回归蓝筹 存在阶段性机会

——A股市场二季度投资策略报告及重点行业与个股推荐

⊙东吴基金

造成当前A股市场大幅下跌的原因有很多，总结一下主要有四种担心：1）在结构性价格上涨压力增强背景下，担心继续实行从紧货币政策；2）在美国和全球经济减缓背景下，2008年中国经济面临下滑风险，担心上市公司盈利预期出现下调；3）限售股解禁，担心给市场资金造成压力；4）在盈利预期可能下调和流动性偏紧背景下，担心市场估值中枢下移。我们将对这四种担心逐一分析，据此判断二季度A股市场运行趋势并寻找投资机会。

一、宏观经济与政策取向

（一）宏观经济分析

1、二季度宏观经济判断

二季度出口增速将逐步放缓，而进口则将逐渐提速，贸易顺差趋势性收窄，将会对经济增长构成一定压力；预计二季度外围市场需求将进一步放缓，大宗商品价格仍将保持高位，且物价管制短期内还将持续，企业利润增速难以大幅反弹；固定资产投资预期仍能达到25%左右，继续保持在较高的水平，国内经济增速将小幅放缓。

2、结构性价格上涨趋势判断

中国经济近几年持续了一个低通胀高增长的发展阶段，期间一直保持高速扩张的货币政策，但导致经济增长超出了其潜在增长率的情况，进而致使结构性价格上涨压力高启，低通胀高增长局面被打破。而目前实行的物价管制虽然暂时能起到一定作用，但也只是权宜之计且难以改变市场对结构性价格上涨的预期。加之美联储为了缓解经济下滑，采取了极为宽松的货币政策，大幅减息并向市场注入大量资金致使美元大幅贬值，也推高了国际大宗商品价格，并向全球输出通胀。另外，4月份公开市场到期量较大，市场资金仍会非常充裕，预计二季度CPI仍将保持在高位，但下半年由于雪灾影响的逐步消失、月度翘尾因素前高后低、外围经济的放缓、人民币稳步升值以及财政上大力补贴农业等因素，CPI有逐步回落的可能。预计2008年全年CPI涨幅将呈现前高后低的走势，但总的来说全年结构性价格上涨压力仍然会很大。

3、全球经济展望

次贷危机爆发以来，持续下跌的房地产市场使很多贷款者无法进行再融资，加上按揭贷款审查越来越严格，贷款违约率大幅上升，进一步打压信贷市场并直接影响到住房者的消费意愿，而占GDP比重极大的消费市场持续下滑将再度影响美国经济。目前美国经济已进入衰退，全面恢复尚需时日。

2007年下半年以来欧元区经济表现强于美国，预计2008年一季度经济环比增长为0.4%至0.5%。由于外部需求放缓、欧元贸易加权汇率走强以及信贷紧缩，欧元区经济增长也将放缓。但由于通胀率将会在较长一段时期内停留在较高水平上，短期内欧洲央行不太可能降息。

（二）政策取向

根据管理层的有关表态并结合我们对2008年二季度经济形势的判断，二季度政策取向可能展现出以下趋势：

1、坚持从紧的货币政策

预计年内最多加息1-2次，提高存款准备金率和公开市场操作的数量型工具仍将作为常规化回笼手段。4月公开市场到期量较大，加之CPI仍会较高，出台紧缩政策的可能性较大。

2、加强货币政策灵活性的要求可能也意味着政策操作会更加谨慎

由于国际国内经济的复杂情况，一些政策工具的使用空间被不断压缩，对灵活性的强调是否会使实际政策操作灵活性得到提高还有待观察。

3、人民币稳步升值

继续遵循主动性、可控性、渐进性的原则，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，人民币一次性大幅升值的可能性较小，全年预计在7%-10%左右。

4、加大财政政策的积极性

政府将加大对农业的补贴，还将补贴那些被行政干预价格的企业，弥补它们的损失，这样有利于稳定物价、增加供应。但从另一个角度看，这样也会间接增加市场的流动性，加大通胀风险。

5、继续控制信贷，防止过快增长

在目前两难情况下二季度仍然需要继续控制信贷过快增长，以缓解通胀压力。但为了防止经济增速下滑，政府也会有保有压，加大对农业、中小企业、消费等方面的信贷支持。预计在适当的时候也会放松信贷的灵活性（最早可能出现在2008年下半年），力争在控制通胀与保持经济快速发展之间找到一个平衡点。

