

2007 年度策略报告—A 股超越之旅

许雪梅

Email : xxm@gffunds.com.cn

报告摘要

■ 市场运行方面，2006 年中国股市在金砖四国中表现最好，但中国股市的真正走强是从 2006 年 5 月其他股市跟随美国发生重大调整之后才开始。A 股市场之所以能在后来的时间里脱颖而出，中国经济的强劲表现、人民币升值、中国经济相对其他金砖国家的内生性起了重要的作用。2006 年末沪深两市总市值达到了 77000 多亿元，较 05 年末增长了 44000 多亿元。市值增长主要来自三方面：一是新股 IPO 尤其大型国有商业银行的发行超过 2 万亿元；二是 A 股估值提升带来的市值增加接近 1.8 万亿元；三是来自上市公司利润增长所带来的市值增长。

■ 展望 2007，上市公司盈利提升将成为推动市场上升的最重要因素。根据我们对企业盈利的多角度分析显示，上市公司 07 年潜在业绩增长达到 30% 以上。另外，大型优质国企回归和登陆 A 股以及民营企业上市将为市场增加 8000 亿以上的市值。此外，在剩余储蓄产生过渡流动性的背景下，横向比较、历史分析、成长率分析也都显示 A 股整体估值仍有上升空间，A 股仍将走强，但问题是 A 股能否持续超越其他主要国家的市场？

■ 经济前景分析：外部经济环境中美国经济软着陆的可能性更大，对中国经济的影响可能小于预期。同时，我们分析金砖四国的经济结构后发现：中国可能是这四国中更均衡、受美国经济影响更小，因而运行独立性更强的经济体。然而，外部有利条件之所以起作用和经济全球化之所以会成为中国经济发展的良机，皆因为中国经济增长具备了良好的内在条件和基础。在产能过剩和竞争加剧导致工业企业毛利率下降的同时，劳动生产率的提升是支撑中国企业投资回报率提升的重要力量。多种研究表明中国经济增长的内生性在持续增强。

■ 综合多种增长动力，我们勾勒了一幅中国经济增长的路线图。通过这幅

图我们清晰地发现，中国经济增长的消费驱动力、投资驱动力、出口拉动力仍然强劲，中国经济不仅已经是一个经济大国，而且正在通过政府有意识的政策导向、市场力量的发育以及法制环境的完善和保障，驱动经济增长方式转型，向一个可持续发展的强国迈进。因此，支持 A 股持续超越的经济基本条件没有发生不利变化，A 股面临历史性发展机遇。

■ 基于对市场运行趋势的判断和对股市之经济背景的分析，展望 2007 年，我们提出以战略替代策略，投资中国 A 股。启动战略投资思路的出发点在于对经济增长前景长期的正面展望，这需要我们选对战略性品种并且长线持有。战略品种的选择依赖于我们对纷繁复杂的经济现象背后趋势的准确把握。在中国崛起、人民币持续升值的大背景下，有两只“手”为我们指出未来的道路：一是政府的有形的手，一是市场的无形的手。因此，着眼未来我们主要关注：从全球战略看人民币升值下的中国内需，从有形之手看产业政策和产业整合，从无形之手看企业家和竞争战略，并关注并购重组等市场化资源配置手段的创造性运用。

■ 行业方面，我们将主要投资的行业分为四大类群：一是消费和服务，二是装备制造业，三是材料、金属和矿产工业，四是信息技术、新材料、新能源等。此外，牛市中新股申购也是不错的投资策略。对于并购重组企业的投资，我们坚持获取公开信息、确保安全边界、有效控制风险的原则。对于股指期货，可以利用股指期货对现有头寸进行套期保值，利用期货市场与现货市场定价的偏离进行无风险套利，乃至在期货市场进行适度的资产配置。

目 录

A 股运行趋势	4
回顾—A 股开始超越其他金砖国家的股市	4
07 年上市公司利润将继续增长	6
A 股估值仍有上升空间	10
展望 07 年—A 股能否持续超越？	14
经济背景：从大国向强国进发	14
美国经济减速对中国影响有多大？	14
中国与印巴俄国家的经济结构差异	16
中国经济增长的内生性有多强？	17
从大国向强国出发	21
小结：支持 A 股超越的经济条件没有不利变化	25
投资策略：以战略替代策略	25
以战略代替策略	25
从全球战略看升值下的中国内需	26
关注有形之手看产业政策和产业整合	26
关注无形之手看企业家和竞争战略	29
关注并购重组	30
行业和个股	31
消费和服务 (consumers and services)	31
装备制造业	33
基础材料、金属、矿产 (materials \ metal \ minerals)	36
信息技术、新材料、新能源、新经济	37
新股投资、并购重组与金融创新	39

A 股运行趋势

回顾—A 股开始超越其他金砖国家的股市

2006 年中国股市是金砖四国中表现最好的股市。但 2006 年 5 月之前，中国股市的表现落后于印度和俄罗斯市场。中国股市的真正走强是从 2006 年 5 月美国与伊朗关系恶化、美国国内连续加息进而导致市场对美国经济和全球经济前景疑虑、美国股市发生调整随后传导到其他市场之后才开始。中国 A 股之所以能在后来的时间里脱颖而出，中国经济的强劲表现、人民币升值、中国经济的内生性（相对其他金砖国家）起了重要的作用。

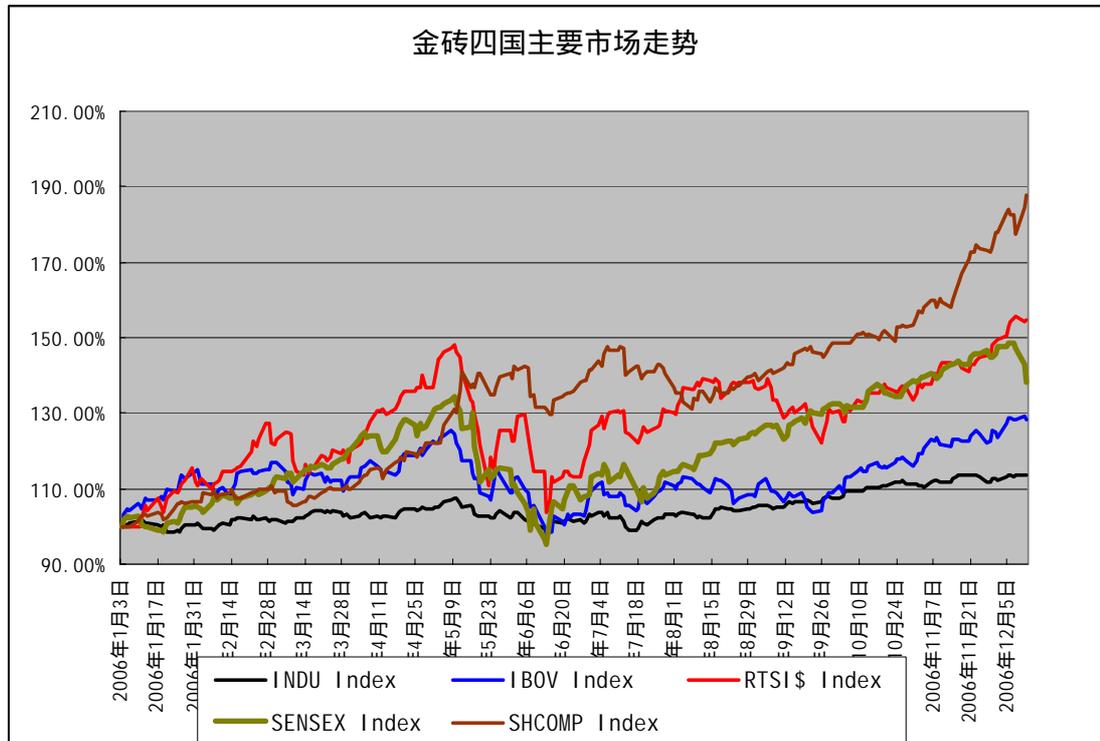


图 1 金砖四国主要市场走势

资料来源：Bloomberg, 广发基金

截至 2006 年 12 月 12 日，沪深两市的总市值为 77468 亿元，较 05 年底两市总市值增长了 44600 亿元。这部分市值增长主要分三个来源：一是 2006 年以来首次在沪深发行 A 股的公司以上市首日收盘价计算所增加的总市值 20284 亿元，

二是 A 股估值提升带来的增加市值 17896 亿元 ,三是来自上市公司利润增长所带动的市值增长 5774 亿元。其他余量来自再融资等渠道。

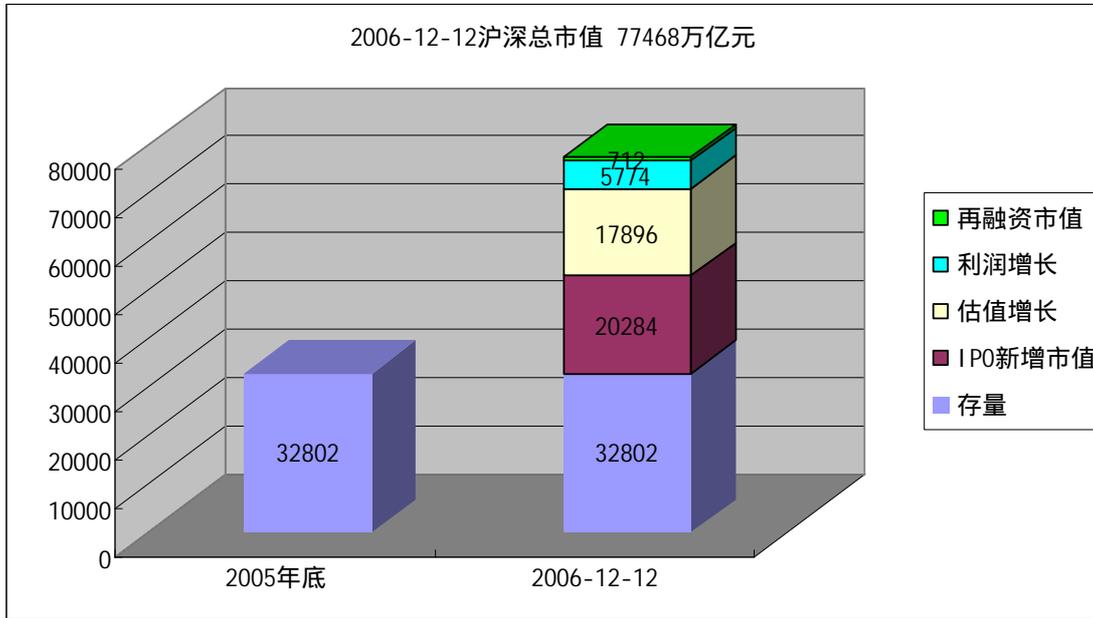


图 2 沪深总市值

资料来源：WINDNET, 广发基金

在 IPO 新增市值中，最显著的自然是工商银行和中国银行的上市，其上市当日分别为 A 股增添了 7751 亿元和 9027 亿元的市值，合计达到 16700 亿元之巨。此外，增发融资和其他融资手段也为市场增添了约 800 亿元的市场份额。展望 07 年，超大型国有企业的 A 股上市（无论是首发还是回归 A 股）和民营企业进入资本市场，都将成为驱动市场的重要力量。

