

# 2010 年度 A 股投资策略

www.hsbcjt.cn

## 在结构调整中前行——2010 年A股投资策略

摘要：

**市场前景：**相对于过去长达四年的单边市，A股市场将进入休养生息的平稳过渡期。我们认为 2010 年A股市场将呈现“窄幅波动，结构分化”特征，在流动性总体趋紧的背景下，结构性机会将取代系统性机会，市场个股差异将更加显著。

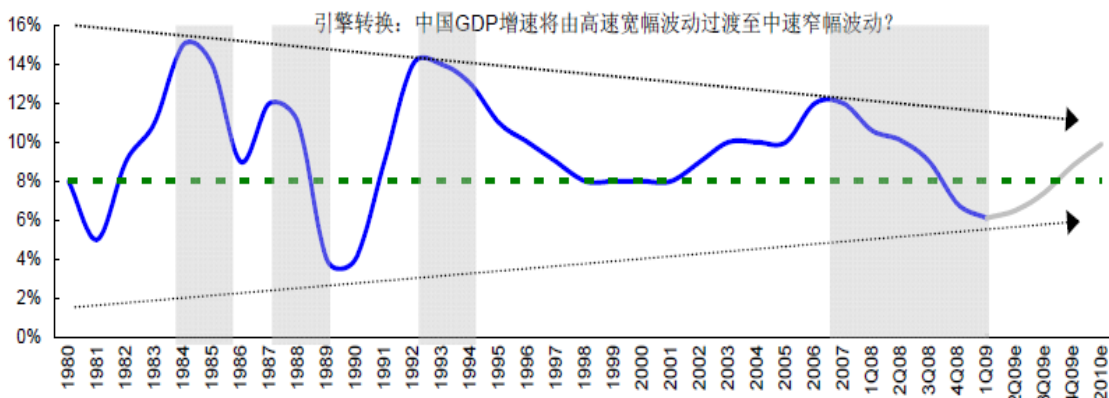
**投资策略：**2010 年，我们看好“泛消费”和“新兴产业”的崛起，重点投资家电、零售、医药生物、传媒、餐饮旅游、汽车、食品饮料、金融服务等内需相关的泛消费产业；网络游戏等相关的新兴消费行业；以及节能减排、新能源、信息技术等与中国经济转型和产业升级相关的新兴产业。在投资策略上，采取针对结构性市场的“重点行业重点配置，重点个股集中配置”的相对集中投资模式。

**风险因素：**展望 2010 年，市场蕴含的潜在风险主要在于两个方面：政策转向风险，流动性风险。

### 一、 宏观经济：平稳增长，转换引擎

从 2009 年 6 月份开始，当多数投资者还沉浸在“保增长”的经济复苏惊喜，憧憬着宏观经济向过热方向迈进时，政府“调结构”的举措却已经纷至沓来。我们认为：在平稳渡过金融危机之后，中国经济正在摒弃粗放型，外需扩张型的高增长模式，加速向集约型，内需型的经济增长模式转变。中国经济增长模式和增长引擎的转变，将导致“结构分化和再平衡”成为未来中国经济增长的显著特点。

展望 2010 年中国经济，我们既不认为会出现二次衰退，也不认为会出现严重过热。中国政府在本次金融危机之中的出色表现令我们相信，中国政府驾驭经济的能力在增强，技巧也在提高，“调整经济结构，转变增长模式”已经成为中央各项经济工作的重中之重。客观而言，2010 年中国经济面临着“出口复苏”、“消费转暖”、“民间投资跟进”的有利条件，因此中国政府将有充分的空间实施“退出政策”并大力推进结构转型。“平稳增长，转换引擎”将是明年乃至未来一段时期中国经济的主要特征。

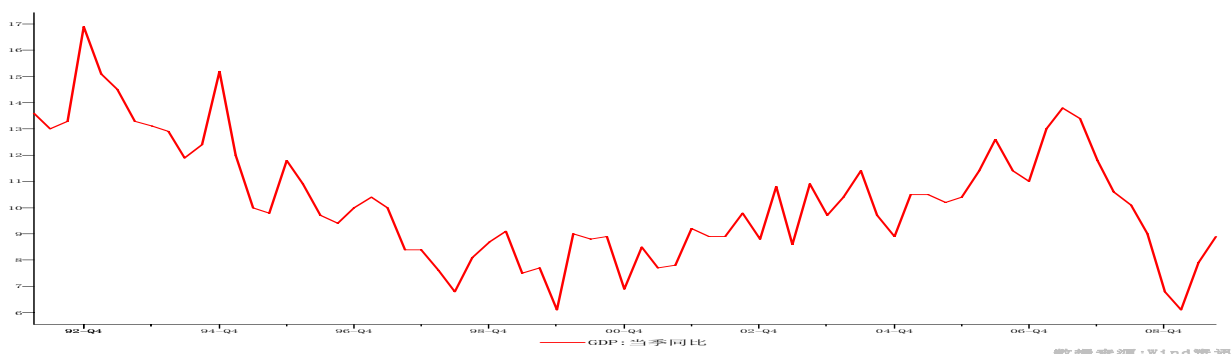


## 1. 从“保增长”到“调结构”

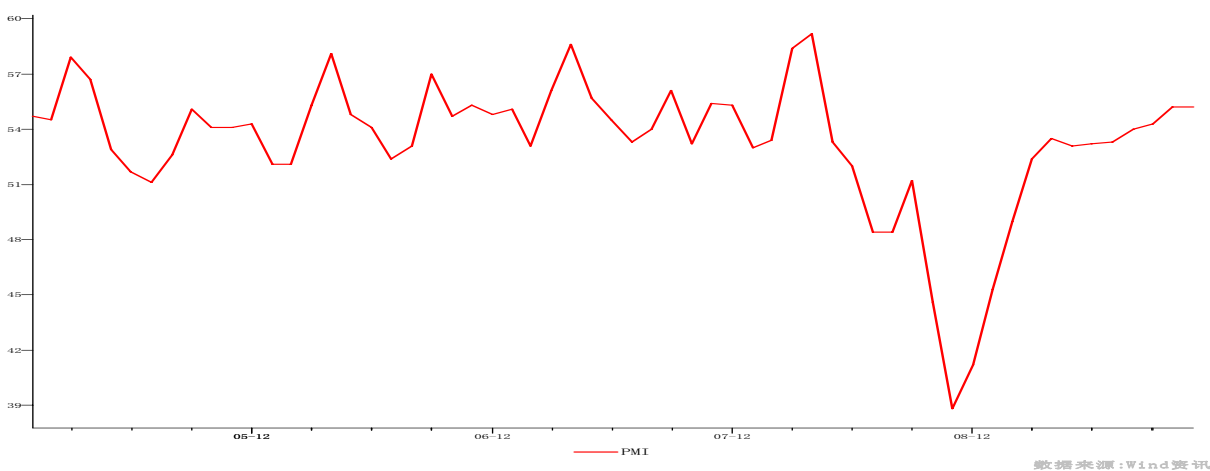
2009 年，中国经济 V 型反弹，经济先行指标 PMI 从 2008 年 11 月触底后持续反弹，在 2009 年 3 月份成功超过 50% 的景气分界线后，一直维持在 50% 以上运行。GDP 则从一季度 6.10% 反弹至三季度 8.90%，呈现典型的触底反弹特征。展望 2010 年，由于全球经济总体上依然处于熊市反弹后的温和复苏阶段，未来仍可能面临反复；而中国经济结构调整需求十分迫切，主动降低经济增长率以适应经济结构调整需要已经成为政府共识。因此，本次危机之后，我们认为中国经济立即重新步入新一轮类似 2001-2007 年的经济高景气周期的可能性并不大。相反，从“保增长”到“调结构”的政策转变，对中国经济的长远增长更具深刻意义。

从中国上一轮经济结构调整周期来看，在以“国企改革”的结构调整适应“对外开放”的竞争环境的过程中，中国经济曾经在 1997 年 9 月至 2001 年 9 月连续十七个季度 GDP 总体运行区间回落至 9% 以下。我们认为：在中国经济进入以“内需消费”为主要特征的景气周期之前，未来一段时期，中国经济很可能在大部分时间内处于“休养生息，结构转换”的过渡期。我们预计 2010 年 GDP 将呈现前高后低格局，全年 GDP 增长率将维持在 8.8% 左右。

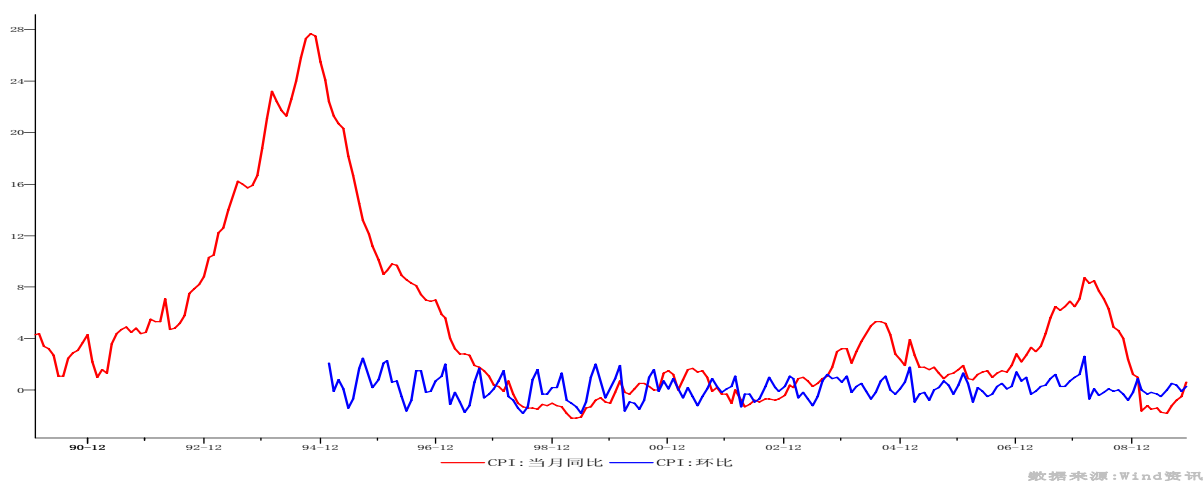
### 2009 年 GDP 呈现 V 型反弹



### 领先指标 PMI 指数触底反弹



## 物价指数维持低位运行



从通胀水平来看, 2009 年 CPI 指数大部分时间在负值区域运行, 环比数据也基本维持在低位震荡。预计随着经济进一步回升, 未来 CPI 将呈现环比上升格局, 但总体而言, 在需求缓慢复苏和产能依然充裕的大背景下, 未来通胀很可能维持在一个温和水平之内, 出现恶性通胀的概率偏低, 我们预计全年 CPI 指数将维持在 2.5% 左右。

