

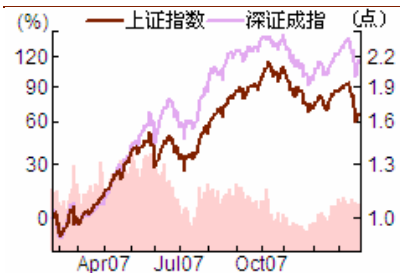
赵建兴、鲁信文、王晶晶
86-0755-82943202
zhaojx@ccs.com.cn

2008年01月28日

风动、幡动、还是心动？

一周投资策略（01.28）

上证指数：4761.69



市场走势

	01.25 收盘	本周涨跌
上证指数	4761.69	-8.08%
A 股指数	4997.67	-8.08%
B 股指数	321.11	-9.42%
上证 180	11278.31	-6.72%
上证 50	3875.58	-7.64%
深证成指	17294.01	-4.62%
成份 A 指	18229.55	-4.62%
成份 B 指	5079.27	-3.26%
深证 100	5908.85	-4.47%
深证综指	1434.21	-5.54%
沪深 300	5077.43	-6.22%

行业涨跌榜

	换手率	本周涨跌
农林牧渔	26.72	0.33%
石油化工	15.72	-0.42%
食品饮料	12.26	-1.07%
信息技术	15.51	-2.08%
造纸印刷	16.22	-3.04%
金属制品	10.86	-8.01%
金融保险	8.26	-8.61%
金属类	12.09	-8.68%
木材家俱	16.12	-10.02%
有色金属	13.89	-11.27%

相关报告

- 1、资本稀缺与繁荣深化——A 股市场 2008 年度投资策略，1/16/2008
- 2、业绩浪将逐步演绎，季报可望再超预期——一周投资策略，01/01/2008
- 3、长期牛市由单边上扬阶段进入宽幅震荡阶段——1.21 市场简评，01/07/2008

内容摘要：

□ 事件分析

- 1、美国降息 75 基点，宣布千亿减税计划。这些举措能否缓解次贷危机尚待观察。但在形势明朗之前，美国还不具备资本大规模外流的条件。
- 2、2007 年主要宏观经济指标公布。高增长高通胀的特征在 08 年将有所转变，中国经济增长将回归潜在水平，而通胀压力有望在下半年得到缓解。预计 08 年出口增速的回落使政府只需微调内需即可。
- 3、中国启动临时价格干预措施。价格管制将增加购买意愿并减少投资意愿，最终可能导致更为严重的产能短缺与通货膨胀，并非长久之举，但可以理解为管理层为应对社会压力而采取的临时措施。根据我们首席经济学家王建的分析，在新全球化的拉动下，中国的生产要素价格存在长期上升趋势。中国在经济腾飞期出现 6-8% 之间的较高通胀率，可能就是新全球化时代的特有现象，也是中国为了享受新全球化利益所必需支付的代价。从决策层到大众还需要时间消化这一转变，届时针对通胀的调控压力才将缓解。
- 4、雪灾。中国素有抗击自然灾害的丰富经验与强大能力，如 98 年长江水灾，03 年 SARS，我们对政府化解此次雪灾抱有强烈信心。但短期却可能引发市场非理性恐慌。关注灾后重建对电缆、钢铁、建材等产品的阶段性需求拉动。

□ 市场趋势

近期我们有同事提出一个值得思考的观点：“中国经济增长的确性前所未有”。诚然，美国衰弱影响世界需求，中国也将受到冲击，但中国的竞争对手所受冲击将更大；中国强大的国际竞争力使其能够寻求出口替代，挤压竞争对手。同时，中国政府的调控艺术值得信赖。中国经济增长目前看似面临众多不确定性，但并不至于出现剧烈波动，长期而言回归到高速增长轨迹上的确定性却是前所未有的。

风动、幡动、还是心动？次贷危机与宏观调控并不改变中国经济与牛市基础，只是引发了投资者对不确定性的强烈担忧。这种情绪的蔓延和持续使上半年市场再度大幅上涨的可能性不大，宽幅震荡仍是主基调，我们强调在大幅下跌之后已经无需悲观，结构性行情仍可期待。

