

情绪波动将不断考验增长趋势

## 2008年A股投资:勇者胜

银华基金公司副总经理 石松鹰

## 趋势

按照索罗斯的理解,趋势应该具有自我增强的能力。我们认为,经济或市场的可预测性来源于已经存在的、或正在增强的某些趋势,或已经观察到的正在形成的某些新趋势以及可预见的某些旧趋势的瓦解或崩溃,趋势导致的惯性或转折,是预测的基础。

2006年底,我们提出了中国经济运行中存在的7大趋势:资产价格上涨趋势、资产建设和资产升级趋势、消费升级趋势、产业整合趋势、产业集群和出口结构升级趋势、企业竞争建设趋势、企业利润持续高增长趋势。

在整个2007年,我们一直对上述趋势进行持续的观察和再思考。很幸运,所有的趋势都运行良好,而我们也似乎正在看清楚这些趋势背后的更基础、更深刻的背景。瑞银的乔纳森·安德森在其《走出神话》一书中谈到,中国没有神话,中国今天的故事只不过是所有亚洲奇迹的翻版。事实的确如此,只不过中国可能比亚洲邻居们更幸运一些,中国庞大的经济体量和人口规模看起来会让这个故事讲得更长一些。和亚洲邻国一样,高储蓄率产生的廉价资金供应、庞大的农村剩余劳动力和国际产业转移三者结合,促成了劳动密集型产业的持续快速发展。但所不同的是,在这一过程中,中国似乎不止在某一两个行业形成了相对比较优势,在我们可见的大多数制造业部门,中国的竞争力都在逐步增强,传统的亚洲故事中加入了产业集群力量的新元素,使中国对持续全球化进程中的资本和技术的吸引变得不可抗拒,产业转移和升级的道路更加漫长。2003年和2004年,我们曾以为又是一个似曾相识的简单扩张周期,但是新的产能形成并未在2006年以后产生通货紧缩,而形成庞大的贸易顺差,这使我们相信一个新的趋势正在形成和加速。这个趋势所反映的是中国制造业整体在更高的平台上形成更强的竞争力,产生更高的投资回报率,以及由此衍生的资本投入加速和劳动生产率提升。

资本投入的加速必然导致产出规模过剩并对资源和环境造成巨大压力,而市场和政府的共同努力使这种压力正在转换成为另一种新的趋势——资本化和集中的趋势。制造企业固有的规模效应导致大企业和优势企业进一步加大产业升级和装备更新的力度、降低成本,以此提高对落后产能的竞争力,迫使落后产能在资源和劳动力价格上涨的过程中出局。这个过程具有自我增强的机制,大企业和先进生产力在此过程中得到了劳动生产效率的有效提升,作为回报,利润积累以及预期利润率的高企,使之有更强的动机和能力持续这种进程。与此同时,政府适时加大资源、环保、安全等生产要素的价格,提高产业进入门槛。

加大对落后、低效、污染和资源消耗型产能的淘汰力度,进一步加大了产业集中化的趋势。

中国制造业的集群效应产生了更高的投资回报率和更稳定的竞争优势,而市场和政府共同主导的更新换代、治理落后、提高门槛的工作则使中国制造业在高投资回报率上持续的时间比市场想象得更长。现在真正需要关心的是什么时候中国的投资回报率可能下滑?上面的分析给我们提供了一个指引,只要继续观察产业集中度和落后产能占比,我们就可以有一个大致的判断。而我们的结论是,这一切远没有到来。

我们在2006年底提出的七大趋势,其实也是在上述大背景下的具体产业表现。我们重新整理2008年中国经济的基本趋势如下:

1、出口产业升级,优势出口企业形成和发展。在人民币升值和劳动力成本提高的背景下,传统劳动密集型出口企业将面临危机;

2、制造业部门大型化、现代化、集中化、资源集约化。中小企业在成本高企、信贷紧缩、资源和环境约束、技术更新换代为继的背景下不断被淘汰;

3、针对产业升级和劳动生产效率提升的装备竞赛不断升级,投资品部门保持高度景气。优势企业不断增长的留存收益使这种趋势具有某种自我增强的特征;

4、劳动力成本持续上升,低端劳动密集型产业困难重重。中国在2005年就到达有效劳动力供应的高峰,随着投资需求持续增长,劳动力成本的上升成为不可避免的趋势,成为推动产业结构升级的新动力,也成为通货膨胀压力的来源;

5、消费升级和低端消费增长同步出现。制造业资本化的副产品是利润加速流向资本,劳动所得在GDP的占比不断下降,由此加剧贫富分化,这也是为什么我们在去年提出“消费升级而不是消费加速增长”的原因之一。但是政府财政收入的迅速积累使这一情况面临变局,在和谐社会的主体背景下,大量的转移支付可能使低端的消费服务,包括医疗、食品等面临增长加速的可能,这是2008年可能出现的新趋势。如果这样,那么,消费将呈现高、低两端受益的奇怪局面;

