
招商基金季度投资策略报告 2008.4

CHINA MERCHANTS FUND QUARTERLY UPDATE

宏观经济分析

股票投资策略

债券投资策略

行业分析

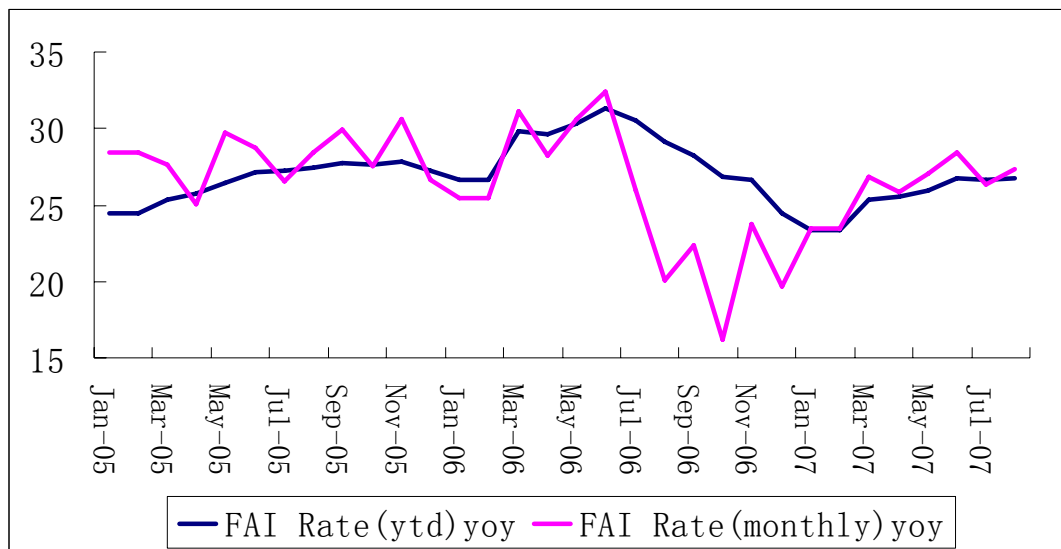
基金业绩分析

宏观经济形势及政策回顾与展望

从公布的 1-2 月份经济数据来看,经济活跃度仍然较高,但固定资产投资反弹的压力较大,货币信贷投放仍然偏多,流动性过剩矛盾尚未缓解,价格上涨的压力明显。同时美国次级抵押贷款危机进一步加剧,全球经济环境变化不确定因素和风险增加。

一、1-2 月份固定资产投资同比增长 24.3%,虽然较去年全年城镇固定资产投资(25.8%)有所降低,但若扣除 1 月中下旬以来南方广大地区雨雪灾害的不利因素影响,今年的固定资产投资增速仍然是处于相对较高的水平。固定资产投资增速的反弹,主要的原因可能还是来自于企业目前经济效益处在比较高的水平,企业内在投资的动力较强。1-2 月份规模以上工业企业利润增速为 16.5%,较去年前 11 个月大幅度缩减 20.2%,但利润增速的大幅下降主要受到石油加工、炼焦业以及电力行业利润大幅下降的影响(1-2 月份,受成品油限价的影响,石油加工及炼焦业利润同比下降 232%;而电力行业受雪灾与限价的影响,利润同比下降 61%),剔除它们的影响,其它工业的利润增速大致为 37.5%,仍较去年前 11 个月高近 4 个百分点。另外,今年是新一届政府开始行政的第一年,按照过往的经验,该年的投资增速都会有所加快。

图 1 FAI 增长情况

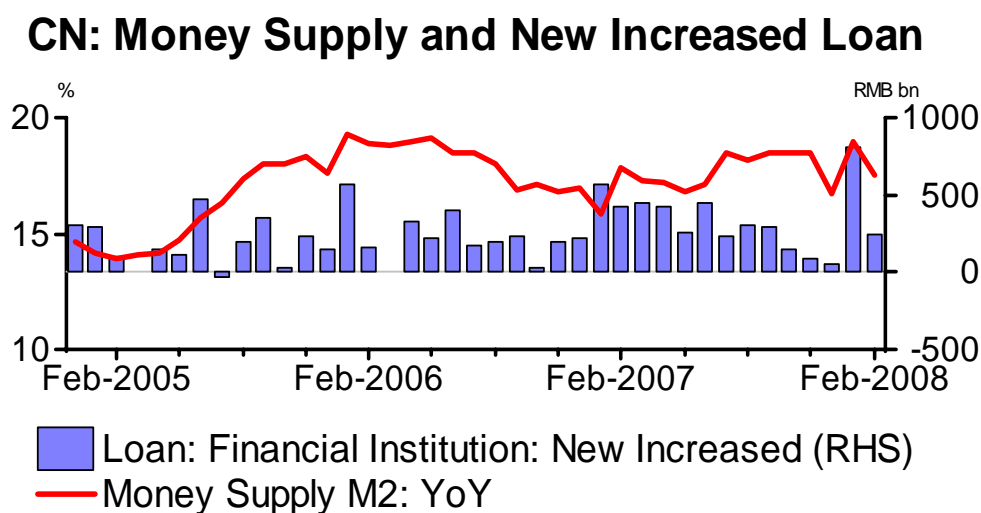


资料来源: CEIC, 招商基金

二、信贷增速仍然偏快。尽管央行对商业银行信贷实行从紧控制,并确立了今年人民币新增贷款不得超过去年全年人民币新增贷款 3.63 万亿的目标,但今年商业银行新增人民币贷款在

1 月份达到 8036 亿元后，2 月新增贷款达到 2434 亿元，信贷扩张的压力仍然较大。随着南方雪灾以及春节假期因素减弱，预计 3 月份人民币新增贷款将比 2 月份明显增加。另外，从货币供应量来看，2 月份 M1 增长 19.2%，M2 增长 17.48%，虽比 1 月份有所下降，但仍属偏快。

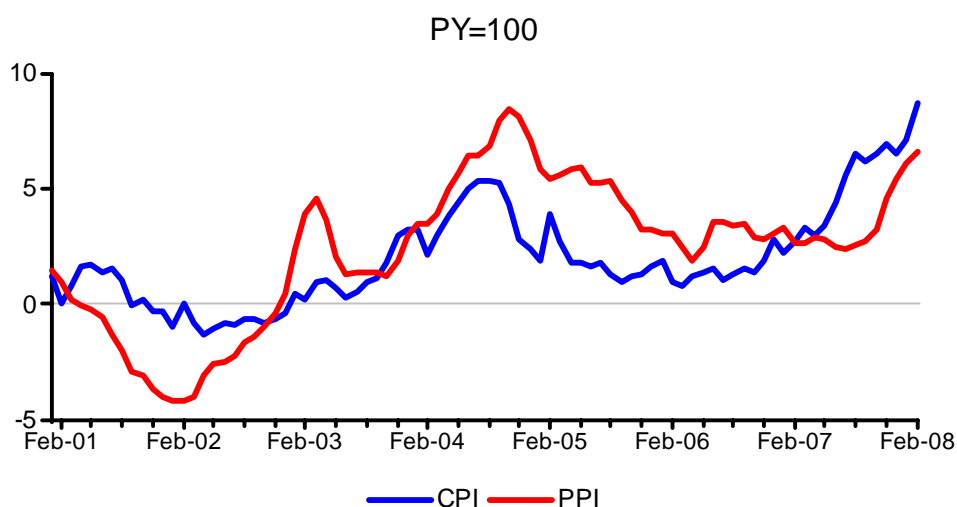
图 2 货币供应量与人民币新增贷款增长情况



资料来源：CEIC，招商基金

三、通胀压力继续加大。1 月份 CPI 达到 7.1%后，2 月份 CPI 达到 8.7%，创 1996 年以来的新高，同时 2 月份 PPI 也达到 6.07%，是自 04 年以来的新高。CPI 的走高仍然主要是食品价格上涨所带动，其中 1 月下旬南方大部分地区受冻雨和雪灾导致交通运输不畅，同时春节因素本身带来的需求影响，使得食品价格的上涨对 2 月份的 CPI 的影响更加显著。展望 3 月份，虽然食品价格会有所回落，但随着美元持续走软、国际油价超过 100 美元/每桶以及国际主要粮食期货品种不断上涨，预计 3 月份 CPI 将回落至 8%左右，仍属较高水平，通胀形势不容乐观。

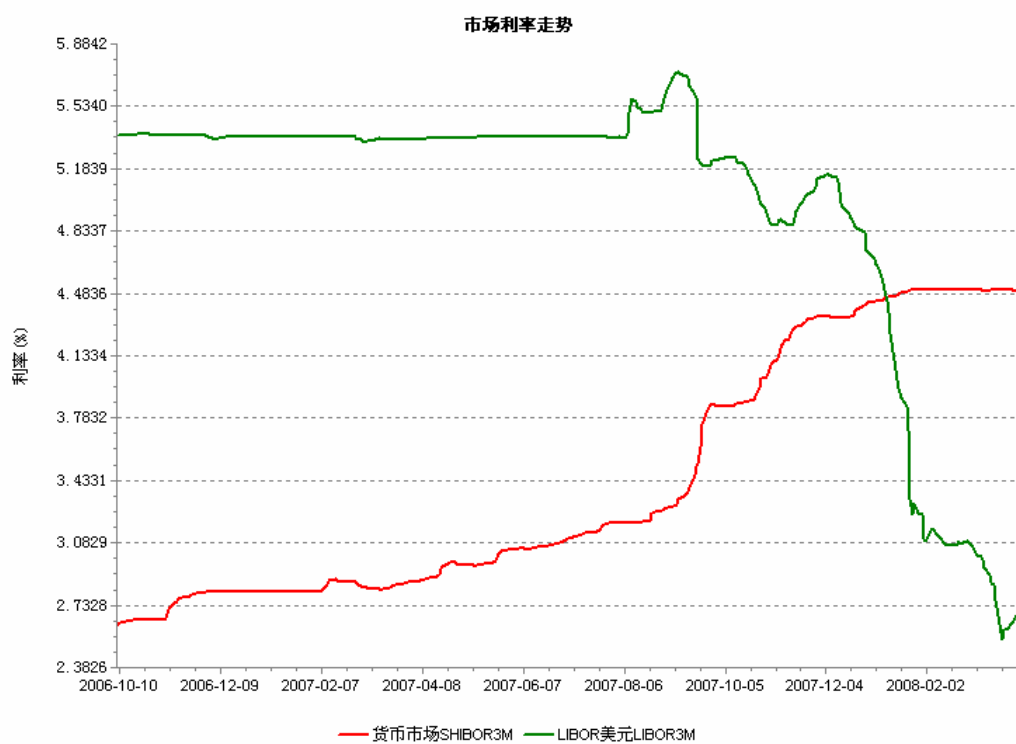
图 3 CPI 与 PPI 指标对比



资料来源：CEIC，招商基金

四、从政策面上来看，人民银行今年开年以来已经连续两次提高法定存款准备金率（每次各 0.5%），但并没有出现如部分市场人士所预期的央行加息政策操作。我们认为，尽管面对持续走高的 CPI、信贷扩张以及固定资产投资反弹，央行没有选择加息，主要是由于美国为应对经济衰退而采取的激进的降息政策限制了我国正常货币政策操作空间，中国与美国之间的利率倒挂愈来愈大（见图 4）；同时，今年一季度人民币兑美元已累计升值近 4%，显著快于去年（去年全年升值 6.46%），显示管理层通过加快人民币升值以应对通胀、调整国际收支不平衡、降温总需求的良苦用心。我们预计央行会继续坚持从紧的货币政策基调，使用包括公开市场操作与法定存款准备金率的组合以及汇率政策手段，同时继续加强信贷控制，以达到“双防”的政策目标。

图 4 我国 3 月期 SHIBOR 与 LIBOR 情况



数据来源: Wind资讯

资料来源: WIND, 招商基金

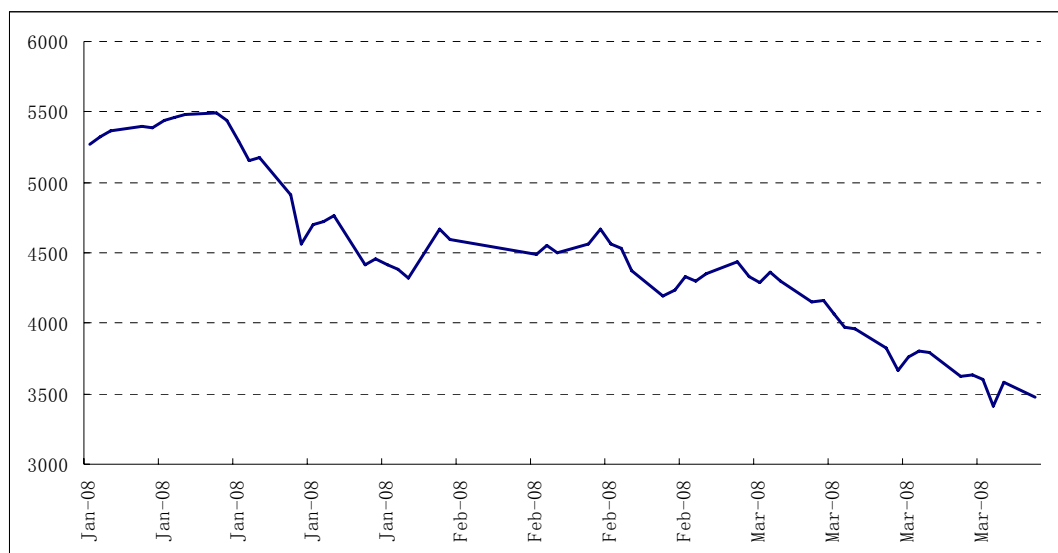
适当防御，等待预期明朗化

一季度股票市场运行回顾

一、大盘走势回顾

在1月初短暂的概念炒作和超跌反弹行情结束后，一系列利空因素给A股市场带来了连续的巨大打击，导致整个一季度A股市场行情以震荡探底为主。一季度次贷危机导致美国经济超预期低迷，美联储连续大幅降息，国内1-2月份出口数据大幅回落；国内春节因素、雪灾事件和行政干预影响下物价依然飞涨；中国平安、浦发银行等权重股远超市场预期的庞大再融资计划和2008年初迅速增加的解禁股抛售压力；1-2月份快速回落的工业企业增加值数据，中国石油、宝钢股份等低于预期的2007年年报等等因素的连续出台使得市场的估值体系受到冲击，投资者对经济和股市的未来空前悲观。尽管一季度人民币汇率继续快速升值，证监会连续新批二十多只新基金的发行，但由于投资者信心持续积弱，一季度市场成交量持续低迷，A股市场在整个季度几乎没有走出过持续时间稍长的反弹行情。一季度上证综指下跌1788.85点，跌幅达-34%；沪深300指数下跌1547.75点，跌幅达-28.99%；单季调整幅度之深为本轮行情以来所仅见。

图5 08年一季度股指一路震荡下挫

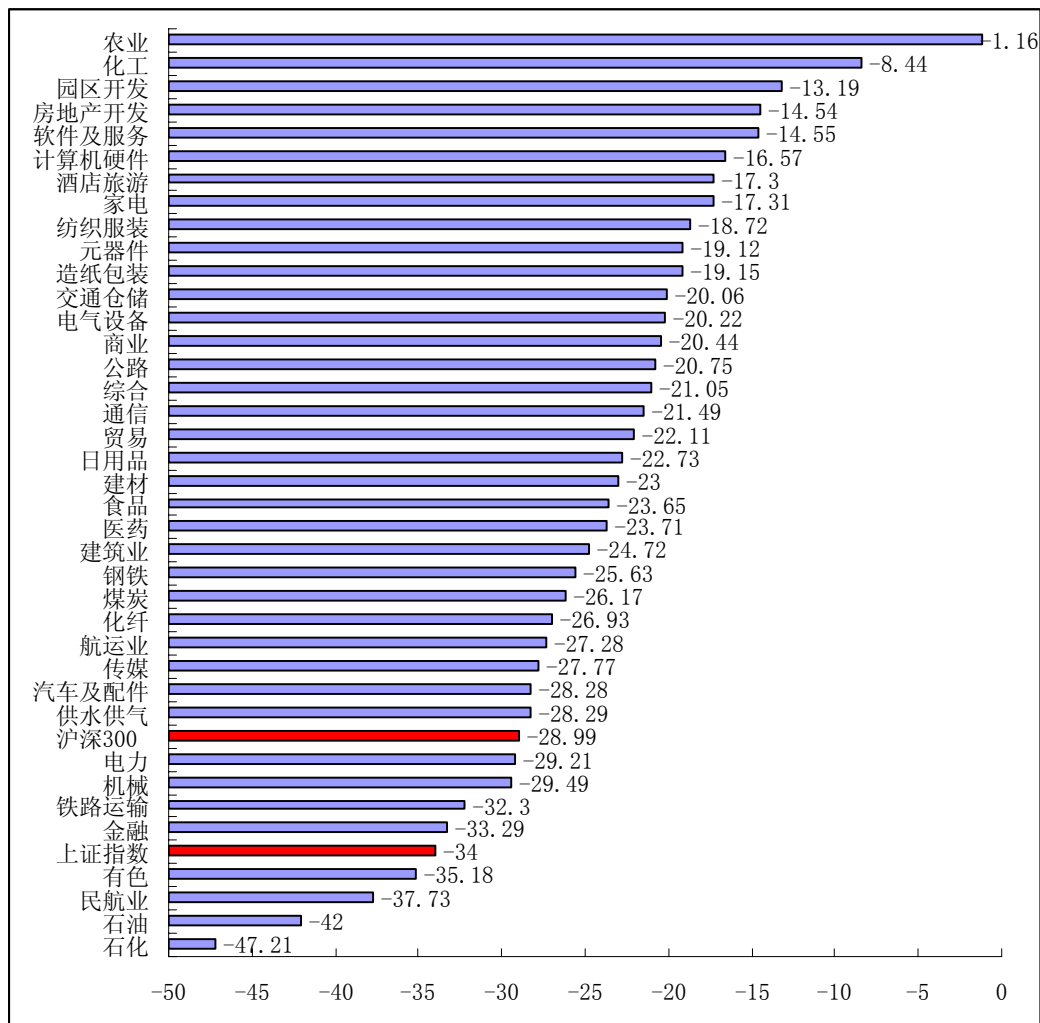


资料来源：天相投资，招商基金

二、市场运行特征

从行业表现来看，一季度各行业绝对收益率都为负值，农业、化工、房地产、IT 和酒店旅游等行业相对表现较好。农业和化工行业受益于农产品价格和农资价格上涨，以及国家对农业的政策支持；房地产行业因为领先进入调整阶段，因此在后续调整阶段跌幅相对较小，而且行业也出现了阶段性的价量齐升；IT 行业一直处于主流行情边缘，在市场上涨和下跌期间都没有太突出的表现，而家电板块还受益于财政支持；酒店旅游行业受益于 2008 年奥运会，行业的业绩高增长比较确定。一季度石化、石油、民航业、有色金属和金融等行业则明显落后于大盘。石化、石油和民航业行业受到国际原油价格上涨的冲击，石油石化行业业绩明显低于预期，而民航业还受到整合预期落空的打击；有色金属受到价格波动和需求放缓担忧的影响，同时估值水平偏高；而金融行业则受制于通货膨胀、大规模融资计划和股市调整等。

