

# 下半年市场大幅上涨可能性小

## ——对当前 A 股市场的一些看法

东吴基金管理有限公司

### 一、宏观经济与政策取向

2007 年上半年 GDP 增速为 11.5%，比去年同期高 0.6 个百分点。CPI 为 3.2%，比去年同期高 1.7 个百分点。从经济增长和物价指数来看，中国经济出现了由偏快转向过热的势头。按 GDP 支出构成看，今年上半年城镇固定资产投资增速为 26.7%，明显低于去年同期增速的 31.3%，但社会消费品零售总额和贸易顺差增速高于去年同期增速，显然驱动今年上半年 GDP 快速增长的动力主要是消费和贸易顺差。

消费加速增长符合政策导向，预计不会在政府调控范围之内。7 月 26 日，中央政治局会议提出，要坚持把遏制经济增长由偏快转为过热作为当前宏观调控的首要任务，着力控制高耗能、高排放和产能过剩行业盲目扩张，努力缓解投资增长过快、信贷投放过多、外贸顺差过大的矛盾，控制价格总水平过快上涨。从管理层表态以及当前经济运行中存在的问题来看，我们预计，投资与贸易顺差将是下一阶段政府调控的重点。我们对 8 月份以及今年剩余时间段的调控政策取向判断，以及调控政策对市场影响认识如下：

1、采取财税、甚至行政手段有保有压地调控投资增速可能性较大。今年以来城镇固定资产投资呈现出逐月加速增长趋势，6 月单月城镇固定资产投资同比增长率达到 28.5%。从历史投资增长周期看，固定资产投资有进一步上升趋势。央行已于 7 月 20 日决定上调存贷款利率，并且目前经济尚未出现过热，因此 8 月份再次加息可能性很小。但是如果 8 月份固定资产投资进一步加速增长，我们判断，政府采取财税政策、甚至行政手段有保有压地控制固定资产投资加速增长的可能性会比较大。

如何有保有压地调控投资增速，我们可以从上半年行业投资增速数据进行推断。上半年增速较快的行业主要集中在第一产业、制造业中的机械行业，以及第三产业中的城市公共交通业、房地产行业。从政策支持力度来看，我们预计下半年这些行业受调控的可能性不大。从政策取向来看，下一阶段政府可能主要针对“两高一资”行业投资的调控。

1) 加大电力、钢铁、有色、煤炭、建材等行业淘汰落后产能力度，该政策的实施将有利于这些行业中的优势企业进一步做大做强。2) 通过生产成本提高，抑制高耗能、高污染行业投资需求。具体措施有：清理和纠正正在电价、电价、收费等方面对高耗能排放行业的优惠政策，加大差别电价的实施力度，实行更加严格的市场准入标准。

准。着力推进环保收费改革，逐步提高排污费、污水处理费征收标准，全面推行垃圾处理收费制度。该政策的实施将增加高耗能、高污染行业成本，对高耗能、高污染行业是负面影响。

如果政府对投资进行有保有压，并且集中于“两高一资”投资的调控，那么，下半年固定资产投资像 2006 年下半年大幅下降的可能性不会太大，我们预计下半年城镇固定资产投资增速甚至有望保持 26% 左右的增长。如果确实如此，那么我们就没有必要担心由于固定资产投资的调控导致上市公司业绩增长下滑。

2、加快退税制度的改革，降低贸易顺差。贸易顺差维持高位水平是国内流动性过剩，以及银行信贷投放过多的主要根源。由于人民币升值不可能一步到位，以及国际需求仍然比较强劲，因此单纯依靠当前人民币升值很难降低贸易顺差的规模。2007 年 6 月 19 日财政部、国家税务总局联合发布《财政部、国家税务总局关于调低部分商品出口退税率的通知》，规定自 2007 年 7 月 1 日起调整多种商品的出口退税政策。该政策的目的是希望通过出口退税率的降低，降低出口企业盈利能力，从而抑制出口企业投资需求，进而降低出口企业出口规模来实现贸易顺差的减小。我们预计，政府会加快退税制度的改革，出口退税率仍然存在下调的可能，比如对于“两高一资”以及容易引起贸易摩擦的商品出口退税率仍有进一步降低可能。但 8 月份再次下调的可能性不大，预计政府还要观察一下前期政策的有效性。

对于此次出口退税率下调对于上市公司盈利能力的影响，根据上市公司公告，新出口退税率政策的实施对出口退税率下调幅度大，出口依赖度大、毛利率低的行业而言冲击将会比较大，这些行业主要有：化工行业、有色、纺织服装、家具制造。根据 2006 年上半年上市公司出口业务占比初步测算，出口退税率每降低 1%，市场总体税前利润降低幅度接近于 1%。新出口退税率政策对市场总体影响还不算太大。

