



国海富兰克林 2008 年度投资策略报告 摘要

2007 年 4 季度宏观经济依然高速运行，出于对流动性充裕局面依然未有改观、国际需求可能继续保持旺盛等情况的考虑，我们对未来经济继续高速增长依然有信心。我们预计本轮经济景气周期仍将延续至 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，较当前小幅回落。

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。但到明年下半年，涨价因素经过一定程度消化，物价涨幅可能回落。

出于对中国经济高速增长带来的上市公司盈利可持续增长的信心、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 2008 年的市场表现继续持谨慎乐观态度。

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 2008 年度的行情，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。我们期待金融、地产板块的超预期业绩，此外也看好部分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：金融（证券/银行/保险）、部分区域的房地产、农产品、特种机械、电力、钢铁、汽车、奢侈消费品等行业。



一. 宏观分析

2007 年四季度经济继续高速运行

2007 年 1-11 月全国城镇固定资产投资累计额同比增长 26.8%，其中房地产投资增长 31.8%，投资需求继续高速增长，作为投资先行指标的新开工项目计划总投资增速达到 28%；10-11 月出口增速仍保持在 21%以上，单月贸易顺差保持在 250 亿美元以上；1-11 月社会消费品零售累计总额同比增长 18.8%；我们预计 2007 年 GDP 增速将符合预期达到 11.5%左右。

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：10-11 月广义货币供应量同比增速继续保持在 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继续维持在 21%以上的高位，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 年四季度人民币对美元的升值速度有所加速，年化增速在 8%左右。

四季度消费物价指数继续上扬，11 月 CPI 高达 6.9%。这主要是除食品价格在高位继续小幅上涨外，能源（成品油）价格也出现了大幅上涨。相应的，PPI 也开始一路攀升，11 月同比增速达到 3.2%。

尽管中央政府采取了密集调控措施包括升息、升准备金率、节能减排要求等手段来回收流动性、预防经济过热，但是见效并不显著。中央经济工作会议明确提出要实施从紧的货币政策，这表明调控力度将进一步升级，有助于维持经济景气周期的延长和缓解通胀压力集中释放。

未来半年经济增速回落幅度有限，将出现结构化调整



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，该回落推迟到今年年底和明年上半年，主要影响因素是美国经济放缓导致外需减弱的预期和行政性信贷调控。尽管如此，我们对未来经济继续高速增长的信心依然保持，理由是欧洲和第三世界成为我国出口新的增长点以及投资增速可能不会明显下降。我们维持原先的预期，预计本轮经济景气周期仍将延续至 2009 年上半年。未来半年至一年经济整体增速仍将保持在 11%附近的快速增长区间，较当前小幅回落。

从结构上观察，外向型产业可能出现升级调整，劳动密集型产业受到冲击，中高端的机电产品将逐步占据主流；国内的消费类和环保类产业有政策扶持优势，具有较好发展空间。

由于本轮物价上涨的成本推动因素、央行已小幅快速加息 7 次和美国基准利率连续出现下调，我们预期央行在未来半年内升息空间并不大，可能有以 27bp 的幅度加息 1-2 次的机会；而根据回收流动性的需要，准备金率预计仍有 2-3%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。从这个角度出发，利率政策从总量提升转向结构性调整属于合情合理。

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 已经摆脱 2004 年以来的减速周期，转而进入上升通道。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 28 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，如果不能通过本币大幅升值来缓解输入型通胀、不能通过生产率和技术进步消化各类生产要素价格恢复性上涨带来的成本推动型通胀，单纯通过货币政策的总量调控，难以达到较好的政策调节效果。

但到明年下半年，我们认为涨价因素经过一定程度消化，物价涨幅可能回落。

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增长的信心、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 2008 年的市场表现继续持谨慎乐观态度。

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 2008 年度的行情,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。

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第一步。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，甚至需要靠大胆的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，积极因素占据优势：规范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 2008 年度的行情，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，重点关注部分区域的房地产、证券/银行/保险、农产品、特种机械、电力、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，地产股在三季度之后表现不佳，但是我们认为房价难以真正出现拐点，地产股业绩值得期待，出现明显调整就是好的买入时机。



