

2007年度股市投资策略报告之西部证券篇

选择理性之牛 远离狂躁之牛

刚刚过去的2006年给中国证券市场的参与者无疑留下了深刻的印象,A股市场终于结束了长达5年的熊市调整,走出了一段波澜壮阔的上涨行情,沪综指和深成指全年涨幅均超过130%。岁末年初,各大研究、投资机构纷纷提出了对2007年市场的看法,“中国证券市场还处于牛市发展初期”、“中国证券市场将进入未来的黄金投资10年”等观点充斥市场,市场乐观情绪极度高涨,以至于A股市场仅用短短一年时间就完成了从整体估值偏低到估值基本合理的转变。站在上证综指2700点的历史高点,我们在激动之余不得不思考面对这样一个问题——中国证券市场已经进入牛市,我们将要经历的是理性之牛还是狂躁之牛?

一、2007年中国证券市场政策环境展望

2006年中国资本市场的制度环境出现了巨大的变化,一方面证券市场运行的法律基础发生了根本改变,新《证券法》和《公司法》的开始实施,让整个资本市场由强调“管制”转入鼓励“发展”的轨道;另一方面,困扰证券市场多年的股权分置、上市公司资金侵占和证券公司问题等三大历史遗留问题得到了基本妥善的解决,从根本上改变了证券市场运行的市场基础。在这两大重要转变的基础上,证券市场的融资机制改革、上市公司并购、股权激励、研究引入做空机制等一系列制度改革和创新才得以顺利进行,从而改变整个市场的运行机制,尤其是市场约束机制的逐步形成,推动着市场配置效率的提高。

在中国资本市场制度变革取得巨大进展的基础上,展望2007年市场的政策环境,在三大历史遗留问题的解决基本完成后,未来管理层一方面将继续对于资本市场的支持仍将延续,2007年证券市场发展的政策环境比较宽松。

- 1、推动多层次资本市场体系建设。
2、引入指数期货和融资融券。
3、股权激励制度的全面推广。

总之,在中央将资本市场发展作为社会主义市场经济建设重要组成部分的背景下,管理层对于资本市场的支持仍将延续,2007年证券市场发展的政策环境比较宽松。

二、2007年中国证券市场资金环境展望

1、流动性过剩仍将是今后经济运行的主要特征
流动性过剩是2006年经济、金融运行的基本特点,针对国际收支双顺差带来的流动性过剩局面,为抑制信贷和投资过快增长,央行除了加大日常发行票据的公开市场操作之外,两次加息、三次上调法定存款准备金率、四次发行定向票据等,可谓将货币政策的主要手段充分运用。但是,应该看到,目前央行所面临的流动性过剩压力有增无减。一方面是,每年约2000亿美元的外汇储备增长,使得央行被迫投放上万亿元的基础货币,再通过乘数效应放大,导致流动性不断扩大。另一方面则是,发行央行票据和上调存款准备金率等对冲流动性的常规“药方”,不仅无法触动流动性过剩的病根,而且导致央行成本负担不断加重,效用递减。据统计,2006年四季度央行票据到期总量为6810亿元,比去年同期多增约1000亿元,而今年一季度到期央行票据回流资金将创下9000亿元的历史天量。这无疑将加剧流动性过剩的局面。

我们认为,在人民币小幅渐进升值背景下,流动性过剩仍将是今后经济运行的主要特征,央行的调控政策只会缓解流动性过剩的现象,并不能改变流动性过剩的本质。

2、A股市场的资产扩容与资金扩容

一个大国经济的繁荣必然

伴随着资本市场的快速发展与高度繁荣,而资本市场的发展将为本国经济增长带来额外的动力,这就是中央政府将发展中国资本市场提高到战略高度的根本原因。与西方发达国家超过100%的证券化率(资本市场总市值/GDP)相比,中国的45%预示着更大的发展空间,我们预计未来几年之后A股市场的市值规模将飞速膨胀。2006年的A股市场IPO规模已经创下历史新高,而2007年将有数量更多、规模更大的大型国企登陆A股市场:中国人寿、平安保险、建设银行、交通银行、中国移动、中国石油……在迎接这些大型国企之后,A股市场的证券化率到2008年有望上升到60-70%之间。

