

转型延续盛世 牛市震荡前行

——2007年下半年A股投资策略报告

◎兴业证券

一、趋势展望：三大转型延续A股传奇

从2005年启动至今的A股大牛市，上证综指从998.23点走到4335.95点，涨幅远远领先于具有可比性的俄罗斯、印度、巴西三国股市。但是，当二季度末A股冲高回落，我们必须解决的问题是，A股的牛市行情能否继续？如何演绎？机会在哪里？

我们认为，迷茫的时候，需要更宽广、更长远的眼光。展望未来，三大“转型”将推动A股牛市前行，高潮远没有结束。

转型之一：“科学发展、和谐发展”的新经济增长方式

以“科学发展、和谐发展”为核心特征的新一轮经济转型已悄然兴起，从而将推动中国经济未来10年甚至更长时期继续快速增长。

A、协调产业结构与经济增长、协调资本市场与经济增长的相互关系

借鉴日本、美国的经济转型，我们认为，协调产业结构与经济增长、协调资本市场与经济增长的相互关系，是中国经济保持可持续发展的关键。本轮中国经济转型的特点将主要体现在：第一，新一轮产业升级，鼓励节能环保、自主创新的经济增长方式，限制“高耗能、高污染、低附加值”的增长方式；第二，消费升级，扩大内需市场，提升消费对经济的贡献度，改变过度依赖“投资和出口”的局面；第三，大力发展中西部、建设新农村，提高城市化率，改变中国经济“二元”结构，解放生产力；第四，大力发展资本市场，实现资源优化配置，推动产业升级，提升中国经济的弹性和科技竞争力。

B、“自主创新、节能环保”为特色的新一轮产业升级

目前我国的产业升级可以分为两步走，首先，产业转移，一方面是继续承接国际制造业转移和软件、服务外包，另一方面，中西部地区承接东部产业转移。其次，自主创新，实现中国在高科技产业方面的突破和应用。其中，与节能、环保、新能源等相关的行业发展将更快。2006年以来，政府出台了一系列节能减排政策，对“高能耗高污染”等旧的增长方式进行调控，且力度越来越强。从长远发展来看，通过节能环保，提高资源和能源的利用效率，最大限度减少废物排放，保护生态环境，能够为经济发展营造良好的发展空间，增加企业和社会发展的竞争力和发展后劲，推动经济发展步入良性循环、科学发展的轨道。

C、消费升级，扩大内需市场，提升消费对经济的贡献度 工业化进程的中后期，消费率

的提升是大概率事件。而居民收入的提升，也将快速释放消费需求。2006年中国人均GDP首次突破2000美元，达到2014美元，而诸多东部地区的人均GDP已达5000美元。相应的，2006年社会零售总额增速由2005年的10-12%，成功地过渡到13-14%；2007年前5个月，更是过渡到15-16%阶段，其中，2007年5月份社会零售总额增速高达15.9%，为近10年以来的最高增速。

D、中国需要发达的本土股市，以推动实体经济转型

在股权分置改革推动下，中国的证券化率迅速提高，中国开始步入证券化时代。2006年年底证券化率达到51.7%，而截止到2007年5月底，以2006年GDP规模计算，证券化率为84.68%。按2007年GDP增长10.5%计算，目前证券化率已达74%。我们期待A股市场的发展能重演美国股市推动经济成功案例，促进金融资本与产业、科技有效结合，推动中国经济更健康地发展。

转型之二：居民理财观的变革，从不投资到乱投资再到理性投资

当前，人民币升值已经进入加速区间，在人民币升值加速预期下，流动性过多的问题将长期存在。因此，资产重组进程还将继续，这就是人民币升值所带来的财富效应。再加上，中国人均GDP水平已经达到2000美元，东部部分发达地区更是超过5000美元。这些都激发中国民众理财需求集中释放，上半年A股新开户数的快速提升。

居民理财需求的释放，有利于推动A股市场的持续发展。首先，A股投资收益相对较高。其次，证券资产占家庭总资产的权重依然偏低。因此，储蓄资金流入股市还有很大的空间。大量储蓄资金流入股市——推动价值重估——吸引更多资金流入，财富效应故事仍将继续。而在这个过程中，居民理财有望变得更成熟，这又会推动A股的市场风格，从垃圾股投机转向蓝筹股投资。

