



穿越迷雾 重归理性

东方证券 2008 年下半年投资策略

重卡行业：“提前购买说”不成立

◎本报记者 郑初一

在整体销量增速下滑、原材料涨价造成毛利率率下滑的背景下，汽车行业还有没有投资机会呢？东方证券的答案是肯定的。东方证券认为，重卡行业依然存在投资机会。

今年1至4月份，重卡产品延续了2007年火爆的销售局面，依旧维持较高的销量增速。市场认为，下半年机动车排放标准的升级造成了重卡用户的提前购买行为，因此预期，今年下半年和明年，重卡行业普遍会出现同比销量的下滑。不过，东方证券并不认同这种观点。

东方证券调查发现，由于存在较高的固定费用，如果没有运输生意，重卡用户提前两个月购买并不划算。通过对今年前5个月重卡产品销售数据的观察，销量波动的特点和往年一样，同样也不支持提前购买的说法。

东方证券分析认为，上半年重卡市场高度景气的主要驱动因素是旺盛的实际需求，并没有透支下半年的购买力。但是根据历史经验，7月1日开始实施的国III排放标准将使重卡客户观望从而推迟购买计划，同时，7、8月份历来是重卡的销售淡季，今年第3季度销量环比将出现下滑，不过受海外市场的提振，下滑幅度不会特别大。到第4季度，随着不确定因素的消除和运输旺季的来临，重卡销量同比将恢复增长。

展望2009年，重卡产品的细分市场景气程度将出现分化，半挂牵引车、矿产品采掘和矿产品中短途运输用自卸车仍将保持较高销量增速，此外，海外市场销量仍将高速增长。

在重卡板块中，东方证券看好潍柴动力和中国重汽。看好潍柴动力的依据是，其发动机、重型变速箱业务的销售毛利非常高，产品成本上升对这两块业务盈利增速的影响相对较小；因为陕西重汽、福田汽车重卡产品在半挂牵引车细分市场的出色表现，以及发动机产品在挖掘机市场上极有可能取得的突破，该公司发动机产品的销量增速将超越重卡行业的销量增速。看好中国重汽的依据是，其自卸车产品在矿产品采掘和矿产品中短途运输细分市场中的领先优势，以及出口销量的大幅度增长，使得该公司的销量增速有望超越重卡行业销量增速；在半挂牵引车细分市场上有可能取得的突破，也将给该公司带来额外的增量。

金融衍生品：可转债收益和风险不成正比

◎本报记者 应尤佳

在策略报告会上，金融衍生品分析师孟卓群在做题为“解密转债价格，挖掘转债价值”的报告时指出，对比目前股票回调的情况，可转债的下调空间已经非常有限，未来的下跌风险已相当有限。因此从长期投资来看，可转债市场投资的收益和风险已经不成正比。

今年上半年可转债的隐含波动率大幅回落，这使得可转债在股票下跌的情况下同一同下跌。因此，今年上半年可转债的下跌可以归结为两点，其中一点是因为股票下跌，而另一点就在于可转债的估值水平在不断走低。

在经过大幅回落之后，当前的可转债市场呈现出的又是怎样的格局呢？孟卓群表示，今年6月以来，股指在3300点上下呈现下行区间，但是此时可转债市场表现却与股票市场走势明显不同，跌幅较股票市场低了很多。这说明在经过一轮回调之后，可转债的估值已经呈现出一定的吸引力，可转债对风险的保护作用已经可以体现出来。如今，经过大跌，可转债的股性正在减弱，而债性正在增强。

因此，孟卓群得出结论，从横向比较而言，可转债的估值水平并不高。而另一方面，从纵向比较而言，可转债的股性水平也同样不高。纵观2004年以来的转债估值情况，可以发现，目前可转债的估值水平已经和2006年估值水平非常相近了，和牛市起步时相当。

那么，现在投资可转债究竟还需要承受多大的风险呢？孟卓群认为，哪怕股市再有回调，可转债的下跌风险已经很小了，很多可转债已接近估值的底线。从长期投资来看，转债未来的收益已经和风险不成比例了。

◎本报记者集体采写

半年来市场下跌的趋势蒙蔽了投资者的信心，但A股的基本面依然健康。现在需要从记忆中抹去6124点！”在6月23日举行的2008年下半年投资策略报告会上，东方证券提出“穿越迷雾，重归理性”这一投资主题，建议投资者重新以理性的视角和心态审视A股的投资价值，既不要盲目乐观，也不要盲目悲观。

半年来，市场遭遇了众多的问题和忧虑，包括高通胀、出口放缓、次贷危机的延续、油价高企、雪灾、地震等种种负面因素，东方证券认为，在趋势的重压下市场难免短期低迷，对宏观不确定性有过的担忧，而忧虑和不确定性正是市场的常态。美国市场在1981-1999年同样饱受各种忧虑困扰，然而却走过了20年大

