

在千头万绪中寻找前进之路

【基金视野】	4
博时基金：明年股价上涨更多来自企业盈利推动 2009-12-21	4
易方达基金：新经济模式催生大牛股 2009-12-25	4
易方达基金：相对确定的信用债 2009-12-22	5
广发基金：明年的主题是刺激政策的退出 2009-12-22	5
长信基金：注意规避不确定性所带来的风险 2009-12-24	6
长信基金：2010，在千头万绪中寻找前进之路 2009-12-24	6
大成基金：明年重点关注消费 2009-12-21	7
大成基金：地产股超跌反弹 关注资金链充裕房企 2009-12-22	7
华安基金：美元中期反弹的概率加大 2009-12-24	7
华安基金：对房地产调控的策略看法 2009-12-22	8
工银瑞信：开启挤“地产泡沫”之旅 2009-12-25 日	8
长城基金：后危机时代市场震荡概率较大 2009-12-24	9
申万巴黎：地产紧缩政策超预期 短期走势尚不明朗 2009-12-22	10
天治基金：大盘或将继续震荡盘整 209-12-25	10
天治基金：关注二三线城市投资机会 战术性布局大盘蓝筹股 2009-12-25	11
农银汇理：震荡的走势或持续到明年年初 2009-12-25	12
兴业基金：过半数股票明年可能都不会涨 2009-12-25	13
诺德基金：高端白酒——量价齐升 2009-12-25	13

责任编辑：钟青 袁丽淇

Tel: 86-10-59370857

Email: zhongqing@hcq.com

联系人：王曦

Tel: 86-10-59370856

Email: wangxi@hcq.com

摘要：面对上周股市的调整，政策的密集出台，各家基金公司都维持了对股市短期仍将震荡的判断。对于2010年，投资的环境中的各种不确定性也已经成为明摆着的现实。但是在错综复杂的市场中，仍然有着各种投资机会：

规避不确定性所带来的风险只是阶段性策略，明确的经济增长和企业盈利增长是能够推动市场上涨的。随着4万亿新开工项目的陆续建设，工程机械、钢铁、基础化工、水泥、玻璃等行业依然会维持较高景气，不乏投资机会；政策的扶持将对新兴战略产业能否顺利发展起到决定性作用，也将给A股市场提供重要的投资机会。长信基金

大盘蓝筹股一旦开始启动，对于市场将起到良好的“护盘”作用。随着不确定性逐步消除，市场终将走出目前的盘局。布局明年，可以重点留意将继续被大幅拉动的消费板块，如家电、商业连锁、食品饮料等。大成基金

明年应该多关注房地产带动的相关行业投资。另外，对于那些相对而言房价涨幅不高的二三线城市的房地产企业，明年更加具有投资吸引力；项目储备较多，资金链充裕的房企表现也会强于大势，而对那些过度依赖高房价的公司则应该保持谨慎。大成基金

要高度重视新经济模式带来的新的投资思路，一个腾讯，比宝钢武钢加起来的市值还大，可见新经济的魅力。二三线城市是中国未来重要的经济增长点，经济结构的调整势必会往消费与二三线城市转移。一线城市相当于欧洲跟美国，成长空间已较有限，而二三线城市的成长空间更大，因此，业务重心在二、三线城市的公司值得重点关注。易方达基金

当前3-5年的公司债，很多年收益率都在5%-7%的水平。无论明年是震荡市或经济再次下行，投资这类公司债都可取得相对确定的正回报；即使到了2010年下半年，宏观经济面临过热，投资人看清宏观趋势后再调整资产配置策略，也不见得有什么损失，但却可以让你在震荡环境中保持一份心态的从容。易方达基金

市场重心在反复震荡中逐步上移应是大概率事件。华安基金

而目前市场一致比较看好的消费股，将会是未来较长时期中国股票市场的重要投资主题。不过面对消费股不便宜的估值水平，我们需要做的是在珍宝中选便宜。博时基金

明年将更看好钢铁（建筑用钢需求将因新开工增加而增加）、工程机械、水泥等受益于房地产新开工增加带来的行业机会。申万巴黎

未来我们看好消费板块，未来劳动力的收入占比应该会有所回升，从政策路径看，有两个选择，第一就是劳动力价格上升，这样资本回报率下降，另一个路径是政府采取垄断等手段，维持现在的资本回报率，但是政府通过转移支付的方式增加劳动力的收入，无论是选择哪一个途径，都说明居民的消费需求会增加，消费板块值得看好。广发基金

市场开始追捧具有政策扶持确定，未来有高成长预期的行业板块，特别是以电子元器件和通信为主的科技板块。未来投资方向选择上，那些代表中国经济未来产业调整方向的行业将出现更多的投资机会。我们认为内需和科技相关的行业板块有更多的投资机会，包括生物医药、商业零售、食品饮料、通信服务和电子元器件等行业，同时受政策大力支持的新能源、节能环保行业也值得重点关注。天冶基金

我们认为放宽城镇户籍限制，是推进中小城市和城镇进一步城市化的重要措施，如果再辅以相关农

地转让、医疗保障等制度的改革，有可能引发市场对受益于城镇化加速板块的关注，如二、三线城市的房地产区域龙头、中西部地区的钢铁、建材以及家电家具等行业。之前受到抑制的房地产、金融、石油石化、煤炭等周期性行业，在短期政策上的不确定性消除后，正面临风格转换，但是由于时值年末，企业还贷进入高峰，央行又在最近 7 周连续净回笼基础货币，再加上本周以来新股发行明显提速，市场的流动性暂不支撑大市值品种立即发动进攻性行情。天冶基金

周德昕表示，尤其是许多中小市值股票，预计会在明年一季度有较好的表现。因为一季度的投资机会往往来自业绩超预期，高送配等原因，而中小市值股票在这两个方面相对突出。新能源动力车、节能产业、智能电网的前景更为看好，对风能相对谨慎，对太阳能、核电则持中性的观点。招商基金

我们估计未来高端白酒的行情演变将分为三个步骤：第一步为估值水平的修复，业已完成；第二步为消化消费税和禁酒令的利空，现处于该阶段尾声；第三步是市场开始调高对白酒企业的盈利预测，厂商业绩超出市场预期，估值水平进一步提升，这将会使得业内行情进入亢奋状态。预计第三阶段将出现在 2010 年元旦至春节期间，因为白酒企业提价通常集中在年底至来年初，并且此时段销售终端的库存也已消化完毕，渠道在春节的备货效应开始显现，酒厂的出货量将逐渐提升。因此，我们将看到 2010 年春节前行业“量价齐升”的格局出现。行业今年底至明年初的表现将强于大盘，整体上将向 2010 年的 30 倍估值水平靠拢。诺德基金

