

“四率”齐动下的投资机会

——2007年下半年投资策略报告

◎ 国金证券

一、“四率”齐动对产业的影响

1、出口退税率的产业影响

为了支持出口,管理层对相关产品的出口退税政策。从6月19日管理层对出口退税率的调整来看,我们觉得政府调整出口退税的方向是非常明确的,即重点控制资源性、高耗能、高污染行业的出口,对附加值低的行业的出口也进行限制,即使是机电行业也不例外。轮胎、橡胶、纸制品、化工、家具等行业都会受到出口退税政策明显的负面影响。从这次出口退税调整所体现的范围大涉及面广,部分机电产品也受影响这两个特点来看,我们认为政府希望渐进式引导出口导向型增长方式向内需型增长转型,这也从一个侧面说明管理层对于内需培育的重视。

本次出口退税政策的调整,我们认为显示了政府通过结构性政策来抑制国际收支盈余过快增长的决心,预计随后会有进一步的政策出台。其方向仍然是逐渐降低或者取消甚至加征出口关税来抑制国内资源性、高耗能、高污染行业的出口,轮胎、橡胶、纸制品、化工、家具等行业未来可能还将承受新的调整压力。

2、名义汇率升值的产业影响

从人民币升值两年后的实际影响来看,我们认为汇率调整对进出口产品的实际影响存在一定的不确定性,单纯依据汇率变化来判断对行业的影响可能不是很全面,而且汇率变化对行业的内部结构影响也是不尽相同。一般而言对于低端产品的影响要大于中高端产品,纺织服装行业是明显例证。存在比较确切影响的是高外币负债企业,尤其在目前人民币汇率预期升值幅度高于中美利差背景下,能够借入大量外币负债的行业无疑受益明显。而从近期短期外债迅速增加也证明相对多的企业开始大量借入外债,国家支持的大型国有企业如航空业和“三资企业”是外债的主要借入者。同时,由于名义汇率是国内所有资产的国际价格的标杆,因此,升值刺激投资者的升值预期时,国内金融资产价格无疑将受到非常正面的影响,国内股市和房地产市场近期加速上升已经证明了这一点。

3、通货膨胀的产业影响

现实生活中的通货膨胀大都同时受到需求和成本两个方面的影响,但按照驱动因素的重要性划分,通货膨胀一般可以分为成本推动型和需求拉动型,从指标上看,主要在于PPI和CPI的相对增长情况。对于成本推动型通货膨胀,一般而言上游资源品和生产要素受益最为明显,而对于需求拉动型,则中下游的消费服务行业受益最为明显。

在2002年5月到2004年8月的上次通胀中,PPI的上涨启动在先而且涨幅较大,上次通胀具有明显的成本推动特征。由此,我们也观察到上游资源行业的景气度提升

非常之快,净利润增长也很好。但是,在基于人口结构的自主性消费启动和制度因素对消费(制度性因素导致劳动力价格上涨将直接推动低端消费增长)的推动等中长期因素作用下,本次CPI上涨虽然部分受到食品价格上涨等成本推动,但是其需求拉动更为明显。而对于更多的由需求拉动的通胀,其对行业利润增长的影响就同上次有所区别,资源性行业的供求形势仍然不会有根本性缓解。

4、利率提升的产业影响

考虑加息对行业的影响时,应该重点考虑实际利率而非名义利率。虽然今年连续两次加息,但我们看到企业的实际贷款利率变化不大,甚至略有下滑,因此对于基于温和通胀而催生的利率上涨,其对行业的影响是有限度的。但是如果管理层持续提高利率并导致实际贷款利率上升则会将对行业盈利产生实际影响。

从产业上看,我们发现投资品盈利情况受到利率上升不利影响相对而言更大,其资产负债率(整体法)为63.21%,但是其息税前利润率(整体法)只有4.6%,如果利率持续上调其息税后利润率将会有更为明显的下降。而消费服务行业影响则会受到一定程度的负面影响。而从各个行业的具体情况来看,我们发现建筑业、批发零售行业、机械行业和信息行业对利率上升较为敏感。