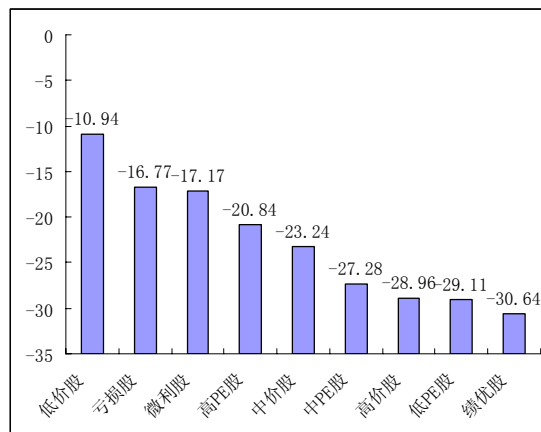
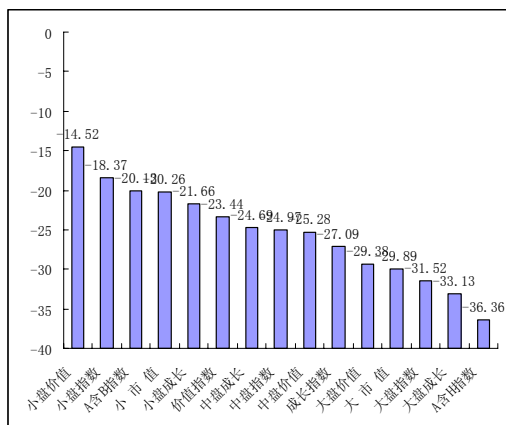
图 6 08 年一季度行业涨幅表现



资料来源：天相投资，招商基金

从风格特征表现来看，一季度价值指数跑赢成长指数，低价股和亏损股大幅跑赢低市盈率股票和绩优股，显示市场一季度防御特征明显，而基金等机构投资者成为市场做空的主力；小盘股明显跑赢大盘股，也从侧面验证了市场的资金面偏紧的状态。

图 7 小盘股跑赢大盘股 图 8 低价股跑赢绩优股



数据来源：天相投资，招商基金

二季度A股市场运行展望

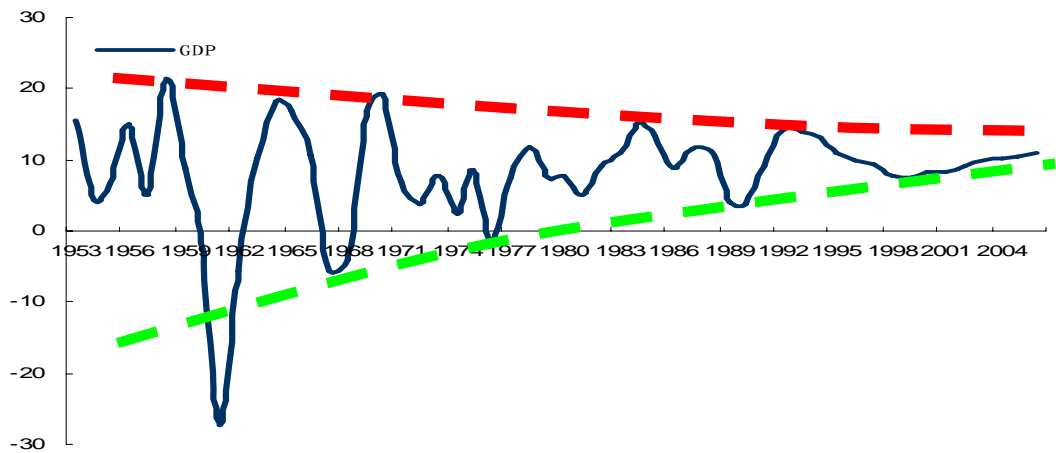
导致二季度市场呈现大幅下跌、持续探底走势的主要原因，是投资者对未来中国宏观经济增长、物价水平变动和上市公司业绩增长状况的判断出现了严重分歧，而由于资金层面趋紧、利空消息不断和预期中的政府救市行为迟迟未出台，一季度的市场走势完全由悲观一派所主导。市场运行趋势要由宏观经济和市场流动性的基本面所决定。我们认为支撑A股市场的基本面因素仍然较为稳健，一季度上市公司业绩仍维持高速增长，而未来的通胀等因素的走势仍然不够清晰；市场需要静待3、4月份的具体经济数据出台来确认未来的宏观经济走向，从而决定A股市场的中长期趋势。

一、宏观经济增长和上市公司盈利依然稳健

(1) 我国经济周期波动收敛，潜在增长率提高

以改革开放为标志，中国经济周期由古典型周期转变为增长型周期，而且周期波动幅度呈现长期收敛趋势，经济稳定性提高。近期我国GDP增长率的平均位势有所上移，显示我国经济增长潜力上升，据测算我国GDP的潜在增长率可能已经在10%以上。从宏观经济三驾马车来看，固定资产投资波动是导致GDP波动的主要原因，固定资产投资增长率的波动形态和周期长度与GDP基本一致，是GDP波动的主要原因和重要的同步指标；净出口周期波动存在一定的滞后特征，主要原因是内需回落导致进口回落，而出口保持一定增长惯性的结果；消费波动则与GDP存在一定的同步反向关联关系。

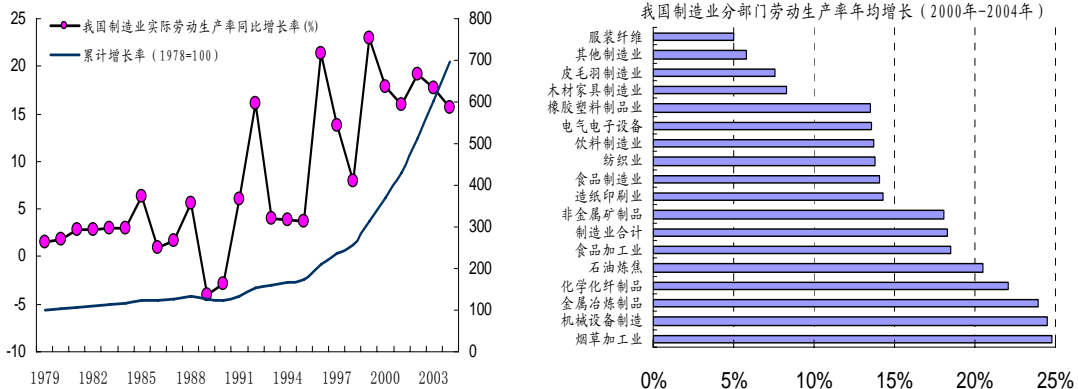
图 9 我国的经济周期波动呈现收敛趋势



数据来源：国家统计局

随着中国加入世贸组织和经济全球一体化的发展，各国经济增长率的波动性都有被熨平的趋势。而支撑我国 GDP 高速增长的动力，除了承接国际市场制造业转移之外，我国制造业的生产效率的提高也是支撑经济增长，提高风险抵御能力的重要因素。产业集群的形成和新技术、新设备的应用促进了我国制造业的产业结构升级，我国制造业利用过去二十年的时间完成了从加工贸易向进口替代，再到出口导向的转变，制造业生产率持续快速提高。

图 10 我国制造业生产率持续快速提高



数据来源：北京大学中国经济研究中心

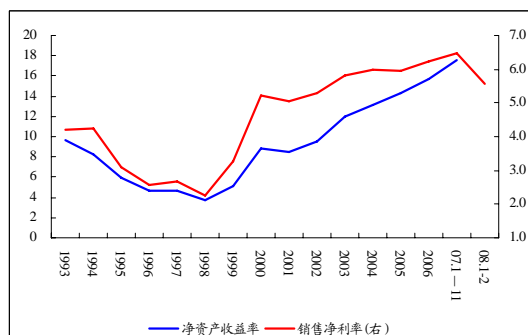
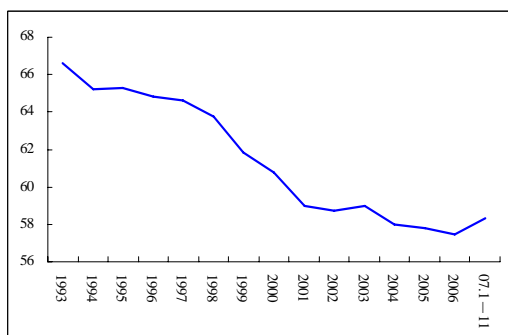
(2) 我国本轮周期经济增长的质量较高

我们判断 2007 年为本轮经济周期的顶部，未来的两三年内宏观经济将呈现波动探底态势。但本轮经济周期的底部可能较前期有了大幅抬升。本轮经济周期以来，工业企业的资产负债率持续下降，资产收益率和销售净利率持续上升；住户部门的消费信贷和住房信贷虽然上升，但

贷存比率仍然较低，住户部门的净利息收入仍然在持续上升居民可支配收入也呈现快速增长态势；银行的不良资产比率持续下降，银行的资本充足率和拨备覆盖率都处于较高水平；政府部门储蓄占 GDP 的比例在上升，国债余额占 GDP 的比重仍在较低水平。综合实体经济各部门的情况判断，本轮经济周期中我国经济高增长的质量非常高，经济体抵御风险的能力较强，因此我们认为经济增长出现硬着陆的可能性非常小。

图 11 企业负债率持续下降

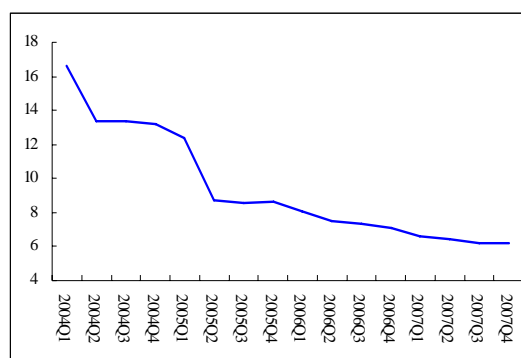
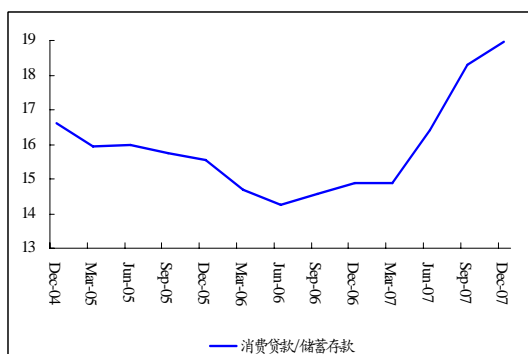
图 12 企业收益率持续上升



数据来源：安信证券

图 13 住户贷存款比率依然较低

图 14 银行不良资产比率持续下降



数据来源：安信证券

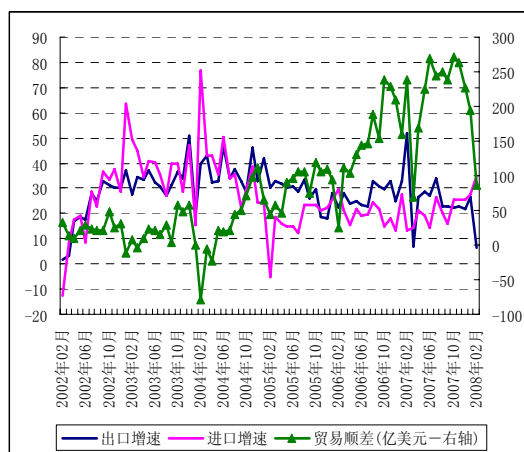
(3) 预计 2008 年 GDP 维持 10%左右的增速

由于外需放缓和国内通货膨胀高企，我们认为 2008 年我国固定资产投资和出口增速可能呈现高位回落态势。外需放缓使得我国出口产品的需求回落，而进口商品价格的上涨导致进口增速提高，将使我国外贸顺差出现明显回落。鉴于 2007 年 2、3 月份的数据异常，我们判断 3 月份出口数据将出现强劲反弹，全年出口增速的回落过程可能较为平稳。根据十一五规划，我国的基础设施建设在 2008 年的投资增速可能放缓；而制造业、电力和房地产等板块投资增速也存在一定的不确定性；因此我们暂时下调对固定资产投资在 2008 年的增速预测，考虑到企业自有资金较多和投资回报率仍处高位，以及换届后地方政府投资冲动较强，我们判断 2008 年固定资

产投资增速将维持在 20%左右的水平。雪灾冲击、通货膨胀、股市和楼市的调整都对居民的消费增长产生负面影响,但随着居民收入的不断提高和福利的逐渐改善,我们认为居民消费在 2008 年仍将保持 12.5%以上的实际增速。如果未来通货膨胀率逐步走低,在外需放缓的背景下,为保持经济的平稳运行和劳动力的充分就业,我国的信贷控制可能会放宽,投资和消费增长将受到政策支持;另一方面,由于前期各行业投资增速的下降使得产能增长出现一定的回落,降低了产能过剩的压力。综合判断,我们将 2008 年 GDP 增速预测略微下调至 10%左右。

图 15 2007 年企业投资回报率较高 图 16 出口增速将迎来反弹

板块名称	资产负债率	资产净利润率	销售净利润率	毛利率
SW商业贸易	65.36	5.24	2.59	10.8
SW黑色金属	55.81	6.74	5.07	12.4
SW纺织服装	47.74	4.75	5.78	15.23
SW交运设备	56.87	6.19	5.58	16.19
SW建筑建材	63.59	4.57	5.66	16.22
SW金融服务	92.75	1.2	23.31	17.22
SW农林牧渔	51.62	3.25	3.95	17.41
SW有色金属	44.4	11.57	8.96	17.46
SW电子元器件	47.47	3.88	5.85	17.56
SW家用电器	63.87	4.34	2.53	17.71
SW轻工制造	50.52	4.99	7.18	19.9
SW化工	55.78	6.19	7.14	20.11
SW机械设备	60.09	7.11	7.76	20.57
SW公用事业	63.15	3.7	9.83	22.22
SW信息设备	59.87	3.59	3.54	23.57
SW医药生物	49.37	5.73	6.57	27.82
SW交通运输	46.33	7.19	15.43	28.91
SW食品饮料	40.8	9.17	7.95	32.31
SW信息服务	37.04	4.6	6.53	36.43
SW餐饮旅游	49.1	6.47	13.22	36.71
SW房地产	62.31	5.07	14.37	38.47
SW采掘	31.26	13.61	16.5	41.61

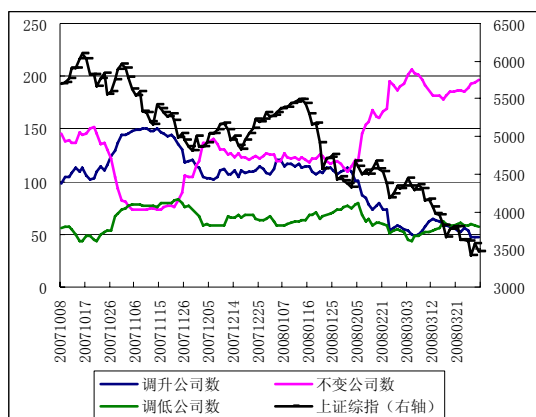


数据来源: WIND, 招商基金

(4) 上市公司盈利预测未见大幅下调

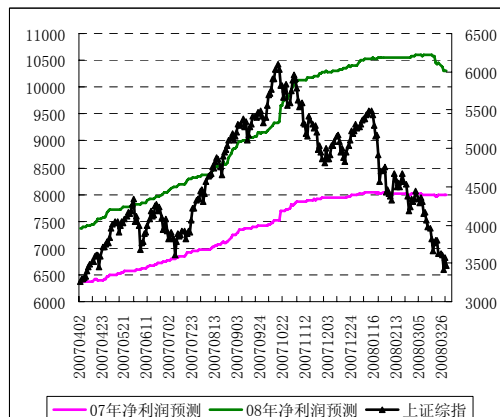
前期导致市场恐慌的一个重要因素,是投资者担心上市公司盈利预测未来会出现大幅下调。根据 WIND 提供的数据,到目前为止,出现盈利预测调升和调降的公司家数基本持平,大部分公司盈利预测未见调整,对 2008 年上市公司总体净利润的预测也没有出现大幅下调;一季度市场的大幅下挫主要由估值水平下降所贡献。目前出现的部分盈利预测调整,更多的是基于 2008 年初雪灾事件影响和结构性通货膨胀所做出的结构性调整,并没有显示出趋势性。前期市场对盈利的担忧主要体现在自上而下的对宏观经济的担忧上,而基于对宏观经济的相对乐观判断,我们认为 2008 年上市公司盈利预测未来出现自下而上大幅下调的可能性较小。目前预测的一季度上市公司总体盈利增长在 30%左右;市场一致预测的 2008 年上证综指成分股净利润增长 32%,对应市盈率在 20 倍左右;预测沪深 300 指数成分股净利润增长率为 29%,对应市盈率水平为 19 倍。基于对 2009 年上市公司盈利增长 20%左右的预期,我们认为目前的市场 20 倍左右的市盈率出现了一定的低估。

图 17 公司盈利预测调整未见异常



数据来源：WIND，招商基金

图 18 总体净利润预测未见大幅下调

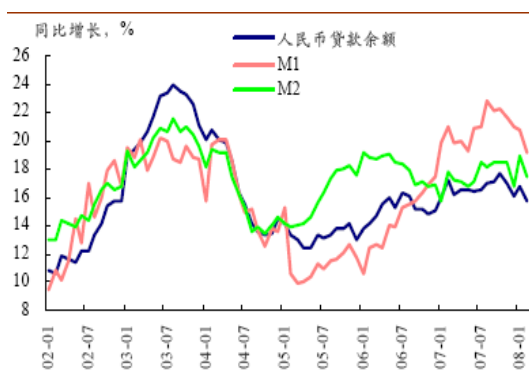


数据来源：WIND，招商基金

二、二季度资金面紧张的态势有望趋缓

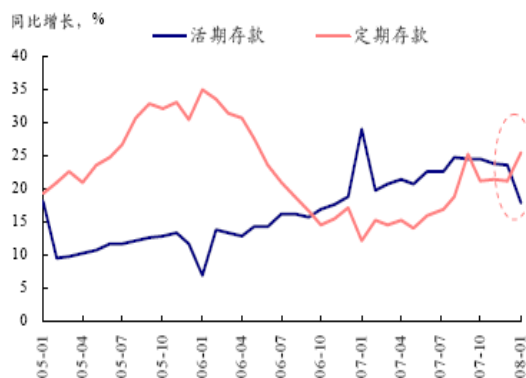
2008年1—2月份货币供给和信贷增速都处在较高水平，而两月间不能被外贸顺差和外商直接投资所解释的外汇占款迅速增加，显示热钱流入规模在近期内大幅增加；但由于通货膨胀率较高，实体经济对流动性的消耗也大幅上升。导致一季度市场表现较弱的的一个重要原因是资金的流向发生了明显变化。随着股市的持续调整，储蓄资金开始回流，定期存款占比快速反弹。部分资金从股票型基金转向债券或货币型基金，自2007年春节后，上证股票指数和上证国债指数走势呈现明显背离趋势。存款回流增加了银行体系的资金，而信贷紧缩使得银行需要运用的资金数量大增，和债券基金的发展共同拉高了债券价格。

