



# 追求高成长 抵御高估值

## ——东吴基金四季度投资策略报告



(2007年10月8日)

### 主笔

刘元海

市场特点与次级债 戴 斌

A股市场业绩与估值  
资金供给与需求 杨庆定

### 行业研究

房地产 任 壮  
金融与家电 莫 凡  
煤炭与造纸 魏立波  
汽车与航运 黎 璞  
有色与元器件 王 位  
医药与机械 聂 昕  
化工 孙 野

### 监审

陈 宪

地址:

上海浦东源深路 279 号

邮编: 200135

客服热线: 021-50509666

网址: www.scfund.com.cn

## 高估值下的生存

在上证指数位于 5000 点之上, 估值水平偏高的背景下, 投资者对于市场能否继续上涨, 以及上涨空间还有多大, 都存在疑惑。从日本、韩国、以及台湾地区本币升值期间牛市转折信号看, 本币升值过程牛市转折通常会有两个明显信号: 1) 经济增长出现下滑, 上市公司盈利增长降低; 2) 市场流动性出现紧缩。

从当前中国经济增长趋势, 以及市场流动性状况看, 我们还看不到中国经济出现反转, 市场流动性过剩格局消失的迹象。另外, 上市公司净利润增长仍然存在超预期可能, 并且未来两年快速成长能够迅速降低市场估值水平。因此 A 股市场上涨趋势仍将继续。

但在目前高估值背景下, 四季度市场对任何信号都将会比较敏感, 因此四季度的市场波动会较大。在高估值可能产生大波动的市场环境下, 我们四季度投资思路是: 追求高成长、抵御高估值。高成长性的行业、或公司能够迅速把估值水平降低下来, 从而给投资带来安全和收益。因此本季报告从成长角度, 以较大篇幅分析行业投资机会。

我们从以下三个方面来选择高成长性的行业: 1) 下半年行业业绩加速增长, 行业景气复苏、或上升的行业; 2) 08、09 两年业绩超速增长或者高速增长的行业; 3) 具有资产注入可能的行业和个股。具体落实到投资策略上, 重点关注以下四条主线的投资机会:

- 第一条投资主线是人民币升值背景下业绩超速增长的房地产行业。
- 第二条投资主线挖掘估值具有相对优势, 并且(或者)行业景气上升的行业, 重点关注: 金融、医药、化工、机械、造纸、航运、元器件行业。
- 第三条投资主线是因消费升级, 产销两旺, 提升估值的汽车及配件、家电行业。
- 第四条投资主线是具有资产注入题材的行业和个股, 重点关注煤炭、有色行业资产注入, 以及其它央企和地方国企资产注入。



## 目 录

<b>第一篇 三季度市场特点</b> .....	<b>3</b>
一、市场表现总体概述 .....	3
二、行业表现情况 .....	3
三、个股涨跌特点 .....	3
<b>第二篇 市场运行环境</b> .....	<b>6</b>
一、国际经验 .....	6
（一）牛市转折信号 .....	6
（二）通胀下的优势行业 .....	7
二、政策取向 .....	9
（一）宏观经济仍然快速增长 .....	9
（二）流动性过剩格局难以改变 .....	9
三、市场面分析 .....	11
（一）A股市场业绩与估值 .....	12
（二）资金需求与供给 .....	14
（三）影响四季度的主要事件 .....	15
<b>第三篇 投资策略</b> .....	<b>17</b>
一、投资主线 .....	17
二、重点行业 .....	18



# 第一篇 三季度市场特点

## 一、市场表现总体概述

截至 9 月 20 日，今年以来上证指数上涨 104.45%。其中，上半年上涨 42.80%，期间上证指数两次出现较大幅度的回调，调整幅度基本都在 15% 左右（跌幅以日收盘指数计算）。三季度上证指数上涨 43.17%，呈现出类似 4、5 月份的单边上涨走势。但在接近 5400 点时，伴随一系列紧缩政策密集出台，指数震荡加大，一度出现了 4.51% 的单日下跌。

从市场成本看，截至 9 月 28 日，9 月份上证指数在 5000-5600 点之间波动，累计换手率达到 74.54%。5000 点之上的换手震荡将有利后市的上涨。

下面，我们对今年上半年以及三季度市场的具体特点进行归纳与分析。

## 二、行业表现情况

在 31 个东吴行业指数当中，2007 年上半年跑赢沪深 300 的行业数量有 19 个，占比达到 61.29%；但三季度，这 19 个行业只剩 4 个行业继续跑赢沪深 300，跑赢大盘的行业数量明显减少。其中民航业受行业景气上升，以及行业整合预期，三季度表现优异。有色在资源重估以及资产注入等影响下，也出现大幅上涨。造纸行业在关停小造纸厂背景下，行业毛利率有望扩大。而房地产、机械、化工等行业三季度的表现则弱于大盘。煤炭、钢铁、汽车及配件行业在三季度内跑赢了大盘。金融等行业则继续跑输大盘（见图表 1）。

三季度跑赢沪深 300 指数的行业数量明显减少，主要集中在资源重估行业：有色、煤炭；景气上升行业：民航、汽车及配件；估值洼地行业：钢铁、造纸。

图表 1 2007 年上半年、三季度东吴行业指数表现与沪深 300 指数比较

2007 上半年东吴行业指数表现	2007 三季度东吴行业指数表现	行业数量占比	东吴行业分类
跑赢大盘	跑赢大盘	12.90%	民航业、有色、造纸、供水供气
跑赢大盘	跑输大盘	48.39%	电力、房地产、机械、石油业、化工、建筑业、陆上运输、医药、家电、商业零售、传播文化业、计算机硬件、纺织服装、软件及服务、家用品
跑输大盘	跑赢大盘	9.68%	煤炭、钢铁、汽车及配件
跑输大盘	跑输大盘	29.03%	金融业、建材、元器件、农业、航运业、酒店旅游、通信设备制造、饮料、食品

注：我们以沪深 300 作为基准，判断东吴行业指数是否跑赢大盘。2007 年三季度行业指数表现数据统计截至 2007 年 9 月 20 日。数据来源：东吴基金。

## 三、个股涨跌特点

截至 9 月 20 日，三季度 A 股市场涨幅最大的前 50 只股票，平均上涨 169.14%（见图表 2）。这些股票主



要特征是：上半年股价涨幅落后于沪深 300 指数；6 月底平均股价为 12.87 元，系中低价股。分类看，主要集中在具有资产注入预期，或行业景气复苏、或资源重估的股票上。如具有集团资产注入预期的江南重工（348.60%），重组完成类股公用科技（293.49%），资产注入类股金马集团（241.00%），行业景气复苏航空股南方航空（234.85%），资产注入预期股东方热电（216.87%），整合预期强烈的航空股上海航空（215.87%）等。

三季度跌幅最大的股票特征是：上半年涨幅远高于沪深 300；6 月底平均股价为 29.70 元，系中高价股。这些股票主要集中在中小板新股、前期涨幅较大的地产股、以及产品受出口退税影响较大的个股。

从今年三个季度涨跌幅前后 50 只股票特点看，具有资产注入、或重组预期的股票都具有良好的表现。因此，资产注入仍然是今后长期的一个投资主题。

图表 2 2007 年三季度涨幅前后 50 只股票特点

特点指标	沪深 300	涨幅最大 50 只股票	涨幅最小 50 只股票
<b>一季度涨幅前后 50 只股票特点</b>			
股票特点	--	券商借壳概念股，资产注入、整体上市概念股，产品涨价题材股。	主要集中在饮料行业、高价医药股、银行，前期涨幅大的地产股以及中石化。
<b>二季度涨幅前后 50 只股票特点</b>			
股票特点	--	二线地产股；参股券商概念股；风电设备股；资产重组题材股；产品涨价题材股；高送转股；家电	一季度涨幅较小的低价股；或有重组传言概念股；一季度涨幅较小的中小板股；以及工行和中行
<b>三季度涨幅前后 50 只股票特点</b>			
上半年平均涨幅	103.7	89.59	210.55
三季度平均涨幅	45.98	169.14	-9.73
期初平均价（元）	21.4(A 股市场)	12.87	29.70
股票特点	--	资产重组股；资产注入、整体上市概念股；钢铁、有色、煤炭、航空；签订大单	集中于中小板新股；前期涨幅较大的地产股；产品受出口退税影响较大的个股；大小非解禁

数据来源：东吴基金，Wind。

图表 3 2007 年三季度涨跌幅前 10 只股票

股票名称	收盘价 2007-9-20	涨幅(2007-6-30 至 9-20)	股票名称	收盘价 2007-9-20	跌幅(2007-6-30 至 9-20)
江南重工	14.260	348.60	拓邦电子	60.00	-43.23
公用科技	6.760	293.49	实益达	47.19	-23.56
金马集团	10.000	241.00	*ST 沪科	10.56	-19.79
南方航空	8.580	234.85	双汇发展	57.90	-18.13

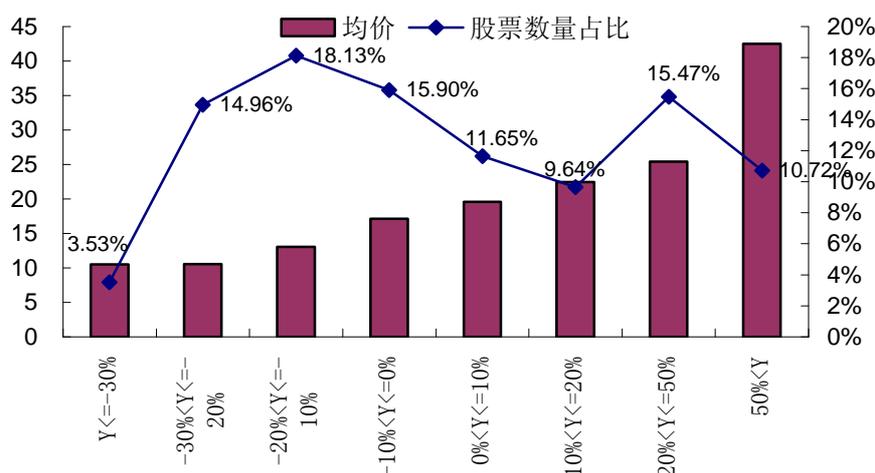


东方热电	4.860	216.87	三联商社	16.23	-16.70
上海航空	6.240	215.87	S 宁新百	31.50	-16.45
酒钢宏兴	8.860	204.51	ST 远东	7.60	-16.32
煤气化	9.660	200.21	有研硅股	35.11	-16.06
中金黄金	47.030	196.96	顺络电子	34.31	-15.27
大红鹰	6.120	193.14	巢东股份	17.63	-14.97

