



# 如何面对强烈的宏观调控预期

## ——七家研究机构本周投资策略精选

### 政策出台可望成为走高契机

#### 招商证券

上半年金融数据显示中国经济持续扩张,投资者担忧经济过热及随后面临力度更大的调控和紧缩政策。我们更愿意将这些数据看作,在消费升级加速、城市化加速、重工业化加速等几大趋势的共同作用下,中国经济正在进入最为繁荣时期的证据。这种高度繁荣无疑将具有极强的内生性和可持续性。诚然需要强烈的调控和紧缩政策来压制总需求特别是投资增长,以防止经济过热,支持牛市的的基础就不会发生变化,特别是行业和上市公司良好增长局面仍然能够持续到延后。

当前大盘运行在盘整状态,市场浓厚的观望气氛直接导致成交量萎缩。由于投资者普遍对于股市长期看好的预期并没有发生改变,其背后的逻辑必然是一旦政策信号明朗,股市仍然会选择上涨。因此,我们认为大盘向上突破只是时间问题,当前投资者仍然需要耐心等待。在市场处于弱势时,由于恐慌心态或者流动性等因素影响,很多股票会出现错杀或低估状况。那么,合理的投资策略就是耐心寻找这类相对价值突出的品种。根据我们的分析,交通运输、电力、建材、钢铁等行业中的一些优势企业就存在明显的价值低估现象,投资者可以从其中认真挖掘。

本周盈利预测及评级表中,新增4家上市公司,水井坊、生益科技、长电科技和法拉电子,均给与“增持”评级。盈利预测方面,上调水井坊、神火股份和兴业银行的盈利预测。

### 调控为了市场更加健康发展

#### 广发证券

上周在消息面偏暖情况下,市场恐慌心态有所趋稳。但由于6月份宏观数据不容乐观,紧缩预期之下,投资者心态继续谨慎,大盘陷入了“欲上不能,欲罢还休”的局面,市场成交量持续萎缩。本周将公布6月份关键宏观数据,综合上周公布的货币和信贷数据,宏观经济已出现全面偏热态势,我们认为央行最快将于本月加息和减免利息税。在目前市场缺乏热点情况下,股指可能会出现短期下调,但对一些优质股票来说将形成买点。我们建议投资者关注受益于人民币升值和加息周期的保险、银行和地产行业。

“认识你自己”是在智慧女神雅典娜神庙上刻着的唯一一句话。在本期投资主题中我们借用这句话,是因为对于股票投资者来说同样需要在认清市场的同时,更要认识和了解市场中的自我。只有了解自己,

才能更好地指导投资行为和自己的投资理念。

随着股权分置改革的基本收官,资本市场的应有功能将得到体现,资本市场必将成为宏观经济的晴雨表,我们应该在战略高度上重视资本市场,让其更好地发挥重要功能。股权分置改革之后这些功能逐渐得到实现,是本轮行情的根本支撑因素。我们可以明确,针对流动性过剩等问题的宏观调控,应该是立足长期的,为了资本市场更加健康地发展,而不应该、也不会回到“政策市”的老路上去。我们认为,由于对宏观调控的过度敏感和预期不明确导致的市场震荡不会改变市场牛市格局。

股票投资“不可能卖到最高点、不可能买到最低点”,这两个“不可能”会成为投资操作上的“常态”。对于股票价格短期走势判断,即使是最优秀的研究者也莫衷一是,只要在牛市格局没有改变大的方向判断的前提下,再细分和精进投资策略,资本市场不仅是具有魅力的市场,还是一个能够带来丰厚回报的市场,而在获得回报过程中,投资者也为整个中国经济的发展贡献了力量。

### 市场将面临突破方向的选择

#### 方正证券

根据国家统计局的日程安排,7月18日将公布上半年CPI增长情况,7月19日将公布6月份消费价格指数。初步预计今年上半年CPI总水平涨幅将达到3%,全年涨幅可能高于3%。外界普遍预测,随着肉类、粮食等食品价格不断推动CPI上涨,6月份CPI可能再创新高,甚至6月份CPI涨幅可能超过4%。值得关注的是,13日央行公告表示向部分公开市场业务一级交易商发行1010亿元3年期定向央行票据。结合目前对于CPI的预期,此次定向央行发行可以看作是加息的前奏。而此前市场一直预期的政策性调控措施,例如减免征收利息税、加息或提高人民币存款准备金率等,预计本周经济数据公布之后明确。

