

渐进中的突变

——经济转型与社会财富再分配下的投资机会

中投证券研究所

一、宏观经济:结构转型下经济增速适度减速

早在2001年中国经济就已经进入了新一轮景气周期,并且是新中国有史以来最长的一轮景气上升期。不仅如此,在宏观经济波动幅度上,这一轮景气周期也表现得与以往大不相同,呈现出明显的高位平滑化趋势。然而在经历了持续多年的繁荣之后,中国经济持续增长过程中积累的结构失衡开始扩大。当前所面临的短期问题是:如何有效抑制贸易顺差,缓解流动性压力,抑制通货膨胀和资产价格膨胀,在避免泡沫继续膨胀和破裂中寻找平衡。而短期问题的背后则是如何实现经济结构从失衡走向基本平衡的长期问题。

1、失衡之痛:“非均衡发展战略”与“社会资源向资本倾斜”

中国经济的结构失衡源于改革开放以来实施的“先增长后分配”的非均衡发展战略,体制和政策动员全社会资源支持投资和发展外向型经济。社会资源向资本倾斜与中国丰富廉价劳动力的有机结合,共同形成了中国特有的经济资源禀赋优势,而低成本又是这种经济禀赋优势的集中体现。过去的二十年中,以低成本为特征的经济禀赋优势极大地促进了中国经济的繁荣。但随着时间推移,低成本——特别是体制和政策扭曲下的低成本中隐藏的种种问题开始集中体现,并加剧了中国经济的内外失衡。

2、转型中适度减速:短周期调控与长期增长路径的平衡

我们认为宏观经济增速在调控过程中将放缓,但保持中国经济的稳定性和高速增长对于非均衡发展状态下的中国经济来说非常重要,否则就将面临巨大的就业压力。这就要求针对中国经济的调控不仅要保持当前短周期的平稳过渡,还要兼顾经济的中长期增长,这意味着中国经济的短期调控需要围绕中长期增长路径来进行。

2008年,宏观经济中积累的长短期问题的解决都将在政府调控政策中得到体现,宏观经济短期减速是为实现长期增长付出的调整成本。并且中国经济未来两年的调整将是温和的和结构性的,中国宏观经济在未来2-3年内仍将保持较高速度。我们不用过分担忧经济出现大的波动,减速中将中国经济重新引入到长期增长的平衡路径去将是我们最乐意看到的结果。

3、由非均衡到均衡:渐进式改革与经济增长再分配

推动中国经济由非均衡走向均衡发展的核心要点是纠正现有经济禀赋优势下体制和政策导致的扭曲因素,实现经济的可持续发展。然而由要素市场化改革和体制改革入手推动中国经济从非均衡走向均衡发展,必然会带来经济增长好处在要素所有者之间的重新分配,再分配过程中的利益冲突在所难免。而激烈的变革将会导致冲突和矛盾加剧,并波及到整个实体经济,因此要素价格市场化与体制改革过程将

是长期的和渐进的。

在未来的变革中,经济增长好处的分配将向社会民众倾斜,这意味着工人工资要从企业利润中分得更大的一块。与之配套的,政府社会保障和转移支付的力度也将加大,政府作为资源地租受益人的角色也将得到体现,而企业则将面临日益增长的成本压力。

在宏观经济即步入调整阶段情况下,我们对于宏观经济关注的重点也需要转移到宏观经济如何平稳度过调整阶段方面,更多关注经济增长的长期推动因素,追踪经济转型与经济成果再分配给中国经济以及各经济领域带来的长期影响,并由此而寻找经济周期波动下的投资机会。

二、投资机会:渐进变革中的突变和累积效应

经济转型与社会财富再分配,特别是社会财富分配格局的变化为我们前投资指明了长期方向。但我们注意到,中国经济由非均衡走向均衡的变革过程将是渐进的和长期的,追踪这一过程能够让我们更为清晰地把握长期趋势,而对投资更有意义的是找到渐变过程中的突变或者累积效应的临界点。因此,我们在遵循经济转型与社会财富重新分配主线寻找投资机会时会兼顾变化的长期趋势以及短期的确定性和突发性。

1、加强保障,构建和谐:周期波动下更具刚性的政府支出

在宏观经济增长放缓情况下,政府支出无疑具有更高的稳定性,我们认为可以从以下几个方面来寻找投资线索:

A. 经济发展中的基础设施建设

“十一五”的后几年,政府财政支出仍会继续向铁路建设、城市交通改善、电网改造等基础设施建设方面倾斜,相关行业有望从中受益。

B. 节能减排:中国在行动

2008年将是完成“十一五”节能减排约束性目标的关键一年,受益的行业主要包括节能建筑与建材、风力与太阳能发电设备、专用交通运输设备、绿色照明、节能电器等。

C. 医改新方案

医改新方案将在2008年4月出台,在此之前医改进程已经在推进中,整个医改进程将给医药行业带来显著的增量需求。中投证券研究所估算从2006年到2010年,医保支出的增量将达到5845亿,年均复合增长率37.65%。医改受益次序将是:大病重病用药→慢性病用药→一般疾病用药。

D. 国防科技工业

2007年中国政府较大幅度地增加了国防费投入,而尽管近几年中国的国防费用支出有所增长,但与发达国家相比仍有增长潜力。国防科技工业相关受益领域主要包括飞机制造、卫星通信广播产业、卫星导航产业等。

2、中产消费创造需求

我们认为中国“高投资、低消费、高出口”局面难以在短期内出现质变,中国经济增长方式由投资拉动向消费拉动的过程将是漫长的,2008

三、市场展望:2008年沪深300指数波动区间4500-6500点

1、2008年上市公司净利润同比增长30%

基于固定资产投资、出口增速以及宏观经济增速的回落,我们判断2008年上市公司整体业绩增速将延续之前逐季回落趋势。我们在中投行业公司研究团队覆盖的重点公司中选取了2007年前三季度实现净利润居前的100家公司,汇总2008年盈利预测的结果为净利润增速回落至30.97%。如果不计算中国石化,则增速提高到35.46%。

2、流动性:难以计量又不得不重视

2008年宏观层面的流动性依然充裕,唯一会发生变化的就是投资者对股票市场的回报预期。然而这恰好是最难以计量的因素,或许供求关系可以帮助我们解决部分问题。

3、外向型行业的挑战:加速调整的汇率和出口退税政策

2008年,低估的人民币汇率最有可能被加速纠正。我们宏观经济研究小组认为,2008年人民币升值速度将会加快,特别是在上半年,人民币对美元汇率在6月底之前会到7:1。人民币升值的最大受益者无疑是航空公司,另外一个受益明显的行业是造纸。

与汇率加速调整对应的是,

2008年政府取消出口退税和降低退税率的范围也将继续扩大,其中受冲击最大的将是“两高一资”(高能耗、高污染产品、资源型)产品。而重大技术装备、部分IT产品和生物医药产品、部分国家产业政策鼓励出口的高科技产品等则基本不受影响,或者从出口退税率调高中受益。

汇率和出口退税政策对各行行业的出口影响是不同的,除汇率和出口退税因素外,出口产品的主要出口地区、主要国际竞争对手、产业在中国集中度等对出口产品的出口变化影响更具决定性,而这几项综合起来就是产品的国际竞争力。综合考虑国际竞争力,我们认为人民币升值对机械、发电设备、原料药、船舶、重卡、客车、空调、集装箱等产品的出口影响有限或基本不会有影响。

4、成本侵蚀利润:高成本时代的生存之道

2008年,中国企业的盈利增长将进一步受到成本上升的侵蚀,企业缓解成本冲击的空间将越来越小。在整体经济下行环境中,企业利润增长面临压力。面对未来生产要素价格持续上涨压力和经济转型压力,只有那些已经处于或者能够率先走向微笑曲线两端的行业和企业能够在高成本时代继续享受高附加值带来的利润增长。

当前,国内已经处于微笑曲线右端的行业或产品有品牌消费品,包括高端白酒、品牌家电、品牌服装以及大型零售连锁店。近年来,一些行业和企业自主创新和技术进步方面取得了突破,开始从微笑曲线的中间走向右端,其中走的较快行业是机械制造、电子通讯、化工新材料等。

四、重点行业与上市公司

1、行业配置(见下表)