数据来源：东吴基金，Wind。

虽然指数创出历史新高,但统计显示,截至9月20日,5.30以来未创新高的股票数量占比仍然达到52.52%;创新高的股票数量占比为47.48%。也就是说,虽然当前指数创出历史新高,但是一半以上的股票股价尚未回到5.30前的价位。从股价来看,未创新高的股票基本都是低价股;创新高的股票基本都是高价股。也就是说,股价越高,股价创新高的可能性越大。在前期高价股大幅上涨背景下,四季度高价股是否能够继续上涨,低价股是否能够补涨?这将决定后市径直所能拓展的高度。

图表4 5.30以来股价涨幅数量占比分布图(截至20070920)



数据来源：Wind，东吴基金。

三季度,市场在7月份调整之后,8月份出现单边上涨格局。市场表现好的行业主要集中在资源重估类行业、景气上升行业、以及估值洼地行业。从投资主题看,资产注入、重组仍然是市场最为追捧的热点所在。

## 第二篇 市场运行环境

### 一、国际经验

#### (一) 牛市转折信号

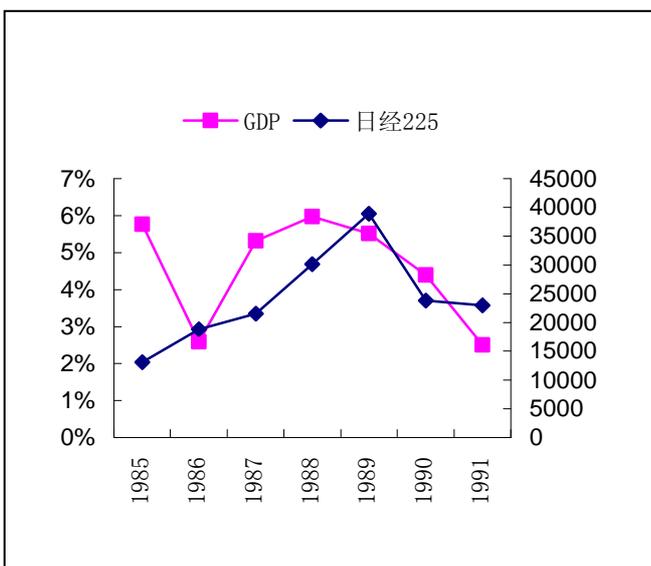
当上证指数涨到 5000 点之上，估值水平偏高的背景下，投资者对于市场能否继续上涨，以及上涨空间还有多大，都存在疑惑。这里，我们以史为鉴，选择日本、韩国、以及台湾地区作为研究样本，分析这几个国家和地区在本币升值期间市场发生反转，即牛市转折时，所呈现出的信号，从而为当前 A 股市场趋势判断提供参考。

在 1985-1990 年期间，日本、韩国、以及台湾地区的本币都出现不同幅度的升值，同时期内，这些国家和地区的股市也都出现不同幅度的上涨。但在 1990 年后，这些国家和地区股市都结束 5 年牛市而进入下跌趋势。那么，是哪些因素导致 1990 年以后这些国家和地区股市牛市出现转折呢？

1989 年以后，日本经济进入衰退周期。与此同时，日本信贷从 1989 年的 20% 多的增速一下子降到 7% 左右，市场流动性迅速收紧。韩国经济也从 1989 年开始出现下降，虽然 1990 年经济增长有所提高，但仍然低于 1988 年前的经济增长。另外，1989 年前，韩国贸易顺差持续扩大，但 1989 年之后，贸易顺差急剧下降，到 1990 年贸易大规模逆差，同样市场流动性也出现收紧趋势。台湾地区也有类似经历。1986、87 两年经济呈现加速增长，1988、89 经济虽然仍然保持较高速增长，但 1990 年经济增速明显下滑。从市场流动性上看，1987 年后台湾地区贸易顺差从 1987 年高位下降，并且 1989、90 年 M1 增速出现低于 M2 增速的现象，甚至 1990 年 M1 增速出现负增长，市场流动性业明显收紧。

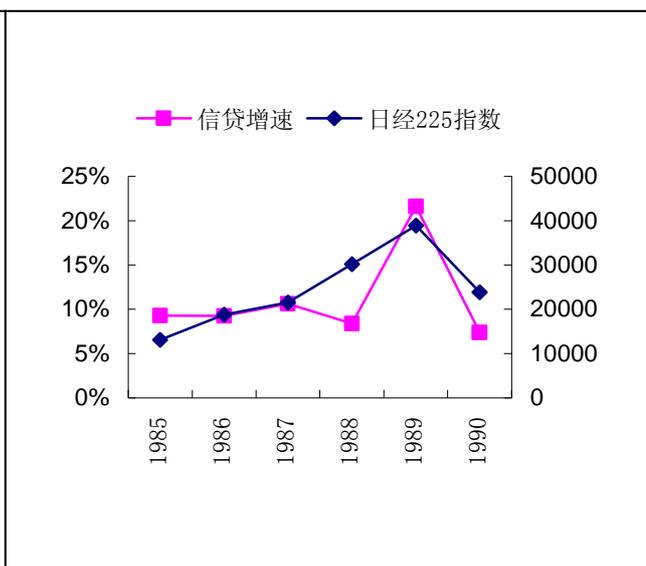
从日本、韩国、以及台湾地区本币升值期间牛市转折信号看，本币升值过程牛市转折通常会有两个明显信号：1) 经济增长出现下滑，上市公司盈利增长降低；2) 市场流动性出现紧缩，主要表现指标有贸易顺差大幅下降，或者信贷增速明显放缓，M1 增速明显低于 M2 增速。

图表 5 日经 225 指数与 GDP 关系



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

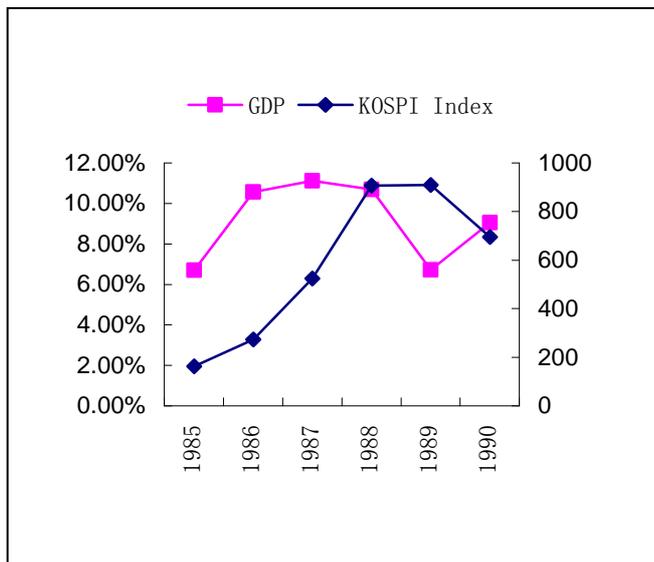
图表 6 日元升值期间日经 225 指数与信贷关系



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

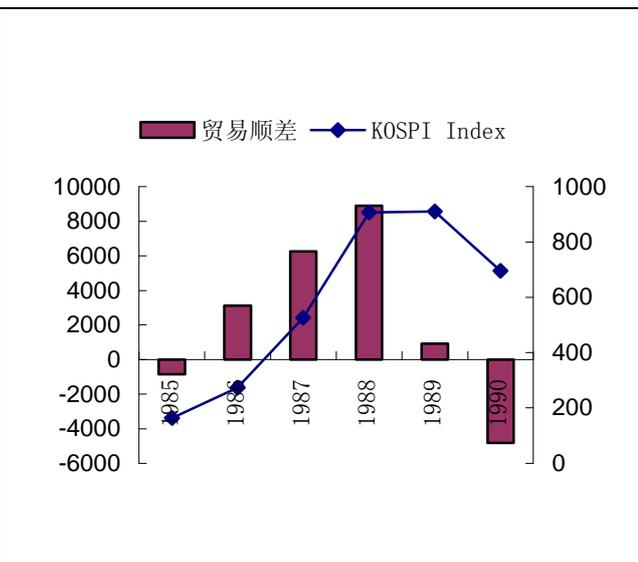


图表 7 韩国 KOSPI 指数与 GDP 关系



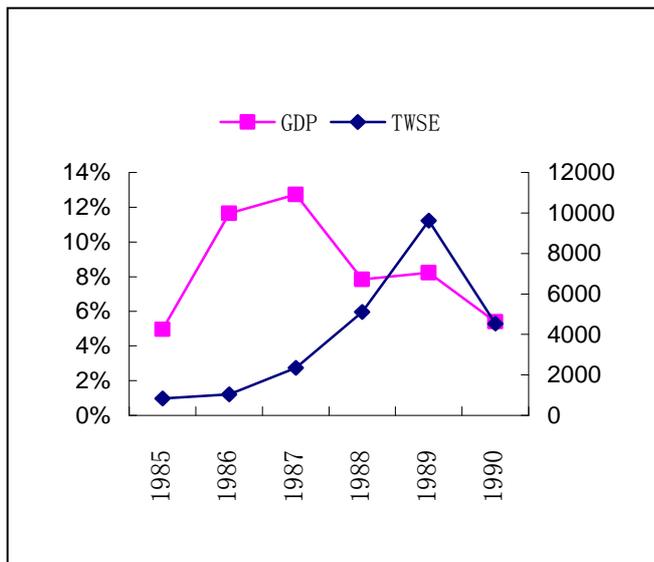
数据来源: Bloomberg, 东吴基金。

图表 8 韩元升值期间 KOSPI 指数与贸易顺差关系



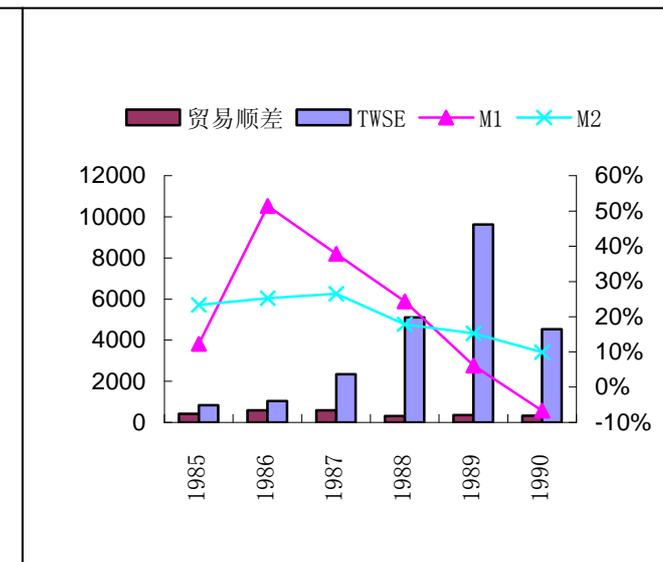
数据来源: Bloomberg, 东吴基金。

图表 9 台湾 TWSE 指数与 GDP 关系



数据来源: Bloomberg, 东吴基金。

图表 10 台币升值期间 TWSE 指数与流动性关系



数据来源: Bloomberg, 东吴基金。

## (二) 通胀下的优势行业

今年以来,在食品价格推动下,CPI 出现加速增长,物价上涨幅度远远超过市场预期。与此同时,央行连续 5 次加息。现在我们关心的是,在通胀预期和加息背景下哪些行业二级市场会有较好的表现?从而为我们投资策略的制定提供参考。

