

招商精选30只重点推荐股票

股票名称	行业或主导产品细分	ROE03 (%)	ROE04E (%)	ROE05E (%)	ROE06E (%)	PEG05	PEG06
上海石化	炼油	8.94	20.54	20.57	18.54	0.40	0.58
中国石化	炼油及销售	11.67	17.61	17.05	15.15	0.80	1.26
华侨城A	旅游及房产	16.17	26.17	38.79	29.60	0.16	0.35
宝钢股份	板材、硅钢	9.70	46.28	41.11	25.28	0.23	1.06
国电南瑞	电网设备	9.31	14.28	17.08	18.68	0.77	0.87
特变电工	电网设备	10.72	11.76	16.14	17.02	0.49	0.71
华鲁恒升	尿素	12.37	14.92	21.58	24.33	0.28	0.36
盐湖钾肥	钾肥	8.32	21.64	21.23	20.99	1.09	1.08
西山煤电	焦煤	9.04	17.82	21.21	19.08	0.40	0.69
神火股份	无烟煤	14.03	23.68	24.19	21.13	0.42	0.65
兖州煤业	无烟煤	10.03	20.97	19.38	18.45	1.23	1.15
厦门钨业	钨丝加工	8.91	18.56	21.82	20.91	0.43	0.62
上海航空	航空	5.12	17.59	17.52	18.47	1.11	0.93
万科A	房地产	11.53	14.11	15.69	16.90	0.55	0.57
山东药玻	箱罐与包装	9.80	10.30	12.69	12.93	0.55	0.79
福耀玻璃	汽车玻璃	20.64	24.32	26.28	22.66	0.41	0.68
福田汽车	轻型卡车	14.55	12.84	13.42	13.60	0.76	0.83
贵州茅台	高档白酒	17.06	20.00	18.60	17.45	1.50	1.52
雅戈尔	精纺	15.71	18.85	16.95	16.59	1.53	1.00
同仁堂	中药	14.64	15.53	15.31	15.12	1.80	1.80
天士力	中药	12.67	14.51	15.08	16.07	0.90	0.82
长江电力	水电	7.25	13.31	15.07	15.66	0.81	0.96
皖通高速	高速公路	7.38	11.41	12.64	13.32	0.86	0.96
福建高速	高速公路	10.65	13.12	13.71	13.89	0.89	0.97
大商股份	零售业	6.15	10.40	11.06	10.84	1.01	1.35
信雅达	软件	7.48	10.16	13.18	16.48	0.82	0.80
盐田港A	港口	27.96	24.49	23.31	23.36	0.95	0.84
中远航运	航运	7.73	20.53	19.88	18.58	0.91	1.06
上海机场	机场	10.48	19.53	18.70	18.26	1.37	1.31
晨鸣纸业	印刷纸	14.35	13.04	16.21	13.25	0.37	0.98
博瑞传播	传媒	17.51	18.77	18.22	18.12	0.68	0.82

2005年投资策略报告之二十五

# 制度变革有望引发重大投资机会

招商证券研发中心 黄顺祥 鲁信文 赵建兴 张乐 刘鲁扬

## 主要观点

◇经过3年多的持续调整,A股市场整体估值风险已大大释放,以招商股票池重点公司为代表的蓝筹股已具备良好的投资价值。但与成熟市场相比,A股市场的结构性高估问题仍很突出,这决定了过去三年的结构性调整仍将在未来一段时期内持续。

◇2005年宏观经济有望实现软着陆;为缓解负利率及由此导致的资金体外循环问题,利率仍有可能小幅上升25BP—50BP,但中国不会进入加息周期,利率的小幅上调对估值影响不大;以落实“国九条”为核心的积极股市政策也将延续。但受宏观经济减速影响,上市公司每股盈利增速将下降至10%左右;同时,2005年A股市场将面临较大规模的扩容压力,A股市场风险资产供需关系将发生改变,并引发市场估值水平下移。

