

估值修复或早于经济转暖

有关金融市场的改革不断推进,这一继股权分置改革后最为壮观的重大制度变革,将给资本市场带来怎样影响?上市公司季报陆续登场,今年一季报有什么看点?本期财经圆桌邀请兴业证券资产管理分公司副总监洪流、ING Bank首席亚洲经济师提姆·康顿和中原证券研究所所长袁绪亚,就此展开讨论。

金融改革提振资本市场

中国证券报:近期,温州综合改革试验、深圳的金融完善意见、人民币汇率扩大浮动范围等相继出台,金融改革的持续推进将对市场产生怎样影响?

洪流:多项金融改革将促进中国资本市场制度红利的加速释放。第一,温州综合改革创新有利于化解民间借贷风险,将民间资本合理有序引入金融监管范畴,促进银行业对内资开放。第二,深圳出台金融创新意见的核心着力点是推动直接融资,完善多层次资本市场体系,促进金融业对实体经济推动作用,有利于拓展证券行业的发展空间。第三,人民币汇率相对美元扩大浮动范围,有利于改善投资者对人民币汇率单向升值预期,为人民币下一步资本项目可兑换构建一个可参照的平衡机制。这将逐步打开海内外资本进出A股市场的通道,配合QFII、RQFII额度和QDII额度的提升,改善A股市场资金环境。

提姆·康顿:人民币兑美元汇率双向风险的提升,为人民币国际化创造了更为良好的条件。对于人民币的均衡价值,我们认为有一点低估,因为ING在全球都有办事处,我们也会定期做实验。比如,我们在全球进行采购,在不同城市购买同样的商品,然后看这一揽子的商品在各个城市的价格。根据我们的调查,人民币仍有一些低估,也就是说人民币仍面临一定的升值压力,我们估计2012年人民币将升值约2.5%。

袁绪亚:市场一直在期待制度变革的积极影响。从行情表现看,投资者是以利好来理解这些制度创新的。这是继股权分置改革后最为壮观的一次重大制度变革,其影响之大毋庸置疑。

中国证券报:现在中国在考

虑建立中资企业的离岸人民币贷款机制,深圳可能会允许中资企业在香港银行借贷人民币,温州个人直投也在放开,这些试点意味着什么?

提姆·康顿:中国政府意识到逐步放开资本账户所带来的风险,也完全了解现在的人民币国际化的需求是由投机来进行推动的。由于人们预期人民币会升值,所以很多进口商都用人民币来进行贸易结算。但这并不是非常健康的人民币国际化的方法,因为人民币国际化不应该由投机需求来推动,而应该由非投机需求来推动。这也是为什么现在中国政府慢慢推出这些举措,有选择性、适当地开放资本账户,以推动实际的人民币实际需求。重要的是,趋势已经形成,政府会进一步开放国际账户,逐步放大它的试点项目和资本账户开放的规模。

一季报业绩或筑底

中国证券报:一般而言,一季报最能体现上市公司的战略管理和成本控制,这也是投资者关注一季报的原因之一。今年一季报有什么特点?

洪流:2012年一季报有以下几个特点:第一,早周期可选消费行业调整周期较长,幅度较大,一季报业绩或能筑底。早周期的可选消费行业,如地产、汽车和部分家电,从2010年开始调整,调整幅度和时间已经超过2008年-2009年的经济小周期,目前行业估值和盈利增速均处在周期底部,在货币逐步宽松的背景下,业绩有望在一季报筑底。

第二,投资和出口导向型重资产制造业仍处盈利下滑阶段,业绩筑底可能延续到二季度。如造船、工程机械、钢铁等行业,受制于订单复苏和投资增长缓慢,业绩仍处在底部震荡阶段,存在

向下的压力。

第三,后周期的行业盈利增速一季报亮丽但存在短期见顶的风险。如银行、白酒(尤其是部分高端和中低端白酒),2012年一季度盈利增速见顶后,盈利同比增速和环比增速下滑压力较大,估值水平承压。

中国证券报:在上市公司公布的业绩预告中,过半公司预计,这是否预示着上市公司盈利仍在下降?企业盈利的冬天何时能过去?

洪流:我们预计,2012年一季度上市公司(包含银行类公司)盈利同比2011年一季度下滑3%左右,环比2011年第四季度增长13.46%;剔除银行类公司,2012年第一季度上市公司盈利同比2011年一季度下滑22%,环比2011年第四季度下滑18.49%。考虑到2011年二季度是上市公司年度盈利高点,2012年二季度上市公司盈利同比增速仍在下降通道中。

企业盈利状况的变化,短期受益于利率环境的变化和需求增长(内外部订单、投资增长、政策放松等),中长期企业盈利状况变化依赖于消费升级、产业升级和制度升级的共同作用,企业竞争力的提升和内生增长将成为推动企业盈利复苏和“走出冬天”的主导力量。

中国证券报:大消费领域仍被看好,今年的投资主线在哪里?投资者如何选择具体行业?

