

## 2007 年四季度投资策略

### ——泡沫与通胀时代的生存法则(2007-10-06)

投资摘要：

- 第三季度的市场呈现出单边上扬态势，上证指数、深圳综合指数和沪深 300 指数均大幅攀升，地产、金融、钢铁、有色、航空、煤炭等蓝筹板块热点纷呈，而绩差股经历 5.30 的惨跌之后，遭到投资者的抛弃。
- 人口红利、消费升级和城市化进程奠定中国宏观经济长期繁荣的基础；由于消费不足和部分要素价格扭曲两大问题短期难以解决，预计未来流动性过剩的局面还会继续存在。流动性激增的初期，往往由于金融窖藏的原因，形成资产泡沫，而没有进入实体经济。之后的阶段总需求扩展到实体经济，导致通胀压力。
- 国内总体市场绝对估值偏高几乎处于历史最高位（股权风险溢价小于 0），未来 A 股市场将与国际股市联动性加强。显然目前是国内市场处于泡沫时代，资金推动明显，投资者情绪亢奋；负利率的环境对泡沫起到推波助澜的作用。尽管业绩增长比较快，但市场表现应该是对业绩的过度反应。此阶段基本面的因素在弱化，而资金和情绪因素对市场走势的影响加强。考虑到情绪的回落有一个过程，而且流动性泛滥没有真正被抑制，我们对 4 季度 A 股市场走势继续持谨慎乐观态度，但不排除由于调控和短期供给增加导致的较大波动。
- 支撑此轮中国市场繁荣的本源来自于上市公司内在利润的高速增长（宏观繁荣）以及流动性过剩，流动性过剩导致本币升值和通胀，伴随高估值（泡沫）。本基金固守“三重优势”策略的同时，考虑本币升值和通胀背景下的投资策略。
- 中国经济长期增长和本币的升值路径都将为金融、地产、航空、机械、资源类行业提供稳定的增长空间；此外四季度受益于通胀的行业，在通胀中能转嫁成本、自主定价的行业和公司。资产注入类板块与政策导向型产业此外适当关注结构性品种，如可分离债、低估的认购权证和新股申购。

## 第一部分 市场回顾

### 一、资金推动：蓝筹股转强，绩差股溃败

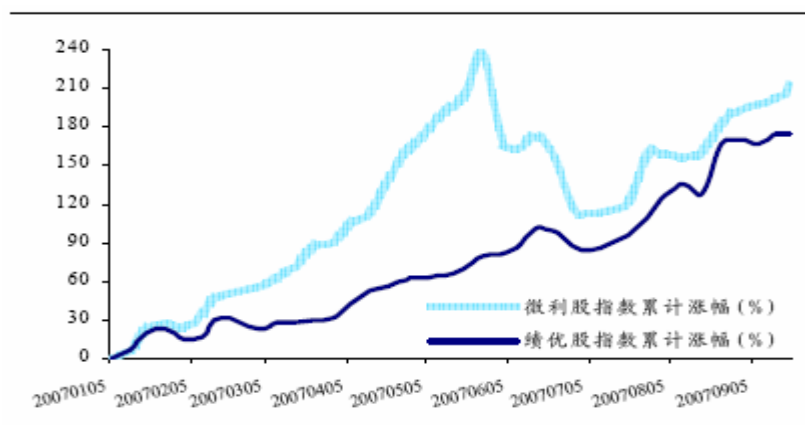
除了日经指数，全球主要股票市场在第三季度都呈现出上扬态势，其中亚洲股市涨幅居前。中国大陆股票市场在经历了 6 月份的震荡整理和 7 月初的短暂回调之后，开始持续向上攀升。从整体上看，第三季度的股票市场可以说呈现出单边上扬趋势，上证指数涨幅达 43.2%，深圳综合指数涨幅接近 39.7%，沪深 300 指数涨幅接近 46.0%。整个三季度市场的成交量状态平稳，平均每天维持在 2500 亿元左右的水平。总体而言，地产、金融、钢铁、有色、航空、煤炭等蓝筹板块在三季度热点层出不穷，推动股指持续上行，而绩差股经历 5.30 的惨跌之后，遭到投资者的抛弃。

表 1：全球主要股指表现

| 指数               | 季度收益率 (%) | 今年至今收益率 (%) |
|------------------|-----------|-------------|
| 标准普尔 500 指数      | 1.0%      | 7.1%        |
| 东京日经 225 指数      | -9.5%     | -4.7%       |
| 香港恒生指数           | 18.0%     | 28.7%       |
| 印度孟买 sensex30 指数 | 11.6%     | 18.6%       |
| 俄罗斯 RTS 指数       | 6.2%      | 4.9%        |
| 巴西圣保罗交易所指数       | 4.6%      | 28.0%       |
| 上证指数             | 43.2%     | 104.5%      |
| 深圳综指             | 39.7%     | 173.5%      |
| 沪深 300 指数        | 46.0%     | 169.2%      |

资料来源：BLOOMBERG

图 1：绩优与微利股累计涨幅



资料来源：WIND 资讯

## 二、市场运行特征与存在的突出问题

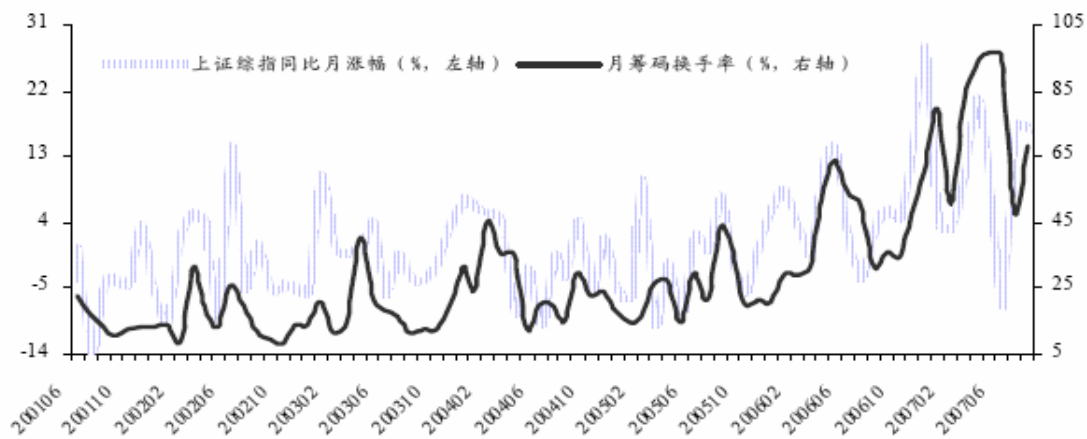
### （一）畸高的筹码换手率

统计数据显示进入2007年以来，A股市场筹码月换手率持续上升，2007年1月至8月，A股市场筹码月换手率分别为79.5%、50.7%、81.6%、93.2%、96.7%、96.0%、48.3%与68.2%，远远超过2006年以前A股市场筹码月换手率约30%的水平，显示市场投机的成份明显偏大。

### （二）高换手率推动股指加速上扬

统计数据显示，2007年前8个月，A股股指走势呈现加速上扬态势，上证综指月收盘上涨幅度分别达4.1%、3.4%、10.5%、20.6%、7.0%、-7.0%、17.0%与16.7%，这与同期市场过高的筹码换手率不无关系。

图2：2001年6月份以来A股月换手率与同期上证综指月收盘涨幅之间的关联度



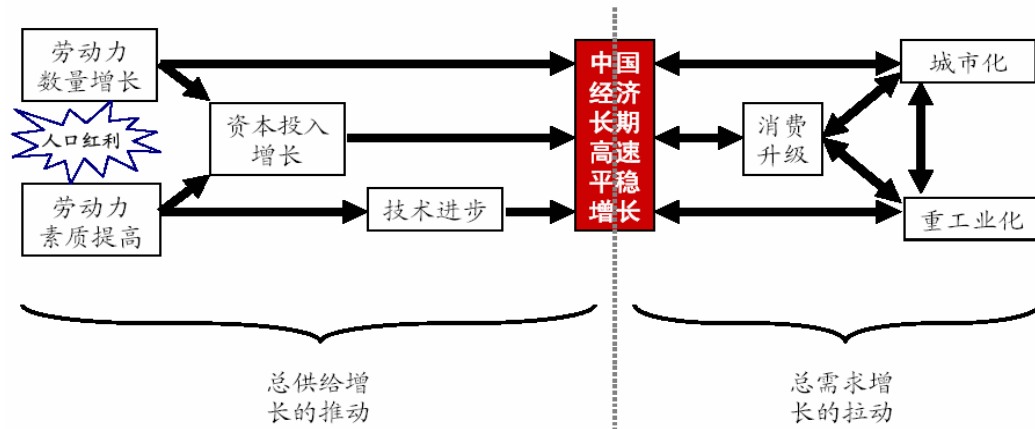
资料来源：WIND 资讯

## 第二部分 宏观政策

### 一、宏观经济长期看好

人口红利、消费升级和城市化进程奠定中国宏观经济长期繁荣的基础。

图 3:中国经济长期繁荣的图解



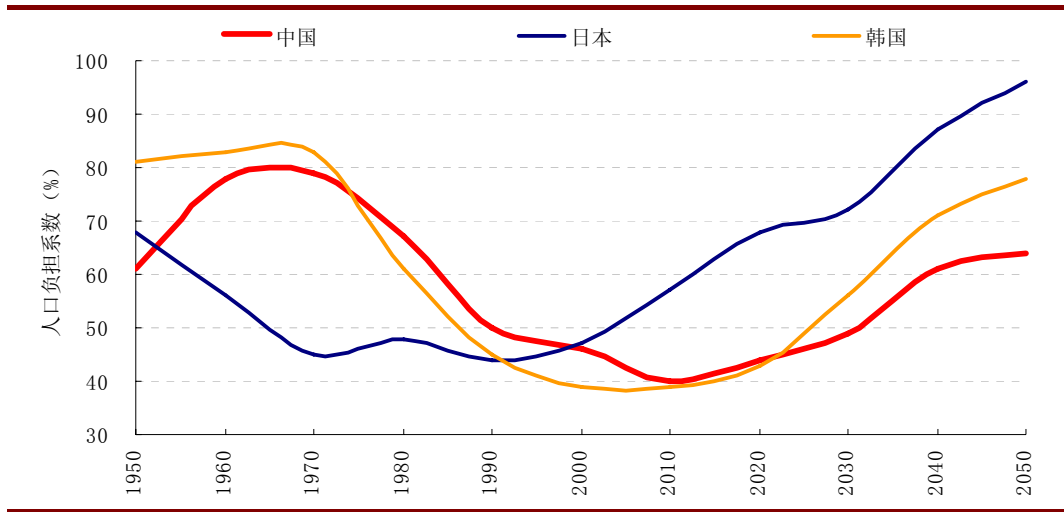
第一个因素来自于人口结构转变。新中国建立后的婴儿潮（1962-1971）大约从 2003 年开始进入其收入与消费的高峰期，而新生代（1980-1990）也大约从这一年开始进入其创新高高峰期。财富的增长一靠劳动效率的提高，二靠劳动数量的增加。2003 年之后中国劳动力数量的稳定增长与质量的逐步提高使人口红利对经济增长的作用开始强烈呈现，这一过程预计可以持续 10 年，中国人口负担系数在 2012 年将达到最低点。“人口红利”指在一个国家劳动年龄人口最富余的阶段，经济将获得额外的增长源泉。上世纪七、八十年代，以日本、韩国、新加坡、中国的台湾和香港地区为核心的东亚创造了经济增长的奇迹。从人口学角度看，“人口红利”是东亚经济增长奇迹的重要原因之一。

表 2: 东亚各国和地区经济高速增长长期比较

| 国家或地区 | 高速增长期     | 高速增长年数 | GDP 增长率 (%) | 高速增长后期    | GDP 增长率 (%) |
|-------|-----------|--------|-------------|-----------|-------------|
| 中国    | 1978—2000 | 22     | 9.52        |           |             |
| 日本    | 1955—1973 | 18     | 9.22        | 1973-2000 | 2.81        |
| 韩国    | 1962—1991 | 29     | 8.48        | 1991-2000 | 5.76        |
| 新加坡   | 1965—1984 | 19     | 9.86        | 1984-2000 | 7.18        |
| 台湾地区  | 1962—1987 | 25     | 9.48        | 1987-2000 | 6.59        |
| 香港地区  | 1968—1988 | 20     | 8.69        | 1988-2000 | 4.14        |

资料来源：转引自许宪春，2002 年

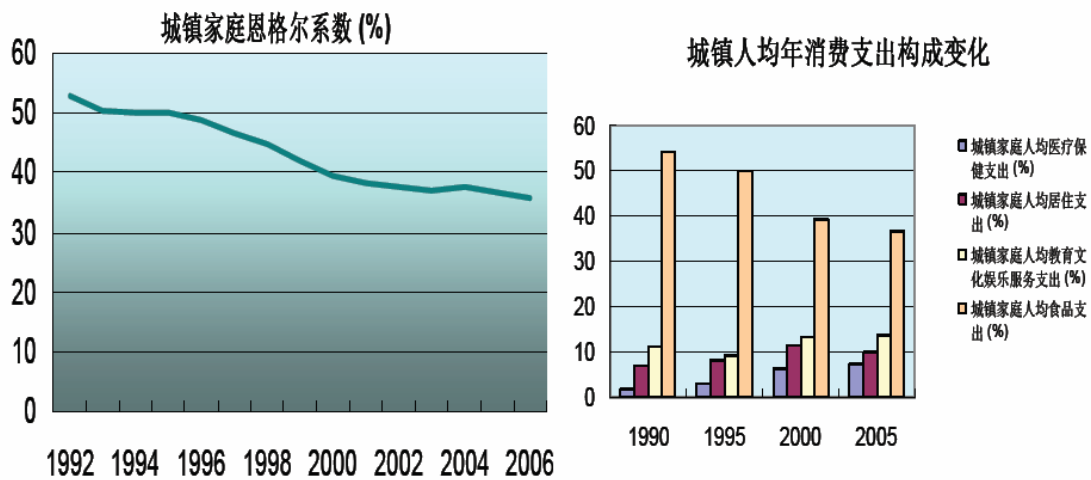
图 4：中国、日本、韩国人口负担系数百年比较



资料来源：联合国，世界人口展望，2001 年

第二个因素来自于消费升级。2003 年之后中国人均 GDP 跨过 1000 美元大关，进入由 1000 美元向 3000 美元挺进的消费升级阶段。从其他国家经验看，消费升级过程中对金融服务、交通通讯、居住的消费支出将快速上升。中国的消费升级与城市化及重工业化相伴而生、互为因果。城市化进程的持续（国家人口发展研究战略课题组 11 日发布的国家人口发展战略研究报告指出，目前农村剩余劳动力仍有 1.5 亿至 1.7 亿人，大规模的劳动力流动将持续存在。按人口城镇化水平年均增长 1 个百分点测算，今后 20 年将有 3 亿农村人口陆续转化为城镇人口），既是人均收入快速增长的结果，同时也带来了巨大的消费需求，以及劳动力持续增长与效率提升带来的资本需求。