◇预计2005年市场总体仍将维持“平衡与震荡”的格局,全年上证综指的理性运行区间在1250点—1550点之间。但2005年市场也存在一些重大的制度变数,全流通试点、人民币汇率变动等能够改变市场定价基础的重大制度性变革可能会出现。这些因素一旦显现,A股市场的投资价值将大大提升,市场上升空间将拓展到1700点以上。

◇2005年市场的投资机会将主要集中在经济软着陆背景下能够保持持续稳定增长的细分行业龙头公司,以及新发行的大盘蓝筹公司。同时,一旦股权分置问题的解决取得突破,或者人民币汇率制度出现变革,都将给市场带来重大的投资机会。其中,投资者可重点关注有望在全流通试点过程中受益的“三高—低”(市净率高、非流通股比例高、净资产收益率高、市盈率低)板块,以及从人民币升值预期中受益的航空、房地产、造纸、工程机械、电力、金融、炼油等行业龙头公司。

## 市场运行趋势及机会

2005年影响A股市场估值的积极因素与消极因素并存,在不出现重大制度性变革的前提下,A股市场总体仍将呈现“平衡与震荡”的格局。同时,市场结构性高估和机构投资趋同,将导致股性的结构性调整进一步加剧。在宏观经济软着陆、政策积极向好等因素影响下,05年市场存在阶段性上升的机会,市场有望上攻1550—1600附近区域。但大规模扩容预期、企业盈利增速回落、利率上调等因素将继续对市场估值形成向下的压力,1250—1300附近区域将再度经受严峻考验。总体上我们预计05年上证综指的理性运行区间在1250—1550点之间。

在没有改变市场定价基础的重大制度性变革的前提下,2005年A股市场的投资机会将主要集中在经济软着陆背景下能够保持持续稳定增长的细分行业龙头公司,以及新发行的全盘蓝筹公司。

周期性行业中能够有效抵御经济减速风险的细分行业龙头公司。受宏观调控影响,周期性行业在04年出现整体下跌,其中部分具有稳定增长的公司也遭遇到较大冲击。05年宏观调控的主导思想是结构优化和协调发展,并以此促进经济增长方式的转变,避免经济出现大起大落。因此,周期性行业中部分处于经济运行“瓶颈”地位的子行业及产品结构优化、市场前景看好的子行业仍具有稳定增长能力。这类子行业主要包括:板材、焦煤及无烟煤、水电、电网设备、尿素、炼油及有色金属中的下游加工类等子行业等。其中部分素质优良行业竞争地位突出但前期受宏观调控影响市场反应过度的龙头公司尤其值得重点关注。

非周期性行业中能够保持持续稳定增长的细分行业龙头公司。中央经济工作会议明确提出05年将“优化投资结构,调整投资和消费关系”,“加大结构调整的力度,促进经济增长方式的转变”。从中我们可以看出,今后中国经济增长方式将从主要依靠投资拉动向注重消费驱动转变。因此,消费类行业将继续从经济增长模式转变中受益,我们建议重点关注有线电视、零售、旅游、印刷纸、高档白酒、中药以及精细业等子行业中具有独特品牌优势和较强定价能力的龙头公司。此外,05年运力紧张局面仍难以缓解,交通运输行业将继续保持稳定增长,航空、机场、港口、高速公路等子行业中的龙头公司仍具有良好的投资机会。

新发行的大盘蓝筹公司。2005年发行、建行、中行、中石油等大盘股上市的可能性非常大。在这些大盘股发行前,来自资金和定价方面的压力将使市场面临较大的调整压力,但由于这些新发行上市的大盘股,在自然资源或行政资源上具有垄断性,并且质地良好,是国民经济的主要代表,最能分享中国经济增长成果,在新股询价制度实施后,这些优质大盘股的定价将比目前市场上的大盘蓝筹股更为合理,因此其上市后预计将受到投资者追捧,成为带动市场向上的新动力,并带来良好的投资机会。

