



# 经济增长减速 市场重拾强势需四大条件

6月24日、25日安信证券在上海召开“而今迈步从头越”A股投资策略会,会议由安信证券主办,上海证券报、中国证券网协办。本报从中摘选了安信证券首席经济学家高善文博士所作的宏观策略以及部分涉及面较广的行业投资策略,以飨读者。

安信证券首席经济学家高善文博士就中国宏观经济情况和资本市场情况进行了深入分析与展望,他认为:

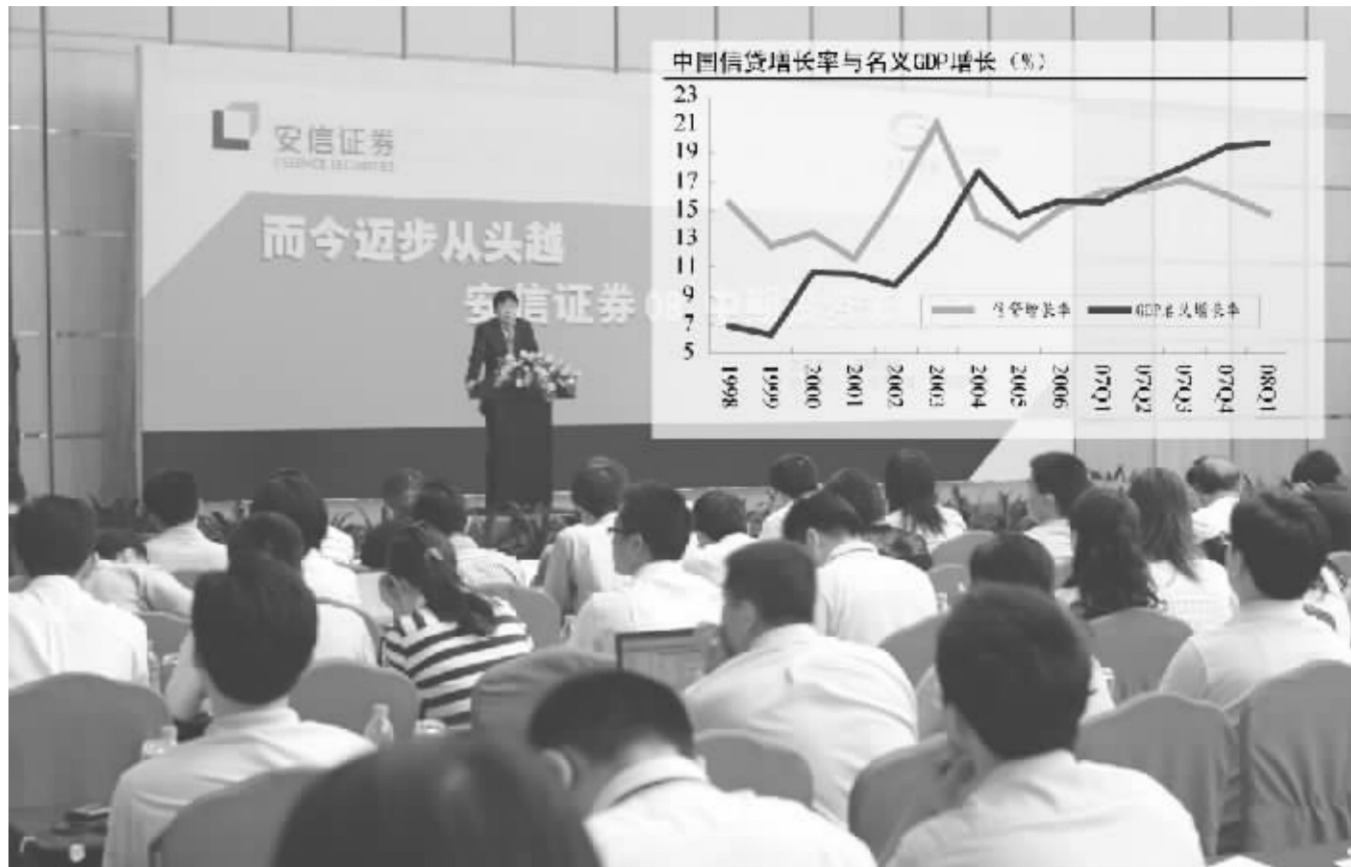
从实体经济角度看,由于进口原油和铁矿石价格的巨大上涨带来的压力,经济的增长受到抑制;汇率升值对出口部门的累积效应逐步显现,房地产市场调整压力在进一步发展和暴露,再加上持续紧缩政策的影响,经济增长减速的势头逐步确立,并可能表现出V型走势;一般消费物价指数所衡量的通货膨胀最严重的时期可能已经过去,但由于大宗商品价格的上涨、粮食市场持续存在的压力,以及价格管制逐步放松的影响,