二、上市公司盈利增长状况

市场担心上市公司盈利预期下调主要有两个原因：一个是需求（包括出口、投资需求）放缓，另一个是成本上升。需求放缓降低收入增长，而成本上升将降低毛利率提高。

（一）出口需求放缓降低上市公司利润增速

从历史数据看，工业企业和上市公司利润增速与出口增速呈显著正相关，出口增速的变化直接影响同期工业企业和上市公司的利润增速，而且影响程度很大。国际货币基金组织（IMF）4月2日再度将2008年全球经济增长预测从上次的4.1%调降至3.7%，将美国2008年经济增速预测从1.5%调降至0.5%，因此，今年出口增速可能要低于年初的市场预期，出口增速放缓对2008年工业企业和上市公司利润增速的负面影响有可能会比预期大。

固定资产投资对工业企业和上市公司利润增速也有明显影响，特别是当固定资产投资快速增长时，其对工业企业和上市公司利润增速的拉动作用更加明显。我们判断，2008年固定资产投资仍然能够保持稳定较快的增长，出现大幅下滑的可能性不大，因此预计投资对企业利润增速的负面影响不会太大。

目前消费仍然能够保持稳定快速增长，因此，消费对2008年工业企业和上市公司利润增速会有一定促进作用。

（二）成本上升对行业毛利率影响不一

从2006年开始，原油、煤炭、铁矿石等上游资源品以及食品价格都出现明显上涨。在上游资源品以及食品价格上涨背景下，中下游行业是否能够转嫁成本成为近期投资者所关心的问题。我们从以下四条产业链来考察成本上升对不同行业的影响，据此辨别其中的投资机会。

1、石油产业链：原油/天然气→化工、纺织服装、交通运输（航空、水运、公路）

随着原油价格上涨，化工行业价格也不断上升，说明化工行业能在一定程度上通过转移原油成本上升对其盈利能力的影响；而纺织行业的转嫁能力就相对较弱；交通运输业毛利率相对稳定，特别是航空、航运可以通过提价转移原油价格上涨的不利影响，毛利率总体保持较为稳定。

2、钢铁产业链：铁矿石→钢铁→机械、汽车、家电

铁矿石涨价，钢铁行业基本可以通过提价转移成本上升的负面影响，所以钢铁行业的毛利率基本保持稳定；钢铁价格上涨对通用机械负面影响比较大，近几年通用机械行业的毛利率一直呈不断下降过程。但从2005年开始，工程机械行业的毛利率却在不断上升，可能是具有竞争优势的工程机械行业可以通过转嫁避免钢价上涨带来的不利影响；钢价上涨对汽车行业将造成一定负面影响；家电行业毛利率从2006年起有所上升，但随着"家电下乡"政策的实施，家电行业可以提价来转移钢价上涨的负面影响。

3、煤炭产业链：煤炭→电力、建材

虽然煤炭价格处于上升趋势，但是在CPI持续高企背景下，短期煤电联动的可能性不大，因此，电力行业无法通过提价来转移煤价上涨的负面影响；随着煤炭价格上涨，建材行业价格也处于上升趋势，建材行业有能力在一定程度上转移煤价上涨的负面影响。

4、食品产业链：食品→食品制造、饮料

虽然近两年食品价格出现大幅上涨，但食品制造和饮料行业产品出厂价格也出现较大幅度的上涨，食品制造和饮料行业能够在一定程度上转移食品价格上涨的负面影响。

（三）一季度上市公司业绩存在惊喜可能

4月下旬上市公司将进入一季度业绩公告密集期，一季度上市公司业绩增长情况将对2008年全年业绩预期有很大影响，而市场预期变化将会影响市场走势。虽然工业企业1-2月利润增速大幅下滑至16.5%，但是剔除石油加工、电力行业的影响，工业企业1-2月利润增长37.5%，与2007年1-11月的31.5%相比反而有所上升，因此，预计一季度上市公司总体利润增速仍然能够保持较快增长。

从行业来看，2008年1-2月煤炭开采和选洗业、石油和天然气开采、黑色金属矿采选业、非金属矿采选业、农副食品加工、食品制造、医药制造业、非金属矿物制品与普通机械制造业利润增长较快，这些行业上市公司一季度业绩存在惊喜可能，可以重点关注。而有色、石油加工及炼焦业、化学纤维制造业、电力行业利润负增长，这些行业上市公司一季度业绩可能低于预期，其投资风险值得我们重视。

三、资金压力有所缓解

一季度市场资金面的确偏紧，但二季度市场资金面将有所好转。

（一）限售股解禁规模有限

二季度限售股解禁规模相对有限，对市场造成的资金压力有所缓解。除5月4日和5月18日这两周之外，其它每周解禁规模不超过400亿元，占近期A股市场每周平均成交金额7%左右，占比相对较小；新股发行和再融资是掌控在监管层手中的，我们认为，监管层将视市场行情把握新股发行和再融资的速度和规模。