洪流:今年的投资主线是:第一,前周期可选消费行业。如对利率敏感度较高的房地产行业中的龙头企业、具有品牌力和整合力的汽车行业和家电行业中的龙头企业。第二,高端白酒中具备定价能力和定价权的企业。第三,财富管理行业在金融创新政策推动下的投资机会。重点关注证券行业创新给龙头企业带来的发展机



嘉宾:
兴业证券资产管理分公司
副总监 洪流(左上)
ING Bank首席亚洲经济师
提姆·康顿(右上)
中原证券研究所所长
袁绪亚(下)
主持人:本报记者 朱茵

遇。第四,医药行业中具备品牌力和定价能力的龙头企业,如中药行业中的品牌消费公司;生物医药行业中具有创新力的公司。

在季度披露季节,最值得关注的是不受政策短期影响、能够实现内生增长超预期的行业和公司。

袁绪亚:大消费板块估值一直较高。在行情调整阶段被作为防御品种反复炒作,很难再挖掘出收益率弹性大的公司和板块。假定房地产调控将持续2012年全年,汽车销售可能将保持5%-10%的增长;智能电视的普及、平板电脑等也会刺激电子消费的快速提升。

估值修复早于经济转暖

中国证券报:一季度GDP同比增长8.1%,环比增长1.8%。这是自2010年四季度以来,我国GDP

增速连续第5个季度回落,不少分析人士认为宏观经济将触底回升,你怎么看?

袁绪亚:国家统计局对季度GDP指标做了调整,修正值为8.2%,达到了社会和市场的一致预期。我们也关注到GDP一直惯性下跌的趋势,准确地说本轮短经济周期的衰退是从2011年2季度开始的,目前尚看不到明显止跌企稳的迹象。不过,国家预算内资金的同比增长显示,政府将增加财政支出和启动政府项目。相对于制造业来看,水利、交通、电力等基建投资出现企稳迹象。我们认为未来基建投资或继续偏向中部与西部。

再看一下工业增加值的分化情况:北京、上海、浙江、广东快速下滑,而贵州、西藏、甘肃、新疆高增长。以广东为例,外向型经济受重创,中西部产业转移的进程继

续延续。发电量、粗钢、水泥出现压力的成本因素(大宗商品、人力资源)没有明显改观,GDP的相对粗放增长格局并未有所改善,GDP短期见底回升存在可能但基础并不牢靠。即使GDP在政策推动下见底回升,通货膨胀可能会出现反复。

从中长期看,中国经济增长的GDP水平和潜在经济增长水平将逐步匹配,低能耗、集约型、依托消费增长、产业升级和制度红利释放推动的中国宏观经济内生增长将更有质量和意义。

需求回落 进口增长

煤炭景气度明显降低

■ 中证之声

■ 本报记者 李阳丹

环渤海动力煤价格指数已连续6周上涨,但周涨幅始终维持在3元/吨以内,相比前期回落的态势“温和”了许多。

业内人士认为,尽管近期各类煤炭价格都出现了止跌回稳甚至恢复性上涨的趋势,但从全年来看,国内需求增速放缓以及进口量的持续增长都将抑制国内煤价的反弹幅度。相比前两年,今年煤炭行业的景气度明显降低已是不争的事实。

煤价上涨难掩需求疲弱

海运煤炭网最新公布的数据显示,环渤海动力煤价格指数报收785元/吨,一周上涨3元/吨。但该价格比去年同期仍低2%。根据统计,环渤海动力煤指数已经连续6周上涨,累计涨幅为13元/吨。

据业内人士介绍,大秦线检修以及由此导致的秦皇岛、曹妃甸等主要中转港口煤炭库存下降,是近期环渤海地区市场动力煤价格继续回升的主要动力。但秦皇岛煤炭交易市场总经理李学刚分析认为,尽管大秦线检修已经致使秦皇岛等重点发运港口的煤炭库存出现明显减少,但由于宏观经济景气不足,主要电力企业煤炭库存仍然偏高,抑制了沿海地区的动力煤需求,制约着市场动力煤价格的上涨。

