

2007 年 1 月 9 日

2007 年度投资策略报告

投资中国：

分享巨人崛起的机遇

—2007 年 A 股市场投资策略
(策略部分)

华欣

方证客户服务中心

地址：浙江省杭州市平海路 1 号方正金融大厦

网址：<http://www.foundersc.com>

传真：(0571)87782011

电话：(0571) 87782049

摘要：

我国经济持续稳定的增长，是股市长期走牛的动力源泉，资本市场制度性变革夯实了我国证券市场长期牛市的基础，流动性过剩与人民币升值给市场带来充裕的资金支持，成为股市长期走牛的直接推动力。经济增长、制度性建设与人民币升值与流动性过剩，已经成为支撑我国证券市场形成长期牛市的三大基石，也是我们分析判断我国股市未来趋势的主要依据。

基于对2007中国经济、证券市场运行趋势的分析，我们认为2007的投资主要遵循：人民币升值、消费升级、自主创新、和谐社会、奥运等五大主题，其中看好金融、高科技、汽车、物流等领域。

2006年中金融业改革，尤其是中行、工行的上市，成为推动证券市场发展的主要推动力，预计金融业仍将是2007年贯穿证券市场的投资主线，随着人寿的上市，保险行业在2007将超越银行与证券，成为金融领域的主流热点。

A 股市场策略部分

——分享经济成长带来的巨大投资机遇

我国自八十年代改革开放以来,经济持续保持二十多年的高速增长,然而证券市场自成立之初,经历了起起伏伏,2001年开始持续下跌,股指跌幅超过100%,广大投资者并未能分享到中国经济的成长。究其原因,关键还在于以往我国证券市场尚处于发展初级阶段,由于市场容量制约,大批优质大型国企纷纷海外上市,割裂了证券市场与我国经济的联系,2006年初我国沪深两市市值占GDP比重不足18%。股票市场市值与GDP的比例关系,反映了一个国家证券市场的发展程度。国际成熟市场所占比重往往超过100%,例如目前美国市场股票市值是GDP的1.38倍、英国市场为1.66倍,法国市场为1.13倍。

2006年中期新股发行恢复之后,大批优质国企蓝筹企业纷纷登陆国内A股市场,尤其是以工商银行、中国银行为代表的大型航母的登陆,市场中上市公司的整体素质短期内迅速提升,给我国股市带来了脱胎换骨的变化,也成为推动股指上涨的主要动力。据统计2006年前十一个月,募集资金达到2173亿元,同时上海、深圳、香港三地证交所的IPO筹资总额达到约450亿美元,首次超过美国,成为全球第二大IPO市场。

2005年我国GDP为18.3万亿元,根据今年增长率约10%计算,目前两市总市值将约占今年GDP的34%,已经突破三成。2006、2007将是我国国企改革的关键年,交通银行、平安保险、中国人寿、建设银行、广深铁路等大型国企,预计都将会在明年登陆A股市场,根据目前大型国企改制上市的速度推算,未来两年我国证券市场市值所占GDP比重有望突破50%的大关,中国股市经济晴雨表的功能开始逐步体现,投资者也将真正开始通过投资证券市场,分享中国经济成长的成果。

把握中国经济的脉搏,分享中国经济的高速成长,将是未来几年中国证券市场投资的主线。

一、支撑中国证券市场长期牛市格局三大基础

我国经济持续稳定的增长,是股市长期走牛的动力源泉,资本市场制度性变革夯实了我国证券市场长期牛市的基础,流动性过剩与人民币升值给市场带来充裕的资金支持,成为股市长期走牛的直接推动力。经济增长、制度性建设与人民币升值与流动性过剩,已经成为支撑我国证券市场形成长期牛市的三大基石,也是我们分析判断我国股市未来趋势的主要依据。

