

08 年二季度 A 股市场投资策略

——盲目从众恐慌不可取，中短线可谨慎看多

投资策略/市场研究

2008 年 4 月 3 日 星期四

东海证券研究所宏观策略研究小组

报告要点

□ 一季度国内市场的大幅回落主要是面临高估值下的回落，一致预期盈利增速未发生较大变化。08 年至今上证指数动态 PE 降幅超过 30%。而一致预期仅在近期出现连续下调。而大盘蓝筹股成为这一轮下跌的主要力量。

□ 一季度国内市场大幅调整的关键因素是巨额再融资事件所引发的投资者对市场供求和市场趋势的判断，导致投资者对潜在解禁压力兑现的担忧，进而导致投资者的市场风险溢价的提高，最终表现为市场估值的回落。

□ 中国经济仍将处于高速增长阶段，上市公司盈利保持稳定增长，同时目前市场估值水平已进入底部区间，而政策面可能的实质利好有助于稳定市场信心，减轻小非的实际减持的压力。

□ 我们基于 A-H 股合理溢价得到 A 股市场合理动态市盈率为 21 - 24 倍，基于对 08 年上市公司 30% 盈利增长的判断，对应的上证指数的合理点位区间在 3500 - 4200 点左右。在市场向好下，小非减持的实际压力并不大，如果未来政策面实质利好配合，那么市场估值将可能超过 24 倍合理区间的上限。基于以上判断，沪综指 4200 点、深成指 15000 点左右将是短中期反弹的目标位。

□ **操作策略：**建议可逐步将防御型的投资策略转变为进攻型，逐步增大持仓比例。尤其是沪综指如再度下探到 3300 点区域时，或市场短期内出现较大的调整时，更应该果断入市。在当前整体市场估值由底部向上回归的过程中，大盘股将率先企稳反弹，一些本轮调整比较充分的小盘成长股，有望在二季度后半程聚集成为市场新的热点，

□ **重点关注：**受宏观调控影响不大的防御性行业，在通货膨胀背景下具备自主定价权、可以有效消化和转嫁成本压力的行业，以及受到国家政策支持、具备政策外在推动因素的行业，如资源类、食品饮料、农业化工等行业。

东海证券 08 年二季度 A 股市场投资策略

“雪灾 - 下跌 - 再下跌”，“5000 点破了 - 4000 点破了 - 3500 点破了”，08 年一季度，在市场的急速下挫中，众多投资者经历了心智的严重考验。投资者的信心一次次的受到严重挫伤。是认赔出局，还是死撑到底，这是近期深深困扰着投资者的问题，如同哈姆雷特所低吟的“生存还是死亡，这是一个问题。”，那么让我们在本文中为投资者解答这一问题。

一、一季度国内 A 股市场回顾

我们认为一季度的国内 A 股市场的大幅调整主要表现为以下三个特征：

1、国内市场面临高估值下的回落

国内 A 股市场在 07 年的大幅上涨，市场的估值水平也明显提高。2007 年初，沪深 300 指数 07 年 PE 是 21 倍，08 年 PE 是 17.5 倍。随着上证综指由 2700 点上涨至最高 6124 点，最大涨幅达 126.8%。相应地，沪深 300 指数 07 年 PE 于 11 月 1 日达到最高 42.35 倍，涨幅翻番，08 年 PE 于 10 月 18 日达到最高 31.67 倍，涨幅为 81%。08 年初（1 月 4 日）上证综指 08 年动态 PE 为 31.32 倍，3 月 21 日 21.21，降幅为 32.28%，

2、一致预期盈利增速未发生较大变化

1 月南方雪灾的爆发使得当时的市场对 08 年盈利增速的一致预期发生轻微的向下修正，但环比变化较小。08 年上证指数每股收益由 1 月 11 日的 0.6234 下降为 1 月 18 日的 0.6233 元，环比下降 0.016%，但之后一致预期没发生明显变化，只是在近期出现明显的向下修正。

3、大盘蓝筹股成为这一轮下跌的主要力量

我们在 07 年 7 月 22 日 07 年下半年投资策略报告会上，提出了《蓝筹回归 以蓝筹为纲》的投资策略：自 2007 年 8 月开始，大盘蓝筹的市场表现开始超越小盘股，至 10 月 18 日大盘蓝筹达到最高点，当时 07 年累计涨幅达 177.79%，

