

# 震荡格局中的乱中求胜

## ——沪深A股市场3月份投资策略及十大金股推荐

国泰君安证券研究所

### 一、市场态势:流动性困境下的继续震荡

我们认为影响3月份市场的主要因素除了紧缩货币政策外,市场流动性困境将成为制约市场进一步前行的主要障碍。出其不意的巨额再融资和挥之不去的限售股解禁压力使得市场切身体会到投资者与上市公司之间、其他股东和大股东之间、套利集团和管理层之间正展开一场升级的博弈。此时管理层的作为显得尤为重要。

#### 1、市场的流动性困境

流动性过剩是本轮牛市根基,但从近期观察来看,市场流动性正经历前所未有的挑战。大规模融资方案成为市场下跌的重要诱因,在宏观流动性依旧充裕前提下,A股市场正在遭遇“流动性困境”。

#### A、再融资:出其不意广受诟病

短短一个月内有23家上市公司提出再融资方案,涉及资金超过2000亿元,上市公司与投资者的博弈似乎刚刚开始。对比上轮牛市,我们发现募集资金的增长与指数高涨几乎同步,并且募资高点略提前于市场阶段性高点。股市快速扩容被普遍认为是上轮牛市的头号“终结者”。因此,在本轮牛市进入调整之际,投资者对于巨额再融资计划的口诛笔伐和“用脚投票”便不足为奇。我们认为必须增加有效增量资金和对部分公司“恶意圈钱”行为的规范。

的重要基础,但数据表明,自2007年10月后储蓄存款停止了连续下降趋势开始出现反弹,而同期市场开始调整,我们认为这是居民投资偏好下降的信号。同时,2008年1月份基金和A股开户数也不断下滑。尽管证监会批准了多只股票基金发行,但发行情况平平,这暗示尽管存量资金仍然充沛,但增量资金非常有限,以目前的资金面很难推动一轮大行情。

#### 2、政策暖风成重要看点

近期证监会等政府部门明显加大了对股市的支持力度,除了加快发行新基金外,备受瞩目的股票资产利得税政策近日也得到政府明确答复:新所得税修改条例规定股票转让收入的个税这部分内容并没有任何改动,资本利得税仍不征收。不过仅靠发行新基金等办法对市场的影响已经很小,对于动辄上千亿的再融资来说,新基金注入的增量资金不过是杯水车薪。

#### 3、市场可能的超预期因素

于4200-5000点之间。市场风格在没有大量有效增量资金进场前提下很难出现反转,市场热点仍将集中在中小市值股票,但不排除大盘股具有轮次反弹的可能。在市场方向不确定的情况下,投资者乱中求胜的根本在于把握当时的主题投资。

### 二、主题投资:“和谐社会”+“年报超预期和高送配”

3月份和谐社会的主题投资机会更加明朗化,加上大批年报将陆续公布,因此,我们认为3月份将存在不少即时主题投资机会。

#### 1、分享“和谐社会”下的主题投资机会

结合十七大报告,我们认为“落实科学发展观,促进经济增长方式转变,构建和谐社会”将成为3月份的主要议题。相关受益的投资主题包括:节能减排、医改、家电下乡和创投概念等。

#### A、节能减排

节能减排是最明确的甚至强制性的政策,我们认为国家淘汰落后产能减少了相关行业的供给,给予相关企业龙头地位,因此我们推荐重点行业的龙头企业。节能相关产品的生产企业也是未来需求的重点,因此我们推荐新能源、节能环保材料等相关公司。

#### B、医改受益

2006年我国医疗支出仅占GDP的5.6%,与OECD国家相比远远落后,我国的医疗支出尚有很大上升空间。2008年医改当然是医药行业的重头戏,我们医药行业研究员认为“两会”后医改投入将加大,行业进入新的发展阶段。目前医药股估值普遍较高,我们给予长期增持建议的组合是:康缘药业、恒瑞医药、双鹭药业、国药股份和科华生物。

#### C、家电下乡

家电下乡政策是家电行业2008年的重要事件之一,“两会”后我们预计财政部将进一步加大对“家电下乡”的支持力度。假设家电下乡全面推广,对各个生产企业的总收入和毛利都存在正面影响。

彩电方面,中标的上市公司主要有TCL、长虹、海信和康佳(海尔虽然中标,但彩电资产不在上市公司)。各个企业的毛利率、收入占比、毛利占比等变化趋势相当,毛利率基本位于16%-18%之间,TCL和长虹的彩电业务占比在50%左右,海信和康佳的彩电业务收入占比在80%左右。

