

# 寻找均衡背景下利润增长的差异性

## ——2007年7月份投资策略及月度十大金股

○长江证券研究部

### 一、市场判断: 大盘将呈现高位震荡走势

6月末公布的2007年1-5月份工业企业利润42.1%的同比增速与1-2月份的43.8%相比小幅回落,但是高于40%的同比增速也显示企业的利润获取能力仍位于高位。中国自2006年以来的牛市是既有利润增长又有流动性过剩支撑的双基点牛市,而决定市场未来演绎方向的根本则来源于企业内生性的利润增长。整体工业企业利润的高增长不仅在短期内一定程度上将压缩市场调整空间,而且更重要的是为当前市场寻找潜在的投资热点提供了基本方向,中期业绩预增的上市公司或将成为下一阶段关注的焦点。

虽然与1-2月份工业企业利润43.8%的同比增速相比,1-5月份仅仅是出现小幅放缓,但是对于下半年整体利润趋势的判断,我们认为中国工业企业利润增长的放缓风险将会在二季度之后显现。考虑到中国统计局今年公布数据体制的改革,3月份公布1-2月份的数据,6月份公布1-5月份的数据,我们建议密切注意三季度整体的利润增长放缓速度。

之所以说放缓主要是由于一方面,我们所担忧的美国经济在通货膨胀压力下的增长放缓已经逐步地成为事实,外部经济体系的增长放缓将在很大程度上影响当前固定资产投资收敛背景下的国内企业利润增长机制,尤其是对于中游的原料加工业。另一方面,中游原料加工业去年下半年以来的利润增长更多的来源于外部经济推动所引致的出口需求增长,但是伴随着国家对于高耗能主要涵盖的就是中游原料加工业包括出口退税等一系列政策的限制,这种效应在下半年将会逐步显现。而从目前来看,除化纤之外,钢铁、建材与1-2月份利润增长率的同比增速相比已经出现放缓,只是对于这种放缓是否是趋势性的判断我们还需要进一步关注后续的相关数据。

不过,值得注意的是,按照我们与日本、美国当年股市泡沫的对比表明,流动性过剩并不足以支撑中国资本市场的繁荣,实质的利润增长才是主导市场演绎的根本,而虚拟经济对于实体经济放缓需要一个确认的过程。所以在当前二季度利润增长相比一季度只是高位的小幅放缓而三季度利润增速的放缓还有待揭晓背景下,资本市场的基本趋

势还没有逆转,但就7月份而言,由于前期密集出台的调控政策的效果仍将逐步显现,所以整个7月份应该呈现高位震荡走势。

### 二、投资策略: 追溯牛市繁荣机制本源, 探寻利润长期演绎趋势

在管理层不希望股市结构性泡沫急剧膨胀以及外部经济放缓背景下,利润增长将是我们进行资产配置以及把握市场方向的核心思路。而对于利润增长的探寻,我们遵从的是中国经济工业化、行业利润结构差异、上市公司利润释放动力三重角度。

#### 1、追溯牛市繁荣机制本源, 大国经济崛起的产业升级

中国生产要素价格尤其是劳动力价格的提高将引起中国经济增长模式以及结构的转变,而这种转变也为我们寻找可以长期持有的战略性投资品种提供了基础。主要所指的就是能够长期受益于大国经济崛起所带来的稳定增长的两大类行业——先进制造业和现代服务业,其也是我们针对目前中国工业化特定阶段进行资产配置时的长期投资主题。

而在这种生产要素价格的重估过程中,由于非贸易品部门劳动生产率提高速度远低于贸易品部门,

从而在整个汇率升值期间,非贸易品价格相对于贸易品价格的提高会持续不断。伴随着这种升值,受益最大的两个行业分别是房地产和航空业。

#### 2、均衡背景下的行业间利润增长差异机制

对于下半年中短期投资机会的把握,我们认为价格机制的差异将是行业间分化的根本所在。考虑到中国当前的经济增长是处于中周期回落过程中的弱景气,更加均衡的增长使得并没有某个行业处于特别的短缺,那么行业利润获取将在很大程度上取决于其自身的成本转嫁能力。辨析价格在上下游行业间的传导衍生的行业间利润增长差异,是我们探寻行业超配投资价值的根本出发点。

整体而言,2007年1-2月份工业企业利润在行业间利润波动以及去年同期数据较低的条件下依然维持强劲增长,只是在固定资产投资增速预计将日趋收敛以及外部经济增长回落背景下可能出现一定的下滑。但这种下滑也应该只是弱景气环境下的小幅波动,而行业间内部的结构性差异仍将会显现,以典型周期性行业为主的中游原料加工业未来利润波动风险将会加剧。

