

股票研究
中国市场

策略研究

A 股策略

年度策略

DEC 6, 2006

平静中前行——2007年A股投资策略

要点

- 2007 年经济将成缓步减速的态势，但在产业升级、消费升级、城市化的带动下，本轮经济调整具有长期趋势的支撑。世界经济有减速趋向，但对中国经济冲击有限。而上市公司整体的财务指标分析显示其内在经营质量明显提升，2007 年大宗商品价格回落的预期也将进一步对其盈利能力构成支撑，上市公司基本面仍较为健康。
- 市场的价值回归过程已基本完成，但牛市更重要的意义在于，当估值回归到合理水平后，资本市场将不仅仅只是作为基本面的被动反映，同时也能在很大程度上促进基本面的改善。A 股市场作为新兴+转轨市场，不论在资产质量上，还是在经营潜能挖掘上，都有着远远超过国际市场的巨大改善余地，我们认为 A 股市场估值对国际市场形成显著溢价更有其合理性。
- 人民币汇率仍将在主动、渐进框架内缓步升值，而货币紧缩政策还只是起到减缓流动性增加速度的作用，并不能扭转流动性增加的趋势。流动性充裕对中国经济来说，既是风险也是机遇，关键是对其流向的引导，我们认为宏观调控在结构上仍将长期持续。
- 制度变革作为牛市最重要的驱动力之一仍将持续发挥作用，我们看到 2006 年已经出现相当数量的公司，通过股权激励和资产注入，激发经营潜能、提升资产质量，带来市值的大幅增加，而对整个市场而言，这一切才刚刚开始。
- 消费服务类行业在流动性充裕和扩大内需政策背景下仍将有较好的机会；产业升级和产业整合的机会值得关注；一些真正代表国家竞争力、具备全球定价能力的

企业将面临较好的发展机遇，比如装备制造业中的一些龙头企业。可能出台的所得税并轨政策总体上利好消费服务业。而要素价格重估对经济产生的深远影响更将使消费服务和装备制造成为长期的投资主题。

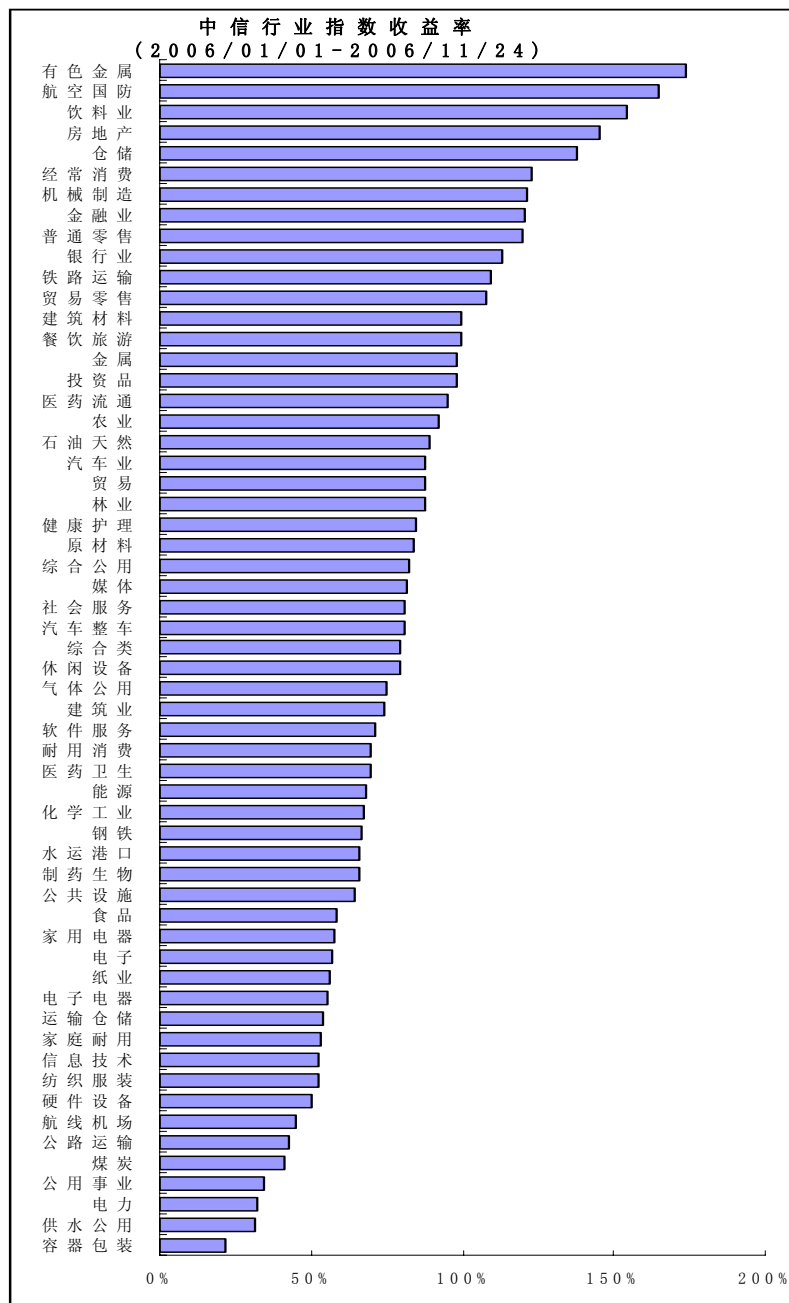
- 2007 年证券市场的大扩容是可预期的，大量大型蓝筹股的供应将大大改变市场的格局。机构规模大型化提高了对市场流动性的需求，预计于 2007 年推出的指数期货将进一步加速资金流向指数成分股，中国证券市场将迎来大盘蓝筹时代。2007 年股票供应和资金供应都将有较大幅度的增加，总体资金面相对宽松。
- 总体上我们认为，从长期来看，牛市的基础依然强健，今年以来的价值回归只是为牛市揭开了序幕，未来价值发现和价值创造的过程将使市场更为精彩纷呈。

一、2006 年市场回顾

1、牛市波澜壮阔

2006 年，牛市波澜壮阔。上证综指从去年底的 1161 点起步，在 5 月中旬接近 1700 点一线后，进入为期三个月的强势整理，并在 8 月开始再次进入上升轨道，势如破竹，于 11 月 20 日五年来首次突破 2000 点大关。截止 11 月 24 日，上证综指上涨 76.63%，今年以来涨幅居于全球各主要市场首位。

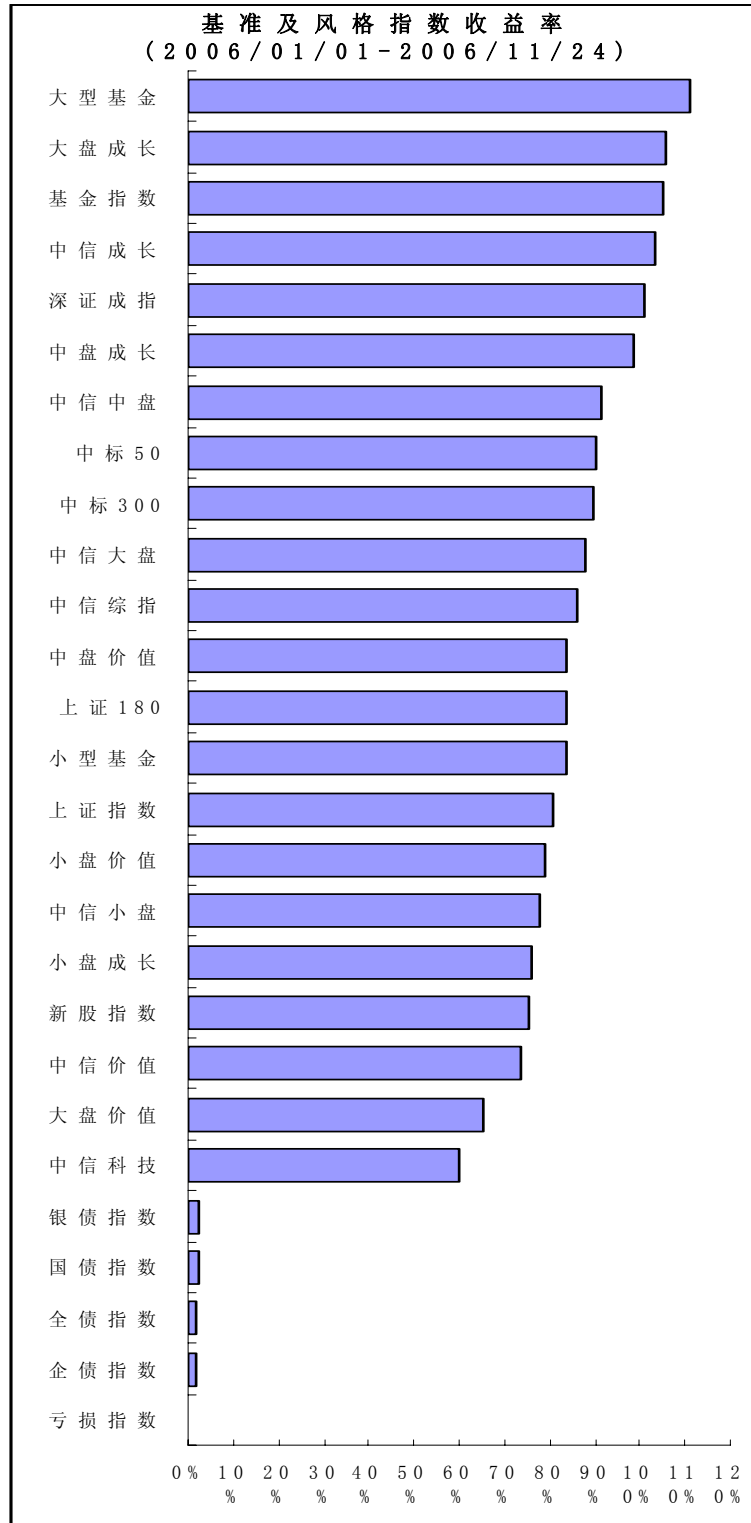
图 1：各行业指数表现



来源：天相，华安基金

从各行业指数表现来看（图 1），有色金属行业在全球商品牛市推动下位居涨幅第一；而在人民币升值和消费升级的大背景下，饮料、金融、地产、零售等消费服务类行业表现出色；此外，航空国防、机械制造等装备制造行业也有不俗表现。

图 2：各风格指数表现



来源：天相，华安基金

从各风格指数三季度表现来看（图 2），大盘股显著优于小盘股，成长股显著优于价值股，牛市特征明显。

表 1：1 月 2 日~11 月 21 日 A 股涨幅前 20 名

序号	股票代码	股票名称	涨幅	所属板块
1	600804	鹏博士	447%	资产注入——网络基础和增值服务
2	600497	驰宏锌锗	427%	有色
3	600523	贵航股份	420%	资产注入——国防工业
4	600739	辽宁成大	377%	券商
5	600685	广船国际	366%	装备制造——造船
6	000046	泛海建设	362%	房地产
7	600208	中宝股份	331%	资产注入——房地产
8	000776	延边公路	324%	借壳上市——券商
9	600888	新疆众和	314%	有色
10	000568	泸州老窖	314%	饮料
11	600086	东方金钰	313%	资产注入——珠宝
12	000657	中钨高新	309%	资产注入——有色
13	600517	置信电气	296%	装备制造——电力设备
14	600161	天坛生物	285%	资产注入——生物制药
15	600511	国药股份	276%	医药零售
16	600371	华冠科技	275%	种业
17	000728	北京化二	274%	借壳上市
18	600825	新华传媒	267%	资产注入——传媒
19	000060	中金岭南	262%	有色
20	600262	北方股份	254%	装备制造——铁路设备

来源：华安基金

从今年以来涨幅前 20 位的股票来看（表 1），大部分为有色、消费服务类、装备制造业股票。同时我们也注意到，其中有一半左右的股票是通过重组和资产注入实现了基本面的质变，印证了我们在 2006 年度策略报告中指出的关于“制度变革将推动实业领域的优质经营性资产向证券市场流入”的判断。

2、今年以来，市场发生了什么？

➤ 市场规模迅速增长

今年以来，A 股市场总市值从 31810 亿元增长到 67462 亿元，流通市值从 10029 亿元增长到 19358 亿元。（截止 11 月 24 日）

➤ 市场估值大幅提升

今年以来，中标 300 指数的 PE 从 11.74 提升到 16.98，PB 从 1.49 提升到 2.12，各行业估值水平也都有了不同程度的提升（表 2）。（截止 11 月 24 日）

