

# 重返4000点 莫道浮云终蔽日

## ——沪深A股市场二季度投资策略分析

●投资者不必对实体经济以及A股上市公司盈利前景过分悲观,我们预计2008年上市公司的盈利增速仍有望达到30%,依然是一个可以接受的水平。

●结合人民币升值趋势以及难以解释的外汇储备增加值与贸易顺差余额,我们认为正是热钱进出导致了A股剧烈波动。

●A股有望在二季度止跌回升,重返4000点。催化因素如下:3月份和二季度宏观经济数据公布的时候,投资者的悲观预期将得到修正并重返理性;二季度管理层仍将积极稳定市场,包括加大基金、集合理财计划、QFII的发行力度,适当放缓海外公司回归A股的节奏,以及对市场更多的正面暗示等。

●本季度建议超配保险、有色、煤炭、券商和钢铁,另外还可以考虑配置农业、银行。基于对基本面和政策面持续改善的强烈预期,主题投资方面我们推荐上海本地公司中的优质群体。

◎东方证券研究所

### 一、不应2008年上市公司盈利增速过分悲观

1、2008年工业企业上市公司利润增长在33%左右

随着1-2月份宏观数据的公布,物价、出口等数据超出市场预期,市场对2008年中国经济和上市公司盈利增速产生了非常悲观的预期,而我们的看法是需要更加理性和前瞻的认识中国经济。中国经济有能力经受高通胀的考验,并实现经济持续高速增长,不应2008年上市公司盈利增速过分悲观。

预测2008年工业企业类上市公司的利润增长,需要考虑四个因素的影响:

一是经济增长仍会在高位,上市公司主营业务利润仍会高速增长。我们预期明年GDP增速仍在10.3%左右,根据我们一直使用的预测模型,相应的统计口径的工业企业总利润增长会在30%左右,工业企业类上市公司的营业利润(不含投资收益)增长在40%左右。

二是投资收益和营业外收支净额对利润增长的贡献会消失。2007年投资收益的超高增长是由于股票投资等一次性收益造成,而2007年四季度以来,A股持续出现负回报,投资收益缩水将显著影响上市公司盈利增速。

三是所得税并轨将能贡献2个百分点以上的增长。根据我们的计算,目前上市公司总体所得税率在27%左右,2008年由于所得税率将下降至25%,上市公司总体所得税率会下降。同时由于部分公司仍然享受一些优惠税率,因此,所得税并轨对利润增长的贡献会在2个百分点以上。

四是由于上市公司仍然有很强的资产注入动机,而且受到政策支持,因此,资产注入对上市公司利润增长的影响将与2007年相当。

综合上述四个因素,我们估计2008年工业企业上市公司利润增长在33%左右。从近几年经验看,全部上市公司利润增长速度变化应该与工业企业上市公司大体相当,因此,上市公司的盈利增速依然是一个可以接受的水平。

2、上市公司盈利高增长的主要增长动力来自内需的非贸易部门盈利增速较快

我们再从各行业盈利增速来看,采用东方证券行业研究员的预

测指标,石化行业将成为影响2008年上市公司整体盈利增速最重要的因素。如果成品油价格2008年不上调的话,石化行业上市公司盈利增速可能为负;如果成品油价格出现1-2次上调的话,石化行业上市公司盈利增速将达到5%-10%,也低于市场平均水平。

占总市值33%的金融行业,其中保险、证券行业的盈利增速将与市场保持同步下滑。而2008年证券市场表现一般,我们认为该数据大大低于市场预期。虽然从紧的货币政策决定银行业生息资产和利差增速均有所放缓,但由于信用成本仍处于较低水平。同时2008年全行业所得税实际税率面临下降,全年上市银行净利润增速预计仍将达到40%。

此外,上市公司盈利高增长的主要增长动力来自内需的非贸易部门盈利增速较快,超过市场平均水平,2008年增速达40%以上,主要是农业、食品饮料、餐饮旅游、轻工制造、建筑建材、房地产。

3、A股已经进入可投资区域

我们应该按照降低预期的上市公司盈利增速来估算合理的估值水平。在考虑到2008年市场风险增加带来赚钱效应的减小同时,2008年投资者风险意识将较2007年大为增加,市场风险溢价水平明显提高,只是低利率局面难以改变将对估值有正面因素。根据简单的DDM估值模型,2008年合理估值对比2007年将大为降低。我们认为2008年A股市场合理市盈率水平在23-25倍,目前A股2008年动态市盈率已降低至20.5倍,A股整体已经进入可投资区域。

