



政策决定高度 配置提高收益

——东吴基金 2008 年投资策略报告



(2007 年 12 月 31 日)

主笔

刘元海

宏观经济	戴 斌
重要事件分析	
市场特点回顾	杨庆定
资金供给与需求	

行业研究

航空 水运 商业	黎 瑛
医药 机械 农业	聂 昕
房地产	任 壮
有色 元器件	王 位
银行 证券 家电	莫 凡
电力设备	高喜阳
汽车及配件	戴 斌

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

政策决定高度 配置提高收益

我们认为,影响 2008 年 A 股市场走势的关键因素是政策取向,政策紧缩力度将直接影响 2008 年上市公司盈利增长速度、市场流动性充裕程度、以及市场投资情绪。

从业绩与估值提升空间看,2008 年 A 股市场涨幅将弱于前两年。指数走势在很大程度上取决于政策取向,指数将在市场与政策博弈过程中波动。就市场特点而言,2008 年市场波动可能更加频繁;同时结构轮动特点更明显。不同时期,市场将呈现出明显的结构轮动现象,这种结构轮动具体表现为行业轮动、风格轮动、主题轮动等。结构轮动的触发点取决于政策取向、行业利润变化趋势、以及重要事件发生时点。

对于 2008 年市场投资主线的把握,将以政策为导向,寻找具有成长优势、估值优势的行业作为核心配置;对主题和风格投资采取卫星配置。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:

- 第一条投资主线是受益于政策的行业。重点关注农业、医药、家电、机械、航空。
- 第二条投资主线是政策影响中性的行业。这类行业主要集中于稳定快速增长的非周期型行业,受宏观调控影响不大。重点关注:汽车及配件、商业零售、软件、元器件。
- 第三条投资主线是当前受制于政策调控预期,但一旦政策影响结束,基本面回暖的行业。重点关注:银行、地产;以及煤炭、钢铁、有色、化工、建材、建筑、造纸周期型行业中的优势企业。
- 第四条投资主线是适当参与主题和风格投资,对主题和风格投资采取卫星配置策略。重点关注:资产注入、创业板、奥运主题;通过小盘、大盘,低价、高价等风格轮动的把握,卫星配置相关风格资产。

总之,2008 年股市价值成长齐飞,主题风格同舞,且有可能主题与风格更耀眼。

最后需指出的是,因缺乏汇率风险教育,2008 年有可能出现 QDII 产品纵然有收益,但抵不上人民币升值的幅度。



目 录

第一篇 2007 年度市场特点	3
一、市场表现总体概述	3
二、行业表现情况	4
三、市场风格轮动特征	5
四、个股涨跌特点	5
第二篇 市场运行环境	7
一、宏观经济与政策取向	7
（一）国内宏观经济分析	7
（二）世界主要经济体经济走势判断	10
（三）政策取向	11
二、市场面分析	12
（一）行业利润影响因素及增长周期	13
（二）成长与估值	19
（三）资金需求与供给	22
（四）影响 2008 年市场走势的主要事件	23
第三篇 投资策略	25
一、投资主线	25
二、重点行业	26
东吴嘉禾优势精选基金	35
东吴双动力基金	35

第一篇 2007 年度市场特点

一、市场表现总体概述

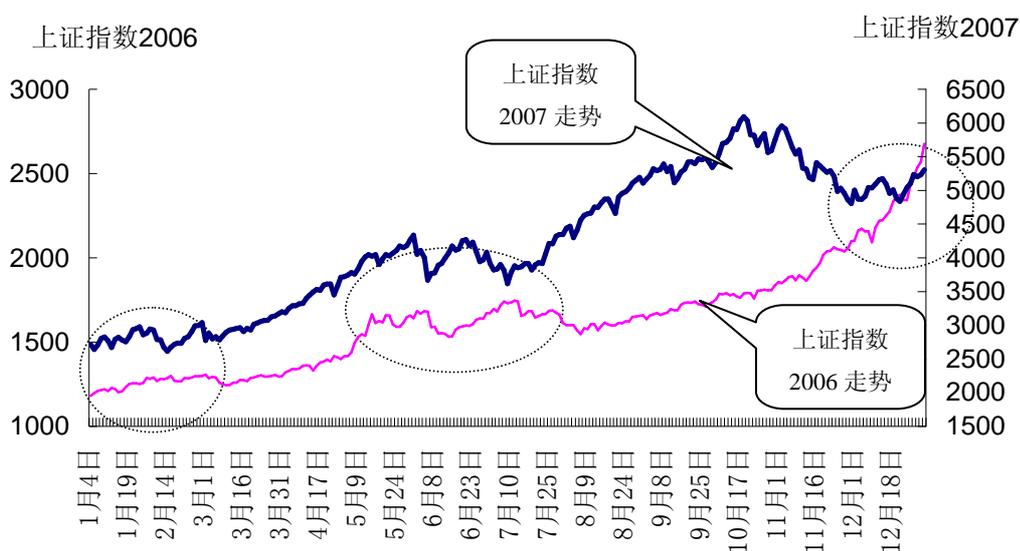
2007 年上证指数上涨 96.66%，最高上涨到 6124 点。期间出现两次大级别的上涨：一次是从 3 月份一直延续到 5 月底，最大涨幅为 55%；另一次是从 7 月中旬延续到 10 月中旬，最大涨幅为 60%。在每次大涨之后，市场都出现较大幅度的调整。

2007 年共出现三次大的调整：第一次调整发生在一季度，上证指数最大跌幅为 11.41%。调整的动力是 2006 年底涨幅巨大的蓝筹股出现调整。第二次调整发生在 6、7 两个月，上证指数最大跌幅为 15%。调整的动力是年初以来涨幅巨大的低价股、概念股、微利股等出现大幅调整。第三次调整从 10 月中旬一直延续到年底，上证指数最大跌幅为 20.34%。调整的动力是 7 月中旬以来涨幅巨大的蓝筹股：有色、煤炭、地产、银行等出现调整。每次调整都以“W”形态结束调整，并展开新一轮上涨。

再回头看看 2006 年市场表现。2006 年市场走势与 2007 年比较相似，共出现两次大的调整和两次大级别的上涨。两次调整时间分别发生在 2006 年一季度和 2006 年 6、7 月份。两次大级别的上涨分别发生在 4、5 月份和 8 月份至年底。

回顾 2006、2007 市场走势可以发现，历史是何等的相似，相似的走势、相似的调整时点。回顾历史，以史为鉴，从而为 2008 年市场走势判断提供参考和借鉴。

图表 1 2006 年与 2007 年上证指数走势比较

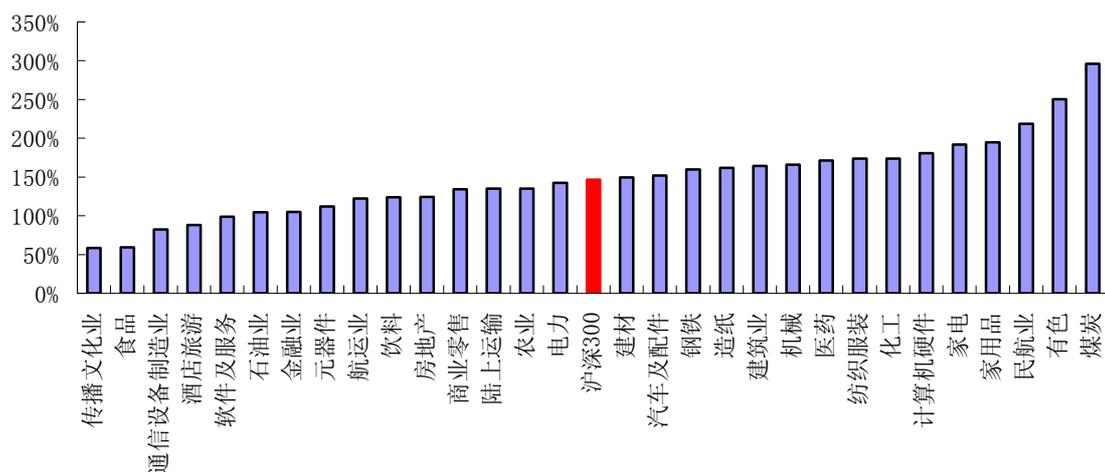


数据来源：东吴基金。

二、行业表现情况

从行业表现看，在 30 个东吴行业指数当中，2007 年所有行业都获得正的收益，但跑赢、跑输沪深 300 指数的行业各 15 个。其中，2007 年上涨幅度最大的前 5 个东吴行业是：煤炭、有色、民航、家用品、家电；上涨幅度最小的后 5 个行业是：传播文化、食品、通信设备、酒店旅游、软件及服务。

图表 2 2007 年东吴行业指数收益率表现



截至时间：2007 年 12 月 20 日。

数据来源：东吴基金。

从 2006、2007 年各季度涨幅最大和最小的前 5 名行业名单中可以发现，同一个行业在不同季度中存在明显轮动现象。如果当季涨多了，那么下面几个季度可能成为涨幅最小的行业；反之，如果前期跌多了，并且行业基本面出现有利变化，那么下面几个季度可能成为涨幅最大的行业。显然，A 股市场存在明显的行业轮动现象，涨多必跌，跌多必涨的可能性比较大。这种现象对投资的意义是，如果一个行业估值相对偏高，并且行业基本面出现不利因素的时候，这时可以考虑逐渐减仓；反之可以逐步加仓。

图表 3 2006、2007 年各季度涨幅最大和最小的行业名单

季度	涨幅最大的前 5 名行业	涨幅最小的前 5 名行业
2006 年第一季度	有色、 房地产 、商业零售、 饮料 、 元器件	通信设备、陆上运输、纺织服装、电力、民航业
2006 年第二季度	饮料 、家用品、机械、传播文化、 食品	钢铁、电力、 煤炭 、通信设备、 房地产
2006 年第三季度	煤炭 、纺织服装、造纸、钢铁、电力	建材 、 元器件 、 金融 业、软件、 房地产
2006 年第四季度	金融 业、 建材 、钢铁、 家用品 、 饮料	医药、家电、 食品 、 计算机 、 元器件
2007 年第一季度	家用品 、 纺织服装 、 计算机 、 家电 、有色、	食品 、通信设备、石油业、 金融 业、 饮料
2007 年第二季度	煤炭 、 房地产 、 有色 、 建材 、 家电	食品 、农业、 通信 设备、传播文化业、 元器件
2007 年第三季度	煤炭 、 有色 、钢铁、民航业、造纸	软件、 计算机 、 纺织服装 、 食品 、 家用品
2007 年第四季度	饮料 、 通信 设备、 软件 、民航业、酒店旅游	汽车及配件、 煤炭 、 房地产 、 有色 、 医药

注：2007 年四季度行业指数表现数据统计截至 2007 年 12 月 20 日。

数据来源：东吴基金。

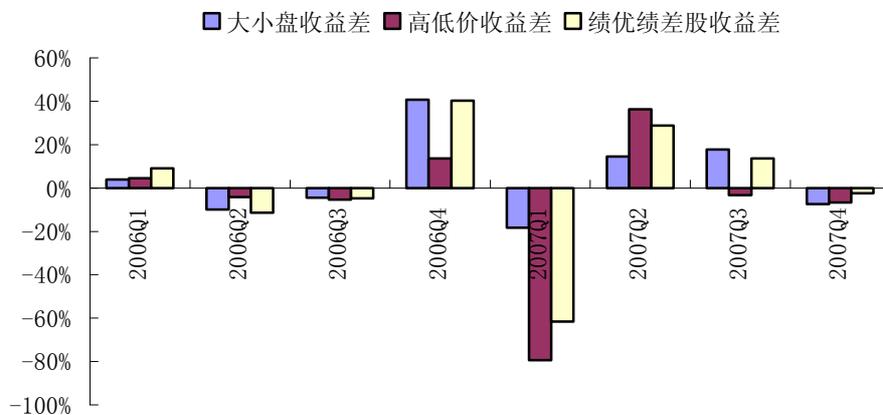


三、市场风格轮动特征

通常根据股票市值、股价、业绩等指标对股票进行风格划分，不同类别的股票就属于不同风格。比如，根据市值可以分为大盘股和小盘股；根据股价可以分为高价股和低价股；根据业绩可以分为绩优股和绩差股。

2006 年以来，A 股市场存在明显的风格轮动。比如：2007 年一季度，小盘股、低价股、绩差股的收益要明显高于大盘股、高价股、绩优股的收益；但二季度、三季度大盘股、绩优股的收益却高于小盘股、绩差股；四季度，市场又演变到小盘股、低价股、绩差股的收益高于大盘股、高价股、绩优股的收益。若此，预计 2008 年初“小盘股、低价股、绩差股的收益高于大盘股、高价股、绩优股的收益”现象将继续。

图表 4 A 股风格轮动规律



注：大小盘收益差=大盘股收益率-小盘股收益率；高低价收益差=高价股收益率-低价股收益率；绩优绩差股收益差=绩优股收益率-绩差股收益率。

数据来源：根据申万风格指数计算得到。

四、个股涨跌特点

2007 年 A 股市场涨幅最大的前 50 只股票，平均上涨 532%。这些股票 2006 年底平均股价只有 6.78 元，系低价股。这些股票特征是：资产注入股票如中国船舶（687.09%）；产品提价医药股如鑫富药业（1194.63%）、广济药业(849.85%)；券商概念股如东北证券（1085.21%）、锦龙股份（912.04%）；奥运概念股如中体产业（750.37%）；有色股如中孚实业（712.31%）；行业景气复苏类股票如东方航空（653.41%）。

2007 年涨幅最小的前 50 只股票，平均只上涨了 12%，远远落后于同时期的沪深 300 的涨幅 161.55%。这些股票 2006 年底平均股价为 18.43 元，系中高价位股。这些股票特征是：中小板中的轻工制造海鸥卫浴（6.41%）、农业股如獐子岛（30.40%）、网络服务如网盛科技（21.78%）；高价食品饮料类股票如山西汾酒（20.24%）、伊利股份（11.04%）；软件股如中创信测（13.76%）；传媒类股票如华闻传媒（13.86%）；国有银行股如中国银行（22.71%）。



图表 5 2007 年涨幅前后 50 只股票特征

	沪深 300	涨幅最大 50 只股票	涨幅最小 50 只股票
2007 年平均涨幅	161.55%	532.51%	12.01%
期初平均价 (元)	7.67	6.78	18.43
股票特点	--	资产注入、券商概念股、有色、行业景气复苏如航空、煤炭、医药	中小板、电子元器件、软件、传媒、中药、轻工制造、商业、农业、国有银行

数据来源：东吴基金，Wind。

图表 6 2007 年四季度涨跌幅前 10 只股票名单

证券简称	收盘价 2006-12-29	2007 年涨跌幅	证券简称	收盘价 2006-12-29	2007 年涨跌幅
鑫富药业	9.5	1194.63%	中国银行	5.43	22.71%
东北证券	9.55	1085.21%	网盛科技	55.12	21.78%
锦龙股份	4.05	912.04%	山西汾酒	30.99	20.24%
广济药业	3.41	849.85%	晋西车轴	20.83	20.24%
绵世股份	11.4	751.13%	西藏药业	17.26	15.66%
中体产业	16.46	750.37%	华闻传媒	9.02	13.86%
中孚实业	7.69	712.31%	中创信测	12.86	13.76%
中国船舶	31.8	687.09%	小商品城	77.5	11.73%
东方航空	3.73	653.41%	伊利股份	26.5	11.04%
锡业股份	8.87	650.26%	海鸥卫浴	22.27	6.41%

