

# 策略把握二季度 战略布局下半年

## ——沪深A股市场二季度投资策略报告

●我们的测算表明,美国次贷引发的不确定性、我国经济增长与宏观调控的不确定性,以及限售股解禁带来的不确定性,促使市场风险补偿要求提高,市场估值中枢下移。目前三大不确定性正在向全面趋好方向转变:次贷引发的金融市场危机已经缓解,国内经济增长正在恢复常态,货币政策运用空间不大,市场供应压力逐步舒缓。随着一季度经济运行数据公布以及宏观调控政策逐步明朗,市场投资信心有望逐步恢复,预计三大不确定因素将在6月份前后有清晰的预期。

●受结构性价格上涨、人民币升值、海外经济放缓、资产注入进程变缓的影响,上市公司利润增速将下降。我们下调上市公司利润增速,但全年有望继续保持30%以上的净利润增长速度。

●A股市场系统风险已经释放,投资价值已经显现,市场环境已经全面回暖。二季度以策略性交易机会为主,建议关注一季度业绩高速增长以及超跌反弹机会,同时关注人民币升值(房地产、航空)、奥运、新能源、三通、创投等主题性投资机会,并为下半年进行战略性布局。

○银河证券研究所

### 一、三大不确定因素有向好迹象,清晰预期应在二季度末

(一)美次贷引发的金融市场危机已经缓解

经过六个月的滞后期,有关次贷“救市”政策正在发挥积极作用。虽然尚看不到实体经济层面的变化,但是金融机构的流动性危机已经缓解,其显著标志是:

第一、短期内美国大型金融机构流动性危机基本解除。JP 摩根、雷曼1-2月份经营业绩大大超出预期;标普公司认为美国金融机构资产减值计提规模可能超过实际损失;国际资本去年10月份以后从新兴市场撤出回流美国,而从今年2月份开始出现重新流向新兴市场的迹象。

第二、美国房地产市场出现向好迹象。尽管美国房地产价格依然处于下跌趋势,但是2月份的旧房销售出现明显增长态势,同时成屋市场库存空置量有所下降,住房市场长时间以来首次显现希望。

第三、美国金融市场出现新的变化趋势。3月18日美联储降息75个基点,低于此前市场预期预期的100个基点,但与前几次不同的是,市场做出了积极反应,至少在短期内金融市场已经趋于稳定。

正如一位与我们经常交流观点的美国基金经理所说的,“花旗、高盛爆出几十亿、上百亿美元的巨额损失,华尔街第五大投行贝尔斯登已经被收购,还有什么会比这更糟糕的呢?”美国政府采取的各种措施正在逐步发挥作用,次贷问题对市场的负面影响将暂时告一段落。

(二)二季度经济增长回归常态,经济长期向好格局不变

市场普遍担忧中国经济高速增长是否到了一个转折期,我们认为,从中长期看,中国经济高速增长格局并没有改变。

尽管1-2月份经济运行出现了物价上涨压力加剧、工业生产增速下滑、出口增速大幅下降、信贷增长趋缓的状况,但预计一季度经济运行数据的公布将会改变市场的悲观预期。从宏观调控来看,受中美利差大幅扩大、海外经济放缓、物价上涨有所趋缓等方面的影响,再度加息的可能性降低,货币政策运用空间大大压缩,宏观调控压力正在趋缓。

就二季度情况看,出口与投资增长趋缓仍会影响市场的投资信

心。这是因为2007年出口增长对GDP增长的贡献率占25%左右,如果出口增速下降明显,加上上半年投资控制比较严格,经济会出现放缓态势。但是我国GDP构成中消费占50%、投资占42%、出口占8%左右,随着一系列保障体系的完善,以及政府鼓励消费政策作用的生效,人口红利将进一步显现,消费对经济增长的贡献率将进一步提高,从而弥补出口增速放缓的影响。