在投资策略方面,由于市场仍将以“平衡与震荡”为主,因此我们建议投资者以积极防御、波段操作策略应对市场的波动,利用市场提供的阶段性上升机会加快持仓结构调整;在资产配置上侧重向“估值合理、有稳定现金收益且具有持续增长能力”的公司倾斜;同时,主动把握新发行品种的机会,以新发行品种代替原有组合中部分存在估值风险的核心资产,逐步实现核心资产组合的重新构建。

在具体操作上,我们建议继续坚持“自下而上、精选个股”的原则,利用PEG和ROE两项指标去挑选“估值合理、有稳定现金收益且具有持续增长能力”的细分行业龙头公司。我们从招商股票池316只股票中,精选出30只03、04、05、06年ROE稳定在较高水平、且05、06年PEG相对比较低的公司,作为重点推荐对象供投资者参考(见附表)。

## A股估值问题重新审视

A股估值与国际接轨是必然的趋势,但与国际接轨不能简单等同于股价和市盈率硬接轨,“邯郸学步”,生搬硬套发达国家或地区的市盈率标准来衡量A股市场是否具有投资价值,只会得出错误的结论。

对A股市场估值偏高的责难一是来自将A股所有股票加权平均市盈率与发达市场成分指数样本股的市盈率进行比较,据此得出A股定价明显偏高。这种将两个不同的参照系放在一起比较的做法显然是不合理的。如果我们以A股成分指数样本股的市盈率与成熟股市成分指数样本股进行比较,将得出完全不一样的结论。以12月9日为例,美国道指、标普500指数、法国CAC40指数、德国DAX指数的市盈率分别为17.75倍、19.91倍、17.24倍和17.22倍。而当天上证180、上证50指数和深证100的市盈率仅16.08倍、14.65倍和15.92倍。很显然,A股的成分指数市盈率已低于成熟股市。

对A股市场估值偏高的另一大责难来自A股与H股之间存在较大的“溢价”,由此认为A股定价应向H股靠拢。但我们认为,A股、H股之间“溢价”的产生有其历史原因。首先,H股的定价存在明显低估。由于大陆企业在公司治理结构、信息的可信度与透明度等方面不能让海外投资者完全放心,所以海外投资者对H股一般会要求较高的风险“溢价”,从而导致其定价偏低。随着中国经济在全球影响力逐步扩大,海外投资者开始重新审视中国经济和以中国概念为主的投资,对H股也开始重新估值。其次,A股的“溢价”有一定合理性。由于股权分置,A股市场是“含权”的,即在将来非流通股变成流通股时,存在一定的“补偿和让利”问题,管理层对此已给出较为明确的预期。同时,中国经济长期保持高速增长,也使得A股市场相对发达国家市场具备一定的成长性“溢价”。因此,A股估值的国际接轨并不意味着A股要通过单方面下跌来实现与H股并轨,而应该是A股和H股共同向中间靠拢。最近三年A股及H股的走势也基本印证了这一趋势。

国际上并不存在统一的、正确的股票估值标准。股票估值是一个相对复杂的过程,其影响因素众多,除了公司的绩效、资本成本等基本性因素外,公司治理、市场分割、投资者情绪等都会从各个层面影响到估值。

从纵向看,目前世界各国股市(即便是国际成熟市场)的市盈率水平存在一定差距,显然,股票估值标准是一个多元化的概念,世界上只存在统一的估值方法,而不存在统一的股票估值标准。

从纵向看,同一市场在不同经济发展阶段其股票估值水平也是处于动态变化中的。我们

选取发展最成熟、最具代表性的美国股市来进行分析。我们将1871年—2002年的美国经济运行划分为四个30年左右的长周期波动(库兹涅茨周期),并使用公司盈利水平代表经济运行状况,从中发现股票市场在波动方向及幅度上与经济状况及盈利水平密切相关。每一次经济进入长周期景气阶段后,股票市场都将形成一轮大型牛市。而在每一次长周期景气引发的大型牛市中,股票市场的市盈率也同样处于总体上升过程中。我们以S&P500综合指数为代表来看看100多年来美国股市市盈率的波动。以上年盈利水平计算,S&P500综合指数的市盈率主要波动范围在8—20倍左右,平均值为14.5倍。市盈率低谷一般出现在经济长周期波动的增长停滞时期,此时市盈率往往低至10倍以下。高点则往往出现在长周期波动的高速增长阶段,此时市盈率可以上升至20倍以上。由此可见,在美国股市100多年的发展历程中,其股票估值标准也处于一个动态变化过程中。

