

备战“红五月”

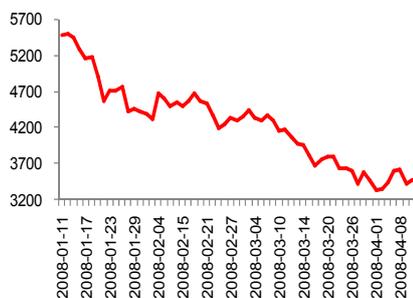
——2008年5月份A股投资策略报告

核心观点:

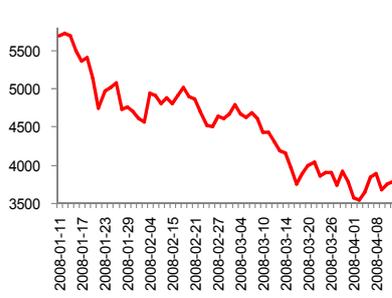
- 在银河证券三月份投资策略报告中，我们提出，由于三大不确定性因素的影响，市场风险补偿要求提高，市场估值中枢下移；在二季度策略报告中，我们提出最坏的时间已经过去，市场反应过度，中级反弹可期；在4月的后半个月和即将来临的五月份，我们认为应积极布局，备战股市“红五月”。
- A股牛市基础仍在。由于经济大幅下滑出现拐点的可能性不大、流动性充裕格局继续维持、人民币升值趋势不变，A股市场牛市基础没有发生改变。
- 引发本轮下跌的负面因素趋于好转。宏观经济触底回升、宏观调控初见成效、资金供求改善、次贷危机影响暂告一段落，其他不确定性因素也已经消除。
- 前期的下跌具有相当的非理性成份，导致市场超跌，投资价值已经显现。对2008年及一季度的业绩不必过于悲观，仍能分别增长30%和25%左右，但行业分化较为明显。
- 此轮反弹可能达到上证综指4200点左右，对应上证50指数2008年市盈率23倍左右。反弹中可重点把握：基本面良好但超跌的有色、证券等行业，一季度业绩超预期的银行、房地产、机械等行业，主题投资机会如奥运受益、人民币升值受益、创投等行业与板块，以及受到政策扶持的具有长期高增长潜力的节能环保、新能源等行业与板块。

主要指数走势

上证指数



沪深300



资料来源：中国银河证券研究所

分析师

李锋

✉: lifeng@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8783

秦晓斌

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8746

王昉

✉: wangfang@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8945

张琢

✉: zhangzhuo_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8477

王皓雪

✉: wanghaoxue@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8607

A股市场数据

总市值(万亿)	22.69
流通市值(万亿)	7.57
市盈率(TTM)	30.27
市净率	4.42

相关研究

1. 2008年二季度投资策略报告：策略性把握二季度 战略性布局下半年
08.03.27
2. 2008年3月投资策略报告：风险补偿要求提高 A股估值中枢下移
08.02.21

目 录

一、A股牛市基础仍在	1
(一) 经济增长大幅滑坡出现拐点的可能性不大.....	1
(二) 流动性充裕格局仍将持续.....	3
(三) 人民币升值趋势不变.....	4
二、引发本轮下跌的负面因素逐渐趋好	5
(一) 宏观经济状况好转，最坏的时候已经过去.....	5
(二) 宏观调控初见成效，继续加力可能性不大.....	6
(三) 第二季度资金供求压力明显减轻.....	6
(四) 次贷危机的不利影响暂告一段落，其他不确定因素基本消除.....	9
三、市场调整已经过度，A股投资价值显现	10
(一) 2008年上市公司有望实现30%的业绩增长.....	10
(二) 2008年一季度上市公司净利润增长25%左右.....	11
(三) 市场调整过度反应使投资价值显现.....	12
四、4月震荡筑底，股市红5月可期	15
(一) 4月份将震荡筑底.....	15
(二) 5月份将迎来投资良机.....	15
五、投资策略与投资机会	16
(一) 投资策略应注重时机、仓位和品种的把握.....	16
(二) 把握四大投资机会.....	16
插图目录	17
表格目录	17

我们在 2008 年 3 月份投资策略报告中提出，由于美国次贷危机、国内宏观经济与调控、扩容压力三大因素的影响下，A 股市场的风险补偿要求提高，估值中枢下移至动态市盈率 20-25 倍；之后上证综指继续大幅下跌至 3300 点左右，对此我们在 2008 年第 2 季度投资策略报告中认为，市场反应过度，最坏的时间已经过去，随着各种负面因素逐渐趋好，第二季度具有较好的投资机会，中级反弹可能即将来临。进入 4 月份股指呈现止跌企稳态势，对于 4 月份的后半部分和即将到来的 5 月份，又该如何把握投资机会呢？我们认为，4 月份将是筑底备战阶段，5 月份将迎来较好的投资机会，股市红 5 月可期。

