

# 震荡难免 着眼景气蓝筹兼顾题材

## ——2007年下半年A股市场投资策略

◎国信证券经济研究所

### 一、资金推动与“预期泡沫”下的估值压力

今年以来沪深股市在2006年“翘尾”基础上延续了快速上涨态势,尤其是二季度开始上证综指有效突破3000点一线,在短短的1个多月时间里站上4000点大关,使得市盈率水平上升到了高位,估值压力显现,而市场的上涨背后带有明显的资金推动特征。



1、资金推动下的结构性泡沫显现 股权分置改革后投资者对于资本运作改善上市公司质量行为的预期强烈,另一方面春节之后大量散户资金入市,使得各类题材股涨幅巨大。市场出现的所谓“预期泡沫”就是政府市场化调控A股市场的预期。首先,针对实体经济紧缩性宏观政策难伤及股市,7月份央行再度加息的可能性很大,减免利息税提高实际利率亦属必然。其次,为了综合治理流动性泛滥问题,政府将发行大规模特别国债组建外汇投资公司,并全面推行QDII以疏导居民外汇资金。第三,推进大型国企加速“海归”发行A股以平衡市场供求。第四,国资委将指令下属企业适时适度进行“大小非”减持。

“组合拳”中最鲜明的一招。交易成本的提高使得整个市场的“漏出”效应增强;按2%的日均换手率测算,提高印花税后仅A股交易造成的税负和券商佣金成本就将高达2900多亿元,分别占2006、2007年上市公司总体净利润的75%和54%。由于交易成本主要是流通股股东承担,而流通股股东所对应的净利润更为有限。更何况净利润并不完全兑现成上市公司分红,而印花税和佣金却是实实在在的现金

流出,因此,对于流通股股东而言,投资A股市场至少短期内是“负和游戏”。

3、市场化调控措施密集出台 印花税提高后市场走出了暴跌后迅猛回升的“V形”走势,期间市场要求减少直接行政干预呼声很高。但是当市场反弹到前期高位后,市场化的调控措施密集出台。首先,针对实体经济的紧缩性宏观政策难伤及股市,7月份央行再度加息的可能性很大,减免利息税提高实际利率亦属必然。其次,为了综合治理流动性泛滥问题,政府将发行大规模特别国债组建外汇投资公司,并全面推行QDII以疏导居民外汇资金。第三,推进大型国企加速“海归”发行A股以平衡市场供求。第四,国资委将指令下属企业适时适度进行“大小非”减持。

### 二、经济景气下的业绩增长与估值提升

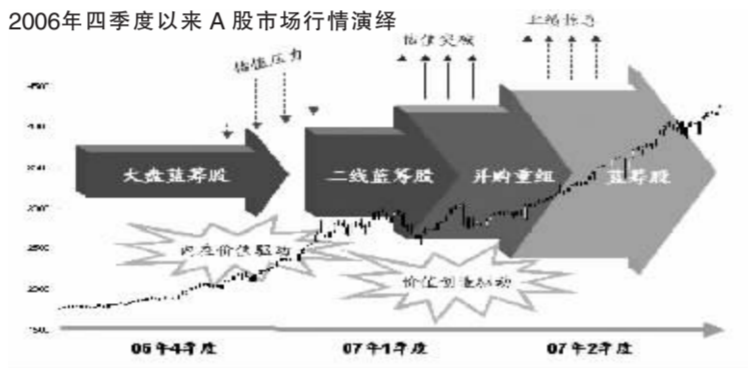
催动本轮牛市脉搏的主线十分清晰,就是经济景气和价值重估。虽然目前市场市盈率水平逼近“5·19”行情高点,但当前市场面临的宏观经济环境和制度环境已经发生了翻天覆地的变化,估值压力的化解将更多地依赖企业业绩增长和上市公司质地改善,而不是股价向下修正。 1、行业和公司基本面拐点出现 如果说上证综指回到1800点是市场在价值驱动的结果或者是市场静态估值从低估到修复的过程,那么在突破2500点、3000点和3500点的过程中,市场总是被估值压力所困扰。但是,随着上市公司业绩的公布,投资者发现原先担忧的估值压力已经消失。估值压力更多地是静态的,而不是动态的,经济景气下上市公司业绩超预期增长不断化解了估值压力。因此,我们认为市场到达4000点的高位所面临的估值压力也有望逐步化解。事实上,本轮牛市最重要的根基就是经济景气。如果说现在沪深两市的市盈率水平与“5·19”行情高点相近,但两个时期的经济环境存在着巨大差异,目前的增长率和景气度显著超出当年水平。

和22倍,仍处于合理范围之内,市场存在的问题是结构性高估,而不是整体性泡沫。我们仍需要探讨的是从横向比较来看,沪深市场的估值水平何以超越其他周边新兴市场以及发达国家市场?

