

2010-06-10
策略半年度报告

厉兵秣马，枕戈待旦

——消费整体崛起与结构下沉

◆三季度市场继续探底，四季度或有机会：

我们认为下半年影响市场最关键的因素是政策继续从紧和经济的持续回落。目前尚未看到政策放松的迹象，需要观察 GDP、通货膨胀率和房价三个关键变量。当观察到 GDP 增长率回到 9% 以内、CPI 回到 3% 以内、房价下跌 15%-30% 以上三个条件之一出现，我们认为市场对于政策的预期会发生显著的变化。从时间节点上来看，我们倾向于认为三季度末、四季度初政策将放松，市场有望出现机会。对于投资者的建议是，在三季度维持较低仓位，保留头寸，等待四季度的投资机会。

◆政策难以立刻放松，经济增长仍将继续放缓：

虽然目前出现了一些政策松动的预期，但我们坚持认为政策难以立刻放松。从宏观政策来看，我们认为经济增长仍未见明显放缓，CPI 仍然处于上行之中，货币政策和信贷政策都难以立刻放松。考虑到政策的叠加效应和复杂的国际形势，未来可能不会进一步收紧，但放松仍不可能。从房地产政策来看，我们认为房价问题是政治问题，只要房价不出现明显下降，房地产调控政策仍有收紧的可能。

由于政策从紧的趋势没有发生改变，经济增长也将继续放缓，未来主要表现为固定资产投资和房地产投资放缓，可以观察的数据包括固定资产投资、房地产新开工和工业增加值等数据。我们预计二季度的 GDP 增长率为 10.2%，三、四季度 GDP 增长率将继续放缓，分别下降为 8.6%、7.8% 的水平。

◆企业利润面临下调风险，估值进入合理区间：

我们预计 2010 年上市公司的利润需要下调，同比增速需从 31% 下调至 21%，折算成沪深 300 的 EPS 为 157。利润下调主要来自工业企业和金融企业。工业企业利润下调的原因是政策紧缩导致经济增长放缓，工业增加值也会随之下降。金融企业的利润下调的原因有两个：（1）地方政府融资平台和房地产调控将给银行的资产质量造成影响，进而影响利润；（2）证券市场表现低于预期，拖累保险和券商的业绩。

按照调整后的盈利预测来看，目前沪深 300 对应的估值水平为 17.4 倍，上证指数更低一些。我们认为与历史相比，该估值水平只是到了合理的估值区间，并没有到有显著安全边际的价值区间，在基本面持续疲软的背景下，仍然存在下降的空间。

◆消费整体崛起与结构下沉：

消费整体崛起是经济结构调整的必然趋势，消费增长将成为未来经济增长最重要的推动力量。在消费整体崛起的背景下，我们观察到二线消费增长更为明显。我们认为二线消费快速增长主要是因为消费在区域结构和人群结构上的下沉所致，消费结构的下沉也是政策导向、经济阶段和人口结构所共同推动的结果。

◆长期看好消费品和新兴产业，阶段性把握投资品和周期类机会：

基于我们对经济、政策和市场的判断，我们认为下半年的大类板块仍然是消费品和新兴产业。消费品具有稳定的盈利能力，远离政策调控。尽管消费品估值相对较高，但考虑到目前的增长水平，我们认为仍然处于合理的范围之内。新兴产业具有持续的政策推动，是未来经济发展的大主题。

投资品和周期类板块还会面临盈利下调的压力。但一旦政策出现松动迹象，投资品和周期类板块仍将出现明显的反弹。我们相信这种机会在下半年会存在，届时我们也会向投资者提示。

◆重要主题：

我们认为贯穿下半年的投资主题包括民生、新兴产业、政策再放松和体制变革。具体来说值得关注的有医改、二线消费、三网融合、节能减排和新能源。

◆三季度行业配置：

基于前面的分析，我们对三季度行业配置的建议如下。最看好的三个行业为医药、商业贸易、食品饮料，次看好的三个行业为银行、纺织服装和信息服务。

策略分析师：

郭国栋（执业证书编号：S0930209050194）

021-22169168

guogd@ebsecn.com

开文明（执业证书编号：S0930210020002）

021-22169160

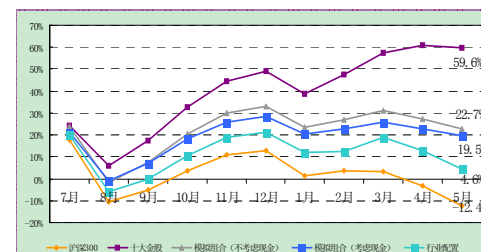
kaiwm@ebsecn.com

肖超虎（执业证书编号：S0930210010237）

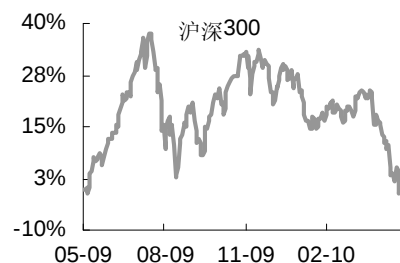
021-22169120

xiaoch@ebsecn.com

光大证券研究所模拟组合表现



大盘表现 (12 个月)



相关报告：

5 月份投资策略-在稳定增长行业中精挑细选
二季度策略-把握政策节奏，寻找稳定增长机会

2010 年年度策略-经济转型，消费崛起
光大证券行业配置、模拟组合和十大金股
-2010 年 6 月
光大证券行业配置、模拟组合和十大金股
-2010 年 5 月

投资要件

市场趋势：三季度将继续探底，四季度或有机会

我们认为三季度市场将继续探底，四季度或有机会。未来三个月上证指数的运行区间在（2250，2680）之间。从下半年来看，影响市场最为关键的因素依然是政策，可能出现的变数也在政策。在从紧政策的影响下，经济增长将继续放缓，这可能带来政策的放松。我们认为三季度末、四季度初是一个重要的时间节点。

我们将重点讨论宏观政策、房地产政策、宏观经济和企业利润以及估值等 5 个问题。

从宏观政策来看，我们认为目前透露出的信号仅仅是有可能不会进一步收紧，但没有任何迹象表明会立刻出现放松。宏观政策所关注的关键变量是 GDP 和 CPI。除非 GDP 增速回落到 8-9% 或者 CPI 回落到 3% 以内等显著的条件出现，宏观经济政策不太可能出现放松。最近，政府表达了对政策叠加负面效应和世界经济二次探底的担忧，但这些信号更大程度上是透露出政府对进一步收紧有所顾虑，但并没有到需要立刻放松政策的地步。我们预计加息可能会延迟，但信贷控制仍然会持续。

从房地产政策来看，我们认为政府已经将房价问题作为重要政治问题和民生问题，房地产和经济增长之间已经脱钩，不会因为要保经济增长而放松房地产，何况现在还没有到要保经济增长的时候。我们认为在房价没有出现 15% 以上的下跌时，房地产政策是很难轻言放松，尤其是在抑制投资需求方面的政策难以放松。更加严重的是，房产税等政策仍然有可能推出。

从宏观经济来看，我们认为随着从紧政策的执行，经济增长仍然会继续放缓。未来主要表现为固定资产投资和房地产投资放缓，可以观察的数据包括固定资产投资、房地产新开工和工业增加值等数据。我们预计三、四季度 GDP 增长率将继续放缓，分别下降为 8.6%、7.8% 的水平。

从企业利润来看，我们预计 2010 年上市公司的利润需要下调，同比增速需从 31% 下调至 21%，折算成沪深 300 的 EPS 为 157。利润下调主要来自工业企业和金融企业。工业企业利润下调的原因是政策紧缩导致经济增长放缓，工业增加值也会随之下调。金融企业的利润下调的原因有两个。（1）地方政府融资平台和房地产调控将给银行的资产质量造成影响；（2）保险和券商的业绩也将受到证券市场较差表现的拖累。

从估值来看，我们认为市场的估值水平已经到了合理的区间，但仍然存在进一步下降的空间。按照调整后的盈利预测来看，目前沪深 300 对应的估值水平为 17.4 倍，上证指数更低一些。与历史相比，该估值水平目前只是到了合理的估值区间，并没有出现显著的安全边际。除非估值相对合理估值水平出现了显著的折让，否则通过估值底部来判断市场底部往往容易出错。目前的市場是全流通的，因此市场本身的估值水平也将下移，用历史估值来判断不

一定非常合适。

综合以上内容，我们认为政策是影响市场最为关键的因素。在政策出现放松之前，我们认为市场仍然会延续先前的趋势，进一步探底。

关键假设

我们做出上述判断的几个关键假设包括宏观经济、宏观政策、新增信贷和股票供给等。

第一，三季度政策继续从紧，不出现明显放松。一方面，货币政策和信贷政策不出现明显放松；另一方面，房地产政策继续从紧，地产税仍会择机出台。四季度政策存在放松的可能。

第二，宏观经济增长基本符合预期，三、四季度 GDP 增速分别为 8-9% 和 7-8%。CPI 在三季度达到高点，四季度开始下降。

第三，新增信贷基本符合预期，下半年新增信贷规模在 2.25 万亿左右，三、四季度月均分别为 3750 亿。

第四，股票供给节奏相当合理，下半年股票融资额在 3600 亿，月均 600 亿。这基本与上半年相当。

何时市场将恢复上涨？

虽然我们认为市场仍将处于弱势，但也时刻关注市场可能出现的机会。我们认为市场若要出现显著的机会，可以从基本面或时间两个角度去寻找条件。

从基本面的角度，我们设定的反转性条件如下：

第一，房地产价格出现下跌，政策效果显现。房地产价格下跌幅度最好在 15%-30% 之间，既不会造成资产市场动荡，又缓解了高房价带来的政治压力。

第二，经济增长显著放缓，出现月度 GDP 增速低于 9% 或者相当情形。

第三，通胀压力显著减缓，关键指标是月度 CPI 冲上 3% 以后再次回落到 3% 以内。

第四，政策出现明显放松，例如放松信贷控制或者房地产政策。

以上条件中前三条是用于观察当前政策效果的，我们认为出现上述条件之一后，政策就有可能开始放松。第四条是小概率事件，即没有出现前三个条件，而直接放松了政策。虽然是小概率事件，但也是向上修正观点的决定性条件。

从时间的角度，我们认为大概率是在三季度末出现机会。即便上述基本面的条件都没有出现，如果市场持续处于弱势，一直到三季度末。那么从市场本身而言，也将存在中等的反弹机会。

大类板块配置：长期看好消费品和科技类

基于我们对经济、政策和市场的判断，我们下半年看好消费和新兴产业，这也将是未来一两年的主题。

从政策和经济的角度来看，我们目前处于经济结构调整的重要转折期，而政府也适时提出构建和谐社会、进行经济结构调整的重大决策。我们认为政府决策是顺应经济发展的内在要求而提出的。从产业结构来看，我国传统制造业也正面临成本上升的压力，需要进行产业升级或者转移，以提升国际竞争力。而新兴产业正是未来经济增长的核心力量，也是参与国际竞争的有利武器。从经济发展的阶段来看，我国快速工业化的阶段已经过去，未来将逐步转向大众消费的阶段；居民收入也达到了消费升级的水平，政府也在积极推动社会保障、医疗保障体系的建设，消费必将成为未来经济增长的主要推动力量。经济自身力量的推动，加上政策导向，我们相信在下半年、以及未来相当长的时期，消费和新兴产业都将是未来的经济主题，而投资对经济的贡献将逐步下降。

从盈利的角度来看，我们认为随着经济增长的放缓，周期类和投资品板块的业绩将有较大幅度的下调，而消费品的业绩则保持稳定。经济增长放缓的主要因素是投资放缓，这会带动投资品和周期类板块盈利能力的下降，我们预计利润增长率下降的幅度在10%以上。消费品的盈利将依然保持稳定，受经济的影响较小。在各种消费促进政策的刺激下，消费品的增长有望继续上升。新兴产业目前仍然处于战略发展期，但其未来的前景非常可观。而且随着各种产业政策的出台，潜在的市场规模将会被激发扩张，会提高投资者的预期。值得说明的是，并非所有的新兴产业公司都没有业绩，医药、节能减排和信息产业等领域的公司在传统业务业绩良好，而在新兴产业上也具备优势。

从估值的角度来看，我们认为消费品的估值仍然处于相对合理的区间，周期类和投资品的估值难言已经见底，新兴产业则不适用传统的估值方法。从静态的估值来看，消费品绝对估值虽然较高，但相对于其增长水平和历史估值水平来看，仍处于合理区间，周期类和投资品绝对估值则明显低于消费品。但动态来看，周期类和投资品的盈利预测存在下调空间，因此很难确定其估值已经见底。即便按照静态市盈率来看，许多周期类和投资品的市盈率都不能说已经完全见底。至于新兴产业，我们认为目前更多的属于主题投资，目前盈利能力尚没有完全体现，用传统的估值方法并不适合。

