

下半年资金需求将达 14600 亿元

——2007 年下半年 A 股投资策略报告

- 股市政策取向将是下半年 A 股市场走势重要决定因素。下半年股市政策取向会朝着严抓违规,以及市场化治理并重方向前行的概率较高,并通过“加快资产证券化”做实股市泡沫。
- 在本币升值期间,只要政府不出台重大调控政策,股市调整幅度相对有限。在目前 A 股市场估值偏高背景下,市场资金压力会阻碍股指上涨空间。
- 从成长与估值两个方面考虑,下半年我们重点关注以下行业投资机会:金融、造纸、房地产、汽车及配件、有色金属,以及医药行业中的部分品种。

◎ 东吴基金管理有限公司

一、股市政策取向

1、股市泡沫是一把双刃剑

经济学理论告诉我们,一国政府的经济调控目标主要有四个:经济增长、通货稳定、充分就业和国际收支平衡,没有一国政府是将股市指数作为经济调控的目标。

股市泡沫真的似洪水猛兽般可怕吗?从经济学上分析,股市泡沫的存在并不可怕。相反股市有适当的泡沫,不但对经济没有危害,而且还会有积极的促进作用。例如因为“财富效应”,会进一步刺激消费和投资快速增长,促使经济资源向上市公司集聚。而上市公司盈余增长伴随着分配能力的提高,又会反哺资本市场。当然,股市泡沫是一把双刃剑,一旦泡沫破裂,则必然给实体经济带来严重的危害:股价下跌,银行坏账大量增加,投资和消费萎靡不振,失业率大幅上升,能够将经济拖入萧条状态。

2、股市管理方法分类

1) 行政化管理

这是最直接、最简单的管理方法。这种方式传递调控信息直接,但副作用大,人为加大市场波动幅度,而且不利于市场力量的培育与科学投资理念的树立。

2) 市场化管理

政府不将指数涨跌作为经济调控目标,并不是说政府对股市就放任不管。通常政府通过授权机构,利用部门规章、规则,或经济手段等影响证券市场,或影响市场的估值,这是正常的行业管理方法。事实上,投资者也欢迎可以合理预期的市场化管理办法。客观地说,现今股市管理政策已明显向这方面转化。

3) 做实泡沫

股市泡沫管理的最高境界并非刺破泡沫,而是做实泡沫,这方面格老的做法值得总结与学习。格老的理念是:政府要么做实泡沫,要么在泡沫破裂之后采取行动,降低其对实体经济的负面影响。当然如易行难,做实泡沫的通常途径是:

第一,保持并提高市场的流动性,保护并鼓励合规的投机行为。例如美国股票交易印花税率常年保持在千分之 1.25,日本于 1999 年取消股票交易印花税率,新加坡于 2000 年取消股票交易印花税率,减少股市资金漏损,降低投机成本。因为合理合规的投机行为有发现价格、修复泡沫的功能。

第二,通过降低企业所得税等措施来提高股票资产的内在价值,这是格林斯潘担任美联储主席时期最常用的应对股市泡沫的方法。

第三,加快资产证券化。目前虽然实现了股份全流通,但如果大

股东资产还是分割上市,则有失公允的关联交易、寻租私行行为还是无法根除。反之,乘牛市之机加快推进资产证券化,即有条件的上市公司都要通过资产注入方式实现整体上市,则不仅在公司治理上可以有助于建立良性的产权激励约束机制,而且还可以提升已上市公司资产质量,做实股市泡沫。

3、股市政策展望

相信有了“5·30”股市“硬政策、硬着陆”的经验与教训,今后有关股市管理的政策会朝着严抓违规,及前述市场化治理并重方向前行的概率较高,投资者应关注扩容加速等对市场影响的累积效应。

如果我们的认识能够有这样的提高:即股市的另一个功能就是通过市场交易配置风险,使风险成为一个产业和市场,那么我们就不会对股市泡沫有全新的认识,即适当地利用股市泡沫,为实体经济创造价值。过早刺破股市泡沫,虽然能够尽早释放风险,但也失去了股市泡沫为实体经济创造价值的机会。试想,没有 19 世纪中期伊利铁路股票的黑箱,哪有美国那个年代“傻大黑粗”的快速发展。同样,没有上个世纪 90 年代网络股泡沫,怎么会有美国现代产业的率先升级。再则,纵然是上个世纪 80 年代日本有资产泡沫破裂的惨痛,但也有丰田、索尼得益于股市泡沫成长起来的世界级企业。

