

Document

东方证券力推消费黄金年代三大投资主题

□本报记者 袁小可

先于“五一”黄金周消费热来袭一步,东方证券研究所上周举办新兴消费主题研讨会,在消费行业的黄金年代到来之际,为投资者归纳出三大投资主题:现有行业的高速增长阶段、符合新兴消费趋向的行业或业态、盈利能力复苏的企业。

东方证券是根据中国消费需求的变化趋势提出上述三大投资主题的。他们指出,中国的劳动年龄人口数将在2011年前持续增加,未来5年无疑仍是消费行业的黄金年代,中国的消费开支构成将出现新的变化规律,食品的比重继续逐步下降,服装的比重先上升后下降,医疗保健开支比重将持续提高,住房开支比重持续上行,交通通讯和文教娱乐的开支比重不断上升。从新兴消费的需求出发,东方证券归纳出“健康、休闲、高效、品位、自我”五大需求元素。满足越多需求元素的行业,其现实和潜在需求也就越大,对投资策略的影响也越大。

东方证券提出的第一个投资主题“现有行业的高速增长阶段”,指的是传统行业在满足了新兴消费元素后获得的高速增长阶段,比如旅游、经济型酒店、高档家纺用品等子行业。东方证券认为,第二个投资主题“符合新兴消费趋向的行业或业态”正处于萌芽期或者正在茁壮成长,包括网络门户、网络游戏等。随着中国资本市场的逐步壮大,未来应该很快出现这些行业中的代表性公司,还有一个替代的选择是向这些行业投资的上市公司。第三个投资主题“盈利能力复苏的企业”,虽然属于传统消费行业,但受新兴消费趋势的影响,其毛利率或净利率在发生变化,这些变化的积累可能彻底改造一个企业的面貌。它们往往集中在原先产业链中最受挤压的那一段,如平板电视和饲料,其转机正在出现。此外,激烈的竞争之后,行业中管理优秀、品牌领先的企业通过并购提高市场占有率,并占据盈利能力的制高点,它们也属于第三个投资主题。

根据上述三大投资主题,东方证券推荐经济型酒店、品牌管理、健康食品、保健品、数字家庭和网路、中高档服饰、时尚和奢侈饰品、购物中心和寿险等九个新兴消费子行业,并推荐了21家上市公司(名单见下表)。东方证券表示,这个名单是开放的,将随着新兴消费的动态变化不断更新。

新兴消费主题现有推荐个股主要财务指标

代码	简称	行业	总市值		年复合增长率(04-06)		年复合增长率(06-08)		净资产收益率	
			亿元	销售收入	营业收入	营业利润	销售收入	营业利润	2006	2007
600870	厦华电子	彩电	29.6	40.0%	-	24.5%	58.0%	-	8.8%	
600060	海信电器	彩电	51.5	24.4%	58.0%	16.0%	29.0%	5.7%	7.1%	
600832	东方明珠	传媒	340.4	10.3%	16.2%	10.0%	11.0%	14.3%	16.1%	
600831	广电网络	传媒	51.7	17.0%	18.7%	109.0%	162.0%	1.7%	10.7%	
600037	歌华有线	传媒	226.0	19.0%	23.5%	36.7%	33.5%	11.8%	12.6%	
000978	桂林旅游	旅游业	31.2	10.5%	15.0%	14.7%	20.2%	10.4%	13.8%	
600754	锦江股份	旅游业	100.4	3.7%	22.5%	14.3%	21.2%	10.6%	11.8%	
600138	中青旅	旅游业	64.8	28.1%	64.0%	14.3%	25.0%	7.0%	8.8%	
000423	东阿阿胶	中药保健品	56.0	13.0%	18.0%	17.0%	27.0%	14.0%	16.0%	
002029	七匹狼	休闲服装	32.2	40.4%	27.8%	40.4%	38.9%	14.2%	16.4%	
600439	瑞贝卡	时尚饰品	72.2	23.4%	22.2%	25.9%	35.3%	11.0%	13.8%	
002083	孚日股份	高档家纺	67.2	43.2%	28.3%	26.7%	40.0%	11.3%	13.1%	
600086	东方金钰	奢侈品	54.5	77.5%	-	145.6%	239.5%	2.2%	27.0%	
000026	飞亚达	奢侈品	32.2	33.1%	69.0%	42.0%	60.7%	5.3%	7.0%	
601318	中国平安	保险	2633.7	14.2%	37.1%	12.7%	41.2%	16.3%	10.9%	
601628	中国人寿	保险	7848.2	11.2%	108.9%	15.1%	34.5%	16.4%	16.3%	
600631	百联股份	购物中心	170.4	31.2%	45.3%	8.6%	56.0%	7.3%	9.4%	
600628	新世界	购物中心	74.4	17.8%	-32.5%	4.4%	97.9%	11.3%	12.1%	
600612	第一铅笔	金饰品	37.6	38.7%	57.0%	19.2%	55.7%	11.4%	15.3%	
000972	新中基	番茄制品	47.5	36.8%	24.3%	15.1%	40.0%	7.2%	12.7%	
600438	通威股份	饲料	92.0	22.5%	31.7%	15.8%	18.2%	17.9%	19.0%	