其次，在业绩增长层面，以 05 年底之前已上市公司为样本，其 06 年 1-9 月份的利润增长达到了 17.6%。若不考虑估值变化，则这部分业绩增长为 A 股市值增长的贡献达到 5774 亿元。

最后，剔除首发股票首日上市、再融资、和业绩增长带来的市值增加，我们得到由于估值提升而带来的市值增加部分，合计 17896 亿元。其中，

- 05 年底之前已经上市的公司估值提升带来的市值增长为 9129 亿元，对应于这些公司年初总市值 32802 亿元增长率为 27.8%。

- 年内由于新发 A 股公司上市首日后股价继续上升增加的市值为 8767 亿元，对应于新股首日上市后的市值规模 20284 亿元增长率为 43%。

由此可见，如果投资者在年初买入市场组合，则单由估值提升带来的资本增值率为 27.8%。如果投资者从 6 月份新股重发开始，以上市首日收盘价积极投资新股，不到半年的收益率就可以达到 43%，且这种收益兑现的时间相对较短。

因此，牛市中新股投资也不失为一个有效的投资策略。

07 年上市公司利润将继续增长

在上市公司利润增长层面，我们观察到两个现象。第一个现象是在过去几年中，一方面，A 股上市公司的业绩增长一直显著低于工业企业利润的增长速度；另一方面，A 股上市公司的业绩波动远远大于工业企业利润波动。对此，可能的解释有三点：一是上市公司在相关行业中不具备代表性，如大型国有企业以前极少在 A 股上市，导致 A 股上市公司的业绩不如以大型国有企业为主的工业主体业绩稳定。2006 年以来随着大型国有企业在国内 A 股上市的增加，可以预期上市公司利润增长将与宏观经济和有关行业发展的同步性更强。二是上市公司中服务业的利润增长存在很大的波动性，导致上市公司业绩波动性更大。三是在再融资受到压制（如 2001 年下跌环境中和 2005 年暂停发行时）旧会计准则存在利润调节空间的背景下，过去某些时段内上市公司的利润增长存在显著的抑制现象。如今随着上市公司治理结构改善、上市公司财务报告的透明度提高和新会计准则的临近上市，公司财务数据的可靠程度在上升。

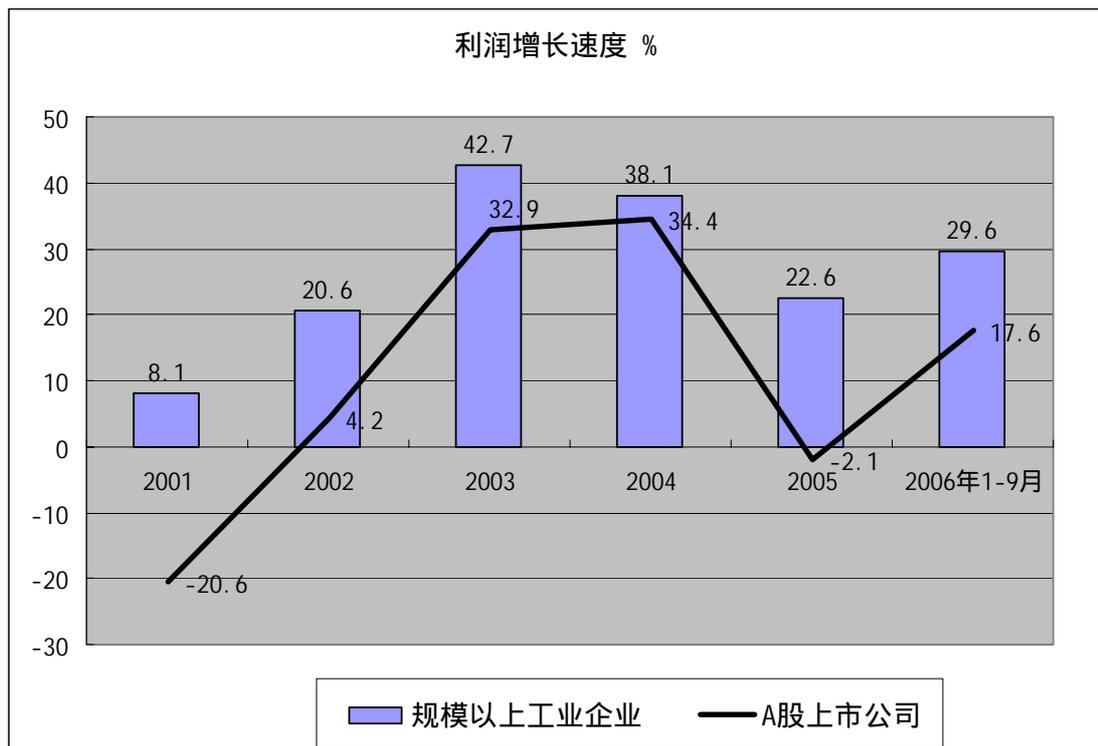


图3 2001年 - 2006年利润增长速度

资料来源：WINDNET, 广发基金

备注：各年度的上市公司利润增长数据以上一年底之前上市的公司为可比样本。并剔除了ST股票。

自06年开始，工业企业利润增长数据开始回升，A股上市公司利润增长数据也开始回升。但是2006年1-9月工业企业上市公司的利润增长速度15.6%仍远低于全体工业企业利润增长的速度29.6%，也达不到整体上市公司利润增长的速度17.6%。主要原因在于：在工业企业利润中占比很高（23.1%），且利润增速很高（52.1%）的石油及天然气开采业在上市公司中不具备代表性，如中石油、中海油都没有在A股上市，这一点造成二者的利润增长差距达到12个百分点。此外，以中石化为首的石油加工及炼焦业因其利润下降和在A股中的高比重也拉低了上市公司的业绩增长。

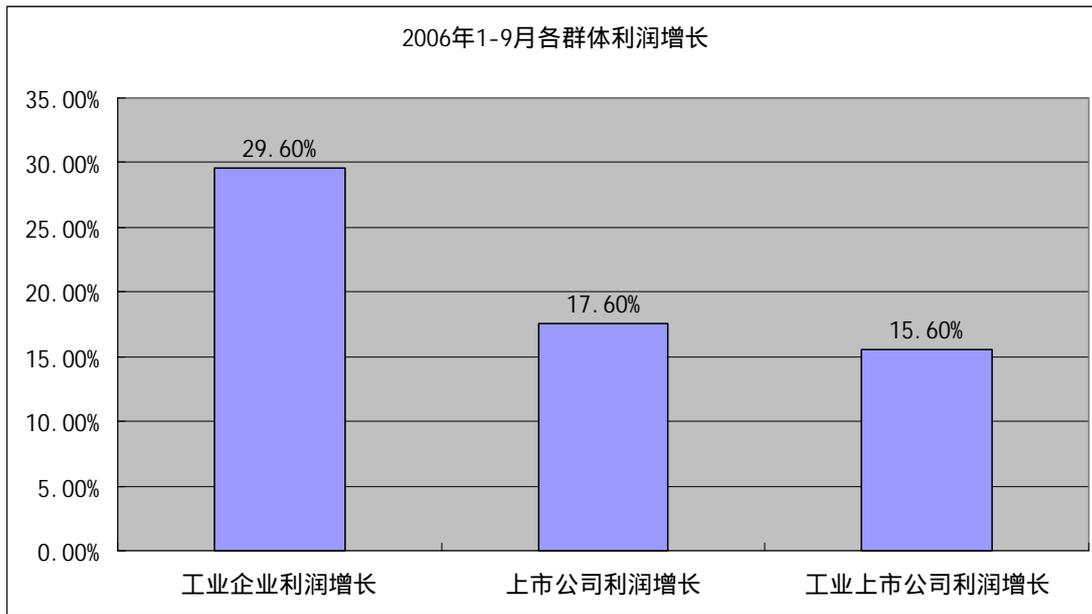


图 4 2006 年 1 - 9 月各群体利润增长

资料来源：WINDNET, 广发基金

由上述两层分析引出了我们对 2007 年上市公司业绩增长的重要推断：随着大型优质国有企业、优质民营企业的 A 股上市，工业上市公司群体和全部上市公司群体对中国工业和中国经济的代表性都将进一步增强，上市公司整体的业绩增长将缩小与工业企业利润增长的差距。逐渐演化的结果是：随着上市的优质企业越来越多，上市公司将逐渐成为中国经济中较优质的成分，其增长率可能反过来超越行业平均的增长率。我们把来自于上市公司群体结构优化所带来的业绩增长归结为第一层增长，初步估计增长幅度在 3 个百分点。

第二层增长来自于税收政策调整尤其所得税、金融企业营业税的调整，及预期中的允许企业将全部或更大比例的研发成本、实际薪酬以及实际折旧成本计入税前利润，这些改变都可能显著提升上市公司的净利润。以所得税为例，以 05 年底剔除亏损公司和零税率公司（如农业类上市公司、且这些公司的税率应能持续，所以需要剔除）后的样本为基础，上市公司实际缴纳所得税的比例占利润总额的 29.88%，如果下降到 25%，则意味着整体上市公司的盈利提升 7%。

又以金融板块为例，其在当前总市值中的权重达到 20% 以上，在全市场净利润中的占比则更高，仅中国银行和工商银行在 1-3 季度的净利润达到全市场的

39%。初步预估，单营业税从目前的 5% 每降低一个百分点，银行净利润将提升 3%-4%，全部减免则会使银行净利润提高 15%-20%。仅此一项可使全市场提升盈利 6%-8%。

假定金融企业营业税和公司所得税政策调整对上市公司净利润的提升摊在两年中完成，则 07 年上市公司净利润将因此增长 7%-8%。

最后，内生性增长仍然是提升上市公司业绩最重要的原因。近期很多学者研究了中国工业企业利润增长的驱动因素，分析结果显示：在 2000 年-2006 年，尽管产能过剩和竞争加剧导致了工业企业整体的毛利率下降，但三项费用率的下降支撑了税前利润率的上升和工业企业净利润的增长。其他的研究还发现，上市公司投资回报率的提升主要来自于企业经营效率的提高，如费用的节约、资产周转率、杠杆比例的提升，等等。

表 1 1995 年 - 2006 年企业相关指标分析

%	1995-1999 平均	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 估计值
股本回报率	4.8	8.9	8.5	9.6	12.1	13.2	14.4	
资产回报率	1.7	3.5	3.5	4.0	4.9	5.5	6.0	6.6
税前利润率 ¹	2.8	5.2	5.0	5.3	5.8	6.0	6.0	6.0
毛利率 ²	18.4	18.4	17.6	17.6	17.1	15.9	15.6	14.8
债务股本比	178.6	155.3	144.1	142.5	144.0	138.3	137.5	
资产负债率	64.1	60.8	59.0	58.7	59.0	58.0	57.8	58.0
税前利润增长率	7.8	92.0	7.7	22.2	44.1	43.1	24.1	27.2
收入增长率	10.8	20.5	11.4	16.8	30.8	38.9	25.0	25.6
总成本变动率	11.0	18.0	11.6	16.5	30.0	38.7	25.0	25.5
主营业务成本变动率	11.5	19.7	12.5	16.8	31.5	41.0	25.5	26.7
其他成本变动率 ³	8.4	8.6	5.7	14.6	20.3	21.8	21.0	15.0