经济增长: 减速无碍持续稳定增长

中国经济的强劲增长,成为股市进入新一轮上升周期的根本推动力。我国经济目前已经连续27年保持了高速增长,并且最近四年呈现快速增长的趋势,持续保持在10%以上的增长,然而随着下半年宏观调控措施力度的加强,经济数据显示中国经济开始出现降温的迹象:

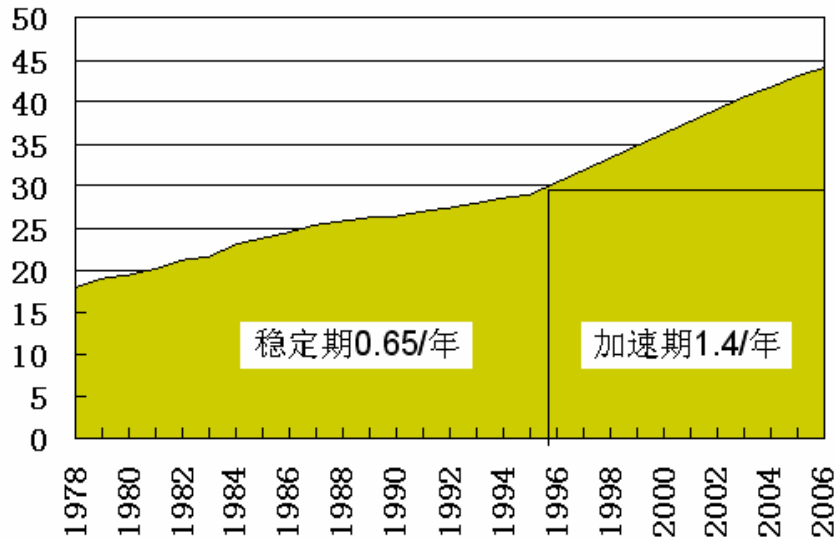
10月份我国工业增加值和固定资产投资增速明显下降,工业增加值增速回落到14.7%,成为2004年12月以来的新低,固定资产增速从9月份的23.6%大幅降至10月份的16.8%。前10个月新开工项目增长率也较同年同期的28.5%,快速下降到4.4%。

除了宏观调控因素外,产业投资周期是一个重要因素,从固定资产投资到产能完全释放并实现商品化的过程,通常需要5年左右的时间,因此以重工业化为主体的投资周期大约为5年。2003-2004是中国新增投资的高峰,2003年一季度新上项目计划投资额的增长率是63.3%,此后逐年下降,2007年是属于产能释放的末期,预期投资下降将成为经济增速放缓的主要因素。

不过经济增速放缓,并不意味着经济衰退的开始,目前企业的经营状况依然良好,尤其是工业企业利润仍在加速增长,而且利润率远高于实际利率水平,同时物价水平继续保持低位。通过宏观

