

在更贵不可逆转下寻找相对安全品种

——2007年三季度基金投资策略汇总

联合证券治小梅整理

基金公司	市场变量几多	宏观面预期如何	资金面是否逆转	泡泡能吹多大	三季度配置风向
南方基金	向上突破动力可能来自中报对全年业绩增长进一步的明确甚至调高,或集体性注资和整体上市潮增厚上市公司业绩,或通胀或人民币升值,加速升温驱动国内居民更为积极地追求资产的保值增值,以及股指期货推出为市场带来活跃力量。	需要警惕的是通胀是否成为结构性趋势,市场对央行的加息频率和幅度空间的预期进一步上调的可能性很大。	三季度新增可流通的限售股数量进入短暂时低谷,但政府为调节过充裕的流动性,近期加快了H股和红筹股回归以及ODII步伐。虽然这很难即刻对A股市场资金环境产生扭转性的影响,但无疑使三季度市场流动性方面增加了新的压力因素,三季度市场环境并不好过二季度。	30倍以上的动态PE对于多数企业来说已有很大的估值压力,估值水平持续攀高缺乏有力支撑。没有新的外部因素刺激,依靠资金惯性推动难以持续,而估值压力的凸现,以及对宏观调控进一步加强的担忧正成为压制行情的主要因素,市场很可能要经历较长时间的震荡整固。	金融地产、先进制造业、内需消费以及中小企业是富产高成长股的板块;部分估值有安全边际的周期行业经短期景气波动后仍有重估空间,突出者如钢铁。作为行业配置,我们看好金融、钢铁、机械、电信及通信设备、汽车和配件、食品饮料、商贸零售、石化化工、煤炭、有色。
嘉实基金	存在进一步紧缩压力,关注1.55万亿元特别国债的发行方式和ODII对市场的冲击,调整出口退税的滞后效应。	宏观经济基本会保持较高增长,温和通胀的良好局面。	增加市场有效供给,比如增加IPO的数量和规模,红筹股、H股回归、国有股减持等;多层次市场建设,如债市、中小企业板市场;新产品创新、融资融券、股指期货。	由于市值上升导致的资产价格重估会传导至通货膨胀,会引起决策制定者的重视,针对实体经济和金融市场的调控政策很难改变当前的牛市格局。	受益于国内城市化和国际产业转移,金融、商业、物流、软件外包等高级服务业将有很大增长空间。关注资产注入与并购重组、技术进步与创新主题。
银华基金	市场对ODII和特别国债心里没底,还会令人困扰。开户速度下降是预期之内的事,基金份额扩张速度也许已开始减缓。	——	资金驱动局面不太可能改观,国内过剩流动性本质上来自于高企的国民储蓄率。升息1-2次无助于解决“负利率”预期,也不必担忧红筹回归和国企减持。	虽然优质股昂贵是不争的事实,但贵和更贵成为不可逆转的趋势。不久的将来,我们将面对一个资产价格高昂、资产收益率低下的时代。	——
工银瑞信	目前中国经济呈现出实体经济和虚拟经济的双繁荣,这对于资本市场来讲是一个严峻的挑战,通胀导致资本市场下跌和实体经济放缓的可能性正在加大。	——	——	当前估值水平高企是因为流动性产生的低利率,然而市场已完全反映了充裕的流动性。值得提醒的是,从通胀率的提高到资本市场的下跌存在时间差,资本市场的下跌到实体经济放缓也需要时间差。	短期看好钢铁、汽车、医药、食品、银行、房地产和保险行业,中期看好汽车、零售、食品、医药、机械。这都是相对看好,要警惕通胀带来的系统性风险。
广发基金	——	通胀将成为未来宏观调控的重要目标之一,预计政府防范通货膨胀的政策措施将至少包括升值、升息、提高法定存款准备金率、分流过多的流动性等四个方面。	如果升值不能显著减少顺差,那么流动性的逆转也就无从谈起。当有一天中国经济增速显著低于过去10年的平均水平,则中国的出口竞争力、贸易顺差、人民币币值、流动性才会进入一个逆循环。	本轮牛市的高峰动态估值有可能达到历史估值区间的上限35倍。泡沫会继续膨胀,也许在2008年中期或更早,市场可能会达到6000-7000点。当前泡沫化正在进入第二个阶段,即股价技术发展阶段。	消费升级与通胀趋势下消费服务和资源品的投资机会;加息与升值周期下资产重估或利率敏感性投资机会;可持续发展主题下节能环保创新领域的投资机会;资产注入与并购重组的投资主题。
