

■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

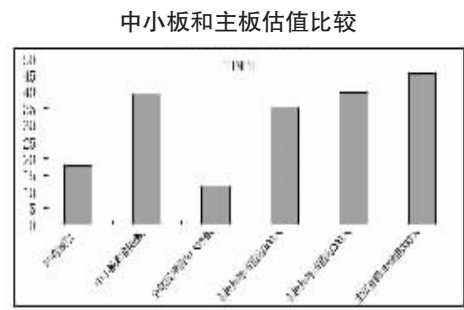
市场将分为三个阵营

国泰君安策略团队

近日,计算了目前市场估值和盈利状况,有如下发现:

1、所有股票的动态市盈率(TTM)(以过去四个季度业绩)为17.71,看似不高。不过,如果剔除18只股票(6只保险股,3只能源股,工行、建行、农行、中行、交行、招行、中信、浦发、民生、兴业、光大、北京银行),则TTM市盈率为26.25倍。

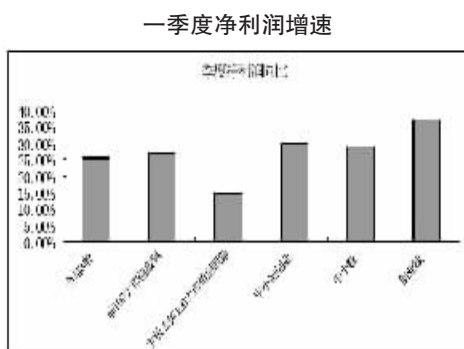
2、除掉中小板和创业板的股票后,TTM市盈率为16.35。中小板和创业板TTM市盈率为39.41。其中,创业板TTM市盈率为46.18,中小板TTM市盈率为38.19,扣除桂林三金之后的中小板和创业板TTM市盈率为42.15。另外,扣除中小板、创业板前10大市值股票的TTM市盈率为42.55。



3、全部股票前50大市值的TTM市盈率为11.74。主板前50大市值的TTM市盈率为11.69;扣除前50大市值的TTM市盈率为30.83;第51~100大市值的TTM市盈率为21.54;第101~200大市值的27.12;第201~300大市值的TTM市盈率为28.14。主板上,扣除市值前100大股票的TTM市盈率为35.25;扣除市值前200大的股票TTM市盈率为39.7;扣除市值前300大的TTM市盈率为45.20。扣除利润前50名的的TTM市盈率为33.93。

4、中小板和创业板平均市值51.57亿,TTM1.3亿净利润,中位市值34亿,中位TTM7199万净利润;创业板平均市值34亿,7402万净利润,中位市值27亿,5732万净利润;扣除桂林三金之后的平均市值47亿,1.11万净利润,中位市值为32亿,6799万净利润;中小板平均市值58亿,1.52亿净利润,中位市值39亿,8388万净利润;全部A股平均市值143亿,8亿净利润,中位市值44亿,8746万净利润;主板平均市值197亿,12亿净利润,中位市值55亿,1.13亿净利润。

5、一季度,全部A股净利润增长25.45%。去掉银行股19%,前50大市值的股票26%的增长且比较稳定。前100大市值27%的增长,主板前100大市值公司去掉后,其余公司只有14.79%的增长。中小板和创业板一起一季度净利润30%,中小板29%,扣除桂林三金后的中小板27.6%,创业板37.36%。



分析上述数据后如下判断:1、前100大市值的大盘蓝筹股TTM估值只有12倍(国际比较,历史比较都是非常便宜的),但是全年看似还有20%以上增长,目前宏观不确定性下,具有稳健且防御性的投资机会;2、中小板和创业板最近几个月尽管被投资者抛弃,但目前估值优于主板的1000家小股票,更重要的是业绩增长远高于主板的小股票,并且考虑到未来两年募投项目和超募资金,如果继续调整,且等到宏观形势更确定的时候,该类中的高成长股投资机会应该最为突出。

整体来看,可以把市场划分为三个阵营:1、市值前列的大盘蓝筹股阵营,估值便宜,且主要是垄断国企,因此赚取垄断的利润增长,只要国家没有大的政策变化(或者消费者和其他企业仍然有被持续榨取的剩余价值),则这类股票未来几年应该以略高于名义GDP的增速增长。并且该阵营股票决定了整个市场的方向:下跌空间有限,考虑到15%~25%之间的利润增长,长期应该是慢牛格局。2、中小板和创业板为主的成长股阵营(尽管很多股票并没有真正的成长),由于不断迅速增加新血液,能够维持30%以上的增长,但估值已经反映了成长,因此在恰当时机(估值具有安全边际的时机)投资该类股票中的高成长股是未来几年获得超额利润的主要投资方向(其他股票被边缘化)。3、主板中存量上千只的缺乏增长的老股票阵营,该阵营整体上业绩增长缓慢,估值更高,缺乏投资性获利机会,里面部分消费类股票仍具有较好的投资机会,部分股票具有阶段性或周期性投资机会,但是多数将边缘化。

