

2007 年 3 月 28 日

供求逆转 市场不能承受之重

——2008 年二季度 A 股投资策略报告

国海证券研究所

投资策略研究中心

执笔：钟精腾

唐笑波

0086-755-8371

xingy@ghzq.com.cn

相关报告：

《变革催生机遇 成长创造价值——2007 年 A 股投资策略》2006 年 12 月

《大国崛起下的结构性牛市——2007 年中期投资策略》2007 年 6 月

《震荡调整将为行情主基调——2007 年四季度投资策略》2007 年 9 月

《牛市驿站——2008 年度投资策略》2007 年 12 月

核心结论：

- 历史实证分析显示，大盘在有效跌破年线之后即宣告牛市结束，如 2006 年以来的牛市由于大盘已有效跌破年线而宣告结束。但有上市公司业绩可持续高速增长的基本面作支撑，大盘不会重演 2001 年破年线后终点再回到起点的单边下跌走势，而很可能会演绎 1998 年的走势：即大盘下寻新的价值中枢之后转入区域震荡，以修正及消化前期“透支性”上涨行情。如同 1998 年，区域震荡期间仍不乏中级的反弹行情。
- 大盘经过大幅下挫后，A 股市场系统风险得到较为有效的释放，不少大盘蓝筹股估值已逐渐跌至了合理区域，但不少二三线股估值仍明显偏高。受“内忧外患”的影响，上市公司一季度及全年业绩的增长速度可能会低于预期，这使得目前 A 股市场的整体估值仍缺乏吸引力。
- 与 2007 年流动性过剩的局面相比，今年证券市场面临美国次债危机加剧、巨额 IPO、再融资的“恶性圈钱”特别是大量的大小非减持等影响，今年证券市场将面临着巨大的资金供求缺口。
- 价值决定价格，供求影响价格。市场通过市值的下降以及估值的吸引力来“弥补”资金供求缺口将成为大盘无奈的选择。因此预计上证指数二季度运行的重心将会进一步下移，运行区域 3000—4000 点。
- 行业与个股方面，投资者可关注银行、煤炭及农业等一些 2008 年一季度业绩高成长的个股；但保险、券商、石油及石化等 08 年一季报业绩可能会低于市场预期甚至会出现负增长，相关个股投资仍需谨慎。

一、影响二季度 A 股市场的因素分析

(一) 调整性质：牛市中期的调整还是牛市的结束？

1. 一季度大盘急破牛熊分水岭——一年线

图表 1:一季度指数及板块表现一览

指数表现			强势板块		弱势板块	
名称	涨幅	收盘	名称	涨幅	名称	涨幅
中小板综	-17.2	4909.22	农业	4.96	石化	-45.61
深证综指	-20.3	1153.64	创投板块	-3.15	石油	-38.17
深证 100R	-21.8	4644.55	化工	-3.22	民航业	-35.28
深证 B 指	-21.8	554.86	小盘高成长	-7.61	A 含 H 指数	-35.18
深证成指	-23.8	13489.09	小盘价值	-7.89	金融	-34.58
沪深 300	-26.7	3914.37	高送配板块	-7.94	交通运输	-32.29
上证 180	-28.3	8627.52	新材料	-8.68	绩优高价股	-31.35
B 股指数	-28.6	261.4	新能源	-8.91	有色	-30.2
上证指数	-31.5	3606.86	科技股	-9.13	大盘价值	-29.74
上证 5 0	-31.5	2896.69	3G	-9.21	股权投资	-28.56

(数据来源:天相;截止日 2006 年 3 月 26 日;国海证券研究所整理)

一季度大盘指数一路狂泻，其中上证指数截止 3 月 26 日暴跌 31.5%，创 A 股历史上最大的季度跌幅，自 2006 年大盘上涨以来上证指数也首度跌穿了年线。大盘何去何从，目前市场分歧加大：目前的调整是牛市中期的调整还是意味着本轮牛市行情的结束？

2. 十年一轮回，2008 年在演绎 1998 年行情？

我们通过对上证指数 16 年以来的走势进行实证分析后发现，大盘在经过长达一年以上的上涨行情之后若跌破年线，均意味着这轮牛市行情的终结。但跌破年线之后，大盘有两种演绎模式，一是如 2000—2001 年的牛市，大盘指数在跌破年线之后进入了长达四年的单边下跌走势，从终点又回到始点；另一种模式就是 1996—1997 年的牛市，即大盘指数在跌破年线后并未转入单边下跌走势，而是快速下寻支撑后转入长达一年多的区域震荡，以修正和消化前期矫枉过正的涨幅。

我们通过对比发现，2006 年以来的走势与 1996 年以来的走势惊人的相似。历史会否重演，即 2008 年上证指数在跌破年线之后快速下寻找支撑后转入长达一年的区域震荡走势，我们可拭目以待。

