

海富通基金管理有限公司



2006年12月



海富通基金投资策略双月刊

市场资金充裕，企业盈利向好

海富通基金管理有限公司

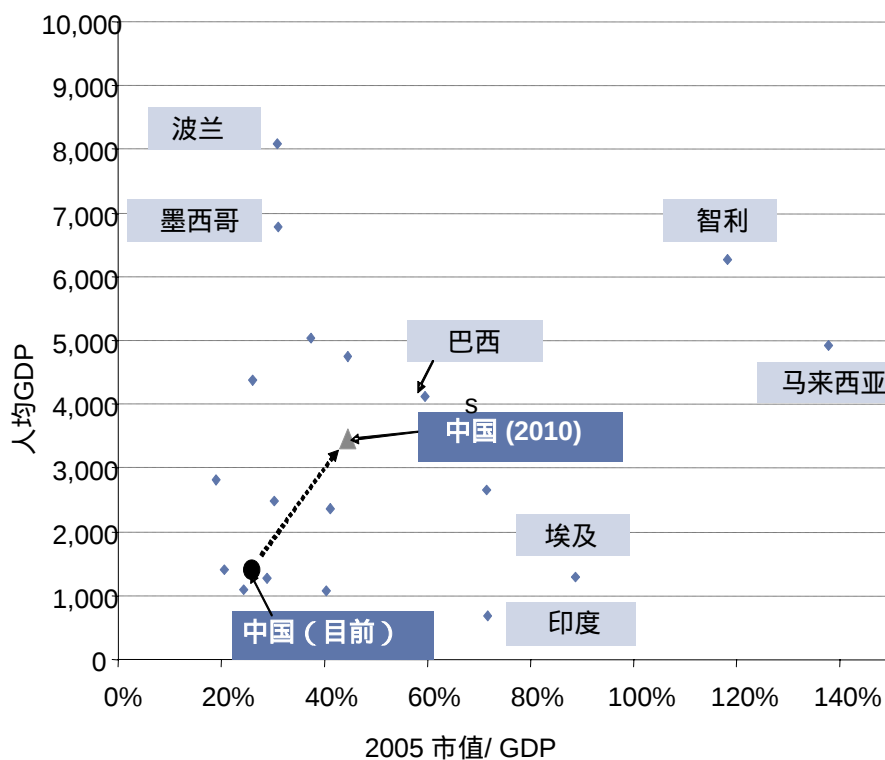
2006年12月



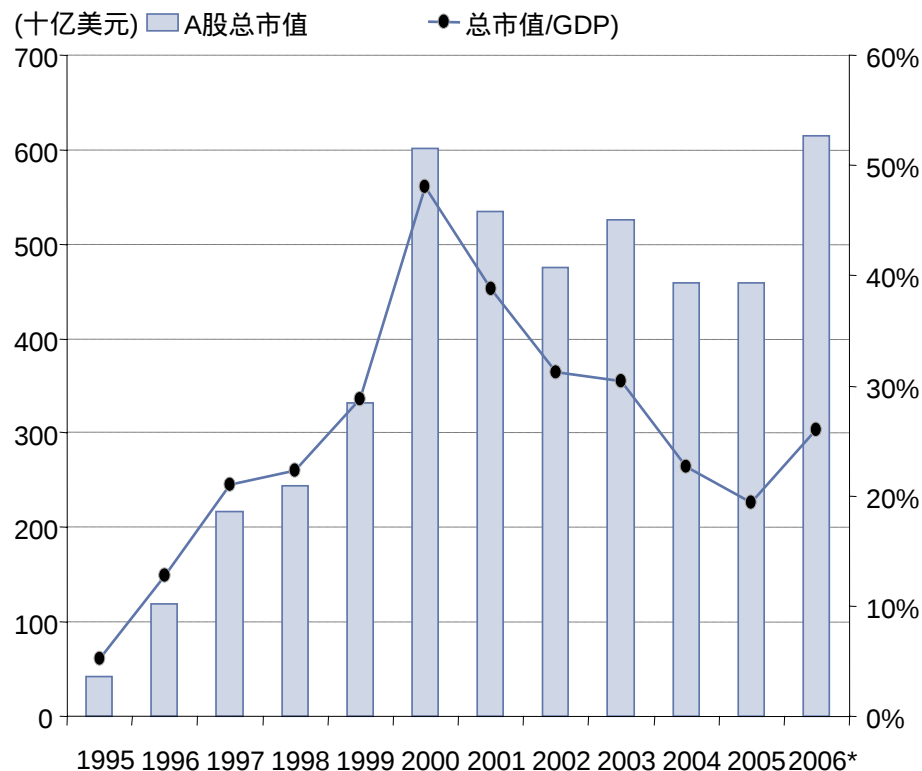
2000点——中国资本市场大发展的序幕

- 中国股票市场的股票市值比GDP指标不仅在新兴市场中处于低端，甚至还低于6年前的水平。
- 相对于排名全球第四的中国经济总量而言，目前A股市场总市值显得规模太小，发展空间巨大。

A股市值/GDP较其他发展中国家低



A股市值/GDP就历史而言也位于低端





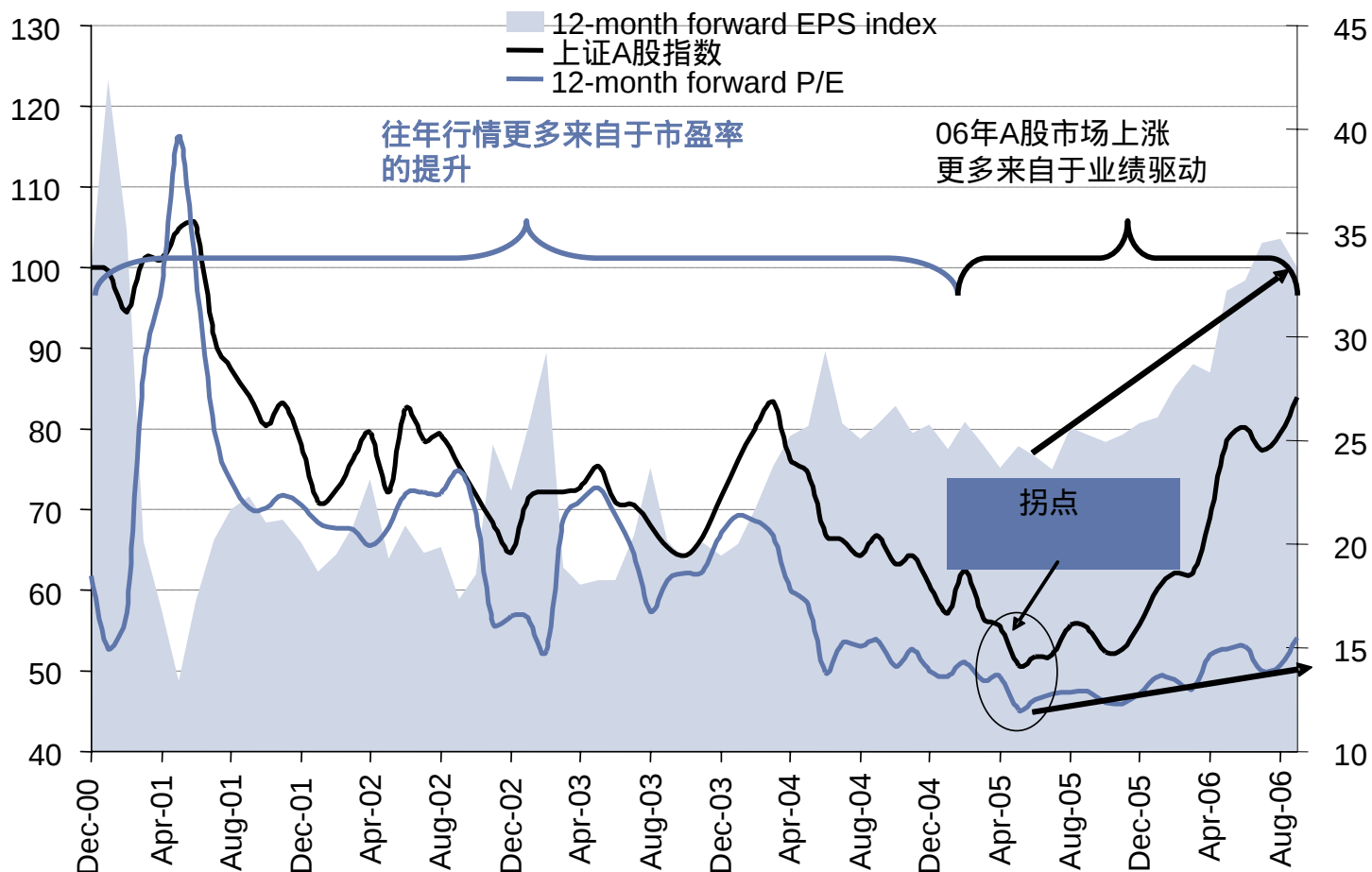
2007年的A股市场前景依然乐观

- 尽管06年中国A股市场上涨惊人，位居全球各市场涨幅第一，但得益于业绩大幅反转，整体市场估值仍处于合理区域，在充沛的资金推动下依然具备继续上涨的动力
 - 更为稳健和可持续的经济及企业盈利增长
 - 低利率的市场环境和充沛的外围资金
 - 人民币升值提升中国相关资产价值
 - 低于历史平均和海外市场平均的估值水平
 - 市场制度和市场结构改革提升A股市场投资价值
- 看好消费升级（品牌消费、现代服务业），产业结构升级（装备制造、军工、TMT），人民币升值（银行、地产），以及资产注入与重组，所得税并轨、奥运经济等主题