图 19 货币供给和信贷增速



数据来源：WIND，中国人民银行

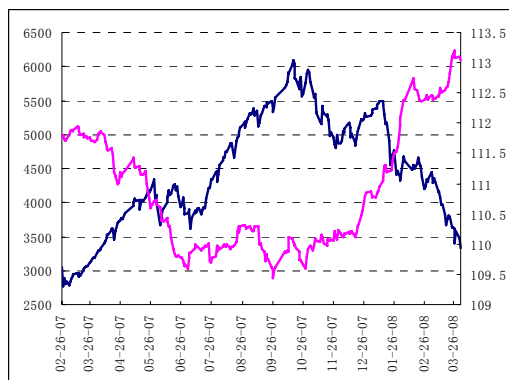
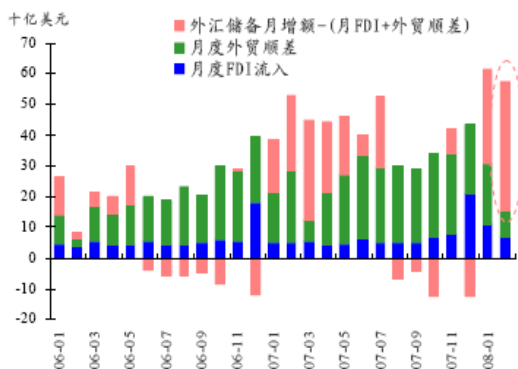
图 20 定期存款增速反弹



数据来源：WIND，中国人民银行

图 21 近期热钱涌入可能再度加快

图 22 上证国债指数和上证综指走势对比

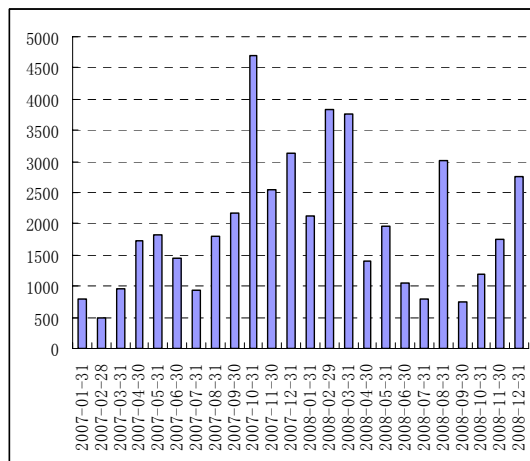
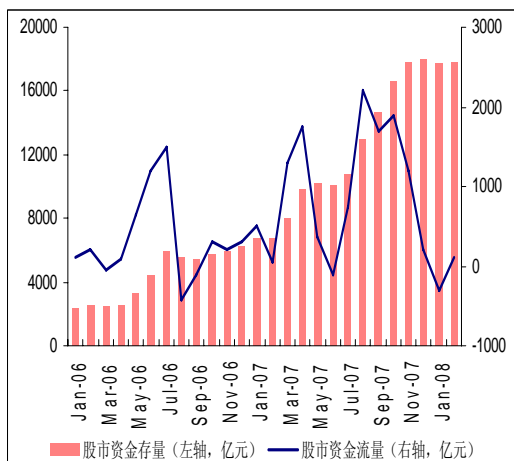


数据来源：WIND，中国人民银行

近期股市资金存量未见明显减少，但资金流量大幅下降。资本市场流动性本身仍然充裕，但由于投资者信心极度萎缩，使得市场成交量持续低迷。我们认为困扰市场的主要因素是投资者信心，股市的剧烈调整是导致资金流向变化的主要原因。预计后期市场企稳后，资金仍将重新进入股市；2008 年新批的大量新基金也将给市场带来较大规模的资金增量。二季度非流通股解禁的压力环比大幅下降，而且解禁股中减持动力小的“大非”比重较高；另外，信贷由于通胀原因难以放开，但目前紧缩程度低于市场预期。

图 23 股市资金存量规模较大

图 24 二季度非流通股解禁市值下降



数据来源：申银万国研究所

数据来源：WIND

三、市场政策层面预计偏暖

一季度，在市场持续探底的情况下，政府救市预期反复的上升和落空在某种程度上也成了加剧市场波动的原因之一。从中国股市面临的风险上升来看，目前偏高的印花税率下调是有必

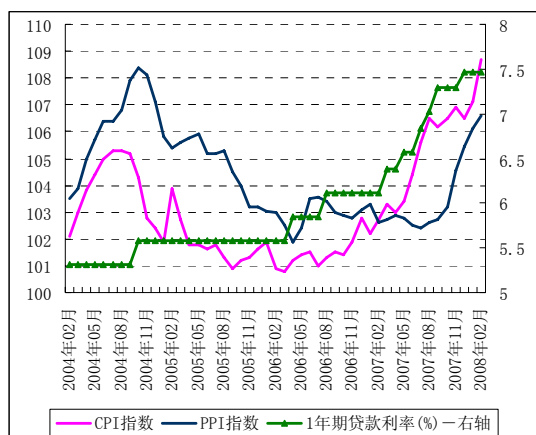
要的。我们认为政府救市政策迟迟没有出台，或许可以理解为管理层对目前的股市还有信心。中国国务院总理温家宝指出，政府要努力促进内地股市平稳健康发展，避免大起大落。2008年以来政府已经新批基金 30 只，我们认为未来股指期货和创业板可能会在适当的时机推出；而对股市估值体系带来较大冲击的非流通股解禁和上市公司再融资行为在未来可能会有政策出台加以规范；针对通货膨胀率较高，可能会有更多的财政政策加以支持。在奥运会之前，为保持我国经济和股市的平稳运行，预计政策层面将会偏暖。事实上，根据历史经验来看，针对股市的政策调控可以改变市场的中短期表现，但是政策调控如果不能改变经济运行态势和影响上市公司盈利增长能力，则很难改变股市的长期运行趋势。

四、影响市场的风险因素仍未消失

(1) 通货膨胀率在上半年可能难以大幅回落

未来的通胀走势是主导经济和政策预期的关键因素，也是目前影响市场最大的风险因素，而劳动力成本和食品价格变动对把握国内物价走势又比较关键。如果 CPI 在未来能够逐季回落，回归到相对较低水平，我们可能会较早的看到管理层放开货币供给和信贷控制；但如果 CPI 在未来仍然持续高企，我们认为管理层的“双防”基调仍将继续，信贷仍将紧缩；作为小概率事件，如果通胀出现失控局面，对股市将是一种灾难。目前我们判断 3 月份和二季度的 CPI 可能仍维持在 8% 附近，因此上半年信贷放开的可能性大大降低。如果下半年由于翘尾因素的消失，CPI 出现快速回落，我们判断管理层保持经济稳定的动力就会上升，信贷将会放宽，而煤电油运等基础资料价格改革也将提上日程。但目前存在一些值得谨慎的因素。当前全球范围内各国普遍面临较高的通胀格局增加了我国的输入型通胀压力；劳动力成本上升和农业劳动力短缺几乎已成定局，而国内大面积粮食种植区出现旱灾，将在一定程度上影响我国的粮食产量；全球正在进入异常灾害性气候多发时期，年内会否出现严重影响我国粮食产量的自然灾害尚待观察；这些因素将直接影响到短期通胀能否停留在政府控制的范围之内。而从长期来看，未来我国将进入粮食净进口阶段，粮食价格能否继续保持稳定存在一定的变数，而肉禽类价格能否回落也需要观察。纵上所述，我们需要对未来通货膨胀的走向保持一定的谨慎。

图 25 CPI 和 PPI 走势图



数据来源: WIND, 招商基金

图 26 08 年个月的翘尾因素测算

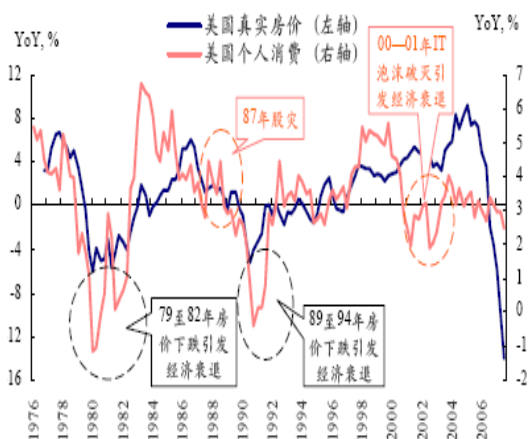


数据来源: 中金公司

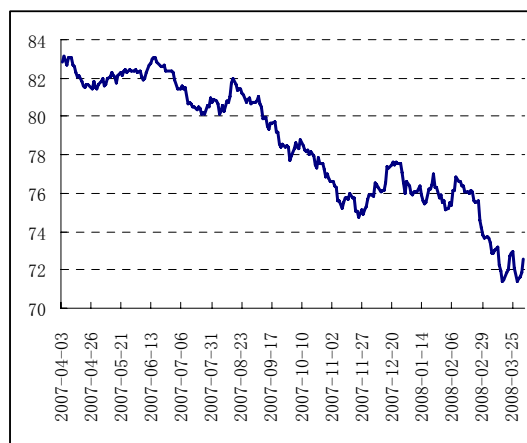
(2) 外围市场负面压力仍然存在

美国经济数据显示实体经济出现恶化, 私人消费呈现零增长, 消费者信心指数处于历史低位, 耐用品订单持续下滑。在经过 17% 左右的跌幅后, 美国房价可能仍面临较长时间和较大幅度的调整, 美国 GDP 复苏可能较为缓慢, 经济学家判断美国此次衰退将呈“U”形, 在 2009 年前难以明显复苏; 而国际货币基金组织近期再次下调 2008 年全球经济增长率至 3.7%。高盛最新预测的次贷危机导致的损失规模达 1.2 万亿美元, 而二季度仍然是次贷违约率发生的高峰期, 未来导致外围市场动荡的因素可能仍会出现, 将给 A 股市场带来较大的心理压力。另外, 一方面美国经济放缓将给我国的出口带来压力, 另一方面随着日本欧洲等国未来可能进入降息通道, 美元汇率的企稳可能将使原来涌入新兴市场国家的资金再度流入美国, 导致我国的流动性抽紧。

图 27 房价下跌通过负财富效应影响消费 图 28 美元指数开始出现企稳现象



数据来源: 中金公司



数据来源: Bloomberg

五、二季度 A 股市场趋势判断——快速筑底后迎接中期反弹行情

由于我国的宏观经济增长率在 2007 年开始出现向下的拐点，加上 2008 年 1—2 月份雪灾事件影响、通胀高企和出口回落等因素导致 1—2 月份经济数据大幅下滑，使得投资者对未来经济的预期空前悲观，认为中国宏观经济会出现硬着陆甚至形成经济危机的人也开始出现。而受诸多短期利空因素的持续打压，前期市场的几次反弹行情都告夭折；市场调整与投资者的恐慌情绪形成相互加强局面，导致股指在半年内跌去 45%，调整速度和幅度都大大超出大家的想象；自上而下的对宏观经济的悲观预期是导致投资者信心崩溃的重要原因。

基于前面的分析，我们认为我国宏观经济和上市公司盈利依然稳健，市场流动性依然充裕，而恐慌性暴跌局面难以长期持续。考虑一季度上市公司总体业绩增长仍将维持在 30% 左右的较高水平，随着市场的估值水平大幅降低以及政策和消息层面在未来将逐渐转暖，投资者信心将有所恢复。因此尽管未来股市的长期趋势还要观察未来通胀等宏观经济数据的具体变化，但我们判断二季度市场在快速探底后将逐渐转暖，中期反弹行情有望产生。

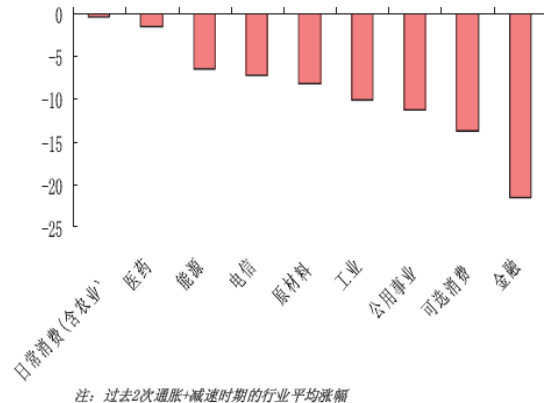
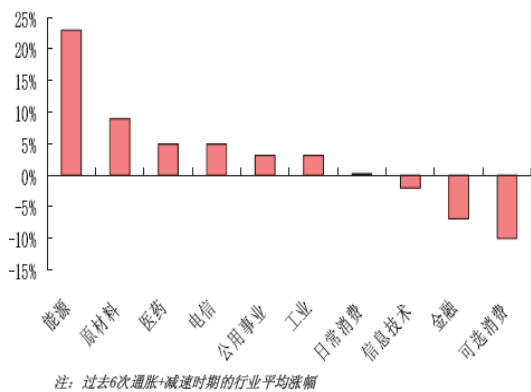
二季度 A 股市场投资策略

一、二季度 A 股市场投资策略

目前决定 A 股市场长期运行趋势的主要因素还不清晰，但通货膨胀上升和经济增长放缓的格局已基本确立。通货膨胀率在未来能否顺利回落尚难以判断，但出口回落比较确定，投资也存在一定的减速风险。从中期来看，反弹行情可期，前期超跌的大盘蓝筹股值得重点关注；而从更长时间内的通胀上升和经济减速角度来看，采取适当的防御性策略仍然必要。

在市场弱势运行的情况下，除行业景气背景外，行业特征和风格属性等因素的重要性也大大提升。根据中国和美国的经验，在通货膨胀率上升和经济减速的背景下，固定资产比例较高的资产类股票和业绩波动性小、成本传导能力强的股票通常表现相对较好，而资金类和强周期性的可选消费类股票表现相对较弱。

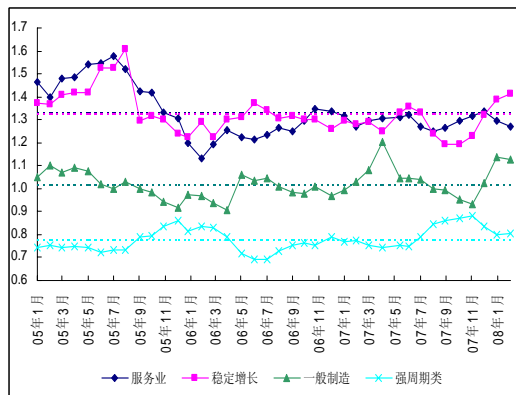
图 29 通胀+减速期间标普 500 行业表现 图 30 通胀+减速期间中国历史行业表现



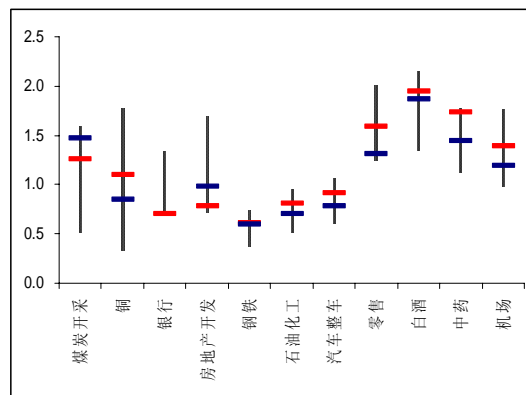
数据来源：中信证券

从各板块的当前和历史估值水平对比来看，剔除银行股后，服务类股票和稳定增长类股票目前的估值水平较经济环境相似的 05 年为低，而一般制造类和强周期类股票的估值水平较前期偏高。分行业来看，不考虑行业景气度的差别，银行、商业零售、机场等板块的估值水平处于相对低位。

图 31 剔除银行股后的风格相对估值统计 图 32 (剔除) 银行股后的行业相对估值统计



数据来源：申银万国研究所



数据来源：申银万国研究所

我们在策略上继续坚持从估值水平偏低，未来业绩高增长预期明确的角度精选个股。近期拟重点布局大盘蓝筹股。经过前期的市场调整，银行、地产等大盘股超跌后的估值水平明显偏低，而市场风格向大盘蓝筹股的转换已经比较明确。从更长时间来看，由于经济前景不明，采取适当的防御策略也是必要的。除估值偏低的大盘蓝筹股外，对外依存度低而行业景气度高、抵御通货膨胀能力较强、业绩波动较小和确定性供给短缺等带来的消费类和医药、化工、煤炭、交通运输等行业的投资机会，和通货膨胀、节能减排、资产整合等确定性主题投资机会也值得

关注。因此更长时间内，除主题投资机会外，拟超配银行、食品饮料、商业零售、传媒、医药、化工、煤炭和交通运输等行业。

1、人民币升值受益的银行业

商业银行通过对各行业提供贷款，完成了对宏观经济各领域的广覆盖，因此银行业的发展与宏观经济状况密切相关。本轮经济周期以来我国企业部门和居民部门的资产质量较高，使得银行业的信用成本大幅下降。而在管理能力和拨备水平都大幅提升的情况下，我国银行业抵抗经济波动的能力大大加强。银行业的混业经营趋势日渐清晰，传统业务结构也在迅速优化，存贷款收入占比稳步回落，非资本消耗型的中间业务占比快速提升。两税并轨、调降营业税的税制改革将提升上市银行的盈利水平。未来银行业的业绩趋势取决于宏观面的走势，而基于政府对通货膨胀和经济增长的权衡，我们认为紧缩的信贷控制终将会放开；而即使从悲观的假设考虑，银行业在未来两年维持 20% 以上的业绩增速是可以保证的。银行业一季度业绩增速可能在 70% 左右，大大高于其它行业的业绩增速水平，而目前银行业的市盈率相对整体市场来说仍然偏低。

2、通胀受益的食品饮料、连锁商业、医药和文化传媒

成功实现工业化的国家消费需求将最终成为拉动经济增长的支柱力量，在经济起飞期，随着国民财富的积累，消费升级将呈现富集的加速现象；较小的周期波动性和更长的增长持续性使得消费和服务领域的龙头公司在业绩高增长持续期内的估值溢价更高。我国正处在人均 GDP 从 1000 向 3000 美元跨越的消费需求成长性最好历史时期，未来我国的零售业将保持长期快速发展。随着我国的社会主义新农村建设和居民收入水平的快速增长，对消费和服务品质的追求和消费升级观念将导致对教育旅游、医疗保健、文化传媒、金融理财服务等持久而旺盛的需求。当前在外需放缓格局基本确立的情况下，为保持我国宏观经济的平稳运行，我国的政策调控倾向于鼓励内需增长，提升消费在经济增长中的地位，消费服务业将迎来最好时机。拥有渠道、品牌和管理优势、公司治理结构完善的龙头公司资产周转率高，成本传导能力强，能够有效地抵御成本上升的压力，未来业绩高速稳定增长预期明确；即将举办的 2008 年奥运会也将给消费服务类行业带来拉动。而从前面的估值比较来看，服务类和稳定增长类行业的相对估值水平仍有提升的空间。我们在维持对食品饮料、商业连锁、医药和文化传媒等传统消费类行业品牌龙头公司的战略性配置。