□ 投资机会

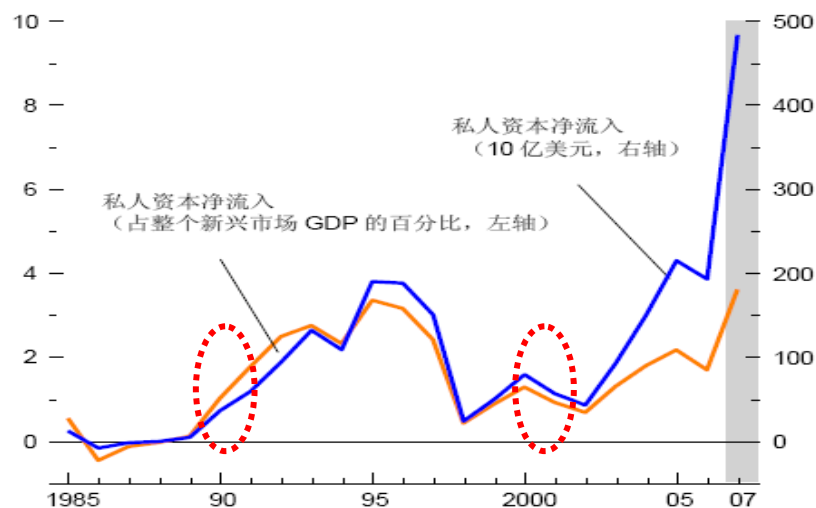
- 1、本周行业研究员推荐的公司中，我们建议关注一汽轿车、兴业银行、中远航运。
- 2、行业观点聚焦。煤炭（卢平）：由于煤矿事故引发的安全整顿导致山西中小煤矿大量停产，以及北方天气原因致使煤炭有效供给不足，近期坑口价、中转地煤价持续上涨。化工（张志宏）：国家对化肥的价格管制影响主要体现在氮肥大厂商的出厂价上，在短期内有一定抑制作用，但由于成本原因和小厂商的提价积极性，化肥价格仍然具有一定的上升动力。相对看好供需偏紧的钾肥、纯碱和草甘磷。关注盐湖钾肥、新安股份、三友化工、双环科技。

一、近期基本面分析与展望

1、美国降息 75 基点，宣布千亿减税计划。本周美国联邦基金利率下降 75 个基点，从 4.25% 降到 3.5%，之后宣布减税方案：总金额 1500 亿美元，相当于美国年度经济总量的 1%，适用于个人的退税总额大约为 1000 亿美元，惠及 1.17 亿户家庭。保尔森透露打算从今年 5 月开始落实首批退税，大部分退税对象将在 7 月前收到退税支票。

分析：美联储大幅紧急降息和减税计划能否有效缓解次贷危机，以及对美国经济的担忧，尚待观察。对中国而言，短期内考虑私人资本是否会流入新兴市场似乎更为关键。从美国历史上两个主要的降息进程看，89-94 年流入新兴市场的私人资本净额持续增加，而 00-02 流入新兴市场的私人资本净额则在减少。造成这两个结果相反的原因可能在于，前者美国经济基本面较好，而后者美国经济则处于网络泡沫破裂之后，资金首先要回流美国以解决国内问题；只有在 02 年经济企稳之后，低利率条件下资本才持续流出到新兴市场。本次的降息背景比较类似于后者，且目前的新兴市场国家也在被高通胀所困扰。因此在目前次贷危机尚未明朗之前，美国还不具备资本大规模外流的条件。

图 1：流入新兴市场的私人资本净额



数据来源：世界经济展望 07.10，招商证券研发中心

图 2：美元指数与利率



数据来源：Bloomberg，招商证券研发中心

2、2007 年主要宏观经济指标公布。07 年中国 GDP 达 24.6 万亿元，同比增长 11.4%，全年 CPI 为 4.8%。其他指标及 08 年预测指标如表 1 所示。