更为稳健和可持续的经济增长—— 市场上升的动力来自制度变革和基本面好转

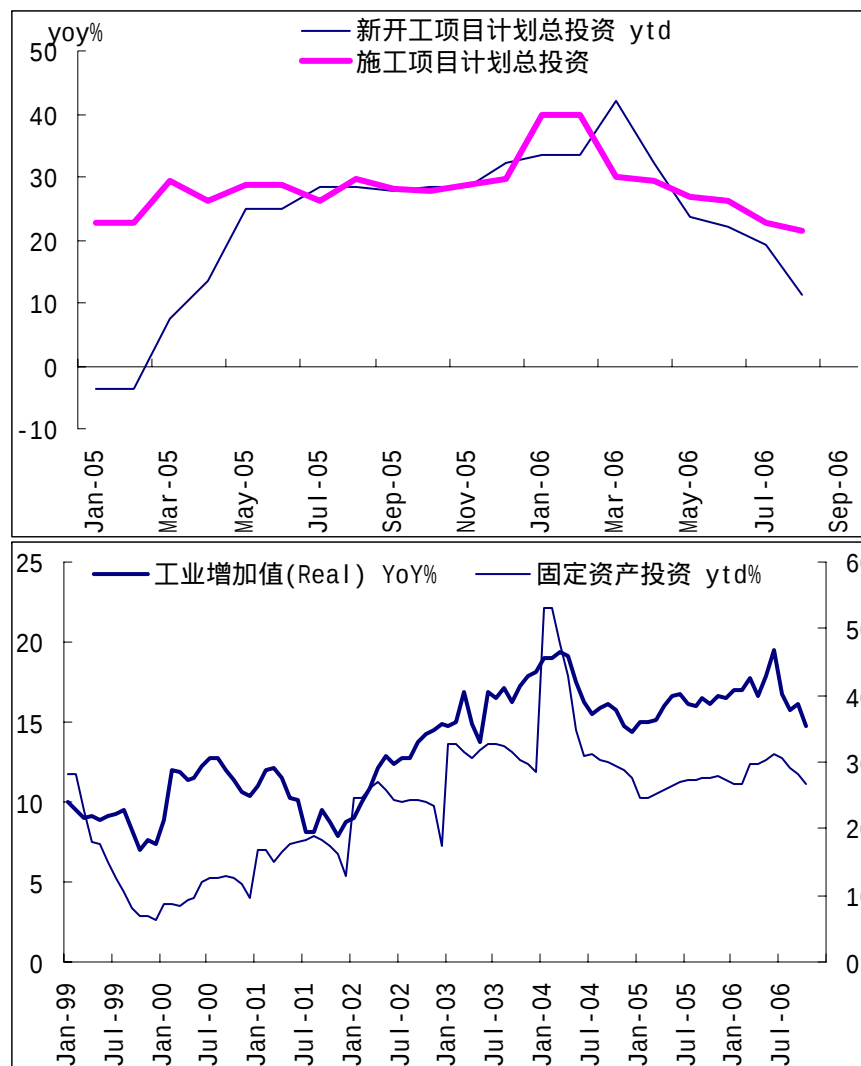
- 今年股市上涨的主要驱动力来自于宏观经济高速增长、股权分置改革和上市公司整体业绩大幅反转。尽管上证指数踏上2000点，但预期市盈率指数仍处于历史低位，目前市场从整体上看非常健康。





更为稳健和可持续的经济增长—— 固定资产投资增速下滑，但前景仍然光明

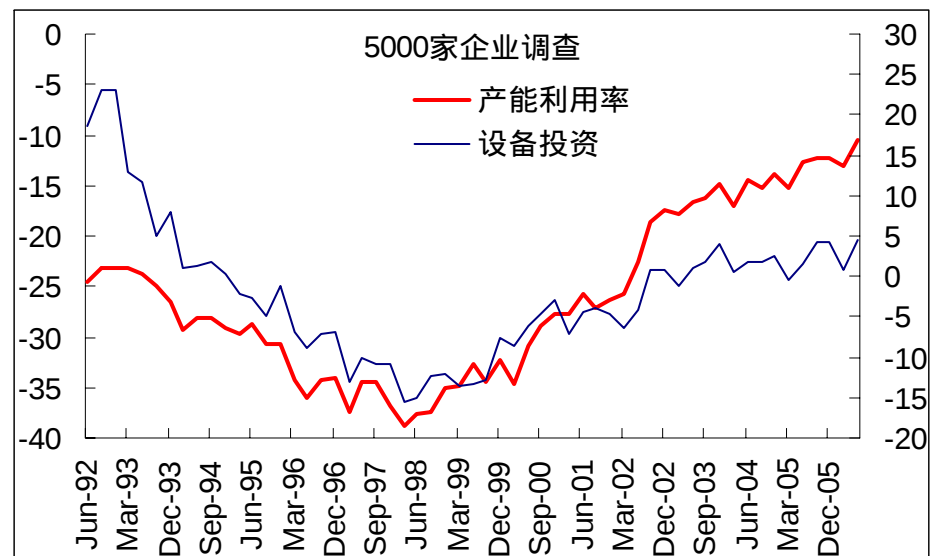
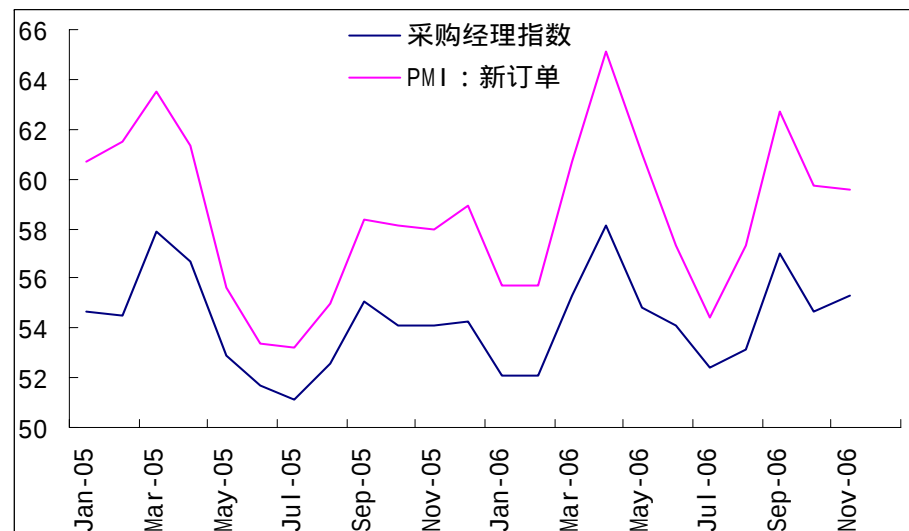
- 今年下半年以来，在中央强有力的行政调控和货币政策调控下，固定资产投资和工业增加值增长率数据逐月下降，其中固定资产投资增速在10月份创下2003年以来新低
- 我们认为，目前中国经济的状况是近几年来最好的。今年以来，我们多次指出，中国在本轮经济景气中的调控手法与八九十年代时期有明显不同，手法比较温和，调控可能是一种常态，但经济景气却更有可能维持快速稳定的增长
- 另一方面，从仍然保持上升势头的工业企业利润增速、国内消费和外贸顺差数据分析，FAI和VAI的大幅下滑其中有相当大的水份。它在一定程度上只是地方政府应对中央行政调控的一种技术性策略
- 展望明年，伴随着中央投资和房地产投资的继续加速、新一届政府的投资热情的兴起、以及公共领域和节能环保领域投资力度的加大，加上国有银行完成上市任务后的放贷冲动，投资在明年将不太可能会成为拖累经济增长的主要因素





更为稳健和可持续的经济增长—— 旺盛的企业资本开支需求和经济先行指标

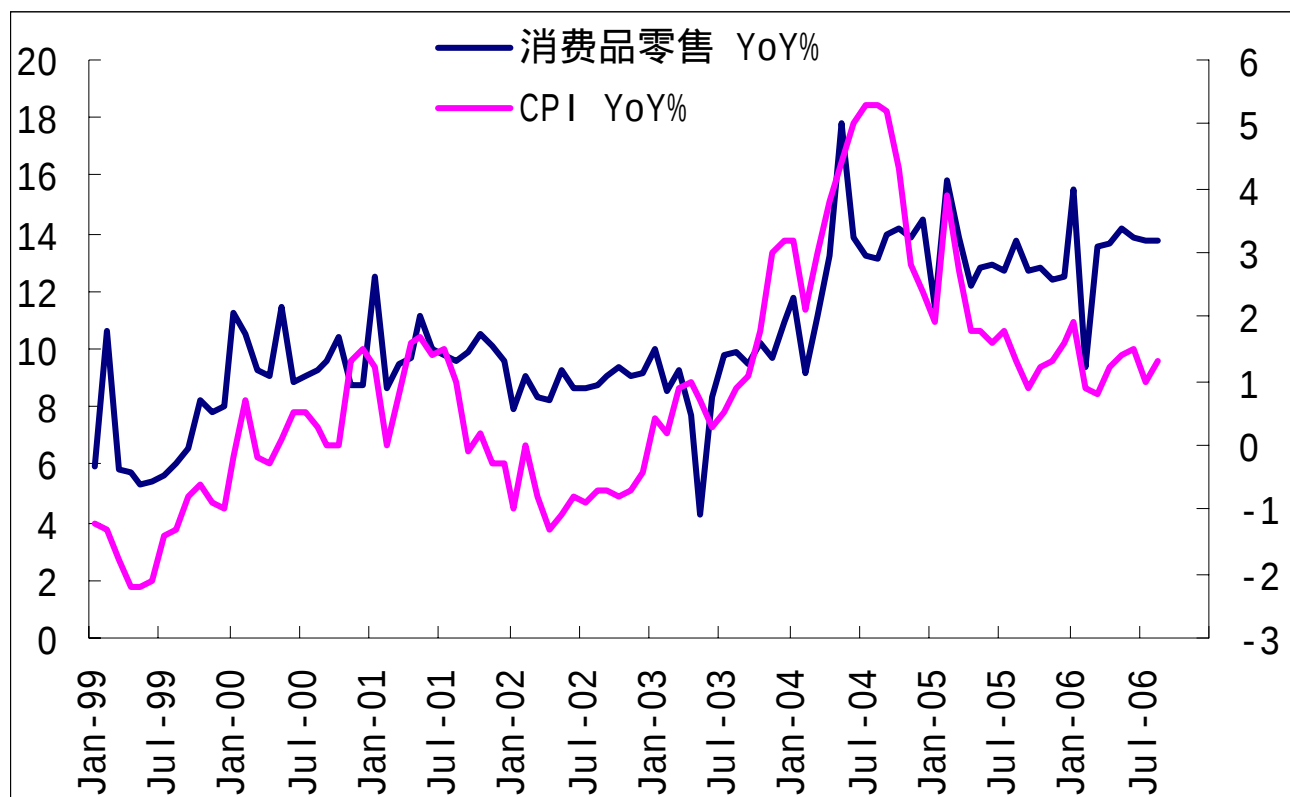
- 从制造业采购经理指数和工业企业产能利用率调查结果分析，中国经济的投资景气难以回落
- 国家统计局从去年开始新编制的国际通用景气先行综合指标——制造业采购经理指数。这个指数一直保持强势，表明经济仍处于上升趋势（注：PMI超过50即表明经济活动处于扩张状态）
- 其他权威部门的调查结果也从另一个角度表明了这一点。产能利用率处于历史高位，设备投资需求方兴未艾。被压抑了近十年之久的中国企业，无论从那方面看其资本开支需求仍然没有完全得到满足。