（二）资金供给增加

从资金供给面来看，近期新批和拆分基金将给市场带来新的"血液"。多数基金将在3-4月份密集发行，预计4-5月份将进入建仓期。虽然当前新基金发行比较困难，但是较多数量的新基金几乎在同一时间建仓，势必给市场带来新的希望。如果市场产生赚钱效应，那么这些新资金又会带动场外观望资金入场，从而进一步增加资金供给；去年居民储蓄分流入市是A股市场资金供给的一个重要来源，虽然近期居民储蓄存款增速有所提高，有回流银行系统趋势，但是在实际负利率依然很大背景下，一旦市场有赚钱效应，居民储蓄就有动力流向A股市场。

四、估值进入安全区域

（一）板块估值水平

截至3月20日，剔除亏损股，A股市场2007年、2008年动态PE分别为28.41倍和21.21倍，沪深300分别为27.2倍和20.75倍。与标准普尔500指数以及印度等新兴市场的估值水平比较，在目前盈利预期下A股市场估值水平已进入安全区域。

从板块看，大盘股的PE要低于中盘股，而中盘股的PE又要低于小盘股。从估值安全边际看，大盘股的估值要相对安全一些。虽然目前中小盘股的PE要高于大盘股，但考虑未来两年的成长性，即从PEG角度看，中小盘股的估值还是具有吸引力的。

（二）行业成长与估值

通过东吴行业轮动识别模型，从PEG角度看，稳定增长型行业中可以重点关注：房地产、银行、家用品、造纸、家电、商业、医药、元器件；周期型行业中可以重点关注：电力设备、建材、钢铁、交运设备、建筑、通用机械、工程机械、汽车及配件、化工、民航、证券。

五、市场判断和投资策略

（一）市场趋势分析

我们判断，二季度市场存在阶段性投资机会，理由有：

1、自2007年10月中旬以来，A股市场最大跌幅为43%，而A股历史上最惨烈的五年熊市也不过从2245点跌到998点，跌幅为55%。从历史比较看，下跌空间相对有限。并且目前沪深300指数2008年动态PE为20倍左右，市场估值吸引力逐渐凸现。

2、上半年限售股解禁洪峰是2、3月份，二季度限售股解禁压力明显减小，而数量较多的新基金几乎在同一时间建仓，将增加市场资金供给。

3、一季报上市公司业绩存在惊喜可能，目前市场对2008年上市公司利润一致预期增长率仍然在30%左右，将为市场走稳奠定坚实基础。

4、一季度市场承载了前所未有的利空和失望，预计4月下旬后政策调控力度有望减弱。

（二）投资主线

对于二季度市场投资主线的把握，将以政策为导向，寻找具有成长优势和估值优势的行业作为核心配置，回归蓝筹，绝地反击。重点关注：受益于政策、或者政策调控影响中性、或者政策调控结束并且基本面有望回暖、或者具有提价能力的行业。具体落实到投资策略上，重点关注以下四条主线的投资机会：

1、受益于政策支持的行业，重点关注医药、电力设备。

2、受宏观经济波动影响不大，并且能够稳定较快增长的行业，重点关注：饮料、商业零售、家电、汽车及配件。

3、前期受制于政策调控抑制，但近期基本面有望回暖的行业，重点关注：地产、银行。

4、具有提价能力的行业，重点关注：钢铁、化工、建材、造纸行业。

（三）重点行业及个股

1、房地产——二季度应有阶段性投资机会；行业评级：推荐；重点关注：**万科、保利地产、华发股份、万通地产**。

2、银行业——景气周期延续，次级债和限售股利空释放；行业评级：推荐；重点关注：**工商银行、兴业银行、招商银行**。

3、医药——医改即将启动，普药、专科用药、商业最先受益；行业评级：推荐；重点关注：**华东医药、白云山、达安基因**。

4、家电行业——内需爆发在即，成本有望转嫁；行业评级：推荐；重点关注：**格力电器、美的电器**。

5、汽车及配件——看好客车及零部件行业的投资机会；行业评级：谨慎推荐；重点关注：**宇通客车、威孚高科、福耀玻璃、上海汽车**。

6、钢铁——瞄准铁矿石成本优势，关注行业整合的历史机遇；行业评级：推荐；重点关注：**宝钢股份、鞍钢股份、武钢股份、攀钢钢钒、西宁特钢、凌钢股份、金岭矿业**和**广东明珠**。

