



赵 侠 (86)-010-84801800-8133
xzha@scstock.com

振荡中的喘息行情

报告要点：

- ◆ 今年以来，A 股市场在宏观经济调控、外围市场动荡，以及流通股剧增，这三大事件的冲击下形成了巨大的系统性风险。根据我们的分析，上述三大风险因素有望在 5 月份出现一定程度的缓解，到时对于降低 A 股市场的系统性风险起到较大的作用。A 股市场也有望在五六月份获得一波暂时性的喘息行情。
- ◆ 高通胀形势二季度预计有所缓解，外围市场风险于 5 月份之后逐步趋缓，二季度限售股解禁压力全年最低。
- ◆ 1~2 月份工业企业利润率大幅下降存在中长期与短期共五个重要原因。
- ◆ 蓝筹泡沫被大幅挤压，但是由于前两个月的工业企业利润增长出现了大幅下降，估值基础发生了变化，目前的估值仍面临下行风险。
- ◆ 在经济增长面临降温的形势下，抛弃周期性行情，选择防御性行业是行业配置的关键。高通胀的宏观形势也决定了行业配置时需要关注下游的，具有品牌优势，定价能力较强的消费服务类龙头企业。具体到行业来看，重点配置食品、饮料、农副产品加工业、煤炭、环保等景气度持续较高的行业，以及医药、电气机械、造纸等防御性行业也同样值得关注。到了二季度末，市场在转暖的情况下，奥运板块也值得关注。具有较高的分红，业绩增长较为稳定，估值较低特点的大盘蓝筹股值得配置。

前言——对于二季度 A 股市场整体走势的观点

今年以来，A 股市场在宏观经济调控、外围市场动荡，以及流通股剧增，这三大事件的冲击下形成了巨大的系统性风险。市场因此出现了大幅的向下调整，上证指数前三个月跌幅高达 32%。从历史上来看，本次调整是同样时间段内跌幅最大，相同跌幅下调整速度最快的一次下跌。

具体分析这三个造成了一季度系统性风险加大的因素。首先，一季度的通货膨胀创下了近年来的新高，其次，一季度外围市场普遍出现大幅调整，最后，限售股解禁释放的市值从全年来看也是最大的一个季度。在二季度，这三个重要的风险因素到底会有哪些变化，这对于判断大盘走势有着非常重要的意义。

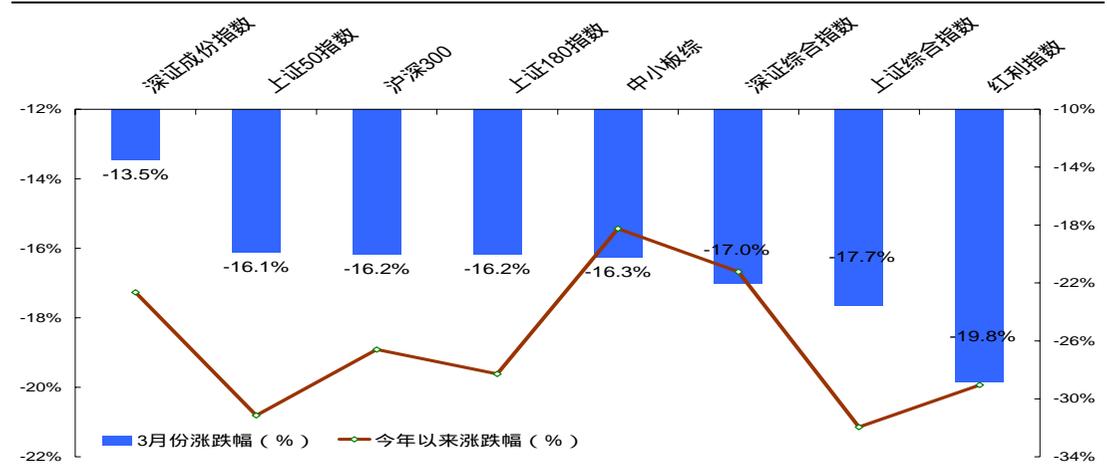
根据我们的分析，上述三大风险因素有望在 5 月份出现一定程度的缓解，到时对于降低 A 股市场的系统性风险起到较大的作用。A 股市场也有望在五六月份获得喘息行情。

之所以叫做喘息行情，是指：4 月份，大盘还会在国内宏观经济与国外市场形势不能完全明朗的情形下继续振荡，会随时出现一些小幅的反弹，但是很难出现大规模的持续向上的反弹行情，系统性风险没有看到化解之前，任何反弹都是部分投资人趁机出货的良机，市场仍处于振荡期。但是，在 5 月份之后，无论是从宏观形势，外围市场、还是限售股解禁的内部冲击风险来看，都很有可能出现一定程度的暂时性的缓解。并且预计将有 1500 亿元左右的股票型基金进入建仓期，这时，大盘才能有所企稳。有可能形成一次不小的行情。而前面所说的各风险因素的暂时性缓解是与喘息行情相对应，这是因为工业企业利润可能会继续下降，通货膨胀可能恶化，三季度限售股解禁出现上升，等不利因素仍在未来的时间等候。所以二季度行情是暂时的，从全年来看，还不能确认二季度的反弹是一个趋势反转的形成。