3、景气回升的煤炭、化工等行业

从产业景气轮动角度来看，目前我国的产业景气正在向上游转移。我国煤炭行业正处于景气度恢复性上升通道，预计未来几年行业将保持供需基本平衡，而焦煤等稀缺品种或将出现短缺。我国已由煤炭的净出口国变成净进口国，国际市场煤炭价格的上涨带动国内煤价的上扬；由于煤炭将是未来不可再生能源中消费增速最快的能源来源，全球可能将进入能源高价时代。分析师预测 2008 年我国煤炭出口合同价有望上涨 90%左右，而近期冶金煤和化工煤还有可能提价。行业内资产注入和整体上市题材较多，而煤炭类上市公司通过产业链扩张，增强了公司抵抗风险的能力，经营战略布局多有亮点。从估值水平来看，2000 年以来美国煤炭股估值水平不断提高，目前煤炭行业静态 PE 估值 53 倍，代表性煤炭公司 5 年平均 PE 估值 33 倍，而国内煤炭行业 2008 年动态估值主要集中在 20-30 倍之间。

在高油价、中东产能投放速度放缓、国内经济快速增长、全球商品价格上涨以及通货膨胀等因素的影响下，我国石油与化工行业景气周期出现了延长，行业景气指数在 2007 年出现回暖。行业复苏的根本动力来自于行业低谷期剩余产能消化、投资规模锐减以及落后产能的加速淘汰，集中度的提高也减缓了行业的无序竞争。由于我国化学工业总体上还没摆脱高污染、高能耗、高资源消耗的局面，国家已将减能排作为一项长期国策，并通过行政和经济手段并举来推动节能减排，这将会引发行业的优胜劣汰，有利于行业的整合。而随着全球农产品价格的快速上涨，化肥等农资领域未来有望保持旺盛需求。从各子行业来看，钾肥、草甘膦、纯碱，以及有机硅和煤化工等行业在未来都有望保持较高的景气度。

4、防御性的交通运输行业

交通运输行业作为传统的防御性板块，在市场调整期间通常会有相对较好的表现。而从各子行业来看，航空行业的成长性较好，消费升级、人民币升值和油价回落等因素将使得行业的景气周期在未来几年仍得以持续；由于经济景气度高，机场、公路、铁路等行业的需求稳定增长，使得行业的业绩增长有保证，而行业整合空间较大、业绩波动性小和相对较低的估值水平，也使其具有更好的防御性。

二、主要行业景气分析及评级

根据上述分析思路，结合各行业具体情况，我们对主要行业景气变化趋势进行了简要分析，在此基础上给出我们的投资评级如下：

招商基金行业资产配置策略表

高于市场权重配置	与市场权重一致	低于市场权重配置
金融	房地产	贸易
食品饮料	家电	纺织服装
商业零售	造纸	电子原器件
传媒	电力	通信
医药	石化	计算机软硬件
煤炭	机械	建筑
航空	建材	汽车及配件
公路	供水供气	有色金属
机场	铁路	航运
化工	电力设备	港口
酒店旅游	钢铁	

货币市场

货币市场回顾

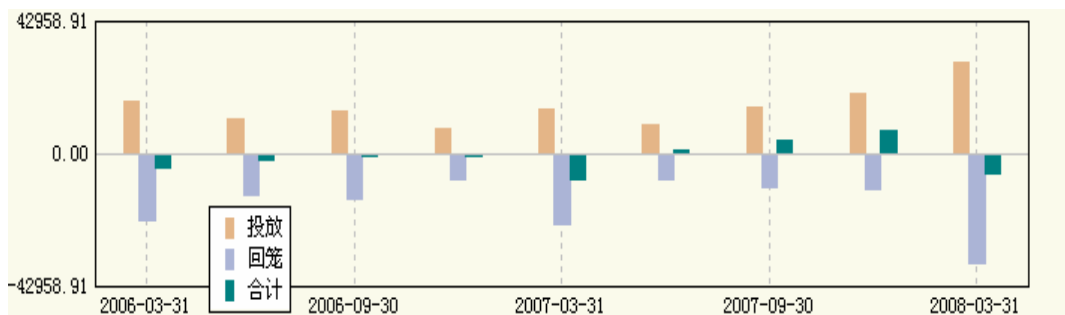
08 年一季度央行在公开市场继续回笼资金，同时短期利率保持平稳。

1、公开市场操作净回笼资金

08 年一季度央行公开市场操作共投放资金 29623.84 亿，回笼资金 35799.09 亿，合计净回笼资金 6175.25 亿，一改去年三个季度以来净投放的态势（见下图）。

08 年一季度到期央票创新高（达到 2.96 万亿），但总体仍维持净回笼态势，这一方面是央行坚持从紧的货币政策基调，大力加强回收力度，特别是在目前人民币加快兑美元的升值幅度情况下，外汇占款持续增加，加大了央行对冲流动性的压力；另一方面，也是由于目前央票收益率具有较高的吸引力，同时一季度股票市场的深幅下调也导致市场资金对央票等固定收益产品的需求持续增加。

图 33 央行公开市场操作情况

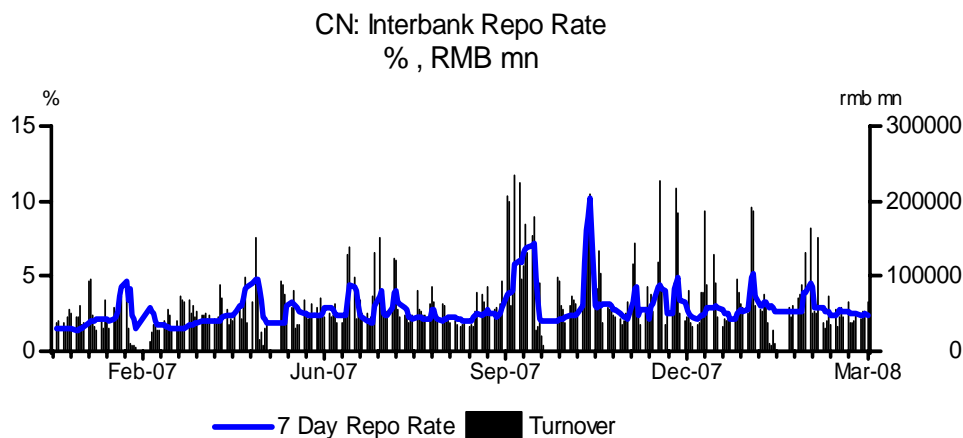


资料来源：北方之星债券分析系统、招商基金

2、短期利率保持平稳

虽然 08 年一季度央行两次宣布上调存款准备金率，但货币市场利率相对平稳，尤其是在 3 月份 IPO 暂停后，市场资金充裕，货币市场利率逐级下跌。相比去年下半年，货币市场利率保持平稳（见下图）。

图 34 银行间 7 天回购利率波动情况



资料来源：CEIC、招商基金

货币市场展望

从公布的 1—2 月份经济数据来看，经济活跃度仍然较高，但固定资产投资反弹的压力较大，货币信贷投放仍然偏多，流动性过剩矛盾尚未缓解，价格上涨的压力明显。同时美国次级抵押贷款危机进一步加剧，全球经济环境变化不确定因素和风险增加。具体来说：

1、从宏观资金面来看，1—2 月份固定资产投资同比增长 24.3%，虽然较去年全年城镇固定资产投资（25.8%）有所降低，但若扣除 1 月中下旬以来南方广大地区雨雪灾害的不利因素影响，今年的固定资产投资增速仍然是处于相对较高的水平。另外，1—2 月信贷增速仍然偏快。尽管央行对商业银行信贷实行从紧控制，并确立了今年人民币新增贷款不得超过去年全年人民币新增贷款 3.63 万亿的目标，但今年商业银行新增人民币贷款在 1 月份达到 8036 亿元后，2 月新增贷款达到 2434 亿元，信贷扩张的压力仍然较大。随着南方雪灾以及春节假期因素减弱，预计 3 月份人民币新增贷款将比 2 月份明显增加。从货币供应量来看，2 月份 M1 增长 19.2%，M2 增长 17.48%，虽比比 1 月份有所下降，但也属偏快水平。最后，1—2 月数据显示通胀压力继续加大。1 月份 CPI 达到 7.1%，2 月份 CPI 达到 8.7%，创 1996 年以来的新高，同时 2 月份 PPI 也达到 6.07%，是自 04 年以来的新高。CPI 的走高仍然主要是食品价格上涨所带动，其中 1 月下旬南方大部分地区受冻雨和雪灾导致交通运输不畅，同时春节因素本身带来的需求影响，使得食品价格的上涨对 2 月份的 CPI 的影响更加显著。展望 3 月份，虽然食品价格有所回落，但随着美元持续走软、国际油价超过 100 美元/每桶以及国际主要粮食期货品种不断上涨，预计 3 月份 CPI 将回落至 8% 左右，仍属于较高水平，通胀形势不容乐观。

2、从政策面上看，人民银行今年开年以来已经连续两次提高法定存款准备金率（每次各 0.5%），并没有出现如部分市场人士所预期的央行加息政策操作。我们认为，尽管面对持续走高的 CPI、信贷扩张以及固定资产投资反弹，央行没有选择加息，主要是由于美国为应对经济衰退而采取的激进的降息政策限制了我国正常货币政策操作空间，中国与美国之间的利率倒挂愈来愈大；同时，今年一季度人民币兑美元已累计升值近 4%，显著快于去年（去年全年升值 6.46%），显示管理层通过加快人民币升值以应对通胀、调整国际收支不平衡、降温总需求的良苦用心。我们预计央行会继续坚持从紧的货币政策基调，使用包括公开市场操作与法定存款准备金率的组合以及汇率政策手段，同时继续加强信贷控制，以达到“双防”的政策目标。

总之，展望二季度，我们认为货币政策继续保持偏紧基调，货币市场利率总体上受到一定压力，但由于预期人民币升值继续加快，市场流动性仍然充裕，货币市场利率上升幅度有限，同时，预计今年二季度 IPO 逐步回归正常，这将对货币市场利率造成一定冲击，但预期中的 IPO 发行方式的改革将可能部分降低这种冲击。我们将密切关注市场经济指标与利率变动情况，在保证流动性的基础上，适时进行久期调整。

债券市场

债券市场回顾

3 月债市仍然承接了前两个月债市的良好走势，一季度债券市场不断走高，中长期国债表现尤为突出。展望 4 月，在一季度数据的出台之前，预计市场将维持整理走势，在加息预期明朗之后，市场将做出方向选择。

1、一级市场

回顾上月国债一级市场，只招标发行了一只 10 年期国债，其中标利率 4.07%落在市场预期 的 4.07%-4.12%的下限，认购倍数近 2.23 倍，市场对国债需求依然旺盛，其招标结果带动了市场进一步的上行。

表 1 3 月份国债市场招标情况

名称	发行日期	招投标日期	期限(年)	招标方式	招标标的	中标利率(%)	认购倍数	最终票面利率(%)
08 国债 03	20080320	20080319	10	混合式	利率	4.07	2.2315	4.07

金融债招标也追随着国债市场的变化,其中标点差均在市场预期下限,一级市场良好表现巩固了二级市场的上涨。

表 2 2月金融债市场招标情况

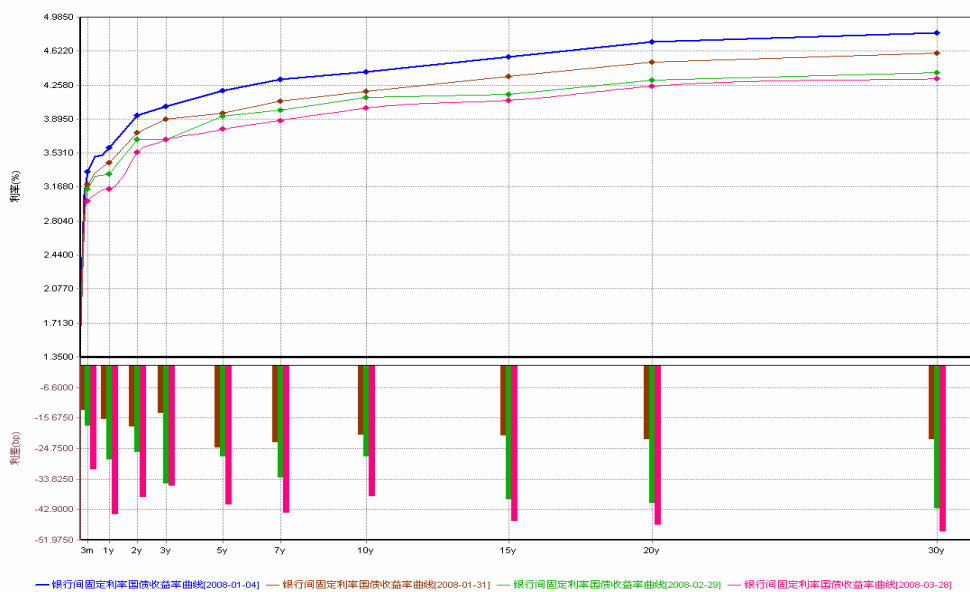
名称	发行日期	招投标日期	期限(年)	招标标的	中标利差(%)	认购倍数	最终票面利率(%)
08国开06	20080312	20080312	7	利差	0.65	2.2376	4.79
08国开07	20080326	20080326	5	利差	0.49	2.1961	4.63

数据来源: Wind 资讯

2、二级市场

回顾一季度的二级市场国债表现,尽管CPI的高点被再次突破,但市场普遍预期下半年CPI将有所回落,都力争在“黎明前”增加组合的久期,长期(7-10年期)高票息国债因其税后投资价值高,成为市场多方主力做多的重点品种,其良好表现直接带动了其他关键期限的表现,收益率曲线呈现平行下移的态势。

图 35 国债收益率曲线变化图

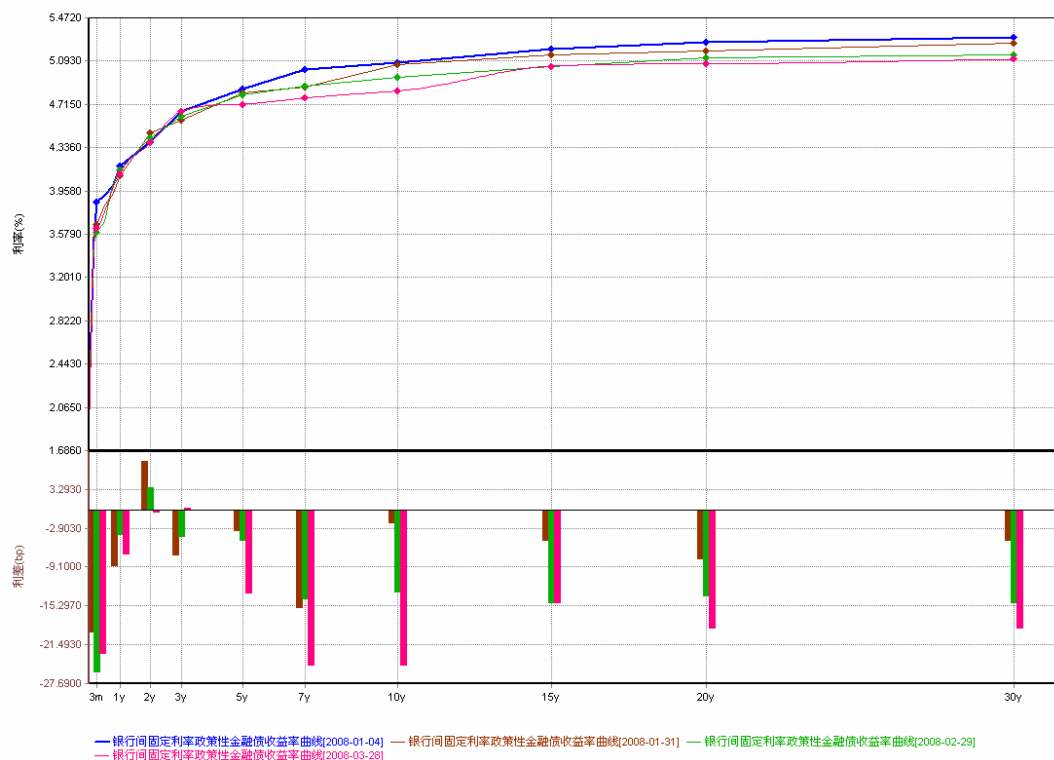


数据来源: Wind 资讯

回顾整个季度的表现,金融债跟随国债上涨的良好势头,其收益率曲线持续呈现牛市扁平化走势变动,1-3 年期的收益率变化不大,5 年期以上的关键年期收益率均有所下行。

短端变化不大的原因在于 1 和 3 年期央票发行利率连续持平,而 7-10 年期收益率下行主要是受到国债市场的良好表现的带动。

图 36 金融债收益率曲线变化图



数据来源：Wind 资讯

3、指数回报

由于本月招标发行的 10 年期中长期国债低于二级市场水平的利好表现，以及央行在 2 月 CPI 创出近 10 年的新高后，没有采取加息措施，同时，市场资金面依然宽松，这些因素拉动债市继续上扬，中债总指数上月总回报为 0.78%，1-3 年期固息金融债和 3-5 年期浮息金融债月回报分别为 0.35% 和 0.62%，落后于中债总指数。

回顾整个季度各板块指数表现，中长期国债表现靓丽，7-10 年期和 10 年期以上的国债板块季度回报，分别为 4.48% 和 6.24%，大幅超过中债总指数的 3.18% 季度回报。

图 37 中债总指数走势图

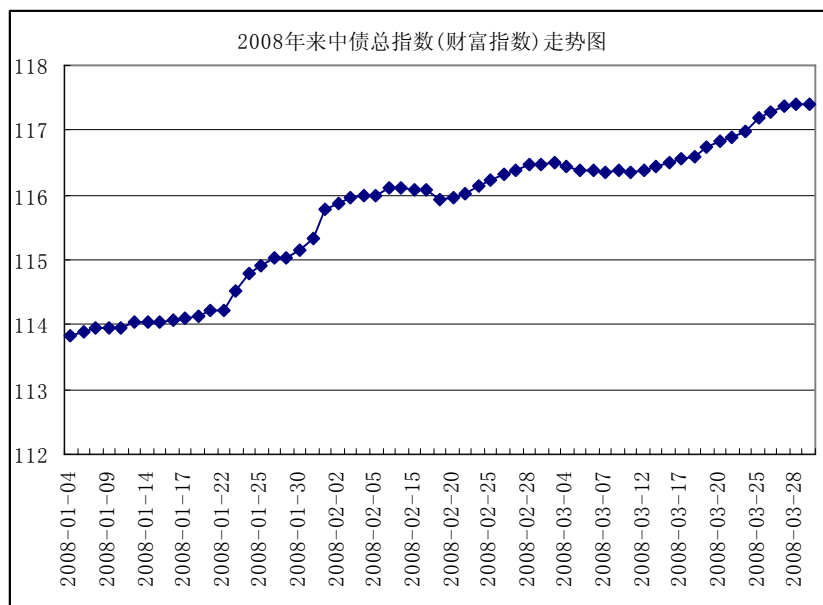


表 3 各板块债券季度回报比较

	季度回报
固金 1-3 年	0.96%
浮金 7-10 年	1.03%
固金 3-5 年	1.29%
浮金 5-7 年	1.31%
浮金 1-3 年	1.51%
固国 1-3 年	1.54%
浮金 3-5 年	1.72%
固金 5-7 年	2.25%
固国 3-5 年	2.34%
中债总指数总值	3.18%
固金 7-10 年	3.18%
固金 10 年以上	3.53%
固国 5-7 年	3.55%
固国 7-10 年	4.48%
固国 10 年以上	6.24%