2、2008年8大个股
中国中铁、海油工程、中兴通讯、歌华有线、宝钢股份、恒瑞医药、万科A、中集集团。

3、2008年20成长股
一致药业、达安基因、天士力、南玻A、博瑞传播、中粮屯河、鲁阳股份、獐子岛、特变电工、思源电气、桂林旅游、中青旅、云海金属、宝钛股份、新安股份、大族激光、同洲电子、华东科技、威海广泰、同方股份。

4、2008年沪深300指数预计波动区间4500-6500点

2006、2007年,上市公司盈利不断超预期增长以及由此带来的投资者信心不断膨胀,推动了市盈率水平向上偏离上市公司实际利润增速。2008年,上市公司盈利增速超预期的可能以及投资者信心较2007年相比都会减弱,由此将与上市公司实际盈利相比向上偏离的市盈率水平会向下修正。延续这一逻辑,我们认为在2008年上市公司净利润同比增长30%左右情况下,2008年A股市场以27-30倍市盈率为中轴的概率非常高,以2008年末30倍市盈率为中轴,预计2008年沪深300指数将在4500-6500点区间内波动。

5、2008年沪深300成分股

超配 标配 低配

行业	2008PE	行业	2008PE	行业	2008PE
医药生物	43.57	银行	23.91	化学原料	27.50
化工新材料	29.29	保险	33.58	水路运输	26.01
食品饮料	54.87	钢铁	16.71	路桥	21.35
电气设备	37.37	石油石化	30.11	公用事业	69.72
普通机械	29.87	电力	29.83	塑料	28.02
传媒	48.81	证券	23.58	信息服务	39.82
家用电器	26.15	机场	34.79	信息设备	34.44
电子元器件	38.05	港口	40.52	综合	47.48
商业贸易	38.13	房地产	34.62	纺织服装	43.93
造纸印刷	21.69	专用设备	28.66		
餐饮旅游	49.14	化学制品	32.18		
建筑装饰	41.90	纺织服装	43.93		
航空运输	45.47	农林牧渔	50.14		
煤炭	44.57	化学原料	27.50		
		金属制品	18.35		
		建筑材料	25.66		
		有色金属	30.80		
		交运设备	31.03		
		物流	51.80		

信息评述

国务院:油电气水等价格近期不得调整

国务院总理温家宝周三主持召开国务院常务会议,研究部署保持物价稳定工作,作出修改《价格违法行为行政处罚规定》的决定。

兴业证券:

国务院会议的背景是近期通胀形势比较严峻,2007年12月虽然基期对CPI的影响为零,但新涨价因素较强。根据农业部和商业部数据来看,12月份食品价格环比上涨2%左右,对CPI贡献约0.7%;非食品价格环比上涨0.3%左右,对CPI贡献约0.2%,据此计算12月份CPI约6.4%,已经连续五个月CPI维持在6%以上,全年CPI预计在4.8%左右。由于2008年一季度基期对CPI贡献约5%左右,整体CPI在6%以上,通胀压力比较大,加大了央行执行紧缩货币政策的概率。当前一年期基准真实利率-0.87%,央行有可能在近期加息一次。通胀内在因素在于我国银行体系流动性过剩,2008年一季度到期央票1.3万亿元,预计央行将再次上调存款准备金率。

联合证券:

会议基本明确了今年天然气、电力、蒸汽、水等各项成本要素价格保持稳定,反而解除了市场对包括气头尿素企业在内的化肥企业的成本提高的忧虑。另一方面,政府也注意到了煤炭、硫磺、磷矿石、运输等成本明显上涨,给予尿素、磷肥等化肥产品合适的灵活性,也为后期消化成本的价格上涨留下了空间。以尿素行业为例,2008年行业煤炭成本平均上涨10%以上,带动尿素成本提高近100元/吨。就近年来的趋势而言,政府的限价力度实际上是在削弱而不是增强,政府推动化肥行业市场化化的努力和方向并未改变。也就是说,化肥行业的政策性风险是在降低,而不是增强。

东方证券:

首先,国内成品油、电力价格的上涨一直是有序和可控的,且均在“少数时间节点”发生,不具有连续性,也就是说在相当长的时间段内价格不调整是一种常态,我们认为此则消息对石油化工、电力相关公司股价影响偏中性。其次,对于近期因“涨价”预期而股价大幅上扬的化肥股影响偏负面,因为这可能使部分投资者“国家管制逐渐松动,化肥价格将逐渐走高”的预期落空。最后,如果“通货膨胀”是一个不可逆转的趋势,那么国家的调控政策可能也仅能起到控制幅度和调整节奏的作用。我们注意到相关表述中也预留了“确保成本上升需调整的,必须按规定报政府价格主管部门批准”这样的口子。

