



天相投资顾问有限公司
TX Investment Consulting Co., Ltd.

寻找令人尊敬的企业

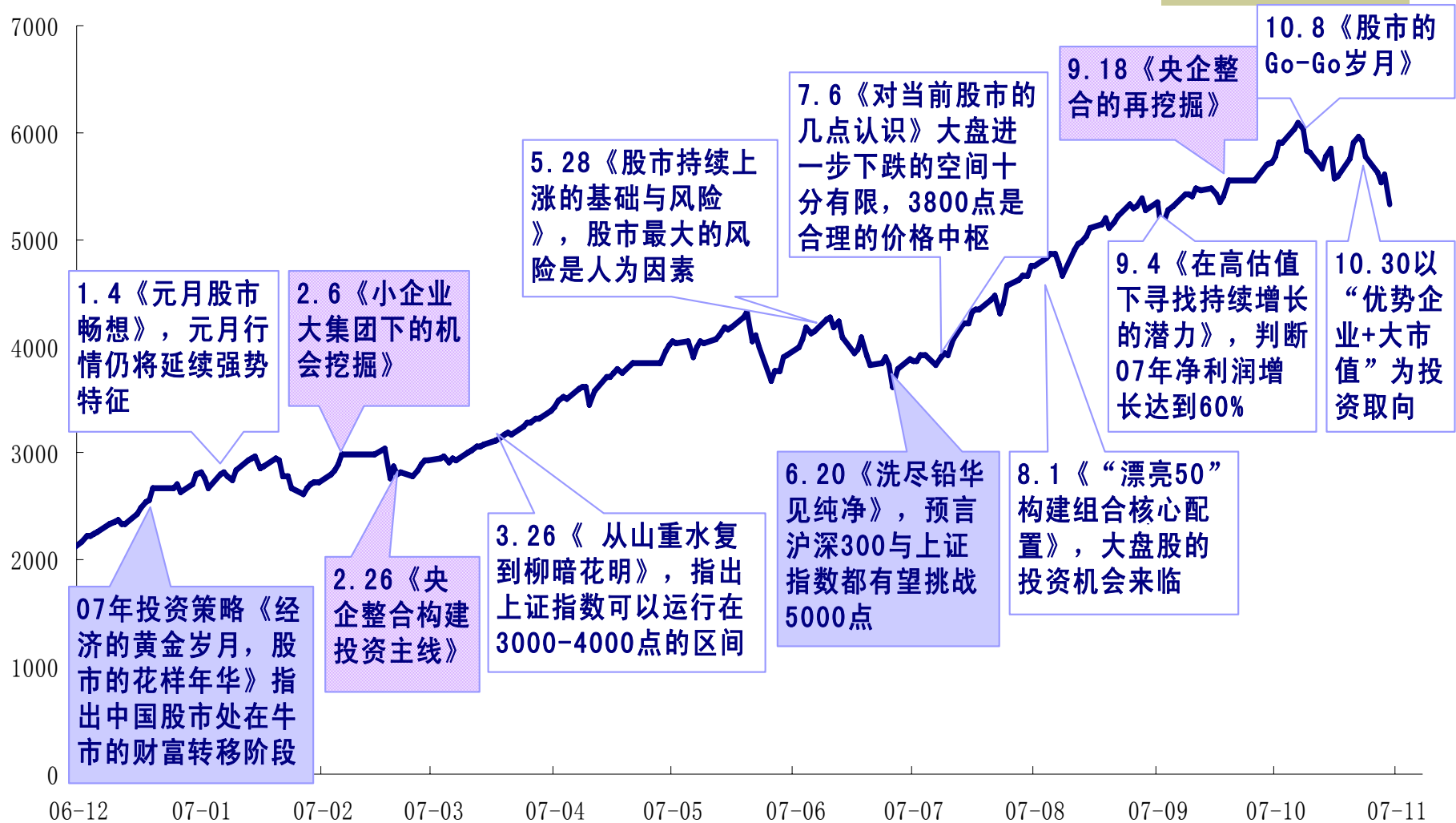
——2008年年度投资策略

天相投顾 仇彦英 徐炜

2007年12月



2007年以来主要观点





主要内容

- ✓ 从国际视野看中国股市
- A股市场2008展望
- 基本投资策略
- 中小板 tenbaagers的集中地
- 寻找令人尊敬的企业

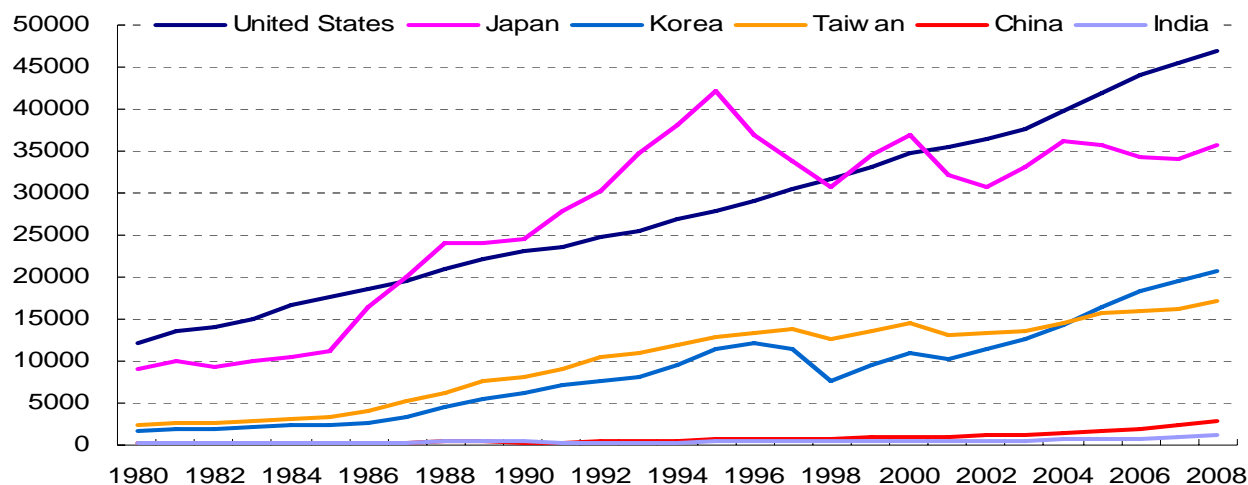
中国经济处于快车道

- 按照钱纳里工业理论，我国正处于工业化中期。

- 十七大报告提出目标，我国2020人均GDP比2000年翻两番，将达到4000美元。

阶段	经济发展阶段		人均GDP (2000年美元)
1	初级产品生产阶段		1200-2400
2	初级阶段	工业化阶段	2400-4800
3	中级阶段		4800-9000
4	高级阶段		9000-14000
5	初级阶段	发达经济阶段	1400-25000
6	高级阶段		25000-40000

人均GDP(美元, 现价)

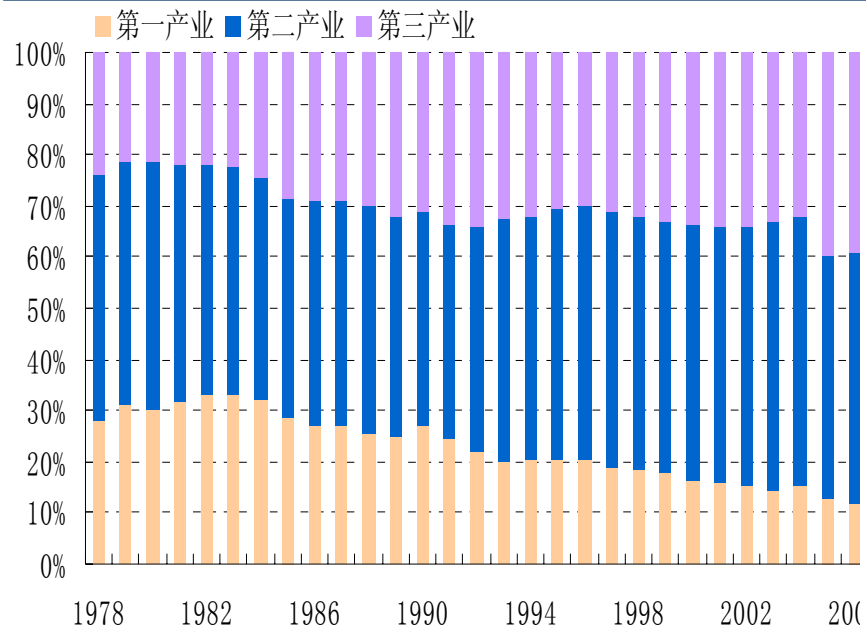


资料来源：天相投顾IMF

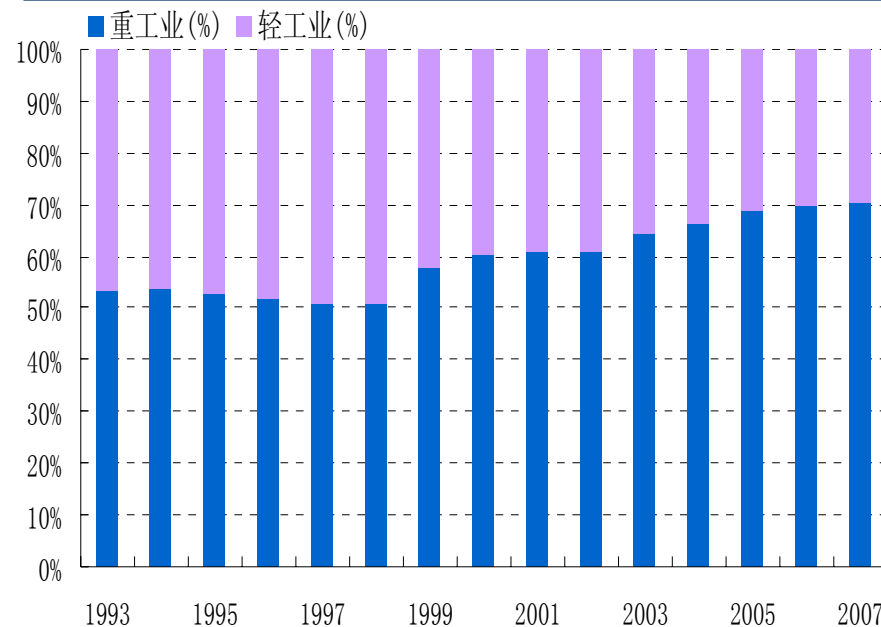
工业化中期的产业结构

- 根据钱纳里发展模式，第一产业比重下降到20%以下，第二产业比重高于第三产业并在GDP中占比最大时，工业化进入中期第二阶段。
- “霍夫曼系数”，重工业在工业产出中比重达到一半进入工业化中期。