表 2：今年以来市场估值变化（截止 11 月 24 日）

GICS 行业	中标 300—PE	中标 300—PE(年初)	中标 300—PB	中标 300—PB(年初)
日常消费	35.95	20.93	3.38	2.46
非日常消费	24.53	18.36	2.19	1.34
能源	12.50	9.60	2.47	1.64
金融	26.63	16.63	3.34	2.21
健康护理	31.84	22.32	2.73	1.96
工业品	17.72	14.10	2.18	1.67
信息技术	28.35	21.78	2.45	1.90
原材料	11.37	6.85	1.51	1.10
电信服务	19.72	23.94	1.37	1.33
公用事业	13.83	13.91	1.57	1.59

来源：华安基金

➤ 市场结构发生重大变化

今年以来，市场结构发生了重大变化，金融行业在中标 300 中的比重几乎增加了 4 倍，而原材料、工业品等周期性行业的比重则有较大幅度回落，市场结构趋于国际化（表 3）。

表 3：今年以来市场结构变化

GICS 行业	中标 300(总市值加权, 2006/11/24)	中标 300(流通市值加权, 2006/11/24)	中标 300(总市值加权, 2005/12/30)	中标 300(流通市值加权, 2005/12/30)
日常消费	4.55	6.81	5.21	5.69
非日常消费	5.33	11.50	8.82	13.17
能源	12.37	3.40	16.95	3.07
金融	44.53	24.76	11.64	13.99
健康护理	1.54	2.84	2.51	3.24
工业品	10.18	19.23	17.56	21.81
信息技术	2.13	4.36	3.91	5.69
原材料	13.28	18.95	19.79	21.82
电信服务	1.47	2.31	3.25	3.27
公用事业	4.56	5.70	10.29	8.16

来源：华安基金

➤ **股权分置改革基本完成，“小非”平稳上市**

截止 2006 年 11 月 24 日，完成股权分置改革的公司市值已经占市场总市值的 96%，标志着股权分置改革已基本完成。而从 6 月份开始至今，已有累计 1216 亿元市值的“小非”上市，市场表现平稳。

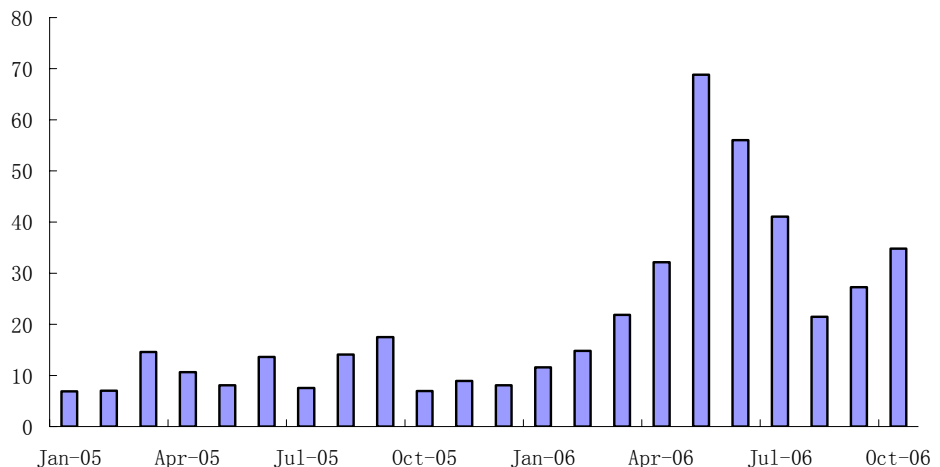
➤ **融资功能得到恢复**

从 5 月份恢复 IPO 开始至今，A 股首发规模已达 1126 亿元；再融资规模已达 436 亿元，证券市场融资功能得到完全恢复。

➤ **投资者规模大幅增加**

今年以来，证券投资基金首发规模已超过 3000 亿份；保险资金直接入市的规模增长了 500 亿元左右；QFII 累计获批额度已增至 90 亿美元左右；沪深两市新增开户数大幅增加（图 3）；10 月末证券公司客户保证金余额达到 6042 亿元，较上月增加 2161 亿元。

图 3：沪深两市月新增开户数（万户）



来源：中国证券登记结算公司，华安基金

这一切都显示，中国证券市场正在迅速进入国家经济的主流。

3、牛市驱动力——国家竞争力提高&制度变革

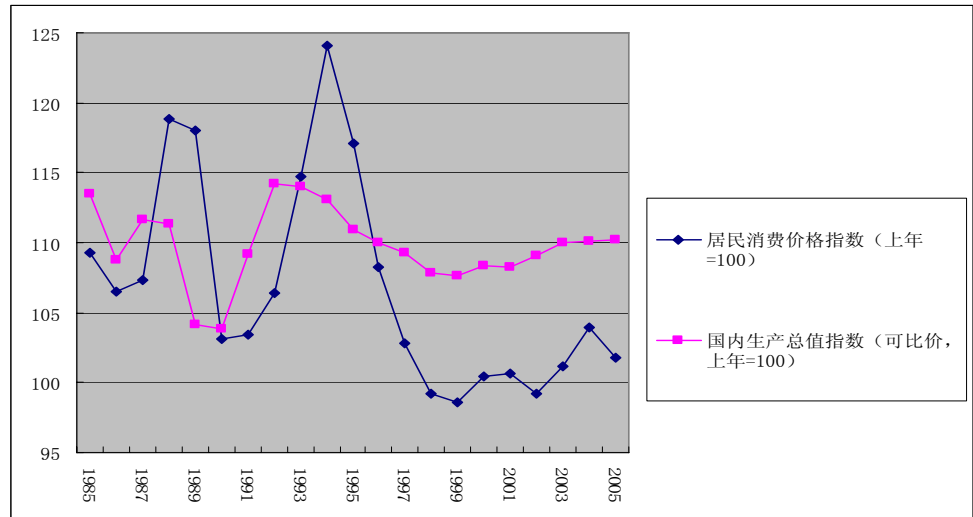
回顾本轮牛市的驱动力，主要来自于国家竞争力提高和制度变革两个方面。

➤ **国家竞争力迅速提高是牛市的根本基础**

中国经济目前正处于持续、稳定的高增长、低通胀的黄金发展阶段（图 4），2005 年人均 GDP 已达 1.4 万人民币，城市化进程快速推进（图 5），居民储蓄迅速增长（图 6），消费升级成为长期的主题；一批具有国际竞争力的企业逐渐出现并发展壮大，中国作为全球制造业中心在世界经济中发挥越来越重要的作用，贸易顺差急剧增加，带来人民币

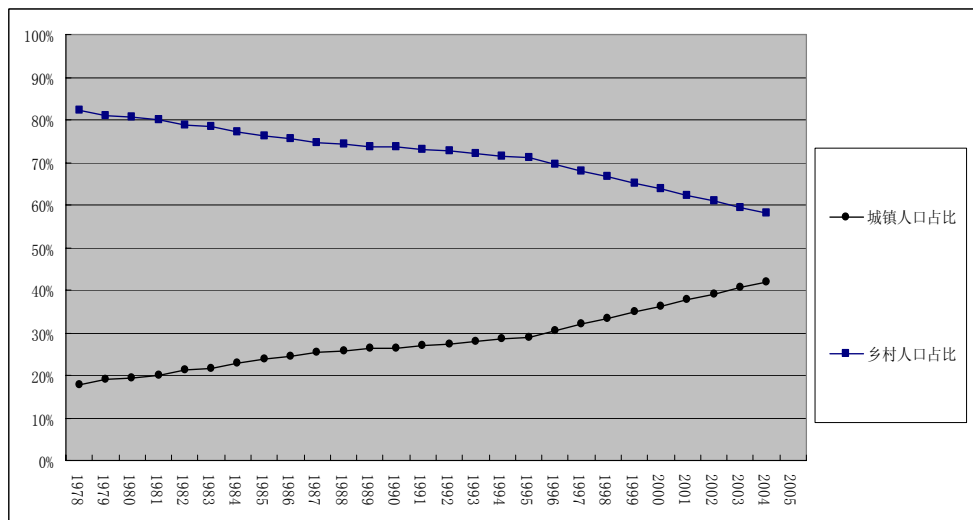
升值压力和流动性过剩，使实质利率维持在较低水平，进一步促进消费和推动资产价值提升。本币升值和顺差扩大是国家竞争力提升的重要表现形式，国家竞争力的迅速提高是牛市的根本基础。

图 4：中国经济进入高增长、低通胀的发展阶段



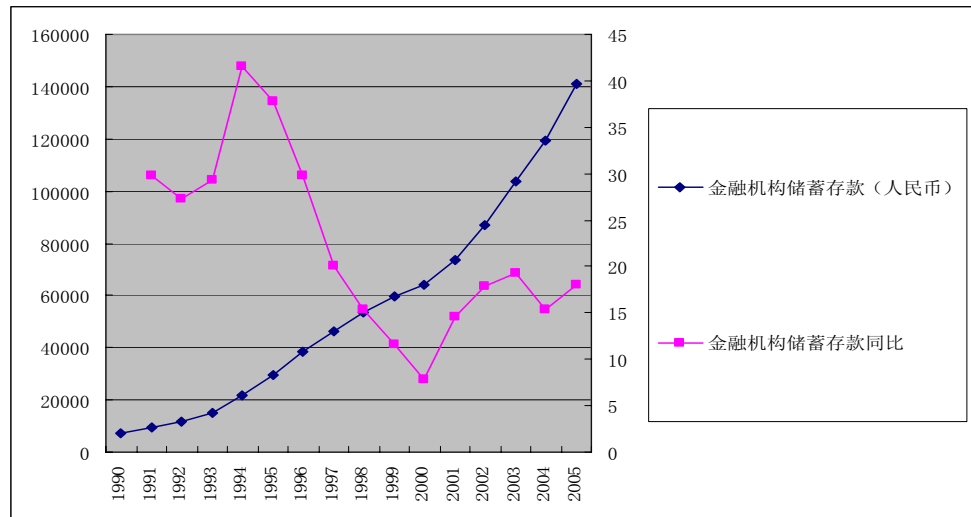
来源：国家统计局，华安基金

图 5：中国城市化进程快速推进



来源：国家统计局，华安基金

图 6：储蓄存款快速增长



来源：人民银行，华安基金

➤ 制度变革是牛市的必要条件和催化剂

中国证券市场历史上由于股权分置和公司治理问题的存在，使企业价值难以传导到流通股东，导致其作为经济体中最重要的资产领域之一，其资产属性却无法被有效体现和广泛认同，甚至一度出现被边缘化的风险。由此，大量优质企业海外上市，A股市场上市公司整体并不能代表中国经济的实际情况。高华证券报告显示，中国在海外上市的525家非金融企业平均净资产收益率超过15%，而国内1300多家A股非金融上市企业平均净资产收益率仅在5%左右；国家统计局数据显示，今年1-8月份，全国规模以上工业企业利润同比增长29.1%，而上市公司1-6月份利润同比仅增长5%。这也是2006年以前A股市场和H股市场走势截然不同的原因（图7）。

图7：上证指数和H股指数比较



来源：Bloomberg

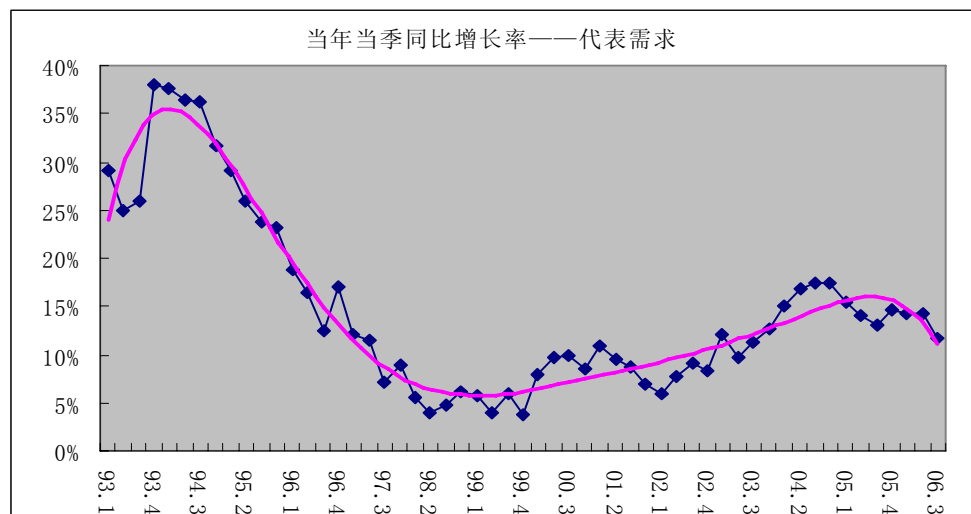
而股权分置改革的成功实施则在制度上彻底打破了多年的束缚，为未来市场的发展提供一个全新的平台。全流通以后，由于产业领域的投资人作为新的估值群体加入市场，市场价格也就代表了更广泛的估值群体的看法，股票将真正作为一种资产逐步被社会认同；大股东、小股东及管理层的利益在相当程度上趋于一致，而市值增长带来的巨大财富效应将使企业的经营潜能得到极大的激发，有利于企业的经营方针逐步转向价值导向，并带来巨大的增量价值创造；实体经济和证券市场的套利空间将逐步浮现，实业领域的投资人将有很强的愿望将经营资产通过证券市场真正体现其价值，并实现资源的优化配置；而股票资产属性的恢复，也将带来经济体资产池结构的重大变化，从而在证券市场引发大规模资产流入的同时也将带来大规模的资本流入，从而实现双向扩容。制度变革推动中国证券市场实现了质的飞跃，使其能真正成为国民经济的晴雨表，是本轮牛市不可或缺的必要条件和催化剂。

