



国海富兰克林

2007 年四季度投资策略报告

摘要

由于调控力度小于我们原先预期、流动性充裕局面依然未有改观、国内国际需求保持旺盛等新情况,我们对未来经济继续高速增长的信心得到增强。我们乐观预计本轮经济景气周期至少延续至2009年上半年。未来半年经济增速仍将保持在11%附近的快速增长区间。

我们认为在将来的1-2年内,中国出现温和乃至显著的通货膨胀已无法避免。目前来看,引发通胀的因素既包括成本推动方面也包括需求拉上方面。

出于对中国经济高速增长带来的上市公司盈利可持续发展的信心、负的实际利率和有限投资渠道导致的资本结构性过剩、以政府主导的价值创造为核心的产业资本证券化尚未达到高峰等积极因素的考虑,我们对四季度市场表现继续持乐观态度。

而短期过高的估值带来的投资收益率预期降低需要时间来消化、高昂的指数需要消耗越来越多的新增资金作为上涨动力、股票供给加速增加等负面因素的客观存在,使得我们在乐观中保持相对谨慎和清醒。

对于四季度的行情,我们认为资产价值重估和寻找价值洼地的阶段已经过去,相关板块的炒作可能告一段落;业绩高增长将是下一阶段的主线。因此我们提出通胀和本币升值受益、需求扩张和资产整合三大投资主题,作为寻找业绩高增长板块的线索。我们期待地产、金融板块的超预期业绩,此外也看好上游周期性行业未来一段时期的业绩表现,重点关注行业包括:房地产、金融(证券/银行/保险)、特种机械、电力、钢铁、汽车、奢侈消费品等行业。



一、宏观分析

2007年三季度经济继续高速运行

2007年1-8月全国城镇固定资产投资累计额同比增长26.7%，其中房地产投资增长29%，投资需求继续高速增长；7-8月出口增速保持在20%以上，单月贸易顺差保持在240亿美元以上；1-8月社会消费品零售累计总额同比增长15.7%；我们预计三季度GDP同比增速将继续保持在11%附近。

从货币层面观察，高速增长的货币供给十分醒目，既俗称的流动性过剩；7-8月广义货币供应量同比增速攀升至18%上方，超出央行设定15%目标3个百分点；而狭义货币供应量增速更是在8月达到22.77%的高位，反映出货币流通速度加快。

在微观层面，各行业企业的盈利能力也处于进一步上升的趋势中，尤其是上游的原材料采选行业和制造业景气度继续走高，毛利率和ROE指标不断上行，反映出下游需求的旺盛增长。

2007年7-8月人民币对美元的升值速度有所减速，年化增速在5%以内。

三季度最值得注意的是消费物价指数出现了明显的加速上扬，8月CPI高达6.5%。这主要是受以猪肉为代表的部分食品价格的推动，而非食品类CPI增速仍稳定在1%左右。相应地，PPI也继续保持在较低水平，8月增速为2.6%。

尽管中央政府采取了密集调控措施包括升息、升准备金率、节能减排要求等来回收流动性、预防经济过热，但是见效并不显著。

未来半年经济增速仍难以显著回落

在下半年策略报告中，我们曾预测由于宏观调控措施的效力将在下半年进一步显现，经济增速有望平稳回落。由于调控力度小于我们原先预期、流动性充裕局面依然未有改观、国内国际需求保持旺盛等新情况，我们对未来经济继续高速增长的信心得到增强。我们乐观预计本轮经济景气周期至少延续至2009年上半年。未来半年经济增速仍将保持在11%附近的快速增长区间。

尤其值得注意的是，目前总需求保持快速增长，而过剩产能已经在相当程度上被整合消化，这一情况为未来经济的景气繁荣奠定了良好基础。

由于本轮物价上涨的成本推动因素、央行已小幅快速加息5次和美国利率出现下调，我们预期央行在年内升息空间并不大，可能有以27bp的幅度加息1次的机会；而根据回收流动性的需要，准备金率预计仍有1%的上调空间。

长期以来中国钉住美元的汇率制度导致事实上的非独立货币政策。然而人民币和美元脱钩、中美经济周期错位的当前局势，导致中国货币政策面临十分尴尬的境地。紧缩性的货币政策符合国内经济调控要求，但是导致大量外部资金涌入国内，可能严重削弱紧缩效力。

解决经济矛盾的焦点解决措施集中在人民币实际汇率升值方面，我们预期未来人民币将加速升值，年化速度很有可能达到8%-10%区间，短期波动幅度会较大。

物价涨幅难以下降

通过对数据的分析和经济运行机理的研究，我们认为在将来的1-2年内，中国出现温和乃至显著的通



货膨胀已无法避免。目前来看，引发通胀的因素既包括成本推动方面也包括需求拉上方面。

成本推动因素主要是指原先因为种种原因，被非市场化因素刻意压低的各类生产要素价格有恢复性上涨的要求，这包括：本币币值上升、利率上升、工业用地价格上涨、人工薪水上涨、增加企业生产活动外部性的成本，等等。此外，农产品、水电煤等公用产品价格的恢复性上涨也将构成巨大的成本上升压力。

