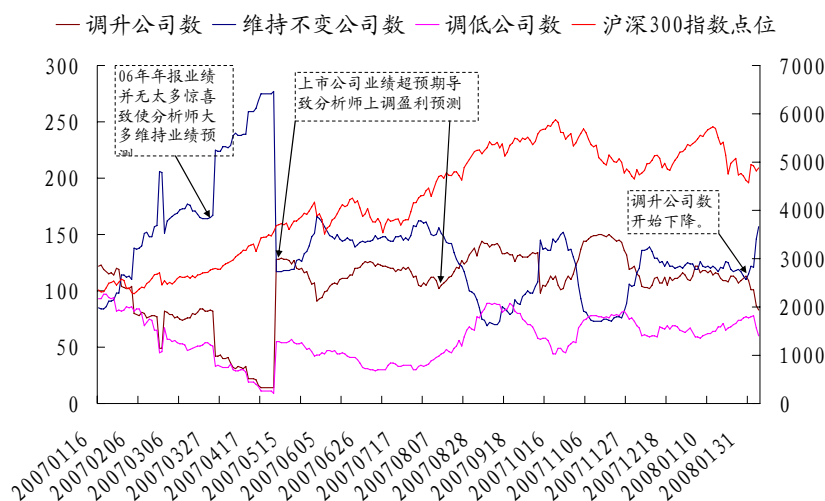


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从分析师的一致预期来看，对沪深300指数成分股08年的业绩预测目前仍然保持平稳，毫无疑问，外需放缓、紧缩调控与雪灾的负面影响还没有完全反映到业绩预测调整中去。从去年的情况来看，分析师显然更喜欢根据上市公司的财务报告来调整业绩预测：1、06年年报业绩基本符合预期，导致维持评级的上市公司大增；2、07年1季度和中报业绩大大超出投资者预期，调升公司数也随之大增；3、去年3季度上市公司业绩一般，从

11月份开始，评级调升的上市公司数出现趋势性下降，且在近期表现得十分明显。从全年股票市场的情况来看，振荡—上扬—上扬—调整的走势同这一过程相符。

图5：分析师往往会依据上市公司的财务报告来调整业绩预测



数据来源：wind，广发证券研发中心

目前的问题在于，虽然3、4月份公布的07年年报业绩仍将保持高增长，并符合市场预期，但1季度与08年全年上市公司的业绩将肯定低于去年年末投资者的预期。假如在1季度上市公司财务报告公布期间，分析师开始下调盈利预测，则会给市场带来明显压力。我们认为这种可能性是比较大的，届时投资者应该保持谨慎。

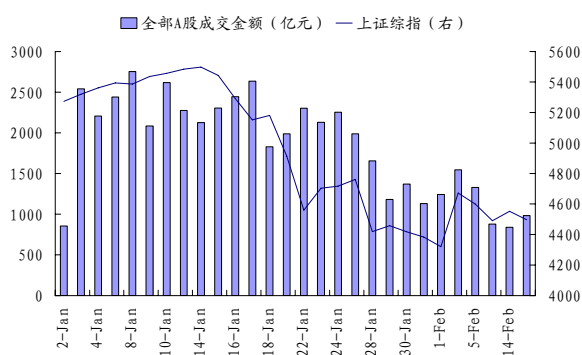
结论：虽然目前的市场环境较前期已大为好转，但由于预期的不明朗，短期内A股已迷失方向，弱势格局难以转变。投资者仍然应该以防御为主，具体行业配置请参考我们的2月策略报告。我们预期，3月份的“两会”前后，政策的可能变动将导致A股面临阶段性的方向选择。4月份1季报出台之时，业绩预测的下调压力将显现出来。

上周市场评述

上周市场回顾

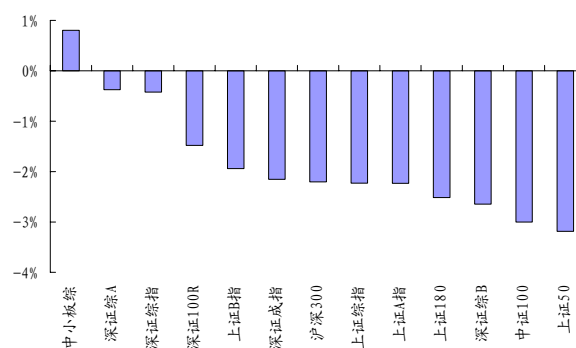
上周只有3个交易日，市场总体走势非常平淡。受港股在春节期间大幅调整的影响，投资者普遍预期的节后“开门红”并未实现，上证综指以下跌2.37%作为开局。虽然周四市场在宏观调控政策松动的预期下有所反弹，但周五信贷数据的大幅增加加深了投资者对央行紧缩调控的担忧。截至到上周末，上证综指收盘于4497.13，较节前小幅下跌2.23%。伴随着股指的振荡，两市成交量大幅萎缩至日均900亿元，显示投资者信心仍然受到抑制。