发达国家市场基本面状况良好,而新兴市场更好,这是两类证券市场表现出现落差的根本原因。经济或企业增长速度与长期潜力、投资回报率(增长的质量)、利率水平与本国汇率走向构成各经济体股票市场估值的基本要素。从分析估值的几个变量来看,发展中国家经济增长态势明显快于发达国家是关键,而经济上升周期中表现出的稳定性则大幅降低了国家风险。沪深市场估值水平在横向比较上因此能获得偏高的结果:一是经济增长快企业成长性强,二是利润水平偏低,三是本币升值趋势明确。

### 三、投资策略:景气蓝筹,兼顾题材

化解当前市场估值压力的重要路径之一就是着眼于行业与公司的长期成长性,分析中国真正确立世界制造业中心地位的过程和内涵,其目的也在于寻找具备长期投资价值行业与公司。随着技术进步的



就下半年的经济趋势而言,我们的信心来自于国民经济支柱产业之一的房地产业景气稳步回升,而另一个与消费和消费升级相关的主导产业——汽车业则一直处于景气运行状态。此外,金融服务以及钢铁、石化、有色等重工业相关产业景气度维持在理想水平。 相关所周知,证券市场的繁荣不仅使得许多上市公司获得了超额的短期投资收益,而且新会计准则的实施又为许多持有上市公司股权的公司带来了价值重估机会,上市公司利润因此取得超额增长。但是,通过对一季度上市公司财务报表的全面分析,我们可以发现企业利润的增长主要还是依靠主营业务,背后的推动力是行业和公司基本面的出现。

### 2、沪深市场估值水平何以超越周边市场

当前,沪深300指数的2007、2008年动态市盈率分别约为28倍

加快和自主创新能力的提高,我国的中端制造业及相关的技术工艺逐步增强,为各大产业集群的纵向延伸和横向协同提供了条件。

1、中国优势产业的崛起及其配套产业链群形成中蕴含的投资机会 在上述趋势下,一些具有劳动和资本密集型特点的制造业,如机械装备、交通运输、汽车及配件以及部分机电行业等将是中国比较优势产业的重点代表,在其自主创新和产品升级换代能力的驱动下将最终从“进口替代”走向“出口导向”,值得长期看好;与此同时,中间设备和关键零部件等制造环节的发展是终端制造业急需的专业性生产要素,是产品创新和差异化竞争的必要条件,将有助于我国培养出真正的世界性、伟大的企业,因此我们也看好受益于国内城市化和重工业化趋势以及国际产业转移、全球需求强劲的,为中国比较优势产业配套的制造业和服务业,如仪器仪表、国际工

### ■信息评述

#### 上半年累计贸易顺差1125亿美元

中国海关总署10日发布最新统计,今年1至6月全国外贸进出口总值达到9809.3亿美元,逼近万亿美元大关。海关统计显示,今年上半年累计贸易顺差达到1125亿美元,比上年同期增长83.1%。

#### 申银万国:

从出口方面看,主要是两大因素导致了出口快速增长:一是世界经济仍然保持较快增长,对我国产品需求仍然较旺盛。二是我国6月中旬再次下调了2800多种商品的出口退税率,相关企业纷纷突击出口,从进口方面看,也有两大因素导致进口增长缓慢:一是随着前期投资形成的产能释放,国内产品对进口产品的替代效应逐渐显现。二是国家对出口退税政策的调整降低了相关产品出口的吸引力,导致了用于这些产品生产的投入品进口增长放慢。 从影响进出口的原因来看,由于政策刚开始实施,出口退税政策调整的中长期效果如何还有待进一步观察,但是国外需求旺盛以及进口替代这两个基本因素并不会发生大的变化,因此有理由相信顺差继续维持高位格局在短期内很难改变。我们预计下半年顺差将达到1400-1900亿美元,全年累计顺差将达到2500-3000亿美元,比2006年提高700-1200亿美元。

另外一个值得关注的问题是顺差持续高位的影响,我们认为主要体现在两个方面:一是将导致人民币升值速度加快,二是意味着国内流动性过剩情况加剧,要避免经济过热和资产泡沫,必须加大流动性对冲和控制措施的力度,预计特别国债的发行进程可能加快,准备金率、利率再次调整的可能性也将明显增加。

