

焦点

# 升值受惠板块行情仍将持续

□中国科技大学研究所 李茂俊

人民币升值无疑是近期市场关注的焦点。从市场的表现看,市场热点主要是围绕着升值题材来展开。人民币此次升值的幅度低于市场预期,市场将继续存在人民币进一步升值的预期。在此预期之下,投资者采取何种操作思路来把握市场的机会和回避市场风险至关重要。

首先,此次人民币升值2%实际上标志着我国开始启动汇率政策作为宏观调控手段。此前,我国的宏观调控手段长久以来采取货币政策和财政政策。从本轮的宏观经济调控效果看,尽管国家采取了相对紧缩的货币政策和财政政策,但是依旧没有达到预期的效果,2005年上半年GDP增长9.5%,继续高于

8%的政府预设目标。笔者以为,此次人民币升值可望达到促进宏观经济调控以降低GDP增幅的目标。因为从本轮经济增长的机理看,投资和出口是主要的驱动因素。虽然此前政府通过相关的货币政策和财政政策抑制了投资的过度增长,但是出口增速却未能得到有效抑制。由于本币升值会对本国出口受到抑制,这样人民币升值就有一定的针对性——通过一定程度抑制出口促进宏观经济的减速调整。这样,股市将依旧面临宏观经济加速“软着陆”的宏观背景。由此,对于股市投资者而言,后市继续采取防御型的投资策略应继续成为理性的选择。

实际上,从基金半年度投资组合就可以看出,以基金为代表的机构投资者出于对高油价以及国内经济进一步减速的判断,下半

年将继续采取防御型的投资策略:对景气度低的行业个股继续回避;对景气度达到峰值的行业个股开始坚决减持;对景气度较好的行业个股则予以增持。具体而言,以基金为代表的机构投资者对医药、电力、高速公路、食品饮料、金融等非周期或受周期影响小的行业类的优势公司予以增持;而对钢铁、有色等行业个股继续予以回避;而对于煤炭、石化、航运等景气度刚刚开始走下坡路的公司股票坚决减持。如前期表现较好的中海发展、中远航运环比减持幅度分别达到了70%和41%左右。

其次,在宏观调控背景下,人民币升值预期将成为个股股价结构性调整的重要的中长期因素。尽管从短期看,人民币2%的升值幅度对相关企业带来的利或弊不是太

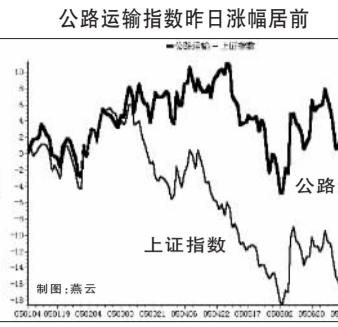
明显,而且近期相关个股对该消息也有所反应,但是这并不意味着人民币升值对企业影响的消除。由于人民币进一步升值预期的存在,对相关行业的利好效应会逐步增强,而对相关行业的利空效应也趋于增强。由此相关行业个股的机会和风险将得到反复的体现。

基于此,笔者以为一方面对于航空、地产、造纸等受惠行业中的优势公司应持续予以跟踪以把握机会。尤其是地产股,尽管房地产也是本轮宏观调控的对象之一,但是从总体上看,国内房地产市场是呈上升趋势,依旧对外资具有较大的吸引力。实际上,国内房地产的高回报率早已吸引了跨国企业的投资。相关统计资料表明,在中国大陆主要城市,一些投资物业的回报率可

达7%至12%,相对于现时新加坡的REITs(房地产信托基金)的平均回报率(4%到5%)及在香港的REITs预计回报率(据领汇REIT估值约6%至7%),中国大陆的房地产物业回报率高出200到500个基点,高回报率使得中国的房地产相对有吸引力。因此投资者可重点关注深万科、金融街等优势公司的投资机会。另一方面,对于纺织、有色等受损行业个股而言,其风险将继续得到释放,此类个股很显然会继续遭到机构投资者的减持或回避。

