

# 强制产业调整下的新产业估值溢价

进入2008年以来,国际经济局势错综复杂,美国次债危机推波助澜,美元持续贬值和能源价格屡创新高加剧全球经济衰退,对以中国为首的新兴发展国家的影响更为深远,它揭示了全球第四次产业转移过程中新兴国家“世界工厂”模式与低能耗可持续发展战略的深层矛盾。

基础能源、粮食等要素价格持续攀高与生产要素价格市场化,加快了我国传统经济和产业发展模式的强制性颠覆进程。中国在能源新政中着力建立创新型经济、节约型社会的意图将会促进经济增长方式变革。而强制性的产业结构变迁和相关产业升级的内部结构修正,为资本市场估值体系赋予了新的涵义。我国A股市场的“成长性溢价”特征将向以节能、创新、环保为首的“新产业估值溢价”转变。对符合全球经济可持续发展的新能源、新技术、新材料、消费升级等细分行业估值体系的重新界定,将是我国A股市场未来结构性行情深入演变的主旋律。

## ◎ 国海证券研究所

### 一、深度的产业演变趋势:我国产业强制转型与经济增长模式转变

1、中国经济增长模式正面临挑战与转型

本次全球性通胀的背景是后工业化时代全球产业结构的重构,全球资源、财富借助发达的金融体系进行重新配置。对我国而言,人民币升值对外贸结算成本,用工成本对传统产业造成大强度破坏与调整。生产要素价格重估是促使这种经济增长模式走向终结的原因,人民币升值和我国要素价格的国际化注定了我国产业强制性调整的残酷性和必然性。

中国经济经历30年的持续高速增长,国内要素价格的长期扭曲和管制掩盖了传统企业生产成本的上升。以本轮全球通胀和美元持续贬值标志,在劳动力成本优势迅速减弱后,我国工业企业毛利率持续下滑,传统的劳动密集型、外向型加工企业迅速衰落,国内粗放、高能耗的产业扩张发展模式以强制性终结方式走到了尽头。

我们看世界制造业发展史,制造中心从英国到美国,从美国到日本和亚洲四小龙,再到目前的新兴“金砖四国”,所有新兴国家都在期盼一种新的产业发展和更加符合后工业化定位的产业结构。谁在其中合理把控能源与核心技术,减少能源消耗,率先实现产业升级,谁就能抢占未来引领世界经济发展的先机。

2、可持续发展战略引导我国产业转移与升级

刚刚通过的第十一个五年规划提出了转变增长方式,建设资源节约型、环境友好型社会的要求,提出“十一五”时期单位GDP能源消耗要降低20%,年均降低约4.4%。这将是行业比较优势重塑、产业结构调整和经济转型的过程。在这个过程中,我们必须坚持以我国可持续发展战略指导产业转移与升级的基本原则。

我国经济30年的高速发展过于注重产值和增长率,透支了人口红利和环境红利。在高通胀、高油价、全球要素价格持续上涨环境下,目前这种要素价格管制下的高能耗、低技术的发展模式难以维系。

在目前环境下,倡导可持续发展是我们坚定不移的基本国策,对我国实体经济健康发展更有重大的现实意义和迫切性,也是缓解通胀压力、防止经济衰退的有力手段。

3、抓住新一轮强制产业调整时机保护我国产业安全

2001年我国加入WTO以后,中国已经成为世界重要的工业品生产和供应基地,即所谓“世界工厂”。然而尽管中国已形成珠江三角洲、长江三角洲、环渤海湾三大世界级制造业基地,但很少拥有自己的自主核心技术,在全球制造业生产链上,中国企业只处在中低端。以珠三角为例,大多为处于产业链低端、价值链低端、资本密集型生产率低下、劳动密集型且多为外向型企业,在本次调整中损失惨重。

从产业安全角度,我们必须抓住新一轮强制产业调整时机,采取“有所取,有所不取”的原则,以“核心技术+低耗能”为重心打造我国的制造业产业链。加之自身的劳动力价格“比较优势”,建立低能耗、高附加值、实现自我良性循环的产业发展模式。从结构变异角度看,我国产业分化势在必行。未来能够获得超常规发展的产业将很可能主要集中在符合未来产业升级要求的新技术、环保、节能、新能源等行业中。