第一产业持续缩小，第二产业居于主导

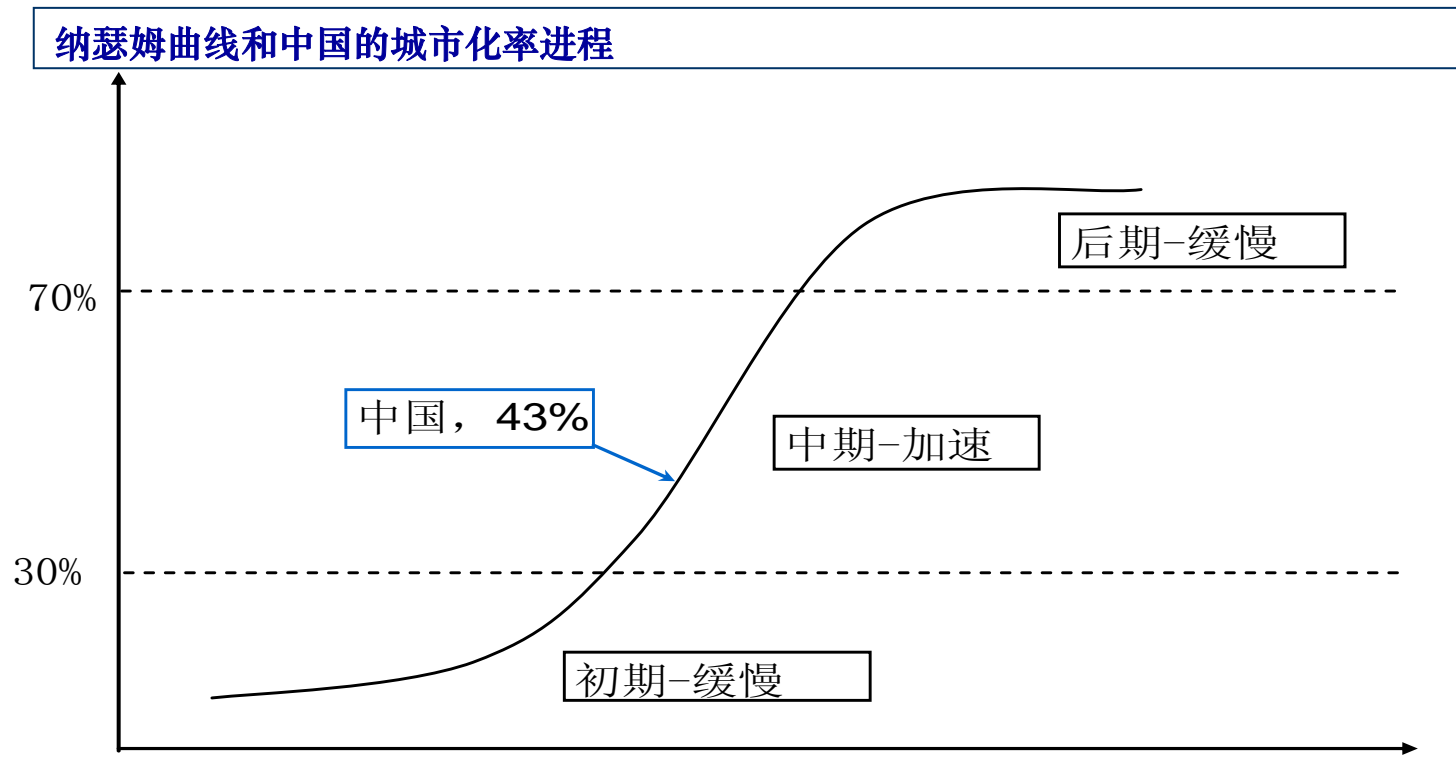


重工业化程度不断提高



工业化中期的城市化水平

- 中国的城市化水平正处于中期加速的阶段。

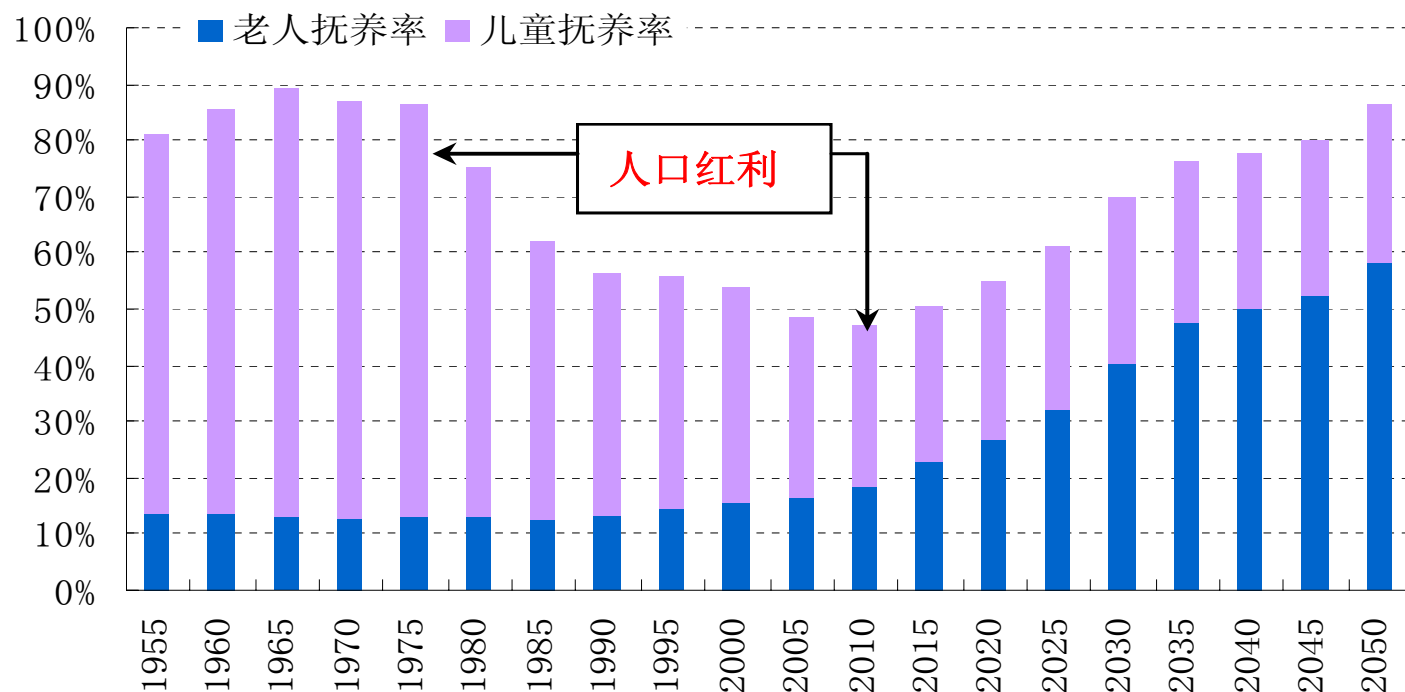


资料来源：天相投顾

继续享受人口红利

- 中国在2010年前，将继续享受“人口红利”。

中国的抚养率变化



资料来源：联合国

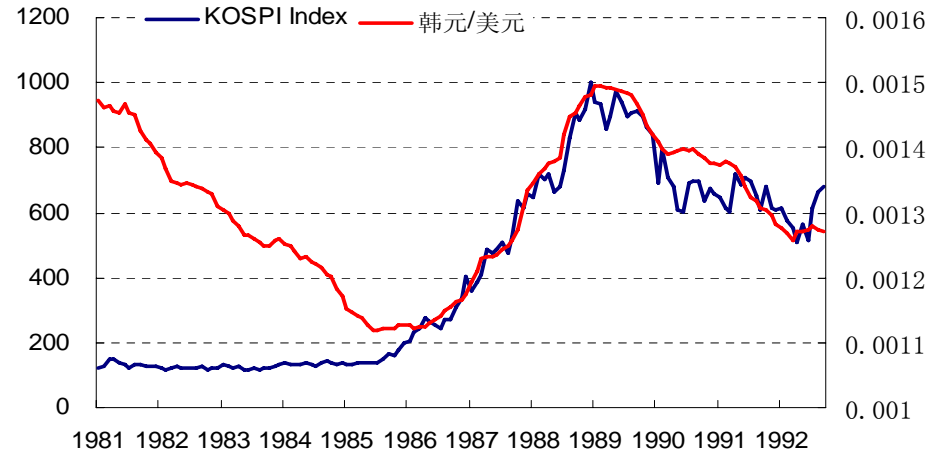
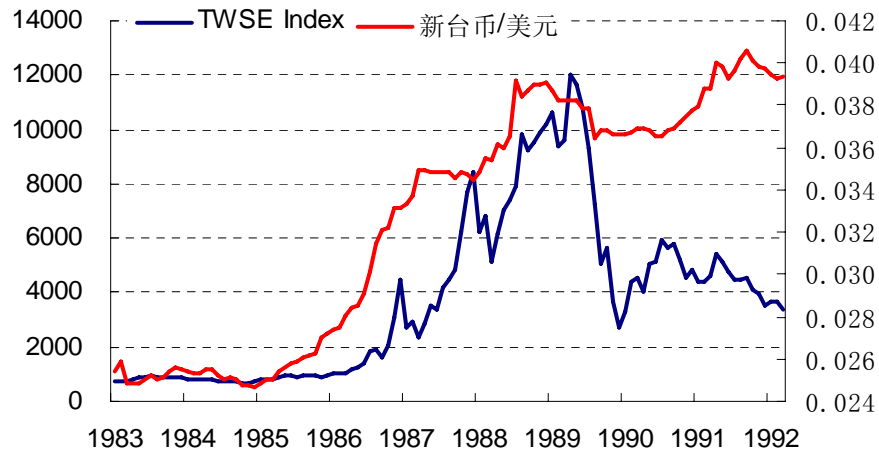
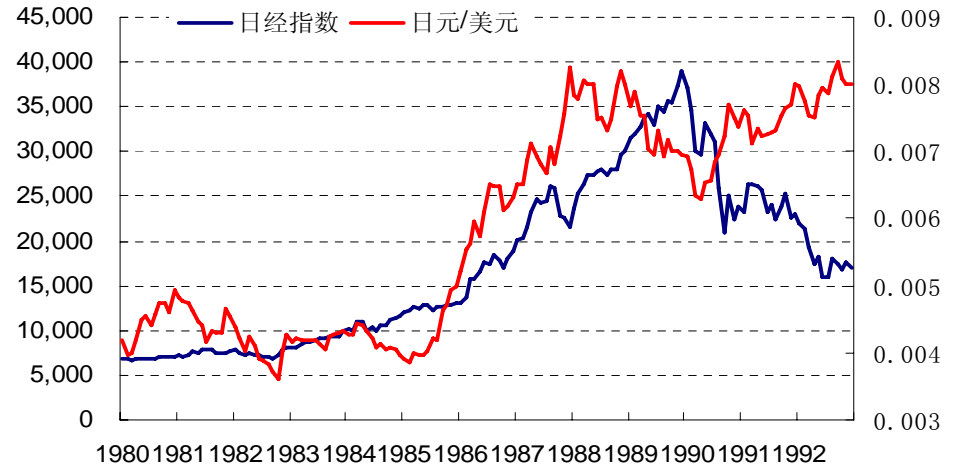
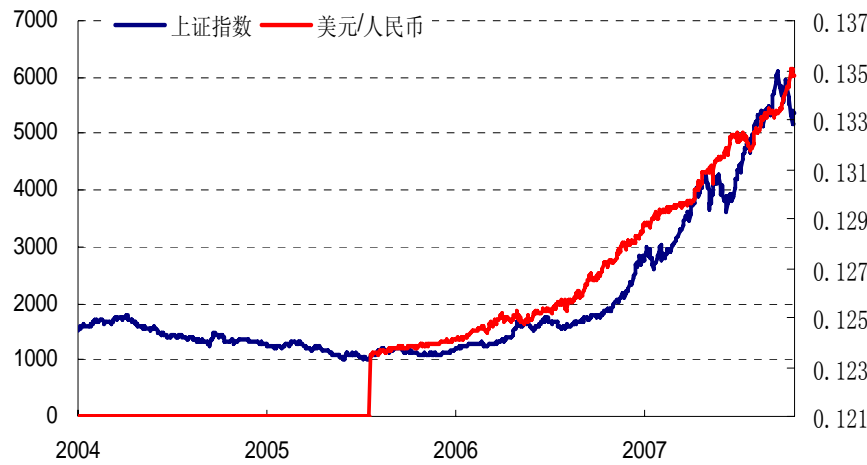
本币升值：牛市的范式效应

- 人民币升值是本轮牛市行情的核心因素。
- 在国际压力（尤其是来自欧元区）下，人民币升值将会进一步加快。

汇改以来，人民币对美元升值 对欧元贬值



国际比较：同样的升值 同样的大牛市



资料来源: Bloomberg

A股：所处的经济阶段并不相同

- 与80年代后期亚洲主要国家和地区相比，虽然经历的升值背景相同，但所处的经济阶段并不相同。
- 当时日本、台湾等已完成工业化。而中国目前仍处于工业化的中期，未来经济增长的空间依然很大，股市将更多受到成长的支持。

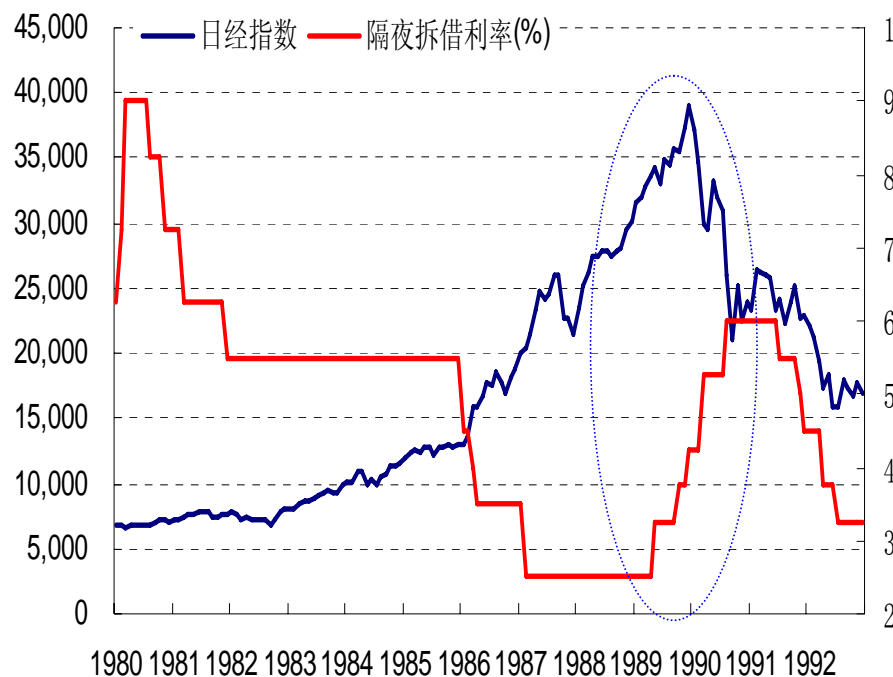
日本	经济的阶段特征	台湾	经济的阶段特征
1955-1975	以投资和出口为主导，劳动密集型产业，完成工业化	1950s	进口替代
1975-1992	技术密集型和知识密集型产业为主导	1960s	出口贸易导向
1992-2002	步入十年的萧条	1970s	重化工业和基础设施建设
2002-2007	经济缓慢复苏	1980s	科技导向
		1990s	提高商业和服务业的比重
		2000s	高科技产业

