

攻守兼备 关注季报投资机会

2007 年 4 月 2 日

月度投资策略报告

- 3月份的市场略强于我们预期，主要的因素来自于资金的供给。4月份我们对市场持中性偏谨慎的态度，目前A股的估值压力是市场上涨最大的问题。
- A股市场整体的估值目前已经上升到3.9倍，即使2006年利润增长达到30%，动态估值也达到了3.0倍，我们对目前依靠资金推动市场的格局表示一定的担心，选择有估值和业绩均有优势的行业才是最佳策略。我们建议适当增加低估值和一季度业绩较佳行业的配置比例。
- 我们进行了以下的调整：第一，加强了低估值行业的配置比例，尤其是一季度业绩可能较好的行业。第二，把房地产行业从减持调为中性。第三，我们短期看好估值和成长适中的比如银行，交通运输，化工新材料，专用设备等行业。
- 根据以上行业配置，我们本次介绍了银行和地产行业的配置策略。

中海基金研究部

联系地址：

上海陆家嘴东路 166 号中国保险大

厦 34 楼

邮编：200120

电话：021-68419966

1 4月资产配置策略：攻守兼备 关注季报投资机会

4月份的市场我们适当降低预期，持中性偏谨慎的态度，市场虽短期突破了3000点心理大关，但向上拓展的空间有限，我们进行策略方面的调整，从积极进攻调整为攻守兼备。

1.1 新基金建仓推动市场前行

3月份的市场略强于我们预期，在基本面没有明显改观的情况下，并伴随有升息的宏观调控政策，在下旬上证指数顽强地突破了3000点。

市场主要的推动因素来自于资金，随着2006年巨大的赚钱效应，投资者对开放式基金的认识不断深入，2007年以来开放式基金的发行规模迅速扩大，截止3月份开放式基金的发行规模达到了1161亿元，平均发行规模达到了83亿，3月份以来发行的新基金建仓为市场提供了充裕的资金来源。

表1：2007年以来基金发行规模大增

2007年1季度基金成立情况			
基金代码	基金名称	成立日期	募集规模
160610	鹏华动力增长	2007-1-9	110.23
213003	宝盈策略增长	2007-1-19	95.68
160805	长盛同智优势成长	2007-1-24	108.39
257030	国联安德盛优势	2007-1-24	44.63
519017	大成积极成长	2007-1-29	97.61
166001	中欧新趋势	2007-1-29	68.75
530005	建信优化配置	2007-3-1	96.59
610001	信达澳银领先增长	2007-3-8	83.34
162006	长城久富核心成长	2007-3-12	79.35
519068	汇添富成长焦点	2007-3-12	99.99
398021	中海能源策略	2007-3-13	97.45
519666	银河银信添利	2007-3-14	24.51
410003	华富成长趋势	2007-3-19	67.78
450003	富兰克林国海潜力组合	2007-3-22	87.57
合计			1,161.86