7、化工——看好氯碱、化肥子行业；行业评级：推荐；重点关注：**英力特、新疆天业、中泰化学、盐湖钾肥、六国化工、华鲁恒升、柳化股份**。

8、电力设备——输变电设备持续景气，新能源与节能设备高速发展；行业评级：推荐；重点关注：**思源电气、置信电气、东源电器、特变电工、荣信股份**。

9、造纸——估值有吸引力，关注环保、成本等负面因素小的优质企业；行业评级：推荐；重点关注：**华泰股份、景兴纸业、美利纸业**。

10、建材水泥——景气上升推动盈利增长；行业评级：推荐；重点关注：**天山股份、赛马实业、青松建化**。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

（统计日：4月1日-4月15日）

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2008报告预期		2009报告预期		2008一致预期		2009一致预期		目标价	4月15日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
000026	飞亚达A	上海证券	跑赢大市	一般报告	4-11	0.380	31.526	0.623	19.230	0.391	30.657	0.633	18.940	16.00	11.98
600837	海通证券	齐鲁证券	推荐	一般报告	4-11	0.500	67.760	0.680	49.824	1.180	28.715	1.481	22.871	42.87	33.88
600754	锦江股份	天相投顾	中性	点评报告	4-10	0.470	32.319	0.520	29.212	0.471	32.264	0.532	28.574	--	15.19
600875	东方电气	齐鲁证券	谨慎推荐	深度报告	4-10	2.620	15.008	--	--	2.953	13.315	3.440	11.430	--	39.32
600508	上海能源	天相投顾	增持	点评报告	4-10	1.080	16.833	1.260	14.429	1.090	16.679	1.295	14.039	--	18.18
002197	证通电子	天相投顾	增持	点评报告	4-9	0.730	24.904	0.980	18.551	0.718	25.310	0.981	18.540	--	18.18
002067	景兴纸业	兴业证券	推荐	点评报告	4-9	0.610	15.164	1.180	7.839	0.561	16.501	0.880	10.508	--	9.25
600795	国电电力	兴业证券	推荐	点评报告	4-8	0.430	15.209	--	--	0.339	19.271	0.359	18.227	8.60	6.54
002140	东华科技	招商证券	中性	一般报告	4-8	1.510	51.980	1.800	43.606	1.510	51.980	1.800	43.606	--	78.49
000768	西飞国际	中投证券	推荐	深度报告	4-7	0.440	47.341	0.500	41.660	0.460	45.289	0.589	35.384	24.00	20.83
600579	*ST黄海	天相投顾	中性	点评报告	4-7	0.120	45.667	0.250	21.920	0.124	44.256	0.252	21.713	--	5.48
600875	东方电气	兴业证券	推荐	点评报告	4-7	2.590	15.181	3.130	12.562	2.953	13.315	3.440	11.430	61.00	39.32
000806	银河科技	齐鲁证券	中性	一般报告	4-3	0.007	778.571	--	--	0.007	778.571	0.007	778.571	3.50	5.45
600602	广电电子	兴业证券	无	点评报告	4-2	--	--	--	--	0.014	563.571	0.014	563.571	--	7.89
600111	包钢稀土	海通证券	增持	点评报告	4-1	1.300	25.292	1.680	19.571	1.340	24.540	1.730	19.008	39.00	32.88
002207	准油股份	光大证券	中性	点评报告	4-1	0.330	44.000	0.450	32.267	0.342	42.503	0.481	30.162	15.00	14.52
000768	西飞国际	平安证券	推荐	一般报告	4-1	0.410	50.805	0.540	38.574	0.460	45.289	0.589	35.384	--	20.83

说明：

"首次关注"品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为明显，在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向，一是利用机构研究报告明示出具的"首次关注"为筛选逻辑，但应注意到的是某机构出具的首次关注品种可能已是其他机构早已纳入关注范畴的品种；二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究关注范畴的品种（即首篇报告）。

（数据来源：上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com）

■信息评述

广交会开幕出口形势严峻

第103届广交会15日在广州举行。部分与会人士预计，2008年广交会的公司交易额可能会减少三成。

国泰君安：

受人民币升值加速、美国次贷危机以及国内结构性价格上涨压力、劳动力等生产成本攀升等多种因素叠加影响，今年以来中国商品出口正面临着前所未有的严峻考验。

今年前两个月浙江对外贸易出现了较大幅度回落，外贸进出口总额增速比去年同期下降33.8%。尤其是出口下降显著，部分民营企业开始寻找新市场以应对危机；广东东莞地区近半服装出口企业停产；原每年170亿美元商品直接出口美国，自美国爆发次贷危机以来，消费市场萎缩，美元走软，今年头两个月美国市场订单大幅下降。其中家具服装等制品下降0.8%，鞋类出口骤减二成，尤其主攻美国市场的企业大部分处于停减状态。对美国出口减缓并非从今年开始，而且对欧洲的出口增长也令人担忧。