■名家 | Columnist |

消费性投资将成为中国经济的增长动力

为提供消费品而进行的投资就是消费性投资,其首先要消耗相关投资品,但最终内涵和目标是消费

李慧勇

对于中国这样一个大国,未来经济增长的动力主要靠内需,最终伴随着经济发展程度的提高,将过渡到像发达国家一样的消费社会越来越成为共识。但现阶段应主要靠消费还是靠投资,以及投资和消费是何关系的问题上一直存在诸多争论。一种观点是中国还没有到消费主导的阶段,经济增长动力应和过去一样,还是靠重工业化投资;另一种观点是投资率已经过高,再靠投资拉动已经不通,必需改而靠消费。

针对上述问题,基于对目前中国要素禀赋和需求空间分析,我们认为中国未来5年左右的时间,最优的方案不是把投资和消费对立起来,而是通过投资带动消费,最终使得中国经济从投资主导过渡到消费主导。在这种情况下,消费性投资将成为未来中国长短兼顾的增长动力。

消费性投资,简单来讲就是为了形成消费品或者提供消费条件而进行的投资。首先是投资,这将消耗相关的投资品,但是最终内涵和目标是消费,消费性投资最终将有助于提高消费。现实中基础设施投资、保障性住房投资以及服务业投资如建学校、建医院、建电影院等就属于消费性投资的范畴。

消费性投资兼具消费和投资双重属性

消费性投资之所以能够成为未来中国经济的一个增长点,基于下述原因:

首先,从中国人国情看,高投资还将持续。根据联合国资料,中国的人口红利在2015年结束,因此,至少在十二五时期,中国的高储蓄高投资格局还将持续。

其次,继续进行大规模工业性投资的空间已经不大。一方面,经过前一轮工业化时期,大量投资已经导致国内出现严重产能过剩,以投资带动投资的老路很难再走下去;另一方面,进出口急剧扩张,我国在2009年已经成为全球第一大出口国,在这种情况下,出口再继续大幅增长的可能降低。在出口扩张受限和追求更加平衡的贸易战略背景下,再通过贸易顺差输出资本的可能性也降低。

因此,消费性投资应运而生,其优势在于:第一,可以代替出口,消化国内的过剩产能。第二,可以提高消费产品和服务的供给能力,提高消费,扩大内需。我国经济转型的目标是实现内需主导,但是消费条件的不足会阻碍消费提

