

生产率差异的通货膨胀

——对农业、林业及旅游业的投资思考

当我国进入工业化第一中周期的后期,我们观察到中国的整个价格体系出现了结构性调整趋势,最为明显的表现是中国的通货膨胀更多的来源于食品领域价格的上涨。对于这种现象的思考,除了季节性因素和气候因素所导致的收成丰歉之外,我们在日本经济起飞过程中的1961-1965年也发现了类似现象,而日本经济学家将其解释为“生产率差异通货膨胀”。

我们应该从中国价格结构调整的高度来认识价格变动中的机会,这其中包含部分部门在工业化后期以后的价格长期上涨趋势,从而为部分行业的重估带来机会。本文正是从生产率差异的通货膨胀角度来解析其中的投资机会,从而为从生产率差异的通货膨胀角度进行产业选择提供一个长期框架。

□长江证券研究所

一、生产率差异通货膨胀的逻辑

1、生产率差异的通货膨胀 所谓“生产率差异通货膨胀”是指,当生产率提高,劳动力要素价格上涨之后,在那些未能提高生产率或者生产率提高缓慢的领域,如中小企业领域,则产生了劳动力成本推动的通货膨胀。我们思考的结论是,这种通货膨胀的本源是来源于日本

保健和个人护理。在中国经济维持繁荣,消费没有明显回落之前,农产品和林业价格的上涨将成为“生产率差异通货膨胀”期间的常态。而旅游和公用事业中的水和煤气虽然会受到价格管制,但仍然存在着不断成本推升压力,价格上涨是必然的。

二、农产品价格持续上涨带来的投资机会

1、农产品价格上涨的逻辑 农业是高度依赖自然资源的产业,这些自然资源涉及到水、光、肥料、空气等等,而这些资源很难通过人为因素扩大其供给而使得农业劳动生产率提高。虽然通过科学育种或者其他手段能够提高农业单位产量,但是任何技术的提高都无法摆脱束缚农业发展的自然规律。

进入工业化后期以后,城市化进程加快,中国的二元结构面临明显的转变。在这个过程中,农村剩余劳动力从农村转向城市,成为城市人口,从农业生产者转变为纯粹的农业产品消费者。加之原有城市人口的消费,使得对农业的需求和供给之间出现了巨大矛盾。在这个二元机构结构变迁过程中,城市劳动力的价格却在不断上涨,从而从消费需求和成本两个角度推升农产品价格。

随着高产量种植品种的推广,从全国总体来看,粮食总产量呈上升态势,单位土地产量也在

增长。但是虽然粮食产量在提高,但我们认为,巨大的需求增长使得粮食生产的增长显得微不足道,缺口依然存在。这实际上也是资源约束导致成本差异通货膨胀的另一个基本要素条件。

日本在工业化中后期,农产品价格指数从19.6上涨到37.3,涨幅近一倍,由此可以推测,处于工业化中后期的我国经济体,可能正酝酿着这样一种农产品涨价趋势。我们观察了我国1999年-2006年的农产品价格指数和农产品分类价格走势(见图2),发现农产品价格总体趋势确实是上涨的。近几年来,城市的农产品除蔬菜价格波动较大外,其余主要产品价格都呈上升趋势。

2、林业资源价格上涨带来的投资机会

在农产品价格上涨过程中,我们预计基础大宗农产品的价格在未来上涨最快,相应的此类上市公司应该享有较高的成长性。这类公司涉及到种子、种植公司以及相关农药企业,如北大荒、九发股份、华冠科技、隆平高科、獐子岛、扬农化工、华星化工等等,这类上市公司在此轮农产品牛市中将获益。

三、林业资源价格上涨带来的投资机会

1、资源约束导致林业资源价格上涨的逻辑 林业木材产品由于资源约束,特征使生产率无法得到有效提

高,而经济繁荣导致对这些资源产品需求快速增长,供给增长无法达到需求增长的速度从而导致林业木材产品价格在经济繁荣时期不断上涨。日本上世纪50-60年代的木材价格一直不断上涨,此历史现象对我们认为未来几年木材价格上涨的判断更是提供了依据(见图3)。从全球木材价格长期来看,在森林覆盖率扭减为增之前,走高趋势显著。

2、林业资源价格上涨带来的投资机会

木材价格上涨,供应量相对有限,能提供的造纸纤维更加紧缺,所以,我国造纸行业面临的原浆供应问题非常严峻。要实现可持续发展,必须走“林浆纸一体化”道路。

“林浆纸一体化”在中国全面开花,但短期内达者甚少,仅有美利纸业和岳阳纸业两家。鉴于木材资源的稀缺所带来的林浆纸基地巨大的价值和国际上“林浆纸一体化”上市公司高于同业估值水平这一事实,美利纸业和岳阳纸业在可预见的未来,将一直是中国造纸行业中最具投资价值的上市公司。

