

主要券商 08 年二季度策略汇总

投资策略/市场研究

2008 年 4 月 3 日 星期四

报告要点

助理分析师	王斌
电话	021-50586660-8972
邮件	wb@longone.com.cn

策略分析师	鲍庆
电话	021-50586660-8957
邮件	bq@longone.com.cn

本文总结了东海证券研究所最新的市场研判和投资策略，并整理汇总了国内其他 12 家研究所已推出的二季度或 4 月国内 A 股市场投资策略报告中的主要观点、依据和投资策略与行业配置

东海证券（4 月 3 日）

主要观点：盲目从众恐慌不可取，中短线可谨慎看多

我们在 2007 年 12 月底张家界的 08 年度策略报告中认为的对上证指数 3574 点上下是悲观条件下市场底部的判断，昨日上证指数最低跌到 3283.64 点，目前 A 股市场的大幅急速下跌更多地属于市场信心严重缺失下的过度恐慌反应，是一种非理性的盲目从众心理。我们认为在投资者在对基本重新认识后，政策利好推动下，A 股市场在市场信心稳定后将呈现向上的均值回归，因此，我们认为对近期充满恐慌的国内 A 股市场不必过度恐慌，而是持谨慎看多的态度。

主要依据：

- 1、首先，要坚定中国经济目前仍处于高速增长中的事实。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、最后，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，昨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。

投资策略和行业配置：我们坚持 08 年投资策略——投资成长股的投资主题，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，但成长股则将成为真正的市场热点，将有可能获得市盈率倍数扩张和盈利增长的双重收益。

申银万国（4月1日）

主要观点：2 季度市场有望见底回升，下半年投资机会大于上半年，沪深 300 指数对应 3200（08PE 小于 18 倍，09PE 低于 15 倍）也会成为有吸引力的极端点位。

主要依据：

- 1、年初以来 A 股市场的下跌，流动性紧张带来的估值下降是主要原因。
- 2、将 07-09 年通胀周期与 87-89，93-95 两个典型通胀周期相比，可以发现只要 08 年物价不达到 10%以上的恶性水平，物价不出现大起大落，那么 08、09 年盈利就不会出现 89、95 年那么恶劣情况。

对 08、09 年企业盈利保持内生性 20%以上增长充满信心，前提是未来两年物价温和回落。

- 1、物价下行后紧缩政策有所缓解，
- 2、企业盈利增长好于预期。

3、 尽管下半年非流通股市值大于上半年,但绝大多数是持股 5%以上的“大非”,实际减持压力小于上半年。

投资策略和行业配置, 看好地产行业, 建议逐渐增持银行。

如果投资者担忧物价起落较大, 我们推荐"价格粘性策略", 即推荐那些在 CPI、PPI 下降过程中价格下跌缓慢而滞后的产业, 比如服务业、金属能源等。

如果经济真的出现大衰退, 那么只能选择消费品, 但也必须等到该类行业估值下降到 20 倍市盈率以下。

中信证券 (3 月 15 日)

主要观点: 当前的市场不是熊市, 而是牛市中继站

主要依据:

1. 牛市的持续时间。统计了美国股市的历史走势, 发现牛市 (以 S&P 为准) 的平均寿命 56 个月, 最长 112 个月, 最短 28 个月, 当然牛市中会有反复调整。
2. 人民币持续升值, 预计年底将升值至 6.6。人民币升值进程能够推动资产升值, 吸引热钱流入, 为市场提供相对宽松的资金环境。
3. 负利率, 按照最新 CPI8.7 计, 负利率已达 4.56 处于历史高位。
4. 理财需求,
5. 财政政策, 针对外贸减速, 政府可能扩大财政支出, 特别是向农业、医疗、城市公共服务及科技领域倾斜, 采用直投和补贴的方式, 激发这些领域的消费和投资。

投资策略和行业配置:

继续看好大宗商品 (石油, 黄金), 钢铁, 煤炭, 医疗, 建材, 零售, 航空, 高度关注: 金融和地产。

中金公司 (3 月 27 日)

