

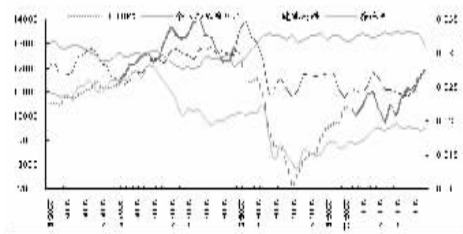
每周酷图与思考 | Chart and Idea |

投资这些股票 等于押注美国地产复苏

国泰君安策略团队

美国新房的销售量基本处于 20 世纪 60 年代来最低水平。如果全球资本回流发达国家,美国房地产的历史性底部就会确立。而约翰·保尔森已经在去年十月成立基金押注美国房地产复苏,美国的房地产类相关股票价格也持续回升。我们建议提前关注相关公司。在接下来国内政策收紧,通胀压力依然较大,经济回落趋于明显的情况下,美国可能成为一个投资亮点。从投资标的的选取上看,我们优先推荐海鹰卫浴、宜华木业;建议关注成霖股份、艾迪西。基于近期 ICE 橙汁期货价格回升到 08 年 7 月份的高点,建议关注国投中鲁的盈利回升。

图 1: 从美国股价反映的信息看, 伴随经济复苏预期, 股价加速上行; 而建筑、材料类行业股票逐步跑赢市场; 房地产类股票也承受住了基本面数据的冲击, 虽然跑平指数, 但仍持续上涨。



美国, 房地产相关的上市公司股价和盈利处于底部, 具有绝对的底部性, 预期改变就可以提高股价的公司。如海鹰卫浴, 处于估值底部, 盈利能力回复至可持续水平; 国外市场优势明显。面对现在的盈利水平, 公司股价弹性很高。

图 2: 海鹰卫浴外销比例不断扩大, 毛利率比内销多 7.32%

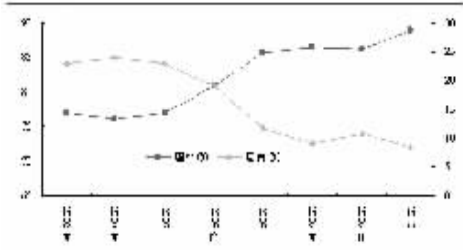


图 3: 成霖股份扩展内销, 但期间费用率提升

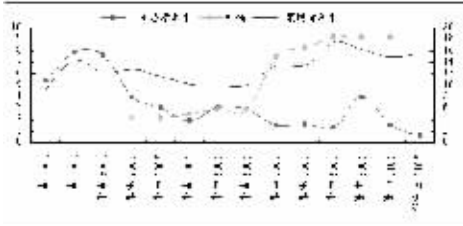


图 4: 宜华木业应收同比增速处于低位, 新项目投产

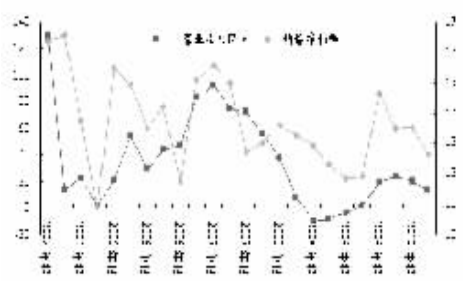


图 5: 艾迪西美国客户 MUELLER 股价回升

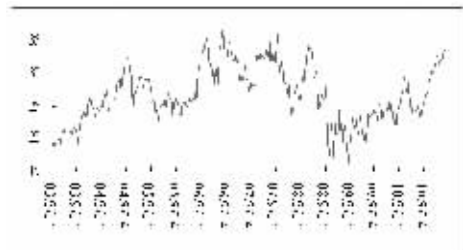


图 6: 艾迪西英国客户 TRAVIS 股价也出现上涨

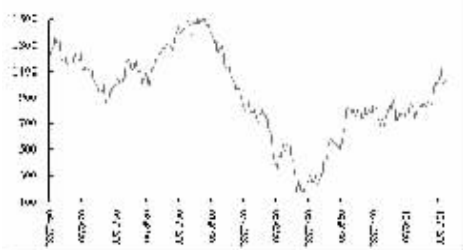
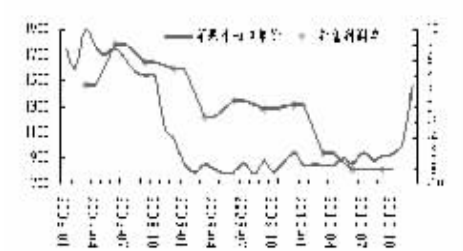