需求拉上因素主要是指旺盛的下游需求和已无全面过剩现象的供给产能之间的矛盾。在需求拉动下，PPI可能会摆脱2004年以来的减速周期，进入上升通道。而主动性的下游需求和上游资源品、投资品产业的整合将导致上游企业的定价主导权加强，成本上升压力向下游传导的机制更为通畅。

此外从货币层面，持续27个月的超过15%的M2增速带来的通胀压力显而易见；而近期在高基数基础上的M1加速增长至20%以上更加显示货币供应量的增长失控。

目前中央政府已经明确认识到未来通胀压力，采取各种措施加以应对，包括加息、收紧流动性、行政性压制物价上涨等。然而我们认为，对于日益全球化的中国经济，不解决货币外部定价失衡问题，只着眼于内部均衡的一切政策都可能达不到满意的效果。

二、投资策略

出于对中国经济高速增长带来的上市公司盈利可持续发展的信心、负的实际利率和有限投资渠道导致的资本结构性过剩、以政府主导的价值创造为核心的产业资本证券化尚未达到高峰等积极因素的考虑，我们对四季度市场表现继续持乐观态度。

而短期过高的估值带来的投资收益率预期降低需要时间来消化、高昂的指数需要消耗越来越多的新增资金作为上涨动力、股票供给加速增加等负面因素的客观存在，使得我们在乐观中保持相对谨慎和清醒。

对于四季度的行情，我们认为资产价值重估和寻找价值洼地的阶段已经过去，相关板块的炒作可能告一段落；业绩高增长将是下一阶段的主线。因此我们提出通胀和本币升值受益、需求扩张和资产整合三大投资主题，作为寻找业绩高增长板块的线索。我们期待地产、金融板块的超预期业绩，此外也看好上游周期性行业未来一段时期的业绩表现。

三季度市场回顾

市场意外的强劲。当经历5.30暴跌惊魂之后，大多数投资者信心恢复速度似乎并没有跟上指数上涨的步伐。从7月初见到3614点的低点后，上证指数绝尘而去，三个月内最大涨幅达到44%，直抵5500点大关，季度涨幅在2007年前三季度名列第一。

从板块表现而言，航空、有色、煤炭、房地产、金融等板块在三季度内涨幅居前。除煤炭外，其他几大板块都是贯穿于本轮牛市的长牛板块，这表明行情的驱动因素并未发生根本性变化。

宏观环境

对于自上而下的投资策略而言，对宏观环境的客观清醒把握是制订策略的重要一步。环顾当前，我们



可以提炼出来的几个关键课题是：**需求拉动的宏观经济持续高速增长、日益明确的通货膨胀周期和外部资金流入导致的流动性严重过剩**。在未来我们可以相对精确把握的半年至一年内，这几大情形的存续是大概率事件，我们将讨论这些情形对投资策略的指导意义。

由需求拉动的经济持续高速增长的自然推断是上市公司整体盈利能力将持续增长，以及周期性行业的景气周期仍将持续。而高高在上的资本回报率，也合理解释了投资者对当前利率水平下的加息对上市公司盈利的负面影响的反应迟钝。

被成本和需求共同推动的通货膨胀，将导致上游资源性行业、投资品行业毛利率上升、中游制造业可以有效转移成本压力、下游消费品行业将视产品供需是否平衡和行业整合情况具体判断景气程度。过于充裕的货币供给，或者说流动性过剩，将强烈刺激投资需求和消费需求。当实体经济无法容纳旺盛的投资需求时，金融资产和不动产的价格持续上涨无可避免。我们因此可以观察到各种具有想象空间的资产的价格不断刷新纪录、一个个所谓的“价值洼地”被抹平，等等。

估值和公司业绩讨论

投资者普遍对于市场整体接近50倍的07年PE水平感到迷惘或者不安。作为机构投资者，我们同样感受到高估值条件下经常难以选择到足够多的有吸引力的投资标的。

对此我们的态度是：**第一、高估值可以通过业绩的高增长得到消化**；第二、对于有内生性高增长可能的公司，只要行业大环境趋好，对其未来增长前景的判断也可以持有更乐观宽松的态度；第三、对于通过优质资产注入产生外延式业绩高增长的公司，如果有政府意志积极推动，我们认为其最终实现是大概率事件；最后，我们观察到资产价格上涨的趋势并未完结，充裕的资金供给和暂时有限的股票供给决定了估值水平的持续提高，因此在**趋势未出现明确反转之前，投资者可以采用相对乐观的估值标准来选择目标**。

当然，投资者在狂热的市场里需要保持理性冷静的头脑。当股票出现供大于求、资产价格上涨趋势反转、经济增速持续下滑等负面情况出现，投资者必须清醒的认识到，一旦高估值的支撑不复存在，就需要采用更谨慎的选股标准去选择投资标的。

