



年内高点应当在 4800 点之上

——2007 年下半年 A 股投资策略报告

○ 国元证券宏观策略小组

一、下半年宏观经济分析

1、调控政策将趋于偏紧

今年 5 月份居民消费价格指数水平同比上涨 3.4%，1-5 月份累计居民消费价格总水平同比上涨 2.9%，非常接近 CPI 涨幅不超过 3% 这一警戒线。1-5 月人民币各项贷款增加 2.09 万亿元，约占全年信贷额度的 2/3，1-5 月城镇固定资产投资同比增幅 25.9%，5 月份单月城镇固定资产投资增幅为 27%。宏观经济略有过热迹象，6 月 13 日国务院常务会议也强调货币政策要稳中适度从紧，预计下半年宏观调控政策将趋于偏紧，调控之下的 CPI 将有所回落，但仍将高位运行。

2、强劲的消费增长支撑大通胀

消费是经济增长的源泉，不论是高速增长的投资还是技术领域的自主创新，最终的落脚点都是消费。中国经济高速增长了 20 年，作为一个大国，未来的经济增长之路必须从依赖投资和出口向增加国内消费转型。从 1999 年开始到 2003 年上半年，我国一直处于内需不足的局面，进入 2004 年 5 月，在扩大内需的政策指引下，有效需求开始回暖，开始步入稳定增长轨道，今年 1-5 月社会消费品零售总额同比增长 15.2%。随着政府在教育、医疗和社会保障等公共开支上的投入加大，全社会消费在 GDP 中的比重也将越来越大，强劲的消费增长将助力大国崛起，对此我们持乐观态度。

3、工业企业景气状况

我们用固定资产投资增速（最近 3 月平均值）和行业工业增加值（最近 3 月平均值）两项指标来判断行业未来 6 个月的景气程度。如果行业（电信石油等成熟的资本密集型行业除外）处于景气看好时期，短期内新增投资会不断注入这一行业，行业产能逐步扩大，当然更长时期可能会由于新增产能过快增长，导致行业衰退。未来 6 个月内保持较高景气程度的行业有三类：

第一类是原材料行业，大国经济在起飞过程中必然要消耗大量资源，因此诸如有色采矿、其他采矿、橡胶等周期性行业维持了较高景气度。

第二类是投资品行业，我国的工业化过程仍处于重化工业阶段，因此各种设备制造业、电气机械、金属制品等行业景气程度较高。

第三类是内需拉动行业，饮料制造业、家具制造业、木材加工业、交通运输等行业均属此类。

从采掘类和制造业上市公司净利润情况来看，也印证了上述观点。今后一季采掘类（原材料行业）和制造业（投资品行业）上市公司净利润整体同比增幅超过 100%，这其中固然有 2006 年一季度净利润基数较低的原因，但行业利润的大幅增长最终反映了行业景气程度，也能刺激行业企业再投资（见表 1）。

二、除了基本面还关注什么

二季度未受政策因素影响市场

波动幅度比较大，展望下半年，除了企业基本面之外，我们还应关注红筹股回归、非流通股股东减持、特别国债发行、出口退税政策调整、证券业 QDII 和指数期货等因素。

1、红筹股回归

今年下半年中石油、中海油、中国移动等海外红筹股将陆续回归 A 股，中国远洋已先行登陆 A 股市场，红筹股回归不仅有助于提高 A 股上市公司质量，使投资者充分享受中国经济增长成果，而且红筹股回归能够加大股票供给，缓解流动性过剩的局面，预计下半年红筹股回归累计募集资金约为 2500-3000 亿元。对于这些优质红筹股市场资金供给不会成为问题，下半年红筹股行情值得期待。

2、非流通股股东减持

今年下半年累计有 499 亿股，市值约 7500 亿大小非可以流通，其中 10 月份是高峰期，解禁的非流通股市值占当前流通市值的 12.4%（以 6 月 20 日市值计算）。我们这样来假设，控股股东减持的可能性很小，小非所持股份全部减持（极端情况），小非所持股份比例为 20%-30%，如此一来解禁的市值为 1500-2500 亿元，大非和小非减持对市场的冲击是肯定的。以目前市场状况，我们认为大非小非的减持市场能够承受，但具体公司应区别对待，真正的解禁高峰时期是在 2008 年和 2009 年（见表 2）。