07 年 12 月投资策略报告会中，我们已经意识到大盘蓝筹存在泡沫的问题，提出《挖掘成长溢价》，建议投资小盘类的成长股。在小盘股上涨推动下，出现过一轮反弹，高点在 08 年 1 月 14 日，随后出现大幅回落，最终拖累小盘股。08 年至 3 月 27 日，大盘股累计下跌 31.52%，小盘股累计下跌 20.18%。

一季度国内 A 股市场之所以出现如此走势，主要原因在于当时国内 A 股市场的环境发生了变化，主要原因如下：

1、政策面“从紧”预期不改

在年初雪灾及美国经济进入衰退可能加大后，市场曾预期监管当局“从紧”政策将会出现松动，这是进入2月后市场出现小幅反弹的主要原因，但随着这一预期的落空，市场再次回落。

“两会”召开前市场也曾预期政策面将有利好，由此市场在2月底3月初出现了短暂的反弹行情，随着“两会”的进行，预期逐渐落空，市场再次下行。

2、基本面利空不断

出口增速下滑。2月中国出口增速明显下滑，2月出口同比增长6.5%，贸易顺差85.55亿美元，同比下降63.99%。

原材料成本和劳动力成本上升。2月CPI增速达8.7%，PPI达6.62%，原材料、燃料、动力购进价格指数9.67%。进入07年单位劳动力报酬增速明显提高。

工业企业效益增速下降。1-2月工业增加值增速为15.45%，小于去年全年，1-2月，规模以上工业企业实现利润3483.4亿元，同比增长16.5%，较去年全年回落2个百分点，较去年前11个月大幅回落20.2个百分点。

3、资金面压力降临

IPO和再融资量明显加大。08年初至2008年02月24日，国内市场共募集资金1036.77亿元，同比增长36.67%，其中，增发募集资金量增长最大，同比增长411.44%，08年至今增发募集资金金额已经超过IPO募集资金额。

潜在压力兑现。随着11月A股市场由6000多点回落，12月解禁限售股减持力度明显加大，与解禁压力大而减持力度小的10月形成显明对比。

入市资金回流。我们用储蓄存款环比增速来描述个人投资者资金回流情况，07年5·30前市场我们看到随着存款利率的不断提高，储蓄存款环比增速开始出现增长。

4、投资者风险偏好明显下降，入市积极性明显下降

当前国内市场虽然呈现出向机构投资者为市场主体的转变，但从最终的资金来源看，个人投资者依然占主导地位，占新增基金开户和新增A股开户的90%以上。如果说07年5·30前个人投资者主要以新增A股开户的方式进入市场，那么07年8月开始的蓝筹回归中，个人投资者更多的以新增基金开户方式使资金进入市场。

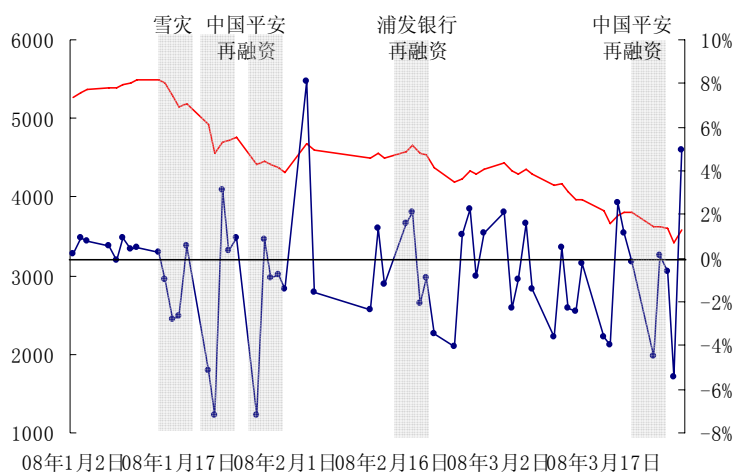
而进入08年，随着市场大幅回落，国内个人投资者无论以基金还是A股方式进入市场的热情均明显下降。08年2月国内新增A股开户数明显下降，环比降幅为48.27%，新增基金开户数则创下一年来最低。

正是在这四种因素的综合作用下，国内A股市场逐渐失去供求的平衡。那么，为什么在07年12月政策面同样“从紧”、股改解禁大幅减持时，市场没有出现如08年一季度的大幅回落呢？

