

策略报告

经济的黄金岁月 股市的花样年华

——2007年中国A股市场投资策略分析

□天相投顾

从历史看,一轮典型的牛市都需要经过“财富转移”、“狂热”、价格上涨趋缓、资金回抽等四个完整的阶段。结合我国股市当前的状况,我们判断,A股市场正运行在“财富转移”的初期,仍处于理性繁荣阶段,我们称之为股市的花样年华。

从理性预期的角度,我们判断明年沪深300的上涨空间会达到30%,那么其指数会达到2300点左右,相应的上证指数的高点会达到2700点上下。由于市场往往是不理性的,考虑到新股的因素,上证指数提前在2007年到达3000点的可能性很大。

对于2008年之前的股市,我们不得不始终关注北京奥运给我们带来的投资机会。各国奥运的经验告诉我们,奥运将伴随股市的强势上涨,同时给房地产、旅游、商业和民族品牌企业的发展带来最好的机会。

表1:牛市的典型特征

- ▶持续多年的经济增长:令人振奋的经济增长率
- ▶存在价格上涨的潜在动因:估值合理或者较历史偏低
- ▶新元素的出现:如美国上世纪90年代的新经济,澳大利亚新移民对房地产价格的推动,当前中国则是消费升级、城镇化、奥运经济等。
- ▶新范式出现:现在发生的事情与历史完全不同(容易让人忘记过去),如当前的股改带来的股市新变化
- ▶新投资者加入:受资产价格的持续上涨吸引,从未或消极投资的参与者,开始进入这个市场
- ▶市场流动性充足:宽松的货币政策(低利率)体现为货币供给的快速增长,居民储蓄率开始下降;同时消费物价上涨温和
- ▶汇率保持坚挺:资金被资产价格的上涨和经济的繁荣景象所吸引,大量流入

前言

对于2007年的股市,市场继续看涨的基本预期已经没有太多分歧。按照明年上市公司整体业绩将增长20%的基本预测,我们认为上证指数将会达到2700点左右。

当然,如果考虑明年发行上市的大盘股对指数的影响,上证指数可以看得更高一些。

我们认为,我国整个工业行业的利润高增长趋势能够维持,但结构性的变化使得不同行业的利润增长更加和谐,说明更多的行业将在明年具有较好的增长。按照这种判断,今年较为实用、有效的趋势投资策略,将在明年变得不太适用,而选择行业中真正具有持续增长优势的企业将变得比行业更为重要。

在牛市的氛围中,主题投资是不可或缺的,否则市场将失去激情。我们认为,可以预期到的最重要的主题投资就是北京奥运概念,由此带动商业、旅游、消费品牌、信息、地产等多个直接或间接相关行业的活跃。

我们注意到,我国的很多品牌产品,而不是OEM式的产品,开始走向国际市场,如机械、家电、汽车、钢铁等,意味着一些行业的优势企业将分享世界经济带来的巨大市场。我们可以毫不怀疑我国企业的国际化正在开始;同时,在我国国力增强和企业竞争力的提升支持下,我国产品正在从国际市场上的“地摊”走向“货架”,这意味着股市将能够给我们带来在未来实现十倍、百倍收益的股票,如中集集团、振华港机。因此,我们也提出国际化的主题概念。当然,这一主题不够鲜明,需要进行投资挖掘,但我们可以作为长期投资的一个基本方向。

总结起来,2007年的投资机会要相对2006年来得困难,它更取决于不同投资者的投资理念和风险/收益的基本偏好。对于意在分享股市成长的基本收益的投资者来讲,建立

增长预期较为稳定的股票组合应该会比较稳妥的投资策略。

一、股市的花样年华

1.牛市的规律

所谓牛市,实质是对资产价格的重新定价。在历史上,无论是日本股市上世纪80年代的狂热,还是美国90年代对新经济的投资狂潮,都以资产的重新定价为诱因,从而推动股市价格的持续上涨。但资产价格在不受约束时,往往会呈现持续快速增长,从而带来价格泡沫,为未来经济的发展留下隐患,如美国上世纪30年代的经济萧条和90年代日本长达10年的经济通缩。

从历史看,一轮典型的牛市都需要经过“财富转移”、“狂热”、价格上涨趋缓、资金回抽等四个完整的阶段。有时在经济衰退或者其他负面因素影响下,市场还要经历恐慌性的抛售阶段。在经历了典型的一轮周期后,经过持续的市场信心重建,市场再逐步进入新的牛市周期。