分析：我们的宏观研究员认为，07 年中国宏观研究的职能从追求高增长高通胀中类似（详见《“低增长高通胀”的结束——2007 年宏观数据点评》），08 年的经济增长将回归潜在水平，而通胀压力有望在下半年得到缓解。考虑到外需回落与人民币有效升值，08 年出口增速将回落到 19%，则 GDP 名义增速将回落到 13% 左右，在此背景下只需微调内需即可。

表 1：2007 年国内主要宏观指标表现与 08 年预测（单位：%、亿美元）

经济指标（同比）	2004	2005	2006	2007	2008E
GDP	10.1	9.9	11.1	11.4	10.6
CPI	3.8	1.9	1.5	4.8	3.5
城镇固定资产投资	27.6	27.2	24.5	25.8	25.0
社会消费品零售额	13.3	12.9	13.7	16.8	16.0
工业增加值	16.7	16.4	16.6	18.5	16.3
出口	35.3	28.3	25	25.7	19.0
进口	36.6	17.7	21	20.8	23.0
贸易顺差	328.4	1016.3	1773.0	2622.0	2500.0
M2	14.6	18.3	16.9	16.7	16.5
规模以上工业利润	36.0	22.6	31.0	36.7	25.0

资料来源：招商证券研发中心

3、我国已陆续启动对粮、油、肉、蛋、奶、液化气等重要商品和居民基本生活必需品的临时价格干预措施。对达到一定规模的生产企业实行提价申报，对达到一定规模的批发、零售企业实行调价备案；成品油、天然气、电力价格，以及地方管理的供电、供气等公用事业价格和游览参观点门票价格，近期一律不提高；地方管理的医疗服务价格也要保持稳定。不出台新的收费项目，防止变相提高收费标准；保持尿素价格稳定。地方管理价格的尿素、磷肥、钾肥、复合肥等，因成本上升确需调整价格的，要严格按程序报批，不得越权提价；经听证会论证后，降低移动通信漫游费资费标准。其中广州和北京已经和将要出台措施细则。

分析：价格管制将对各行业形成不同程度的负面影响：

零售：对超市有负面影响，对百货高端产品影响不大。

成品油、水务：之前已经预期为负面影响。

化肥：管制主要作用于大厂商，小厂商具有提价积极性，化肥价格主要还是受供需影响。

电力：由于煤电联动的推迟，以及大雪天气原因造成煤炭价格上涨对行业形成负面影响，下调评级为中性，继续看好水电长江电力与桂冠电力。

管理层将控制通胀作为目前调控的第一要务，甚至不惜启动行政手段进行干预。但决定价格的还是供需关系，经济学原理明确的指向价格管制将增加消费者的购买意愿，同时将减少生产者的利润从而投资意愿、最终只会导致更为严重的产能短缺与通货膨胀。由此而言价格管制并非长久之举。暂时的价格管制，是以时间来换取供给增加的做法，而厂商也极有可能与政府展开博弈，使得国家需要补贴相关企业，比如农业、成品油甚至是部分已经拉闸限电的电力企业。我们认为，价格管制并非应对通胀的有效措施，但可以理解为管理层为应对社会压力而采取的临时措施。

根据我们首席经济学家王建教授的分析，中国的劳动力、土地、能源、资源、环保等生产要素价格与国际发达国家存在巨大差距，在新全球化的拉动下，中国的生产要素价格将存在长期上升趋势。像中国这样的新兴国家，在经济腾飞期出现 6-8% 之间的较高通胀率，可能就是新全球化时代的特有现象，也是中国为了享受新全球化利益所必需支付的代价。甚至可以出现一边升值一边通胀这种背离传统经济理论的现象。从决策层到大众还需要时间消化这一转变，届时针对通胀的调控压力才将缓解。