天相投顾:

去年11月份的CPI分项数据中,由于水电及燃料价格推动居住类上涨从而推动核心CPI明显上涨,而上游PPI上涨尤其是燃料动力购进价格较大幅度的上涨对下游原材料价格上涨传导作用较明显。我们大致测算,11月份新涨价因素中,居住类推动整体CPI 0.2%,推动核心CPI 0.3%,而总体核心CPI环比增长0.4%。近期石油价格的高位运行引起市场对成品油提价的预期,而此次政府通过行政手段控制包括成品油、天然气以及电力等的价格,在一定程度上有助于稳定核心CPI。预期上半年通胀压力仍然较大,成品油以及天然气、电力提价可能性不大,对于相关石油天然气开采行业和电力行业利润会有一定影响。另外,在这些行业利润受影响情况下,不排除政府给予一定财政补贴。我们预期去年12月份的CPI数据仍然较高,接近于6.5%。在加息空间有限情况下,行政性手段控制价格的力度也将增大。

安信证券:

我们认为通过限制油、电、气等公用产品价格,控制物价涨幅属于权宜之计。目前国际石油、粮食价格上涨属于供给冲击所引发,而下游第三产业价格上涨是在资产重估背景下劳动力价格上涨超过劳动生产率导致的。产品价格上涨近期已扩散至第二产业,比较典型的例子是钢铁行业对产品价格的频繁调整。我们以为限价手段只能暂时控制名义CPI的上涨,但并不会引发价格上涨趋势的改变,最终只会导致供给持续下降,价格越调越高。不过如果短期油、电、气等产品不调价,也会对下游耗电、耗油产业带来益处。如受电价调高预期困扰的电解铝行业,可能引发类似报复性反弹。

中原证券:

这是今年国务院常务会议第一次研究部署今年物价稳定问题,去年一共有4次国务院常务会议研究物价问题。高层频繁召开如此大规模会议研究部署物价稳定工作,是因为当前物价全面上涨的风险非常大。

国金证券:

我们认为政府控制化肥价格上涨的政策之手终于开始发挥作用,该政策可能会对化肥行业短期价格形成一定压力。因为目前尿素价格已经超出了限价,磷肥价格上涨较快。但根据我们的分析,由于冬储不足,一季度国内化肥紧缺是定局,因此一季度价格很难被压制,尤其是磷肥缺口较大,同时磷肥原料硫磺价格持续攀升也会推动价格继续上涨,因此我们认为短期该政策可能会对化肥股形成一定压力,但该行业依然具有投资机会。

申银万国:

食品价格继续上涨,不过由于基数原因,预期去年12月份CPI会略有回落,为6.1左右,仍然属于较高水平;能源价格上涨会导致PPI继续上涨,考虑成品油价格上涨影响,预计去年12月PPI仍将维持上升格局,可能达到5。如果PPI上升,意味着通胀范围扩大,持续时间可能也更长;钢材价格上涨一方面与成本提高密切相关,并且与钢铁行业的整合密切相关,但是也有需求端的支持。这就意味着通胀不再仅仅是“食品”引起的,从而调控手段也可能发生相应变化;从农产品、化工角度来说,涨价是被动的。当然,到目前为止的经验表明,被动涨价的持续性是值得怀疑的。不过持续的信贷扩张和流动性过剩为通胀从成本推动向需求拉动,从被动式通胀向主动式通胀创造了条件,这才是我们需要特别担心的。