四、居民收入增加与消费升级所带来的旅游业投资机会

1、资源约束导致旅游业价格上涨的逻辑 旅游资源是一种自然资源,和农业、林业相似,受制于自然资源的生产率无法迅速提高,当

面临巨大市场需求的时候涨价就成为了一种调控手段。

根据国际惯例,人均GDP达到1000美元时候,国内旅游消费将启动;人均GDP达到3000美元时候,国际旅游消费启动。随着中国经济发展、人均GDP提升,国内旅游与出境旅游都呈大幅增长势头。我们认为中国旅游进入了一个黄金发展时期,旅游出行人数与旅游收入都将呈逐年递增势头(见图4)。

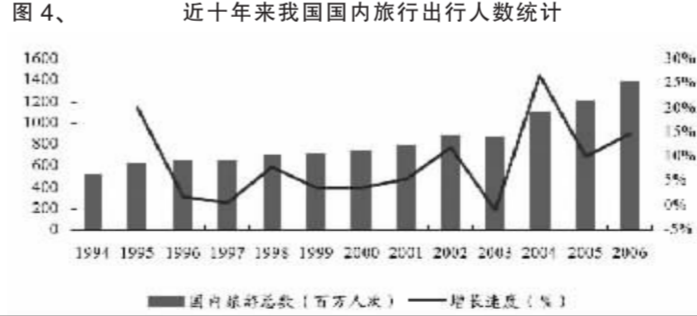
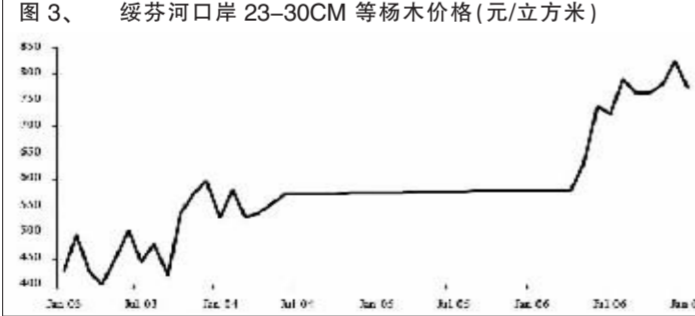
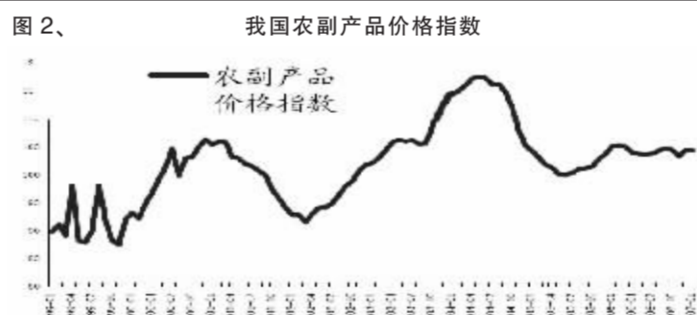
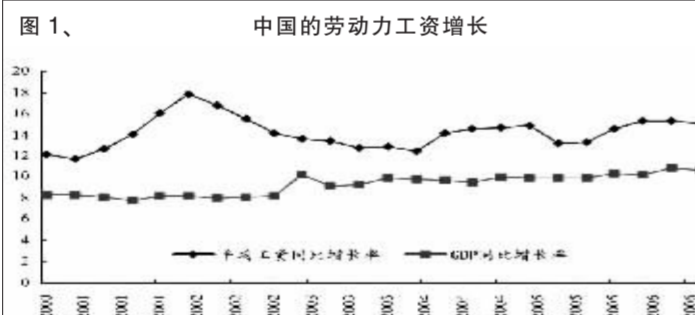
2、旅游价格上涨成为一种长期趋势

由于资源稀缺性特征,近年来国内旅游景点门票纷纷呈现上涨趋势。通过比较我们发现,国内主要景点涨价幅度均超过50%,甚至有些景点一次性涨幅超过了100%。我们认为随着人们收入提高、消费升级加速,旅游需求将不断呈现上升趋势。而作为旅游景点,其稀缺性将进一步凸现,虽然发改委前期曾下文规定,景点门票涨价周期要超过3年且涨价幅度有限,但我们认为未来旅游景点门票价格还有进一步上涨趋势。