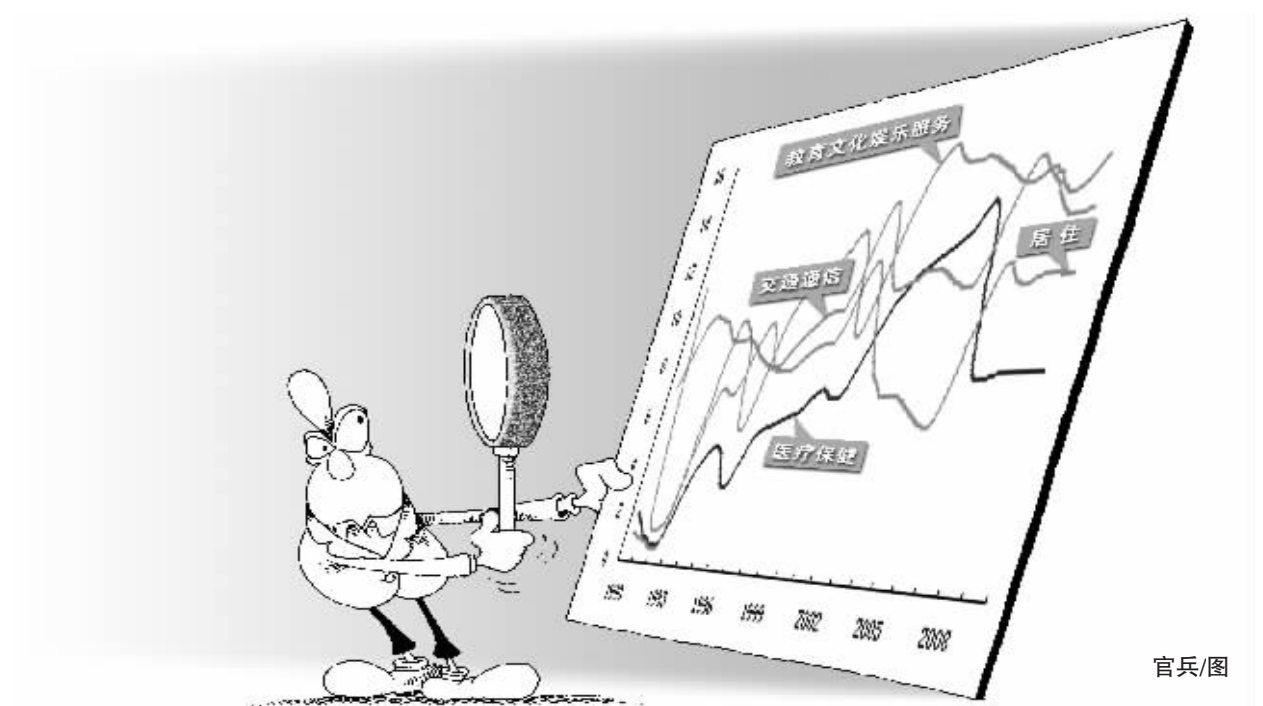
升。以目前广为关注的交通拥堵为例,正是城市基础设施的不足所致,才迫使北京、上海等地出台了汽车限购政策,进而限制了汽车和相关产品的消费。如果能够加大交通运输等方面的投资,引入更加智能的交通指挥系统,将能为汽车消费创造更好环境,从而带动消费增加。第三,优化产业结构。消费性投资更多集中在第三产业,加大消费性投资可改变第三产业在我国经济中占比偏低的局面,从而推动第三产业发展。这点可以从发达国家消费结构、投资结构以及产业结构相互促进相互优化的经验中得到印证。以美国为例,1942年的美国人均GDP超过1000美元,居住、医疗、娱乐、金融服务等在消费支出中的比重迅速上升,相应领域的投资占比也呈现上升趋势,产业结构随之改善。

消费性投资的重点领域

消费性投资的重点主要决定于两个方面,一是居民消费升级的方向。随着居民消费水平的提高,食品和衣着支出在消费支出中的比重呈下降趋势,服务性消费如医疗保健、交通通讯、教育文化娱乐服务以及居住等,占比不断提升。二是相关领域的供给状况。只有供给不足的领域才需要加大投资,结合两个方面的情况来看,我们认为未来消费性投资的主要领域是:保障性住房;服务业投资,如医疗卫生、教育、文化等;生活性基础设施。

首先,居住与保障性住房。房价上涨、买房支出过大是抑制居民消费的一个重要原因。房地产价格一路高涨的原因诸多,供给低于需求是其中一个重要原因。2005年房地产价格加速上涨以来,除了2008年,每年房地产销售面积均大于竣工面积。如果不改变这种情况,房地产价格明显回落将是奢求,因此在控制投机性需求的同时,加大对房地产的投入,尤其是加大面向中低端群体的保障性住房投入,无论对于调控房地产价格还是保障民生都具有重要的意义。

其次,医疗保健。根据世界银行统计,2007年中国的医疗卫生支出占GDP的比重仅为4.3%,不仅远低于美国15.7%的水平,也明显低于巴西等发展中国家8.4%的水平。中国的医疗卫生支出水平低下,导致国内“看病难、看病贵”问题迟迟得不到缓解。为尽快缓解医疗保健投入不足的局面,除了财政要加大投入之外,更应该通过市场准入体制改革,吸引外资、民间资金投入。



官兵/图

第三,教育。目前教育设施总量和结构矛盾突出。既有大量的教育资源闲置案例,也有明显的投入不足的情况,主要是农村及落后地区教育投入不足、技能类教育投入不足、义务教育投入不足等。以学前教育为例,根据教育部有关资料,目前入园幼儿数量为3000万,学前三年的毛入园率全年的算起来的话是50%多,从目前有关人口数量测算结果看,未来10年内,全国入园人口数量会在5000万左右,幼儿园数量急需增加,急需新的投入。

