

寻求主题配置与行业配置相结合

——二季度 A 股投资策略报告

●由于经济质量的提高,顺差与通胀的控制压力仍然很大,预计 2007 年政府将采用利率、汇率,以及财税政策等多项调控手段。

●我们认为当前市场运行特点、估值水平、加息与“两税并轨”、限售流通股减持,以及股指期货将推出都是必须要考虑的因素。

●在新的市场环境,我们主张不再坚持单一行业配置思路,而是寻求主题配置与行业配置的结合。主题投资上,看好资产注入、整体上市、股权激励带来的投资机会,继续挖掘新能源和奥运类的投资机会。

□东吴基金管理有限公司

政策展望

中国经济形势历来与政策调控有密切联系,但 2004 年以来的实践表明,经济运行的实际走势与政策调控意图有差异越来越大趋势。我们认为这种偏差的出现并非调控无效,而是市场需求一再超出预期,抵消了部分调控效果,所以前调控政策仍然十分必要。由于经济质量的提高,顺差与通胀的控制压力仍然很大,预计 2007 年政府将采用利率、汇率,以及财税政策等多项调控手段。

一、关注“三率”政策变化

今年以来紧缩政策出台时间明显提前。央行于 1 月 15 日、2 月 16 日两次上调法定存款准备金率,3 月 18 日又上调存款准备金率 27 个 BP。央行在 3 月份的加息中明确表示,“加息有利于引导货币信贷和投资的合理增长;有利于维护价格总水平基本稳定;有利于金融体系稳健运行”。这表明影响现行央行利率政策的因素顺序是:贷款控制→抑制投资→稳定物价→防范资产泡沫。

鉴于央行已于 3 月份加息,其对贷款、投资与物价控制的效果需要一段时间观察,所以我们在未来三个月内再次加息的可能性不大。二季度可能不会再次加息,但并不意味二季度不会有新的调控政策出台。在贸易顺差创新高背景下,准备金率、汇率(升值幅度),以及外贸政策将会择机而动。

二、关注产业政策

2006 年政府节能降耗指标没有完成,为此今年政府工作报告用严厉的言辞进行了揭示。究其原因,我们认为有待更严密、更完善的行政、经济政策作保障。因此预期:

·将通过调整行业政策和市场准入门槛,严把节能降耗的源头关。例如真正把能耗作为项目审核的强制性门槛,完善高能耗、高污染行业差别电价和水价政策;采取切实措施,支持能源替代,重大节能工程建设和节能产品的推广。

·调整能源等重要资源的价格。我国能源等资源产品价格长期实行不完全成本定价,造成资源价格机制扭曲,市场规律无法自动调节,所以要改变目前高能耗状况,资源定价机制必须改革。我们认为 2007 年,水、电、煤、气、油等资源的价格必然会

展开新一轮提价。同时,资源型、高能耗、高污染产品取消或降低出口退税率的范围会继续扩大。具体来说,对钢材、铜、镍、甚至水泥、煤炭等产品再次调整出口退税率的概率相当大。

市场分析

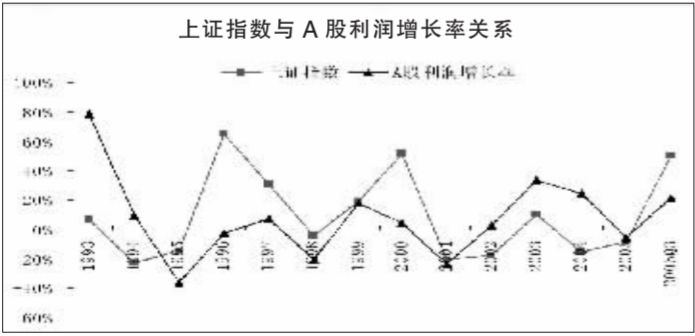
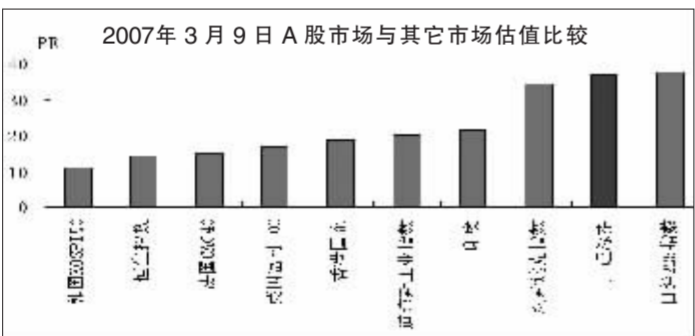
如何制定二季度投资策略?我们认为当前市场估值水平、加息与“两税并轨”、限售流通股减持,以及股指期货将推出都是必须要考虑的因素。

