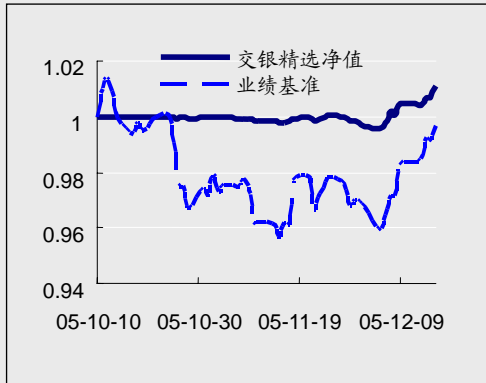




报告编号: 2005-12-20-S

交银施罗德精选基金净值走势图



沪深两市指数涨跌情况

(2005年1月1日-2005年12月19日)

指数名称	区间涨跌 (%)	最高	最低
沪深 300	-8.13	1059.48	807.78
上证指数	-10.64	1328.53	998.23
上证 180	-10.55	2491.89	1907.85
上证 50	-7.23	889.98	693.53
深圳综指	-13.58	334.14	235.64
深证 100	-9.67	1064	792.33
上证 B 股	-21.82	84.21	50.32
深综 B 指	-13.04	277.67	184.53

数据来源: Wind 资讯

市场基本特征

(2005年1月1日-2005年12月19日)

总市值 (亿元)	33,916		
流通市值 (亿元)	9,746		
A 股股票数 (只)	1358		
A 股累计成交金额 (亿元)	29,861		
A 股日均成交额 (亿元)	128		
A 股流通市值中值 (亿元)	3.8		
A 股价格中值 (元)	3.86		
P/E 均值	19.8	P/E 中值	23.2
P/B 均值	1.8	P/B 中值	1.6

数据来源: Wind 资讯

## 变革的时代, 变化的机会

### 投资概要

- **宏观经济增长稳中略缓, 面临结构性转型** - 我们估计明年总需求增长速度会略低于今年, 但幅度有限。投资增长可能稳中略缓, 消费需求仍将保持稳定增长, 出口可能继续保持顺差, 但增速减缓。宏观经济问题可能依然集中在人民币升值压力和经济增长的高度对外依存。宽货币、紧信贷的货币环境估计还将维持一段时间。
- **微观层面偏向谨慎** - 虽然我们对宏观形势较为乐观, 在微观层面还是偏向保守, 我们不排除 2006 年会延续微观和宏观走势各异的可能性。我们认为一些行业出现的产能过剩现象可能短期内难以消除, 部分行业利润水平有可能明显回落。
- **A 股市场根本性变化正在发生** - 我们觉得中国资本市场正面临前所未有的根本性变化, 全流通的发生, 大股东加盟二级市场, QFII 对 A 股的参与, 衍生品的推出等, 较为成熟的投资者应该对此已有些认识。随着新股的恢复发行和 QDII 的放行有可能导致市场格局出现新一轮的变化。
- **在变化中把握机会** - 面对市场的变化, 单凭以前的经验判断我们认为意义不大。我们会理性对待变化带来的机会, 不以市场羊群效应影响基金应有的投资行为, 更多挖掘估值低估或者合理的蓝筹股上。我们相信, 对于大规模资产管理人, 基于对宏观经济与资本市场大方向的判断, 有效管理下行风险, 做好大类资产配置是当前保证投资回报的最重要事项。
- **以估值为出发点, 注重企业的绝对价值是我们行业配置策略的重点** - 短期内我们认为主题热点的切换将是回归价值和理性, 而长期投资者逐步成为市场投资新主体和 A 股市场价值重估将是中长期的投资主题。我们的策略是寻找估值合理的成长企业, 或是价值严重低估的非成长行业的蓝筹企业。我们认为买入价值低估的股票是最佳的防御手段。我们偏好 1) 行业稳定、估值合理的金融、地产; 2) 行业稳定、估值较低的基础设施; 3) 行业增长、估值合理的电信及电力设备; 我们积极挖掘 4) 行业增长、估值较为合理的消费类; 和 5) 行业下降但价值正趋低估的电力和钢铁。



## 一、 宏观经济 - 经济增长稳中略缓，面临结构性的转型

我们认为明年总体需求增长速度会略低于今年。投资增长将稳中略缓，消费仍将保持稳定增长，出口不确定性较大，可能继续保持顺差，但增速会有所减缓。国内市场短期内供大于求的局面可能暂时难以改变。宏观经济问题依然可能集中在人民币升值压力和经济增长的高度对外依存。宽货币、紧信贷的货币环境估计会继续维持一段时间。

### (一) 需求增速放缓，短期内供大于求的局面可能难以改变

中国经济正面临转型，希望从主要由固定资产投资和贸易出口推动的经济增长模式转为主要由内需拉动的增长模式。在新的模式下，政府希望通过多种措施刺激消费需求，促使经济更平稳、健康、持续地增长。然而，这一转型需要一个漫长的、渐进的过程，在内需成为经济增长的主动力之前，我们认为政府会通过财政政策来维持一定水平的固定资产投资，并对一些行业进行投资引导，比如铁路运输、新能源、电网和房地产行业。

在人民币升值压力下，出口企业面临售价下降和成本上升的双重压力，虽然产业升级和产品结构的调整最终可能使我们重获出口竞争力，但我们认为短期内出口可能还是会面临一些压力，出口增速会降低。

经过前几年的投资，能源、运输、基础原材料供求的紧张状况有望得到改善，供求矛盾可能以新的形式出现，产能过剩将从下游消费品蔓延到上游基础原材料。与过去不同，这次产能过剩的主要源于供给增加过快，而不是需求不足，短期内供大于求的局面估计难以改变。

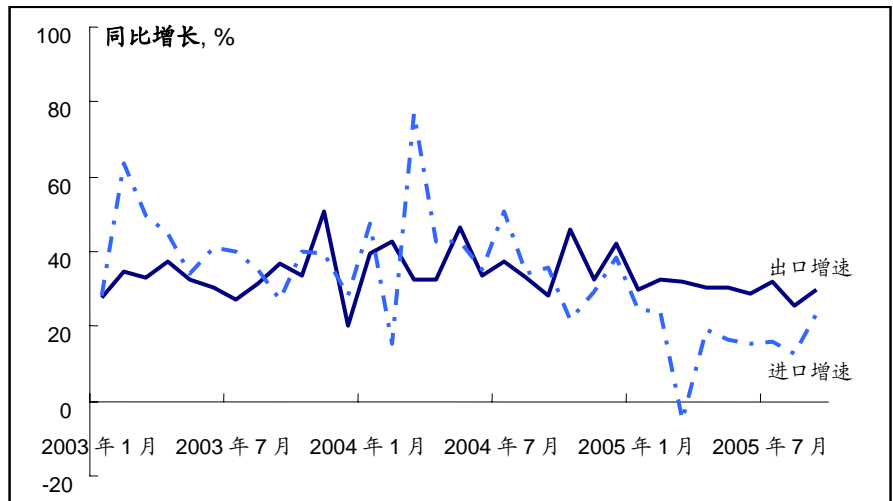
### (二) 宏观层面问题依然集中在人民币升值压力和经济增长的高度对外依存

今年巨额的贸易顺差超出绝大多数研究机构的预测，加大了国内外市场对人民币升值的预期。我们认为内需不足导致的进口增速大幅放缓是造成今年巨额贸易顺差的一个重要原因。中国经济增长总体上对外的依存度还是过高，因此单靠人民币升值并不能很好地解决经常项目的巨额顺差问题，我们认为增加国内需求、提高名义工资水平可能是减小顺差、化解升值压力更有效的办法，