资料来源：天相投顾

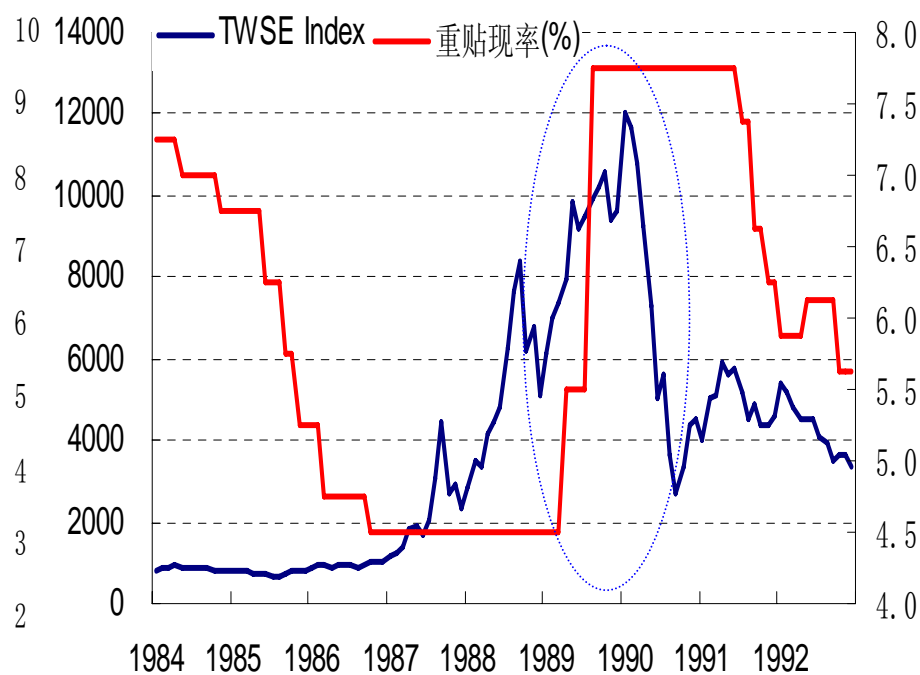
国际比较：低利率环境孕育牛市

- 低利率的环境，孕育了股市的繁荣。
- 但短期内大幅的提高利率，却刺破了“泡沫”。

日本利率在牛市末期大幅上升



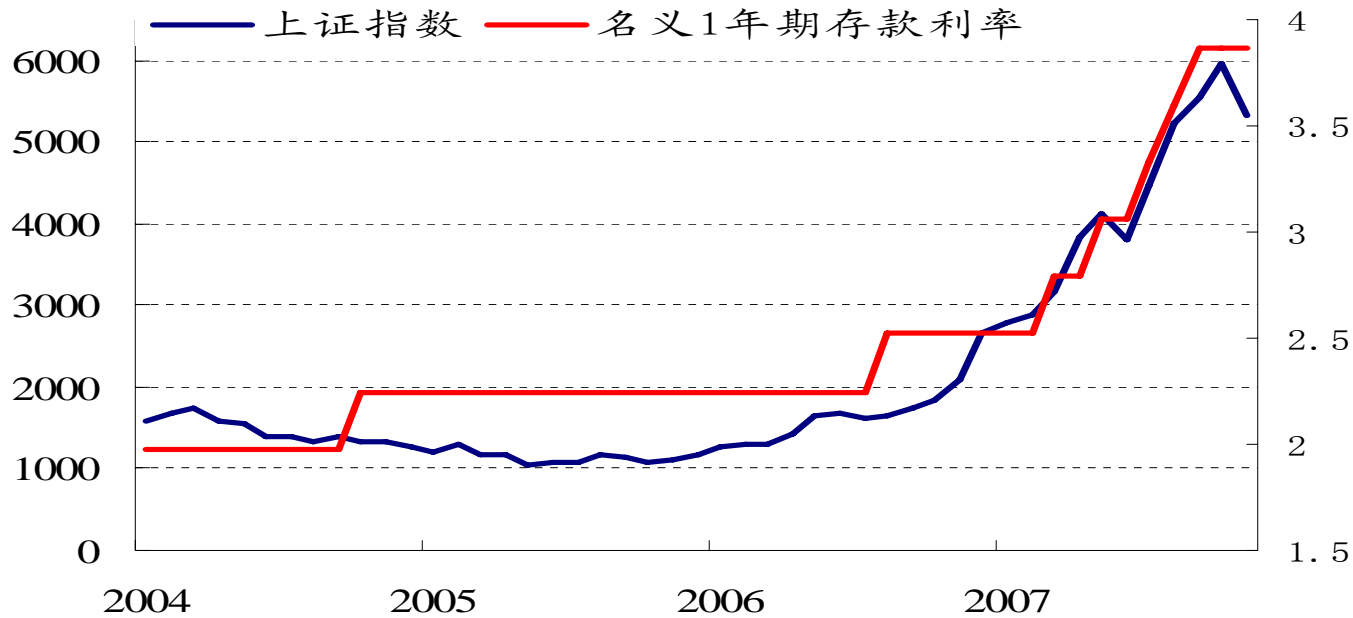
台湾利率在牛市末期大幅上升



A股：利率上调更为及时

- 一样的低利率环境。
- 但利率的调整更为及时。

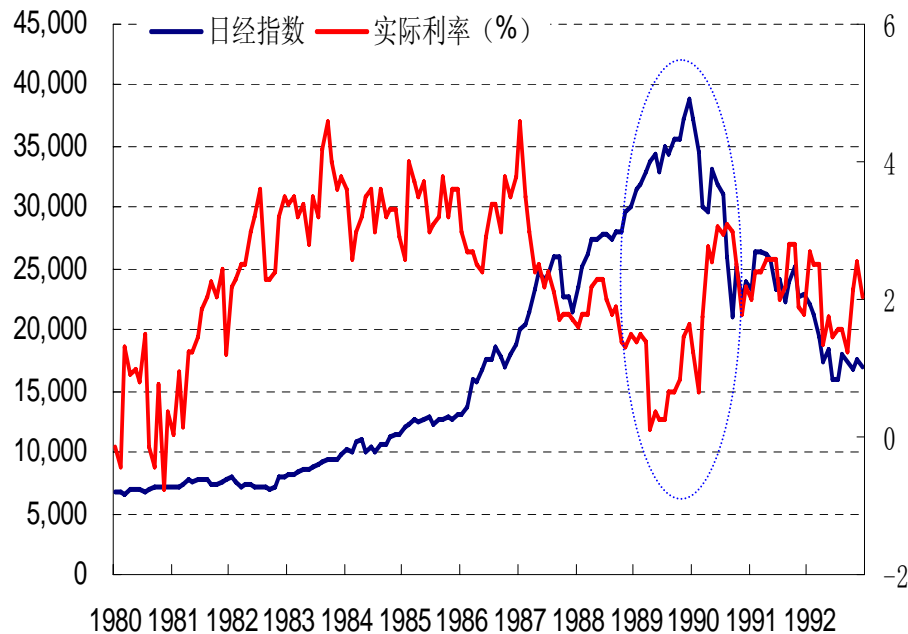
牛市的過程就是加息的過程



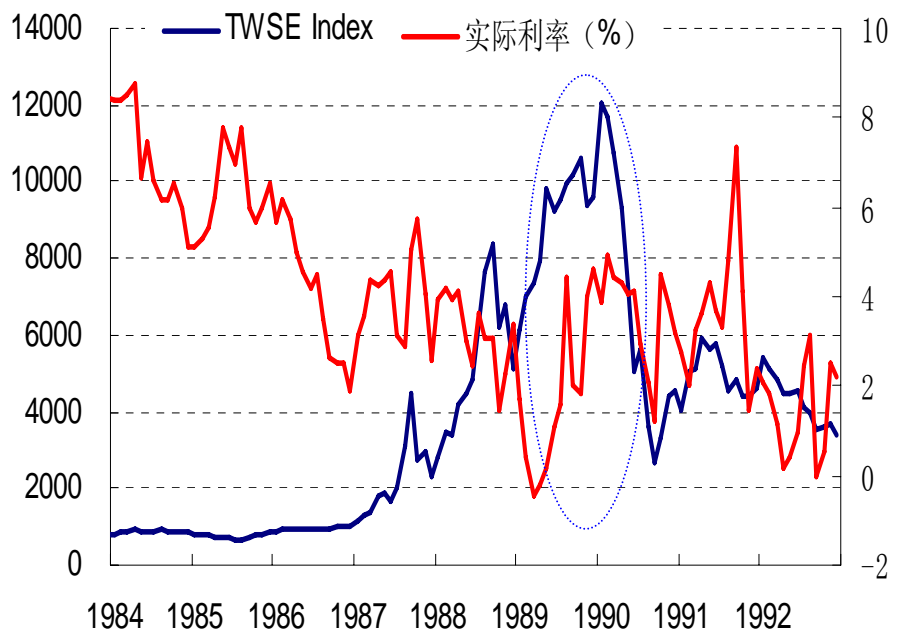
国际比较：实际利率的反作用力

- 实际利率与股市存在明显的负相关性。
- 实际利率的大幅上升是值得警惕的信号。

实际利率与股市走势负相关



实际利率大幅上升值得警惕

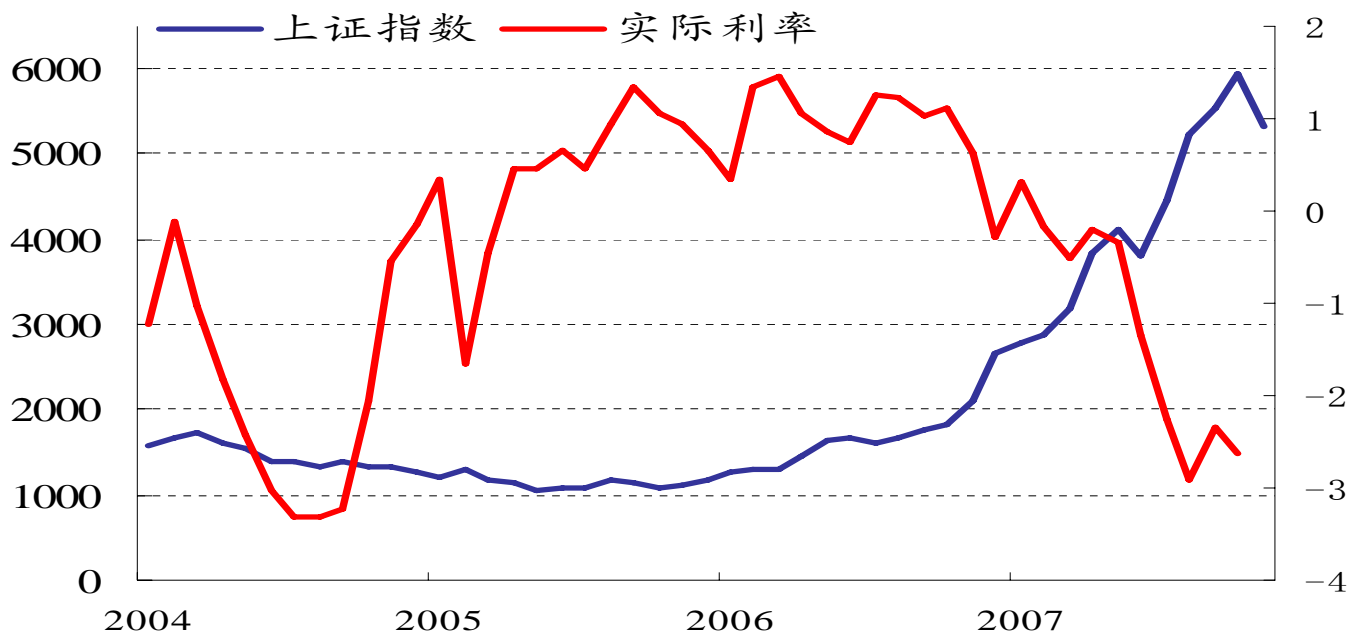




A股：实际利率为负

- 实际利率为负的情况更为突出。
- 实际利率低的情况仍会延续（通货膨胀持续，利率上调空间有限）。

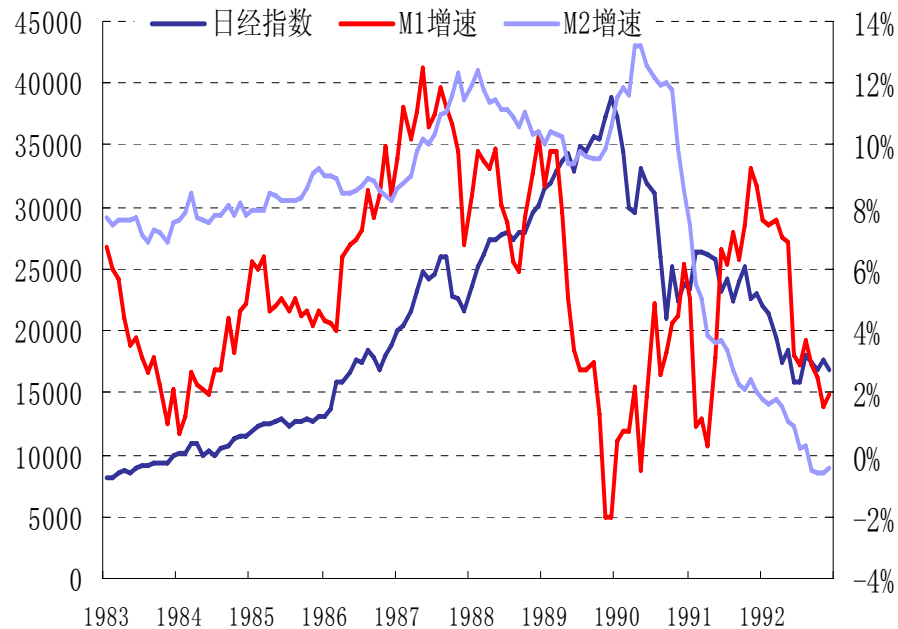
A股实际利率为负



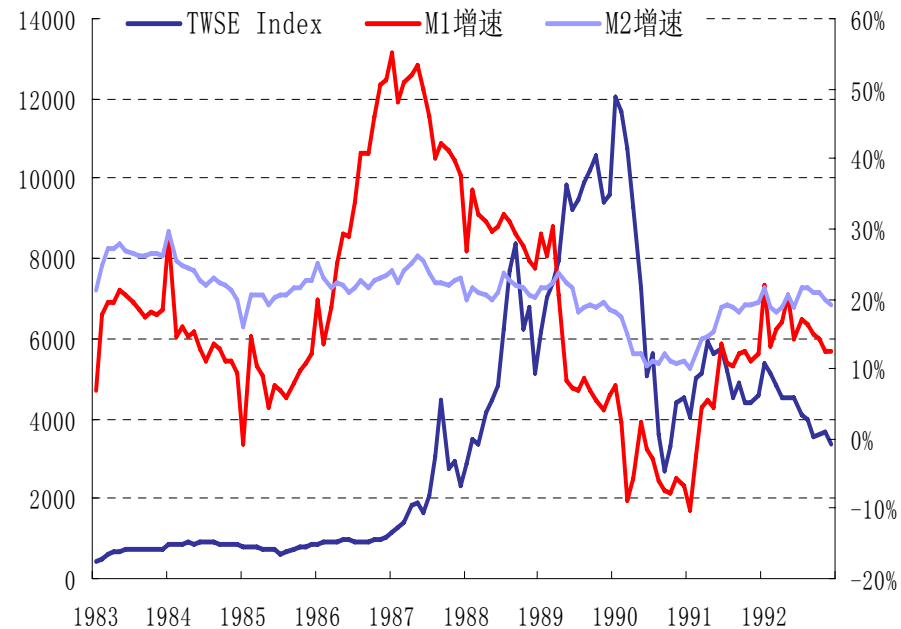
国际比较：充足的流动性助推股市

- 充足的流动性对股市的上涨构成了有力的支持。
- M1的大幅下降，国际游资的撤离，可能引发危机。

日经指数与流动性



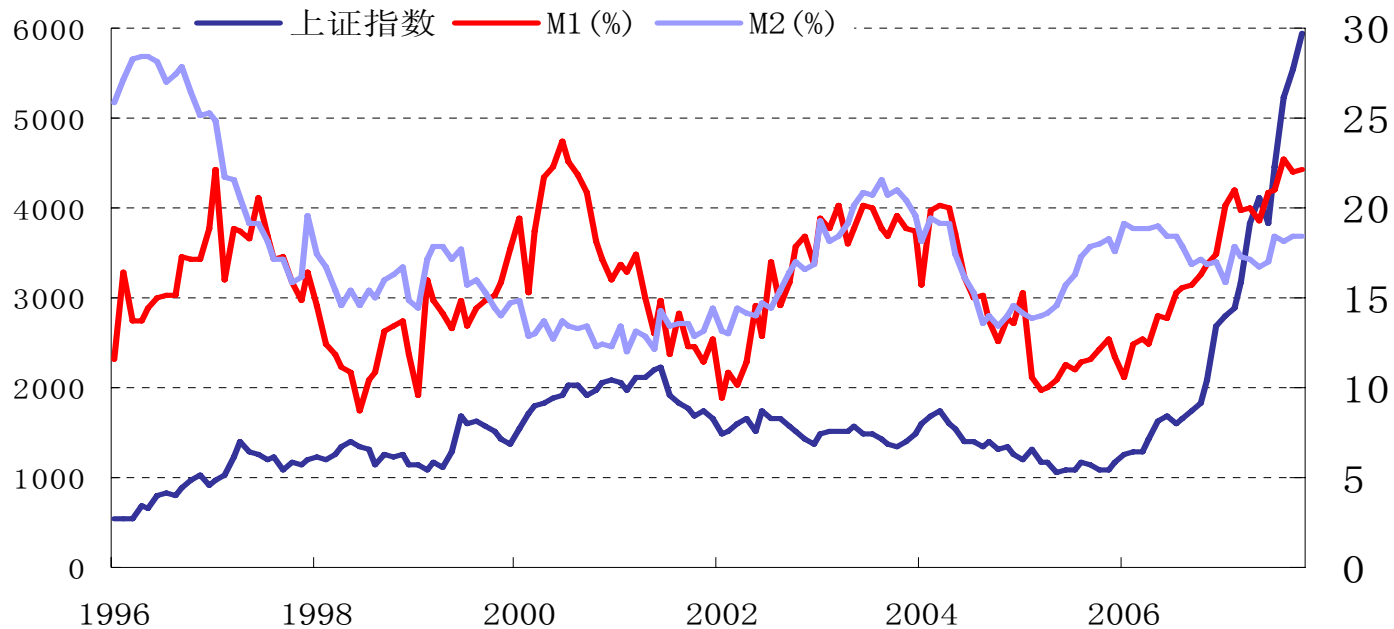
台湾加权指数与流动性



A股：多因素决定牛市还在延续

- M1, M2的黄金交叉依旧持续。
