

加速升值与温和通胀下的投资机遇

—2007年下半年A股市场投资策略

◎银河证券研究中心

一、中国步入加速升值与温和通胀的新阶段

1、我国经济温和通胀已成定局

自2006年末以来,国内消费物价开始出现上涨之势,以后逐步走高,到今年5月份,CPI已有3个月站在3%之上。这一轮物价上涨表面上看主要是由食品价格尤其是粮价上涨所带动,似乎不具可持续性,但实则不然,始于食品价格上涨的新一轮温和通胀正在向我们走来。原因有:第一,粮食等食品价格上涨仍将持续。第二,地产销售价格持续会对CPI产生一定的推动作用。第三,资源性产品价格改革和政策性调价因素助推CPI进一步上行。第四,劳动力价格的上涨将会从成本和需求两方面推动物价上升。第五,货币因素推动通胀走高。

需要指出的是,温和通胀是一个经济体在增长周期中后段所必然出现的一个现象。中国的GDP平均增速已连续20多年保持在近10%的高水平,在全球经济面临通胀风险形势下,日益融入经济全球化的中国经济在历经长时间高增长情况下,一直伴随其身的低通胀很难独善其身。我们坚持认为,高增长格局依旧,但低通胀已经面临变局,中国已经步入温和通胀时代,2007年前三季度的CPI水平将保持温和上扬态势,但进入四季度会有所回落,全年CPI水平将超越3%。

2、人民币进入加速升值阶段

与温和通胀相伴而生的是人民币升值加速,中国内地的经济原因和全球经济环境,营造了温和通胀和人民币持续升值的环境。

事实上,人民币升值加速趋势已经十分明显,汇改以后,人民币在2005年的5个月内升值0.5%,2006年全年升值3.17%,今年头五个月就升值近2%,其中今年3月-5月,人民币升值速度分别为0.13%、0.32%、0.71%,升值速度明显加快。

3、加速升值与温和通胀将有较长的共生期

无论是温和通胀还是人民币加速升值,这种本质上由于外部输入的货币流动性造成的资产或商品价格上涨一旦形成趋势,就会造成很大惯性和进一步的上涨预期。这种情况下,居民和企业就会把定期存款转换为活期存款并进一步用来购买股票或者商品,国外投资者也会通过各种方式换汇进入中国,从而使M1增长速度超过M2增速,并进一步强化人民币升值压力,加大温和通胀预期。

二、历史表明,股市上涨总是与升值以及温和通胀相伴而生

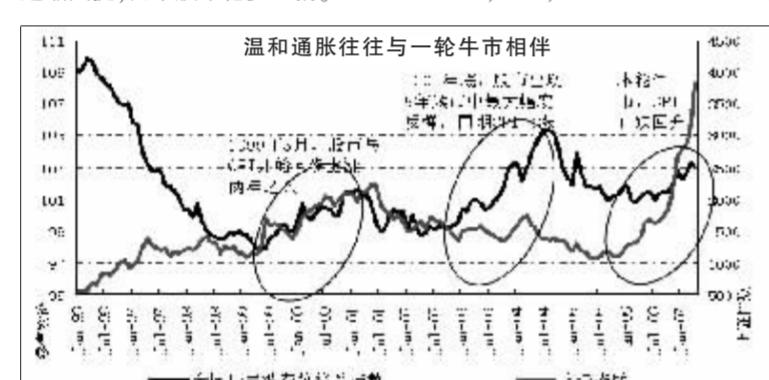
1、牛市诞生于温和通胀

在国际化的金融环境中,货币升值将加大对海外资金的吸引力,导致国际游资涌向升值国家,从而推动升值国家以房地产、股票为代表的,具有较好流动性的资产价格的持续上涨。这种情况在日本、韩国以及一些发展中国家曾经一再出现。

牛市诞生于温和通胀,历史上也屡见不鲜。尽管我国股市历史较短,但从我国股市的历史经验看,温和通胀情况下往往带来股市上涨。1999年5月-2001年5月,CPI温和上涨3%-5%,股市也经历了两年牛市;2002年12月-2004年8月,CPI同比连续攀升,我国股市虽然经历大幅下挫打击,但仍于2002年底止跌反弹至2003年5月的阶段性高点,成为大牛市中一次较大级别的反弹;本轮牛市以来,CPI同步止跌回稳,并开始出现温和通胀特征。仔细观察我们发现,只要不出现恶性通货膨胀,CPI和股市涨跌在小级别波动方面也呈现十分鲜明的相同方向波动的特性。