华安基金	——	国内经济短期仍表现强劲,2007年总体仍将保持平稳完成本轮景气筑顶,2008年经济增速可能降低。	流动性过剩局面短期难扭转,负利率背景下个人金融资产的重新配置为市场带来持续增量资金。	牛市步伐短期虽有放缓,但不会停止。	未来绩优蓝筹主导的价值投资理念重回市场主流,但同样需警惕“蓝筹泡沫”。长线继续看好金融、地产等升值受益行业的市场表现。同时关注煤炭和钢铁行业。
易方达基金	后续调控政策的走向及投资者的反应,将成为影响三季度市场走势的重要因素。关注红筹股回归、非流通股减持、指数期货等因素影响。	——	——	国际经验表明,货币升值和温和通胀往往伴随股市上升。	选择收益稳步增长、估值水平较低的蓝筹股、绩优股,或者以资产注入等方式带来外延式增长的股票。同时建议适当控制仓位以防范政策调控风险。
汇添富基金	——	宏观预期短期景气度超预期,长期双顺差反映本币被低估,消费增长潜力开始逐渐启动。短期看投资,长期看消费。	——	由于市值上升导致的资产价格重估会传导至通货膨胀,会引起决策制定者的重视,针对实体经济和金融市场的调控政策很难改变当前的牛市格局。	消费服务业是长期投资的选择;金融业因价值重估驱动因素提升盈利,受益于收益率上升;房地产的基本面是本,政策面是紧。
上投摩根	短期ODII对市场流动性影响不大,但会减小A-H股价差。股指期货不会影响原有运行趋势,但短期内可能会引起资金从现货市场的分流。	人民币升值进程加快,预计全年升值4%-5%。通货膨胀的基本判断:存在压力,但属可控范围内,“人口红利”有助于抑制核心通货膨胀。	流动性可能会因为政策方面的影响流入市场,但净流入趋势应该可以得到保持。国内股市相对于国内外资金而言,仍然具有一定的吸引力。	从全球主要市场的PEG比较来看,仅仅俄罗斯与印度的PEG比中国要低。流动性过剩,宏观向好,结构性牛市走势将得到支持。	热点将转向有核心竞争力、有业绩支撑的绩优蓝筹股。三大机会:央企整合及资产注入、2008年奥运会、节能减排的推进。三条线索:人民币升值、内需拉动及产业升级。
长城基金	可能小幅加息1-2次,提高存款准备金率2-3次、取消存款利息税、适度加快人民币升值步伐、放宽外汇资金运用渠道、增加对高耗能、资源类商品征收出口关税等。	——	——	目前A股估值水平与所处经济环境和未来预期相比虽然偏高,但只是阶段性的,随着业绩高成长估值就会处于合理水平。A股市场未来走向将更可能是处于一种“理性”产生业绩超预期的公司。	继续在产业整合中寻找投资机会,比如央企整合,以定向增发的方式进行优质资产注入、收购兼并和借壳上市。IPO之后的新项目开始产生效益的投资机会;股权激励性通道”之内。
大成基金	如果大小非流通限售股股东获利退出,不排除引致投资,从投资者担忧的连锁效应的可能性,从而成为共同的预期,受内外外部升值水平下行,这是我们更为担忧的。	宏观环境总体上保持稳定,宏观调控措施稳健而有预见性,适度加息以抑制可能抬头的通货膨胀已势在必行,成为共同的预期,受内外外部升值水平下行,这是我们更为担忧的。	公共储蓄资金持续流入公募基金市场,中美战略对话确认新增QFII额度200亿美元,证监会宣布提高保险公司股票资产比例上限,蓝筹股供给面临增长瓶颈,受限股流通规模猛增。	我们认为下半年市场将进入新的发展阶段,判断上证指数在3500-5000点区间宽幅震荡运行的可能性比较大。随着市场打开,流动性过剩的彻底改变,未来指数将打开新的空间。	重点配置设备、金融、钢铁、有色、汽车5个行业。投资主题包括:人民币资产持续升值、股东资产证券化、创新政策催生世界级企业、资源与公共产品价格提升、内外驱动力驱动业绩释放、奥运和3G等题材。