二、经济形势及政策分析

1、经济缓步回落

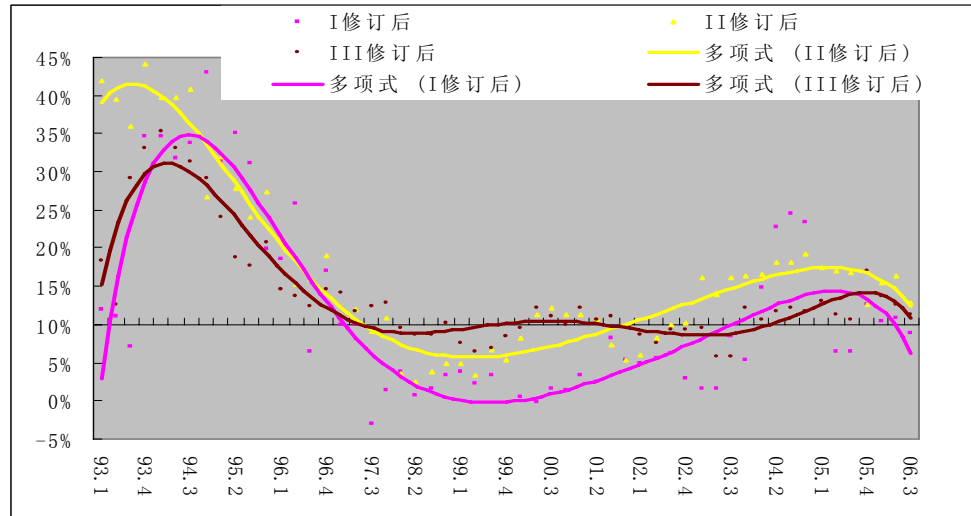
国内经济在经历了去年底到今年上半年的反弹后，三大产业需求增速先后回落，预计 2007 年经济将成缓步减速的态势，但在产业升级、消费升级、城市化的带动下，本轮经济调整具有长期趋势的支撑（图 8~9）。

图 8：名义 GDP 增速



来源：国家统计局，华安基金

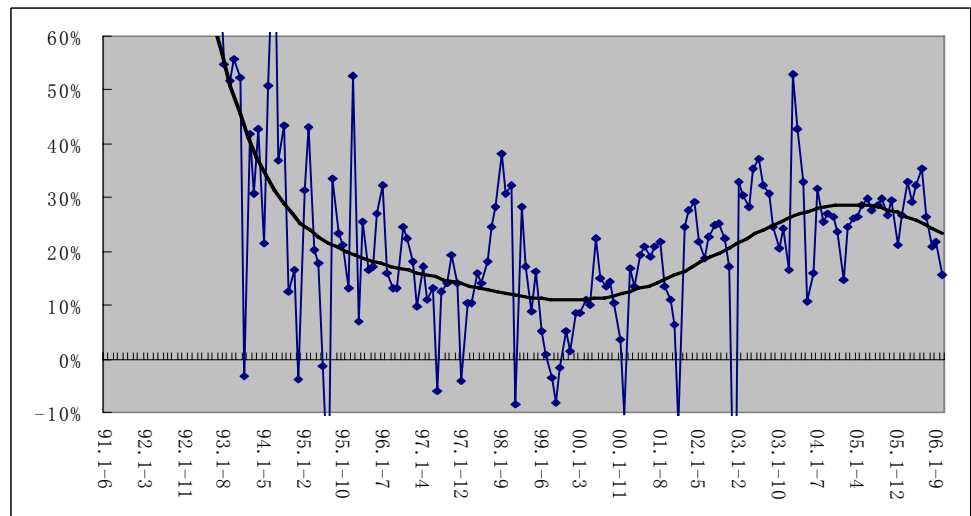
图 9：三大产业增速



来源：国家统计局，华安基金

理论上，固定资产投资增速是总需求增速变化的某种滞后函数。经验数据表明，当 GDP 加速度处于上扬之中时，其后的固定资产投资增速会提高；当 GDP 加速度大幅回落时，固定资产投资增速也将回落。2005 年名义 GDP 加速度的回落已经预示了 2006 年投资增速具有减速的内在压力，从今年 1—9 月的数据看，名义 GDP 的加速度将继续处于小幅下降的状态，从而 2007 年固定资产投资增速可能在今年回落的基础上进一步小幅减速（图 10）。

图 10：固定资产投资增速

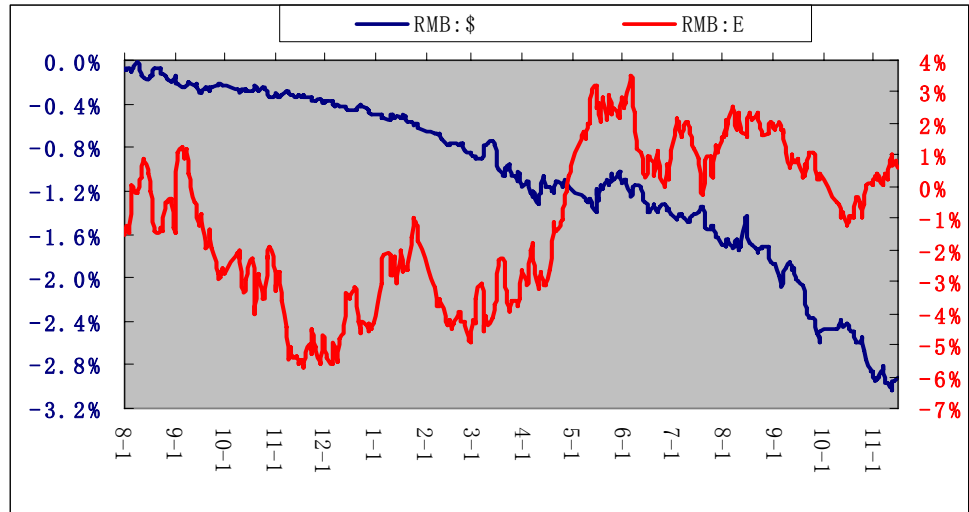


来源：国家统计局，华安基金

2、人民币对美元继续温和升值

今年以来人民币兑美元累计升值 2.4%，对欧元在大幅波动中累计贬值约 4%（图 11），中国的贸易顺差约 40% 来自欧元区，60% 来自美国，因此更准确的说，人民币升值到目前为止实质上还是美元贬值问题。

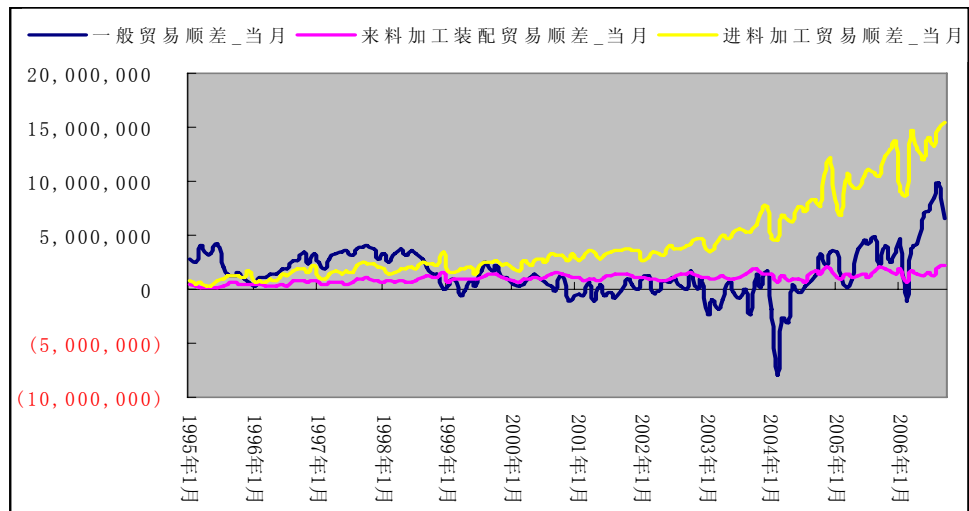
图 11：人民币对美元和欧元汇率变化



来源：人民银行，华安基金

从贸易方式看，2006 年 6 月份前大部分顺差来自加工贸易。贸易顺差 2005 年的激增主要来自进口增速大幅回落，2006 年 6 月份以后，虽然汇率累计已经升值了约 4%，但一般贸易顺差反而大增（图 12）。

图 12：贸易顺差分类情况



来源：国家统计局，华安基金

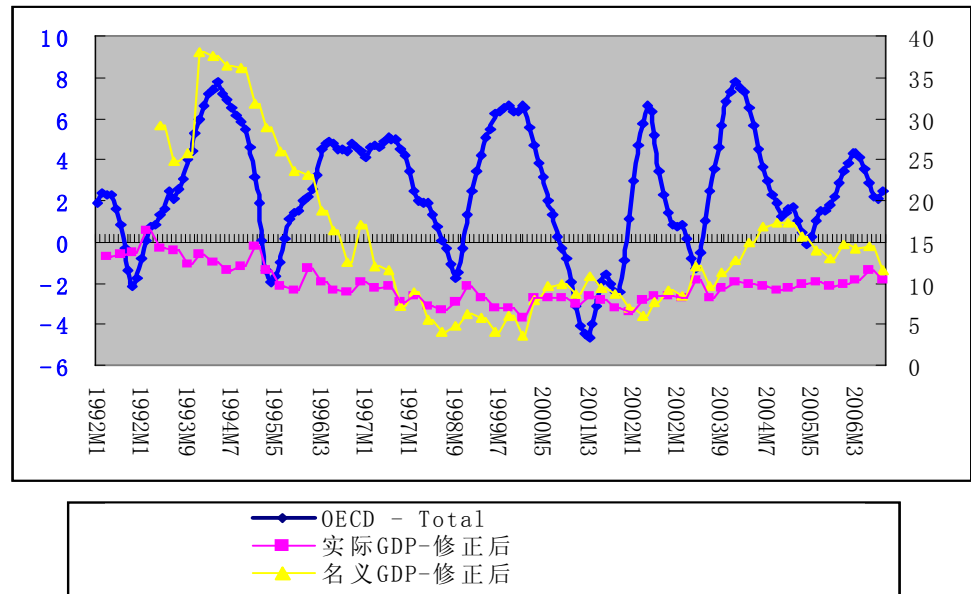
从顺差来源方式、来源地、不同外贸国别的汇率变化看，只要汇率不是在极短期内大幅变化，且没有短期外债偿付压力，汇率的变化对顺差的影响会很小。因此，我们预计 2007 年顺差绝对额仍将保持较快增长，但由于基数增大，顺差增速将放缓；同时我们也看到，人民币对美元大幅升值并不能解决国际收支失衡问题，升值的目的在于消除顺差、削弱中国的国际机会，而在于推动国内产业结构升级，提高中国制造的竞争力，从这个角度看，人民币升值更大意义上是中国的一个主动选择，升值必然是一个渐进、可控的过程。我们认为 2007 年人民币对美元将继续保持温和的升值步伐。

3、中国需要世界，还是世界需要中国

华安宏观研究结果表明，虽然美国出现硬着陆的可能不大，但世界经济减速则是比较确定的。鉴于目前中国进出口规模与 GDP 之比、贸易顺差对 GDP 的拉动已经很高，有分析认为中国经济已经是一个高度开放的、高度依赖外需的经济体，因此国际经济景气变化必然对中国经济造成重大冲击。

但我们认为这种逻辑难以成立。首先，并没有强有力的论据表明中国经济对世界经济具有高敏感性。相反，OECD 总体先行指数与中国名义、实际 GDP 的变动数据说明，中国经济周期虽然受到外部环境的影响，但仍然具有很强的独立性（图 13）。

图 13：中国名义 GDP、实际 GDP 与 OECD 先行指数



来源：OECD，国家统计局，华安基金

其次，2004 年以来，外商投资企业的出口占总出口比重达到 50% 以上，顺差占总顺差的比重也达到 50% 左右；进料加工和来料加工的出口占总出口的比重超过 50%，顺差占总顺差的 100% 以上。这种贸易结构表明中国进出口总流量虽然大，但是中国作为国际制造中心的地位尚未形成，更多的是作为外资企业的组装地。中国向世界提供了廉价的

