

招商基金年度投资策略报告 2007.01

CHINA MERCHANTS FUND ANNUAL RESEARCH PAPER

宏观经济分析

股票投资策略

债券投资策略

行业分析

基金业绩分析

宏观经济分析

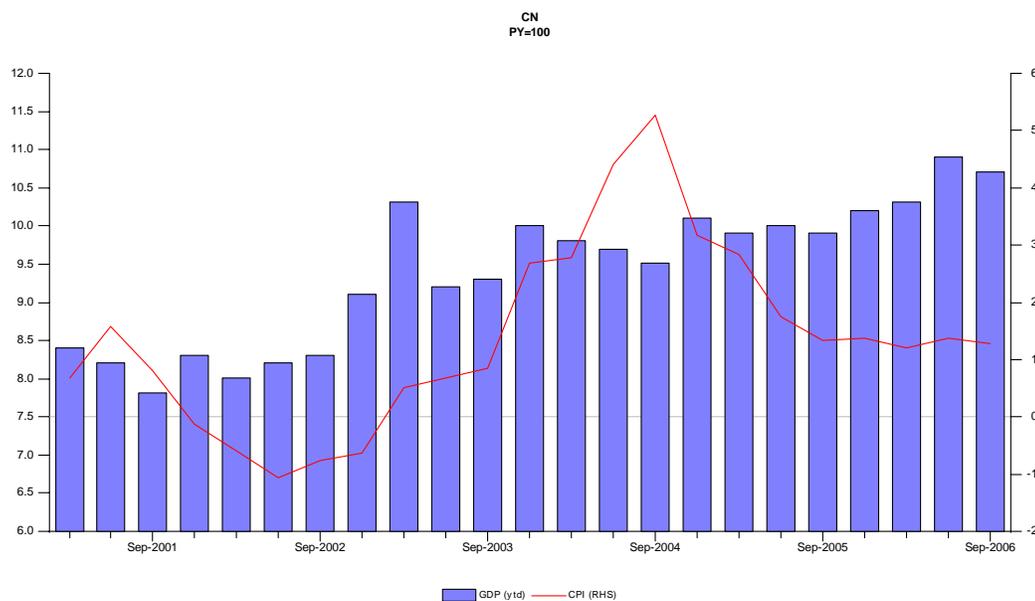
宏观经济形势及政策回顾与展望

一、06年宏观经济回顾

临近岁末，回望06年，中国宏观经济依然总体表现良好：维持高增长、低通胀的良好态势；经济的内生动力加强，总体波动性降低。

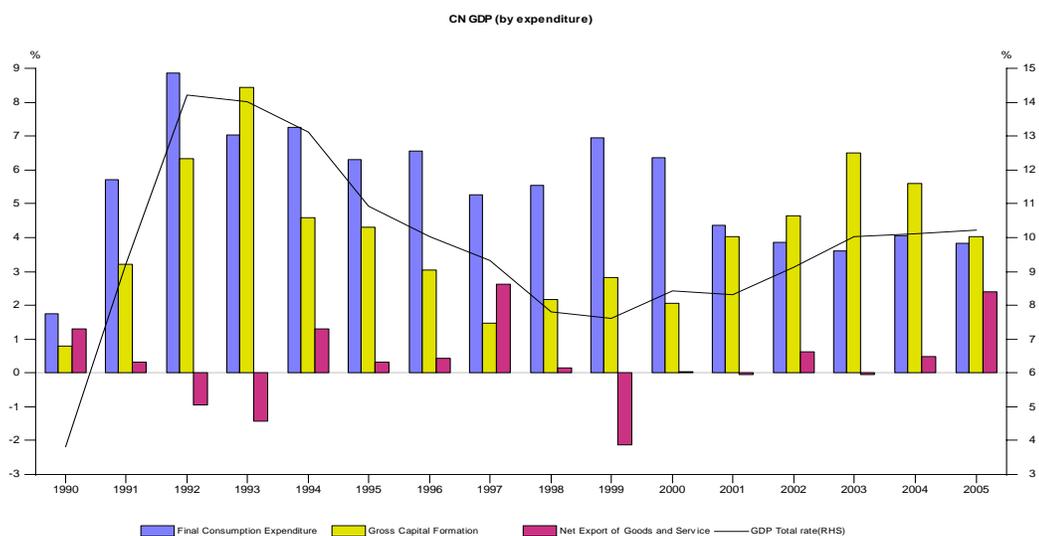
1、06年前三季度GDP增长10.7%，预计全年增长率为10.4%左右；而同时CPI仍然保持在较低水平，前三季度CPI为1.3，预计全年CPI为1.5；总体经济继续保持“高增长、低通胀”的良好走势（见图1）。另外，从支出法对GDP进行分析，可以看出，03年—04年过份依赖投资拉动经济的情况在05年以来得到改善，投资、消费以及净出口“三驾马车”对GDP的拉动作用更趋均衡，国民经济初显平衡之像（见图2）。

图1 近年GDP与CPI的增长情况



资料来源：CEIC、招商基金

图2 GDP推动因素分解分析

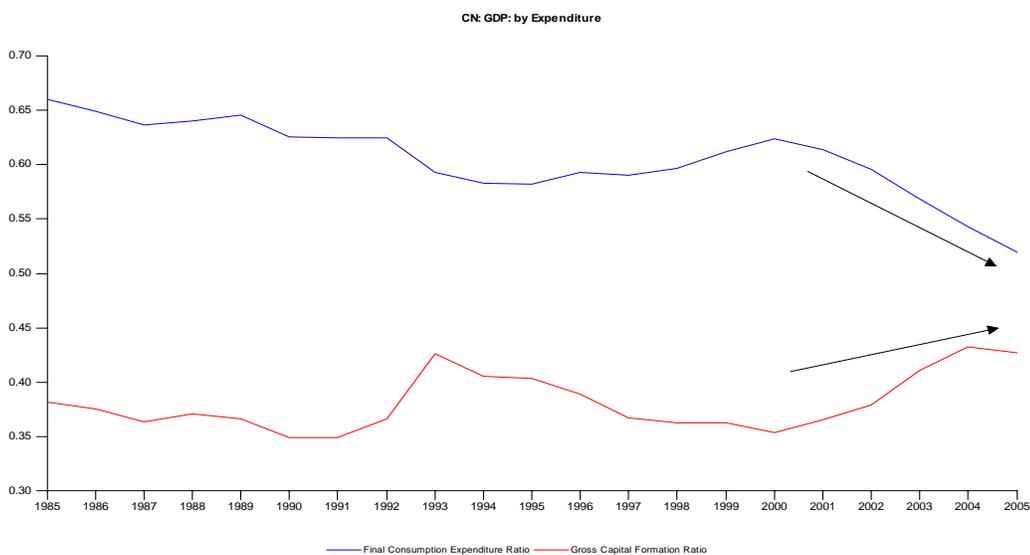


资料来源：CEIC、招商基金

2、内外失衡的情况在 06 年继续发展，并且有所加剧。概而言之，表现为三大问题：老问题、特别突出问题以及新问题。

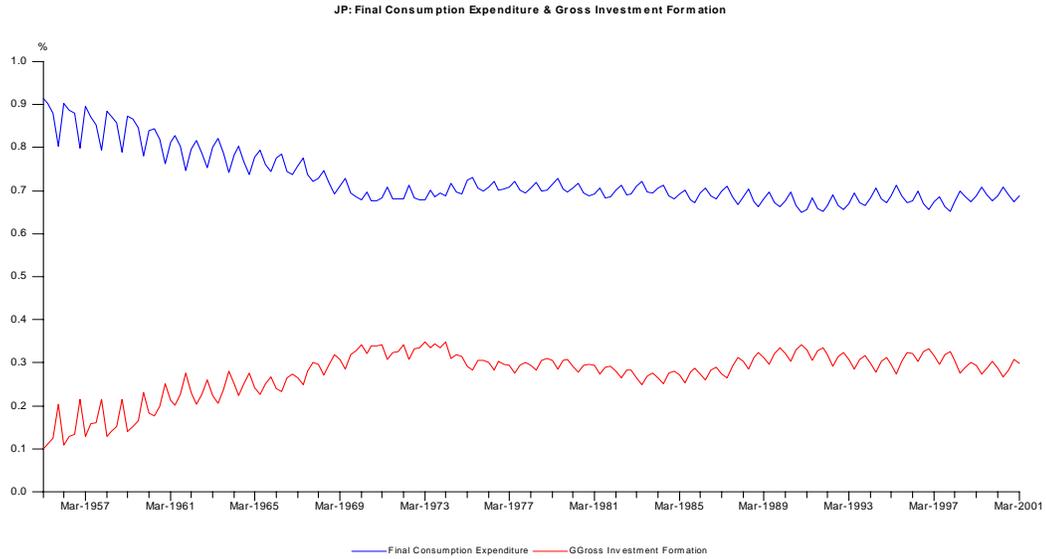
(1) 老问题：投资消费不平衡。主要表现为整体经济中投资与消费的不平衡（见图 3 和图 4）。我们从中国与日本的最终消费率和总资本形成率的对比中可以看出，中国最终消费率明显偏低、总资本形成率明显偏高，而日本即使在 1970s，其最终消费率也保持在 70%左右。

图 3 中国最终消费率和总资本形成率



资料来源：CEIC、招商基金

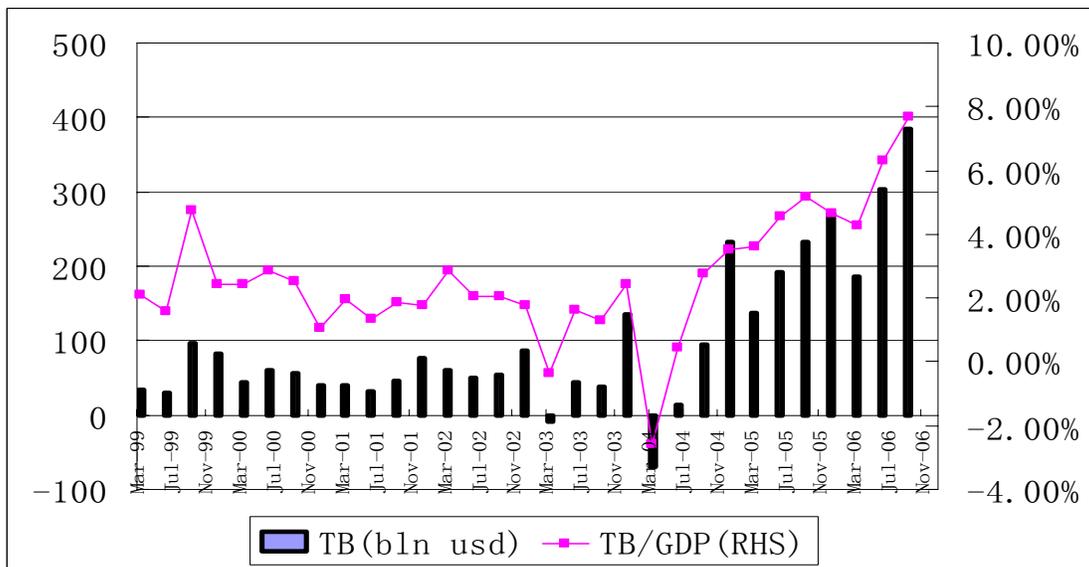
图 4 日本最终消费率和总资本形成率



资料来源：CEIC、招商基金

(2) 特别突出问题：外部不平衡愈演愈烈。不仅外贸顺差占 GDP 的比重在 06 年迭创新高，而且外贸顺差的绝对量在今年 9 月就已经超过去年全年的外贸顺差总量，由此延伸出来的中国外汇储备超万亿美元、人民币汇率受到多重压力、中美首次进行经济战略对话等等问题，由此表明中国的外贸顺差已成为 06 年以及包括 07 年在内的近几年中国与全球都受到特别关注的问题（见图 5）。

图 5 中国外贸顺差占 GDP 的数量及比重



资料来源：CEIC、招商基金

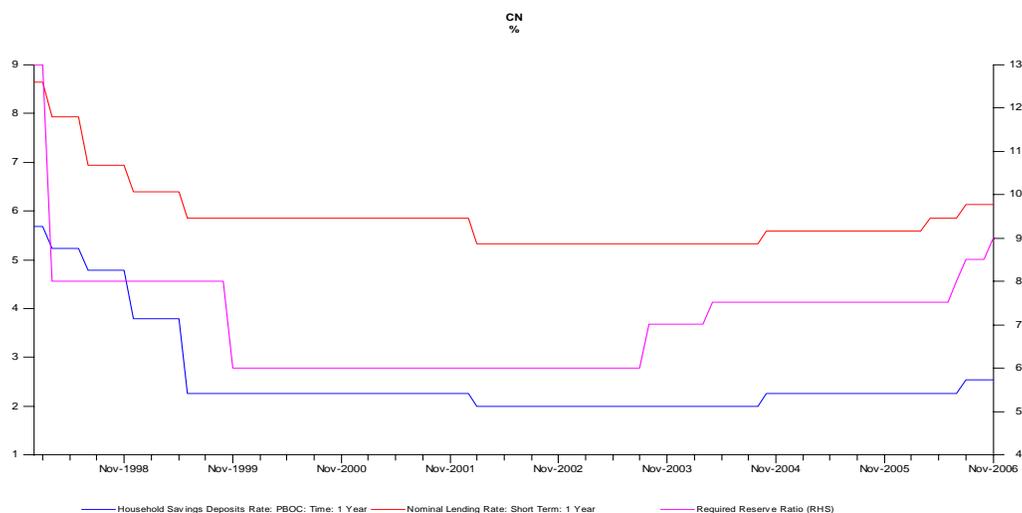
(3) “新”问题：环境污染与能源消耗问题加重。根据“十一五”规划，“十一五”期间国家对环境与能源消耗都规定了明确的约束性指标：单位 GDP 能耗降低 20%；主要污染物排放总量减少 10%。但从 2006 年上半年的相关统计数据来看，全国单位 GDP 能耗同比不但没有下降，反而上升 0.8%。其中煤炭上升 5.5%，石油石化上升 8.7%，钢铁下降 1.2%，有色上升 0.4%，建材下降 4.5%，化工下降 5.0%，纺织下降 5.5%，电力上升 0.8%。建设环境友好型与资源节约型社会的目标任重而道远。

3、宏观调控政策频出。

虽然今年总体经济表现良好，但由于市场流动性过于充裕而导致的货币信贷增长过高以及固定资产增长过快等情况，国务院主导出台了一系列宏观调控措施，包括两调利率、三调法定存款准备金率、加大公开市场操作力度以及一系列以调控固定资产投资为目的的行政调控手段（5 月 17 日，国务院常务会议出台六条措施调控房地产业，国家发改委也于 6 月 18 日出台了“关于加强固定资产投资调控、从严控制新开工项目的意见”对控制固定资产投资进行了细化的指导性意见，10 月 13 日由国家发改委、国土资源部、环保总局、银监会、统计局、安全监管总局、质检总局、工商总局八个部门联合组成新开工项目督导组，对山东、江苏、河北、河南、安徽、四川、内蒙古、辽宁、浙江、吉林、江西、湖南共 12 个省区的新开工项目进行督查）。

（见图 6）

图 6 两调存贷款利率，三调法定存款准备金率



资料来源：CEIC、招商基金

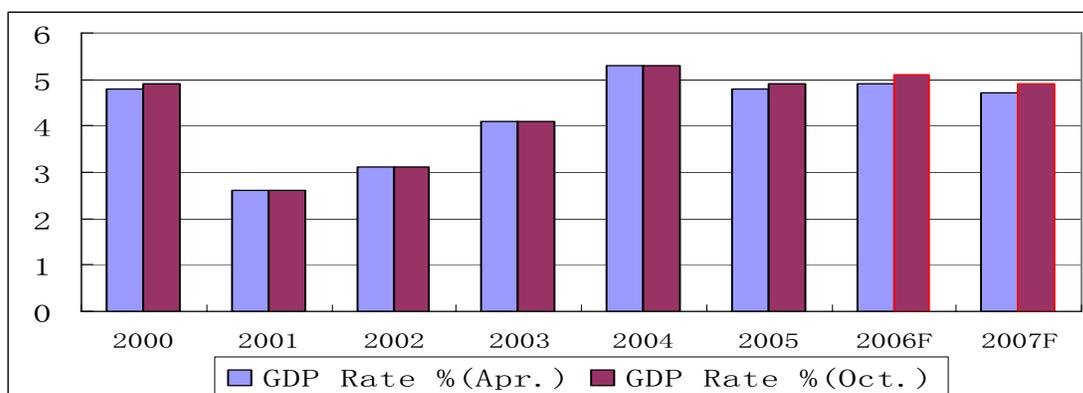
二、07 年宏观经济展望

如上所述，即将过去的 06 年作为“十一五”计划的开局之年，为 07 年的总体宏观经济打下一个非常良好的基础，我们预计 07 年在“十一五”规划以及中央经济工作会议精神的指导下，仍将保持快速经济增长，同时经济增长的质量会有所提高，经济运行中的结构问题有望得到一定程度的解决。

1、世界经济展望。

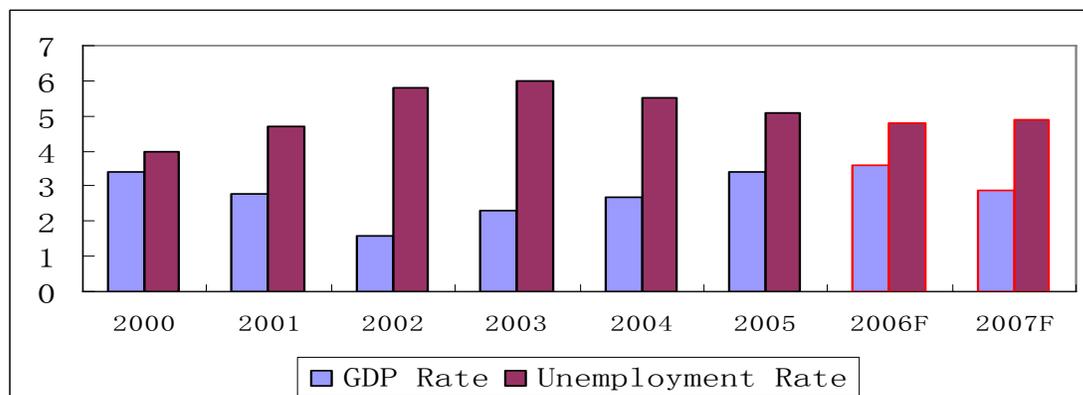
根据 IMF 的最新预测，07 年世界经济比 06 年温和减速，但仍然保持较高的增长水平（见图 7）。总体来看，美国受房地产市场以及汽车生产下降的拖累会在 07 年进入减速阶段，但发生衰退的概率较小，实现软着陆的可能性较大；而欧洲、日本以及大部分发展中国家经济维持目前良好态势的可能性很大。

图 7 IMF 对世界经济的最新预测



资料来源：IMF、招商基金

图 8 IMF 对美国经济的最新预测

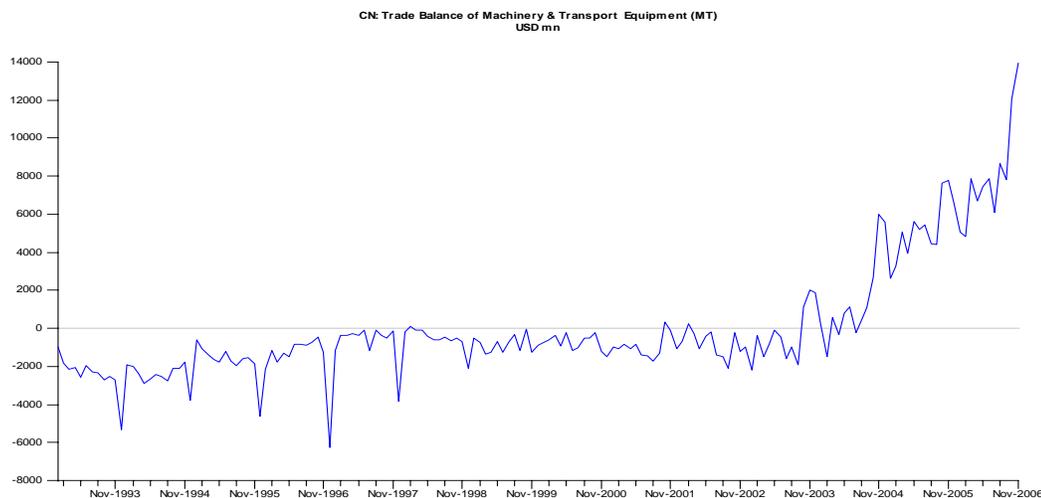


资料来源：IMF、招商基金

2、拉动经济增长的三驾马车分析

(1) 外贸顺差将续创新高。预计 07 年我国外贸顺差将超过今年，达到 2150 亿美元。这除了中国的高储蓄率、加工贸易占比过大等因素外，还在于中国在加入 WTO 后，企业直接面向全球市场，其竞争力不断加强，产品出口结构处于升级跃升的过程之中。

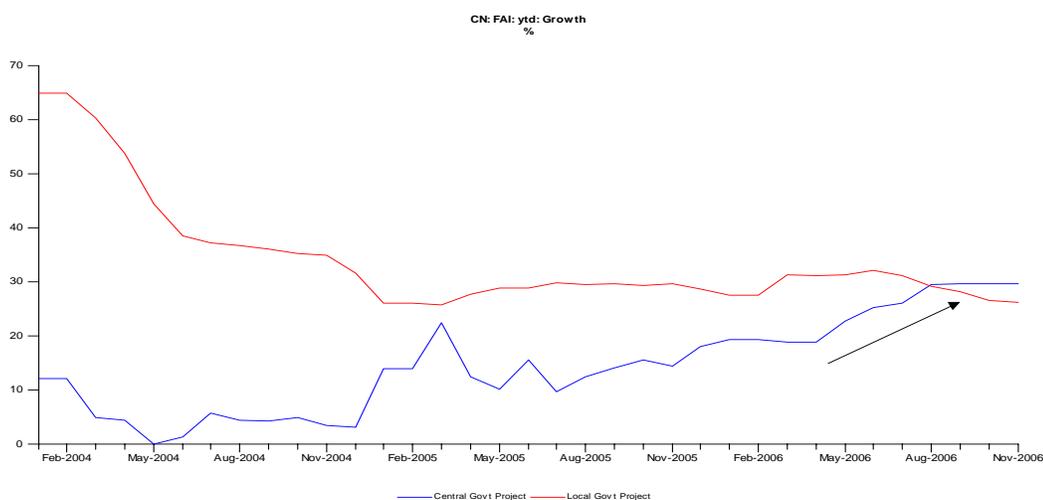
图 9 机器及运输设备行业顺差情况



资料来源：CEIC、招商基金

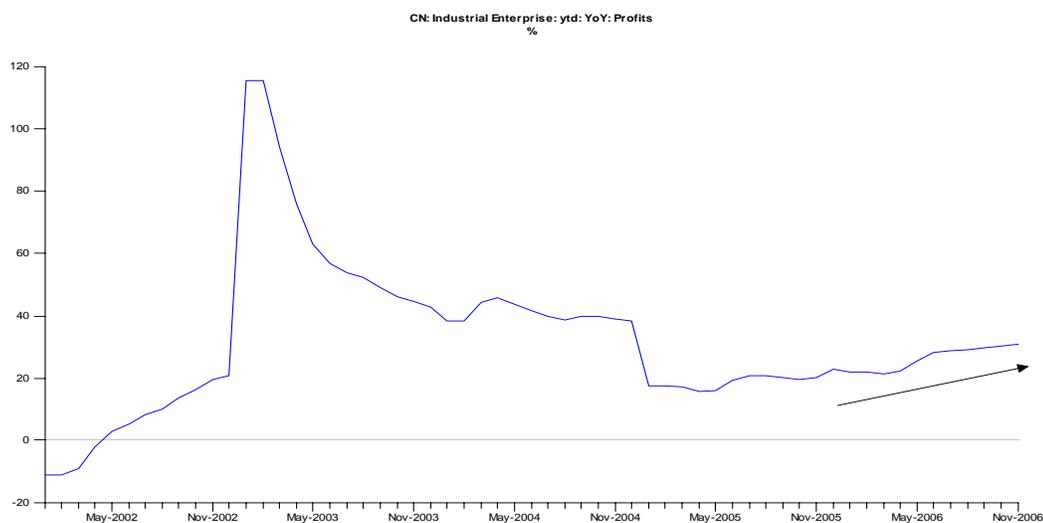
(2) 固定资产投资在 07 年仍会维持较高的增速。国家当前对固定资产投资反弹压力仍然相当警惕，预计 07 年国家会继续运用宏观调控手段，防止固定资产投资过热，但我们仍然认为 07 年固定资产投资将保持适度增长。由于 07 年是“十一五”计划的第二年，适逢地方政府换届，其投资冲动依然强烈；同时，随着“十一五”计划的开局，“十一五”计划重点支持的轨道交通、电网改造以及“社会主义新农村建设”投资相继开始，中央投资的项目增速加快（见图 10）；从企业层面来看，企业的利润率在 06 年以来呈稳步攀升的态势，企业盈利的改善无疑是企业加大投资的重要动力（见图 11）。

图 10 中央与地方政府固定资产投资情况



资料来源：CEIC、招商基金

图 11 企业盈利情况

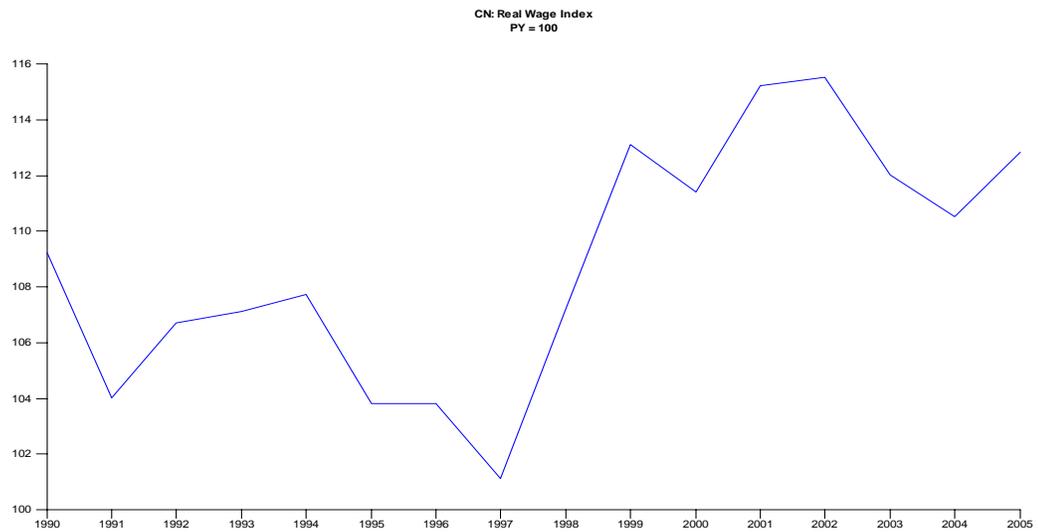


资料来源：CEIC、招商基金

(3) “十一五”规划将启动消费摆在了特别重要的位置：实现经济增长方式由目前过度依赖投资转变为主要依靠内需拉动的目标，关键是要扩大国内消费对经济的贡献力度。06年政府已出台了一系列鼓励消费的宏观政策，包括从06年1月1日正式实行新的个人所得税征收办法、正式取消农业税以及增加公务员工资等多项措施，其对消费增长的促进作用已开始逐步显现。我们预计07年消费增长仍将维持稳步增长的态势，除了人均可支配收入的继续上涨、人口结构的有利变化将继续对消费增长产生积极推动作用以外（见图12和图13），国家对医疗、教

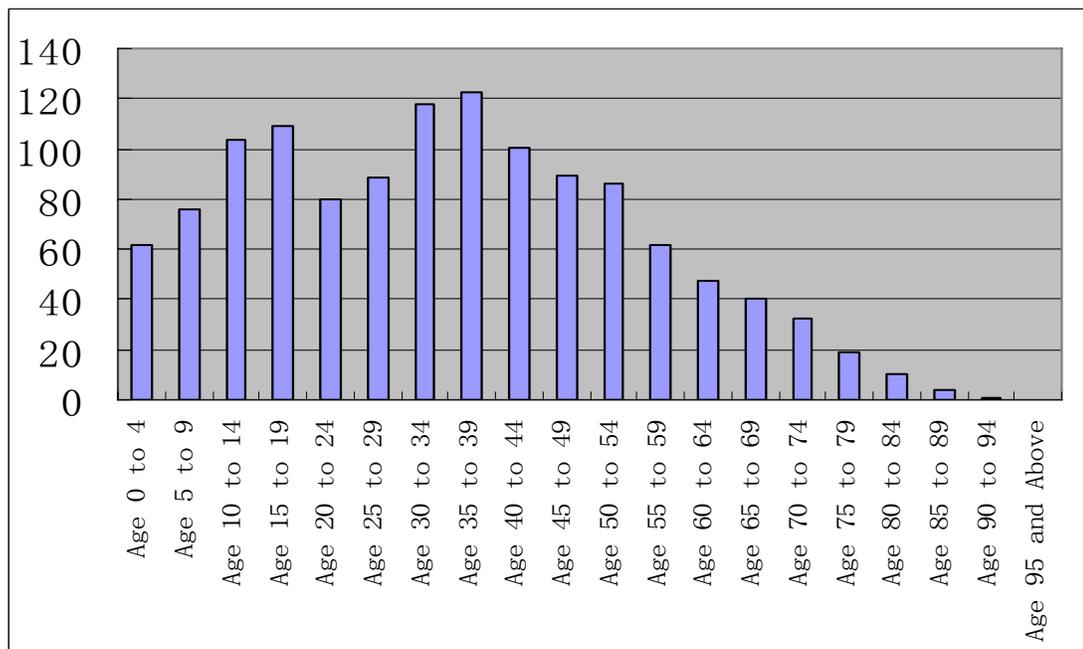
育和社会保险等公共消费领域的持续、大力度投入将是 07 年的一大亮点，这不仅本身会直接扩大政府消费的比例，同时还会最终消除广大居民消费的后顾之忧从而间接拉动居民消费的比例。

图 12 中国实际工资指数情况



资料来源：CEIC、招商基金

图 13 中国目前的人口年龄结构



资料来源：CEIC、招商基金

3、CPI 上行压力加大。

从价格走势来看，虽然 07 年价格走势存在诸多不确定因素，但上行风险大于下行风险。从下行风险看，仍然是部分产能过剩行业的产品和一般消费品价格存在一定的下行压力。上行风险主要在于：