转型之三：A股上市公司业绩的可持续增长

我们认为，A股上市公司业绩可持续增长，主要源于企业盈利提升的内生式增长和资产注入的外生式增长的双重动力。当股东愿意将利润释放出来，甚至向上市公司注入优质资产之后，所带来的业绩惊人的增长。

从上市公司的内生式增长来看，上市公司的整体盈利上升拐点出现。从2007年一季度业绩来看，即使是扣除了非经常性损益后的净利润也增长了92.5%，主营业务收入和主营业务利润分别同比增长了26.27%和50.59%；毛利率达到18.2%，比去年一季度15.2%提高了

3个百分点；费用率9.8%，比去年一季度10.7%下降了0.9个百分点。而全部A股上市公司的主营业务收入已经连续4年保持20%以上增长。

从外生式增长来看，资产注入具有可持续性，是未来数年A股市场的最大趋势。这主要是因为，股权分置改革的成功实现了资本市场的再造，恢复了资源配置的功能，促进了股东利益一致化。股权价值激励以及市值考核、市值衡量价值等因素的推动，促使管理层改善经营，也激发了上市公司释放利润的动力。

二、市场走势：夏日凉风，秋高气爽

1. 三季度：谨慎！关注五大变数，超配蓝筹

我们认为，三季度存在五大变数，而经历了2007年二季度大起大落的“牛市冲浪”之后，投资者矛盾的预期和焦躁心理，导致行情呈现震荡频率加大格局，A股市场将在3600-4300点区域维持强势震荡。

变数一：宏观调控风险犹存

由于经济增长有偏快转向过热的风险，贸易顺差持续扩大以及国际对于人民币升值的压力趋强，我们预期可能仍会有旨在促进经济增长结构转型的政策出台。对于经济增长和宏观调控，要进行结构性分析，规避结构性风险，发掘结构性机遇。我们认为，可能的调控措施会导致资本市场短线震荡加大，短期内会对企业盈利造成冲击，但是却有利于中国经济长期可持续发展，有利于巩固A股的牛市基础。

变数二：等待中报业绩明朗化

2007年中期业绩将于9月底披露完毕。在中报业绩明朗化之前，对市场估值的分歧将更大。我们认为，合理估值水平是相对的，应该结合以下几个因素来判断：首先，应该反映全社会的资金成本，这就决定了A股估值的合理性空间很大，可以在25倍-40多倍。其次，应该反映资本市场中的资金成本。第三，应该反映出成长性“预期”，A股市场“股改”后的长期改善效应才刚开始，股权激励、资产注入是必然趋势，加上两税合并等因素，导致上市公司成长性预期提升，静态高估值可以维持。

变数三：资金分流对A股市场的影响

为了疏导过剩的流动性以及香港回归10周年庆典，QDII扩容提速、外汇投资公司投资海外是意料之中的事情。一方面，资金分流，不可避免地将引起市场的短期震荡，从而导致结构性分化加剧。另一方面，蓝筹股行情有望呈现。

变数四：“大小非”限售股解禁动力提升

三季度及四季度初，大小非解禁再度进入高潮。二季度呈现快牛

格局，股指一路上涨，控股股东减持量很小，大股东做大市值，实现增发、股权激励最大化的动力大。而三季度快牛变慢，市场更多的呈现震荡格局，大小非抛售股票获利变现的可能性增大。

变数五：扩容提速，加大市场短期震荡

酝酿已久的海外蓝筹股回归大潮，将对市场造成阶段性的投资需求压力。特别是，三季度大盘H股、红筹股回归A股，对于资金面收紧的A股市场无疑是雪上加霜。

2. 四季度：乐观！和谐社会，和谐牛市

目前我国正在构建和谐社会，比如中西部发展、综合配套的新特区建设、新农村建设等，以及新的经济增长方式，比如推动自主创新、节能环保等。另一方面，奥运年景气效应将渐入佳境。2008年8月北京将举办奥运会，统计数据显示，奥运会当年GDP增速平均提高0.85个百分点，消费景气会形成一个阶段高潮。

目前，已公布中报业绩预告的公司中，扭亏、预增、略增、续盈等报喜的公司占7成左右。从利润具体增幅看，11家公司净利润同比增长幅度超过1000%，120家公司净利润同比增长幅度超过100%。蓝筹股聚集的大市值行业中期业绩有望获得惊喜，我们看好金融保险、房地产、钢铁、建筑建材、化工化纤、机械等行业。首先，根据前5个月工业利润增速，钢铁、建材、化工化纤、专用设备、电力、交通运输设备等行业利润同比增长超过了60%，延续了一季度的高速增长。其次，从中期业绩预告看，报喜公司占该行业已公布业绩预告公司总数比例最大的分别是采掘业、黑色金属、有色金属、机械行业、建筑建材等行业。第三，根据研究员对上市公司自下而上的业绩预测看，房地产、金融保险、信息技术、电子、建筑、农林牧渔、煤气电力及水的供应等行业的研究员仍在不断调高预期。