(三)市场资金供求压力减轻

二季度,大规模战略配售解禁已经结束,首发机构配售、定向增发配售和公开增发配售规模分别为149亿、293亿、12亿,加起来还不及一季度一个权重股的解禁规模。而大盘新股、可转债和企业债发行明显趋缓。此外,再融资更多的是影响心理层面,实际压力并没有到来。而大小非减持压力被夸大,事实上大小非减持的时间相对较长、步伐相对缓慢,而国有股受到诸多限制并不会大规模减持。

从资金供应来看,银行间七天回购利率明显回落,货币市场资金充裕。另外观察国债和企业债的收益变化,十年期以内的国债收益率不断下降,这说明中长期资金也是比较宽松的。储蓄存款从去年10月份开始回升,近两个月增速加快,资金从股市回流明显。货币市场、债券市场资金充足,以及储蓄存款快速增长说明金融市场的资金并不缺乏。只是在目前股票市场表现仍不明朗情况下资金没有入市冲动,而是选择风险较低的场所避险。

### 二、减利因素困扰上半年,全年净利润增长仍可达成30%左右

从过去五年的经验看,正常情况下,如果经济增长9%以上,工业企业利润增长30%是没有问题的。但是在通胀水平提高、政府治理通胀决心坚决;人民币升值超出预期,出口企业受到负面影响扩大情况下,市场普遍担忧企业业绩会明显下降。目前的情况与2004年、2005年非常相似,工业企业利润增速将从正常的30%下降到20%-25%之间。主要影响因素是通胀以及政府采取的调控政策会收窄部分企业的利润空间,而快速升值对上市公司整体利润的直接影响很小,主要是由于以出口为主的上市公司占市场比重很小,而且受益于人民币升值

的行业净利润增加能够抵消部分负面影响。考虑到所得税调整的影响,2008年上市公司利润增长仍将保持在30%以上。

(一)结构性价格上涨压缩企业利润,盈利增长低于预期5-10个百分点

2004年下半年以来,国家为了抑制经济过快增长,减缓资源瓶颈、运输瓶颈、能源瓶颈压力,实行了严格的宏观调控政策,包括一系列行政性措施来控制经济过快增长。在调控政策滞后影响最大的2005年,工业企业利润增长明显下降,但利润增长速度依然高达22.6%。

2007年以来的这轮结构性价格上涨由多方面因素同时推动而成,政府对治理本轮结构性价格上涨的决心非常坚决。考虑到紧缩性的宏观调控力度将持续,整体利润增速会下降,但在经济高速增长环境下,企业利润高速增长的基本趋势和格局不会改变。即使参照2005年最差的情况,至少也会有20%-25%的内生性增长。

(二)快速升值对上市公司利润影响有限

在A股市场上,电子元器件、纺织服装、机械设备、交通运输、信息设备、家用电器这几大板块出口带来的收入比重较大,但是这几个板块合计无论是总市值占比还是净利润占比都很少,其中2006年净利润合计占比不到市场总利润的4%。2007年新上市的建设银行、中国石油、中国平安等大盘股,净利润都是以百亿为单位,这会再次摊薄出口类企业的净利润占比。此外,航空、造纸等进口依赖的企业能够从人民币快速升值中获益,这也能部分抵消出口减缓带来的负面影响。总体从整个上市公司的利润构成来看,人民币升值、出口减缓对A股公司业绩的直接影响有限。

(三)资产注入步伐放缓,外延式净利润增长贡献有限

如果资产注入步伐能够延续2007年速度的话,我们认为能够提升上市公司整体约10%的净利润,但是随着市场运行的变化,今年以来实际的资产注入速度放缓。从实际的个案来看,2007年有44家公司完成资产注入,募集资金991亿元,今年至今有10家公司完成资产注入,募集资金200亿元。出于稳健估计,我们暂且不考虑此部分利润贡献。

(四)工业企业盈利能力增强是利润增长的主要支撑力量

性提高了投资者的风险补偿要求,未来合理市盈率水平为20-25倍。目前,市场静态估值水平仍然偏高,高于合理估值区间15%左右,市场下跌风险仍然存在。但是从市盈率预测水平看,市场估值中枢已经回到20倍左右的水平,中长期看,A股大幅下跌风险基本消除。随着三大不确定因素的趋于好转,市场估值中枢会逐步上移。