表 4 各板块债券月度回报比较

	月度回报
浮金 7-10 年	0.27%
固国 1-3 年	0.34%
固金 1-3 年	0.35%
固金 3-5 年	0.46%
固国 3-5 年	0.56%
浮金 5-7 年	0.56%
浮金 1-3 年	0.56%
浮金 3-5 年	0.62%
中债总指数总值	0.78%
固金 5-7 年	0.80%
固金 10 年以上	0.89%
固国 5-7 年	0.96%
固国 10 年以上	1.09%
固金 7-10 年	1.23%
固国 7-10 年	1.28%

债券市场 4 月展望

4 月市场关注的焦点在于即将公布的一季度宏观经济运行数据和金融数据, 以及 3 月的 CPI. 在雪灾和外围经济放缓等因素影响下, 市场预计一季度的宏观经济将较去年有所回落, 但仍处 10%左右的高位, 同时, 3 月的 CPI 也将比 2 月有所回落, 至 8%左右, 绝对水平依然较高. 因此, 宏观调控的压力仍然较大。

对于央行的货币政策, 我们预计将仍以数量调控措施为主, 价格调控措施为辅. 数量调控将继续通过公开市场操作来完成, 1 年和 3 年期利率如果在无加息的情况下, 将继续持平于 4.06% 和 4.56%; 价格调控将继续以汇率为主, 利率为辅. 尽管人行的储蓄者调查显示居民的通胀预期有所回落, 但其绝对水平仍处于有调查数据以来的高位, 同时, 连续数月处于高位运行的 CPI 不能在短时期内得到改善, 对于居民的通胀心态的影响也不会短期消退, 因此, 加息的可能并不能排

除. 在一季度人民币汇率大幅升值的情况下, 央行没有采取加息的措施抑制通胀, 如果二季度人民币汇率升幅放缓的情况下, 可能央行会采取加息措施。

因此, 4 月市场关注的焦点在于 4 月中下旬, 央行是否会在一季度宏观数据公布后采取加息措施. 我们的预期是有比较大的机会。

在新股 IPO 后基金抛售短期债券的情况下, 预计短端利率将有所上行, 在加息与否的情况尚未明朗之前, 预计市场将窄幅波动, 在加息明确后, 市场将做出方向性的选择. 因此, 在市场预期明朗之前, 可选择以浮息及 1 年期央票等短期品种增加组合防御性; 在明朗之后, 选择标配中长期国债品种。

信用市场

信用市场一季度回顾

一、短期融资券：新增速度加快，信用利差逐步缩小

2008年一季度银行信贷收紧，国家支持企业直接融资的政策，短期融资券新发速度较07年大幅提升，一季度月份新发短期融资券84只，市场上短融存量达到3716.1亿元。一季度发行的各类评级的短期融资券发行收益率中值见图38。不同信用评级之间利差较07年12月略有降低，AA-以上评级短期融资券与无风险收益利差下降明显，体现了市场对未来企业经营风险的规避。

(图39)

表5 2008年一季度新发CP情况

月份	2008-3	2008-2	2008-1	2007-12	2007-11	2007-10
数量(支)	32	24	28	19	22	18
发行量(亿)	568.7	282	259.2	175	313.6	279.8
存量(亿)	3716.1	3346.4	3219.9	3203.1	3268.3	3222.1
一级市场收益率均值(%)	6.03	6.01	6.43	6.11	5.91	5.35
一级市场收益率中值(%)	6.05	5.95	6.28	6	5.75	5.37
1年期央票(%)	4.06	4.06	4.06	4.06	3.99	3.61
与央票中值利差(bps)	199	189	222	194	176	176

图38 各评级短期融资券发行量及收益率中值

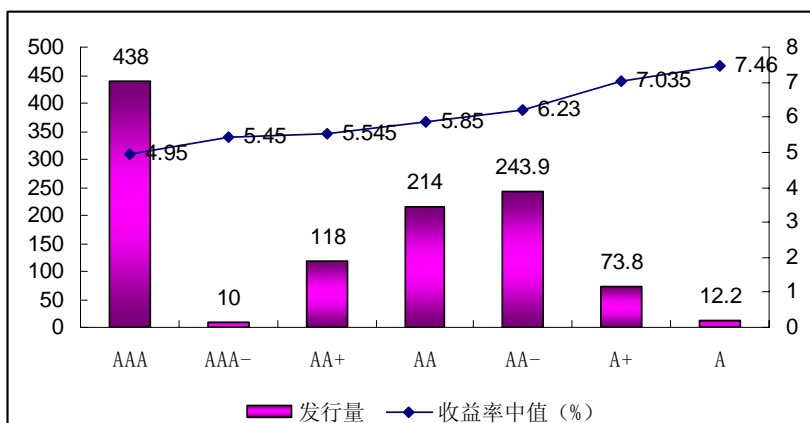
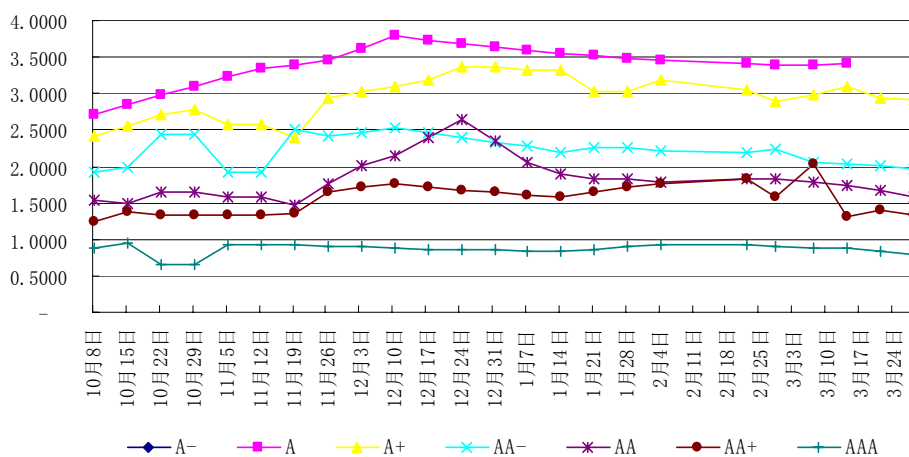


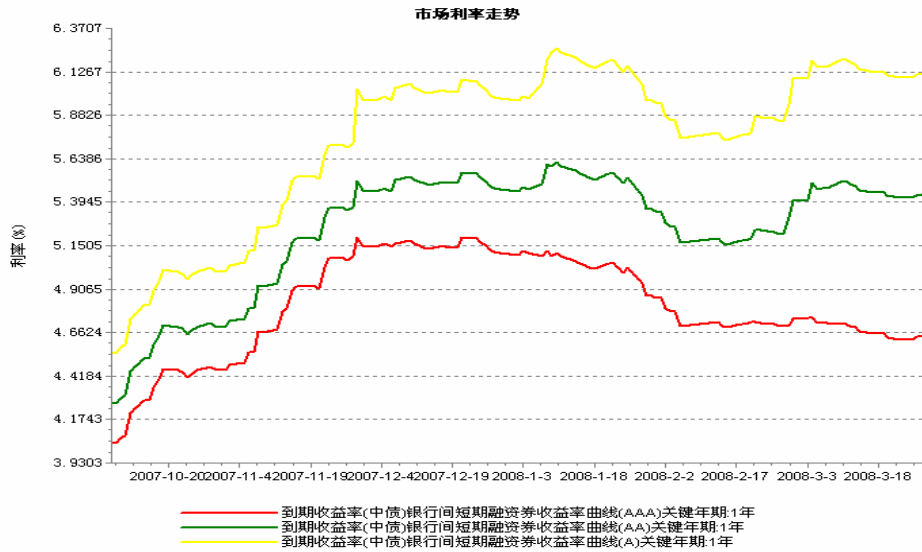
图39 不同评级短期融资券信用利差比较图



数据来源：www.chinabond.com.cn

一季度短期融资券二级市场收益率总体来讲先降后升。由1月份由于资金面极度充裕，且新发短融票面信用利差很大，市场需求旺盛，收益率迅速下降，一二级市场利差扩大，2月份达到低谷。3月份公布2月CPI达到近年来新高，通货膨胀预期抬头，投资者风险意识增强，不同信用评级之间利差拉大。低评级CP收益明显回升，高评级二级市场收益仍稳重有降。

图40 不同评级短期融资券市场利率走势



数据来源：Wind资讯

二、企业/公司债：

2008年一季度企业/公司债券共发行10只，不同信用评级的企业发行债券利差很大。本季度发行AAA评级与A+评级企业债之间利差在150bps左右。由于08年企业发行担保债获批较难，因此有担保企业债券在一级市场受到追捧。

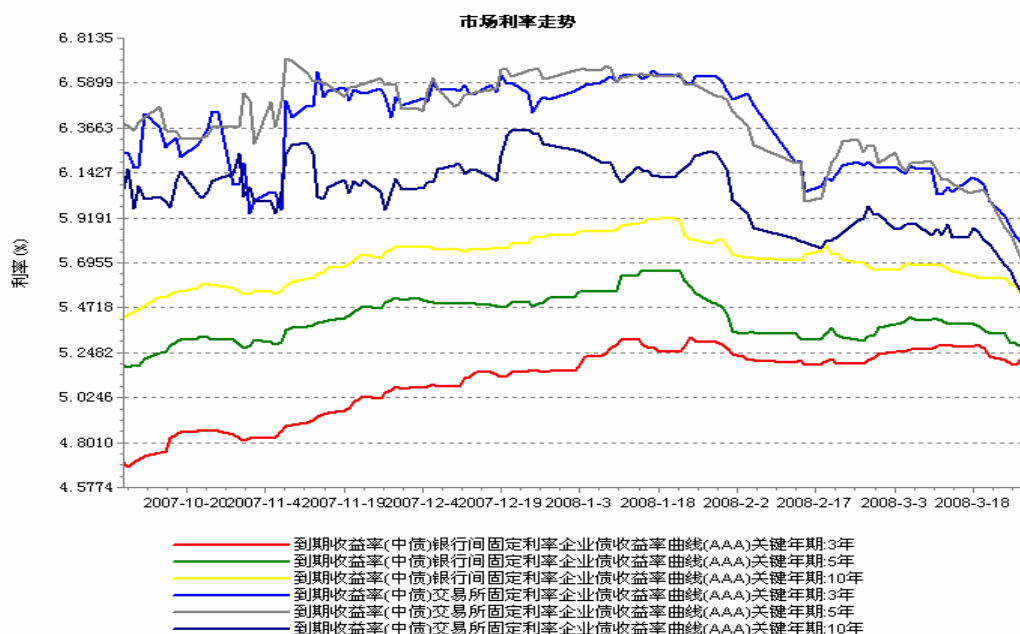
从二级市场来看，08年由于资金宽裕，股市下行，各机构对企业债券需求不断增加，企业债券收益率下行，交易所市场企业债券收益尤其明显。银行间企业债券收益率稳重趋降。

表6 一季度企业债券发行一览

代码	名称	发行总额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	发行日期	担保人	特殊条款	主体评级
122007.SH	08 莱钢债	20	10	6.55	20080325	莱钢集团	回售	AA
088006.00	08 广纸股份债	3.9	10	6.45	20080313	建行广东	-	A+
122006.SH	08 金地债	12	8	5.5	20080310	建行深圳	-	AA-
112001.SZ	08 粤电债	20	7	5.5	20080310	建行广东	回售	AA+
088004.00	08 国网债 01	50	7	5.25	20080228	网通集团	-	AAA
088005.00	08 国网债 02	150	10	5.35	20080228	网通集团	-	AAA
122005.SH	08 钒钛债	13	5	6.8	20080228	唐钢集团	-	A+
088003.00	08 兴泸债	7	10	1.3	20080226	建行泸州	回售	A+
088002.00	08 皖华茂债	4	10	6.52	20080117	农行安庆	-	A+
088001.IB	08 赣煤债	5	10	6.2	20080108	国开行	-	A+

数据来源：wind资讯

图41 07年至今银行间、交易所5年/10年企业债券收益率走势



数据来源: Wind资讯

信用市场展望与投资策略

一、短期融资券：发行企业信用受到关注，AA、AA-评级短期融资券是较好的配置品种。

二季度市场的资金面预计比一季度有所收紧，评级低的短融与评级高的短融之间的流动性溢价有上升趋势。对于评级在AAA、AAA-和AA+的优质企业短期融资券来讲，由于目前与无风险利率的信用利差不大，随着资金收紧或加息，利差有上升压力；而评级在AA、AA-的短期融资券信用利差仍显著高于历史平均水平，在资金紧张或加息的情况下利差扩大的压力不大。

从供给的角度讲，央行比较鼓励大型优质企业通过短融进行融资，把信贷额度留给中小企业。而且在信贷紧缩的环境下，银行的实际贷款利率往往会在名义利率的基础上上浮更大的幅度，这使得优质企业更愿意选择发行短融的方式来替代贷款融资。如果将短融按主体信用级别分为三类，包括AAA到AA+、AA到AA-和A级，可以看到AAA到AA+的发行规模在3月份确实有了明显的上升。AA、AA-评级的企业偿付风险小且相对收入高，将成为资金追捧的主要品种。

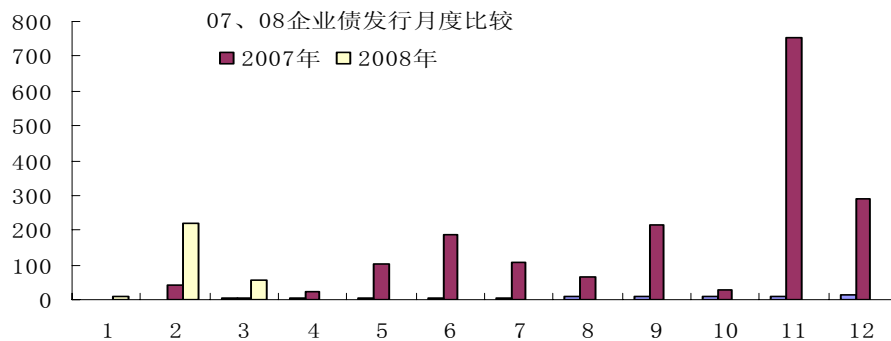
二、企业债：对市场利率敏感，信用利差、流动性利差有扩大趋势。

经历了3月份收益率大幅下行之后，企业债券信用利差大幅缩小，交易所企业债券收益率逐步消失。目前央行公开市场回笼力度很大，市场流动性较前期收紧，由于企业债券受到流动性限制，在资金宽裕度较低的情况下，其流动性利差将面临扩大。总体来看二季度企业债券收

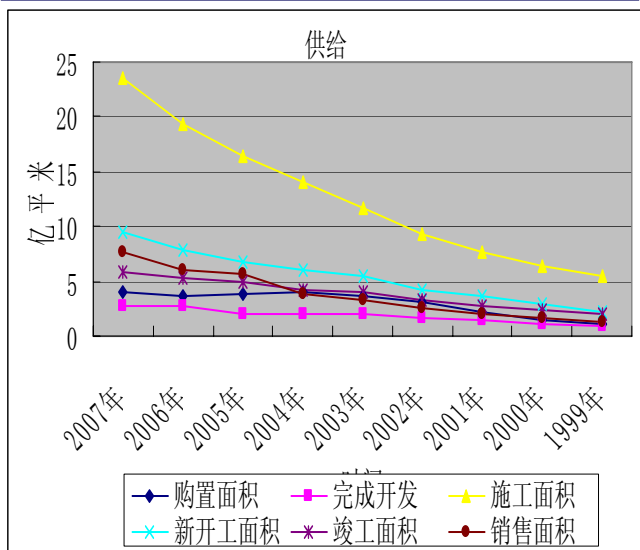
益率与债券市场利率关联度加大，不论是流动性真实收紧还是央行采取加息措施，企业债券收益率都有可能上升。

从配置角度看，应以高评级的企业债券和可分离债纯债部分为主。

图 42 07 年与 08 年企业债发行月度比较

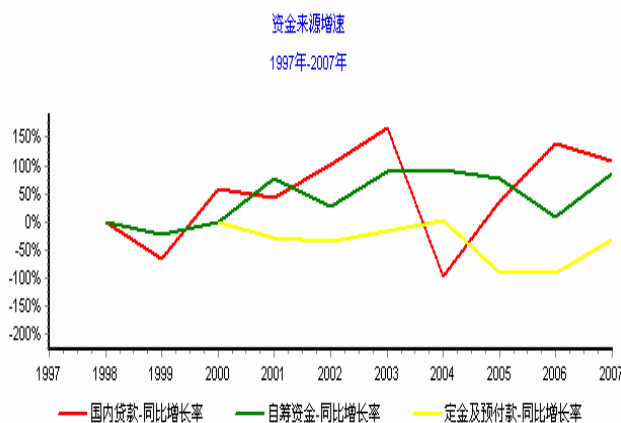


图一：1999—2007 年行业供需趋势



资料来源：招商基金

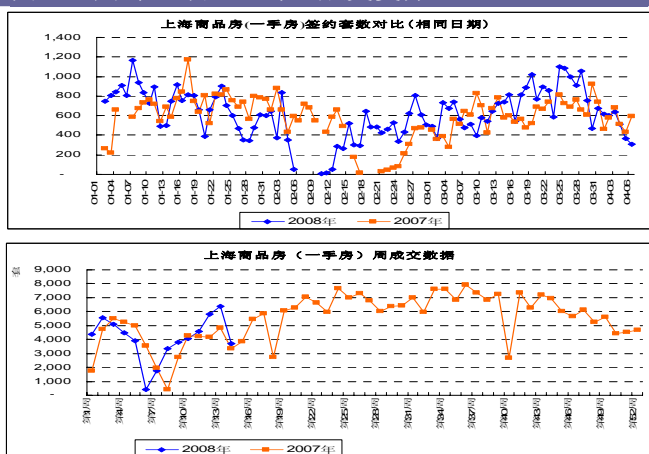
图二：资金构成变化影响未来走势



数据来源：Wind资讯

资料来源：招商基金 wind

图三：局部区域（上海）成交复苏



结论：增加配置

短期看，供应理论量较大，真实供给取决于政策执行力度、信贷政策的持续时间。长期看，需求缺口依然存在。

地产此轮的调整是阶段性的调整，根据目前的数据反映，调整的时间和幅度，超过上一轮调控，春节后部分地区销售量、价的探底回升在二季度能否持续及扩大区域，取决于政策、舆论导向、信贷的变化。目前估值较低，同时销售数据回暖，增加配置。

行业：短期调整 长期看好

供应：截至 07 年底，已购置未开发土地面积 10.53 亿平，按照 3 年开发周期计算；05、06、07 新开工面积合计 23.95 亿平，为 02、03、04 年购置的 10.72 亿平土地形成，则 05、06、07 三年新购置土地为 11.56 亿平，约可形成 26.29 亿平施工面积；加上 2007 年末在建施工面积 23.59 亿平方米，扣除竣工的 5.82 亿，共计 44.06 亿平，按照 0.85% 比例为住宅计算，可供应 39.2 亿平住宅；

需求：98 年 4.16 亿城镇人口，人均 17 平，存量 70.72 亿平；99-07 年新建 30.18 亿平，目前已购待开发及在建可提供 39.2 亿平；按年增 2000 万城镇人口，至 2015，城镇人口从目前的 5.93 亿增加至 7.53 亿人口，人均居住面积 30 平，合计需 226 亿平，缺口约 86 亿平，如果按照人均 25 亿平，缺口 48.2 亿平；

