

# 立足长期繁荣 谨防短期政策冲击

## ——5月份投资策略及十大金股

□长江证券研究所

### 一、宏观判断:下半年经济数据可能出现拐点

一季度我国 GDP 增速比去年同期明显反弹 0.7 个百分点,但投资增速同比回落 4 个百分点,在消费增长大体稳定情况下,可以认为经济反弹的主要原因是由出口反弹带动的。出口反弹既可以带动实体经济和企业利润增长,又可以带来顺差和流动性,一季度我国工业利润增长数据和贸易顺差数据均对这种逻辑作了很好的注解。在这种经济增长模式支撑下,市场继续演绎了牛市格局,而这种逻辑自去年下半年以来一直在延续。

需要关注的是,我们仍然认为今年下半年我国经济将和外部经济增长同步回落,这可能导致中国工业利润增速的反弹趋势出现向下拐点。同时,外部经济回落给我国贸易顺差带来的影响也应该值得关注,3 月份贸易顺差相比 1、2 月份数据大幅缩减是符合趋势的,需要跟踪观察。如果这两个数据都出现拐点,我国资本市场的风险将增加。

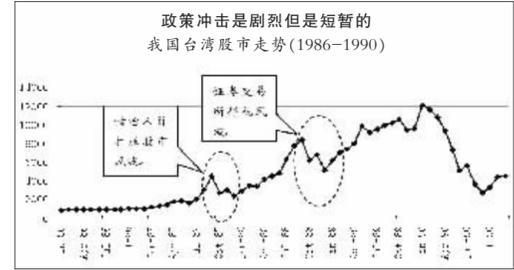
从我们对美国市场的研究来看,我们认为以美国为代表的全球资本市场的拐点应该还没有到来。美国资本市场的拐点取决于失业率,而失业率拐点的领先是工业生产进入零增长。美国工业生产已经连续半年左右回落,但目前仍维持正增长。所以我们认为,全球资本市场的拐点仍未到来,但随着美国等发达国家工业生产放缓,下半年全球资本市场的风险将增加。

### 二、5 月投资策略:繁荣机制犹在,谨防短期政策冲击

我们坚持认为未来引发市场调整的只可能是两大因素,一是外生冲击,另一则是政策冲击。前者对市场影响渐进而深远,后者对市场影响较为剧烈而短暂。我国台湾在 80 年代末期同样由于出口持续增长,一方面导致企业利润强劲反弹,另一方面也带来流动性过剩,催生股市出现一次空前大繁荣,1989 年台湾综合股价指数曾突破 12000 点。回顾台湾这波空前大牛市可以发现,由于政策冲击市场也曾出现过宽幅调整,最为典型的就是 1987 年底和 1988 年的两次政策调控。其中 1988 年底的证券交易所得税风波对市场打击非常明显,市场从高点回调幅度接近二分之一。

不过,台湾股市在两次政策冲击后虽然有了大幅调整,但是经过短暂而剧烈的波动之后,市场积蓄已久的做多动能又促

使股市重新走强。从我们的角度来看,只要市场的长期繁荣机制依然存在,我们对市场的可能调整就会有所准备。



透过对工业企业利润和上市公司业绩剖析,我们发现以下四点将共同促进上市公司业绩的超预期增长:销售收入的高速增长,规模经济下三项费用的节省,上市公司股改后的利润释放动机以及虚拟经济繁荣背景下上市公司之间交叉持股带来的投资收益增长。

按照我们的逻辑,工业企业利润之所以在 2003 年之后出现大幅反弹,根本原因在于 2003 年之后中国开始融入世界分工体系,出口开始持续以 25% 以上速度增长,这导致工业企业的销售收入出现高达 25% 的高速增长。最终在毛利率变化不大的情况下,销售收入增长不仅有助于企业的利润增长,也反过来摊薄了企业的三项费用。根据对三项费用的拆解我们发现,管理费用的节省最为明显,它为销售利润率的提升贡献了 3 个百分点,财务费用次之,大致贡献 1.5 个点,而销售费用仅贡献 1 个百分点。而就大类行业来看,管理费用的下降主要体现在中上游的资源