二、从业绩增长看点位波动

1、市场总体估值水平失真程度并不严重

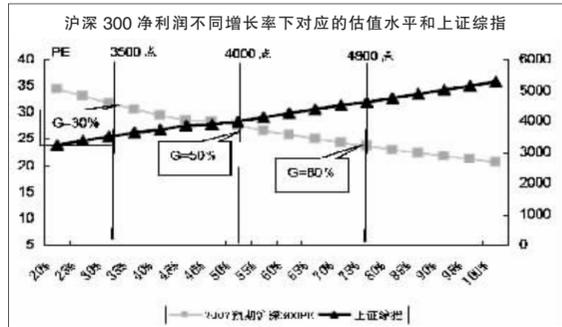
从静态市盈率来看,按照2006年的业绩估算,目前沪深300的市盈率在41倍左右,全市场的市盈率在50倍左右,如果按照滚动四个季度的业绩估算(即从2Q2006到1Q2007),沪深300则为32倍,市场则为38倍左右。上市公司今年一季度业绩高达96%的迅猛增长极大地降低了市场的估值水平,而且也成为市场在上半年高度乐观的重要支撑。

由于目前市场结构中金融企业占的市值比重较大,它们的市盈率可能会对整体形成较大影响,在估算时要分拆处理;而在资产价格膨胀中,金融行业的利润可能会同这种资产价格膨胀产生循环互动,如券商买的股票业绩成长导致该股上涨,而股价上涨在新会计准则下又会增加券商收益从而推升券商股价,在这个过程中利润就被市场重复估值了,因此,我们在计算市场总体估值可能还要考虑对这种因素进行剔除。

实际上,通过对一季度业绩的简单拆分我们发现,投资收益虽然增长迅猛,但是仅占净利润总额的

10%左右,对净利润增长的贡献率也只有18%,上市公司业绩增长仍然主要来自于主营业务利润的增长;而在剔除金融保险股后,我们发现市盈率水平有所上升,但是上升幅度也在10%左右。因此,我们认为,目前市场的总体估值情况虽然受到投资收益和金融股权过重大的扰动,但是失真程度并不严重。

2、目前估值水平处于合理区间至于多少倍市盈率是合理的,这个问题可以从不同角度来回答。一般而言,市盈率可以理解为净利润增长率的贴现,如果净利润增长率能够保持在30%以上,则30倍市盈率就可以认为是合理的。从朝阳永续一致预期的净利润增长率来看,2007-2008年沪深300净利润复合增长率为34%,而全市场为40%,因此从这个角度来看,目前市场2007年动态估值28和32倍是合理的;此外也有人认为用7年期或者10年期国债收益率来估算,目前国内7年期国债和10年期国债收益率为4.17和4.45,对应的市盈率



为24和22.5,虽然比2007年的沪深300和全市场的市盈率要低,但是和2008年的动态估值基本相当;也有人喜欢用存款利率的倒数来衡量合理市盈率,目前一年存款利率和5年期存款利率分别为3.06和4.95,税后实际利率为2.45、3.96,对应市盈率为40倍和25倍。即使考虑到未来可能取消利息税,其对应的市盈率也在20-33倍间。从这个角度来看,2008年市场整体估值也处于合理区间。

3、相应的增长对相应的点位经济总是在波动,而上市公司的利润增长也在变化波动,因此市场也会相应产生波动。如果我们假设目前4000点左右,沪深300按2007年动态估值28倍(隐含增长率46.1%)左右是合理的,则当实际的净利润增长率发生变化时,其对应的上证综指也会发生调整。

假设2007年沪深300上市公司的净利润增长在30%-50%之间,则对应的上证综指波动区间在3500-4000点之间;如果实际增长率提高到60%、70%、80%、90%,则上证综指的上限可以达到4259点,4512点、4765点、5018点。由于沪深300一季度高达90%的增长和二季度宏观经济的继续强劲增长,因

此,我们即使认为沪深300净利润增长率最终只有30%-50%,但在净利润增长逐级下降过程中市场可能会由于适度的乐观情绪导致对利润增长的高估从而推动指数出现冲高回落过程,市场预测沪深300业绩增长70%-80%都是可以理解的,由此我们判断下半年上证综指的核心波动区间可能在3500-4800点内。考虑到牛市环境下市场情绪的波动,其波动下限区间在3300-3500点,上限在4800-5200点(见附图)。