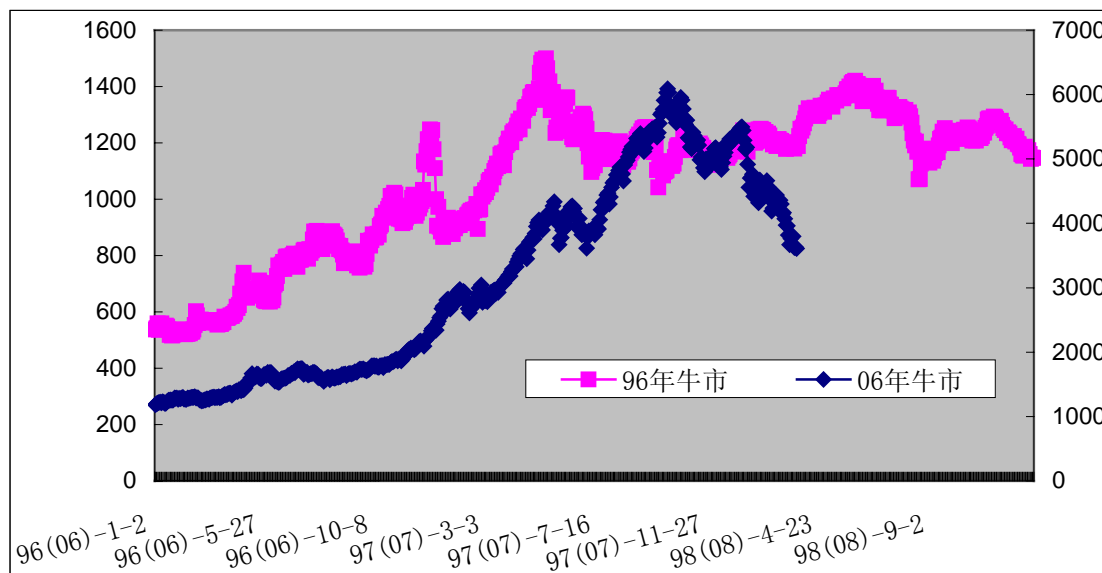
图表 2: 两轮牛市对比

	启动前背景	基本面因素	运行格局	见顶回落的原因
1996—1997 年牛市	受宏观调控的影响，行情启动前大盘经过了两年多的深幅下挫，市盈率跌至 16 倍	调控着陆后开始降息，上市公司景气回升	“社论”前垃圾股鸡犬升天，但“社论”后四川长虹、深发展等绩优股大幅领涨	估值过高,以及管理层大幅增加新股发行额度
2006—	因上市公司业绩下	行情景气回升	“530”前也是垃圾	股市过热,以及

2007年 牛市	滑，大盘启动前经过了四年的单边下挫，市盈率跌至15倍	以及股改效应的释放，上市公司业绩大幅增长	股狂炒，但之后蓝筹股走出了一波波澜壮阔的大行情，甚至出现蓝筹泡沫。	管理层明显加大超级大盘股的发行力度
-------------	----------------------------	----------------------	-----------------------------------	-------------------

(国海证券研究所整理)

图表 3: 1996 年牛市与 2006 年牛市走势对比



(国海证券研究所整理)

(二) 2008 年高增长会否低于预期?

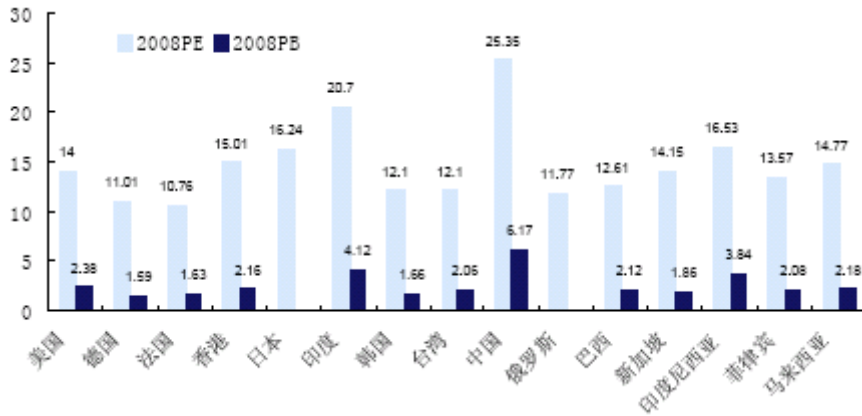
图表 4: 2006 年以来市盈率变化



(注：市盈率计算以 2007 年三季报为基准；国海证券研究所整理)

统计显示，经过近期的大幅下挫，市场的系统性风险得到大幅度的释放：截止 3 月 26 日，全部 A 股市盈率已下降至 29.28 倍(以 2007 年度业绩计算)。虽然与境外股市相比，目前 A 股整体市盈率和市净率仍显偏高，但以 2009 年高增长的业绩计算，目前全部 A 股动态市盈率已基本与境外股市接轨。

图表 5：估值水平的国际比较



(国海证券研究所整理)

但目前市场关心且担心的是，今年以来 CPI 的持续高涨、宏观调控力度的加大，以及美国次债危机加剧，特别是今年一季度股市的重挫使得投资收益同比会大幅下降甚至可能成为拖累等（2007 年一季度上市公司同比增长 97%，其中就有 24% 的贡献来自于股市的投资收益大幅增长）会不会影响今年上市公司的业绩增长？

其实这种担心并非多余。国家统计局 3 月 27 日发布的数据显示，今年 1-2 月份，在规模以上工业企业中，国有及国有控股企业实现利润 1405 亿元，同比下降 5.6%。而此前，2003 年至 2007 年，国有企业利润每年均保持了两位数增长。专家表示，今年 1-2 月工业利润增速下滑除了雪灾等偶然性因素外，还有一定的必然性因素，如次债危机蔓延、出口增速放缓、物价上涨以及去年连续加息导致企业资金成本加大（如石油加工及炼焦业所受影响最为显著，由去年同期盈利 156 亿元转为净亏损 206 亿元）。其实经济增速放缓去年就已显现：统计局的历史数据显示，2007 年，国有及国有控股企业实现利润的增速已经呈现出了逐季放缓的趋势。2007 年 1-2 月增长 49.3%；1-5 月增长 42.3%；1-8 月增长 31.0%；1-11 月增长 29.6%。