一些值得关注的观点：

长城基金预计，政策调整时间可能会早于市场普遍预测的明年下半年。针对房地产的行业政策、银行资本金问题、产业政策等，很可能是政策的先行部队。长城基金

根据《哥本哈根协议》，我们认为 2010 年有两个时点值得关注：一是 2010 年 1 月底，按照协议，发达国家将在 2010 年 1 月 31 日之前向秘书处提交经济层面量化的 2020 年排放目标，并承诺单独或者联合执行这些目标。而发展中国家将向秘书处递交实行延缓气候变化的具体举措。第二个时点是 2010 年年底的墨西哥会议，各方将继续寻求达成有法律约束力的全球气候合约。前震荡的走势将持续到明年年初，与市场多数预期的到一季度末之前将快速上扬走势不同。农银汇理

大家普遍相信新股不败时，新股市场成为一个典型卖方市场，既然奇货可居，市场对漫天开价的约束是很弱的。发行定价的市场化恐怕在倒逼我们的发行控制也得尽快市场化，至少近期还得把新股尤其是小型新股的供应再加快一些，尽快让供求关系更加平衡一些，因而可以想见明年的新股供应还将是较快的速度。兴业基金

【基金视野】

博时基金：明年股价上涨更多来自企业盈利推动 2009-12-21

博时精选：最近股票市场的关注点主要有两个：一个是通货膨胀，国家统计局公布的 11 月 CPI（居民消费价格指数）已经由负转正，同比上涨 0.6%。加上最近媒体对肉、食用油、蔬菜等等食品价格上涨的报道逐渐增多，通货膨胀的预期越来越浓。目前主流券商对于明年 CPI 的预测大多集中在 2.5-3%这个区间，而实际 CPI 则有可能超过这个水平。2010 年的投资机会中，通胀无疑将是一个非常重要的主题。

另外一个关注点是 IPO 的提速，最近一段时间包括中国重工、中国北车等一批大盘股陆续发行，对股票市场的短期走势带来了一定的压力。但是我们认为短期市场供求关系的失衡不会改变市场的中长期趋势，我们应该将更多的精力放在对股票基本面的研究、和对估值水平变化带来的投资机会上。

2010 年上市公司的盈利增长将会不错，市场的一致预测大约在增长 25%左右。如果这个预期可以实现，沪深 300 的整体 PE 水平将会下降到 20 倍左右。在中国经济触底回升的阶段，这个估值水平是可以接受的，但经过 2009 年的上涨，也不存在股票市场的整体性低估了。我们对明年股票的整体回报率预期应该下调，同时由于明年的流动性可能不如今年，股价的上涨将更多的来自盈利水平的推动。比如银行股，预计明年整个行业大约 20-30%的盈利增长，理论上可以给这个板块带来 20-30%的投资回报。

另外，如果明年的通胀水平超出目前市场的一致预测，那么抗通胀的原材料股将会有较好的表现，比如煤炭股。而目前市场一致比较看好的消费股，将会是未来较长时期中国股票市场的重要投资主题。不过面对消费股不便宜的估值水平，我们需要做的是在珍宝中选便宜。

易方达基金：新经济模式催生大牛股 2009-12-25

易方达陈志民：在易方达做了十年投资的陈志民，对价值投资走得更深也看得更远。2004 年-2007 年，市场出现了一批涨幅十倍以上的股票，如苏宁、张裕，未来是否还会有这样的好时光？

陈志民表示，目前正在进行的经济结构调整，可能催生新一批的牛股。“要高度重视新经济模式带来的新的投资思路，一个腾讯，比宝钢武钢加起来的市值还大，可见新经济的魅力。创业板的推出，又推动了风险资本积极介入，部分代表新经济的中小企业会成长得更快。在新经济领域，有可能产生 2000 亿市值的公司。”

从这一角度出发，陈志民非常看好 3G，“去年手机销售近几年最差的一年，因为大家对 3G 有预期，很多需求被压制了。我们认为 3G 成功的可能性非常高，并将改变生活习惯与消费模式。”

陈志民认为，应该从新经济的角度，重新理解大消费的概念，“消费品不一定就是指白酒，年轻人不一定会喜欢白酒，我们必须更深入去研究去挖掘。比如电影，近年来票房收入每年增长 30%，这在过去是很难想象的。因此，我们必须重视 3G 未来将带来的变化。”

明年市场波幅会降下来

“从 2006 年到 2009 年，股市每年初到年底的波动幅度都在 50%以上，2010 年这种状况可能会有所改变，市场的波动幅度应该会降下来一些。”陈志民认为，明年股市应该会相对均衡。

至于目前，陈志民表示会相对谨慎，因为三季度企业的净资产收益率水平已跟 2007 年差不多，已接近历史最高水

平，虽然现在的利率更低，企业盈利可能还有一定的提升空间，但离盈利最高点已经比较接近了。

不过，对于中国经济的长期走势，陈志民就表示乐观，中国经济的发展动力很强，在出口的拉动效应减弱以后，从2009年开始未来五年一定会体现在消费上。“二三线城市是中国未来重要的经济增长点，经济结构的调整势必会往消费与二三线城市转移。一线城市相当于欧洲跟美国，成长空间已较有限，而二三线城市的成长空间更大，因此，业务重心在二、三线城市的公司值得重点关注。”

易方达基金：相对确定的信用债 2009-12-22

易方达钟鸣远：2009年即将过去，又到了投资管理人梳理未来一年的投资环境进而确定资产配置思路的时候。然而，大多数投资管理人却发现，站在目前的时点去预测2010年的投资情景实在有点困难。相比即将过去的2009年，2010年的经济增长前景、政策环境、物价走势、外围因素，都有着诸多的不确定性；更要命的是，这些不确定性还将相互影响。目前市场相对“主流”的判断是：2010年的经济走势虽然有起有伏，但总体波动幅度不会太大，全球经济已走出低谷但离繁荣尚远，通胀水平逐步走高但整体可控，宏观刺激政策渐次退出但力度不会过猛。如果基于这个判断，明年市场——无论债券还是股票，很可能都是个震荡市。可是，不要忘了，市场往往与投资者的一致预期相去甚远。排除上面的“一致”预期，明年还有两个截然相反的“小”概率情景：1、全球经济增长乏力或政府退出政策过猛导致宏观二次探底；2、政府退出力度温和导致经济过热且通胀预期愈演愈烈。