比较明显的通货膨胀压力可能还会持续一段时间;从宏观调控的角度看问题,经济增长率需要适当减速,以降低劳动力市场和大宗商品市场的紧张,并从根本上消除持续的通货膨胀压力,从而稳定经济,以此来寻求紧缩性的货币政策还会持续一段时间,经济减速的过程仍然存在许多不确定性。

从资本市场看,经过前期的大幅度下跌,市场的估值水平可能已经回到合理区间;市场下一步的趋势仍然取决于资金面和盈利面的变化情况;从资金面来看,由于比较高的通胀压力的存在,以及持续紧缩措施的影响和贸易顺差的大幅度

回落,流动性偏紧的局面可能仍然会维持一段时间;从盈利面来看,企业成本压力的上升和经济减速的前景造成了企业盈利增速的下滑,这一过程对银行资产质量的影响仍然很不清楚;以此来看市场的弱势短期内还难以扭转。

市场重新转入强势需要满足一些条件,这也许包括通货膨胀压力的下降和名义经济增速的显著回落,货币信贷增长率的反转以及信贷市场上利率的持续下降;经济增速稳定下来以及这一过程带来的不确定性大体消除;银行的资产负债表在经济调整过程中基本健康等内容;此外市场的转强可能还需要一些催化剂。



安信证券首席经济学家高善文在策略报告会上表示,市场重新转入强势需要满足一些条件,比如货币信贷增长率的反转等 郭晨凯制图

## 银行业 潮水退去看信用成本

安信证券银行业策略投资报告认为,经济下降周期,企业偿债能力减弱,银行面临较大的信用成本上升压力,行业研究焦点转向资产质量和信用成本。

在极端悲观的敏感度分析下,上市银行平均150%的拨备覆盖率并不能很好地抵抗巨大的经济滑坡。而我们之所以没有采取这样极端的盈利假设,主要基于以下考虑:判断企业盈利走弱但不至崩溃;上市银行主要针对整个经济体中的“高端客户”;一旦通胀得到有效控制,信贷紧缩的力度将减轻;新的核销政策有望在2008年帮助银行降低不良贷款的存量。

商业银行经营的本质是构建一个不同风险及回报率的资产投资组合。客

观方面,资产质量取决于个别资产的属性及投资组合的配置比例,上市银行中资产结构最优的是工行、建行、招行;次之的是交通、兴业、中行、深发展。主观方面,个别银行选择客户的能力、客户结构、风险控制也会造成资产质量的差异。根据所服务客户的谈判能力来给上市银行资产质量排序,是国有银行优于股份制,股份制优于城商行,但前两者之间的差距不十分明显。

考虑到宏观经济的走弱,调整行业评级为“同步大市-A”。

我们对上市银行的投资评级综合考虑:现有资产质量及拨备计提、风险控制能力、相对估值水平。我们倾向于处于成熟期的公司,或能在保持增速的同时明确规避中短期风险的银行。

## 房地产业 开发商资金仍有较大腾挪空间

A股本轮大跌,地产股“伤情”惨重。投资者不禁要问,这个板块还有没有投资机会呢?安信证券认为,由于整个行业仍将处于较困难的时期,房地产板块股价的压力依然存在,但龙头或优质公司下跌过程中存在较好的投资价值机会。

