



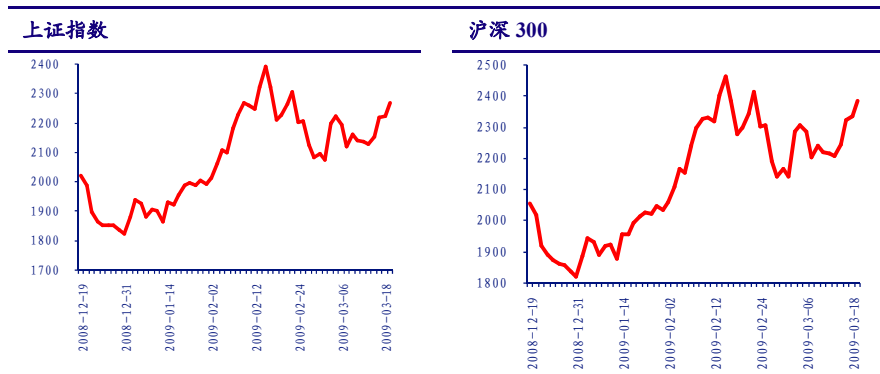
战略投资现代服务业

——2009年2季度A股市场投资策略报告

核心观点:

- **2季度A股市场将保持活跃,宏观面、政策面、资金面支撑股市行情进一步回暖。**我国宏观经济已经见底,并将在全球主要经济体中率先复苏;2季度流动性仍然充裕,是推动市场的重要因素;政策因素也将进一步提升投资者信心。
- **我国服务业成长空间巨大,将进入快速发展阶段。**2007年我国服务业增加值占国内生产总值的比重为40%,这与全球平均水平69%相比存在明显差距。在我国产业结构进入到工业化中后期、城市化进程不断加快、服务全球化和服务外包迅猛发展、居民消费向服务升级的大背景下,我国服务业将进入加速发展阶段。信息技术日新月异为服务业的快速发展提供了技术支撑,在政策方面也为服务业的长期快速发展提供了有力保障。
- **投资服务业应秉承“成长投资”理念。**服务业的长期快速发展为其估值溢价提供了合理性。
- **2季度重点关注行业:**软件、现代物流业、房地产、银行。
- **投资组合:**我们看好24只具有知名品牌、独特经营模式或者垄断优势的上市公司,并重点推荐远光软件、东软集团、中国国航、怡亚通、外运发展、万科、金地集团、招商地产、工商银行、中国银行。

主要指数走势



资料来源: 中国银河证券研究所

分析师

滕泰 所长 董事总经理

✉: tengtai@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8885

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8746

张琢 策略分析师

✉: zhangzhuo_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8477

王皓雪 策略分析师

✉: wanghaoxue@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8607

A股市场数据

总市值(万亿)	15.4
流通市值(万亿)	6.4
市盈率(TTM)	18.3
市净率	2.64

相关研究

1、L型经济增长下的八大投资机遇

——2009年A股市场投资策略报告 2008.11.08

2、经济寒冬呼唤成长春天

——2009年2月投资策略报告 2009.2.3

3、2009不差钱主题投资正当时 2009.2.9

4、2009年2季度资产配置报告 2009.3

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

在一系列反周期政策的刺激推动下,我国经济增速已经触底,2009 年经济将缓慢回升。

从各国情况来看,由于中国稳定增长的消费、较为健康的金融系统、充足的财政能力以及较大规模的经济刺激计划,中国将在主要经济体中率先见底。

我们与市场的不同之处:

市场尚未充分重视到服务业上市公司中蕴含的长期投资机会。

我们认为,服务业将是我国经济未来最重要的发展方向,未来将进入快速发展阶段。2007 年我国服务业增加值占国内生产总值的比重为 40%,这与全球平均水平 69%相比存在明显差距。在我国产业结构进入到工业化中后期、城市化进程不断加快、服务全球化和服务外包迅猛发展、居民消费向服务业升级的大背景下,服务将进入加速发展的新时代。此外,信息技术日新月异为服务业的快速发展提供了技术支撑,而我国鼓励服务业发展的政策将为服务业的长期发展提供了有力保障。

市场运行趋势与特点:

宏观面、政策面、资金面支撑股市行情进一步回暖,二季度 A 股市场将保持活跃。

投资策略:

投资服务业应秉承“成长投资”理念。现代服务业具有高成长特征,与周期性行业相比理应享有估值溢价。

行业上,选择符合未来发展方向、需求具有巨大成长空间的子行业,寻找符合未来发展趋势、需求快速上升、具有规模效应的子行业,以及政策扶持力度最大、受益程度最高的服务业。我们看好软件、现代物流业、房地产、银行。

个股上,我们看好 24 只具有知名品牌、独特经营模式或者垄断优势的上市公司,其中重点看好的十只股票是远光软件、东软集团、中国国航、怡亚通、外运发展、万科、金地集团、招商地产、工商银行、中国银行。