更为稳健和可持续的经济增长—— 持续走强的居民消费：收入增长与财富效应

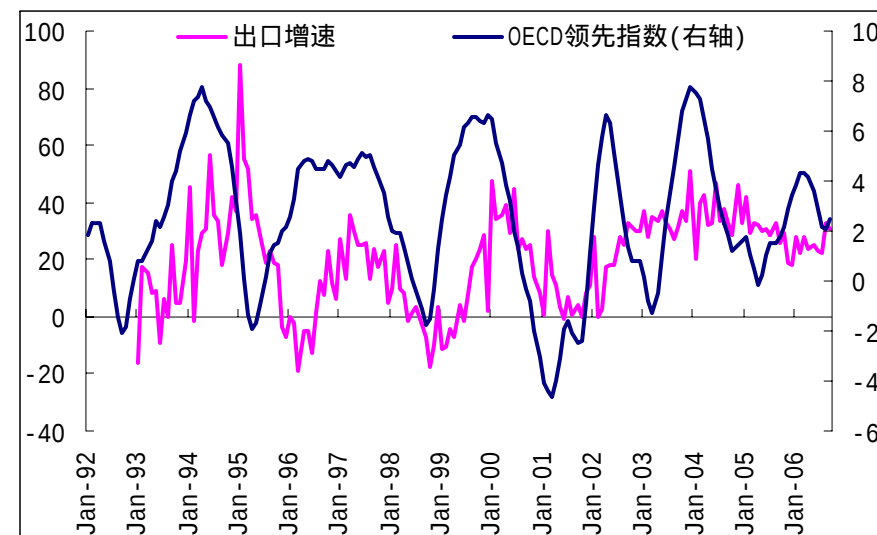
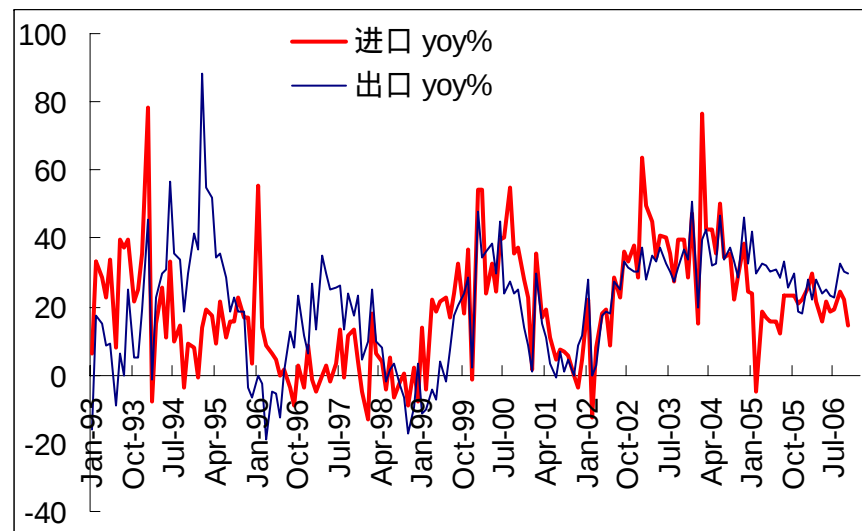
- 消费是国民经济增长最主要的推动力，而新一轮的城市和农村消费升级更令2006年的消费增创下了1997年以来的新高
- 伴随着居民收入的持续增长，消费将继续成为明年经济增长的最主要稳定器；而来自股票市场持续回升所带来的财富效应更有可能使明年的消费增速超出市场预期





更为稳健和可持续的经济增长—— OECD指标仍比较健康，中国对外贸易逐步走稳

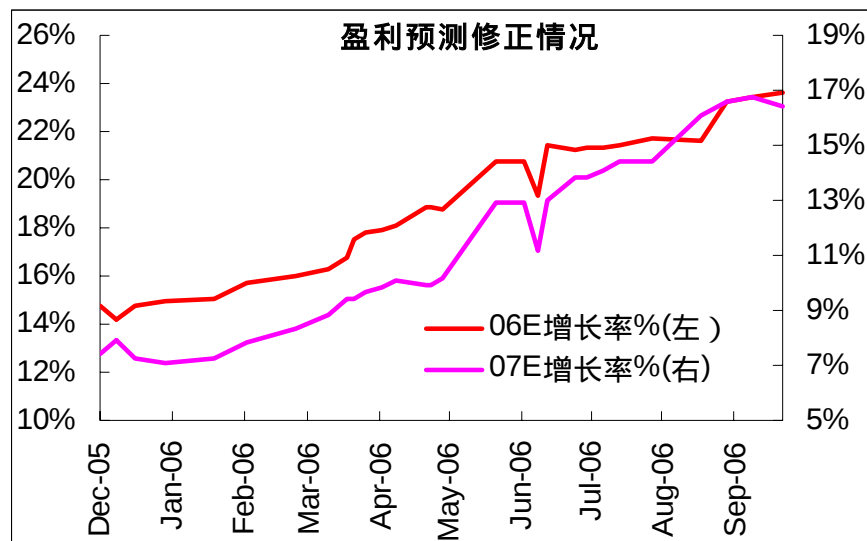
- 我们一直认为，尽管未来全球经济增长可能会有所放缓，但经济景气总体上仍处于上升阶段。从最近几个月的OECD领先指标和美国制造业活动分析，我们认为，这种观点仍然是经得起时间考验的，我们相信全球经济发生衰退的可能性不大
- 美国经济在06年下半年已经开始放缓，但经济下滑幅度仍在可接受的范围内，也好于经济学家们的悲观预期
- “中国制造”的全球竞争力正在逐步获得全面的认可，出口市场结构和产品结构不断优化。在人民币小幅持续升值的预期下，我们相信中国的进出口贸易在未来几年中将有望继续保持较快的增长，大幅下滑的可能性不大。





可能继续超出预期的盈利增长—— 盈利增长回升已经开始形成共识

- 今年前三季度上市公司盈利能力有明显回升的趋势。券商主要股票池（300家左右，剔除了新股和中石化、宝钢、鞍钢）盈利增长在今年一季度见底，二季度回升，上半年总体增长6%，三季度增速则超过了20%。
- 从我们目前跟踪的情况看，分析师对上市公司的盈利预期仍然非常乐观，特别是三季报出台后，分析师上调盈利预测的热情进一步上升。我们预计，海富通重点股票池06E增长率为30%，07E可能超过20%。
- 分析师预测将会在06-08年保持快速增长势头的行业主要有：建材，化工，机械，信息设备，电子元器件，医药，食品，商业，房地产，金融



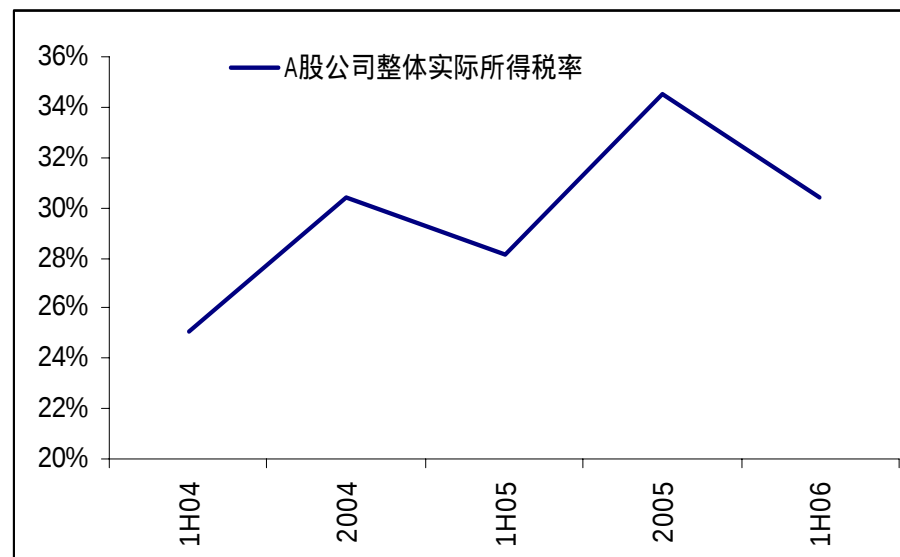
沪深300成份股盈利的市场一致预期

预测时间	06年净利润增速	07年净利润增速	08年净利润增速
9月29日	24.99%	21.56%	19.31%
10月17日	25.23%	21.30%	18.88%
10月23日	26.58%	21.45%	19.01%
11月10日	31.42%	24.01%	19.01%



