

拐点渐近下的二八现实

——2007年四季度A股市场投资策略

◎长江证券研究所

一、实体经济拐点趋势渐行渐近

1、工业增加值的主要影响因素来自于外部冲击

出口退税政策在7月1日起实施给国内工业企业带来出口增长放缓预期,这种预期使得企业削减产量,从而带来工业增加值的下滑,进一步影响到固定资产投资增速。8月份工业增加值数据延续7月份以来的放缓趋势,全国规模以上工业企业增加值同比增长17.5%,低于7月份的18%。与此同时,虽然固定资产投资出现了小幅反弹,但这主要是由于钢材价格上涨对相关行业的带动以及房地产投资持续加速造成的。除这两个因素,固定资产投资依然随工业增加值出现放缓趋势。

更为值得关注的是,外贸出口占比不同的行业出现分化走势。8月份出口商品总额同比增长22.7%,远低于去年同期32.8%的水平,出口增速的放缓以及受制于出口退税政策调整对于对外贸易的结构性调整影响,是8月份工业增加值数据继续放缓的主要原因。从出口交货值走势来看,自6月份以来也出现了与工业增加值相同的增速下滑趋势,这佐证了工业增加值的主要影响因素来自于外部冲击的判断。

2、美国经济走向“周期的衰退”导致我国实体经济已出现渐行渐近的拐点趋势

由于影响工业增加值的主要因素是外在的,因此固定资产投资波动与外部经济敏感性日益加强,这种外生依赖性的加大使得经济运行的不确定性和不可控性风险也在加大。目前面临的最为直接的风险就是美国次级债导致的经济暂停风险,在美国次级债问题全面爆发引发降息之前,美国经济增长放缓尚处于“周期中段暂停现象”(如1982年和1995年),但是降息后美元指数走低则有可能导致美国经济走向“周期的衰退”(如上世纪70年代的石油危机和2000年、2001年的高科技股票泡沫破灭)。

一方面从贸易关联角度,这可能导致流动性向黄金等保值工具流动,在推升资产价格的同时也引发大宗商品价格的上涨,从而带动美国通胀水平的继续上行和就业率的下降,最终波及到私人消费,对美国进口形成较大冲击。而这又将通过贸易传导影响到中国国内的企业利润,相应的引致投资也将随之出现下滑,从而带动固定资产投资收敛过程,也就是经济内在动力衰竭过程。

另一方面,从金融市场关联角度,资本流出可能形成中国流动性过剩的动力,也将支持人民币长期处于升值过程,这促使中国经济由“低通胀,高增长”逐步进入“高通胀,高增长”阶段。在流动性泛滥引致通胀风险出现局面下,政府的宏观调控政策必将更为严厉,这也是导致拐点出现的另一外在冲击的关键,从近期央行调控政策的力度和频度都在加大可以准确的感觉到这一风险的存在。当然,我们并不是说四季度一定会出现这种风险,但