四月份所有上市公司将面临 2008 年一季报业绩的考验。一年之计在于春，可以说，一季度业绩的增长情况将很大程度上代表着市场对 2008 年度业绩增长的预期。因此，上市公司一季度业绩增长与原预期的差距将会成为影响二季度市场的重大因素。

为了更好地量化“内忧外患”对一季度业绩的影响，我们通过公司行业研究员对净利润居前十位的上市公司进行预测。因这十大公司净利润占了上市公司总净利润的 67%，因此可以说十大公司的业绩盈利情况有很强的代表性。统计显示，包含中石油在内的十大上市公司 08 年一季度及全年同比分别增长 18.8%、18.64%；若剔除中石油，九大上市公司 08 年一季度及全年同比分别增长 30.36%、22.61%，这均低于此前大多数人给出的 08 年一季度 40%~50%、08 年全年 35—45% 的盈利增长水平。

图表 5：08 年一季度及 08 年全年盈利增长重估

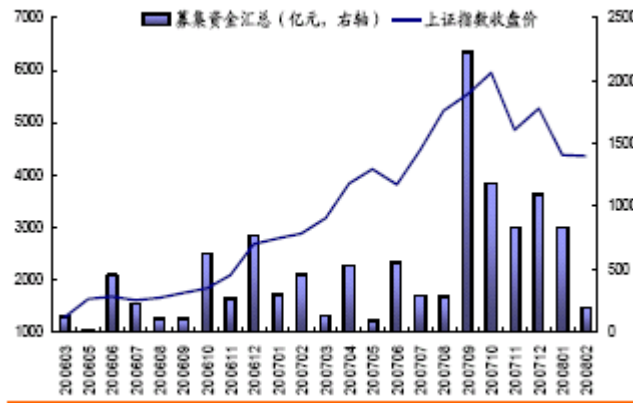
证券代码	证券简称	07 年一季 度净利润 (亿元)	07 年度净 利润(亿元)	预计 08 年 一季度净 利润(亿 元)	预计 08 年 度净利润 (亿元)	预计 08 年一季 同比增长 (%)	预计 08 年度净利 润同比增 长(%)
601857	中国石油	336	1345.74	292.8	1445.9	-10	1.04
601398	工商银行	188.92	819.90	311.72	1131.46	65	38
601939	建设银行	172	690.12	258	931.5	50	35
600028	中国石化	194.18	606.91	103.12	610.8	-49	0.7
601988	中国银行	134.14	620.17	218.06	710.74	62.5	14.6
601628	中国人寿	89.39	282.97	86.71	275.06	-3	-2.8
601328	交通银行	38.22	206.41	84.08	293.1	120	42
601318	中国平安	39.58	155.81	37.6	130.5	-5	-16.2
600019	宝钢股份	39.12	134.23	54.77	197.3	40	47
600036	招商银行	24.62	152.43	45.46	218.22	85	46.6
合计（含中石油）		1256.17	5014.69	1492.32	5944.58	18.80	18.54
合计（不含中石油）		920.17	3668.95	1199.52	4498.68	30.36	22.61

（数据来源：WIND；截止日 3 月 26 日；国海证券研究所整理）

（三）流动性过剩不再，供求逆转？

“流动性过剩”催生了 2007 年度资金推动型行情。但今年一月，平安千亿再融资成为 A 股市场大跌的导火索；而进入二月以来，浦发巨额再融资再次引发市场剧烈波动。面临巨额的再融资以及大小非减持，原本充裕的流动性已消失，甚至相当偏紧。

图表 6：“超常规”扩容使得大盘辗转下行

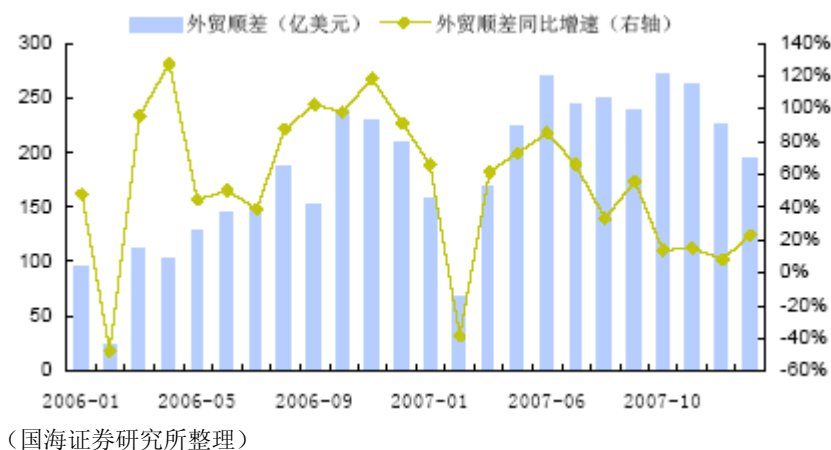


（来源来源：WIND；国海证券研究所整理）

1. 内忧外患，流动性过剩格局出现逆转？

尽管我国贸易顺差仍保持较高的规模，但增速已经出现了明显的回落。考虑今年世界经济环境、人民币升值幅度、制造业生产成本提高等因素，贸易顺差将继续保持一个下降格局，流动性压力将会出现回落趋势。