一、三月份市场回顾

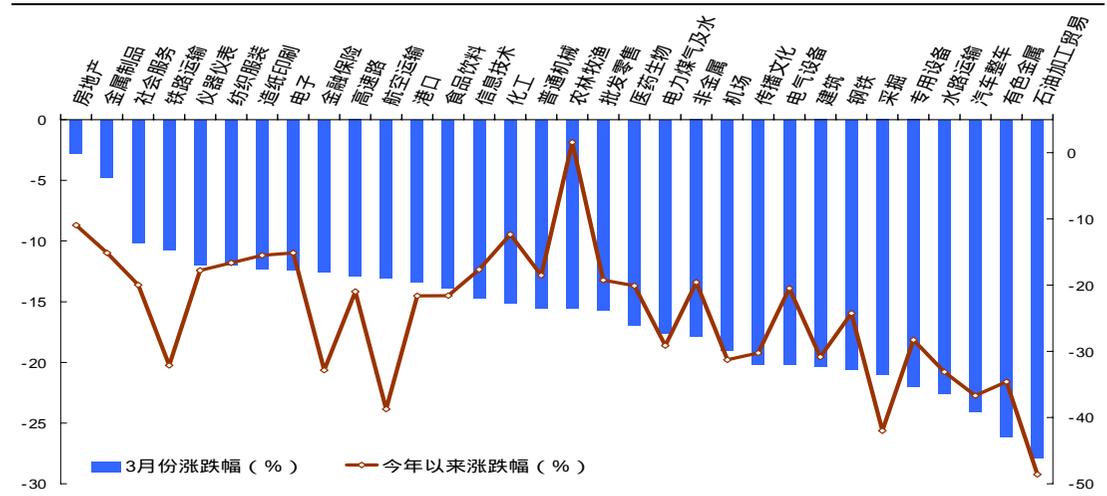
- ◆ 三月份 A 股市场经历了又一轮的下跌,最低到 3357 点。如果从本轮最高点的 6124 点算起,大盘已经跌去 45%。究其原因,是 3 月份公布的一系列宏观数据的引发了市场对于高通胀以及经济减速的担忧,宏观因素带来的系统性风险打击市场信心,一再期盼的政府救市措施也没有到来,这都促使短期市场依然没能见底。
- ◆ 截止 3 月 28 日,从风格板块收益来看,3 月份,红利指数板块跌幅最大,跌幅 19.8%,深成指跌幅最小,跌去 13.5%,而上证 50 跌幅 16.1%。从今年以来的指数收益情况来看,上证 50 指数跌幅 31.1%,远远大于中小板指数 18.2%的跌幅。
- ◆ 从行业指数收益来看,房地产行业跌幅最小,仅跌去 -2.8%,而部分防御性行业抗跌比较明显,比如社会服务、交通运输、纺织服装、造纸等行业,而金融保险等行业由于前期跌幅巨大,本月跌幅也趋缓,上述行业跌幅都在 10%~15%之间。而与宏观经济的周期性相关性较强的行业,比如钢铁、水运、专用设备行业,以及采掘、有色、石油加工贸易等资源性行业的跌幅最大,均超过了 20%。

图 1: 指数板块收益率



资料来源：WIND，江南金融研究所

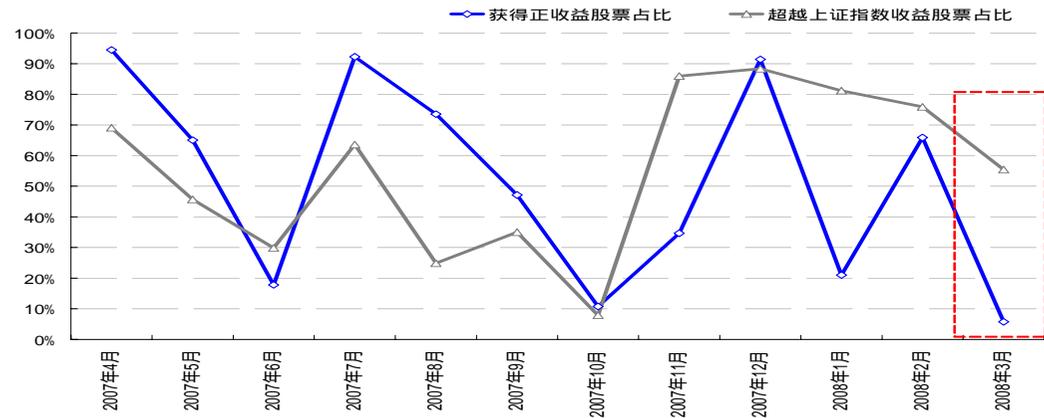
图 2: 各行业指数收益率



资料来源：WIND，江南金融研究所；采用总市值加权平均法

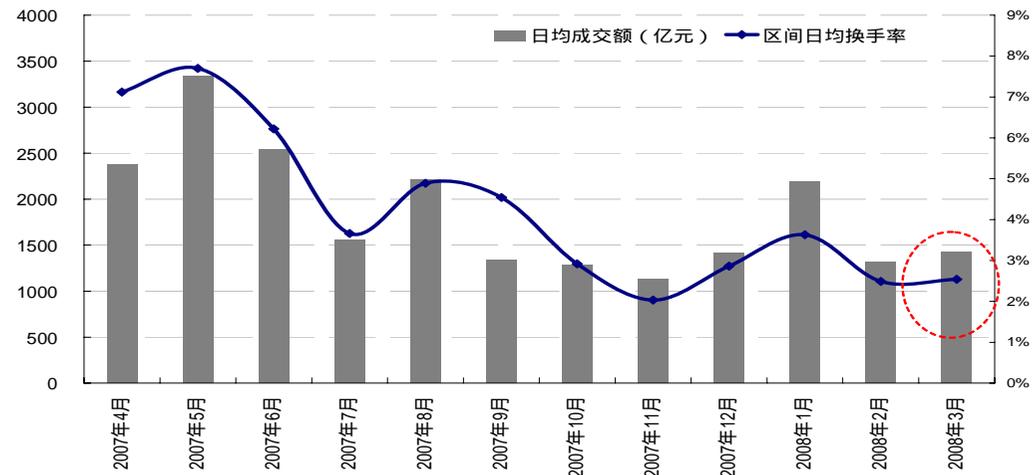
- ◆ 3 月份仅 6% 的 A 股获得正收益。全部 1548 家 A 股上市公司中只有 89 只股票获得正收益。
- ◆ 小盘股特征继续弱化，市场风格仍将逐步向大盘股转变。3 月份超越上证指数收益的股票占到总数的 55%，连续四个月持续下降。而 3 月份中小板指数跌幅基本与上证 50 相当，相比此前大盘股一直处于领跌的状况，形势有所转变。市场风格仍处于向大盘股的转变之中。我们认为市场信心一旦回暖，大盘股将会首先带领反弹。这一点值得投资者注意。
- ◆ 成交额和换手率相比 2 月份略微回升。3 月份沪深两市的日均成交额为 1429 亿元，日均换手率为 2.54%，相比 2 月份略微回升。
- ◆ 当前的沪深两市总市值 23.4 万亿，流通市值 7.9 万亿。

