

# 从重估到成长 牛市引擎在转换

## ——四季度A股市场投资策略及长城30股票池

○长城证券研究所

### 一、新的牛市驱动力:从重估到成长

#### 1.A股的牛市逻辑

本轮A股牛市从2006年初至今今年9月底,上证综指涨幅达到378%(1161.06点到5552.30点),而代表核心绩优股群体的沪深300指数涨幅达到504%(923.45点到5580.81点)。在中国经济景气周期和流动性过剩大背景下,价值重估和业绩成长被认为是推动牛市步伐的两大引擎。

不考虑其它因素(如新股上市),在2006年初至今的时间段内,以沪深300指数为例,价值重估和业绩成长因素分别能够推动指数上涨207%和107%的幅度。而两大引擎的累加效应能够推动指数上涨的幅度大约为 $(1+207\%) \times (1+107\%) - 1 = 536\%$ ,与指数实际涨幅504%接近。同样,在2006年初至今年末和2007年初至今的时间段内,两大引擎累加效应能够推动指数上涨的幅度分别为134%和171%,与指数实际涨幅121%和173%亦非常接近。

重估效应:沪深300公司滚动PE从2006年初的12.7倍到2007年9月底的44.5倍,静态估值提升幅度达到250%。不过我们认为动态估值更能反映价值重估对指数的驱动效应,采用未来1年期动态估值的口径,2006年初沪深300的2006年动态PE为12.8倍,2007年初沪深300的2007年动态PE为22.1倍,2007年9月底沪深300的2007年动态PE为39.4倍,2006年初至今的动态估值提升幅度为207%。

成长效应:2006年初至今对指数的上涨产生贡献的主要是2006年的业绩增长,这一增长幅度为35.8%;2007年初至今对指数的上涨产生贡献的主要是2007年的业绩增长,这一增长幅度我们预期在52.5%左右(来自wind);而2006年初至今沪深300公司的累计业绩增幅为 $(1+35.8\%) \times (1+52.5\%) - 1 = 107\%$ 。

上述分析表明,重估和成长的确已经成为A股牛市进程的两大主要引擎,其中价值重估的因素则更为重要,其对指数的贡献大致相当于业绩增长因素的两倍。

#### 2.牛市引擎的转换:从重估到成长

在宏观经济和上市公司业绩没有遭遇向下滑点之前,未来1年内A股牛市进程仍将持续。但是牛市两大引擎的角色或许会发生微妙变化,即从价值重估效应主导转向业绩增长效应主导。

在过去接近两年的牛市历程中,价值重估效应对于指数的贡献大致相当于业绩成长效应贡献的两倍,但是价值重估亦有尽头。以沪深300为例,面对目前A股2006年60倍、2007年39倍和2008年30倍的估值水平,全球市场估值比较,绝对估值体系(DDM,DCF)均已经难以解释,唯一能够较为有效解

释目前估值的仍然是“预期的高成长消化高企的PE”:基于沪深300公司2007年52%、2008年30%、2009年22%的预期业绩增长,从PEG=1的角度,2006年52倍和2007年39倍的估值是完全可以接受的合理中枢。另一方面,由于资产注入等外生性增长因素在大多数情况下并未被涵盖在研究人员的业绩预测范围之内,我们相信2008年和2009年的实际业绩增长有可能超出上述预期水平。从这一角度来看,沪深300公司2007年39倍和2008年30倍的估值水平仍然能够得到部分解释。但是更高的估值水平则难以得到支持。

大体上,我们相信作为过去一年半年牛市主要引擎的价值重估因素已经挖掘得较为充分。相比之下,另一牛市引擎业绩成长因素将可能扮演未来一年牛市引擎的主要角色。作出这一预期的主要依据在于中国经济的快速成长和与之相伴的上市公司业绩快速增长在未来2-3年内将依然维持强劲的态势。