对投资者来讲,通过鉴别牛市来分享资产价格的上涨收益、通过识别泡沫来规避破灭的经济损失,是投资中至关重要的。在表1中,我们列出牛市的典型特征,这可以作为我们判断股市趋势的基本标准。

2.我国股市处于牛市的特征

对于牛市,我们无法给予清晰的阶段划分,一般从“财富转移”到“狂热”需要的时间较短,从涨势趋缓到资金回抽需要的时间相对较长。结合我国股市当前的状况,我们可以判断,A股市场正运行在财富转移的初期,仍处于理性繁荣阶段,可以理解为牛市的第一个阶段,我们称之为股市的花样年华。在上市公司业绩持续增长的支持下,这一阶段将能够持续到2007年。一旦股市的财富效应在公众、媒体的高度渲染下,2008年有可能走向狂热。这时,也许应该引起我们警觉的时候。我们希望我国股市能够维持与上市公司业绩较为一

致的上涨幅度,不要出现过度投机而带来泡沫,从而能够形成更长时期的牛市。

与以往不同的是,2008年的北京奥运给我们提供了又一个新的元素。从历届奥运举办的股市看,在奥运前后都呈现牛市特征。奥运会的举办不仅实实在在地影响了举办国的经济,历届举办国在奥运期间都呈现经济增长加速的基本规律,而且对于发展中国家来讲,是展现其经济、文化和提高其国际地位的大好舞台;对于企业及其产品来讲,则是提升其品牌认知度的最佳时机,如日本、韩国的许多企业都是借奥运契机,开始被世界认识,从而逐步走向国际市场,成为国际化的知名企业。我们认为,北京奥运也能够为国内企业提供这样的机会,一改世人对中国产品低端的偏见,一批国际化的大企业将就此登上国际舞台,由此我们预期在未来三到五年股市将产生数只能够为我们带来10倍以上收益的股票。

在北京奥运的强烈刺激下,奥运主题将成为股市进一步上涨的重要驱动力。

3.对2007年行情趋势的基本判断

从当前我国股市的估值水平看,沪深300与股市总体的市盈率在21倍左右,仍处于历史底部和较为合理的状态。

按照朝阳永续的一致预期,沪深300的利润增长率预期在2006年达到32.7%,2007年达到24%,2008年为17%。从理性预期的角度,我们判断明年沪深300的上涨空间会达到30%左右,那么其指数会达到2300点左右,相应的上证指数的高点会达到2700点上下。当然,由于市场往往是不理性的,考虑到新股的因素,上证指数提前在2007年到达3000点的可能性很大。

在市场运行的整体趋势明确的情况下,我们建议关注的风险有:一是规范与监管,在股市最活跃的时候,将是监管部门工作的重点。股市存在的上市公司信息披露、市场交易中存在的利益输送、股价操纵等情况仍较为普遍,而在稳定看涨中国股市的预期下,现在已经有能力为此付出一定的代价,以净化市场环境,维持市场的长期健康发展。

二是紧缩流动性的政策与利率提高的可能。当前市场最大的特征是流动性充裕,通过存款准备金率收缩流动性成为基本管理手段。我们预期价格走势的上行风险仍不容忽视,那么不排除在明年再次加息的可能。

由此,我们判断股市在2007年的震荡加剧,要显著大于今年。在向好预期不变的情况下,耐心寻找和把握这种短期风险带来的机会将是获得超额收益的关键。

二、行业与基本投资策略

1.明年的投资机会在哪里?

2006年股市的投资机会更集中在行业趋势,遵循趋势投资是简明有效的投资策略,其背后的依据是上下游的不同行业在两极分化的盈利结构下,存在着趋势发展上的明显轨迹,如上游行业在大宗商品价格的持续上涨下取得了超常的利润增长,中下游行业则在应对成本的压力下逐步出现经营好转的趋势改变,大宗商品价格的回落预期则强化了这种趋势,于是为遵循价格的趋势投资提供了简单而有效的投资依据。2007年,上下游行业之间的这种盈利结构无疑将发生新的改变,我们认为不同行业之间的盈利结构将趋于新的平衡,意味着大部分行业都能够分享宏观经济的平稳增长带来的机会,由此给我们的股票投资带