3、特别国债发行

财政部欲发行特别国债 1.55 万亿，将全部用于向央行购买相应额度的外汇 2000 亿美元，由国家外汇投资公司进行投资。特别国债只在银行间债券市场发行，其累计回收的流动性相当于上调 8-9 次存款准备金率（每次上调 0.5% 计算）。2007 年至今央行通过公开市场操作回笼货币约 6000 亿元，预计全年通过公开市场操作回笼货币将超过 1 万亿元，特别国债发行累计回收的流动性将超过 2007 年公开市场操作回笼的货币总量。

应当说，特别国债的发行对收紧流动性幅度还是很大的，但特别国债发行不是直接针对股市，对股市只是间接影响，而且是分期分批发行，短期内对市场影响不大。

4、出口退税政策调整

6 月份财政部宣布调整 2831 项商品出口退税率，目的是为了进一步抑制外贸出口过快增长，缓解我国外贸顺差过大带来的突出矛盾，进一步优化调整产业结构。出口退税政策调整对我国贸易顺差的影响，我们认为需要综合考虑两个因素：一是热钱在贸易顺差中的比重，假如豪赌人民币升值的热钱比重很高，那么此次出口退税的政策效果就会大打折扣；二是出口企业的定价能力，即能否将出口退税的影响转移给下游用户。综合考虑两个因素，我们认为出口退税政策对部分上市公司业绩确有影响，由于政策的时滞效应，今年我国贸易顺差预计与去年持平，但明年后年政策效应将

逐步显现。

5、证券业 QDII

6 月份证监会正式发布了《合格境内机构投资者（QDII）境外证券投资管理办法》，允许证券公司、基金公司公开筹集资金投资海外股市。根据《管理办法》的要求，目前约有 30 家左右的基金公司和券商符合 QDII 条件。但在人民币升值背景下年内证券业 QDII 大规模借道出海的可能性不大，目前已发行的基金 QDII 产品规模约为 2 亿美元，乐观估计年底这一规模将达到 5-10 亿美元，至于对市场的长期影响尚有待观察。

6、指数期货

当前市场对指数期货的推出时间有不同版本，有人认为在 9 月份，有人认为在 10 月份之后，我们倾向于后一种可能。从完善资本市场体系、丰富资本市场产品、满足投资者规避风险角度看，指数期货应当尽快推出。目前银行、保险、证券等金融类行业上市公司总市值占整个市场的 1/3 左右，如在石油、中移动等实业“红筹”回归之后，再推出指数期货，也有利降低市场系统性风险，起到稳定市场的作用。

三、业绩增长抵御估值风险

1、下半年靠什么推动股指上扬

今年 1 月新增 A 股和基金账户出现第一次高峰，在 4 月和 5 月又迎来一次高峰，与之对应的金融机构各项存款余额增幅则是稳步下降，储蓄搬家非常明显。以平均每户 5-10 万元计算，年初至今这些新增账户带来的增量资金约为 1.2-2.2 万亿元。资金推动下的股指不断走高，市盈率也不断推高，以 2007 年 6 月 22 日收盘价计算，上证指数、深圳成指和沪深 300 指数 PE 约为 41 左右（剔除负值，以 2006 年业绩计），若以 2007 年预测盈利来估计，上述指数 PE 约为 29-32 倍左右。

股市到底有没有泡沫，估值到底合不合理，这是一个仁者见仁、智者见智的问题。在不考虑资产注入、交叉持股情况下，乐观估计如果 2007 年上市公司盈利同比增幅达到 25% 左右，当前的市场估值还算合理。

自印花政策调整之后，牛市还是那个牛市，但市场心态发生了微妙变化，对政策更加敏感甚至有些过度。近期诸如出口退税、特别国债发行和证券业 QDII 等对资本市场有长期影响的政策陆续出台，我们不禁要问下半年靠什么推动股指上扬？

