

资金驱动下的平衡选择

——2007年四季度投资策略报告

◎ 国金证券宏观策略部

一、外需风险:等待警报解除

1、外贸风波——来自中心国的地震

2001年以来,随着国际分工的进一步深化,全球产业格局进一步形成,以美国为中心的发达国家消费,并拉动中国、东盟等外围新兴工业国的大量出口。同时,新兴工业国大量的贸易顺差也回流至美国债券市场,为其过度消费融资,这种循环形成了新世纪初世界经济增长的图谱。

世界经济以这种不平衡方式增长的同时,各方也担忧打破这种不平衡的风险从何而来。从美国次级债市场情况看,本次危机与亚洲金融危机不同,风险首先在中心国爆发,并且首先在金融领域爆发,然后向外围传递。但主要在中心国范围之内,新兴市场受波及的程度较低。

2、中国具有一定抵御冲击能力 2007年8月中国出口增速开始回落,单月增速22%已经是2005年以来的较低水平,但同时中国贸易顺差并没有回落,继续保持在今年以来的高位。这种出口增速回落上升的现象使我们对于外部环境变化对中国经济以及中国资本市场冲击方面有了重新思考。

为什么中国的贸易顺差没有受到影响,是时间未到?我们更倾向于认为中国出口结构的变化、贸易盈余结构、加工贸易为主的贸易方式的稳定性,是产生这种现象的主要原因。

3、等待警报解除

一般预计,今年美国GDP增速将在2%-2.5%之间,欧元区经济增长率有望在2.5%左右,日本经济增长率则大约为2.2%。7月末,国际货币基金组织发表《世界经济展望》,预测今年世界经济增长速度为5.2%,较2006年5.5%的增长率略有降低。因此,我们认为美国次级债的余震将在今年四季度继续出现,但对于金融市场与实体经济冲击程度将有所降低。然而由于这次美国房地产价格泡沫破裂所带来的严重后果,必然影响中国决策层在国内的政策选择,可能对资产价格的关注度将大为提高。

二、升值与通胀交替主导长期趋势

我们认为,通胀与升值相互交织周期是中国旧经济增长方式在世界经济全球化趋势中内外不平衡的表现形式,这种周期的持续性取决于世界经济增长周期以及中国经济增长方式转换的进展。

1、升值压力加大,价格管制或失效

今年的通胀主要体现在农产品领域,我们的观点是中国经济偏快增长已经面临供给限制,只不过这种限制先在一些薄弱环节以特殊的形式表现出来。预计通胀压力将在更多领域中出现,而工业制成品领域将是压制通胀力量的最后阵地。在中国经济增长开始面临越来越难以控制的通胀压力情况下,价格管制或为政府干预经济的新手段。我们相信,短期内发改委对食品领域

的涨价现象具有一定控制能力,CPI数据在四季度可能表现为冲高回落态势。

目前实体经济增长增速虽然略有放缓,但依然保持在2002年以来周期中的高位区域,而资源品价格上涨趋势也因电力价格与成品油价格的管制而被暂时阻断或减缓,但很难想象这是解决上游资源品价格压力的有效手段。我们更倾向于认为,这种价格管制使经济体内的通胀压力进一步积聚,并很可能在2008年继续释放。我们认为未来中长期通胀形势主要取决于:一、实体经济增长是否继续偏快;二、人民币汇率升值节奏是否明显加快;三、劳动力工资压力、地价压力、资源品价格上涨趋势;四、货币贬值预期强化并扩散。如果形成资源品价格、工资、PPI、CPI之间的循环推动,这必导致更为严厉的紧缩政策。而这种抑制因素的累积,终将导致国内资产价格膨胀形成重大冲击。

2、加快升值成为主要选择 在中国经济增长列车不断加速情况下,“温和通胀+汇率小幅升值”的政策组合无疑具有一定的吸引力。我们也认为在国内进行资源价格体制改革后,先恢复被低估的资源、环境等要素价值,是本土升值过程中,资源价格体制改革并没有实质性进展,同时通胀形势已经加重,并且通胀预期也表现出了难以控制迹象,这无疑大大缩小了决策层的选择余地。我们也发现在实践中,由于通胀预期的难以控制,既保持温和通胀又不推升预期是非常困难的。因此,政策重心在多次尝试、多次试错之后,尤其是经济增长有由偏快向过热转化风险以及通胀压力不断加大后,已经有条件在汇率方面取得更快、更大的进展。