也应该是未来宏观经济政策的发展方向。

图1 出口增速和进口增速同比增长率



数据来源: 国家统计局

### (三) “紧信贷、宽货币”符合政策大方向

今年经济运行的另一个突出特点是所谓“紧信贷、宽货币”的金融运行格局，简而言之就是信贷增速大大落后于M2增速。在2004年的宏观经济调控下，中国经济增速放缓，信贷增速和企业盈利增速也随之下降。在这种情况下，央行采取宽松的货币政策应该说是合理的。

从另一个角度来看，保持银行系统充裕的流动性也有助于降低货币市场利率，抵御外汇储备增长的压力。在经济尚未出现通货紧缩的情况下，货币供应的持续增加、市场利率维持低位将引发一定的物价上升压力，而物价水平的温和上涨有助于减轻人民币升值压力，因此央行的货币政策应该说符合当前宏观经济政策的大方向。

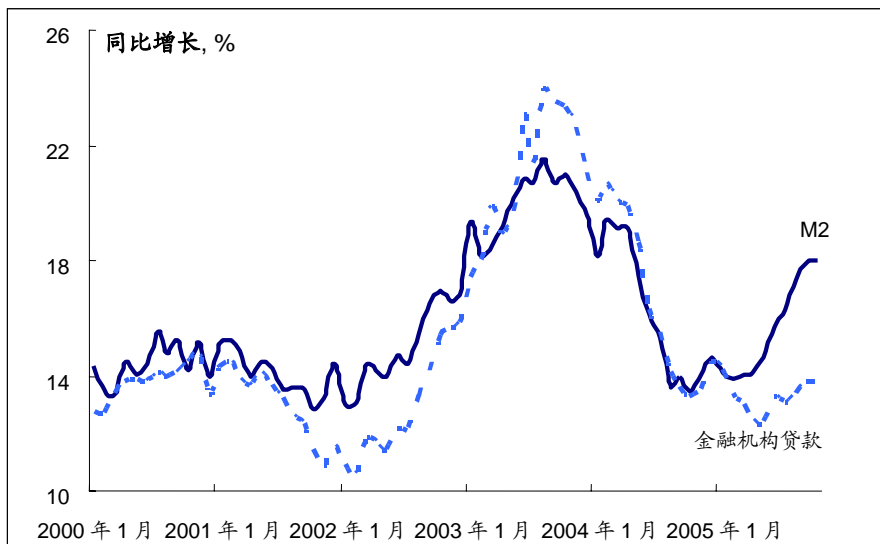
综上所述，我们认为所谓“宽货币、紧信贷”的货币环境会维持一段时间，宏观经济的变化会较多体现在结构上。出于建立和谐社会的要求，我们估计财政转移支付力度将会加大，可能带来以下影响：(1) 农民及城市中低收入者可支配收入上升而带来的消费需求增加；(2) 社会保障体系的完善带来的居民储蓄率的降低和消费增加。

企业自主投资下降的可能性很大，出于维持经济增长速度的考虑，政府很可能会加大投资力度，例如铁路运输和新能源等产业，我们会关注由此而产生



的行业投资机会。

图 2 M2 与金融机构贷款同比增长图



数据来源：国家统计局



## 二、 市场策略 - 变革的时代，我们保持清醒的头脑

虽然我们对宏观形势较为乐观，在微观层面还是比较谨慎，不排除 2006 年会延续微观和宏观走势各异的可能性。一些行业中的产能过剩现象短期内难以改变，部分行业利润水平有可能明显回落。与此同时，我们看到中国资本市场正面临着前所未有的变化，全流通、QFII，企业大股东加盟二级市场、衍生产品。随着新股恢复发行和 QDII 的放行，市场格局有可能出现更多的变化。作为大规模资产的管理者，我们会理性对待变化带来的机会，更多挖掘估值低估或者合理的蓝筹股上，我们相信做好大类资产配置是当前保证投资回报的最重要事项。

### (一) 变革的时代，抓住变化带来的机遇

我们觉得中国资本市场正面临着前所未有的根本性变化，单靠以前的市场经验来作判断无疑缺乏依据且毫无意义，成熟的投资者应该已经认识到这一点。全流通的完成、QFII 对 A 股市场的参与以及给国内投资者带来的潜移默化的影响、企业大股东加盟二级市场成为 A 股市场新的博弈方、衍生产品的推出，应该说近期市场的行为已出现一些提示。随着新股恢复发行和 QDII 的放行，市场格局有可能出现更多新的变化。

### (二) 短期内主题热点的切换将回归理性

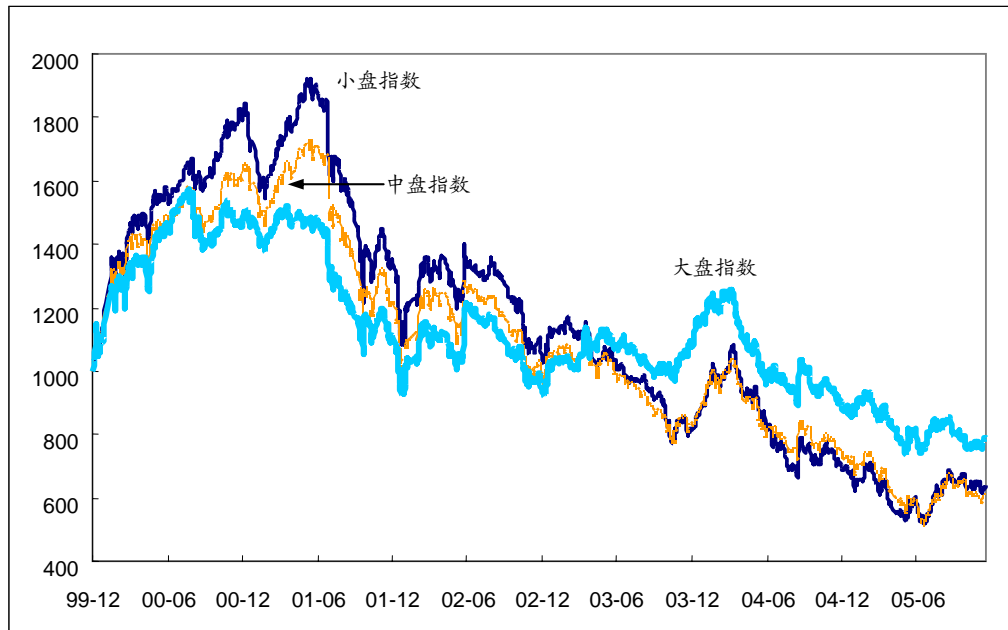
我们总结 A 股市场在上季度的特点是无序和非理性化主导，大盘蓝筹股遭到冷落和非理性的抛弃，而大部分中小市值股票在基本面没有发生根本转变的情况下倍受追捧，周期和防御让投资者忘记了价值与成长的真正含义。

短期内投机盛行造成的局面是：大盘蓝筹股在估值上的风险基本得以释放，估值水平开始趋于合理。随着成熟投资者对价值判断的理性回归，加上其他市场投资投机主体对成份股 T+0 交易和蓝筹股衍生品的不同兴趣和期望，我们相信在不久的将来，资金会再次向大股票集中。与此同时，那些没有基本面支持的中小盘股票在短暂的投机后不排除将再次以悲剧收场，留给市场中投机者又一次的悔悟和教训。



