

牛市在调控中前行

——2007年第四季度A股市场投资策略

◎方正泰阳证券研究所

一、四季度宏观经济运行特点

1、食品价格推动CPI持续走高自2007年开始,居民消费价格总水平呈现快速增长态势,通胀压力陡然增大。国家统计局公布的8月份CPI显示:8月CPI同比上涨6.5%,其中城市价格上涨6.2%,农村价格上涨7.2%;食品价格上涨18.2%,非食品价格上涨0.9%。从环比来看,居民消费价格总水平比上月上涨1.2%,1-8月份累计,居民消费价格总水平同比上涨3.9%。食品类价格仍然是CPI指标上升的主要原因。

2、货币供应持续增长

2007年8月末,广义货币供应量(M2)余额为38.72万亿元,同比增长18.09%;狭义货币供应量(M1)余额为14.10万亿元,同比增长22.77%。人民币贷款当月增加3029亿元。随着证券市场的持续火热与物价的快速上涨,近几个月来,储蓄资金向活期转化的趋势日趋明显,8月居民存款减少418亿元,同比多减1616亿元。

3、居民消费增长加快

8月份,我国实现社会消费品零售总额7117亿元,较7月提高0.7个百分点,同比增长17.1%,延续了自去年下半年以来不断加快的趋势,并创出2004年5月以来的最高增速。

4、结论

虽然8月份CPI同比增长6.5%,创出近十一年来CPI同比增长新高,通胀压力持续增大,不过前期持续性的调控政策作用已经开始显现:8月出口数据中,纺织等低附加值产品出口金额下降,而高附加值的机电产品以及高新技术产品保持较高的增长。由于经济增长、股市繁荣带来的财富效应,开始推动居民消费出现加速的特点。此外,猪肉等食品价格在8月底至今已经出现一定的回落,考虑到食品类的生产周期,预计食品价格的上升趋势将受到抑制,四季度食品价格有望出现一定的回落。

总体来看,目前货币供应充足,中国经济依然保持了强劲的增长态势,美国次级债风波对我国出口的影响尚未体现,食品、房地产价格过快上涨带来的通胀压力依然是现阶段面临的主要问题。紧缩性货币政策仍将在四季度延续,各行业宏观调控的具体措施将会逐步出台,调控力度预计将进一步趋紧。

二、四季度市场影响因素分析

1、中期业绩继续保持高速增长

统计数据显示,2007年中报业绩继续保持一季度快速增长势头:加权每股收益为0.1939元,可比样本同比增长63.85%;1503家上市公司创造净利润3262亿元,其中具有

可比性的1364家公司净利润合计1896亿元,较去年同期增长79.12%,仅比一季度96%的净利润增速低17%,远远超出市场预期50%的业绩增长速度。其中86.16%的上市公司实现盈利,73.59%的上市公司净利润较去年同比实现增长。

从增长动力来看,新会计准则及股改中大量上市公司资产注入,投资收益类增加是其主要原因。其中由于市场繁荣以及新会计准则的影响,投资收益成为业绩增长中较为突出的一个部分,给上市公司实质性业绩增长带来疑问。通过数据分析来看,投资收益占上半年利润总额的比重为24%,剔除金融行业后,实现投资净收益合计393亿元,占利润总额比例为14.02%。由此来看,2007年上半年上市公司利润增长还是较为健康的:主业增长接近30%,费用控制贡献30%,投资收益因素贡献约10%。A股公司的业绩增长具有实质性业绩支撑。

2、港股直通车

8月20日,国家外汇管理局宣布在天津滨海新区试点个人直接对外证券投资业务。居民个人可以用自有外汇或人民币购汇方式直接对外进行证券投资。初期首选我国香港,试点银行定为中国银行,中国银行将该业务定名为“港股直通车”。在此之前,个人投资者投资境外证券市场股票只能通过购买QDII实现。

目前A股市场在估值上与H股市场形成明显差距,A股动态PE约为30倍,而港股与H股仅为15倍、20倍的水平。截至9月13日,内地两地上市股票,香港股价只有内地股价的55%。由于红筹股、H股与国内A股存在较大折价,因此引发市场对于国内资金分流的担忧。