4、雪灾。长江领域的雪灾突然而至。

分析：雪灾加大了中国的价格压力。我们对政府化解此次雪灾抱有强烈信心。但短期却可能引发市场非理性恐慌。关注灾后重建对电缆、钢铁、建材等产品的阶段性需求拉动。

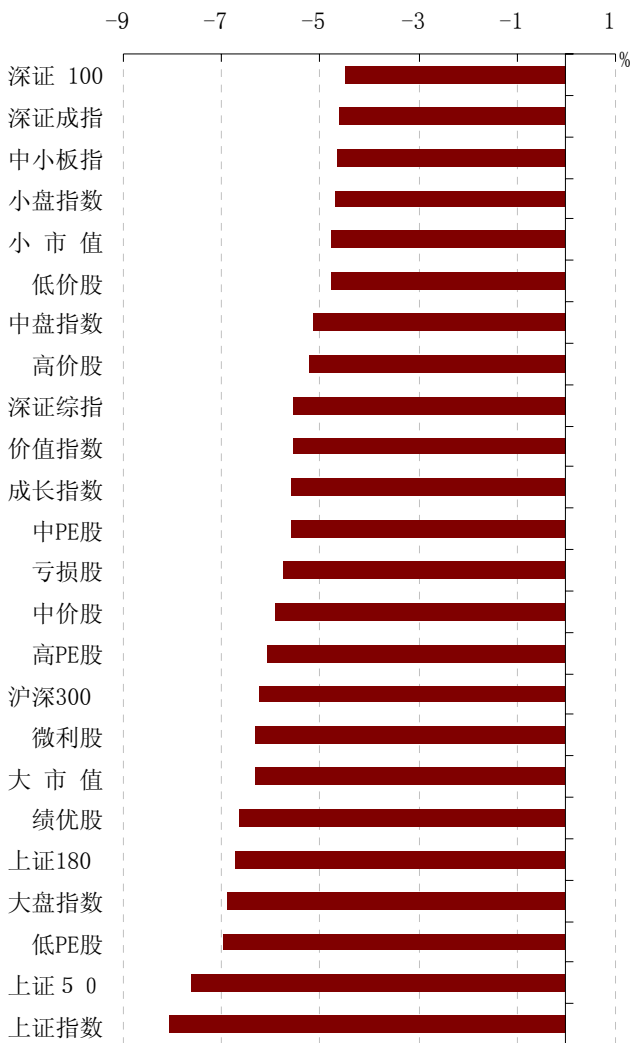
二、近期 A 股市场走势分析与展望

1、本周 A 股市场走势分析

本周（01.21-01.25）市场在内外重重压力之下受到了重创，上证指数单周大跌 8%。周一中国平安公布千亿融资计划引发市场对扩容压力的巨大担忧，周二全球各大股市巨幅下跌，犹如 87 年股灾，两市千余只股跌停，之后在美联储紧急大幅减息刺激之下，各大股市纷纷反弹，恒指更是创出单日涨幅之最，后三日盘中大幅震荡，有所反弹。

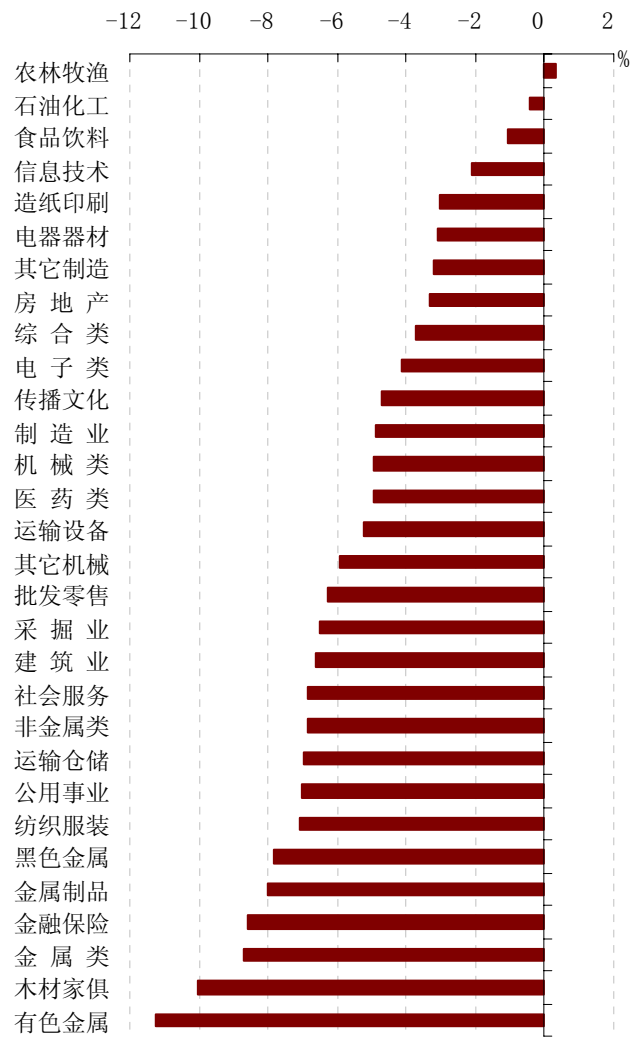
从市场特征指数涨跌榜中看，深市、中小板和小盘指数仍然是属于相对抗跌的品种，沪市和权重股属于重灾区；行业指数中，除农林牧渔外，其他行业全线下挫，石油化工、食品饮料、信息技术相对抗跌，有色金属下跌逾 10%；金融、钢铁板块大幅下挫。