在经济持续景气和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

银行板块在实现了下半年的强劲走势之后，年底在连续的宏观调控下出现一定幅度的整理。展望 08 年，我们认为行业利润明年仍将保持较高水平，预计全行业可实现 40% 以上的增长。

具体的利润增长来源于：信贷规模的增长，预计全年行业的贷款增速在 14% 左右，净利息收入将实现 15% 的增长；中间业务将保持增长；成本收入有下降空间；信贷成本继续下降（到 07 年底，大部分上市银行的拨备覆盖率已经达到了很高的水平，而不良贷款仍在实现双降，因此我们预计这一因素可能成为 08 年行业利润增长的最主要动力，但各家银行的影响程度不一）；同时税收因素也给很多银行带来 10% 以上的业绩增长。综合这些因素，我们预计 08 年行业利润的增长在 40% 左右。对于 09 年，我们的观点甚至比前期还要乐观些，因为在持续的宏观调控下，信贷需求被强制性的压制，在规模限定的情况下，银行有动力寻找收益更高、资产质量更安全的标的，同时也更有动力发展低资本消耗的中间业务，因此行业的周期性波动在减弱。只要宏观的经济增长不发生大逆转，我们仍可看好行业在 09 年的表现。

就选股来说，我们继续坚持前期的观点：寻找盈利资产相对低估的银行。因为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。我们在今年的中期和四季度策略中坚持推荐大银行以来，目前大银行的估值水平已赶上了股份制银行，也从一个方面印证了这一选股思路的正确性。



从短期来看，银行板块仍将面临较大的调整压力。接二连三的宏观调控措施对投资者的信心有相当大的打击，加之前期超配该板块的基金较多，获利也较多，这一部分资金有撤出的需求；同时国际市场上金融股的下跌也对市场气氛有所影响。我们预计短期内伴随物价上涨和流动性过剩的现实情况，紧缩政策调控的风险仍然存在，但中长期我们坚定看好该板块。

证券

我们认为 2008 年有可能是证券市场的“创新之年”，融资融券、股指期货、OTC 等一系列新业务的推出，将给龙头券商带来难得的盈利机会。我们维持对行业乐观的看法。

保险

在金融子行业中，我们对保险的看法相对中性。虽然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，但我们认为 50X (?) 以上的新业务倍数实在太贵。虽然国内保险业的密度和深度可维持较长时间的增加，伴随消费升级未来买保险的人会越来越多，但有两个趋势应该同样引起我们的注意：一是从长期来看寿险公司承诺给投保人的利润返还将上升；二是代理人的费用也将呈现上升趋势。现阶段寿险公司的高盈利特征一方面来自于资本市场的牛市，另一方面也来自于国家政策对寿险公司预定利率的强制性保护。我们认为这两个因素是近年来保险公司实现高盈利的根本性因素，而在这样的背景下，我们认为给予公司过高的估值是不理性的。

地产行业

2007 年下半年，在银根紧缩、利率上升以及行业调控措施频频出台的大环境下，地产股经历了几轮较大的调整。但是我们认为促进行业高速发展的根本因素（国民经济的高速增长、人均收入的增加、人口红利以及人民币持续升值的趋势等）并没有改变，2008 年整个板块



仍将保持较高的景气度。

具体来看，过度市场化的住房供应制度以及住房的供给紧张并没有改变。同时，土地供应紧缺，“招拍挂”制度催生高地价，而卖方市场的格局导致地产商能够将成本压力转移到下游。政策层面上，行业政策稳中偏紧，但“急刹”并非政府意图所在。政府既调控市场又参与市场的局面使得政府既要顾及自身利益又要保证社会公平，因此我们判断未来的调控政策将在微妙的平衡中前进，2008年不会有革命性的行业调控措施出台。

2008年我们继续看好龙头公司，因为一线龙头公司的项目所在地域遍布全国，产品多样化，同时还具有土地储备的优势、雄厚的资金实力和有效的资源整合能力。

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18%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

