

在泡沫积累中上冲 4000 点

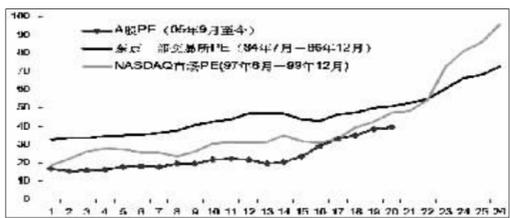
——近期市场认识与大盘走势前瞻

□申银万国证券研究所

A股泡沫:正在慢慢积累

1、诞生:任何泡沫都是理性因素推动的

16个月上涨155%,A股“泡沫”初现。自2006年11月以来,估值水平快速提升。4个月不到的时间静态市盈率从24倍快速攀升到40倍。其上升速度已经堪比历史上两次著名的泡沫市场:1999年的NASDAQ市场和1989年的日本市场(见下图)。



从风险——收益平衡来看,A股投资者目前对风险的容忍度已经接近历史最高水平,他们愿意为了一定收益而承担非常高的风险。我们估计,投资者将进一步提高风险容忍度,“一切为了更高的收益水平”。

2、破灭:盈利预期与认识的破灭

A、理性可以克服泡沫吗? 2000年1月,88%的个人投资者和96%的机构投资者表示,Nasdaq市场被高估;1987年2月,72%的个人投资者和84%的机构投资者表示,美国股市被高估。这两份经典的学术性调查报告指出,在2000年泡沫破灭前半年,在1987年泡沫破灭前9个月,大多数的个人投资者和绝大多数的机构投资者都认为市场被高估了。结果如何呢?市场继续疯狂了半年多。

投资者不是没有警觉市场泡沫,但是他们受市场氛围影响,在资金不断推动市场过程中逐渐被麻痹。高估信号没有对市场产生足够的影响。这些认为股市高估的投资者如何行动呢?继续买入!进而进一步放大泡沫。 B、套利可以消灭泡沫吗? 在香港上市的中国资产被国际投资者定价为16倍市盈率的时候,A股市盈率有可能超过40倍吗?投资者能否在两地进行套利,获取收益,并使得A-H溢价收窄呢?

我们举一个著名的案例说明泡沫中的套利后果:LTCM公司,这个由诺贝尔奖获得者开办的投资公司,主要在固定收益和衍生品市场上进行操作。1998年他们发现Royal Dutch和Shell之间存在较大套利机会,于是开始理性操作。结果这个长期来看是理性的行为让该公司最终破产。事实上,促使Royal Dutch和Shell之间的溢价缩小的力量不来自任何理性价值投资者的操作。只是在2002年7月,标普指数公布500指数,因为标普指数

不再接纳非美国公司。该公告宣布一周后,尽管没有任何依据表明股息有所改变,但是Royal Dutch下跌了17%,缩小了与Shell之间的价格差距。 在成熟的两个市场上,两个大公司之间的股价长期偏离理论价格。那么在泡沫期间的A-H溢价呢?能够缩小吗? C、盈利增长趋势变动是摧毁泡沫的关键因素 海外经验告诉我们,尽管盈利增长的绝对数并不决定股价涨跌幅度,但它的变动趋势对市场的影响至关重要。如果我们直接对比日本、IT泡沫破灭经验,可以发现一旦企业盈利增长趋势连续9-12个月低于预期,那么泡沫的破灭就指日可待了。

目前的A股由于制度等因素,盈利增长趋势验证着投资者乐观预期。我们预计,全部A股上市公司2006年净利润增速34%,2007年一季度净利润增长55%。这些表面数据都将继续刺激投资者乐观的盈利预期。

3、泡沫多大?能持续多久? A、泡沫可以堆到多高?40万亿

我们简单地从业绩——估值比例角度测算A股泡沫的最大值,尽管其中的逻辑并不严密。日本、韩国和我国台湾的历史巧合告诉我们,泡沫顶峰时期的总市值几乎接近该国全部金融资产存款和贷款额。 我国目前居民储蓄余额达到17.1万亿,全部金融资产存款达到34.5万亿,总市值(扣除“A+H”公司在香港上市部分市值)达到12.7万亿,流通市值为3.5万亿。总市值达到全部金融资产存款的36.8%,流通市值达到居民储蓄余额的20%。

我们同时估算总市值扩张和金融系统储蓄上升,初步判断,总市值在泡沫期的3-5年内最大值是40万亿。即在3-5年内,A股总市值等同于金融系统全部存款额,而流通市值也将达到惊人的15万亿。