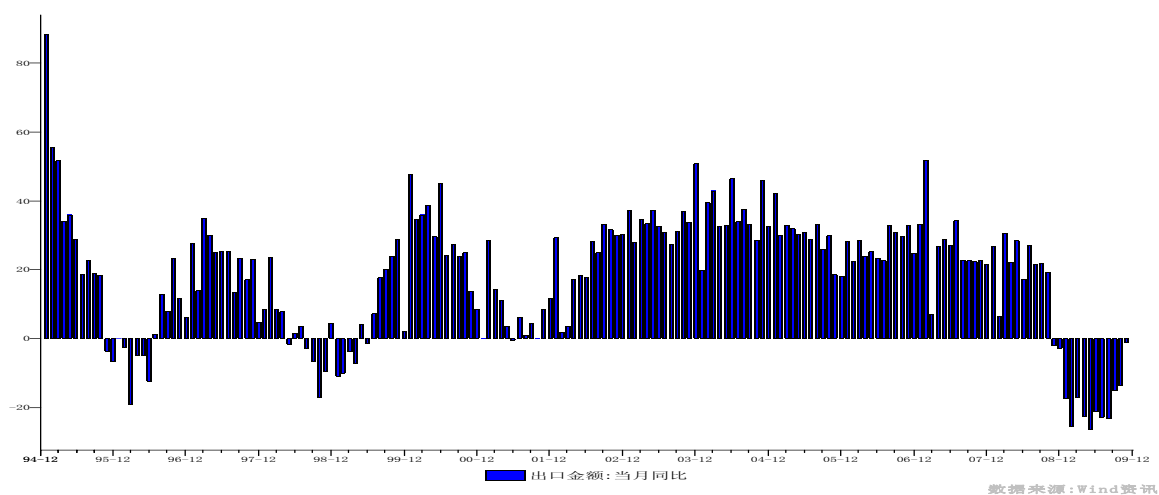
## 2. 从“外需+投资”向“消费”转变

从三大需求的结构变化来看, 我们预计 2010 年出口的熊市反弹仍未结束; 但投资增长的高峰期已经过去; 消费服务仍然处于温和复苏阶段, 随时可能诞生局部的结构性的新兴消费热点。

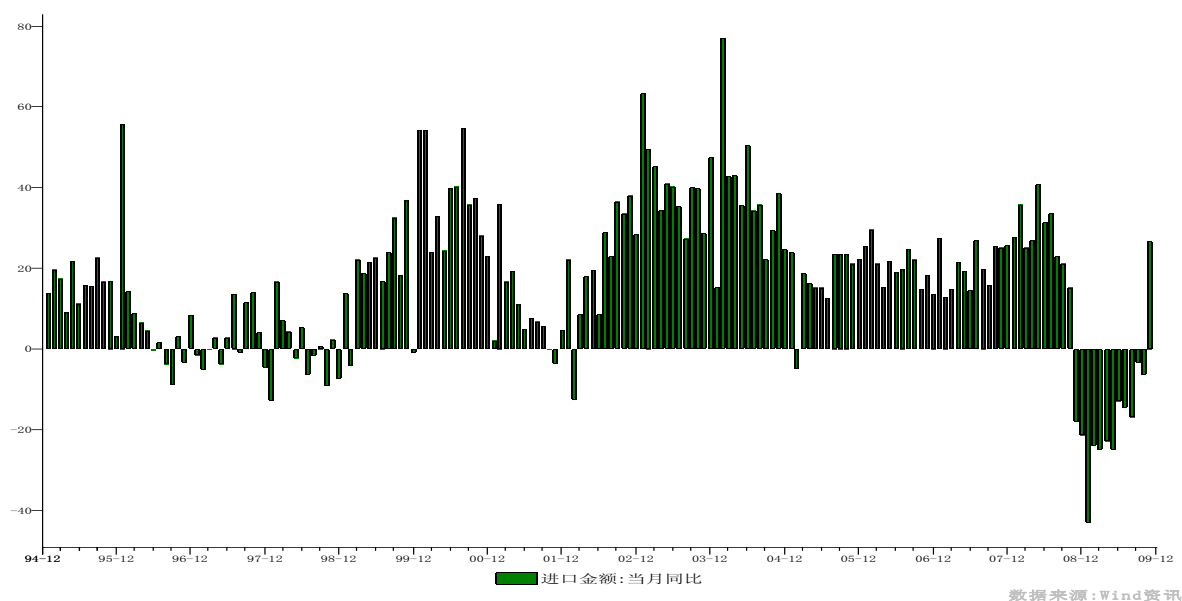
### 1). 进出口: 反弹仍将持续, 长期增速趋缓

在全球金融危机的影响下, 中国进出口增速大幅下降。但从 2009 年下半年开始, 我们陆续看见了进出口数据的持续转暖, 其中进口数据的攀升与国内政府投资等启动内需政策逐渐见效相关; 而出口的快速复苏则与下半年以来欧美等国经济持续走暖相关。

### 出口数据有望逐步回暖

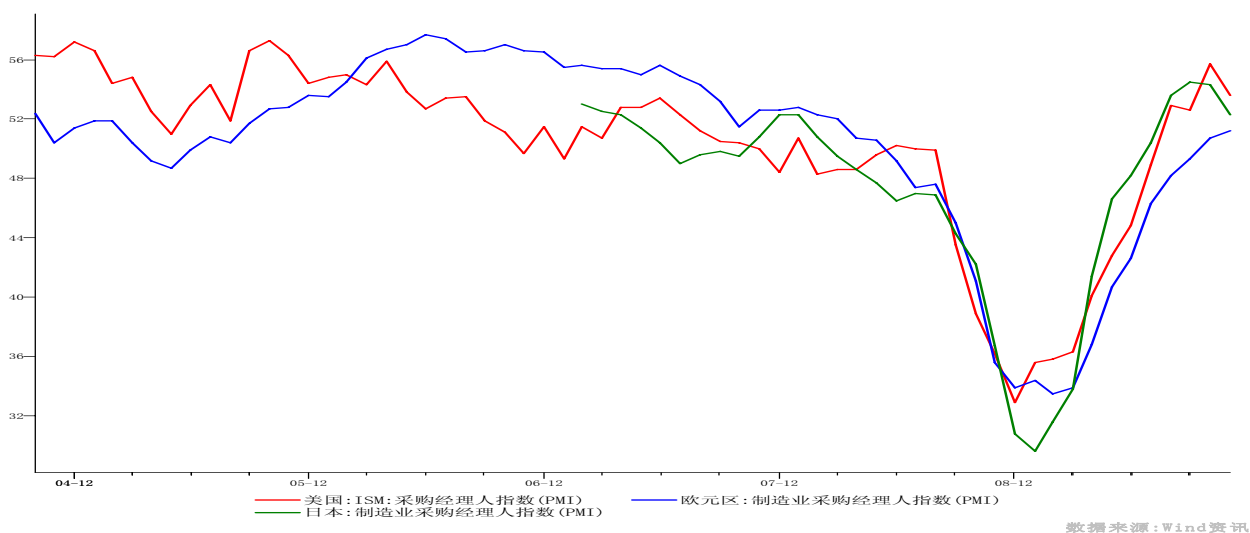


## 进口数据同比转正，强劲反弹

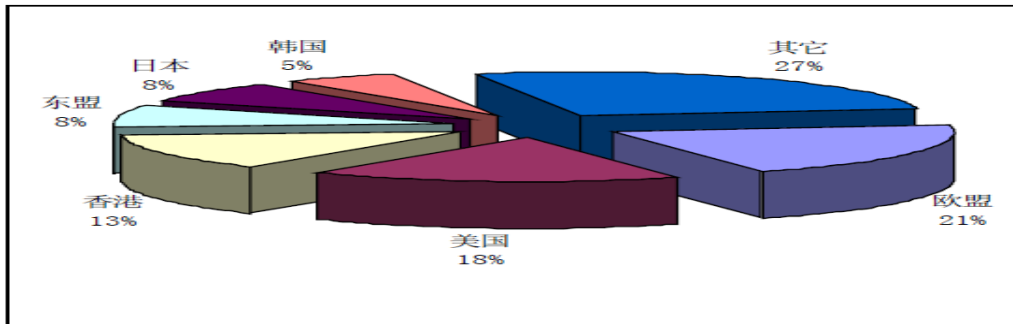


展望 2010 年，尽管政府投资项目已经陆续开工，信贷增长高峰已过，未来投资增速将逐步回落至正常水平，但考虑到各项提振内需的政策仍将延续，我们预计 2010 年中国进口增速有望达到 17.50%。另一方面，由于海外经济仍然处于需求恢复性上升的复苏阶段，欧、美、日等主要经济体从 2009 年 8 月开始 PMI 指数重回景气区间，我们预计至少在 2010 年 1 季度之前，中国出口仍有望继续回暖，2010 年全年出口增长率有望达到 15%。

## 欧美日 PMI 指数全部回升至景气区间



中国主要出口市场占比



数据来源：申银万国

但是从更长的时间周期来看，两方面因素将制约中国出口增速重新恢复到历史高位水平。首先，以美国为代表的发达经济体在经历了 09 年的熊市反弹之后，未来真实意义上的经济恢复将是一个持续缓慢的过程，在寻找新的经济增长点之前，美国经济很可能较长时间处于低于历史均值的增长水平。其次，经济增长模式转型和再平衡已经成为全球共识，在寻找符合自身发展需要的新的经济增长点之前，全球总需求水平难以超过经济危机前的景气高点，这将制约全球贸易水平的持续复苏。