- 资本管制使得外资的影响较小。

上证指数与流动性





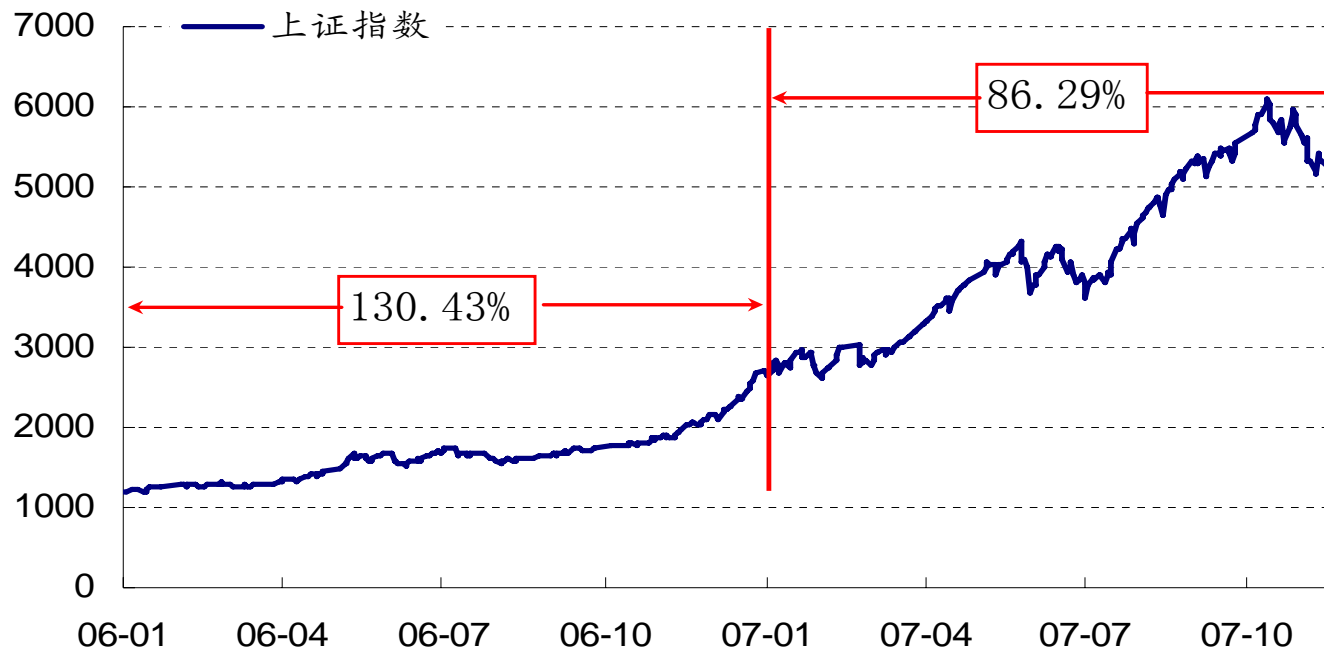
主要内容

- 从国际视野看中国股市
- ✓ A股市场2008展望
- 基本投资策略
- 中小板 tenbaagers的集中地
- 寻找令人尊敬的企业

2007年回顾—A股继续突飞猛进

- 尽管06年A股上涨了130%，但07年仍然获得了80%多的涨幅。

A股在06年大涨的基础上继续突飞猛进（截至11.22）



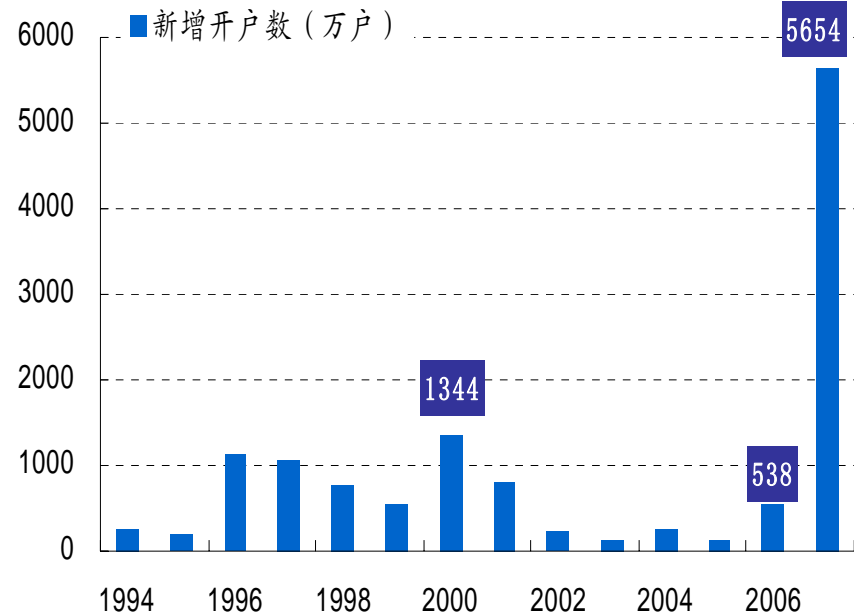
2007年回顾—居民涌入股市

- 2007年，居民投资意识觉醒，在财富效应的推动下，以前所未有的速度投入股市。

目前已有帐户1.34亿户



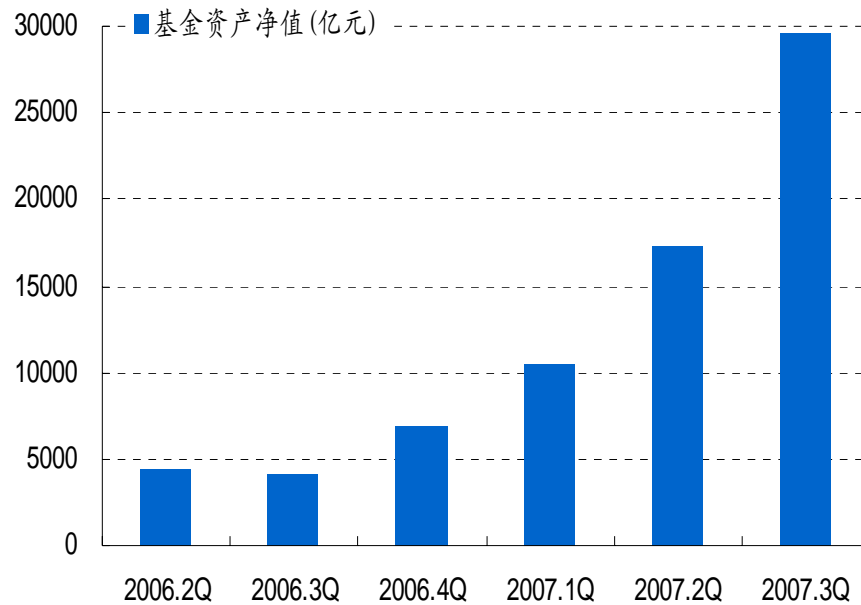
07年开户数是06年的10倍多



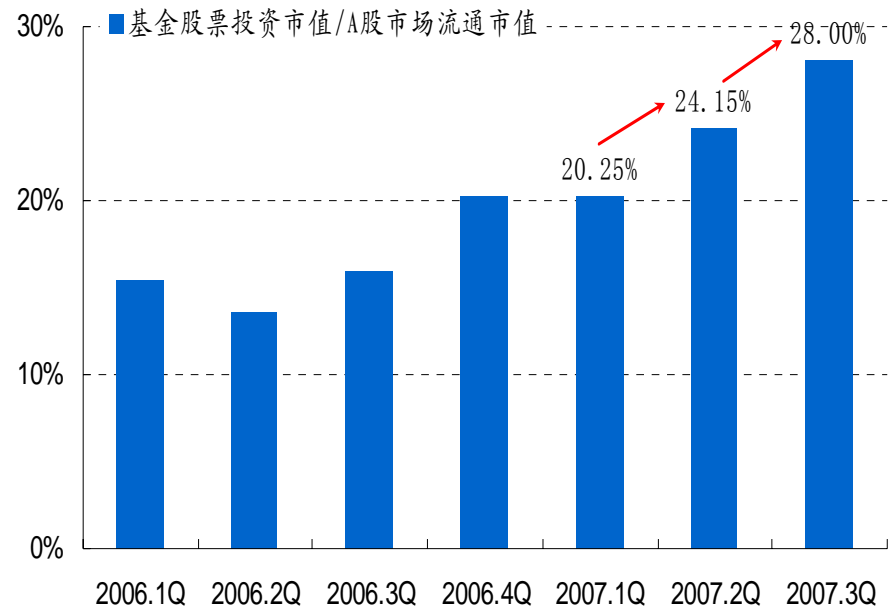
2007年回顾—机构投资者大发展

- 伴随着本轮牛市，机构投资者尤其是基金，迎来了超常规的大发展。
- 机构已成为市场的主导者，这一现象正深刻改变着股市的格局。

基金资产规模继续膨胀



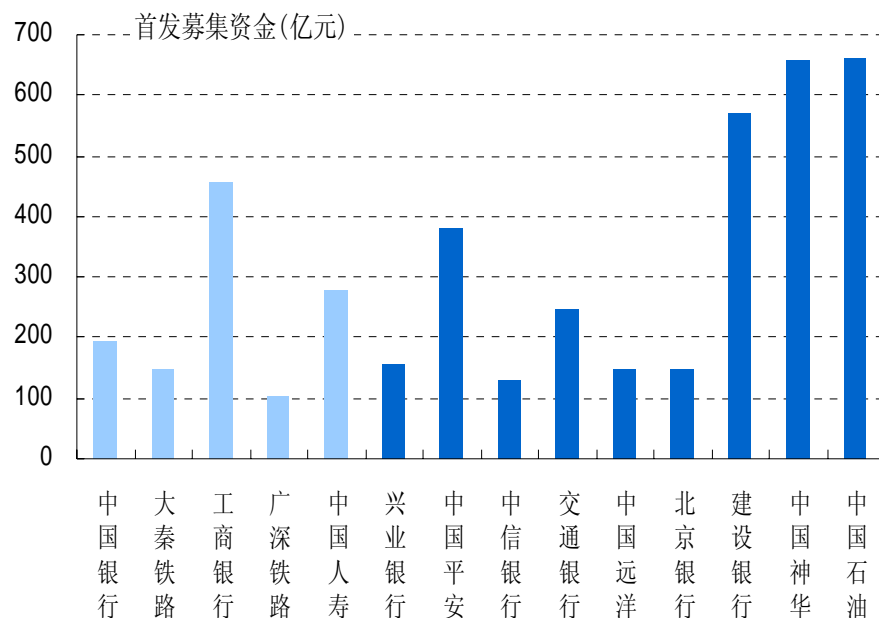
机构已成为市场的主导者



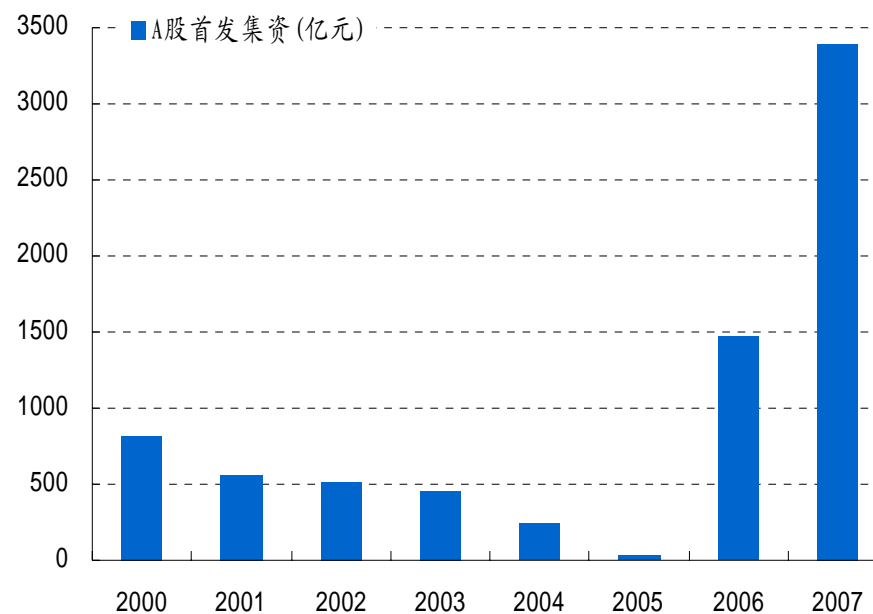
2007年回顾—大盘股回归

- 大盘股的回归正不断的改变A股的市场结构。
- 资金向大盘股的集中，市场演绎“蓝筹股行情”。

大盘股回归改变A股市场结构



A股筹资功能进一步增强



2007年回顾—调控政策贯穿全年

上证指数07年至今的走势