风险因素:

4 月份是上市公司 2008 年年报和 2009 年一季报的密集披露期,虽然市场对业绩的下滑已经有所预期,但是如果出现超预期下滑,将成为影响行情走好的最大风险因素。

目 录

一、2 季度 A 股市场将保持活跃.....	4
（一）国内经济将在全球率先触底.....	4
（二）流动性仍然是推动市场的重要力量.....	5
（三）强有力的政策提升市场信心.....	7
（四）业绩是主要的风险因素.....	8
二、我国服务业将进入加速发展时期.....	9
（一）服务业的分类.....	9
（二）工业化中后期服务业进入加速发展阶段.....	10
（三）城市化带动服务业快速发展.....	12
（四）服务全球化与服务外包推动服务业快速发展.....	14
（五）服务业是消费升级的重要方向.....	15
（六）信息技术推动服务业快速发展.....	16
（七）政策为我国服务业的快速成长提供有力保障.....	16
三、如何投资服务业.....	17
（一）普遍存在的服务业投资困惑.....	17
（二）投资服务业应秉承“成长投资”理念.....	17
（三）如何选择服务子行业.....	18
（四）如何选择公司.....	19
四、重点关注现代服务业.....	19
（一）软件服务业：政策扶持下需求将较快复苏.....	20
（二）现代物流业：政策助推产业升级.....	20
（三）房地产业：刚性需求释放，行业见底回升.....	20
（四）银行业：业绩稳定，估值优势突出.....	21
五、服务业股票投资组合.....	21
（一）服务业关注公司.....	21
（二）服务业投资组合.....	22
插图目录.....	23
表格目录.....	23

在宏观经济已经触底、政策维持投资者信心以及充裕流动性的影响下，预计 2009 年第 2 季度 A 股市场仍将保持活跃，震荡上行将是主要的运行趋势。

我们看好服务业在中国的长期发展前景，建议重点关注基本面回暖的地产、具有估值优势的银行、需求快速回升的航空运输以及现代物流、软件等服务业。

一、2 季度 A 股市场将保持活跃

（一）国内经济将在全球率先触底

1、国内经济触底标志显现

我所宏观研究员认为，在一系列反周期政策的刺激推动下，我国经济已于 2008 年 11 月—2009 年 2 月触底，预计 2009 年经济将缓慢回升。我们预计，2009 年 4 个季度 GDP 分别增长 7.3%、7.7%、8.1%、8.9%，全年为 8.1%，其中一季度 GDP 增速 7.3%要高于去年四季度 6.8%的水平。

通过对连续数月宏观指标的密切跟踪与分析，我们看到国内经济触底的标志已经显现，从 12 月份开始，多项反映经济运行的宏观指标有所好转。

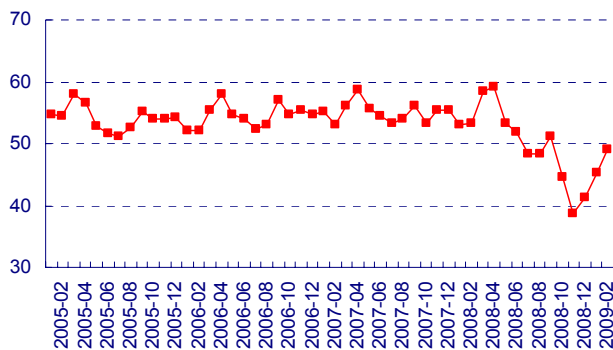
首先，实际经济增长率偏离潜在增长率幅度过大，有回归潜在经济增长率的要求。2008 年 4 季度，我国实际经济增长率低于潜在经济增长率约 3.9 个百分点。鉴于我国经济增长的基本面依然良好，国内需求依然旺盛，经济存在恢复增长的内在动力，再加上政府保增长的一系列刺激措施，实际经济增长率触底后将回升。

其次，PMI 连续 3 个月回升。09 年 2 月份中国物流与采购联合会发布的制造业采购经理指数为 49%，较 1 月份上涨 3.7 个百分点，是该指数连续第三个月出现反弹，且逼近 50%的分界线。其中生产指数和新订单指数是去年 10 月份以来首次重回 50%以上，构成了 PMI 反弹的主要动力，这说明企业的需求以及工业生产正在恢复。

第三，原材料去库存化告一段落。2008 年 9 月以来，国际大宗商品价格猛烈下挫带动国内生产资料价格大幅下跌。整个四季度，企业主动削减以前积累的原材料库存。最新的指标显示，原材料去库存化过程暂告一段落。

