



# 国海富兰克林基金管理有限公司 2008 年二季度投资策略报告 摘要

## 一. 宏观分析

**2008 年一季度经济增长速度放缓:** 2007 年 1-12 月全国城镇固定资产投资累计额同比增长 25.8%，而 2008 年 1-2 月同比增速下滑至 24.3%；1-2 月外贸出口增速也从去年 20%左右的水平下滑至 6.5%，2 月贸易顺差只有 85 亿美元；2007 年一季度 GDP 增速是 11.1%，二季度是 11.9%，三季度降到 11.5%，四季度进一步降到 11.2%。我们预期 2008 年一季度 GDP 增速将下滑至 10.8%左右。

从货币层面观察，货币供给增速依然较快，但是增幅有所放缓：2 月广义货币供应量 M2 同比增速 17.5%，增幅比上年末高 0.74 个百分点，比上月末低 1.46 个百分点；人民币贷款同比增长 15.73%，2 月新增贷款金额为 2434 亿元，同比少增 1704 亿元。从以上数据判断，央行的流动性回收工作和信贷控制基本有效。

在微观层面，各行业企业的盈利能力出现分化，上游的原材料采选等资源性行业由于供给瓶颈和国际价格走高，毛利率和 ROE 指标不断上行，而中游部分制造和加工行业受到上游涨价和下游行政控价的挤压，盈利状况出现恶化。而下游消费品行业在物价温和上涨的背景下，毛利率和利润仍在向上运行。

2008 年前三月人民币对美元的升值速度急剧加速，年化增速达到 15%左右。当然这种情况的发生部分原因归结于美元在一季度的加速贬值。

一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，2 月 CPI 同比增幅高达 8.7%。这主要是受雪灾因素、部分粮食、食品价格和上游资源品价格上涨的推动；供给因素占据本轮物价上涨的主导地位，短期难以缓解，并存在因为供给不足，CPI 同比增幅进一步攀升达到 10%水平的可能性。



尽管中央政府采取了密集调控措施包括升息、调高准备金率、加速升值等手段来回收流动性、控制货币供应量，但是对平抑物价见效并不显著。我们认为，供给瓶颈和国际价格输入是导致本轮物价上涨超预期的主要因素，对总需求的控制尽管仍有必要，但是难以根治通胀。并且由于经济增长的放缓，继续压制总需求可能导致失业率的明显上升，引发更多问题。

**未来半年经济增速仍将回落：**在 2008 年策略报告中，我们曾乐观预计本轮经济景气周期至少延续至 2009 年上半年；2008 年上半年经济增速仍将保持在 11%附近的快速增长区间。由于国际经济环境出现恶化和国内出现显著通胀，我们调低经济增长预期，认为未来半年 GDP 增速将回落至 10.5%附近。

由于本轮物价上涨的成本推动因素、央行已小幅加息 7 次和美国利率出现大幅下调，我们预期央行在 2008 年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，并且存款利率上调幅度大于贷款利率上调幅度；而根据回收流动性的需要，准备金率预计仍有 3%以上的上调空间。信贷行政控制可能因为经济增速进一步低于预期而在下半年放松。

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。

而美国经济在次贷危机影响下，信用泡沫迅速破灭，导致经济出现衰退，并且难以预期何时真正到达底部。外部需求的迅速减弱也将拖累中国经济的增长。

解决经济矛盾的焦点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 10%-12%区间。

**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，中国继续维持温和乃至显著的通货膨胀已无法避免。目前来看，引发通胀的因素主要来源于成本推动方面。



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、企业生产活动外部性的成本增加，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。

我们对农产品价格继续大幅上涨的预期十分明确。由于多年的农村补贴城市的历史格局，农产品和工业品的比价严重偏低，而各类农资价格已经出现大幅上涨，农民从事农业生产的积极性十分低迷，在现有的价格体系下农业供给的显著增加基本没有可能。而需求的增长因素较多，包括收入增长后的饮食结构向肉类和乳制品倾斜、粮食库存已降至历史低点，需要补充等。目前国际和国内各类农产品价格的大幅倒挂已持续相当长的时间，行政管制只能起到短期效果。

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，一方面，对于日益趋于全球化的中国经济，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；另一方面，不注重增加供给而压制总需求的做法，对中国经济结构转型和持续健康发展都是有害的。

## 二. 投资策略

### 市场回顾

2008 年的第一季度对沉浸在牛市喜悦中的投资者无疑是一段十分痛苦的时期，股票指数在小幅度上扬后开始了单边的下跌，上证综合指数下跌近 30%，沪深 300 也下跌超过 25%。从市场的表现看，以中国石油为代表的大市值蓝筹股成为指数回调的重要推动力量，市场心态逐步趋于悲观。