从市场的角度来看，我们认为消费品和新兴产业仍然处于强势之中，在前期创下新高之后，已经经过了一个多月的调整，但调整的幅度并不大，并没有破坏原有的上升趋势。而周期类和投资品经过长期的下跌之后，并没有出现止跌的迹象，在反弹中的力度也要明显弱于消费品和新兴产业。客观来看，消费品和新兴产业肯定处于相对较高的位置，存在一定的补跌风险，但是由于其很多行业依然具备相对坚实的业绩基础，而且存在超预期的可能，我们倾向于认为他们即使出现补跌，幅度也会相对较小，依然会有相对收益；当然，如果出现业绩大幅低于预期的情况，也会面临较大风险。

综上所述，我们认为下半年的大类板块仍然是消费品和新兴产业。消费品具有稳定的盈利能力，远离政策调控，估值合理。新兴产业具有持续的政策推

动，是未来经济发展的大主题。

投资品和周期类板块依然面临盈利下调的压力，但一旦政策放松，投资品和周期类板块将出现明显的反弹。我们相信这种机会在下半年会存在，届时我们也会向投资者提示。

风格特征：三季度风格特征不明显，四季度大盘股或有机会

我们认为三季度市场没有明显的风格特征。一方面，由于大盘股主要集中于周期性行业，受到政策压制和利润下调的影响，仍然没有系统性的机会。另一方面，虽然中小盘股的已经经过一定时间和幅度的调整，但是整体来说，中小板和创业板的很多股票的调整仍然没有到位。中小板股票的整体性走强基本已经结束，未来更可能的会出现显著的分化，那些有着高成长业绩支撑，以及显著受益于政策的股票依然会走强，而其他的一些股票会进一步下跌。

由于我们预期四季度宏观政策将开始放松，这将带来大盘股的投资机会，尤其是周期性股票的机会。上半年，风格难以转向大盘股的一个重要因素就是宏观政策存在巨大的不确定性。一旦政策放松，大盘股或许将迎来机会。

重要主题

我们认为贯穿下半年的投资主题包括民生主题、新兴产业和政策再放松。具体来说值得关注的有医改、二线消费、三网融合、节能减排和再制造产业。

政策再放松和体制变革

我们认为随着经济增速的放缓，政策将会再次放松。政策再放松将集中在货币政策、房地产政策两个方面。我们预计在三季度末和四季度初，政策将会再次放松，主要集中在体制变革、货币政策和信贷政策方向，这会带来对市场看法和板块看法的改变，因此我们认为政策再放松将是下半年的一个重要投资主题。

值得特别强调的一个方面是体制变革。中国经济发展到目前面临经济发展方式不合理和经济增长速度放缓的压力，制度变革和释放将成为下一个经济增长的重要动力。我们认为制度变革的内容主要包括市场化、对外开放和福利化。

所谓市场化是指进一步向民间资本开放，对垄断行业进行改革，进一步释放民间资本的生产力。近来，国务院出台了“民间投资 36 条”，从消除制约民间投资的制度性障碍、推动国有资本从一般竞争性领域适当退出、完善对中小企业的支持政策等方面入手，着力拓展非公有制经济发展的市场空间，预计未来将有进一步的细则和措施出台。

所谓对外开放则是进一步提升对外开放水平。全面把握当前我国经济发展和对外开放的新形势新要求，加快转变外贸发展方式，坚持“引进来”和“走出去”相结合，拓展对外开放的广度和深度。这也是今年和以后经济体制改革的重点内容。

所谓的福利化则是加快社会保障体系建设和完善，进一步促进城乡一体化。可以采取的措施包括建立农村宅基地流转制度、改革中小城市户籍、完善农民工社会保障制度等。

民生主题

本届政府非常重视民生，努力构建和谐社会，在社保、医保、收入分配和消费促进等方面下了很多功夫，也取得了不错的效果。我们预计下半年政府依然会在医改、消费促进、收入分配等方面做文章，进一步推进相关工作。

从经济运行来看，我们认为下半年消费依然会保持较平稳的增长，而二线消费有望保持快于整体的增长速度。这一点我们在后文将有专题进行研究。

民生主题将是未来较长时期的重要主题，在下半年我们认为医疗改革、二线消费将具有较好的投资机会。

医疗改革已经进行了一段时间，目前改革的重点转向了医院。胡锦涛主席日前提出要将医保覆盖到全体城乡居民，这将带来更大的市场需求。而随着基本药物体系的逐步完善，医药市场的增长也将兑现。

二线消费的增长则是来自中西部地区居民和中低收入人群收入的快速增长，并且开始进行消费升级。二线消费主要包括二线白酒、二线地区百货、基本药物、国内品牌服饰等等。

新兴产业

正如我们前面所说，发展新兴产业是经济转型的重要方向，政府对此也高度重视，在新能源、新材料、信息产业、新医药、生物育种、节能环保、电动汽车等七个领域将逐步出台相关政策，给予实质的支持。

我们认为三网融合、节能减排、再制造、新能源汽车、电子支付、物联网等在下半年将有持续的机会。

三网融合已经 3 次向国务院提交方案，预计今年 6-7 月份就会推出具体的方案。三网融合虽然存在一些障碍，但国务院明确提出今年要进行试点，我们相信在国务院协调下，三网融合的进展会加快。

节能减排在今年也具有特别的意义。一方面，今年是十一五的最后一年，降低能耗的目标必须完成，因此今年节能减排的任务很重，这也是中央明确提出的。另一方面，政府也在 5 月初就节能减排做了具体的规划，相信在下半年会逐步出台细化政策并实施。

再制造产业是最近才在资本市场上提出的一个概念，它是在节能减排的大背景下国家重点发展的一个产业，具有很好的经济价值。近期发改委等九部委联合发文推进再制造产业的发展，并做出了安排。我们预计下半年会在汽车零部件和机电产品的再制造方面继续推进，出台政策。该主题具有很好的新颖性。

新能源汽车、电子支付、物联网等是在市场上已经比较成熟的主题，相关政

策已经陆续出台了，未来仍值得关注。

三季度行业配置：首推医药、商业贸易和食品饮料

由于下半年的市场存在较大变数，现在对整个下半年行业配置做出准确把握的难度比较大。按照惯例，我们给出未来三个月的行业配置建议，大致对应第三季度。

我们最看好的三个行业为医药、商业贸易、食品饮料，次看好的三个行业为银行、纺织服装和信息服务。

我们所选的行业大部分是具有稳定增长特点的，其中医药、商业贸易、食品饮料和纺织服装都是接近终端的消费品，受到宏观政策的影响较小。从估值上来看，这些行业目前仍然处于合理的估值水平，与业绩增长相匹配。纺织服装存在一点区别，纺织类企业的增长受到出口的影响，具有一定的周期性，但服装类也是比较稳定的消费品。因此我们将纺织服装放在次三的位置。

我们将信息服务放在次三的理由是传媒板块受到三网融合等政策的积极影响，而软件部分则作为七大新兴产业的内容也受到政策的支持。

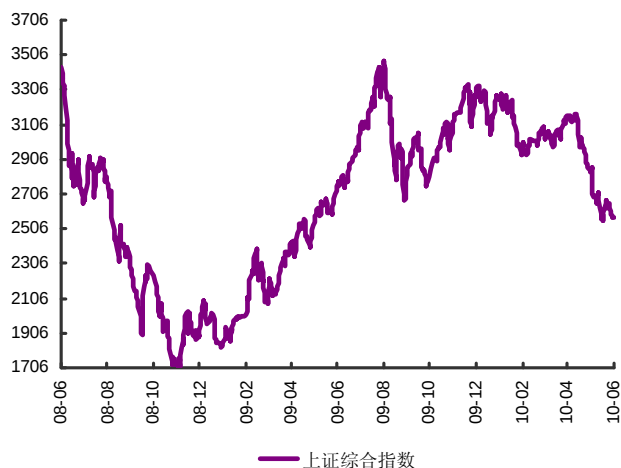
我们认为银行的配置需要提高，银行的股价已经反映了充足的悲观预期，即便考虑到地方政府融资平台和房地产市场潜在的影响，对其业绩进行充分下调之后，其估值仍然在 11-12 倍左右，这相对于合理估值仍然有充分的折让，我们认为银行业合理估值在 15 倍。但考虑到银行上涨需要更多的资金，因此我们将银行放在次三。

一、上半年市场回顾

市场趋势：弱势下跌

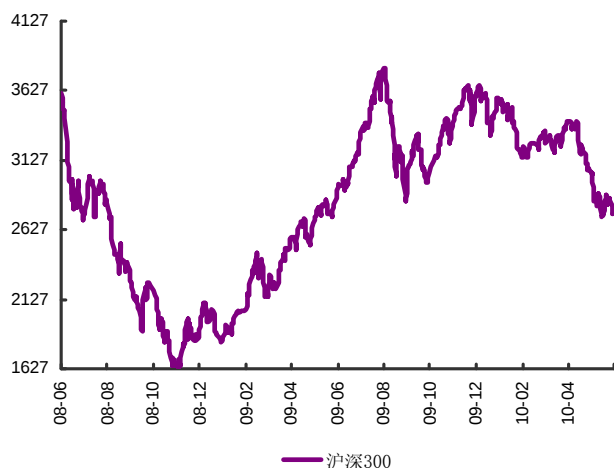
2010 年上半年市场整体呈现为弱势下跌，从风格上来说，中小盘股票表现优于大盘股。主要市场指数的表现如下：上证综指下跌了 21%，深圳成指下跌了 26%，沪深 300 指数下跌了 22%，中小板综指下跌了 2.4%。

图表 1：2010 年上半年上证综指下跌了 21%



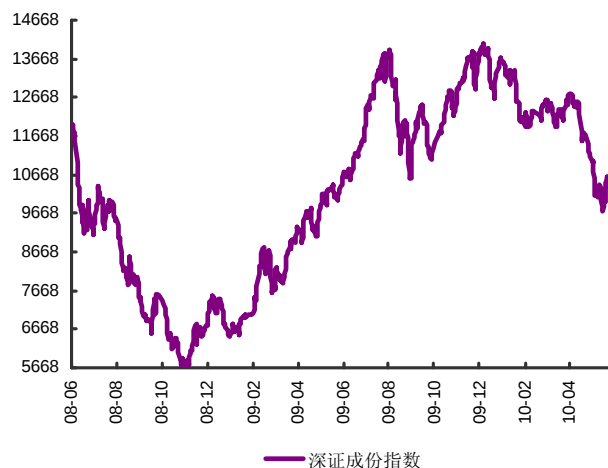
资料来源：wind，光大证券研究所

图表 3：2010 年上半年沪深 300 指数下跌了 22%



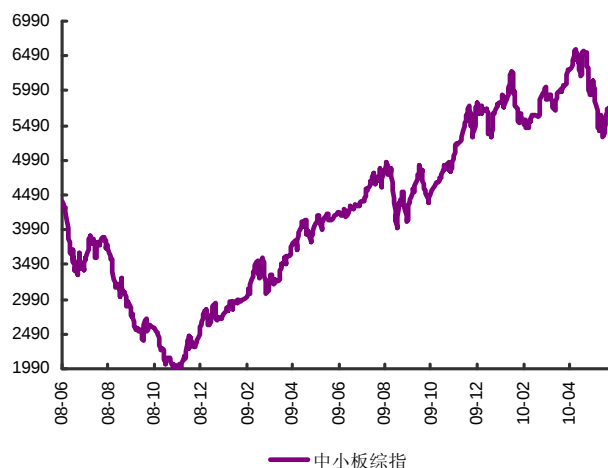
资料来源：wind，光大证券研究所

图表 2：2010 年上半年深圳成指下跌了 26%



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 4：2010 年上半年中小板综指表现下跌了 2.4%



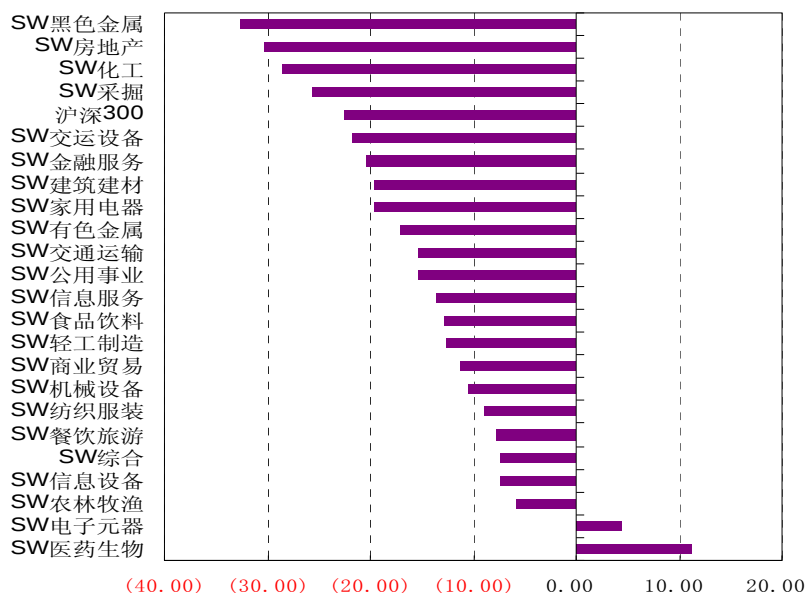
资料来源：wind，光大证券研究所

影响上半年市场表现的核心因素是政策，政策退出的节奏和力度都超出了市场此前的预期，重点体现在货币政策紧缩和房地产调控政策上。

行业表现：消费、科技类走强，周期性和投资品走弱

从上半年的行业板块的表现来看，消费、科技类走强，周期性行业和投资品走弱。在宏观调控的背景下，特别是在严厉房地产政策调控下，传统周期性行业受到政策的明显抑制，表现较差；而消费、科技类行业以及新兴产业符合未来经济转型的方向，是政策促进的重点，因而表现较好。