无论是回顾全球证券市场发展的历史轨迹还是对照周边市场的盛衰演变，遗憾地说，亏损从来就是投资者教育最有效的手段之一。

图3 申万风格指数显示大中小盘热点切换



数据来源：Wind 资讯

### (三) 长期投资者缺位的格局已在改变，市场投资主体发生新的变化

回顾过去国内基金的发展，我们觉得基金同行都过于看重同业竞争和相互间的博弈，忽略了大股东的行为以及企业的内在价值和绝对估值，在股票和行业的选择中过于看重成长而忽略了价值，严重的羊群效应往往导致整体的不理性行为。

我们分析和回顾市场的反复和发展，我们相信长期投资者的缺位是市场无序的主要原因之一。全流通的发生，让企业作为大股东和真正的长期投资者正式加盟二级市场成为 A 股市场新的博弈方。而另外一批长期投资者如社保、企业年金、保险公司和 QFII 等也开始陆续进入市场并逐渐加大对 A 股市场的参与，加深对企业的价值的发现。

我们相信市场回归正常和理性之际应该也是长期投资者进入的最佳时机。

### (四) 估值体系将发生新的变化

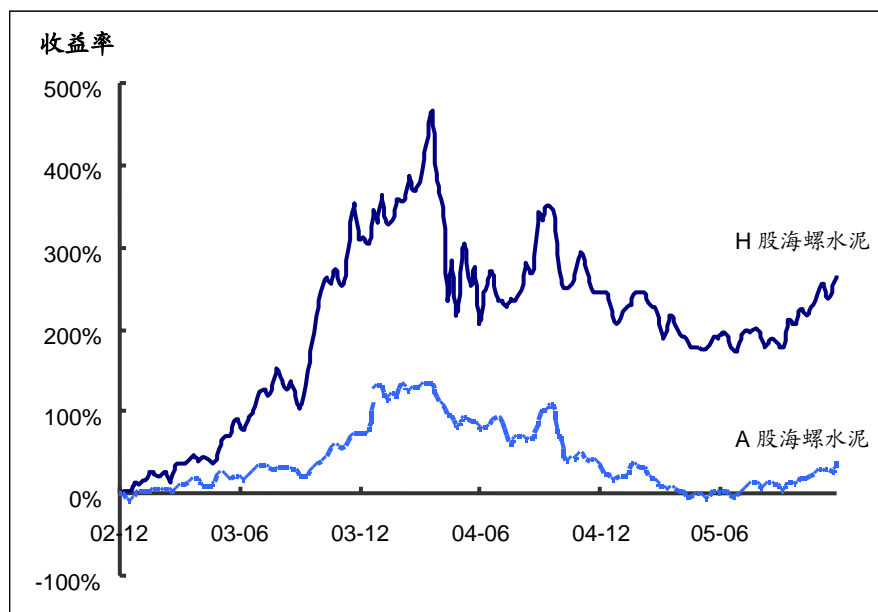
我们认为全流通的完成对未来市场影响重大且意义深远。全流通不仅仅是



改变了市场的投资主体，更重要的是将带来市场运行机制的变化。换句话说，由于大股东的行为影响，我们认为市场的估值体系将发生根本性变化，将由原来的以相对估值为主转变为以绝对估值为主的体系。在这个大背景下，基金的重要性估计在一段时间内将相对有所下降。

在全流通完成后，我们认为还会出现 A 股市场和海外市场估值趋同的现象。不仅如此，鉴于国内市场的资本管制和 A 股上市公司尚待提高的公司治理，我们不排除 A 股整体估值会低于 H 股的可能性。在一些两地同时上市的公司中，这一情况已经开始发生，如海螺股份与鞍钢新轧的图形所示。与此同时，在国内 A 股中，我们觉得一些优质的企业有可能获得价值重估的机会，例如蓝筹企业因为流动性好而有可能获得相比中小市值股票的溢价，同时市场会赋予公司治理清晰、关注小股东利益的企业较高的估值。

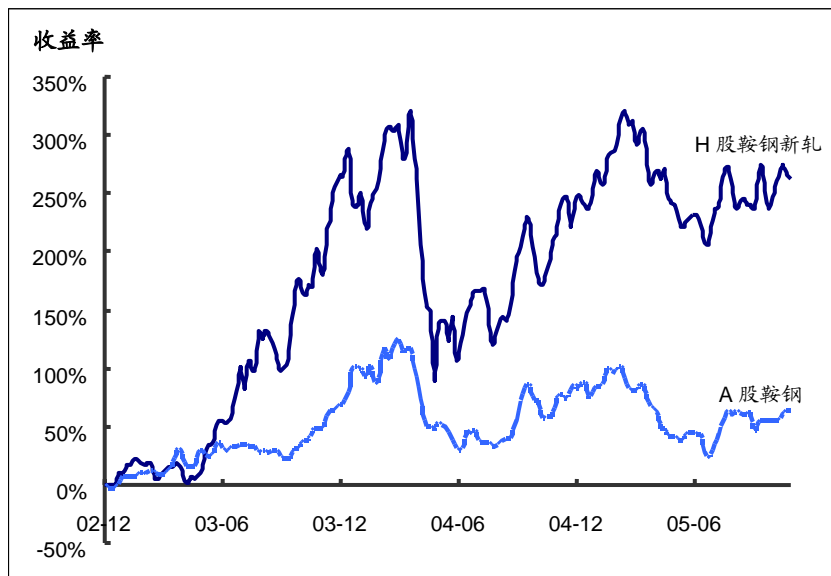
图 4 海螺水泥 A 股和 H 股收益率比较图



数据来源: Wind 资讯

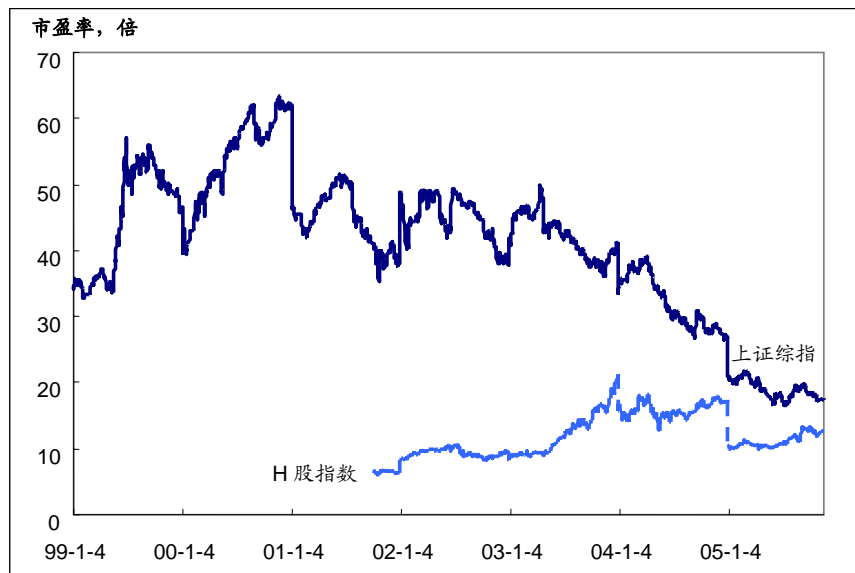


图5 鞍钢新轧A股和H股收益率比较图



数据来源: Wind 资讯

图6 A股和H股估值趋同图



数据来源: Wind 资讯

### (五) 大规模的增量扩容已刻不容缓

出于金融改革的需要, 也为了较快融入全球经济体系, 在全流通改革完成后, 我们相信中国资本市场将面临大规模的扩容。

如果说存量扩容可以深化公司的投资价值, 并进一步导致上市公司股价



# 交银施罗德投资策略



交银施罗德投研团队

策略报告

2005 年 12 月 20 日

出现分化，那么从长远来看，我们认为增量的扩容意义更为重大和深远。虽然新股的发行对市场的资金压力显而易见，但 A 股市场确实到了一个需要输入新鲜血液的阶段。新的优质公司的上市可以快速增加市场的广度和深度，吸引更多新的投资性资金进入资本市场，促进 A 股市场中长期的稳定发展。