整体而言，考虑到2007年A股上市公司业绩有望增长40%，预计在2008年宏观经济仍将保持10%增长，企业业绩自然增长、资产注入后业绩提升开始显现，所得税政策调整、增值税改革范围扩大，及其他相关税制改革背景下2008年上市公司业绩增长仍可能保持40%水平的假设前提下，我们发现目前市场2008年的动态市盈率可能只有20倍左右。

综合看，我们预计，10月份前后行情有望选择向上。

三、投资机会：相对合理估值蓝筹、景气行业、奥运

下半年，大盘将继续在分歧和疑惑中震荡前行。长期来看，关键问题依然是寻找估值相对合理的优秀企业！

1. 配置思路——关注内生增长和相对合理估值 在持股结构上，一方面，坚决抛弃公司经营没有实质性改变的题材股、垃圾股，另一方面，逢低买入并持有绩优蓝筹股，从过度炒作资产注入，转向价值投资、经济趋势投资。

2. 行业配置 超配——估值合理的大市值行业，包括，金融（银行、券商、保险）、钢铁、交通运输、房地产、机械（汽车汽配、铁路）等。

标配——产业景气反转上升的行业，包括，节能环保新能源、通信、电子元器件、造纸包装、化工、公用事业；产业景气度高的行业，包括，商业、医药、旅游酒店、食品饮料、有色、煤炭。

3. 主题投资——蓝筹、奥运 蓝筹股：估值合理、流动性溢价、港股行情推动

根据2006年年报，主营业务收入前100家上市公司的收入占全部上市公司主营收入总额比重高达67.58%，总资产占全市场的比重高达86.56%，净利润占全市场的比重达76.65%，这100家上市公司的主营业务结构基本上反映了上市公司的整体产业结构。目前上市公司的整体产业结构，以制造业为主，达56%，其次是金融保险业11%、批发零售贸易业8%和交通运输仓储业8%。这几大行业未来几年能保持较好的业务增长，从而带来未来上市公司整体盈利的可持续增长。

业绩一致预期数据显示，上证50、上证180、沪深300等指数成份股所代表的蓝筹股增长速度与上证A股非常接近，都高于30%的增长速度。而今年前5个月，蓝筹股涨幅持续大幅度落后于题材股，估值水平也低于市场平均水平。

此外在香港回归10周年之际，特别是QDII扩容引发了估值水平明显低于A股的港股上涨，引发了H股-A股正反馈效应。H股都是蓝筹股，特别是A+H股溢价的快速缩小，又会反过来构成A股市场蓝筹股的有力支撑，重点关注这两地上市蓝筹股。

奥运板块：奥运成就梦想，寻找伟大企业

A股市场上的奥林匹克景气渐渐升起。历届奥运会举办经验显示，奥运投资一般在举办前一年或者举办当年达到最高峰；消费拉动主要表现在奥运会举办当年；辐射效应会在奥运会成功举办后长期存在。目前距离2008年北京奥运会开幕恰好是一整年的时间，正是把握奥运会对中国经济的带动作用，把握与奥运主题相关行业与上市公司的投资机会的关键时期。

(执笔:张亿东、李彦霖)

