

# 中期末底部确立 反弹并非反转

## ——2008年5月份A股市场投资策略及投资组合推荐

本轮行情始于政策利好,当市场无法依靠自身力量纠偏而出现系统性失灵的时候,通过新的制度安排来消除市场失灵、挽救市场信心是政府经济管理职能中的应有之举。由于政策面支撑力度较大,结合国内经济面的稳固、外围市场的提前转暖等因素,我们认为3000点的政策底已经得到了越来越多投资者的认同,市场有望以此为契机形成中期系统性机会,即政策底很可能演变为市场中期末底部。

虽然政策推动的中期反弹行情已经来临,但由于宏观经济面的悲观预期依然没有完全扭转,大小非减持根本问题仍未解决,因此从另一方面看本轮回升高度不容太过乐观,第一阻力位将在3800点一线,而4100点附近有强大阻力。操作上,大盘经过前期连续大幅上涨后短线将回调进行技术修复,投资者可积极建仓。

### ○ 德邦证券研究所

#### 一、从政策面来看,利好政策的连续出台已经为我们指明了3000点的政策底

对大小非减持进行直接规范和限制以及印花税的大幅降低是市场出现大逆转最关键的触发点。本次出台的政策组合拳找准了市场下跌的症结,不但在一定程度上缓解了因大小非解禁造成的资金面紧张和估值体系紊乱,而且也是政策面对市场信心最有力的挽救。特别是在基本面和基本面无法解释前期市场持续恐慌性暴跌情况下,对市场信心恢复起到了明显作用。

而有关券商融资融券的后续利好政策仍在持续酝酿发酵之中,这将对金融板块构成实质性利好,从而推动大盘继续向纵深发展。

#### 二、从宏观基本面来看,尽管近期经济数据并不乐观,但亮点犹存

投资增长保持稳定,国内消费需求稳步提升都是中国经济增长结构改善的良好信号。虽然目前来看出口受到的冲击较大,并出现了较快下跌,但总体增速仍然保持了21.4%的较高水平。在春节旺季过后,农业部价格监控数据显示,自4月份以来农产品批发价格指数和“菜篮子”产品批发价格指数已经开始逐日下行,有望带动CPI回落。我们仍然期待国家紧缩性货币政策在物价得以基本控制情况下适当放松。

整体企业的利润增长,如果剔除受价格管制而亏损的行业,则总体利润仍呈快速增长态势(增速同比加快6.1个百分点)。因此,企业基本面仍然健康,影响利润的不利因素主要在于价格管制。总体来看,市场中长期机会的大小尚需宏观经济基本面以及紧缩政策松动的配合。仅就目前的经济形势而言,基本面并不支持市场全面反转,本轮行情的压力位在4100点一带。

#### 三、从外围市场情况来看,前期反弹为A股市场中期末反弹提供了很好的外部环境和基本面预期

美国近期公布的非农就业人口4月份减少数量为20000人,远远小于3月份经过修正后的81000人的减少数字,也远远小于市场预期,而失业率则更是出人意料地降低了0.1个百分点。美国白宫经济顾问委员会主席拉齐尔上周表示,美国经济可能并未陷入衰退,而布什总统则相信涉及1.3亿个家庭的1170亿美元的退税政策将帮助美国经济走出泥沼。这对于正处在下降通道中的中国出口部门来说是一则好消息,有助于改善对美出口大幅下滑的预期。尽管7月份后仍将有新一轮到期次债冲击,但至少短期内

美国金融市场将保持稳定,这也利于国内A股市场走稳。

而美联储在七轮减息之后,未来将更加地关注通货膨胀压力,这也意味着中美利差持续扩大态势将告一段落,由此引起的外汇流入冲击和通胀输入将减缓,有助于中国政府控制通胀的努力。总体来看,外围市场的各项情况都在好转,这为国内A股市场的本轮中期反弹提供了一个较好的外部条件。