资料来源:东方证券研究所

本版制图 张大伟

消费升级镀金七大行业

□本报记者 袁小可

近年来,新兴消费阶层快速兴起;城乡结构、人口结构、雇主结构和收入结构的变化将推动新消费阶层逐步成长,新兴消费购买力得以加强。预计未来我国消费增长速度将显著快于经济总量增速,医药、保健、纺织、农业、商业、家电、旅游、保险七大行业则有望从中受益。

医药保健行业

虽然受到政府指导的药品降价影响,但未来1-2年医药行业销售收入的增长率仍然能维持在15-17%的水平,且中国医药市场的增速在世界范围内发展最快,预计到2010年将成为世界第七大药品市场,而2020年将成为仅次于美国的全球第二大市场。而保健品领域,现在大约有1000余家保健品企业,年销售规模在500亿元,年均增长率为15-20%。

2005年起,保健食品管理法规相继实施,市场逐渐走向规范。受行业的政策影响以及消费者趋于理性消费,保健品行业的集中度将显著提高。其中,东阿阿胶目前对销售渠道控制力不断加强,未来几年中阿胶产品每年有10%的提价,驴皮资源瓶颈也将通过国内和国外两个渠道加以解决;上海医药今年医药商业利润增长点来自于精麻类药品,公司和国外商业巨头的合作也有望在今年有所突破;华东医药已拥有

了三家跨国公司的拳头产品,具备产品价格优势以及学术营销优势;作为抗肿瘤药物的龙头企业,恒瑞医药应能享受行业快速成长带来的利润增量,最有机会成为国内医药上市公司中首家专利药生产厂商,预计2008年并购豪森的预期将明确,创新药也将上市。

纺织行业

随着新服饰消费理念更多地转向关注商品的品质、个性化、时尚化,注重其稀缺性、高品位和收藏价值,在人民币持续升值预期的强化下,国内中高档服饰用品的消费有望逐步迈入黄金增长时期,而长期热点仍将集中在休闲服装、时尚饰品、高档家纺用品和个人用奢侈品等领域。

七匹狼公司是国内少数且较早真正贯彻品牌战略的服装企业,目前已初步具备了成为一个知名品牌服饰企业的重要特质;瑞贝卡作为全球发制品行业的龙头企业,今年年初已正式启动国内高档零售市场,公司国内市场的启动正契合了国内发制品消费观念的转变,并有望引领并加快国内发制品时尚化消费的步伐;孚日股份是国内家纺行业的龙头企业,2008年奥运会中被系列产品唯一特许经营商,公司计划借助奥运契机拓展国内市场,今年起公司将逐步建立自己的营销渠道,积极向大家纺品牌企业的营销渠道,积极向大家纺品牌企业的营销渠道,积极向大家纺品牌企业的营销渠道;第一铅笔拥有中华

首饰业第一品牌——老凤祥,未来凭借国内最强大的设计能力,出口的放开、定价机制转变以及戴比尔斯一级看货商资格的获得,公司业绩具有爆发力。

农业

人类对饮食需求已上升到“健康”层次,对健康饮食提出了更高的要求,即:安全、科学、愉悦,而只有真正将这三大要素完美结合起来的产品,才是最有前途的产品。同时,处于质的跨越阶段时,企业发展力度更大,机会更加普及,新进入者也可享受行业爆发机会,另一方面,处于量的跨越时,机会将更多青睐占有率已经领先的龙头企业。

在这些原则之下,可关注位列动物性食品和植物性食品两条产业链上的七个子行业与相关上市公司,这其中包括动物性食品产业链上的饲料加工业中的新希望、通威,养殖领域的獐子岛;肉制品加工的双汇、雨润、金锣;乳制品加工业中的蒙牛、伊利;农产品市场中的农产品。而在植物性食品链上则包括番茄制品业中的新中基、中粮屯河;葡萄酒业中的张裕、王朝等上市公司。