图 3：3 月份仅 6% 的 A 股获得正收益，超越上证指数收益的股票占比为 55%



资料来源：WIND，江南金融研究所

图 4：3 月份 A 股日均成交额 1429 亿元，日均换手率 2.54%



资料来源：WIND，江南金融研究所

二、A 股系统性风险的逐一化解 - 构建五六月份的喘息行情

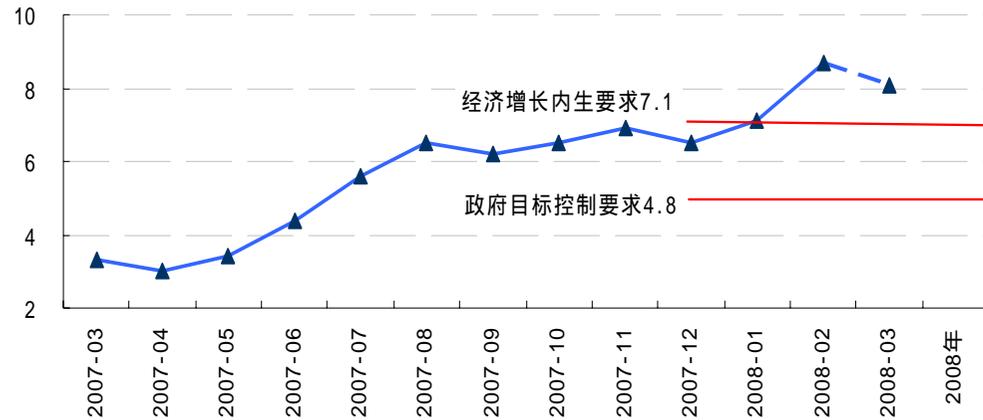
宏观经济风险、外围市场风险以及限售股解禁的风险对于 A 股市场形成巨大冲击。根据我们的分析，上述三大风险因素有望在 5 月份出现一定程度的缓解，到时对于降低 A 股市场的系统性风险起到较大的作用。A 股市场也有望在五六月份获得喘息行情。

- ◆ 宏观经济风险——高通胀形势二季度预计有所缓解。
- ◆ 未来仍存在引发高通胀的不确定因素，经济增长出现降温趋势。
- ◆ 外围市场风险 5 月份之后逐步趋缓。首先，美国房地产按揭贷款问题产生的直接影响在 5 月份之后开始逐步消退；其次，经历了最初的恐慌过后，美国和香港的股票市场都进入了两个月来的平整期。市场正在化解次贷以及经济可能面临衰退的风险。
- ◆ 二季度限售股解禁释放总市值 4752 亿元，解禁压力全年最低，对于 A 股市场的冲击也有很大程度的降低。
- ◆ 二季度金融保险行业解禁市值规模最大。
- ◆ 二月份和三月份的减持规模相对前期较低，我们理解为在市场调整幅度较大时，部分股东并没有选择立即套现，而是等待更好的卖出时机的到来。

2.1.1 宏观经济风险 - 高通胀形势二季度将有所缓解

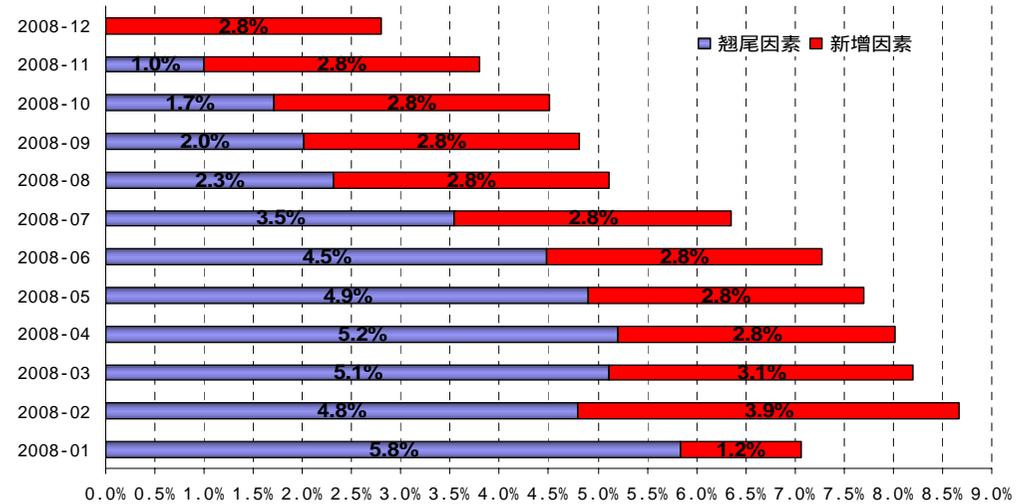
- ◆ 目前宏观经济所面临的最重要的两个问题就是通货膨胀仍具有不确定性，以及经济增长在宏观调控的措施下开始出现降温的趋势。
- ◆ 通货膨胀的压力依然很大，政府的目标控制是 08 年 CPI 为 4.8，但是我们根据 CPI-GDP 模型测算，经济增长对于通胀的内生性要求高达 7.1%。在政府限价的行政性手段下，全年通胀会低于 7.1%，但是达到政府 4.8% 目标值预计很难实现。
- ◆ 我们预计 3 月份 CPI 为 8.1%，比 2 月份有所下降。根据对 CPI 的分解，在假设新增因素不变的情况下，翘尾因素的影响将会逐步降低，CPI 在二季度有望呈现逐步降低的趋势。
- ◆ 目前政府密切关注通胀数据，如果 4 月份的通胀数据真如预期中那样有所降低，那么紧缩政策的实施就会暂缓。而 4 月份的通胀数据是在 5 月中旬公布，到时宏观调控的风险很可能会有所降低。

图 5：根据我们的模型测算：GDP 增长对于 CPI 的内生性要求在 08 年达到了 7.1%



资料来源：江南金融研究所；

图 6：CPI 的分解：假设新增因素不变，翘尾因素的影响将会逐步降低，CPI 二季度有望呈现逐步降低的趋势



资料来源：江南金融研究所；

2.1.2 宏观经济风险 - 未来仍存在引发高通胀的不确定因素, 经济增长出现降温趋势

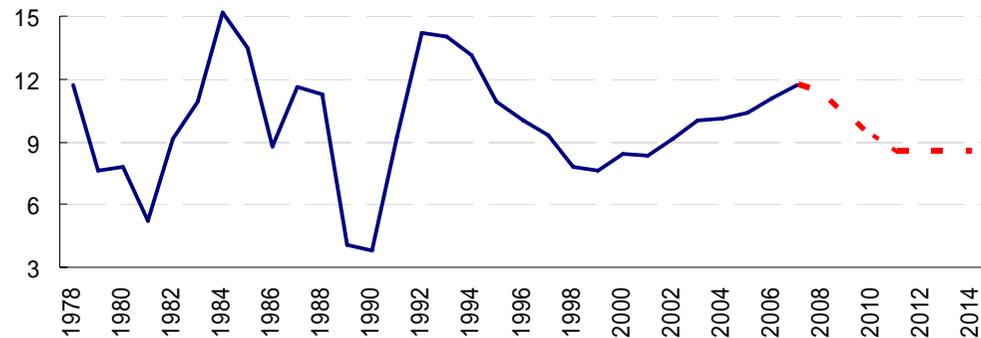
- ◆ 目前来看，二季度通货膨胀会有一些的缓解，但是从中期来看，还存在一些不确定的因素可能继续恶化通胀的风险。
- ◆ 国际农产品价格持续上涨风险。3 月 27 日，作为全球大米价格基准的泰国大米报价达到每吨 760 美元，26 日报价每吨 580 美元，涨幅超过 30%。美国农业部报告显示，本年度全球大米产量 4.2 亿吨，而需求达 4.23 亿吨，库存降低至 7000 万吨，是 25 年来最低水平。
- ◆ 国际原油价格仍处于历史高位。
- ◆ 近期乳业和食用油企业获批开始提价，表明了政府限价政策出现松动。会有更多的行业在成本压力下寻求提价的可能。
- ◆ 前两月工业增加值增速的大幅回落，以及工业企业利润增长的降低，都预示了经济增长已经出现降温趋势。各研究机构对于 08 年全年的经济增长预测均值为 10.5%。