资料来源：CEIC；中金公司研究部

注：1* 税前利润/主营业务收入

2* 毛利润 / 主营业务收入

3* 为营业费用，管理费用，财务费用之和

展望 07 年，有四重因素将促进工业企业包括上市公司保持可观的内生性增

长。首先是企业成本压力的缓和与毛利率的恢复。随着原油、金属、矿产品价格的走势趋稳，而产成品价格的传导缓慢，原材料的下游行业将获得成本降低、毛利回升的好处。其次是随着国家十一五规划纲要和各产业政策的实施与执行，经济发展的指导方针指向“好优于快”，许多前些年高速投资扩张导致产能过剩行业的产能利用率将逐渐回升，从而改善行业竞争格局和供给状况，并引导市场价格向着良性有序的方向发展，推升企业毛利。再次，股改后期股权激励的推行、公司管理和治理水平的提高，也将提升公司经营的效率，并确保费用率下降的趋势将持续一段时期。最后，适度的产能扩张还将进一步提升公司盈利空间。

综合而言，我们预期 07 年上市公司内生性利润增长将超过 06 年的增长速度达到 20%，再结合上市公司群体结构优化、税收政策调整（假定两年完成）所带来的利润增长，07 年上市公司整体利润增长速度将达到 30% 以上。这一增长速度看似惊人，但与 2003 年、2004 年上市公司利润增长 30% 以上时的环境相比，宏观经济的运行、微观企业的质素状况都将更好。

总结起来，利润增长将成为驱动 07 年股市上升的最重要因素。

A 股估值仍有上升空间

当前 A 股估值是否合理？

首先，全球横向比较发现，全 A 股剔除 ST 股票之后的市盈率为 22 倍，与世界主要市场综合指数的市盈率相当。考虑到支撑市场的经济增长速度及背后的通胀率因素，可以发现中国 A 股的估值得到高增长、低通胀的宏观经济的支撑，全球投资者对中国经济的信心很高。

表 2 2006 年 12 月 12 日世界主要市场指数

2006-12-12	道指	标普指数	日经 225 指数	恒生指数	恒生中资企业指数	印度孟买市场指数	俄罗斯交易指数	巴西圣保罗交易所指数	中国全 A 股
P/E	21	18	22	14	18	24	8	12	22
P/B	4.0	4.1	2.2	3.8	3.0	6.8	1.9	2.8	2.4
1-3Q 经济指标	美国	美国	日本	香港	中国	印度	俄罗斯	巴西	中国
GDP	2.9	2.9%	2.7%	6.8%	10.4%	8.9%	7.4%	1.15%	10.4%
CPI	1.3%	1.3%	0.6%	2.0%	1.4%	6.55%	9.2%	3.26%	1.4%

资料来源：Bloomberg, 广发基金

其次，历史比较发现，当前各市场指数的市盈率仍处在历史波动区间的中下部位。以上证综合指数为例，其自 1998 年以来的 P/E 倍数在 20-60 倍之间波动，如今上证综指的市盈率在 30 倍左右。事实上，上证综合指数因为新股上市的计入方法问题而存在一定的虚增。所以，目前上证综指的 30 倍市盈率并不能说明估值偏高。

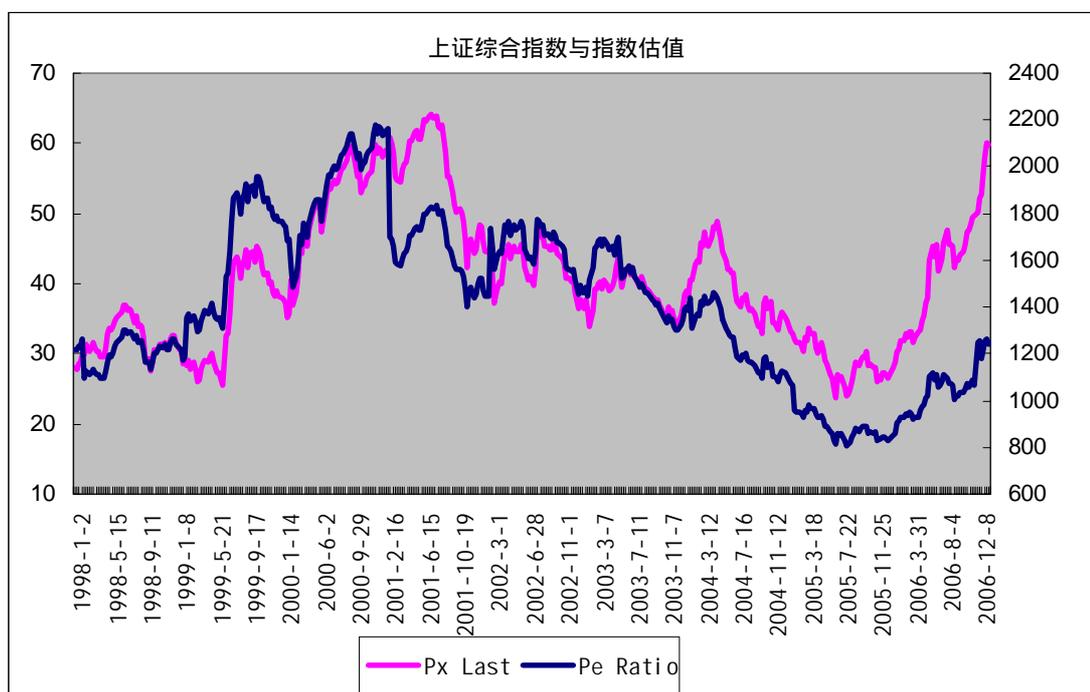


图 5 上证综合指数与指数估值

资料来源：WINDNET, 广发基金

再次，从 P/B 的横向比较来看，下图中的数据显示中国 A 股的市净率显著较低，这固然反映了中国企业的 ROE 较低，但如果我们考虑到中国企业的 ROE 在不断的改善，那么就不难看出中国企业的估值提升空间。

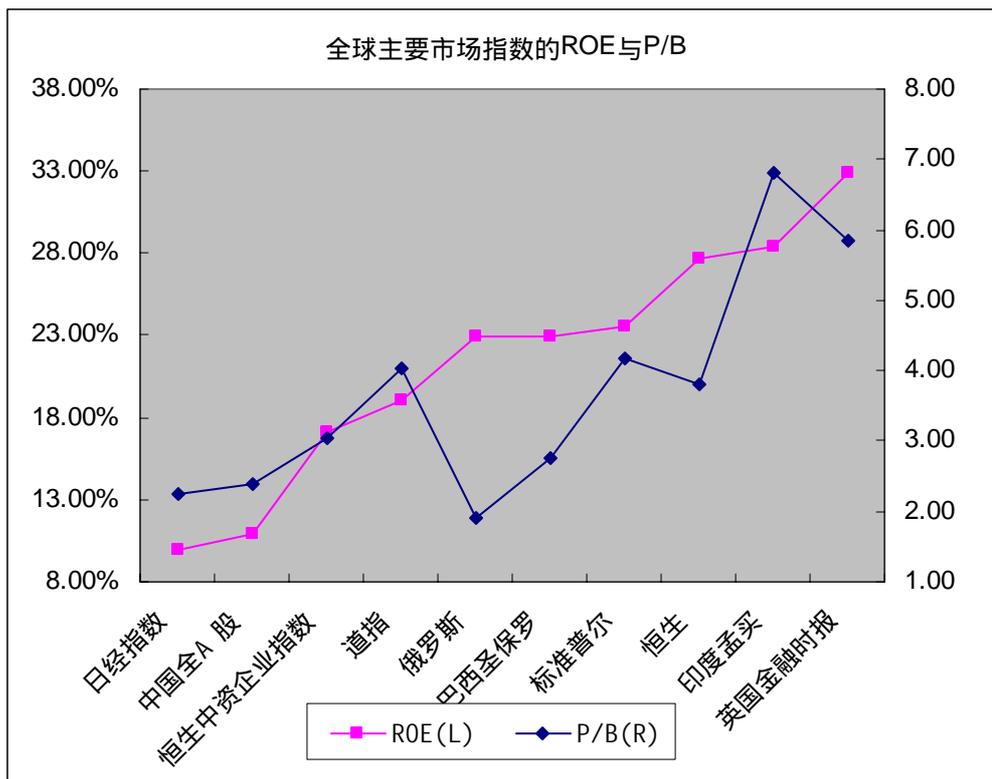


图 6 全球主要市场指数的 ROE 与 P/B

资料来源：Bloomberg, 广发基金

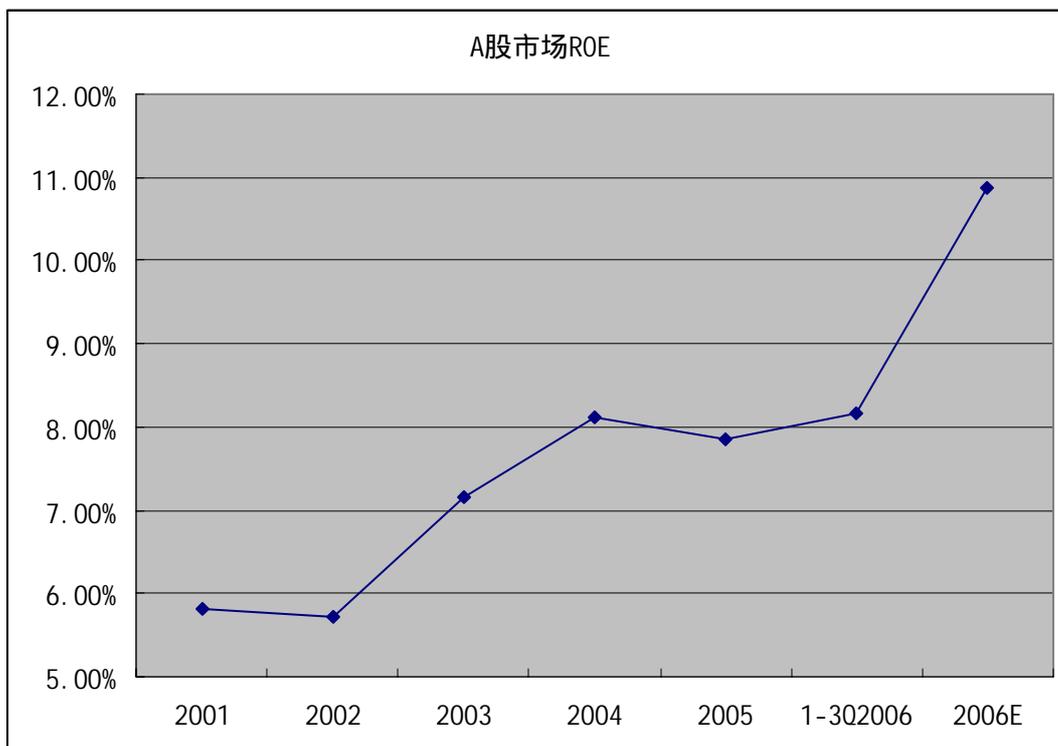


图7 A股市场 ROE

资料来源：WINDNET, 广发基金

最后，制度改善后的 A 股市场发生了许多的内在变化，使得金融学上的股本成本下降，从而提升了 A 股 DCF 模型的估值。依据经典的 CAPM 模型 $K_e = R_f + b(ERP)$ ，其中，