正是基于这样的思路，尽管我们对目前的高估值不持否定态度，认为其存在有一定合理性，但是对于部分已经透支未来多年的业绩增长空间，甚至需要靠大胆想象力支撑的行业板块并不认同。

对于公司业绩问题，我们认为，**上市公司整体盈利水平未来的继续高速增长是可以持续的**。上市公司2007年中报主营收入同比增长23%，净利润增长达到70%，尽管其中投资收益的高速增长、增发和资产注入对于利润增长做出重要贡献，但是上市公司主业的快速增长、盈利能力提高同样毋庸置疑。

展望未来，积极因素占据压倒性优势：**持续良好的外部宏观经济环境保证上市公司整体主业盈利继续快速增长；资产价格上涨趋势并未结束保证投资收益短期内不会下降；产业资产证券化过程渐入佳境保证外延式业绩增长值得期待；制度性变革，主要包括企业所得税率下调和股权激励机制建立，将进一步激发上市公司盈利的有效释放。**

但是由于上市公司盈利从2006年下半年开始加速上升，基数的提高将导致未来盈利同比增速的回落。在整体盈利上升的环境里寻找结构性盈利超预期的板块性机会，例如，哪些行业在通货膨胀中受益，是投资者应当从事的非常有意义的研究工作。



投资者行为分析

我们认为，在当前的市场环境下，对投资者的行为特征、动机进行分析把握，对理解牛市的本质和去向有重要意义。

不妨将投资者分为：个人投资者、一般法人投资者、机构投资者；其中机构投资者又可细分为：公募基金、保险和其他金融类公司、私募基金、QFII。我们的分析发现，个人投资者和资金来源主要为中小个人投资者的公募基金构成市场投资主体，他们的行为特征也左右着市场运行方向。

2005年开始的股权分置改革，使得二级市场投资者真正拥有了股东权利，因此对股市的信心大为增强。这是保证股市繁荣的关键。股改之后，股票供给方的以国有资产为主体的产业资产证券化、需求方的居民、企业的金融资产证券化相向而行；目前为止，股票供不应求仍是主要矛盾，这直接导致了股价的持续上涨。我们认为现阶段，居民强大的证券购买需求是推动市场上涨的主要源动力。

金融资产证券化，即俗称的储蓄搬家，表现为银行存款转化为证券保证金并买入股票、或者通过购买基金间接持有股票。从储蓄存款的迅速减少和股票、基金开户数不断攀升来观察，储蓄搬家成为广大居民一致、持续的行为。我们认为造成这一现象的原因主要有三：首先，货币供应过剩，刺激投资需求，但是实体经济中无法提供足够多有吸引力的投资机会；其次，通货膨胀预期使得实际利率出现负值，严重动摇储蓄存款的生存基础；第三，资产价格上涨的事实和未来继续上涨的预期使得参与股票或者房地产投资成为个人防止资产缩水的有效方式和为数不多的低门槛投资通道。

业内有分析师担忧，尽管储蓄搬家仍将持续，但是随着股市市值的快速膨胀，资金流入速度可能难以支撑指数上涨。我们对此有如下理解：由于股价反复上涨的心理强化和交易成本的增加，大部分投资者都采取持有股票资产的策略（不排除换股的操作），而不是选择将资金配置成其他大类资产，因此推动股价上涨并不需要十分大量的资金，这点可以从市场三季度成交量较一、二季度明显萎缩，但指数上涨幅度更大的现象中判断；但是我们并不认为资金推动型的市场上涨是一个可以长久反复持续的过程，在未来某个时点必然达到临界点。

风险提示

基于以上分析判断，尽管我们对现有市场仍表示谨慎乐观，但是我们对可能的风险依然保持清醒的警惕。我们主要关注以下几大风险点，提请投资者关注：

- 经济整体减速；
- 外部资金流入趋势逆转；
- 实际利率的转正导致储蓄搬家趋势放缓；
- 新大众投资渠道的兴起：QDII 和“港股直通车”导致资金分流；
- 股票供给迅速增加导致供大于求；
- 股市本身上升趋势的反转导致投资者心理预期的变化；

投资主题

对于四季度的行情，我们认为资产价值重估和寻找价值洼地的阶段已经过去，相关板块的炒作可能告一段落；业绩高增长将是下一阶段的主线。从业绩高增长出发，我们提出以下几大投资主题：

通胀和本币升值受益主题

在未来一段时期，本币升值和较为明显的通货膨胀将一直存在。在这两大过程中持续受益的行业或公司将获得明显的竞争优势。

可以在通胀中受益的行业包括：成本增长慢于收入增长，毛利率扩大的有关行业，如，房地产、物业自有的百货超市、农产品、采矿、水电、景区和酒店、部分原料药等；

可以在本币升值中受益的行业包括：持有大量本币资产，价值持续提升的有关行业，以及因人民币升值降低成本或者增加收入的有关行业，如，有色煤炭等资源类行业、房地产、银行、保险、航空、造纸、钢铁等。