大扩容正在并将进一步优化A股市场的市值和盈利结构,使之对中国经济的代表性迅速增强,证券市场的国民经济“晴雨表”作用更加明显,它将伴随着快速增长的中国经济迅速发展。与此同时,投资者有了更多的可投资品种,能够充分分享优质企业成长带来的收益,加之牛市的确定和管理层正在推进的制度创新将使中国金融资产巨大的潜在需求成功释放出来,从而实现A股市场快速的双向扩容过程。

据测算,2007年我国A股市场资产供给约5400亿,包括以大型国企为主的IPO约2500亿,再融资1500亿,限售股份解禁后规模1400亿等。此后数年资产供给规模仍将有所增长。这将是A股市场所面临的有史以来规模最大的扩容潮,直接考验市场承受扩容的能力。

另一方面,2007年我国A股市场资金供给约5600亿,包括基金净增量2500亿,保险、社保、年金、QFII等机构投资者新增入市1500亿,证券公司业务发展带动600亿,私募基金与个人投资者增加1000亿等。此后资金供给的增长可能加速,机构投资者占比将迅速增加。

我们认为,2007年A股市场将迎来资产和资金的双向大扩容,流动性过剩状况将为A股市场进一步上涨提供充足的资金保障。

三、上市公司业绩将大幅增长并很可能超出预期

近两年来,随着能源原材料价格大幅上扬,以制造业企业为主体的我国A股上市公司多数行业出现产能过剩,此前出现的上市公司业绩高速增长势头逐步放缓,2005年首季开始下降,2006年首季下降幅度达到最大。但是,2006年二季度以来,在经济持续快速增长的有利形势下,钢铁、电力、汽车、石化等行业效益明显好转,纺织、农产品、食品等行业效益进一步提高;同时,全流通的制度变革带来的优质资产注入、整体上市、关联交易利润漏出减少、股权激励等因素积极作用初步发挥,我国A股上市公司业绩出现反转,止跌回升。2006年前三季度,上市公司整体业绩呈现爆发式增长,公布季报的1401家上市公司净利润同比增长21.89%,与一季度同比,下滑14.58%形成鲜明对比。根据预测,全部A股上市公司2006年净利润增速很可能超过30%。我们认为,2006年上市公司业绩止跌回升并不是短期现象,而是标志着我国上市公司业绩进入新的增长长期,2007年我国上市公司业绩

