

从“山重水复”到“柳暗花明”

——二季度 A 股市场投资策略

●当前股市所处的阶段仍可以清晰地判断为牛市第一个阶段,即财富转移阶段,但有快速向第二个阶段“狂热”过渡特征。
 ●当市场走势向业绩增长预期靠拢时,我们认为沪深 300 未来运行空间在 0-30%之间,意味着沪深 300 在 2600-3380 点之间都是较为合理的,相应的上证指数可以运行在 3000-4000 点的区间内。
 ●从二季度驱动大盘上涨的基本因素看,一是股指期货推动的大盘价值股,二是央企整合向地方国企的过渡,推动区域板块的上涨,三是国家产业推动的行业机会。
 ●按照驱动因素分析,我们给出由 20 只股票构成的二季度投资组合。

□天相投资顾问有限公司

当前仍处牛市第一阶段

牛市的本质是资产价格的重估,是供求关系引发的价格上涨。从历史看,一轮典型的牛市都需要经过财富转移——狂热——价格上涨趋缓——资金回抽等四个完整阶段。有时在经济衰退或者其他负面因素影响下,市场还要经历恐慌性抛售阶段。在经历了典型的一轮周期后,经过持续的市场信心重建,市场再逐步进入新的牛市周期。对于当前股市所处的阶段,我们仍然可以清晰地判断为牛市的第一个阶段,即财富转移阶段,但有快速向第二个阶段“狂热”过渡的特征。由于股市上涨的直接驱动力来自于资金,在股市上涨预期越来越稳定情况下,受赚钱效应吸引,从未或消极投资的参与者开始进入这个市场,呈现财富转移的明显特征。

从股市上来看,这种财富转移趋势更为直观和明显,A 股开户数在进入 2007 以后出现井喷式增长。从另一个角度,在 2 月份新基金被叫停之后,3 月份新基金发行受到热烈追捧,预计募集规模将再创天量。这种现象直观的表明,长期被股市投资者艳羡的巨额居民储蓄正逐步流入股市。

二季度影响股市因素

二季度股市运行环境不会发生明显改变,关注重大事件对预期的影响,关注市场供求关系的微妙变化,可以帮助我们更清楚地判断股市运行状态,从而认识到其中蕴含的机会与风险。

1、行业景气全面提升,上市公司业绩高速增长
 从去年下半年以来,我国行业经济表现为效益的全面提升,特别是中下游行业在需求推动下呈现恢复性的整体高速增长态势,上市公司利润也同样大幅增长。截至 3 月 23 日,已公布的 436 家上市公司年报可以看出,97.71% 的上市公司实现盈利,80.73% 的上市公司净利润较去年同比增长,全面增长态势十

分明显。据统计,已公布年报上市公司税后利润合计同比增长 62.63%,加权平均每股收益为 0.2422 元,同比增长 44.03%。
 2、两税合一业绩的提升
 在目前的上市公司中,内资企业是大多数。根据天相证券投资分析系统提供的数据,2005 年年报显示 A 股上市公司的平均实际税负水平在 28.64% 左右。如果内外资企业的实际税负水平一次性统一到 25%,在其他情况不变假设下,上市公司的平均税负水平将下降 13% 左右,上市公司汇兑净利润将提高 5% 左右。但考虑到新旧所得税的过渡期设置,部分上市公司将继续享有优惠的政策,我们假设新税法实施后平均税负在 22% 左右,那么新税法实施对上市公司整体业绩的影响要大于 9%。
 新的所得税法无疑将给市场带来制度红利,新税法的实施推动大盘上涨空间肯定大于 5%。
 3、扩容与“小非”压力
 市场对 4、5 月份即将到期的限售股解禁小高峰有所忧虑,我们认为对于大非小非等增加市场供给的行为,可能会增加个股和市场的短期波动,但不会改变基本供求关系,更不会对市场基本趋势形成实质影响。在对股票需求仍然十分旺盛背景下,很多股票在流动性增强情况下,反而给投资者提供了极好的买入时机。