需求扩张主题

目前总需求的旺盛扩张成为经济运行中的一个显著特征，而未来投资需求依然构成经济增长的主要动力。此外，在之前的分析中我们提出，过剩的货币供给会强烈刺激投资需求和消费需求。因此需求扩张中的受益行业，有业绩超出预期的可能。

对于部分上游周期性行业，例如钢铁、水泥等，在需求持续扩张背景下，其产能供给却受到政府调控限制，因此毛利率提升的可能性较大。

受益于投资需求扩张：钢铁、建材、石化、煤炭、有色、工程机械、银行、证券、铁路、港口；

受益于消费需求扩张：奢侈品、品牌消费品、高端零售、汽车、航空、旅游、传媒、医药；

受益于全球需求扩张：造船、特定机械设备制造；

资产整合主题

毫无疑问，资产整合是公司获得外延式业绩增长的主要途径。资产整合包括通过增发进行资产注入、大股东整体上市、通过并购进行合并重组等方式；除带来外延式业绩增长外，并购的协同效应也将长期增强企业的竞争优势。

我们主要关注政府主导的资产整合机会，主要原因是尽管进程无法准确预测，但是政府意志的推动使得大方向十分确定。关注的方面包括：

- 央企整体上市；
- 军工资产注入；
- 钢铁、煤炭、电力、零售等板块的资产整合；

行业配置

遵循业绩超预期增长的原则，并参照上述三大投资主题，我们看好业绩有望超预期增长的行业，重点关注房地产、证券/银行/保险、特种机械、电力、钢铁、汽车、奢侈消费品等行业。

我们尤其认为地产金融板块享受多方面利好因素，以房地产、证券板块为代表，业绩持续爆发性增长值得期待。尽管受到政策调控预期影响，地产股在三季度下半段表现不佳，但是我们认为地产股业绩持续加速上涨趋势非常明确，出现明显调整就是好的买入时机。

在经济持续景气 and 资产价格不断上涨的环境里，我们倾向于淡化周期性行业的周期性特征，提高估值空间；但是我们清醒认识到，一旦担心的风险因素出现，市场对周期性行业估值的标准要求必然提高。



三. 行业分析

金融业

银行

从今年3季度开始,银行股一改上半年的颓废走势,行业整体在3个月内走出了40%以上的涨幅,与我们在上一期的策略报告中对该行业“乐观”的判断一致。展望四季度,基于行业整体盈利的高速增长,我们仍然看好该板块,维持“乐观”的判断。

根据我们的预测,行业全年虽不可能维持中期的增速,但仍可实现50%以上,而在08年,经过了07年的陆续加息之后,大部分银行的息差仍在扩大,虽然扩大幅度在逐渐减小;中间业务收入占比在提高;税收优惠效应在08年体现;信贷成本仍在下降通道中。因此行业利润在08年仍将保持较高水平,预计全行业可实现35%以上的增长。

行业内对银行的估值重点在逐步从PB转向PE,但我们始终认为,资产才是公司将来产生盈利的真实基础,毕竟未来的利息收入来自现在的存贷款规模,中间业务的持续增长与现有的网点分布有很大关系,而且,在一个高度同质化竞争的行业内,资产的规模和质量,是有决定性作用的。我们对银行股的选股思路是:寻找盈利资产相对低估的银行。

由于招行在上市银行中的质地被公认为最优,我们将上市银行的一些规模、盈利指标与招行做比较,希望能找出一些相对低估的股票。

日期 07/9/19	效率调整后 的网点 (比照招商)	市值比	有效网点比	PE(08)	PB(08)	P/存款 (07 1H)	P/贷款 (07 1H)	P/总资产 (07 1H)
工行	3592.98	4.17	7.13	35.33	4.34	0.32	0.57	0.26
建行	2986.86	4.84	5.93	48.69	5.91	0.50	0.79	0.41
中行(国内)	2697.51	2.69	5.35	31.10	3.49	0.32	0.54	0.24
交行	755.07	1.25	1.50	48.34	5.35	0.39	0.58	0.30
招行	504.00	1.00	1.00	56.53	8.80	0.61	0.85	0.47
中信	273.28	0.84	0.54	90.92	5.52	0.65	0.83	0.50
民生	213.26	0.44	0.42	54.30	5.34	0.36	0.43	0.27
浦发	211.34	0.42	0.42	56.32	8.29	0.34	0.42	0.28
兴业	291.05	0.53	0.58	50.51	7.97	0.63	0.74	0.34
华夏	86.42	0.18	0.17	61.52	7.77	0.25	0.33	0.19
深发展	94.35	0.15	0.19	45.01	9.82	0.28	0.38	0.24
南京	29.17	0.07	0.06	72.33	13.86	0.76	1.29	0.51
宁波	32.57	0.12	0.06	105.53	17.85	1.17	1.81	0.90