#### 四、从盘面来看,前期市场弱势难返状态已经大为改观

股指放量上涨并再次表现出上攻势头,显示市场各方参与者不仅对政策面有良好预期,而且对宏观面和公司面的悲观预期也大大改善,市场有望以此为契机形成共振,从而产生中期系统性机会。首先,市场出现了持续上涨的领涨板块,而且是前期主要做空的板块——金融板块。一方面金融行业一季度整体业绩快速增长是股价上升的基本动力,另一方面该板块前期下跌幅度远远大于大盘,自身存在强烈的反弹要求,最后受政策调整受益最大的也是金融板块。由于金融板块是市场第一权重板块,因此大盘在金融板块转暖带动下仍有望继续攀升。其次,市场信心因政策扶持快速恢复,主要表现在市场下跌往往伴随量能萎缩而上涨则放量,基金卖出席位的资金净流出量大幅减少也表明本轮反弹行情得到了越来越多的市场主流资金的认同。最后,近期市场经常上演普涨逼空行情。

#### 五、从技术上看,报复性反弹后经过短暂技术整理有望走出第二波上升行情

首先,形态上由于政策强力支持而呈现变形的头肩底形态,该形态的头为4月22日的2990点,左肩为4月3日的3271点,右肩在4月29日的3453点,颈线位为3656和3658点。之所以右肩较高在于政策强力支撑所致,因此市场其实已经用了一个月的时间构筑了一个变形的头肩底形态,短期市场还将继续冲高。其次,大部分技术指标已经扭转了持续弱势态势,而且很多技术指标已经出现了长、中、短期的多头配合走势。如ADR、KDJ、RSI已经出现了多头排列,ADR经过5个交易日在1徘徊后上周三上冲1立于1.29的多头位置;KDJ长中短线均呈多头排列,且同时处于50上方的强势排列;RSI和KDJ相似,不同的仅仅长期暂时处在低于50的弱势区。此外,MACD正在持续向上突破0轴,形成上攻态势。最后,量能配合也出现有利多头形势。上周前两个交易日大盘缩量整理,而且量能在下跌时出现将近50%的萎缩。而在周三则出现放量上涨走势,多头特征非常明显。因此从技术角度看,市场短期有望挑战3900-4000点一带,同时也是60日压力线一带。

#### 六、中期末底部探明并不意味着市场将由此完成反转

影响市场预期和估值标准的两个因素:宏观面的未来走势和大小非减持对市场可能的负面

冲击仍然未能明朗,投资者的相关悲观预期尚未完全扭转,因此,中期末底部探明并不意味着市场将由此完成反转。具体来讲,对宏观面的判断我们需要关注出口数据和CPI数据,而对大小非减持的预期改善则有赖于后续政策的出台。

从宏观基本面来看,目前市场对经济走势的担忧仍然未能消除,一季度公布的部分经济数据则加重了这种忧虑情绪。由于人民币升值的累计效应逐步显现,特别是人民币兑美元冲破1:7之后,出口部门受到的负面影响开始加速显现。按贸易类别来看,低端出口贸易受到的压力最大。一季度来料加工的出口增速已经由2007年四季度的18.2%急剧降低至2008年一季度的0.2%,处于负增长边缘;按出口行业来看,数据显示也如出一辙:低端的劳动密集型行业,如纺织、服装、箱包、鞋等由于利润微薄而很难消化本币升值和劳动力成本上升带来的压力,其出口增速下降较快。另一方面,国内居民收入的提高速度远远低于财政收入增长,国内消费需求虽然稳步增长,但尚不足以弥补出口增速下降带来的缺口。

一季度全社会固定资产投资21845亿元,同比增长24.6%,比上年同期加快0.9个百分点。而与此对应的是消费增长速度仍要低于投资:一季度社会消费品零售总额25555亿元,同比增长20.6%。3月份增长21.5%。如果考虑下游消费品(CPI)涨幅要高于上游产品(PPI),则投资的实际增速要高出消费实际增速不少7个百分点。总体

来看,投资保持稳定、消费稳步提升,但出口下降较快,中间缺口反映在GDP增速下降。因此,在出口增速稳定下来之前,市场仍然对中国经济增长前景的预期不明朗,基本面因素也就不会完全改观。从CPI数据来看,通货膨胀高企一方面使得紧缩性政策无法给市场松绑,另一方面实实在在地影响到了企业利润水平。1-2月份,全国规模以上工业实现利润3482亿元,同比增长16.5%,比上年同期回落27.3个百分点。可以看到,出于控制通货膨胀的需要而进行的价格管制,使得企业一方面面临能源紧缺,另一方面产品售价面临限制,利润受到挤压。如果通胀形势加剧,则上述情况可能会进一步恶化,这将加大市场忧虑而导致更为严重的抛售。因此在CPI数据没有稳定下来之前,基本面因素也不会明朗。