### 二、在产业利润重新配置中寻找“估值溢价”板块的长期投资机会

1、整体估值渐趋合理,但与国际市场相比仍然缺乏吸引力

A股市场经过上半年将近50%的快速调整,已较为充分地消除了前期大幅上涨累积起来的非理性泡沫,并基本反映了经济基本面变化而引起的估值回归,估值水平已经趋于合理且已经低于历史平均水平。但与国际市场相比,目前A股市场的估值水平仍然缺乏吸引力。目前成熟市场国家(包括美、日、法、英、德、加)2008年平均PE为13.6倍(不包括纳斯达克),新兴市场(中国台湾、中国香港、韩国、新加坡、俄罗斯、印度、巴西)平均PE为15倍,金砖四国除中国外平均PE为13.8倍,印度为16倍,中国为20.8倍,A股市场与成熟市场的平均溢价为32%,与新兴市场的平均溢价为

28%。而从市净率看,也显示A股较成熟及新兴市场有较高的溢价。

我们认为,目前A股市场的估值水平已渐趋合理,但整体上仍然偏高,从长期看重心仍会继续下移。但另一方面,部分板块或个股的估值水平已经合理,具备了长期投资价值。

2、市场运行的总体态势研判

我们认为在市场整体性高估和结构性低估并存情况下,在短期趋合理长期有压力状态下,沪深股市虽然经过大半年的深幅下跌,但仍然难以出现系统性的整体上扬行情,从长期看市场重心仍会继续缓慢下移。另外,股票市场是经济周期的“晴雨表”,本轮经济下行周期的主要趋势尚未明朗,因此本轮市场下调的底部预计将在明年下半年出现。预计今年下半年上证指数点的核心波动区间在2600点到3200点,极限波动区间在2300到3500点。其中三季度市场出现阶段性反弹的机会较大,而四季度有可能再度归于沉寂,缩量阴跌窄幅下行。

3、投资策略:顺应未来新产业格局调整的主题投资

本轮A股调整的直接动因是经济进入下行周期对上市公司利润整体下滑的预期,而本轮经济回落其背后隐含的则是过去那种粗放式经济增长模式的终结。中国经济长期以来以粗放式扩张的历史必然代表着一类企业的没落,而中国经济转型方向必然孕育着另外一类精细化、低耗能、创新型企业的诞生,代表中国经济战略转型的新生力量将会崛起。

全球新产业升级环境下给予估值溢价的板块和行业		
板块	具体行业	板块关注个股
农业	基础农业、种子、农药、化肥、除草剂等相关高端企业	新安股份、渝三峡、好当家、獐子岛、绿大地、新希望、扬农化工、登海种业、利尔化学
高科技企业	拥有自主知识产权和一定国际定价权的细分龙头	中兴通讯、海信电器、有研硅股、科大讯飞
基础设施建设	政府财政稳定投入的城市建设、铁路运输、物流、基建企业及直接原材料供给企业	中材国际、中国铁建、中国中铁、特变电工、中铁二局、晋西车轴、广深铁路、申通地铁、隧道股份、北新建材
基础金属	保证经济基本增长率的基础金属生产加工企业	武钢股份、金岭矿业、鄂尔多斯、焦作万方、方大炭素、稀土高科、攀钢钒钛
基础工业	成熟稳定、能耗技术领先的龙头企业	烟台万华、沈阳化工、云维股份
新能源	核能、光伏、风能设备生产、低耗高效发电企业	东方电气、川投能源、天威保变、宝新能源
环保节能减排	环保、水处理及相关污染物处理及再利用设备生产企业	南玻A、中原环保、首创股份、龙净环保
新材料	非再生短缺资源替代品及节能设备原材料生产企业	蓝星新材、烟台氨纶、安泰科技、金发科技
医药	消费升级、受益于医改、具有抗通胀抗周期特征	康缘药业、恒瑞医药、双鹤药业

全球范围内的高油价及高通胀的大背景下,因长期管制带来价格扭曲的国内要素价格面临重估,而生产要素价格重估将会加速产业结构调整及经济转型:中国过去那些依靠低成本树立竞争优势而规模不断扩张的企业,将在中国经济加速转型期面临生存挑战。在当今能源消耗越来越大的情况下,石油与煤炭资源终归要枯竭,因此寻找替代能源尤其是新能源的步伐越来越快,高油价使新能源价值逐渐显现。那些代表经济发展新趋势,代表中国经济战略转型的新生力量将会崛起。