冰箱方面,中标的上市公司主要有海尔、科龙、美菱、澳柯玛和海信。美菱是唯一只做冰箱的企业,澳柯玛的冰箱业务占比在80%左右,海尔和科龙的冰箱业务占比在50%左右。海尔和澳柯玛的毛利率在22%左右,而科龙和美菱的毛利率在16%左右。

通过对各企业2007年主营收入和毛利率的各种预测,我们对家电下乡全面推广可能对各公司收入和毛利的影响进行了测算。结合家电行业研究员重点跟踪公司,我们推荐的投资组合依次是青岛海尔、海信电器和四川长虹。

#### D、创投概念

证监会主席尚福林1月份在全国证券期货监管工作会议上表示,争取今年上半年推出创业板,我们认为创业板带来的投资机会主要在于:参股创投公司的上市公司、与创业板行业类似的主板和中小板上市公司。

#### 2、关注年报中“超预期+高送配”个股

3、4月份将迎来2007年年报公布的集中期,3月份预计将有612家公司公布年报,占比40%,年报行情将成为该月重要看点,其中年报超预期和高送配将成为关注焦点。

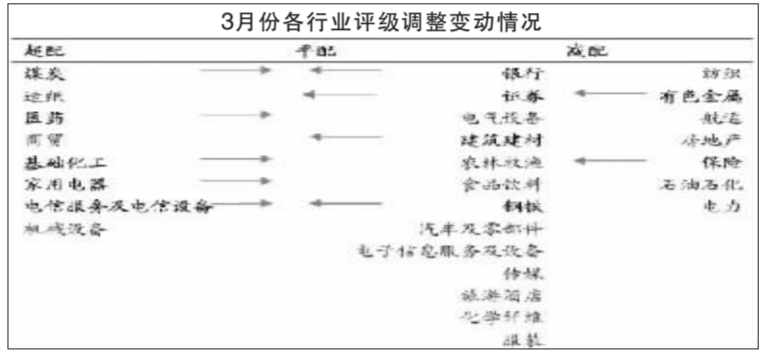
从历史上看,高送配(10送5股及以上)和“预增”(超过50%)公司在分红预案和“预增”公告前30日平均都取得了超额收益(与同期上证综指比较);公告30日后结论并不统一,但在大部分年份取得了超额收益。从这点看,年报主题投

增速都不会让人失望。

与大部分久经考验的工业企业不同的是,CPI快速上升是近期才发生的事情,过去五年我国CPI整体还算比较平稳。对于我国很多食品类的消费品加工企业(即成本是农产品或农业生产资料的企业),它们面临的成本上升压力才刚刚开始。也许最终它们或者其中的部分优质公司也能抵御住成本压力,但是现在还有待于检验。

因此,现在PPI受益行业(确定的)比CPI受益行业(不确定的)更具投资价值。而在工业企业的中上游行业中,国际大宗商品价格上涨幅度逐渐趋缓,因此中游行业更值得看好。简单来说就是具备成本转嫁能力的中游加工制造企业更能受益本次PPI上涨。经过我们比较,在上市公司中,钢铁、建筑、建材、造纸、基础化工五个行业受益最大,而消费品行业目前整体需要接受“能力测验”。

#### 2、具体行业配置



资机会主要来自对上市公司“高送配和预增”的“提前预期”,也就是自下而上的机会。

### 三、行业配置:“防御”+“具备成本转嫁能力的中游加工制造业”

#### 1、行业配置思路

A、不一样的防御概念  
3月份的防御品种不是通常意义的弱周期行业,也不是有重大事件发生的行业,而是前期下跌已经消化了大部分负面消息,如今估值合理但增长仍然明确的行业,比如银行。用行业2007-2009年利润复合增长率作为行业增长指标,2008年PE作为行业估值标准,我们发现:银行、轻工造纸、家电、商贸、建筑建材、钢铁、机械、设备、证券是最有价值的防御行业(房地产业绩面临下调的可能,餐饮旅游的增速有问题)。