数据来源：东吴基金，Wind。

回顾 2007 年市场表现，可以得到以下几个结论：1) 无论是出于政策调控，还是市场自身运行的需要，市场涨多必跌，跌多必涨，并且每次都以“W”形态结束调整迎接新的上涨；2) 市场存在明显的行业轮动和风格轮动现象，把握轮动规律进行合理资产配置有助提高投资回报；3) 从市场热点看，资产重组、券商概念股、有色、航空、产品提价类主题是 2007 年市场关注所在。



第二篇 市场运行环境

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) 经济增长出现明显下滑，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（具体分析见东吴基金 2007 年四季度策略报告）。因此，对于 2008 年 A 股市场走势的判断，可以从以下三个因素着手：2008 年上市公司盈利增长情况、市场流动性充裕程度、以及一些对市场有影响的重要事件。

我们认为，影响 2008 年上市公司盈利增长、以及市场流动性的关键因素是 2008 年管理层的政策取向，管理层政策紧缩力度将会直接影响到 2008 年上市公司盈利增长速度和市场流动性充裕程度。因此，本部分首先通过对 2008 年宏观经济走势和管理层政策取向的分析，进而判断管理层政策取向对上市公司盈利增长、以及对市场流动性影响程度，再结合 2008 年一些重要事件对市场影响分析，据此判断 A 股市场运行趋势和寻找 2008 年投资机会。

一、宏观经济与政策取向

（一）国内宏观经济分析

1、中国经济增长驱动因素

2001 年以来，投资、消费、出口的强劲增长启动了中国经济的新一轮景气周期，GDP 增速呈现出单边上行走势。从本轮经济增长驱动因素看，投资仍是经济增长的第一引擎，但出口、消费对经济增长的拉动作用日益增强。我国贸易顺差占 GDP 比例从 2004 年的 1.70% 上升到 2007 年 9 月份的 11.05%，出口对经济增长产生拉动作用影响。随着出口占比的增加，出口增速的变动对经济增长将会产生显著影响。消费需求在收入快速增长的背景下对 GDP 的支撑力度也日益增强。

受美国经济减缓的影响，2008 年出口增速可能放缓，在此背景下，经济增长动力将从依靠投资、出口拉动，转向依靠投资、消费拉动。经济增长动力的改变，2008 年中国经济是否仍然能够继续保持稳定快速增长？是否会影响行业盈利增长？这需要深入研究。

图表7 中国经济增长驱动因素

时间	GDP 增速	城镇固定资产投资增速	社会消费品零售总额	贸易顺差 (亿美元)	贸易顺差 同比增长	贸易顺差 占 GDP 比例
2001 年	8.30%	14.40%	10.10%	225	-6.78%	1.70%
2002 年	9.10%	18.30%	8.80%	303	34.72%	2.08%
2003 年	10.00%	29.10%	9.10%	254	-16.25%	1.55%
2004 年	10.10%	27.60%	13.30%	328	29.45%	1.70%
2005 年	10.40%	27.20%	12.90%	1021	210.96%	4.54%
2006 年	10.70%	24.50%	13.70%	1775	73.88%	6.75%
2007 年截至 9 月	11.50%	26.40%	15.90%	2392	34.73%	11.05%

数据来源：Wind，东吴基金。

2、投资增速不用过于担忧

截至 2007 年 11 月份，今年以来城镇固定资产投资同比增长 26.8%，增速比 2006 年全年高 2.30 个百分点。从行业投资数据看，2007 年投资增速明显加快的行业有：1) 第一产业中的农林牧渔业；2) 第二产业中的制造业，主要包括：农副食品加工业、纺织、医药、造纸、石油加工炼焦业、化学原料及化学制品业、非金属矿物制品业、黑色金属与有色金属冶炼及压延加工业；以及机械行业中的通用设备、专用设备、交通运输设备。3) 第三产业中的房地产、公共设施管理业、批发和零售业。投资增速放缓的行业有：1) 第二产业中的采矿业，制造业中的食品加工业、橡胶制品业、通信设备，以及电力、建筑行业；2) 第三产业中的交通运输业。

市场担心 2008 年固定资产投资增速会明显放缓，我们的观点是 2008 年城镇固定资产投资增速仍然有望维持在 26% 左右的水平。理由有：1) 从固定资产投资驱动力看，机械、房地产、公共设施是近几年驱动固定资产投资的主要动力，而这几个行业的投资需求又能带动相关行业的投资需求。从目前来看，机械、房地产、公共设施需求还是比较旺盛的。机械行业是国家重点扶持，鼓励出口的行业。目前我国设备制造的输出地主要集中在欧洲、非洲、中东等地区，受美国经济减缓的影响较小，预计明年国际需求仍能保持旺盛。由于刚性需求的存在，房地产行业总体趋势仍然向上。另外政府支持的经济适用房、廉租房大规模的投入，都能在一定程度上加快房地产行业的投资增速。此外，2007 年增速减缓的行业，目前增速水平都较低，预计增速进一步降低的可能性比较小。

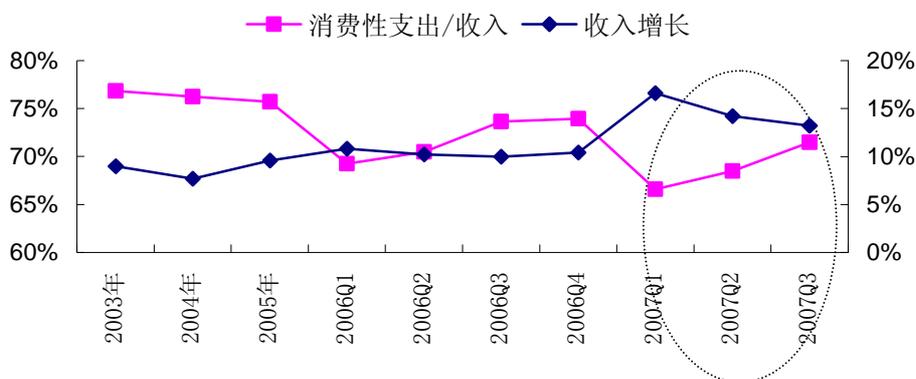
2) 不用过于担心宏观调控。从政策取向看，在本轮经济增长周期中，只要城镇固定投资增速不出现连续几个月超过 30% 以上，政府采取一刀切行政调控可能性较小。另外，与 2004、2005 年比较，大部分行业 2007 年投资增速都未达到那时的增速水平。

3) 从投资增速全年走势，在投资惯性（表现在 2007 年以来新开工项目计划投资加速增长），以及 2007 年投资基数作用下，2008 年固定资产投资增速上半年有望继续维持 2007 年下半年的增速水平，下半年如果调控力度有所偏松，那么预计 2008 年全年城镇固定资产投资增速波动不会太大。

3、消费潜力巨大

2007 年 1-11 月名义社会消费品零售总额同比上涨 16.3%，创历史新高。在本轮经济增长周期中，随着经济的增长，居民收入增长速度逐年提升。另外，2003 年以来居民消费性支出与可支配收入之比呈逐年下降的趋势。以上两组数据反应了居民潜在消费能力正在不断提高，这意味着未来消费潜力巨大。

图表8 居民消费潜力



数据来源：Wind，东吴基金。



3、出口增速有所减缓

从行业出口状况看，2007年6月19日财政部、国家税务总局联合发布《财政部、国家税务总局关于调低部分商品出口退税率的通知》，规定自2007年7月1日起，调整多种商品的出口退税政策。从出口退税政策执行效果看，出口退税率政策执行对钢铁、有色、化工、造纸行业出口负面影响比较大，目前这些行业出口增速都有所放缓；而对机械、汽车、煤炭、纺织服装、饮料、医药行业出口增速基本没有太大影响。

图表9 2007年7月1日出口退税率执行以来主要行业出口增速变化

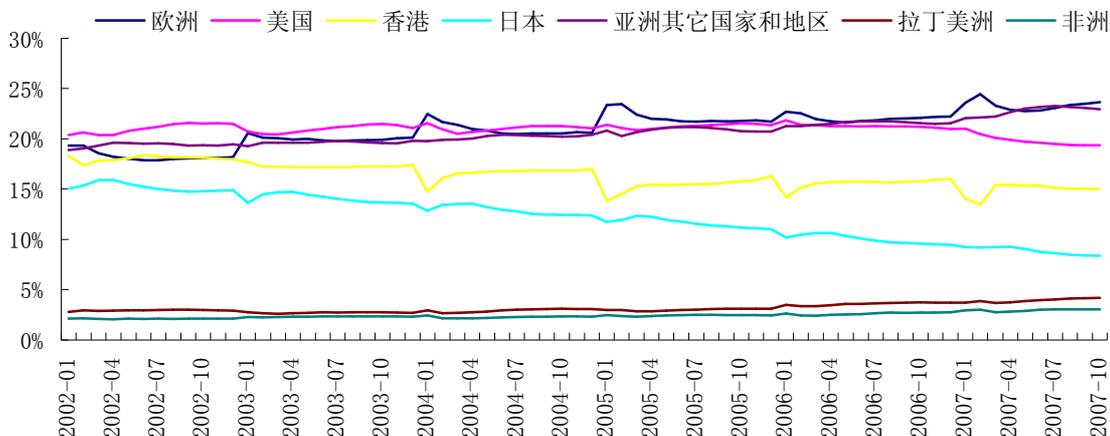
	受出口退税率政策影响小的行业					
	机械	汽车	煤炭	纺织服装	饮料	医药
2007年截至10月权重	21.93%	1.52%	0.52%	17.57%	0.06%	0.49%
2007前10月增速—上半年增速	1.13%	4.43%	10.11%	2.03%	2.14%	4.48%
2006前10月增速—上半年增速	-0.76%	-0.07%	6.55%	-0.26%	-2.06%	0.82%
	受出口退税率政策负面影响较大的行业					
	钢铁	有色	化工	造纸		
2007年截至10月权重	4.41%	5.53%	5.35%	0.57%		
2007前10月增速—上半年增速	-47.74%	-10.35%	-2.61%	-4.63%		
2006前10月增速—上半年增速	45.98%	5.04%	4.62%	2.59%		

数据来源：国家统计局，东吴基金。

从中国对其它国家和地区出口占比变动看，中国对欧洲、亚洲其它国家和地区（除香港和日本外）、拉丁美洲、非洲的出口占比逐渐增大，对美国、日本、香港出口占比逐渐减小。虽然中国出口国的多样化能在一定程度上降低单一国家经济下滑对出口增速下滑风险，但是美国、日本、香港出口占比超过40%，美国经济的下滑，势必对中国出口增速产生明显影响。

考虑国内出口调控政策、美国经济减缓、以及人民币加速升值等因素，与2007年比较，2008年中国出口增速会出现一定幅度回落。2007年出口增速在26%以上基本定局，假定2008年出口增速下降到23%左右，进口增速上升到21%，那么2008年贸易顺差将达到3300亿美元。虽然2008年贸易顺差增速下滑，但贸易顺差的规模仍然庞大。

图表10 中国对主要经济体出口占比变动





数据来源：Wind，东吴基金。

4、物价走势有望趋缓

2007 年居民消费价格指数连续大幅攀升。11 月份，CPI 同比上涨 6.9%，创历史新高。2007 年食品价格大幅上涨是 CPI 上涨的主要推动力，食品价格对 CPI 上涨的贡献度差不多在 90% 左右。食品价格上涨主要是由于部分食品，如肉禽及其制品、鲜菜、鲜果等供求失衡、季节性等因素导致的。食品价格走势仍然是 2008 年 CPI 走势的主要决定因素，而 2008 年肉禽及其制品、鲜菜、鲜果等价格有望回落。

今年以来，非食品价格的走势一直都比较平缓，直到今年 11 月份，非食品价格才有所上升。究其原因，主要是由于 11 月份成品油价格上调导致的，成品油价格的上调直接助推了非食品价格出现较大上涨。出于稳定通胀考虑，我们认为后续政府会根据具体形势，适时分阶段的对资源要素价格进行调整，而不会盲目推出。

基于上述判断，同时考虑到 2007 年 CPI 前低后高的走势，我们判断 2008 年全年 CPI 会呈现前高后低的走势，上半年的均值在 5% 左右，下半年为 3% 左右。

工业品出厂价格指数（PPI）自 2007 年 9 月出现反弹。11 月 PPI 涨幅为 4.6%，增速连续第三个月上涨。分部门来看，生产资料价格增速较上月提升 1.7 个百分点，生活资料价格增速提升 0.2 个百分点。生产资料价格的加速上涨是 PPI 快速向上的主要原因，而石油价格的上涨是推动生产资料价格走高的主要原因。我们认为，国际能源价格长期上涨趋势未变，并且国家资源价格改革进程加快，以及食品价格上涨推动，未来 PPI 存在温和上升的趋势，但预计幅度不会太大。

5、2008 年宏观经济判断

2008 年城镇固定资产投资增速预计仍然能够达到 26% 左右的水平，消费增速有望进一步提高，出口增速可能有所放缓，但放缓幅度预计不会太大。2007 年 GDP 增速预计达到 11.4%，据此可以判断 2008 年 GDP 增速有望达到 10.5% 左右，我们认为经济增长动力的改变仍然能够继续推动 2008 年中国经济稳定快速增长。

（二）世界主要经济体经济走势判断

由于美国次贷危机影响的扩散，2008 年全球经济可能放缓。国际货币基金组织近期调低了对 2008 年世界经济的预测。其中，欧洲的 GDP 增速从 2.5% 下调至 2.1%；日本的 GDP 增速则由 2% 下调至 1.7%；主要新兴市场 GDP 增速从 8.1% 下调至 7.4%，增速下调了 0.7 个百分点；美国的 GDP 增速预测值与上次预测值保持一致。

目前金融市场的震荡已经影响到美国房屋市场，未来有可能进一步影响到消费支出。虽然我们相信美联储有能力缓解市场紧缩，但经济的全面恢复尚需时日。

欧洲经济 2007 年表现良好，三季度欧元区经济增长 2.6%，较上一季度加快 0.7 个百分点。经济增长的持续得益于消费的增长和良好的就业形势。日本经济延续着自 2002 年以来的复苏周期。出口和企业投资是帮助其复苏最重要的两大驱动力。2007 年三季度日本国内生产总值同比增长 2.1%，明显好于预期。从欧洲和日本当前经济形势来看，经济景气还未出现放缓的迹象。如果美国经济减缓幅度不大，那么美国经济减缓对全球经济的影响将相对有限。这样，对中国出口增速的影响也会低于悲观的预期。



图表 11 全球主要经济体 2008 年经济预测

	GDP 增速 (%)			通胀水平 (%)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
美国	2.9	1.9	1.9	3.2	2.7	2.3
欧洲	2.8	2.5	2.1	2.2	2	2
日本	2.2	2	1.7	0.3	0	0.5
新兴市场	8.1	8.1	7.4	5.1	5.9	5.3

