

信达澳银基金**2008**年股票投资策略 2007年12月



全球视野中的A股市场

—— 寻找中国的未来之星



信达澳银基金管理有限公司投资研究部

提 要

- 我们面临着一个开放的、全球化的前景。我们要在一个全球化的视野里寻找投资价值，同时也需要在全球化的视野里对比中国资产的价值。
- 经过了近期的大幅下跌，我们认为，A 股市场的风险已经不大。按 08 年盈利计算的沪深 300 指数的 PE（市盈率）为 26.57X（倍）左右，虽然仍明显超出其他成熟市场以及新兴市场，但确实中国经济增长势头也是最强的，同时中国旺盛的流动性没有海外投资的渠道，这也对股市价格起了较大的支持作用。
- 当然，A 股市场以 07 年盈利计算的 PE 水平仍然达 35.4X。因此如果 08 年上市公司的盈利无法达到预期的增速，则市场的继续下探将难免，这是市场目前最现实的风险。
- 对比 A 股市场中行业的估值水平，可以看到，一些周期性、波动性大的行业的 PE 水平高出平均水平，例如农业、煤炭、航空、有色金属等，这些行业缺乏对抗经济波动的安全边际。处于行业估值低段的行业主要是钢铁、公路、造纸包装、建材、贸易、医药、汽车及配件等，这些行业值得我们留意。
- 尽管美国经济放缓的态势明显，但国内经济的负面因素很少。国内经济的持续强劲以及企业盈利的增长仍会对国内股市产生支撑。07 年上市公司盈利可增长 50% 左右。08 年，受益于所得税改革以及经济的整体景气，上市公司整体将可实现 30% 左右的盈利增长。08 年之后，企业盈利增速将放缓，但是，中国经济中长期增长的动力仍然强劲，我们对国内企业中长期的盈利增长抱有信心。
- 面对中国股票市场整体仍然高估的局面，我们认为，寻找并持有持续成长型公司是根本的解决之道。我们的标准是未来十年复合增长超过 15% 的公司（或者未来 5 年年均增长 30%，未来 3 年年均增长 50%）。这些企业是未来之星。
- 长期来说，我们看好两个板块：一是大消费行业，包括零售、家具、酒店旅游、食品饮料、品牌服装、房地产等等，其主要得益于中国经济持续快速增长所创造的巨大的、快速增长的市场和消费的升级。二是先进制造业，包括造船、矿山机械、工程机械、机床、电气设备等，这主要是基于中国的比较优势和技术、制造能力的快速提升。
- 基于盈利增长前景和估值的合理性，2008 年，我们主要看好银行、房地产、零售、汽车及配件、家电和钢铁行业。

谨此声明：本报告为内部报告，仅向本公司客户提供，请勿外传及公开发表。本报告均基于公开信息。报告仅供参考，并不构成买卖基金及股票的建议，本公司也不承担任何责任。本公司所管理的基金持有报告中所提到的部分投资品种。

我们面临着一个开放的、全球化的前景。设想有一天如果中国人可以投资于全球的股票市场，我们会怎样投资？我们可能会买入澳大利亚的资源类公司、美国的科技公司、金砖四国的基础设施、金融服务和消费类公司，以及中国的制造业龙头。我们可能会在欧美寻求稳定的分红，在澳大利亚、加拿大、南非以至东南亚寻求价值被低估的公司，在中国、俄罗斯、印度、巴西甚至越南挖掘成长型企业……我们需要在一个全球化的视野里寻找投资价值，同时也需要在一个全球化的视野里对比中国资产的价值。

一、A股市场存在结构性估值问题，持续增长能力较高的领域仍然具有长期投资价值

1. A股市场：全球最贵，但是……

经过了近期的大幅下跌，我们认为，A股市场的风险已经不大。按08年盈利计算的沪深300指数PE为26.57X左右，虽然仍明显超出其他成熟市场以及新兴市场，但确实中国经济增长势头也是最强的，同时中国旺盛的流动性没有海外投资的渠道，这也对股市价格起了较大的支持作用。A股市场目前的价格水平，其所隐含的未来10年上市公司的盈利年均增长率为12%，要达到这样的增速，有一定的困难，但也不是不可能。在中国经济表现最好的02-07年，中国上市公司的年均盈利增长率为24.4%（MSCI指数公司，算数平均）。08年由于税改和占比很大的银行业的良好表现，上市公司的盈利增长有望实现30%左右的较快增长，但是在08年之后，在一个更大的基数上，上市公司继续保持较快的增长的难度将很大。按照我们的估测，A股的合理估值水平应该相当于08年PE 22.5X-25.3X之间。

当然，A股市场以07年盈利计算的PE水平仍然达35.4X，这无疑是很高的，因此如果08年上市公司的盈利无法达到预期的增速，则市场的继续下探将难免，这是市场目前最现实的风险。

表 1 亚太地区主要股票指数的估值对比 (截至 2007 年 11 月 22 日)

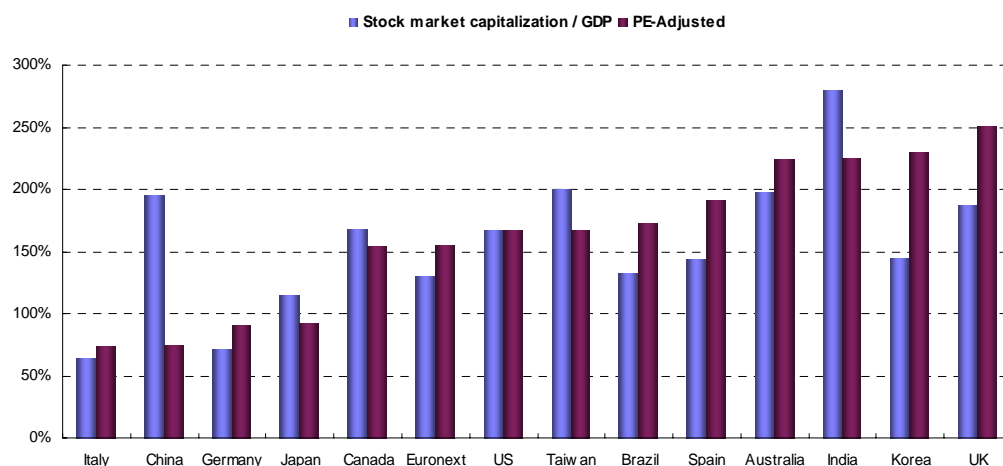
指数	PE06	PE07	PE08	PB06	PB07	PB08	PEG07	ROE07	ROE08
SP500	17.87	16.14	14.34	2.89	2.81	2.56	1.29	17.4%	17.9%
HSI	19.88	21.2	20.27	3.15	3.07	2.84	4.62	14.5%	14.0%
Aus AS51	16.23	17.38	15.53	3.08	2.95	2.73	1.46	17.0%	17.6%
KOSPI	15.9	14.82	12.67	1.57	1.94	1.65	0.87	13.1%	13.0%
India Sensex	25.36	23.05	19.8	5.62	4.63	3.88	1.40	20.1%	19.6%
TWSE	22.09	16.24	14	1.67	2.47	2.33	1.02	15.2%	16.6%
沪深300	51.33	35.43	26.57	7.34	6.09	4.97	1.06	17.2%	18.7%

资料来源：Bloomberg

从证券化率和 A-H 股差价来看，A 股市场总体上仍然偏高。对比中国股市与全球主要国家的证券化率，我们发现中国已经成为全球证券化率最高的国家之一，达 200%，而中国股市尚没有国外的公司，这表明相对于实体经济的规模，中国股市的市值规模有些偏高，而如此高的证券化率，主要是较高的估值乘数造成的。A-H 股溢价目前为 50%左右，也处于偏高的水平。受资本流动的限制，国内的投资者基本上只能投资境内的 A 股。在资本流动的一些限制被逐步消除后，A、H 股的价差肯定会逐步缩小。对比 A 股和 H 股的估值参数，A 股主要受益于较低的风险溢价（A 股

的波动性相对于 H 股较低，且投资者的风险取向更高)，而 H 股则会受益于升值因素（人民币升值的空间应该是很大的），另外 H 股的股息可以免于征税，综合来说，理论上我们倾向于认为 H 股的 PE 水平应当略高于 A 股。

图 1 中国已经是证券化率最高的国家



资料来源：World Federation of Exchanges, CICC Research.