华宝兴业	——	——	政府将持续地通过市场化手段来化解流动性过剩,另一方面,“小非”还在继续减持,这种减持已经成为了一种常态。	中国股市的整体估值其实并不高,甚至部分高成长的行业和公司的股价有低估,目前所谓的泡沫仅仅是结构性泡沫。	在“结构化牛市”趋势下,市场重心必然要回归到成长股。超配金融、有色、机械、化工、采掘、食品、交运设备、交通运输等行业。
国泰基金	担心的是三季度盈利增长是否能够达到市场预期,一是因为持续的宏观调控会影响企业盈利增长,二是将回落。另外宏观紧缩政策和节能降耗措施较大,因而四季度市场表现可能会弱于三季度。	全球经济放缓以及主要贸易伙伴宏观经济减速,中国的外需下半年将回落。另外宏观紧缩政策和节能降耗措施较大,因而四季度市场表现可能会弱于三季度。	目前针对流动性过剩而采取的紧缩政策只可能在某种程度上缓解流动性过剩压力,并不会造成流动性紧缩状态。流动性的根源在于贸易顺差,只要贸易顺差持续增加,国内流动性过剩的状态就不会发生逆转。	2007年上半年上市公司中期盈利增长速度有望达到50%-70%的水平,超过70%的可能性也比较大,因而8、9月份市场有望在盈利超预期支持下继续创新高。	人民币升值仍然是最主要的投资主题,同时关注消费升级、整体上市、资产注入、节能环保、奥运相关的投资机会。同时关注估值最低的钢铁行业和机械、化工行业中优质公司。
富国基金	——	政策密集出台后的累积负效应将逐步体现在企业的盈利增速中,比如出口退税直接增加企业成本。	今年下半年A股市场资金需求将达到7100亿元,市场资金面短期将承受非常大的压力。	三季度是中报出台期,静待业绩明朗化过程,股价上升动力不足。	超配资源品、消费服务业,看淡制造业。通胀压力和加息周期下,超配保险等受益行业,低配有息负债率高的资金密集型行业。
国投瑞银	市场面临的最主要压力来自通货膨胀的担心、股票供给的加速以及证券违法违规行为对于市场本身的伤害。	主要的不确定性在于银行信贷的控制是否会对企业投资和产出带来明显的负面影响。如果经济出现两个季度偏冷情况,政府调控就可能有所松动。	中国是全球最具有吸引力的市场,国内真实利率经常为负的事实,以及不断上升的通货膨胀预期,促使国内资金流出固定收益市场,持续流入股市和房市。	——	看好银行、地产、批发零售、多样化金融、机械汽车、品牌消费品、资源、化工新材料和新工艺等行业的中长期投资机会。
宝盈基金	——	如果未来的行政性措施不再次严厉化,固定资产投资和实体经济不会急速放缓。而加息和收缩流动性的措施对实体经济的影响会有较长的“时滞”效应。	——	——	建议超配机械、金融、饮料、家具、旅游等稳定增长的消费品、石化能源等行业。并在三季度末期关注钢铁、有色、石化等周期性行业。在人民币升值幅度加大情况下,积极配置航空业。
国海富兰克林	——	——	——	泡沫无的争论其实并不重要,重要的是上市公司业绩增长是否能够支撑这样的高估值。虽然一两次加息不能改变牛市格局,但是连续多次加息则不可同日而语。	重点投资于以钢铁、石化行业为代表的估值相对安全的蓝筹股,未来成长期的高端服务业、上游资源行业等。
天治基金	未来市场资金仍是充沛的,但股票供给对资金需求将明显增大。	——	——	平均40多倍的市盈率与周边市场二三十倍相比确实有所高估,但中国市场环境决定了它目前存在高估值基础。ODII的大规模推出有可能造成这一基础的动摇,但现阶段还远不具备泡沫消失的环境条件。	人民币升值、整体上市、奥运、交叉持股、自主创新可能成为下半年的投资热点。
中欧基金	——	——	——	——	继续看好钢铁业的持续向好、周期性减弱以及行业内存在显著的并购整合趋势,看好银行业超越市场预期的盈利增长和盈利模式的变革。
华富基金	——	——	——	——	对于旗下只有一家上市公司的央企很有可能借这个“独苗”上市公司完成资产的整合和整体的上市,予以重点关注。