### 三、 行业配置策略

以估值为出发点，注重企业的绝对价值是我们行业配置策略的重点。

我们偏好：

- 1) 行业稳定、估值合理的金融、地产；
- 2) 行业稳定、估值较低的基础设施；
- 3) 行业增长、估值合理的电力设备；

我们积极挖掘：

- 4) 行业增长、估值较为合理的消费类；
- 5) 行业周期下降但价值正趋低估的电力，钢铁股。

#### (一) 行业稳定、估值合理的金融、地产

##### 银行业 — 谨慎增持

2006年贷款增速预计放缓，净利差率保持平稳并略有上升，中间业务增长较快但基数还是较小，总体来说盈利增长较为平稳。2006的投资有可能围绕在大型国有银行海外上市，外资参股，税收改革和中小银行的增长受困于资本充足率不足等主题。以定价而言，建行的海外上市应该说为中国银行业估值提供了较好的参考。中长期来看，全球升息的大环境还是会给国内银行业整体上带来一些正面的盈利影响。已完成改制的大型国有银行享有较低的资金成本（来自储蓄客户的资源优势）和充足的资本金，比起其他银行来更具市场发展的竞争力。

1) **贷款增速回落**：中国银行业正在处于经济结构调整和银行体制改革的一个微妙阶段。从经济结构来看，我国正在把以投资和出口为中心的增长朝内需为主的消费类方向发展。由于金融机制还不完善，国有银行的贷款供应和导向将继续作为中国政府指导调节中国经济的重要手段和贯彻从上至下政策的主要渠道。因此贷款的增速放缓对主要还是依靠存贷的利息差的中国银行盈利的增长会有些束缚。



**2) 中间业务尚待提高:** 为实现收入多元化, 中国银行正在进行内部结构调整, 改变现有单一的资产负债扩张模式, 发展消耗资本少、收益高的中间业务。由于基础较小, 中间业务的发展速度会很高, 但广度和深度都不会很深入, 毕竟金融产品品种缺乏而且同质化, 监管环境也逐渐放开。

**3) 资本金和储蓄客户优势至关重要:** 中国单一的存贷扩张模式对资本金的消耗量大, 而不需要资本金的中间业务发展相对滞后, 资本金充足率将成为中小银行规模扩张的瓶颈, 因此具有资本金和储蓄客户优势的国有大银行会在未来的发展中更具潜力。

表 1 中国银行主要指标比较表

2004年12月	工行	中银	建行	农行	交行	招商	民生	浦发
贷款市场份额 (%)	17	10	10	11	3	2	1	1
存款市场份额 (%)	20	13	00313	13	4	2	1	1
总资产	5,279	3,594	3,554	3,494	926	494	361	371
贷存比率 (%)	73	65	62	76	68	82	75	79
员工	389,000	172,000	275,000	511,000	55,500	16,000	5,270	7,800
平均资本收益率 (%)			17.8		12.8	18.1	19.4	17.5
平均资产收益率 (%)			1.04		0.67	0.63	0.52	0.51
净利息收入 (%)			2.81		2.51	2.62	2.59	2.69
非利息类收入 (%)			0.32		0.31	0.26	0.08	0.14

数据来源: 交银施罗德研究

## 房地产 — 谨慎增持

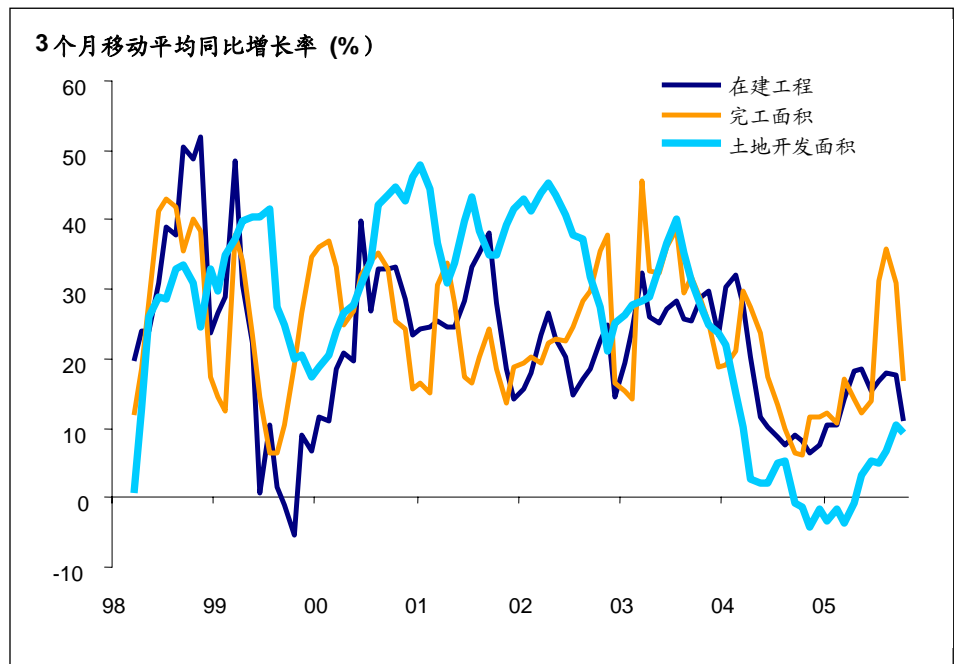
2005年, 房地产市场的投资过热和投机炒作严重在一定程度上得到了抑制, 前三季度房地产开发投资增幅及房价涨幅稳步回落。但业绩增长及市场对行业长期发展的正面预期使房地产上市公司在临近年底前得到追捧。展望



2006年，一方面政府不希望投机带动的房价疯长造成资产泡沫；另一方面，政府又希望通过鼓励中低价房产消费来拉动经济增长。房产增值税、个人所得税等政策手段成为政府调控市场的利器。我们认为土地储备分散、并专注于中低价房产项目开发的大型专业房地产发展商会在本轮房产行业重组中胜出。而项目单一、资金薄弱的小型发展商可能在这种宏观环境下被淘汰。

05年下半年宏观调控开始后，全国新开工及完工商品房面积呈下降趋势，但土地开发则开始回升。上海房价应声下降，但成交量明显萎缩。其他长三角城市如南京，杭州的房价也因为上半年炒作过度而进入调整。北京则走出与上海相反的行情，房价小步上扬，主要还是由真实需求拉动。深圳截至2005年11月的商品房价格同比上涨了10%上，土地供应紧缩造成的商品房供需失衡是深圳房价上涨的主要原因。其他一些二线城市如大连、郑州、沈阳等城市的房价同比涨幅也超过了10%。总体来说，除了前期房价上涨过快的一些城市，我们认为温和的房价上涨总体还是由真实需求拉动，房地产上市公司在调控后频频在各地增加土地储备，也反映了开发商对行业长期发展的乐观预期。