短期来看,我们认为放开个人对外投资对于心理的影响大过实质性资金分流的影响。由于近年来资本管制的放松,个人投资者投资港、股门槛已经大大降低,投资港股市场对于大部分投资者来说并没有操作层面的障碍。其次,香港市场受国际金融市场影响较大,还受到汇率波动的影响,信息沟通成为最大的投资障碍。此外,两市之间尚不存在直接套利的渠道,短期股价趋势相关性不大。

3、红筹股回归

6月,中国证监会向部分券商下发了《境外中资控股上市公司在境内首次公开发行股票试点办法(草案)》,为红筹股回归A股初步确定了门槛和规范。9月8日建行获得证监会批准发行A股,短短两周内,共有建行、中海油服、中国神华三家大型红筹股密集发行上市,红筹股回归进程明显加速,红筹股回归已经成为下半年证券市场的一项重要任务(见附表)。

红筹股对于市场的推动作用无疑是十分明显的。首先,红筹公司

大多业务都在内地,在获得国际融资后,国内经济的强劲增长使不少红筹公司获得了双重先机,并发展出不少资产规模上千亿港元的大型行业龙头公司。如总市值1.7万亿港元的中国联通等。这批优质资源的回归将增加内地股市的整体规模,有助于提升内地股市在亚洲甚至全球的金融地位,符合我国现阶段大力发展资本市场的改革思路。

其次,目前中央企业改革已经全面铺开,国资委在批核各大央企主业范围后要求中央企业收缩副业,重点突出主业,并通过资本市场进行收购,兼并以求“做强、做大”。红筹公司的地方国资委和各大企业集团“窗口”背景,以及控股股东利用红筹公司的国际资本优势,将在本次央企改制中发挥重要作用。

此外,在目前沪深300指数权重中,金融行业约占45%权重,使得指数波动受金融行业影响过大,影响了指数的稳定性。随着神华集团、中石油等一批行业龙头的加盟,在指数行业分布上将更趋平衡。尤其是中移动的回归,信息技术行业的权重将提升到10%以上,指数的稳定性大大提升,为股指期货的推出创造了一个良好条件。

4、股指期货

股指期货一直是今年金融市场的重点议题,从国外金融期货发展实践来看,以股指期货、期权为代表的金融期货,从交易量和市场规模上都远远超越股票、商品期货、债券等各种其它投资产品。而股指期货的到来,也将给我国金融市场,特别是对资本市场的重新分化和结构调整产生积极的意义。一般认为,股指期货推出前会对市场短期产生一定的波动,从历史经验看,推出后下跌情况较为普遍。中长期来看,股指期货的推出对市场影响有限,决定股市走势的长期因素主要还是宏观经济面。

目前红筹股的回顾可以看作股指期货推出的前奏,预计股指期货最快也要等中移动回归之后,保守估计年内时间在时间上会有所明确。

三、四季度市场投资策略

中国经济没有任何减速迹象,美国次级债的影响尚未出现,世界银行在9月份发布的《中国经济季报》中,将它对中国经济增长预测从3个月前的10.4%上调到11.3%,中国经济的强劲增长成为A股市场发展的坚实基础。在经济增长没有减速的判断基础上,我们继续维持市场处于长期牛市的观点。

今年以来,上证指数已经从年初的2700点上涨到6000点,两市市盈率超过60倍,动态市盈率超过35倍。股市是否过高,是否存在泡沫,是现阶段市场存在的最大分歧。

9月召开的夏季达沃斯年会《中国资本市场展望》专题论坛上,针对有人提出中国股市上涨太快的质疑,尚福林说,中国股市并非发展太快,而是市场要求监管层更多地做好工作弥补基础性建设的缺陷。通过健全制度建设来强化市场自身体系的完善,而非通过行政手段对于股指的绝对值进行调控,这是新阶段市场建设与监管的思路。

目前A股市场市盈率已经高居全球首位,经过两年的牛市,绝对股价已经不宜。在PE持续维持高位基础上,PEG的提法再度流行。对于上市公司的价值,在通胀阶段已经不能用简单的未来现金流折现方法,而应在折现过程中将通胀造成的货币贬值因素考虑进去。从这个角度看,未来CPI的不确定性加大了估值难度。