### 二、热钱撤离造成A股非理性下跌

1、2007年以来国际热钱流入迹象明显

2007年以来,随着人民币升值预期的日益加强,种种迹象表明大量的游资正在加速进入A股市场。2007年中国外汇储备达到1.53万亿美元,比上年末增加4619亿美元,同比增加2144亿美元。如果用贸易顺差减去外汇储备作为衡量热钱进入的指标,我们发现,自2007年一季度开始这一指标开始迅速上升。根据我们的估计,2007年全年约有超过4000亿美元的热钱流入中国,其中房地产市场、股票市场无疑是热钱的首选对象。

今年1月份我国贸易顺差达到

195亿美元,而1月份实际吸收外商投资金额也达到112亿美元。解读这两个数据我们会发现:(1)1月份贸易顺差确实超出市场预期,但对美国的顺差开始出现下降;(2)中国当月实际利用外资数据创下历史新高,同比增长109.78%,而以往一般维持在50亿美元左右,这里不排除有一定套利热钱的存在。也就是说,由于目前美元加速贬值和美国利率下降以及人民币升值预期的不断增强,中国依然成为国际热钱主要的目标。

### 2、热钱集中撤离的历史经验

从历次金融危机我们可以发现,一旦热钱集体撤退将会对相关市场形成巨大冲击。热钱集中撤退一般会呈现两种特征:第一,相关市场会出现持续大幅度的下跌,其下跌幅度和速度是不能用基本面、估值等长期因素所解释的。第二,热钱撤出会带动相关股市场出现明显联动,其波及范围是很广的。

如在亚洲金融危机期间,从1997年7月至1998年9月仅一年多的时间里,亚洲各经济体股市都出现了30%以上的跌幅,其中香港股市、韩国股市、印度尼西亚股市期间最大跌幅分别为49.8%、61.1%和64.3%;而在墨西哥金融危机期间,热钱集中撤离在短期内的杀伤力也是巨大的,墨西哥股市在7个月的时间里下跌接近30%;俄罗斯在1997年10月到1998年期间经历了严重的金融危机,外国热钱纷纷抛售股票,俄罗斯股市在一个多月的时间内调整幅度达到了30%。

### 3、诸多迹象表明热钱正在撤离A股市场

(1) 金融机构为解决自身的流动性不足通过减持其在全球金融市场上金融资产的配置更具可行性。目前市场上对于美国次贷问题所导致的直接损失估计为8000-10000亿美元之间,而其实际所造成的杀伤力远大于此。如果以美元指数下跌幅度乘以衍生品市场规模作为大致的估算范围,那么市场流动性收紧规模将达到65万亿美元,其对于美国金融市场流动性状况的影响是具有决定性的。另一方面,美国次贷危机直接导致了美国金融体系中的信用危机。而在一国金融体系面临信用危机时,加上基准利率的不断下调,作为流动性缺失的金融机构通过外部渠道解决自身的流动性不足是极为困难的,通过减持其在全球金融市场上金融资产的配

置更具可行性。(2) 保证金交易的制度安排对于国际热钱的集中撤离创造了必要条件

2007年三季度以来美国次级债问题逐步升级,2008年一季报出现亏损的投资银行数目将出现上升,而许多全球对冲基金的创立者都是这些大的投资银行,流动性短缺会导致其被迫降低其在全球市场的股票配置比例,这会对相关市场造成巨大冲击。发达经济体的股票市场都是实行保证金交易的,股票市场大幅下跌需要不断进行保证金补充以避免被强行平仓的风险。在金融市场流动性紧张情况下,发达经济体为了保证保证金交易账户不得不强行平仓其在全球其它经济体,包括中国A股市场在内的股票仓位,从而造成相关市场股市急剧下跌。

### 4、日元的套息交易加剧了热钱的流出

套息交易是国际热钱在全球金融市场获得暴利的重要运作环节之一,然而套息交易也蕴藏着巨大风险。而从目前日元汇率走势和各经济体股票市场的表现中,我们也可以隐约发现套息交易平仓的身影。2008年1月以来,日元兑美元大幅升值,而在此期间各国股票市场和政策举措,包括加大基金、集合理财计划、QFII发行力度,适当放缓海外公司回归A股节奏,以及对市场更多的正面暗示等。