长期看，城市化、人口结构、人均收入等主要因素对于住房的需求依然支持。

关键因素

- 信贷资金的政策导向。
- 消费者对于房价走势的预期。
- 成交量的变化趋势。

价值分析

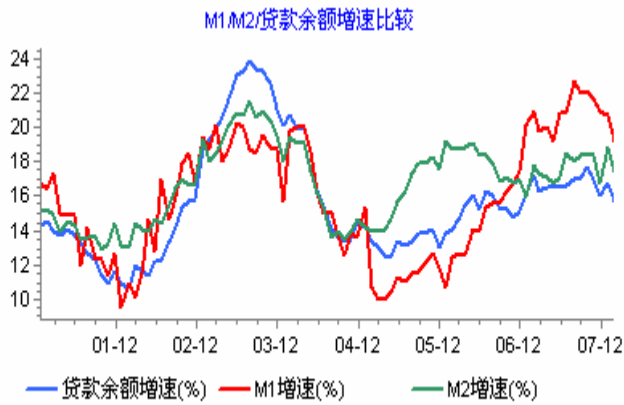
目前龙头国内公司 08 年 PE 估值在 20 倍左右，二线龙头估值在 16 倍左右，RNAV 在 1-1.5 倍，从行业增长而言，08 年保持 35% 以上的增长依然确定，市场估值有一定低估。

重点关注股票

除万科、保利、金地之外，重点：

- 金融街**：优质商业资产资源明显，开发模式独特，公司刚完成的增发融资 80 多亿、资金充沛。每股收益预计 08、09 年为 0.8，1.1 以上，市盈率 27 和 20 倍左右；
- 华发股份**：区域龙头，07 预收帐款达 33.69 亿元，结算收入为 21.66 亿元，08 年度业绩有保证。土地储备 450 万平，按结算速度，未来 3 增速。预计每股收益 08、09 年为 1.2，1.7 以上，市盈率 20 和 15 倍左右；
- 栖霞建设**：区域龙头，长三角调控压力小，公司专业化能力强，楼盘质量、品质高。预计每股收益 08、09 年为 1.1，1.6 以上，市盈率 16 和 11 倍左右；

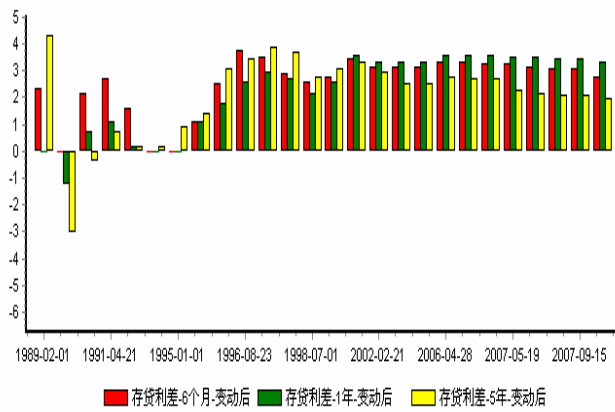
图一：贷款增速受政策控制 但依然较高



数据来源: Wind资讯

资料来源: 招商基金 wind

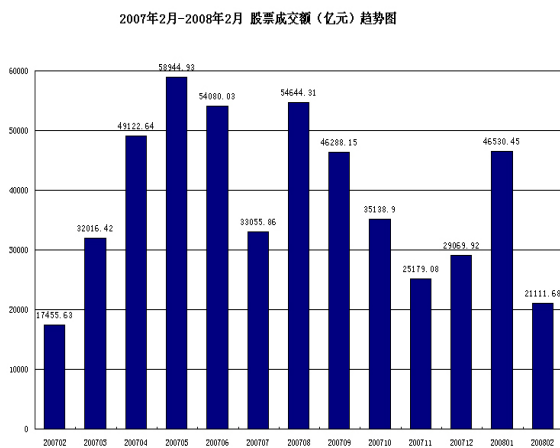
图二：利差稳定 仍有扩大空间



数据来源: Wind资讯

资料来源: 招商基金

图三：证券市场波动的负面影响



结论：银行超配 保险证券低配

银行：08 年业绩主要驱动因素净利息收入增长、税收、中间业务、拨备下降预计可贡献 40-50%的利润增长，拟超配；**证券：**由于市场调整幅度过大，经纪、投行、资产管理和自营等业务均受负面影响；**保险：**市场调整对保险公司的权益类投资收益产生较大负面影响，而万能、投连产品的销售持续性增长受到考验，结合估值，给予低-标配的投资计划。

行业因素：

银行：受贷款重新定价滞后于存款的效应、信贷紧缩情况下银行贷款溢价能力提高的影响，实际利差仍然进一步增加。各个银行的贷款增速降低，但规模基本保持去年水平，因此净利息收入依然可以保持稳定增长；即使不考虑税率降低的一次性效应，08 年业绩利润增长 20-25%。考虑所得税率由 33%降低为 25%，可促进利润增加 16%左右。而拨备减少、费用收入比降低大约贡献约为 10%。

综合而言，业绩增长明确，估值偏低，拟超配。

证券：08年1-2 月份，股票基金日均交易额下降明显，日均交易额降至1200亿左右，同时股指从最高点计，下跌幅度超过45%，对于经纪、自营、资产管理等的负面影响较大，同时二季度业绩取决于市场趋势，拟低配。

保险：08 年一季度保费收入增长的持续性需要观察，投连、万能等产品能否持续高增长有很大的不确定性，而证券市场的巨幅调整，对权益类投资占保险投资资产 25%左右的保险公司而言，累计可供出售资产公允价值的损失较大，而全年对于业绩的贡献需要谨慎判断，尽管从估值角度而言，内涵价值和业务价值对应的股价处于合理位置，但是考虑每股收益增长因素，拟低配。

重点关注股票

浦发银行。拨备减少和税率降低是 EPS 超预期的催化剂，公司 08 年业绩 2 元以上，估值 18 倍；没有解禁压力；

招商银行。业务结构优化，中间业务依然领先于国内银行，增长稳定，公司 08 年业绩 1.5 元以上，估值 20 倍；

深发展。资本金得到充实，同时业务发展多元化；公司 08 年业绩 1.6 元以上，估值 18 倍，没有解禁压力；

兴业银行。存款业务在 07 年下半年得到强化，公司增长依然较快，公司 08 年业绩 2.4 元，估值 16 倍；

图 1：钢材价格运行情况



资料来源：国家统计局

表 1：国内粗钢平衡情况

	2005	2006	2007E	2008E
粗钢生产量	34806	41900	48000	52800
进口量	2564	1890	1500	1500
出口量	2432	5200	6000	5000
粗钢表观消费	32521	37426	42369	47677
粗钢表观消费增长率	17.44%	15.08%	13.21%	12%
淘汰落后			1300	2500

资料来源：招商基金

图 2：国内外钢价对比

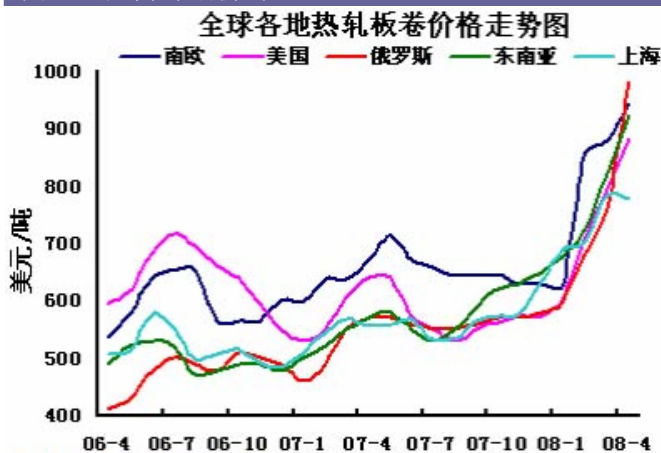


表 2：钢铁行业比较表

市盈率	2007E	2008E	2009E	策略
钢铁平均	18	17	18	标配
宝钢股份	17	13	13	标配
武钢股份	18	14	13	超配
鞍钢股份	15	14	13	超配
太钢不锈	14	12	11	超配
莱钢股份	13	11	10	超配

资料来源：招商基金 20080407 股价

维持年度策略中的标配评级

第一季度受雪灾影响的南方钢铁公司业绩一般，北方钢铁公司则业绩不错。进入二季度钢铁消费旺季，下游行业对钢材需求非常旺盛，产品涨价也能覆盖成本，因此二季度钢铁行业的经营业绩会远好于第一季度。但市场对周期性行业的怀疑是制约行业估值的关键，因此拟维持标配，我们仍然侧重于拥有原料和并购重组的钢铁公司，拟定组合是：“鞍钢+太钢+莱钢+三钢+华菱”。

行业前景

结论：钢铁形势延续供求形势转好、高成本、高价格、利润分化明显，二季度的吨钢毛利将相较于一季度扩大。

供给：国际钢铁产能供给因为焦炭的紧缺而受到限制，这在一定程度上加快了近期国际钢价的上涨速度，使得国际钢价重新超出国内钢价。

出口：我国钢材出口继续呈现多元化格局，向中东、非洲地区的出口份额提高较快。

需求：从近期对部分钢厂的调研来看，下游需求非常旺盛，钢厂短期将成本转嫁给下游不成问题。

钢价：钢价处于相对高位运行，在旺季需求的

启动下、国内外价差的重新加大背景下，类似于 05 年在大涨后出现大幅回落的可能性已经不大。

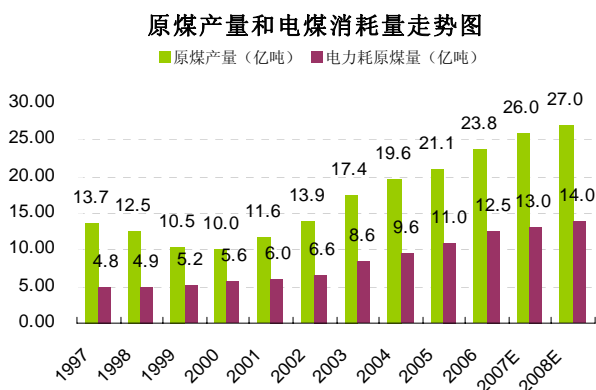
矿石谈判：力拓仍要改变铁矿石的定价体制，对成本构成一定的不确定性。因此拥有原料优势、成本控制能力强的钢铁企业将会得到市场的宠爱。真正的弱肉强食的行业竞争将会出现，行业利润将向大型钢铁企业集中。

并购：行业并购将出现两个大案例。鞍本合并+凌钢，山东大钢，这将促动行业其他公司的并购。

关键因素

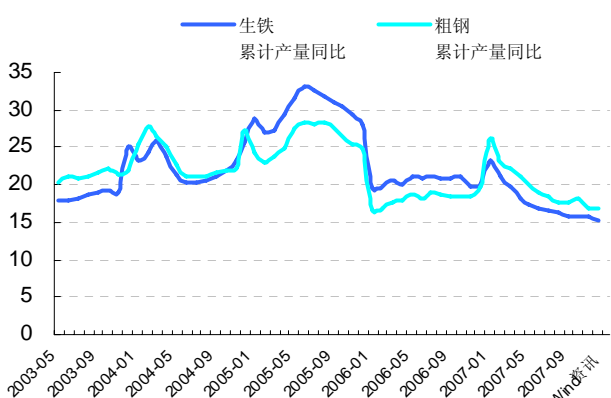
我们关注将相比于以往年限更加明显的并购投资主题、原料资源主题、技术进步主题。

图一：原煤生产和电煤需求



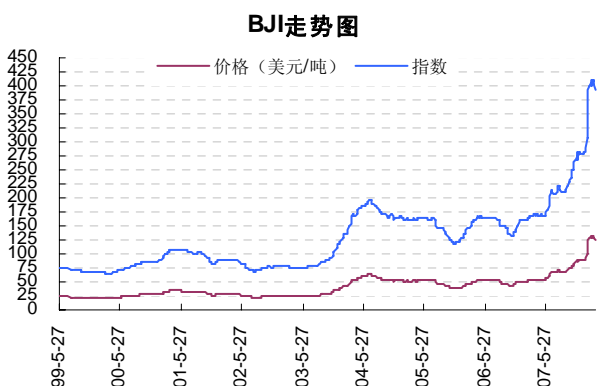
资料来源：国家统计局

图二：原煤和焦炭产量增长走势图



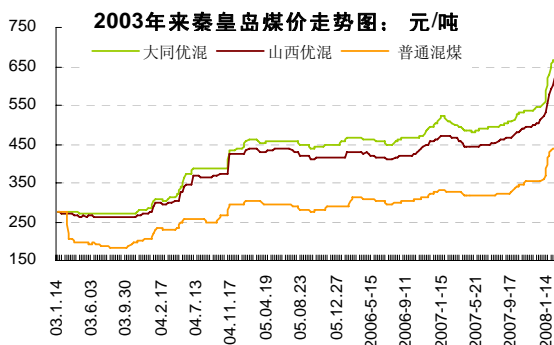
资料来源：国家统计局

图三：国际煤价走势



资料来源：国家统计局

图四：秦皇岛煤价走势



资料来源：招商基金

超基准的配置，关注优势公司

考虑到煤炭行业的整体景气，我们保持超基准的行业市场配置；我们坚持资源优势和增长前景为主的选股策略，重点关注上市的中国神华和西山煤电。持有相应成长性好的优势公司如：平煤天安、潞安环能、兰花科创、神火股份等；

行业分析：需求旺盛、行业整合加快

下游行业的旺盛需求导致了2007年至今原煤和焦炭产量的持续高速增长。

考虑到中国高速增长的经济周期和工业化特点，我们预计未来两三年基于煤炭的能源需求将保持旺盛，煤炭产量将保持10%左右增长。这将成为煤炭上市公司产量持续增长的主要行业背景。

行业集中度提高：政府加快关停小煤矿，建立煤炭交易中心和增加煤炭大型集团公司规模，煤炭行业集中度进一步提高，带来煤炭厂商对煤价的议价能力进一步提高。

关键因素

采矿权转资本金：国家大型煤炭集团采矿权转资本金将有利于上市公司得到资产注入和开展并购。

煤价上涨：成本上升和需求上升将提供煤价上涨动力。储量相对有限的主焦煤和优质的动力煤具有较强的议价能力而能够获益。08年初煤价上涨幅度超过预期。

资产注入：受到母公司支持的公司将可能获得资产注入。整体上市成为行业趋势。

价值分析

中国资源长期的稀缺将可能带来煤炭公司的重估，当前相对较低的估值和优秀资源公司内生和外延增长带来投资机会。

当前煤炭公司08年25-30倍左右的市盈率水平，相对于成长性，估值合理。

重点关注股票

中国神华：中国最大、最优秀的煤炭公司，一体化的经营战略和领先的煤炭储量和增长能力，收购母公司煤矿、电厂、煤变油项目将带来惊喜。

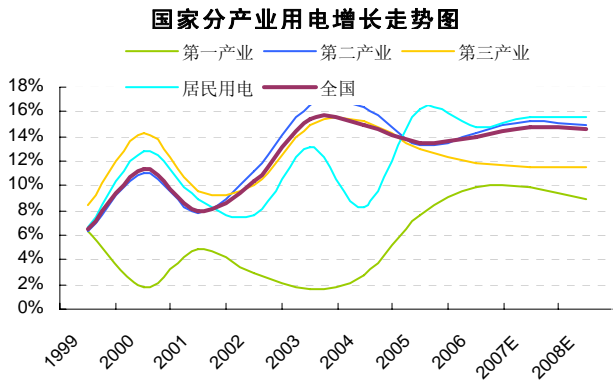
西山煤电：公司优质的主焦煤资源具有较好的稀缺性和转移成本能力，同时公司煤电两业同时发展具有良好的发展空间。

兰花科创：该公司不受本次三项基金计提的影响，同时公司保持有煤炭、化工持续增长的能力。

神火股份：公司铝电的资产注入战略清晰，整体上市成长空间大。

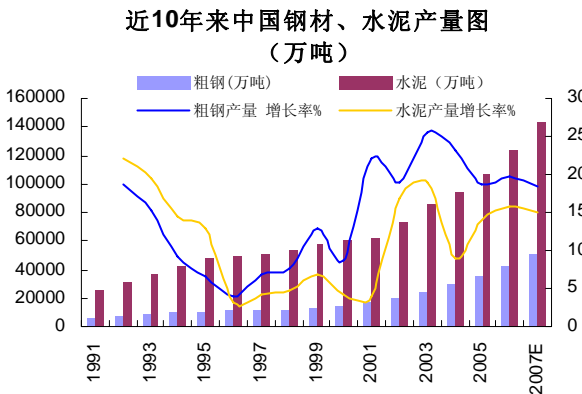
潞安环能：具有良好的经营历史，喷吹煤具有良好的市场空间，转移煤炭成本能力较强，可以保持较为稳定的发展。

图一：中国各产业用电增长趋势



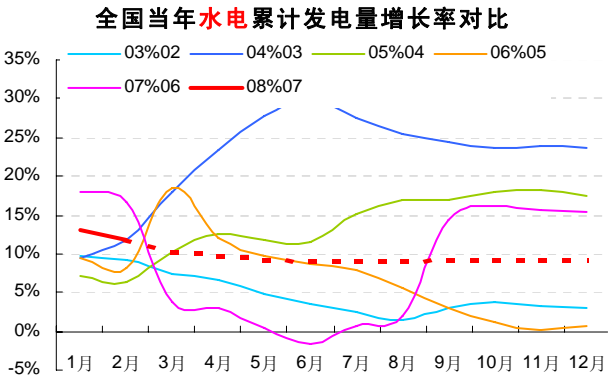
资料来源：国家统计局

图二：中国钢材、水泥产量增长



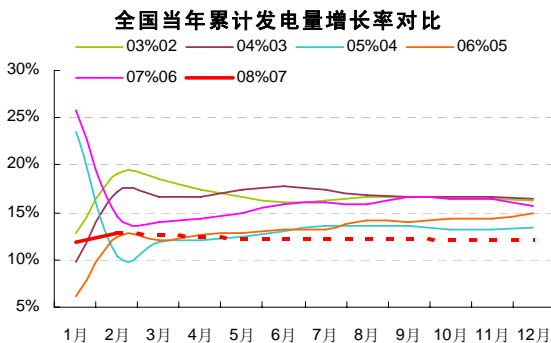
资料来源：国家统计局

图三：国家累计水电发电量增长对比



资料来源：国家统计局

图四：国家累计发电量增长对比



资料来源：招商基金

低于市场权重配置，寻找行业买点

一季度电力股票整体估值随着指数的调整不断下降。我们保持行业市场低配置、寻找因为煤电联动带来的投资机会。关注电力业务在政策趋势下竞争力提高的公司如：长江电力、桂冠电力、粤电力、华能国际、国电电力等。

行业供需分析：需求旺盛、08 利用小时有望提高

国家电力需求的增长主要来源于以重工业为代表的制造类行业的高速发展。预计 08 年全国电力需求增长保持在 12% 左右。08 年前 2 月发电增长 12.85%，符合预期。