图5：食品消费降低消费升级逐步显现



资料来源：国家统计局，新世纪基金

表 3：世界主要国家消费升级过程中的居民消费结构的变化（%）

| 人均 GDP<br>(美元) | 金融服务<br>及其它 | 交通<br>通讯 | 居住    | 医疗<br>保健 | 文教、娱<br>乐用品及<br>服务 | 家具、家<br>庭设备及<br>服务 | 衣着    | 食品、饮<br>料、烟草 |
|----------------|-------------|----------|-------|----------|--------------------|--------------------|-------|--------------|
| 1000           | 6.95        | 8.55     | 11.4  | 4.26     | 6.84               | 9.2                | 11.4  | 41.31        |
| 3000           | 10.73       | 12.11    | 13.33 | 4.96     | 7.54               | 9.2                | 9.62  | 32.13        |
| 增减             | 3.78        | 3.56     | 1.93  | 0.7      | 0.7                | 0                  | -1.78 | -9.18        |

## 二、紧缩政策近期难改流动性过剩的局面

### （一）宏观数据偏热，紧缩政策频繁出台

据最新国家统计局发布的宏观经济景气指数报告显示,受到7月CPI(居民消费价格指数)、工业生产指数等关键经济指标温度持续上升影响,中国经济在今年8月份首次亮起"黄灯",正式步入"趋热"区域<sup>1</sup>。统计显示,今年8月份,中国宏观经济预警指数为120.7,较上月7升7.40点,已突破"趋热"的黄灯区下线,进入"趋热"区。

<sup>1</sup>宏观经济景气指数反映当前经济的基本走势,而预警指数是宏观经济景气指数的主要组成部分,它直接反映目前经济运行的冷热状态,而所谓绿灯、黄灯、红灯的设置,主要是为了让冷热状态显示得更加直观。

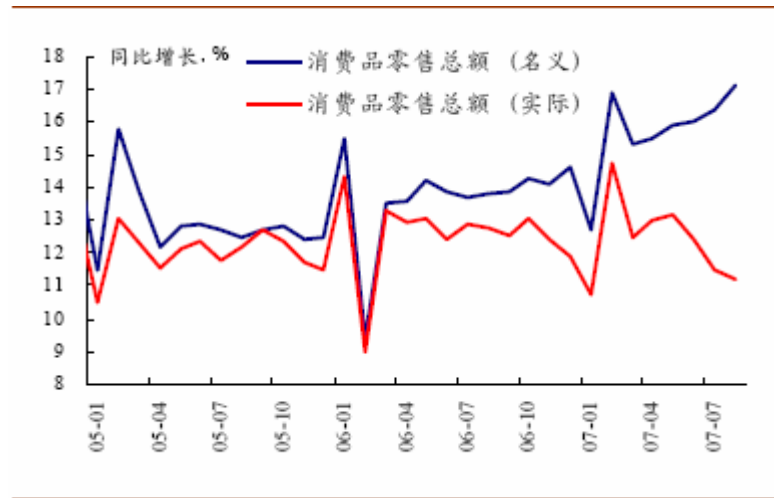
表4：宏观经济数据

|                      |         | 2004-09 | 2004-12 | 2005-06 | 2005-09 | 2005-12 | 2006-03 | 2006-06 | 2006-09 | 2006-12 | 2007-03 | 2007-06 | 2007-08 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>工业生产</b>          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 工业增加值                | 人民币, 十亿 | 481.2   | 548.8   | 619.1   | 627.5   | 671.2   | 668.0   | 781.8   | 775.4   |         |         |         |         |
|                      | 同比增长, % | 16.1    | 14.4    | 16.8    | 16.5    | 16.5    | 17.8    | 19.5    | 16.1    | 14.7    | 17.6    | 19.4    | 17.5    |
| 重工业                  | 人民币, 十亿 | 323.2   | 372.2   | 426.6   | 431.1   | 461.0   | 470.2   | 544.1   | 538.3   |         |         |         |         |
|                      | 同比增长, % | 17.2    | 15.7    | 17.2    | 17.0    | 16.5    | 18.6    | 20.8    | 17.6    | 17.0    | 18.3    | 20.2    |         |
| 轻工业                  | 人民币, 十亿 | 158.0   | 176.6   | 192.5   | 196.4   | 210.3   | 197.8   | 237.6   | 237.1   |         |         |         |         |
|                      | 同比增长, % | 15.1    | 13.0    | 16.0    | 15.6    | 16.4    | 16.1    | 16.8    | 13.0    | 9.8     | 16.0    | 17.5    |         |
| <b>消费</b>            |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 社会消费品零售总额            | 人民币, 十亿 | 472     | 556     | 494     | 550     | 685     | 580     | 606     | 655     | 750     | 669     | 703     | 712     |
|                      | 同比增长, % | 14.0    | 14.5    | 12.9    | 12.7    | 12.5    | 13.5    | 13.9    | 13.9    | 14.6    | 15.3    | 16.0    | 17.1    |
| 其中: 城镇               | 人民币, 十亿 | 310     | 357     | 333     | 369     | 445     | 391     | 413     | 442     | 502     | 453     | 481     | 486     |
| <b>固定资产投资, 自年初累计</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 城镇固定资产投资             | 人民币, 十亿 | 3,803   | 5,862   | 2,797   | 4,874   | 7,510   | 1161    | 3,637   | 6,188   | 9,347   | 1,457   | 4,608   | 6,666   |
|                      | 同比增长, % | 29.9    | 27.6    | 27.1    | 27.7    | 27.2    | 29.8    | 31.3    | 28.2    | 24.5    | 25.3    | 26.7    | 26.7    |
| 房地产投资                | 人民币, 十亿 | 925     | 1,448   | 690     | 1,160   | 1,753   | 303     | 849     | 1,431   | 2,145   | 392     | 1,114   |         |
|                      | 同比增长, % | 28.9    | 29.1    | 25.3    | 23.6    | 20.5    | 23.8    | 27.9    | 28.7    | 25.4    | 29.1    | 31.3    |         |
| <b>外商直接投资, 自年初累计</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 合同金额                 | 美元, 十亿  | 107.4   | 153.5   | 86.2    | 130.3   | 189.1   |         | 88.5    | 132.8   | 200.2   |         |         |         |
|                      | 同比增长, % | 35.6    | 33.4    | 19.0    | 21.8    | 23.2    |         | 2.7     | 1.9     | 5.9     |         |         |         |
| 实际利用金额               | 美元, 十亿  | 48.7    | 60.6    | 28.6    | 43.2    | 72.4    | 14.2    | 28.4    | 42.6    | 69.5    | 15.9    | 31.9    | 41.9    |
|                      | 同比增长, % | 21.0    | 13.3    | -3.2    | -2.1    | 19.4    | 6.4     | -0.5    | -1.5    | -4.1    | 11.6    | 12.2    | 12.7    |
| <b>外贸</b>            |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 出口                   | 美元, 十亿  | 55.8    | 63.8    | 66.0    | 70.2    | 75.4    | 78.0    | 81.3    | 91.6    | 94.1    | 83.4    | 103.3   | 111.4   |
|                      | 同比增长, % | 33.1    | 32.7    | 30.6    | 25.8    | 18.2    | 28.2    | 23.3    | 30.6    | 24.8    | 6.9     | 27.0    | 22.7    |
| 进口                   | 美元, 十亿  | 50.8    | 52.7    | 56.3    | 62.6    | 64.4    | 66.9    | 66.8    | 76.3    | 73.1    | 76.6    | 76.4    | 86.4    |
|                      | 同比增长, % | 22.0    | 24.5    | 15.7    | 23.2    | 22.2    | 21.3    | 16.9    | 21.9    | 13.5    | 14.5    | 14.3    | 20.1    |
| 贸易盈余                 | 美元, 十亿  | 5.0     | 11.1    | 9.7     | 7.6     | 11.0    | 11.2    | 14.5    | 15.3    | 21.0    | 6.9     | 26.9    | 25.0    |
| <b>通货膨胀</b>          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 居民消费价格指数             | 同比增长, % | 5.2     | 2.4     | 1.6     | 0.9     | 1.6     | 0.8     | 1.5     | 1.5     | 2.8     | 3.3     | 4.4     | 6.5     |
| 零售价格指数               | 同比增长, % | 4.3     | 1.3     | 0.5     | 0.0     | 0.9     | 0.2     | 1.3     | 1.2     | 2.4     | 2.5     | 3.2     |         |
| 工业品出厂价格指数            | 同比增长, % | 7.9     | 7.1     | 5.2     | 4.5     | 3.2     | 2.5     | 3.5     | 3.5     | 3.1     | 2.7     | 2.50    | 2.6     |
| <b>货币</b>            |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| M0                   | 人民币, 十亿 | 2,052   | 2,147   | 2,085   | 2,227   | 2,403   | 2,347   | 2,347   | 2,569   | 2,707   | 2,739   | 2,688   | 2,780   |
|                      | 同比增长, % | 12.1    | 8.7     | 9.6     | 8.5     | 11.9    | 10.5    | 12.6    | 15.3    | 12.7    | 16.7    | 14.54   | 15.04   |
| M1                   | 人民币, 十亿 | 9,044   | 9,597   | 9,860   | 10,096  | 10,728  | 10,674  | 11,234  | 11,681  | 12,603  | 12,788  | 13,585  | 14,100  |
|                      | 同比增长, % | 13.7    | 13.6    | 11.3    | 11.6    | 11.8    | 12.7    | 13.9    | 15.7    | 17.5    | 19.8    | 20.92   | 22.77   |
| M2                   | 人民币, 十亿 | 24,376  | 25,321  | 27,579  | 28,744  | 29,876  | 31,049  | 32,276  | 33,187  | 34,558  | 36,410  | 37,783  | 38,720  |
|                      | 同比增长, % | 13.9    | 14.6    | 15.7    | 17.9    | 17.6    | 18.8    | 17.0    | 16.8    | 16.9    | 17.3    | 17.1    | 18.09   |
| 金融机构存款               | 人民币, 十亿 | 23,503  | 24,053  | 26,914  | 27,988  | 28,716  | 30,553  | 31,846  | 32,778  | 33,543  | 35,425  | 36,937  | 37,740  |
|                      | 同比增长, % | 15.9    | 15.6    | 17.2    | 19.1    | 18.9    | 19.5    | 18.3    | 17.1    | 16.8    | 15.9    | 16.0    | 16.5    |
| 金融机构贷款               | 人民币, 十亿 | 17,347  | 17,736  | 18,618  | 19,094  | 19,469  | 20,639  | 21,530  | 22,104  | 22,529  | 23,959  | 25,079  | 25,610  |
|                      | 同比增长, % | 13.6    | 14.5    | 13.3    | 13.8    | 13.0    | 14.7    | 15.6    | 15.2    | 15.1    | 16.3    | 16.5    | 17.0    |
| 1年期定期存款利率            | p.a. %  | 1.98    | 2.25    | 2.25    | 2.25    | 2.25    | 2.25    | 2.25    | 2.52    | 2.52    | 2.79    | 3.06    | 3.60    |
| 1年期贷款利率              | p.a. %  | 5.31    | 5.58    | 5.58    | 5.58    | 5.58    | 5.58    | 5.85    | 6.12    | 6.12    | 6.39    | 6.57    | 7.02    |
| 人民币汇率(期末值)           | 人民币/美元  | 8.2766  | 8.2765  | 8.2765  | 8.0920  | 8.0702  | 8.0164  | 7.9920  | 7.9079  | 7.8050  | 7.7288  | 7.6143  | 7.5449  |

资料来源: 国家统计局, 中国人民银行, 海关总署, CEIC, 中金公司研究部

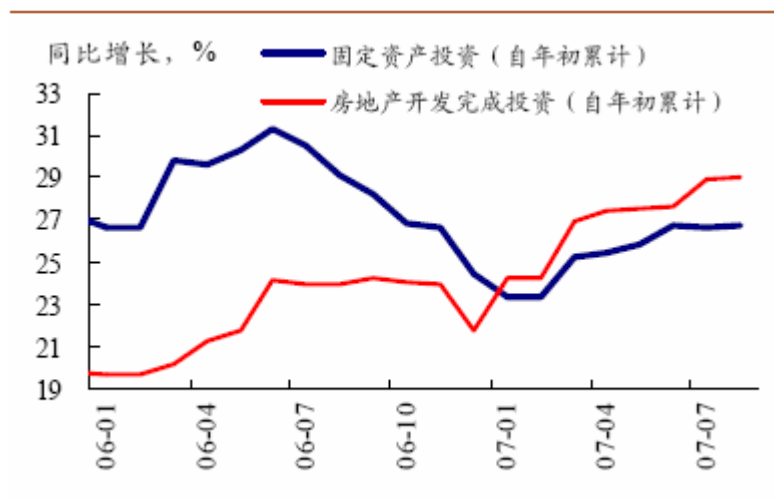
8月实际社会消费品零售总额同比增速有所降低; 城镇资产投资累计同比增速与7月基本持平, 不过有反弹趋势; 贸易顺差维持高位。贸易顺差持续增加, 资金流动性过剩压力提高。假设今年全年出口增长23~27%, 进口增长19~23%, 预计最多产生的顺差额近2183亿美元, 而最少产生的顺差额会达到近3000亿。

