

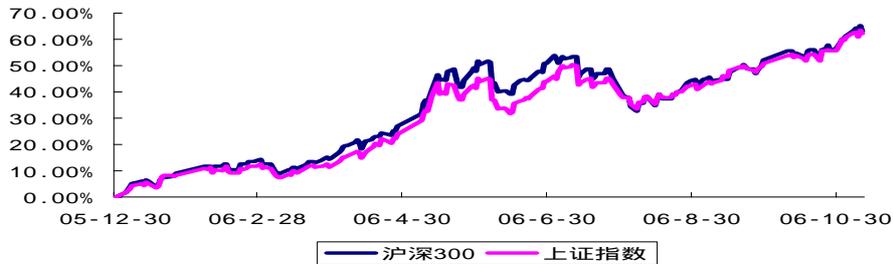
兴业基金管理公司 2007 年策略报告

2007 年——证券投资的黄金岁月

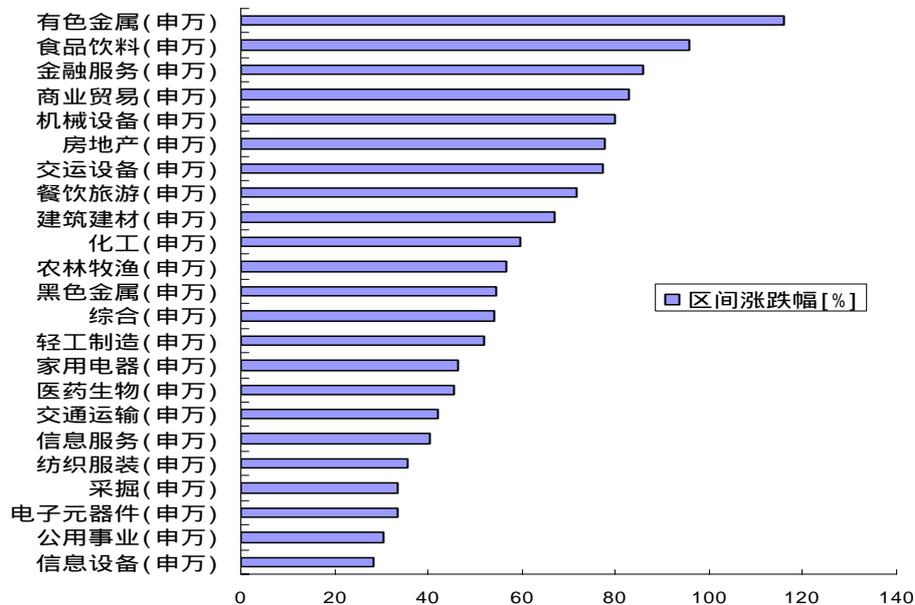
我们认为，2007 年将是中国证券市场上的黄金岁月，由于诸多因素的带动，2007-2008 年可能是 2007-2010 年期间证券市场收益率相对较高的时期。投资者应该采取积极进取的心态，加大配置在股票和股票型基金上的资金比例，享受此时期经济增长及其他制度性变革带来的收益。

一、2006 年证券市场回顾

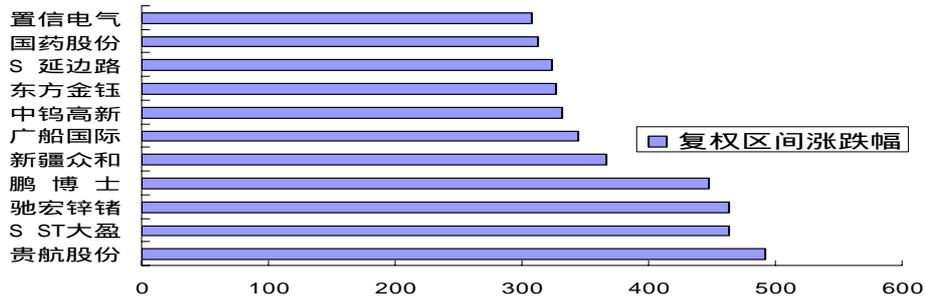
1、截止 2006 年 11 月 10 日，上证综合指数上涨了 62%。



2、各板块的涨跌幅



3、个股累计涨幅前十位



二、2007 年证券市场运行环境分析

2007 年推动国内证券市场走强的主要因素有：

1、中国整体经济实力的增强带动国内上市公司核心竞争力的增强，这是国内证券市场走强的根基所在。中国是世界上经济增长最快的地区之一，2007 年中国经济将继续保持高速增长；国民购买力旺盛，消费对经济增长的带动更加明显；中国的机械装备制造业在迅猛发展，全球的制造业持续向中国转移；产品市场占有率是国家经济竞争力强弱的最直接体现。到 2004 年，中国工业制成品的国际市场占有率已达到 8.25%，超过了日本，成为世界第三大制成品出口经济实体（见表一）。产业升级日趋加快；跨国巨头加快在我国的并购步伐等。国内许多上市公司都是行业的龙头优势企业，应该是中国经济增长的主要受益者。

