

2007年度股市投资策略报告之世纪证券篇

蓝筹时代的挑战和机遇

我们认为可以选择海外上市股票的估值水平、A/H 银行股的估值水平作为重要的参照标准来判断 A 股市场估值溢价的安全边际:沪深 300 成份股的未来市盈率峰值应在 25 倍左右,19 倍市盈率以下是安全区域,19-22 倍为平衡区域,22 倍以上进入风险区域

2006 年 12 月沪深 300 成份股的动态市盈率估值已经接近 25 倍,领先指标 A+H 银行股动态市盈率对 H+A 的银行股估值更出现 11%以上溢价率。这说明市场泡沫已经出现,动态市盈率已经高企,市场已经在提前反映 2007 年的业绩

我们认为 2007 年成长股的表现将远好于价值股,买入成长股进行持有的策略可以战胜大盘的波动,获得超额收益,特别是指数期货环境下,成长股的走势更加值得期待

一、人民币汇率因素不再支撑 A 股高溢价

1. 人民币境外资产应对境内资产保持溢价

人民币升值因素在推动 A 股市场走出四年熊市,估值水平向国际水平靠拢直到溢价的过程中起到了决定性的作用。2005 年 7 月汇改以来人民币兑美元汇率每日波动和上证指数的相关系数达到 -0.945,看着人民币汇率做股票成为 2006 年的时尚。进入 2007 年之后,人民币升值因素能够继续推动 A 股市场上扬已经得到市场的认同,但关键的问题是,人民币汇率因素能否使 A 股市场估值水平一如既往,保持 2006 年的强势,实现对全球主要证券市场估值水平的长期高溢价?

和境内人民币资产相比,外币标价的人民币资产是人民币升值的最直接受益者。以在香港市场上市的国企股为例,同样 100 元人民币的资产,不考虑业绩成长因素,如果预期人民币兑港币汇率每年升值 5%,则 2 年后需要用 110.25 元港币来购买。境内人民币资产受益于汇率的途径则主要为境外投资者和外资游资因人民币升值预期进入 A 股后带来的股票溢价,其收益来自 A 股溢价带来的超额收益和人民币升值收益之和,其本质还是依靠资金推动实现超额收益。

由此我们认为因人民币升值导致股票溢价的理论顺序应该为:整体资产>海外上市股票对 A 股溢价,A 股对海外市场溢价,局部资产>H+A 股对 A+H 股溢价。

在这种溢价顺序下,大量海外上市股票以及香港市场的 H+A 股、沪深 B 股(不考虑 B 股流动性因素)等理论上应该比同类 A 股享有相对高的溢价率。我们以香港国企股和沪深 300 成份股作为整体可比性资产进行比较后发现这种溢价保持在 7%左右。而局部资产如 H/A 股等并没有体现溢价,特别是反映人民币升值因素最充分的 H/A 银行股 2006 年末期更是出现 A 股大幅超过 H 股溢价的现象(见图 1)。

通过上述分析,我们认为香港市场国企股对沪深 300 成份股的估值溢价体现了人民币升值因素的真实溢价;而 A 股市场上,人民币升值因素在局部资产上已经有过度预期反映。这种过度预期造成的溢价实质是资金推动造成,如果没有实质业绩支撑,则过度溢价在 2007 年不能持久,特别是当人民币升值带来的超额收益预期普遍化之后,超额收益将消失。

2. 寻找 A 股估值安全边际

因为人民币升值因素的存在,2007 年海外上市股票的估值水平应该继续保持对 A 股市场的溢价,A 股市场也会继续对海外市场保持估值溢价。但随着预期普遍化,溢价的期望值在缩小。因此如何判断 A 股市场估值溢价的安全边际成为重要课题。我们认为可以选择海外上市股票的估值水平、A/H 银行股的估值水平作为重要的参照标准。