B、泡沫可以持续到多久? 2010年

如果从人口结构角度看待中国经济周期和资本市场周期,就会明显地发现2010年是非常敏感的时间拐点。

一方面,中国人口红利可能结束于2010年,因为抚养率(青壮年抚养小孩和老人的比例)将从2010年开始回升。从1970年到2010年,中国抚养率不断下降,青壮年人口比例不断上升,在提供大量劳动力的同时也提供了大量消费人口,刺激经济发展。但是2010年后,1979年开始实施的计划生育政策开始发挥效应,人口开始迅速老龄化,青壮年人口比例迅速下降,劳动力供给开始不足,积极性的消费人口比例下滑。于是中国人口红利

在2010年后转向人口负债,经济繁荣的人口周期结束,进而企业盈利周期也就结束了。

另一方面,中国资金充沛周期可能结束于2010年,因为储蓄人口比例(30-50岁的中年人比例)将从2010年开始下降。从1965年到2010年,中国储蓄人口比例不断上升,表现为全社会中收入较高、储蓄倾向较高、积极理财的中年人口不断增长。他们的储蓄为整个社会提供了大量资金,在一定程度上促进资本市场发展,推高资本价格。但是2010年后储蓄人口比例快速下降,资金充沛周期结束,资本市场估值水平提升的周期也就结束了。

市场前瞻:冲高、调整

1、冲高

我们相信,市场将在二季度末之前继续冲高,上证综指可能超过惊人的4000点。冲高动力将来自以下三个方面: A、入场资金短期仍然超过股票供给 3月份市场超预期的强劲很重要的背景在于整个市场客户保证金增加了1300亿元,而IPO规模只有区区的21亿元。展望4月和5月上旬,大约有6-7只基金新发公募,3-4只封闭式基金转开放式基金,基金募集资金将超过480亿元。资金供给还将超越股票供给,并成为市场冲高的重要动力。

B、市值进一步向个人投资者集中 我们注意到偏股型基金资产规模自年初以来有所下降,正是个人投资者的积极入场推动了市场的不断大幅上涨。我们估计个人投资者持有的流通市值从年初的52%提高到春节前的56%,直到目前的62%。即3个月内个人投资者净买入了3500亿的股票,这是一个惊人的入场速度。

更令人担忧的是,就主营业务而言,2006年报乏善可陈。2006年主营业务收入增长22%,与2005年增速持平;而毛利率甚至还略有下滑。最根本的经济繁荣周期并没有推动企业盈利再攀高峰。靓丽年报只是来自制度性因素:上市公司的投资收益和盈余管理。

其三,宏观调控政策和金融创新产品加大市场波动 在一季度强劲的经济数据

公布后,政府管理层可能担心经济过热,出台系列宏观调控政策。而预期中的股指期货会对投资者预期产生重大影响,从而在出台前后的2-3周造成震荡,甚至成为引发调整的催化剂(我们必须声明,在泡沫时期,任何杠杆工具的出现都是推动泡沫的重要手段)。

正如我们之前提及的,盈利增长趋势决定着泡沫的拐点。2007年一季度的盈利增长趋势

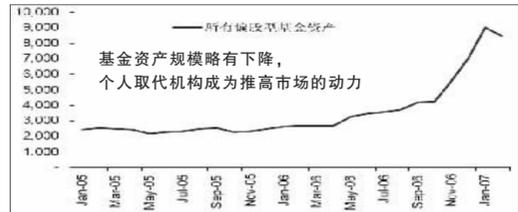
验证了市场的乐观情绪。按照我们的预测,2007年一季度全部A股净利润增长55%,申万重点公司净利润增长82%。增速之高创五年之最,让投资者觉得企业盈利快速上升能够消化估值压力,泡沫可以持续,成为冲高的重要动力。

其二,调整 调整压力也许在季度末到来。其一,资金——股票天平将逐步向股票倾斜 我们估计二季度IPO规模将放大到1200亿,一些大型股将不断发行,包括中信银行、交行、中铝、中国电信、中国铁路工程建设等等。于是IPO规模将显著超过一季度的640亿。全部融资规模将超过1500亿,有效放大。

另一方面,非流通股解禁市值规模巨大。4月份解禁市值850亿(平均2007PE42倍),5月份解禁市值1200亿(平均2007PE47倍),6月份解禁市值420亿(平均2007PE41倍)。