四、策略性把握二季度,战略性布局下半年

(一)把握二季度策略性交易机会

二季度,市场全面走强压力比较大,主要是因为:一是国内宏观经济增长与宏观调控政策仍会影响投资者的信心;二是市场信心恢复需要时间,而4000点以上存在着大量套牢盘也会制约指数反弹空间;三是资金供应可能仍然有限。前几个月资金大量流出股票市场,寻找安全边际较高的货币市场、债券市场以规避风险。在信心修复需要较长时间前提下,资金回流也需要一个较长过程。基于以上分析,我们认为二季度机会主要体现在策略性、主题性的交易机会:

一是季度业绩预期大幅增长的机遇,包括银行、地产、航空、钢铁、机械、煤炭等行业。这些行业市值比较大、流动性好,适合机构投资者进出。但受资金供应影响,二季度收益预期可能有限;

二是主题投资机会,包括受益于人民币升值的航空、地产、造纸等行业机会,以及创投、三通、奥运等方面的主题性投资机会;

三是前期超跌的行业,主要包括保险、证券、有色、交通运输等;

四是受国家行业发展政策影响,具有长期增长潜力的行业,主要包括新能源、节能减排、环保、军工等。

(二)战略性布局下半年

从中长期看,中国经济高速增长格局并没有改变,牛市根基依旧。随着三大不确定性因素在6月份以后的逐步明晰,A股市场系统性机会来临,二季度是战略性布局下半年良机。在投资策略上,战略投资者应综合考虑估值与成长两方面因素:

一是稳定成长行业,即中国经济高速增长孕育的稳定成长的收益机会。我们继续看好估值偏低、稳定成长的银行、房地产、航空、钢铁、煤炭、有色、机械、交通运输等行业;

二是管理层面努力改善资金供求状况,一方面加快基金发行,重新启动QFII入市,另一方面减缓大盘股发行速度;

三是管理层释放暖风稳定市场信心,表示对再融资将进行严格审批,申明创业板不会对主板市场造成冲击等。

我们的测算表明,三大不确定

性提高了投资者的风险补偿要求,未来合理市盈率水平为20-25倍。目前,市场静态估值水平仍然偏高,高于合理估值区间15%左右,市场下跌风险仍然存在。但是从市盈率预测水平看,市场估值中枢已经回到20倍左右的水平,中长期看,A股大幅下跌风险基本消除。随着三大不确定因素的趋于好转,市场估值中枢会逐步上移。

### 三、系统风险基本释放,A股投资价值已经显现

(一)高估值风险得到一定程度释放

上证指数经过大幅下跌后,高估值风险得到一定程度的释放。从静态估值水平看,上证指数、沪深300的市盈率水平在27-28倍左右。全部A股的TTM市盈率在30倍,上证50的市盈率为24倍。按2008年业绩增长30%计算,全部A股的动态市盈率为23倍,上证50只有18倍。

从行业估值看,结构性机会与结构性风险并存。目前钢铁行业的TTM市盈率只有20倍,金融、化工为22倍,采掘是29倍。从1-2月份国家统计局公布的企业利润增长来看,钢铁增长12%、石油开采增长61%、煤炭增长67%、机械增长36%-43%、建材增长54%。只有电力、石化、有色受雪灾及价格管制影响利润出现下跌状况。因此,从中长期看,钢铁、煤炭、包括银行、证券等行业的投资价值已经显现。

(二)市场环境正向积极方面转变

一是台湾地区选举尘埃落定、西藏骚乱平息、新疆不安定因素也已经消除,而奥运会脚步日益临近,证券市场将迎来一个稳定、积极的市场环境。

二是管理层努力改善资金供求状况,一方面加快基金发行,重新启动QFII入市,另一方面减缓大盘股发行速度。

三是管理层释放暖风稳定市场信心,表示对再融资将进行严格审批,申明创业板不会对主板市场造成冲击等。

我们的测算表明,三大不确定

性提高了投资者的风险补偿要求,未来合理市盈率水平为20-25倍。目前,市场静态估值水平仍然偏高,高于合理估值区间15%左右,市场下跌风险仍然存在。但是从市盈率预测水平看,市场估值中枢已经回到20倍左右的水平,中长期看,A股大幅下跌风险基本消除。随着三大不确定因素的趋于好转,市场估值中枢会逐步上移。

