

# 宽幅震荡消化政策面及估值面压力

## ——2月份投资策略

●2月份大盘处于两难境地:一方面市场充裕的流动性有进一步推高的动力,另一方面整体偏高的估值以及管理层调控市场的预期导致投资者信心不足,制约了短期做多热情。整体而言,我们对2月行情持相对谨慎态度,短期看缺乏趋势性多做的动力,上行压力较大,市场可能以宽幅震荡走消化政策面以及估值的负面压力,震荡幅度(约10%-15%的振幅)大于1月份,板块的结构性调整将更为剧烈,但在2500-2600点附近应有较强支撑。

●仅从估值看,市场尚未出现全面泡沫化,2007年估值水平仍有推升空间。但基本面利好预期难以跟上市场估值水平的快速上升,市场需要阶段性修正和来自于企业盈利数据的刺激。

●从资金面看,一季度末或二季度进一步出台紧缩性货币政策的可能性很大,但1-2次的加息以及进一步上调存款准备金率等紧缩性措施无法从根本上改变流动性充裕的局面,市场赚钱效应以及政策调控力度可能会对短期资金流向及流速产生重要影响,密切关注外力是否会打破资金循环的平衡。

●从管理层态度看,意欲股市降温的意图已十分明显,这是影响2月份多空对峙最重要的因素。虽然这些措施实际效果有限,但在市场整体估值偏高、心态不稳情况下,可能会成为短期多空方向性选择的重要砝码。

●建议在大盘上行过程中,注意控制仓位、锁定收益、减持短期涨幅大、估值缺乏优势的个股;如果大盘大幅震荡至箱体下沿,则可增加仓位,选择有一定安全边际的公司,并可逢低增持2007年基本面良好的高成长性股票。

### □海通证券

#### 2月份市场运行环境分析

大盘在经历了去年12月份的单边急速拉升后,1月份呈现约380点的宽幅箱体震荡走势,整体仍有10%左右的涨幅,市场成交量较上月明显放大,日均成交量达1200亿元左右,市场换手率明显提高,市场投资气氛逐步加强。热点方面,低市盈率(如煤电运、钢铁)的防御型品种、低价补涨板块、高成长性的消费类个股的表现超越大盘。

2月份大盘明显处于两难局面,一方面市场充裕的流动性有进一步推高的动力,另一方面整体偏高的估值以及管理层调控市场的预期导致投资者信心不足,制约了短期做多热情。整体大盘处于较敏感区域,面临进一步的方向性选择。我们着重从市场关心的估值、资金面以及政策面这三个重要的影响因素进一步探讨未来市场可能的走向。

1、市场估值还有多少空间?  
自去年11月份由行业、公司基本面驱动的边上行情以来,市场整体估值水平已快速上升。根据天相数据,截至1月26日,两市全部A股的2006年加权平均市盈率水平已快速上升,沪深300成份股的加权平均市盈率为26.5倍,市场静态估值水平偏高。但若考虑2007年上市公司盈利增长为25%,则2007年两市A股的加权平均市盈率为23倍,沪深300的加权平均市盈率约21倍。我们认为,考虑到中国经济的快速增长,流动性过剩、人民币升值、股改后股东利益机制一致带来的利润提升、会计以及税收制度改革等带来的基本面中长期向好预期,国内市场的估值水平从中长线看可以达到25-30倍左右,一定程度的泡沫是合理的。因此仅从估值水平看,市场整体估值水平仍有推升空间。

但经过去年以来的大幅普涨后,各个板块估值都已不低,部分行业出现结构性泡沫,一些公司的炒作已有非理性成分。虽然尚未出现全市场泡沫局面,但中长期的基本面利好预期难以跟上短期估值的快速上涨和提前透支,不考虑政策调控等影响,市场本身在估值上也分枝较大。因此,估值的进一步推升也面临较大压力。

2、流动性过剩局面能持续多久?紧缩性货币政策能起到多大作用?