#### B、成本转嫁能力确定的行业更具投资价值

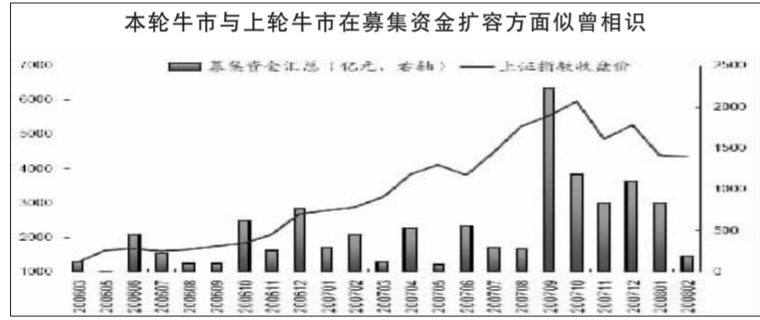
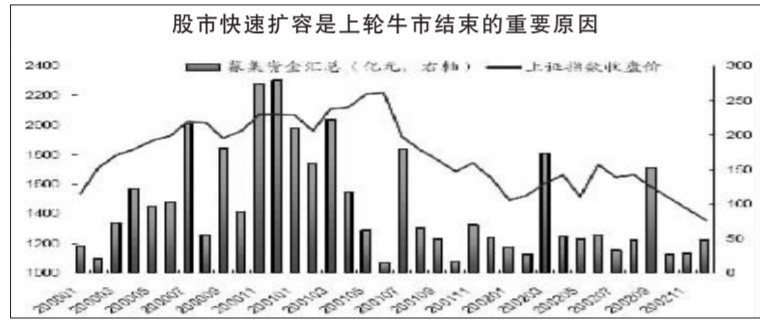
本轮通胀是成本推动的通胀,对国内工业制造业来说,成本上升并不是新近的事情。从2002年底开始我国工业制造业就面临成本上升压力,2003年后这种压力尤为显著,表现为原材料购进价格指数和PPI差距逐渐扩大。但是在这期间我国工业企业整体利润并未受到影响,仍然保持了平稳较快的增长,销售收入增速更是上了一个台阶。究其原因我们认为,中国制造业能够通过改进技术、提高劳动生产率、大幅提高经营管理效率来抵消成本上升因素,并且这些空间至今都没有被完全挖掘。这也表明我国工业企业在高成本刚开始情况下,销售收入和利润

根据“防御+成本转嫁能力较强的中游加工制造业”的配置思路,3月份我们将评级上调的行业有:钢铁、建筑建材、银行、证券从中性调为增持,将有色金属、保险从减持调为中性。建筑建材和钢铁行业一方面符合我们“防御”的观点,另一方面它们将受益于高的PPI;有色金属前期表现超出我们的预期,世界经济下滑没有带有色价格,反而由于供给减少有色金属价格震荡攀升,因此有色的整体机会可能好于预期;银行是大盘蓝筹的代表,经过前期大幅下跌估值优势已经凸显,3月份券商上市有望提升整体估值水平。

下调的行业:将煤炭、通讯、医药、基础化工、家用电器下调为中性。医药、基础化工、家用电器、电信这四个行业前期表现都非常好,远跑赢大盘,不过在现在的市场上它们无法成为新的防御品种(较低的估值,确定的利润增长);煤炭行业前期配置思路是煤价+重组提高估值,2月份美铝能源事件使重组预期延后,现在的市场无法支持高估值,因此我们调低煤炭的评级。提醒注意的是,通讯设备、医药和基础化工行业中仍有个股机会。

#### 四、月度十大金股推荐

根据对3月份市场运行态势的综合判断和策略分析,我们为投资者选择的3月份十大金股为:中国铝业、康缘药业、冀东水泥、深发展、鞍钢股份、中信证券、太阳纸业、江苏国泰、安徽合力、中兴通讯。



#### B、大小非:变现压力继续

3月份产业投资者和金融投资者的博弈将继续。根据统计,2007年3月份以来上市公司遭到减持的股份数量和市值约占当月解禁市值的5%左右,而2007年10月份以来该比例逐步上升,说明随着市场震荡调整,解禁压力逐渐增大,也即“越跌越卖”。一般来说,股改非流通股(特别是“小非”)和配售股解禁后减持压力较大,而首发原股东和国有大股东(“大非”)由于控制权等原因,套现动力相对较小。

C、居民投资偏好持续下降,储蓄存款持续反弹  
居民储蓄搬家是支撑本轮牛市

3月份国内外形势将更为错综复杂,我们归纳至少有5点因素可能导致市场出现超预期变化,依次是:出超预期的紧缩货币政策,如加息;美国次贷危机超预期恶化,海外市场大幅下跌;台海问题超预期恶化;前两月投资增速超预期,工业企业业绩超预期;政策对市场支持力度超预期。

