

张忆东 李彦霖

[021-68419393-1195](tel:021-68419393-1195)zhangyid@xyzq.com.cn

调控延长泡泡浴 阶段性调整近尾声!

2007年11月12日

A股投资策略周报(2007第41期)

本周焦点: 调整蓄势, 逢低买入

10月中旬至今的阶段性调整,符合我们在四季度策略报告《高估值高通胀下的A股投资》的预期。目前,A股市场的投资机会显现。投资者不应该过度恐慌,而应抓住入场时机,选择被“错杀”的优质公司。

宏观调控延长泡泡浴的时间!

紧缩流动性的调控政策的确给市场带来较大的压力,但是,“有形之手”客观上导致中国资产价格膨胀呈现出“泡泡浴”的特征-不同类型的资产泡沫此起彼伏。因为,紧缩措施并不能在短期内从根本上解决流动性问题。

- 在贸易顺差持续增加,流动性依然过剩的情况下,上调存款准备金率成为被动的手段,冻结资金仅恰恰对冲新增贸易顺差。
- 美元加速贬值,而中国经济维持强势,加息的预期使得中国输入型流动性过剩的格局难以改变,这必然带来资产价格的持续膨胀。
- 实际利率依然为负,居民储蓄搬家的趋势仍将继续。

上市公司盈利维持高增长

- 2007年三季度具有可比数据的公司净利润同比增长了65.5%。主营业务收入增长、三项费用率下降、投资收益占比提高对净利润增长的贡献最大。
- 上市公司主营业务收入增速有望维持,主营业务利润率仍处于上升通道中。如果不考虑资产注入等外生式增长带来的业绩增厚效应,明年非金融企业净利润增速有望保持在30-40%。
- 从行业看,2007年一季度至三季度,行业利润增长分化趋势明显,消费拉动行业利润增速逐季上升。

本周投资策略: 逢低买入

- 近期A股市场的阶段性整理,可认为是为跨年度行情做准备。11月底前A股市场可望展开跨年度行情。
- 建议投资者利用目前的震荡,逢低买入人民币升值的受益者,以及08年估值在28倍以下的持续增长型的蓝筹股,可重点关注金融、房地产、黑色金属、建筑建材、机械设备、交运设备、IT、轻工制造、家用电器等行业。

相关报告

《高通胀高估值下的投资-2007年四季度A股投资策略》20071010
《A股再上升途!》20070729
《理性对待调控,缩量也能上涨!——加息同时大幅减征利息税之后的一些思考》20070721
《转型延续盛世,牛市震荡前行——2007年下半年A股投资策略报告》20070625
《积极配置蓝筹,备战奥运》20070531
《长线乐观仍须防范短线波动》200705014
《矛盾组合,资产注入+内生增长-2007年二季度A股行业配置策略报告》20070404
《牛市冲浪 成长为板,资产注入是帆——2007年2季度A股投资策略报告》20070330
《加息、股指期货如期而至 核心资产又逢春》20070318
《资产注入——结构性牛市的投资主题》20070205
《结构性牛市格局渐趋明显!》20070129
《大盘有望再掀新高潮!》20070122
《分红、业绩和资产注入—1季度行业配置策略报告》20060115
《似火牛年-2007年A股投资策略报告》20061215
《大盘股行情重塑价值投资》20060917
《撤离! 撤离到大盘蓝筹股》20060814
《和平崛起的大国,众望所归的牛市-2006年中期A股市场投资策略报告》20060625