主要观点: 如果国内宏观环境变化与市场预期接近、对股市影响相对中性的话(通胀水平不再继续上升,1季度经济增长放缓至10-10.5%),股市可能在这个市场氛围下出现反弹。但在缺少宏观基本面的推动下,其力度将会有限。更为强劲的反弹可能在通胀表现和经济增长好于预期的情况下发生。

主要依据:

二季度影响股市的主要因素包括1季度上市公司的业绩情况、市场流动性和政府对股市的态度、国内经济增长和通胀形势、以及海外经济和金融环境。研究认为,A股1季度利润增速仍然较快,短期内对股市总体有一定支持;在市场流动性方面,非流通股解禁的近期高峰已过,新基金建仓逐渐开始,同时管理层对股市的态度转向正面。通胀走势是影响市场对未来经济增长和政策预期的关键变数。如果通胀在目前水平上继续上行,可能引发更强的宏观紧缩,对股市不利。在应对通胀的宏观政策方面,通胀是全球性的,目前情况下中国不可能,也没有必要大力紧缩,以牺牲自身经济增长的方式来承担全球通胀的代价。

投资策略和行业配置: 建议投资者谨慎控制仓位,资产配置上寻求股价具有相对防御性的板块。

- 1、考虑到房地产行业稳定性对宏观经济全局的意义,我们对房地产股票维持逢低吸纳的投资建议。
- 2、相对防御性板块:例如零售、白酒、通讯设备及软件外包服务等未来盈利确定性较高。
- 3、在上游价格推动的通胀环境下,我们还是建议投资者关注直接或者间接受益于国际大宗商品输入型通胀和农产品通胀的投资机会,例如农业及相关板块(例如钾肥)等等。

长江证券(3月31日)

主要观点: 二季度总体上看并未有整体性机会,可能有波幅反弹,但这种反弹也可能受大小非压制,同时外围市场环境并不乐观。精选个股对二季度尤其重要,不过在选股时要注意大小非解禁的问题。事件冲击仍有投资机会,比如说医改和创业板的推出。

主要依据:

- 1、二季度宏观经济将在经济下滑预期的继续明确和政策面转暖的期许中前行，特别是政府财政政策和倾向政策走势，将成为主导未来宏观经济放缓程度关键。
- 2、二季度大小非解禁进入本年度一个低峰期，但是我们对此问题依然谨慎，大小非解禁的存量对市场依然构成压力，可能成为市场反弹的最大阻力。
- 3、二季度仍有未披露的次贷数据将要披露，会进一步揭露出次贷的深层次问题，其中 VIE 数据就是一个重点，VIE 若进入企业报表，则可能保留其原值的 30%，因此在一季报披露的时候会引发新一轮资产冲减。

投资策略和行业配置：重新回归龙头公司与中坚企业，建筑抵御经济周期风险能力强的企业，

东北证券（3月30日）

主要观点：A 股市场最悲观的时刻已经出现。结合目前的估值水平，我们认为上证指数 3500 点下方将出现机遇大于风险的机会，上证指数仍然有机会回到 4000 - 4200 点区域。但基于未来 3 年宏观经济增速回落和限售股解禁压力的持续，我们认为 A 股市场长期走势将以振荡调整格局为主，短期具备超跌后的反弹机会，二季度上证指数的波动范围在 3000 点 - 4800 点区间，对应的沪深 300 指数的动态市盈率为 15 - 25 倍。

