

[2007.1.4]

越高端越增长

——2007 年股票市场行业配置策略

侯继雄	王成	吴坚雄
010-82001373	021-62672348	021-62580818-119
houjixiong@gtjas.com	Wangcheng6461@gtjas.com	wujianxiong@gtjas.com

本报告导读：

- 战略决定策略：对估值、增长的微观量化让位于对中国经济、股市、资金面的宏观考虑。人民币升值因素首当其冲；
- 越高端越增长：深刻理解中国消费特点、投资趋势；越高端越具有增长前景和盈利能力。

摘要：

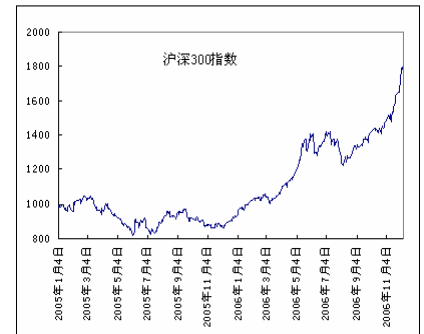
- 2006 年的牛市核心是多方面超预期的基本面刺激。展望 2007 年的市场，从微观层面来看，只是有限度的乐观：估值已经反映了较为乐观的未来盈利增长预期、超预期的亮点已经不多。2007 年国内宏观调控压力有增大的可能，并且外部经济回落也可能会超出市场预期。
- 从宏观层面考虑，2007 年仍是无法阻挡的牛市。人民币升值趋势决定中国仍将是全球流动性泛滥的集中地。其他重要的宏观考虑包括：人口红利下中国第三次消费高峰出现；中国作为世界性大国的崛起将吸引更多全球资本的进入；股改后市场将呈现内延增长和外延增长共同改善盈利能力的特点等。
- 升值前期对经济起到正反馈作用：资产升值的财富效应拉动需求的增长、低利率高回报率拉动投资的增长。历史升值国都因此成就最大的牛市。当竞争力被实质扭转、外资流出时，泡沫破裂。中国特有的国家持有大量法人股的特点，在牛市前期会助涨市场的疯狂，但也意味着政府能通过非流动股票的抛售而成为影响市场趋势的重大力量。
- 全球化带来重大的经济变化：趋优消费和趋低消费日益深化，通过渠道、品牌、技术、服务、外包等差异化需求来满足长期盈利和长期增长的要求。
- 越高端越增长：考察中国的 GDP 分配，居民收入占比持续下降，居民收入节余总量相当有限；而政府税收、资本盈余持续增长，表明政府、资产者是经济增长的最大受益者。股市、房地产、实业投资股权，三者的资产升值构成中国富人财富的主要来源，并继续快速增长，构成带动高端消费的核心动力。重视品牌、渠道、质量、技术的消费提供商能够获得更快的成长。
- 越高端越增长：足够大的经济基础决定中国国家竞争力要走向高端。装备业、自主创新产业的大发展是中国从大国到强国的战略要求，是企业从成本优势到综合竞争力提高的战术要求，也是国家藏富于民、保持长期竞争力的战略要求。装备业、自主创新业将是政府红利的集中体现者。
- 2007 年我们看好金融地产、商贸、装备业、食品饮料、传媒旅游、IT 业，看好证券、保险、商贸、白酒、食品、生物医药、经济型酒店、通讯设备、风能设备、煤化工等细分行业。
- 基于大型基金入场对流动性的要求和行业吸引力评价，我们给出了不同资金规模下行业配置的简单结果。并将国泰君安优选个股列入（大盘、中小盘）~（稳健、激进）双坐标系中。

看好大类行业

证券、保险、银行
地产、商贸、连锁
机械、先进制造业
食品饮料
旅游、传媒、文化
科技、IT

看好细分行业

证券
保险
商贸
白酒
食品
生物医药
经济型酒店
通讯设备
风能设备
煤化工



相关报告

《辨析成长质量，侧重价值蓝筹》，2006 年 7 月

《投行价值创造 - 2006 年下半年股票投资策略》，2006 年 7 月

目录

1. 基本面：有限度的乐观	4
1.1. 2006 年超出所有投资者预期的大牛市	4
1.2. 静态估值不具吸引力、透支成长成必然	5
1.3. 国内经济环境：宏观调控压力超出预期	7
1.4. 外部经济环境：美国经济变数与亚洲风险溢价的提高	8
1.5. 市场因素：股指期货的双重性	10
1.6. 政策因素：促进市场上涨的政策均已兑现	10
2. 战略决定策略：宏观上无法阻挡的牛市	10
2.1. 人民币升值	11
2.2. 人口红利：第三次消费高峰到来	12
2.3. 大国崛起：全球资本超配中国	12
2.4. 改革红利：利润释放成就多赢局面	14
3. 越高端越增长：强势主题与演绎	15
3.1. 人民币升值预期：外资影响内资	15
3.1.1. 日本、韩国、台湾的本币升值历史	15
3.1.2. 若外资驱动，可以有多乐观？	15
3.2. 越高端越增长：理解消费和投资	17
3.2.1. 理解消费的动力：财富增值和高端消费	17
3.2.2. 人民币升值和内需、服务业发展	18
3.2.3. 理解自主创新和产业升级：高端乃强国之根本	19
4. 主题投资与行业配置	20
4.1. 牛市中超额收益的来源：继续强势主题投资	20
4.2. 基于盈利趋势、估值、板块轮动的行业分析	20
4.3. 综合行业研究员判断的行业吸引力评级分析	25
4.4. 组合构建和重点推荐公司	26

图表目录：

图 1：工业企业利润总额累计增长率	4
图 2：GDP 季度增速	4
图 3：全市场开户数、基金发行规模	5
图 4：贸易顺差、投资增速、消费增速	5
图 5：M2-GDP	5
图 6：7 年期国债利率	5
图 7：静态估值已经没有优势	6
图 8：上市公司净利润增长率	6
图 9：A 股市场 05 和 06 年市场结构变化迅速	7
图 10：A 股细分行业利润的变化	7
图 11：利率与固定资产投资	7
图 12：人民币升值与外贸顺差	7
图 13：持续下降的货币增速	8

图 14：市场对 2007 年上半年固定资产投资增速过于乐观	8
图 15：联储基金利率下调与经济衰退	9
图 16：未来两年全球主要市场业绩增长大幅度下降	9
图 17：人民币升值、劳动力价格、劳动效率变化	11
图 18：升值期间日本地产股市涨幅	12
图 19：升值期间印度地产和股市涨幅	12
图 20：居民储蓄率有见顶迹象	12
图 21：居民消费水平增速及出生率	12
图 22：亚洲业绩周期与美国工业周期高度相关	13
图 23：美国与印度制造业相关性较高，与中国制造业相关性较低	14
图 24：中国制造业和服务业的相关性较低	14
图 25：印度制造业和服务业的相关性较高	14
图 26：人民币升值预期下的外资乐观情绪测算	16
图 27：深沪 A 股增值计算	17
图 28：1995 ~ 2005 年全国竣工房屋增值计算	17
图 29：行业表现反映出典型的“POWER HOUSE”特征	21
图 30：Wind 对行业的 07 年 08 年行业 EPS 增速预测	22
图 31：国泰君安研究所重点覆盖公司 07 年 08 年行业 EPS 增速预测	22
图 32：行业预测全景	22
图 33：净利润率季度表现	23
图 34：行业最新估值对比	24
图 35：行业轮动时钟	25

1. 基本面：有限度的乐观

1.1. 2006 年超出所有投资者预期的大牛市

2006 年 A 股市场从股权分置改革能否成功的犹豫中开始。其间经历了全球商品牛市、股改填权、人民币升值等几大因素的轮番推动，最终促成超过了绝大多数投资者预期的牛市行情。回顾而言，可概括为以下几大因素：

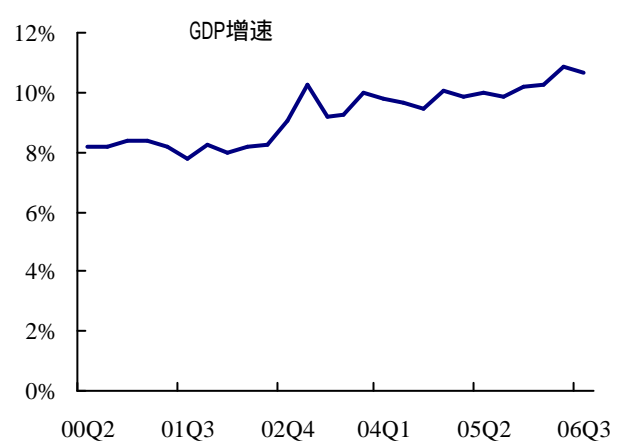
- ◇ 2006 股权分置改革的成功：流通股东与非流通股东利益趋于一致，企业的正常盈利和过往隐藏盈利显现、管理水平改善、企业自我宣传等，最终使得企业盈利能力得以改善，体现为利润增幅的提高；
- ◇ 经济减速预期落空：宏观调控过往一直是 A 股投资者的担心所在，在上半年地产的阶段性转折中有充分体现。但回头看，宏观经济增长良好，消费增长快速、投资高位稳定，出口竞争力依旧，外贸顺差持续加大。最终体现为超预期的 GDP 增长；
- ◇ 出口竞争力超强、外贸顺差持续扩大、人民币升值成为市场一致预期。年中随外贸顺差的扩大，人民币加速升值，构成金融与地产股行情的持续推动力；
- ◇ 央行维持低息环境，流动性过剩无法回避。外贸顺差巨大导致外汇占款激增；企业盈利强劲促进银行货币创造积极性；通胀预期明显诱使社会资金重视投资；都使得政府的调控措施难以落实。股市持续处于资金充盈的状况；
- ◇ 财富效应展现、证券投资者涌入市场。

在这个大行情中，资源价格、人民币升值、自主创新和先进制造业、新农村建设、节能环保、军工等取得了非常优异的市场表现。年内沪深 300 指数涨幅超过接近 100%，在全球主要市场和金砖四国中位居第一。