从香港国企股和沪深 300 成份股的最近一年的市盈率变动趋势可以发现,沪深 300 成

份股的市盈率变动跟随香港国企股,并且有 2-3 个月左右的滞后周期。国企股最近一年的市盈率均值为 20.85 倍,峰值接近 26 倍,谷值 16 倍,而国企股相对于沪深 300 成份股应该保持汇率因素的溢价。因此我们判断沪深 300 成份股的未来市盈率峰值在 25 倍左右,19 倍市盈率以下是安全区域,19-22 倍为平衡区域,22 倍以上进入风险区域。我们还可以从银行股的估值作为领先指标来判断市场估值的水平。按照 H+A 的银行股应该对 A+H 的银行股估值,但是实际上 A+H 银行股对 H+A 银行股出现了溢价。这种溢价实际可以理解为泡沫的堆积和风险积累过程。

2006 年 12 月沪深 300 成份股参考 2006 年第三季度业绩的动态市盈率估值已经接近 25 倍,领先指标 A+H 银行股动态市盈率对 H+A 的银行股估值更是出现了 11%以上溢价率。这说明市场泡沫已经出现,动态市盈率已经高企,市场已经在提前反映 2007 年的业绩。考虑到 2006 年下半年市场自身堆积的盈利,因此我们认为在 2007 年 4 月上市公司公布完 2006 年度和 2007 年第一季度业绩之前,需要通过市场自我调整,指数期货冲击,预期业绩明朗等因素对估值进行挤压和调整。

二、股指期货带来市场长期发展也带来短期波动

1. 股指期货为机构投资者找到投资蓝筹股的机会

在影响市场的其他因素中,我们最关心 2007 年初即将推出的沪深 300 股指期货。从国外实行股指期货的历史来看,股指期货为股市的长期稳定发展提供了必要的保障。如美国 1982 年推出标准普尔 500 股指期货,从 1981 年底到 1999 年,道琼斯指数从不足 1000 点上升到了 10000 多点,股市上涨了 10 倍。股市出现这样大幅度的上升,股指期货的价格发现和避险功能产生了关键的影响,机构投资者可以通过现货和期货的对冲避险获得稳定的收益,通过长期投资获得稳定的投资收益,也使股指期货标的的流动性进一步增强,股市实现了稳定上升。

因此我们有理由认为,2007 年初即将推出的沪深 300 股指期货为不断发展壮大的机构投资者群体与发展中的蓝筹股市场寻找到了最佳的结合点。从 2006 年 8 月开始,沪深 300 成份股的交投明显活跃,市场占有率不断提高,流动性显著增强(见图 2),我们认为这正是对股指期货即将出台的预热反应,股指期货即将推出的狂热反应,股指期货即将推出的狂热反应,股指期货即将推出的狂热反应。

2. 海外经验暗示股指期货推出可能导致大盘震荡

海外市场股指期货推出后市场的震荡一般都比较小,如包括美国、英国在内的 16 个国家和地区在推出股指期货后短期内市场出现 15%以上幅度调整有 13 例,并且普遍幅度大于 20%。如果市场存在系统性风险,则震荡幅度会更大。从调整的时间看,除英国和韩国之外,推出股指期货至指数见顶的时间短则 5 个月,长则 24 个月,而且时间明显集中在 8-11 个月和 16-20 个月两个区间。因此我们可以从海外经验得到这样的认识:沪深 300 股指期货推出后市