总体而言,在宏观调控背景下,人民币升值预期将进一步促进个股的两极分化。因此投资者应在坚守价值投资理念的基础上,把握或规避人民币升值引致的机会或风险。

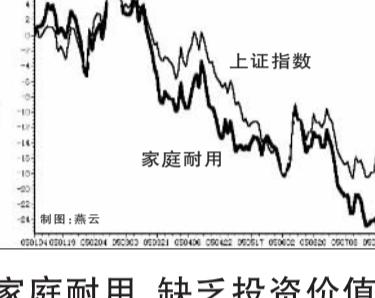
板块脉动



## 公路运输 现金流稳定

昨日公路运输行业整体表现较好。其上涨的主要原因是它们有良好的现金流,将从人民币升值中受益。有些公路运输类公司业绩好,现金流也好,有些则是每股收益一般,但现金流好。考察一个公司有没有投资价值,最主要的是要看能否形成长期、良好的现金流,现金流为王。国外普遍采用自由现金流来分析股票,国内也即将走到这一步。在人民币升值的背景下,人民币的购买力增强,有充沛现金流的公司自然就有投资价值。另外,不仅仅公路运输有稳定的现金流,其他公用事业类公司也有良好的现金流,随着市场对人民币升值受益题材的不断挖掘,包括公路运输在内的公用事业板块都将会有所表现。(天力顾问 叶长青)

家庭耐用指数昨日跌幅第一



## 家庭耐用 缺乏投资价值

家庭耐用消费品遭遇了“黑色星期一”。其下跌的原因其实也比较简单:人民币升值对这些公司构成短期利空。上周五市场大涨,本来受人民币升值影响该跌的行业却没有下跌,而本周普涨结束,市场将出现明显的分化。家庭耐用消费品指数成分股主要为轿车和家电。我们的观点与大多数市场观点相反,国内汽车行业大部分零部件已经在国内采购,人民币升值并不能明显降低其零部件成本。相反,将会导致进口车的竞争力增加,对国内轿车构成很大的压力。另外,能源价格不断上涨,在提倡节能的今天,轿车行业的发展将会受到一定的限制。家电行业则由于很多产品出口,而且出口价格很低,国内厂商赚的是很低的加工费,人民币升值后,这些企业的竞争力明显减弱,盈利也会有一定的减少。对于家庭耐用消费品,我们认为大部分公司没有核心竞争力,缺乏长期投资价值。(天力顾问 叶长青)

## 投资评级简报

□记者 龙跃 整理

### 美的电器 审慎推荐

中金公司表示,美的电器全年净利润虽然将会由于人民币升值2%而减少3.35%,但较上年仍将有22%的增幅,给予“审慎推荐”的评级。中金表示,人民币升值将通过出口产品价格、境外采购原材料成本以及汇兑等方面影响公司净利润,总体影响偏负面,但下半年小家电业务的剥离使公司在一定程度上缓和了此次汇率变动对盈利的负面影响。

### 金融街 强于大市

中信证券王德勇认为,以目前房价估计,仅考虑街内业务,金融街估值为11元,随着房价上涨、业务不断发展及北京市对金融街的政策变化,公司估值将不断上调,维持“强于大市”的投资评级。王预计,公司2005、2006、2007年将实现无风险业绩增长,净利润年均增长速度超过30%,预计2005、2006年每股收益分别为0.61元和0.82元,这使公司成为近期良好的投资品种。王表示,从长期来看,公司亦具有保持长期稳定增长的潜力。全球经济中心城市在城市化过程中,写字楼价格平均涨幅高达17倍,而我国正处于这一时期。

### 石油石化 强于大市

中信证券殷孝东认为,本次成品油价调整,将对国内的油品供应商带来正面的影响;同时将对炼厂造成正面影响,给予石油石化行业“强于大市”的投资评级。殷孝东指出,按照2004年的经营情况匡算,中国石化在价格上调后,可增收90亿元,增加EPS约为0.07元;上海石化在价格上调后,可增收4.98亿元,增加EPS约为0.046元。