表 1: 各研究机构对 08 年经济增长的预测均值为 10.5%

预测机构	GDP
中信建投证券	11.2
安信证券	11.1
申银万国研究所	10.7
中国国际金融公司	10.75
江南证券	10.5
国家信息中心	10.5
中信证券	10.5
中国社科院数量所	10.2
国泰君安研究所	10
天则经济研究所	10
平均值	10.5
最大值	11.2
最小值	10

资料来源：证券市场周刊整理

图 7: 江南金融研究所提出的未来五年 GDP 的增长趋势图

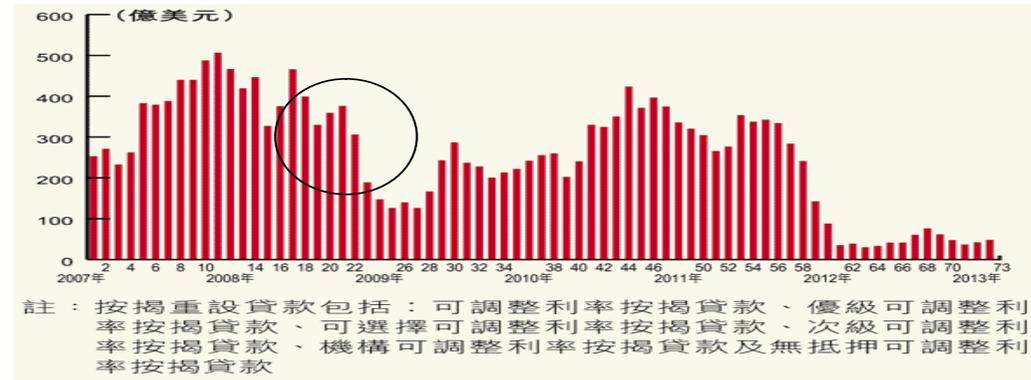


资料来源：江南金融研究所

2.2 外围市场风险 5 月份之后逐步趋缓

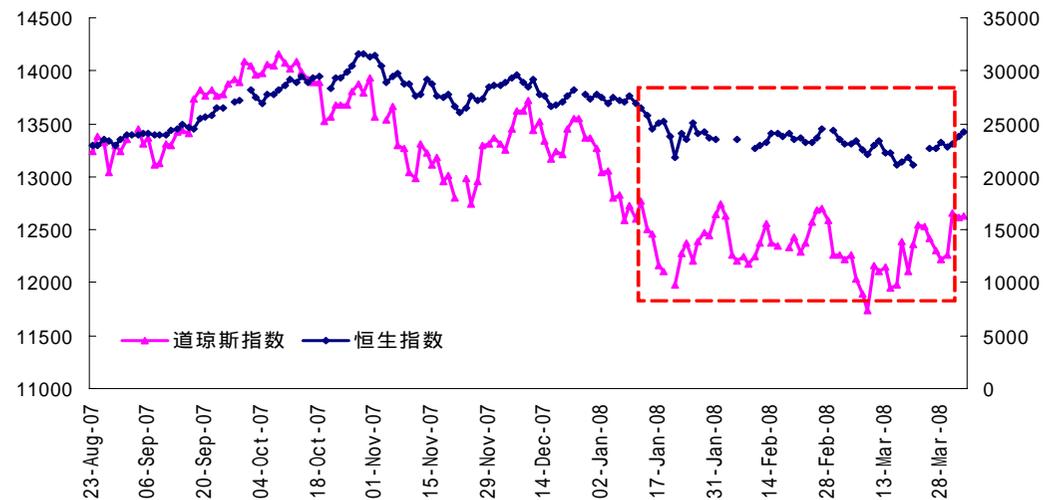
- ◆ 美国房地产按揭贷款问题产生的直接影响在 5 月份之后开始逐步消退。根据美国的按揭贷款利率重设时间表，2008 年需要重新设置利率的按揭贷款额爆发的最高峰是在 2 月份和 5 月份，而在 5 月份之后则逐步降低。二季度 A 股市场面临的外围市场风险也随之降低。
- ◆ 美国的房屋按揭贷款利率在开始的一两年内利率非常低，过了一定期限之后利率则会重设。利率升高很多之后使得房屋贷款的违约率大幅上升。图中横轴是按揭贷款利率重设的时间，纵轴是按揭贷款规模。从大的时间段来看，2007 年 5 月份到 2008 年 5 月份之间是按揭贷款问题爆发的第一个高峰期，2009 年处于低谷，2010 年下半年到 2011 年则是第二个高峰期。
- ◆ 经历了最初的恐慌过后，美国和香港的股票市场都进入了两个月来的平整期。市场正在化解次贷以及经济可能面临衰退的风险。