数据来源：IMF、东吴基金

(三) 政策取向

12 月份中央经济工作会议提出了 2008 年经济工作主要任务：完善和落实宏观调控政策，保持经济平稳较快发展的势头。要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为当前宏观调控的首要任务，按照控总量、稳物价、调结构、促平衡的基调做好宏观调控工作。明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。继续合理把握财政支出规模，着力促进结构调整和协调发展，优化支出结构。进一步发挥货币政策在宏观调控中的重要作用，严格控制货币信贷总量和投放节奏，更好地调节社会总需求和改善国际收支平衡状况。严格控制新开工项目，防止投资反弹。要采取有力措施抑制价格总水平过快上涨。提高自主创新能力，推进产业结构升级。加大攻坚力度，确保节能减排取得重大进展。

根据中央经济工作会议精神，并结合我们对 2008 年经济形势的判断，2008 年政策取向可能展现出以下趋势：

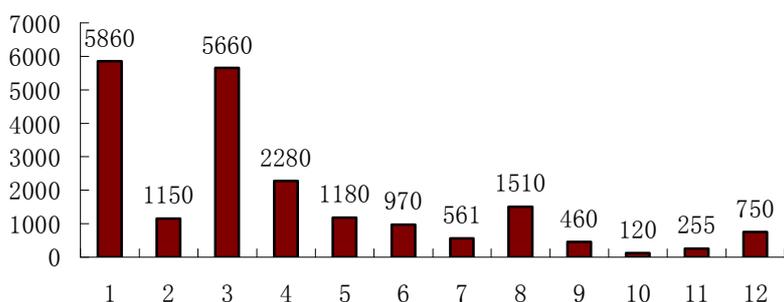
1、实施从紧货币政策

中央经济工作会议提出严格控制货币信贷总量和投放节奏。2008 年贸易顺差增速虽然有所下降，但绝对水平仍然庞大，由贸易顺差带来的基础货币投放规模依然巨大。2008 年到期票据超过 2 万亿，并且主要集中在上半年。根据基础货币投放进程，以及近期货币供应、信贷增速居高不下，我们预计，上半年央行可能会加大货币紧缩力度，如果上半年紧缩效果良好，那么下半年紧缩力度有望趋缓。

对于流动性的管理，央行仍然以数量型工具为主，搭配使用公开市场操作、存款准备金等工具，同时逐步发挥特别国债的对冲作用。我们判断 2008 年 CPI 和投资增速走势将呈现出前高后低的趋势，目前一年期存款利率为 4.14%，因此加息可能主要集中在上半年，加息次数有限。加息的目的在于缩小负利率，因此结构性加息的可能性比较大。

对于信贷调控，2007 年信贷目标是 15%，预计 2008 年的信贷目标将低于 15%。据传 2008 年新增贷款将控制在 3.3 万亿以内，要比 2007 年新增贷款 3.8 万亿还要少 5000 亿。并且为了改变上半年信贷投放规模过大的问题，信贷调控将采取逐季调控方式。2008 年上半年央行将继续对金融机构实行窗口指导和信贷政策指引。显然，2008 年信贷调控力度明显加大，信贷紧缩政策对 A 股市场走势将会产生一定负面影响，会抑制银行、地产股的表现。

图表 12 2008 年到期票据（亿元）



数据来源：Wind，东吴基金。

2、有保有压调控投资

从 2004 年以来，投资增速保持在 26% 左右波动。当城镇固定资产投资增速连续几个月超过 30% 以上时，政府会加强投资调控力度；当投资增速下降到 20% 以下时，政府对投资调控力度会有所放松。从目前行业投资数据看，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，政府更有可能采取土地、产业政策、环保政策等有保有压政策调控固定资产投资增速，而不是以一刀切的方式调控投资。

3、有步骤、有计划进行资源要素价格改革

防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为 2008 年宏观调控的首要任务，因此，资源要素价格改革进程不会大规模、快速的推进，更有可能的是有步骤、有计划的进行。下半年随着 CPI 的回落，资源要素价格改革可能会逐步推行。

4、人民币升值速度继续加快

在通胀压力和巨额贸易顺差下，人民币汇率波动区间有望扩大，2008 人民币升值幅度可能要比 2007 年明显加大。

5、加强对自主创新和节能减排政策的落实

通过税收、补贴等财政政策支持自主创新和节能减排工作。征收资源税，通过生产成本的提高，抑制高耗能、高污染行业投资需求。具体措施有：清理和纠正正在电价、地价、收费等方面对高耗能排放行业的优惠政策，加大差别电价的实施力度，实行更加严格的市场准入标准。着力推进环保收费改革，逐步提高排污费、污水处理费征收标准、全面推行垃圾处理收费等制度。

二、市场面分析

在新的宏观经济形势和政策取向背景下，各大行业盈利增长周期如何演变？出口减缓、以及消费需求提升对各大行业盈利增长产生如何影响？市场资金供给需求匹配情况如何？创业板、奥运、美国次级债危机等重要事件对市场走势、投资机会有何影响？以上这些可能是影响 2008 年 A 股市场走势和投资机会的主要因素。对于这些问题的探讨，能够让我们把握 2008 年市场走势和投资方向。

（一）行业利润影响因素及增长周期

我们通过行业利润影响因素以及行业利润增长周期的分析，寻找 2008 年行业投资机会。影响 2008 年行业利润增长主要因素有：出口减缓对行业利润的影响；消费需求刺激对行业利润的影响。我们判断 2008 年固定资产投资增速不太可能出现大幅下滑，投资对行业利润影响相对中性，这里不具体展开分析。

1、出口减缓对行业利润增速的影响

出口减缓可能会影响到相关行业出口收入增速下滑，进而影响到行业利润增速。从出口收入占行业总收入比例看，出口收入占比超过 10% 以上的行业有（从大到小依序排序）：纺织服装、有色、机械、化工、钢铁。其中，纺织服装、有色、还有煤炭行业出口占比逐年降低，机械、钢铁出口占比逐年增加，化工占比相对稳定。医药、造纸、汽车、饮料出口占比低于 10%，相对较低。对于出口占比较大的行业，出口收入增速的减缓将会在一定程度上降低该行业的利润增速。我们判断，纺织服装、有色、机械、化工、钢铁行业如果出口增速出现下滑，那么出口减缓可能会对行业利润增长产生相对较大的负面影响。

图表 13 主要行业出口收入占行业销售收入比例

年份	钢铁	煤炭	有色	化工	通用机械	专用机械	汽车	造纸	纺织服装	饮料	医药
2001	4.66%	20.50%	47.99%	12.05%	26.79%	8.99%	3.22%	7.06%	78.09%	2.33%	8.61%
2002	4.22%	15.13%	52.52%	11.57%	27.50%	9.26%	3.09%	7.03%	77.13%	2.46%	8.66%
2003	3.99%	14.99%	49.79%	11.81%	28.79%	9.20%	2.92%	7.55%	77.66%	2.06%	8.86%
2004	7.22%	16.69%	47.35%	12.16%	29.93%	10.60%	4.43%	7.55%	75.18%	2.38%	8.62%
2005	7.40%	9.45%	41.86%	12.38%	28.93%	11.43%	6.36%	7.66%	70.35%	1.73%	8.02%
2006	10.07%	6.40%	34.61%	12.09%	28.29%	12.98%	6.82%	8.45%	68.94%	1.28%	7.91%
2007M8	12.52%	5.09%	30.99%	12.32%	29.17%	13.23%	7.09%	8.76%	65.78%	1.16%	8.20%

数据来源：国家统计局，东吴基金。

从行业利润增长率与同时期出口收入增长率走势图对比看，行业利润增长率与出口收入增速表现出比较明显正相关的行业有：煤炭、钢铁、有色、化工、机械、造纸、纺织服装、医药。汽车、饮料行业利润增长率与出口收入增速相关性相对较低。

对于煤炭、钢铁、有色、化工、机械、造纸行业而言，出口是这些行业利润增长的一个主要动力。另外，由于这些行业商品价格在一定程度上取决于国际定价，因此这些行业商品的国际价格走势对这些行业利润增速也会产生影响。由于煤炭行业出口收入占比降到如今的 5% 左右，因此，出口减缓对煤炭行业利润增长预计不会太大，煤炭行业利润增长更多取决于国内需求，以及国际煤炭价格的走势。钢铁行业在取消出口退税率以及提高关税背景下，出口增速明显放缓，并且出口转内销将会增加国内供给，钢铁行业利润增速面临较大压力。有色行业利润增速更多取决于国际期货价格的走势，但由于担心全球经济减缓对有色需求降低，有色价格可能走软，并且出口政策的限制也在一定程度上降低有色行业的出口收入增速，因此有色行业利润增速受出口下滑负面影响偏大。2001 年以来，化工行业出口收入占比基本维持在 12% 左右，并且化工行业利润增长率与出口收入增长呈现出明显的正相关，这说明国内化工行业盈利增长周期与国际化工行业周期基本一致。从目前化工行业盈利增长周期判断，化工行业盈利增长有望继续延续。造纸行业出口收入占比也相对稳定，基本维持在 8% 左右，造纸行业利润增长受国际纸价、原材料价格影响相对较大。

对于机械行业，2004 年宏观调控后，机械行业利润增速快速下滑。2005 年以后，机械行业出口收入占比逐渐增加，出口收入增速逐渐提高，出口对机械行业利润增长拉动作用越来越明显。亚、非、拉发展中国家



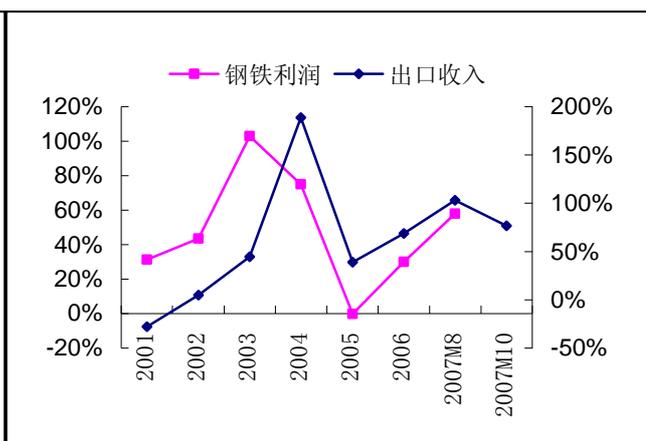
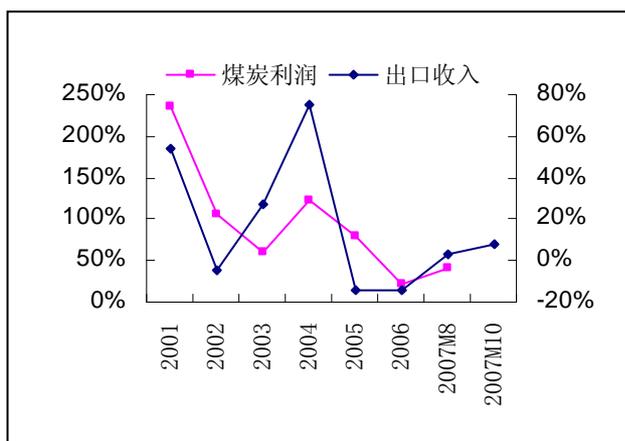
是目前拉动中国机械产品出口的重要力量，这些国家对机械产品的需求主要体现于国内基础设施建设上，且经济发展处于起步阶段，从这一角度看，中国机械产品的出口还有很大的拓展空间。从政策上看，政府对机械产品的出口仍采取鼓励政策，2007年出口退税税率下调中机械产品并未涉及。出口的多元化，加上政策的支持，我们判断出口对机械行业利润增速负面影响不大。

从历史上看，医药行业利润增速与出口收入增速相关性也比较高。作为消费品，医药行业出口收入占比基本维持在8%左右，并且出口增速相对稳定。因此，医药行业受全球经济下滑影响也相对较小。由于纺织服装行业出口收入占比相当高，其它国家消费需求下滑，以及贸易壁垒，都会导致纺织服装行业利润产生较大波动。历史上，汽车行业利润增速与出口收入增速基本没有什么相关性，这可能与汽车出口收入占比低有关系。从目前来看，汽车行业利润增速更多取决于国内需求。但近几年汽车行业出口收入占比逐渐提高，出口有望成为汽车行业新的利润增长点。

从以上分析可以得到，美国经济的减缓导致出口增速的下滑对行业利润增速负面影响可能不象市场担心的那么大。出口增速的下滑对钢铁、有色、纺织服装行业可能有一定负面影响，煤炭行业内需比例较大，受外需影响相对较小。化工行业主要跟随全球行业景气走势。机械行业出口多元化以及政策的支持一定程度上减弱出口下滑影响。作为消费品的医药行业受影响相对较小。出口有望成为汽车行业新的利润增长点。

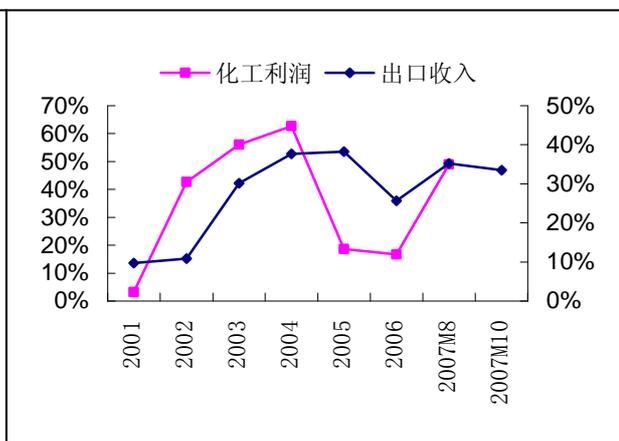
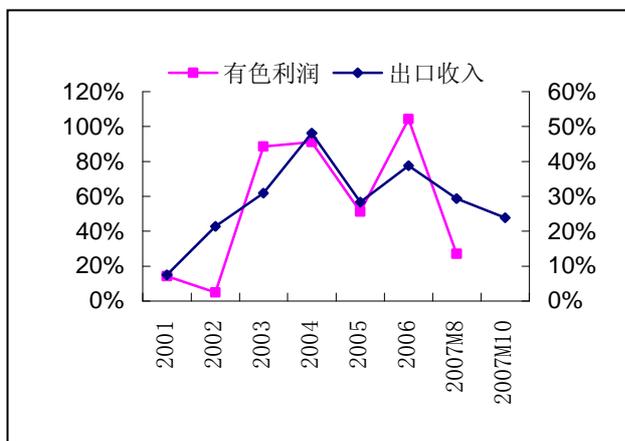
图表 14 煤炭行业利润增速与出口关系