调控主动性降低经济增长速度，有助于减缓经济过热的形成，熨平经济周期性波动，有助于经济稳定持久的增长。

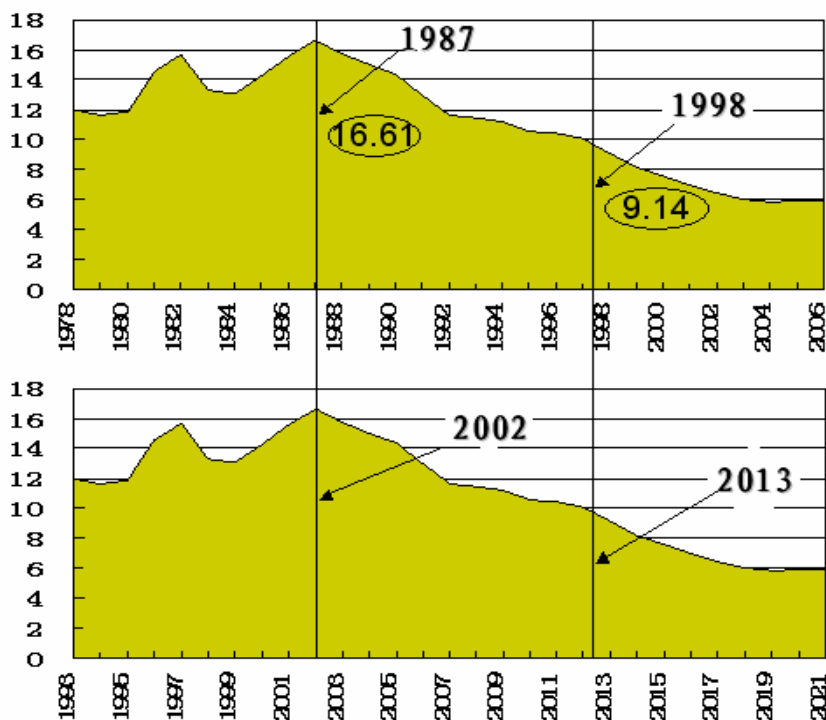
图1 我国历年来城市化进程



数据来源：国家宏观经济研究院

从发展角度来看，城市化是未来推动中国经济发展的主要因素，中国城市化自1996年达到30.48后，从稳定期转入加速期，约2012年出现城乡人口交叉拐点后，将于2020年前后提高到60%左右后再次转入稳定期，和全球城市化发展规律一样走出一条“S”型轨迹，据此预测，我国经济依然有望保持10 - 15年的高速增长期。

图2：人口红利效应



数据来源：国家宏观经济研究院

根据我国的人口结构，根据 15 岁成为劳动年龄人口标准，从 2002 年开始人口红利增长递减，万人中大学生比重提高，人口红利增长到高峰转折后渐减的时期要推迟 4 年左右，2017 年前的人口红利规模仍将较大。

制度性建设：成果显著

在大力发展资本市场的过程中，制度性建设为推动我国证券市场发展的源动力，以股权分置为代表的证券市场制度性改革，在 2005 年已经取得了决定性的突破，一举扭转了我国证券市场长的 5 年的熊市，2006 年开始，管理层继续加大了新股发行、购并重组、投资者保护、上市公司治理等全方位、多层次的制度性建设的力度，证券市场向制度化、规范化的方向进一步与成熟市场接轨。

表1 2006年证券市场五项改革成果：

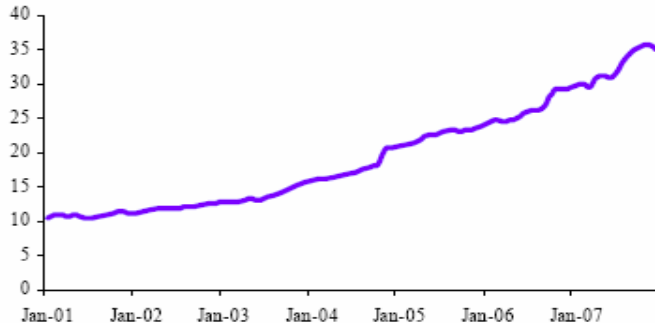
项目	内容
股权分置改革	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 12月11日，沪市完成股改或者进入股改程序的上市公司总数已达762家，总市值占全部应股改公司总市值的96.99%。
提高上市公司质量	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 颁布《首次公开发行股票并上市管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》、《发行审核委员会办法》、《证券发行与承销管理办法》，新的发行和融资制度体系已经基本形成。 ➢ 颁布《上市公司收购管理办法》，规范上市公司的收购及相关股份权益变动活动，促进证券市场资源的优化配置。 ➢ 发布《上市公司股权激励管理办法》、《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》，建立健全激励与约束机制。
证券公司综合治理	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 大力推进客户保证金第三方存管制度，要求全行业必须在明年8月底前全面实施。 ➢ 颁布《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》，规范基金管理公司投资管理人员的行为，加强对投资管理人员的管理，保障基金份额持有人的合法权益。
发展壮大机构投资者	<ul style="list-style-type: none"> ➢ QFII扩容加速：2006年11月底，已有52家境外机构获得QFII资格，获准投资额度合计86.45亿美元。 ➢ 发布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，放宽了QFII的资格条件和资金进出锁定期，完善了QFII投资监管体系特别是信息披露制度。 ➢ 2月1日中国颁布实施《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，允许外国投资者对已完成股权分置改革的上市公司进行战略性投资。 ➢ 开放式基金扩容：2006年11月底，基金净值规模第一次突破6000亿元。
资本市场法制建设	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2006年年底解决上市公司资金被控股股东或实际控制人违规占用问题。到期不能落实清欠最终方案的公司责任人要追究刑事责任。 ➢ 健全投资者民事诉讼、司法救济及补偿的相关制度，推动相关部门通过取消前置程序、引入集团诉讼等方式完善投资者诉权，并成立了中国投资者保护基金公司，初步建立起市场化的证券市场风险处置和应急机制。