图 8：美国按揭贷款利率重设时间表



资料来源：香港经济日报

图 9：在恐慌性下跌之后，美国与香港市场两个月来处于平整期

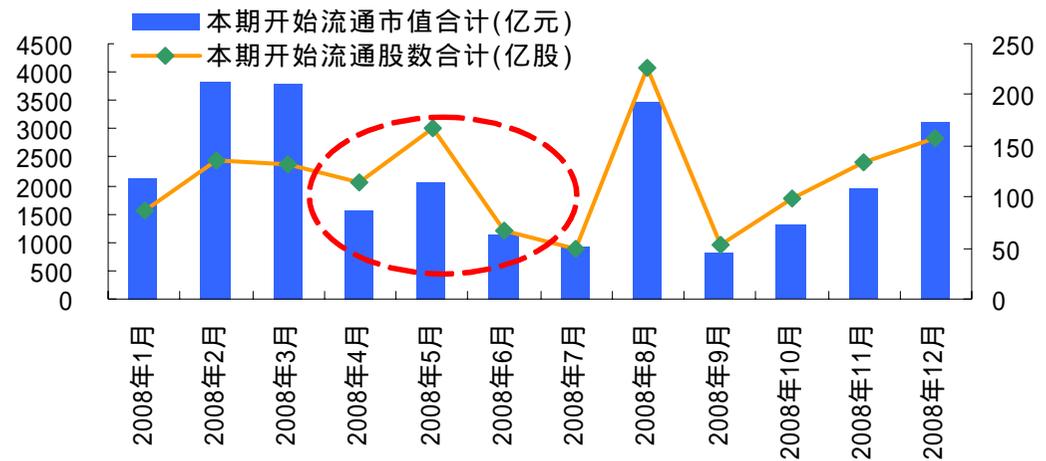


资料来源：WIND，江南金融研究所；

2.3.1 内部冲击降低 - 二季度进入限售股解禁宽松期

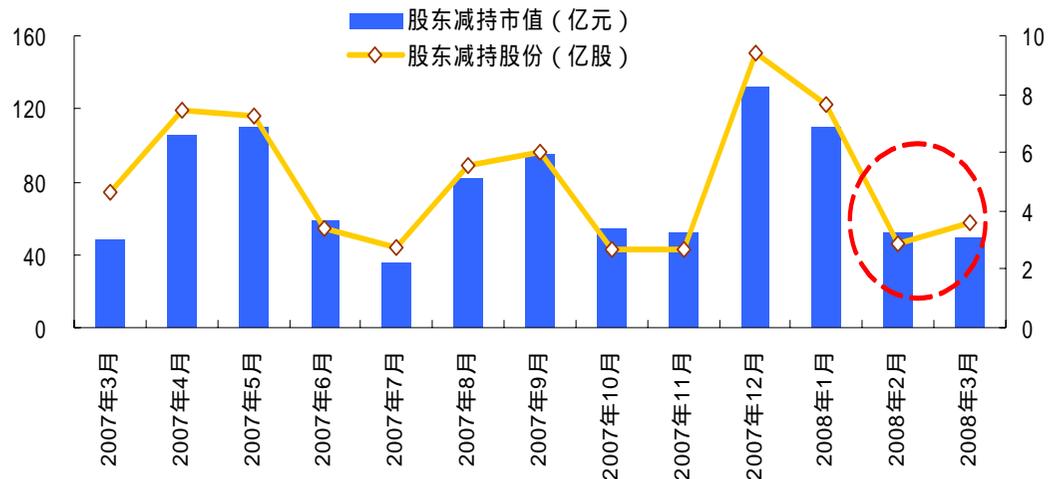
- ◆ 二季度限售股解禁释放总市值 4752 亿元，解禁压力全年最低，对于 A 股市场的冲击也有很大程度的降低。以最新股价数据来看，一季度解禁市值在四个季度中最多，达到 9778 亿元，二季度释放的市值仅有一季度规模的一半，此后的三季度和四季度解禁市值再次上升，分别解禁 5194 亿元和 6382 亿元。从月份来看，4 月份至 7 月份之间的四个月间是全年限售股解禁的宽松期。此后，8 月份和 12 月份仍有较大的解禁压力。
- ◆ 上市公司减持。三月份总共有 71 家上市公司发布了 98 次减持公告，股东减持总共 3.58 亿股，约 49.23 亿元的股票市值。2 月份和三月份的减持规模相对前期较低，我们理解为在市场调整幅度较大时，部分股东并没有选择立即套现，而是等待更好的卖出时机的到来。
- ◆ 3 月份减持的行业分布情况。按照减持市值划分，3 月份减持市值最大，并都在 4 万亿之上的五个行业依次是机械设备、批发零售、社会服务、医药生物和石油化工行业；而减持规模最小的行业依次是交通运输、纺织服装、建筑、农林牧渔和造纸行业；而金融保险行业减持居中，不到 2 万亿。

图 10：二季度限售股解禁压力大大降低



资料来源：WIND，江南金融研究所

图 11：2、3 月份大小非减持意愿降低



资料来源：WIND，江南金融研究所

2.3.2 二季度金融保险行业解禁市值规模最大

◆ 二季度解禁规模最大的行业是金融保险业，解禁市值为2105亿元，其次分别是有色金属604亿元、机械设备312亿元、食品饮料246亿元、及交通运输193亿元。从前面分析的减持行业分布特点中能够看到，解禁市值最多的行业并不一定意味着股东减持意愿最强烈。