图表 15 钢铁行业利润增速与出口关系



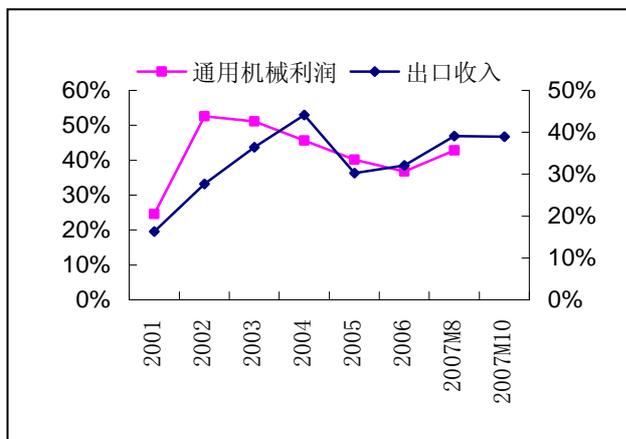
图表 16 有色行业利润增速与出口关系

图表 17 化工行业利润增速与出口关系

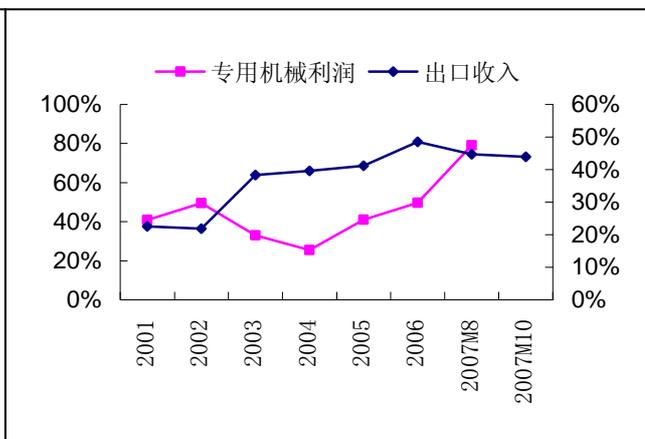




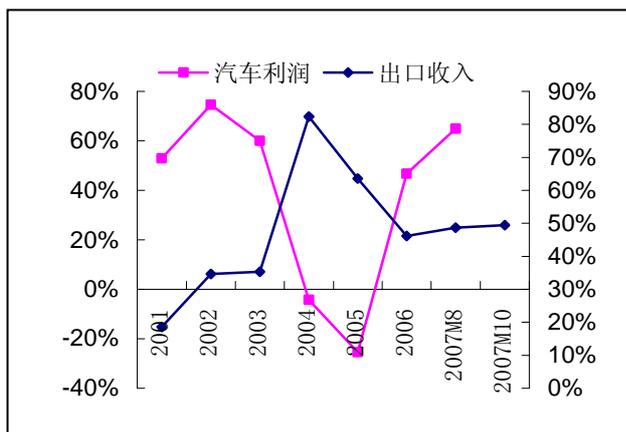
图表 18 通用机械行业利润增速与出口关系



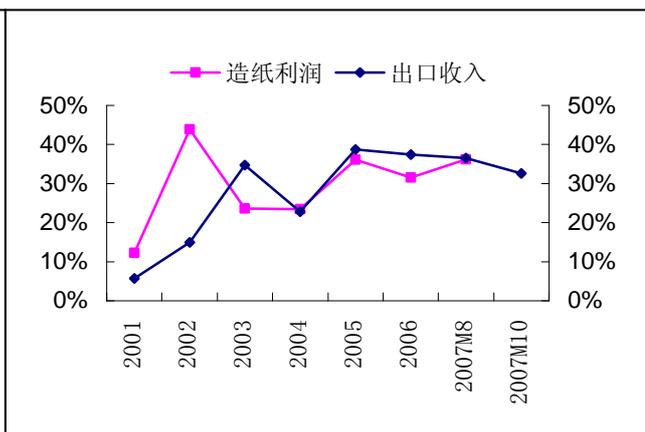
图表 19 专用机械行业利润增速与出口关系



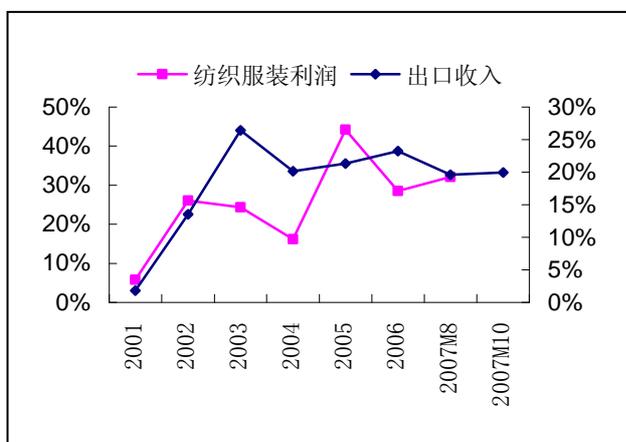
图表 20 汽车行业利润增速与出口关系



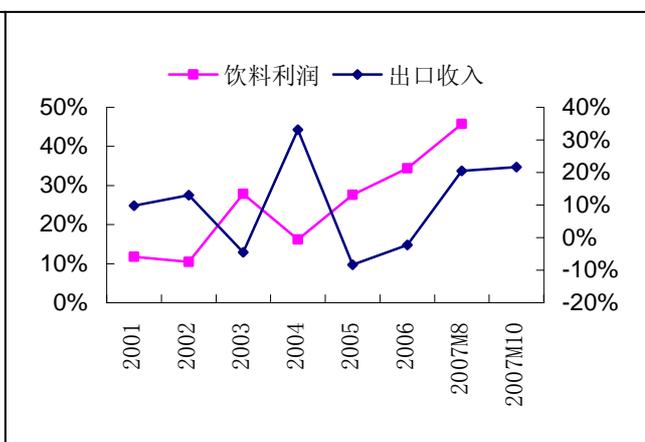
图表 21 造纸行业利润增速与出口关系



图表 22 纺织服装利润增速与出口关系

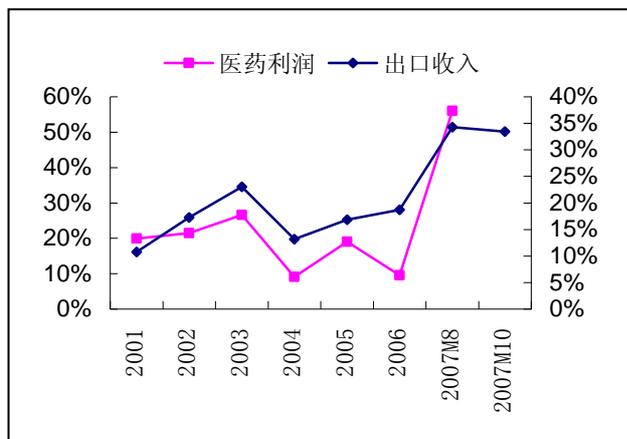


图表 23 饮料利润增速与出口关系





图表 24 医药利润增速与出口关系



数据来源：国家统计局，东吴基金。

2、消费需求拉动对行业利润增速的影响

前面从收入增长以及消费潜力分析得到，国内消费需求潜力很大。在出口减缓预期下，当前经济增长将转向依靠投资、消费来拉动经济增长，消费对经济增长的贡献将逐渐增大。本节通过分析不同消费商品的增长情况，据此把握消费需求拉动对相关行业利润增速的影响。

根据消费商品的增速，将消费商品分为四类：

- 第一类，持续加速增长商品。这类商品包括：粮油、肉禽蛋类、家具、建筑及装潢材料类。
- 第二类，稳定快速增长商品。这类商品包括：金银珠宝、汽车产品等高端消费品。
- 第三类，平稳增长类商品。这类商品包括：家用电器和音响设备、日用品、体育和娱乐用品、文化办公用品、服装鞋帽针纺织品以及化妆品。
- 第四类，增速下降商品。这类商品包括：通讯器材产品、石油及制品类。

粮油以及肉禽蛋类商品消费快速增长主要受食品价格上涨影响，上述两类商品消费额快速增长包含了物价上涨因素。值得我们注意的是，家具、建筑及装潢材料类商品消费增长很快，这可能与近几年房地产市场持续火爆有关。家具、建筑及装潢材料相关行业值得我们关注。

近两年，金银珠宝类和汽车类产品保持稳定快速增长。随着居民收入的提高，消费结构升级，预计 2008 年，高档消费品的消费依然将维持较高的增长水平。因此，高档消费品也值得我们关注。

在平稳增长类商品中，可以重点关注家电以及化妆品类。家电受政府“家电下乡”政策利好，未来在农村市场发展潜力巨大，同时家电产品结构升级能够促进城市换代消费的增长，家电行业盈利增长周期仍然能够持续。化妆品作为高端消费品，必然会在居民财富积累的过程中受益。

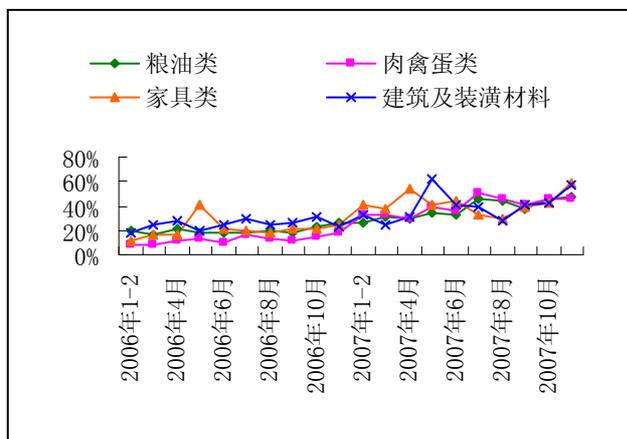
通讯器材类商品的消费增速在近两年内出现持续回落，造成这种现象的主要原因是近年来通讯器材产品的市场普及率已经较高，基数较大。以手机为例，目前我国城市移动电话普及率已经达到 93%，个别城市，如北京，普及率高达 106%。未来通讯器材的消费增速可能依然维持在较低水平。石油及制品类商品消费增速有反弹迹象，可能是受到油价上涨成本推动的。

总体来看，居民消费倾向于与居住有关的家具、建筑及装潢材料类消费品，高端奢侈品，以及家电产品，

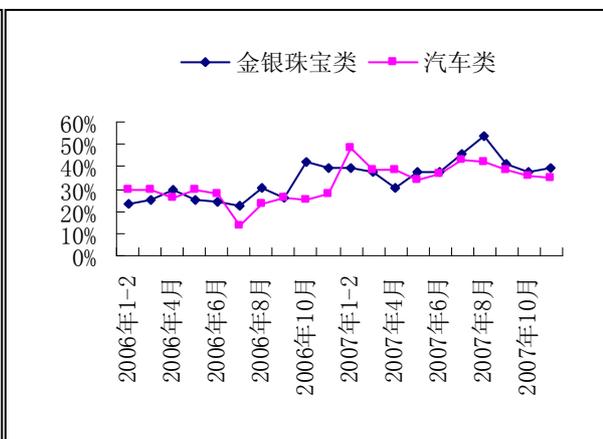


这些行业及相关商品值得关注。

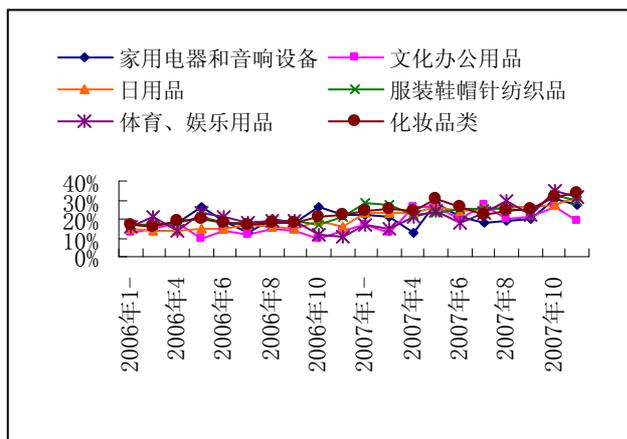
图表 25 持续加速增长商品



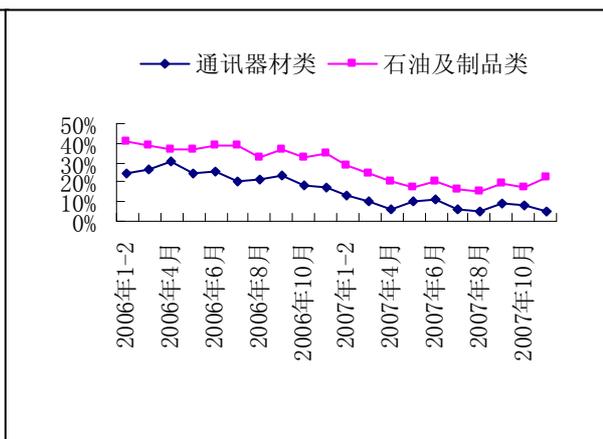
图表 26 稳定快速增长商品



图表 27 平稳增长类商品



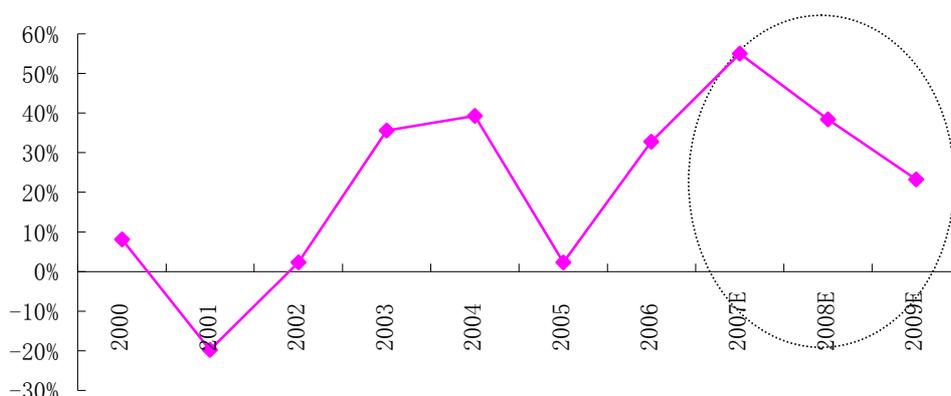
图表 28 增速下降商品



数据来源：Wind、东吴基金

3、行业盈利增长周期

根据朝阳永续提供的上市公司盈利预测数据统计显示，2007年是A股上市公司盈利增速的高点，2008、2009年A股上市公司盈利增速将逐渐下滑。在A股整体盈利增速下滑的背景下，因此，对于2008年行业投资机会的把握，可以从以下三类行业中寻找：1) 2008年利润增速出现加速增长的行业；2) 利润增速保持稳定快速增长的行业；3) 利润增速虽然有所放缓，但仍然呈现出快速增长的行业。

