

定价与增长较量中寻觅成长

◎兴业证券研究所

一、A股历史上的成长股

为了寻找未来三年净利润持续高增长的股票,在熊市中以成长抵御估值下跌的风险,我们从A股市场历史上的高成长股入手,试图寻找一些规律性的东西。在这个过程中,我们得出了一些意想不到的结论。

结论一:A股市场真是一个成长型公司的宝库

从1993年到2007年短短15年间,多达600家公司达到“连续三年净利润增长超过30%”这一标准(也就是三年净利润规模翻了一倍多)。这意味着在上市满三年的1320家A股上市公司中,几乎每两家中就有一家曾经历过这样爆发式成长。这也给了我们继续下一步工作的信心:在中国这样一个GDP年增长率超10%的国家,寻找成长型公司似乎并不是什么难事。

结论二:那些曾经辉煌的公司大多数都是时势造就的“英雄”

A股市场10多年来真正的成长股并不多,也是能够成功超越经济周期成长、壮大的公司并不多。不少曾经的高成长股,现在已经沦为绩差股。首先,按年度看,“连续三年净利润增长超30%”的公司家数和经济周期有明显关系。在1998—2000年经济增长处于低谷时期,高增长公司家数明显下降;而在2001年经济复苏以及2004—2007年经济高速增长时期,连续高增长的公司家数明显上升,特别是2007年达到135家之多。其次,为了剔除经济周期的影响,我们将增长率要求降低至20%,并把持续增长的年数要求拉长至9年,正好跨越从2000年开始的经济上升周期,满足要求的公司数量从420家陡然降低至1家,只有烟台万华实现了10年中每年增长率都超过20%的神话。这是一个令人遗憾的发现,但也可以给我们一些启示:我们可以从经济周期角度出发,寻找孕育未来连续高增长公司的行业。

二、孕育高增长公司的行业与经济周期

1、一个例外:化工行业

不管经济周期处于上升或者下降阶段,通缩或者通胀时期,化工行业总是出现在我们的连续高增长榜单中。子行业众多,发展周期各异,使得化工行业成为黑马的摇篮。

2、1994—1996年,房地产(高新技术开发区类)

1994—1996年,满足“连续三年净利润增长超过30%”标准的36家A股公司中有4家是房地产公司,但不是住宅地产,而是张江高科等高新技术开发区,这与当时的经济环境有密切联系。从1991年开始,对外开放政策越来越明确,包括“三免两减半”等对外资优惠政策推出,1994年汇率一次性贬值30%,吸引了大量外资进入,1992、1993年FDI成倍增长,这种趋势一致延续到1996年(亚洲金融危机爆发之前)。与此相应的是开发区的大量建设,1991年开发区有117个,1993年达8700多个,即使在1993年5月份限制盲目建设开发区之后,开发区依然保持了蓬勃的发展势头。

3、1995—1997年,食品饮料、医

药生物等消费类行业以及交通运输行业

1995—1997年,食品饮料、医药生物等消费类行业以及交通运输行业是高增长公司集中的地方。食品饮料行业的公司如伊利股份、沱牌曲酒,交通运输行业则主要是强生控股、巴士股份等出租车公司。这与上世纪90年代中期内需消费快速增长不无关系。以医药行业为例,90年代是医药消费快速增长时期,城镇家庭人均消费保健支出保持了30%以上的增长率,诸如三九医药等企业快速壮大。2002年以后随着GMP认证的强制执行、最高零售指导价的出台,医药行业进入严冬,企业增长也受到影响。

4、1996—1998年,信息设备、信息服务、电子元器件等技术型行业及机械设备

1996—1998年,受亚洲金融危机影响,经济增速下降,大部分行业表现不佳,信息设备、信息服务、电子元器件等技术型行业异军突起。上世纪90年代后期的世界科技浪潮中,同方、长城这样的本土电脑制造商开始了自创品牌之途,以东软为代表的信息服务行业都高速发展。另外值得注意的行业是机械设备,主要是生产汽车配套设备以及特变电工等电力设备生产商,受益于汽车行业快速发展和政府对电力行业的投资。