延续四季度策略报告的观点，我们认为 2008 年家电行业中的白电子行业会有较好的市场表现，而黑电子行业表现相对会比较弱。

我们看好白电板块主要基于以下几个理由：1) 随着农村市场的启动以及城市消费的升级，内需增长成为行业增长的主要动力，对出口的依赖性逐年降低；2) 节能降耗的政策短期内会使成本上升，技术准入门槛提高，从而淘汰大量的弱势企业，提升行业的集中度，预计 08 年的产品价格会延续 07 年的上涨趋势；3) 在对全球经济周期的判断的基础上，我们认为原材料价格大幅上涨的可能性很小。同时，随着行业集中度的提高，制造商已经具备越来越强的成本压力转移能力；4) 我们将 2007 年行业利润增长的因素加以细分，发现白电行业的投资收益占比远小于市场平均水平，利润构成的稳定性决定了未来行业业绩增长具有较高的确定性。

基于上述理由，我们认为白电板块在行业层面不存在大的风险。同时，产品本身所具有的必需消费品特质，市场逐步形成的稳定有序的格局以及行业快速增长的确定性，都能使白电板块在 2008 年成为较好的抗周期投资品种。

纺织行业

2007 年纺织服装行业运行超出市场预期。

出口方面，我们认为，中国纺织行业的国际比较优势不会因为人民币升值、美国经济减速等因素而受到太大影响，且随着 2008 年、2009 年欧美配额取消，预计中国纺织服装出口额增长率仍能达到 10 - 15%。内需方面，中国的消费基数和人口基数将随着中国经济的持续



增长而不断上升,从而带动国内纺织服装消费进入一个较快的增长期,预计 2008 年行业整体的内销收入增长会达到 20 - 25%的水平。总的看来,未来增长的驱动因素从出口拉动向国内消费转变是行业发展的一个大趋势。但是,在人民币升值加速、美国经济下滑的背景下,市场对纺织服装出口额增长的确证将更多的来自行业数据的滞后反映,而不是提前预期,使出口类纺织服装上市公司的估值空间被压缩。同时,我们也看到,内销类的纺织服装上市公司在 A 股市场的估值水平高于国际市场尤其是香港市场。基于这两个原因,我们给予行业中性评级。

未来的投资重点关注以内销为主的品牌企业以及细分行业的龙头企业。

旅游行业

第四季度旅游股表现亮眼。我们认为支持行业未来增长的根本因素没有改变,2008 年旅游行业仍然会有不错的表现。

首先,经济增长、人均收入以及居民可支配收入水平的提高是行业发展的根本动力,我国旅游消费整体尚处于启动阶段,出游居民主体仍处于观光游阶段,未来发展空间仍然很大;其次,国家政策上的重点扶持以及北京奥运、上海世博等国际重大赛事会展活动带来的利好从长期和短期均将促进行业的持续前行;第三,制度的变革,如上市公司股权激励、税制改革以及休假制度的改革为行业的进一步发展带来了催化剂。

未来重点关注三类公司:资源垄断并且有提价预期的公司,有资产注入题材的公司以及奥运受益公司。

煤炭行业

明年煤炭行业依然保持高景气度

高速增长GDP、重工业化的产业结构、高企的电力弹性系数使得



煤炭需求持续增加，运力的瓶颈限制了供给能力的有效提高，行业保持高景气。

煤炭行业集中度提高、议价能力增强，市场化定价的方向进一步确立，煤炭将价格反映市场供需关系、资源稀缺程度、安全投入、环境保护与后续治理成本。

2008年煤炭行业投资主要考虑三个因素：一是价格因素，二是重组因素，三是估值因素。

价格因素：煤价长期增长趋势不改，但成本长期增长趋势不变，煤炭企业实际收益低于煤价增幅，价格因素导致的利润增加可能低于预期。根据煤炭供需衔接会传来的信息，焦煤涨价20%、电煤涨价10%，不排除2008年内继续上涨，但幅度和频度将下降。

重组因素：“十一五”期间我国煤炭产量向大型基地和大型国有企业集中，国家将重点建设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。短期内重点关注上市公司收购集团资产，中长期还将关注大型企业整合地方煤矿的进程。