2、业绩增长抵御估值风险

由于下半年预计将有 6-8 家红筹股回归 A 股市场，募集资金 2500-3000 亿左右，由此将推动股指上涨 300-500 点左右，三季度的中报行情也会推高股指，保守的讲上证指数年内高点应当在 4800 点之上。实际上，预测指数位置非常困难而且没有太多意义，应当更多关注企业业绩增长和盈利情况，这将为投资提供足够的安全边际。

四、行业配置

综合考虑行业景气程度和盈利水平，我们选择了五大行业进行超额配置，分别为房地产行业、金融行业、能源行业、机械制造业以及医药制造业。

1、房地产行业

自本轮行情以来，房地产行业涨幅远远超过大势，人民币升值是其主要原因。考虑到下半年人民币将延续强劲的升值步伐和地产行业自年初以来景气度逐步上升，预计房地产行业下半年将孕育更大的市场机会，市场风险在于国家对地产行业的宏观调控。

2、金融行业

超配银行保险证券等金融行业的理由在于，金融行业总市值占整个市场的 1/3，总利润占整个市场的 40% 左右，该行业上市公司基本属于业绩稳定增长的蓝筹企业，抵御市场风险能力较强。即使不考虑指数期货因素，从发展眼光看，我们国家的金融类行业上市公司总市值占整个市场的 1/3 左右，如在石油、中移动等实业“红筹”回归之后，再推出指数期货，也有利降低市场系统性风险，起到稳定市场的作用。

3、能源行业

煤炭石油等能源行业属于周期性行业，跟经济发展密切相关，是经济发展的助推器也可能是瓶颈。二季度煤炭行业涨幅较大，但仍处于

景气周期，而且随着中石油、中海油等能源企业回归 A 股，可供投资的优质能源行业更多，能源行业应当予以超配。

4、机械制造业

机械制造业自 2002 年以来一直保持高速增长态势，在国内与国际两个市场的强劲需求下，机械制造业高度景气。我们处于工业化过程的重化工业阶段，没有理由不超配机械制造业。机械制造业中更看好造船、机床、电网设备、工程机械等细分行业。

5、医药制造业

受医药大环境影响，2006 年医药行业涨幅整体落后于大势，2007 年二季度医药行业行政性集中降价已经结束，药品降价压力在下半年会逐渐消化，新药审批也已开闸，医药行业出现恢复性增长。今年一季度医药行业净利润同比增长 60% 左右，尤其是生物制药、化学制药和医疗器械三个子行业。2007 年下半年医药行业在大环境持续向好背景下，新的医改制度将带来医药行业结构性投资机会，医药行业盈利能力有望持续改善，我们建议超配医药行业。

（执笔：郑建伟）

行业	最近三个月工业增加值增速 (%)	最近三月固定资产投资增速 (%)
其他采矿业	42.4	58.9
木材加工业	25.1	41.1
交通运输设备制造业	24.0	26.9
金属制品业	23.8	47.0
非金属矿物制品业	22.7	44.2
电气机械及器材制造业	21.2	39.9
专用设备制造业	21.1	48.2
通用设备制造业	20.8	50.1
饮料制造业	20.4	44.9
家具制造业	20.2	34.7
化学纤维制造业	19.7	72.6
仪器仪表制造业	19.4	36.7
橡胶制品业	19.1	43.0
有色金属矿采选业	18.9	61.2
有色金属冶炼压延业	18.6	51.4
全国	17.7	24.7

时间	解禁股份 (亿股)
2007 年 7 月	57.2
2007 年 8 月	82.5
2007 年 9 月	21.7
2007 年 10 月	225.7
2007 年 11 月	37.8
2007 年 12 月	75.8
2008 年	1112.0
2009 年	6591.5