4、股指期货对股市的影响
 考察全球主要股指期货推出过程中,并没有发生股指期货左右了股票市场走势情况。我们认为两者关系的核心是股市决定股指期货,股指期货只是对指数带来扰动影响,决定股市走势的永远是市场基本面和估值水平。从目前 A 股基本面来看,良好的外部环境不存在逆转迹象,同时当前沪深 300 指数 2007 年的市盈率在 22-23 倍左右,也不存在明显高估,因此我们有理由判断股指期货的推出不会对 A 股向上运行趋势产生实质影响。

股指期货对 A 股的影响可以分为两个方面,一是推出前,市场的上涨来自于对股指期货的预期,使得对沪深 300 指数中的权重股的需求增加,推动大盘上涨;在推出后,如果大盘被过度炒

作,短期就存在做空动能。由此我们也可以判断,股指期货推出前市场将延续上涨势头,推出后股市有可能回调整理。
 5、收紧流动性的政策
 牛市伴随流动性是股市运行中的常态,这是各国牛市的规律,否则流动性对价格的冲击将导致严重的泡沫或不理性的上涨。因此,每一次加息或提高准备金率预期导致的大盘调整都可以理解为累计风险的释放,有利于股市健康运行。
 另外,规范与监管,在股市最活跃的时候将是监管部门工作的重点。目前存在的上市公司信息披露不透明,市场交易中存在的利益输送、股价操纵等情况仍较为普遍,因此需要为这些问题的解决付出相应的代价。

二季度走势预期

从二季度看,市场多种因素作用的结果是大盘延续震荡上扬的格局。
 虽然一季度沪深两市延续涨势,其中沪深 300 上涨幅度达

到 30%,上证指数涨幅为 13%,但我们仍然可以把一季度行情理解为调整行情。从 1 月中旬截至目前已超过 2 个月的时间,中低价重组概念股走出了快速上涨行情,但以基金重仓股为代表的基金重仓股始终处于回调状态。其调整压力主要来自于机构对仓位控制,对重仓股的结构调整。按照我们的判断,基金对仓位结构的调整应该基本到位,二季度机构将由前期的不作为转向有所作为。

我们注意到,近一个月新发基金规模在 700 亿元左右,意味着为股市提供了 700 亿元的新增需求。在基金仓位结构调整完善、新基金资金到位的情况下,我们应该对近期市场再度走强充满信心。
 在这种情况下,股指期货条款以及后期各种相关信息都将成为触发大盘走强的基本诱因。我们认为沪深 300 的动态 PE 在 25-30 倍是合理的,当市场走势向业绩增长预期靠拢时,我们认为沪深 300 的未来运行空间就在 0-30% 之间。意味着沪深 300 在 2600-3380 点之间都是较为合理的,相应的上证指数可以运行在 3000-4000 点的区间内。

二季度投资策略

我们认为二季度股市将基本维持上涨态势,我们的基本策略将从保守转向积极,投资者应该大幅度增加仓位比例。从驱动大盘上涨的基本因素看,一是股

指期货推动的大盘价值股,二是央企整合向地方国企的过渡,推动区域板块上涨,三是国家产业推动的行业机会。

1、大盘价值股是基本方向
 随着股指期货推出的日益临近,以沪深 300 指数样本股为代表的大盘蓝筹价值股将成为投资者最为关注的焦点。增长预期更明确、预期增长率更高的上市公司应是主要的投资依据,基本策略应该以估值优势与业绩持续增长为标准,在沪深 300 市值居前 50 的股票中进行重点挖掘。
 2、整合背景下的投资机会
 我们提出两类机会,一类以整合为主题的投资主线,这类机会将围绕资产注入、整体上市等展开;二类以产业政策导向为主题,选择在长期经济增长中能持续受益的行业,如装备制造、医疗、军工、物流、信息、新能源等。
 3、产业政策推动的行业增长
 解读温总理今年的政府工作报告,我们看到两条清晰的主线,一是结构调整,这种机会就是我们上面讲的整合背景下的价值挖掘;二是稳步发展,坚持走新型工业化道路。因此,相关受到鼓励、扶持的产业将得到持续增长,特别是新兴产业将进入快速增长阶段,如装备制造、医疗、军工、物流、信息、新能源等。
 4、推荐组合
 按照分析师的盈利预测与投资评级状况,我们给出二季度投资组合。该组合考虑到了上述三个方面因素,按照均衡配置策略,能够较好地应对市场变化,应该可以获得理想的投资收益。