从另一个角度来看这个问题,则比较容易理解。以房地产为例,目前全国房地产价格正进入新一轮快速上涨,2007年8月,全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨8.2%,涨幅比上月高0.7个百分点,呈现加速上涨的趋势。北京、上海、杭州等中心城市,有人形容买房像买菜,“购房”发展成“抢房”。如此众多的、具有一定经济实力的买房者的行为都是狂热的、非理性的吗?问题显然不那么简单。用未来现金流折现方法分析,房产未来出租的现金流显然难以抵消购房成本。不过考虑到通胀大背景,房地产未来价格的上涨会抵消资产贬值的风险,现阶段通过投资寻求个人资产的保值增值抵御通胀风险,是一种理性选择。

资金面上,目前我国储蓄存款高达38万亿元,8月A股市场存量资金净增长2200亿元。在通胀预期不断增强刺激下,居民投资意向持续升温,存款向股市搬家势头进一步高涨。短期来看加息、上调存款准备金、特别国债等紧缩性货币政策,只是针对流动性过剩采取的补救性措施,尚不会对资金面形成实质性影响。目前第五次加息之后,一年期存

款基准利率也仅为3.87%,预计四季度食品价格回落,CPI降到5%以下,全年CPI也会在4%的水平,扣除利息税之后,实际利率依然为负。

四季度市场的潜在风险主要还是集中在宏观调控给产业经济带来的影响。6月份温总理将“继续加强和改善宏观调控,有效防止经济增长由偏快转向过热”作为当前经济工作的突出问题提出,“稳中适度从紧”的货币政策不会改变,预计相关产业调控政策将会陆续出台。此外,“港股直通车”何时放行、股指期货推出进度、红筹股回归进程,都将是影响四季度市场的重要因素。

“5·30”之后,投资者结构出现了显著变化,以基金为代表的机构投资者队伍与规模持续扩大,给市场带来新的特点:价值成长型投资理念回归,蓝筹股再度受到市场追捧;股指稳定性提高,波动率大幅下降;投资周期延长,换手率下降等等。由于目前牛市上升趋势明显,个人投资者向基金投资者转换趋势呈现自我强化态势,预计以上特点仍将在四季度市场中延续。

四、四季度资产配置

在第三季度投资策略中,我们将通胀、资产注入与整体上市作为两大主题,继续推进金融稳定机制建设,目前来看这两条主线依然适用。

目前沪市静态平均市盈率已经达到60倍,两市动态市盈率也已达到30倍的水平,估值绝对已经不宜,上市公司内生性增长的潜力基本已经被市场所透支,预计今后上市公司业绩增长的推动力将逐渐减小,市场发展态势更多的将受到外延式增长所推动,例如资产注入与整体上市。

行业配置上,我们认为,在通胀和升值趋势未变情况下,中长期投资机会主要在于那些受益于人民币升值和温和通胀的资产(房地产和金融)、资源(钢铁、有色金属、煤炭)、消费(商业、食品饮料)类品种中。

(执笔:华欣)

符合回归条件的红筹公司						
股票代码	股票名称	三年累计净利润(亿元)	总市值(亿元)	EPS	PE	目标价
0941.HK	中国移动	1507.77	17781.34			
0883.HK	中国海洋石油	675.77	3990.56			
0906.HK	中国网通	337.76	1436.54			
0144.HK	招商局国际	69.61	974.43			
0267.HK	中信泰富	158.42	941.91			
0688.HK	中国海外发展	49.81	923.40			
0291.HK	华润创业	66.00	727.42			
0836.HK	华润电力	65.31	739.41			
0992.HK	联想集团	25.46	401.09			
0183.HK	中信国际金融	31.31	394.47			
0270.HK	粤海投资	39.60	306.98			
0363.HK	上海实业控股	36.69	298.78			
0203.HK	骏威汽车	62.29	284.16			
0135.HK	CNPC	61.51	248.30			
0349.HK	工银亚洲	29.87	190.17			
0123.HK	GUANGZHOU INV	35.71	152.40			
0903.HK	冠捷科技	33.02	113.81			