#### 七、超额收益组合和价值稳健组合推荐

综合而言,管理层短期维护市场的政策意图非常明显,相应的利好政策持续出台,因此本轮中级反弹行情可能维持较长时间。但是从长期来看,由于各个重要因素的悲观预期尚未完全扭转,因此我们仍然坚持市场是反弹而非反转的观点。投资者对反弹高度不宜过分乐观,我们认为大盘第一阻力位将在3800点一线,而本轮反弹行情的中期顶部位置在4100点一线。短期经过暴涨之后大盘面临的回调压力显著增加,但由于中期反弹行情仍将延续,因此快速回调将是投资者建仓的良好时机。建议投资者重点关注德邦证券推荐的超额收益组合和价值稳健组合推荐(见下表)。(执笔:陈东、张帆、吴炳华)

股票名称	股票代码	所属行业	入选理由	配比(%)
浦发银行	600000	金融	税收获益最大的公司之一;中间业务增速有较大提升空间;在各项新业务开展中屡拔头筹,未来继续整合潜力巨大。	14
海正药业	600267	药业	产品逐渐升级,转型制剂对业绩有大幅提升。	9
华发股份	600325	地产	宏观调控政策下依然保持快速增长,业绩增长可期。	6
广电运通	002152	信息	受益于金融电子信息化的快速推进,公司ATM机需求进入快速增长阶段,业绩确定性高增长,PEG估值较低。	6
方圆支承	002147	机械	细分行业龙头,业绩具有稳定的复合高增长。	6
日照港	600017	交运	港口吞吐量大幅增长,业绩稳定增长。	6
华天酒店	000428	酒店	资产收购提振业绩,未来增长值得期待。	12
苏宁电器	002024	商业	连锁电器商业龙头,具有持续的高成长性。	11
伊利股份	600887	食品	中国乳业龙头,奥运合作伙伴,业绩增长稳定。	11
燕京啤酒	000729	食品	区域市场占有率高,奥运受益者。	8
西宁特钢	600117	钢铁	铁矿石和炼焦煤完全自给,上半年业绩同比增长50%以上。	11
合 计				100

股票名称	股票代码	所属行业	入选理由	配比(%)
招商银行	600036	金融	活期存款增加降低了信贷成本,而且推动了中间业务的高速稳健发展,2008年业绩将保持稳步快速增长。	13
武汉中百	000759	商业	区域性连锁超市龙头,具有持续高速增长优势。	11
唐钢股份	000709	钢铁	配方案佳,公司与首钢的合作项目在建设,未来前景看好。	11
宝钢股份	600005	钢铁	2008年新增产能快速增长,在钢铁行业景气上升周期中利润将获得高速增长。	11
中联重科	000157	机械	工程机械行业龙头,出口有望大幅增长。	10
中国国航	601111	航空	人民币持续升值的受益者,同时奥运有利业绩提升。	6
首旅股份	600258	旅游	资源整合提高业绩,奥运受益明显。	12
天士力	600535	医药	品牌中药企业,产品线逐渐丰富。	10
一致药业	000028	医药	华南医药龙头,受益医改有望抢占更大份额。	9
金融街	000402	地产	商业地产公司,持有大量北京优质物业,业绩增长稳定。	7
合 计				100