3) 强制产业升级中的“新产业估值溢价”板块

对符合全球经济可持续发展的新能源、新技术、新材料、消费升级等细分行业估值体系的重新界定,将是我国A股市场未来结构性深入演变的主旋律。经济转型期,上游产业和有成本转移能力的下游产业容易受益,我们认为符合新产业格局要求的“估值溢价”板块目前已经具备长期投资价值。获得持续投资回报的板块和行业将很可能主要集中在如下几个方面:首先是保证我国粮食话语权和定价权的农业板块;其次是有自主知识产权核心技术和一定国际定价权的高科技企业;再次,环保、节能、新能源等市场蕴含着巨大的长期投资机会和投资回报;此外还有保证发展中国基础设施持续高速发展的基础设施投资与建设,如铁路运输、物流、基建企业及直接原材料供给行业,以及关系国计民生的医药、教育等板块;最后是轻资产、低能耗符合国家消费升级需求的高端零售、医药、新材料等行业。我们期待这些“估值溢价”板块的崛起能够促进下一轮经济增长周期的到来(见下表)。

4) 精选股票池

按照我们的投资策略,我们精选的股票池是:东方电气、川投能源、南玻A、好当家、金岭矿业、方大炭素、鄂尔多斯、恒瑞医药、康缘药业、沈阳化工。(执笔:马金良、王汉卿、钟腾腾)

## ■ 信息评述

### 商务部建议放慢人民币升值步伐

商务部向国务院建议放慢人民币升值步伐,同时提高服装、玩具、鞋类的出口退税率,以防止出口出现大幅回落。

### 齐鲁证券:

今年以来,我国经济增速开始回落,一季度GDP增长为10.6%,比上年同期回落1.1个百分点,预计二季度下降更为明显。而且从具体的投资、消费、净出口等主要细分指标来看,经济增长快速回落风险也隐约出现。例如前5个月商品出口数量增速出现了大幅度下滑,从2007年初的25%左右降至最近的15%。海关总署公布的数据显示,今年上半年我国累计贸易顺差为990.3亿美元,比去年同期下降11.8%,净减少132.1亿美元。6月份出口总额1215.3亿美元,较上年同期增长17.6%,增速大大低于5月份的28.1%。受人民币兑美元在今年上半年升值6.6%等因素的影响,中国今年上半年纺织行业出口大幅减缓,很多企业濒临倒闭。7月初,国务院和商务部主要领导人在江苏、浙江、山东等地调研企业出口情况,这表明官方正在评估因人民币不断升值导致的一些行业出口困难的问题,未来或将推出相关措施帮助企业渡过难关。

### 大幅或全面上调出口退税率可能性不大

有关下半年的财政调节方向,业内专家表示,部分产品的出口退税率会适当上调,从而减轻出口企业的成本负担,使沿海省份继续发挥经济发动机的作用。

### 天相投顾:

能源与原材料价格大幅上涨、人民币升值以及前期部分产品出口退税税率下调给出口造成了很大压力。今年6月份外贸出口仅增长17%,受此影响6月份贸易顺差为213.5亿美元,同比下降20.6%,贸易顺差大幅回落不利于经济增长的稳定。出口退税税率是调节贸易顺差的有效政策工具,在贸易顺差增长过快情况下,降低出口退税率可以抑制出口过快增长。如果未来经济增长下滑的可能性增加,财政政策将更为积极。对于受人民币升值影响较大的产品,出口退税率可能会适当上调,但需要注意的是,贸易顺差过高是我国国际收支不平衡的主要原因之一,出口退税率大幅或者全面上调的可能性不大。

### 中小板中期业绩捷报频传

### 国泰君安:

截至7月11日,中小板已上市258家公司中共有237家公司发布了2008年中期业绩预告。报喜和报忧的公司家数都有所上升,尤其是报喜的公司家数,这个现象反映出中小板公司业绩两极分化趋势。我们把预报2008年中期业绩的中小板公司按行业分类,发现预报较多的公司集中在房地产、计算机软件、通信等行业,均为轻资产,受原料成本上涨影响较小的板块。预减和报忧的公司较多的集中在旅游、化纤、基础化工、纺织和有色行业。