图表 5：2010 年上半年消费科技类周期，周期性行业和投资品走弱
2010 年上半年行业板块表现 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

二、下半年市场展望

核心观点：三季度下行筑底，四季度或迎来机会

今年下半年影响市场表现的核心变量依然是政策和经济基本面，在政策实质性地放松之前，市场难有系统性的机会。而影响政策能否实质性放松的关键因素主要有三个：房价、通胀与实体经济。

我们认为政策的放松建立在下面的三个条件之上：

- (1) 房价下跌 15%-30%;
- (2) 通胀压力大幅减轻 (CPI 突破 3%以后重新回落到 3%以内);
- (3) 实体经济大幅下滑 (估算的月度 GDP 回落到 9%以内)。

这三个条件中任何一个发生，那么大概率能够看到政策的放松。

在目前的政策节奏和力度下，三季度末大概率能够看到以上 3 个条件中至少出现一个。在房地产政策的持续调控下，调控效应将在房地产市场的成交量与房价上逐步体现，在 3 季度末我们大致应该能够看到房价的回落。3 季度

的宏观数据也将逐步印证经济已经在回落，由过热逐步转变成平稳增长，通胀压力减轻。在此之后，政策将逐步放松，市场的机会即反弹还是反转将主要取决于当时的宏观环境、政策的可操作空间，以及政策放松的节奏和力度。

宏观与企业利润

宏观经济

光大宏观分析师判断，今年宏观经济的季度增速将逐步回落。2010 年的 GDP 增速由原来的 9.5% 下调至 9.1%。二季度 GDP 增速为 10.2%，三季度为 8.6%，四季度为 7.8%。

光大宏观分析师认为 CPI 的统计结果严重失真，没有任何探讨意义。主要理由如下：近期货币市场利率急剧上升，说明市场流动性已经偏于紧张，由费雪方程式 $MV=PQ$ 可知，当前 M2 为 21% 左右，实际 GDP 增速为 10% 左右，此时流动性紧张，合理的解释只能是物价大幅上行，只是我们的 CPI 没有反映出来。

出口的环比增速将保持稳定，同比增速前高后低。投资的增速稳中趋降。消费的增速也是稳中趋降。

企业利润

从可比上市公司披露的 2009 年年报与 2010 年一季报的数据来看，2009 年企业净利润增长 27.54%，2010 年 1 季度增长 100% 左右。上市公司的销售收入增长分别为 3% 和 25% 左右，费用水平基本维持稳定。银行业的息差水平和非金融企业的毛利略有上升一定程度上提高了企业的盈利水平。但是更为重要的是 08 年底和 09 年初相对较低的基数带来同比数据的大幅攀升。值得注意的是，从环比的数据来看，非金融企业的收入已经出现了下滑的情形，尤其是受政策影响的房地产、建筑建材、有色金属等行业环比下降更加明显。需要提醒的是，由于环比未做季节剔除，因此环比变化的程度可能受到季节因素的扰动。

从分行业的数据来看，金融、石化、采掘三大行业占据 2009 年上市公司利润的近七成，这三大行业的业绩波动主导了整体上市公司业绩的波动。从进一步细化的行业来看，受益于政策刺激的消费相关板块获得了大幅的收入增长和盈利增长，主要包括汽车、食品饮料、医药、信息设备和信息服务、房地产等行业。从盈利能力的角度来看，受益于油价改革，石化行业毛利在 09 年改善显著，但是 10 年 1 季度已无进一步改善空间。食品饮料、医药、餐饮旅游等行业毛利获得了持续的改善，我们预计这些行业的盈利能力有望继续获得改善。

图表 6：可比上市公司 2009 年年报和 2010 年一季报净利润增长

	2008	2009	2010Q1 同比	2010Q1 环比
上市公司合计	-15.31%	26.88%	65.32%	22.81%
采掘	4.79%	-11.61%	57.56%	51.77%

餐饮旅游	-9.23%	36.48%	31.81%	-37.75%
电子元器件	-130.26%	-14.10%	扭亏	1555.63%
房地产	11.34%	51.84%	135.23%	-47.46%
纺织服装	-36.18%	74.25%	-25.21%	-54.57%
公用事业	-104.04%	扭亏	39.66%	-25.80%
黑色金属	-56.76%	-56.39%	扭亏	46.63%
化工	-60.08%	144.85%	50.21%	69.11%
机械设备	-10.83%	22.78%	74.13%	-0.24%
家用电器	16.83%	95.95%	112.77%	-11.55%
建筑建材	-15.73%	76.18%	51.11%	-31.52%
交通运输	-66.64%	7.05%	278.10%	176.85%
交运设备	-36.23%	103.13%	301.27%	33.24%
金融服务	6.15%	29.72%	37.87%	28.78%
农林牧渔	-26.26%	35.62%	59.36%	31.23%
轻工制造	-39.31%	32.64%	200.32%	-28.30%
商业贸易	0.46%	19.80%	59.77%	19.13%
食品饮料	-0.97%	79.37%	32.81%	74.32%
信息服务	161.48%	-57.58%	-50.48%	-2.65%
信息设备	-1.39%	143.53%	126.50%	-65.67%
医药生物	27.80%	71.69%	66.43%	-11.92%
有色金属	-73.63%	-9.57%	扭亏	77.50%
综合	16.28%	38.29%	363.54%	-43.59%

资料来源：wind，光大证券研究所

根据我们新的宏观假设与判断，我们调整对上市公司利润增长的预测。把我们对上市公司的利润增速由 31% 下调至 21%。调整的因素主要有两个，一是由于地方融资平台资产评估之后银行需要计提资产损失准备导致利润增长下调；二是由于房地产调控导致周期性行业的利润增速下调。

图表 7：2010 年上市公司利润预测表

单位：10 亿	2007	2008	2009	2010Q1	2010E
金融企业	3705	4045	5082	1685	5499
同比		9.16%	25.64%	37.87%	8.20%
银行	2799	3768	4252	1392	4677
同比		34.65%	12.83%	31.91%	10.00%
非银行	907	277	830	1685	822
同比		-69.50%	200.15%	37.87%	-1%
工业企业	4476	3151	4200	1614	5274
同比		-29.61%	33.27%	96.35%	25.58%
剔除中石油中石化	2620	1860	2516	1005	3145

同比		-29.00%	35.27%	112.40%	25%
中石油	1360	993	1071	354	1467
同比		-27.02%	7.86%	89.37%	37%
中石化	496	298	613	166	662
同比		-39.91%	105.43%	42.40%	8%
房地产	182	208	323	98	436
同比		14.44%	55.53%	135.23%	10%
建筑企业	118	206	295	89	369
同比		75.23%	43.01%	36.01%	25%
农业与服务业	587	462	230	221	334
同比		-21.30%	-50.22%	166.81%	50%
全部 A 股	8951	7866	9835	3619	11912
同比		-12.12%	25.03%	65.32%	21.12%

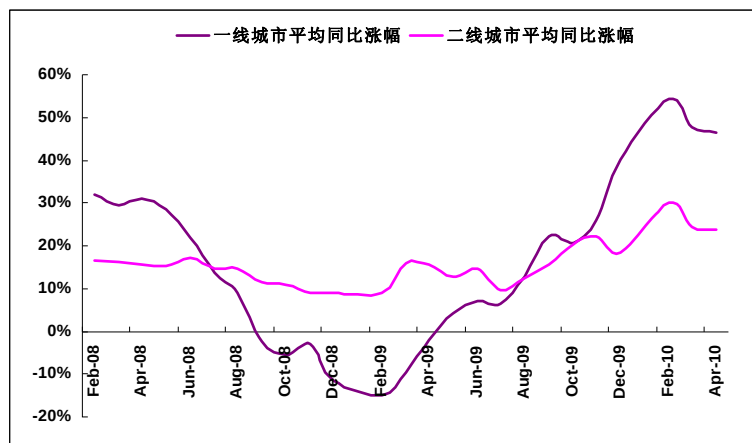
资料来源：光大证券研究所

政策：放松或在 3 季度末

房地产政策

在一系列应对危机的刺激政策下，以及 2009 年的信贷大量投放之后，2009 年下半年到 2010 年年初的房价和地价开始大幅上涨，这导致房地产的政策成为各方关注的焦点。一方面，民生是本届政府关心的一个重点问题，而高房价成为了民生问题的焦点之一，社会反响比较大，矛盾也比较激烈；另一方面，政府也担心房地产价格出现比较大的泡沫，因此。政府出台了历史上最严厉的“新国十条”，以一系列抑制需求为主的政策来抑制房价。在房价没有下跌之前，将很难看到房地产的调控政策会有实质性的放松，如果房价迟迟没有达到调控效果，并不排除进一步的严厉政策出台，因此房产税依然伺机而动，只是力度会视情况而定。

图表 8：中国一二线城市的房价表现

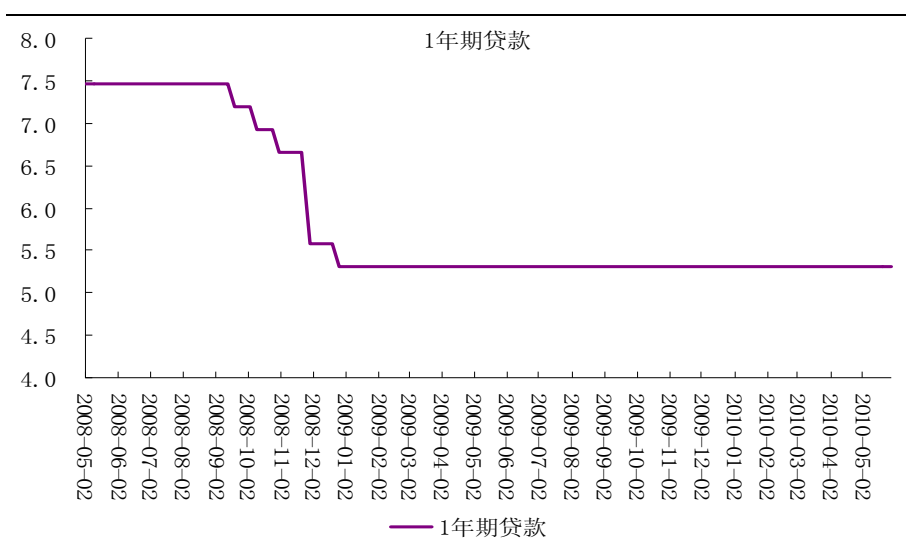


资料来源：Wind，光大证券研究所

货币政策

目前的利率水平已经处于历史低位，而且实际利率已经为负，利率基本上只有向上的可能，没有什么向下的空间；而历经了去年的天量信贷之后，今年 7.5 万亿的信贷目标依然算是比较宽松的水平；因此在通胀压力减轻之前，货币政策的紧缩依然是大方向，只是由于欧洲的债务问题比较严重，世界经济存在二次探底的可能，我国在价格工具的使用上，会偏于谨慎，时间上会后延，力度上也会有所减弱。在目前的时点上来看，可能并不会进一步进行紧缩，但现在言放松尚为时过早。

图表 9：中国 1 年期贷款利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

政策放松或在三季度末

那么什么情况下政策才会放松呢？首先，房地产的调控实现目标，即房价下跌 15%-30%，那么房地产调控中严厉抑制需求的政策就会松动，转而把增加供给和制度改革作为房地产调控的重心，重点从中长期解决房地产问题。其次，通胀压力大幅减弱，即 CPI 在突破 3% 以后重新回落到 3% 以内。最后，经济出现了比较大的下滑，面临较大的二次探底风险，估计的月度 GDP 重新回落到 9% 以下。我们判断这些情况大概率会在 3 季度末左右出现，因为一方面房地产调控在房价的体现需要时间，另一方面通胀压力的减弱以及经济回落需要数据的印证。