如此,我们相信并且期待着前述做实“泡沫”中的第三,即“加快资产证券化”有望成为现实。果真如此,下半年资产注入、整体上市案例将较上半年有显著增加。

二、市场走势分析

如何制定下半年投资策略?在收紧流动性背景下,本币升值,市场资金需求和供求匹配状况,以及 A 股上市公司业绩增长和估值水平,都是判断 A 股走势要考虑的因素。

1、本币升值期间的股市调整是有限且短暂的

	调整时间	调整长度	调整幅度
日本	86.9-86.10	2个月	-8.76
	87.10-87.12	3个月	-17.10
韩国	86.8-86.10	3个月	-12.04
	87.4	1个月	-11.48
我国台湾	89.4-89.6	3个月	-14.82
	87.10-87.12	3个月	-47.53
	88.10-88.12	3个月	-39.08

券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(统计日:6月29日至7月6日)

股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	报告 EPS		一致预期 EPS		EPS 差异率		目标价
					2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	
600104	上汽汽车	中金公司	7-6	推荐	0.8	0.96	0.723	0.834	10.73	15.06	23
000006	深振业 A	广发证券	7-5	无	1.37	2.1	1.19	1.632	15.12	28.70	--
000024	招商地产	广发证券	7-5	无	1.399	2.028	0.963	1.35	45.29	50.27	--
000063	中兴通讯	广发证券	7-5	无	1.46	2.09	1.348	1.907	8.33	9.62	--
000513	丽珠集团	广发证券	7-5	无	0.86	0.921	0.744	0.674	15.57	36.56	--
000523	广州浪奇	广发证券	7-5	无	0.47	0.61	0.09	0.28	422.22	117.86	--
000651	格力电器	广发证券	7-5	无	1.25	1.63	1.053	1.428	18.67	14.12	--
000761	本钢板材	广发证券	7-5	无	0.9	1.31	0.81	0.9	11.11	45.56	--
000767	漳泽电力	广发证券	7-5	无	0.59	0.67	0.41	0.464	43.90	44.40	--
000823	超声电子	广发证券	7-5	无	0.44	0.5	0.314	0.392	39.92	27.51	--
000826	合加资源	广发证券	7-5	无	0.57	0.7	0.319	0.434	78.59	61.44	--
000898	鞍钢股份	广发证券	7-5	无	1.73	2.39	1.565	1.966	10.58	21.54	--
002064	华峰氨纶	广发证券	7-5	无	2	2.8	1.785	2.27	12.04	23.32	--
002106	莱宝高科	广发证券	7-5	无	0.98	1.3	0.864	1.271	13.43	2.26	--
002129	中环股份	广发证券	7-5	无	0.47	0.55	0.294	0.432	59.87	27.44	--
600005	武钢股份	广发证券	7-5	无	0.89	1.29	0.823	1.061	8.11	21.53	--

说明: 1)“激进预测”是指卖方机构的预测显著高于或低于市场一致预期水平的预测。由于业内沟通流畅,对同个股票的预测理论上应该

比较接近,只有在研究员拥有非对称信息或者对预测值非常自信的时候才会出具远超出一致预期水平的预测,因此这种股票值得特别关注。卖方研究显著高于一致预期,

有可能提前预示股价波动,创造超额利润。

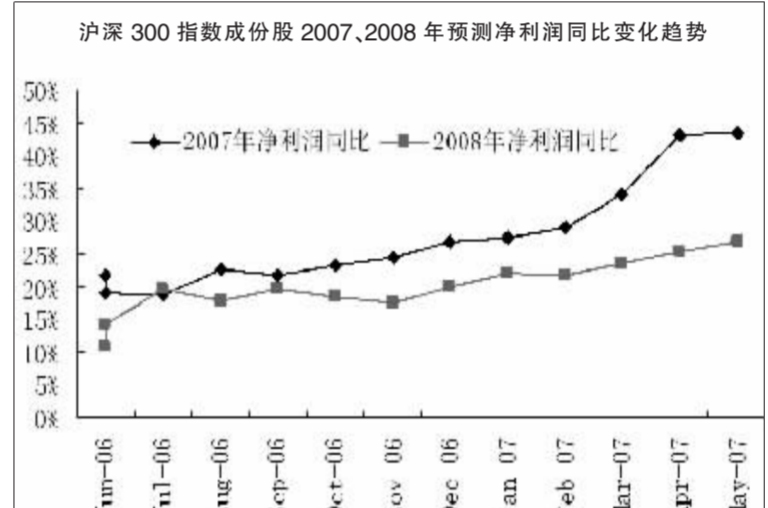
2)算法:总市值小于 20 亿,取净利润差异 20%以上,且净利润增加 1000 万以上;总市值大于等于

场流动性紧缩的力度,将取决于财政部发行人民币特别国债购买外汇的规模和进程。需要指出的是,发行特别国债的政治逻辑是:人民币继续保持小幅升值,对于快速增长的贸易顺差和 FDI 将增设通过发行人民币特别国债进行对冲。因此,贸易顺差格局还会长时间延续,所以充裕流动性推动资产价格(房市与股市)上涨的驱动力不会根本清除。但是流动性泛滥的程度会因为特别国债的发行而改善,其影响力主要在债券市场。

下半年市场资金需求很大,但市场资金供给却偏紧,我们认为,这种资金需求供给状况会阻碍市场上涨空间,或改变一个阶段内原本线性上涨的股指运行模式。

3、A 股业绩与估值

随着指数的不断攀高,A 股上市公司业绩还会有惊喜吗?