这里,以日本为例来探讨这个问题。在 1989 年之前,日本 CPI 保持平稳增长,但 1989 年以后,日本 CPI 呈现出加速上升趋势,与此同时日本政府也采取持续加息的措施。中国当前宏观经济环境与日本当年有类似之处,也是处于通胀预期和加息背景下。因此,我们选取 1989 年这一年作为研究样本,分析在通胀和加息背景下日本股市行业指数表现情况。

图表 11 日本本币升值期间通胀和加息

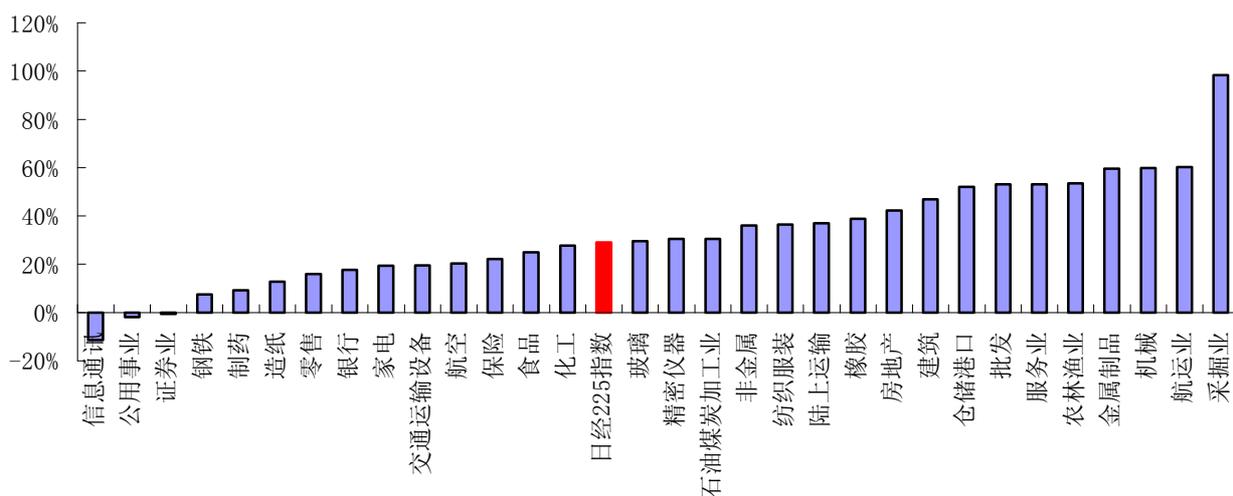


资料来源：Wind，中信证券研究部。

统计显示，1989 年日本通胀和加息背景下不同行业之间指数收益率表现出明显差异。跑赢日经 225 指数的行业主要集中在：资源类行业（采掘业、煤炭石油加工业）；交通运输类行业（航运、仓储港口、陆上运输）；部分制造业（机械、金属制品、非金属）；以及农林渔业、服务业、批发、房地产、建筑。跑输日经 225 指数的行业主要集中在：金融类（保险、银行、证券）；钢铁；公用事业；信息通讯等行业。对于表现较差的证券和银行，1989 年是日本证券行业的周期顶峰，所以对于周期型很强的证券行业来说，其股价表现也就相对较差。对于银行业，我们推断可能是加息、以及抵押贷款造成的坏帐对银行业产生一定负面影响。

从日本经验看，在通胀和加息背景下，资源类行业、与经济相关性比较高的交通运输行业、机械、以及房地产和一些服务业可能会有较好的表现。这为四季度投资策略制定提供参考。

图表 12 1989 年日本通胀和加息背景下行业指数表现情况



数据来源：Bloomberg，东吴基金。



## 二、政策取向

上文分析得到牛市转折的信号有：1) 经济增长出现拐点；2) 市场流动性出现明显紧缩。本节将通过政策取向的判断来探讨以上两个问题。

### (一) 宏观经济仍然快速增长

2007 年上半年 GDP 增速为 11.5%，城镇固定资产投资同比增速为 26.7%，社会消费品零售总额同比增速为 15.4%；贸易顺差 1127 亿美元，同比增长 84.61%。从 7、8 月份投资、零售和贸易顺差数据判断，三季度 GDP 增速有望接近上半年的增速。

对于四季度、甚至更长一段时间经济的判断，先看投资，从 8 月份行业投资数据看，除了第一产业、制造业中的机械行业、以及房地产行业投资增速仍然保持快速增长或者加速增长之外，8 月份采矿业、化工、黑色金属冶炼及压延加工业等原材料和投资品行业的投资增速从低位出现加速增长趋势。今年以来机械行业和房地产行业投资增速都呈现加速增长趋势，如果这一趋势能够延续，可以判断，机械和房地产行业投资增长将会带动中上游原材料和投资品行业景气进一步延续。如果这样的话，这些行业投资增速可能不再维持低位增长，并且这些行业利润增长有望出现惊喜。再从政策取向看，历史上只要城镇固定投资增速不超过 30% 以上，政府采取一刀切行政调控可能性很小。与此同时，当前这种投资增速和行业投资结构仍然是在管理层可接受范围之内。政府更有可能采取有保有压政策调控固定资产投资增速，调控对象可能主要集中于“两高一资”的行业。我们判断“十七大”后，政府可能通过淘汰落后产能、或提高生产成本（征收资源税、提高生产要素价格）方式来抑制“两高一资”行业投资增速，这种调控方式短期可能会对“两高一资”企业产生负面影响，但由于这些行业中的优势企业在节能减排方面已经基本达标，因此节能减排政策的实施对这些行业中的优势企业其实影响很小，并且中长期是利好。如果政府确实采取这种有保有压的调控措施，那么四季度城镇固定资产投资仍然能够维持在 26% 左右的增长，甚至 2008 年上半年投资也能够维持较高增长水平。这样的话，我们不用太担心由于固定资产投资的调控导致上市公司业绩增长的下滑。

消费加速增长符合政策导向，预计不会在政府调控范围之内，并且消费仍然能够维持快速增长的趋势。从 2007 年 7 月 1 日起实施的出口退税政策效果看，出口退税率的下调对“两高一资”行业如：钢材、钢坯、焦炭及部分有色产品的出口增速有一定负面影响，但对机电产品、高新技术产品出口增速没有太大影响。总体上看，此次出口税率的下调对工业企业利润增长影响不大。至于下一阶段是否还会再出台大面积的出口退税下调政策，结合前期政府官员在媒体上的表态，我们判断，出口退税率仍然存在下调的可能，但再大规模下调的可能性减小，政府可能有选择的下调部分行业商品的出口退税率，或提高相应关税来抑制出口增长。预计四季度国内贸易顺差增速虽然会有所下降，但绝对额仍然能够维持高位水平，对经济影响不大，并且由贸易顺差带来的国内流动性过剩格局将继续存在。

从投资、消费、贸易顺差规模判断，预计 4 季度 GDP 增速能够达到 11% 以上的增长，中国经济仍然能够维持快速增长，并且这种趋势有望持续到 2008 年上半年。这将是驱动 A 股市场持续上涨的动力之一。

### (二) 流动性过剩格局难以改变

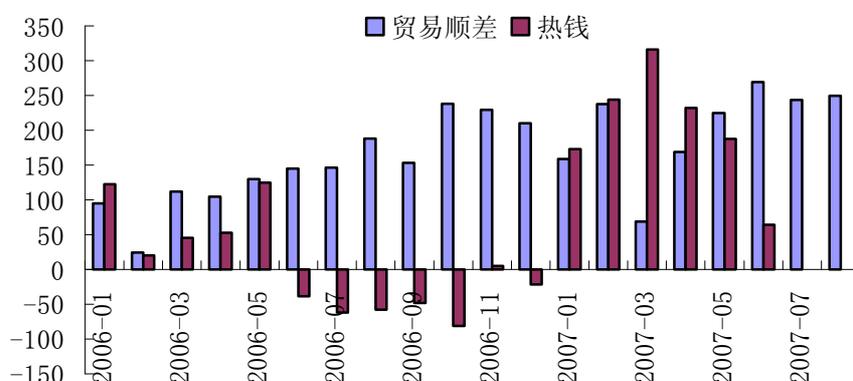
8 月 1 日中国证监会正式颁布实施《公司债发行试点办法》；8 月 20 日外管局宣布放开境内个人直接投资香港股市；8 月 21 日央行宣布自 22 日起上调存贷款利率，目的调控货币信贷投放，稳定通货膨胀预期；8 月 28 日财政部通过中国农业银行向央行发行 6000 亿特别国债；9 月 6 日央行公告自 25 日起上调存款准备金率 0.5 个百分点；9 月 14 日央行向商业银行发行定向央票 1510 亿元；9 月 15 日央行宣布自 16 日起上调存贷款

利率 27 个基点；9 月下旬财政部分三次向市场公开发发行 1000 亿特别国债；9 月以来，建行、中海油服、神华等 H 股，中石油等红筹股陆续回归 A 股市场。

从三季度出台的系列政策看，管理层对于市场流动性紧缩的力度明显加强，那么这种政策取向会不会改变当前市场流动性过剩格局呢？我们可以从市场流动性来源与流动性控制两个角度来分析这个问题。

市场流动性主要来自于外汇储备的增长、银行信贷投放以及居民储蓄存款分流三个部分。外汇储备的增加主要来源于贸易顺差和热钱，预计贸易顺差维持高位趋势短期难以改变。另外，今年前 8 个月热钱进入规模明显超过去年同期。考虑美联储存在继续降息的可能，而从目前货币政策取向来看央行可能继续加息，中美利差有望进一步缩小，预计下一阶段热钱流入的速度可能会提高。从贸易顺差和热钱预计规模看，我们还看不到外汇储备趋于减少的迹象，外汇储备仍然能够给市场带来新增流动性。