图 1：工业企业利润总额累计增长率



图 2：GDP 季度增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

图 3：全市场开户数、基金发行规模

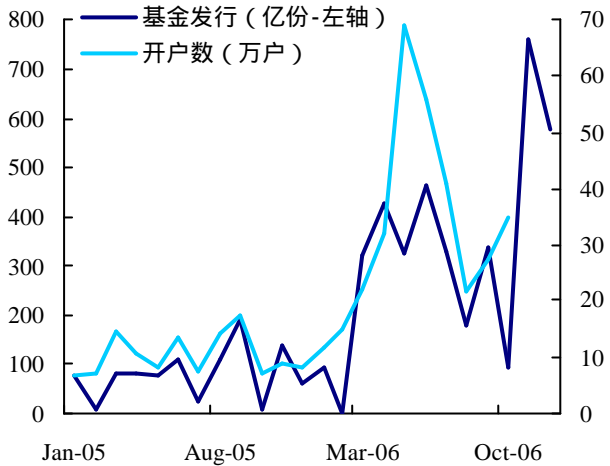
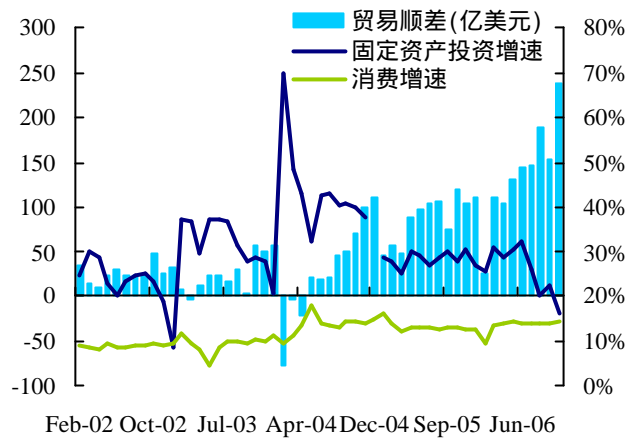


图 4：贸易顺差、投资增速、消费增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

图 5：M2-GDP

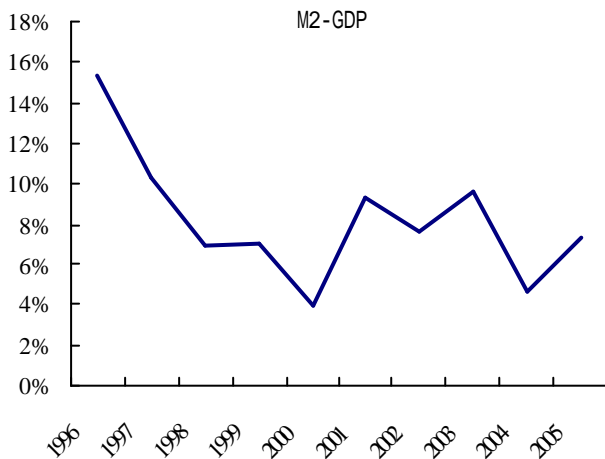


图 6：7 年期国债利率

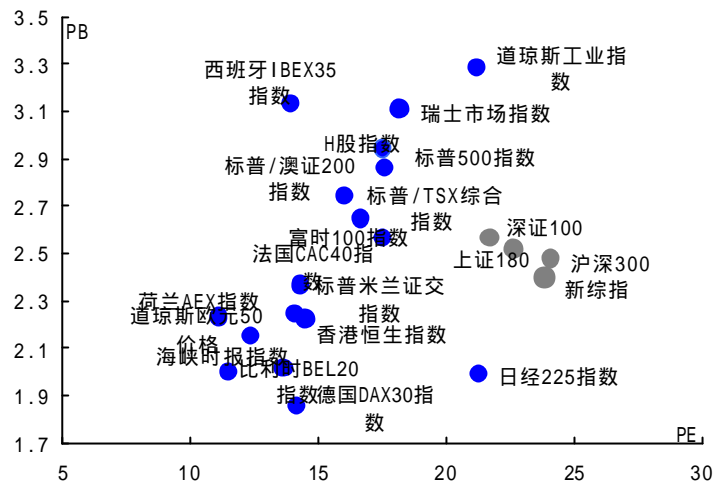


数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

1.2. 静态估值不具吸引力、透支成长成必然

静态看当前的市场，估值已经不具有吸引力。沪深 300 指数 2005 年的静态估值水平是 15.4 倍，目前静态估值水平已超过 25 倍。就静态估值的全球比较而言已经 不便宜。作为国际基准指数的美国标准普尔 500 只有 16 倍市盈率。

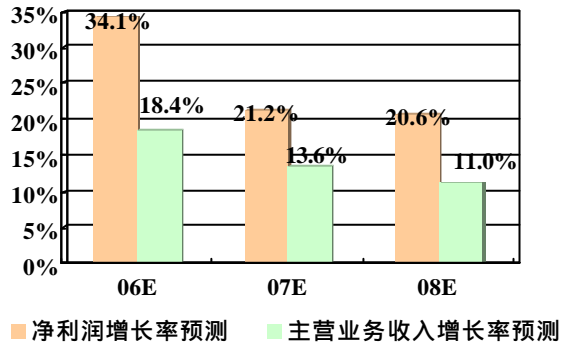
图 7：静态估值已经没有优势



数据来源：彭博，国泰君安证券研究所

动态看，中国上市公司盈利增长的趋势仍能给国内投资者较为乐观的理由。参考 Wind 分析师预测的上市公司的业绩汇总 2006 年上市公司净利润增长 34% 2007、2008 年净利润的增长为 21.2% 和 20.6%。考虑到该预测中很可能并未考虑两税并轨的影响，因此两年内上市公司净利润还可以额外增加 7% 左右。再考虑一些级差公司资产的置换和整体资产上市等，未来两年的净利润增长还可能会继续超出预期。

图 8：上市公司净利润增长率



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

不过还要强调，因国企大盘股的蜂拥上市、业绩总额中国企大盘股的份额持续增加，这使得 A 股市场的利润分布发生了根本性的变化。投资者应分析业绩增长的结构因素，不能被市场总体的外生高增长率所迷惑。

图 9：A 股市场 05 和 06 年市场结构变化迅速

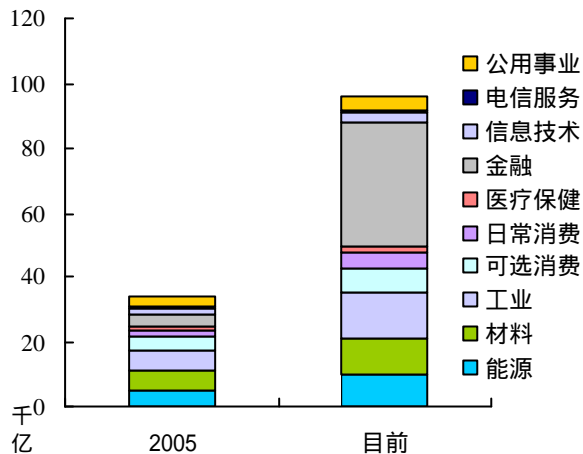
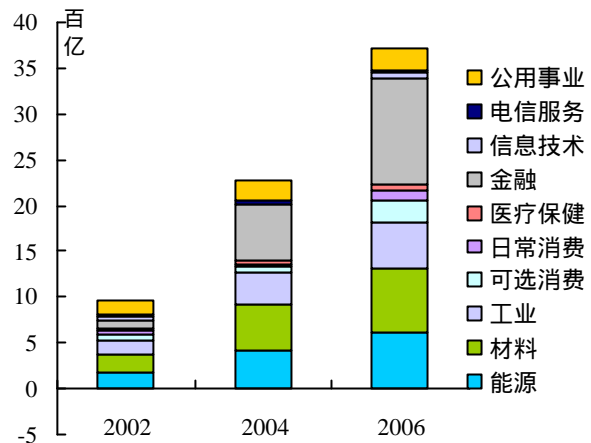


图 10：A 股细分行业利润的变化



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

1.3. 国内经济环境：宏观调控压力超出预期

我们仍然看好 2007 年的宏观经济发展：

- ◇ 人民币不会影响国内的出口竞争力持续，外贸顺差会依然较大，人民币升值压力持续；
- ◇ 低利率环境将持续，企业投资热情不减、银行货币创造意愿强烈，政府亦难对投资施加重手；
- ◇ 消费启动迹象明显。

图 11：利率与固定资产投资

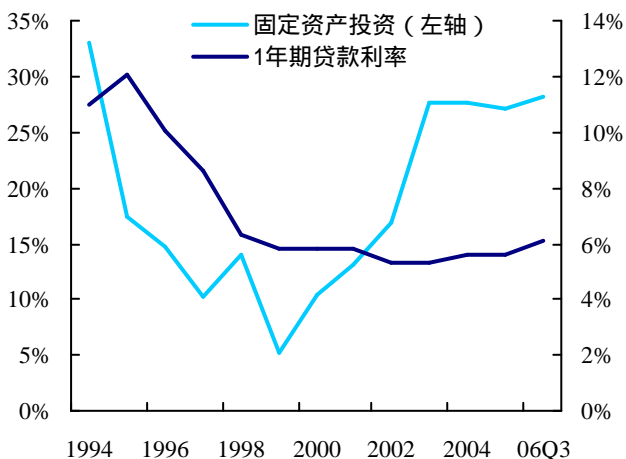
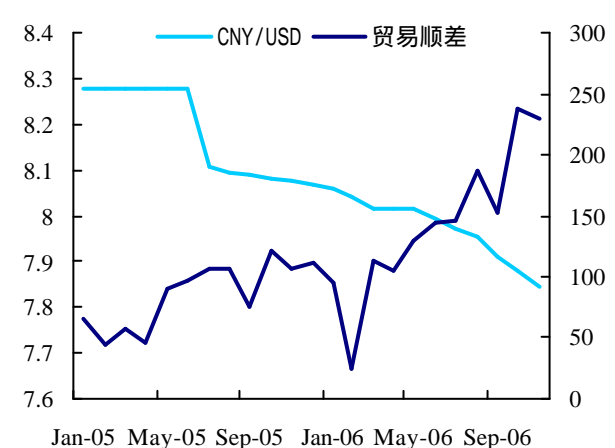


图 12：人民币升值与外贸顺差



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

我们认为 2007 年房地产市场、证券市场很可能继续上涨；外贸失衡很可能延续。但鉴于国内政策市场的历史传统，我们更担心政府采用非市场经济的手段进行强烈调控，其举措可能包括：

- ◇ 更严厉的房地产调控措施：物业税出台，加大对土地的控制等；
- ◇ 更严厉的资金管理，如果未来持续提高存款准备金率，累计的货币回收效应对不断走高的证券市场市值有很强的压制作用；
- ◇ 更严厉的能耗指标：通过污染费、电费、节能费等加大企业成本，来控制投资