短期政策预期的不确定性是导致市场成交低迷的重要原因,预计随着本周经济数据的公布,政策预期也将逐步明朗,市场将面临突破方向的选择。目前我们对于市场的中期趋势,开始逐步趋向乐观。

值得关注的是,近期随着股市的降温,中国各大中城市房地产市场再度呈现火热的上涨,房地产市场成为流动性过剩的宣泄口。此外,前期一度回落的食品价格再度上涨,尤其是猪肉价格出现了快速反弹,预计6月CPI数据将大幅突破4%的大关,通胀压力陡然增大。近期国际原油价格再创新高,商品市场有色金属再度上涨,这些也将进一步增大未来通胀的压力。根据历史经验,通胀阶段我们看好投资领域中的金融、房地产等行业,这些将是通胀过程中受益最大的领域。此外有色、煤炭等资源类品种,也是我们关注的重点。

本周风向标:工商银行和万科A。关注板块:证券、银行、房地产和有色金属。

### 加息等利空可能会打破平衡

#### 国海证券

目前市场观望气氛极为浓厚,多空双方力量日趋衰竭,暂处于一种弱势平衡状态。我们认为,在目前消息真空期,短期内大盘仍将维持缩量窄幅震荡格局。从中短期看,市场的日渐观望使得5月30日以来日K组合呈现收敛三角形形态,但未来一些加息等利空可能会打破目前的平衡状态;即会导致目前的均衡向下打破,但急跌后大盘可能会再度引发一波“利空出尽”的反弹。故在操作上,投资者不宜追涨杀跌,而应调整好股票,控制好仓位。

个股方面,目前市场进入了中报业绩预告高峰期,一些中报业绩较市场预期好的个股领涨。而随着近期人民币升值的加速以及通胀压力等因素,使得煤炭等资源类个股以及房地产等资产类个股受市场资金追捧,预计其走势仍有望强于大盘。另外,5月30日大盘大跌以来,相关参股板块随大盘泥沙俱下,甚至不少个股股价已腰斩。经过一轮大跌之后,不少股权投资类个股已回归价值,甚至有一些个股已被低估或被“错杀”。相信随着市场信心的恢复,一些股权投资类个股将面临一轮“拨乱反正”的机会。

### 不会对基本面产生过大影响

#### 中信证券

本周市场进入政策预期最为强烈的一周,不排除近期可能有进一步的宏观紧缩措施出台。判断后续的紧缩措施,依然是加息、提升存款准备金率、取消(降低)利息税、发行特别国债等人们已有预期的政策。上述政策推出条件基本具备,而近期对于加息和取消(或降低)利息税的政策预期最为强烈,6月份的通胀数据和其经济数据的出台可能是一个促发时点。

从规律上看,加息可能影响的行业有两大类:一类是金融行业(如银行、保险和证券),另一类是负债率较高的非金融行业(如电力、轻工、航空、建材和房地产等)。相比较而言,我们认为加息对银行、保险等金融行业的影响更为直接,这类行业的主营业务就是资金运作和投资,与利率变动有着天然的联系;而利率变动虽然也会对电力、有色等

非金融类的高负债行业的融资成本有一定的影响,但这些行业的盈利更不会受到供需、价格等因素的影响,融资成本只是一个相对次要的因素。我们最终的结论是,预期中的再度加息对银行业依然是中性,对保险也构成利好。

与加息政策不同,取消(或降低)利息税仅仅涉及到个人储户与财政部之间的利益转移,并不直接影响经济主体的投融资成本。故而取消(或降低)利息税并不等于加息,也不会明显导致对各个行业投融资决策的差异化影响。

目前市场已进入政策敏感期,但当前预期中的加息和利息税政策并不会对市场基本面产生过大影响。政策调控的真实对象依然是过热的经济,而不是市场。维持推荐宝钢股份、双鹤药业、云南铜业、中金黄金、福耀玻璃、新疆天业、福田汽车、一汽夏利、南方航空、江南高纤十只投资组合。