明年到底走出何种场景，我们目前无法断定。但这是否意味着投资者就无所适从了呢？其实，跳出目前迷雾重重的股票市场，我们也许可以找到更佳的资产配置品种。当前3-5年的公司债，很多年收益率都在5%~7%的水平。无论明年是震荡市或经济再次下行，投资这类公司债都可取得相对确定的正回报；即使到了2010年下半年，宏观经济面临过热，投资人看清宏观趋势后再调整资产配置策略，也不见得有什么损失，但却可以让你在震荡环境中保持一份心态的从容。易方达增强回报基金 基金经理 钟鸣远

广发基金：明年的主题是刺激政策的退出 2009-12-22

广发基金朱平：虽然不知道用于刺激经济的资金通过什么方式进入了资产领域，但是全世界的央行和政府都感觉到在资产领域是有泡沫的，现在各国政府对于以下三个方面都感到束手无策，第一没有办法测量出泡沫有多大；第二没办法确定资产泡沫对于经济有多大危害，比如剔除输入型通胀后的核心通胀是跟消费相关的，通胀的发生就需要有资金流入消费领域，资产泡沫要转变为通胀，除非大家把积聚了泡沫的资产变现，用于增加消费，使得供不应求，从全球的情况看，现在还不具备这样的基础；第三不知道应该如何采取措施。这是全球性的难题，面对这种情况，中国可以动用行政手段，但美国就只能加息手段，所以美国更加难以抉择。

明年全球的一个主题就是刺激政策的退出，危机中的经济就像一个病人，刺激政策就是治病的药，现在我们看到经济在恢复，所以最理想的状态是停“药”而经济形势继续好转，所以除了赌泡沫继续上涨的投机客外，大部分人都期待刺激政策的退出。

但是从退出策略上看，为了不影响信心，没有人愿意提政策退出的问题，所以最好的办法是，等到经济完全恢复的时候，再告诉大家其实刺激政策早已经退出。

过去十年全球经济增长的动力是中国经济的起飞。现在全球经济的难点在于缺乏新的动力。只有具备以下两个特点之中的一个，才能够承担起经济增长动力的重任，第一个特点是能够降低成本，比如蒸汽机的发明和新经济等，这些驱动因素的共同特点就是带来了劳动生产率的上升，第二个特点就是有新的资源投入，产生了新的需求，从而形成一个新的循环，比如中国为全球提供了大量的新的劳动力资源。但是现在被我们赋予厚望的新能源经济跟这两个条件都不符合。现在还看不到有类似于新经济和劳动力资源这样的强劲的驱动因素。

具体到对2010年的A股市场进行判断，首先要给牛市一个标准，如果剔除像2006年、2007年和2009年上半年这样的“特殊”年份，从长期的水平看，年涨幅能够达到20%其实就已经算是牛市了，我们进行一个简单的计算，

如果估值水平不变，股价的上涨只能来自于业绩的增长，再假设生产效率不变的话，也就意味着 ROE 水平不变，那么业绩的增长就只能来自于资本金的增长，资本金的增长只有增发和利润滚存两个途径，从这个角度看，长期能够有 20% 的增长就已经挺不容易的。

我们判断 2010 年 A 股涨幅达到 20% 还是可能的。但是如果要求更高的涨幅，比如希望达到 2006 年、2007 年和 2009 年上半你那样的涨幅，那只能是吹出一个大泡沫，这个泡沫包括两个层面，一个层面是经济的泡沫，通货膨胀，楼价涨，房价涨，什么都涨，另一层面是股价的泡沫，双重泡沫共同推动，股市就会有一个大幅的上涨。至于会否出现这样的状况，我们无法做出判断。

未来我们看好消费板块，中国过去十年里一个非常显著的现象就是劳动力的收入占GDP的比重从 50%降到了 40%，这一方面说明中国资本密集型的企业比较多，另一方面也说明中国的资本回报比较好，但是这已经是一个顶峰，未来劳动力的收入占比应该会有所回升，从政策路径看，有两个选择，第一就是劳动力价格上升，这样资本回报率下降，另一个路径是政府采取垄断等手段，维持现在的资本回报率，但是政府通过转移支付的方式增加劳动力的收入，无论是选择哪一个途径，都说明居民的消费需求会增加，消费板块值得看好。

长信基金：注意规避不确定性所带来的风险 2009-12-24

临近年底，A 股市场出现了连续一周左右的惯性下跌，为即将到来的圣诞和元旦蒙上了一层阴影。如何看待这一调整态势，长信基金在最近发布的报告中指出，四季度信贷收紧、明年加强对信贷管理、中央明确要遏制房价过快上涨、中央明确人民币汇率稳定、美国数据超预期导致联储退出预期越来越强等诸多因素引发了市场投资者的担忧。这一连串的事实表明，在 2010 年投资者还是要多一份谨慎，注意规避各种不确定所带来的风险。

目前经济面虽然还是向好，但是由于货币的收紧会自然导致一波资产价格的调整，所以跟着市场节奏是比较稳妥的方式，不宜过于冒险。在没有找到新的经济增长点之前，是让房地产价格继续上涨以换取经济增长动力，还是冒经济可能二次探底的风险进行宏观调控，是摆在管理层面前的一道难题。当然，还有一种可能性，就是企业自身的扩张也能在一定程度上实现经济的持续增长，进而使资产价格企稳，但前提是 2009 年整年先导性行业的拉动足够强，或者出现新增需求和新技术革命。目前来看，中国正处于从复苏到扩张的门槛上，后续如何还很难下结论，所以应该回避这种不确定性。

长信基金认为，规避不确定性所带来的风险只是阶段性策略，明确的经济增长和企业盈利增长是能够推动市场上涨的。如果等明年开春以后发现企业的生产活动加剧、盈利超预期增长、资本开支增加和存货水平上升等情况，则可进一步佐证经济走向扩张。那时候虽然可能会招来宽松货币政策的真正退出，但是由于之前预期比较充分，真正退出时应该会出现投资机会。此外，如果全球经济再出现一些波折和反复，导致以美联储为首的央行实质上推后宽松政策的退出，国内也实质上维持宽松货币，信贷再次放量，则市场又可以看好。

长信基金：2010，在千头万绪中寻找前进之路 2009-12-24

自 2007 年以来，中国股市犹如一架惊险的“云霄飞车”，载着投资者忽入云端，忽入地底，着实让大家玩了一把心跳。展望即将到来的 2010 年，各种政治、经济、社会因素错综复杂，从各方面影响着大家对于市场的判断。