增速；

- ◇ 为加快提高居民生活水平，企业工资成本有望提高；
- ◇ 加快国企改制上市增加市场供给和国有存量股减持。

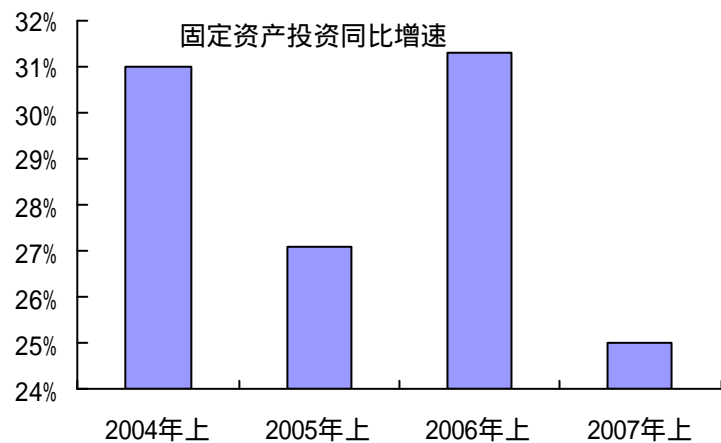
另外，从 2006 年下半年起固定资产投资呈下降趋势，从持续下降的货币增速和信贷增速来看，2007 年第一季度经济仍然进一步趋缓，尽管 M1 增速持续上涨，我们认为 M2 增速已经 7 个月持续下降，考虑到 M2 对 M1 的领先作用，未来两个月 M1 增速有望下降，而增速下降意味着市场资金增量的进一步下降，高涨的市值很可能会受到抑制。目前机构投资者普遍预期 2007 年固定资产投资增幅为 25%，而我们认为 2007 年政府的宏观调整目标应该在 20% 附近。

图 13：持续下降的货币增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

图 14：市场对 2007 年上半年固定资产投资增速过于乐观



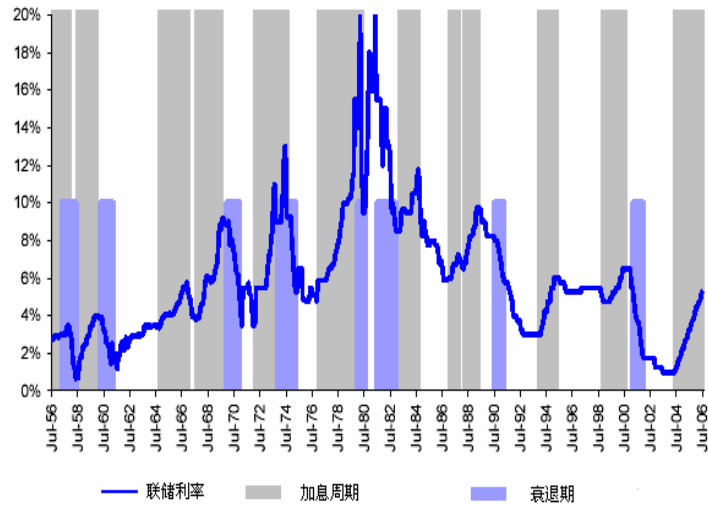
数据来源：国泰君安证券研究所

1.4. 外部经济环境：美国经济变数与亚洲风险溢价的提高

从美国经济上来看，当前投资者乐观预见经济软着陆。从 IMF 的预测来看，也偏向于一个减速但仍然强劲的经济增长。但也许会有更糟糕的结果。市场普遍预期美联储在 2007 年上半年降息。对上世纪 50 年代以来美联储加息和经济着陆数据的分析

表明,加息周期后经济硬着陆的次数更多。1950年以后美国经历了11次经济着陆,其中8次是硬着陆,3次是软着陆。近20年来全球经济波动越来越小,我们也倾向于软着陆,但历史所体现的硬着陆风险也的确存在,并且软着陆的着陆程度也可能超出投资者预期。

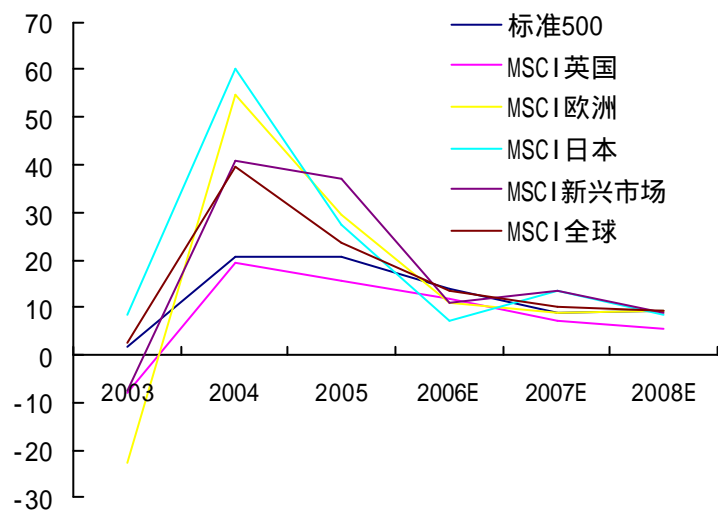
图 15：联储基金利率下调与经济衰退



数据来源：彭博，国泰君安证券研究所

通过研究 IBES 分析师盈利预测数据可以看出，分析师整体认为未来两年标准普尔 500 企业的整体盈利增长要远低于前两年。2004 年、2005 实际业绩增长为 20.6%、20.7%，2006 年为 13.9%，2007、2008 年进一步下降到 9.6%和 9.4%，全球企业利润增长也进一步放缓。

图 16：未来两年全球主要市场业绩增长大幅度下降



数据来源：MSCI，IBES，国泰君安证券研究所

利润回落主要是因为对能源和原材料企业利润回落的预期,此外对通讯业的利润增长预期也是下降的。信息技术、健康护理、消费品和工业品的预测业绩增长比较显著。

美国经济的中周期调整历史来说均对世界各国证券市场产生不利影响,并且为了抑制近一个月来过热的泰铢炒作,泰国中央银行修改游戏规则来阻止国际投资者,这使得国际投资者重新评估亚洲市场的风险溢价。考虑到亚洲市场下半年的上涨基本上是因为本币升值导致的外资大量流入,该事件也许标志未来外资流入亚洲的速度短期或有减速。如果国际市场出现风险,与 H 股联动的 A 股市场整体也难以独善其身。

1.5. 市场因素：股指期货的双重性

股指期货对市场的研究请参见我们 8~9 月撰写的系列研究报告。主要内容见下：沪深 300 指数期货有望在 2007 年初推出。从短期来看,指数期货推出初期对现货市场的影响主要体现在波动性、流动性、成份股溢价三方面。

首先,期货推出初期可能会加剧短期现货市场波动。我国投资者对新上市品种的一贯炒新行为,将加大期货市场波动,通过期现货市场的联动,可能传递至现货市场;此外,某些大资金为获得有利的期货价格,具有操纵指数成份股的动机。

其次,现货市场“交易转移”将十分有限。牛市一致预期、基金等市场主流资金的现货仓位及调整限制、市场对股指期货的渐进熟悉过程,决定了现货投资者对股指期货的参与将会谨慎而有限,少量交易转移主要由私募基金、资金量较大的高风险个人投资者产生。

第三,期货推出前成份股存在溢价效应,推出后期现货市场走势将主要受到现货市场估值水平的影响。而非股指期货推出事件的影响。10 月份以来的大盘蓝筹行情已经印证了我们之前对于权重蓝筹股行情的预测。对于期货推出初期的期现货走势难以判断,我们认为,其主要受现货市场估值水平影响。期货推出虽起到现货走势加速器的作用,但本身并不能决定现货市场走势。

我们这里要补充的是：

- ◇ 股指期货会加速市场中远期预期的实现,即牛市时会加快市场上涨,而在熊市会加快市场下跌。大盘权重股的机构期现博弈将使得 2007 年证券市场的波动更加激烈;
- ◇ 由于政府在存量国有股的统治性地位,政府政策也将对股指期货市场构成重要影响。

1.6. 政策因素：促进市场上涨的政策均已兑现

2005 年以来,管理层出台了一系列促进股市规范发展的政策,宏观经济上的两税并轨,部分企业所得税减免,支持企业发展的规划均已经明朗,市场也已经充分乐观反映。我们认为在 2007 年政策不再对证券市场的上涨构成支持;

2006 年股改和 IPO 均以顺利完成,未来政策变量将转为中性,而如果市场进一步狂热上涨,管理层可能会担心泡沫出现,而采取一些偏利空的政策。

2. 战略决定策略：宏观上无法阻挡的牛市

虽然基本面呈现了我们有限乐观的牛市，但从政治经济学角度看，一个更乐观的牛市正在形成。

2.1. 人民币升值

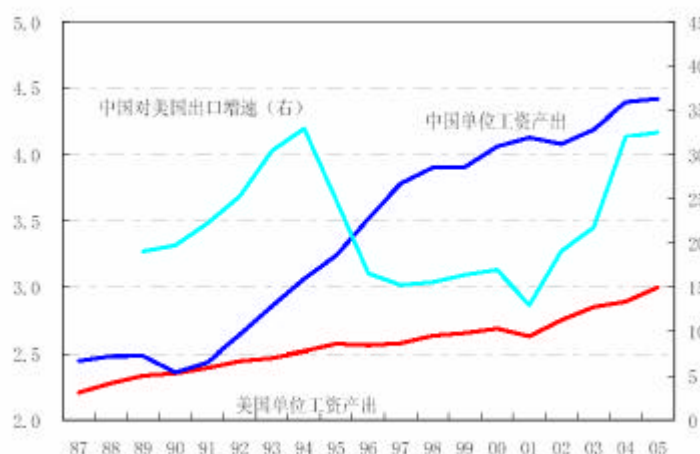
勤劳 + 节俭 富裕 ;人民币升值其实是中国经济持续健康发展和人民生活逐步富裕的体现：

- ◇ 人民币升值压力和中国经济竞争力的体现。基于劳动力工资、生产效率的比较，当前人民币持续升值还不足以影响中国制造业的竞争力。参见国泰君安 12 月 18 日债市双周报《名义工资收敛：汇率、实际工资与竞争力变化》；
- ◇ 外贸盈余、制造业强竞争力和盈利能力，促使低利率环境将持续。即可供投资的资金持续增长，市场均衡利率不断下降。同时企业投资仍受高利润率的推动，投资增速仍会维持高位。低利率也使得股市估值上升；
- ◇ 外贸盈利、低利率环境，促进境内资产的重估，地产首当其冲。