另一方面,伴随着2006年下半年以来的消费者价格指数不断走高,我们有理由相信上游向中游传导的成本压力正在转向于消费领域,通货膨胀压力上升以及经济增长逐步放缓也是周期回落的先兆。只是在产品价格上涨幅度大于成本回升幅度时,行业或者上市公司依然能够从价格的上升过程中获取利润。这也是我们认为下半年下游行业利润增长有望弥补中游原料加工业利润放缓影响,从而整体工业企业利润增长可能在高位呈现小幅放缓的本质。而正是在这种逻辑推断之下,部分消费品行业以及农产品行业将会获得快速的增长动力。

3、外生性制度变革助长企业利润释放动力

对比上市公司的利润变动情况可以发现,上市公司的利润改善状况远远要超过行业平均水平,这主要得益于股权分置改革之后,伴随

非流通股股东与流通股股东利益的日趋一致,上市公司自身的业绩释放动力正在变强。那么在下半年我们所需关注的对于上市公司业绩释放动力的外生性制度变革,主要将来源于股权激励以及资产注入。对于资产注入概念的探寻依然遵照前期的央企整合、股改承诺、区域经济增长三个方面。

#### 三、行业配置: 基于实体经济利润演绎的长期趋势

不可否认,在经历了股指的持续上涨之后,估值优势已经被弱化。尽管按照我们对于美国、日本股市泡沫的研究,在利润增长已经难以跟随市场脚步而流动性依然过剩背景下,市场仍旧具备上涨动力也就是所谓的“单基点牛市”。但是目前来看,在中国出现单纯的依赖流动性过剩形成资产价格的持续膨胀这种可能性很小。那么,我们中期资产配置中的出发点就应该来自于追寻行业利润增长的稳定性,只有这种延续性的稳定或者说预期性的稳定才能真正的防御外生性的冲击。

综合以上对于行业利润的具体分析,我们中期的行业配置建议是:超配机械装备、电气设备、汽车等贴近消费的投资品行业,提高对消费品,特别是农业食品行业的配置比例。在考虑外生性冲击已经成为事实的背景下,超配金融服务等具备人民币长期升值受益特性的行业,而对于业绩增长未来波动较大的建材、金属、非金属以及业绩增长缓慢的信息技术业给予低配(见左表)。

#### 四、主题配置: 迎接奥运概念, 关注交叉持股

在市场由于外生性冲击不得不面临调整的时候,我们对于主题投资概念的筛选也不得不采取谨慎的态度。随着北京2008年奥运会的日益临近,我们相信其中的一部分受益优质公司将会脱颖而出,而另一方面,按照日本以及我国台湾当年股市繁荣的演绎规律,交叉持股类的上市公司有望获得超过市场平均水平的收益。

#### 五、月度十大金股

股票名称	EPS			估值
	2006	2007E	2008E	
中信证券(600030)	0.80	2.41	3.10	72-79
浦发银行(600000)	0.77	1.12	1.57	36-38
华东医药(000963)	0.19	0.44	0.55	19.25
双鹭药业(002038)	0.41	0.75	1.25	—
长江电力(600900)	0.52	0.58	0.65	17.68-20.28
山河智能(002097)	0.62	1.40	2.50	120
南京水运(600087)	0.35	0.48	0.81	18
博瑞传播(600880)	0.50	0.70	0.79	31.5
湖北宜化(000422)	0.40	0.63	1.00	25
欧亚集团(600697)	0.37	0.50	0.70	25

2007年7月份行业资产配置表

板块名称	流通市值(亿元)	标配比例(%)	建议比例(%)	比例变化(%)	配置状态
能源	1866.15	3.26	3.26	0	标配
材料	10382.01	18.16	17.00	1.16	低配
化工	3226.64	5.64	5.64	0	标配
建材	850.14	1.49	1.34	(0.15)	低配
金属、非金属	5569.88	9.74	8.73	(1.01)	低配
工业	11774.8	20.60	21.35	0.75	超配
军工	358.01	0.63	0.63	0	标配
电气设备	1075.86	1.88	2.07	(0.19)	超配
机械	2711.9	4.74	5.06	(0.32)	超配
交通运输	3809	6.66	6.90	(0.24)	超配
可选消费	8236.13	14.41	14.65	0.24	超配
耐用消费品	2980.86	5.21	5.21	0	标配
汽车及零部件	1722.83	3.01	3.13	(0.12)	超配
零售业	2472.35	4.32	4.44	(0.12)	超配
日常消费	4003.48	7.00	7.15	0.15	超配
饮料	1692.68	2.96	2.96	0	标配
农业食品	1398.77	2.45	2.60	(0.15)	超配
医疗保健	2569.28	4.49	4.73	0.24	超配
金融	11157.19	19.52	19.72	0.35	超配
银行	4896.19	8.56	8.56	0	标配
多元金融	1115.74	1.95	2.12	(0.17)	超配
房地产	4461.85	7.81	7.99	(0.18)	超配
信息技术	3079.1	5.39	4.81	(0.58)	低配
电信服务	506.83	0.89	0.89	0	标配
公用事业	3591.31	6.28	6.28	0	标配

