

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

市场快评

中期反弹有望展开，关注被“错杀”品种

2008年04月24日

平安证券综合研究所 86-755-22623021

lixianming@pasc.com.cn

事项

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。

主要观点

1、利好接踵而至，政策做多取向十分明显

我们在前期的分析中认为——证监会发文规范解禁限售股的减持行为，大大降低了二级市场所面临的限售股减持冲击，并大大缓解市场对大小非减持的恐惧和悲观预期，对于稳定市场的信心和预期，起到了积极的作用。以规范解禁限售股的减持行为为契机，诸如“下调印花税”等有望对市场产生积极刺激效应的政策利好出台的预期也明显增强。时隔3天，“下调印花税”这一市场呼声甚高的利好政策，终于得到实现。

我们认为，首先，本次降低印花税的时机选择非常巧妙、及时。继本月20日出台《关于上市公司解除限售存量股份转让的指导意见》之后的第三天，再次出台降低印花税的利好，由此可见管理层稳定市场的意愿非常迫切。管理层政策做多的取向十分明显，希望通过连续的政策表达，稳定市场预期，并与前一个重大政策利好形成叠加效应，进一步坚定投资者信心。

同时，本次降税幅度与2007年5月30日的增加幅度相一致，满足甚至超过市场预期。毫无疑问，这对股票市场构成重大利好。降低印花税不仅可以降低投资者交易成本，减少市场资金漏出，而且可以再次鼓舞投资者本来已经极为虚弱的市场信心。

但是需要特别说明的是，无论是前次的增加印花税，还是本次的降低印花税，对上市公司本身的盈利能力与成长前景都不会产生改变，并不能改变上市公司的内在价值，所改变的只是投资者的心理状况与市场预期，并影响市场的短期波动。上市公司的长期价值仍然取决于公司本身的盈利能力与成长性，取决于上市公司的内在价值。因此，投资者仍然应该坚持价值投资的理念，坚定持有有投资价值的股票，回避估值过高的股票。

2、中期反弹有望展开

短期内两大利好迅速兑现，充分反映了管理层对目前市场的积极态度，“重磅利好”的陆续出台，则清楚的向市场传递了管理层维护证券市场稳定，重塑投资者对A股市场的信心，从而刺激A股市场重新活跃的的决心和意图。在“政策组合拳”的有力支撑下，我们预期短期市场已经具备走出强势反弹行情的基础。

同时，在 A 股公司业绩表现依然突出、A 股市场估值已处于合理区域的情况下，随着市场信心的逐步回升，A 股市场展开中期反弹行情的条件也已经具备。

首先，一季度宏观经济表现好于预期，对缓解投资者对上市公司的业绩忧虑有帮助。最新公布的数据显示，一季度 CPI 同比增长 8.0%(3 月份同比增长 8.3%，环比下降 0.7%)，一季度 GDP 按可比价格计算，同比增长 10.6%，增速比上年同期回落 1.1 个百分点。

3 月份 CPI 的回落，也基本符合此前市场的预期。并且考虑到“翘尾”因素在未来一段时间逐步减弱，以及近期诸如猪肉、食用油等主要食品价格也呈现高位滞涨或稳步回落的态势，显示未来通胀的压力有望逐步得到缓解。这对于缓解后续市场所面临的宏观调控压力和降低投资者对宏观调控的忧虑，预期将会起到积极的帮助。

同时，从一季度的宏观经济表现来看，GDP 的增长速度虽然有所回落，但表现仍要好于市场此前的判断。宏观经济的出色表现，很大程度上降低了投资者对上市公司未来业绩表现的预期。根据我们行业研究员的测算，08、09 年沪深 300 指数成分股的平均净利润同比增长幅度，仍有望分别达到 37%和 19%，反映 A 股公司的业绩增长趋势和潜力，依然明显。

另外，从已经公布 2007 年年报以及 2008 年一季度报告的 A 股公司业绩表现来看，A 股公司，尤其是 A 股市场上权重最大的金融服务类个股的业绩增长潜力依然出色。

图表 1 A 股公司与金融服务行业的业绩表现

板块名称	市盈率(TTM, 剔除负值)	净利润同比增长率				
		06 年	07 年前 3 季	07 年	08 年 1 季	08 年(预测)
金融服务	23.66	67.34%	110.38%	83.75%	201.42%	43.21%
全部 A 股	25.10	31.59%	66.43%	52.82%	65.52%	35%

注：其中 07 年、08 年一季度净利润数据样本为截至 4 月 23 日已公布年报的数据的公司

资料来源：WIND 资讯

考虑了 A 股公司的成长性，目前 A 股估值已处于合理区域。我们认为，判断一个市场的估值高或低，需要根据具体市场所面临的宏观环境、成长性和机会成本等因素综合考虑。