人民币持续升值预期会加速股市上涨。在升值初期，由于升值国竞争力依旧，出口、投资、消费增长势头不改；而因股市财富效应的体现，会进一步加快消费的增长；财富效应也使得长期基于安全性考虑的资金会进入资本市场或实业市场追逐经济利益。即人民币升值初期会对经济发展构成正面激励，直至泡沫产生并最终因升值国出口竞争力的不在而破灭。

资本市场泡沫的产生与维系出口竞争力可允许的最大升值幅度、升值时期长短、国家经济规模大小、资本市场容量、产业结构特征等因素有关。如日本升值幅度大，但是市场涨幅没有我国台湾地区高，主要是因为日本经济规模大、证券市场容量大。我们认为中国资本市场相对于经济规模太小、国家对绝大多数存量股的控制、巨大的城乡差距和劳动力过剩等，将使得中国核心城市的资产和股市泡沫可能会更大。当然政府也有较多的控制手段。

图 17：人民币升值、劳动力价格、劳动效率变化



数据来源：MSCI, IBES, 国泰君安证券研究所

图 18：升值期间日本地产股市涨幅

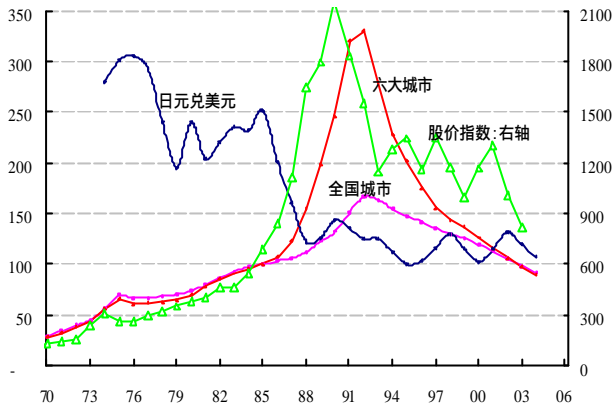


图 19：升值期间印度地产和股市涨幅



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

2.2. 人口红利：第三次消费高峰到来

我们认为第三次消费高峰已经到来，这构成对消费品和服务业的持续需求。

- ◇ 到 2010 年，我国人均 GDP 为 2400 美元；
- ◇ 我国可望在 5-7 年内超过英国和德国成为世界第三大消费国家；
- ◇ 80、90 年代出生的独生子女即将进入消费期，这两代人的消费倾向要高于上一代人；
- ◇ 目前居民储蓄率有见顶迹象。

图 20：居民储蓄率有见顶迹象

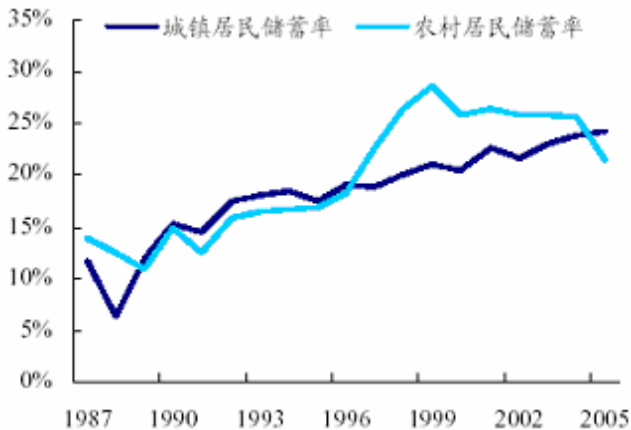
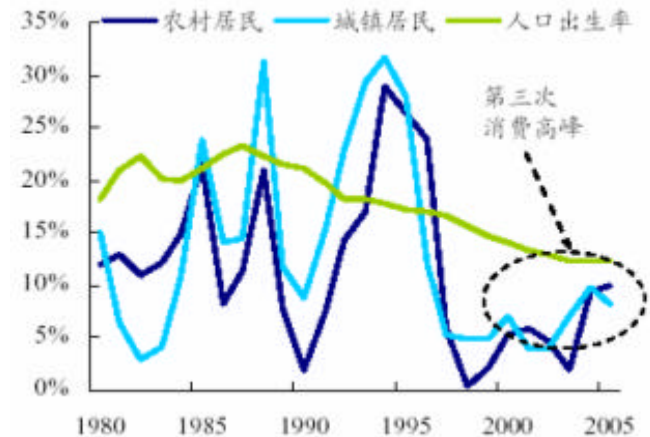


图 21：居民消费水平增速及出生率



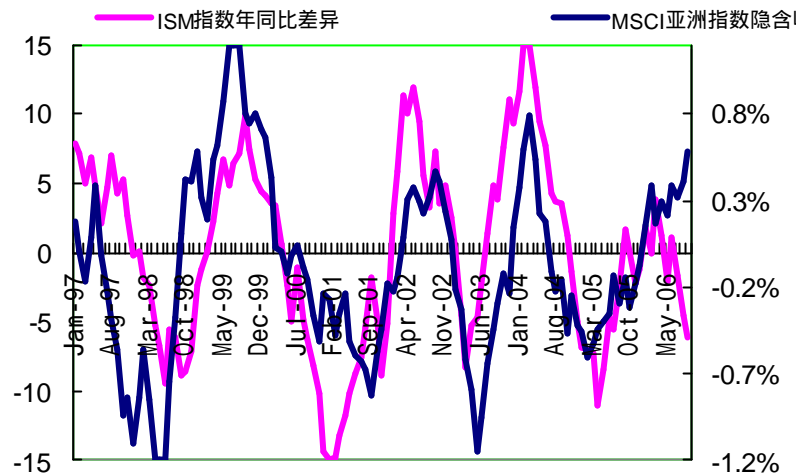
数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

2.3. 大国崛起:全球资本超配中国

全球经济规则由美英等发达国家主宰，中国虽然选择迅速融入到全球经济一体化，但从内到外都有着中华民族的独特性，包括文化、制度、经济等方面。

在经济的增长初期，中国和亚太国家的经济对美国的严重依赖。亚洲企业的利润周期与美国的工业周期高度相关。如下图所示，美国 ISM 指数的变化和 MSCI 亚洲隐含收益增长率的变化高度相关。但是到 2006 年，这个关系开始出现显著分歧。

图 22：亚洲业绩周期与美国工业周期高度相关



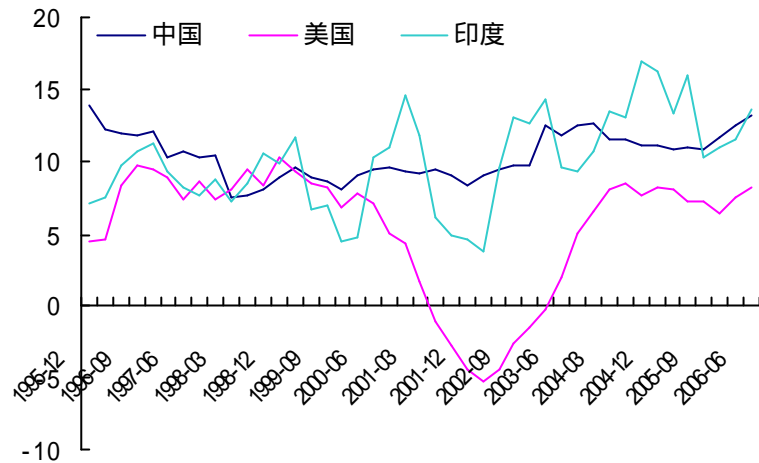
来源：彭博，MSCI，国泰君安研究所整理

通过研究美国和亚洲经济的相关性，还有两个有趣的结论：

- ✧ 在亚洲市场，从制造业来说，只有中国、印度尼西亚和泰国这三个国家与美国的相关系数低于 0.5，中国为 0.46，其他国家与美国平均相关性为 0.85。可以认为中国的制造业相当一部分具有独立的国内需求，而多数亚洲国家制造业的最终需求仍然在美国。
- ✧ 只有中国的制造业和服务业相关性低于 0.5，而其他国家的服务业和制造业相关性都非常高，比如印度，其服务业很多也是外包，并且受制于制造业的变化，而中国的服务业基本上是满足国内需求的。

全球化带来整个世界经济的高相关性，目前世界银行数据是 G7 与发展中国家存在 0.6 - 0.9 的相关性。全球资产价格相关性也开始提高，比如各国股市的市盈率收敛的迹象非常明显。由于国家之间的相关性提高，如果出现系统风险，则整个世界缺少规避风险的国家类型，而中国经济的内生崛起和脱钩于美国的经济持续强劲增长，使得中国资产成为一个独立的、国际投资者不得不配置甚至还要超配的资产类型，这也很好解释了为什么香港市场，以银行、地产、保险和电信服务为主的中国股票涨幅巨大——大国崛起使得国际资本无法忽视配置中国的重要性。

图 23：美国与印度制造业相关性较高，与中国制造业相关性较低



来源：彭博，Wind，国泰君安研究所整理

图 24：中国制造业和服务业的相关性较低

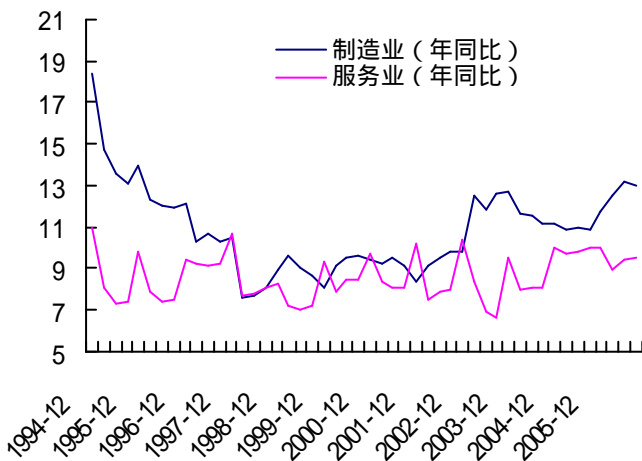
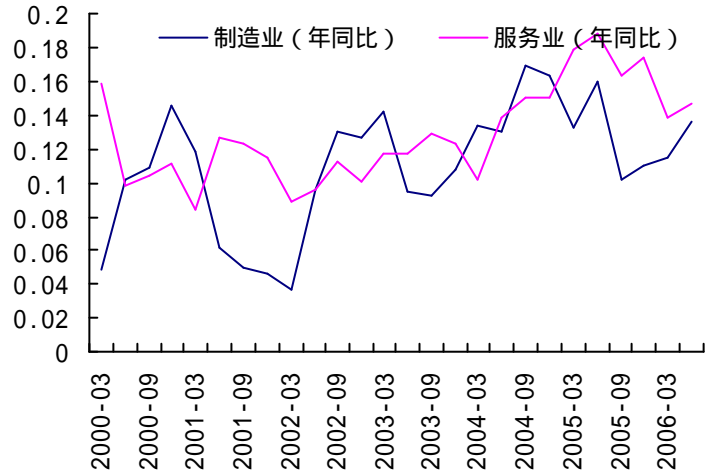