和工业品以及机械设备行业。

可以进一步考察上市公司年报调整的可能,除了煤炭、石油加工和炼焦业以外,2006 年各子行业的销售利润率均比 2005 年有一定幅度的上升,其中家具制造业、电子元器件制造业以及化学纤维制造业的销售利润率更实现了由负变正的转折。我们认为,上市公司的利润增速远远超过行业平均水平的现象之所以会频繁出现,根源在于两点:一是股权分置改革后的企业利润释放动机。股权分置改革之后,上市公司高管与投资者之间的利益动机趋于一致,过去几年的潜藏利益在牛市面前逐步释放,这将反过来加速市场的牛市进程;二是股市繁荣背景下的上市公司股权投资收益的快速增长。对比 2006 年和 2005 年投资收益在销售收入中的占比可以发现,全行业上市公司的投资收益 2006 年比 2005 年平均增

速 0.26 个百分点。结合对市场短期趋势和企业利润的分析,我们认为从实体经济层面来看,市场长期繁荣机制

依然存在,当前企业的内涵式增长、业绩释放动机以及投资收益增长共同演绎了上市公司业绩的超预期增长,这为当前市场的繁荣提供了坚实的微观基础。但从虚拟经济层面来看,市场的大幅上扬也孕育了一定的政策风险。我们认为加息、上调存款准备金率等货币政策不会改变市场的运行趋势,相反加息作为经济强势的表现,在加息周期初期反而可以以视为一种利好。我们建议关注的政策主要是专门针对股票市场的政策调控,如彻查上市公司和基金公司的违规行为、严格排查信贷资金入市或对资产注入施行更为严格的准入措施等等,这些政策只要能够改变相关利益主体的行为偏好,则将对市场短期运行趋势产生重大影响。

### 三、5 月行业配置:均衡配置 聚焦中上游行业

具体行业配置上我们认为,经济增长的收敛意味着实体经济内部已经趋于均衡,因此在投

资领域也应该更加重视均衡配置。即在长期坚持金融地产和装备制造基础上,均衡配置中上游的工业品和下游的消费品行业。

上市公司的年报数据基本反映出我国经济增长趋于收敛的趋势,全行业的毛利率趋于下滑,但是企业对三费控制能力进一步增强,这使我们看到了企业内涵式增长的潜力。加之股权分置改革之后企业的利润释放动机以及交叉持股下的股权投资收益,我们认为上市公司利润增速仍将处于较高水平。从我们更为关注的销售利润率变动趋势来看,我们建议关注中上游行业。在长期坚持对金融地产、装备制造以及零售百货这些非周期性的、具有渠道优势行业进行配置基础上,均衡配置上游的工业品和下游的消费品行业。年报数据也反映出,中上游行业利润反弹强劲,且不是传统粗放式的,所以我们近期的焦点应该关注中上游行业,尤其是钢铁、有色、化工、交运、煤炭等。

日本经验也证明,经济进入中后期产业整合趋势由鼓励竞争向限制竞争转变,大型企业合并成为产业整合的重要步骤。目前我国正大力推行央企整合,其思路与之完全一致,也是朝着“促进大型企业合并,构建跨国企业集团”的目标前进,这些央企也主要集中在中上游行业。我们相信中上游行业的周期性也将随产业重新组合和大型企业合并有所弱化,因此,结合企业的内涵式增长、利润释放动机和产业的重新整合,投资标的将共同指向中上游的二线蓝筹股,这也是我们二季度行业配置思路的精髓所在。

### 四、5 月主题配置:重点关注 央企整合,策略介入奥运概念,谨慎参与券商概念

在市场由双基点走向单基点牛的过程中,主题投资更加受到市场关注。我们认为在多重投资主题时代,需要注重主题切换和节奏把握。如果对央企整合、奥运概念和券商概念股进行排序,我们建议 5 月份重点关注央企整合,策略性介入奥运概念,谨慎参与券商概念股。