目前股市沉淀资金的力量让人吃惊,兴业银行发行就募集了1.16万亿元申购资金,相比庞大的18万亿元储蓄基数,目前源源不断地储蓄分流入市似乎仅仅是开端。目前,仅凭12月份的CPI数据难以得出需要采用加息手段调控通货膨胀的结论,但出于抑制投资信贷反弹和股市泡沫的目的,央行在一季度末或二季度很可能出台加息政策。由于不可能形成持续的加息周期,同时考虑人民币升值压力和经济的平稳发展,央行也会继续采用上调存款准备金率和公开市场业务手段来调控流动性(市场基本预期央行2007年可能以0.5个百分点的幅度上调存款准备金率3-4次,至11%,央行发行量突破4.5万亿元)。

我们认为,1-2次的加息以及进一步的上调存款准备金率等紧缩性措施无法从根本上改变流动性充裕局面,但市场赚钱效应以及政策调控力度可能会对短期资金流向及流速产生重要影响。

我们也密切关注近期基金申购赎回动向、市场成交量变化,这能直观反映市场资金的态度。根据我们了解,近期基金申购量较前两个月有所减少,赎回量则在增大,这是值得关注的变化。如果随着资金流入股市速度的减缓,市场目前高位换手的资金循环平衡被打破,将对市场形成较大压力。

### 3、管理层态度

从近期出台房地产调控政策、暂停新发基金审批、春节后严查银行违规资金入市、督促国企防范股市投资风险、加大股市调整风险的舆论宣传等系列举措看,管理层意欲股市降温的意图已十分明显。从中也可以看出,管理层亦十分清楚采用加息等单方面的措施很难奏效,需要进行综合治理。因此一方面尽快加大股票市场的供给,如中国人寿、兴业银行、平安保险的发行流程一个比一个快,国企整体上市的速度和力度也超过市场预期;另一方面从控制停发基金、检查银行违规资金入市等多种手段控制股市的流动性。

我们认为,管理层的态度是影响2月份多空对峙最重要的因素。如果继续并持续地加大调控力度,如加息、进一步出台房地产调控政策(物业税、商品房预售制度调整等)、或强化市场对国有股减持形成市场冲击的预期……,则对股市上行的压力不言而喻。虽然这些措施实际效果有限,不可能改变市场中长线牛市格局,且市场以震荡形式对调控举措已有一定的消化,但在市场整体估值偏高、心态不稳的情况下,可能会成为短期多空方向性选择的重要砝码。目前状况下对政策预测极为困难,我们估计春节前后政策面可能会以平稳为主,管理层可能会根据大盘走势、市场反应、1月份经济数据等考虑进一步的措施。

#### 市场趋势判断及操作策略

##### 1、市场趋势判断

整体而言,我们对2月份行情持相对谨慎态度,考虑到仍然充裕的流动性,如政策面能保持相对稳定,则不排除市场估值有5%-10%的上升空间,但趋势性上行压力较大,短期看缺乏趋势性多做的动力。市场可能以宽幅震荡走消化政策面以及估值的负面压力,震荡幅度大于1月

(估计达到10%-15%的振幅),板块的结构性调整将更为剧烈。但从市场估值、资金面看,尚不至于形成拐点,在2500-2600点附近应有较强支撑。

##### 2、操作策略

在震荡市场中,仓位控制和操作策略极为重要,我们建议在大盘上行过程中,注意控制仓位、锁定收益、减持短期涨幅大、估值缺乏优势的个股;如果大盘大幅震荡至箱体下沿,则可增加仓位,增持2007年基本面良好的高成长性股票,如消费类个股、券商股、钢铁股等。

##### 个股选择上一定要选择有

一定安全边际的公司,一是业绩稳定增长、整体估值偏低、涨幅较小的防御性品种带来的安全边际,如煤炭、钢铁、电力中的龙头公司,西山煤电、国阳新能、宝钢、鞍钢、邯钢、国电电力、南京高科等;二是有较为明确的整体上市、资产注入、股权激励或重组预期的个股,如沪东重机、上海机场、紫江企业、桂冠电力、特变电工、吉电股份等;三是业绩增长明确、可通过高成长性支撑相对较高估值的优质公司,如一些细分行业的龙头等。

