

# 追随通胀溢价 升值重估空间

## ——2007年第四季度A股市场投资策略

○上海证券研究发展中心

### 一、四季度宏观经济焦点

#### 1、紧缩政策下的经济增长

进入2007年第二季度,宏观经济出现超速增长,GDP连续突破11%。在此过程中,固定资产投资、出口持续强劲是主要的增长动力,消费则保持小幅上升趋势。从分类比较来看,出口增长依然是最核心的增长动力,在实际价格水平中,国内消费增长动力较为有限。

#### A、出口驱动面临考验

近期美国公布的经济数据显示,美国房地产市场和消费信心指数都有明显回落。尽管次级债危机暂有缓解,但其对消费信心的打击以及对信贷市场的负面影响仍无法消除。年内美联储仍有可能进一步加息。此外,7月份后实施的诸多出口退税政策效果将在下半年显现。8月份进出口贸易数据显示,当月进出口均出现较大幅度回落,剔除由于前期突击出口造成的影响,同时考虑去年同期的高基数因素以及人民币升值后对出口的压力影响,四季度主动出口增量会有所放缓。因此,我们认为四季度出口经济将面临考验,在目前以出口为主要驱动力的经济增长模式中,出口增长放缓无疑会对经济整体起到降温影响。

#### B、投资动力持续强劲

2007年来第一产业投资同比大幅增加,表明固定资产投资依然强劲,紧缩政策下固定资产投资热的动力源于企业利润的大幅增长。统计数据显示,2007年第一、第二季度工业企业利润总额增长大大高于销售收入增长,表明企业效益提高及景气度持续走高。在企业利润持续增长刺激下,原材料需求仍将保持旺盛,那么对第一产业的投资需求也会持续旺盛。据此推测,我们认为四季度固定资产投资仍将保持强劲,对整体经济的影响处于支持状况。

#### C、通胀预期和财富效应推动结构性消费增长

四季度消费增长是另一个关注焦点,因为从逻辑上看,通胀预期应该会刺激提前消费,同时市场财富效应又会起到推波助澜的作用。但实际通胀又会削弱消费能力,降低消费需求,因此我们认为四季度消费将呈结构性增长特征。对具有抵御通胀风险、保值增值的消费需求还会持续旺盛,但基础性消费增长不会有显著起色,而且在实际价格下,基础性消费增长还可能会出现小幅回落。

#### 2、跟随通胀进行适度调控

四季度物价水平快速增长会有所放缓,但不会回落到低通胀状态,我们判断四季度中国经济将继续运行在通胀环境中,且向全面通胀推进的可能性非常大。央行此前的政策步骤及近期表态主要指向稳定通胀预期,所以我们预计央行大幅提息、出台主动控制通胀的政策可能性并不大,未来的货币政策仍会延续跟随通胀进行适度调控为主,但在通过行政手段平抑物价的可能。

由于目前还存在0.7%左右的负利率空间,预计年内还有1-2次的加息可能。但这种幅度的调控不会对通胀起到明显的抑制作用,仍主要起到平衡作用,我们判断四季度通胀水平将在4%-5%之间,不会出现全面恶性通胀状况,因此无疑对价格传导机制下的企业经营和投资需求具有正面作用。

#### 3、流动性过剩刺激投资需求冲动

我们认为四季度流动性过剩状况不会改观,在升值和通胀双驱动下,对中国资源品投资和A股投资可能再度出现强烈的需求冲动。理由是:1、美元降息意愿有增无减,加大人民币升值动力;2、尽管进出口同步回落,但贸易顺差仍处历史高位,外汇储备规模不减;3、流动性过剩推动通胀水平,加大人民币升值压力,资金流入规模必然有增无减。

#### 4、结论

通胀和升值是四季度国内宏观经济的两个关注焦点,流动性充裕将继续支持通胀和升值动力向各类市场传递。因此在抵御通胀的投资冲动和财富效应的消费推动下,资本类投资市场(股票市场和金融衍生品市场)和(高端)消费品市场将会有更多的资金流入。

### 二、四季度A股估值动力和风险

#### 1、战胜CPI

A、整体估值有上浮动力 四季度投资的一个重要出发点就是战胜CPI,抵御通胀风险,因此通胀水平是我们对A股进行整体估值判断的重要依据。从定性角度出发,在通胀/市盈率模型中,通胀水平的提高(排除恶性通胀状况)对股票估值具有推动作用,因此,我们认为4%-5%的通胀水平对A股具有正面估值推动力。

#### B、资源类行业和下游行业受益通胀

由于中国目前对部分资产价格实行控制,基于控制通胀的要求,这些非市场化定价的生产要素价格还将维持在较低的价格水平上。但大部分下游行业处于市场化环境中,在通胀环境中价格将跟随上升,因此大部分下游行业在通胀环境中可能会享受到更大的利润空间,毛利率明显上升。这些行业主要是消费类行业,如航空、家用电器等。此外,在通胀环境中稀缺资源品和不可再生资源品具有价值重估的动力,同时拥有大量资产的上市公司也具有资产价值上浮动力。这些公司主要集中在煤炭、石化、电力等资源型和资产密集型行业。