图表 29 A 股利润增长率


数据来源：东吴基金，Wind。

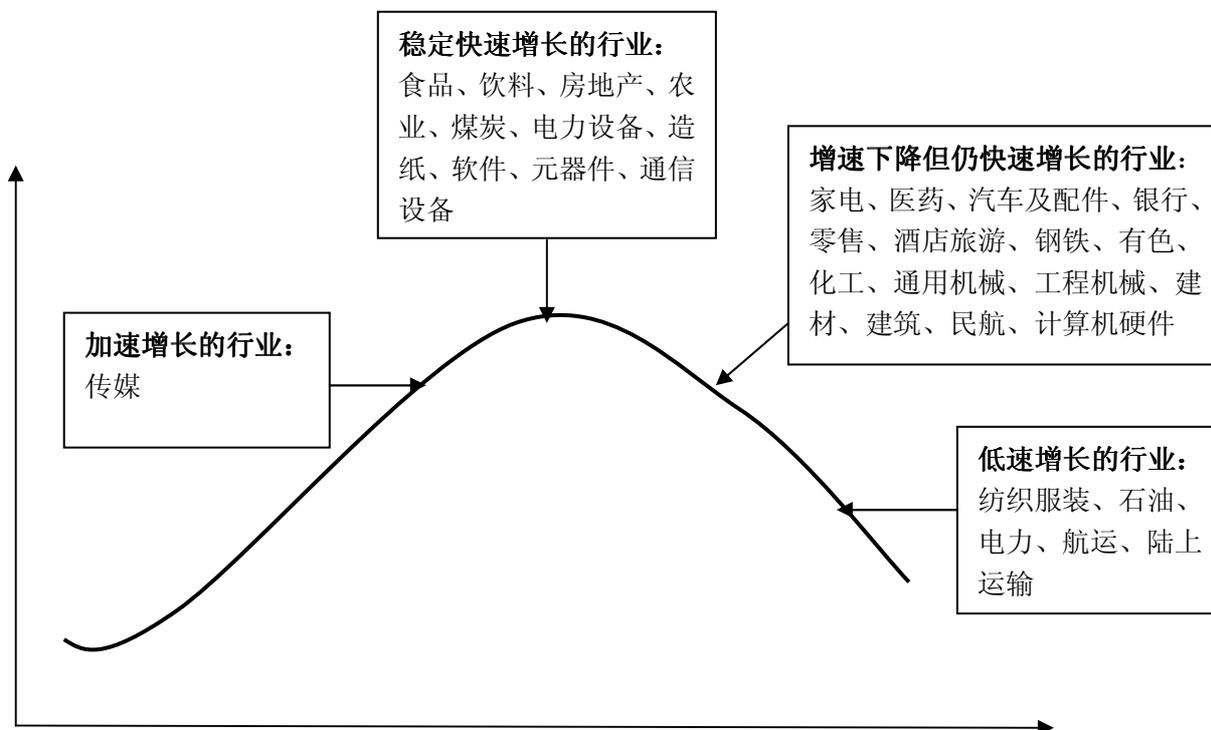
我们以行业内上市公司净利润增长率，并结合整个行业利润增长率来分析各大行业盈利增长周期，据此寻找以上三类行业。对于行业内上市公司净利润增长率的计算，除了计算行业内上市公司历史净利润增长率之外，还以朝阳永续提供的 2008、2009 年上市公司盈利预测数据计算未来两年净利润增长率，为当前行业盈利增长周期判断提供参考。

根据行业内上市公司和整个行业历史净利润增长率轨迹的分析，同时参考行业内上市公司 2008、2009 年预测净利润增长率状况，并结合出口、消费对行业利润增速的影响，我们将东吴基金各大行业目前盈利增长归入到相应周期，具体如下：

- **加速增长行业：**2007、2008 年行业内上市公司净利润增长率均超过 30%，并且 2008 年增速明显超出 2007 年的增速。这类行业有：传媒。
- **稳定快速增长行业：**2008 年行业内上市公司净利润增长率超过 30%，并且与 2007 年增速基本相当。这类行业有：食品、饮料、房地产、农业、煤炭、电力设备、造纸、软件、元器件、通信设备。
- **增速下降但仍快速增长行业：**2008 年行业内上市公司净利润增长率虽然低于 2007 年增速，但增速仍然超过 30%。这类行业有：家电、医药、汽车及配件、银行、零售、酒店旅游、钢铁、有色、化工、通用机械、工程机械、建材、建筑、民航、计算机硬件。
- **低速增长的行业：**2008 年行业内上市公司净利润增长率显著低于 2007 年增速，并且 2008 年增速低于 25%。这类行业有：纺织服装、石油、电力、航运、陆上运输。

从行业盈利增长周期分析结果看，与 2007 年增速比较，虽然 2008 年整体 A 股净利润增长率整体出现下滑，但大部分行业 2008 年净利润增速仍然能够保持快速增长的态势。对于 2008 年净利润表现加速增长、稳定快速增长、以及增速虽然下降但仍快速增长的行业值得我们重点关注。

图表 30 各大行业目前利润增长所处周期



资料来源：东吴基金。

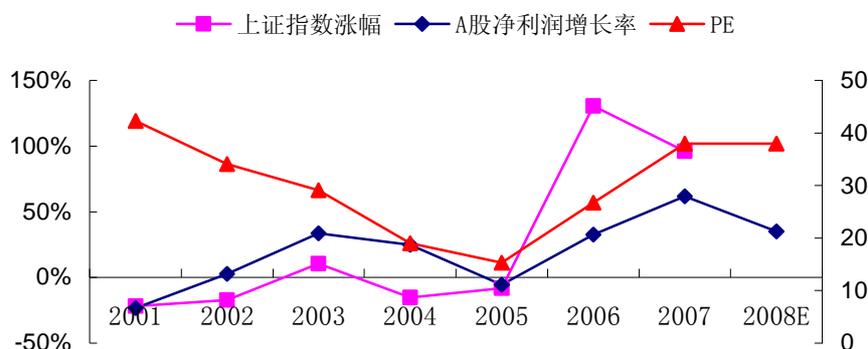
（二）成长与估值

1、A 股市场运行空间探讨

投资者所关心的问题之一是，2008 年 A 股市场上涨空间还有多大？虽然预测指数是件很困难的事情，我们也不期望能够准确预测到 2008 年指数能涨到多少，但以下模型在一定程度上可以把握 A 股市场的运行空间。从理论上讲，A 股市场市值增长 = (1+业绩增长) * (1+估值水平提升) - 1，或者近似等于业绩增长+估值水平提升幅度。从历史检验看，也证实了这种关系。总体来看，2008 年 A 股市场的上涨空间，将取决于 A 股市场 2008 年整体业绩增长速度，以及当前估值水平是否仍然具有提升空间。

2007 年上证指数上涨 96%，其中业绩增长贡献 60%左右；PE 从 2006 年底的 27 倍上升到 2007 年底的 38 倍（静态 PE），对上证指数上涨贡献了 40%左右。根据研究员盈利预测，2008 年 A 股市场净利润增长率为 35%左右。至于 PE 是否还有提升空间，将取决于 2008 年上市公司业绩是否存在业绩惊喜，以及市场情绪是否仍然乐观。

从业绩与估值提升空间看，2008 年 A 股市场涨幅将弱于前两年。指数走势在很大程度上取决于政策取向，指数将在市场与政策博弈过程中波动。就市场特点而言，2008 年市场波动可能更加频繁；同时结构轮动特点更明显。不同时期，市场将呈现出明显的结构轮动现象，这种结构轮动具体表现为行业轮动、风格轮动、主题轮动等。结构轮动的触发点取决于政策取向、行业利润变化趋势、以及重要事件发生时点。

图表 31 上证指数与 A 股净利润增长率和 PE 关系


数据来源：Wind，东吴基金。

2、行业成长与估值

根据行业成长与估值的分析，确定 2008 年我们所看好的行业。根据行业增长特征，我们将《东吴基金管理公司行业分类》中所有行业分为两类：稳定增长型行业和周期型增长行业。稳定型增长通常是指企业业绩增长与经济周期敏感性相对较低；而周期型增长是指企业业绩增长与经济周期敏感性相对较高。属于稳定型的行业有：农业、食品、饮料、家电、家用品、纺织服装、医药、房地产、银行、保险、商业贸易、酒店旅游、传媒、造纸、供水供气、软件、计算机、元器件、通信设备制造。周期型行业有：汽车、证券、石油、煤炭、钢铁、电力、有色、化工、机械、建材、建筑、交通运输。

1、A 股市场与大类行业成长与估值水平

截至 2007 年 12 月 20 日，A 股市场 07 年动态市盈率为 36.8 倍，08 年动态 PE 为 27.35 倍。剔除中石油，A 股市场 08 年动态 PE 为 26.59 倍，09 年动态 PE 为 21.57 倍。考虑 08、09 两年的复合增长率，A 股 PEG 为 1.35 倍，剔除中石油 A 股的 PEG 为 1.20 倍。从动态市盈率看，目前 A 股市场整体估值还是处于合理区间。

从大类行业成长与估值水平表现看，截至 2007 年 12 月 20 日，稳定增长型行业 07 动态 PE 为 37.83 倍，08 年动态 PE 为 26.20 倍，PEG 为 1.07 倍。周期型行业 07 动态 PE 为 35.57 倍，08 年动态 PE 为 27.05 倍，PEG 为 1.42 倍。从 08 年动态 PE 和 PEG 看，稳定增长型行业的总体估值水平比周期型行业的估值具有吸引力。即使剔除地产、银行，稳定增长型行业 07 动态 PE 为 50.89 倍，08 年动态 PE 为 36.42 倍，PEG 为 1.48 倍。虽然剔除地产、银行后稳定增长型行业的 07、08 动态 PE 要高于周期型行业，但从 PEG 角度看，稳定增长型行业估值水平也比较接近于周期型行业。

如果稳定增长型行业能给更高的 PEG 的话，那么目前稳定增长型行业的估值要比周期型行业估值具有吸引力。

图表 32 A 股市场与大类行业成长与估值水平

东吴行业	07pe	08pe	08 利润 增长率	09 利润 增长率	08、09 复合 增长率	PEG
A 股	36.80	27.35	34.56%	20.54%	27.36%	1.35
A 股（剔除中石油）	36.80	26.59	38.39%	23.27%	30.61%	1.20
稳定增长型行业成长与估值						
稳定增长型行业	37.83	26.20	44.41%	26.67%	35.25%	1.07
稳定增长型行业	50.89	36.42	39.71%	29.14%	34.32%	1.48



(剔除地产、银行)						
银行业	32.42	22.42	44.60%	26.07%	35.02%	0.93
房地产	46.67	24.59	89.78%	56.41%	72.29%	0.65
周期型行业成长与估值						
周期型行业 (剔除中石油)	35.57	27.05	31.50%	19.05%	25.12%	1.42

截至时间：2007年12月20日。

数据来源：东吴基金，Wind。

2、稳定增长型行业分类

根据东吴行业轮动识别模型，以2007年PE作为横坐标，以08、09两年行业利润复合增长率为纵坐标，并以稳定增长型行业整体估值水平和整体利润增长率作为基准，将稳定增长型行业分成四类，据此把握具有成长优势和估值优势稳定增长型行业投资机会。具体结果如下：

- **A类行业**：行业利润增长率高于稳定增长型行业整体利润增长率，并且估值水平低于稳定增长型行业整体PE。按PEG从低到高排序，这类行业有：**银行、造纸**。
- **B类行业**：行业利润增长率高于稳定增长型行业整体利润增长率，但估值水平高于稳定增长型行业整体PE。按PEG从低到高排序，这类行业有：**房地产、家用品、家电、元器件、商业、农业、软件**、传媒、饮料。
- **C类行业**：行业利润增长率低于稳定增长型行业整体利润增长率，但估值水平低于稳定增长型行业整体PE。按PEG从低到高排序，这类行业有：纺织服装。
- **D类行业**：行业利润增长率低于稳定增长型行业整体利润增长率，并且估值水平高于稳定增长型行业整体PE。按PEG从低到高排序，这类行业有：计算机硬件、医药、通信、食品、酒店旅游、保险。

重点关注PEG低于市场PEG行业的投资机会，这些行业有（按PEG从低到高排序）：**房地产、家用品、家电、银行、造纸、元器件、商业、农业、软件**。

2、周期型行业分类

根据东吴行业轮动识别模型，以2007年PE作为横坐标，以08、09两年行业利润复合增长率为纵坐标，并以周期型行业整体估值水平和整体利润增长率作为基准，将周期型行业分成四类，据此把握具有成长优势和估值优势周期型行业投资机会。具体结果如下：

- **A类行业**：行业利润增长率高于周期型行业整体利润增长率，并且估值水平低于周期型行业整体PE。按PEG从低到高排序，这类行业有：**证券、汽车及配件**。
- **B类行业**：行业利润增长率高于稳定增长型行业整体利润增长率，但估值水平高于稳定增长型行业整体PE。按PEG从低到高排序，这类行业有：**建材、建筑、通用机械、工程机械、化工、交运设备、电力设备、有色**、民航、煤炭。
- **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**、水运。
- **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：电力、陆上运输、港口、石油。

重点关注PEG低于市场PEG行业的投资机会，这些行业有（按PEG从低到高排序）：**建材、钢铁、建筑、证券、汽车及配件、通用机械、工程机械、化工、交运设备、电力设备、有色**。

从行业成长与估值优势角度选择，2008 年重点关注的行业有：金融、地产、商业、家电、农业、机械、化工、有色、汽车及配件、钢铁、建材、建筑、造纸、元器件、软件。

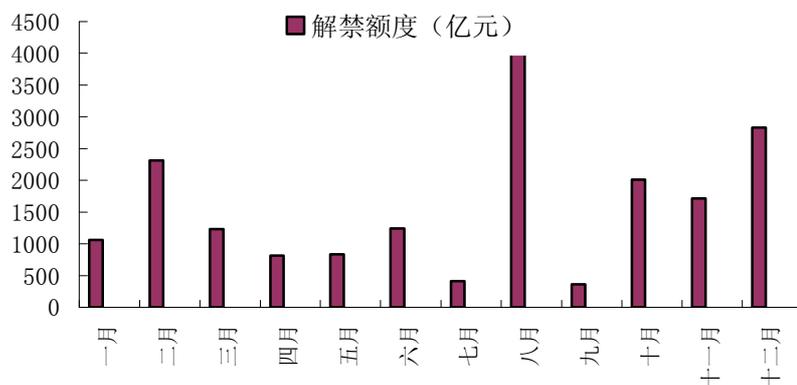
（三）资金需求与供给

从历史经验看，A 股市场资金供给与需求在很大程度上掌握在监管层手中。监管层会根据市场走势通过新股发行等手段来增加市场资金需求；通过新基金发行来增加资金供给。因此，2008 年一旦新股发行速度加快、或者国有股减持开始实施，将意味着监管层将加大市场资金压力，利空市场。一旦新基金发行放开，将意味着监管层将增加市场资金供给，利好市场。

1、资金需求

2008 年大小非解禁、定向增发等限售股解禁规模合计约为 19000 亿元，比 2007 年增加了 104%。其中，2 月、8 月、10 月和 12 月份解禁规模均超过 2000 亿元，这几个月限售股解禁将会对市场产生资金压力。

图表 33 2008 年 A 股市场限售股解禁规模



数据来源：东吴基金，Wind。

2007 年 A 股融资突破 8000 亿元，2008 年大盘蓝筹将陆续回归，包括中国移动、中国电信、南方电网等，一旦市场过于火热，这些大盘股将陆续登陆 A 股。还有，创业板的开设。所以，预计 2008 年 A 股 IPO 规模不会太低。假定 2008 年 A 股融资规模和 2007 年相当，汇总限售股解禁规模，2008 年 A 股市场资金需求将达到 2.7 万亿元左右。

