

■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

反弹买什么?

国泰君安策略团队

下跌之后,买进哪些股票参与反弹最好?市场的上涨和下跌是分级别的。在大的熊市中转换时,你不能期望那些在熊市中损失最小的股票在下一轮牛市中给你带来最大的收益,且除有色、煤炭(弹性大)、房地产(跨两个周期)之外,每次牛市涨幅最大的行业是不同的。

那些已经使你收益巨大或损失最小的“昨日情人”股票应该尽力忘掉。“昨日情人”在上一轮牛市中吸引了大量追随者,买入者为拥有它逐步支付了越来越离谱的价格。在下跌过程中,那些拥有者逐渐变得越来越厌恶该股票。他们对自己发誓,一旦在上涨过程中达到盈亏平衡点就卖出这个损失者。这样一来,当股价上涨时,那些持有者以他们买入时同样的价格在卖出。盈亏平衡的卖出能够在几年的时间当中阻碍股价的上涨,即使企业本身已经步入繁荣。“昨日情人”综合症解释了为什么较小的和较不知名的股票在最近一次牛市中会比那些较好的建立品牌的股票的收益要高。

表 1: 牛熊市各行业区间涨跌幅 (%)

行业	熊市	牛市	熊市	牛市	熊市	牛市
食品饮料	34	15	15	18	28	25
医药生物	24	24	28	12	18	15
工业	14	24	25	28	25	25
有色金属	14	24	25	28	25	25
机械	14	24	25	28	25	25
钢铁	14	24	25	28	25	25
煤炭	14	24	25	28	25	25
地产	14	24	25	28	25	25
金融	14	24	25	28	25	25
农业	14	24	25	28	25	25
综合	14	24	25	28	25	25

“防御性主题”在不好的市场环境下表现稳定,但在自2000年以来的每一次恢复中大多表现落后。食品饮料、医药生物、商贸、公用事业的防御性最好。但随着新一轮牛市的开始,经济落后6个月或者更多,企业盈利恶化的结果通常还会出现,如果等待经济复苏的明显证据,可能已经错过了最佳的盈利时点。在每一轮牛市开始后,采掘和有色的进攻性是最好的。

但是对于不改变趋势的技术性调整或者事件性下跌又有怎样的规律?重新上涨之后短期内哪些品种最受益呢?是跌得多的涨的多还是抗跌的涨的多呢?

我们统计了2000年以来十次牛市中的技术性调整后的重新上涨各行业的表现,发现总体来说下跌跑输大盘后跑赢的次数要多于下跌跑赢大盘后跑赢的次数,但是差得并不多。也就是说,并非跌得多的品种在后面的一个月涨幅就最大,相反,有些抗跌的行业在上涨后一个月内的表现也非常好。这也验证了强势股逻辑,对于大盘调整的情况下强势的板块就要通过看宏观层面新闻、产业新闻、公司公告等具体研究是否可能有宏观因素、政策因素等支撑。

从上面简单的统计可以看出,采掘、化工、有色、机械设备、电子元器件、信息设备、房地产、金融服务和餐饮旅游在重新上涨后跑赢市场的概率最大。但是从时点上观察,房地产和金融服务的跑赢时段都集中在2008年以前。出乎意料的是,餐饮旅游的防御性较差,却有90%的概率在恢复上涨之后跑赢市场。

对于4月以来自3067点回落之后,明显跑输大盘的行业为有色、采掘、黑色金属、交运设备、机械设备、金融服务、信息设备、电子元器件、餐饮旅游和农林牧渔。如果要抢反弹,根据上面的统计比较好的标的为有色、采掘、机械设备、信息设备、电子元器件、餐饮旅游。

表 2: 2000 年以来十次技术性调整中各行业下跌以及重新上涨后一个月内的表现(%)

行业	熊市	牛市	熊市	牛市	熊市	牛市
食品饮料	34	15	15	18	28	25
医药生物	24	24	28	12	18	15
工业	14	24	25	28	25	25
有色金属	14	24	25	28	25	25
机械	14	24	25	28	25	25
钢铁	14	24	25	28	25	25
煤炭	14	24	25	28	25	25
地产	14	24	25	28	25	25
金融	14	24	25	28	25	25
农业	14	24	25	28	25	25
综合	14	24	25	28	25	25