图表 7:贸易顺差增速下降



对于中国的流动性问题，应该在宏观层面与 A 股市场层面进行区分。宏观层面的流动性主要来源于顺差与热钱，而 A 股市场的流动性更多的受储蓄转移的影响。但前者无疑对后者有着重大的影响，从长期角度更具有决定性的作用。

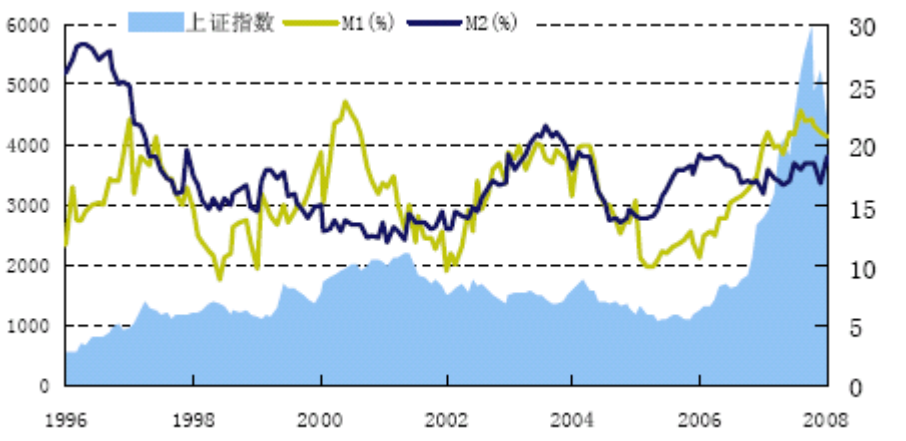
图表 8: 热钱流入开始减弱



(国海证券研究所整理)

从历史上看，M1 与 M2 的增速缺口变化与资本市场运行状态有着较为密切的关系，随着央行信贷政策的趋紧以及向股票市场资金分流的减缓，这一缺口开始收缩，预示着在实体经济资金面趋紧的同时，对资本市场的资金环境也将产生负面影响。

图表 9:M1 和 M2 的缺口有所减小

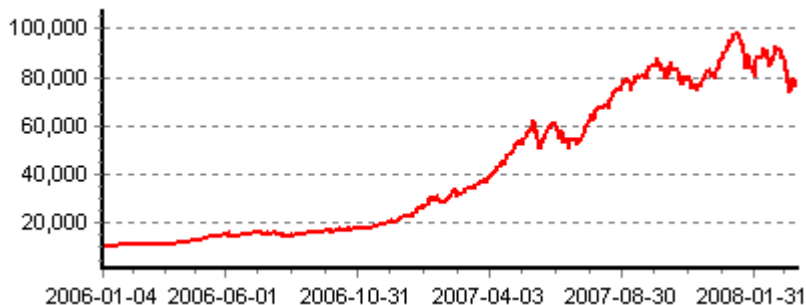


(国海证券研究所整理)

2. 此市场非彼市场：市值规模两年增十倍

统计显示，全部 A 股流通市值从 2006 年 1 月 4 日的 0.99 万亿，仅两年时间就锐增十倍：2008 年 1 月 14 日流通市值最高峰时高达 9.9 万亿元，截止 3 月 25 日流通市值仍高达 7.8 万亿。

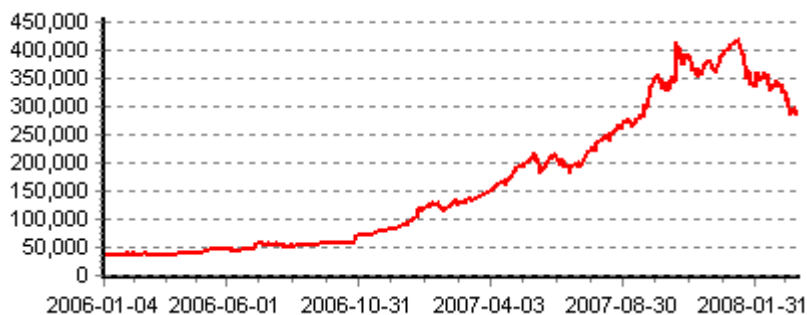
图表 10：全部 A 股流通市值变化



(国海证券研究所整理)

总市值也从 2006 年 1 月 4 日的 3.4 万亿元锐增至 2008 年 1 月 14 日的 41.9 万亿，截止 3 月 25 日总市值也高达 30 万亿元，已跃居为世界第四大证券市场。

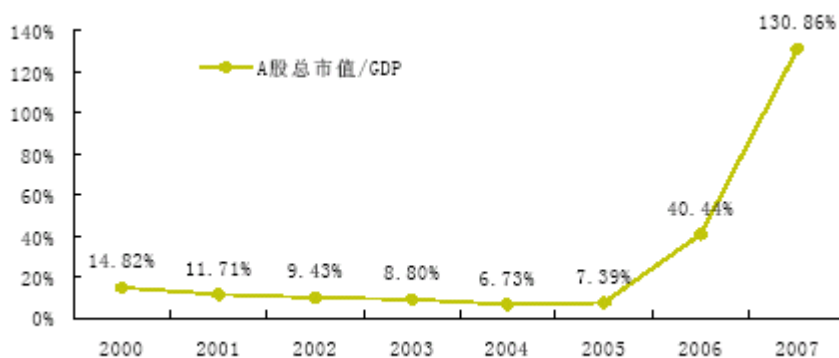
图表 11：全部 A 股总市值变化



(国海证券研究所整理)

