

Reports

更多精彩内容请见中国证券网股票频道 <http://www.cnstock.com/stock/>

扭曲的价格体系中的投资机会

——涨价概念后的“幸运”组合和“霉运”组合推荐

●人民币加速升值与通货膨胀是2008年较为明确的趋势,但过度的升值与通胀将对社会造成损害,相信国家将出台系列调控措施,以期将负面影响最小化。而扭曲的价格体系将导致人民币过度升值,因此,扭曲的价格体系的修正是国家在人民币升值过程中需要解决的问题。

●在扭曲的价格体系修正中,我国首先采用的是行政手段(如节能减排等),这将社会成本变成了优势企业的超额利润,为优势企业“幸运”一族创造了一个特权下的黄金发展期。请大家关注的“幸运”组合为:兴发集团、冀东水泥、华新水泥、海螺水泥、赛马实业。

●迫于通胀压力,国家采取了价格干预政策,部分行业成为受害者“倒霉”一族。但我们坚信修正价格体系的大趋势不会变,升值压力下即便面对适度通胀,相信我们国家炼油、电力的价格改革态度也是坚决的。我们等待的更多是改革时机(通胀压力的缓和)。请大家关注的“霉运”组合为:中国石化、长江电力、国投电力、国电电力、华电国际、上海电力。

联合证券研究所策略小组

一、2008年宏观经济形势与政府应对之策

升值与通胀是2008年宏观经济互相影响的两条主线。过度的升值与通胀都将给社会、经济造成损害,为此我国政府将实施一系列调控措施,以期将负面影响控制在最小的范围内。我们意图发掘在政府出招过程中凸显的投资机会——扭曲的价格体系将导致人民币过度升值,价格体系的修正是人民币升值过程中国家要做的事情之一。

1、扭曲的价格体系将导致人民币过度升值

自价格双轨制以来,我国的价格体系就存在着扭曲现象。这种扭曲主要来源于对环境成本的漠视、价格的行政干预与国有企业的非市场化行为。

环境成本的漠视与水、电价格的行政干预使得以货币表现的产品价格偏低,资源消耗与环境污染将导致大量的外部成本,而我国外部成本的内部化措施非常不充分。因此,我国价格体系中没有包括环境、资源成本,甚至通过行政手段方式压低资源品、高污染产品价格。大量资源浪费、环境破坏的社会成本转换成企业的竞争优势与利润。一方面造成我国经济发展的不可持续,另一方面又取得自伤式的出口优势,进而推动人民币升值。尽管难以量化,但结合发达国家的内部化措施来看,人民币适度升值绝不可能抵消国人不惜破坏未来的“价格”优势。而按照购买力平价理论这将构成人民币升值的压力,扭曲的价格体系将导致人民币过度升值(见图一)。

2、价格体系的修正值得期待

如果我们把实际汇率上升理解为名义汇率上升+相对物价上涨,那么升值与通胀则变成了一个事物的两个方面。即升值可以缓解通胀,通胀也可以缓解升值。因此,我们应当看到在升值大背景下,政府将会提高对通胀的忍耐力,坚定修正扭曲价格体系的决心。

我们也认为修正价格体系是经济结构调整的必要条件,是其前奏。而经济结构调整的诉求反复出现在各级政府的施政纲领中,这更坚定了我们对价格体系将得到修正的判断。因此,扭曲价格体系的修正值得期待。

二、部分企业迎来特权性成长的黄金期

1、部分企业迎来特权性成长的机会,成为调控的幸运者

近期来看,经济结构的调整还体现为行政手段(节能减排、关闭小产能等)占据主导地位。这主要体现为供给的突然缩小、产品价格飙升,由此优势企业获得了消耗能源与环境资源的特权,社会成本转化为优势企业的超额利润。短期内这的确能够缓解贸易顺差与环境破坏问题,也能够一定程度上修正价格体系的扭曲问题,只不过社会成本赚取的收益落入优势企业手中,而不是社会公众手中。也就是说,在行政调控阶段,某些企业将迎来发展的黄金期,如化工行业(见图二)。

长期来看,此类调控的大背景是政府对于可持续发展战略的追求。其本质解决手段是要对于外部化成本和收益的内部化,统一经济利益相关人与环境利益相关人之间的利益诉求。

利用内部化手段将企业侵占的资源、环境等等需要全社会来承担的成本附加给相应企业。比如资源税、生态补偿税、可持续发展基金等,也就是扭曲价格体系的修正。此时,在沉重的内部化负担面前,微利、低端企业将被淘汰,但产品附加值高、环境保护能力强、资源使用效率高的企业将脱颖而出,进一步提高市场占有率。因此,在节能减排调控涉及的行业中,那些能够抓住黄金期做大做强的企业,将赢得可持续发展能力,投资机遇就蕴含在这些优势企业中。