08 年前 2 个月经济继续高速增长，高耗能工业发展快。08 年粗钢和水泥产量增长速度仍然将保持 15% 左右的高速增长。整体上，这是当前中国经济特点决定的。

2007 年全国投产装机容量达到 1 亿千瓦，符合市场预期，但是关停中小机组 1400 万千瓦超过预期，预计 2008、2009 全国投产机组在 9000、8500 万千瓦左右，仍然保持有供给的高速增长，但增速放缓。08 年发电利用小时有望提高。

关键因素

电力需求的高增长：关注电力需求的高增长持续性。

煤电联动：煤炭价格将保持持续上涨态势，将引发火电公司的亏损，政策出台时间引人关注。

资产注入和整体上市：整体上市和资产注入将成为市场主导，我们认为，公司相应的整合行为不仅存在价值转移，也可以通过管理层激励等实现价值增加。

节能环保的政策导向：具有环保和成本优势的公司将在该政策背景下表现出持续的竞争优势。

价值分析

重点公司随着行业扩张的实施和装机容量不断扩大，但是业绩持续增长将受到挑战，考虑到当前市场整体估值的下降、当前股价吸引力不大。

重点关注股票

长江电力：强大的企业资源和不断扩张的战略，结合酝酿中的整体上市使得公司成为市场较少的战略资源。下半年重点投资。

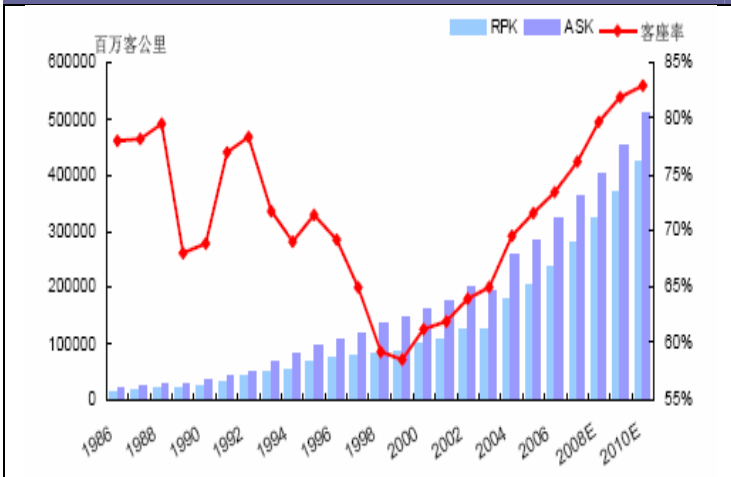
桂冠电力：预期稳定扩张的水电公司，战略清晰，具有不断的资产注入。但是合山电厂亏损严重。

粤电力：南方地区优越的电力需求市场。公司 08 年机组增长明确，整体上市可望带来业绩大幅度增厚。

华能国际：公司战略清晰，煤电联动受益大。

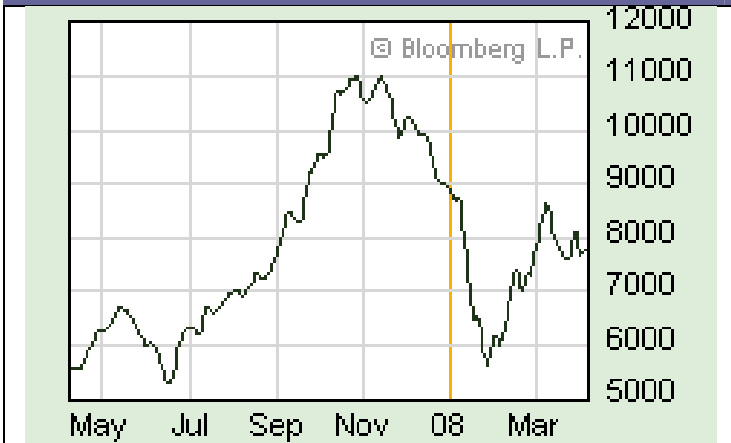
国电电力：920 项目的受益者，通过资产并购、重组，国电集团优良的经营性资产纳入可以使国电电力增长可靠。

图一 航空主要指标预测



资料来源：招商基金

图二 干散货价格指数 BDI 最新走势



资料来源：招商基金

图三 交通运输行业价值评估

简称	股价	EPS			PE		
		07	08	09	07	08	09
大秦铁路	17.04	0.46	0.71	0.80	37	24	21
赣粤高速	15.08	0.94	0.98	1.13	16	15	13
现代投资	24.45	1.48	1.87	2.00	17	13	12
中国远洋	29.08	2.00	2.60	2.40	15	11	12
中海发展	30.13	1.40	1.90	2.03	22	16	15
天津港	20.64	0.41	0.81	0.92	50	25	22
日照港	13.93	0.28	0.48	0.80	51	29	17
中国国航	17.64	0.33	0.58	0.68	54	30	26
南方航空	16.66	0.51	0.92	1.05	33	18	16
上海机场	25.55	0.88	0.73	0.95	29	35	27

资料来源：招商基金

结论： 标配。

行业前景：

预期交运行业总体与大市同步，其中铁路、公路、机场等防御类行业中估值合理的股票可重点关注，而对周期性的航运和航空类公司则主要关注景气度变化可能带来的投资机会。

铁路： 我国铁路处于黄金发展时期，因此行业和公司成长性良好且具有资产注入前景的股票可持续关注。目前主要上市公司股价已处于合理区域。

公路： 由于公路行业具有明显的防御性，预期其在熊市的估值应高于市场的平均估值，且公路类公司总体业绩可稳步增长，因此预期公路股价存在进一步提升的空间。

机场： 具有明显的防御型特征，依然可持续受益于航空业景气。因此如果公司股价回到合理区间则可考虑。

航空： 航空业的景气周期在未来几年仍将持续，预期需求仍可维持 15% 以上的增长，而供给增长相对有序，因此 2008 年航空业的景气局面仍将持续。

航运： 估值总体具有吸引力，如果行业的景气周期的回落速度低于预期而上市公司盈利增长高于预期，则航运股可能存在一定的投资机会。

重点关注股票

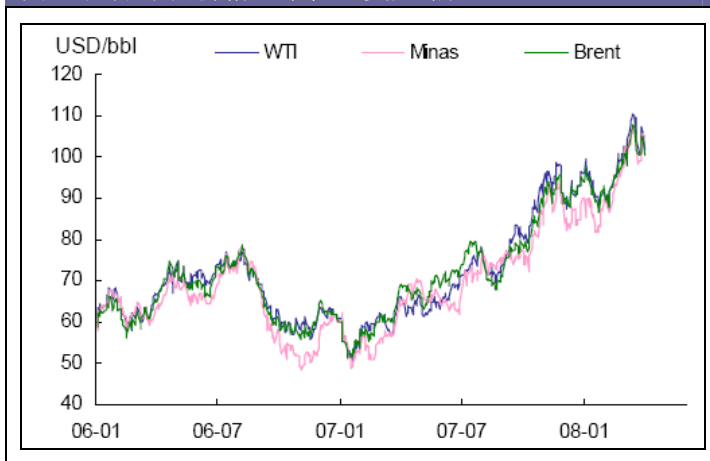
大秦铁路： 大秦铁路具有技术进步、网络完善、运能扩张等优点。从产业整合的角度看，大秦铁路是铁道部的融资平台，因此未来资产注入的预期非常强烈。

赣粤高速： 在公路行业中综合优势强，管理相对规范因而风险较低，当前估值相对低估，因而风险收益比具有明显的吸引力。

中国国航： 航空业的龙头，在客座率和票价两方面受益于航空业的景气，且将受益于北京奥运会的正面影响，公司估值总体相对合理。

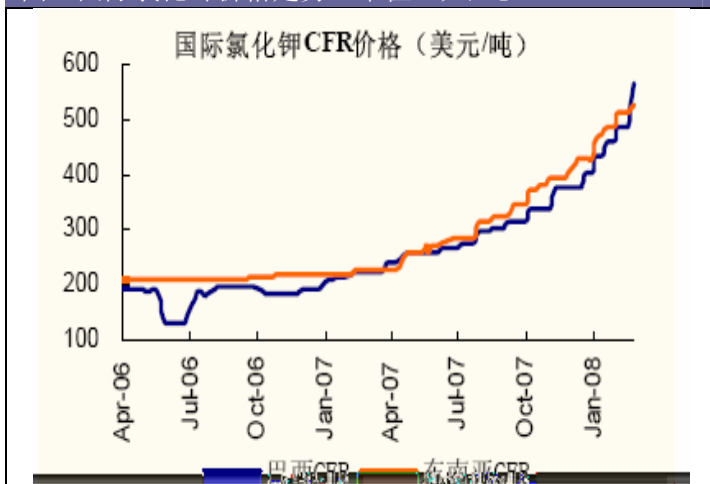
其他公司： 中国远洋、中海发展、上海机场、白云机场、天津港、日照港。

图1 国际原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：BLOOMBERG

图2 国际氯化钾价格走势（单位：元/吨）



资料来源：招商基金

图3 石油化工行业价值评估 (P/E)

市盈率	2008EPS	2008PE	2009PE
新安股份	3.43	17.3	15.1
湖北宜化	1.15	21.3	15.3
华鲁恒升	0.90	24.8	18.6
烟台万华	1.31	24.2	18.5
金发科技	1.28	18.1	12.9
中国石化	0.64	18.3	18.0
盐湖钾肥	2.89	30.4	24.3

资料来源：招商基金

结论：标配

08年一季度，化工板块整体表现出色，成为市场上的亮点。但由于前期的大幅度上涨，目前化工板块的市盈率水平已经偏高，因此我们将下降整体板块的评级到标配，但个股仍有机会。

行业前景

原油价格维持相对高位。08年以来，国际原油价格再创新高，最高达到110美元/桶。原油价格的影响因素众多，但受到受产能相对紧张、OPEC减产调控油价及地缘政治因素等影响，预计原油未来还将继续维持供求紧张的局面，因此，我们判断原油价格维持相对高位。

化肥农药板块持续看好。随着国际生物能源的发展，国际的农产品价格持续上涨，这也带动了相关支农产品的价格上扬。国际上，化肥、农药的价格都创造了历史新高。从国内来看，春耕将开始，春耕期间化肥的需求量占全年的一半以上，国内需求上升使农化板块面临机会。预计氮肥、磷肥、钾肥、农药草甘膦价格继续保持坚挺。

纯碱、氯碱行业景气有待观察。08年以来，纯碱、氯碱行业的价格都出现上涨。主要是纯碱下游的各个工业门类都在快速的发展之中，需求强劲，但由于08年下半年开始，将有大量的新增产能，有可能带动价格下行。而氯碱的价格尽管也出现上涨，但行业竞争激烈，产能快速扩张，成本迅速上升。成本控制的好坏直接决定了企业竞争力的强弱。只有具有一体化优势的公司才具有长期的竞争优势。

关键因素

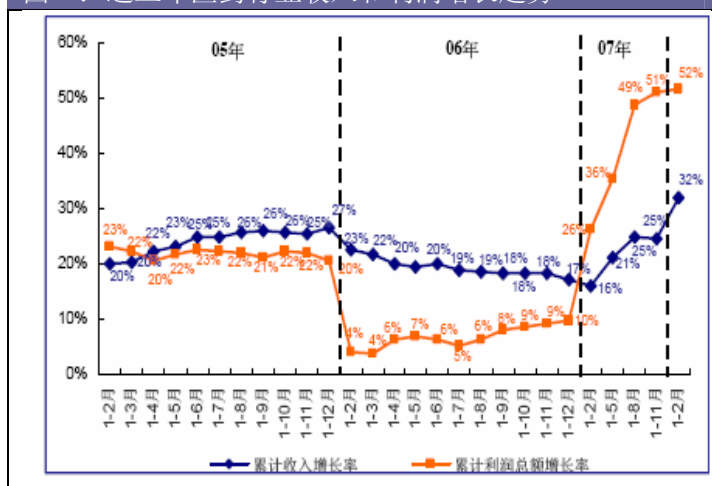
原油价格。原油价格是这个行业最大的影响因素，我们认为，由于供给相对紧张，原油价格维持高位的可能性非常大，而如果发生突发事件，价格将有可能再次攀升。

成品油价格。原油价格的高启使得国内的炼油行业出现巨额亏损。而成品油价格的改革将是这个行业的重要影响因素。

价值评估

我们对整个行业为“标配”的评级，我们拟重点配置处于景气行业的化工企业，包括新安股份、金发科技、盐湖钾肥、湖北宜化、云天化。

图一：近三年医药行业收入和利润增长趋势



资料来源：国研网、招商基金

表一：08年1-2月医药各子行业增长情况

子行业	销售收入同比增长	净利润同比增长
化学原料药行业	34%	66%
化学制剂行业	31%	60%
中药饮片行业	44%	58%
中成药行业	28%	32%
生物制药行业	32%	42%

资料来源：国研网、招商基金

表二：价值指标

公司	2008 EPS	2008 PE	2009 PE
国药股份	1.35	45.6	36.2
一致药业	0.58	41.2	31.9
恒瑞医药	1.03	56.1	41.5
南京医药	0.33	37.5	27.8
双鹤药业	0.76	34.9	29.5
白云山	0.47	22.8	17.8
华北制药	0.26	27.2	19.7
华东医药	0.57	23.3	17.7
科华生物	0.82	39.6	29
华海药业	0.79	26.6	19.7

资料来源：招商基金

结论：高于市场权重配置

07年以来，整体医药行业复苏明显。这一趋势延续到了08年，08年1-2月净利润增长52%，创10年以来的新高。从投资的角度，我们认为，医药类股票的估值已经逐渐下降到合理水平，拟超配。

行业前景

行业的需求刚性。影响医药行业需求的几大刺激因素：人民收入水平的增长、人口的老龄化进程、城镇化进程、疾病谱的慢性化趋势将在未来十年内持续存在，这将使整体行业保持稳定的增长。而医改所带来的市场容量增量将超过千亿，行业的整体前景看好。

行业效益持续改善。07年以来，经历了06年阵痛的医药行业出现明显回暖迹象，效益持续改善。08年以来，这一趋势得以持续，1-2月的销售收入同比增长32%，净利润同比增长52%，都创造了多年以来的新高。

关键因素

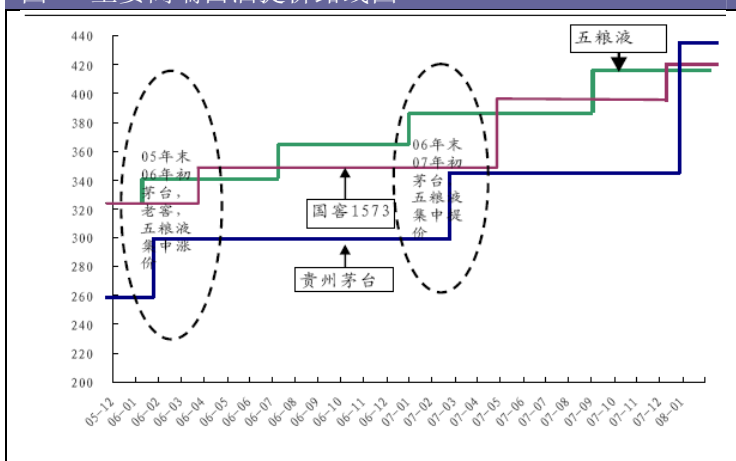
医疗体制改革的进展。医改的进展将是未来几年整个医药行业投资的主体。在十七大前后，医改的基本方案将出台，预计国家将增加投入千亿元以上，随之带来的将是行业规模的大幅增长，具体受益行业将包括普药、尤其是需求较大、价格相对低廉的心血管药品和肿瘤药品、中低端医疗器械、大型医药流通企业等。不过，医改的进程将有一个从试点到推进的过程，相关企业的业绩体现也需要一段时间。

价值评估：

07年，医药的上市公司利润增幅达到62%。08年1季度，主流的医药公司利润的增长幅度都在50%左右。从医药股的市盈率来看，目前的估值中枢已经下降，08年的PE在30倍左右，处于基本合理的水平（在03-04年熊市的估值都在25-30倍左右）。

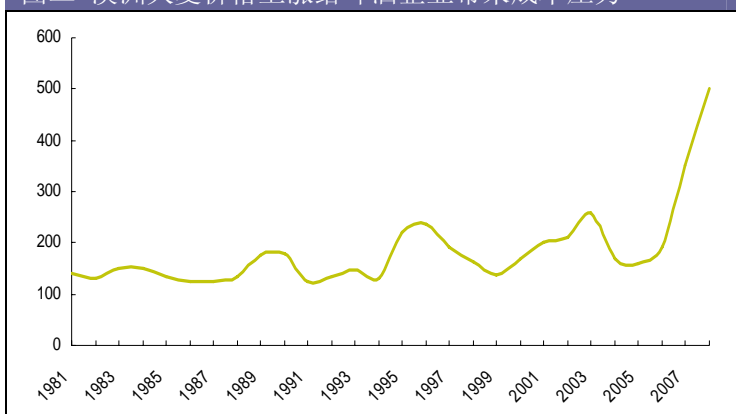
从投资的角度，我们拟重点关注医改受益公司，以及部分估值水平比较便宜的公司，主要是国药股份、南京医药、一致药业、白云山、恒瑞医药、华东医药、科华生物。

图一 主要高端白酒提价路线图



资料来源：招商基金

图二 澳洲大麦价格上涨给啤酒企业带来成本压力



资料来源：招商基金

图三 食品饮料行业价值评估

简称	股价	EPS			PE		
		07	08	09	07	08	09
五粮液	25.6	0.39	0.65	1	66	39	26
泸州老窖	61.2	0.89	1.8	2.2	69	34	28
贵州茅台	190.9	3	4.4	6.5	64	43	29
水井坊	27	0.42	0.85	1.2	64	32	23
青岛啤酒	26.33	0.6	0.75	0.93	44	35	28
伊利股份	21.67	0.69	0.68	0.99	31	32	22
张裕 A	73.8	1.21	1.7	2.3	61	43	32
双汇发展	36.57	0.93	1.19	1.45	39	31	25

注：股价以07年12月29日为准

资料来源：招商基金

结论：超配

行业前景

奢侈品（白酒、葡萄酒）：

投资逻辑比较清晰，考察的关键点在于“价升”和“量增”的盈利模式能否持续。

在消费升级的带动下，中高档白酒市场规模的扩张速度超出市场预期。主要高档白酒生产企业销量持续上升。在较高的市场需求和有限的产品供给下，中高档白酒出现了供不应求的局面，终端价格节节上升，表现为企业的产品出厂价和市场价出现较大价差，给白酒厂家提价预留了较大的空间。在量价两方面因素的带动下，白酒龙头公司的长期快速发展是可以保持的。因此，我们仍然看好白酒行业龙头公司的投资价值。

进入08年，葡萄酒行业增长依然表现较好，龙头公司依靠自身的核心竞争力会获得比行业更快的业绩增长速度。因此，我们看好葡萄酒行业龙头公司的投资价值。

大众食品（乳制品、肉制品、速冻食品、啤酒等）：

原材料价格不断上涨的背景下，大众消费品在成本压力之下，盈利能力受到比较大影响，增加了短期业绩压力和短期业绩的不可预测性。成本压力的顶点、盈利能力的低点以及市场普遍悲观预期之下，必定是买入的时机，我们的目的就是寻求这个最佳的买点。

