



回归核心资产配置

——2007 年度投资策略报告

摘 要:

定稿: 2006 年 1 月 5 日

策划执笔:

庞良永 莫 凡
刘元海

行业研究:

庞良永 聂 昕
王 炯 魏立波
黎 瑛 王 位

债券研究:

莫 凡

相关研究:

《2006 年各季度投资策略
报告》

《2005 年第四季度投资策略
报告》

■ 我们认为 2007 年的主要经济指标运行依然看好: 贸易顺差明显扩大; 消费增长稳步加快; 固定资产投资增长略有回落但依然强劲; 消费增长稳步加快; 贸易顺差维持高位; 信贷投放保持稳步; 物价涨幅总温和; 人民币升值小幅度加速。预计 2007 年 GDP 依然有 9.5% 的高速增长。

■ 07 年 A 股市场将延续 06 年下半年结构性牛市格局。07 年初市场维持惯性上冲态势, 但在股指期货推出前后, 市场存在调整可能, 在调整结束后, 市场将进入新一轮上涨。上证综指主要运行区间在 2400-4000 点之间。

■ 我们重点关注具有中国优势的股票, 看好政策导向型受惠行业, 继续看好银行和房地产的龙头地位, 阶段性看好黄金、航空、电解铝和部分装备制造业投资机会。

联系地址:

上海浦东源深路 279 号
邮编: 200135
电话: 021-50509888



目 录

第一部分：宏观经济运行分析	3
我们对宏观经济的总体看法：	3
投资增长略有回落但依然强劲	3
消费提速	4
外贸顺差维持高位	4
信贷管理以结构管理为核心	5
货币政策取向—依然以流动性管理为中心	6
通胀压力初显	7
人民币升值加速	8
第二部分：市场运行状况和趋势分析	9
我们对市场运行的基本判断	9
06 年 A 股市场运行回顾	9
07 年 A 股市场影响因素和趋势分析	10
第三部分：股票市场投资策略	17
中国优势股	17
政策导向型受惠行业	17
继续看好房地产和银行的龙头地位	17
阶段性机会	17
第四部分 债券投资策略	18
第五部分 行业投资策略	21
评级为优势的行业	22
评级为一般的行业	26

第一部分：宏观经济运行分析

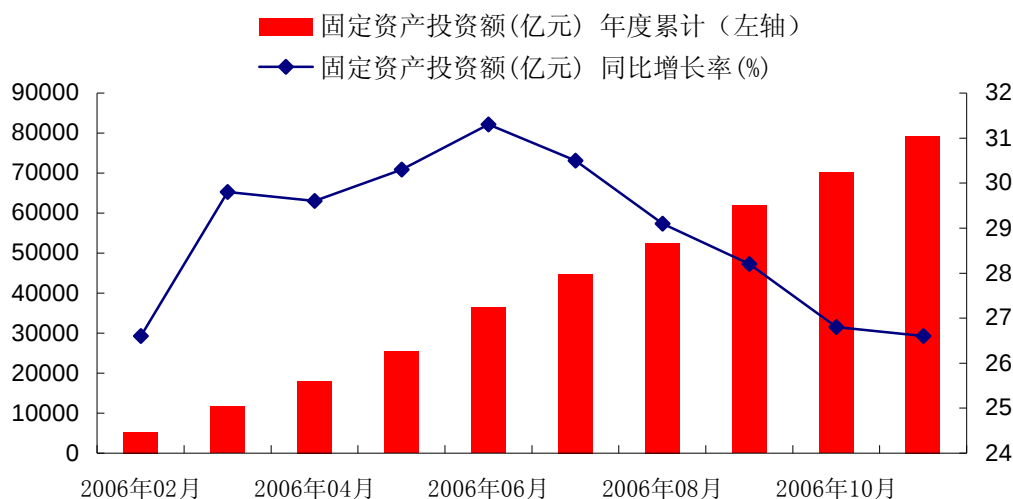
我们对宏观经济的总体看法：

06 年第一和二季度 GDP 增速逐渐攀高，并达到 11.3% 的高增长，随着一系列宏观调控政策的实施及效果的逐渐显现，三季度开始增长势头有所趋缓，经济增速回落至 10.4% 的水平。全年增速预计达到 10.5% 的增长水平，有望创 1996 年以来的年度 GDP 增速新高。我们认为 2007 年的主要经济指标运行依然看好：固定资产投资增长略有回落但依然强劲；消费增长稳步加快；贸易顺差维持高位；信贷投放保持稳步；物价涨幅总体温和；人民币升值小幅度加速。预计 2007 年 GDP 依然有 9.5% 的高速增长。

投资增长略有回落但依然强劲

自 2002 年以来，中国的固定资产投资增速呈现出持续上升的态势，在放弃了积极的财政政策以后，固定资产投资不再高度依赖政府的财政资金投入，但投资增速仍然有增无减。我们认为，随着投资资金中信贷比重的不断下降，事实上企业投资的市场化程度在不断提高，企业的投资效率也明显提高。局部行业之前的产能过剩状况得到了一定的改善，投资持续高增长的基础比较稳固。自 2004 年以来，对于固定资产投资的宏观调控一直如影随行，但在流动性过剩的背景下，我们认为 2007-2008 年中国的投资增长仍然将保持高增长态势。

图表 1：投资增长回落但依然强劲

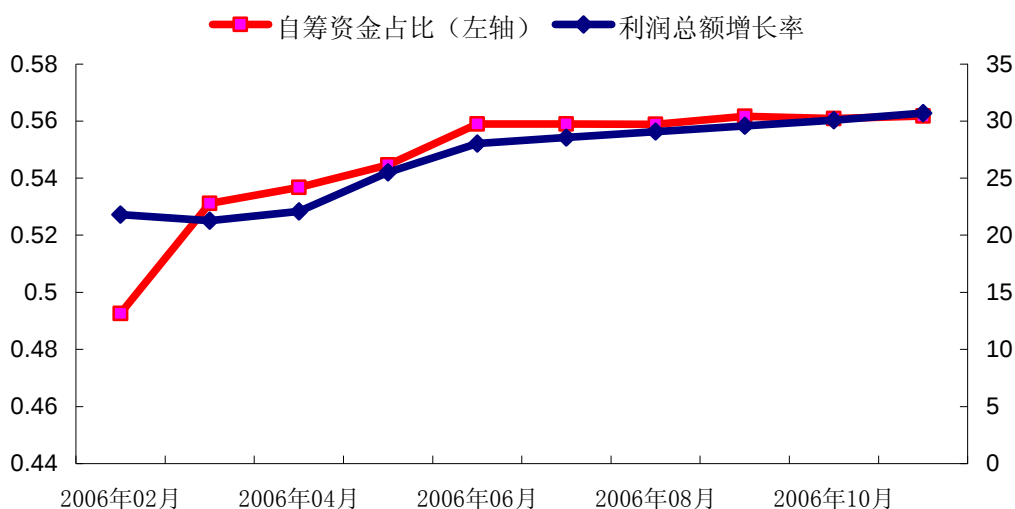


数据来源：wind，东吴基金。

本轮投资持续高增长的背后是投资效率的提高和对信贷资金依赖程度的降低，这表明当前的投资高增长的基础很稳固。从投资资金来源的角度来看我们也可以认为，自筹资金比重的上升将更有利于企业投资项目的市场化决策，并降低了银行体系坏帐发生的风险。在 1996-2002 年期间，投资项目中自筹资金部分的比重基本维持在 42%~47% 左右，但自 2003 年以后呈直线逐步上升的态势，并已经超过 50%，目前占比超过了 55%。



图表 2：自筹资金占比和企业利润高度相关



数据来源：wind，东吴基金。

其次，工业企业利润继续保持较快增长势头。据国家统计局公布的数据，1-11 月份，全国规模以上工业企业累计实现利润 16532 亿元，同比增长 30.7% 企业总体效益继续保持良好状态。工业利润数据表明，针对投资与信贷的紧缩调控措施尚未影响企业利润的增长，较快的利润增长为企业加快自我积累及扩张生产规模奠定了物质基础，预示了获得利润增长支持的工业企业固定资产投资扩张动力将依然强劲。

我们预计，07 年城镇固定资产投资保持 25% 左右的增长。

消费提速

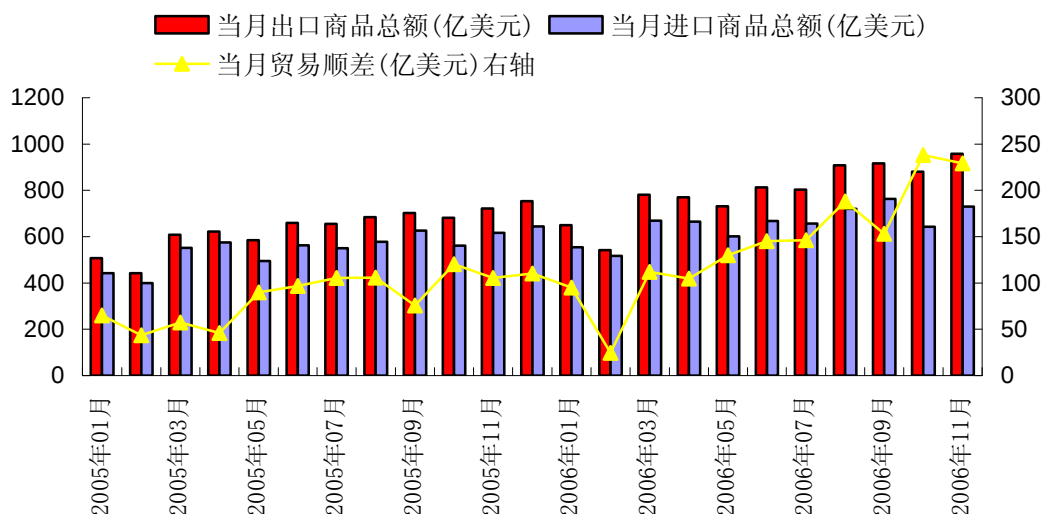
2006 年 11 月，全国社会消费品零售总额为 6822 亿元，比去年同月增长 14.1%；1-11 月累计总额近 7 万亿，同比增长 13.6%，与前 10 月的增幅持平。2006 年中国社会消费品零售总额将实现十年最大增幅。我们认为明年以及未来几年消费增速将保持井喷行情。长期一直压抑消费增长的几座大山正在慢慢消解，医疗和教育费用过高的问题在引发高层的关注，高房价现开始显露调控的效果，未来阶段社会保障体系的建设以及几大和居民利益关切比较紧密的问题将得到稳妥的解决，这意味着长期受到压抑的消费动力可能有机会爆发。

总体而言，我们认为，由于社会财富两级分化的存在，高端行业将旺盛依旧，而同时，由于农产品价格的日益市场化，农村消费体系的完善，低端消费也有望提速。

外贸顺差维持高位

2004 年以来，虽然出口增速呈现缓慢回落的态势，但贸易顺差则不断创出新高。我们认为，由于外部需求依旧保持旺盛的态势，中国的出口增速受世界经济回落的影响程度并不会很大。人民币升值和出口退税对出口增长的影响也非常小。2007 年，人民币低估状态不会决定性扭转，出口增速将略有回落，但持续顺差的局面难以改善。

图表 3：外贸顺差可看高一线



数据来源：wind，东吴基金。

一是加工贸易方式实现顺差在贸易顺差总量中依旧占据主导地位，尽管比重同比有所减小。今年前 10 个月，加工贸易方式实现顺差 1482 亿美元，已超过去年全年实现顺差额，占同期一般贸易和加工贸易方式实现顺差总额的 70%，加工贸易方式实现顺差额在总体贸易顺差中居主导地位的姿态在今年前 10 个月继续保持。

二是从 2005 年至今，中国在机电产品领域的出口一直保持着稳定的高增长态势，中国的机电和高技术产品在外部市场的占有率也不断扩大。机电产品竞争力的加强是来源于技术水平的提高和明显的价格优势，对国外产品的替代效应使出口形势受经济形势的影响相对较小。考虑到国内投资需求受宏观调控抑制，多余产能将向国外寻找出路。