图6：名义和实际社会消费品零售总额同比增速



资料来源：国家统计局，CEIC、中金公司研究部

图7：固定资产投资同比增长

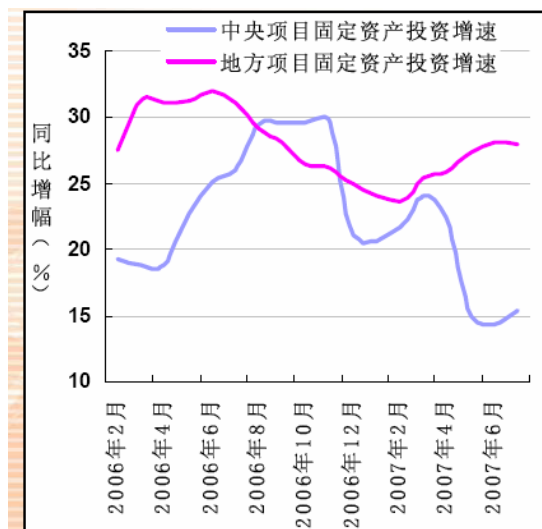


资料来源：国家统计局

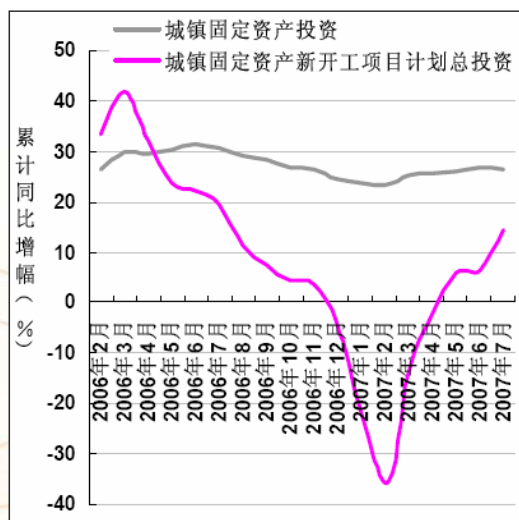


图 8：投资增速与新开工项目增长

投资增速反弹

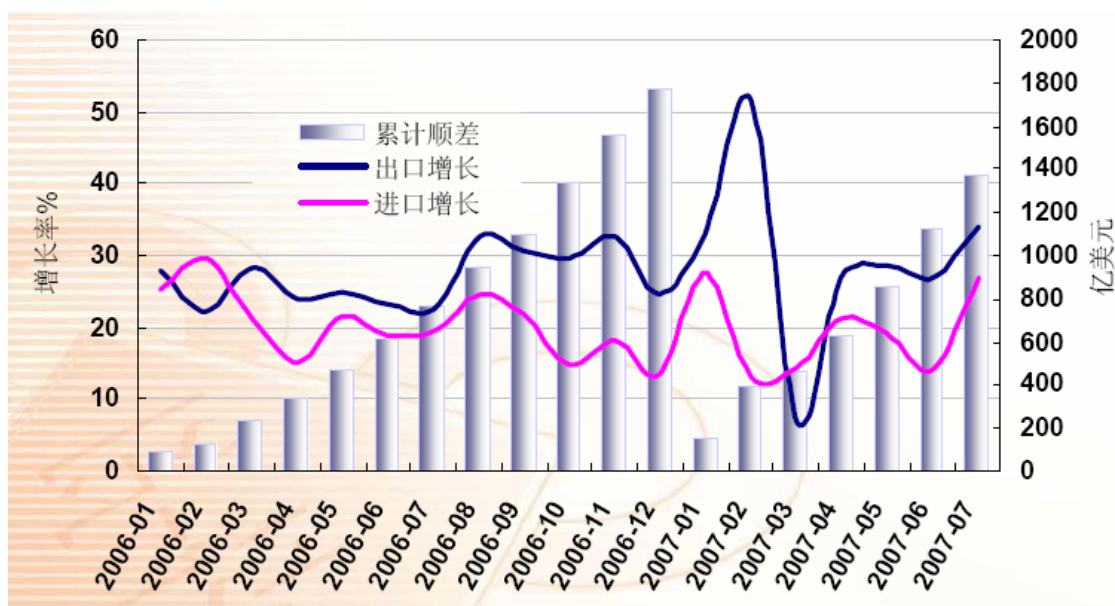


新开工项目增长由负转正



资料来源：国家统计局

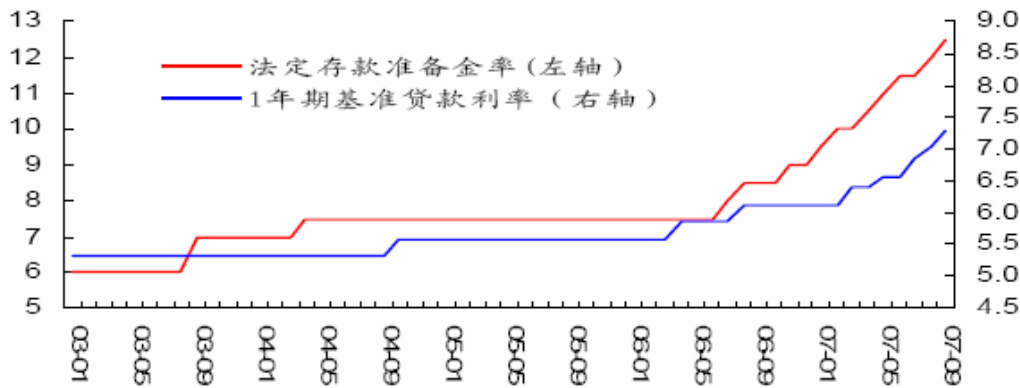
图 9：进出口增长和贸易顺差规模的扩大（%，亿美元）



资料来源：国家统计局

进入07年以来，随着经济再次超预期的增长和贸易顺差的快速扩大，政府频繁出台紧缩政策。仅以货币政策为例，9个月内，提高存款准备金率7次，加息5次；其他政策还包括对部分产品加征出口关税、出口退税率大幅度调整和发行特别国债等。可以说，07年前9个月，是本轮经济上升周期以来紧缩政策出台最密集的一段时期。而且，政策目标都直指经济增长（企业盈利）和市场流动性这两个推动当前市场上涨的最主要因素。

图10: 央行存款准备金率和利率的提高 (单位: %)



资料来源: 中国人民银行

## (二) 流动性过剩的根本原因

逻辑链: 我们认为流动性过剩来自我国整体宏观经济的两大问题——国内消费不足和部分要素价格扭曲。而汇率、外汇储备快速增长等因素都只是下面整个逻辑链条中的一部分。一是, 消费不足→产能过剩→贸易顺差→外汇储备巨额增长→基础货币大量增加→流动性过剩→资产上涨; 二是, 部分要素价格扭曲和贸易顺差→人民币汇率升值压力→投机热钱进入→外汇储备巨额增长→基础货币大量增加→流动性过剩→资产上涨。以及由于财富效应, 目前市场流动性还来源于居民财富意识的觉醒和风险偏好的加强。另外, 从外部环境看, 由于经济发展和世界人口增长, 导致全球资源紧张, 价格激增, 美联储不断放松银根, 使全球流动性上升, 传导到国内。

由于消费不足和部分要素价格扭曲两大问题短期难以解决, 预计未来流动性过剩的局面还会继续存在。

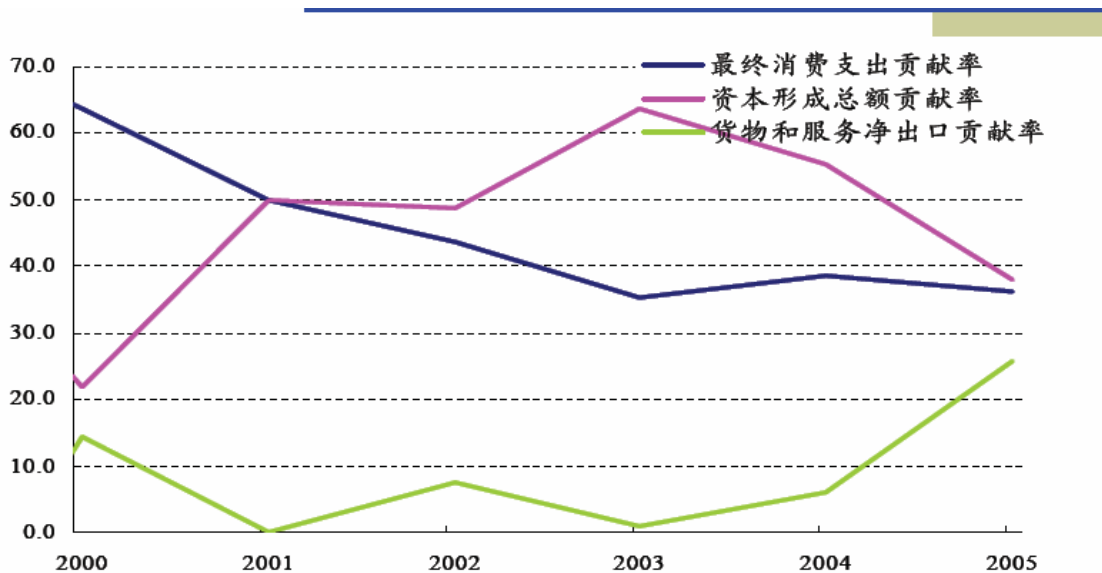
我国计划经济时采用低工资和高福利、同时控制大部分要素价格(如土地、矿产等)的政策。但改革开放后, 一方面, 尽管工资相对以往大幅增长, 但由于福利水平(医疗、教育、养老等)降低, 百姓只好多储蓄, 减少消费; 导致高储蓄率; 政府采用高投资率的方式提高经济增长率, 但问题是内需不振(图 11: 中国消费对经济拉动不足), 于是造成产能过剩; 因此通过出口释放产能, 加上我国的人力资本便宜(据原国家统计局局长李德水估计我国劳动力价格是欧美国家劳动力的 2%-5%之间), 导致贸易顺差加大, 为人民币汇率升值带来不少压力。另一方面, 部分要素价格扭曲, 这是因为我国采用的是渐进改革方式, 要素价格不是完全由市场供求决定, 加上政府为出口创汇, 压低汇率, 使得部分要素价格主要向下扭曲。

1、目前的根本问题是由于长期历史的原因导致，由于消费不足和部分要素价格扭曲两大问题短期难以解决，所以以货币政策调控（加息、提高准备金）只是“治标，不治本”的做法。因此。目前看来国内流动性的现状不会有大的改变，人民币稳步升值也是可以预见的。

其实，缓解流动性过剩也是有办法的，最有力的方法是大规模增加新的金融产品，吸收多余的资金，形成金融窖藏，但政府一方面比较担心风险，如股指期货一直延迟出台；另一方面，还是出于为国企融资的目的，在流动性高的时候可以先高价为国企大规模融资。

2、流动性激增的初期，往往由于金融窖藏的原因，形成资产泡沫，而没有进入实体经济。之后的阶段总需求扩展到实体经济，导致通胀。

图 11：中国消费对经济拉动不足，逐年走低



资料来源：国家统计局

### （三）宏观调控所面临的双重两难选择

#### 1、经济增长与调控

从政府当前对经济进行调控时所持的心态，我们认为政府面临两难选择，具体体现在：一方面，如果不对经济进行调控或力度过小，那么经济增长就可能由过快转为过热，而一旦经济过热，大力度的调控就是必需的，而这必然带来经济增速大幅回落，这是政府不愿意看到的。而且，不对经济增长结构进行调控，节能减排的任务也难以完成，这将影响到中国长期的经济增长，因为能源和环境是中国经济长期增长最主要的制约因素。

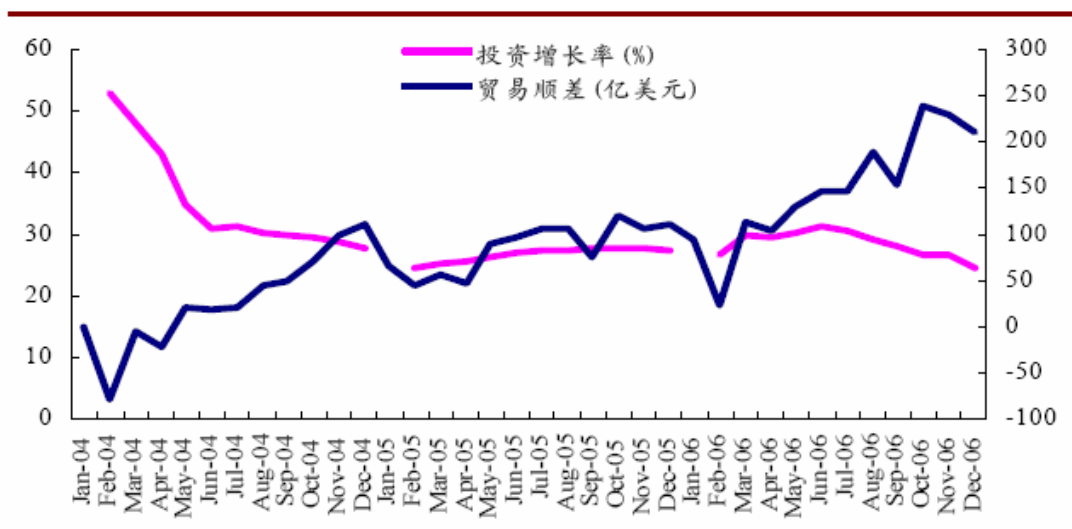
但另一方面，政府更不希望调控导致经济增长速度明显放缓。其理由在于，首先，政府充分认识到，当前是中国经济增长重要的战略机遇期，如果在这段时间不能够取得好的发展，

那就可能失去机会。事实上，根据我们以往的判断，中国正处于工业化成熟阶段的后半期，也确实是在经济发展面临跨越的最重要的阶段。其次，尽管近两年经济在超预期增长，但结构性失业依然严峻，一旦经济增长明显放缓，这一问题必将恶化，其后果政府更加难以承受。在二者之间进行权衡，而且砝码倾向于保持经济快速增长的情形下，政府的调控就需要是相对温和的调控，除非经济出现明显过热，否则调控政策不会有猛药。

## 2、外部失衡和内部失衡

中国短期内难以同时解决外部失衡和内部失衡这两对矛盾：一旦投资增速大幅放慢，进口需求下降，外贸顺差上升，增大人民币升值压力；而投资的快速增长可以提高进口需求从而降低外贸顺差，但政府担心投资增长长期快于消费增长，可能造成将来产能过剩、通缩以及金融风险。政府只得在这两个都不很理想的状态间作出权衡。目前的情况看来，前期以纠正投资偏热和贷款增长偏快为目标的宏观调控政策已经进一步发挥了效果，但却使得贸易顺差保持高位，外部失衡进一步严重。

图 12：投资增长率与贸易顺差



资料来源：国家统计局

因此，我们预计持续的加息以及控制信贷等措施即便使经济增长在今年四季度出现小幅回调，但明年将再次出现加速的可能性非常大，而资本市场很可能是经济过热和流动性过剩轮回演绎过程中的最大受益者。