可能继续超出预期的盈利增长—— 制度变革效应和税制改革减负

- 股权分置改革和管理层激励机制的完成，市值考核机制的逐步引入，使大股东、小股东和管理层的利益趋于一致。这将有利于A股上市公司减少利润漏出，让上市公司恢复本来的盈利面貌；
- 同时亦易于产生更多“价值注入”的故事，通过注入优质资产或整体上市，以可观的净利润在证券市场上放大为更可观的市值。
- 新会计准则的出台和实施是另一个有望在07年变为现在的业绩提升故事。
- A股公司的实际所得税率在过去几年中不断上升，平均税负达到甚至超过30%，一旦实现所得税并轨，所得税率一旦下降到25%，可能提升整体业绩达9%以上。



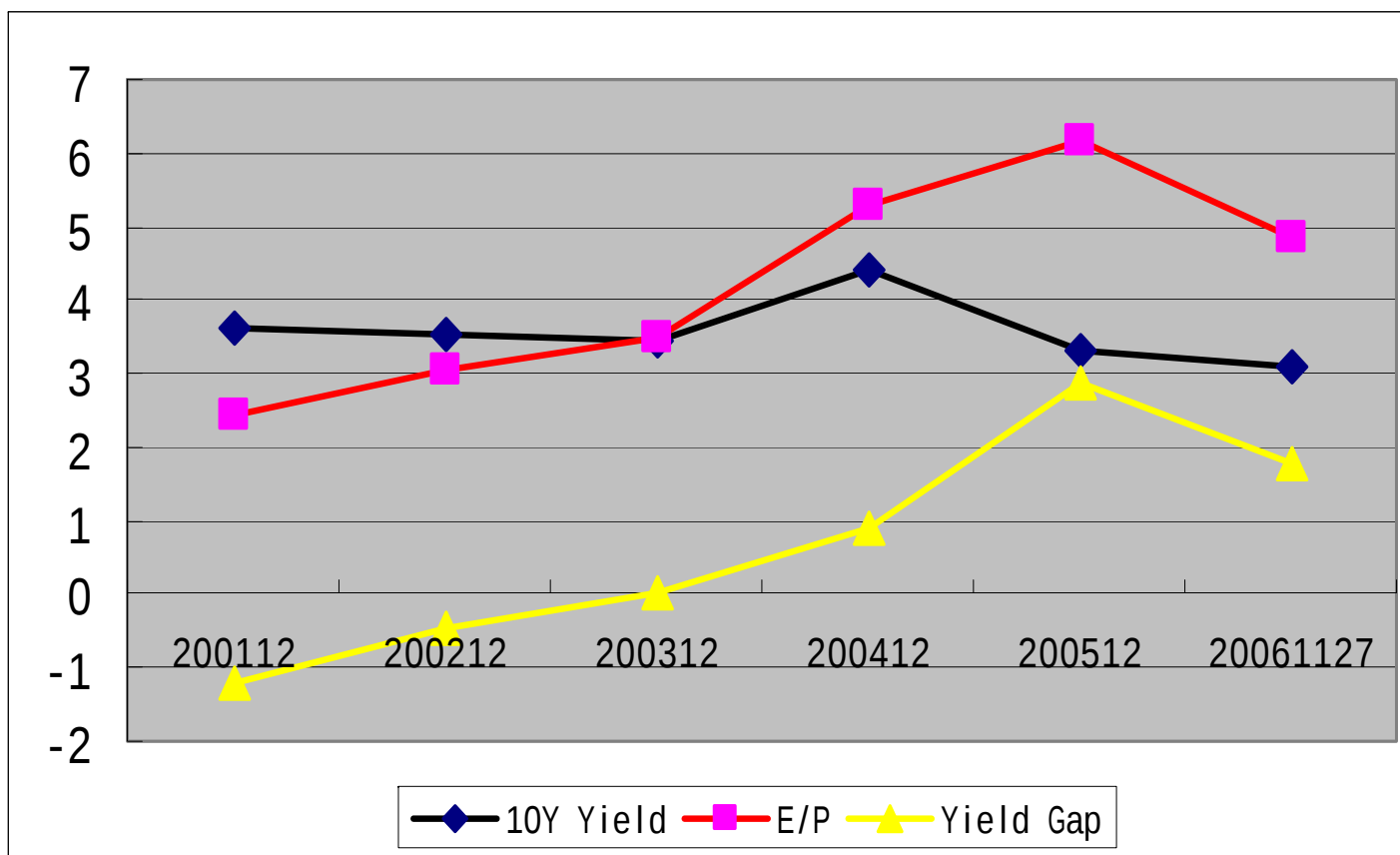
二级行业	05年报	税率下降幅度（并轨到25%）	二级行业	05年报	税率下降幅度（并轨到25%）
银行	39.4%	14.4%	纺织	22.1%	-2.9%
饮料制造	34.4%	9.4%	中药	21.1%	-3.9%
煤炭开采	31.7%	6.7%	造纸	20.7%	-4.3%
通信运营	31.6%	6.6%	化工新材料	20.4%	-4.6%
零售	31.3%	6.3%	化学制品	19.5%	-5.5%
化学原料	31.1%	6.1%	有色金属	19.4%	-5.6%
石油化工	30.3%	5.3%	计算机设备	18.2%	-6.8%
化学纤维	29.8%	4.8%	机场	17.0%	-8.0%
房地产开发	29.4%	4.4%	港口	16.9%	-8.1%
钢铁	27.8%	2.8%	元件	15.3%	-9.7%
路桥	26.7%	1.7%	计算机应用	15.2%	-9.8%
整体	25.9%	0.9%	电气设备	14.8%	-10.2%
园区开发	23.5%	-1.5%	专用设备	14.2%	-10.8%
化学制药	23.4%	-1.6%	汽车整车	13.3%	-11.7%
食品制造	23.1%	-1.9%	证券	12.9%	-12.1%
航空运输	22.8%	-2.2%	通信设备	12.1%	-12.9%
真空器件	22.7%	-2.3%	集成电路	11.7%	-13.3%
传媒	22.4%	-2.6%	种植业	4.9%	-20.1%
服装	22.3%	-2.7%	林业	4.5%	-20.5%
电力	22.2%	-2.8%			

资料来源：申银万国证券研究所



低利率与流动性泛滥—— 股票的吸引力明显高于债券和房地产

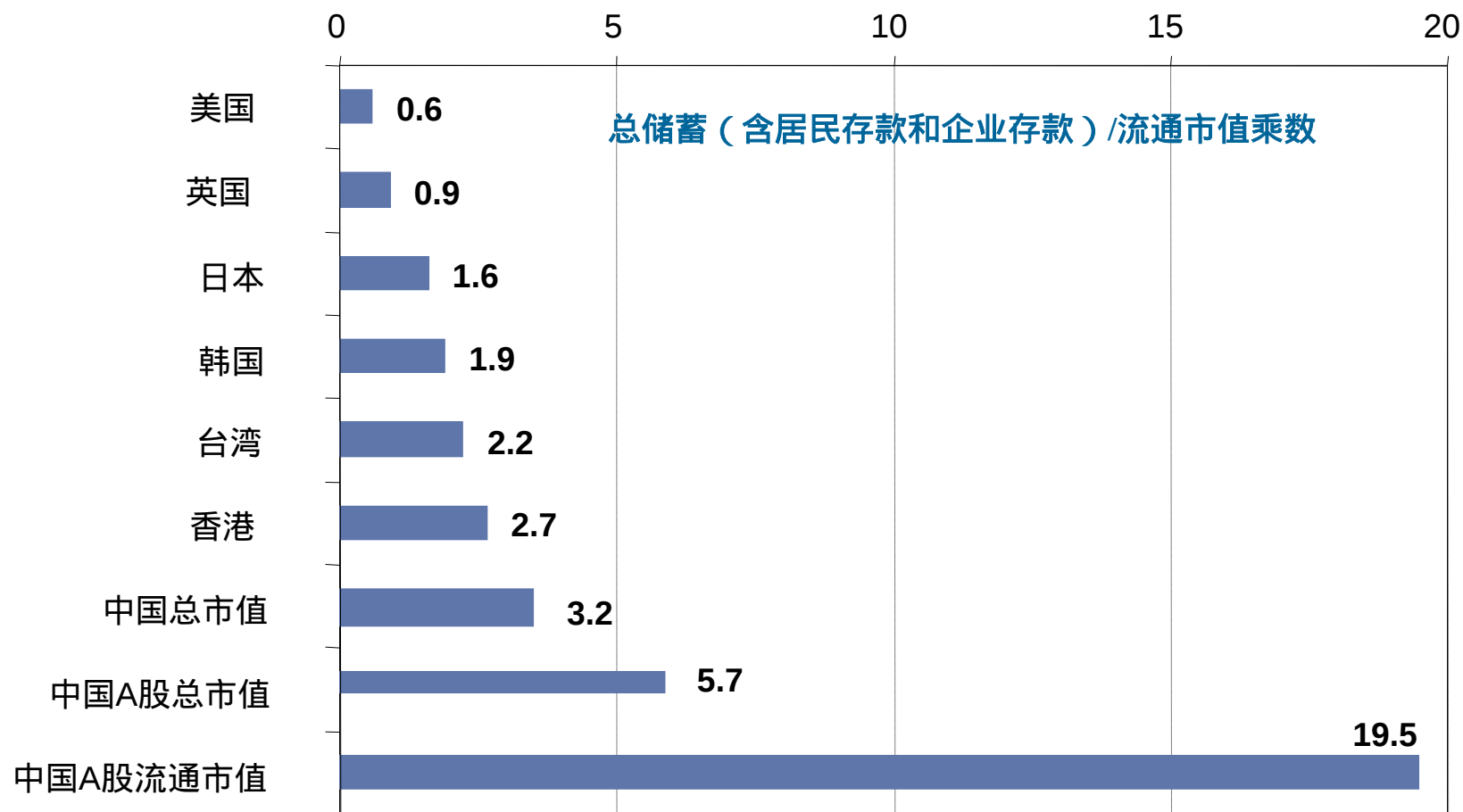
- 换一个角度看，A股市场相对于债券市场和房地产市场的吸引力也是显而易见的
- 目前市场的债券到期收益率在3%左右，仅能抵消通货膨胀带来的通货贬值影响