■名家 | Columnist |

地方负债高企 资产证券化或是解决之道

以地方政府的融资平台引进产业投资基金或将资产证券化,让地方政府逐步减少对土地财政的依赖

芮中校

至少从2004年起,地方政府债务问题就为国内财经界、理论界乃至中央政府所关注,中央政府高层也多次提醒地方政府注意债务风险。即便如此,随着地方经济的发展,地方政府的负债继续水涨船高。尤其是在2008年金融危机之后,地方债务更是急剧膨胀。

地方政府巨额负债酝酿风险

据2010年5月29日某财经媒体引述银监会主席刘明康的话称,截至2009年末,地方政府债务总额已超过8万亿元,地方政府融资平台贷款余额高达7.38万亿元,其中4万亿元是以前老项目,3万多亿是2009年信贷超额释放产生的新融资。也就是说,在2009年一年地方政府负债增长超过80%,而且目前还在高速增长。

中金公司2010年的研究报告预计,2009年末,地方政府融资平台贷款余额(不含票据)约为7.2万亿元,其中2009年净新增约3万亿元。预计2010年和2011年后续贷款约为2万亿~3万亿元,2011年底达到约10万亿元。

虽然10万亿元的地方政府负债约占中国2009年GDP的三分之一,相当于中国外汇储备的70%,但可怕的是债务率高企(年末地方政府债务余额与当地财政收入的比值)。不少地方政府的负债与当地财政收入的比例超过100%,而债务率甚至达到2倍、3倍甚至10倍以上的地方也不少见。

云南某著名旅游城市年财政收入10亿元左右,但是负债就已经超过百亿元;西部某县在2009年的财政收入大约12亿元,除去工资等正常支出,仅剩3亿~4亿元用于偿债,而该县2010年仅利息一项就要偿付18亿元。

债务为房地产调控添变数

地方负债持续攀升,而举债的担保和还债的收入都有赖于土地。

在2009年的7.38万亿元融资总量中,50%是依靠土地抵押的,其余均为无抵押担保或资本金不足的项目;其中大约60%~70%贷款需要土地开发权、地方政府财政等第二还款来源的安排。最近媒体报道多个地方“卖地还贷”,就反映了目前地方政府负债的困境。因此,目前的房地产市场调控一旦见