我们认为,股权分置问题的解决,A 股市场制度变革将会显著提高上市公司的管理效率,这是 A 股上市公司出现业绩惊喜的制度保障。另外,资产注入与整体上市,股权激励机制的推行,以及两税合并将是 A 股上市公司继续出现业绩惊喜的潜在动力。

截至 6 月 26 日,有 487 家上市公司预告了 2007 年中报业绩,其中有 288 家上市公司中报业绩预增、略增、扭亏,占比为 59.13%。另外,我们以朝阳永续提供的上市公司一致盈利预测数据库统计发现,自 2006 年以来,行业研究员对 A 股上市公司 2007 年、2008 年盈利预测处在不断上调趋势。截至今年 5 月底,沪深 300 指数成份股 2007 年、2008 年一致盈利同比增长分别为:43.48%、26.71%。从业绩预告以及实际盈利预测数据看,A 股上市公司业绩存在惊喜的可能,业绩惊喜将是 A 股市场上涨的内在驱动力。

但是现在的问题是估值与业绩攀高速度不协调。例如截至 6 月 20

日,采用 2007 年上市公司盈利预测数据计算,A 股动态 PE 为 33.92 倍,沪深 300 指数 PE 为 31.80 倍。

显然,即使以 2007 年业绩计算,当前 A 股市场估值水平也要明显高于成熟市场和新兴市场的估值水平,当前 A 股市场估值水平似乎并不具吸引力。因此,对于下半年投资机会的把握,我们认为只有浪沙淘金,把握估值上还具有吸引力的行业,以及一些投资主题,才有可能获取超额收益。

三、行业投资策略

我们根据东吴基金行业轮动识别模型,从行业成长与估值水平两个方面来前瞻把握下半年市场行业投资机会。具体做法是:采用数学中几何矢量图的方法,以行业估值和行业利润增长率分别作为横坐标和纵坐标,并以 A 股整体估值水平和 A 股整体利润增长率作为基准,将《东吴基金行业分类表》中所有行业分成四类,据此把握下半年最具有投资价值的行业。另外,我们以市场 PEG(1.08)作为基准,对行业作了进一步分类,重点关注 PEG 小于市场 PEG 行业的投资机会。

A 类行业:行业利润增长率高,于市场整体利润增长率,并且估值水平低于 A 股市场 PE。这类行业

有:造纸包装、金融。

B 类行业:行业利润增长率高,于市场整体利润增长率,但估值水平高于 A 股市场 PE。按 PEG 从低到高排序,这类行业有:汽车及配件、家用电器、建材、化工、房地产、家电、农业、医药、机械、民航、元器件、计算机硬件、纺织服装、建筑、软件及服务、商业零售、传播文化、饮料。

C 类行业:行业利润增长率低,于市场整体利润增长率,但估值水平低于 A 股市场 PE。这类行业有:钢铁、石油、有色、煤炭。

D 类行业:行业利润增长率低,于市场整体利润增长率、甚至负增长,并且估值水平高于 A 股市场 PE。这类行业有:陆上运输、通讯设备、电力、酒店旅游、食品、航空、供水供气。

根据东吴基金行业轮动识别模型定量分析结果,并结合行业研究员分析结果,下半年我们重点关注以下行业投资机会:金融、造纸、房地产、汽车及配件、有色金属行业,以及医药行业中的部分品种。

(执笔:陈亮、刘元海、戴斌)

■ 信息评述

国有股转让三个政策性文件出台

7 月 6 日,国资委和证监会联合颁布《国有股权转让上市公司股份管理暂行办法》、《国有单位受让上市公司股份管理暂行办法》,以及《上市公司国有股东转让上市公司股份管理暂行办法》三个政策性文件。

国泰君安:

我们认为这次出台政策的目的是和动机是:1、保护各类、特别是中小投资者的合法权益,规范国有股东行为,维护证券市场稳定与繁荣,对国资委和国有股东,仅属形式上、被动的乃至手段意义上的目的。2、实质目的、积极目的或深层次目的,应该是根据国有经济布局和结构的战略性调整要求,以转让所持上市公司股份为原则,以受让上市公司股份为例外,推动国有资源优化配置,并保持国有经济控制力。3、国有股东,尤其是控股股东通过证券交易系统转让一定数量的股份,可以增加市场中的股份供应量,有利于平衡市场供求关系。4、深层次的政策动机则在于,以渐进主义的改革思路为指导,积极而充分地利用新一轮牛市的有利条件,“时不我待”地重新探索股市最突出的历史遗留问题的解决办法。