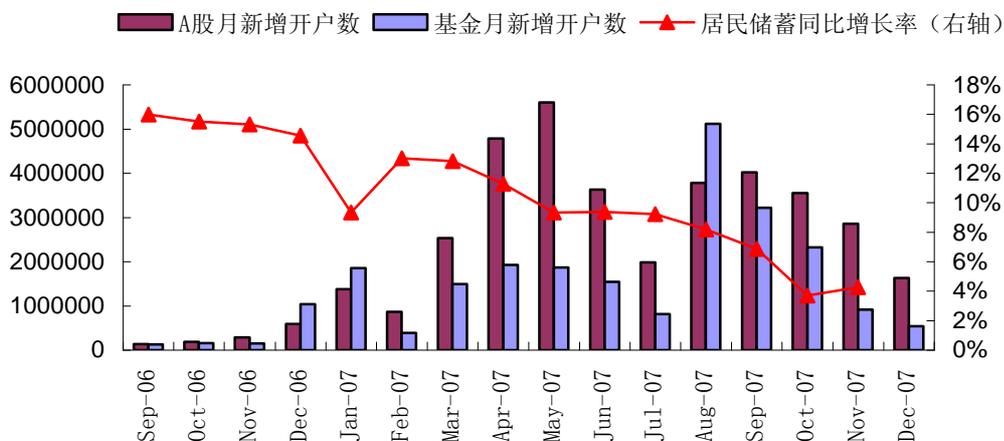
2、资金供给

从资金供给情况看，居民储蓄分流入市仍然是 A 股市场资金供给的一个重要来源，居民储蓄分流入市包括直接购买股票入市和购买基金间接入市。从历史上看，居民储蓄分流入市规模主要取决于市场表现以及基金发行速度。我们预计 2008 年将是波动较大的一年，这也意味着风险逐渐增大。对于风险承受能力偏低的普通投资者而言，入市资金规模增速会有所放缓。基金发行是掌控在监管层手中，因此新基金发行带来的新增资金基本是在监管层控制之中的。

实体经济是 A 股市场资金供给的另一个来源。对于实体经济资金而言，哪里收益高、风险小，资金将往哪里流。如果 2008 年投资回报相对偏低，那么实体经济入市的规模也会相应减少。



图表 34 市场新开户及储蓄变化



数据来源：Wind，东吴基金。

从市场潜在资金供给来看，2008 年信贷紧缩力度将远远超过 2007 年，因此通过银行贷款间接入市的资金规模也会减少。

总体来看，2008 年资金面有所偏紧，资金供给需求匹配状况将取决于监管层的调控力度。从监管层角度看，是不希望市场大起大落，因此，市场资金供给需求总体可能趋于平衡。

（四）影响 2008 年市场走势的主要事件

2008 年对 A 股市场走势可能产生较大影响的事件有：创业板、美国次级债、奥运会、股指期货、以及 3 月份台海问题等。这些事件的发生，可能会给 A 股市场带来阶段型机会、或风险。创业板推出有利于参股控股创业板企业的公司、有利券商股。美国次级债危机可能减缓中国出口增速，进而影响经济增速和相关行业利润增长。2008 北京奥运召开，有利酒店旅游等行业，而对于举办地如北京、青岛等，则当地的批发零售行业和房地产业也会明显受益。股指期货推出时间表还很难确定，股指期货推出对市场的影响程度将取决于当时市场的估值水平。3 月份台湾选举以及入联公投可能会加剧台湾局势的紧张，有利军工类股票。

1、创业板

2007 年 8 月 22 日，国务院正式批准了《创业板发行上市管理办法》（草案）。种种迹象表明，酝酿已久的创业板，可能即将推出。创业板的推出，对资本市场的影响是多方面的。

从长期来看，它增加了市场的供给，有利于构建我国多层次的资本市场。

从短期看，它可能会分流部分主板的资金。但从包括美国纳斯达克、英国的 AIM 和韩国科斯达克等世界主要创业板市场的推出经验来看，这样的影响是非常有限的。美国在 1971 年创建纳斯达克系统，英国于 1995 年推出 AIM，韩国则在 1996 年成立科斯达克市场。在推出创业板前后，各国主板指数运行基本平稳，并未出现大起大落的现象，显示市场基本没有受到太大的影响。我们认为，在目前流动性过剩的背景下，中国创业板的推出短期内不会对主板市场造成太大压力。

从影响的具体行业来看，创业板的推出放宽了上市条件，从而为主要投资于种子期的风险资本提供了一个更为有效的退出渠道，有利于国内风险资本市场的发展。持有风险投资公司股权的上市公司将能够从中获益，值得关注。另外，创业板能够增加 IPO 数量，增加券商的投行业务。其中尤以中、小型券商更能够从中分享政策红利。



创业板的推出对现行以价值为主线的投资理念可能会带来较大的冲击。成长投资即买高卖更高的战术理念会否也跻身“正流”，我们拭目以待。

2、美国次级债危机

我们有理由相信，次级债危机已经使美国经济出现放缓迹象，并有可能引起全球性的连锁反应。一个最新的证明来自美国假期零售数据，在感恩节至圣诞节假期内全美零售连锁店销售额（扣除石油价格上涨因素以后）增速为 2.8%，增幅低于预期，显示信贷危机已经开始影响美国消费。

就如我们此前所强调的，次级债对中国经济的直接影响较小，中、建、工、交、招、中信等六家银行参与次级债市场的直接损失约为 49 亿元，其中中行最多，为 38 亿元。但次级债对中国经济的间接影响却值得关注。

次级债危机直接打击了投资者对美国经济的信心，同时为缓解危机，美联储连续降息，美元被抛售，美元流动性泛滥，贬值加剧。弱势美元使中国外汇储备严重缩水。同时，美元疲弱推高以美元计价的国际大宗商品价格，传导至我国可能引发成本推动型通胀，加剧国内物价压力。

同时，美国政府连续降息，并且未来仍有下调利率的空间，缩小了中美利差，从而限制了中国加息的空间。这一方面推动国际资本加速流入中国，另一方面迫使中国政府加大本币升值幅度。中国的货币政策的独立性受到考验。

次级债危机对中国经济的另一方面影响来自于出口。美国市场占中国出口总额的 19.37%。根据测算，美国经济每下滑 1 个百分点，将拖累我国对美出口额的 3.2%。同时，出口对我国 GDP 的贡献约为 2% 左右。照此计算，则美国经济每下滑 1 个百分点，影响中国经济 0.32 个百分点。值得注意的是，美国次级债危机必然会传导至欧洲等其他经济体，从而对整个中国出口产生影响。因此，中国经济受次级债危机影响的比例会远大于 0.32%。

我们的结论是，次级债危机可能会在 2008 年进一步蔓延。国际金融市场的动荡会加大我国经济的不确定性。

3、奥运会

奥运会对一国经济的影响主要表现为：拉动区域经济，进而影响到国家的整体经济；推动相关产业的发展；为部分优势企业创造一个走向世界的机会。

据统计，2003 年至 2007 年间，政府共投入约 1800 亿元人民币进行基础设施建设，平均每年拉动北京 GDP 2.3%。2008 年，由于旅游业、交通运输业、电信业等行业的全面提升，奥运会有望拉动北京市 GDP 4.1 个百分点。2009 年至 2010 年，投资增速放缓，对 GDP 增速下滑。我们以 2006 年北京占全国经济总量为 3.73% 计算，奥运会对 2003-07 年我国年均 GDP 贡献约为 0.085%，08 年为 0.152%，09 年以后则影响较小。由此得知，奥运会对我国经济的直接影响并不大。更重要的是，这证明了对奥运会之后中国经济可能衰退的担忧是多余的。

根据此前举办的 1964 年日本东京奥运会，以及 1988 年韩国汉城奥运会的经验来看，建筑业、制造业和服务业是受益奥运会最为显著的行业。政府大量的基础设施建设，能够迅速拉动建筑业的发展；同时奥运会本身又能够为以交通运输、电信通讯、旅游为主的服务业创造机遇。就以北京奥运会来看，2003 年至 2008 年，与奥运会相关的投资累计达到 5000 亿元，为建筑业提供了超过 8 万个工作岗位；同时，旅游业在 2008-10 年间的年均增长率预计将达到 20% 左右，从而迎来大发展的机遇。

奥运会更为深远的影响是加速了中国经济的国际化。未来，类似联想、海尔、伊利这样的奥运合作伙伴企业，将能够借助奥运会这个平台，拓展国际知名度，从而走向世界，成为真正的国际品牌，企业估值也会有较大的提升。

也可参见 2007 年东吴基金二季度投资策略报告。



第三篇 投资策略

一、投资主线

我们认为，影响 2008 年 A 股市场走势的关键因素是政策取向，政策紧缩力度将直接影响 2008 年上市公司盈利增长速度、市场流动性充裕程度、以及市场投资情绪。所以，对 2008 年市场投资主线的把握，将以政策为导向，寻找具有成长优势、估值优势的行业作为核心配置，对主题和风格投资采取卫星配置。具体而言：

以政策为导向，即寻找受益于政策、政策影响中性、或者政策影响结束并且基本面有望回暖的行业作为重点关注对象。2008 年政策取向对行业的影响有：1) 实施从紧货币政策，对整体 A 股市场偏负面影响，对银行、地产负面影响较大。2) 节能减排政策的落实，对高耗能、高污染行业产生负面影响，如石化、煤炭、钢铁、有色、化工、造纸、电力等重化工业，但长期有利这类行业中的优势企业。3) 出口调控政策的实施如取消出口退税率、或者提高出口关税，对钢铁、有色、化工等行业偏负面影响。4) 刺激消费，有利商业零售、家电等消费服务类行业。5) 人民币升值速度继续加快，有利航空、地产、金融、造纸。

在 2008 年 A 股整体盈利增速下滑的背景下，对于成长优势的把握主要从以下三类行业中寻找：1) 2008 年利润增速出现加速增长的行业；2) 利润增速保持稳定快速增长的行业；3) 利润增速虽然有所放缓，但仍然呈现出快速增长的行业。在此基础上，寻找估值具有相对优势的行业核心配置。

具体落实到投资策略上，2008 年重点关注以下四条主线的投资机会：

- 第一条投资主线是受益于政策的行业。重点关注农业、医药、家电、机械、航空。农业将受益于政府抑制通胀政策，农产品价格存在上涨趋势。医药行业受益于医改破题，政府明确加大供方、需方双向投入，重塑流通体制，提高创新环保准入门槛等政策，除医药原料药外，多数子行业迎来收入增长与毛利率增长的拐点。家电行业受益于“家电下乡”政策，该政策有望能够有效提振家电行业的农村渠道消费。振兴装备制造业，进口替代，出口鼓励等政策有利机械行业平稳快速增长。人民币加速升值、行业景气上升将是航空股的最大受益者。
- 第二条投资主线是政策影响中性的行业。这类行业主要集中于稳定快速增长的非周期型行业，受宏观调控影响不大，重点关注：汽车及配件、商业零售、软件、元器件。汽车及配件出口增速有望提高，消费升级提高汽车消费。随着消费升级和规模扩大带来的采购成本降低，商业零售毛利率会有所提升。元器件行业景气仍然处在上升趋势。
- 第三条投资主线是当前受制于政策调控预期，但一旦政策影响结束基本面有望回暖的行业。涉及这条主线的行业可以分为两类：一类是稳定增长型行业，包括银行、地产；另一类是周期型行业，包括煤炭、钢铁、有色、化工、建材、建筑、造纸。银行、地产主要受制于从紧货币政策影响，如果货币政策从紧力度减弱，银行、地产地产股将会重新演绎一轮新的行情。周期型行业主要受制于出口调控政策以及节能减排政策的影响。出口调控政策的实施将减缓周期型行业出口增速，进而影响行业利润增长。节能减排相关政策的出台，在一定程度上会提高成本，但长期来看，节能减排政策的实施，反而有利这类行业中的优势企业，它们的竞争能力会得到进一步加强，业绩成长性会更稳定和持续，据此这些行业中的优势企业投资价值也会进一步得到深化和投资者的认同。我们看好未来成长性良好，并且当前估值水平低于周期型行业平均水平的行业：煤炭、钢铁、有色、化工、建材、建筑、造纸，重点关注这些行业中的优势企业。
- 第四条投资主线是适当参与主题和风格投资，对主题和风格投资采取卫星配置策略。1、关注资产注



入题材的行业和个股，包括央企资产整合和地方资产整合中的投资机会；2、创业板主题，关注参股控股创业板企业的上市公司；3、奥运主题，关注北京市相关上市公司，以及奥运合作伙伴上市公司；4、通过小盘、大盘，低价、高价风格轮动的把握，卫星配置相关风格资产。

二、重点行业

1、房地产——调控不改预期，“择时”更重“择股” 行业评级：推荐

此轮房地产行业景气周期将维持到 2010 年左右，未来 2 年仍将处于持续上升阶段。我们认为，分析行业走势要从中长期视角入手，把握行业发展的整体脉络。国房景气指数是反映房地产行业整体运行趋势的量化指标，从中可以把握房地产市场运行的周期与规律。我们对该指数近几年走势研究后发现：从一个完整的运行周期来看，2003 年 2 月该指数从 109.14 的阶段高点逐步下滑到 2005 年 12 月的最低点 100.61 点，然后缓步走高到 2006 年 11 月的 103.92 点，又短暂调整到 2007 年 3 月的 101.22 点，随后一路走高，至 2007 年 11 月该指数攀升到 106.59 的两年内最高点。如果将 2005 年 12 月看作本轮行业上升周期的起点，近 2 年房地产行业景气度是一个“稳步上涨 11 个月，后调整 4 个月，再持续上涨 8 个月并创新高”的振荡走高的态势。此轮上升周期有以下特征：

一是房地产行业景气度自 2003 年 2 月达到阶段性峰值后，经过 2 年左右的调整，自 2005 年 12 月开始新一轮的上升周期，上涨过程中虽然中间有调整，但调整时间较短（仅 4 个月），且最低点仍比本轮上升周期的起点高了 0.61 个点，说明底部抬高，上升趋势未变，目前仍处于持续上升阶段。

二是周期内最高点与最低点的差别是 5.98 个点，而且近 5 年行业景气指数均维持在 100 点以上，证明房地产行业近 5 年来始终维持高景气度。

我们认为，未来几年，中国正处于经济快速增长、人民币加速升值、城市化进程加快、居民消费升级带来住房刚性需求强劲的一个特殊发展阶段，对推动房地产市场向前发展的动力将会更加强健。未来虽然有政策调控打压导致走势的微幅修正，但行业景气度持续上升趋势不变，而且本轮景气上升周期的持续性与时空跨度预计会更强。上一个景气上升周期持续时间是 3 年半左右，保守地看此次景气上升周期至少维持 4 年以上时间，即至少持续到 2010 年左右，景气指数并将会创出历史新高。因此，我们中长期看好房地产市场的走势，维持房地产行业“推荐”的评级。

预计房价将会稳步上涨，但区域市场“轮涨效应”明显。数据显示，2007 年 5 月份后全国各主要城市房地产市场日趋火爆，房价迭创新高，10 月份后受“二手房贷新政”等政策出台影响，市场出现不同程度的观望，房价上涨态势趋缓。我们觉得未来房价仍将会稳步上涨，其理由是：从供给角度看，提高存款准备金率与存贷款利率收紧“银根”，严格土地管理收紧“地根”，控制城市拆迁规模、“90/70”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，因此，前期针对抑制需求为主的调控政策对真实性需求影响不大。而且，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。而且，由于目前城市房地产供给对房价反应灵敏程度降低使供给弹性趋小，房地产供给反应周期延长，因此，房价一旦上涨短期难以消平，预计未来 2 年房价仍将保持螺旋式上升趋势。但由于明年政策调控因素，房价将会采取稳步上涨的趋势。另外，由于区域市场差异的存在，以上海为核心的长三角主要城市房价将会稳步上涨，广州、深圳等珠三角主要城市房价短期将会高位盘整，而二线、三线城市的房价将会出现“普遍补涨”，部分城市房价涨幅将可能会快于一线城市。