图 1:人民币境内外资产市盈率溢价比

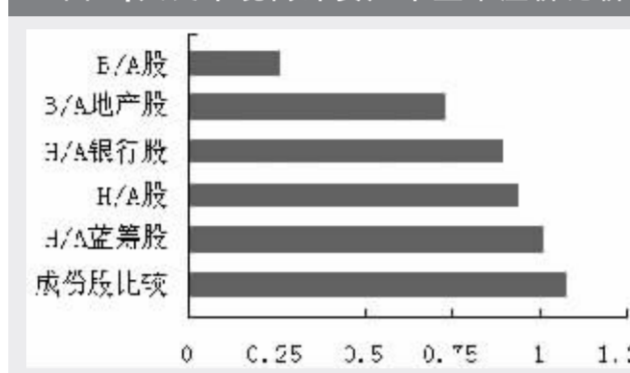


图 2:沪深 300 成份股流动性明显增强

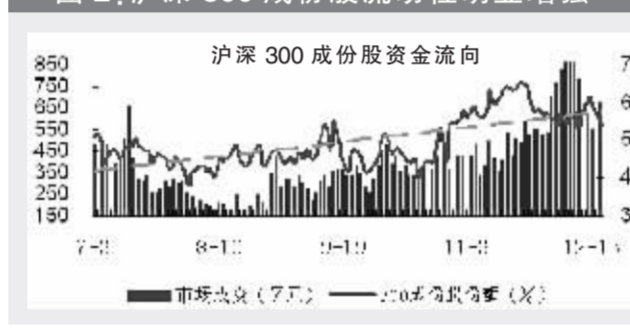


表 1:2007 年行业盈利能力评价

Table with 4 columns: 行业, 前三季盈利能力评价, 未来盈利能力评价, 盈利稳定性. Rows include 金融、房地产、交通运输、商业贸易, 易、农业、电信服务、建材、造纸, 通信设备、汽车、电力、城市公用、传媒, 食品饮料、机械、电子设备.

场会在维持长期上升行情的前提下,随着 2006 年末指数的升高,2007 年初将会出现短期震荡调整行情,并且中短期市场估值变化以及宏观基本面的变化将对指数的波动幅度有着决定性的影响。

从 2006 年 8 月开始的行情已经持续 4 个月,当前沪深 300 成份股估值开始进入泡沫堆积区,而这种趋势一旦持续下去则市场估值水平将上升到高风险估值水平。而随着国内市场学习海外市场经验的时间和周期在提前并缩短,从 2006 年 8 月开始的行情已经变成股指期货的预演行情。我们进一步从资金因素分析,推出股指期货从过去的单边做多变成双向博弈行情之后,资金只能推动市场做多的格局将得到根本改变,市场估值存在的泡沫很容易引来做空动力。2007 年第一季度时间窗口和海外市场推出股指期货的短期震荡调整周期相吻合,未来一旦推出股指期货则有可能产生共振。如果沪深 300 成份股没有因自我调整,新业绩提升因素将估值调整到合理水平,则股指期货推出后的大幅震荡局面将难以避免。

三、从业绩增长和估值优势中选择行业

1. 制度改革提升业绩和现金流

从沪深 A 股市场整体业绩变动趋势看,上市公司业绩从 2005 年末开始走出低谷,预计 2006 年全部上市公司的平均每股收益后利润将达到 0.26 元,净资产收益率达到 11%;而沪深 300 成份股的 2006 年全年业绩将比 2005 年增长 33%,未来两年预计继续保持较高增长速度。

2007 年提升上市公司业绩的还有两个因素,即新会计准则和税收制度改革。新会计准则在企业资产减值计量、公允价值计量、企业合并等多个方面出现改变,使得上市公司的

色金属、农业、建材、机械、造纸;而估值和美股较为接近的行业是钢铁和煤炭行业;存在一定程度高估的行业则是化工、电力、房地产、电子、计算机、纺织、传媒、城市公用、塑料行业;其他行业都存在较大程度的高估成份,其中如金融、食品饮料、交通运输等消费服务类行业基本上都存在被高估的成分。

考虑到中国经济增长的潜力,在较高的估值下,我们认为只要 PEG 仍然处于合适范围内仍然值得投资。如从沪深 300 成份股的整体 PEG 水平分析,2006 年的 PEG 为 0.87,2007 年预测的 PEG 水平为 0.9,并没有大幅高估成分,因此沪深 300 成份股整体并没有被高估。而在消费服务增长趋势之下,如金融、房地产、食品饮料的 2007 年预测 PEG 分别为 1.3、1.2、1.9,也属于可接受范围。

因此结合对行业的盈利能力变化趋势的分析,2007 年我们重点看好以消费服务为主的行业,谨慎选择制造业,具体行业包括:金融、房地产、食品饮料、交通运输、旅游酒店、电信、传媒、通信设备、机械、汽车等。