注：中国的数据包括 A 股、B 股、H 股及红筹股，以及在海外交易所上市的中国股票。

$PE\text{-adjusted} = (\text{股票市值} / \text{GDP}) * (\text{美国股市 PE} / \text{目标国市场 PE})$

图 2 A-H 股溢价情况



资料来源：中金公司

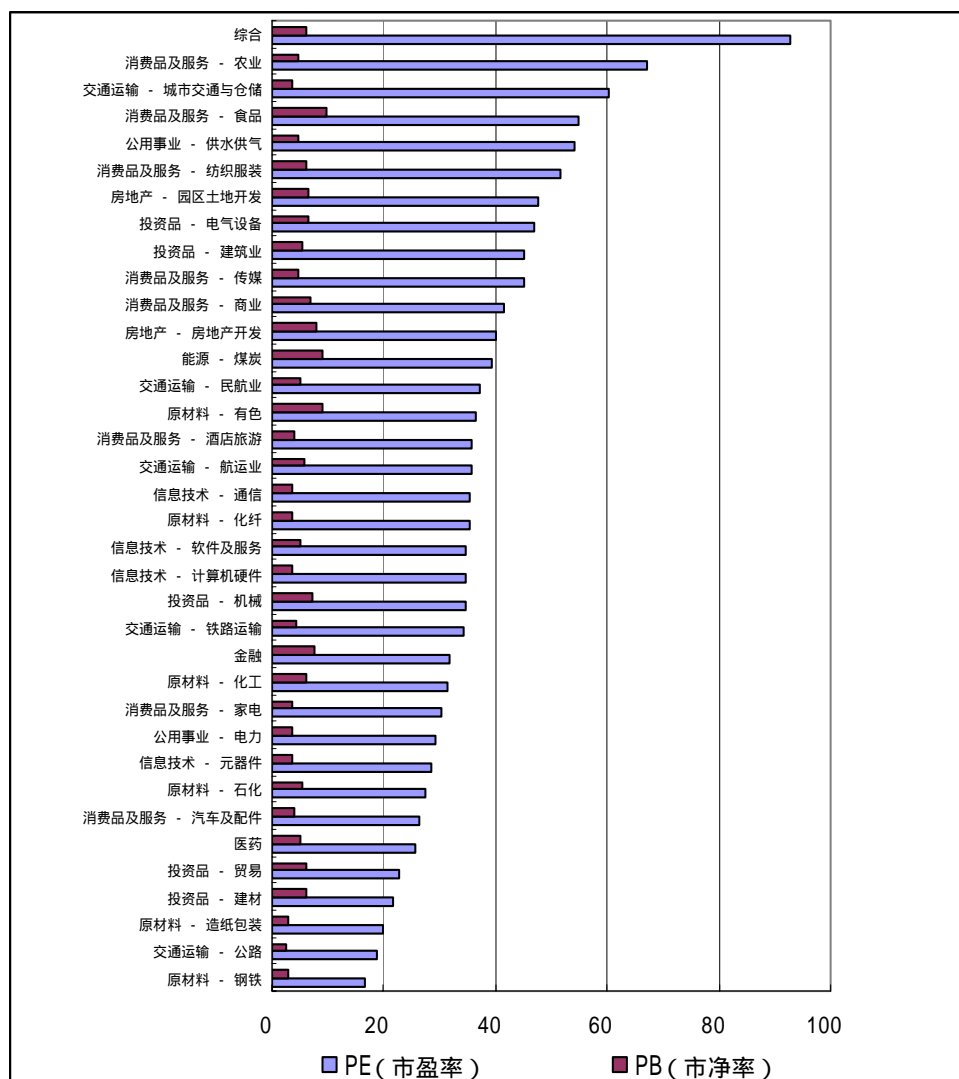
2. 国际比较表明：一些 A 股大公司的市值或许并不与其业务基础相匹配

除了分析 A 股整体的估值水平外，我们还系统地对比了中国的龙头公司与同行业的全球领先公司的价值，包括市盈率、市净率、市值相对的规模、收入、实物量（产能、储量），ROE 等，试图从微观的层面对 A 股龙头公司目前的价值做更深的探讨（见附录）。

3. 行业的估值结构

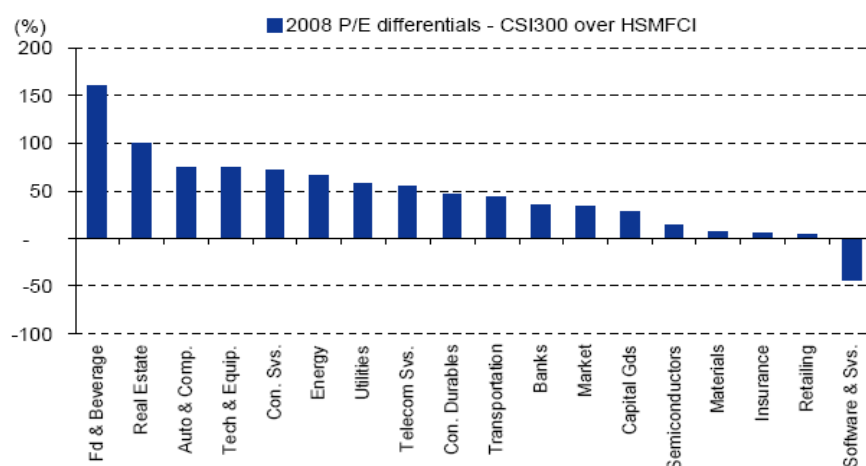
对比 A 股市场中行业的估值水平，可以看到，一些周期性、波动性大的行业的 PE 水平高出平均水平，例如农业、煤炭、航空、有色金属等，这些行业缺乏对抗经济波动的安全边际。处于行业估值低段的行业主要是钢铁、公路、造纸包装、建材、贸易、医药、汽车及配件等，这些行业值得我们留意。另外，通过对比 A 股与 H 股市场行业估值差值，可以看出 A 股中的食品饮料、房地产、汽车及配件、科技及设备、消费服务、能源等行业的估值明显高于 H 股，而零售、保险、原材料(主要是钢铁和水泥)等行业 A 股与 H 股相差不大,软件行业甚至还出现了倒挂的现象(即 H 股的 PE 高于 A 股)。

图 3 A 股各行业的估值水平 (07 年预测)



资料来源：信达澳银基金

图 4 A 股市场与 H 股的行业估值差异 (沪深 300 指数对比恒生大陆自由流通指数)



资料来源：高盛证券

二、基本面：还将会为股票市场提供支撑

国内经济的持续强劲以及企业盈利的增长仍会对国内股市产生支撑。

1. 国内经济仍然强劲

尽管美国经济放缓的态势明显，但国内经济的负面因素很少。预计 08 年国内经济增速小幅回落，总体维持高位：投资增速保持平稳（宏观调控最能控制）；外贸增速有所下降，但出口结构进一步优化（美国经济面临下滑风险、人民币升值效应、出口税收政策调整）；消费平稳增长，消费结构升级（收入增加、城市化进程）。企业盈利增速有所下降。物价上涨压力仍大，下半年会有所好转。食品价格回落不稳固，PPI 的缓慢抬升对 CPI 有传导作用（另外还有资源价格改革）。