图表 13 贸易顺差和热钱维持双高趋势（亿美元）

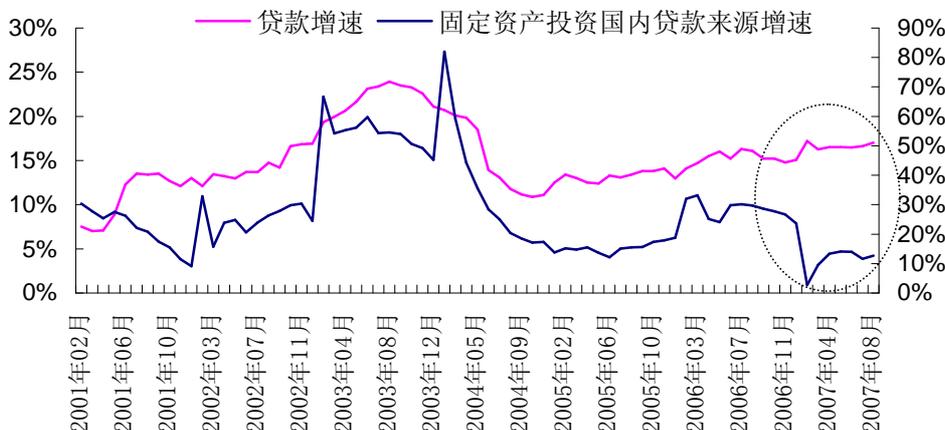


注：当月国际热钱=当月国家外汇储备增量-实际利用外资金额-贸易顺差。

数据来源：Wind，东吴基金。

今年以来，贷款增速出现持续上升趋势，8 月份贷款同比增速达到 17.02%，达到近期高点。但与历史比较，固定资产投资国内贷款来源增速与贷款增速的喇叭缺口明显扩大，说明今年以来银行贷款越来越大的比例不是用于固定资产投资实体经济，可能被用于房地产和资本市场。贷款增速提高也将给市场提供流动性。

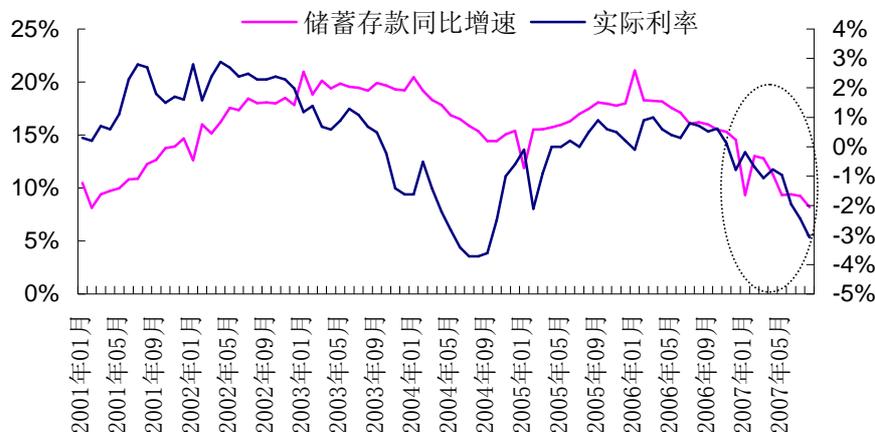
图表 14 贷款增速与固定资产投资贷款增速逐渐扩大



数据来源：Wind，东吴基金。

从历史看，储蓄存款同比增速与实际利率表现出较强的正相关，特别是今年以来，这种相关性更为明显。如果负利率现象继续存在，那么居民储蓄存款分流的趋势还将进行。今年以来 CPI 呈现加速上涨趋势，上涨的主要原因是食品价格推动的。我们判断，随着猪肉供给的增加，以及气候因素导致鲜菜价格上涨现象的消失，4 季度 CPI 有望回落。但由于目前中国生产要素价格存在低估，生产要素价格存在提高的可能，从而会推动非食品价格持续上涨。如果这样的话，可能形成全面通胀格局，中长期 CPI 将维持较高水平。当然，不排除管理层为了控制通胀幅度，会减缓生产要素价格上涨的幅度。总体上看，预计明年 CPI 有可能达到 4% 左右，现在一年期存款利率为 3.87%，扣除 5% 的利息税为 3.67%，目前仍然是负利率状况。另外，在通胀预期背景下，居民储蓄存款分流的趋势估计短期很难逆转。

图表 15 储蓄存款增速与实际利率呈现正相关



注：实际利率=名义利率\*(1-利息税) - CPI。

数据来源：Wind，东吴基金。

从控制流动性的手段看，管理层将继续通过公开市场操作、发行定向票据、提高存款准备金率、发行特别国债、以及增加新股发行和发行公司债等措施来吸收流动性；通过 QDII 和境内个人直接投资香港股市等措施来疏导国内流动性。9 月份，央行通过公开市场操作、发行定向票据、提高存款准备金率恰好对冲了 9 月份到期的央行票据。也就是说目前央行只是部分对冲了存量流动性，而对于新增流动性如：外汇储备增加的流动性，贷款创造的流动性并未对冲掉。另外，虽然央行通过持续加息来缩小负利率，但是这种加息是滞后于通胀，也即负利率状况可能继续存在，并且一旦居民形成通胀预期，居民储蓄存款分流在短期内要逆转过来估计可能性不大。此外，从历史看，中国股市扩容速度与市场表现呈现出明显的正相关性。即当市场表现良好时，市场扩容速度会比较快；当市场低迷时，扩容速度会降下来，甚至停止扩容。当前发行新股、增发审批权仍然集中在证监会手上，管理层会视市场情况调整扩容速度。总体来看，市场流动性过剩格局将继续存在，政府所采取的控制流动性政策只能在一定程度上缓解流动性，但不能改变过剩流动性的格局。

从经济增长趋势，以及流动性情况看，我们还看不到其转折的迹象，因此，市场上涨趋势仍然继续。

### 三、市场面分析

从政策面分析，我们判断市场仍将维持上涨趋势。下面，从市场面角度把握四季度投资策略。影响四季度市场走势的几个关键因素是：1) 下半年上市公司业绩是否仍然存在惊喜可能？2) 市场资金供给需求匹配情况如何？3) 美国次级债危机，以及股指期货推出预期等重要事件对市场有如何影响？对于这些问题的探讨，



能够让我们把握四季度市场走势和投资方向。

## （一）A 股市场业绩与估值

### 1、上市公司利润增长质量与估值

以 2006 年 6 月底上市的 1358 家上市公司为样本，统计显示，2007 年上半年 A 股上市公司净利润同比增长 81.59%，净利润增长超出市场预期。那么，当前上市公司净利润增长质量如何，是否具有可持续性？从净利润增长来源构成看，2007 年上半年虽然投资收益增长对该时期净利润增长贡献为 24.76%，但是 A 股上市公司的利润增长主要是来自于上市公司主营业务利润的增长，其对净利润贡献率为 57.23%，其中毛利率提高贡献率为 28%，生产能力及运营效率的提升贡献率为 29.23%。三项费用降低贡献率为 16.66%，所得税率降低贡献率为 1.35%。从以上数据可以看到，当前 A 股净利润增长主要是来自于上市公司主营业务的增长，以及生产能力及运营效率的提升。我们认为，这种增长将是可持续的。

那么，这种增长是否能够带来业绩惊喜？以朝阳永续提供的上市公司一致盈利预测数据统计发现，自 2006 年以来，行业研究员对 A 股上市公司 2007、2008 两年盈利预测处在不断上调趋势。截至今年 9 月 20 日，沪深 300 指数成份股 2007、2008 年一致盈利同比增长分别为：56.39%、32.91%，超出前期市场的预期。我们认为，股权分置问题的解决将给 A 股市场业绩惊喜提供制度保障。另外，资产注入与整体上市，股权激励机制的推行，以及两税合并，都有可能给 A 股上市公司带来业绩惊喜。

图表 16 A 股上市公司业绩增长、盈利变化以及利润增长构成

同比增长		盈利能力		
	2007 年中报		2006 年中报	2007 年中报
主营业务收入	25.65%	主营业务利润率	16.07%	18.86%
主营业务利润	47.47%	三项费用率	10.53%	9.78%
营业费用	-0.77%	投资收益占比	11.37%	22.73%
管理费用	38.69%	所得税率	32.85%	32.44%
财务费用	10.39%	净利润增长贡献构成		
营业利润	96.44%	主营利润		57.23%
投资收益	262.90%	三项费用		16.66%
净利润	81.59%	投资收益		24.76%

注：营业利润对净利润增长贡献包括了三项费用降低对利润增长贡献。

数据来源：东吴基金，Wind。

估值上看，截至 2007 年 9 月 20 日，采用 2007 年上市公司盈利预测数据计算，A 股动态 PE 为 40.36 倍，沪深 300 指数 PE 为 38.71 倍。显然，即使以 2007 年业绩计算，当前 A 股市场估值水平也要明显高于成熟市场和新兴市场的估值水平，当前 A 股市场估值水平已不具有太大吸引力。但是考虑 2008、2009 年上市公司成长性，2008、2009 年 A 股上市业绩的增长能够使 A 股市场估值水平迅速下降，这也从微观层面支持 A 股市场将维持上涨趋势。



图表 17 A 股市场估值水平

板块名称	2007 市盈率 (预测)	2008 市盈率 (预测)	2009 市盈率 (预测)
全部 A 股	40.36	30.96	24.15
沪深 300	38.71	29.85	23.52

注：市盈率采用整体法计算（剔除亏损股），股价采样 2007 年 9 月 20 日的收盘价。

数据来源：Wind。

在当前高估值背景下，市场对任何信号都将比较敏感，因此四季度的市场波动将会比较大。这需要通过精选行业、个股来规避市场可能的震荡。

## 2、行业成长与估值

### 1) 下半年行业利润增长情况

根据研究员盈利预测，下半年 A 股市场净利润增长率为 39.55%，要明显低于上半年净利润增长率，那是否说明大部分行业下半年净利润增长率都低于上半年净利润增长率呢？我们根据研究员对上市公司 2007 年的盈利预测，估算下半年行业净利润增长率。结果显示，令人惊喜的是下半年净利润增长率高于上半年净利润增长率的行业数量还不少，有一半的东吴行业下半年净利润增长率高于上半年净利润增长率，呈现出加速增长趋势，也就是说这些行业下半年业绩存在惊喜的可能。只要业绩存在惊喜，那么股价就存在超预期表现的可能。下半年业绩存在明显上升的行业有：通信设备、造纸、农业、元器件、煤炭、房地产、化工、有色等行业，这些行业四季度投资机会值得我们重点关注。下半年业绩明显下降的行业有：钢铁、电力等行业，这些行业业绩增长下滑风险需要我们规避。