#### 3.四季度:上行空间来自成长驱动

就整个四季度来讲,由于价值重估的空间有限,A股市场上行空间主要来自于一度业绩的释放效应。以未来两年A股公司的内生性业绩增长预期参考,年内市场整体还具备20%-25%左右的上升空间,对应上证综指的点位大约在6800-7000点左右。四季度内调整的诱因来自于估值压力和短期流动性收紧,但是我们相信阶段性调整不会改变牛市趋势,调整空间亦较有限,上证综指4800-5000点附近具备较强的价值支撑,对应的沪深300估值水平2008年在27倍PE左右。

#### 二、成长主题:通胀、升值、外延式增长

基于未来市场驱动力由重估转向成长的判断,相此前以寻找有价值估值洼地(推荐煤炭、钢铁、有色金属、金融、地产行业)为主的投资思路,四季度我们更愿意回归成长策略。

在工业化进程、消费升级、技术进步推动未来3-5年中国经济持续景气背景下,长期成长性确切的金融、地产、钢铁、机械、高端消费(食品饮料、汽车)无疑是值得长期看好的行业。但是短期而言,今年四季度内更值得关注的成长线索离不开通胀、升值、外延式增长(资产注入)这些关键词。另外,短期的行业景气表现也可能蕴含投资机会,当然估值的安全边际仍然是成长策略的前提。

1、抵御通胀:指向资源和高端消费  
在通胀运行从加速上扬到高位徘徊,从低通胀过渡到温和通胀背景下,实体经济不可避免的产生变化。在通胀掘金投资主题下,我们力求从实体经济的产业链与个体

企业利润增长的不均衡性方面寻找抵御通胀的成长行业。

从产业链受益来看,首先,具有较强转嫁能力与议价能力的产业能取得相对领先的收益。其次,各产业中,销售或服务价格上涨幅度超过成本价格上涨幅度的能取得相对领先的收益。在这种分析逻辑下,考虑到中国尚处于工业化进程与城市化进程中,我们看好上游的资源类产业(有色金属、煤炭),下游的高档消费品以及地产、金融行业。由于中游产业既要应付上游涨价,又要试探下游承受能力,所以在价格小幅上涨的整体背景下,投资机会不明显。

从个体企业利润增长来看,价格小幅攀升,价格上涨的覆盖面并不均衡的现实使得微观层面的各企业在提高产品价格或服务价格时,必须考虑客户的承受能力。我们认为各行业中的龙头企业因为具有品牌优势、规模优势、管理优势,更容易做到提价并持续获利,我们十分看好各行业龙头企业的投资价值。

#### 2、人民币加速升值:金融、地产、航空、造纸受益

人民币加速升值对于实体经济是双刃剑。正面影响体现在人民币购买力增强后可以从国外进口我国缺乏的资源产品,降低进口商品成本;可以提高国内企业的海外并购能力,产生规模效益与优势互补效应;可以减轻企业外币资产的偿付压力。负面影响主要体现在降低出口型企业的利润,这对已参与国际制造业分工的众多中小企业极为不利;不利于缓解就业压力。

从行业层面分析,受惠较为明显的行业是金融、地产、航空和造纸行业。金融和地产行业,作为以人民币计价的资产,受惠于人民币升值毋庸置疑;航空业;由于在大型客货飞机领域我国没有生产优势,为购买这类大型资产都承担了大量的外币债务,人民币加速升值将大大减轻航空业的财务负担;造纸业;在造纸行业内,林浆纸一体化优势对于竞争非常重要,而我国的林业资源与消费规模极不对称劣势,使得上游成本相对较高,每年都要进口大量的造纸原料,人民币加速升值后会明显减轻造纸行业的成本压力。

#### 3、外延式成长:央企整合和资源类行业的资产注入

未来2-3年A股上市公司仍具备充沛的内生性业绩增长动力,这也是我们看好未来1年A股市场的重点支撑。但与此相比,以资产注入和整体上市为代表的外延式增长往往具备更大的爆发力。对于资产注入主题,央企整合和资源类行业的资产注入是我们四季度关注的重点。

央企整合:可以重点关注大股东实力雄厚、具备潜在整体上市要求、资产整合预期明确的央企上市公司;资源类行业的资产注入;重点关注拥有矿产、房地产或其它垄断资源行业内的资产注入和整体上市机会。当然,自下而上的个股发掘是资产注入主题投资的重点。