图7 住房面积增长率比较图

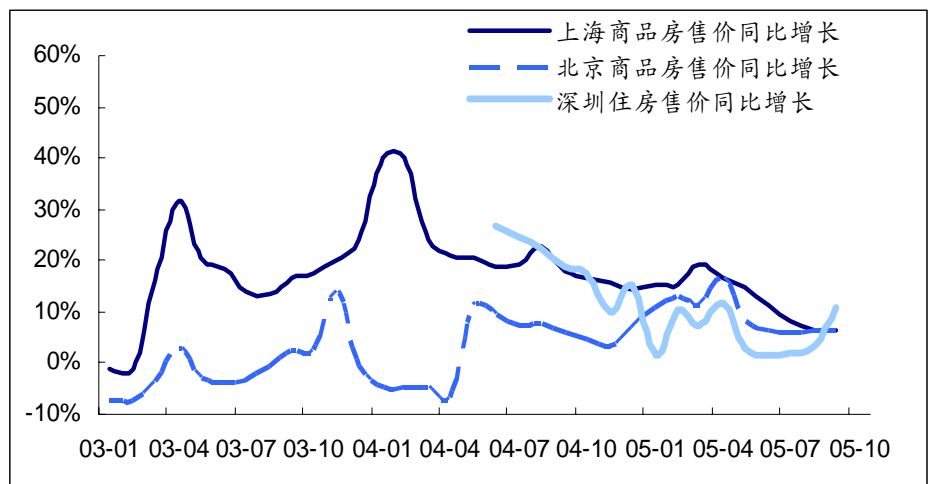


数据来源: CEIC; 交银施罗德研究



回顾一年来上市公司的业绩及表现，房地产股在6月底宏观调控政策出台后短期下跌，但业绩增长及市场对行业长期发展的正面预期使房地产上市公司在临近年底前得到追捧。截至11月底大型房地产上市公司在12个月内股价上涨15%到40%不到，基本反映了市场对05年盈利10-40%的增长预期。

图8 上海北京和深圳三地房价增长率



数据来源: CEIC; 交银施罗德研究

## (二) 行业稳定、估值较低的基础设施

总体来说交通运输行业紧张局面有所缓和，将随着宏观经济的发展继续保持稳定增长的特性。相对而言，我们偏好的子行业依次为机场，公路和港口。

### 机场 — 增持

我们认为相对而言机场的垄断性最强，而经营和管理的风险最小。第五航权开放在即，国内的枢纽机场可能跃升为国际枢纽机场，高收费的国际航班的数量将迅速增加。随着航空公司不断采购新飞机，国内的飞机保有量劲增。根据国家统计局的数据，2003年底全国的大中型飞机的保有量为580架，而最近中国航空器材进出口集团公司与空中巴士签定了购买150架A320系列飞机，飞机保有量急增将使处于自然垄断的机场受益。

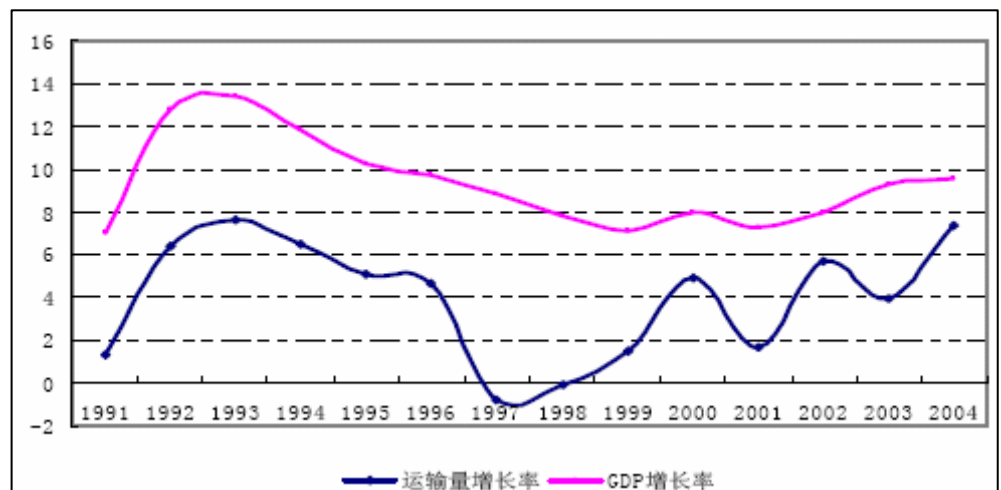


## 高速公路 — 谨慎增持

修路为长远发展奠定基础：今年收费公路的车流量仍保持平稳增长，但部分公司的利润增长相对滞后，其主要原因是道路维修费用大幅增长，使业绩低于市场预期。对上市公司而言，适时加强道路维护，即可降低今后的业绩压力，又为长远发展增加后劲，不失为明智之举。维修不仅不会降低公司的价值，反而会提高盈利质量。

公路的收入和经济的发展紧密相关，中国经济仍将持续发展，车辆的保有量迅速增加，随着高速公路的互联互通，路网效应将不断显现，公路的车流仍将稳定增长。交通部出台《收费公路试行计重收费指导意见》积极推进计重收费，我们预计此举将提升平均单车收费。

图9 中国公路运输量增长率和GDP增长率



数据来源：国家统计局

总而言之，我们看好的公司的重大维修正接近尾声，为未来几年将持续平稳发展夯实了基础。车流量的稳定增长仍将持续，伴随着计重收费的全面推广和单车收费水平的提高，公路股整装待发。我们认为公路公司的主要风险与其说源于经济增长速度可能带来的车流量增长速度放缓，不如说更多隐患于部分公司盲目投资的冲动。此外，我们认为燃油税开征后的影响可能没有市场预期的那样负面。虽然燃油税会就车辆的使用成本造成一定心理影响，但实际情况是高速公路的运输由于节约燃油，应该在实施后会吸引更多的车辆使用高速公路，从而对公路盈利产生正面影响。



## 港口 — 中性

港口行业的景气和外贸进出口紧密相关。由于我们觉得进出口变化的预测难度较高，在人民币升值的压力下，不能排除贸易增速出现回落。贸易增速减缓对港口的影响较为直接，因此我们会更多关注有新建港口投入运营或者有收购扩张可能的具外生性增长潜力的港口公司。

## (三) 行业增长、估值合理的电力设备

### 电力设备行业 — 中性偏乐观

电力设备行业受益于电力投资的不断增加和成本压力的逐步缓解，行业利润率有望在2006年基本恢复到正常水平。不同子行业存在不同的行业集中度和周期性，因此寻找有高壁垒产品的公司进行投资可降低风险。相对于电站设备，电网设备的增长更具稳定性和连续性。我们对电源投资类上市公司比较谨慎，而比较看好电网相关上市公司的盈利持续增长机会。

我们注意到不同子行业估值存在明显差异。受电力投资周期的影响，我们预计电站设备公司的估值将会下降，但对部分享有技术和市场优势的产品，如电站空冷设备、核电和水电设备未来应用前景依然看好，给予相关公司相对较高的估值水平。

表 2 2005-2010 年全国电力装机容量增长预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
装机增长 (MW)	49290	76000	78000	75000	62000	57000	57000
总装机容量 (MW)	440700	516700	594700	669700	731700	788700	845700
装机增长 (%)	12.59	17.25	15.1	12.61	9.26	7.79	7.23
用电增长 (%)	14.9	12.3	10.3	8.7	8.3	8.2	7.6