牛市，在冲破阻力和走出困境的过程中，才是真正强有力经济体的最好证明。

目前市场普遍忧虑输入性通胀会不会影响2008-2009年上市公司盈利增长这一焦点，对此，东方证券提出，二季度物价已经出现回落的态势，同时大宗原材料供给虽然紧张，但还不至于出现供给短缺，中国充足的外汇储备也足以负担原材料价格的上涨。此外，企业通过提高劳动生产力、价格传导等机制在一定程度上减轻了成本压力，而且，中国已迈出了对油价电价的改革的步伐，上调成品油价格后，2008年企业盈利增速将提升至33%。

此外，随着股改“红利”的消失，东方证券认为，2008年之后企业盈利增速将回归经济增长的本来规律，建议投资者应该从前一阶段的过度乐观中降低预期，但这并不是恐慌的时刻。

事实上，企业盈利维持20-30%是一个非常了不起的数据，”东方证券策略资深分析师张杨表示，用传统的四因素模型来再次评估A股的投资价值，将通胀视为牛市终结的原因是短视的，通过国际比较，A股在全球市场的吸引力不减，同时，目前市场流动性仍然充裕，股市资金的供求将取决了投资者的信心。

东方证券研究所副所长、策略研究主管邓宏光表示，目前趋势的重压下市场难免短期低迷，对宏观不确定性有过的担忧，下半年A股将逐步恢复信心，重归理性。2008年A股市场应该享有合理的动态市盈率为25倍，对应上证综合指数点位为4200点。

而就下半年A股市场的投资策略，邓宏光提出以下投资逻辑：

首先，适当提升组合β值，增加组合中高

β值资产的权重。选择对市场趋势反映敏感，同时盈利预期有望随市场转暖上调的行业。如金融行业中的保险、券商等行业。

其次，选择纠正原先错误行业预判的资产定价。由于对经济的过度悲观预期，导致盈利预期非理性下调的行业，如钢铁、银行、地产等行业，以及在价格体制改革预期下，行业盈利预测有望上调的行业，如石化行业。

第三，市场转暖之际，内需和成长的投资主题不变。内需和成长主题下的行业和上市公司应该受到投资者重点关注，但要考虑估值水平的高低，建议标配连锁医药和食品饮料行业。

最后，建议投资者关注主题投资带来的机会，如上海国资委重组和世博会召开带来投资机会的上海本地股。



应尤佳 摄

不确定虽存 高增长可期

◎本报记者集体采写

目前中国经济增长面临的不确定性主要表现在通胀压力、外需放缓以及房地产投资可能出现的回落几个方面。我们认为，中国政府和中国经济能够较好地应对这些不确定性。

PPI传导还左右不了CPI走势

从通胀走势看，5月份CPI已经明显回落，由于2007年5月份开始，CPI环比增速快速走高，因此在没有新涨价因素的情形下，CPI未来几个月应该呈回落趋势。不过，由于上周政府上调了成品油和电力的价格，这意味着短期内CPI仍将维持在高位。不过，我们认为市场应该更加关注此次油价格调整反映出的一些信息，那就是政府敢于在目前通胀压力依然很大的情形下上调油、电价格，一方面表明政府对控制未来的通胀走势有信心，另一方面也表明政府对通货膨胀的承受度要比市场预期的高。目前市场对通胀的担心还来源于PPI在继续走高，它是否会传导到CPI，使CPI再次走高。我们认为，PPI的上涨会有一部分传导到CPI，但幅度有限，因为有两个因素会限制PPI向CPI的传导。一是技术进步带来的效率提高会消化部分原材料成本上升的压力，二是现阶段经济增长的特征就是资本的积累，它决定了大宗原材料价格上涨的影响更多会在投资领域内循环，因此，PPI向CPI的小部分的传导目前还左右不了CPI的走势。

就外需而言，今年上半年无论是美国经济增长还是中国的出口增长都好于市场年初的预期。由于美国房地产市场下半年有望调整到位，而美国政府的退税政策将在二季度以后发挥作用。因此，下半年中国对美国的出口环境不会比上半年更差。

对于房地产投资可能出现的增速回落，我们认为，一方面，政府不会坐视房地产投资出现大幅回落。一旦房地产投资大幅回落的势头显现，政府一定会采取适当的措施。退一步讲，即使房地产投资增速出现回落，政府有能力使固定资产投资增长维持在高位水平。一方面，中国政府目前财政状况良好，而另一方面中国经济增长的薄弱环节需要投资。一旦投资真出现明显回落，政府有足够的项目和领域供扩张的财政政策发挥作用。