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

（统计日：6 月 20 日-6 月 28 日）

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	6.27 收盘价	目标涨幅%	2007 报告预期		2008 报告预期		2007 一致预期		2008 一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
600030	中信证券	国都证券	推荐	6-21	101	57.04	77.07	2.87	19.875	3.78	15.09	2.29	24.502	2.642	21.234
000895	S 双汇	中信建投	买入	6-26	52	30.37	71.22	1.15	26.409	1.4	21.693	1.032	29.433	1.284	23.645
000785	武汉中商	联合证券	无	6-21	14	8.86	58.01	0.2	44.3	0.35	25.314	0.185	48	0.3	29.6
600978	宜华木业	中金公司	推荐	6-20	50	33.63	48.68	0.73	46.068	1.1	30.573	0.713	47.6	1.063	31.925
600028	中国石化	安信证券	买入	6-24	20	13.99	42.96	0.84	16.655	1.05	13.324	0.799	17.033	0.959	14.191
600388	龙净环保	中原证券	买入	6-21	28	19.72	41.99	0.61	32.328	0.7	28.171	0.627	30.367	0.65	29.277
600521	华海药业	兴业证券	推荐	6-26	36	25.59	40.68	0.65	39.369	0.9	28.433	0.595	43.029	0.783	32.715
600088	中视传媒	中银万国	买入	6-26	45	33.79	33.18	0.48	70.396	0.82	41.207	0.416	81.995	0.701	48.604
600202	哈空调	平安证券	强烈推荐	6-26	21.42	16.1	33.04	0.714	22.549	0.899	17.909	0.714	20.84	0.899	16.552
600104	上海汽车	招商证券	强烈推荐	6-25	25	18.95	31.93	0.79	23.987	0.93	20.376	0.711	25.646	0.819	22.272
000039	中集集团	天相投顾	增持	6-20	40	30.66	30.46	1.35	22.711	1.68	18.25	1.215	24.287	1.419	20.796
000157	中联重科	天相投顾	买入	6-20	52	40.28	29.10	1.166	34.545	1.748	23.043	1.163	32.897	1.595	23.975
600028	中国石化	招商证券	强烈推荐	6-20	18	13.99	28.66	0.83	16.855	1.02	13.716	0.799	17.033	0.959	14.191
600030	中信证券	中银万国	增持	6-25	73	57.04	27.98	2.42	23.57	--	--	2.29	24.502	2.642	21.234
002038	双鹭药业	长江证券	推荐	6-20	50.8	39.75	27.80	0.75	53	1.27	31.299	0.725	53.779	1.074	36.31
000581	威孚高科	天相投顾	增持	6-20	25	19.78	26.39	0.38	52.053	0.83	23.831	0.361	54.227	0.756	25.899
002028	思源电气	招商证券	强烈推荐	6-25	79.45	64.51	23.16	1.74	37.075	2.27	28.419	1.608	39.857	2.126	30.146
600710	常林股份	中信证券	增持	6-26	12.5	10.21	22.43	0.33	30.939	0.48	21.271	0.33	28.121	0.48	19.333
600522	中天科技	联合证券	增持	6-27	15	12.34	21.56	0.33	37.394	0.49	25.184	0.394	29.864	0.54	21.777
600521	华海药业	国泰君安	增持	6-25	31	25.59	21.14	0.58	44.121	0.77	33.234	0.595	43.029	0.783	32.715
600031	三一重工	中信证券	买入	6-26	55	45.7	20.35	1.46	31.301	1.8	25.389	1.293	34.781	1.583	28.411

说明：

1)“目标涨幅巨大”最直观地表达了研究员对企业的估价认识，目标价与现价差异也从侧面代表了研

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具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

1-5 月工业实现利润同比增长 42.1%

2007 年 1-5 月，全国规模以上工业企业（年主营业务收入 500 万元以上的企业）实现利润 9026 亿元，比上年同期增长 42.1%。按统计局公布数据粗略估算，3-5 月份规模以上工业企业实现利润同比增长 41.3%，保持高速增长，但比 1-2 月份增幅回落 2.5 个百分点。

中信证券：

上游行业盈利增幅普遍回落，中下游则有改善迹象。在主要盈利行业中，盈利增幅改善明显的是靠近消费端的电子通信设备行业和化纤行业，下游行业盈利改善应与上游产品价格涨幅回落以及消费、出口需求持续走强有关。目前宏观调控所采取的措施，很多都会抑制产销增长，提高企业成本。此外，国务院高度重视节能减排，列为近年调控重点。而出口调控是目前宏观调控的另一重点。统计数据表明，前 5 个月的工业品价格变动使得购进价格与出厂价格的差距有所缩小，此类因素使得中下游工业行业销售收入和成本增长的变动有利于盈利改善。上游行业的盈利增长出现幅度不等的回落，与原材料、能源价格高位稳定或者有所下降有关。预期年内工业企业盈利增幅将继续回落。