股票需求与股票供给

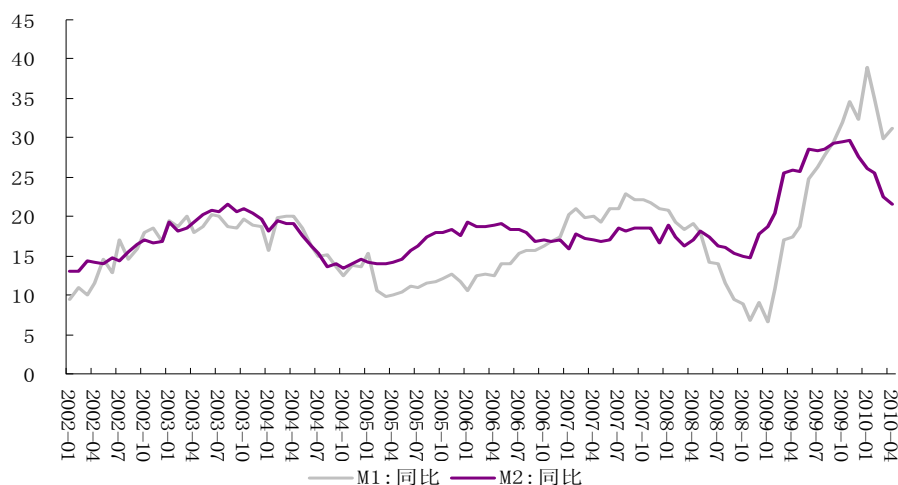
股票需求

市场对股票的需求取决于大家对股票回报和风险的预期，股票与其他大类资

产的比较优势，手中可投资资金的多寡以及市场当时的情绪。前面一个因素主要由宏观经济增长与企业业绩的增长，以及市场的估值决定。我们在这里主要论述一下后面几个问题。

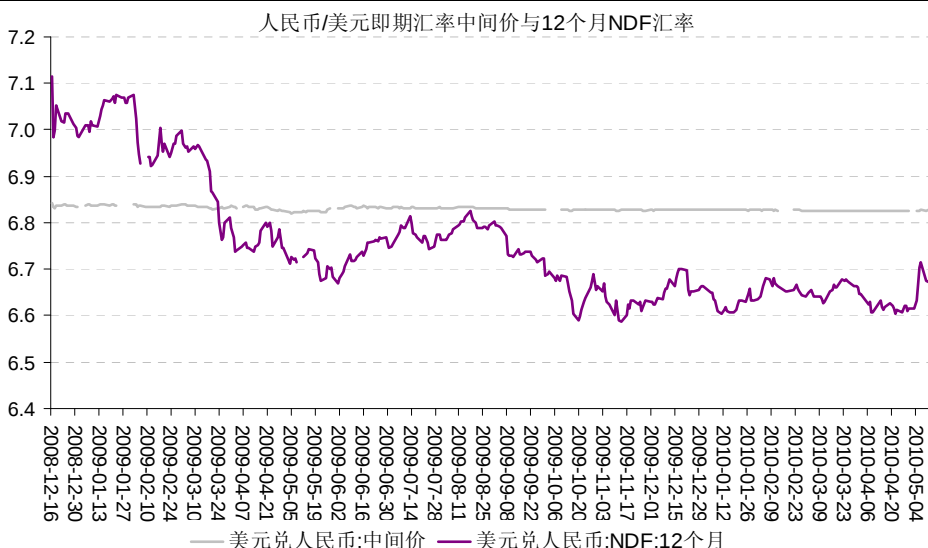
从流动性的来看，整体流动性呈现高位回落态势。M2 增速已经从高位回落，M1 增速现在依然高位维持，不过未来回落是大概率事件。全年 7.5 万亿的信贷目标应该不会出现大的偏差，17% 的 M2 增速；顺差已经难有超预期的表现；而人民币升值预期带了的国际资本流入也很难超预期。

图表 10：中国货币供应量增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 11：人民币名义汇率



资料来源：Wind，光大证券研究所

CPI 逐步上行带来通胀水平预期的上升以及实际利率的下降，特别是负利率

的出现将提高人们的边际投资倾向，人们将倾向于把低回报率的资产转变为高回报率的资产。但这需要几个条件，首先，高回报资产的风险和回报相匹配；其次，赚钱效应的出现或者高回报资产的价格相对价值出现大的折让。

从历史数据来看，实际利率的下降与居民储蓄的活化表现出较强的一致性。但是在未来储蓄资产是否会流入股票市场尚有待观察，在比较悲观的市场预期下以及赚钱效应没有出现之前可能并不顺畅。

图表 12：实际利率与存款活化

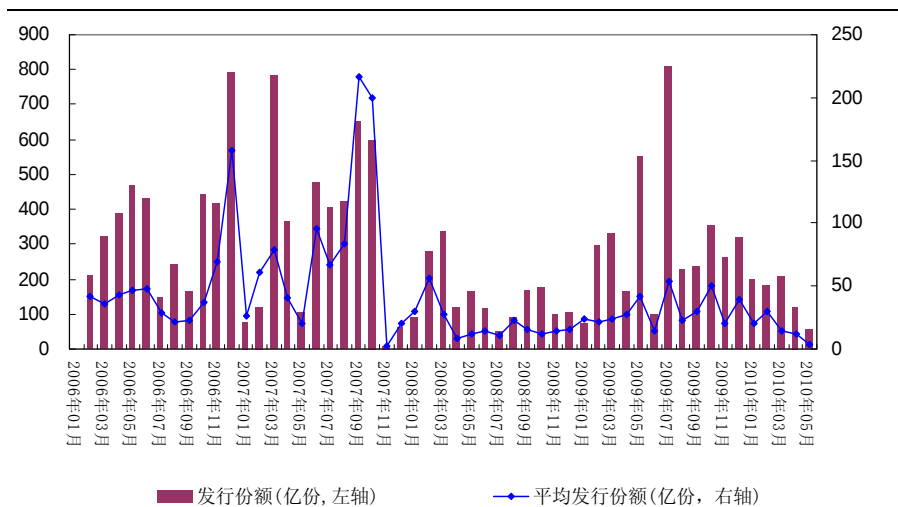


资料来源：Wind，光大证券研究所

从近期基金发行的状况和以及 A 股新增开户数情况来看，股票的需求依然比较低迷，投资者的情绪也比较低落，没有储蓄资产大规模流入股市的迹象。

图表 13：基金发行情况显示市场情绪低迷

2006-2010 年基金发行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 14：A 股新增开户数



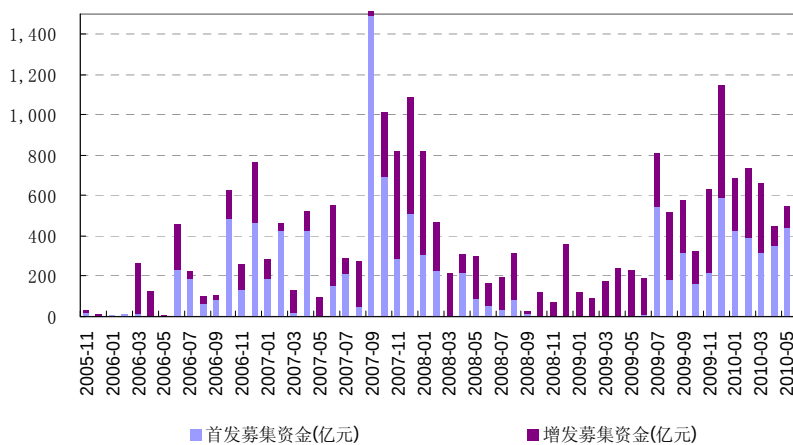
资料来源：Wind，光大证券研究所

股票供给

我们在 2009 年底测算 2010 年的融资需求大约是 9000 亿，考虑市场的状况以及发行节奏的控制，估计实际的融资规模大约为 5000 亿。不过从今年年初至今的发行状况来看，股票供给的压力比我们原来预计的要大，我们现在预计今年的融资规模大约在 7000-7500 亿左右，大约月均 600 亿。

2010 年沪深两市融资规模为 2276 亿，4、5 月份合计为 994 亿，整体融资的规模较大。

图表 15：2005 年以来月度股票融资额



资料来源：Wind，光大证券研究所

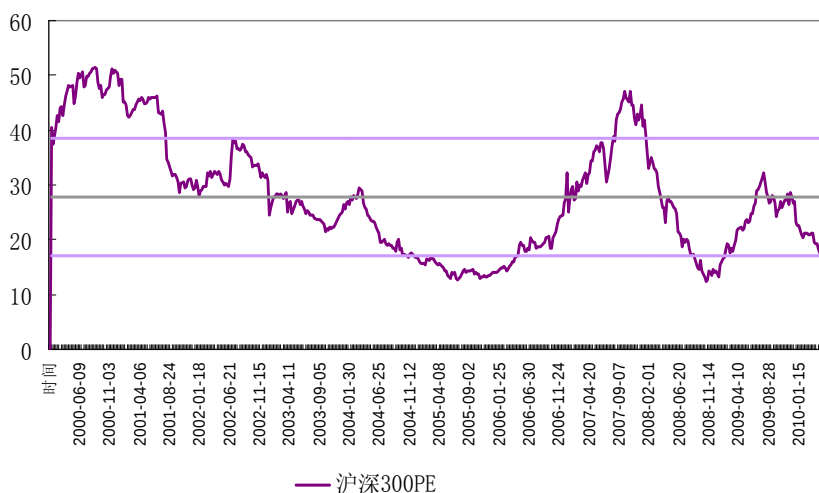
估值

市场已经达成共识，A股市场在进入全流通之后将寻找一个新的估值均衡区间，但是要找出新的估值均衡区间在哪里却并不容易，可能需要在事后才能确认。参考国外成熟市场的情况，在正常的利率水平下，我们倾向于认为15-20倍PE的估值区间可能是A股市场的合理估值区间，但是在非正常情况下，远低于15倍PE或者远高于20倍PE依然是可能出现的。

根据我们对2010上市公司的利润预测来看，沪深300指数对应的2010年PE估值在16倍左右，处于偏低的水平。但是，我们反对单纯利用估值指标来预测市场的底部，动态估值隐含了对未来一段时间盈利增长的预期，不过这种预期是适应性预期，而不是完全理性预期。因此，一方面，这种预期存在进一步动态调整的需要，另一方面，在极度悲观或者极度乐观的市场情绪下，这种预期完全可能过度，而非理性。

从沪深300指数ttm估值来看，目前的估值是15.85倍，已经略低于历史均值减一倍标准差。

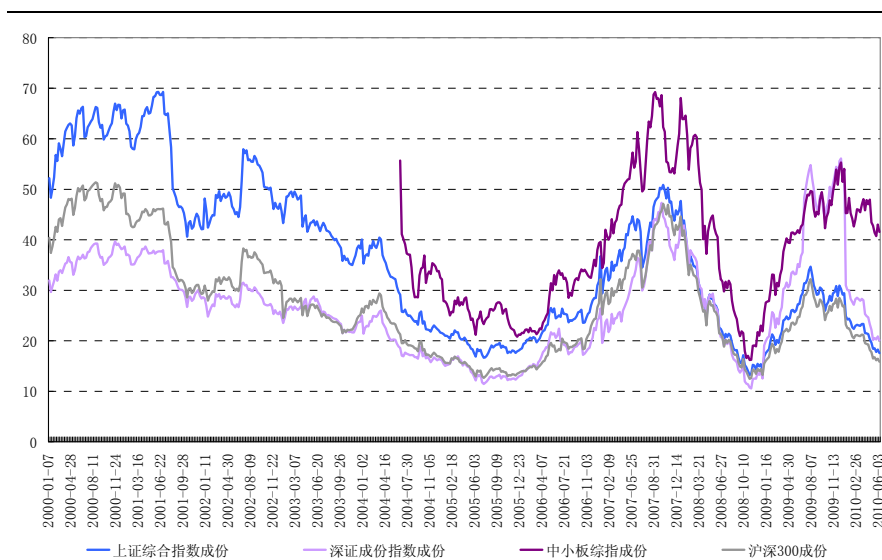
图表 16：沪深300 PE 估值（ttm）



资料来源：Wind，光大证券研究所

从沪深两市的主要指数PE估值（ttm）来看，上证综合指数，深圳成指都已经处于较低水平，但中小板综指依然处于较高水平。截至2010年6月4日，上证综指，深圳成指以及中小板综指的PE估值（ttm）分别为17.5倍、20.1倍和41.5倍。

图表 17：沪深主要指数 PE 估值（ttm）



资料来源：Wind，光大证券研究所

三、下半年投资建议及大类板块配置

根据我们对今年下半年的市场判断，我们建议客户保持低仓位操作，待我们认为的三个条件之一出现之后再行加仓，或者待三季度末政策开始放松时再考虑加仓。这三个条件分别为：房价下跌 15—30%，通胀压力大幅减弱（CPI 突破 3% 以后重新回落到 3% 以内），估计的月度 GDP 低于 9%。