资料来源：中海基金

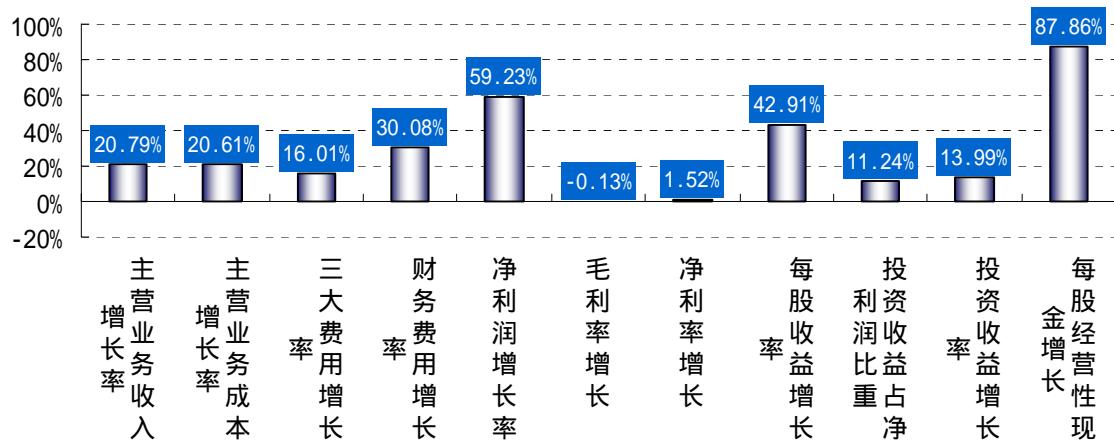
1.2 年报增长符合预期 但估值已反应

截止到2007年3月底，已经公布的上市公司利润增长达到了50%，按照先好后差的年报公布数据顺序，预计2006年上市公司利润基本为30%-35%之间，符合预期。

但随着市场的持续上涨，A股市场的整体估值已经达到39倍，即使考虑2006年的30%增长，目前的动态PE也达到了30倍，PB超过了4倍，目前的估值水平已经充分反应了业绩增长的预期，年报的公布也不会提供明显的投资机会。

图 1 : 2006 年净利润增长符合预期

上市公司06年年报简况 (截至2007年3月27日)

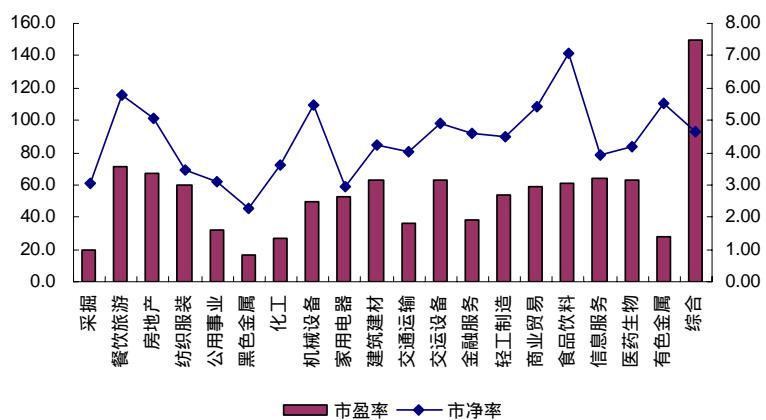


资料来源：中海基金 申银万国研究所

1.3 低估值和高季报增长提供了安全边际

随着估值的上升，对于基金管理者，投资的难度迅速增加。我们认为，目前只有选择增长预期最确定的公司和低估值具有稳定成长性的公司才能获得较好的投资回报。有关成长股的讨论将在季报中展开，短期而言，配置低估值并且一季度高速增长的行业和公司是比较好的投资策略。

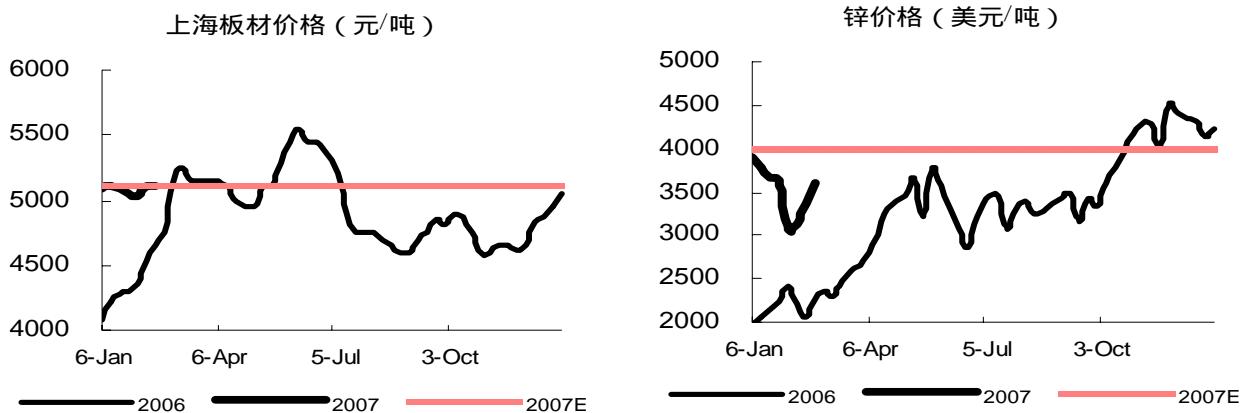
图 2 : 低估值和高季报增长提供了安全边际



资料来源：中海基金 wind

目前估值较低的行业包括黑色金属，采掘，化工，有色金属，其中黑色金属和有色金属由于2006年一季度的业绩基数较低，因此2007年一季度将提供超出预期的增长，比如50%甚至100%，这个增长幅度远远超过了市场平均水平，将提供较高的安全边际。