不少投资者将市场下跌的主要原因归咎于再融资和大小非股的减持行为，中国平安、浦发银行等公司纷纷推出规模巨大的再融资计划，



而 2008 年又正值大小非解禁的第一个高峰期,累计总解禁额高达几万亿。而美国次贷危机的恶化和年初的雪灾又使投资环境更加恶化,从而导致投资者信心丧失。

我们认为,这些只是市场下跌的表面原因,导致市场出现深度回调的真正因素仍然是经济基本面的变化,资金面出现的供求变化只是推动市场下跌的催化剂。

一个简单的例证就是中国证券市场在 2007 年 IPO 融资金额占全球 IPO 的比例高达 15%以上,总融资金额占比也达 10%以上,融资和再融资的规模相当巨大,但中国证券市场在 2007 年仍然保持了强劲的上漲,并成为当年全球市值增幅第一的国家。而已经解禁的大小非股东在 2007 年的实际减持行为并不大,在一定程度上表明大小非的减持行为是经济基本面和股票市场走势的应变量。

所以从很大程度上说再融资和大小非减持只是市场回调的助推器。如果说 2005 年到 2008 年是股权分置改革的“红利期”,我们也必须清醒的认识到 2008 年以后已经进入了新的全流通时代,市场的投资者结构将更加复杂。不同股东的利益取向和价值取向的冲突将更加明显,投资者在投资中必须高度重视这种结构性的变化。

## 宏观环境

从宏观的基本面上看,2008 年有两个方面的负面因素超出了投资者的预期。

首先,美国的次贷危机实际上已经演变成为金融危机,而市场包括美国本土市场对这种状况严重预期不足。美国次贷危机的原因已经有非常多的分析,简单说最重要的因素就是信用在房地产市场的滥用,而金融衍生工具的畸形发展又助长了这种行为,最终导致市场的崩溃。

次贷危机所带来的最大的危险或者说不确定性是信用收缩。由于美国经济在很大程度上是信用经济,整个经济包括金融机构,居民的信用杠杆都非常高,也是美国经济的重要支柱。而高度证券化(高杠杆)的房地产市场目前成了牵一发而动全身的重要触发因素。由于房地产市场及相关证券的恶化使相关的金融机构开始调整资产负债表,



这种调整就导致整个金融市场的状况进一步恶化。如果正常发展，美国居民在未来也将调整自己的行为，从而对经济带来极大的负面影响。

从目前情况看，美国经济基本已经进入了衰退，最坏的情景应该还没到，虽然美国政府和联邦储备委员会已经采取了降息、财政补贴等救市措施，但可能最大的作用是避免市场的崩溃和为未来的复苏做好准备。

因此，美国经济进入衰退和由此导致的美元的过度弱势对未来全球经济和中国经济带来了非常大的负面影响。一方面美国经济衰退、全球经济减速导致中国的外部需求大为减弱，从而对中国的出口和宏观经济产生不利影响。另一方面，由于美元持续的走弱进一步加强了大宗商品的上涨，从而导致输入更大的通货膨胀压力。

其次，中国经济历年积累的通货膨胀压力开始在 2008 年逐步释放。如前所述，供给瓶颈和国际价格输入是导致本轮物价上涨超预期的主要因素，随着 CPI 不断出现新高，整个社会的通胀预期开始不断提升，进一步加大了通胀压力。综合来看，我国经济未来所面对的可能是在高的经济增长速度和相对较高的通货膨胀率。

## 投资策略分析

综合之前的宏观分析，我们对股票市场的未来走势的判断相对谨慎。从基本面上看，前述的不利因素将导致企业盈利增长速度的下降，从而导致支持市场高估值的基础不复存在。从资金面上看，市场整体的资金供求逐步趋于平衡。总体上股票市场将保持震荡的格局。

从目前股票市场的走势来看，市场情绪由 2007 年下半年的过度乐观急速转变为极度悲观。我们认为应该客观看待今年开始出现的不利因素。正如我们前面分析中所指出的，宏观上美国和中国经济出现超预期是市场调整的最重要的因素，大小非的减持只是催化剂。从中长期的角度，正如前期策略报告的看法，我们仍然看好中国的宏观经济和中国股票市场。



首先，美国等外部因素对中国经济的不利影响虽然确实很大，但这种冲击更多是短期性的，中国经济的总体增长格局并没有受到非常大的冲击。中国的宏观经济仍然能保持相对较高的增长速度。

其次，通货膨胀的压力虽然大，但很多因素是在还历史欠账，通货膨胀的压力在 2008 年下半年将逐步降低，并随着经济的回稳而逐步趋于稳定。

再次，从大小非减持带来的资金压力来看，总体上股票市场的资金供求是基本平衡的，而大小非股东的减持也不是一个一次性的行为，而是动态的过程，大小股东的博弈是很复杂的一个过程，其中既有可能是不利于流通股东，也有可能是有利于流通股东的。总体上看，大小非的减持不会对市场带来趋势性的影响，但对不同个股的影响是非常不同的。

我们认为支撑市场的良好宏观经济和人民币升值等因素并没有改变，美国次贷危机的负面影响也会逐步减弱，股票市场的回调只是市场的阶段性休息。

我们预期上市公司的盈利仍将保持 30%左右的增长速度，股票市场在经历了大幅度的下跌后，估值逐步回到合理区域，投资价值开始显现。由于市场对大小非减持的担忧和对市场转势的担心，近期市场开始出现不计成本的抛售，这使我们能以更合理的价格购买到目标公司的股票。