5、1997—2001年,房地产(住宅地产)

1997—2001年,除了上面提到的电力设备、医药、信息设备、信息服务、交运设备,房地产业再度出现在榜单上,这一次是以万科和北京城建为代表的住宅地产。一个根本的变化在于政策转变。1997年亚洲金融危机之后中国经济全面紧缩,政府开始对房地产业松闸,其中最重要的是允许按揭贷款以及停止福利分房。从此,房地产业行业迈上长达10年的景气周期。

6、2001年至今,房地产、工业品、原材料、消费、金融顺次启动

2001年以后高增长企业的行业变迁,与经济增长之间的关系就更加明朗了。大规模的房地产业建设拉动机械设备和IT行业发展,继而拉动上游建筑建材、有色金属、采掘等基础工业和原材料发展,商业贸易等周期性消费行业也开始获得高速增长机会,企业和个人对资金需求上升又推动了金融行业的繁荣。

7、寻找成长股的线索

在第一步得出目前A股市场上高增长公司更多的依赖于经济周期和行业特性之后,第二步我们便从行业角度出发来寻找高增长公司的线索。

一种思路是从成长企业的摇篮——创投VC行业投资变化来发掘机会。传媒娱乐、医疗健康、教育、连锁经营行业对VC的吸引力在不断增强;占总投资金额比例最大的互联网行业逐步降温,IT行业投资保持稳定,其中以软件及半导体芯片为主;金融行业在经济和股市处于下行趋势后投资骤降;能源及矿业对投资的吸引力也在逐年下降。

2、政策导向,跨越经济周期

自上而下看行业机会,主要集中在国家大力推进的经济转型中。

3、1995—1997年,食品饮料、医

药生物等消费类行业以及交通运输行业

报喜公司占比约66%。根据目前已经公布和预告的上市公司业绩初步预测,中期业绩将保持40%左右的增长,这无疑是支撑市场最有力的因素。而基金目前拥有的资金储备/市值水平不仅超过2005年下半年行情启动时的水平,更达到了牛市巅峰期的两倍。

4、8月行情走势预测

无论从奥运维稳大局,还是市场估值中枢所具备的安全边际,8月份市场都将在奥运氛围中保持稳定,奥运行情更多地体现在维稳大局下的个股反弹行情。综合判断,大盘再创新低概率很小,同时存在回补端午缺口的可能,多数个股将产生一轮修复性的减亏反弹行情。不过由于宏观经济运行在未来仍有压力,国内工业企业利润进入调整

◎广发证券投资策略小组

一、市场环境分析:多方合力,稳定预期,共保维稳大局

上半年宏观调控成效明显,宏观经济继续稳步前行,通胀、经济增长成为下半年的主要经济政策。而自7月以来,新华社、人民日报社、四大专业报刊等主流媒体舆论持续唱多,从各个方面总结和分析资本市场的问题和前景,鼓励投资者重树信心。同时政策暖风频吹,管理层反复强调促进证券市场健康发展,维护资本市场稳定运行。以三一重工大股东为代表的20余家上市公司主动延长限售期并大幅提高新的减持价格底线,40余家大股东和公司高管主动增持公司股份,表达维护股价的意愿。此外,从统计数据看,半年报

周期,生产原材料成本不断提升带来的输入性通胀压力未除,保增长,压通胀任务艰巨,因此大盘走出大幅反转行情也不现实,市场整体趋势仍以反弹为主。预计8月大盘运行空间在2600—3500点之间,行情特点为大盘稳定,个股反弹。

安全边际高的品种是我们8月份投资组合的选取标的,建议选择三类品种:一是中期业绩优良、成长明确、超跌严重的蓝筹绩优股。

二是近期上市的优质新股或者今年上市的优质次新股,这些品种受市场环境影响定位不高,存在投资机会。三是选择受经济周期波动影响较弱,具有防御特征的非周期类价值品种。8月重点推荐股票组合为:华鲁恒升、方圆支承、步步高、大秦铁路、水井坊、东力传动、力帆新材。