板块上，首先，我们建议客户主要把握消费类以及新兴产业的自下而上的投资机会，特别推荐二线消费，这些行业股票的股价虽然已经反映了基本面和政策的积极变化，但是依然会有比较好的相对收益；其次，反弹选择跌幅大、估值低的行业阶段性机会。

从政策和经济的角度来看，我们目前处于经济结构调整的重要转折期，而政府也适时提出构建和谐社会、进行经济结构调整的重大决策。我们认为政府决策是顺应经济发展的内在要求而提出的。从产业结构来看，我国传统制造业也正面临成本上升的压力，需要进行产业升级或者转移，以提升国际竞争力。而新兴产业正是未来经济增长的核心力量，也是参与国际竞争的有利武器。从经济发展的阶段来看，我国快速工业化的阶段已经过去，未来将逐步转向大众消费的阶段；居民收入也达到了消费升级的水平，政府也在积极推动社会保障、医疗保障体系的建设，消费必将成为未来经济增长的主要推动力量。经济自身力量的推动，加上政策导向，我们相信在下半年、以及未来相当长的时期，消费和新兴产业都将是未来的经济主题，而投资对经济的贡献将逐步下降。

从盈利的角度来看，我们认为随着经济增长的放缓，周期类和投资品板块的业绩较有较大幅度的下调，而消费品的业绩则保持稳定。经济增长放缓的主

要因素是投资放缓，这会带动投资品和周期类板块盈利能力的下降，我们预计利润增长率下降的幅度在 10% 以上。消费品的盈利将依然保持稳定，受经济的影响较小。在各种消费促进政策的刺激下，消费品的增长有望继续上升。新兴产业目前仍然处于战略发展期，但其未来的前景非常可观。而且随着各种产业政策的出台，潜在的市场规模将会被激发扩张，会提高投资者的预期。值得说明的是，并非所有的新兴产业公司都没有业绩，医药、节能减排和信息产业等领域的公司在传统业务业绩良好，而在新兴产业上也具备优势。

从估值的角度来看，我们认为消费品的估值仍然处于相对合理的区间，周期类和投资品的估值难言已经见底，新兴产业则不适用传统的估值方法。从静态的估值来看，消费品绝对估值虽然较高，但相对于其增长水平和历史估值水平来看，仍处于合理区间，周期类和投资品绝对估值则明显低于消费品。但动态来看，周期类和投资品的盈利预测存在下调空间，因此很难确定其估值已经见底。即便按照静态市盈率来看，许多周期类和投资品的市盈率都不能说已经完全见底。至于新兴产业，我们认为目前更多的属于主题投资，目前盈利能力尚没有完全体现，用传统的估值方法并不适合。

图表 18：各行业估值及相对估值比较

行业名称	一致预期 P/E(按指数编制法调整)		PB(按指数编制法调整)		相对估值		
	2010E	2011E	2010E	2011E	当前行业/指数	历史行业/指数	相对 PE
指数	16.09	13.05	2.35	2.05	0.79		
采掘	15.02	12.69	2.98	2.55	0.93	0.89	1.05
电子元器件	23.16	19.08	3.83	3.2	1.44	1.7	0.85
房地产	13.97	11.1	1.77	1.52	0.87	1.13	0.77
纺织服装	21.75	14.72	1.59	1.69	1.35	1.12	1.21
公用事业	19.98	16.43	1.88	1.76	1.24	1.11	1.12
黑色金属	14.24	10.47	1.2	1.11	0.89	0.69	1.28
化工	18.59	15.14	2.76	2.39	1.16	0.94	1.22
机械设备	18.39	14.45	3.29	2.7	1.14	0.98	1.17
家用电器	15.17	12.99	2.25	1.94	0.94	0.88	1.07
建筑建材	13.52	10.96	1.81	1.57	0.84	1.22	0.69
交通运输	19.92	17.04	2.11	1.92	1.24	1.21	1.02
交运设备	15.76	13.3	2.71	2.33	0.98	1.06	0.93
银行业	10.34	8.42	1.9	1.61	0.64	0.91	0.71
非银行金融业	19.72	16.76	2.61	2.33	1.23	1.64	0.75
农林牧渔	38.09	32.09	2.98	2.71	2.37	1.76	1.34
轻工制造	13.11	11.01	1.48	1.32	0.81	0.81	1.01
商业贸易	22.42	17.82	2.99	2.55	1.39	1.22	1.14
食品饮料	24.42	19.99	6.11	5.01	1.52	1.61	0.94
信息服务	35.66	27.51	2.26	2.13	2.22	1.63	1.36
信息设备	26.89	20.81	3.17	2.81	1.67	1.44	1.16
医药生物	27.07	22.22	5.33	4.39	1.68	1.47	1.15

有色金属	29.99	21.46	3.87	3.32	1.86	1.26	1.47
综合	108.08	72.92	5.69	4.55	6.72	9.37	0.72

资料来源：Wind，光大证券研究所

从市场的角度来看，我们认为消费品和新兴产业仍然处于强势之中，在前期创下新高之后，已经经过了一个多月的调整，但调整的幅度并不大，并没有破坏原有的上升趋势。而周期类和投资品经过长期的下跌之后，并没有出现止跌的迹象，在反弹中的力度也要明显弱于消费品和新兴产业。客观来看，消费品和新兴产业肯定处于相对较高的位置，存在一定的补跌风险，但是由于其很多行业依然具备相对坚实的业绩基础，而且存在超预期的可能，我们倾向于认为他们即使出现补跌，幅度也会相对较小，依然会有相对收益；当然，如果出现业绩大幅低于预期的情况，也会面临较大风险。

图 19：最近三个月各板块涨跌幅及相对位置

	3 个月		2 个月		1 个月
SW 电子元器件	5.81	SW 医药生物	3.59	SW 食品饮料	-1.25
SW 医药生物	5.34	SW 电子元器件	-2.49	SW 医药生物	-3.07
SW 机械设备	-2.55	SW 食品饮料	-5.56	SW 家用电器	-3.46
SW 有色金属	-3.84	SW 有色金属	-5.99	SW 机械设备	-4.11
SW 采掘	-5.71	SW 机械设备	-7.37	SW 电子元器件	-4.14
SW 食品饮料	-6.83	SW 采掘	-7.77	SW 房地产	-4.64
SW 农林牧渔	-6.87	SW 商业贸易	-9.06	SW 农林牧渔	-4.79
SW 商业贸易	-6.98	SW 农林牧渔	-9.33	SW 商业贸易	-5.04
SW 金融服务	-7.17	SW 金融服务	-9.88	SW 金融服务	-5.08
SW 信息设备	-8.3	SW 信息设备	-10.56	SW 有色金属	-5.64
SW 纺织服装	-8.8	SW 交运设备	-11.79	SW 纺织服装	-6.07
SW 综合	-9.74	SW 公用事业	-11.82	SW 交运设备	-6.21
SW 公用事业	-9.95	沪深 300	-12.28	沪深 300	-6.32
SW 轻工制造	-10.01	SW 轻工制造	-13.32	SW 建筑建材	-6.58
沪深 300	-10.17	SW 纺织服装	-13.82	SW 黑色金属	-6.97
SW 交运设备	-11	SW 信息服务	-15.06	SW 采掘	-7.73
SW 家用电器	-11.2	SW 建筑建材	-15.34	SW 公用事业	-7.94
SW 信息服务	-12.3	SW 交通运输	-15.39	SW 信息设备	-8.03
SW 建筑建材	-13.12	SW 综合	-15.84	SW 化工	-9.09
SW 交通运输	-13.41	SW 家用电器	-16.01	SW 综合	-9.27
SW 化工	-14.07	SW 餐饮旅游	-16.33	SW 交通运输	-9.52
SW 餐饮旅游	-15.05	SW 黑色金属	-18.06	SW 轻工制造	-9.74
SW 房地产	-15.74	SW 化工	-18.23	SW 信息服务	-9.96
SW 黑色金属	-17.58	SW 房地产	-21.12	SW 餐饮旅游	-10.72

资料来源：Wind，光大证券研究所

四、三季度行业配置及投资主题

根据我们的判断，下半年的市场存在较大变数，现在对整个下半年行业配置做出准确把握的难度比较大。按照惯例，我们给出未来三个月的行业配置建议，大致对应第三季度。

大类板块配置：以防御为主，建议偏向消费品和稳定类

从三季度来看，我们认为市场将继续探底，影响市场的关键因素将是宏观经济和企业利润。我们认为在从紧政策的影响之下，经济增长将继续放缓，企业利润也存在下调的风险，主要表现在投资品和周期类行业，消费品和稳定类行业的盈利则保持平稳。结合估值和市场的情况，我们认为三季度的大类板块仍然应偏向消费品和稳定类，建议回避周期类和投资品。

三季度行业配置：首推医药、商业贸易和食品饮料

三季度我们最看好的三个行业为医药、商业贸易、食品饮料，次看好的三个行业为银行、纺织服装和信息服务。

我们所选的行业大部分是具有稳定增长特点的，其中医药、商业贸易、食品饮料和纺织服装都是接近终端的消费品，受到宏观政策的影响较小。从估值上来看，这些行业目前仍然处于合理的估值水平，与业绩增长相匹配。纺织服装存在一点区别，纺织类企业的增长受到出口的影响，具有一定的周期性，但服装类也是比较稳定的消费品。因此我们将纺织服装放在次三的位置。

我们将信息服务放在次三的理由是传媒板块受到三网融合等政策的积极影响，而软件部分也受到相关产业规划的积极影响。

我们认为银行的配置需要提高，银行的股价已经反映了充足的悲观预期，即便考虑到地方政府融资平台和房地产市场潜在的影响，对其业绩进行充分下调之后，其估值仍然在 11-12 倍左右，这相对于合理估值仍然有充分的折让，我们认为银行业合理估值在 15 倍。但考虑到银行上涨需要更多的资金，因此我们将银行放在次三。

重要主题

我们认为贯穿下半年的投资主题包括民生主题、新兴产业。具体来说，三季度值得关注的有医改、二线消费、三网融合、节能减排和再制造产业。

民生主题

本届政府非常重视民生，努力构建和谐社会，在社保、医保、收入分配和消费促进等方面下了很多功夫，也取得了不错的效果。我们预计下半年政府依然会在医改、消费促进、收入分配等方面做文章，进一步推进相关工作。

从经济运行来看，我们认为下半年消费依然会保持较平稳的增长，而二线消费有望保持快于整体的增长速度。这一点我们在后文将有专题进行研究。

民生主题将是未来较长时期的重要主题，在下半年我们认为医疗改革、二线消费将具有较好的投资机会。

医疗改革已经进行了一段时间，目前改革的重点转向了医院。胡锦涛主席日前提出要将医保覆盖到全体城乡居民，这将带来更大的市场需求。而随着基本药物体系的逐步完善，医药市场的增长也将兑现。

二线消费的增长则是来自中西部地区居民和中低收入人群收入的快速增长，并且开始进行消费升级。二线消费主要包括二线白酒、二线地区百货、基本药物、国内品牌服饰等等。

新兴产业

正如我们前面所说，发展新兴产业是经济转型的重要方向，政府对此也高度重视，在新能源、新材料、信息产业、新医药、生物育种、节能环保、电动汽车等七个领域将逐步出台相关政策，给予实质的支持。

我们认为三网融合、节能减排、再制造、新能源汽车、电子支付、物联网等在下半年将有持续的机会。

三网融合已经 3 次向国务院提交方案，预计今年 6-7 月份就会推出具体的方案。三网融合虽然存在一些障碍，但国务院明确提出今年要进行试点，我们相信在国务院协调下，三网融合的进展会加快。

节能减排在今年也具有特别的意义。一方面，今年是“十一五”的最后一年，降低能耗的目标必须完成，因此今年节能减排的任务很重，这也是中央明确提出的。另一方面，政府也在 5 月初就节能减排做了具体的规划，相信在下半年会逐步出台细化政策并实施。

再制造产业是最近才在资本市场上提出的一个概念，它是在节能减排的大背景下国家重点发展的一个产业，具有很好的经济价值。近期发改委等九部委联合发文推进再制造产业的发展，并做出了安排。我们预计下半年会在汽车零部件和机电产品的再制造方面继续推进，出台政策。该主题具有很好的新颖性。