表一：中国成为世界第三大制成品出口经济实体

名次	国家或地区	价值（10 亿美元）	占世界出口比例（%）				年均增长率（%）			
			1980	1990	2000	2004	2000-2004	2002	2003	2004
1	欧盟	3014.4			42.7	45.9	11	7	19	18
2	美国	668.7	13.0	12.1	13.8	10.2	1	-5	3	13
3	中国	542.4	0.8	1.9	4.7	8.3	25	24	36	37
4	日本	524.3	11.2	11.5	9.6	8.0	4	4	13	19

注：（1）以上数据引自《中国企业竞争力报告（2006）》；（2）2003 年日本排第三，中国排第四。

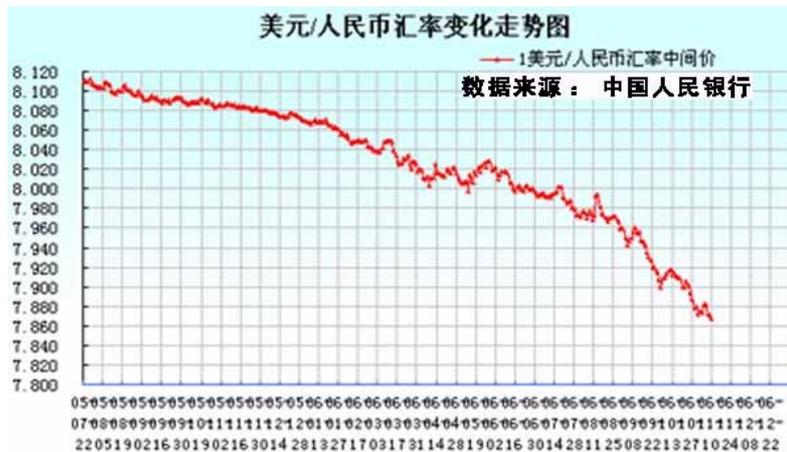
2、证券市场总市值占 GDP 的比重和证券市场对国民经济的代表性将大幅增加。随着工商银行、中国银行、大秦铁路等的上市和建设银行、交通银行、中国

人寿、平安保险、海通证券、首都机场等银行、保险、证券、交通运输等行业的优势企业即将在国内证券市场的上市,证券市场的国民经济“晴雨表”作用更加明显。投资者有了更多的可投资品种,能够分享上述企业成长带来的收益。由于新股的发行上市制度和证券指数的计算方式,上证指数将持续创出新高。

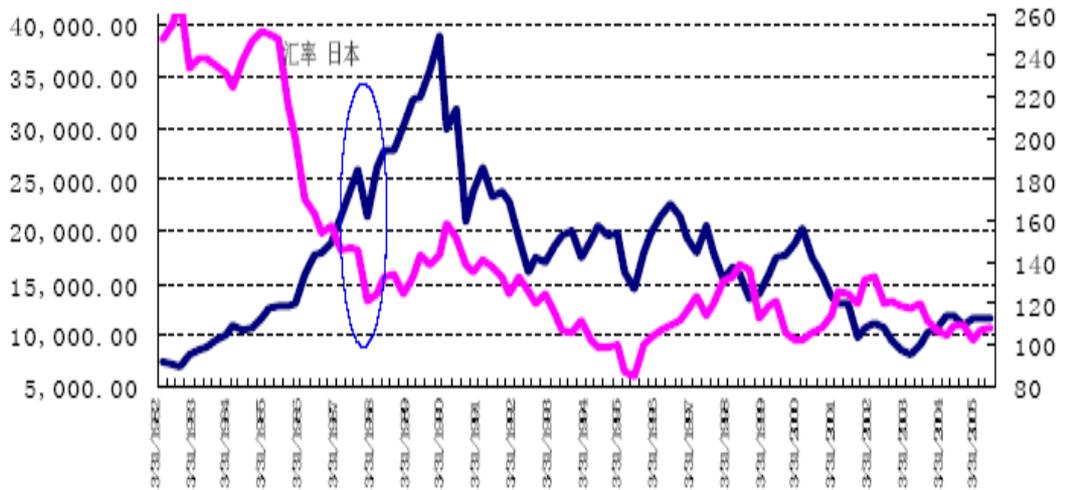
3、人民币升值的趋势刚刚确立。中国经济实力的增强、庞大的外汇储备和持续的贸易顺差使得人民币升值的趋势几年内不可逆转。人民币到目前为止仅升值 5%多一点(见图一),无论从时间和空间看都远远不够。升值的最初阶段是介入证券市场的最佳买点。历史经验表明,一个国家的币值升值通常带动该国土地资产升值和股票市场繁荣。