综合来看，我们认为二季度股票市场进入震荡筑底阶段。政策上预期将对股票市场比较有利，可能的降低印花税、控制再融资、股指期货的推出等将对市场产生正面的积极影响。在经过情绪化的抛售后，市场情绪将逐步稳定，积极选择被市场错误定价的公司是我们投资未来的重要工作。

### 三. 行业分析

#### 金融业



## 银行业

国内宏观调控预期、国外次贷危机以及资本市场供需关系的变化使得市场对银行业增长的信心发生了逆转，而在二季度，这些悲观的市场气氛难以在短期内发生改变。

就行业基本面来看银行全年的盈利增速高点将出现在1季度，而同期其他行业的业绩增速或许会低于原先市场的预期，这是短期内银行股反弹的主要支撑力。但业绩增长对目前市场中银行股价表现的影响力已退居次位，未来表现更多的来自对各种不确定因素的担忧。我们在此对这些因素予以归类分析。

宏观方面：通货膨胀预期仍然高涨，因此紧缩调控预期仍在，导致了市场对信贷规模紧缩、单边加息、坏账率上升等风险的担忧。我们的观点是对前两个风险不必过分担忧，理由是经济增长与治理通胀是此消彼长的关系，从年初以贷款增长绝对量来严控贷款规模和第二套房贷的界定范围来看目前也有所松动。对第三类风险坏账率上升我们会密切关注，毕竟宏观的经济环境没有之前预期的那样乐观。

国际环境：我们认为国外的次贷危机仍未结束，仍将会拖累国内的银行股走势。

市场环境：今明两年金融行业上市公司的解禁市值在1.5万亿以上，是现有该行业流通A股市值的1.19倍，这一部分股票的大量供给将对二级市场的股价构成强大的压力。

从个股选择来说，我们优选工行、招行。大银行是今明两年解禁压力相对较小的金融股，而招行是目前行业内受宏观调控负面影响最小的银行。

## 保险业

现在的股价和市场环境将保险股带入长期投资的价值区间。我们认为保险股2007年的业绩井喷在很大一方面受益于保险公司在02-05年的漫长熊市和低利率时代中成功进行了产品结构的优化，沉淀了大量的盈利能力很强的低利率寿险保单，这一因素在06、07年的上涨行情和加息通道中得到了市场的普遍认可。但不容我们忽视的是，过去两年的上涨行情、基金的大规模发行和存款利率的不断上调已使得优质寿险保单的增速有所下滑，寿险行业的盈利能力已不可能达到过去



2 年的水平，这一负面影响在市场转换的前期表现最为明显：投资收益率在下降，保障型寿险产品短期内不能大幅上升，而投资型产品由于销售环境的恶化使得其销售费用大幅度上升（表现为付给银行渠道的佣金增加）。但从长期投资价值来看，我们认为目前的股价已回落到合理的价值区间，目前的新业务倍数已从前期的 60 倍回落到 30 倍附近的区间。在证券市场的大幅波动之后，一部分投保人将投资的重点从对利润的追逐转变为收益的保障，传统型保单的占比有了上升的可能，这样的市场反而给了保险公司优化产品盈利结构的时间，而非过去一年的单纯依靠保费规模的增长。

### 证券业

由于一季度的日均交易和市场行情前期已出现较大回落，我们认为已不可能期望一季报证券行业会有超出市场预期的表现。就全年来看，行业的表现主要取决于某些事件的推动，如创业板、融资融券和股指期货的推出。

## 地产行业

### 现金为王、加速整合

一、行业基本面：长周期中的调整，而非长周期的顶部

#### 1、长期看多的理由充分

景气周期的两个基础——供求长期失衡和资产重估。前者在国家的土地政策趋紧的前提下依然存在，矛盾的缓解源自 2015 年人口红利结束；后者从传导机制上，来自外贸部门积累的利润获取后对房地产的需求支撑，或是外资的投资需求，这方面当前出现了动摇，需要谨慎观察。但从中长期来看，两个基石的根基尤在，现在说拐点的理由不充足。基于此，我们认为现在是长周期中的调整，而非长周期的顶部。

#### 2、08 年为调整年，用时间化解房价矛盾

07 年 11 月以来全国市场呈现的状态是，需求受到抑制，供给下降速度更快，新房价格僵持，以珠三角为代表的局部地区小幅回落，二手房成交量大幅度萎缩，所有指标均显示景气下降。展望未来 08-09



年的供需情况，领先指标显示供给有放大趋势，需求难有超过 15% 的成长。供需缺口将明显缩小，房价继续上涨的动力不足。房价矛盾将通过以时间换空间的方式化解，即软着陆。