企业盈利仍会保持较高水平

由于政府和经济自身能够很好应对经济增长面临的不确定性，因此，我们对未来的经济增长持乐观态度。我们预期，今年二季度GDP增速或低于一季度，但下半年增速会好于二季度，全年增速将在10.6%左右。而在未来两年，中国经济增速仍将可能维持在10%左右。因为我们一直认为，中国目前处于工业化进程的成熟阶段。该阶段是经济体最能实现持续高增长的阶段。中国在完成该发展阶段之前，经济体内生增长动力都会很强，经济增长也会维持在高位水平。我们还坚持的另外一个观点是，中国本轮的经济增长周期应该与日本上世纪60年代所处的增长阶段相同，它们可持续高增长的动力都来源于工业重型化。与当时的日本相比可以发现，我们的投资增长仍然有大的空间，日本经济高速增长结束时所表现出的一些特征尚未在中国出现，因此中国经济的高增长期仍未结束。

在经济高速增长可以持续的情形下，未来企业盈利增速虽然会比2007年下降，但仍然会保持在相对高的水平。这可以从下面宏观和微观两个不同视角的分析中进一步得到证明。

从宏观的角度看，2008年企业盈利的增

长速度将超过名义GDP的增长速度。根据收入法GDP的定义，它等于劳动者收入、国家税收（含规费）、企业的利润和折旧三者的总和。尽管2008年中国经济的实际增长速度将出现下降，但名义GDP的增速则会高于2007年。如今年一季度，中国GDP的名义增速近20%，比去年同期高出近4个百分点。这也意味着从名义的角度看，可供分配的收入其增长速度仍然在提高，这样决定企业增长速度的就是它在GDP分配中所占比例的变化。由于企业所得税税率的变化，今年政府税收占GDP的比重会下降。在过去的两年中，企业利润、政府税收及职工工资的增长都超过了名义GDP的增速，它意味着我们考虑的这一部分GDP的名义增速是快于总体的GDP增速的。

从微观的角度看，市场之所以担心企业盈利增长，主要是担心企业如何消化原材料价格大幅上涨及毛利率下降的影响。我们认为，企业化解压力的途径有两个。一是劳动生产率的提高。在重工业化时期，劳动生产率的提高速度是很快的，如日本在1961-1970年，制造业劳动生产率增长幅度达257.3%，年均提高9.9%。很好地应对了工资上涨的压力。我们认为，处于相同发展阶段的中国经济目前劳动生产率提高的速度不应该比当时的日本差。实际上，中国企业毛利率的下降从2001年就开始了，但近几年企业盈利能高速增长原因也在于此；二是价格的传导。如对外贸易中，虽然近年来中国进口商品的价格指数在上升，但出口价格指数也在上升。在上下游产业中，虽然下游原材料价格快速上涨，但制造业产品的出厂价格也在上升。我们始终认为，与中国经济的高增长相比，中国的固定资本存量不足，决定企业盈利增长的是需求因素而不是成本因素。扣除炼油行业，今年工业企业总体的盈利增长速度能够达到30%。

台业内人士：目前A股市场正为未来几年筑底

◎本报记者 杨晶

基于大陆改革开放以来30年的财富积累，A股市场的上涨将不会在短暂的2年内结束。一旦近期股市筑底成功，2500点-3000点的区间段将是未来几年A股市场的谷底，目前投资者已不宜再杀跌。台湾礼正证券投资顾问公司总经理毛仁杰在东方证券2008年下半年投资策略报告会上认为，当大陆多数业内人士都普遍盯住令人担忧的宏观基本面时，毛仁杰将大陆股市与美国、日本股市、其他三个“金砖四国”的股市上涨历史比较后认为，拥有13.06亿人口的大陆不会在2006年至今的2年里结束这30年来的累积财富表现。具有2.95亿人口的美国在1987年至2000年里，股市涨幅达7倍；具有1.27亿人口的日本在1983年至

1989年里，股市涨幅达5倍。而巴西、印度、俄罗斯三国在2002、2003年至2007年里，累计升幅依次为6倍、5倍、6倍。而从2006年至2007年，大陆股市的涨幅仅2倍，相比上述多国都还有上升的空间。会上一个生动比喻的引用，毛仁杰将自己对大陆经济的增长信心表露无遗。大陆产业结构的广度和深度、国人的刻苦耐劳和企业图心决定了大陆经济的弹性程度。经济高速增长的趋势是大陆经济增长的引擎，人民币升值趋势、广大的民间储蓄及财富累积效应是促进大陆经济增长的两大燃料，大陆资本市场在世界地位的成长空间是大陆经济增长“火箭”升空的高度，追求财富的人类本性是这艘“火箭”升空的时间。