一、A 股牛市基础仍在

经济增长、流动性充裕和人民币升值是本轮牛市产生的根本原因，目前这些牛市基础没有发生根本改变，未来长期牛市仍然可期。

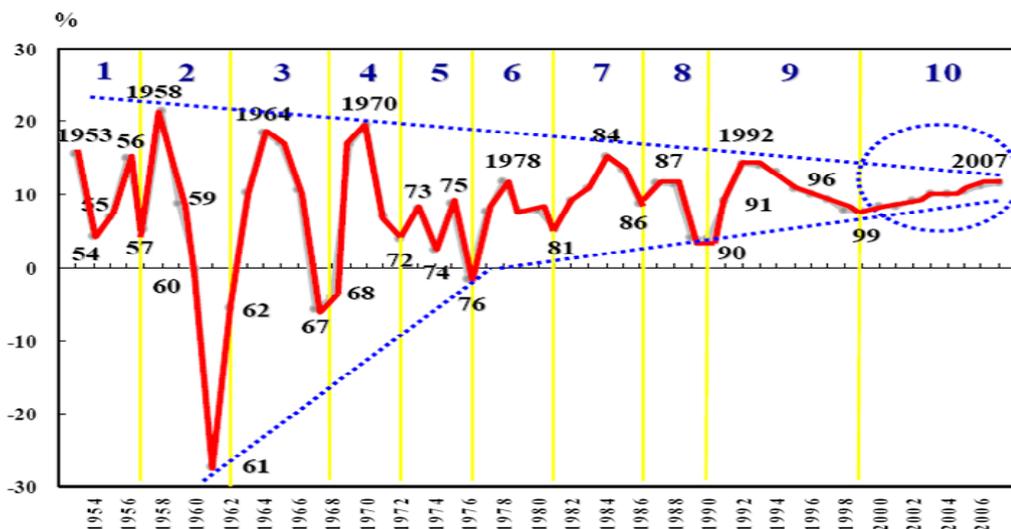
（一）经济增长大幅滑坡出现拐点的可能性不大

1、2008 年经济增速将放缓，是回调而非拐点

从 1953 年到 2007 年，我国经历了 10 个经济周期，从 2000 年开始进入第 10 个周期，GDP 增速从 2000 年的 8.4% 稳步增长到 2007 年的 11.9%。见图 1。无论是经济增长的持续时间之长、经济增长的波动之小、企业效益之高都是前所未有的。

就 2008 年而言，受美国次贷危机和国内宏观调控的影响，GDP 增速将放缓，但这只是在本轮增长周期中的一次必要的可能也是短暂的回调而已，并不意味着经济拐点的到来，拐点论可能过于悲观。

图 1：从 1953 年-2007 年我国的经济周期



数据来源：中国社科院

(1) 经济增长动力强劲。工业化、城市化、全球化是推动我国经济强劲增长的内在动力，这些动力将长期推动我国经济高速增长。以城市化为例，我国目前的城市化率仅为 45%，每

年基本上以 1 个百分点的速度上升,我国的城市化水平与人均经济水平相当的东南亚国家相差约 20 个百分点,与美国、欧盟等国家与地区的差距更大。在工业化、城市化、全球化的推动下,预计中国经济在未来 20 年仍将保持年均约 9% 的速度增长。这样的经济增长速度为中国上市公司业绩的长期高增长奠定了坚实基础,是欧美发达国家所不具备的,这也决定了 A 股市场的估值水平不能与欧美市场看齐。

(2) 中国经济的最大特点是新兴加转轨,经济高速增长具有持续性。目前和今后较长时间,我国仍将是发展中国家,仍然处于由计划经济向市场经济的转型之中,我国市场经济仍处于初级阶段,体制转型使经济增长的巨大潜力得以发挥,庞大的市场需求决定了我国经济高速增长的持续性。

(3) 我国政府调控经济的能力有了长足进步,经济波动性越来越小。改革开放三十年来,尤其是在计划经济的不断建设和完善中,政府对市场经济运行的规律把握得越来越好,调控经济的能力越来越强,调控手段越来越丰富、灵活,使得我国经济发展的平稳性越来越高,2008 年我国经济大幅下滑出现硬着陆的可能性会比较小。

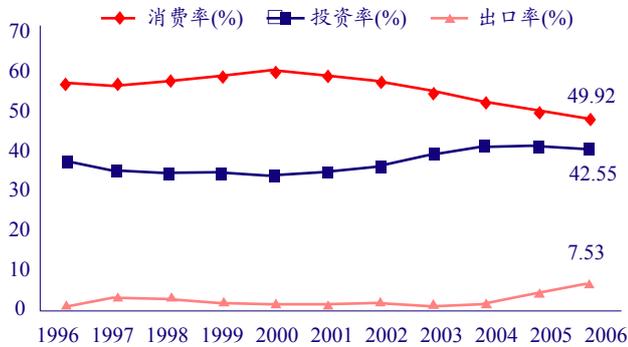
(4) 2008 年经济增速只是会略降,增长结构更加协调。从 2003 年开始我国的消费率持续下降,投资率较为平稳,而净出口在 GDP 中的比重快速上升,与其他大国相比,净出口对经济增长的贡献太高,如 2007 年净出口在 GDP 的增量中高达 23.7%。虽然今年外需有所减弱,但消费会保持平稳,投资更是面临较大的反弹压力,经济增速不会大幅下降,低于 10% 的可能性不大。国家统计局刚刚公布了对我国 2006 年和 2007 年 GDP 增速的修正数据,将 2006 年 GDP 最终核实数再次上调至增长 11.6%,将 2007 年 GDP 的初步核实数上调至增长 11.9%,这说明目前我国经济增速常常被低估,不排除还会继续上调 2007 年增速的可能性。正是由于我国经济增长的内在动力太过强劲,国家才将 2008 年的宏观调控目标定为“防止经济由偏快转向过热”、“防止物价由结构性上涨转向全面上涨”。

2008 年,消费结构升级步伐有可能减缓,消费需求增幅有可能趋稳。近期市场购房需求增长可能放慢;受成品油价格提高,用车费用增加以及城市公共交通体系的发展,购车需求也可能增长放慢;受食品等生活必需品价格上涨的影响,非必需品的消费支出增幅可能放慢。综合这些情况,未来一段时间消费可能由持续趋旺转为趋稳。当然,在收入持续较快增长和消费领域扩大、消费预期改善的大背景下,消费结构升级、消费持续扩大的大趋势不会改变。但近期变化对经济增长会有一些影响。

2008 年,投资增长存在不确定因素,但投资反弹压力始终较大。当前既有刺激投资增长的因素,主要与地方新一届政府开始工作、以及灾后重建等相联系;也有抑制投资增长的因素,主要与房市股市变化和城市建设规模、速度等相联系。此外,资源环境工作以及对新开工项目的管理,对投资也会形成一定的约束。需要注意到,在存在资金流动性过剩、劳动力就业压力巨大以及加快发展的条件较好的大背景下,投资增长潜力始终很大,重点需要警惕新的投资反弹。