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	7.4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
600870	厦华电子	东方证券	买入	7-1	15	6.12	157.73	0.22	27.818	0.52	11.769	0.232	26.388	0.465	13.174
000680	山推股份	海通证券	买入	7-2	27	16.63	68.75	0.73	22.781	0.9	18.478	0.588	28.287	0.761	21.86
600808	马钢股份	中银国际	优于大市	6-29	11.4	6.97	68.64	0.414	16.836	0.76	9.171	0.452	15.416	0.706	9.87
600663	陆家嘴	东方证券	买入	7-4	40	24.35	65.63	0.409	59.535	0.566	53.399	0.363	67.168	0.411	59.206
600820	隧道股份	联合证券	增持	7-3	18.98	11.7	63.34	0.41	28.537	0.64	18.281	0.387	30.27	0.551	21.232
600978	宜华木业	中金公司	推荐	7-4	50	30.96	62.39	0.71	43.606	1.03	30.588	0.676	45.799	0.991	31.234
600589	广东榕泰	海通证券	买入	7-2	20	12.26	59.74	0.47	26.085	0.67	18.299	0.431	28.417	0.582	21.069
000839	中信国安	安信证券	买入	6-27	43	27.5	59.32	0.95	28.947	1.33	20.677	0.585	46.988	0.855	32.169
600019	宝钢股份	中银国际	优于大市	6-29	18	11.67	57.90	0.889	13.127	1.173	9.949	0.936	12.466	1.148	10.166
600088	中视传媒	申银万国	买入	7-3	45	29.5	57.12	0.36	81.944	--	--	0.312	94.551	0.459	64.317
600289	亿阳信通	安信证券	买入	7-4	29.15	20.41	55.05	0.409	49.902	0.583	35.009	0.424	48.135	0.573	35.629
600641	万业企业	长江证券	推荐	7-3	30	19.09	51.06	0.82	23.28	1.2	15.908	0.816	23.391	1.147	16.65
600973	宝胜股份	中金公司	推荐	7-2	43.7	31.55	46.64	1.017	31.023	1.59	19.843	1.018	30.99	1.559	20.235
600028	中国石化	国信证券	推荐	6-28	19.37	13.67	45.75	0.841	16.254	1.028	13.298	0.806	16.968	0.97	14.095
600486	扬农化工	东方证券	买入	7-4	27.2	19.58	44.84	0.63	31.079	0.86	22.767	0.68	28.794	0.86	22.767
600612	第一铅笔	安信证券	增持	6-28	25	16.09	44.66	0.38	42.342	0.552	29.149	0.345	46.576	0.503	31.971
600380	健康元	安信证券	增持	7-3	22.8	15.44	43.49	0.55	28.073	0.65	23.754	0.521	29.65	0.546	28.265
600754	锦江股份	东方证券	增持	6-29	21.7	15.54	41.55	0.41	37.902	0.5	31.08	0.409	38.021	0.48	32.389
600269	赣粤高速	安信证券	买入	6-28	19.2	14.32	40.45	0.91	15.736	0.96	14.917	0.815	17.568	0.873	16.405
600522	中天科技	联合证券	增持	6-27	15	11.15	40.19	0.33	33.788	0.49	22.755	0.3	37.16	0.461	24.176
600112	长征电器	光大证券	买入	7-4	19	15	38.59	0.142	105.634	0.365	41.096	0.143	104.895	0.365	41.096
600009	上海机场	安信证券	买入	6-28	52	39.02	37.35	0.92	42.413	1	39.02	0.934	41.778	0.944	41.353
000565	渝三峡A	安信证券	增持	6-29	18	12.79	36.36	0.12	106.583	0.59	21.678	0.12	106.583	0.48	26.646
600587	新华医疗	中信建投	买入	7-2	20	15.35	33.25	0.33	46.515	0.601	25.541	0.33	46.515	0.601	25.541
000858	五粮液	国信证券	推荐	6-29	42	32.1	31.70	0.45	71.333	0.67	47.91	0.438	73.337	0.635	50.577
600269	赣粤高速	安信证券	买入	7-2	18	14.32	31.68	0.847	16.907	0.899	15.929	0.815	17.568	0.873	16.405
600269	赣粤高速	东方证券	买入	6-29	18	14.32	31.68	0.833	17.191	0.9	15.911	0.815	17.568	0.873	16.405
600973	宝胜股份	中银国际	优于大市	7-3	39	31.55	30.87	1.02	30.931	1.57	20.096	1.018	30.99	1.559	20.235

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期水平的指

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

外汇管理局将及时增加QDII投资额度

国家外汇管理局副局长李东荣4日接受记者采访时称，随着QDII资格获得者增多和境外理财业务拓展，国家外汇管理局将及时增加QDII的投资额度。

海通证券：

银监会已于5月份调整了商业银行代客境外理财业务境外投资范围，允许银行QDII产品可直接投资境外股票市场；银监会和国家外汇管理局也颁布了文件，拓宽了信托公司的境外理财空间；证监会在6月份发文明确了基金公司和券商可以去境外进行证券投资，QDII政策部分缓解了国内流动性过剩，预计额度仍会持续扩大。