资料来源：交银施罗德基金研究

**1) 电源投资类 — 中性：**目前这些企业均处在消化订单的过程中，在此之后如没有新的产品引进，我们判断这些企业今后盈利会大起大落，因此对这些公



司的投资应该慎重，除非价值出现严重低估。

**2) 电网相关类 — 谨慎增持：**我们认为中国正处在大规模更新或新配置电网的阶段，因此电网类公司有望获得盈利持续增长机会，值得关注。

#### **(四) 挖掘行业增长、估值较为合理的消费类**

##### **食品饮料行业 — 中性偏好**

农村经济增长和农民增收加速、城市低收入人群消费能力增强、农村由“温饱”向“小康”的消费升级对食品的增长有较大的促进作用。今年前10个月行业销售收入和利润总额都保持了30%的增长，未来仍将保持较高的增速。我们认为未来由于产业集中度低、竞争激烈，行业利润率仍将保持较低水平，部分能从竞争中胜出的优势企业是我们关注的对象。

##### **乳业 — 谨慎增持**

总体来说，我们预测中国对乳业的需求潜力巨大，但行业竞争激烈态势恐怕将在2006年持续。

受益于消费升级，市场需求增速仍达20%。液体奶全国销量（不包括乳饮料及酸奶）的年度增长率高达20%，龙头公司还可通过提高市场份额保持25%-30%的增长。但2006年成本有提高的趋势。还原奶标识执行以及近期奶农收益的下降使奶源的争夺变得激烈，原料成本有提高的压力。

行业净利率仍继续维持在微利水平。由于UHT同质性很高，且行业仍处于整合阶段，前三家企业志在长远，以提高市场占有率为目标的市场策略使2006年UHT奶仍存在价格战，液体乳的利润率将继续保持在较低水平。我们预计2007年或者2008年之后，市场集中度大幅提高后，利润率水平将有所提高。

##### **屠宰和肉制品行业 — 增持**

总体来说，冷鲜肉和低温肉制品处于快速增长期，高温肉制品销量进入稳定增长期，由于各产品有较强的消化或转嫁成本的能力，行业利润率保持在良



性水平。市场份额提高、有创新能力的品牌企业是我们关注的对象。

需求保持较快增长。中国屠宰业目前仍以传统的“作坊式”屠宰为主，市场占有率前两大公司在屠宰业所占份额不到 3%，消费者对猪肉卫生和新鲜程度要求的提高，将使得屠宰业向品牌企业集中，预计冷鲜冻肉的需求将保持快速增长。在肉制品方面，随着猪肉生熟转换率的提高，预计 04-07 年全国的低温肉制品消费量将以每年 40% 的高速度增长；高温肉制品受益于农民收的提高仍可保持 10% 的增长率。

行业利润率稳定在良性水平。冷鲜肉有很强的转嫁成本的能力；高温肉制品经过 10 多年的竞争，行业龙头占据绝对份额，竞争趋于稳定；低温肉制品通过差异化策略也能保持较高的利润率水平。我们预计 2006 年生猪价格同比略有下降，更有利于 2006 年行业利润率保持稳定。

## 汽车行业 — 中性

中国汽车产业利润链中已经出现明显的结构分化，中间环节再也无法享受类似 2002 - 2003 年的丰盛大餐，制造部分的利润率从 15% 快速下降至 6% 左右的水平，而上游设计部门和下游的汽车售后服务部门将因保有量年均 10% 的增长和新车型的增多存在丰厚的盈利机会。在汽车各子行业中，我们偏好商用货车，对轿车和其他类客车持中性观点。

### 1) 商用货车行业 — 谨慎增持

我们认为尽管中重卡物流总量在未来 10 年内将继续高速增长，但因社会中重卡总保有量和单车运力的提高，目前运力已处于过剩状态。因此 2006 年中重卡车市场需求基本平稳，甚至有可能下降，但大结构车、自卸车、恰牵引车市场需求依然旺盛。

### 2) 轿车行业 — 中性

2006 年将有众多的产品登台亮相，我们预测仅中级和中高级区间就有近 20 款车，且不含最近几年连续增长 MPV 和城市型 SUV 等新产品的供应，其

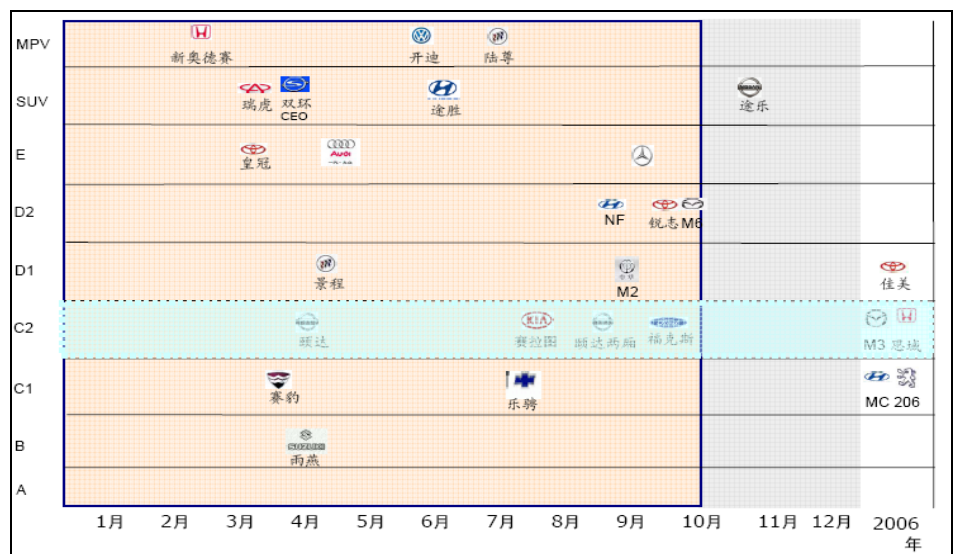


中对市场有较大影响的车型是本田的思域和丰田的佳美。我们判断这些车的推出给现有同档次车有很大的价格压力，预计 2006 年轿车市场平均降幅 7% 左右，主要降价区间是中级轿车和中高档轿车。我们相信轿车企业都将面临着在价格和销量之间如何平衡的选择，相对而言，我们比较看好有自主知识产权、盈利较高的中高端市场。

### 3) 乘用车行业 — 中性

我们认为 2006 年乘用车行业存在结构分化的机遇，预计有较大增长潜力的子行业为中级（1.6-1.8L）和中高级轿车（2.0-2.5L），市场份额和销量均有较大的上升潜力。我们初步预计 2006 年中级轿车销量为 110 万辆，同比增长 17.3%，中高档轿车销量为 60 万辆，同比增长 18% 左右。