海外成熟市场股市也存在同样的规律。1986-1990年美国股市稳步上涨,同期CPI同比大幅攀升;1998-2000年,CPI快速地上扬,同期股市也强劲飙升;2003年以来,美国一直深受通货膨胀压力,CPI在3%-4%之间,而美国股市从2002年的9000点,一路飙升到现在的13400点左右。就日本股市而言,上世纪90年代中期以后,由于经济一直处于通缩状态,经济不振,股市一路下跌。2003年以后,在美国股市带动下,以及经济逐步摆脱通缩困扰,日本股市稳步上扬。

根据wind资料,三大指数成份股2008业绩预测对2007年预测的增长率均为25%。这一预测增长率基本上只考虑了上市公司业绩的内生性增长,而未考虑所得税率下降、资产注入或整体上市等外生性的业绩增长,因此,上述预测将会明显低



2、下半年仍有诸多不确定因素

当然,2007年下半年市场运行存在很多不确定因素,主要包括三个方面,一是国家宏观调控政策可能继续引发市场震荡;二是下半年随着债券市场、创业板市场、以及股指期货推出,可能分流市场资金,并带来市场波动。而下半年红筹股回归,公开增发,定向增发加速,也会带来不小的资金压力;三是监管部门加大投资者风险教育力度,规范上市公司、基金公司、证券公司、私募基金等市场主体行为,严厉查处内幕交易、操纵股价等行为,这些举措的轻重缓急势必会对市场运行带来冲击。

三、上市公司业绩高速增长将缓解估值压力

在温和通胀情况下,消费增长加速、企业效益快速提高,带来社会投资需求加速扩张,刺激整个经济进入较快的发展时期。

从一季度情况来看,上市公司98%的净利润增长主要来自企业内生增长,新会计准则影响有限。一季度上市公司收入增长了28%,是净利润增长的重要贡献因素;毛利率由16.64%提升到18.2%,对净利

润的贡献率为30%;费用率水平从10.27%下降到9.2%,对净利润的贡献率为21%,是净利润增长的主要动力。此外,投资收益对净利润的贡献率为20%,营业外收支净额对净利润的贡献率为6%,实际所得税率从27.68%下降到25.32%,对净利润的贡献率为5%,这三个因素也是2007年一季度业绩快速增长的重

要动力。

3、2007年上半年上市公司净利润预计增长在60%以上

如果宏观经济不发生大的变化,以下几个因素将对2007年半年报和年报业绩增长产生重要影响:在不考虑资产注入和整体上市情况下,一季度业绩可能接近于全年单个季度的利润平均值;三大指数成份股的增长率将接近于上市公司整体增长率;资产注入或整体上市的影响越来越大。综合考虑这些因素,我们认为2007年半年报净利润可能增长60%-65%,全年将增长45%-50%。

2、2008年业绩增长仍将逾35%

根据wind资料,三大指数成份股2008业绩预测对2007年预测的增长率均为25%。这一预测增长率基本上只考虑了上市公司业绩的内生性增长,而未考虑所得税率下降、资产注入或整体上市等外生性的业绩增长,因此,上述预测将会明显低

于2008年业绩的实际增长水平。

1)所得税下调将使上市公司利

润增长率从25%提高到30%左右。

2)考虑注资或整体上市影响。

3)目前上市公司隐藏利润的行

为比较普遍,在以后的财务报告中

将逐渐体现出来。这一方面是为了

股权激励,另一方面也是为了平滑

各年度业绩。

4)上市公司交叉持股数量比

较少,累计可实现利润高达数千亿元,

这将会成为一个非常重要的利润调

节手段。

综合考虑上述四个因素,我们

认为,2008年上市公司的业绩将增

长35%-40%。

3、交叉持股、资产注入、财富效

应将进一步提升股市溢价空间

除了经济增长远高于全球平均

水平、不断输入过剩的货币流动性、

人民币升值趋势等溢价因素,催生

A股市场呈现30倍的PE之外,

市场也孕育了三个新的催生股价上涨

的力量,三个新的背景因素可以支

持中国股市有40倍以上的PE。

1)在股权分置改革以后的全流

通时代,上市公司交叉持有的其他

上市公司非流通股权由于逐渐可流

通造成资产大幅溢价,由于逐步变

现造成盈利大幅提升。

2)普遍的整体上市、向上市公司注入优质资产行为等因素正在把过去20年中不曾进入资本市场的经济增长成果逐渐“装”到资本市场中来,从而形成中国上市公司盈利能力大幅提升的第二个外生性因素。