图表 18 2007 年下半年行业利润增长情况

东吴行业	07 年上半年	07 年下半年	增速差值	东吴行业	07 年上半年	07 年下半年	增速差值
通信设备	-33.11%	85.55%	118.66%	商业	57.70%	57.57%	-0.13%
造纸	12.67%	108.87%	96.20%	汽车及配件	102.46%	91.71%	-10.75%
农业	9.99%	85.06%	75.07%	计算机硬件	92.88%	67.11%	-25.77%
元器件	4.57%	65.82%	61.25%	家电	81.38%	47.02%	-34.36%
煤炭	8.49%	61.87%	53.39%	建材	97.17%	61.87%	-35.30%
家用品	35.29%	76.46%	41.17%	金融业	89.13%	53.83%	-35.30%
房地产	53.81%	92.88%	39.07%	纺织服装	88.86%	42.53%	-46.33%
传播文化	19.49%	52.16%	32.67%	A 股	67.79%	39.55%	-28.24%
化工	51.82%	71.30%	19.47%	航运业	29.64%	31.66%	2.02%
有色	24.33%	43.06%	18.73%	陆上运输	39.71%	31.33%	-8.38%
建筑	53.43%	70.02%	16.59%	食品	62.21%	28.04%	-34.17%
医药	69.16%	83.83%	14.67%	钢铁	81.48%	15.83%	-65.65%
酒店旅游	35.26%	49.70%	14.44%	电力	48.82%	9.84%	-38.98%
机械	53.22%	62.45%	9.24%	石油	77.46%	5.33%	-72.13%
软件及服务	44.92%	52.63%	7.70%	民航业	596.87%	-7.55%	-604.42%
饮料业	40.92%	45.57%	4.65%	供水供气	34.60%	-8.06%	-42.67%

注：增速差值=07 年下半年行业净利润增长率-07 年上半年行业净利润增长率。为了具有可比性，对于 A 股上、下半年净利润同



比增长率只是采用有盈利预测的上市公司作为样本计算的。

数据来源：Wind，东吴基金。

## 2) 行业轮动分析

从历史检验效果看，东吴基金行业轮动识别模型能够判断下一阶段市场最具有投资价值的行业。因此，本季度策略报告仍然采用东吴基金行业轮动识别模型，来把握行业轮动，据此前瞻 2007 年第四季度的市场行业投资机会。该模型具体做法是：采用数学中几何矢量图的方法，以行业估值和行业利润增长率分别作为横坐标和纵坐标，并以 A 股整体估值水平和 A 股整体利润增长率作为基准，将《东吴基金管理公司行业分类》中所有行业分成四类，结果如下：

- **A 类行业**：行业利润增长率高于市场整体利润增长率，并且估值水平低于 A 股市场 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：**金融、造纸**。
- **B 类行业**：行业利润增长率高于市场整体利润增长率，但估值水平高于 A 股市场 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：**家用品、房地产、化工、家电**、建筑、机械、计算机硬件、建材、汽车及配件、通信、软件及服务、商业、元器件、医药、农业、食品、航运业、传播与文化产业、民航业、饮料。
- **C 类行业**：行业利润增长率低于市场整体利润增长率，但估值水平低于 A 股市场 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：**钢铁**、石油。
- **D 类行业**：行业利润增长率低于市场整体利润增长率、甚至负增长，并且估值水平高于 A 股市场 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：煤炭、陆上运输、纺织服装、电力、酒店旅游、有色、供水供气。

根据东吴基金行业轮动识别模型划分结果，行业投资价值从高到低依次排序为：**A 类行业**最值得关注，其次是 **B 类行业**，然后是 **C 类行业**，**D 类行业**投资风险最大。另外，我们以市场 PEG 作为基准，对行业作了进一步的分类：一类是行业 PEG 低于市场 PEG，在上文用红色标记；另一类是行业 PEG 高于市场 PEG，这类行业估值水平有所偏高。对于 PEG 低于市场 PEG 的行业，四季度值得我们重点关注。

## (二) 资金需求与供给

### 1、资金需求

2007 年第四季度大小非解禁规模约为 3200 亿元，10、11、12 月份大小非解禁规模分别为 1980、520、670 亿元。其中，10 月份 1980 亿中中石化和民生银行减持规模占到 70%，接近 1400 亿。首发、定向增发、以及大股东增持解禁规模约为 1500 亿。根据上市公司披露信息，目前上市公司拟以公募方式进行增发的有 17 家，合计拟融资额为 1000 亿元左右。从海外上市公司拟发行 A 股公开信息统计来看，海归发行 A 股规模初步有 1400 亿元。另外，假定国内还有 500 亿新股 IPO。

图表 19 海归发行 A 股规模

名称	发行股数 (亿股)	发行规模 (亿元)
中移动	1.264	800
中石油	40	446
广州富力地产	4.5	100
紫金矿业	1.5	70
合计	—	1416

数据来源：东吴基金，市场公开信息。

另外，5月30日财政部公布印花税率从0.1%上调到0.3%，加上手续费及其它费用，双边交易成本基本达到1%，按照每天2000亿的交易量，第四季度按60个交易日计算，下半年交易成本将要耗尽1200亿资金。

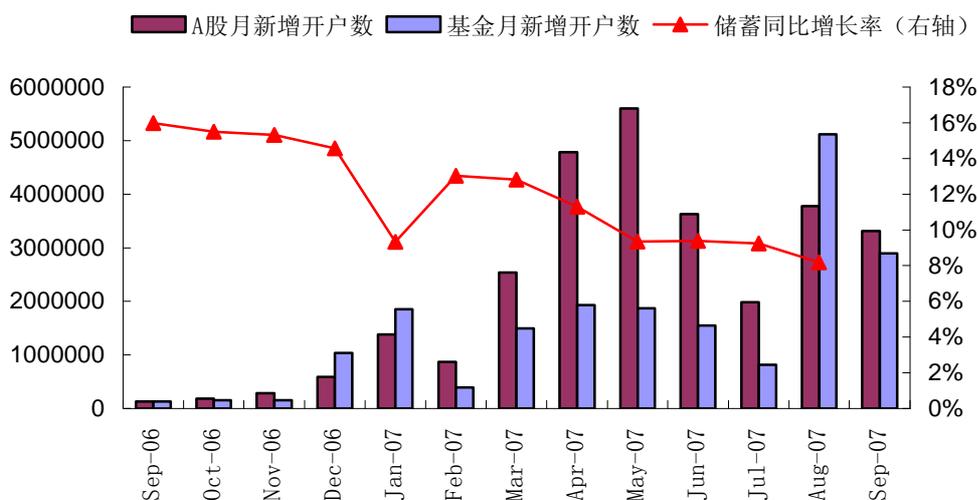
汇总以上市场资金需求，四季度A股市场资金需求将达到8800亿元。

## 2、资金供给

从资金供给情况看，居民储蓄分流入市是一个重要来源，包括直接购买股票入市和购买基金间接入市。今年以来，股票新增开户数明显增多，并且股票新增开户数与市场行情表现出明显的正相关性，只要市场存在赚钱效应，那么股票新增开户数就会保持高位水平。5.30之后，基金开户数发生新的变化。8月份以后，基金开户数创出历史新高。随着市场意识到基金专家理财的优越性，以及肯定A股市场将持续走牛，预计基金开户数将会持续增加。与股票和基金开户数相反，居民储蓄存款同比增长持续下降，居民储蓄存款入市明显。

我们认为，如果市场赚钱效应没有明显变化，并且实际利率为负格局短缺内难以改变，那么居民储蓄分流入市速度和规模将会保持高位。

图表 20 市场新开户及储蓄变化



注：2007年9月份A股和基金月新增开户数的数据截至到9月20日。

数据来源：Wind，东吴基金。

另外，从市场潜在资金供给来看，外汇储备增加也将给市场提供新的资金供给，具体内容在上文已有分析，这里不再叙述。

如果剔除中石化和民生银行减持规模，那么四季度A股市场资金需求只有7400亿元。考虑市场供给规模，我们认为，四季度市场过剩流动性仍然有望加速驱动市场上涨。

### (三) 影响四季度的主要事件

#### 1、美国次级债对中国股市的影响



我们认为，源于美国，进而波及到世界各主要经济体的次级债风波，对国内股市的影响是多方面的，短期来看，影响还相对有限。

实体经济来看，次级债风波有可能导致美国居民消费降低，进而影响到中国对美国的出口贸易。由于贸易顺差是国内流动性的根源，因此贸易顺差的减少有可能导致增量流动性减小。但目前来看，美国各主要经济数据，就业率、消费指数等都还保持平稳，目前就下结论认为美国经济已经开始出现全面衰退还为时尚早。另一方面，就单纯出口来看，中国出口产品种类已经发生变化，以机械类为主，提高了在国际上的竞争力。同时，出口的市场也发生了改变，不再以美国市场为主。目前对美出口贸易占整个贸易额的 20% 左右，而欧盟已经上升到了 23% 左右。非美国出口贸易的迅速扩大，使中国出口抗风险能力得到加强。中国对美出口短期内受影响程度还不小。

就虚拟经济看，由于国内参与次级债交易的机构和个人还非常有限，因此受其直接影响较小。同时，由于美国经济可能受次级债影响走弱，预计美联储可能连续降息，美元走弱的趋势形成，国际资本有可能加速流向中国，增加了人民币汇率加速升值的压力。

单就美联储于 9 月 18 日的降息举措来看，其缩小了中美息差，降低了国际游资的成本，刺激热钱涌入国内。同时，中国央行正在经历一个加息周期，美联储的降息，将对人民币的后续加息手段形成压力。

长期来看，如果次级债风波进一步蔓延至全球，包括欧洲、日本等实体经济都受到影响，全球经济出现衰退，这将给中国经济带来一定程度的冲击。根据研究成果，如果这种情况出现，可能会影响中国 GDP 增速在 2% 左右。

我们的结论是，短期来看，次级债对美国实体经济的冲击，进而对中国出口的影响还比较有限。长期来看，如果次级债危机造成美国经济衰退，那将会对中国经济造成一定影响。而美联储为改善市场流动性所作的一系列举措，尤以降息为代表，则会给国内资本市场带来增量流动性。

## 2、股指期货推出对市场的影响

股指期货推出预期，将是影响四季度市场走势的重要因素之一。从国外证券市场著名股指期货推出前、后标的指数表现情况看，在股指期货推出前一段时间内，标的指数通常会出现不同幅度的上涨。但在股指期货推出后，短期内标的指数下跌调整的概略较高。从行业层面上看，前期涨幅巨大的行业，在股指期货推出后，通常会出现较大幅度下跌调整。而在调整到位之后，如果行业基本面继续向好的话，这些行业仍然可以获得超越市场的超额收益率。这为我们股指期货推出后行业投资策略设计具有指导意义。

沪深 300 股指期货推出对现货市场的影响主要有两方面：一是，对 A 股市场资金的分流，我们认为，在市场流动性尚未出现紧缩的状况下，沪深 300 股指期货对 A 股市场资金分流的影响相对有限。二是，沪深 300 股指期货的推出，是否将导致市场在股指期货推出之前拉高指数，在股指期货推出之后在现货市场做空，从而引起市场出现大幅下跌呢？我们认为，关键要看当时的市场估值水平。