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:9月23日-10月23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	10.23收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
000657	中钨高新	兴业证券	观望	点评报告	10-22	--	--	0.029	901.724	-0.411	-67.098	0.215	128.438	--	26.15
601857	中国石化	招商证券	无	新股研究	10-22	0.85	--	0.92	--	--	--	--	--	--	--
600584	长电科技	兴业证券	推荐	点评报告	10-22	0.42	34.762	0.58	25.172	0.369	40.123	0.581	25.476	18	14.6
002178	延华智能	长江证券	无	新股研究	10-19	0.35	--	0.45	--	--	--	--	--	13.5	--
600685	广船国际	中金公司	审慎推荐	深度报告	10-15	1.82	50.214	2.51	36.41	1.924	47.479	2.741	33.329	--	91.39
002050	三花股份	中信证券	买入	一般报告	10-15	0.5	48.3	0.97	24.897	0.477	53.844	0.978	26.237	34	24.15
000652	泰达股份	兴业证券	推荐	点评报告	10-12	0.24	91.792	0.45	48.956	0.29	79.217	0.469	49.028	--	22.03
002176	江特电机	中信证券	无	新股研究	10-11	0.52	68.442	0.66	53.924	0.512	64.243	0.661	49.758	--	35.59
600054	黄山旅游	中金公司	推荐	一般报告	10-11	0.37	67.297	0.7	35.571	0.383	65.274	0.602	41.551	37	24.9
601088	中国神华	中金公司	推荐	深度报告	10-9	1.04	76.971	1.31	61.107	1.074	73.815	1.359	58.307	--	80.05
601088	中国神华	中信证券	无	新股研究	10-8	1.05	76.238	1.31	61.107	1.074	73.815	1.359	58.307	--	80.05
601919	中国远洋	中投证券	强烈推荐	深度报告	10-8	1.77	32.254	2.01	28.403	1.561	36.58	1.949	29.296	58	57.09
600386	*ST北巴	中投证券	强烈推荐	深度报告	10-8	0.2	100.75	0.41	49.146	0.182	108.011	0.532	36.874	31.74	20.15
601808	中海油服	中金公司	推荐	深度报告	9-28	0.44	99.205	0.66	66.136	0.422	101.965	0.599	71.85	--	43.65
601169	北京银行	中金公司	审慎推荐	深度报告	9-28	0.52	42.596	0.76	29.145	0.483	45.134	0.683	31.896	--	22.15
601808	中海油服	中信证券	无	新股研究	9-27	0.43	101.512	0.59	73.983	0.422	101.965	0.599	71.85	--	43.65
601939	建设银行	兴业证券	无	新股研究	9-23	0.29	33.31	0.42	23	0.291	31.986	0.408	22.86	--	9.66

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出。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究

报告明示出具的“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

9月份生产资料价格涨幅明显扩大

监测数据显示,9月份生产资料价格上涨4%,涨幅比上月提高0.7个百分点;1-9月份生产资料价格上涨3.6%,比上年同期高1.1个百分点。

申银万国:

今年以来生产资料价格涨幅呈现出先上升后回落,再上升走势,截止到9月份,生产资料价格涨幅已经连续四个月上涨。钢材和原油价格上涨是影响9月份生产资料价格走势的主要因素。考虑到支持原油价格上涨的因素仍将存在,同时去年四季度原油价格较低,四季度原油价格涨幅将明显扩大。在新的产能投产之前钢材价格高企情况也很难改变,预计四季度生产资料价格将进一步扩大。预计四季度生产资料价格将达到5%左右,比三季度提高2个百分点。

生产资料价格涨幅扩大将增加下游企业的成本,使得下游企业涨价压力增加。在涨价预期明显增强情况下,这些因素的存在将使得这轮通货膨胀的持续性明显增强。尽管考虑到生产周期比较短的农副产品价格涨幅会有所放慢,明年平均通货膨胀率仍将达到3.5%左右,明显高于过去9年的平均水平。

央行将进一步加强和改善金融调控

中国人民银行23日表示,将进一步加强和改善金融调控,货币政策要注重经济增长、就业、物价稳定、国际收支平衡等多个目标之间的全面协调,适当加大调控力度,保持货币信贷合理增长,以实现可持续发展。