(1) 水、电、石油、天然气和煤炭等资源性产品价格改革有可能在 07 年加速，这会直接带动资源价格及公用事业产品价格上涨；

(2) 国家继续加大对企业环境保护、职工劳动保障、安全生产等要求，企业在治理污染、劳动保障、安全生产、职工工资等方面的成本会上升；

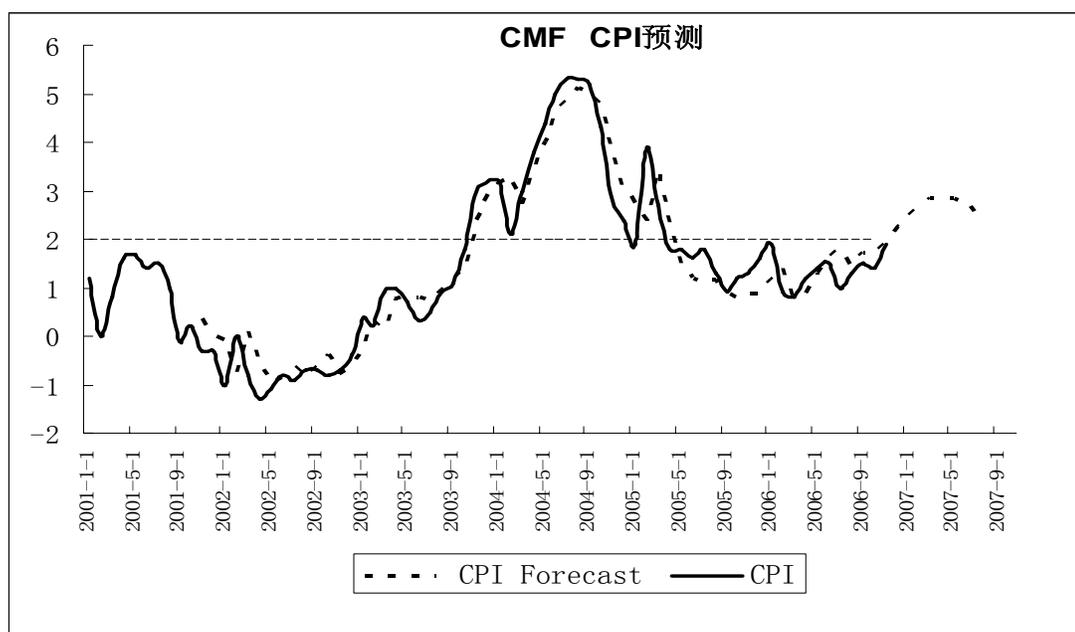
(3) 07 年各地的投资冲动依然很强，投资增速有反弹可能，未来生产资料价格仍然存在反弹压力；

(4) 受国际粮价与粮食期货价格的波动，未来粮食价格将稳中有升；

(5) 《国务院关于加强土地调控有关问题的通知》规定会进一步规范土地价格市场，增加未来企业生产成本。

根据我们的 CPI 预测模型，我们预计 07 年 CPI 会先升后降，全年 CPI 水平高于 06 年，在 2.1 左右。(见图 14)

图 14 07 年 CPI 预测情况



资料来源：CEIC、招商基金

4、对 07 年主要经济指标的预测

%	2004	2005	2006 (F)	2007(F)
GDP	10.1	10.2	10.4	9.8
工业增加值	16.7	16.4	16.7	15.2
固定资产投资 (名义)	26.8	26	25.5	22
社会消费品零售总额	13.3	12.9	13.5	13.5
出口	35.4	28.4	25	18
进口	36	17.6	20	17
贸易差额 (亿美元)	321	1020	1750	2150
M2	14.6	17.6	16.8	16.5
银行信贷	14.5	13	15	15
PPI	6.1	4.9	2.9	3.1
CPI	3.9	1.8	1.5	2.1
法定存款准备金率	7.5	7.5	9	10
1 年定存利率	2.25	2.25	2.52	2.79
人民币/美元	8.23	8.07	7.8	7.4

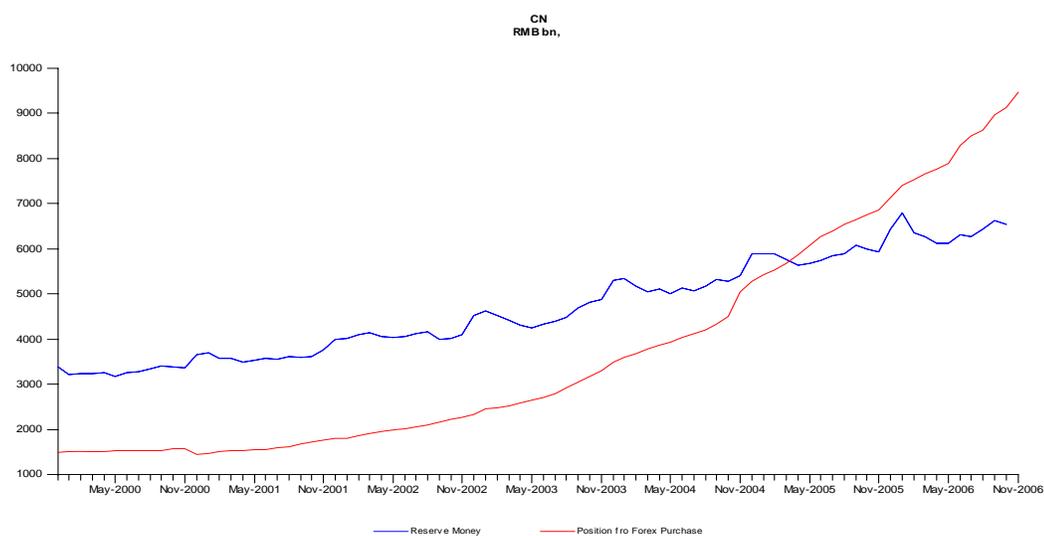
资料来源：CEIC、招商基金

三、07 年的政策展望

根据我们对 07 年宏观经济的分析，我们认为管理层在 07 年会继续实行宏观调控，对可能出现的固定资产投资反弹过快、货币信贷投放过高以及外贸顺差数量过多等过热因素进行适时调节，以实现 07 年宏观经济又好又快的目标。

1、货币政策继续从紧。外汇占款成为基础货币的最主要来源（见图 15），货币过多仍然是央行面临的长期和持续性的挑战，货币政策 07 年仍将被动从紧：加大公开市场操作与法定存款准备金率(RRR)调整的配合。07 年 RRR 可能调整两次(各 50BP);存贷款利率可能调整一次(27BP)。

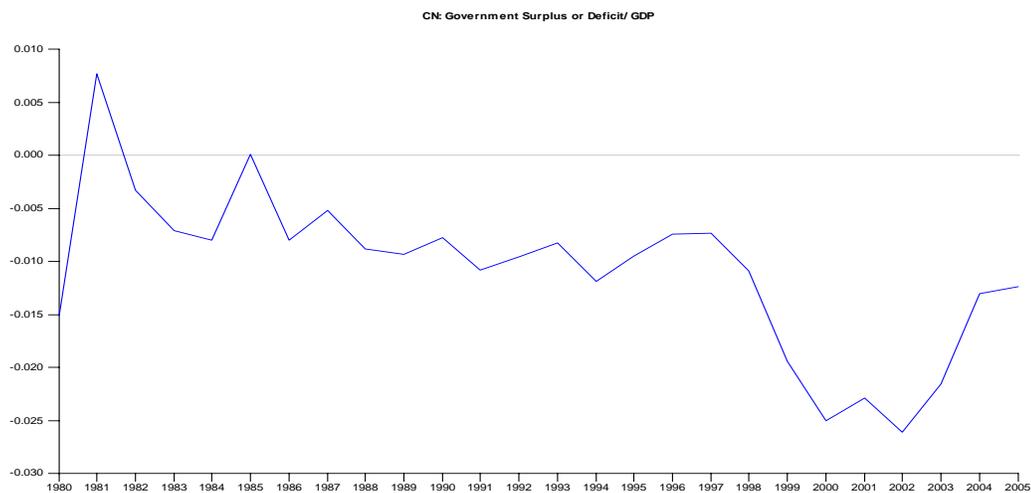
图 15 基础货币与外汇占款情况



资料来源：CEIC、招商基金

2、继续实行稳健的财政政策，其方针是“控制赤字、调整结构、推进改革、增收节支”。我们预计 07 年财政赤字占 GDP 的比例会继续减少，同时公共财政在支持“十一五”计划重点扶持的项目、社会主义新农村建设以及教育、医疗和社会保险等方面的力度会加大。（见图 16）。

图 16 财政赤字占 GDP 的比例

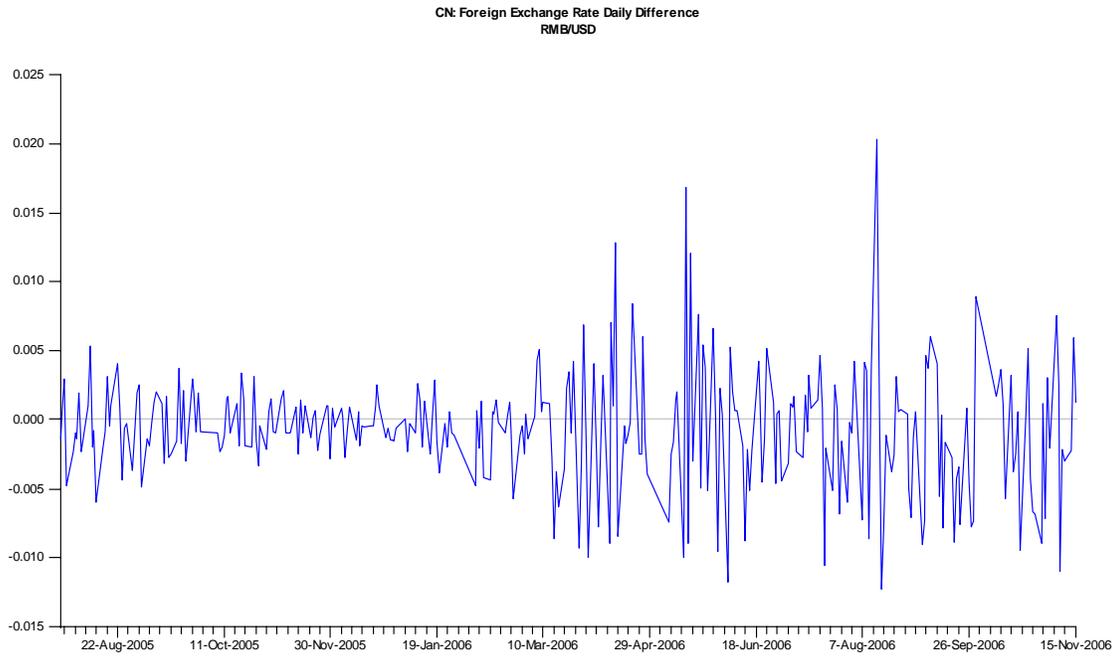


资料来源：CEIC、招商基金

3、适度加快人民币升值进程。随着我国外贸顺差以及外汇储备迭创新高，更重要的是我国企业适应人民币汇率波动能力的加强，我们预计 07 年会逐步放宽人民币对美元的双向波动幅

度，人民币兑美元在 07 年升值预计会超过 06 年的幅度（超过 5%）。（见图 17）。

图 17 人民币兑美元波动情况



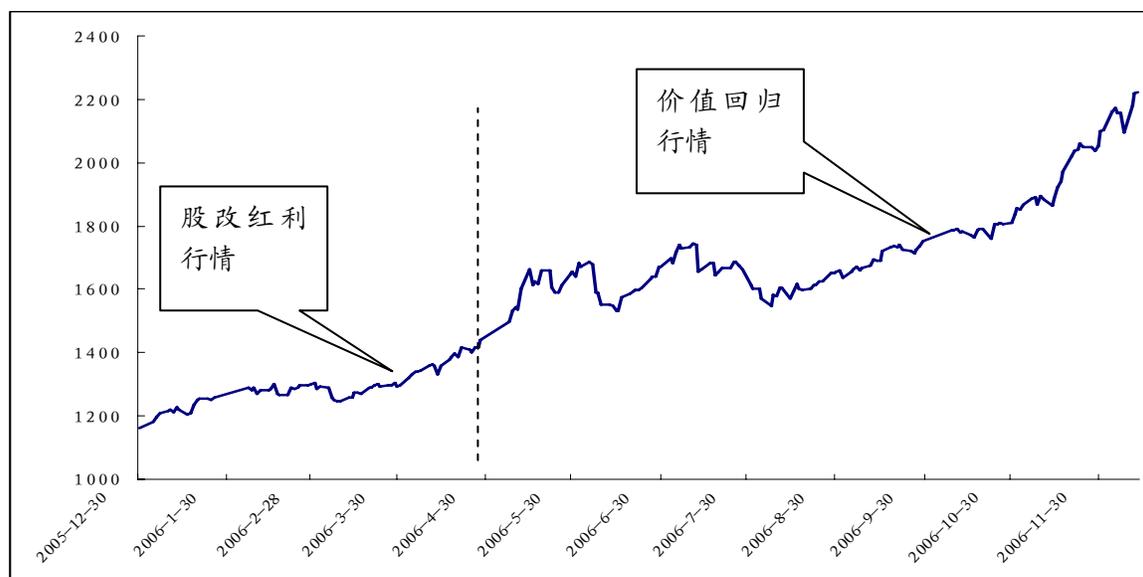
资料来源：CEIC、招商基金

迎接投资大盘蓝筹的黄金时代

一、06 年股票市场回顾

06 年，中国股市完成了全流通的制度变革和价值发现两个历史性任务，相应地经历了股改红利行情和价值回归行情，涨幅分别达到 40%和 70%，上证综指创出 2500 点的历史新高，全年涨幅超过 110%，位居全球股市之首，但我们认为这仅仅是中国 A 股市场牛市行情的开始。

图 1 06 年 A 股市场行情演绎的脉络



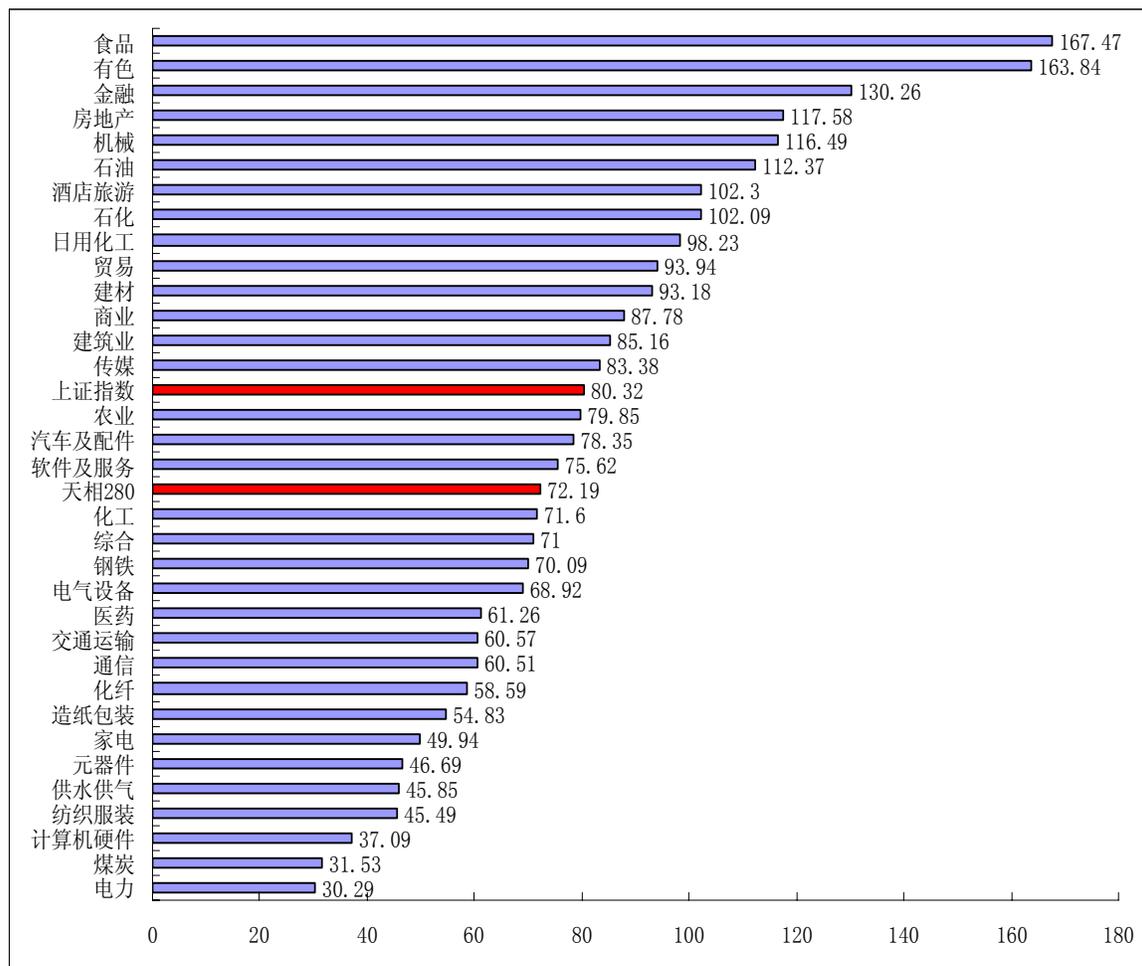
资料来源：WIND、招商基金

我们将 06 年行情分为两段。1-4 月份是股改红利行情，在全流通改革中，非流通股股东为了获取流通权，向流通股股东支付的平均对价水平为 10 送 3.5 股，上证综指花了 4 个月的时间上涨了 40%，股市呈现普涨行情，遍地开花。非流通股股东身价一夜之间爆增亿万的神话、管理层股权激励和股市上涨的财富效应打开了全流通改革的多赢局面。当我们为制度变革而欢欣鼓舞的时候，回首发现全球牛市其实从 2003 年就已经开始上演，且迄今平均涨幅在 1 倍以上，新兴市场平均涨幅超过 2.5 倍。

06 年剩下的 8 个月里，A 股市场完成了价值发现的历史任务，在全球牛市中，中国资产的增值

潜力和盈利能力得到了包括 QFII、基金、私募、散户等不同投资者的重新评估。上演了基于全球商品牛市、消费升级、人民币升值、出口结构升级、自主创新、周期性行业复苏等主流热点的价值回归行情，并在 06 年岁末之时掀起了超级大盘蓝筹股的狂飙行情。在 2500 点的历史新高之上，中国股市的估值水平如何界定，07 年的牛市行情以何种方式演绎成为市场普遍关心的问题。

图 2 06 年分行业热点涨幅排名



资料来源：WIND、招商基金

二、07 年股票市场展望

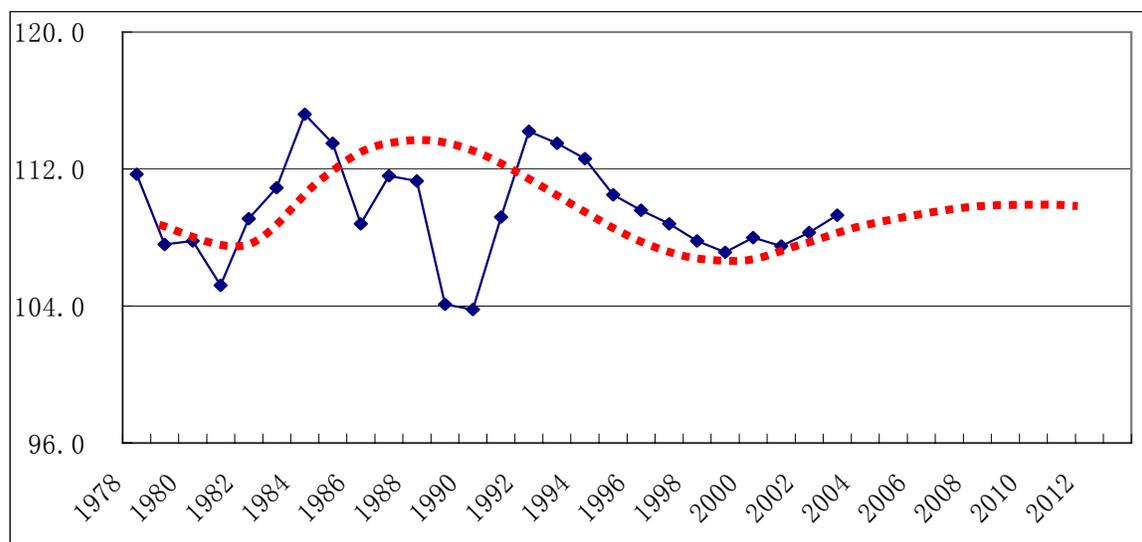
目前中国股市所处的历史阶段不同于以往任何时期，因此需要用更宏大的思维“自上而下”的俯视中国股市和宏观经济所处的历史阶段，才不至于用“放大镜”展望 2007 年行情时出现失真现象。

(一)、中周期的位置：中国经济处于“经济起飞”的历史机遇期——改革开放以来第二轮中

高增长的中周期的上升期

经过 80-90 年代改革开放的制度变革后，从 2003 年开始，中国经济进入经济起飞的黄金期。从周期理论的视角观察，06、07 年我国正处于第二轮高增长的中周期的上升期。从历史发展规律分析，此轮中周期的上升期将持续 20 年左右，中长期的潜在经济增长率将成为短期经济波动的基准线，而短周期的上升期与全球经济旺盛的需求形成共振，将使得中国宏观经济的波动性下降，经济运行将更为平稳。我们预期宏观调控作为一个微调的常态，将导致实体经济于 2007 年实现投资由高速增长向适度增长过渡的“经济软着陆”，2008 年宏观经济有望继续温和上行。

图 3 宏观经济处于第二轮中周期上升期



资料来源：招商基金

在全流通变革后，中国的股票市场已经越来越能够反映实体经济的真实情况。经济起飞期的中国经济具有如下特征，构成我们坚定看好本轮牛市的基本面因素，也为我们在牛市中寻找热点板块提供了基本方向选择。

1、重工业化 分析产业演进的规律，处于中国经济起飞期的重工业化特征突出，表现在全球制造业向中国转移，同时国内制造业产品结构和出口结构快速升级，形成对上游石油、电力、煤炭等能源的需求拉动，并且拥有自主创新能力的机电产品出口导向的特征日益显著。而国内制造业的利润率平均化趋势日益明显，制造环节利润逐步向上游基础工业转移（资源不可再生导致的垄断），向服务业转移（附加价值高），向高技术环节转移，产业链的利润率结构从抛物线型向微笑曲线的两端转移。

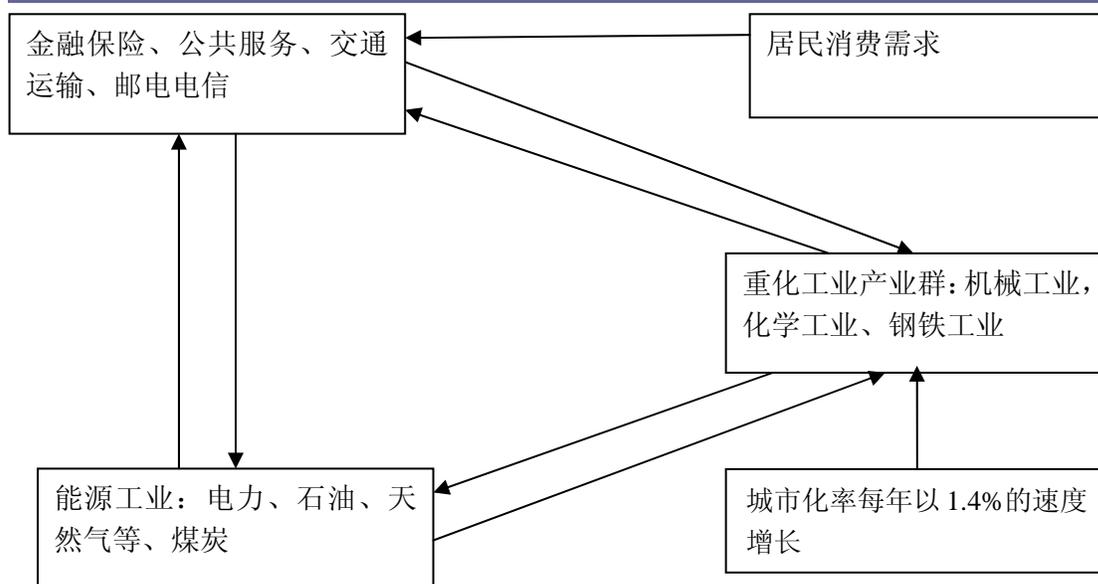
2、消费升级 在 2003 年人均 GDP 突破 1000 美元后，以汽车和住房为龙头的一系列消费升现象规模大、带动力强，经济体的消费需求驱动特征突出，导致经济平稳增长的内在持续性增强，同

时现代服务业将引导经济逐步进入以服务业增长为主导力量的“工业化后期”阶段。这也是市场给予品牌消费品和现代服务业更高估值水平的根本原因。

3、城市化和新农村建设 中国的城市化率每年以 1.4% 的速度增长，农村人口向城市转移，这些购买力迅速提升的群体是新增消费能力的重要组成部分，同时交通运输行业、基础设施建设需求带动建筑业持续高增长，形成对钢铁、水泥、有色等建材的大规模需求。城市化的快速推进、城市结构升级以及新农村建设一方面形成了固定资产投资稳定增长的动力，同时基础设施的完善和城市人口比例的上升也便利和增强了消费需求。

4、人口红利效应 中国目前的人口结构还非常年轻，2005 年统计表明 20-60 岁的人口占比达到 60%，而 70 年代的婴儿潮已经进入人的一生活中的消费旺季，在达到 46-50 岁的消费高峰之前还将持续 20 年时间。工业化社会中，消费对经济的带动起到主导作用，因此伴随中国消费高潮的来临，有理由相信中国牛市才刚刚开始，还将持续较长时间。

图 4 大产业集群的传导示意图

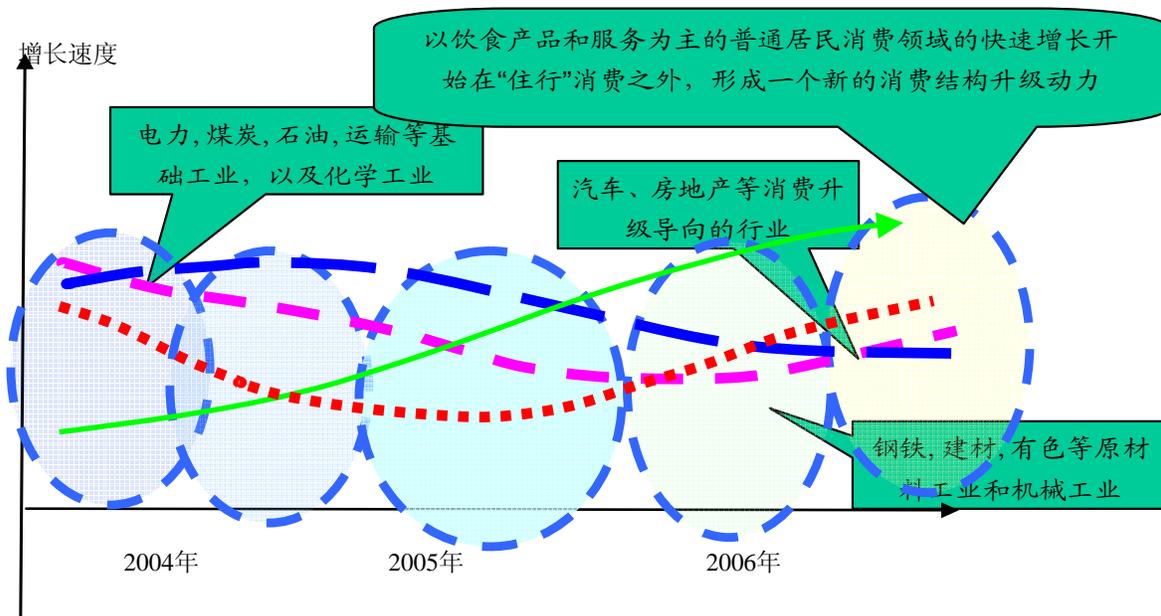


数据来源：招商基金

（二）、短的周期位置：2007 年处于新一轮景气上升期（06-09 年）

始于 2004 年中期以来的宏观调控使得经济温和回落，于 2005 年下半年实现“软着陆”，随后开始启动新一轮景气周期，投资增速于 2006 年 5 月份达到 30.3%，再次遭遇宏观调控，投资和贷款增速开始回落。我们预期 2007 年上半年中国经济在宏观微调后，将实现“软着陆”，下半年开始恢复上升势头，将持续到 09 年。

图 5 宏观经济产业轮动示意图



资料来源：国信证券经济研究所

1、2007 年宏观经济的产业轮动

我们基于产业层面判断宏观经济的走势，通过产业轮动的规律，可以更精确地找到经济波动的细微变化以及各产业的整体性投资机会。

（1）消费升级

2007 年，我们判断以饮食产品和服务为主的普通居民消费领域的快速增长开始在“住行”消费之外，形成一个新的消费结构升级的动力，例如白酒行业已经在 06 年下半年开始强劲增长，超出市场普遍预期。汽车、房地产等消费升级的两大主题仍将发挥重要作用，尤其是汽车行业的成长景气度和效益景气度有望在 06 年复苏基础上继续走强。预期 2007 年消费需求将非常旺盛，整体而言将取代投资成为经济生活中的亮点。

（2）投资品和资本品行业景气复苏基本确立

2007 年，钢铁、水泥、有色等投资品的景气度将继续回升。尤其是钢铁行业在 06 年下半年开始出现行业拐点，由于钢材供给增速放缓，而需求增速依然高企，不排除 2007 年上半年出现阶段性供不应求状况。水泥、锌、电解铝等建材和基本金属的需求在 2007 年依然旺盛。而机械装备等资本品行业在 06 年上半年开始出现拐点，在 07 年国内外需求持续旺盛的局面下，预期景气度仍将延续。

（3）电力行业预期将在 07 年第二季度出现行业拐点，煤炭工业景气度依然较高，但面临成本上升和产能释放的压力

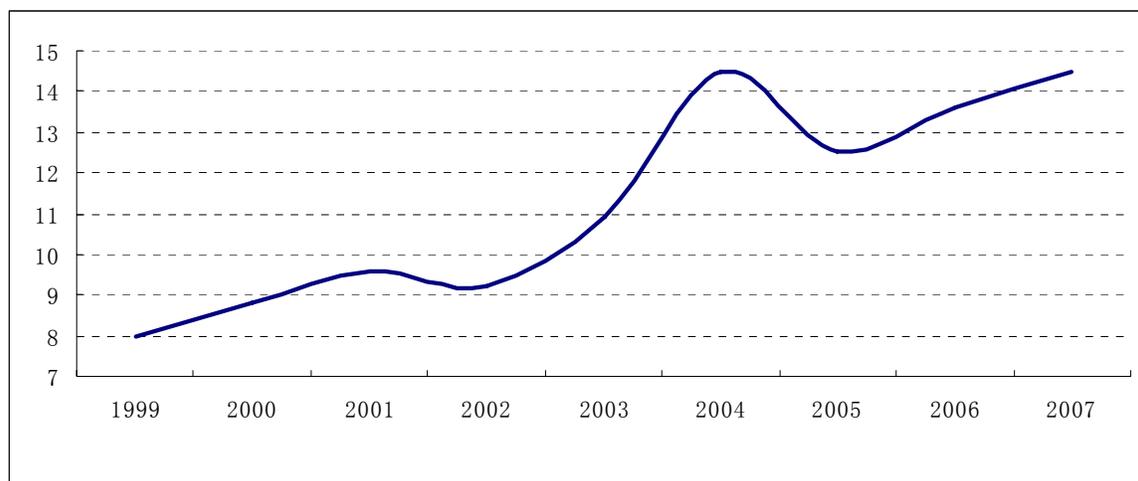
按照产业轮动的规律，能源是工业瓶颈领域，建设周期长，大规模产能释放导致行业的景气度出现下降，因而它是国民经济各部门中最后复苏的领域。2007年上半年电力行业仍将经受大量新机投产和煤价季节性高位的考验，而受二次煤电联动电价上调及煤价可走低的影响，以及下半年后装机压力迅速减弱，机组利用率回落速度明显放缓，行业将逐步进入新一轮的景气周期。2007年，煤炭行业供求将基本维持均衡状态，不存在严重过剩风险。在供求基本均衡情况下，资源、环境、安全等成本上升将驱动煤炭价格上涨，煤炭公司盈利开始出现分化。