#### 三、成长策略下的行业配置

##### 1、行业配置

(执笔:但朝阳、高凌智、张勇)

股票代码	股票简称	行业	2006EPS	2007EPS	2008EPS	2006PE	2007PE	2008PE
600036	招商银行	金融	0.48	0.91	1.35	83.9	44.2	29.8
600016	民生银行	金融	0.32	0.45	0.67	52.1	37.1	24.9
000002	万科A	房地产	0.33	0.59	0.89	100.6	56.3	37.3
600052	*ST广厦	房地产	-0.53	0.39	0.85	-36.2	49.2	22.6
600067	冠城大通	房地产	0.26	0.44	0.79	95.4	56.4	31.4
600019	宝钢股份	钢铁	0.74	1.00	1.20	24.1	17.8	14.8
000898	鞍钢股份	钢铁	1.15	1.5	1.8	31.4	24.1	20.1
000825	太钢不锈	钢铁	0.7	1.38	1.69	42.5	21.6	17.6
600104	上海汽车	汽车	0.22	0.81	1.02	130.7	35.5	28.2
000800	一汽轿车	汽车	0.21	0.24	0.27	95.6	85.2	75.7
600031	三一重工	机械	0.58	0.69	1.55	97.3	81.8	36.4
600963	岳阳纸业	造纸	0.20	1.45	2.35	210.2	29.0	17.9
600123	兰花科创	煤炭	1.37	1.51	2.15	42.4	38.5	27.0
000933	神火股份	煤炭	0.81	1.58	2.07	76.0	39.0	29.8
600028	中国石化	石油化工	0.59	0.8	1.03	33.3	24.6	19.1
600309	烟台万华	石油化工	0.7	0.81	1.2	53.8	46.5	31.4
600725	云维股份	石油化工	0.39	0.56	1.19	96.6	67.3	31.6
000758	中色股份	有色金属	0.57	0.95	1.31	91.2	54.7	39.7
600219	南山铝业	有色金属	0.28	1.07	1.49	119.7	31.3	22.5
601600	中国铝业	有色金属	0.97	0.98	1.17	49.7	49.2	41.2
600900	长江电力	电力	0.39	0.54	0.63	49.2	35.5	30.5
600519	贵州茅台	食品饮料	1.59	2.15	2.98	99.8	73.8	53.3
600616	第一食品	食品饮料	0.43	0.58	0.68	77.0	57.1	48.7
000651	格力电器	家电	0.78	1.18	1.53	56.0	37.0	28.5
600521	华海药业	医药	0.48	0.71	0.88	50.0	30.8	27.3
000063	中兴通讯	IT	0.84	1.56	1.97	65.5	35.3	27.9
600050	中国联通	IT	0.17	0.21	0.25	56.5	45.7	38.4
600183	生益科技	电子元器件	0.45	0.52	0.65	36.2	31.3	25.0
600269	赣粤高速	交通运输	0.71	0.87	0.86	24.9	20.3	20.6
601111	中国国航	交通运输	0.25	0.32	0.52	88.6	69.2	42.6