我们认为，导致市场发生变化的关键导火索在于08年的巨额再融资事件。从下图可以看到，08年1月的雪灾只是使得市场的盈利预期出现微调，进而导致1月中

旬市场出现调整，但导致之后市场出现实质性大幅下跌的是中国平安、浦发银行的巨额再融资。再融资事件的担忧改变了投资者对市场供求和市场趋势的判断，导致投资者对潜在解禁压力兑现的担忧，进而导致投资者的市场风险溢价的提高，最终表现为市场估值的回落。

上证指数受再融资事件影响明显



资料来源：WIND 资讯

再融资事件各股和上证指数当日市场表现

| | | 浦发银行 | 中国平安 | 上证指数 |
|-------|----------------|---------|---------|---------|
| 1月21日 | 平安再融资传闻 | -5.241 | -9.999 | -5.136 |
| 1月22日 | | -7.510 | -10.001 | -7.217 |
| 1月28日 | | -4.906 | -10.001 | -7.191 |
| 2月20日 | 浦发再融资传闻 | -10.002 | -3.174 | -2.085 |
| 3月18日 | 浦发方案通过股东大会 | -0.123 | -5.700 | -3.957 |
| 3月4日 | 浦发公布增发预案后 | -8.989 | -4.293 | -2.317 |
| 3月20日 | 平安通过董事会 | 6.507 | -1.739 | 1.129 |
| 3月24日 | | -10.006 | -9.811 | -4.488 |
| | 中国平安再融资传闻后累计下跌 | | -45.891 | -30.892 |
| | 浦发银行再融资传闻后累计下跌 | -29.888 | | -23.244 |

资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

二、二季度国内 A 股市场环境

我们对二季度国内 A 股市场的预测同样基于上述四方面因素的判断：

1、首先，要坚定中国经济目前仍处于高速增长中的事实。

当前高通胀下国内消费需求保持较快增长，1-2 月消费零售名义同比增长 20.2%，与去年 12 月份持平，扣除价格因素同比增速约 12.8%，较去年 12 月份回落 1.0 个百分点，但仍然处在近期较高水平。而固定资产投资增长率虽然在 1-2

月出现了较为明显的回落，增长率较去年全年下降 1.5 个百分点，较去年四季度回落 0.3 个百分点；环比则出现了 1999 年以来首次回落，同时 1-2 月的新开工项目增长同比增速仅为 2.6%，但由于政府换届效应的存在。我们预计 08 年国内固定资产投资具有反弹的动力。消费和投资的持续增长为中国经济抵御外部经济风险，保持快速增长趋势奠定了基础，近日世行和亚洲开发银行分别公布了对中国 08 年 GDP 增长率的最新预测，虽然较去年有所放缓，但增长率分别为 9.5% 和 10%，我们认为中国经济 08 年增速仍将保持在 10-10.5%。

2、其次，上市公司盈利将保持稳定增长。

虽然对上市公司盈利增长的一致预期连续出现向下修正，但我们认为当前市场一致预期存在过度的向下修正，在坚定看好中国宏观经济的前提下，08 年上市公司盈利增长虽无法重现 07 年的高增长态势，但盈利增速仍然是健康稳定的，考虑到市场一致预期修正的过度向下和滞后性，未来一季报的公布将逐渐使得这一预期向上修正，预计 08 年上市公司整体业绩增速将在 20% 以上。

3、再次，目前市场估值水平已进入底部区间。

经过近期的大幅下降，上证综指 08 年动态 PE 已下降至 19.07 倍，降幅超过 30%，特别是 07 年下半年大涨后估值明显过高的大盘股，当前估值泡沫已得到充分压缩。我们认为当前市场估值水平已进入底部区间，相对估值风险较小。

4、主要发达国家和周边国家股市的走势来看：欧美股市、香港、日本及其他周边国家股市纷纷收利好消息影响进行着降为有力的反弹，市场逐渐步入乐观。受到次贷危机影响最大的美国主要股指仅下跌 11%（最多下跌 17%），而上证指数已经从高点下跌了 45%。