重点关注股票

贵州茅台：不断增加的产能、供不应求的市场表现、巨大的提价空间共同决定了公司未来业绩持续稳定的增长，也构成了我们看好该公司的逻辑基础。

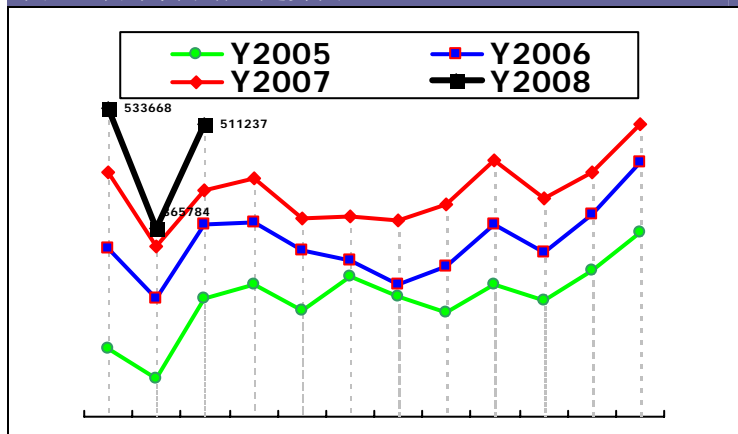
泸州老窖：国窖 1573 良好的市场表现构成了公司未来业绩增长的基础，特曲品牌重塑的初步成功给公司业绩增长带来了又一动力，公司积极寻求控股华西证券权成为投资该公司的又一看点。

张裕：公司主要利润源解百纳、酒庄酒市场表现较好，销量同比增长 50%左右。与主要的食品饮料龙头公司相比，价值相对低估。

双汇：猪肉价格下跌、资产注入是股价的催化剂。

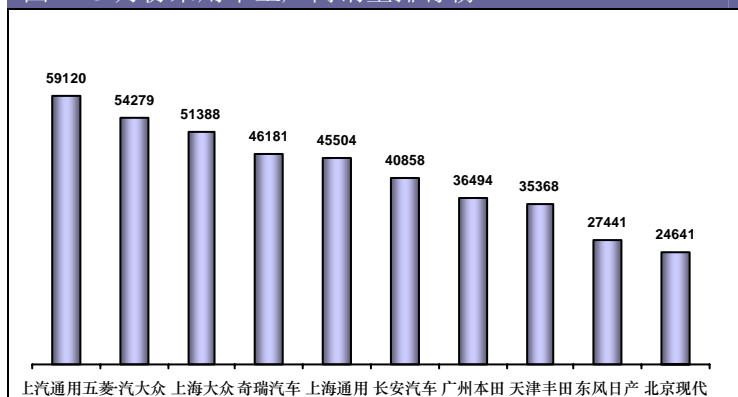
其他公司：关注承德露露、五粮液、第一食品、伊利股份等公司的投资机会。

图一 乘用车月销量走势图



资料来源: 1月 2月 3月 4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月

图二 3月份乘用车生产商销量排行榜



资料来源: 招商基金

图三 汽车行业估值表

简称	股价	EPS			PE		
		07	08	09	07	08	09
长安汽车	0.37	0.8	1	27	12	10	0.37
一汽夏利	0.16	0.35	0.45	48	22	17	0.16
一汽轿车	0.36	1	1.18	38	14	12	0.36
上海汽车	0.84	1.01	1.15	18	15	13	0.84
宇通客车	0.81	1.25	1.4	34	22	20	0.81
金龙汽车	0.72	0.98	1.15	32	24	20	0.72
福耀玻璃	0.93	1.25	1.5	30	22	19	0.93

注: 股价以 2007 年 12 月 29 日为准

资料来源: 招商基金

结论: 标配

行业前景:

制造成本上升挤压汽车行业利润: 以能源、钢铁为代表的原材料价格大幅度上涨, 将会挤压汽车行业利润。

潜在的使用成本上升: 非市场化的成品油定价机制, 导致我国对汽车所有者有一个潜在的补贴政策。使用成本较成品油市场化时要低很多, 成品油市场化定价机制改革使乘用车的拥有者存在着潜在的使用成本上升, 影响购买欲望。

轿车行业: 轿车行业盈利周期性波动根源于产能利用率的周期性变化, 而产能利用率的变化主要根源于供需两端的变化。而目前我国轿车产能处于快速扩张期, 但国家经济的发展、消费需求的升级使我国步入了家庭轿车普及期, 轿车的需求依然强劲。通过供需两端的分析, 我们认为, 以中高档轿车为主的合资品牌其产能利用率仍然处于比较理想的水平, 带动相关企业的盈利能力仍然处于上升周期中。

客车行业: 国内需求比较平稳, 出口的增长将成为 08 年的亮点。龙头企业的产能利用率远高于行业平均水平, 强者恒强的趋势越来越明显。我们的策略是投资龙头获取稳定的收益。

重点关注股票

上海汽车: 上海汽车的综合实力无疑是国内最强的, 其自主品牌从高端做起, 有效避免了 10 万元以下区间的恶性竞争环境, 08 年上海大众有望超越行业平均增长, 公司业绩的波动性最小。

长安汽车: 08 年长安福特马自达的新车型有蒙迪欧-致胜和马自达 2, 福克斯调整价格以后仍将在 A 级车市场保持较强的竞争力, 而马自达 3 回到长安马自达的销售渠道之后销量仍有提升空间。

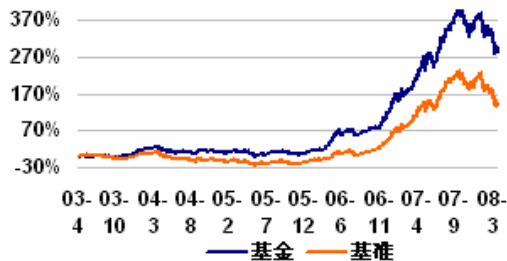
宇通客车和金龙汽车: 在 08 年行业增长平稳的前提下, 金龙汽车和宇通客车竞争优势明显, 都有希望以高于行业平均水平的速度发展, 这是商用车行业最大的投资亮点。

其他公司: 关注一汽轿车、一汽夏利、福耀玻璃等公司的投资机会。

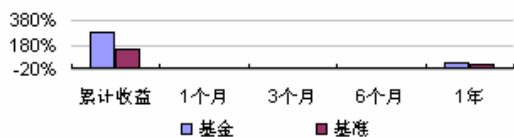
基金业绩分析

招商安泰股票基金（217001）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

资料来源：招商基金

二〇〇八年三月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	58.14%	28.40%
累计收益	286.55%	139.97%
1个月	-12.30%	-14.30%
3个月	-19.18%	-23.30%
6个月	-19.42%	-24.80%
1年	35.99%	24.40%
2007	105.33%	102.16%
2006	108.36%	82.73%
2005	-0.55%	-3.34%
2004	2.01%	-13.12%
2003*1	10.20%	-2.37%

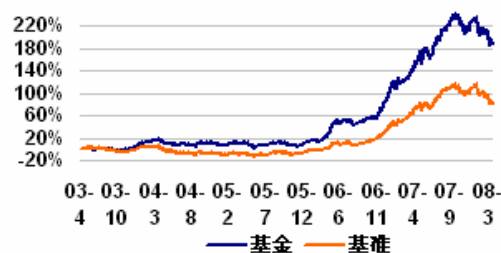
基准分析

Beta	0.91	1.00
标准差	34.94%	37.72%
跟踪误差	7.94%	
夏普比率*2	1.55	0.64
信息比率	0.93	
R平方	0.96	1.00
*2假定无风险收益率为		4.14%

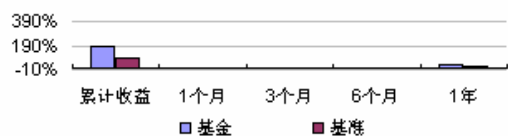
08年一季度，招商安泰股票基金份额净值增长率为-19.18%，同期基准指数增长率为-23.30%，基金净值表现领先基准指数，幅度为4.12%。主要原因是本基金配置中医药、化工等热门股较多，在一季度的行情中取得了正收益，同时在本季度的投资中保持了较低的仓位，在下跌行情中也取得了一些正收益。

招商安泰平衡型基金（217002）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

资料来源：招商基金

二〇〇八年三月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	37.92%	16.38%
累计收益	186.88%	80.72%
1个月	-7.65%	-8.52%
3个月	-12.75%	-13.77%
6个月	-12.76%	-14.34%
1年	26.86%	15.68%
2007	70.17%	53.68%
2006	74.54%	45.27%
2005	2.01%	3.32%
2004	2.36%	-9.42%
2003*1	6.00%	-1.90%

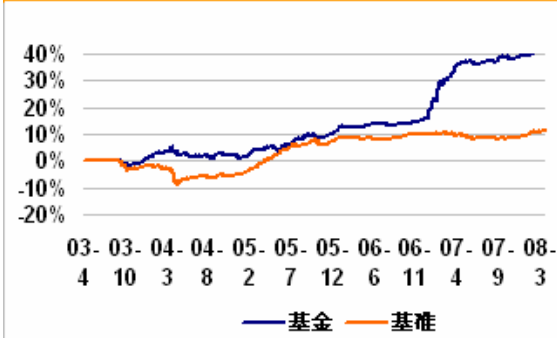
基准分析

Beta	1.04	1.00
标准差	24.24%	22.44%
跟踪误差	6.36%	
夏普比率*2	1.39	0.55
信息比率	1.35	
R平方	0.93	1.00
*2假定无风险收益率为		4.14%

08年一季度，招商安泰平衡基金份额净值增长率为-12.75%，同期基准指数增长率为-13.77%，基金净值表现领先基准指数，幅度为1.02%。主要原因是本基金配置中医药、化工等热门股较多，在一季度的行情中取得了正收益，同时在本季度的投资中保持了较低的仓位，在下跌行情中也取得了一些正收益。

招商安泰债券基金 A 类 (217003) 业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

资料来源: 招商基金

二〇〇八年三月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	8.27%	2.36%
累计收益	40.78%	11.63%
1个月	-0.03%	0.56%
3个月	0.74%	1.91%
6个月	1.62%	2.81%
1年	7.07%	1.22%
2007	20.55%	-0.38%
2006	4.91%	2.12%
2005	8.75%	13.35%
2004	0.43%	-3.86%
2003*1	1.15%	-1.20%

基准分析

Beta	-0.24	1.00
标准差	4.10%	1.94%
跟踪误差	4.73%	
夏普比率*2	1.01	-0.92
信息比率	1.20	
R平方	0.01	1.00
*2假定无风险收益率为		4.14%

08年一季度,招商安泰债券基金A收益0.74%,同期业绩基准为1.91%,低于业绩基准117BP。鉴于对未来通货膨胀的担忧,我们对债券投资相对审慎,久期短于基准,未能充分分享本轮长债上行收益。

招商安泰债券基金 B 类 (217203) 业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

资料来源: 招商基金

二〇〇八年三月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	8.07%	2.36%
累计收益	39.75%	11.63%
1个月	-0.06%	0.56%
3个月	0.63%	1.91%
6个月	1.42%	2.81%
1年	6.64%	1.22%
2007	20.10%	-0.38%
2006	4.65%	2.12%
2005	8.75%	13.35%
2004	0.43%	-3.86%
2003*1	1.15%	-1.20%

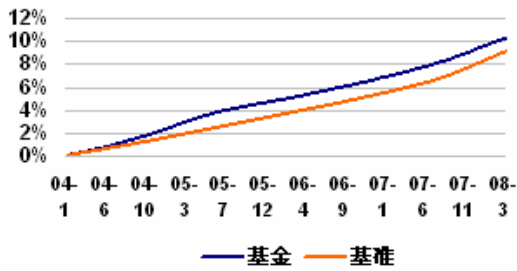
基准分析

Beta	-0.23	1.00
标准差	4.11%	1.94%
跟踪误差	4.73%	
夏普比率*2	0.96	-0.92
信息比率	1.12	
R平方	0.01	1.00
*2假定无风险收益率为		4.14%

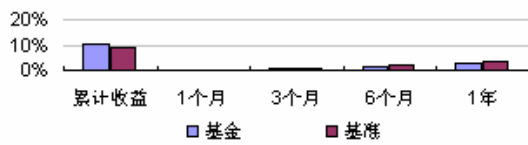
08年一季度,招商安泰债券基金B收益0.63%,同期业绩基准为1.91%,低于业绩基准128BP。鉴于对未来通货膨胀的担忧,我们对债券投资相对审慎,久期短于基准,未能充分分享本轮长债上行收益。

招商现金增值基金（217004）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2004年1月14日

资料来源：招商基金

二〇〇八年三月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	2.43%	2.17%
累计收益	10.24%	9.14%
1个月	0.23%	0.34%
3个月	0.72%	0.99%
6个月	1.54%	1.94%
1年	2.82%	3.31%
2007	2.60%	2.82%
2006	1.85%	1.91%
2005	2.30%	1.83%
2004*1	2.37%	1.59%

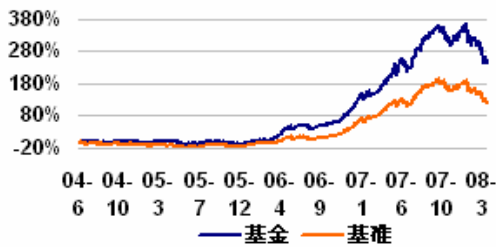
基准分析

Beta	0.48	1.00
标准差	0.13%	0.20%
跟踪误差	0.13%	
夏普比率*2	-13.35	-9.75
信息比率	-4.12	
R平方	0.58	1.00
*2假定无风险收益率为		4.14%

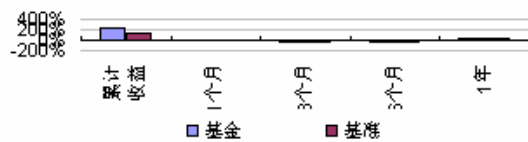
08年一季度招商现金增值基金份额净值增长率为0.72%，同期业绩比较基准为0.99%。基金收益率低于比较基准的原因主要是本基金为保持流动性而加大了短期货币市场工具的配置。

招商先锋基金（217005）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2004年6月1日

资料来源：招商基金

二〇〇八年三月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	64.25%	32.13%
累计收益	246.27%	123.15%
1个月	-15.07%	-12.37%
3个月	-21.65%	-20.13%
6个月	-22.25%	-21.31%
1年	33.25%	21.61%
2007	111.37%	84.61%
2006	113.28%	69.45%
2005	-0.48%	-0.53%
2004*1	-1.49%	-10.07%

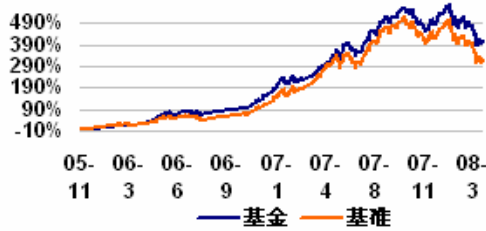
基准分析

Beta	1.03	1.00
标准差	35.32%	32.60%
跟踪误差	10.68%	
夏普比率*2	1.70	0.86
信息比率*2	0.86	
R平方	0.91	1.00
*2假定无风险收益率为		4.14%

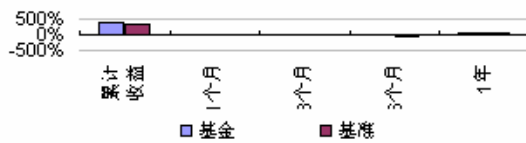
08年一季度，招商先锋基金份额净值增长率为-21.65%，同期业绩比较基准的增长率为-20.13%，基金表现弱于业绩比较基准的原因主要在于：一、基金仓位相比基准高，二、组合中配置的金融、地产行业弱于指数。

招商优质成长基金（161706、161707）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2005年11月18日

资料来源：招商基金

二〇〇八年三月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	168.30%	131.24%
累计收益	398.39%	310.66%
1个月	-14.77%	-18.02%
3个月	-21.50%	-27.67%
6个月	-22.11%	-30.61%
1年	45.13%	34.71%
2007	134.97%	150.20%
2006	161.90%	112.79%
2005*1	3.17%	6.64%

基准分析

Beta	0.80	1.00
标准差	41.27%	49.16%
跟踪误差	15.74%	
夏普比率*2	3.98	2.59
信息比率*2	0.28	
R平方	0.91	1.00
*2假定无风险收益率为		4.14%

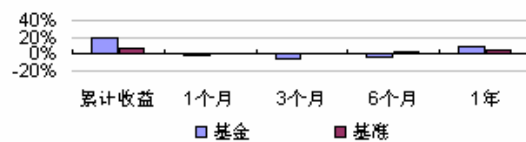
08年一季度,招商优质成长基金份额净值增长率为-21.50%,业绩比较基准的增长率为-27.67%,基金表现好于业绩比较基准,其主要原因在于:本基金适当降低了股票资产的仓位水平,在资产配置方面产生了一定的正贡献。

招商安本增利基金（217008）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2006年7月11日

资料来源：招商基金

二〇〇八年三月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	11.42%	4.05%
累计收益	19.69%	6.97%
1个月	-2.14%	0.46%
3个月	-5.04%	1.35%
6个月	-4.24%	2.67%
1年	9.18%	4.69%
2007	20.13%	4.14%
2006*1	4.92%	1.48%

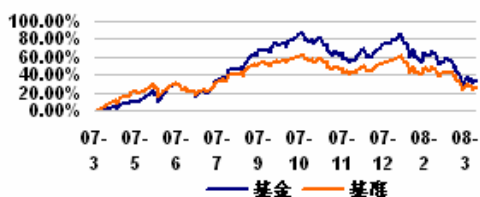
基准分析

Beta	-14.77	1.00
标准差	8.73%	0.25%
跟踪误差	8.84%	
夏普比率*2	0.83	-0.37
信息比率	0.50	
R平方	0.18	1.00
*2假定无风险收益率为		4.14%

08年一季度,招商安本增利基金收益-5.04%,同期业绩基准为1.35%,低于业绩基准639BP。一季度,股票市场的连续下挫,大盘蓝筹领跌大盘。招商安本增利基金股票组合主要以大盘蓝筹为主,影响本季度基金表现。

招商核心价值基金（217009）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2007年3月30日

资料来源：招商基金

二〇〇八年三月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	31.90%	24.75%
累计收益	32.07%	24.89%
1个月	-15.55%	-12.37%
3个月	-24.13%	-18.92%
6个月	-26.13%	-20.77%
1年	32.07%	24.89%

2007*3 74.08% 54.03%

基准分析

Beta	1.09	1.00
标准差	40.03%	33.45%
跟踪误差	16.63%	
夏普比率*2	0.69	0.62
信息比率	0.42	
R平方	0.83	1.00
*2假定无风险收益率为		4.14%

08年一季度,招商核心价值基金份额净值增长率为-24.13%,同期业绩基准为-18.92%,基金业绩表现略低于基准,主要原因是本基金在一季度股票仓位较高,而比较基准的股票配置比例是65%的沪深300指数,同期内股票市场出现大幅下跌,因此导致组合业绩低于基准。

资料来源：招商基金

注:上述数据均根据已公开信息计算所得,过往业绩并不预示基金未来表现,仅供参考!



地址：深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 28 层
 邮编：518040
 总机：0755-83196666
 传真：0755-83196467
 公司网址：www.cmfchina.com
 电子邮箱：cmf@cmfchina.com
 客户服务热线：400-887-9555

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意删改。