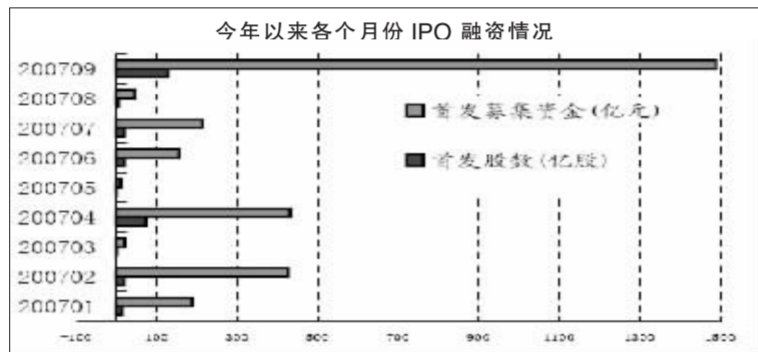
是越来越多的迹象表明,实体经济已出现渐行渐近的拐点趋势,这一点是毋庸置疑的。

3、累积的政策效应也成为触发拐点出现的主要风险

从目前我们跟踪的宏观数据走势看,虽然实体经济面临增长高点的过程正在逐步清晰,但是我们维持固定资产投资仍将维系逐步缓慢回落走势的判断。就四季度而言,估计固定资产投资将出现小幅回落,而投资收敛的低点则可能将在明年一、二季度之间出现。而对于宏观政策出台的风向标CPI而言,四季度开始CPI将会呈现逐步回落趋势,但是在PPI出现止跌回升以及流动性持续过剩条件下,通货膨胀水平仍将维持在高位。根据去年的翘尾因素和新涨价因素,我们预计年内通货膨胀应该在4%-4.5%之间,年内还有两次27个基点的加息调控,而法定存款准备金率则有可能突破前期高点,累积的政策效应也成为触发拐点出现的主要风险。

二、二八现象仍会继续

1、四季度可能发行的A股对资金需求在千亿元左右,二八现象仍会继续



今年9月之前市场发行节奏基本保持稳定,对市场冲击较小,而且从IPO融资额来看也比较平稳。可以看出监管层对市场的态度是稳步发展,在做大做强资本市场的同时合理地利用了资本市场。进入9月份之后,虽然IPO数量依然保持平稳,但是融资额出现了爆发式增长(见上图)。我们看到,9月份市场虽然出现了震荡,但依然保持上升趋势,市场承接能力较强。同时,我们看到四季度可能发行的A股对资金需求仍在千亿元左右,所以市场可能依然会保持震荡向上格局。

大盘股在一段时间内仍将统治资本市场,至少在四季度是能看到的。在蓝筹股全部回归之前,大盘股都会受相关行业的H股回归以及香港市场的大幅上涨所带动。我们观察到,进入10月份以来随着QDII开始建仓,香港股市国企指数,开始出现了狂飙,香港国企股的上涨带动了A股大盘国企股的上涨。只要H股折价存在,QDII就会买入港股国企股,A股市场的二八现象仍会继续。

四季度市场虽然面临较大的扩容压力,但是资金面仍较为充足。这种扩容压力是来自于国家战略以及市场自身发展的双重需要,一方面由于股指期货等因素决定了需要这些大盘蓝筹回归以重新布局市场权重,另一方面央企改革以及做大做

强中国资本市场亟需资产优良的上市公司来改善投资标的。综合这两方面来看,扩容并不是调控市场,而是改善市场的一种手段,因此我们看好扩容的长期效应。但由于近期申购新股资金屡创新高,加之后面还有中石油等超级大盘股的回归,所以不排除市场会出现短期震荡。

2、市场结构出现重大变化

从三季度末整个市场市值分布看,其中金融保险业占据了38%,制造业占据了27%,其次是采掘业11%、交通运输和仓储8%。但是回过头来看2005年末的市值结构,发现制造业占市值的44%,位居第二的是采掘业,而金融保险业仅占市值的5%。出现这种情况的一个主要原因是服务业在中国经济中的比重不断提升,尤其是金融服务业,相对来说制造业、采掘业在国民经济中的比重在不断降低,未来这种趋势会非常明显。不过随着中石油、中海油的回归,采掘业市值仍会增加,未来将形成金融保险、电信、石油、机械装备市值鼎力的局面,但金融保险业的市值比重无疑是最重的。在大盘股密集发行的今天,100亿以上的资金配置主体思路就是指数化,但是为了降低其指



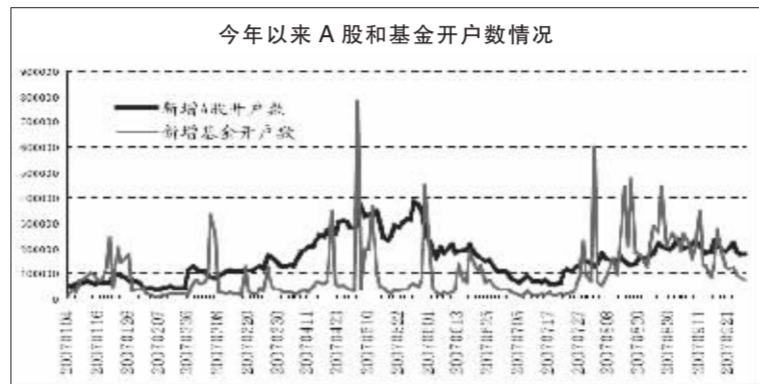
数化配置成本,机构会动用大量的资金来打新股,这也就是我们看到的9月份新股申购资金屡创历史记录的原因。