资料来源：天相投顾

2008年展望—宏观经济继续保持高位运行

- 2008年宏观经济将继续保持11%以上的高位增长。
- 2008年投资增长可能趋于放慢，高耗能落后企业将被逐步淘汰。

宏观经济高位运行



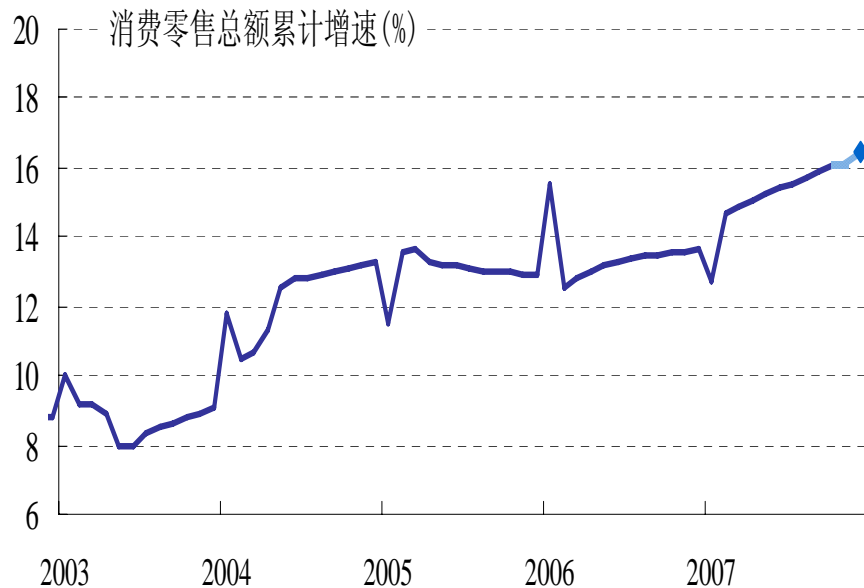
投资趋于放缓



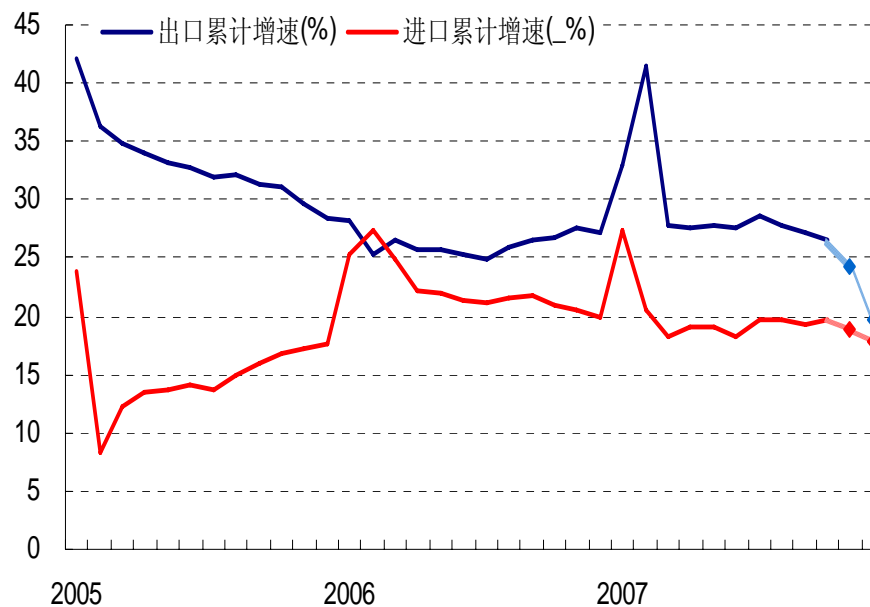
2008年展望—实现增长模式的调整

- 消费增长将继续有所加快。
- 美国经济增长放缓，出口逐步回落。

消费增长将有所加快



出口将逐步回落

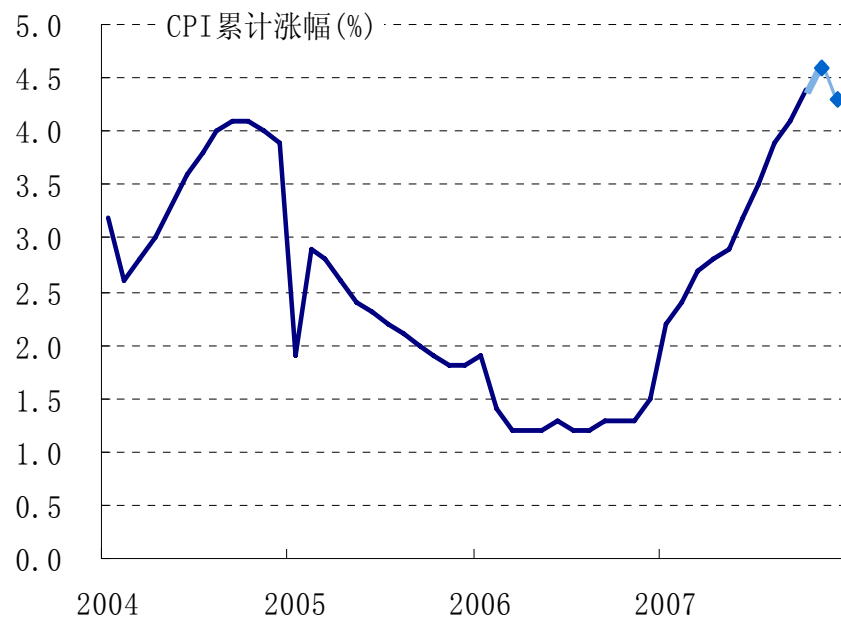


资料来源：天相投顾

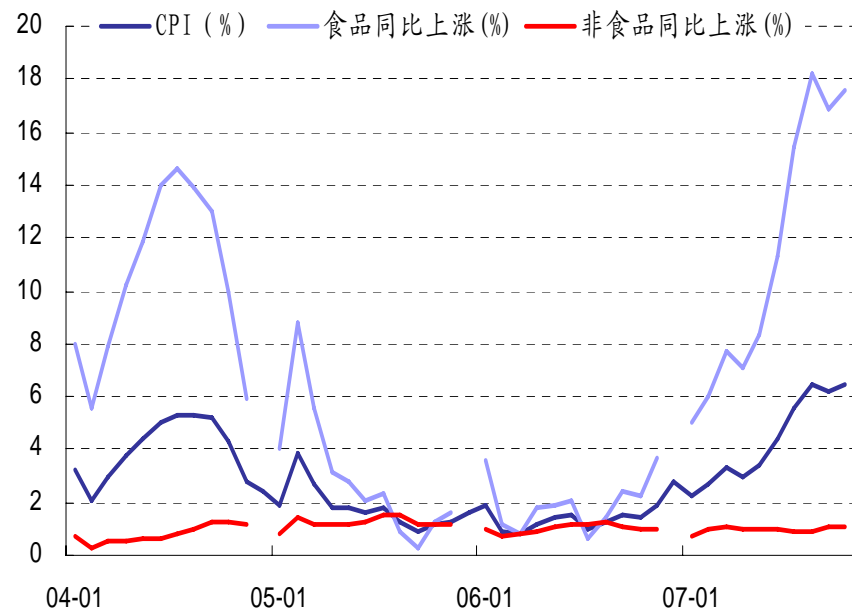
2008年展望—通胀压力仍然可控

- 明年物价上涨会趋于回落。
- 加息仍然存在空间。

物价增长逐步放缓



物价上涨主要是结构性的



2008年展望—宏观经济主要指标预测

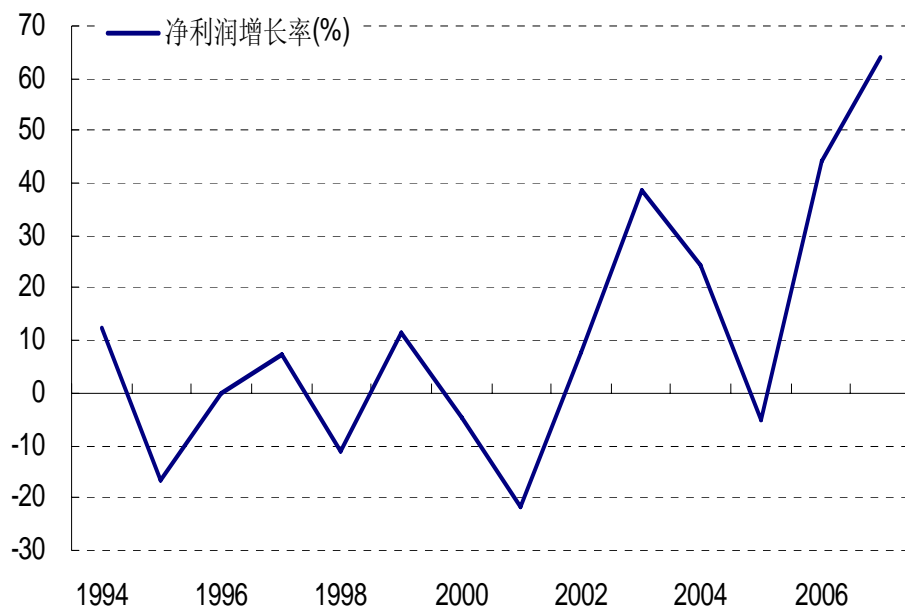
主要经济指标增速预计 (%)		
宏观指标	2007年	2008年
GDP增速	11.4	11.2
规模以上工业增加值增速	18.3	17.8
城镇固定资产投资增速	26.1	25.9
社会消费品零售总额增速	16.1	16.5
出口增速	24.3	19.7
进口增速	18.9	17.8
顺差 (亿美元)	2633	3331
M2	18.8	18.3
M1	21.3	19.5
人民币各项贷款增速	17	16.7
CPI	4.6	4.3
PPI	2.8	2.6
规模以上工业企业利润增速	35.8	29.5
人民币对美元 (元)	7.3056	6.8342