中国煤炭工业协会会长王显政日前表示,煤炭市场在供求平衡、相对宽松中的结构性过剩表现明显。而煤炭库存近期亦因需求不足一直处于高位。去年底以来,主要发电企业的库存一直维持在比较高的水平,随着春节后企业复

工,2月发电企业电煤库存有所回落。而到3月,主要发电企业电煤库存再度回升。

煤炭协会数据显示,截至3月末,全国煤炭库存2.23亿吨,连续10个月没有回落。其中,重点发电企业存煤7668万吨,比3月上旬增加547万吨,存煤可用19天,同比增加6天。煤炭价格也在半年内出现100元/吨的大幅回落。

分析人士认为,随着电厂的开工率回升,今年夏季局部地区仍有可能出现较大的电力缺口,电煤需求可能还会有所上升。目前,秦皇岛港发热量5500大卡市场动力煤交易价格的中准价为785元/吨,仍较发改委规定的电煤最高限价水平每吨低15元。但由于国家发改委将今年电煤市场价格的最高价限制在800元/吨,市场煤价的上涨空间比较有限。

而中国煤炭运销协会副会长梁敦仕则预测,2012年,电力、钢铁、建材、化工等耗煤产业增长趋缓,煤炭需求增长速度也将明显减慢。按照梁敦仕的计算,2012年煤炭需求仍将适度增加,但增速将放缓,预计全年煤炭需求量将增加约2.4亿吨,增长6.5%左右。据了解,中电联已经将今年全年用电量的增长下调至8.5%,比2011年放缓2.5个百分点。而火电新增装机将明显少于2011年,预计新增投产火电机组约4000万千瓦。

进口量持续增长

4月11日印尼地震一度令国内煤炭市场神经紧绷。根据商务部发布的数据显示,印尼煤炭进口量已经占我国进口煤炭总量的50%左右,因而一旦印尼因自然灾害影响到煤炭出口,国内煤炭市场格局可

能会出现变化。

近年来,我国煤炭进口量迅猛增长,2008年全年进口量为4040万吨,2009年即猛增至12583万吨,2011年继续增长至18240万吨。今年前两个月,煤炭进口量就已经达到4020万吨,同比增长51%。

据煤炭进出口专家介绍,中国煤炭进口的主要驱动力在于价格。近两年来,在金融危机和欧债危机的影响下,国际煤炭需求一直不旺,很多国家都将中国定为煤炭买方对象,其价格相对国内也具有竞争力。国际煤炭贸易专家黄腾表示,2012年世界煤炭市场低迷,国际煤商会争取向中国倾货,预计2012年进口量将达到2亿吨的规模。

近两年煤炭进出口政策也明显倾向于鼓励进口、限制出口。2007年,所有煤炭产品的进口暂定税率全部降为零,2008年重新对褐

煤征收的3%进口关税也再度下调为零。而炼焦煤和其他烟煤的出口暂定税率已经提高至10%。业内人士表示,进口煤将首先影响东南沿海煤炭需求,进而对中转港价格造成压力,最终对整体煤价的上涨形成抑制。

在需求回落、进口增长的同时,“十一五”期间部分新建、改扩建和重组矿井还将在今年陆续投产。据介绍,近几年煤炭行业固定资产投资持续保持了较快增长势头。国家统计局数据显示,2006年以来,煤炭开采及洗选业固定资产投资同比增速始终保持在23%以上。据梁敦仕介绍,新建煤矿建设周期一般都在2-3年之间,资源整合矿井在1-3年之间,2010年全国煤矿新投产能力达3.87亿吨,2011年新增产能估计在3.7亿吨左右,2012年新投产煤矿规模应该在4亿吨左右。

■ 券商点金指

从钢厂赔钱谈起



□ 许维鸿

中钢协最新公布的数据显示,全国重点大中型钢铁企业一季度总产值同比增长0.24%,而销售收入下滑0.95%,累计亏损10.34亿元,较去年同期盈利158亿元相比大幅下滑。中钢协把这种行业整体业绩下滑称之为“钢铁业的寒冬”,我觉得是合理的。其实,何止钢铁业,与房地产投资相关的上下游产业,都面临着企业利润下滑的窘境。

冬天来了,春天还会远吗?3月的PMI是一个有“意思”的数据。统计局公布的PMI达到53.1%,连续四个月环比上升,似乎印证宏观经济“春天脚步”的临近;但是,汇丰以民企和中小企业为样本的PMI却“劈头向下”,从二月的49.6%跌至48.3%,反映出经济复苏中“国进民退”的特点。