### 5、指数波动率迅速扩大加大了我们对热钱集中撤离相关市场的假设

就单个经济体的股票市场而言,其股票市场的波动率在没有任何外在因素影响情况下,其股票指数的波动率不论是在上涨趋势中,还是在下跌趋势中都保持在相对稳定的区间中。而近期我们发现不论是香港国企指数,还是上证指数的波动率都呈现出发散趋势。其中上证指数3月份以来的波动率达到了历史最高的450个基点,而香港国企指数的波动率也接近了亚洲金融危机时的最大波动率。

波动率的迅速扩大加大了我们对于热钱集中撤离相关市场的假设。热钱集中撤离会对相关市场产生巨大冲击,一方面相关市场会出现大幅波动,而波动率短期呈现出现显著发散趋势与之完全符合。另一方面热钱集中撤离会导致相关市场联动,国企指数和上证指数波动

率同时创新高也与热钱集中撤离的外在表现极为符合。

但是从长期趋势中我们发现,热钱等外在因素冲击只会左右相关市场短期走势,反映在波动率指标上,其短期发散都会出现一个均值回归过程。作为理性的投资者,更应该关注上市公司和行业的基本面状况,市场短期大幅波动必然会得到大幅修正。

### 三、二季度市场将逐步转暖

#### 1、A股将重返4000点

不论是全球的风险溢价水平还是美国的风险溢价水平都创出了历史新高。从历史经验看,风险溢价变动与相关市场与指数变动存在较明显的负相关关系。风险溢价偏离均值幅度越大,其短期出现均值回归的可能性就越大。美国股市自从1月份以来就没有创过新低,而其风险溢价水平还在不断提升。我们认为,从风险溢价走势看,A股市场未来直接受累于美国经济衰退和美国股市下跌的风险正在逐渐减少。

我们认为种种负面因素都在市场估值下降中得到体现,而市场情绪是难以把握的因素之一,很难准确判断底部在哪个点位,但在估值基础支持下,投资者在动荡的指数面前不需要过分悲观。

去处热钱撤离给A股带来的压力,我们判断,二季度市场趋势将逐步转暖,上证A股将重返4000点。

驱使市场转暖的因素主要有两个:3月份和二季度宏观经济数据公布的时候,投资者的悲观预期将得到修正并重返理性,重新认识2008年的宏观经济走势,同时将收复由于情绪宣泄导致的过度下跌。同时为了市场大起大落,二季度管理层将继续采取温和的政策举措,包括加大基金、集合理财计划、QFII发行力度,适当放缓海外公司回归A股节奏,以及对市场更多的正面暗示等。

#### 2、行业配置重点

二季度市场存在的投资机会分为三类:二季度的投资逻辑在于通胀防御,纠正错误的资产定价,以及给予稀缺资源更高的溢价。另外,对市场可能回敏感的高β类资产也是我们考虑的角度之一。本季度建议超配保险(重点推荐中国平安、中国太保、中国人寿)、有色(重点推荐云南铜业、江西铜业、山东黄金、包钢稀土、宝钛股份)、煤炭(重点推荐中国神华、平煤天安、西山煤电)、券商和钢铁。另外,还可以考虑配置农业、银行。

央企“破发”和中国资本市场融资功能的丧失触及了政策底线,建议关注价格已经跌破或者接近发行价的股票,包括中国太保、中国铁建、中国石油、中国平安。

基于对基本面和政策面持续改善的强烈预期,主题投资方面我们推荐上海本地公司中的优质群体。(邓宏光、冯玉明、张杨、宁冬莉、毛楠)

### 信息评述

#### 控制物价是今年金融宏观的中心工作

货币政策委员会日前在京召开2008年第一季度例会。会议认为,要坚定不移地贯彻执行中央经济工作会议提出的从紧货币政策取向。会议同时提出防止价格总水平过快上涨是今年金融宏观调控的中心工作,应从增加供给和稳定预期等方面综合采取措施。对于下一阶段货币政策取向和措施,会议明确指出要综合运用多种货币政策工具控制货币信贷过快增长。同时根据国内外经济金融形势的变化,正确把握金融宏观调控的节奏、重点和力度。