### 二、上市公司中报业绩存在惊喜可能

截至 2007 年 7 月 31 日，已有 188 家上市公司公布了中报数据。与 2006 年中报数据相比，净利润同比增长 93.89%，仅比 2007 年一季度下降 4.65 个百分点。从这 188 家公司业绩表现来看，上市公司中报业绩有超预期增长可能。8 月份是上市公司中报披露的集中期，在业绩惊喜刺激下市场有望有所表现。

截至 2007 年 7 月 27 日，采用 2007 年上半年上市公司盈利预测数据计

算，A 股动态 PE 为 34.12 倍，沪深 300 指数 PE 为 32.4 倍。显然，即使以 2007 年业绩计算，当前 A 股市场估值水平似乎不具有太大的吸引力。但是以 2008 年上半年上市公司盈利预测数据计算，A 股市场估值水平只有 26 倍左右，考虑 A 股上市公司业绩成长性，我们认为可以给 A 股市场估值水平适当的溢价。以 2008 年业绩计算的话，A 股市场仍然存在上涨空间。

### 三、2007 年下半年与 2006 年下半年市场运行环境比较

2006 年 6 月 7 月，市场经过两个月的调整随后走出一波大幅度的反转行情。我们发现，2007 年 6、7 两个月的走势与其有何等的相似——相近的调整幅度和调整时间。那么，当前市场经过两个月的调整，并从 7 月下旬以来，市场也出现了较大幅度的上涨，这波行情是反弹、还是反转？我们通过比较 2006 年下半年和 2007 年下半年市场运行环境，来判断 2007 年下半年市场走势（见附表）。

#### 1、宏观经济环境

我们预计下半年 GDP 有望维持 11% 以上的快速增长，与去年同期比较接近，但经济增长动力可能略有差异。对于投资增速，从投资周期以及对投资调控政策取向的判断，下半年投资增速甚至有可能出现持续上升趋势，投资增速要明显高于去年下半年增速。社会消费品零售总额增速也要高于去年下半年。下半年贸易顺差增速会有所放缓，对经济增长贡献会有所降低。但由于贸易顺差仍然能够维持高位水平，因此市场流动性仍然充足。

#### 2、上市公司业绩

2006 年上半年上市公司净利润增长率出现逐季加速增长态势，全年同

比增长 48.88%。2007 年上半年上市公司净利润同比增长可能出现逐季下降趋势，但是仍然能够维持高速增长态势，预计 2007 年全年净利润同比增长 46%。

3、估值水平。与 2006 年 7 月 31 日动态估值水平比较，当前 A 股动态估值水平没有优势。

从宏观经济和上市公司业绩看，基本面能够支撑 A 股市场持续走高，但由于估值上相对偏高，今年下半年市场出现去年下半年大幅上涨的可能性估计不会太大。

### 四、行业投资策略

我们根据东吴基金行业轮动识别模型，从行业成长与估值水平两个维度来前瞻把握市场行业投资机会。具体做法是：采用数学中几何矢量图的方法，以行业估值和行业利润增长率分别作为横坐标和纵坐标，并以 A 股整体估值水平和 A 股整体利润增长率作为基准，将《东吴基金管理公司行业分类》中所有行业分成四类，据此把握下半年最具投资价值行业。另外，我们以市场 PEG 作为基准，对行业作了进一步的分类，重点关注 PEG 小于市场 PEG 行业的投资机会。

A 类行业：行业利润增长率高于市场整体利润增长率，并且估值水平低于 A 股市场 PE。这类行业有：造纸包装。

B 类行业：行业利润增长率高于市场整体利润增长率，但估值水平高于 A 股市场 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：汽车及配件、建材、化工、家电、金融、房地产、农业、饮料、医药、机械、民航、计算机硬件、纺织服装、建筑、商业零售、传播文化。

C 类行业：行业利润增长率低

于市场整体利润增长率，但估值水平低于 A 股市场 PE。这类行业有：钢铁、石化、有色、煤炭、陆上运输。

D 类行业：行业利润增长率低于市场整体利润增长率、甚至负增长，并且估值水平高于 A 股市场 PE。这类行业有：通讯设备、电力、食品、元器件、软件及服务、航运、供水供气、酒店旅游。

根据行业利润增长趋势，并结合行业估值水平，8 月份甚至在更长的时间段内，我们重点关注以下三条主线的投资机会：

第一条投资主线是人民币升值背景下的价值重估，继续看好战略性品种房地产和金融板块。虽然目前房地产和金融行业估值水平接近于市场估值水平，短期上涨速度可能会放慢，但是人民币升值是一个长期过程，因此这两个行业将是战略性配置品种。