■信息评述

保险资金股票股权投资占比逾10%

中国保监会昨天召开二季度例行新闻发布会。中国保监会主席助理、新闻发言人袁力透露,保险资金运用结构进一步调整,主要表现为股票(股权)投资占比上升,新修订的《保险资金境外投资管理暂行办法》即将发布。

招商证券:

袁力称保险费率改革遵循审慎的原则进行,那么意味着预定利率完全市场化的可能性很小,而预定利率未来提高的时间表和幅度可能也会弱于市场预期。即使预定利率上调,我们预计对保险公司影响也不会太大,因为虽然利率提高,但是保费收入增速可能会回升。长期看产品的丰富性将大大提高,提高保险公司在金融行业的核心竞争力,而未来投资收益依然有提升空间,从而对冲成本上升带来的问题。

保险投资比例的变化符合预测,权益占比稳步提高,债券存款占比在下降,预计未来这种趋势应该能得到延续。因为保险公司作为长期战略投资者,受到上市公司信赖,同时保险公司也有长期持有股票的决心。

齐鲁证券:

逐步规范放开保险资金境外投资规模,将有利于进一步提升保险公司盈利能力,也将在相当程度上缓解目前市场流动性过剩的局面,投资者可以关注保险上市公司的相关机会。

新的QFII管理办法即将出台

7月23日中国证监会、人民银行和外汇局联合修改并发布新的《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》,现行的QFII暂行办法将于9月1日起作出重大调整。

国泰君安:

相对于现行的QFII暂行办法,调整后的《办法》放宽了外资投资证券市场的限制,可以认为管理层选择目前这样一个时机发布该修订办法,意在鼓励长期资金入市,鼓励境外投资者继续留在A股市场。国家将稳步推进QFII试点,逐步扩大QFII规模,对于注重长期投资、换手率低的QFII以大力支持,积极推动市场的健康发展。

基本医保有望覆盖城镇非从业居民

中国政府网刊登了《国务院关于开展城镇居民基本医疗保险试点的指导意见》。《意见》指出,2010年在全国全面推开城镇居民基本医疗保险试点。

天相投研:

政府在完善社会保障体系、提高城镇中低收入者以及农村居民生活水平方面的努力有目共睹,对于推动消费增长大有裨益。我们认为未来投资者需要关注的一个问题是,在广大中低收入者的消费意愿受到政策影响而明显增强的时候,这部分群体对于服装等传统消费品的旺盛需求可能使得我们的核心CPI面临上涨的压力。事实上我们已经注意到今年衣着类消费价格指数已经有停止以往负增长的迹象。目前市场普遍预计今年四季度由于粮价、肉禽类价格会得到控制,再加上去年高基数原因会使得年末通胀会有所回落,需要密切关注中低收入者消费增长对于今后通胀水平的影响。

■行业评析

财政部下半年将调整污染收费政策

财政部部长金人庆在近日召开的全国财政厅(局)长座谈会上表示,财政部下半年将调整污染收费政策,以促进“两高一资”产品承担其应承担的社会成本。

联合证券:

从实际产业中我们看到,这项政策实施力度较大,例如焦炭行业从2007年5月份开始焦炭生产排污费上限提高到每吨200元。按照“谁污染,谁治理”和“逐步提高,分步到位”的原则,焦炭生产排污费将由每吨18元至120元提高到每吨18元至200元。收费标准主要根据碳化室高度和是否建有污染防治设施,对于煤气化、安泰集团、山西焦化等上市公司来说,碳化室高度达到标准,污染防治设施较高,排污费为18元/吨最低标准。排污费的差距很可能是造成焦炭企业业绩分化的重要因素。