#### 4、结论:震荡中缺少大机会,乱中求胜在于主题投资

我们判断,3月份市场仍将面临流动性困境,资金供给偏紧,不过受政策面和利好和估值水平支撑,市场继续大幅下探的可能性较小,大盘将继续呈现震荡格局,上证指数可能运行

## 券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:2月20日-3月5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	3月4日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
000862	银星能源	天相投顾	中性	点评报告	3-3	---	---	0.130	155.077	0.080	275.888	0.130	170.615	---	20.16
002109	兴化股份	海通证券	买入	深度报告	3-3	0.650	39.000	0.890	28.483	0.650	41.692	0.890	30.449	31.15	25.35
000159	国际实业	中信证券	买入	点评报告	3-3	---	---	0.560	32.250	0.299	64.176	0.628	30.557	22.40	18.06
002165	红宝丽	长江证券	谨慎推荐	一般报告	2-29	---	---	1.356	40.391	0.744	70.555	1.084	48.427	---	54.77
600380	健康元	天相投顾	中性	点评报告	2-28	---	---	0.640	43.203	1.189	22.738	0.820	32.963	---	27.65
600458	时代新材	长江证券	中性	点评报告	2-28	---	---	0.410	38.976	0.171	94.308	0.363	44.303	12.30	15.98
600068	葛洲坝	招商证券	推荐	一般报告	2-27	---	---	0.450	31.356	0.371	37.913	0.492	28.600	17.50	14.11
002142	宁波银行	光大证券	中性	点评报告	2-27	0.380	48.395	0.610	30.148	0.367	48.291	0.543	32.609	18.30	18.39
600087	中航油运	中金公司	审慎推荐	深度报告	2-26	0.440	56.455	0.770	32.260	0.440	54.429	0.741	32.305	---	24.84
002038	双鹭药业	中投证券	推荐	点评报告	2-26	---	---	1.410	46.461	1.085	59.695	1.489	43.524	70.63	65.51
600814	杭州解百	兴业证券	推荐	点评报告	2-22	0.200	51.400	0.270	38.074	0.200	51.900	0.277	37.518	---	10.28
600391	成发科技	长江证券	谨慎推荐	点评报告	2-22	---	---	0.690	52.696	0.498	72.914	0.752	48.288	36.00	36.36
600888	新疆众和	民族证券	中性	点评报告	2-22	---	---	0.740	32.919	0.342	69.803	0.748	31.920	25.90	24.36
600426	华鲁恒升	招商证券	推荐	点评报告	2-21	---	---	0.930	30.118	0.646	46.094	0.933	31.913	34.00	29.87
000968	煤气化	天相投顾	增持	点评报告	2-21	---	---	1.030	32.956	0.677	45.072	1.163	26.229	---	31.88
600888	新疆众和	兴业证券	推荐	点评报告	2-21	---	---	0.720	33.833	0.342	69.803	0.748	31.920	26.00	24.36
600089	特变电工	兴业证券	推荐	点评报告	2-21	---	---	0.880	36.261	0.631	50.174	0.762	41.503	35.20	31.91
000528	柳工	长江证券	谨慎推荐	点评报告	2-20	---	---	1.550	24.323	1.197	30.358	1.620	22.440	---	37.70
000301	丝绸股份	中信证券	持有	一般报告	2-20	---	---	0.220	50.091	0.119	95.672	0.220	51.864	---	11.02
000024	招商地产	上海证券	大中同步	点评报告	2-20	---	---	2.180	23.853	1.370	35.316	2.145	22.560	65.40	52.00

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范围

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-go.com)

### ■信息评述

#### 2008年国防预算较上年增加17.6%

国务院提请第十一届全国人大一次会议审议批准的2008年中国国防预算为4177.69亿元,比上年预算执行数增加623.79亿元,增长17.6%。

#### 齐鲁证券:

近年来中国政府在经济持续平稳较快发展和财政收入快速增长基础上适度增加了国防费用,根据国务院提请十一届全国人大一次会议审议批准的2008年中央预算草案中的国防预算为4177.69亿元,比上年预算执行数增加623.79亿元。官方表示主要支出:一是提高军队官兵待遇;二是根据物价上涨情况相应提高士兵伙食费,增加军队油料购置投入;三是适应部队训练需要,适当提高公务事业费和教育训练费标准;四是适度增加装备建设经费,提高军队在信息化条件下的防卫作战能力。我们认为,相对于其它国家来说,我国国防开支增长属于弥补国防基础薄弱的补偿性增长。在经济持续发展、和平崛起的大背景下,军工行业的持续发展值得期待。