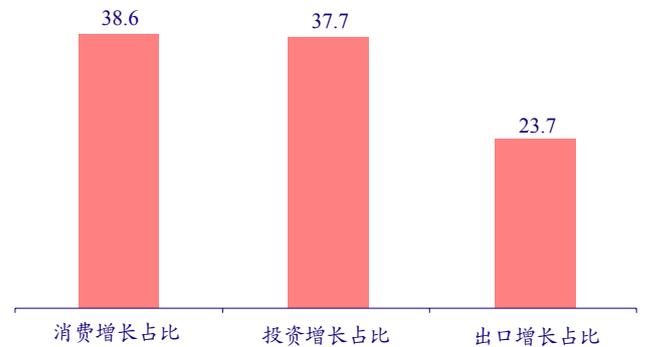
2008 年,出口增长可能平稳回落。受外部因素影响,考虑到国内控制不合理出口增长的税收等有关措施,预计出口增长将逐步减慢,但总体仍会保持较高水平。综合三大需求的变化,在消费趋稳、投资有可能趋升、出口趋降的情况下,总需求增幅可能变化不大。

图 2: 出口贡献占 GDP 的比重达到 7% 以上



数据来源: 中国银河证券研究所 wind 资讯 国家统计局

图 3: 2007 年出口带来的 GDP 增长占比达到 23.7%



(二) 流动性充裕格局仍将持续

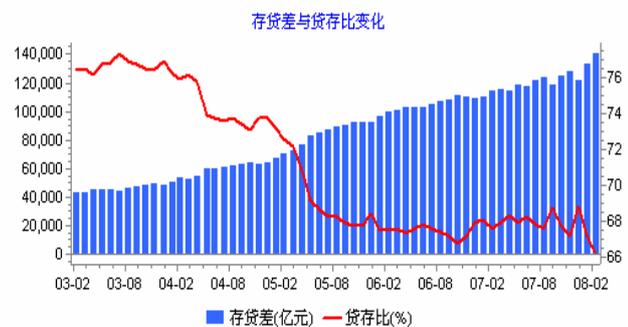
本轮市场的下跌并不是由于国内资金充裕的状况发生了改变,而是投资者预期改变和信心不足的反应。事实上,目前国内流动性仍然十分充裕,这种格局仍将持续较长时间。

1、银行系统资金宽裕。2008 年 3 月份,银行存贷差高达 14 万亿元,同比增长 22.7%,环比上升了 5.97%,而贷存比仅为 66.15%,打破了自 2005 年以来的低位徘徊局面,再创新低。银行系统大量的剩余存款是资本市场充裕流动性的重要保证。

2、利率稳定显示货币市场资金面宽松。从货币市场看,Shibor 隔夜拆借利率一直较为稳定,市场资金面较为宽松。

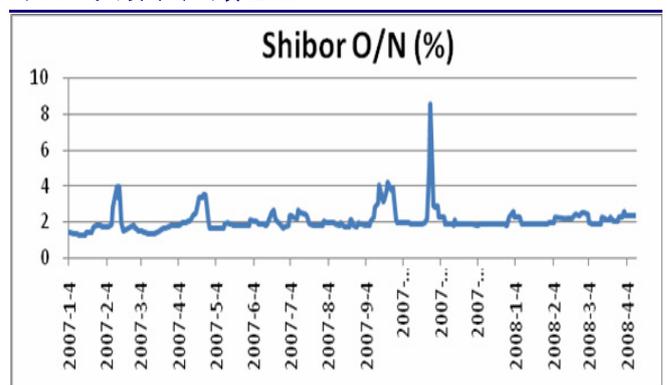
3、外汇储备继续快速增加,国外资金有加速流入中国的迹象,将加剧我国流动性充裕的程度。2008 年 1-3 月,我国外汇储备达到 16822 亿美元,同比增长近 4 成,比去年底增加了 1539 亿美元。外国直接投资 FDI 达到 274 亿美元,同比大幅增长 61%。除了贸易顺差 414 亿美元和资本项目顺差外,还有大量的外汇储备增加不能说明来源,这表明可能有较多的国际热钱正在流入中国。一家国际著名托管银行的资料也证明,最近几个月来,国际资金流入中国的趋势较为明显。

图 4: 我国银行系统资金充裕



数据来源: Wind 资讯

图 5: 我国货币市场资金充裕



在国内资金充裕和国外资金不断流入的背景下，我国流动性充裕的格局还将持续，流动性本身不会对资本市场的资金面构成威胁。

（三）人民币升值趋势不变

今年以来，人民币对美元汇率不断加速升值，目前已经突破 1: 7 大关。从年初至今已经升值接近 4%，全年很有可能超过年初 10% 的升值预期。

人民币升值是中国经济 30 年来高速增长的后反应，是中国经济国际竞争力大幅提高的必然要求，未来我国经济的高增长还将使人民币保持继续升值趋势。预计人民币对美元将达到 1: 6，远期可能达到 1: 4。

从我国经济自身发展来看，人民币升值是我国调整经济结构、改善内外不平衡状况的必然要求，是进行宏观调控的重要手段。

人民币长期升值的趋势决定了我国资产价格的长期上涨趋势，资本市场也将受益于本币升值，从而有助于使 A 股市场保持牛市格局。

今年以来，人民币对欧元和日元总体呈现贬值趋势，这将部分抵消人民币对美元快速升值对我国出口的负面影响，这也决定了 2008 年我国对外出口不会出现太大的下降，总体还将出现较大的贸易顺差。

二、引发本轮下跌的负面因素逐渐趋好

目前，导致一季度 A 股大幅下跌的因素正在趋于全面好转。在美国金融市场危机已经基本结束的情况下，我国宏观经济、宏观紧缩政策正在发生好的转变，资金供求也在出现有利于市场上涨的转变。

（一）宏观经济状况好转，最坏的时候已经过去

由于突如其来的次贷危机爆发、冰雪灾害、春运高峰、新劳动合同法实施、外资企业税率提高、人民币快速升值等多重因素聚集到一起，致使今年 1-2 月份宏观经济增速、企业盈利、物价等都受到很大影响。在出口方面，前两个月对外贸易顺差从去年同期的 380 亿美元大幅下降到今年的 280 亿美元，下降幅度高达 26%，如果算上人民币汇率的升值，则下降程度更大。在工业生产方面，工业增加值同比增长 15.4%，比 2007 年 12 月降低 2 个百分点，而且这个增长率是建立在去年同期 12.6% 的较低基数上的。在企业效益方面，前两个月规模以上工业企业利润总额同比增长 16.5%，比去年同期的 43.8% 大幅下降了 62%。在物价方面，2 月份 CPI 高达 8.7%，PPI 上升到 6.6%，均创下多年新高。