效,地方政府的土地收入减少,地方政府的债务危机就会爆发,不但会造成不少项目半途而废,还会引发银行的系统性风险。

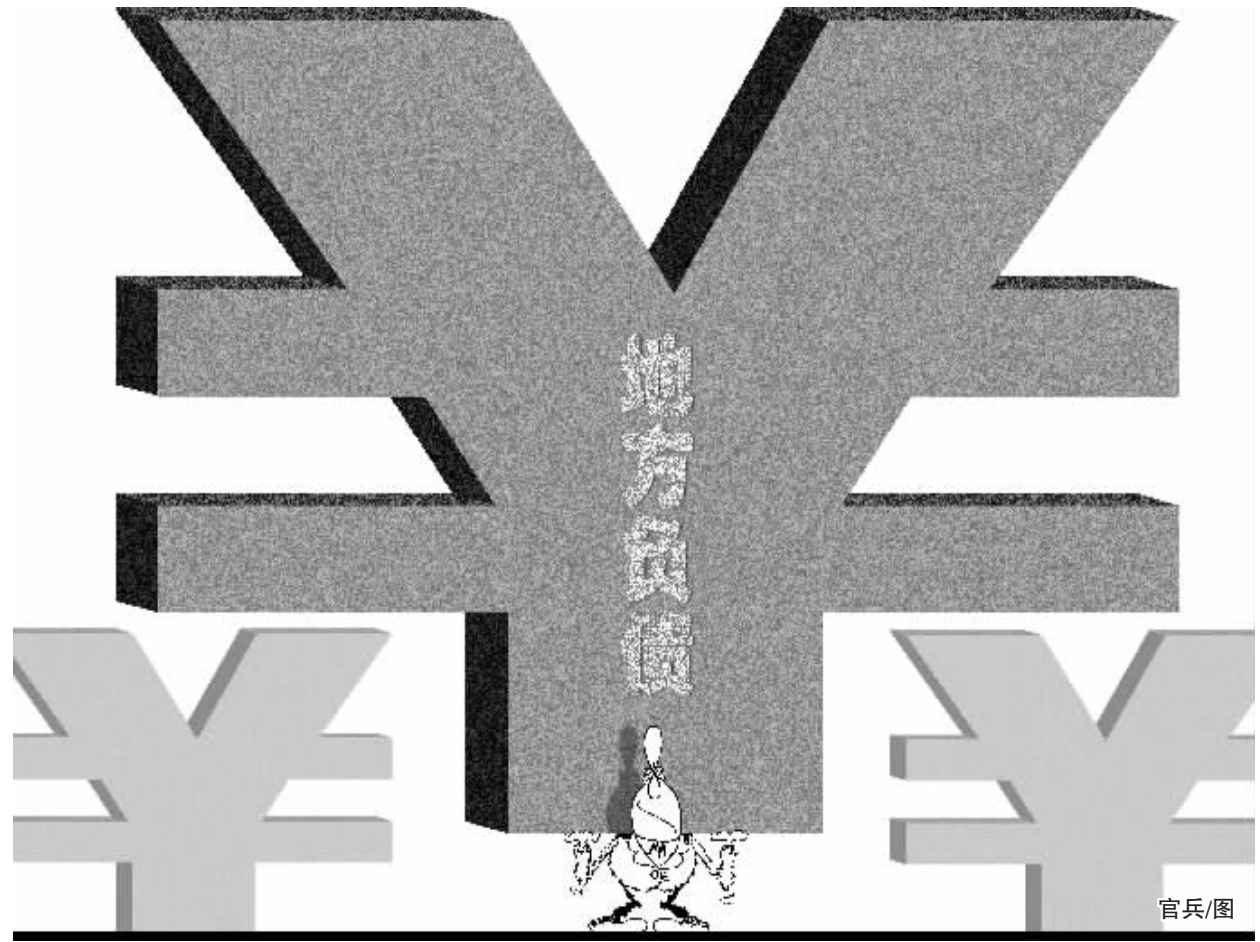
对于地方债务的风险,从国务院到财政部、人民银行都高度重视。2010年1月19日,国务院总理温家宝在国务院第四次全体会议上,就强调把“尽快制定规范地方融资平台的措施,防范潜在财政风险”列入当年宏观政策方面重点抓好的工作之一。9月13日,温家宝在夏季达沃斯论坛上再次指出,在应对国际金融危机中,我们清醒地看到财政金融领域的潜在风险,特别是地方政府融资平台的债务风险,这个问题由来已久。

为此,央行、银监会把地方政府债务作为2010年整肃三大金融风险之首。2009年末,全国32个省级地方首长都收到了央行和银监会直接发送的地方融资平台信贷数据监测报告,以提醒地方政府注意地方融资平台大量举债造成的风险。而国家发改委从2009年下半年以来,审批地方城投债大门逐步收紧。地方融资平台从2009年的迅速膨胀,到2010年又开始急剧收缩。

如何解决地方政府的巨额负债问题?财政部在借鉴解决“普九”债务经验的基础上提出“治存量、开前门、关后门、修围墙”的思路,但更多的人则希望修改《预算法》,发行地方政府债券。

2009年央行副行长刘士余就表示,目前大量的地方政府融资平台对于地方财政偿债能力构成威胁,解决这个问题可以利用银行间债券市场,其增量部分可以考虑市政债。今年4月央行行长周小川在清华大学进一步表示,中国快速推进的城镇化需要大量的资金,可以综合考虑使用公共财政承担、财产税(房产税)及市政债等多种方式解决。

作为央行行长,周小川关于发行市政债的讲话引发不小争议,支持者多,反对的声音也不少。反对者主要担心地方政府在政绩工程的思路下,把地方土地财政转变成地方债券财政,土地财政尚有土地作为担保,地方债券又将以什么作为保证?目前地方财政不透明,滥用资金比比皆是,地方政府公信力普遍低下,地方政府债券如何保持信用?因此有人担心,地方债券不但有可能让地方政府财政彻底破产,还会让地方政府信用进一步丧失。



