

# Document

## 安信证券发布中期投资策略

# 牛市基础仍然坚实 看好“消费+服务+重化工业”

◎本报记者 李剑锋

“尽管预期中的商业银行信贷收缩可能导致中期调整,但中国股市的牛市基础仍然坚实”,在昨日召开的中期投资策略会上,安信证券向与会的400多名机构投资者代表阐述了上述观点。

安信证券首席经济学家高善文认为,从中国经济情况看,年初以来,消费增长继续加快,同时消费结构调整的势头进一步确立;受

良好的盈利增长支持,投资活动稳定在较高水平;银行信贷出现比较大的增长,信贷条件进一步宽松。综合考虑基本面因素,中国经济活动在未来几个季度可能在目前比较高的水平上出现进一步加速。从中国对外经济失衡等情况来看,我国资产重估过程远未结束。市场未来一个季度的时间内还存在一定的调整压力,但从更长的时间看,牛市的基础并未改变,甚至在进一步增强。

安信证券研究中心首席策略分析师程定华表示,A股市场市盈率水平超过30倍后,风险溢价已取代无风险收益率,成为估值驱动的核心力量,只要贸易顺差不出现趋势性下降,市场风险溢价都将运行在历史低位。考虑A股估值弹性的陡峭化、货币政策与企业盈利的周期性,A股的大震荡时代已经来临。A股估值将以比过往任何时候都要猛烈的方式在30倍PE上方波动,且周期性特征明显。

程定华认为,股市的牛市基础仍然坚实,但预期商业银行信贷收缩将导致中期调整。由于风险溢价的波动性要大于无风险收益率,在主要大类资产中,风险溢价水平最低的A股市场将遭受负面冲击。预期随着奥运会的临近、农业银行改制巨额资金注入、商业银行明年年初新一轮信贷扩张,风险溢价将在今年年底再次大幅度下降,并成为下一波牛市的主要推动力量。在经历了两年的资产重估之后,A股市场

的整体市净率已经达到2001年资产泡沫高峰时期的水平,但由于净资产收益率水平的提高,市盈率水平相当于当时的65%。

鉴于市场在整体上和结构上已经不存在被低估的资产,防守型策略难以奏效,成长股才是应对高估值环境的正确之选。从具体资产配置看,安信证券认为,二线蓝筹股和实质性资产注入股将继续成为市场明星,在行业方面,公司看好消费+服务+重化工业组合。

## 银行业 贷款中长期化确保利差收益

在反复加息之后,上市银行的资产结构调整成为关注的焦点。存款的活期化与贷款的中长期化确保了银行利差从加息中获益。

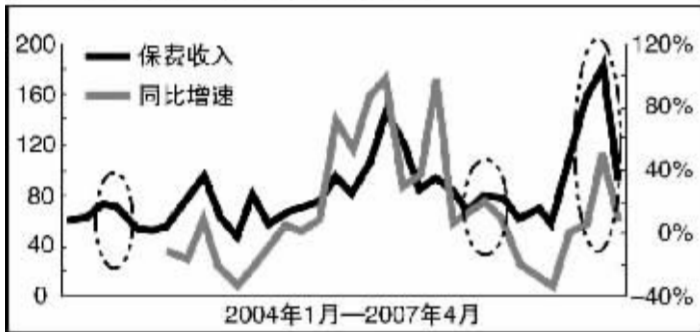
应该从一个更中长期的角度来看待银行贷款的“贷款中长期化”现象。虽然包括企业承兑汇票、直接融资(短期融资券、企业债、资产证券化业务、股权融资等)的兴起对银行构成冲击,但这并不必然导致银行在金融市场中地位的降低,原因在于其对非传统业务的反渗透行为。

三个中长期趋势值得关注:银行间接参与融资业务;银行主要服务客户转向中小企业和住户部门;银行对基金、保险等非传统业务侵袭已展开。

具体到估值,可以认为:短期的驱动因素仍在于银行拨备压力缓解、税改等带来的盈利剧增;中长期的估值重点应由资产负债表转向利润表,由表内转向表外,对非息收入的开展具备优势的银行予以高估值。