### 从出口退税下调看结构调整

#### 申银万国

从7月1日开始,我国开始实行新的出口退税政策,这次政策调整涉及的商品,约占海关税则中全部商品总数的37%。从近几年以来出口退税调整情况看,出口退税一直处于不断下调过程,而这次调整力度明显加大。我们认为这将在一定程度上达到抑制出口,减少顺差的目的。

出口的放缓必直接或间接影响到上市公司的利润。根据我们对上市公司2006年年报数据统计,约有560家公司公布了直接出口业务情况,其中,共有5574亿元的主营业务收入来自于直接出口业务,约占上市公司2006年主营业务收入总额的9.5%。根据已有的数据我们对产品的出口退税率每降低1%,则市场总体的税前利润降低约58亿元,降低幅度为0.99%。也就是说,出口退税对上市公司直接利润影响并不是很大,更重要的是深远的来自于所引起产业结构的调整以及出口总额的下降。

我们更加关注的是国家在出口退税政策上所蕴含的产业结构调整思路,我们认为未来节能环保战略的执行力度将进一步加强,而代表技术进步和产业升级的交通运输、机械等行业也将得到进一步的扶持,同时,出口退税的下调将在一定程度上加速行业的整合机会。比如对于有色金属来说,目前已拥有资源一体化的产业链,产品附加值高的公司能够充分抵抗出口退税的影响,而对于一些毛利率不高的出口型行业,如建材、轻工等,对于没有议价能力或者成本过高的公司,将面临被淘汰的命运。

### 信息评述

#### 千亿元定向央票出鞘

央行7月13日公告表示,向部分公开市场业务一级交易商发行1010亿元3年期定向央行票据,票面利率3.60%,低于此前刚刚发行的3年期央票一级市场中标利率3.62%。

#### 国泰君安:

此前3年期央票3.62%的发行利率相比,本期定向央票的发行利率3.60%显示出一定的惩罚性质。另一方面,从定价角度着眼分析,加息或随定向央票发行而至也有了更加合理的解释。根据统计数据,自2006年5月以来,加息总是会跟随定向央票而出台。相比于加息,定向央票对货币回笼可以起到立竿见影的效果,但是如果加息之后再发行定向央票,由于市场利率水平攀升,会明显提高发行成本,因此加息之前发行定向央票可以在一定程度上控制流动性回笼的成本。正因为如此,本次定向央票发行之后如果存贷款基准利率的调整紧随而至也将不难理解。

#### 齐鲁证券:

本次央行票据发行范围与往年相比更广,除了四大国有商业银行购买了绝大多数份额外,数家全国性股份制商业银行也被定向发行,还有不少此前从未被“定向发行”过的城市商业银行也被囊括其中,购买金额从0.5亿元至3.5亿元不等。按照往期定向央票主要针对信贷投放规模较高、增长速度较快的商业银行发行特征判断,近期除大行之外,中小银行的信贷投放冲动也异常高涨。我们认为,此次央票发行主要针对6月份信贷投放过快增长,但我们更加关注此举回笼流动性效应对市场的影响。2006年5月以来,加息总是会跟随定向央票而出台,若6月CPI数据进一步走高,随后的加息预期或将得以加强,应该给与相当关注。

#### 天相投顾:

此次央行发行定向央票最主要的原因是6月份新增贷款仍然没有得到控制,另外6月份外贸顺差再创新高也加大了央行回笼货币的压力。从覆盖范围来看,这次定向央票涉及的不仅有四大国有商业银行,还包括了多家中小银行,也从一个侧面反映出目前信贷增长过快现象可能更为普遍。虽然定向央票与加息之间并没有必然的联系,但是由于今年前两次千亿定向央票发行之后的十天之内央行均出台了加息政策,因此我们预计由此可能使得市场对于近期加息等紧缩政策的预期进一步被推高。

### 报告预测 2007年中国 GDP 将增 10.9%

国家信息中心刚出炉的一份上半年宏观经济形势分析报告,对一些宏观经济数据进行了一些预测。报告预测全年居民消费价格上涨3.3%,2007年全年GDP增长将达到10.9%,全社会固定资产投资将增加24.2%,全年外贸顺差将达2750亿美元。