一、A 股市场成长与估值分析

统计发现,2007 年 2008 年上市公司预测净利润同比增长分别是 24.91%和 23.08%。未来两年上市公司盈利增长仍然能够保持较高速度,这为今后市场继续走牛奠定了坚实的基础。种种迹象已经表明,上市公司 2007 年一季度利润增长有望超出市场预期,这对二季度市场会起到正面促进作用。

截至 2007 年 3 月 20 日,采用 2006 年上市公司盈利预测数据计算,A 股 PE 为 34.07 倍,沪深 300 指数 PE 为 31.72 倍。这表明 A 股市场静态市盈率已经明显高于成熟市场和新兴市场的估值水平,并且 2007 年动态市盈率也要高于成熟市场和新兴市场的估值水平。

请注意,我们的实证分析证明,上证指数年度收益率与上市公司年度利润增长率,基本上是呈现同步增长趋势的。其中,最近一年业绩增长对当前市场走势起着决定性作用,次年业绩增长只有随着时间日益临近,对市场走势影响才会越来越明显。由于当前以 2007 年业绩计算的市



三、限售流通股对市场影响

4、5、6 三个月限售流通股解禁规模分别为 792、1096、340 个亿。如果扣减 4 月份减持的华能国际,以及 5 月份减持的浦发银行、贵州茅台和中国联通,那么 4、5 月份限售流通股减持规模只有 606 和 458 个亿。我们认为,限售流通股的上市只是影响供求关系,并不影响公司的内在价值,所以在流动性充裕背景下,限售流通股解禁应该不是影响市场的关键变量。但是随着股票价格的升高,可流通筹码的兑现冲动在战术上也不可轻视。

四、股指期货推出的影响

股指期货在今年 5、6 月份问世,应该是顺理成章的事。但是股指期货是一把双刃剑,它在规避和转移风险的同时,也会产生新的甚至更大的风险,防范风险之道在于准备充分与监管体系完善。

从风险控制角度讲,股指期货能否在上半年推出,不是没有变数。大量实证研究表明,尤其总结中国香港、中国台湾、新加坡、韩国市场股指期货上市前后的股票现货市场表现,发现股指期货对股票市场的直接影响基本上可分为三个阶段:第一,股指期货问世之前,股票现货市场因权重股的战略地位抬高,出现交易性溢价,推动股价上涨;第二,股指期货上市之后,对股票现货市场构成短期的资金挤出效应,股指下跌,并形成中期头部概率较高;第三,股市长期趋势不会因股指期货的存在而改变,而且股指期货与现货指数波动性基本一致。

目前“两税合一”已明确将在 2008 年实施,这显然对市场有提振作用。按天相证券投资分析系统提供的数据,2005 年年报 A 股上市公司的平均实际税负在 28.64%左右。如果所得税统一至 25%,则所有上市公司净利润总额能提升约 5%。现行所得税实际高于 25%的行业有:银行(39.9%)、贸易(33.5%)、食品(33.1%)、商业(31.7%)、煤炭(31%)、石化(30.3%)、房地产开发(28.1%)、钢铁(27.4%)。不过需要指出的是,降税对上市公司是一次性利好,并不提升上市公司核心竞争力。

入平台,判断难度较大。对投资者来说,把握这一机遇的正确方法是:在合理预期目标公司基础上,主动性卫星配置。

二、股权激励——金手铐

现代企业理论和国外实践均证明,股权激励对于改善公司治理结构、降低管理成本、提升管理效率、增强公司凝聚力和市场竞争能力等方面都起到非常积极的作用。政策上,中国证监会与国资委已先后发布了《上市公司股权激励管理办法》、《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》。正是基于股权激励对于上市公司的正向激励效应,投资者普遍对实施股权激励的上市公司有追捧热情。