3)中国股市在连续上涨了400%之后,还没有经过真正的下跌——一旦阶段性的下跌发生,即第一轮牛市结束后,资本市场上释放出来的财富会迅速转换为居民消费能力和企业盈利能力,从而造成上市公司盈利能力的又一轮大幅增长,并迅速启动第二轮牛市,并最终形成更大的泡沫。

4、业绩高速增长进一步降低市场估值水平

根据上述业绩预测,2007年预测市盈率为33-34倍,2008年预测市盈率为24-26倍,其中上证50、上证180、沪深300成份股业绩按增长45%计算的市盈率分别为26、27和29倍,以2008年业绩预测计算,上证50、上证180、沪深300成份股业绩按增长35%的市盈率分别为19.20和21倍。

如果2009年业绩按增长25%计算,则整个市场的PEG为1.05-1.15,处于基本合理水平,而上证50、上证180、沪深300成份股的PEG为0.86、0.91和0.96。可以看出,成份股指数尤其是上证50存在较大程度的低估(见下表)。

四、下半年投资机会

1、关注升值和通胀下的资产价值重估机会,重点关注房地产、券商等行业价值

随着人民币升值加速和通胀来临,房地产价格呈现加速增长势头。在流动性过剩带来的长期低利率货币环境阶段时期难以扭转情况下,加上我国工业化、城市化进程的加快,房地产消费需求旺盛,房地产价格上涨势头将保持较长时期。而随着资本市场活跃,市场规模扩张,证券公司迎来超常规发展的历史机遇。经纪业务、投资银行、新增业务为券商带来丰厚的业务发展空间。因此,今年下半年,房地产、证券、保险等上市公司业绩存在大幅增长可能,值得关注。此外,密切关注直接受益于人民币升值的板块,如航空等。

2、关注通胀环境下产业受益机会

外延式增长依然是多数上市公司业绩快速提升的主要渠道,并购重组仍将十分活跃。继续关注:一是

产业整合带来的整体上市机会,包括“换股IPO”、“换股并购”、“增发收购”三种模式;二是内资并购,蕴藏着丰富的投资机会;三是随着人民币升值以及全流通的真正到来,外资并购活动将会逐步增加。

此外,下半年主题投资机会仍

然十分丰富,主要有:区域振兴主

题,如川渝综合试验区、环渤海开发等;奥运主题;交叉持股主题等。

(执笔:吴祖尧、李峰、秦晓斌、张新法)

随着人民币升值加速和通胀来

临,房地产价格呈现加速增长势头。

在流动性过剩带来的长期低利率货币环境阶段时期难以扭转情况下,加

上我国工业化、城市化进程的加快,

房地产消费需求旺盛,房地产价格

上涨势头将保持较长时期。而随

着资本市场活跃,市场规模扩张,

证券公司迎来超常规发展的历

史机遇。经纪业务、投资银行、新

增业务为券商带来丰厚的业务发

展空间。因此,今年下半年,房地

产、证券、保险等上市公司业绩存

在大幅增长可能,值得关注。此

外,密切关注直接受益于人民币升

值的板块,如航空等。

外延式增长依然是多数上市公

司业绩快速提升的主要渠道,并购

重组仍将十分活跃。继续关注:

一是产业整合带来的整体上市机

会,包括“换股IPO”、“换股并购”

、“增发收购”三种模式;二是内

资并购,蕴藏着丰富的投资机会;

三是随着人民币升值以及全流

通的真正到来,外资并购活动将

逐步增加。

此外,下半年主题投资机会仍

然十分丰富,主要有:区域振兴主

题,如川渝综合试验区、环渤海开

发等;奥运主题;交叉持股主题等。

(执笔:吴祖尧、李峰、秦晓斌、

张新法)

随着人民币升值加速和通胀来

临,房地产价格呈现加速增长势头。

在流动性过剩带来的长期低利率货币环境阶段时期难以扭转情况下,加

上我国工业化、城市化进程的加快,

房地产消费需求旺盛,房地产价格

上涨势头将保持较长时期。而随

着资本市场活跃,市场规模扩张,

证券公司迎来超常规发展的历

史机遇。经纪业务、投资银行、新

增业务为券商带来丰厚的业务发

展空间。因此,今年下半年,房地

产、证券、保险等上市公司业绩存

在大幅增长可能,值得关注。此

外,密切关注直接受益于人民币升

值的板块,如航空等。

外延式增长依然是多数上市公

司业绩快速提升的主要渠道,并购

重组仍将十分活跃。继续关注:

一是产业整合带来的整体上市机

会,包括“换股IPO”、“换股并购”

、“增发收购”三种模式;二是内

资并购,蕴藏着丰富的投资机会;

三是随着人民币升值以及全流