从 2009 年各月的统计数据来看，随着 4 万亿新开工项目的陆续建设，工程机械、钢铁、基础化工、水泥、玻璃等行业依然会维持较高景气，不乏投资机会；贸易数据的好转，全球经济的逐渐复苏，将给航空、航运等也带来一些投资机会；而哥本哈根气候会议虽然只达成了一个折中的妥协方案，但对于低碳经济和新能源等相关企业依然提供了良好的发展前景。政策的扶持将对新兴战略产业能否顺利发展起到决定性作用，也将给A股市场提供重要的投资机会。

但明年股市的压力也确实存在，由于全球性金融危机影响，目前 M1、M2 都在历史高位，不太可能持续很久，否则未来通胀情况将比较严重。流动性方面有逐渐收紧的预期，但流动性收紧的过程、时间、方法、影响等，

则非常复杂。2010 年，中国经济复苏将继续，但外需依然是不确定的，欧美是否会经济二次探底，目前还难以下结论，这一点也将严重影响美元指数走向。眼下市场大、小市值股票估值上的显著差异，发生风格轮动是大概率事件，但市场整体流动性收紧与大股票走强似乎又是矛盾的。

一切的一切都预示着 2010 年是既有机遇又有挑战的一年，投资者需要在价值判断的基础上把握实实在在的成长性机会，才有可能在千头万绪中找到属于自己的前进之路。

大成基金：明年重点关注消费 2009-12-21

我们认为，虽然 12 月的行情在供求压力下难言乐观，但是如果将眼光放长，在市场调整中选择好的个股，布局明年的投资，仍然不失为一个不错的选择。毕竟，相对宽松的货币政策还是会为市场制造相当的流动性。加上如今中小盘股行情向大盘股行情的风格转换仍在悄悄进行，大盘蓝筹股一旦开始启动，对于市场将起到良好的“护盘”作用。随着不确定性逐步消除，市场终将走出目前的盘局。

行业上，我们认为，因为结构性调整将会给行业带来较大差异，布局明年，可以重点留意将继续被大幅拉动的消费板块，如家电、商业连锁、食品饮料等。

大成基金：地产股超跌反弹 关注资金链充裕房企 2009-12-22

12 月 21 日大盘出现弱势反弹，其中地产板块是拉抬的最大功臣。由于半年线对市场形成了较强支撑，加上成交量大幅萎缩，令市场对变盘存在较强的期待。大成基金认为，由于前期大盘跌幅已较大，未来几日有所反弹的概率仍较高。不过，由于年关岁末，资金多数采取较为谨慎的态度，所以买方力量可能尚不足将大盘大幅拉起。短期而言，市场还将以震荡为主。

今日房地产板块走出阴霾，发力走强是提振市场的重要原因。大成基金认为，地产股利空出尽，超跌反弹在常理之中。根据大成基金的统计，房地产市场上周成交数据良好，主要城市二手房和新房成交数据环比上升幅度都较大。

对于前期地产股大幅下跌的主要原因，大成基金认为，首先，上周是部委执行国务院会议精神的密集期，一系列的利空政策出台对地产股有较强的负面影响。第二，1 季度本身是淡季，加上政策对于房地产的调控引发了二手房的悲观预期，这样间接会影响市场对于一手房的信心，从而导致房地产企业的预期悲观。第三，今年房市的超大成交量可能包含了部分通胀预期，而且部分房地产企业的估值也已经有所偏高，基本反映了明年业绩的预期。最后，大成基金预计，明年一季度的流动性还是相对乐观，但 2、3 季度的具体情况很难预判，所以存在一定的不确定性。

不过，大成基金认为，2、3 季度虽然存在不确定性，但并不是说一定会悲观，只是需要更确切地观察。长期来看，大成基金指出，房地产行业在国内经济中的重要地位还是显而易见的，尤其是其对上下游企业的带动作用也比较明显。国家目前对于高房价进行调控，但是仍然鼓励正常的消费需求，所以主要是采取加大供给的方式进行调控。

最后，大成基金指出，明年应该多关注房地产带动的相关行业投资。另外，对于那些相对而言房价涨幅不高的二三线城市的房地产企业，明年更加具有投资吸引力；项目储备较多，资金链充裕的房企表现也会强于大势，而对那些过度依赖高房价的公司则应该保持谨慎。

华安基金：美元中期反弹的概率加大 2009-12-24

美元走势的核心因素是财政前景，但市场通常都讲美联储加息预期，其实两者并不矛盾。

欧美经济的恢复来自财政赤字的极度扩张，因此其代价就是财政危机的潜在风险大大增加；如果财政危机风险进一步加大，或者继续维持在很高的风险度，美联储不会加息，而必须继续支持政府债务扩张；因此我们财政说改善，背后就隐含着货币政策自由度加大的含义；而市场说美联储加息预期，其隐含的前提是财政赤字前景有所改善。

正因为美国医疗法案已经有了重大进展，以及反危机财政支出要明显低于原来的预期，意味着“宏观——财政——利率”在周期意义和长期意义上一定程度被打通了，宏观数据才改变了与美元负相关的走势转为正相关。我预期这种打通的程度会继续加强，从而美元中期反弹的概率加大。

华安基金：对房地产调控的策略看法 2009-12-22

近期中央密集出台房地产宏观调控政策，导致地产股大幅下挫并带动整个市场显著回调。从目前出台的政策上看，主要还是压制投资性需求、刺激供给，短期内，可能会通过影响供求双方的预期，起到减弱需求和刺激开发商加快推盘的作用，但若仅仅止步于当前的政策，则中期影响估计不大。由于房地产问题已经从局部问题迅速上升为事关全局的问题，因此，未来在信贷、税收、开发周期、推盘速度方面，还可能继续出台政策，直到明年年中在政策、高房价对需求的压制、新开工加速后带来的供给释放，供求逐渐达成平衡为止。

我们同样认为，市场下跌的空间非常有限，如果出现深幅回调，很可能出现跌出来的业绩行情。考虑这些情况，我们仍然建议仓位上不作显著的调整；配置上对地产和银行低配，对钢铁、化工、航运高配。对于不想参与这种短期业绩行情博弈的，则可从更为战略性角度，对消费类（包括汽车、电子等）、低碳等高配。