四、投资策略选择

2007 年的 A 股市场因为有人人民币升值因素,上市公司业绩增长因素,总体上升趋势继续值得看好,但是又因为指数期货因素、估值合理区间等问题,使得市场又会面临较大的震荡。从时间上判断,我们认为 2007 年第一季度的趋势最不明朗,将面临较大的震荡,而 2007 年下半年将随着上市公司业绩增长逐步被市场认识,市场估值水平经过股价调整和业绩调整后渐趋合理,市场和业绩调整后渐趋合理,市场和业绩调整后渐趋合理,市场和业绩调整后渐趋合理。

我们认为 2007 年成长股的表现将远好于价值股,买入成长股进行持有的策略可以战胜大盘的波动,获得超额收益,特别是在指数期货环境下,成长股的走势更加值得期待。成长股将在主题投资中涌现:人民币升值题材中不会像 2006 年下半年那样热烈,但是我们仍然认为它是 2007 年影响市场的重要因素;3G 和数字电视作为技术和产业升级、引导消费的主题投资,在 2007 年将会有实质性的表现,并将和奥运题材互相辉映;而环保、节能等主题投资将在国家行政、立法、经济杠杆等多项因素下获得巨大的发展空间。围绕 2007 年多元化的主题投资,我们建议从银行、地产、通信、食品饮料、传媒、旅游、机械、交通运输等行业中选择以下重点公司:

招商银行、中兴通讯、中国联通、万科、金融街、歌华有线、大秦铁路、柳工、华侨城、南玻、丰原生化、合加资源、五粮液、长电科技、华泰股份、江铃汽车。

而价值股以及纯指标类个股因缺少成长性,或者具有过强的指数特点,则在 2007 年可能成为指数期货狙击的对象,它们有可能围绕一定的价值中枢进行上下波动,适合按照估值水平进行波动性的投资,也适合持有高红利股进行套利,如钢铁、电力、交通运输、煤炭、城市公用等行业中红利水平较高的个股即适合这种投资策略。

(执笔:世纪证券研究所 黄凯军)

说明:1、评级系数:1.00-1.09 强力买入;1.10-2.09 买入;2.10-3.09 观望;3.10-4.09 适度减持;4.10-5.00 卖出。

2、分析师综合评级:反映了分析师对相关股票的投资建议,代表当前(60 日之内)所有分析师对相关股票投资评级的综合结论,在一定程度上代表了市场的平均预期,但并不保证未来市场的表现。

■ 投资评级变化

近一个月股价波动幅度最大的股票点评

Table with columns: 股票代码, 股票简称, 1月波幅(%), 市盈率, 市净率, 06EPS, 07EPS, 分析师. Lists various stocks like 普洛康裕, ST 飞彩, 工商银行, etc.

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

说明:1、评级系数:1.00-1.09 强力买入;1.10-2.09 买入;2.10-3.09 观望;3.10-4.09 适度减持;4.10-5.00 卖出。

2、分析师综合评级:反映了分析师对相关股票的投资建议,代表当前(60 日之内)所有分析师对相关股票投资评级的综合结论,在一定程度上代表了市场的平均预期,但并不保证未来市场的表现。

宏观经济环境助推银行股

□ 今日投资

近一个月股价波动幅度最大的前 30 名股票中,银行板块有工商银行、中国银行和民生银行三只入选。其中,工商银行位列第三,波动幅度超过 55%。2006 年我国货币供应总体宽松,存款增速稳中趋降,贷款增速持续趋缓,1-11 月份我国金融机构新增贷款达到 2.97 万亿元左右,预计全年将达到 3 万亿元左右。2006 年央行两次上调金融机构存款准备金率,三次上调金融机构存贷款基准利率,三次上调银行贷款利率明显提高,存贷利差趋于扩大。2006 年我国银行业资产负债规模增长良好,不良贷款余额和不良贷款比率继续“双降”,上市银行前三季度净利润增速大多保持在 25%以上。