### 柳化股份 建议增持

东方证券王晶认为,产品销量的提高和产品市场的持续向好,是公司中期业绩提升的主要原因。公司壳牌粉煤气化项目进展顺利,预计年底可建成投产,届时公司原材料成本将有较大下降,2006年业绩预期持续向好,维持“增持”的投资建议,预计公司2005年每股收益为0.48元。

### 北大荒 优势评级

光大证券王云表示,北大荒的业绩在未来两年基本会保持10%以上的稳定增

### □需警惕个股

国盛证券:付绍云

### 安徽合力 建议增持

国泰君安许运凯预计安徽合力2005年中报业绩为0.25元左右,同时对公司2005、2006年业绩预测有所调高,分别为0.49元和0.63元,公司目前动态PE为10倍和8倍。许运凯表示,从全球叉车巨头的定价来看,除德国永恒力与公司比较接近外,其余均高于公司的估值。不考虑日本企业过高的PE,行业巨头平均PE在17倍。许运凯认为,叉车行业的持续增长将吸引全球叉车巨头纷纷介入国内市场,外资流入的压力会演变成公司全面变革的动力。公司产业园项目进展顺利,产能将保持持续扩大,到2008年将实现主营收入50亿元、利润总额3.35亿元,进入世界叉车十强行列。许运凯指出,鉴于公司解决股权分置将支付一定比例的股权对价;以及再融资带来的业绩增长会逐步显现,因此对公司拟发行6亿元可转债对业绩的稀释(25%-30%)不必过分担忧。

### 兰州铝业 长期增持

国泰君安周明预计兰州铝业2005年可实现EPS0.26元,动态PE、PB分别为13.61倍、0.68倍。公司未来发展逐步向好,业绩也将逐步增长,从中长期看,目前市场价格已被较大程度低估,维持长期“增持”的投资评级,短期建议关注公司股改进展。

周明表示,受益于电解铝销售价格上升以及氧化铝采购成本的有效下降,公司季度环比盈利实现较大幅度增长,盈利能力也出现明显的回升,二季度主营利润率将为16.03%环比一季度的9.07%增长77%。通过有效实施长单采购,公司未来低成本优势将继续保持,而电力成本有望见顶回落。周明指出,公司借助多种优势资源,将先于行业走出低谷,未来电解铝产能的规模扩张、铝电联营模式,将大大增加公司的行业竞争力和可持续发展能力。

### □异动股扫描

浙江利捷

## 市场看点

# 房地产 步入升值周期

□中信证券研究部 王德勇

我们认为,这次升值标志着故事的开始,市场人士对升值预期加大,而升值对房地产行业的影响有利好、利空两方面。

一方面,从国外的经验看,货币持续过度升值会导致经济减速(因为外商直接投资下降,净出口下降),外资需要下降,从而使房地产需求下降,并会导致通胀水平下降,从而使房地产价格涨幅下降;另一方面,升值会带来诸多利好:第一,升值预期导致外资对房地产的投资需求加大。货币升值预期会导致外资的涌入,并大量投资到房地产上,从而增加房地产投资需求,推高房价,这是货币升值过程中必然发生的;第二,收入效应及财富效应导致国内房地产需求增加。升值导致物价变得更便宜,用于购房的可支配收入增加,购房能力的提高导致需求增加。利空与利好影响相叠加形成升值对房地产的最终影响。

但是需要指出的是,升值的最终影响取决于升值后宏观经济的走向。如果经济仍然能保持较高的增长,则升值对房地产是利好,其余均高于公司的估值。不考虑日本企业过高的PE,行业巨头平均PE在17倍。许运凯认为,叉车行业的持续增长将吸引全球叉车巨头纷纷介入国内市场,外资流入的压力会演变成公司全面变革的动力。公司产业园项目进展顺利,产能将保持持续扩大,到2008年将实现主营收入50亿元、利润总额3.35亿元,进入世界叉车十强行列。许运凯指出,鉴于公司解决股权分置将支付一定比例的股权对价;以及再融资带来的业绩增长会逐步显现,因此对公司拟发行6亿元可转债对业绩的稀释(25%-30%)不必过分担忧。