2、2007年宏观经济“三驾马车”需求分析

(1) 消费：2007年，在国民经济的“三驾马车”中，我们最看好消费需求。

近年来，消费一直是国家鼓励的方向。一方面，中国作为大国经济体，逐步由外需拉动转变为内需主导型是今后的一个长期发展方向，投资率高企在我国重化工业化进程中是一个必经阶段，随着工业化进程的加深，资本积累的速度将放缓，消费品和服务业对经济的拉动作用日益彰显，经济的波动性将更为平滑；另一方面，刺激消费，缩小贫富差距，提升社会平均生活质量是构建和谐社会的重要组成部分。自2003年新一轮中长周期开始，汽车和住房的消费主导特征非常明显，人均GDP迅速增长，同时政府开始辅以收入调节政策，2006年末第四次公务员工资水平的提高幅度是最大的一次，2007年我们预期社会商品零售总额的增速将突破14%，随着收入水平的快速增长，消费升级的步伐将提速。

图6 1999-2007E 社会商品零售总额增速



资料来源：国家统计局

(2) 投资：2007年，固定资产投资受宏观调控的影响不大，而主要受到产业轮动和投资周期的影响，预期投资增速总体将温和回落，呈现“软着陆”态势。

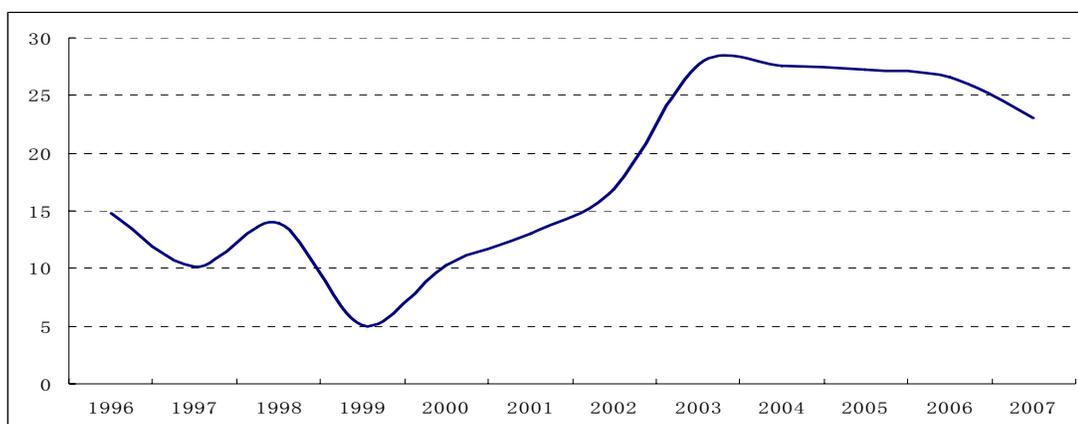
2007 年影响固定资产投资的变量多，作用机制复杂，综合来看总体环境仍较宽松，主要矛盾是企业、商业银行和地方政府的强烈投资冲动遭遇中央政府、中央银行、发改委的宏观调控。经济体的市场化程度加深使得宏观调控对经济运行的主动性调节难度加大，包括实体经济领域，也包括银行业等金融部门，尤其是三大国有银行改制上市变为股份制商业银行，经过大规模募集资本金后，新一轮业务扩张的动力强劲。2007 年宏观调控不仅面临控制流动性（货币供应量）再度泛滥的难题，与 2006 年相比又多了一个控制贷款增速适度增长的问题。因此 2007 年加息和提高法定存款准备金率的政策似乎不可避免。

2007 年，预期行政干预对行业调控的效果更加显著。固定资产投资中的最大组成部分房地产投资预期 07 年增速将继续放缓，经济适用房和小户型大规模建设启动，市场观望气氛使得成交量继续萎缩，房价的涨跌更多的与开发商资金实力密切相关。

尽管利润向上游集中，但经过大规模产能扩张后，中下游制造业的成本压力和物流瓶颈效应大为缓解，利润率开始回升。而且，近年来出口需求非常旺盛，企业的投资热情高涨。中央和地方政府对宏观调控的利益取向存在差异，土地供应量的控制在 2006 年末开始有松动的迹象。“十一五”规划的第二年基础设施和重点工程项目建设任务依然艰巨，为投资的持续稳定增长打下基础。

从产业轮动和投资周期的角度看，2007 年投资增速总体将呈现平稳回落态势。房地产投资目前正处于行业结构调整的过渡期。上一轮投资周期中权重占比较大的上游电力、煤炭等能源、中游钢铁、水泥等投资品的在建产能释放已近尾声。另一方面，交通运输、建筑业投资高速增长的局面仍将持续，而中游机械装备等行业投资将继续反弹，尽管下游的消费品和服务业的投资权重占比不大，但持续的高额利润率将吸引投资资本的流入，投资增速将保持快速增长。

图 7：1996-2007E 固定资产投资增长率



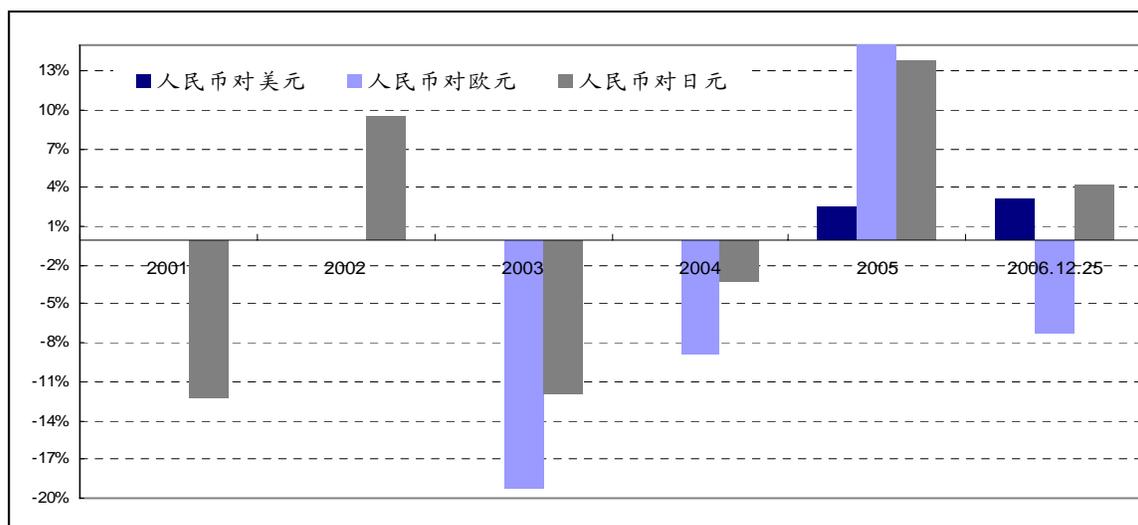
资料来源：国家统计局

(3) 出口和进口：07 年预计出口仍将保持 25-30% 快速增长趋势，而进口亦将强劲反弹

2007 年在决定外需的关键变量中还是要看美国经济的运行状况。尽管中国对美国的出口占比在下降，但美国经济降温将对欧盟、日本等与中国贸易关系密切的国家造成重大影响。

我们的判断是 2007 年美国总体经济将实现“软着陆”。尽管制造业景气指数在下降，房地产市场降温明显，但消费需求依然旺盛。美国的房地产周期领先于总体经济形势，但是历史证明美国经济往往滞后房地产业 5-6 年才出现衰退，这是由美国的人口结构和消费习惯决定的。

图 8：2001-2006 年人民币对美元、欧元、日元的升值和贬值情况

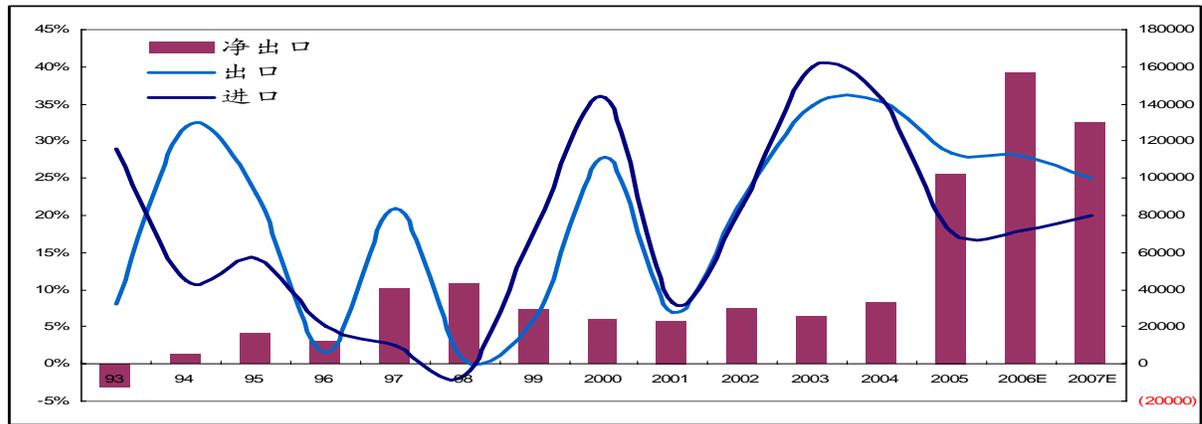


资料来源：招商基金

从 2003 年开始，人民币盯住美元，一同对欧元和日元贬值，世界经济进入景气上升期，两个因素叠加的效果导致进出口高速增长。2005 年汇率体制改革、放大浮动区间后，当年相对于美元、欧元和日元升值幅度较大，再加上宏观调控，使得出口和进口出现明显回落，但出口依然保持了 28.4% 的高位（见图 9）。尽管 2006 年人民币对美元升值了 3.07%，但同期对欧元贬值 7.18%。中国出口结构更加均衡以及强劲的外需导致 06 年中国出口依然维持了 28% 的增速。

展望 2007 年，美元相对于人民币和欧元贬值的趋势不会改变，而且美元相对于欧元贬值更快的趋势也将维持，则 07 年人民币相对美元升值、相对欧元贬值的趋势也将继续。近年来中国出口结构升级的累积效应在 2006 年得到充分体现，机械装备和高端钢材产品的出口高速增长。中国固有的人力成本优势仍将维持，而技术含量和附加值在迅速提升，出口竞争力在逐渐增强，2005 年机电产品的出口占比已经达到 70%。如果外部环境保持稳定，我们预期 2007 年出口将小幅回落至 25% 左右，进口增速将上升至 20%。

图 9 1993-2007E 进出口增速，单位：百万美元



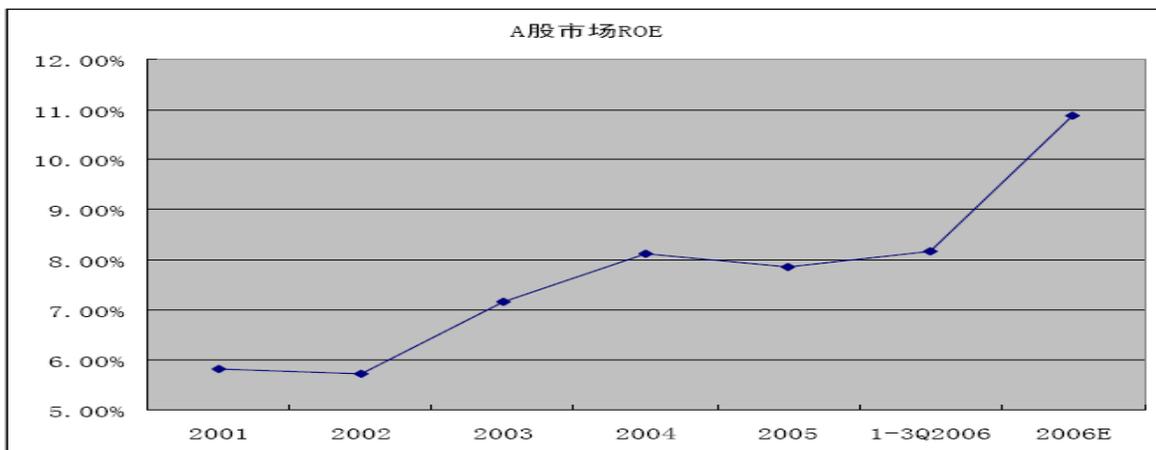
资料来源：招商基金

中国产品的国际竞争力越来越强必然引起如日本当年面对的贸易摩擦问题。保尔森访华、布什的表态导致中国政府的政治压力在加大，我们预计 2007 年人民币升值幅度将上升至 5% 左右，国民经济“软着陆”后，进口需求将出现强劲反弹，贸易顺差可能出现回落，但仍将维持在历史高位。

3、上市公司业绩增长分析

2007 年，上市公司的业绩改善将源于 3 个方面：首先，预期 2007 年上游石油、煤炭等能源价格仍将维持历史高位，但煤、电、油、运瓶颈领域和钢铁、水泥等投资品经过上一轮大规模建设后，产能相继释放，抑制了价格大幅上涨的趋势，缓解了中下游制造业的成本压力，而受益于旺盛的需求导致资产周转率持续好转，同时产业结构升级、技术积累后，劳动生产率提升，使得工业企业的净资产收益率近年来快速提高。

图 10 2001-2006 年 A 股市场上市公司净资产收益率



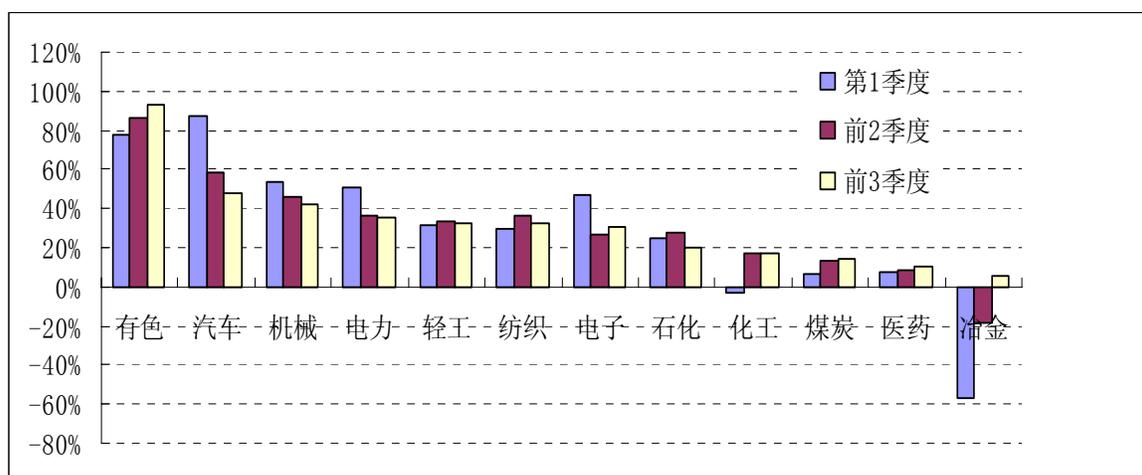
资料来源：招商基金

其次，进入全流通时代后，制度环境的优化导致大盘蓝筹股国内 A 股 IPO 发行提速，中国人寿、平安保险、兴业银行等大批权重蓝筹股回归，将快速缩小上市公司与实体经济领域工业企业的盈利差距。

第三，全流通后，A 股市场的存量股票资产业绩在股权激励和资产注入下将大幅提升。2006 年大批蓝筹公司作了股权激励，07、08 年为了达到行权条件，上市公司管理层将有极大的动力把业绩提升的潜力释放出来。

我们预期 2007 年 A 股市场上市公司的整体业绩将同比增长 20-25% 以上，个别宏观经济的引擎行业业绩增长将超过 50%。在业绩高增长的市场环境中，成长股的魅力将再次吸引投资者的眼球，基于更长期稳定成长的预期，2007 年 A 股市场的估值水平将提升，而部分热点行业出现估值泡沫将不可避免。

图 11 2006 年 1-3 季度工业企业利润增长率

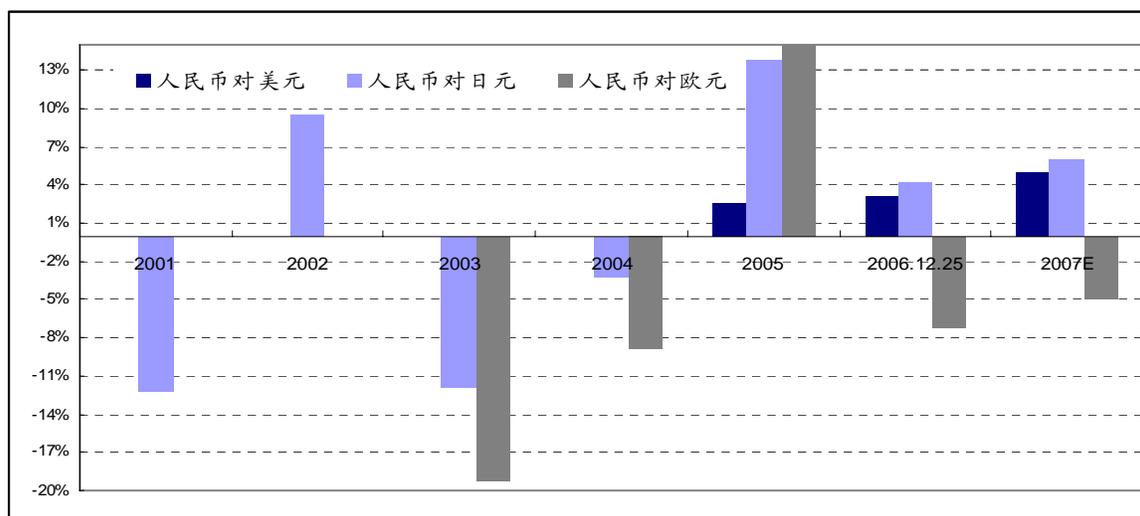


资料来源：国家发改委经济运行局

(三)、市场流动性和人民币升值分析

我们预期国际贸易摩擦逐渐升级、政治压力逐渐增大，将导致 2007 年人民币对美元的升值速度快于 06 年，上升至 5% 左右。但是中国政府对升值和汇率制度上的态度是小幅渐进式改革，清醒的认识到升值过快对经济健康运行的危害。从 97 年亚洲金融危机以来一直维持币值的“稳定-小幅升值”的节奏。在吸取近期泰国以及东南亚国家货币升值过快导致国际游资的投机再次盛行、股市和汇市剧烈震荡的教训后，2007 年的人民币升值速度将会以不危及到我国出口竞争力和经济平稳运行为上限，继续顶住国际压力，维持 5% 的小幅升值步伐，同时适度增强汇率的弹性区间。

图 12 2007 年人民币相对美元、日元、欧元的升值和贬值预测

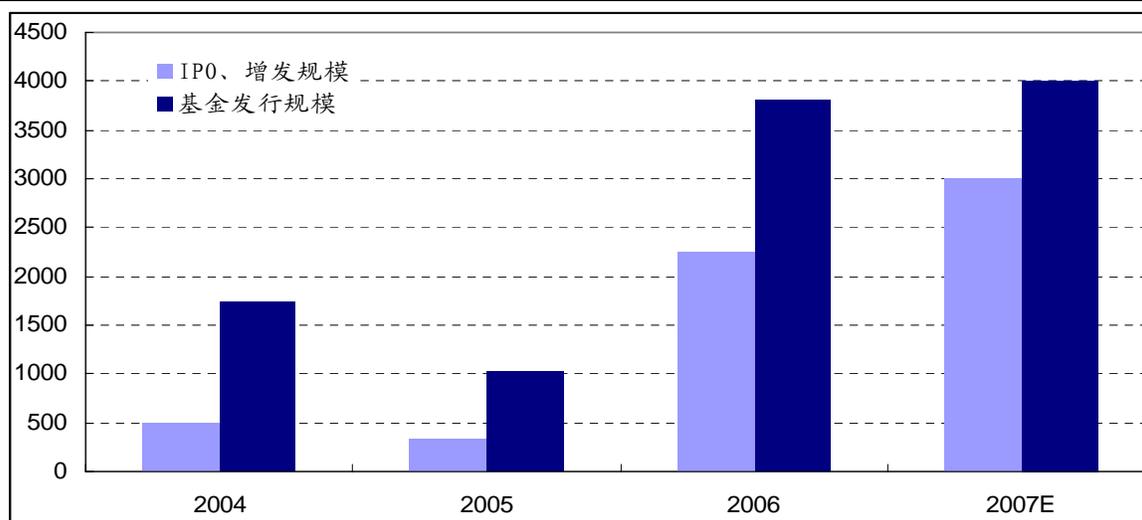


资料来源：招商基金

2007年，市场流动性过剩的格局将加剧。只要人民币维持小幅升值的趋势，则不会出现最近泰铢大幅飙升后，国际游资投机得手后大规模撤离的局面；相反，由于人民币持续升值的预期进一步增强，必然导致国际资本通过各种形式持续大量流入，外汇占款的基础货币投放过度，2007年央行将再次遭遇流动性泛滥的难题。而全社会的流动性过剩使得投资的自筹资金占比将进一步上升，严格的银行信贷管制只会导致金融脱媒现象的上演，何况在3大国有银行改制上市、3大股份制商业银行募集了充足的资本金后，放贷和拓展业务的动力非常强劲。

2006年6月份融资开闸后仅半年时间，IPO和增发等股票融资规模就达到了2250亿元，全年共发行了87只基金，新增规模达到3812亿元。07年预计IPO和增发融资规模将突破3000亿元，牛市中投资基金的财富效应将会持续分流储蓄，预计2007年基金发行仍将维持06年的旺销局面，全年发行80-90只基金，规模将维持在4000亿左右，单只基金的平均规模在50亿左右，以适应中国股票市场迅速壮大和实体经济优质企业更庞大的融资需求。2007年流动性过剩的局面将胜于06年，导致资金推动型牛市的特征日趋显著。

图 13 04-07 年基金发行和新股发行规模，单位：亿元



资料来源：WIND、招商基金

（四）、制度创新对股市的影响分析——股票市场的结构特征将发生根本性变化

人的思维是线性的，而事物的发展变化往往是非线性的，因此变化才是风险和重大机遇所在。制度创新和机构投资者结构变化对股市将产生根本性影响。

1、大盘蓝筹新股发行上市

2006年工行、中行、上港集团、大秦铁路、中国国航、广深铁路等一批大盘蓝筹股发行上市后逐渐扭转了国内A股市场以中小盘股为主的股本结构特征，银行、交通运输等大市值行业对A股市场的影响越来越大。随着基金等机构投资者队伍的迅速壮大，投资大盘蓝筹股的黄金时代已经来临。以沪深300为代表的大盘蓝筹股将充分分享宏观经济和行业快速成长的成果，健康的公司治理结构、业绩稳定增长的预期、信息披露相对透明、充分的流动性，使得这些大盘蓝筹股由“股权分置时代”的流动性折价逐渐转变为“全流通时代”的流动性溢价。

2007年，中国人寿、平安保险、交通银行、兴业银行、中移动、中海油等大盘蓝筹股IPO发行上市的数量将远远超过2006年，行业配比的权重越来越向金融、交通运输、石油化工、电信行业集中的结果必然造成沪深300对A股全市场指数的影响越来越大，而对全市场的代表性则越来越弱。因此，在这些权重占比巨大的行业估值偏低的情况下，成为市场资金持续流入的方向，所以战胜市场的难度很大；而这些行业的估值达到合理区域时，将成为大盘的定海神针，相应的中小盘股则表现更加活跃；当这些与宏观经济相关度极高的行业被明显高估，或者宏观经济潜在的风险增大的情况下，资金的持续流出将会极大影响A股全市场指数，中小盘股受到的系统性风险将被放大。

2007年随着大盘蓝筹股上市后加入沪深300成分股、流动性和业绩较差的个股退出沪深300，

目前基于 06 年 20 倍左右的市盈率仍将维持，预期 07 年以沪深 300 为代表的金融、电信、石化、交通运输等大蓝筹仍将是资金持续流入和投资的热点区域。

2、股指期货

预计 2007 年初，以沪深 300 为标的指数的股指期货将推出。股指期货所特有的“做空机制”和“杠杆效应”必然加速市场对以沪深 300 为代表的大盘蓝筹股的价值发现过程。显然，当这些大盘蓝筹股的价值被低估时，没人敢于做空；当短期利空出现而中长期依然坚定看好时，长期价值投资者不必抛售手中持有的大盘蓝筹股，用少量资金沽空股指期货锁定下跌风险的一致行动使得市场上大盘蓝筹股的波动性显著下降，业绩成长预期一致的大盘蓝筹股如成熟市场中单边上扬的格局将在我国 A 股市场上演。另一方面，股指期货的“做空机制”也会加速大盘蓝筹股的价值回归过程，尤其在股指期货上市前后，我们预期 A 股市场将出现显著的波动性，主要来自于投机资金利用股指期货对权重股的炒作，股指期货的“做空机制”将放大估值出现泡沫的权重股的抛压。

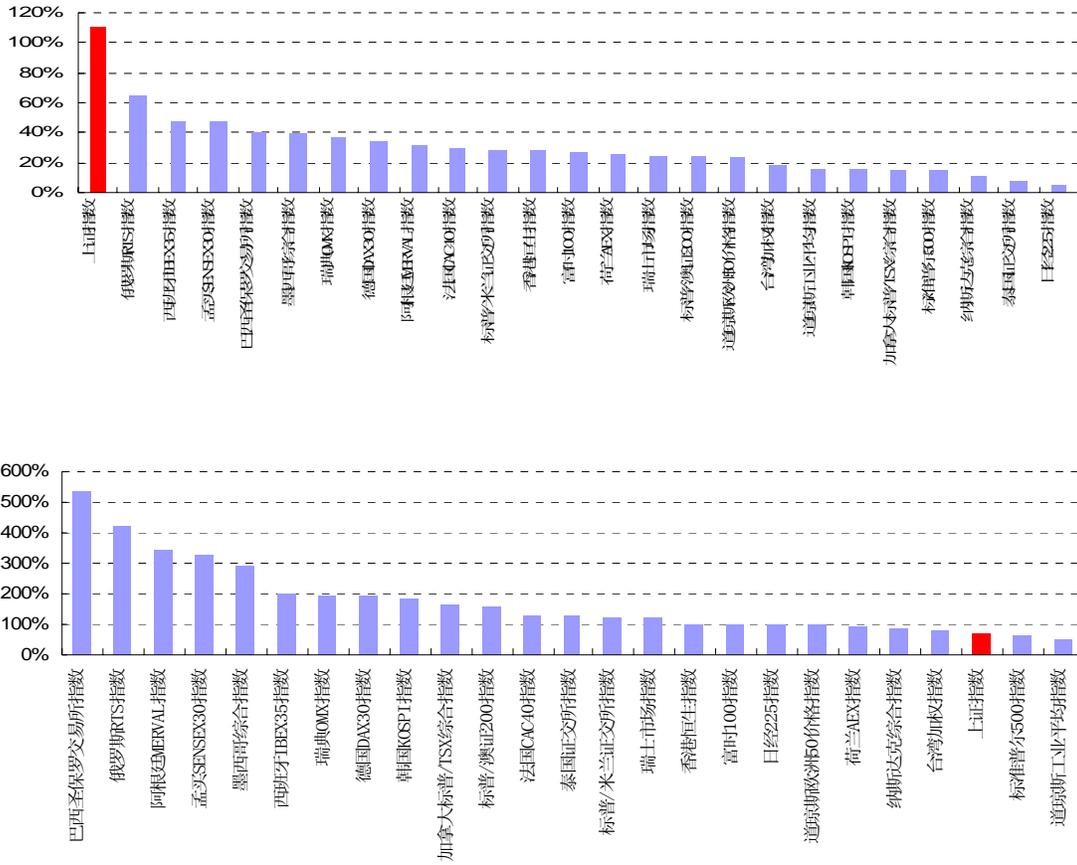
(五)、估值水平国际比较：2006 年股改红利行情和价值回归行情促静态估值国际接轨

1、2006 年 A 股市场静态估值国际接轨，2007 年动态估值仍然偏低

2006 年，中国 A 股市场累计涨幅达 112%，位居全球股市之首，但从 2003 年全球牛市起步算起，上证综指涨幅仅 72%，位居“金砖四国”等新兴市场末位，全球股市倒数第三。03-06 年新兴市场平均涨幅 2.85 倍，06 年平均市盈率为 20 倍。中国 A 股市场从 05 年下半年 1000 点开始至 06 年 4 月份达到 1400 点反映了全流通改革的股改红利行情，从 1400 点至 06 年末约 72% 的涨幅扭转了中国 A 股市场严重低估的价值，与国际水平接轨。目前 A 股市场的 06 年市盈率为 28 倍，沪深 300 的 06 年市盈率为 20 倍，仍然处于合理估值区域。

展望 2007 年，在强劲的内外需求环境之下，实体经济领域的规模以上工业企业盈利增速将保持 20-25% 左右的增长速度，A 股市场将上涨 25% 反映宏观经济的基本面，同时人民币升值 5%，股息率 2%。预期 2008 年工业企业盈利保持 20% 的增速，如果明年的牛市行情涨幅开始反应 2008 年的业绩增长预期，则市场将出现一定的泡沫。因此综合来看，2007 年 A 股市场沪深 300 指数将上涨 32%-52%（综合指数的代表性越来越低）。相应地，如果 2007 年市场产生一定的泡沫，则 A 股市场的市盈率将达到 30 倍，沪深 300 指数市盈率将达到 25 倍，估值适度溢价的行情将应运而生。