广发证券分析师倪晓宣认为,2007 年宏观经济转型、货币政策面、竞争以及行业税制改革四方面的因素将继续推动银行业实现 30%的盈利增长,单位资产盈利率 ROA 上升到 0.8%-1%的水平,从而对股价的上涨形成 60%以上幅度的支撑,同时支持估值中枢从市净率 2-3 倍向 3-5 倍推进。“加入 WTO 全面开放承诺+利用外资‘十一五’规划”中关于外资银行设立网点、开展人民币存款业务、购买国内银行股权等方面的限制性开放规定,将在 2007 年继续推动国内银行股权收购价值上升。面对投资稀缺性减弱问题,银行业将以行业发展领先于国民经济增长、行业经营水平使盈利增长更稳定可预期、估值驱动因素更容易量化、更具综合经营优势的特征,与保险股和证券股竞争。

2007 年投资银行板块最无法回避的问题,就是如何看待其目前的估值水平。民族证券分析师曹鹤认为,诸如对中国经济高增长的预期,对中国零售银行的憧憬、对上市银行业绩稳定高增长的预期等都是老生常谈,银行业基本面并没有发生超预期的变化。目前上市银行估值水平提高不是来自于基本面预期的变化,而是来自于税制改革的预期。两税合一提升了上市银行的长期盈利能力,进而支撑上市银行估值水平的提高。人民币升值预期所产生的“流动性充足”和“汇率幻觉”均助推银行股。

自 2007 年 1 月 4 日起,上海银行间同业拆放利率(Shibor)将正式上线运行,中国利率市场化之路由此走出了标志性一步。国泰君安分析师伍永刚认为,基准利率对银行的影响是机遇和挑战并存。首先,基准利率的形成有利于提高金融调控的效率,加快金融创新。这为致力于产品创新且实力雄厚的金融机构提供了空前的机遇。其次,基准利率形成后,存款利率的浮动空间有望进一步放开。短期内,很有可能会经历净利差收缩的阶段,这对目前主要依赖于利息收入的我国银行会形成较大的挑战。一般来说,向零售业务、中间业务转型越快,其所受负面影响越小;反之所受负面影响越大。

兴业证券分析师杜指出,国民经济持续增长是银行业业绩增长的“源动力”。银行股的中长期投资价值已被市场所认可,未来银行估值水平将会超过大盘平均水平,而优秀国有银行与创新型股份制银行在未来行业竞争中胜出。随着 A 股银行定价权的回归,A 股市场将掌握银行股估值的独立定价权,因此投资银行股应首选 A 股银行股。维持银行业“推荐”的投资评级。给予工商银行、中国银行、招商银行“强烈推荐”的投资评级,浦发银行、民生银行“推荐”的投资评级。

■ 评级精解

中信证券:

“封基五虎”还可上涨 21.33%

“封基五虎”(泰和、裕阳、天元、普惠、景福)大显身手。自 2006 年 12 月 18 日推荐后,经过两周,“封基五虎”已给我们带来 17.16% 的收益,领先于同期的封闭式基金指数和大型基金指数,基金泰和更是大涨 22.63%,成为封闭式基金市场的龙头品种。●重申买入封闭式基金的五大理由:1) 衍生品提升封闭式基金的市场地位;2) 被压抑的大规模分红将引发新一轮行情;3) 四方博弈隐藏提前“转开放”的预期;4) 大盘蓝筹王者归来;5) 流动性不是问题。●折价率将持续向下修正。在

多种因素推动下,折价率将持续向下修正,不断缩小。根据国外经验数据及国内封闭式基金所面临的利好环境,我们认为,封闭式基金合理的折价率在 5%左右,如果受到投资者狂热情绪的推动,则可能出现阶段性的溢价。●继续推荐“封基五虎”。维持“封基”的买入评级,继续建议主配大型基金,强力推荐“封基五虎”。在假设折价率降低为 5%,净值基本不变,不考虑分红增厚效应的前提下,“封基五虎”还可上涨 21.33%。进一步,乐观情况下,如果折价率消失,则“封基五虎”可上涨 27.72%。