土地、劳动力、资金和环境，获得的是就业、加工增值。从这个角度讲，世界对中国的需要远远超过了中国产品对世界市场的需要。而且，中国的出口增长很大程度上来自持续多年的产业转移，这种转移带来的对应需求很难在短期内再移走。

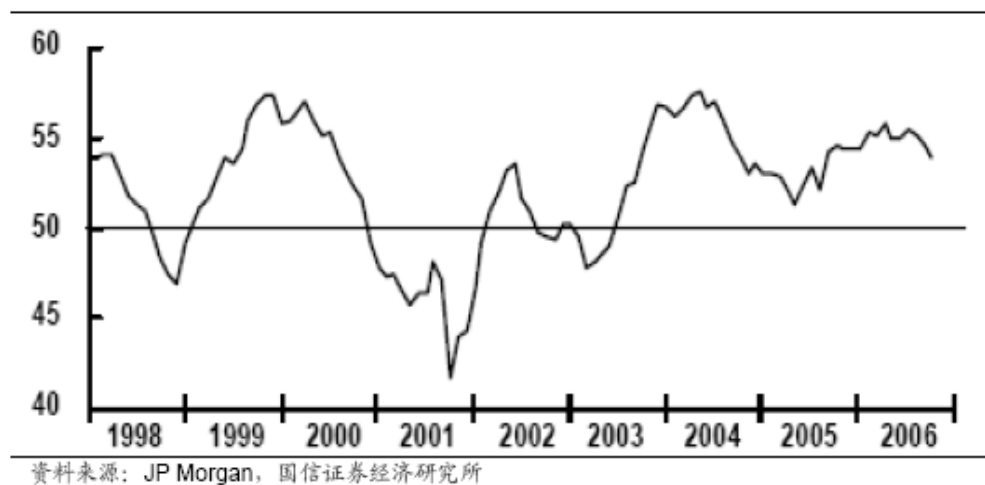
第三，由于中国提供的主要是低端的生活资料，使得世界市场对中国制造——可能更多地是中国组装——的依赖更高。如果美国经济出现暴跌，导致需求锐减，则主要承担压力的可能不会是来自中国的商品，而是来自发达国家内部或相互之间的贸易品，因为这些商品更贵，占支出比重更高，更可以延迟消费。

最后，中国对世界的依赖更多地不是表现在对需求的依赖上，而是对原材料供应的依赖上。如果世界经济明显衰退，则原材料的供应会更加充分，这会有效对冲需求减弱对中国经济的冲击。

因此我们认为，即便世界经济出现衰退，即便考虑人民币汇率由此受到的升值压力，只要不是经济危机，这种衰退和升值对中国经济的冲击都不大。实际上，OECD 先行指标和 JP 摩根全球制造业指数虽有回落，但仍处于温和扩张的区域内（图 14）。

图 14：IP 摩根全球采购经理人指数 PMI

图 4：JP 摩根全球采购经理人指数 PMI



4、“和谐社会”背景下的政策路线

“和谐社会”的思想建立了一个完整的框架和方向，是本届政府施政方针的精华，也是为国家长期发展定位作出的巨大贡献。在这一框架下，经济增长质量标准将取代速度标准，“以民为本”得到了充分的体现，社会分配体系将得到有效的改善，“科学发展观”为经济发展层次的提升指明了长远的方向。

以我们的认识，经济的发展就是老百姓为提高生活水平的努力过程，经济周期就是老百姓攒钱、老百姓花钱，由于科技的发展、劳动生产率的提高、人口、资源、消费品性质等等因素作用的波动，经济周期也在波动，经济的扩张和收缩就象日出日落一样的

自然，扩张是因为收缩积蓄了力量，而收缩是休养生息为了以后的扩张。

中国目前还属于发展中国家，老百姓生活水平存在巨大的提高空间，这也意味着巨大的潜在需求，但怎样将生活水平的提高空间实实在在的转化为经济成长的空间，却并非易事。我们理解，这可以归结为两个层面的问题，即，是否能在有限资源的约束下有效的创造财富、积累财富，以及财富是否能真正用于社会总体生活水平的提高。而这既是我们过去的粗放式发展中所不足的，也正是“科学发展观”和“和谐社会”思想所针对的。

由此，我们可以理解近年以来的政策路线，各个方面的政策措施都围绕着以上两个方面的评判标准展开，比如产业结构调整、环保节能、资源价格改革、改善分配关系、推动医疗教育住房制度改革，等等。我们也更能理解对房地产的调控为何屡屡超出市场预期，政府的调控目标是将房地产定位为消费品而不是投资品，只要偏离这个目标，那么调控就仍将继续。

表 4：2006 年主要宏观调控政策措施一览

日期	政策措施
3 月 18 日	中国建设部、监察部发出通知,要求城市规划主管部门对两年内未开工的住房项目再次进行规划审查,对不符合规划许可的项目坚决予以撤销。
4 月 26 日	国土资源部下发《关于下达 2006 年全国土地利用计划的通知》,强调今年中国仍坚持从严从紧安排用地的原则,全年全国土地利用总量仍维持去年水平。
5 月 17 日	温家宝召开国务院常务会议,提出六项措施,调控房地产市场,并再次强调制止囤地问题。
5 月 24 日	国务院办公厅转发建设部、发改委、监察部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、统计局和银监会九部门《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》,涉及税收、信贷、土地政策等 15 项措施开始正式实施。
5 月 31 日	国土资源部发出进一步从严土地管理的紧急通知,要求进一步控制土地审批等。
6 月 14 日	国土资源部发出紧急通知,要求各地严明法纪,限期整改,坚决制止土地违法行为,通知从五方面提出明确要求。
6 月 28 日	国家发改委、国土资源部、银监会联合发文,要求从严控制新开工项目,加强固定资产投资调控。
7 月 13 日	国土资源部设立国家土地总督察办公室,并在全国设立了 9 个国家土地督察局。
7 月中旬	温家宝称,要切实把握好土地闸门、信贷闸门和市场准入门槛,从严控制新开工项目,防止固定资产投资过快增长,着力优化投资结构,以保持经济平稳较快发展。
7 月 27 日	温家宝主持召开国务院常务会议,提出必须采取更严格的管理措施,切实加强土地调控。措施包括调整新增建设用地土地有偿使用费缴纳标准、城镇土地使用税征收标准和耕地占用税征收标准等。
7 月末	温家宝部署下半年经济工作时表示,当前要着力做好几项重点工作,包括必须采取有力措施防止经济增长由偏快转为过热;坚决抑制固定资产投资过快增长,切实把好土

	地及信贷闸门。
7 月末	胡锦涛在河北省唐山市考察工作时强调,要坚决把固定资产投资过快增长的势头降下来,切实把经济发展的着力点放在提高质量和效益上。
8 月 2 日	国家发改委、国土资源部、国家环保总局、国家安全监管总局、银监会《关于印发新开工项目清理工作指导意见的通知》指出,各地要对今年上半年列入统计范围的总投资 1 亿元人民币及以上的新开工项目逐项进行全面清理。
8 月 31 日	国务院发布《关于加强土地调控有关问题的通知》,规定将新增建设用地控制指标纳入土地利用年度计划;国有土地使用权出让总价款纳入地方预算,缴入地方国库,实行“收支两条线”管理;提高新增建设用地土地有偿使用费缴纳标准,建立工业用地出让最低价制度。
9 月 15 日	财政部、发展改革委、商务部、海关总署、国家税务总局《关于调整部分商品出口退税率和增补加工贸易禁止类商品目录的通知》,取消或降低了部分资源类、高耗能行业的出口退税率,提高了重大技术装备、部分 IT 和生物医药产品的出口退税率。
11 月 20 日	财政部、国土资源局、中国人民银行联合印发了《关于调整新增建设用地土地有偿使用费政策等问题的通知》,规定从 2007 年 1 月 1 日起,新增用地土地有偿使用费征收标准在原有基础上提高一倍,其中地方分成的 70% 部分一律全额缴入省级国库,其收入全部用于土地。

来源: 华安基金

表 5: 2006 年主要货币政策一览

日期	政策措施
1 月 5 日	中国人民银行 2006 年工作会议讨论 2006 年货币政策:继续实行稳健的货币政策,预期调控目标是 M2 和 M1 分别增长 16% 和 14%,全部金融机构新增人民币贷款 2.5 万亿元人民币。
4 月 27 日、5 月 18 日、6 月 13 日	中国人民银行分别召开“窗口指导”会议,要求商业银行统一思想,全面、正确、积极地理解和贯彻中央确定的宏观调控政策措施,合理均衡发放贷款,更好地发挥金融在加强和改善宏观调控中的作用。
4 月 27 日	上调金融机构贷款基准利率。其中一年期贷款基准利率上调 0.27 个百分点,存款利率保持不变。
6 月 16 日	从 7 月 5 日起,上调存款类金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。
7 月 21 日	从 8 月 15 日起,上调存款类金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。
8 月 3 日	中国人民银行称,国民经济运行中出现了货币信贷增长过多的问题,需要引起高度重视。
8 月 19 日	上调金融机构存贷款基准利率。其中一年期基准利率上调 0.27 个百分点。
11 月 3 日	从 11 月 15 日起,上调存款类金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。

来源: 华安基金

2007 年,我们预计人民币汇率仍将在主动、渐进框架内缓步升值,顺差规模依然较大,我们预计货币政策仍会保持适度紧缩,但货币紧缩政策还只是起到减缓流动性增加速度的作用,并不能扭转流动性增加的趋势,流动性依然充裕。

流动性充裕对中国经济来说，既是风险也是机遇，关键是对其流向的引导，如果能够将资源投入到产业升级、自主创新、可持续发展等方面，则对中国经济长期发展极为有利，反之则会造成资源的浪费，进而降低整个社会的福利，我们认为宏观调控在结构上仍将长期持续，其中要素价格改革值得重视，要素价格的重估将对经济结构产生长期的影响。

我们认为政府消化过量流动性的理想途径是大力发展证券市场，通过证券市场的资源配置功能，支持优势产业的发展和升级，因此未来证券市场的大扩容是可预期的，大量大型蓝筹股的供应将大大改变市场的格局。

扩大内需则是走向大国经济、实现和谐社会的精髓，扩大消费需求的各项政策措施值得期待。比如，改善社会初次分配和再分配关系，推动医疗、教育、住房等方面制度改革，新农村建设，等等。

从财政政策来看，2007年值得关注的包括：统一各类企业税收制度；推动生产型增值税向消费型增值税转变；实施鼓励企业加大研发投入的税前扣除政策；调整完善资源税；调整关税政策。而从2007年开始，财政部将开始编制国有资本经营预算，国有企业将向国家财政上缴利润，对国有上市公司尤其是央企在治理结构和行为模式上都将产生重要的影响。

5、对投资的影响

从2007年经济形势和政策方向来看，消费服务类行业在流动性充裕和扩大内需政策背景下仍将有较好的机会；而固定投资增速的回落、人民币持续升值将对投资和出口相关行业形成压力，其中产业升级和产业整合的机会值得关注；一些真正代表国家竞争力、具备全球定价能力的企业将面临较好的发展机遇，比如装备制造业中的一些龙头企业。

内外资企业所得税并轨将可能成为2007年税制改革的重要举措之一，而其对冲人民币升值压力的作用使这一政策的优先级进一步提高。我们对A股上市公司分行业的实际所得税率作了一个统计（表6），其中信息技术行业的异常情况是由于部分公司亏损所致，除此之外我们看到，所得税并轨政策的受益行业主要集中在金融、电讯服务、日常消费品等消费服务类行业。

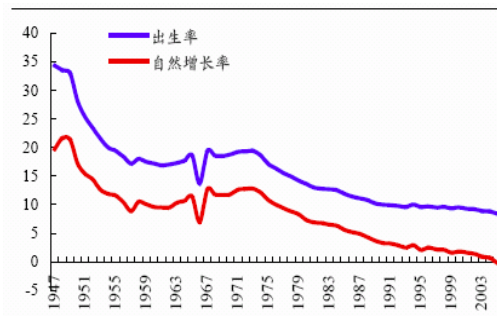
表6: A股上市公司分行业实际所得税率

GICS Level I	Company Number	Effective Rate (%)
电讯服务	2	30.44
非日常消费品	263	24.92
工业品	313	19.73
公用事业	58	22.15
健康护理	111	22.03
金融	90	33.47
能源	10	32.42
日常消费品	96	28.17
信息技术	142	115.04
原材料	275	26.75
市场	1,369	26.41