对于“引爆”A股市场资金的容量，毛仁杰也讲述了独特的观点。大陆人士的理财意识已经觉醒，其中资金入市只待信心的恢复。外资对A股市场的介入也有巨大的成长空间。据数据显示，截至今年5月底，投资台湾股市的QFII累积金额达1400亿美元，而A股市场的QFII累积金额仅106亿美元，毛仁杰认为，如果简单以台湾为例，外资参与A股市场的额度还有至少10倍的增长空间。

毛仁杰在会上反复提及，“一旦近期股市筑底成功，2500点-3000点的区间段将是未来几年A股市场的谷底，目前投资者已不宜再杀跌。”在选股的策略上，他认为投资者应选择内需产业，而避免出口产业。他认为金融、地产、保险等与内需密切相关的产业的表现，将优于制造业。比如作为具有成为国际金融中心潜力的上海，其地产价格将继续向上挺进。

计算机软硬件行业：让信息化为工业化加速

◎本报记者 应尤佳

本土优秀企业容易在这里脱颖而出。”东方证券计算机软硬件行业分析师童胜说。

这里”指的是行业信息化产业。对于很多投资者，这也许是一个陌生的产业，但是说到这个产业内的上市公司，大家就耳熟能详了。青岛软控、用友软件、宝信软件、南天信息等上市公司都是这一领域内的佼佼者。

童胜昨日做了题为“让信息化为工业化加速”的投资策略报告，他在报告中指出了投资行业信息化产业的理由。他表示，目前行业信息化是IT行业的生命力所在，能使IT公司得到超常规的发展，而投资行业信息化产业的理由更是非常明确：“本土优秀企业容易在这里脱颖而出，这是一个有很强客户粘性的行业。”

童胜详细介绍了行业信息化，所谓信息化是指培养、发展以计算机为主的智能化工具为代表的新生产力。行业信息化是基于解决客户不同需求的生产力。行业信息化是一个没有终点的过程，随着IT技术、产品、行业管理理念等的推进，其内容不断更新。

童胜认为行业信息化有几大优势，首先是国家政策大力扶持，“十一五”期间，国家提出了信息化带动工业化，而且对于软件产业发展有重要的扶植政策。

其次是客观需求比较大，他认为在各产业升级过程中，信息化是必由之路，各行业的IT需求终究会爆发出来。

还有一个更重要的原因：由于行业信息化的特点就是本地化，从事行业信息化的企业必须对目标企业的实体运营具有深刻的理解，事实上，行业信息化主要由本土企业完成，这使得本土优秀企业更容易脱颖而出。

“行业应用软件、专业服务具有很强的客户粘性。童胜说。由于客户要求的差异化、多样性、细分化特点，客户一般不轻易更换供应商，系统升级也往往选择已有供应商，这使得具有先决优势的龙头企业具有更大的竞争优势，有利于国内产业龙头突出竞争力。

高速公路行业：走出冰雪重压的寒冬

◎本报记者 郑初一

今年2月起，公路运输总量指标重拾较高的同比增速。经历了一季度雪灾的影响，高速公路上市公司受灾区域内主要路产的车流也在4月份逐步得到恢复。高速公路行业无疑已走出冰雪重压的寒冬。

东方证券指出，高速公路板块目前的市盈率和市场净率既处于A股市场整体水平的低点，也处于行业历史水平的低点，具有明显的投资价值。因此，给予高速公路行业“看好”的评级。

市场对于高速公路行业的不同认同，主要出于以下几个方面的考虑：高速公路收费期限约定、收费定价权的缺失、政策的干扰和增长的限制性。不过，东方证券认为，在这些方面市场的认识存在一定的误区。例如在高速公路行业的增长是否有限这个问题上，实际情况是，从目前的主干道车流来看，绝大多数道路现在车流量饱和和还有很大的空间；在高速公路行业增长最关键的因素还是车流，而非非车道的限制，公司可以利用扩建或者再造平行路来维持增长；此外，通路条件的改善以及科技的运用，在一定程度上也可以增加饱和和车流量。

东方证券指出，高速公路行业目前的风险主要来自高铁的发展、上市公司自身治理结构、公司扩张后的财务压力以及油荒带来的影响。其中，高铁项目陆续开工，会对中长途旅客形成一定的分流，但总体而言运营客车流量在高速公路车流中的比重并不大，也不是高速公路通行费的主要来源。

东方证券建议，重点关注区域性路网构架带来的具有爆发增长可能的公司，关注具有良好的地理和经济环境、自身业绩稳定持续增长的公司，适当关注具有资产注入的题材；注意加息对负债比重较高上市公司影响，注意治理结构引发的公司非经济性决定，注意铁路发展对行业的影响，对即将进入大修并有较大影响的公司保持谨慎。