图1:80年代和90年代GDP曾出现过连续三四年保持两位数以上增长

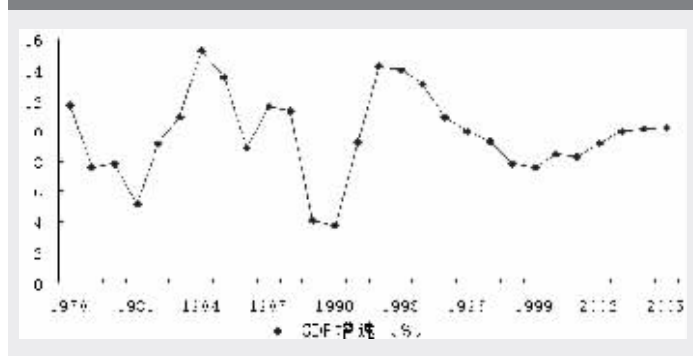


图2:沪深300PE水平与世界主要证券市场的比较

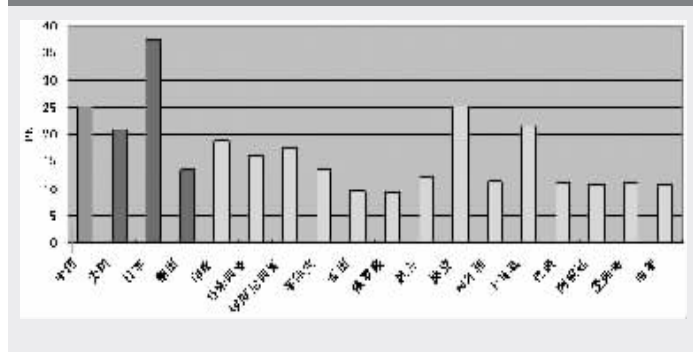
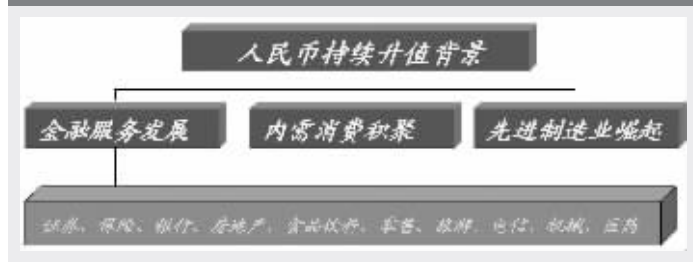


图3:未来可从以下三方面寻找持续稳定的增长



四、2007年A股市场走势展望

以上我们分别从宏观层面、政策层面、资金层面和上市公司层面对影响2007年A股市场走势的因素作了分析判断,我们认为以上各方面都支持2007年A股市场持续走牛,本轮牛市进程在2007年仍将继续。但我们也要注意2006年末沪深股市在金融股的带领下持续走高,上证综指指数已经接近2700点,沪深300则突破了2000点,面对这样的历史新高,我们不能回避的问题是:这样的牛市是理性之牛还是狂躁之牛。

1、从估值水平来看,我们现在的市场还是理性之牛。截至2006年末,全部A股上市公司(剔除亏损股)2006年动态PE为30倍,2007年动态PE为25倍;沪深300(剔除亏损股)上市公司2006年动态PE为25倍,2007年动态PE为20倍。这样的估值水平在世界范围内比较不算低(见图2),我们用一年多时间就见到了从整体市场估值偏低到目前的估值水平,考虑到中国宏观经济仍将保持较快增长态势,上市公司利润仍将大幅增长并很可能超出预期,我们认为这样的估值水平应该可以接受。展望2007年,人民币小幅渐进升值的背景下,整体金融体系的流动性过剩局面将继续存在,市场在充裕的资金推动下会继续走高,沪深300上市公司2007年的估值水平可能会上升到30倍PE以上,也就是说沪深300指数还有20-30%的上涨空间,我们预计2007年沪深300指数的主要波动区间是2400-2600点。

2、从市场氛围来看,我们现在的牛市已经出现了某些狂躁的苗头。首先,指数短期内上涨

幅度偏大,某种程度上透支了2007年的走势。诚然,在流动性过剩的资金环境下,投资主体对一些未来持续增长比较确定的公司进行大胆投资并给出足够溢价的投资者行为无可厚非,但我们知道投资者之所以敢这样做有这样两个前提:一个是看好未来的经济增长,一个是我们即将在2007年推出的股指期货交易,市场因此产生了对冲风险的交易机制,有了这两个前提,可以说是进可攻退可守。但不能忘记我们的市场还不成熟,我们刚刚经历了5年多的熊市,经济增长还要依靠资本市场的大力发展来支持,如果证券市场出现暴涨暴跌都将影响资本市场功能的正常发挥。其次,在牛市氛围下,一些上市公司管理层或迫于投资者压力或急功近利而急于推出股权激励措施,不管上市公司所处行业和公司特点是否适合搞股权激励,而投资者也把很大希望寄托在股权激励措施上,认为这将使上市公司业绩得到迅速释放从而在投资上获利。我们忽略了这样一个现实,就是经过一年半的股改,证券市场的基本制度环境得以改善,但是我们的法治环境和监管环境还有待完善,违规者的违规成本与收益还不成比例,在这种情况下,一些造假行为难免再次滋生。再者,概念投资、趋势投资等违背价值投资的现象开始增多。一些上市公司因具备某些主题概念而被爆炒,其实际的业绩增长恐怕在3-5年后也支撑不了现在的估值水平。以上这些现象的出现都是市场产生狂躁的苗头,在流动性过剩的背景下,狂躁之牛的后果必然是泡沫的产生。