统计数据显示:当年日元的每一轮升值都对应着日本股市的持续上升期。整个上升过程,从 1972 年启动到 1989 年最后结束,延续了整整 17 年,涨幅高达 19 倍。在 1972 年至 1989 年的 18 年间,日元有 13 年处于升值状态,其中,升值幅度超过 15%的年份有 6 年。而股市则有 15 年处于上升状态,其中,升幅超过 20%的年份有 6 年。升幅最大的年份是 1972 年,此时日元第一次从 1:360 的固定汇率调至 1:301,当年日经指数劲升了 91.91%;其次则是 1986 年,即“广场协议”达成后的第一年,日经指数劲升了 42.61%(见图二)。因此,日元升值初期对股市的利好刺激作用最大,对指数推动力度最为显著。

图一：美元/人民币汇率变化走势图



图二：日元汇率与股指（1982-2005）



4、全流通、股权分置改革和股权激励机制解决了证券市场面临的根本制度性问题，即企业的所有者和管理者缺乏足够的动力做大做强上市公司。股改和全流通过后，大小股东和管理层的利益趋于一致。

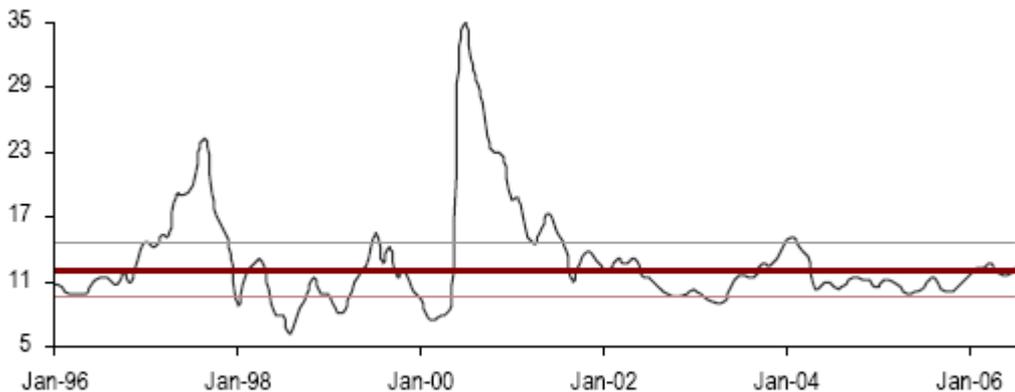
5、股指期货、融资融券的推出，基金、保险公司、社保基金等机构投资者队伍的空前壮大，证券市场上资金的流动性空前过剩，使得优质蓝筹上市公司成为市场上的主流热点。

6、2008 年的奥运会和 2010 年的世博会促进了证券市场的“人气”。证券市场具备一定的泡沫和虚拟性。在市场处于牛市心态时，指数常常会冲到让人预想不到的高度。

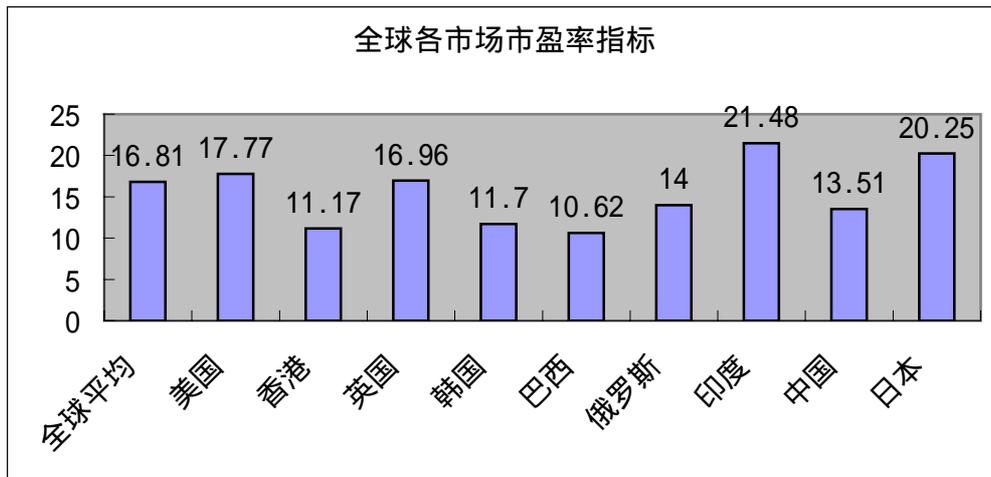
7、所得税政策的并轨对国内交纳 33% 所得税的上市公司是个利好。

8、从历史平均市盈率指标来看，目前估值水平仍然处于合理略低的水平。

MSCI 中国指数过去十年的动态市盈率



和国际其它市场相比,中国股市的市盈率也并不高.