天相投顾：

从 5 月份之前的情况来看，以往影响工业利润走势的各项因素并没有发生根本性变化。我们认为在近期工业利润仍保持高速增长背景下，更应该关注的是工业企业内部可能出现的分化走势，投资品与消费品行业可能成为今后拉动整体工业利润增长最为主要的动力。对于上市公司而言，我们认为在上半年还会出现类似一季度的情况，即上市公司整体利润增长快于全部工业利润增长。原因主要是一些非工业的行业利润增长可能会高于工业企业，另外上市公司通过注入优质资产、兑现股权投资收益也有望增加利润。

东方证券：

由于总利润率反映了企业盈利环境和盈利能力，它过去一段时间内持续上升并达到新高点意味着短期内工业企业盈利仍会保持高速增长。基于指标变动趋势，我们预期 6-8 月份工业企业利润的同比增速会在 36% 左右。但由于 6 月 1 日起执行的部分商品进出口关税税率调整和 7 月 1 日起执行的部分商品出口退税政策调整短期可能对企业盈利增长存在一定的负面影响，因此，6-8 月份工业企业利润的同比增速很可能会低于我们从数据变动趋势得出的结果。不过，我们认为其幅度不应该很大。

兴业证券：

随着产品价格上升和产能利用率的提高，企业盈利能力进一步改善，利润增长势头依然强劲。从企业销售利润率看，1-5 月，全国规模以上工业企业实现主营业务收入 142273 亿元，同比增长 27.4%。当期总利润率为 6.34%，比 1-2 月份上升了 0.23 个百分点，比去年同期上升了 0.68 个百分点，是 2001 年以来的最高水平。从应收账款净额和产成品库存占用资金的增长看，5 月末，规模以上工业应收账款净额 34164 亿元，同比增长 18.8%，比去年同期下降 1.6 个百分点；产成品资金 15894 亿元，同比增长 20.1%，比去年同期上升 4.46 个百分点。但应收账款净额和产成品库存占过去 12 个月销售收入的比重变动都继续下降，这意味着市场需求仍然旺盛。

申银万国：

此次工业企业效益数据喜忧参半。“喜”的是，第一，总量增长非常快。第二，从分大类产品来看，增长结构比较健康，比如在石油和天然气、有色金属、煤炭等原材料行业利润增速下降或者慢于总体利润增长水平情况下，原材料加工和投资品行业的利润增速非常快；“忧”的是，第一，由于主营业务收入增长仅为 27.4%，说明企业生产成本比较低，而这说明我们的资源价格还比较低，因此有必要怀疑这种增长是否能持续。第二，工业增加值增长 18.1%，而利润增长 42.1%，说明在国民收入分配上更加偏向企业盈余，劳动者报酬可能持续慢于利润增长速度和工业增加值增长速度。第三，出口退税政策效应到目前為止还没有显现出来，预计部分行业利润增速将减缓，比如钢铁行业。

另外，利润增长数据说明，CPI 增长势头可能受到一定程度控制，因为企业利润增长很快，意味着将来企业完全有能力内部消化部分成本上升的压力，而不是通过提价实现。同时，在利润快速增长的前提下，投资增长可能比较难以控制，国家宏观调控政策再度面临压力。

长江证券：

整体工业企业利润的高增长不仅在一定程度上将会压缩市场的调整空间，而且更重要的是为当前市场寻找潜在的投资热点提供基本方向，中期预期的上市公司或将成为下一阶段关注的焦点。对于下半年整体趋势的判断，我们认为中国工业企业利润增长的放缓风险将会在二季度之后显现。我们所担忧的美国经济在通货膨胀压力下的增长放缓已经逐步成为事实，外部经济体系的增长放缓将在很大程度上影响当前固定资产投资收敛背景下的国内企业利润增长机制，尤其是对于中游的原料加工业。目前来看，除化纤之外，钢铁、建材与 1-2 月份利润增长率的同比增速相比已经出现放缓，只是对于这种放缓是否是趋势性的判断我们还需要进一步关注后续的相关数据。

央行将在