6、对于资产的需求依然强烈。人口红利并未结束,高储蓄率和财富积累使中国居民对资产的需求持续旺盛;

7、通货膨胀压力持续。由于劳动力成本持续上升导致第一产业和部分消费服务产业已经不能消化成本压力,涨价成为产业共识,货币供应量的快速增长终于不可避免地传导到物价上面,2008年我们将持续与通胀展开斗争;

8、农产品价格的持续上涨。农产品价格长期落后,而全球范围内供求关系的逆转似乎正在使它替代基本金属,成为又一个投机的乐园。

## 企业盈利

我们对2008年A股上市公司的盈利增长总水平依然保持乐观。但上市公司的盈利增长总水平不可能维持在2007年的高水平上。除此之外,上市公司盈利的结构性分化将持续。我们总体判断如下:

1、投资品部门的盈利增长依然保持在很高的水平上,而绝非某些投行所预测的大幅下滑甚至负增长。具体的原因我们已经在上面阐述得非常清楚,这个行业的需求增速将长期高于固定资产的增速,品牌优势企业的需求增速尤其如此;而需求方的慎重和经验使得投资品行业的产业结构稳定,新进入壁垒非常高;

2、与固定资产相关的原材料、钢铁等行业利润增长将保持稳定。由于政府和企业不断增长的财富积累和居民对资产需求持续旺盛,我们看不到固定资产投资增速回落的迹象,即便信贷紧缩可能使投资性住房需求下滑,但政府廉租房和经济适用房的快速增长将填补这个缺口,不如此,将不可能解决房价高企的问题。

3、制造业部门整体景气,利润加速向大企业和优势企业集中。与消费相关的制造业部门虽然并不面对很高的需求增长,但产业结构的改善和



政府淘汰落后产能的努力将帮助上市公司维持盈利增长,某些高污染、高耗能行业甚至出现景气抬升的态势;

4、高端消费和服务企业利润继续高速增长,航空等瓶颈部门不排除出现盈利井喷的局面;

5、低端消费品和零售服务部门可能出现需求增长加速的局面,但人工和租金价格的上涨将使问题复杂化;医疗保健出现较好的发展环境;

6、面对平稳向好的经济局面,银行部门的盈利增长不但维持高水平,而且可预见性很强;保险行业投资收益继续释放,但新保单的增长令人忧虑;证券行业传统业务已经渡过最好的周期,盈利增长取决于新业务和行业整合;

7、房地产行业变数大增,即便2008年利润锁定,2009年及其后的利

润增长依然令人担心;如果这个行业发生本质性的变化,重新成为一个低毛利的行业,也不要太惊讶;

8、低端劳动密集型加工企业,尤其是出口导向型企业将不可避免地面临越来越困难的生存环境;

9、农产品和相关行业出现历史性机会,农产品价格上涨、政府投入增加使第一产业盈利增长,化肥、农药等产业需求增长加快;

10、中小企业并不是目前中国制造业的主流,而消费服务行业的低门槛和高度竞争使中小企业的生存环境堪忧。我们认为,国内中小企业的出路在于创新的技术、别具一格的产业模式和利用体制优势对国有企业的改造,企业间的盈利情况千差万别,我们将从创新技术和独特模式角度筛选中小企业。

## 流动性

我们对国内流动性的形成和分配做了缜密的研究。基本的逻辑是,从经常项目与资本项下的资金流入观察流动性供应的起点,根据中央银行的货币政策目标、潜在的政策手段和商业银行的货币创造机制,研究各个层次的货币供应总量变化水平。尽管存在出口增速下滑、中央银行对冲流动性的持续努力和对信贷的严厉紧缩政策,2008年M2潜在增长速度还将维持在16%或以上的水平,尽管略低于2007年的增速,但我们认为相对于股票市场的需求而言,情况还算乐观。更进一步,资本市场吸收多少流动性,除了总量因素以外,企业和居民的资产配置行

为更加重要。从这一点看,我们对流动性的判断比市场共识要乐观一些。

1、我们认为,市面上所谓流动性的真正含义,是实体投资和消费所不能吸收的过剩流动性。从2005年以来的情况来看,过剩流动性的增长速度要快于流动性总量的增长速度,原因在于实体投资吸收资金的能力在持续下降,这是我们从2005年开始看好A股的重要理由。由于我们前面提到中国制造业的大型化趋势和准入门槛的不断提高,我们预计会有更多的中小企业快速退出产业或放弃进一步的投资计划,逐渐成为食利阶层,这是过剩流动性的主要来源;