图 3: 本周市场特征指数涨跌幅排行 (%)



资料来源: 天相, 招商证券研发中心

图 4: 本周行业指数涨跌幅排行 (%)



资料来源: 天相, 招商证券研发中心

2. A 股市场后市走势分析

我们认为, “大国崛起”与“中国盛世”日益成为中国经济繁荣与资产牛市的主旋律。人口红利和消费升级奠定了中国经济 10 年高速平稳增长黄金时期的基础。而经济长期繁荣趋势确立、企业盈利持续高速增长、人民币升值加速、大国情绪增强、居民入市潮加速等因素将使中国资产长期牛市具有不断加强的泡沫化趋势, A 股市场存在由理性繁荣逐步走向非理性繁荣的可能性。

上周我们判断: “大跌之后长期牛市由单边上扬阶段进入宽幅震荡阶段。短期剧烈震荡之后市场仍有机会在盈利超预期与居民入市潮推动下再续春季行情或业绩浪, 但可能更多的以结构性上涨方式表现。与上半年的宽幅震荡相比, 下半年 A 股市场应更值得期待: 次贷危机届时有望得到化解; 而上半年宏观调控收到成效后, 刚完成换届的各地政府应将再度进入追求经济发展的轨道上。”

近期我们有同事提出一个值得思考的观点: “中国经济增长的确性前所未有”。诚然, 次贷危机的本质是全球制造业转移过程中美国蓝领工人消费能力的下降, 对应的却是以中国为代表的新兴市场劳动力价格从而消费能力的上升。美国衰弱影响世界需求, 中国

也将受到冲击,但中国的竞争对手所受冲击将更大;中国强大的国际竞争力使其能够寻求出口替代,挤压竞争对手。我们再次强调,从战略高度看,美国衰弱正是中国崛起的绝佳机遇!而紧缩的目的在于实现中国经济的高速平稳增长。从过去几年经验看,中国政府的调控艺术值得信赖!消费升级、城市化、工业化等动力持续存在,在决策层主导的调控之下,中国经济增长的确性诚然前所未有。我们高度认同社科院余永定教授的观点:中国经济经得起美国经济减速考验;中国完全可以通过政策调整、扩大内需弥补这一(指外需)不足,从而为经济增长提供支撑;从积极角度来看,美国经济减速也为中国经济结构调整提供了一个契机。

风动、幡动、还是心动?我们认为次贷危机与宏观调控并不改变牛市基础,只是引发了投资者对不确定性的强烈担忧。重新审视我们前期讨论的理性泡沫向非理性泡沫转换的三个条件,人民币加速升值的确性在提高,但资产供给可能还在大规模增加:中煤能源、中国铁建等大盘股即将登陆 A 股市场,平安增发千亿,军工企业五千亿融资,大规模的大小非解禁,这仍将抑制资产泡沫的膨胀;而在宽幅震荡中,居民入市潮可能会有所放缓。这意味着上半年泡沫继续膨胀的可能性不大,因此我们判断长期牛市将由单边上扬阶段进入宽幅震荡阶段。忧虑情绪的蔓延和持续使上半年市场再度大幅上涨的可能性不大,宽幅震荡仍是主基调,我们强调在大幅下跌之后已经无需悲观,结构性行情仍可期待。