#### 兴业证券:

从一季度货币政策例会传出的信息看,从紧的货币政策仍将是当前央行宏观调控的主基调。从紧的货币政策重点集中于三点:防止通胀、化解流动性过剩和避免银行过度放贷。在对待通胀问题上,央行在上月公布的去年四季度货币政策执行报告中提出利率政策应关注长期均衡价格,在本次货币政策例会上并没有提出通过利率政策来防止通胀,而刻意强调了全球经济不确定风险上升对我国经济的不利影响,因而利率政策在今年防止通胀上将是象征意义的使用。在外部通胀输入压力较大和国内流动性过剩尚未缓解情况下,上游价格的上涨很容易传递到下游,因而为稳定通胀预期,央行将更多的从加速人民币升值和回收流动性两方面着手。

防止经济过热主要是避免银行过度放贷,央行除了及时回收银行体系过剩流动性外,也加强对贷款投放的行政调控。不过在外需急剧下降、人民币加速升值情况下,为避免经济硬着陆,央行信贷政策将“有保有压”,重点扶植和促进产业结构升级。而且具体调控政策的紧缩力度及出台时机可能将视经济形势变化而定,灵活性和相机性将大大增强。

#### 天相投顾:

我们预测全年CPI同比涨幅在6.1%-6.5%之间。对于通胀,我们认为主要是多管齐下,加强对农村、农业的补贴支持力度,从保证供给层面抑制通胀;货币政策继续采用提高准备金率、发行央票对冲流动性来降低通胀预期;加快人民币对美元升值速度(全年10%左右)。

我们认为2008年更为重要的是保持经济较快稳定增长;货币政策不能过紧,加息需谨慎,财政政策应偏积极,推动投资以及促进消费稳健增长;通过对非货币欧元、英镑、日元等保持适度贬值部分抵消外部放缓对国内出口的冲击;如果一味地为了通胀过度从紧,抑制总需求的合理增长,那么出现经济增速大幅回落是得不偿失的。

#### 中投证券:

所谓“节奏和力度”体现为调控政策的“相机抉择”,因为只有正确判断未来宏观经济走势,逆经济周期的调控政策才会行之有效。而在外部经济放缓,尤其是美国衰退概率增大这一扰动因素下,必然要注意调控节奏。这主要体现在两个方面:相对谨慎的货币政策,尤其是加息政策。在美国执行扩张性的货币政策环境下,中国的紧缩政策效果必然大打折扣,而且目前中美利率倒挂,在人民币升值的一预期下必然吸引大量境外资金流入,增大央行调控难度。今年存在非对称加息两次的可能,但贷款利率上调空间越来越小;灵活的财政政策与货币政策的搭配。我们认为今年GDP增速可能“前高后低”,下半年经济下行风险较大,因此,经济一旦出现大幅下滑,积极的财政政策将非常必要,以保持经济平稳增长。

#### 3月份宏观经济数据前瞻

#### 国金证券:

从农业部篮子价格指数来看,春节之后食品价格处在缓慢下行的通道之中。由于近期非食品价格保持稳定,我们假设非食品价格同比增速同2月份保持一致,通过模型测算,CPI同比增速将回落至7.58%。考虑到模型的误差,我们认为CPI同比增速区间为7.4%-7.7%;受原油价格和食品价格增速放缓影响,3月份PPI增速可能略有放缓;参考过去7年3月份出口环比增速情况,我们认为3月份出口同比增速可能接近40%;3月份信贷增速可能适度放松,但信贷增速可能略有下滑;在灾后重建、政府换届等因素推动下,3月投资增速将保持稳定甚至有所回升;在物价回落情况下,3月份消费名义增速将有所回落,但实际增速将企稳。总的说来,3月份各项经济数据将好于2月份。

#### 申银万国:

1、由于春节消费退潮和新鲜蔬菜价格大幅度回落,食品价格将明显回落,这将带动居民消费价格涨幅回落。预计3月份CPI上涨0.3%,涨幅比2月份回落0.4个百分点。一季度累计CPI涨幅为8.1%,比去年同期提高5.4个百分点;受2月份国际油价涨幅放缓的滞后影响,3月份PPI涨幅也将有所放慢。预计3月份PPI涨幅为6.3%,涨幅比2月份回落0.3个百分点。一季度累计PPI上涨6.3%,涨幅比去年同期提高3.4个百分点。