来的难题是要寻找最能够从受益的行业与上市公司。我们认为,在新的平衡体系下,按照行业进行配置的意义或者效果将很难取得显著的投资收益,由此我们提出建立优势企业组合的基本策略,这些优势企业都来自增长预期更为稳定的行业;同时,从企业基本价值的角度来看认识中小型上市公司将能够让我们把握获得超额收益的机会,如并购价值。

2.猎人与农夫
在我们的股市上,忙碌着两种类型的投资者,我们把他称为“猎人”与“农夫”。

对于猎人来讲,他每次进入森林的时候,都是匆忙的,他要做的就是千方百计寻找猎物。幸运的话,他可以捕猎到野猪等大型动物,运气差则只能猎取野兔、麻雀果腹,当然也可能空手而归。对于他们来讲,每次出猎都面临“决定性时刻”,需要根据目标给出相应的策略。故事的结果基本都是这样的,老猎人临终仍居无定所。我们知道的农夫,一般都是朴实、勤劳、善良的,他们的问题与责任是要让自己的温饱问题得以解决。他们日出而作,日落而息,经过播种、辛勤耕耘,还要担心天气、环境的变化,更担忧是否会有丰收的一天。对于他们来说,一年甚至一生的大部分时间都是沉闷的,春耕,夏耘,秋收,冬藏。故事的结尾基本都是这样的,他们拥有春耕时的喜悦和收获时的欢畅,同时拥有固定的家园和温暖和睦的家。

从短期看,两者的收益难以做出优劣比较,但多年以后我们看到的结果基本上是农民式的投资策略更能让投资者获得超额收益,其中典型的案例就是巴菲特式的投资,猎人式的典型则是部分中小投资者的忙忙碌碌和微不足道的收获。

3.天相2007年10大“农夫式”个股与10大“猎人性”品种
所谓农夫式的企业,其本

质是稳健而坚定的持续成长性,其第一要素就是企业具有显著的稳定性,第二要素是总是在增长。按照我们的理解,第一条是巴菲特、索罗斯在投资中最看重的,就是不亏本钱;为投资提供很好的安全边际;第二条是投资的时间价值,时间总是能够让平凡变得伟大,巴菲特的成功更多来自于他对时间价值的独特理解。上述特征,让我们坚信它们能够在未来成为伟大的企业。

我们不推荐明年涨幅最好的股票,但要把握最具稳定上涨空间的股票,这种上涨更多是基于对稳定增长的预期。这种业绩驱动带来的股价上涨虽然在1年内不是最好的,但在2年、3年甚至更长时间会是最突出的。按照这种理念,我们在分析师跟踪的行业和上市公司中,希望能够寻找到最具持续增长能力的公司。我们最终选定10家公司股票,其朴实、稳健的经营模式将造就伟大的企业,当然股市会给予其股票以伟大的股价。

天相10大“农夫式”个股
我们给出的名单如下:中信证券、中国国航、福耀玻璃、万科、中集集团、青岛海尔、柳工、宝钢股份、中兴通讯、招商银行。

在从平凡到伟大的成长过程中,我们相信这些公司股票会带给我们投资的惊喜。

我们也推出10大猎人出击型品种,它们在2007年带来的收益也许会超过“金股”,给投资者带来收获的喜悦。在选择该类品种时,我们充分考虑了未来两年的盈利增长形势,因此,对于投资这些品种的业绩支持不会存在大的风险。

天相10大“猎人性”牛股
经过行业分析师和策略分析师的充分沟通,我们选择南山铝业、云铝股份、五粮液、苏宁电器、晋西车轴、中捷股份、第一食品、新钢钒、中牧股份、赣南果业。

表2:奥运前后举办国股市的表现

	奥运举办当年	涨幅	奥运举办前两年	涨幅
韩国	1988	70.5%	1986-1988	462%
美国	1996	21.5%	1994-1996	71.7%
澳大利亚	2000	7.6%	1998-2000	25.2%
希腊	2004	20.4%	2003-2004	56.8%