中短期而言,市场的不确定性和波动性使得投资者不断寻找热点,投机炒作的氛围继续增强,近期的热点题材包括:

- (1) 人民币升值加速,我国将继续放宽资本流出限制。
- (2) 雪灾。近日来的大雪天气对交通造成了巨大压力,对财产造成了重大损失,价格上升压力日益呈现。煤炭价格应声而涨,而相关受灾地区的农副产品也面临短缺和价格上涨的压力,保险公司则面临赔付上升压力。
- (3) 中国铁建上市带动建筑板块的走强。
- (4) 创投概念。创业板的推出将为风险投资提供良好的退出渠道。以深圳市创投为例,控股或参股相关创投企业的上市公司亦能从其中得到巨大的回报。但需要提醒的是,创投的高收益是以高风险为前提的,目前这一板块显然具有相当的投机性质。

表 2: 深圳市创投公司的股东及其投资项目概览

创投公司	上市公司	持有比例	主要已上市公司	占总股本	储备项目
深圳市创新投资集团有限公司	大众公用 粤电力	20% 3.13%	开元控股	18.93%	北京拓尔思信息技术
			陆科电子	9.75%	中山市明阳电器
			西部材料	8.75%	新疆大明矿业
			远望谷	5.75%	
			橡果国际		07 年 NASDAQ 上市
			丰泉环保		07 年德国法兰克福上市
			易居中国		07 年美国纽交所上市
			三诺电子		07 年韩国 KOSDAQ
			网龙网络		07 年香港创业板

资料来源:招商证券研发中心

三、投资机会

本周行业研究员推荐的公司中，我们建议关注一汽轿车、兴业银行、中远航运。

表 3: 本周行业研究员推荐的部分公司一览

公司	分析师	投资评级	变化	EPS 06	EPS 07E	EPS 08E	目标价位	投资要点
一汽轿车	汪刘胜	强烈推荐	维持	0.21	0.37	0.73	46-50	公司自主品牌奔腾轿车08年品种逐渐齐全，摆脱了07年初产品相对单一的不足，预计全年同比增长110%。而Mazda6与奔腾属于共线生产，两者销量2007年达到8万辆，产能利用率达到80%，在规模效应下预计08年毛利率较2007年提升两个百分点；在国家政策导向下，集团整体上市势在必行。新任总经理推行整体上市将利于集团竞争力培养，实现资本市场与业务发展全面结合，08年盈利预测将大幅提升。
兴业银行	李珊珊	强烈推荐	维持	0.95	1.72	2.54	71-76	公司工资税前抵扣导致每股盈利超预期7分钱。在宏观和信贷紧缩的情况下，兴业银行将加大中小企业贷款业务发展力度，导致利差扩大。目前贷款规模的结构是20%的大企业，10%的微小企业和大约70%的中小企业；而个人贷款占比已达目标，未来的增速会有所下降所以住房按揭市场成交量的萎缩不会对放贷产生压力，而贷款发放过程的审慎使得房地产相关贷款风险可控。
中远航运	罗雄	强烈推荐	维持	0.94	1.64	1.97	58-60	公司拥有全球规模最大、船型最丰富的特种船队。造船计划优化公司船型结构，公司杂货业务进一步向高端转型；半潜船市场供给存在巨大缺口，推动运价持续上涨。预计未来年需求在120个航次以上，而运力供给在100个航次左右；由机械设备等高附加值产品出口的快速增长更为公司的杂货运输提供了巨大的高端货源。数量的增长和结构的优化，将持续推动公司杂货业务价升量增；09年后新造船陆续投入使用，公司业绩持续增长得到保证。