五、2007年A股市场投资策略

基于对市场未来发展的良

好预期,耐心守仓将是采取的主要投资策略。我们将坚持“自上而下、区分行业、精选个股、耐心守仓”的策略,从公司长期发展前景的角度寻找具有中长期投资价值品种进行投资,并通过行业景气度判断和公司核心价值研究,用投资标的的长期可持续的利润增长应对牛市发展过程中可能出现的震荡格局。

行业选择方面,在人民币持续升值的背景下寻找持续稳定增长的行业是我们追求的目标。我们将从事以下三个方面来寻找持续稳定的增长:

首先,金融服务业的发展为我们提供了广阔的投资空间。

从日本、韩国的历史数据分析,为保持经济的持续增长,信贷规模的持续增长是一个必然结果。我们认为未来要实现中国GDP平均增长7-8%,两倍于GDP的信贷增长速度是比较合理的。中国的银行业将保持15-20%的增长速度。

与银行相比,中国的保险渗透率仍然非常低,根据发达国家的经验,随着经济发展和收入提高,国民对于长期保障的需求将不断增强,中国将经历一个保费收入急剧增长的时代,我们预计未来十年中国保险行业增长速度将保持在20%以上。

我国目前的证券化率极低,资本市场发展空间巨大。截至2006年底,我国沪深两市上市公司市值为8.9万亿元,证券化率仅为45%,距离英美等发达国家100%-200%的证券化率水平有很大差距,更是远远低于我国香港市场700%以上的证券化率水平。从这个意义上说,我国资本市场有着极大的扩张空间。证券公司作为资本市场的重要金融服务机构,将分享这一变化带来的成长。

金融服务业在中国经济持续增长的背景下已经进入一个黄金发展阶段,其持续增长特性为我们提供了广阔的投资空间。其次,内需消费的积聚将产生一批持续稳定增长的消费服务类公司。

我们认为,人口的结构变化、收入基数的扩大与提高,是推动内需消费积聚的决定性因素。中国经济已经连续4年保持了GDP两位数以上的增长,2007年很有可能也会达到两位数以上,居民收入在此过程中稳步增长,加上2003年以来的房价上涨和2005年下半年以来的股市上涨,财富效应正在积聚。而政府的政策倾向于将经济增长由投资和出口转向国内消费,随着刺激消费政策和人民币升值的持续,品牌消费品和高端消费品公司将因此获得持续的利润提升,这些公司可为投资者带来最佳的长期投资价值。

最后,产业升级、自主创新下不断发展壮大的先进制造类企业。

虽然面临增长转型、人民币升值,但并不意味全球制造业向中国转移的趋势就此结束,而会以产业升级的形式出现,向价值链高端、高附加值的先进制造业转移。先进制造类企业劳动生产率的不断提高,将在抵御外部需求变动、全球制造转移、劳动密集型加速向资本技术密集转移过程中加强竞争力。那些有自主创新能力的先进制造类企业将在此过程中持续增长。

■投资评级变化

Table with columns: 股票代码, 股票名称, 业务收入3年平均增长率%, ROE(%), 07EPSe, 07P/E, 评级系数, 综合评分. Lists various stocks like 宝钢股份, 武钢股份, etc.