华安基金：市场重心震荡上移是大概率事件 2009-12-21

从市场层面观察，不论是中央经济工作会议还是哥本哈根气候大会均未能给市场带来足够的兴奋点，临近年末资金回笼压力是主要原因之一。A 股年底前特有的机构结帐、资金回笼等现象加剧了短期资金面的失衡，进而导致阶段性的震荡幅度有所加大。同时由于投资者期待中的跨年度行情迟迟没有出现，失望之余也造成了部分谨慎资金选择落袋为安。

我们认为，市场会继续弱势震荡一段时间，主要是随着经济数据走强，政策退出乃至压制房地产泡沫的措施会不断加强，而经济走强已经在市场预期之内，但政策变数较多很可能超预期的东西多，所以市场会弱势震荡。但是，随着时间跨入 2010 年，市场预期以及流动性状况都可能迅速发生转化，相信现阶段表现不会是未来市场的常态。

相信在高增长、低通胀的宏观经济背景下，在企业利润面临加速增长、市场流动性依然充裕的有利条件下，市场重心在反复震荡中逐步上移应是大概率事件。

工银瑞信：开启挤“地产泡沫”之旅 2009-12-25 日

工银瑞信基金杜海涛：08 年底以来，为应对金融危机而实行适度宽松的货币政策，在 09 年实现“保 8”任务的同时，也给经济带来一些隐忧，其中，地产泡沫就是目前最受关注的问题之一。根据统计局公布的数据，09 年前 11 个月累计销售均价为 4785 元/平米，同比增长了 22.1%。但是，大城市的涨幅却远远不止这个数。据媒体报道，深圳的房价在 09 年已经翻了一番，北京、上海的房价涨幅超过 50%，房价高于 2007 年高点的大城市比比皆是，北京二环以内的房价已经高于 3 万元每平米，四环以内的房价高于 2 万元每平米。

房价上涨推动居民对于房价继续上涨预期，认为房价不会下跌的人超过半数，新楼盘刚推出当日售罄不在少数，而连夜排队等号购买楼花的人也是常见的。这种情况出现，并不完全是刚需导致，对房价上涨的恐惧心理使得自主需求的释放更快，同时也刺激投资性需求。从理性人的角度来看，这种恐惧心理所推动的需求是非常脆弱的，而高房价对于经济和社会稳定性的负面影响也是非常显然。政府对于当前的房价已经到了其容忍度的边界，从经济工作会议之后的一周内，房地产政策连续出台。

12 月 9 日，国务院常务会议提出，将个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，其他住房消费政策继续实施。

12月14日，国务院总理温家宝主持国务院常务会议，要求：按照稳定完善政策、增加有效供给、加强市场监管、完善相关制度的原则，继续综合运用土地、金融、税收等手段，加强和改善对房地产市场的调控。重点是在保持政策连续性和稳定性的同时，加快保障性住房建设，加强市场监管，稳定市场预期，遏制部分城市房价过快上涨的势头。

12月17日，财政部、国土部等五部委出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》，明确开发商以后拿地时，“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的50%”。如果开发商拖欠价款，不得参与新的土地出让交易。

近期出台政策主要有3大特点：其一，区分商品房的消费性需求和投资性需求，支持消费型需求，抑制投机性需求；其二，尽管是抑制投资性需求，目前政策也还是比较温和的，政策主要还是从增加供给的方式来抑制地产泡沫，因此对于房地产投资的影响会相对较弱；其三，调控手段配套，涉及土地、金融和税收等。

从政策出台的順序可以看出政府调控的一些思路：12月9日二手房营业税优惠取消标志着房地产新一轮调控政策的开始。12月14日，规范房地产政策调控原则和调控手段等出台，为以后的政策调控点明方向。暨14日的方向性政策出台后，17日即出台第一部细则。《进一步加强土地出让收支管理的通知》此政策目的在于加快开发商推盘以回笼资金支付地价，有助于加快商品房的开发，也有助于遏制开发商盲目抬高地价、大量囤地的行为。但是，也可能导致市场对于房价上涨的预期减弱，商品房的成交量可能会受到影响，进而对房地产开发投资有抑制作用。结合目前开发商的库存低以及现金流充足背景，短期内对房地产开发投资的促进作用大于抑制。

政府已经下决心调控地产泡沫，预期未来遏制房地产泡沫的政策还会陆续出台，政策超预期的可能性很大。从调控手段来看，14日国务院常务会议提出综合运用土地、金融、税收等手段，17日土地政策已经出台，接着金融和税收政策还可能会相继出台。

地产政策密集出台，对于地产泡沫有一定抑制作用，但是短期内还不至于扭转房地产市场的趋势，只有当抑制需求的政策重磅出击的时候，才是我们担忧趋势转变的时候，其中重要的观察指标是信贷政策和房贷利率。

股票市场近期正在消化政策利空，地产板块尽管估值不高，但是跌幅较大。由于未来仍然存在政策超预期的可能，因此，很难说清楚何时才是利空出尽的时候。

长城基金：后危机时代市场震荡概率较大 2009-12-24

长城基金日前发布的2010年年度投资策略报告认为，明年全球将进入后危机时代，其主要特征是全球经济复苏进入再平衡阶段，危机时期的刺激政策逐步退出，经济复苏、全球流动性过剩下通胀可能超预期，多元国际货币体系加快进程，国际资本由发达国家重新流向新兴市场国家。对于2010年市场走势，长城基金持谨慎乐观的看法，认为市场震荡概率较大。

长城基金判断，2010年市场整体将呈现震荡格局：一方面，不断上调的市场预期开始接受考验，市场扩容下整体估值难以进一步提升，经济继续复苏将导致扩张的经济政策逐渐退出，流动性减弱，市场难有单边系统性机会。另一方面，来自于经济复苏的持续性、盈利增长的确定性等基本因素，又使市场调整的空间有限。

长城基金指出，2010年中国经济复苏将具有持续性。即使不考虑政府投资项目的惯性，在房地产投资回升的拉动下，固定资产投资有望保持较高的增长水平，外需的好转可以期待，消费将稳中有升。

在经济复苏的大背景下，政策调整是明年市场不得不面对的问题。长城基金预计，政策调整时间可能会早于市场普遍预测的明年下半年。针对房地产的行业政策、银行资本金问题、产业政策等，很可能是政策的先行部队。该公司提出，政策调整的路径可能是先进行某些行业的政策调整，然后是量化的调整措施，如通过多种手段加大公开市场回收流动性力度、信贷增量控制、对外汇资金的检查、增加市场扩容速度等，最后才是价的调整，如提高准备金率、加息