图 10 2005-2006 新推出乘用车车型



资料来源：交银施罗德研究

### 医药行业 — 谨慎增持

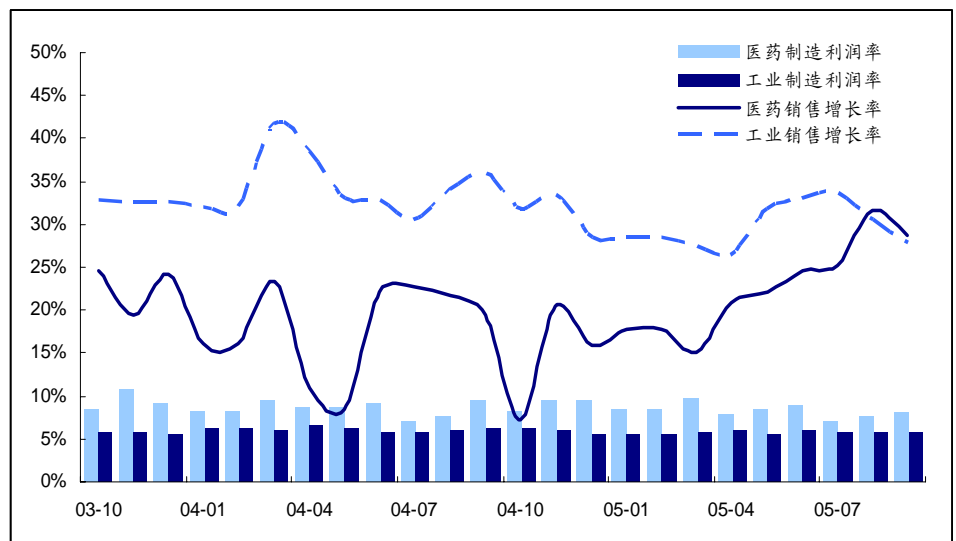
1-9 月份医药行业继续保持高于工业平均的利润率，而且增长势头也开始赶超工业平均。虽然产能过剩（设备闲置率约 50%）和产业整合度低下（百强企业份额不到 50%），医药行业因其自身的供需特点而有别于一般制造业和周期性行业，整体表现仍然好于工业平均，未来盈利增长还有上升空间。最大的风险来自发改委降价和医疗改革等政策性不确定因素。



从子行业前三季度的表现可以看出化学制剂和中成药具备较强的行业代表性。原料药所占份额最大，但由于竞争激烈而导致利润率低下；生物制药成长性最好，但由于投资大、风险高、周期长，需要一定的企业规模来抵御风险。

医药行业上市公司差异化较大，我们建议在化学制剂和中成药领域投资具有研发和营销等核心竞争优势以及享有特殊品种和品牌溢价的企业。

图 11 医药与工业企业销售增长率及利润率月度对比



数据来源：国家统计局；交银施罗德研究

## (五) 行业下降但价值正趋低估的钢铁、电力

### 电力行业 — 中性

煤价压力解除，但利用小时数回落和部分地区竞价上网对火电行业盈利形成压制，公司业绩趋势出现分化。目前享受中外合资所得税优惠税率、电价较高、以及处于利用小时数快速回落地区的火电公司，未来存在较大的业绩回落风险；但有大量产能即将投产、电价较低、区域优势明显的公司，长期价值被低估。我们看好水电行业，同时重点关注有明显产能扩张、利用小时数回落不明显和低电价的火电公司。

**煤价压力解除。**虽然电煤合同价与市场价并轨的呼声较高，但合同煤本身有量大价稳的特点，完全并轨不太现实。即使神华和山西地区的煤炭企业合同煤价要求上涨 5%，但随着市场煤价下跌，电煤综合价格会有所回落。如果煤

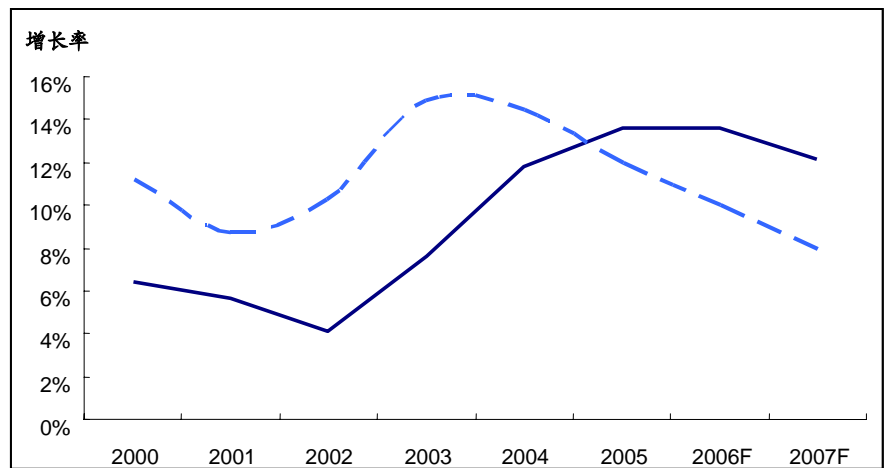


价继续上涨，煤电联动第二次启动的条件已经具备。

产能释放，需求增速回落，未来两年利用小时数回落，特别是高耗能地区会有较大幅度的回落。10月份当月用电量增速为9%，比1-9月份累计增速回落5个百分点，显现出宏观经济回落背景下高耗能产业用电量减少的趋势。2005年第四季度发电产能开始进入投产高峰，预计2006、2007年供给年增长13%，而需求增速回落至10%以下，导致未来两年利用小时数逐年回落。分地区来看，西北地区、华中和江苏地区明年利用小时数出现较大幅度回落，而南方电网和华北电网仍将保持较为紧张，下降幅度有限。

在供需形势缓和的地区，竞价上网将使平均上网电价水平有所下降，但电价低于区域内平均水平的公司却可能由于电价提高而获益。竞价上网是个逐步推进的过程，华东和南方电网在2006年只会有15%的电量参与竞价，总体影响不大，但从长期趋势来看，对高电价的公司不利。

图 12 电力行业供需趋势



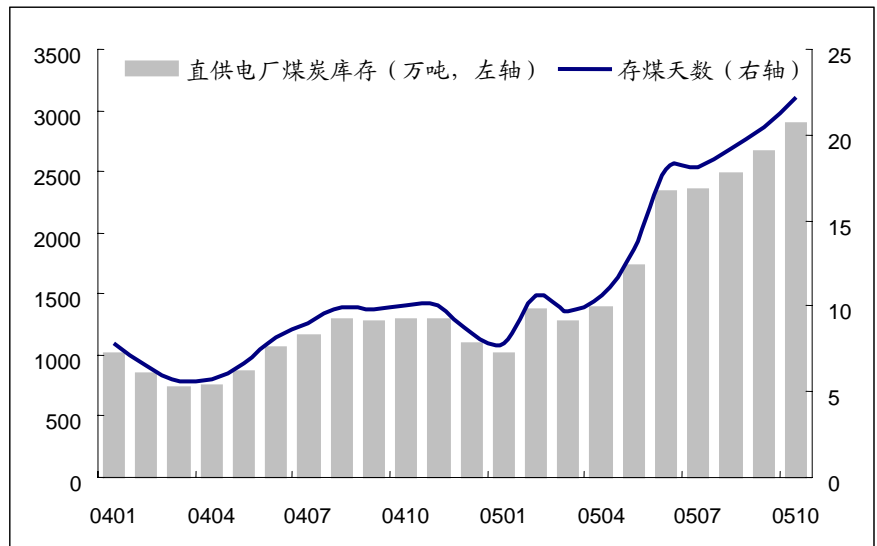
资料来源：中国电力信息网

### 煤炭行业 — 中性

预计2006年采暖期过后市场煤价将回落，而生产成本存在进一步提高的可能性。虽然行业评级为中性，我们觉得一些具有产能大幅增长潜力、资源品质好的公司的估值水平已较有吸引力。