从全国范围来看，08 年为房市的调整年。我们认为，乐观情况下市场会于 08 年 3 季度末出现复苏，悲观情况下调整期延迟到 09 年 2 季度。长三角市场，特别是杭州和上海将是各个城市的风向标。从 1-3 月各地成交量的指标来看，乐观的概率比较大。

二、行业策略：今年宜采取波段操作，4-5 月反弹已经确认，当前可超配

1、房价平稳的前提下，股价合理回归是主流

08 年与 07 年的主要不同是房价不会大幅度上涨，这决定了 08 年公司业绩持续向上修正几乎没有可能。通俗的说就是不会有持续行情，而是跌多了后的理性回归。当前的股价过度反应了悲观预期，向上修正是必然的。从大盘、商品房交易量和政策取向综合判断，4-5 月是反弹的最佳时间段。合理价格为 09PE=15X（龙头公司 30%溢价），或 09RNAV 溢价 30%，从当前股价来看一线公司有 30%以上的空间。

反弹的终结因素来自 6 月房地产交易量下滑、加息或突发政策因素。

三、上市公司基本面：现金为王、加速整合

08 年公司业绩保持 50%增长无疑，09 年业绩充满不确定性，也是现在业内争论的焦点。现金流紧张成为主要矛盾。大规模并购将在下半年兴起，龙头公司再一次获得提速的契机。二线公司的问题集中在新土地储备大部分未支付土地出让金上，如再融资不顺利则资金压力巨大。

四、公司策略：选择执行防守策略的公司

地产公司间的同质性要明显强于差异性，除了传统意义上整合资源能力的不同导致公司基本面差异外，08 年的突出特点在于不同公司执行了截然不同的策略。07 年行业大起大落导致多数公司在策略上出现的误判，如将销售和增加土地储备作为主要的判断指标，一线公司中万科、华发执行了防守型策略，招地、金地执行了激进型策略，保利相对中庸。

建议增持执行防守型和中间型策略的公司；对执行激进型策略的



公司反弹后出掉，等到 10 月数据公布后再行判断。

## 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，商业景气继续保持。预计 2008 年上半年社会消费品零售总额将保持 20%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年报业绩增长并不显著，加之估值水平处于市场高端，因此商业零售板块的股价表现在股价持续下跌的一季度未能明显跑赢其他行业板块。我们认为，新劳动法执行后人力成本的上升、国内零售类上市公司国企背景导致激励机制不足等因素，影响了企业财务利润的增长和正常释放。但是就行业本身而言，在温和的通胀背景下，景气度仍然持续，值得长期看好。基于以上判断，我们认为零售行业有望在未来 1-2 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。

基于以上分析，我们继续看好具有跨区域连锁布局 and 良好品牌的公司作为长期投资价值。此外我们还看好具有区域强势品牌和区域持续扩张能力的地区百货龙头公司。

## 家电行业

### 一、行业基本面：内忧外患+成本压力

从竞争格局上，白电行业是家电行业中仅存的具备长期投资价值的子行业。因其高集中度已初步具备定价权，能避免制造业面临的传统问题。投资白电行业的主题是消费升级、气候变暖和定价权。08年



白电行业的投资机会要弱于07年，商用空调的机会较大，其后依次为冰箱、洗衣机和家用空调。

从量的方面讲，外需方面家用空调对美出口下滑速度超出预期，影响最大的欧盟家用电器零售增速也出现下滑；内需方面，自07年11月开始的房地产行业调整将在6个月后影响到内需市场，农村市场启动对洗衣机和冰箱的拉动强于空调。从价格和毛利率的方面讲，尽管行业具备明显的成本转嫁能力，我们依然担心下半年大量产能投放后，转嫁能力将被削弱。因此，我们认为，期待白电行业出现07年“量升利涨”的情况可能过于乐观。

### 二、行业策略：全年平配，上半年机会好于下半年

建议全年平配家电行业，家电行业集中配置在白电子行业上。上半年受益于提价和存货的影响，投资机会好于下半年。下半年的风险在于房地产调整带来的内需放缓。不确定因素来自出口退税的取消。

### 三、公司基本面：强者恒强

公司层面出现强者恒强的格局，基于以下四点理由。（1）以格力、美的、海尔为代表的龙头公司将继续抢占市场份额，从07年的指标观察，空调行业集中度提升主要来自格力对三强外市场份额的侵占。（2）三强外企业生存压力变大。（3）从制造业和商业连锁企业的利润分割来看，越来越有利于制造业企业。（4）龙头公司的外销订单被锁定。（5）龙头公司的转嫁能力更强。

## 传媒行业

传媒行业的投资主线围绕三大主题展开：（1）文化体制改革，（2）数字电视，（3）奥运会。

（1）历史的经验表明，一个受政策管制的封闭行业转化为以市场为主导的行业时，会诞生出一批极具竞争力的公司，文化体制改革对上市公司的意义正体现于此。具体地说，体现在并购机会的增多和管理优势的体现，以及外延式扩张。