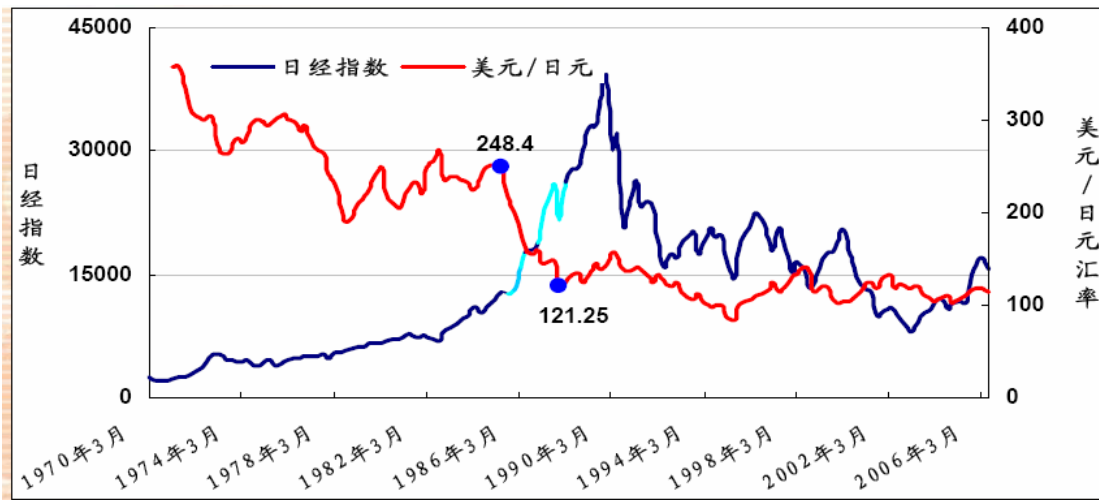
## 3、人民币升值趋势不改

人民币汇率升值速度进一步加快。人民币升值的加快将进一步减缓我国要素价格扭曲的局面。我们预计07 年底人民币将升值到1 美元兑7.35 人民币，08 年底此比值将达到6.8。

历史上中国台湾、韩国和日本都经历过巨额顺差阶段，导致货币的“流动性过剩”，故其地产和股票市场产生大量泡沫。为对付顺差，中国台湾把货币升值三分之一，韩国把货币升值四分之一，反过来更刺激了泡沫的膨胀。尽管泡沫最终破灭，但都持续了比较长的时间（几年）。

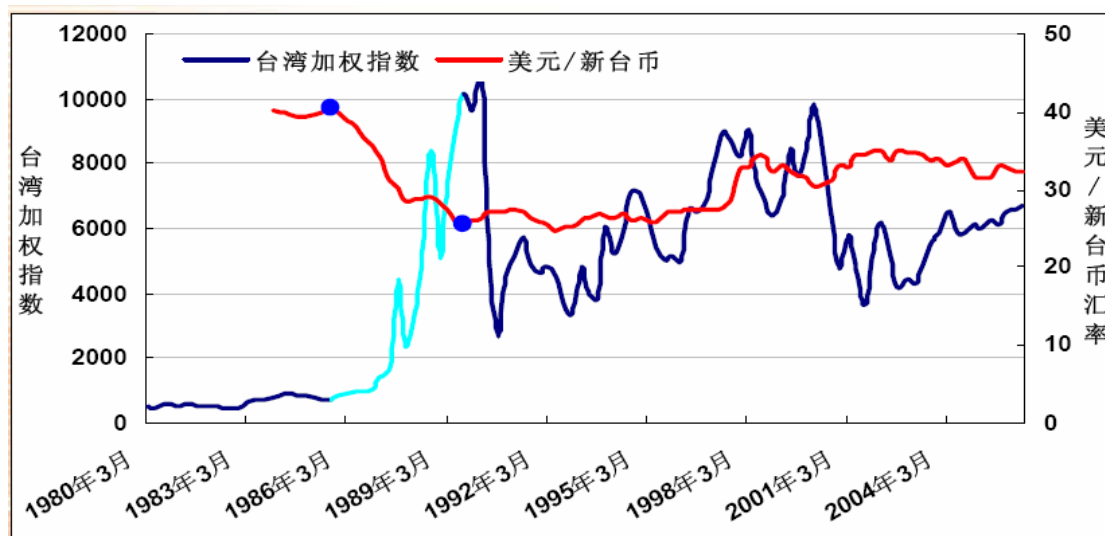
让我们回顾一下日本和台湾“流动性泛滥”的历史。在广场协议后日元快速升值，由于日本经济是典型的外向型经济，政府担心出口受挫导致经济衰退。故此，日本政府放松银根，连续六次降低贴现率，到87年2月时仅2.5%，同时采取扩张性的财政政策，引发市场上货币流动性过剩，结果日经225指数从86年13000点升至90年的39000点。台湾地区在1985年底经济复苏，贸易差额由逆差转为顺差，并且贸易顺差不断快速增加，但新台币对美元的汇率在1985年波动不大。贸易顺差使台湾的外汇资产增加，外汇增加引起对新台币升值的预期，导致热钱流入，使外汇增加更快。1986年底当局所拥有的外汇资产达463亿美元，1987年底增为767亿美元，约为岛内资本形成总额的4.1倍。外汇资产大幅增加使货币供给随之增加，从1985年底到1988年底，增加达158.9%。流动性的大量增加，股价指数从1985年的745点，至1990年2月初飙升到12682点。

图13：日元汇率与日经指数变动对比



资料来源：BLOOMBERG

图14：新台幣匯率與台灣加權指數變動對比



資料來源：BLOOMBERG

### 三、通貨膨脹

CPI的連續上漲使得國民不得不面對“負利率”的局面。由於物價上漲迅速，雖然央行多次上調存貸款基準利率，但兩者的差距不降反升。

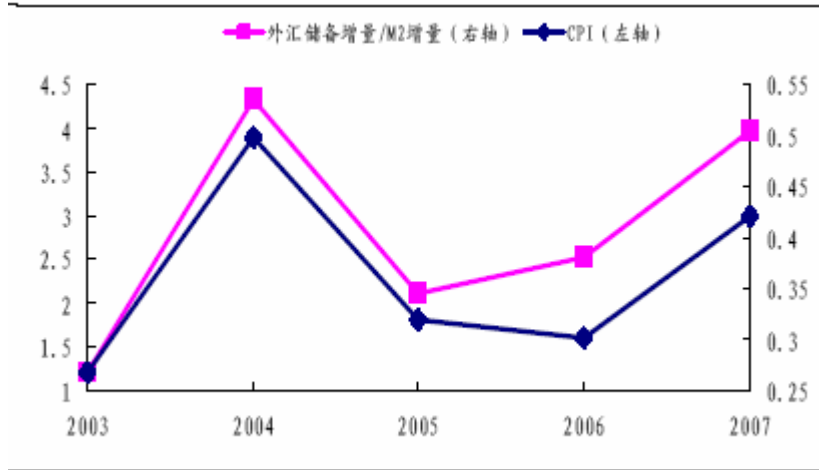
目前的通貨膨脹根本原因還是來自流動性過剩，同時證券和土地的大幅上漲又反過來加劇通脹。流動性激增的初期，往往由於金融窖藏的原因，形成資產泡沫，而沒有進入實體經濟。之後的階段總需求擴展到實體經濟，導致通脹。我國正處於此階段——通脹初期。食品價格的推動作用是果，不是因。通過外匯占款（流動性很大程度來自外匯占款）對通貨膨脹的作用系數和M1增速與CPI的相關性可以支持以上結論（圖15、16）。

我們判斷，四季度食品價格有望暫時穩定，再加上由於去年年底基期較高的原因，年底數月CPI同比指標有望逐月回落，全年CPI同比指標預計4.7%左右。但通貨膨脹壓力繼續存在，如流動性過剩、勞動力成本上升；又如食品價格穩定之後，被管制的能源資源價格的調整會逐步啟動，帶來這部分價格的恢復性上漲。

此外，CPI本身恐怕低估了國內的通脹。據國泰君安的研究，與最終消費有關的行業，譬如食品飲料、餐飲旅遊、商業貿易、家用電器、紡織服裝、信息設備、公用事業、交運設備、房地產（後兩者兼消費和投資雙重性質）等，毛利率均顯著回升，考慮到這些行業，從成本角度看，都是上漲因素大於下跌因素，那麼一定是最終銷售價格的上漲，帶動了毛利率的增長，而且，銷售價格的上漲幅度，一定超越毛利率的上漲幅度。如此看來，CPI上漲是

显然的事情，但统计数字显示：扣除食品和住房的所谓核心CPI，8月份仅仅上涨了0.8%！估计官方公布的CPI数据，并没有反映真实的物价上涨水平。

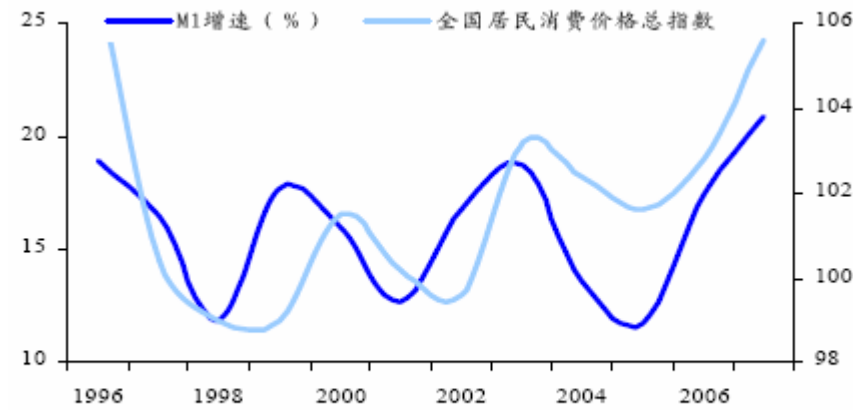
图15：外汇占款对通货膨胀的作用系数



数据来源：Wind 资讯、长江证券

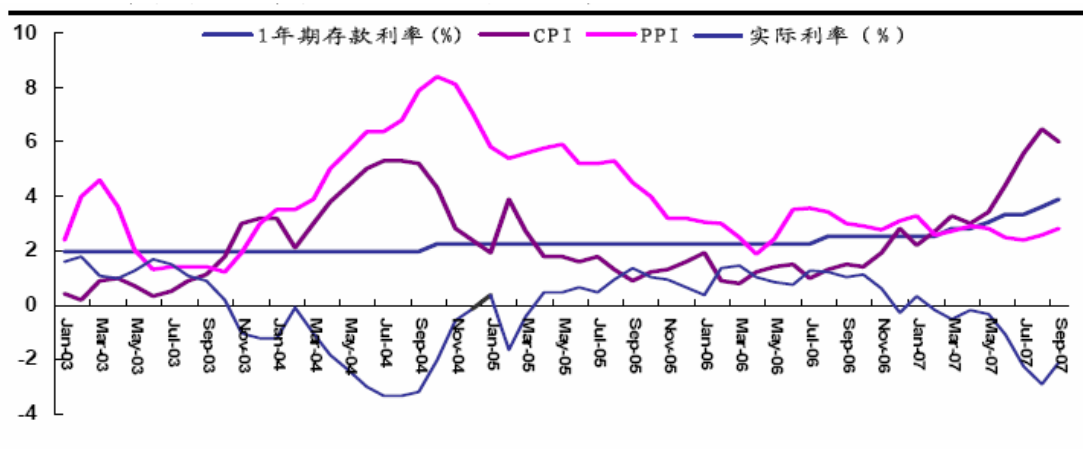
注：外汇储备增加额/ $\Delta$ M2 表示外汇储备增量对通货膨胀作用系数

图 16：M1 增速与 CPI 相关度高



资料来源：WIND 资讯

图17：一年期存款利率和CPI、PPI、实际利率的比较



资料来源：Wind 资讯

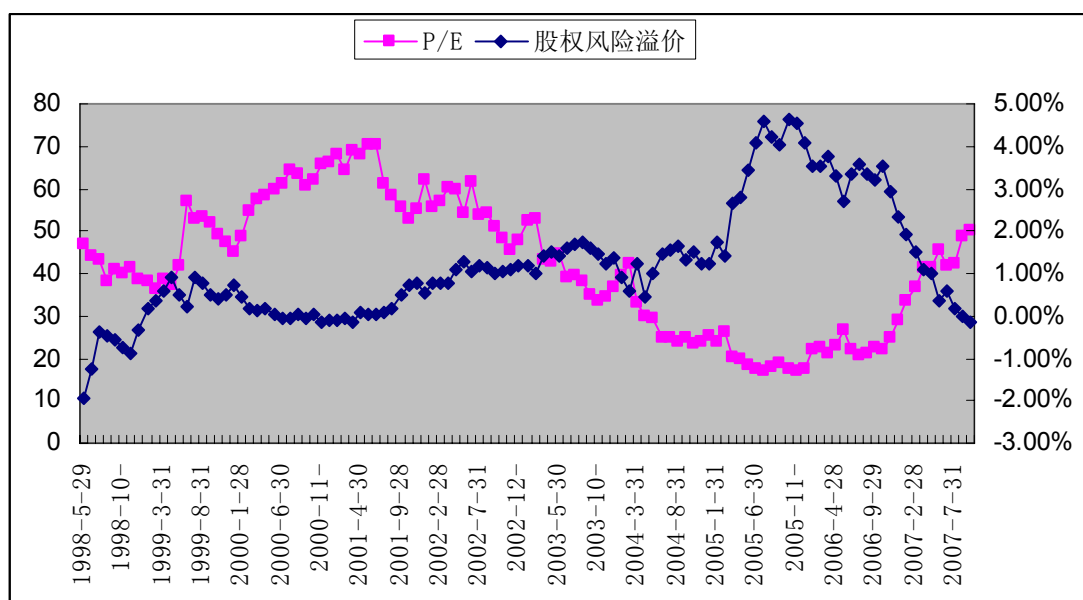
### 第三部分 盈利、估值、情绪与泡沫

#### 一、估值

估值方法：股权风险溢价。股权风险溢价指股权资产的收益高于债券资产收益的部分，由于前者的风险高于后者，因此前者需要更高的收益补偿。因此，理论上应是大于0。

股权风险溢价计算方法：市盈率的倒数加长期增长率，减去无风险利率<sup>2</sup>。

图 18：P/E 与股权风险溢价



资料来源：新世纪基金，天相系统

<sup>2</sup>根据Gordon的模型推算出来。通常券商用PE估计进行比较，理论上有问题，因为没考虑无风险收益是无法与历史或国际市场的PE比较。假定长期增长率为2%，无风险利率以10年期国债收益近似。



表 5：相对估值比较：

|               | 整体市盈率 | 国家与地区的资金成本（10 年国债收益率） | 股权风险溢价 |
|---------------|-------|-----------------------|--------|
| <b>A 股</b>    | 50.25 | 4.13%                 | -0.14% |
| <b>H 股</b>    | 22.59 | 4.48%                 | 1.95%  |
| 恒生指数          | 15.79 | 4.48%                 | 3.85%  |
| 道琼斯           | 16.19 | 4.63%                 | 3.55%  |
| <b>NASDAQ</b> | 36.68 | 4.63%                 | -0.10% |