人民币升值与流动性过剩：趋势仍将延续

“人民币兑美元再度创出新高”，这是汇改以来关于人民币升值新闻中最常见的描述语言。截至11月底，人民币汇率继续创出历史新高，人民币兑美元达到7.8323，自从2005年7月汇改以来，人民

币累计升幅已经达到3.424%，人民币未来几年升值预期成为加速国际资本流入国内的根本因素。

图3 2001 - 2007年外汇占款占M2的比重(%)



数据来源：中经网

全球过剩的流动性输入、加工出口贸易顺差不断增长带来的外汇积累结汇需求，是造成目前国内资金流动性过剩的主要原因，截至11月底，我国外贸顺差累计已经达到1565.21亿美元，同比增长24.3%，预计全年可能突破1800亿美元。2005年我国顺差为1019亿美元，2001 - 2004我国贸易顺差在220 - 321亿美元之间，从2004年开始，贸易顺差出现爆炸性增长，年增700亿美元，目前我国外汇占款以月2000亿以上的速度增长。

从图3可以看出，外汇占款过快增长，是导致我国目前流动性过剩的主要原因，正因为如此，我国今年以来出台的一系列紧缩政策，但对于流动性过剩的影响并不明显，我国政府已经开始着手研究，未来可能对现有的外汇管理体制进行改革。

扩大人民币汇率浮动空间，通过逐步升值，最终达到人民币可自由兑换，是未来我国外汇改革的大方向，预计2007人民币仍将延续稳步升值的趋势，升值幅度3-5%，总体判断，在人民币升值的大背景下，流动性过剩的趋势仍将延续。

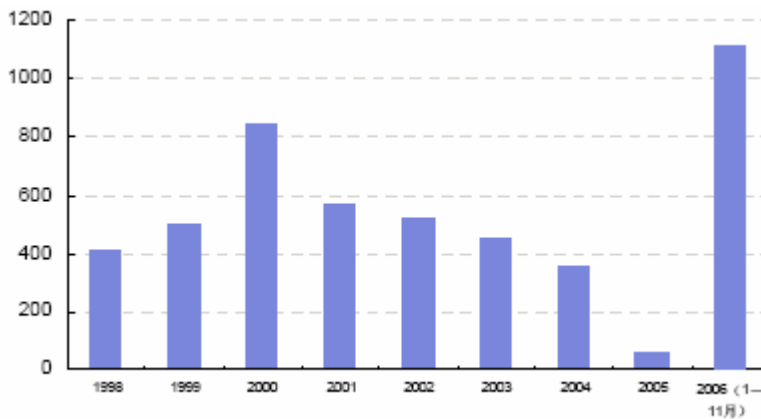
2006 年 A 股市场运行分析

大型国有企业改制上市，是我国2006年经济工作的主要任务。根据WTO协定，2006年12月11日中国金融业全面对外开放，因此银行业改革又成为国企改革的工作重点，在这一过程中，证券市场为国企改制上市发挥了关键性的作用，同时也成为最大的受益者，最终形成了国家与投资者双赢的圆满结局，回顾一年来的市场，主要有一下几个典型的特点：