三、投资策略

(一) 整体投资策略和投资主线

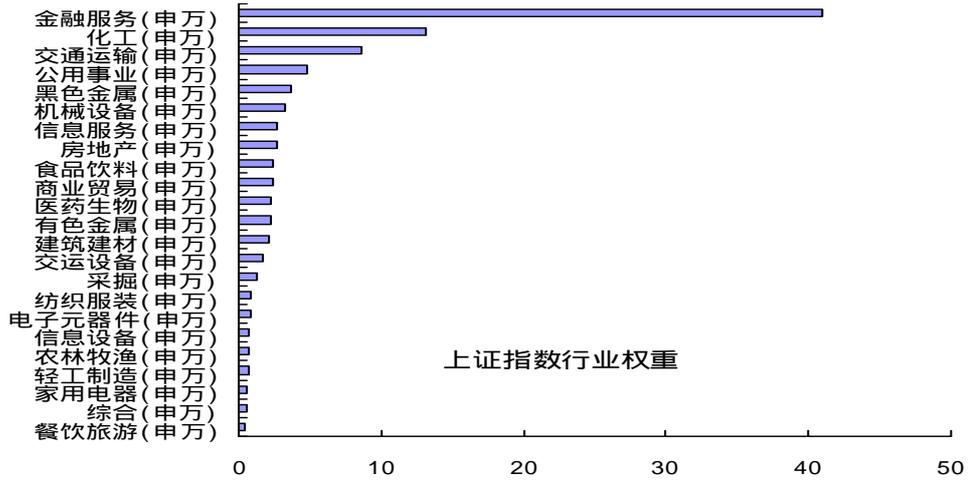
考虑到 2007 年大的市场环境,我们认为 2007 年的证券投资可能给投资者带来超过其未来五年或更长年限的平均收益,但这种收益会大大低于今年 60% 以上的收益。投资者可采取更积极进取的投资策略,配置更多的资金在股票和股票型基金上。同时投资者应注意到股票的“二八”现象会更加明显,随着股指期货的推出,明年的大盘蓝筹股依然是舞台的主角。因此股票的配置中大盘蓝筹股应有较大的比重。没有业绩支撑的股票和绩差股将受到资金的冷落,股价缺乏上升动力,投资其有较大风险。投资股票是投资未来,因此有实质性资产注入的股票、整体上市的股票同样值得关注,投资上述公司可能有超额收益。投资要投有“确定性”的公司,有“确定性”的公司比“不确定性”的公司会享有更高的溢价。值得注意的是,中国股市的整体估值和其他新兴市场相比并不显得特别便宜,进行全球视野下的估值比较可以有效降低投资风险。

我们认为可以依据股指权重股等主线进行资产配置:

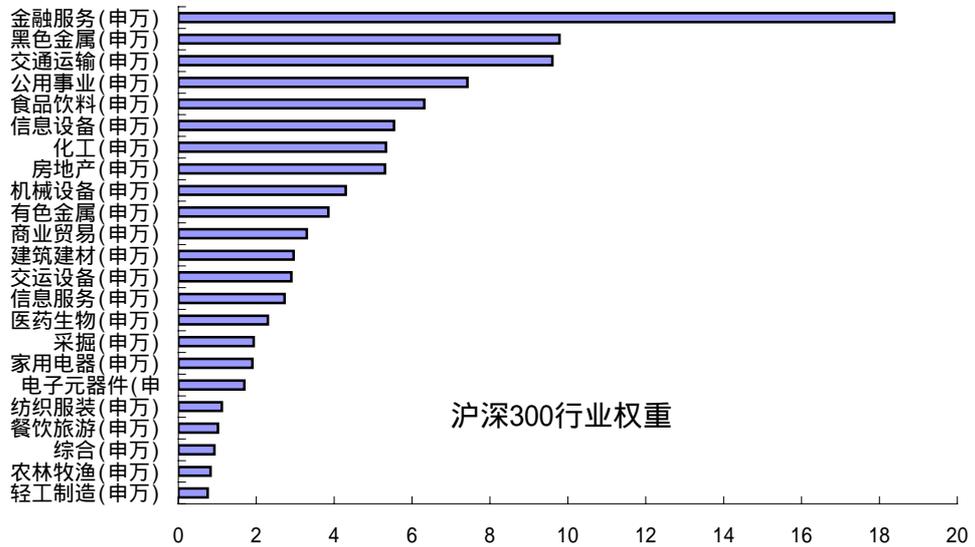
(1) 大盘蓝筹股

经济的增长、股指期货的推出、融资融券、机构投资者队伍的壮大和流动性的泛滥都使得对大盘蓝筹股的需求增加。因此在配置中要特别关注权重板块(图三、图四)和大盘蓝筹指标权重股(图五、图六)。

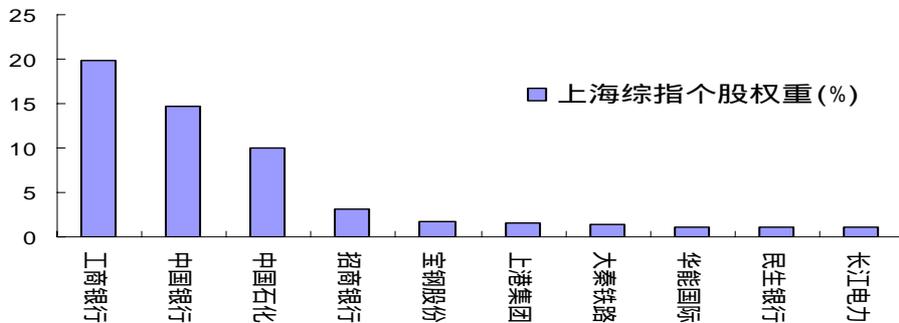
图三：上证指数行业权重



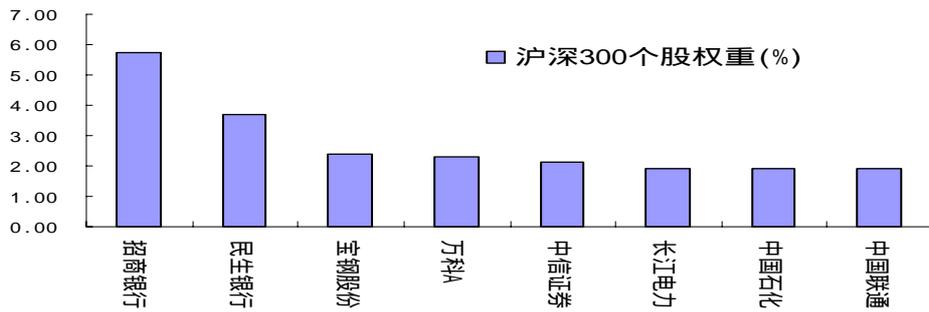
图四：沪深 300 行业权重



图五：上海综指个股权重



图六：沪深 300 个股权重



(2) 人民币升值：

受益人民币升值最大的应该是金融、地产、消费服务业、航空等。人民币升值提高了整个国家的以人民币计价的资产价值，社会名义财富增加，社会购买力和消费增强。QFII 规模的扩大更提高了对金融、地产等行业优势企业股票的需求。值得注意的是，人民币升值是个长期趋势，因此这些行业的受益也将是个长期过程。

(3) 整体上市和实质资产注入的股票

国有资本有进有退，国有上市公司要做大做强，大型国有企业的整体上市是个趋势，如上海机场、上海汽车、深圳机场、西飞国际等，蕴藏着一定的投资机会。

在股改和全流通后，大股东和中小股东的利益趋于一致化。部分民营的上市公司也有大股东把优质资产注入上市公司的想法。这里需要仔细鉴别进入上市公司资产的质量和效益水平。

(二) 2007 年的行业投资策略

● 银行

银行业是最能集中体现经济增长和投资市场对宏观经济看法的行业。2006 年，随着中国银行和工商银行 A 股和 H 股上市，招商银行 H 股上市，年底浦发银行增资以及可能的民生银行定向增发，市场均给予极大关注和热情追捧。2007 年，银行业将继续稳定增长。