- 无风险收益率 R_f 有所降低，主要原因在于构成无风险收益率的市场真实利率有所降低。部分经济学家的观点认为：中国经济以外贸顺差——外汇资产形式存在的剩余储蓄表明古典利率理论模型中的储蓄大于投资，中性利率下降。10 年债券收益率维持在低位已经相当长一段时间，最近更低至 3.1%，因此人们减少储蓄、增加投资。这一解说转换为当前市场流行的语言即：市场流动性过剩，股票投资以其财富效应吸引了大量的资金。
- 股票风险溢价 ERP (equity risk premium) 降低。其中最主要的是国家风险溢价降低。资本项下的逐渐开放、经济的市场化程度加深、法制环境的改善、资本市场的制度完善和效率提高是提升国家信用等级的重要原因。而升值更在一定程度上抵消了股票投资的风险并补偿了收益。也正因为如此，部分投资者会简化地运用升值的理论来推论中国股市呈上升趋势。此外，日本的例子也给了我们历史参考，或许这正是所谓“简单的正确”吧。

至于 A 股的估值到底何谓合理？我想任何人都不可能有的精确的答案。对于一只股票，我们通常在 P/E 估值之外，结合 P/E/G、P/B、DCF 等模型来进行调整和修正。对于中国 A 股，如果能够将其看作是一只股票，我们只知道它确实具有比其他经济体更高的增长速度 G，应该享受更高的 P/E；而 ROE 的提升也显示 A 股的 P/B 还会继续提升，DCF 模型中的贴现率下降也将导致 A 股估值的净现值增加。因此，我们唯一能确信的是，估值上升仍将是一个过程。

尽管如此，我们一定要清醒地认识到，支撑中国股市估值上升的理由并非仅仅是资金或升值，而是包括企业盈利能力、赢利增长速度、国家投资环境和风险

溢价、升值、流动性等多要素在内的综合表现。所以，在顺应市场趋势的大背景下，我们将更加关注支撑市场估值上行的这些内在因素，这也构成我们对 07 年市场环境分析和投资策略的根本出发点。

展望 07 年—A 股能否持续超越？

回首 2006 年，我们很早就给出了市场上“惟有源头活水来”的判断，譬喻市场上优质股票供应和资金供应双繁荣的格局，并指出“经济晴雨表”的功能在股市开始体现。事实上，2006 年是中国股市表现回归经济表现的第一年。

展望 2007 年，我们对市场运行抱非常乐观的预期。大型优质国企继续登陆 A 股、海外企业的回归、优质民营企业的上市，仍将为市场增加 8000 亿元左右的市值，而上市公司盈利的提升将成为推动市场上升的最重要因素。我们对企业盈利的多角度分析显示，上市公司 07 年潜在的业绩增长将达到 30%以上。最后，在剩余储蓄产生过渡流动性的背景下，横向比较、历史分析、成长率分析都显示 A 股估值仍有上升空间。

A 股仍将走强。问题是，A 股能否如 06 年所表现的那样，持续超越其他主要国家的市场？

经济背景：从大国向强国进发

美国经济减速对中国影响有多大？

进入第三季度，美国经济在房地产市场拖累下出现了明显的减速。这引发了市场一系列的担心。对于中国来讲最主要的疑虑在于美国需求下降将在多大程度上影响中国的出口和总量增长。此外，美国经济下降也会引发市场对于全球经济前景和流动性的忧虑。对此，我们经过相关的求证和总结，有如下的看法。

首先，在全球化熨平国别经济周期波动和国内经济变化因素的作用下，我们倾向于认为美国经济 07 年将实现软着陆。支撑美国经济软着陆的因素如下：

1. 油价高位回落，降低通胀忧虑并支撑消费者信心。
2. 美国劳动力市场持续改善，失业率降到了 5 年新低 4.4%，劳动者工资比一年前上升了 3.8%；一方面显示企业对经济前景的乐观和信心，另一方面终将通过劳动者工资收入提升而传导到消费部门。

3. 金融条件的改善和股市财富效应有利于居民消费支出的增长。
4. 自 03 年以来，连续 15 个季度企业固定资产投资和出口持续稳定增长且高于个人消费增长，显示经济增长的动力在一定程度有所转换，即从消费部门转向企业部门。
5. 企业财务状况稳健，而现金流充足、分红增加、并购活跃，显示企业扩张能力增强。

各主要机构预测的美国 07 年经济增长如下表所示。其实，就在日前美国第三季度 GDP 增长数据出炉，比初估值超出了 0.6 个百分点，这显示出仅由于住房市场不佳而造成的负面影响并没有延伸到其他的经济部门。

表 3 主要机构对美国经济指标的预测

	2003A	2004A	2005A	1Q2006	2Q2006	3Q2006
GDP	2.5%	3.9%	3.2%	5.6%	2.6%	2.2%
CPI	2.3%	2.7%	3.4%	3.4%	4.3%	2.1%
	GDP			CPI		
	2006E		2007E	2006E		2007E
OECD	3.2%		2.4%	3.3%		2.3%
IMF	3.4%		2.6%	3.6%		2.9%

资料来源：Bloomberg, 广发基金

其次，在美国经济软着陆的背景下，美国经济下降对我国的影响程度。多个经济学家的研究已经指出，美国经济下降 1 个百分点对中国经济的影响大约也是 1 个百分点。因此，从上表中看出，07 年美国经济增长下降汇总平均不足一个百分点，所以中国经济受影响的程度亦不足一个百分点。对于中国经济高达 10% 的增长速度而言，0.5% 的下降仍然在市场预期和可以接受的范围之内。

最后，要关注非美主要经济体对全球经济的支撑作用和全球的流动性，一者当前日本和欧盟经济体的经济前景都比较乐观，IMF 预期欧盟明年增长仅略逊于今年的 2.5% 且应该继续加息，日本刚刚发布的工业生产数据也超出预期，加息周期才刚刚开始。这些都显示全球其他市场增长强劲，可能填补美国经济减速后

留下的空白。二者如果美国经济减速结合其巨额赤字会导致非美货币对美元更大程度的升值，这些也会显著刺激其他经济体尤其是日本、欧洲和金砖国家的消费购买能力，最后对全球经济形成需求拉动。三者世界主要的贸易顺差国家包括中国、俄罗斯、巴西、产油国和日本等，仍处在持续增加外汇储备的阶段，而全球的剩余储蓄仍将为世界市场提供很好的流动性。

总而言之，在中国资本市场更加开放和与国际接轨的今天，美国经济的冷热确实会影响到国内股市的运行，但多角度分析后我们倾向于认为：

- 美国经济在 06 年第三季度开始的这次调整可能持续的时间较短，而且幅度较小，对中国经济的影响有限。
- 这次美国经济减速对全球经济影响较小，全球流动性受到非美货币升值、剩余储蓄的影响仍将保持充足。
- 尽管美国经济数据对其股市的影响会传导到中国，但中短期内，中国市场运行将因为内生的经济增长、继续向全球其他国家出口、剩余储蓄带来的充足流动性而保持良好的独立性。

中国与印巴俄国家的经济结构差异

事实上，我们还分析了金砖四国的经济结构特征，发现中国经济可能是这四国市场中更均衡、受美国经济影响更小，因而运行独立性更强的市场。中国经济的均衡主要体现在如下几个方面：

表 4 金砖四国经济结构特征

2005 年	人口 百万	GDP 亿美元	人均 GDP 美元	贸易净额 亿美元
巴西	186.113	6704.5	3597	447
俄罗斯	143.420	3498.5	2439	1428
印度	1080.264	6419.3	594	-109
中国	1306.314	18847.8	1445	1018.8

资料来源：Bloomberg, 广发基金

- 两个人口大国中，2005 年中国人均 GDP 达 1400 美元，印度仅为 600

美元，中国比印度的消费升级特征更明显。

- 印度国家的贸易赤字说明印度国家的消费增长如果不依靠挤压投资，就只能靠举债。对于急需加强基础设施建设的印度而言，印度的消费增长潜力显然不如中国的剩余储蓄来得充裕。
- 虽然人均而言，俄罗斯和巴西比较富裕，但这两个国家人口不众。中国的庞大人口和巨大国内市场，及人均 GDP 正处在消费升级阶段的特征，决定了中国经济内部消费需求的力量更加强韧持久。
- 俄罗斯和巴西都是资源大国，经济结构相对更单一，股票市场中能源/资源和商品企业占据比较重要的位置。如果美国经济引致全球经济下降，则必将影响到当前的能源和商品价格，进而影响到这两个国家尤其是俄罗斯的贸易顺差、GDP 增长及其市场商品股票的表现。
- 中印比较而言，中印都是美国的净出口贸易伙伴，但中国向美国出口商品仍以传统的制造业产品为主，这些品种在美国消费结构中仍属于性价比较高的商品，轻微的美国消费减速不但不会影响美国民众从大卖场购买中国制造的商品，甚至可能增加购买中国商品的比重。而印度的情况与此不同，因为印度出口全球的主要商品除了农产品之外，主要为软件、医药和服务产品。

股市作为经济的晴雨表，可知中国股市的结构也更加均衡。此外中国资本市场仍没有完全开放也导致中国股市运行比其他股市相对美国市场更加独立。

中国经济增长的内生性有多强？

然而，外部有利条件之所以能够发挥作用，和经济全球化之所以成为中国经济发展的良机，皆因为中国经济增长具备了良好的内在条件和基础。中国经济增长的内生性也许难以定量计算，但极可能是唯一真正解开中国经济持续高增长之谜的线索。也因此不少研究机构开始跳出以往年复一年预测中国经济增长模型的框架，开始从不同的侧面研究增长力的根源，并取得了一定的成果。

世界银行和美国新桥资本执行合伙人单伟建之间关于中国资本回报率高低 的争论言尤在耳，部分研究机构对近年来中国工业企业的利润增长进行了统计归 因分析。分析结论归结为两点：企业毛利率下降，而企业投资回报率提升。也就