资料来源：招商证券研发中心。

表 4: 行业观点聚焦

行业/领域	分析师	行业观点聚焦
煤炭	卢平	由于煤矿事故引发的安全整顿导致山西中小煤矿大量停产，以及北方天气原因致使煤炭有效供给不足，近期坑口价、中转地煤价持续上涨，重点推荐炼焦煤类、资产注入类和企业转型类等三类公司。
化工	张志宏	国家对化肥的价格管制影响主要体现在氮肥大厂商的出厂价上，在短期内有一定抑制作用，但由于成本原因和小厂商的提价积极性，化肥价格仍然具有一定的上升动力。相对看好供需偏紧的钾肥、纯碱和草甘磷。关注盐湖钾肥、新安股份、三友化工、双环科技。

资料来源：招商证券研发中心。

表 5: 一周投资策略历史观点回顾

日期	报告名称	主要观点	投资机会
2007.11.11	清风拂山岗，明月照大江	本次调整可能成为理性繁荣向非理性繁荣转变的切换点。	银行 08 年盈利增速仍然乐观；房地产调控对行业龙头是利好。汽车已经处于合适的买点。机械中关注天马股份，三一重工和中联重科。
2007.11.19	关注小盘，关注消费	预期在市场维持震荡筑底格局之时，部分品种建仓时机则陆续呈现。	关注超跌的高速成长中小盘股；关注消费品行业如食品饮料、商业零售。
2007.11.26	抛却指数忧虑，加快建仓布局	二八变八二，5000 点为战略建仓区域。	除 20% 的以中石油为典型的权重股继续价值回归拖累大盘，其余 80% 股票建仓机会凸显。
2007.12.03	积极把握恐慌中的加仓良机	中石油跌破 30 元心理支撑位容易引发市场的恐慌性抛售，积极把握恐慌中的加仓良机。	食品饮料 08 年重点配置走高端的白酒、红酒、黄酒子行业。航空景气仍处于上升趋势。
2007.12.10	紧缩预期将趋极致，底部阶段正宜加仓	政策的密集出台使得市场对紧缩的预期逐步上升而趋于极致。	如有震荡反复逢低继续积极加仓。
2007.12.17	底部增持，不待多言	在持续调整中呈现出的底部增持机会不待多言。	龙头地产股、消费类、小盘股，07 年滞涨的信息技术类股票（包括通信设备、电力设备、传媒、电子元器件龙头股等）。
2007.12.24	紧缩形成底部，利空迎来反转	集中利空阶段或已过去，我们判断 5000 点底部区域已经明确，利空兑现之后一轮反弹行情即可展开，甚至是反转行情。	通胀预期加强之下的高端消费类、成本转嫁能力较强的垄断资源类仍然是关注的对象。
2008.01.01	圆满的句号，全新的开始	奥运之年，期待全新的开始。	估值压力释放的金融地产、内需消费类如家电、汽车、医药等行业，以及建筑、钢铁、能源类。
2008.01.07	三阳开泰，确立春季行情	未来可能形成“市场上升——投资者积极申购——基金被动加仓——市场继续上升”正反馈。在良好的年报与季报支持下，预计春季行情可延续到 3 月份解禁压力最高峰时。	
2008.01.14	业绩浪将逐步演绎，季报可望再超预期	季报可望再超预期	银行
2008.01.22	长期牛市由单边上扬阶段进入宽幅震荡阶段	短期剧烈震荡之后市场仍有机会在盈利超预期与居民入市潮推动下再续春季行情或业绩浪，但可能更多的以结构性上涨方式表现	寻找市场恐慌的时机进入稳定性较强的股票中，例如茅台、恒瑞、瑞贝卡，例如格力、美的等

资料来源：招商证券研发中心。

研究员简介

赵建兴：2000 年厦门大学管理学硕士，四年证券从业经验。《做多中国崛起，穿越理性繁荣》在 2007 年深交所第九届会员单位研究成果评选中获投资研究类一等奖。

鲁信文：财政学硕士学位，13 年证券从业经验。1992-1994 年就职于《海南日报》，1994 年至今就职于招商证券，1998 年进入研发中心。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，2007 年 7 月加盟招商证券研发中心。

投资评级定义

公司短期评级

强烈推荐：预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上

推荐：预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间

中性：预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间

回避：预计未来 6 个月内，股价跌幅在 10%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数

中性：行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数

回避：行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。