人民币升值加速，贸易顺差的高居不下和外汇储备的增加，对抑制通胀及流动性过剩有一定作用，有利于优化外贸结构。

流动性问题依旧严峻。中国贸易顺差的增速依然会维持高位，对冲流动性效果有限，货币供应维持较高增长。

图 5 固定资产投资增速

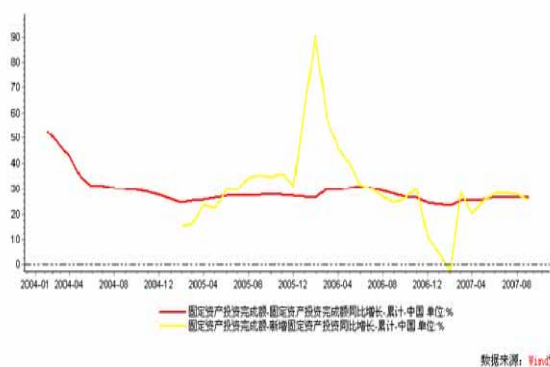


图 6 消费品零售增速



图 7 工业企业累计利润增长

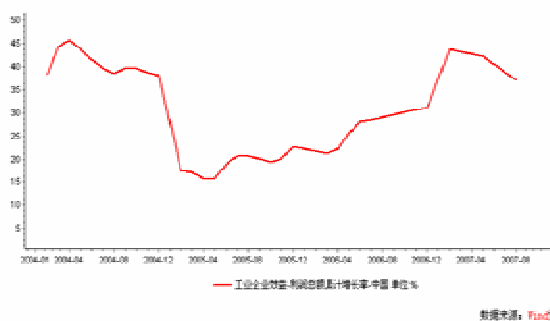
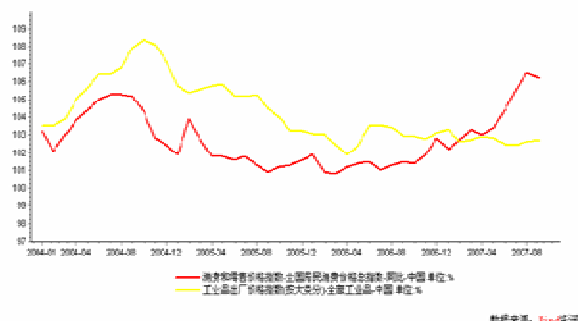


图 8 CPI 与 PPI 增速



2. 上市公司盈利：08 年仍将增长 3 成

07 年中国上市公司的盈利取得了相当迅猛的增长。按天相的统计，到 07 年三季度，上市公司加权每股收益为 0.2887 元，可比样本同比增长 49.75%，净资产收益率为 11.33%，较去年同期上升 2.37 个百分点。其中具有可比性的 1504 家公司净利润合计较去年同期增长了 63.95%。季报公司投资收益合计 1826 亿元，占利润总额的比例为 22.08%。08 年，受益于所得税改革以及经济的整体景气，上市公司整体将可实现 30%左右的盈利增长。按照中金公司的预测，08 年盈利增长超过平均水平的行业是银行、房地产、建材、航空、汽车及配件、食品饮料、传媒、旅游酒店、技术硬件。

08 年之后，企业盈利增长将放缓。但我们对中国企业长期的盈利增长抱有信心。

表2 中金重点研究公司分行业盈利增长预测及估值水平 (截至 2007 年 11 月 2 日)

行业分类	总市值 (百万元)	净利润增长率(%)					盈利预测调整(%)		净资产收益率(%)			市盈率(08E)	市净率(08E)	分红收益率	PEG
		06	1H07	3Q07	07E	08E	07E	08E	06	07E	08E	(X)	(X)	08E	(06-08 CAGR)
银行	10,439,659	28.9	57.9	59.2	58.1	45.3	9.0	15.9	12.3	15.6	19.2	25.5	4.9	1.8%	1.14
保险	2,962,758	105.4	120.6	145.7	80.2	27.4	0.0	0.0	14.9	19.0	20.4	46.4	9.5	0.5%	2.07
证券	775,218	655.2	741.6	979.8	482.3	10.3	15.0	24.6	16.0	32.6	28.4	30.7	8.7	0.1%	1.29
房地产	712,773	36.7	48.3	41.6	79.3	60.7	4.2	10.9	12.9	13.5	18.2	38.5	7.0	0.7%	1.59
石油天然气	2,720,682	31.8	64.7	43.9	14.4	16.2	-6.3	-5.8	20.3	19.3	19.2	36.7	7.0	0.5%	3.18
石化	188,840	18.0	7006.5	2141.9	81.4	22.0	-52.5	-40.0	3.3	5.7	6.6	96.4	6.3	0.0%	4.37
煤炭	1,846,726	5.8	-2.2	15.6	29.4	27.7	-1.0	4.4	21.2	16.4	18.7	51.6	9.6	1.0%	2.99
有色金属	1,151,766	105.9	8.4	19.3	6.8	32.3	-5.0	4.4	29.1	23.5	26.1	37.0	9.7	0.7%	2.77
钢铁	762,483	22.7	89.8	35.4	26.5	31.8	-6.9	-3.4	16.0	19.0	21.7	16.1	3.5	3.1%	0.92
建材	151,767	192.8	61.9	72.4	83.3	50.8	1.2	2.9	13.2	22.4	22.6	31.1	7.0	0.1%	1.30
化工	234,217	20.9	37.8	38.8	47.2	32.5	2.3	0.2	18.8	21.0	22.9	30.2	6.9	1.5%	1.48
造纸包装	67,732	12.7	43.7	50.1	41.5	21.5	0.0	0.0	9.6	10.7	11.3	25.6	2.9	1.3%	1.41
电力	784,710	15.0	38.8	36.1	30.6	18.9	3.6	8.0	12.0	12.7	12.6	29.4	3.7	1.5%	1.85
城市公用事业	35,870	13.8	94.4	89.6	18.0	3.2	0.0	0.0	7.0	5.8	5.8	57.3	3.3	1.1%	6.73
机械	414,291	30.4	38.2	42.4	51.0	23.8	8.7	7.7	19.3	19.8	20.5	29.7	6.1	0.6%	1.51
电气设备	69,787	20.6	27.1	30.9	17.0	14.2	-0.2	0.1	34.2	31.9	38.1	19.1	7.3	0.2%	1.64
航空	428,415	152.1	199.1	125.7	524.1	68.0	-0.0	-0.0	2.5	12.8	18.5	33.4	6.2	0.5%	1.57
铁路	355,904	22.7	35.3	43.3	49.7	29.2	0.0	0.1	9.2	12.9	15.5	35.0	5.4	1.6%	1.73
航运	637,240	-29.8	34.6	66.5	85.1	12.2	2.9	3.2	25.8	31.4	28.1	26.0	7.3	0.9%	1.23
机场	99,928	10.5	16.0	13.3	16.4	12.1	-3.9	-1.4	12.6	12.9	13.3	34.6	4.6	1.0%	3.17
高速公路	49,891	11.6	34.0	22.4	13.7	12.5	0.0	0.0	10.6	11.5	12.3	23.8	2.9	2.4%	2.32
港口	71,821	-7.6	-4.2	-0.2	2.9	29.6	5.6	1.8	19.9	18.7	21.4	29.3	6.3	1.4%	2.53
汽车及零部件	157,763	46.1	26.5	25.8	49.5	43.1	0.7	1.3	10.0	13.0	16.4	25.9	4.3	1.0%	1.20
食品饮料	503,652	30.7	38.9	39.0	37.5	40.8	3.5	13.9	14.3	17.4	21.0	53.2	11.2	0.7%	2.63
农业	48,497	26.3	-13.4	-1.5	13.3	22.2	4.8	8.4	11.6	11.7	13.1	32.2	4.2	1.1%	2.53
零售	194,972	70.7	47.8	58.0	51.2	28.1	-1.0	-1.5	12.9	15.2	16.6	44.5	7.4	0.4%	2.20
传媒	129,996	51.5	17.8	32.7	7.5	56.0	-8.0	-1.2	7.8	7.9	11.1	51.3	5.7	0.3%	2.92
家电及相关	134,994	22.3	75.8	85.3	65.3	29.1	-1.3	0.7	9.6	13.4	15.2	31.5	4.8	1.4%	1.46
制药与生物技术	111,739	3.8	32.9	43.8	42.5	22.7	-0.2	1.0	11.8	14.9	16.6	35.8	5.9	1.2%	1.94
服装及纺织品	94,453	23.0	137.8	127.6	69.2	-16.5	-0.4	-0.5	14.4	20.7	15.8	47.9	7.6	0.9%	3.59
旅游及酒店	89,363	26.1	-9.5	-3.2	25.6	36.0	0.0	0.0	15.2	16.4	19.3	55.9	10.8	0.9%	3.11
电信服务	215,781	28.2	-21.2	27.2	31.3	11.2	0.0	0.0	7.2	8.7	8.8	40.5	3.6	0.8%	2.84
技术硬件及设备	66,325	-22.2	39.2	47.3	52.8	44.7	0.6	6.6	6.4	9.0	11.9	28.2	3.3	0.6%	1.28
电子元器件	63,175	50.2	66.0	50.2	51.2	-3.8	1.7	0.1	9.6	13.4	11.9	33.5	4.0	1.2%	2.36
软件及服务	27,026	37.6	17.1	24.2	24.5	24.9	10.6	8.3	13.7	15.4	17.1	29.8	5.1	1.1%	1.88
总计	26,812,549	30.8	61.5	57.5	50.7	34.1	3.1	7.9	14.0	16.7	19.1	30.9	5.9	1.2%	1.48
金融	14,890,408	38.9	69.5	75.0	69.2	41.1	7.8	13.8	12.6	16.4	19.6	28.8	5.7	1.4%	1.26
大宗商品	6,935,372	32.6	50.5	38.1	20.3	25.3	-6.4	-3.1	19.9	19.0	20.5	34.0	7.0	1.0%	2.25
交通及基础设施	1,643,198	-11.3	90.8	56.3	82.2	25.8	1.4	1.4	12.3	18.5	20.2	29.9	6.0	1.0%	1.33
消费	1,465,429	32.7	42.5	46.7	42.4	31.1	0.3	3.4	11.7	14.4	16.6	41.9	7.0	0.8%	2.14