总体而言，中国的贸易模式依然是资源和劳动力依赖性，因而贸易顺差将是中国经济增长的长期焦点。

信贷管理以结构管理为核心

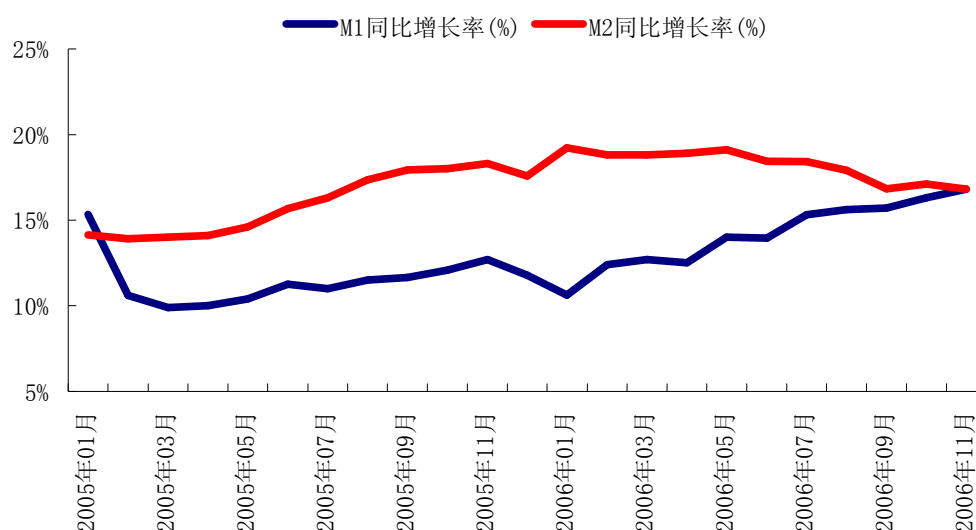
11 月末流通中现金 M0 余额为 2.55 万亿元，同比增长 13.9%，增幅比去年同期高 3 个百分点。人民币各项贷款增速平稳回落，增长过快的势头得到明显控制。11 月末，全部金融机构各项贷款本外币并表余额 23.6 万亿元，同比增长 14.2%，增幅比上月末下降 0.1 个百分点，贷款增速继续回落。这些是我们比较关注的问题。一方面人民币贷款开始显露下滑的趋势。但是信贷的回落结构不甚理想，中长期贷款依然处于高位。当月新增中长期贷款 1152 亿元，同比多增 311 亿元；新增短期贷款及票据融资 754 亿元，同比少增 650 亿元，主要是票据融资同比少增较多。

鉴于中长期投资维持高位，信贷调控央行不会短期放松，而两者并行的结果使国民经济结构更加优化。

从货币供应数据来看，M2 与 M1 的增速开始相交，这些意味着银行业开始显露脱媒的趋势，同时反映出 M2 构成中的存款结构性变化，主要是居民储蓄存款和企业定期存款增速低于企业活期存款增速的原因所致。一方面，居民储蓄存款通过股票市场转化为企业存款；另一方面，企业在定期与活期的选择中偏好活期存款，则是反映出企业投资意愿的增强。



图表 4: M1 和 M2 的剪刀差减少



数据来源: wind , 东吴基金。

货币政策取向 – 依然以流动性管理为中心

我们一直认为,流动性的扭转尚需时日。市场资金的持续充裕有多重原因,一方面,目前流动性充裕的货币环境的主要原因是我国经济周期处于高增长阶段,由于屡创新高的贸易顺差带来大量的外汇占款,另外人民币升值引发的资金流入也将维持,而同期央行采取了非完全冲销的公开市场操作。

另一方面,到期央票形成的被动货币投放规模也较大,给我国货币政策的独立性带来很大的难题。外汇占款保持高额度增加,影响了央行基础货币投放的总量控制。近期,央行在公开市场操作上净回笼货币规模持续小于外汇占款规模,从而基础货币投放增大。

最后,伴随商业银行风险管理能力和资本充足率的提升,加上大行上市的新年业绩考核压力,07 年商业银行的信贷投放冲动更加的强烈。

而我们认为,深层次看,我国流动性过剩产生的基础因素在于我国国内经济结构失衡和全球性结构性失衡。首先,国内经济对投资的过度依赖使扩大的产能不得不在国际市场上寻找出路,成为出口持续增长的内部动力;第二,国际经济来自于日本和亚洲其他国家以及欧洲的增长,仍然是我国出口增长比较有利的国际环境;第三,国际市场原油价格和大宗商品价格的大幅度上涨,使我国进口增长受到一定影响,加上 05 年宏观调控对内需的打击较大,造成进口需求大幅下降,进口和出口增长之间的差距加大;第四,在全球经济失衡日益严重的今天,我国经济增长和市场规模对国外资金的吸引力不断增强,成为国际收支顺差的贡献因素之一。

在当前和未来一段时间内,投资仍将是带动增长的主要力量。因此,出口继续快速增长、国内市场对外资保持较高的吸引力、国际收支较大幅度保持顺差的情况难以根本改变,流动性问题将是未来较长时期内央行不得不持续应对的挑战。

然而,我们认为,长期来看流动性只能缓步趋紧,而央行的宏观调控无法完全对冲流动性过剩。

根据我们的初步测算,今年共 3 次上调存款准备金率,合计收缩资金 4500 亿元,同期央行通过公开市场操作净回笼资金(含定向央票)约 2.9 万亿元,这期间新增外汇占款约 5.9 万亿元,由此可见市场新增流

动性至少有 2 万亿元。这还没有考虑央行 05 年下调超额准备金利率对银行资金流向市场的挤压，全部金融机构超额储备率从 05 年末的 4.17% 下降至 06 年 9 月末的 2.52%，为市场提供了约 3700 万元的流动性，而这足以抵消 06 年央行前 2 次上调存款准备金率对市场流动性的收缩。

图表 5：2006 年执行的紧缩性货币政策以及效果

日期	2006 年央行货币政策	冻结资金（亿元）
4 月 28 日	上调贷款利率，其中一年期贷款利率上调 27BP	
7 月 5 日	上调存款准备金率 0.5% 至 8%	1592.5
8 月 15 日	上调存款准备金率 0.5% 至 8.5%	1599.5
8 月 19 日	上调银行存贷款利率，其中一年期存贷款利率均上调 27BP	
11 月 15 日	上调存款准备金率 0.5% 至 9%	1646.5

数据来源：央行报告，东吴基金。

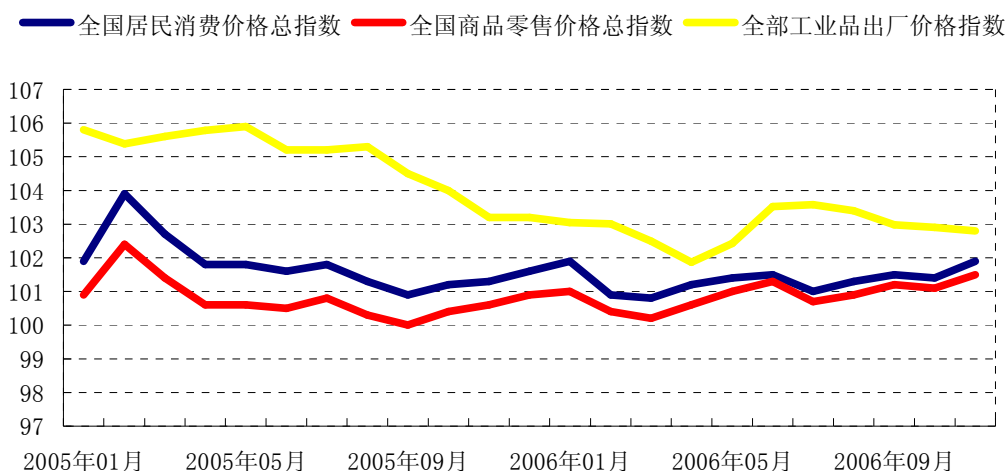
通胀压力初显

2006 年以来，尽管经济保持高位增长，但是中国经济却迎来了历史少见的低通胀时代。

我们认为，以下的几个原因是主要抑制物价上扬的因素：首先，国际能源价格下半年开始回落，因而国内的工业品价格也呈现出增速下滑的趋势。国际油价在 2006 年 7 月 14 日这一天创下历史新高的 78.40 美元 / 桶，这使得美国这个能源消费大国倍感压力，最终不得不动用原油战略储备来平抑涨幅过高的原油价格，到本年 11 月中旬，国际油价曾下降至 54.86 美元 / 桶，目前则维持在 60 运行。

其次，货币和金融的扩张依然停留在虚拟经济领域，尚未对实体经济造成较大的冲击。传统经济理论认为，广义货币的超额增长将对物价产生滞后的压力，从目前上半年货币的大规模扩张而下半年通胀水平依然低位运行看，我们认为，超额货币供给目前依然在虚拟经济领域产生循环，对实体经济的冲击比较小。尽管 06 年通胀保持温和，07 年依然对物价保持警惕。首先，国际农产品价格持续上升，尽管年内粮食普遍丰收，但是今后的食品价格不能过于乐观。其次，公用事业价格的市场化也可能对 07 年的通胀水平造成压力。

图表 6：物价依然在低位徘徊



数据来源：wind，东吴基金。

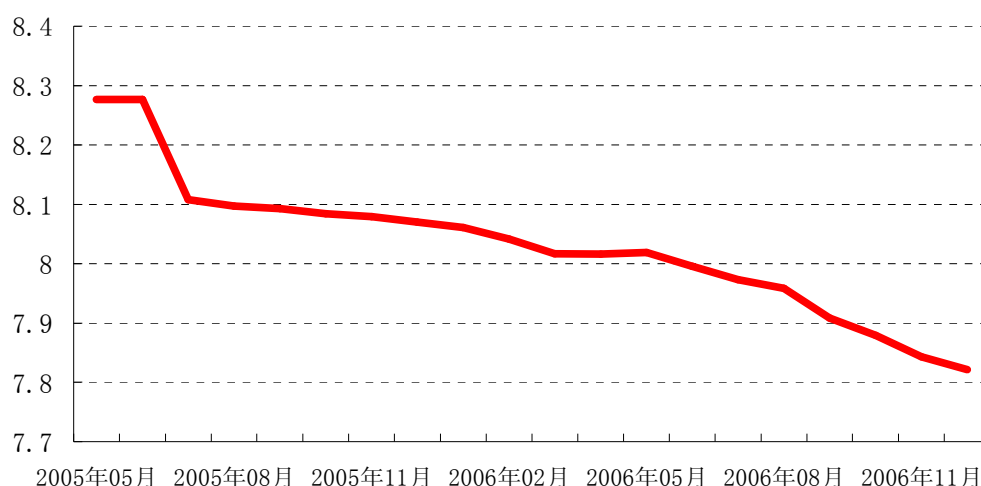
总体而言，消费者物价指数在 06 年保持平稳，而 07 年通胀压力初显，CPI 有望从今年的 1.5% 上升到 2.0% 的水平，同时应对国际农产品和粮油价格更加关注。

人民币升值加速

考虑到外部压力以及中国经济增长的内在需求，2007 年人民币存在升值步伐加速可能性较大。首先，万亿美元的外汇储备和外贸顺差依然高位运行，更由于中国有香港与台湾这样一些特殊货币地位的区域存在，长期对人民币升值构成压力。其次，美联储可能鉴于美国经济降温的需求，因而降息的可能性依然存在，这也从外部刺激了人民币的弹性空间。最后，管理层对浮动区间作出了明确的表态，中国将在保持人民币汇率稳定的同时加强汇率弹性。

但是，从步骤而言，我们也认识到，中国经济的现实考虑到升值带来的流动性泛滥的后果，不可能在目前阶段容忍人民币大幅升值。采取一切必要的管制措施，以延缓人民币升值的压力，尽量在经济结构完成转型和具备承受能力后实现人民币自由兑换。但是从长远看，伴随外汇政策和结售汇制度改革的逐步到位，以及中国经济对升值的承受能力的增强，人民币升值空间还是巨大的。

图表 7：人民币兑美元中间价走势



数据来源：wind，东吴基金。

第二部分：市场运行状况和趋势分析

我们对市场运行的基本判断

07年A股市场将延续06年下半年结构性牛市格局。随着A股上市公司业绩快速增长、证券市场制度完善、投资者信心恢复，A股市场将在遵循06年度价值和成长投资理念的同时，通过提升估值水平的方式，进一步拓展市场上涨空间。

我们判断，07年A股市场将延续06年下半年结构性牛市格局。07年初市场维持惯性上冲态势，但在股指期货推出前后，市场存在调整可能，在调整结束后，市场将进入新一轮上涨。上证综指主要运行区间在2400-4000点之间。