图 25：印度制造业和服务业的相关性较高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

虽然持续的升值最终会挤压制造业的竞争力，但短期影响并不显著。因此，外国资本涌入中国套取人民币升值过程中的利益就成为共识。

中国经济的相对独立性和庞大经济规模，再结合人民币升值趋势，更会演变成一个难以被全球资本忽视的重要经济体。

2.4. 改革红利：利润释放成就多赢局面

资本市场改革成败对中国经济具有重要意义。股权分置改革成为铸造多赢局面的核心一环：

- ◇ 大股东与流通股东：实现公司价值最大化经营理念的统一；
- ◇ 管理层与大股东：通过股权激励、业绩考核降低代理成本，也利于人事关系市场化；

- ◇ 国企改革：通过上市和改制促进国企更快发展，降低国家负担，并便于管理和国企做大做强。因此国家甚至不惜主导承担企业负担来达到目的；
- ◇ 银行：降低储蓄资金过大、间接融资过大等对银行构成的巨大压力；
- ◇ 上市公司：融资渠道更通畅，快速发展有保障；

以上的益处体现以下两点，最终体现为上市公司利润总额和净资产收益率的提高：

- ◇ 企业盈利自然增长：包括隐藏盈利的释放、企业追逐盈利效率的提高；
- ◇ 以上市公司为平台的资产整合：外延式增长在国企和民企中都具有较大空间。

3. 越高端越增长：强势主题与演绎

3.1. 人民币升值预期：外资影响内资

3.1.1. 日本、韩国、中国台湾地区的本币升值历史

在日本、韩国、印度和我国台湾地区的本币升值过程中，都出现估值提升和盈利增长同步的牛市特征。日本日元升值持续时间约有 5 年，期间日经指数涨幅达 5 倍，韩国韩元升值持续时间约有 5 年，期间韩国指数涨幅达 7 倍，台湾台币升值持续时间约有 5 年，台湾指数涨幅达到 17 倍。其后泡沫破灭，市场调整也持续很多年。

持续升值的股市上涨决定因素包括：维系出口竞争力可允许的最大升值幅度、升值时期长短、国家经济规模大小、资本市场容量、产业结构特征等因素有关。但最终还是需要资金的认同和配合。我们分别讨论本土资金和境外资金不同的利益追求。

- ◇ 纯理性的本土资金获取的是中国企业长期成长带来的回报；
- ◇ 纯理性的外资资金获取的是中国企业长期成长带来的回报和人民币升值的空间；
- ◇ 有投机、博弈理念在内的资金都可能分享前两类回报，还可获得市场情绪化波动带来的博弈价差。

与其他国家相比，中国的显著特征包括巨大的城乡差距和劳动力过剩、巨大的国有持股、H 股和 A 股的市场割裂等。而且由于中国资本进出尚未放开，海外资金的主战场首先会选择资金进出方便的 H 股市场，因此我们认为本币升值前期，H 股市场走势将带动 A 股市场走势，后期一旦 A 股市场的活力和信心被激发出来，国内市场的表现要更强。

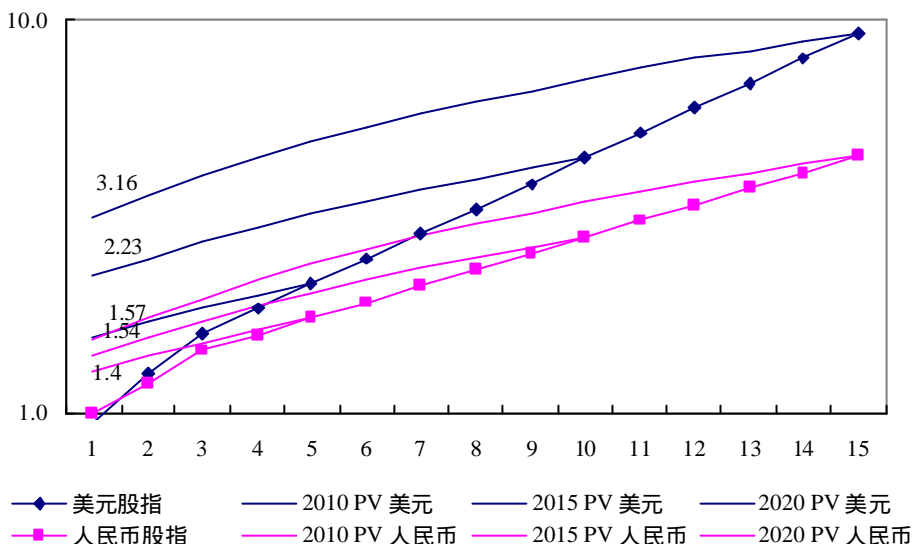
3.1.2. 若外资驱动，可以有多乐观？

我们提供了一个简单的模型来论证我们的结论。以市场指数为基准，我们假设外资持续看好中国经济直到 2015 年的快速增长和人民币升值趋势；假设 2007~2010 年经济增速分别为 10%、9.5%、9%、8.5%，2011~2015 年都为 8%，企业 EPS 2007~2008 年分别上涨 20%，以后每年上涨 10%；人民币升值幅度每年 5%。则以 8% 贴现率贴现，2015 年 A 股指数理论涨幅的贴现值还可高于当前股指 40%；而以外币标计的股指的贴现值还可以高于当前指数 123%。若对经济乐观判断可持续到 2020 年，

则潜在的涨幅还可能更大。

A/H 市场的隔裂、国家持股的筹码锁定，使得汹涌的外资只能推高 H 股指数；A 股也只能被动跟随上涨。因此，若我们非常看好未来两年的 A 股市场，以及预期外资对中国经济的中长期乐观看法会在两三年内提前兑现，那么两三年内潜在的 A 股估值溢价仍约有 50%~100% 的空间，甚至更高。比如，预期在市场情绪推动下的中国石化乐观估值可以到 15 倍 PE；极度乐观动态 PE 可以到 18~20 倍。

图 26：人民币升值预期下的外资乐观情绪测算



中国经济乐观预期至 2015 年之估值

贴现率	本币投资	贴现率	美元投资(人民币年均升幅)		
			5%	4%	3%
12%	1.01	12%	1.61	1.59	1.57
11%	1.10	11%	1.74	1.72	1.70
10%	1.19	10%	1.89	1.87	1.85
9%	1.29	9%	2.05	2.03	2.01
8%	1.40	8%	2.23	2.20	2.18
7%	1.53	7%	2.42	2.40	2.37
6%	1.66	6%	2.64	2.61	2.58
5%	1.81	5%	2.87	2.84	2.81

中国经济乐观预期至 2020 年之估值

贴现率	本币投资	贴现率	美元投资(人民币年均升幅)		
			5%	4%	3%
12%	0.92	12%	1.90	1.88	1.86
11%	1.05	11%	2.15	2.13	2.11
10%	1.19	10%	2.44	2.41	2.39
9%	1.35	9%	2.77	2.74	2.72
8%	1.54	8%	3.16	3.12	3.09
7%	1.75	7%	3.59	3.56	3.52
6%	2.00	6%	4.10	4.06	4.01
5%	2.28	5%	4.68	4.63	4.58

我们无法判断外资对中国经济持续到 2015 年或更久的乐观预期的贴现值会在多长时间显现。但若能在 2008 年体现，则股指很有可能上涨到 5000 点。

我们认为未来泡沫破灭的根本原因将来自于资金回归理性，而基本面也风光不在。股市下跌时市场的风险溢价会重新加大，加上升值对制造业打击作用的滞后性，升值国必然面临一段时间的经济调整。至于中国股市泡沫会否破灭，首先要看泡沫会变多大，其次密切跟踪外贸盈余、劳动力工资、经济增长等基本面的恶化迹象。但现在还远没有到泡沫破灭的时候。

3.2. 越高端越增长：理解消费和投资

3.2.1. 理解消费的动力：财富增值和高端消费

消费的启动已经是政府、国民、投资者的共同期盼。但政府的问题在于已经消费太多；国民的问题在于不敢消费；投资者的期待更像是一厢情愿。已经有充分的数据在论证消费正在逐渐起步的事实，而我们更关注哪些消费会有更快的需求增长和盈利增长。

越高端越增长，生活中的经济现象给予我们非常好的启示。市场宠儿名白酒一直在讲提价和销量双增长的故事；奢侈品在国内也有着全球最快的需求增长。这个特点是国家统计局数据所不能解释的。无论是农村居民收入、城镇居民收入、劳动力工资的增长都无法解释。看看身边的高档品的消费者，真的是依靠工资增长在消费么？我们的结论是：高端消费的动力与其说是来自中产阶级的收入增加，不如说是来自政府消费和虚拟财富增值。

- ◇ 政府消费:官方统计数据中 2005 年政府行政管理支出占到了同期政府消费的 25%,占到同期 GDP 的 3.6%。若考虑其他购置豪华设施（小汽车等）宴请和旅游等的费用，该数值还可能翻倍。而 2003 年，美国在行政公务方面的支出占财政总支出的比例为 12.5%。
- ◇ 虚拟财富增值来自房地产、证券资产以及公司实业资产的增值。
 - ✓ 深沪 A 股创立至今创造了 4.4 万亿元的虚拟财富，其中流通股股东获取 1.04 万亿，增值基本来自最近一年的市场行情。而法人股股东获得了 3.4 万亿元的财富增值，其中有 60%以上为政府所控制。
 - ✓ 参考 1995 ~ 2005 年全国房地产投资的数据，保守对商品房投资给予 100% 的增值和其他房地产投资给予 50% 的增值，将增加 7.3 万亿的纸上富贵；这还未考虑 2006 年建成、在建或已经圈占的资产，显然实际增值超过 10 万亿元。
 - ✓ 众多实业资产在股市财富效应的对照下都有远高于净资产的市场溢价。若以 GDP 的 20% 估计为企业盈利，对应企业 ROE 为 8%，则估计全国净资产有约 50 万亿（相比之下已上市的资产数值份额很小），按 30% 溢价估计，可以增值 15 万亿元；
 - ✓ 此外，土地之外的其他资源价格上涨也带来对财富的重估。