资料来源：BLOOMBERG，新世纪基金

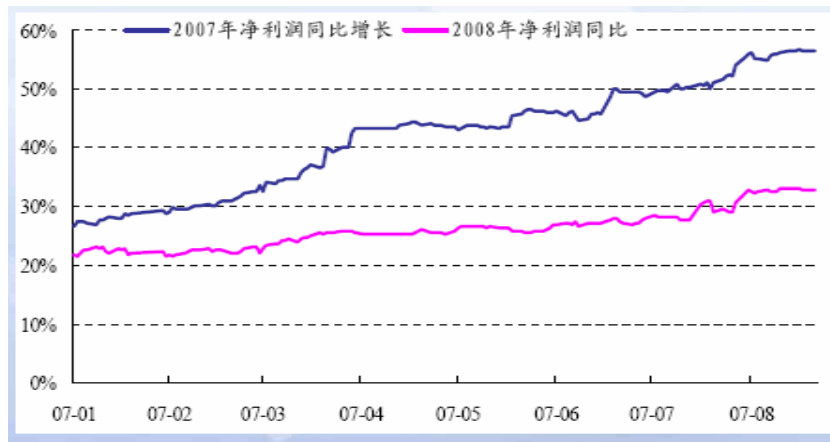
整体相对估值不像主流的研究结论那样，认为国内与其它市场估值差异极其显著。虽然与恒生指数、道琼斯的估值差异较大，但由于考虑A股的短期成长性与人民币稳步升值的趋势（预计10年升值30%——40%，年3%——4%），动态市盈率应低于上表的市盈率，而实际的资金成本应该低于上表中的资金成本，所以A股的股权风险溢价与H股和NASDAQ差异并不大。

国内总体市场绝对估值偏高几乎处于历史最高位（股权风险溢价小于0），但整体相对估值与H股市场、NASDAQ 差异不大，意味着此二市场的绝对估值也处于历史高位，未来A股市场将与世界股市联动性加强。

## 二、盈利预测

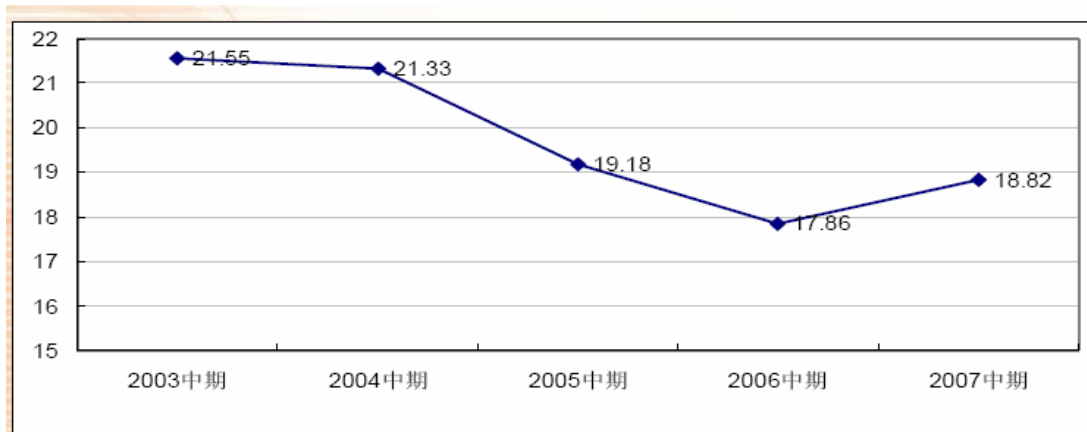
从已选取的2003年以来A股公司历史毛利率变化趋势分析，毛利率变化与A股市场强弱有较强关联度。我们判断：价格提升、效率改善和技术进步是提升毛利率的重要原因；同时，股权分置改革及牛市正反馈效应，更是导致毛利率向上拐点出现的不可忽视因素。而EPS、ROE纷创历史新、次新高，主要来自毛利率的提升和费用的控制。我们预期，A股公司盈利能力仍有提升空间。随着经济继续强劲增长、公司治理改善、优质资产注入、经营效率提高以及实际税率下降，未来几年A股公司盈利将继续强劲增长。目前分析师一致预期07年净利润增长57%，08年净利润增长32%。

图19: A股上市公司盈利预测



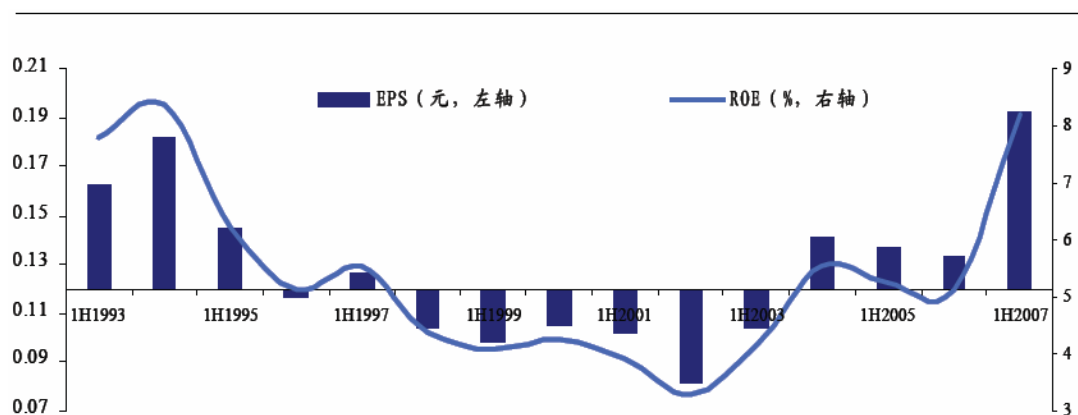
资料来源: 朝阳永续、天相

图20: 2003年以来A股公司毛利率变化趋势



资料来源: Wind资讯

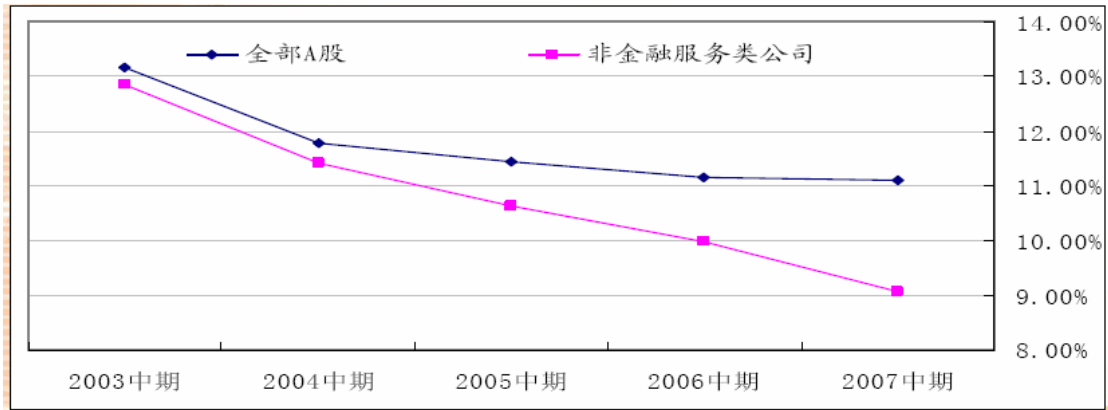
图21: EPS、ROE的历史走势



资料来源: Wind资讯

费用尤其是管理费用的相对节约，是净利润增长的主要来源，而管理的提升，也是中国企业竞争力显著上升的根本原因。但是，费用率的下降是有极限的，管理效率的改善，对净利润的边际贡献在下降。

图22：A股公司历年三项费用占主营收入比率



资料来源：Wind 资讯

### 三、实际利率

国际比较显示，中国的实际利率水平显著偏低。我们把中国债券利率水平与一些发达和发展中国家进行一个比较。直接比较名义利率没有意义，因为各国的通胀水平不一样。更值得关注的是实际利率水平。发达国家（如美国，英国，日本）十年期债券的实际利率在接近2%或更高，并与GDP增速相差不多。发展中国家的长债实际利率也都在2%以上，但明显低于GDP 增速。而中国的10年期债券实际利率不到1%。

尽管连续加息并大幅下调了利息税，但短期实际利率水平（一年）仍然是负的，负利率条件意味着居民存款面临的是“确定性损失”。根据行为金融学理论，人们在面临确定性损失的情况下，会甘冒风险去追求不确定收益——现实中的表现就是追逐房产、股票、金属、甚至艺术品等流动性替代物来抵御通胀与“负利率”造成的储蓄贬值。因此高通胀造成的负实际利率水平不但会刺激经济过度膨胀，使投资者对上市公司盈利增长产生过于乐观的预期，增加股市泡沫产生或扩大的可能性。

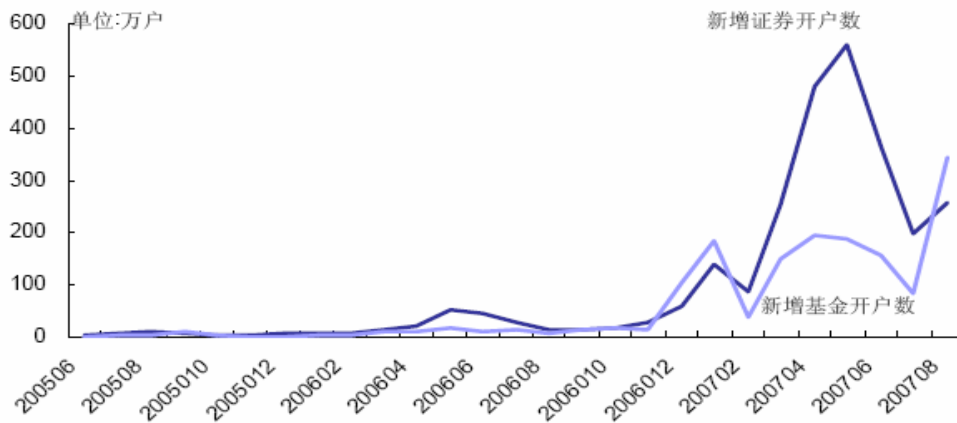
表 6：中国债券实际利率水平的国际比较

|           | 美国       | 英国       | 日本       | 韩国       | 马来西亚     | 泰国       | 印度       | 中国         | 中国         |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|------------|
|           | 2000-06年 | 2000-06年 | 2000-06年 | 2003-06年 | 2000-06年 | 2001-06年 | 2000-06年 | 2006-1H07年 | 2007年8月13日 |
| GDP增速 (%) | 2.7      | 2.7      | 1.7      | 4.3      | 5.3      | 5.1      | 6.7      | 11.3       | —          |
| 通胀 (%)    | 2.8      | 1.5      | -0.4     | 3.0      | 2.6      | 2.7      | 4.3      | 2.4        | 3.5        |
| 名义利率 (%)  |          |          |          |          |          |          |          |            |            |
| 1年期国债     | 3.3      | 4.6      | 0.1      | 4.3      | 3.1      | 2.6      | 6.7      | 2.0        | 3.0        |
| 5年期国债     | 4.2      | 4.8      | 0.7      | 4.7      | 4.0      | 3.7      | 7.2      | 2.7        | 3.8        |
| 10年期国债    | 4.7      | 4.7      | 1.4      | 5.0      | 4.7      | 4.8      | 7.7      | 3.2        | 4.4        |
| 实际利率 (%)  |          |          |          |          |          |          |          |            |            |
| 1年期国债     | 0.5      | 3.1      | 0.5      | 1.3      | 0.5      | -0.1     | 2.4      | -0.3       | -0.6       |
| 5年期国债     | 1.4      | 3.3      | 1.1      | 1.7      | 1.4      | 1.0      | 2.9      | 0.4        | 0.3        |
| 10年期国债    | 1.9      | 3.2      | 1.8      | 2.0      | 2.1      | 2.1      | 3.4      | 0.9        | 0.9        |

资料来源：中金

#### 四、市场心理：情绪

图 23：证券和基金新增开户数



资料来源：中央证券登记结算公司

证券和基金新增开户数代表了中小投资者的情绪，上图说明近期是情绪极其高涨的阶段，情绪高涨会与股价呈现正反馈的情形，正如索罗斯的“反射理论”所描述的。这会持续一段时间，最终导致下一阶段收益下降；另一方面，二者折射出散户和基金对股票的购买意愿，为风格轮换提供参考。证券新增开户数在 5 月见顶，其间蓝筹股明显不如小盘股的收益；而基金新增开户数第三季度激增，证券新增开户数却下降，同期基金集中持有的蓝筹股大涨。

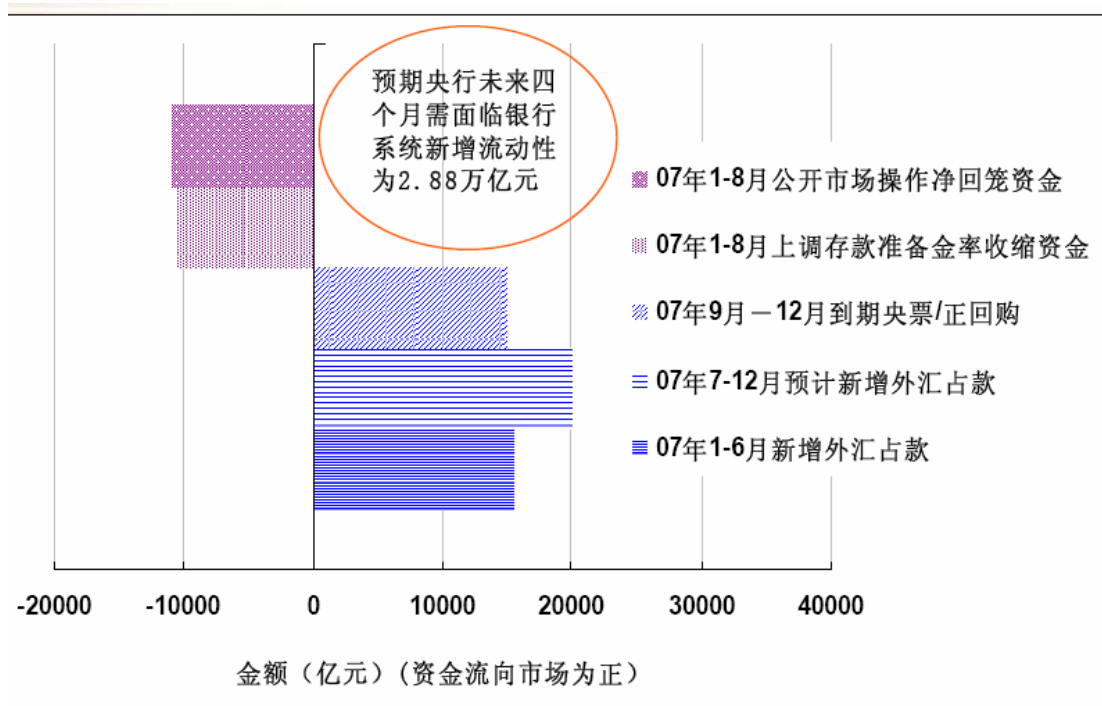
#### 五、资金推动：

对于资金推动型行情，只要基本面和政策面不出现特别的变化，资金流入推动市场的继续上涨，而市场的上涨又带来更多资金入市，这种状态推动市场的继续上涨，而市场的上涨又带来更多资金入市，所谓“正反馈”。这种状态直到资金枯竭，自然形成顶部。直到资