今年前4个月,新房销售速度快速放缓,销售金额与销售均价同比增速都掉到了“地板”上。流动性收紧、销售滞缓,给开发商资金面带来了较大的压力。不过,安信证券研究发现,开发商资金仍然有较大的腾挪空间,可以通过放慢开工与施工进度、停止拿地等方式控制现金流。安信证券专门研究了A股公司中的47家房地产开发类企业和13家园区类企业,这60家公司的流动性、负债率和现金流状况表明,房地产上市公司资金风险仍在可控范围内。

实际上,除了通过资本市场股权融资和银行贷款外,房地产上市公司还可以采取发行公司债、发行信托产品、转让项目股权以及合作开发等方式获得资金。例如,今年金地集团已发行12亿元公司债,万科和保利地产发

行公司债的申请也均获审核通过,将分别融资59亿元和43亿元。

安信证券指出,支持房地产行业长期发展的基础依然存在,利好因素主要包括人口红利、城镇化率提高、1.8亿亩耕地的土地约束、国民经济与城镇居民收入的增长。

中短期内,房地产行业无疑面临诸多挑战。安信证券研究认为,保障性住房所面对的目标群体与中短期内商品房市场的主流消费者不重合,保障性住房政策更多的是对消费者心理预期的影响;中短期内房地产价格较大的概率是发生水平波动;开发商“高存货、低销售”的问题,降低了其博弈能力,但短期来看并不严重,因为大部分地产公司仍然有资金腾挪空间,而且通过适度降价(预计平均比去年低5%至10%)即可触发刚性需求。

安信证券认为,由于房地产行业具有较强的周期性,短期内板块的表现将会是“随波逐流”。但优质品牌开发商将在行业集中度提高的过程中胜出,并在这一过程中多方面获益。因此,建议投资者采取聚焦的投资策略,关注品牌类优质公司。



本报社长关文(右一)与安信证券董事长牛冠兴(左一)及安信证券总裁王彦国(中)在交流 本报记者 徐汇摄

## 煤基替代能源 需求有望爆发式增长

安信证券策略投资报告认为,从能源战略安全角度考虑,我们看好煤基替代能源行业。国际原油和天然气价格均创新高,各个主要经济体都大量发展替代能源,资源禀赋决定了我国煤基替代能源是未来20-30年的重要替代能源。

醇醚燃料最先受益,煤制油等待资产注入,煤制烯烃投资为时尚早:醇醚燃料、煤制油和煤制烯烃是煤基替代能源的主要领域,我国已经掌握了大规模生产煤制甲醇和二甲醚的技术,并具有自主知识产权。煤制油项目我国政府已经批准中国神华、壳牌集团、潞安集团以及伊泰的煤制油项目,除了伊泰的煤制油项目在上市公司,其他的煤制油项目均在集团公司,等到时机成熟才能注入上市公司。煤制烯烃项目的进展落后于煤制油项目,而且国际上也没有成熟的工业化经验可以借鉴,需要较长时间的攻关,因

此,煤制烯烃的投资机会为时尚早。

发改委在《我国醇醚燃料及醇醚清洁汽车发展专题报告(征求意见稿)》中,甲醇燃料与二甲醚已经被确定为今后20-30年过渡性车用替代燃料。因此,醇醚国家标准公布将是行业催化剂,需求有望爆发式增长。