1、中国银行业的高税负（5%营业税，40%左右的综合税率）有望降低，目前所得税改革已经摆上议事日程，预计在 2007 年这一问题能够得到解决，如果

所得税下降到 24% 左右水平，净利润将上升 15% 左右。

2、行业的整体状况在转好。宏观经济保持快速增长，同时主要商业银行上市剥离、融资以及经营水平提高减少不良资产，行业状况好转。

3、银行股是人民币升值的受益行业之一。和直接投资房地产相比，目前金融股具备高流动性、低政策风险和高变现能力。

但是，我们认为，金融股的估值已经从 05 年的价值低谷回归到合理估值水平之上，目前主要银行股估值已经比较合理，同时体现出成长性和盈利模式差别定价。

表二：主要银行股市净率情况

	2006 年底净资产 (元)	2007 年底净资产 (元)	股价 (11 月 10 日) 和 市净率	07 年市净率
招商银行	3.68	4.17	12.26 (3.33 倍)	2.94
民生银行	1.8(5 元增发达到 2.62 元)	2.7	6.51 (2.48 倍)	2.41
浦发银行	4.77(12 元增发增 厚到 5.59 元)	6.5 - 6.55	15.16 (2.71 倍)	2.33
中国银行	1.49	1.67	3.36 (2.26 倍)	2.01
中国工商 银行	1.53	1.72	3.46 (2.26 倍)	2.01

招商银行给予的 06 年市净率 3.33 倍和 07 年底市净率 2.94 倍定价，已经相当部分表现了其稳健的资产经营和卓越的中间业务，虽然恒生银行估值在市净率 4.4 倍左右，但是市盈率仅有 17.5 倍，远远低于招商银行的 32 倍（即使考虑所得税因素，也达到 28 倍左右）。

超级大盘股中国银行和工商银行，已经高于汇丰控股 2.16 倍市净率和 14 倍市盈率水平。

4、中国银行业依旧能够保持较高的利差空间。

国内银行股的利差空间，由于流动性相当充裕，存款利率上升空间有限，在全球角度看，贷款利率水平并不见得太高，因此，国内利差水平依旧能够保持较高水平，回落将是缓慢过程。

5、转型决定成败，决定了银行股估值水平的差异。从银行股目前估值看，中间业务占比较高招商银行获得明显溢价，这是因为招商银行具备了高成长、高比例的中间业务，以及低风险的对公业务，民生银行和浦发银行在中小企业贷款优势明显。从长期投资价值看，中间业务，零售贷款、中小企业贷款是未来银行

的增长主要驱动力。

因此，我们认为，国内银行上市公司经营前景总体是乐观的，存贷款业务将逐渐回归到 15-20% 的增长水平，值得期待的是中小企业贷款经营能力，中间业务的增长潜力，因此，我们看好在存贷款领域经营稳健的招商银行，和中小企业经营能力优异的民生和浦发银行。

人民币升值的速度和股指期货的推出也会导致银行股估值产生波动的交易性机会。

内地和香港市场银行股价格差异：由于人民币存在明显的升值预期，内地银行股估值较香港估值低 5 - 8%（一年的升值空间预期）是比较合理的。

● 机械

2007 年，机械业依旧能够保持比较稳定的增长前景：机械行业原材料在中国继续保持较低水平，国际商品价格开始从历史高位回落，国内已经开始限制有色金属等相关原料的出口；国家将进一步对装备制造的政策鼓励；中国具备成为全球重要甚至是最有竞争力的制造业基地的人力、智力和工业配套、国内市场等关键要素；实践证明，机械行业需要学习过程，可以预期在经过一定时间的学习，国内机械行业已经具备产品技术水平的升级，开始挑战原先难以进入的领域，比如工程机械龙头企业开始向挖掘机进军，汽车领域的自主品牌建设渐成气候，电力设备的一次和二次设备已经具备国际领先水平。

机械行业市盈率定价，在 15 - 20 倍区间均比较合理。定价在 15 倍还是 20 倍，主要受市场指数影响以及对于不同细分行业的不同预期。但是我们坚持认为，对细分行业具备核心竞争力龙头企业，20 倍市盈率是合理的，尤其是在未来 2-3 年内具备长期增长能力和竞争优势的龙头公司。从基金的投资策略看，机械行业的龙头股是主要投资对象。

● 零售

2007 年行业仍将稳定增长，据预测社会零售商品总额将以 13% 以上的速度增长。其中优质公司的收入增长速度将超过此速度，同时由于行业毛利率比较稳定，费用增长幅度小于收入增长速度，因此利润的增长速度将更为可观。优秀公司将在 25% 以上。由于目前零售股静态 PE 偏高，因此出现一轮调仓行为。但我们预计在明年一季报公布前后零售股将重新开始一轮上涨行情。