由于近两年股价的大幅上涨，以及大量 IPO 和再融资的发行，特别是巨额的大小非解禁等，A 股市场市值迅速膨胀，中国证券市场用两年的时间就走完了西方国家近百年的路。

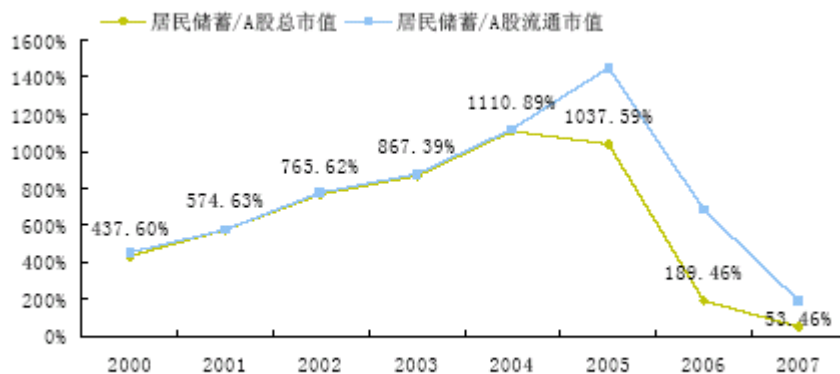
图表 12: 证券化比例大幅提高



(国海证券研究所整理)

证券化程度与成熟市场已经非常相近；17 万亿的居民储蓄存款相对股市而言，不再算充裕，储蓄在 A 股市场的储蓄资源优势也在迅速消耗。

图表 13: A 股总市值相对于居民储蓄的膨胀



(国海证券研究所整理)

3. 大小非减持，市场不能承受之重

但展望二季度甚至以及全年，市场仍将面临 IPO、再融资、大小非减持等巨大压力。

去年 9 月及 10 月推出建设银行、中国神华以及中国石油等超级大盘股的 IPO 额度合计高达 2000 亿元，过热的股市也应声而落。据统计，未来两年拟上市的大盘股 IPO 就高达 5000 多亿元。

表 14:未来两年拟上市的大盘股

公司名称	预计融资额 (亿元)	公司名称	预计融资额 (亿元)
中国国家电网公司	700	中国港湾建设(集团)总公司	150
中国电信集团公司	600	中国粮油食品(集团)有限公司	150
中国移动通信集团公司	550	中国网络通信集团公司	150
中国建筑工程总公司	400	中国五矿集团公司	120
中国农业银行	350	中国太平洋保险(集团)股份公司	120
中国中化集团公司	300	中国上海华谊(集团)公司	100
中国南方电网有限责任公司	250	中国水利水电建设集团公司	100
中国冶金建设集团公司	250	上海地产(集团)有限公司	100
中国人民财产保险股份有限公司	200	中国电子进出口总公司	100
中国船舶重工集团公司	200	中国路桥(集团)总公司	100
中国海洋石油总公司	150	中国重型汽车集团有限公司	100
合计		5240	

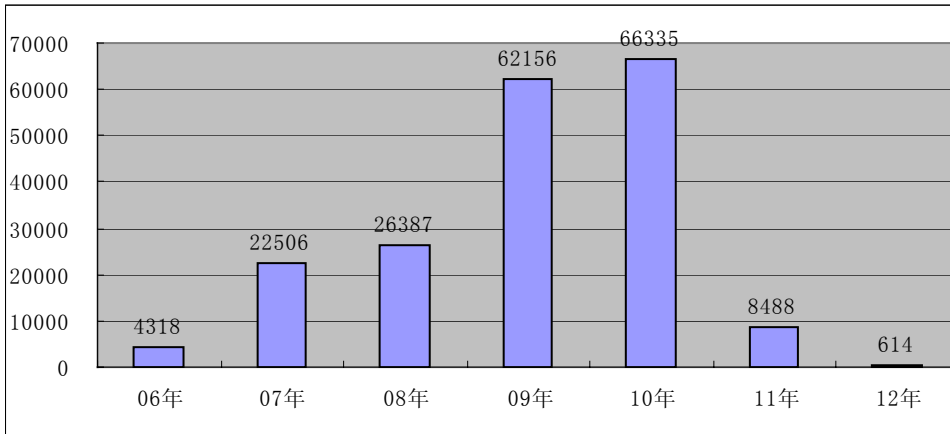
(国海证券研究所整理)

另统计显示，今年一季度中国平安、浦发银行等提出再融资申请累计金额近达 3000 亿，已远超去年实际增发的 2000 亿。

当然，管理层可以通过控制 IPO 节奏以及严格审查再融资项目来控制扩容步伐，但管理层难以控制已通过支付对价换取流通权的大小非的减持。因此大小非减持压力将成为影响未来大盘走势的最大不确定性因素。