证券

我们维持对证券行业07全年业绩高增长的判断,同时看好国内资本市场在金融管制放松环境下带来的金融创新机会,维持对行业乐观的看法。

保险

保险业是当前金融子行业里受宏观调控影响最小或者说唯一受益的子行业。我们仍看好行业发展的长



期趋势，但短期内，我们仍建议在保监会预定利率调整政策明确之后再加大配置。

地产行业

2007年以来，中国房地产市场全面繁荣，全国性房价上涨加速。从购买力角度看，全国范围的房地产泡沫尚未产生，但各大中心城市作为资金和各类资源的热点流向，居民房价负担压力增加。强劲的经济增长、宽松的货币政策和人民币汇率广阔的升值空间，是资产价格膨胀的前提条件，在流动性过剩、人民币价值大幅低估的环境下，资产价格泡沫还远未达到顶峰状态。

调控政策预期和相对偏高的估值水平是使房地产板块短期表现趋弱的主要因素。未来针对房地产市场的政策调控方向和效果有较大的不确定性，但调控在客观上抑制了泡沫的生成速度并提高了对银行体系风险的控制能力。目前蓝筹地产股相对估值偏高，但中长期看，上涨的内生和外部条件没有变化。

未来我们会关注两类公司：成功完成区域分散化布局的蓝筹住宅地产开发商以及拥有丰厚土地储备的公司。

商业零售行业

我们对零售行业保持谨慎乐观的态度：受宏观经济良好走势和资产市场景气的影响，国内居民可支配收入不断增加，消费能力持续上升，消费结构升级步伐加快，也促使商业景气继续保持。预计2007年社会消费品零售总额将保持16%左右的快速增长。

但是由于剔除物价因素的实际消费略低于市场普遍预期，而且各商业零售类上市公司整体上中报业绩增长并不显著（平均值为46%，低于市场平均70%的水平），商业零售板块的股价表现在三季度未能超越市场整体指数。我们认为，食品和住房类价格的相对显著上涨，导致了对其他消费的挤出，而快速上涨的资产价格也制造了大量的投资性需求，使得消费性可支配收入相对减少。

在这样的背景下，我们认为零售行业有望在未来三年内保持20%–30%年均稳定增长，但是难以出现显著超出预期的状况，因此保持谨慎乐观态度。

着重看好中高端百货连锁。中高端百货子行业有望充分分享消费升级收益，行业毛利率上升；此外百货业物业自有比例较高，经营成本较固定而租金类收入可望随着商业地产价格上涨而提升。其中具有快速扩张能力和品牌优势的大型连锁百货企业，未来的业绩爆发力更为强大。

家电行业

2007年上半年白电与黑电行业表现两极分化，在这个充分竞争的市场，需求变化导致了两个子行业的较大差异。

从细分子行业来看，洗衣机和冰箱产销两旺，带动国内需求的因素主要是城市家庭更新换代与农村市场；空调销量的超预期增幅主要是由于天气炎热及房地产上涨等因素；而小家电则受益于厨房卫浴市场的稳步增长。出口方面，白色家电全球产能向中国转移已成趋势，导致出口继续保持稳定增长。同时，品牌集中度逐步提高保证了企业盈利，使得白色家电行业强者恒强的局面将在一段时间内持续下去。而彩电行业的远景远不如白电行业乐观。主要是由于国内缺少关键的显示器件技术，同时市场规模扩大导致行业竞争迅速加剧，企业利润率低。



延续中期策略报告的观点，我们认为应该给予安全子行业（白色大家电和小家电）中的优质企业相对高溢价。

纺织行业

07年上半年纺织板块在中期业绩快速增长、参股题材概念和原先估值洼地效应等因素推动之下，整体涨幅远远超过大盘。但是数据分析显示，上半年行业效益的高速增长更多地来自于企业数量扩张、企业个体的多元化投资以及期间费用的有效控制，因而持续性不强。而行业投资的持续高位运行，特别是投资增速仍然高于出口增速和国内服装零售额的快速增长，将对行业的后续发展产生一定的供给压力。另外，子行业内上市公司的经营有一定的两极分化迹象。一些以出口加工为主导业务的公司受行业系统性风险影响主营毛利率明显下降，而一批以内销为主、长期致力于品牌和渠道建设或在某一细分领域具有独特优势的上市公司，主营毛利率同比保持了良好的增长势头。

旅游行业

随着黄金周的日益临近，旅游股在强市之中表现抢眼，整体呈现出明显走强的趋势。8月底至9月10日的两个星期内，申万餐饮旅游指数涨幅达到12.5%，超越同期上证综指7.7个百分点，而与其他行业相比，其涨幅位列第三，仅次于交通设备行业和采掘业。我们认为，黄金周效应以及对于提价和资产注入的预期已基本反映在股价中，而且第四季度是旅游淡季，所以短期内行业不会有超预期的表现。但是需求的强劲增长以及供给瓶颈的逐步打破是未来旅游行业和上市公司快速成长的最根本动力和原因，所以我们对行业长期看好的观点并没有改变。

煤炭行业

煤炭行业保持乐观：从今年3季度开始，煤炭股一改上半年的颓废走势，行业整体在3个月内走出了100%以上的涨幅，全年涨幅超过150%。展望四季度，基于板块估值水平的提升和行业整体盈利的高速增长，我们仍然看好该板块，维持“乐观”的判断。