我们把中小板各公司半年报预计的区间取中值,作为各公司预计半年报业绩变动率,乘以2007年各公司净利润,估计出2008年各公司的净利润。采用可比同样公司,我们发现中小板公司2008年半年报业绩同比增速高达44.23%,较2008年一季度46.62%的增速有所下降,但仍处于历史第三高位。按照上市时间分类,我们发现2004年上市的公司成为半年报增速较高的主要推动力。

从2008年半年报体现的中小板业绩增长良好态势来看,我们认为公司成本转嫁能力不会削弱。鉴于中小板公司规模较小、借款较多,同时出口公司也占相当比例,国家收紧的货币政策和升值压力将继续给中小板公司带来压力。我们认为一些长期增速较快,同时比较确定,公司资质优良的公司值得长期拥有。推荐业绩增速较快,长期看好的中环股份、双鹭药业、海陆重工、七匹狼和思源电气。

# 从低估行业中寻找个股的投资机会

## ◎ 西南证券研发中心 闫莉

趋势投资与价值投资是两种典型的投资方式,趋势投资注重的是价格运行的明确方向性,讲究的是顺势而为;价值投资注重的是公司质地,将价值与价格比较,判断出低估还是高估,从而决定买卖操作。两市大盘,历时九个月的下跌目前依然没有明确的止跌迹象,因此,在下跌趋势没有结束并转为上升趋势前,对于趋势投资者来讲买入操作是不稳妥的。但是随着指数大幅下跌,大部分市场风险得到释放,如果上市公司业绩没有改变甚至有增长,那么股价下跌将使一些个股出现低估,投资机会显现。

从指数运行可以看到,全部A股的市盈率波动范围在16-63倍之间。目前以2007年业绩计算的市盈率为22倍,已经由年初的60多倍迅速下滑,市盈率水平趋于合理。但与历史最低市盈率相比,还有27%

的下行空间,不能认定为低估;如果以2008年一季度业绩折合全年计算,当前动态市盈率为19倍,还有15%的下行空间;如果按当前市场对2008年业绩增长预期10%-20%测算,目前22倍的市盈率有7%-17%的下行空间。

在市场整体市盈率趋于合理,但尚未低估情况下,少数行业已先于整体出现低估,投资机会显现。按照证监会的行业分类,一级行业一共13个。从行业市盈率角度看,与历史最低的市盈率相比,当前出现低估的行业有两个:交通运输仓储、金融保险。此外,制造业与批发零售业的估值水平也正向历史低点接近,似乎可以挖掘到一些投资机会。

在锁定的重点行业中我们进一步筛选出31只股票作为未来投资选取的参考样本,投资者可以进一步分析公司的具体情况并结合自身的投资偏好,明确投资品种。

各行业市盈率(PE)情况					
板块名称	2008.6.30(1Qx4)	2008.6.30	2008.1.1	2007.9.30	2005.5.31
农林牧渔	51.86	50.18	74.37	71.18	22.23
采掘业	27.52	22.52	45.95	44.49	10.25
制造业	19.67	22.35	63.54	64.35	14.50
电力煤气水	47.40	22.85	52.65	54.70	15.79
建筑业	39.31	32.65	119.02	105.75	24.52
交通运输仓储	15.69	18.69	80.39	75.14	23.08
信息技术业	43.45	33.57	80.11	70.79	26.00
批发零售贸易	29.01	29.25	90.58	91.72	21.39
金融保险业	13.64	20.28	66.06	61.37	18.29
房地产业	30.73	22.29	84.31	95.29	15.62
社会服务业	39.70	32.03	84.02	83.77	22.51
传播文化产业	47.91	45.98	116.06	121.07	36.97
综合类	41.51	32.23	109.41	116.62	34.72