#### 2、分享升值

按照我们前面的判断,年内人民币汇率将加速升值,年末人民币汇率将达到7.40水平,至此相关人民币资产仍将受到持续的溢价推动。此外,原材料依靠进口的行业和上市公司也将受益于人民币升值带来的成本下降,这些行业主要有:房地产行业、商业零售行业、造纸行业。

#### 3、继续透支制度估值

整体上市、资产注入是摆脱当前A股高估值风险的避风港,2007年中报显示,通过外延式增长给上

市公司业绩带来爆发性增长,而整体上市也通过改变公司经营属性起到改变公司估值基础的作用。因此,在央企整合和股权激励等制度推动下,直至2008年行业整合、集团整合都将是A股市场灼热的主题,而上市公司二级市场估值也必然会继续演绎溢价估值行情。不过,证监会关于《上市公司重大资产重组管理办法》等六项措施的实施将给重组降温,必然也会给题材炒作降温。因此,四季度题材行情将会以伪求真、务实的方式展开个股行情,整体联动性行情会有所降温。

#### 4、内生增长估值风险和动力

我们认为,目前A股整体估值缺乏吸引力,整体机会将视三季度业绩及年终分红情况而定。前者预计将维持40%左右的增幅,目前市盈率对此已有所体现,因此如果没有超预期表现,市场再估值动力不会增强;而后者则因监管层在2007年年中出台的相关政策,上市公司具体实施会相对谨慎,由此也会削弱分红行情的预期。

A股整体市盈率已经处于历史高位,以DCF模型或市盈率模型分析,当前A股已经出现整体高估风险。从行业业绩增长驱动因素来看,外延式增长和投资收益占据较大比例,而内生性增长则越来越稀缺。从2006年和2007年行业静态市盈率比较数据中可以看到,交运设备、家用电器、机械设备、纺织服装等行业动态市盈率较低,且动态市盈率比率较高,其中我们对交运设备、机械设备的关注度更高。

#### 5、结论

四季度A股估值动力主要来源于价格传递带来的通胀溢价和人民币升值带来的资产价值重估,以及受益于固定资产投资和消费升级的内生性高速增长。相关行业我们看好:商业零售、煤炭、交运设备(汽车)以及机械设备的投资优势。整体上市、资产注入等外延式增长仍是我们2007年内重点关注的投资主题。

### 三、供求和不确定因素

#### 1、“回归潮”和“财务需求”

A、新股融资压力有限 2007年下半年大盘蓝筹股回归创下历史纪录,截至9月底IPO融资规模已达2547亿元。四季度红

筹股回归潮还将继续涌动,预计四季度IPO规模在1000亿元左右,但类似于9月份的集中上市现象不会出现。从目前流动性过剩的市场背景来看,新股发行更多地是满足投资需求,起到扬汤止沸的作用。持续的紧缩政策应该起到的釜底抽薪效应还没有显现,因此即使是年内还有1000亿左右的融资需求,我们认为在目前较高的新股投资收益率诱惑下,仍不会对市场资金构成严重的威胁。

#### B、“财务需求”不容小视

2007年会计制度准则的改变使得上市公司投资收益将按公允价格计算,因此,上市公司在对投资收益部分的成本认定和收益认定将会对公司业绩产生巨大影响。鉴于今年股市涨幅巨大,企业谨慎安排投资收益认定时间的财务需求必然上升。我们认为,2007年年底限售股解禁期满的上市公司,其大股东或机构投资者存在较大的获利兑现动力。尽管我们很难认定哪些上市公司会具体兑现多少比例的股份,但这些投资者的低成本优势使得限售股抛压不容小视,并因其对市场的连锁反应有可能成为四季度最主要的负面因素之一。

#### 2、无法估算的资金供给

通胀、升值等因素我们已在前面做了分析,此外能够对资金供给产生影响的就是居民的银行储蓄。负利率状况对刺激投资的作用无疑是正面的,但具体能够转移多少规模资金进入股票市场,我们无法做出量化的判断和推测。

#### 3、难产的股指期货

影响四季度市场的另一个不确定因素就是股指期货。有观点认为市场资金的充裕必然会在股指期货推出后更加刺激指数飙升,但我们并不认同资金是股指期货中唯一力量的判断。随着A股不断攀升以及估值风险上升,而目前机构投资者手中的权重筹码又相对集中,因此,股指期货的做空动力应该高于做多动力。充裕的资金完全可以向衍生品市场释放,股指期货在高企的估值面其负面力量更加明显。