06年A股市场运行回顾

06年是中国证券市场发展进程中具有里程碑意义的一年，中国证券市场制度变革和改善、宏观经济超预期增长造就了06年A股市场的爆发性上涨。06年是中国股市的转折之年，同时也是一个新时代的开端。

06年上证指数上涨了130.43%，上半年上涨44%，下半年上涨60%。虽然上、下半年上证指数都出现了大幅上涨，但是上、下半年市场内部运行结构差异却很大。

06年上半年，跑赢大盘的行业数量占比为76.36%，市场表现为普涨的牛市。但下半年跑赢大盘的行业数量占比只剩10.91%，市场表现出结构性牛市，跑赢大盘的只集中在少数行业：银行、房地产、饮料、工程机械、水泥和石油加工业。结构性牛市在07年市场运行中将会继续存在。

图表 8：2006 年行业表现连续性比较

上半年股价表现	下半年股价表现	行业数量占比	东吴行业
跑赢大盘	跑赢大盘	10.91%	银行业、房地产、饮料、工程机械、水泥、石油加工业
跑赢大盘	跑输大盘	63.64%	交运设备、大金属、小金属、食品加工业、零售、通用机械、内燃机械及配件、建筑、医药商业、贸易、生物制品、酒店、汽车整车、景区、农业、日用化工、传播文化产业、港口、汽车配件、电力设备、农药、化肥、化学制剂药、玻璃、化学原料及化学制品制造业、中药行业、仪器仪表、白色家电、纺织、供水供气、造纸、化纤、元器件、煤炭、食品制造业、服装
跑输大盘	跑输大盘	23.64%	钢铁、通信设备制造业、水运、软件及服务业、收费路桥、纺织机械、计算机硬件、机场、化学原料药、塑料橡胶制造业、黑色家电、电力、航空

注：数据统计截至2006年12月22日，表中对于不同类型的行业，行业排序按全年行业指数收益率表现从高到低排序。粉红色标记的行业表示上半年跑赢大盘、下半年跑输大盘，但全年跑赢大盘。

数据来源：东吴基金。

06年的中国股市给我们带来了激情，带来了收获，更带来了信心与希望。07年中国A股还能给我们带

来什么？

07 年 A 股市场影响因素和趋势分析

我们认为，以下五大因素将对 07 年 A 股市场走势起着关键作用：1、宏观经济走势以及宏观调控政策的走向；2、上市公司利润变化趋势，以及 A 股市场估值水平是否仍然有提升的空间；3、扩容和“小非”解禁对市场的冲击；4、在人民币升值背景下，升值的预期对股市的作用；5、股指期货推出对市场的影响。

1、宏观经济走势以及宏观调控政策走向分析

回首 05 年底，当时大部分机构都预测 06 年投资、出口增速将出现明显下滑趋势，GDP 增速在 10% 以下。然而，06 年宏观经济却表现出超预期增长，宏观经济的超预期增长是 06 年 A 股市场爆发性上涨的主要动力之一。那么，07 年中国宏观经济是否也会给市场带来意外惊喜呢？

现在市场担心的事情与 05 年底类似，担心 07 年投资和出口会出现明显下滑。因为 06 年下半年以来，工业生产和投资增速出现快速回落。直到 11 月份，工业生产和投资才出现一定幅度的反弹。我们认为，06 年下半年工业生产和投资大幅回落的趋势在 07 年会有所改变。理由是，投资结构发现变化，驱动本轮投资快速增长的主要动力是：政府主导投资的基础设施交通运输业如：铁路、城市公共交通业、以及公共设施管理业；受出口拉动的纺织业；提倡自主创新的机械行业、通信设备制造业；消费驱动的饮料业、批发零售业等。而这些行业是政府鼓励发展的行业。另外，考虑企业利润储备、银行放贷意愿强烈等因素，07 年投资增速大幅回落可能性不大，城镇固定资产投资仍然能够保持 25% 左右的增长。至于出口，现在市场担心明年全球经济放缓，将影响国内出口增速下降。从 OECD 领先指标来看，全球工业增长在 07 年 1 季度前后将见顶回落，但可能在下半年企稳。另外，考虑到我国出口结构升级和进口替代能力的增强。全球经济增速的放缓对中国出口的影响可能低于市场的预期。从 07 年全年经济形势分析看，07 年经济走势有可能出现持续走高的格局。

对于 07 年宏观调控政策的走向，我们可以从 12 月份召开的中央经济工作会议报告中看出，明年经济工作任务之一是，坚持加强和改善宏观调控，保持和扩大经济发展的良好势头。对于经济运行中出现新的发展变化，适时适度进行预调和微调，主动引导社会预期，确保经济平稳较快增长。显然，政府调控的目的是维持经济处于均衡、合理的运行轨道，而不是为了打压经济。调控的方式是适时适度进行预调和微调，调控的力度会相对温和。另外，会议着重指出，必须把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务。但在贸易顺差持续维持高位推动下，明年外汇储备将继续保持增长趋势，宏观调控只能缓解流动性过剩局面，但不会改变流动性过剩和投资高增长的格局。

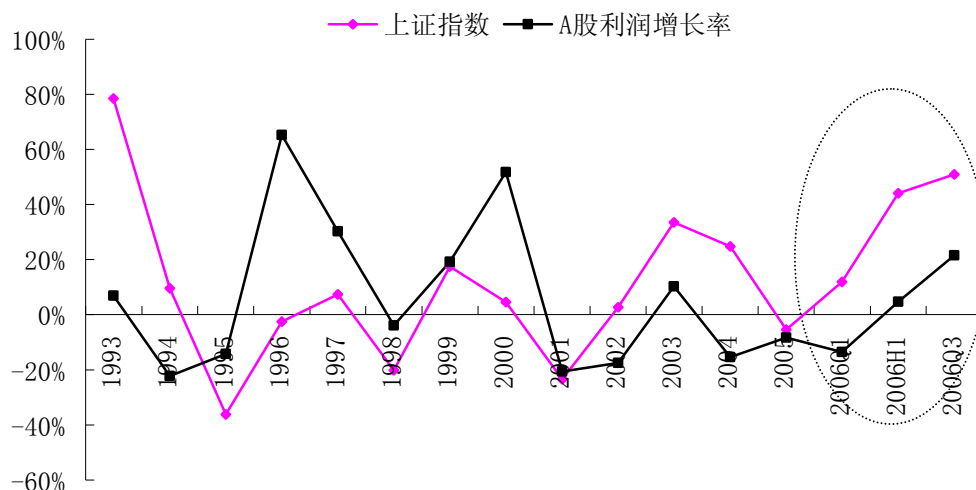
2、成长与估值

从历史上看，上证指数投资收益率与上市公司利润增长率表现出显著的正相关，上市公司利润增长对中国股市走势的影响是内在的、长久的和根本的。05 年 A 股上市公司净利润同比增长 -8.33%，06 年一季度同比增长 -13.53%，06 年上半年同比增长 4.62%，扭转了 04 年以来上市公司净利润同比负增长的局面。06 年前三季度同比增长 21.52%，更是大大出乎市场的预料，A 股上市公司净利润增长表现出向上趋势。这一趋势是否确立呢？我们以卖方研究机构 06、07、08 三年具有盈利预测数据的 847 家上市公司为样本，统计结果显示，07 年上市公司净利润同比增长 22.93%，08 年同比增长 21.55%。

我们认为，驱动 A 股未来两年利润保持较快增长的动力有：1) 宏观经济稳定快速增长；2) 股权激励更有利于上市公司管理层把业绩做好；3) 上游商品价格停止连续大幅上涨的步伐，减轻中下游行业成本压力，A 股上市公司毛利率将得以改善，利润有望提升；4) 整体上市、资产注入、并购重组等多种方式的外延式扩张也将大大提升上市公司的赢利预期和成长性；5) 两税合并，所得税率为 33% 的上市公司，所得税率下降到 25%，将提高公司 12% 的净利润。以上因素将驱动 A 股上市公司未来两年净利润保持快速增长，构成 07 年市

场上上涨的推动力。

图表 9：上证指数与 A 股利润增长率呈现显著正相关



数据来源：wind，东吴基金。

估值水平：截至 2006 年 12 月 28 日，剔除亏损股，采用 06 年前三季度业绩计算，A 股 PE 为 24.45 倍，其它成分指数 PE 在 22 倍左右。以 07 年、或者 08 年业绩计算，A 股市场 07、08 年动态 PE 只有 20.91 和 17.29 倍。考虑成长性，与国际市场比较，当前 A 股市场估值水平并不高。

图表 10：A 股市场估值水平（2006-12-28）

板块名称	市盈率（06 年前三季 ×4/3 不调整）	市盈率（06 前三季 ×4/3，剔除负值）	动态市盈率 （2007）	动态市盈率 （2008）
全部 A 股	27.08	24.45	20.91	17.29
上证 180	23.23	22.94	21.92	18.3
上证 50	23.87	23.57	22.92	19.11
深证 100	21.37	21.18	16.72	13.83
沪深 300	23.4	22.79	21.1	17.66

注：市盈率采用整体法计算。

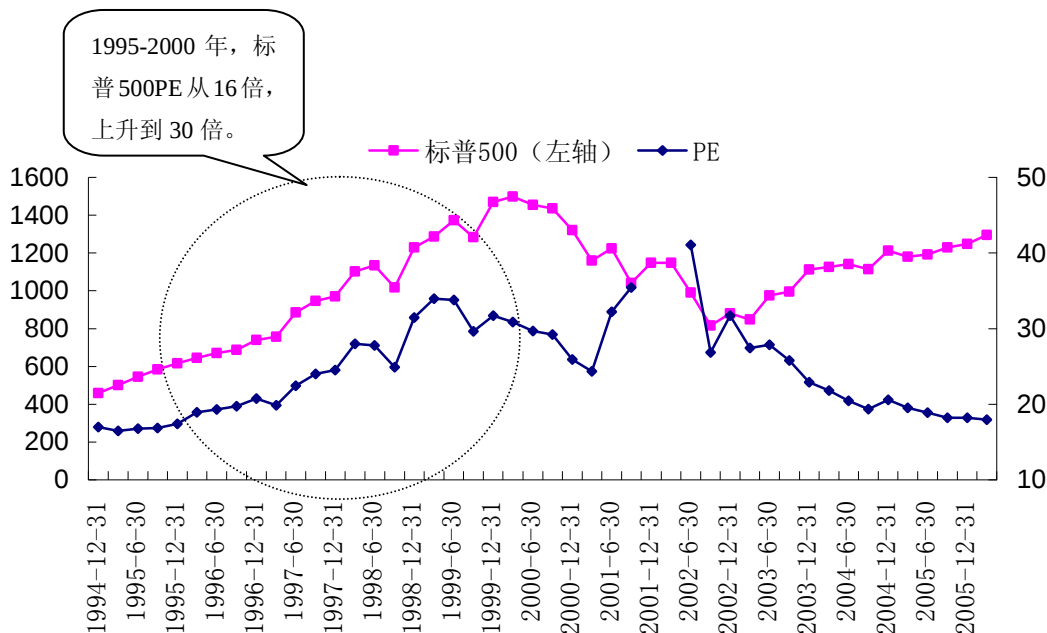
数据来源：Wind。

股权分置问题得以解决、公司治理结构逐渐完善，制度性风险的降低将降低中国股市无风险利率，从而也会提高中国 A 股的估值水平。

从美国历史经验看，在牛市周期里，投资者会愿意给市场更高的估值水平。从 1995 年到 2000 年这轮持续 5 年的牛市周期中，标准普尔 500 指数 PE 从 15 倍上升到 30 倍，估值水平上涨了一倍。



