

## 政策底显现，中级反弹可期

### ■ 报告目的:

经国务院批准，从 2008 年 4 月 24 日起，调整证券(股票)交易印花税税率，由千分之三降至千分之一。我们将此视为矫正当前 A 股非理性下跌的政策利好，并认为政策组合拳的推出将促使指数在二季度走出中级反弹行情。

### ■ 主要观点:

市场严重超跌后的估值合理，内外资股票估值的日益趋近，以及人民币升值和投资者为抵御通胀的投资热度都给政策组合拳加力，因此此次政策的利好效应有望延续。

我们的二季度 A 股投资策略报告中认为二季度 A 股在超预期调整后的估值水平趋于合理，在 2008 年业绩增长 35% 的预期下，保守估算 A 股市场整体估值水平增幅预期在 30% 左右。因此，在近期的政策纠偏、市场信心出现明显回升的趋势下，3000 点位置是二季度的阶段性低点，二季度 A 股估值将会有明显回升。

基于对前期的超跌修复性判断，上证综合指数的第一反弹高度 3500 点，此轮反弹高度有望突破 4000 点。期间市场仍会受到中国石油等权重股一季报业绩等因素影响，但显然市场的体现反映已经较为充分的消化了负面影响，对指数走势的影响力明显减弱。

### ■ 投资建议:

我们首先建议在 3500 点下方进行积极的主动型投资，其中超跌股、次新股成为关注的重点。在市场快速反弹后需积极配置能够分享通胀优势和具有确定性成长优势的投资品种。此外，基于分享指数反弹平均水平的保守指数型投资同样具有优势。

报告日期 2008-4-23

### 策略分析师

郭燕玲 (执笔)

Tel 86 21 65082465

Email [guoyanling@sigchina.com](mailto:guoyanling@sigchina.com)

杨明

Tel 86 21 65082465

Email [yuzuojie@sigchina.com](mailto:yuzuojie@sigchina.com)

### 研究方向

策略研究

## 一、政策组合拳昭示 3000 点政策底

### 1、政策背景

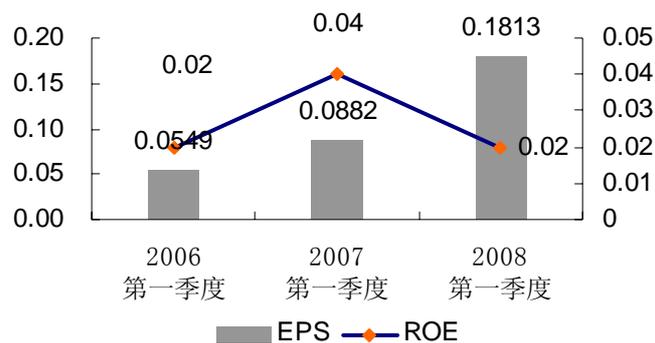
印花税下调政策出台的市场背景主要有两个方面：

#### ■ 指数持续大幅下跌严重超出市场自身修复的能力。

5 个月时间上证综合指数跌幅超过 50%，上证综合指数 3000 点对应 2008 年动态市盈率在 20 倍附近。市场损失超过深受次贷危机创伤、经济出现衰退困扰的美国股票市场跌幅。而同期中国整体经济依然呈现高速增长态势，所受影响较为有限，主要集中在出口型行业、电力、能源加工等行业。根据已公布的一季度业绩数据统计，同比业绩增长成定局，且 A 股市场 2008 年 Wind 一致预测业绩增幅仍在 30% 以上。

因此，A 股自 6124 点以来的下跌行至 3000 点已经超出理性范畴，显露恐慌性抛售情绪，市场丧失自身修复能力，亟待外力进行纠偏。

图 1 2006-2008 年一季度 A 股季度业绩比较



资料来源：Wind 资讯

#### ■ 组合政策的需求

2008 年 2 月以来，政策护盘演绎二个阶段，一是通过市场之手——改变供求关系调控市场，基金发行重新开闸，但市场反应不理想。伴随市值的萎缩，资金认购意愿也明显回落，投资者希望有更加实质的政策利好出台。二是 4 月 20 日出台《指导意见》，矛头直指股票供应方——大股东的套现行为，应该说起到了一定的积极作用，但显然市场积弱难返，利好效应的延续性不强，不过是延缓了指数跌破 3000 点的时间。

在前期政策均没有达到效果后，重议下的印花税调整成为短期效用较高的利好政策。因此我们认为这是前期政策的延续，而且是政策的强力推进，反映管理层改变了前期保持的“静观其变”的态度，

## 2、政策底信号明确，市场底基本确认

四天内的连出政策重手，在 A 股市场较为浓重的政策市标签下预示市场政策底部的确认。其实任何一个市场都会出现类似的超出自身调控能力的大起大落，外部力量是助以修复的手段。在这种特殊阶段，A 股市场政策力量远超前于资金力量。因此，印花税调整以及前期的指导意见可以被确认为政策底部的信号。