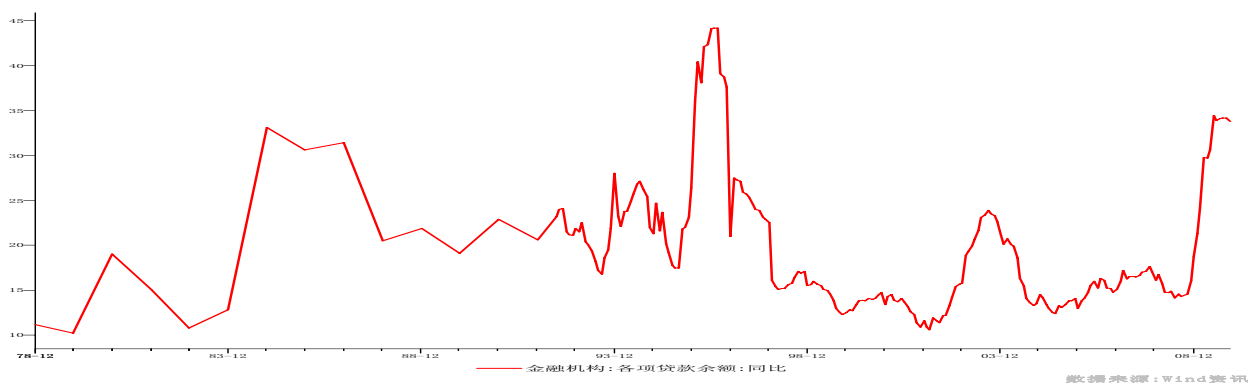
## 2) . 投资：总量无惊喜，结构有空间

在巨额信贷政策的支持下，2009 年投资高速增长，对中国经济触底反弹起到了关键性的作用。展望 2010 年，我们认为通过政府投资的增长洪峰已过，未来一年投资增速和投资总量都难以有超出预期的惊喜。

### 2009 年投资增速创近年来新高

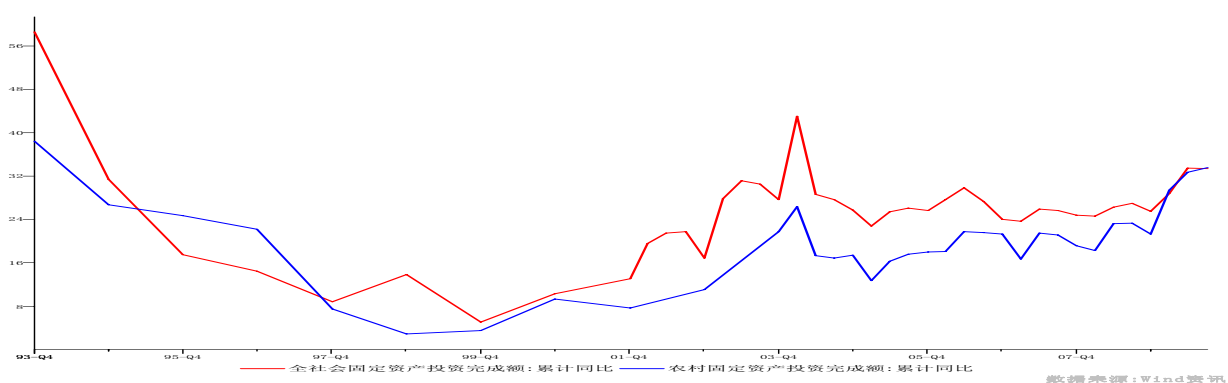


## 2009 年金融机构贷款增速 1997 年以来的新高

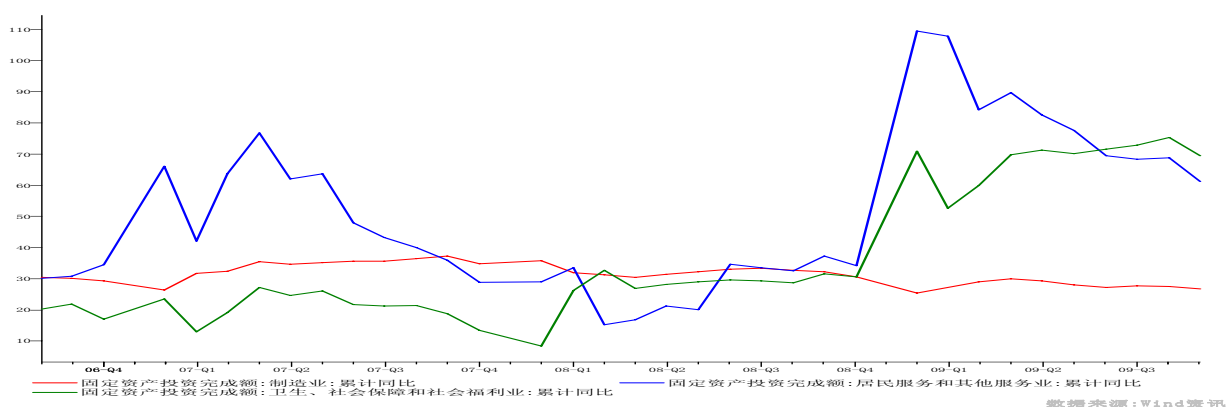


但是从投资内部的增长结构来看，我们仍可以看到明显的改善空间。未来一年，我们预期投资结构上将会呈现三个明显趋势：一是政府投资将更多地向农村地区、中西部及边疆地区倾斜，以缩小区域经济差距；二是政府投资将更多地向消费服务、社会保障、节能减排等落后部门倾斜；三是民间投资将显著改善。在政策扶持下，私营企业和创新型中小企业的投资增速将明显加快。

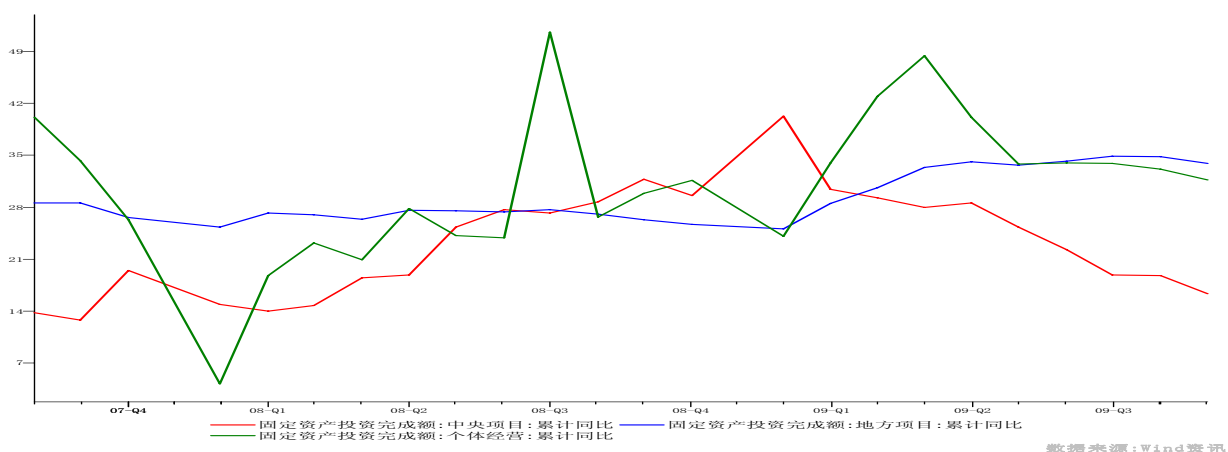
## 近十余年来农村固定资产投资增速将再次超过全社会固定资产投资增速



## 服务，社保等固定资产投资增速明显加快



## 地方和个人投资增速快于中央投资增速



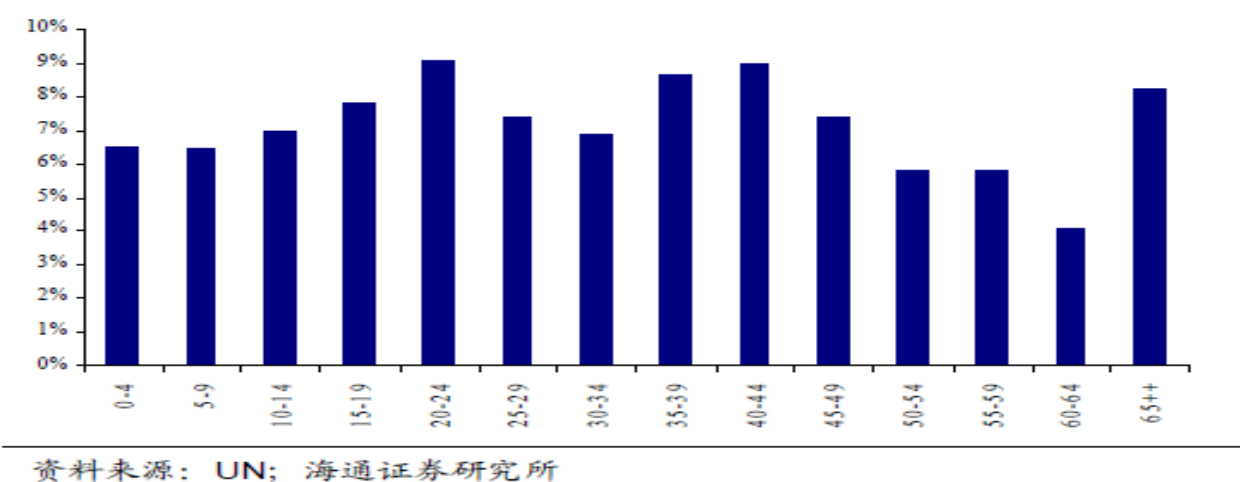
### 3) . 消费: 政策推动下的“内需增长核心”

我们认为: 未来推动中国消费持续增长的动力包括三个方面:

首先, 经济发展的内在需要。目前, 中国人均 GDP 已经达到 3000 美元。而根据美国, 日本, 韩国等国的发展经验, 人均 GDP 超过 3000 美元往往是经济增长结构发生重大转折的分水岭: 在此阶段消费对经济增长的拉动作用将明显上升。