#### 2月份投资组合推荐

股票名称	推荐理由
宝钢股份 (600019)	2007年钢铁行业产能释放减少,钢价将继续上涨,钢铁企业盈利能力可能超过预期。公司今年有新增产能释放,2007-2008年每股盈利预测有1.00元、1.10元,目前估值偏低。
西山煤电 (000983)	公司拥有全国最大的焦煤基地,2007年煤价上涨已成定局,2007-2008年每股盈利预测为0.88元、1.00元,目前估值偏低。
吉林敖东 (000623)	公司是广发证券的第一大股东,持有25%股权,2006年业绩预增250%-300%以上。目前广发证券借壳延边公路已获批,等待复牌。我们仍然看好牛市场环境下游商股的高成长性,目前吉林敖东估值尚未能充分反映其内在价值,建议逢低买入、中线持有。
长春高新 (000661)	公司拥有70%股权的长春金赛药业是国内成长性最好的生物制药公司之一,2006年实现净利润7000万元以上。另一控股子公司百克药业开发的爱滋疫苗是国内第一个通过一期临床的,水痘疫苗等也将于今年9月份上市。由于上市公司仍有一些低效资产拖累业绩水平导致公司价值被严重低估,我们认为资产剥离是大势所趋,建议逢低积极介入。

#### 1月份荐股回顾

股票名称	市场表现及跟踪建议
中信证券	当月最高涨幅31%,券商板块仍是2007年重点关注品种,可中长线持有。
青岛海尔	1月份冲高回落,中长线继续看好,可继续持有。
鲁阳股份	当月最高涨幅33%,中长线继续看好。
西山煤电	当月最高涨幅43%,估值仍偏低,可继续持有。

### ■信息评述

#### 美国向WTO申诉中国出口补贴

当地时间2日,美国政府以中国存在贸易补贴为由,向总部设在日内瓦的世界贸易组织提出申诉。美方指责中国存在“出口补贴”和“进口替代补贴”两方面在WTO框架下被禁止的补贴。美国贸易代表苏珊·施瓦布表示:“有争议的补贴提供给了中国所有的工业领域。”

#### 东方证券:

美国向WTO申诉中国出口补贴,一方面反映了美国国内政治势力的变化,由民主党控制的美国国会正对美国政府施加更大的压力,要求它采取行动,解决创纪录的对华年度贸易逆差问题;另一方面也标志着美国对华压力的升级。

不过我们预期,双方的争端最终会通过双边磋商解决。因为按照世贸组织争端解决机制,中美双方将先就有争议的问题进行

为两个月的双边磋商。在双边磋商不能取得一致后,世贸组织可根据要求成立专家组进行相关的审议和裁决。此前美国曾分别就与中国在进口半导体、牛皮纸和汽车零部件等问题上存在的贸易纠纷向世贸组织提出申诉。其中,关于半导体和牛皮纸两项贸易纠纷经双方协商得到妥善解决,而汽车零部件问题目前尚在审议中。当然纠纷解决需要双方都做出一些让步,这可能对相关行业产生一定的影响。

#### 上市公司高管不得超比例转让股份

针对近期少数上市公司董事、监事和高管人员违反规定的情况,证监会有关部门负责人表示,有关违规情况已经核查,有关管理规则和操作指引将适时公布。

#### 申银万国:

市场的财富效应可以在短期内吸引大量资金,从居民储蓄、外资、信贷资金,但上市公司作为公众企业,理应顺势而为,为投资者

创造更多的价值,而不是被二级市场的交易所迷惑。管理层适时出手有利于阻止这一现象的蔓延,但约束与激励的均衡难题在牛市中还会不断以新的形式出现。

#### 600亿信托资金借道流入股市

200个集合信托计划,117.7亿资金投向金融市场,用益信托工作室分析师李昭用“爆发式的增长”形容2006年进入股市的信托资金。根据他的统计,去年全年548个集合信托计划中有超过三分之一的计划筹集资金投向证券市场,“无论从计划数量,还是实际规模”都比2005年有了巨大的增长。