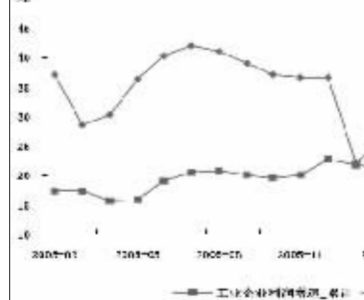
三、利润增速回落与产业景气结构性调整

1、工业利润增速中期回落趋势逐渐显现

2007年初工业利润大幅跳升后,中期还保持了40%以上增长水平,但进入三季度以来,利润增长开始出现回落现象。我们认为主要有两大原因:一、宏观紧缩政策开始生效,加息、出口退税、压制固定资产投资等对整体经济增长与企业利润都起到了抑制作用;二、2006年下半年利润增长开始超过25%,基数效应导致2007年下半年至2008年初,利润增长基本上处于回落态势。

从目前看,工业企业利润增长更多的受基数效应影响,盈利能力指标依然强劲。我们认为影响四季

工业利润增长开始回落



度到明年年初企业利润增长的风险还来自于其它三个方面:一、外需风险还没有充分传递;二、继续加息所带来的压力;三、在控制通胀的同时,适当加快升值节奏也可能给短期利润增长带来一定负面影响。

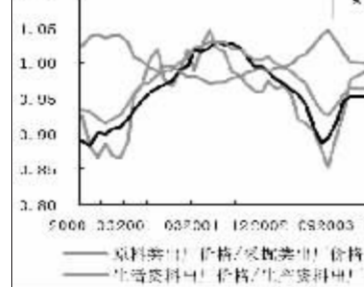
2、产业景气格局关注行业毛利率变化

我们认为,下半年产业景气的排序是:消费品——资源品——投资品——原材料,通过利用最新的价格数据进行跟踪,这一产业格局将更为明显。我们认为未来中长期通胀形势主要取决于:一、实体经济增长是否继续偏快;二、人民币汇率升值节奏是否明显加快;三、劳动力工资压力、地价压力、资源品价格上涨趋势;四、货币贬值预期强化并扩散。如果形成资源品价格、工资、PPI、CPI之间的循环推动,这必导致更为严厉的紧缩政策。而这种抑制因素的累积,终将导致国内资产价格膨胀形成重大冲击。

从行业角度看,我们跟踪了主要工业行业的销售利润率变化。从总体上看,在整体经济增速较快的基础上,今年大多数行业的毛利率都有所上升,但随着产业景气格局的变化也有内部结构性的调整。

行业毛利率水平变化与产业景气格局保持了基本一致,但也得到了与产业景气格局不同的信息:一、投资品的盈利能力普遍较强;二、消费品的毛利除了饮料与医药有大幅提高外其他基本稳定,价格提高促进毛利提升效应还不明显;三、原材料中水泥与造纸行业毛利水平值得继续关注。综合而言,从毛利率变化角度,我们看好四类产业的以下行业:

四类产业景气比较



- 资源品中的煤炭、有色; 消费品中的饮料、医药、农副产品加工; 投资品中的专用设备、电子; 原材料中的水泥、造纸、化工中一些子行业,如:专用化学品、日用化学品。

四、资金驱动下的平衡投资

1、对整体估值水平的思考——总市值回报率角度

我们使用利润与总市值比这一指标作为总市值回报率与一年期存款利率相比较,可以发现,在今年9月央行再次提高存款利率后,总市值回报率已经低于一年期存款利率

水平。即使考虑利息税的因素,整体市场的总市值回报率也比一年期存款利率要低,沪深300代表的大型蓝筹股情况略好。我们认为其中的主要原因是总市值膨胀速度超过利润增长速度,或者也可以表示为估值水平提高速度快于利润增长速度,导致整体市场回报率偏低,甚至已经低于一年期存款利率,并且后者还有进一步提高的可能。

吸引力是巨大的。虽然短期通过QDII流出资金规模有限,但随着更多QDII的发行以及后续港股直通车的开通,这一资金分流趋势的影响将比较明显。

而“大小非解禁”所带来的可流通股增加也将在四季度迎来一个高峰。根据天相数据统计,四季度可流通股将增加360多亿股,大约5000亿资金规模,相比较三季度有

较大幅度增加。我们认为四季度资金需求中大企业的回归是重点,一方面资金需求规模较大,另一方面这些企业的密集回归有明确的调控含义,希望用增加供给的市场化方式缓解A股市场过于充裕的流动性。