统计显示，2008 年以前解禁的主要是小非为主，虽然 2009 年以及 2010 年解禁的规模非常庞大，但主要是大非，而以国有股占主导的大非减持压力会低于小非。

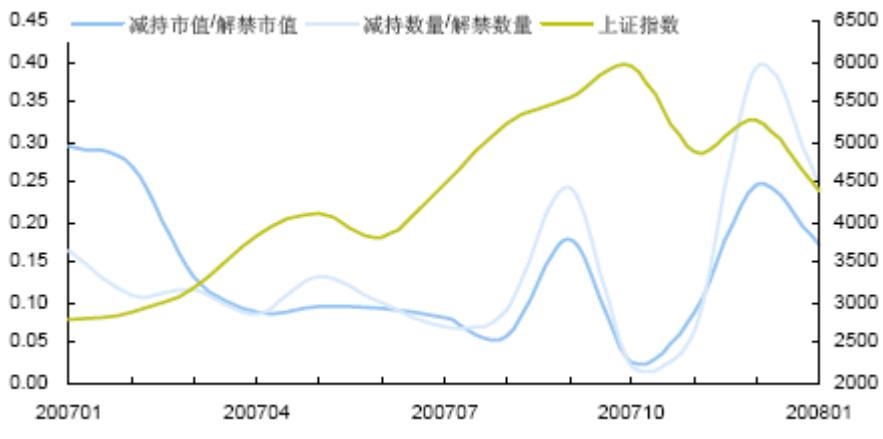
图表 15：2006 年—2012 年大小非解禁的市值（亿元）



(数据来源 WIND;2008 年 3 月 26 日; 国海证券研究所整理)

实证统计分析显示，在去年 10 月前大盘单边上涨行情期间，大小非减持市值比例（即减持市值/解禁市值）约为 8% 左右；但值得关注的是，去年 11 月大盘调整以来，大小非减持力度明显增强，平均减持市值比例锐增至 15%。由于一些大小非减持数量较少的没有公告，因此实际减持比例会高于此数据。可见成本极低的大小非减持对估值的敏感度不高，但对市场的波动敏感度较高：即在牛市上涨背景下，由于投资者对股价持续上涨的良好预期而使得解禁的筹码较为锁定；但在震荡或下跌行情下，受悲观情绪感染和对市场流动性担忧，投资者往往选择“用脚投票”，解禁的筹码更容易松动。另外先期解禁的小非考虑后面陆续解禁的小非与大非，先减持成为它首选的博弈策略；银行信贷紧缩、上市公司资金需求紧张也加剧了大小非股权的套现。

图表 16: 股改解禁的减持比例

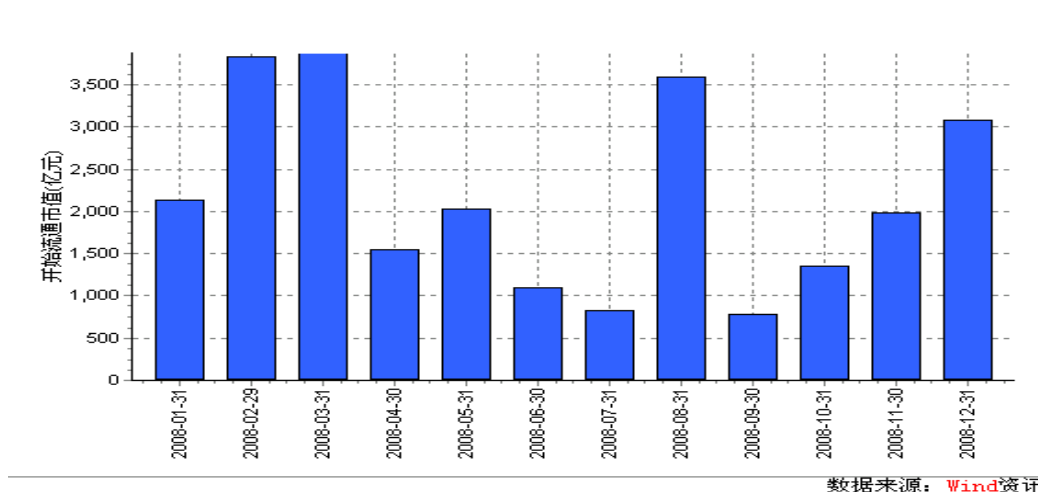


(国海证券研究所整理)

统计显示，较一季度 9840 亿元的大小非解禁高峰，二季度解禁的压力明显减缓，但解禁市值仍近达 5000 亿元。考虑到大盘调整期 15% 的减持比例以及前期已解禁筹码的叠加效应，二季度以及全年大小非减持依然成为影响资金供求的最大因素。若今年 2.6 亿元的大小非解

禁按 15% 的减持比例计算，加上 2008 年以前解禁但未减持的大小非可能在今年继续减持，故保守估计减持市值至少在 5000 亿元以上，可见其压力是不言而喻的。

图表 17:今年各月份大小非解禁市值



(数据来源 WIND;2008 年 3 月 26 日; 国海证券研究所整理)

结合 2007 年资金供求数据，我们通过量化的测算发现，2008 年市场仍将面临较大的资金缺口压力。

图表 18:2008 年资金供求测算

资金需求		资金供给	
IPO	3200	新基金发行	3500
创业板	500	老基金持续营销	1500
再融资	2500	保险	1000
维持扩股资金	900	社保及年金	1000
申购收益流出	700	QFII	1000
印花税	2000	居民	2000
佣金	1300	私募	1000
大小非减持	5000		
合计	16100		11000

(国海证券研究所整理)

二、市场总体判断及投资机会

(一) 市场总体判断

历史实证分析显示，大盘在有效跌破年线之后即宣告 2006 年以来牛市已结束。但有上市公司业绩可持续高增长的基本面作支撑，大盘不会重演 2001 年破年线后单边的下跌走势，从终点又回到始点；而很可能会演绎 1998 年的走势：即大盘下寻新的价值中枢之后转入区域震

荡，以修正及消化前期“透支性”上涨行情。如同 1998 年，区域震荡期间仍不乏中级的反弹行情。

大盘经过大幅下挫后，A 股市场系统风险得到较为有效的释放，不少大盘蓝筹股估值已逐渐跌至了合理区域，但不少二三线股估值仍明显偏高。受“内忧外患”的影响，上市公司一季度及全年业绩的增长速度可能会低于预期，这使得目前 A 股市场的整体估值仍缺乏吸引力。