#### 海通证券:

除了私募基金可以利用信托这条合法的通道进入股市以外,还有更多的资金也在利用信托这个平台。

信托资金流入股市主要还是看好沪深股票市场,特别是随着我国资本市场的一些历史遗留问题的逐步解决,资本市场将加快发展。

### ■行业评析

#### 今年以来主要钢材产品价格上涨

进入2007年以来,主要钢材产品价格上涨,上涨幅度5%左右。2月2日,鞍钢、武钢都上涨了3月份产品出厂价格,热轧板上涨300-350元,冷轧板上涨100-120元,而且有继续上涨的趋势。

#### 中信证券:

钢材价格的上涨将提升相关公司的盈利能力,也进一步表明,国际国内钢材市场进入新一轮增长周期,为钢铁股的上涨提供内在动力。近期市场有三钢闽光、柳钢股份、重钢股份IPO,韶钢松山和武钢股份发行可转债和分离交

易可转债,将为整个钢铁股的重估营造良好气氛。继续看好钢铁行业内价值,重点推荐2007年具有新增产能的龙头公司,如宝钢股份、太钢不锈、马钢股份、鞍钢股份、武钢股份等。存在行业整合机遇的韶钢松山、济南钢铁、莱钢股份、包钢股份、华菱管线、柳钢股份等也存在套利机会。

#### 联合证券:

价格的上调受三方面影响,第一、国内经济的快速增长依旧支撑国内钢铁企业的消费;第二、国际经济的乐观预期也支撑了国际钢材价格继续在高位整理,国

内企业出口钢材动力充足;第三、对国内钢铁企业的投资控制使国内钢铁产能的释放力度下降。我们认为以上三个方面因素将在2007年持续对中国钢铁行业产生影响,继续维持行业增持评级。

#### 移动运营商出现新一轮单向收费热

新浪科技报道,最近广东出现手机单向收费,导致了新一轮单向收费热。1月31日,北京移动宣布将从2月8日起推出名为全球通“畅聊99”的业务套餐,其中被叫完全免费,这意味着北京实际上开始实施单向收费。

#### 光大证券:

单向收费的实施,对于移动运营商而言,是短空长多;某种程度上,短期也不一定是一种利空。短期而言,单向收费有可能降低移动运营商的用户ARPU值,从而影响其收入与利润增长。然而如果用户增长加速,则将大大减缓ARPU下降对利润的冲击。此外,通过资费套餐方式运营

商可以有效锁定用户的ARPU值,从而单向收费对ARPU的冲击弱化。如果视野放长远一点,我们认为单向收费对移动运营商是重大利好:单向收费有利于移动运营商抢占用户竞争的制高点,有利于先行构筑“价格壁垒”,伴随单向收费的网间结算方式修改有利于移动运营商。

#### 山西焦炭协会从2月起再次提价50元/吨

山西省焦炭行业协会决定从2007年2月1日起,山西省焦炭销售指导价格在1月份提价30元/吨基础上再次提价50元/吨。

#### 国泰君安:

这次提价从表层上看,是因为上游煤炭价格上升所推动,季节性因素也是一个表层变量;从深层原因上讲,焦炭行业在关闭落后产能和钢铁需求增加背景下

供需结构发生好转是关键推动因素,这提升了焦炭行业对下游企业的议价能力。我们认为,焦炭价格回升将是一个趋势,2007年焦炭价格相对2006年将是次低谷,行业正在逐步向上复苏。