图 14 2006、03-06 年上证 A 股与全球股市涨幅比较



资料来源：BLOOMBERG

图 15 2006 年的股改红利、价值回归和 2007 年估值适度溢价行情



资料来源：招商基金

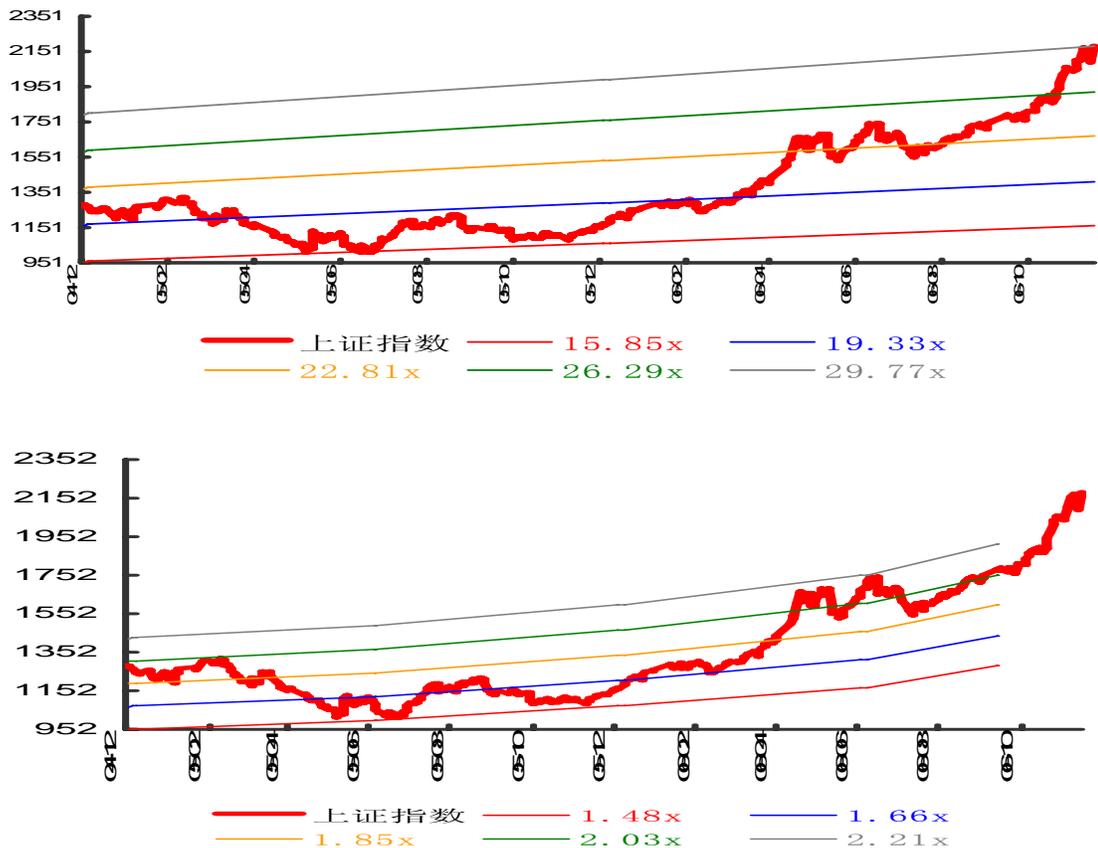
2、用发展的眼光动态地看待中国 A 股市场的估值水平

一国股票市场的估值水平只有当上市公司整体能够充分反映该国经济的真实状况才具有国际比较的意义和真正的投资价值。2006 年的中国 A 股市场仍以中小盘股为主，我们预期 2007 年新股发行规模将达到 2500 亿，其中大盘蓝筹股将占到 70%。市场容量、流动性和股票资产的质量得到大幅改善后，A 股主板市场的特征日趋明显，充裕的市场流动性追逐相对稀缺的优质中国资产，将导致大盘蓝筹股出现适度溢价。

进入全流通时代后，上市公司股权激励、集团公司优质资产整体上市等措施将完善存量公司的治理结构，增强盈利能力。因而 A 股市场的估值水平将由原来的制度折价转变为改善预期的制度溢价。

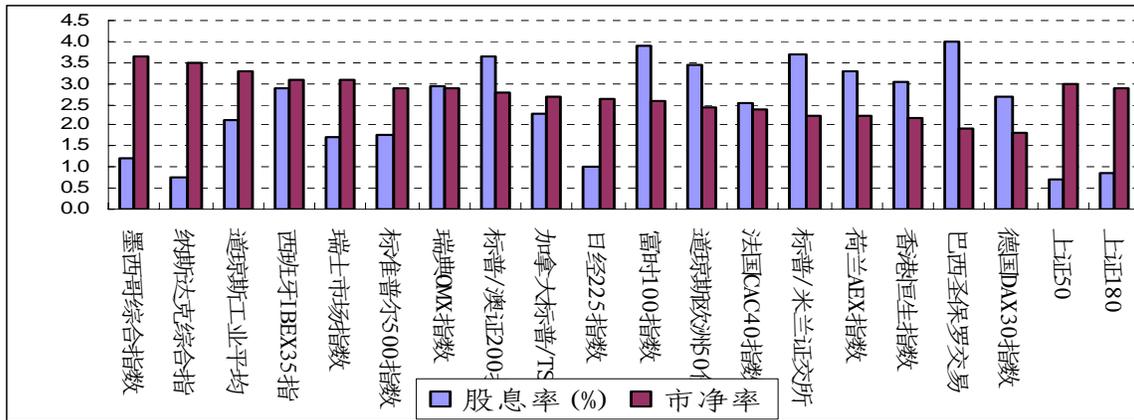
另外，股指期货、融资融券等金融创新、新股发行制度、交易制度的完善将极大提高 A 股市场的运行效率，尤其是股指期货的做空机制将使得市场更加理性，从运作机制上保证了 A 股市场的合理估值水平。

图 16 A 股市场市盈率和市净率



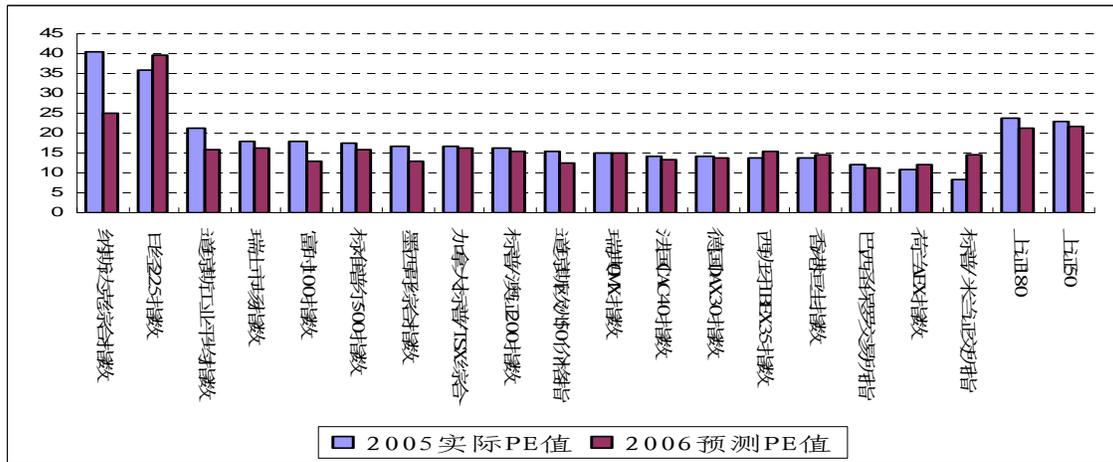
资料来源：WIND

图 17 全球股息率与市净率比较



资料来源：BLOOMBERG

图 18 全球市盈率比较

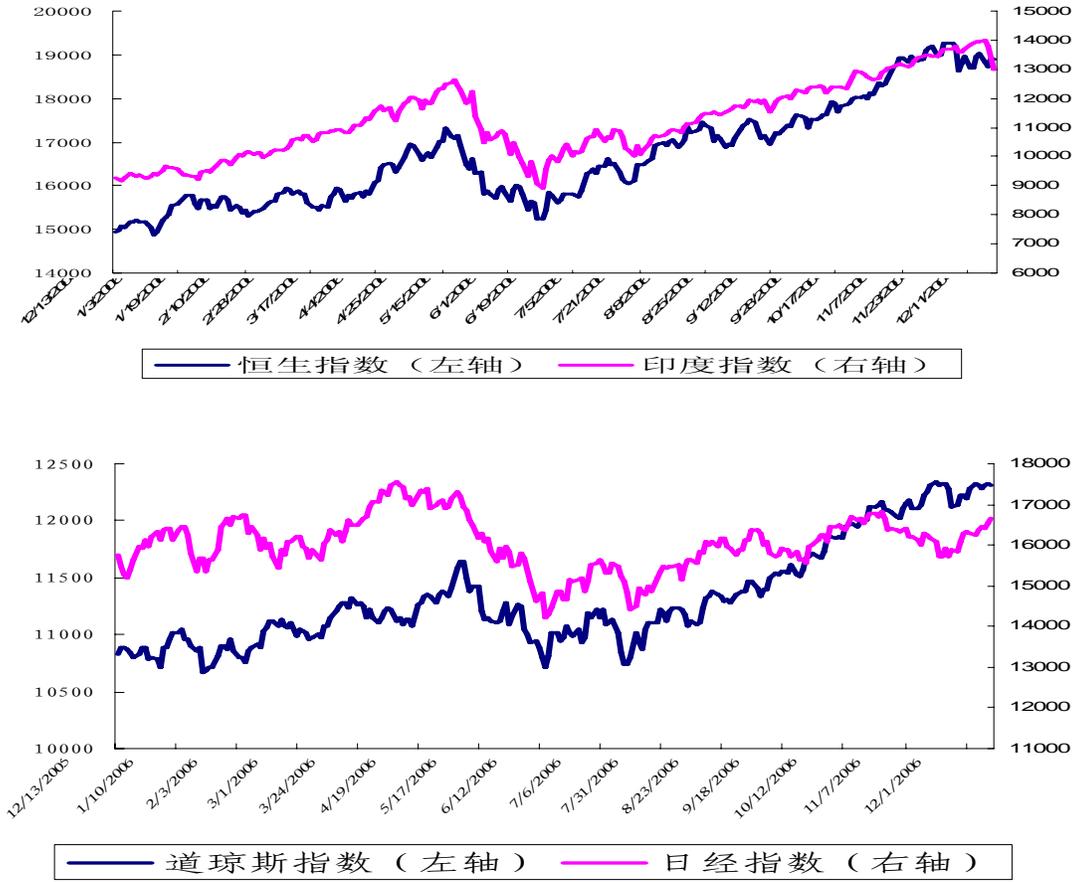


资料来源：BLOOMBERG

3、预期 2007 年全球股票市场继续走牛

美国作为全球经济的火车头，自 06 年中期后制造业和房地产业开始出现降温，华尔街普遍预期 07 年 1 季度将下调利率，美国的紧缩性货币政策即将结束，全球通胀预期随之减小。而欧盟、日本、印度以及中国经济运行仍十分强劲，预示着全球需求依然比较旺盛，因此全球利率水平上升期很可能接近尾声，同时停留在中性利率区间更长时间。

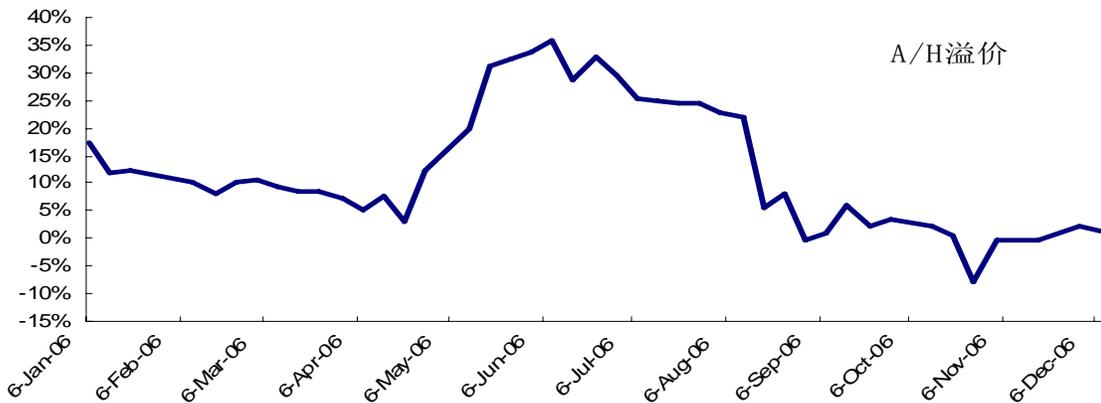
图 19 全球股市运行

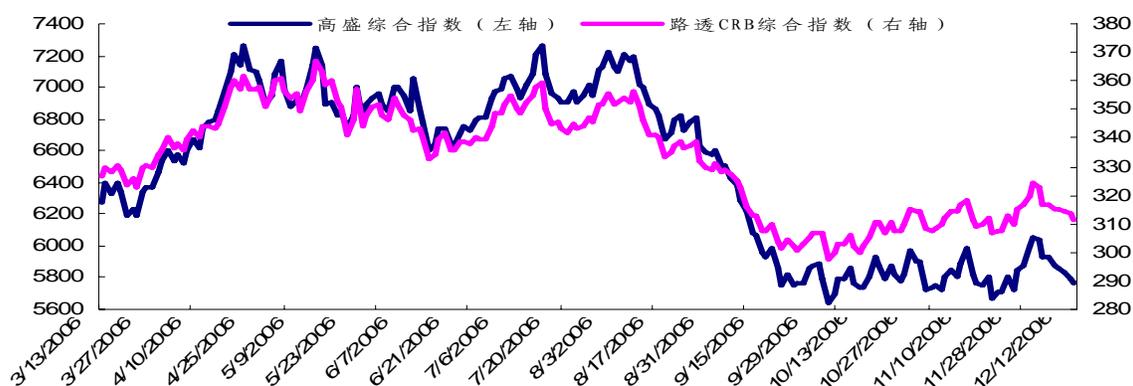


资料来源: BLOOMBERG

我们预计 07 年全球股票市场将迎来股权资本成本见顶, 同时企业盈利增长超预期的黄金投资期。香港恒生指数在创出 20000 点的历史新高后, A-H 股价差急剧缩小至 12 月的 1.32%, 国内 A 股相对于 H 股的吸引力逐渐增强, 全球牛市将牵引国内 A 股市场持续走高。

图 20 A-H 股溢价和大宗商品价格走势





资料来源：BLOOMBERG、招商基金

三、07年股票市场投资策略

(一)、2007年投资策略：寻找人民币资产价值重估的历史机遇和未来3年持续稳定增长的低估值品种。

2007年，中国A股市场结构和投资者结构都将发生重大变化，以沪深300为代表的大盘蓝筹股对A股综合指数的影响极大，而单只基金的平均发行规模将在50亿左右。未来3年成长性明确的大盘蓝筹股极具稀缺性和战略意义，机构投资者的一致行动将导致这些大盘蓝筹股出现估值溢价。

在内外需求旺盛、制度性变革成果逐渐显现、A股蓝筹公司动态估值偏低、海外股市继续上涨的综合作用下，2007年沪深300指数将上涨32-52%。我们坚持“确立牛市思维，突出投资主线，坚持价值投资，精选优质个股”的策略思想，寻找人民币资产价值重估的历史机遇和未来3年持续稳定增长的低估值品种。另一方面，在市场趋于同质化的选股思路下，我们也将关注各细分行业的中小盘龙头公司，高成长性、高盈利性和产业链上独特的垄断地位使得这些公司成为增强型“指数化”策略的首选品种。

1、重点配置“微笑曲线”两端的行业，具体而言，包括下游具备自主创新能力、终端用户领域不断扩大、估值较低的制造业龙头公司；具备渠道、品牌和管理优势的消费品制造业和现代服务业——食品饮料、金融、连锁商业；上游自然垄断的稀缺资源类公司。

2、重点配置人民币升值和会计制度变革下，成长预期明确、估值偏低的商业地产公司和开发类地产公司中的龙头品种。

（二）、2007 年股票资产配置策略：增强型 “指数化” 投资策略——战略性配置以沪深 300 为代表的大盘蓝筹股和各细分行业中优质高速成长的中小盘龙头公司

2007 年 A 股市场将出现一定程度的泡沫，这是牛市的典型特征。在经历了 2006 年上半年的股改红利行情和下半年的价值回归行情之后，无论是中小盘股还是大盘蓝筹股的估值水平都已经与国际接轨。2007 年将上演估值适度溢价的牛市行情，在牛市中寻找估值溢价预期一致的板块将是 07 年市场热点向纵深演进的主线。

1、战略性配置——与宏观经济密切相关、受益于人民币升值和人民币资产价值重估的权重板块，包括：金融、房地产；

（1）金融行业，包括银行、证券、保险

金融业与宏观经济密切相关，尤其在经济起飞的历史阶段，受益于产业升级、消费升级、人民币升值和融资体制、税收体制等制度变革，银行、证券和保险业迎来了大发展的历史机遇期。中国银行业改制上市、引入全球银行业领先的战略投资者，在 WTO 对外资全面放开人民币业务后，市场化的经营管理能力将快速提升，而全流通后的管理层股权激励制度将充分释放管理水平改善的潜力。未来 2-3 年银行业的业务将高速扩张，向基金、保险等领域快速拓展，混业经营趋势日渐清晰，而传统业务结构也在迅速优化，存贷款收入占比稳步回落，非资本消耗型的中间业务占比快速提升。两税并轨、调降营业税的税制改革也将提升上市银行的盈利水平，在股份制商业银行新增拨备降低和增量资产质量保持优质成长的预期之下，2007 年商业银行的利润有望保持 30%以上的增速，A 股银行业给予 25 倍左右市盈率、2.5-3.5 倍左右的市净率是合理的。

证券业将直接受益于中国 A 股市场的本轮牛市行情，经纪业务摆脱了前几年萎缩的局面，随着开户数激增、新股大规模发行上市，交易量急剧增长；投行业务在全流通后全面放开，股票市场容量的扩大将第一次充分满足实体经济领域企业并购重组、IPO 发行上市的迫切需求。券商自营和资产管理业务也将直接受益于持续上涨的牛市行情。证券业将是股市中最容易产生估值溢价的行业。纵观历史上的新兴市场牛市，证券行业是涨幅最高的板块。

展望 2007 年，随着保险业中最优质的龙头公司——中国人寿和平安保险的发行上市，保险业将第一次登上 A 股市场的历史舞台，受益于宏观经济持续快速增长和消费升级，独特的盈利模式和稳健经营的风格将使得保险业受到机构投资者的追捧，也将产生估值溢价。

（2）房地产，包括商业地产和开发类房地产龙头公司

房地产作为消费升级的两大引擎之一，将充分受益于 1965-1975 年代婴儿潮形成的对住房消费持续旺盛的需求。人口统计学研究表明，人的一生中 31-38 岁是一次购房和二次购房（换房）的高

峰期，因此对房地产消费持续旺盛的需求将至少再维持 7-8 年，而目前不合理的房地产供应结构会压抑潜在的真实需求，从而延长房地产消费高峰期。

所幸的是始于 2006 年的房地产新政将会逐渐改变目前的房地产投资结构和消费结构，控制高端大户型的供应量，同时大批量投放中小户型和经济适用房，将会把全社会压抑的真实需求转化为有支付能力的需求，因此我们认为针对房地产的宏观调控不会导致行业景气的长期下降，相反，新一轮更为猛烈的房地产投资和消费热潮即将开始。在这轮即将上演的热潮中，房地产开发商的盈利模式将会发生变化。两种策略相互融合：一是针对中心城市黄金地块的高端项目，因为更加受益于人民币升值和土地升值的效应，更多运用高毛利、低周转率策略；二是针对中小户型和偏远地区的项目，更多运用低毛利、高周转率策略。而房地产新政对开发商的项目运作管理能力和资金实力提出了更高的要求，因此房地产市场的份额将逐渐向行业龙头公司倾斜，行业集中度将提高。商业地产公司将主要受益于人民币升值和新会计制度导致的资产价值的重估，风险相对于开发类公司较小，相对享受更高的估值。在历史上新兴市场的牛市中，房地产行业伴随币值升值的过程，涨幅排名位居前列。

2、战略性配置——具备渠道垄断优势、隐含品牌价值、卓越经营管理能力的消费品制造业和现代服务业，包括：食品饮料、连锁商业、旅游酒店；

历史规律表明，一个实现工业化的国家消费需求将最终成为拉动经济增长的支柱力量。尤其在经济起飞期，随着国民财富的积累，消费升级将呈现富集的加速现象，较小的周期波动性和更长的增长持续性使得消费和服务领域的龙头公司在业绩高增长持续期内的估值溢价更高，沃尔玛和可口可乐在 90 年代的高增长期的市盈率在 35-40 倍左右。

人口统计学研究表明，人一生中 48-50 岁是消费高峰，中国 60、70 年代的婴儿潮将支持旺盛的消费热潮持续 20 年左右时间，而人均 GDP 从 1000 向 3000 美元跨越的历史时期消费需求的成长性最好。2006 年末，国家公务员第四次加薪，也是历史上幅度最大的一次，涉及面广，包括国家机关公务员、城市最低生活标准的提高、军人等中低收入人群。随着居民收入水平的提高，对消费品和服务品质的追求，构成对住房、汽车、教育、旅游、医疗保健、交通通讯（3G）、文化传媒（数字电视）、软件、金融理财服务持久而旺盛的需求。

从国家发展战略的价值取向分析，构建和谐社会、坚持科学发展观以及社会主义新农村建设都要求将消除贫富悬殊、刺激消费需求放在空前的高度上。在投资具有资源瓶颈效应以及大国经济不可能过分依赖于外需的客观环境下，提升消费在“三驾马车”中的权重不可避免地成为未来几年宏观经济政策重心倾斜的对象。因此消费品制造业和高级服务业中的龙头公司理应得到更高的估值。

我们倾向于在这些子行业中选择具备渠道、品牌和管理优势、完成了股权激励措施、公司治理结构完善、未来业绩具有持续 20-30%增长潜力的龙头公司。一方面继续维持对食品饮料、商业连锁、旅游酒店、金融等传统消费类行业品牌龙头公司的战略性配置；另一方面将重点关注数字电视、3G 等新兴消费领域的投资机会。

3、战略性配置——具备自主创新能力、终端用户领域不断扩大的制造业龙头，装备制造业，包括：数控机床、电网设备、工程机械、船舶设备、港口机械等

2004 年中国人均 GDP 达到 1490 美元，重化工业增加值占工业的比重超过 50%，经济对外依存度接近 80%。这些经济指标显示我国目前相当于 1968 年的日本和 1979 年的韩国重化工业化加速的初期阶段。在人民币升值的大环境下，产业结构、产品结构以及出口结构都面临加速升级的迫切需求，而我国先进制造业的短板在于缺乏技术含量较高的国产化机械装备，遏制了我国技术创新的能力和产业升级的步伐，近 10 年机械设备进口占比一直高达 40%以上，并逐年攀升，进口替代的要求强烈。可喜的是近年来对外开放、消化吸收先进技术装备取得了长足进展，我国装备制造业水平得到大幅度提升，出口结构中机械设备占比在近 10 年间由 17%快速上升至 42.85%。

表 1: 1985 - 2003 年我国商品出口结构变迁 单位: %

	农产品	原材料	化学制品	基本制造品	机械和交通设备	其他制造品
1985	14.92	35.61	5	16.49	2.81	12.81
1990	11.4	14.13	6.04	20.61	17.45	28.23
1995	7.9	6.51	6.01	22.11	21.06	36.11
2001	4.92	4.93	4.78	17.38	33.08	34.34
2003	4.26	3.68	4.47	15.75	42.85	30.77

数据来源: 中国统计年鉴, 招商基金

表 2: 1985 - 2003 年我国商品进口结构变迁 单位: %

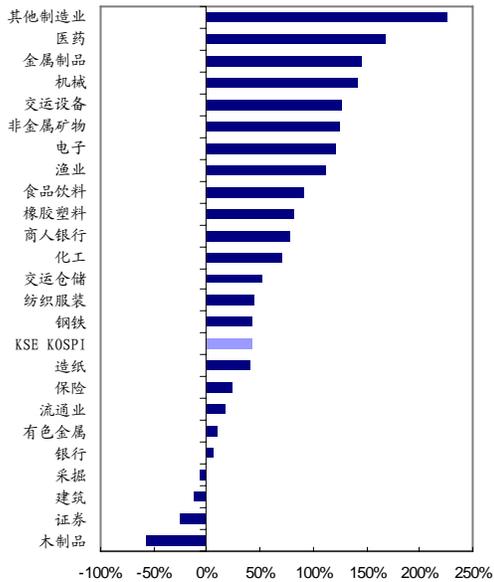
	农产品	原材料	化学制品	基本制造品	机械和交通设备	其他制造品
1985	4.41	7.99	10.45	27.95	38.95	4.52
1990	8.62	10.08	12.5	21.71	40.33	6.22
1995	6.9	11.39	12.76	22.06	39.7	5.98
2001	2.53	16.26	13.23	18.88	43.94	6.19
2003	2.29	15.34	11.87	15.48	46.72	8

数据来源: 中国统计年鉴, 招商基金

“十一五”规划中指出我国要推进产业结构优化升级，以自主创新提升产业技术水平，加快发展先进制造业，而先进制造业的核心是重大装备制造业。未来 5 年的发展目标是到 2010 年，发展一批有较强竞争力的大型装备制造企业集团，增强具有自主知识产权重大技术装备的制造能力，基本满足能源、交通、原材料等领域及国防建设的需要。考察韩国在重化工业化和币值升值的历史进程，可以发现在股市大幅上涨的前期，机械设备行业的涨幅远远超越其他行业和大盘。

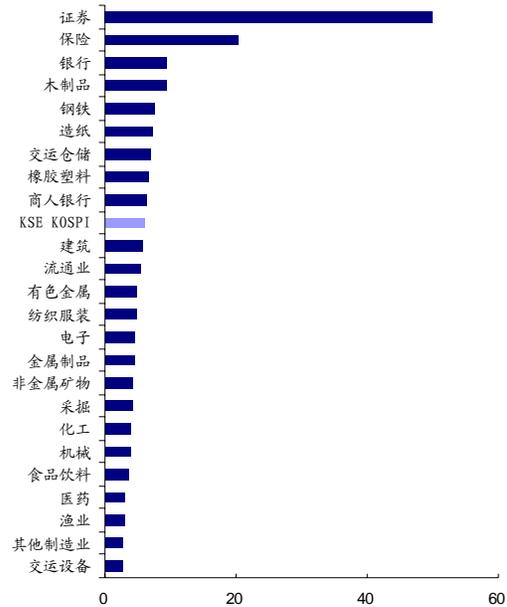
我们建议重点关注数控机床、电网设备、工程机械、船舶设备、港口机械等行业的龙头公司。

图 21: 80-85 年韩国各行业股市收益率



数据来源: CEIC, 招商基金, 单位: %

图 22: 85-89 年韩国各行业股市收益率



数据来源: CEIC, 招商基金, 单位: %

4、战略性配置——上游自然垄断的稀缺资源

我们预计 2007 年全球经济仍将保持旺盛的需求增长, 尤其是以印度、中国、巴西、俄罗斯为代表的的新兴市场经济国家。这些国家尤其是印度, 未来 10 年的投资需求将持续旺盛, 上游稀缺资源的瓶颈状况难以短时间内改变。预计 2007 年原油均价仍将维持在 60 美元左右的高位, 锌等供需缺口持续扩大的品种仍将保持持续创新的态势。我们看好存在自然垄断特质的钾肥、林业、石油等稀缺资源, 而锌、黄金、电解铝、钛、钨等基本面继续向好的资源型、和产业链一体化的加工型龙头公司中也存在较好的投资机会。

5、交易性配置——复苏拐点出现的周期性行业, 包括: 钢铁、汽车、电力

(1) 钢铁行业

周期复苏的拐点出现在 06 年下半年。钢铁行业自 04 年中期宏观调控后, 钢价从 05 年 3 月份持续下跌, 06 年下半年钢铁行业新增产能基本释放完毕, 06 年出口量高速增长, 6-8 月份主要大型钢铁公司的利润平均增速超过 50%, 成本压力减缓, 4 季度钢铁生产商因看好需求而普遍提价。07 年汽车、房地产、“十一五规划”的大型基础设施建设等钢铁下游领域的投资需求将依然旺盛, 投资增速预期达到 23%左右, 07 年钢铁行业盈利状况同比将得到较大改善。建议关注整体上市以及

高端产能扩张的钢铁龙头公司。

(2) 汽车

06 年下半年开始，汽车行业出现明显复苏迹象。国际油价的下跌、人民币升值以及居民收入的增长将持币待购的需求释放出来，同时出口大幅增长。我们预期 07 年复苏趋势仍将持续。相比乘用车领域，我们更加关注商用车，如大型客车，轻重型货车领域的龙头公司。

(3) 电力

电力行业需求旺盛，特别是非工业用电有了明显的快速增长，在新建机组产能大规模释放后，预计 07 年机组利用小时数的降幅将低于市场预期，行业从低谷景气复苏的趋势越来越明确。火电的煤炭成本将在 07 年保持稳定状态，08、09 年煤炭成本有望持续回落。电煤价格市场化是大势所趋，随着煤炭新增产能的大规模投放，07 年供需格局将基本保持平衡。相对于火电的近期煤价成本推动型上涨而言，水电龙头公司的不确定性更小，景气回升的趋势更为明显。

(三)、主要行业景气分析及评级

根据上述分析思路，结合各行业具体情况，我们对主要行业景气变化趋势进行了简要分析，在此基础上给出了我们的投资评级。

表 3 行业景气分析及评级

行业	重点关注的行业驱动因素	未来三年成长性	行业景气趋势	潜在风险因素	估值水平	行业投资评级
电力设备	未来几年电网投资增速将保持 20%以上；	30%	↑	原材料价格上涨	合理	超配
机械	1、投资增速维持高位，行业需求回升； 2、销量、利润回升；	15%	↑	投资增速大幅回落	低估	超配
建材	水泥价格企稳、行业毛利率在回升； 需求在回升；	15%	→	投资增速回落	合理	中性
商业零售	1、社会消费品零售总额保持平稳较快增长； 2、居民收入平稳增长；	20%	↑	市场竞争激烈	合理	超配
食品饮料	1、居民收入平稳增长； 2、行业景气平稳增长；	20%	↑	市场竞争激烈	合理	超配
酒店旅游	1、居民收入平稳增长；	20%	↑	突发事件：瘟疫、自然灾害等	合理	超配

汽车及配件	1、汽车尤其是客车的产、销量增速明显反弹； 2、但降价压力持续存在； 3、成品油价格及消费税调整对行业有一定冲击；	乘用车： 15% 商用车： 20-30%	↑	价格下跌导致毛利率下滑	低估	超配
家电	1、钢材等原材料价格略有回升； 2、居民收入继续平稳增长； 3、产品毛利率继续下滑；	0-5%	→	1、产品价格有下降压力； 2、人民币升值有一定冲击；	低估	低配
纺织服装	1、原材料（棉花、化纤等）价格变动； 2、纺织品出口增速；	一般	↓	人民币升值有一定冲击	低估	低配
煤炭	1、成本推动型煤价上涨； 2、国家产业政策（税、费）等； 3、电力需求增长情况（占煤炭消费 45%）；	7%	→	1、经济减速 2、产能释放	低估	中性
金融	1、宏观经济保持平稳较快增长； 2、人民币升值、税改、中间业务发展对行业增长有利；	20%以上	↑	利率市场化将带来一定冲击；	低估	超配
房地产	1、人民币升值； 2、新会计准则推出； 3、消费需求旺盛；	20%以上	↑	房价上涨过快将导致政府调控力度加大	合理	超配
医药	1、人均医疗费用支出增速； 2、医药产品价格； 3、化工原料、农产品、中药材等原材料价格变动；	15-20%	↑	政策风险	合理	超配
电力	1、需求增长——GDP 及下游行业增长情况； 2、电力供给情况——电力装机增长情况； 3、煤炭价格变动；	10%	→	竞价上网导致电价下降； 机组利用率逐渐下降	低估	中性