其次, 人口结构变化有利于中国消费增长。从当前中国人口结构上来看, 在 2010-2015 年, 25 岁左右的年龄组和 45 岁左右年龄组的人口双峰趋势已经出现, 该阶段人群的消费欲望和消费能力最强, 有望构成未来中国的主流消费市场。

#### 中国 2010 年人口结构开始呈现双峰走势



第三, 政策扶持是消费启动的催化剂。2009 年以来, 为了扩大内需, 政府出台了一系列刺激消费政策。其中, 汽车, 家电等领域的相关消费政策频出, 效果显著。扩大内需消费正在成为中国经济未来持续发展的重要战略, 我们预计未来在消费领域的刺激政策不但不会退出, 反而会进一步深化和升级。

## 扩大住房、汽车销售和农村消费的政策

| 宣布日期        | 政策内容                                                                                                                                                                                        |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2008年9至12月  | 人民银行5次降息，1年期贷款利率累计下调216个基点                                                                                                                                                                  |
| 2008年10月22日 | 自2008年11月1日起，个人首次购买90平方米及以下普通住房，契税税率暂统一下调到1%；对个人销售或购买住房免征印花税；对个人销售住房免征土地增值税；地方政府可制定鼓励住房消费的收费减免政策。自10月27日起，商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍，最低首付款比例调整为20%，个人住房公积金贷款利率相应下调0.27个百分点。               |
| 2008年11月30日 | 自2009年2月1日起，全国范围内推广“家电下乡”，农民购买四类家电产品，可按产品售价13%给与财政补贴。                                                                                                                                       |
| 2008年12月17日 | 鼓励改善型需求，对已贷款购买一套住房，但人均住房面积低于当地平均水平，再申请贷款购买第二套住房的居民，可比照执行首次贷款买房优惠政策；对其他贷款购买第二套及以上住房的，贷款利率等由商业银行在基准利率基础上按风险合理确定。对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策。                                                         |
| 2009年1月14日  | 在2009年1月20日至12月31日期间，小排量汽车的购置税从10%下调至5%                                                                                                                                                     |
| 2009年2月19日  | “家电下乡”补贴品种扩大至10类产品，并将每类产品每户只能购买一台限制放宽至两台。                                                                                                                                                   |
| 2009年3月5日   | 中央财政安排130亿元用于农机具购置补贴，比上年增加90亿元。                                                                                                                                                             |
| 2009年3月13日  | “汽车下乡”细则出台，实施期限从2009年3月1日至12月31日，总补贴50亿元。                                                                                                                                                   |
| 2009年4月21日  | (农村和城市)符合条件的车主报废更新老旧汽车将获得5000-15000元/辆的补贴，有效期2009年。                                                                                                                                         |
| 2009年5月19日  | 安排补贴资金20亿元，在北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、广东和福州、长沙，开展电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑等5类家电产品“以旧换新”试点，对交售补贴范围内旧家电并购买新家电的消费者，按新家电销售价格10%给予补贴，分品种确定最高补贴额度，对回收补贴范围内旧家电并送到拆解处理企业的运输费用给予定额补贴。同时将2009年汽车报废更新补贴资金从10亿元增加到50亿元。 |
| 2009年12月7日  | 明年要增加农机购置补贴；增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求；提高主要粮食品种最低收购价格水平；培育农民收入新的增长点；提高城乡低保标准，提高企业退休人员基本养老金和部分优抚对象待遇水平。                                                                                       |

资料来源：公司数据

数据来源：中银国际

综合来看，我们预计在经历了熊市反弹之后，2010年的中国经济将恢复平稳增长态势。中国经济的阶段增长亮点将主要来自于结构调整而非规模扩张。无论是投资结构、消费结构，还是城乡结构、区域结构，一系列的结构调整政策将贯穿全年。

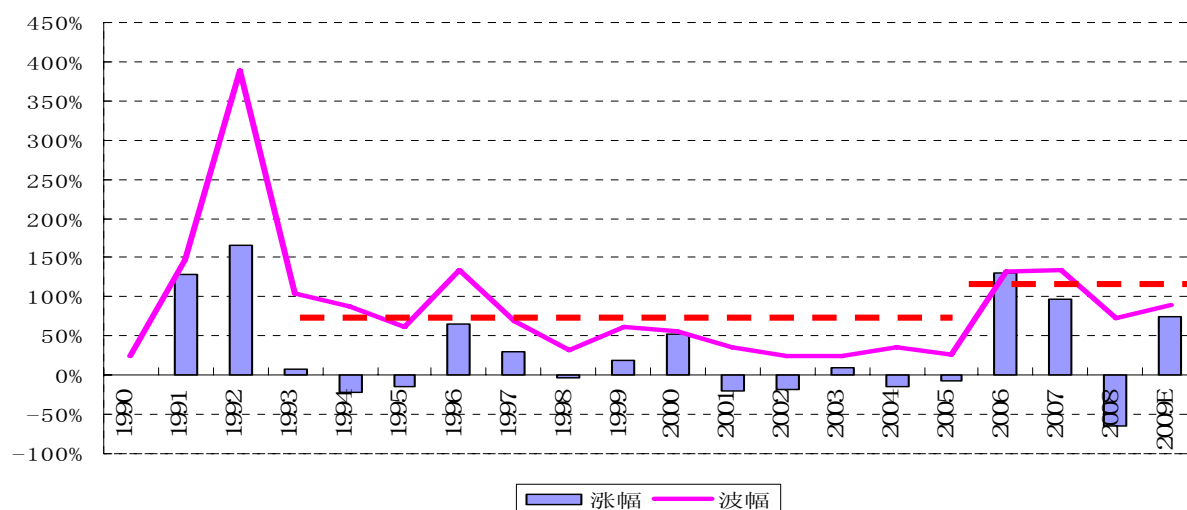
| 宏观经济主要指标预估 |         |        |
|------------|---------|--------|
|            | 2009E   | 2010E  |
| 实际GDP增长    | 8.50%   | 8.80%  |
| 社会消费品零售总额  | 15.50%  | 18.80% |
| 城镇固定资产投资   | 33.00%  | 25.00% |
| 出口增长       | -18.00% | 15.00% |
| 进口增长       | -14.00% | 17.50% |
| 居民消费价格指数   | -0.80%  | 2.5%   |
| 美元兑人民币汇率   | 6.83    | 6.63   |
| 人民币一年期存款利率 | 2.25%   | 2.52%  |

数据来源：汇丰晋信基金

## 一、市场趋势：窄幅波动 结构分化

从2006年开始，大幅波动成为了A股常态。最近四年，A股市场演绎牛熊行情，年均波幅达到107%，超越了过去15年的A股平均波动幅度。据统计，1993-2005年A股平均波幅仅仅58%，其中2001-2005年（上一轮互联网泡沫破灭后的经济过渡期）的市场平均波幅仅仅29%。事实上，2006-2009年A股市场非常态的大幅波动，体现的是过热的经济背景，以及股改政策效应的集中释放。但是，我们若将2006-2009年的非常态市场看成常态，而忽略其背后经济政策因素的重大转化，则可能面临较大的策略风险。

## 最近四年 A 股市场波幅明显加大



展望 2010 年，我们认为在本次全球金融危机之后，A 股市场很可能演绎“窄幅波动，结构分化”的市场格局。我们预计：在宏观经济结构持续调整，全流通市场规模日趋扩大，政策监管趋于成熟的背景下，A 股市场将进入“低波动，高分化”的新阶段。

### 1、企业盈利仍然向好

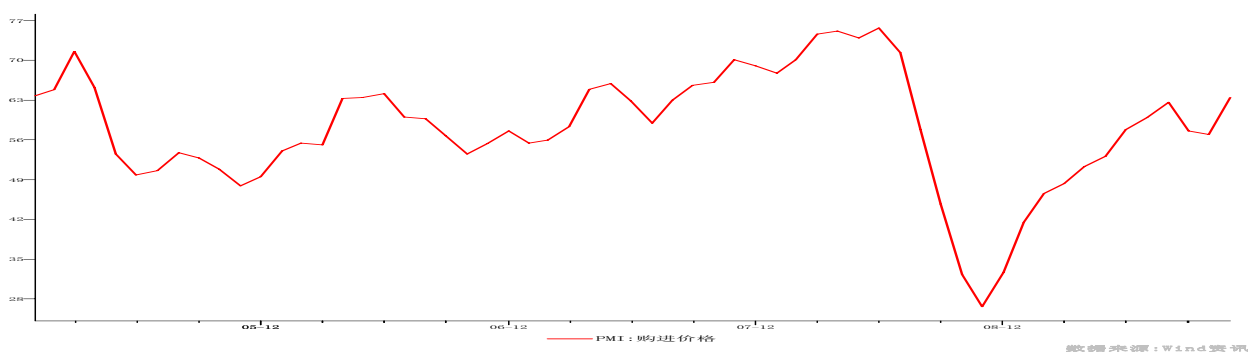
目前市场一致预测 2010 年沪深 300 样本股企业盈利增速约 28%左右，考虑到 2010 年全球总需求仍然处于复苏之中，中国产能利用率仍会进一步提升；而国内物价水平总体处于温和通胀阶段，毛利率仍然会维持稳定甚至略有上升。因此，在产能利用率和毛利率仍然向好的情形下，我们预计 2010 年企业利润有望实现 25%-30%的盈利增长。

#### 沪深 300 指数盈利一致预期

| 项目            | 2007A    | 2008A    | 2009E    | 2010E     | 2011E     |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 指数一致预期总市值PE   | 23.48    | 25.79    | 21.12    | 16.41     | 13.85     |
| 指数一致预期PB      | --       | 3.41     | 2.86     | 2.54      | 2.26      |
| 指数一致预期ROE     | 16.27%   | 13.24%   | 13.57%   | 15.52%    | 16.32%    |
| 指数一致预期净利润(万元) | 86738552 | 78952135 | 96596389 | 124159839 | 147057369 |
| 指数一致预期净利同比(%) | 49.21%   | -8.97%   | 22.34%   | 28.53%    | 18.44%    |