我们预测，煤炭行业下半年业绩增长将快于上半年，四季度将好于三季度，业绩呈现加速上涨趋势。人民币升值、资源性产品溢价等因素提高了煤炭板块的估值水平。

四季度煤炭行业投资思路主要有两条：一是煤炭价格上涨，二是煤矿资产的重组。

煤价上涨方面：2007年内焦煤上涨幅度较大，源于其市场化程度较高，且产量弹性小、价格弹性大，预计仍将保持上涨趋势；2007年电煤价格上涨幅度不大，源于其采购方的集中度较高、采购方式集中，且产量弹性大、价格弹性小，预计2008年重新签订煤炭长期合同时还将出现数十元涨幅。

现有煤矿投产及资产重组方面：“十一五”期间我国煤炭产量向大型基地和大型国有公司集中，将重点建设10个千万吨级现代化露天煤矿和10个千万吨级安全高效矿井，形成68个亿吨级和810个5000万吨级大型煤炭企业集团，其产量占全国的50%以上。未来三年，大型煤炭企业资产重组速度将加快，重组导致的行业集中度提升增强了煤炭行业的议价能力，重组也会带来公司业绩的增厚。收购大股东优质资产是上市公司快速发展的最有效方式。



IT 行业

进入旺季，谨慎看好

四季度是电子消费的传统旺季。由于目前大部分的 IT 公司的估值并不便宜，我们谨慎看好 IT 行业。

电子元器件，进入四季度旺季，行业逐步回暖

随着库存消化的减少和四季度旺季到来，整个行业的景气度会逐渐回升，第三季度的订单增多，四季度是一年中行业业绩最好的时期。计算机，手机以及数字电视，数码产品等需求将保持相对稳定的增长，市场普遍预期行业的生长在 10-12% 左右。

投资机会——产品技术优势和成本优势明显，行业增长预期明确的公司。

计算机软硬件

仍然增收不增利

行业的并购使得竞争环境并没有向好，计算机硬件企业很难提升自身的盈利水平。我们认为笔记本电脑增长要远远好于台式机，由于盈利能力没有明显的改善，利润增长有限，而估值水平较高，我们认为投资机会较少。计算机软件中，我们依然看好外包软件企业。

通讯行业

行业的生长看，移动的增长依然超过 20% 以上，而固话等运营商的业务增长缓慢甚至衰退，移动资费的降低对固话运营商的冲击甚至要大于移动。我们对移动运营商依然保持积极的态度，看淡固话。我们认为电信重组和 3G 年内推出的可能性在降低，因此行业的投资机会较少。

交通运输行业

与国民经济息息相关，增长相对稳定

交通运输行业我们的观点是谨慎看好，投资的重点和机会在资产收购或整体上市。

高速路，下半年，稳定增长，难有惊喜

下半年将保持上半年的增长态势。目前来看，燃油税的开征暂时并不会影响收费高速公路通行费的正常收取。在公路系统内部，随着燃油成本的上升，高速公路的节油优势将得到明显体现。因此，开征燃油税后预计将会有部分车辆从普通公路分流到高速公路上来。

投资机会——资产注入和内生增长快的上市公司

航运看好干散货，港口中性观点

我国港口整体增速放缓，进入平稳增长阶段，增速将保持在 15-20% 之间。竞争的激烈会加剧行业整合，下半年增长无太多惊喜。航运市场，预计集装箱运输和油轮的波动较小，整体期租水平会小幅上涨；干散货受到铁矿石，煤炭等需求强劲，BDI 仍会保持在历史高位水平。

我们对港口维持“中性”，投资机会来自于资产注入。看好干散货运输和特种运输。

汽车行业

金九银十车市推升汽车股估值水平

快速迈向富裕的中国家庭对于轿车的渴求未来几年难以阻挡的消费升级潮流，加之受益于国家对汽车新增产能限制的相关政策，行业产能利用率逐步提高，双双驱动汽车行业处于上升的景气周期。据统计，行业整体产能利用率由 06 年底的 57% 上升到如今的 75%，今年前 7 个月行业销售收入同比增长 27.5%，销



售毛利率由上年同期的 15.8% 上升到 16.4%。另据乘联会统计数据显示汽车销售在 7 月和 8 月份出现了淡季不淡的良好态势，企业库存持续下降，需求依然保持旺盛。

我们认为随着金九银十传统销售旺季的到来，第四季度轿车股有望超越行业和大盘表现。

化工行业

虽然目前化工行业有很多股票估值较高，但我们仍然能找到一些很好的投资品种。

医药行业

三季度医药行业整体表现较差，我们认为这主要和估值过高有关，其中个股表现好一点的还是相对便宜的二线品种，到现在医药一线品种和二线品种估值到了差不多的水平，08 年动态市盈率为 40 左右。我们认为下一阶段医药行业里面一线蓝筹股在 4 季度表现相对好一些。