齐鲁证券:

央行将进一步深化金融改革,提高金融业竞争力。推动金融市场产品创新和制度建设,大力发展企业融资产品,培育和发展外汇市场。继续深化外汇管理体制,完善人民币汇率形成机制,稳步推进人民币资本项目可兑换。继续推进金融稳定机制建设,央行所推进的金融调控将配合其它调控措施稳定推进国民经济的健康持续发展。单从资本市场方面来看,这为资本市场的发展奠定了坚固的物质基础,也随之构建了稳定的体制保障。科学的金融调控措施将使得中国资本市场持续健康发展,整个金融业也将在管理层的扶持引导下取得长足发展。

天相投顾:

23日人民币再次创新高,按照周二人民币对美元中间价7.501元计算,自年初以来累计升值幅度达到4.1%。根据海关公布的我国对外贸易数据,9月份我国对欧盟的出口额占9月份出口总额的比重已经超过对美国出口占总出口的比重。人民币对美元持续升值,对欧元继续贬值一定程度上也刺激了对欧盟的出口。来自欧盟等外部要求升值压力不断加大,人民币升值可能有所加快,但是央行也会保持人民币升值的相对平稳幅度,结合经济结构调整,进一步完善人民币汇率形成机制。

海通证券:

这个报道表明,十七大以后,央行进一步加大宏观调控力度的政策取向没有改变。已有的数据表明,央行常规的微调性质的货币政策没有明显改变经济持续过热趋势。这或许是因为,现阶段央行的货币政策目标仍然是模糊的,即为保持对人民币汇率的干预,央行不得不对货币政策的有效性被打折扣。同时,央行对金融市场的关注也分流了其对于实体经济应有的重视。我们认为,在通货膨胀蔓延趋势并未停止情况下,央行应该树立一个明确的控制通胀形象,以消除公众的通胀预期。如果这样,今年年底以前央行会有不止一次的加息行动。

限售股解禁市值迎来高峰

根据WIND资讯统计数据,本周即24日至28日,将是年内剩余10周时间内的限售股解禁高峰(包括股改限售股、首发战略配售股份限售股、增发配售限售股),周合计限售股解禁总市值约达1634亿元。

海通证券:

虽然短期限售股解禁市值进入高峰期,但考虑到当前投资者普遍对后期A股未来运行趋势预期向好,因此预计近阶段限售股解禁获得流通权后,集中在二级市场被抛售的可能性并不大,由此也难以对A股现阶段运行趋势产生显著压力。事实上,自2006年6月份股改限售股解禁获得上市流通权以来,至今年9月份,股改限售股解禁市值合计已多达近6820亿元。但2006年6月份至今今年9月份期间内,股指持续向好的运行趋势并没有因此受到显著负面影响。

值得提醒的是,限售股解禁获得上市流通权之后之所以并没有立即在二级市场上被抛售,其主要原因在于投资者普遍对A股运行趋势预期继续向好,但后阶段一旦投资者信心出现显著动摇,尤其是在A股阶段性下跌趋势已经确立情形下,则已获得上市流通权的解禁股很可能出现被集中抛售的现象。

行业评析

钢铁行业:预计三季度业绩增长逾50%

国信证券:

根据我们的测算,重点钢铁企业三季度业绩同比增长达到50%以上,太钢、南钢、武钢、八一等企业增速更是达到了100%以上,同其它行业相比较,这个增速也是很快的。武钢、南钢、八一、华菱、包钢、安阳、承德钒钛、莱钢、马钢、济钢、柳钢、重钢等公司更是实现了环比增长。近期国内外钢材价格都已经企稳回升,随着行业供需形势的不断好转,年内钢材价格将平稳运行,钢铁企业盈利将继续高速增长,2008年净利润增速也在20%以上,行业上升趋势明显。因此,继续维持钢铁板块推荐评级。目前继续重点推荐具有“山”等资源优势及整体上市预期的鞍钢股份、太钢不锈、酒钢宏兴等,以及武钢股份和宝钢股份等龙头企业。