表3:天相行业评级与重点公司

行业	行业评级	重点公司推荐	公司评级	盈利预测				
				2005	2006E	2007E	2008E	
银行	增持	招商银行	买入	0.27	0.38	0.50	0.66	
			浦发银行	买入	0.18	0.48	0.58	0.73
			工商银行	增持	0.11	0.15	0.18	0.22
			中信证券	买入	0.16	0.52	0.78	1.08
房地产	增持	万科A	买入	0.38	0.47	0.85	0.90	
			机械	增持	中联重科	增持	0.61	0.96
中集集团	增持	1.20	1.22		1.40	1.47		
晋西车轴	增持	0.24	0.54		0.74	0.91		
广能国际	增持	0.20	0.50		0.95	1.14		
电气设备	增持	特变电工	增持	0.31	0.40	0.52	0.67	
			许继电气	增持	0.39	0.48	0.66	0.87
			许继电气	增持	0.21	0.37	0.55	0.80
			武汉中百	增持	0.15	0.23	0.38	0.52
商业	增持	苏宁电器	增持	0.49	0.84	1.21	1.55	
			益佰药业	增持	0.23	0.40	0.51	0.58
			德隆药业	增持	0.27	0.44	0.65	0.78
			第一食品	买入	0.47	0.56	0.66	0.82
食品	增持	五粮液	买入	0.29	0.50	0.66	0.70	
			中核股份	买入	0.16	0.30	0.45	0.60
			新希望	买入	0.29	0.36	0.41	0.48
			好望家	增持	0.44	0.33	0.39	0.44
农业	增持	中兴通讯	增持	1.24	1.57	2.21	2.55	
			华明股份	增持	0.04	0.05	0.19	0.31
			华胜天成	增持	0.55	0.74	1.03	1.38
			中国国航	增持	0.14	0.30	0.25	0.31
航空	增持	南方航空	增持	(0.41)	0.08	0.12	na	
			上海航空	增持	0.04	(0.05)	0.05	na
			上海机场	增持	0.72	0.81	0.93	0.70
			深圳机场	增持	0.25	0.30	0.33	0.34
机场	增持	白云机场	增持	0.25	0.30	0.35	0.38	
			四川汽车	买入	(0.24)	0.05	0.18	0.38
			恒顺粮油	增持	0.39	0.58	0.73	0.91
			宝鼎股份	买入	0.72	0.74	0.85	0.93
汽车	增持	宝钢特钢	增持	0.60	0.78	1.27	1.51	
			新兴铸管	增持	0.82	0.42	0.55	0.73
			新钢钒	增持	0.48	0.34	0.45	0.54
			广汽集团	买入	0.30	0.42	0.51	na
化工	中性	烟台万华	增持	0.52	0.62	0.95	na	

投资评级变化

强势行业股票扫描

股票代码	股票名称	业务收入3年平均增长率%	ROE(%)	06EPS	06P/E	评级系数	综合评分
000539	粤电力 A	13.96	8.60	0.32	16.80	1.93	★★★★★
000690	宝新能源	25.72	16.11	0.89	12.50	1.75	★★★★★
600886	国投电力	6.42	27.52	0.48	14.95	2.00	★★★★★
000531	穗恒运 A	21.91	13.95	0.51	13.50	2.00	★★★★★
000027	深能源 A	21.74	16.19	0.63	12.47	2.14	★★★★
600310	桂东电力	16.31	8.51	0.46	19.51	2.00	★★★★
600027	华电国际	19.43	8.10	0.19	15.49	2.14	★★★★
600900	长江电力	74.28	15.02	0.43	19.02	1.73	★★★★
600011	华能国际	29.05	12.19	0.43	13.98	2.00	★★★★
000600	建投能源	126.36	10.63	0.26	19.33	3.00	★★★★
000767	漳泽电力	13.99	12.45	0.35	13.28	2.10	★★★★
600236	桂冠电力	59.43	7.29	0.31	17.00	1.75	★★★★
600098	广州控股	15.45	8.05	0.38	13.76	2.22	★★★★
600795	国电电力	45.81	12.50	0.44	13.76	1.95	★★★★
600780	通宝能源	97.86	9.63	0.19	15.46	3.00	★★★★
600726	华电能源	42.17	3.53	0.12	25.55	N/A	★★★
600396	金山股份	-1.89	9.17	0.22	32.63	2.00	★★★
600863	内蒙华电	37.29	1.59	0.18	15.25	3.00	★★★
600642	中能股份	41.35	13.73	0.57	11.79	2.31	★★★
600021	上海电力	11.83	6.35	0.29	15.61	2.80	★★★
000601	韶能股份	26.66	4.37	0.16	23.29	1.00	★★★
000993	闽东电力	4.25	4.65	N/A	N/A	N/A	★★★
600292	九龙电力	49.41	5.22	0.20	18.84	2.50	★★
600674	川投能源	-25.43	7.16	0.17	24.20	3.00	★★
600995	文山电力	26.76	13.71	N/A	N/A	N/A	★★
600644	S乐电	20.43	7.99	0.17	32.35	N/A	★★
600509	天富热电	21.76	9.08	0.09	81.19	1.00	★★
000899	赣能股份	8.98	2.34	0.08	40.85	N/A	★★
000037	深南电 A	23.14	1.96	N/A	N/A	N/A	★★
600864	岁宝热电	14.44	0.44	0.13	82.77	N/A	★★