2、“幸运”组合

我们推荐的“幸运”组合是:兴发集团、冀东水泥、华新水泥、海螺水泥、赛马实业。

三、调控受损行业未来拥有爆发式增长机会

1、电力、炼油行业产品价格被压低,波动趋势与PPI相反

行政干预是我国价格体系扭曲的另一原因,尤其是水、电、油、运等基础行业还在实施一定程度上的行政定价。一方面,政府为了关注民生问题刻意压低相关产品的价格,甚至提供一定的补贴。另一方面政府也将这些行业的价格调整作

为平抑价格波动、对抗通货膨胀的工具。从而使这些行业在价格被压低的同时,呈现出反周期波动的特征(见图三、四)。

2、电力、炼油行业继续成为本轮行政调控的“牺牲品”

在通货膨胀的大背景下,这些行业再次被限制提价,成为宏观调控的“倒霉”者(见表一)。但是我们坚信扭曲价格体系修正的大趋势是不会改变的。

3、价格改革一旦启动,电力、炼油行业将迎来快速增长的机会

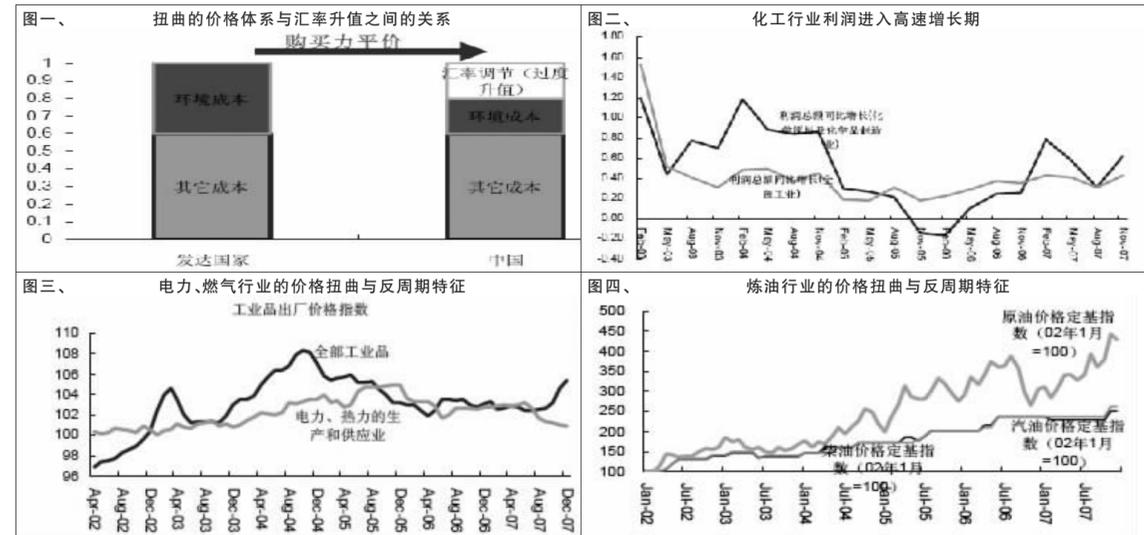
升值压力下,即便面对适度通胀,相信我们国家炼油、电力的价格改革态度也是坚决的。我们等待的更多是CPI缓和的改革时机,在PE高估、业绩透支严重的A股市场,我们应当具备这样的远见与耐心(见表二)。

4、“霉运”组合

我们推荐的“霉运”组合是:长江电力、国投电力、国电电力、华电国际、上海电力、中国石化。

近期不得涨价的商品	实行提价申报与备案的产品(生产企业申报,批发零售企业备案)
成品油	成品粮(面粉、大米、糯米)、挂面、方便面
天然气	食用植物油
电力	猪肉、牛羊肉及其制品
供气、供水、供暖、城市公交	鸡蛋
学校的学费、住宿费收费	牛奶
保持医疗服务价格稳定	液化石油气
尿素、磷肥等化肥价格涨价需政府批准	其它重要商品及服务(地方政府决定)

所属行业	不同涨价幅度下的利润增幅(%)				
	1%	2%	3%	4%	5%
原油加工及石油制品制造	146.95	293.90	440.85	587.80	734.75
电力、热力的生产和供应业	13.77	27.53	41.30	55.06	68.83