估值因素：2008年行业利润继续增加，但利润增速将很可能放缓，估值水平还将保持较高水平，但有所下降。

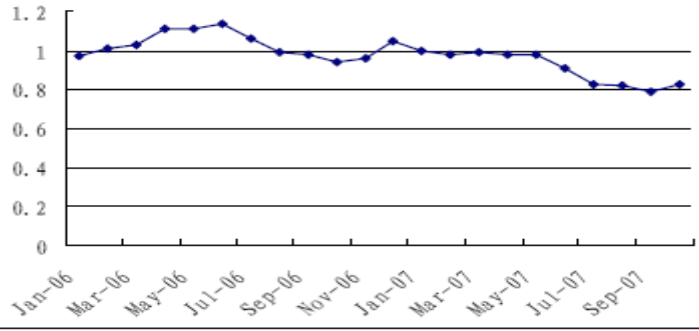
我们将重点选择整合能力强、管理优势明显的行业龙头、重组预期明显的优质企业。

IT 行业

人民币升值影响，给予“中性”评级

人民币持续加速升值和美国等国家需求增速减缓，对于市场在外、议价能力偏低的电子类企业，影响较大。

北美B/B表明，半导体行业仍在底部徘徊（见下图）。



数据来源：SEMI 国泰君安证券研究所

电子元器件：受人民币升值和原材料上涨压力大

目前整个消费电子行业产能不断扩大，下游需求增长逐渐平稳，根据有关专业机构预测，未来2年的需求增长在10%左右。从中国的外部市场来看，人民币持续升值和美国等主要消费国的需求增速减缓，同时，金属价格维持高位造成了成本的上升压力。而整个行业属于价格不断下降的趋势，未来只有新产品的不断推出才会减少毛利率的下降。而整个市场缺少杀手级的产品，国内整个行业压力很大。

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

由于行业的并购并未使得竞争环境得到改善，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，我们依然看好软件外包企业，国内人力成本的优势明显，未来增长空间大。

通讯行业

行业的增长看，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出现衰退。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。我们认为电信重组明年推出的可能性较大，电信设备行业存在一定的机会。



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，稳定增长，难有惊喜

明年将保持增长态势。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

航运和港口中性观点

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%。激烈的竞争会加剧行业整合，明年增长不会有太多惊喜。至于航运市场，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，煤炭等强劲需求的影响，BDI仍会保持在历史高位。

我们对港口维持“中性”，投资机会来自资产注入。由于2009年航运市场不明朗，对航运给予“中性”评级。

汽车行业

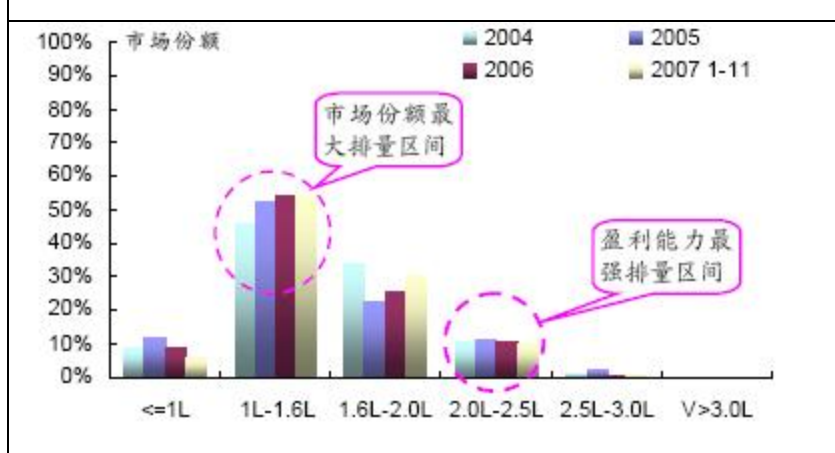
强经济周期和消费升级背景下，最看好轿车股

为了更好的讨论行业投资价值，我们从产品属性的视角把汽车分为两类：轿车属于消费品；商用车（客车和卡车）属于生产资料。从我们的逻辑基点出发，就可以清晰的发现，在生活水平提高，消费升级和财富效应驱动下，作为消费品的轿车行业增速和持久性明显要优于经济周期驱动下作为生产资料的商用车行业。因此，在明年固定资产投资增速下降，经济增速放缓的背景下，我们认为商用车难以重现07年的辉煌，而正处于消费升级大环境下的轿车行业，依旧保持强劲



增长应该还是比较确定的。

图：轿车行业呈现结构性繁荣



资料来源：汽车工业产销快讯 FTSFund

在上述分析框架下，可以轻易推导出强经济周期，消费升级背景下，轿车股是我们的首选品种。但对于轿车行业，在财富效应和中国特有的消费观念下正呈现出一种我们称之为“结构性繁荣”的现象，我们认为在油价不断攀升的初期，这种结构性繁荣会持续，从而那些中高端车型占比较高的厂商会显著获益。