等。

对于通胀预期,长城基金表示,巨量货币的投放带来通胀只是时间问题,明年通胀压力可能会超出市场预期。产能过剩也许会延长过量货币扩张到消费物价上涨的传导时间,然而这也只是需求层面的考虑。由于成本端的压力,即使在产能过剩的条件下,通胀依然具备发生条件,如果考虑资产价格,广义的通胀也许正在到来。

从流动性方面看,明年信贷收缩、市场扩容等导致市场流动性收缩的因素相对较为确定,而热钱流入、储蓄分流、货币活期化等导致流动性增加的因素属于市场预期,未来不确定性相对较大。明年上半年尤其是一季度,市场总体流动性还将充裕,但是随后市场流动性将面临很大的不确定性。

在投资策略上,长城基金认为 2010 年更行之有效的策略是通过回归盈利和估值的基本面研究,寻找业绩增长确定的公司,通过精选个股来创造超额收益。该公司看好的投资主线有经济进入扩张期下的主导行业、通胀预期加强下的投资机会、经济结构调整下的消费类、出口复苏的投资机会。

申万巴黎：地产紧缩政策超预期 短期走势尚不明朗 2009-12-22

在经历了前期连续的窄幅震荡之后,大盘在上周迎来了较大幅度的调整,市场风格呈现转而不换的格局,两市成交量也出现了明显的萎缩。利空频出的房地产板块上周以来的跌幅近 12%,受美元反弹拖累有色金属板块跌幅超 8%。

造成近期调整的主要原因有:房地产调控政策、扩容速度的不断加快以及外围市场美元持续走强等因素。上周二以来一系列房地产调控政策的推出包括取消二手房优惠、国务院要求遏制部分城市房价过快上涨、五部委联合表示房地产企业拿地首付不得低于 50%,短期内房地产行业的政策环境趋紧信号非常明显,导致市场对地产股预期发生改变。此外二套房首付比例将不低于 50%、建设部召集数百位副市长进京开会商议抑制房价等消息,使得市场担心政策调控的靴子并没有全部落地,因此对于房地产行业及相关上下游趋于谨慎。

而且 12 月以来市场扩容节奏明显加快,权重股、创业板、中小板新股的密集发行以及央行连续十周净回笼资金,给短期股市的资金面造成较大考验。市场资金面的压力也导致了中小盘和大盘股之间转而不换的格局,权重股上涨缺乏持续性,而中小盘通过领跌的方式来消除过高的溢价。

我们认为加强保障性住房建设、控制开发商囤地囤房、抑制部分城市房价过快上涨等一系列政策措施,对地产行业短期造成影响,但有利于行业中长期健康发展,购房需求仍有望持续释放。从这个角度来看,明年将更看好钢铁(建筑用钢需求将因新开工增加而增加)、工程机械、水泥等受益于房地产新开工增加带来的行业机会。

纵观今年以来的几次大幅调整,每一次市场对于政策调控的反应都有所过度,目前来看宏观经济持续向好的情况并未改变,随着估值水平的进一步下降,股价下跌空间有限。但短期内由于调控靴子可能并未完全落地、扩容压力等因素压制,预计会继续寻求支撑维持震荡格局。

天治基金：大盘或将继续震荡盘整 2009-12-25

本周市场呈现大幅震荡盘整走势,上证指数周涨幅为 0.88%、深成指周涨幅达到 2.90%、沪深 300 指数全周涨 0.97%,成交金额与前一周相比略有萎缩。

从市场的运行情况看,电子元器件、食品饮料、信息设备和家用电器等涨幅居前,采掘、房地产和公用事业涨幅靠后,只有金融服务板块告跌。市场各板块走势出现非常大的分化,市场转向成长性行业的特征明显。A股自上两周连续调整以来,本周呈现持续大幅震荡盘整的特征。在年末新股密集发行资金供应面比较紧张,政府出台遏制房价过快上涨的一系列措施的情况下,市场预期的小盘股向大盘股的风格切换没有有效实现,市场开始追捧具有政策支持确定,未来有高成长预期的行业板块,特别是以电子元器件和通信为主的科技板块。未来投资方向选择上,那些代表中国经济未来产业调整方向的行业将出现更多的投资机会。

基于以上的相关分析，我们认为：大盘下一阶段将会继续呈现震荡盘整走势，以等待经济基本面的进一步明确和相关房地产政策调整的明朗化。在此过程中，投资方向更多转向成长性行业的个股，行业层面上，我们认为内需和科技相关的行业板块有更多的投资机会，包括生物医药、商业零售、食品饮料、通信服务和电子元器件等行业，同时受政策大力支持的新能源、节能环保行业也值得重点关注。（天治品质优选基金经理助理王光力）

天治基金：关注二三线城市投资机会 战术性布局大盘蓝筹股 2009-12-25

天治核心成长基金经理吴涛：本次中央经济工作会议的决议基本符合此前市场预期，在城镇化方面的政策描述超出市场预期，通过本次会议消除了短期政策上的不确定性，对市场统一预期构成利好，跨年度行情依旧可以期待。

此次会议重点强调“要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制”，这样的表述触及到进一步推进城镇化过程中遇到的主要障碍——户籍制度。

但我们认为放宽城镇户籍限制，是推进中小城市和城镇进一步城市化的重要措施，如果再辅以相关农地转让、医疗保障等制度的改革，有可能引发市场对受益于城镇化加速板块的关注，如二、三线城市的房地产区域龙头、中西部地区的钢铁、建材以及家电家具等行业。

之前受到抑制的房地产、金融、石油石化、煤炭等周期性行业，在短期政策上的不确定性消除后，正面临风格转换，但是由于时值年末，企业还贷进入高峰，央行又在最近 7 周连续净回笼基础货币，再加上本周以来新股发行明显提速，市场的流动性暂不支撑大市值品种立即发动进攻性行情。

我们可以发现近期市场的交易量是逐日萎缩，也从一个侧面反映市场流动性的下降。但是我们应该看到人民币升值是长期趋势；其次央企整合正在拉开序幕；其三由于 2009 年 1 季度的低基数，2010 年 1 季度银行股净利润同比增速会大幅提高；最后 2009 年成交的房地产利润会在 2010 年逐步实现计入会计报表。

从这些方面来看，金融、房地产、有色金属、煤炭资源行业公司和部分央企等大盘蓝筹股，未来整体跑输小盘股的概率相对较低，未来市场热点逐渐会向大盘蓝筹股转换，从中长期投资的角度而言，此时正是战术性布局大盘蓝筹股的时机。