目录

本周焦点：阶段性调整接近尾声.....	- 3 -
阶段性调整符合我们的预期！过度恐慌不足取.....	- 3 -
宏观调控延长泡泡浴的时间！.....	- 3 -
上市公司整体盈利维持高增长.....	- 4 -
行业利润增长分化明显.....	- 5 -
本周投资策略：逢低买入.....	- 6 -
上周市场表现回顾.....	- 6 -
兴业证券 2007 下半年二十金股追踪.....	- 7 -
图 1：存款准备金率创历史新高.....	- 4 -
图 2：存款准备率上调只能被动对冲新增贸易顺差.....	- 4 -
图 3：2007 三季度上市公司业绩仍持较高增长速度.....	- 4 -
图 4：2007 年报告期业绩增长比较.....	- 4 -
图 5：利润增长因素分解.....	- 4 -
图 6：盈利能力变化.....	- 4 -
图 7：2003-2007 主营业务收入增速.....	- 5 -
图 8：2003-2007 主营业务利润率变化.....	- 5 -
图 9：2007 年行业利润增速比较.....	- 6 -
图 10：上周市场行业板块涨跌.....	- 7 -
表 1：不同情景下净利润增长.....	- 5 -
表 2：11 月 12 日收盘估值.....	- 6 -
表 3：重要指数上周交易涨跌情况.....	- 7 -

本周焦点：阶段性调整接近尾声

阶段性调整符合我们的预期！过度恐慌不足取

上周 A 股市场连续下跌，上证综指跌幅达到 8%，深圳成指跌幅达到 7.5%，特别是大盘蓝筹股也出现了较大幅度的下跌。悲观甚至恐慌的心态开始市场中扩散，甚至认为中期调整已经开始，或者牛市已经结束。

我们不同意以上观点。仔细分析此次下跌的原因和影响市场趋势的主要因素，可以发现，此轮调整依然是我们在四季度策略报告《高估值高通胀下的 A 股投资》所预测的阶段性调整，即调整幅度在 15% - 20% 以内，调整时间少于一个季度。

在 9 月底推出的 07 年四季度策略报告中，我们判断，10 月 - 11 月，A 股市场冲高 6000 点上方后回落，大幅震荡，因为，高估值市况下，针对流动性和通货膨胀进行的调控措施，将加大震荡风险。而年底到 08 年一季度的跨年度行情可期，因为，年底调控有望缓解，内、外生式增长可能超预期，金融创新推动 A 股再创令人费解的新高。

从业绩成长性和动态估值的角度看，A 股市场短线下跌的空间已经不大。我们没有必要因为大跌而恐惧，更没有必要因为蓝筹股成为重灾区而担心中期调整的到来。正如行情狂热上攻时我们需要多一点清醒，大幅下跌时我们也要多一分勇气，抓住入场时机，根据长线趋势和理性分析来选择被“错杀”的优质公司。

宏观调控延长泡泡浴的时间！

如我们所预测的，本次 A 股调整的原因，是针对通胀和 A 股高估值的调控压力增大，比如，存款准备金率连续提升、限制基金规模和规范基金投资行为、加快扩容等。

的确，紧缩流动性的调控政策给市场带来较大的压力，但是，将眼光放宽、放长远，我们可以判断，“有形之手”的紧缩性调控措施，客观上起到延长牛市时间的作用，导致中国资产价格膨胀呈现出“泡泡浴”的特征——不同类型的资产泡沫此起彼伏，从垃圾股泡沫到蓝筹泡沫，未来可能还有其它特征的资产价格膨胀。

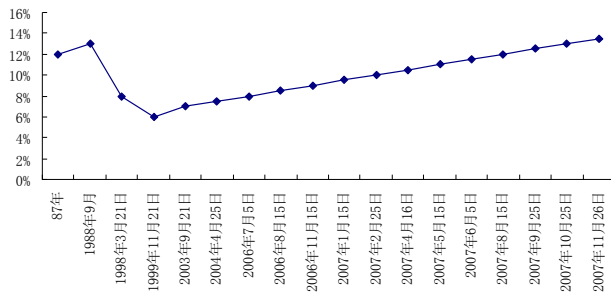
我们不必过度担心流动性问题，因为，当前国内流动性总体偏多的深层次原因是消费率偏低等经济结构性矛盾。对冲银行体系过多流动性以及加强信贷调控等并不能够从根本上解决流动性问题。