（2）数字电视对有线网络公司意义重大，体现在盈利模式的转化。网络公司将从单纯意义上的公共事业行业转化为服务增值行业，其上下游产业链规模不下千亿。我们不怀疑数字化的前景，只关心数字化



的时间表。从各地方数字化的进展来看，我们认为08年各地数字电视已跨过了经营拐点，正在向财务拐点推进，临界点就是收视费提价。

(3) 奥运会的意义体现在阶段性拉高举办城市的广告价格，我们认为价值有限。

总结最近3年对传媒股的投资，除了主题投资外，围绕估值中枢进行波段操作是主要盈利模式。原因在于上述三个主题对提升实际业绩帮助不大，或者是尚未来临，对提升价值中枢的推动力不足。因此，股价始终在高预期与缓慢上移的价值中枢间摆动。我们认为08年同样会重复历史。历史上传媒板块相对大盘的溢价率在200%，当前为60%，溢价率继续下移的可能性不大。现在已处于估值波动区间的下轨，适合介入。

## 煤炭行业

**供需关系偏紧将持续，行业保持较高景气。**下游行业需求稳定增长，铁路投资难以短期见效运力瓶颈限制产能提高的有效性，偏紧的供需关系短期将持续，预计二季度煤价相对年初会有小幅回落但总体仍在高位运行。

2008年煤炭行业投资主要考虑两个主线：一是价格上涨，二是资产注入与整合。

### (一) 价格上涨

一季度合同煤价格大幅上升，业绩同比可能大幅增长，预计4月份一季报前后会有较好表现。但政策性成本的快速上升部分抵消了煤价上涨带来的利润贡献，使毛利率的提升较慢。政策性成本上升主要来自于三项基金的征收和资源税的改革，其中三项基金未来在山西以外的其他省推广给当地煤炭公司带来毛利率下行压力，而资源税的从价征收在2008年也可能出台，从而在短期内产生一定负面冲击。

看好价格上涨方面受益最大的两类企业：(1) 煤价上涨幅度较大的炼焦煤企业。因为二季度是动力煤销售淡季且由于“煤电联动”短期难行，价格上涨受到来自电力部门的压力，而焦煤的供需更加紧张，价格的市场化程度也更大，因此焦煤企业仍是本季度关注的重点。(2)



出口占比较大的企业。由于国际煤价远远高于国内煤价，偏紧的供需关系短期依旧持续，出口占比较大的公司会更加受益。

## (二) 资产注入与整合。

目前很多煤炭企业都是大集团，小上市公司的形式。如果采矿业问题解决，大同煤业定向增发顺利完成，预计其他一些公司也将在2008年启动对母公司的资产收购进程。看好集团本身盈利能力强、采矿业问题障碍小的企业。另外，中长期还应关注大型企业整合地方煤矿的进程。

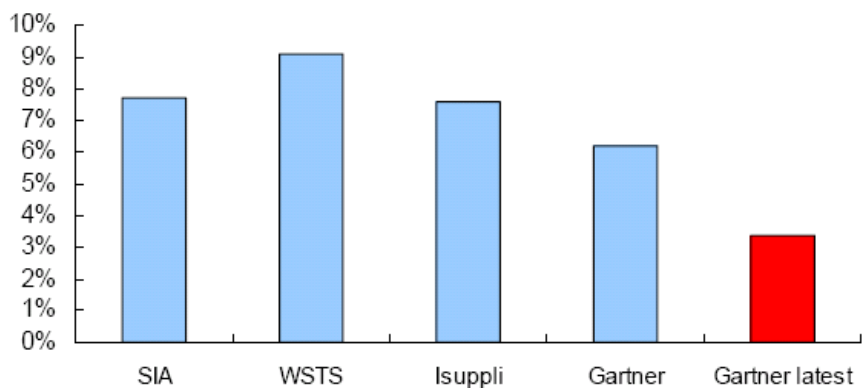
总体来说，二季度是投资煤炭板块的较好时机。短期有煤价上涨及季报行情的支撑，长期来看行业处于景气阶段，供需关系保持稳定且受到08年价格上涨及资产注入双重力量的推动。板块估值高于沪深300指数50%以上，但向下调整空间的有限。给予煤炭行业“谨慎乐观”的投资评级。

## IT 行业

### 人民币升值影响，给予“中性”评级

受人民币持续加速升值和美国次债等影响，全球电子产品需求增速减缓，对于市场在外、议价能力偏低的电子类企业，影响较大。

全球知名的半导体专业研究机构对2008年不乐观（见下图）。



资料来源：SIA、WSTS、isuppli、Gartner

### 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。而整个行业处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：硬件依然难有起色，软件保持快速增长

由于行业的并购并未使得竞争环境得到改善，需求减缓，计算机硬件企业很难提升自身的盈利水平，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和专业软件企业，国内人力成本的优势明显，未来增长空间大。

### 通讯行业，看好电信设备供应行业

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乐观的态度，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于资产收购或整体上市。

### 高速路，稳定增长，难有惊喜

全年将保持增长态势。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运输景气度依然低迷，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仍会保持相对较高水平。我们对国内的沿海运输和特种运输在中长期依然看好。