#### 4、结论

四季度A股市场资金面将扭转三季度供过于求的现象,总体将呈现供求均衡状态,融资规模仍主要集中在大盘蓝筹股回归潮中,不

会出现类似9月份的集中需求现象。但限售股基于财务需求的抛售压力不容小视,并需警惕因连锁反应引起市场整体波动。

### 四、四季度A股表现判断

2007年年内宏观经济的高增长和高通胀特征仍将延续,与之相伴的调控政策不会使经济出现大起大落的表现。此外,人民币升值和贸易顺差引起的流动性过剩使A股市场不会出现显著的资金紧缺,扬汤止沸式的扩容不会改变牛市趋势。四季度,超预期增长和高分红预期是市场的看点,其中外延式增长个股和具有内生增长动力的行业具有投资机会。但A股业绩整体环比增长动力可能会出现衰竭,市场整体估值动力不足,此外,限售股套利和股指期货等也是引起市场由点及面出现波动的主要不确定因素,因此四季度A股在高速扩容的同时展开震荡行情的可能性加大。

### 五、投资策略和建议

在人民币升值和可控通胀背景下,A股市场的投资策略主要基于对通胀溢价和升值重估的判断上。对受益于通胀购买力增强的下游行业和受益于升值重估的上游行业重点关注,同时继续关注具有持续内生增长动力的行业。对受到通胀挤压和政策挤压的行业,以及年末具有兑现股权激励的上市公司保持高度警惕。

#### 1、行业配置建议

四季度我们看好:商业零售(含商业地产)、汽车(交运设备)、机械制造(工程机械)、煤炭、交通运输等行业的投资机会。我们对纺织服装以及具有较高资产负债率的行业持谨慎观点。

#### 2、重点股票建议

四季度我们建议关注的重点公司有:百联股份、福田汽车、中国神华、厦工股份、浦东金桥、中海发展、中国联通、兰花科创、华光股份、民生银行。

### 六、2007年下半年研发中心重点关注股票

根据行业研究员调研结果,我们精选了下半年研发中心重点关注股票(见下表)。

(执笔:郭燕玲)

2007年下半年上海证券研发中心重点关注股票组合

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	10.17收盘价	目标涨幅%	EPS报告预期	股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	10.17收盘价	目标涨幅%	EPS报告预期		
								2007									2008		
000001	平安银行	中信证券	增持	10-14	32	19.08	67.72	0.37	0.55	600320	振华港机	齐鲁证券	推荐	10-16	42	30.55	37.48	0.7	1.05
000081	锦化氯碱	银河证券	推荐	10-15	19.39	11.9	62.94	0.01	0.61	002022	科华生物	中信证券	买入	10-16	42.5	30.95	37.32	0.55	0.85
000028	一致药业	中投证券	强烈推荐	10-16	27.5	16.9	62.72	0.44	0.55	000562	宏源证券	天相投顾	买入	10-16	66	48.42	36.31	1.94	2.29
600290	华仪电气	海通证券	买入	10-16	57.51	36.25	58.65	0.51	1.21	600016	民生银行	国泰君安	增持	10-12	22	16.39	34.23	0.44	0.629
000002	万科A	中投证券	推荐	10-11	49.6	31.6	56.96	0.74	1.24	600016	民生银行	中信建投	增持	10-13	22	16.39	34.23	0.44	0.66
000963	华东医药	中投证券	推荐	10-17	22.8	14.93	52.71	0.4	0.57	000793	华闻传媒	中投证券	推荐	10-10	13.7	10.28	33.27	0.14	0.26
600475	新华百货	广发证券	买入	10-16	38	24.96	52.24	0.7	0.95	600467	好当家	中信证券	增持	10-10	18	13.71	31.29	0.27	0.36
600467	好当家	齐鲁证券	推荐	10-11	20.5	13.71	49.53	0.26	0.41	600352	浙江龙盛	KGI	增持	10-15	23	17.96	28.06	0.62	0.77
600054	黄山旅游	中金公司	推荐	10-11	37	25.25	46.54	0.37	0.7	600685	广船国际	中信建投	买入	10-12	120	93.96	27.71	1.99	2.8
600583	海油工程	中信证券	买入	10-16	80	55.05	45.32	1.2	1.6	600693	东百集团	银河证券	推荐	10-12	28.4	22.25	27.64	0.44	0.73
600685	广船国际	海通证券	买入	10-11	136.15	93.96	44.90	2.2	3.89	002123	荣信股份	中投证券	强烈推荐	10-17	111.1	87.6	26.83	1.32	2.02
000568	泸州老窖	中信证券	买入	10-15	100	69.37	44.16	0.98	1.6	600519	贵州茅台	国信证券	推荐	10-10	230	182	26.37	2.142	3.846
600509	天富热电	平安证券	强烈推荐	10-17	58	40.32	43.85	0.42	0.86	600104	上汽汽车	招商证券	强烈推荐	10-12	38	30.26	25.58	0.86	1.08
000528	柳工	齐鲁证券	推荐	10-16	62	43.37	42.96	1.4	1.78	000063	中兴通讯	国泰君安	增持	10-17	73	58.19	25.45	1.31	1.79
000024	招商地产	中投证券	强烈推荐	10-11	108	76.45	41.27	0.945	1.316	000028	一致药业	国都证券	强烈推荐	10-15	21.15	16.9	25.15	0.41	0.47
600418	江淮汽车	中投证券	推荐	10-16	14	10.07	39.03	0.32	0.42	000623	吉林敖东	国泰君安	增持	10-16	105	84.2	24.70	3.54	4.39
600054	黄山旅游	招商证券	强烈推荐	10-15	35	25.25	38.61	0.4	0.66	600718	东软股份	联合证券	增持	10-15	51	40.97	24.48	0.71	1.02
000012	南玻A	中投证券	强烈推荐	10-17	35.18	25.5	37.96	0.47	0.9	600050	中国联通	中信证券	买入	10-15	14.05	11.34	23.90	0.223	0.281
600030	中信证券	国泰君安	增持	10-17	150	109.08	37.51	3.34	5.07	000686	东北证券	国金证券	买入	10-17	82.51	66.84	23.44	2.422	3.056

## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:10月10日-10月17日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	10.17收盘价	目标涨幅%	EPS报告预期		股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	10.17收盘价	目标涨幅%	EPS报告预期	
								2007	2008									2007	2008
000581	威孚高科	联合证券	增持	10-14	32	19.08	67.72	0.37	0.55	600320	振华港机	齐鲁证券	推荐	10-16	42	30.55	37.48	0.7	1.05
000818	锦化氯碱	银河证券	推荐	10-15	19.39	11.9	62.94	0.01	0.61	002022	科华生物	中信证券	买入	10-16	42.5	30.95	37.32	0.55	0.85
000028	一致药业	中投证券	强烈推荐	10-16	27.5	16.9	62.72	0.44	0.55	000562	宏源证券	天相投顾	买入	10-16	66	48.42	36.31	1.94	2.29
600290	华仪电气	海通证券	买入	10-16	57.51	36.25	58.65	0.51	1.21	600016	民生银行	国泰君安	增持	10-12	22	16.39	34.23	0.44	0.629
000002	万科A	中投证券	推荐	10-11	49.6	31.6	56.96	0.74	1.24	600016	民生银行	中信建投	增持	10-13	22	16.39	34.23	0.44	0.66
000963	华东医药	中投证券	推荐	10-17	22.8	14.93	52.71	0.4	0.57	000793	华闻传媒	中投证券	推荐	10-10	13.7	10.28	33.27	0.14	0.26
600475	新华百货	广发证券	买入	10-16	38	24.96	52.24	0.7	0.95	600467	好当家	中信证券	增持	10-10	18	13.71	31.29	0.27	0.36
600467	好当家	齐鲁证券	推荐	10-11	20.5	13.71	49.53	0.26	0.41	600352	浙江龙盛	KGI	增持	10-15	23	17.96	28.06	0.62	0.77
600054	黄山旅游	中金公司	推荐	10-11	37	25.25	46.54	0.37	0.7	600685	广船国际	中信建投	买入	10-12	120	93.96	27.71	1.99	2.8
600583	海油工程	中信证券	买入	10-16	80	55.05	45.32	1.2	1.6	600693	东百集团	银河证券	推荐	10-12	28.4	22.25	27.64	0.44	0.73
600685	广船国际	海通证券	买入	10-11	136.15	93.96	44.90	2.2	3.89	002123	荣信股份	中投证券	强烈推荐	10-17	111.1	87.6	26.83	1.32	2.02
000568	泸州老窖	中信证券	买入	10-15	100	69.37	44.16	0.98	1.6	600519	贵州茅台	国信证券	推荐	10-10	230	182	26.37	2.142	3.846
600509	天富热电	平安证券	强烈推荐	10-17	58	40.32	43.85	0.42	0.86	600104	上汽汽车	招商证券	强烈推荐	10-12	38	30.26	25.58	0.86	1.08
000528	柳工	齐鲁证券	推荐	10-16	62	43.37	42.96	1.4	1.78	000063	中兴通讯	国泰君安	增持	10-17	73	58.19	25.45	1.31	1.79
000024	招商地产	中投证券	强烈推荐	10-11	108	76.45	41.27	0.945	1.316	000028	一致药业	国都证券	强烈推荐	10-15	21.15	16.9	25.15	0.41	0.47
600418	江淮汽车	中投证券	推荐	10-16	14	10.07	39.03	0.32	0.42	000623	吉林敖东	国泰君安	增持	10					