## 券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日: 5月30日-7月4日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期		目标价	7.3收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
002140	东华科技	中信证券	—	新股研究	7-3	1.04	19.231	1.21	16.529	—	—	—	—	30.25	20
000728	S*ST化二	长江证券	—	点评报告	7-3	0.77	17.351	—	—	-1.005	-13.297	-1.005	-13.297	—	13.36
600973	宝胜股份	中金公司	推荐	一般报告	7-2	1.017	31.023	1.59	19.843	1.018	29.523	1.556	19.307	43.7	31.55
601168	西部矿业	兴业证券	—	新股研究	6-27	0.75	—	0.8	—	—	—	—	—	—	—
601919	中国远洋	中金公司	推荐	深度报告	6-26	0.27	65.852	0.38	46.789	0.324	52.97	0.36	47.637	—	17.78
600825	新华传媒	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-25	0.64	54.313	0.7	49.657	0.595	57.465	0.741	46.146	—	34.76
600271	航天信息	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-20	1.173	38.346	1.402	32.083	1.27	34.911	1.513	29.316	—	44.98
000836	鑫茂科技	天相投顾	买入	深度报告	6-14	0.41	45.122	0.71	26.056	0.486	39.481	0.757	25.33	25	18.5
002137	实益达	中信证券	—	新股研究	6-11	0.539	82.931	0.839	55.278	0.524	87.736	0.753	61.056	—	44.7
600897	厦门空港	兴业证券	推荐	一般报告	6-8	0.513	33.528	0.605	28.43	0.514	32.84	0.631	26.767	—	17.2
600048	保利地产	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-1	0.96	47.49	1.61	28.317	1.126	39.303	1.644	26.904	—	45.59
601628	中国人寿	海通证券	中性	一般报告	6-1	—	—	—	—	0.945	43.651	1.19	34.664	—	42.02
600583	海油工程	华泰证券	推荐	一般报告	5-31	1.05	34.419	1.38	26.188	0.965	37.023	1.137	31.425	—	36.14
601328	交通银行	中金公司	回避	一般报告	5-31	0.34	32.618	0.47	23.596	0.345	31.961	0.464	23.775	—	11.09
601328	交通银行	海通证券	中性	点评报告	5-31	0.37	29.973	0.56	19.804	0.345	31.961	0.464	23.775	12.4	11.09
002083	孚日股份	国信证券	谨慎推荐	深度报告	5-31	0.329	42.614	0.473	29.641	0.34	39.953	0.45	30.237	—	14.02
601318	中国平安	安信证券	买入	点评报告	5-30	2.18	32.972	1.99	36.121	1.705	40.86	2.174	32.056	73.27	71.88
601628	中国人寿	安信证券	买入	点评报告	5-30	1	42.02	0.92	45.674	0.945	43.651	1.19	34.664	45.84	42.02

说明: “首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为

明显,在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究

报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的某机构出具的首次关注品种可能已是其他机构早

已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究关注

范畴的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 [www.go-goal.com](http://www.go-goal.com))

### ■信息评述

#### 央行货币政策委员会召开第二季度例会

中国人民银行货币政策委员会2007年第二季度例会日前在北京召开。会议认为,当前我国国民经济继续保持平稳快速发展。会议还研究了下一阶段货币政策取向和措施。

#### 东方证券:

首先,未来宏观政策将不单是货币政策调控,上半年货币政策执行密度很大,5次上调法定准备金率,2次加息,预期下半年这些调控措施的频度将下降。其次,对于货币政策执行没有新的提法,我们对物价走势判断是,三季度继续小幅走高,而年末逐月下降,本月CPI仍将维持高位,但央行不会根据CPI单个月水平的高低就决定是否加息,而是判断全年能否控制在3%左右。