统计分析上市公司股权激励方案公布前后的股价表现显示,股权激励对于股价刺激效应明显,所以我们认为对于成长性相近但已实施股权激励机制的上市公司,可赋予一定的溢价。

三、节能降耗——政策红利

2006 年政府首次把单位 GDP 能耗降低 4%列入经济考核指标,但遗憾的是没有完成。或许正因为如此,政府工作报告对此言辞严厉地进行了揭示,称“十一五”规划提出这两个约束性指标是一件十分严肃的事情,不能改变,必须坚定不移地去实现。同时政府工作报告还对今年节能环保工作作了八个方面的具体部署。因此,对于能够提供清洁能源、节能环保设备、节能性消费品的上市公司而言,有望真正进入政策红利时期。例如,生产风力发电设备的代表公司湘电股份、华仪电气等。据了解,由发改委、财政部等部委制定的《促进风电发展实施意见》已成型,不久将面世。此外,环保类上市公司也有政策红利,代表公司有合加资源、首创环保等。

四、奥运经济——拥抱福娃

目前距北京奥运会开幕不足 500 天。从历届奥运会举办的经验来看,奥运不但对实体经济具有强大的推动作用,而且对虚拟经济也有猛烈的刺激效应。我们统计分析了韩国、西班牙、美国、澳大利亚、希腊五国在举办奥运会前后的股市状况。奥运举办前一年韩国 KOSPI 指数、美国标普 500 指数、西班牙 IBEX 指数、希腊 ASE 指数、澳大利亚 AS30 指数(按涨幅大小排序),涨幅在 96.74%—14.39%之间。奥运举办当年只有西班牙股市下跌,其余四国股市涨幅在 69.54%—2.8%。韩国股市涨幅居冠,澳大利亚股市殿后。称得上是重大意外发现的是,奥运举办后第一年,上述五国股市都上涨,涨幅在 54.2%—0.28%之间。

因此,奥运板块例如北京城建、中青旅、王府井、中国国航,不仅是二季度仍可配置的品种,而且还应是锁仓品种。当然随着时间推移,奥运板块中投资拉动型与消费服务型的公司,在投资策略上应有所区分。

(执笔:陈宪 刘元海)

投资策略

在新的市场环境,我们主张不再坚持单一行业配置思路,而是寻求主题配置与行业配置的结合。主题投资上,看好资产注入、整体上市、股权激励带来的投资机会,继续挖掘新能源和奥运类的投资机会。

一、资产注入、整体上市——盛宴开幕

一季度,央企整体上市板块风起云涌,成为市场最亮丽的风景线。其实早在 2006 年 12 月国资委发布的《关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见的通知》中,就明确表示“将积极推进具备条件的中央企业公司整体改制上市或主营业务整体上市,鼓励不具备整体上市条件的中央企业,把优良主营业务资产逐步注入上市公司,做优做强上市公司”。我们认为,整体上市于资本市场的意义在于为上市公司注入了外延式增长的活力,就如同 1998 年资产重组为投资者提供的历史性机遇。

在现有 167 家央企中,有 83 家旗下有 A 股上市公司,其中,只拥有一家上市公司的央企其未来发展平台相对好判断,而拥有两家或以上上市公司的央企,最后会选择哪一家作为资产注

于等于 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;总市值大于等于 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;总市值大于等于 500 亿,取净利润差异 5%以上,且净利润增加 1 亿元以上。

(数据来源:上海朝阳永续 一致预期 www.go-goal.com)

信息评述

过快出口增速已非追求目标

当美国贸易代表施瓦布拿中国盗版碟说事的时候,中国商务部已在评估内外因素的变化情况。已经可以察觉,中国以往鼓励、奖励出口并保持很高出口增速的政策取向,正被寻求外部的适度平衡所取代。

海通证券:

目前贸易顺差给中国增加了一些压力,对内来说是加剧了国内资源、环境紧张,且中国从中获得的比较收益并不大;对外则诱发了贸易争端。我们预计管理层

正在酝酿一些措施缓解外贸顺差过大的压力,如普遍设定最低工资标准、抬高资源类产品定价及出口门槛、重修加工贸易禁止名单、取消或降低不同商品出口退税率。

中国外汇储备大幅增加令人不解

中国今年第一季度外汇储备在原有庞大基础上继续大幅增长,但增量中包括 733 亿美元来历不明的新流入资金,这连国内金融专家都感到疑惑。

国泰君安:

尽管这可能牵扯到某些未予备案的金融交易以及会计欺诈,也可能是这几方面因素共同作用的结果,但嫌疑最大的是中资银行可能进行的大量外汇掉期交易。在这笔来历不明的外汇增量中,肯定有一部分是由投资和汇率变化所产生的,但据经济学家和交易员粗略估计,这一部分大概只占到 100 亿—200 亿美元。

如何看待这笔来源不明的外汇增量,那么宏观就宏观经济而言它说明了什么问题。但

如果它真的是因资金流入造成的,那么对本已增速过快的中国经济来说可能会刺激它进一步高速增长。而这正是中国央行不愿看到的,3 月份时它已通过加息来抑制经济过热。

有迹象表明中资银行去年的外汇交易十分活跃,这与外界对它的了解有很大不同。中国银行最近公布的年报显示,截至 12 月 31 日,其持有的外汇掉期头寸达 415.3 亿美元。此外,中国工商银行持有的外汇掉期头寸也达到 63.3 亿美元。从历史上看,后者参与外汇市场的程度不及前者。

吴晓灵:信贷增速将进一步放缓

中国人民银行副行长吴晓灵近日在出席中国经济 50 人论坛广州研讨会间隙对媒体表示,3 月份信贷数据显示前期调控举措开始产生效果,相信随着流动性的不断收紧,未来信贷增长将进一步放缓。

东方证券:

我们认为,信贷增速放缓的主要原因还是去年 3 月份信贷较高的原因。一般来说,3 月份为信贷旺季,本月新增贷款 4417 亿,使得整个一季度新增贷款达到 1.42 万亿,比去年的信贷超高速增长水平还要高,说明了信贷扩张的趋势并无舒缓,从货币市场利率不

断走低就可以看出紧缩效应还不明显。从央行的表述来看,之前的货币紧缩政策效应还有待观察,虽然本周四的物价数据可能高于 3%,但央行再度加息的时间点并不在短期内。我们判断,央行针对商业银行信贷投放的情况将继续提高法定存款准备金率和发行定向票据。

期货交易管理条例正式施行

中国《期货交易管理条例》4 月 15 日起正式施行,这是国务院对 1999 年的《期货交易管理条例》全面修订后出台的、着眼于中国期货业规范发展的一个全新的期货“新规”。新条例第一次从法律层面对金融期货作了明确定位。这意味着,中国从制度层面为金融期货的推出清除了“路障”。

海通证券:

股指期货推出的制度性障碍正在消除,预计今年第三季度前后推出的可能性比较大。股指期货只是中国发展金融期货市场的

第一步,在尊重市场发展规律的基础上,其他金融衍生品预期交易将陆续推出,形成包括股指期货及期权、国债期货及期权、外汇期货及期权在内的产品体系。

行业评析

支持国有发电企业整体或主营业务上市

近日,国务院办公厅转发了《电力体制改革工作小组关于“十一五”深化电力体制改革实施意见》。《意见》要求国有电力企业继续深化改革,尽快形成适应市场要求的企业发展机制和经营机制。要求电力企业按照公司法要求,加快现代企业制度建设,完善法人治理结构,强化风险意识,改革和调整分配制度。加快国有电力企业股份制改革,支持国有发电企业整体或主营业务上市,引入战略投资者,实现产权多元化。

天相投顾:

“十一五”前两年的电力改革任务,如“920”、“647”发电资产的出售变现工作已经展开并取得成效。“十一五”后三年的任务较为繁重,难度相对较大。尤其是输配分开改革,是打破电网垄断的核心举措,尽管呼声很高,但由于实践中阻力较大,原定的“大