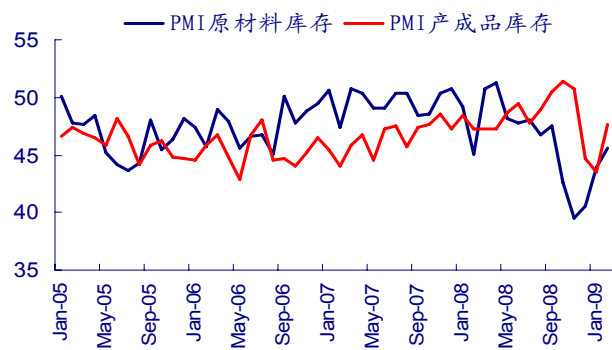
第四，发电量触底回升。我国一、二月份累计发电量为 4882.9 亿千瓦，同比下滑 3.7%。此前数据显示，2008 年 12 月的发电量同比下降 7.9%，11 月的发电量同比下降 9.6%。目前看来，我国发电量加速下滑的趋势得到了遏制。发电量作为反映我国工业生产的重要指标，已经反映出我国工业生产正在复苏。

图 1: 中国物流与采购联合会制造业采购经理指数 (PMI)



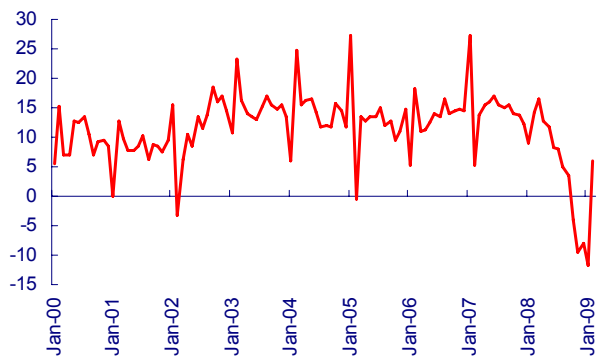
资料来源: wind

图 2: 原材料库存、产成品库存 (PMI)



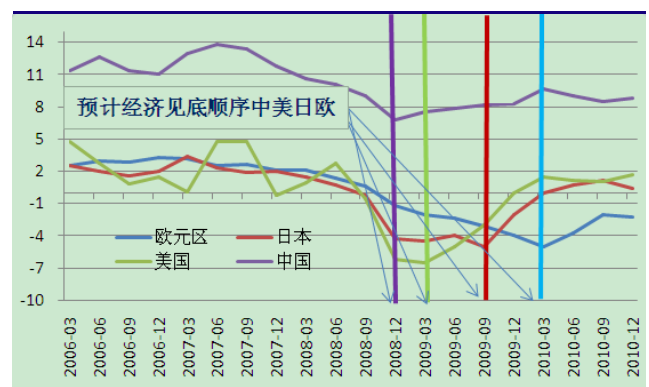
资料来源: wind

图 3: 发电量同比增长 (单位: %)



资料来源: wind

图 4: 未来经济见底顺序



资料来源: Bloomberg, 银河证券研究所

2、我国经济将先于其他主要经济体触底

从根本上来讲,本轮金融危机、经济危机有内在必然性,危机标志着里根时代开始的以美元信用的外部扩张和美国资本市场的内部扩张为基础,通过巨大的财政赤字、贸易赤字、以及吸引国际资本流入来推动的美国繁荣模式的结束。目前美国已经无法继续通过投资银行整合全球金融资源来为本国经济服务,这与美国的投资调整、消费倾向下降一起,成为压制未来经济增长的主要因素。

从美欧日不同的经济结构、危机爆发的顺序、应对危机的措施以及对外依存情况分析,美国经济将先于日本、欧洲见底。由于中国稳定增长的消费、较为健康的金融系统、充足的财政能力以及较大规模的经济刺激计划,相信中国经济会领先于美国见底(详见银河研究所宏观研究报告)。预计未来全球主要经济体见底的顺序是:中国——美国——日本——欧洲。

(二) 流动性仍然是推动市场的重要力量

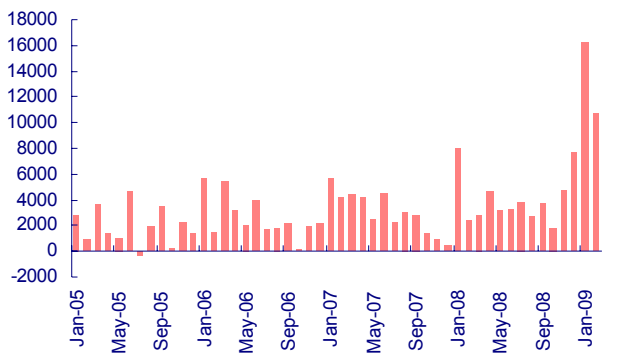
充裕的流动性是我们看好 2009 年 A 股市场的重要因素,二季度流动性仍然充裕。从 2008 年四季度开始,国内流动性由紧至松的转变引发 A 股市场大幅反弹。目前看来,信贷超预期