1. 市场结构变化明显

以工商银行、中国银行、大秦铁路为代表的一大批优质大型国企的集中上市，扭转了以往我国证券市场缺乏优质上市公司的格局。统计显示，两市1394只A股中，有6只股票总市值在1000亿元以上，分别是工商银行、中国银行、中国石化、招商银行、宝钢股份、上港集团。这6只股票总市值合计为33168.45亿元，约占沪深股市A股总市值的48%。得益于机构投资者规模的快速扩大，大盘蓝筹股的价值逐步得到市场的认同，投资理念与国际成熟市场逐步接轨。

图4 我国历年IPO统计（单位：亿元）



数据来源：wind 资讯

2. 机构投资者规模迅速扩大

截止11月底，A股市场中的基金、券商、QFII、保险、社保基金等专业机构投资者所持市值已达6355亿元，约占1.8万多亿元市值的34%，其中公募基金，共持有股票市值大约3500亿-3600亿元，凭借占1.8万多亿元A股市值的近20%，位居第一。

保监会数据显示，前10个月保险公司投资证券基金864.35亿元，直接投资股票683.26亿元，约占资金运用余额的4.09%，比年初上升了2.96个百分点。

QFII目前已获86亿多美元投资额度，扣除基金债券部分，目前QFII直接投资股票的资金约为612亿元，在今年上市公司三季报前十大流通股中累计持有总市值已首次跃居第二名。

目前已发行的21只券商集合理财产品募集资金超过260亿元，券商自营规模大约在250-300亿元之间，有待清理的委托理财在200亿元左右，即券商总体规模约为610-660亿元之间。

3. 整体估值仍然处于合理区间

表2 亚太地区主要市场估值水平比较（2006.11.13）

	EPS 增长率(%)			P/E		
	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E
MSCI 澳大利亚	21.1	14.1	5.3	14.5	13.8	13.4
沪深 300	8.5	36.1	26.3	25.0	18.4	14.6
MSCI 中国	17.9	15.1	8.9	17.1	15.1	13.9
MSCI 中国香港	26.3	8.0	-7.5	17.3	16.2	17.5
MSCI 印度	25.9	18.2	16.7	23.8	20.4	17.5
MSCI 印尼	4.1	33.2	9.3	19.0	14.3	13.1
MSCI 日本	42.7	8.0	11.4	19.8	18.3	16.4
MSCI 韩国	4.1	-6.7	15.5	11.1	11.8	10.2
MSCI 马来西亚	-0.7	10.4	10.8	17.3	15.7	14.1
MSCI 菲律宾	22.1	8.9	17.0	17.8	16.4	14.0
MSCI 新加坡	2.8	19.8	2.6	18.6	15.6	15.2
MSCI 中国台湾	-28.4	20.9	19.3	18.7	15.0	12.6
MSCI 泰国	9.7	1.0	3.6	11.0	10.6	10.3
MSCI 亚太除日本	5.6	10.6	10.6	16.6	15.1	13.6

数据来源：Bloomberg

2006虽然市场经历了大幅上涨，大幅度上升，但由于股改对价效应，以及股改带来的制度变革对上市公司治理结构改善带来的业绩增长，加上大批大盘蓝筹新股的上市，大大抵消了股价的上涨因素，沪深300 指数的动态市盈率从2005年底的16 倍，上升至目前21倍左右，MSCI中国整体估值

在亚洲市场中处于平均水平，中国作为亚洲经济增长的火车头，证券市场的估值基本合理。

二、2007年A股市场趋势预测：

1. 亚洲新兴市场逐步成为国际金融热点

2006年全球新兴市场开始表现出色，亚洲市场表现尤为突出，今年以来，越南股市今年上涨135.4%，涨幅全世界第一，中国国内市场涨幅仅次于越南，印度股指也创出了历史新高，其中得益于亚洲经济的强劲增长与美元的持续走弱，预计2007年亚洲新兴市场依然有望成为全球市场的热点。