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。

## 机场与航空：两者基本面持续向好，机场机会大

2008年是奥运年，机场和航空公司将充分受益于客流量的增长，同时航空公司受益人民币升值，汇兑损益短期收益大。另一个基本面向好的推动因素是国内旅游和商务需求的不断增长，推升了航空公司客座率的不断上升，边际利润逐步快速提高。由于航空公司的业绩无法支持目前股价，我们对航空公司保持“中性”，机场地区垄断，业绩增长稳定，继续看好。

## 汽车行业

### 寻找景气回落周期中的安全品种

在新的一年里，汽车行业面临着趋紧的宏观经济形势，原材料成本上升和劳动力价格上涨等为行业发展带来新的挑战，在经历了06、07两年销量的快速提高和利润的高速增长后，销量增速逐步回落。这里延续我们在年度策略报告中采用的产品属性分析框架，增加考虑原材料成本上涨对各个细分行业盈利影响因素，我们依旧坚持年度策略中的观点，在经济增速放缓下，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，虽然增速有所回落，但依旧强劲增长的趋势是比较确定的。

对于轿车行业，在消费升级和中国特有的消费观念下，产品结构向中高端转移的趋势还将持续，我们认为在油价不断攀升的初期，这种结构性繁荣仍然会出现，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

在农产品景气的大环境下，化工行业中化肥，农药等子行业一季度表现抢眼，远远跑赢大盘，成为整体市场慢慢下跌过程中的最大亮点之一；而石油石化类在高油价和成品油管制的情况下表现差强人意，中石化几乎都腰斩。

我们继续看好化肥子行业中的钾肥行业，未来量增价涨依旧明确；同时我们看好有机硅新材料公司龙头，在中国对有机硅消费需求增长以及未来有机硅产业一体化的背景下，龙头公司必将出现高速增长；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；石化类公司在一季度亏损严重，我们认为在国家高度重视通货膨胀的情况下成品油改革接轨在短期难以有起色。

## 医药行业

两会期间，国务院就居民医疗保障再次做出部署，2008年城镇居民基本医疗保险试点将新增229个试点城市，将试点扩大到全国50%以上城市，国家加快推进全民医保对医药行业显然是直接利好。国家通过补需方模式使部分被压制的医疗消费需求释放，对国内药品需求有明显拉动作用。

我们看好商业流通领域中的分销龙头公司。一方面受益于行业整体规模变大和市场集中度提高，另一方面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；同时继续看好医药专科用药企业，认为其既能享受医改带来的好处又能维持可持续性的增长。

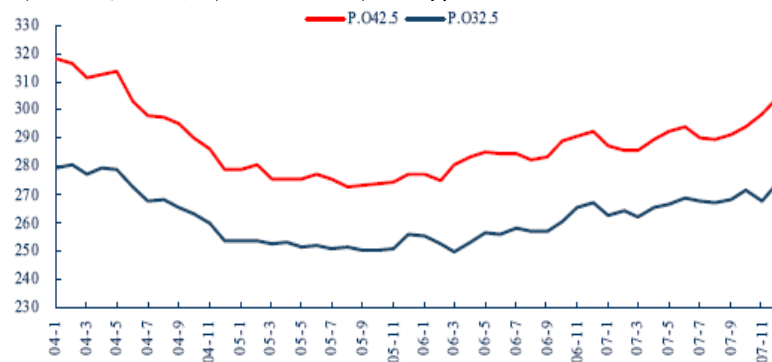
## 水泥行业

### 看好区域市场景气向上的投资标的

在目前国家紧缩银根进行宏观调控下，市场开始担心宏观调控会影响到固定资产投资增速，最终导致水泥行业进入向下拐点，我们认

为从目前的宏观情况来看，并不需要那么悲观。主要理由是：水泥需求的 85%左右主要还是来自于新农村建设（30%）、基础设施建设（30%）和房地产开发（25%），前两者都是国家加大投入的对象，对于房地产开发，国家限制的是中高档房，而对于经济适用房建设却是国家所提倡的，因此对水泥需求总量来说，国家的宏观调控影响应该不是很大。所以，我们认为，2008 年固定资产投资增速虽然可能有所下降但只要维持 20%以上的水平，在产能增加放缓和落后产能淘汰加速的对冲下行业供需结构将继续得到改善。

图：全国重点联系企业水泥价格走势



资料来源：中国建材信息总网

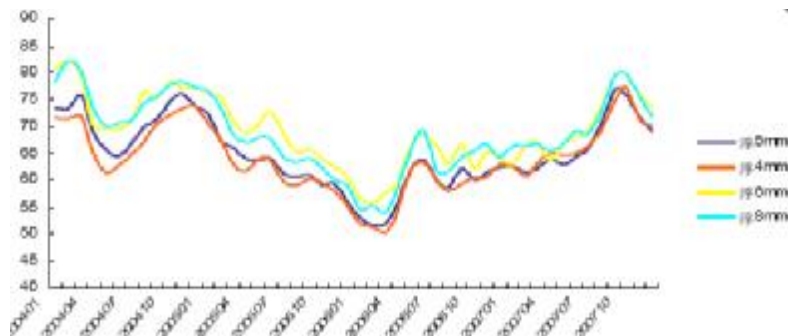
进入 08 年，所有水泥企业都面临煤炭和原材料价格上涨的问题，而要把上升的成本有效的转嫁出去，最重要的前提就是所覆盖市场区域需要具有良好的供需关系，从而能提供水泥涨价的空间。按照此逻辑框架，我们最为看好的区域是西北和环渤海区域。