资料来源：天相投顾

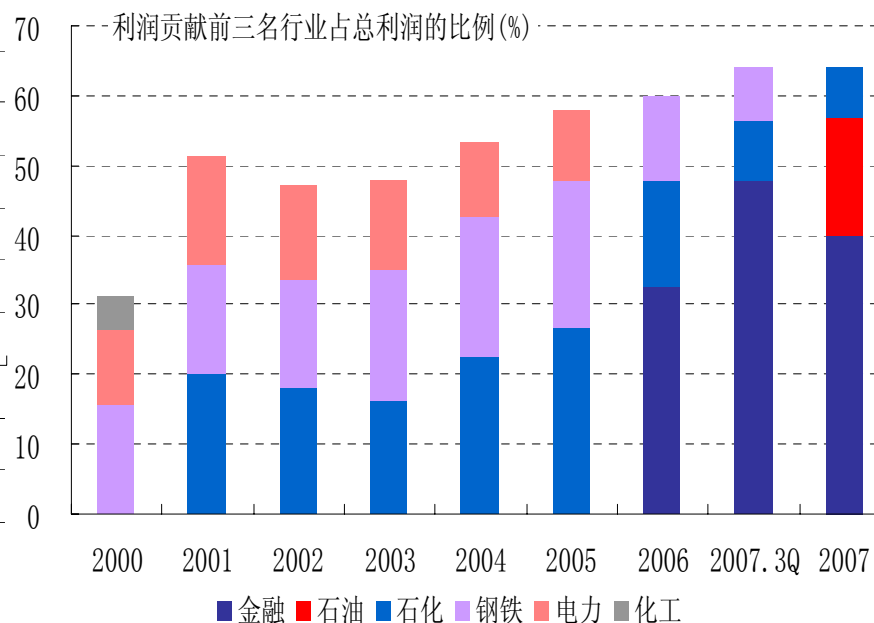
2008年展望—A股的高成长

- 上市公司业绩的高速增长奠定了牛市的坚实基础。
- 随着大盘股的上市，利润结构发生变化，利润增长的稳定性在提高。

上市公司利润快速增长



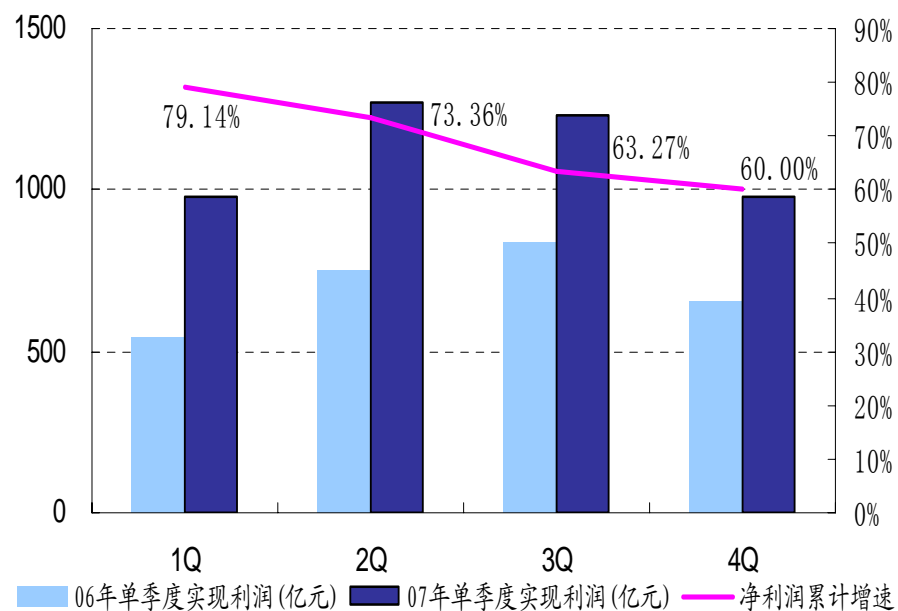
利润结构趋于合理



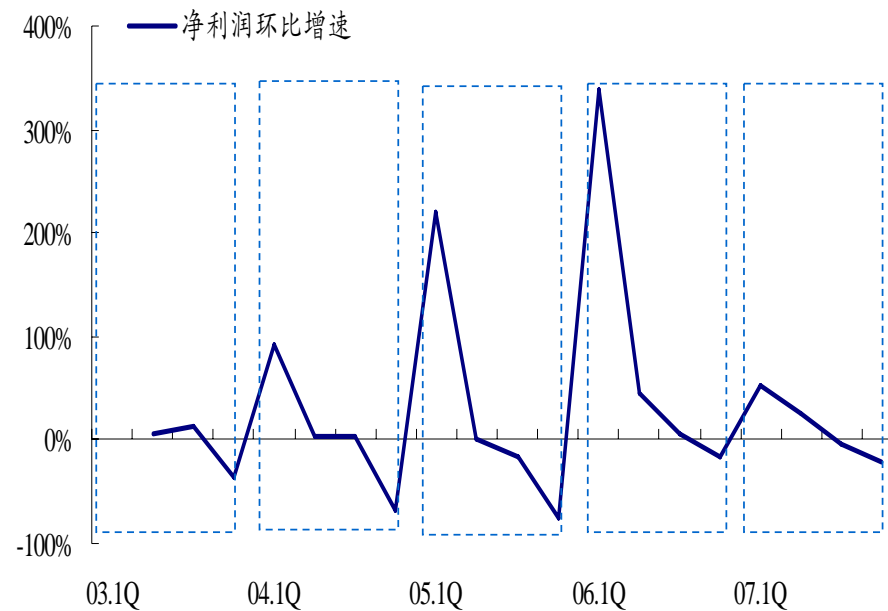
2008年展望—07年有望实现60%的增长

- 07年上市公司业绩有望实现60%的增长。
- 由于四季度普遍存在的利润调控，因此环比增长可能会进一步下降。

07年有望实现60%的增长



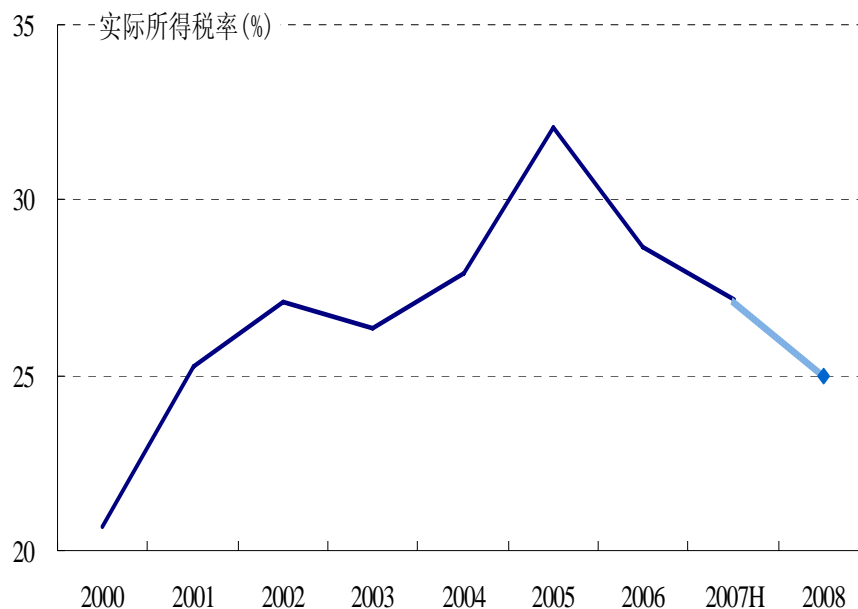
利润调控将导致四季度利润环比下降



2008年展望——08年业绩增长35%

- 08年两税合一将对业绩带来额外的提升。

08将施行两税合一



资料来源：天相投顾

08预计增长35%，09预计增长20%

行业预期净利润增长	2008E	2009E	净利润贡献
金融	42.71%	25.03%	40%
石油石化	16.00%	6.84%	24%
金属非金属	33.68%	19.13%	10%
电力	19.17%	19.67%	3%
机械	40.56%	26.67%	2%
其余	50.00%	30.00%	20%
总体	35.40%	20.38%	100%

资料来源：朝阳永续

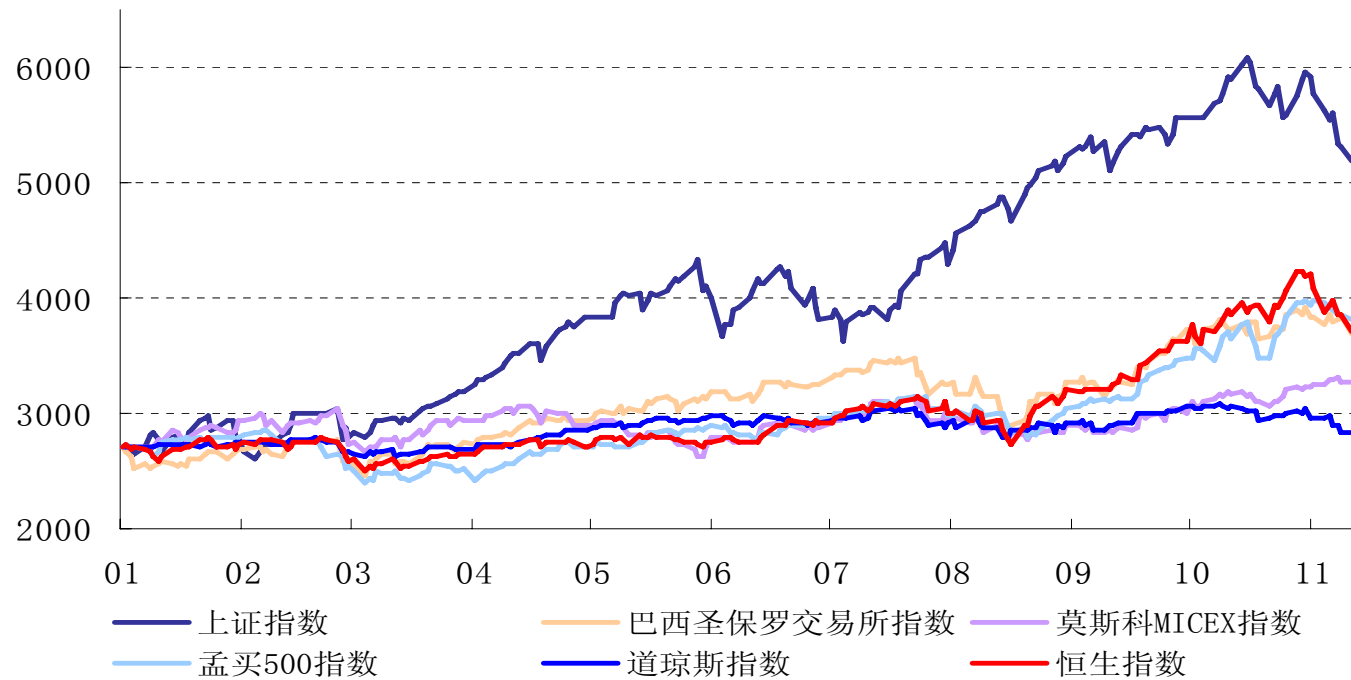
天相覆盖重点股票的盈利预测

指标	2006A	2007E	2008E	2009E	三年平均
每股收益	0.29	0.45	0.61	0.73	-
业绩增长率 (%)	34.1	56.11	34.82	19.6	36.03

2008年展望—国际股市联动

- A股与国际市场的联动性越来越明显。

A股的国际联动增强



资料来源：天相投顾

2008年展望—AH联动的正面效应

- AH股虽然存在价差，但正相关关系是存在的。
- QDII将继续受政策扶持。



资料来源：恒生指数服务公司

基金QDII额度	额度 (亿美元)
华安国际配置基金	5
南方基金	40
华夏基金	50
嘉实基金	50
上投摩根基金	50
合计	195

资料来源：天相整理

2008年展望—大事件的范式效应

- 重大事件是牛市中的标杆。
- 奥运将成为08年最值得关注的时点。

关注重大事件的范式效应

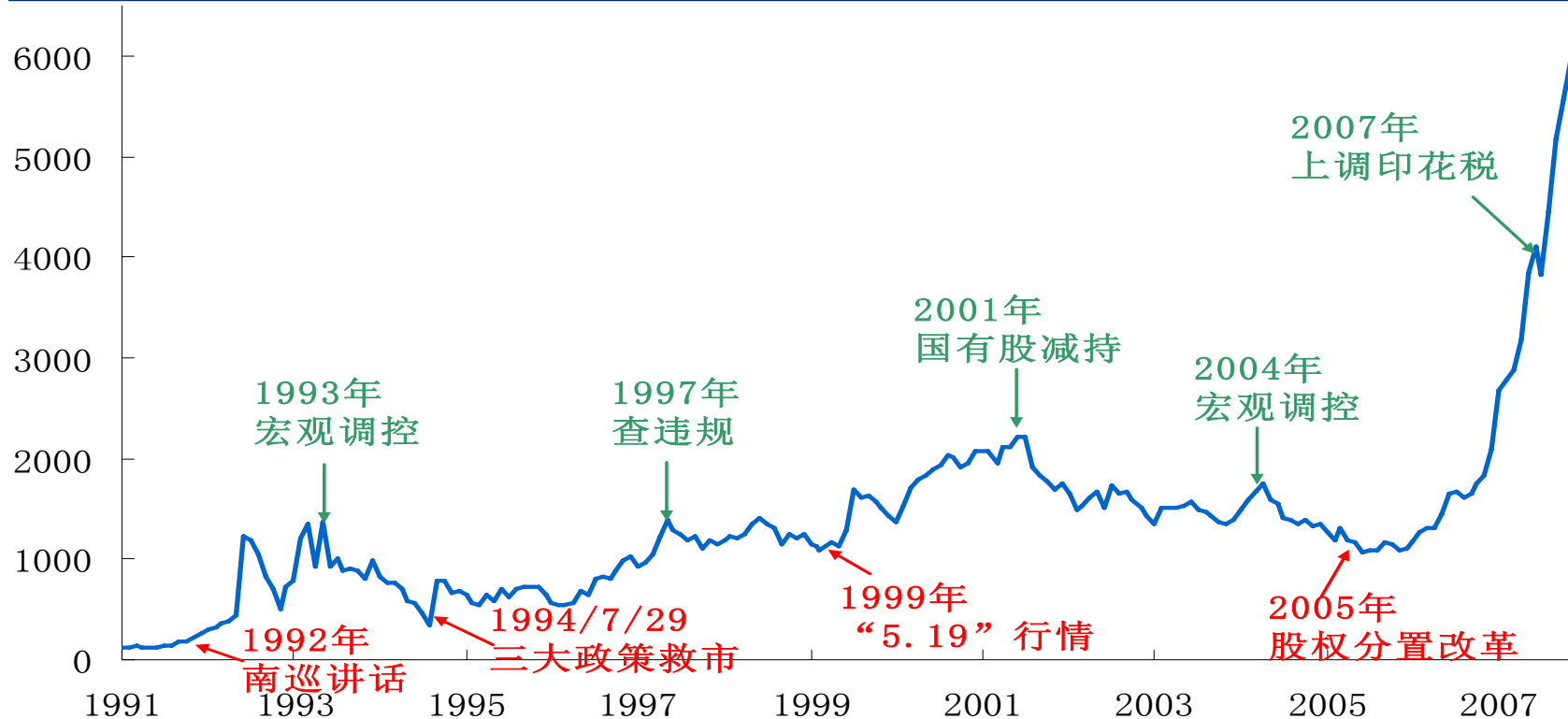




2008年展望—政策是绕不过的影响因素

- 政策对股市的干预起到的是降温或者加温的作用，但不会改变市场的基本趋势。

A股市场历史上的调控政策





2008年A股市场展望

- 2008年的股市仍然会延续升势，但分歧导致的波动性会增强。
- 按照上市公司业绩增长的预期，不考虑新股因素，上证指数和沪深300都会达到7000点左右。如果奥运情绪被夸大，股指进一步上涨的空间仍然存在。
- 高点产生的时间一般会在奥运前10天前后。奥运举办带来股市的中期调整，年度的低点在5000点附近，回调幅度在30%左右。
- 通过充分的调整，股市的基本趋势仍有望延续，上海世博会会成为新的范式，引导投资者的基本预期；同时我国经济发展水平在奥运会后开始进入新的层次，中国企业的竞争力有望得到快速提升，从而带来对企业价值的重新积极认识，那么，A股就会挑战新的高度。