● 钢铁

钢铁一般的投资建设期限为 2 年左右，钢铁行业的大量投资集中于 2003 和 2004 年，所以产能主要释放期是在 2006 年。随着投资高峰的过去以及国家加大对行业的调控，2005 和 2006 年整个行业固定资产投资明显减少，按照建设周期，我们认为 2007 和 2008 年产能释放将减少。从需求来看，中国的宏观经济和固定资产投资增速未来仍然会保持较高水平，钢铁的需求预计也会在 10 - 13% 之间，保持较高增长。所以我们认为 2007 年的供需结构将优于 2006 年，行业供需结构在转好。如果 2007 年没有大的经济政策改变的话，2008 年的供需结构将更为理想。

供需结构的好转并不意味着供不应求，我们认为 2007 年不会出现类似 2004 年的消费远大于供给的情况，因此，也造就不会出现 2004 和 2005 年的那种产品价格大幅上涨的状况。可能出现的是价格趋稳略有上涨的情况，在这种效果下，2007 年钢铁行业的年均价将会比 2006 年有比较明显的提升，这将直接拉动企业的业绩增长。

我们判断今年 4 季度和明年一季度很可能是钢铁价格保持平稳，明年二季度产品价格将会出现上涨。在整个 07 年供需结构优于 06 年的趋势下，06 年 4 季度和 07 年一季度的业绩同比效应将会非常明显，很多公司的业绩同比会大幅增长。

● 家电

2007 年行业仍将进行整合，因此形势仍不容乐观。而我们对于行业整合程度较高的空调行业及小家电行业较为看好。同时由于明年原材料的价格可能会有所调整，将使家电行业出现一定投资机会。

● 化工

油价高位使得行业利润仍主要集中在上游，而石化以及化工下游的成本压力依然较大，毛利受到压制，不存在显著性的行业机会。从投资角度看，化工行业的投资机会体现在两类公司上：1. 大笨象公司。一方面与股指期货的推出有关，另一方面这类国家垄断型公司估值并不贵，而持续经营能力值得信赖，如中国石化。2. 细分市场的优胜者。在众多化工细分行业中，阶段性的会出现一些增长突出的领域，适时把握了机遇的公司将成为细分市场的优胜者。目前值得关注的细

分行业包括，有机硅、钾肥、特种材料、节能环保等。

- **医药**

长期来看，随着经济发展，人们在医疗服务上的支出将持续快速增长，为国内医药企业的发展提供了广阔的市场。另一方面，医疗保障制度尚待改革和完善，医药产业链上的利益分配格局尚待理顺。

与此相应，医药行业的投资机会将是结构性的。医药商业公司的战略地位更加值得关注；制造业领域率先实现国际化，或者建立自己品牌以及有突出研发能力的公司具备长期成长的基础。

- **旅游**

我们认为旅游行业在未来的几年将持续快速发展。建议重点关注持续成长前景乐观和具有奥运题材的上市公司。

- **传媒**

相比于整体上市公司，文化传播类公司 PE 偏高，但从行业横比的角度，35 倍的 PE 也属正常；消费升级以及国家在行业方面开放趋势，都决定了上市公司中要出现高市值大影响的传媒航母；目前来看，传媒股的绝对盈利能力还弱，产生巨额利润的能力不足，尤其是做内容的公司，而内容有恰恰是可以给予高估值和真正有前途的媒体发展方向，所以在现阶段这是一个矛盾。因此目前对于文化传播行业宜以战略性眼光看待，不宜过于执着于 PE 甚至 PB 估值法，也可以考虑从总市值的角度观察；其次从行业配置的角度着手，可配置估值较合理、业务结构清晰的公司。

- **食品饮料**

行业整体估值不便宜，行业整体获得超额收益的可能性很小；中国的消费品市场空间巨大，龙头企业可以保持持续的低风险的增长，因此建议行业还是超配；特别关注集团资产注入和存在治理结构改善空间的公司：双汇发展，五粮液，第一食品。

食品饮料行业的子行业主要有白酒，啤酒，黄酒和红酒，乳制品，肉制品以及其他等 7 个分类。其中啤酒，乳制品，肉制品主要是大众消费品消费者对产品的价格比较敏感；白酒，黄酒和红酒带有奢侈品的特色，企业的自主定价能力强，主要是品牌力的竞争。我们对行业内子行业的配置顺序：红酒，肉制品，白酒，

乳制品，啤酒，黄酒以及其他。

- **电子、通信、计算机软硬件**

整体而言，中国的电子股技术实力比较差，规模也都比较小，业绩的波动性比较大，不建议对电子股进行重仓长期持有；目前通信设备类上市公司真正具有核心竞争能力的只有中兴通讯和亨通光电。应关注中国联通在 3G 时代的电信重组。中国的软件企业大部分都是做系统集成成的，行业竞争激烈，核心竞争能力缺乏。