如我们前期判断，2008 年政策调控预期加大。如 2007 年下半年政府出台了相关措施对过热的房地产市场加以调控，而且调控方向明显从以往“抑制需求”转向“抑制需求与扩大供给相结合”。2008 年我们预计



出台大的调控政策可能性不大，而将会是进一步深化落实及细化措施的过程。具体政策可能包括加息、提高住房消费信贷门槛、加大税收调节、收紧住宅开发贷款等来抑制市场需求，同时加快推进经济适用房、廉租房、“双限房”等加大市场供给，实现保障性供应与市场供应有机结合。另外，针对开发商的土地增值税实施细则各地也将会陆续出台，这将无疑会压缩整个房地产行业的盈利空间。我们认为，短期内政策调控对地产行业及上市公司的影响将会主导市场预期，但不会影响房地产行业中长期向好的趋势。

地产股走势将取决于地产行业面及市场面的变化。今年地产股的整体走强起源于年初开始的房地产市场火热，而出现回调也主要源于房地产市场出现盘整与观望。因此，未来地产股能否走强将直接取决于房地产市场基本面的变化。我们预计 2008 年 3 月份后，各地房地产市场将会逐渐走出观望格局，出现恢复性走强。如果在调控政策力度减弱、人民币升值加速、上市公司业绩增长的情况下，**地产股将会重新演绎一轮新的行情。**

2008 年操作策略：“择时”更重“择股”。基于以上分析，在 2008 年地产上市公司的操作策略上，我们坚持“择时”更重“择股”的操作策略。我们建议在前期地产调控预期较大、市场面走势不明朗的情况下，地产股应保持标配或适度低配，并建议重点关注受调控影响较小的工业地产公司；待调控预期减弱、房地产市场逐渐走强时，适时超配地产股，并建议重点关注住宅地产龙头公司，尽量回避不确定性较大的地产公司。

重点关注：海泰发展、张江高科、建发股份、万科、保利地产、华发股份、栖霞建设。

2、银行业——从紧下的高成长 行业评级：推荐

银行业无疑是 2007 年快速增长的明星，主要得益于我国经济快速发展，金融市场货币流动性充裕，银行业贷款规模快速增长，央行多次加息使活期存款占比高的商业银行利差有所扩大，另外资本市场的快速发展也为商业银行提供了发展部分中间业务的契机。前三季度，税后利润大型银行增长 58%，股份制银行增长 91%，城商行增长 46%，均取得了超常规的发展。

我们认为，尽管央行 2008 年将实施从紧的货币政策，但是对于银行业的业绩影响有限，2008 年银行业依然有望保持高速增长。未来防止过热和通胀成为宏观调控首要任务。预计央行可能进一步采取有效措施进行调控，调控的手段包括定向发行央行票据、提高存款准备金率和加息等，但是存款准备金率和存贷款利率提升空间有限。

商业银行业的经营环境近年处于历史最高景气水平，同时，资本充足率的提高及普遍较为充足的拨备水平，使上市银行抵御经济波动风险的能力大大增强。在法定存款准备金率不断上调等宏观调控背景下，银行业 2008 年信贷增速有望放缓至 15% 左右的均衡水平。贷款规模控制、法定存款准备率上调等成为影响 2008 年银行资产收益水平的重要因素。错位加息及资产负债期限的错配，使 2008 年银行业的整体息差水平稳中有升。资本市场的活跃、各项中间业务的拓展导致非利息收入增速加快，银行收入结构将继续优化。受益于经济增长和良好的企业经营环境，银行业的不良率将继续下降，信贷成本保持低位。两税合一将降低银行业的有效税率至 23% 左右。

重点关注：工商银行、浦发银行、招商银行、建设银行。

3、证券——去周期化和盈利多元化 行业评级：推荐

当前的券商股没有享受本应享有的高估值主要在于和证券业的业务结构有关，就是投资者普遍认为，证券行业只是周期性行业，而不能给与估值溢价。我们认为这种认识有失偏颇。主要在于传统业务并不会在未来萎缩；同时券商新业务的贡献正在逐步增加，并成为券商分水岭的关键动力。

券商未来业务并不一定出现放缓，三季度沪深两市股票基金日平均交易额虽然对照第二季度环比下降 24%，但仍然维持在 2096 亿元左右，7 月份单月交易量的急剧萎缩造成了 3 季度的下滑，可是 8，9 月份的股



票基金日均交易额又返回 2413 亿元和 2344 亿元。又比如最近的市场调整看，市场交易量一直维持在 2000 亿元左右。未来无论大盘如何波动，市场交易量平均保持稳定，伴随新股的上市，整体的资产化率在提升，市场的容量已经不可同日而语，即使换手率稳定，整体的交易量已经到了千亿的级别。其次，券商的可供出售的金融资产占比较高，这都赋予了券商业绩释放的潜能。

当然，我们认为我们的策略应该着眼于资本实力高，新业务价值明显，风控领先一步，以及金融控股平台完备的公司上面。

PE 直接股权投资带来高额回报率受净资本规模的限制，投资金额不超过母公司净资本的 15%，资本实力强，并且投行力量强大的券商将在 PE 领域一马当先。资产管理业务也将推动券商从买方业务转变，目前产品的规模还不算大，将来会成为券商业务的重要组成部分。股指期货带来更多手续费收入，券商会增加自营项目的多样化，分摊自营业务的风险。介绍经纪人业务将会获得更多手续费收入。

重点关注：中信证券。

4、农业——价格上涨仍将持续 行业评级：中性

20 年来，中国农业首次实现连续四年丰收增产，同时，农产品价格连续上涨也是超过预期，原因有国际资源价格上涨、生物质能作物扩产，以及加工需求偏旺。2007 年上半年，全国农产品生产价格同比上涨 8.8%，种植业、林业、畜牧业和渔业产品价格同比分别上涨 5.1%、4.5%、15.8% 和 3.3%。畜牧业产品价格快速上涨成为农产品价格上涨的主要推动力。

猪肉价格是 2007 年最受关注的品种，随着生猪存栏量持续回升、对流通渠道的整顿一定程度缓解了肉价上涨压力，但消费旺季的来临、生猪养殖成本的提高使得肉价在高位渐趋稳定。虽然随着“翘尾因素”的逐步消失，猪肉价格对 CPI 影响应该逐渐减小，但事实上牛肉、羊肉价格已经开始跟随明显上涨，我们认为畜产品、农产品长期上涨趋势基本确立，对于大多数下游行业是利润挤压。预计 2008 年国内市场稻米、小麦、玉米和大豆价格将会持续小幅上涨，种业、糖业、棉花仍将持续周期波动。

国内农业上市公司代表性不强，投资思路仍然沿着行业集中度、产品深加工、定价权、产能扩张等展开，有国内比较优势的高端水产品养殖、特种饲料子行业仍然是主要投资选择，看好有相对定价权的，以及产业链一体化，有持续产能扩张的企业。

行业风险：自然灾害，成本上升，贸易摩擦风险。

重点关注：冠农股份、通威股份、顺鑫农业、天邦股份、好当家。

5、家电行业——内需深化对冲成本和升值压力 行业评级：推荐

2008 年家电行业，最大的故事在于内需的提升，从而抵消包括人民币升值压力下的出口忧虑。我们相信 2008 年家电行业将迎来全面的行业繁荣，成为消费深化中受益最为明显的行业之一。

首先，商品房的新增需求明显将刺激家电需求的增加，2007 年房地产市场的火爆必然拉动家电的销售。同时长期看，城镇化进程也并未终结。城市居民的家电保有量还有提升到空间，即便是沿海城市家电保有量很高的城市。一方面在于，居民的新住房的需求拉动，另外一方面在于，城市居民本身的家电的升级换代。

其次，农村的家电消费有望迎来井喷。农产品涨价和农民家庭支配增加提高了农民家庭收入，有添置家电的内在需求。更加重要的在于，国家的政策正在向农村转变，我们相信全国性的家电普及率正在向农村推进，“家电下乡”有效的提振家电行业的农村渠道消费。

最终，从更加很大的范围看，人口红利是家电行业的决定性动力。目前看，80 前后出生的独生子女在“婴儿潮”将步入成家立业阶段，对于家用消费品的需求必然将推向顶峰，这是其他发达国家所经历的，目前中



国所正在经历的。

家电行业当然也面临几个不利因素，首先是原材料的提价，钢，铜的价格上涨可能吞噬家电行业的毛利率，但行业的集中度提高和产业链的优化将降低这种负面影响。其次，本币升值是制约明年出口的一个重要因素，我们认为，伴随总体收入的提高，出口比重将下降；中国本土企业的提价权在提升，有望部分转嫁成本上升和升值的压力。

重点关注：青岛海尔、美的电器、格力电器。

6、汽车及配件行业——需求决定行业投资价值 行业评级：推荐

汽车行业 2004-05 年跌入周期低谷，自 2006 年复苏。2007 年 8 月份行业利润增长率为 64.93%，预计全年增速在 60%左右。从产量来看，2004-05 年增速出现回落，其后爆发。今年 11 月份汽车行业累计销售 805.94 万辆，同比上涨 23.19%，0209 年有望突破 1000 万辆大关。

2008 年我们最看好客车子行业，其次是轿车；对重卡行业保持中性。

客车行业竞争格局较为稳定，产能利用率较高；未来国内、外需求将保持旺盛，行业增速有望超出预期。国内，“公交优先”战略下的城市、城际客车的换代需要，以及奥运会、世博会拉动下的旅游车市场的火爆，都将成为未来国内需求的重要支撑力量。国外，较低的劳动力成本和较强的研发能力，以及中东、中南美洲、亚洲等主要出口目的地的巨大需求，对外出口有望保持强劲增长。预计到 2009 年客车行业的出口额有望占到行业销售额的 30%以上。中国的客车产量在 2006 年达到全球产量的 40.54%，这一数字有望在 09 年突破 55%，从而成为全球最大的客车生产基地。

乘用车行业明年产能的投放可能加快，但产能利用率会继续改善。预计今年产能利用率为 65%左右，明年为 70%，09 年有望达到 79%的水平，产能利用率的提升有望增强乘用车企的盈利能力。从需求来看，在居民收入提高和消费升级共同刺激下，乘用车的高需求将长期保持。但就明年来看，股市财富效应对需求的拉动可能会有所减弱；同时燃油价格上调可能对轿车，尤其是 1.0L-1.6L 家庭用车市场产生比较明显的影响。

重卡子行业在今年出现了爆发式增长，基数已经被抬高。同时明年将开始实施欧 IV 标准，增加了制造成本和使用成本。该子行业明年增速可能出现回落。

总体来看，由于今年基数较高，明年汽车行业利润增速会较今年有所下降。各细分行业中，客车行业增速有可能超出预期，乘用车将保持平稳增长，重卡行业的利润增速则可能出现回落。

汽车配件方面，我们依然看好行业进入壁垒较高的企业，产品具有全球扩张能力的企业，如福耀玻璃、威孚高科。

重点关注：宇通客车、江淮汽车、一汽轿车、福耀玻璃。

7、医药——看好化学制剂药 行业评级：推荐

2007 年 1-9 月份，我国医药工业实现销售收入 4162.7 亿元，增长 26.6%，增幅提高 3%；利润总额 373.6 亿元，增长 50%，增幅达到近十年的高位，但其中投资收益贡献了近 1/4；预计 08 年行业毛利率继续回升，行业拐点已经出现；尤其是启动内需的大背景下，医药是极少数不受到宏观调控以及贸易风险的行业，仍将是 2008 年重要的投资主题。

2008 年行业的几个关键驱动因素有：医改定局、新药审批重新启动、国内医疗机构对民营放开、通过环保等手段淘汰落后产能、以及海外市场放量；其中医改是重中之重，最新政策取向是明确取消以药补医，加大政府投入，补偿供方需方；预计会大幅改善居民用药取向，2008 年医药行业销售增长 20-25%可能性较大。

由于医改 2008 年上半年大体可以落实，因此二级市场提前反应：医药指数今年涨幅 180%多，每个季度



都有表现，是近5年来表现最好的一年。从各个子行业来看，我们认为化学原料药是继中药之后，局部形成泡沫的子行业，原因是成本推动的价格上涨，大多数企业并未带来产品结构优化，以及持续的高毛利率维持。

因此我们相对看好另外4个子行业，行业推荐评级依次是化学制剂药、生物制药、医药商业、医疗设备；估值方面，优质公司可以享受08年40倍市盈率，生物制药等高增长行业可能达到50倍以上。

重点关注：华东医药、白云山、双鹭药业、科华生物、南京医药。

8、商业——高估值得到修正，受益于内需增长 行业评级：推荐

2007年前10个月全国社会消费品零售总额同比增长16.1%（不考虑物价因素），有机构预测，未来5年我国社零总额将保持10-15%的增速。受益于居民可支配收入增长和城市化进程的继续推进，2008年我国零售行业将继续处于景气状态。

数据表明2007年连锁超市同店增长率为6-18%，百货业同店增长15-20%。我们认为，随着社会消费品零售额的持续提升，2008年零售企业同店销售额仍将保持较高增长，预计同店销售增长位于10-20%之间。在零售企业内生增长势头强劲之际，零售企业特别是连锁零售企业明显加快了外延扩张的步伐。随着消费升级和规模扩大带来的采购成本降低，2008年零售毛利率应该有所提升。我们依然看好2008年的零售行业和企业，龙头企业的增长依然强劲。

2007年前三季度，众多零售公司业绩低于市场预期，反映在股价上的变化是零售板块整体走势下滑，明显落后于大盘走势。而业绩低于预期，并非由于行业基本面景气度下滑，而是因为行业激励政策不到位。2008年行业景气依然向好，我们将重点关注上市公司激励效应对经营业绩的影响。

重点关注：百联股份、武汉中百。

9、有色金属——短期调整难改长牛趋势 行业评级：中性

2001年底商品牛市启动，基本金属价格在2006—2007年初纷纷创历史新高，牛市已经历了6年左右的时间。不管在涨幅上、还是在持续的时间上，都大大超出了预期。2007年LME各有色金属价格出现先大幅走高、后较大幅度调整的走势，个别金属的最大跌幅已经接近50%。

西方国家经济的周期性放缓、次级债危机的爆发和高价格刺激的产量增长，供需两方面的共同作用，使原先市场的紧张格局大幅缓解，库存有所回升，现货升水下跌。这些周期性因素主导了近一段时期的市场走势，导致了多数金属价格的纷纷回落。

展望2008年，我们认为，目前西方国家依然没有出现经济加速启动的迹象，且美国自第四季度以来，消费数据出现了大幅的下降，更进一步增加了市场对于未来增长的担忧，陷入衰退的风险还在加大。因此，短期内对西方国家的金属消费需求还不能太乐观，金属价格在未来的一段时间内仍将受制于周期性的弱势因素。但是，由于作为全球有色金属消费量最大和增长最快的中国在2008年将继续保持快速增长态势，且全球的供应方面将面临长期的制约，所以2008年有色金属的走势并不悲观，价格有望保持底部逐步抬高的宽幅振荡走势。目前，中国已经成为全球最大的工业原材料需求国，基本金属的消费需求占全球的消费比重都超过了20%，甚至30%。除了中国消费的增长之外，印度、俄罗斯、巴西等快速发展、且经济规模比较大的许多经济体，目前的金属消费水平仍然比较低。随着，工业化进程的推进，大量基础设施的建设和工业生产规模的扩大，对基本金属等工业原材料需求势必会出现爆发性的增长。从供应方面看，历史性高价格带来了丰厚的盈利，大大增强了公司勘探新资源的积极性，勘探方面的支出在过去的几年里大幅增长。然而，勘探费用的大幅增长并没有带来资源储量的大幅增长，相反，新发现的大型矿体非常少。而且，待开发矿山大多缺乏交通、水以及电等基础设施，而且熟练劳动力的短缺、矿山设备交付时间的延长、环保等审批手续周期加长等，使新投产矿山开发的周期大大延长。