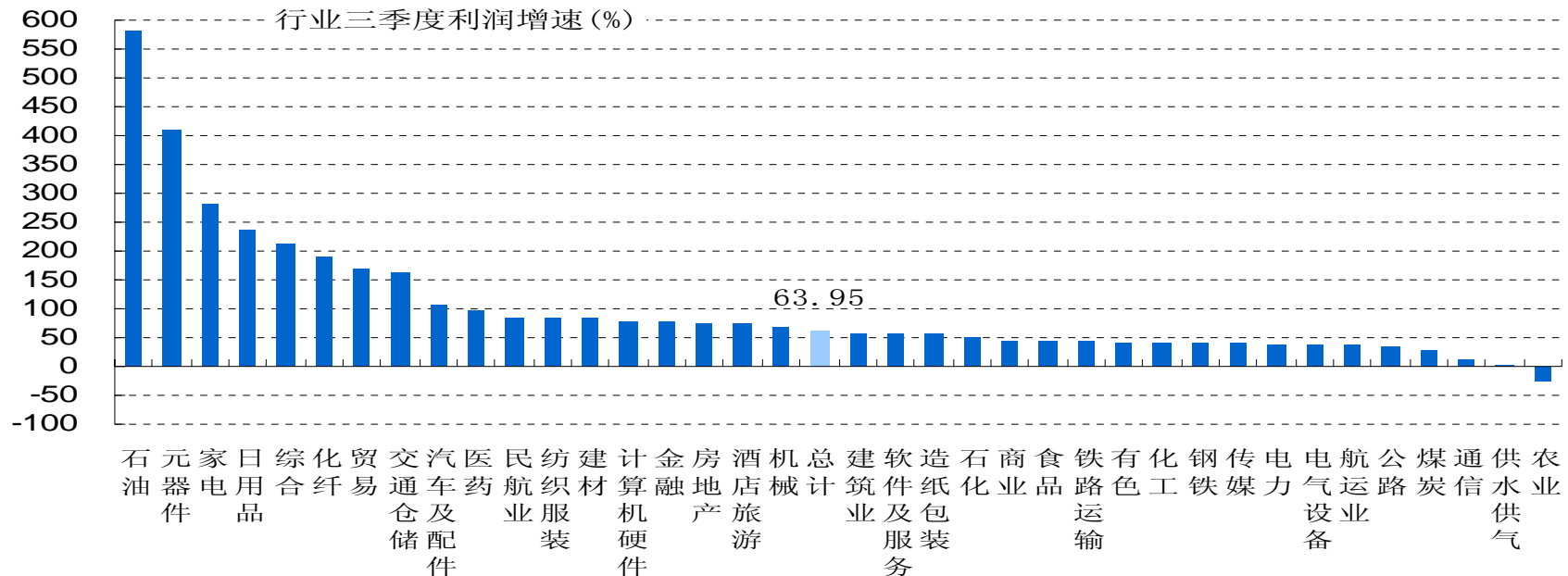
主要内容

- 从国际视野看中国股市
- A股市场2008展望
- ✓ 基本投资策略
- 中小板 tenbaagers的集中地
- 寻找令人尊敬的企业

行业的基本配置：追逐指数

- 基于对利润稳定增长的预期，金融、地产、机械、食品、商业、电力、交通仍是投资的重点和配置的核心。
- 从值得关注的超预期增长的行业趋势看，元器件、日用品、通信、医药是值得关注的行业。

3季报行业的利润增长情况



优势企业+大市值

- 既要为投资的股票提供好的安全边际，同时更需要具有较高的流动性支

公司代码	公司简称	投资评级	每股收益（元）				三年复合增长率
			2006	2007E	2008E	2009E	
600050	中国联通	增持	0.17	0.22	0.28	0.32	22.70
601111	中国国航	增持	0.26	0.31	0.55	0.75	42.01
601006	大秦铁路	增持	0.34	0.46	0.61	0.67	25.55
600030	中信证券	增持	0.72	3.56	4.73	5.27	94.58
600036	招商银行	买入	0.48	0.95	1.44	1.90	57.84
601939	建设银行	买入	0.20	0.32	0.44	0.54	39.54
601328	交通银行	增持	0.26	0.43	0.64	0.83	47.46
601398	工商银行	买入	0.15	0.25	0.35	0.44	44.47
601600	中国铝业	增持	0.88	0.89	0.98	1.28	13.35
601088	中国神华	增持	0.83	1.04	1.34	1.59	24.33
600900	长江电力	增持	0.38	0.63	0.65	0.62	17.51
600019	宝钢股份	买入	0.74	0.86	1.18	1.35	22.03
600028	中国石化	增持	0.58	0.72	0.99	1.18	26.32
000002	万科A	增持	0.31	0.75	1.27	2.12	89.10

资料来源：天相投顾

奥运主题东山再起

- 关注奥运板块中的消费服务，并从中寻找能够通过奥运提升品种和扩大知名度，特别是有利于公司进军国际市场的公司。

奥运指数的走势



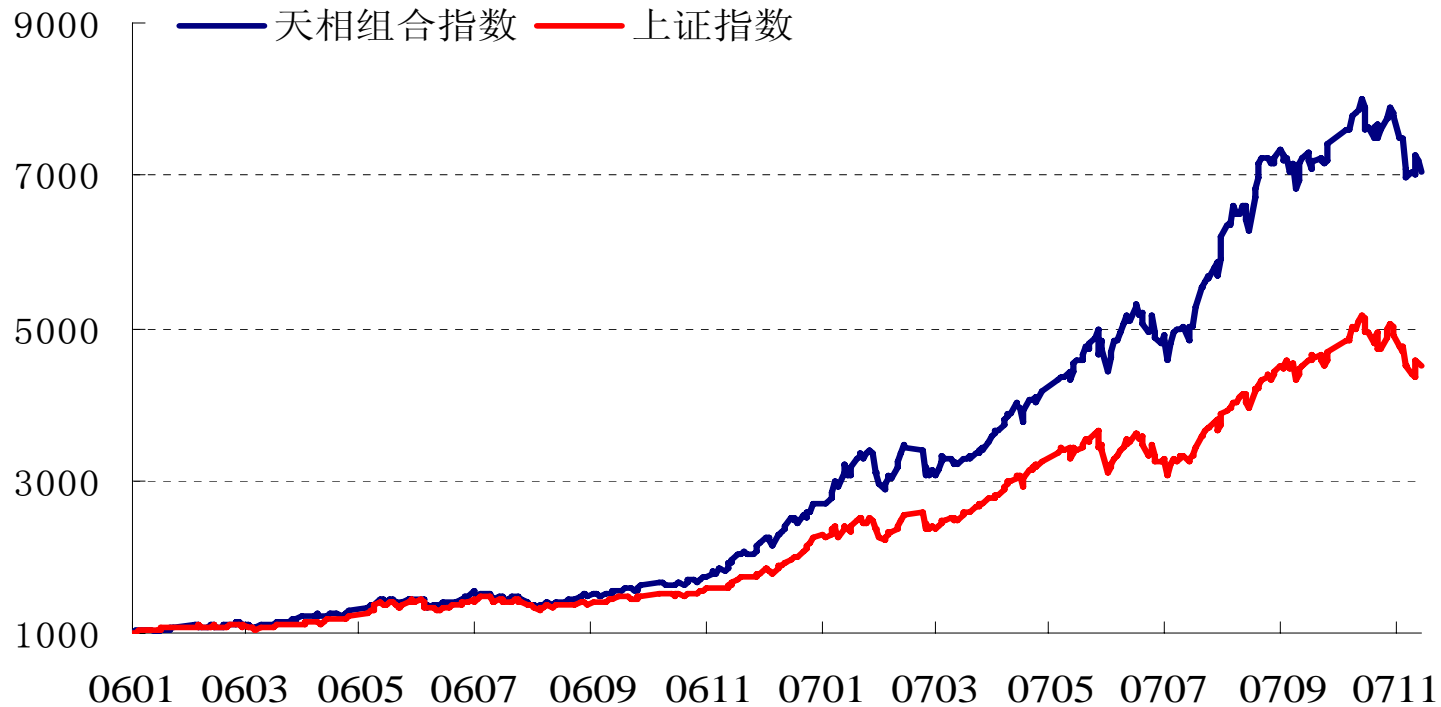
资料来源：天相投顾

代码	名称	每股收益 (元) [2007Q3]	净利润增长 率 (%) [2007Q3]
600887	伊利股份	0.64	16.28
600028	中国石化	0.56	43.65
600600	青岛啤酒	0.53	60.81
600859	王府井	0.42	48.18
600258	首旅股份	0.42	44.03
600100	同方股份	0.41	92.69
600690	青岛海尔	0.41	35.68
600138	中青旅	0.4	83.4
000729	燕京啤酒	0.35	30.68
601111	中国国航	0.29	8.45
600037	歌华有线	0.25	18.22
600060	海信电器	0.24	23.92
000839	中信国安	0.2	-8.5
601988	中国银行	0.18	41.65
600861	北京城乡	0.16	18.67
600386	*ST北巴	0.14	116.06
600158	中体产业	0.08	153.83
002035	华帝股份	0.08	-26.82
000802	北京旅游	0.07	-10.75

中国的“漂亮50”

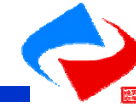
- 基于“贪婪持有稀缺筹码”理念构筑的天相组合指数，在很少调整组合的情况，获得了远超大盘的收益。

天相组合指数获得了6倍的收益



中国的“漂亮50”组合

公司代码	公司简称	投资评级	EPS(元)			三年复合 增长率	公司代码	公司简称	投资评级	EPS(元)			三年复合 增长率
			2007E	2008E	2009E					2007E	2008E	2009E	
600219	南山铝业	买入	0.92	1.22	1.35	117.53	600690	青岛海尔	增持	0.53	0.70	0.91	57.14
600432	吉恩镍业	买入	1.65	2.05	2.67	38.18	600060	海信电器	增持	0.32	0.41	0.51	26.27
600456	宝钛股份	增持	1.16	1.45	1.88	30.76	000157	中联重科	买入	1.55	2.30	3.09	69.75
000063	中兴通讯	增持	1.30	1.86	2.35	40.84	600879	火箭股份	买入	0.60	0.94	1.23	45.70
600050	中国联通	增持	0.22	0.28	0.32	22.70	600582	天地科技	增持	1.12	1.42	1.85	44.52
601006	大秦铁路	增持	0.46	0.61	0.67	25.55	002021	中捷股份	增持	0.43	0.61	0.86	42.81
600600	青岛啤酒	增持	0.55	0.74	0.97	42.68	000528	柳工	增持	1.24	1.72	2.30	44.98
600519	贵州茅台	增持	2.34	3.50	4.60	42.35	600299	星新材料	增持	1.20	1.69	1.90	56.21
600887	伊利股份	增持	0.65	0.88	1.21	32.76	600309	烟台万华	增持	0.83	1.08	1.43	42.20
000895	双汇发展	买入	0.92	1.19	1.55	27.29	600005	武钢股份	增持	0.89	1.17	1.48	43.86
600028	中国石化	增持	0.72	0.99	1.18	26.32	000898	鞍钢股份	增持	1.32	1.64	1.92	26.57
000759	武汉中百	增持	0.39	0.52	0.75	47.46	600019	宝钢股份	买入	0.86	1.18	1.35	22.03



中国的“漂亮50”组合

公司代码	公司简称	投资评级	EPS(元)			三年复合 增长率	公司代码	公司简称	投资评级	EPS(元)			三年复合 增长率
			2007E	2008E	2009E					2007E	2008E	2009E	
600859	王府井	增持	0.63	0.84	1.06	29.17	002083	孚日股份	增持	0.34	0.45	0.56	32.61
600271	航天信息	买入	1.50	2.16	3.06	38.78	000002	万科A	买入	0.75	1.27	2.12	89.10
600104	上海汽车	增持	0.82	1.01	1.31	81.94	600048	保利地产	增持	1.20	2.21	3.01	77.57
000951	中国重汽	增持	2.06	2.91	3.51	71.48	600383	金地集团	增持	0.96	1.36	1.70	47.43
002048	宁波华翔	增持	0.52	0.77	1.08	44.64	600875	东方电机	增持	2.82	3.16	3.31	48.24
600660	福耀玻璃	增持	0.79	1.07	1.34	34.75	000690	宝新能源	增持	0.51	0.84	1.30	53.10
000860	顺鑫农业	买入	0.34	0.53	0.79	53.47	600030	中信证券	买入	3.56	4.73	5.27	94.58
600004	白云机场	增持	0.40	0.58	0.82	47.78	600036	招商银行	增持	0.95	1.44	1.90	57.84
601111	中国国航	增持	0.31	0.55	0.75	42.01	000001	深发展A	买入	1.15	1.78	2.33	55.04
601088	中国神华	增持	1.04	1.34	1.59	24.33	601398	工商银行	买入	0.25	0.35	0.44	44.47
600970	中材国际	增持	1.52	2.32	2.95	55.55	601939	建设银行	买入	0.32	0.44	0.54	39.54
000401	冀东水泥	增持	0.39	0.63	0.95	63.23	600062	双鹤药业	增持	0.64	0.84	1.09	42.86
600585	海螺水泥	增持	1.61	2.10	2.56	41.15	600085	同仁堂	增持	0.62	0.72	0.84	32.71



主要内容

- 从国际视野看中国股市
- A股市场2008展望
- 基本投资策略
- ✓ 中小板 tenbaagers的集中地
- 寻找令人尊敬的企业

需要耐心开垦的中小企业板

- 中小企业板正在以一年翻一番的速度扩容。
- 我们给出了“优势企业+大市值”的基本配置策略，但我们并没有抛弃对中小市值股票的厚爱。相对于大市值而言，中小企业超常的高成长性是诞生tenbaagers的集中地。

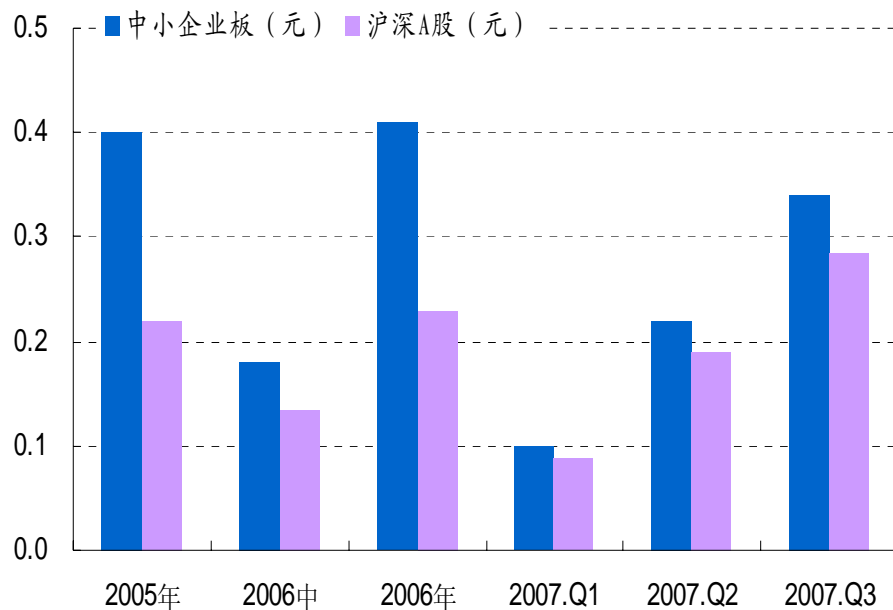
	股票个数	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	净利润增长率 (%)
2007第三季度	174	8460.18	2936.43	38.86
2007中报	139	4876.17	1699.61	31.06
2006年	102	2015.30	723.38	21.57
2005年	50	481.55	185.30	13.35