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

□今日投资 姚晓明

说明:

1) 以上数据为今日投资财经资讯有限公司(www.investoday.com.cn)对国内70多家券商研究所1800余名分析师的盈利预测和投资评级数据进行整理提供。

2) 07EPSe:反映了当前(90日之内)所有分析师对相关股票2007年盈利的综合预测值,在一定程度上代表了市场的平均预期,但并不代表公司的实际盈利水平。

3) 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。

据今日投资强势行业排名统计,钢铁行业的排名近三个月以来不断上调,由三个月前的第70位提升至今在的4位。其中马钢股份、首钢股份、新兴铸管等近五个交易日涨幅都超过20%。招商证券分析师认为四大理由支持了近期钢铁股走势强劲:一、供求基本面支持;二、历史钢价季节性表现支持上半年上涨;三、市场库存处于低位支持钢价上涨;四、2007年铁矿石长期合同价格上涨支持钢厂上调钢价。

根据中国钢铁协会统计,从2006年1-11月份累计情况看,产值(现价)、销售收入、利税、利润等经济效益指标继续保持同比增长,并全面超过2005年全年水平。同期,大中型钢铁企业实现销售收入12062亿元,同比增长9.06%,实现利润796亿元,同比增长8.34%,实现利税1442亿元,同比增长11.29%,大中型企业实现利润已超过2005年全年796亿元的水平。据此推算,主要钢铁上市公司2006年的盈利水平有望超过2005年。而且由于一些钢铁上市公司完成了整体上市,其盈利水平有望继续提升。如鞍钢股份、太钢不锈、宝钢股份等。

中信证券分析师认为主要钢铁上市公司2007年业绩有望继续增长。特别值得关注的是,由于2006年一季度是钢铁行业的盈利低点,2007年一季度钢铁上市公司盈利增长将十分突出,许多企业业绩将成倍增长。而且中国作为一个新兴市场国家,也是一个正在工业化的国家,对于钢铁的需求仍然十分强劲,未来钢铁工业的成长性是其任何国家不可比拟的,与国际钢铁公司相比应该给予溢价而不是目前的折价。因此,以宝钢股份为代表的中国钢铁股,理应获得市场合理定价。

银河证券分析师对钢铁行业发展前景的看法是:第一,2006年我国钢铁行业供大于求的基本格局已基本形成,这种情况可能会持续到2007年;第二,钢铁的总需求随着GDP总量的增加呈刚性上升;而供给随着固定投资的下降,其总量的增幅呈下降趋势;预期2008年后钢铁行业供大于求会大大改善,甚至2009年后有可能出现供不应求的局面;第三、目前钢铁行业处在阶段性底部,2007年仍是钢铁行业恢复调整的一年,重组与并购将成为行业发展主要动力之一,也将是2007年的投资主题之一。但是从我国钢铁行业所处的发展阶段看,10倍的行业市盈率是合理的估值,高于这个水平则被认为是不正常的。

民族证券分析师认为并购是世界钢铁行业发展的必然趋势,目前整合中国钢铁企业的时机已经到来,国内钢铁企业之间的购并重组将是未来5年内的投资主线。预计2007年并购的狂潮将逐步展开,从中引发的投资机会将是2007年要密切关注的。预计2007年整个钢铁行业的市盈率有望向10-12倍提升,而一季度将有可能成为钢铁股的阶段性高点,之后由于受相关因素变动的影响,可能会出现较大的波动。2007年钢铁行业的市场机会更多地来自钢铁龙头股的估值提升、严重低估还没有被市场充分挖掘的低市盈率个股、存在潜在并购机会的公司三方面。

■评级精解

广发证券

五粮液(000858):看高30.60元

相对于其他酒类龙头公司,五粮液一直由于治理结构(主要是关联交易)原因而被市场给予折价。随着关联交易的逐步解决,我们认为对公司的估值水平应该提升至同类龙头公司的水平。因此,放眼

天相投顾

中远航运(600428):合理价格20.95元

公司70%的业务具有较强的周期性,按照一个周期内平均15倍P/E水平给予估值;而对于30%业务周期性较弱,给予20倍P/E水平,计算出合理价格为20.95元。我们业绩预测时WTI

的假设是2007、2008年60美元,目前油价呈现持续下降趋势,如果2008年全球油价下跌到55美元,公司2008年EPS为1.34元,按照上述方法计算出公司合理价格为22元。