首先,市场的快速扩容要求我们关注资产注入,聚焦央企整合。中央企业作为扼守中国经济命脉的主导力量,无疑也是大型企业合并的主战场,央企整合及其资产注入将带来二线蓝筹股最大的投资机会。考虑到央企整合及其资产注入过程中存在的高度信息不对称,我们认为从国资委的指导意见出发,对国资委直属的 53 家大型骨干央企进行重点监控可能起到事半功倍的作用。作为核心央企,未来它们必然是整合相关行业其他上市公司的平台,其旗下的上市公司也会出现一系列买卖、剥离、吸收合并行为,这些都是值得挖掘和重点守候的机会所在。

其次根据奥运板块的周年效应,随着奥运一周年的倒计时临近,预计 6、7 月份奥运概念的交易性机会将凸现,5 月份可以结合央企整合等主题对中国国航、青岛海尔等重点个股进行提前布局。

第三,从趋势投资角度,建议关注券商和期货概念股,但是需要警惕券商行业本身的强周期性,我们认为 5 月份宜谨慎参与券商概念股。

5 月份长江证券十大金股									
股票名称	股票代码	总股本 (百万)	流通股 (百万)	净利润 (百万)		EPS		PE	
				2006	2007E	2006	2007E	2006	2007E
中信证券	600030	2981	1714	2363	5612	0.80	1.90	73.83	31.08
华东医药	000963	434	1804	83.35	235.81	0.19	0.44	69.05	29.82
华神集团	000790	154	784	5.40	-	0.04	-	643.75	-
广济药业	000952	252	1454	15.66	138.44	0.06	0.55	251.67	27.45
中国玻纤	600176	427	171	141	218	0.33	0.51	53.94	34.90
沈阳机床	000410	5454	299	133.26	344.17	0.39	0.65	51.87	31.12
南京水运	600087	516	351	188	439	0.35	0.48	36.91	26.92
中储股份	600787	621	346	80	136	0.13	0.2	111.08	72.2
锦江股份	600754	603	188	1025.91	1119.06	0.40	0.43	54.88	51.05
欧亚集团	600697	159	109	59	79	0.37	0.50	48.19	35.66