◆ 二季度中，信息服务、纺织服装、轻工制造、信息设备、餐饮旅游等五个行业的解禁市值规模最小，均不到50亿元。

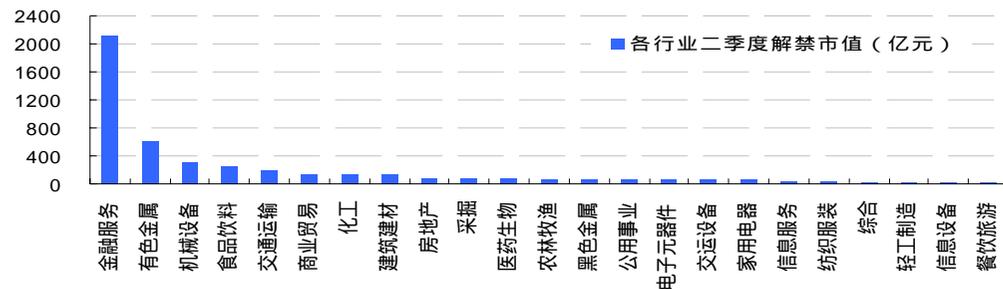
◆ 投资者需要关注以下解禁市值最多的个股：

◆ 4月份，中国铝业解禁509亿元，工商银行177亿元；

◆ 5月份，交通银行解禁1323亿元；

◆ 6月份，民生银行解禁227亿元，三一重工201亿元。

图 12：二季度解禁市值的行业分布



资料来源：WIND，江南金融研究所；

表 2：二季度解禁市值最大的 20 只股票

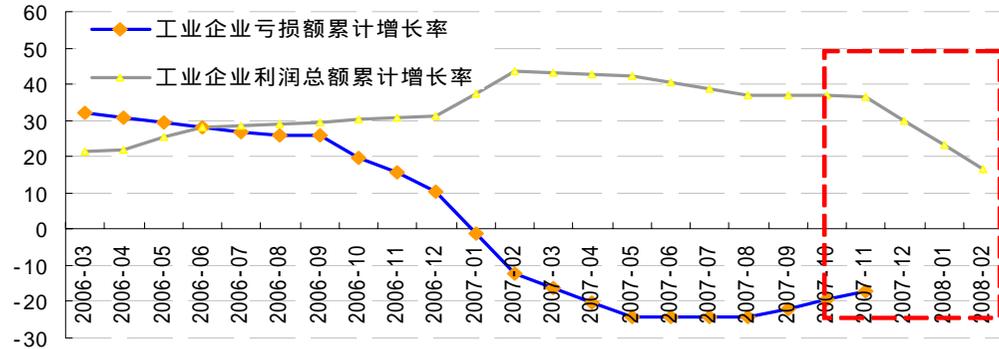
股票代码	股票简称	流通日期	本期流通数量 (万股)	收盘价 2008-3-31 (元)	本期释放市值 (亿元)	所属行业
601328.SH	交通银行	2008-05-15	1324314	9.99	1323	金融服务
601600.SH	中国铝业	2008-04-30	250068	20.36	509	有色金属
600016.SH	民生银行	2008-06-23	211939	10.71	227	金融服务
600031.SH	三一重工	2008-06-17	51813	38.81	201	机械设备
601398.SH	工商银行	2008-04-27	288461	6.13	177	金融服务
601919.SH	中国远洋	2008-06-26	53500	26.62	142	交通运输
000001.SZ	深发展A	2008-06-20	34626	28.20	98	金融服务
000001.SZ	深发展A	2008-06-27	10434	28.20	29	金融服务
600000.SH	浦发银行	2008-05-12	31729	35.40	112	金融服务
000858.SZ	五粮液	2008-04-03	41702	24.20	101	食品饮料
600519.SH	贵州茅台	2008-05-25	4719	187.71	89	食品饮料
600015.SH	华夏银行	2008-06-06	53992	14.01	76	金融服务
600153.SH	建发股份	2008-04-10	31840	22.74	72	商业贸易
601898.SH	中煤能源	2008-05-05	34320	16.64	57	采掘
601998.SH	中信银行	2008-04-27	72201	7.11	51	金融服务
601186.SH	中国铁建	2008-06-10	49000	9.79	48	建筑建材
000651.SZ	格力电器	2008-04-02	6622	44.89	30	家用电器
000012.SZ	南玻A	2008-05-24	15368	18.04	28	建筑建材
000039.SZ	中集集团	2008-05-24	13312	19.29	26	黑色金属
600497.SH	驰宏锌锗	2008-06-12	3200	77.92	25	有色金属
000683.SZ	远兴能源	2008-05-22	14001	15.83	22	化工

资料来源：WIND，江南金融研究所

三、工业企业利润率大幅降低

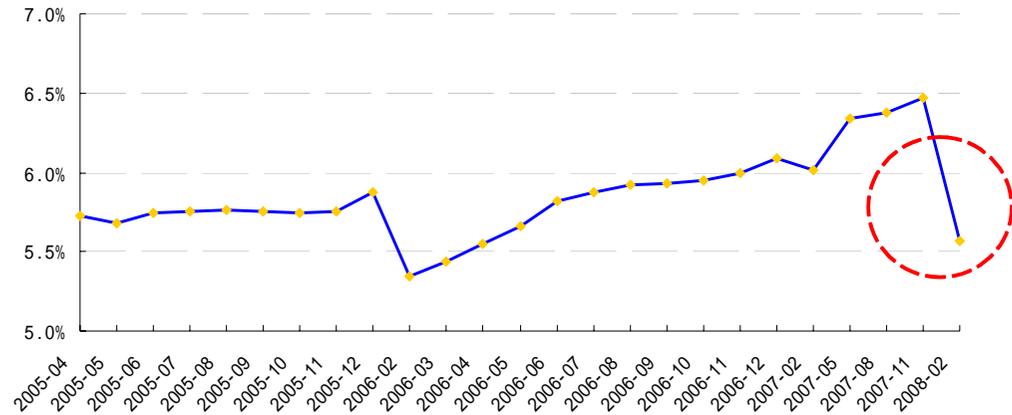
- ◆ 1~2 月份工业企业累计销售收入 62547 亿元，同比增长 27.4%，增幅略有回落。
- ◆ 前两个月工业企业利润总额 3482 亿元，同比增长 16.5%，出现大幅回落。
- ◆ 工业企业平均利润率（累计利润总额/累计销售收入）为 5.57%，比去年 11 月数据降低了 0.9%，降低了接近一个百分点。
- ◆ 工业企业利润增长与平均利润率均大幅降低的原因不仅是受到出口退税政策调整的影响，究其主要原因是国内外经济形势下企业的生产成本大幅提高压缩了企业的利润，再加上一季度的政府限价和雪灾也造成了一定的影响，具体分析见下。