规模推进”被调整为“适时展开试点”。另外,《意见》对“十一五”国有电力企业改革的主要任务进行了明确规定——完善法人治理结构,支持国有发电企业整体或主营业务上市,引入战略投资者,实现产权多元化,这为近几年上市公司中电力央企的大规模资产注入及整体上市定下了基调。

国防科技工业将分类引入社会资本

4 月 13 日国防科工委有关负责人答记者问时表示,国防科技工业领域将分类引入社会资本。前不久国务院批准的《深化国防科技工业投资体制改革若干意见》将社会投资领域分为放开类、限制类和禁止类。其中放开类鼓励社会资本进入,不限投资比例;限制类,允许社会资本进入,重要领域必须由国家控股;禁止类实行国有独资。国防科工委将发布《社会投资领域指导目录》使《意见》更具可操作性。

申银万国:

引入社会资本是在市场经济大环境下优化资源配置的必然选择,由于这块领域以前公开信息较少,对投资机构有些神秘感。但中国国防工业发展空间无人置

疑,近年来国家实力的增强也具备了发展高科技高附加值项目的条件。目录发布后,应该认真研究,由于这块领域以前公开信息较少,对投资机构有些神秘感。对私募股权投资而言,更是难得的机会。

券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(4 月 3 日至 4 月 13 日)

股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	报告预期净利润(万元)		一致预期净利润(万元)		净利润差异率		报告 EPS		一致预期 EPS		EPS 差异率	
					2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E
600036	招商银行	中银国际	2007-4-11	优于大市	698500.00	940900.00	601187.57	813580.78	16.19	15.65	0.475	0.640	0.409	0.555	16.09	15.40
600832	东方明珠	长江证券	2007-4-10	谨慎推荐	58930.32	69063.04	41984.43	87557.33	40.36	-21.12	0.294	0.344	0.221	0.458	32.79	-24.85
600585	海螺水泥	天相投顾	2007-4-6	增持	178641.43	230307.13	127060.45	165468.73	40.60	39.18	1.423	1.834	1.005	1.298	41.55	41.33
000100	TCL集团	中投证券	2007-4-6	推荐	(25863.31)	12931.66	(138519.09)	28272.18	81.33	-54.26	(0.100)	0.050	(0.535)	0.109	81.29	-54.28
000100	TCL集团	申银万国	2007-4-6	增持	(49000.00)	30600.00	(138519.09)	28272.18	64.63	8.23	(0.189)	0.118	(0.535)	0.109	64.64	7.90
600970	中材国际	申银万国	2007-4-6	中性	19800.00	28400.00	12348.00	25368.00	60.35	11.95	1.179	1.690	0.735	1.510	60.41	11.92
601006	大秦铁路	申银万国	2007-4-4	增持	464600.00	575200.00	438800.65	558028.01	5.88	3.08	0.360	0.440	0.333	0.427	8.12	3.01
601006	大秦铁路	招商证券	2007-4-3	推荐	459636.74	550344.27	424909.93	563150.51	8.17	-2.27	0.354	0.424	0.324	0.428	9.17	-0.99
000623	吉林敖东	招商证券	2007-4-3	强烈推荐	53608.97	67369.57	23220.00	30100.00	130.87	123.82	1.870	2.350	0.810	1.050	130.86	123.81
600005	宝钢股份	国都证券	2007-4-3	推荐	401610.00	666588.00	371481.22	584503.77	8.11	14.04	0.512	0.850	0.474	0.746	8.08	13.97
600035	楚天高速	招商证券	2007-4-3	中性	24045.95	29598.60	19528.00	24535.15	23.14	20.64	0.258	0.318	0.210	0.263	22.90	20.65
600739	辽宁成大	招商证券	2007-4-3	强烈推荐	50034.22	60942.26	35100.00	50500.00	42.55	20.67	1.004	1.223	0.700	0.920	43.40	32.89
600963	岳阳纸业	招商证券	2007-4-3	推荐	19131.20	26957.61	8605.01	25086.51	122.33	7.46	0.440	0.620	0.198	0.577	122.36	7.50

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值理论上

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具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

于等于 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;总市值大于等于 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;总市值大于等于 500 亿,取净利润差异 5%以上,且净利润增加 1 亿元以上。