其二,谨慎的投资者仍然担忧真实的企业盈利增长 在已经公布年报的上市公司中,如果扣除申万重点公司(我们认定的绩优公司),其他非重点公司(认定的绩差公司)会盈利增长86%。但它们的主营业务收入只增长了21%,经营性现金流增长了16%。换言之,这些绩差公司2006年的惊人增长几乎全部来自没有现金流支撑的费用下降、投资收益上升和营业外收入。

基金资产规模略有下降,个人取代机构成为推高市场的动力



大量涌入的个人投资者,他们对估值、抽象的利空信息(比如加息、存款准备金率提高)不敏感,往往遵循趋势投资策略,追涨杀跌,他们会进一步推动市场冲高。

C、令人满意的盈利增长趋势验证了市场的乐观情绪 正如我们之前提及的,盈利增长趋势决定着泡沫的拐点。2007年一季度的盈利增长趋势

验证了市场的乐观情绪。按照我们的预测,2007年一季度全部A股净利润增长55%,申万重点公司净利润增长82%。增速之高创五年之最,让投资者觉得企业盈利快速上升能够消化估值压力,泡沫可以持续,成为冲高的重要动力。

其二,调整 调整压力也许在季度末到来。其一,资金——股票天平将逐步向股票倾斜 我们估计二季度IPO规模将放大到1200亿,一些大型股将不断发行,包括中信银行、交行、中铝、中国电信、中国铁路工程建设等等。于是IPO规模将显著超过一季度的640亿。全部融资规模将超过1500亿,有效放大。

另一方面,非流通股解禁市值规模巨大。4月份解禁市值850亿(平均2007PE42倍),5月份解禁市值1200亿(平均2007PE47倍),6月份解禁市值420亿(平均2007PE41倍)。

其二,谨慎的投资者仍然担忧真实的企业盈利增长 在已经公布年报的上市公司中,如果扣除申万重点公司(我们认定的绩优公司),其他非重点公司(认定的绩差公司)会盈利增长86%。但它们的主营业务收入只增长了21%,经营性现金流增长了16%。换言之,这些绩差公司2006年的惊人增长几乎全部来自没有现金流支撑的费用下降、投资收益上升和营业外收入。

更令人担忧的是,就主营业务而言,2006年报乏善可陈。2006年主营业务收入增长22%,与2005年增速持平;而毛利率甚至还略有下滑。最根本的经济繁荣周期并没有推动企业盈利再攀高峰。靓丽年报只是来自制度性因素:上市公司的投资收益和盈余管理。

其三,宏观调控政策和金融创新产品加大市场波动 在一季度强劲的经济数据

公布后,政府管理层可能担心经济过热,出台系列宏观调控政策。而预期中的股指期货会对投资者预期产生重大影响,从而在出台前后的2-3周造成震荡,甚至成为引发调整的催化剂(我们必须声明,在泡沫时期,任何杠杆工具的出现都是推动泡沫的重要手段)。

正如我们之前提及的,盈利增长趋势决定着泡沫的拐点。2007年一季度的盈利增长趋势

验证了市场的乐观情绪。按照我们的预测,2007年一季度全部A股净利润增长55%,申万重点公司净利润增长82%。增速之高创五年之最,让投资者觉得企业盈利快速上升能够消化估值压力,泡沫可以持续,成为冲高的重要动力。

其二,调整 调整压力也许在季度末到来。其一,资金——股票天平将逐步向股票倾斜 我们估计二季度IPO规模将放大到1200亿,一些大型股将不断发行,包括中信银行、交行、中铝、中国电信、中国铁路工程建设等等。于是IPO规模将显著超过一季度的640亿。全部融资规模将超过1500亿,有效放大。

另一方面,非流通股解禁市值规模巨大。4月份解禁市值850亿(平均2007PE42倍),5月份解禁市值1200亿(平均2007PE47倍),6月份解禁市值420亿(平均2007PE41倍)。

其二,谨慎的投资者仍然担忧真实的企业盈利增长 在已经公布年报的上市公司中,如果扣除申万重点公司(我们认定的绩优公司),其他非重点公司(认定的绩差公司)会盈利增长86%。但它们的主营业务收入只增长了21%,经营性现金流增长了16%。换言之,这些绩差公司2006年的惊人增长几乎全部来自没有现金流支撑的费用下降、投资收益上升和营业外收入。

更令人担忧的是,就主营业务而言,2006年报乏善可陈。2006年主营业务收入增长22%,与2005年增速持平;而毛利率甚至还略有下滑。最根本的经济繁荣周期并没有推动企业盈利再攀高峰。靓丽年报只是来自制度性因素:上市公司的投资收益和盈余管理。