第一，中国输入型流动性过剩的格局难以改变。在美国受困次级债危机、美元加速贬值，而中国经济维持强势的背景下，中国依然是全球实业投资资金的热土；同时，人民币相对低估和强烈的升值预期，也继续吸引热钱流入。

第二，居民储蓄搬家、释放流动性的趋势仍将继续。央行在三季度货币政策执行报告中预计全年 CPI 将达 4.5% 左右，而目前的一年期存款利率 3.87%，扣除利息税后仅 3.68%，这样实际利率依然为负。

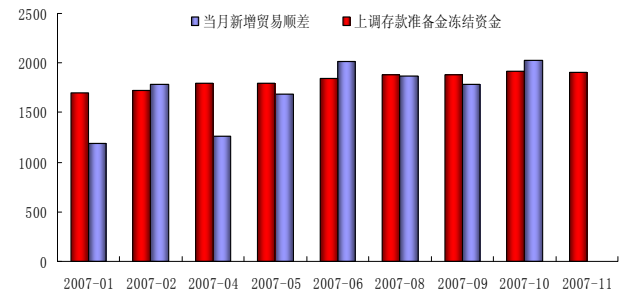
第三，中国经济内外失衡，导致贸易顺差继续维持高位，流动性继续过剩。因此，目前，上调存款准备金率已经成为被动式手段。中国人民银行 11 月 9 日再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点至 13.5%，创历史新高。这是今年央行第九次上调存款准备金率，冻结资金约 1900 亿元，仅恰恰对冲 10 月份新增的贸易顺差。

图 1: 存款准备金率创历史新高



资料来源: 中国人民银行

图 2: 存款准备率上调只能被动对冲新增贸易顺差

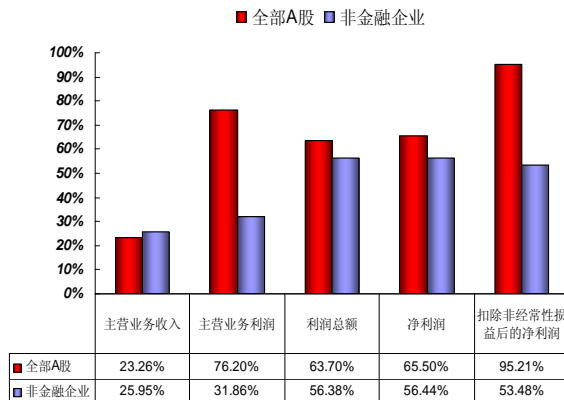


资料来源: WIND, 兴业证券

上市公司整体盈利维持高增长

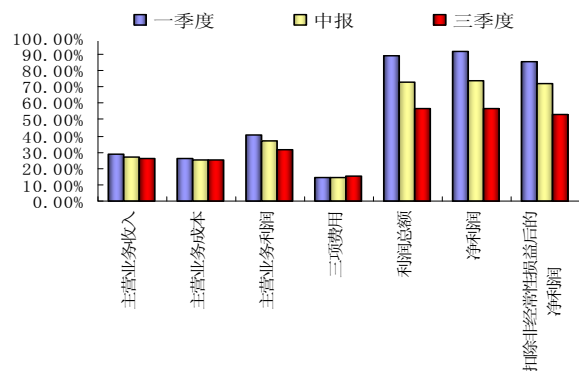
针对具有可比数据的 1366 家公司进行分析, 2007 年三季度 A 股上市公司净利润同比增长了 65.5%, 剔除金融企业后, 净利润同比增速也达到了 56.4%。