尽管如此，我们坚持认为，今年 1-2 月份很有可能是全年宏观经济最差的时候，3 月份后将回归正常增长。第一，严重影响前两个月的冰雪灾害是一次性的。根据国研中心的研究，冰雪灾害主要对中西部地区部分省份的农业、林业、电网、工业等造成一定影响，其中农业损失为 500 亿元左右，林业损失 570 亿元，电网损失 200 多亿元，工业损失 200 多亿元，加上旅游业、电信业损失，总计在 1600 亿元左右。如果不考虑灾后恢复的作用，仅从农业受灾面积和其他行业直接损失对产值的直接、间接影响分析计算，对全年 GDP 增长率的影响为 0.59 个百分点。但是由于从 3 月份以后，灾后重建的力度逐渐加大，如农业方面通过补种等措施扩大种植面积，工业方面通过提高开工率水平补回产值损失等，则灾害对 1-2 月的负面影响将在后面几个月完全消除甚至成为加速投资与经济增长的正面因素。第二，企业对人民币快速升值、劳动合同法实施、外资企业税率提高等不利因素的适应有一个过程，通过一段时间的自我调整，这些因素对企业的负面影响也将会逐步降低。事实上，我国企业对外部不利因素的调整能力是很强的，过去两年多的人民币升值并没有使纺织企业伤筋动骨就充分说明了这一点。第三，由于春运高峰与冰雪灾害的叠加效应使交通运输、企业生产的损失被放大了，随着这两个因素同时消失，各行业的生产经营都将回归正常。

从已经公布的 3 月份进出口数据表明，出口增长没有明显放缓，经济增长没有大家想像的那样坏，中国经济快速增长的格局并没有改变。事实上，尽管美国经济衰退导致我国对美出口增长放缓，但是由于我国出口区域结构的调整，3 月份我国出口增速仍然高达 30.6%，比 1-2 月的 16.4% 加快了近 1 倍，1-3 月出口同比增长 21.4%，增速回到合理区域。贸易顺差 134 亿美元，比 2 月份的 86 亿美元有了显著提高。出口增长大大好于市场预期，也印证了前期我们认为的 3 月份出口增长将回归常态的判断。我们认为，随着本周投资、消费、工业生产、GDP 等一系列数据公布，市场对经济增长的担忧将明显消除，市场信心也会逐步恢复。

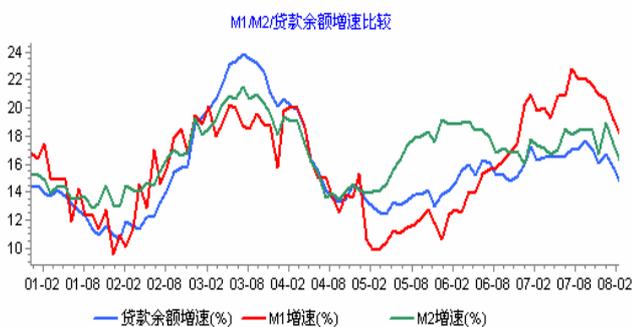
（二）宏观调控初见成效，继续加力可能性不大

央行刚刚公布的3月份数据表明，货币信贷开始全面放缓，央行也首度明确表示“从紧货币政策的成效正在显现”。今年3月份金融机构人民币贷款新增2834亿元，同比少增1583亿元。一季度金融机构人民币各项贷款余额27.50万亿元，同比增长14.78%，增幅比上年末低1.32个百分点，同比下降了9.05%，环比下降了6.04%。这是自2006年11月份以来，贷款增速首次降至15%以下，使得延续了15个月的贷款高速增长出现了明显的放缓迹象。在货币发行方面，3月末M2同比增长16.29%，增幅较上月末低1.19个百分点，增速是2007年2月份以来的最低值，M1同比增长18.25%，也较上月末下降了0.95个百分点，增速是2007年1月份以来的最低值。

从通胀情况看，CPI已有回落趋势，物价上涨发展成为恶性通胀的可能性不大。2008年推动价格上涨的因素仍然较多，既有国内外成本推动，也有统计指标包含的翘尾因素，还有因大面积雨雪冰冻与春节旺销而导致的季节性价格上涨，特别是全球性气候异常导致国内后续自然灾害的不确定性增大。从稳定价格的有利条件看，伴随改革逐步深入和经济持续较快发展，我国物质基础和企业适应能力不断增强；宏观调控政策的效果逐步显现，投资、出口等需求增长趋稳，房市和股市交互推动、持续升温的态势有所遏制，部分农产品短缺下半年可望明显缓解。随着翘尾因素和新涨价因素的逐步减弱，预计价格涨幅将出现前高后低的变化趋势。虽然上半年物价上涨主要源于翘尾因素高达5个百分点，下半年可能面临资源品价格改革的压力，但总体呈现前高后低的可能性是较大的，只要不形成显著的通胀预期，发展成为恶性通胀的可能性就不大，物价形势就不可怕。预计3月份的CPI为8.3%左右，环比下降约0.8%，已初显高位回落的趋势。

从国务院公布的宏观政策看，我国宏观紧缩政策方向正在发生转变。4月初国务院发布的2008年工作重点表明，宏观调控已经从“防过热、防通胀”的“老双防”，转变为“防过热与抑制通胀，防经济下滑”的“新双防”，防止经济下滑已经成为国家一个新的政策目标。因此，虽然仍然会实施从紧的货币政策，但我们认为，宏观调控加力的可能性已经基本消除，加息等手段在政策运用上将会更加谨慎。

图6：宏观调控初见成效



数据来源：Wind资讯

（三）第二季度资金供求压力明显减轻

1季度严重困扰市场的资金供求压力在第2季度将会有明显改善。从资金需求看，大小非、

再融资和新股发行的总量不会太大。从资金供应来看，基金发行加快、专户理财、QFII 放开都将为市场注入资金，而基金分红的压力在第二季度也将明显减轻，即使创业板推出也不会大量分流主板市场的资金。