2、由于去年同期增长率偏低的技术原因,3月份出口增长率将出现大幅度反弹,预计3月份出口将增长30%左右;我们认为用更稳定的一季度数据判断当前的出口形势可能更为客观,以此来衡量,一季度出口增长21%左右,增速比去年同期回落6个百分点,但仍属快速增长;受原材料涨价和人民币升值影响,进口增长明显加快。预计一季度进口增长28.7%,比去年同期加快10个百分点;受出口放慢、进口加速影响,一季度顺差将减少到415亿美元,比去年同期减少10%,这是2005年以来同期顺差首次减少。

3、随着去年持续的贷款需求释放以及国家进一步对信贷的严格窗口指导,信贷增速继续回落。预计3月份信贷投放大概为3800亿元,与去年同期相比少增617亿元,增长率为15.2%,将比2月份回落0.5个百分点;一季度累计信贷投放1.43万亿元,占全年信贷投放39.3%左右,和去年同期基本持平。

4、伴随着美国次贷危机影响扩散,全球经济减速风险增加,国内宏观调控中相机抉择的成分增加。但在目前情况下,由于经济仍然保持较快增长、通货膨胀率仍然较高,宏观政策基调改变的可能性不大。除了控制投资反弹、通胀扩散、信贷投放之外,由于热钱流入规模迅速增加,国家对跨境资本流动的控制也将增强。

## 券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:3月1日至4月1日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E 净利润同比(%)	2年复合增长率(%)	2006年 PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
600837	海通证券	10	3-17	728.01	239.28	0.833	1.309	24.085	16.615	1.825	17.272	121.582
000562	宏源证券	8	3-17	971.31	197.71	0.681	1.671	12.564	5.351	1.383	15.187	4.567
000418	小天鹅A	4	3-26	678.88	153.08	0.874	0.880	17.216	3.865	0.728	20.801	3.329
600409	三友化工	6	3-31	143.46	106.59	0.736	0.578	32.201	6.981	1.013	18.383	5.799
000951	中国重汽	5	3-24	190.40	98.04	0.540	2.020	18.214	5.977	2.727	13.495	4.143
600031	三一重工	5	3-24	208.86	93.50	0.739	1.734	22.378	8.179	2.182	17.789	6.311
000877	天山股份	3	3-18	135.01	92.90	0.813	0.500	32.120	5.013	0.790	20.333	4.021
000043	中航地产	7	3-27	117.19	89.25	0.604	0.679	24.930	2.752	1.120	15.116	2.653
600177	雅戈尔	8	3-20	209.22	86.15	0.548	1.097	14.594	2.328	1.175	13.626	2.283
000157	中联重科	16	3-26	166.32	84.57	0.823	1.680	26.194	9.558	2.264	19.432	6.543
600690	青岛海尔	14	3-20	125.47	76.74	0.746	0.519	25.894	2.887	0.731	18.383	2.733
000800	一汽轿车	14	3-28	75.42	71.25	0.873	0.375	35.386	3.673	0.628	21.162	3.363
600005	武钢股份	16	3-31	70.93	56.13	0.508	0.842	16.857	4.311	1.249	11.361	3.747
600357	承德钨钼	5	3-11	41.55	52.14	0.744	0.528	28.455	4.390	0.916	16.394	3.905
600352	浙江龙盛	9	3-13	81.16	54.64	0.834	0.571	24.235	6.095	0.735	18.844	4.992
000822	山东海化	12	3-25	38.69	49.24	0.800	0.458	28.370	3.158	0.731	17.775	2.809
601169	北京银行	7	3-6	50.78	49.03	0.831	0.526	26.607	3.234	0.764	18.318	2.748
600686	金龙汽车	21	3-27	56.38	48.66	0.883	0.824	27.033	5.684	1.156	19.268	4.699
000488	晨鸣纸业	22	3-25	65.89	47.87	0.889	0.582	25.864	2.985	0.707	21.286	2.732
000825	太钢不锈	6	3-13	86.95	46.48	0.514	1.310	12.782	3.393	1.504	11.140	2.787

说明: 1)“最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种,我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来进行筛选。

2)成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版按2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3)在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统

(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)