



攻守兼备应对泡沫繁荣

——9月份资产配置及十大金股发布

◎长江证券

一、资产配置思路:攻守平衡应对泡沫繁荣

伴随着实体经济内部利润维持高速增长,资本市场制度性变革,本币升值、外围市场上涨等众多牛市基础的烘托,A股市场仅仅用两年左右的时间就走过了1000—5000点的辉煌之旅,资本市场总市值的迅速攀升也表明虚拟经济对于实体经济的影响越发明显。不过虚拟经济既然衍生于实体经济,也就从根本上决定了其必然存在的内生性演绎规律,这也使得我们对于9月份的资产配置有必要进一步深入分析影响市场运行的内外部环境,毕竟在虚拟经济脱离实体经济过程中任何基本面的异动都可能引致市场波动。

1、整体工业企业利润在3、4季度可能逐步放缓

8月份,外围市场受制于美国次债事件以及相应的日元套息交易平仓事件引致的流动性危机出现大幅震荡,但全球流动性收缩实际上对于A股市场的影响远远不及对香港、印度等金融市场。相比较而言,我们更担心次级债事件对于美国经济的影响进而对于中国实体经济利润增长的影响。从深层次或更深远角度分析,次级债危机波及效应远不如如此简单。次级债危机——信用紧缩——抵押贷款利率上升——消费需求抑制——房地产继续放缓的恶性循环将导致美国经济在2007年放缓已经逐步变得清晰。考虑到中国目前的实体经济增长在很大程度上依赖于外部的强劲需求,整体工业企业利润在2007年3、4季度出现逐步放缓的可能性正在增加。

2、成本推动型通货膨胀可能加速
从2006年第二季度开始企业贷款资金成本已经开始趋于上升,通货膨胀压力也迫使今后资金成本上升趋势将会依然存在。另一方面,工业企业劳动生产率和职工平均工资均趋于上升,但是劳动生产率的同比增速趋于回落,一旦工资增速超过劳动生产率增速,则意味着成本推动型通货膨胀的加速。对于实体经济以及相应的上市公司而言,2006年以来的销售利润率在未来能否维持高位是值得思量的。

综合而言,外围市场的疲软以及国内经济的整体收缩会在一定程度上限制流动性过剩以及实体经济利润的增长速度,这也在根本上决定了股指在5000点及以上上并不会一帆风顺。

至于投资机会的把握,在整体以及行业估值已经没有明显优势背景下,加之市场上充裕的流动性也会迅速填补绝对估值和相对估值之间的缝隙,我们的资产配置将会依然采取更加均衡的方式,而泡沫化繁荣过程也决定了我们整体资产配置将会采取“攻守平衡”的核心思路。以金融、地产、有色为代表的高成长性行业结合交通运输、公用事业、食品饮料为代表的弱周期性行业将是关注焦点。

二、行业配置:三条主线平衡把握5000点投资机遇

借鉴发达国家资本市场发展经验可以发现,虚拟经济运行与实体经济演绎有着共同的周期规律特性,毕竟上市公司的投资价值最终依赖于行业的实际利润增长,这也从根本上决定了长期来看虚拟经济的波峰、波谷与实体经济是相一致的。不过有所不同的是,短期而言实体经济依然维持平稳使得虚拟经济的运行波动更多的受制于资金过剩背景下的板块轮动,尤其是在目前市场整体已经位于5000点高位之下,行业之间的横向估值差异也有望迅速的被弥补。

因此,我们9月份的行业配置将会以本币升值下的受益行业、内外部环境决定的原材料行业以及弱周期行业的防御性这三条主线平衡把握相应的投资机遇。考虑到房地产、金融、航空的投资价值在之前的报告中已经被多次提及,在这里我们将重点探讨以有色金属为代表的原材料和以交通运输、食品饮料为代表的防御性行业的投资机遇。

1、内外部环境决定原材料的高位增长短期有望维持稳定

受到国际原油价格创新高影响,燃料动力价格指数在7月份出现上涨,而部分有色金属品种价格来自于去年5—6月份,指数下跌趋势已经明显放缓,而其它原材料价格指数大多在5月或6月出现低点并在7月份出现上涨,原材料和燃料动力价格指数也在7月份出现上涨,这很可能意味着原材料和燃料动力价格指数走势发生逆转,而这种趋势的转向很大程度上是由于当前国内实体经济增长依然位于高位。