资料来源：中金公司

3. 中国经济长期展望

尽管美国经济的放缓会对中国经济产生影响，但中国经济中长期的内生动力仍然很强。从供给层面看，经济增长的驱动因素可以归结为资本的积累、劳动力的增加和效率的提升，这几个因素在未来10到15年内都将处于最有利经济快速增长的阶段。

高储蓄率、高顺差与持续强劲的 FDI 流入都会继续促进国内的资本形成。中国的人口结构决定未来相当一段时间“人口红利”都会对经济发展起促进作用，此外，还有劳动力的转移、教育的普及等等。研发投入带来的技术进步、制度变革、基础设施与服务业的发展都会持续促进经济效率的提高。

图 9 中国的固定资本形成 (单位：%)

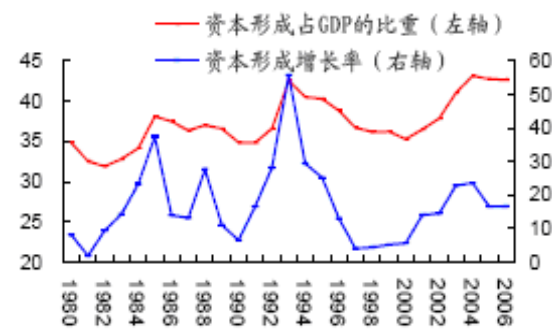
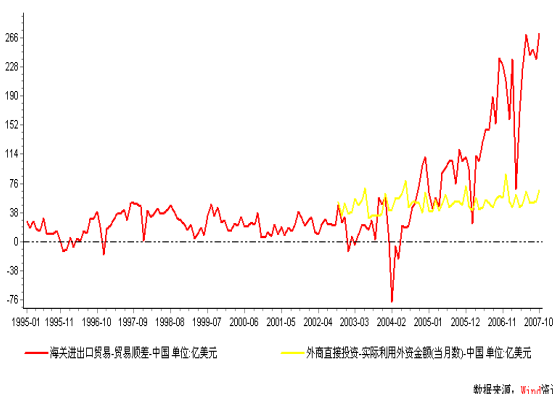


图 10 外贸顺差与 FDI



数据来源: Wind资讯

图 11 中国研发投入的增长 (单位：%)

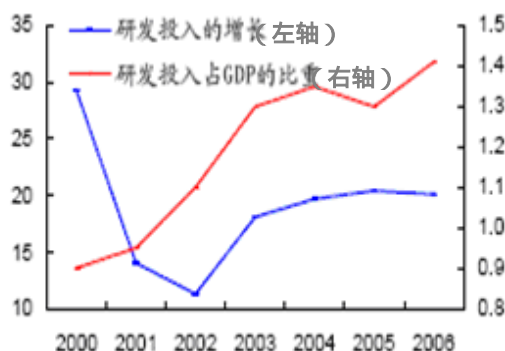
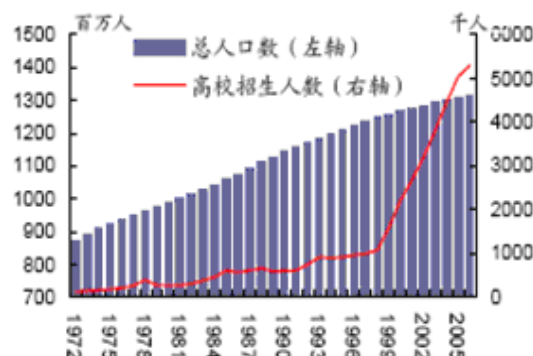


图 12 高校招生人数及总人口数



从需求的层面看，中国经济中长期保持快速增长的动力依然充足，这种动力主要来源于工业化、城镇化、国际化、消费升级。中国的城镇化率依然较低（43%），城镇化和基础设施的建设仍有相当大的发展空间。中国已成了“世界工厂”，这种基于中国强大的制造能力、有竞争力的劳动力成本和良好的基础设施之上的竞争力是其他国家很难取代的，尽管美国经济的放缓为全球经济蒙上的一层阴影，但出口仍肯定是中国经济发展的一个重要引擎。国内消费的增长呈加速的态势（如果把住房算作消费，那么消费的作用更为可观），特别是消费升级的特征十分明显，其作用将日益重要。