#### 申银万国:

从现有数据来看,在一季度我国经济超高速增长基础上,二季度我国经济似乎没有出现减速迹象,这很可能会带来上市公司半年报业绩的惊喜。对二季度上市公司利润水平的重估,将在一定程度上缓解市场对于高估值的忐忑。必须留意二季度数据公布后可能出现的宏观调控力度的加大,以及经济出现自然减速的可能,这将引发对企业利润增长可持续性的担忧。从近期公布的数据看,消费同比增长的高速度是10年来所罕见的,说明国内需求已经得到了激发,这对于我国经济的长期平稳发展具有积极意义。基于目前的信息,就宏观面对市场的影响而言,可能会形成短期偏多、中期偏空、长期偏多的局面。特别需要关注市场资金供求的变化。

#### 兴业证券:

针对上半年由偏快向过热转变,央行整体货币政策由稳健向偏紧过渡。今年以来,随着外汇占款导致的流动性过剩持续蔓延,央行货币政策从去年侧重于央票回收流动性,到今年综合运用央票、存款准备金率、货币调期和特别国债等多种货币政策工具,在流动性管理上取得了较好的效果。并在国内消费物价上升情形下,开始强调价格杠杆的调控作用,上半年已加息两次。按照央行对CPI的预测,预计全年还将加息两次。针对上半年固定资产投资特别是“两高一资”和房地产行业投资继续高速增长的情况,央行将加强行政监控,窗口指导和惩戒力度。

#### 今年1-5月固定资产投资增速过快

国家统计局发布的统计显示,今年1-5月,全国城镇固定资产投资达32045亿元,同比增长25.9%。投资增长主要来自高耗能产业以及房地产业,而地方政府的投资热情明显高于中央直接投资。

#### 海通证券:

在城镇固定资产投资较快增长的同时,消费、出口和工业生产也出现较快增长,说明我国经济已经处于高位运行状态。以上的投资数据表明,防止经济由偏快转向过热,相对于加息和信贷控制等总量调整工具,结构性调整措施应处于相对优先地位。一是适当调整关于中央与地方分权的税制结构,改变地方政府激励,抑制地方政府的投资冲动。二是进一步理顺生产要素的价格形成机制,使要素价格能反映其稀缺程度和真实成本,引导投资流向经济薄弱环节,调整投资结构。

#### 加大进口力度缓解贸易顺差过快增长

商务部副部长、国家机电产品进出口办公室主任魏建国3日指出,国家将采取加大进口力度,限制“两高一资”产品出口等措施,努力缓解贸易顺差增长过快的趋势。

#### 齐鲁证券:

商务部一直关注的减少贸易顺差可以说是当前转变外贸增长方式、优化出口结构的一个契机。从其施行手段的预期来看,我们认为一是加大进口力度,特别是加大资源性商品、高新技术产品、重大装备和设备,以及国外先进技术的进口。二是加大国内居民喜欢的日常消费品的进口。三是严格限制高能耗、高污染和资源性商品的出口。人民币持续升值降低进口成本,另外庞大的外汇储备提供了重要保障。这将在一定程度上提升相关行业科学技术水平,扩大国内需求。

但我们同时也注意到,在加大进口力度的同时,出口方面也有相关调整,尤其是“两高一资”的限制出口,将对钢铁、煤炭等相关行业形成压力,投资者应注意此项举措对相关上市公司行业的影响。

### ■行业评析

#### 国内航油价格7月1日起调整

自7月1日起,国内航班航油零售价下调50元/吨,内航外线航油零售价上调66元至5696元/吨。

#### 中信证券:

综合上述两类油价的变动,我们测算对航空公司利润影响很小。经测算,本次价格调整中国国航EPS增加仅为0.001元。相对而言,南方航空、上海航空国内航班耗油量占比较高,本次调价对其业绩影响稍大,2007年EPS均提高约0.01元。我们维持对航空运输业“强于大市”的行业评级,维持对中国国航、南方航空“买入”评级。目前国际油价上涨对航空公司的不利影响已不像过去那么严重(尤其是对国航而言),尽管影响仍然存在。这是因为:(1)随着需求趋旺,客座率提高,航空公司机型优化以及管理改善,航空公司抵抗油价上涨的能力在不断提高。(2)燃油附加费已经恢复征收,油价上调之后燃油附加费也可能随之上调,对航空公司而言部分转嫁成本。2006年国航燃油附加费覆盖60%-70%的航油涨价带来的成本。(3)中国国航对50%的耗油量进行套期保值,油价上涨后航油现货市场的损失可以从期货市场得到补偿,今年一季度国航航油套保获得收益2.2亿元。