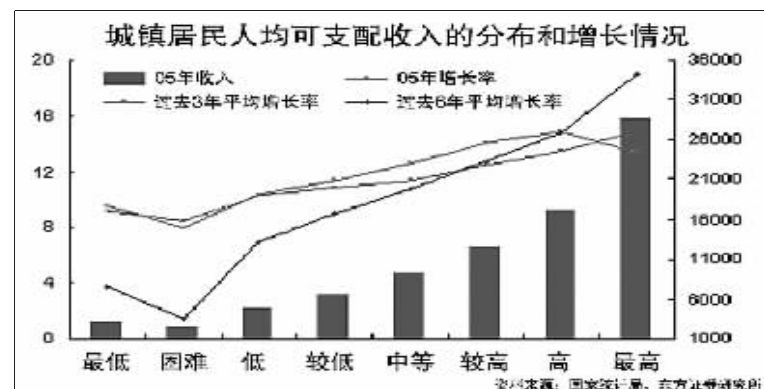
家电行业

平板电视目前正处于转折之时,经过几年下跌,平板电视价格已逐步跌入市场可以承受的范围,由此带来市场需求的持续放大,预估我国2007年市场规模较2006年扩大80%-100%,销售量达800万台以上,预计全球增长将达50%以上,总量达7000万左右,开始呈现一定的规模效应,而我国企业对做规模恰恰具有一定的优势。其中,在平板电视已经取得一定优势的厦华电子、海信电器及有望重新崛起的龙头企业 TCL 均具备一定的特点使得他们有可能在平板时代获得超额收益,如厦华拥有上下游一体化的优势,而海信则在技术研发方面具有较强实力,TCL的规模、品牌及渠道也有望使其复制 CRT 时代曾经拥有的辉煌。

此外,有线电视网络将受益数字化带来成长机遇,歌华有线、广电网络及东方明珠等将在大规模整体平移后受益;而在内容产业方面,随着数字电视平台、移动平台等的发展,以前只在互联网上运营的业务将在这些平台拓展,用户规模及用户多样性将获得重大发展,由此推动内容产业超常规的发展,中科英华参股的久游网定位在网游门户及休闲游戏,2006年获得巨大成功,上市后中科英华将获得巨额投资收益。

旅游行业

带薪假期开始鼓励实施、奥运



会及世博会等因素的推动下,国内旅游正处于大众消费加速增长期与快速升级转型期。预计2010年前国内旅游人次和旅游收入将以年15%和20%的速度增长,这将为旅游行业下属的景区、酒店、旅游服务行业均带来较大的发展机遇。高端旅游需求的快速增长及供需间矛盾将使此类业务增长快于行业平均。这类业务以休闲度假和商务会议为主,如海洋旅游、森林旅游、温泉滑雪、健康体育、城市周边休闲游等,其中,从事高端旅游需求的行业与公司值得看好,休闲度假类景区、经济型酒店、酒店管理等行业与公司将会有更快的发展。

上市公司中,桂林旅游有望成为地区旅游资源整合平台,两江四湖、漓江大瀑布等当地优质景区有望注入上市公司,由此公司将成为桂林当地涵盖旅游产业链(吃、住、行、购、游、娱)的综合性旅游服务公司;锦江股份酒店管理是公司战略发展重点,经过多年的培养公司已具备了与外资进行正面竞争的能力,且公司持有锦江之星20%股权、近1亿股的长江证券股权,随着长江证券借壳上市的前景该部分股权升值较大;中青旅业务重心正向休闲和会务等高端旅游需求转变,旅游综合运营商雏形初显。

保险业

2006年寿险行业总保费增长10.65%,增幅低于预期低于2005年,这主要受制于各大公司主动调整业务结构;银保业务普遍受制于银行;2006年下半年股市火爆、基金热销,影响了对寿险产品的需求;企业年金等潜力巨大的新兴业务,由于政策支持不到位,使得新兴业务潜力尚未发挥等多方面因素。但保险业发展前景依然诱人,庞大的人口规模、较快的老龄化趋势与较高的储蓄率;我国经济持续发展、居民收入不断提高;以《国十条》为代表的政策法规大力支持;保险功能和作用不断拓展,风险保障意识得到根本性加强等都将成为保险业发展的主要动力。据推算,寿险深度缺口,即实

际寿险深度与理想寿险深度的百分比差异,2006年扩大到26.8%,且今后这一缺口将长期存在,但无论行业或是平安与国寿,未来都将享有10-15年的高速增长期(CAGR15%以上),相对而言,国寿在寿险行业内的机会更好一些,特别是竞争压力相对较小,政府支持相对较强。表现为国寿未来增速略高于平安。然而,平安保险在管治水平、创新能力、维持低成本率方面同样具有优势,公司产品利润率、代理人均生产率、新业务利润率、投资回报率都相对较高,强大的后援平台和信息系统等都成为平安保险发展的有力支撑。