图 13 直供电厂煤炭库存与存煤天数数据图



数据来源：交银施罗德研究

**产能大量释放，但需求增速回落，预计 2006 年采暖期过后市场煤价将回落。**由于国家对非法小煤窑打击力度加大和冬储煤的影响，10 月份以来煤炭价格有所反弹，但反弹力度有限。按照目前已获得安全生产许可证的产能以及在在建产能推算，2006-07 年供给将有较大增长，同时，目前停产整顿的小煤矿将有一部分恢复生产，而需求增速同比回落，预计 2006 全年市场煤价前高后低，虽然计划内电煤价格可能略有提高，但综合煤价会有 5% 以上的回落。

**国际煤炭价格对国内煤价形成压力。**国际市场澳大利亚 BJ 现货价格指数大幅度下降，三个多月时间已经跌了 30%，目前发热量 5800 大卡/千克澳大利亚动力煤的价格已经跌至 38 美元/吨，澳煤到岸价格略低于国内煤炭沿海港口的到岸价。

**分煤种价格趋势有所不同。**炼焦配煤今年下半年产能已经明显过剩，但主焦煤和肥煤由于资源稀缺，目前价格仍维持坚挺，但由于下游冶金行业不景气，以及喷吹煤对炼焦煤的替代和小土焦的关闭，炼焦煤总体将呈现下跌的趋势。无烟煤由于用途比较广泛，特别是下游的化工用煤将保持稳定增长，且无



烟煤的供应有限，价格走势将比较平稳。

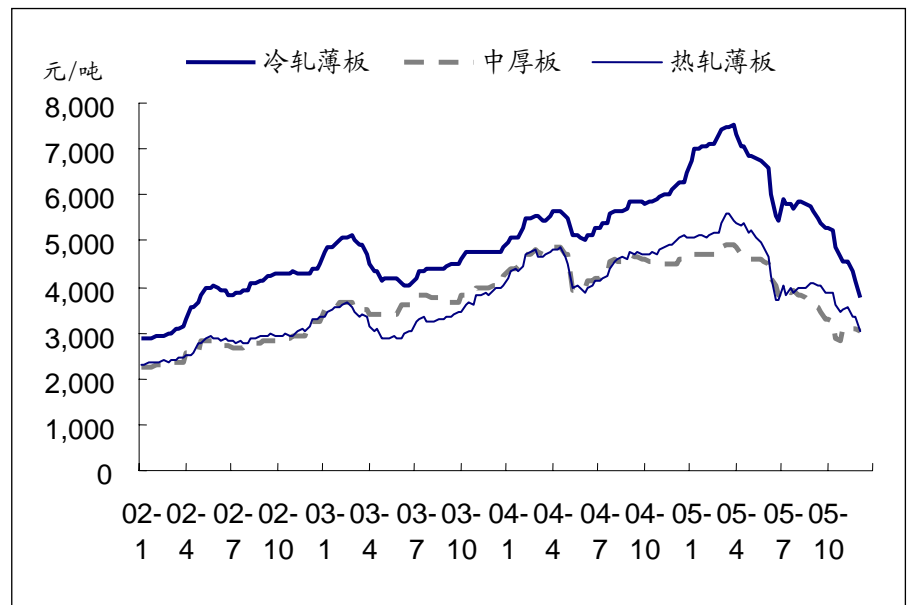
煤炭生产外部成本提高的呼声较高。煤炭生产造成的污染成本、采矿业治理成本目前由国家买单，而且安全生产投入存在欠账，因此存在提高资源税或者安全生产费用的可能性。

### 钢铁 — 回避

我们预计 2006 年行业盈利水平将到达谷底，但钢材价格下降走势何时能逆转还取决于产能扩张速度及政府钢铁产业政策的实施力度。基于我们对 2006 年钢铁行业的判断，我们会暂时回避钢铁行业，但会密切关注行业周期的动向，并不排除介入价值严重低估并提供合理投资回报蓝筹企业的可能性。

国内钢铁产能扩张短期内于 2006 年将达到一个高潮(粗钢产能将达到 3.6 亿吨)，这将是抑制钢铁价格的主要因素。我们认为国内钢铁产品供大于求的局面短期内难以改变。同时，由于受国际主要矿山产能及运力限制，明年铁矿石价格可能还有小幅上涨，但运费下跌可抵消部分涨幅。

图 14 钢板价格走势



数据来源: CICC

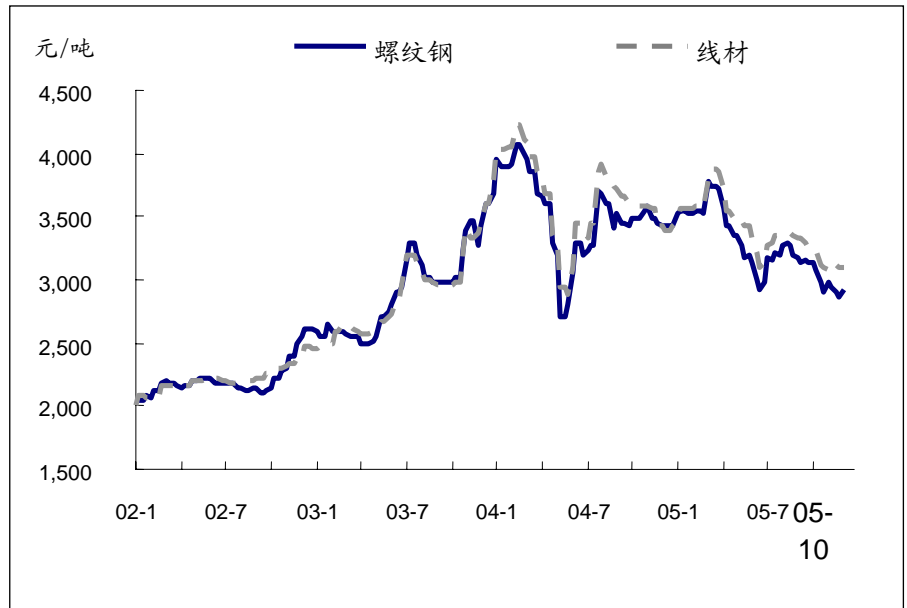
最近宝钢下调其 06 年 1 季度产品价格，平均幅度达到 20%，超出了市场预期。我们认为行业龙头企业大幅降价的目的除了应对市场价格变化之外，也



可能是大企业提前用价格战将效率低下的小企业挤出而达到整合行业的目的。

05年4季度热轧薄板现货价格已经跌破一些钢厂的成本价。我们猜测，宝钢这次大幅降价也可能是为2006年度铁矿石价格谈判争取更多的议价能力。

图 15 螺纹钢与线材价格走势



数据来源: CICC

### 免责声明:

本报告由交银施罗德基金管理有限公司（以下简称“本公司”）基于公开披露的信息资料和分析师的判断组织编写，但本公司并不对本报告中所载信息的完整性和准确性提供任何直接的或隐含的声明或保证。

本报告不构成本公司进行投资决策的依据，亦不表明本公司将承诺持有交易报告中所提及的全部或部分证券。

本报告中所载信息或所表达的意见仅作参考用途，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保或承诺。

本报告中所载信息仅反映本公司在本报告最初发布日期前的判断，本公司有权在任何时间更改或修订本报告而无需事先通知或公告。

在任何情况下，任何人因使用本报告而导致的直接损失或者间接损失，本公司不承担任何责任。

本报告版权为本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本报告并非基金宣传推介材料，也不构成任何法律文件。过往表现未必可作日后业绩的准则。投资涉及风险，投资者投资本公司管理的基金产品时，应认真阅读相关法律文件。