1、资金需求压力明显减小

首先，2 季度的解禁数量显著减少。以目前的市值计算，今年全年的限售股解禁规模约 2.6 万亿元，其中 2 月、3 月、8 月、12 月压力最大，规模都在 3000 亿以上。4、5、6 月的解禁数量分别为 1545 亿、2029 亿和 1092 亿元，还不到 1 季度的一半。其中，首发和定发增发的机构配售数量也大幅减少。在二季度，大规模战略配售解禁已经结束，首发机构配售、定向增发机构配售和公开增发机构配售规模分别为 149 亿、293 亿、12 亿，加起来还不及一季度一个权重股的解禁规模。从实际减持情况看，小非实际减持公告的数量并不是很多，据不完全统计，实际减持不到解禁数量的 10%，小非解禁对市场的影响更多在于心理层面。在本轮下跌过程中，一些解禁行为是由于害怕继续下跌而被迫减持，而非本身的减持意愿，这样的行为带有一定程度的非理性因素。

图 7：二季度限售股解禁压力明显减轻



资料来源：WIND，银河证券研究所

图 8：二季度首发机构配售解禁规模为 149 亿

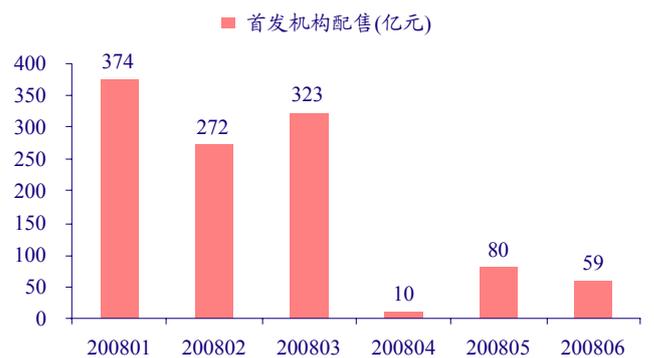
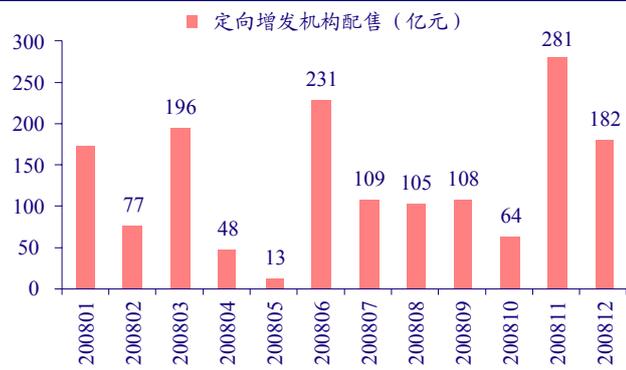
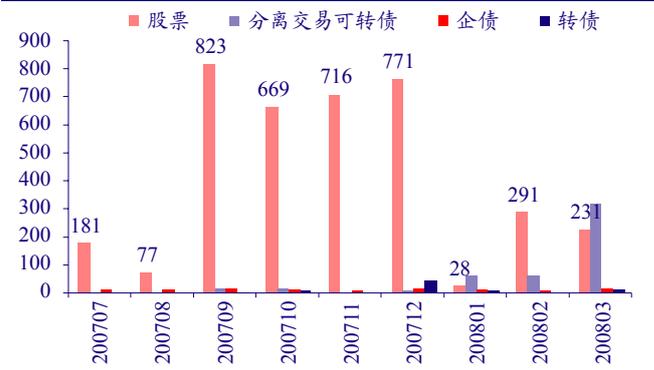


图 9：二季度定向增发机构配售规模为 293 亿



资料来源：WIND，银河证券研究所

图 10：2007 年 7 月以来每月各种融资品种规模



在国家企业控制的大非解禁方面，相关部门一直在积极研究如何规范大股东的减持行为，持股动态监控、预申报以及数量限制等措施将使大非解禁对市场的影响降到最低。

其次，再融资也主要是在心理层面影响市场。尽管很多上市公司都想通过证券市场进行大

规模的低成本再融资，但在严格的审批管制之下，实际数量将会大幅小于预期，时间跨度也将大大延长。今年第一季度，股票融资规模较去年 9-12 月的高峰期相比，下降幅度达到 60-70%，但分离交易可转债的数量明显上升，主要是 3 月份中石化发行了 300 亿。

再者，新股发行会适度加快，但应在可承受范围之内。从上周开始，暂停了一段时间的新股发行重新启动。在目前的市场点位重启 IPO，一方面可能是因为目前已经调整到位，另一方面也可能是因为已有对冲手段。我们认为，由于市场信心的恢复需要时间，资金供应也是循序渐进的，新股发行速度将会控制在市场可承受范围内。

2、资金供应方面将逐步改善

首先，基金发行审批速度加快，未来 1 个月将是新基金成立的高峰时期。尽管目前基金发行较为艰难，与 2007 年发行火爆之时不可同日而语，但随着市场企稳，发行状况可能会逐渐好转，4-5 月新基金将陆续进入建仓期，将给市场带来不小的增量资金。

表 1: 今年以来部分基金发行成立时间表

基金名称	基金类型	发行日期	成立日期	规模 (亿份)
国投瑞银稳定增利	债券	2007-12-17---08-01-16	2008.1.11	41.96
汇添富增强收益	债券	2008-01-21---02-29	2008.3.6	50.50
华夏希望	债券	2008-02-14---03-05	2008.3.10	93.23
广发增强	债券	2008-02-25---03-25	2008.3.27	48.28
南方盛元	股票	2008-02-18---03-18	2008.3.21	62.17
建信优势动力	股票, 封闭	2008-02-18---03-17	2008.3.19	46.43
易方达增强回报	债券	2008-02-28---03-28	2008.3.19	A: 23.76, B: 6.21
交银施罗德增利	债券	2008-03-03---04-03	2008.3.31	103.23
中银动态策略	股票	2008-03-03---03-28	2008.4.3	46.52
工银瑞信信用添利	债券	2008-03-05---04-09		
中海稳健收益	债券	2008-03-10---04-03		
浦银安盛价值成长	股票	2008-03-10---04-09		
天弘永利	债券	2008-03-17---04-16		
东吴行业轮动	股票	2008-03-17---04-17		
天治创新	股票	2008-03-18---04-18		
华安稳定收益	债券	2008-03-25---04-25		
兴业社会责任	股票	2008-03-28---04-25		
银河竞争优势成长	股票	2008-03-31---04-30		
益民多利	债券	2008-04-08---05-08		
富国天成红利	混合型	2008-04-08---05-08		
信诚盛世蓝筹	股票	2008-04-10---05-09		
宝盈增强收益	债券	2008-04-11---05-12		
诺安灵活配置	混合	2008-04-15---05-16		
华富收益增强	债券	2008-04-16---05-15		
东方策略成长	股票	2008-04-16---05-15		
长盛创新先锋	股票	2008-04-16---05-16		