统计截止日：2009-12-22，朝阳永续

## PMI 购进价格指数大幅反弹，成本有一定上升压力

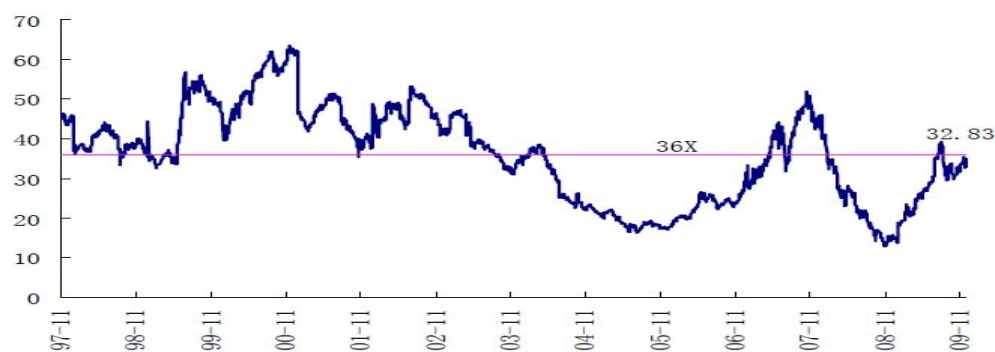


## 2. 市场估值处于合理水平

从估值水平来看，目前 A 股基本上处于历史平均水平附近。我们认为，目前总体市场的估值处于合理水平，既不存在系统性高估，也不存在系统性低估。

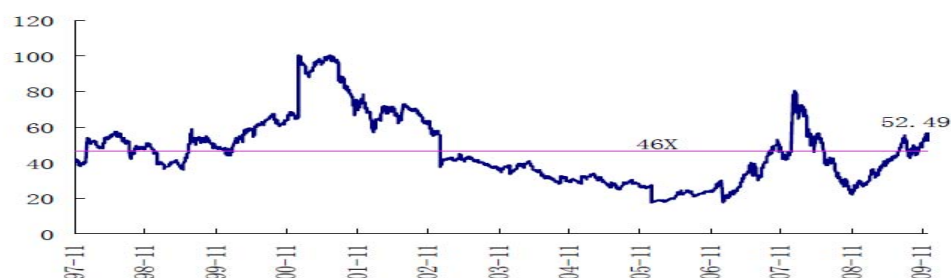
从市盈率角度来看，A 股市场目前整体的静态市盈率水平为 32.8 倍，略低于过去 12 年的历史均值水平 36 倍。剔除金融、石油石化行业后市场目前的市盈率为 52.5 倍，略高于过去 12 年的历史均值 46 倍，总体上处于正常水平。

### 1997-2009 年 A 股市场市盈率变化



数据来源：联合证券研究所整理

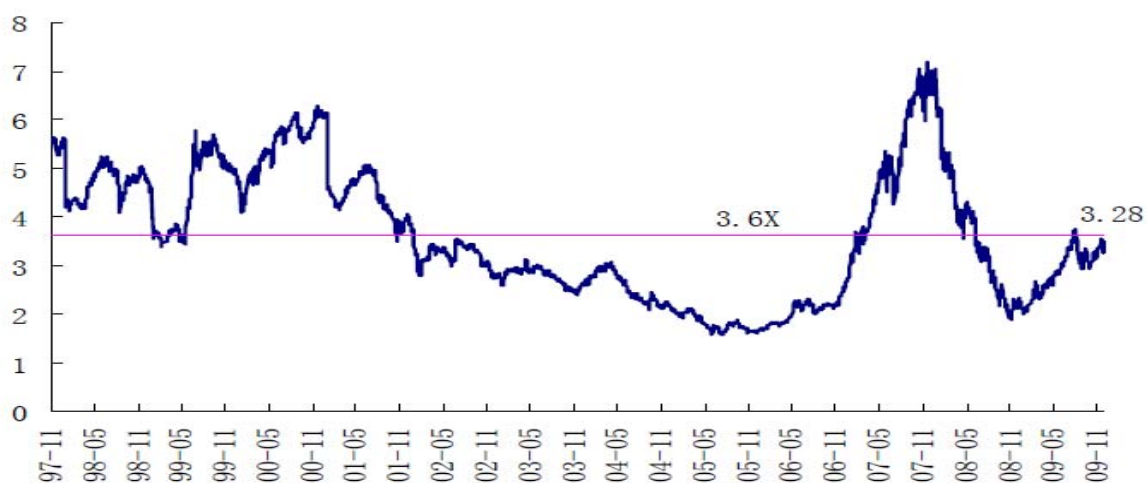
### 1997-2009 年剔除金融石油石化行业后市场市盈率变化



数据来源：联合证券研究所整理

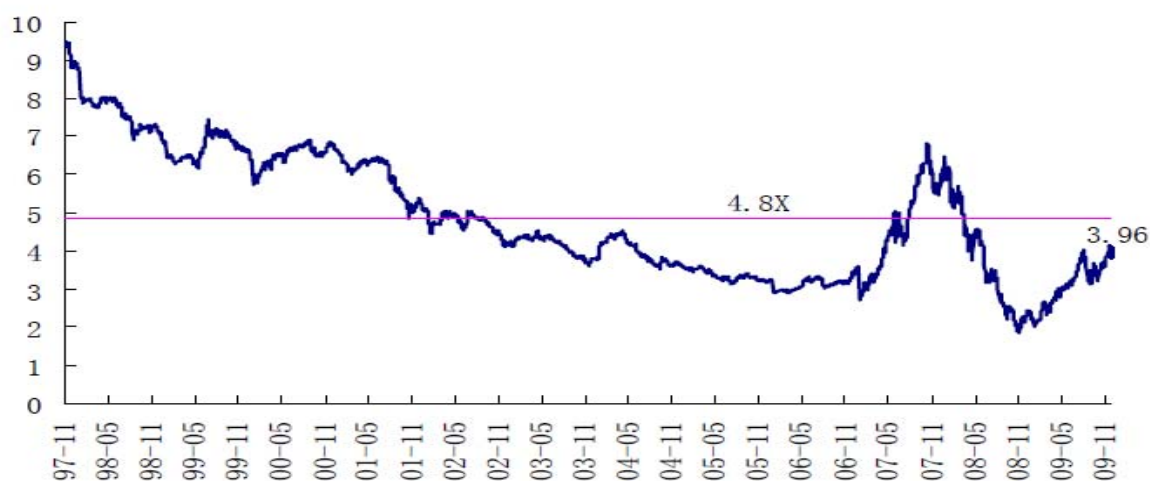
从市净率角度来看，A股市场目前整体的市净率水平为 3.3 倍，略低于过去 12 年的历史均值水平 3.6 倍。剔除金融、石油石化行业后市场目前的市净率水平大约为 4 倍，低于历史均值 4.8 倍。

1997~2009 年 A 股市场市净率变化



数据来源：联合证券研究所整理

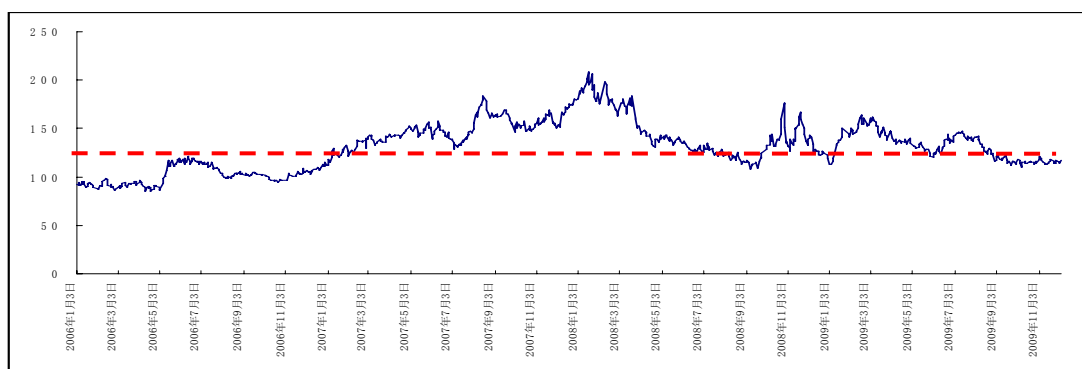
1997-2009 年 剔除金融石油石化行业后市场市净率变化



数据来源：联合证券研究所整理

从港交所 A-H 溢价指数来看，A-H 历史平均溢价幅度在 30% 左右。目前溢价率 17%，略低于历史平均水平。

## A-H 溢价率低于历史均值（2006-2009）



数据来源：WIND，截至12月3日

尽管整体市场目前处于正常估值水平，但是从结构上来看，我们认为未来市场估值将会显著分化。哪些行业应该享有高估值，哪些行业应该进入长期低估值状态，这是由经济发展阶段所决定的。在当前大力推进经济结构转型的关键阶段，我们认为以家电、零售、医药生物、传媒、餐饮旅游、汽车、食品饮料、金融服务等内需相关的泛消费产业；以网络游戏等为代表的新兴消费行业；以及节能减排、新能源、信息技术等与中国经济转型和产业升级相关的新兴产业将会享有更高或者稳定的估值。而传统的外需导向型行业、高碳行业，投资拉动的以房地产、有色、煤炭等为主的强周期行业的估值水平将很可能面临系统性的下降。

### 3， 流动性处于逐步收紧之中

总体上，我们认为全球流动性的高峰在09年已经过去，2010年面临的将是流动性逐步收紧的格局。A股将处于一个流动性逐步收缩的休养生息阶段，市场很难在流动性总体收紧的情况下产生新的由过剩流动性催生的更大的泡沫。