供水供气	政府可能继续上调水、气价格;	5%	→	价格上涨后对 CPI 形成压力	合理	中性
化工	1、原油价格持续高位; 2、化工产品价格继续下降;	5%	↓	经济减速	高估	低配
石化	1、原油价格持续高位; 2、成品油价格改革; 3、产能扩张及需求回落;	-5%	↑	经济减速	合理	超配
造纸	1、纸浆、废纸等原材料价格; 2、国家环保政策(排污标准);	5%	↓	国家环保政策变化	低估	中性
钢铁	1、行业复苏拐点出现; 2、业绩周期性高增长;	产量可保持 10% 左右增长	→	周期性复苏的持续性	低估	超配
有色	1、黄金、锌价格将维持高位;铜、铝、锡等价格将回落; 2、美元汇率走软;		黄金、 锌、铝 铜、锡 ↓	受美元汇率波动影响大	合理	中性
计算机软硬件	1、软件增长较快,硬件增长缓慢; 2、硬件价格继续下滑;	行业增长率 15% 以上,其中外包服务 40% 以上	软件 ↑ 硬件 ↓	行业同质化竞争严重。受到上下游的双向价格压力	高估	中性
通信	1、3G 牌照有望在年底发放进展; 2、运营商的资本支出计划有所上升;	通信运营 15%; 设备业受益于 3G 将快速增长	运营 业 → 设备 业 ↑	3G 牌照推出的时间滞后	高估	中性
电子元器件	1、行业景气指标回升; 2、产能利用率提高; 3、产品价格上升;	10%左右	→	原材料价格上升	合理	中性
传媒	1、产业政策支持; 2、增值业务平稳发展; 3、用户数将迅速增长;	30%	↑	IPTV 及 DTV 的冲击	高估	超配
机场航空	1、油价维持高位; 2、飞机起降架次平稳增长; 3、机场收费政策;	机 场 15% 航空盈利	机 场 → 航 空 →	机场: 大规模的资本开支; 航空: 油	低估	中性

		前景不佳		价上涨;		
公路	1、车流量平稳增长; 2、成品油价格改革有一定冲击;	10%	→	成品油加 价影响车 流量; 道 路分流;	低估	中性
港口航运	1、出口增速将放缓; 2、港口产能将逐步释放; 3、航运价格仍难有大的起色;	无产能扩 张的公司 盈利可能 下降	↓	运 价 下 降; 港口 使用率下 降	低估	低配

资料来源：招商基金

表格 4 07 年行业资产配置表

高于市场权重配置	与市场权重一致	低于市场权重配置
金融 房地产 食品饮料 商业零售 酒店旅游 机械 电力设备 石化 医药 传媒	通信 汽车及配件 机场 港口 公路 造纸 电子元器件 计算机软件 电力 供水供气 建材（水泥） 煤炭 钢铁 有色（黄金、锌、电解铝）	化工 航运 航空 家电 建筑 贸易 纺织服装 计算机硬件 有色（铜、锡等）

资料来源：招商基金

债券投资策略

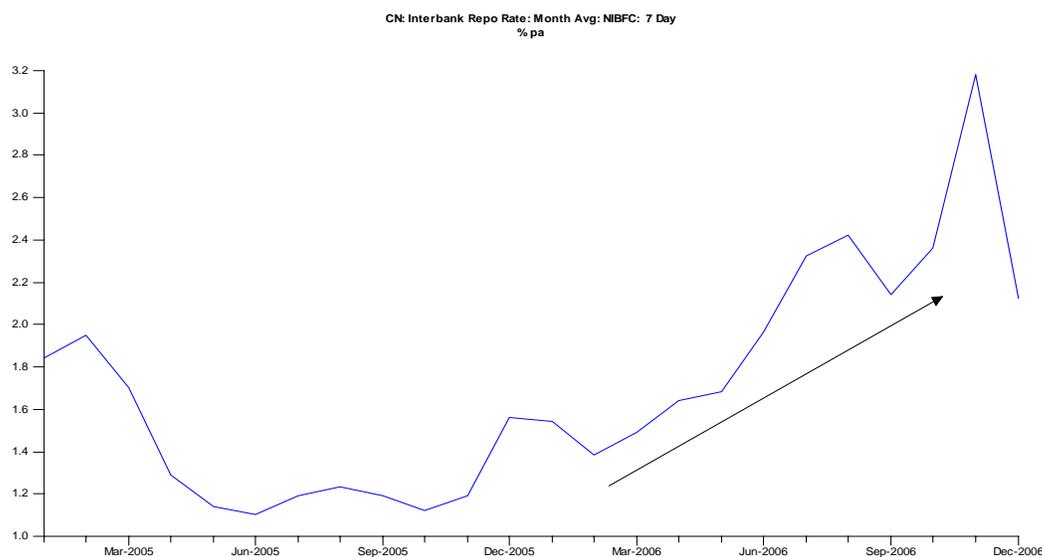
货币市场

06 年货币市场回顾

06 年货币市场利率持续攀升，货币基金整体遭遇大规模赎回，与 05 年相比，货币基金“风光不再”。

1、货币市场利率持续攀升。作为“十一五”规划的起始年，06 年宏观经济开局良好，维持了“高增长、低通胀”的良好态势，但是宏观经济中的出现的结构性矛盾依旧：突出表现在固定资产投资过热、银行信贷投放过快以及国际收支不平衡带来的充裕流动性压力过大等，为此，政府管理部门及时进行了宏观调控，包括两调存贷款基准利率、三调法定存款准备金率、四次发行定向央行票据以及其它行政调控措施。这些措施实施的效果是显著的，维持了宏观经济的稳定，但不可避免的是带来短期利率的持续上扬（见图 1）。

图 1 7 天回购市场利率（月平均）情况

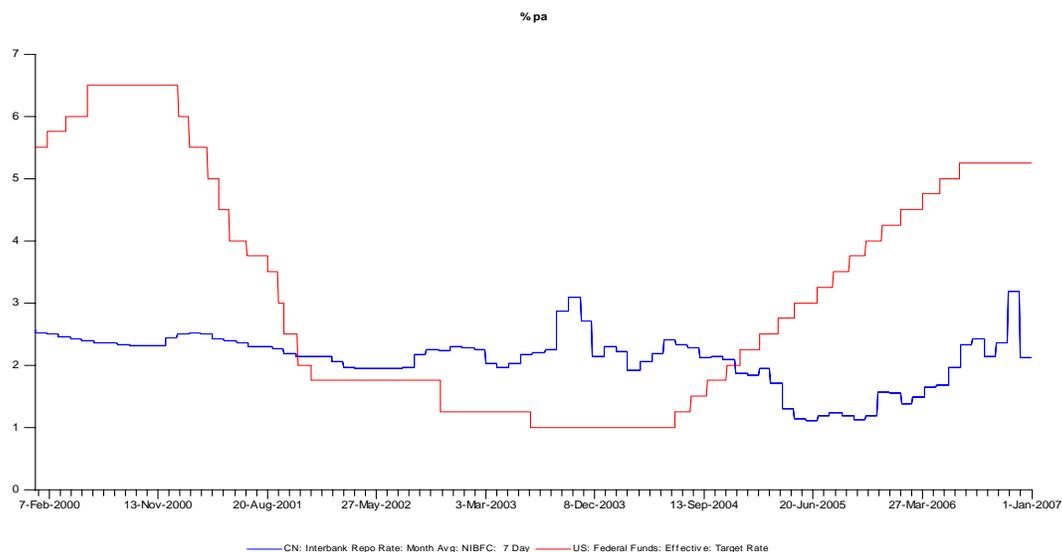


资料来源：CEIC、招商基金

另外，从国际市场上来看，美国在 06 年上半年仍然持续加息，联邦基金目标利率最高在 06 年 6 月末达到 5.25%，虽然美国在 06 年下半年维持目标利率不变，但是中美之间的名义利

率之差由以前的正利差变为负利差，并且其幅度不大扩大，这种不断扩大的负利差对于中国的汇改十分有利，因此人民银行可以在维持中美一定幅度负利差的情况下，主动调整我国的基准利率以实现遏制过热的固定资产投资的政策目标（见图 2）。

图 2 中国 7 天回购市场利率（月平均）与美国联邦基金目标利率的比较



资料来源：CEIC、招商基金

2、货币基金遭遇大规模赎回。06 年我国股权分置改革基本完成，中国 A 股市场全年表现优异，上证指数 06 年总计上涨超过 130%。A 股市场的火爆，导致部分资金从货币与债券基金分流，其中部分资金直接投资 A 股，另外大部分则进行新股投资（抽新股）。据统计，31 家货币基金在 05 年 12 月末的总份额为 1963.8 亿，在 06 年 9 月 30 日的总份额为 928.6 亿，规模缩小超过 50%（根据 WIND 资料整理）。与 05 年相比，货币基金“风光不再”。

07 年货币市场展望

从明年的宏观经济来看，我们认为整体经济仍会高位运行，但固定资产投资反弹动力强劲、国际收支不平衡加剧以及能耗过多和污染严重等问题依然严峻，预期国家宏观调控将维持，以确保中央经济工作会议提出的“又好又快”目标的顺利实现。宏观经济的基本稳定为货币市场利率的基本稳定营造了良好的外围环境，但宏观调控对货币市场利率也会产生较大的影响，具

体来说：

1、预期国家收支不平衡在 07 年会继续乃至加剧，由于外贸顺差以及人民币升值背景下的热钱流入等因素导致的流动性充裕在 07 年也会继续乃至加剧。回收过多的流动性是央行所面临的长期挑战。

2、随着 06 年中行和工行成功在国内 A 股市场上市，我们预期这两家商业银行会在 07 年大力开展贷款业务，而作为监管机构的人民银行与银监会也会根据 06 年的银行放贷业务的总体情况进行新一轮调控。根据回收流动性与控制信贷过度投放的需要，我们预计 07 年人民银行将至少一次加息和两次调整法定存款准备金率，并加大公开市场的操作力度。

3、鉴于 06 年 A 股市场牛气冲天，预期 07 年 A 股市场仍会有较好的表现，加之海外上市公司纷纷回流国内 A 股市场，如此导致对货币基金的冲击在 07 年仍将持续，但冲击幅度可能小于 06 年。

4、美联储目前仍然维持联邦基金目标利率于 5.25% 不变，但是由于美国房地产市场与汽车制造持续走软，市场预期美国经济将实现软着陆，美联储可能最早于 07 年上半年开始减息。若果真如此，在人民币升值的背景下，将会对我国的货币政策带来较大的制约。

总之，我们认为 07 年货币政策保持被动偏紧，货币市场利率总体呈现上行的态势，但上升幅度有限。我们将密切关注市场经济指标与利率变动情况，在保证流动性的基础上，适时进行久期调整。

固息券

06 年债券市场回顾

2006 年的债券市场，在紧缩性货币政策频发、流动性过剩的局面下，呈现了波动频繁、收益率曲线平坦化两大特征。央行在加大公开市场操作的同时，两次加息、三次上调存款准备金率、四次发行定向央票，力求通过各种政策组合回收流动性，但是，除受新股上市等因素的短暂性冲击外，资金面总体上依然宽松。

2006 年的债券市场，制度建设和产品创新日新月异。制度建设上，推出了国债余额管理、国库现金管理（买回国债和商业银行定期存款）、利率互换、债券借贷、SHIBOR 体系试运行等，信用产品也得到迅猛发展。产品创新上，推出了储蓄国债、可分离行转债、资本混合债、不良资产证券化产品等。

2006 年的债券发行量稳步高涨，利率产品依然占主导，信用产品发展迅猛，并且呈现发行期限短期化的特征，短债供应充沛，长债供不应求。

2006 年的债券投资主体中，商业银行和保险公司的主导地位进一步加强。截止 2006 年 11 月，商业银行和保险公司债券托管量占比 80%以上，其投资行为对债市起决定性作用。截止 11 月，商业银行新增存贷差 18827 亿，新增债券投资 15745 亿。保险公司新增保费收入 5177 亿，新增债券投资 2009 亿，债券占投资比例已接近 60%。

07 年债券市场展望

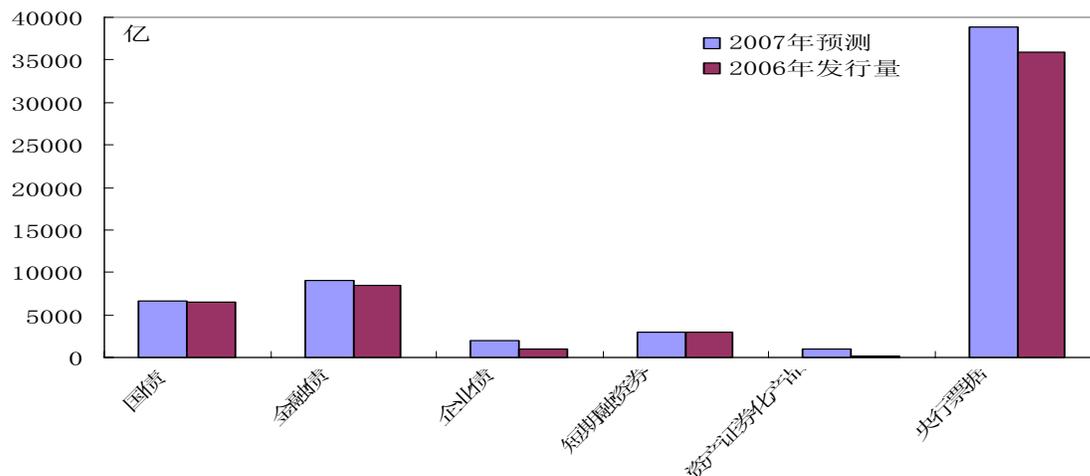
一、债券供需分析

1、 债券供给

预计 2007 年债券供给达 60500 亿。国债：预计财政赤字 2500 亿，还本付息 6200 亿，加上国债余额管理下的短债滚动发行，预计 2007 年国债发行 9000 亿以上，其中记帐式约 6700 亿，与 2006 年基本持平。金融债：根据近年来发行速度，预计 2007 年金融债发行量约为 9000 亿，并且以短期品种居多。企业债：一般企债 1500 亿，可分离型转债 500 亿，合计 2000 亿，且以

中长期为主。短期融资券：预计 3000 亿。资产证券化产品：预计 1000 亿。央行票据：预计 2007 年新增外汇储备 2500 亿美元，央行为对冲外汇占款需新发央票 15200 亿，加上央票到期 23600 亿，预计 2007 年央票达到 38800 亿。

图 1 2007 年债券供给预测

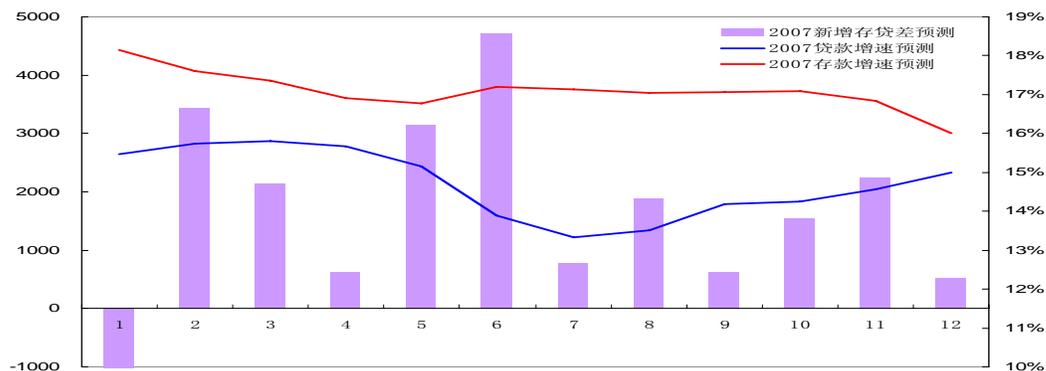


资料来源：中国债券网、招商基金

2、 债券需求

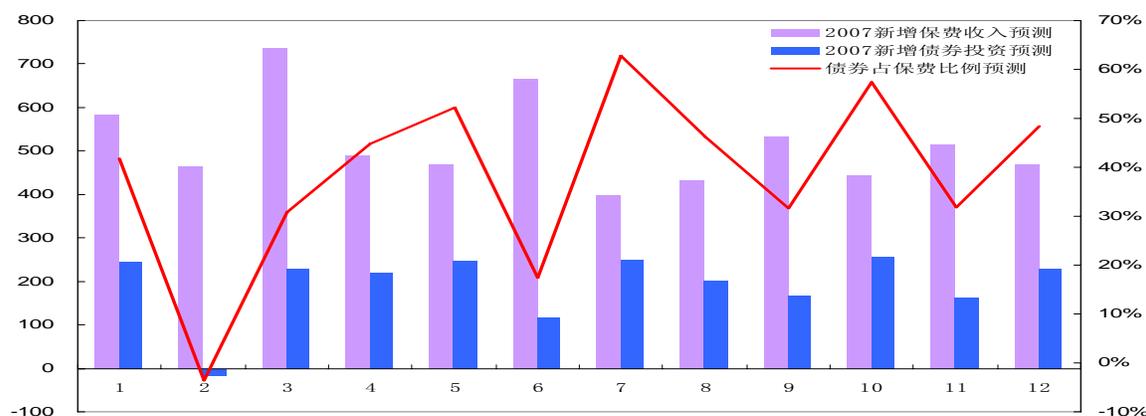
预计 2007 年债券需求达 60000 亿。预计 2007 年商业银行存款、贷款增长率分别为 16%、15%，新增存贷差 2 万亿以上，新增债券投资 1.9 万亿，与 2006 年基本持平。预计 2007 年保险公司保费收入稳定增长，新增保费收入将达 6200 亿以上，新增债券投资 2300 亿，略高于 2006 年。预计 2007 年非银行金融机构（主要是财务公司、邮储、信托投资、融资租赁公司等）资金来源稳定增长，新增债券投资 2500 亿。预计 2007 年信用社债券投资稳定增长，新增债券投资 1200 亿。预计 2007 年债券到期量为 35000 亿。

图 2 2007 年银行存贷款增速与新增存贷差预测



资料来源：CEIC、招商基金

图 3 2007 年保险公司新增保费收入和新增债券投资预测



资料来源：CEIC、招商基金

债券供需分析表明，2007 年债券市场的供需整体上将基本平衡。长券供不应求的局面将较 06 年有所缓解，短券供给较为充沛。

图 4 2007 年债券供需预测

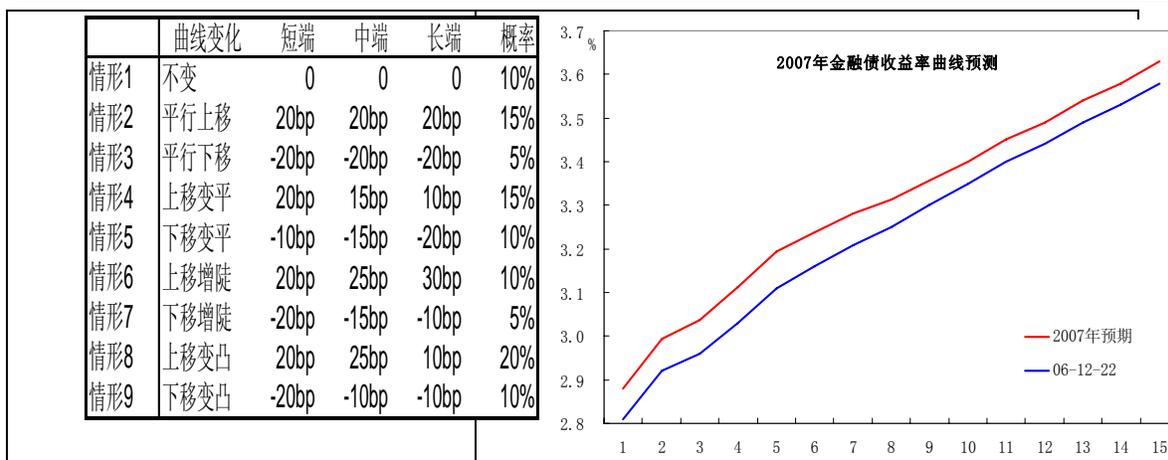
发行品种	规模(亿)	来源	规模(亿)
国债	6700	商业银行	19000
金融债	9000	保险公司	2300
企业债	2000	信用社	1200
短期融资券	3000	基金	-
资产证券化产品	1000	非银行金融机构	2500
央行票据	38800	债券到期	35000
合计	60500	合计	60000

资料来源：CEIC、招商基金

二、收益率曲线预测

综合考虑 2007 年宏观基本面、政策面、资金面、市场供需等因素，特别是投资与信贷增速可能出现前高后低、CPI 也可能前高后低的情况，我们认为 2007 年收益率曲线上行的可能性较大。我们根据收益率曲线的 9 种可能变化情况进行了情景分析，结果表明，预期收益率曲线将有所上行，凸度有所变大。

图 5 2007 年收益率曲线预测

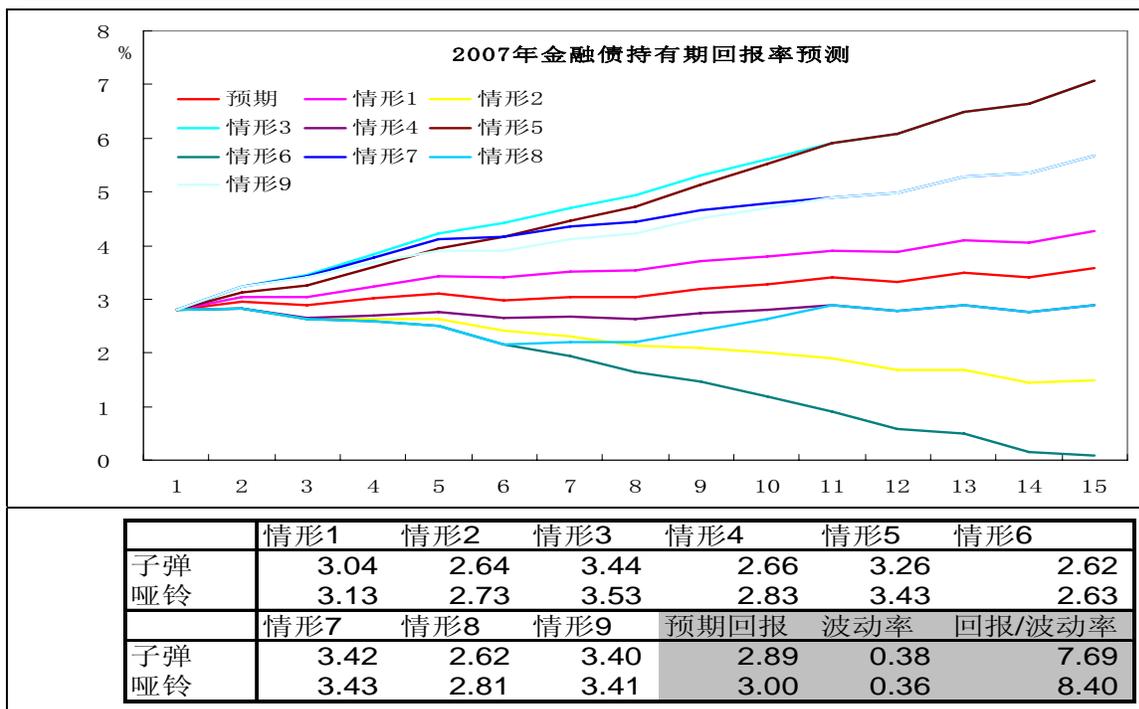


数据来源：中国债券网、招商基金

三、投资策略

我们比较了不同收益率曲线变化下的持有期回报率，结果表明，组合久期在 5 年以下，预期持有期回报率将较高。风险收益分析表明，哑铃组合的预期回报要高于子弹组合，而其波动率却低于子弹组合，因此，哑铃组合的表现将好于子弹组合。

图 6 2007 年收益率曲线预测



数据来源：中国债券网、招商基金

可转债

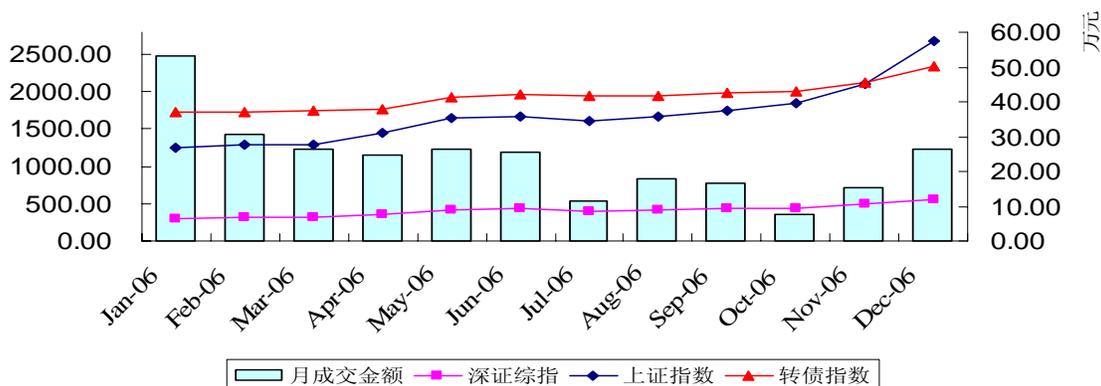
06年可转债市场回顾

收于 2353.2 点，2006 年的转债市场完美落幕，全年走势呈现为一根转债市场有史以来最长的阳线。纵观全年，几大事件主宰了转债市场的发展。

一、股权分置改革由股票市场传递而来，转债市场出现两个分化。

第一个分化，在股改过程中，转债市场价格上涨，规模萎缩。股改给可转债带来了机会，包括股改导致的向下修正转股价格带来的转债价格大幅上涨，如南山转债；或者是股改虽不修正转股价，但股改前股票抢权上涨从而带动股性较强的转债上涨及转股，如燕京转债。截至最后一只可转债华电转债 8 月 10 日开始股改，天相转债指数从年初的 1610.10 点上涨到 1912.38 点，涨幅达 18.77%，剔除风险后回报好于深证综指。这一状况同时又给久未扩容的转债市场带来另一后果，就是因为股改直接导致转股，以及转债价格上涨触发赎回条款导致巨额转股，所引发的市场规模的不断萎缩和流动性急剧下降。截至 7 月 31 日，新转债上市之前，可转债市场的存量从年初的 248 亿元下降到不足 98 亿元，萎缩比例高达 60%；可交易转债品种从年初的 24 只下降到 15 只，规模超过 5 亿元的转债仅有 7 只，月度交易量也逐月下降，日成交量能超过千万元的少之又少。

图 1 天相可转债指数与上证指数和深证综指走势比较

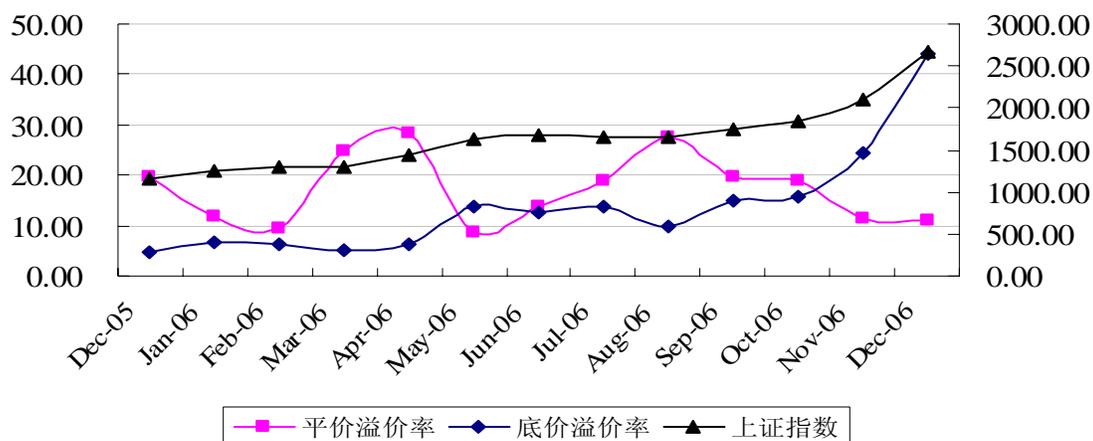


资料来源：天相、招商基金

第二个分化，股改后可转债市场债性增强股性减弱。随着沪深股市的上涨，从 2006 年二季度开始可转债市场股性开始逐步增强，股性特征强于债性特征，但由于股改没有兼顾可转债持

有人的利益，股性较强的可转债悉数转股分享对价，截至八月底股改完成，南山、华西、招行公告赎回后，剩余转债以偏债型为主，15只转债中底价溢价率低于10%的有11只，而整个可转债市场加权平均底价溢价率为9.86%，加权平均平价溢价率为20.04%。

图2 可转债市场股债性特征与上证指数走势 2006年



资料来源：天相、招商基金（截至12月29日）

二、市场扩容为可转债市场注入新的活力，可转债市场摆脱不断萎缩的尴尬境地。

截至年底，共发行传统可转债7只，发行规模总计近44亿元，发行可分离交易可转债3只，规模合计99亿元。与现有转债相似，新发的转债也表现出典型的行业特征，集中在钢铁、化工、地产、纺织等行业。特别是创新品种可分离交易转债，目前多数落在钢铁和化工行业，这一方面与行业的资金需求和财务结构特点有关，另一方面也与可分离交易转债较高的发行条件相关。在市场扩容和上涨的双重作用下，可转债市场规模止跌回升，截至12月31日，整个市场规模上升到1000亿元，交易转债品种增加到22只。新转债表现突出，以地产板块转债为首的招商和华发转债，上市以来回报分别高达100%、80%，成为可转债市场亮点。

三、创新产品发行上市，为可转债市场带来另类投资机会。

蓄势已久的可分离交易可转债11月正式面世，马钢转债作为首只可分离交易可转债，成为定价标杆。投资者对企债部分的信用和流动性溢价出现了分歧，这种分歧带来了市场机会，一方面是马钢分离债中签率较高，达9.15%，另一方面是马钢纯债部分的定价偏低，5年企债收益率高达5.4%。此外，马钢债流动性远远好于预期，首日换手率高达20%。在马钢分离债的赚钱效应下，后续发行的钢钒、中化分离债都受到热捧，中签率大幅下降，申购收益率也较马钢

高出较多。

四、沪深股市带动可转债市场强势上涨，全年市场表现以股性贡献为主。

股权分置改革阶段性成果显著，资本市场发展桎梏得以解决，资本市场扩容重启，沪深股市涨势如虹，带动可转债市场上涨，全年上涨 45.89%，仅四季度涨幅即高达 17.81%，全年剔除风险收益高于深证综指。

表 1 06 年天相可转债指数与深证综指、上证指数风险收益特征

品种	全年回报	全年波动率	R/σ
天相可转债指数	45.89%	10.21%	4.49
上证指数	130.43%	21.32%	6.12
深证综指	97.53%	22.18%	4.40

资料来源：天相、招商基金（截至 12 月 29 日）

07 年可转债市场展望

一、把握可转债市场的扩容机会，积极参与一级市场投资。

可转债这种低利率的融资方式以及分离债一次发行两次融资的创新融资方式势必广受上市公司青睐。2006 年 5 月 8 日起施行的《上市公司证券发行管理办法》使得转债发行条件有所放宽，融资额有所降低，发债公司质量要求进一步提高。拟发行传统转债及可分离债的上市公司将不断增加，可转债市场会大幅扩容。

表 2 拟发行传统可转债的上市公司一览

公司代码	公司名称	方案进度	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	利率(%)	付息频率	预案公告日
000960	锡业股份	股东大会通过	6.5	5	1.3	1	20060704
600078	澄星股份	股东大会通过	4.4	5	-	1	20060912
600026	中海发展	董事会预案	20	5	-	1	20061102
000717	韶钢松山	股东大会通过	15.38	5	1.9	1	20061024
002031	巨轮股份	证监会批准	2	5	1.3	1	20060519