新能源汽车、电子支付、物联网等是在市场上已经比较成熟的主题，相关政策已经陆续出台了，未来仍值得关注。

五、消费整体崛起与结构下沉

消费整体崛起与结构下沉的意义和背景

我们在对下半年市场的大类板块方向进行思考的时候，认为消费依然会是最重要的主题。得出这种结论更多的是基于对下半年经济政策走势、市场和估值等方面的综合考虑。

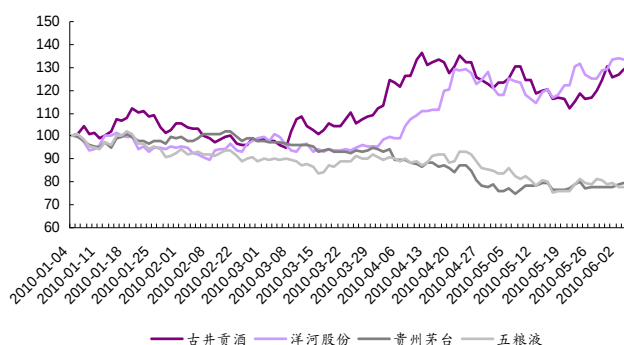
实际上，我们认为消费主题具有更加长远的生命力，在 2010 年年度策略报告中提出“经济转型、消费崛起”的主题。这一主题是符合当前的政治经济环境。一方面，传统的经济发展方式已经面临瓶颈，急需探索新的经济模式和产业。另一方面，政府也注意到收入分配上存在的一些问题，把民生问题和谐社会作为重要的政治目标。近日，国务院转发了国家发展改革委《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》，明确提出要把调整经济结构、保障和改善民生作为今年和今后一段时间经济体制改革的重点工作。

虽然存在理论上的必要性和可行性，但我们认为仍然有必要对“消费崛起”的假设作更进一步的求证和思考，主要是从经济现实和市场表现两个方面相互印证。

2010 年上半年以来我们观察到消费板块在市场上取得了良好的收益，一方面是由于市场风格和结构所造成的，另一方面则是由于消费、尤其是二线消费爆发了超预期的增长。坚实的基本面，加上市场结构的因素，一些二线白酒和百货公司在上半年取得了良好的表现。

图表 20：二线白酒股票表现显著超越一线白酒

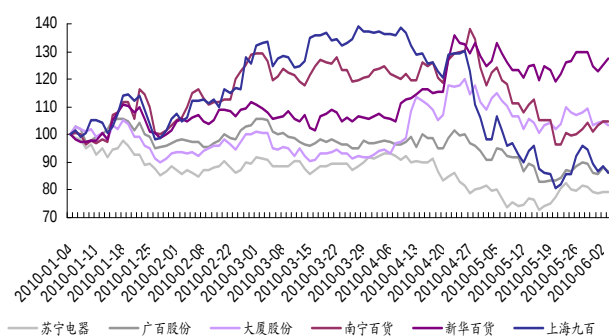
今年以来部分白酒股票的表现



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 21：二线区域百货股票表现超越一线百货

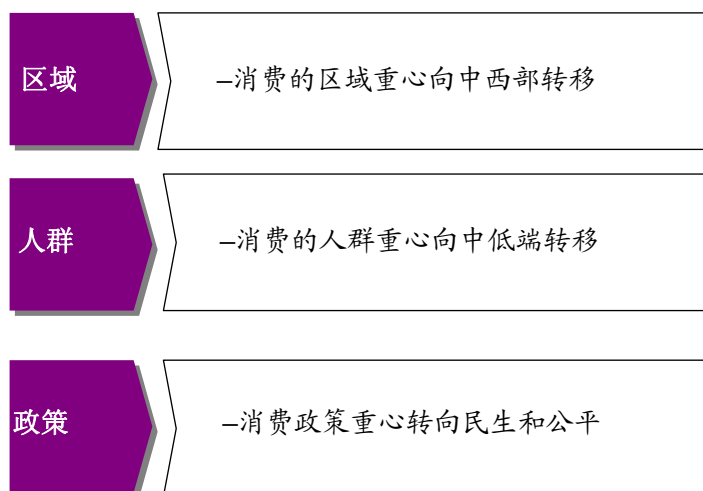
今年以来部分百货股票的表现



资料来源：wind，光大证券研究所

那么这种二线消费加速增长是偶然现象，还是经济发展的必然呢？我们更加倾向于认为二线消费的增长是必然，而且该趋势仍会持续较长时间。从本质上看，我们认为二线消费的加速增长是基于消费结构在区域、人群和政策上的下沉。这也就是我们所说的“消费结构下沉”。具体来说，消费的结构重心将逐步从东部发达地区转向中西部发展中的地区，消费的人群重心将从富裕人群逐步转向中低收入人群，而消费的政策重心也会侧重鼓励和促进中低收入地区和人群的消费。

图表 22：二线消费加速增长的本质是消费结构下沉



资料来源：光大证券研究所

与消费整体崛起一样，消费结构下沉也是具有时代背景的，也是当前政治经济发展阶段的必然结果。而政府也适时推进相关政策，有助于消费结构下沉的实现，推动我国加快进入大众消费的时代。

从政治上来看，结构下沉的逻辑是保障民生和构建和谐社会。在改革开放的初期，我国采取了“让一部分人先富起来”的策略，而目前到了“让先富带动后富”的阶段。后富人群的发展在我国是具有鲜明的政治意义，是改革开放初期对国民的承诺，现在则到了开始兑现的时候。政府也适时地提出了构建和谐社会的目标，将收入分配改革和保障民生作为今年及未来一段时间的改革重点。

从经济上来看，结构下沉的逻辑是劳动者报酬上升和后富人群消费升级。一方面，我国人口结构导致劳动年龄人口比例开始下降，这必将使得劳动者的议价能力提升，劳动者报酬在国民经济分配中所占的比例也会提高，尤其是中低端劳动者的报酬将上升的更快。另一方面，我国人均 GDP 已经达到 2 万元，大部分城镇居民的人均可支配收入也达到了 1 万元，其生活水平也达到了从小康过渡到富裕的程度，消费升级的过程已经悄然开始。

从政策上来看，政府是顺应政治与经济的发展趋势，不失时机地出台各种政策，以期望推动并加快我国经济转向内需为主，并实现经济发展的最终目的，让人民过上富裕的生活。目前，政府已经开始着手解决社会保障、医疗保障和住房问题，并计划在收入分配、户籍制度等方面入手，全面地解决当前贫富差距加大、消费不足的矛盾。

消费的区域重心下沉

我们首先从区域结构的角度入手来观察消费增长的主要来源是怎样从东部沿海发达地区转向中西部地区的。从逻辑上来看，我们认为有三个要点。

第一，中西部地区的人口增长将快于东部地区，这是很多人都没有观察到的一种趋势，这种趋势将在未来的若干年里变得更加重要。改革开放的前三十年，人口主要是从中西部向东部转移，是以农民工为主的劳动力迁徙为代表，东部地区迅速工业化，目前已经达到工业化的后期，部分地区步入后工业化。由于东部地区三十年来的发展，该地区的生活成本也迅速上升，中低端劳动者已经很难承受。近年来就开始出现劳动力返流的情形，农民工务工地点也出现分化，开始向中西部地区转移。中西部地区经济增长加速，生活环境改善，对农民工形成拉力，与东部地区形成的推理相结合，我们预计未来中西部地区人口的增长将会快于东部地区。

第二，中西部地区居民收入增长比东部地区要更快。消费的多寡最终还是取决于收入水平，由于中西部地区近年来经济发展比东部地区要更快一些，其居民收入和消费的增长速度也要更快一些。这也是我们观察到二线地区的消费增长更快的经济基础。我们预计随着区域协调发展政策的进一步推进，部分制造业继续向中西部地区转移，中西部地区的城镇化和工业化进程仍然会持续，而东部地区则开始进入后工业化阶段，经济增长会有所放缓。在这种对比之下，未来几年中西部地区的经济增速仍然会快于东部地区。这是消费结构继续向中西部地区转移的经济基础。

第三，中西部地区居民消费倾向更高，且正在进入消费升级的阶段。我们的直观感受是中西部地区居民正处于从小康向富裕阶段过渡，其消费倾向普遍比东部富裕或最富裕的居民要高。而处于过渡阶段的中西部居民也到了消费升级的阶段，已经解决了温饱问题，开始在居住、交通、通信、健康等方面追求生活感受。

图表 23：消费区域结构下沉的逻辑



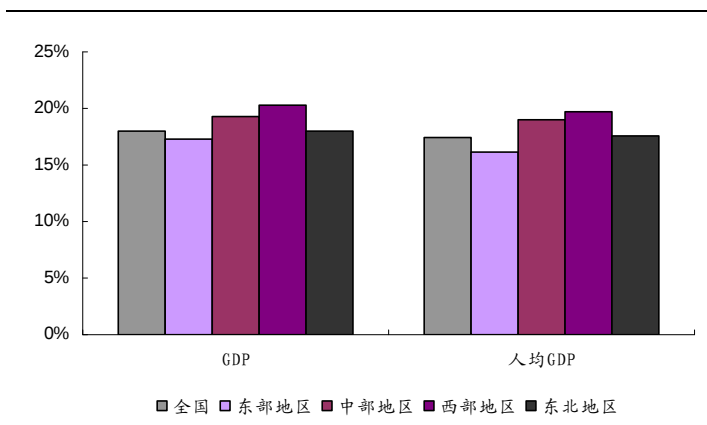
资料来源：光大证券研究所

从历史数据来看，我们也初步观察到了消费结构向中西部转移的现象，并且也完全符合我们的逻辑推断。

与我们的直观感受一致，近年来东部地区的经济增长率要比全国慢一些，中西部的经济增长比东部快。具体来看，2005-2008 年西部地区经济的复合增

长最快，比全国平均每年要快 2.3 个百分点，比东部要快 3 个百分点。中部地区的经济增长次之，比全国要快 1.3 个百分点，比东部地区快 2 个百分点。东北地区的经济增长几乎与全国持平。

图表 24：05-08 年全国各区域经济复合增长率比较

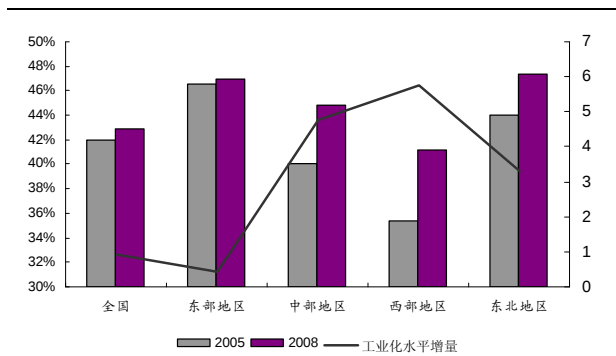


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

中西部地区经济增长快于东部地区的重要因素是其工业化和城市化的进程要明显快于东部地区。从工业化水平来看，东部地区明显要高于其他地区。东西部地区之间的差异最大，2008 年东、西部地区的工业化水平分别为 47% 和 41%，达到 6 个百分点。但从工业化水平的增量来看，中西部地区则明显快于全国，更快于东部地区。具体来说，西部地区最快，中部地区次之，东北地区再次，其 4 年的工业化水平分别增加了 5.8、4.8 和 3.3 个百分点，

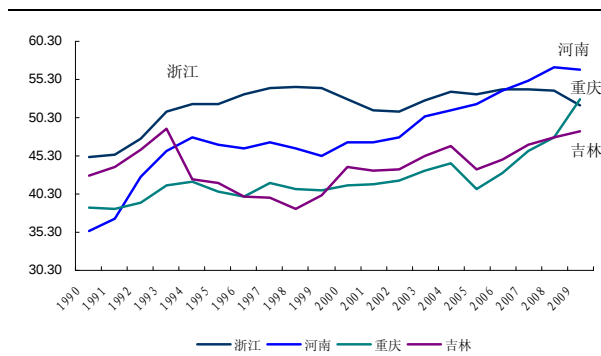
从城市化水平来看，大部分中西部省份从 2000 以来开始了一轮快速的城市化过程，而部分东部省份则保持了较为稳定的城市化水平，城市化进程缓慢。我们选取了浙江、河南、重庆和吉林为代表，观察到河南和重庆从 2000 年左右开始了一轮迅速的城市化，几乎按每年 1 个百分点的速度增加。吉林的城市化进程稍微慢一些，每年在 0.5 个百分点左右，而浙江地区的城市化水平则在 10 年间下降了 0.8 个百分点。

图表 25：中西部地区工业化进程明显快于东部地区



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 26：中西部省份城市化进程明显快于东部地区



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

实际上，我们对全国所有省市近年来的城市化进程做了比较，发现城市化进程快于全国的地区几乎都是中西部和东北地区的。在全国 31 个省中，有 16 个省的年平均城镇化速度高于全国，其中 14 个都是中西部和东北的，只有江苏和广东是东部地区的。城市化最快的地区是河南、湖南、安徽、陕西和重庆。