其三,宏观调控政策和金融创新产品加大市场波动 在一季度强劲的经济数据

信息评述

中国资本市场15年发展规划初步拟定

证监会研究中心最近完成了《中国资本市场发展报告征求意见稿》,正在征求意见,该报告包括了到2020年中国资本市场的规划和展望。

国泰君安:

日前,证监会研究中心主任祁斌在“资本市场发展与创新”论坛上表示,从量和质两方面来看,中国资本市场已进入新的发展阶段,因此对中国资本市场制定发展规划的问题便凸现出来。其实早在1995年,王小川在《财富》全球论坛上对中国资本市场的发展规划就提出了三点建议:一要有明确的目标,加快债券市场的发展;二要消除一些不必要的障碍,使更多的商业银行和机构能够参与公司债券市场的运作和资本市场的运作;三要有一系列的政策来鼓励金融产品的革新和创新,减少在这方面的限制。

目前我国资本市场规模已从2006年初3.06万亿元上升到

2006年底的9万亿元,目前已经达到15万亿元,股票交易量日创新高,中国资本市场已经成为全球最大的新兴市场。我国资本市场的股改基本完成,市场基础制度层面已经与发达国家接轨,而且以基金为代表的机构投资者在上市以后金融市场的地位基本确立。我们认为,制定中国资本市场发展规划还应该考虑以下前提,首先发展中国的资本市场,要统筹考虑历史遗留问题,解决市场的不成熟问题。最后,要向市场本身学习,决策应尽量做到民主化、科学化,尽量听取市场各方面意见。

日本通胀陡增 四季度或升息

彭博新闻社23日报道,根据对17位经济学家进行的调查,日本2006财年的经济增长率估计为2.1%,明年将略增至2.3%。在日央行行长福井俊彦明年3月卸任前,日本央行可能将目前日本“极低的利率水平”提高两倍,而升息可能将在本财年第四季度实施。

海通证券:

球流动性过剩,很大程度上与日本多年保持低利率政策有关。因此,日本步入加息周期,将不可避免使得日元套利平仓交易增加,从而给我国A股市场带来交易性冲击。

二次加息不宜过急

4月19日,国家统计局稍稍延迟发布一季度国民经济数据,引起了各方猜测和关注。而之后人们的解读更是见仁见智,其中很有代表性的一种观点就认为,经济已出现过热苗头,必须马上采取包括加息在内的一系列紧缩性宏观政策进行“预调”,以抑制出现经济过热。

银河证券:

最新数据显示,宏观经济运行大体上健康良好,我们认为,目前还不是采取进一步紧缩措施的最佳时机。若央行急于实施年内二次加息,不仅不合时宜,还很可能与其初衷背道而驰。具体理由如下:

- 第一,“既‘快’又‘好’”的经济不需要加息。今年一季度GDP同比增长11.1%,增速比上年同期加快0.7个百分点。经济增长尽管偏快,但增长的动力结构得到初步改善。 第二,偏快不代表过热。尽管增长之快超出预期,但“快”不等于“热”。对于正在崛起的中国经济而言,“增长仍是硬道理”。宏观调控的首要目标不是单纯要“压增长”,而是着力调整结构,改善经济增长方式。目前的经济并未出现全面的“过热”苗头,投资并未出现大幅反弹,信贷投放的增长有其合理性,各种物价指数的上涨也比较温和。 第三,投资增速的小幅回升不足以使央行扣动加息扳机。 第四,正确看待目前的物价上涨。 第五,用加息抑制信贷对投资的增长缺乏针对性。 第六,仓促加息不利于消费增长。 第七,加息会加大人民币升值压力。 第八,冷静观察年初以来实施的紧缩政策的时滞与效果。

行业评析

纺织服装出口退税方案上报

纺织服装出口退税近日一直备受关注,有消息称财政部已提出了纺织品服装出口退税调整方案。中国纺织工业协会相关负责人周一透露,有关方案确实已上报国务院,预计很快将出台。

天相投顾:

中国纺织服装出口企业对人民币升值、出口退税继续下调普遍反应强烈。加上目前原材料、劳动力、能源等生产要素价格持续上涨的推动,企业的利润空间将一再受到挤压。相关人士透露,国家发改委提出的方案是纺织品出口退税率的缓冲期,利于减少企业损失。

对于上市公司而言,由于具有较弱的抗冲击和转移风险能力,行业内具有技术、品牌或渠道优势的龙头企业发展依然看好。

黄金周为旅游行业注入新的强劲动力

即将来临的五一黄金周是我们实行黄金周制度以来的第24个黄金周,随着黄金周制度的推行,利用黄金周旅游的人数逐年提升,特别是五一黄金周。由于五一期间,全国普遍天气比较适合旅游,我们预计今年全国五一出行人数将超过1亿人次,旅游收入总和将超过450亿元。