## 券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:4月20日-5月6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	2008报告预期		2009报告预期		2008一致预期		2009一致预期		目标价	5月6日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
600499	科达机电	平安证券	强烈推荐	深度报告	4-30	0.784	28.597	1.659	13.514	0.751	29.849	1.181	18.991	--	22.42
600060	海信电器	广发证券	持有	点评报告	4-30	0.451	21.574	0.520	18.712	0.514	18.916	0.719	13.530	8.10	9.73
601318	中国平安	广发证券	买入	点评报告	4-30	2.150	31.409	2.390	28.255	1.951	34.618	2.322	29.084	82.61	67.53
000707	双环科技	广发证券	持有	点评报告	4-29	0.831	18.833	1.211	12.923	0.930	16.832	1.221	12.819	17.00	15.65
600320	振华港机	西南证券	增持	点评报告	4-28	1.600	10.394	1.900	8.753	0.878	18.940	1.064	15.628	--	16.63
000800	一汽轿车	海通证券	增持	点评报告	4-28	0.680	22.029	0.760	19.711	0.595	25.189	0.708	21.144	--	14.98
002197	证通电子	平安证券	强烈推荐	深度报告	4-27	0.700	26.957	0.990	19.061	0.706	26.744	0.980	19.249	24.50	18.87
600331	宏达股份	光大证券	无	一般报告	4-27	1.130	35.177	1.630	24.387	1.210	32.840	1.468	27.076	--	39.75
600713	南京医药	招商证券	谨慎推荐	点评报告	4-25	0.310	31.548	0.470	20.809	0.316	30.914	0.446	21.910	14.10	9.78
002153	石基信息	中投证券	中性	点评报告	4-25	1.280	57.117	1.880	38.888	1.760	41.537	2.116	34.546	75.20	73.11
600831	广电网络	广发证券	持有	一般报告	4-24	0.360	63.417	0.420	54.357	0.500	45.617	0.661	34.539	20.00	22.83
000550	江铃汽车	长江证券	推荐	一般报告	4-24	1.070	16.178	1.253	13.815	1.010	17.139	1.169	14.803	--	17.31
600396	金山股份	招商证券	审慎推荐	深度报告	4-23	0.290	37.931	0.580	18.966	0.449	24.490	0.730	15.062	10.00	11.00
600069	银鸽投资	兴业证券	观望	点评报告	4-23	0.620	17.048	0.830	12.735	0.559	18.901	0.773	13.678	--	10.57
600845	信达软件	天相投顾	增持	点评报告	4-23	0.660	33.530	0.850	26.035	0.657	33.709	0.851	26.020	--	22.13
002104	恒宝股份	光大证券	增持	点评报告	4-22	0.480	33.625	0.600	26.900	0.463	34.835	0.520	31.038	15.00	16.14
000783	长江证券	光大证券	中性	点评报告	4-22	0.830	36.024	1.010	29.604	0.915	32.676	1.113	26.863	16.66	29.90
601601	中国太保	广发证券	买入	一般报告	4-22	1.097	25.834	1.355	20.915	0.868	32.666	1.041	27.221	40.65	28.34
600109	国金证券	齐鲁证券	中性	点评报告	4-21	1.110	47.613	1.030	51.311	1.645	32.129	1.742	30.337	21.52	52.85
600054	黄山旅游	广发证券	买入	一般报告	4-21	0.530	40.377	0.630	33.968	0.557	38.409	0.682	31.397	25.00	21.40

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

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)

### ■ 信息评述

#### 原油期货价格突破121美元再创新高

因土耳其军队进入伊拉克北部打击库尔德工人党武装,全球石油地缘政治空前紧张,周二收盘时纽约商品交易所轻质原油期货收于每桶121.84美元,再创历史新高,比前一交易日上涨1.87美元。

#### 齐鲁证券:

与去年同期相比,原油期货价格已上涨94%。伦敦ICE期货交易所6月原油期货价格上涨1.56美元,至每桶119.56美元,涨幅1.3%,此前曾上触每桶119.85美元的即日历史新高。一定程度上看,市场供求矛盾使得原油价格上涨持续,需求不断增长。加之一段时间以来欧佩克组织保持产量不变,而近期尼日利亚石油生产中断等一些列因素更加剧了这一上涨趋势。短期来看,原油价格回落的理由并不充分,这将给其下游产业带来相当大的成本上升压力。

#### 联合证券:

对国内A股市场而言,高油价下,节能减排、新能源等概念型主题性投资机会或将再次成为市场热点。而高油价或将对航空股走势产生更为显著的冲击:

1、我们维持航空成本对航空公司盈利影响的基本判断:航空公司对于油价具有很强的成本转移能力。根据我们对于航空公司一季度季报的分析,航空公司单位运价提升均在6%以上,有效实现了成本增加向下游的传递。

2、纵观美国航空60年的发展历史,油价和航空公司盈利毫无相关关系。我们的理解是航空需求和油价都和景气程度正相关,而同时油是航空的上游,叠加结果是两者的相关程度并不显著。