资料来源：银河证券研究所整理

其次，基金、券商专户理财将带来较多的增量资金。目前一些规模较大的基金投资者有可能将基金赎回转为专户理财，这些资金经过一段时间后将重新进入市场。另外，一些原来的私募基金或产业资本也可能以专户理财的方式进入证券市场。从目前情况看，基金公司在专户理财方面都投入了大量的人力物力，寄予了很高的期望，证券公司也在积极准备专户理财，未来都将增加市场资金供应。

此外，QFII 重新放开将逐步增加市场资金供应，A 股市场对国际热钱的吸引力很高。虽然 QFII 的放开是稳步推进的，但长远看，从目前的约 100 亿美元额度增加到 300 亿美元额度，也会给市场带来不小的资金增量。在人民币升值趋势没有发生根本转变，投资人民币的年收益预期仍然高达 15% 的状况下，在 A 股已经回归合理投资区间的情况下，A 股对海外热钱的吸引力已经大大增强。实际上，一季度利用外资大幅增长、外汇储备大幅增长的现实已经对此作了很好的诠释。

总体来看，资金供求格局的新变化将支持股市企稳向上。

（四）次贷危机的不利影响暂告一段落，其他不确定因素基本消除

首先，影响国内外股市的次贷危机暂告一段落。2007 年 8 月开始，各国政府积极采取各种措施缓解次贷危机，美联储连续六次大幅降息，迅速将基准利率从 5.25% 下调至 2.25%，同时通过各种方式向市场注入流动性。在六个月的滞后期后，这些宽松的货币政策正在发挥积极作用，美国金融市场流动性危机有所缓解。房地产市场也出现销量环比上升的积极现象。虽然次贷危机对实体经济层面的影响还将继续，但对国际股市的影响已经阶段性结束，金融机构的流动性危机已有显著改善。欧美股市近期已经走稳，本轮受影响较大的香港市场也已经开始企稳反弹，A-H 价差减小，个别公司还存在 A-H 股价倒挂现象，外围市场对 A 股市场的估值压力减轻。

其次，台湾选举等不确定性因素消除。台湾大选已经结束，代表台独势力的民进党惨败于国民党，台海局势得以极大缓解，市场对此担心已经化解。西藏骚乱已经评定，藏独分子对奥运的干扰不会对经济、政治和国内证券市场产生重要影响。

三、市场调整已经过度，A股投资价值显现

(一) 2008年上市公司有望实现30%的业绩增长

虽然我们认为2008年中国经济增速有所下降，高通胀以及政府采取的调控政策会收窄部分企业的利润空间，上市公司投资收益也可能大幅下滑，但考虑到所得税调整等因素，工业企业利润增速会回落至20%-25%，而金融业仍然会维持40%的盈利增速。整体来看，上市公司30%的净利润增长是可以期待的。

经济增长9%以上，工业利润平均增长30%。2003年以来我国经济一直保持9%以上的GDP增速，工业企业年均利润总额增长基本维持在30%以上，企业盈利能力的明显提高。国民经济快速增长的拉动效应，企业的供需状况得以改善，资产质量提升，资产负债率下降，为业绩快速增长奠定了基础。

治理通胀将压缩企业利润5-10%。政府对治理本轮通胀的决心非常坚决，考虑到紧缩性的宏观调控仍将持续，整体的利润增速会下降，但在经济高速增长的环境下，企业利润增长的基本趋势和格局不会改变，全年工业企业利润增长速度低于正常值5-10个百分点，即增长20-25%左右。

出口减弱对整体工业利润影响不大。电子元器件、纺织服装、机械设备、交运设备、信息设备、家用电器等受出口影响较大的行业，无论是总市值占比还是净利润在全部上市公司中的占比都很小，其中2007年三季报净利润合计占比不到7%，航空、造纸等进口依赖的企业等能够从人民币快速升值中收益，这也能部分抵消出口减缓带来的负面影响。总体来看，人民币升值、出口减缓对A股业绩的直接影响有限，但会对那些以低附加值产品出口为主的行业产生严重影响，造成行业盈利状况严重分化。

投资收益下降与所得税率下调带来的净利增长基本可以抵消。2007年的大牛市使得部分企业获得了丰厚的投资收益，这种情形在2008年不会延续。截至4月11日，已经有981家上市公司公布了2007年年报，占市场总市值的78%，剔除金融业后，主营业务产生的利润占净利润的87%，投资收益占9%，营业外利润占4%。出于谨慎预测的考虑，我们假设2008年工业企业的投资收益为零，名义所得税率从33%下调至25%能够给企业带来8-10%的额外收益。也就是说，2008年上市公司在投资受益方面的下滑与所得税率下降带来的利润增长可以互相抵消，这样工业企业净利润增速也在20%-25%之间。