资料来源:今日投资(http://www.investoday.com.cn)

电力行业景气度将见底回升

点评:

近期以桂东电力和岁宝热电等为代表的电力个股连续强势上涨,其中桂东电力近三个交易日的累计涨幅超过20%。与此同时,分析师对该行业的关注程度也明显提升。据今日投资统计,近一周中银国际、申银万国、国信证券等22家机构已陆续发布了该行业最新研究报告。

电力行业1-10月份发电量增长13%,行业盈利水平增幅38%,预计全年增幅不低于30%,分析师一致认为行业景气度将见底回升。2007年中国经济仍将快速发展,工业化和城市化进程快速推进对包括电力在内的能源需求持续旺盛,电力供需基本平衡只是短期状态,中长期电力仍是短缺的。东北证券分析师表示,电力需求的持续增长、煤电联动和煤价平稳运行,以及电厂运营管理水平不断提升等因素导致电力行业盈利恢复性增长,但随水、火电以及电网经营企业等不同类型以及区域而有所分化;2007年电力行业存在较多投资机会。

兴业证券分析师认为基本面和市场面等多种因素的共同作用,成就了近期电力板块的强劲行情。首先,电力行业已基本度过煤炭价格持续上涨带来的效益下滑的困难时期,步入了稳步回升轨道。其次,市场对电力板块前景的重新评估助推了此次电力股走

强,并且为电力股明年的走强预期增添了信心。随着新的调度规则的出台以及电力市场化改革的深化,电力行业整合进程加快。再从估值水平的国际对比角度来看,国内电力股被明显低估,股价上调顺理成章。同时,近期对电力股资产注入和整体上市预期变得更加强烈,可能发生的并购重组、大股东资产注入和整体上市等等,将有助于电力板块展现更加亮丽的风采。另外,行业今年以来首家IPO公司大唐国际的发行上市,对电力板块走势也将产生正面影响,将可能引发电力板块的重估行情。

中信证券分析师认为竞价上网,发电行业也将引入竞争,从而有了激励的充足理由,但是如何把集团管理层利益纳入,一直是困扰电力上市公司的难题,整体上市后该问题自然迎刃而解,同时存在多年的同业竞争和定向母公司收购等关联交易都可能一并化解。以920资产出售为标记,电力改革在争议中重新驶入快车道,但竞价上网将在3-5年中逐步完善,短期内各环节电价将保持稳定,长期终端销售价格必然上涨。目前国内电力公司成长性大优于国际同行,综合折价也短于其5-10年;同时从透明的治理结构、现金流等角度又优于国内其他行业;给予行业“强于大市”的评级。

股票评级解释

招商证券:

传化股份(002010)合理价格14-18元

今年印染行业整体形势运行较好,未来消费量将保持15%以上的年增长率;公司通过技术性营销,构筑核心竞争力,成为国内龙头企业;与大金保持稳定的合作关系,有机氟防水防油剂产品

成为公司稳定的现金流来源;募集团资金项目已部分投产,未来产能将逐渐释放;未来几年业绩能维持20%增长;给予“强烈推荐”的投资评级,合理价格区间在14.00-18.00元。

广发证券:

南京港(002040)股价估值差有限

原油业务继续萎缩,预计2006年原油装卸量将减少800万吨,2007年运输量还将继续下降1000万吨;公司的成品油、液体化工业务虽然市场竞争激烈,但由于市场需求增长,发展速度

较快;龙潭集装箱是公司未来发展重点,一期的业绩贡献有限,我们认为长远看,增持龙潭股份,公司发展才更有保证;南京港目前市价与我们的估值区间差距有限,给予“持有”评级。