图 13: 工业企业利润总额增长率大幅下降，亏损面加大



资料来源：WIND，江南金融研究所；采用整体法计算

图 14: 工业企业平均利润率 5.57%，比 07 年底降低近一个百分点

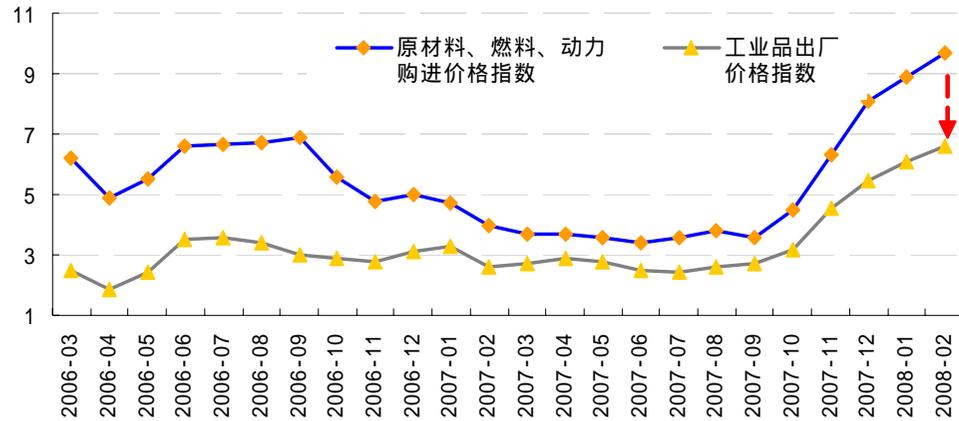


资料来源：江南金融研究所，WIND 资讯

3.1 工业企业利润率大幅下降的原因分析

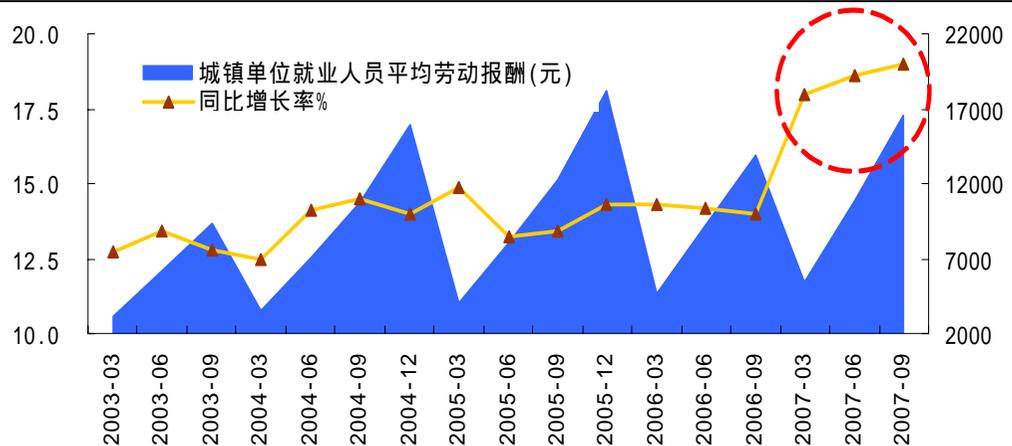
- ◆ 根据我们的分析，1~2月份工业企业利润大幅下降存在以下五个原因：
- ◆ 其一，原材料价格指数涨幅与工业品出厂价格指数涨幅差距加大，即工业企业产品提价速度赶不上成本提高的速度。2月份原材料价格指数同比上涨9.67%，工业品出厂价格指数指数上涨6.62%，两者的缺口为3.05%，这一缺口从去年12月份以来持续加大，工业企业的利润空间被大幅挤压。
- ◆ 其二，07年工人薪酬水平大幅上涨，前三季度累计涨幅19%，是五年以来涨幅最大的年份。08年新的劳动法的实施也会使企业在07年基础上加大劳动报酬支出。
- ◆ 其三，在加息周期以及信贷紧缩的背景下，企业财务成本大幅上升。央行最新公布的07年四季度金融机构贷款1年以内的加权平均利率达到7.93%。
- ◆ 而政府限价和雪灾作为两个短期的冲击性因素也加速了工业企业利润的下降。
- ◆ 从整体来看，我们认为将会中长期存在的前三个不利因素依然会继续压缩工业企业的盈利空间，促进行业内的优胜劣汰。

图 15: PPI 与 RPI 缺口加大，工业企业利润空间被大幅挤压



资料来源：WIND，江南金融研究所；

图 16: 07年劳动者报酬上涨近20%，是五年以来的最高涨幅



资料来源：WIND，江南金融研究所；

3.2 各工业行业景气度分析

- ◆ 石油天然气开采业销售利润率提高最大，但是由于要受到国际油价的影响，景气程度存在很大不确定性。比如，有色金属矿采选的就是受到了国际有色金属价格的回落，销售利润率从去年下半年开始出现大幅下降。
- ◆ 食品、饮料及农副产品加工业，以及处于上游的煤炭开采业都由于定价能力较强，销售利润率持续上升，具有很高的行业景气度。
- ◆ 作为环保事业的废弃资源回收加工业也因着上游资源品价格的上涨而受益。
- ◆ 纺织服装鞋帽制造业、医药、电气机械、造纸等行业的成本消化能力或定价能力较强，行业销售利润率一年来比较稳定。
- ◆ 交运设备制造、塑料制品业、印刷业、通用设备制造及纺织业利润率作为中游行业也面临利润率降低的风险。
- ◆ 钢铁、有色金属冶炼、化学原料制品制造、化纤及专用设备制造行业面临的成本压力增大，销售利润率小幅下降。
- ◆ 受限于公共事业价格管制的电力和水生产行业销售利润率持续大幅下降。

表 3：工业企业的各行业销售利润率

各行业销售利润率(%)	销售利润率最近两个季度的变化(%)	2008年02月	2007年11月	2007年08月	2007年05月	2007年02月
石油和天然气开采业	7.53	51.13	43.6	43.16	42.95	44.69
燃气生产和供应业	1.97	8.33	0	6.36	6.18	4.1
废弃资源和废旧材料回收加工业	0.95	3.66	2.71	2.85	2.6	1.87
饮料制造业	0.84	9.46	8.62	9.05	8.99	9.67
食品制造业	0.64	6.65	6.01	5.81	5.98	6.19
煤炭开采和洗选业	0.57	10.99	10.42	9.62	9.4	8.25
农副食品加工业	0.48	4.89	4.41	4.26	4.14	4.18
纺织服装、鞋、帽制造业	-0.03	4.29	4.32	4.3	4.29	4.37
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	-0.28	3.07	3.35	3.24	2.75	2.43
医药制造业	-0.58	9.01	9.59	9.12	8.58	7.77
电气机械及器材制造业	-0.65	4.27	4.92	4.73	4.29	3.74
造纸及纸制品业	-0.67	5.06	5.73	5.46	4.97	4.77
交通运输设备制造业	-0.69	5.51	6.2	5.95	5.7	5.06
塑料制品业	-0.69	3.76	4.45	4.34	4.15	3.42
印刷业和记录媒介的复制	-0.71	6.46	7.17	7.11	6.89	6.07
通用设备制造业	-0.76	5.63	6.39	6.33	6.06	5.14
纺织业	-0.85	2.96	3.81	3.66	3.4	2.8
橡胶制品业	-1.02	4.11	5.13	5.06	4.92	4.43
黑色金属冶炼及压延加工业	-1.15	4.33	5.48	5.64	5.97	5.26
化学原料及化学制品制造业	-1.19	5.12	6.31	6.15	6.34	5.87
有色金属冶炼及压延加工业	-1.41	4.63	6.04	6.02	6.06	6.01
专用设备制造业	-1.44	5.9	7.34	7.05	6.84	5.68
化学纤维制造业	-1.83	2.01	3.84	3.47	3.43	2.42
有色金属矿采选业	-4.41	15.64	20.05	20.46	20.74	19.6
电力、热力的生产和供应业	-5.36	1.9	7.26	6.82	6.57	5.69
水的生产和供应业	-6.78	-3.29	3.49	2.61	0.48	-1.78
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-7.75	-6.32	1.43	2.82	5.14	6.06