工业类上市公司增长20-25%，加上金融业40%的盈利增长，预计2008年全部上市公司盈利增长在30%左右。

图 11: 对上市公司利润增长的分析框架



资料来源: 银河证券研究所

图 12: 对工业企业利润增速的分析框架



资料来源: 银河证券研究所

(二) 2008 年一季度上市公司净利润增长 25% 左右

目前市场对 2008 年一季度的业绩普遍悲观, 我们认为, 2008 年一季度全体上市公司仍能增长 25% 左右, 但需注意各行业盈利状况将严重分化。

上市公司 2007 年年报所显示出来的一些特征将对 2008 年一季度乃至全年业绩产生一定的影响。从已公布的 2007 年年报的 981 家公司来看, 有四个显著特点: 一是整体利润增速较高, 达到 47%, 剔除中石油达到 65%; 二是利润增长主要是由于主营业务收入增速高于主营业务成本、期间费用增幅, 企业经营效率不断提高, 毛利率普遍提升, 盈利能力增强; 三是投资收益增长 170%, 在利润总额中占比较高达到 20%, 剔除金融类企业在利润总额中占 9%; 四是行业利润增幅中分化严重, 交运设备、房地产、金融业、机械设备等行业无论是营业收入还是净利润都大幅增加, 而采掘、有色金属、公用事业、石油石化等行业利润增速相对较低。

2008年一季度金融类上市公司仍能保持接近40-50%的高速增长，但工业类上市公司的利润增速将大幅下滑至15%左右。

1-2月工业企业利润总额同比仅增长16.5%，考虑到上市公司代表性增强、3月份企业盈利状况可能改善、石油石化盈利不佳且在上市公司中占比很高、利润增速很快的电信行业在A股中占比很低、投资收益大幅下降、所得税下调等因素，预计上市公司中的工业企业净利润增长预计在15%左右。

正如前面所分析的，今年1-2月可能是宏观经济最困难的时候，即便是1季度业绩比预期差，也不必对全年业绩悲观，全部上市公司同比增速预计在25%左右。

(三) 市场调整过度反应使投资价值显现

本轮下跌是在复杂的不确定性环境下，投资者规避风险的本能选择，但其中由恐慌导致的羊群效应是快速深幅下跌的重要原因。从价值和理性分析的角度看，A股市场对负面因素过度反应，投资价值已经显现。

1、全球股市中A股下跌最深，已具投资价值

上证综指从6124点下跌以来，最大跌幅近48%。去年11月以来的六个月时间里，美国股市跌幅在15%以下，欧洲各国跌幅都不超过20%，香港下跌16%，巴西股市甚至还出现了小幅上涨，都远小于A股市场跌幅。对比各国市场的估值水平，欧洲成熟市场的市盈率在12倍左右，但是盈利增长速度缓慢，08年、09年的市盈率继续维持这一水平。经过大幅调整后，A股市场的高估值风险得到了明显释放，静态估值水平在28倍左右，08年的动态市盈率在21倍，09年的动态市盈率只有18倍。

图 13: 2008 年以来各国股市表现

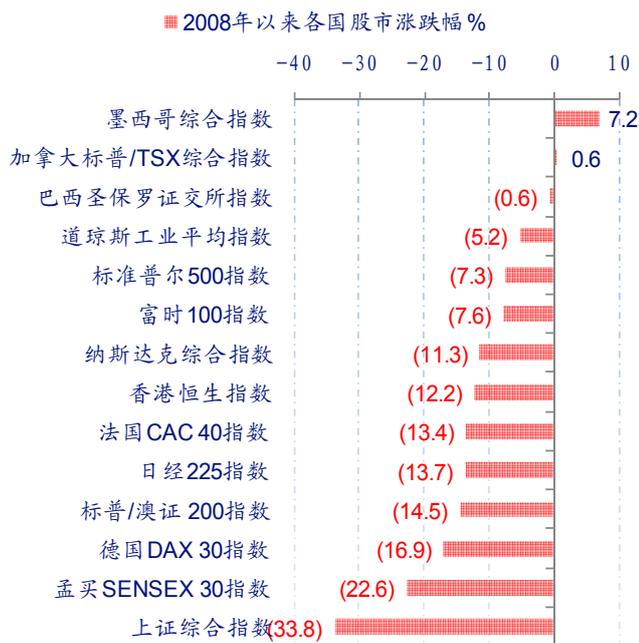


图 14: 近 6 个月各国股市表现



资料来源: Bloomberg, 银河证券研究所, 2008年4月11日数据

表 2: 各国市场估值水平

	PE TTM	08 年动态 PE	09 年动态 PE
美洲			
标准普尔 500 指数	21	14	12
纳斯达克综合指数	35	22	18
欧洲			
富时 100 指数	12	11	10
法国 CAC 40 指数	12	11	10
德国 DAX 30 指数	11	11	10
西班牙 IBEX35 指数	11	12	10
瑞士市场指数	16	15	11
亚洲			
日经 225 指数	15	15	13
香港恒生指数	14	16	14
上证综合指数	28	21	18
标普/澳证 200 指数	14	14	12
孟买 SENSEX30 指数	22	16	13

资料来源: Bloomberg, 银河证券研究所, 2008 年 4 月 11 日数据

从 A 股各行业的表现来看, 结构性机会与结构性风险并存。目前, 钢铁行业的 TTM 市盈率只有 19 倍, 金融 23 倍, 考虑到 2008 年金融业整体 40% 的盈利高增长, 动态估值水平只有 16 倍。另外, 从 1-2 月国家统计局公布的企业利润增长来看, 钢铁增长 12%、石油开采增长 61%、煤炭 67%、机械 36-43%、建材增长 54%。电力、石化、有色受雪灾及价格管制影响利润出现下跌的状况。因此, 从中长期看, 钢铁、煤炭、银行、证券等行业的投资价值已经显现。但是, 也有部分行业无论静态市盈率还是动态市盈率仍然高企, 在未来一段时间投资机会不多。

表 3: A 股市场各行业估值水平

板块名称	PE TTM (剔亏)	PB (剔亏)	板块名称	PE TTM (剔亏)	PB (剔亏)
黑色金属	19	2.9	电子元器件	43	4.0
金融服务	23	4.1	信息服务	43	4.5
化工	24	3.8	医药生物	43	4.9
采掘	28	5.2	商业贸易	43	5.4
交运设备	30	4.2	房地产	45	5.1
公用事业	30	3.3	建筑建材	45	6.3
纺织服装	32	3.3	信息设备	46	4.1
有色金属	32	5.9	餐饮旅游	55	5.5
交通运输	35	4.6	综合	57	4.5
家用电器	36	3.7	食品饮料	58	8.4
机械设备	38	6.0	农林牧渔	76	6.0
轻工制造	39	3.6			