图13 中国历年的城镇化率（单位：%）

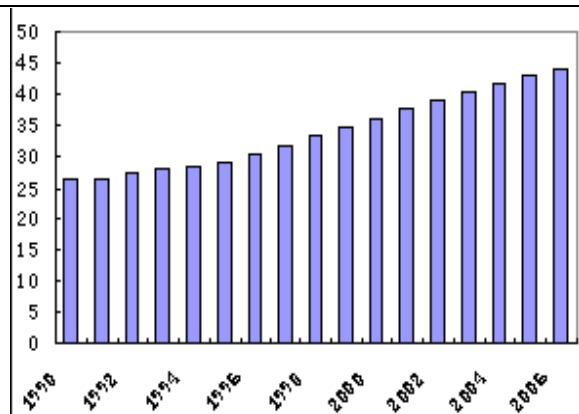


图14 中国工业化的进程已进入成熟阶段

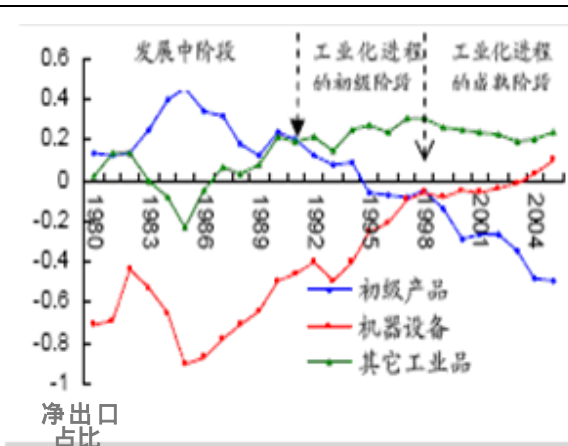
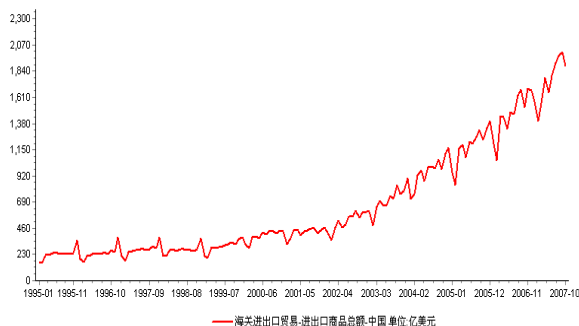
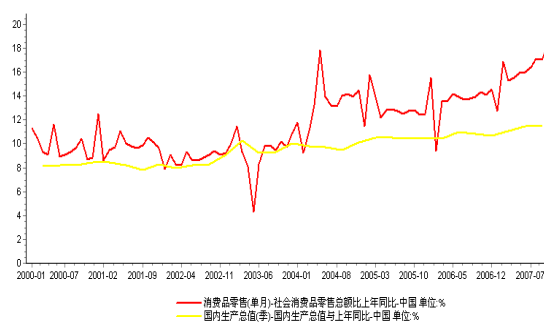


图 15 中国的外贸顺差



数据来源: Wind资讯

图 16 国内消费增长



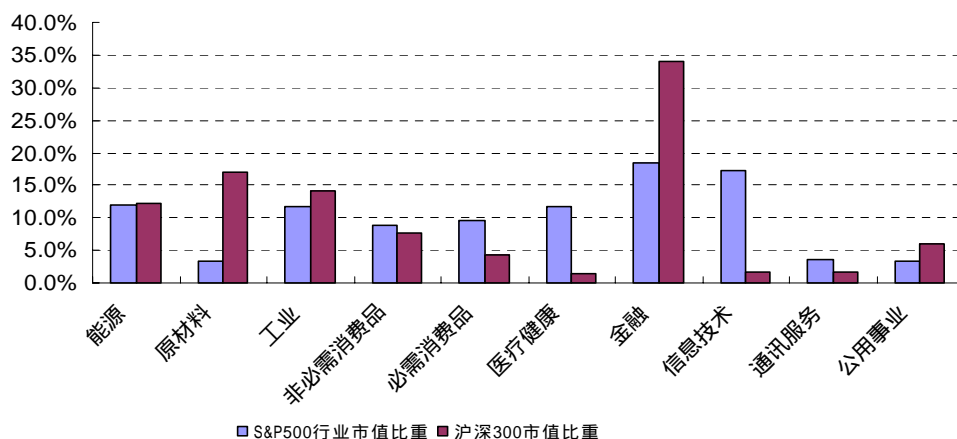
数据来源: Wind资讯

三、寻找中国的未来之星

面对中国股票市场整体仍然高估的局面，我们认为，寻找并持有持续成长型公司是根本的解决之道。我们的标准是未来十年复合增长超过 15% 的公司（或者未来 5 年年均增长 30%，未来 3 年年均增长 50% 的公司），这些企业是未来之星。

对比中国 A 股市场和美国市场的行业结构，对比可以看出，A 股市场中金融和原材料比重相对较高，但是信息技术和医疗健康的比重明显偏低，未来的发展空间很大。

图 17 S&P500 指数的行业市值结构与沪深 300 指数的对比



资料来源：信达澳银基金

1. 中国的未来之星

我们认为，中国的未来之星将主要在以下领域产生：

- 在充分竞争的环境中发展、壮大的本土消费品牌

消费领域是一个充分竞争的领域，不论外资还是民营企业均没有准入壁垒。已经有相当一批中国品牌在竞争中脱颖而出，不断壮大，并且培养了消费者的品牌忠诚度，行业内的优质企业将受益于国内市场的扩大和升级、市场份额的提高以及海外市场的拓展，他们还拥有整合国内其他企业的能 力。

- 具有比较优势和全球竞争力的先进制造业

基于比较优势和迅速提升的技术能力，中国企业在一些较高级的制造业领域已经具备了全球竞争力，例如造船、工程机械、机电、家电、纺织服装、电信设备等。

- 金融服务业中的成长型公司

中国的金融服务业仍然有巨大的发展空间，一些成长型企业更具有投资价值，他们的增长速度更快，市场份额在不断提高。

- 科技创新领域

新科技、新应用是未来成长空间最大的领域科技，一些国内的科技企业已经成了全球重要的竞争者。新的应用以及新技术与传统行业结合产生的新的商业模式，催生了一些中国成长最快的企业。

- 长期稀缺性的资产

随着一国经济的发展和国民收入的提高，一些不可贸易品，例如稀缺地段的地产，以及悠久的品牌、特许权、艺术品等，会变得更为稀缺，其增值的速度会远快于平均物价上涨的速度。而一般的大宗商品，由于其可贸易的性质，总之是不会稀缺的。

2. 长期看好大消费行业和先进制造业

结合长期的盈利前景和估值水平，在一个较长的时间里，我们主要看好：

● 大消费板块

我们看好 13 亿人口的大国经济起飞时期创造的巨大的消费能力。首先，这是一个巨大、增长迅速的市场。2001 年底以来，中国经济已经保持了 6 年左右的高速增长。人均收入持续提高，从 2000 年底的 6000 元提高到 06 年底的 12000 元左右，年均增长 12.2%，加上资产价格上涨带来的财富效应，消费能力大大提高。中国的人口大多数处于 25-60 岁之间，劳动能力强且有较强的消费倾向。因此，国内的零售额呈加速上涨之势。其次，中国的人均 GDP 达到了 2000 美元左右，中国的消费正在经历一个从温饱型向品质型、享受型转型的时期，消费升级的趋势相当明显，在这样的趋势下，住房、汽车等的需求增长迅速，旅游、品牌服装、家具、百货等行业的增速超过了平均的增长速度。在消费方面，我们更看好受益于消费升级的领域，这些领域增速更快，相对于大宗消费品，企业往往可以获得更高的盈利空间。

图 18 中国的人均可支配收入增长迅速
(单位：人民币元)