#### 海通证券:

虽然2007年上半年宏观经济数据没有全部公布,但我们预计部分指标面临过热压力,特别是固定资产投资增长速度偏快。今年新增贷款将大大超过计划额度,2007年1-5月新增贷款为2.15万亿,占去年实际新增的比例为68.5%,占报道所称的全年计划额度2.9万亿的74.1%。

### 二季度经济数据本周将密集公布

本周将有二季度其他重要经济数据公布,包括GDP数据和CPI数据等。

#### 申银万国:

在纷繁的经济数据中,当前需要重点关注的是GDP、CPI、贸易顺差、新增贷款这四个因素。GDP:我们预计,二季度GDP增长速度可能会接近一季度的高水平。这将产生以下两个影响:一方面,上市公司二季度业绩将在高速增长宏观经济环境中表现亮丽,从而为二级市场的估值压力有所减轻;另一方面,下半年宏观政策导向将会适度偏紧。

CPI:目前市场一致预期6月份的CPI会超出4%的水平。通货膨胀率超过存款利率的结果,不仅将引发部分储蓄资金分流,而且储蓄存款实际价值的缩水也会对广大中低收入家庭产生不利影响,直接关系到民生。因此,我们预计,存款的名义收益率水平将会有适当的提高,可能采取的方式包括利息税的逐步降低。

贸易顺差:6月贸易顺差的新高是多种因素综合的结果,包括出口商抢在出口退税下调之前突击出口,因而这种局面未必是可以持续的。然而贸易顺差的增加毕竟将带来外汇占款式基础货币投放的增加,央行需要通过适当方式回收这部分新增的基础货币,譬如继续提高存款准备金率。

新增信贷规模:上半年新增贷款规模的快速增长已经明显超出了央行年初制定的计划,因此,下半年货币政策将适度从紧。我们预计,央行将通过窗口指导和行业导向政策对信贷投放规模进行控制。毕竟在利润率偏高的时期,信贷的可得性控制要比资金成本控制更为有效。

### 行业评析

#### 上海开征二手房土地增值税

从7月15日起,上海对个人转让非普通住房,既没有评估价格又不能提供购房发票的,实行核定征收土地增值税;凡居住未三年的,按转让收入的0.5%征收,居住满三年未五年的减半征收。

#### 齐鲁证券:

今年以来各地房价普遍处于上涨态势之中,管理层调控房价的各项措施也相继得以推出并施行,这在一定程度上将对短线房地产炒作形成一定程度的遏制。上海此次开征二手房土地增值税,从实际操作层面来看,或许对所处地区房地产市场影响甚微,投资者可适当关注相关措施对市场的影響。