如果在沪深 300 股指期货推出之前，A 股市场继续处于上涨趋势，并且整个市场 07 年动态 PE 也超出合理区域，那么，沪深 300 股指期货推出之后，下跌调整的可能性将很大。

如果在沪深 300 股指期货推出之前，A 股市场就已出现调整，并且整个市场 07 年动态 PE 也处在合理区域内，那么，沪深 300 股指期货推出之后，并且在市场平稳运行一段时间后，有望进入新一轮上涨趋势。



## 第三篇 投资策略

### 一、投资主线

虽然下半年整体 A 股市场净利润增长率有所下降，且当前市场整体估值水平偏高，但市场仍然存在净利润加速增长、或维持高速增长的行业，同时预计流动性有望继续加速驱动股市上涨。我们判断，在高估值背景下，四季度市场对任何信号将会比较敏感，因此四季度的市场波动会较大。在高估值可能产生大波动的市场环境下，我们四季度投资思路是：追求高成长、抵御高估值。高成长性的行业、或公司能够迅速把估值水平降低下来，从而给投资带来安全和收益。我们主要从以下三个方面来选择高成长性的行业：1) 下半年行业业绩加速增长，行业景气复苏、或上升的行业；2) 08、09 两年业绩超速增长（净利润增长超过 50%）或者高速增长（净利润增长超过 30%）的行业；3) 具有资产注入可能的行业和个股。具体落实到投资策略上，重点关注以下四条主线的投资机会：

- 第一条投资主线是人民币升值背景下业绩超速增长的房地产行业。9 月份地产股在前期大幅上涨以及在政策调控预期下，出现调整。虽然市场预期“十七大”前后还将会相应地产调控政策出台，但是在土地供给紧张，以及房价仍然处在上涨周期背景下，地产股未来三年仍然能够保持 50%左右的超速增长。我们判断，四季度在地产调控政策出尽之后，地产股将会有良好的表现。因此，四季度可以择机超配地产股。
- 第二条投资主线挖掘估值具有相对优势，并且（或者）行业景气上升的行业，重点关注：金融、医药、化工、机械、造纸、航运、元器件行业。虽然四季度存在信贷紧缩压力，但银行业存在估值相对优势，并且净利润仍然能够保持高速增长。在牛市行情中，证券行业景气仍然处在上升周期，其业绩最容易产生惊喜。医药行业经过第三季度的调整，目前估值水平已显示吸引力。化工行业估值具有相对优势，并且景气有望继续上升，关注细分行业走势，把握创新型机会，寻找相关龙头公司。机械行业未来两年有望保持高速增长。造纸行业产品具有提价空间。看好航运业的干散货市场。下半年元器件景气处于复苏上升阶段，行业净利润有望出现加速上升趋势。
- 第三条投资主线是消费升级主题。在居民收入快速增长背景下，我们认为越高端、或消费升级的商品或行业，其成长性会更快。所以我们选择越高端越增长的行业作为另一投资主线，并结合估值水平，关注的行业有：汽车及配件、家电。
- 第四条投资主线是具有资产注入题材的行业和个股。关于资产注入题材的行业和个股可以从以下三条线索去把握：**1、央企资产整合**，根据国资委发布的《关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见的通知》，军工、电网电力、石油石化、煤炭、航空运输、航运、装备制造、汽车、电子信息、钢铁、有色金属、化工等行业的央企整合力度会比较大。从行业和公司层面看，四季度我们重点看好煤炭和有色行业的重组步伐和力度。**2、地方资产整合**，重点关注上海、北京以及重庆等地方国企资产整合投资机会。这里以上海为例，预计今后一段时间上海市国有资产可能存在较大规模整合力度，涉及行业主要有：①能源类行业，涉及企业有申能集团、大众集团、上海能源等。②医药行业：上实集团、华润集团、上海医药集团等。③交通运输：久事集团（巴士股份、强生控股）、交通集团、上海机场。④商业：百联、大光明、益民百货、新世界。⑤地产：地产集团下的中华企业和金丰投资，张江高科。⑥机械：上海电气、仪电集团等。**3、民企资产整合**，出于融资或资产变现的需求，民营企业也存在很强的资产整体上市的需求，但标的公司较难把握。



## 二、重点行业

### 1、房地产——调控不改长期向好趋势

**行业景气度下半年出现快速上涨态势，未来2—3年房价上涨压力依然较大。**今年上半年，国内房地产市场出现“先抑后扬”走势。进入7月份后，由于市场需求的快速增长，国内各主要城市房地产市场大都呈现出“量价齐升”的态势。国房景气指数显示：8月份房地产开发综合景气指数为104.48，创出06年年初以来的最高值。统计数据显示，今年2、3、4、5、6月份全国70个大中城市房屋销售价格分别同比上涨5.9%、5.7%、5.3%、5.4%、6.4%、7.1%，在5月份后房价出现迭创新高的走势。从供给角度看，收紧“银根”与“地根”，控制城市拆迁规模、“9070”政策导致项目规划变更，一定程度上减缓了市场的供给增速。从需求角度看，随着居民收入水平提高、股市财富溢出效应以及消费升级等因素拉动，此次房价上涨是以首次购房与改善性购房等刚性需求为主，而人民币升值预期又带动了大量的投资需求，房地产市场需求将会持续增长。我们认为，在有效供给短期无法充分释放的情况下，未来2—3年市场供需缺口依然较大，国内主要城市房价仍然面临上涨压力。

**房价上涨过快加大政策调控预期，预计调控政策将进一步深化与细化。**近年政府针对房地产市场的调控政策不断且越来越严厉，但近期深圳、北京、上海、杭州为代表的城市房价在调控声中“越调越涨”。我们认为，政府调控政策的落实与执行是需要时间的，今后将会是进一步深化落实及细化措施的过程。四季度房地产政策调控力度将会加大，不排除新的调控政策出台，包括提高贷款首付比例、加息、收紧住房信贷等。另外，政府今后的调控方向上将可能改变以往“抑制需求”而转向“抑制需求与扩大供给相结合”。

**看好房地产行业长期走势，维持“推荐”行业评级。**基于以上分析，预计下半年房价上涨压力较大，调控政策出台预期加大，会在一定程度上影响市场的心理预期。但是，我们认为，目前国内房地产市场仍处于发展初期，未来至少要经历5年以上的快速成长期，在本币长期升值、经济快速增长、住房市场自住性、改善性及投资性需求强劲增长等因素作用下，我们坚定看好房地产行业未来的长期趋势，维持“推荐”的行业投资评级。

**四季度操作策略。**一是在住宅地产公司操作策略上，建议关注具有较强项目运作实力、具有品牌竞争优势、土地储备丰富、全国性的住宅开发龙头公司或区域市场龙头公司，这些公司未来在行业竞争中更具优势，抵御行业调控风险能力更强，业绩稳定增长预期更大。建议四季度选择性标配、择机超配这些“白马股”，如万科、保利地产、华发股份。二是在工业地产公司操作策略上，关注估值合理且未来有资产注入预期的工业地产上市公司，操作上建议择机逢低介入，如海泰发展。三是可关注有确定资产注入预期且未来上升空间较大的上市公司，如上实发展。

重点关注：万科、保利地产、华发股份、海泰发展、上实发展。

### 2、银行业——息差收入是决胜关键

我们认为，净息差和净息资产的扩张推动了银行业近期利润，并将长期维持；另外资产质量的改善也降低了银行业整体的拨备压力。

07年上半年银行由于净利差扩大，信贷成本下降带来盈利持续超预期高增长。截至07年6月末，主要上市银行贷款规模平均同比增长17.8%，净利息收入平均同比增长42.9%，拨备前利润平均同比增长55.6%，净利润平均同比增长74.6%，银行业整体处于快速发展时期。从05年以后的数据来看，各银行净利差整体亦处于上升趋势，07年上半年平均净利差达到2.64%，同比提高了27bp，比年初提高了23bp。资产质量进一步改善，07年中平均不良贷款率为2.77%，比年初下降0.44个百分点；拨备覆盖率持续提高，07年中期平均覆



盖率达到 116%，比年初提高了 12 个百分点。

较大的净利差，信贷成本的降低，税改 07 年余下时期内银行的业绩将持续超预期。理由主要有：1. 经过今年 5 次的加息以及银行资产长期化、负债短期化的趋势都会将银行利差维持在一个较高的水平。2. 随着银行拨备率的上升，新增不良贷款率下降，明年银行的信贷成本将继续下降。

调控仍将持续，息差有望稳定。年内仍有可能实行 1-2 次加息，但对信贷增速及息差扩大的负面影响弱于预期。调控仍将是持续笼罩的心理阴云，对银行的财务影响短期仍将有限，存款活期化、贷款中长期化趋势下加息影响甚至更利于保持息差稳定，甚至小幅扩大。

重点关注：建设银行、工商银行、招商银行、浦发银行、兴业银行。

### 3、保险——加息周期下的首选行业

在新会计准则下，中国人寿 2007 年 1-8 月份累计原保险保费收入为 1433 亿元，平安人寿、平安财险、平安健康险及平安养老 2007 年 1-8 月份累计原保险保费收入分别为 532.189 亿元、144.2272 亿元、0.005 亿元及 0.31 亿元。整体增长平稳，

我们认为，整体而言加息提高了保险公司的收益率，从而提升其内在价值。

固定利率保单：在适度通胀和升息背景下，短期存款利率上升更快，导致固定预定利率产品的吸引力下降，寿险产品面临费率调整压力。我们认为由于各公司在投资收益率普遍比较保守，而不断扩大的投资范围将导致投资收益率预期上升，所以假设利差有望维持现有水平。由于传统产品价格还没有调整，产品销售将面临很大的困难。利率敏感保单：成为保险增长的主力，07 年各个公司的投资连接产品增长迅速，而平安 9 月上旬已经推出其投资连接产品。由于保证利率相对锁定，在利率上升背景下，分红和万能产品的价值贡献率在提升。由于分红产品在各个保险公司的产品结构中占据大多数的比例，所以保险公司的价值在升息中有积极影响，我们相信这是保险股屡屡在升息过程中强势表现的原因。需要注意如果今后基准利率持续上升将使国内保单的保证利率水平偏低的问题也变得更突出，一旦利率敏感产品的保证利率有调整压力，则保险公司的未来业务价值在升息中受到的影响将为中性。

另外，预定利率的上调对保险股的冲击并没有想象的那么大。国寿与平安投资资产中，债券与存款占比 70% 左右，那么这类资产回报率提高 27 基点，也就是说，27 基点的加息，对于两者的长期回报率提高在 20 基点左右，因此即使假设预定利率从 2.5% 提高到 3.5%，那么保险公司的利差还是在扩大的，范围是 5-13 基点。