市场结构变化带来最明显的结果就是资产配置偏好的取向。就拿指数基金来说,按照目前的市值比例分布,其金融保险配置比例毫无疑问将是排名第一的品种,因此,从资金流向来讲,大规模资金要想取得和市场一致的收益水平就必须配置这些品种,从而使这些行业的龙头公司溢价效应更加明显。

三、新开户情况和解禁股不容忽视

1、进入新一轮散户化过程概率大
新开户数的变化可以说明当前市场的资金特征,例如,当股票开户数较多的时候市场面临散户化特点,而当基金账户开户数较多的时候,则机构在该段时间内将主导市场。观察今年以来的市场,这个特征是非常明显的。今年3月份前后,基金开户数猛增,大大超过了股票账户开户数,而这个时间刚刚经历了“2·27”的大跌。但事实证明,“2·27”并未造成趋势改变,机构在这个过程中一路加仓,一直到今年6月份,股票账户开户数大多时候都超过了基金开户数,因此,市场散户化特点非常明显,我们可以看到“5·30”前后市场大幅震荡、高换手率等特征

都和这点有关。7月底以后,基金开户数出现了大幅增长,在一段时间内远远超过了股票开户数。同时,我们也可以注意到7月底以后的市场一路上行,大盘蓝筹、基金重仓股出现了飙升,市场进入了机构主导时代。



最近我们观察到基金开户数有所下降(见上图),而股票账户开户数维持不变,那么在接下来的四季度里可能会出现两种情况出现,第一种是股票账户开户数出现增长,并超过基金开户数,则市场又会进入新一轮散户化过程,在这个过程中市场将创出新高。第二种情况是基金开户数下降,而股票账户开户数并没有出现大幅增长,则市场后续资金动力可能出现衰竭,进而出现调整。根据其它情况综合来看,出现第一种情况的概率较大。

2、限售股解禁不容忽视

从解禁股份数量看,第四季度股改限售股和新股上市限售股合计417.69亿股,其中,10月份解禁股份数最高,11月份较少,12月份解禁股份数略有增加。以2007年10月8日市场价格计算的三个月份的流通市值分别为2423.40亿、865.08亿和2370.20亿,合计为6658.68亿元。从个股统计数据看,10-12月份分别有76家、123家、112家上市公司的股份解禁,11月份最多。

我们认为,即使不受限制的解禁股份在解禁后即参与流通,无论上市公司家数还是从解禁股份总市值来看,在现在的牛市场格局下对市场整体影响都比较有限。但从个股情况看,部分上市公司解禁股流通股意愿较强,且占总流通股本比例较高,应引起投资者注意。

四、本币升值下的精细化衍生

1、配置思路:估值重构引发的

主导思路选择——本币升值以及通货膨胀

中国实体经济以及虚拟经济估值重构过程中正在呈现出越来越多的外部依赖性,目前来看,世界经济成长体系中最大的不稳定因素应该来自于美国。疲于应付次级债采取



的降息措施暗示着美国经济衰退的风险正在积聚,而货币政策的宽松意味着全球流动性依然充裕,国内虚拟经济中D和I的分割也就是资金推动的意味将更加明显。

2、行业配置:主导思路下的精细化衍生

相对于受制于外部经济增长引致波动周期的制造业,我们在四季度更看好消费尤其是消费服务业的配置价值(见下表)。2008年奥运会的临近对于中国的消费服务型行业而言这是一个最佳的登上全球视野的舞台,建议关注具备资源优势且能受益于资源价格上涨的行业,受益于资本逐步替代劳动力的金融以及资产增值的房地产业将始终值得关注。

3、主题配置:关注行业龙头公司的溢价效应

国外经验告诉我们,钢铁、机械、电子、石油化工、汽车制造等产业均属于规模经济显著的产业,行业集中度普遍偏高,这意味着这些行业在未来的发展过程中将面临较大的并购重组活动,而行业中的龙头公司也相应将会获得估值溢价,尤其值得关注的是其中的央企背景类公司。