重点关注股票的市盈率情况						
行业	证券代码	证券简称	2008.6.30(1Qx4)	2008.6.30	2007.9.30	2005.5.31
交通运输	600087	长航油运	9.66	33.70	54.55	13.27
	600798	宁波海运	14.86	24.73	67.32	26.91
	600896	中海海盛	13.00	19.86	56.59	39.53
	600428	中远航运	11.78	15.67	41.69	14.33
	601872	招商轮船	11.99	24.97	52.72	—
	600026	中海发展	10.08	14.73	42.31	14.64
	600033	福建高速	9.39	14.16	27.57	19.23
	600561	江西长运	9.39	18.74	94.09	34.30
	600377	宁沪高速	18.57	18.98	49.55	38.76
	000022	深赤湾A	13.52	13.50	30.68	26.20
	000089	深圳机场	16.70	21.79	46.30	23.55
	002023	海特高新	25.05	27.39	62.48	30.08
金融	600012	皖通高速	14.07	15.74	19.45	27.85
	600035	楚天高速	15.12	17.04	29.78	26.08
	600029	南方航空	9.78	16.82	501.04	141.42
	600221	海南航空	14.87	26.18	249.39	22.64
	601166	兴业银行	10.31	14.83	74.27	—
	601328	交通银行	11.62	17.87	50.08	—
	601939	建设银行	10.75	20.00	47.17	—
	000001	深发展A	11.50	17.43	64.03	40.36
	600631	百联股份	24.48	36.43	92.37	40.75
	600814	杭州解百	18.48	33.49	78.82	90.75
	600840	新湖创业	4.10	13.19	51.30	28.24
	600859	王府井	35.38	56.65	97.73	149.74
电子	600865	百大集团	20.90	32.23	127.34	40.32
	000516	开元控股	14.83	16.49	49.42	21.18
	000785	武汉中商	13.02	39.56	150.77	96.72
	000823	超声电子	20.87	20.34	53.19	34.87
	002025	航天电器	24.46	31.34	38.90	34.81
	002129	中环股份	22.01	42.16	83.31	—
	600060	海信电器	14.90	16.18	50.00	41.16
	注:PE计算为整体法,业绩匹配为上年年报业绩,剔除负值。第一栏PE为动态市盈率,业绩匹配为2008年一季度报表4。					

强势个股机构最新评级(7月16日)							
个股名称	个股代码	评级机构	最新评级	08EPS预测	机构估值	最新收盘	目标空间
百联股份	600631	中信证券	买入	0.37	18.06	11.84	52.53
中远航运	600428	招商证券	买入	2.56	58.00	27.69	109.46
上海家化	600315	天相投顾	增持	0.86	35.26	29.02	21.50
中信证券	600030	光大证券	增持	1.39	34.86	22.17	57.24
丽江旅游	002033	招商证券	增持	0.49	17.40	15.08	15.38
武汉中百	000759	光大证券	增持	0.33	13.20	10.76	22.68
文山电力	600995	东方证券	买入	0.45	18.00	12.00	50.00
欧亚集团	600697	海通证券	买入	0.756	30.40	19.00	60.00
山东黄金	600547	华泰证券	买入	2.74	82.20	59.57	37.99
龙元建设	600491	申银万国	增持	0.63	9.50	7.10	33.80

  

热门板块机构调研深度透析(7月16日)				
板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
电信	电信板块周三表现强劲,中创电信等多只个股位列涨幅榜前十。	随着电信重组展开,3G商用开始以及3G牌照可能于重组后发放,整个电信产业将迎来业绩释放的高峰期。其中,具有技术、市场优势的各子行业龙头,业绩增长情况值得投资者进一步跟踪。	强于大市 / 世纪证券	中创电信 / 中兴通讯
医药	医药股逆市活跃,华兰生物等个股走势强劲。	节能减排可保持原料药行业景气度继续维持,新医改逐渐实施将带动医药产品需求释放,同时医药分离也将给医药流通企业带来新机会。因此,未来两年中,整个医药行业将维持较高的景气度。	看好 / 东方证券	华兰生物 / 通化东宝 / 双鹭药业 / 上实医药
农业	农业板块昨日该板块再度成为反弹先锋。	农产品价格上涨趋势难改,国际粮价未来两年仍高位运行,但农业产业链环节分散,上游企业越将越从通胀中受益。关注估值较低、未来增长明确的农业股是投资农业行业的主要标的。	强于大市 / 中信证券	新中基 / 登海种业 / 国投中鲁

数据由“证券通(<http://www.cnsec.com>)”提供。