是说世界银行和单伟建各对了一半。下图是全部工业企业税前利润率的分解图：

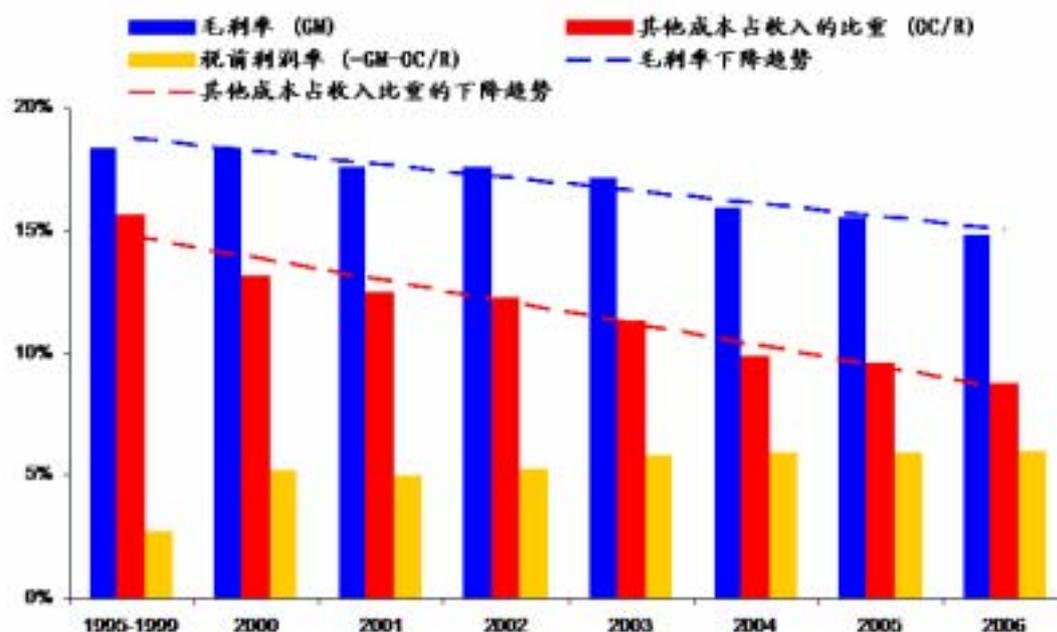


图8 分解的工业企业税前利润率

资料来源：中金公司研究部

从上图中可以看出，从2001年到2006年，规模以上工业企业的毛利率从18.4%下降到了15.6%。而同期税前利润率却从5%上升6%左右。税前利润率的上升是驱动ROE和ROA提升的主要力量（见表1）。造成毛利率和税前利润率变化差异的主要原因在于：在产能过剩和竞争加剧导致了工业企业毛利率下降的同时，除销售成本之外的其他成本增速均低于收入增速，劳动生产率的上升提高了生产效率并节省了营业、管理费用，低利率控制了还本付息等财务费用，宽松的劳动力市场条件防止了劳动力成本上升速度超过劳动生产率。

进一步的研究分析发现，全部工业行业汇总平均计算的劳动生产率的提升主要来自全要素生产率TFP和人力资本（以劳动力受教育的程度来描述）的提高，而非物质资本的积累。具体情况见下图。

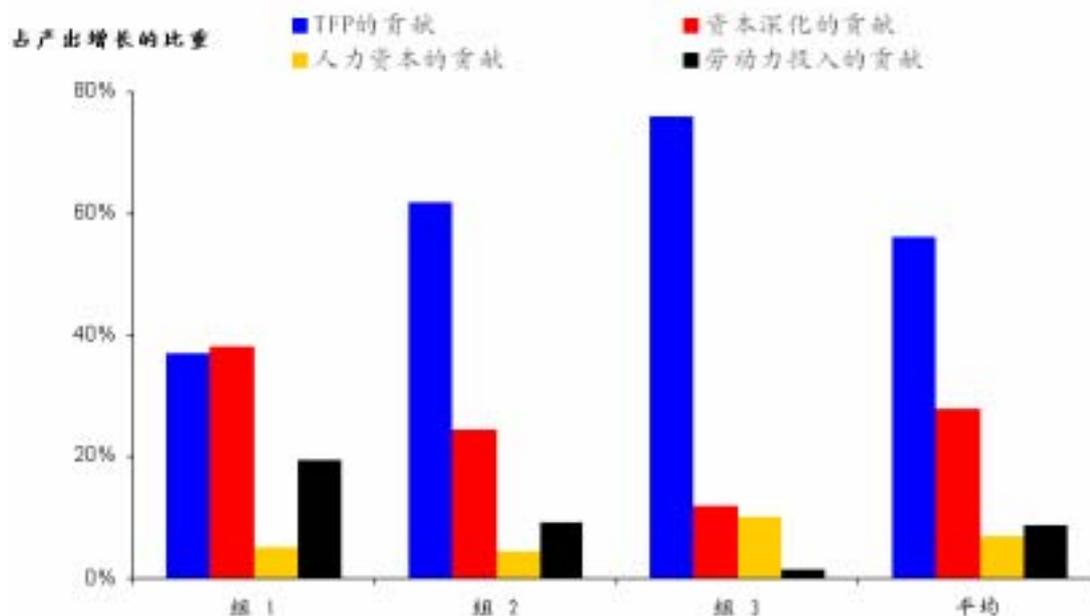


图9 各因素对工业产业增长的贡献

资料来源：中金公司研究部

基于上述分析结论，我们发现，在中国工业企业利润持续增长的背景中，全要素生产率和人力资本的提升对于企业利润增长的贡献比资本投入和新增劳动力的贡献更大。全要素生产率反映了所有不能归结为人力资本、劳动力投入、资本投入的要素对生产函数的贡献，包括市场化交易成本的降低、生产配套体系的完善、投资成本的下降、物流条件的改善、管理的完善、流程的再造等等。我们又可以把这些要素归结为社会基础设施、市场制度环境和企业经营管理水平等三大类要素。尽管其中外部冲击对内部变化起了重要的作用，但是这些要素的提升和改善显然来自于市场化改革开放以来中国经济所发生的内部变化。因此，我们认为，中国经济增长的内生性驱动力具有坚实的基础。这也说明中国工业企业利润增长的可持续性可能超过许多人的预期，中国的增长模式与那些在90年代金融危机之前快速增长的其他亚洲经济体有所不同。

经济增长的内生性结合良好的经济全球化的环境构成了中国经济持续高增长的图画。事实上，全球制造业向中国的转移在开放之初可能是受了优惠政策的

吸引，但后来却演变为跨国公司自觉地、理性的投资行为，因为中国确实具备了如下的有利条件和吸引力：

- 来自于人口红利因素的单位劳动成本的下降，这一点其他国家如越南、印度都可能具备。
- 中国教育体系完善带来的人力资本的提升，这一点印度可能具备但仍有逊色。
- 中国在改革开放之前就已经形成的门类齐全的工业基础和生产配套条件，这一点很多国家可能不具备。
- 中国幅员辽阔，自然资源相对完备，适合发展大工业，这一点很多国家不具备。
- 中国基础设施已经比较完善，法制环境相对健全，社会安定，这一点也很重要。

全球化为中国经济发展提供了良好的机遇，而中国经济增长的内生性则提高了中国经济运行的效率。这就更加强了中国经济的比较优势，促进了中国制造业的优势和出口。

如此一来，中国优势企业的出口增加了中国的外汇储备，促进了人民币的升值，并通过汇率的调节和中国企业的技术进步，推动了中国出口的产业升级。

更进一步，剩余储蓄和汇率升值还通过土地/资产重估等途径，促进了国人的财富增值，并有利于民众的消费升级。而城镇化、人口结构因素、财政转移支付等多重力量，也通过不同的作用机理，推动着社会的消费升级。从升值推进出口产业升级和消费升级的角度来说，我们更倾向于将人民币的升值看作是中国经济发展的有利条件而非不利条件。

以下是我们所勾勒的中国经济增长的大国路线图，该路线图反映了中国经济增长的驱动因素和长效作用机制。必须承认，此路线图可能仍然忽略了部分的逻辑线条，但它大概为我们提供了一幅中国经济增长的全景。

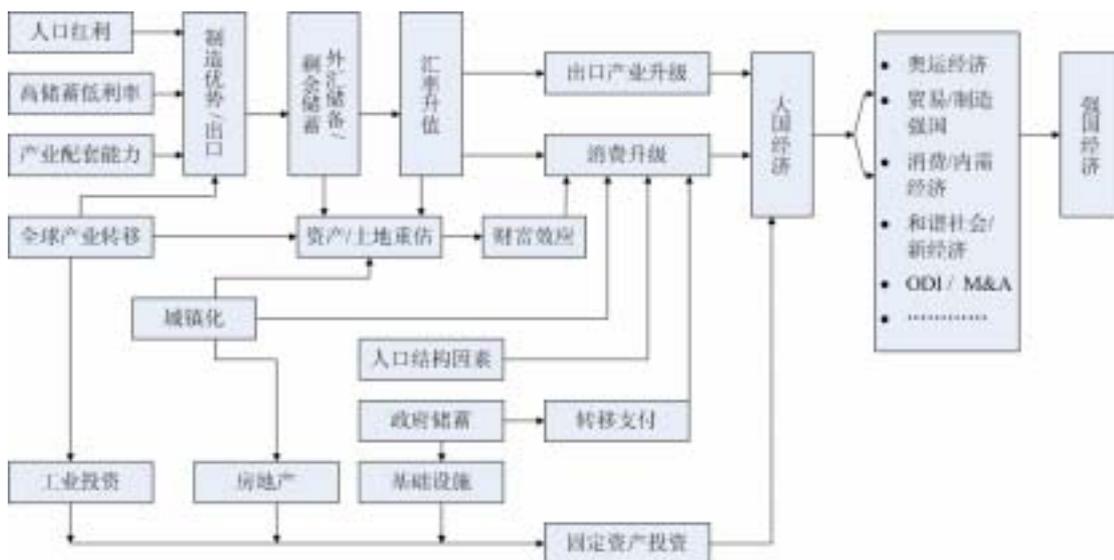


图10 中国经济增长的大国路线图

资料来源：广发基金

总之，中国经济的持续高速增长有着丰富的、多层次的、内外契合的天时、地利、人和条件。正如商务部有关官员所指，中国正处于一个半世纪以来经济安全度最高的时期。在经过了连续 27 年的近 10% 的高增长之后，中国经济仍处在高速发展的黄金时期，尽管我们不排除中国经济的速度数据可能在不远的将来被其他国家包括一些小国家所超越，但中国的增长速度本身仍将非常可观。众机构预测 2007 年中国经济增长速度在 9.5%-10.5% 区间。经济层面的主要风险在于超出预期的宏观调控、人民币过快升值、过度加息所带来的冲击。

从大国向强国出发

更重要的是，在中国国家主席提出 2007 年和未来经济增长速度坚持“好”优于“快”的策略方针之后，我们更加坚信，中国经济从大国经济向强国经济迈进的趋势已经确立。在中国经济迈进强国经济的过程中可能经历或跨越如下的结构性主题，如承办奥运、制造/贸易强国、从投资经济转向消费经济、经济增长方式的转型、和谐社会、新经济，等等。所有这些强国之路都为中国未来的经济发展增添了新的动力和新的元素，并促进中国经济向着更加均衡、可持续、环境友好、社会和谐的远方延伸。

强国首先体现在实力方面，即财力、物力和人力。前期央视热播的《大国崛起》为我们提供了很好的脚本。动态地看，中国经济发展的实力主要体现在：坚实而巩固的社会基础设施，强大的产业尤其是第二产业，强大的军事和国防力量。对此，我们分别阐释如下。

我们欣喜地看到，建设巩固而强大的社会基础设施已经成为国家十一五发展规划纲要和若干重大产业政策的重要内容。这不仅体现出政府参与经济生活的角色之转变，而且还将得到殷实国库的财政支持。这些重点基础设施建设包括：