官兵/图

周小川称,关于市政债的讨论正在人大财经委和学界中进行。事实上在人大财经委和学界中进行。事实上在人大财经委和学界中进行。事实上在人大财经委和学界中进行。事实上在人大财经委和学界中进行。

资产证券化是解决困境之道

显然,在目前体制下地方债券即使要上,为了控制风险,对发行地方债的门槛会比较高,范围和规模都会比较有限。在发行市政债之外,还要寻找更多办法来解决,笔者认为,利用资本市场可以成为化解地方债务的一个有效办法,也就是把地方政府的融资平台重组,打包上市。

在中国过去二十多年的经济发展中,利用资本市场来解决一些复杂而庞大的债务问题是具有成功经验的。首先是上世纪80年代末到90年代的企业三角债问题,三角债是中国由计划经济向市场经济转轨过程中出现的经

济现象,80年代末政府开始治理三角债,但是三角债越治理越多。1988年三角债为320亿元,但到1990年底突破2000亿元大关,1996年大约达到8000亿元,而进入21世纪以来,三角债几乎再没人提起,因为经过90年代的国企改革、重组上市,三角债问题得到基本解决。其次是中国银行业的改组上市,上市前各大银行都存在大量的烂账死账,解决办法是剥离不良资产后重组、引进战略投资者后上市,几大银行相继上市,也就标志着中国银行业改革成功。

现在要通过资本市场解决地方债务问题,也可依循这一思路。各地方政府的融资平台,分别为财政局、发改委或属下的投资公司,依地方经济规模不同而有多有少。这些融资平台公司有的有资产,有的只是空壳公司,不管是哪一种,地方政府都可以把政府出资购置的各类设备、建设的公共设施产权,以及下属各行政事业单位所有的土地使用权和房屋所有权、经营性资产等划转至融资平台公司名下,做实做大融资平台公司。以这些融资平台为依托,形成稳定的现金流收入,引进产业投资基金,或者把资产证券化,向上市目标逐步迈进,让地方政府逐步减少对土地财政

的依赖。除此之外,把地方上的国有企业进一步重组上市,或者整体上市,也是地方政府融资渠道之一。

与发行市政债相比,通过资本市场来解决地方政府债务,融资规模受到限制,资金的使用也容易得到监督,但却不是所有地方政府都有条件这么做,这就取决于各地资产的具体情况。但无论是发行市政债还是资本运营,都需要地方财税体制透明,地方财政真正走向公共财政,这两条路才可能深入走下去。

目前各地楼价并未出现明显回调,但楼市调控的力度却明显在增强。今年以来重庆的土地市场就非常不活跃,已经给各地的土地财政敲响警钟。因为其他一些城市对土地财政的依赖更甚,一旦土地市场回落,地方政府负债就会爆棚,资本市场这个融资平台将会迫切地走到前台,从另一个角度验证“楼市跌、股市起”的规律。需要指出的是,无论是发行市政债,还是求助于资本市场,这些问题都不是解决地方负债的根本途径,问题的关键在于中国财税体制需要进一步深化改革,平衡中央与地方的财权,同时也需要地方官员转变唯GDP至上的经济增长理念。

(作者单位:香港《亚洲周刊》)

市场方向不明 基本面底部行业具高安全边际

历史规律表明:市场不明朗时基本面底部行业因业绩恶化空间有限,可获得相对收益

长江证券

阐述:

第一部分主要挖掘产品价格处于底部区域行业。我们认为:原料药中维A、维E、维B2以及高端抗生素培养液等及其中间体具备这一特征。

第二部分成本端压力下挤压行业盈利,存在触底反弹机会的行业。我们认为:在煤炭及下游产业链中,上游煤炭价格涨幅较大,而电力中火电、基础化工中煤化工细分行业部分产品价格还处于底部,成本压力抑制了行业的发展,行业基本处于历史底部,触底反弹有望期待,可获得相对收益。