## 券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(统计日:7月6日至7月13日)

股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	2007年净利(万元)			2007年EPS(元)			股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	2007年净利(万元)			2007年EPS(元)		
					报告	一致预期	差异率(%)	报告	一致预期	差异率(%)						报告	一致预期	差异率(%)	报告	一致预期	差异率(%)
600270	外运发展	长江证券	7-13	谨慎推荐	59600	67296	-11.44	0.66	0.743	-11.12	000677	山东海龙	申银万国	7-6	中性	22000	20906	5.23	0.535	0.508	5.27
002008	大族激光	联合证券	7-12	增持	28505	20285	40.52	0.75	0.533	40.66	000768	西飞国际	申银万国	7-6	中性	52000	47099	10.41	0.83	0.52	59.62
000829	天音控股	国信证券	7-11	推荐	46816	34803	34.52	0.929	0.874	6.29	000800	一汽轿车	申银万国	7-6	增持	58700	47990	22.32	0.361	0.295	22.42
600583	海油工程	中金公司	7-11	推荐	134200	108473	23.72	1.41	1.142	23.48	000885	SST春都	申银万国	7-6	中性	7000	4120	69.88	0.438	0.258	69.77
600886	国投电力	安信证券	7-11	买入	79770	64467	23.74	0.75	0.713	5.23	000897	津滨发展	申银万国	7-6	中性	47000	67001	-29.85	0.407	0.58	-29.83
601168	西部矿业	安信证券	7-11	无	228900	199565	14.70	1.19	1.036	14.95	000921	"ST科龙	申银万国	7-6	中性	18800	8611	118.34	0.19	0.087	118.89
000522	白云山A	平安证券	7-10	强烈推荐	22264	13805	61.28	0.475	0.293	61.93	000930	丰原生化	申银万国	7-6	中性	6500	-1983	427.80	0.067	-0.021	425.24
600036	招商银行	中金公司	7-10	推荐	1768900	1498400	18.05	1.2	0.99	21.24	000951	中国重汽	申银万国	7-6	买入	62900	59502	5.71	1.95	1.824	6.93
600481	双良股份	中金公司	7-10	审慎推荐	25300	16161	56.55	0.67	0.528	26.95	000952	广济药业	金元证券	7-6	增持	32295	21288	51.71	1.283	0.846	51.70
600900	长江电力	中金公司	7-10	推荐	597400	530738	12.56	0.63	0.551	14.39	002024	苏宁电器	申银万国	7-6	买入	210000	194139	8.17	1.457	1.333	9.27
601168	西部矿业	东方证券	7-10	无	243057	192873	26.02	1.264	1.013	24.74	002064	华峰氨纶	申银万国	7-6	中性	50000	43365	15.30	2.709	2.349	15.33
601398	工商银行	海通证券	7-10	中性	9132900	8915216	2.44	0.27	0.266	1.68	002069	狮子岛	申银万国	7-6	增持	32100	27255	17.78	2.838	2.411	17.72
000089	深圳机场	Morgan Stanley	7-9	Equal weight	72200	59198	21.96	0.501	0.392	28.04	600000	浦发银行	申银万国	7-6	增持	849300	757443	12.13	1.95	1.699	14.75
600016	民生银行	中银国际	7-9	同于大市	1170700	783909	49.34	0.81	0.536	51.25	600026	中海发展	申银万国	7-6	增持	445100	440903	0.95	1.338	1.318	1.54
000104	上海汽车	中金公司	7-9	推荐	631500	570534	10.69	0.96	0.855	12.24	600029	南方航空	申银万国	7-6	增持	196000	230744	-15.06	0.448	0.512	-12.56
600428	中远航运	联合证券	7-9	增持	101920	80727	26.25	1.56	1.236	26.21	600030	中信证券	申银万国	7-6	增持	1036000	813179	27.40	3.475	2.74	26.83
601398	工商银行	银河证券	7-9	推荐	11693923	8550796	36.76	0.35	0.254	37.55	600087	南京水运	申银万国	7-6	中性	69500	61772	12.51	1.302	0.703	85.15
600256	广汇股份	平安证券	7-8	强烈推荐	47000	26170	79.60	0.64	0.295	83.18	600096	云天化	申银万国	7-6	买入	84300	81592	3.32	1.572	1.536	2.31
000024	招商地产	招商证券	7-6	强烈推荐	138222	112890	22.44	1.64	1.458	12.48	600100	同方股份	申银万国	7-6	买入	56000	61815	-9.41	0.975	0.911	6.99
000063	中兴通讯	申银万国	7-6	增持	201500	185618	8.56	2.1	1.913	9.80	600104	上海汽车	中金公司	7-6	推荐	631500	550816	14.65	0.96	0.834	15.06
000157	中联重科	申银万国	7-6	增持	132000	122772	7.52	1.736	1.623	6.95	600109	成都建投	申银万国	7-6	中性	84200	15188	454.39	5.93	0.566	947.70
000338	潍柴动力	申银万国	7-6	买入	179200	166797	7.44	3.442	3.164	8.78	600143	金发科技	申银万国	7-6	增持	61600	59902	2.84	0.967	0.889	8.83
000513	丽珠集团	申银万国	7-6	中性	29100	21282	36.74	0.951	0.696	36.61	600169	太原重工	申银万国	7-6	买入	24200	26314	-8.03	0.65	0.697	-6.76

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,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1000万元以上;总市值大于等于20亿,取净利润差异5%以上,且净利润增加1000万元以上;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5000万元以上;总市值大于

20亿、小于100亿,取净利润差异10%以上,且净利润增加3000万元以上;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5000万元以上;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](http://www.go-goal.com))