首先根据上面的分析，我们认为大盘蓝筹股在 2010 年第一季度很有可能取得超额收益，因此在年底的投资布局上，金融、房地产和有色金属、煤炭、石化等资源行业公司以及部分央企仍应成为投资组合中的重要一环，不可偏废。其次对于汽车、家电、食品饮料和医药等泛消费服务行业，以及区域经济、新能源、低碳经济以及网络经济的代表企业我们也非常看好。

招商基金：调整或提供建仓良机 2009-12-21 日

招商中小盘周德昕：调整或将提供建仓良机

上周，沪指连拉四根阴线，从 12 月 15 日至 12 月 18 日，下挫 189.01 点，跌幅 5.72%。但招商基金周德昕认为，牛市的根基依旧未变，调整或将带来较好的投资机会。

周认为，近期的市场调整主要受到短期事件的影响，比如市场的扩容、迪拜危机、美元反弹等。但牛市的根基即中国乃至全球经济仍处在复苏通道中这个根基并未发生实质性变化，企业盈利有望继续改善。

对于明年一季度的行情，周德昕总体看好。他说，当大盘调整到 3100 点附近时，对应 2010 年的估计动态市盈率只有 20 倍。另外，分析师重点跟踪的 500 家上市公司很可能在四季度报告出来后被调整盈利预期，根据实地调研情况来看，许多公司四季度的业绩增长将是超预期的。投资价值初步显现。

周德昕表示，尤其是许多中小市值股票，预计会在明年一季度有较好的表现。因为一季度的投资机会往往来自

业绩超预期，高送配等原因，而中小市值股票在这两个方面相对突出。此外，明年一季度经济复苏格局基本获得了各方认可，而在经济复苏阶段，中小企业往往比大型企业更具成长性。

哥本哈根会议的潜在机会

在丹麦首都哥本哈根举行的联合国气候变化大会于当地时间 19 日下午 3 时 30 分左右闭幕，比原计划推迟了一天。虽然没有达成实质性的意见，但达成了意向性的一些协议。尤其是中国总理温家宝在会议上阐述，“中国将努力实现甚至超过减排目标”，并介绍“中国是近年减排力度最大国家”。

周德昕认为，除通货膨胀主线、消费升级主线外，未来三大投资主线还将聚焦低碳经济领域，气候大会达成的初步共识和中国政府作出的努力也为这条投资主线提供了良好的投资背景。低碳经济包括环保产业、节能产业、减排、清洁能源四个领域。每个领域的产业链都非常长，但真正具备节能减排，并且估值合理的公司并不容易寻找。

周德昕表示，招商基金投研团队已经进行了大量的前期调研，对这块领域有了较为深入的了解。具体到行业，周德昕认为，新能源动力车、节能产业、智能电网的前景更为看好，对风能相对谨慎，对太阳能、核电则持中性的观点。

农银汇理：震荡的走势或持续到明年年初 2009-12-25

宏观经济分析

上周经济事件回顾 1——哥本哈根会议结束

经过长达两周的艰难谈判，各国终于在联合国气候变化大会上取得一致，达成了《哥本哈根协议》。我们认为该协议既不是一份仅仅表示将继续磋商却无实质内容的意向性文件，也不是一份具有法律约束力的全球公约，而是处于两者之间。《哥本哈根协议》共包含 12 条内容，我们认为最核心的内容有三方面：

一是各国同意全球气温升幅不应超过 2 摄氏度的科学观点。

二是《哥本哈根协议》维护了“共同但有区别的责任”原则，即发达国家实行强制减排和发展中国家采取自主减缓行动。

三是在实际延缓气候变化举措和实行减排措施透明的背景下，发达国家承诺在 2020 年以前每年筹集 1000 亿美元资金用于解决发展中国家的减排需求。这比之前承诺的 100 亿美元大幅提高，有利于帮助那些最容易受到冲击的最不发达国家解决气候融资问题。

根据《哥本哈根协议》，我们认为 2010 年有两个时点值得关注：一是 2010 年 1 月底，按照协议，发达国家将在 2010 年 1 月 31 日之前向秘书处提交经济层面量化的 2020 年排放目标，并承诺单独或者联合执行这些目标。而发展中国家将向秘书处递交实行延缓气候变化的具体举措。第二个时点是 2010 年年底的墨西哥会议，各方将继续寻求达成有法律约束力的全球气候合约。

根据我们对哥本哈根会议的解读，我们认为投资者应该密切关注可能带来的以下几点影响：

1.中国单位GDP 碳排放下降 40%-45%的量化指标将不仅作为国家的中长期发展战略写入“十二五”规划，还将接受国际监督。按照中国在国际上“言而必行”的一贯作风，这意味着低碳政策的执行力度将有可能得到提高。

2.美国国内的气候变化法案很可能在明年的某个时点通过。奥巴马在哥本哈根会议上最大的收获是促成发展中国家减排的“可衡量，可报告，可审核”，这意味着反对意见最强烈的共和党人将不能继续利用发展中国家敷衍了事这一借口来抵制气候变化法案。

3.虽然没有立刻达成全球性减排体系，但这并不影响各国内部不断完善其碳减排机制和出台相关政策。我们认为低碳发展的趋势已经形成，这对民间资本的投资预期和流向将产生非常重要的影响。哥本哈根会议表明，高耗能行业的系统性政策风险随着时间的推移只可能越来越高。从未雨绸缪和风险控制的角度来讲，企业将不得不主动适应潮流，采取节能减排的措施或扩大相关绿色领域投资。

上周经济事件回顾 2——国内地产调控开始

在上周一国务院常务会议表示要遏制高房价等调控政策之后，上周四，财政部等五部委联合下发《进一步加强土地出让收支管理的通知》，要求分期缴纳土地出让价款首次不得低于 50%。加上 12 月初国务院宣布取消二手房交易营业税的相关优惠政策，政府对地产行业的调控信号越趋明显。

我们认为，抑制房价过快上涨对房地产行业是有利的，尤其对行业中长期发展有利，对致力于行业中长期发展的开发商是有利的。但抑制房价过快上涨并不意味着要把房价打下来，涨的少和下跌是两码事。怎样的政策能够实现控制房价增速放缓而房价又不跌是非常难的，由于经济尚未稳固，所以目前比较合适是口厉而实不致，政策不会过激。

现在抑制房价泡沫的动力来自于中央，而促进房价上涨和房地产需求释放的动力来自于地方，目前的政策是二者博弈的结果，所以政策在经济非常明朗之前不会调整。经济发展区域差异性、收入的两极分化而政策又是一刀切是目前房地产市场发展最突出的问题。未来政策需要体现区域差异性。