化工行业

我们继续看好钾肥子行业，未来量增价涨的趋势依旧明确；看好石化行业龙头公司，受益于成品油改革的预期和消费的增长；看好煤化工中的龙头公司，受益于中国煤资源的丰富和油价的上涨。

看好上述公司的理由，首先在于这些公司的估值在整体市场中比较便宜，08年动态市盈率在25倍左右；另外，未来2年的增长都在30%-50%；最后，他们都是行业内比较垄断的公司，抗风险能力较强。

医药行业

2007年二、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，其中个股表现较好的是相对便宜的二线品种。但到了四季度，医药板块表现开始明显强于大盘，相当数量的股票逆势上涨。

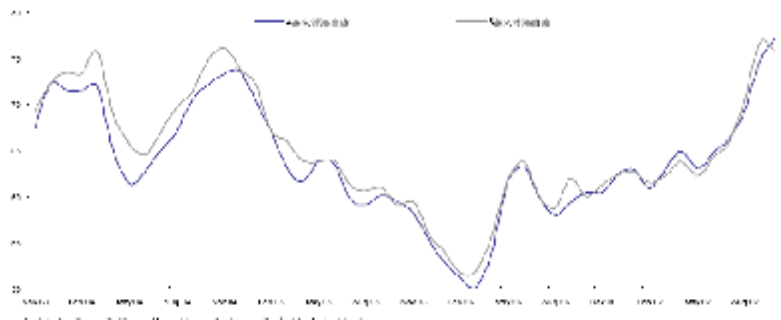
我们把医药行业分为商业流通，研发仿制，普药，原料药和中药几个子行业。其中我们最为看好的是商业流通领域中的分销龙头公司。该类公司一方面受益于行业整体规模的增长和市场集中度的提高，另一方面也是国家医改的最大受益者，在“集中招标，统一配送”的大趋势下，分销龙头公司必将享受更大的市场份额。

建材行业

玻璃行业已处景气高点，看好抗周期性的深加工企业

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的下游行业需求旺盛，促使玻璃产品价格于 07 年初开始逐步回升，至今年 11 月份，浮法玻璃平均价格已处在 03 年以来的高点，进一步摆脱了国家对新增产能限制和淘汰落后产能政策的影响。前三季度，行业收入增速达到 42%，整个行业毛利率和利润水平均显著回升，预示着玻璃行业已经走出 06 年的景气低谷。

图：浮法玻璃价格走势（单位：元/重量箱）



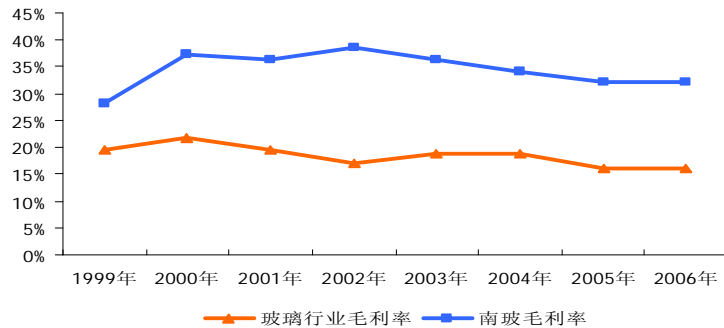
数据来源：中国建材信息总网

虽然玻璃行业景气正处高点，但正如在第四季度策略报告上所提到的那样，我们对普通浮法玻璃生产企业依然持谨慎态度，主要原因是普通浮法玻璃毛利率的回升将刺激企业的产能扩张冲动，而新增产