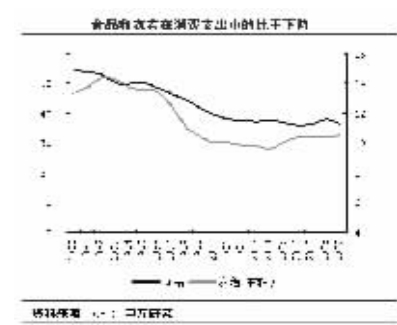
第四,信息与通信。根据世界银行统计,2009年中国人均信息与通信技术支出(包括信息与通信技术包括计算机硬件、计算机软件、计算机服务、通信服务和有线及无线通信设备)仅为216美元,相当于排名第一的瑞士的5%不到,相当于巴西的60%。中国在相关领域还有很大的提升空间。

国家政策正在向消费性投资倾斜

虽然目前国内居民对消费性投资概念比较陌生,但实际上我们已经进行了成功尝试,国家政策也正在向消费性投资倾斜。前期大家熟知的为了拉动中国经济快速复苏而进行的4万亿大规模投资中,就有消费性投资的成功尝试:10%投向保障性住房,9%用于农村水电路气房,38%用于重大基础设施建设,4%用于卫生文教等等。有目共睹的是,4万亿投资对于带动投资和消费效果明显。

十二五规划明确提出“建立扩大消费需求的长效机制,把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点,通过积极稳妥推进城镇化、实施就业优先战略、深化收入分配制度改

革、健全社会保障体系和营造良好的消费环境,增强居民消费能力,改善居民消费预期,促进消费结构升级,进一步释放城乡居民消费潜力,逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。”发挥投资对扩大内需的重要作用”,“促进投资消费良性互动,把扩大投资和增加就业、改善民生有机结合起来,创造最终需求。”这些新的论述表明国家已经开始放弃过去那种把投资和消费绝



对立的观点,开始探索建立投资消费良性互动机制,表明国家的投资重点开始正式向消费性投资转移。在2011年的政府工作报告中,我们也看到上文提及的保障性住房、服务业和生活用基础设施投资也已经成为投资的重点领域。这样看来,消费性投资不但是中长期也将是2011年中国经济增长的一大推动力。

(作者系申银万国证券研究所执行总经理、首席宏观分析师)

| 排名 | 代表性投资领域 |
|----|---|
| 1 | 全国铁路营业里程达到8.4万公里,增加4000公里;其中快速铁路达到1.3万公里,增加4700公里; |
| 2 | 全国公路通车里程达到4.0万公里,增加12万公里,其中高速公路里程达到8.8万公里,增加4000公里; |
| 3 | 全国光缆线路达到1065万公里,增加1000万公里;互联网宽带接入端口2.25亿个,增加3500万个; |
| 4 | 建设保障性住房1000万套,增加410万套; |
| 5 | 城镇社区服务设施将达到18.5万个,增加4100个; |
| 6 | 城市污水处理率、城市生活垃圾无害化处理率分别提高3.1个和1.5个百分点; |
| 7 | 完成150万户以上农村危房改造; |
| 8 | 农村沼气户数达到1325万户,比上年增加325万户; |
| 9 | 每千人口病床数达到3.42张,提高5.6%; |
| 10 | 每千名老人拥有养老床位20张,增长9.3%。 |

资料来源:2011年政府工作报告

数据疲软、油价上涨及供给面受限表明经济增长将减速

高华证券

近期数据表现弱于我们预期。增长放缓程度比我们预测的更为严重。4月份的工业增加值数据反映得尤其突出(主要反映了货及财政政策的收紧,尽管部分行业面临着供给面限制)。此外,通胀并未如我们所愿地快速缓解。我们现将中国2011年GDP增幅预测从10.0%下调至9.4%,其中计入了低于预期的一季度GDP增长(环比折年增幅9.2%),但同时我们也将二三季度GDP增幅预测分别从8.8%、9.5%、9.7%下调至8.0%、9.0%、9.3%。新的GDP增幅预测仅略高于疲弱的4月份数据发布前的市场预测值,因此实际上可能高于目前真正的市场预测。我们将年均通胀率预测从4.3%上调至4.7%,预计同比增幅将在6月份触顶于5.6%。考虑到油价走高的影响,我们还将2012年GDP增幅预测从9.5%小幅下调至9.2%,虽然我们仍维持2012年3.0%的年均通胀率预测,但我们认为,油价上