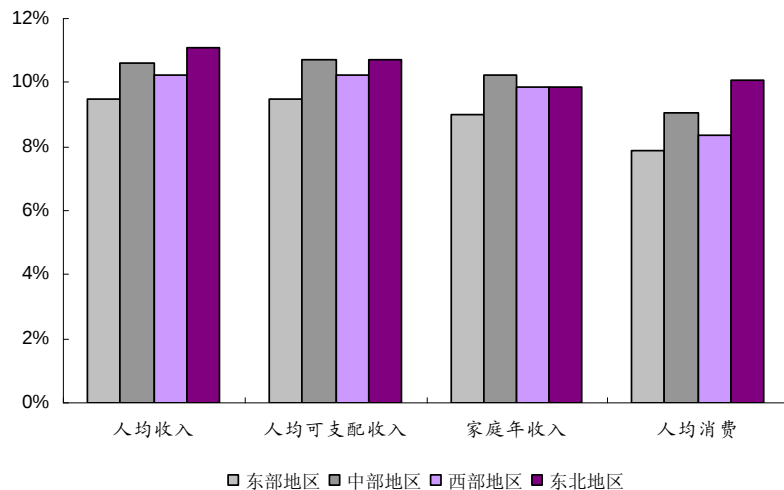
图表 27：05 年-08 年城镇化进程快于全国的地区主要集中在中西部

	2005	2006	2007	2008	平均每年城镇化速度
全国	42.99	43.90	44.94	45.68	0.90
河南	30.65	32.47	34.34	36.03	1.79
湖南	37.00	38.71	40.45	42.15	1.72
安徽	35.50	37.10	38.70	40.50	1.67
陕西	37.23	39.12	40.62	42.10	1.62
重庆	45.20	46.70	48.34	49.99	1.60
广西	33.62	34.64	36.24	38.16	1.51
内蒙古	47.20	48.64	50.15	51.71	1.50
四川	33.00	34.30	35.60	37.40	1.47
江西	37.00	38.68	39.80	41.36	1.45
河北	37.69	38.44	40.25	41.90	1.40
江苏	50.11	51.90	53.20	54.30	1.40
云南	29.50	30.50	31.60	33.00	1.17
山西	42.11	43.01	44.03	45.11	1.00
海南	45.20	46.10	47.20	48.00	0.93
宁夏	42.28	43.00	44.02	44.98	0.90
广东	60.68	63.00	63.14	63.37	0.90

资料来源：WIND，光大证券研究所

中西部地区经济的强劲表现是否转换为其居民收入和消费的快速增长呢？答案是肯定的，下图为我们揭示了相关的数据。我们观察到中西部地区和东北地区的居民人均收入、人均可支配收入、家庭平均收入和人均消费等指标的增长率都要明显快于东部。不过有一个地方是存在疑惑，我们仍然在思考其中的原由及启示。东北地区的收入和消费增长率是最快的，这与经济增长率的排序是完全不同的。如果经济增长与居民收入增长之间并不能完全匹配，那么我们前面的推论是否存在问题呢？一个可能的解释是国民收入分配在各个地区之间存在差异。东北作为老工业基地，国有企业占比高，因此在国有企业在国民收入分配和福利制度方面有着较大的差异。因为国有企业是有保障的，而中西部的市场化或者农民工是没有保障的。从住房的角度来看，东北的房子都是小户型占比高。第二个可能是东北的农业占比较高，农业增长存在被低估的可能。因为最近出台很多的农业相关补贴给东北农村带来的影响是比较大的。无论是什么情况，如果各地区的收入分配体系保持稳定，那么国民收入增长仍然可以带来同等的居民收入增长。我们认为这个推论在总体上仍然是合理，也就是说中西部地区经济加速增长会带来其居民消费增长。

图表 28：05-08 年全国各区域城镇居民收入和消费复合增长率比较



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

从分省区的消费增长比较来看，消费增长快于全国的省有 12 个，其中 11 个集中在中西部地区，增长最快的地区分别为内蒙、海南、辽宁和山东。

图表 29：2005-2009 年全国消费增长最快的省份

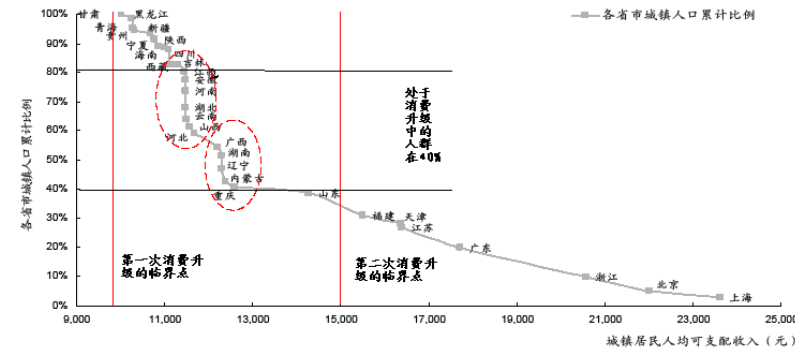
	2005	2009	4 年 CAGR	2009 年增速	2010Q1
全国	7,943	12,265	11.47%	9.09%	11.02%
内蒙古	6,929	12,370	15.59%	14.25%	12.60%
海南	5,929	10,087	14.21%	7.21%	7.88%
辽宁	7,369	12,325	13.72%	9.73%	1.37%
山东	7,457	12,013	12.66%	9.14%	9.38%
陕西	6,656	10,706	12.61%	9.55%	3.53%
安徽	6,368	10,234	12.59%	7.45%	15.59%
吉林	6,795	10,914	12.58%	12.18%	3.75%
宁夏	6,404	10,280	12.56%	7.55%	7.70%
江西	6,109	9,740	12.37%	11.73%	10.14%
河南	6,038	9,567	12.19%	8.25%	11.06%
四川	6,891	10,860	12.04%	12.20%	16.77%
黑龙江	6,178	9,630	11.74%	11.67%	10.70%

资料来源：WIND，光大证券研究所

如果将全国各省城镇居民人均可支配收入进行比较，我们发现中西部地区的省份可以大致上分为三个层次。第一层次人均可支配收入在 12000 元左右，第二层次人均可支配收入在 11000 元左右，第三层次在 9000-11000 之间。按照国际惯例，人均可支配收入达到 1 万元和 1.5 万元的时候，将分别达到第一次和第二次消费升级，第一次消费升级主要以家电、电子产品等为主，第二次消费升级则以家用汽车、住房为主。根据这个标准，中西部地区处于第一和第二层次的居民分别面临第二次和第一次消费升级的阶段，这两个阶

段的人群占到全国城镇人口的 40%。这也是我们认为消费面临整体崛起的重要基础，中西部将成为消费崛起的重要推动力。

图表 30：2008 年全国各省城镇居民人均收入及人口分布



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

从各地区的消费结构来看，我们也可以大致发现一些消费结构升级的迹象。下表是各地区城镇居民分类消费复合增长率的数据，我们将每类消费增长最快的地区用黄色标示出来。从中可以发现，大部分增长最快的都集中在中西部地区。西部地区在食品、衣着和交通通信等方面增长最快，家具类消费增长也还比较快，这表明西部地区主要处于第一次消费升级的阶段。中部地区和东北地区则在大部分类别的消费上增长都较快，而在家具、居住、交通和杂项（首饰和美容）上较为突出，他们正处于第二次升级的阶段。

图表 31：05 年-08 年各地区城镇居民各种消费复合增长情况

	东部地区	中部地区	西部地区	东北地区
消费	7.87%	9.05%	8.37%	10.08%
食品	8.77%	9.61%	10.19%	10.73%
衣着	9.51%	8.17%	10.95%	10.75%
家庭设备用品及服务	9.57%	12.99%	10.04%	14.67%
医疗保健	4.91%	10.45%	6.24%	6.91%
交通通信	7.22%	8.51%	8.77%	10.69%
教育文化娱乐服务	5.18%	4.91%	1.88%	6.33%
居住	8.14%	9.76%	6.52%	10.87%
杂项商品与服务	10.05%	10.43%	9.03%	11.47%

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

注：我们将每类消费增长最快的地区用黄色标示出来，从中可以发现黄色区域主要集中在表格的右边和下边。这表明各类消费增长最快的地区集中在中西部和东北。

消费的人群重心下沉

消费的人群重心下沉则是从不同收入人群的角度入手来研究消费结构问题。我们认为相对于高收入人群来说，中低收入人群未来的消费增速将明显加

速，其在国民消费中的比例也会逐步增加。之所以这么看，有两个方面的理由。

第一，中低端收入人群收入增长速度将加快，主要是由于中低端劳动供给即将减少、而其素质也会有所提升，造成其劳动报酬提升。

第二，由于收入水平的增长，中低端收入人群目前也达到人均 1-2 万的水平，消费结构升级也是大势所趋。

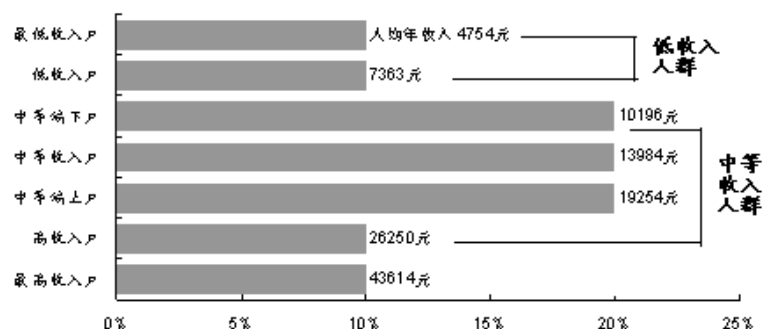
图表 32：消费的人群重心下沉

中低端人群收入增长即将提速	中低端人群消费意愿也将上升
- 刘易斯拐点到来，中低端劳动者供给减少 - 收入分配制度向中低端倾斜，形成橄榄形收入结构 - 中低端劳动者素质提升，生产效率也将提高	- 消费政策鼓励中低端人群加大消费 - 人均收入水平达到1-2万，消费结构面临升级 - 中低端收入人群的年轻化导致消费意愿上升

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

为了更好的研究，我们首先需要对中低端人群进行界定。根据国家统计局的数据，我国城镇居民可以分为 7 等，具体结构如下。最高收入户占比为 10%，人均年收入为 4.4 万元；最低收入户占比也为 10%，人均年收入为 4754 元。这种方法把人均收入在 1-2 万之间的人群称为中等收入户，其占比为 60%。实际上，按照我们的理解，中等收入户的范围应该扩大至人均收入 2.6 万的人群。按照家庭人口与劳动人口之间的比例关系，我们测算的中等收入户对应的劳动人口人均月薪在 1800-4000 之间，这一部分人群的收入主要是依靠工资收入，被视作中等收入人群也是合理。我们将人均收入在 1 万元以下的称为低收入人群。

图表 33：中低收入人群的重新界定

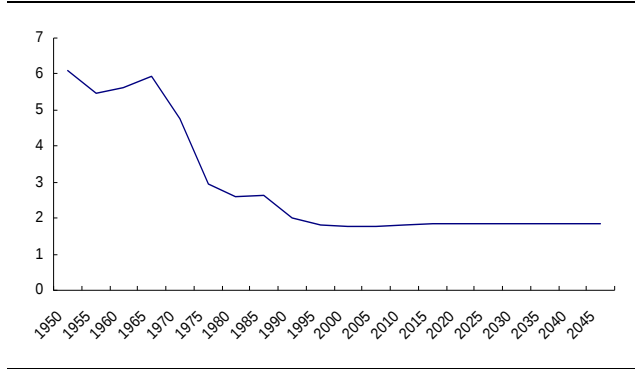


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

我们研究了劳动年龄人口的数量及占比，发现在 2015 年劳动年龄人口的比例就达到高点，并开始逐年下降。劳动年龄人口的这种变化也是有其依据的，主要是我国生育率从 1980 年前后就开始迅速下降。劳动年龄人口的这种变化在当前的社会经济中已经有所表现了。一个例证是沿海地区屡屡出现的用工荒，这表明劳动的供给开始接近边际上的怪店了。实际上如果对劳动年龄人口作更细致的研究，可以发现当前的劳动年龄人口的年龄也在年轻化，年轻一代劳动者的性格和需求都在悄然发生变化，对有效劳动供给也产生了影响。最近富士康员工连续跳楼自杀的事件就揭示了这种年轻化对劳动供给的影响。由于劳动力和有效劳动供给的下降，必然会提升劳动者的议价能力，并提高其收入水平。最近，富士康宣布提升其工人薪水 30%，这就是一个明显的例子。

图表 34：我国生育率快速下降

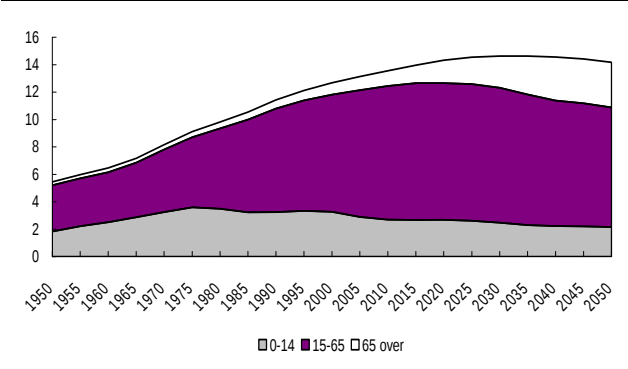
我国生育率变化趋势



资料来源：联合国，光大证券研究所

图表 35：我国劳动年龄人口占比将趋于下降

我国人口年龄结构



资料来源：联合国，光大证券研究所

我们相信政府也会越来越重视提升中低收入人群收入，目前正在积极的推进医疗保障、养老保险等制度，并着手改革存在畸形的房地产市场，以期望降低中低收入者的生活成本，提高其消费意愿。最近仍然在讨论的政策包括收入分配、税收制度和教育体系，从国务院到各级政府，都已经开始积极讨论相关政策，我们预计今年下半年和今后一段时间，各种政策就会陆续出台。