因此，跳过 GDP 增长下劳动力收入增长对消费的带动，从更高层次去看待虚增 30 多万亿元的纸上富贵对社会消费的影响则具有更重要的意义。如果将其分布到 1 亿人，3000 万户，则每户的虚拟财富额会增值 100 万元。对这个群体而言，统计局所披露的人均生产性收入无疑会相形见绌，进而为高端消费市场奠定了基础。

图 27：深沪 A 股增值计算

单位：亿元	全部 A 股
截至 2006Q3	
股东权益	26677
截至 2006-11-30	
深沪总市值	70852
深沪流通市值	21489

图 28：1995 ~ 2005 年全国竣工房屋增值计算

	全部	其中住宅	其中商品住宅
2005 年末施工面积 - 亿平方米	43	24	13
1995 ~ 2005 年末竣工房屋 - 亿平方米	203	140	25
1995 ~ 2005 年末竣工价值 - 亿元	116912	70250	29572
2005 年单位竣工房屋价值 - 元/平方米	826	756	1387

虚拟财富增值		2005 年 12 月全国房屋平均销售价格 -元 /平方米	3167
总市值财富增长	44175	假定增值率	50% 100%
法人股东财富增长	33746	增值额 -亿元	43670 29572
流通股财富增值	10429	总增值额 -亿元	73242

政府消费和政府行政开支过大，占用了社会消费资源，社会保障、医疗卫生、教育等公共资源开支不足，导致普通工薪阶层只能有限消费、消费偏好局限在低价格的产品和服务；

与之对应，政府消费方和资产升值方获取了更高的收入增长和消费能力增长，偏好更高质量的服务和产品。这些高端的消费群体包括企业家、政府官员、公司中高层、公务员、房地产投资专家、股市投资专家、资本管理人、高级白领、家庭条件优越的新白领等。高端消费者偏好高质量的服务和产品，自然也为高端消费和服务提供者带来更多利润增长。

3.2.2. 人民币升值和内需、服务业发展

我们将服务行业进行了分类，包括金融服务业（银行、地产、保险、基金和房地产）、小型新业态服务业、传统服务业（旅游酒店、教育文化传媒、航空等）、商业（百货、超市、家电连锁、医药流通等）、工业服务业（港口、机场、水运、高速公路、建筑设计业等）、电信服务业（无线和固定电话运营服务）。我们将消费类行业也进行了分类，包括：食品、中药、白酒、啤酒、葡萄酒、纺织服装、汽车整车、家电（黑电、白电、小家电）和农产品。

我们认为在人民币升值背景下，服务行业业绩容易超出预期。因为国内某些价格体制与国际有巨大差异，人民币升值主要是通过外部资金的流入导致这些套利机会的消失来完成，由于存在摩擦，这个机会的消失需要持续数年，也就是某些行业的变化是具有持续性的。

从经济意义上的解释是由于非贸易品部门劳动生产率提高的速度远低于贸易品部门，因此非贸易品部门几乎无法象贸易品部门那样通过提高劳动生产率来抵消生产要素价格上升对本部门产品价格的推升作用。从而在整个汇率升值期间，非贸易品价格相对于贸易品价格的提高会持续不断。服务业作为典型的非贸易品行业会迎来持续的发展机遇。举例来说，土地的供给在全面收紧，土地市场的重估就会对股票市场中服务业股票产生许多重要的影响，这是远超出多数投资者预计的。

比如，土地价格上升会改善银行部门的盈利能力。原因在于土地是银行部门最重要的抵押品，土地价格上升会改善银行抵押品的质量，降低拨备压力，并增强银行的放贷能力。另外商业百货行业受益程度就超过市场预期，一方面土地价格的上升提高了这些行业的进入成本，一方面土地价格上升和租金的上涨会推动企业利润的增加，我们的研究员预期，未来 3 - 5 年百货行业净利润每年平均增长超过 30%，如果这么看，目前的股价仍处于合理区间。

我们认为以金融服务为主的现代服务业最具有系统性机会。而消费品行业整体增速并不快，更多的是行业内结构调整，消费品行业的龙头高端公司将引领增长，体现出越高端越增长的特点。

3.2.3. 理解自主创新和产业升级：高端乃强国之根本

投资对正在走城市化道路、重工业化道路的中国有极为重要的作用。随之而来的两大问题又面临严峻的挑战和全球压力：

- ✓ 实现全民富裕导致对资源、能源的过度消费；
- ✓ 环境污染和生态破坏非常严重；

粗放的经济增长同时面临国内资源环境约束、国际政治经济压力的双重枷锁。鉴于目前在工业生产规模已经占据全球 20%以上份额的经济大国，从低端走向高端、从粗放走向经济正成为国家持续发展的必然选择。寓财富予设备、寓财富予技术、寓财富予人是持续兴旺的必然。

我们将投资拉动型的增长分为两种，一种是普通品投资拉动，另一种是设备投资拉动。在普通型的投资结构中，绝大部分产业通常没有什么技术含量；而在设备投资拉动型的投资结构中，设备投资的比重较高。

我们将两种经济增长模式对经济变量的主要影响效果列于下表加以比较。

图 31：技术升级与普通投资的差别比较

影响效果	投资拉动型	
	普通投资	设备投资
居民收入	提高较慢，慢于 GDP 增长	提高较快
投资需求	持续扩大	短期扩大
消费需求	受到抑制，慢于 GDP 增长	增长较快
供求格局	容易供大于求	中期基本平衡，
总体效果	造成通缩和投资浪费，较适合于供不应求时期	提高生产技术水平，适合于深度工业化发展时期
可持续性	经济发展早期可持续一定时期	持续时间可较长

高端制造业的投资可以提高生产效率和附加值水平，有利于资源能源的节约、生态环境的保护，降低对物质生产要素的依赖，而提高了知识技术的发展。此外，高端制造业的发展也是国家参与全球竞争的必备条件。

我们将投资品和制造业分为两类，一个是传统投资品与制造业，包括：石化、化工、化肥、煤炭、电力、钢铁、有色金属、造纸、水泥等。一类是可升级高端制造业，也就是附加值可以大幅度持续提高的，比如包括：电信设备、电子设备与元器件、工程机械、生物制药、电力设备、船舶制造、航天军工、铁路设备、仪器仪表等。

从两种投资结构的对比中可以看出，未来设备投资拉动的经济增长，中国未来设备投资的内需、进口替代、国际产业转移等都有助于这些可升级高端制造业的兴

起。从证券市场投资角度看，可升级高端制造业的发展具有比传统投资品和制造业更良好的成长前景，也能享受到政府充分的支持，更值得我们看好。

4. 主题投资与行业配置

4.1. 牛市中超额收益的来源：继续强势主题投资

牛市中获益并不难、但战胜市场并非想当然的事。换手率，自然注定要交纳更多的交易成本，从而使得全体投资者跑输市场更是必然。以 2006 年 12 月 25 日为基准，过去 52 周，证监会 55 个三级行业，跑赢市场的共计 21 个，占比 40%；而跑赢上证指数的公司共计 457 只，仅占全体上市公司的 32.6%。

显然，要获取超额收益，强势主题、龙头股票、板块切换，成为战胜市场的三大关键；

对于 2006 年的投资主题，我们可以分类为：阶段性主题、事件性主题和模糊性主题，以及强势可持续性主题。我们认为 2007 年投资者仍应该关注我们前章分析的强势可持续性主题，这样的主题清晰明确，成长性好，符合宏观背景，容易受到机构投资者的长期认同，具有持续表现能力。

4.2. 基于盈利趋势、估值、板块轮动的行业分析

对于 07 年行业配置的次序和权重选择，我们认为在目前 A 股估值不具静态优势的市场环境下，对行业利润的趋势研究显得尤为重要。我们做了以下工作：

- ✓ 建立 GROWTH 和 ROIC/WACC 直角坐标系，分析目前市场特征，并做基础比较，推测未来一年将要轮换的投资风格；
- ✓ 对成长和估值板块做阶段比较，确定权重；
- ✓ 对经济增长动力、行业成长的年度增速关系做景气超预期的估测；
- ✓ 对行业波动的季度规律和利润增长表现做数据印证，确定行业配置的阶段顺序；
- ✓ 对国际估值差异做比较和合理程度的评估，最终确定行业配置建议

第一：市场将偏好“POWER HOUSE”，后期可能关注“CASH COW”行业

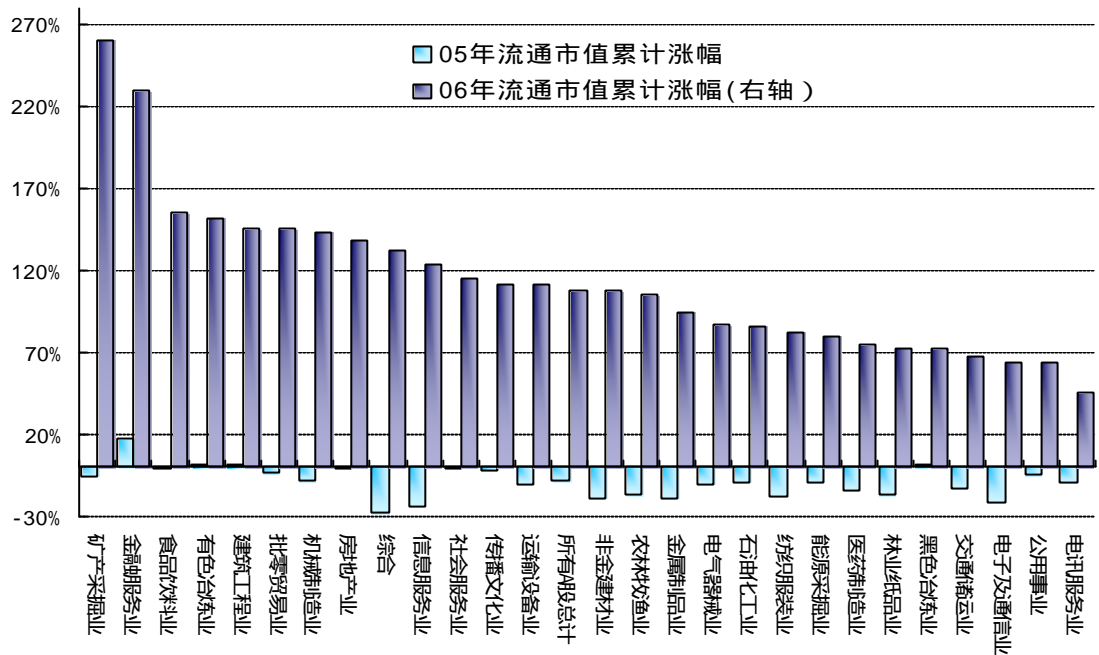
纵观一年来行业的表现，市场偏好具有明显特征：第一、追逐高速成长的行业，例如食品饮料、机械、金融行业；第二、重视连锁价值，例如批零贸易业受到持续的热炒；第三、关注价格的力量，有色行业、矿产采掘行业被反复推高。