- 依据国家十一五发展规划纲要对建设社会主义新农村的描述，发改委宏观经济司预测“十一五”农业投资保持16%的平均增速，2011年-2015年期间保持15%的平均增速，按各年平均计算的“十一五”和2011年-2015年农业投资分别为5045.8亿元和8496.5亿元。
- 依据国家十一五发展规划纲要对水资源和水利建设投资的描述，发改委宏观经济司预测“十一五”水利投资保持7.0%的平均增速，2011年-2015年期间保持4%的平均增速，按各年平均增速计算的“十一五”和2011年-2015年农业投资分别为5489.8亿元和8111.2亿元。
- 2004年1月7日经国务院批准的《中长期铁路网规划》显示，到2020年，计划全国建成超过1.2万公里的高速客运专线和约1.6万公里的其他新线，铁路营业总里程达到10万公里。
- 2005年1月发布的《国家高速公路网规划》显示，国家高速公路网采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，简称为“7918”网，总规模约8.5万公里，目前已建成2.9万公里、在建1.6万公里、待建4万公里。
- 2006年9月发布的《全国沿海港口布局规划》显示，我国将加大对水运公用基础设施建设的投资力度。到2010年，我国沿海港口将新增深水泊位639个，港口适应度接近1:1；沿海港口将新增通过能力21亿吨，为“十五”期间通过能力的80%以上，总量达到50亿吨。预计每年沿海港口投资600亿元以上。
- 依据国家电网和南方电网公司的十一五发展规划，十一五期间电网建设投资的资金将分别超过8000亿元和3000亿元，按年平均计算的投资为2400亿元。

- 能源建设项目。
- 其他重点项目。

强大的产业主要体现在工业尤其是中国的优势制造业。世界工厂不仅带领中国经济步入了工业化、重工业化的发展阶段，而且通过优质产品的出口和外汇积累建立了强大的外汇储备和企业的对外扩张能力。关于中国优势制造业的论述比比皆是，这里我们最想提示的关于中国工业尤其是制造业的产业升级。按照不少经济学家的论述，这一趋势已经确立并正在演化之中，如基础工业中的冶金、水泥、化工新材料和一般工业中的电子产品、机电产品包括部分交通运输设备、机床、工程机械、港口机械、一般机械等等。

强大的国防和军事工业则主要体现在航天、航空、武器、装备等等方面。前期国家有关部门制定的《航天白皮书》、《船舶工业中长期发展规划》、国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见都对此作出了有关规划和安排，再结合中国在过去半个多世纪以来积累的强大的军事工业基础和技术实力，预期中国的国防和军事力量仍将得到充分的发展。

强国的第二大特征是民强，即国富民强、藏富于民。英国之宪法、法国之人权、美国之自由宣言都讲述了大国的长治久安只存在于政府与各阶级民众的和谐共存之中。我们在06年策略报告中分析到我国国民经济收入的初次分配时就指出了其中的一个重要矛盾，即初次分配中劳动者报酬偏低而生产税净额偏高，国民经济收入分配存在向政府和企业倾斜的矛盾。应该说在计划经济年代和向市场经济过渡的时期，政府在布局和管理经济发展的过程中，确实需要集中资源，优先发展具有战略意义的产业。如今随着国库殷实、国家工业化进程已经达到一定的阶段，国家财政政策也存在转型的必要，适度调整和降低企业和民众税赋将成为政府之手以四两拨千斤拨动市场之手促进内需和消费的重要途径。

预期的财政政策变化可能包含三个层面：一是内外资企业所得税、营业税的调整，整体而言将有效降低企业的整体税赋。二是对计划经济体制下的基本税收规则进行调整，调整后允许企业将全部或更大比例的研发成本、实际薪酬以及实际折旧成本计入税前利润。这意味着企业所得税基数及税率均有所降低。上述调整将修正国民收入分配中对劳动力、资本、技术和风险补偿不足的问题。三是财政通过转移支付的方式，对贫困阶层特别是农村贫困人口实行直接的现金补贴。

这一系列财政改革将增加普通百姓分享经济快速增长的机会。

民强对经济的帮助不仅体现在促进消费和内需,从而构建更加均衡的经济架构方面,而且还体现在市场化的资源配置。因为我们假设企业和民众是理性的经济人,在市场有效的情况下,市场化资源配置的结果是提高效率和分散风险。简言之,随着企业和民众成为市场经济的主体,在促进消费之外,中国经济的投资体制也必将发生质的变化,增加效率的约束。

进一步而言,包括物权法在内的私权的法制保障的确立,也将有助于居民建立更稳固的心理预期和消费行为模式。从民强的角度来看,财富效应是一种不可忽视的力量。在升值、楼市上涨和股市上涨之前,任凭经济学家、政府官员和舆论如何地鼓吹消费和引导分流,居民储蓄一直是笼中之虎不敢出来。为什么?子女教育、疾病保险和养老保障固然是制约老百姓消费的重要原因,静态的储蓄和财富对消费者心理而言如同休眠账户也限制了消费的积极性;只有在财富效应的作用下,在财富增长速度而非财富本身的刺激下,居民才能真正感受到越来越有钱,从而敢于消费。所以,民富、民强将成为中国经济实现更好而快增长的重要方向和重要路径。

强国还有一个特征即具有社会自我进步的能力,如法制的进步、技术创新、制度保障、可持续的发展能力等等。就此,我们幸运地看到新一届政府制定了可行的方针。十一五规划发展纲要提出了全面落实科学发展观、坚持好而快的发展。内容包括加快转变经济增长方式,把节约资源作为基本国策,加快建设资源节约型、环境友好型社会,促进经济发展与人口、资源、环境相协调;实施科教兴国战略和人才强国战略,把增强自主创新能力作为科学技术发展的战略基点和调整产业结构、转变增长方式的中心环节;促进城乡区域协调发展,实行工业反哺农业、城市支持农村,推进社会主义新农村建设;加强和谐社会建设,千方百计扩大就业,加快发展社会事业,促进人的全面发展,保持社会安定团结;不断深化改革开放,坚持社会主义市场经济的改革方向,完善现代企业制度和现代产权制度,建立反映市场供求状况和资源稀缺程度的价格形成机制,更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用,转变政府职能,等等。

小结：支持 A 股超越的经济条件没有不利变化

回到第一篇末尾提出的问题，A 股能否持续超越其他主要国家的股市？我们仍然不能给出确定的回答。但通过本篇的分析我们确信，支撑中国股市从 2006 年 5 月份以来在全球市场脱颖而出的基本经济条件并没有发生不利变化：

- 外部经济环境中美国经济软着陆的可能性更大，对中国经济的影响也可能小于预期。
- 中国经济增长的内生性结合良好的经济全球化的环境构成了中国经济的增长路线图。通过这幅图我们清晰的发现，中国经济增长的消费驱动力、投资驱动力、出口拉动力仍然强劲，中国经济已经发展成具有相当规模和自我发展机制的大国。
- 政府有意识的政策导向、宏观调控策略的转变、财政政策的因势利导、政府与民众齐心协力打造和谐社会、追求自主创新的努力都在驱动经济增长转型，向一个可持续发展的强国迈进。

对于中国股市而言，宏观经济发展好又快、上市公司业绩增长和管治水平提高、流动性充裕、估值提升都为中国股市渲染出一幅浓墨重彩的油画。再加上机构投资者蓬勃发展，和对外开放加深与全球资本的推波助澜，2007 年 A 股走势仍将处在全球的前列。

投资策略：以战略替代策略

在历史性的机遇面前，我们需要历史性的眼光。顺应大的发展趋势，布局投资，忍受短期的磕磕绊绊和起伏波动，从长期来看也许是最有效的策略。由此，引出我们对 07 年投资策略的阐释：以战略替代策略。

以战略代替策略

切入正题之前，首先声明，我不想在此纠缠于这两个中国词语在英文中的细微差异甚至没有差异。

启动战略投资思路的出发点在于我们对经济增长前景的更长期的正面看法，它包含了两层意思，一是投资战略性品种，二是更长期的持有。乍看之下，这与我们对牛市中百花齐放、热点纷呈、时而轮换的观察不符。其实，这不过反映了

一种知易行难的困境。在牛市中，选对品种，长期持有肯定是最赚钱的策略。此策略虽然操作困难，但如果我们解决了第一个问题即战略品种的选择问题，则第二步不过是对投资者的行为和心灵的考验罢了。

战略品种的选择依赖于我们对纷繁复杂的经济现象背后的趋势的把握。避繁就简，在中国崛起人民币持续升值的大背景下，有两只“手”为我们指向了通往趋势的道路，一是政府的有形的手，一是市场的无形的手。因此，升值、产业政策和市场机制构成了07年互相勾连的三条主线索，并演化成我们寻找战略品种的重要源头。

从全球战略看升值下的中国内需

在 2005 年初我们就提出了在汇率升值和 WTO 后期非贸易品部门的投资机会，并在以后各期的投资策略均有阐释。进入 2007 年，升值主题并没有出现衰减的迹象，而是处在加速向上的过程中。尽管我们在前文中一再强调，由于生产率提高、劳动力成本持续偏低和出口产业的产业升级，升值对中国出口的竞争力影响有限，同时也指出中国经济受美国经济增长放缓的影响有限，但从全球视野来看，因为内需和消费品更多地体现了中国经济增长的内生性，中国的内需品和非贸易品仍然比中国的出口商品具有更好的投资性。

动态地看，升值还通过价格机制对中国经济资源的配置起到了调节的作用，使更多的经济资源流向内需部门。一方面是内需服务部门例如房地产市场尽享土地重估的好处，航空公司也从币值中受益，金融类股则受益于国内流动性充足、金融深化加深、金融开放甚至混业经营扩大业务发展空间等而获得了持续增长的动力。另一方面，升值后的购买力提升、土地重估后的财富效应也促进了消费者的消费欲望，尤其是财富效应即动态的财富增殖而不是静态的财富数量是真正趋使老百姓大胆消费的重要条件。可以说财富效应是启动消费观念改变的催化剂。

因此，进入 2007 年，金融、地产、消费、服务以其持续稳定增长的特性，仍占据我们的战略性投资品种的前列。

关注有形之手看产业政策和产业整合

为什么要看政府的有形的手？这里所讨论的政府调控已经和我们曾经熟悉

的“调控即紧缩”的概念有所不同。国家十一五规划纲要中已经提出了切实转变政府职能，健全国家宏观调控体系的发展目标。看看钢铁和水泥行业这两个曾经产能过剩行业的现状和投资机会，就可以发现其中的奥妙。政府之手在接受理性大脑指挥的情况下，将调控的手段从行政命令、一刀切转向了产业准入、信贷闸门控制和土地闸门控制，有力的促进了行业的整合和资源有效配置。

看有形之手主要看十一五规划纲要和重大产业政策。下表是我们整理的近年以来的相关法律、法规和产业政策。主要涉及基础工业和一般工业领域。这也说明，有形之手的作用在这个领域具有更强的作用。

表5 近年重大产业政策及涉及产业

产业整合篇	
产业政策	涉及产业
国务院关于进一步推进产能过剩行业结构调整的通知	钢铁、电解铝、电石、铁合金、焦炭、汽车
关于推进铁合金行业加快结构调整的通知	铁合金
关于加快铝工业结构调整指导意见的通知	氧化铝、原铝、铝加工
关于加快水泥工业结构调整的若干意见	水泥
水泥工业产业发展政策	水泥
关于加强电石生产企业行业准入管理工作的通知	电石
关于促进平板玻璃工业结构调整的若干意见	平板玻璃
关于加强钨锡铋行业管理的意见	钨、锡、铋
关于规范铅锌行业投资行为加快结构调整指导意见的通知	铅\锌
加快煤炭行业结构调整应对产能过剩的指导意见	煤炭
关于加快焦化行业结构调整的指导意见的通知	焦炭
钢铁产业发展政策	钢铁