金枯竭，自然形成顶部。目前行情已经基本是资金推动型。但流动性泛滥没有真正被抑制之前，还没有迹象表明资金枯竭。

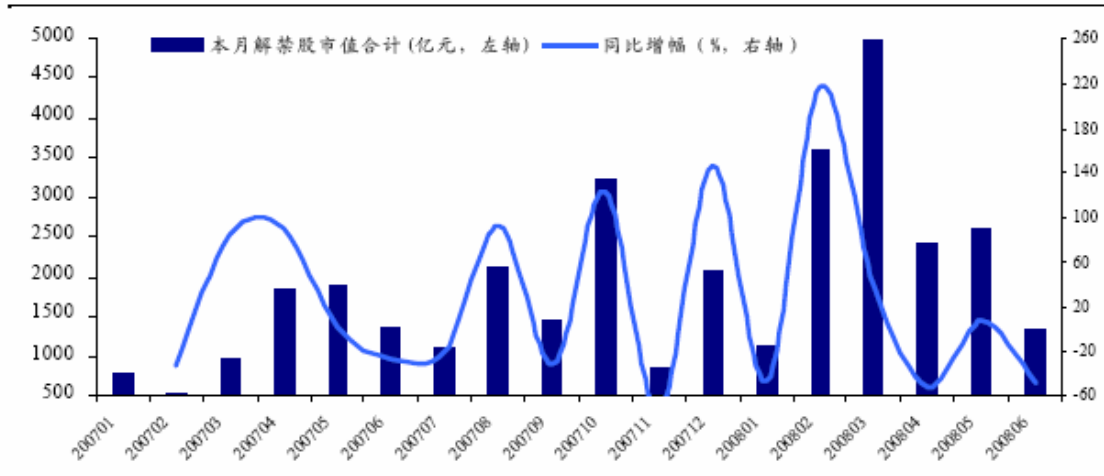
当然今年第四季 A 股市场新增限售股解禁总市值将明显增多，统计数据显示，4 季度新增限售股解禁总市值合计超过 6000 亿元，接近今年上半年新增限售股解禁市值规模；还有大市值国企中石油、中移动等回归 A 股市场；QDII 增加，允许个人投资者直接投资港股；这会一定程度上对未来市场资金供求关系产生不可忽视的影响。

图 24：2004 年以来外汇占款的增加和央行流动性对冲操作效果



资料来源：Wind 资讯

图 25: A 股市场新增限售股解禁总市值

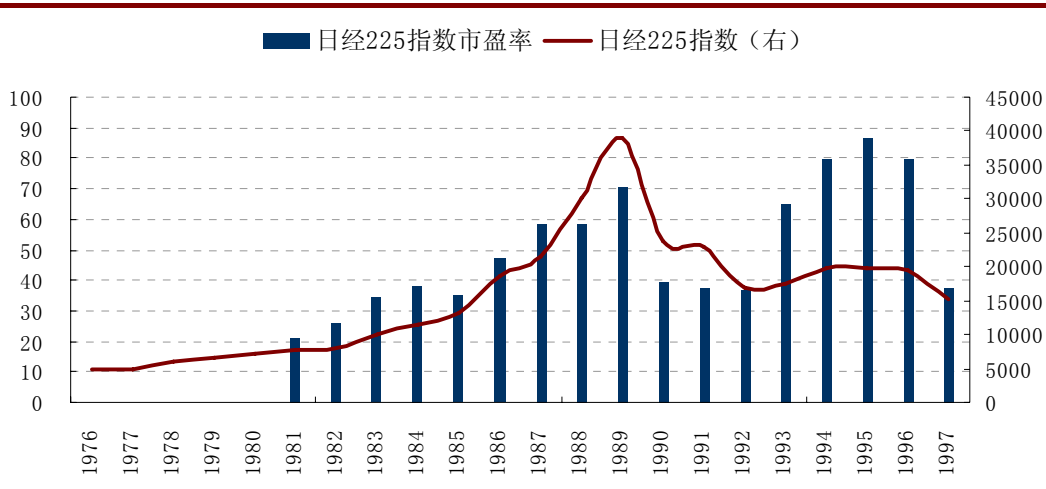


资料来源: Wind 资讯

## 六、我国的现状满足泡沫形成的多数条件

从历史上几次典型案例看, 泡沫的形成一般经历“外部冲击——发展——快速膨胀——破裂——萧条”几个阶段。

图 26: 泡沫的产生、膨胀与破裂 (以日本 80 年代泡沫为例)



资料来源: CEIC

我们考察了美国 2000 年网络科技股泡沫、日本、台湾、韩国 80 年代末的股市泡沫、中国 2001 年股市泡沫等几个较典型的现代股市泡沫时期的状况, 并试图从宏观经济、估值、资产供需、投资者情绪等几个方面寻找股市泡沫形成的基础或条件: 我们的结论是目前我国的现状满足以下大多数泡沫存在的条件。

1、宏观经济长期的高速平稳增长、低通胀、本币持续升值是产生大规模股市泡沫的几个基本经济条件。我们所提供的案例中较具参考意义的几点在于: (1) 股市泡沫更容易发

生在经济的稳定增长期。(2) 低通胀导致低利率，从而形成宽松的流动性，是泡沫产生的必要条件。(3) 本币加速升值与股价加速上涨看来往往同时发生。

2、资产供给不足导致股市泡沫快速膨胀，相应的，剧烈扩容将抑制股市泡沫的产生或使其破裂。理论研究表明，易再生产可以通过增加供给而排除泡沫。在泡沫初期或理性泡沫阶段，通常存在较大规模的融资，使股票市场的估值仍能够保持在较合理水平上。当此后股票市场进入持续加速上升或非理性泡沫阶段中，IPO 融资额可能下降（这可能是在泡沫初期符合条件的公司均已发行上市的缘故），此时总市值增长速度将远快于融资额的增长速度，新增市值占总市值的比重将迅速下降，被股市财富效应所吸引的增量资金将大大超过为消化扩容压力所需资金量，则富余的资金将不断推高股市，并吸引更多的受财富效应吸引的资金入市，从而形成正反馈效应，使股市泡沫加速形成。而在泡沫达到顶峰状态前后，高市盈率往往将再次吸引企业大量上市，股票供给量的猛增将最终对泡沫形成致命打击。这个特征在美国、日本、韩国、台湾的股市泡沫阶段均明显出现。

3、急剧上升的换手率、新开户数的激增、IPO 的火爆发行、封闭式基金的发行是泡沫时期的典型表现，这代表了泡沫时期大量投资者的持续入市、对基本面的忽视和投机情绪的上升。

## 七、风险

四季度股市还面临多种风险：

- 1、股权风险溢价为负，估值过高，泡沫化现象，始终是一大隐患；
- 2、“十七大”后可能的宏观紧缩政策；
- 3、我国的经济增长目前是由投资和贸易增长趋动的，而一旦美国经济增长趋缓（受次级债和地产下跌影响），经济增长会放缓。对上市公司的业绩会产生消极影响；
- 4、短期资金供求关系的改变。第四季度 A 股市场新增限售股解禁总市值将明显增多，还有大市值国企中石油、中移动等回归 A 股市场；QDII 增加，允许个人投资者直接投资港股；这会在一定程度上对未来市场资金供求关系产生不可忽视的影响；
- 5、投资者情绪的过度乐观对短期是有正面影响的，但对疯狂过后的下一阶段是负面影响。

我们的结论是国内总体市场绝对估值偏高几乎处于历史最高位（股权风险溢价小于0），但整体相对估值与H股市场、NASDAQ差异不大，意味着此二市场的绝对估值也处于历史高位，

未来A股市场将与国际股市联动性加强。显然目前是国内市场处于泡沫时代，资金推动明显，投资者情绪亢奋；负利率的环境对泡沫起到推波助澜的作用。尽管业绩增长比较快，但市场表现应该是对业绩的过度反应。此阶段基本面的因素在弱化，而资金和情绪因素对市场走势的影响加强。考虑到情绪的回落有一个过程，而且流动性泛滥没有真正被抑制，我们对4季度A股市场走势继续持谨慎乐观态度，但不排除由于调控和短期供给增加导致的较大波动。另外，高估值的时期，由于机构投资者的大幅增加将导致“二八”现象的加剧。

## 第四部分 投资策略

### 一、配置思路：基于本币升值、通胀背景下的投资策略

在我们的内在逻辑体系中，支撑此轮中国市场繁荣的本源来自于上市公司内在利润的高速增长（宏观繁荣）以及实体经济中充斥的流动性过剩，流动性过剩导致本币升值和通胀，伴随高估值（泡沫）。本基金固守“三重优势”策略的同时，考虑本币升值和通胀背景下的投资策略。

（一）中国经济长期增长和本币的升值路径都将为金融、地产、航空、机械、资源类行业提供稳定的增长空间；

（二）受益于通胀的行业，在通胀中能转嫁成本、自主定价的行业和公司。

即收入端暴露在通胀环境（地产、金融、零售、汽车、酒店、钢铁、煤炭、航空），而成本端隐藏在通胀环境中，如高负债和固定资产占比高的行业等（交通运输、通信运营、酒店、航空、钢铁、地产、金融、零售、酒店）。CPI 高企下产品价格传导迅速的行业，供给缺乏弹性的中上游原材料及寡头垄断下产品价格传导迅速的行业；伴随着食品价格上涨逐步的推动通货膨胀压力上升，农产品、旅游行业等。

此外，还考虑：

（三）资产注入类板块；

（四）政策导向型产业：节能环保、医疗体制改革。

### 二、行业配置

我们看好房地产、金融、零售、汽车、钢铁、煤炭、电力、有色金属、交通运输、石油化工、机械等，四季度建议超配房地产、银行、保险、零售、高端白酒、汽车、造船、航空、钢铁、石化、煤炭、景点酒店等子行业，有色金属中的部分品种。此外适当关注结构性品种，



如可分离债、低估的认购权证和新股申购。

## 第五部分 重点行业分析

### 金融 优势

（保险银行 优势；证券 中长期优势/短期中性）

根据分析师对 07-09 年的盈利预测，金融行业盈利高增长前景相对其他行业最为确定，较高的国民储蓄率、温和上升的通胀水平、金融产品的不断增加，以及持续的经济高速增长将长期支持保险、证券、地产、银行的业绩高速增长。相对来说，保险公司增长趋势最为明确，近来大型红筹股回归 A 股数量的增加，有利于保险公司投资收益的快速增长，各类期限的固定收益产品收益率也都成上升趋势。

2007 年第四季度，公司债发行规模将会逐步放开，规模增长速度远超其他债券，股市的繁荣有助于放缓银行储蓄增加速度，从而有助于减少银行成本上升速度，由于目前国内实际利率仍旧处于非常低的水平，不排除央行在第四季度继续加息的可能性，由于存贷利率加息可能性相当，且存贷利差有扩大趋势，故未来加息对银行股产生正面影响的可能性更大。

由于当前股市处于高位盘整期，对证券公司自营及经纪业务收入增长预期存在不确定性，因此，证券行业短期评级维持中性，但中长期仍看好。

推荐股票：

保险——中国平安、中国人寿

银行——招行、兴业、浦发、工商银行、建行

证券——中信证券

### 零售：优势

城乡居民收入保持较快增长是零售行业景气的主因，而受益于人民币升值、股市和房地产市场的财富效应，居民拥有个人资产价值迅速增长，提高了消费预期。收入增长和良好的消费预期，促进消费结构升级换代，我国进入了第三次消费高峰时期。近年来我国零售行业持续高景气，并处于增速不断提高的上升通道中运行。2007 年 1~8 月份，我国累计社会消费品零售总额达 56,159 亿元，比上年同期增长 15.7%，增速有所加快。8 月单月增长

17.1%。我国批发零售业零售额在今年 1~8 月份较去年同期平均增长 15.6%，增幅与同期社会消费品零售总额基本持平。我国各零售业态中，百货业、大型综合超市以及以家电连锁为主的专业店，由于销售商品的品类与消费升级相关性较高，单店内生性增长高，且规模效应相对显著，因此保持了较高的增长水平。

零售业上市公司整体估值较高，在高估值下我们重点关注扩张性强的全国性或区域性龙头企业和具有优质资产注入的公司。

推荐股票：苏宁电器、王府井、银座股份、重庆百货、东百集团

### 地产 优势

上半年房价情况从 36 个大中城市集中成交房价的监测情况看，上半年房价高位运行，环比涨幅前低后高，涨势有所加快。房屋价格较大幅度高于上年。与去年同期相比，今年上半年商品房集中成交价上涨 14.22%，涨幅比去年高 5.38 个百分点；其中，商品房住宅价格上涨 16.34%，涨幅比去年高 7.89 个百分点。存量房集中成交价比去年同期上涨 16.05%，涨幅比去年加快 18.03 个百分点，其中存量房住宅价格上涨 15.46%，涨幅加快 5.14 个百分点。

今年前 1-7 个月商品房销售面积大于商品房竣工面积，1-7 月商品房销售面积和竣工面积分别为 3.41、1.79m<sup>2</sup> 亿平方米，销售面积为竣工面积的 1.9 倍。商品房新开工面积 5.26 亿 m<sup>2</sup>，同比增长 20.61%，商品房销售面积同比增长 25.01%。

为了抑制房价过快上涨出现资产泡沫和民生问题，国家针对地产出台了一系列的调控措施，包括年初提出的要加大对房地产市场众多利益主体的监管，包括房地产开发商、中介以及政府相关部门和负责人，防止权钱交易；另外有关打击市场投机行为的政策依旧在不断出台，同时还再次提高了外资进入中国投资房地产业的门槛。今年 8 月又出台了针对解决城市低收入家庭住房困难问题的文件。9 月份部分城市商业银行又出台了提高首付比例的措施。

这些调控措施短期内会对地产板块造成一定冲击，造成市场一定的观望情绪，抑制部分需求。但本币升值、城市化进程、充裕的流动性、土地资源的稀缺性等现状将会在较长时间存在，地产板块中长期仍然看好。

推荐股票：万科、深振业、金地集团、保利地产

## 建材

### 水泥 优势

1-8 月全国累计生产水泥 8.5642 亿吨，同比增长 15%。1-6 月份新建成投产新型干法水泥生产线 42 条，新增产能 4120 万吨。新型干法水泥比例提高到 53%，落后产能由于淘汰力度加大进一步减少。根据发改委今年 1 月发布的《关于做好淘汰落后水泥生产能力有关工作的通知》，除新型干法外的 6 亿多吨水泥产能，都将以每年 5000 万吨的速度逐步淘汰，2020 年完成对所有落后产能的淘汰。

据发改委价格监测中心对全国 36 个大中城市水泥价格的统计监测，1-8 月份，42.5 级、32.5 级普通硅酸盐水泥累计平均价格分别为每吨 342.56 元和 312.05 元，比去年同期分别上涨 0.8%和 2.1%。