国信证券:

“办法”对减持数量相对于股改时大股东关于股份减持的承诺更加“严格”,不会对市场产生较大的冲击。“办法”的出台更明确地传达了管理层的意图,希望市场平稳健康发展,通过对上市公司国有股转让的严格控制,以缓解其对市场的冲击。特别是管理层选择在市场连续下跌的这个关键时间点推出这个政策,进一步表明管理层面对推出的相关市场调控政策只是为了缓解市场的流动性,放缓市场上涨节奏,并不是为了刻意打压市场。管理层更希望市场平稳发展,不希望出现暴涨暴跌、过度投机的局面。

长江证券:

1、从转让价格的确定来看,国有股的转让日趋公平和平等。今后国有股转让所持上市公司股份,其转让价格按按市场定价原则确定,改变了过去以每股净资产为基础的定价机制。2、央企重组以及资源整合趋势,对国有股东存在将所持上市公司控股权转让后全部回购上市公司主业资产的,以及为内部资源整合重组上市公司这两种特殊情形的,《转让办法》对其股份转让价格作了例外规定,以保证国有经济整合和上市公司重组的顺利进行。3、从《转让办法》对国有股东通过证券交易系统转让上市公司股份规模的限制来看,国有股的减持将更加规范,对于市场流动性的分流效应将会有所减弱。4、综合而言,《转让办法》的出台更多的是出于维护国有股权保护的公平化以及规范化,考虑到对于国有股减持的规模限制,对市场中长期走势而言应该属于中性偏利好。

兴业证券:

《转让办法》中对时间段和具体的净转让比例的规定,比股权分置改革中限售股解禁规定更加严格,减缓了国有股减持的节奏。粗略估计,截至 7 月 7 日,A 股限售股份约 9814 亿股,其中国有股东限售股 8429 亿股,占限售股总数的 60%。如果根据股权分置改革的规定,按照市场平均价格 14.56 元计算,今后三年内国有有限股解禁市值上限将达到 18409 亿元。而按《转让办法》规定,国有股东可自行决定的解禁市值上限仅 6136 亿元,今后三年内国有股东可自行决定减持市值的上限大约降低了三分之一。

《转让办法》此时出台,表明了管理层希望通过控制供给速度,避免对股市形成过大冲击,维持股市稳定的态度,缓解了投资者对于资金面的担忧,同时也有助于稳定市场情绪以及市场信心的恢复。

申万万国:

从对市场的影响来看,我们认为三个办法公布对市场的短期冲击仍然存在。毕竟在政策未明朗之前,所有上市公司的国有股东还不能轻举妄动,现在具体的政策已经完全明确,国有股东可依法在规定的幅度内减持,对股市的供应来说仍然会有所增加。不过,我们还是可以看到很多的积极因素:一是减持数量和节奏都低于证监会的相关规定,体现了管理部门对证券市场的呵护,其对市场产生的实际影响是远远低于市场原先预期的;二是通过《转让办法》的规定,市场可以对未来国有单位转让上市公司股权的总体规模有充分的事先预期;三是相关办法体现了对国有控股企业的重视和强调,以及在发布《转让办法》的同时发布《受让办法》,向市场传递了国有有退也有进的思想,都客观地表明国有股东并不会大量抛售上市公司股份。

易纲:以“组合政策”应对流动性过剩

中国人民银行行长助理易纲在“2007 上市公司百强论坛”的主题演讲中表示,要以政策组合应对流动性过剩,而不是单纯依靠调整汇率。

天相投顾:

从易纲表述的政策思路来看,我们认为虽然前几日人民币汇率屡创新高,甚至一度突破 7.6 的整数关口,但整体上市来讲今年升值幅度超过 6%的可能性仍然较小,后期的汇率走势将会逐渐增加弹性。在解决外贸顺差高速增长问题上,政府更多的还是会采取鼓励进口,扩大 O-DI 以及 QDII 等措施。

齐鲁证券:

从市场发展进入新的阶段性时期以及最近流动性调控效果来看,要从根本上改变经济不平衡,减少国际收支顺差,对政策组合应用的要求越来越高。我们认为扩大内需,更深层次地开放市场,扩大商品进口,支持走出去战略,促进民间对外投资,扩大 QDII,有序推进城市化,加强劳动权益和社会保障等措施的进一步推出将是下一时期组合政策的最好选择。与此同时,人民币汇率机制将进一步健全完善,在可预期的将来,人民币汇率弹性还会有序增加。我们认为,投资者应该注意这一趋势对纺织、造船等行业所造成的出口压力。