从密集发行对市场的冲击看,应该是远好于投资者的谨慎预期。并且由于大型国企密集回归后阶段性扩容压力将明显减弱,这将使A股的资金供给再度过剩。但由于大型国企进入指数后,沪深300的行业结构进一步优化,推出股指期货条件也进一步成熟。一旦管理层明确股指期货的推出时间表,很可能吸引资金流入蓝筹股,并在短期内推动指数。因此,我们综合判断,资金推动特征可能在四季度有较强表现。

3、平衡策略:趋势与主题结合

在目前高估值水平和资金驱动特征下,我们认为选择趋势与主题相结合的平衡策略是四季度的优先选择。

·资产价格膨胀趋势所带来金融、地产、资源品的投资机会,这是我们认为在升值与通胀周期中最为受益的行业。出于对信贷紧缩预期以及房地产调控政策出台预期,银行与地产股近期表现落后于市场,但由于业绩释放的确定性以及升值加快预期,我们依然看好这两大行业。

·经济结构转变趋势所带来内需型消费品、服务业、节能减排等的投资机会,这是我们认为经济增长方式转变过程中必然带来产业结构变化趋势,并且此类行业具有不受宏观紧缩政策影响的特点。

·我们认为在目前高估值阶段,以上两种长期趋势的配置需要与资产注入与股权激励主题相结合。前者通过带来外延式增长降低投资风险,后者通过强化内生性增长增加投资者的信心。

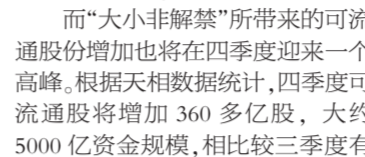
股权激励由于国资委、证监会的谨慎态度,并没有草率的大范围推广,而随着部分案例的获批,股权激励范围将逐步扩大,必然给A股市场带来深刻的影响,因此,我们将股权激励作为下一阶段需要关注的重要主题。

从南方基金QDII发行情况可以看出,香港市场对内地投资者的

预期数据,这一更能代表市场平均预测水平的指标,将对您的投资提供新的依据。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

总市值回报率已经低于一年期存款利率



对于分流的储蓄资金而言,明显不能用负利率来作理性的解释,因为A股市场总市值名义回报率已经低于储蓄,这只能说明储蓄资金并不是出于理性选择而流向A股市场,这种流动的本质是追求A股市场流动所带来的短期高收益。不可否认,简单使用总市值回报率这一指标,并不能解释估值水平进一步上升的趋势。正如2004年A股市场明显更有吸引力,但下跌趋势也并未立即逆转。两者缺一不可,对A股市场的影响力才能

较大程度增加。

我们认为四季度资金需求中大企业的回归是重点,一方面资金需求规模较大,另一方面这些企业的密集回归有明确的调控含义,希望用增加供给的市场化方式缓解A股市场过于充裕的流动性。

从密集发行对市场的冲击看,应该是远好于投资者的谨慎预期。并且由于大型国企密集回归后阶段性扩容压力将明显减弱,这将使A股的资金供给再度过剩。但由于大型国企进入指数后,沪深300的行业结构进一步优化,推出股指期货条件也进一步成熟。一旦管理层明确股指期货的推出时间表,很可能吸引资金流入蓝筹股,并在短期内推动指数。因此,我们综合判断,资金推动特征可能在四季度有较强表现。

·资产价格膨胀趋势所带来金融、地产、资源品的投资机会,这是我们认为在升值与通胀周期中最为受益的行业。出于对信贷紧缩预期以及房地产调控政策出台预期,银行与地产股近期表现落后于市场,但由于业绩释放的确定性以及升值加快预期,我们依然看好这两大行业。

·经济结构转变趋势所带来内需型消费品、服务业、节能减排等的投资机会,这是我们认为经济增长方式转变过程中必然带来产业结构变化趋势,并且此类行业具有不受宏观紧缩政策影响的特点。

·我们认为在目前高估值阶段,以上两种长期趋势的配置需要与资产注入与股权激励主题相结合。前者通过带来外延式增长降低投资风险,后者通过强化内生性增长增加投资者的信心。