主要依据：

- 1、如果 08 年 A 股调整的主要原因来自解禁压力，那我们是否可以大胆假设，下一轮牛市可能要到 2010 年以后，那未来 2 - 3 年 A 股市场都将以调整格局为主。就 08 年限售股情况看，年初的 2、3 月份解禁高潮已经接近尾声，未来 4 - 7 月限售股压力将明显减少，这将给 2 季度的市场提供较好的反弹机会。
- 2、居民储蓄存款进入 2008 年后出现持续回升，一方面是新股发行及赚钱效应明显减弱，导致资金回流；另一方面是持续的调控政策如加息产生了一定的效应。从资本市场的角度看，居民储蓄回流实际上反映了投资者对股市未来的发展缺乏信心。在负利率背景下资金仍流向储蓄，说明证券市场不具备赚钱效应，这种状况并不合理。当股市失去了对资金的吸引力，居民宁愿接受负利率而拒绝进行投资，实际上表明资本市场的发展遇到了极大的困难，前景似乎很不乐观。

3、从目前主要市场指数 2008 年的预测市盈率来看,上证指数 3500 点附近,对应的沪深 300 指数为 19 倍,上证 50 为 18 倍,已经处于较低位置。让市场担忧的是 08 年 1 季度业绩出来后,受雪灾、出口下滑、原材料上涨等不利因素影响,业绩可能有明显下降压力,从而导致市场预期发生变化,市场将对 08、09 年业绩作出新的判断。如果调整业绩预测后未来市盈率仍然能维持在 20 倍附近,那么市场的底部可能逐渐显现,3 月末 4 月初是市场悲观情绪的集中释放阶段。

投资策略和行业配置: 二季度采取“防御为主、主题为辅”的投资策略。防御策略体现为控制合理的股票配置比例,选择预期明确,具有较高估值优势的行业如金融服务、房地产、黑色金属、化工、机械设备和商业零售。主题投资关注医改、农业、节能减排、奥运和三通。

光大证券(3月28日)

主要观点: A 股市场即将跨过艰难期

主要依据:

1. 通胀初期和中期股市仍保持上行趋势。国内通胀更多的是全球通胀下的一个缩影,并非由于内部的过度负债和过度投资引发的。美国降息和美元贬值制约了国内大幅度加息,信贷控制受股票市场融资效应的抵冲,整体紧缩效应的力度并没有市场预期的悲观。
2. 二季度解禁股流通市值逐月减少,降低市场冲击。目前企业盈利并没有出现恶化,所以大小非对市场冲击并不是实体经济出现恶化使得股票成为卖空的标的,更多的是由于信贷紧缩和高估值下的一种选择。二季度可流通市值除了 5 月份基本上呈现逐月递减的趋势,5 月份的可流通市值也低于 2、3 月份。在估值相对合理的背景下对市场的冲击较小。
3. 动态估值显现投资价值。估值背后的驱动在于资金供求的变化。在资本项目没有开放和全流通的情况下,国际间的比较不具有可比性,但是需要考虑国内资产间收益率的变化,尤其是和国债以及存款收益率进行对比。从上证指数市盈率和利率隐含市盈率对比分析,以及 peg 角度来看,07、08 年的 PE 基本合理。
4. 08 年趋势性上升应在下半年。全球通胀全年先扬后抑。国内信贷按季度监控使得下半年信贷增速高于往年,从而实体经济的资金面相对较为宽

松。目前出口价格仍有较大优势。公司业绩增长后半年增速相对较高。通胀期间收入增长效应强于利润率下降效应，原材料价格大幅度上涨对于公司利润率的压力在 08 年半年报体现；下半年同比增速的基数较低。

5. 4 月份具备强劲反弹的催化剂。3 月份出口增速会反弹，2 月份出口增速下降更多的由于季节性因素和灾害性因素，3 月份出口增速回升的动力在于 2007 年基数非常低，我国出口的价格优势仍然存在，再加上 FDI 增速保持较高。信贷按季度监控的投放比例同比在二季度相对较宽松。二季度大小非解禁市值逐月下降；动态估值已相对合理。

投资策略和行业配置：二季度投资机会仍在中下游。对比美国市场的研究，通胀期间上游行业和医疗保健能够较好的抵御风险，但是由于上游产品国内涨幅远低于国际涨幅，上游企业整体难以分享国际商品价格上涨的好处，二季度投资机会仍在中下游。超配外围价格上涨和国内供给减少的化工和建材；超配分享通胀的农业和防御性的医药；超配低估值的银行。