图 7: 国投中鲁苹果汁出口价格开始回升, 利润率可能触底



名家 | Columnist |

经济转型: 逻辑推导和“十二五”突破

未来经济均等化将有实质推进, 体现在加大对落后地区扶持力度、加快城镇化和进一步完善公共服务体系

李慧勇

经济转型是贯穿经济和社会发展全过程和各领域的主线, 也是“十二五”时期的关键词。那么经济转型到底体现在什么方面, 或者说怎么样才算是实现经济转型, 大家的理解存在诸多分歧。因此在探讨经济转型已经经历的阶段和将要出现的变化之前, 有必要先对经济转型做个简略的界定。

综合理论文献和国家关于经济转型的文件, 我们认为经济转型是经济主体在政策、市场、要素等约束条件的推动下, 追求最优的最有效率要素组合方式的过程。由于经济的最优结构是动态的, 因此经济转型更多地体现为一个实现经济最优目标的过程。

经济转型界定

尽管很难严格界定, 经济转型的内容一般包括: 经济体制更新, 经济增长方式转变, 经济结构提升和主导产业改变。作为一个动态的过程, 目标模式、初始条件、转型路径以及转型主体构成经济转型的关键因素。因此, 经济转型的准确理解往往来自于对四大关键因素的分析。

尽管经济转型并不限于发展中国家, 但发展中国家经济面临的转型问题更多, 所以经济转型更多地用于发展中国家。从这个角度看, 转型的目标范式可以进一步具体化为: 从投资主导到消费主导; 从工业主导到服务业主导; 从要素投入主导到综合要素生产率主导。随着经济的进步和发展, 转型的含义进一步深化, 在传统范式的基础上新增了资源节约、环境友好、区域均衡和与民共享, 现在的经济转型在重视经济本身的同时, 更关注人与自然、人与社会、增长与分配的关系。

由于经济转型是从一种经济状态向另一种经济状态的转变, 经济转型的初始状态就构成经济转型的初始条件。只有立足于现实的经济基础, 制定切实可行的转型目标, 才能不断地推动经济由低级阶段发展到高级阶段。具体而言, 这种初

始条件分析尤其重要的是三个方面: 一是所处的大的经济发展阶段、要素和市场条件; 二是国际经济环境变化及其影响; 三、最希望解决的经济问题的评估。对这些问题的客观分析, 有助于寻找合适的经济转型的突破口, 制定适合的转型模式和战略, 并准确对经济转型的效果进行评估。

最后但也是很关键的问题是转型的主体是谁。考虑到宏观经济由若干企业和个人等微观单位形成, 经济转型的真正主体应该是企业和个人。只有企业的生产方式、个人消费行为发生改变才能够真正实现经济转型。不过由于经济转型具有很强的正外部性, 经济转型的目标往往由政府提出, 因此有一种误解认为政府是经济转型的主体, 经济转型是政府的事情。因此出现了较多的角色错位, 一说是调结构, 要么是政府主导的关停并转, 要么是政府主导的大干快上; 一说是节能减排, 就是行政命令式的摊派和一刀切。这种做法当时也许有效果, 但由于不能够调动微观主题的积极性, 总体上效果不佳。政府作为经济转型的推动者, 最重要的职能不是亲力亲为, 而是创造有利于经济转型的约束条件, 去引导和改变企业和消费者的行为模式, 去推动转型。

从经济转型这样一个宏伟战略的要素出发, 不难发现, 经济转型的目标具有阶段性, 在不同的经济发展阶段, 经济转型有要求和体现形式不同; 经济转型具有动态性、长期性, 不是一个一蹴而就的事情; 经济转型是客观的, 并不会因为政府提出某一个目标就能实现转型, 关键是能否改变不合理的经济增长方式存在的基础, 引导微观主体按照宏观调控者预期的方向去转变。基于这种想法, 现实中出现的经济转型效果不彰, 产业结构调整缓慢等问题似乎也有其合理性, 政府要推动经济转型需要为经济转型创造更多的条件。

“十二五”时期经济转型成果评估

“十二五”时期尽管面临诸多



困难, 中国经济仍然取得了年均 11.2% 的较快增长。与此同时, 国家采取了诸多措施推进中国经济的转型, 通过比较“十一五”期间各项指标的变化, 不难发现我国经济结构优化取得了很大的进展, 但是发展不平衡、不协调、不可持续问题依然突出。这些问题集中体现在三个方面:

一是增长过于依赖出口和房地产, 而这两大领域问题都开始显现。就出口而言, 伴随着人世效应的减弱和市场占有率的提高, 出口难以继续保持高速增长。次贷危机之后, 贸易保护主义再次抬头, 出口面临新的考验。就房地产而言, 经过十几年的发展, 已经成为中国经济的支柱产业和地方政府的重要收入来源, 但居高不下的房地产价格、越来越浓的投机氛围, 正在抑制居民的合理消费需求, 加大了经济波动的风险。

二是增长仍以粗放为主, 竞争优势主要是资源和要素。低成本的劳动力供给、廉价的原材料供给是我国经济增长和参与全球产业分工的重要条件, 但是伴随着劳动力供给的变化、资源、环境约束的增强, 这些竞争优势正在发生改变, 经济增长面临新的挑战。

三是非均衡发展战略弊端开始显现。改革开放以来我国提出的效率优先、兼顾公平; 让一部分人先富起来的战略对于调动人们的积极性、提高劳动生产率发挥了重要的作用, 但是随着时间的推移, 这种战略的弊端开始显现。劳动者报酬在国民收入分配结构中占比持续下降, 影响了消费需求提升, 成为内需不足的主要原因。过于注重经济增长, 而对公共服务投入不够, 也影响了居民消费水平的提高。

“十二五”经济转型突破

立足于“十一五”经济转型效果的评估和经济中面临的问题的分析, 我们认为, “十二五”期间推动中国经济转型的制度和环境将发生三方面的核心变化。这三大核心变化体现在: 一、劳动力价格将明显提高。既是受供求的影响, 也是受政策的推动; 二、节能减排要求将进一步提。这是资源环境约束增强、国际压力加大使然, 也受到“十一五”节能减排目标完成的激励; 三、进一步加速经济均等化。“十二五”规划建议首次把“顺应各族人民过上更好生活新期待”作为制定规划的指导思想之

一, 可以预期, 未来经济均等化将有实质推进, 这主要体现在加大对落后地区扶持力度、加快城镇化和进一步完善公共服务体系。

相应地, 经济转型的深化主要体现在以下五个方面: 一、制造创新。劳动力成本提升将推动企业提高效率、推动产业升级和产业转移; 产业升级将提升装备需求, 高端装备将有较大发展, 装备国产化水平也将明显提高; 二、节能环保。节能减排要求提高利好新能源新材料, 也带来脱销、污水处理、CDM 等需求; 三、生产性服务。随着劳动力成本的发展和分工的细化, 以金融、保险、物流、营销、设计、渠道等为代表的生产型服务业将迎来大发展; 四、消费。“十二五”规划纲要建议明确把“居民消费率上升”作为经济结构调整的重要目标; 并通过收入分配改革来提高居民可支配收入, 居民消费率提升可期; 消费的亮点将主要集中在基本保障性消费和升级型消费; 五、“新西兰”。伴随着国家投入力度的加大, 以新疆、西藏为代表的欠发达地区将迎来大发展。

(作者系申银万国证券研究所首席宏观分析师)

交锋 | Pros and Cons |

银行股崛起大约在春季?

中国人民银行决定, 从 2011 年 2 月 24 日起, 上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。调整后大型金融机构的法定存款准备金率为 19.5%, 而中小金融机构为 16%, 法定存款准备金率再创汇改以来历史新高。尽管信贷市场将继续释放紧缩预期信号, 但银行股板块将受到什么样的影响, 华创证券分析师高利和万联证券分析师李双武的观点就很有代表性。

受益还是受损?

高利: 静态来看, 商业银行存款准备金率上调的结果, 使银行将相应部分拆借资金或债券资金转换为准备金资产。由于准备金利率一般低于拆借利率和债券收益率, 商业银行会因此遭受损失。不过, 信贷资产收益率较高, 同时商业银行手中总是持有大量债券资产, 不会出现因为提高存款准备金率而减持信贷资产的现象, 因此总体上提高存款准备金率对商业银行业务影响较小。目前情况下, 上调存款准备金率 0.5 个百分点冻结资金约 3550 亿元, 对银行 2011 年度业绩影响幅度在 0.1% 以下。

动态分析, 效果则完全不同。存款准备金率上调后银行间市场流动性收紧, 首先拆借市场利率会抬升, 进而整个金融市场利率水平上升。金融市场的利率水平随后向实体经济传导, 带动社会上贷款利率水平上升。在存贷款利率同步加息的情况下, 商业银行净息差扩大。从上市公司业绩角度讲, 这一