第三部分,供应端产能过剩,特别是中小厂商较多,造成厂商间的恶性竞争,行业基本处于周期底部,投资具有安全边际。我们认为:化工农药中的草甘膦、钢铁行业、原料药中的维C、维B2,由于技术壁垒不高,中小厂商多,供给市场无序,价格战激烈,侵蚀了行业利润,而预期短期内行业供应端市场继续恶化的空间有限,行业基本面位于周期底部,存在触底反弹预期的投资机会。

1、历史表明市场不明朗期,基本面底部行业可获得相对收益
纵观历史时期,类似于目前市场的不明朗形势,我们认为2004

年下半年经济情况与本轮周期形势较为接近;基于寻找市场不明朗形势下处于行业基本底部、具有安全投资边际行业的投资逻辑,我们认为当时的钢铁行业具有较强的借鉴意义。

2002年、2003年在进口铁矿石价格高企,而钢铁成品价格涨幅低于原材料价格上升的成本提升速度的压力下,行业盈利能力被侵蚀,行业基本处于周期底部,2004年随着经济复苏,行业基本面开始反转,2004年上半年行业利润总额快速提升。但随着通胀水平的提高,国家采取系列措施控制物价水平,2004年下半年市场等待数据拉开宏观经济走势的朦胧,钢铁行业进入短暂调整期,由于行业基本处于历史底部,因此调整幅度有限,而后进入快速复苏。

2、政府积极应对行业产能过剩
为拉动经济增长,快速提升的固定资产投资造成中国部分行业出现严重的产能过剩,且中国产能过剩行业存在明显的阶段性特征,不同行业轮流出现,为提高中国企业的国际竞争力,政府明确通过政策优化供给结构,控制过剩行业新增产能、淘汰落后产能,部分产能过剩行业已经看见曙光。

3、优化草甘膦产能过剩状态,供给面筑底

我国是世界草甘膦需求的主要供应国,80%的产量用于出口,但由于我国产品仍为“三无”产品,缺乏价格决定权,且行业产能过剩,2010年产能利用率仅为60%,产品价格提升受限,目前价格仅为2008年高点的1/4,处于历史低点,毛利率、净利率均处于历史底部,净利润与1年期存款利率相当,草甘膦主要生产小企业已开始淘汰落后产能、向草甘膦深化产业链延伸,盈利能力较弱的中小企业大量关闭,我们认为草甘膦供应端有望逐步优化,待基本触底反弹,具有投资安全边际。

4、钢铁行业中中小企业离场,供给市场优化效果初显

钢铁行业自2008年起进入量跌价跌的周期,产能严重过剩抑制钢铁价格提升,远低于成本提升速度,行业盈利能力位于历史底部,政策采取多种措施优化现有产能、控制新增产能、淘汰落后产能,行业固定资产投资增速控制严格,但行业亏损面依然较高,降低了新增资金进入行业的热情,且调整能力强的中小企业、民营资本在缺乏规模优势和成本优势的的压力下,逐步退出市场,国有大钢厂的投产周期基本结束,钢铁行业的供给情况有动能从底部回升,在需求平稳的支持下,在朦胧的市场行情中,行

业具有获得相对收益的潜能。

5、维生素行业在低位积聚动能,修复时机将至

维生素行业VC、VB2、VB5的相对低门槛及2008年产品的高价格、高利润吸引投机资金注入,产能迅速扩张,行业产能过剩严重,随后行业盈利能力快速下滑至历史低点,同时国家优化行业供给、整顿过剩产能态度明确、政策执行到位,VC、VB2价格长期底部徘徊,在市场看不见的手的指引下,投机资金逐步退出,目前VC市场主要厂商积极转型,深化产业链、提高竞争力,中小企业开始离场,VB2市场主要厂商长期低价格驱逐中小、落后企业的战争已见成效,从行业供给端分析,VC、VB2市场基本面已经触及历史底部,进一步恶化的空间有限,特别是在市场缺乏投机机会的状态下,具有较高的投资安全边际,能够获得相对收益。

基于上述分析,我们选择化工子行业草甘膦行业、钢铁行业及原料药行业维生素行业中公司业绩对产品行业改善弹性大,具有投资安全边际,且股价还未表现出业绩触底反弹预期的公司,建议关注草甘膦行业的华星化工,钢铁行业的华菱钢铁、八一钢铁,维生素行业的东北制药、广济药业。