长江证券:

国内旅行社毛利率普遍较低,且受到上下游的限制比较多。按照此番逻辑,我们觉得国内景点中,诸如峨眉山、黄山、桂林、丽江、九寨沟等都将从中受益,特别是传统意义上的旅游目的地和一些距离主要客源较远的景点(如丽江、峨眉山等)。 我们对于酒店公司,持相对乐观的态度,重点公司,如锦江股份等也将受益于此次黄金周效应。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(截止日:2007年4月23日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E		2年复合增长率		2007年一致预期			股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E		2年复合增长率		2007年一致预期		
				净利润同比	增长率	EPS	P/E	P/B	EPS	P/E					P/B	EPS	P/E	P/B			
000061	农产品	5	3-19	160.70	241.28	0.451	44.246	5.51	000612	焦作万方	17	4-17	146.80	65.98	1.436	13.919	6.08				
600219	南山铝业	10	3-28	576.85	197.04	0.959	19.733	4.08	000432	吉恩镍业	9	4-12	117.43	64.97	2.147	21.834	12.21				
600859	王府井	8	4-20	21.48	185.57	0.56	56.335	7.14	600725	云维股份	3	4-16	88.33	60.41	0.583	28.398	5.75				
000831	关铝股份	10	4-16	617.67	184.29	1	14.923	5	600736	苏州高新	4	4-10	64.01	58.94	0.463	24.151	2.89				
600150	沪东重机	15	4-12	246.79	169.82	2.122	45.411	20.13	000616	亿城股份	9	3-13	88.32	58.74	0.865	15.006	5.24				
600459	贵研铂业	7	3-16	383.07	169.50	1.863	21.059	7.49	600801	华新水泥	14	3-21	69.70	58.39	0.546	29.205	4.06				
600740	山西焦化	7	2-16	345.18	158.74	0.686	21.625	2.77	000825	太钢不锈	20	4-18	102.52	56.51	1.85	14.868	5.51				
600371	华冠科技	5	2-13	410.10	147.79	0.598	24.77	7.9	600087	南京水运	22	3-26	86.98	55.23	0.459	27.08	3.74				
000549	S湘火炬	6	4-18	392.91	137.33	2.257	3.943	4.46	600585	海螺水泥	22	4-16	74.95	53.83	1.673	22.914	6.89				
000815	美利纸业	9	4-10	251.02	132.96	0.561	28.187	3.15	000157	中联重科	28	4-16	78.14	50.09	1.156	23.642	9.05				
000572	海马股份	6	4-11	298.11	123.17	0.784	23.195	5.3	000933	神火股份	17	4-18	65.31	48.90	1.272	18.532	5.33				
600655	豫园商城	5	2-14	166.39	118.37	1.093	23.37	5.46	600282	南钢股份	3	4-10	66.17	47.86	0.691	17.366	3.54				
000960	锡业股份	15	4-20	214.62	115.09	1.189	25.197	6.77	000002	万科A	27	4-13	51.27	47.84	0.723	24.784	5.41				
600888	新疆众和	11	4-10	167.88	105.33	1.098	26.8	7.53	002031	巨轮股份	5	3-28	54.67	46.09	0.555	25.784	4.29				
600586	金晶科技	8	4-4	95.06	93.46	0.391	33.223	3.98	600423	柳化股份	21	4-19	60.88	45.95	0.836	19.956	3.71				
600141	兴发集团	7	3-27	106.51	80.53	0.413	27.743	2.86	600000	浦发银行	31	3-30	38.30	43.67	1.059	26.405	5.04				
600104	上海汽车	26	4-5	167.36	74.96	0.591	23.828	3	000001	S深发展A	19	4-12	46.84	43.65	0.956	23.632	7.13				
000951	中国重汽	15	4-16	75.95	74.04	1.443	25.52	9.37	600409	三友化工	4	4-17	63.28	43.49	0.366	24.116	3.23				
600470	六国化工	13	4-16	106.30	69.21	0.538	24.233	4.54	000629	攀钢钒钛	10	4-3	49.03	40.76	0.476	19.71	2.97				

说明: 1)“最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G进行筛选。同时我们已排除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只提示近3个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。 2)成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本版本2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。 3)在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞,各期上榜品种的调整变化状况等。这些信上表并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。 (数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)