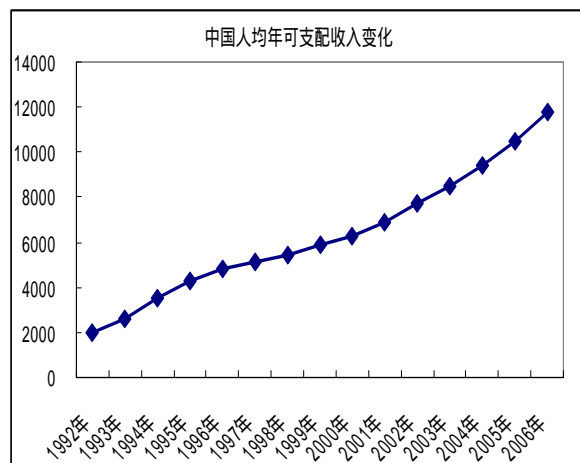
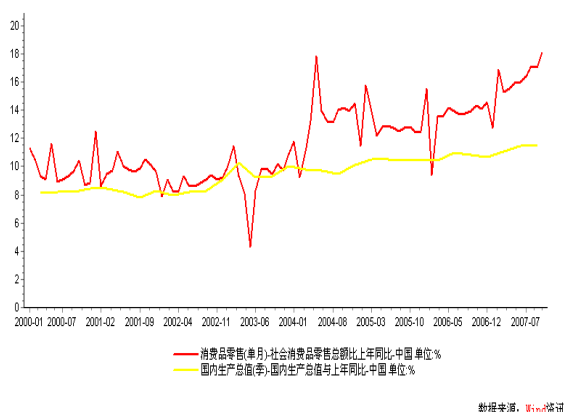


图 19 社会消费品零售总额增长呈加速之势

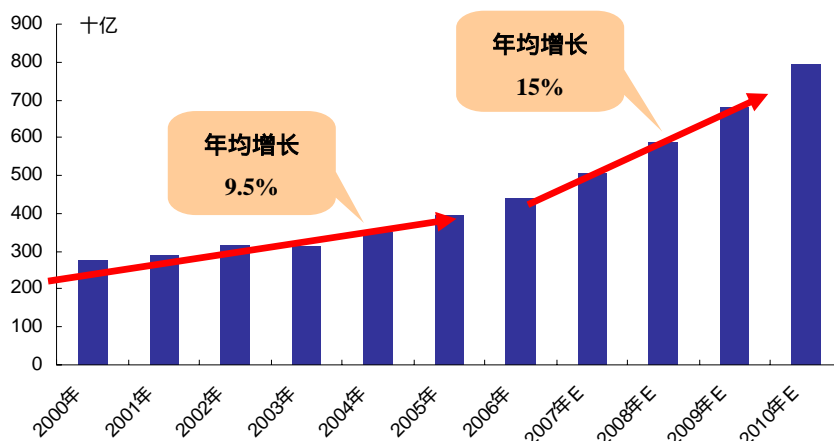


数据来源：Wind资讯

零售

我们坚定看好零售行业未来长期繁荣的发展前景。2010 年前后的 5-10 年，在人口红利的带动下，零售将迎来黄金发展周期。人口城镇化水平的提高、收入的持续增长、产品的更新换代将带来收入和购买力水平的提升和消费升级的崛起。07 年以来，我国批发零售业增长水平一直居于世界前列，消费者信心指数也不断上升，因此零售行业基本面向好，整个行业持续增长的态度没有发生改变。在零售行业中，百货行业明显受益于消费升级，增速加快，前景良好。另外，我们也看好增长迅速的连锁专业店，例如家电连锁、建材连锁等行业。

图 20 我国百货市场销售额历年增长及预期



数据来源：Euromonitor

家具

消费升级极大地推动国内家具市场的繁荣，而相对的财富效应又将推动对中高端家具的需求。因此，我们看好国内家具市场的发展前景，尤其是那些具有国内零售网络、具有林业资源的家具建材公司。

旅游酒店

在旺盛的需求推动下，酒店的租金和旅游景区的门票等近年来均出现了持续的上涨，这种趋势仍将持续下去。伴随着居民对于生活品位的追求，旅游已从过去的观光游逐步向度假游、休闲游等方式转变，对于旅游的品质追求也越来越成为人们关注的重点。因此，我们看好那些拥有核心景区资源、具有便利交通网络、地处核心经济腹地的旅游企业。

品牌服装

虽然整个纺织服装行业面临行业竞争激烈、出口退税调整等多重压力，但是我们仍看好具有品牌营运能力、对下游渠道具有掌控力的品牌服装企业。国内中产阶级和中高收入者的日益增多，他们对于品牌的认知度较高，对于品质和差异化的追求更多，这些使品牌服装等的需求迅速扩大。

食品饮料

在需求保持旺盛的同时，近几年该行业更显示了一个可喜的变化：消费升级的趋势明显，高端品牌的售价和盈利水平持续上升，国内的领先企业受益于该趋势而实现了盈利的快速增长。我们预计未来这种趋势将更加明显。

房地产

尽管国内最近的调控措施会对房价上涨形成压力，但长期而言，该行业的前景仍是明朗的。未来两年，该行业的盈利增长驱动因素将主要在于销售量的增长，盈利能力将可能不如以前。万科等行业龙头发展趋势明确，仍值得看好，而一些土地储量相对较高，土地成本低的二线地产企业也将有好的表现。在地域方面，项目重心在北京以及华东的企业的情况应好于重心在珠三角的企业。

● 先进制造业

中国自上世纪 90 年代末期，重工业增长超过了轻工业增长，目前重工业总产值比例已上升到 70%。20 世纪末期，中国进入工业化中期，这个时期也是制造业的国际竞争力和规模迅速提升的时期。日本于上世纪 60 年代确立了以重化工业为中心的产业发展策略，当时日本的汽车、船舶、机床工业与美国差距很大，以汽车行业为例，1960 年，日本汽车年产量仅为 16 万辆，远远低于同时期美国和西欧各主要汽车生产国的产量；然而仅仅过了 7 年时间，日本汽车年产量就奇迹般达到 300 万辆，超过欧洲各主要汽车生产国产量，跃居世界第二位；到 1980 年，日本汽车年产量达到 1100 万辆，超过美国坐上了世界汽车的头把交椅。韩国自上世纪 70 年代进入工业化发展时期，1973 年至 1985 年，韩国的汽车、船舶等机械行业在政府主导规划、行政及政策倾斜下，取得了飞跃发展。以造船行业为例，1973 年韩国船舶出口占全国出口的比例仅为 2% 左右，到 1983 年已经达到了 15.4% 。

通过对比分析日本和韩国的工业化进程对制造业的影响后，我们认为中国重工业化及全球制造业向中国转移将促进中国装备制造业从制造能力到产业结构的全面升级。2004 年以来，人民币升值、贸易摩擦增加、人力成本的提高、资源品价格的上涨、环保压力等因素将促进中国产业结构的进一步升级，新的经济形势对装备制造业提出了新要求。我们看好机械行业中一些国家重点发展的子行业，如：船舶制造行业、矿山机械、机床行业、工程机械等。

造船

我国造船行业的国际竞争优势正在以下几方面体现出来：1、劳动力资源与劳动力成本优势；2、钢材等原材料上游采购成本低；3、科研开发和基础设施等资金投入大；4、政策支持。尤其是劳动力资源与劳动力成本优势，正吸引国际造船业开始向中国转移。近年来，航运市场的繁荣，也使造船行业高度景气。目前中国船厂的订单基本已排到 2011 年，而且船价仍在创新高。我们认为造船行业未来仍将保持高速增长，而且未来 4 年左右增长的确定性很强。

矿山机械

商品和能源价格高企带来的此轮采矿机械景气周期还将继续，以中国为代表的亚太地区市场仍然是最主要的需求增长点。未来矿山机械行业将向企业规模大型化、生产机械化、高效率、高安全性方向发展，从而给矿山机械行业尤其是高端产品（大型矿山机械、成套设备）带来新的发展机遇。