四、策略性把握二季度,战略性布局下半年

(一)把握二季度策略性交易机会

二季度,市场全面走强压力比较大,主要是因为:一是国内宏观经济增长与宏观调控政策仍会影响投资者的信心;二是市场信心恢复需要时间,而4000点以上存在着大量套牢盘也会制约指数反弹空间;三是资金供应可能仍然有限。前几个月资金大量流出股票市场,寻找安全边际较高的货币市场、债券市场以规避风险。在信心修复需要较长时间前提下,资金回流也需要一个较长过程。基于以上分析,我们认为二季度机会主要体现在策略性、主题性的交易机会:

一是季度业绩预期大幅增长的机遇,包括银行、地产、航空、钢铁、机械、煤炭等行业。这些行业市值比较大、流动性好,适合机构投资者进出。但受资金供应影响,二季度收益预期可能有限;

二是主题投资机会,包括受益于人民币升值的航空、地产、造纸等行业机会,以及创投、三通、奥运等方面的主题性投资机会;

三是前期超跌的行业,主要包括保险、证券、有色、交通运输等;

四是受国家行业发展政策影响,具有长期增长潜力的行业,主要包括新能源、节能减排、环保、军工等。

(二)战略性布局下半年

从中长期看,中国经济高速增长格局并没有改变,牛市根基依旧。随着三大不确定性因素在6月份以后的逐步明晰,A股市场系统性机会来临,二季度是战略性布局下半年良机。在投资策略上,战略投资者应综合考虑估值与成长两方面因素:

一是稳定成长行业,即中国经济高速增长孕育的稳定成长的收益机会。我们继续看好估值偏低、稳定成长的银行、房地产、航空、钢铁、煤炭、有色、机械、交通运输等行业;

二是管理层面努力改善资金供求状况,一方面加快基金发行,重新启动QFII入市,另一方面减缓大盘股发行速度;

三是管理层释放暖风稳定市场信心,表示对再融资将进行严格审批,申明创业板不会对主板市场造成冲击等。

我们的测算表明,三大不确定

### 人民币兑美元中间价再次破7

来自中国外汇交易中心的最新数据显示,14日人民币兑美元汇率中间价报6.9993,再次破7,较前一交易日小幅走高19个基点。

### 海通证券:

可以从以下几点认识这一现象:第一,人民币兑美元汇率中间价破7,心理意义大于实际意义。对于人民币的漫漫升途,7只是其中一个驻点;第二,在世界主要货币中,人民币主要兑美元升值,而今年以来人民币兑欧元和日元有所贬值;第三,人民币兑美元升值具有一定程度的被动性,当美元走软时,人民币兑美元升值就有如所加快;第四,人民币汇率实际上只钉住美元的做法不会长期持续,但难以预期改变会在什么时候发生。

### 调低07年报08一季报增速至46%和22%

申银万国:

1、3月7日以来,分析师对2008年、2009年重点公司盈利预测分别下调了5.2%和4.0%,期间上证综指下跌了24.4%。

2、2007年A股公司平均净利润增速由49%进一步下调为46%,下调三个百分点。其中336家重点公司预计增长41%,非重点公司预计增长103%,分别下调2个和11个百分点。

3、2008年一季度业绩增速(不含中国石油等新股)由3月7日的35%预测下调为32%,包含中国石油、建设银行、中国神华等新股,同时按本期数与本期披露的上年同期数相比后预计增长22%,比3月7日预测的29%下调7个百分点。

4、业绩增速下滑及分析师下调盈利预测等信息提示投资者对2008年市场整体需要适当谨慎,而稳定高增长的消费品等行业相对更值得关注。

5、3/6-4/15调整盈利预测后一季报业绩增速较之前提高10个百分点以上的行业主要有航空运输、生物制品、汽车零部件、中药、化学制品、建筑装饰、造纸、电气设备、银行等,而橡胶、证券、化学纤维、食品加工、白色家电、化工新材料、电力、石油化工、化学原料、元件等行业的一季报增速较3月6日预测数下降10个百分点以上。