信息评述

尚福林:正认真准备股指期货上市前工作

中国证监会主席尚福林 26 日在上海表示,证监会正在按照“高标准、稳起步”的原则,认真开展股指期货上市前的各项准备工作。

海通证券:

(1)为尽快使机构投资者拥有对冲风险的工具,股指期货有望在 5 月前推出;(2)我们认为,股市在 3000 点以下保持较长时间震荡走势,有利于为指数

利推出构筑坚实而不易为空头击穿的防线,因此未来指数将运行于 3000 点上方,同时沪深 300 权重股有望在期指确定推出前出现一波行情,但目前此行情时尚不成熟。

证券市场的监管应该重视自律机制

日前,证监会出台了《关于开展“加强上市公司治理专项活动”有关问题的通知》,这份《通知》规定了上市公司完成治理目标的期限,并明确如果治理水平不过关将受到证监会的多项监管措施。

国泰君安:

提高我国股市监管效率是降低我国股市的系统风险,切实保护中小投资者利益的根本,同时也是降低我国股市异常波动水平的治本之道。近期多年以前“坐庄”现象大有复燃、燎原之势,因此加强对证券市场的监管是十分必要的。但显然仅仅依靠证监会不断制定“治标”措施是不够的,还应该完善我国股市自律机制,发挥我国股市组织者和参与者自我管理、相互约束的作用。证券业自律组织是监管部门与监管对象沟通的桥梁和纽带,是监管体系

的重要组成部分。借助于证券市场参与主体的自律行为,予以行业或者道德约束,对于维护投资者利益,树立守法经营、公平竞争的良好风气和市场文化意义重大。
 总之,应该建立和健全我国股市参与者的行业自律组织,如商会、社会中介机构行业协会等,并逐步提高各种自律组织对其成员进行监督管理的能力,从而进一步规范上市公司、中介机构以及注册会计师、律师等证券从业机构和人员的行为,提高我国股市的诚信度,增强投资者长期投资我国股市的信心。

国家将投资 1000 多亿元用于西藏建设

新华网 26 日报道,“十一五”期间,国家将投资 778.8 亿元,在西藏建设 180 个项目,这些项目全部完成预计需要投资 1097.6 亿元。

海通证券:

(1)国家对西藏等落后地区投资政策的倾斜,体现了中央在经济发展方向上的转变。可以预计西藏地区的美好前景是可期的,这将为西藏板块相关上市公

司的发展带来强大动力。
 (2)尽管国家对固定资产投资保持调控状态,但中西部地区还处于投资拉动发展阶段,这将有利于基建、建材和制造业等相关行业扩大产能。

天相投顾:

我国政府的这种区域发展战略就意味着 2006 年中西部地区投资的高速增长可能将在今后几年都得以延续。从去年情况来看,整体投资增速的回落主要是由于地方项目投资增速放缓造成的,

中央项目仍然维持 30% 左右的增幅。今年按照规划,部分基础设施建设仍将保持高速增长,比如铁路投资预计仍将保持 100% 左右增幅,因此中央主导的投资项目也会对整体投资增速形成支撑而不至于大幅回落。

行业评析

钢铁行业:出口退税不影响行业向好趋势

钢协秘书长周一在“第五届钢材市场和贸易国际研讨会”表示,钢材出口退税调整“新的措施不是在酝酿,……很快就要出台。”

联合证券:

钢铁行业的出口政策已呼出了很长时间,出台已是明确的,而时间的不确定却在影响着钢铁行业对该政策执行力度的怀疑。但我们认为钢铁出口退税政策并不会导致国内钢铁行业向好的形势发生变化。

并不会出现下降;第二,促进国内钢铁企业及时调整产品结构,提升出口产品的附加值;第三,就国家产业角度,出口高附加值钢铁产品依旧是支持出口的产品;第四,随着钢材价格上涨,国内钢铁行业已消化出口退税对行业盈利的影响,我们继续维持行业“增持”评级。

股票评级

新中基 抛开疑虑放眼未来目标 30 元

从 2007 年前两个月中国番茄酱出口价格首次突破 600 美元/吨的数据来看,我国番茄酱出口企业的定价权得到了明显体现,出口价格提升足以抵消人民币升值对公司利润的负面影响。公司小包装产品产销两旺,除了 36/38 原料酱价格的上涨,公司另外一个拳头产品小包装番茄酱的价格今年 2 月份也上升了 2.58%,达到 1114 美元/吨,超过