工程机械

中国经济正进入重工业化中期，发达国家工业化历程显示，重工业化期间工程机械获得了长期繁荣。而我国庞大的基础设施建设尚处于发展期，城镇化、新农村建设、铁路、公路基础设施、公共设施建设投资将带动内需持续增长，温和的宏观调控和迅猛的出口增长将使工程机械行业的周期性波动减弱，工程机械将持续 5-10 年的快速增长。

由于需求驱动因素的不同和市场结构的差异，各个工程机械子产品未来的增长前景会有分化。我们看好挖掘机、混凝土机械及叉车的发展（将保持 30-50% 的增长），推土机、装载机将保持平稳增长（10-15%）。同时，随着我国工程机械产品性价比的提高，近年来保持了高速的出口增长。我们看好具备较强出口竞争力的企业。

机床

中国经济正进入重工业化中期，机床行业迎来了快速发展时期。中国从 2001 年起成为世界机床消费量最大、进口最多的国家。需求拉动、产品升级换代、进口替代成为机床企业业绩增长的三大

驱动要素。2005 年以来，机床行业作为先进制造业的代表，受到了国家前所未有的重视，相关政策的扶持也将成为机床行业发展的推动力。我们认为未来 5 年机床行业将进入到一个持续稳定增长长期，国内机床企业可保持 15% 的销售增长。

电气设备

国内电网投资、新能源方面的投资均快速增长，国内企业的竞争力提升较快，输变电站设备、新能源设备等行业的国内企业面临着很大的市场机遇。国内的发电设备企业已经具备了全球的竞争力，尽管国内市场已经平稳，但海外市场仍有较大的发展空间。在太阳能设备方面，国内企业也已具备了全球竞争力。