光大证券:

这表明国家下半年的宏观政策重点一方面是控制宏观经济偏热、降低流动性过剩,另一方面是促进经济结构的调整。我们认为政府可能会针对提高企业资源消耗和环境污染的成本等下半年出台一系列政策,手段可能包括严格执行行业准入的能耗、环境标准;严格土地审批;进一步改革资源矿产税等。我们认为这些政策将抑制“两高一资”行业的发展,淘汰落后产能,但可能有利于这些行业中的龙头企业,同时对一些环保行业和企业将是利好。

中国将择机实施燃油税改

中国财政部部长助理朱光耀24日在此间举行的“二〇〇七年中国电力需求管理国际论坛”上表示,中国将完善燃油税改革方案,积极创造条件,择机实施燃油税改革。

齐鲁证券:

在国务院限制“高耗能、高污染和资源性产品”出口原则下,取消或降低此类产品的出口退税正在或将要实施。与此同时,将实行有奖有罚的税收政策,对符合一定条件的节能环保型汽车给予适当优惠,对未达到国家相关燃料消耗标准和排放标准的汽车征收一定的惩罚性税收也是市场一直的预期。虽然近期国际油价高企使得燃油税改遇到了相当大的难题,但我们认为这一趋势已然确立,燃油税改的实施将对汽车制造和交通运输等相关行业产生重大影响,这是我们要提请投资者关注之处。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:7月1日-7月25日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期		目标价	最新价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
000837	秦川发展	中信证券	买入	深度报告	7-25	0.38	41.316	0.55	28.545	0.35	44.8	0.536	29.254	19.25	15.7
002148	北纬通信	中信证券	无	新股研究	7-23	0.672	--	0.756	--	--	--	--	--	--	--
002149	西部材料	兴业证券	无	新股研究	7-23	0.34	--	0.41	--	--	--	--	--	--	--
600363	联创光电	中投证券	中性	点评报告	7-20	0.18	56.389	0.24	42.292	0.29	32.621	0.4	23.65	8.4	10.15
002145	中核钛白	中信证券	无	新股研究	7-18	0.28	--	0.39	--	--	--	--	--	--	--
600522	中天科技	中金公司	审慎推荐	深度报告	7-18	0.293	42.628	0.39	32.026	0.289	44.183	0.426	29.963	--	12.49
600487	亨通光电	中金公司	推荐	深度报告	7-18	0.475	35.474	0.606	27.805	0.495	32.646	0.619	26.116	--	16.85
002142	宁波银行	中信证券	无	新股研究	7-18	0.34	76.412	0.47	55.277	0.35	72.334	0.5	50.654	--	25.98
601168	宁波矿业	中金公司	推荐	深度报告	7-12	0.724	48.867	0.728	48.599	0.79	44.232	0.823	42.455	--	35.38
000428	华天酒店	广发证券	持有	一般报告	7-12	0.46	38.087	0.27	64.889	0.412	43.18	0.27	65.889	17.53	17.52
601111	中国国航	兴业证券	推荐	点评报告	7-11	0.38	29.579	0.58	19.379	0.315	33.948	0.443	24.167	--	11.24
000793	华闻传媒	中金公司	中性	深度报告	7-5	0.11	88.727	0.15	65.067	0.112	85.128	0.186	51.364	10	9.76
600105	永鼎光缆	兴业证券	推荐	点评报告	7-3	0.18	40.944	0.39	18.897	0.18	41.222	0.39	19.026	--	7.37
002140	东华科技	中信证券	无	新股研究	7-3	1.04	56.058	1.21	48.182	0.961	61.31	1.148	51.347	30.25	58.3
000728	S*ST化二	长江证券	无	点评报告	7-3	0.77	17.351	--	--	0.753	17.746	0.61	21.902	--	13.36
600973	宝胜股份	中金公司	推荐	一般报告	7-2	1.017	32.389	1.59	20.717	1.02	32.72	1.538	21.691	43.7	32.94

说明:“首次关注”品种由于市场认知明显,在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究报告明示出具的“首次关注”为筛选已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究关注范畴的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)