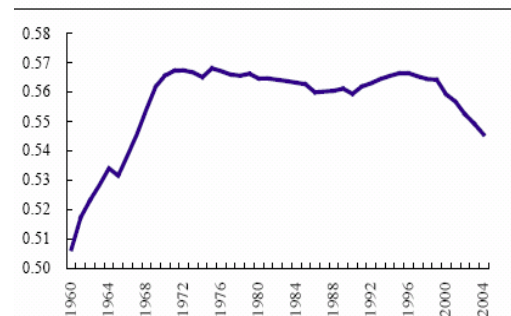
* 信息技术行业由于部分公司亏损所致
来源: 华安基金

另一方面, 要素价格重估尤其是劳动力价格重估将对经济结构产生深远影响。据长江证券研究, 日本人口出生率 1947 年后持续下降, 劳动人口占总人口比重在 1970 年前后达到历史高点 (图 15~16), 1965 年开始, 劳动力价格加速上升, 而在此之后正是日本经济结构变化最剧烈的时期。而中国人口出生率从 1989 左右达到高峰 (图 17), 预计劳动人口占总人口比重也将于 2012 年达到高点 (图 18), 而劳动力供求将于 2008 年左右发生逆转 (图 19), 劳动力价格将出现加速上升。

图 15: 日本人口出生率和自然增长率 (1/1000) 图 16: 日本劳动人口占总人口比重



数据来源: CEIC, 长江证券研究所



数据来源: CEIC, 长江证券研究所

图 17：中国人口出生率和自然增长率（1/1000）图 18：中国劳动人口占总人口比重

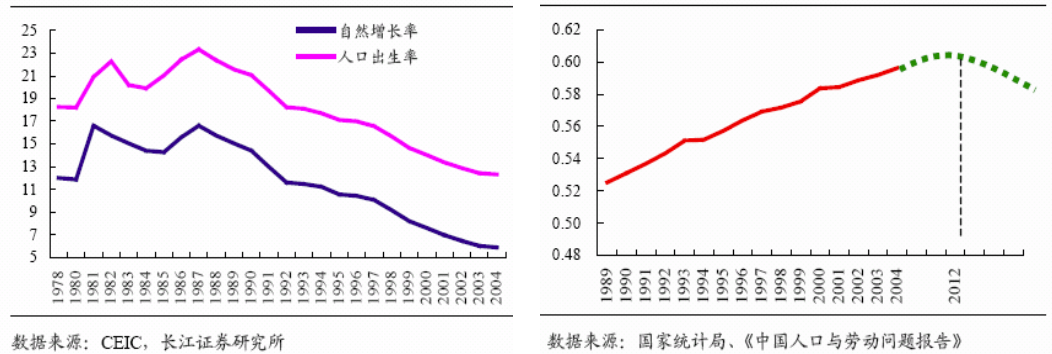
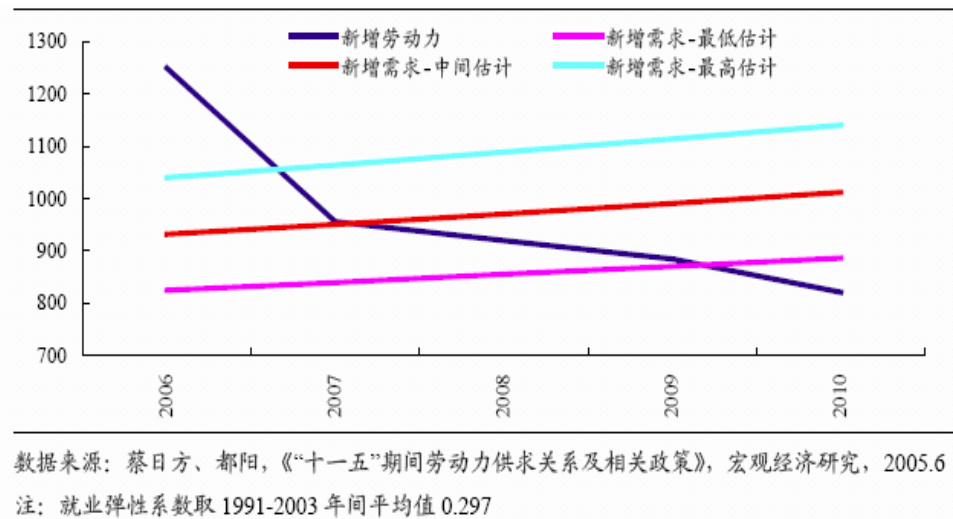


图 19：中国新增劳动力供需格局面临转变（万人）



生产要素重估将带来几大影响，首先，要素成本上升必然要求产业结构升级，研发投入也会相应不断加大；其次，工资水平加速上升会极大刺激消费服务；第三，人力成本提高会推动企业不断增加投入提高生产率，设备投资的比重将加大，机器替代人力成为趋势。从这个角度看，消费服务、装备制造更将成为长期的投资主题。

三、制度推动力——资产注入&股权激励

2006 年，制度变革推动上市公司质量发生了显著的改善，目前其主要的实现途径包括：资产注入带来的资产质量外延式改善，以及股权激励代来的企业内生性经营潜能激发。我们对此进行了实证研究。

➤ 资产注入

全流通对 A 股市场利润回流上市公司起到了积极的影响作用，资产注入是利润回流的有效方式之一。2006 年以来，A 股市场公告拟注入或已实施资产注入并相对具有实质意义的上市公司有 142 家，在上市公司总数中占比已超过 10%。虽然资产注入上市公司的形式多种多样，但一般而言有以下几种类型：

1、向大股东定向增发，大股东以相对优质的资产入股，该类上市公司一般而言大股东持股比例偏低，例如美的电器；

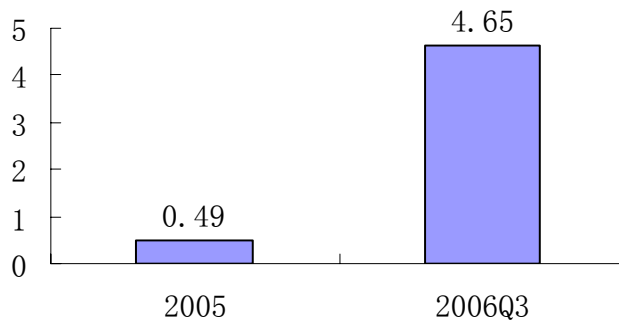
2、大股东注入资产抵减债务，该类上市公司多为 ST 类等前些年问题公司，例如 ST 自仪；

3、上市公司整体资产置换，原有上市公司引入完整的优质资产，资产质量改观显著，例如 ST 兴发、苏福马；

4、上市公司以现金收购大股东优质资产，此类上市公司多现金流良好或从二级市场定向增发后融得了现金，例如卧龙电气。

我们看到，资产注入前后该 142 家上市公司 ROE 水平的变化直观地印证了全流通后利润回流上市公司的明显趋势，该 142 家公司 2005 年全年的 ROE 水平简单平均为 0.49%，而 2006 年 1—9 月 ROE 水平惊人的跳升至 4.65%（图 20），通过资产注入，上市公司的资产质量得到了显著改善。

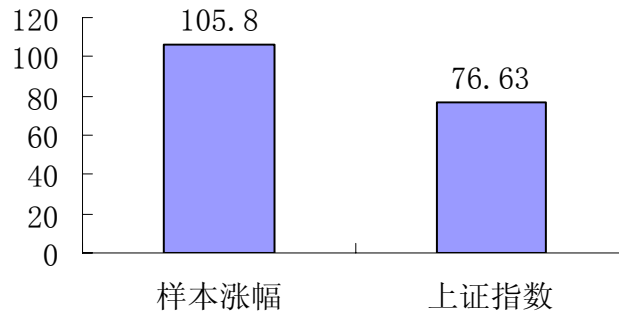
图 20：资产注入对样本公司 ROE 带来显著改善（%）



来源：华安基金

有资产注入的上市公司股价表现同样出色，截止 11 月 24 日，该 142 家上市公司的股票 2006 年以来简单平均的涨幅为 105.8%，同期上证指数上涨 76.63%，有资产注入的上市公司股票涨幅表现超越上证指数 29.17%（图 21），资产注入得到了市场的认可，利润回流的效应在相应上市公司的股价上得到了体现。

图 21：资产注入样本公司涨幅显著领先上证指数（%）



来源：华安基金

➤ 股权激励

在所有权和经营权分离的情况下，现代企业管理的核心是处理“委托—代理”关系，这就是公司治理的核心问题。其中最重要的问题之一就是委托人（股东）如何激励和约束代理人（公司经营者）的行为，以谋求公司与股东利益最大化，也就是一个如何建立合理的激励约束机制问题。而实施股权激励，其实质就是在企业的所有者和企业的经营者之间建立利益共享、责任共担的利益分配机制，通过利益关系来完善公司的激励约束机制，因此，股权激励的实施，对企业的长期健康发展具有极为重要的意义。

我们对 2006 年部分已实施或公告拟实施股权激励的 30 家样本公司进行了研究（表 7）。

表 7：部分已实施或拟实施股权激励上市公司市场表现和 ROE 变化

名称	股价	11 月 24 日 市值(亿)	今年以来股价涨幅 (%)	ROE (2005 年)	ROE (2006 年 1—9 月)
中金岭南	17.70	117.67	303.35	19.27	37.31
中信证券	17.85	532.20	248.35	7.09	8.68
金发科技	26.74	85.17	245.71	17.30	18.55
贵州茅台	63.90	603.09	230.41	21.97	17.79
美的电器	12.79	80.62	197.76	12.48	12.31
宜华木业	12.16	44.01	193.76	12.76	12.10
宝新能源	11.23	30.81	166.16	16.11	27.52
农产品	11.13	43.15	158.84	0.98	-0.61
万科A	10.80	428.75	156.91	16.25	13.66
华联综超	18.33	68.36	153.82	16.67	6.64
华兰生物	17.16	25.87	151.45	9.98	11.87
恒瑞医药	20.50	67.98	128.07	14.82	13.06
吉林森工	7.90	24.53	116.85	5.82	3.21
七匹狼	13.04	14.41	115.59	11.05	8.66
黄山旅游	9.77	44.39	106.91	9.60	13.37
恒生电子	7.35	10.50	101.04	1.66	4.71
宝胜股份	9.82	15.32	100.89	8.28	10.21
格力电器	10.55	84.97	99.09	20.04	16.55
云南白药	19.40	93.91	91.90	28.02	21.38
柳化股份	9.92	18.93	77.90	12.68	11.15

中化国际	6.62	83.26	76.90	23.01	11.13
博瑞传播	15.14	27.59	68.22	17.02	16.28
丽江旅游	12.40	12.32	61.44	13.28	12.90
东华实业	3.99	11.97	58.55	8.27	-12.33
青岛啤酒	12.39	162.09	51.12	6.15	8.00
中远航运	9.42	61.72	48.15	32.29	17.95
韶钢松山	3.27	43.85	38.87	2.74	7.15
中兴通讯	37.00	355.02	34.48	11.80	4.36
士兰微	9.21	37.22	25.53	9.47	9.99
风帆股份	6.08	13.25	19.67	7.25	4.05
平均	14.79	108.10	120.92	13.14	11.59

来源：华安基金

我们看到，有股权激励的上市公司股价表现相当出色，截止 11 月 24 日，30 家实施或公告拟实施股权激励的上市公司股价 2006 年以来简单平均的涨幅为 120.92%，而同期上证指数上涨 76.63%，有股权激励的上市公司股票涨幅表现超越上证指数 44.29%，超越幅度显著。

从 ROE 水平的提升（2005 年简单平均为 13.14%，2006 年 1-9 月则达到 11.59%）也可以看出，股权激励起到显著提升上市公司业绩的作用，而证券市场股价的上涨其实也是对股权激励实施后上市公司业绩提升的一种期待。

我们看到 2006 年已经出现相当数量的公司，通过股权激励和资产注入，激发经营潜能、提升资产质量，带来市值的大幅增加。从实证研究的结果，我们看到资产注入和股权激励对上市公司质量以及市场表现都产生了显著的正面影响。展望 2007 年，制度变革作为牛市最重要的驱动力之一仍将持续发挥作用，对整个市场而言，这一切才刚刚开始。