图 6：上周大盘小幅调整，成交量继续下滑



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 7：上周沪深两市出现普跌，中小板表现出色



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

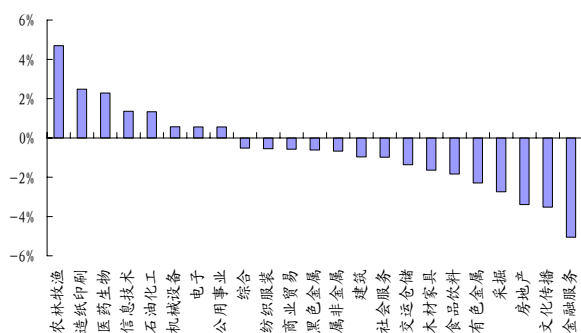
本周市场展望

虽然管理层新批准了两只开放式股票型基金，但我们认为其积极作用有限，本周市场将继续维持弱势：1、1月份信贷数据的大幅增加导致央行的紧缩预期将继续存在；2、本周二将公布1月份的CPI数据，我们预期会接近7.5%。虽然CPI再创新高在市场预期之内，但仍然会对投资者信心产生负面影响；3、由于预期的不明朗，目前市场缺乏热点，资金持续作多的热情不高。我们建议投资者仍然需要坚持防御策略，控制风险为上。

行业表现与估值

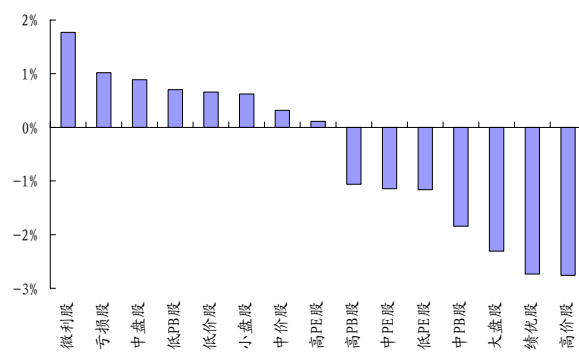
上周各行业出现普跌。其中，农业、造纸、医药生物等基于内需、涨价等题材的行业涨幅居首，而金融、地产、有色金属等强周期性行业继续表现不佳，其中银行业在紧缩预期之下大幅调整，成为股指做空的主力。风格指数上，微利股、亏损股和中盘股表现出色，而高价股、绩优股和大盘股跌幅居首，显示市场风格仍然偏向中、小盘题材股。截至到上周末，全部A股和沪深300以08年预测业绩计算的动态市盈率分别为24.86和24.57，以PEG指标来看，市场估值压力有所减缓。

图 8：上周不同行业涨跌幅



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 9：上周不同市场特征指数涨跌幅



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表1：各行业盈利增长预测及估值水平

行业	总市值 占比	净利润增长率			动态市盈率		PEG
		07e	08e	09e	07	08e	06-09cagr
农林牧渔	0.62	0.96	0.45	0.27	64.88	43.23	1.21
采掘业	25.19	0.19	0.19	0.10	31.50	26.44	1.96
食品饮料	2.43	0.49	0.49	0.29	72.90	48.93	1.74
纺织服装	0.89	1.37	0.18	0.17	34.32	28.83	0.71
木材家具	0.05	0.48	0.48	0.78	36.70	24.84	0.64
造纸印刷	0.49	1.02	0.58	0.37	31.91	21.09	0.50
石化	3.23	1.77	0.46	0.32	49.68	33.90	0.67
电子	0.92	n. a.	0.54	0.20	44.03	28.31	n. a.
钢铁	3.84	0.33	0.33	0.20	22.33	16.83	0.78
有色金属	1.61	0.46	0.35	0.19	32.98	24.49	1.00
机械	6.26	1.10	0.44	0.30	40.71	28.49	0.70
医药	1.62	1.36	0.31	0.23	42.54	33.62	0.76
电力	3.21	0.11	0.21	0.16	33.69	27.68	2.11
建筑业	1.21	0.73	0.51	0.37	54.89	36.68	1.04
交运仓储	6.51	1.29	0.39	0.07	34.92	25.02	0.69
信息技术	2.27	1.42	0.34	0.30	57.20	42.34	0.93
零售	1.86	0.75	0.41	0.31	46.70	33.57	0.97
金融	30.64	0.86	0.43	0.26	29.54	20.70	0.60
房地产	2.86	0.72	0.81	0.52	41.14	24.59	0.61
社会服务	1.23	0.16	0.35	0.28	52.30	38.86	2.03
文化传播	0.22	0.75	0.45	0.23	73.56	50.86	1.60
综合类	1.20	12.03	0.71	0.02	50.94	29.79	0.28
全部A股	100.00	0.59	0.35	0.21	33.55	24.86	0.90
沪深300	75.42	0.50	0.32	0.20	32.47	24.57	0.97

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：其中n. a.表示计算过程中分母为负值，导致结果无意义。PEG指标为当前静态市盈率与07至09年复合增长率之比。

表2: 上周广发证券研究员重点关注公司投资评级与盈利预测调整

公司 名称	所属 行业	研究员	调整前 评级	投资 评级	上周末 收盘价	目标 价格	07eps	08eps	09eps
新乡化纤	化纤	曹新	持有	卖出	13.83	12.00	0.531	0.500	0.520

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

相关研究报告

投资策略周刊: 中、小盘的风格表现持续到何时? 20070102	武幼辉	2007 年 1 月 2 日
投资策略周刊: 年报行情的轮动效应 20080114	武幼辉	2007 年 1 月 14 日
投资策略周刊: 外部冲击: 反思与前景 20080128	武幼辉	2008 年 1 月 28 日
2008 年 2 月策略: 宏观调控松动前的平静期	武幼辉	2008 年 2 月 12 日

广州

上海

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。