三、投资策略:更真实、更稳健、更持续

在目前的宏观经济和政策环境下,我们认为上市公司的利润增长存在三种途径,由此我们可以建立三种策略。

策略一:内生性价值增长

面对宏观经济波动、调控措施松紧所导致利润曲线的波动与流动性强弱变化,我们认为在今年下半年宏观面可能的变数增加情况

策略二:外延式价值增长——资产注入

我们重点看好国资整合背景下央企以及京津渝三地国资整合所带来的注入式增长。

策略三:股权激励型增长

未来各地股权激励的步伐可望逐步全面启动,股权激励将促进上市公司的利润增长恢复到正常水平,前几年出现的上市公司利润转移至体外趋势应该会出现逆转,即从转出变为转入,由此将带来上市公司利润的非正常增长。

■ 信息评述

解决“三过”,收入分配改革逐步推进

全国人大财经委员会委员在讨论中国上半年经济形势时指出,当前经济运行中贸易顺差过大、信贷投放过多、投资增长过快问题仍然突出,造成“三过”的根源是国民收入分配存在问题,收入分配改革已经列入议事日程,收入分配改革逐步推进,不可逆转。

海通证券:

国民收入分配中的问题表现在:第一,在初次分配中,体制性的投资冲动导致了资本性收入和工资性收入的差距拉大;第二,国民收入再分配中,财政对社会事业和社会保障投入不足,低收入群众收入增长不快,这样就形成了储蓄率和投资率过高和消费率过低局面。实体经济“三过”现象导致了货币经济层面的流动性过剩。在外汇体制没有大的变化情况下,缓解流动性过剩的根本性措施是促进国内的消费需求。虽然此前的数据表明,社会消费品零售总额增长有加速趋势,但扣除价格上涨因素后,这种趋势能否持续,仍有待进一步考察。

国泰君安:

提高居民收入、增强消费信心、扩大消费需求谈何容易,绝非加大转移力度等政策导向所能奏效。而相对于充裕的劳动力供给,我国的资本存量还需要长足扩展,并且因为可观的效益水平,投资扩张并非没有合理的内在基础。问题的根源在于,出口部门的极低效率;大量珍贵资源其实是以极其低廉的价格输出了国门。出口部门的极低效率,其实是政策导向的结果,其中的关键即是刻意压制的人民币汇率水平。加快升值,抑制出口增速,其实才是解决“三过”问题的良方。

申银万国:

基于收入分配中存在的问题,我们认为,政府已经和可能采取的政策包括以下一些方面:第一,在严控垄断行业的同时,通过法律、财政转移和市场导向各方面的措施加大对中低收入群体,尤其是普通职工的收入支持力度。第二,完善社会保障体系,继续沿着政府主导的方向推进医疗制度改革,同时进一步完善教育投入体制。第三,加大对中西部地区和农村地区的投入。第四,加大对基础设施的投入。第五,严控环境污染企业。第六,关注通货膨胀和住房价格上涨。

如果收入分配政策持续推进,我们认为对经济会造成如下影响:第一,收入分配政策调整在短期看可能会通过影响投资率和投资者信息对宏观经济造成不利影响,但是也能通过促进消费、改善社会冲突等途径促进经济持续发展。第二,如果收入分配政策得以贯彻,很多以廉价劳动力成本而生存的行业将面临很大压力,企业不得不通过技术更新等手段谋求发展,从而将起到促进产业结构升级的作用。第三,提高普通劳动力工资将不可避免减少企业利润,企业利润的增长速度将很难再大幅度超越工业增加值增长速度。

■ 行业评析

三种矿产品资源税适用标准进行调整

根据铝、铜、钨矿产品的市场价格以及生产经营情况,为进一步促进其合理开发利用,自2007年8月1日起,调整铝、铜、钨矿产品资源税适用税额标准。

国信证券:

对上市公司而言,自产矿产品越来越多的公司生产成本增加的绝对数较大。由于有色金属矿产品的资源税根据矿石产量来征收,因此在一定的矿石品位下,企业年度产出的金属量越大,则需要上缴的资源税绝对数也就越大。从上市公司资源税的历史数据静态分析,加征虽有负面影响,但并未伤筋动骨。从2006年各公司年报中可获得的资源税数据来看,各个公司的税额相差很大,并不能与各自自产矿的金属量成线性关系,我们认为,这与资源税以原矿产量为征税的基数存在关系。其原因在于,各个公司的矿石品位存在较大差异,矿山等级不同,采矿的人选品位也存在差异,从而造成相同的征税标准之下,税额数据的不可比。另外,资源税数据披露的不全面也影响到对比分析。

东方证券:

此次调整是在基本金属及能源产品价格大幅上涨了数倍,而资源税标准依然维持在1993年水平以及国家加强行业调控,强调节能减排背景下作出的。我们认为资源税的调整,对于控制能源行业过度扩张、降低能耗是有积极意义的。从调整幅度看,小金属(稀缺金属)我国拥有战略资源优势的品种的上调幅度较大,表达了国家对资源控制的思路和决心。此次资源税的大幅调整,对整个行业将产生一定的影响,尤其是拥有上游矿产资源的。根据目前上市公司的年矿石开采量简单计算,此次资源税的调整,将增加江铜、铜资源税支出增加1.4-1.5亿元,但相对于公司净利润影响幅度不大。

天相投顾:

此次政策上调部分资源类产品的资源税在预期之中,目前的资源税设计并没有充分地体现出环境成本以及资源的稀缺程度,在部分国际主要工业金属价格几年间上涨数倍情况下,相关产品的资源税也应当作出一定的调整,以发挥税收调节资源的作用,抑制相关企业过度扩张欲望。我们认为此次调整资源税为今后更深层次的资源产品价格改革拉开了序幕,未来政策调整所覆盖的产品范围还将逐步扩大,计税方式也将更加灵活。在出台时间方面,由于需要考虑到价格改革对于中、下游商品价格的上涨压力,因为预计政府将会相机而行。

光大证券:

在金属价格不断走高、矿山利润强劲上扬过程中,政府利用税收手段对其进行一定的调控十分正常,在海外也屡见不鲜。此次调整幅度虽然很高,但绝对额仍然不高。同时,由于国产矿较进口矿价格仍然为低,且行业整体瓶颈仍在矿山部门,我们认为国内矿山生产企业转嫁这一税收的能力较强,这也意味着冶炼企业将面临挑战。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:6月1日-7月18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	7.17收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
601168	西部矿业	中金公司	推荐	深度报告	7-12	0.724	46.561	0.728	46.305	0.793	42.198	0.829	40.362	--	33.71
000428	华天酒店	广发证券	持有	一般报告	7-12	0.46	36.435	0.27	62.074	0.46	36.326	0.27	61.889	17.53	16.76
601111	中国航	兴业证券	推荐	点评报告	7-11	0.38	24.211	0.58	15.862	0.3	30.103	0.429	21.032	--	9.2
000793	华闻传媒	中金公司	中性	深度报告	7-5	0.11	75.818	0.15	55.6	0.116	69.819	0.213	37.952	10	8.34
600105	永鼎光缆	兴业证券	推荐	点评报告	7-3	0.18	36.556	0.39	16.872	0.18	35.444	0.39	16.359	--	6.58
002140	东华科技	中信证券	无	新股研究	7-3	1.04	44.519	1.21	38.264	0.976	48.665	1.172	40.514	30.25	46.3
000728	S*ST化二	长江证券	无	点评报告	7-3	0.77	17.351	--	--	0.753	17.746	0.61	21.902	--	13.36
600973	宝胜股份	中金公司	推荐	一般报告	7-2	1.017	31.504	1.59	20.151	1.02	30.758	1.557	20.145	43.7	32.04
601168	西部矿业	兴业证券	无	新股研究	6-27	0.75	44.947	0.8	42.138	0.793	42.198	0.829	40.362	--	33.71
601919	中国远洋	中金公司	推荐	深度报告	6-26	0.27	63.593	0.38	45.184	0.317	53.652	0.364	46.634	--	17.17
600825	新华传媒	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-25	0.64	53.906	0.7	49.286	0.633	54.515	0.816	42.289	--	34.5
600271	航天信息	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-20	1.173	34.527	1.402	28.887	1.339	29.923	1.602	25.019	--	40.5
000836	鑫茂科技	天相投顾	买入	深度报告	6-14	0.41	40	0.71	23.099	0.377	42.929	0.737	21.95	25	16.4
002137	实益达	中信证券	无	新股研究	6-11	0.539	76.865	0.839	49.38	0.557	74.305	0.834	49.666	--	41.43
600897	厦门空港	兴业证券	推荐	一般报告	6-8	0.513	31.384	0.605	26.612	0.522	30.262	0.632	24.998	--	16.1
600048	保利地产	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-1	0.96	55.917	1.61	33.342	1.109	44.062	1.716	28.477	--	53.68
601628	中国人寿	海通证券	中性	一般报告	6-1	--	--	--	--	1.031	45.438	1.32	35.5	--	46.98

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是其他机构

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)