3、国航由于国际加油比例较大,已经备受高油价煎熬,油价倒挂下有关航油调价预期;南航面临国内航煤出厂价上调的最大风险。

4、我们依然认为客座率走向,即供需关系变化是决定航空公司盈利去向的首要考量指标。目前需求增速能否维持在15%以上尚需要观察,因此油价上涨或将对航空股走势产生更为显著的冲击,提请投资者注意风险。

#### 银河证券:

卡塔尔石油部长表示,欧佩克不会在9月的会议之前考虑增加原油产量,因为当前供给良好。此外,地缘政治因素,尤其是中东地区供给受到中断威胁也是推升油价的重要原因。

虽然在夏季用油高峰到来之前,国际油市需求总量处于较低水平,但世界最大的产油国沙特表示不会向市场注入更多石油以及世界最大的石油消费国美国石油需求增加都有利于油价上升。近期美国“次贷”问题有所缓解,影响美元走强,引发国际油市有所回落,但地缘政治风险正在加大并不断向中东以外的其它国家扩张也给国际油价坚强支撑。因此,国际油价在夏季用油高峰到来时可能会达到150美元高度。

由于国际成品油价格高于国内1000-2000元/吨,进口成品油处于亏损状态,进口量又一直很小,进口成品油减税对两大集团影响不大。实际上有影响的是进口原油减税,但由于进口原油减税会使国家财政收入减少1300多亿元,当前中国的财政状况不大可能推出进口原油减税。故继续保持中国石油、中国石化中性评级。

#### 出口下滑中的行业稳健性比较

#### 国金证券:

美国经济仍未企稳,其房地产还在持续调整,个人消费增速继续放缓,而美国经济放缓已经对欧盟和日本产生了负面影响。同时我国通胀压力仍然很大,我们预计4月份CPI在8.2%左右,PPI在8.3%左右,国内实际有效汇率升值步伐仍然会保持较快速度,外需持续下滑和实际有效汇率升值将对国内出口产生持续性压力,年内出口将继续保持温和回落态势。

出口对中国经济具有重要的意义。出口占工业企业销售比重大致在4.4%左右,但它同工业企业的利润增速却有很大关联性。据我们测算,出口增速下降1个百分点,工业企业利润增速下降0.8个百分点。

由于各行业对出口的依赖程度不同,对美国经济波动的敏感性不同,受到新兴市场的冲击不同,因此各行业在出口整体下滑中的稳健性也有所不同。我们定量分析了各个行业的稳健性,其中化学纤维制造业、采掘业、医药制造业、食品业、黑色金属冶炼业及压延加工等行业仍将保持较好的稳健性,而纺织服装鞋帽制造业、家具制造业、仪器仪表及文化办公用品机械制造业、文教体育用品制造业、机器设备等行业稳健性较差。

### ■ 行业评析

#### 房地产行业盈利维持高速增长

#### 中投证券:

行业负债水平保持稳定,一季度比2007年末略有上升。行业平均资产负债率64%,扣除预收账款后的资产负债率为48%。一季度行业平均净负债率从2007年的38%上升到47%,银行借款占总负债比率从2007年的37%上升到39%。

盈利能力强劲,一季度三项费用占比有所上升。大部分重点公司销售毛利率上升,三费占比有所上升,主因是重点大多数公司一季度结算收入占全年比重小所致,大部分公司财务费用占比下降。2007年行业平均ROE15%同比提升6个百分点,一季度2.6%同比提高0.66个百分点。一季度销售毛利率从2007年的36%上升到41%,销售净利润率从15.6%上升到16.7%。

营业收入、营业利润和净利润高速增长。一季度行业营业收入同比增长57%、营业利润增长51%、净利润增长112%;2007年行业营业收入、营业利润、净利润较2006年分别增长51%、112%、131%。2007年泛海建设、\*ST广厦、华发股份和苏宁环球在上述盈利指标中均实现显著增长。

维持对行业“看好”投资评级,但要注意房价变化、宏观调控对公司盈利的影响。给予万科A、招商地产、泛海建设、保利地产、广宇发展强烈推荐评级,金融街、苏宁环球、\*ST广厦、冠城大通、华发股份、世茂股份推荐评级。