重点关注：中国平安。

### 4、证券——淘金潮中的卖水商

券商股将是牛市中受益最大的行业，整体而言，券商是牛市直接获益的机构，因此券商股成为牛市首选并不为过。近期看，伴随经纪，投行业务的全面开花和新业务的开拓都将提升龙头券商的业绩和估值。

1-8 月份股票基金交易额 33.04 万亿元、对应日均 2040 亿元，不算权证交易额，这一水平就已经超出我们对全年交易额的预期。我们预期全年日均交易额达 1900-2100 亿元，对应 8-12 月交易额 1400-2000 亿元，较我们此前的预期高出 10% 左右。

1-8 月公开发行筹资额 2082 亿元，定向增发 987 亿元，分别较 2006 年全年高 9% 和 5%，IPO 和筹资总额均已经超过了我们的预计。我们预期未来 4 个月内，新股发行仍将呈现密集态势，建行、中石油、神华



等的回归更将使全年公开发行业额达到 4000 亿元左右，创业板、公司债等新设市场也将为证券公司的投行业务贡献新的收入来源。

证券公司 IPO 加速，到 2008 年，行业中主要的券商都可能成为上市公司。届时，若 2008 年净资本排名前 10 名的券商全部上市的话，则上市券商的市值将超过 2 万亿元，较目前的市值增长 2.6 倍，是目前 A 股总市值的 7.4%。券商板块在上市公司中地位将迅速崛起。

重点关注：中信证券。

## 5、汽车及配件——产能利用率继续提高

1-8 月全国销售汽车 568.53 万辆，同比增长 24.95%，其中乘用车 402.16 万辆，同比增长 24.99%，商用车销售 166.37 万辆，同比增长 27.08%。上半年汽车行业利润总额同比增长 65.89%，6 月当月利润总额为 64 亿元，创下历史新高。在良好的产销情况下，预计四季度汽车市场的良好表现将持续。

分行业来看，我们最看好轿车行业。在股市财富效应溢出刺激轿车国内需求以及中国轿车性价比提升拉动出口需求背景下，2008 年出口需求可能加速，轿车销量增长可能超出我们预期。2008 年轿车产能增长大致在 17% 左右，在需求增长 20% 以上的前提下，我们预计产能利用率将有所提高，从而使行业盈利加倍向上。我们对四季度和 2008 年轿车行业盈利增长持乐观态度，预计行业利润总额同比增长 25% 以上。重点关注上海汽车、长安汽车和一汽轿车。

重卡市场（包括半挂车、非完整车辆）同比仍保持高速增长。8 月半挂车销售 1.3 万台、货车底盘销售 3.3 万台，同比增速分别为 91% 和 49%。我们预计 9 月以后，重卡市场仍将保持快速增长。尽管由于燃油品质等问题的影响，明年初即将实施的欧 III 标准仍存在一些不确定性，但我们认为东部发达地区将有望严格执行，因此今年底明年初会导致部分区域的重卡提前消费，促使重卡市场迎来又一个销售高峰。重点关注潍柴动力。

受益于汽车行业的景气，汽车配件行业需求旺盛，我们认为有核心竞争力的优秀企业福耀玻璃将充分分享行业盛宴。

## 6、家电——消费升级提升溢价

由产量数据来看，白色家电产销两旺，空调销量增长更是超出预期，而彩电市场数据不容乐观，业绩波动性明显。我们认为白色家电强者恒强的局面将在一段时间内持续下去。

我们认为理应给予安全 (?) 子行业（白色大家电和小家电）、优质企业相对高溢价，主要原因是：白色家电行业趋好，白色家电行业内企业业绩明显优于黑色家电企业；股权激励后，企业业绩增长很可能显著超出之前的预期。

消费总量的增加是我们所密切关注，首先，城镇化和农村市场都推动了家电产品的扩容，其次，外部市场也对有国际竞争力的企业形成新的支撑，最后，国内消费升级也正在推进企业产品结构化的升级。

总体而言，企业的竞争力在市场结构性转变的过程中完成升级和转变。

重点关注：青岛海尔，格力电器，美的电器。

## 7、医药——乱云飞渡仍从容



三季度医药行业明显跑输大盘，尤其是 8—9 月先于大盘明显调整，原因有几个：医药行业内蓝筹少、整体上市品种少、近期重组的品种少、以及部分一线股有坏消息出现。从成长性上看，机构对主业利润增长的预期是 2007 年 40%，2008 年 34%，2009 年 25%；考虑到大量的投资收益，这一预期应该偏保守。

从估值上看，目前 68 个医药公司 07 年市盈率 53 倍，08 年 40 倍，PEG 1.23 倍，低于 08 年 35 倍的公司有 20 多家，这个估值水平比二季度末明显下降，医药板块已经处在合理的绝对估值区间，而且相对大盘也是安全的。

今年以来，医药业政策面超预期的很多：国际部分维生素品种价格高涨，国内 SFDA 高官出事，部分大型民营企业被强行停产，医改与新农合定调全民医保。预计四季度医药行业政策面会继续改善，例如医改方案细化定调、新农合资金到位、节能减排政策落实，关停小企业，对大型企业是利好。行业负面因素仍然是产能过剩、价格受管制、医改付费模式没有确定，导致居民消费动力没有根本解放。

综合以上因素，我们认为四季度防御世道下，应该超配医药股，行业方面，继续给与化学制剂药、生物药、中药行业优势评级，医药商业、原料药更多体现交易性机会。

重点关注：白云山、华东医药、科华生物。

## 8、煤炭——期待外生增长

2007 年 1-7 月份，煤炭行业产销均衡、运量快速增长。全国煤炭产量为 130511 万吨，增加 9704 万吨，同比增长 8.03%，全国共销售煤炭 128423 万吨，同比增长 11.64%。下游行业产量快速增长、煤炭价格稳健上升。主要耗煤行业电力、冶金、建材、化工行业产量保持快速增长，主要行业的产量增长率保持在 15% 左右。受下游行业的需求拉动和煤炭行业成本的推动，2007 年上半年价格呈现出稳健上涨的格局，1-7 月份，原中央财政煤炭企业重点煤矿商品煤综合售价为 314.79，上涨 13.96 元/吨，涨幅为 4.64%；原中央财政煤炭企业供发电用煤平均售价为 228.07 元/吨，同比上涨 15.26 元/吨，涨幅为 7.2%。今年上半年，国内煤价风向标秦皇岛大同优质混煤的价格平均为每吨 490 元，同比上涨 8.9%。山西优质混煤的价格平均为每吨 451 元，同比上涨 7.9%。6 月 28 日，国际煤价的风向标澳大利亚动力煤 BJ 指数为 68.75 美元 / 吨（离岸价），创下 3 年以来的新高。

从季度环比的情况来看，第二季度，部分上市公司受征收可持续发展基金的影响，毛利率环比出现了下降，同时受影响的包括净利润，呈现出增收不增利的局面。预计随着煤炭价格的稳步上升，上市公司增加的成本最终会被价格所覆盖，公司经营利润率得以提高。由于需求拉动和成本推动，煤炭价格呈现出淡季不淡的局面，带动煤炭上市公司在 2007 年的表现强于大势，但随着三季度的大幅上涨，很多煤炭股 08 年市盈率都接近 40 倍，估值优势已经明显丧失。市场把希望普遍寄托在通过资产注入来降低煤炭股的估值，我们认为可能过于乐观，维持行业评级不变。

重点关注：中国神华、国阳新能、兰花科创、大同煤业。

## 9、有色——金属牛市继续延续

我们依然坚持认为，无论从金属的商品属性来看，还是从其越来越突显的金融属性来判断，金属牛市仍将延续。首先，全球宏观经济的稳健扩张，特别是以金砖四国为代表的新兴市场国家的成长趋势短时间内还没有出现逆转的趋势，消费需求的基本面良好；其次，供给瓶颈的存在限制了产量的大幅度增加。新发现的大型矿体严重不足、旧矿的关闭、矿山设备老化导致的采矿效率降低、矿山品位下降、人力和原材料短缺、矿用设备交付期延长以及冶炼厂罢工、突发的自然灾害和环保越来越严格的限制，使供应始终难于满足需求。



另外,LME 各有色品种库存的持续低位,也表明供需紧张的状况仍未缓解,这将大大延长金属的价格运行周期。第三,长期低利率造成的全球资本流动性泛滥、美国双赤字和降息预期导致的美元长期趋弱、高油价引发的通胀预期和生产成本的不断提高等也都有利于金属价格的运行。尽管金属价格不断创出新高,且已高位运行长达两年多,但中短期内需求强劲的扩张趋势和生产方面的瓶颈还是难以消除,而且,资源大多数是不可再生的,具有极强的稀缺性,随着全球经济的高速增长,资源消耗量的越来越大,资源的稀缺性表现得更加充分。加之有色金属几乎都是重要的战略物质,在目前世界局势动荡不安、国防军力尤其被重视的情形下,有色金属品种,尤其是其中的小品种和稀有品种,其相关上市公司行业地位显赫,无论是资源的占有还是产品的定价能力,都具有相当的垄断性,相应的股票理应享受到更高的估值水平。

投资策略上,我们看好锡、黄金和铅等小金属,认为这些金属 07 年的平均价格将远高于 06 年水平,个股主要关注锡业股份、中金黄金和豫光金铅;看好具有整体上市或资产注入概念的有色公司,我们预期持续和频繁的并购和优质资产注入等题材将使相关有色金属上市公司实现业绩持续和快速增长,个股主要关注中色股份、云南铜业、包钢稀土和 S 天一科;看好深加工类企业的投资机会,主要是指具备技术门槛或者市场门槛的,有核心竞争力和符合国家产业发展政策的企业和产业链比较完善的一体化企业,个股主要关注南山铝业、新疆众和和宝钛股份。

## 10、化工——景气持续提升龙头价值

2007 年上半年,化工行业出现加速增长的趋势。化学原料及化学制品制造业销售各月份累计销售收入增速达到 30%以上。截至 5 月份,累计销售收入就达到了 9733 亿元,占 2006 年全年的 48%。行业利润也有大幅提升,进入 2007 年,利润总额进一步加速增长。前两个月累计利润总额增速达到了 78%,前 5 个月累计利润总额增长了 63%。截至 5 月末,累计利润总额达到 617 亿元,占 2006 年全年的 55%。化工子行业发展不平衡的特点也显现出来。化学原料与化学制品、基础化学原料及合成材料三个子行业利润增幅均超过了 60%;其中基础化学原料达到了 194.12%。