新兴投资组合基金研究公司最新报告显示，截至11月底，新兴市场今年以来的资金净流入达到了193亿美元，由于人民币的加速升值的因素，其中流入中国的资金超过40%。目前中国经济占全球的比重已经达到6%，规模名列世界第四，而目前国际机构投资者在中国市场资金分配的比例远远低于这一比例，随着中国金融全面对外开放的开始，未来金融管制逐步放松，国际资金流入的趋势预计仍将延续，成为推动国内证券市场的一个重要力量。

2. 上市公司业绩增长趋势有望延续

2006年中期开始，上市公司整体业绩出现拐点，持续逐季下滑的趋势得到扭转，半年报业绩同比则增长7.5%，三季报同比增长达到21.9%，成为推动市场上涨的一个重要因素。

值得关注的是，第三季度上市公司主营收入和主营利润增速放缓，第三季度实现主营收入8630亿元，比二季度仅增长3.83%，与二季度对一季度16.35%的环比增幅相比，更是出现明显回落。06年一季度、上半年和前三季度，我国GDP增速分别为10.3%、10.9%和10.7%，由此可知，二季度宏观经济反弹非常强劲，所对应的上市公司主营收入和主营利润也在这一时期达到一个相对高点，由此判断，上市公司业绩与GDP有着显著的正相关性，而出于对明年经济增长放缓的判断，预计明年现有上市公司主营收入和主营利润增速放缓趋势仍将延续。

从以上分析可以得出结论：今年上市公司业绩在二季度出现拐点，更多应归结于制度性改革给上市公司带来的影响。今后非流通股解冻流通、股权激励机制的实施、优质大盘国企上市、新会计制度实施，都将成为推动上市公司业绩增长的主要动力，也将大大抵消经济增速放缓带来的负面影响，预计2007年上市公司整体业绩水平有望保持20%以上的增长速度。

3. 市场进入机构博弈时代

在股市的上涨与政策的推动的双重作用下，2006年成为证券市场机构投资者大跃进的一年，截止11月底，A股市场中的基金、券商、QFII、保险、社保基金等专业机构投资者所持市值已达6355亿元，约占1.8万多亿元市值的34%，其中公募基金共持有股票市值大约3500亿-3600亿元，占1.8万多亿元A股市值的近20%。

另一方面，大量的个人投资者开始选择基金作为投资的主要品种，今年基金新增开户数突破700万，是A股新增开户数的1.65倍。

据中国证券登记结算公司统计显示：10月9日到11月21日，自然人投资者以及一般机构（QFII、财务公司、私募）为净卖出，专业机构投资者（券商、社保、基金等机构）为净买入，基金、券商以及社保等机构投资者是推动大盘突破2000点的主要力量。

机构投资者比例的不提高，市场的博弈已经由以往的机构投资者与个人投资者之间，转为机构投资者之间的博弈，这一特点预计在2007将更加明显。

4. 中国A股市场国际定价能力开始显现

香港目前是全球第八、亚洲第二市值的证券交易市场，以往在沪港两地上市的国内企业，定价权一直掌握在香港市场，“盯着港股炒A股”成为一种有效的市场策略。

人民币目前已经成为亚洲的强势货币，在亚洲的影响力大大提高，继印度将人民币纳入货币篮子之后，菲律宾货币委员会也在2006年12月1日起，接纳人民币为菲中央银行储备货币。

近期随着美元贬值，人民币兑港币已经跌破1：1大关，这一突破具有重要的意义。今年最大的IPO工商银行，目前A股市场价格已经超越H股的价格，A+H股的定价权随着港币的走弱，向A股市场转移的趋势已经开始。