2、与2007年相比,通胀压力成为更现实的威胁。尽管中央银行加息行为持续,但负利率将成为共识,在此环境下,存款和债券对居民的相对吸

引力在下降;

3、由于房价的上涨触动中央政府的神经,面向房地产,特别是房地产投资需求的调控政策将进一步出台。我们甚至预期政府有可能基于足够的财政实力的支撑和对和谐社会理念的追求,从根本上改变房地产业导向的可能。如果这样,这个行业将回到计划主导模式。不管怎样,2008年房地产吸收过剩流动性的能力将大幅降低。

在外汇管制局面下,股票市场成为最后一个有现实意义的资产配置工具。尽管股票市场的市盈率和盈利增长不如2007年有吸引力,但从股票和基金的开户数量和基金赎回数量的观察来看,居民在指数和净值大幅波动的环境下,尚能保持持仓的大致稳定,显示股票市场的相对吸引力还有进一步提升的潜力。

## 估值

我们搜集了各类分析机构2008年投资策略,总体上看,华丽的辞藻掩饰不住保守甚至悲观的情绪。抛开经济基本面的担忧,估值成为最核心的争议话题。

无论拿国内的市盈率和国际同业进行比较,或者拿现在的市盈率和历史进行比较,毫无疑问,估值高企。但问题的严重性似乎被高估了。记得我们在2007年初的报告中曾经提及,高估值时代已经到来,这是所有高储蓄率国家投资者必须面对的共同宿命。不仅如此,在财富不断积累、实际利率不断下降、实体投资门槛越穿越高的背景下,以一个静态的估值公式去计算股票的理论价值并据此投资,似乎有刻舟求剑之嫌。当然,价值投资者可以退出市场,但对于普通居民来

说,在存款、债券、房产和实业投资均不得其门而入的情况下,选择资本市场,依然是一个可以理解的理性行为。

关于估值的另一个话题是泡沫。我们认为2007年6月前的几个月,A股存在明显的泡沫化倾向,但之后的表现有实质性的变化。我们观察到,每次指数的大幅上涨基本发生在财报公告、业绩大幅超出预期的情况下。2007年底和2006年底相比,除了煤炭、消费品等少数行业以外,大部分行业的市盈率仅有轻微的上升,显示指数的大幅上涨来自业绩上涨的成分居多,而即便是煤炭等行业,也是在市场对供求关系的认知发生根本性变化和资产注入预期逐渐明朗的情况下才出现估值水平的大幅提升,在理论上也有一定的内在合理性。

除此之外,由于这两年监管机关、媒体和机构投资者花费了大量的时间和版面探讨当年日本和台湾泡沫经济的形成历史以及经验教训,在理论上也有一定的内在合理性。

市场似乎正在学习中变得更加谨慎和保守。泡沫会因为学习而避免吗?有可能,至少现阶段如此。

因为QDII投资的需要,我们也着手研究一些海外市场的情况。尽管成熟市场的市盈率水平相对低很多,但对于我们这些适应了高增长股票的投资者来说,可能会觉得食之无味。虽然有那么多的人说A股的估值太高,但A股的盈利增长驱动之强烈却是实实在在的,相比之下,成熟市场虽然看似便宜,但只能从分红派息、回购或者央行降息、资金流动上寻找的股价驱动看起来并不可靠。国际资产配置如同围城,国内的看着外面的低市盈率,觉得安全;海外的看着国内的高增长率,觉得过瘾。这也许会是本土偏好的新注解。

总体上说,A股的估值风险不是市盈率太高,而是某一天盈利增长率大幅回落到与成熟市场相当的水平。但这一天不会发生在2008年。

对2008年A股的基本趋势充满信心。

剩余流动性也支持我们的看法。当然,2008年的资金流入不会出现2007年这样的持续、大规模、趋势性的现象,决定了市场的波动频率会加快。

由于盈利增长和资金流入超越预期的可能下降,市场波动的动力更多来自于情绪和信心的恢复或者丧失。

## 结论

我们不会尝试去描述2008年A股的指数曲线,我们也不相信任何作出这种预测的预言家真的具备这种能力。对我们来说,了解趋势、风险、盈利概率,从而自上而下确定大致的操作策略,策略分析师的职责已经完成。

从上面的分析,我们看到一条坚实而明确的盈利增长趋势线,我们相信,股票趋势最终会与盈利增长基本趋势一致,所以,我们

A股,因为短期资金的大幅流失看来不可避免。

中小企业创业板也一样会成为小投资者的投机乐园,造成主板的失血。尽管从历史发展阶段来看,目前中国经济有利于大企业,但少数小企业的辉煌成长依然会刺激投机者的神经。如果股票市场出现泡沫,这个泡沫将发生在创业板,就如当年的纳斯达克一样。我们虽然预见几年之后创业板市场剩下的好企业寥寥无几,但是,太多的PE和Pre-IPO投资人却已经把这个市场视作无风险机会,做好准备大规模套现,就如券商创设权证一样。他们会成功吗?应该会的。