从韩国、日本、台湾等国家或地区的历

史来看,升值对房价的影响有一个明显的周期:持续上涨——泡沫形成——泡沫破裂——房价下降。出现这一过程的原因在于:

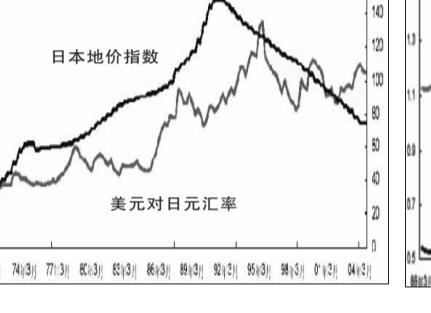
在升值初期,经济形势良好,需求增加,特别

房地产上市公司将从升值中受益:一是

持有物业及储备升值,二是需求上升加快销售进度,三是房价上升提高毛利率。受益最大的公司是物业持有型公司,能享受房价长期上涨带来的利好,这类公司包括金融街、招商地产、小商品城、华侨城等;其次是拥有大量土地储备的开发类公司,只能通过现有储备升值带来项目毛利提高中受益,新增储备成本上升,从而无法保持长期的高毛利,这类公司包括万科、金地集团等。

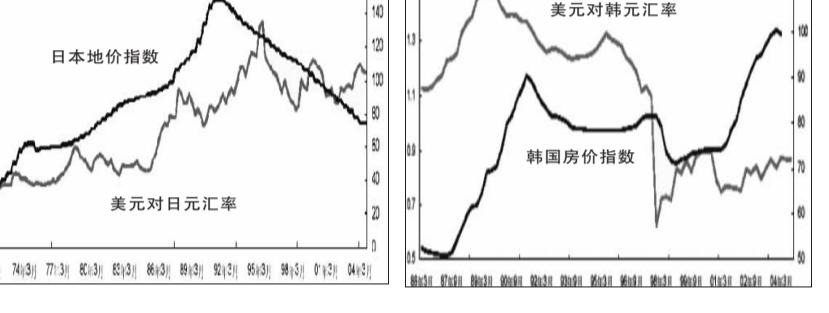
## 日本地价与日元升值走势图

(1971年3月——2004年3月)



## 韩国地价与韩元升值走势图

(1986年3月——2004年3月)



是外资投资需求增加,导致房价上涨;升值过程中,房价在不断上涨,泡沫形成,但支持房价的宏观经济却受到越来越大的负面影响;最后,币值升至最高时,房价到了最高点,但出口受到重大影响、外资撤退,宏观经济开始走向衰退,这时就是泡沫破灭、房价下降的时候。整个过程周期长度取决于升值周期长度,这个周期一般会较长,如韩国是4年;1986年至1990年;日本是24年;1971年至1995年;台湾是8年;从1985年至1992年。

但是需要指出的是,升值的最终影响取决于升值后宏观经济的走向。如果经济仍然能保持较高的增长,则升值对房地产是利好,其余均高于公司的估值。不考虑日本企业过高的PE,行业巨头平均PE在17倍。许运凯认为,叉车行业的持续增长将吸引全球叉车巨头纷纷介入国内市场,外资流入的压力会演变成公司全面变革的动力。公司产业园项目进展顺利,产能将保持持续扩大,到2008年将实现主营收入50亿元、利润总额3.35亿元,进入世界叉车十强行列。许运凯指出,鉴于公司解决股权分置将支付一定比例的股权对价;以及再融资带来的业绩增长会逐步显现,因此对公司拟发行6亿元可转债对业绩的稀释(25%-30%)不必过分担忧。

从韩国、日本、台湾等国家或地区的历

史来看,升值对房价的影响有一个明显的周期:持续上涨——泡沫形成——泡沫破裂——房价下降。出现这一过程的原因在于:

在升值初期,经济形势良好,需求增加,特别

房地产上市公司将从升值中受益:一是

持有物业及储备升值,二是需求上升加快销售进度,三是房价上升提高毛利率。受益最大的公司是物业持有型公司,能享受房价长期上涨带来的利好,这类公司包括金融街、招商地产、小商品城、华侨城等;其次是拥有大量土地储备的开发类公司,只能通过现有储备升值带来项目毛利提高中受益,新增储备成本上升,从而无法保持长期的高毛利,这类公司包括万科、金地集团等。