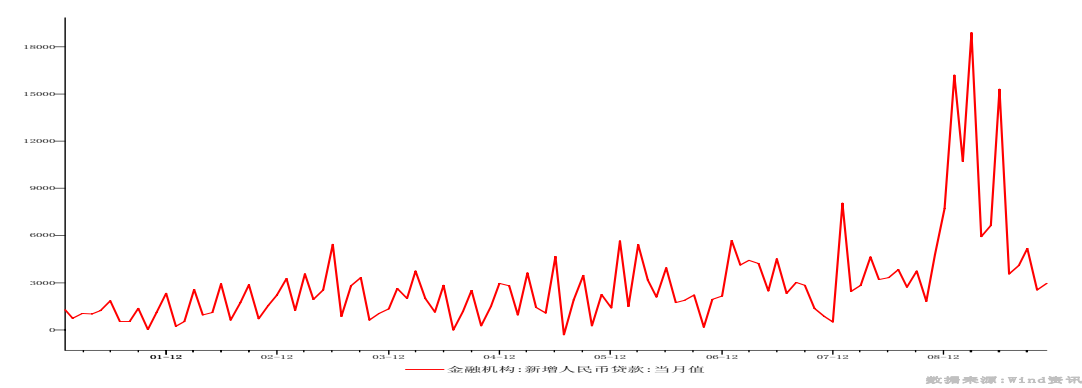
## M1、M2 同比增速已经处于历史高位



数据来源：Wind资讯

从贷款规模看，在适度宽松货币政策下，2009年新增贷款呈现井喷之势，贷款余额同比增速处于十年来的高点。我们预计随着央行货币政策从危机管理过渡到正常管理，相对于2009年约9.5万亿的新增贷款规模，我们预计2010年新增贷款规模将会明显回落至7.2万亿，而贷款余额增速也将从2009年约31%降低至18%。

新增贷款规模将逐步回落至正常水平



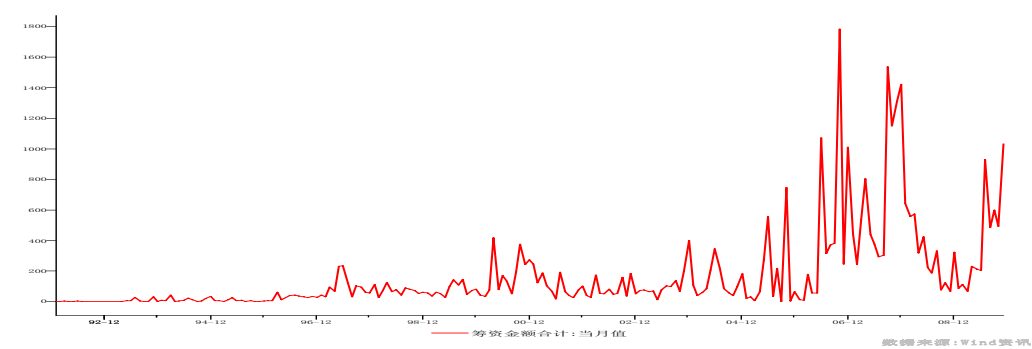
从融资需求来看，2010 年 A 股市场将面临着银行补充资本金，大型 IPO 发行，创业板扩容等各类融资压力。根据光大证券测算，2010 年潜在融资需求可能达到 9034 亿元，而实际融资需求也将达到近 5000 亿元的历史较高水平。

2010 年 A 股市场融资需求测算（亿元）

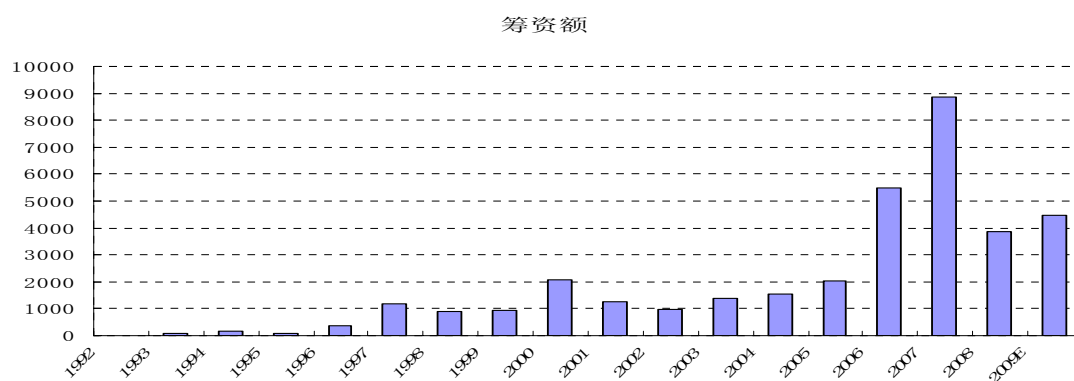
|                 | 融资需求  | 实际融资额 |
|-----------------|-------|-------|
| 合计              | 9,034 | 4897  |
| 已过会未发行          | 797   | 797   |
| IPO             | 576   |       |
| 增发              | 150   |       |
| 配股              | 71    |       |
| 董事会或股东大会<br>已通过 | 3,237 | 1600  |
| 增发              | 2,530 |       |
| 配股              | 707   |       |
| 银行增发            | 1,000 | 500   |
| 资本缺口            | 2,154 |       |
| 核心资本缺口          | 308   |       |
| 主要 IPO 传闻       | 1,000 | 500   |
| 农业银行            | 800   |       |
| 光大银行            | 200   |       |
| 排队 IPO 预计       | 3,000 | 1500  |

资料来源：WIND，光大证券研究所

A 股再次进入融资高峰期



## 1992-2009 年 A 股市场融资情况



数据来源：WIND

综合来看，我们预计 A 股市场在经历了过去四年的大涨大跌之后，将进入休养生息的平稳过渡期。在此阶段，结构性问题和矛盾将重新摆在突出位置，A 股市场将呈现“窄幅波动，结构分化”特征，在流动性总体趋紧的背景下，结构性机会将取代系统性机会，市场个股差异将更加显著。

### 4， 政策预期：“调结构，促消费”将贯穿全年

从政策方向上来看，如果说 1994-1999 年的经济工作重点是国企改革，2000-2005 年的经济工作重点是对外开放，我们发现自 2006 年开始，扩大内需（消费）逐渐成为中央经济工作的重点。在 2009 年的中央经济工作会议之中，更是明确提出了“调结构，促消费”的政策方向，与市场关于消费仍会处于平稳增长状态的一致预期不同，我们预期未来消费将进入新的更快的持续增长期。

#### 历届中央经济工作会议会议精神

| 年份     | 中央经济工作会议工作重点    |
|--------|-----------------|
| 1994 年 | 国企改革            |
| 1995 年 | 国企改革，对外开放       |
| 1996 年 | 国企改革，对外开放       |
| 1997 年 | 国企改革，对外开放       |
| 1998 年 | 国企改革，对外开放，扩大内需  |
| 1999 年 | 国企改革，对外开放，扩大内需  |
| 2000 年 | 扩大内需，国企改革，对外开放  |
| 2001 年 | 扩大内需，对外开放       |
| 2002 年 | 扩大内需，对外开放       |
| 2003 年 | 扩大内需，对外开放       |
| 2004 年 | 扩大内需（消费），对外开放   |
| 2005 年 | 扩大内需（消费），对外开放   |
| 2006 年 | 扩大内需（消费）        |
| 2007 年 | 控总量，稳物价，调结构，促平衡 |
| 2008 年 | 保增长，扩内需，调结构     |
| 2009 年 | 调结构，促消费         |

数据来源：申银万国，汇丰晋信

从政策预期来看，我们判断扩大内需，推进经济结构转型的政策将贯穿全年。中央经济工作会议明确指出将“更加注重提高经济增长质量和效益，更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整，更加注重推进改革开放和自主创新、增强经济增长活力和动力，更加注重改善民生、保持社会和谐稳定，更加注重统筹国内国际两个大局，努力实现经济平稳较快发展。”可以看到，这五个“更加注重”的方面都是我国经济社会未来能够可持续发展的关键所在，是我国经济未来发展的方向。这表明在我国经济走出危机影响并重新走上正常轨道后，政策方向已经发生实质性的转变。

从中央经济工作会议和正在拟定中的十二五规划来看，未来政府政策推进的方向包括：一是加大社保投入和农村投入。二是进一步启动消费，形成汽车，家电等消费热点。第三是大力推进节能减排，发展低碳经济。通过提高准入门槛，限制投资，抑制供给等方式，对旧产业进行低碳改造，推进节能减排。第四是发展新兴产业，培育新的经济增长点。在信息技术，新能源等领域推进技术创新。

#### 战略性新兴产业及其重点

| 战略产业           | 发展重点                                 |
|----------------|--------------------------------------|
| 新能源和低碳经济       | 新能源、节能环保、新能源汽车                       |
| 信息网络产业         | 传感网、物联网、用信息化改造传统产业                   |
| 新材料和智能绿色制造体系   | 微电子和光电子材料和器件、新型功能材料、高性能结构材料、纳米技术和材料等 |
| 生命科学技术         | 转基因育种技术，创新药物和基本医疗器械关键核心技术            |
| 空间、海洋和地球深部资源利用 | 载人航天计划和嫦娥计划，海洋资源开发和海洋产业发展，地球深部资源探测利用 |

资料来源：温家宝《让科技引领中国可持续发展》，申万研究所

## 二、 投资策略：“泛消费”和“新兴产业”的崛起

在 2002-2007 年实体经济的上行周期中，中国经济主要受投资和外需的双引擎推动。而随着这两只引擎自 2007 年下半年以来相继熄火，A 股市场进入了一轮大级别调整。考虑到外需已经陷入中长期调整，而内需扩张仍处于启动之中，我们预计中国经济过去那种持续扩张型的高增长时代已经过去。对于股票市场，相对于过去长达四年的单边市，随着经济增长速度的降低和增长结构的变化，震荡市和平衡市将成为未来市场运行的主旋律，结构性机会将取代系统性机会，成为 A 股市场的主要特征。在投资策略上，重点行业重点配置，重点个股集中配置，将是结构性市场的主要投资策略。

2010 年，我们看好“泛消费”和“新兴产业”的崛起，重点投资以家电、零售、医药生物、传媒、餐饮旅游、汽车、食品饮料、金融服务等内需相关的泛消费产业；以网络游戏等为代表的新兴消费行业；以及节能减排、新能源、信息技术等与中国经济转型和产业升级相关的新兴产业。