股权激励由于国资委、证监会的谨慎态度,并没有草率的大范围推广,而随着部分案例的获批,股权激励范围将逐步扩大,必然给A股市场带来深刻的影响,因此,我们将股权激励作为下一阶段需要关注的重要主题。

从南方基金QDII发行情况可以看出,香港市场对内地投资者的

预期数据,这一更能代表市场平均预测水平的指标,将对您的投资提供新的依据。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

信息评述

央行发行1520亿元定向票据

央行昨日发行1520亿元规模的定向票据,期限为3年,票面利率为3.95%,将主要面向国有商业银行和股份制商业银行发行。

德邦证券:

由于10月份到期的央行票据高达4700亿元,央行回收流动性的任务十分艰巨。且四季度为传统出口高峰期,月度贸易顺差将超过250亿美元,外汇占款居高不下,央行回收流动性任务非常艰巨。由于发行央行票据紧缩流动性的成本由央行承担,因此央行通常在加息之前定向发行票据,以此来降低调控成本。央行今年5次加息都是在3年期央行票据发行大约一周之后,因此这次发行可能意味着央行会再次加息。此外,9月份CPI数据即将公布,预计其增幅仍将达到6%以上,全年则可能达到5%,远远超过央行预期的3%的目标。为消除实际负利率,扭转通货膨胀预期,央行可能在CPI数据公布之后采取加息行动。这将对地产板块构成一定利空,对银行板块、保险股则构成短期利好。

上市公司股市楼市投资浮盈不计税

财政部和国家税务总局最新作出规定,上市公司在股市和楼市上的投资浮盈等盈利落袋即实际处置时,再按处置取得的价款扣除历史成本后的差额计入应纳税所得额。

方正泰阳证券:

执行新会计准则后,上市公司利润表里出现了一个新的会计科目——公允价值变动损益,炒股浮盈或浮亏,采用公允价值模式计量的投资性房地产的市价波动等都落在这个科目里反应。对一些公允价值变动收益金额巨大的上市公司来说,暂不计税的规定无疑可以避免短期内一笔大现金流出。如中国人寿今年上半年公允价值变动净收益高达65亿元,按该公司当前33%的所得税率计算,若为这笔浮盈缴税,赚到的钱还没落袋为安就要掏出一大笔现金来。不过,按照权责发生制原则,上市公司在确认公允价值变动损益的同时,也须相应确认递延所得税负债。因此,上述规定并不会对上市公司的净利润造成大的影响。

京沪高铁项目可研报告获批

经国务院批准,国家发改委已批复京沪高速铁路可行性研究报告。

齐鲁证券:

此前该项目一直没有开工建设正是因为可行性研究报告一直在审批之中,其可行性研究报告获批,原则上可以被认为是可以开工建设。作为《中长期铁路网规划》的重要项目,京沪高铁全长1318公里,全线按最高时速350公里,设计运行时速300公里,途经北京、天津、济南、蚌埠、南京、上海等大中城市。京沪线是国内最繁忙的铁路干线,连接长三角、环渤海两大经济发达地区,沿线人口占全国人口四分之一以上。常态来看,可行性研究报告获批后3个月可以开工建设,此前铁道部透露京沪高速铁路预计今年开工建设,将于2010年投入运营。由此来看,京沪线开工建设已渐行渐近。这将给铁路建设相关之机械、铁路施工等相关行业公司带来新的业绩推动,投资者可以关注这一概念下的投资机会。

行业评析

国有建设用地出让规定下月实施

国土资源部正式发布最新版本《招标拍卖挂牌出让国有建设用地使用权规定》,该规定将于2007年11月1日执行。

海通证券:

在《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》基础上,该规定进一步扩大了招标拍卖挂牌范围,更充分体现了公开、公平、公正的原则,更有利于形成资源配置的价格形成机制,最大程度发挥市场配置土地资源的基础性作用。新规定体现了国有建设用地使用权招拍挂制度与法律、政策,尤其是当前土地实践存在问题的衔接。将工业用地纳入招拍挂范围,不仅有国家政策为依据,而且有了执行这项制度的法律,在执行效力上是一个极大提升。国有建设用地使用权出让将随之发生重大变化。