券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:1月21日至2月21日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	2月20日收盘价	目标涨幅(%)	报告EPS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	2月20日收盘价	目标涨幅(%)	报告EPS预期	
								2007	2008									2007	2008
600150	中国船舶	中信建投	买入	1-31	450.00	207.48	116.89	5.92	9.12	600028	中国石化	东方证券	买入	2-18	30.00	18.73	60.17	0.68	0.90
000537	广宇发展	中投证券	强烈推荐	2-5	25.60	12.48	105.13	0.11	0.79	600595	中孚实业	西南证券	强烈推荐	1-25	44.00	27.66	59.07	0.95	1.44
601628	中国人寿	中投证券	强烈推荐	1-30	83.30	40.89	103.72	1.38	1.24	000060	中金岭南	西南证券	强烈推荐	1-30	64.00	40.27	58.93	1.65	1.87
000002	万科A	兴业证券	强烈推荐	2-19	50.80	26.20	93.89	0.71	1.27	002052	同洲电子	中投证券	强烈推荐	1-31	30.10	19.02	58.26	0.46	0.86
601628	中国人寿	国泰君安	增持	1-30	79.00	40.89	93.20	1.02	1.63	600535	天士力	招商证券	强烈推荐	2-4	35.00	22.19	57.73	0.35	0.53
600030	中信证券	太平洋证券	买入	2-18	130.26	68.22	90.94	3.59	5.01	600153	建发股份	银河证券	推荐	1-28	45.00	28.59	57.40	1.10	1.55
600230	沧州大化	银河证券	推荐	2-16	59.33	31.33	89.37	0.32	1.40	601166	兴业银行	高华证券	中性	1-22	67.99	43.79	55.26	1.44	2.15
601318	中国平安	兴业证券	推荐	1-21	134.00	74.44	80.01	2.11	2.63	000932	华菱管线	中信证券	买入	1-29	20.00	12.90	55.04	0.72	1.00
600589	广东榕泰	海通证券	买入	2-14	24.00	14.11	70.09	0.45	0.90	600016	民生银行	国金证券	买入	1-23	20.64	13.33	54.84	0.45	0.73
601166	兴业银行	国金证券	买入	1-21	74.32	43.79	69.72	1.75	2.48	000002	万科A	中投证券	强烈推荐	2-19	40.50	26.20	54.58	0.74	1.24
600362	江西铜业	中投证券	强烈推荐	1-29	82.50	48.69	69.44	1.65	2.35	000042	深长城	东方证券	买入	1-29	40.00	26.09	53.32	0.79	1.84
000012	南玻A	中投证券	强烈推荐	1-24	35.18	20.88	68.49	0.47	0.90	600596	新安股份	中投证券	强烈推荐	1-23	120.00	78.90	52.09	1.80	2.44
000831	关铝股份	中银国际	优于大市	1-23	54.50	32.85	65.91	0.98	1.55	600830	大红鹰	中信建投	买入	2-19	40.00	26.47	51.11	0.22	0.77
601166	兴业银行	安信证券	买入	1-24	72.42	43.79	65.38	1.57	2.25	600111	包钢稀土	民生证券	强烈推荐	2-13	70.00	46.34	51.06	0.78	1.45
002106	莱宝高科	国金证券	买入	2-14	60.93	36.85	65.35	0.90	1.34	601601	中国太保	民族证券	买入	1-25	55.00	36.72	49.78	0.91	1.23
002123	荣信股份	兴业证券	强烈推荐	2-3	135.00	82.33	63.97	1.28	1.96	600069	银鸽投资	国都证券	强烈推荐	1-31	26.75	17.88	49.61	0.48	0.79
000042	深长城	国泰君安	增持	2-18	42.43	26.09	62.63	0.78	1.38	600028	中国石化	招商证券	强烈推荐	2-18	28.00	18.73	49.49	0.68	0.92
601166	兴业银行	招商证券	强烈推荐	1-22	71.10	43.79	62.37	1.72	2.54	600115	东方航空	兴业证券	推荐	1-21	24.00	16.12	48.88	0.14	0.20
601328	交通银行	海通证券	买入	1-23	20.00	12.41	61.16	0.42	0.63	600067	冠城大通	中银国际	优于大市	2-1	31.00	20.94	48.04	0.43	1.32

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代表了研

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,同时也需要注意区分研

究员的研究水平、注意卖方机构观点出其后市场的反映情况等。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测水平的指

标,将对您的投资提供新的依据。
(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

信息速递

央行昨日发行1020亿元央票

中国人民银行20日发布公告称,2008年2月21日中国人民银行将发行2008年第二十二期、第二十一期中央银行票据。

齐鲁证券:

第二十二期中央银行票据期限3年,为固定利率附息债券,按年付息,最高发行量780亿元;第二十一期中央银行票据期限3个月(91天),最高发行量240亿元。央票发行作为正常的公开市场操作,其目的是保持基础货币平稳增长和货币市场利率基本稳定,但是不可否认其对市场资金面的影响。

人民币“快马加鞭”30天升值超2%

本周人民币汇率中间价一举创下7.1574,创下2008年30个交易日中的第16次新高。

国联证券:

按照周三中间价计算,人民币自汇改以来的累计升值已经达到13.13%,2008年以来的升值也首次超过了2%。对比去年全年6.9%的升值,仅仅30个交易日就有2%的升值速度可以称得上“快马加鞭”。人民币升值对中国经济的影响是异常复杂和多方面的,我们只能简单的从几个方面分析。首先,人民币升值对于抑制国内通货膨胀来说应该是有利的,但是由于全世界目前都面临着通胀风险,反而这种作用被弱化了。其次,人民币快速升值一方面推动了国际资本和“热钱”的大量流入,加重了国内的流动性泛滥和通货膨胀,但同时还将对沿海一些以出口贸易为主的企业带来极大的生存压力。最后,人民币快速升值对于大量人民币资产如股票、房产和金融等行业来说,其实是一个价值不断重估的过程。从整个国家的经济来说快速升值未必是一件好事情,但是对于目前资金偏紧的股市来说未必是坏事情。不过当国家经济都不好的时候,又哪来欣欣向荣的牛市呢?

我国将积极推进多项税制改革

据国家税务总局日前下发的《2008年全国税收工作要点》透露,我国将积极稳妥地推进包括个人所得税制改革、增值税改革等多项税制政策调整,逐步建立有利于科学发展和公平分配的税收制度。

海通证券:

根据《要点》,我国将继续在东北地区和中部地区部分城市进行增值税转型改革试点,研究制定在全国实施的方案,并合理调整增值税起征点。另外,还将根据国家的产业政策,研究调整消费税的征税范围和税率。我国今后需要调整和完善的诸多税收政策,例如完善农产品加工税收政策,支持农产品加工业发展;研究制定有利于节约能源资源和保护生态环境的税收政策;完善出口退税和加工贸易税收政策,推出扩大服务贸易出口的税收政策等。

申银万国:

在进一步完善市场经济制度背景下,完善税收制度是重要的一环。同时由于今年外部环境面临的变数增加,国内通货膨胀压力较大,在不宜通过放松货币的同时,减税也可以达到扩大内需、稳定经济运行的效果。

今年减税的重点主要集中在企业所得税和个人所得税两个方面:(1)企业所得税。由于1月1日开始实施的新的企业所得税法将内资企业所得税率从33%降低到25%,将使企业净利润增加6-9个百分点,这将在一定程度上抵消需求减速和成本上升对企业净利润的冲击。(2)个人所得税。从3月1日起,个人所得税起征点将从1600元提高到2000元,将使居民可支配收入增加250-300亿元,这也将成为促进居民消费的一个重要因素。

美国1月份CPI环比上涨了0.4

美国CPI环比上涨了0.4,与上月基本持平。扣除能源和食品后美国核心CPI同比上涨0.3,比上月上升了0.1个百分点。

光大证券:

CPI环比上涨0.4主要由于以下三个因素的影响:第一,美元持续贬值提高了进口美国商品的价格;第二,美联储连续降息和布什政府在1月份提出退税以刺激美国经济的政策,提高了美国市场的流动性;第三,美国一季度的失业率较低,提高了美国居民的消费能力,美国1月份的消费零售数据也出现大幅反弹,远远超出市场预期。美国核心CPI的上涨对美国通胀带来压力,同时美国公布新开工住房数也在环比连续两个月下跌情况下出现正的环比增长,我们认为美联储近期降息概率较小。

行业评析

苗木、竹林和新造林受冰雪灾严重

受极端天气影响,中国遭受雨雪冰冻灾害的森林面积为2.97亿亩。

中原证券:

此次暴风雪中,苗木、竹林和新造林受灾严重,苗木被冻死情况十分普遍。此次灾害中,一方面大面积的经济林被冻死,严重影响今后几年经济林产品的供应,另一方面,由于森林资源受到巨大破坏,以木材、竹类等为原料的林产加工业的原料供应将大大减少,使原本十分紧张的木材供求矛盾更加突出。

我们认为,从长期来看,由于俄罗斯将提高木材出口关税,再加上国内林业在本轮风雪中的损失,竹、木市场价格在今后几年将继续走高,从而影响下游制浆造纸等行业的成本。从短期来看,由于有较多的倒木、倒竹陆续上市,市场价格有望保持稳定状况。