另外我们分析过此次政策重心是增加供给，这是抑制房价最有效的办法，另外还可以促进经济、提高地方政府财政收入，一举三得；单纯抑制需求的政策只是加大波动性，又会重复 08 年的低迷换来 09 年的疯狂的情况。

三、农银汇理观点

我们基于政策、资金层面及海外市场走势看淡短期市场走势。虽然中期趋势未变，但短期政策紧于预期、资金面压力依然存在、海外市场可能持续疲弱、基本面改善到再次大幅超出预期需要时间，目前震荡的走势将持续到明年年初，与市场多数预期的到一季度末之前将快速上扬走势不同。市场进入明确的上升通道需要确定性强的盈利和超预期的经济数据的支持。

大小盘风格转换已经开始，但这并不意味着大盘股有很大的上升空间，大小盘风格的转换可能是由大小盘的相对表现差异来实现的。

板块选择上，以盈利改善趋势强、估值具备相对优势、有短期股价刺激因素等为标准。结合这些条件，我们短期相对看好金融、零售、白酒等板块的表现。同时，个股机会大于板块机会。其他方面关注事件包括哥本哈根会议的结束，低碳板块可能由于哥本哈根会议并无实质性结果以及对小盘股风险偏好的减弱而出现回调。

兴业基金：过半数股票明年可能都不会涨 2009-12-25

兴业全球基金杜昌勇近期股市大盘处于胶着状态下，中小板股票和创业板股票的发行却越来越热闹，发行市盈率屡创新高。第一批创业板股票发行市盈率接近 60 倍，上市后继续爆炒，第二批发行时自然参考第一批的市场价，结果发行市盈率平均变为 80 多倍，如果第二批上市后按“惯例”再狠狠涨一截，以后创业板恐怕都要发百倍以上市盈率了。受创业板感染，中小板股票的发行也是水涨船高，一级市场的高价发行再助推二级市场的上涨，在大盘蓝筹趴着不动，因而指数胶着时，小股票的行情却越演越烈。莫非价值投资只对大盘蓝筹股适用？

过去我们新股发行是由管理层根据市盈率等一些指标进行指导定价，现在管理层基本上是不干预新股定价了，新股的发行定价交由市场供求双方来决定。新股定价的市场化当然是一个进步，只不过在目前供求缺口还较大的时候，尤其是大家普遍相信新股不败时，新股市场成为一个典型卖方市场，既然奇货可居，市场对漫天开价的约束是很弱的。

发行定价的市场化恐怕在倒逼我们的发行控制也得尽快市场化，至少近期还得把新股尤其是小型新股的供应再加快一些，尽快让供求关系更加平衡一些，因为目前的状态持续下去至少有两方面的害处，一方面对发行方来说每一次都超募了比需要多得多的资金，是对资源的浪费，要知道中国还有无数的好企业严重缺乏融资。更严重的害处则是过高的购买价将使二级市场投资者处于危险之中，未来他们的财富将受到侵蚀，而一个市场如果将来不能给投资者提供长期的持续回报，市场的未来前景也将堪忧。

因而可以想见明年的新股供应还将是较快的速度，中国的上市资源，尤其是中小型上市企业的资源是非常丰富的，恐怕不用担心新股后续供应问题，还有再融资的市场化也会为股票提供源源不断的供应。当新股供求渐渐平衡的时候，尤其是当打新必赚的金身破了之后，我们希望这个金身早点破，恐怕发行的市盈率也会逐步的回归，到这时今天疯狂追逐新股的投资者又很可能成为退潮后的裸泳者。

所以尽管现在市场普遍很乐观，我们却很担心，明年过半的股票可能都不会涨。

诺德基金：高端白酒——量价齐升 2009-12-25

随着近 30 年来中国经济快速发展带来的社会阶层分化和消费全面升级，中国高端白酒市场迎来了难得的黄金发展期：消费人群不断扩大，消费量呈几何数量级增长，产品价值中心不断上移，品牌溢价空间也越来越大。尽管高端白酒的销售收入仅占行业的 20%，但其利润却达到了全行业的近 70%，高增长性和巨大潜力正是高端白酒一直受投资者重点关注的根本原因。

作为可选消费品，高端白酒在消费板块中表现出较强的周期性。首先，这种周期性表现在其消费与宏观经济高度相关：衰退期（宏观经济表现为低增长、低通胀）是高端白酒发展最为不利的环境，呈现出“量价齐跌”的特点，行业盈利衰减；复苏期（宏观经济表现为低通胀、高增长）是高端白酒发展较为有利的环境，需求复苏使其整体销量稳步增长，呈现出“量升价稳”的特点，行业盈利逐步回升；繁荣期（宏观经济表现为高增长、高通胀）是高端白酒发展最为有利的环境，收入预期乐观，私人消费极度繁荣，财政收入丰厚，政府消费快速膨胀，商务往来频繁导致商务需求亦呈繁荣状，高通胀也为高端白酒的提价提供了有力契机，行业呈现出“量价齐升”的特点，盈利大幅提升。

其次，高端白酒的较强周期性还体现在估值方面。在经济衰退期，由于盈利下降，投资者预期不断降低，市场对行业的估值水平也相应下降；而在经济繁荣期，投资者的盈利预期不断被抬升，相应的估值水平也提高到行业历史估值区间的上端，盈利增加，估值提升，高端白酒往往在宏观经济周期的高点表现出极度的繁荣。

我国GDP有望在 2010 年持续高增长的良好宏观环境也为高端白酒行业的发展带来了相应的投资机会。我们估计未来高端白酒的行情演变将分为三个步骤：第一步为估值水平的修复，业已完成；第二步为消化消费税和禁酒令的利空，现处于该阶段尾声；第三步是市场开始调高对白酒企业的盈利预测，厂商业绩超出市场预期，估值水平进一步提升，这将会使得业内行情进入亢奋状态。预计第三阶段将出现在 2010 年元旦至春节期间，因为白酒企业提价通常集中在年底至来年初，并且此时段销售终端的库存也已消化完毕，渠道在春节的备货效应开始显现，酒厂的出货量将逐渐提升。因此，我们将看到 2010 年春节前行业“量价齐升”的格局出现。目前高端白酒企业 2010 年的估值水平大多在 20-25 倍之间，处于历史低位，因此，我们认为行业今年底至明年初的表现将强于大盘，整体上将向 2010 年的 30 倍估值水平靠拢。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801