### 1、 泛消费板块

中国当前的经济发展阶段相当于日本七十年代前后的发展水平。我们考察了日本 1975 年前后的经济转型过程，基本上和中国当前推进经济结构转型的境况很类似：都是在经济发展到一定阶段，在外力和内力共同推动下的经济结构转型过程。中国地大物博，在启动以消费为主的内需方面，其潜力将远远超过当时的日本。我们认为：未来政府在完善社保体系，提高居民收入等方面将会继续加大力度，在刺激消费的相关政策上也会不断加大刺激力度。以家电，零售，医药生物，传媒，餐饮旅游，汽车，食品饮料，金融服务等内需相关的泛消费产业，以网络游戏等为代表的新兴消费行业，都将面临系统性的投资机会。

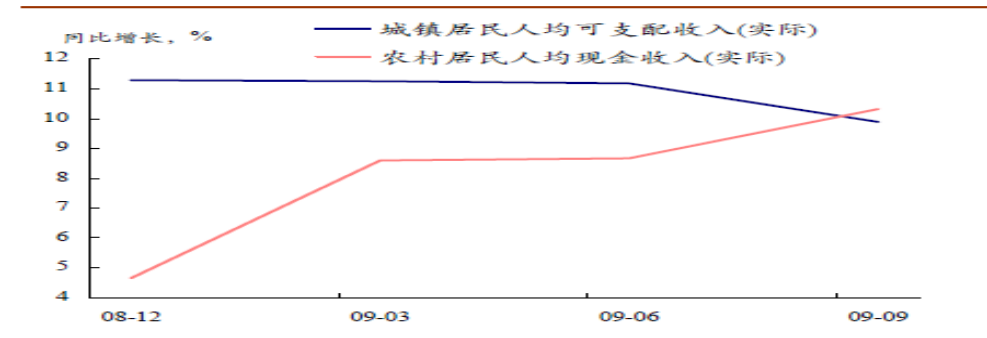
中国与日本每户拥有耐用消费品的普及率相差甚大

| 日本每户拥有耐用消费品 |       |       |       |       | 中国城镇每户拥有耐用消费品 |     |       |      |      |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------------|-----|-------|------|------|
| 时间          | 小汽车   | 彩电    | 照相机   | 电冰箱   | 时间            | 小汽车 | 彩电    | 照相机  | 电冰箱  |
| 1959        |       |       | 43.6  | 7.0   | 1999          | 0.3 | 111.6 | 38.1 | 77.7 |
| 1964        | 6.8   |       | 79.9  | 63.7  | 2000          | 0.5 | 116.6 | 38.4 | 80.1 |
| 1969        | 27.8  | 23.1  | 99.7  | 94.4  | 2001          | 0.6 | 120.5 | 39.8 | 81.9 |
| 1974        | 57.3  | 106.6 | 112.7 | 108.3 | 2002          | 0.9 | 126.4 | 44.1 | 87.4 |
| 1979        | 75.9  | 142.2 | 123.8 | 112.5 | 2003          | 1.4 | 130.5 | 45.4 | 88.7 |
| 1984        | 95.4  | 168.5 | 133.1 | 115.4 | 2004          | 2.2 | 133.4 | 47.0 | 90.2 |
| 1989        | 109.0 | 192.7 | 138.5 | 120.0 | 2005          | 3.4 | 134.8 | 46.9 | 90.7 |
| 1994        | 130.2 | 221.5 | 152.1 | 124.9 | 2006          | 4.3 | 137.4 | 48.0 | 91.8 |
| 1999        | 139.7 | 231.8 | 147.5 | 128.1 | 2007          | 6.1 | 137.8 | 45.1 | 95.0 |
| 2004        | 144.6 | 214.0 | 140.1 | 127.4 | 2008          | 8.8 | 132.9 | 39.1 | 93.6 |

资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投研发部

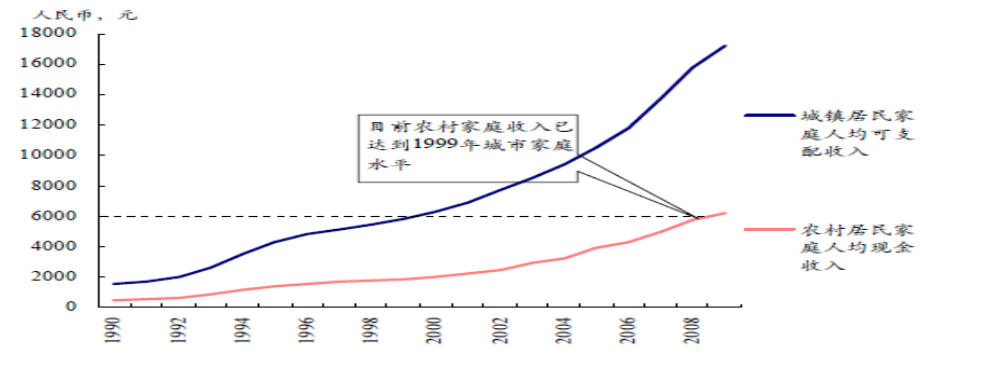
从结构上看，中国另一个消费潜力来自于二元经济结构转型所带来的农村消费市场机会。城市居民正是在达到了人均收入 6000 元水平之后，在空调、电脑、手机等可选消费品上的需求出现了爆发性增长。目前中国农村已到了消费需求爆发性增长的关口：到 2009 年末，农村人均收入将达到 6000 元，相当于城市居民 1999 年的水平。目前农村的家电、汽车等耐用消费品的普及率仍严重低于城市，随着政府不断加大刺激消费的政策力度，以及政府转移支出继续大幅度向农村倾斜，未来数年的农村消费市场将面临极大的改善空间。

农村居民实际收入增长近期不断加速



资料来源：中国统计年鉴、中金公司研究部

到今年末，农村人均收入将达到 6000 元，相当于城市居民 1999 年的水平



资料来源：中国统计年鉴、中金公司研究部

家用电脑、空调、照相机、电冰箱、移动电话等产品未来数年的农村销售有极大空间

农村、城镇居民平均每百户耐用消费品拥有量(2008年底)

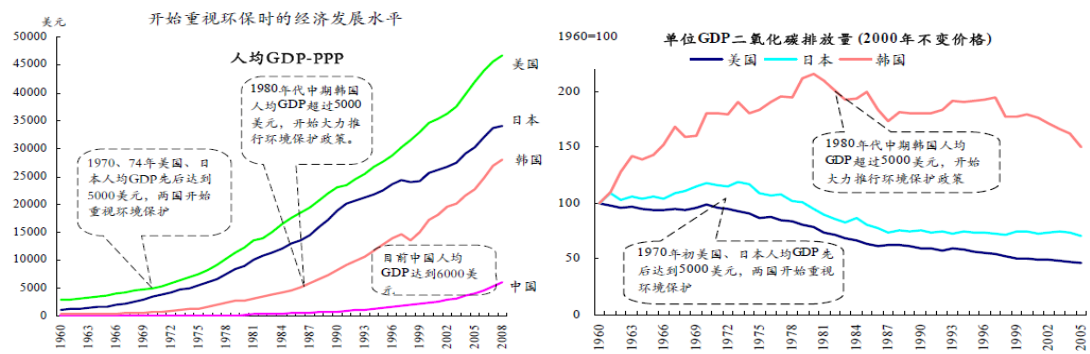
|       | 农村家庭 | 城镇家庭  | 农村上升空间 |
|-------|------|-------|--------|
| 家用电脑  | 5.4  | 59.3  | 1006%  |
| 空调    | 9.8  | 100.3 | 921%   |
| 照相机   | 4.4  | 39.1  | 783%   |
| 电冰箱   | 30.2 | 93.6  | 210%   |
| 洗衣机   | 49.1 | 94.7  | 93%    |
| 移动电话  | 96.1 | 172.0 | 79%    |
| 彩色电视机 | 99.2 | 132.9 | 34%    |
| 电话机   | 67.0 | 82.0  | 22%    |

资料来源：中国统计年鉴、中金公司研究部

## 2、新兴产业板块

对于转型期的中国来说，相对其它经济体，未来将面临着更多的产业增长点，我们认为新的经济增长点还包括如下三个方面：一是对传统产业进行节能减排改造的产业机会；二是政策扶持下的新能源等技术创新所带来的投资机会；三是由3G，三网融合等信息技术创新和大规模应用所带来的投资机会。

节能减排行业：主要是对传统产业改造所催生的新产业增长点。我们认为哥本哈根没有达成实质性减排协议并不会改变节能减排行业的发展趋势。节能减排是中国经济可持续发展的内在需求，随着相关政策的大力推进，中国正在进入以节能减排改进传统产业的关键发展阶段。如建筑节能推广使得传统的保温材料有了新的增长空间；余热锅炉的推广使得传统的锅炉制造业有了新的增长点；智能电网改造使得传统的电力设备行业迎来新一轮发展机会等。由于节能减排任务迫切，传统产业改造需求庞大，因此是未来数年，节能减排相关行业都将面临巨大的发展机遇。



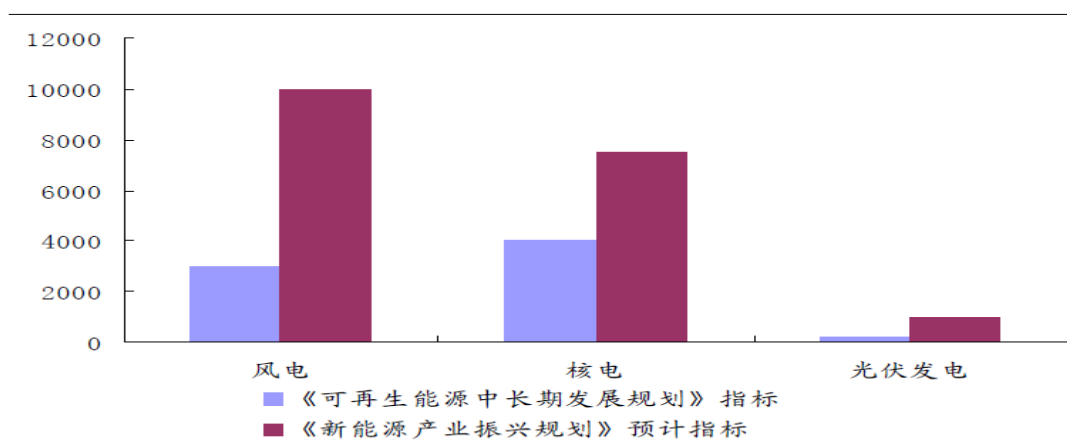
资料来源：Globalinsight, CEIC、中金公司研究部

新能源行业：尽管哥本哈根会议未能达成实质性协议，但新能源作为全球新兴产业的重要发展方向已经没有任何争议。新能源不但是发达国家抢占新的经济增长制高点的重要武器，也是发展中国家解决经济发展过程中的能源瓶颈的首要途径。从长远发展考虑，我们预计中国政府将会投入更多资金和人力到新能源相关领域，并将出台更多政策扶持技术创新能力强的新能源企业。

