

2007年度股市投资策略报告之渤海证券篇

中国股市与中国经济一同崛起

如果说2006年是中国股市的转折之年,那么2007年将成为中国股市繁荣的开始之年。中国崛起、大国经济、全流通体制的建立、资本市场的制度改革、资金的流动性充裕和人民币升值的前景,都支持中国在一个较长的时期里出现一个长期的牛市

在2007年代表中国经济主体和中国股市主体的成长股将成为助推股市上升的主要动力之源。对成长性的挖掘将成为2007年最好的投资策略

我们认为,上证指数有望上涨至3300点左右。而更乐观的情况下,上证指数甚至可能会涨至3700点。综合来看,我们对今年市场目标位的期望中值约在3100-3300点之间

一、市场判断:2007年市场估值与预期

A股市场经历了2006年这波爆发式的行情后,从市场估值的角度来看,目前的估值是否合理?2007年的市场又会如何?对于这些思考,我们将从风险溢价、人民币升值、估值、资产、盈利、成长等多个角度去逐一审视,并最终给出我们对今年股市的市场预期。

1、风险溢价:将不再成为主要驱动因素

从影响风险溢价的主要因素来看,由股权分置改革引起的制度变革是2006年中国A股市场风险溢价变化的最根本因素。如果我们把风险溢价的变化分为暂时性与永久性的,那么股权分置改革对于降低制度风险从而永久性降低股权风险溢价起到了至关重要的作用。2006年大部分上市公司已经完成股权分置改革,这一制度性的变化对于股权风险溢价的变化起到了立竿见影的效果。因此,2006年的爆发行情也得益于股改导致的风险溢价降低趋势。

我们测算目前的A股市场隐含风险溢价(ERP)已经降至4.16%的水平,这与2005年年底的5.86%(参考《渤海证券2006年投资策略报告》)相比下降了170bp,其如此大的降幅已经是近年之最。从海外市场来看,隐含风险溢价多在3%-4%的水平,如美国市场的标普500隐含风险溢价在过去50年里的一个较为普遍的溢价水平就在3%-4%之间。因此从国际化的角度来看,我们当前的A股市场隐含风险溢价水平的下降空间应该已经有限。未来A股市场风险溢价将不再会如同2006年这样成为推动估值上升的主要因素。

我们再来看看美国市场几十年的隐含风险溢价变化趋势,在美国市场也出现了高风险溢价时期,随着风险溢价的回落逐渐进入3%-4%的合理区域之后,隐含风险溢价的下降趋势趋于平缓,而美国市场的标普500指数则开始持续上涨,进而演绎了长期牛市。而目前我们的隐含风险溢价也正处于回归合理区域的阶段,在经历了熊市、2006年的牛市大爆发之后,在隐含风险溢价保持稳定趋降的情况下,A股市场也进入了新一阶段的长期牛市。

2、人民币:升值仍会促进估值进一步提升

从我们对人民币汇率与上证指数趋势的比较中可以看出,自2005年年中汇改以来的人民币持续升值趋势与上证指数的上涨趋势极为趋同。可以看出,人民币升值的过程对风险溢价从而对估值影响的市场效应也较为明显,因此如若人民币未来进一步持续升值,有可能会推动风险溢价降低,从而进一步推动估值水平提高。此外,人民币升值还会从改善上市公司财务报表(资产负债表和损益表)的角度来促使其估值提升。

虽然上证指数已处于历史高位,但从PE和PB来看,目前只是进入历史估值中枢。此外,目前的市销率也仅为1.83倍,虽然较去年有较大幅度增长,不过从历史水平来看,也是处于相对低位。目前的估值水平其实与2003-2004年的1500点左右和

1996-1997年的1000点左右的水平相当,远远低于曾经高点近60倍市盈率。因此综合我们对风险溢价水平的判断,我们认为,市场估值已经进入较为合理区域。考虑到风险溢价在一些因素作用下仍有继续调整的空间,加上人民币升值等因素有可能继续提升市场估值,我们对2007年的A股市场市盈率的目标值定在30倍左右,即20%的向上空间。

3、资产:净资产增长率增强推动A股价格上涨

A股市场净资产价值的增加必然会促进其价格的上涨。我们通过对整个A股市场净资产价值的变化进行分析,可以发现,在考虑新股的情况下,2006年整个A股市场的净资产出现了爆发式的增长。当然,这与2006年陆续发行的中行、工行、国航等大盘股的影响相关。因此,我们从历年的净资产变化中剔除掉当年新股发行的影响,可以观察到历年A股净资产变化的趋势。

2006年剔除新股因素后的净资产增长率为16.09%,远远高于2005年的5.94%,在近10年来的中国股市历程中,2006年的净资产增长也仅次于1997年17.16%的增长率。因此,A股市场净资产的爆发式增长就必然成为推动2006年这波行情的主要因素之一。