资料来源: Wind, 银河证券研究所, 2008 年 4 月 11 日数据

2、历史表明每年都有投资机会

我国证券市场自成立以来，每年至少都有一波上涨行情，或大或小，每年都有投资机会。从1991年到2007年，上证综指每年的最大涨幅为1992年，达到356.2%，而涨幅最小的2001年也有18.57%。大多数年份的涨幅都在20%--100%之间，这17年的平均最大涨幅也达到100%。

没有只涨不跌的股市，也没有只跌不涨的股市。市场过度调整后，在价值、投资心理、资金、政策等多种因素的作用下，都会有一定的反弹行情。结合前面分析的各种有利因素，我们认为5月份可能会迎来较好的投资机会。

表 4: 上证综指每年的最大涨幅

时间	年中涨升阶段低点	年中涨升阶段高点	最大涨幅
1991	104.96	293.75	179.87%
1992	313.24	1429.01	356.20%
1993	777.16	1558.95	100.60%
1994	325.89	1052.94	223.10%
1995	524.42	926.41	76.65%
1996	512.83	1258.69	145.44%
1997	855.85	1510.18	76.45%
1998	1110.09	1422.98	28.19%
1999	1047.83	1756.18	67.60%
2000	1361.21	2125.72	56.16%
2001	1893.78	2245.44	18.57%
2002	1339.2	1748.89	30.59%
2003	1311.68	1649.6	25.76%
2004	1491.69	1783.01	19.53%
2005	998.23	1223.56	22.57%
2006	1161.91	2698.9	132.28%
2007	2541.52	6124.04	140.96%
平均			100.03%

四、4月震荡筑底，股市红5月可期

基于上述原因，我们看好第二季度的投资机会，其中4月份是震荡整固、恢复信心、积聚能量的时间，而5月份负面影响已基本消除，5月份将迎来较好的投资机会。

（一）4月份将震荡筑底

首先，投资者信心恢复需要时间。由于投资者在本轮下跌中损失惨重，投资信心受到极大打击，绝大多数投资者都还处于观望、谨慎的态度，因此信心的恢复、投资者心理重新适应做多氛围需要较长的时间。

其次，一季度的宏观经济形势要在4月份逐渐明朗。虽然我们预计宏观经济形势已经走出低谷，但数据的验证要等到4月中下旬。

再者，2008年1季度业绩要在4月末才能完全清晰。投资者虽然关心2007年的业绩，但更关心今年1季度的业绩状况，根据惯例，1季报的披露往往集中在4月份的最后几天。

最后，资金进入也需要一个过程。由于目前基金发行速度较慢，资金重新大规模进入股市需要一个安排调度的过程。

（二）5月份将迎来投资良机

5月份可能是负面消息的相对真空期，有利于市场做多氛围的形成与积聚。

首先，5月份不会有国内经济和上市公司业绩等方面的重要数据公布。经过4月份的集中发布后，5月份在经济数据和上市公司业绩方面处于相对真空期。

其次，从紧货币政策的成效已经开始显现，宏观调控不会加力，甚至有可能在4月份以后会适度放松。这会大大减轻投资者对宏观调控的担心。

再者，从往年情况看，第二季度都是各企业加紧生产、工业增加值快速提高的时期，企业的生产效益相对较好，有利于股市走好。

在资金方面，今年新批基金的成立和大规模入市也要在5月份才能完成。

因此，我们认为，市场经过前期大幅下跌后，中期反弹正在酝酿之中，反弹高度可能达到上证综指4200点左右，对应上证50指数2008年市盈率23左右。

五、投资策略与投资机会

（一）投资策略应注重时机、仓位和品种的把握

1、4月份积极准备，为5月份耐心布局

由于4月份投资者心态不稳，股指震荡甚至出现较大的震荡在所难免，对于机构投资者而言，应积极准备，在调整过程中耐心布局，股票仓位逐渐增加。

2、从投资风格看，大小盘股在此轮上涨中均有机会

经过前期市场的普遍大幅下跌，不仅多数蓝筹股具有较高的投资价值，对于一些中小盘股也已经补跌而具有较好的投资机会。

3、反弹前期可能具有普遍机会，而在反弹中后期将出现分化

如果是力度较大的快速反弹，反弹前期会有普遍的投资机会，投资者仓位的控制更加重要，而在反弹的中后期，就要注意行业与板块的分化现象，行业发展基本面的判断就更为重要。

（二）把握四大投资机会

在行业与板块选择中，应着重把握以下四大投资机会。

一是超跌个股反弹机遇，主要关注今年以来下跌幅度超过50%，估值偏低的有色、证券、交通运输等行业；

二是一季度业绩大幅增长的银行、地产、航空、钢铁、机械、煤炭等行业；

三是主题投资机会，包括：收益于人民币升值的航空、地产、造纸等行业的机会，以及创投、三通、奥运等主题性投资机遇；

四是受国家行业发展政策影响，具有长期高增长潜力的行业，主要包括：新能源、节能减排、环保、军工等。

插图目录

图 1: 从 1953 年-2007 年我国的经济周期.....	1
图 2: 出口贡献占 GDP 的比重达到 7%以上.....	3
图 3: 2007 年出口带来的 GDP 增长占比达到 23.7%.....	3
图 4: 我国银行系统资金充裕.....	3
图 5: 我国货币市场资金充裕.....	3
图 6: 宏观调控初见成效.....	6
图 7: 二季度限售股解禁压力明显减轻.....	7
图 8: 二季度首发机构配售解禁规模为 149 亿.....	7
图 9: 二季度定向增发机构配售规模为 293 亿.....	7
图 10: 2007 年 7 月以来每月各种融资品种规模.....	7
图 11: 对上市公司利润增长的分析框架.....	11
图 12: 对工业企业利润增速的分析框架.....	11
图 13: 2008 年以来各国股市表现.....	12
图 14: 近 6 个月各国股市表现.....	12

表格目录

表 1: 今年以来部分基金发行成立时间表.....	8
表 2: 各国市场估值水平.....	13
表 3: A 股市场各行业估值水平.....	13
表 4: 上证综指每年的最大涨幅.....	14



免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908