(李锋、秦晓斌、王昉、张琢、王皓雷)

## 券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:4月1日至4月15日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2008E 净利润同比 (%)	2年复合增长率 (%)	2007年 PE/G	2008年一致预期			2009年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
600468	百利电气	9	2008-4-7	371.86	144.48	0.653	0.396	24.130	7.263	0.512	18.672	5.229
000718	苏宁环球	8	2008-4-11	213.69	144.11	0.261	1.009	16.193	10.265	1.909	8.559	4.667
600547	山东黄金	26	2008-4-11	366.99	133.31	0.889	5.096	25.218	27.954	5.866	21.906	12.282
600290	华仪电气	7	2008-4-9	166.03	123.41	0.670	0.807	31.514	18.607	1.500	16.960	8.873
002018	华星化工	20	2008-4-7	218.94	121.46	0.577	1.730	21.980	9.457	2.661	14.291	5.691
002182	云海金属	7	2008-4-1	166.67	114.59	0.663	0.813	29.057	5.320	1.392	16.963	4.050
002067	景兴纸业	9	2008-4-9	176.28	109.37	0.381	0.563	15.573	1.813	0.910	9.623	1.526
600804	鹏博士	5	2008-4-3	208.80	103.40	0.578	0.870	19.827	6.635	1.180	14.606	4.563
600078	澄星股份	5	2008-4-1	188.86	103.14	0.742	0.372	27.097	5.142	0.527	19.154	4.054
000159	国际实业	6	2008-4-3	155.39	101.56	0.618	0.714	22.353	6.490	1.139	14.007	4.435
002124	天邦股份	5	2008-4-1	129.33	100.05	0.677	0.784	28.079	5.080	1.264	17.405	3.932
600141	兴发集团	12	2008-4-8	159.92	94.42	0.776	0.965	27.558	6.556	1.409	18.861	4.865
600266	北京城建	7	2008-4-9	126.63	91.48	0.456	0.814	18.296	3.283	1.329	11.211	2.539
600967	北方创业	8	2008-4-7	150.25	87.84	0.666	0.368	30.842	2.902	0.516	21.977	2.563
000887	中鼎股份	12	2008-4-9	137.65	84.98	0.533	0.703	20.046	9.712	1.042	13.527	5.653

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。这些信息上来并未考虑,使用时可结合朝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:上海朝永续一致预期 www.go-goal.com)

### 信息评述

#### 刘明康:政府应干预市场避免危机

中国银监会主席刘明康在博鳌论坛举行的“金融改革与创新”论坛上发表演说,认为“监管机构必须站在市场的身边,随时做好准备。美国次贷危机给中国的一个启示就是监管和监控是非常重要的,不能相信‘放任自由经济’”。刘明康表示,一旦市场主体不愿意或者是无能为力来克服其他的问题,监管机构必须采取措施,来保护存款人和投资者的利益,这是监管机构的职责。

国泰君安:

可以说,作为银监会主席发表这样的观点已经为政府是否干预市场”之争给出了结论。

那些反对政府干预市场的往往有意无意贬低股市对经济的作用。现实中股市与经济不仅仅是简单的“晴雨表”关系,它对经济也会有反作用,因此可以说救市等于救经济。股市健康繁荣能对经济产生正向推动作用,反之会产生反向阻碍作用。股市有筹集资金功能,可以将社会闲置资金集中起来,形成巨额的、可供长期使用的资本,为企业成长“输血”,也为经济发展助力。另外,股市有优化资源配置功能,效益好、有发展前景的企业能获得融资和再融资,不断加快发展。而业绩差、前途黯淡的企业往往难以继续筹集资金,逐渐衰落或被前者并购。这样一来,有利于促进经济结构调整。如果股市伤痕累累,就会使投资者逐渐远离市场,融资和再融资举步维艰,不利于资金的优化配置。