这是典型的“POWER HOUSE”特征，从 2007 年市场将注入增量的行业分布推测，06 年市场偏好的资产在 07 年仍能得到充分的供应，我们还可以预期的是如果偏好进一步演进，所谓的“CASH COW”行业（低行业成长、低估值、高分红、丰富现金）也会受到青睐。

流动性过剩，全球追逐“中国经济成长的故事”成为通过估值提升拓展股指的一种途径，但 A 股全市场存量的估值已处相当高的位置，相信 2007 年估值提升的故

事更多是结构性的。我们宁愿相信业绩的成长比简单的估值提升更可靠，因此，对于 07 年的行业配置，我们将尊重成长先于估值。

图 29：行业表现反映出典型的“POWER HOUSE”特征



数据来源：国泰君安研究所。行业分类依据国泰君安研究所分类

第二、持续关注将受益外需拉动的高端贸易品；运输、天然气行业有望保持整体景气；房地产、银行以及建材与建筑、零售行业有望保持连续高速稳定成长

我们认为受外需出口拉动的可升值高端制造业产品将迎来发展的黄金时段。从出口增长占比数据分析，工程机械正分享着全球制造业向中国转移的红利。

根据国家统计局公布的 2006 年 10 月规模以上工业企业的行业利润数据，我们归总计算了分行业利润增量数据构成，我们发现机械制造业贡献了新增利润的 25.63%，首次超过采掘业的 24.35%。

而从行业成长的年度增速关系比较看，我们发现：研究机构对各行业在未来两年实现行业盈利增长均呈乐观估计；行业和个股的基本面差异巨大，我们采集了国泰君安研究所重点覆盖公司的最新预测以及 WIND 对全行业业绩预测的数据进行对比，经过数据印证，预期一致能实现业绩增速递进成长的仅两个行业，分别是公路和铁路行业、燃气行业；能实现连续两年较快速成长的是房地产、银行以及建材与建筑、零售行业；2007 年行业业绩出现盈利增速高峰随后放缓的是通信行业。

图 30：WIND 对行业的 07 年 08 年行业 EPS 增速预测

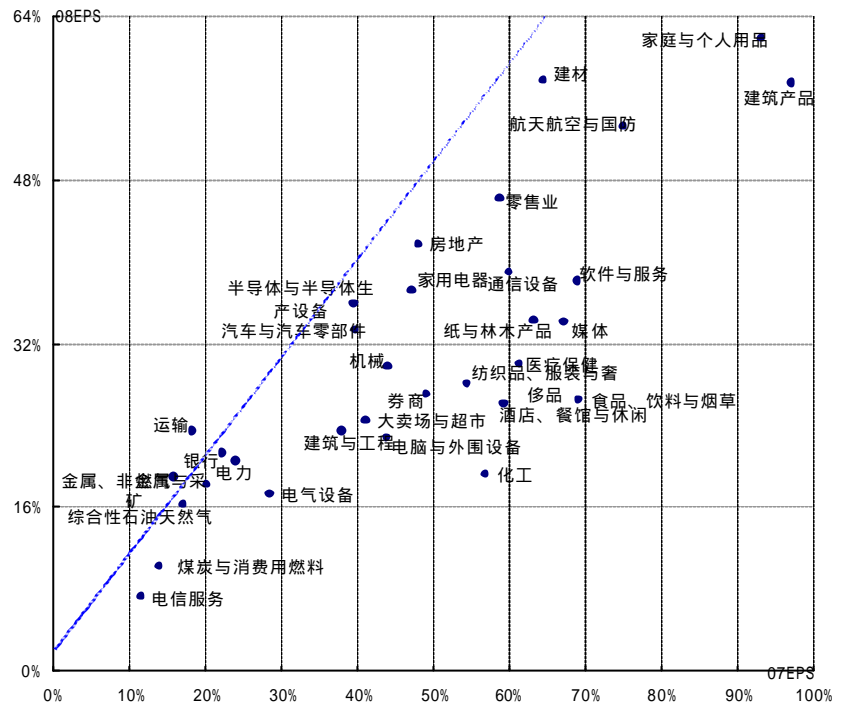
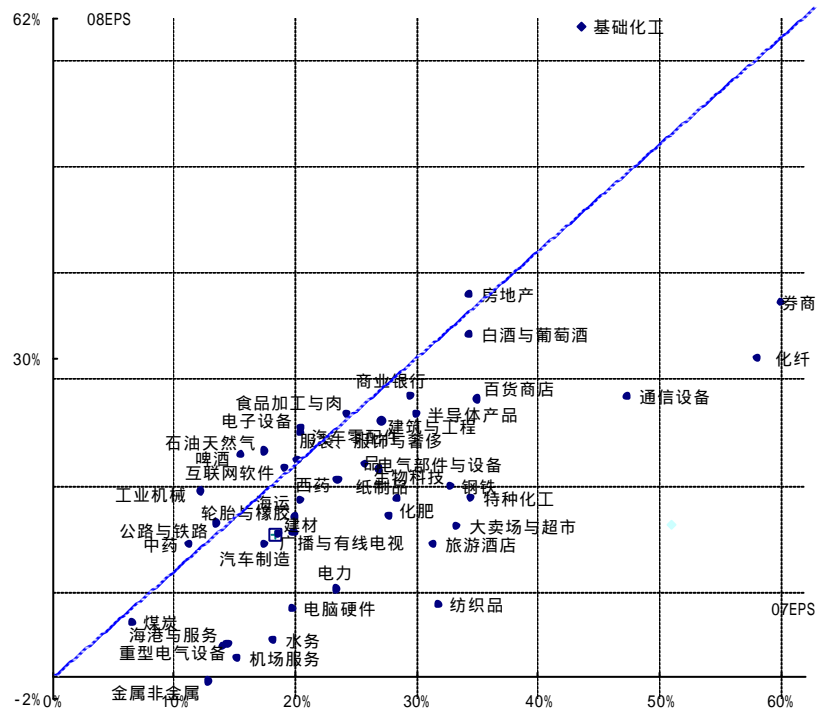


图 31：国泰君安研究所重点覆盖公司 07 年 08 年行业 EPS 增速预测



数据来源：国泰君安研究所、WIND 资讯

注：铝、林木产品、航空、公用事业的 07 年 EPS 增速都在 100% 以上，故未能纳入直角坐标

图 32：行业预测全景

	WIND 行业 EPS 增速预测	国泰君安研究所重点覆盖公司增速预测
08 年 EPS 增速高于 07 年的行业	运输、天然气	基础化工、房地产、食品加工与肉制品、电子设备、汽车零部件、石油天然气、

		啤酒、互联网软件、工业机械、公路与铁路、中药、
未来两年有比较稳定的盈利高增速	家庭与个人用品、建材、建筑产品、航天航空与国防、零售业、房地产、银行	房地产、白酒与葡萄酒、百货商店、商业银行、半导体、建筑与工程
07 年将有很高的业绩增速，但 08 年业绩增速将明显下降	食品饮料与烟草、软件与服务、媒体、通信、通信设备、媒体行业	航空、公用事业、铝、林木产品、券商、化纤、通信设备、

第三、行业业绩增长于股价表现的季节特征

我们回顾了以往五年的行业季度财务与市场特征，并排序了业绩的最佳季度表现后，发现行业公司呈现较强的季节性特征，一季度行业指数普遍获得正收益；四季度多数行业盈利能力达到低点；行业指数表现的强弱依次相关于下个季度的业绩收益增减、本季度的收益率的增减；