目前美国道琼斯成分股的平均市盈率为 15 倍左右，理论上，意味着投资美国市场 15 年可以收回投资。现假定有金额相同的两笔资金，分别投资于 A 股市场和美国股票市场，投资期限均为 15 年，到期后两笔资金均需要获得同样的回报，在两个市场的成长性存在差异的情况下，我们来看一下两个市场的资产价格（市盈率的倒数）到底会存在什么样关系。

假定初始投资额为 W ，A 股市场的资产平均价格为 P_1 ，初始的平均每股收益为 E_1 ，美国市场的资产平均价格为 P_2 ，初始的平均每股收益为 E_2 ；A 股市场未来 15 年的平均业绩增长率为 $Q_1\%$ ，美国市场未来 15 年的平均业绩增长率为 $Q_2\%$ ，资金成本为 C 。

因初始投资为 W ，则分别获得 A 和美股份额为 W/P_1 和 W/P_2

则投资 A 股市场的总回报为：
$$\frac{W}{P_1} \times \sum_{i=1}^n E_1 \times \frac{(1+Q_1)^n}{(1+C)^n}$$

投资美国市场的总回报为：
$$\frac{W}{P_2} \times \sum_{i=1}^n E_2 \times \frac{(1+Q_2)^n}{(1+C)^n}$$

假定投资期限结束后，两笔资金的回报相同，即

$$\frac{W}{P_2} \times \sum_{i=1}^n E_2 \times \frac{(1+Q_2)^n}{(1+C)^n} = \frac{W}{P_1} \times \sum_{i=1}^n E_1 \times \frac{(1+Q_1)^n}{(1+C)^n}$$
，因股价和每股收益具有比例关系，我

们假定每股收益相等，在此情况下，则 A 股价格 P_1 与美股市场股价 P_2 的关系为：

$$\frac{P_1}{P_2} = \frac{1+Q_1\%}{1+Q_2\%} \times \frac{(1+C)^n - (1+Q_1)^n}{(1+C)^n - (1+Q_2)^n} \times \frac{C-Q_2\%}{C-Q_1\%}$$

在不同的业绩增长预期下，我们可以测算出不同市场的估值比率关系：

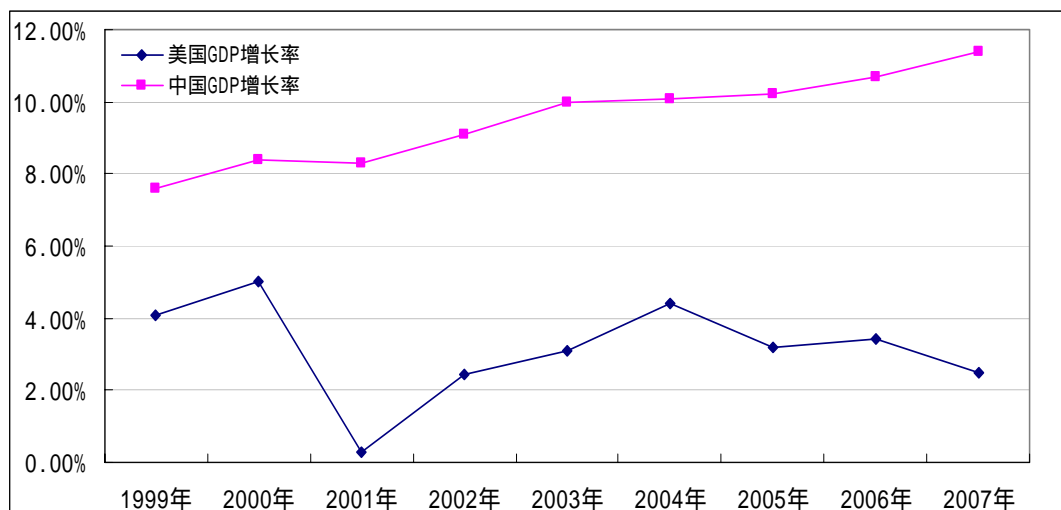
图表 2 不同增长预期下的估值对比分析

Q2 增长率	Q1 增长率							
	8%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
3%	1.467	1.078	1.162	1.255	1.356	1.467	1.588	1.721
1%	1.992	1.247	1.345	1.453	1.570	1.698	1.838	1.992
2%	1.852	1.160	1.251	1.351	1.460	1.579	1.709	1.852
3%	1.721	1.078	1.162	1.255	1.356	1.467	1.588	1.721
4%	1.597	1.000	1.079	1.165	1.259	1.361	1.474	1.597
5%	1.480	0.927	1.000	1.080	1.167	1.262	1.366	1.480
6%	1.371	0.859	0.926	1.000	1.081	1.169	1.265	1.371
7%	1.269	0.795	0.857	0.925	1.000	1.082	1.171	1.269
8%	1.173	0.735	0.792	0.855	0.925	1.000	1.083	1.173