表 3 拟发行可分离交易可转债的上市公司一览

公司代码	公司名称	方案进度	发行规模	发行期限	权证发行	每张债券	权证存续期	股东大会公告日
000709	唐钢股份	股东大会通过	30	6	4.5	15	24	20060531
600096	云天化	股东大会通过	10	6	0.9	9	24	20060624
600005	武钢股份	股东大会通过	80	5	15.2	19	24	20060731
600548	深高速	股东大会通过	15	6	3.3	22	24	20061106

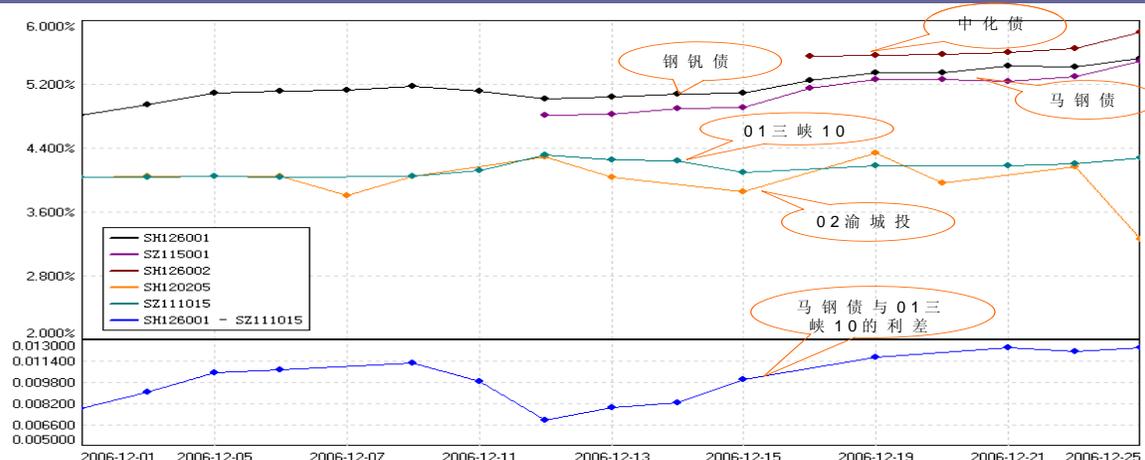
数据来源：wind 资讯，招商基金

二、把握创新产品的投资机会，积极参与可分离交易可转债等创新产品的投资。

一是可分离债的投资机会。在保险公司投资开闸之前，可分离交易可转债综合回报会相对较高。此外，由于证监会的有关规定限制，可分离交易可转债的权证融资规模不能大幅超过债券融资规模，在这一前提下，发行规模大，行权价格低的可分离交易可转债的每百元债券将获赠更多份额的权证，从而在投资综合回报对纯债价值不敏感的可分离交易可转债时，规模较大的可转债可能获得相对较高的收益，或者说，相对而言风险较低。

二是分离债的企债部分的投资机会。截至目前，5 年集团担保的马钢债收益率高达 5.4%，6 年银行和集团联合担保的钢钒债和无担保但评级较高的中化债收益率更是分别达到 5.3% 和 5.8%，与普通企业债存在 150bp 左右的利差水平，远高于有担保和无担保企债的利差水平。随着保险公司放开对可分离交易可转债的投资限制，以及内外税统一后所得税赋降低可能导致的企债收益率降低，可以预测可分离交易可转债的企业债部分与普通交易所同期限企业债的利差将会回归到 50bp 左右的水平，也就是集团担保债与银行担保债的信用和流动性利差平均水平。保险公司将成为其二次定价的主导者。

图 3 分离债纯债部分与同期限普通交易所企业债的收益率比较



资料来源：北方之星、招商基金

三、把握股票市场的上涨机会，构建平衡偏股型的转债组合。

前述“可转债市场股债性特征和上证指数走势 2006”图表明，目前转债市场整体股性特征明显，转债随正股上涨动力强劲。基于对 2007 年外围经济环境良好，出口依然强劲，投资保持相当增速，消费逐步上扬，CPI 虽有上升压力但走势趋于稳定的基本判断，在上市公司整体盈利回升并进入稳定增长时期、产业结构不断调整优化、人民币加速升值的预期下，2007 年股市整体看好，有利于构建债底保护及股性均好于转债市场整体指标的可转债组合，重点关注业绩较好估值有上升空间的蓝筹公司可转债，其中几个领域将存在机会：处于景气回升趋势的周期性行业，如电力、钢铁、汽车、化工等行业；以及受惠于人民币升值预期的金融和房地产行业等。

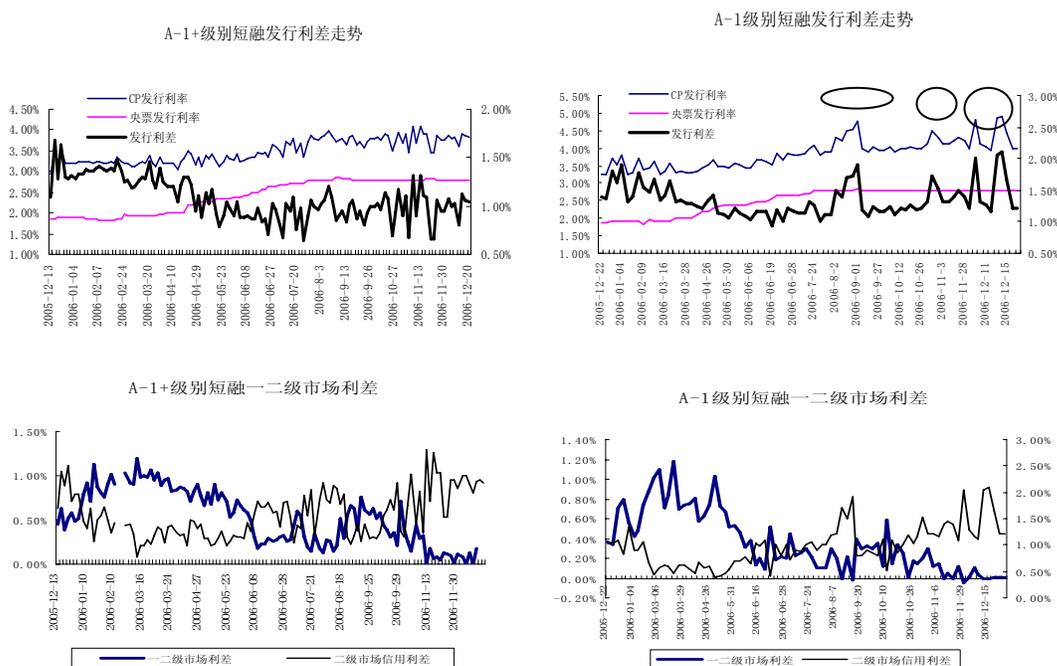
信用市场

06 年信用市场回顾

一、无担保短期融资券

1、发行规模大幅增加；发行利差高位缩窄、波动区间有所扩大；一二级市场套利空间逐步消失。06 年短融发行量总计 2919.5 亿，较去年全年 1418 亿大幅增长，从月度数据来看除 10、12 月外各月发行均同比多增；今年以来 A-1+级别券发行利差逐步走低，并稳定在相对低位，信用较差券扣除民营企业的几个高点后，发行利差也较年初收窄；由于发行企业资质不断分化，投资者定价能力有所提高，发行利差波动区间有所扩大；另外，随着二级市场信用利差的逐步扩大，年初以来一二级市场套利空间也逐步消失。

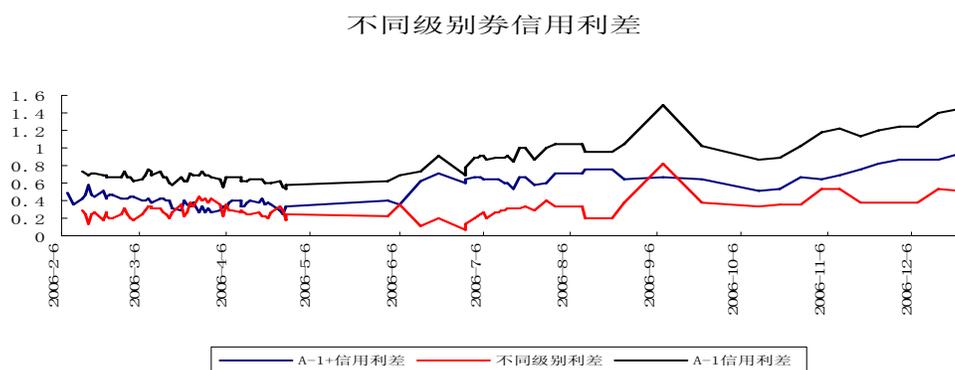
图 1 06 年发行利差、一二级市场利差历史走势



资料来源：财汇资讯、招商基金研究

2、信用面定价回归，不同信用级别、不同行业利差分化逐步显现。随着投资者逐步成熟及定价能力的提高，今年以来信用较好券与较差券的信用利差逐步扩大，从年初的 20bp 左右到年末的 60bp，分化趋势明显。

图 2 06 年不同信用级别利差走势



资料来源：北方之星，招商基金研究

不同行业间由于规模、现金流稳定性以及现金流对债务覆盖能力的差异，定价方面也逐步差异化。分行业来看，发行利差及市场利差最低的为电力行业，而最高的为医药行业，主要原因在于电力行业现金流更为平稳且对债务保障能力较强、而医药行业受销售回款周期较长影响现金流规模偏小且极不稳定，对债务覆盖能力偏弱。

表 1 不同行业平均发行利差及市场利差

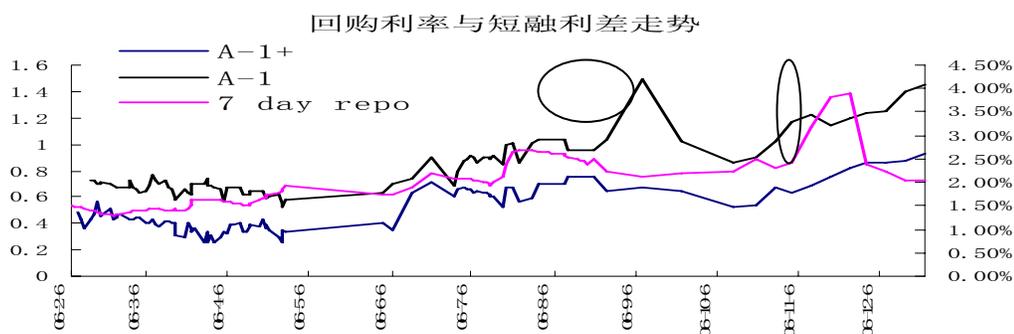
天相行业	平均发行利差	平均市场利差
房地产	1.34%	0.91%
公用事业	0.92%	0.37%
交通运输	1.09%	0.61%
能源	1.21%	0.75%
投资品	1.21%	0.60%
消费品及服务	1.23%	0.75%
信息技术	1.08%	0.65%
医药	1.42%	1.16%
原材料	1.20%	0.79%

资料来源：财汇资讯，招商基金研究

3、“信用风险”乍现，“年末效应”初现

7月份的“福禧事件”凸现信用风险，二级市场利差一度走高（见下图7月附近圈中区域），并使得随后发行的民营企业收益率及利差屡创新高（图1圈中区域）；银行等机构出于风险资本拨备考虑在年末降低对CP的需求导致利差在年末高位震荡，“年末效应”初次显现（见下图年末附近圈中区域）。

图 3 “信用风险”及“年末效应”对 CP 利差的影响



资料来源：北方之星，招商基金研究

二、企业债

发行市场方面：发行规模再创新高、创新产品发行不断。企业债 06 年全年发行突破 1000 亿，较去年 654 亿大幅增长，10 月份一期铁道债单支发行规模达 200 亿，创单只发行规模新高；另外，今年企业债创新产品发行不断，如 5 月份，无担保企业债（三峡债）登陆国内市场、以马钢债为代表的可分离债债券部分于 11 月底陆续上市等。二级市场方面：今年在流动性总体宽裕、宏观紧缩政策不断背景下，收益率波动区间收窄，与国债利差不断扩大；另外，交易所企债期限利差不断降低，收益率曲线与国债金融债类似，平坦化趋势不改。

三、资产证券化产品

一级市场：发行规模增加，不良资产证券化首试水。今年共发行资产证券化类产品 257.51 亿，较去年 98.04 亿增加 159.47 亿；12 月份东方资产管理公司、信达资产管理公司首发不良资产证券化产品，为资产证券化市场注入新的活力。二级市场依旧交投清淡。

07 年信用市场展望

一、短期融资券市场展望

1、一级市场：发行规模平稳增加，按月均 250 亿，明年最少可达 3000 亿；发行利率在偏紧的货币政策、央行稳定央票利率及转贴现利率意图下有望保持 20bp 左右窄幅波动，而发行利

差在信用定价深化背景下波幅有望进一步放大。

2、二级市场：个券定价更趋分化，在投资者定价能力不断提升背景下，行业及不同信用级别个券定价差异将在今年基础上进一步扩大。另外，总体信用利差有望稳步下降，主要有以下几方面原因：

首先，从需求角度来看。“年末效应”的消除将牵引利差收窄，临近年末银行等机构出于风险资本拨备考虑（CP 计提风险资本 100%）会降低对 CP 的需求导致利差高位震荡，但明年随着银行等机构的再次介入，总体利差有望收窄；另外，需求群体的扩大也有利于利差缩窄，如明年外资行、社保基金等逐步介入短融市场。

其次，相对于成熟的美国市场，国内信用利差水平过高，存在下降空间。当前美国 6 个月期 BBB 级别企债与国债利差在 55bp，1 年期 BBB 级别企债与国债利差在 70bp，从我们内部的信用评级指标来看，国内加权平均信用水平在美国位于 BBB-A 之间，从该角度来看国内总体利差水平应处于 70bp 左右，较当前平均利差 110bp 低 40bp。

再次，在中国 GDP 平稳增长的背景下，国内偿债能力在明年有望保持平稳，为信用基本面奠定良好基础。

对于不同信用状况的利差下降，我们预计信用较好个券（如招商基金内部评级在 A-以上）利差在明年会有明显下降，即从目前的平均 100bp 下降至 60-70bp 左右；而对于信用偏差个券（如招商基金内部评级在 BBB 以下或个别民营企业券），受今年信用风险影响，许多机构出于风控考虑已限制该类券的投资比例，因此 07 年该类券的利差只会在当前平均 130bp 的基础上小幅回落，总体依然会在 100bp 以上。

二、企业债市场展望

1、一级市场：07 年传统有担保企债发行规模有望达到 1500 亿，可分离债债券部分按今年发行速度预计明年达到 500 亿，合计 2000 亿。明年保险公司新增债券投资预计在 2300 亿左右，企债整体供求有望缓解。预计 CPI、银行信贷投放规模 07 年先高后低以及企债整体供求有望缓解，企债发行利率也会走出先高后低之势，全年发行利率有望在 4.1%-4.35%波动。

2、二级市场：在人民币长期升值影响下，国内流动性充裕短期难改，明年全年企业债收益率波动区间有望维持当前水平（标准差在 30-40bp），但在 CPI 逐步走高影响下，收益率及利差曲线有望先陡峭化，而后再趋平坦。

三、创新产品重估，可分离债债券部分有望重估升值，以马钢为例进行分析。

首先，从贷款利率来看可分离债收益率和利差上限。5 年期贷款利率在 6.48%，扣除 1%发行成本，其收益率上限应在 5.48%，与有担保企债利差在 135bp，与国债利差在 233bp。当前马钢债二级市场收益率在 5.53%，被明显低估。

其次，相对于美国成熟市场，我国信用风险溢价偏高。美国 5 年期 BBB 级别企业债与国债信用利差在 105bp，A 级别在 60bp，而这主要反映的是信用风险溢价。国内企债与国债利差除了反映信用风险外，还反映了税收及流动性差异，而这些差异都已经反映在了有担保企债与国债的利差中。我们的内部信用分析表明马钢债的综合信用水平在美国应处于 A 级别，因此其信用溢价应为 60bp 左右，以极端情况考察，即直接将信用溢价加在有担保企债上，马钢的合理收益率当前也仅在 4.7%左右。

最后，需求群体的扩大有利于价值回归。如保险公司、外资行、社保基金等的介入。

综合考察，明年马钢债与同期限企债的利差有望回落至 50-60bp 合理区间，而收益率也有望回落至 4.6%-4.7%的合理水平。

四、资产证券化市场展望

1、一级市场：根据官方预测，明年发行规模有望突破 1000 亿，发行个券的期限也有望从短端到中端延伸。

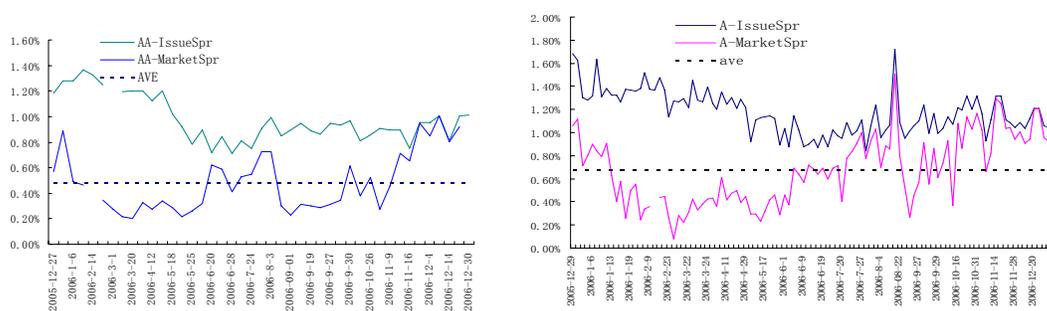
2、二级市场：首先，随着各类机构的介入，二级市场交易将趋活跃。其次，相对价值分析下的定价深化，对于与今年类似的固定利率券商类 ABS，明年随着短端短期融资券定价的深化，中端可分离债的定价回归，该类 ABS 的相对价值分析将进一步规范化。

07 年信用市场投资策略

一、短期融资券

1、信用配置策略：在信用价值重估背景下寻找信用较好的价值低估券（尤其是内部评级在 BBB+—AA 级别券），保持加权平均信用因子在 A 及以上水平。从当前来看，内部评级在 BBB+—AA 的个券均被低估（图 5 仅给出 A 及 AA 级别券的情况）；从流动性、价值低估程度来看 A—AA 个券吸引力较大。

图 4 招商基金内部评级 AA 及 A 个券利差情况



资料来源：招商基金研究

2、期限配置策略：我们利用情景分析的方法对不同期限段 CP 回报进行测算，情景分析显示在利差收窄或不变，甚至扩大 25bp 情况下，一年段持有期回报最大，且期望回报率也显示一年段吸引力最大，因此以一年段为主要配置对象。

表 2 央票窄幅波动下不同利差水平对不同期限 CP3 个月持有回报影响情景分析

情景概率	情景	3个月期	6个月期	9个月期	一年期
5%	利差扩大50	0.82%	0.77%	0.72%	0.68%
20%	利差扩大25	0.82%	0.83%	0.85%	0.87%
20%	利差不变	0.82%	0.89%	0.98%	1.07%
40%	利差收窄25	0.82%	0.96%	1.10%	1.26%
15%	利差收窄50	0.82%	1.02%	1.23%	1.46%
期望回报率		0.82%	0.92%	1.03%	1.14%

资料来源：招商基金研究

二、企业债

我们依据展望中的预期以及招商基金固定收益研究员对模拟情景的判断，对不同期限段传统交易所企债以及马钢债等创新产品持有一年的回报情况进行情景分析，具体的模拟情景及概

率、情景分析结果见下表。

表 3 模拟情景概率及模拟

情景	曲线变化	短端变动	中端变动	长端变动	概率
情景1	不变	0.00%	0.00%	0.00%	10.00%
情景2	平行下移	-0.30%	-0.30%	-0.30%	5.00%
情景3	平行上移	0.30%	0.30%	0.30%	15.00%
情景4	下行增陡	-0.30%	-0.20%	-0.10%	5.00%
情景5	上行增陡	0.10%	0.20%	0.30%	10.00%
情景6	下行变平	-0.10%	-0.20%	-0.30%	10.00%
情景7	上行变平	0.30%	0.20%	0.10%	15.00%
情景8	下行变凸	-0.30%	-0.15%	-0.15%	10.00%
情景9	上行变凸	0.15%	0.30%	0.15%	20.00%

资料来源：招商基金研究

表 4 不同期限段及可分离债 07 年持有期回报率情景分析

情景	情景1	情景2	情景3	情景4	情景5	情景6	情景7	情景8	情景9	期望回报	波动率	回报/波动率
曲线变化	不变	平行下移	平行上移	下行增陡	上行增陡	下行变平	上行变平	下行变凸	上行变凸			
概率	10.00%	5.00%	15.00%	5.00%	10.00%	10.00%	15.00%	10.00%	20.00%			
1年	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	0.00%	--
2年	4.51%	4.78%	4.23%	4.78%	4.42%	4.60%	4.23%	4.78%	4.37%	4.45%	0.23%	19.72
3年	4.13%	4.65%	3.60%	4.65%	3.95%	4.30%	3.60%	4.65%	3.86%	4.02%	0.43%	9.33
5年	4.10%	5.27%	2.95%	4.88%	3.33%	4.88%	3.33%	4.68%	2.95%	3.74%	0.92%	4.07
7年	4.67%	6.21%	3.16%	5.69%	3.66%	5.69%	3.66%	5.44%	3.16%	4.20%	1.20%	3.49
10年	4.74%	7.13%	2.42%	5.53%	2.42%	7.13%	3.96%	5.93%	3.57%	4.33%	1.81%	2.39
15年	4.22%	7.32%	1.24%	5.24%	1.24%	7.32%	3.21%	5.75%	2.71%	3.69%	2.34%	1.58
20年	4.22%	8.06%	0.55%	5.48%	0.55%	8.06%	2.97%	6.12%	2.36%	3.57%	2.89%	1.24
马钢债	5.12%	6.25%	4.02%	5.87%	4.38%	5.87%	4.38%	5.68%	4.02%	4.78%	0.88%	5.42
新钢钒债	4.93%	6.34%	3.55%	5.86%	4.01%	5.86%	4.01%	5.63%	3.55%	4.50%	1.10%	4.08
中化债	5.30%	6.70%	3.92%	6.23%	4.38%	6.23%	4.38%	6.00%	3.92%	4.87%	1.10%	4.44

资料来源：招商基金研究

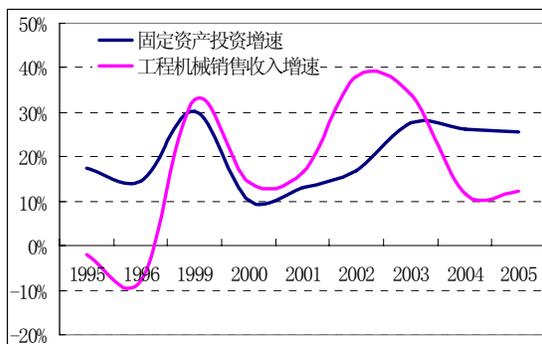
注：马钢债等分析均未考虑先前提到的价值重估，若出现重估情形则回报情况将更加可观；

情景分析显示：2-3 年段企债以及可分离债债券部分的投资价值较高。因此企业债方面，明年将以短端传统企债和中期可分离债为主要配置对象，并关注新上市的可分离债债券部分以挖掘错误定价机会；而下半年随着 CPI 上升、货币政策紧缩等利空因素的缓解，可在上半年基础上择机配置部分长期企债，如 10 年期，以获取交易型机会。

三、资产证券化产品

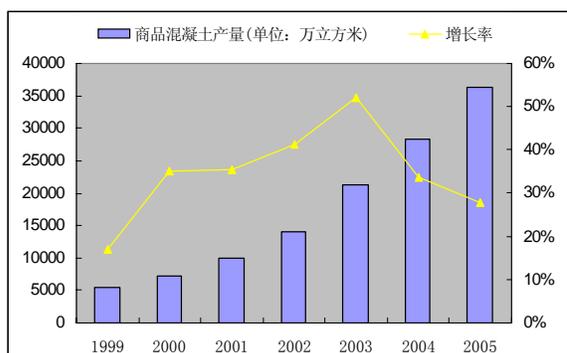
关注市场中因产品分析不足导致的错误定价个券、关注新发相对价值较高的资产证券化产品。

图一：近年固定资产投资和工程机械增长情况



资料来源：工程机械协会、招商基金

图二：近年商品混凝土行业发展情况



资料来源：工程机械协会、招商基金

表 1：价值指标

市盈率	2004	2005	2006E	2007E
工程机械	19.2	21.3	24.5	22.1
桂柳工	18.0	38.6	23.6	19.8
中联重科	27.6	34.4	22.1	17.1

资料来源：招商基金股票池

结论：高于市场权重配置

中国工程机械市场近年快速成长，预期未来两年工程机械需求仍会保持稳定增长态势。我们认为行业的投资机会在于在管理、技术、服务上具备综合实力的部分优势企业，同时具有较好产品结构和产品下游需求快速增长的公司也是关注的重点。

行业前景

工程机械行业与固定资产投资高度相关，十一五规划将开启新一轮的基础建设投资高潮，投资需求仍将保持较高的水平，预期未来三年工程机械行业销售收入将保持年均 15% 左右的稳定增速。

关键因素

06 年呈现产销两旺态势。自年初以来主要工程机械产品呈现产销两旺态势，06 年 1-10 月挖掘机、推土机等产品销量同比增长均在 20% 以上，混凝土机械、旋挖钻机、大吨位起重机等产品也在高铁投资等带动下呈现旺销态势，04 年宏观调控后步入低谷的工程机械行业 06 年的表现超乎大家预期。

工程机械未来仍有旺盛的需求。从工程机械的各个下游行业看，十一五期间工程机械未来仍有旺盛需求：房地产投资仍会保持在 20% 以上；十一五期间全国公路总里程将在现有基础上增加 43%；十一五期间高速公路建设规模将达到至少 2.8 万公里；十一五期间铁路建设总投资 12500 亿元、新建里程 17000 公里；新农村建设、北京奥运、机场水利等重大工程也将带动对工程机械的需求。

行业整合加速。中国广大的消费市场、廉价的劳动力资源、已有的销售网络吸引着外资将中国工程机械公司纳入其全球化战略。同时，工程机械产品众多，行业整体进入壁垒不高，竞争激烈，企业经营两极分化严重，这为优势企业进行行业整合提供良好机会。

价值分析

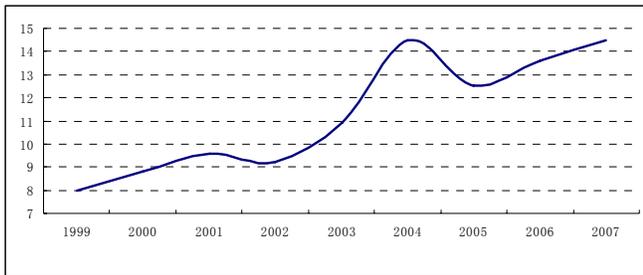
工程机械行业目前估值相比 05 年有显著的上升，随着行业景气回升带来的利润增长，主要公司估值将显著下降。

重点关注公司

中联重科：公司混凝土机械和三一重工在行业内构成垄断竞争，在产品品质和售后服务上强于其他竞争对手。汽车起重机下游需求旺盛，前景看好。公司业务架构合理，抗风险能力强于一般工程机械公司。

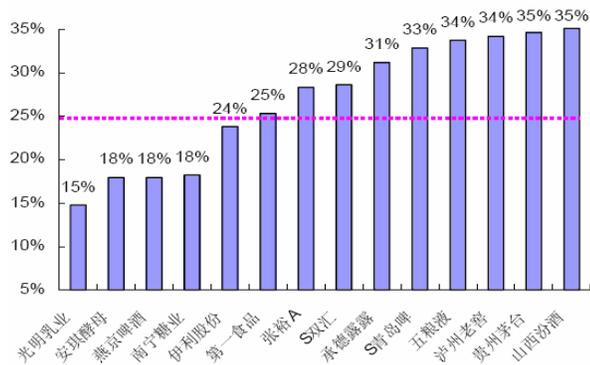
桂柳工：公司管理水平和成本控制能力非常优秀，已从单一的装载机业务成功转型到装载机和挖掘机并重，随着销售规模快速扩大和人民币升值，挖掘机毛利率有望继续提升。

图一：1999-2007E 社会商品零售总额增速



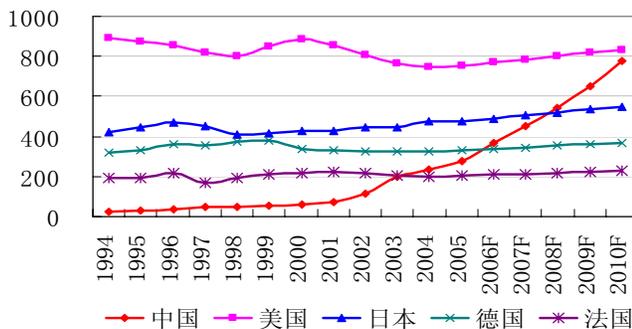
资料来源：国家统计局

图二：食品饮料重点公司所得税率



资料来源：申银万国证券研究所

图三：2008 年中国轿车销量将位居世界



资料来源：国家统计局

表 1：消费服务业估值比较表

市盈率	2006E	2007E	2008E
商业零售	37	29	25
食品饮料	46	35	27
汽车制造	21	15	13
旅游业	39	28	23
农林牧渔	65	30	24

资料来源：招商基金

结论：高于市场权重配置

提升消费服务业权重中不可避免地成为未来几年宏观经济政策重心倾斜的对象。

近年来，消费一直是国家鼓励的方向。一方面，中国作为大国经济体，投资率高企在我国重化工业化进程中是一个必经阶段，随着工业化进程的加深，资本积累的速度将放缓，消费品和服务业对经济的拉动作用日益彰显，逐步由外需拉动转变为内需主导型是今后的一个长期发展方向，消费服务业对经济的拉动作用日益彰显，经济的波动性将更为平滑；另一方面，刺激消费，缩小贫富差距，提升社会平均生活质量是构建和谐社会的的重要组成部分。

行业前景

自 2003 年新一轮中长周期开始，汽车和住房的消费主导特征非常明显，人均 GDP 迅速增长，2007 年我们预期社会商品零售总额的增速将突破 14%，随着收入水平的快速增长，消费升级的步伐将提速。2007 年，我们判断以饮食产品和服务为主的普通居民消费领域的快速增长开始在“住行”消费之外，形成一个新的消费结构升级的动力，例如白酒行业已经在 06 年下半年开始强劲增长，超出市场普遍预期。汽车、房地产等消费升级的两大主题仍将发挥重要作用，尤其是汽车行业的景气度和效益景气有望在 06 年复苏基础上继续走强。预期 2007 年消费需求将非常旺盛，整体而言将取代投资成为经济生活中的亮点。