## 玻璃行业

### 抗周期性的深加工企业是我们的首选品种

正如在年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的态度，主要原因是普通浮法玻璃毛利率在去年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，从而导致浮法玻璃价格迅速回落。而目前的宏观调控政策又使玻璃行业今后的走向存在不确定性，玻璃行业的进一步发展有赖于去年底至今年出台的一系列玻璃产业政策的贯彻执行，但是由于行业淘汰产能比例偏低，因此对于政策的执行效果仍需要观察。

图：全国重点联系企业玻璃价格走势



资料来源：中国建材信息网

相反，我们非常看好抗周期性并**具有核心竞争优势**的玻璃深加工企业。

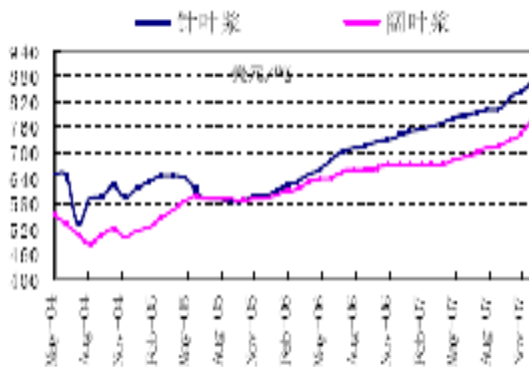
## 造纸行业

### 成本上涨态势不减 行业拐点并未到来

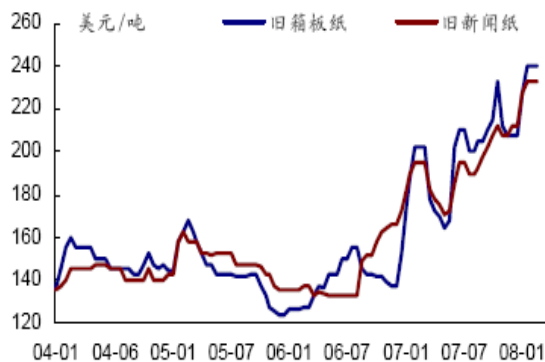
目前来看，此轮始于02年由成本、供求关系和美元贬值等因素共同推动的浆价上涨趋势，依然还没有看到停顿或者掉头的迹象。另外，在浆价继续强劲攀升下，人民币升值仍然难以对冲木浆价格的上涨，这对于产品市场供求关系还没得到很好改善，又需要从国外进口60%的木浆和45%废纸的我国造纸企业来说，行业景气总体还是难以得到回升。

另外，前期在由成本推动的产品价格上升诱导下，纸品公司股价已经得到一定上涨，目前行业总体估值水平已经高于市场平均水平，因此，我们对行业总体给予中性的评级。

图：针叶浆和阔叶浆价格走势



图：美国废纸价格走势



资料来源：Bloomberg App Asia News



## 钢铁行业

**对08年钢铁行业给予中性评级。**主要原因包括：（1）在预期国内经济增长速度放缓的背景下，钢铁需求增长速度相应放缓，而尽管钢铁行业产能总量增长受到限制，但赚钱的中厚板等品种产能扩张偏快，会导致钢铁企业盈利能力的下降；（2）由于钢铁行业属于高耗能，高污染型行业，国内会继续限制钢材出口，从而增大国内钢铁供需压力。（3）由于铁矿石，煤炭等价格持续大幅上涨，钢材生产成本持续提高，进一步压缩钢铁企业盈利空间。

选股方面：（1）在铁矿石资源价格上涨的背景下，看好集团拥有铁矿石资源的钢铁企业。（2）看好08年有明显产能扩张的钢铁企业。

## 有色金属行业

**对08年有色金属行业给予中性评级。**主要原因包括：（1）在世界经济增长速度放缓的背景下，有色金属全球市场需求增速放缓，有色金属全球供需出现弱平衡的可能性较大，大品种价格下跌的可能性大；（2）由于去年有色金属股价的大幅上升，目前有色金属的估值处于历史高点，泡沫较大；（3）由于电价，煤炭等价格持续大幅上涨，有色金属生产成本持续提高，进一步压缩有色金属企业盈利空间。

选股方面：（1）相对看好锡，黄金，稀土等有色金属小品种，因为小品种供应量较少，价格保持在高位相对容易。（2）随着有色金属价格逐渐平稳甚至回落，看好有色金属深加工企业。