注：影响市场估值的因素还有很多，本表仅考虑成长率不同的情况下，不同市场估值差异。

由上图表可见，如果预期 A 股市场未来的成长性要好于美国股票市场，而且这种预期有较大的确定性，从理论上讲，显然意味着 A 股市场可以接受比美国股票市场更高的估值水平。——相较而言，那种在牛熊市不同氛围下认为应给予新型市场截然不同的溢价或折价的观点，更多是投资者市场情绪的集中反映。

图表3 中国、美国GDP增长率对比



资料来源：CEIC

3、关注被“错杀”品种

综合来看，重磅利好的接连出台，对于稳定市场的信心和预期，起到了积极的作用，与此为契机，我们认为短期市场已经具备走出强势反弹行情的基础。

同时，中长期来看，经历前期的大幅下挫之后，目前A股市场的估值已居于可投资区域，其对中长期投资者的吸引力持续增强。因此我们建议投资者在近期不妨保持积极的操作策略，适当增加持仓，积极参与下阶段市场可能出现的中期反弹行情。

品种选择方面，我们认为，寻找杀跌中被错杀的品种，将有望成为下阶段资产配置主线之一。

我们注意到，在前期的持续弱势行情当中，市场“泥沙俱下”，包括金融服务、采矿业等那些业绩增长依然出色的板块和个股，同样在市场的持续调整中，出现了较大幅度的下跌。

虽然面对市场的持续弱势以及高居不下的通胀水平，使得投资者对未来的经济增长、宏观调控政策取向等仍心存疑虑，但从1、2月份的经济数据来看，如果剔除价格管制等因素所造成的对部分行业重大的负面或正面影响，并综合考虑07年其他相关行业50%以上增长带来的高基数、08年雪灾的严重影响以及汇率持续升值等对出口相关行业的较大负面影响之后，客观判断，08年1~2月相关企业盈利32.67%的增幅仍属于较高增速。反映整体经济表现要好于市场的预期。

细分行业看，诸如采矿、医药、食品加工及设备制造等行业1、2月份的利润增幅依然相当出色。同时，我们行业研究员认为，金融服务、化工行业中的部分子行业如农药、轮胎、新材料等等，其未来的盈利增长依然突出。这些业绩表现依然出色的板块，很有可能已经成为近期调整行情中所被“错杀”的品种。随着市场气氛的逐步好转，这些有业绩支撑的“错杀”品种，其在后续市场中，有望逐渐得到修复，由此使得其所面临的投资机会，首先值得投资者积极关注。

图表4 平安证券建议关注的“错杀”品种主要财务数据及预测

代码	公司简称	归属母公司股东的净利润(百万元)			市盈率(倍)			研究员
		2007.00	2008E	2009E	2007.00	2008E	2009E	
601166	兴业银行	8586.00	12450.00	16185.00	19.30	13.30	10.20	邵子钦
600036	招商银行	15243.00	23520.00	29260.00	28.70	18.60	15.00	邵子钦
601328	交通银行	20513.00	29949.00	38335.00	23.50	16.10	12.60	邵子钦
601628	中国人寿	28116.00	30930.00	37116.00	27.90	25.40	21.20	邵子钦
601318	中国平安	15086.00	16610.00	21004.00	26.50	24.00	19.00	邵子钦
600030	中信证券	13546.00	11237.00	12802.00	12.80	15.40	13.50	邵子钦
002018	华星化工	68.00	253.00	444.00	69.00	18.60	10.60	付云峰、程磊、张国君
002215	诺普信	63.00	95.00	142.00	42.90	28.40	19.00	付云峰、程磊
600469	风神股份	106.00	204.00	260.00	32.80	17.10	13.40	付云峰、程磊
002206	海利得	82.00	131.00	169.00	24.60	15.40	12.00	付云峰、程磊
600309	烟台万华	1481.00	1994.00	2495.00	26.10	19.40	15.50	付云峰、程磊
601088	中国神华	19766.00	29880.00	35589.00	43.09	28.50	23.93	陈亮
000983	西山煤电	1051.00	1838.00	2034.00	50.71	31.04	25.11	陈亮
600188	兖州煤业	2693.00	4011.00	5017.00	30.73	20.64	16.50	陈亮
601699	潞安环能	980.00	1299.00	1486.00	32.91	24.83	21.71	陈亮
000790	华神集团	1.85	45.92	112.25	1095.80	44.00	18.00	杜冬松
000963	华东医药	198.87	255.21	346.10	33.40	25.50	18.30	杜冬松
002204	华锐铸钢	79.11	107.45	208.94	39.80	29.30	15.10	王合绪
600320	振华港机	2130.00	3628.00	5079.20	20.60	12.10	8.60	王合绪
000680	山推股份	472.10	683.24	910.99	19.20	13.20	9.90	王合绪
600806	昆明机床	336.00	476.00	633.00	18.20	12.80	9.60	王合绪

资料来源：平安证券综合研究所

近期相关报告

政策利好超市场预期，有望展开中期反弹行情

重新审视暴跌后的A股市场

A股市场估值周报

2008年4月份A股投资策略报告

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257