低利率与流动性泛滥—— 2000点是阶段性高点，更是新的起点

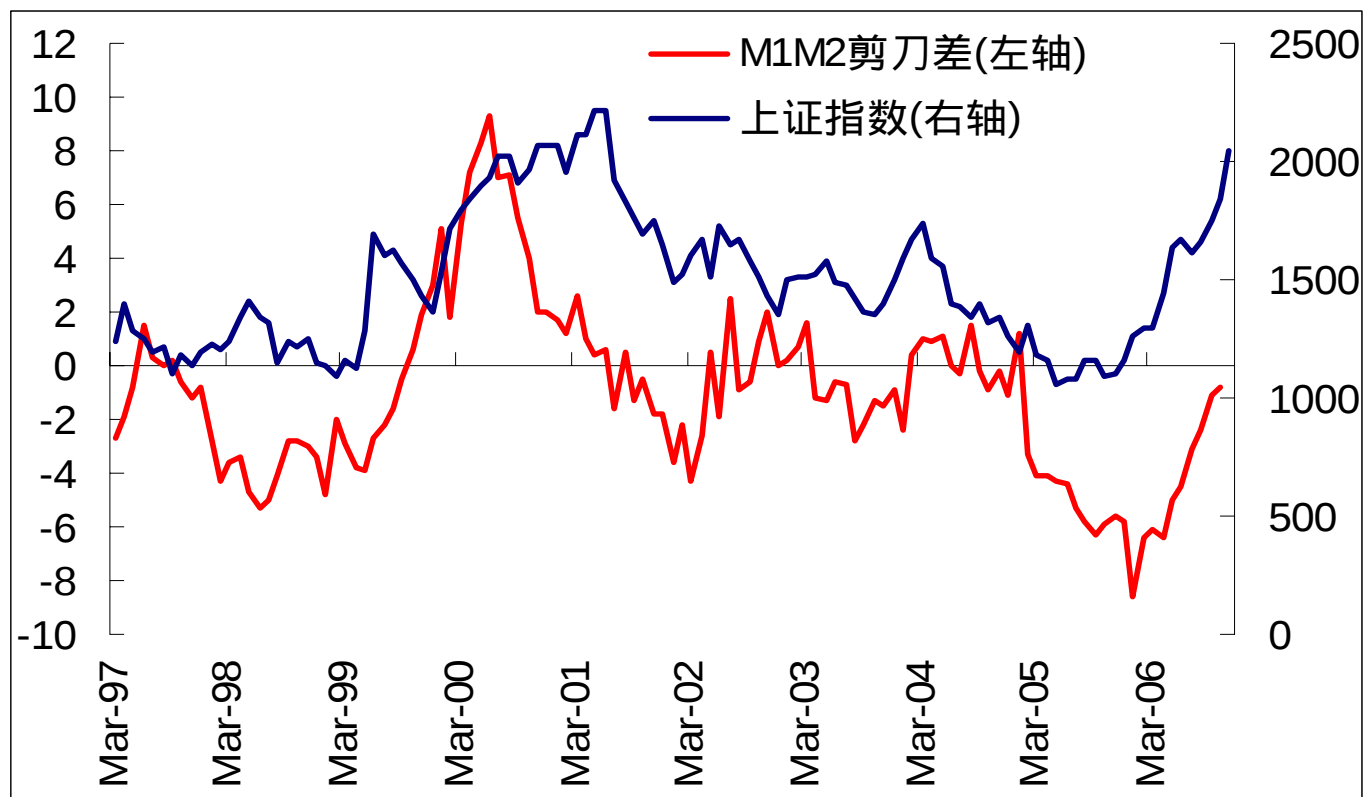
- 股票和股票型资产（如基金）正在逐步成为居民的重要理财工具，现实的需求已经成为推动A股市场大发展的基础性力量。