从韩国、日本、台湾等国家或地区的历

史来看,升值对房价的影响有一个明显的周期:持续上涨——泡沫形成——泡沫破裂——房价下降。出现这一过程的原因在于:

在升值初期,经济形势良好,需求增加,特别

房地产上市公司将从升值中受益:一是

持有物业及储备升值,二是需求上升加快销售进度,三是房价上升提高毛利率。受益最大的公司是物业持有型公司,能享受房价长期上涨带来的利好,这类公司包括金融街、招商地产、小商品城、华侨城等;其次是拥有大量土地储备的开发类公司,只能通过现有储备升值带来项目毛利提高中受益,新增储备成本上升,从而无法保持长期的高毛利,这类公司包括万科、金地集团等。

从韩国、日本、台湾等国家或地区的历

史来看,升值对房价的影响有一个明显的周期:持续上涨——泡沫形成——泡沫破裂——房价下降。出现这一过程的原因在于:

在升值初期,经济形势良好,需求增加,特别

房地产上市公司将从升值中受益:一是

持有物业及储备升值,二是需求上升加快销售进度,三是房价上升提高毛利率。受益最大的公司是物业持有型公司,能享受房价长期上涨带来的利好,这类公司包括金融街、招商地产、小商品城、华侨城等;其次是拥有大量土地储备的开发类公司,只能通过现有储备升值带来项目毛利提高中受益,新增储备成本上升,从而无法保持长期的高毛利,这类公司包括万科、金地集团等。

## 近期外资快速涌入房地产整栋购房频现

外资机构	购买项目	项目类型	金额(亿元)	项目所在城市
新加坡凯德置地	中环世贸中心A、B两栋	甲级写字楼	18.37	北京
摩根士丹利	上海锦麟天地雅苑项目中的酒店	酒店式公寓	-	上海
麦格理的香港公司	洽谈收购和记黄埔旗下的世纪商贸广场	商场	-	上海
荷兰信托投资基金管理公司与香港置地合作	香港花园三期、上海盛捷国际商务公寓和上海盛捷国际服务公寓,浦东浦项广场	公寓、写字楼	-	上海
美林	银泰中心	写字楼	0.3亿美元	北京
摩根士丹利携手上海盛富投资有限公司	富力双子座写字楼	写字楼	4	北京
扬子基金	中远远洋干线D座酒店式公寓	公寓	0.3亿美元	北京
美国俄EXCELL基金	金融街F2写字楼	写字楼	8.78	北京

(截至2005年7月21日)

持有物业及储备升值,二是需求上升加快销售进度,三是房价上升提高毛利率。受益最大的公司是物业持有型公司,能享受房价长期上涨带来的利好,这类公司包括金融街、招商地产、小商品城、华侨城等;其次是拥有大量土地储备的开发类公司,只能通过现有储备升值带来项目毛利提高中受益,新增储备成本上升,从而无法保持长期的高毛利,这类公司包括万科、金地集团等。

持有物业及储备升值,二是需求上升加快销售进度,三是房价上升提高毛利率。受益最大的公司是物业持有型公司,能享受房价长期上涨带来的利好,这类公司包括金融街、招商地产、小商品城、华侨城等;其次是拥有大量土地储备的开发类公司,只能通过现有储备升值带来项目毛利提高中受益,新增储备成本上升,从而无法保持长期的高毛利,这类公司包括万科、金地集团等。

持有物业及储备升值,二是需求上升加快销售进度,三是房价上升提高毛利率。受益最大的公司是物业持有型公司,能享受房价长期上涨带来的利好,这类公司包括金融街、招商地产、小商品城、华侨城等;其次是拥有大量土地储备的开发类公司,只能通过现有储备升值带来项目毛利提高中受益,新增储备成本上升,从而无法保持长期的高毛利,这类公司包括万科、金地集团等。