涨的传导效应更充分,2012年年内通胀率将略呈加速上升之势。具体分析如下。

虽然CPI季调后月环比折年增幅已从去年年底14.1%的峰值降至3.2%,但整体通胀问题似乎较去年更顽固。某些领域的价格上涨仍受抑制——一些企业未能以所希望的幅度上调售价,这在能源领域尤为突出。由于通胀率降至政治敏感度水平以下后部分商品价格获准上涨,以及受生猪供应影响食品通胀率降幅低于我们预期,我们预计总体通胀率的下降可能会更为缓慢。我们现预计通胀率将在6月份触顶于5.6%,而且8月份之前可能不会降至5%下方。

徘徊不去的通胀压力提高了政策放松的门槛。即便在通胀问题不很严重的2010年,当4月份经济增速首次跌破趋势水平之后,决策层仍花了几个月时间才了解了增长减速程度,到7月底才推行宽松政策予以应对。当时决策一经出炉,其对经济的影响可谓立竿见影,经济增速迅速于8月份反弹至趋势水

平上方。今年的通胀担忧显然甚于去年,决策层可能希望看到经济增长更明显地下滑,才会放心地进行政策调整。不过,一旦中国做出政策调整,经济增长可能还是会很快加速,而且(相对于利率手段而言)中国货币政策的定量属性可能使之难以精确调整。

美国增长减速和油价走高亦带来不利影响。我们的美国经济研究团队最近将美国经济增长预测下调了约50个基点,意味着截至2012年年底美国经济增长平均增速为3.3%;同时我们的大宗商品研究团队将2011~2012年年底的油价预测分别大幅提高至120美元/桶和140美元/桶。进口能源价格的走高令中国的贸易条件恶化,因此严重影响了国民总收入。不考虑价格变动因素的GDP数据所受影响要小得多,我们的经济模型显示油价上涨20美元/桶可能会令GDP增幅减少约15~20个基点,而且我们广泛计入了油价走高的影响,尽管国内油价调整会有些许滞后。

因此,我们调整2011年GDP增幅预测:我们现在预计二三季度GDP环比折年增幅分别为8.0%、

9.0%、9.3%,从而得出年均GDP增幅9.4%。政策业已收紧,而且4月份数据显示工业增加值增长明显减速。尽管目前经济增长已明显低于趋势水平,但我们预计政策在2011年三季度初之前将保持紧缩,因此二季度经济增速将不及一季度,而后在三季度逐步反弹。基于我们对一季度GDP环比增幅的预测(根据统计局最近将美国经济增长预测下调了约50个基点,意味着截至2012年年底美国经济增长平均增速为3.3%;同时我们的大宗商品研究团队将2011~2012年年底的油价预测分别大幅提高至120美元/桶和140美元/桶。进口能源价格的走高令中国的贸易条件恶化,因此严重影响了国民总收入。不考虑价格变动因素的GDP数据所受影响要小得多,我们的经济模型显示油价上涨20美元/桶可能会令GDP增幅减少约15~20个基点,而且我们广泛计入了油价走高的影响,尽管国内油价调整会有些许滞后。因此,我们调整2011年GDP增幅预测:我们现在预计二三季度GDP环比折年增幅分别为8.0%、

9.2%,略低于趋势水平,也低于我们此前预测的9.5%,反映出油价走高的影响和政府坚持不懈的反通胀努力。我们预计环比增幅将与2011年四季度环比持平,折年增幅为9.3%左右,略低于我们预测的9.5%的趋势水平,但高于市场预测的8.9%。增长预测的下调与我们基于油价走高

对增长影响模型所得出的预测值大致吻合,该模型显示油价每上涨10个百分点,经济增速将下降8个基点。我们维持2012年年均通胀率为3.0%的预测,但预计受全球油价上涨对国内的传导作用影响,CPI季环比折年升幅将从2011年底的3%以下升至2012年底的3.3%左右。虽然国内成品油价格受到政府管制,但如果油价继续加速涨至我们大宗商品研究团队所预测的水平,那么国内成品油价格可能随之上涨。

我们预计人民币/美元将继续升值。虽然政策仍在紧缩而且进口价格的上涨令人担忧,但对汇率问题更重要的是就业市场仍保持强劲,而且我们预计即便经济增长会在数月时间里不及趋势水平,这一势头也将延续。因此,鉴于人民币兑美元名义汇率温和升值的政治氛围犹存,我们预计未来3个月、6个月、12个月美元/人民币将跌至6.40元、6.31元、6.12元。我们的全球市场研究团队继续建议做空1年期美元/人民币(技术性操作建议)和2年期美元/人民币的交易(今年的首选交易建议)。