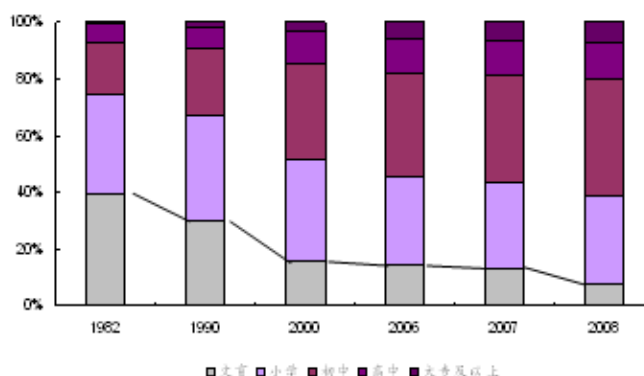
图表 36：已推出或将推出的提高中低收入人群收入的政策

政策类型	具体政策内容	政策效果
收入分配	初次分配制度	提高劳动者收入在 GDP 中的比例
	改进收入结构	提高中等收入人群的比例
税收制度	提高个人所得税起征点	提高可支配收入水平
	结构性减税	提高中低收入人群的可支配收入
社会保障	医疗保障体系	保障民生，提高消费意愿
	养老保险体系	保障民生，提高消费意愿
	住房领域	保障民生，提高消费意愿
教育体系	发展职业教育	提高中低端劳动者素质，提升生产效率

资料来源：光大证券研究所

另外一个影响劳动者收入的因素是受教育程度,这决定了劳动者的生产效率,进而影响其收入水平。从我国居民的受教育结构来看,文盲的比例迅速下降,目前已经降到了 10%以内,而小学和初中占比则越来越大,并在近年来保持了稳定。我们相信实际劳动者的受教育程度要更好一些,因为新进入劳动的人群受教育程度更高,比退出劳动的人群要高得多。以新生代农民工为例,其受教育程度高于其父辈,从事的工作也比起父辈更加复杂,收入水平也要更高一些。

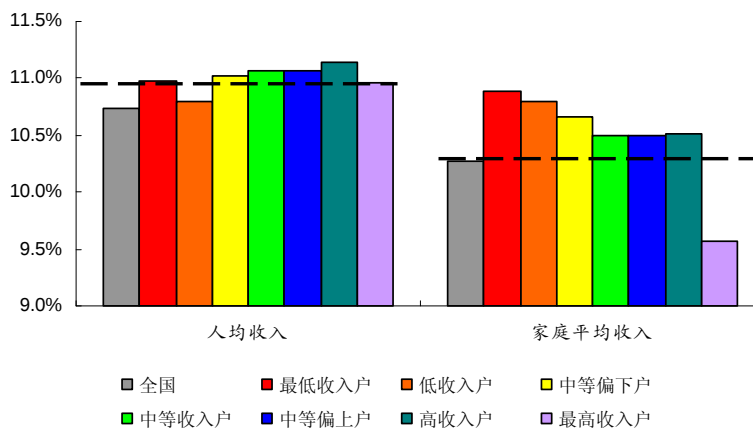
图表 37：我国居民受教育程度逐步上升



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

由于上述三个方面的因素,我们认为劳动者、尤其是中低端劳动者的收入增长水平将明显加快,实际上也要快于高收入人群。从历史数据来看,人均收入增长最快的是中等收入户和高收入户,实际上也就是我们所说的中等收入人群。而从家庭平均收入来看,中等收入户和低收入户的增长最快。造成这种区别的原因是家庭规模的区别。我们认为在劳动供给和政府政策维持这种趋势的情况下,居民收入增速之间的差异也会持续存在。

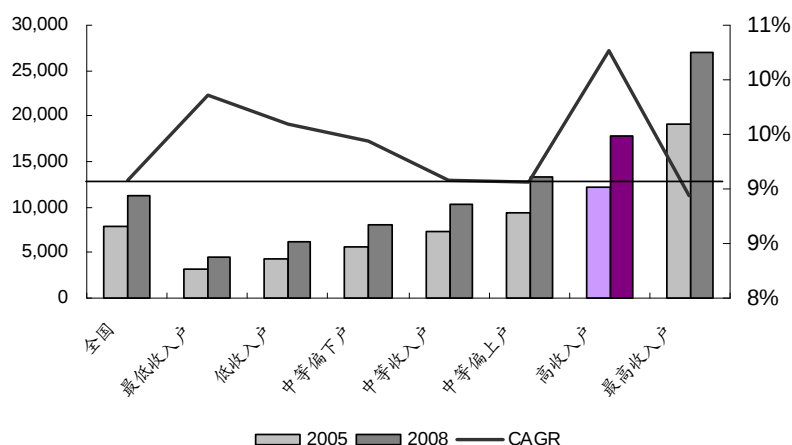
图表 38：05-08 年我国各层次人群收入复合增长率比较



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

各层次人群收入增长的差异也完全体现到了其消费增长上，中等收入人群和低收入人群的消费增长是最快的。有一点值得说明的，对于中低收入人群来说，消费也呈现出中部塌陷的情形，也就是中等和中等偏上户的消费增长只是略高于全国平均。这并不是因为其消费增长慢，而是因为高收入户和低收入户消费增长更快。高收入户因为处于消费升级的阶段，增长很快；低收入户则是受到政策鼓励而加大消费。

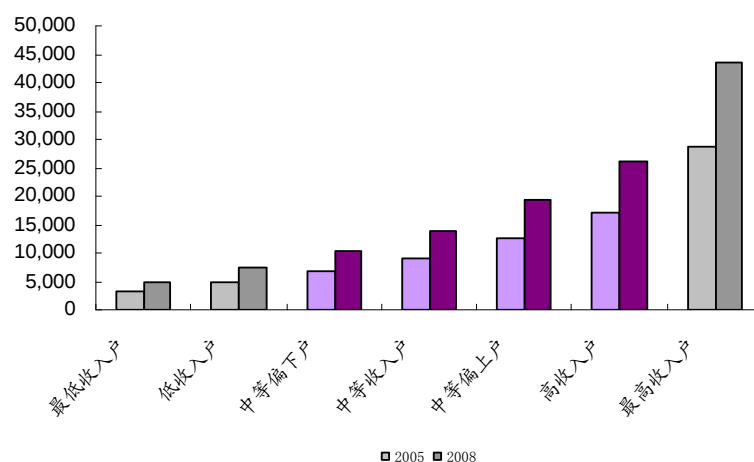
图表 39：05-08 年我国各层次人群消费复合增长率比较



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

按照我们的分类，中等收入人群包括从中等偏下户到高收入户四个组，其人群占比达到 70%。这个层次的人均收入水平在 1-2.6 万之间，处于我们提出的消费升级阶段。这与按照地区结构分析所得出的结果大致相同。

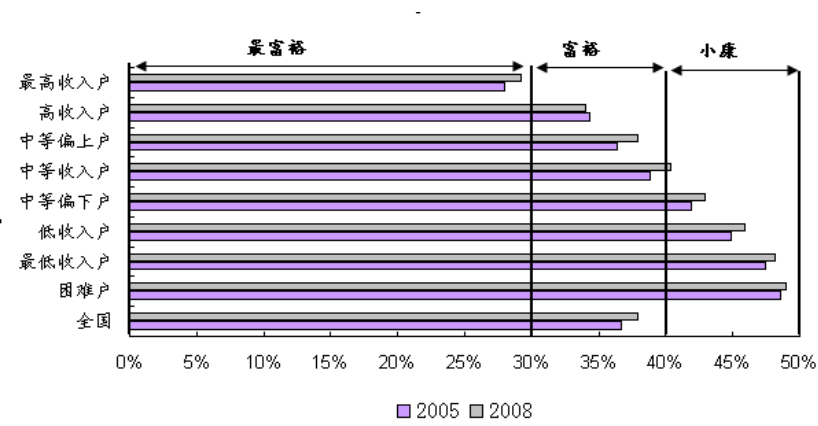
图表 40：05-08 年我国各层次人群收入水平比较



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

观察消费升级的另一个指标是恩格尔系数。我们按照统计局的分组方法计算了不同层次人群的恩格尔系数，结果如下。按照联合国的标准，恩格尔系数在 50% 以上的生活水平是温饱，在 40-50% 之间的是小康，在 30-40% 之间的是富裕，在 30% 以下的是最富裕。按照这个标准，我国城镇居民都已经达到了小康生活水平。其中 20% 的中等偏下收入户处于从小康向富裕过渡的阶段，10% 的高收入户处于从富裕向最富裕过渡。随着收入水平的提高，我们预计未来几年将有 40% 的人群从小康向富裕过渡，30% 的人群从富裕向最富裕过渡。消费升级也是大势所趋。

图表 41：05-08 年我国各层次人群恩格尔系数比较



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

从消费结构来看，我们采取比较的办法将各种消费类型中增长最快的挑出，并用灰色标示出来。从下表可以方便的看出，左边的灰色区域比较密集，说明中低端人群的各类消费增长都很快。中低端人群消费热点主要集中在家庭设备、医疗保健和交通通信上，而高收入户的消费热点则在交通通信、居住和杂项（首饰和美容等）。消费结构的差异已经体现出来。

图表 42：05-08 年我国各层次人群不同种类消费复合增长率比较

项 目	总平均	最低收入户		低收入户	中等偏下户	中等收入户	中等偏上户	高收入户	最高收入户
		10%	#困难户 5%	10%	20%	20%	20%	10%	10%
消费 CAGR	9.07%	9.86%	9.81%	9.59%	9.43%	9.08%	9.07%	10.26%	8.94%
食品	9.95%	10.28%	10.02%	10.26%	10.07%	10.16%	10.15%	10.04%	10.06%
衣着	9.86%	13.05%	13.05%	10.02%	10.52%	9.71%	9.12%	10.28%	10.74%
家庭设备用品	11.57%	14.97%	12.85%	15.89%	12.93%	11.61%	11.29%	12.52%	10.59%
医疗保健	6.95%	8.64%	9.15%	10.37%	9.54%	7.44%	6.33%	5.96%	5.41%
交通通信	9.20%	10.89%	10.07%	9.10%	9.26%	8.98%	11.03%	13.43%	7.24%

教育文化娱乐服务	5.47%	3.93%	6.58%	3.47%	4.28%	4.41%	5.09%	7.81%	8.02%
居住	9.09%	9.70%	9.63%	9.88%	9.74%	9.21%	8.26%	10.70%	9.03%
杂项商品与服务	10.78%	10.82%	7.75%	10.15%	10.74%	11.18%	10.67%	13.19%	10.78%

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

注：我们采取比较的办法将各种消费类型中增长最快的挑出，并用灰色标示出来，可以看出灰色区域主要集中在表格的左边。这表明中低端收入人群的各类消费都增长较快。

消费结构下沉的启示

我们重点分析了消费的区域结构下沉和人群结构下沉，表明相对东部来说，中西部地区和东北地区的消费增长更为显著；相对高收入人群来说，中低收入人群的消费增长更为显著。而且在可以预见的未来，我们认为这两种趋势都会得到延续。因此我们得出的一个重要结论是向投资者隆重推荐二线消费，包括中低端的医药、百货、食品饮料和服饰。

我们的研究也比较了各个省区经济增长、居民收入增长和消费增长的情况，对于那些增长最快的地区，包括内蒙古、安徽、四川、重庆等，我们建议投资者可以进行更多深入的挖掘，其消费增长的潜力仍然可观。

我们的研究也揭示了不同地区或人群在消费倾向具有哪些特点，比如西部地区的人们更加偏好衣食和通信，而中部的地区的人们则更加偏爱居住和交通；再比如中低端人群更加偏爱衣食、医疗和通信；而中高端人群则更加偏爱交通、家具、居住和首饰等。根据不同区域和收入水平的人群消费特点，进行更有目的的研究和挖掘也将是更加有效的手段和方法。

分析师介绍

郭国栋，北京大学中国经济研究中心经济学硕士，2005 年加盟光大任煤炭行业分析师，目前任策略分析师。

开文明，2007 年11 月加盟光大证券研究所。2007 年复旦大学经济学院硕士毕业，2001 年获得上海交通大学国际航业专业学士学位。曾担任毕马威华振会计事务所风险咨询部顾问和IT 行业咨询顾问等职。2008 年新财富交通运输行业共同入围。

肖超虎，复旦大学经济学硕士，2007 年加入光大证券，曾任保险和证券行业分析师，目前任策略分析师。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司就不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。