#### 平安证券:

面对不断扩大的贸易顺差问题,我们认为,未来的政策调整仍将集中在以下两个方面:在7月1日出口退税政策作进一步调整后,多类产品的出口退税率已有大幅度削减,对政策效果尚有待观察。如果出口局面还不能有效改观,我们预期政府还将加大出口退税政策调整力度,扩大涉及商品面,并有可能对高耗能、高污染、资源性产品的出口实行配额制;加速进口,在推动资源类产品和高科技产品进口的同时,有可能进一步扩大降低消费品类产品进口税率的范围,促进进口增加。尽管当前商业银行流动性出现紧张局面,但动态来看,贸易顺差大幅增长所带来的流动性压力仍不能掉以轻心,央行未来的货币政策仍将对外汇占款带来的增量流动性,其中,特别国债可能会成为央行下一步调控流动性的工具之一。

#### 国信证券:

我们认为全年出口仍将维持目前高速增长势头;目前的进出口政策调整对外贸政策主要是集中于调整出口商品和进口商品的结构,这些政策试图降低部分加工层次低、污染高、资源能源消耗大的商品出口,并且增加高科技产品以及能源产品、大宗商品等初级产品的进口。我们认为这些政策将逐渐发挥效用,虽然进展将很缓慢。出口增速将维持目前增速的判断在于,一方面,出口商品中机电产品出口增长良好,并且在出口商品中的比重越来越大。另一方面,由于劳动力比较优势依然长期存在,传统大宗商品出口继续保持良好的增长势头。如服装及衣着附件、纺织纱线、织物及制品以及鞋类出口增速并不由于人民币的小幅升值而降低。我们维持出口增速难以回落,进口有望提升的判断,预计全年外贸顺差将达2800亿美元,人民币升值幅度大约为5%。

#### 中金公司:

贸易顺差过大问题短期难解,尽管政府可能通过出口配额等方式,进一步遏制某些高污染高能耗的资源性产品出口,但这种结构性调整政策对于减少总体贸易顺差效果有限。我们预计下半年出口增长保持稳定,贸易顺差将进一步上升,人民币全年升值6%。贸易顺差并非带来外汇储备增长的最主要因素,近期外汇储备增长较快,给国内的流动性带来严重挑战。去年贸易顺差对于新增外汇储备的贡献率较高,但今年以来其贡献率显著下降,而在外汇储备新增量中,无法由贸易顺差和FDI所解释的部分大幅增加,这可能显示有热钱在涌入。

#### 天相投顾:

我们认为后期的顺差走势仍然不太乐观,虽然部分产品出口增长会受到政策影响,但是外部需求旺盛还会使得整体出口保持较高的绝对量。不能排除政府在下半年出台进一步调整部分产品出口退税、进出口关税等政策的可能。

#### 海通证券:

今年上半年贸易顺差增长非常快,原因是多方面的,有长期因素,也有短期因素。但我们认为,目前外贸顺差规模比较大,主要还是受长期因素的影响。虽然我国已经调整了出口退税率,但效果一下子难以体现出来,预计下半年外贸顺差增长速度较快。

#### 兴业证券:

出口抢单因素导致6月份出口增速继续高增,而退税下降和人民币升值幅度增加导致加工贸易利润大幅下降,抑制了以加工贸易为目的的进口增速。由于我国对外依存度高达70%,而加工贸易占到我国出口和贸易顺差60%以上的比重,进口增速是一个比较重要的先行指标。6月份进口增速下降,预示着下半年出口增速和贸易顺差将缓慢回落,进而影响固定资产投资和工业增加值的下降,下半年经济增速将较上半年要低。

#### 中信证券:

预计7月份出口将继续保持目前的增长速度,但有小幅度的回落,而进口增速将保持在19%。根据目前的出口增长态势,政府可能会出台进一步的调整出口增加。例如出口退税的再次调整,加征出口关税,出口许可证等等,我们预计出口将出现小幅回落。进口由于是企业自身行为,短期之内我们判断也不会出现大幅度的攀升。我们认为从出口拉动角度分析,应重点关注电器及电子产品、机械及其设备类上市公司的表现,而服装纺织类上市公司也应当给与适当关注。预计7月份的出口累计增长速度将继续维持在26%左右,进口增长速度15%-18%。

## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:7月4日-7月11日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	7.10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
000717	韶钢松山	中信证券	买入	7-10	13	7.1	83.10	0.65	10.923	0.75	9.467	0.597	11.729	0.696	10.115
600663	陆家嘴	东方证券	买入	7-4	40	23.37	71.16	0.409	57.139	0.456	51.25	0.372	64.225	0.42	56.827
600088	中视传媒	申银万国	买入	7-3	45	27.04	66.42	0.36	75.111	---	---	0.322	88.82	0.422	67.853
600978	宜华木业	中金公司	推荐	7-4	50	30.29	65.07	0.71	42.662	1.03	29.408	0.694	45.414	1.003	31.422
600820	隧道股份	联合证券	增持	7-3	18.98	11.69	62.36	0.41	28.512	0.64	18.266	0.342	35.821	0.443	27.612
600289	亿阳信通	安信证券	买入	7-4	29.15	18.07	61.32	0.409	44.181	0.583	30.995	0.426	44.389	0.575	32.87
000625	长安汽车	兴业证券	推荐	7-4	20	12.55	59.36	0.438	28.653	0.688	18.241	0.488	26.75	0.74	17.64
000501	鄂武商A	联合证券	增持	7-9	20	12.96	54.32	0.3	43.2	0.45	28.8	0.288	46.597	0.448	29.955
600050	中国联通	申银万国	增持	7-6	8.65	5.71	51.49	0.22	25.955	---	---	0.212	27.39	0.242	23.968
600486	扬农化工	光大证券	买入	7-4	27.2	18.08	50.44	0.63	28.698	0.86	21.023	0.58	32.724	0.783	24.23
600570	恒生电子	光大证券	买入	7-9	25	16.68	49.88	0.39	42.769	0.48	34.75	0.373	46.232	0.47	36.723
600267	海正药业	兴业证券	推荐	7-4	21	14.21	47.78	0.29	49	0.48	29.604	0.259	55.356	0.351	40.877
600087	南京水运	长江证券	推荐	7-9	18	12.3	46.34	0.48	25.625	0.807	15.242	0.699	18.35	1.001	12.812
600380	健康元	安信证券	增持	7-3	22.8	15.65	45.69	0.55	28.455	0.65	24.077	0.745	21.239	0.782	20.243
000983	西山煤电	招商证券	强烈推荐	7-9	43	29.99	43.38	0.95	31.568	1.21	24.785	0.887	33.828	1.067	28.102
600028	中国石化	招商证券	强烈推荐	7-6	18	12.74	41.29	0.8	15.925	---	---	0.802	16.238	0.962	13.539
600112	长城电器	光大证券	买入	7-4	19	13.57	40.02	0.142	95.563	0.365	37.178	0.142	96.972	0.365	37.726
000690	宝新能源	广发证券	买入	7-5	22.4	16	40.00	0.51	31.373	1.51	10.596	0.497	32.96	1.213	13.492
600585	海螺水泥	兴业证券	强烈推荐	7-4	70	50.44	38.78	1.76	28.659	2.33	21.648	1.601	33.625	2.093	25.716
600104	上海汽车	申银万国	买入	7-9	27	19.48	38.60	0.76	25.632	0.9	21.644	0.738	27.271	0.86	23.395
600110	中科英华	东方证券	增持	7-6	30	21.71	38.19	0.22	98.682	0.31	70.032	0.24	87.792	0.355	59.352
000933	神火股份	招商证券	强烈推荐	7-10	43	31.15	38.04	1.4	22.25	2.17	14.355	1.293	24.581	1.803	17.634
600641	万业企业	长江证券	推荐	7-3	30	21.75	36.84	0.82	26.524	1.2	18.125	0.816	27.423	1.147	19.519
600350	山东高速	中银国际	优于大市	7-10	10.35	7.58	36.54	0.32	23.688	0.41	18.488	0.304	24.109	0.367	19.994
600612	第一铅笔	招商证券	强烈推荐	7-5	23	16.91	36.01	0.342	49.444	0.508	33.287	0.344	48.767	0.505	33.248
600612	第一铅笔	东方证券	增持	7-5	22.7	16.91	34.24	0.346	48.873	0.502	33.685	0.344	48.767	0.505	33.248
002054	德美化工	国信证券	推荐	7-10	25.25	18.9	33.60	0.468	40.885	0.649	29.122	0.55	34.526	0.711	26.708
600289	亿阳信通	广发证券	买入	7-3	24	18.07	32.82	0.4	45.175	0.55	32.855	0.426	44.389	0.575	32.87
600973	宝胜股份	中银国际	优于大市	7-3	39	29.58	31.85	1.02	29	1.57	18.841	1.018	30.214	1.559	19.729
600428	中远航运	联合证券	增持	7-9	29	22.04	31.58	1.26	17.492	1.56	14.128	1.164	19.396	1.283	17.595

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。

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,在应用时考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要投资者分

析员的研究水平、注意卖方机构观点出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)