## 券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(1月26日至2月5日)

股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	报告EPS		一致预期EPS		EPS差异率	股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	报告EPS		一致预期EPS		EPS差异率		
					2006E	2007E	2006E	2007E							2006E	2007E	2006E	2007E			
000717	韶钢松山	中信证券	2-1	买入	0.4	0.46	0.338	0.475	18.19	-3.11	000528	柳工	中信证券	1-29	买入	0.823	1.02	0.743	0.926	10.72	10.14
600036	招商银行	招商证券	1-31	强烈推荐	0.431	0.547	0.403	0.553	7.00	-1.19	600150	沪东重机	海通证券	1-29	买入	2.26	2.66	0.861	1.085	162.39	145.13
600030	中信证券	招商证券	1-31	强烈推荐	0.74	1.4	0.669	0.973	10.65	43.95	600150	沪东重机	渤海证券	1-29	强烈推荐	2.3	--	0.861	1.085	167.03	--
600900	长江电力	招商证券	1-31	推荐	0.47	0.53	0.443	0.534	6.08	-0.68	600150	沪东重机	申银万国	1-29	买入	2	--	0.861	1.085	132.20	--
000001	S深发展A	招商证券	1-31	中性	0.75	1.01	0.625	0.79	20.09	27.90	600150	沪东重机	招商证券	1-29	推荐	2.3	--	0.861	1.085	167.03	--
600177	雅戈尔	国泰君安	1-31	增持	0.47	0.56	0.385	0.457	22.08	22.50	600642	申能股份	申银万国	1-26	增持	0.61	0.52	0.56	0.559	9.03	-6.98
000001	S深发展A	国泰君安	1-31	增持	0.71	0.98	0.625	0.79	13.69	24.10	000002	万科A	中金公司	1-26	推荐	0.5	0.71	0.47	0.643	6.34	10.39
600016	民生银行	招商证券	1-31	强烈推荐	0.376	0.506	0.352	0.435	6.62	16.19	000069	华侨城A	申银万国	1-26	增持	0.742	0.893	0.61	0.765	21.57	16.73
600196	复星医药	招商证券	1-31	推荐	0.294	0.341	0.26	0.354	13.28	-3.55	600037	歌华有线	中金公司	1-26	推荐	0.73	0.72	0.639	0.645	14.18	11.61
600016	民生银行	西南证券	1-31	增持	0.34	0.47	0.352	0.435	-3.48	7.92	600497	驰宏锌锗	中金公司	1-26	推荐	5.33	7.83	4.311	5.927	23.62	32.11
600016	民生银行	中金公司	1-31	推荐	0.36	0.39	0.352	0.435	2.20	-10.45	600011	华能国际	中金公司	1-26	中性	0.5	0.52	0.457	0.494	9.29	5.25
000933	神火股份	招商证券	1-31	强烈推荐	1.36	1.62	0.82	1.672	65.78	-3.09	000402	金融街	中金公司	1-26	中性	0.54	0.68	0.491	0.649	9.96	4.81
600150	沪东重机	广发证券	1-30	买入	2.3	--	1.63	1.944	41.10	--	600104	上海汽车	中金公司	1-26	中性	0.39	0.48	0.35	0.489	11.35	-1.92
600642	申能股份	广发证券	1-30	持有	0.64	0.6	0.57	0.549	12.36	9.21	600895	张江高科	国泰君安	1-26	增持	0.26	0.4	0.203	0.248	28.01	61.00
600153	建发股份	中信建投	1-30	买入	0.7	0.88	0.588	0.854	18.97	3.04	000001	S深发展A	国泰君安	1-26	增持	0.706	0.978	0.597	0.761	18.22	28.51
600549	厦门钨业	国信证券	1-29	推荐	0.72	0.98	0.61	0.884	17.98	10.89	600005	武钢股份	中金公司	1-26	推荐	0.5	0.75	0.471	0.681	6.24	10.11
601111	中国国航	招商证券	1-29	推荐	0.33	0.27	0.289	0.266	14.06	1.60	600900	长江电力	申银万国	1-26	增持	0.468	0.531	0.439	0.539	6.57	-1.51
600150	沪东重机	天相投顾	1-29	买入	2.3	2.41	0.861	1.085	167.03	122.09	000100	TCL集团	中金公司	1-26	审慎推荐	0.01	0.1	-0.202	0.113	104.96	-11.17

说明:  
1)“激进预测”是指卖方机构的预测显著高于或低于市场一致预期水平的预测。由于业内沟通流畅对同个股票的预测理论上应该比较接近,只有在研究员拥有非对称信息或者对预测值非常自信的时候才会出远超出一致预期水平的预测,因此这种股票值得特别关注。卖方研究显著高于一致预期,有可能提前预示股价波动,创造超额利润。  
2)算法:总市值小于20亿,取净利润差异20%以上,且净利润增加1000万以上;总市值大于20亿,小于100亿,取净利润差异10%以上,且净利润增加3000万以上;总市值大于100亿,小于500亿,取净利润差异8%以上,且净利润增加5000万以上;总市值大于500亿,取净利润差异5%以上,且净利润增加1亿以上。  
(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)