2006年的这种资产价值的快速增长主要归因于股改或股改后资产注入、资产重组的进行加快和上市公司盈利对资产价值的提升作用。部分股改的一次性资产注入或资产重组导致了资产价值的溢增,这种形式的资产变化预计在股改之后全流通背景下的A股市场仍将延续。毕竟当前A股市场的整体资产状况并未反映出中国经济的实际发展状况,更多的优质资产还未在现有上市公司中得到体现。因此这个趋势有可能持续,而相应的上市公司盈利水平在全流通的环境下也会有持续改善(相比过去畸形制度下的公司质量)。我们可以较为保守地以近年来的平均净资产增长率为10%来作为对2007年的净资产增长的估计。

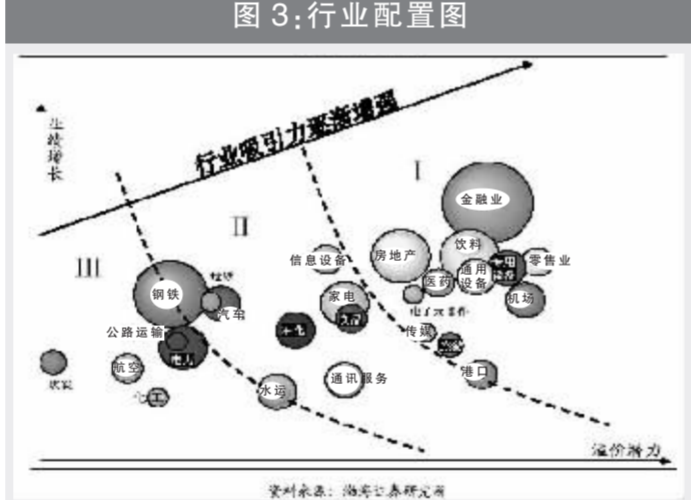
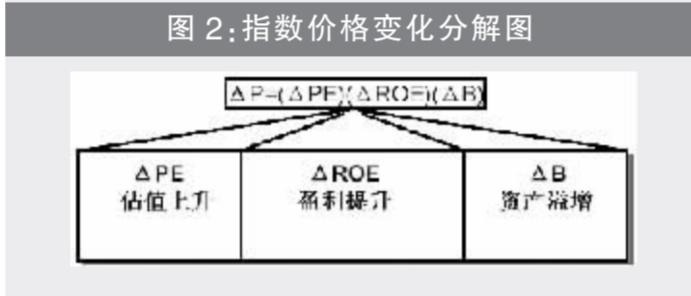
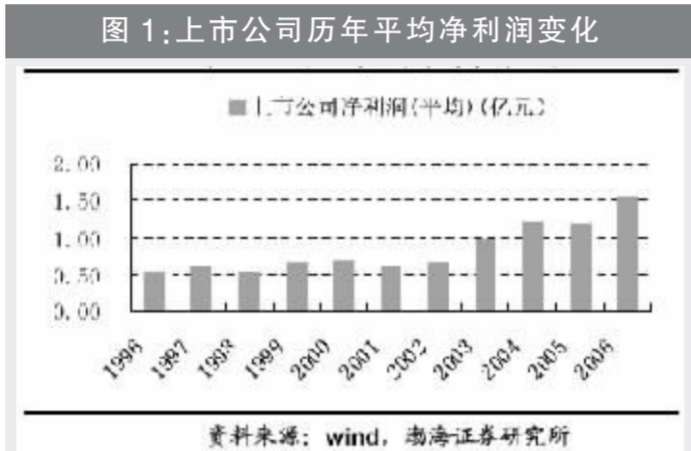
4、盈利:净资产收益率增长凸显A股市场的估值优势

从年度净资产收益率变化趋势看,近几年A股市场的盈利性明显回升,但在2005年出现了一个调整趋势。仅从近五年三季度净资产收益率来看,2006年已经处于最高。可见,A股市场的盈利性在经历了2005年的回落之后又显现出回暖的趋势。如果将2005年看作一个阶段性拐点,考虑到陆续会有更多优质大盘股上市,从而可能进一步提升A股净资产收益率以期望继续上升的趋势。去年净资产收益率较前年提升了10%左右,而近五年来的净资产收益率增长比率均值在5%左右,因此我们保守估计2007年A股市场净资产收益率将以相对平均的5%水平增长。

净资产收益率的增长会进一步凸显A股市场的估值优势,在市场估值水平大幅提升的过程中,通过减缓PE上升的速度,以保持市场的投资价值。而这种盈利能力价值的体现正是A股市场未来具备持续投资价值的基础。