资料来源：天相投顾

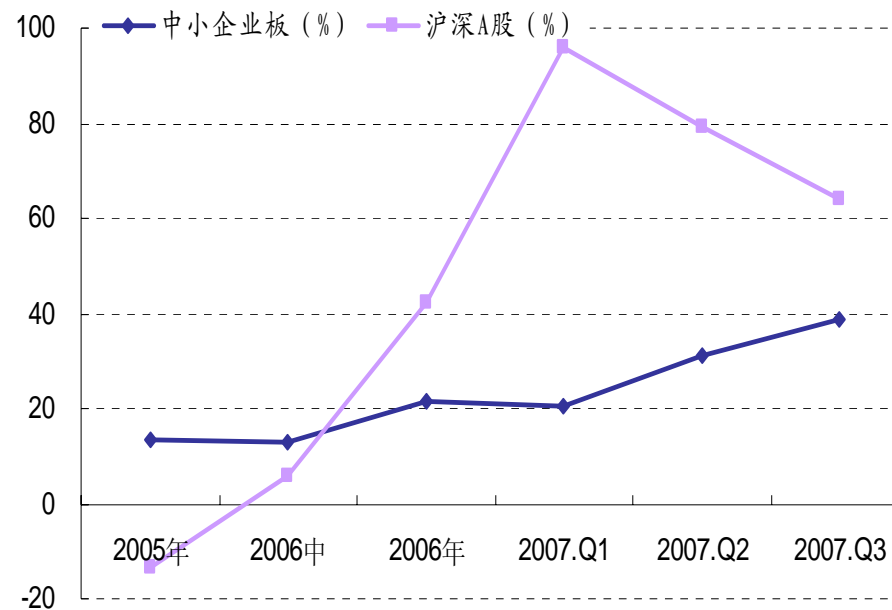
中小企业板的增长更加稳定

- 相比主板，这两年中小企业的成长优势并不明显，但利润增长的稳定性更强。

中小企业与主板EPS比较



中小企业与主板利润增长比较

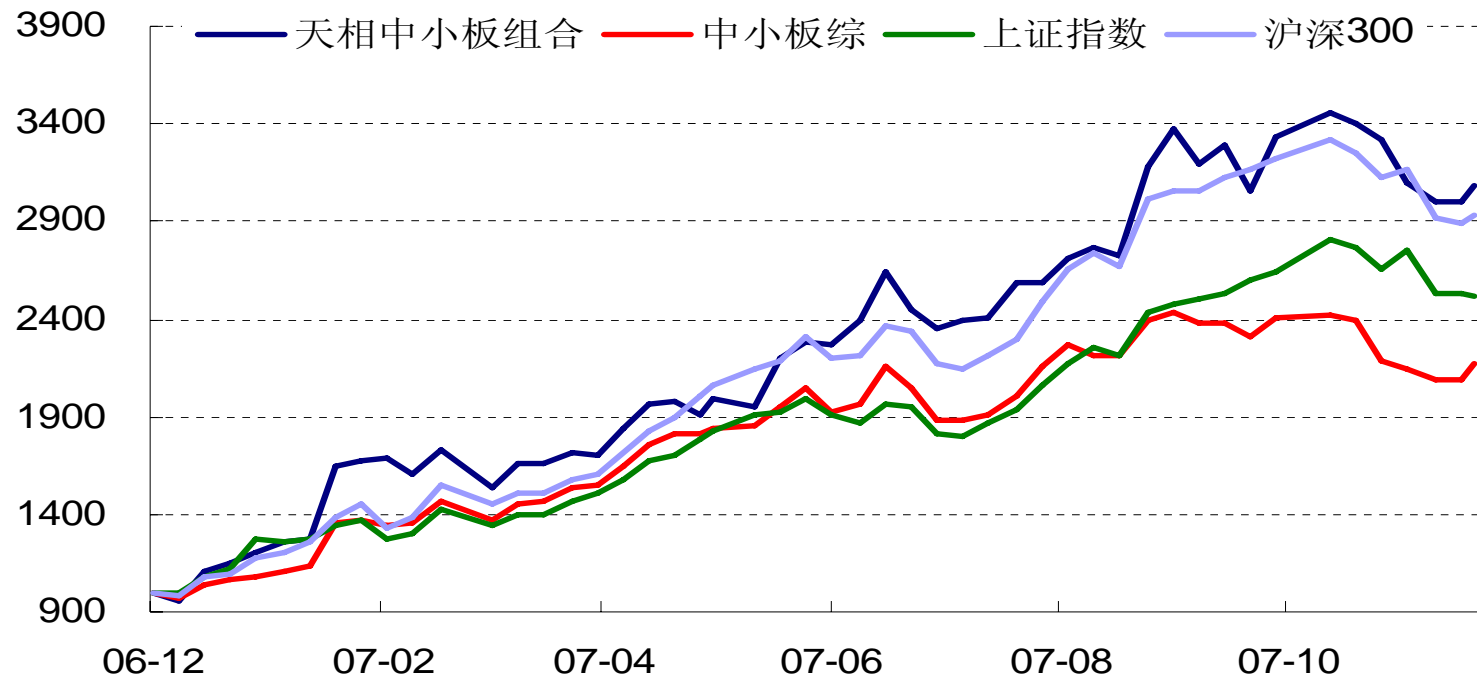


资料来源：天相投顾

天相07年中小企业组合回顾

- 在2007年度投资策略会上，我们提供了天相中小企业组合，远远的跑赢了中小板综指，也跑赢同期上证指数。

天相中小企业板组合跑赢指数



2008年中小企业推荐组合

代码	名称	评级	每股收益 (元)			净利润增长率 (%)			PEG		
			07年	08年	09年	07年	08年	09年	07年	08年	09年
002003	伟星股份	买入	0.60	0.83	1.00	27.78	38.23	20.64	1.54	0.81	1.25
002080	中材科技	增持	1.20	1.70	2.25	216.80	41.91	32.29	0.10	0.35	0.35
002008	大族激光	增持	0.45	0.66	0.94	90.67	49.02	42.02	0.67	0.83	0.68
002021	中捷股份	增持	0.43	0.61	0.86	45.64	41.86	40.98	0.67	0.51	0.37
002084	海鸥卫浴	增持	1.02	1.45	2.20	55.09	41.91	51.86	0.37	0.34	0.18
002088	鲁阳股份	增持	0.81	1.01	1.23	36.79	24.77	21.10	1.33	1.58	1.53
002048	宁波华翔	增持	0.52	0.77	1.08	45.70	48.07	40.26	1.05	0.67	0.57
002065	东华合创	增持	0.64	0.93	1.32	14.33	46.72	41.13	3.32	0.69	0.56
002017	东信和平	增持	0.33	0.42	0.54	86.08	27.26	28.66	0.44	1.10	0.81
002089	新海宜	增持	0.40	0.57	0.90	35.41	42.41	57.21	1.09	0.64	0.30
002007	华兰生物	增持	0.50	0.80	1.17	38.31	58.07	47.07	2.13	0.89	0.74
002038	双鹭药业	增持	0.81	1.07	1.44	100.43	32.10	33.95	0.48	1.13	0.80
002107	沃华医药	增持	0.62	0.88	1.08	38.18	42.27	21.94	0.95	0.60	0.95
002025	航天电器	增持	1.05	1.38	1.82	51.42	31.13	32.21	0.39	0.50	0.36
002056	横店东磁	买入	0.83	1.12	1.41	31.28	35.17	26.17	1.22	0.80	0.85



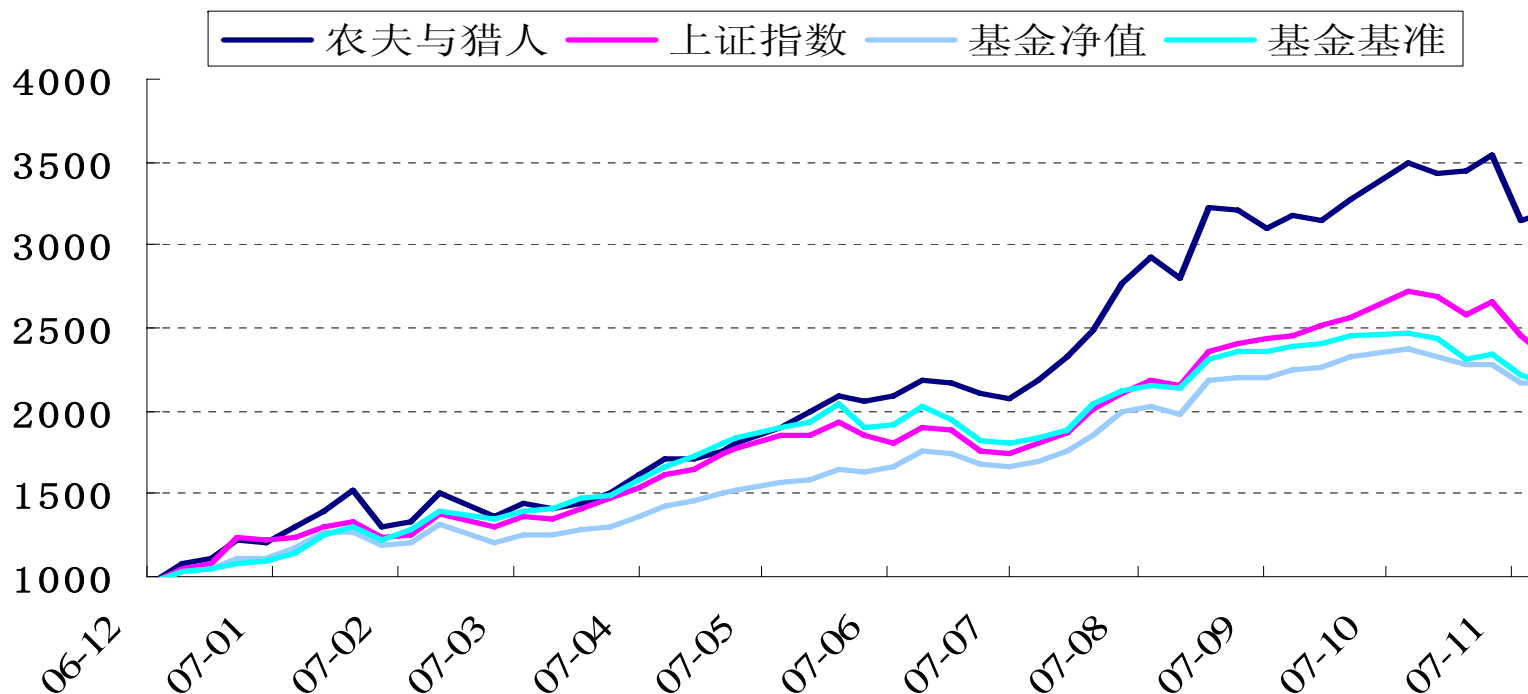
主要内容

- 从国际视野看中国股市
- A股市场2008展望
- 基本投资策略
- 中小板 tenbaagers的集中地
- ✓ 寻找令人尊敬的企业

“农夫与猎人”的回顾

- 在2007年度投资策略会上，我们提供了天相“农夫与猎人”的投资组合，取得了远超大盘的收益。这些公司仍然值得我们重点关注。

天相“农夫与猎人”组合跑赢指数





寻找令人尊敬的企业

- 在投资的过程中，企业的业绩也许是短暂的，但优势企业通过良好的治理结构、高效和优秀的管理团队，可以获得持续的成长，并注重投资者关系管理，给投资者带来稳定，甚至超预期的回报。
- 在卓越的管理团队带领下，投资者完全可以信赖他们能够领导和管理这样的企业不断创造新的业绩和增长的奇迹。无疑这样的企业是令人尊敬的，也是我们可以放心去投资的。
- 当然，令人尊敬是比较严格的标准，选择起来是困难的。不过，从鼓励和挖掘的角度，我们希望我们选择出的公司能够不辜负我们的期待，能够给投资者带来良好的回报。对此我们更希望已经取得令人尊敬的成绩的公司能够再接再厉，仍然存在差距的公司能够加强改进和推动企业成长。

天相“10+10”

令人尊敬的企业---10家大市值

公司代码	公司简称	投资评级	EPS(元)			三年复合增长率
			2007E	2008E	2009E	
601398	工商银行	买入	0.25	0.35	0.44	44.47
000002	万科A	买入	0.75	1.27	2.12	89.10
600028	中国石化	增持	0.72	0.99	1.18	26.32
600050	中国联通	增持	0.22	0.28	0.32	22.70
600030	中信证券	买入	3.56	4.73	5.27	94.58
600005	武钢股份	增持	0.89	1.17	1.48	43.86
601111	中国国航	增持	0.31	0.55	0.75	42.01
600104	上海汽车	增持	0.82	1.01	1.31	81.94
600058	五矿发展	增持	0.97	1.23	1.31	26.86
600875	东方电机	增持	2.82	3.16	3.31	48.24

令人尊敬的企业---10家中小市值

公司代码	公司简称	投资评级	EPS(元)			三年复合增长率
			2007E	2008E	2009E	
000063	中兴通讯	增持	1.30	1.86	2.35	40.84
000157	中联重科	买入	1.55	2.30	3.09	69.75
000528	柳工	增持	1.24	1.72	2.30	44.98
600219	南山铝业	买入	0.92	1.22	1.35	117.53
600271	航天信息	买入	1.50	2.16	3.06	38.78
600299	星新材料	增持	1.20	1.69	1.90	56.21
600970	中材国际	增持	1.52	2.32	2.95	55.55
600062	双鹤药业	增持	0.64	0.84	1.09	42.86
000895	双汇发展	买入	0.92	1.19	1.55	27.29
600690	青岛海尔	增持	0.53	0.70	0.91	57.14



天相投资顾问有限公司
TX Investment Consulting Co., Ltd.

谢 谢!

仇彦英

021-58824280

qiuyy@txsec.com