商业

购物中心业态凭借一站式消费服务解决方案能够满足消费者多目的购物以及综合消费服务需求,带来时间和交通成本的节约,同时购物中心业态提供的巨大客流有能够带来消费者无目的购物和消费。凭借业态的集约、购物环境的极大改善购物中心业态自上世纪50年代产生后就迅速地传播了全球市场,目前该业态占有了美国市场35%的零售份额,同时也是菲律宾等人口密度高的东南亚国家的主流业态。目前我国较多城市已经进入人均GDP5000美元的阶段,开始进入购物中心快速发展期,考虑25-30万人能够支撑一个复合各类业态的购物中心的发展,在城市化率逐渐提高,地价提高以及土地升值的情况下,中国购物中心业态拥有广阔的发展空间。

上市公司中,运作购物中心业态最有潜力的公司是百联股份。公司不仅具备声誉及品牌资源带来的招商优势,而且具有成功的运营经验和丰富的项目储备,拥有较强的资金实力及充沛的现金流,一般性的企业难以与之匹敌。新世界拥有绝佳地理位置。同时,公司自上市以来稳定的年富力强的管理层在股改时更是获得了大股东的股权激励承诺,此外,打造精品时尚新世界是公司目标,3年品牌升级计划将助力公司突破增长瓶颈。

新企业会计准则中公允价值的运用对利润的影响

□陈冬华

作为现代经济社会最重要的信息产品之一,财务会计的目标在于向信息使用者提供决策相关的信息。为了保证信息的品质和可比性,世界各国普遍采用制定统一公认会计准则的方法加以规范。因此,会计准则,是规范会计信息的加工和处理的标准。高质量的会计准则有助于投资者更好地评价不同公司的收益和风险来源,判断和调整对公司的定价。

去年2月财政部颁布了与国际趋同的新企业会计准则,于今年1月1日首先在上市公司执行。与既往我国会计准则和会计制度的改革方向一致,新会计准则继续突破历史成本原则,更多强调公允价值的计量,将更多的资产和负债的公允价值变动计入利润,符合经济收益观。通过公允价值,会计信息使用者(包括投资者、债权人、政府及其有关部门和社会公众等)可以及时了解企业当前所持有的资产负债的真实价值。在金融市场(如股票市场、债券市场、期货市场、外汇市场)不断全球化的今天,金融工具的创新以人类历史前所未有的速度发展。采用公允价值,不

仅能对其进行初始确认,还能进行后续确认,揭示企业蕴藏的潜在风险,便于信息使用者做出理性的决策。因此,会计准则制定部门具有划时代意义的制度性变革,使得新时期的财务报告发生了内涵极为丰富的深刻变化,为金融市场主体降低风险、消除泡沫、保护投资者的利益,从而取得良性的可持续发展提供了良好的会计信息披露的制度环境。

作为会计信息的使用者,必须及时全面理解财务报表的这一深刻变化,才能充分运用新会计准则为决策带来巨大的信息财富。倘若投资者不能在会计准则的巨大变革中及时更新自己的知识体系,不仅可能享受不到财富的增量,甚至可能对财务报表的信息做出有偏的甚至错误的解读。

下面以新会计准则中公允价值的采用对利润的影响为例,作尝试性的说明。

首先,正确理解利润的含义

什么是利润?经济学家希克思1946年提出了精准的定义:“一个人的收益是他期末和期初保持同等富有程度的前提下所能消费的最大金额”。相比之下,言

基于公允价值的会计利润更加接近上述定义。例如,某企业购买一幢办公楼开展经营业务,当年通过经营活动获得利润1000万元,同时,由于国家对房地产市场的宏观调控,办公楼(不考虑折旧)跌去600万。那么,该公司的年度利润总额就是400万,600万的办公楼跌价是公司的“持产损益”。在以前不考虑公允价值的会计系统中,“持产损益”基本是不予考虑的。因此,采用公允价值后,利润的信息含量更加丰富,投资者的决策有用信息更多。这样,利润实际上分为以下三个部分:

第一部分	已实现的、已经收到现金的利润
第二部分	已实现的、尚未收到现金的利润
第三部分	尚未实现的持产损益

在运用利润信息时,必须理解利润的层次体系,才能做出正确的决策。譬如,在分析公司的现金分红决策时,更加需要第一部分的利润信息,而其余部分的利润与公司分红的关系就比较低。有人认为,新会计准则中的公允价值的引入,使得现金分红与会计利润的相关度下降,这种观点的产生,更多地与其对新准则下利润信息的变化缺乏深层次认识有关。