这些看似矛盾的数据,其实是中国经济转型过程中的正常现象。本轮经济周期由“四万亿”投资计划开始,由针对房地产泡沫的信贷紧缩为转折,重新“唤醒”经济必然还是政府主导的信贷定向宽松,即所谓的“积极的财政政策”。而民营经济处于经济运行结构的感知末端,或者说是政策的被动接受者,投资“惯性”使得策略调整滞后于国有大中型企业。

对应的,我认为股市一旦确认这种逻辑,投资主线必然回到相关的选股思路,即受益于政府主导的大周期投资拉动型股票。当然,短期内政府出于对房地产调控持续性的担忧,难以给市场以足够信心。因此,二季度股市难有单边行情,恰恰是战略布局2012年下半年的时间窗口。

例如,最近对高铁项目的投资回暖,以及核电项目的重新审批,都是积极财政政策的延展,相关题材会持续到市场普遍确认经济复苏回暖。需要注意的是,在选股过程中寻找业绩弹性大的股票,特别是2011年报和2012年一季度盈利显著低于预期的,又受益于政府拉动经济政策的上市公司。

回到本文开始的钢铁行业,虽然市场普遍认为钢铁行业的周期仍然低迷,但如果仔细观察数据不难发现,上市的很多钢铁企业的PB(市净率)低于1.0,板材子行业更是“重灾区”,基本股价都低于净资产。这种二级市场的普遍低估,一方面反映了市场“惯性思维”的悲观情绪,另一方面也给投资者提供了相对安全

的投资边际。从中长期价值投资角度,随着宏观经济逐渐复苏,钢铁行业不同于行业周期的分化会渐次展开,例如特钢和新材料子行业,以及油气输送子行业等,下半年钢铁行业总体应以跑赢大盘。选择个股上,建议投资者在子行业周期基础上,选择企业管理能力强、业绩弹性高的大中型钢厂,并注意子行业周期轮换的结构调整。

□ 大摩多因子基金经理 张靖

经济与政策都是市场投资者密切关注的重要因素,因为它们影响和决定着市场的走向,而这两者又是紧密联系、相互影响。经济好则给政策调整提供了空间,经济不好则制约着政策的调控余地;政策宽松刺激经济发展,政策紧缩则引导经济着陆。经济本身复杂难测,相对而言政策动向倒是相对可寻。

一季度宏观经济数据上周已公布,消费者物价指数、3月信贷以及一季度GDP增速大都超出市场预期,但给市场带来的影响却不尽相同。CPI高于预期导致周一市场下跌,3月信贷数据超万亿元给市场打了一剂强心针,一季度GDP增速虽低于预期倒也没有给市场造成太多困扰,远不如3月下旬汇丰PMI数据初值公布时给市场造成的影响。

从统计局公布的数据中可以看出,经济基本面积极和消极因素同时存在,三月一些主要经济指标比一二月出现一定程度的回升,比如规模以上工业增加值、社会消费品零售总额和对外出口同比增速,但固定资产投资同比增速仍处于回落状态,环比增速也由2月的1.91%下降到3月的0.64,可见2012年一季度经济形势仍然不够明朗。

在这样的背景下,由一二月的乐观预期到对经济下滑的担忧,再到对制度红利的期盼,导致市场波段起伏。3月信贷数据超预

期被看作货币政策宽松以及银监会放松对大银行存贷比要求的结果,而温州地区的金融试点以及深圳地区的金融创新可被看作是在经济下滑状态下政策方面采取的应对措施,属于为扶持中小企业出台的政策支持,市场显然期待政策制度红利能够得到释放,进而扭转经济下滑的趋势。

粗略看来公布的数据都不尽如人意,3月CPI高于预期,一季度GDP增长却低于预期、信贷量虽超预期但中长期贷款依旧疲弱,市场本应一蹶不振,但两市却强势上涨,可能基于以下逻辑。

一是数据不好,但一季度经济疲弱这个事实市场已经消化;二是数据不好,投资者对于政策放松又有了更多的期待;最重要的是制度创新重新点燃了市场热情,从3月28日宣布设立温州金融改革实验区,到温总理表示的“要打破金融行业垄断”,再到本周深圳将启动重大金融创新的消息,可以说超出预期的金融体制改革利好激发了市场做多热情。

展望未来,如果上述三个逻辑能够得到推行,则市场上行的空间可能会远超过当下投资者的普遍预期。实际上经济转型与结构调整只有通过制度创新来推动和实现,制度成本的变化可以引导资源的优化和再配置,从而成为推动经济新一轮快速增长的强大动力。眼下来看,金融创新所释放的制度红利有可能催生券商股、新三板、区域受益股等主题类投资机会。