5、成长:上市公司平均净利润增加赋予A股市场成长性溢价

我们可以从A股市场的整体利润变化来看成长性。A股上



附表:渤海证券推荐股票池。表格列出了金融、地产、机械、饮料、医药、电子信息、交通运输、零售、旅游、传媒等行业的推荐股票及其财务指标。

市公司平均净利润水平近十年来一直呈现上升趋势,我们可以发现,近五年的上市公司利润变化中,除了2005年出现小幅回落之外,2006年又有回升,整个趋势依然向好(见图1)。上市公司的利润增长保持了较为平稳的态势。从A股市场每股收益增长率的变化中我们也看到A股市场过去每股收益呈现上

内经济实体的经营状况,但其质量还远未反映中国经济的实际水平。因此,股改后A股上市公司的质量仍然具备很大改善的潜力,譬如通过更多的资产重组、资产注入以及其他整体通过以下估值公式来分析,我们将指数价格的变化分解成三部分:一部分是市盈率(PE)的变化,一部分是市场净资产收益率的变化,另一部分是市场净资产的变化(见图2)。

6、预期:2007年市场目标位3300点(上证指数)

对于市场的判断,我们将结合上面的估值因素讨论,从人民币升值、资产溢增、盈利增长、成长性溢价等角度对估值带来的影响进行分析。我们对市场预测通过以下估值公式来分析,我们将指数价格的变化分解成三部分:一部分是市盈率(PE)的变化,一部分是市场净资产收益率的变化,另一部分是市场净资产的变化(见图2)。

假设市盈率在2007年上升20%至30倍,净资产收益率(ROE)如果提升5%,净资产(B)上升10%,则以此测算,上证指数可以上涨约38.6%的水平,也即至约3150点。如若再考虑大盘股IPO带来的指数溢价,我们以5%的溢价水平预估,那么上证指数有望上涨至3300点左右。而更乐观的情况下,上证指数甚至可能会涨至3700点。综合来看,我们对明年市场目标位的期望中值约在3100-3300点之间。

二、2007年行业投资策略

我们从业绩增长潜力以及溢价潜力两个方面对2007年的行业进行分析,同时考虑到经济结构性调整对各行业的影响。通过计算,我们得出如图3所示的结论。其中纵轴表示业绩增长潜力,而横轴则表示溢价潜力,同时以面积表示受益于经济结构调整等的程度(面积越大表示行业受益程度越大)。我们考虑到业绩增长以及溢价潜力对行业在证券市场中的表现的影响作用存有一定的替代性,于是参考无差异曲线的形式将原图分为3个部分,其中部分I是在综合考虑各因素后认为行业吸引力较强的行业,这也是我们的行业选择重点配置的行业;部分II则是吸引力较弱的行业,而部分III中行业的吸引力则位于部分I与部分III之间。此外有必要说明的是,以上对于行业的分类是基于各行业当前的基本信息,随着基本面的变化,其中某些行业的吸引力将可能存在较大变动,另外部分III中的某些行业,如煤炭、电力等由于估值水平较低,在价值重估的推动下也存在向上的空间。

从2006年各行业的成长性和盈利能力看,“十一五”规划中所倡导的产业升级已经开始。这将持续成为我们进行行业选择的一条长期主线。

在产业升级的过程中,人民币升值、自主创新、消费与服务对国民经济的拉动是我们考虑的主要因素。同时,制度改革、区域协调发展等是创建和谐社会的重要因素,也是我们把握产业升级过程中社会利益分配格局的主要脉络。

最后,给出我们推荐的股票池,供投资者参考(见附表)。

■ 投资评级变化

投资评级上调的股票

股票列表，包含股票代码、股票简称、所属行业、收盘价、评级系数、评级变动、分析师综合评级、基本面、技术面、今日投资个股安全诊断、安全等级。

石油化工:油价回落令局部行业景气

根据今日投资《在线分析师》(www.investoday.com.cn)对国内70多家券商研究所1800多名分析师的投资评级数据进行的统计,本周投资评级上调居前30只个股中,化工、金属与采矿行业最多,各有4家公司入选,电力、软件、零售、制药、房地产、电力设备各有2家公司入选,其他个股无明显行业特征。

8月份以来国际油价的显著回落,在相当程度上减轻了炼油、石油化工、有机硅、聚氨酯、合成纤维、塑料制品和橡胶制品等行业成本压力,使其呈现出典型的行业复苏的特征,从而使这些子行业来年的盈利预期获得提升。长期来看,国际原油价格很难跌破50美元/桶。随着全球经济的不断增长,未来国际原油价格波动的重心将不断上移。但是,需要看到,在目前时点,推动国际原油价格大幅上涨所必须看到的尖锐供需矛盾和地缘政治因素尚未形成,短周期内油价继续大幅上涨的可能性不大。从当前政策面上看,新成品油定价机制即将推出,两大石油集团公司推动天然气提价、甲醇汽油获准推广、燃料乙醇新项目受限等等因素,将会使相关上市公司获得市场机遇或者成本提升两种待遇。