因此,A股估值与国际接轨并不意味着将A股市场市盈率简单地等同于某一成熟市场的某一固定标准。

A股市场估值现状:整体高估与局部低估。A股市场自2001年中展开调整以来,大盘从2245点下跌到目前的1300点附近,下跌幅度已超过40%,市场整体估值风险已大大释放,相当一部分股票已具备投资价值。如招商股票池316家重点公司2004、2005年的动态市盈率分别为15.70倍和13.65倍,其中大部分公司已经具备良好的投资价值。

但总体看,即使经过三年多深刻的结构性调整,定价水平严重高估的非蓝筹股仍然大量存在。按最近两年滚动盈利计算(11月1日),市盈率高于30倍的公司占上市公司总数的比例仍然高达59.03%,占总市值的比例仍达到39.30%。部分定价相对合理的蓝筹股与大部分定价严重高估的非蓝筹股同时并存,构成A股市场定价体系的结构性矛盾。这也是导致A股市场整体高估的最主要因素。通过市场定价结构的国际比较,我们更能看出目前A股市场的整体高估问题。我们发现,A股市场市盈率高于30倍的上市公司,按家数占比统计远高于国际市场,按总市值占比统计相对合理,但仍处于偏高的状态。市净率低于1的上市公司在国际市场上大量存在,而A股市场低市净率公司数量明显偏少。可见,目前A股市场整体的资产价格尚未恢复到均衡状态,仍有待大量非蓝筹股的价值回归进行,由此决定了过去三年的结构性调整仍将在未来一段时期内持续。随着理性机构投资者队伍的不断壮大,A股市场的结构性调整将进一步加剧。

的

## 制度变革及汇率变动有望引发重大投资机会

的投资价值。

我们认为符合市场预期的全流通试点方案在2005年有望逐步推出。在这一制度变革过程中,管理层将会考虑如何降低制度变革的社会成本。由于存在利益集团的博弈和政治风险,从国有股入手进行全流通试点将会遇到很大的困难和阻力,而从民营企业 and 法人股入手则会相对简单得多。因此新的解决股权分置问题的思路很可能会自下而上地从非国有股开始按个案进行试点。如果先行试点方案能获得成功,将在市场上形成示范效应及扩散效应并影响到管理层的决策,国有股的全流通问题也将迎刃而解。解决股权分置的制度性变革将改变A股市场的定价基础,大幅提升A股市场的投资价值。

据我们研究,中国股市在制度性缺陷消失后合理的市盈率区间为17.66—19.20倍,核心值为18.43倍;其中以招商股票池为代表的蓝筹股合理的市盈率区间为18.22—19.81倍,核心值为19.02倍。如果管理层采用按净资产1.5倍的价格

经济减速但有望实现软着陆。从近几个月的经济数据看,中国经济在经历了调控初期的大幅波动后进入了一个平稳减速过程中。而10月底的升息被认为是中国宏观调控手段由行政向市场转变的开始,这也使得各界对中国经济平稳着陆的信心大大增强。首先,固定资产投资近期保持平稳减速态势。其次,货币供应和信贷在经历几个月快速下滑后出现松动迹象。第三,工业增加值也处于稳步减速过程中。第四,消费增长基本维持稳定。第五,外贸与外资保持快速增长。