增长、货币供给增速反弹等因素将延续流动性过剩格局，流动性仍然是推动 A 股市场的重要力量。

1、贷款增长远超预期

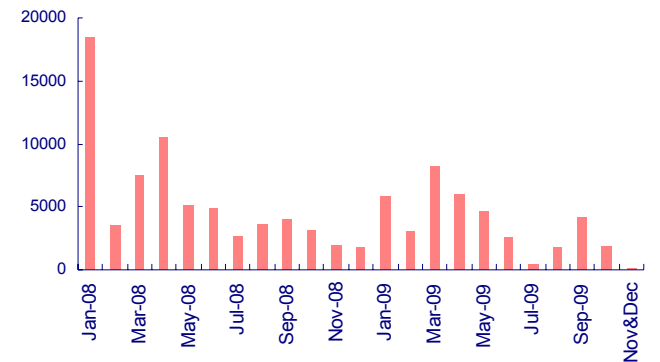
继 1 月份新增人民币贷款达到了 1.62 万亿的天量水平后，2 月份信贷投放延续了巨量增长，当月新增人民币贷款规模达到 1.07 万亿元，同比多增 8273 亿元，是有记录以来的第二高点。信贷投放大幅增加意味着银行体系及全社会流动性的增加，资本市场将受益于此。

图 5：近几个月我国新增人民币贷款大幅增长（单位：亿元）



资料来源：wind 中国银河证券研究所

图 6：各月到期资金（单位：亿元）



资料来源：wind 中国银河证券研究所

2、二季度公开市场到期资金高达 12510 亿元

统计显示，2009 年公开市场到期资金呈现前高后低的走势，因此市场普遍担心资金面也呈现前松后紧的趋势。在关注到银行系统流动性异常充裕的情况后，央行在春节过后加大了公开市场回笼资金的力度，通过 1 个月正回购和 3 个月央票的发行，将到期资金转移至第二季度释放，借此来平滑年内各月到期资金的规模。

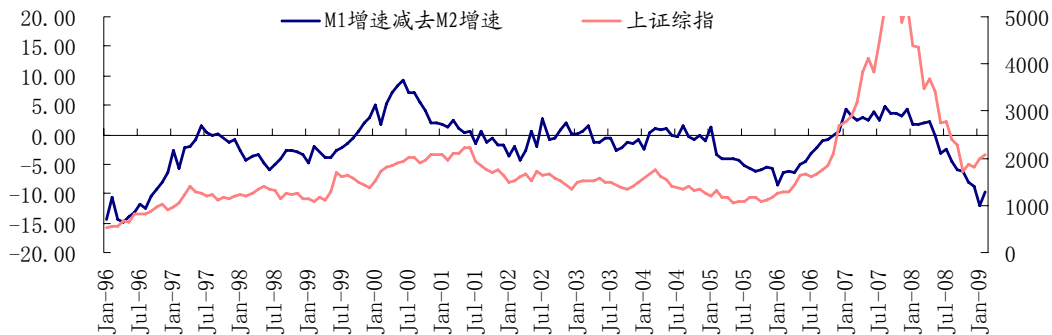
最新统计显示，二季度到期资金量高达 12510 亿元，虽低于一季度 17045 亿的规模，但高于 08 年三季度 10301 亿和四季度 6905 亿的到期规模。作为流动性的源头，这些基础货币的释放，将使货币供应量大幅度增长。

3、货币供应增速触底反弹

我们在以前的报告中指出，M1 增速与 M2 增速之差与上证指数呈现明显的正向关系。

最近公布的 2 月份数据显示，不仅 M2（广义货币供应量）连续第三个月反弹，而且之前一直下行的 M1（狭义货币供应量）也走出谷底，增速突破 10%。相应地，2 月份的 M1 增速与 M2 增速之差终于止跌企稳，如果这一趋势持续，根据以往经验，可能意味着股市回暖的行情延续。