5、政策面可能的实质利好有助于稳定市场信心。

近日政策面暖风不断：而维持股市稳定健康发展进入 08 年政府工作重点、关于大小非解禁的有序引导、规范再融资行为等政策均在研究制定中、同时，市场传闻印花税单边征收传闻已通过；更是应当看到，4 月 2 日四大证券报同时发表稳定市场的文章，表明管理层对股指非理性下跌的态度。近期市场如果再度出现大幅下跌（我们认为可能性并不大），未来政策面实质利好出台的可能性较大，这对于稳定近期市场过度恐慌的心理具有正面效果。

6、小非的实际减持取决于投资者对市场趋势的判断，两者呈负相关性。如果市场趋势向上，那么实际的小非减持压力不会在短期内全部兑现，因此，在未来政策面诸多利好下，实际的小非减持压力并没有市场想像的那么大。

三、二季度国内 A 股市场趋势研判和投资策略

1、二季度市场趋势研判

我们认为，经过近期的大幅下跌，上证综指 08 年动态 PE 已下降至 19.07 倍，沪指 3300 点左右已进入短中期底部区间，相对估值风险较小。随着奥运会的日益临近，管理层也将极力维护和促进金融市场的稳定和健康发展，政策面利好消息有望在二季度逐步得到释放，A 股市场投资者的信心有望逐步恢复，最终形成从量变到质变的转化。尽管底部的出现是一个反复的过程，多空双方的激烈博弈也将持续，不排除指数在某些交易日再次出现较大波动的可能，但总体而言，多方的力量将开始占据主动，投资者对于市场在底部区域的大幅振荡，也不宜过分恐慌，而应开始以谨慎看多的心态安然处之。对去年 10 月以来的这一波超过 45% 的下跌进行修正，将是整个二季度市场的总体趋势，

我们基于 A-H 股溢价得到 A 股市场合理动态市盈率为 21-24 倍，基于对 08 年上市公司 30% 盈利增长的判断，对应的上证指数的合理点位区间在 3500-4200 点左右。

假设小非解禁压力全部兑现，那么市场估值将回落至 21 倍动态市盈率以下，但是基于前述在市场向好下，小非减持的实际压力不大的判断，如果未来政策面实质利好配合，那么市场估值将可能超过 24 倍的合理区间的上限。基于以上判断，沪综指 4200 点、深成指 15000 点左右将是短中期反弹的目标位。

而从一个较长的时期来看，证券市场的制度化建设仍然在有条不紊的进行，与国际市场的接轨程度也日益提高，在大小非全面解禁和流通之后，最终国内 A 股市场估值水平必将与欧美和香港地区成熟市场趋向一致，对于未来 2-3 年的股指点位则不宜有过高的预期。

2、二季度投资策略

基于对二季度市场总体运行趋势的判断，我们建议，可逐步将防御型的投资策略转变为进攻型，逐步增大持仓比例。尤其是沪综指如再度下探到 3300 点区域时，或市场短期内出现较大的调整时，更应该果断入市。我们认为，在当前整体市场估值由底部向上回归的过程上，大盘股将率先企稳反弹，因此近期可重点关注业绩增长预期明显、具备较大确定性和估值优势的大盘蓝筹股。而在 4 月底 2007 年年报和 2008 年一季报公布完毕之后，具备不确定性因素的股票也将完成风险释放过程，一些本轮调整比较充分的小盘成长股，有望在二季度后半程聚集成为市场新的热点，在这一阶段，重心则应转移到成长股的投资主题之上，我们认为投资成长股将有可能获得市盈率倍数扩张和盈利增长的双重收益。

3、重点关注的行业

2008-2009 年我国国民经济面临着增长率放缓和通货膨胀的压力，这势必对一些单纯依靠规模扩张、外延型的周期性行业产生不利影响，对于没有定价权的下游行业也将带来较大的成本压力。因此，我们认为，受宏观调控影响不大的防御性行业，在通货膨胀背景下具备自主定价权、可以有效消化和转嫁成本压力的行业，以

及受到国家政策支持、具备政策外在推动因素的行业，将成为市场下一阶段的主流品种，可重点对资源类、食品饮料、农业化工等行业加以关注。

附注:

一、行业评级

| | | |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line: | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious: | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

二、股票评级

| | | |
|----|-------------|----------------------------|
| 买入 | Buy: | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$ |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20% |
| 中性 | Neutral: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10% |
| 减持 | Sell: | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$ |

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路 989 号中达广场 13 楼

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：(86-21) 50586660 转 8959

传真：(86-21) 50586660 转 8973

邮编：200122