#### 从地方两会看全国两会

#### 申银万国:

结论或投资建议:1、根据各地的发展目标,我们认为中央政府的增长目标在8%左右;CPI目标在4.8%以下,居民收入增长10%左右。2、各地政府的首要目标应该是防通胀,通胀与反通胀的权衡决定了政策走势,紧缩基调恐怕将继续。3、从各地的GDP目标、居民收入目标、财政收入目标和通胀目标可以大致推算出企业盈利走势,预计达到20%。4、历史经验表明,投资和经济增长的政治周期效应值得关注,但是随着中央对地方控制力的逐渐增强,政治周期效应可能逐步弱化,当然这是一个长期过程。

原因及逻辑:1、根据历史经验,地方经济发展目标总是略高于中央发展目标,经济增长一般比全国高2%,CPI一般持平或略低于全国目标。2、通胀目标设定在4.8%左右,并不意味着中央政府就认为能够通胀调控到该水平,而是避免进一步推高通胀预期的无奈之举。但是为了达到这一目标,各地政府必须尽全力调控通胀。如果不能达标,就只能通过增加转移性支付来应对通胀威胁。

#### 纽约市场油价突破历史真正高点

3日,纽约商品交易所4月份交货的轻质原油期货价格一度升至每桶103.95美元,不仅创下了名义上的历史新高,而且已经达到甚至超过了历史上按照实际美元价值计算的1980年时的真正高点。

#### 海通证券:

当前国际经济中主要有两个作用相反的因素对国际油价产生影响,而这两个因素都根源于美国的次级债危机。第一个因素是美元走强。由于国际石油贸易主要以美元计价,美元走强导致了国际油价连续攀升;第二个因素是次级债危机引发美国经济增长放缓甚至陷入衰退,这将导致美国需求下降,并带动相关经济体增长减速,从而使得对石油的需求下降,这有降低油价的作用。但是美国次级债危机到国外实际消费需求降低,中间还有一系列的机制和时滞,因此短期内第二个因素对油价的降低作用并不明显。由于美元走强导致的油价和其它大宗商品价格高企,将对当局挽救美国经济的努力形成制约,美国经济正逐渐滑入当年的“滞胀”困境。

#### QDII出现基金公司自投第一单

上投摩根公告拟申购旗下上投摩根亚太优势基金910万。

#### 中原证券:

近期基金公司运用自有资金投资旗下基金的愿望日益强烈。上投摩根基金公司昨日发布的公告显示,该公司拟于3月7日申购旗下上投摩根亚太优势股票基金910万,这成为目前为止基金公司动用自有资金申购旗下QDII基金的第一单。在此之前基金管理公司申购的基金主要为A股偏股型基金、债券基金和货币型基金等。我们认为,目前基金公司以自有资金申购旗下基金主要还是为了展示公司对旗下基金的信心,并向基金持有人传递对自身投研能力自信的信号。

### ■行业评析

#### 家电行业成长性仍被低估

#### 联合证券:

我国家电需求仍远未到成熟期,正进入第二轮快速增长期,2008年超预期增长的可能性较大,未来三年空调和冰箱行业收入年增长20%以上;(1)城市市场上空调和小家电普及率还有一倍以上提升空间,同时城市化和产品升级驱动城市家电市场持续快速增长;(2)“家电下乡”政策意义深远,短期内农村家电市场存在爆发式增长的可能。从长期看,7亿农民消费的觉醒将为家电市场提供源源不断的强劲动力。

白电行业集中度提高,龙头企业定价能力强,在通胀中可通过产品升级和提价有效转嫁成本压力。加之品牌溢价逐步显现,盈利能力提升趋势已建立。而企业前期主要通过规模增长以构建稳固竞争优势,盈利能力并未明显提升,净利润率仅2.6%,未来三年内4%应是合理目标。

我国家电行业的产业配套优势是短期内其它区域难以替代的,人民币升值并不会改变这一竞争优势。在全球产业转移趋缓影响下,我国家电出口增速虽会下滑但仍将平稳增长。而成本压力和技术壁垒提升等行业不利因素将促使行业加速集中,龙头企业反而受益,并维持快速增长态势,未来三年收入年增长25%以上。

白电行业处于景气周期初期,我们给予行业“增持”评级。龙头企业格力电器、美的电器和青岛海尔的业绩提升空间极大,且存在超预期增长可能,长期投资价值仍被低估,建议超配并长期投资。