低利率与流动性泛滥——

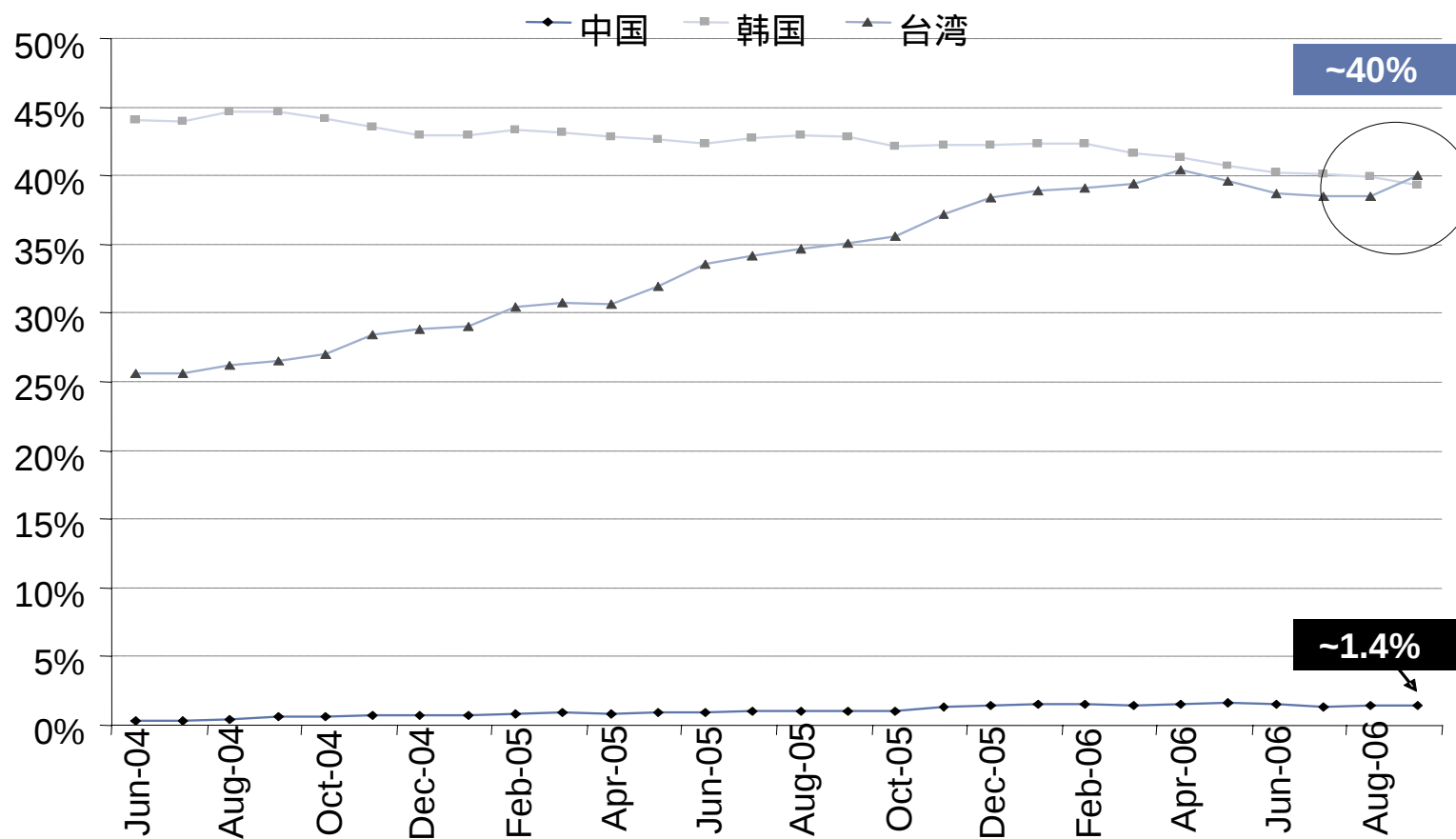
外围资金供给与股指表现存在着一定的正向联系





低利率与流动性泛滥—— 外资的推动也不可忽视

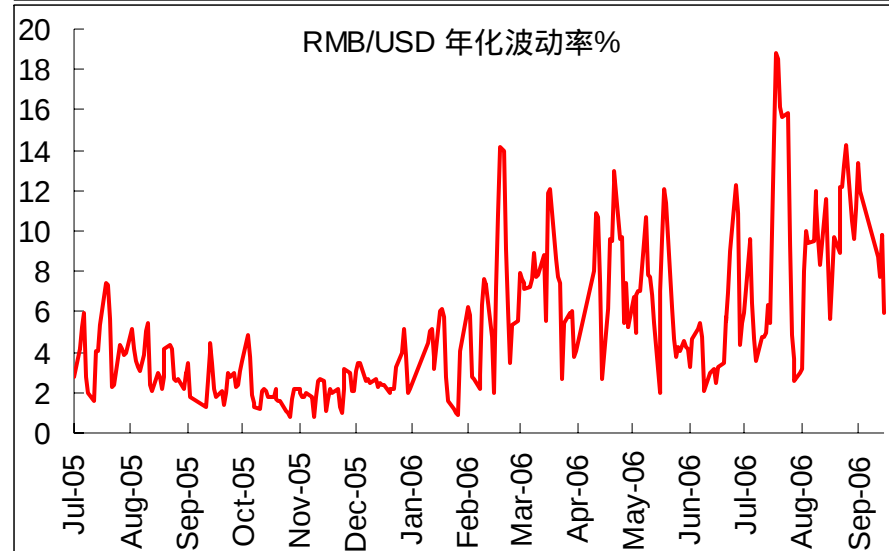
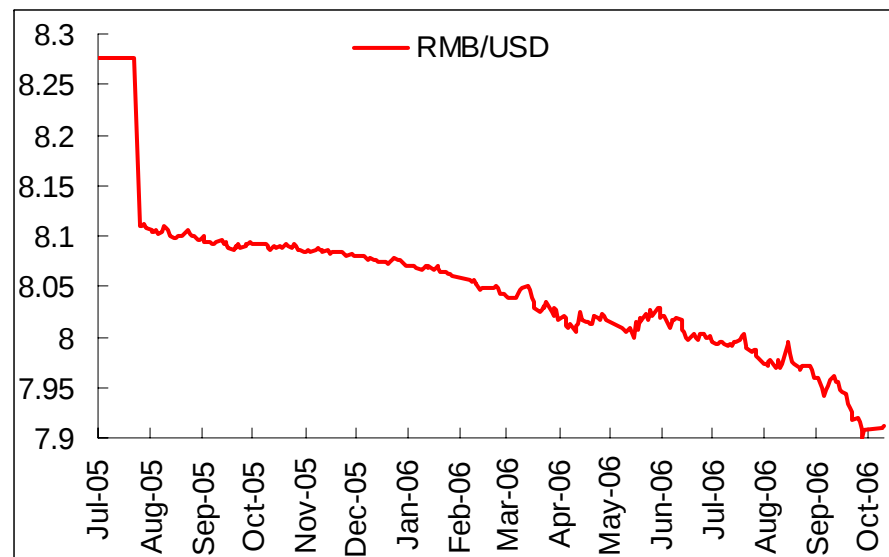
- 相对于台湾和韩国，目前中国A股的外资参与程度还很低。从新兴市场的发展经验和外资对A股的潜在需求看，A股市场将有望逐步发展成为亚太区的主要资本市场之一。这将成为推动A股市场发展的另一支重要力量。





人民币升值“长期有效”—— 升值速度已经适度加快

- 人民币汇率的波动幅度在今年逐步地加大，日波幅从万分之几扩大到了现在千分之几。伴随着人民币持续的小幅“爬行”升值，市场对长期升值趋势逐步形成共识
- 自8月份以来人民币升值速度明显加快，七月份突破8.0RMB/USD, 十月份突破7.9, 十二月初已经开始冲击7.8大关（这是港元/美元的长期盯住目标）。人民币和港元之间的汇率比价可能很快会出现倒挂。
- 但是，我们并不认为人民币升值会无限制地加快升值速度。我们仍然认为，为了打击汇率投机，升值过程将是在不断反复的双向波动过程中完成的，年升值幅度大约在3-5%
- 人民币升值对实体经济影响有限，而与此同时，它所带来的持续的资金流入对资本市场构成长期利好，金融、地产、航空等行业则是这个过程中的主要受益者





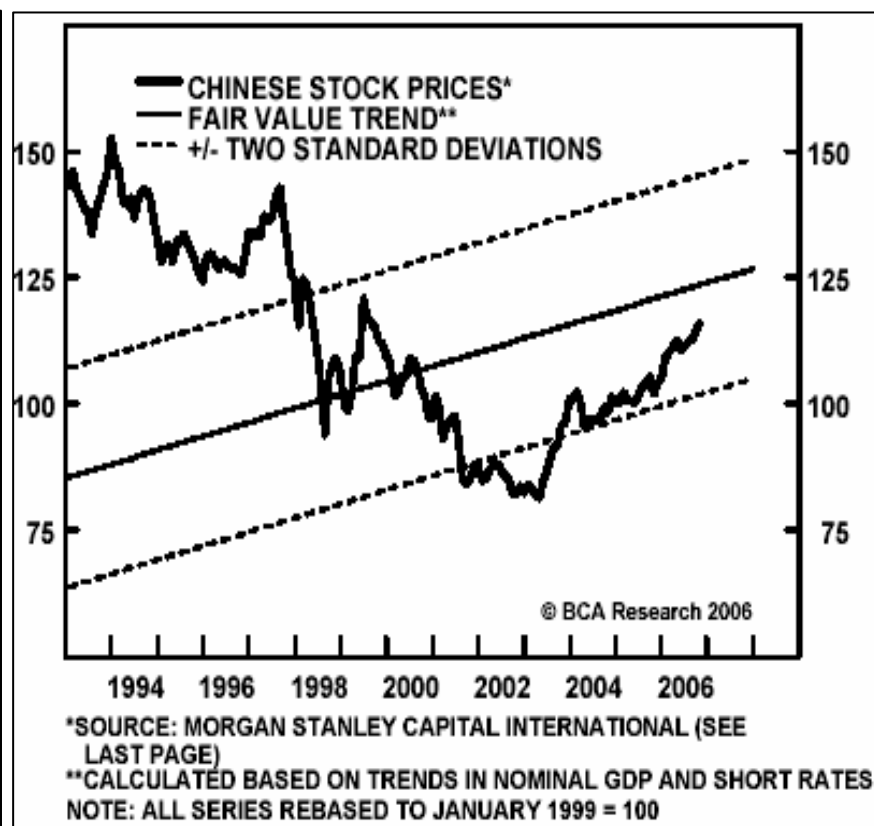
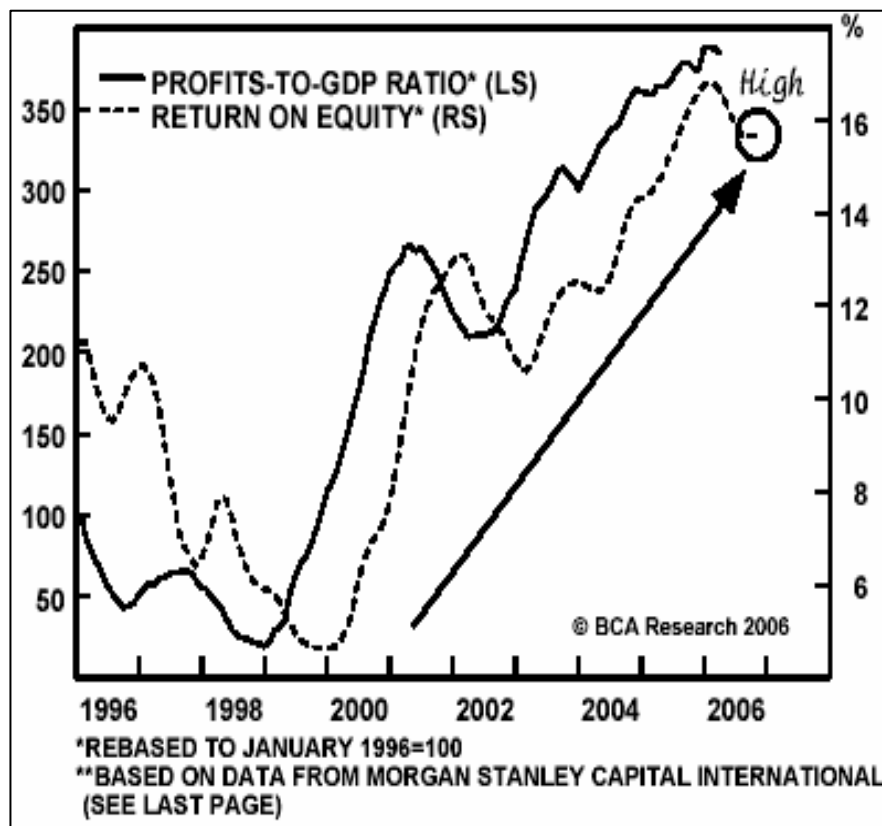
制度创新提升市场吸引力和市场价值

- 2005-06年，中国资本市场创造性地实施了股权分置改革。股票市场在国民经济和金融体系中的地位空前提高，市场的投资价值获得了国内和国际投资者的普遍认可。
- 2007年，基本完成了股权分置改革的中国股票市场将在各方面迎来更大的突破：
 - 多层次市场体系建设有望迈出新的步伐，中小板规模将迅速扩大，向创业板市场逐步挺进；代办股份转让系统逐步向场外交易市场过渡已经获得管理层的认可，将逐步演化成为非上市科技企业股权的报价平台
 - 继续推进发行和并购市场创新，如券商配售权试点等
 - 推进券商和基金公司组织创新和业务创新，如基金公司的委托理财，股权激励机制的引进等
 - 金融衍生产品将取得巨大的突破，如股指期货、备兑权证、高息票据等



估值——一个富有弹性的合理区间

- 中国股票市场目前的估值水平仍处于历史相对低位





估值——一个富有弹性的合理区间

- 更为稳健和可持续的经济及企业盈利增长；低利率的市场环境和充沛的外围资金；人民币升值提升中国相关资产价值；市场制度和市场结构的完善——这些因素综合在一起，在推动A股市场继续稳步发展的同时，亦有可能会推升A股的长期合理估值水平，从而进一步提升A股市场的投资价值

GICS1	2006-12-11 样本 股票数	PE			PB	CAGR	EPS平均增长率				
		06E	07E	08E	最新	07-08E	04A	05A	06E	07E	08E
10 能源	20	14	12	11	2.7	16	76	22	15	16	16
15 原材料	139	14	12	10	2.0	18	46	-0	27	19	17
20 工业	152	21	18	15	2.6	22	66	6	30	20	23
25 可选消费	122	24	18	15	2.4	26	-22	14	55	29	23
30 日常消费	57	35	28	23	4.4	23	5	5	79	25	21
35 医疗保健	43	25	20	17	2.9	22	-3	15	31	25	20
40 金融	39	26	22	18	2.9	23	-13	29	44	23	22
45 信息技术	54	38	26	19	2.9	42	1	-93	1,410	50	35
50 通讯服务	1	24	22	21	1.6	7	6	15	15	9	6
55 公用事业	33	16	14	12	1.9	18	11	-8	17	16	20
合计	660	20	17	14	2.6	20	24	9	33	21	20
weighted average											
1 大型股(MV>10bn)	72	20	17	14	2.7	18	31	15	25	17	19
2 中型股(MV4-10bn)	157	19	16	13	2.6	22	9	9	41	25	20
3 小型股(MV<4bn)	431	22	17	14	2.1	27	17	-22	71	30	24
simple average											
1 大型股	72	29	24	18	3.9	20	33	-10	11	19	21
2 中型股	157	26	20	16	3.6	22	31	0	32	24	19
3 小型股	431	30	21	17	2.7	28	14	-61	36	31	26