下半年重点推荐的银行股包括:浦发银行、招商银行、兴业银行。

## 加息对银行保险保费收入的影响



## 保险业 QDII放开等均构成利好

加息对保费收入增速影响有限。考察1986年以来的预定利率与1年存利率之差同保费收入增速的数据,可以得到的结论是预定利率与1年定存利率之差影响的是保险需求。假设其他条件不变时,预定利率与1年定存利率之差与保费收入增速正相关。而保险公司供给意愿发生变化时,上述结论就不成立。从近年来的实证结果来看,利差缩小对保险公司内涵价值贡献大的个险渠道销售影响不明显,但对保险公司内涵价值并不重要的银保渠道影响相对明显。

从日本和中国台湾的寿险保费收入情况来看,牛市没有降低保费收入的增速。在资产重估期间,保险作为一个资产类别也会受到重估,这是主要的因素,而股市对其他资产类别

的分流是次要的因素。换句话说,资产重估会表现为“百花齐放”而不是“一枝独秀”。因此,近年保费收入的增速完全可以保持在15%左右。

2003年以来保险公司投资收益率一直处于上升通道。而未来投资渠道的放开将使得保险公司合理投资收益率影响进一步提高。QDII的放开、公司债的发行和不动产投资的展开将对保险公司未来投资收益构成利好。

由于我国目前还缺乏与保险负债相匹配的长期资产,在此背景下预计管理层不会提高或大幅提高预定利率。保险公司将通过提高分红等方式与投保人分享提高的投资收益。总体来说,负债成本不会显著提高且提高的幅度要小于投资收益率提高幅度。

## 旅游业 旅游目的地“迪斯尼化”

面向旅游消费升级,中国旅游市场向“纵深”发展,出游频率的持续提高以及向休闲度假旅游过渡,将成为国内旅游市场发展的主要形态。而奥运会、世博会成为推动入境游市场加速发展的“催化剂”。

为适应旅游产业的深度发展以及旅游消费升级,景区已基本具备了向完整意义上旅游目的地发展的条件。而旅游目的地在规划、发展过程中呈现出的鼓励多样化和差异化系统景象,与迪斯尼主题公园的经营方式存在密切联系,一个优秀的旅游目

的地通过自身的科学规划和有效运行会逐步表现出主题化、混合消费、商品化和表演性劳动的迪斯尼化特征;

在投资景区及旅游服务类上市公司时应注重企业长期发展战略、资源整合逻辑和产业链整合的分析,对相关上市公司的投资排序是中青旅(600138)、桂林旅游(000978)和黄山旅游(600054)。

酒店类上市公司的投资排序是:金陵饭店(601007)、锦江股份(600754)。

## 医药业 宏观调控影响利远大于弊

2007年,中国医药行业继续受国家宏观政策影响较大:一方面,药品终端市场依然旺盛,医药行业的发展将继续呈现较好的增长态势;另一方面,中国医药行业也面临重大调整,包括产业结构方面的调整和国家各项行业配套监管政策的监管趋严,这些宏观调控措施短期内可能对企业盈利能力的有利影响,但中长期

看,对整个行业的未来健康发展利远大于弊。

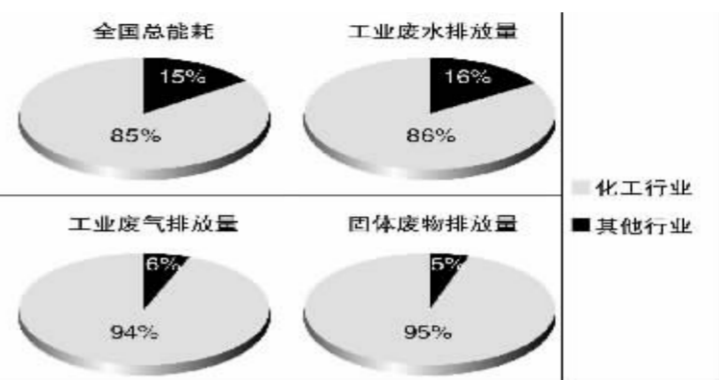
2007年医药行业盈利能力逐渐复苏,行业利润增长较快。医改使大型普药生产企业与医药流通企业的效益改善将逐步显现。