3. 基于行业的盈利前景和估值水平的合理性，08 年我们看好——

银行：受益于经济的景气和加息周期，07、08 两年均能保持盈利的高增长。在银行中，更看好民生银行等中型银行，与大型银行估值水平相当但增速更快。

房地产：尽管近期的调控政策会抑制房价上涨的速度，但长期来看其行业前景基本上毋庸置疑。

零售：已经与海外市场同类公司的估值水平相当。受益于消费增速提高和消费升级，行业的将保持较快的增长速度。

家电：主要家电的销售增速均较快，主要家电企业的盈利增速也较快，而其估值水平明显低于市场的平均水平。

机械：中国重工业化及全球制造业向中国转移将促进中国装备制造业从制造能力到产业结构的全面升级。

汽车：中国轿车正在进入普及阶段，未来五年有望保持 20% 左右的年增长速度。

钢铁：国内景气度保持向上，国际需求旺盛，而产能相对不足。

附录：中国及全球行业龙头企业的对比

行业	公司	国家	市值(USD m ³)	PE06	PE07	PB	PS	ROA	ROE	市值/总资产	
Banking 银行	CITIGROUP INC	US	208,036	10.67	11.08	1.64	1.19	1.27%	18.66%	0.11	
	BANK OF AMERICA CORP	US	210,662	10.44	10.52	1.56	1.72	1.53%	18.07%	0.14	
	HSBC HOLDINGS PLC	GB	225,018	11.9	11.79	1.83	1.74	0.94%	15.73%	0.06	
	IND & COMM BK OF CHINA - A	CH	332,125	42.33	34.17	5.46	7.28	0.71%	13.64%	0.33	
Broker 证券商	MORGAN STANLEY	US	66,741	7.82	8.14	1.96	0.68	0.74%	23.49%	0.06	
	GOLDMAN SACHS GROUP INC	US	95,789	9.26	9.25	2.66	1.16	1.22%	31.89%	0.11	
	MERRILL LYNCH & CO INC	US	54,490	15.57	10.2	1.45	0.68	0.96%	21.25%	0.06	
	NOMURA HOLDINGS INC	JN	31,444	19.6	18.81	1.6	1.71	0.50%	8.28%	0.1	
	BEAR STEARNS COMPANIES INC	US	16,416	9.17	10.31	1.3	0.8	0.64%	18.32%	0.05	
	CITIC SECURITIES CO-A SHARES	CH	47,139	116.29	36.58	25.03	45.32	5.90%	27.31%	5.36	
Insurance 保险	AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	US	163,711	9.9	9.52	1.58	1.38	1.53%	14.95%	0.17	
	ING GROEP NV-CVA	NE	98,939	8.13	8.45	1.79	0.92	0.65%	20.51%	0.06	
	CHINA LIFE INSURANCE CO- A	CH	242,840	56.28	71.51	11.68	10.88	3.02%	18.14%	2.37	
	PING AN INSURANCE GROUP CO-A	CH	125,915	70	73.65	10.71	8.25	1.93%	19.75%	1.9	
Specialty Retail 专业零售	HOME DEPOT INC	US	52,143	12.21	12.95	2.25	0.7	11.92%	22.18%	1	
	BEST BUY CO INC	US	19,911	17.18	15.26	5.89	0.59	10.83%	24.04%	1.47	
	SUNING APPLIANCE CO LTD	CH	13,351	95.45	80.23	26.65	3.05	10.93%	33.87%	11.24	
Wines & Spirits 酒类	PERNOD-RICARD SA	FR	35,058	20.4	17.9	2.7	5.08	17.11%	30.53%	1.24	
	KWEICHOW MOUTAI CO LTD-A	CH	24,545	104.71	87	29.81	37.11	17.24%	27.38%	19.48	
Food 食品	NESTLE SA-REG	SZ	181,155	20.56	19.56	3.94	1.99	8.96%	18.24%	2.05	
	GROUPE DANONE	FR	44,580	24.27	22.19	5.03	2.16	8.06%	24.37%	1.82	
Telecom 电信	AT&T INC	US	253,412	15.56	15.01	2.28	2.25	3.53%	8.64%	0.94	
	VERIZON COMMUNICATIONS INC	US	128,931	19.4	18.74	2.59	1.42	3.47%	14.05%	0.68	
	TELEFONICA SA	SP	154,281	18.1	15.26	5.68	1.93	6.84%	41.68%	0.98	
	NTT DOCOMO INC	JP	60,453	14.55	14.33	1.59	1.39	7.33%	11.14%	1.13	
	CHINA MOBILE LTD	HK	394,165	39.86	35.68	8.63	9.06	14.42%	22.10%	6.18	
Home Builder 房地产	LENNAR CORP-CL A	US	3,569	33.7	N/A	0.71	0.29	4.76%	10.84%	0.29	
	SIN HONG KAI PROPERTIES	HK	53,547	19.65	N/A	2.25	13.46	8.70%	12.03%	1.62	
	VANKE CO.LTD	CH	31,368	93.1	58.7	15.8	12.6	N/A	N/A	0.64	
Coal 煤炭	CHINA SHENHUA ENERGY CO - H	CH	191,358	44.54	39.52	12.07	11.83	11.43%	28.01%	9.09	
	CHINA COAL ENERGY CO - H	CH	38,235	62.27	51.75	13.21	6.51	8.83%	24.88%	6.57	
	YANZHOU COAL MINING CO-H	CH	12,266	30.32	23.65	3.83	5.5	10.61%	12.98%	4.05	
	SHANXI XISHAN COAL & ELEC-A	CH	9,159	67.33	64.34	12.49	9.04	9.84%	19.96%	6.57	
	PINGDINGSHAN TIANAN COAL -A	CH	5,378	32.31	38.85	7.91	3.8	12.69%	22.61%	4.73	
	SHANXI LU'AN ENVIRONMENTAL-A	CH	6,403	45.53	51.71	13.1	5.32	11.59%	31.97%	5.2	
	PEABODY ENERGY CORP	US	14,863	44.43	30.34	5.75	2.77	7.34%	26.60%	1.56	
	CONSOL ENERGY INC	US	9,790	26.84	25.62	7.84	2.75	7.61%	39.10%	1.73	
	COAL & ALLIED INDUSTRIES LTD	AU	51,474	30.78	61.77	7.85	4.55	16.01%	39.01%	30.82	
	UK COAL PLC	GB	1,628	12.29	17.74	2.45	2.66	2.52%	8.88%	1.11	
	Oil 石油	PETROCHINA CO LTD-H	CH	441,662	23.08	21.65	5.16	4.38	17.24%	25.81%	3.92
		CHINA PETROLEUM & CHEMICAL-H	CH	251,892	14.23	15.24	3.36	0.87	9.29%	22.13%	3.19
CNOOC LTD		HK	83,989	20.96	21.49	5.38	7.39	22.91%	34.10%	4.19	
EXXON MOBIL CORP		US	507,871	13.25	13.31	4.36	1.57	18.49%	35.11%	2.32	
CHEVRON CORP		US	194,476	11.03	11.04	2.66	1.02	13.26%	26.04%	1.47	
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS		NE	270,779	9.47	10.47	2.29	0.82	11.19%	25.88%	0.56	
TOTAL SA		FR	185,282	11.05	10.02	2.8	0.97	11.14%	29.07%	1.23	
BP PLC		GB	238,529	12.48	12.3	2.64	0.91	10.36%	26.74%	0.53	
Shipbuilding 造船	CHINA STATE SHIPBUILDING-A	CH	22,341	149.49	45	19	9.88	9.62%	27.47%	5.45	
	HYUNDAI HEAVY INDUSTRIES	KR	40,657	43.88	21.88	8.23	2.49	5.75%	17.30%	2.82	
	SAMSUNG HEAVY INDUSTRIES	KR	13,268	77.19	24.37	5.36	1.87	1.95%	7.43%	1.35	
	DAEWOO SHIPBUILDING & MARINE	KR	11,632	177.17	26.51	6.58	1.93	1.05%	3.86%	1.79	
Machinery 机械	SANY HEAVY INDUSTRY CO LTD-A	US	8,502	53.96	48.52	17.95	9.08	10.44%	23.60%	10.73	
	CHANGSHA ZOOMLION HEAVY INDS	US	5,699	41.29	43.72	13.31	5.78	10.10%	23.87%	7.96	
	CATERPILLAR INC	US	47,234	14.24	13.77	5.48	1.08	7.22%	46.26%	0.93	
Aviation 航空	AIR CHINA LTD - A SHARE	US	28,636	62.45	70.78	8.76	5.31	3.53%	10.79%	2.55	
	CATHAY PACIFIC AIRWAYS	US	11,691	17.4	15.78	1.94	1.28	4.07%	10.15%	0.11	
	SINGAPORE AIRLINES LTD	US	15,682	11.24	12.87	1.43	1.51	8.63%	14.90%	0.87	
Shipping 航运	CHINA COSCO HOLDINGS-A	US	61,510	177.15	29	16	5.19	3.64%	10.58%	6.37	
	A P MOLLER - MAERSK A/S - B	US	59,657	18.85	16	2.25	1.1	5.20%	12.32%	0.98	
Steel 钢铁	JFE HOLDINGS INC	JN	35,771	11.95	11.89	2.53	1.13	7.99%	21.32%	1.06	
	THYSSENKRUPP AG	GE	32,925	10.31	10.17	2.29	0.42	4.63%	20.45%	0.64	
	BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	CH	39,549	20.48	18.51	3.44	1.57	8.88%	16.63%	1.95	
	ANGANG STEEL CO LTD - A	CH	24,196	25.36	21.01	6	3.32	19.39%	34.39%	3.06	
	WUHAN IRON & STEEL CO LTD-A	CH	16,345	19.42	19.27	4.85	2.44	10.18%	18.52%	3.06	
	POSCO	SK	58,657	14.97	12.97	2.17	2.39	12.68%	18.52%	2.05	
	NUCOR CORP	US	17,343	11.49	11.81	3.47	1.1	23.40%	38.61%	2.2	
	TATA STEEL LIMITED	IN	16,319	13.61	10.77	3.95	2.26	11.91%	33.55%	1.36	
	Metal 金属	ALUMINUM CORP OF CHINA LTD	HK	66,584	45.22	48.62	12.27	8.61	17.14%	30.56%	6.62
ZHIN MINING GROUP CO LTD-H		CH	18,862	74.17	63.12	41.92	12.19	20.26%	56.60%	12.38	
NEWMONT MINING CORP		US	22,716	40.92	61.35	2.93	3.94	5.35%	8.93%	1.46	
YUNNAN COPPER INDUSTRY CO-A		CH	11,706	48.29	42.02	12.5	2.02	10.35%	39.75%	5.85	
SOUTH COPPER CORP-INNV1		PE	9,766	7.67	3.73	6.7	3.42	56.57%	82.54%	14.32	
YUNNAN CHIHONG ZINC & GERMAN		CH	4,890	29.22	25.69	15.6	6.84	29.95%	67.77%	7.98	
ENERGY RESOURCES OF AUST		AU	3,961	145.68	84.25	8.04	15.82	5.03%	7.98%	4.97	
Cement 水泥		HUAXIN CEMENT CO LTD-A	CH	1,249	89.52	42.69	7.32	2.73	1.64%	8.46%	1.31
	TANGSHAN JIDONG CEMENT CO-A	CH	2,269	44.91	46	6.43	5.22	3.05%	8.85%	2.55	
	ANHUI CONCH CEMENT CO LTD-A	CH	15,920	53.83	49.93	13.1	5.98	7.16%	23.84%	5.33	
	HEIDELBERGCEMENT AG	GE	18,895	6.73	11.33	1.84	1.29	7.84%	19.05%	1.06	
	LAFARGE SA	FR	27,430	11.68	11.79	1.79	1.15	4.75%	13.61%	0.63	
Construction 建筑	CHINA SINOMA INTL ENGINEER-A	CH	1,147	65.26	34.21	10.12	1.19	2.11%	16.44%	1.07	
	SHANGHAI CONSTRUCTION CO-A	CH	1,284	32.8	31.69	2.7	0.42	2.02%	7.70%	0.7	
	VINCI SA	FR	39,172	19.55	18.11	3.7	0.93	3.42%	18.80%	0.56	
	SKANSKA AB-B SHS	SW	8,212	14.21	14.13	2.89	0.39	5.10%	19.31%	0.76	

资料来源: Bloomberg



First State
Investments

信达澳银基金管理有限公司
FIRST STATE CINDA FUND MANAGEMENT CO.,LTD

深圳总部

地址：深圳市福田区深南大道7088号招商银行大厦24层
邮政编码：518040
电话：0755-83172666 传真：0755-83196151
客服热线：400-8888-118或0755-83160160
网址：www.fscinda.com

Address: 24F, China Merchants Bank Building No.7088 Shen Nan Road,
Shenzhen (518040), China
Tel: 0755-83172666 Fax: 0755-83196151
Service Hotline: 400-8888-118/0755-83160160
Website: www.fscinda.com

北京分公司

地址：北京市西城区月坛北街26号恒华国际商务中心写字楼606室
邮政编码：100045
电话：010-58569988
传真：010-58564084

Address: Unit 606, Heng Hua International Business Center No.26
Yue Tan North Street, Xi Cheng District, Beijing 100045, China
Tel: 010-58569988
Fax: 010-58564084