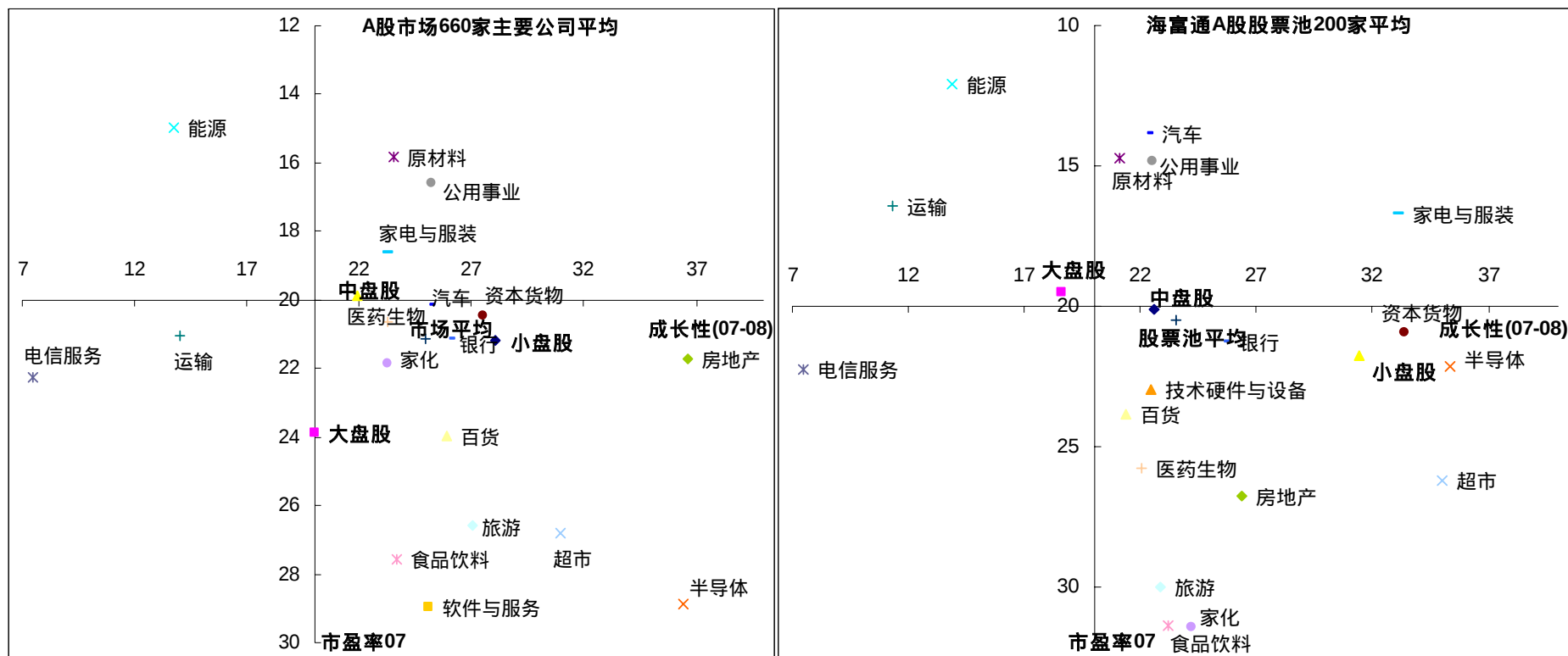
负面因素

- 宏观经济增长可能出现减速
- 后续宏观调控措施的不确定性
- “非流通股”解冻与新股高速扩容压力
- 通货膨胀、石油和商品价格走势的不确定性
- 周边新兴股票市场可能大幅调整



07年投资策略——行业和资产估值象限图

- 从行业和资产的估值象限图分析，目前大多数行业的估值相对于其成长性而言均处于合理区间。基于对海富通股票池未来二年的盈利预测，以及综合考虑消费升级、产业结构升级、全球竞争优势、和谐社会、人民币升值、奥运经济、税制改革、新会计准则等诸多投资主题，我们相对看好金融、地产、食品饮料、机械、军工、TMT等行业





投资主题——中国制造

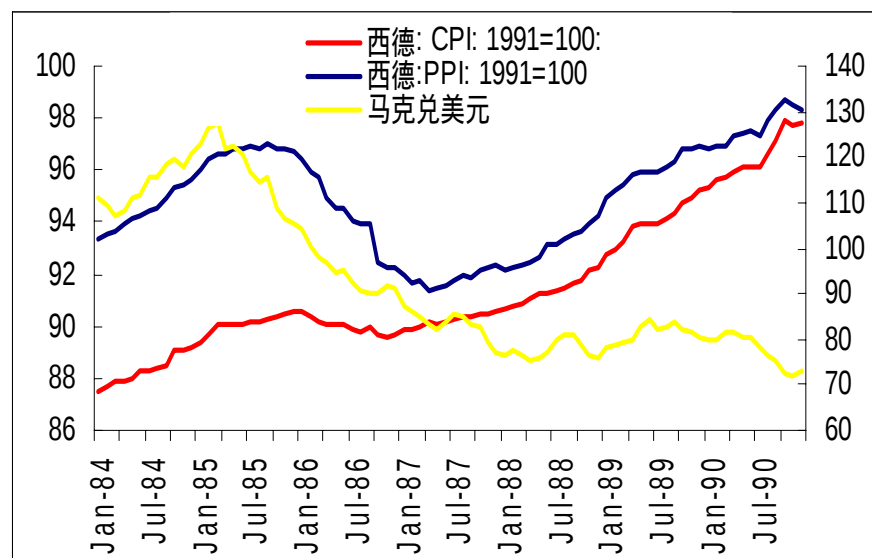
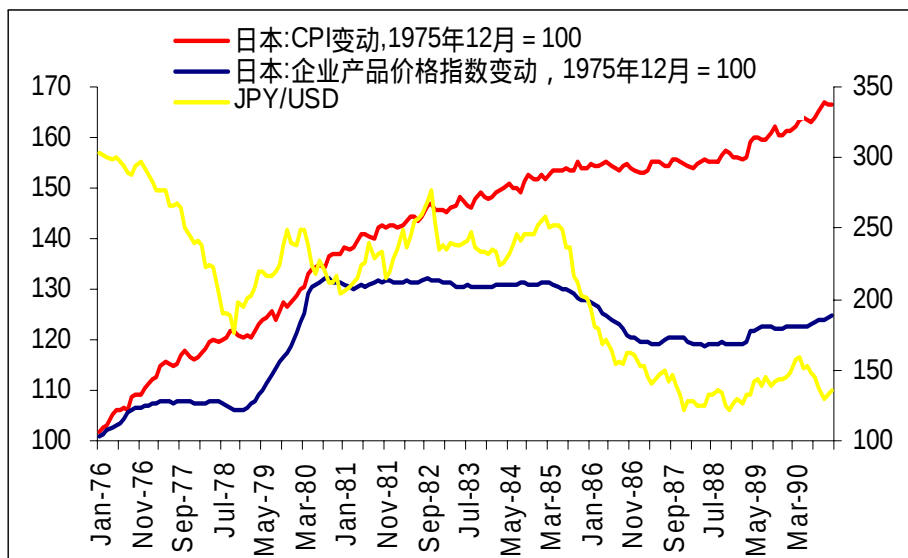
- 近几年来，中国已逐渐在以机械设备为主的工业制造产品的全球贸易中树立起明显的竞争优势。这代表着中国正在向一个制造强国大步迈进
- 日本自七十年代末完成重工业化后亦曾出现过类似的情形

行业	单位	2005年			2010年		
		全球市场 规模	中国企业 份额	中国排名	全球市场 规模	中国企业 份额	中国排名
机床	亿元	4,200	10%	3	5,360	15%	2
电源设备	万千瓦	11,670	56%	1	9,800	63%	1
输变电设备	万千伏安	19,000	34%	1	21,000	35%	1
铁路设备	亿元	7,800	5%	5	15,000	10%	4
工程机械	亿元	8,000	11%	5	10,210	19%	3
船舶	万载重吨	7,000	14%	3	8,923	23%	2
航天：支线飞机	架	400	1%		511	4%	
航空	亿元	2,400	7%	3	5,491	11%	3
重卡	万辆	200	12%	2	250	17%	1



投资主题——人民币升值

- 人民币升值带来低利率和流动性，从而推升企业盈利和资产价格，这是升值背景下投资金融股和地产股的最直接原因；航空股则是外币负债贬值带来盈利提升的故事
- 人民币升值的好处还不仅仅如此。升值导致进口产品价格下跌，CPI与PPI价差扩大，大量进口原材料、生产设备和商品的相关中下游企业会长期受益
- 更进一步，升值所形成的财富效应对消费和服务业亦是普遍利好。
- 当然，升值也有负面影响。最明显的结果是外汇资产的贬值；最坏的结果就是长期大幅升值容易造成金融资产价格泡沫。