图 33：净利润率季度表现

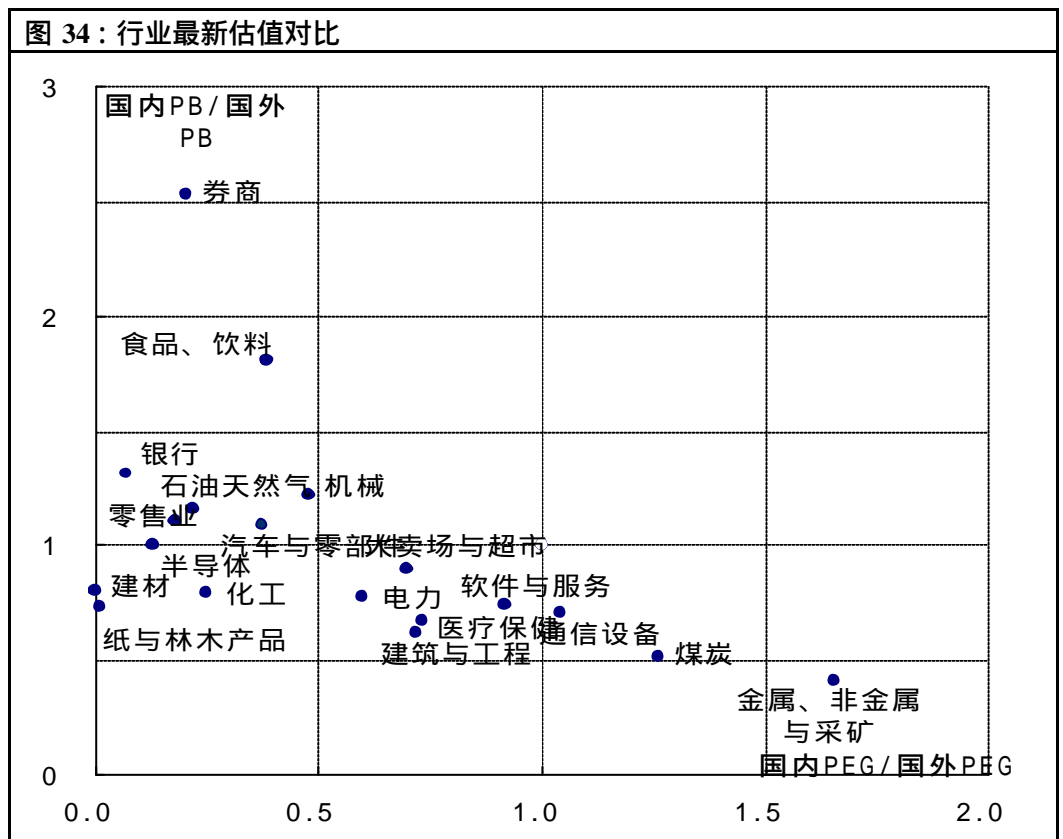
板块名称	Q1	Q2	Q3	Q4
一季度盈利最佳行业				
运输	11.9%	9.6%	12.6%	7.1%
食品、饮料与烟草	6.5%	4.2%	4.7%	-6.9%
建筑产品	5.6%	5.4%	4.7%	-9.6%
家用电器	2.4%	2.1%	0.9%	-7.0%
零售业	2.0%	1.6%	1.5%	-2.5%
大卖场与超市	1.6%	1.6%	1.3%	1.5%
通信设备	1.7%	1.7%	1.3%	-4.5%
二季度盈利最佳行业				
投资银行业与经纪业	13.8%	30.6%	21.1%	-60.1%
煤炭与消费用燃料	13.3%	13.5%	12.6%	10.6%
媒体	8.3%	12.3%	11.9%	4.0%
酒店、餐馆与休闲	2.8%	12.3%	9.9%	4.6%
房地产	7.3%	10.8%	7.0%	2.8%
航天航空与国防	6.4%	10.7%	7.8%	9.8%
金属、非金属与采矿	6.9%	7.4%	7.0%	5.6%
医疗保健	5.9%	6.6%	4.8%	-0.8%
电气设备	4.3%	6.5%	6.3%	-1.1%
纸与林木产品	4.7%	5.8%	4.9%	-12.3%
机械	4.5%	5.6%	5.0%	-1.3%
纺织品、服装与奢侈品	4.8%	5.0%	3.3%	-4.8%
综合性石油天然气	4.3%	4.9%	4.9%	4.9%
家庭与个人用品	2.7%	4.8%	3.2%	-1.0%
汽车与汽车零部件	4.0%	4.7%	3.7%	-2.3%
半导体与半导体生产设备	3.6%	4.7%	3.9%	-5.2%
化工	4.0%	4.5%	4.4%	1.1%

建筑与工程	2.1%	3.7%	2.8%	2.2%
电脑与外围设备	2.0%	2.8%	2.0%	-0.4%
电子设备与仪器	2.1%	2.2%	1.8%	-3.1%
三季度盈利最佳行业				
银行	13.8%	13.2%	13.9%	9.7%
运输	11.9%	9.6%	12.6%	7.1%
软件与服务	3.0%	-0.4%	6.5%	-34.9%
电力	13.9%	15.4%	15.6%	12.1%

数据来源：WIND 资讯

第四、短期看，估值落差存在于建材、纸与林木产品、化工、电力、大卖场与超市、建筑与工程、医疗设备、软件服务行业

长期看，多种因素都会造成估值偏差，因此机械的应用比较估值差异显然是不科学的，但短期估值偏离过大是需要修正的，我们构建了 A 股与标普 500 指数的行业估值坐标，可以认为，建材、纸与林木产品、化工、电力、大卖场与超市、建筑与工程、医疗设备、软件服务行业 A 股仍有一定的比较优势可以重点关注。



数据来源：WIND 资讯、BLOOMBERG

根据成长性预测、超预期因素、以及估值的比较后，我们建议投资者长期关注大卖场与超市、化工、建筑与工程、电力的长期投资机会；而当中国经济周期在潜在经济增长率附近波动时，金融行业市值及利润占比的突飞猛进将为我们持续超配该行业提供依据；对受益贸易出口拉动的机械我们相信时间能化解估值偏高的弱点。

至于对 07 年行业轮动次序的建议，在预期大宗商品价格逐季回调、人民币升值螺旋上升、利率波动平稳的前提下，结合季度因素和增长的判断，我们建议投资者参考以下行业轮动时钟，选择分季度重点配置行业。

图 35：行业轮动时钟

第一季度重点配置	第二季度重点配置	第三季度重点配置	第四季度重点配置
大卖场与超市	运输	银行	综合性石油天然气
食品、饮料与烟草	电力	纺织品、服装与奢侈品	煤炭与消费用燃料
零售业	电脑与外围设备	建筑与工程	食品、饮料与烟草
通信设备	软件与服务	媒体	酒店、餐馆与休闲
家用电器	媒体		
建筑产品	航天航空与国防		
机械	医疗保健		
投资银行业与经纪业	汽车与汽车零部件		
半导体与半导体生产设备	半导体与半导体生产设备		
电子设备与仪器	金属、非金属与采矿		
航天航空与国防	电脑与外围设备		
酒店、餐馆与休闲			
房地产			
建筑与工程			

4.3. 综合行业研究员判断的行业吸引力评级分析

2007 年，我们依次看好的大类行业、评论和核心公司列示于下表

大类行业	重点推荐公司	行业要点点评
证券、保险、银行	中信证券、深发展、招商银行、工商银行、中国人寿	受益于人民币升值与证券市场的发展，重点配置
地产、商贸、连锁	万科、金地集团、华侨城、上实发展、中国国贸、小商品城、新世界、百联股份、农产品	受益于人民币升值和第三消费品高峰兴起，重点配置
机械、先进制造业	西飞国际、三一重工、安徽合力、中集集团、秦川发展、中联重科、振华港机	受益于国家政策鼓励与高端制造业升级，重点配置
食品饮料	贵州茅台、泸州老窖、张裕、双汇股份、伊利股份、五粮液、燕京啤酒	受益于第三消费品高峰兴起与高端饮料成长，重点配置
旅游、传媒、文化	黄山旅游、歌华有线、锦江股份、华闻传媒	均衡配置，关注资产注入与业绩改善个股
科技、IT	火箭股份、生益科技、航天电器、航天信息	均衡配置，关注高成长个股
钢铁	武钢股份、邯郸钢铁、太钢不锈、宝钢	均衡配置，关注龙头
交通运输	上海机场、中国国航、南方航空、中远航运、中海发展、赣粤高速、天津港	均衡配置，关注龙头
石化、化工	中国石化、烟台万华、索芙特、星新材料、山西焦化	均衡配置，关注龙头个股
汽车	宇通客车、上海汽车	均衡配置，关注重点股票
电力	长江电力、国投电力、华能国际	均衡配置，关注资产注入与龙

		头个股
煤炭	潞安环能、兰花科创	均衡配置，关注矿产储量
输变电	特变电工、平高电器、国电南瑞、东方电机	均衡配置，关注高成长龙头
造纸	华泰股份	均衡配置，关注业绩反转
建材	海螺水泥	均衡配置，关注行业龙头
有色	新疆众和、山东黄金、中色股份	均衡配置，关注持续高成长
农业	通威股份、农产品	均衡配置，关注持续高成长
电信	中兴通讯、亨通光电	均衡配置，关注 3G
医药	天坛生物、科华生物、恒瑞医药	均衡配置，关注生物制药

我们进一步优选的细分子行业包括：

- ✓ 证券
- ✓ 保险
- ✓ 商贸
- ✓ 白酒
- ✓ 食品
- ✓ 生物医药
- ✓ 经济型酒店
- ✓ 通讯设备
- ✓ 风能设备
- ✓ 煤化工

4.4. 组合构建和重点推荐公司

超大型基金进入市场对市场投资结构正在带来重要影响，大盘股的流动性和股指期货的推出使得大盘股会成为市场宠儿，而超大型基金则会成为市场瞩目的力量。我们认为越大型基金越偏好大市值行业和股票的配置，再结合国泰君安行业吸引力评价，我们对注重均衡配置的不同规模的大型机构给予如下的建议组合。考虑到最近市值结构变化过快，我们以 2006 年 12 月 1 日沪深 300 指数权重为基准进行配置。

行业	标准权重	50 亿规模以上 资金推荐权重	50 亿 - 20 亿规模 资金推荐权重	20 亿规模以下 资金推荐权重
金融	17.40%	18.73%	18.36%	17.98%
交通运输	10.10%	10.20%	10.14%	10.08%
钢铁	8.70%	8.70%	8.68%	8.66%
食品饮料	7.30%	7.49%	7.50%	7.51%
机械	6.40%	6.53%	6.55%	6.57%
房地产	5.00%	5.06%	5.09%	5.12%
石油石化	4.80%	4.68%	4.70%	4.73%
通讯	4.60%	4.56%	4.59%	4.62%
商品零售	4.20%	4.15%	4.18%	4.21%
有色金属	4.00%	3.81%	3.83%	3.86%
化工	3.90%	3.71%	3.74%	3.77%
电力	3.60%	3.48%	3.51%	3.54%

电子元器件	3.60%	3.48%	3.51%	3.54%
医药	3.50%	3.38%	3.41%	3.44%
汽车和配件	1.90%	1.78%	1.80%	1.83%
纺织服装	1.90%	1.75%	1.77%	1.79%
旅游酒店	1.60%	1.53%	1.55%	1.57%
电力设备	1.60%	1.50%	1.52%	1.54%
煤炭	1.30%	1.21%	1.23%	1.25%
传媒	1.20%	1.12%	1.13%	1.15%
建筑建材	1.20%	1.12%	1.13%	1.15%
农产品	0.90%	0.84%	0.85%	0.86%
电器	0.80%	0.74%	0.76%	0.77%
造纸	0.50%	0.46%	0.47%	0.48%

最后，我们按照市值和投资风格给出四个组合，建议不同偏好的投资者按需选择。

	稳健	激进
大盘	贵州茅台、招商银行、中国石化、长江电力、武钢股份、万科、上海机场、上海汽车、中集集团、小商品城	深发展、中信证券、中国人寿、五粮液、三一重工、中兴通讯、西飞国际、华泰股份、烟台万华、中国国航
中小盘	农产品、特变电工、中国国贸、新疆众和、火箭股份、新世界、伟星股份、平高电器、歌华有线、黄山旅游、宇通客车	天坛生物、山西焦化、TCL、山东黄金、生益科技、航天电器、通威股份、秦川发展、武汉中百、焦作万方

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号三和大厦 17 楼

邮政编码：200042

电话：(021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：(0755) 82485666

北京

北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层

邮政编码：100088

电话：(010) 82001542

国泰君安证券研究所网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@gtjas.com