重要因素。

四、定价与增长的较量

根据以上分析,我们已经发现了未来几年成长股的踪迹,包括传媒娱乐、教育、连锁经营、IT等VC集中的行业,新能源、节能环保、先进机械设备、通信设备、信息服务等国家重点推动的行业,以及医药、食品饮料、商业、传媒、日用化工等非周期性消费行业中拥有良好品牌形象的公司。

3、海外经验,“非周期性消费+品牌”模式

真正的成长型企业必须能够承受住经济周期的考验。虽然在A股市场我们只发现了烟台万华一家,然而通过研究历史更久的美国市场,我们发现了一条规律——“非周期性消费+品牌”产生成长股的机率很大。

从1957—2003年,标普500成份股中有20家公司保持了完整的结构,未和其它任何公司合并。自1957年以来,每家公司的股票年收益至少领先指数总体水平2.75个百分点。这意味着投资其中任何一只股票所能积累的资金都是投资指数组合所能积累财富的3—37倍。

这20家公司里有12家是消费品公司,6家是著名的大型制药企业。

它们集中在非周期性的消费品行业,相比那些周期性行业更容易熬过经济周期下滑的痛苦日子;它们都拥有高质量的品牌形象,可以把产品价格定在竞争对手之上,这也是它们能够实现长期高速增长的

重要因素。

五、兴业证券成长股的投资组合

我们从行业发展趋势、上市公司市值、ROE、未来三年预测增长率、PEG估值,精选出51家公司作为兴业成长股票池:ST三安、歌尔声学、七匹狼、合加资源、英力特、鲁阳股份、中泰化学、丹化科技、诺普信、中国玻纤、上海家化、山河智能、威海广泰、科陆电子、荣信股份、东力传动、智光电气、华锐铸钢、南洋股份、奥特迅、华东数控、九阳股份、金螳螂、东华科技、国统股份、中国卫星、绿大地、好当家、瑞贝卡、广州友谊、步步高、银座股份、承德露露、东华合创、北纬通信、远望谷、海隆软件、启明信息、大华股份、恒生电子、友邦软件、博瑞传播、广电运通、武汉凡谷、证通电子、一致药业、华东医药、华兰生物、科华生物、康缘药业、永太药业。我们将持续跟踪这些公司的发展以及市场定价的动态推出成长股组合。

最后,我们必须解决的问题是,

成长与价格。股票的长期收益并不单纯依赖于实际的利润增长情况,而是取决于实际的利润增长与投资者预期的利润增长之间的差异,或者说GEPS增长率和PE市盈率的关系。

我们以2002年初至2005年底的大熊市为研究区间,发现PEG是相对好的衡量成长股价的指标,投资于低PEG的成长股能够获得更高的超额收益。在2002年初买入这些股票持有至2005年可获得3.68%的收益,同期全部A股以及中小盘股的收益率只有-43.2%和-43.96%。如果加上

ROE≥6%这一标准,收益率可提高到13.87%。

为了考察价格因素对收益的影响,我们采取以下模拟操作策略:将每年初符合ROE标准的中小盘成长股按照PEG静态PE/未来一年动态增长率从低到高排序,将前一半作为低PEG组,在年底卖出,并按照这一标准重新选择股票。在低

(执笔:张忆东、李彦霖)