- **有色金属**

由于整个强劲的全球经济以及巨大的中国需求导致金属价格出现大幅度上涨，整体有色金属现在仍然处于高价区域。我们判断明年除了锌可能继续出现短缺外，其他金属品种将由于供给增加及消费替代而导致金属价格会有一定程度回落。资源类股票虽然动态市盈率水平较低，但由于利润对有色金属价格极其敏感，所以我们认为资源类有色金属不会具备大的投资机会。重点可以关注具备技术和规模优势的深加工有色金属企业。

- **服装纺织**

在人民币持续升值及出口设限的大背景下，技术含量低，进入壁垒低，出口依赖度高，以低端产品为主流的纺织服装行业难有大的投资机会。

- **房地产**

在宏观调控政策明朗程度提高的情况下，以及经过 06 年房地产行业整体大幅上涨，估值已基本合理，07 年主要地产公司的业绩增长仍有保障，今后人民币升值对房地产行业的中期走势影响将成为主导因素，预计 07 年人民币升值将会处于加速阶段，具有行业代表性的公司将会成为投资的重点对象，建议重点关注万科、招商地产、金地等地产龙头公司，以及拥有较多投资性物业的地产公司如金融街。主要投资机会在于人民币升值对地产股的向上推动。

- **建筑材料**

水泥：随着行业集中度的日益提高、煤炭价格趋于稳定以及新增产能投放速度大大趋缓，水泥行业 07 年总体经营形势将好于 06 年。水泥：投资机会主要在于政府对淘汰落后产能、扶持大型企业集团的政策背景下区域市场或跨区域整合的机会，龙头企业的发展环境得到改善，关注水泥余热发电带来成本节约的投资

机会以及环渤海经济区的开发对水泥需求的拉动。玻璃：建筑玻璃行业随产能扩张的放缓，07 年盈利形势将好于 06 年，建筑节能玻璃在节能降耗政策的推动下需求将快速增长；汽车玻璃受下游轿车需求的快速增长的拉动，预计明年仍可维持 20% 以上的增速。建筑：行业竞争壁垒较低，毛利率较低，总体投资机会不大。建筑：关注铁路跨越式发展带来的相关企业投资机会，如中铁二局。

● 交通运输

机场：07 年预计平稳增长，行业整体机会不大，可关注起降费收费政策改革的带来交易性机会和个别公司的整体上市机会。港口：行业增速可能略低于 06 年，估值呈现两级分化，部分个股有估值提升的要求，整体机会不大。水运：07 年沿海散货运价保持稳定的可能性较大；根据权威机构预测 07 年国际干散货运力增长将低于需求增长，干散货运输市场将好于 06 年；油轮运价因 07 年供给增速高于需求增速，将出现小幅下降。公路：目前整体估值低估，已完成资产收购的公司收入增速仍较为可观，可以给予 07 年 15 倍左右的动态估值。可关注有潜在资产注入的公司以及收入增速仍能保持较快增长的公司。铁路：受益于铁路跨越式发展，关联企业如铁路建设、铁路装备、电力设备和铁路运营等面临快速发展的机遇。航空：人民币升值幅度和油价下跌程度将主导航空股的走势。

● 煤炭

目前发改委提示煤炭产能存在过剩可能，因此新增产能主要在上市公司等大型企业。所以这些公司的规模将快速增长。同时明年煤炭价格微调的预期在加大，此外煤炭资源税还将上调，因此成本与费用可能成为毛利下滑的主要影响因素。上半年山西煤炭行业销售大幅增长 24%，但利润基本持平，以及人员工资和吨煤成本上涨 5 元，都佐证了以上对行业的基本判断。但是现有的煤炭上市公司均有较大的产能扩大潜力，能够弥补价格与成本的压力。煤炭企业总体估值水平较低，属于安全品种。同时季报显示煤炭上市公司业绩依然向好。

● 电力

上半年行业利润增长 37%，五大发电集团上半年的效益增长出乎市场预期地好。据悉 07 年竞价上网的可能性不大。煤炭涨价的压力已经得到明显缓和。二次联动对火电企业业绩增长有明显促进作用。火电上市公司股价近期在香港市场带动下快速上涨。未来关注整体上市、资产注入和装机容量扩充大的公司。污

水和自来水价格未来将持续上调。资产负债水平合适的水务上市公司均值得关注。

我们认为，经过 2006 年的股市上涨后，我们认为金融服务、地产、钢铁、机械设备、信息设备、食品饮料等整体上还有一定的行业机会，其他多数行业的平均估值合理，从下而上的选股策略更加有效。

特别提醒：本公司管理的基金持有部分本策略报告中提到的股票，特此说明，提醒投资者注意投资风险。