资料来源：江南金融研究所，WIND

四、估值：蓝筹泡沫被大幅挤压

- ◆ 上证 50 板块 07 年市盈率为 23.5 倍，08 年的预测市盈率仅有 18.4 倍，从市净率来看也降到 4.1 倍。全部 A 股的 07 年市盈率为 25.5 倍，市净率 4.3 倍。相比各板块估值情况，中小板估值依然较高。
- ◆ 与此前相比，市场的整体估值在本轮大调整中已经大幅降低。但是由于前两个月的工业企业利润增长出现了大幅下降，估值基础发生了变化，目前的估值仍面临下行风险。
- ◆ A-H 溢价泡沫被大幅挤压，从 1 月 22 日 A-H 溢价指数的最高点 213 点算起，到 4 月 2 日的 145 点，平均溢价已经跌去 68%。部分蓝筹股在一些时点出现折价，蓝筹股估值逐步与国际接轨。

表 4: 当前的各板块估值

板块名称	预测市盈率 2007年	预测市盈率 2008年	预测市盈率 2009年	市净率 (最新报告期)
全部A股	25.5	19.3	15.8	4.3
上证50指数	23.5	18.4	15.4	4.1
沪深300	24.5	19.1	15.9	4.2
中小板综和指数	41.3	27.2	20.3	5.6

资料来源：江南金融研究所，WIND，4月2日数据，采用整体法计算

表 5: 下表列出了溢价率在 30% 以内的 A-H 股：
蓝筹泡沫进一步挤压，蓝筹股估值逐步与国际接轨

代码	名称	A股溢价率(%)	A股价格	H股价格(HKD)
601186.SH	中国铁建	-1.22	10.45	11.72
600585.SH	海螺水泥	2.74	52.58	56.7
601390.SH	中国中铁	3.54	7.28	7.79
601318.SH	中国平安	7.3	56.85	58.7
000898.SZ	鞍钢股份	10.79	18.6	18.6
600377.SH	宁沪高速	13.45	7.24	7.07
600026.SH	中海发展	15.24	26.94	25.9
600012.SH	皖通高速	15.32	6.1	5.86
601328.SH	交通银行	18.09	10.51	9.86
601398.SH	工商银行	18.23	6.2	5.81
601628.SH	中国人寿	18.59	30.4	28.4
600600.SH	青岛啤酒	20.65	24.34	22.35
600036.SH	招商银行	23.52	32.22	28.9
601939.SH	建设银行	26.42	7.2	6.31
600548.SH	深高速	28.43	7.06	6.09
601898.SH	中煤能源	28.77	16.9	14.54

资料来源：江南金融研究所，WIND，4月2日数据

五、行业重点配置与选股建议

在经济增长面临降温的形势下，抛弃周期性行情，选择防御性行业是行业配置的关键。高通胀的宏观形势也决定了行业配置时需要关注下游的，具有品牌优势，定价能力较强的消费服务类龙头企业。

具体到行业来看，重点配置食品、饮料、农副产品加工业、煤炭、环保等景气度持续较高的行业，以及医药、电气机械、造纸等防御性行业也同样值得关注。到了二季度末，市场在转暖的情况下，奥运板块也值得关注。

由于 23 只股票型基金从 2 月份之后逐步进入募集期，预计将在二季度开始建仓。具有较高的分红，业绩增长较为稳定，估值较低特点的大盘蓝筹股预计将会是基金建仓的一个重点。

着重价值与防御的股票配置

- ◆ 未来一个季度的股票市场，仍将存在很大的波动性，我们增加了对于股票价值型与防御性特点的研究。在此，我们提出三条选股标准，并据此对于全部上市公司进行筛选，给出一个符合该标准的股票池，作为防御型股票池配置的建议。
- ◆ 首先上市公司拥有充足的现金流，降低了向股东进行再融资的可能；
- ◆ 有较高的分红率，在股市波动时能够获得一定的分红收益，作为一个安全配置的品种。
- ◆ 所处行业的周期性波动性较小，未来几年仍能保持较快成长性。
- ◆ 根据上述标准，我们对相关指标进行计算，并且标准化处理，然后评出总得分最高的股票，选出排名前 20 的股票组成了最终的股票池，见右表。

表 6：防御性股票配置

排名	证券代码	证券简称	收盘价 (2008-4-3,元)	现金比例(%)	分红率 (2006,%)	分红率 (2005,%)	分红率 (2004,%)	所属行业
1	000869.SZ	张裕A	68.3	40.69%	95%	91%	99%	食品饮料
2	002022.SZ	科华生物	31.4	39.05%	47%	74%	95%	医药生物
3	000903.SZ	云内动力	13.8	42.14%	36%	96%	76%	机械设备
4	000088.SZ	盐田港	10.4	33.6%	53%	118%	120%	交通运输
5	000423.SZ	东阿阿胶	22.5	34.93%	53%	74%	63%	医药生物
6	000916.SZ	华北高速	6.7	32.45%	70%	73%	73%	交通运输
7	600983.SH	合肥三洋	6.7	32.23%	67%	75%	82%	家用电器
8	600779.SH	水井坊	24.3	31.91%	74%	81%	71%	食品饮料
9	600170.SH	上海建工	12.2	40.64%	43%	55%	60%	建筑建材
10	600088.SH	中视传媒	21.3	31.91%	50%	93%	98%	信息服务
11	000679.SZ	大连友谊	9.7	30.86%	82%	97%	85%	商业贸易
12	600517.SH	置信电气	46.0	42.38%	54%	153%	26%	机械设备
13	600975.SH	新五丰	9.1	40.79%	60%	81%	23%	农林牧渔
14	000541.SZ	佛山照明	15.8	29.05%	76%	80%	74%	电子元器件
15	600859.SH	王府井	36.4	28.73%	82%	72%	100%	商业贸易
16	000987.SZ	广州友谊	28.3	70.25%	46%	43%	55%	商业贸易
17	000089.SZ	深圳机场	7.9	31.3%	57%	60%	46%	交通运输
18	600835.SH	上海机电	18.0	37.88%	21%	53%	58%	机械设备
19	000792.SZ	盐湖钾肥	83.4	26.69%	83%	74%	65%	化工
20	600970.SH	中材国际	51.6	32.48%	49%	63%	37%	建筑建材

资料来源：江南金融研究所，WIND。

免责声明

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以其他方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南证券金融研究所

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层，518000
电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号，100012
电话：010-84802003



高级策略分析师：赵侠

数量经济学硕士，从业四年，曾于 2005 年获得深交所第七届会员单位与基金公司优秀研究成果二等奖，获奖成果为《宏观经济因素对股票市场收益的协整计量分析》。信奉价值投资理念，擅长数量分析方法。