资料来源：广发基金

对于产能过剩和整合的产业而言，实现产业一体化、产业整合、战略联盟的公司在产业整合的环境中无疑占据有利的地形，因此也是我们重点关注的对象。

一体化和产业整合弱化了行业周期性对行业内相关公司的影响,长期看一体化的公司必定较非一体化的周期性行业内公司享有更高的估值。一体化的公司在当前的资本品行业中太少。当经济大周期处在持续高速增长状态时,行业的周期本身也被弱化,业绩增长的均衡性和持续性也更强。当经济周期处于衰退时,一体化的公司也具有更好的抗风险能力。

表6 基础设施和重大投资

基础设施和重大投资篇			
产业规划	行业	年均投资 亿元	
		2006-2010	2011-2015
中长期铁路网规划	铁路\铁路装备	2500	
国家高速公路网规划	高速公路	1400	1000
沿海港口布局规划	沿海港口	600	
国务院关于推进天津滨海新区开发开放有关问题的意见	天津滨海新区		
十一五规划纲要之 建设社会主义新农村	新农村	5000	8500
水利和水资源	水利	5500	8100
国家电网和南方电网十一五发展规划	电网	2400	
奥运项目建设	房地产、基建		

资料来源：, 广发基金

表7 自主创新政策和涉及领域

自主创新篇	
规划政策	涉及领域
国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006年-2020年）	生物\信息\新材料\先进制造\先进能源\海洋\激光\空天技术
可再生能源法	新能源、新材料

可再生能源产业发展指导目录	新能源、新材料
国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见	装备制造业
航天白皮书	航天\航空
船舶工业中长期发展规划	船舶工业

资料来源：广发基金

在重大项目投资领域，主要关注相关的装备制造业、工程建设商中的龙头企业和垄断性运营者。如机床行业的沈阳机床、秦川发展、工程机械行业的柳工、三一；等等。

自主创新领域所涉及的行业部分与前面重合。在此，我们要关注其中的占据市场领先地位、独一无二的企业，如大族激光、中国卫星、中船集团等等。

关注无形之手看企业家和竞争战略

经济增长转型过程中，政府宏观调控的有形之手更加理性；而社会各经济层面应对一般性外来冲击、宏观调控的适应能力已经日臻发育完备，市场无形之手更加灵巧。在经济结构转型的过程中，我们更加关注经济内部的优化、微观经济主体的繁衍生息、进化变迁。换言之，我们需要改变视角，关注经济增长的质量，包括微观经济主体的增长和质变。

市场无形之手主要通过竞争来实现资源配置。同样高增长的宏观背景下微观经济主体的差异开始显现，主要体现在如下几个方面：

- 随着中国政府遵守入世承诺在进入 WTO 五年之后对外资实施全面开放，中国经济中完全垄断、寡头垄断成分的经济比重已经显著下降，竞争成为微观企业生存的常态。
- 在市场机制发育完善的环境下，随着资本市场的高速发展和融资瓶颈的消除，具有内在能力的企业与不具备能力的企业之发展速度将出现天壤之别。企业竞争战略分析成为我们研究企业生存状态和发展前景的重要手段，在某些时候甚至比财务分析更加重要。这是我们在 05 年市场环境最恶劣的情况下战略投资海螺水泥的根本原因。
- 在一个企业具备了优质发展战略的前提下，要关注企业的战略执行能力。这需要我们深入研究和高度重视企业管理团队的过往记录、管理素

质、内在动机和激励机制等因素，以调整我们对该企业的前景判断。

- 我们也高度重视那些过去管理不善、记录不良的公司因为重组、激励改变而发生的内在变化。这些公司在改善之初可能呈现出爆发性增长，但我们需要确定自身的风险承受底线，并保持高度警惕和小心求证的态度。

好的竞争战略和卓越的管理是构筑企业竞争力的重要手段。优秀的企业家可以充分利用企业的资源禀赋优势，建立高的进入壁垒；优秀的企业家也可以带领不具备先天优势的企业创新求变，实现从红海到蓝海的跨越。因此，自上而下，在关注经济结构调整和产业政策之外，我们还要自下而上地选择具有优秀企业家精神和卓越管理能力企业进行长期投资以分享企业的价值和/或成长。

不可不提的是，在企业家能力之外，我们仍会重视相关企业因为垄断包括行政垄断和自然垄断而形成的溢价能力。轻松赚钱的企业当然会吸引投资者的眼球，但行政垄断资源的市场化陨落和自然垄断的变迁可能会吞噬企业的先天优势。因此，对于这样的企业，我们一样要考察管理层的战略和执行能力、内在动机。如果具有资源禀赋的企业再结合优秀的管理层，则有可能缔造持续盈利、持续增长和回报股东的神话。

关注并购重组

并购重组是市场创造性地实现资源配置的重要途径，对此我们将保持浓厚的兴趣。

以花旗银行并购广发银行为例，假如我们有花旗银行的财务资金实力、专业管理经验和发展战略，我们也许愿意并能够为广发行的不良资产买单。然而，作为公募基金，我们的使命即与花旗不同，也不具备的相关的专业经验和同等的实力，因此，我们只能选择具有优秀企业家精神和卓越管理能力企业进行长期投资以分享企业的价值和/或成长。对于花旗入主后的广发行，如果有可能，我们会投资花旗银行的百年经验和卓越管理能力，以分享花旗重组广发行所获得效率（或称综效，Synergy）改进。

行业和个股

消费和服务(consumers and services)

- 金融、房地产

对于金融股，我们不能忽略金融股的盈利占到全市场的 40%。同时，技术和管理手段升级、规模化和网点效应、金融深化、混业经营构筑了大型金融企业的广阔增长空间，业务品种的扩张和管理效率的提升可以抵消部分银行尤其国有商业银行所面临的大企业金融脱媒的风险。至于其他的金融股也都面临着储蓄转移、投资渠道扩张、金融深化的发展机会。重要的是在经济繁荣的时期，金融深化使得金融行业的发展能够保持高于 GDP 的增长速度，因此金融股能够在业绩增长和融资之间形成一种良性的正循环。

对于房地产股，宏观调控加速了行业的洗牌和整合，也消除了未来发展的不确定性。未来土地供应收紧、土地重估都为现在掌握土地资源的优质企业提供了获取盈利增长的机会，而融资渠道的畅通更为具有品牌、规模和管理优势的企业提供了扩张和拿地的机会，具有能力的优质企业还可能享受行业整合、低成本扩张的好处。因此，房地产行业的集中度将进一步提高，而具有优质管理能力和良好战略的公司包括开发型、物业持有型、资产重估型公司都将具有投资机会。

- 消费品

食品、饮料、家电、家居用品、汽车都将直接受益于消费需求的增长，消费品的龙头公司无疑都处在非常有利的发展地位。我们坚信消费繁荣的结果必定是品牌之花的绽放。若干年前，当我们评估中国企业的品牌价值时，基本上没有人考虑企业品牌价值与企业价值之间的关系；如今，品牌价值越来越具有实际的标杆意义，并将成为投资的基准。因此，具有品牌效应而且能有效扩张产能满足市场需求、切实提升市场份额的公司将成为投资首选。其次，我们必须关注企业的发展战略，尤其关注那些从单纯的消费品制造向控制原料供应、向下游流通环节迈进的消费品公司。如通威股份、瑞贝卡、美克股份在向下游扩张；而新天国际、张裕则在向上游扩张，以图为自己的酒业王国扩张提供充足而高质量的原料供应；又如格力电器进入流通环节等等。而汽车工业中的产业延伸和整合一直是各企业的梦想，如进入发动机领域、打造自主品牌等等。

- 服务品

在服务品领域,具有良好细分市场策略和扩张能力的企业无疑更能分享经济繁荣所带来的成长性。在商业零售领域,外延扩张和内生增长主导了行业高增长的格局,连锁专业店、百货、批发市场都有着不同的故事。其中,苏宁这样的公司在延续外延扩张的同时,在提升内功、提高经营效率方面可能超出市场的预期。百货和连锁百货刚刚进入行业成长期,都具有强劲的现金流来支撑其扩张发展,其中具备异地扩张经验和管理能力输出的公司更容易分享成长的好处。

在传媒领域,中国正在成为带动全球媒体广告增长的重要力量之一,行业增长得到消费需求、技术推进和产业政策的支撑而保持在17%左右的增幅。数字化电视为已经占据垄断资源、完成布局的行业优势企业提供了盈利提升和业务转型的机会。在电信运营通讯领域,市场需求和技术是驱动产业发展的双引擎,3G牌照的发放方式与电信运营商的重组有一定关联。但无论联通是否置换出G网,及联通是否与其他公司重组,只要联通C网业务过渡到3G,成熟度最高、市场前景更广泛的WCDMA都将为联通提供一个转型和改善的机会。

在旅游休闲领域,中国的旅游业面临着奥运会、消费者收入提升闲暇增多消费意识改变、人民币升值导致购买力提升等重大的有利因素,国内外主要机构预测中国旅游业将能保持GDP左右的增长速度,而其中掌握优势资源、具有品牌和渠道优势的公司获利最丰。酒店业的发展则主要看连锁扩张业态的成长性。在交通运输领域,我们更看好与消费相关的旅客运输,包括铁路运输和航空运输。

表8 消费和服务行业推荐公司

	看战略管理、品牌、市场份额
金融	工行、招行、浦发、中信、人寿、
地产	保利、金地、金融街、万科、招商
食品饮料	茅台、张裕、老窖、伊利、
家电、家居、	海尔、格力、美的
纺织、日用品	七匹狼、瑞贝卡、上海家化
汽车	上海汽车、长安汽车、潍柴动力
医药	白药、片仔癀、国药控股、天坛生物

商业零售	苏宁、王府井、美克、小商品城、百联
传媒通讯	歌华、东方明珠、中国联通、
交通运输	上海机场、广深铁路、中国国航、赣粤高速
旅游酒店	华侨城、中青旅、桂林旅游、

资料来源：广发基金

装备制造业

2006 年国务院颁发了《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》，表示振兴装备制造业是强国富民的必由之路，明确支持装备制造业的发展。在装备制造业中，我们选投资品种时主要关注投资需求、自主创新和龙头企业。

● 工程机械

工程机械行业属于典型周期性行业，与固定资产投资高度相关。考虑到国家重大基础设施项目的建设，开始于 2006 年上半年的宏观调控可能缩短。“高铁”为今后 3 年工程机械的发展提供了良好发展机遇，预计 2007 年-2010 年与高铁建设相关的工程机械市场容量为 150-300 亿元。其中，生产旋挖钻机、混凝土设备、大吨位起重机、铲土运输机械、路面机械的公司将全面享受行业景气和成长。此外，走出去战略也为行业内公司平滑周期波动的影响提供了良机。来自南美、南亚、北非、及俄罗斯和东欧国家和地区基础设施建设正处于高峰期，对工程机械需求旺盛。因此，产品结构合理、战略先行的公司面临的机遇大于挑战。