## 电力行业

**行业景气接近谷底，但反弹时机尚难把握。**目前电力行业处于景气周期的低谷：煤价高企、新建产能集中释放导致利用小时处于低位、CPI 高企指数压制电价上涨，这些因素从价格、销量和成本上对电力行业造成了负面影响，行业毛利率持续下滑。但是作为周期性行业，景气低点正是行业探底回升前的买入时机，目前行业基本面已经有所回暖：煤炭价格高位运行但增速放慢；供需关系决定利用小时数有回升趋势；节能减排在减少电力需求的同时也在一定程度上造



成小电厂的关停,其效果将类似于07年发生在煤炭行业的小煤矿关停并转。另外,作为国家要求保持绝对控股的七大行业之一,解禁压力较小。二季度需要密切关注以下可能会成为电力板块止跌反弹触发点的关键因素:

**(一)煤电联动:**煤电联动会带来行业触底回升但其启动以来于未来价格改革的进程。目前可将CPI和PPI作为判断煤电联动的先行指标,CPI降下来是进行煤电联动的前提。

**(二)资产注入:**资产注入是2008年电力上市公司最值得关注与期待的投资机会,小公司、大集团模式的上市公司更值得看好,建议主要关注有明确资产注入承诺的央企发电公司。

由于受煤电联动政策实施时机不确定而资产注入带来的是单个公司的外延式扩张,整个行业给予中性评级。二季度在煤电联动之前,建议采取保守的策略,重点配置煤电联动影响不大的水电和电网公司。

## 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,钢材价格的大幅上升也压低产品毛利率。给予行业中性评级。

### 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08年春的雪灾也对国家电网造成极大破坏,因此看好电网设备行业。给予电网设备增持评级。

### 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。给予重型机械设备增持评级。

### 船舶和港口机械行业:

世界经济增长放缓导致船舶和港口机械行业的运行趋势得到逆



转，07年的高估值难以维持。另外船舶和港口机械都是签订的闭口订单，在钢材价格大幅上涨的情况下，企业盈利空间会大幅下滑。给予船舶和港口机械行业中性评级。

### 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，投资机会较多，08年行业表现会比较强势。给予军工行业增持评级。

## 食品饮料行业

前期在市场对抵御通货膨胀题材追捧中，高端消费品表现了良好的抗跌性，未来我们仍看好高端白酒龙头，但个股选择上我们较以前有所差别，仍看好茅台和老窖，而调低五粮液和汾酒的预期，我们认为在行业环境大好的高端白酒消费市场中，未来消费者的识别能力在增强，高端产品的不同品牌会出现分化，而五粮液和汾酒08年经营业绩的不确定性在增大。从前期我们对白酒类上市公司的调研来看，茅台和老窖在今明两年的业绩增长仍然十分强劲，主要的风险来自市场整体估值中枢的下降带来的股价下跌风险。

我们密切关注大众消费品在接下来的三个季度中的战略性配置机会。在经济增长、居民收入水平提高、食品安全不断提升的大背景下，大众消费品的龙头企业是最为受益主体之一，这些行业是真正的防御性弱周期行业，而且行业内龙头企业在很长一段时期内可获得高速增长，这些企业从过去10多年残酷的行业竞争中发展壮大，已经具备了非常先进的管理流程和市场经验。展望未来，这些行业的发展前景仍然十分乐观：内需增长、行业整合、龙头企业市场份额的提升及规模扩大后所带来的定价能力和净利率的提升。但在过去的一年，行业承载了太多的通货膨胀所带来的负面因素，虽然短期内这一负面因素仍然难以看到转机，但我们认为只有在行业的艰难时刻择机买入股票才有可能获得超额的投资收益。

## 四. 债券市场

**2008年一季度债市出现显著反弹：**至2008年3月25日，上证国债指数收在113.15，较年初上涨2.06%，其中主要涨幅出现在3月。



资金充裕和加息预期减弱成为上涨的主要推动力。

### 年内债市基本面喜忧参半。

第一，我们预期宏观经济将出现一定程度的回落。而最引人注目的CPI显著上涨可能在成本推动和供给瓶颈因素影响下持续超预期，但即使有所回落，也仍将保持在4%-5%的偏高水平，带给债券一定压力。

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。一季度人民币加速升值，外部资金快速流入，体现在外汇占款的大幅上升；由于大型IPO减少，股市低迷等因素，大批低风险偏好资金流入债市。同时一季度长债发行量偏少，中长端债券反弹明显。但是这些因素均可能在短期减弱甚至出现反转，因此难以作为债市反转的坚实依据。

基于以上几点理由，我们认为二季度债市整体仍可能走强，收益率可能略有下降，收益率曲线平行下移。但是下半年我们预期CPI增速仍将超出市场预期，即不会出现显著回落，因此大举做多债券承担的风险仍较大，需要注意。

**保持中等久期，等待风险释放后的机会。**我们预计二季度债市反弹，三季度债市回落，年底将逐渐迎来风险释放后的机会。建议在反弹过程中保持警惕，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。