能在 8~10 个月内就能正式投产，从而导致浮法玻璃价格迅速回落。相反，我们非常看好抗周期性较强并具有核心竞争优势的玻璃深加工企业。

图：历史证明南玻具有超强的盈利能力



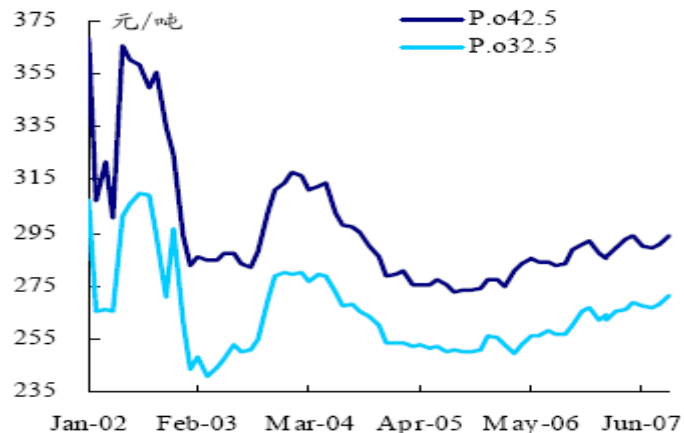
资料来源：WIND 资讯, FTSFund

节能降耗政策改善水泥行业供求关系，看好龙头股

2007 年水泥需求依旧旺盛，价格攀升虽呈现区域性差异，但行业毛利率和利润率均创出 2005 年以来最好水平，07 年前三季度，行业净利润增速达到 59.15%。在第四季度，我们看到，在政府节能降耗政策力度加强情况下，各地对落后产能淘汰速度大大高于市场预期，预计每年淘汰 5000 万吨落后产能的指标能得到完成，这对改善水泥行业供需关系，水泥价格继续企稳回升带来极大的帮助。

我们认为，2008 年虽然固定资产投资增速有所下滑，但仍将维持 20% 左右的高水平，在产能增长放缓和落后产能淘汰速度加快的双重作用下行业供需结构将继续得到缓和，水泥价格增速继续呈现区域性差异，出口价格继续上升和议价能力的增强亦将支撑国内水泥价格。

图：水泥价格正在逐步回升





数据来源: BMI, DC

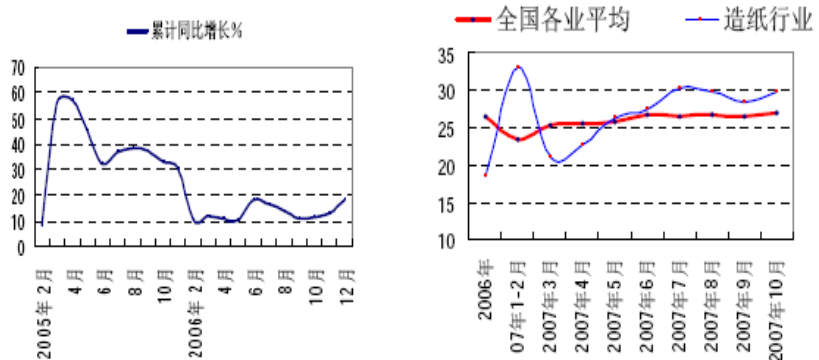
水泥产品短腿特性决定着区域仍是审视水泥企业投资价值的逻辑关键, 我们的投资策略是偏向于绝对规模大、盈利能力良好的龙头企业, 如海螺水泥, 冀东水泥和华新水泥。一方面, 这些企业在优势区域内占有较大市场份额从而具有一定的价格制衡能力, 能够保持盈利的稳定性, 另一方面, 这些龙头企业也更容易获得国家相关政策的支持, 从而更快的做大做强。

造纸行业

受惠于节能环保政策, 行业盈利有所好转

由于行业需求稳定增长, 同时新增产能较少引发的供给增量下降和严格环保政策导致的供给存量减少将使供给进入周期性变化的低谷期, 行业的供求关系确实有所改善。统计数据显示, 07 年前三季度, 全国纸及纸板产量增长 16.93% (比去年同期 23% 明显回落), 销售增长 21.7%, 利润总额同比增长 39.7%, 实现利润增速高于销售收入增速。由于 06 年行业投资为近年来的低点, 反映在 08 年上就意味着整体产能释放会较低, 所以对于 08 年我们认为行业持续向好的趋势有可能会持续。