另一方面,鉴于有色金属目前的定价机制很大程度上依赖于产品的供需调节以及美元走势波动,对于有色金属投资价值的探讨我们需要进一步考虑美国经济未来的整体趋势。次级债对于目前的美国经济而言已经不仅仅是简单的一个流动性收缩导致的股市震荡问题,更重要的是在2007年背景下,迫于实体经济中的通货膨胀压力以及美元贬值直接引致的进口价格指数上升,美联储在利率决策上的空间已经越来越小,这也是对其经济增长由高点回落的最好印证。作为经济增长反映的美元指数预计仍日会在低位徘徊,而OECD其余国家的经济复苏将会减弱美国经济

对于世界成长体系的抑制,由此以有色金属为代表的原材料价格短期仍将会获得一定支撑。

2、估值弱化、资金充裕背景下的防御性行业投资机遇

证券市场的成熟往往会有两个现象相随:第一,公众的交易心态会由投机转向投资,对保值要求会越来越;第二,盈利空间会越来越小,投资手段也会变得越来越精密,这一点实际上在“5·30”之后基金开户数日益增多趋势上可以得到印证。

而在这种资金充裕并且逐步向机构投资者汇集背景下,市场日渐成熟的本质特征就来自于对公司、行业内价值抑或未来成长性的追逐,证券市场也更多的呈现出一种结构性的上涨,也就是我们所看到的向金融、地产、有色高成长性行业的集中配置。不过,必须承认高成长性行业也是有一定的估值限制的,实体经济中价格围绕价值波动的定律在虚拟经济中依然存在。因此,前阶段的过快上涨势必需要一定的周期来平衡对于成长性的过度透支,而在整体市场并未出现明显拐点情况下,板块之间的轮动由此显现。

从8月份市场各主要板块的市盈率以及相应的涨跌幅比较来看,十大类行业的算术平均市盈率在60倍左右,而算术平均月度涨幅在13.08%,涨幅最大的细分行业来自于金属非金属、造纸及林木产品、银行、多元金融、保险,相应的市盈率分别为33.55、34.55、35.83、85.89、45.96倍,相比较而言,食品饮料、交通运输、公用事业等防御性行业的绝对涨幅较低、市盈率也大致处在平均水平。

考虑到我们目前离实体经济增长周期回落确实并非遥远,防御性行业尤其是消费性行业的稳定增长以及抗周期衰退能力值得引起足够重视,而整体市场趋于泡沫繁荣也意味着我们在坚守高成长性行业的同时需要适当均衡配置防御性或者说稳定增长的行业。

3、趋势投资平衡兼具高成长、防御性行业

在经历了8月份快速上涨之后,估值的绝对弱化也意味虚拟经济已经开始逐步脱离实体经济的增长节奏,在这种泡沫化繁荣也即市场在资金推动下的风险集聚过程中,我们需要综合把握实体经济的内在波动周期以及虚拟经济的整体演绎趋势,平

衡兼具高成长、防御性行业。

考虑到实体经济增长周期的拐点已经日益临近,而本币升值背景下的长期产业升级过程同时也是消费需求对于实体经济增长作用逐渐显现的过程,由此超配食品饮料、公用事业以及交通运输等弱周期性行业;机械行业以及具备资源优势的造纸及林木制品业未来的成长性值得期待,给予超配;信息技术中电子元器件的季节性复苏理应获得关注;而金融以及有色类配置的调低并非是对其未来成长性的否定,只是鉴于其在经历了快速上涨之后市值占比过重,需要时间周期来消化成长性的透支。

4、行业资产配置表

根据上述分析,结合长江证券相关行业研究员的评判,我们得出了长江证券2007年9月份超配行业及其重点公司名单(见下表)。

三、主题配置:关注外延式增长迎接和谐氛围

1、外延式增长应对估值高位

由于股指在充裕流动性背景下迭创新高,行业以及上市公司的内生性增长已经明显难以跟上虚拟经济的扩张步伐,而部分前期资产重组、股权激励等题材股受制于“5·30”之后的投资风格转向,股价回落使得大股东重组成本降低,因此外延式的增长机遇应该值得重视。对于资产注入以及并购重组的投资机会,主要方向仍旧是央企整合、股改承诺、区域经济增长三个方面,而其中部分公司目前来看已经开始实施