了我们模型中假设的 1030 美元/吨。据公司介绍,今年小包装产品销售状况良好,将成为公司 2007 年业绩的一个重要增长点。综合考虑人民币升值、番茄酱出口价格上涨、原料收购价格上涨、财务费用增加等因素,我们调升公司 2007 年和 2008 年的 EPS 到 0.93 和 1.42 元。继续维持公司“买入”的投资评级,调高 6 个月目标价至 30 元。(东方证券)

宝胜股份

增长预期不改维持强烈推荐

公司 2006 年实现净利润同比增长 114.9%,从细分的财务数据看,以下方面值得关注:首先,收入增长幅度超出年初预期。其次,规模效应使得费用率同比下降。第三,辩证看待毛利率的下降。行业运行状况有利于公司持续增长,一方面,行业维持高景气度。另一方面,较低的行业集中度提供发展空间,宝胜股份作为国内龙头企业,有能力获得更大

的市场份额。公司定单充足,目前在手的定单数量为 12 亿元左右,比 2006 年同期增长接近 100%,收入增长幅度超出年初预期。其次,规模效应使得费用率同比下降。第三,辩证看待毛利率的下降。行业运行状况有利于公司持续增长,一方面,行业维持高景气度。另一方面,较低的行业集中度提供发展空间,宝胜股份作为国内龙头企业,有能力获得更大

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(截止日:2007 年 3 月 27 日)

股票代码	股票简称	近 3 月预测数量	最新预测时间	2006 年净利润同比	2 年复合增长率	2005 年 PE/G	2006 年一致预期			2007 年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
000549	S 湘火炬	4	3-19	256.40	219.00	0.366	0.598	14.891	4.34	1.991	4.471	2.3
600150	沪东重机	18	2-6	722.04	199.53	0.673	1.785	38.047	15.43	2.207	30.776	11.86
000060	中金岭南	6	2-28	337.55	145.39	0.445	1.783	15.192	7.31	2.447	11.068	4.86
600481	双良股份	5	1-17	179.01	139.32	0.782	0.308	38.967	4.13	0.632	18.976	4.05
000825	太钢不锈	15	2-14	193.63	117.76	0.535	0.857	20.648	3.93	1.384	12.788	3.6
600655	豫园商城	6	2-14	78.40	116.05	0.676	0.41	42.878	4.27	1.07	16.43	3.81
000898	鞍钢股份	15	2-7	221.41	92.06	0.41	1.127	11.732	2.79	1.293	10.224	2.81
000878	云南铜业	5	3-2	131.86	87.18	0.526	0.911	19.891	6.94	1.376	13.166	5.82
002110	三钢闽光	9	1-24	160.29	70.81	0.722	0.618	19.329	3.53	0.693	17.237	2.94
600690	青岛海尔	12	2-7	47.76	70.67	0.823	0.276	41.826	2.4	0.509	22.662	2.28
600177	雅戈尔	19	2-28	31.01	69.23	0.632	0.416	32.754	5.58	0.905	15.042	5.18
000758	中色股份	3	2-8	79.78	66.67	0.834	0.554	29.964	8.93	0.856	19.387	10.12
600875	东方电机	12	3-1	64.71	61.91	0.568	1.803	23.295	7.83	2.39	17.571	6.21
600362	江西铜业	11	3-22	151.44	58.87	0.531	1.608	12.429	4.69	1.572	12.714	3.73
600533	栖霞建设	8	2-7	57.34	47.06	0.762	0.577	21.654	3.93	0.794	15.746	4.3
000900	现代投资	3	1-29	78.80	45.28	0.809	0.787	19.038	2.43	0.929	16.127	2.13
600426	华鲁恒升	13	1-17	42.10	39.61	0.865	0.754	23.966	5.44	1.039	17.396	4.34
600303	曙光股份	5	3-15	34.69	37.80	0.845	0.528	23.121	3.74	0.742	16.437	3.29

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。同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只提示近 3 个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。

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。这些信息上表并未考虑,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)