## 4、通胀失控

尽管通胀已经成为大家关心的话题,但市场还是不愿意相信通胀将出现失控的局面。

2007年四季度的大幅下跌伴随着对美国次按危机和国内宏观调控的恐惧,用某国际投行的话说,情况会比2004年更严重,当时可以依靠出口渡过难关,今天没有过桥贷款。而我们认为今天的情况比2004年好很多,同样是宏观调控,政府针对的并不是产能过剩,而是通货膨胀。一旦你了解中国经济内部运行的基本趋势,你将对投资、消费甚至出口保持乐观。事实上,四季度信贷紧缩以来,我们没有观察到超出预期的不利数据出现。

但就像我们在“结论”部

分谈到,市场的波动来自于心理层面。2008年,全球经济数据和国内宏观调控,还将成为影响投资情绪的两大风险。

经济学家将比以往任何时候都更受投资者重视。

## 5、奥运会

大部分投资人把奥运会视作投资机会,而我们把它看作风险。我们认为单一事件对企业和产业的影响已经被夸大,更严重的是,已经有很多人把股票牛市和奥运会联系在一起。尽管两者并无实质关联,但当太多的投资者把两者联系在一起的时候,情况已经出现变化。

我们不知道目前的股价中隐含了多少这种噪音的贡献,也不知道投资者将会针对奥运会采取什么样的交易对策,也许,市场将在奥运会前后出现非理性,但可理解的大幅下跌。不管怎样,这是对基本趋势的又一次考验而已。

## 6、美元走强

我们试着问很多分析师,“如果美元走强会怎么样?”,没有人认为这是个严肃的话题,几乎所有的投资结论都建筑在美元继续走弱的假设上。所以假如美元走势反转,市场将出现动荡。美元有没有可能走强?我们认为有可能。第一,经常项目逆差不是弱美元的真正原因,产业转移形成的经常项目逆差可以通过利润回流得以弥补,而即便是不可能解决的逆差,看起来也正在好转;第二,在美元长期走弱以后,国际投资者的资产配置决策中将加大汇率变数的权重,毕竟,美元相比欧元已经下跌得太多,面对同样不景气的欧洲经济,如果美元出现见底迹象,以美国债券的相对较高收益率和美国股票更强的盈利增长,可能会引致资金回流的趋势。如果这样,新兴市场将面临最严重的考验,而当所有的弱美元假设推翻后,对我们有什么样的影响,我们需要三思。

## 7、股指期货和创业板

尽管政府的出发点是好的,但从过往的投资者记录看,我们没有理由对股指期货和创业板推出后市场的理性表现持乐观态度。以权证市场为例,在明知价格非理性,而且已经有券商获准大规模创设的情况下,仍有大批人士介入。每一个聪明人都认为自己会成为赢家,而我们看到的则是总量上的大批牺牲品。股指期货的推出也许会造就另一道投机盛宴,而这次的牺牲品可能是

4、此前有限售条件的流通股上市情况与股改说明书所载情况一致。

5、此前有限售条件的流通股上市情况

本次有限售条件的流通股上市为公司第二次安排有限售条件(仅限股改形成)的流通股上市。

## 6、股本变动结构表

股东类别 本次上市前 变动数 本次上市后

持有有限售条件的流通股股东 106,199,896 -1,779,766 106,199,896

持有有限售条件的流通股股东合计 1,778,372 0.66 1,778,372 0

3、天津开发区鸿基置业有限公司 1,394 0.0005 1,394 0

合计 107,979,662 39.94 1,779,766 106,199,896

4、此前有限售条件的流通股上市情况与股改说明书所载情况一致。

5、此前有限售条件的流通股上市情况

本次有限售条件的流通股上市为公司第二次安排有限售条件(仅限股改形成)的流通股上市。

## 7、股本变动结构表

股东类别 本次上市前 变动数 本次上市后

持有有限售条件的流通股股东 107,979,662 -1,779,766 106,199,896

持有有限售条件的流通股股东合计 107,979,662 -1,779,766 106,199,896

3、天津开发区鸿基置业有限公司 162,386,503 +1,779,766 164,166,269

无限售条件的流通股股东合计 162,386,503 +1,779,766 164,166,269

股份总额 270,366,165 0 270,366,165

特此公告。

浙江升华拜克生物股份有限公司董事会

2008年1月29日

备查文件:

1、公司董事会有限售条件的流通股上市流通申请表

2、投资者记名证券持有数量查询证明

3、保荐机构核查意见书