但市场不仅仅运行在政策环境中，同时还运行在经济、资金和投资者博弈的环境中，因此指数的具体走势还需另行研究。我们认为，在 4 月 28 日即将公布中国石油季报业绩，同时市场还存在解套或者止损操作可能性的情况下，市场底部的形成还需要时间但亦基本确认

## 3、利好效应有望延续

有别于基金发行和大小非抛售管理政策，印花税的调低直接降低市场交易成本，减少 A 股市场的交易成本耗损量，对维护市场存量资金有正面作用，效果是立竿见影的。

但根据 A 股市场的历史经验，降低印花税并非一定能够改变中期趋势，如：

- 1998 年 6 月，印花税率从 5% 下调至 4%，股指不升反降，两个月内震荡走低 400 点；
- 2001 年 11 月 16 日印花税率再度调低至 2%，股市又产生一波 100 多点的下行波段行情；
- 2005 年 1 月 23 日，印花税由 2% 下调为 1%，股市轻微拉升后随即呈震荡下行趋势；
- 2007 年 5 月 30 日，印花税率由 1% 调高为 3%，股市出现急挫，但后来又创 6124 点新高。

显然上述数据显示印花税的调整并没有改变市场的中期趋势，指数仍延续前面的趋势运行。

但我们认为此次印花税调整的市场环境较为有利，我们在 23 日晚“降税”利好公布的第一时间，投资者对“降税”利好的反映激烈程度非常高，显然去年 5 月 30 日调高印花税形成的心理创伤，以及对政策期盼兑现后的心理正反馈反映。此外，市场严重超跌后的估值合理，内外资股票估值的日益趋近，以及人民币升值和投资者为抵御通胀的投资热度都给政策组合拳加力，因此此次政策的利好效应有望延续。

## 二、二季度中级反弹可期

### 1、二季度 A 股估值回升

3 月底，我们的二季度 A 股投资策略报告中认为二季度 A 股在超预期调整后的估值水平趋于合理，在 2008 年业绩增长 35% 的预期下，保守估算 A 股市场整体估值水平增幅预期在 30% 左右。

因此，在近期的政策纠偏、市场信心出现明显回升的趋势下，3000 点位置是二季度的阶段性低点，二季度 A 股估值将会有明显回升。

### 2、趋势判断

二季度投资策略报告中，我们认为 A 股市场未来面临超跌后的修复需求，二季度上证综合指数有望在探明底部位置后呈现前低后高的走势，核心运行空间在 3500 点~4800 点。由于前期市场在非理性恐慌中出现的向下突破，这将给短期市场带来强烈的修复性反弹动力，此外我们认为积极的政策信号已经确认，如 4 月 21 日出现的反弹夭折可能性不大，大盘阶段性反弹趋势已经形成。

指数判断上，首先基于对前期的超跌修复性判断，上证综合指数的第一反弹高度 3500 点，此轮反弹高度有望突破 4000 点。期间市场仍会受到中国石油等权重股一季报业绩等因素影响，但显然市场的体现反映已经较为充分的消化了负面影响，对指数走势的影响力明显减弱。

## 三、投资策略和建议

### 1、投资策略

在目前情况下，我们首先建议在 3500 点下方进行积极的主动型投资，其中超跌股、次新股成为关注的重点。在市场快速反弹后需积极配置能够分享通胀优势和具有确定性成长优势的投资品种。此外，基于分享指数反弹平均水平的保守指数型投资同样具有优势。

### 2、投资建议

我们从三个角度对预期反弹行情中的投资机会进行筛选：

- 1) 严重超跌带来的反弹先锋；
- 2) 超强成长蕴含的后发机遇；
- 3) 攻守平衡的保守性投资

建议关注行业	理由	股票
金融服务业	超跌估值吸引力	招商银行、浦发银行、深发展、中信证券
食品饮料	价格上升动力	通葡股份
电器元器件	自主国家战略发展需要, 具有估值优势	长电科技
钢铁及制品	超跌估值吸引力, 具有成本优势	中集集团、鞍钢股份
有色金属	超跌的估值吸引力	中金岭南
农业	分享通胀受益	新农开发、新希望、新赛股份
交通运输	价格上涨优势	中海发展
商业零售	高增长优势	武汉中百
煤炭		兖州煤业
其他关注品种	理由	
封闭式基金	跟随指数反弹, 如安顺基金、开元基金、裕隆基金等	
50ETF	跟随指数反弹	
次新股	中国铁建、中煤能源	

### 分析师承诺

郭燕玲

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业能力，该报告是在独立、客观的情况下出具的，并清晰地表达了本人的观点。本人在执业过程中，遵守国家法律、法规及证券监管机构、行业自律组织的各项规章制度，恪守独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平的原则，为投资者提供专业服务。