3、旅游价格上涨下的投资机会

A、峨眉山:我们认为峨眉山游山票、索道票均已进入涨价通道;索道技改完成,大大提升了运力;酒店经营也已经开始显现效益等诸多因素对于业绩有良好的支撑,我们对于公司继续维持前期“谨慎推荐”的投资评级,并提请投资者关注其票价上涨以及激励方案实施的时间点。

B、桂林旅游:我们非常看好公司在桂林旅游资源掌控能力的逐步加强,而随着定向增发项目的实施,考虑到公司未来有可能成为桂林市旅游资源资产运营的唯一平台,可以给予公司更高溢价。(执笔:周金涛、张凡、朱毅、罗果)



券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(3月30日至4月6日)

股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	报告预期净利润(万元)		一致预期净利润(万元)		净利润差异率		报告EPS		一致预期EPS		EPS差异率	
					2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E
601006	大秦铁路	申银万国	4-4	增持	464600.00	575200.00	438800.65	558028.01	5.88	3.08	0.360	0.440	0.333	0.427	8.12	3.01
600739	辽宁成大	招商证券	4-3	强烈推荐	50034.22	60940.26	35100.00	50500.00	42.55	20.67	1.004	1.223	0.700	0.920	43.40	32.89
600963	岳阳纸业	招商证券	4-3	推荐	19131.20	26957.61	8605.01	25086.51	122.33	7.46	0.440	0.620	0.198	0.577	122.56	7.50
601006	大秦铁路	招商证券	4-3	推荐	459636.74	550344.27	424909.93	563150.51	8.17	-2.27	0.354	0.424	0.324	0.428	9.17	-0.99
000623	吉林敖东	招商证券	4-3	强烈推荐	53608.97	67369.57	23220.00	30100.00	130.87	123.82	1.870	2.350	0.810	1.050	130.86	123.81
600035	楚天高速	招商证券	4-3	中性	24045.95	29598.60	19528.00	24535.15	23.14	20.64	0.258	0.318	0.210	0.263	22.90	20.65
600736	苏州高新	申银万国	3-30	中性	18300.00	22600.00	13266.63	17383.86	37.94	30.01	0.400	0.494	0.290	0.380	37.93	30.00
000825	太钢不锈	上海证券	3-30	大市同步	247417.57	385758.58	228066.41	368318.45	8.48	4.74	0.930	1.450	0.857	1.384	8.49	4.76
000549	S湘火炬	上海证券	3-30	跑赢大市	155423.58	193811.33	51950.26	114871.44	199.18	68.72	1.660	2.070	0.905	2.168	83.48	-4.54

说明: 1、“激进预测”是指卖方机构的预测显著高于或低于市场一致预期水平的预测。由于业内沟通流畅对同个股票的预测值理论上

应该比较接近。只有在研究员拥有非对称信息或者对预测值非常自信的时候才会出远超出一致预期水平的预测,因此这种股票值得特别关注。卖方研究显著高

于一致预期,有可能提前预示股价波动,创造超额利润。 2)算法:总市值小于20亿,取净利润差异20%以上,且净利润增加1000万元以上;总市值大

于等于20亿、小于100亿,取净利润差异10%以上,且净利润增加3000万元以上;总市值大于等于100亿、小于500亿,取净利润差异8%以上,且净利润增加

5000万元以上;总市值大于等于500亿,取净利润差异5%以上,且净利润增加1亿元以上。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

信息评述

央行密切关注房地产和股市风险

中财网信息,中国人民银行行长助理易纲表示,央行正密切关注房地产和股市风险。易纲是在作客中国政府网谈论经济金融外汇等问题时作上述表示的。

天相投顾:

央行官员近期讲话也显示央行仍高度关注CPI走势。央行副行长吴晓灵在出席北京一次金融会议时表示,依然对物价压力保持高度警惕。她还表示,粮价虽回稳,但仍可能对2007年CPI产生重要影响,因粮价走势易受国内外各种因素影响,依然存在较大的不确定性。从近期央行官员的表态来看,除了CPI之外,央行对于资产价格的重视程度明显加强,中美利差问题已经逐渐淡化。物价方面,前期国内货币供给增速提高与国际大宗商品价格高涨可能推动3月份CPI达到3%左右,真实利率仍将继续下降,可能会继续推动资产价格上涨。因此下一阶段物价与资产价格的走势以及两者的作用关系都是我们需要关注的问题。

基金参与股指期货框架出炉

备受关注的证券投资基金股指期货相关办法浮出水面。据悉,基金管理人将以中国金融期货交易所交易会员的身份直接参与股指期货,并通过特别结算会员(银行)进行结算。

兴业证券:

基金投资股指期货的管理办法出台为基金参与即将推出的股指期货扫清了法律上的障碍。根据通知规定,“老基金”通过召开持有人大会表决,对基金合同进行相应修订即可参与股指期货投资。而“新基金”则要求在审批前应在基金合同、招募说明书、产品方案等募集申报材料中列明股指期货投资方案等相关内容。同时,通知对基金参与股指期货作出了一些限制性的规定。参与主体上,非股票型基金不得投资股指期货。投资规模上,对不同种类的基金做了严格的限制规定。基金在任何交易日日终,持有买入期货合约(多头头寸)价值,不得超过基金净值的10%;持有的卖出期货合约(空头头寸)价值不得超过基金持有的该股指期货合约的指数成份股,以及其他具有高度相关性股票的总市值。(按目前保证金比例规定计算,做空期货金额不超过持有市值约10%)。此外,在任何交易日内交易的期货合约价值,不得超过基金资产净值的100%。这些规定一方面杜绝了基金过度做空的可能性,将卖空规模限制在对冲风险上;另一方面,对做多规模限制在较低水平上,控制基金投资股指期货的风险。股指期货推出为基金提供了新的投资品种和风险管理工具,虽然在初期存在一些限制性的规定,但总体上有助于基金提高资金使用效率以及控制投资系统风险。

行业评析

已公布年报上市银行2006年净利增长

2006年上市银行业绩增长基本符合预期,净息差扩大、手续费收入快速增长、资产质量提高、有效税率降低是行业趋势。已公布年报的上市银行,2006年净利润同比增长31%。

中金公司:

上市公司表现出四个明显的行业性趋势:(1)净息差从2006年中期开始逐渐回升;(2)手续费收入快速增长,同比增速达到54%;(3)资产质量持续提高,不良贷款率普遍下降;(4)员工工资及福利政策的调整带来有效税率下降。目前兴业、浦发和华夏的员工工资尚不能完全抵税。 2007年一季度上市银行业绩增长有望继续强劲。在信贷保持较快增长的同时,存贷款结构变化、贷存比提高以及市场利率的提升将使净息差持续扩大;中间业务收入快速增长与资产质量提高的趋势也在持续;税收政策调整发生在2006年底,这将使2007年一季度业绩同比大幅提升。我们预计中型银行净利润平均增速在40%左右,大型银行平均净利润增速在25%左右,其中兴业、招行一季度业绩增长很可能超过50%。业绩快速增长成为银行股较高的估值水平提供了支撑,A股市场二季度的首选是业绩增长超预期的银行,如兴业、招行,H股市场仍推荐“建行与招行”的持股组合。在核心资本充足率超过8%的情况下,兴业2007年和2008年市盈率只有24.7倍和16.1倍,未来两年利润增速超过50%,股价上升空间较大,提高评级至“推荐”。招行目前与浦发、民生的估值溢价低于历史平均水平,而且2007年业绩增长可能超越预期,维持“推荐”评级。未来两年浦发银行具备大幅成长潜力,新管理层能否改变业绩管理思路以及花旗谈判的进展将成为股价进一步催化剂。

股票评级

陆家嘴 转型推动重估价值提升价值

鉴于陆家嘴业务转型的顺利推进,我们改变原来以土地价值的估值模式,转为按物业价值对公司进行估值,并考虑到公司将进行部分土地转让,估值结果为陆家嘴的合理价值52元/股以上,极具投资价值。2007年开始,公司将步入租赁转型的收获期。自此,陆家嘴每年将有十几到几十万平米物业竣工。从在建规模来看,至2007年底陆家嘴有望成为内地最大的持有物业投资者。从收入规模来看,预计2008年陆家嘴的租赁收入规模将可位居行业前列。全部建成后,陆家嘴静态年租金收入将达到88亿元以上,稳居行业首位。此外,陆家嘴是最大量持有高端商业地产的公司,人民币升值中将首先而且最大程度受益。(东方证券)

浔兴股份 具有核心技术优势拉链龙头

公司是国内规模最大、品种最齐全的拉链制造企业,SBS商标被评为“中国拉链十大知名品牌”之首。受下游行业的需求拉动,近年来国内拉链产业持续快速发展,预计未来将保持每年15%以上的增长速度。在拉链专用设备方面,公司拥有国内领先的技术优势,具有一定的技术垄断力。未来投资看点:1、募集资金项目提高产能,优化产品结构,有望大幅提高业绩;2、生产布局扩展计划正在实施,服务半径有效延伸;3、产业整合存在机会,有望实现外延增长。根据调研了解的情况,我们预计公司2007-2009年每股收益将分别达到0.44元、0.65元和0.87元。目标价区间为21.00-25.20元,价格中枢23.1元,首次给予“增持”评级。(天相投顾)