其次,正确理解利润波动与公司风险

影响公允价值的因素通常不受公司管理当局的控制,因此,美国等世界上主要市场经济体的经验都表明,公允价值的引入一般都伴随着利润波动的加剧,这并非中国特有的现象。这是否意味着,公司风险也随着利润波动的加剧而增大了呢?其实这是一种误解,资产与负债的公允价值变动进入利润表,其作用在于揭示了这部分变动的风险,而不是增加了公司的风险,因为,无论揭示与否,这部分风险其实都存在。与不揭示相比,揭示这部分风险会降低公司的风险,而不是增加公司的风险。

波动的利润是公司风险的真实表达,并且,并非所有的波动都对公司意味着相同的风险。已经实现的、已经收到现金利润的大幅下滑通常意味着公司经营风险的增加。但是,如果仅仅持产损失增加,可能只意味着企业及时清算价值的下降,并不意味着公司未来经营损失会上升,因为这部分资产的价值仍然可能在将来回升,损失并不一定真实发生;在另一方面,会计上与税法上关于利润的计算逐渐分离,使得税收与会计利润的

关系逐渐下降,税收风险也基本不受持产损失的影响。因此,简单地惧怕利润波动的心理,以及机械地将利润波动与公司风险联系在一起讨论,都失之偏颇。

再次,正确理解利润大小与公司价值

众所周知,公司价值是未来收益的贴现值总和。在实务中,人们通常将利润作为预测公司未来收益的基准。然而,不同部分的利润在预测中的作用存在着差异。利润中越是可持续的部分,在公司定价中的权重越大;不可持续的部分,权重比较小。而基于公允价值变动对企业利润带来的影响,通常被认为是不可持续的部分,在定价中的权重较小。由此,是否可以认为,会计利润与公司价值的关系变小了呢?其实不然,因为新会计准则在保留了其他可持续和不可持续的利润揭示的同时,增加了基于公允价值变动对公司定价所需的信息更加详尽,因此,事实上,会计利润与公司价值的关系增强了。新会计准则下,投资者可以更好地了解公司的价值。但是,是否会会计利润高公司价值就高?反之,公司价值就低呢?当然不是,因为除了看利润的多

少,还要看利润中可持续与不可持续的比重。即使会计利润“可能会像孩子的脸一样一日三变”,可能只是公司定价中权重较快的,不可持续利润部分变化较快,并不意味着公司的基本价值重大变化,而让市场看到这部分利润的变化有好处。

最后,正确理解利润信息在各项契约中的运用

在不同的契约中,利润信息扮演者不同的角色,公允价值的引入会进一步引发利润在这些契约中的作用变化。譬如,由于资产价值的更加公允,将更有利于银行评估公司的清算价值;但是,银行在确定公司的偿债能力时,不宜完全依赖利润总额,以可持续的利润率作为判断标准更合适。国有资产管理部门在评价国有资产的保值增值时,基于公允价值的资产信息将大大帮助其节省成本提高效率。在设计公司管理层的激励方案时,必须区分不同部分的利润,可持续利润通常是管理层可控的部分,适合成为激励的主要考核对象,并且,管理层的受托责任也因为公允的资产价值而更加清晰,不会因为资产被高估而导致管理层的业绩被低估,或者因为资产被低估而导致管理层的业绩被高估。

综上所述,新企业会计准则中引入公允价值,为我国的资本市场带来了一些以前没有过的新鲜事物。这些新鲜事物,正如其新鲜,不可不避免引起市场的好奇、困惑甚至紧张、忧虑。这些情况的产生,主要是因为,市场忽视了一个基本事实,企业会计准则国际趋同之后,尤其是公允价值的引入,市场开始要求投资者在分析财务报表时必须具有专业知识,分析公司的财务报表从此成为一个专业性的活动,过去能够粗看懂净资产收益率、净资产、每股利润就可以进行投资活动的时代一去不复返了。而且,由于我国市场经济体系尚在不断完善和转型中,公司有意或无意地滥用公允价值,可能在一定程度上、一定范围内、一个可预计的时期内存在。对于个人投资者而言,要么怀抱科学的精神,努力学习新会计准则,真正掌握专业知识,致力于成为新时期合格的专业投资者;要么将资金交给具有专业知识和职业操守的机构投资者。总而言之,投资者群体需要随着市场的环境演化而变化,投资者的会计知识结构需要随着新会计准则的实施而全面更新升级。惟其如此,才能真正读懂包括利润在内的会计信息的真正含义。