图表11：美国牛市中投资者给市场更高的估值水平



注：2001 年 12 月和 2002 年 3 月 PE 值为 60 倍

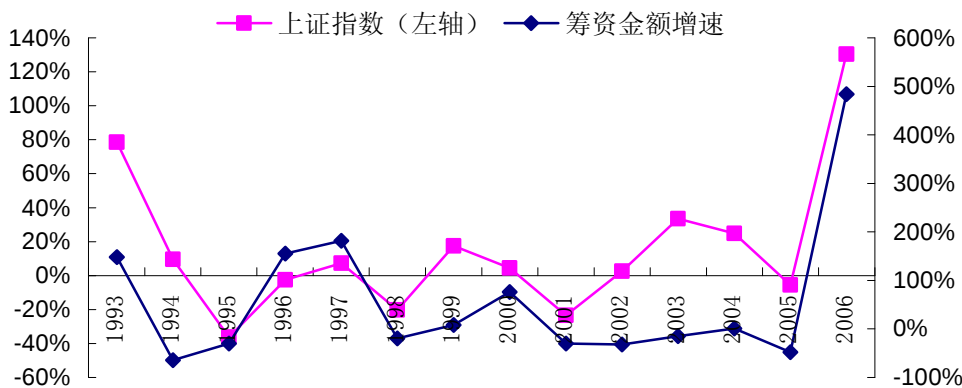
数据来源： Bloomberg，东吴基金。

考虑中国股市成长性、制度的完善，投资者信心恢复等因素，中国股市可以享有更高的估值水平。假定 07 年 A 股上市公司净利润增长 20%，那么在原有估值水平不变的情况下，A 股市场将上涨 20%。如果市场估值水平同步提高 20%，那么 A 股市场将上涨 40%。因此，估值水平的提升将进一步打开 A 股上涨空间。

3、扩容与“小非”解禁

历史上看，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。

图表 12：中国股市扩容速度与市场表现正相关



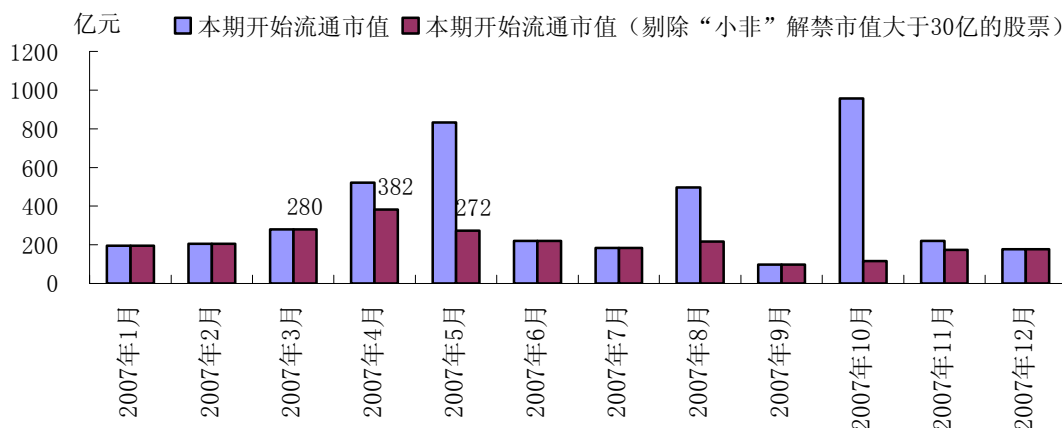
数据来源： Wind，东吴基金。

07 年全年解禁的“小非”市值有 4386 亿元，如果剔除“小非”解禁市值大于 30 亿的股票（我们更倾向



于认为，这些股票被大幅减持的可能性较小，具体名单见表 3），那么 07 年全年解禁的“小非”市值只有 2520 亿元，平均每月解禁 210 个亿。如果不考虑“小非”解禁市值大于 30 亿的股票，07 年小非解禁的高潮在 3 月（280 亿）、4 月（382 亿）和 5 月（272 亿）。06 年可解禁的“小非”市值是 1400 亿，但实际减持量不足 300 亿，减持比例只有 22%。假定 07 年“小非”减持比例为 50%，预计 07 年“小非”减持的规模在 1300 亿左右。

图表 13：07 年“小非”解禁市值规模



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 14：07 年“小非”解禁市值超过 30 个亿股票名单（2006-12-28）

股票简称	可流通时间	小非解禁市值 (亿元)	股票简称	可流通时间	小非解禁市值 (亿元)
中国石化	2007-10-10	443.34	中国联通	2007-05-21	47.90
民生银行	2007-10-26	397.66	武钢股份	2007-11-21	47.14
浦发银行	2007-05-14	389.22	长江电力	2007-08-15	43.55
华能国际	2007-04-19	139.03	星新材料	2007-08-03	34.28
贵州茅台	2007-05-25	90.28	航天信息	2007-05-16	32.79
宝钢股份	2007-08-20	71.45	金地集团	2007-08-24	31.07
苏宁电器	2007-08-13	67.00	中信证券	2007-08-15	31.05

数据来源：Wind，东吴基金。

06 年沪深两市新股和增发融资额度为 1900 亿，假定 07 年融资额度为 2200 亿，加上 1300 亿的“小非”解禁，07 年资金总需求是 3500 亿。虽然市场还存在可能受到已经解禁但尚未上市的“小非”冲击，但我们认为，在流动性充裕的背景下，中国股市缺的不是资金，资金永远不是问题。另外，我们也应该意识到，优质股票的发行将有利于市场的良性循环发展，市场也将迎来新一轮上涨机会。

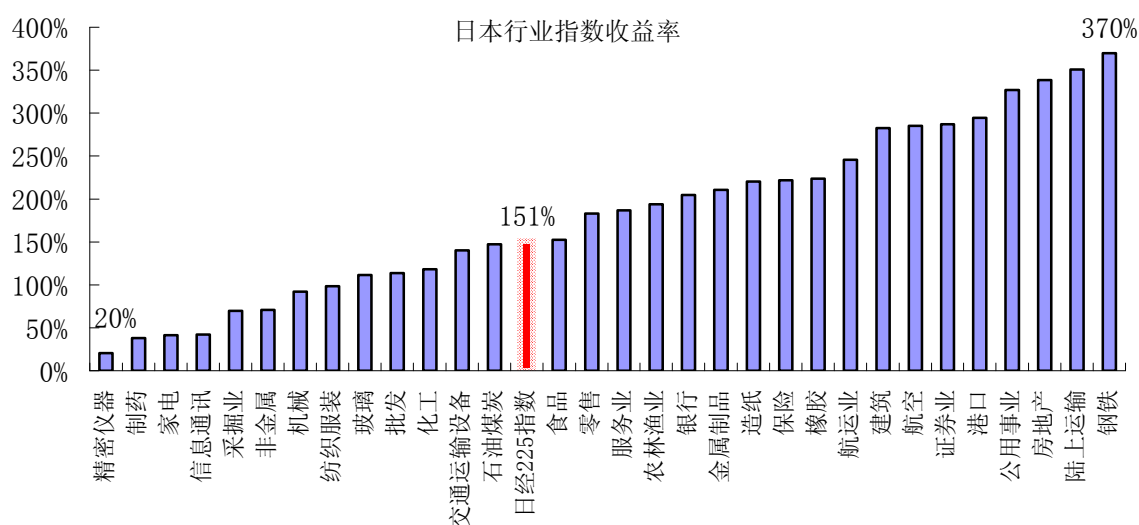
4、把握人民币升值背景后的战略性投资机会

人民币升值在未来几年将是中国股市一个长久的投资主题，对于该主题应该从更长远的眼光去把握其中战略性投资机会。我们认为，本币升值将通过直接、和间接两个方面影响行业投资机会。本币升值直接影响产生投资机会是指，本币升值对上市公司利润直接影响进而产生投资机会，具体影响体现在以下三个方面：第一，资产负债增加、或减少形成的汇兑损益；第二，出口产品价格上涨、或下跌形成的收入增加、或

减少；第三，进口原材料价格的上涨、或下跌形成的成本增加、或减少。本币升值间接影响产生投资机会是指，在一国本币升值过程中，往往是该国宏观经济处于上升周期、或者维持较高增长水平。因此驱动该时期宏观经济快速增长的支柱产业、或者享受宏观经济增长的行业，将会是本币升值过程的受益者。

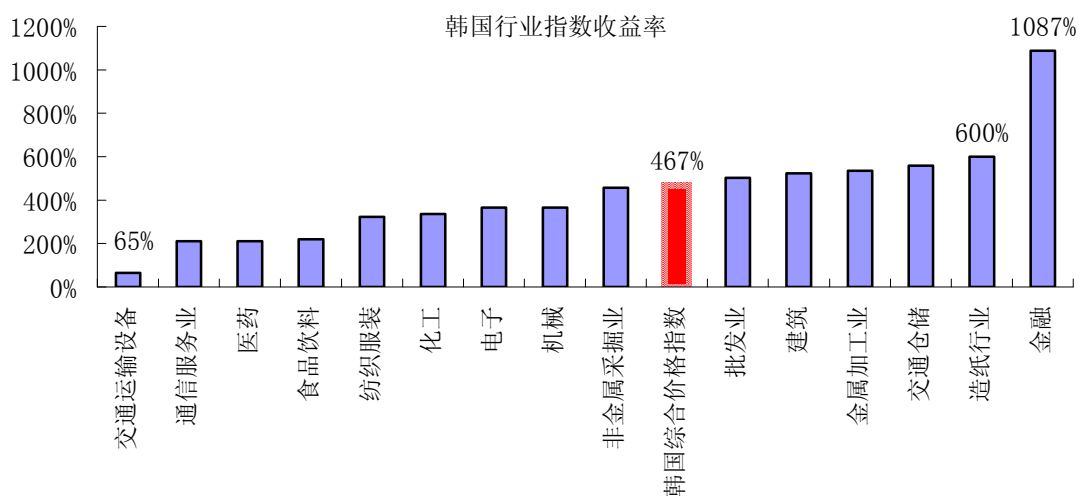
在日本、韩国本币升值过程中，日本、韩国 GDP 都处于上升周期、或者维持在较高增长水平，我们认为宏观经济的走好是该时期内两国股市上涨的重要原因。在日本和韩国本币升值过程中，在股市中，各行业投资收益率表现出明显的差异。跑赢大盘的行业主要有：房地产、金融、交通运输仓储业、航空、造纸、建筑。跑输大盘的行业主要有：机械、家电、制药、纺织服装、非金属、化工、交通运输设备、电子。偏中性的行业有：食品、商业零售。从日本、韩国例子中可以看出，在本币升值过程中，跑赢大盘的行业，有的是直接受益于本币升值的益处，有的是间接受益于本币升值背景下宏观经济快速增长的益处。

图表 15：1985-1989 日元升值阶段日本行业指数收益率表现



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

图表 16：1986.1-1989.12 韩元升值阶段行业指数收益率表现



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

07 年美联储有望进入降息周期，因此明年无论央行是否加息，中美利率将进一步扩大，人民币升值预期

加强，对资本市场的推动作用将进一步强化，因此，07 年我们继续看好房地产和银行的龙头地位。与此同时，我们也将看好受益于宏观经济稳定快速增长的行业。

5、股指期货推出后，市场可能面临调整

从海外证券市场著名股指期货推出前、后标的指数表现情况看，我们可以发现，在股指期货推出前，股指期货推出这一事件对标的指数短期走势具有一定正面影响。特别是在股指期货推出前 1 个月内，标的指数会出现不同幅度的上涨。

在股指期货推出后，短期内标的指数调整的可能性很大。通常在股指期货推出后 1 个月内，标的指数都会出现不同幅度的下跌。即使香港恒生国企指数在股指期货推出后 1 个月内仍然上涨，但在股指期货推出后第 2 个月还是出现了下跌。

如果在沪深 300 股指期货推出之前，市场仍然处于上涨趋势，那么沪深 300 股指期货推出以后，市场调整的可能性将很大。

图表 17：不同市场股指期货推出前、后标的指数收益率表现

股指期货标的 指数 (开设日期)	股指期货推出前指数表现					股指期货推出后指数表现				
	推出前 1 周	推出前 1 个月	推出前 2 个月	推出前 3 个月	推出前 6 个月	推出后 1 周	推出后 1 个月	推出后 2 个月	推出后 3 个月	推出后 6 个月
标普 500 指数 (1982.4.21)	-0.54%	3.36%	2.31%	-3.89%	-5.06%	2.52%	-3.32%	-5.28%	-7.46%	15.55%
恒生国企指数 (2003.12.8)	2.17%	6.37%	27.54%	22.45%	66.24%	4.89%	22.19%	11.91%	24.19%	5.18%
日经 225 指数 (1988.9.3)	-0.09%	-2.04%	-1.54%	-0.27%	8.31%	1.92%	2.13%	2.34%	8.18%	16.99%
伦敦金融时报 100 指数 (1984.5.3)	3.00%	2.62%	9.74%	7.39%	-	-5.51%	-10.56%	-8.78%	-11.52%	0.82%
台湾加权指数 (1998.7.21)	0.84%	5.30%	0.58%	-4.28%	-1.69%	-3.72%	-17.60%	-14.03%	-9.85%	-24.54%
韩国 KOSPI2 指数 (96.5.3)	-1.93%	9.89%	12.22%	9.05%	-4.51%	-0.85%	-8.36%	-17.31%	-17.90%	-26.77%
印度 NIFTY50 指数 (00.6.12)	-1.83%	4.34%	2.41%	-7.56%	-2.71%	2.56%	-7.47%	-3.21%	-11.72%	-12.28%