基金增仓医药股逆势逞强

◎华泰证券

近期市场在2566到2950点区间内形成震荡调整格局,在不确定性因素仍然较多背景下,我们认为投资者可以适当关注业绩增长稳定的防御性品种如医药板块。

从5月初大盘在利好政策刺激下反弹到3800点后,市场又进入一轮深度达到22.8%的调整,但期间医药行业指数下跌幅度仅为9.5%,尤其是些中小市值的生物制剂、原料药股票表现相对更好。最近两个半月以来,医药行业的102只个股中有84只股票收益率超过大盘,可见在市场低迷阶段投资者偏爱不受经济周期影响、稳健发展的医药类公司。国家统计局数据显示,2007年以来2008年上半年整个医药工业维持了2006年走出低谷以来的良好运行态势,营业收入和利润总额增长速度双双创出近两年来新高。2008年1—5月份医药工业营业收入同比增长26.63%,利润总额同比增长41.4%,企业效益明显改善。在人口老龄化、医保范围扩大等因素推动下,中国药品市场在未来几年继续保持20%左右的增速。

我们统计了23家基金持股占流通股比例达到4%以上的重仓医药股最近一段时期的市场表现,发现只有东阿阿胶跌幅大于指数,主要原因是因为大量非流通股上市引发恐

慌,并非公司基本面的问题。从细分行业看,华北制药、新和成、维生素等生物制品股逆市走强。生物制药近些年一直保持高速增长态势,今年1—5月份生物制药行业实现销售收入254亿元,同比增长29.62%,实现利润总额32亿元,同比增长57.02%。最后,一些老牌业绩优良的中药品种企业,如云南白药、康缘药业、江中药业最近表现也较为强势。(执笔:唐潇武)

证券代码	证券简称	区间涨跌(%)	基金总持股(万股)	持仓变动(万股)	占流通股比(%)
000538.SZ	云南白药	16.4687	1251.6635	206.1844	5.112243
600812.SH	华北制药	15.0704	4351.2274	2870.5636	5.485415
600521.SH	华海药业	14.2927	885.0919	-	4.284533
002001.SZ	新和成	13.3378	2596.7536	351.7096	20.2837
600557.SH	康缘药业	11.2537	2372.4369	2246.5606	13.522699
002022.SZ	科华生物	4.8319	2973.5078	1013.5149	12.179596
002038.SZ	双鹭药业	4.82	2587.4279	1393.8404	18.670268
000511.SH	国药股份	3.9827	2525.6303	669.3939	18.193337
600216.SH	浙江医药	3.5904	3729.0694	2972.0219	12.603957
002007.SZ	华兰生物	1.325	2710.1999	-105.333	15.254372
600276.SH	恒瑞医药	0.7988	8101.7486	3330.7417	22.880653
600750.SH	江中药业	0.1494	957.8153	-	5.274631
000999.SZ	S三九	-5.6836	3390.4743	0	13.040285
000513.SZ	丽珠集团	-5.8969	661.2661	0	4.620285
600518.SH	康美药业	-6.0461	8985.1209	286.0108	16.10838
600085.SH	同仁堂	-7.0195	894.9391	-128.7214	4.607094
600062.SH	双鹤药业	-7.0884	1957.1065	608.7808	7.95809
600488.SH	天药股份	-7.5305	2333.4542	-	6.986198
000963.SZ	华东医药	-8.1787	2503.5441	461.6999	11.142242
600267.SH	海正药业	-10.3972	1182.5864	663.123	4.710438
600479.SH	千金药业	-17.2595	846.0054	-450.4309	7.214688
000566.SH	海南海药	-22.841	1115.6009	1001.6257	8.057121
000423.SZ	东阿阿胶	-27.8219	6397.3291	1061.1143	15.897798

三是奥运会对市场短期影响有限。

在经过近三个季度的持续调整后,A股市场已经释放了主要的估值压力,目前A股市场具备中长线投资价值,但短期市场仍缺乏持续、有效的上行推动力,预计8月份A股市场将维持震荡筑底走势。

8月份以下品种有望给市场形成阶段性或局部走强机会:一是半年报业绩超预期或低估明显的品种;二是奥运主题投资品种。此外,在市场底部仍未有效探明的市场环境下,与内需相关的防御性品种将继续关注。短期内我们仍维持对医药、农业、通信行业的重点关注。8月份A股市场股票池:新