5. 证券市场改革重点的转移

大型国企上市，成为继股改之后推动市场上涨的主要动力，工行的成功上市，标志着国企改制上市取得决定性成功，在年底集中上市之后，预计到明年开始国企上市的规模将逐步减小。

“发展多层次资本市场 推动自主创新与和谐社会建设，为增强自主创新能力和科技进步提供有效支持”，将取代“积极培育蓝筹股市场，继续推动大型优质企业上市”，成为2007年证券市场的工作重点。

6. 股指运行将趋于平稳增长

最新结束的2006年经济工作会议，将“坚持加强和改善宏观调控，保持和扩大经济发展的良好势头”列为明年经济工作的首要任务，明年经济工作将坚持稳健的财政政策和货币政策。发改委主任马凯同时表示：明年要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，真正把中央确定的各项决策落到实处，并针对新情况新问题，及时完善调控措施，保持经济平稳运行，防止出现大起大落。”总结明年经济工作的主基调，可以概括为一个字：“稳”。

2007年是东南亚金融危机十周年，中国经济目前同样存在“本币升值、流动性过剩、投资过热”的特点，在这样一个特殊的时期，稳定无疑具有重要意义，股市作为中国经济的重要一环，预计也将同样遵守“稳”这一主基调。2007年股指将难以再现06年单边上行的强势格局，股指将在2000-3500点区间平稳运行。

三、2007年A股市场行业投资策略

基于对2007中国经济、证券市场运行趋势的分析，我们认为2007的投资主要遵循：人民币升值、消费升级、自主创新、和谐社会、奥运等五大主题，其中看好金融、高科技、汽车、物流等领域。

金融：我国经济经过持续高速增长，社会财富大量积累，尤其是人均GDP突破1700美元大关之后，对金融服务业的需求大大提升。同时在本币升值、外贸顺差持续扩大的背景下，大量国际资本流入国内，给金融业的发展提高了良好的发展机遇。

2006年中金融业改革，尤其是中行、工行的上市，成为推动证券市场发展的主要推动力，预计金融业仍将是2007年贯穿证券市场的投资主线，随着人寿的上市，保险行业在2007将超越银行与证券，成为金融领域的主流热点。

科技：我国出口拉动型经济增长模式，现阶段面临产业转型的迫切要求，科学技术作为第一生产力，将在我国产业转型中将发挥主导作用。根据美国的成功经营，科技的发展主要得益于金融市场风险投资的推动，以微软为代表的众多科技巨头，都是得益于纳斯达克市场的上市。

2007年我国已经将构建多层次资本市场作为实施国家自主创新战略的重要环节，通过建设多层次资本市场，促进创业投资发展，为企业科技创新提供多元资金支持和风险分担机制，构建多元化科技投融资体制。科技领域我们重点看好网络、生物技术、软件、电子元器件领域。

汽车：在全球制造业向中国转移的大趋势下，催生了工程机械行业的2006年火爆行情，目前汽车行业的国际产业转移已经出现，未来几年我国有望成为全球汽车的主要生产基地。

汽车产业作为重要的经济龙头性产业，目前占据国际贸易的10%的重要市场份额，在我国汽车行业进入快速增长期的现阶段，汽车产业有望取代房地产，成为2007拉动中国经济增长的支柱产业，

也是2007年市场中最具增长潜力的领域之一。

物流：铁路、港口、机场、高速等物流领域，2007年将继续分享中国经济高速增长带来的成果，有望继续保持高速增长的发展趋势。

和谐社会：农业与医药，作为构建和谐社会的基础性行业，同样存在许多投资的机会。

风险提示：本中心及与本中心有关联的任何个人均不会承担因阅读和使用本报告所造成的任何投资损失及其产生的法律责任。同时，在本中心、本刊全部编辑人员所知情的范围内，本中心、本刊全部编辑人员及财产上的利害关系人与本刊所评价或推荐的证券无任何利害关系。