数据来源：Bloomberg，东吴基金

股指期货推出后，所有行业都将出现调整吗？对于该问题的回答，将会使我们清楚认识到在股指期货推出以后，哪类行业仍然可以持有，哪类行业可以暂时规避。我们选取香港恒生国企指数作为研究对象，因为香港恒生国企指数期货推出之前也出现大幅上涨，与我们当前市场走势比较类似。本部分研究方法是将恒生国企指数内处在相同行业的成分股收益率等权平均代表该行业收益率。

在恒生国企指数推出后的第 2 个月内，前期涨幅巨大的行业也随恒生国企指数的下跌，出现比较大幅度的调整，但在第三个月这些行业又出现大幅上涨。这个实证结果对于沪深 300 股指期货推出以后我们投资策略的设计具有非常重要的指导意义。在股指期货推出后，我们可以适当降低前期涨幅巨大的行业配置比例，等到这些行业跌倒一定幅度，再增加这些行业的配置比例。



图表 18：恒生国企指数期货推出前、后行业收益率表现

行业	股指期货推出前行业收益表现		股指期货推出后行业收益表现		
	前 1 个月 (03.10.31)	前 2 个月 (03.9.30)	后 1 个月 (03.12.31)	后 2 个月 (04.1.30)	后 3 个月 (04.2.27)
恒生国企指数	6.37%	27.54%	22.19%	11.91%	24.19%
煤炭	27.17%	66.64%	8.28%	-4.13%	23.46%
有色	18.25%	83.12%	27.55%	17.25%	41.74%
水泥	16.38%	79.13%	-2.91%	3.40%	10.19%
钢铁	14.39%	54.24%	8.40%	0.37%	23.48%
石油加工业	12.90%	44.13%	29.49%	18.22%	27.98%
石油采掘业	15.93%	24.76%	35.88%	10.72%	27.48%
电信服务业	0.97%	30.00%	23.08%	10.58%	16.35%
交通运输	-2.25%	18.76%	-0.65%	1.08%	11.83%
电力	-3.20%	10.33%	20.91%	14.64%	29.75%
食品饮料	-15.84%	24.09%	7.06%	8.24%	11.76%

注：股指期货推出“后 1 个月”是指从 03.12.8 至 03.12.31 这段时间，其它表示意思类似。用浅绿色标记的收益率数据表示在股指期货推出后第 2 个月出现大幅调整。

数据来源：Bloomberg，东吴基金。



第三部分：股票市场投资策略

07 年，我们重点关注以下投资机会：

中国优势股

- 定价主权回归的先驱受益者；
- 享受更高的行业领先溢价。

上市公司如：招商银行、万科 A、中集集团、宝钢股份、海螺水泥、三一重工等。

政策导向型受惠行业

消费服务类行业；自主创新；节能环保；税制改革受益行业。

继续看好房地产和银行的龙头地位

长期看好银行股，银行股每年净资产保持一定增长速度、所得税率下调、营业税的取消、以及混业经营的开展，使得中国银行股长期看好。

地产股是受益于人民币升值最多的行业之一，地产股是本轮牛市的领头板块。政府限制土地供给，消费需求依然旺盛，并且目前市场流动性过剩，这些因素必将推动房地产价格在未来一段时间继续上涨。

阶段性机会

阶段性看好黄金、航空、电解铝和部分装备制造业投资机会。

第四部分 债券投资策略

1、与流动性过剩共进退

流动性过剩将贯穿 2007 年

2006 年市场资金面整体宽松，但下半年比上半年略有所趋于紧张，上半年 7 天回购基本在 1.5%-2.0% 之间波动，而下半年的波动区间提高为 2.0%-3.0%。整体而言，在外贸顺差和外汇占款处于高位的情况下，债券市场 06 年上演了幕幕资金推动的行情。资金面变化的主要原因在于下半年央行紧缩在频率和力度上都加大了步伐，同时下半年货币市场不断受到新股申购的影响，期间也伴随着大行之间与大行和央行间的反复博弈。我们预计 07 年市场的资金面依然看好。

央行公开市场操作面临压力

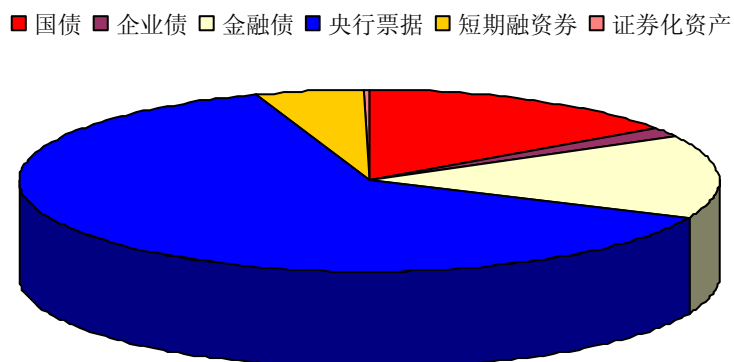
到目前为止，06 年央行发行票据 35876 亿元（包含四次定向央票），今年央行通过公开市场操作总共回笼资金 6912 亿元，考虑到今年三次央行调整商业银行存款准备金率回笼的 4600 亿元资金，央行回笼的资金约 11500 亿元。

与此同时，央行票据的招标利率却不断的走高，加大了央行公开市场操作的压力和成本，目前一年期央票利率为 2.7961%，比年初高企 77 个 bp。一方面，央行为补偿四大行在压抑信贷方面的损失，需要在央票方面作出补偿，因而有提高央票的需求；另外，从汇率改革考虑，央行为保持中美适当的利差，处于稳定汇率的考虑必须降低央票招标利率。总体而言，公开市场操作的边际效用正在逐步递减，而明年央行必然需要对冲今年发行明年到期的央票，又需要对冲月月堆积如山的外汇占款，更加有效和深层次冻结流动性的货币政策“整装待发”。

债券供给和需求分析

今年各类债券的发行约 5.8 万亿元，其中一大半为央票，一共 36500 亿元，国债发行 8800 亿元，金融债发行 8500 亿元，信用产品短期融资券发行接近 3000 亿元，企业债券发行 1000 亿元。2007 年预计，央票的发行一定会加码，央票发行可能会超过今年；国债方面，明年还本付息为 6200 亿元，财政赤字债 2300 亿元水平，总体债券有 8500 亿元的发行额度；金融债，国开行发行量大约为 6000 亿元，总体发行量大约 8500 亿元，信用产品面临历史性发展机遇，企业债明年可能翻倍扩容到 2000 亿元，短融为 3000 亿元的水平。

图表 19：2006 年债券发行结构（亿元）



资料来源：东吴基金。

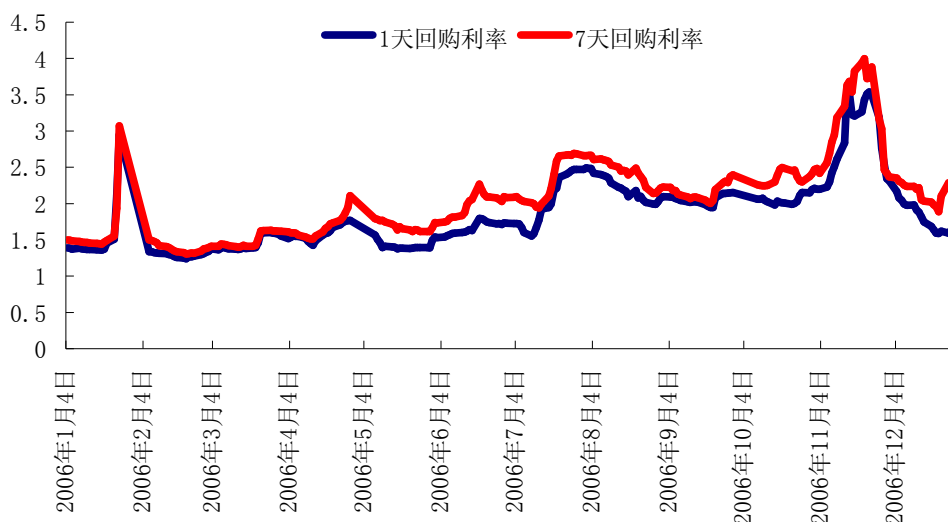
资金方面，商业银行一向是债券市场的投资主力，综合考虑明年的居民储蓄分流以及银行信贷投放冲动，我们估计银行的新增存款增长率和新增贷款增长率分别为 16% 和 14%，基于今年前 11 个月的数据看，我们估算明年的新增存贷差估计为 23000 亿元，而以 90% 的资金投入债券市场估计，明年银行系统的新增资金大约为 20000 亿元左右。伴随保险公司投资渠道的拓宽，债券在其投资组合的比例可能下降，我们估计明年约有 2200 亿元的保费资金进入债市。由于货币基金和券商的资金有很大的变数，因而我们不好作出估算。最后一块比较大的资金是到期的债券，单央票就要到期 27000 多亿元，加其他债券的到期约有 37000 亿。

2、收益曲线变形

目前来看，市场的资金面可能维持 06 年的充裕的格局，但是 07 年的变数更多，债券市场的波动的频率和幅度可能超过预期。

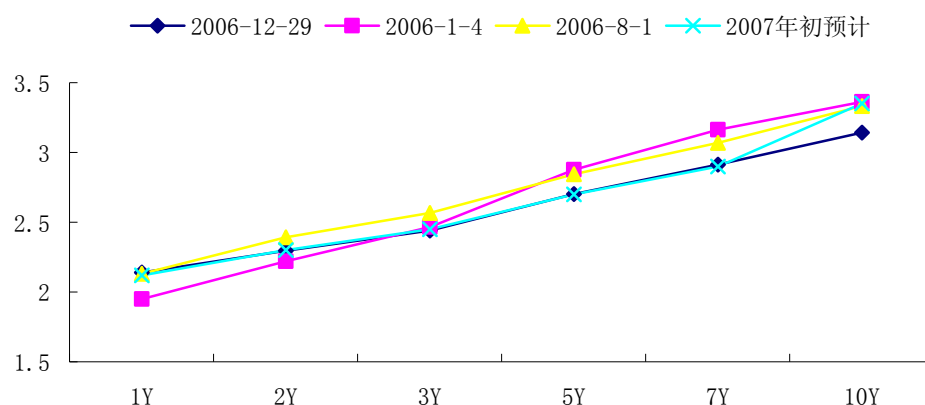
我们认为，收益曲线的变化除了市场资金面的影响外，还很大程度上受到央行政策的调控左右，07 年估计央行至少上调 27bp 基准利率，不过数量型调控依然为其主力工具，存款准备金率上调 75 个 bp，而定向央票以及外汇互换会作为这些手段的补充交替使用。收益曲线短端看，目前 7 天回购利率已经回落至 2.0 以下，市场资金面宽松，另外从央行对央票的态度看，央行对稳定目前货币市场利率的态度坚决，06 年第三次调整准备金率引发的货币市场利率波动应该视为特例。我们预计在围绕央票利率方面所展开的央行和大行的博弈，央行还占据上风，这就限制了短期利率的上扬。而中期券作为明年银行配置的重点，在供求平衡的情况下，我们预计 5 年期国债在 2.4-2.8% 附近区间波动。收益曲线长端，我们对此不抱有乐观。首先，企业债的扩容 07 年将缓步推进，改变目前供不应求的状况，其次保险公司在当前投资渠道扩大的情况下，要求的风险溢价必然上升，最后，对于 2007 的通货膨胀整体将高于 06 年，从交易角度而言，风险已经上升。