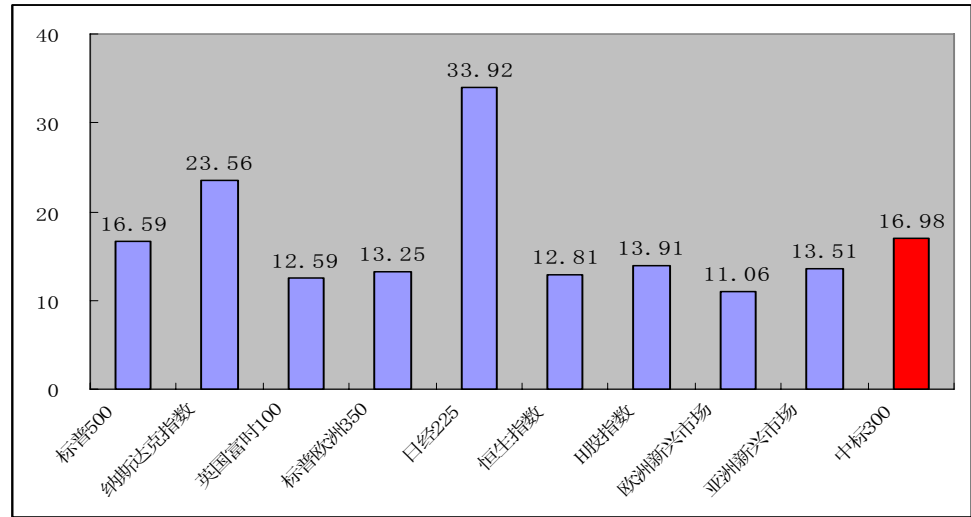
四、2007 年展望

1、价值回归、价值发现和价值创造

➤ 静态估值不再便宜

牛市运行至今，A 股市场估值有了明显的回升，静态来看，市场整体估值水平与全球各主要市场相比已不便宜或略有溢价（图 22，表 8），牛市的价值回归过程已基本完成，因此在目前时点上，非常有必要对市场重新进行评估。

图 22：主要市场指数 PE 水平比较



来源：Bloomberg, 华安基金

表 8：全球主要市场分行业 PE 比较

GICS 行业	标普 500	日经 225	富时 100	标普欧洲 350	恒生 指数	H 股 指数	中标 300
日常消费	16.21	28.14	26.84	24.14	27.46	13.16	35.95
非日常消费	37.19	43.17	19.07	21.57	9.25	39.58	24.53
能源	29.30	10.90	11.47	10.35	13.24	11.60	12.50
金融	17.75	41.56	12.56	12.09	15.69	28.01	26.63
健康护理	20.83	39.60	16.29	24.08	158.88	-	31.84
工业品	18.91	32.75	40.41	16.05	22.01	17.02	17.72
信息技术	23.03	41.79	21.13	19.16	12.64	35.43	28.35
原材料	26.04	51.75	13.16	20.46	-	46.07	11.37
电信服务	12.44	15.65	13.50	14.93	-	10.82	19.72
公用事业	37.17	19.11	44.36	19.09	-	14.39	13.83

来源：华安基金

➤ 价值回归、价值发现和价值创造

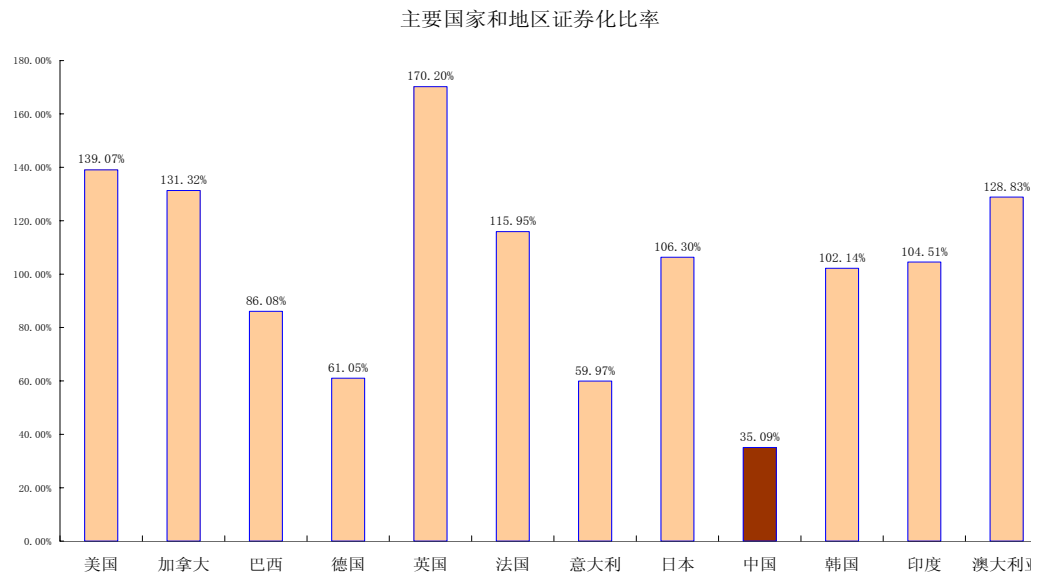
熊市对价值投资者是幸事，因为熊市意味着存在很多估值有吸引力的投资目标，意味着安全边际，意味着未来的巨大投资收益率。但熊市也意味着企业的内在价值得不到承认，意味着市场的价格发现和资源配置功能没有得到有效的发挥，意味着市场对经济的作用被淡化，因此熊市对市场整体而言却并非幸事。而牛市更重要的意义则在于，当估值回归到合理水平后，资本市场将不仅仅只是作为基本面的被动反映，同时也能在很大程度上促进基本面的改善，这才是资本市场真正的价值所在。

我们认为，仅从静态估值水平回归来看并不能反映本轮牛市的深刻内涵，本轮牛市的真正意义，在于资本市场作为最先进的市场机制，其功能的恢复。并在这一机制的作用下，对整个社会经营性资产进行的一轮价值发现的过程；以及在这一机制作用下，使

企业的经营潜能得到极大的激发，使企业的经营方针逐步转向价值导向，并带来巨大增量价值创造的过程。

目前资本市场规模与国民经济规模远不相适应（图 23），也与国家战略对资本市场的高定位远不相适应。资本市场功能得到恢复，将推动全社会经营性资产证券化的过程，社会财富结构中股票市值的比重将会出现极大的增长，而置身于社会财富膨胀最快的领域无疑是成功的捷径。因此，实业领域的投资人将有很强的动力将经营性资产通过证券市场真正体现其价值，未来几年中实业领域的经营性资产向证券市场流入将是一股巨大的潮流。从市场总体层面上来看，则是在资本市场机制作用下，对整个社会经营性资产进行的一轮价值发现的过程。

图 23：主要国家和地区证券化比率



来源：Bloomberg，华安基金

另一方面，资本市场功能的恢复，将对企业经营带来巨大的改善空间。历史上由于各主体利益不一致带来的企业价值向外转移，以及由于缺少有效价值衡量机制而带来经营上的错误导向（典型的如规模导向而非价值导向），都在很大程度上损害了企业价值。全流通以后，大股东、小股东及管理层的利益在相当程度上趋于一致，市值增长带来的巨大财富效应将使企业的经营潜能得到极大的激发，使企业的经营方针逐步转向价值导向，并带来巨大的增量价值创造。

➤ 改善空间带来估值溢价

综上所述，尽管静态来看，A股市场目前估值水平与国际市场相比并非低估，但A股市场作为新兴+转轨市场，不论在资产质量上，还是在经营潜能挖掘上，都有着远远超过国际市场的巨大改善余地，并且在制度变革取得实质性突破后，这种改善正在普遍、

迅速的发生着，因此我们认为，A股市场估值对国际市场形成显著溢价更有其合理性。

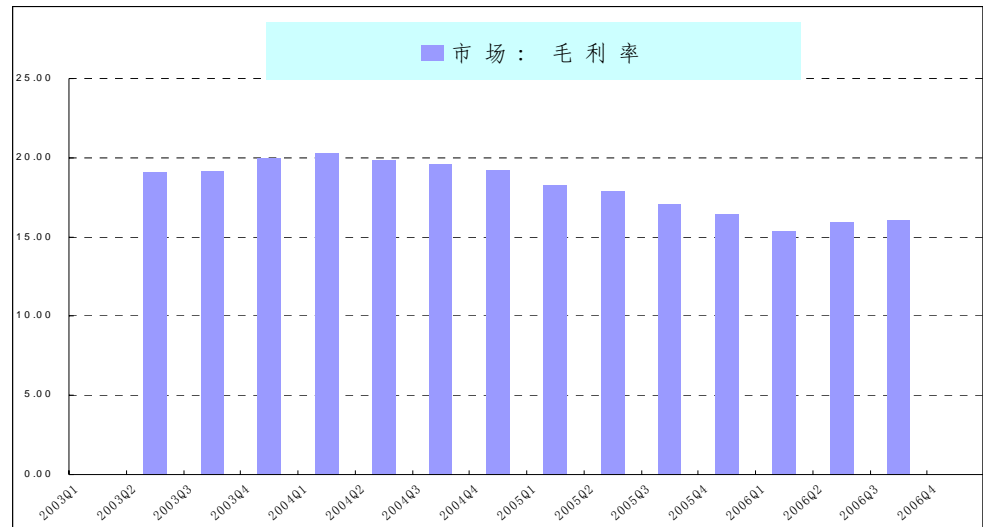
2、上市公司基本面依然健康

➤ 上市公司内在经营质量提升

我们对 1366 家上市公司 2006 年 3 季报的财务指标进行了研究。

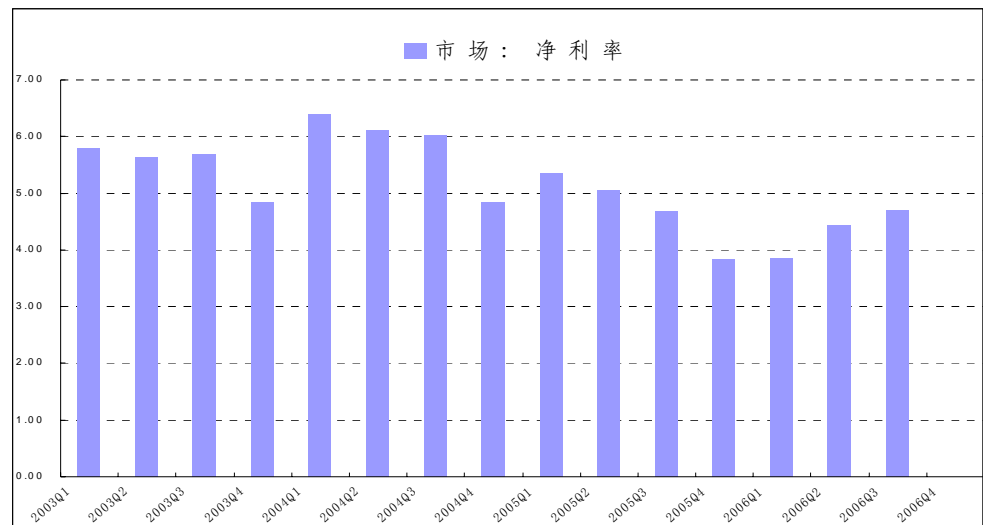
从盈利能力来看，市场总体毛利率从 2004 年 1 季度以来处于一个持续的下降通道中，但从 2006 年 1 季度开始已经连续三个季度企稳，净利率更是出现明显的回升趋势（图 24~25）。

图24：上市公司毛利率变化（%）



来源：华安基金

图25：上市公司净利率变化（%）



来源：华安基金

同比来看，2006 年 3 季度市场毛利率比去年同期略有回落，但净利率、ROE、ROA、ROIC 均出现了一定的回升，其中销售收益率指标低于 2003 年，但资产收益率指标则要

高于 2003 年，显示经过三年的起落，上市公司费用控制能力有了较大程度的改善，资产周转率有所提高。从改善/恶化家数比的情况来看，也大致反映了同样的特征（表 9~10）。

表 9：主要盈利指标变化情况

	03Q3	04Q3	05Q3	06Q3
毛利率	19.21%	19.62%	16.99%	16.04%
净利率	5.58%	6.02%	4.6%	4.7%
ROE	6.19%	7.91%	7.03%	7.75%
ROA	2.87%	3.43%	2.87%	3.02%
ROIC	5.9%	7.05%	4.6%	6.21%

来源：华安基金

从增长情况来看，2006 年 3 季度主营业务收入增速比去年同期继续下降，但主营业务利润增速已经开始上升，三项费用增速比去年同期大幅下降，显示市场整体可能已进入增速回落周期的筑底阶段（表 11）。

从资产负债情况来看，固定资产增速比去年同期明显回落，反映了宏观调控的滞后影响，负债增速继续回落，而股东权益增速比去年同期上升，应收/应付改善的上市公司家数远大于恶化的家数，上市公司财务报表在继续改善（表 10~11）。

表 10：部分财务指标改善/恶化比

	改善家数	恶化家数	改善/恶化比
毛利率	621	739	0.84
净利率	646	714	0.90
ROE	740	620	1.19
应收/应付	829	531	1.56

来源：华安基金

表 11：主要财务指标增长情况

	03Q3 同比增长	04Q3 同比增长	05Q3 同比增长	06Q3 同比增长
主营业务收入	27.68%	31.04%	23.97%	18.92%
主营业务利润	24.48%	28.16%	7.22%	11%
三项费用	17.35%	16.41%	16.13%	10.98%
固定资产	10.16%	18.01%	18.63%	13.37%
负债	17.43%	21.74%	19.31%	17.06%
股东权益	5.07%	9.12%	6.44%	8.17%