图 7：我国 M1 增速、M2 增速与上证指数之间关系



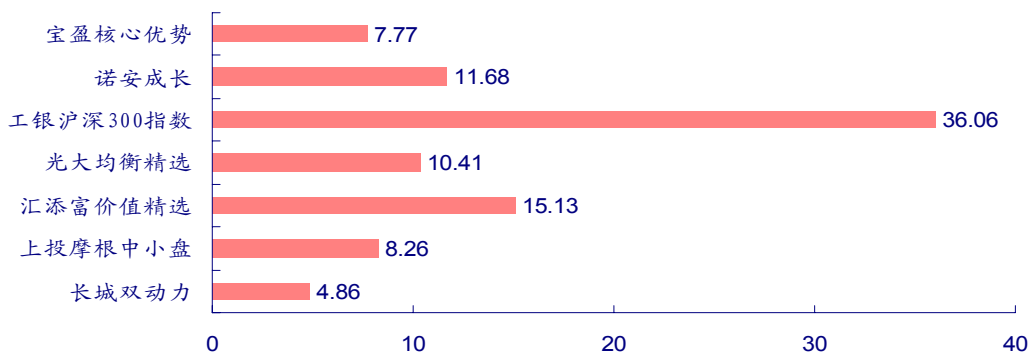
资料来源: wind 中国银河证券研究所

4、基金销售回升或预示投资热情恢复

今年以来首发基金的销售明显回升,将会给 A 股市场带来一定的资金支持,可能也预示着投资者的热情正在恢复。

09 年以来已经宣布成立的以股票为投资方向(股票型、混合型)的开放式基金有 7 家,共计募集资金 94.16 亿元,平均每只基金的募集资金是 13.45 亿元。目前还处于募集期(尚未宣布成立)的股票方向开放式基金有 13 家,假如按照平均每只 10 亿的规模测算,又将募集资金 130 亿元。鉴于首发基金的建仓期有 6 个月,今年第二季度很可能成为上述 230 亿资金密集建仓的时期。如果再考虑到原有老基金持续营销后的申购规模,新增资金将对二季度的 A 股市场构成一定支撑。

图 8: 09 年基金首发募集规模(单位: 亿元)



资料来源: wind 中国银河证券研究所

5、美联储回购国债将改变全球流动性紧张状况

近期,美联储宣布以 3000 亿美元收购长期国债,以 7500 亿美元收购两房担保的债权和 1000 亿美元收购机构债券。向市场注入巨额资金的举动将使美元面临贬值压力,也将一定程度上改变全球信贷收缩和流动性紧张状况,增加了投资者的远期通胀预期。

这有助于吸引国外资金流入中国、改变资本外流趋势,有利于 A 股市场的发展。

(三) 强有力的政策提升市场信心

面对经济快速下滑,政府出台了前所未有的一揽子经济刺激计划,将缩短经济见底的时间,加快经济复苏的步伐。同时,政府对资本市场高度重视,都将提升投资者对资本市场的信心。

首先,国内经济政策密集出台并逐步深化。本轮经济下滑以来中央政府的经济政策经历了三个阶段,第一个阶段“扩内需、保增长”,主要运用反周期的政策工具应对经济下滑,重大事件是出台4万亿投资计划。第二阶段重在“调结构”,启用产业政策,标志性事件为十大产业调整振兴规划的出台。第三个阶段突出“抓改革、增活力”,这是温总理在今年“两会”上所做的《政府工作报告》中的一处亮点,强调“通过深化改革破解发展难题”。这些层层深入的政策措施不仅是为了完成“保8”的阶段性的任务,更着眼于国内经济长期发展动力(详见银河证券研究所宏观报告)。

其次,未来不排除新的经济刺激政策的出台。今年两会期间,温家宝总理表示为应对这场金融危机,已经储备了充足的“弹药”,随时都可以提出新的刺激经济的政策。另一方面,我国货币政策也有很大调整空间,法定存款准备金率目前仍高达13%--15%,下调空间很大,存贷款利率虽然经过多次下调,但仍高于02-04年的水平,也有一定调整空间。

第三,政府对国内资本市场高度重视。09年政府工作报告中特别提到“推进资本市场改革,维护股票市场稳定。”尚福林主席近期也表示,将按照“有利于市场稳定、有利于提升投资者信心的要求”,促进资本市场长期稳定发展。

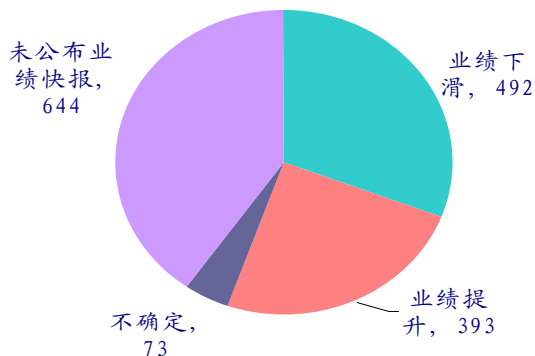
(四) 业绩是主要的风险因素

正如上述分析的,宏观经济、政策及流动性支撑股市行情进一步回暖,但是,如果披露的一季度宏观经济数据显著差于预期,将严重影响投资者的信心。与此同时,尽管预期业绩不佳,但如果下跌幅度超出预期则将成为影响市场的风险因素。

2008年上市公司业绩预期不乐观。根据wind的最新统计,在1602家全部A股上市公司中,有958家公司发布了业绩快报,其中492家公司发布了08年业绩下滑的快报(包括预减、首亏、略减),393家公司发布了业绩提升的快报(包括预增、扭亏、略增),另有73家公司发布了不明确的快报(包括续盈、续亏等)。总体来看,业绩下滑的公司数量大于业绩提升的公司数量。