图表 20：06 年货币市场走势



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 21：银行间国债期限收益率变化



数据来源：Wind，东吴基金。

3、市场制度变革

财政国库管理

财政部和央行与年中启动中央国库现金管理暂行办法，宣布以债券回购和商业银行定期存款方式管理国库现金，国库现金管理是指在确保国库现金支出需要的前提下，以实现国库现金余额最小化、投资收益最大化为目标的一系列财政管理活动，是现代财政国库管理的重要组成部分。今年8月30日—9月5日，财政部面向全国银行间债券市场实施了首次中央国库现金管理买回国债操作，共买回年内到期的三期记账式国债186亿元，消化库款191亿元，获得国库资金净收益约0.44亿元。

债券借贷

债券借贷即融券的缺失，一直是困扰我国债券市场进一步发展的瓶颈。随着市场交易活动扩展，交易策略日益复杂，引入债券借贷已迫在眉睫。人民银行11月6日发布公告，计划从11月20日开始在全国银行间债券市场推出债券借贷业务。这是继此前买断式回购和远期交易之后，银行间债券市场的又一做空方式。市场人士广泛认为，它将有利于提高债券市场的流动性，并且为市场提供了新的盈利模式和规避风险的方式。债券借贷业务，是指债券融入方以一定数量的债券为质物，从债券融出方借入标的债券，同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券，并由债券融出方返还相应质物的债券融通行为。此举意味着，银行若“缺钱”投资，那么将可暂时卖出手中的债券或可以卖出自己没有的债券到期再补回。

可分离交易转债

所谓分离交易的可转换公司债券，是“认股权和债券分离交易的可转换公司债券”的简称，该种债券中的公司债券和认股权分别符合证券交易所上市条件的，分别上市交易。可分离交易的转债与传统转债相比，最大的特点是发债公司无偿向投资者派送认购权证。不仅申购能让投资者取得高收益，而且新券内在收益率远高于同期限、同信用等级公司债券，这主要体现在附认股权公司债券无偿派发的认股权证价值上，尽管其中公司债券部分比普通企业债券票面要低。



第五部分 行业投资策略

根据行业估值水平、景气度、价值驱动因素、产业政策等因素的变化情况，我们对各行业进行了重新评级。评级由“一般”上调为“优势”的行业有：钢铁、有色、航空机场。投资建议为“优势”的行业有：食品饮料、房地产、银行、零售、旅游酒店、传媒与文化、钢铁、有色金属、机械、电力设备、航空机场、铁路运输设备和铁路运输行业、通信设备等行业。

图表 22 07 年行业评级

经济部门	东吴行业名称	本次投资建议	上次投资建议	变动情况
消费品	食品饮料业	优势	优势	0
	家电行业	一般	一般	0
	纺织服装业	弱势	弱势	0
	医药业	一般	一般	0
	房地产业	优势	优势	0
	汽车及配件业	一般	一般	0
服务业	银行业	优势	优势	0
	零售业	优势	优势	0
	旅游酒店业	优势	优势	0
	传媒与文化业	优势	优势	0
能源	煤炭业	一般	一般	0
	石化业	一般	一般	0
公用事业	电力业	一般	一般	0
原材料	化工业	一般	一般	0
	钢铁业	优势	一般	+
	有色金属业	优势	一般	+
投资品	机械业	优势	优势	0
	电力设备业	优势	优势	0
	建材业	一般	一般	0
	建筑业	弱势	弱势	0
	造纸印刷业	一般	一般	0
交通运输	港口业	一般	一般	0
	水运业	弱势	弱势	0
	航空业	优势	一般	+
	高速公路业	一般	一般	0
	机场业	优势	一般	+
信息技术	电子元器件业	一般	一般	0
	软件服务业	一般	一般	0
	通信设备	优势	优势	0

注：“+”表示本次行业评级调升；“0”表示本次行业评级保持不变；“-”表示本次行业评级下调。

评级为优势的行业

食品饮料行业 本次行业评级：优势 上次行业评级：优势

对于行业未来的趋势判断，我们认为，食品饮料行业的盈利模式正由总量增长模式向总量增长与结构优化并重的模式变迁，产品结构升级比总量增长更能提升行业投资价值。因为产品结构增长不仅使主营业务收入增长，而且还有效提高投资资本回报率，增强企业的盈利能力，同时产品结构升级往往更加考验企业的管理能力、科研实力和营销水平。行业盈利模式变迁中龙头公司凭借其管理优势、质量优势、生产优势、品牌优势、营销优势等，使得企业获得持续的竞争优势的能力，从而确立其在行业中的独一无二的地位，自主定价能力逐渐增强。自主定价能力的高低将直接关系到公司盈利能力的强弱，盈利能力强弱是影响公司估值水平的重要因素，强硬的议价能力往往会带来确定的持续增长预期。

我们最为看好白酒行业，白酒有如资源行业，名白酒具备着先天的品牌壁垒，竞争的关键点是体现企业执行力的市场管理能力。从确定性和增长潜力而言我们最看好的依然是泸州老窖和贵州茅台，五粮液酒虽然市场管理有待改善，但强大的品牌力仍使公司不失为较好的防御性品种。

行业复兴与较强的自主定价能力将会提升行业的估值水平。借鉴国际烈酒的 1.5 倍的 PEG 估值水平，考虑高档行业的净利润增长，我们认为优秀的龙头公司最高可以给 45 倍 PE 值的估值。

重点个股：G 老窖、G 茅台、青岛啤酒、G 张裕、G 汾酒。

银行业 本次行业评级：优势 上次行业评级：优势

明年银行业的重点关注是人民币升值，围绕升值概念是明年银行业行情开展的主线条。外贸顺差和外汇储备短期内无法解决，以及国内储蓄过剩的问题导致了人民币升值的大方向，尽管考虑到中国经济的承受能力，升值幅度不会高过市场预期，但是对银行业的刺激却是实实在在的。

第二，目前央行的货币政策尚未对银行的盈利状况伤筋动骨，生息业务看，尽管 2006 年央行多次动用紧缩手段压制商业银行的信贷，但是我们依然预计中小上市银行信贷在明年有 20% 的增长速度。另外，我们从信贷结构观察到，目前商业银行压缩的贷款均属于短期贷款和票据融资，对盈利贡献较大的部分新增并未减少，大部分的商业银行采取了“压短保长”的对策。最后，利差的扩大也将扩大银行的盈利空间。

中间业务的比重的提升也赋予了银行业成长的想象空间。目前看，上市银行中间业务收入占总收入的比重依然偏低，今年前 3 季度，其中占比最高的中国银行和招商银行在 10% 的水平，其他银行占比均过小。不过，我们认为，该业务提升的空间非常巨大，从前 3 季度披露的数据看，招商，浦发，华夏的中间业务收入的增长率约为 80%，而民生银行的该数据为 300%。

最后政策方面的制度变革将提升银行股的价值中枢。税改目前的重点是所得税的内外并轨，这对商业银行的业绩提升不是很大，但是我们认为，商业银行营业税税负过高必将是下一个改革重点，营业税降低 1 个百分点使得上市银行净利润提升 5% 左右。明年商业银行领域将迎来完全开放时期，外资银行的鲑鱼效应将得到体现，在金融产品的创新和业务创新领域对上市银行提出新的挑战 and 正面影响。

重点个股：工商银行、中国银行、招商银行、民生银行、浦发银行

房地产行业 本次行业评级：优势 上次行业评级：优势

2006 年 10 月，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 5.4%，其中高档住房和普通住房销售价格分别上涨 7.7% 和 6.4%，涨幅较大的北京和厦门超过了 10%；北京市 2006 年第三季度新增商品住宅平均报价为每平方米 10054 元，比 2005 年第三季度的每平方米 7610 元增长了 32.1%。与房价迅速上涨相同步的是房地产



投资的快速增长。2006 年 1 月—10 月，全国城镇房地产业开发投资 16213.70 亿元，同比增长 28.8% 高于 2005 年增幅 9 个百分点。

我们认为判断房地产行业不但要关注其行业价值本身，亦要关注房地产行业的资产价值。具体而言，房地产 2007 年的主要看点是人民币升值，消费升级，以及板块整合。

实证研究显示，汇率变化与住宅价格指数在大多数国家存在相关性，基本表现为正相关，即在本币升值的时候，房地产价格上涨。国内目前人民币升值的幅度不大，但是长期内升值预期不消退，长期将刺激房地产价格。虽然国家对房地产实施了系列宏观调控政策，但该行业依然被看好。自 8 月份开始回落的国房景气指数又进入连续上升通道，11 月份，国房景气指数为 103.92 点，比 10 月份上升 0.52 点，比去年同月上升 3.23 点。

其次，消费升级对房地产行业的积极影响。人口统计数量及很大程度决定房地产行业的发展周期，我国 60 年代，70 年代的人口约为 4 亿人左右，他们正处于购置新房或住房升级的期间，推动了房地产行业的前进。

最后，行业整合。天津顺驰的事件投资者可以看到国家收紧资金和土地的严厉程度，中小地产公司面临更多的压力。我们认为，行业龙头公司可能从招标方式获，也可能从并购中小开发商获得土地储备。从海外经验看，一般前 5 位的开发商的市场占有率约位 10%，而目前万科的市场占有率不到 1%，我们认为行业整合的加速将对有竞争优势的房地产上市公司构成利好。

此外，房地产行业明年也将面临空置房以及国家宏观调控加大的风险。商品房空置风险可能加大。截至 11 月底，我国商品房空置面积为 12355 万平方米，比 10 月底的 12241 万平方米增加 114 万平方米，同比增长 7.9%。其中，空置商品住宅 6723 万平方米，比 10 月底的 6680 万平方米增加 43 万平方米，增长 6.4%。

宏观调控依然持续。政府对于房价不能置之不理，房地产调控必然是长期趋势，一方面，房地产开发商的银行贷款不会有所松动，另外，期房预收款今后可能执行更加的严格，这些对开发商的资金筹措提出了更高的要求。

重点个股：万科、金地集团

钢铁业 **本次行业评级：优势** **上次行业评级：一般**

钢铁行业产能释放速度减缓。2006 年 1—10 月，全球累计生产粗钢 10.1 亿吨，同比增长 9.2%，中国累计生产粗钢 3.46 亿吨，同比增长 18.4%。从月度数据来看，全球和中国粗钢月度产量增速自 6 月达到 16.2%、28.3% 后，增速已经连续四个月下降。中国产量占全球粗钢产量的比例由 2001 年的 17.27% 提高到目前的 34.3%。

出口在一定程度上缓解了国内压力。1—9 月，城镇固定资产投资额 61880 亿元，同比增长 28.8%。从钢材下游行业的增长情况来看，1—9 月我国房地产开发完成投资同比增长 24.3%，机械设备中通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业固定资产投资增速分别为：60.9%、40%、57%，交通运输设备制造业固定资产投资增长 37.8%，这些行业 20% 以上的增长速度决定了钢铁需求不会出现大幅放缓。同时，2006 年 1—9 月，国内钢材表观消费量 32458 万吨，同比增长 16.6%，中国国内 1—9 月份钢材供应量实际增长 33903 万吨，幅度为 23.7%。由于扩大出口，替代进口 1445 万吨，这部分钢材由国际市场消费需求拉动。今年钢材出口的大幅增长成为行业的新特点，自 1 月开始，中国钢铁贸易扭转了长期以来的贸易逆差格局，并在 9 月首次成为全球最大的钢材出口国。

国内市场价格恢复性上涨。国内钢价的上涨趋势在 05 年一季度发生改变，经历了 05 年的大跌，06 年 1 月份钢价开始企稳回升，三季度钢价出现小幅调整，上半年钢价持续上涨所积聚的风险有所释放。从国际价格来看，CRU 全球钢材价格指数由 05 年底的 131.94 上涨到 06 年 10 月的 156.32，涨幅 18.48%，CRU 亚洲指数由 05 年底的 120.13 上涨到 06 年 10 月的 145.53，涨幅 21.14%。目前中国国内钢材价格较国际价格有一定

的价差。

盈利能力逐步回升。2006 年前三季度，国内重点钢铁生产企业实现销售收入 9629.84 亿元，同比增长 5.29%，实现利润 627.23 亿元，同比减少 4.25%。由于去年同期钢铁企业业绩下滑比较快，尽管今年三季度钢价略有调整，钢铁生产企业的业绩仍然回升，户均产品销售收入同比增长 35.80%，利润总额同比增长 91.0%。2006 年前三季度，钢铁行业 40 家上市公司平均每股收益、每股净资产、净资产收益率、每股经营现金流分别为 0.4 元、3.84 元、10.36%、0.73 元，均高于全部上市公司的平均水平。