来源：华安基金

总体上，上市公司整体的盈利能力已开始回升，费用控制能力有了较大程度的改善，经营效率有所提高，资产负债表继续改善，上市公司内在经营质量明显提升。

➤ 大宗商品价格回落降低企业成本

我们还需要看到，上市公司毛利率连续三个季度企稳是在今年大宗商品价格大幅上升（图 26~29）的背景下实现的。由于制造业在 A 股市场中占较大比重，过去四年，A 股上市公司的毛利率与国际大宗商品价格指数高度负相关，两者相关系数达到-0.89（图 30）。因此上市公司取得这样的经营业绩，其含金量是相当高的。

图 26：布伦特原油价格走势

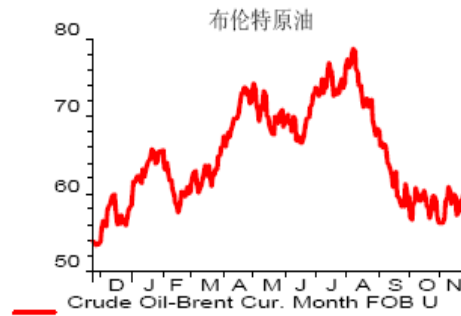
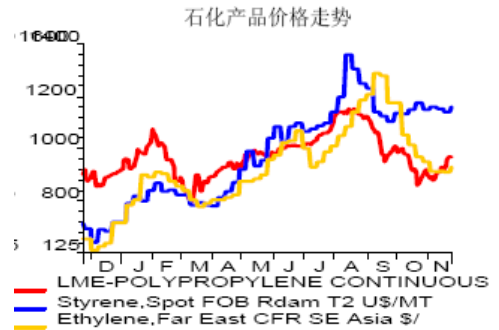


图 27：主要石化产品价格走势



来源：DATASTREAM，华安基金

图 28：LME 铜价及库存走势

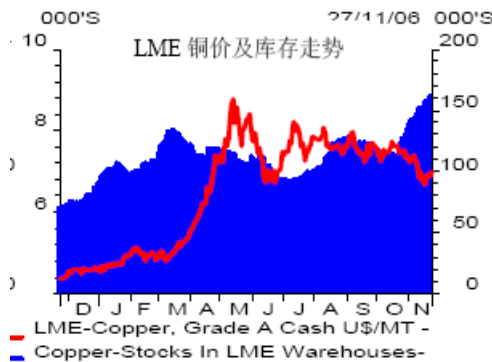
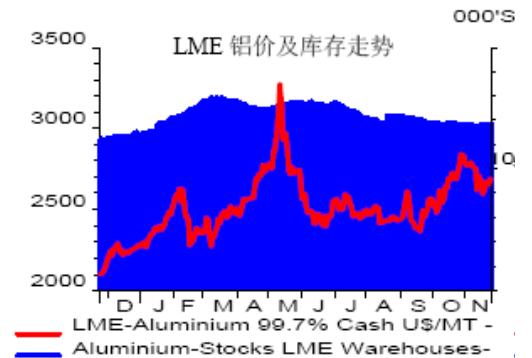
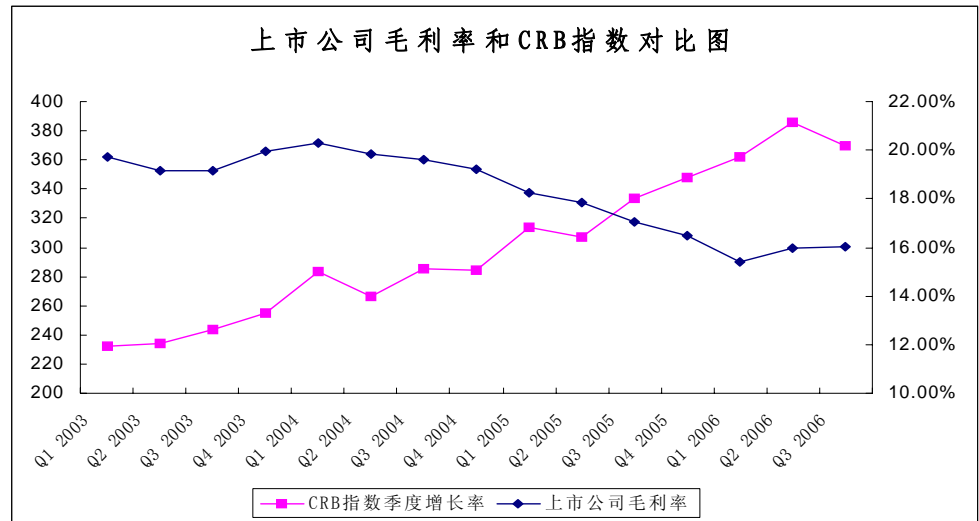


图 29：LME 铝价及库存走势



来源：DATASTREAM，华安基金

图 30: 上市公司毛利率和 CRB 指数对比图



来源: Bloomberg, 华安基金

而据国际权威机构预测, 2007 年主要大宗商品价格总体将呈回落态势 (表 12), 这将进一步对上市公司盈利能力构成支撑。

表 12: 国际机构对主要大宗商品价格预测

	预测机构	2006	2007	2008
BRENT 原油 (美元/桶)	路透社对 21 家国际机构 调查的平均值	67.5	62.5	54
	BROOK HUNT	5611	4625	3418
铜 (美元/吨)	美林	6746	5040	
	BROOK HUNT	2497	2157	1900
铝 (美元/吨)	CRU	2579	2205	1764
	高盛		2350	

来源: 路透社, BROOK HUNT, CRU, 美林, 华安基金

3、资金供求分析

从资金供求上看, 我们预计 2007 年资金供求总体仍然较为宽松, 具体测算如下:

➤ 股票供应

■ IPO

2007 年将是大型蓝筹股集中发行期, 从目前了解的信息来看, 10 家以上的大型蓝筹股 IPO 是相对确定的, 募集资金总额约在 1200-1500 亿, 加上其他中小盘股的 IPO, 我们预计 2007 年 IPO 融资规模约在 1800 亿元。

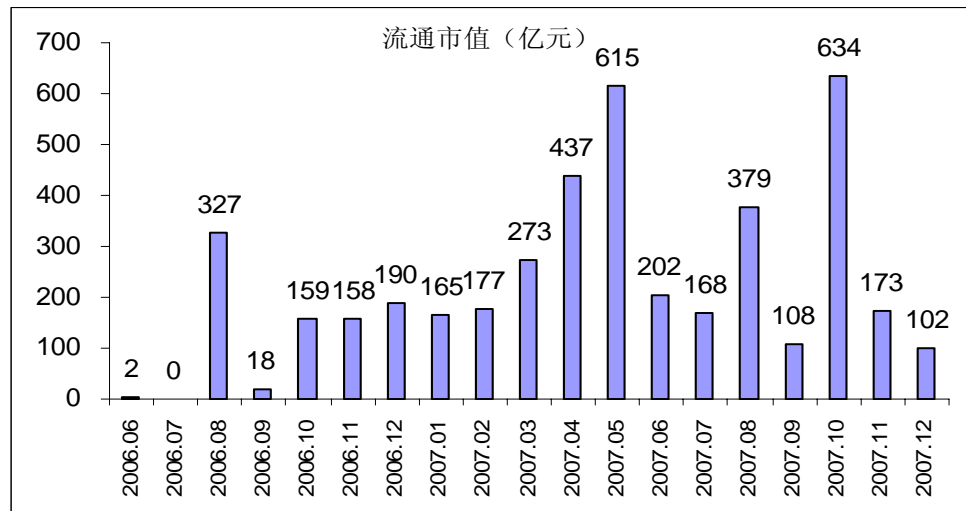
■ 再融资

据不完全统计，目前拟再融资的上市公司计划募集资金总额约在 1150 亿元，我们预计 2007 年再融资规模约在 1200 亿元。

■ “小非”上市

据申银万国研究所统计，2007 年解冻上市的“小非”规模约在 3400 亿元（图 31）。

图 31：2007 年“小非”解冻规模情况



来源：申银万国研究所

➤ 资金供应

■ 基金发行

今年基金首发规模已超过 3000 亿份，目前仍不断有百亿以上基金发行成立，预计 2006 年全年将超过 4000 亿份，其中股票型基金约 3000 亿份。我们预计 2007 年股票型基金发行规模仍将保持在 3000 亿份以上。

■ 保险资金

随着保费收入不断增加，以及可能的投资比例提高，我们预计 2007 年保险资金直接入市增加规模在 1000 亿元左右。

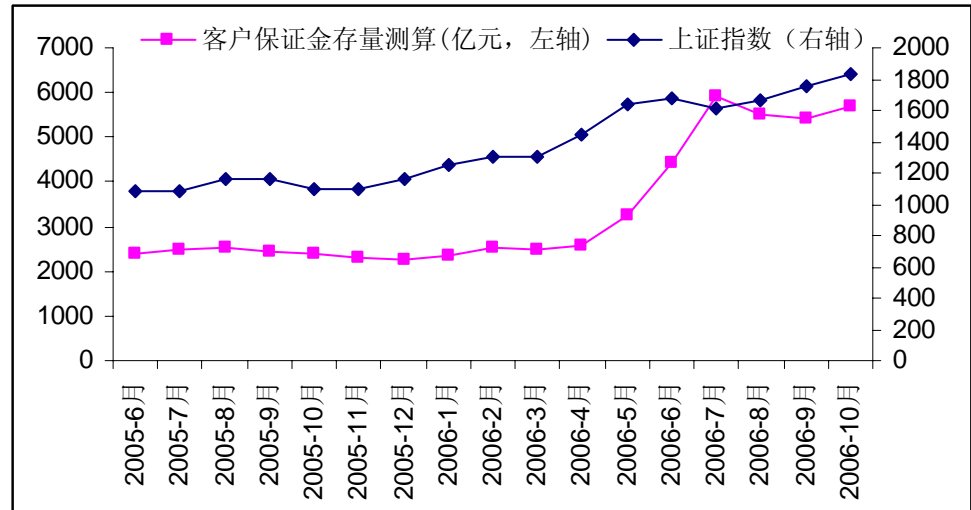
■ QFII

目前 QFII 获批额度已达到 90 亿美元左右，我们预计 2007 年 QFII 额度还将提高 100 亿美元左右，带来增量资金约 750 亿元。

■ 社会资金

据申银万国研究所统计，2006 年客户保证金存量增加约 3000 亿元（图 32），我们预计 2007 年社会资金增量在 2000 亿元以上。

图 32：客户保证金存量测算



来源：中国统计年鉴，申银万国研究所

从资金供求方面来看，2007 年股票供应和资金供应都将有较大幅度的增加，总体资金面相对宽松。如果考虑到牛市思维下市场的惜售心理，“小非”上市后带来的实际压力可能远低于理论测算；而股票资产属性恢复后，社会财富配置结构发生转变，在增量资金的供应上则可能超出预期。

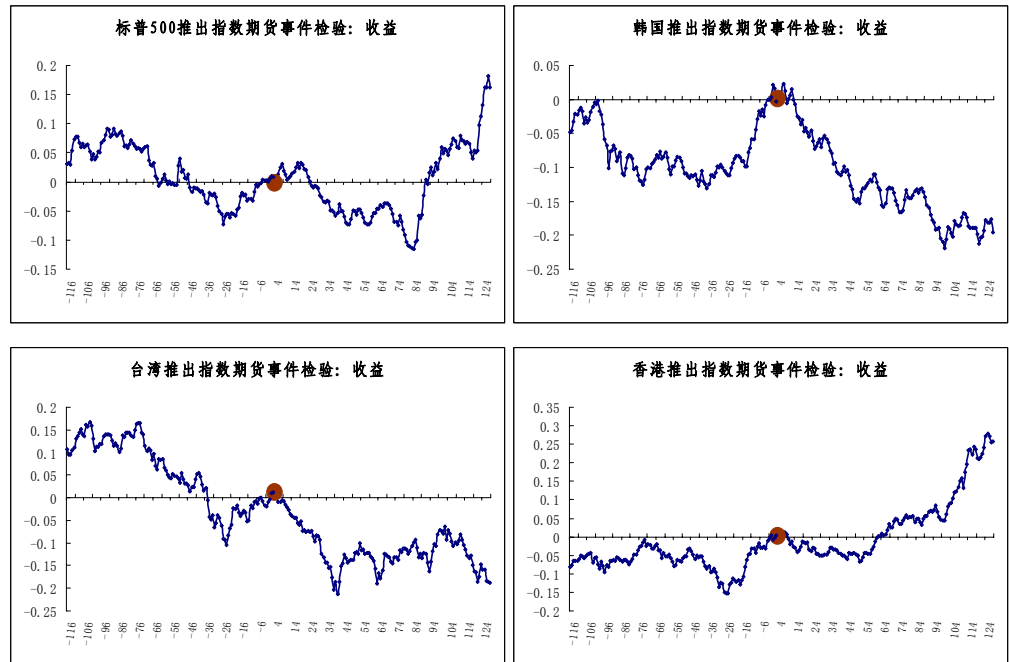
4、指数期货

预计将于 2007 年推出的指数期货推出是国内资本市场的重大创新，是市场逐步走向成熟的标志之一，一个成熟的资本市场的基本特征是能为投资者提供风险管理的工具。我们认为，尽管国内如做空机制还短时间内难以推出，但融资融券试点推出应为时不远，这也将为套期保值奠定良好的基础。