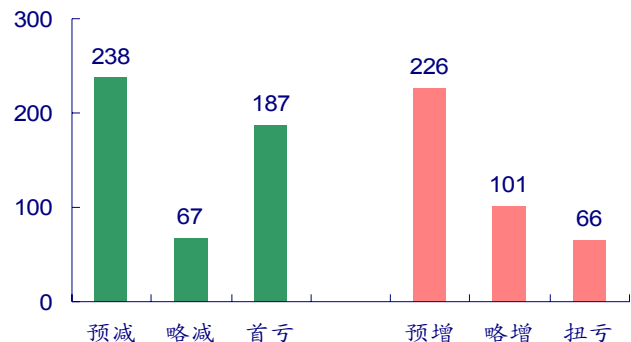
截至3月19日,已有388家上市公司披露了08年年报,这些公司的加权摊薄每股收益率为0.414元,略低于07年全部A股公司摊薄后的0.419元的每股收益。

图 9: A 股上市公司 08 业绩快报



资料来源: wind 中国银河证券研究所

图 10: 08 业绩快报中业绩下滑与业绩提升的公司家数



资料来源: wind 中国银河证券研究所

二、我国服务业将进入加速发展时期

2009 年中国经济低迷，工业由于产能严重过剩面临困境，但我国服务业是我国产业结构调整的重要方向，未来将进入加速发展时期，因此，我们看好服务行业的投资机会。

(一) 服务业的分类

服务业是指除第一产业和第二产业以外的其他产业，具有不可感知性、不可分割性、不可储存性、异质性以及所有权不可转让的特点。服务业已基本取代第三产业成为国际通用的名称。

1、根据产业升级与否，服务业分为传统服务业与现代服务业

“现代服务业”是指伴随着信息技术和知识经济的发展产生，用现代化的新技术、新业态和新服务方式改造传统服务业，创造需求，引导消费，向社会提供高附加值、高层次、知识型的生产服务和生活服务的服务业。

现代服务业的发展本质上来来自于社会进步、经济发展、社会分工的专业化等需求，具有智力要素密集度高、产出附加值高、资源消耗少、环境污染少等特点。

现代服务业既包括新兴服务业，也包括对传统服务业的技术改造和升级，其本质是实现服务业的现代化。

2、根据服务功能的不同，分为生产性服务业、消费性服务业和公共服务业

生产性服务是指生产者在竞争性市场购买的服务，用于商品和服务的进一步生产，属于中间服务；消费性服务是指消费者在竞争性市场购买的服务，一般针对终端的需求；公共服务主要是政府为消费者提供的服务。

在 A 股市场上，上市公司大多存在在生产性服务业和消费性服务业领域，这是我们关注的重点。

表 1: 服务业的分类及特点

类型	生产性服务	消费性服务	政府（社会）服务
----	-------	-------	----------

功能	满足厂商的生产需求		满足个人最终需求	提供公共产品
需求性质	中间需求		最终需求	最终需求和中间需求
行业细分	交通、物流、批发、信息服务、金融保险	研发、设计、技术咨询、会计、法律、工程和建筑服务、广告	娱乐休闲、文化艺术、饮食、房地产、医疗、教育	政府服务、公益服务、义务教育、社会福利部门、公立医院等
特点	可以实现标准化	难以实现标准化	个性化、人性化	难以标准化
收入弹性	不明确	不明确	较高	较高
劳动生产率	可以提高	难以提高	难以提高	不明确。因为该类服务不存在市场意义上的价格，同产业结构优化和升级的关系不大，主要受政府功能定位和财政收入的影响。
就业特征	吸纳能力不强	吸纳能力较强且人才高端化	吸纳能力强	
资本和技术密集性质	资本和技术密集	人力资本密集	劳动力密集	

资料来源：《服务业的增长：原因与影响》，格鲁伯，沃克

（二）工业化中后期服务业进入加速发展阶段

产业结构理论和国际经验都表明，在工业化中后期，服务业将进入加速发展阶段。目前工业是我国经济增长的主要拉动力量，但随着工业化进程步入中后期，在未来的经济发展和产业结构调整中，我国的服务需求将进入加速发展阶段。