目前我们不应该再争论政府是否要干预市场的问题,而是应该着手研究如何干预市场的问题。刘明康主席的观点就很值得市场各方参考,监管机构不仅仅是在国内和其他的部门协调,还必须要有共同的标准,共同的框架和共同的方法,来分析所面临的风险。并且通过国际合作,来防范一国出现的问题或危机扩散到其他国家”。

#### 人民币兑美元中间价再次破7

来自中国外汇交易中心的最新数据显示,14日人民币兑美元汇率中间价报6.9993,再次破7,较前一交易日小幅走高19个基点。

海通证券:

可以从以下几点认识这一现象:第一,人民币兑美元汇率中间价破7,心理意义大于实际意义。对于人民币的漫漫升途,7只是其中一个驻点;第二,在世界主要货币中,人民币主要兑美元升值,而今年以来人民币兑欧元和日元有所贬值;第三,人民币兑美元升值具有一定程度的被动性,当美元走软时,人民币兑美元升值就有如所加快;第四,人民币汇率实际上只钉住美元的做法不会长期持续,但难以预期改变会在什么时候发生。

#### 调低07年报08一季报增速至46%和22%

申银万国:

1、3月7日以来,分析师对2008年、2009年重点公司盈利预测分别下调了5.2%和4.0%,期间上证综指下跌了24.4%。

2、2007年A股公司平均净利润增速由49%进一步下调为46%,下调三个百分点。其中336家重点公司预计增长41%,非重点公司预计增长103%,分别下调2个和11个百分点。

3、2008年一季度业绩增速(不含中国石油等新股)由3月7日的35%预测下调为32%,包含中国石油、建设银行、中国神华等新股,同时按本期数与本期披露的上年同期数相比后预计增长22%,比3月7日预测的29%下调7个百分点。

4、业绩增速下滑及分析师下调盈利预测等信息提示投资者对2008年市场整体需要适当谨慎,而稳定高增长的消费品等行业相对更值得关注。

5、3/6-4/15调整盈利预测后一季报业绩增速较之前提高10个百分点以上的行业主要有航空运输、生物制品、汽车零部件、中药、化学制品、建筑装饰、造纸、电气设备、银行等,而橡胶、证券、化学纤维、食品加工、白色家电、化工新材料、电力、石油化工、化学原料、元件等行业的一季报增速较3月6日预测数下降10个百分点以上。

(李锋、秦晓斌、王昉、张琢、王皓雷)

### 行业评析

#### 以国际化视野看我国的钢铁行业

联合证券:

1、我们试图站在全球角度,借鉴以日本为代表的发达国家的历史经验,从自上而下和自下而上两个角度分析钢铁行业的投资价值。

2、中国的钢铁出口自2007年7月份开始回落以来,2008年2月份呈现加速趋势。出口真的将一蹶不振吗?1985-1990年的日本告诉我们,中国的钢铁出口将缓慢下降,并推动全球钢价上涨。

3、2008年的中国经济似有诸多不确定性,但我们仍然坚持国内供需结构将发生逆转的判断。产能将受到越来越多的约束而无法有效释放甚至消失,固定资产投资确定的高增长将带动消费继续稳定增长,供给增速将低于消费增速。

4、经济景气周期顶点的到来是否意味着钢材消费的“饱和点”即将到来?发达国家的经验告诉我们,国内市场的潜力仍然不可低估。从产业周期角度看,中国的钢铁行业仍然处于成长期。

5、自上而下地选择投资标的,龙头公司是首选。比较三家龙头公司(宝钢、武钢、鞍钢)2008年的动态估值水平发现,宝钢显然又是三家龙头公司中的最优选择。

6、大小非减持引发市场对估值的再思考,那么在大小非看来,钢铁公司处于什么样的估值水平才具备投资价值呢?我们引入世界上最伟大的财务投资者巴菲特和产业投资者的典范米塔尔的价值标准建立坐标系定位所有的钢铁类上市公司,共有四家公司具备显著的投资价值,包括华菱管线、邯钢钢铁、杭钢股份和韶钢松山。