考虑到通胀形势复杂且严峻,调控压力非常大,所以我们看到国务院决定成品油、天然气、电力等价格不得调整,或许我们还能看到更多的非市场化手段。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:2007年12月10日-2008年1月10日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	1月9日收盘价	目标涨幅(%)	报告EPS预期2007E	报告EPS预期2008E	股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	1月9日收盘价	目标涨幅(%)	报告EPS预期2007E	报告EPS预期2008E
000001	深发展A	国泰君安	增持	1-4	72.00	41.11	75.14	1.05	1.68	600030	中信证券	中投证券	强烈推荐	1-8	132.00	94.04	40.37	3.81	4.66
600415	国都证券	国泰君安	增持	12-12	150.00	86.59	73.23	2.95	3.90	000501	鄂武商A	长江证券	推荐	12-23	28.00	19.99	40.07	0.27	0.70
600030	中信证券	兴业证券	强烈推荐	12-27	160.00	94.04	70.14	3.34	5.10	600150	中国船舶	招商证券	强烈推荐	1-8	400.00	285.85	39.93	5.25	8.36
000002	万科A	兴业证券	强烈推荐	1-8	50.80	30.18	68.32	0.71	1.27	600104	上汽集团	招商证券	强烈推荐	12-27	38.00	27.40	38.69	0.81	1.08
000831	关铝股份	海通证券	买入	1-9	60.00	36.45	64.61	0.85	1.65	600208	新湖中宝	光大证券	增持	12-28	25.00	18.04	38.58	0.25	0.66
000063	中兴通讯	国金证券	买入	1-1	101.00	62.15	62.51	1.24	1.62	600067	冠城大通	中投证券	强烈推荐	1-3	32.00	23.15	38.23	0.51	1.60
600030	中信证券	宏源证券	增持	12-11	150.00	94.04	59.51	3.19	4.40	600595	中南实业	西南证券	增持	12-13	44.00	31.95	37.72	1.10	1.44
600048	保利地产	国都证券	强烈推荐	12-28	109.50	69.50	57.55	1.07	2.67	601628	中国人寿	兴业证券	强烈推荐	12-19	78.50	57.07	37.55	1.40	1.64
600150	中国船舶	中信建投	买入	1-8	450.00	285.85	57.43	6.60	10.00	600362	江西铜业	中投证券	强烈推荐	1-7	82.50	59.99	37.52	1.65	2.35
600067	冠城大通	兴业证券	强烈推荐	1-3	35.30	23.15	52.48	0.49	1.29	600660	福耀玻璃	国泰君安	增持	12-24	48.00	34.96	37.30	0.93	1.35
600580	卧龙电气	平安证券	强烈推荐	12-24	25.00	16.53	51.24	0.40	0.63	600201	金宇集团	光大证券	买入	12-26	26.80	19.62	36.60	0.35	0.67
600509	天富热电	广发证券	买入	1-7	60.20	40.25	49.57	0.27	0.63	600150	中国船舶	国信证券	推荐	1-8	390.00	285.85	36.44	5.25	8.70
600550	天威保变	兴业证券	推荐	1-7	85.00	57.35	48.21	0.56	1.59	002009	天奇股份	平安证券	强烈推荐	12-27	62.70	46.25	35.57	0.47	1.29
600517	置信电气	招商证券	强烈推荐	1-2	84.00	56.94	47.52	0.83	1.68	200429	粤高速B	广发证券	买入	1-3	9.00	6.68	34.73	0.43	0.45
600030	中信证券	国都证券	强烈推荐	12-30	137.00	94.04	45.68	3.22	4.56	600138	中青旅	安信证券	买入	12-11	47.15	35.06	34.48	0.53	0.79
600030	中信证券	UBS	Buy	1-8	134.00	94.04	42.49	3.22	4.58	601919	中国远洋	KGI	Outperform	12-28	63.04	47.08	33.90	1.87	2.47
600150	中国船舶	光大证券	买入	1-8	405.00	285.85	41.68	5.00	10.00	600016	民生银行	国金证券	买入	1-2	20.64	15.47	33.42	0.45	0.73
600031	三一重工	中银国际	优于大市	12-24	79.80	56.55	41.11	1.71	2.27	000839	中信国安	安信证券	买入	1-5	56.00	42.00	33.33	0.58	1.18
002152	广电运通	中信建投	买入	12-24	150.00	106.50	40.85	1.40	2.40	600019	宝钢股份	安信证券	买入	12-27	25.00	18.87	32.49	0.85	1.00
601111	中国国航	中信证券	买入	1-6	40.00	28.46	40.55	0.33	0.55	000157	中联重科	中银国际	优于大市	12-24	76.35	57.89	31.89	1.49	2.18

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直接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反映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,同时也要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出售后市场的反应情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预期水平的指标,将对您的投资提供新的依据。