1、经济理论认为服务业在后工业化阶段成为经济发展的主导部门

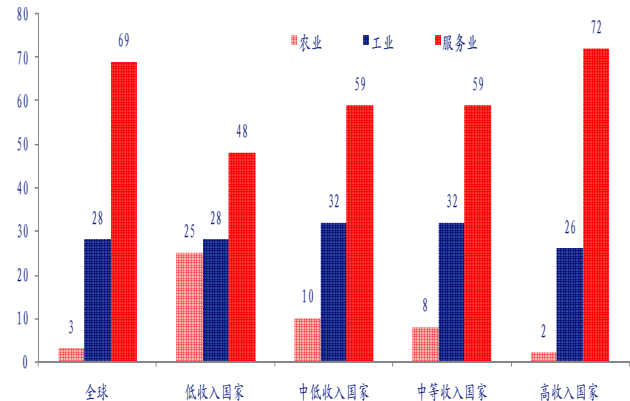
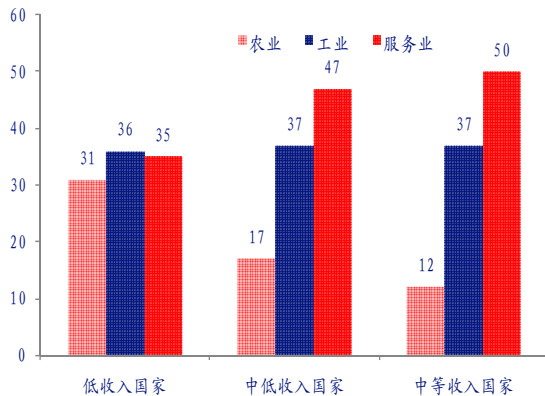
传统的经济发展理论认为，在一国经济总量不断增长的同时，产业结构也处于不断演进中。经济增长是一个结构转换的过程，随着人均 GDP 的增加，服务业在 GDP 中的比重逐步上升。从产业结构的变迁来看，在工业革命之前，农业是国民经济的主导部门；在工业化阶段，工业迅速发展，所占比重迅速上升；在逐步向“后工业化”阶段的过渡中，服务业日益成为国民经济发展的主导部门，在国民收入和劳动力就业中占据主要部分。英国、德国、日本、美国的三次产业结构变动的规律都是如此。

2、自 20 世纪 60 年代以来发达国家经济重心转向服务业

从全球范围来看，20 世纪 60 年代以来，全球主要国家的经济重心开始转向服务业，产业结构呈现出“工业型经济”向“服务型经济”转型的总趋势。随着人均收入的增长，服务业在一国经济中的地位越来越重要。考虑到实际的发展水平和相似程度，我们着重观察中低收入国家的发展情况。1990 年-2000 年，中低收入国家服务业的比重由 47% 提高到 52%，平均每年提高 0.5 个百分点，2000 年-2007 年，这一比重由 52% 提高到 59%，呈加速增长态势，年均提高 1 个百分点。目前，服务业已经是多数国家经济增长的最大动力。2007 年全球服务业增加值占国内生产总值的比重高达 69%，主要发达国家达到 72%，即使是中低收入国家也达到了 59% 的平均水平；在吸收劳动力就业方面，西方发达国家服务业就业比重普遍达到 70%，少数发达国家甚至超过 80%。

图 11：1990 年中低收入国家服务业增加值占 GDP 的 47%

图 12：2007 年中低收入国家服务业增加值占 GDP 的 59%



数据来源：世界银行 中国银河证券研究所

美国产业结构的变迁也表明，服务业在工业化中后期呈现加速发展的态势。19 世纪 80 年代以前，农业在美国经济中占据主导低位，在国民生产总值和就业人口中，农业部门占有 50% 以上的份额。从 19 世纪 80 年代开始到 20 世纪上半期，美国进入现代经济增长的时期，工业部门产值份额和就业比重上升到 40% 以上，农业部门的比重则降到 10% 以下，服务业的比重一直保持在 30%~45%。随着工业化进入中后期，服务业开始加速发展。进入 20 世纪 50 年代到 20 世纪 60 年代后，美国的服务业产值和劳动力比重逐渐超过工业，达到 50% 以上；同时工业比重降到 40% 以下，而农业比重却保持在一个低水平上。

表 2：美国国内生产总值的产业构成（%）

年份	1950	1960	1970	1980	1990	1995	2000
第一产业	7.3	4.3	2.9	2.8	1.9	1.5	1.3
第二产业	37.0	35.5	32.2	30.2	24.1	22.6	21.5
第三产业	54.5	59.9	64.7	65.2	73.5	75.6	78.5