展望 2007 年，我们对行业保持谨慎乐观。从供给方面来看，钢铁工业新增产能下降趋势已经确立。由于 03、04 年投资高峰期对应的产能在 05、06 年逐渐释放，我们认为，产能释放最快的时期即将过去，07 年开始将迎来产能的适度增长期；从需求来看，随着我国工业化、城镇进程的深化，重点下游行业如房地产、机械设备、造船、汽车等行业仍将保持较快增长，由此预计 2007 年国内钢材需求将保持强劲。而从成本上看，铁矿石涨价相对温和，煤、焦炭和电等预计价格平稳运行。总体看来，我们认为明年的供需状况相对乐观，行业运行将呈现平稳上扬态势，行业利润温和上涨。随着行业整合步伐的加快，产品结构性调整将加剧。

投资者可重点关注并购和整体上市提升上市公司业绩而带来的投资机会；关注产品结构优势公司，产品结构独特的上市公司在业绩增长、抵御行业风险能力上有明显优势；关注分红收益率高的公司，钢铁行业一直以来派现率都比较高，2003、2004、2005 年股息率分别为：3.76%、6.3%、7.03%。近三年行业上市公司分红率高的公司有：鞍钢股份、唐钢股份、首钢股份、宝钢股份、武钢股份、太钢不锈。

重点个股：鞍钢股份、武钢股份、包钢股份、太钢股份、首钢股份、莱钢股份、八一钢铁和唐钢股份等。

有色金属业 **本次行业评级：优势** **上次行业评级：一般**

2006 年有色金属价格继 05 年出现启动后，再次高位运行，有色金属价格大放异彩，2006 年 1—12 月 5 日，LME 铜、铝、锌、镍、锡、黄金、白银国际价格同比上涨了 90%、38%、126%、28%、3.06%、41% 和 59%，多数品种均创出历史新高。相应地，有色金属行业利润大幅增长，根据国家统计局最新数据显示，2006 年 1—10 月，我国规模以上工业企业实现利润 14697 亿元，同比增长 30.1%，其中，有色金属冶炼及压延加工业增长 105.5%，有色金属企业实现主营业务收入首次超过 1 万亿元，达到 10724.7 亿元，比去年同期增长 63.93%，增幅比去年同期上升了 26.38%。从上市公司业绩来看，有色金属板块上市公司 2006 年前三个季度主营业务收入 1319.88 亿元，净利润 105.85 亿元，净资产收益率 16.09%，主营利润同比增长 112.14%，销售毛利率同比上升 28.34%，继续呈现 2004 年以来的高速增长态势。

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，我们认为，2007 年金属牛市仍将延续。首先，全球经济的持续稳定增长极大地拉动了金属的需求。全球经济从 2001 年开始探底回升，已连续四年高速增长，根据 IMF 预测，2006—2011 年全球 GDP 增长率仍将高速增长，将连续 9 年增长率超过 4%，为历史上所罕见。尤其是中国经济持续高速的发展，使中国成为全球有色金属最大的消费国，中国因素已成为，而且将继续成为有色金属价格高位运行的晴雨表。其次，供给瓶颈的存在限制了产量的大幅度增加。新矿资源的严重不足、旧矿的关闭、矿山设备老化导致的采矿效率降低以及冶炼厂罢工、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。LME 各有色品种库存的持续下降，尤其是镍和锌库存狂跌至目前历史最低位，显示有色金属供应面依然十分偏紧，这将大大延长金属的价格运行周期。另外，长期低利率造成的全球资本流动性泛滥、美国双赤字导致的美元长期趋弱和高油价引发的通胀预期等也都有利于金属价格的运行。近期随着各国减持美元和中、俄等国家优化外汇储备及美联储有可能在明年降息的影响，美元出现持续下滑，这将对金属价格产生一定的支撑。最后，正如我们一贯降调的，有色金属越用越少，其稀缺性和资源的珍贵性日趋明显，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，因其上市公司几乎都是独家，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，理应受到关注。



以上这些因素的存在，使有色金属的价格已不可能回落到先前的低水平，其中的某些品种，如黄金、锌、镍等，还将续创新高，价格走势将出现分化。我们看好锌和黄金采矿业、钨钛锡镍加工业并谨慎看好铜冶炼业，对电解铝行业的景气回复有较大预期。

重点个股：驰宏锌锗、中金岭南、中金黄金、云铝股份、中孚实业、南山铝业、中钨高新、锡业股份、中色股份和贵研铂业。

电力设备行业 本次行业评级：优势 上次行业评级：优势

07 电力设备行业分化将更为显著。火电电站设备，周期性见顶是大势所趋，海外市场的弥补幅度有限；水电，将保持快速增长，东方电机是最大的受益者；风力发电，行业处于高景气度，但上市公司的竞争优势不明显；太阳能，原料问题仍是主要问题；环保设备，由于行业竞争激烈，总体机会不大。

输变电设备子行业仍是 07 年最大的看点，景气背景下呈现差异格局。特高压及超高压如期启动为龙头企业提供持续的利润增长点；配网市场，行业景气与激烈竞争并存，重点关注市场开拓能力强的企业；二次设备，行业增长小于一次设备，行业周期也明显滞后于一次设备。从财务数据看，子行业表现有差异。电站设备，高调迎接业绩高峰；一次设备业绩全面增长诠释了行业景气的重要影响，我们没有必要过分担忧原材料对业绩的影响；二次设备，市场启动缓慢制约公司短期业绩快速增长，龙头企业仍有优势。

总体我们继续看好行业成长，重点关注具有持续成长性的龙头企业。在估值基础上，电站设备利用平滑业绩给予 20—22 倍 PE，输变电设备按照成长股票估值，07PE 可以给 30 倍，08 年 PE 可以给 25 倍。

重点个股：平高电气、S 南瑞和东源电器等公司。

机场和航空业 本次行业评级：优势 上次行业评级：一般

2006年1-11月，民航业累计实现主营业务收入2084.9亿元，利润总额90.1亿元，比去年同期提高30.7亿元，增幅超过50%。其中，航空公司赢利47.3亿元，机场赢利30.2亿元。前11月，全行业累计完成运输总周转量275.6亿吨公里，完成旅客运输量1.47亿人，完成货邮运输量309.4万吨，分别比去年同期增长15.4%、15.3%和11.4%。预计全年以上指标分别为302亿吨公里、1.6亿人和342万吨，分别比2005年增长15.7%、15.9%和11.5%。民航总局预测2007年民航业运输总周转量为348亿吨公里，完成旅客运输量1.87亿人，完成货邮运输量385万吨，分别比上年增长15%、16%和12%。

从航空股的投资机会来看，正面的因素主要是旺盛的航空需求、匹配的运力投放以及本币升值所带来的巨额汇兑收益。我们预测2006-2010 年，我国航空总周转量将维持14.5%的年均增速，同期飞机架数年均增长为12.9%，座位数年均增长约为14%，运力供求将基本平衡，这将使票价水平和客座率较为理想。此外，人民币每升值1%，国航、南航、东航、上航和海航的每股收益将分别增加0.012、0.072、0.033、0.025和0.093元。而且升值后将导致飞机、航材等进口商品价格的下跌，国内以人民币计价的航油价格也会出现下降。虽然旺盛的需求、2008年奥运会和本币的升值都使航空股存在较大投资机会，但是激烈的价格战和油价走势仍使航空股存在一定变数，我们将重点跟踪并作出相应的调整。

我们预期在宏观经济和对外贸易的持续增长、居民消费升级、航空运力扩张以及航权开放等多重因素的作用下，未来3年机场业继续维持快速增长态势，预计飞机起降架次将每年增长13%左右。此外，机场集团的资产注入也为机场内上市公司带来新的成长空间。

迟迟未出台的新的机场收费改革方案目前已下发至各机场和航空公司，但是还可能做一些调整，估计最早将于07年1季度、晚则上半年正式实施。就全国范围而言，新方案下机场对内航内线、外航的收费总体将分别下降约3.5%、4%，对内航外线的收费总体将增加约25%。以2005年生产数据为基准，上海机场、深圳机场、首都机场、美兰机场所受影响均不大，白云机场则负面影响较大，当年净利润将减少约25%，厦门机场集团

可能是极少数的受益机场之一；南航受益最多，国航基本持平，海航略有受损，东航负面影响较大。

重点个股：中国国航、S南航、上海机场、深圳机场

铁路运输设备和铁路运输行业 **本次行业评级：优势** **上次行业评级：优势**

截止2005 年底我国铁路营业里程为75,438 公里，其中复线里程为25,566 公里，复线率为33.9%，铁路电气化里程为20,151 公里，电气化率达到26.7%。中国铁路全路车辆保有量为1.77 万辆机车，4.30 万辆客车和63.7 万辆货车（含企业自备货车约10 万辆）。2006 年1-9 月我国铁路完成客运量为9.62 亿人，客运周转量为5,190 公里人，货运量为21.35 亿吨，货运周转量为16,099 亿吨公里，铁路客、货周转量在全国各交通运输方式中的占比分别为35.66%和26.02%。铁路运输仍是中国经济发展的重要瓶颈。

为解决这一瓶颈，铁路行业的11.5 规划中指出未来5 年我国铁路将投资1.5万亿建设新线17,000 公里。其中客运专线7,000 公里，建设既有线复线8,000 公里，既有线电气化改造15,000 公里。2010 年全国铁路营业里程达到9 万公里以上，复线、电化率均达到45%以上。根据铁道部的预测，我国铁路运能不足的问题约需至2015 年方可基本解决。未来5 年将是我国铁路的建设速度最快的五年，预计年均新增里程将达到3,400 公里，其中年均新增客运专线1,400 公里，年均新增煤炭通道运能1亿吨。

巨额的铁路建设投资为铁路产业联的相关行业和公司带来了巨大的投资机会。其中毛利较高的细分行业是分别位于铁路产业链的最上端和最下端的车辆、线路配件、线路运营及特许运输。铁路产业链中下游行业的市场容量将逐步放大，其中客运专线和煤运通道具有较好盈利前景。我们认为随着价格改革和经营体制改革的推进，相当部分铁路线路经营企业将可获取良好的利润回报。此外，随着铁路投融资改革的推进，以增量换存量将成为铁道部重要的融资手段，可以预期目前上市铁路还将获得更多的外延式增长机会。

重点个股：大秦铁路、时代新材、晋西车轴、中铁二局、广深铁路、铁龙物流

评级为一般的行业

医药行业 **本次行业评级：一般** **上次行业评级：一般**

2006 年 1~10 月医药工业整体收入同比增长 18.8%，利润总额增长 9.6%。其中生物制药子行业景气度继续上升，收入和利润增速都保持 30%；中药子行业与化学原料药都是个位数增长；化学制剂行业效益下降最为明显，第一次出现利润下降，同比下降 4%。

表面上这是政府整治商业贿赂，降价带来的负面效应，深层次原因是 2000 年附近积累的 100—200%过度产能需要消化，以及新药证书泛滥导致的行业竞争过度造成的。

从长期来看，医药行业作为关系国计民生的行业，复合增长率应比 GDP 高 1/2 到一倍水平，尤其是政府将加大上千亿的投入，因此该行业目前的估值很有吸引力。

预计 2007 年随着政策明朗，行业秩序相对稳定，资源向优势企业集中，医药行业收入增长 20%，利润增长好于今年，达到 15%附近，业绩超出预期的还会有不少，我们覆盖到的 45 家高成长医药公司，预计 07、08 年业绩增长仍有 34%、24%。同时由于变因较多，整体低估的板块特征不明显，认为自下而上选股仍占主流。

估值方面，牛市中，淡化 EVA，ROIC 等毁灭价值指标的评判，增加 PS，PEG，REP，EV / EBITDA，PIG 等估值方法的比重，对于业绩拐点公司，关注由 PB 估值向动态 PE，甚至 PEG 估值方法带来的投资机会。

资产配置方面，建议超配生物制药、商业、中药，其他子行业标配。

预计 2007 年的行业投资主题包括：



- 高成长，低估值——一线公司，恒瑞，白药，天坛，国药等，目前低估程度较大的是化学制剂药子行业，民营成长公司。
- 自主创新——有潜力新药储备公司，生物技术公司，现代中药公司——天士力，康恩贝，益佰，西藏药业等，关注独占性新药，以及有实际市场开拓能力的公司。
- 政策驱动，包括医疗改革、新农村建设、所得税并轨等，基础用药、中低端医疗器械将明显受益，第三终端市场扩大，——4个一线商业公司，有定价权的普药公司——白云山，同仁堂，马应龙等。
- 业绩拐点——白云山，华东医药，潜在业绩拐点公司：片仔癀，同仁堂，天士力。