## 券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:9月16日-10月16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	10.16收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
600685	广船国际	中金公司	审慎推荐	深度报告	10-15	1.82	53.51	2.51	38.801	1.918	50.663	2.708	35.885	--	97.39
002050	三花股份	中信证券	买入	一般报告	10-15	0.5	38.28	0.97	19.732	0.496	35.104	0.971	17.929	34	19.14
000652	泰达股份	兴业证券	推荐	点评报告	10-12	0.24	105.417	0.45	56.222	0.303	84.848	0.467	54.981	--	25.3
002176	江特电机	中信证券	无	新股研究	10-11	0.52	80.231	0.66	63.212	0.509	91.15	0.659	70.282	--	41.72
600054	黄山旅游	中金公司	推荐	一般报告	10-11	0.37	69.405	0.7	36.686	0.381	68.404	0.616	42.257	37	25.68
601088	中国神华	中金公司	推荐	深度报告	10-9	1.04	87.01	1.31	69.076	1.083	83.934	1.373	66.174	--	90.49
601088	中国神华	中信证券	无	新股研究	10-8	1.05	86.181	1.31	69.076	1.083	83.934	1.373	66.174	--	90.49
601919	中国远洋	中投证券	强烈推荐	深度报告	10-8	1.77	30.497	2.01	26.856	1.616	34.476	1.954	28.506	58	53.98
600386	*ST北巴	中投证券	强烈推荐	深度报告	10-8	0.2	108.35	0.41	52.854	0.182	121.34	0.532	41.425	31.74	21.67
601808	中海油服	中金公司	推荐	深度报告	9-28	0.44	115.068	0.66	76.712	0.423	120.88	0.602	84.893	--	50.63
601169	北京银行	中金公司	审慎推荐	深度报告	9-28	0.52	46.231	0.76	31.632	0.481	49.689	0.684	34.928	--	24.04
601808	中海油服	中信证券	无	新股研究	9-27	0.43	117.744	0.59	85.814	0.423	120.88	0.602	84.893	--	50.63
601939	建设银行	兴业证券	无	新股研究	9-23	0.29	34.931	0.42	24.119	0.291	34.218	0.409	24.339	--	10.13
601808	中海油服	招商证券	无	新股研究	9-21	0.45	112.511	0.66	76.712	0.423	120.88	0.602	84.893	--	50.63
002170	芭田股份	中信证券	无	新股研究	9-19	0.46	71.739	0.58	56.897	0.504	60.841	0.616	49.721	--	33
600329	中新药业	中投证券	推荐	深度报告	9-19	0.26	42.692	0.35	31.714	0.25	44.84	0.317	35.4	--	11.1
600308	华泰股份	华泰证券	观望	一般报告	9-18	1	31.61	1.32	23.947	1.101	27.451	1.378	21.937	--	31.61
002169	智光电气	中信证券	无	新股研究	9-18	0.46	66.087	0.73	41.644	0.43	72.166	0.635	48.816	--	30.4
002168	深圳惠程	中信证券	无	新股研究	9-18	0.994	48.089	1.462	32.695	0.921	51.915	1.177	40.619	--	47.8
000572	海马股份	兴业证券	推荐	深度报告	9-17	0.638	27.665	0.852	20.716	0.688	25.489	0.81	21.661	--	17.65
002169	智光电气	兴业证券	无	新股研究	9-16	0.43	70.698	0.6	50.667	0.43	72.166	0.635	48.816	--	30.4

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现。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究报告显示出的“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已是其他机构早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)

### ■信息评述

#### 央行不会以资产价格作为决定加息因素

中国人民银行行长周小川近日在接受记者提问时表示,央行加息主要是为了经济平稳发展,其中物价及宏观因素都是加息依据,但央行不会以资产价格作为决定加息的因素。

#### 申银万国:

周行长的回答再次强调了一个观点,作为重要的货币政策工具的利率调整主要取决于经济增长以及稳定物价的需要。出于稳定金融目的,央行会关注资产价格的变化,但这并不是决定央行利率政策的主要变量。这一原则的确立一方面有助于厘清央行的主要职能(是维护经济和物价稳定,而不是稳定资产价格),也为市场把握央行的利率政策提供了一个坐标,为市场判断利率变动的时间和幅度提供了一个依据。

今年以来央行5次加息主要和经济过热以及通货膨胀压力加大有关,尽管利率的灵活性与前几年相比有明显增强,但是从实际效果来看,利率提高赶不上通货膨胀率的提高,一年期存款利率仍然为负,贷款利率也仍然偏低,加息对投资、信贷、通货膨胀的抑制效果并不明显,因此未来利率仍有进一步上调的需要和空间。根据我们的预测,未来10月平均通货膨胀率仍将在5%以上,要保证正利率至少需要加息1.1-1.3个百分点。就时间节点上,预计9、10月份经济数据仍然偏热,央行将分别在10月份和11月份加息0.27个百分点。