第二条投资主线是处于估值洼地的优势企业。目前处于市场估值洼地的板块主要集中在造纸、钢铁、有色、建材、化工等重化工行业与高能源、高污染行业。在节能减排政策实施下，这类行业中的优势企业的竞争能力会得到进一步加强，它们的业绩成长性会更稳定和持续，据此这些行业中的优势企业投资价值也会进一步得到深化和投资者的认同。我们看好未来成长性良好，并且当前估值水平低于市场的行业，如造纸、钢铁、有色、建材、化工，重点关注这些行业中的优势企业。

第三条投资主线是消费升级主题。在居民收入快速增长背景下，我们认为越高端的商品或行业，其成长性会更快。所以我们选择越高端越增长的行业作为另一投资主题，并结合估值水平，重点关注的行业是汽车及配件。

(执笔: 刘元海、戴斌、杨庆定)

### ■ 信息评述

#### 国务院原则同意东北地区振兴规划

日前国务院以国函〔2007〕76 号文原则批准同意了《东北地区振兴规划》。

国泰君安：

《东北地区振兴规划》的获批标志着国家已通盘考虑、统筹东北地区的发展，加强振兴东北的实效。但东北目前的形势还相当严峻，特别是在体制机制转变方面东北三省仍显不足。地方各级领导的观念还有待转变和统一到中央的总体部署上来。此次《东北地区振兴规划》把促进产业优化升级作为东北振兴的首要任务，强调了东北作为国家能源基地应该“优化发展能源工业”，但是也千万不能忽略东北作为国家重要粮食基地的基础地位。如果一味依靠“重化工”来实现振兴，恐无助于全国经济一盘棋的走好、走活。建议重点关注沈阳机床、北大荒等个股。

天相投顾：

认为装备制造、新型原材料、能源、农业将是最能直接受益的行业。从装备制造看，是东北地区的传统优势产业，许多领域处于国内领先水平，国家提出打造具有国际竞争力的装备制造业基地可以进一步提升东北在重型机械、大型成套装备、数控机床、输变电设备、汽车整车及零部件制造、轨道交通设备制造等行业的发展水平，重点推荐沈阳机床、哈空调、荣信股份、一汽轿车、哈飞股份等；从新型原材料和能源产业看，东北也存在较好的工业基础，具有一定的发展优势。建议重点关注鞍钢股份、本钢板材、凌钢股份、吉林化纤、吉林敖东、吉恩镍业、亚泰集团等；从农业看，肥沃的土地使得东北成为全国商品粮的重要产区，在该规划下农业及相关产业将获得较好的发展机会。重点推荐北大荒、吉林森工。

齐鲁证券：

可以预期，下一个阶段这一区域将在推进经济结构调整和增长方式转变、加强资源节约和环境保护方面取得重要成果和进展。在规划中可以看出，东北地区将在可预期的时间内逐步走向综合经济发展水平较高的重要经济增长区域，具有国际竞争力的装备制造业基地，国家新型原材料和能源保障基地，国家重要的商品粮和农牧业生产基地，国家重要的技术研发与创新基地，国家生态安全的重要保障区。由此，这一区域有竞争力的行业和上市公司将给投资者带来机会，应该给予关注。

兴业证券：

东北作为老的重工业基地，一是拥有大量铁矿、优质土地资源，二是拥有相当多质地优良的农村工业。由于农业以及装备制造业都已成国家推动新农村建设、产业升级科技自主创新的重要产业领域，在这一背景下，结合振兴东北具体政策的出台，相关上市公司将有望迎来新的发展机遇。

国信证券：

国务院的决定将有助于东北老工业基地实现产业升级和技术更新换代，迈向现代装备制造业基地的新台阶，沈阳机床、一汽轿车等可以重点关注。从规划的范围来看，内蒙古自治区的呼伦贝尔市、兴安盟、通辽市、赤峰市和锡林郭勒盟(蒙东地区)也包括在内，因此北方股份和北方国际也可关注。发展装备制造业将会提升钢铁等资本品的需求，鞍钢股份和包钢股份将从中受益。现代农业和商品粮基地建设将使得北大荒、吉林森工从中受益。此外，制造业的崛起必须要借助资本市场，围绕这一主题，东北地区上市公司的资源整合可能加快步伐，一些集团整体上市和资产注入题材的公司值得重点关注。另外，亚泰集团不仅是水泥制造商，同时也是东北证券的大股东，其题材概念具备爆发力。当然，相关的财政税收等具体扶持政策尚未明朗之前，不同行业和类型的公司如何从中受益以及收益有多大存在不确定性。