图 3: 2007 三季度上市公司业绩仍持较高增长速度



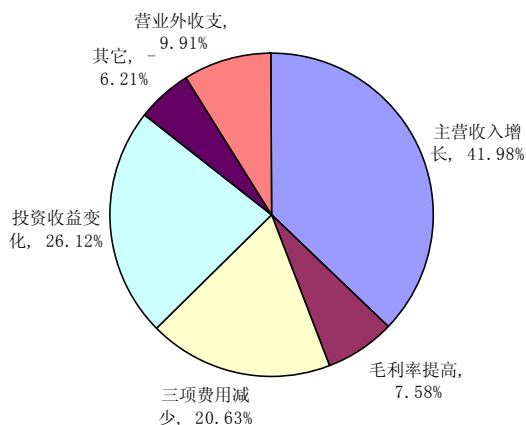
数据来源: 兴业证券

图 4: 2007 年报告期业绩增长比较



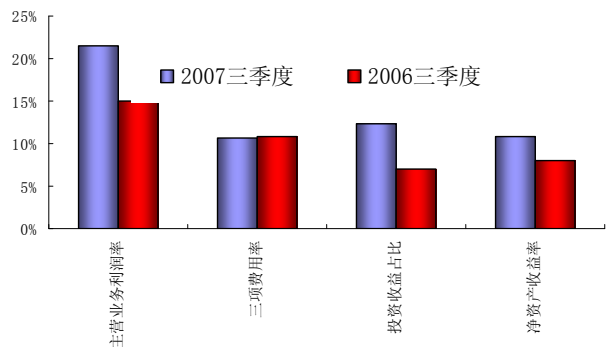
数据来源: 兴业证券

图 5: 利润增长因素分解



资料来源: WIND, 兴业证券

图 6: 盈利能力变化



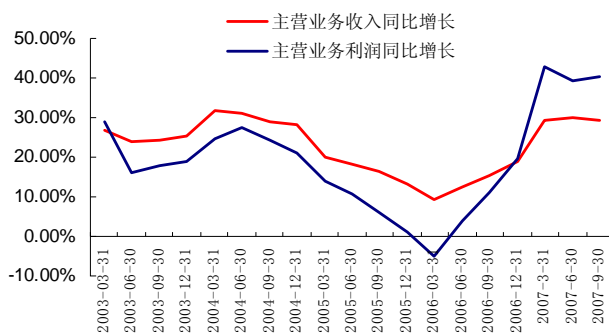
资料来源: WIND, 兴业证券

针对影响净利润的因素进行场景分析, 发现, 在保持其它因素不变的情况下, 3 季度主营业务收入增长、三项费用率下降、投资收益占比提高对净利润增长的贡献最大, 分别为 42%、21%、26%。

具体分析上述因素，我们有理由对 A 股上市公司的盈利状况继续保持乐观。虽然，投资收益占比的提升很可能难以继续，但是，主营业务收入增长、三项费用率的降低、主营业务利润率的提升还是值得期待的。

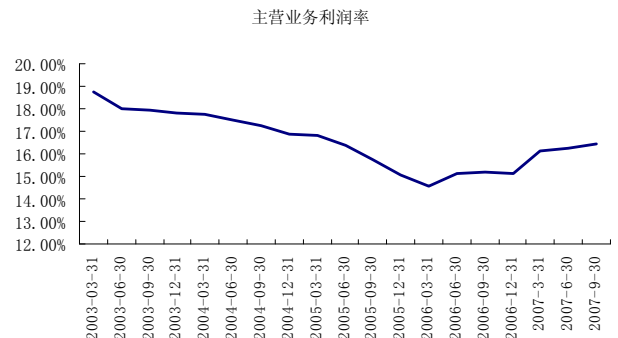
首先，主营业务收入增长作为 A 股上市公司利润的最重要驱动因素，依然维持高位。2000 年以前上市的非金融类公司，主营业务收入增长速度从 2006 年一季度开始回升，在 07 年中期达到 29.89% 的水平，达到五年来的最高水平。07 年三季度收入增长 29.38%，虽然略有回落，但是依然维持在高位。

图 7: 2003-2007 主营业务收入增速



资料来源: WIND, 兴业证券

图 8: 2003-2007 主营业务利润率变化



资料来源: WIND, 兴业证券

其次，主营业务利润率仍处于上升通道中，从 2006 年第三季度的 16.3% 上升到 17.06%，提高了 0.7 个百分点。

如果不考虑资产注入等外生式增长带来的业绩增厚效应，明年非金融企业净利润增速有望保持在 30-40%。

表 1: 不同情景下净利润增长

净利润 同比增长 / 主营 收入增 长率 / 主营 利润率	净利润同比增长			
	15%	20%	25%	30%
16.50%	7.30%	11.87%	16.44%	21.02%
17.00%	14.33%	19.21%	24.09%	28.97%
17.50%	21.37%	26.55%	31.74%	36.92%
18.00%	28.40%	33.89%	39.38%	44.87%