广发证券（3 月 25 日）

主要观点：4 月行情预测，在 3300-4200 点之间先触底再反弹

主要依据：

CPI 数据在三月会有所回落，主要原因是 1-2 月由于雨雪灾害加速了食品类 CPI 的陡然上升，进入 3 月以来天气转暖食品供应加大，除肉类食品外，油、菜、蛋等价格快速回落，所以在 4 月中旬公布的 3 月 CPI 数据会有好转迹象。一旦数据出现有利情况，市场会在低点展开反弹，基于此我们认为而随着 08 年企业一季度季报的预期良好，行情有可能在 3300-3600 点展开反弹，4 月中旬将会向 4000 点整数关口进行冲击，高点可以看至 4200 点。

投资策略和行业配置：

- 1、大盘蓝筹品种的超跌机会。目前优质品种动态市盈率已经降到了 20 倍以下，投资价值凸显。其中地产的确定性相比银行股相对较高，随着股价的不断下调，安全边际提升，具备超跌反弹机会。
- 2、非周期性品种的防御作用，例如煤炭行业，零售及消费板块。这些行业中的一些相对较低估值水平的品种值得重点关注。

3、国家产业政策的受惠行业，化肥行业和军用装备材料行业，是具有贯穿全年行情的机会，值得长期关注。

华泰证券（3月27日）

主要观点：总体判断，市场处于本轮调整行情的底部区域，市场再度大幅下跌的可能性较小，二季度可能演绎振荡筑底行情。

主要依据：

1. 次贷危机的继续深化恶化了中国经济的外部环境，降低了资金的风险偏好；而国内经济物价的高企引发市场对宏观调控导致经济硬着陆的担忧，偏高的估值水平和恶性融资等多因素共振导致一季度市场的大幅调整。
2. 在外需拉动放缓、消费增长有限以及投资增速减缓的宏观环境中，对物价和经济增长的权衡使得宏观调控措施将以谨慎的、温和的和结构性的调控为主。外冷内热的格局将是08年宏观经济运行的主要特征，经济硬着陆的风险不大。
3. 历史数据表明：物价走高、经济增长速度保持在较高的水平上的时期，工业企业利润的增速基本都保持在20%以上，经济增长的小幅放缓对上市公司利润的增长影响有限。考虑到税改因素，2008年全年的利润增速仍能保持在25-30%的水平。
4. 经过一季度的快速下跌，市场估值水平已经下降至历史中枢以下。无论从整体的市盈率水平还是从行业的PEG指标看，目前市场的估值水平都处于相对较为合理的区域。

投资策略和行业配置：三条线索选择投资品种：关注内需为主的零售、酒店餐饮、房地产以及家电等行业；关注受益于人民币升值的航空和造纸等行业；关注大幅下跌后估值水平较低的大盘蓝筹股，如钢铁、银行等。

国盛证券（4月1日）

主要观点：考虑到政策利好出台的不确定性、大牛市结束与否的重大分歧、机构投资周期的不同，4月份上证综指不排除下探3000点、上冲4000点的千点大振荡。

主要依据:

1、3月再现单边大幅调整，有牛熊分水岭之称的年线被彻底击破，但考虑到本轮大牛市行情的暴涨行情，目前的大幅暴跌仍可以理解为牛市中的中级调整行情。本轮调整中大盘指数跌幅惊人，但主要缘于权重股的惨烈杀跌，其性质相当于“5.30”股灾中的中低价题材股，从这点来看，本轮调整仍属于结构性股灾。