2008年第5期国债发行定价

本期国债为期限5年固定利率债，计划发行总量280亿元，全部进行竞争性招标。招标日为2008年4月18日，起息日为2008年4月21日，到期日为2013年4月21日。

安信证券：

3月份新增贷款2834亿元，一季度累计新增贷款13304亿元，和调控目标基本一致；一季度外汇储备新增1539亿美元，远远高于贸易顺差和FDI增加，表明一季度资本在加速流入，符合我们的预期；同时一季度新增储蓄存款达1.50万亿，居民储蓄资金回流明显，这些因素导致债券市场资金持续宽裕。本期国债作为关键期限品种，预计机构对其配置需求旺盛，商业银行和保险公司将是本期债券的主要需求方，债券型基金对本期债券也有一定的需求。

根据中债给出的收益率曲线，4月14日5年期国债二级市场收益率达3.74%，此收益率可以作为本期国债招标利率的参考基准。考虑到各类型机构对于本期债券旺盛的配置需求，本期国债中标利率要略低于同期限二级市场收益率。我们预计本期国债中标利率区间在3.66%-3.71%，考虑到目前仍是数据公布敏感期，边际中标利率在3.74%左右。

■行业评析

银行间市场直接融资新规出台

昨日中国人民银行发布2008年一号令：中国人民银行制定的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》自2008年4月15日起施行。

银河证券：

新办法的推出将揭开商业银行金融工具创新的新篇章。新办法对银行间市场融资的金融工具给予了比较宽泛定义，由于商业银行不能再为企业各种融资提供担保，我们理解新办法所规定的金融工具应由拥有稳定现金流的资产作为支持，类似资产支持商业票据。对于金融工具支持资产的评级新办法规定："将由在中国境内注册且具备债券评级资质的评级机构进行信用评级"，因此，新办法的推出为商业银行的金融创新提供了政策支持。

新办法扩大了企业在银行间市场直接融资的范围，对企业在银行间市场发行债券的期限结构没有给予特别规定，明确了企业在银行间市场直接融资可依据自身需求选择中长期债和短期债。新办法明确了企业在银行间市场融资的定价为市场化定价方式，信用度较高的企业融资成本有望降低。

新办法的推出对商业银行十分有利，包括：（1）为商业银行腾挪贷款空间。受信贷规模控制，商业银行今年的贷款业务将受到限制，新办法的推出有利于商业银行通过帮助其大客户以发债方式将其占用的低利率贷款替换出来，提高贷款资金使用效率；（2）商业银行以其拥有的客户资源将成为新办法规定下的证券发行主体，债券承销以及对证券支持资产的管理将成为商业银行中间业务收入盈利的新来源。我们认为拥有国有特大型企业客户较多的工商银行、建设银行和中国银行将首先受益，其次是拥有稳定现金流客户较多的招商银行，维持行业"谨慎推荐"的投资评级。

成品油进口增值税先征后返

财政部发布通知，经国务院批准，自2008年4月1日至2008年6月30日，对中国石油天然气集团公司进口的50万吨汽油、100万吨柴油和中国石油化工集团公司进口的50万吨汽油、150万吨柴油实行进口环节增值税先征后返。

国金证券：

为降低国际高油价对国内炼油造成的损失，中国从去年12月至今年3月期间暂停对进口汽油征收增值税，此次通知相当于延续了税收优惠政策一个季度。国家为了严控CPI过快增长，对国内汽柴油价格实行严格管制，而价格管制的结果是国内成品油供应偏紧，必须依赖进口。而目前中美汽油零售价价差高达700元/吨、柴油高达1500元/吨以上，批发价差距更大，基本上进口一吨亏一吨，两大石油集团承担了不少社会责任。本次政策出台是为了弥补两大石油集团汽柴油进口造成的亏损。

不过增值税先征后返后，国内进口柴油仍难以弥补亏损。以新加坡柴油140美元/桶价格为例，以美元兑人民币1:7计算，进口完税价为9072元/吨。如果增值税完全返还，则完税价为7790元/吨，仍然高于国内柴油零售指导价1994元/吨。汽油情况亏损较小，目前进口亏损55元/吨。

基于目前的数据，按公布数据静态测算，中石油二季度在进口成品油方面将亏损20亿元，中石化将亏损30亿元。我们推测国家近期可能出台原油进口增值税先征后返政策，如果这一政策出台，相当于给中石化成品油提价820元/吨，构成较大利好。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系