# 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:4月25日-5月10日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	5.10 收盘价	目标涨幅	2007 报告预期		2007 一致预期		股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	5.10 收盘价	目标涨幅	2007 报告预期		2007 一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE									EPS	PE	EPS	PE
000830	鲁西化工	南京证券	强烈推荐	4-26	17.10	8.45	102.37	0.300	28.167	0.340	25.260	600628	新世界	国泰君安	增持	4-27	23.00	16.87	36.34	0.350	48.200	0.326	52.190
000423	S 阿胶	东方证券	买入	5-9	28.75	14.37	100.07	0.450	31.933	0.480	28.530	600582	天地科技	中银国际	优于大市	4-26	64.50	47.73	35.14	1.460	32.692	1.496	33.140
600893	S 吉生化	东方证券	买入	4-27	15.00	8.11	84.96	--	0.023	340.17	000527	美的电器	中信证券	买入	4-26	49.00	36.40	34.62	1.740	20.920	1.169	21.890	
600978	宜华木业	中金公司	推荐	5-9	50.00	29.74	68.12	0.710	41.887	0.692	43.160	600026	中海发展	国泰君安	增持	4-27	28.00	20.88	34.10	1.200	17.400	1.117	18.780
600439	瑞贝卡	国泰君安	增持	5-8	60.00	36.42	64.75	0.800	45.255	0.661	55.370	600997	开滦股份	国金证券	买入	4-30	30.00	22.46	33.57	1.067	21.050	1.039	22.210
600870	厦华电子	东方证券	买入	4-27	15.00	9.34	60.60	0.220	42.455	0.290	29.930	002069	獐子岛	中信证券	买入	4-25	105.20	79.30	32.66	1.940	40.876	1.883	40.720
000690	宝新能源	天相投顾	买入	4-30	28.90	18.14	59.32	0.470	38.596	0.434	43.040	000063	中兴通讯	东方证券	买入	4-26	65.00	49.00	32.65	1.800	27.222	1.346	36.010
600129	太极集团	广发证券	买入	5-8	30.00	18.85	59.15	0.609	30.952	0.609	31.670	600085	同仁堂	国都证券	推荐	4-30	42.00	31.75	32.28	0.670	47.388	0.672	49.110
600596	新安股份	国信证券	推荐	5-8	51.60	34.00	51.77	1.420	23.944	1.341	26.690	600418	江淮汽车	KGI	增持	4-25	14.00	10.98	32.24	0.490	22.408	0.474	23.560
000878	云南铜业	中信证券	买入	5-8	36.00	24.50	46.94	1.780	13.764	1.677	14.830	600066	宇通客车	中金公司	推荐	4-27	27.25	20.69	31.71	0.800	25.863	0.734	29.400
000951	中国重汽	华泰证券	买入	4-27	56.50	38.50	46.75	1.600	24.063	1.265	30.840	600325	华发股份	天相投顾	买入	4-30	34.32	26.18	31.09	1.040	25.173	1.034	25.370
600973	宝胜股份	中信国际	优于大市	4-26	39.00	26.59	46.67	1.020	26.069	0.944	28.640	600470	六国化工	东方证券	增持	4-26	17.00	12.97	31.07	0.450	28.822	0.595	22.390
002022	科华生物	中信证券	买入	4-26	27.60	19.15	44.13	0.500	38.300	0.471	41.550	600030	中信证券	国金证券	买入	4-26	73.80	56.91	29.68	2.458	23.153	1.908	31.360
600589	广东榕泰	海通证券	买入	4-25	27.00	18.77	43.85	0.600	31.283	0.581	33.000	600410	华胜天成	东方证券	买入	4-27	30.00	23.22	29.20	0.560	41.464	0.504	46.110
600663	陆家嘴	东方证券	买入	4-25	40.00	27.92	43.27	0.404	69.109	0.354	81.870	000616	亿诚股份	天相投顾	买入	4-25	21.00	16.33	28.60	1.050	15.552	0.884	17.940
600511	国药股份	广发证券	买入	4-26	48.00	33.76	42.18	0.852	39.624	0.869	40.880	600754	锦江股份	国泰君安	增持	4-27	26.90	20.98	28.22	0.410	51.171	0.402	54.520
600019	宝钢股份	中银国际	优于大市	4-26	17.00	11.98	41.90	0.836	14.330	0.941	12.160	600104	上海汽车	申银万国	买入	4-30	20.50	16.03	27.89	0.678	23.643	0.656	24.100
600596	新安股份	国信证券	推荐	4-30	130.00	92.00	41.30	2.140	42.991	2.186	44.160	002112	三变科技	KGI	增持	4-26	25.20	19.74	27.66	0.626	37.529	0.529	38.400
600308	华泰股份	国泰君安	增持	4-26	28.00	20.04	39.72	0.980	20.449	0.999	20.980	600808	马钢股份	中银国际	优于大市	4-26	11.00	8.62	27.61	0.526	16.388	0.509	16.510
600036	招商银行	海通证券	买入	4-27	50.00	21.73	38.06	0.820	26.500	0.690	29.260	600685	广船国际	海通证券	强烈推荐	4-26	43.00	33.81	27.18	1.430	23.643	1.251	27.620
600309	烟台万华	中银国际	优于大市	4-27	34.60	39.83	37.08	1.151	34.605	1.057	39.700	000680	山推股份	中信证券	买入	5-8	18.00	14.20	26.76	0.600	23.667	0.590	23.400
000790	华神集团	上海证券	跑赢大市	4-27	38.70	28.33	36.60	0.080	354.12	0.080	321.88	600029	S 南航	中信证券	买入	4-25	12.00	9.48	26.58	0.178	53.258	0.269	35.290

说明:  
1)“目标涨幅巨大”最直接地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也反映

了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。  
2) 以上研究成果只反映卖

方机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需

要注意区分研究员的研究水平,注意卖方机构观点出其后市场的反应情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代

表市场平均预测水平的指标,将对您的投资提供新的依据。  
(数据来源:上海朝阳永续 一致预期 www.go-goal.com)

### 信息评述

#### 封转开进入密集期将为股市持续输血

“封转开”进入密集期。资料显示,仅本周之内就有富国天博创新主题、鹏华优质治理、融通领先成长 3 只“封转开”基金进入集中申购期。同时基金季报也在 5 月 8 日停牌,发布召开基金份额持有人大会公告。而在 2007 年剩下的 7 个多月内,还有 7 只封闭式基金将陆续到期。

