

## 工银瑞信核心价值基金投资展望

### 一、股票市场的投资价值在于其作为整体或其中一部分在相应经济环境中的“动态价值”

■ 当上市公司整体盈利水平上升超过全社会平均利润率时，股票市场具备整体的“动态价值”，全社会平均利润率指包括经营企业、投资股市、房市、债市等的平均利润率

■ 当经济周期上升时，上市公司整体盈利水平上升，但全社会平均利润率同时也在上升，只有盈利强劲增长超过全社会平均利润增长的行业与企业具备“动态价值”

■ 当经济周期下降时，上市公司整体盈利水平下降，但全社会平均利润率同时也在下降，那些盈利相对稳定好于全社会平均利润下降的行业与企业具备“动态价值”

■ 不论经济周期上升还是下降，寻找具备“动态价值”的投资机会是投资股票市场制胜的关键所在。

### 二、不同经济周期下，寻找不同的“动态价值”

	经济上升周期（2003 年）	经济下降周期（2006 年）
全社会平均利润率	上升	下降
利润大幅增长的行业	<b>上游原材料行业</b>	较少
利润稳定增长的行业	消费品行业	<b>服务行业、下游行业</b>
利润有所下降的行业	受原材料冲击的下游行业	上游原材料行业
“动态价值”指向	<b>上游原材料行业</b>	<b>服务行业、下游行业</b>

资料来源：工银瑞信基金管理公司

### 三、2006 年股票市场具备整体的“动态价值”

- 股权分置改革将使中国股市重塑为一个真正的股票市场
- 五年熊市使中国股市与国际股市估值接轨的进程已接近尾声
- 多数股票的利润/市值比率扣除风险溢价后超过房产租金回报率及长债收益率
- 低利率时代再度降临，股票前所未有的便宜

### 四、中国股市与国际股市估值接轨

国家或地区	指数	加权市盈率
美国	SP500	18.92
英国	FTSE 100	13.50
日本	NIKKEI 500	38.50
中国	沪深 300	15.22
香港	HSCI	15.30

资料来源：工银瑞信根据 Bloomberg 数据统计，截至 2005/12/29

### 五、估值接近 A-H 股票一览表

代码	名称	A 股股价	H 股股价	A 股溢价	股改送股预期	股改后 A 股溢价
----	----	-------	-------	-------	--------	-----------

600026	中海发展	6.4	5.75	7.02%	2.9	-17.04%
600808	马钢股份	2.78	2.425	10.23%	3	-15.21%
600600	青岛啤酒	8.46	8.25	-1.40%	1.5	-14.26%
600585	海螺水泥	9.9	9.55	-0.32%	1.5	-13.32%
600028	中国石化	4.62	3.9	13.91%	3	-12.38%
000898	G 鞍钢	3.96	4.175	-8.80%	0	-8.80%
600029	南方航空	2.64	2.225	14.09%	2.5	-8.73%
600011	华能国际	6.11	5.1	15.20%	2.5	-7.84%
600188	兖州煤业	5.91	4.975	14.22%	2	-4.81%
000063	G 中兴	28.24	26.3	3.25%	0	3.25%
600377	宁沪高速	6.45	4.525	37.06%	3	5.43%
600027	华电国际	2.84	1.99	37.22%	3	5.56%
600362	江西铜业	5.17	3.75	32.56%	2.5	6.05%
600688	上海石化	4.18	2.975	35.10%	2.5	8.08%
600548	深高速	3.86	2.55	45.55%	3	11.96%
600012	皖通高速	6.01	3.825	51.08%	3	16.22%

资料来源：工银瑞信基金管理公司，截至 2005/12/29

## 六、2006 年股票市场“动态价值”在哪里？

- 宏观经济回落，全社会平均利润率下降
- 业绩稳定增长的行业与企业的利润率超过全社会平均利润率
- 股票市场“动态价值”就在于业绩稳定增长的行业与企业
- 零售、食品、信息技术、先进制造、医药、银行等行业能取得业绩稳定增长

## 七、我们的结论：

2006 年是股市的转折之年，  
2006 年是新一轮牛市的开端。