二线行业主题，可能在局部阶段形成热点：

- 定向增发——恒瑞，天坛，国药，新华医疗，山东药玻。
- 股权激励——恒瑞，同仁堂，双鹭药业。
- 医院投资，医药装备，关注可以直接分享国家采购，医院改革政策红利的公司，也就是有销售终端到医院，甚至医疗服务的企业：新华医疗，科华生物，马应龙，上实医药。
- 所得税优惠影响：目前所得税 30% 以上的主流公司有：恒瑞，广药，片仔癀，康美，药玻，益佰、江中、东宝。

重点个股：

生物技术类关注 8 家：天坛生物、科华生物、双鹭药业、华兰生物、通化东宝、长春高新、中牧股份、金宇集团。

中药公司关注：天士力、康缘药业、江中药业、S 阿胶、云南白药、吉林敖东、同仁堂、片仔癀、马应龙。

商业公司关注 4 家：上海医药、国药股份、一致药业、南京医药。

化学药公司关注：恒瑞医药、白云山 A、华东医药、华海药业、双鹤药业、华邦制药。

综合类公司关注 4 家：复星医药、新华医疗、上实联合、山东药玻。

石化工业 本次行业评级：一般 上次行业评级：一般

在下游整体需求减缓，及部分子行业竞争环境仍较为无序、人民币继续升值的情况下，我们判断 07 年化工行业盈利水平将整体收窄，子行业将分化。06 年化工行业利润率依然处于下降通道，预期 07 年行业盈利水平将整体收窄，塑料、橡胶制品子行业的景气度将明显回升，氮肥子行业的景气度将明显下降。

国际原油价格在向基本面回归，但未来仍将保持较高水平。造成此轮石油牛市的根本原因是需求拉动，尤其是发展中国家的需求拉动。油价在过度炒作之后，目前正走上价值回归之路。由于需求增长依然强劲，而供给的增加却颇显困难，因此未来油价下跌空间有限，预计布伦特现货 07 年的平均价区间为每桶 55-58 美元，倾向于上限。炼油行业 07 年扭亏已成定局，但盈利水平仍不明朗。成品油——原油价格倒挂使炼油行业在 06 年巨额亏损，但在 9 月份以来原油价格暴跌之后，盈利已显现转机。预期国内成品油定价机制将在 07 年进行改革，届时成品油价格将与原油价格挂钩，估计炼油毛利每桶在 3-5 美元左右，应可保证行业扭亏，但具体盈利水平在政策出来之前仍不明朗。炼油是石化行业 07 年的看点。全球炼油能力不足；我国计划上马炼油产能虽多，但依然不能跟上需求增长；原油价格回落和定价机制改革带来炼油毛利迅速回升，这些因素使炼油行业的投资机会开始显现，受益最大的企业是中国石化。虽然中国石化 07 年动态市盈率已接近国际同类平均水平，但公司将在在中国能源需求长期增长中受益最大，未来增长前景依然颇具吸引力。



07年是“十一五”规划的第二年，有关化工产业规划与结构调整将得到进一步贯彻实施；同时诸如成品油及天然气定价改革、化肥分销市场放开、五种高毒农药全面禁止等众多政策变革推进也将逐渐呈现效果；此外纯碱、粘胶纤维等部分子行业通过增加出口、限制新增产能扩张等方式取得较好的成效，在06年下半年来逐渐回暖反弹，预计在07年上半年仍将保持较好的态势。

在政策变革、产业结构调整、并购重组将更为深入，部分行业回暖的情况下，我们认为07年石油与化工行业的投资重点应关注几类机会：

拥有上游资源优势、具备较高技术壁垒、倡导节能降耗与循环经济模式、开发能源替代、行业回暖复苏、行业整合与政策改革中受益的那些龙头公司，此外，在资本流动性泛滥影响之下，由于估值水平提升而部分尚处于估值洼地的个股股价亦将得到纠正。整体而言，我们青睐那些产业结构较好的化工子行业，相信那些技术水平突出、具有资源垄断优势、拥有优秀管理团队、注重技术不断升级改进的公司将在中国经济的高速发展与化工产业结构的调整中将获得持续成长，这类公司例如新安股份、烟台万华、盐湖钾肥、星新材料、金发科技等等。另外诸如回暖复苏的纯碱、粘胶纤维、氨纶等行业，低毒农药行业，也有望涌现出一些个股较好的投资机会。

重点个股：新安股份、烟台万华、盐湖钾肥、星新材料、金发科技

煤炭行业 **本次行业评级：一般** **上次行业评级：一般**

2006 年前三季度，全国原煤产量同比增长 9.82%，增长速度有所回升。国有重点煤矿的增速明显高于其他两类煤矿，国有大矿整合地方煤矿的政策效果逐渐显现。四季度国际煤炭价格下滑较多，这主要同油价下滑相关；而国内煤炭价格则由于冬季用煤储煤期的提前到来而略有小幅上涨，未来几年，煤炭行业供需水平的变化将会使得煤炭价格有一定的下滑压力。

从长期来看，随着煤炭行业的不断整合，行业集中度将逐步提高，企业对供求、价格的控制力将逐步增强，而且长期、直供合同的比重也将提升。我们判断未来我国煤炭价格将更加趋向稳定。

国家对煤炭行业的政策性干预正逐步加强，虽然这将抬高行业进入壁垒，从长远角度有利于大型国有企业的整合和发展，但短期对利润空间的侵蚀也是无疑的。

我们将重点关注成本控制能力比较强、产能扩张或者上下游一体化的公司。

重点个股：国阳新能（600348）、兰花科创（600123）、兖州煤业（600188）、神火股份（000933）等。

电力行业 **本次行业评级：一般** **上次行业评级：一般**

07年电力行业经营环境依然不乐观，预计06~08年全国平均发电利用小时分别下降4.2%、4.4%、0.4%，07年水电利用小时再度下滑可能性不大，火电利用小时下滑压力增大。08年行业景气见底回升的可能性最大，利用小时带来的负面影响大为减弱，行业盈利有望加速回升，而07年下半年可能是投资08年，买入电力股的时机。07年行业景气将呈加速下滑，业绩增长压力较大，行业依然带有防御性特征，有大集团背景的龙头股是最好配置，是07年投资电力的主策略。另外，可关注电力改革深化、节能环保带来的机会，同时关注集团整体上市、电网公司、广东核电等电力新品种上市带来的机会。

我们重点关注大集团旗舰公司国电电力（600795）、国投电力（600886）、粤电力（000539）、桂冠电力（600236），和扩张或潜在扩张业绩可能大幅度提升的金山股份（600396）、文山电力。

重点个股：国电电力、国投电力、粤电力、桂冠电力、金山股份、文山电力

造纸业 **本次行业评级：一般** **上次行业评级：一般**



06年我国造纸行业发生了一些积极的变化：（1）进口木浆的增长势头得到遏制，进口纸张同比下降；（2）出口纸张和纸浆增长迅速；（3）纸浆和纸张国内生产增速远超过进口速度。造纸工业已经初步呈现出国际化、集中化、专业化的态势和格局。国内大的造纸企业在设备现代化程度方面已完全与国际接轨，产品质量得到国际市场认可。中国终将成为全球造纸业的产业中心。

预计07年纸浆价格涨势趋缓，纸品价格走势分化。由于06年纸浆价格的上涨主要源于制浆成本的上涨以及供求的不平衡，预计07年随着纸浆供给的增加，纸浆价格涨势趋缓。在纸品方面，07年新闻纸供给继续增大，从而对价格构成压力。铜版纸和白卡纸因市场供求基本平衡，预计价格相对平稳。林业资源部分公司已经体现出优势，但行业总体有望在2010年得到缓解。预计至2010年，我国造纸林基地可稳定提供5600万立方米木材，竹材1350万吨，可制木浆1300万吨以上，竹浆400万吨，大大减轻对国际市场木浆的依赖，并最终消除我国造纸工业原材料的瓶颈问题。

重点个股：华泰纸业（600308）、岳阳纸业（600963）

港口水运 本次行业评级：一般 上次行业评级：一般

2006年1-10月，我国进出口商品总值为14252亿美元，同比增长24.05%，与05年增速24.06%相当，其中出口增长26.8%，较上年同期减缓4.3个百分点；进口增长20.9%，较上年同期增长4个百分点。2006年前十个月，我国规模以上港口完成货物吞吐量377495万吨，同比增长18.1%，完成集装箱吞吐量7520.84万TEU，同比增长23.2%，增长率较上一年度分别下降0.5个百分点和2个百分点。商务部11月10日对外公布的《2006年秋季中国对外贸易形势报告》预测，07年中国对外贸易仍然面临较为有利的条件，进出口总值将进一步增长约15%。我们判断实际情况将更好些，预计增速在20%左右。

良好的外贸形势将使2007年沿海港口货物吞吐量增长约20%左右。但是港口的增速已经出现分化。环渤海湾地区，天津港1-10月集装箱吞吐量增长速度最快，同比增长22.5%。长江三角洲地区，宁波舟山港1-10月集装箱吞吐量同比增长36.40%，其增长速度只低于广州港。上海港由于过去几年的高速增长，基数较大，因此06年增长速度逐渐放缓，1-10月上海港集装箱吞吐量同比增长19.7%，但是值得注意的是，上海港月度增速呈现前低后高的走势，5月份以后集装箱吞吐量增速明显提高，基本保持在20%以上的月度增长速度。在珠江三角洲地区，广州港集装箱吞吐量快速增长，1-10月港口集装箱吞吐量同比增长46.20%。深圳港口经过了多年的高速增长以后，增长速度放缓，1-10月深圳港口集装箱吞吐量同比增长13%。

上市公司方面，港口板块增长的另一个来源在于外延扩张。经历了近几年的港口大规模建设，部分上市公司的母公司已经拥有了可以注入上市公司的成熟资源，因此未来一段时期内，整体上市、资产整合将成为港口行业发展的一个主要特征，外延扩张也将成为上市公司盈利增长的一个重要来源。

航运业方面，我们预计油运指数因运力过剩将有所下跌，但干散货运输市场将有较好表现。预计2006年BDI指数平均在3100点左右，比2005年平均3371点下降8%左右。但是2007年由于将有大量老旧船舶被拆解，全球散货船运力供给增长将放缓至3.9%，市场供给的压力将大幅减缓。考虑到07年世界将保持4.9%左右的持续高速增长，我们认为只要中国进口铁矿石增长不发生大幅回落，07年全球干散货运输市场的供需形势将有所扭转，运价将延续06年下半年以来的上涨态势，预计平均涨幅10%左右。

重点个股：盐田港、天津港、营口港、中远航运、中海发展

高速公路 本次行业评级：一般 上次行业评级：一般

2006年1-10月份，公路货运、客运周转量同比增速均保持平稳。其中，货运周转量增速为11.8%，较去年的12.2%略有回落；客运周转量增速为9.1%，较去年的5.8%稳步上升；总体来看，车流量增长保持稳定；我们预计明年受宏观经济等因素影响，公路货运、客运周转量将同比增长11%和8.5%，总体车流量仍将保持稳定增速。



高速公路行业目前存在普遍的低估，2007和2008的动态市盈率平均为12倍和10倍，我们认为公路股存在重估的可能。因为，目前高速公路行业仍在稳定增长，行业收费政策也不会动摇，此外在股改中很多公路公司都承诺了主要成本、资产收购和分红比例，而且计重收费还在进一步的推进过程中，这都为上市公司业绩增长提供了坚实的保障。

重点个股：赣粤高速、福建高速、山东高速、深高速



行业和股票投资建议说明

类别	投资建议	定义
行业投资评级	优势	行业指数在未来 6 个月内表现优于市场指数
	一般	行业指数在未来 6 个月内表现基本与市场指数持平
	弱势	行业指数在未来 6 个月内表现弱于市场指数
股票投资评级	推荐	在未来 6 个月内表现优于市场指数 15%以上
	谨慎推荐	在未来 6 个月内表现优于市场指数 5-15%之间
	中性	在未来 6 个月内表现介于市场指数±5%之间
	回避	在未来 6 个月内表现弱于市场指数 5%以上

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，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户传送，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。