#### 海通证券:

今年完成集中申购的 7 只封闭式基金中,除长城久富转型而来的长城久富核心成长集中申购期募集资金规模为 79.33 亿元,其余 6 只基金在集中申购期募集资金规模都达到 100 亿元。而去年首只实施“封转开”的基金兴业的规模则相对较少,为 18.96 亿元。上述 8 只基金已经募集的

#### 外资在华并购集中于第二产业

中国国家统计局的一项最新统计显示,外国投资者购买外商投资企业中方股份集中在第二产业,为一点二万户,占外国投资者购买外商投资企业中方股份总户数的百分之七十四点四。

#### 天相投顾:

2006 年 9 月 8 日我国实施《关于外国投资者并购境内企业的规定》,对外资并购的原则、条件、程序、例外和监管等作出了更加明确、详尽的规定。一方面对外资企业境内并购的范围进行了更为严格的约束,另一方面对外资并购的操作环节进行了更细致的规定,对引导和规范境外资本参与中国企业并购活动产生了积极影响,促进了外资并购健康发展,

#### 深交所严防市场传闻兴风作浪

深交所日前发布实施两份上市公司信息披露工作指引,以防范和减少市场传闻对证券交易的影响,规范上市公司证券投资的决策程序和信息披露。这两份指引分别是《上市公司信息披露工作指引第 4 号——证券投资》和《上市公司信息披露工作指引第 5 号——传闻及澄清》。

#### 银万国:

针对近期不断有上市公司提出利用闲置资金参与新股申购以及其他证券投资,深交所日前颁布的新指引明确规定上市公司不得把发行股票所募集的资金和银行信贷资金用于证券投资。同时对上市公司与证券分析师和媒体的沟通、保密,以非正式公告方式向外界提供信息等行为进行了规范,要求上市公司在对传闻调查、核实基础上编写澄清公告,对于相关机构或个人造谣、误导性报道、误导性分析而产生传闻的,应

### 行业评析

#### 节能降耗产品发展潜力巨大

近日国务院常务会议部署当前经济工作,明确强调企业应切实加大节能减排工作力度,在节能、环保等方面制定和执行更加严格的条件,不符合标准的固定资产投资项目一律不得开工建设。

#### 兴业证券:

我们认为,国务院常务会议对节能环保的要求令电气设备行业的节能降耗产品面临巨大发展机遇,相关上市公司将直接受益。  
就细分领域而言,非晶合金变压器行业可关注规模和技术优

### 股票评级

#### IMF 预测今明两年世界经济将增长 4.9%

近期国际货币基金组织驻华代表处举行新闻发布会,公布了新一期《世界经济展望》报告。该报告认为,世界经济有望继续保持强劲增长,预测 2007 年和 2008 年世界经济增长率将达到 4.9%,比 2006 年降低 0.5 个百分点。《世界经济展望》报告由国际货币基金组织每年 4 月和 9 月定期发布。最新发布的那一期指出,美国经济放缓对其他发达国家影响有限,随着房地产业调整带来的影响逐渐消退,美国经济将重新恢复原先的增长势头,欧元区和日本经济总体上也将发挥增长潜能,新兴市场和发展中国家将在中国和印度带动下继续保持高速增长。报告同时认为,威胁世界经济的风险仍不容忽视。特别值得注意的问题包括:如果房地

产业继续恶化,美国经济可能遭遇更为严重的走软风险;全球经济在保持四年高速增长之后通胀压力上升,尤其是如果出现新一轮油价飙升,将使这种风险进一步加大。此外,金融市场波动、全球经济失衡和贸易保护主义的压力也应引起人们的关注。  
报告认为,中国经济仍以惊人的速度前行,近期主要风险表现为信贷和投资增长过快。国际货币基金组织认为,正如中国政府强调的那样,中国实现经济长期持续增长的关键是增加消费需求而减少对出口和投资的依赖。中国政府推动金融领域改革和提供更多社会服务方面的措施是值得欢迎的,增加利率和汇率的灵活性也有助于实现经济的均衡发展。