齐鲁证券：

目前已批出205亿美元QDII额度，其中包括19家银行148亿美元，4家保险机构52亿美元，1家基金公司的5亿美元。由于此前QDII投资范围主要限制在境外的固定收益类产品，各家金融机构的额度使用不充分，而随着下一步QDII机构的增多，审批QDII额度将随之加大。我们认为，QDII额度的逐步扩大，外汇流出的规模也就相应扩大，这在一定程度上可以缓解一部分国内市场的流动性压力。每年经常项目顺差超过2500亿美元，人民币升值幅度不宜过急，则外汇流出规模必须扩大，而QDII将是一个很好的渠道。

财政部：发行特别国债不是针对股市

财政部有关负责人4日接受新华社记者专访时强调，财政发行特别国债购买外汇不是针对股票市场的紧缩措施，不直接影响证券市场中的存量资金。

东方证券：

我们认为，首先，财政部新的说法不直接向央行定向发行，增加人民银行持有的国债，也就是一种间接的向央行发行，规避人民银行法的限制，达到了央行作为最终购买人的效果。其次，财政部说明清晰表达了财政发债购汇仅相当于用特别国债替换部分央行资产，相当于由央行独立完成了投放和回收过程，最终等于央行把手中的外汇储备换成了对外汇投资公司的债权。如果这些债券和央票一起投放的时候，不增加央行总体回笼资金额度，就没有起到任何回收流动性的作用，也失去了改善债券市场结构的意义。此外，这种非市场化的操作也使得特别国债在未来回收流动性作用上打了折扣，未来央行是否会将其和央票并行使用还需要观察。这次明晰了特别国债发行的短期运作模式，免去了其对流动性冲击的预期，对市场走势是利好消息。

申银万国：

尽管发行方式有所变通，但中间机构只是一个过渡，新的发行方式实质上仍是向人民银行发行，其影响也等同于向人民银行发行。具体体现在三个方面：1、由于是财政部发国债而不是央行发货币购买外汇储备，在一定程度上改变了过去的流动性投放机制，有助于缓解流动性过剩局面；2、特别国债的发行增加了央行的货币政策工具，扩大了央行货币政策空间，将在一定程度上增加央行货币政策的自主性和有效性；3、外汇储备从央行转移到财政部之后，减少了央行持有的外汇储备，将在一定程度上改变外汇储备增加过快，人民币升值压力过大局面。

不过考虑到以下方面，发特别国债购买外汇这一制度创新对市场的影响不会很大：1、发行特别国债从本质上讲仍是事后对冲措施，没有改变流动性过剩的根源；2、为了避免对市场的太大冲击，预计特别国债发行仍有一些制度创新，这种创新保证了其对市场的影响会比较有限；3、特别国债的发行将在一定程度上替代原来的央票、法定存款准备金率等流动性回笼政策，总体力度仍然会保持适度。

■行业评析

停止执行进口纺织机械整机不免税政策

2007年7月1日起，国家对新批准的内外资项目进口所有规格的自动络筒机(细络联形式的除外)和喷气织机一律停止执行进口免税政策。

天相投顾：

进口零部件退还的那一部分税收以国家资本金形式注入企业，不直接进入收益，将有利于企业长远的发展。进口整机不免税预计将使得国外产品价格提高10%以上，将提高国内产品竞争能力。经纬纺机作为龙头企业将充分受益于税收调整，维持“买入”评级。

纺织政策的出台是国务院确定的16个重大技术装备关键领域内出台的第一项进口税收优惠政策，标志着振兴装备制造业进口税收优惠政策进入实质性实施阶段，其他相关装备的进口税收优惠政策今后将陆续出台。

上半年餐饮零售额达5811亿元

商务部周三公布，今年上半年全国住宿与餐饮业零售额预计实现5811.8亿元，同比净增881.5亿元，增长17.9%，同比去年约高出2.6个百分点。

方正证券：

根据餐饮市场运行规律，下半年住宿和餐饮市场将继续保持旺盛的消费需求，零售额将接近6388亿元。商务部预计全年住宿和餐饮业零售额将超过18%的速度持续增长，并可望实现12200亿元，再创历史新高。据悉，一季度住宿和餐饮市场零售额同比增长17.4%，占上半年的51.3%；二季度同比增长18.5%，占48.7%。

商务部指出，限额以上企业经营大幅增长，连锁发展步伐不断加快，行业集中度进一步加强；限额以下企业经营稳中有升，大众化餐饮占据主流。饭店连锁化、集团化进程持续加快，经济型饭店扩张加速，主流品牌正向中、西、北部迅猛发展。