图 3,4 : 钢铁价格和有色价格注定2007年一季度业绩增长幅度较大



资料来源：Bloomberg

1.4 综合分析：中性偏谨慎(调低)

打分系统方面目前 A 股不剔除亏损股的静态 PE 估值已经达到 3.9 倍，即使考虑 2006 年 30% 的增长，也达到了 3.0 倍，我们下调了两个估值指标；资金的供给比我们预期更强，我们再次把资金供应上调到最高分。

打分系统为中性偏谨慎。

表 2：打分系统显示 4 月份市场差于三月份

	3 月份	4 月份
宏观数据	2.50	2.50
估值指标		
PE	1.50	1.00
PB	2.50	2.00
业绩指标		
ROE	4.00	4.00
2006 年预期增长	5.00	5.00
供求关系		
资金供应	4.50	5.00
资产供给	1.00	1.00
	3.00	2.93

资料来源：中海基金

2 行业配置策略：关注低估值和一季度业绩

我们在二季度提供了最新的行业配置，可参照中海基金的二季度策略报告。从月度的角度，我们进行了以下的调整：第一，加强了低估值行业的配置比例，尤其是一季度业绩可能较好的行业。由于目前市场的估值已经处于较高水平，行业的安全边际重要性显著提升，我们建议配置钢铁，有色等低估值，一季度业绩确定大增的行业。第二，把房地产行业从减持调为中性。前期我们由于土地增值

税大幅下调了房地产行业的配置比例，经过前期的调整，房地产行业龙头的配置价值再次凸现。第三，由于我们看好的高成长行业比如消费品行业上市公司利润调节的余地较大，在股权激励没有出台前，业绩调控的情况比较突出，我们短期更看好估值和成长适中的比如银行，交通运输，化工新材料，专用设备等行业。

行业评级	行业	理由	关注程度
增持	高速公路	车流量增长仍然较快;计重收费利于业绩提升;整体估值水平仍然较低;	高
	玻璃	行业景气度大幅提升，业绩提升空间较大	高
	钢铁	估值低端，一季度业绩大幅增长	高
	有色	估值最低，一季度业绩大幅增长	高
	铁路运输	增长预期最确定	高
	银行	升值的配置价值，估值水平有望提升	高
	化工新材料	国内产品将逐渐形成对国外产品的替代，市场空间广阔	高
	专用设备	技术创新最大的收益行业	
	煤炭	估值最低行业，存在重估机会	
	造纸	行业估值有望提升，林业资源值得关注	
	医药	行业复苏性增长提供机会，关注医药流通和医药机械	
	传媒	数字电视推进、行业整合加速带来机会	
	食品饮料	中国的消费品行业将保持持续的高速增长趋势	
	零售	受益社会消费品零售总额，且相对抗周期	
	电气设备	业绩持续快速增长，资产注入预期高	
	交运设备	行业景气度持续提升，消费升级	

3 行业观点

在金融业整体大环境仍趋好的情况下，对金融业仍建议重点配置。我们判断中国的银行业、证券业、保险业总体仍处于景气周期的持续上升过程中，仍维持增持评级。重点推荐浦发银行、招商银行、广发证券、中信证券、平安保险。

3.1 银行：增持

2006 年度，银行业存贷款同比增长 15.9% 和 14.6%，存贷比下降至近年最低点。全年人民币贷款新增 3.18 万亿元，超过全年贷款计划 27%。我们预计，07 年全年人民币贷款增量约 3.5 万亿元，增幅约 15%。各商业银行仍将倾向于在上半年放贷，信贷前高后低的状况不可避免。虽然宏观调控可能对银行的信贷规模和资产质量产生一定的影响，但高额的拨备和日趋完善的风险控制能力使得银行能够保持以信贷为主的传统业务的盈利水平。同时，信用卡、基金销售等新兴的中间业务将随居民消费观念和理财需求的提高，日渐成为新的盈利增长点。所以，我们仍然确信未来 2-3 年银行业能够保持 30% 以上的利润增长。