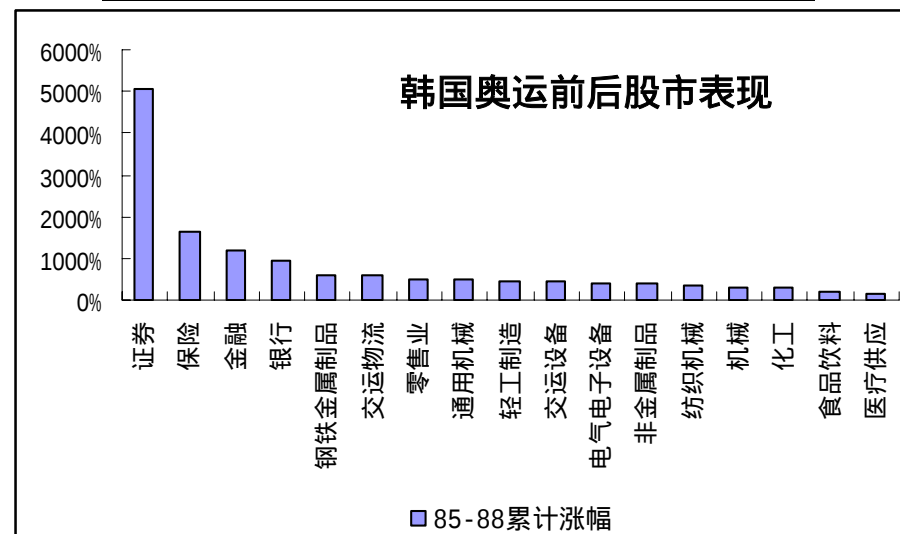




投资主题——奥运经济

- 一般来说，奥运对第二产业中的建筑、建材、体育器材、通讯设备、汽车等行业具有明显投资拉动作用；
- 对第三产业的影响比较全面和深刻，将促进文化、体育、旅游、会展、电信等新兴行业的发展，推动房地产业和金融保险业升温，加快餐饮、商贸流通、交通运输等传统行业的发展。
- 随着2008 奥运会的日益临近，我们建议加强对旅游、商业、地产、建筑、交通、食品饮料、及其他奥运相关业务公司的关注

工程支出	金额（亿元）
场馆建设	
新建场馆（19家）	130-160
已有场馆维护（13家）	0.7
配套设施	
交通（高速公路、轨道交通等）	900
绿色北京	450
信息化建设	300
基础设施、公用事业	150
环境治理	1000
总计	2800



资料来源：申银万国证券研究所



投资主题——和谐社会（节能与环保）

- 由于今年地方政府执行不力，我们认为，07年中央在节能与环保方面的重视程度将会大幅度上升。07年，中央考核地方干部的经济指标将不是GDP，而是耕地保有量、能耗和排污等绿色GDP指标。这将会推升土地价格，引发更大规模的更强劲的节能与环保方面的投资和对高能耗、小规模生产线的限制或淘汰，从而带来相关的投资机会
 - 耕地保有量。十一五期间末（下同）耕地保有量要求不低于1.2万亿公顷，意味着平均每年新增可供开发的土地面积仅为208公顷
 - 能耗。能耗要求从1.22吨标准煤/万元GDP下降至0.98吨标准煤/万元GDP，即降低20%，或平均每年降低4.4%
 - 环保。主要污染物排放总量从2549万吨降低至2260万吨，即减少11.3%



投资主题——税制改革

- **所得税并轨。**预计所得税改革最快有望于明年出台。通过计算各行业目前的实际税负水平以及对所得税并轨后的业绩影响模拟，我们认为金融、食品饮料、煤炭、通信、零售等行业是所得税并轨的主要受益者
- **增值税转型。**增值税由生产型转为消费型改革在东北地区三省一市进行试点。增值税转型对资本密集型产业最为有利
- **如果银行营业税取消，境内商业银行净利润提升20-30%**

二级行业	05年报	税率下降幅度（并轨到25%）	二级行业	05年报	税率下降幅度（并轨到25%）
银行	39.4%	14.4%	纺织	22.1%	-2.9%
饮料制造	34.4%	9.4%	中药	21.1%	-3.9%
煤炭开采	31.7%	6.7%	造纸	20.7%	-4.3%
通信运营	31.6%	6.6%	化工新材料	20.4%	-4.6%
零售	31.3%	6.3%	化学制品	19.5%	-5.5%
化学原料	31.1%	6.1%	有色金属	19.4%	-5.6%
石油化工	30.3%	5.3%	计算机设备	18.2%	-6.8%
化学纤维	29.8%	4.8%	机场	17.0%	-8.0%
房地产开发	29.4%	4.4%	港口	16.9%	-8.1%
钢铁	27.8%	2.8%	元件	15.3%	-9.7%
路桥	26.7%	1.7%	计算机应用	15.2%	-9.8%
整体	25.9%	0.9%	电气设备	14.8%	-10.2%
园区开发	23.5%	-1.5%	专用设备	14.2%	-10.8%
化学制药	23.4%	-1.6%	汽车整车	13.3%	-11.7%
食品制造	23.1%	-1.9%	证券	12.9%	-12.1%
航空运输	22.8%	-2.2%	通信设备	12.1%	-12.9%
真空器件	22.7%	-2.3%	集成电路	11.7%	-13.3%
传媒	22.4%	-2.6%	种植业	4.9%	-20.1%
服装	22.3%	-2.7%	林业	4.5%	-20.5%
电力	22.2%	-2.8%			



投资主题——新会计准则

- 上市公司从2007年开始实施新的会计准则。新会计准则的实施对资本市场是长期利好（引入公允价值计量，更强调反映经济实质，更注重信息披露）
- 长期股权投资——“股权投资差额”不再单独确认。对07年初剩余的未摊销“股权投资差额”，在07年初一次性结转，以后不再摊销
- 投资性房地产——允许对公允价值能可靠计量的投资性房地产采用公允价值计量。公允价值计量的投资性房地产不提折旧、不摊销；首次采用时，帐面价值与公允价值差额调整留存收益；以后投资性房地产公允价值的变动计入当期损益
- 无形资产——研究支出费用化，开发支出资本化。开发费用的资本化对于某些科技创新企业的业绩会有很大提升；并且国家给予的研发费用150%税前扣除的扶持政策将大大改善此类企业的现金流
- 资产减值——新准则要求不可转回资产减值准备（固定资产、无形资产、商誉、长期股权投资、生产性生物资产、矿区权益、以成本法计量的投资性房地产），可能会有部分公司在06年将以前年度为盈余管理而计提的减值转回
- 债务重组——允许债务人确认重组收益，重组涉及的非现金资产转让，以公允价值计量，以债务重组的方式调节利润可能会增加
- 借款费用——扩大可资本化条件的资产范围和可资本化借款费用的范围，有利于生产周期长的制造企业，主要有电力设备行业，以及振华港机公司等
- 企业合并——权益结合法下的溢价，冲减资本公积和留存收益；购买法下的溢价，确认为商誉（商誉不需要摊销，每个会计期末须进行减值测试）；因此，今后基本不存在溢价摊销问题，有利于实施并购活动后的利润表



海富通资产配置评分表

资产配置评分总表						2006-12-4
因素	--	-	=	+	++	备注
结构性因素						
政治环境			X			地缘政治等的影响
市场环境			X			制度变革, 监管, 并购, IPO, 税收等
经济景气			X			景气趋势及其与市场预期的差异
流动性						
货币政策			X			货币政策及其与市场预期的差异
行政调控			X			银行改革, 信贷管制, 行政干预等
市场资金					X	货币供给, 外汇流动, 投资者结构等
估值水平			X			与周边市场, A股历史估值等比较
企业盈利						
自上而下模型				X		海富通基金研究
分析师预期				X		市场一致预测及其变化
数量分析模型			X			海富通基金研究
行为因素						
技术指标			X			市场表现趋势
市场气氛				X		市场气氛, 机构头寸, 波动率等
季节性因素		X				海富通基金研究
总体评价				X		"=" 中性, "+" 正面, "-" 负面



海富通行业配置评分表

2006-12-4 行业	因素分析					投资 评级
	行业景 气	盈利调 整	估值水 平	市场气 氛	政策/ 消息	
能源	+	=	=	+	=	中性
原材料	+	+	+	+	-	中性
资本货物	+	+	=	=	+	中性
运输	=	+	+	+	=	中性
汽车与汽车零部件	+	+	+	=	-	中性
耐用消费品与服装	=	+	=	+	=	中性
消费者服务	+	+	-	=	=	正面
媒体	++	=	=	+	++	正面
零售业	+	+	-	+	=	中性
食品与主要用品零售	+	=	=	+	=	中性
食品、饮料与烟草	+	+	=	+	=	中性
制药与生物科技	=	=	-	=	=	中性
银行	+	=	=	++	=	中性
综合金融	+	+	-	+	+	正面
房地产	+	=	+	=	=	中性
软件与服务	+	=	=	=	+	中性
技术硬件与设备	+	=	=	=	=	中性
半导体与半导体生产设备	+	=	=	=	=	中性
电信业务	=	+	+	+	=	中性
公用事业	=	=	+	+	=	中性

感谢您对海富通的
信任与支持！

资料来源：本报告资料除特别注明出处外，均来自
CEIC、天相、WIND、公开资料和海富通基金。



研究报告免责声明

此报告由海富通基金管理有限公司（简称“海富通”）编写，未经海富通事先书面同意，不得更改、传送、复印、复制或派发此报告的全部或任何部分。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不应被视为销售或购买或认购任何证券或其它金融产品票据的要约。此报告所载资料的来源及观点的出处皆被海富通认为可靠，但海富通并不担保其准确性或完整性。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测仅反映海富通于最初发布此报告日期当日的判断，可随时未经通知而调整。此报告所述观点可能不符合阁下特定的投资目标或投资需求，阁下并不能仅依赖此报告而取代行使独立判断。

因使用此报告或其内容而导致的任何直接或间接损失，海富通不承担任何责任。

海富通基金管理有限公司2006年版权所有。