与 2007 年流动性过剩的局面相比，今年证券市场面临美国次债危机加剧、巨额 IPO、再融资的“恶性圈钱”特别是大量的大小非减持等影响，今年证券市场将面临着巨大的资金供求缺口。

价值决定价格，供求影响价格。市场通过市值的下降以及估值的吸引力来“弥补”资金供求缺口将成为大盘无奈的选择。因此预计上证指数二季度运行的重心将会进一步下移，运行区域 3000—4000 点。

（二）行业及个股投资机会

大盘走势可谓“惊天地，泣鬼神”：今年一季度大盘狂泻 32%，而较历史高位目前大盘跌幅高达四成多。而覆巢之下，安有完卵，个股随大盘泥沙俱下，更是惨不忍睹：大部分蓝筹股股价已腰斩，甚至一些蓝筹股股价仅剩高位时的三分之一。我们预计二季度随着大盘的逐渐回稳，特别是 2008 年首份两税并轨后的一季报业绩的披露，一些被错杀的价值股有望借季报高成长的业绩“拨乱反正”。因此，投资者可关注银行、煤炭及农业等一些 2008 年一季度业绩高成长的个股；但受一季度股市投资收益等拖累的保险股及券商股，以及受物价上涨以及去年连续加息导致企业资金成本加大等负面影响较大的中国石油以及中国石化等，因 08 年一季报业绩可能会低于市场预期甚至出现负增长，因此投资者在季报披露期间应谨慎。

煤炭行业：增持

08 年前两月煤炭产销量大幅提高，其中中国神华产量增长 18%，销量增长 20%，我们坚持前次报告观点，大部分煤炭公司一季度受产量增长和价格上升的共同影响，业绩同比将有大幅增长。

2008 年 3 月 24 日，A 股市场的煤炭板块 2007 年、2008 年、2009 年预测市盈率（算术平均）为 40 倍、30 倍、23 倍，我们预计 2008 年、2009 年行业利润增长为 30%、25%，以行业利润增长速度为基础，考虑到行业内上市公司仍存在较强的产能扩张趋势，未来煤炭价格仍将在高位盘整，我们认为目前整体估值水平较为合理。给予行业增持评级，具体公司方面，我们继续看好西山煤电、潞安环能、金牛能源、中煤能源、中国神华，评级为增持。

银行业 增持

国家紧缩政策的效力已慢慢显现出来，从最近几月的数据来看，M1 和 M2 增速都呈下降趋势，且二者的剪刀敞口不断减小。我们预测 3 月份以后的 CPI 数据会有所回落，但依然会处于高位，央行会进一步控制货币供应。

我们预计 3 月份的 CPI 数据依旧会在高位，央行为了控制通货膨胀在 2 季度至少会加息 1—2 次，且非对称加息可能性较大。存款准备金率未来还有一定上升空间。

金融机构 2 月份的存贷比有所下降，预计 3 月份的存贷增速会趋于稳定，全年在严控信贷及股市低迷的背景下，整个金融机构存贷比将同比下降。

08 年头两个月贷款报复性增长的情况下，加上有效税率的下降等利好因素，预计一季度净利润同比增速有望超过 60%。

目前，银行股的调整幅度较大，估值已存在一定的吸引力，部分成长性良好的股份制银行，如深发展、兴业、民生、招商、浦发等 08 年动态 PE 值已经下降到 20 倍以下，银行短线股价的调整给中期建仓提供了良机，可积极逢低增持。今年开始银行板块解禁股大量上市流通会给股价带来一定压力，但银行业整体业绩明确，净利润稳定增长，对于整体银行业我们给予“增持”的投资评级，逢低吸纳。给予深发展、招商银行、民生银行、兴业银行、浦发银行、工商银行“增持”的投资评级。

医药行业:增持

2007 年是我国整个医药行业的恢复年，因此从资本市场角度看医药企业在这一年的主营业务和业绩应属于恢复性上涨，整体业绩处于正常范畴，同比增长不会超出太多预期，因此对 2007 年医药企业年报业绩不应过度预期。2008 年随着政府支出和医改推进，药品需求和刚性支出将逐渐落实和体现于医药行业中。

随着我国整个医药产业的集中度不断提高，有创新能力、综合实力强的企业将在规范的竞争中脱颖而出，从医改中真正获益，取得长期发展的可能。

重点推介上市公司：康缘药业（600557）、科华生物（002022）和复星医药（600196）。

建材行业：增持

雪灾对建材行业运行的影响在 2008 年第一季度有所体现，水泥产销量有所下滑，但对全年业绩影响有限。预计 2008 年建材行业仍有望保持一定幅度的增长，原料价格高位运行，可能给行业带来一定的压力；节能减排和加快水泥、平板玻璃产业结构调整，依然是 2008 年建材行业的主旋律。

目前水泥公司的估值水平基本合理，考虑到部分水泥公司 2009 年仍有望维持较好的业绩成长性，水泥公司的估值水平存在一定的低估。

维持对水泥行业增持的评级，维持玻璃行业和其他非金属建材行业中性的投资评级。建议投资者关注受益于产业结构调整和节能降耗政策的优势龙头公司，并关注行业中的并购重组机会。