建材行业

玻璃行业复苏，看好玻璃深加工企业

在 06 年和 07 年浮法玻璃新增产能急速递减下，建筑、汽车、电子信息等玻璃产品下游行业旺盛的需求促使玻璃产品价格于 07 年初开始逐步回升，至今年 7 月份，各尺寸浮法玻璃价格累计涨幅在 5~12% 之间，全国累计浮法玻璃销量约 2.54 亿重量箱，比去年同期增长 16%，整个行业毛利率和利润水平均显著回升，这预示着玻璃行业已经走出 06 年的景气低谷。

虽然玻璃行业景气回升，但我们对普通浮法玻璃生产企业依然持谨慎的态度，主要原因是普通浮法玻璃毛利率的回升将带动企业扩大产能的冲动，并且新增产能在 8~10 个月内就能正式投产。

水泥行业销售旺季将如期而致，看好龙头股

水泥行业上市公司半年报显示，销售收入同比增长 25.12%，净利润同比增长 151.7%，可见处于整合与扩张期的水泥行业盈利能力大幅提升，行业景气度依然看好。价格是水泥企业盈利最敏感的因素，随着第四季度天气转凉、雨水天气减少、灾后重建等需求增加因素，工程建设将重新进入旺季施工期，水泥价格亦将随之产生季节性反弹，从而，水泥企业有望呈现量价齐升的喜人局面。

在固定资产投资增速依旧，新农村和基础设施建设依然强劲下，我们判断水泥行业的景气度会继续延续。

造纸行业

产品提价助力行业盈利能力逐步回升

造纸行业前几年毛利率下滑的主要原因是木浆和废纸等原材料涨价以及新增产能集中释放，但随着行业规模化的逐渐推进和管理水平等的不断改善，需求的不断增加，加上纸业固定资产投资增速放缓以及国家环保政策执行淘汰落后产能等因素共同作用下，从 07 年二季度开始大部分产品正在逐步提价，可以初步判断，在纸浆价格高位盘整并进入下降趋势下，行业盈利能力正逐渐恢复，造纸行业 2007 年底可能慢慢走出低谷，行业出现拐点。

从产业链环节与行业发展阶段两个维度出发，在目前造纸行业处于低毛利高竞争的格局中，造纸行业的利润增长正在逐步向产业链前端转移，造纸企业的竞争正逐步从经营机制和管理水平逐步延伸到企业对林木资源的拥有和控制，以及由此形成的成本优势上。



钢铁行业：

继续看好 2008 年底之前的国内钢铁行业，主要原因包括：（1）供给增速受到制约。05、06 年国内钢铁行业固定资产投资增速的下降意味 07、08 年新增钢铁产能有限，而与此同时，落后粗钢产能的淘汰力度加大，07 年将淘汰 3500 万吨，2010 年前将淘汰 5500 万吨；（2）需求仍将稳步增长。预计 07、08 年国内外经济仍将快速增长，并且国内经济由投资拉动的特性不会有重大改变，由此将带动钢铁表观消费量年增长率在 10% 左右。

有色金属行业

铜：中国的铜精矿处于极度紧缺，铜广泛用于电力设备制造，随着中国重工业的快速发展，未来相当长的一段时间内，中国对铜的需求持续旺盛。目前铜的国际价格仍然保持在 7500 美金/吨的高位，预计四季度将保持高位振荡的走势。因此对铜的价格维持乐观。仍然是良好的投资品种。

铝：目前国内的氧化铝和电解铝产量均处于过剩状态，依靠出口，才得以维持行业的供需平衡。随着美国经济增长前景的不明朗，国际对氧化铝和电解铝的需求不确定性增大。目前电解铝的国际价格已经下跌到 2400 美金/吨，因此四季度对金属铝持谨慎状态，建议四季度回避铝行业。

锌：中国的锌产量也处于过剩状态，07 年依靠出口，才得以维持行业的供需平衡。随着美国经济增长前景的不明朗，国际对锌的需求不确定性增大。目前锌的国际价格已经下跌到 3500 美金/吨，因此四季度对金属锌持谨慎状态，建议四季度回避锌行业。

锡：锡广泛用于电子工业，随着电子工业景气周期逐步走高，预计四季度和明年锡价有望继续上行。目前国际市场锡价格维持在 15000 美元/吨，预计明年锡的价格可能突破 20000 美元/吨，值得重点投资。

稀土：稀土是世界范围内稀缺的有色资源，也是中国具有定价权的为数不多的品种，随着国内对稀土开采的控制，稀土价格理论上可以有无限的上涨空间，因此长期看好稀土这种战略资源的。值得重点投资。

黄金：黄金主要体现其货币属性，工业使用价值很小，因此供需分析基本不起作用。黄金价格的大幅上升，从目前国际形势来看，可能性不大。目前山东黄金和中金黄金 07 年动态市盈率均超过 100 倍，08 年也超过 90 倍，股价透支业绩严重，不建议投资该品种。