### 重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券研发中心”。

### 上海证券投资评级体系与评级定义

类别	分级		定义
股票投资评级	超强大市	<b>Superperform</b>	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 20%以上
	跑赢大市	<b>Outperform</b>	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 10%以上
	大市同步	<b>In-Line</b>	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将介于沪深 300 指数±10%之间
	落后大市	<b>Underperform</b>	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将弱于沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	有吸引力	<b>Attractive</b>	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将强于沪深 300 指数 5%
	中性	<b>Neutral</b>	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将介于沪深 300 指数±5%
	谨慎	<b>Cautious</b>	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将弱于沪深 300 指数 5%

上海证券有限责任公司研究所

周侃 研究所副总经理 (021) 65073312 <a href="mailto:zhoukan@sigchina.com">zhoukan@sigchina.com</a>	林琳 研究所总经理助理 (021) 65074860 <a href="mailto:linlin@sigchina.com">linlin@sigchina.com</a>	胡月晓 首席宏观分析师 (021) 65217825 <a href="mailto:huyuexiao@sigchina.com">huyuexiao@sigchina.com</a>
张瑾 基金分析师 (021) 65089373 <a href="mailto:zhangjing@sigchina.com">zhangjing@sigchina.com</a>	许瑾 宏观分析师 (021) 65089373 <a href="mailto:xujing@sigchina.com">xujing@sigchina.com</a>	朱立民 钢铁行业分析师 (021) 65082471 <a href="mailto:zhuliming@sigchina.com">zhuliming@sigchina.com</a>
郭昌盛 食品饮料、农业行业首席分析师 (021)65082471 <a href="mailto:guochangsheng@sigchina.com">guochangsheng@sigchina.com</a>	邓永康 IT行业分析师 (021) 65073744 <a href="mailto:dengyongkang@sigchina.com">dengyongkang@sigchina.com</a>	严浩军 煤炭、公用事业行业分析师 (021) 65083909 <a href="mailto:yanhaojun@sigchina.com">yanhaojun@sigchina.com</a>
平敬伟 机械行业分析师 (021) 65082401 <a href="mailto:Pingjingwei@sigchina.com">Pingjingwei@sigchina.com</a>	刘丽 商业零售、餐饮旅游行业分析师 (021) 65076608-221 <a href="mailto:liuli@sigchina.com">liuli@sigchina.com</a>	冀丽俊 交通运输行业分析师 (021) 65076608-221 <a href="mailto:Jilijun@sigchina.com">Jilijun@sigchina.com</a>
齐敏华 轻工造纸行业分析师 (021) 65078012 <a href="mailto:qiminhua@sigchina.com">qiminhua@sigchina.com</a>	牛品 电力行业分析师 (021) 65072479 <a href="mailto:Niupin_elec@yahoo.cn">Niupin_elec@yahoo.cn</a>	郭敏 金融行业分析师 (021) 65073744 <a href="mailto:guoming@sigchina.com">guoming@sigchina.com</a>
李华铮 有色金属行业分析师 (021) 65079525 <a href="mailto:Leehz_nk@yahoo.com.cn">Leehz_nk@yahoo.com.cn</a>	陈启书 IT行业分析师 (021) 65072479 <a href="mailto:guoming@sigchina.com">guoming@sigchina.com</a>	沈莉 房地产行业分析师 (021) 65079525 <a href="mailto:Ch57261821@yahoo.com.cn">Ch57261821@yahoo.com.cn</a>
郭燕玲 策略分析师 (021) 65082465 <a href="mailto:guoyanling@sigchina.com">guoyanling@sigchina.com</a>	屠骏 策略分析师 (021) 65076608*226 <a href="mailto:tujun@sigchina.com">tujun@sigchina.com</a>	蔡钧毅 策略分析师 (021) 65076608-226 <a href="mailto:caijunyi@sigchina.com">caijunyi@sigchina.com</a>
俞佐杰 数量分析师 (021) 65076608-206 <a href="mailto:yuzuojie@sigchina.com">yuzuojie@sigchina.com</a>	杨明 分析师 (021) 65076608-226 <a href="mailto:yangming@sigchina.com">yangming@sigchina.com</a>	王芬 海外市场分析师 (021) 65083909 <a href="mailto:Wangfeng@sigchina.com">Wangfeng@sigchina.com</a>
彭蕴亮 策略分析师 (021) 65082401 <a href="mailto:pengyunliang@sigchina.com">pengyunliang@sigchina.com</a>	张军 国债分析师 (021) 65076608-208 <a href="mailto:zhangjun@sigchina.com">zhangjun@sigchina.com</a>	张向淳 销售服务 (021) 65076608-226 <a href="mailto:wuwenchao@sigchina.com">wuwenchao@sigchina.com</a>
邹文潮 综合 (021) 65076608-226 <a href="mailto:wuwenchao@sigchina.com">wuwenchao@sigchina.com</a>	王宇帆 综合 (021) 65076608-203 <a href="mailto:wangyufan@sigchina.com">wangyufan@sigchina.com</a>	鲁雯 综合 (021) 65076608-203 <a href="mailto:luwen@sigchina.com">luwen@sigchina.com</a>