#### 证券公司开始缴纳投资者保护基金

日前，中国证监会发布《关于证券公司首次缴纳投资者保护基金有关事项的通知》，证券公司开始缴纳投资者保护基金。

兴业证券：

目前证监会下发通知，要求证券公司缴纳 2007 年上半年的投资者保护基金，标志着证券公司新的分类监管制度正式实施。

缴纳投资者保护基金对上市证券公司盈利影响不大。由于第三方独立存管推进的速度较慢，中信证券只被评级为 A 级，估计对应的投资者保护基金上缴比例为 1.5%，预计中信证券 2007 年营业收入为 205.9 亿元，缴纳投资者保护基金 3.09 亿元，影响每股收益 0.08 元，对公司业绩的负面影响不大。从中信证券的经营风格和风险控制能力看，2007 年以后中信证券的分类结果会上升到 AA 级以上，投资者保护基金上缴比例会下降到 1% 以下，对公司业绩的影响更小，维持对中信证券的“推荐”评级。中国证券行业已经处在高速成长期，股票交易和承销等传统业务已经进入稳定成长期，创新业务潜力巨大，前景广阔，继续保持对证券行业的“推荐”评级。

#### 上半年加工贸易同比增长近两成

今年上半年，我国加工贸易进出口总额 4408.8 亿美元，同比增长 17.6%。其中，外商投资企业加工贸易进出口 3713.1 亿美元，同比增长 17.1%。

海通证券：

我国加工贸易继续快速增长，表明国际产业向我国转移趋势没有变化。数据表明，在这场国际产业分工的大转移中，外商投资企业是绝对的主角。从事加工贸易的外商投资企业具有技术溢出效应并可促进就业，但也导致了我国国际收支中资本项目和经常项目顺差继续增长。在人民币升值压力和流动性过剩背景下，对其如何扬长避短已成为我国政府的一项挑战。虽然政府在战略上对外资加工贸易企业依然重视，但此前对投资的限制和出口退税政策的调整，说明在战术层面上已经对鼓励转向限制。

## 券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日: 7 月 8 日-8 月 8 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—致预期		2008—致预期		目标价	8.7 收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
600269	赣粤高速	海通证券	买入	点评报告	8-7	0.82	19.659	0.93	17.333	0.831	19.685	0.893	18.302	20	16.12
002162	斯米克	中信证券	无	新股研究	8-7	0.2	25.4	0.28	18.143	--	--	--	--	--	5.08
000528	柳工	东方证券	增持	点评报告	8-1	1.03	28.757	1.2	24.683	1.003	28.024	1.207	23.284	29.98	29.62
002160	常铝股份	兴业证券	无	新股研究	8-1	0.3	23.267	0.38	18.368	--	--	--	--	--	6.98
600612	第一铅笔	中金公司	推荐	一般报告	7-31	0.36	60.361	0.58	37.466	0.354	62.066	0.552	39.842	--	21.73
600765	力源液压	中金公司	审慎推荐	深度报告	7-31	0.67	65.284	0.9	48.6	0.668	61.362	0.906	45.243	--	43.74
000837	秦川发展	中信证券	买入	深度报告	7-25	0.38	46.579	0.55	32.182	0.368	47.115	0.545	31.876	19.25	17.7
002141	善胜超微	广发证券	卖出	深度报告	7-25	0.36	74.972	0.51	52.922	0.352	76.478	0.499	53.948	10.8	26.99
000708	大冶特钢	东方证券	买入	深度报告	7-24	0.76	19.908	0.97	15.598	0.76	19.895	0.97	15.588	19	15.13
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	59	0.24	44.25	0.18	58.056	0.24	43.542	8.4	10.62
002145	中核钛白	中信证券	无	新股研究	7-18	0.28	127.75	0.39	91.718	0.291	111.913	0.369	88.125	--	35.77
600522	中天科技	中金公司	审慎推荐	深度报告	7-18	0.293	46.655	0.39	35.051	0.286	49.17	0.452	31.153	--	13.67
600487	亨通光电	中金公司	推荐	深度报告	7-18	0.475	37.368	0.606	29.29	0.491	35.844	0.617	28.525	--	17.75
002142	宁波银行	中信证券	无	新股研究	7-18	0.34	87.559	0.47	63.34	0.358	85.285	0.517	59.104	--	29.77
000428	华天酒店	广发证券	持有	一般报告	7-12	0.46	41.283	0.27	70.333	0.42	42.762	0.27	66.519	17.53	18.99
601168	西部矿业	中金公司	推荐	深度报告	7-12	0.724	77.735	0.728	77.308	0.801	68.887	0.849	64.997	--	56.28
601111	中国国航	兴业证券	推荐	点评报告	7-11	0.38	36.447	0.58	23.879	0.322	41.242	0.486	27.309	--	13.85

说明：“首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为

明显，在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频现。我们从两个角度追踪公司的动向，一是利用机构研究

报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑，但应注意到的某机构出具的首次关注品种可能已是其他机构早

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)