我们认为，2008年由于全球经济的不确定性因素加大，国内宏观调控力度加大，主要有色金属品种的基本面趋弱，有色金属不再具有全行业整体大幅上涨的投资机会。下调行业评级至“中性”。对于各个子行业，各金属品种走势将出现较大的分化，我们看好黄金、锡、铅等小金属，个股主要关注锡业股份、中金黄金、山东黄金和豫光金铅；除此之外，我们认为两类公司可积极关注。一是具有整体上市或资产注入概念的有色公司，目前有色行业中整体上市或者大股东注入资产较为频繁，已经成为上市公司实现业绩持续增长的重要因素之一，个股主要关注中色股份、包钢稀土和焦作万方；二是具备技术门槛或者市场门槛的有核心竞争力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、宝钛股份、厦门钨业和高新张铜。

重点关注：中色股份、包钢稀土、南山铝业、新疆众和、宝钛股份、厦门钨业。

10、化工——行业景气延续 行业评级：推荐

2007年化工行业整体延续快速增长态势，截至10月份，全行业完成工业产值2.3万亿元，较去年同期增长30.3%，完成固定资产投资2959.2亿元，较去年同期增长37.83%。全行业经济运行总体平稳，经济效益持续提高。而各子行业发展并不平衡。其中截至三季度，基础化学原料利润增幅达到了133.33%，利润增幅超过60%的子行业有无机酸制造业（66%）、无机碱制造业（119.6%）、有机化学原料制造业（182.3%）、合成纤维单体制造业（90.9%）、其他合成材料制造业（70.2%），另外磷肥行业共实现利润同比增长也达到58.8%。

2008年化工行业将继续维持增长态势，部分子行业将逐步进入景气阶段。建议关注以下两个关键词：成本高企和节能减排。

成本高企主要是指在能源、资源、环保等方面的高额支出，在相当长的时间内，以高油价、高运价、资源税、出口退税政策调整等为代表，化工企业的成本区间将会在高位运行。高成本是双刃剑，它既支撑着化工产品价格高位运行，也大大压缩行业利润，它同时也将大大刺激替代产品、替代技术以及相关产业链发展。如高油价引起的全球替代能源的迅猛发展对化肥、农药行业带来的机会，高运价对国内钾肥企业提价影响和纯碱行业景气度提升的促进，资源利用政策改变导致的煤头醇醚项目盈利能力将大大超过气头醇醚项目等。在这个主题中要积极关注具备技术优势，定价能力和资源优势的企业。如烟台万华，华鲁恒升。

节能减排主要由于在长期形成的行业发展结构制约以及粗放型的发展模式下，化工行业仍未摆脱高污染、高耗能的局面，国家业已将此作为长期国策摆上了重要位置，要采取一系列的行政和经济多重手段来推动整体节能减排工作，这一政策将会对化工行业产生深远影响，主要体现在促进行业整合和加速创新发展上。行业整合主要指部分子行业淘汰落后产能，向规模化发展以及具备完整产业链的公司将会取得发展优势，如西北地区电石法PVC和三友化工的循环经济概念，而创新发展主要指具备技术壁垒的公司和具备技术创新能力的企业将会取得先发优势，如shell的煤化工技术，烟台万华的MDI和天富热电的SiC项目。

这两个关键点构成了明年化工行业发展的主线，在两条主线的影响下，密切关注子行业景气度周期变化，关注相关子行业优质龙头企业和把握创新型的投资机会。

我们建议关注以下的细分子行业，纯碱、钾肥、电石法PVC、草甘膦和煤头醇醚项目。

重点关注：盐湖钾肥、三友化工、云天化、中泰化学、华鲁恒升、天富热电。

11、机械——劳动生产率提高抵御周期 行业评级：推荐

2007年机械行业表现超预期，前三季度行业收入增长32%，税前利润增长74%，净利润增长120%；说明1/3以上增量是资产注入与投资收益的贡献，但是二级市场涨幅180%，应该说一多半是估值提升的贡献。

2008年机械行业国内升级和国际转移依然是主线，预计增速与2007年持平，技术进步缓解要素价格上涨压力，产品结构升级使行业毛利率继续提高。关注城镇化、风电建设、高铁建设、电力投资带来的行业机



会。由于重型机械、精密机械，尤其是其中的关键零部件大多还依赖进口，因此这部分替代进口的空间很大，我们看好景气上升阶段的机床、轴承、铁路设备等子行业，同时关注各个子行业自下而上的投资机会。

行业风险：国际经济与国内宏观调控；产能扩张可能导致部分领域过度竞争；成本上升包括原材料、能源，以及用工成本，我们更为关注人力成本提高的影响。

与宏观调控密切相关的还是工程机械行业。房地产投资占固定资产投资将近 1/3 左右，目前正在进行的房地产调控实际是围绕增加供给考虑的，因此 08 年至少地产因素对工程机械的影响不会发生拐点，而机械的部分子行业可能在 08-09 年先后见顶，关注新开工项目与毛利率变化背离等信号。

预计机械行业 08 年会有几个投资主题：技术升级与替代进口主题；并购整合主题；海外扩张主题。

重点关注：天马股份、方圆支承、厦工股份、三花股份、青海华鼎。

12、电力设备——看好新能源和输变电一次设备 行业评级：中性

电力设备行业是一个强周期行业，与电力产业结构调整、固定资产投资、电力消费增长、经济发展所处阶段等诸多因素密切相关。根据电力设备各子行业目前状况，我们看好新能源设备和输变电一次设备，其次看好输变电二次设备及水电、核电发电设备，看淡火电站设备。

新增机组的持续增长、我国独特的能源格局、持续的电网基础设施建设与技术改造、脆弱的电网运营状况、长期以来的投资欠账等诸多因素推动我国电网大投资的高潮到来，这将为我国输变电设备带来巨大的发展空间。在输变电设备中，重点看好输变电一次设备制造行业，相对看好二次设备制造业。一次设备我们重点关注那些近年来盈利稳定、规模化生产且在手订单充裕、拥有核心技术或不存在关键技术壁垒、市场处于行业景气周期或景气上升周期、细分市场龙头或地位突出、管理能力及内外部整合能力强的优质公司。输变电二次设备行业由于同质化严重，竞争激烈，我们对此持中性态度，重点关注一些集团存在优质资产，公司明确承诺且实质性资产注入后能增厚业绩的上市公司。

电源结构调整是电力工业发展的一条主线，火电装机容量在整个装机中的占比不断减小，水电、核电、风电在电源结构中的占比不断扩大，虽然上大压小、以小换大的政策拉长了火电站设备的景气周期，但是新增装机容量增速下降和电源结构调整将导致火电站设备景气程度下降。我们给予火电站设备中性评级，主要关注火电站设备龙头企业，此类企业将充分受益于上大压小、自然更新、电力消费强劲增长、新增装机向大容量高参数机组集中等利好因素。核电、水电等清洁能源设备制造企业中关注那些拥有核心竞争能力的公司。

新能源设备主要包括节能减排、风电整机及零部件设备，节能减排设备主要包括变频器、脱硫环保设备、电除尘器、SVC、SVG 设备，风电整机及零部件的龙头上市公司。节能减排将充分分享我国政策带来的行业景气，风电设备制造企业将充分分享我国清洁能源风电大发展带来的历史机遇，龙头企业同时能够应对行业景气拐点到来时的市场冲击。

重点关注：思源电气、哈空调、国电南自、平高电气、金风科技。

13、航空——旺盛需求和加速升值筑就优秀基本面 行业评级：推荐

宏观经济和对外贸易的强劲增长、居民收入提高和消费升级带来的客运市场繁荣、人民币升值和旅游签证放松下的出境游快速增长等因素推动航空市场快速增长。2001—2006年，我国航空总周转量（RTK）、客运周转量（RPK）年均增幅分别高达16.6%、16.7%。2007年前三季度，RTK、RPK同比分别增长19.8%、17.3%。基于对未来宏观经济的良好预期，以及2008北京奥运会、2010上海世博会和广州亚运会等重大国际事件的召开，市场对航空业的旺盛需求已基本达成共识，预计未来3年航空需求年平均增长为15-16%。而2006—2010年我国飞机架数年均增长12.9%、座位数年均增长14%。考虑到近期制造商产能瓶颈、飞行员不足以及资源紧



缺和政策性限制等因素，我们认为“十一五”期间实际运力投放速度将低于预计的14%。需求的旺盛对应供给的瓶颈，使得行业的供求缺口持续存在。这个缺口目前只能通过提升客座率来解决。事实上，自1999年触底以来，行业客座率一直处于上升通道，2006年达到73.5%较1999年提高14.9个百分点，年均提高2.1个百分点。我们预测到2010年，行业客座率仍将以年均1-2个百分点持续上升。而且在此基础上，客公里收入和座公里收入也将稳步提高。

此外，航空业还面临良好的外部环境。市场普遍预期2008年人民币兑美元将升值7—10%。由敏感性分析表中可以看出这将是明年航空公司业绩提升的重大原因。关于油价，我们认为还会上涨，但是燃油附加费可以一定程度覆盖，2006年以来航油价格上涨带来的成本增加，约70%可以被燃油附加费的提升所对冲。因此这虽然影响业绩，但幅度不大。当然，如果08年国际油价大幅上涨则会构成行业最大的风险。整体而言，我们认为2008年航空业基本面优秀且较确定，主要的困惑在于估值较高。

重点关注：中国国航、南方航空、白云机场。

图表 35 航空公司每股收益对航油、人民币升值、客座率和票价的敏感性分析

	国航	南航	东航	上航
航煤上涨 100 元/吨	-0.02	-0.07	-0.05	-0.04
燃油附加费上调 10%	0.02	0.08	0.05	0.05
人民币升值 1%	0.01	0.10	0.05	0.03
客座率上升 1%	0.03	0.11	0.08	0.11
客公里收入提高 0.01 元	0.04	0.18	0.11	--
座公里收入提高 0.01 元	0.05	0.15	0.31	--

数据来源：东吴基金。

13、水运——看好干散货运输 行业评级：中性

国际干散货航运业最近一轮景气周期自 2003 以来，已经持续了五年。2007 年国际干散货指数势如破竹，创纪录地刷新了 10000 点。目前，市场对干散货航运业的普遍预期是：2008 年航运市场将持续兴旺，但 2009 年开始由于运力供应增速大大加快，行业可能出现向下的拐点。虽然有部分机构认为由于运距加长，造船订单难以按期交付以及影响干散货市场的力量已主要转换为中国，2009 年未必见顶，但我认为 2009 年还是存在较大的不确定性。该行业在 2008 年主要的机会应该在 1 季度，原因是主要的上市公司一季度业绩均会有大幅增长，存在超预期的可能。

油轮运输市场我们仍保持谨慎。2007年11月下旬开始的油轮运价上涨似乎属于旺季反弹行情，从过去五年的规律来看，四季度的运价反弹往往在一月份之前结束。因此，油轮市场的真正反转，仍有待观察。虽然有迹象表明油轮市场有见底趋势，但是通过对油轮市场现状及未来供需关系的分析，我们认为2008年的油轮运价可能会呈现成本推动的上涨，但是船东盈利改善的幅度有限。如果船厂能够提供足够的船坞排期，在单壳船油轮运力集中改造的时期，很可能会出现短期运力吃紧，运价反弹。2009 年，由于新造运力投放集中，油轮市场运力供需差进一步扩大的可能性较大，运价再次下滑的可能性很大。2010年后，随着更多单壳船运力的淘汰和新造船运力投放的减少，供需情况较09年将有好转。

集装箱运输市场由于与贸易和世界经济的关联度最大，我们认为不确定最大。

重点关注：中国远洋、中海发展、中远集运。



14、电子元器件——行业景气开始回复 行业评级：推荐

2007 年全球半导体市场呈现温和增长的态势。受困于超额库存的增加和主要半导体价格的下降，上半年全球半导体市场步入低迷。据 SIA 数据，2007 年上半年全球半导体市场增长率呈逐月递减趋势。但是进入 7 月份以后，旺季效应开始显现，半导体销售收入同比增长率持续上升，全球库存的积压情况得到了缓解，对市场影响最大的 DRAM 和 NAND 的降价趋势也已经减缓。综合 1-3 季度，全球半导体同比增幅为 3.46%。预计全年增幅在 4% 左右。

国内电子元器件行业也受全球市场影响出现一定回落，但增长水平仍高于全球。据信息产业部公布的数据，今年前三季度我国电子元器件制造业实现销售收入 9278.4 亿元，同比增长 24.1%，增速比 2006 年前三季度的 34.6% 下降了 10.5 个百分点，但较 2007 年上半年 22.6% 的增速有所提高，说明下半年国内产业在全球环境的影响下也呈现出了一定的回升趋势。预计下半年受全球市场触底回升的影响及销售旺季的来临，全年电子元器件市场平均增速将有望超过 25%，大大高于全球市场 4% 的可能增速。

展望 2008 年，我们保持谨慎乐观。一方面，2007 年的温和增长使得资本支出与产品供给保持在较为合理的范围，并为 2008 年更快的增长提供了较为有利的条件。在全球市场整体回暖的态势下，国内电子元器件行业的增长率也会回升，全年增长率预计可达 30% 以上。另一方面，美国次级债问题对于实体经济的影响和消费者信心的冲击可能会影响到全球 GDP 的表现，并影响到全球半导体的增长幅度。总体判断，我们认为 2008 年行业景气度好于 2007 年，但难现 2006 年的景气程度。

2007 年电子元器件板块表现前后不一。上半年整个板块指数一路走高，并且明显强于大盘的走势；而下半年则表现较弱，指数呈现出下滑的趋势，并一度落后于大盘。先强后弱是今年板块走势的主要特点。2008 年国内电子元器件板块的走势仍要看全球市场回暖的力度，但可以肯定的是其表现必然好于全球市场的表现。建议投资者着重关注内需和毛利提升两条投资主线。首先，未来与内需相关的银行、航天军工、精密设备、运输等行业会迎来发展的黄金时期，受益这些行业的发展，相关电子设备和元器件厂商将受益；其次，我们认为那些有高端产品项目投产预期的公司，有研发费用投入较高的公司，其未来毛利提升和改善的可能性最大，且只有进入高端领域才能带来更广阔的成长空间和盈利空间。

重点关注：生益科技、华微电子、超声电子、大族激光、广州国光。

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 12 月 28 日，基金单位净值为 1.0484 元，2007 年以来嘉禾净值增长率为 99.35%。在所有混合基金-偏股型基金中过去两年排名第 12。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，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，截至 2007 年 12 月 28 日，东吴双动力基金单位净值为 2.1409 元，2007 年以来净值增长率为 120.06%。