与如此迅猛的数据不对称的是,市场从去年以来一直给予化工行业估值的折价,其原因主要是市场早先普遍预期由于受困原材料价格大幅上涨,下游需求不旺两头夹击,化工行业景气度会大幅下滑,事实上数据说明市场的预期是不正确的,部分化工子行业持续保持高景气。所以在三季度末,市场针对化工板块的低估值做了相当程度的纠正,甚至是炒作。这也给我们四季度化工行业的投资带来了一定的难度。我们也要针对这样的一个特点来选择相关的投资策略,可以这样说,如果三季度化工行业的投资主题是“景气度持续纠正估值”,四季度的投资主题就是“关注细分行业走势,把握创新型机会,寻找相关龙头公司”。

从细分子行业来看:基础化工行业中,受下游需求强烈,纯碱的景气度仍将持续,而受相关企业停产限产影响,国际甲醇价格大幅上涨,拉动国内甲醇企业盈利大幅提升,而发改委《天然气利用政策》的公布,对煤基的醇醚项目长期有利;特殊化工行业中,值得关注的是具备成本优势的电石法 BDO,以及玻纤行业的长期景气;化肥和农药行业中,关注钾肥行业受外盘拉动的涨势,预计盐湖钾肥仍然将会上调钾肥价格;化纤行业由于受到粘胶短纤和氨纶价格飙升的拉动正处在行业景气的中部。

创新型的机会主要体现在以下两个方面,产品创新和工艺创新。产品创新就是通过技术研发出新的具备垄断优势或者规模优势的产品,如烟台万华的 MDI;而工艺创新就是利用新的工艺技术生产原有传统产品,实现资源等成本的节约,如 SHELL 的煤气化技术。

重点关注:盐湖钾肥、云天化、华鲁恒升、山东海龙、ST 中鼎

## 11、机械——景气度平滑周期性



上半年机械行业总体高于预期，景气度最高的是船舶、工程机械、铁路机械、重型机械；景气度低于预期的有机床、电力设备。船舶受到国外运力不足，订单超预期拉动；重型机械受到下游冶金、矿山、电力景气拉动。工程机械方面，协会统计 1 至 7 月行业收入增长 34.3%。销量增长 29.5%。其中装载机增长 26.9%，推土机 22.8%，叉车 35.8%，工程起重机 56.5%，平地机 51.6%，压路机 20.9%，摊铺机 21.3%；出口大多同比增长超过一倍。目前我国工程机械产品只占全球市场 4%，未来二年增长可望超过 50%。受到出口与国内投资升级的拉动，我们判断未来 2 年行业收入年均增速 20%—30%。

四季度继续看好上述细分子行业，看好其中成长性好、竞争格局稳定且进入壁垒高的细分行业龙头，尤其是盈利模式能够复制的，以及受益于铁路、火电、风电等行业景气度提升，关键部件的国产化。部分优势公司可以享受 08 年 30—35 倍的估值区间。

重点关注：振华港机、天马股份、昆明机床。

## 12、造纸——利润增长存在不确定性

2007 年以来，造纸行业出现了一个明显的变化，就是原材料和产品价格同时上涨。造纸行业原材料价格 07 年继续上升。以 NBSK（北美漂白软木牛皮浆）挂牌价作为标准，浆价目前的价格已经达到了 830 美元/吨，达到了近 11 年来的最高点，超出了整个市场的预期。原木进口量价齐升，预计走势将会持续。欧美废纸季节性下降结束，受整个中国因素的拉动以及木浆价格的高企，整个中国的废纸进口呈现出量升价涨的格局。

受成本的推动，和中国造纸行业消费量高速增长的拉动，国内纸价也出现了一定程度的上涨，可以抵消掉部分成本上涨的压力。双胶纸方面：1-7 月份，国内双胶纸的价格并没有出现大幅的上涨。铜版纸方面：金东纸业的太空梭 1-7 月份价格上涨了 100 元/吨；太阳纸业的华夏太阳上升了 200 元/吨，达到了 6800 元/吨；晨鸣纸业的雪鹰铜版纸价格基本保持不变，维持在 6850 元/吨。白卡纸方面：宁波中华的金鸥价格在 1-7 月份出现了 100 元/吨的上涨，晨鸣纸业的白卡纸上涨了 250 元/吨，博汇纸业的白卡纸上涨了 200 元/吨，太阳纸业的白卡纸价格保持不变。新闻纸价格上涨的幅度最大，从 1 月份的 4350 元/吨上涨到 7 月份的 4750 元/吨，上涨了 400 元左右。四季度的情况，我们判断各种纸种的价格在成本的推动下，将会呈现出小幅的上涨，高端纸的价格上涨较慢，中低端纸的价格上涨幅度相比之下将会较大。

市场目前对关闭小造纸线、小草浆线的情况比较关注，我们的判断：关闭小造纸生产线、小草浆线对大纸厂（包括上市公司）同样存在冲击，原因在于草浆造纸产生的污染对于大小纸厂从经济意义上都是无法治理的，所以，覆巢之下，没有完卵；同时产生的问题是由于草浆线的关闭，将会加大对废纸和木浆需求，未来原材料的价格将会进一步推升，至于上市公司能否受益，取决于公司具体的纸品结构和产品转化能力，从行业角度来看，受益最大的是中档文化纸行业和箱板纸行业。目前造纸行业 08 年市盈率 28 倍左右，低于市场平均市盈率，但与沪深 300 相比并无明显优势。我们维持行业评级不变。

重点关注具有一体化优势的公司如岳阳纸业、华泰股份、美利纸业。

## 13、航运业——看好干散货市场

航运业作为强周期的行业，受需求和供给的影响非常大。根据各子行业的供需情况预计，我们看好干散货运输，其次是集装箱市场，对油运市场继续保持悲观。

2007 年所有干散货船型运价创下了过去五十年以来的新高，目前的 BDI 指数已超过 9000 点，约为上一次历史最高点（2004 年 6208 点）的 145%。高企的运价除受旺盛的中国需求影响外，主要原因是运力增速放缓以及运距加长。中期来看，供给是刚性的，需求决定运价。Clarkson 估计 2007 年全球铁矿石进口增长的 85.5% 来自于中国需求的增长。鉴于对中国城镇化趋势不改和制钢成本优势显著的两点判断，“中国需求”将继续发



挥作用。我们对 07 和 08 年的干散货运价继续乐观。

2007 年上半年，国际集装箱班轮运输业虽然备受世界经济与贸易增速放缓，中国宏观经济调控和经营成本持续攀升等因素的困扰，市场总体仍保持了健康、持续和稳定的发展势头。由于集装箱很多都是合同运价，从 07 年行业内的运价合同谈定情况来看，欧线的运价已经出现一定上涨，而美线的内陆运费上涨也将传导给客户，从而带动运价上调。从未来需求来看，我们预计集装箱货运量将继续保持较高增速，但将比目前略微放缓，其中亚欧航线需求仍将旺盛，而跨太平洋（远东-美国）航线的需求增速将出现一定下滑；从供给来看，07-08 年的供给增速将比需求增速略高 2.5-3 个百分点，但是由于一些结构性因素将降低有效供给，以及船东的集中度和联合程度有所提高，我们对这两年运价谨慎乐观，09 年将出现供给增速低于需求增速，从而带动运价的显著上升。

重点关注：中国远洋、中远航运。

## 14、元器件——行业逐步复苏

2007 年上半年全球半导体产业增速下降明显，市场普遍预期上半年将比 06 年下半年下降 3%，与去年同期相比仅增长 2% 左右（来源：SIA），其原因主要在于 06 年及 07 年初半导体超额库存维持在高位以及主要产品如 NAND、DRAM 等价格出现急速下滑，影响了产品销售收入实现。下半年是传统的消费旺季，而全球半导体超额库存也见顶回落，继 20072Q 全球半导体库存达到 66 亿美元的新高后，Isuppli 最新预测显示，20073Q 超额库存将下降 10%，到 60 亿美元，预计下半年库存将持续呈下降趋势。因此，各机构均一致认为市场增长势头已面临逆转，下半年有望持续稳定增长。

上半年我国电子元器件行业虽然也受到全球半导体市场增长乏力的影响，但受益于大中华地区的需求、国内保持高速增长及全球半导体产业转移等有利因素的支撑，全行业仍然保持了较快的增长速度，增速始终高于全球水平。1-7 月我国电子元器件行业共实现主营收入 6828.72 亿元，实现工业增加值 1719.57 亿元，分别比去年同期增长 22.56% 和 12.20%。其中电子元件制造业实现主营业务收入 4163.42 亿元，电子器件制造业实现主营业务收入 2665.30 亿元，分别比去年同期增长 26.10% 和 17.40%。投资方面，1-6 月，电子元件行业累计完成投资 263.7 亿元，同比增长 13.6%，较 1-2 月明显好转；电子器件行业累计完成投资 400 亿元，同比增长 55.7%，增幅比去年提高 23.8 个百分点，依旧保持高速增长。新开工项目中，至 6 月底，电子元件行业共有新开项目 472 个，较去年同期增加了 36 个；电子器件行业新开工项目 193 个，较去年增加了 17 个。电子元器件行业仍是新开工项目最为集中的领域，其增长势头可得到有效的保障。

总之，虽然全球半导体市场上半年表现不尽如人意，但先行数据显示，下半年市场将好于上半年，而受益于内地强大的供需缺口及大规模产业转移，近年来我国电子元器件产业增速一直快于全球市场，即便下半年全球市场增速低于预期，内地市场受波及程度也将有限。此外，与上半年相比下半年一般为传统的销售旺季，因此下半年电子元器件市场有望走出低谷，迎来行业复苏。投资策略上，重点关注 PCB 行业和液晶显示器件行业。

重点关注：生益科技、华微电子、莱宝高科、超声电子、法拉电子。

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



## ➤ 东吴基金管理有限公司旗下基金：

### 东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金  
基金经理： 庞良永  
基金代码： 580001  
基金托管人： 中国工商银行

东吴嘉禾基金自 2005 年 2 月 2 日成立以来，业绩表现优异。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，2006 年东吴嘉禾基金净值增长率为 128.15%，在同类 39 只偏股混合型基金中排名第 7。截至 2007 年 9 月 28 日，基金单位净值为 1.0828 元，2007 年以来嘉禾净值增长率为 105.89%。嘉禾基金自成立以来，累计分红 7 次，每 10 份单位累计分红为 17.20 元，为投资者带来丰厚回报。

### 东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 王炯  
基金代码： 580002（前端）；581002（后端）  
基金托管人： 中国农业银行

东吴双动力基金自2006年12月15日成立以来，截至2007年9月28日，东吴双动力基金单位净值为2.3905元，2007年以来净值增长率为145.71%；过去6个月净值增长率为116.06%，在所有股票型基金排名中排名第1位。