革新是医药企业持续发展的必由之路,重点推荐公司为健康元(600380)。

## 化工业 节能减排是机遇大于挑战

节能减排成为我国长期国策,化工行业属于节能减排重点行业,节能减排对化工行业既是机遇也是挑战;机遇主要来自于新型保温材料、先进煤气化技术、醇醚燃料、湿法磷酸替代热法、清洁发展机制项目等方面。同时,能耗和物耗的强制降低,意味着企业要用新的工艺和投入新的设备,势必增加高耗能行业企业的投入,而排放物的减少,意味着企业要加大对环保设施的投入,这些无疑会加大这些行业的成本,对企业是严峻的挑战。

建筑节能标准的强制实施对保温材料是重大利好,聚氨酯和苯乙烯保温材料在建筑保温领域的应用将得到极大拓展。上市公司烟台万华和双良股份将受益。调整能



源结构,发展醇醚燃料,华鲁恒升、云维股份、柳化股份值得关注。湿法磷酸替代热法磷酸是必然趋势,六国化工正在引进此技术,估值提升空间大。

化工行业是CDM机制的最大受益者,柳化股份的N2O气体分解项目已经获得我国政府的批准,正在注册之中。建议关注三爱富、巨化股份。

## 石油与天然气业 油价变化决定优化配置

随着中石油、中海油回归A股,三大石油公司总市值预计将占到A股总市值的20%,石化行业从选择性配置将上升为必须性配置,加之石油价格的易波动性、对股指期货等衍生品的影响将更加显著,将使国内投资者更加重视石化行业的配置。

依据不同油价点位,在石油公司EPS变动最优化的基础上,简单的配置思路是:在油价低于55美元

时,油价上涨时超配中石油,油价下跌时超配中石化或中海油;在油价高于55美元时,油价上涨时,超配中海油,油价下跌时,超配中石化。

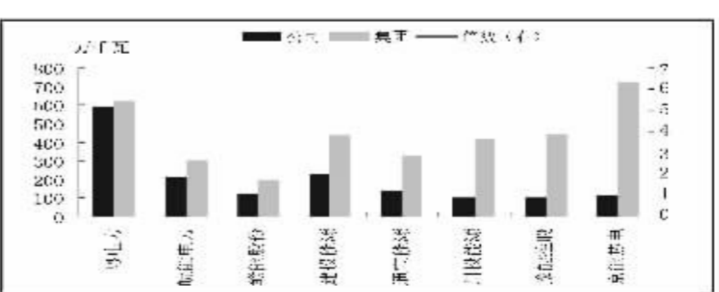
最后,需要强调的是,因油而变的配置策略更多看重的是石油公司对油价的敏感性。在实际选择公司时,还需要深入分析石油公司各块资产的成长性,石油公司的成长性体现为公司EPS盈利曲线上移的速度。相比而言,中石化与

中海油的成长性更为突出,中海油的成长性主要体现为上游的增长,上游的增长在油价上涨趋势中会强化EPS的增长;而中石化的成长性主要体现在下游业务,如汽车消费的快速增长,使得中石化油品销量、单站加油量、加油站的非油业务都会出现可持续的增长,使得中石化EPS的盈利曲线上移的速度更加稳定与持续,受油价波动的影响较小。

## 电力业 行业即将回暖,关注资产注入

2007至2009年火电行业的利润增长将呈现明显见底回升态势,即将进入新一轮的景气周期。如果考虑到2008年可能实行第三次“煤电联动”,则情况更为乐观。而推动行业复苏的原因除了电力需求旺盛和装机增速下降外,还有大量新机投产导致整个行业供电煤耗和单位固定成本的下降。