从香港恒生综合指数期货、日经 225 指数期货/台湾加权股价指数期货、标普 500 指数期货、韩国 KOSPI 指数期货推出来，我们选取了前后半年的时间，我们发现：

- 从收益来看，韩国和台湾推出指数期货前后半年的时间收益没有增加，反而减小，香港有所增加（图 33）；

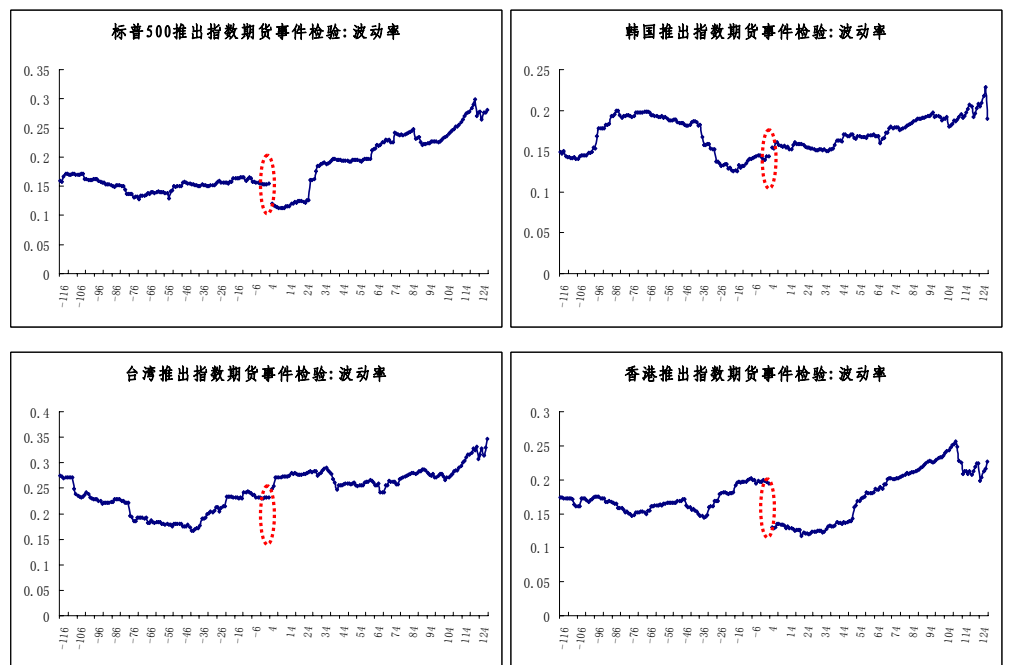
图 33: 美国、韩国、台湾、香港指数收益率



数据来源: Bloomberg, Reuters, 华安基金

- 从波动来看，指数期货推出的初期，明显增加了指数的波动性，我们认为其原因是市场推出初期投资者交易趋于活跃，但随着价差不断减小，指数期货回归到风险管理的工具上来，长期来看波动性没有明显增加（图 34）；

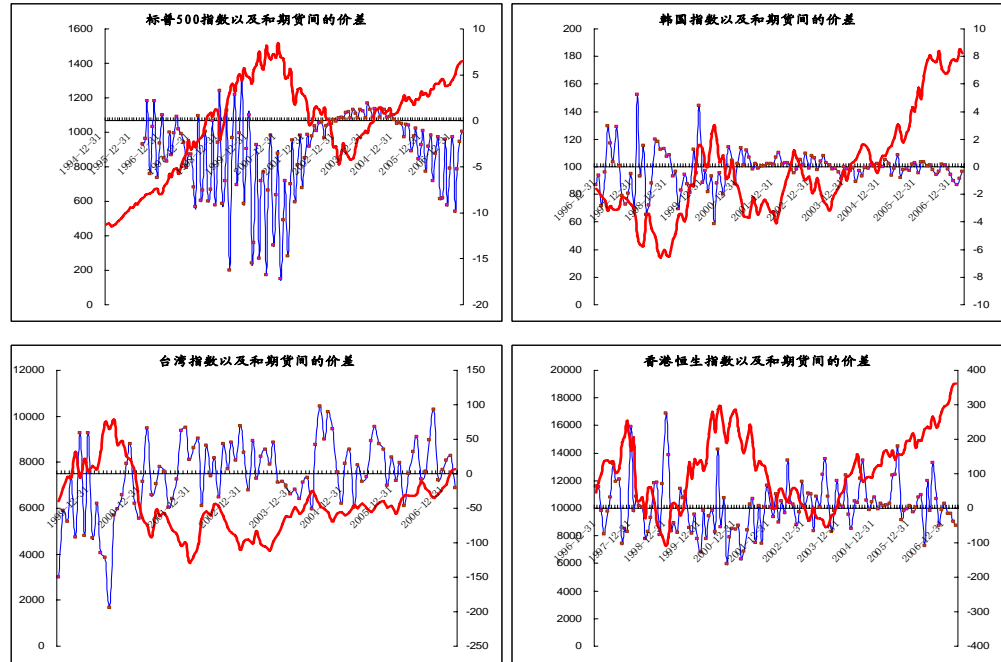
图 34: 美国、韩国、台湾、香港指数波动率



数据来源: Bloomberg, Reuters, 华安基金

- 从价差来看，随着指数期货逐渐为市场作为风险管理工具来投资，价差在指数推出初期一般较大，随着时间的推移，价差由缩小的趋势（图 35）。

图 35: 美国、韩国、台湾、香港指数及与期货间的价差



数据来源: Bloomberg, Reuters, 华安基金

从沪深 300 指数特征来看，前 10 家公司占了沪深 300 指数的 26%，前三十个成份股公司占沪深 300 的 46%（表 13），其中有 6 家银行都在三十个名单中，占沪深 300 指数权重达 20%。

- 由于银行股占比较高，银行股对沪深 300 指数的比较大；
- 前 30 大公司占了近 50%的流通市值，市场的集中度不低，香港目前汇丰控股为 25%。

表 13: 沪深 300 指数的权重合市值

序号	股票简称	指数权重[%]	流通市值[亿]	总市值[亿]
1	招商银行	5.33	647.01	2020.13
2	民生银行	3.57	465.23	773.70
3	万科 A	2.66	371.13	504.18
4	中信证券	2.56	371.89	646.69
5	宝钢股份	2.45	268.46	1238.10
6	浦发银行	1.99	230.22	752.52
7	中国石化	1.89	286.72	6936.20
8	中国联通	1.89	281.22	716.45
9	长江电力	1.81	270.65	684.41
10	贵州茅台	1.75	211.86	661.42
11	工商银行	1.75	265.03	12959.93

12	上港集团	1.74	152.08	1318.22
13	S 深发展 A	1.33	182.51	251.98
14	大秦铁路	1.28	124.17	966.77
15	五粮液	1.21	151.39	459.58
16	上海机场	1.1	156.02	333.75
17	中兴通讯	1.05	155.86	397.43
18	中国银行	1.05	158.95	9315.90
19	中集集团	0.95	107.59	358.54
20	武钢股份	0.94	128.75	355.85
21	振华港机	0.88	117.46	332.53
22	苏宁电器	0.83	102.97	252.26
23	东方明珠	0.79	106.47	238.50
24	华侨城 A	0.77	102.38	232.24
25	上海汽车	0.74	89.95	223.75
26	金融街	0.71	103.53	153.11
27	华夏银行	0.7	98.28	264.60
28	鞍钢股份	0.69	83.60	526.26
29	申能股份	0.67	96.34	203.43
30	华闻传媒	0.62	76.25	94.67

来源：Wind，华安基金

海外市场研究表明，指数期货上市以后，选择指数期货成份股与选择非成份股之间的差异会越来越大（表 14）。对于机构投资者而言，投资选股策略侧重于基本面及整体态势，常常会依个股所占权重来决定持股结构，指数期货将进一步加速资金流向指数成份股，中国证券市场将迎来大盘蓝筹时代。

表 14：国外主要市场指数期货推出后成份股与非成份股表现差异情况表

标的物	研究时间	成份股指数和非成份股指数期间涨幅 (%)		年平均涨幅 差值 (%)
		成份股	非成份股	
S&P 500	1981/4/1—1991/12/31	205.40	38.78	15.23
恒生	1992/8/3—2001/12/24	89.65	-11.78	10.48
FTSE 100	1984/1/6—1991/12/31	142.28	45.97	14.14
CAC 40	1990/12/28—2001/12/24	196.59	53.25	12.47
多伦多	1993/10/1—2001/12/24	117.77	10.65	12.40

来源：Bloomberg，中信建投证券

五、平静中前行

经过了一年波澜壮阔的牛市，市场的价值回归过程已基本完成，找到估值非常有吸引力的投资目标似乎不再容易，但我们认为，“很容易找到估值非常有吸引力的投资目标”恰恰是熊市的特征，而牛市更重要的意义则在于，当估值回归到合理水平后，资本市场将不仅仅只是作为基本面的被动反映，同时也能在很大程度上促进基本面的改善，

这才是资本市场真正的价值所在。而 A 股市场作为新兴+转轨市场，不论在资产质量上，还是在经营潜能挖掘上，都有着远远超过国际市场的巨大改善余地，并且在制度变革取得实质性突破后，这种改善正在普遍、迅速的发生着，因此我们认为，A 股市场估值对国际市场形成显著溢价更有其合理性。

国内经济在经历了去年底到今年上半年的反弹后，三大产业需求增速先后回落，预计 2007 年经济将成缓步减速的态势，但在产业升级、消费升级、城市化的带动下，本轮经济调整具有长期趋势的支撑。世界经济有减速趋向，但对中国经济冲击有限。而上市公司整体的财务指标分析显示其内在经营质量明显提升，2007 年大宗商品价格回落的预期也将进一步对其盈利能力构成支撑，上市公司基本面仍较为健康。

我们预计人民币汇率仍将在主动、渐进框架内缓步升值，而货币紧缩政策还只是起到减缓流动性增加速度的作用，并不能扭转流动性增加的趋势，流动性依然充裕。流动性充裕对中国经济来说，既是风险也是机遇，关键是对其流向的引导，如果能将资源投入到产业升级、自主创新、可持续发展等方面，则对中国经济长期发展极为有利，反之则会造成资源的浪费，进而降低整个社会的福利。因此，我们认为宏观调控在结构上仍将长期持续。

政府消化过量流动性的理想途径是大力发展证券市场，通过证券市场的资源配置功能，支持优势产业的发展 and 升级，未来证券市场的大扩容是可预期的，大量大型蓝筹股的供应将大大改变市场的格局。机构规模大型化提高了对市场流动性的需求，预计于 2007 年推出的指数期货将进一步加速资金流向指数成分股，中国证券市场将迎来大盘蓝筹时代。

制度变革作为牛市最重要的驱动力之一仍将持续发挥作用，我们看到 2006 年已经出现相当数量的公司，通过股权激励和资产注入，激发经营潜能、提升资产质量，带来市值的大幅增加，而对整个市场而言，这一切才刚刚开始。

从资金供求方面来看，2007 年股票供应和资金供应都将有较大幅度的增加，总体资金面相对宽松。如果考虑到牛市思维下市场的惜售心理，“小非”上市后带来的实际压力可能远低于理论测算；而股票资产属性恢复后，社会财富配置结构发生转变，在增量资金的供应上则可能超出预期。

2007 年，消费服务类行业在流动性充裕和扩大内需政策背景下仍将有较好的机会；而固定投资增速的回落、人民币持续升值将对投资和出口相关行业形成压力，其中产业升级和产业整合的机会值得关注；一些真正代表国家竞争力、具备全球定价能力的企业将面临较好的发展机遇，比如装备制造业中的一些龙头企业。可能出台的所得税并轨政策总体上利好消费服务业。而要素价格重估对经济产生的深远影响更将使消费服务和装备制造成为长期的投资主题。

总体上我们认为，从长期来看，牛市的基础依然强健：经济增长朝着更健康的方向迈进；流动性充裕、房地产受调控形成了证券市场良好的资金背景；制度变革带来企业经营潜能激发，推动优质资产不断流入市场，使上市公司质量不断得到改善；大量优质蓝筹股的回归、指数期货的推出，将使中国证券市场迎来大盘蓝筹时代。今年以来的价值回归只是为牛市揭开了序幕，未来价值发现和价值创造的过程将使市场更为精彩纷呈。