● 机床工业

机床作为工业母机对一国制造业竞争力及国家安全的重要性毋庸置疑。作为国家振兴装备制造业的关键一环，机床业的发展已经被国家提高到一个很高的层次上。等待已久的数控机床“十一五”专项规划年底或明年初有望出台，这将大大促进整个行业的发展，并可能在研发、市场开拓和财税等多方面支持行业内龙头公司的发展。机床行业呈现出明显的周期性特征，完整的周期约 8 年。尽管全球机床行业景气处于周期性顶部，但中国机床行业以比较优势、进口替代和出口增长而获得了独特的发展空间。行业内龙头企业及数控率比较高的公司将从迅速扩大的市场份额中攫取最丰厚的利润。

● 铁路装备

当前中国铁路营业里程占世界铁路总里程6%却完成了世界铁路24%的工作量。《中长期铁路网规划》的出台和高铁项目的实施为铁路装备提供了高速发展的机会。铁路投资水平的高低直接影响铁路装备企业的盈利水平。通过对历史数据的统计分析,铁路基本建设投资金额和铁路运输设备制造业利润总额的相关系数达到0.93。由此我们可以确信“十一五”期间8250亿元的铁路基本建设投资(“十五”期间为3000亿元)将使铁路运输设备制造业的利润总额翻番。十一五期间我国铁路运输设备的需求增加两倍,主要体现在客车、货车、机车,和相关配套产品的需求。“十一五”期间9800公里高架铁路大约提供了80亿元左右的桥梁支座市场,伸缩缝、防水涂料、CA砂浆、铁路扣件和轨道减震器等公司为高铁开发的配套产品的市场容量在120亿元左右。此外,细分行业内优势公司往往都具有各自独特之处。

- 造船业

船舶工业是面向国防、航运和海洋开发的战略性产业,也是一种体现当代工业和科技水平的综合性产品。伴随着中国造船业的发展,世界造船业的中心由欧洲转向亚洲的趋势愈加明显,未来造船业的竞争将局限在亚洲。中国与当年从欧洲接力造船业的日韩一样,受益于劳动力成本的比较优势、健全的工业基础,经过多年的自我积累和技术引进,已经跻身世界造船领域的前列。同时船舶工业还是国家产业政策重点扶持的产业。《船舶工业中长期规划》明确提出“将我国建设成世界第一造船大国”的宏伟目标:到2010年,我国船舶工业整体竞争力要达到国际先进水平,三大造船基地的造船产量达到世界造船产量的20%以上,成为具有国际竞争力的现代化造船基地;到2015年占世界市场份额的35%,在吨位方面居世界第一,成为世界第一造船大国。

2006年—2015年,我国的新船需求量非常大,高达7300万载重吨。从各国主要厂家来看,造船市场将持续繁荣到2009年达到景气高峰。行业景气为行业内公司提供了高增长前景。综合分析,船价近期不会再上涨,但大幅回落的可能性也很小,其将维持在一个比较高的区域。随着原材料成本的缓和,行业内公司赢利将进一步提升,行业内龙头公司,尤其有集团支持、甚至有造船基地资产注入的公司将从中获得巨大成长空间。

- 能源电力设备

电源建设的景气周期仍在继续，火电设备高峰来临，水电设备方兴未艾。到08年全国装机总量将达到7.5亿千瓦左右，预计新增火电装机占比将下降到80%左右。08年以后电源建设的速度将趋缓，每年新增装机容量将低于6000万千瓦，同时水电、核电和可再生能源发电比例将逐步提升。因此从长远来看，水电、核电设备企业更具有长期投资价值。

“十一五”规划电网投资12500万元，年均投资增幅相对于“十五”期间增幅巨大，输变电设备发展前景持续看好。电网投资总额的40%会用于输变电设备的购置，受需求拉动影响，高端变压器、开关和电力电缆等设备市场大幅增长。2006年1-9月全国共完成电网建设与改造投资43.64亿元，投产110（66）千伏及以上线路17788.72千米，变电容量6580万千伏安。上半年投资增幅40%以上，投资绝对额将达到2000亿元以上。2007年电力设备的需求将表现为全面开花，110千伏以下电力设备的需求将会明显增加。原材料成本缓解也会提升公司盈利能力。输配电行业龙头仍是投资主旋律。

● 工程建筑

受益于06年以来国内宏观经济和固定资产投资增速的良好表现，建筑工程行业景气依旧高企，前三季度建筑业企业利润总额同比增长35.6%，依然处在高位。长期来看，城市化和新农村建设将是我国“十一五”乃至以后一段时间的发展主线，建筑行业景气将受益于此。从中期看，在“十七大”的召开、政府换届以及北京奥运会临近等多重因素的刺激下，07年固定资产投资仍将维持在较高位置，从而提升07年建筑行业景气。受益于成本下降和行业景气，行业整体效益还将处于较高增长态势，但在行业运营环境（准入门槛低、竞争无序、集中度低）等无明显改善的情况下，我们认为未来只有国有控股的大型综合类建筑公司以及管理能力强、机制灵活的优质民营建筑施工公司能享受行业快速增长的好处。特种建筑施工（专业工业工程）子行业因所服务行业（领域）景气及发展空间的不同而存在较大差异，其中的寡头垄断公司往往享受行业进入壁垒高、附加值大、行业集中度高的好处而维持较高的毛利率。

表9 工程建筑行业推荐公司

	看投资需求、自主创新和行业龙头
--	-----------------

工程机械	合力、柳工、中联、三一
机床工业	沈机、秦川发展
铁路装备	晋西车轴、北方创业、时代新材
船舶工业	广船、沪东重机、江南重工
航天航空	中国卫星、宝钛股份、西飞国际、洪都航空
运输设备	中集集团、中国重汽、宇通客车
电力能源设备	东方电机、平高电气、特变电工、国电南瑞
建筑工程	中材国际、海油工程、长江精工

资料来源：广发基金

基础材料、金属、矿产(materials \ metal \ minerals)

材料、金属、矿产工业都属于典型的周期性行业。其中，除了有色金属之外，其他的材料工业在 07 年都可能享受成本下降、毛利回升的好处。有色金属品种则基本属于资源性品种，因为多数金属品种 2007 年的均价都有可能高于 2006 年，企业盈利有望进一步提升。其中，从行业投资供应与产能利用率、需求及行业景气度等角度出发，我们更关注锌、铝和小金属品种。

在金属、矿产和材料工业中，我们最关注企业所处行业的产业整合状态，包括对上游资源的控制，对产品价格的话语权。相对其他的工业大国而言，中国地大，但资源约束严重，在 06 年策略报告中我们就提出稀缺性资源将面临价值重估和投资稀缺性资源的策略。06 年市场见证了金属、矿产和材料企业的繁荣和行业性的资源并购与整合。在周期性产能过剩时，产能利用率降低，甚至可能低到让大部分企业亏损的地步，只有控制资源、具备资源整合能力、规模效应的企业才能维持一定的毛利而避免亏损；当行业情况好转时，也只有这样的企业受益的程度最高。钢铁、水泥、造纸、铝行业都为我们提供了这样的范例。我们只需要坚持价值投资的理念即可。

表 10 基础材料、金属、矿产推荐公司

	看资源整合、规模效应
铝	中铝\南山铝业\阳之光
钢铁	宝钢\武钢\鞍钢\济钢
铁合金	鄂尔多斯
水泥	海螺\冀东水泥\双马
玻璃	福耀玻璃\深南玻
建材	海螺型材、吉林森工
钨、锡、锑	锡业\中钨\厦钨\贵研铂业
铅\锌	中金岭南\弛宏锌锗
煤炭	潞安环能\兰花科创\
焦炭	山西焦化\
化肥	盐湖钾肥\中信国安 \ 云天化
石化	中石化
化工	烟台万华、星新材料、新安股份、华鲁恒升
造纸	华泰、岳阳纸业

资料来源：广发基金

信息技术、新材料、新能源、新经济

● 电信设备

拉动设备市场走强的最终动力仍然在于国家对于电信的固定资产投资。随着 3G 破题临近，重点关注行业内具有较高技术水平和盈利能力的公司。在 3G 建设初期，预计收益最多的仍然是核心网和接入网相关设备供应商，而传输网方面，电信、网通、联通在 2G 时代已经有了比较丰富的资源储备，且联通的 CDMA 1X 升级到 CDMA2000 主要为软件升级，因此相关设备需求并不会有突破性增长；建设中期，系统集成和业务网管企业开始发挥作用；因此，从个股来看，2007 年的投资应该以 3G 产业链利润流向为主线。

● 电子元器件

中国已经成为全球信息产品最重要的生产基地和主要市场之一，随着电子产

业链不断完善和产业集群效应加速显现，中国电子业的产业环境逐步改善。而国家“十一五”规划和“国家中长期科技发展规划”又对国内企业的自主创新能力提出了要求和方向。因此，产能转移的“中国故事”和企业的“自主创新”成为未来一年的重点投资指导思路。

- 新材料、新能源

国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006年—2020年）对八大领域包括生物\信息\新材料\先进制造\先进能源\海洋\激光\空天技术的技术发展目标都做出了一定的规划。未来出台的产业政策或执行细则还有可能对相关的产业领域给出特定的扶持措施，技术的积累与突破可能会带来爆发性的增长。因此，对这个领域内的企业，我们既要避免风险投资，又要积极参与。

- 新经济

我们所关注的新经济既包括全新的产业，也包括旧产业的新模式。国家十一五规划提出了建设资源节约、环境友好社会的发展目标，并将有关的目标和任务分解到了各个政府职能部门规划落实。新的产业如网上交易，垃圾发电、旧产业的新模式如虚拟化生产的制造业。更多的新经济还可能出现在网络信息通讯技术发展所带来的新的生活方式、新能源、新材料等技术变革后打来的产业变革之中。

表 11 信息技术、新材料、新能源、新经济推荐公司

	看产业政策、自主创新、技术成熟度
通讯/激光设备	中兴通讯、大族激光
软件	华胜天成、用友软件
电子元器件	生益科技、华微电子、长电科技
新材料	安泰科技、中科三环、稀土高科
新能源	丰原生化、天威保变
网络股	网盛科技、
新经济	宏盛科技
环境产业	合佳资源

资料来源：广发基金

新股投资、并购重组与金融创新

开篇我们曾分析到，投资者在 2006 年 6 月份开始重发新股以来，以收盘价积极投资首日上市的新股，不到半年的收益率更可以达到 43%，且这种收益兑现的时间可能较短。因此，牛市中新股投资也不失为一个有效的投资策略。

并购重组是市场创造性地实现资源配置的重要途径。投资此类股票我们坚持获取公开信息、确保安全边界、有效控制风险的原则。

金融创新通常都有利于改善市场流动性、增强市场有效性。股指期货既是交易制度的创新、也是市场深度的拓展。从有效市场的角度来看，将提高证券价格对于基本面与政策面影响的信息效率。从长远来看，沪深300指数期货不会对中国证券现货市场产生不可预期的扰动。从短期看，仍然可能对现货市场产生一定的影响。作为机构投资者，可以利用股指期货对现有头寸进行套期保值、利用期货市场与现货市场定价的偏离进行无风险套利，乃至在期货市场进行适度的资产配置。