4、10月份十大金股

招商银行、万科A、中国人寿、双汇发展、贵州茅台、中国远洋、南京水运、振华港机、双鹭药业、华泰股份。
(执笔:张凡、李晋余、钟华、周金涛)

四季度行业配置建议			
行业	子行业	建议	重点公司
材料	纸与林木产品	超配	华泰股份、太阳纸业、岳阳纸业
工业	航天军工	超配	西飞国际、中国卫星
	机械	超配	振华港机、力源液压、江钻股份、石油济柴
可选消费	媒体	超配	东方明珠、歌华有线、广电网络、华闻传媒
	零售	超配	武汉中百、新华百货、欧亚集团
日常消费	饮料	超配	贵州茅台、五粮液
	农业食品	超配	双汇发展、北大荒

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	最新预测时间	2007E 净利润同比(%)	2006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	6	9-10	468.62	319.97	0.855	0.484	90.888	26.409	1.657	26.551	12.662
000677	山东海龙	7	10-10	284.80	146.78	0.822	0.639	32.393	8.013	0.975	21.210	6.109
000800	一汽轿车	10	10-12	353.59	140.65	0.752	0.421	50.335	6.533	0.491	43.213	6.075
000602	金马集团	8	10-1	52.98	110.33	0.883	0.532	61.128	12.967	1.538	21.142	8.160
600176	中国玻纤	7	9-18	189.23	105.68	0.807	0.598	41.256	10.314	0.827	29.841	8.485
600496	长江精工	5	10-8	63.17	92.71	0.747	0.433	38.361	5.631	0.978	16.970	4.326
600627	上电股份	6	9-3	112.60	89.72	0.843	1.103	68.711	17.970	0.981	77.245	15.807
000972	新中基	4	10-10	91.56	81.63	0.764	0.447	34.080	4.018	0.739	20.600	3.437
600282	南钢股份	8	9-19	156.67	74.75	0.643	1.060	18.017	4.574	1.274	14.995	3.973
000616	亿城股份	8	10-8	125.70	72.03	0.689	0.724	29.184	6.755	1.009	20.935	5.115
600069	银鸽投资	8	9-26	64.09	66.63	0.874	0.502	35.187	8.124	0.847	20.852	5.857
000717	韶钢松山	7	9-17	119.70	64.29	0.809	0.522	23.891	3.560	0.631	19.762	3.127
000825	太钢不锈	21	9-18	106.65	55.55	0.825	1.466	20.491	6.401	1.751	17.155	5.123
600005	武钢股份	35	10-11	71.54	52.69	0.763	0.859	21.377	6.295	1.169	15.708	5.493
600875	东方电机	10	9-11	98.59	47.25	0.895	2.522	31.322	10.761	2.771	28.508	8.025
000900	现代投资	17	9-13	62.36	42.30	0.849	1.142	21.672	3.319	1.425	17.369	3.056

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。

同时我们已剔除了因微利、异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。

2)成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3)在利用该模版进行筛选时,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-go.com)

■信息评述

《就业促进法》将于明年1月1日起施行

我国就业领域第一部基本法律——《就业促进法》已于8月30日经全国人大常委会表决通过,将于明年1月1日起施行。

海通证券:

劳动和社会保障部副部长张小建指出,按照该法,政府要把就业工作放在经济社会发展的突出位置,要通过制定和实施一系列积极的就业政策来促进就业。

《就业促进法》有四大亮点:一,明确确立了就业在经济社会发展中的重要地位,确定了政府在促进就业中负有重要职责;二,该法明确树立了一面旗帜——公平就业和反就业歧视;三,该法建立了一整套较为完整的促进就业工作体系,以保证就业工作形成长效机制;四,该法为搞好就业服务和就业援助,为解决老百姓就业的一系列具体问题提供了法律依据和保障。