外行评点

渣打:中国经济未见减速或更多次加息

渣打银行周三发布的亚洲每月经济评论指出,美次级债风波尚未影响到中国,未来6到9个月里,中国经济增长仍然强劲,而对通胀及资产价格膨胀的担忧可能引发更多次加息。

“未来主要风险来自于股市和房地产市场的剧烈抛售、出口疲软引发信贷状况急剧恶化和美国的贸易保护主义。”报告指出,尽管中国市场中,消费、投资与资产市场的关系不如成熟市场紧密,但资产价格的暴跌仍会带来严重的心理冲击,对城镇消费和商业信心造成打击。

在对未来主要宏观走势的预测中,渣打银行资深经济学家王志浩表示,未来6到9个月经济增长率仍在11%以上,但明年下半年开始放缓,主要原因在于出口增长滑坡、信心减弱和企业盈利缩水,全球大宗商品市场可能对此做出消极反应。“但我们预计中国经济会实现软着陆。”王志浩表示,到2008年第二季度,本轮加息周期到达顶峰,届时随着整体增长动力减弱,对通胀和资产价格的忧虑将逐步消失。到2008年下半年,随着经济增长趋缓,财政政策将更为重要。

渣打预测,2007年中国GDP增长为11.5%,2008年为10.8%。中国的外汇储备2007年末将达16100亿美元,而2008年末预计将达到21600亿美元。

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:10月1日-10月11日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	10.10收盘价	目标涨幅(%)	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期		2006PE/G	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	报告预期	一致预期
600496	长江精工	联合证券	增持	10-8	26.25	17.04	54.05	0.44	38.73	1.01	16.87	0.43	37.39	0.98	16.54	0.68	0.66
600519	贵州茅台	国信证券	推荐	10-10	230.00	164.47	39.84	2.14	76.78	3.85	42.76	2.20	72.34	3.16	50.23	1.86	2.44
002152	广电运通	招商证券	强烈推荐	10-9	128.00	92.00	39.13	1.63	56.44	2.56	35.94	1.23	71.02	1.72	50.81	--	2.13
000560	昆百大A	国金证券	买入	10-8	29.20	21.55	35.50	0.42	51.19	1.08	19.90	0.42	51.78	1.08	20.13	0.79	0.80
000157	中联重科	海通证券	买入	10-9	70.20	52.14	34.64	1.58	33.00	2.34	22.28	1.43	35.04	1.98	25.17	--	1.09
000157	中联重科	天相投顾	买入	10-9	70.00	52.14	34.25	1.55	33.62	2.30	22.65	1.43	35.04	1.98	25.17	0.91	1.09
000157	中联重科	中信证券	买入	10-9	70.00	52.14	34.25	1.55	33.64	2.17	24.03	1.43	35.04	1.98	25.17	0.97	1.09
600761	安徽合力	招商证券	强烈推荐	10-8	52.00	39.15	32.82	0.92	42.55	1.34	29.22	0.94	41.61	1.26	31.25	1.44	1.65
600016	民生银行	中信建投	增持	10-8	22.00	16.68	31.89	0.43	38.79	0.63	26.48	0.42	39.67	0.62	27.05	1.15	1.17
601088	中国神华	招商证券	强烈推荐	10-10	100.00	76.23	31.18	1.09	69.94	1.51	50.48	1.03	67.13	1.29	53.77	--	3.28
002028	思源电气	国泰君安	增持	10-8	58.00	45.15	28.46	1.00	45.15	1.33	33.95	1.06	43.17	1.43	32.03	--	1.59
000655	金岭矿业	长江证券	推荐	10-9	55.00	43.00	27.91	0.91	47.25	1.85	23.24	0.79	51.33	1.41	28.79	--	1.30
002069	舜宇光学	光大证券	增持	10-9	89.50	70.68	26.63	1.52	46.50	1.79	39.49	1.57	45.73	1.92	37.57	4.68	3.50
000513	丽珠集团	安信证券	增持	10-9	45.20	36.40	24.18	1.70	21.41	1.24	29.36	1.12	34.06	0.90	42.20	1.23	2.05
600309	烟台万华	国泰君安	增持	10-8	48.00	38.88	23.46	0.89	43.69	1.12	34.71	0.87	43.30	1.15	32.79	--	1.42
002028	思源电气	中投证券	推荐	10-9	54.95	45.15	21.71	1.11	40.68	1.57	28.76	1.06	43.17	1.43	32.03	1.46	1.59

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直观地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面代表了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。 2)以上研究成果只反映卖方机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要注