虽然水泥公司的长线投资价值已显现，但由于大盘的系统性风险尚未释放完毕，短线仍存在一定的估值压力。

给予海螺水泥、冀东水泥、福耀玻璃、南玻 A、鲁阳股份、中国玻纤、江西水泥等公司增持的投资评级；给予华新水泥买入的投资评级。

零售业 增持

零售业作为内需型行业，是内需政策和温和通胀的最大受益者。

百货尤其是高档消费类百货公司通过占据核心商圈，与畅销品牌建立战略联盟，提升渠道价值和产业链地位。我们看好全国扩张战略中具有先发优势的王府井。

家电连锁业作为无可争议的家用电器强势终端，正在成长为电子消费产品的渠道终端，苏宁和国美的垄断格局导致行业进入壁垒较高。

城市化为超市业带来发展机遇，以华联综超为代表的大型综超将获得超常规发展速度。

在强化农村流通基础设施建设的政策扶持背景下，农产品批发市场具有广阔前景。农产品作为业内典型的稀缺资源型公司，经营模式不易简单复制，值得长期关注。

只有差异化定位准确和可快速扩张复制的上市公司才最有希望成为真正的民族商业龙头。维持王府井、广州友谊、苏宁电器、华联综超、农产品“增持”评级。

食品饮料行业：增持

我们前期关注的那些品牌强大、产品结构成功升级、拥有较强的产品定价权的子行业领跑公司因其稳定清晰的内生性高速增长前景，依旧是投资首选，特别是在 A 股估值重心下移时，具有较好的防御性。

行业内重点公司已披露的年报情况基本符合预期，白酒和葡萄酒等强势子行业和大多数龙头公司优势依旧，特别是白酒巨头通过旺季涨价淋漓尽致的展现了定价权为王时代其超强的获利能力。肉类加工龙头公司通过有效的运营效率提升消化了大部分原料价格上涨的压力，使业绩和 ROE 保持稳定增长。这些龙头公司的核心竞争力要素依然强大，是防御上佳之选。

维持白酒和葡萄酒子行业的“增持”评级。维持“贵州茅台”、“张裕 A”、“五粮液”、“泸州老窖”、“山西汾酒”、“双汇发展”增持评级。

房地产行业：中性

新的“住房和城乡建设部”将加快建立住房保障体系放在了职责的首位。我们认为，政府主管部门的改革宣布了住房新的保障时代开始，政府立场向需求方移动，但仍为市场调节保留了合理的空间。预计行业竞争加剧，企业出现分化。维持行业“中性”评级。

08年前两个月全国房价走势出现区域分化，成交量萎缩，但这种现象也包含正常的周期性因素。各项调控政策使低收入人群被分流，高收入人群的过度需求被抑制，但强烈的自住需求迟早要释放，以往年的经验看，预计二季度市场相对回暖，中端项目如果定价合理销售前景仍比较乐观。

房地产开发企业中，具有规模和品牌优势、成本相对较低、周转有望加速的企业前景相对看好，对万科 A、保利地产维持“增持”评级；对受益 08 年北京地区公寓和酒店价格上涨的金融街给予“增持”评级。

石油和化工行业:中性

石油化工行业是一个周期性特点比较显著的行业，尤其与宏观经济和固定投资的速度相关性密切，因此该行业以及众多产品波动性很大，导致企业的经营业绩的变化幅度较大。重点推介上市公司：烟台万华（600309）、远兴能源（000683）。

附表：国海证券二季度重点股票池

证券代码	证券简称	收盘价(元)	07EPS	08EPS	09EPS	07 PE	08 PE	09 PE
000002.SZ	万科A	24.2	0.73	1.24	1.88	34.33	19.48	12.9
600048.SH	保利地产	29.27	1.3	1.18	1.92	48.2	24.77	15.23
600660.SH	福耀玻璃	29.1	0.92	1.23	1.59	31.77	23.57	18.34
600309.SH	烟台万华	32.56	0.89	1.31	1.6	36.56	24.9	20.38
600557.SH	康缘药业	31.72	0.62	0.86	1.17	54.82	36.93	27.14
002022.SZ	科华生物	34.65	0.56	0.78	1.08	61.78	44.22	32.03
002024.SZ	苏宁电器	55.7	1.02	1.75	2.52	54.79	31.76	22.07
000061.SZ*	农产品	22.25	0.43	0.95	0.77	53	23.5	28.83
000983.SZ	西山煤电	36.63	0.87	1.31	1.71	42.22	28.05	21.43
000937.SZ	金牛能源	37.1	0.73	1.22	1.43	51.19	30.31	25.93
000568.SZ	泸州老窖	65	0.89	1.53	2.01	73.24	42.5	32.27
600000.SH	浦发银行	31.43	1.26	2.42	2.95	24.43	12.75	10.46
600036.SH	招商银行	29.72	1.04	1.54	1.98	28.67	19.36	15.04

（截止日3月25日；国海证券研究所整理；带*公司是预测业绩）

评级说明：

国海证券研究所的行业评价体系包括：增持、中性、减持

增持：预计未来6 个月内，行业指数领先整体市场；

中性：预计未来6 个月内，行业指数变动幅度与整体市场表现相当；

减持：预计未来6 个月内，行业指数落后整体市场。

国海证券研究所的股票投资评级体系包括：买入、增持、中性、减持。

买入：预计未来6 个月内，股价涨幅为 3 0%以上；

增持：预计未来6 个月内，股价涨幅为 5 —— 3 0%之间；

中性：预计未来6 个月内，股价涨幅为为±5%之间；

减持：预计未来6 个月内，股价跌幅为5%以上

重要提示：本报告所引用信息均来自公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。