煤基替代能源选股四大要素:煤炭资源的保障程度,水资源的保障程度,煤气化技术的先进性和可靠性,甲醇和二甲醚的一体化布局是选股必须关注的四大要素。

醇醚燃料行业受益顺序:首先受益的是“具有甲醇、二甲醚等产能企业”,上市公司包括华鲁恒升、云维股份、远兴能源、泸天化、天茂集团;其次是“相关设备制造商和技术提供方”,上市公司包括东华科技、天科股份、太原重工;最后为“正在建设产能企业”,上市公司包括广汇股份、赤天化、兰化科创、山西焦化、中煤能源。

## 钢铁行业 要看焦炭脸色和出口政策

安信证券策略投资报告认为,去年年底以来国内和国际钢价都出现了比较明显的上涨,我们将钢价上涨的动因归结为供给收缩和成本上升。在国内钢产量水平迅速创下新高的同时,国内钢铁行业的景气程度继续好转,这主要缘于出口的大幅增加,出口状况成为判断短期行业景气程度的关键因素之一。

中国钢铁生产成本的相对优势增强更为重要的原因来自于国内外焦炭市场的割裂。焦炭价差意味着中国钢铁生产成本的相对优势在85美元/吨,如果考虑到运费和其他杂费,这一相对成本优势大体在90美元/吨左右,这相当于焦炭行业对中国钢铁行业的补贴。

出口增加的态势能否延续尚存

于政府政策的调控。钢铁作为一个高污染高能耗的行业,大规模的出口并不是政府鼓励的方向。我们倾向于认为国家会在下半年采取加征出口关税的方式抑制钢铁出口。

紧缩性货币政策的延续使得我们对下半年的钢铁需求有些担心。我们判断其他国家和地区需求增速的回落可能会延续。自2007年底开始国内实施了紧缩性的货币政策,这对于钢铁需求的抑制是需要时滞的,另外高的钢材价格本身会抑制一部分需求。

维持对钢铁行业“同步大市-A”的投资评级。我们认为下半年钢铁股的投资思路是:多关注事件型的机会,比如公司项目达产、资产注入、转债转股等机会,比如三钢闽光等。

## 煤炭行业 莫道桑榆晚 为霞尚满天

安信证券策略投资报告认为,从固定资产投资推断煤炭行业的新增产能,综合考虑四大行业的煤耗增速,同时考虑小煤窑的关闭,根据我们的推算2008年的煤炭供需缺口在4000万吨左右,整个煤炭行业呈现出偏紧的形势。自2008年年初至今,煤炭的价格出现了快速的上升,供给紧张的局面体现在了价格之中。

国内出口的减少以及进口的增加减少了全球沿海煤炭贸易的供给,造成了国外煤炭价格的上涨,加大了国内外差价。国内外的差价通过钢铁企业的出口进行对煤炭企业的套利,从另外一种形式上造成了中国煤炭的出口,进而

拉动国内的煤炭价格向国际价格靠拢。

全球煤炭生产成本的上涨将会刚性提升煤炭价格。同时,从价格/热值上来看煤炭具有更强的经济效益。预计随着本次石油冲击的结束,煤炭的需求有望在相当长的一段时间内保持上升的势头。

维持行业“领先大市-A”投资评级:国外的市场煤炭股2008年平均市盈率基本上整个A股相当,从相对大盘价值的角度来看,国内A股的煤炭上市公司较国外公司显得相对便宜。鉴于煤炭行业基本表现良好,以及未来煤炭价格的上涨,继续维持煤炭行业领先大市的投资评级。

## 医药行业 医改潮头 百舸争流

安信证券策略投资报告认为,2008年1-2月份,整个医药经济运行情况健康,统计局数据显示:医药行业的主营收入和利润总额分别为961亿元和87亿元,分别同比增长了30%和51%,增速为2000年以来历史最高水平。

2008年一季度,上市公司主营业务业务收入531亿元,同比增长21.9%,增速加快了12.39个百分点;利润总额39亿元,同比增长34.4%,增速加快了0.77个百分点。