价值分析

- 国家鼓励消费的政策需求，其非周期性、防御性和业绩稳定增长等特质在明年仍将会继续受到机构青睐，特别提到龙头企业的盈利可预测性强，估值应高于市场平均水平。
 - 从国家发展战略的价值取向分析，构建和谐社会、坚持科学发展观以及社会主义新农村建设都要求将消除贫富悬殊、刺激消费需求放在空前的高度上。提升消费在“三驾马车”中的权重不可避免地成为未来几年宏观经济政策重心倾斜的对象。我们倾向于在这些子行业中选择具备渠道、品牌和管理优势、完成了股权激励措施、公司治理结构完善、未来业绩具有持续 20-30%增长潜力的龙头公司。一方面继续维持对食品饮料、商业连锁、旅游酒店等传统消费类行业品牌龙头公司的战略性配置；
- 重点关注股票**
- 我们将重点关注赣南果业、王府井、大商股份、贵州茅台、五粮液、泸州老窖、长安汽车、中青旅、中牧股份等

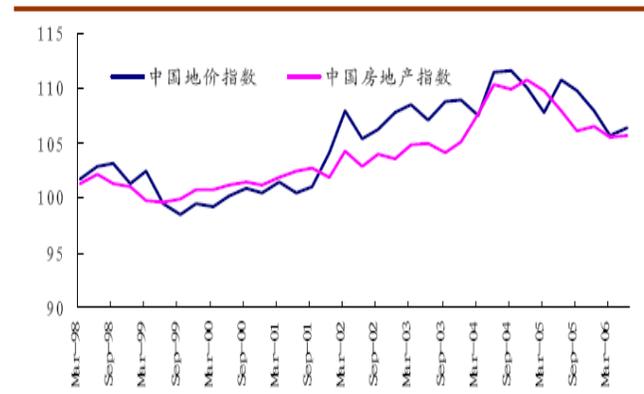
在行业估值不断上升过程中，其他二线龙头公司也将存在一定的投资机会。

图一：房价走势图



资料来源：国家统计局

图二：房价和土地价格高度相关



资料来源：国家统计局

表 1：盈利预测与估值水平

重点公司	06	07	PE06	PE07
万科	0.46	0.62	31.5	23.4
金地集团	0.63	0.83	27.0	20.5
招商地产	0.85	1.07	29.4	23.3
陆家嘴	0.36	0.42	34.3	29.4
中国国贸	0.22	0.25	39.5	34.7
浦东金桥	0.29	0.32	37.4	33.9
金融街	0.63	0.87	26.3	19.1
泛海建设	0.35	0.93	51.9	19.5
栖霞建设	0.7	0.92	15.6	11.9
中粮地产	0.33	0.44	27.8	20.8

资料来源：招商基金

结论：高于市场权重配置

鉴于人民币升值、城镇化以及流动性过剩的影响，地产行业在国内还有很大的发展空间，可以长期看好。宏观调控可能影响短期扭曲房价上升的过程，不会改变最终的结果，但是会改变行业的竞争格局，促使一批龙头公司的诞生。我们看好两类公司：开发类企业的行业龙头，如万科、招商和金地等；持有优质物业和土地资源的公司，如中国国贸、陆家嘴、浦东金桥。

行业前景

我们认为国内土地价格将不断上升，尤其是部分城市的土地稀缺性更加明显，今后上涨的空间可能更大。由于真实需求仍然强劲，土地价格的坚挺，以及人民币正处于升值初始阶段，房价在2007年下跌的可能性较小，但受到政策调控的影响，涨幅将逐步趋于平稳，上涨幅度应该小于2006年，长期看仍然具有明显的上涨空间。展望2007年的房地产调控，应认识两点：第一，宏观调控是一个长期的趋势，为了建设和谐社会，政府仍将密切关注房价的过快上涨。第二，政府可以通过提高首付款比例及提高房屋贷款利率，真正通过抑制需求来控制房价。但是我们认为即使对需求进行调控，力度也不会太大，不会影响住房的长期内在需求。

关键因素

- 房地产行业调控的力度
- 人民币升值速度

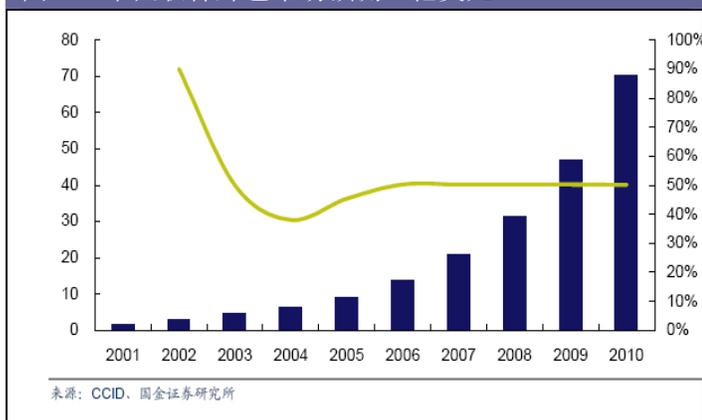
价值分析

目前我国开发类龙头的07年市盈率为23倍-25倍，考虑到相对其他行业的估值水平、人民币升值的长期利好等因素，仍然具有一定空间，建议超配。

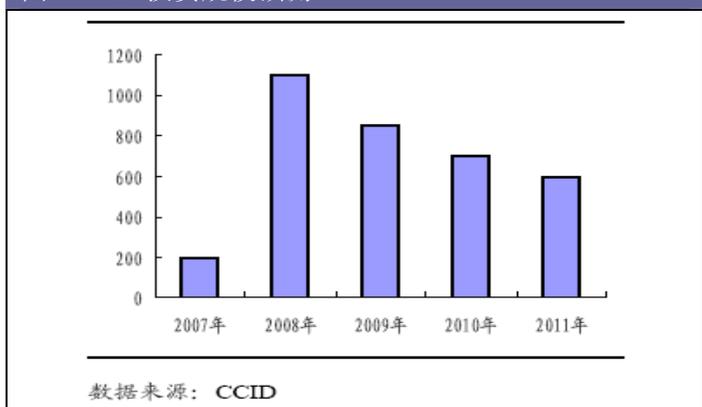
重点关注股票

- 万科：国内开发类地产商行业龙头，土地储备丰富，发展潜力大，估值仍有空间，建议超配，长期持有。
- 招商地产：土地储备多，集团实力雄厚，竞争力强。
- 陆家嘴：土地资源非常好，重估价值高，人民币升值和经济发展的最大受益者，长期持有。

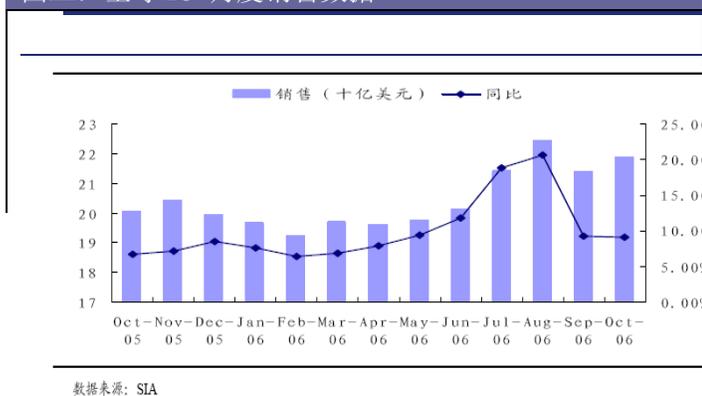
图一：中国软件外包市场预测（亿美元）



图二：3G 投资规模预测



图三：全球 IC 月度销售数据



结论：高于市场权重配置

TMT 行业在 2007 年面临较大机会。首先，自主创新的政策下，国家将可能有系列扶持政策出台，例如扶持软件和集成电路，政府采购等；其次，3G 牌照有望明年发放，带动整个产业链启动；第三，数字电视全国加快发展，新业务模式出现；第四，VISTA 个人版 07 年 1 月上市，将带动整个产业链；第五，资产注入和整体上市频繁，龙头公司具备整合机会；第六，软件外包刚刚起步，发展持续快速增长。第七，新的产业模式和新经济。如网盛科技和宏盛科技。

我们主要看好 3G、传媒和软件外包。

行业前景

- 我们认为，对于即将到来的 2007 年，3G 不再是概念，而很可能成为现实。3G 和 2G 时代相比，具有业务融合的本质。标志语音时代到数据时代的转折点，必然会带动巨大市场空间。如果发放 3 张牌照，而中国目前有四家运营商，中国移动、中国联通、中国电信、中国网通。这四家运营商都有可能拿到 3G 牌照。这种情况下，拥有 2 张网络的中国联通重组成为大概率事件。
- 传媒作为服务业，随着人民物质生活水平提高，充分享受消费升级的好处。中国文化体制改革深入，上市公司的资产注入和整体上市成为主流。新媒体发展迅速，数字化改造深入开展，行业整体盈利前景更为乐观。
- 全球计算机软件外包是一个趋势。中国的成本优势成为全球第二大具有竞争力的国家。全球软件外包市场发展速度非常快，而中国由于市场规模较小，刚刚起步，未来几年发展速度有望保持更快的速度增长。
- 电子元器件 2007 年景气仍有望维持。虽然最近库存和上游设备投资都不理想，导致分析师对 2007 年初期景气并不十分旺盛，但是随着 VISTA 上市、中国 3G 建设和数字电视深化，消费类电子依然处于旺盛，未来电子元器件有望出现局部热点。

关键因素

- 3G 牌照发放。
- 新技术推出
- 政府扶持政策出台
- 周期性指标

价值分析

中国市场具备更高的成长性，应该给予高于国际平均水平的估值。传媒在美国普遍给予 30 倍以上市盈率，我国目前略高，属于合理。电子元器件在国际上估值比国内低，但中国优势和产业转移的影响，应该给予更高估值。通信和计算机也同样如此。

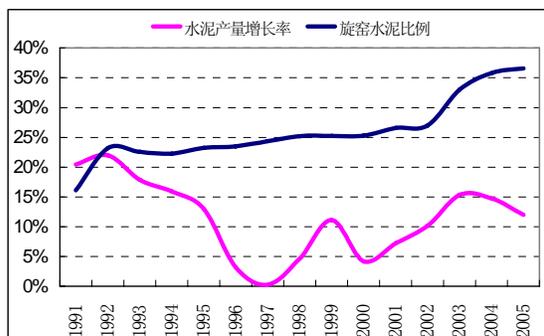
重点关注股票

- 中兴通讯。3G 最大受益者，预计海外业务快速发展，弥补国内业务，下半年业绩好转。维持 3 年以上增长。
- 中国联通，重组、外资并购与价值重估；以及业务正在改善。
- 华闻传媒：不断注入资产抬升价值。增持
- 歌华有线：潜在利好还没有被市场完全认识。如长期提价趋势；政府支持；股权激励等
- 广电网络：低普及率的发展空间；未来三年每年增加 40 多万；政府力量推动数字电视整体平移，ARPU 持续提升。
- 长电科技：技术达到国际先进水平。长电先进、FBP 前景良好
- 东软股份：东软软件外包业务增长将是长期的，集团整体上市后，我们长期看好公司软件外包业务。

表 1：价值指标

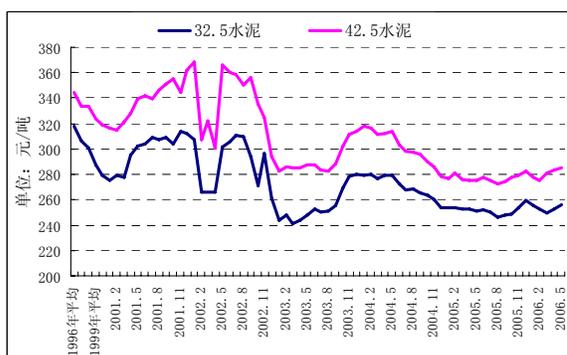
市盈率	2003	2004	2005	2006E	2007E
电子元器件	36.2	36.1	-35.0	34.4	21.3
市场	25.9	16.7	14.2	15.4	13.9
元器件/市场	1.39	2.16	-2.46	2.23	1.53

图一：我国水泥产量增长和构成情况



资料来源：中国建材信息网、招商基金

图二：我国近年水泥平均价格走势



资料来源：中国建材信息网

图三：价值指标

市盈率	2004	2005	2006E	2007E
水泥行业	22.1	23.2	26.3	24.1
海螺水泥	11.1	34.4	36.6	23.1
中材国际	/	52.5	36.1	22.2

资料来源：招商基金股票池

结论：高于市场权重配置

结构调整是我国水泥行业近年发展的重要特征，新型干法水泥企业的快速发展成为推动我国水泥行业未来发展的主导力量。在此过程中，行业内的竞争和两极分化加剧，规模较大、整合扩张能力强的新型干法水泥企业将有较好的发展。

行业前景

2000年以来我国水泥产量保持了年均11.9%的稳定增长，行业结构调整为具有规模和技术优势的新型干法水泥企业提高良好发展环境，预计未来5年新型干法水泥市场需求年均复合增长率在15%以上。

关键因素

行业盈利能力回升。06年前三季度全国水泥产销量达8.72亿吨，同比增长23.3%，行业盈利情况明显改善，同时，新增产能增速进一步下降，预计06年新型干法生产线80条，相比2005年的120条下降明显，随着新增产能增速的放缓和落后产能的逐步淘汰，水泥行业的供需状况将明显改善。

水泥价格缓慢回升。水泥价格经历了2004年中以来的持续下跌之后，目前呈现止跌回升走势。十一五规划将开启新一轮的基础建设投资的高潮，新农村建设、铁路和高速公路等投资的加大都会直接带来水泥需求的增加。我们预测未来三年水泥需求仍会保持年均8%以上的稳定增长，在水泥产能增速放缓下，水泥价格有望从谷底回升，但由于仍然过剩的产能，水泥价格的回升会是一个缓慢的过程。

行业整合继续加快。2006年4月，国家发改委发布《加快水泥工业结构调整的若干意见的通知》，《通知》进一步强调了对落后产能的淘汰力度，提出2010年新型干法水泥比重将提高到70%。水泥产品规模经济效益明显，收购兼并和规模扩张是水泥企业快速扩大市场份额、获取石灰石资源和降低单位成本的有效途径，预期未来三年，行业整合能力强的新型干法水泥企业将快速成长。

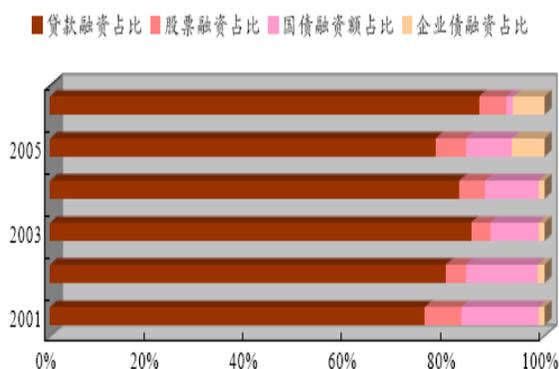
价值分析

水泥行业平均市盈率目前仍高于市场平均水平，得益于行业景气的回升，未来2年水泥行业主要公司估值将显著下降。

重点关注公司

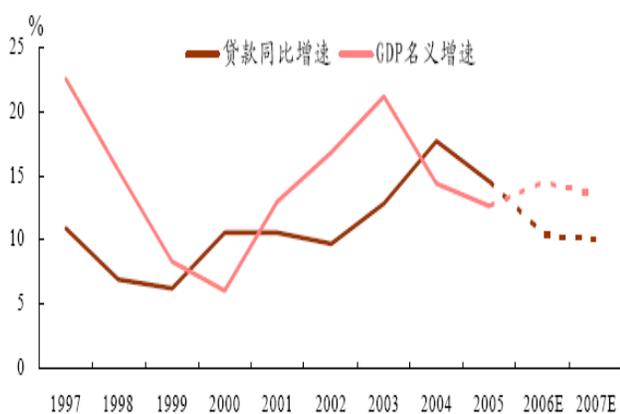
海螺水泥：未来两年仍将处于快速扩张阶段，行业龙头地位继续巩固，余热发电项目全部建成后每年可节约电力成本近5亿元。

图一：我国社会融资结构变化



资料来源：人民银行

图二：GDP 增速与贷款增速



资料来源：国家统计局

结论：相当市场权重配置

我们预计未来三年贷款的平均增速将保持在12%-15%左右，成为保持银行业绩稳定增长的基本动力。另外业务结构不断改善以及所得税改革将进一步提示银行业绩。但是短期银行估值已经达到估值上限，建议标配。保险和证券行业目前正处于成长阶段，建议超配。

行业前景

在可预见的将来，我国宏观经济仍将快速增长，我们预计未来三年贷款的平均增速将保持在12%-15%左右，成为保持银行业绩稳定增长的基本动力。另外从贷款利率水平的情况看，短期内央行将继续维持比较稳定的利率政策，而商业银行的定价能力正在逐步加强，贷款的价格弹性将有利于商业银行覆盖不同的信用风险，增加客户选择空间，从而增加盈利机会。

随着金融深化程度的提升，我国资本市场将获得长足发展，保险深度和保险密度也有非常大的潜力，因此这些行业的龙头企业具有广阔的发展空间。

关键因素

所得税改革将提升金融行业盈利能力。

混业经营速度将逐步加快，对部分具有金融控股潜质的企业形成利好

必须密切关注银行中间业务和银行卡业务的发展情况

人民币升值

价值分析

目前银行股的估值已经接近合理估值上限，建议短期标配，但是长期可以继续持有。证券行业和保险行业的估值水平虽然较高，但是发展空间非常巨大，建议超配。

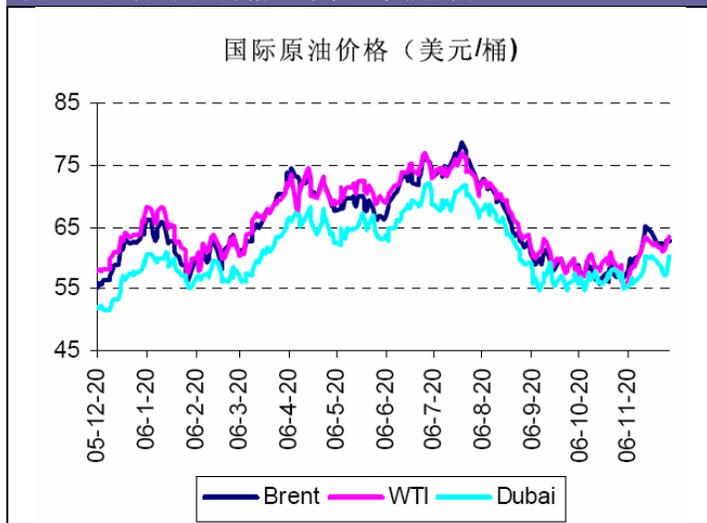
重点关注股票

中国人寿：国内寿险行业龙头，发展潜力非常巨大，建议超配，长期持有。

中信证券：资本市场发展的最大受益者，具有成为我国证券龙头的潜质，超配。

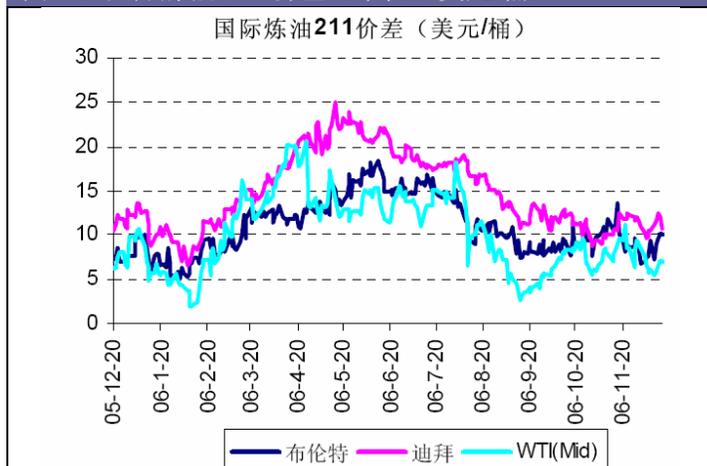
招商银行：国内最具竞争力的股份制商业银行，盈利增长较快，业务结构趋于合理。

图一：国际原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：BLOOMBERG

图二：国际炼油 211 价差（单位：美元/桶）



资料来源：BLOOMBERG

表 1：石油化工行业价值评估（P/E）

市盈率	2005A	2006E	2007E
中国石化	14.4	12.3	10.6
新安股份	19.7	16.9	12.0
华鲁恒升	15.2	11.8	9.8
盐湖钾肥	24.3	19.7	16.1
烟台万华	31.5	25.3	20.0
金发科技	41.2	30.0	23.9

资料来源：招商基金

结论：相当市场权重配置

2006 年前 3 季度，A 股石油化工行业实现净利润 380.17 亿人民币，同比增长 15.2%，占 A 股所有上市公司净利润总额的 22.2%，剔除中国石化因素，行业净利润同比下降 35.6%。我们预计，在未来一段时间，A 股石油化工行业净利润增速和占比将大约维持这一趋势。由于石油化工行业在 TX280 指数中的权重仅 6.06% 左右，虽然净利润增速低于 A 股市场平均水平，但由于净利润占比较大，综合考虑，我们建议维持基准配置。

行业前景

- **原油价格维持相对高位。**近年来，由于原油价格不断攀升，上游油气开采业利润丰厚。随之而来的是全球对油气开采的投资增速大于需求增速，预计在未来几年内，这些产能将陆续投放，原油价格将逐步震荡回落；但短期内，受产能相对紧张和 OPEC 减产调控油价等因素影响，原油还不会出现供过于求的局面，我们判断原油价格维持相对高位。
- **炼油等业务复苏。**随着原油价格的回落，国内企业炼油毛利迅速反弹；随着油改的进行和市场的开放，国内企业炼油毛利将逐步复苏，炼厂价值将逐步体现。此外，石化产业链的下游业务将从上游价格回落中收益。

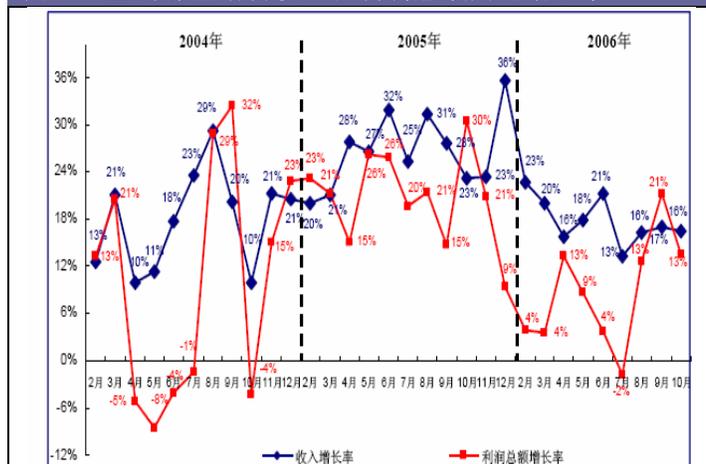
关键因素

- **突发事件。**由于供给相对紧张，一旦发生突发事件，将有可能对原油（或成品油）供应再次造成冲击，原油（或成品油）价格将有可能再次攀升。
- **成品油价格改革。**国内外原油价格已接轨，成品油价格改革的方向是市场化，国内外成品油价格将逐步趋于一致。

价值评估

我们重点跟踪的石化类上市公司的平均 P/E 是 24.6 倍，低于市场平均水平 23.3 倍。2007 年我们将在市场分化和结构调整中捕捉局部和阶段性的投资机会，把握价值被低估或成长性被低估的投资品种。关注中国石化、新安股份、华鲁恒升、金发科技、盐湖钾肥和烟台万华等个股。

图一：医药行业销售收入和利润总额同比增长率



资料来源：国家统计局

表 1：医药行业价值评估 (P/E)

市盈率	2005A	2006E	2007E
恒瑞医药	56.7	43.1	34.8
华兰生物	64.0	41.3	34.1
天士力	24.3	22.0	19.0
同仁堂	26.1	27.0	24.0
国药股份	43.0	29.5	22.0

资料来源：招商基金

结论：相当市场权重配置

2006 年前 3 季度，A 股医药生物行业实现净利润 39.73 亿人民币，同比增长 4.2%，占 A 股所有上市公司净利润总额的 2.3%。医药生物行业在 TX280 指数中的权重约 2.66%，虽然短期内净利润增速低于 A 股市场平均水平 21.8%，净利润占比也较低，但考虑到医药生物行业的长期增长前景，我们建议维持行业基准配置。

行业前景

科研创新：2006 年 2 月，国务院《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020 年）》指出国家将加大投入，增强自主创新能力，努力建设创新型国家。生物技术和医药产业是科技创新的重点领域，在国家确立的 16 个重大科技专项中，生物、医药领域覆盖了 3 个重大专项，包括：转基因生物新品种培育、重大新药创制、艾滋病和病毒性肝炎等重大疾病的防治。十一五期间，政府将从投融资、药品定价、税收等多个环节，加大对医药生物行业科研开发的支持力度，鼓励从事医药生物创新研发。我们判断研发型医药生物企业有望脱颖而出。

中药现代化：传统中药以丸、散、膏、丹为主，服用不方便，药理不清晰，使中药在与西药的竞争中明显处于劣势，发展前景也受到影。现代中药运用类似西药的科学生产工艺对之进行改造，以片剂、胶囊和针剂等代替，并对药品的有效成分、工艺过程进行研究，逐步解决了传统中药的服用和药理等问题。我们认为现代中药研发企业和部分品牌中药企业发展前景均可以看好。

医药流通面临整合：经过最近 10 余年的整合发展，西方发达国家医药流通业高度集中，如 2005 年美国前 3 大医药流通企业市场份额 96%，日本 67%。我国目前的医药流通市场结构与 10 余年前的日美有一定的相似之处，我们判断我国医药流通业正面临整合，加上医改的大环境，非正规中小医药流通企业正纷纷退出市场，大型医药流通企业，尤其是全国性医药流通企业，在今后几年将面临良好的发展机遇。

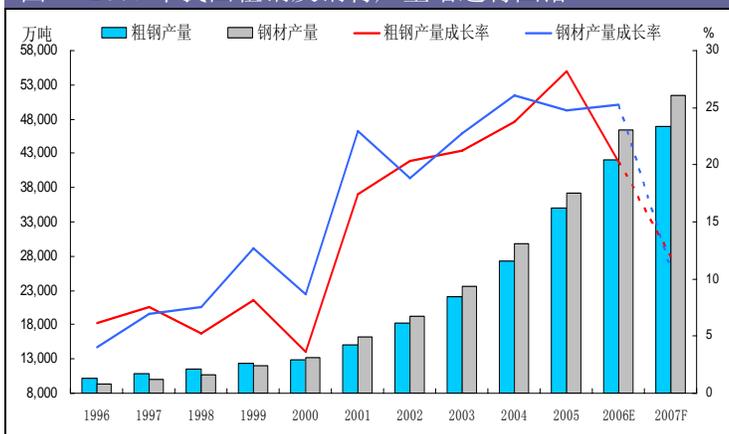
关键因素

全民医疗保障体系：最近，中央经济工作会议提出努力实现国民经济又好又快发展，其中涉及医疗卫生体制改革的有两点：一，加快社会保障体系建设，积极扩大城镇社会保障覆盖面，尽快使养老保险、医疗保险、工伤保险覆盖到各种所有制企业；二，要坚持公共医疗卫生的公益性质，加快建立覆盖城乡居民的基本卫生保健制度，完善公共卫生和医疗服务体系，抓紧研究医药卫生体制改革方案。医改的方向，是建立广覆盖、低水平的全民基本医疗保障体系；在这过程中，普药的需求量将会明显增加，普药生产企业，尤其是那些大型国企将从中受益，但同时也必须看到，由于这些国企历史负担都比较重，行业产能庞大，短期内还难以形成可持续的重大投资机会。

重点关注股票

我们重点跟踪的医药类上市公司的平均 P/E 是 32.6 倍，高于市场平均水平 33.1 倍。在新医改的大环境下，部分医药类个股依然可健康成长，建议重点关注恒瑞医药、华兰生物、天士力、同仁堂和国药股份等个股的投资机会。

图一 2007年我国粗钢及钢材产量增速将回落



资料来源: Mysteel

图二 表观消费量(表观供给量)增速将显著下降

(万吨)	2004	2005	2006E	2007E
钢材产量	29,739	37,117	46,500	51,500
进口量	2,937	2,581	1,800	1,500
出口量	1,412	2,045	4,100	4,500
表观消费量	31,264	37,653	44,200	48,500
消费量增速	17.43%	20.44%	17.39%	9.73%

资料来源: Mysteel

表 1: 钢铁行业价值评估

市盈率	2002	2003	2004	2005	2006E	2007E
钢铁	15.9	12.8	8.0	6.3	11.1	9.7
市场	26.0	25.9	16.7	14.2	21.9	18.1
钢铁/市场	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
宝钢股份	12.1	12.7	8.0	5.7	10.2	8.9
鞍钢股份	15.6	11.4	9.5	5.3	8.2	6.6
武钢股份	17.4	11.0	5.8	6.3	10.7	7.3
新钢钒	11.6	16.0	8.6	7.1	13.8	8.9
济南钢铁	N.A.	N.A.	7.2	5.3	6.8	6.1
马钢股份	50.3	10.9	7.2	4.9	10.5	8.0

注: 股价以12月11日为淮

资料来源: 招商基金

结论: 钢铁行业面临反弹, 投资机会凸显

06年1-11月我国粗钢及钢材产量分别为3.82和4.25亿吨, YOY增长率分别为18.4%和24.8%, 成长速度仍然较快。我们预计全年粗钢和钢材产量分别将达到4.20和4.65亿吨, YOY增长率分别为20.22%和25.28%, 2007年由于我国新增产能释放缓慢, 预计粗钢和钢材产量分别为4.70和5.15亿吨, YOY增长率将下降为11.90%和10.75%, 增速明显下降。而预计我国固定资产投资增速仍将达到20%至24%之间, 因而钢材需求增速预计依然强劲。总体来看, 由于钢材供给增速放缓, 而需求增速依然高企, 因而不排除2007年上半年出现阶段性供不应求状况, 因而我们认为行业面临反弹, 投资机会凸显, 行业投资评级为谨慎推荐。

行业前景

2007年我国钢铁产能释放量将减少。由于自2004年以来我国对钢铁行业投资逐渐加大调控力度, 因而至2006年我国钢铁行业固定资产投资增速已经减慢, 过去几年新增产能已逐渐释放, 因而07年新增产能释放压力已逐渐减弱, 我们预计全年新增产量约为5000万吨, 增量有望较06年较少。

2007年行业利润将有所增长。2006年我们预计钢铁行业利润与2006年基本持平, 但2007年我国钢铁行业利润将有所增长, 大型钢铁企业由于具有规模优势, 及良好的产品结构将受益。

关键因素

原料成本: 我们预计2007年主要原料成本将维持高位, 铁矿石及国际运费仍将有所上涨, 而国内动力煤价格也将有所上涨, 焦炭价格预计和06年基本持平。

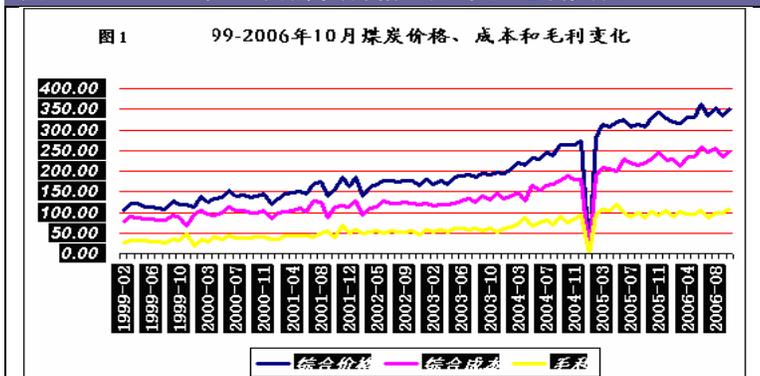
钢铁价格走势: 我们预计07年中国扁平材价格将较06年有所上涨, 而长材易受国家宏观调控影响, 价格将基本与06年持平。