2007年9月份行业资产配置情况					
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	2646.68	3.44	3.44	0	标配
材料	14662.07	19.07	18.47	0.60	低配
化工	3721.57	4.84	4.84	0	标配
建材	1123.27	1.46	1.26	0.20	低配
金属、非金属	8912.98	11.59	11.09	0.50	低配
纸与林木产品	690.05	0.90	1.00	0.10	超配
工业	14428.11	18.77	19.47	0.50	超配
航天军工	396.99	0.52	0.62	0.10	超配
电气设备	1425.50	1.85	1.85	0	标配
机械	3515.75	4.57	4.87	0.10	超配
交通运输	4829.80	6.28	6.58	0.30	超配
可选消费	10446.28	13.59	13.59	0.10	超配
汽车及零部件	2226.81	2.90	2.90	0	标配
耐用消费品	3463.99	4.51	4.51	0	标配
消费者服务	713.37	0.93	0.93	0	标配
媒体	602.61	0.78	0.78	0	标配
零售业	3439.50	4.47	4.57	0.10	超配
日常消费	4586.20	5.97	6.17	0.20	超配
饮料	2172.30	2.83	2.93	0.10	超配
农业食品	1504.24	1.96	2.06	0.10	超配
医疗保健	3075.23	4.00	4.00	0	标配
金融	18484.67	24.05	23.75	0.30	低配
银行	7793.59	10.14	9.94	0.20	低配
多元金融	2820.88	3.67	3.67	0	标配
保险	1328.79	1.73	1.83	0.10	超配
房地产	6541.41	8.51	8.31	0.20	低配
信息技术	3427.75	4.46	4.51	0.05	超配
电信服务	623.89	0.81	0.76	0.05	低配
公用事业	4492.22	5.84	5.94	0.10	超配

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新报告时间	2007E 净利润同比(%)	2年复合增长率(%)	2006年 PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
000718	苏宁环球	5	8-26	517.64	347.74	0.897	0.491	93.011	30.05	1.772	25.773	13.923
002064	华峰氨纶	6	8-3	610.34	204.27	0.798	2.287	22.98	8.699	2.98	17.632	6.49
000572	海马股份	5	8-10	526.29	167.16	0.613	1.16	28.319	4.465	1.326	24.779	3.662
000836	鑫茂科技	5	8-27	128.61	128.10	0.832	0.33	63.055	9.938	0.711	29.231	7.592
000623	吉林敖东	4	8-27	334.54	128.09	0.854	2.94	25.211	11.19	3.52	21.057	7.303
600176	中国玻纤	5	8-28	215.46	104.63	0.811	0.608	44.543	11.543	0.802	33.786	9.346
600432	吉恩镍业	4	8-24	185.33	88.32	0.723	2.64	27.265	11.135	3.228	22.302	8.021
000602	金马集团	5	8-21	55.34	83.34	0.868	0.589	42.306	9.527	1.169	21.308	6.604
600569	安阳钢铁	4	8-29	58.52	81.31	0.529	0.439	25.288	3.391	0.907	12.227	2.91
600282	南钢股份	8	8-16	133.99	77.44	0.636	0.992	19.127	4.708	1.313	14.452	4.07
600736	苏州高新	4	8-30	53.20	71.08	0.851	0.422	45.118	5.084	0.8	23.8	4.657
600087	南京水运	12	8-14	72.41	67.93	0.778	0.469	38.143	5.354	0.756	23.642	4.614
600875	东方电机	14	8-31	160.81	67.12	0.614	2.727	27.759	10.355	2.924	25.888	7.641
000825	太钢不锈	24	8-23	105.02	54.19	0.737	1.441	18.442	5.593	1.683	15.789	4.51
000717	韶钢松山	11	8-15	103.27	53.99	0.814	0.649	19.31	2.999	0.734	17.061	2.642
600005	武钢股份	36	8-10	72.21	52.71	0.698	0.864	19.564	5.758	1.172	14.414	5.023
600470	六国化工	5	8-10	51.02	52.69	0.852	0.394	29.408	2.813	0.609	19.049	2.594
000006	深振业A	6	8-16	38.23	43.18	0.832	1.18	26.306	5.563	1.749	17.751	4.686
600022	济南钢铁	5	8-20	56.46	38.84	0.862	1.031	19.129	5.604	1.217	16.206	4.794

说明: 1)“最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来进行

筛选。 2)成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模板版常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只提示近3个月有3篇以上报告的股票进行比较并予以提示。

3)在利用该模板进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜单品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统

(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

■信息评述

前7月国有重点企业营收69020.2亿元

据悉,1-7月,417户国有重点企业收入保持平稳增长,在部分重要行业的拉动下,实现利润持续高速增长,主要经济效益指标进一步改善。实现营业收入69020.2亿元,增长20.5%,增速比上年同期提高1.1个百分点。

齐鲁证券:

在进入世界500强的中国企业中,七成为国企背景,可以认为,在可预期的时间内,冶金、煤炭、化工、汽车、建筑、交通、电力、机械和金融等行业所属的重点国企上市公司伴随公司治理加强和产业升级的步伐,将带来持续性的投资机会。

海通证券:

纵观历史,中国的国有企业尤其是中央企业,在计划经济向社会主义市场经济转变的历史进程中,可以说是凤凰涅槃,脱胎换骨,重获新生,现在我国政府考虑的则已经是如何将国企做强做优做大。可以说,今天的国有企业特别是中央企业其整体实力和国际竞争力得到了历史性的空前增强。

抓住流动性过剩机遇发展我国资本市场

中国证监会研究中心主任祁斌在日前举行的2007中国国际资本市场论坛上表示,在推动多层次资本市场建设的同时,应加快优秀本土企业的上市步伐,抓住流动性过剩机遇拓展我国资本市场的广度和深度。

国泰君安:

目前提到流动性过剩大多是从其负面影响来考虑如何遏制其发展,管理层也设计了许多措施试图从根本上解决流动性过剩。但流动性过剩也有积极的一面,如流动性过剩给经济金融发展提供了很多机遇,因为流动性过剩意味着资金比较充裕,这是大力发展金融市场的有利条件。另外,在市场资金充裕、流动性过剩的时候,引H股回归A股市场也是比较合理的时机。第三就是祁斌指出的,流动性过剩在一定程度上有利于我们推动多层次资本市场建设,努力拓展市场的广度和深度、推动创业板建设,满足不同阶段企业需求,并培育一批具有自主创新能力和核心竞争力的企业,以带动中国经济结构的战略调整和经济增长方式的转变。流动性过剩有利于推动更多优秀企业的本土上市步伐,提高我国经济的证券化比率。要继续强化市场定价机制,增加A股市场的有效供应。

如果我们能够利用好目前流动性过剩的契机,加快我国企业在公司治理结构和管理水平方面的提升,促进我国资本市场又好又快的发展,并使中国的投资者能够分享中国经济成长的成果,就可以在较长的时间内保障我国资本市场的资金供应。

封闭式基金队伍五年首度添丁

创新型封基大成优选发布公告,将于本周五在深交所上市交易。这是自2002年9月2日之后,首只上市交易的封闭式基金。

海通证券:

大成优选继承了封闭式基金规模固定、基金资产相对稳定、不需要应对投资者的申购和赎回申请、基金投资不会受到投资者进出影响的优点,并针对我国封闭式基金的高折价率问题,通过制度创新设计来改善基金治理结构,增强基金的获益能力,强化投资者对基金运作的监督机制,形成有效的基金管理人激励和约束机制。

大成优选基金含有坐市商制度,因此我们认为其上市的折价率可能会在10%以内,甚至可能出现溢价,目前大盘封闭式基金平均折价在25%左右,因此,大成优选基金上市可能会引发现有老封闭式基金的二级市场行情。

■行业评析

传国资委第四季度启动电信重组

9月3日出版的《财经》杂志报道,国资委已经有在今年第四季度启动电信重组的计划,并预计在明年3月前完成具体重组事宜,但最后的重组方案目前并未敲定,仍需等待更高级别决策层定夺。

招商证券:

决策层希望中国拥有3家能在全中国范围内收购电信资产的强力运营商,而且要充分考虑到反垄断的大原则,使各家运营商均衡发展。目前中国移动在国内处于垄断地位,所以电信行业一定会重组,但重组与3G牌照发放密切相关。从目前来看,3G牌照发放最快也要到今年的第四季度,考虑到即将召开的“十七大”及明年3月的全国人大还有明年8月的奥运会,牌照发放可能还会推迟到明年的下半年,重组也会继续推迟。一个可能的方案是联通出售C网资产给中国电信集团(非上市公司),而C网用户由中国电信收购。维持中国联通“推荐”评级。

我国船舶订单首次超过日本和韩国

最新数据显示,我国造船业占世界市场份额已从6%提高到超过20%。中国新接船舶订单和手持订单量也首次超过了造船大国日本和韩国。

齐鲁证券:

今年上半年我国船舶工业新接船舶订单是4200多万吨,是我国造船业有史以来订单量最大的一年,占到了世界总订单量的将近一半。究其原因,可以归结为国际航运市场的需求急剧上升,而需求上升源于运力的不足。中国造船业订单猛增的另外一个原因便是价格优势,这也是持续看好国内造船企业竞争能力的又一重要理由。在看好航运市场带来的投资机会的同时,投资者也应该关注造船业在此机会下的成长空间,当然钢铁板块中生产船用钢材的企业也不例外。