2、牛市结束论开始蔓延，但从这轮大牛市仅持续不到2年、人民币升值远没有结束、GDP未来将保持持续高速增长等因素分析，牛市就此结束应属于小概率事件。

投资策略和行业配置: 风格轮动是本轮牛市的主要特征。无论从价值投资还是从安全边际考虑，无论从大牛市将延续还是从超跌反弹而言，无论从新基金的建仓对象还是股指期货的战略资源，都建议开始将关注重点放在大盘蓝筹股的投资机会上。此外，一季度甚至全年业绩有望大幅增长的个股也可以重点关注。前期大幅炒作的题材股需要警惕其价值回归的风险。

上海证券（3月22日）

主要观点: 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，其中存在一季度业绩风险和创业板设立等事件引起的波动加剧可能性。

1、A股市场资金供求紧张局面将得到缓解，在全流通市场环境中的博弈使我们更加关注大股东的定价权力量，以及由此引起的流通股股东风险偏好变化和股价波动。二季度风格轮动特征依然存在，在对创业板预期和2008年外围市场波动加大等敏感因素的影响下，小市值板块的表现仍旧会保持相对活跃。随着2月份基金发行的再度放闸和提速，预计二季度权重蓝筹股将可能呈现需求增加的多头行情。

2、2008年二季度基于预期修复性行情的判断，我们建议采取的投资策略是关注超跌机遇，聚焦主题投资。在通胀、升值和经济增速回落等错综复杂的宏观经济环境中，任何行业都面临多重利弊因素的影响，单一因素无法作为唯一的决定要素，能够在多重因素中同时获得增长动力的行业和企业

业有望脱颖而出，获得估值溢价。

投资策略和行业配置：关注超预期调整和经济结构转型推动的产业升级和消费升级带来的投资机遇。看好的行业有：金融服务、钢铁、商业零售、煤炭、农业及食品加工业、机械设备、建筑建材，以及受益与政策扶持的节能环保和新材料等新兴行业，对房地产行业持谨慎观点但建议关注行业龙头企业。

世纪证券（3月20日）

主要观点：随着A股估值风险通过业绩增长及股价下跌进行消化，二季度市场运行将趋于平稳，指数有望在局部热点活跃的情况下出现回暖。

主要依据：

- 1、高估值背景下，对美国经济增长放缓的担忧、雪灾影响、通胀下的紧缩货币政策导致市场对中国宏观经济高速增长的不确定性预期增强。
- 2、国际原油价格上涨、次贷危机、美国经济面临下行风险等外围因素以及国内宏观调控、上市公司交叉持股市值缩水等风险因素将可能导致2008年A股上市公司盈利低于预期。
- 3、限售股解禁、新股发行、再融资等扩容对市场形成明显资金压力。

但扩容并不是市场调整的根本原因，市场资金供求关系的逆转是在盈利与估值双重压力下，因投资者心理预期发生变化而产生的。通过近5个月基金收益比较可以看出，债券型基金低风险、稳定收益优势凸显。今年以来债券型基金加速发行，销售出现持续升温，显示出投资者收益预期出现下降。

投资策略和行业配置：遵循两条主线：一是具备高安全边界的低估值、防御性品种；二是局部热点活跃下的主题投资机会。看好的行业：农业、医药、信息技术。

银河证券（3月27日）

主要观点：A股市场系统风险已经释放，投资价值已经显现，市场环境已

经全面回暖。

主要依据:

- 1、美国次贷引发的不确定性、我国经济增长与宏观调控的不确定性、以及限售股解禁带来的不确定性，促使市场风险补偿要求提高，市场估值中枢下移。
- 2、目前的市场经过前提的大幅度下跌后，市场高估值风险明显释放，最坏的时期已经过去。
- 3、三大不确定性正在向全面趋好的方向转变。随着一季度经济运行数据的公布，以及宏观调控政策逐步明朗，市场投资信心有望逐步恢复，预计三大不确定因素将在6月份前后有清晰的预期。

投资策略和行业配置: 二季度以策略性交易机会为主，建议关注一季度业绩高速增长、以及超跌股反弹的机会，同时关注人民币升值（房地产、航空）、奥运会、新能源、三通、创投等主题性投资机会，并为下半年进行战略性布局。

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