2010年，在即将出台的新能源振兴规划中，新能源的发展指标有望大大提高，预计到2020年，风电将由目前规划的3000万千瓦上升到1亿千瓦，核电由4000万千瓦上升到7000万千瓦，光伏发电由180万千瓦上升到1500万千瓦。由于市

场容量大幅提高，新能源行业将面临更大的发展机遇。而随着新能源产业振兴规划的出台，我们预计当前的新能源投资热潮将会得到进一步升温。

#### 新能源振兴规划的指标将会大大提高



资料来源：渤海证券研究所

信息技术行业：3G，三网融合正在改变全球互联网趋势。科技革命在互联网泡沫破灭后的第十年，将很可能迎来其深层次运用的新的爆发性的增长空间。无论是 3G 运用、三网融合、物联网，都可能在传统产业沉默之后重新走向前台。

#### 各国 3G 用户迁转比例

|                     | 3G 元年 | 第二年  | 第三年   |
|---------------------|-------|------|-------|
| 日本                  | 1%    | 9%   | 20%   |
| 香港                  | 4%    | 7.4% | 14%   |
| 德国                  | 1%    | 5%   | 11%   |
| 英国                  | 1%    | 4.4% | 9%    |
| 法国                  | 0%    | 4.6% | 15%   |
| 中国(预计)              | 1.5%  | 8%   | 15%   |
| 对应中国 3G 用户数(万户, 预计) | 1130  | 6628 | 13270 |

数据来源：国泰君安

综合来看，2010 年，我们看好“泛消费”和“新兴产业”的崛起，重点投资家电、零售、医药生物、传媒、餐饮旅游、汽车、食品饮料、金融服务等内需相关的泛消费产业；网络游戏等相关的新兴消费行业；以及节能减排、新能源、信息技术等与中国经济转型和产业升级相关的新兴产业。在投资策略上，采取针对结构性市场的“重点行业重点配置，重点个股集中配置”的集中投资模式。

## 二，市场潜在风险

### 政策转向风险

中国经济的结构转型已经是大势所趋，在 2010 年中国经济增长压力不大的背景下，我们判断中央政府将会抓住有利时机，大力推进经济结构转型。但是，一旦中国经济增长在短暂复苏后再次出现大幅度下滑，或者失业率大幅上升，不排除政府为了短期经济增长需要，减缓经济结构调整的步伐，甚至在经济政策上出现阶段性的转向。

2010 年经济若出现大幅下滑，其风险可能主要来自于两个方面：

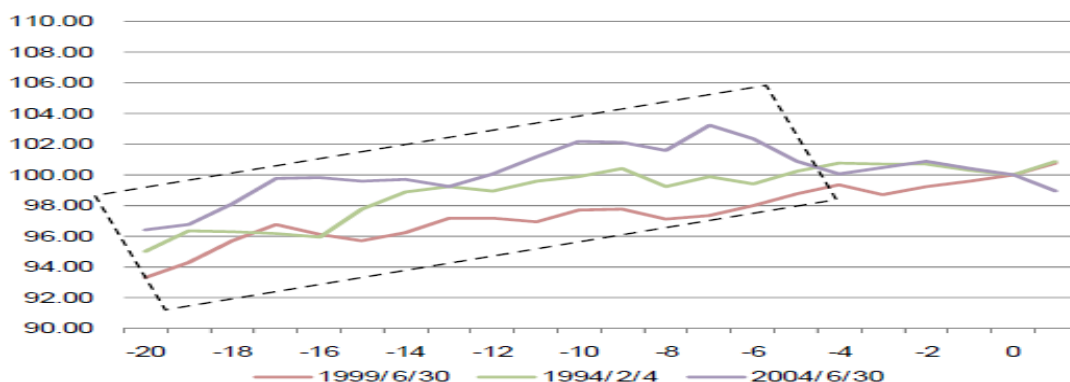
一是出口再次大幅下滑风险。如果全球经济复苏疲弱，在 2010 年中后期出现二次探底，中国出口增长将再次面临威胁。二是投资大幅下滑风险。若政府投资受制于财政压力而出现大幅削减，民间私人投资受制于需求疲弱或者政策壁垒等因素而难以启动，房地产价格暴跌导致房地产投资出现大幅萎缩等，都可能造成固定资产投资大幅下滑，从而严重影响经济增长。

### 流动性风险

2010 年，全球流动性总体将趋于收紧，各国央行一致性的流动性收缩将会显著影响股票市场走势。对于中国来说，除了央行的货币紧缩政策之外，较大的融资需求也将进一步增加市场流动性压力。

另外，美元因素将改变全球资金流向。美元加息的时间窗口一般是在半年左右，一旦市场预期到美联储将会加息，加息预期会提前反映在美元汇率上，美元走强可能减缓全球资金流入新兴市场的速度，甚至导致资金回流美国市场。因此，当前由美元持续贬值所带来的额外热钱流入具有较大的不稳定性。一旦美国经济复苏好于预期，美国提前加息，上述额外的流动性流入就会消失，加剧中国在内的新兴市场的股市波动。

### 过去三次加息周期前的半年内美元开始走强



资料来源：长江证券研究部

综合来看，我们预计 2010 年的市场风险主要来自于政策转向风险和流动性收缩风险。一旦中国经济增长在短暂复苏后再次出现大幅度下滑，或者失业率大幅上升，不排除政府为了短期经济增长需要，减缓经济结构调整的步伐，甚至在经济政策上出现阶段性的转向。2009 年全球性的宽松货币政策很可能随着经济复苏而出现收紧趋势，中国作为货币财政刺激力度最大的经济体之一，2010 年的流动性紧缩出现超预期也将影响股市表现。

## 公司情况简介

汇丰晋信基金管理有限公司于 2005 年 11 月 16 日正式成立。公司以上海为注册地，注册资本为 2 亿元人民币(约 2,470 万美元)。汇丰环球投资管理持有合资公司 49% 股权，其余 51% 股权则由山西信托拥有。2007 年 7 月，汇丰晋信获聘成为 Halbis 投资管理（香港）的 QFII 业务投资咨询顾问。

## 山西信托

山西信托由山西省政府于 1985 年设立，是山西最大的非银行金融机构。山西信托管理信托资金、承销政府和公司债券，并且为母公司和山西省内的多个机构代管资产。

## 汇丰投资管理

汇丰环球投资管理是汇丰集团的核心环球投资方案和服务平台，专注为客户及其顾问设计及提供度身订造的投资方案。汇丰投资管理透过其遍布全球 20 个国家及地区的庞大网络，与不同规模和类别的企业、机构及金融分销商建立紧密的关系。

## 汇 丰 晋 信 投 资 专 家 值 得 信 赖

本文件作为本公司旗下基金的客户服务事项之一，不属于基金的法定公开披露信息或基金宣传推介材料；

本文件所提供之任何信息仅供阅读者参考，既不构成未来本公司管理之基金进行投资决策之必然依据，亦不构成对阅读者或投资者的任何实质性投资建议或承诺。本公司并不保证本文件所载文字及数据的准确性及完整性，也不对因此导致的任何第三方投资后果承担法律责任。

基金投资有风险，投资者在做出投资决策前应仔细阅读基金合同和基金招募说明书。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。

任何机构或个人未经本公司书面许可，不得以任何形式或者许可他人以任何形式对本文件进行复制、发表、引用、刊登和修改。

客服热线：021- 38789998

传真：021-38789999

客服信箱：services@hsbcjt.cn

公司地址：上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 35 楼 邮编：200120

公司网站：

www.hsbcjt.cn

汇丰集团注册商标，授权汇丰晋信使用

感谢您使用汇丰晋信基金管理公司的电子邮件服务！

本公司向用户发送的电子邮件可包含商业广告内容、对基金产品、服务或信息的介绍以及任何其他本网站认为合适的内容，如您不希望继续收到这些内容，请点击“退订邮件”；如您在停止收到这些内容后希望恢复接收，请点击“订阅邮件”。

本公司向注册用户和基金用户提供市场速递、环球透视、内容推荐、理财课堂和汇丰晋信新闻等电子信息，如您希望订阅，请登陆我公司网站www.hsbcjt.cn在订阅栏目中订阅。如您希望退订，也请登陆公司网站进行操作。

本公司向用户发送的邮件及其附件可能载有机密内容，仅供邮件抬头指定收件人打开、阅读和参考。非指定收件人不得打开、阅读、复制、修改、传递、转发、打印邮件及其附件或依赖邮件及其附件的内容而采取任何行动。若误收到邮件，请立即通知发送者和/或本公司并立即删除邮件及其附件。严格禁止对邮件及其附件之部分或整体未经许可或授权的使用、复制、修改、传递或转发。

本公司发送的邮件通过公共互联网发送并未经加密。发送者和/或本公司不保证邮件及其附件中所含内容的安全性、保密性、完整性、及时性、正确性和准确性。发送者和/或本公司不保证邮件及其附件免于病毒侵袭及其他干扰、损害、篡改、破坏等任何情形。发送者和/或本公司对邮件及其附件在生成、发送、使用过程中可能产生的错误、漏失或误发送不承担任何责任。发送者和/或本公司对邮件及其附件的任何不当使用、复制、修改、传递、转发、打印等行为不承担任何责任。