浦发银行 (600000)：浦发银行 2006 年税前净利润为 33.5 亿元人民币，同比增长 31%，因为该行的非税前抵扣员工费用较高，从而使得实际税率为 44%。

与其它国内银行相似，在所得税改革之后，浦发银行的税率会在 2008 年下降至 23%的水平。我们认为浦发银行好于预期的净息差，2006 年 2.64%的净息差水平会维持至 2007 年。

浦发银行是所得税改革的最大受益者之一，对浦发银行的净息差预测可能会进一步上调，对该行的拨备前经营利润增长假设也可能有进一步的上调。我们维持对于浦发银行的买入评级。

3.2 地产：中性

对于地产行业，我们的判断是，将在以万科为代表的优势企业的增长已经从过去基于自有资源的内涵式增长转向了以收购兼并为主的外延式扩张后，任何有利于行业集中的政策都是地产股买入的机会。地产行业总体仍处于景气周期的上升期，对地产行业总体持中性的判断，对行业龙头企业看好。

重点关注两点：一是考察企业的资金实力以及能持续多渠道获得低成本资金的能力，如万科；二是考察公司土地储备规模及未来持续低成本获得土地的能力，如招商地产和华侨城。

在土地资源优势组合中，能得到地方政府大力支持、开发资源取得优势明显的区域性国有大型房地产企业，华业地产、华远地产、大龙地产、天房发展、中华企业、张江高科等；在人民币升值中最受益的商业物业经营板块中，有陆家嘴；融合土地资源优势与资本市场结合的中型地产企业，如泛海建设、冠城大通等。

万科（000002）：06 年万科实现主营业务收入 178.5 亿元，同比增长 69%；净利润 21.5 亿元，同比增长 59.6%；每股收益 0.49 元。完成销售面积和销售金额分别为 322.8 万平米和 212.3 亿元，同比增长 39.3% 和 52.2%，市场份额由 05 年的 0.59% 提升至 1.04%，扩大了领先优势；在土地储备方面万科也表现得身手不凡，新增项目 1201 万平米，储备项目的权益建筑面积达到 2235 万平米，规模效应更加明显。

万科净利润已经连续三年增长超过 50%，业绩增长仍主要依靠长三角和珠三角地区项目两大区域合计实现收入 119.6 亿元，占总收入的 67.6%，贡献了 78.4% 的净利润。珠三角地区项目盈利能力最强，平均净利率达到 18.5%，该区域储备项目仍足够满足未来两年开发需求，因此投资者不必担心万科短期盈利水平出现明显下滑。

万科有 119 万平方米已售但尚未结算项目，合同金额 96.6 亿元，我们预计万科在 07 年的结算收入为 239.1 亿元，也即万科在 06 年底就已经完成了 07 年 40.4% 的销售任务，奠定了业绩增长基础。

国家的调控政策会压缩行业盈利空间，企业胜出的途径只有依靠规模扩张弥补毛利率的下降，而万科多元化的融资渠道、细分市场和由土地导向到客户导向的思路转变以及住宅产业化的技术储备将帮助公司提升效率和缩短开发周期，从而实现增长方式的转变。

免责声明：本周刊中的信息均来源于已经公开的资料，中海基金对信息的准确性、完整性和及时性不作任何保证，也不保证中海基金基于上述信息做出的建议在未来不发生修正。在任何情况下，中海基金不对本周刊的使用人基于本周刊观点和信息进行的投资所引致的任何损益承担任何责任。中海基金可能已经或即将对本周刊涉及的相关证券进行交易。中海基金的关联机构或个人可能在本周刊发布前已经使用或了解其中的信息。本周刊版权归中海基金管理有限公司所有。如引用、刊发，需注明出处为“中海基金管理有限公司”或“中海基金”，且不得对引用部门进行有悖原意的删节和修改。