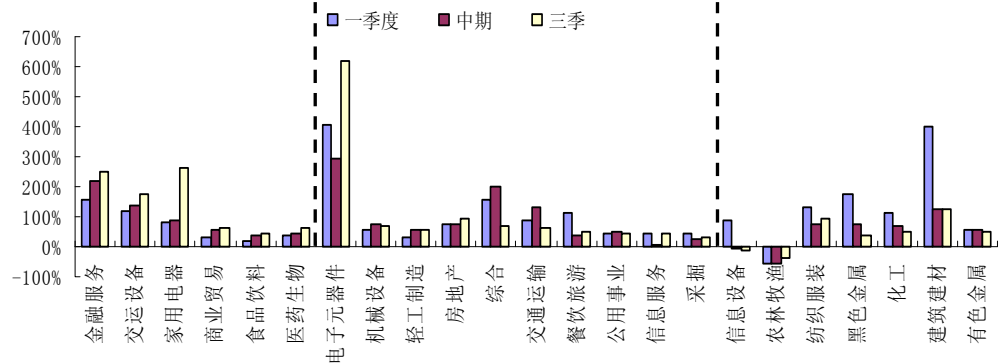
资料来源: 兴业证券

行业利润增长分化明显

温和通胀下，行业利润率走势将出现分化。本轮通胀表现为成本推动，那么产品价格上涨的速度和幅度将影响行业利润。产品供给弹性低的上游资源型行业，和定价能力强的下游消费型行业的龙头企业，价格上涨快于普通商品，利润率有望提升。

从行业看，2007 年一季度至三季度，行业利润增长分化趋势明显。消费拉动行业利润增速逐季上升，投资驱动型行业利润增速逐季放缓。

图 9: 2007 年行业利润增速比较



资料来源：兴业证券

本周投资策略：逢低买入

在 11 月中旬之前受到 10 月份宏观数据出台以及调控措施的影响，A 股市场整体依然维持弱势。但是，阶段性调整接近尾声，下跌空间不大，跨年度行情值得期待。

一方面，从估值的角度来看，A 股已经具有投资吸引力。沪深 300 指数成分股 07 年市盈率回到 30 多倍，业绩增长则超过 50%；而根据卖方行业研究员一致预期，2008 年整体 A 股市盈率已经回到 29 倍，沪深 300 成分股等蓝筹股的估值更低。

另外一方面，随着 11 月底，宏观调控措施逐步明朗化，以及政策面的紧张气氛趋于缓解，在人民币升值预期、股指期货推出预期和上市公司基本面依然健康的支持下，A 股市场可望展开跨年度行情。

建议投资者利用目前的震荡，逢低买入人民币升值的受益者，以及 08 年估值在 28 倍以下的持续增长型的蓝筹股，可重点关注金融、房地产、黑色金属、建筑建材、机械设备、交运设备、IT、轻工制造、家用电器等行业。

上周市场表现回顾

表 2: 11 月 12 日收盘估值

板块名称	以前推 4 个季度业绩计算		以三季报年化业绩计算		以 08 年预测市盈率	
	全部	剔除负值	全部	剔除负值	全部	剔除负值
全部 A 股	37.05	35.11	39.62	38.14	29.23	29.22
上证 180	35.28	35.17	36.52	36.42	28.3	28.3
上证 50	34.44	34.44	35.94	35.94	28.22	28.22
深证 100R	41.17	40.42	38.74	38.23	26.76	26.67
中小企业板	44.3	43.74	51.95	51.26	33.16	33.16
上证 A 股	35.65	34.3	38.56	37.63	29.76	29.76
深证 A 股	50.05	42.04	45.93	41.09	25.77	25.71
沪深 300	36.19	35.99	36.85	36.71	28.07	28.06