重点关注股票

我们将重点关注宝钢股份、武钢股份、鞍钢新轧、济钢股份、马钢股份和新钢钒。

在行业景气不断回升过程中, 其他二线钢铁公司也将存在一定的投资机会。

图一：99—06年10月煤炭价格、成本和毛利变化



图二：煤炭消费弹性表

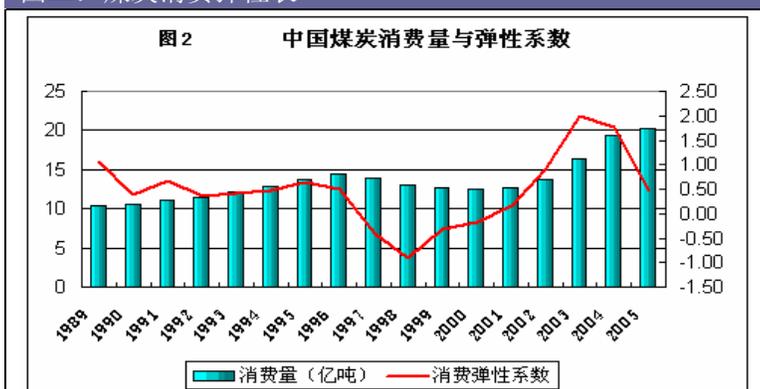


表1 资产注入概念一览表

	2005年原煤产量(百万吨)	旗下股份公司	2005年原煤产量(百万吨)	公司产煤占集团产煤比重
山西焦煤集团	60.80	西山煤电	13.74	22.60%
大同煤矿集团公司	56.70	大同煤业	10.18	17.95%
兖矿集团公司	37.00	兖州煤业	34.66	93.68%
阳泉煤炭集团公司	32.50	国阳新能	14.17	43.60%
平顶山集团公司	32.10	平煤天安	20.86	64.98%
潞安矿业集团	24.98	潞安环能	18.71	74.91%
皖北煤电集团	15.00	恒源煤电	3.33	22.20%
河北金牛能源集团	N/A	金牛能源	7.6	N/A
中煤股份	50.20	上海能源	7.13	14.20%

证券简称	最新价	06年PE	07年PE	06年PB
神火股份	11.20	13.31	9.52	3.21
西山煤电	8.88	10.53	10.49	2.20
兰花科创	19.25	12.65	11.29	3.99
兖州煤业	7.04	13.22	12.55	1.92
国阳新能	14.76	11.13	10.10	2.46
大同煤业	9.09	15.21	12.53	2.38
平煤天安	10.24	11.53	10.89	4.91
潞安环能	15.88	13.23	12.46	2.95
山西焦化	8.70	16.72	10.06	1.69

在市场整体估值水平提升的大背景下，当前国内煤炭A股公司市场价值与账面价值被双重低估的情况将得到“适度修正”。行业个股将存在整体性机会。

建议投资具备核心竞争力的企业，关注资产注入及未来可能整体上市的公司。

行业前景

煤炭资源供给和需求快速增长，供求维持均衡状态；同时，政策性成本上升将推动煤价上升，煤炭公司盈利水平开始分化。

1、煤炭供给：在前期煤炭行业固定资产投资快速增长影响下，行业新增产能快速增长，煤炭产量快速增加。

2、“问题煤矿”的关闭力度加大及控制煤矿超负荷生产等措施将在一定程度上减少我国煤炭生产能力。

3、随着中国经济快速增长，预期“十一五”期间国内煤炭需求将继续保持快速增长。

4、由于行业政策性因素的影响，预期2007年煤炭行业运行成本上升。

5、预期2007年国内煤炭产品价格在本成本上升的推动下，煤炭价格将继续维持高位，并有进一步上涨的可能，以抵消成本上涨冲击。

关键因素

1、矿产有偿使用制度改革使上市公司业绩出现分化；

2、国家环保及能耗指标对煤炭需求和煤价造成压力；

3、小煤矿关闭速度和治理超采、超载力度决定供应增量；

4、所得税并轨将会对现有煤炭类上市公司构成较大的利好。

5、国家已确定煤炭行业为国有经济为主导的行业。现有国有控股上市公司必将获得长足的发展，特别关注国有上市公司中承诺将注入优质资产的公司。

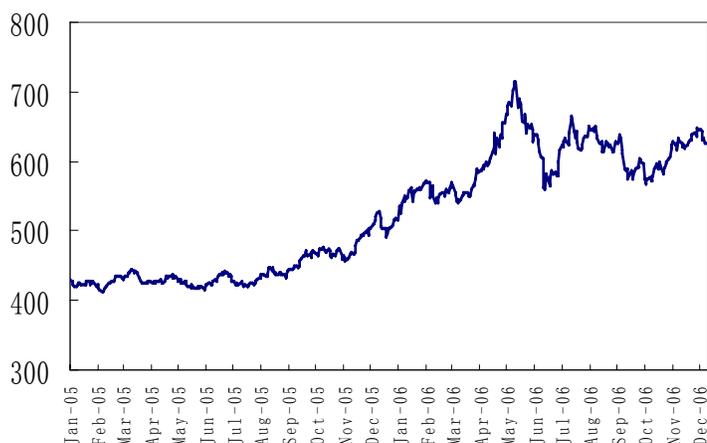
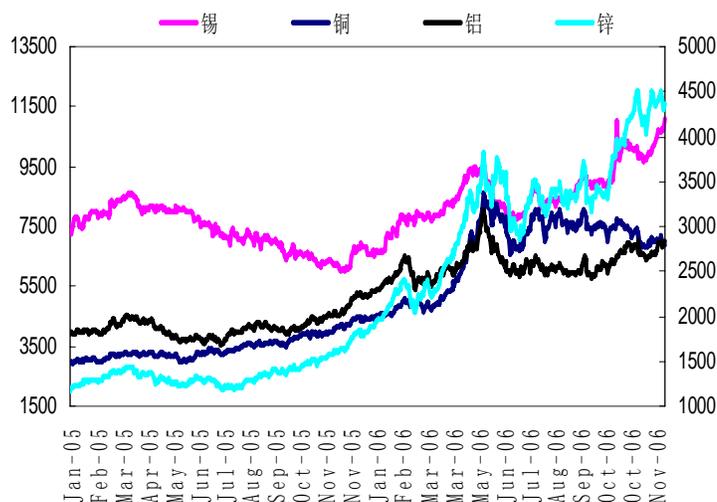
重点关注公司

兰花科创：公司产能增长迅速，受政策性成本上升影响最小，预计公司2006年~2008年EPS分别为1.519元、1.724元、1.867元。建议买入

西山煤电：公司拥有的优质焦煤资源价值中长期看好；公司及所在集团在优质焦煤定价方面具有较强的话语权。预计公司2006~2008年EPS分别为：0.826元、0.832元、1.025元。建议“买入”

神火股份：公司于近期先后完成了对集团各项煤矿资产、矸石电厂的收购，并增资控股收购了“沁阳沁澳铝业有限公司”，预计公司2006~2008年EPS分别为：0.810元、1.298元、1.394元。建议“买入”

国阳新能：公司未来3年将因收购扩张，具备逆周期增长潜力。预计2006年~2008年，EPS分别为1.319元、1.627元、1.787元。建议“买入”



图三 有色金属行业价值评估

市盈率	2002	2003	2004	2005	2006E	2007E
有色	43.1	34.2	15.8	11.6	12.9	10.6
市场	26.0	25.9	16.7	14.2	24	22
有色/市场	1.7	1.3	0.9	0.8	0.5	0.5
中金黄金	N.A	72.4	51.5	25.2	37.8	19.4
山东黄金	N.A	70.2	34.1	22.2	27.4	20.6
驰宏锌锗	N.A	N.A	29.2	14.5	10.2	7.7
中金岭南	52.0	51.8	15.8	9.7	9.3	6.7
关铝股份	18.5	23.8	20.9	56.8	63.9	7.1
云铝股份	19.2	17.0	10.9	13.8	25.2	7.7
厦门钨业	42.0	28.3	18.2	16.4	26.7	16.8

资料来源：招商基金

结论：07 年金属投资将较为分化，抓住优势品种

2006 年 3 季度以来金属价格大幅波动，但 2006 年下半年均价仍较上半年大幅上涨。2007 年我们继续看好黄金、锌和复苏中的电解铝行业，部分加工型企业由于可以抵抗周期性风险也值得关注。

行业前景

金属价格受供求关系、美元汇率和投机因素等影响较大；美元加息周期短期来看已经结束，不排除 2007 年起开始降息，因而这将使美元有继续走弱的可能性，这些将对金属价格形成支撑。另外供求关系仍是金属价格的主要决定因素，我们认为锌、镍等金属仍具备较强的基本面支撑，由于全球流动性泛滥造成的投机因素短期也无法消失，将对金属价格波动起到推波助澜的作用。

黄金：我们仍看好黄金价格，主要基于美元走弱的预期，黄金作为储值手段的货币属性得到增强，同时部分地区局势仍不稳定，将对黄金价格形成一定支撑。

镍、锡、锌：受各金属矿产资源的限制，以及不锈钢和电子行业可能的需求增长，镍、锡等产品供应仍将持续出现缺口，其价格将有所恢复回升，锌价格预计将保持坚挺。

铜：大量冶炼能力的释放已经完全弥补了供需缺口，投机基金炒作将引发未来铜价呈大幅下跌走势。

铝：我们预计氧化铝价格将继续下滑，而电解铝价格由于过去几年的宏观调控使产能扩张有限，因而供求状况优于氧化铝，因而我们预计电解铝和氧化铝价差将持续扩大，这有利于电解铝行业的持续复苏。

行业因素

美元汇率：受美国贸易和财政双赤字的影响，美元将继续贬值的可能性较大。

行业政策对大型企业有利：国家刚刚出台差别电价政策及限制电解锌生产能力的政策，对淘汰和限制类企业的电价从高执行，这些将对大型企业较为有利。

价值评估

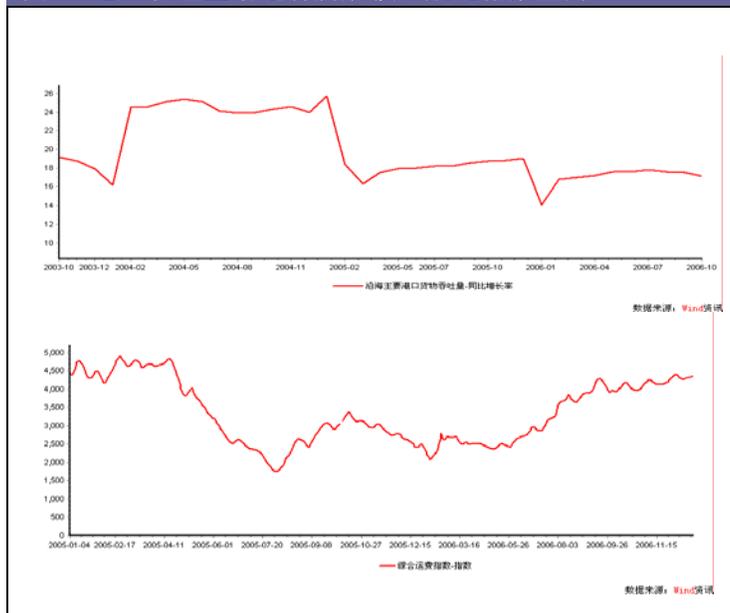
有色金属行业受金属价格的不确定性的影响，行业盈利能力分化明显，价格波动性较大使投资风险加大，我们建议关注估值空间较大及盈利能力稳定的加工型企业。

重点关注股票

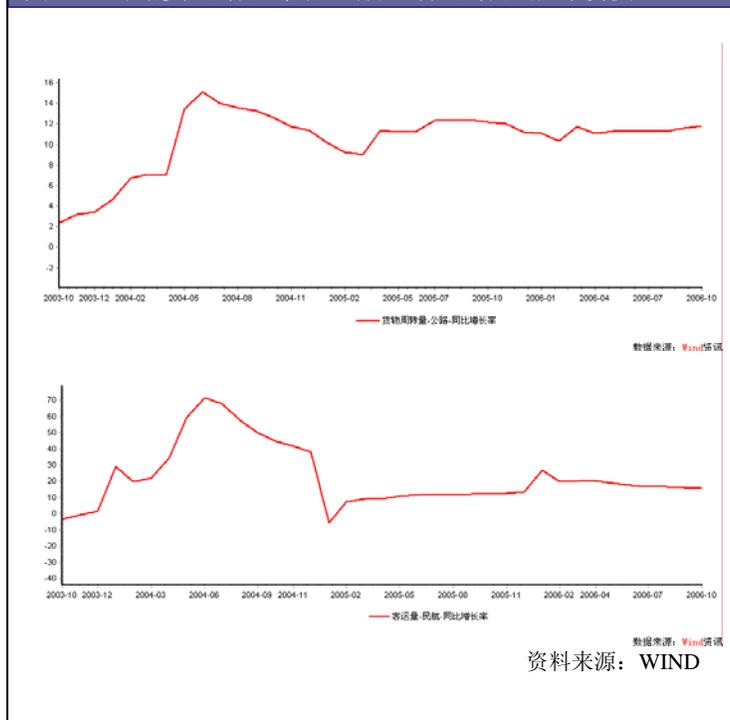
我们将重点关注由于黄金价格上涨和资源持续扩张的黄金公司，如中金黄金、山东黄金；

锌是我们看好的金属之一，我们建议关注驰宏锌锗和中金岭南等；电解铝由于和氧化铝价差扩大，建议关注云铝和关铝股份等；另外须关注具有核心竞争力的下游加工企业，如厦门钨业等公司的投资机会。

图一 港口吞吐量增速有所放缓，航运指数上升



图二 公路货运增长平稳。航空客运增长相对较快



表一 交通行业价值评估

	06 PE	07 PE	06 PB	07 PB
上海机场	22.6	19.7	3.4	3.0
中远航运	11.8	11.2	2.6	2.1
盐田港	15.8	15.4	3.0	2.8
大秦铁路	23.8	19.4	3.3	3.0

结论：相当市场权重配置

交通运输行业中，公路、港口、机场的业务增速有所下降但总体上仍然比较稳定。航运企业的运价目前处于比较合理的水平。而航空公司的燃油成本占比很高，近期油价下跌，盈利明年有反转的可能。

多数交通行业内公司的业务增长速度比较稳定，在目前的股票投资品种中属于价值型。在目前市场估值水平较高，波动性加大的环境下，交通行业防御型的特点对风险承受能力较弱的资金具备一定吸引力。对于一些有资产收购，集团整体上市等题材的公司，可能获得超额收益。我们给与交通行业整体相当于市场权重的配置比例。

关键因素

港口方面各地新建泊位较多，对现有公司存在分流风险。机场等面临的行业竞争相对较少，定价能力相对较强，对业务量和利润的增长比较有利，但政府对机场收费价格政策近期可能有所调整。干散货市场近期表现仍然强劲，但油运市场前景不乐观。航空公司业绩对油价非常敏感，如油价下跌将是受益最明显的行业。

价值分析

交通运输行业属于稳定成长的行业，目前行业的平均市盈率为22倍，行业市净率为2.55倍。从整体估值水平上，我们认为交通行业具备一定吸引力。

重点关注股票

大秦铁路：今后2-3年有新增运能投产，提升业绩。

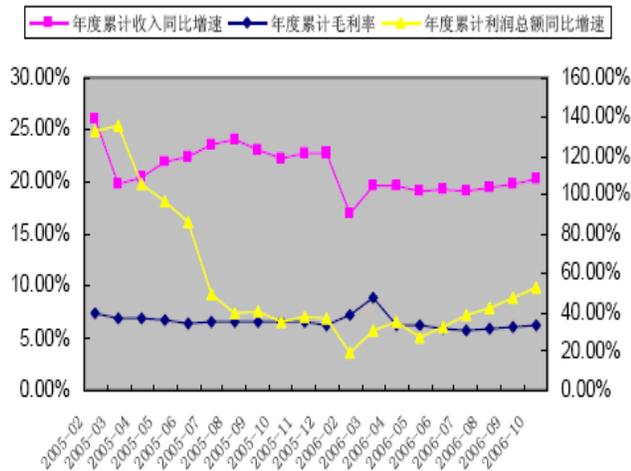
S南航：业绩对油价下跌的敏感性最强，如果油价下跌，盈利将有大幅提高。

上海机场：关注集团资产注入情况。

盐田港：盐田港有可能成为深圳市属港口业务整合的平台，因此具备未来的资产注入的可能性，但时间尚不清晰。

中远航运：干散货运价高于市场预期，行业供求关系近期仍然健康。

图一：电力行业利润变化情况



图二：电力装机容量变化情况

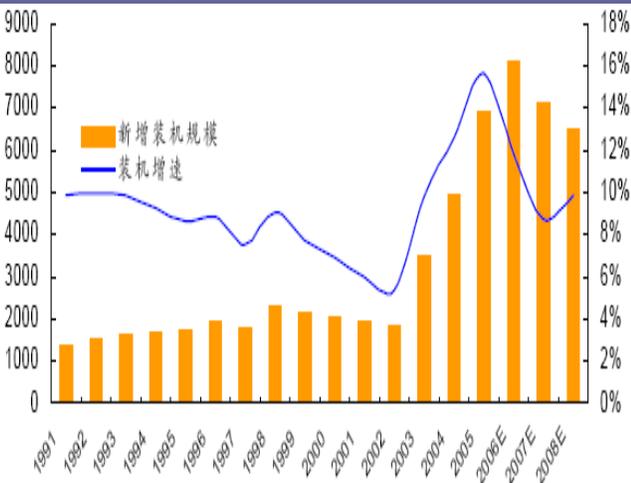


表 1：电力行业估值表

公司	最新价	06PE	07PE	06PB
国投电力	7.19	14.10	11.06	2.03
桂冠电力	5.30	16.56	13.59	2.37
深能源 A	8.31	12.59	11.54	2.28
广州控股	5.19	11.53	11.04	1.36
文山电力	6.73	16.83	14.96	2.66
宝新能源	13.90	16.95	15.27	5.37
华电国际	2.92	15.37	13.27	1.39
长江电力	8.75	21.34	19.02	3.25
华能国际	6.00	13.95	12.77	1.91
火电平均		13.77	12.41	2.23
水电平均		18.24	15.86	2.76
国际平均		14.28	15.57	2.03

资料来源：招商基金

结论：相当市场权重配置

投资策略——标配行业，优选龙头

标配行业——电力行业即将景气复苏，建议对电力行业给予标配。

优选龙头——龙头公司在享受行业回暖同时资产注入更明确可期，在获得资产注入时水、火电龙头无疑更加具备条件，优质央企和强势地方电企是必选对象。

行业前景

2006 年全年装机预计将超过8000 万KW，下半年投产的超过4800 万千瓦在2007 年将全年运行，预计2007 年投产机组规模在6500 万kw 左右，增速在11.02%，综合考虑加权因素，装机增速在12%左右。按照主要耗电行业，包括冶金、建筑、采掘、化工等行业的具体情况测算得2007 年耗电量31192 亿度，至少增长12.7%左右；2007 年装机增速已经低于用电增速，估计07年二季度行业景气回升趋势将非常明显。

关键因素

- 1、 装机利用小时拐点将在明年二季度出现。
- 2、 多项节能政策加速，高效机组显著受益。
- 3、 07 年资产注入——电企迎来扩张盛宴

价值分析

● 随着国民经济的持续健康发展，电力需求仍将持续稳定的增长，考虑到装机增速逐渐下降，行业景气将在明年迎来向上的拐点，行业重点公司估值仅 12 倍左右，而且还有资产注入的预期，建议买入。

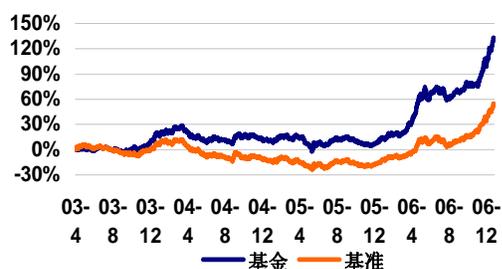
重点关注股票

- 国投电力（600886）：持续、可期的外延扩张。预计公司 06~08 年 EPS 为 0.46、0.66 和 0.70 元，公司 PE、PB 等指标较行业平均有较大折让，长期股息率超过 4%，建议“买入”。
- 长江电力（600900）：水电巨头，集团资产的持续注入带来业绩稳定增长，同时集团机组加速收购可能带来超额收益，06-07 年 EPS 分别为：0.46 和 0.56 元，建议“买入”。
- 深能源（000027）深能源集团整体上市加强了公司的整体实力和行业地位，同时解决了公司长期发展成长性不足的问题。07 年、08 年业绩预计分别达到每股 EPS 为 0.75 元、0.85 元，建议“买入”。

基金业绩分析

招商安泰股票基金（217001）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

二〇〇六年十二月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	36.13%	14.88%
累计收益	132.95%	54.75%
1个月	15.55%	15.36%
3个月	32.81%	35.03%
6个月	36.30%	36.65%
1年	108.37%	82.73%
2006	108.37%	82.73%
2005	-0.55%	-3.34%
2004	2.01%	-13.12%
2003*1	10.20%	-2.37%

基准分析

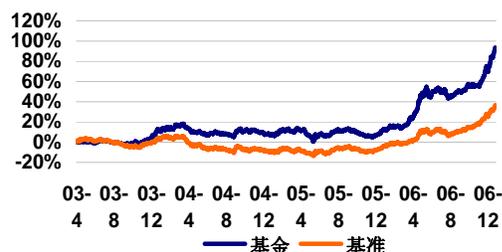
Beta	1.12	1.00
标准差	26.22%	20.65%
跟踪误差	12.60%	
夏普比率*2	1.29	0.61
信息比率	1.14	
R平方	0.80	1.00

*2假定无风险收益率为2.25%

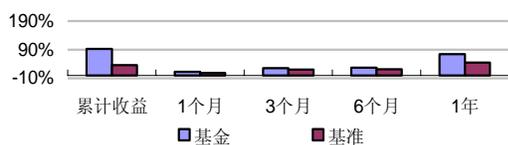
06年,招商安泰股票基金净值增长率为108.37%,同期业绩比较基准增长率为82.73%,超越业绩比较基准25.64%。主要原因是我们较准确的判断出市场走牛的趋势,坚持价值成长的投资理念,入选组合的个股质地优良,大部分表现强于大盘。并根据市场持续强劲的特点,一直保持了较高的仓位水平,并适当加大了组合的进取性。

招商安泰平衡型基金（217002）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

二〇〇六年十二月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	25.33%	9.88%
累计收益	93.21%	36.36%
1个月	12.95%	8.96%
3个月	24.99%	20.02%
6个月	27.10%	21.57%
1年	74.54%	45.27%
2006	74.54%	45.27%
2005	2.01%	3.32%
2004	2.36%	-9.42%
2003*1	6.00%	-1.90%

基准分析

Beta	1.45	1.00
标准差	20.18%	12.44%
跟踪误差	10.69%	
夏普比率*2	1.14	0.61
信息比率	1.81	
R平方	0.80	1.00

*2假定无风险收益率为2.25%

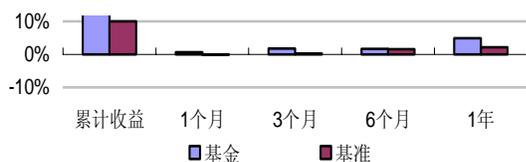
06年,招商安泰平衡型基金净值增长率为74.54%,同期业绩比较基准增长率为45.27%,超越业绩比较基准29.27%。主要原因是我们较准确的判断出市场走牛的趋势,坚持价值成长的投资理念,入选组合的个股质地优良,大部分表现强于大盘。并根据市场持续强劲的特点,一直保持了较高的仓位水平,并适当加大了组合的进取性。

招商安泰债券基金 A 类 (217003) 业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于2003年4月28日

二〇〇六年十二月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	4.32%	2.71%
累计收益	15.91%	9.96%
1个月	0.67%	-0.11%
3个月	1.78%	0.31%
6个月	1.67%	1.55%
1年	4.90%	2.12%
2006	4.90%	2.12%
2005	8.75%	13.35%
2004	0.43%	-3.86%
2003*1	1.15%	-1.20%

基准分析

Beta	0.84	1.00
标准差	2.81%	1.52%
跟踪误差	2.51%	
夏普比率*2	0.74	0.30
信息比率	1.08	
R平方	0.21	1.00

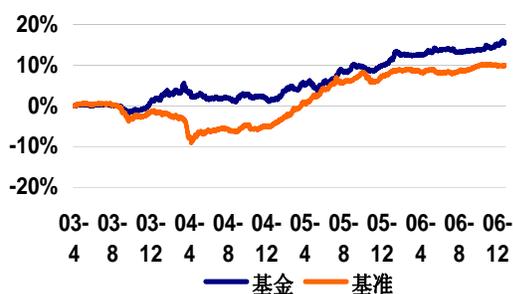
*2假定无风险收益率为2.25%

06年,招商安泰债券基金A类净值增长率为4.90%,同期业绩比较基准增长率为2.12%,超越业绩比较基准2.78%。主要原因:06年的债券市场,呈现了波动频繁、收益率曲线平坦化两大特征。央行在加大公开市场操作的同时,两次加息、三次上调存款准备金率、四次发行定向央票,力求通过各种政策组合回收流动性,但是资金面总体上依然宽松。

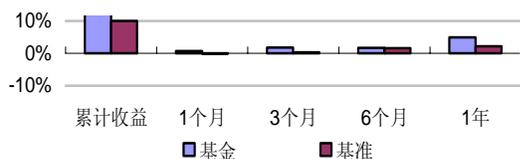
我们对债券投资采取了相对审慎的策略,规避债券市场调整风险,逐步增持股性与债性兼备的可转债,加大创新固定收益产品投资力度。

招商安泰债券基金 B 类 (217203) 业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于2003年4月28日

二〇〇六年十二月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	4.25%	2.71%
累计收益	15.63%	9.96%
1个月	0.64%	-0.11%
3个月	1.70%	0.31%
6个月	1.52%	1.55%
1年	4.65%	2.12%
2006	4.65%	2.12%
2005	8.75%	13.35%
2004	0.43%	-3.86%
2003*1	1.15%	-1.20%

基准分析

Beta	0.84	1.00
标准差	2.81%	1.52%
跟踪误差	2.51%	
夏普比率*2	0.71	0.30
信息比率	0.99	
R平方	0.21	1.00

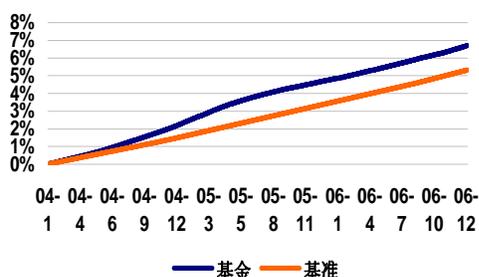
*2假定无风险收益率为2.25%

06年,招商安泰债券基金B类净值增长率为4.65%,同期业绩比较基准增长率为2.12%,超越业绩比较基准2.53%。主要原因:06年的债券市场,呈现了波动频繁、收益率曲线平坦化两大特征。央行在加大公开市场操作的同时,两次加息、三次上调存款准备金率、四次发行定向央票,力求通过各种政策组合回收流动性,但是资金面总体上依然宽松。

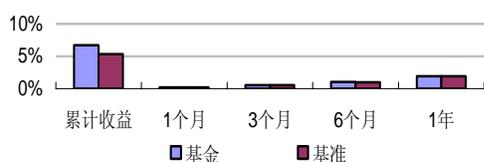
我们对债券投资采取了相对审慎的策略,规避债券市场调整风险,逐步增持股性与债性兼备的可转债,加大创新固定收益产品投资力度。

招商现金增值基金(217004)业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2004年1月14日

二〇〇六年十二月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	2.26%	1.80%
累计收益	6.71%	5.32%
1个月	0.19%	0.17%
3个月	0.54%	0.52%
6个月	1.02%	1.00%
1年	1.90%	1.91%
2006	1.90%	1.91%
2005	2.30%	1.83%
2004*1	2.37%	1.59%

基准分析

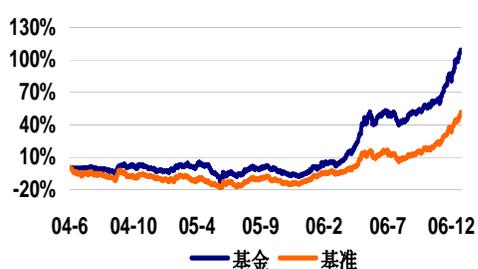
Beta	1.10	1.00
标准差	0.07%	0.04%
跟踪误差	0.06%	
夏普比率*2	0.21	-11.97
信息比率	-0.68	
R平方	0.35	1.00

*2假定无风险收益率为2.25%

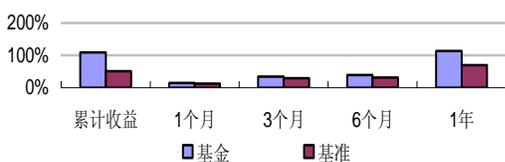
06年,招商现金增值基金每万份基金单位累计实现收益187.82元,收益率为1.90%,同期业绩比较基准为1.91%。基金收益率低于比较基准的原因主要是由于上半年货币市场利率持续上行,本基金遭遇持续赎回,而同时持有的部分低收益品种也降低了基金业绩;在下半年,及时进行了调整并抓住货币市场利率冲高的机会进行再投资,获得了较高的收益。

招商先锋基金(217005)业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2004年6月1日

二〇〇六年十二月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	42.24%	19.87%
累计收益	109.12%	51.35%
1个月	14.33%	13.18%
3个月	34.36%	29.85%
6个月	38.78%	31.53%
1年	113.30%	69.45%
2006	113.30%	69.45%
2005	-0.48%	-0.53%
2004*1	-1.49%	-10.07%

基准分析

Beta	1.16	1.00
标准差	23.44%	17.91%
跟踪误差	11.15%	
夏普比率*2	1.71	0.98
信息比率*2	2.20	
R平方	0.79	1.00

*2假定无风险收益率为2.25%

06年,招商先锋基金净值增长率为113.30%,同期业绩比较基准增长率为69.45%,超越业绩比较基准43.85%。主要原因:一是在资产配置方面,股票投资的比例高于业绩比较基准中股票的比例,在股票市场大幅上升的过程中取得了正贡献;二是在行业配置和个股选择方面,主要投资于消费与服务行业龙头公司,以及受益于人民币升值的金融和地产行业,其中绝大多数个股表现超越大盘,带来了较大的正贡献。

地址：深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 28 层
邮编：518040
总机：0755-83196666
传真：0755-83196467
公司网址：www.cmfchina.com
电子邮箱：cmf@cmfchina.com
客户服务热线：400-887-9555

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意删改。