根据中国建材信息网对重点联系水泥企业的统计数据：2007 年 8 月，水泥行业产销形势良好，各地区的产销率基本超过 100%。水泥行业处于景气上升期，给予优势评级。

推荐股票：海螺水泥、冀东水泥

### 玻璃 中性

2007 年 1—8 月平板玻璃累计产量为 32639.02 万重量箱，同比增长 14.4%。2006 年全年累计产量 40499.32 万重量箱，06、05、04 年的同比增速分别为 0.007%、8.6%、33.66%、18.16%。从玻璃产量的统计数据可以看出，自 2006 年产量增速趋缓以来，今年受价格回升刺激和新增产能投产推动产量再次加速增长。

2007 年 1—6 月年度累计产销率 97.7%，06、05、04 年的年度累计产销率分别为 98.3%、96.7%、100.5%，产销率同比增长率分别为 3.6%、1.6%、-3.8%、-0.6%，库存同比增长率分别为 15.9%、14.0%、65.2%、-10.1%。从产销率统计数据来看，行业销售情况有所转暖。

中国建筑材料工业信息中心重点联系的 44 家企业浮法玻璃均价 6、7、8 三个月同比涨幅分别为 1.21%、9.17%和 15%，8 月均价为 72.43 元/重量箱，创 30 个月来的新高。

价格上涨的首要原因是供需关系变化带来的阶段性旺销局面。04—06年，国内新增浮法玻璃产能分别为6800万、8000万和5400万重量箱，产能增长过快引发供给过剩，06年玻璃价格下滑，导致全行业亏损3.5亿元。行业不景气带来新增产能放缓，07年上半年只有6条浮法玻璃生产线投产，新增产能1800万重量箱。产能扩张放缓、需求旺盛使得玻璃行业供给过剩局面出现显著缓解。

发改委2006年底颁布《关于促进平板玻璃工业结构调整的若干意见》中指出：“十一五”玻璃工业结构调整目标是平板玻璃总产能控制在5.5亿重量箱，对产能集中的东部沿海地区，严格控制新增产能，“十一五”期间原则上不建新线，而2006年玻璃产量为4.05亿重量箱，若该政策能够得到有效实施，未来4年平板玻璃产能增加将非常缓慢。

玻璃行业有望实现行业复苏，但未来几年的价格的走势跟发改委能否严格执行降低产能投放有关，否则一旦玻璃价格上涨，又会有大量产能释放出来，出现无序竞争，因此长期仍需要进一步跟踪观察，给予中性评级。

推荐股票：金晶科技

## 机械 优势

机械行业是一个国家的基础性和支柱性产业，在国民经济中占有极其重要的地位。随着中国重化工业进程的推进、世界机械产业的转移、我国宏观经济的持续高速发展和国家振兴装备制造业的产业政策，机械行业将会持续景气状态。

在机械行业的子行业中我们长期看好机床、工程机械、输变电设备等子行业。

受益于汽车工业、传统机械工业、高新技术产业和航空航天与国防军工的机床需求的强力拉动，机床行业尤其是数控机床将保持年均30%左右的增速。

工程机械行业增速发展迅猛，07年上半年，工程机械行业的生产以45.23%远远超出其它行业的增长，比去年同期提高12.36个百分点，挖掘机、装载机、推土机、混凝土机械、叉车等均强势增长。

输变电设备承接电站设备的繁荣。自03年开始的电站建设的高潮过后，电网建设的热

情开始高涨，因此输变电设备承继了电站设备高速发展的接力棒。国家电网和南方电网“十一五”规划电网投资约 1.2 万亿元，这相当于“十五”期间投资额的两倍还多。电网投资的高潮带动了输变电设备的需求，也拉动了相关上市公司的高速发展。

根据“十一五”规划，我国单位 GDP 的能耗将降低 20%，我国约 70% 的电能消耗在电机驱动中，节能减排政策给电力设备行业领域带来机会，如节能效果明显的高压变频技术、非晶合金变压器等技术和产品的推广给相关电力设备带来新的需求。

风电的快速发展必然会带动风电设备的腾飞，尤其是国家在今后风电项目中对设备 70% 的国产化率要求更为风电设备行业提供了机会。

推荐股票：中联重科、三一重工、昆明机床、天威保变、华仪电气

### **煤炭 优势**

煤炭价格在连续攀升后，预计今年已经进入相对稳定区，短期继续上涨的空间不大。但从长期看，下游产业如钢铁行业的快速增长、电力需求的增加将拉动对动力煤和炼焦煤需求的持续增长。

同时，经济的高速重化工业发展给节能降耗带来的挑战，政府的价格政策导向将更倾向于将煤炭价格维持在高位，并通过电价调整将能源价格提高的信号传递到下游行业中去，以起到推动能源有效利用，淘汰高耗能落后产能的目的。煤价在未来两年内有继续上涨的动力。

中国对煤炭行业的整合力度逐渐加大，随着集中度的提高，煤炭产量的增长以及整合中小煤矿的任务将主要由大型煤炭企业完成，它们的成长性将明显大于行业平均。此外，母公司的资产注入预期将进一步提升上市公司的投资价值。

从中长期来看，重点关注在煤炭子行业有定价能力、煤电一体化、有运输保证和明确资产注入预期等竞争优势的上市公司。

推荐股票：开滦股份、西山煤电、中国神华

### **电力 优势**

电力需求持续旺盛，1-7 月份，全国全社会用电量 18167 亿千瓦时，同比增长 15.68%；全国规模以上电厂发电量 17849 亿千瓦时，同比增长 16.5%。旺盛的电力需求将成为推动电力行业利润增长的主要动力。

煤炭价格近期的持续上涨，对电价的上涨有成本传导作用，煤电联动的趋势也很明确。最近，山西、内蒙古两地的发电上市公司接到国家发改委的调整电价的通知。这次电价调整也遵循了优化调度原则，在调高部分新投机组电价的同时，也调低了部分非高效机组的电价，可使得行业先进产能显著受益。此次局部地区的电价调整虽非煤电联动，但此次电价调整应可说明整体电价调整的趋势还是比较明确的。如果第三次煤电联动启动，火电公司的毛利率水平将显著提升。

此外，国家发改委明确表示支撑符合条件的国有大型电力集团整体上市，虽然实质性资产注入题材存在着时间上的不确定性，但行业整体预期乐观，可在 07 年第四季度和 08 年给予电力行业相对谨慎的优势评级，重点关注有实质性资产注入预期的龙头企业。

推荐股票：国电电力、国投电力

### 钢铁 优势

2007 年上半年，全国累计生产粗钢 23815.4 万吨，同比增长 19.8%；累计表观消费量为 20747.01 万吨，同比增长 10.48%；黑色金属冶炼及压延加工业完成固定资产投资 1092.91 亿元，同比增长 9.6%，增幅比同期城镇固定资产投资低 17.1 个百分点。

2007 年上半年钢铁行业全行业累计实现产品销售收入 9212.6 亿元，同比增长 34.89%，实现利润总额 782.74 亿元，同比增长 108.75%；统计的 31 家上市公司累计实现营业收入 4374.57 亿元，同比增长 39.89%，实现利润总额 421.92 亿元，同比增长 82.02%。2007 年上半年炼钢类上市公司实现吨钢收入为 4959 元/吨，较去年全年增加了 24.31%，吨钢成本为 4161 元/吨，较去年全年上升了 21.86%；吨钢毛利为 798 元，较去年全年增加了 38.8%。铁矿石涨价虽然使企业成本大幅上升，但是钢材价格的持续上涨不仅抵消了成本上升，还提高了企业的毛利率水平。

截至今年 8 月份，我国累计进口铁矿石 2.5 亿吨，同比增长 14.5%，进口均价 78.2 美

元/吨，同比上涨 26.14%；累计进口金额 196.13 亿美元，同比增长 43.8%。我国进口铁矿石的不断增加，推动了铁矿石价格的上涨。

铁矿石是钢的重要原料,约占钢成本的 30-40%，可见，拥有铁矿石资源对钢铁企业极其重要。在国际铁矿石价格连续攀升之际，拥有铁矿石资源的钢铁企业投资价值凸现。目前拥有铁矿石资源的钢铁类上市公司主要有两类：上市公司直接拥有铁矿石的，如西宁特钢；母公司拥有铁矿石资源的，如鞍钢股份、包钢股份、酒钢宏兴、攀钢钢钒、承德钒钛等。

考虑到铁矿石价格的持续上涨，我们认为，盈利能力随着钢材价格的上涨而显著提高的钢铁类上市公司应是投资的首选。这种盈利能力的提高来自于三个方面。首选第一，具备低成本获取原材料的能力，看好“矿钢一体化”的资源型企业。第二，产品结构的差异化使得产品价格的上涨能够完全抵消铁矿石价格上涨对盈利能力的影响。第三，资产注入等外生性因素使得公司的盈利能力得到提高。

推荐公司：武钢股份，鞍钢股份，唐钢股份，西宁特钢，韶钢松山。

### 造船 优势

截至 2006 年国中造产量已经连续 12 年位居世界第三，并在今年上半年手持订单量和新接订单量均超过日本，位居世界第二。2007 年 1-8 月，我国船舶行业收入和净利润增长速度分别为 57.8%和 124.8%，行业保持高速度发展态势。

今年以来船市继续供不应求，船台紧张、散货价格年初以来上涨了将近 30%。按吨位计算，2007 年以来中国接单量超过韩国，中国造船企业优势从低端散货船市场开始起步，目前在大型集装箱船市场份额显著上升，居世界第二位，LNG、LPG、海洋石油平台等市场也已经开始取得突破。国内船厂新接订单饱满，与国外差距显著缩小，中国船厂高附加值产品取得重要突破。根据现在船厂的订单情况，预计我国造船业的景气至少能维持几年以上，造船厂长期看好。

推荐股票：中国船舶、广船国际、江南重工。

### 汽车整车制造 优势

2007 年 1-8 月我国汽车销售为 569 万辆，比去年同期增长 25%，预计 2007 年汽车销

量将达到 880 万辆。2007 年上半年，22 家汽车整车上市公司实现业务收入 1415 亿元，同比增长 114%，实现净利润 62 亿元，同比增长 188%。业绩大幅增长原因主要有两个，一是行业景气度进一步提升；二是优质资产注入，提高上市公司整体质量。

我国乘用车市场的高整增长态势将至少再持续 15 年，需求年均增长率大致相当于 GDP 增长率的 1.5 倍左右，2009 年轿车将大量进入家庭。

股权分置改革后，上市公司各方股东利益趋于一致。注入优质资产，分享股价上涨带来的财富效应，成为不论是国有企业还是民营企业控股股东的共同认识。国务院国资委鼓励和支持中央企业集团上市，从政策层面推动了优质资产大规模的注入。汽车行业内除上海汽车等已注入资产外，目前潜在注入资产的公司还有，一汽集团，东风汽车集团，长安汽车集团等。

推荐公司：上海汽车，长安汽车，东风汽车，一汽轿车，一汽夏利，长丰汽车。

#### **有色金属（铜、铝、铅、锡、锌、黄金、稀土：优势；镍：中性）**

2007 年上半年全球经济运行良好，增速超过预期，有色金属的需求保持旺盛。尤其进入二季度金属消费旺季以后，各有色金属价格大幅走高，其中小金属品种锡、镍、铅的价格不断创出新高。虽然后来出现了回落走势，但是金属价格仍在高位运行。本轮金属牛市主要是世界经济快速增长，全球制造业扩张导致需求增加，而供给不足形成的。进入 2007 年，中、印新兴国家的经济持续高增长，欧、日经济的持续复苏的趋势并没有改变。根据 IMF 预测，虽然 2007 年世界经济增长速度有所放缓，但仍为高增速，全球经济在 2008 年以前都将保持 4.5% 以上的增幅。经济维持高位增长将对有色金属价格维持高位振荡形成有力的支撑，预计 2007 年-2008 年金属价格仍将维持在高位。

铜：从三大交易所的库存量看，铜的供需紧张态势正从 2005 年的底部走出，但较 2003 年以前的库存水位还有较大距离。而在 2007 年上半年最新的 TC/RC 谈判中，冶炼企业仍处于弱势谈判位置，这显示出目前的铜精矿仍处于紧张的供给状况。在需求方面，中国、印度、俄罗斯等新兴市场国家正在快速发展，对铜的需求不断增加，铜价很可能维持缓慢向上攀升的格局。

铝：全球铝行业巨头通过兼并收购的方式，不断提高行业集中度，提高资源控制力，而产品需求方面依旧保持旺盛。随着中国产能在 2006/2007 年的集中释放以及欧美产能在 2007



年前后的逐步重启，未来产能扩张的速度将出现显著的减缓，因此铝价仍将高位运行。

**锌：**ILZSG 最新数据公布：2007 年 1~6 月份全球锌市场过剩 3.1 万吨，去年同期短缺 22.6 万吨。而 WBMS 的数据显示，全球上半年锌市场过剩 8.5 万吨。亚洲（尤其是中国）精炼锌增产 323000 吨，占全球增产量的 78.21%。国际机构对锌的供求平衡预测均显示，锌基本面在减弱，尤其是预期供应增加很快，对市场压力日益增大。但是，锌库存下降的趋势还在延续，对短期锌价仍继续形成支撑。

**铅：**铅的供应短缺使其成为下半年强势品种。国际铅锌研究组织称，1-4 月的铅产量为 272 万吨，精铅产量仅增加 1%。而前 4 个月全球精铅需求同比增长 3.5%，其中中国增长 19.3%。中国的铅蓄电池产量约占世界总产量的 1/3 左右，已经成为全球最大的铅蓄电池生产和出口国。随着国内电信、电力、电动车等产业的快速发展，供应短缺的局面将到 2008 年印尼和玻利维亚系列铅矿投产后才能得到缓解。

**镍：**镍是今年前五个月走势最强的品种，5 月份创出 51800 美元的历史新高，而到了 8 月份，镍价已较 5 月份高点跌去 42.47%，原因主要有：LME 修改期镍合约的借出交易，新规则从机制上对多头投机行为形成束缚，有效控制了多头逼仓行为；全球不锈钢生产企业为降低生产成本、摆脱镍价巨幅波动对企业利润造成的影响，积极着手开发低镍不锈钢和无镍不锈钢。部分钢种已经对 300 系不锈钢形成永久替代，进而对镍的消费造成不可逆转的影响。综合考虑镍的不确定性较大。

**锡：**由于电子行业的需求增长，锡消费快速增长。在需求 2006 年增幅加快的情况下，锡的供给并没有同步快速增加，全球锡供求紧张状况短期内不可能得到缓解。全球 2007 年锡供求短缺可能达到 2.1 万吨，较 2006 年缺口继续扩大，未来 2~3 年内这种状况将持续。因此，我们预计锡价下半年仍将维持在高位运行，后市不排除再创新高的可能。