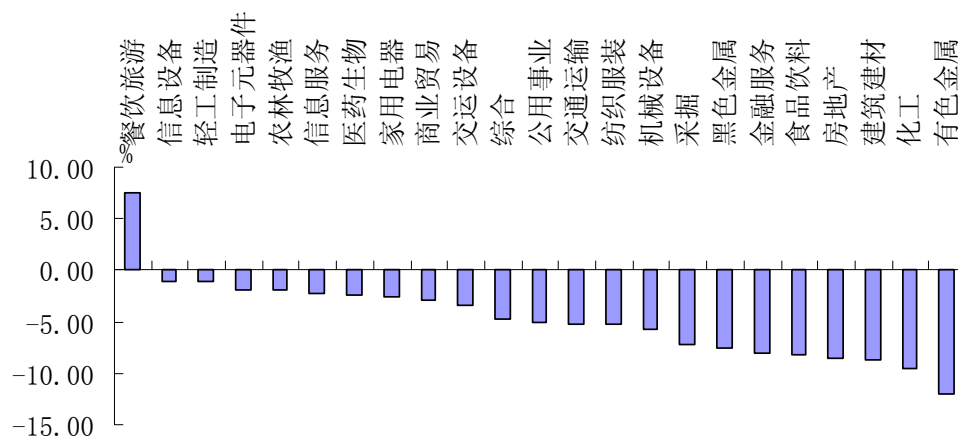
数据来源：Wind，兴业证券

表 3: 重要指数上周交易涨跌情况

名称	收盘	涨幅 (%)	日均成交金额 (亿)
上证指数	5315.54	-8.00	958.64
上证 180	11366.02	-8.52	460.35
上证 50	4139.572	-8.88	315.07
新综指	4521.58	-8.01	940.70
沪深 300	5040.525	-7.90	662.54
深证成指	17160.12	-7.56	127.81
深证 100R	5599.457	-7.07	176.56
中小板指	4838.153	-2.82	36.51

数据来源: WIND, 兴业证券

图 10: 上周市场行业板块涨跌



数据来源: WIND, 兴业证券研发中心

兴业证券 2007 下半年二十金股追踪

2007 年 7 月 6 日, 我们在中期策略报告会中推出 2007 下半年二十金股 (详细介绍见《兴业金股之十大蓝筹十大成长》)。

兴业证券 2007 下半年十大蓝筹股表现跟踪

股票简称	最新价格	涨幅 (20070706 推荐至 200701109)	推荐以来最高涨跌幅	行业
中信证券	94.41	90.69	138.11	证券
万科 A	35.00	88.58	119.72	房地产
中国平安	118.81	69.75	113.29	保险
宝钢股份	14.81	37.90	105.96	钢铁
招商银行	40.66	71.78	95.73	银行
海螺水泥	66.89	34.72	94.36	水泥
上海汽车	21.95	26.18	89.13	汽车
工商银行	8.35	67.67	80.72	银行
贵州茅台	171.52	51.34	75.59	食品饮料
中兴通讯	49.73	-3.16	19.79	通信

兴业证券 2007 年十大成长股表现跟踪

股票简称	最新价格	涨幅（20070706 推荐至 20071109）	推荐以来最高涨跌幅	行业
云天化	49.30	124.40	172.87	化工
恒生电子	31.58	113.81	159.85	软件
兴业银行	59.56	84.11	117.93	银行
青岛啤酒	29.56	20.48	88.42	食品饮料
华兰生物	42.21	39.63	65.83	生物医药
天地科技	50.14	34.46	64.25	装备制造
龙溪股份	17.83	8.72	46.40	机械配件
海泰发展	14.09	-2.63	41.33	房地产
金龙汽车	21.98	-7.80	24.58	汽车
恒瑞医药	40.75	-2.07	14.30	生物医药