物业税准备工作正在积极稳妥进行

国家税务总局负责人于10月12日表示正在积极稳妥地进行开征物业税的准备工作,引发市场关注。最近有媒体报道,2008年物业税有望正式在北京等10个省市出台。和目前的营业税、契税等不同,物业税是针对房地产持有者征收的财产税。

中信证券:

物业税“空转”已达两年,出台在我们预期之内。物业税的税率和征收方式一旦确定,将成为地方政府稳定的财政收入来源。另一方面,物业税作为政府调控房价的组合拳之一,能限制投机性住房需求。一旦房价上涨过快,以房地产评估价值为计税基础的物业税能起到内在的稳定器作用。

物业税是以抑制需求为主线的调控政策。我们认为房价上升是在房地产行业垄断竞争背景下,由高涨的开发成本,长期的供应短缺和强劲的房地产需求共同引起的。行业垄断属性,成本和供应短缺均受制于非市场化的土地供应这一制度因素,预计长期不变。而房地产需求主要是由城市化、人口红利和经济增长等真实因素决定的自住性需求,受物业税的影响也比较有限。另外,我们预计物业税的推出仅限于中高档住宅,其推出模式也是渐进的。我们认为,未来开征物业税一旦出台,将代表房地产政策调控的最后一只靴子落地,继续维持行业“强于大市”的评级。

中石化财务公司金融债将问世

中国石化财务有限责任公司近日公告称,将从10月19日开始发行“2007年中国石化财务有限责任公司金融债券”,规模40亿元,这是由非银行金融机构发行的首单金融债券。

中原证券:

央行于2005年4月发布了《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》,按照此管理办法,可以发行金融债的主体包括政策性银行、商业银行、企业集团财务公司及其他金融机构。而企业集团财务公司发行金融债券,应当具备良好的公司治理机制、资本充足率不低于10%等条件。目前,国开行、农发行和进出口行三家政策性银行的金融债发行已经初具规模,不少商业银行也已经发行了金融债券,但是非银行金融机构的金融债发行迟迟没有成行。现在,中石化财务公司是企业集团财务公司发行金融债的第一家。发行金融债券可以使其筹到稳定的资金,从而有利于优化资产结构,扩大长期投资业务。

■行业评析

中金公司:重点零售公司三季度业绩预览

中金公司重点零售业上市公司三季报展望:预计合肥百货(+100%,剔除股票收益在40%以上)、农产品(扭亏为盈,较去年同期增长6000万元以上)、七匹狼(+50%)、宜华木业(+70%)、天音控股(+80%)、广州友谊(+30%)、大商股份(+37%)、华联综超(+22%)。中金公司建议重点关注七匹狼(2008年34x)、广州友谊(2008年29x)、华联综超(2008年30x)、合肥百货(2008年33x)和宜华木业(2008年25x)的投资机会。此外,给予“推荐”和“审慎推荐”评级的大商股份、天音控股和农产品是值得中长期配置的消费类优良品种。

■外行评点

ING:亚洲房地产投资者首选中国内地

全球最大的金融集团之一,ING集团亚太区近日首次推出季度性调研项目。ING在报告中指出,中国内地房地产市场成为房地产投资者的首选意向市场,而房地产则在亚洲大多数市场中成为仅次于股市的投资工具。

ING投资气氛调查报告中显示,亚洲地区的投资者普遍对短期投资环境持有乐观态度。其中,中国内地市场的投资者信心水平明显居前,对于市场的看法非常乐观,并认为今后三个月的投资回报仍将维持可观水平。在开展调研的13个市场中,有意投资房地产的受访对象最感兴趣的为市场为中国内地房地产市场,其次为澳大利亚和越南。

ING投资管理亚太区投资管理行政总裁黎俊仁先生(Chris Ryan)表示,虽然过去三个月投资回报表现良好,但对于具备相当投资经验的投资者来说,预期不久的将来无法保持相同的增长水平。然而,一些投资历史较短、新兴经济体的投资者,却会对投资回报看法保持乐观态度。

在开展调研的所有市场中,澳大利亚、新西兰、印尼和印度的投资者首选“房地产”作为主要的投资工具。虽然超过一半市场投资者仍然选择股市作为首要投资工具,但房地产依旧是大多数亚洲市场第二大投资工具。