**黄金：**黄金具有货币和商品的双重属性，在美元贬值、石油价格高涨、全球流动性泛滥和通货膨胀预期增加的背景下，黄金价格将处于长期上升通道。

**稀土：**中国稀土储量和储量基础都位居世界第一，产量占世界产量的 90% 以上，出口占国内产量的 50%。近年来国家已经开始重视环境保护和稀土资源的战略地位，制定了稀土资源指令性开采计划，这些措施将长期影响稀土产品的市场供应总量，从而对稀土产品价格

格形成有力支撑。预计氧化钕等主要稀土产品的价格将维持高位。

在个股的选择上，看好具有资源优势的一体化公司、有集团资产注入的公司和具有定价权的公司。

推荐股票：云南铜业、中国铝业、南山铝业、锡业股份、山东黄金、包钢稀土

## 交通运输

### 航空机场（航空：优势；机场：中性）

2007年上半年，在人民币加速升值、油价企稳、运输周转量和客座率提升等多种因素推动下，航空板块成功扭亏为盈。我国航空运输业在经历十几年快速发展之后，在消费升级、商务出行和外贸持续高增长的推动下，有可能实现爆发式的需求增长。再加上奥运会、世博会、亚运会等因素，我国航空运输业在未来几年内总周转量和客座率的提升很可能超出市场预期，因此行业将处于持续景气状态。

机场板块受益于航空运输业的持续旺盛需求，但收入和业绩一般不会出现爆发式的增长。2007年上半年，主要机场业务量均保持了10%以上的增长速度，预计未来几年也将保持在10%之上。我们看好具备资产注入预期的上海机场、厦门空港和基本面持续改善的白云机场。

推荐股票：中国国航、上海机场、厦门空港、白云机场

### 航运港口（干散货和集装箱运输：优势；油品运输：中性；港口：中性）

干散货市场自06年下半年以来的持续繁荣，当前波罗的海干散货指数BDI已经超过8000点，7月份和8月份的平均指数和07年上半年相比已经上涨了30%，干散货市场的强劲上涨超出了市场预期。当前，干散货运输市场进入旺季，预计短期国内沿海干散货运价指数也出现了大幅上涨，随着国内粮食和煤炭运输需求的增加，预计市场将再创新高。

进入2007年，油品运输市场表现持续不振，尤其是远洋原油运输市场，近期市场价格更是跌到了盈亏临界点，达到了五年来的最低点，运力过剩是主要原因。08年由于油轮运力投放持续加快，国际油轮运输市场供需形势仍然严峻，预期运价仍将低迷。

2007 年以来，市场有逐步复苏迹象，作为国际集装箱市场先行指标的国际集装箱租船指数（HRCI）逐步走高。而中国出口集装箱综合运价指数也在近期创下了 06 年以来的新高，集装箱运输市场复苏的迹象明显。

资产注入是航运业的另一个投资主题。由于航运公司收购母公司船队资产的 PE 通常远低于其在二级市场的估值水平，资产注入带来的业绩增厚值得期待。同时，在行业景气复苏阶段收购船舶资产，使得航运公司能够更快的扩张运力规模、更大程度的分享行业景气高涨的果实。

2007 年 1-8 月，全国规模以上港口完成集装箱吞吐量 7197.06 万 TEU，同比增长 23.1%。其中，沿海港口完成 6681.09 万 TEU，同比增长 22.6%；内河港口完成 515.96 万 TEU，同比增长 30.8%。从 07 年上半年的情况来看，相对于行业的较快增速，上市公司的盈利则相对下滑，主要是由于物价上涨等因素导致港口运营费用提高，并且一部分新增产能还处于市场培育期。预计明年上市公司的盈利将逐步回升。我们看好那些具有并购预期，能够通过外延扩张拓宽发展空间的优良港口。

推荐股票：中国远洋、中海发展、中远航运、天津港、盐田港

### 高速公路 优势

公路运输总量指标 07 年前 8 个月保持较高的同比增长增速，客运和货运周转量均保持着 2 位数的同比增长，并呈现稳步加速的势头，其中 8 月份货运周转量为 934.95 亿吨公里，比去年同期增长 19.27%；公路客运周转量为 946.96 亿人公里，比去年同期增长 14.98%，并且近几个月的行业数据均保持在历史较高的水平之上。

公路类上市公司 07 年中报显示，行业内公司盈利能力维持增长趋势，除了皖通高速因为税率变化净利润同比下降外，净利润同比增长在 20%-95% 之间。其中一类公司主营业务收入、主营业务利润和净利润增长速度基本保持一致，这类公司的利润增长主要来自于车流的自然增长；另一类公司净利润的增长远大于主营业务收入和主营业务利润的增长，其中的原因包括计重收费实施、投资收益的增加、收到补贴、管理费用的较少等。目前相对于市场整体较高的市盈率水平，高速公路板块市盈率偏低，具有估值优势。

我们看好新近实施计重收费、存在资产注入和扩建完工后业绩恢复迅速的上市公司。

推荐股票：山东高速、现代投资、赣粤高速、深高速

### 铁路 中性

由于受运能瓶颈的制约，铁路客货运输量的增长不如公路、航空、水运这三种运输方式。但是，随着扩能提速的稳步推进，铁路客货运输量增长有所加快。受益于第六次大面积提速，07年1-7月份全国铁路完成旅客周转量4292亿人公里，同比增长8.7%；完成货物周转量13604亿吨公里，同比增长9.9%。1-7月份客货周转量增速分别比去年同期提高0.6%和5.2%。

铁路公司的内生成长动力将主要来自于扩能、提速、提价所带来的业绩加快增长；爆发式成长依赖资产注入。

推荐股票：大秦铁路、铁龙物流

### 石油化工：优势

2007年第三季度国际原油价格再创新高，NYMEX10月份交货的轻质原油期货收盘价最高冲破83美元/桶。从长期看，美元不断贬值以及世界经济尤其是中国，印度等国家经济强劲发展所带来的需求增长将支持油价的不断走高。短期内，地缘政治，投机资金，天气状况等因素将对油价产生影响。预计四季度油价将继续在高位震荡，并存在创新高的可能性。

油价持续高位，以及国家出于控制CPI指数考虑而对成品油价格的管制措施，将对中国石化的炼油业务产生重大不利影响。不考虑可能的财政补贴因素，中国石化下半年业绩预计将低于上半年。考虑到公司的估值优势和一体化优势，可以适当增持。

在高油价的背景下，可以关注煤化工产业的替代机会。神华集团等拥有煤变油项目的公司值得关注。

化肥行业苦乐不均，钾肥缺口依然存在，氮肥新增产能持续释放，磷肥产能过剩。我们看好具有垄断资源优势的盐湖钾肥，成本控制较好的华鲁恒升等优势企业。

少数化学品需求旺盛，技术壁垒较高，优势企业可以从中获得较高利润。可以适当关

注山西三维，烟台万华。

化工企业普遍具有高能耗高污染的特性，随着国家节能减排措施的逐步到位，行业中必然出现产能向优势企业转移的趋势。龙头企业将在治污成本增加的同时，享受到市场份额扩大带来的好处。可关注农药类龙头企业，如新安股份。

推荐股票：中国石化、山西三维、盐湖钾肥、华鲁恒升、英力特，烟台万华

### **电力设备 中性（输变电一次设备 优势）**

2007 年中期，电力设备盈利能力低于整个 A 股市场的盈利水平，盈利能力增长势头减缓，子行业中输变电一次设备和电源设备盈利能力增长强劲，电网投资拉动输变电一次设备需求的效应显现，二次性设备小幅度增长。

电力设备 2007 年动态市盈率为 45 倍，与机械行业估值水平（07 年 46 倍）接近，但高于 A 股市场平均估值水平（07 年 40 倍），估值在某种程度上反映了对行业尤其是输变电行业的快速增长的乐观预期。

根据“十一五”规划，我国单位 GDP 的能耗将降低 20%，我国约 70% 的电能消耗在电机驱动中，节能减排政策给电力设备行业领域带来机会，如节能效果明显的高压变频技术、非晶合金变压器等技术和产品的推广给相关电力设备带来新的需求。

风电的快速发展必然会带动风电设备的腾飞，尤其是国家在今后风电项目中对设备 70% 的国产化率要求更为风电设备行业提供了机会。

推荐股票：哈空调、湘电股份、卧龙电气和即将上市的国内最大的风力设备制造企业金风科技股份有限公司。

### **信息技术 中性**

通信营运增长速度已经与国民经济 GDP 增长速度接近或者偏低，移动业务对固话业务的替代加速，中国移动的强势市场地位短期内难以撼动，行业的一些热点问题，如 TD—SCDMA、行业重组、3G 牌照发放，都必须等待商业测试成熟之后，上述问题才有可能会有可能实质性的突破。

2007 年随着营运商对无线和宽带业务的投入增加，相应业务的电力设备制造也呈现结构性差异，具体来说，无线及宽带接入类产品的出货量增长较快。

2008 年奥运会之前，2007 年随着 3G、IPTV 的启动，光纤接入相对 DSL 的价格和技术优势显现，来自有线数字营运商的光缆需求将逐步上升，通信营运商也将逐步对 FTTH 投资，据估计，2008 年之前我国光纤需求将保持 15% 以上的增长速度。中国的光纤制造业有巨大的成本优势，70% 光缆都产于中国，根据中国光纤光缆行业协会的统计，06 年中国光纤光缆出货量比 05 年增加 35% 以上，07 年光纤生产也将持续在景气高位。

推荐股票：中国联通、中兴通讯、亨通光电等。

### 电子元器件 中性

我国电子信息全行业继续保持平稳增长，总量增速小幅回升。从工业增加值来看，电子器件的工业增加值增速高于收入增速，而电子元件的工业增加值增速低于收入增长，表明元件的盈利能力有所下滑。

据美国半导体产业协会统计显示，7 月全球半导体销售额为 206 亿美元，比同期和今年 6 月份上升 2.2% 及 3.2%，半导体价格略有上涨，据 SICAS 的数据，半导体产业的产能利用率在 07 年一季度扭转了前期的下降趋势，二季度延续了这种上升趋势，并有所加速，行业回暖迹象显现。IC 和半导体情况基本一致，但分立器件价格面临较大的向下压力。

1-7 月份国内新型消费电子产品产量增速低于去年同期的增长速度，结构上升级换代趋势明显：

PCB 行业景气度将逐步走强，8 月份台湾主要厂商 PCB 厂收入创出新高，从细分行业来看，柔性线路板市场先启动，刚性线路版景气度也开始稳步上升，但需求增长较缓：

液晶面板行业四季度有望继续保持强势，7-9 月显示器面板、TV 面板以及中小面板价格都有所上涨，从 9 月份价格走势来看，价格基本维持 8 月水平，四季度面板价格受到圣诞节和春节的拉动，预计表现将和三季度相当或更好，CSTN 面板方面，虽然受到 TFT 型面板的替代，不过由于 TFT 面板供给紧张，客观上增加了对 CSTN 的需求，因此四季度

对 CSTN 也偏乐观。

推荐股票：生益科技、莱宝高科、横店东磁等。

## 医药行业 中性

2007 年 1-8 月医药行业销售收入同比增长 25%，而净利润则同比增长 49%，其中化学原料药、化学制剂、生物制药及中成药分别增长 36%、61%、37%和 51%。医药行业受各子行业快速增长的影响，经济效益明显回升，同时我们认为需求快速增长是中国医药行业增长长期不变的驱动力，随着国民人均收入的持续提高和医疗体制改革的推进，被压抑的需求将逐步得到释放。

截至 2007 年 9 月 20 日，医药板块整体涨幅为 216%，涨幅较大的公司主要是三类：第一类是受益于原料药价格上涨的企业；第二类是参股券商或者银行获得较大投资收益的公司；第三类是那些具有土地转让或者资产注入题材的公司。而同仁堂、云南白药、片仔癀、恒瑞医药等很多没有故事的品牌白马股涨幅很小。估计第 4 季度医药板块整体机会不大，像上半年板块普涨的现象可能不会出现。若医改政策出台，短期可刺激板块走强。

**化学原料药：**自 06 年底开始，在维生素 C、青霉素工业盐等大宗产品的带动下，原料药价格全面上涨，进入了近五年来最好的时期，开始步入行业景气周期。而受订单式销售方式的影响，绝大多数原料药价格上涨带来的利好在上半年并没有充分展示，预计下半年将逐步得到释放，07 全年净利润增幅有望达到 60-70%。07 年第 4 季度，化学原料药价格的上涨仍将持续，原料药仍将是市场的热点。更为重要的是，市场对此类价格爆发性增长的个股往往有较强的敏感度，是市场资金所追捧的热点。

推荐股票：华海药业、天药股份、广济药业

**化学制剂：**作为药品制造业中最主要的子行业，其发展状况直接反映制药行业的情况，在经历了 06 年反商业贿赂的打击后，07 年盈利能力触底反弹，表现出了劲的恢复性增长，1-8 月净利润同比增长达到 61%。而国家投入的加大，及农村和社区医疗市场的快速启动，将带动普药类产品快速增长。医疗体制改革将成为化学制剂行业未来三年的投资主线。

推荐股票：恒瑞医药、双鹤药业、丽珠集团

**生物制剂：**生物制剂一直是医药行业中增长最快的子行业，疫苗、血液制品、基因工程药物和抗体类药物是驱动生物制药行业增长的引擎。而该子行业因得到宏观政策面的支持，具有长期的战略利好，基因工程生物药和疫苗将继续保持快速增长，将逐步形成化学药、生物药和天然药三足鼎立的药物格局。国家对于生产流程管控力度的加强，如改革血浆站管理方式、采血过程中全面进行血筛检查等，将给华兰生物、科华生物、达安基因等细分领域龙头公司带来巨大利好。

推荐股票：科华生物、达安基因、华兰生物、双鹭药业

**中药：**在政策支持的情况下，中药行业获得较好的发展环境。中药企业大多数产品是 OTC 产品，通过长期积累形成的品牌知名度能够保证产品被大多数消费者接受。品牌中药的盈利能力较强，增长前景值得期待。中药行业上半年恢复增长的趋势明显，2006 年的“鱼腥草”事件带来的不利影响在逐渐消除，中药粉针销售有所复苏。

推荐股票：康美药业、东阿阿胶、天士力

**医药商业：**伴随着医改的逐步推进，医药商业将获得基础医疗服务网络药品配送这个不断快速成长的全新的盈利增长点。更为重要的是，国家将陆续出台相关政策以压缩中小型商业企业的生存空间，扩大行业集中度，解决层层加价带来的药价虚高问题，这将为国有背景的大型医药商业带来积极扩张的机会。

推荐股票：国药股份、南京医药