从国际经济环境看,尽管2004年世界经济受到了国际货币动荡和原油价格的冲击,增速有所趋缓,但依然保持较为强劲的复苏趋势,这也为中国经济实现软着陆创造良好的外部条件。以美国经济为例,GDP同比增速在04年一季度达到顶点,随后开始减速,但三季度同比增速仍达到了4%的历史相对高位。正是出于对经济复苏的信心,美联储今年以来已连续五次提高联邦基金基准利率25个基点,将联邦基金基准利率由1%提高至2.25%。由于油价已从高位开始回落,世界主要机构对明年两年全球经济增速的预测仍保持较高的水平。世界银行预计05、06全球GDP增速将维持在3.2%的水平;而IMF预计在未来的五年全球GDP的增速都将维持在4%以上,处于近30年来的较高水平。

此外,10月底的调高利率以及中央经济工作会议,使我们看到政府对市场手段的重视程度有了很大的提高。预计2005年宏观调控的力度将不会太大,但可能在手段和结构上会有较大的变化,行政控制力度将有所减弱,利率、汇率、财税等市场化手段将增强。这对于降低经济的波动程度,对于提高政策的可预见性都将产生积极影响。

总体上,我们预计中国经济将在2005年实现软着陆。其中经济增速将达到8.4%,而通货膨胀约为3%—3.5%。

企业盈利增速将回落,但2004年市场已做

出了反应。根据我们预测,2005上市公司每股盈利增速下降至10%左右,其中最主要是周期性行业业绩下滑所致。需要指出的是,在2004年二季度宏观调控力度开始加大时,各大机构和广大投资者对2005年上市公司盈利增速的下降就已基本形成共识。此后市场出现连续大幅度调整也与此有关。因此,企业盈利增速下降因素对2005年市场估值的压力不会太大,但会制约2005年市场反弹高度。

利率的变动幅度有限,影响亦有限。随着粮食价格的逐步回落,短期内通胀压力逐步减轻。但是在CPI同比回落的同时,原材料、燃料、动力购进价格指数和工业品出厂价格指数却维持高速增长势头。中上游价格的上涨是由于油价上涨及美元贬值带来的输入型通胀所致。在新涨价因素影响下,预计05年CPI将维持在3%—3.5%的水平。

在物价继续保持一定涨幅的情况下,2005年的货币政策仍将继续维持稳健。结合04年10月底的升息和目前经济形势,我们预计明年紧缩的货币政策可能表现为小幅调升的利率和适度紧缩的货币总量。同时,目前货币当局比较关注存款负利率及由此导致的资金体外循环问题,为缓解这些问题,2005年小幅加息的可能性仍较大,初步估计可能的加息幅度在25—50BP。不过中国不太可能进入加息周期。原因在于:一是05年通胀压力有所缓解;二是利率上升对抑制投资作用不会太大,但却会严重影响消费;三是利率的持续上升会进一步加大人民币升值压力。利率小幅上升对估值影响不大。

存在大规模扩容预期。从目前迹象看,2005年市场将面临较大规模的扩容压力,包括交通银行、中国建设银行、中国银行、中石油、华润集团、中国铁通、神华集团等大型国企都有可能在大股市场上市。大规模扩容将促使A股市场风险资产供需关系发生改变,对市场整体定价

金融市场的机会;二是目前央行已经开始采取升息的方法来调控经济,此时再升值怕加重对经济的紧缩力度。但如果多次小幅调高利率经济依然保持高速增长,或者美元持续贬值,国际原材料(包括石油)价格上升引发输入型通胀恶化,则将迫使政府转而采用变动汇率的方法来调控经济。汇率变动时机很可能会选择在05年下半年升值压力有所缓解的某个时候。在方式上将扩大浮动范围,初步升值幅度可能控制在3%—5%左右。

从国际经验来看,一国货币在升值中前期,将吸引大量国际资本流入,因此其股市将有较好表现。这从美国、日本等国家和台湾地区的经验中都可得出类似结论。因此,如果人民币05年能够小幅升值,则对A股市场会形成重要支撑,股市上升空间也有望进一步拓展。

全流通试点及汇率变动有望引发重大投资机会

全流通试点受益的“三高—低”板块。从分