#### 央行重启特种存款扩大回收流动性范围

央行已向部分存款类金融机构发出通知,拟吸收部分非公开市场一级交易商的资金作为特种存款,存款期限为3个月和1年期。

#### 国泰君安:

在存款准备金率上调和定向央票发行之后,央行又使出了新的招数缓解流动性过剩。所谓特种存款也是一种存款形式,金融机构将资金存放在央行,由央行支付利息。在流动性比较充裕背景下,这是一种有效的流动性管理方式。目前央行并未公布特种存款的总规模,但是市场普遍预期,总规模应该不会超过一次定向央票的发行量,也即1000亿元左右。然而在时间节点上,特种存款的办理时间为10月23日,恰好与25日存款准备金率上调一致,中石油A股预计在月底发行等事件“撞车”,因此市场资金面可能在月底经历一次较大考验。

特种存款作为回收流动性的工具,其成本与发行央票类似,但是效果要好于后者。因为特种存款的流动性肯定比央票更为逊色,同时特种存款也不像央票那样在大规模回收流动性时会带来利率上行问题。然而与上调准备金率相比,特种存款的代价依然显得十分高昂,因为前者的成本只有1.89%,而后者高达3%左右。因此特种存款的出台显示央行回收流动性的工具正变得更加多元化,可以覆盖定向央票发行时未被纳入的中小机构,但并不能期待央行在回收流动性方面有更大的作为。

#### 西气东输二期工程将供气至珠三角

发改委副主任陈德铭表示,今年底明年初将启动西气东输二期工程,把新疆、内蒙等地的天然气输送到珠江三角洲地区。

#### 联合证券:

西气东输二期将供气至珠江三角洲,这对于广东的电力公司是个很好的消息。广东地区燃油机组很多,例如深南电、深能源,由于油价高涨,该类机组近年来出现亏损,只能靠地方政府补贴维持盈亏平衡。目前该类机组已在进行“油改气”的技改(该类技改非常复杂,耗时耗资大约一个月),但由于广东地区气源不足,难以投入正常运行。西气东输二期工程将在很大程度上解决这个问题,对深南电、深能源是远期利好。

### ■行业评析

#### 长江证券:医药行业基本面持续向好

1.医药行业已走出寒冬:2007年1-8月,我国医药工业制造业销售收入达到3605.19亿元,销售利润达到333.45亿元,同期分别增长了24.26%和48.74%,医药行业基本面持续向好。

2.相对估值已大幅降低:目前所有行业的动态市盈率已相差不多,这其实是不合理的。如果权重股获得溢价步伐放缓,将使成长性行业市盈率获得补偿的时间和空间。

3.行业政策密集推出利好优势企业:如果医药新政能得到严格执行,会使披着“新药”外衣的普药在使用上受到限制,给真正的创新药品腾出了高端市场空间,生产质优价廉普药的企业将在利益分配中受益,其产品可在市场容量扩大基础上占有更大份额;一大批实力不足的企业可能被优势企业并购,从而使中国医药行业的集中度进一步提高。

4.药价上涨改变行业利润格局:原料药和制剂价格联动走高,我们认为这是宏观经济运行状态在医药行业的体现,仅靠行政降价恐难以改变这一趋势。假如物价持续上涨,我们有如下预期:一是原料药涨价将成为普遍现象;二是中药和其它制剂随着成本增长也面临涨价压力。因此在部分虚高药价下降的同时,可能会有越来越多的原料药和低药价开始涨价。

5.建议投资者向四类公司倾斜:在医药行业相对价值被低估和外生因素成为阶段性主导力量情况下,我们认为如果市场保持相对稳定,医药行业四季度会呈现较好投资机会。在品种选择上,我们认为可分阶段性地向四类公司倾斜:一是原料药企业,如天药股份、新和成、浙江医药等;二是有能力提价的制剂企业,如品牌药生产企业云南白药、片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、天士力、马应龙等;三是技术主导的高毛利企业,如生物制药企业双鹭药业等;四是受益于政策调整的企业,如定点生产企业西南药业、华北制药等。在医改方案推出后利益受到调整的医药流通企业,如一致药业、上海医药也值得关注。