过去几年高速扩张导致的资产负债率高企,以及为今后的并购做准备,是发电集团对上市公司进行资产注入的原动力,同时,地方发电集团实现电力资产整体上市,还可增加央企并购难度。



国电集团的未上市资产较多且盈利能力较好,同时集团近几年核准项目的规模亦为五大集团之首,因此,国电电力将是五大集团中资产注入空间最大的公司。

相对于五大集团,非国电系央企和地方发电集团的整体上市更值得关注。看好国电电力、长江电力、豫能控股、川投能源、建投能源和粤电力的资产注入乃至整体上市。

## 有色金属业 盈利可望再超预期

今年以来主要有色金属价格持续高企,表现明显好于年初时的预期。未来两年主要有色金属供应仍难以满足需求的增加;加上库存仍处于历史低点,本轮有色金属价格的牛市行情将延续,尤其是金属铝、镍、铜和铝。

企业盈利可望再次超出预期。由于市场对未来两年的价格预测较为保守,未来相关上市公司的盈利面临进一步上调的可能。另外,由于相当多的企业未来几年产能扩张明显,这也将支持盈利保持增长。总体而言,未来行业的盈利表现将超出市场预期。同时,随着行业基本面好于预期以及价格持续高企,投资者将会给予有色金属行业更高的估值,建议投资者关注未来三年盈利保持增长的行业内优势企业,这包括焦作万方、中金岭南、南山铝业和神火股份。

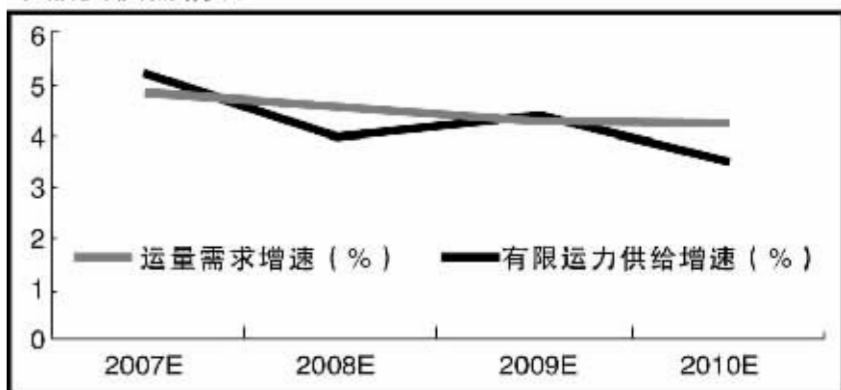
## 航运业 干散货运输需求量将保持增长

BDI指数一改过往同期相对较低的运行状况,不断走高,在5月15日创出历史新高6688点。预计2007年下半年乃至2008年,国际干散货运输需求都将保持高位运行,BDI指数2007年全年平均值将在5600点左右,同比增加约30%。

基于“中国因素”的铁矿石和煤炭运量的增长,将使全球干散货运量至少在未来3年保持5%左右的增长速度,以中国沿海港口为装卸港的干散货吞吐量增速更是可以达到13%左右。全球干散货运力的增长虽然预计2007年为5.6%、2008年为4.36%和2009年为4.75%,但由于压港、运距离变化等因素存在,导致有效运力供给依然低于实际需求。

由于中国机电产品对外出口的快速增长,全球产业转移带来的对项目和大宗货物运输需求的快速增长,给杂货船、多用途船和特种运输船舶提供了

## 干散货供需情况



巨大市场空间。集装箱和油轮市场则受制于运力供给的相对快速,其运价短期内难以有大的提升。

航运业是典型的周期性行业,难以准确判断周期的拐点,但可以选择其中

弱周期性、且业绩增长较确定的子行业或公司作为投资选择。建议以公司主营业务发展前景为投资依据,关注干散货相关的公司,如中海发展(600026)、中远航运(600428)等。