电力行业

电力行业保持谨慎乐观

2007 年 CPI 指数保持高位，通货膨胀压力大，电价提升速度慢，收购母公司资产和新投运机组成为业绩增长的重点。

火电子行业：2007 年电力市场需求依然比较旺盛，但新投产机组时间相对集中，单位利用小时同比下降，很可能为近期低点。“煤电联动”推出时间滞后，但同时电煤价格未有大幅上涨，新一年的煤炭长期合同签订，可能成为电煤价格上涨和“煤电联动”的触发因素。新的电力调度方式有利于大型机组，机组利用率将向优势企业集中。我们需要把握资产注入的机遇，部分有相当实力的区域性电力集团的资产注入的投资机遇可能更优。

水电子行业：水电资源稀缺，长期价值明显。

风电子行业：在国家可再生能源政策扶持下，风电运营长期价值优越，但短期盈利前景并无明显优势。当前可再生能源上网电价补贴和配额交易实施细则进一步完善，有利于加快风电行业发展速度。



传媒行业

2007年以来,传媒行业中的个股上涨可以分为两种:一种是基于有线数字电视等新增值业务模式的建立及业绩大幅增长的预期;另一种是基于大股东资产注入或整体上市的预期,这两类公司成为市场追逐的热点,涨幅巨大。

我国的传媒业尚处于初级发展阶段,各个子行业(数字电视、互联网、新兴媒体、分众广告等)都处于高速发展的轨道上。文化消费的启动、奥运会对传媒行业的拉动效应以及文化体制的逐步改革是我们继续看好传媒行业的主要原因。

机械行业

工程机械行业:

作为高周期性行业,在国民经济偏热的大背景下,工程机械面临宏观调控的风险日益加大,另外,工程机械行业本身也存在上半年景气好于下半年的历史规律,建议四季度回避工程机械行业。

电力设备行业:

国内电力需求保持旺盛需求,预计2010年前国家对电网建设投资保持30%以上的增长,而且电力设备行业本身也存在下半年景气好于上半年的历史规律,建议四季度增持电力设备行业。

重型机械行业:

中国目前正处于重工业阶段,重型机械生产企业处于较长的景气周期,而且由于资本投入较大,相应上市公司均是行业内垄断型企业,能够充分分享行业增长带来的利润增长。

船舶行业:

国目前已经成为世界第一大造船国,从现有订单来看,2010年前订单饱满,是非常好的投资品种,行业前景依然看好。

军工行业:

军工行业主要是重组和集团上市等资本运作事项带来的投资机会,可把握性不强,预期四季度鲜有军工类上市公司的重组,投资机会不多,四季度行业表现会比较平淡。可以关注。

食品饮料行业

行业整体中性评级

鉴于行业内主要企业目前股价均已超过了08年40倍的PE水平,我们对行业整体给予中性评级,投资机会更多的来自于资产注入、整体上市等题材。

我们在中期报告中看好的啤酒行业,在经过3季度的涨幅之后,目前估值已不便宜。考虑到其行业的季节性特征,我们在短期内下调其评级。白酒行业全年仍将维持高景气,考虑到春节因素,我们认为行业的投资机会会出现在4季度末期。乳业和肉制品、饲料等子行业,全年受原材料涨价等因素影响,业绩很难出现超预期的惊喜,我们给予“中性”评级。



四. 债券市场

2007 年三季度债市继续下跌

至 2007 年 9 月 25 日，上证国债指数收在 109.43，较季度初下跌 0.15%，其中主要跌幅出现在 9 月。长短端债市均面临调整压力：CPI 持续攀高、央行加息并快速回收流动性、大型 IPO 不断、长期特别国债开始市场化发行，等等。

四季度债市基本面仍需谨慎

第一，我们预期宏观经济继续高位运行，难以回落。而最引人注目的 CPI 显著上涨可能持续到四季度末，但即使有所回落，也仍将保持在 4%-5% 的偏高水平，带给债券市场巨大压力。

第二，充裕的流动性从 2005 年以来一直是债券市场最大支撑因素。尽管目前仍有大量外资流入国内，但由于其他资产市场（包括股市、信贷市场、房地产市场等）的分流作用十分明显，债市资金供给相对减少；而央行各项回收流动性的措施均直接从债市抽离资金，造成债市结构性资金紧缺。市场化发行的特别国债均为中长期债券，未来发行规模可能超过 5000 亿元，将加剧长端供需矛盾。

考虑有利因素，主要包括：市场已经对物价上升等不利因素做出充分反映、外部高速流入的资金带来的货币供给、四季度商业银行可能的资产配置向债券类资产倾斜等，相对于不利因素而言，这些因素对债市的提振作用有限。

基于以上几点理由，我们认为四季度债市整体仍将偏弱，收益率可能略有上升，收益率曲线平行移动。

保持短久期，等待年底反弹机会

我们预计国庆前后市场仍难以明显回暖，而在年底随着债券配置需求的释放和 CPI 出现高位回落迹象，将逐渐迎来反弹机会。建议在防御期间保持 3 年以内的久期，并适当通过配置短期融资券等信用类品种增加持有期收益。