图: 近两年造纸行业固定资产投资情况

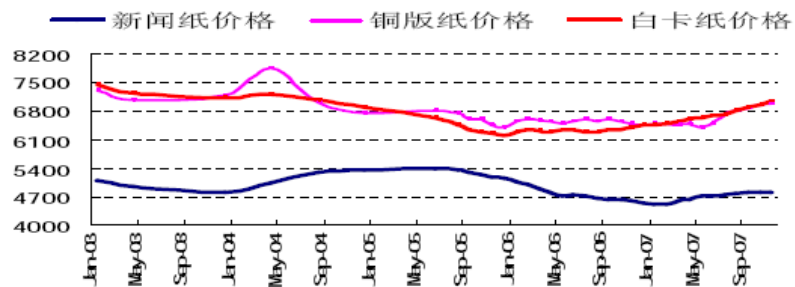




资料来源：中国造纸协会

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的不断改善，需求的稳步增长，加上国家淘汰落后产能的环保政策的执行，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。

图：国内主要纸品价格走势



数据来源：中国造纸协会

对于造纸行业的投资策略，我们认为应该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：

看淡2008年国内钢铁行业，主要原因包括：（1）上游成本压力持续上升。由于中国钢铁需求量极大，带动铁矿石成本、航运费持续大幅上涨，加上煤炭、焦煤价格上涨，钢铁行业利润空间受到挤压，



尽管钢材价格保持强势，但企业盈利增长低于预期。（2）作为高耗能产业，国家对钢铁行业政策趋紧，将控制钢铁行业的出口，从08年1月起，国内将对钢材出口加征出口关税，导致出口钢材转向国内市场，对国内市场形成冲击。（3）尽管国家严格控制新增钢铁产能，但08年钢铁产能释放的量仍然较大，新增钢铁产能对钢铁价格相成压制。

行业配置方面，建议低配钢铁。选股方面，在铁矿石资源价格上涨的背景下，看好拥有铁矿石资源的企业。

有色金属行业

铜:

中国的铜精矿处于极度紧缺，而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。目前受到国际经济增长放缓影响，四季度铜的国际价格已经下跌到6500美金/吨的较低位置，预计08年1季度将保持振荡走势。因此对铜的价格维持乐观，特别是四季度大幅下跌后，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，需要依靠出口才得以维持供需平衡。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。07年四季度电解铝价格持续下跌，目前电解铝的国际价格已经下跌到2400美金/吨，相应的电解铝生产企业目前已经处于盈亏平衡状态，预计08年1季度相关上市公司业绩同比下滑，建议08年1季度整体回避。

锌:

与铝的处境类似，中国的锌产量也处于过剩状态并依靠出口维持供需平衡。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3000美金/吨，因此08年整体对金属锌持谨慎状态，建议回避。



锡:

锡广泛应用于电子工业，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。目前国际市场锡价维持在16000美元/吨，预计明年锡价可能突破20000美元/吨，值得重点投资。

稀土:

稀土是世界范围内缺稀的有色资源，也是中国为数不多的具有定价权的品种，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。

电力行业

电力行业宏观环境并不乐观: 煤炭价格持续上涨趋势难变；新建机组集中投产阶段，利用小时处于低位；高企的CPI指数、外延式增长带来的利润增加共同压制着电价的上调；升息周期对高负债运作模式的挑战；行业毛利率持续下滑。

“事件驱动”型投资机遇值得关注: 重要的投资事件可包括如下几方面:

“煤电联动”——行业突变: 基于全年数据及电煤价格谈判完成后，电价上调可能性大，电价格上调带来行业触底回升

“资产注入”——公司突变: 电力集团分阶段整体上市的步伐从来没有间断，重组是快速提升公司盈利能力的关键。

“节能调度”——行业渐变: 节能调度带来游戏规则改变，影响长远，高效率大参数大机组、新能源发电、水电将受益。

“结构优化”——公司渐变: 大量新投产发电机组效率高，高煤价背景下盈利能力比较优势明显。大型机组，特别是百万千瓦机组投产



带来的内生增长不容小视。

我们将重点考虑资产注入预期明显、公司发展稳健的行业龙头和配置持续成长空间大的区域龙头公司。

机械行业

工程机械行业:

作为周期性行业,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,随着07年末国内货币政策的收紧,08年银行贷款增速大幅放缓,工程机械行业08年上半年面临较为严厉的宏观调控压力。预期08年上半年工程机械行业的销售收入增长和业绩增长将低于投资者预期,建议回避。

电力设备行业:

国内电力需求保持旺盛,预计2010年前国家对电网建设投资保持20%以上的增长,因此整个行业的发展势头看好。特别是节能环保型电力设备产品,未来国内发展前景看好,08年上半年对电力设备行业配置建议增持。