维持对行业“领先大市-A”的投资评级。安信证券策略投资报告认为,整个医药经济运行情况健康,上市公司业绩增长显著;加上医改将带来的医疗市场扩容,这对行业

来说是个长期的政策利好;因此,该报告对整个行业的发展仍日十分乐观。

重点配置四类攻击兼备的公司。在医改和通胀背景下,在选股标准上,侧重于选择有提价能力、内生性或外延式增长明确、医改最先受益的公司,遵循这一思路,安信证券策略投资报告重点推荐的四类攻击兼备的公司:(1)内生性增长较明确的公司,如恒瑞医药;(2)外延式增长预期明确、且现有业务业绩可靠、安全边际高的公司,如上实医药;(3)经营稳健,且受益于医改有望加速增长的公司,如科华生物;(4)仍处于维生素原料药景气周期的公司,如浙江医药。

## 有色金属 成本上升将侵蚀盈利能力

安信证券策略投资报告认为,随着全球经济的放缓以及中国宏观调控政策的持续,有色金属消费增长有望进一步回落。金属锡、铜由于上游矿山集中度较高,短期内供应难以大幅增加,因此未来两年难以出现明显供需过剩;而锌、镍由于矿山生产较为分散,行业将出现供需过剩。

去年以来,由于燃料、环保投入、资源税和人工费用等支出的增加,有色金属行业生产成本的上升明显加速。考虑到一旦实施“煤电联动”,有色金属冶炼行业(尤其是电解铝)将面临较大成本上升的压力。预计随着成本持续上升,以及价格回落,短期内行业的盈利能力仍将

继续回落。因此,我们维持有色金属行业“同步大市-A”的投资评级。

主要有色金属中,铜无疑具有最好的行业基本面。这表现在:1)全球铜矿的行业集中度较高,而且未来三年没有大型铜矿投产;2)目前,全部铜库存仅够全球消费2周的时间,仅为历史平均水平的29%;3)铜是中国最为缺乏的有色金属品种,原料的对外依存度高达82.5%(以消费量计算)。而且中国铜消费主要用于电力行业,受宏观调控的影响较小。4)硫酸价格上涨,可望弥补加工费回落而给冶炼企业带来的负面影响。

对国内铝行业,由于消费放缓和产能扩张较快,预计未来两年全球原铝市场将持续供需过剩,这将抑制铝价上升的空间。因此成本的持续上升将会挤压企业的利润空间,行业盈利能力面临回落。

## 建材行业 玻纤比水泥更具投资前景

建材最重要的两个子行业是水泥和玻璃。虽然淘汰落后产能给水泥行业带来行业整合的机会,但安信证券分析师石磊看好朝阳产业玻璃纤维。

安信证券认为,虽然宏观经济增速出现回落趋势,但并不会出现大幅下降,水泥需求的增长趋势并不会改变。安信证券预计今年水泥产量将达到14.8亿吨左右,同比增长9%。水泥行业的落后产能淘汰加速,保守估计今年淘汰5000万吨落后产能,实际水泥产能增速在4%左右,相比9%左右的水泥需求增速,水泥产品的供需关系将持续好转,使得水泥价格可以持续提升。

不过,安信证券更看好玻纤前景。随着国际玻纤产业的转移,我国成为当今全球最大的玻纤生产国。考虑到玻纤下游产业的持续高速增长,安信证券认为2010年前我国的玻纤需求量都将保持20%的复合增长率。玻璃纤维主要用于制造玻璃钢和其他复合材料。这种材料和产品具有轻质、高强、耐磨、耐腐蚀、耐高温、抗氧化及特殊电、光、声、磁等一系列优异综合功能,是其他材料难以替代的功能材料和结构材料。全球玻璃产业都属于寡头垄断的竞争格局,我国前三大玻纤产能已超过全国的70%,其中,最大的巨石集团2007年底产能已达到全球第二位。由于下游客户多且规模小,玻纤企业具有较强议价能力。2007年,玻纤行业实现利润同比增长56%。(本版由本报记者集体采写)