轮存款准备金率上调的最大受益者为银行。如果 3 月份保持目前的紧缩态势, 我们预计一季度商业银行的净息差同比上升 15% 左右。在其他经营情况不发生较大变化的条件下, 上市银行一季度业绩同比涨幅在 30%~35%, 大大超出此前市场预期 25% 水平。

李双武: 目前大银行的法定存款准备金率达到了 19.5%, 中小银行最低的也达到了 17.5%, 个别银行因为有差别准备金要求, 最高的银行的法定存款准备金率已达到了 20%, 这是汇改以来的历史新高。我们认为, 这对银行股呈负面影响。法定存款准备金率的利率远远低于贷款利率, 甚至低于商业银行吸收存款的资金成本。因此, 上市银行的预期息差受损, 预期的盈利下降。

我们判断, 2011 年货币政策趋紧几乎没有悬念。我们的模型预计, 2011 年广义货币同比增长 12.7%, 接近于历史底部区域。我们的模型预计广义货币供应量 M2 同比增速将一直下跌到 2011 年 6

月底见。狭义货币供应量 M1 同比增速将在 2011 年 6 月见到阶段性低点, 此后反弹再创新的低点。因此, 我们对市场流动性的判断为: 上半年流动性紧张, 特别是一季度流动性尤为短缺, 银行股下跌的概率比较大。二季度流动性紧张相对降低, 银行股上涨的流动性相对宽松, 上涨的概率较大。

说不清的资产质量

高利: 春节过后, 2 月份的各种通胀叠加因素在以后会减弱, 但央行在这么短的时间内再次上调存款准备金率, 反映出央行比较担忧通胀形势。从理论上说, 19% 的存款准备金率水平已经能够将货币乘数压低到 3.7 倍的水平, 这样可以实现全年 M2 供应量增长 16% 的目标。考虑到外国发展中国家通胀水平都是居高不下, 发达国家通胀逐渐升温, 大宗商品价格和粮食价格走势还存在不确定性, 相对较紧的货币环境为中国平稳度过通胀高发期创造有利条件。

中国的商业银行资产质量总体上与宏观经济状况联系程度高, 而与贷款利率水平关联度不大。另一方面, 目前的贷款利率水平与历史水平相比并不高, 在企业盈利状况不错的情况下, 不会对企业形成过大的财务压力, 贷款风险可控。同时, 中国企业对利率不敏感, 当前的利率水平尚不足以对实体经济造成实质性影响, 宏观经济保持平稳也是我们认为银行资产质量能够得到保障的重要依据。

李双武: 银行业资产质量的担忧一直是困扰股价上涨的关键变量。众

所周知, 影响银行股价的不是过往变量, 而是未来变量。实际上, 资产质量的问题也一直是 2010 年制约股价上涨的主要问题。

根据银监会公布的数据来看, 截至 2010 年 3 季度末, 银行业整体的不良贷款率大幅下降到历史最低水平。我们仍然要强调, 已有的不良贷款余额, 这仅仅是个静态的指标, 只反映了过往的资产质量。而且, 中国银行业资产质量还有人为操纵的痕迹。比如, 通过借新还旧, 贷款展期和贷款重组等非正常手段改善信贷资产质量。

2009 年宽松的货币政策下, 10 万亿信贷增长带领中国经济走出金融危机泥潭, 也埋下了重大隐患。其中, 地方融资平台贷款大幅增长, 据媒体称当年就增加了近 4 万亿元, 目前地方融资平台贷款余额达到了 7.66 万亿元。这些贷款在 2009 年贷款增长大跃进时, 有的只有地方政府的一个担保函, 没有足额的抵押物, 也缺少还款现金流。为了防范金融风险, 银监会于 2010 年 12 月 17 日下发了关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见。要求细化了对融资平台贷款清理的要求, 强调了高标准严要求。并指出要按现金流覆盖比例划分全覆盖、基本覆盖、半覆盖和无覆盖平台贷款计算资本充足率贷款风险权重。其中, 全覆盖类风险权重为 100%, 基本覆盖类风险权重为 140%, 半覆盖类风险权重为 250%, 无覆盖类风险权重为 300%。这一近似于苛刻的标准, 彰显了管理层降低平台贷款风险的决心。

李双武: 我们仍然给予银行股“中性”评级。并维持我们的年度策略中提出的“V”型走势。我们认为, 银行股受负面因素影响, 特别是对地方融资平台贷款的担忧, 银行股先跌后涨。时间拐点大约在春季, 一个可能的窗口是 3 月中旬。

(晓甜 整理)