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。作为劳动力密集型、资金密集型产业,中国重型机械行业在世界范围内具有极强竞争力,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。因此长期看好中国的重型机械行业,值得重点投资。

船舶行业:

中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:

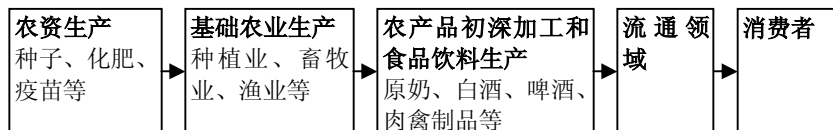
军工行业主要是重组和集团上市等资本运作事项带来的投资机会,可把握性不强,预期08年上半年鲜有军工类上市公司的重组,投

资机会不多，行业表现会比较平淡，可以关注。

食品饮料行业

在合理估值范围内寻找抵御通货膨胀的标的

我们对 08 年行业整体持谨慎乐观的态度。目前行业内龙头企业的估值水平较市场平均水平高出 50%以上，支持其高估值的因素包括：食品价格和农产品价格上涨，内需拉动，消费升级，防御性行业的弱周期性，龙头企业的提价预期等。在这里，我们需要区分食品和农产品价格上涨与行业内上市公司业绩增长之间的区别。



在这条产业链上，消费者直接面临的物价上涨问题，源头来自产业链前端的农资产品价格上涨和基础农业生产领域对提高利润分配的需求，这也是国家在解决三农问题中必然要面临的问题之一。而目前行业内的上市公司大多集中在农产品初深加工和食品饮料生产环节，他们直接面临原材料和包装物涨价的压力，如果不能将这一影响同比例的转移到终端产品，将对企业的毛利率形成挤压。其实这一轮通货膨胀对行业内的大多数上市公司是不利的，我们的选股思路，便是寻找有能力转嫁成本上升压力的优质企业。

龙头白酒企业无疑是最有能力转嫁这一压力的。现有的高端白酒龙头基本形成了寡头垄断的局面，他们拥有强大的自主提价能力，产品毛利率较高，面临成本上升的压力较小。我们对行业内龙头公司未来几年持续的业绩提升非常乐观。但就选股来说，我们认为动态 60 倍 PE 的估值水平有些偏贵。

肉制品行业内的龙头企业也是我们 08 年看好的行业。虽然这类企业相对高端消费品来说毛利率较低，受原材料成本波动的影响大。但现有的龙头企业与行业内的其他企业在规模、管理、品牌等方面相差悬殊，行业暂时的困难正是龙头企业扩大市场份额的好时机。在毛



利率方面，龙头企业正在进行产业链的延伸，一方面向上游拓展养殖业，抵御原材料成本的压力；另一方面通过对流通渠道的介入和管理，提升自身的定价能力。在消费升级的大背景下，龙头企业也正在积极通过产品结构的调整来化解成本上升的压力。

动物疫苗行业仍然是我们强烈推荐的行业。这一行业直接位于产业链的最上端，产品本身毛利率较高，基本没有成本压力。而且随着下游养殖户养殖利润的提升，对疫苗产品存在广泛的需求，不仅包括使用数量上的需求，更有产品结构调整的需求。而疫病的不断变异特征又使得有着研发实力的龙头企业优势更为突出。我们认为在国家对农牧业安全生产方面投入不断增加的大环境下，该行业将持续受益。

四. 债券市场

2007 年四季度债市探底反弹

至 2007 年 12 月 25 日，上证国债指数收在 110.65，较季度初上 0.7%，在央行密集加息、提高准备金率等措施影响下，债券市场 10-11 月出现一轮快速下跌；年底在宽裕的资金面推动下，债市明显反弹。

2008 年上半年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 2008 年二季度末，但即使有所回落，也仍将保持在 4% 左右的偏高水平，带给债券市场压力。

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、在严控信贷背景下



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,我们认为明年上半年债市整体仍将保持盘整,收益率可能略有下降,收益率曲线陡峭化。

适当延长久期,等待反弹机会

我们预计元旦至春节前后市场将有所回暖,逐渐迎来反弹机会。建议逐步放长久期,达到 3-5 年,并适当通过配置短期融资券等收益率高企的信用类品种增加持有期收益。