数据来源：美国商务部，《美国经济与政府政策》，陈宝森

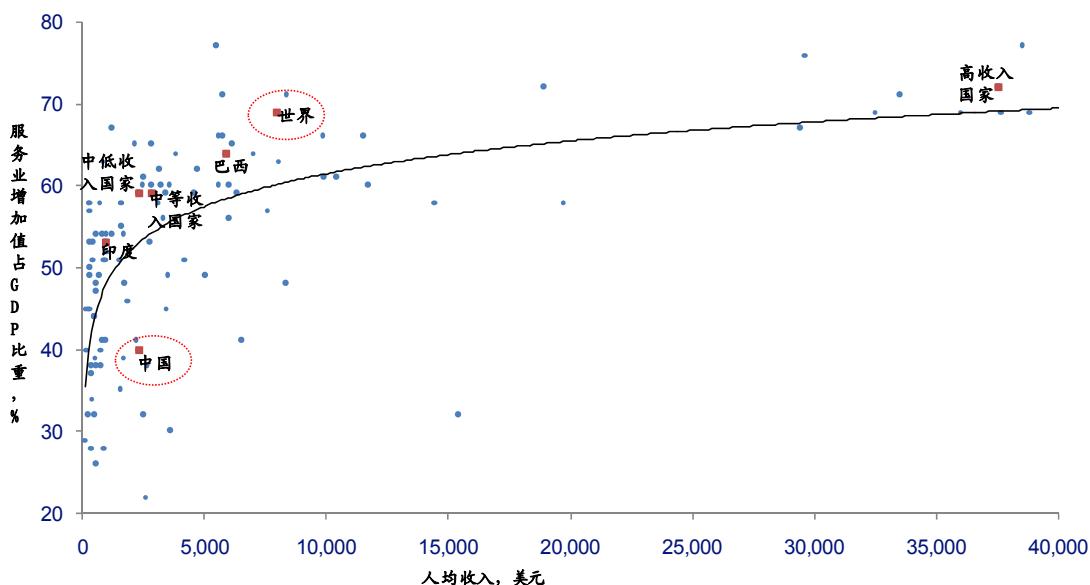
3、我国服务业发展潜力巨大

从我国情况来看，改革开放以来，我国的服务业得到了迅猛发展，但是与发达国家相比差距仍然很大。1978~2007 年的 29 年间，服务业复合增长率达到 10.8%，高于同期国内生产总值的平均增长速度。

尽管如此，2007 年我国服务业占国内生产总值的比重仅为 40%，而且大部分分布于劳动密集型产业，以知识为基础的现代服务业发展较为滞后，这低于全球平均水平 29%、低于高收入国家 32%、低于中等收入国家和中低收入国家 19%，甚至低于低收入国家 8%。以 GDP 为衡量标准，到 2020 年，中国将进入中等收入国家行列，目前国际上中等收入国家服务业在 GDP 中所占比重约为 60%，比中国目前 40% 的水平高出 20 个百分点。

因此，在我国产业结构的变革中，服务业发展潜力巨大，在未来经济中的地位和作用将显著上升。

图 13: 2007 年全球主要国家服务业占 GDP 的比重



数据来源: 世界银行

表 3: 1978 年以来我国的 GDP 产业结构变化

	年份	GDP (亿元)	第一产业	第二产业	第三产业
1978 年以来 我国第三产 业增加值增 长情况	1978	3645.20	1027.50	1745.20	872.50
	1990	18667.80	5062.00	7717.40	5888.40
	2000	99214.60	14944.70	45555.90	38714.00
	2006	210871.00	24737.00	103162.00	82972.00
	2007	249529.90	28095.00	121381.30	100053.50
	2008	300670.00	34000.00	146183.00	120487.00
	年份	GDP (%)	第一产业	第二产业	第三产业
1978 年以来 我国国内生 产总值构成	1978	100	28	48	24
	1990	100	27	41	32
	2000	100	15	46	39
	2007	100	11	49	40
	2008	100	11.3	48.6	40.1

数据来源: 国家统计局

(三) 城市化带动服务业快速发展

我国城市化进程的推进, 将为服务业开辟广阔的发展空间。人口的聚集是服务业快速发展的重要前提, 城市化与服务业发展有着内在的逻辑联系。

首先, 城市为服务业提供了地理上的便利, 有利于服务业产生规模效益。城市经济的繁荣和社会分工的细化, 直接推动生产性服务需求的快速增长, 带动金融保险、邮电运输、广告、法律、会计等生产服务和专业服务的发展。

其次，随着城市化对经济增长作用的发挥及人们收入水平的提高，城市消费群体将逐渐扩大，消费观念和生活方式也有逐步改变，这些都将增加居民的消费型服务需求，促进商业、餐饮、医疗、社区服务、文化娱乐、体育健身、科技教育等提高生活质量的服务业发展。

第三，城市基础设施及城市功能的完善，将带动房地产、物业管理、公共服务等行业的发展。

从世界范围内来看，随着经济的发展，城市化水平在不断上升，服务业在经济中的低位也在逐步提高。无论是低收入国家还是中等收入国家，随着城市化比重的不断提高，服务业所占比重也呈现稳步增加的态势，这在 80 年代以来表现的更加明显。

表 4：世界城市化水平与产业结构变化的关系（%）

国家	项目	1960	1965	1980	1985
低收入国家	城市化水平	13	17	17	22
	服务业比重	32	30	29	35
中等收入国家	城市化水平	33	36	45	48
	服务业比重	46	47	45	52
市场经济工业国	城市化水平	68	71	78	75
	服务业比重	54	56	59	61

数据来源：世界银行

从我国情况来看，2007 年底我国的城市化率只有 44.9%，不仅远低于发达国家和中等收入国家，在新兴市场国家中也处于较低水平。党的十七大提出建立以工促农、以城带乡长效机制，形成城乡经济社会发展一体化新格局。根据中央的规划，中国的城市化率将从目前的 44.9% 提高到 2020 年的 60%，这意味着城镇化率每年将提高大约 1 个百分点，城市新增人口高达 2.9 亿人，城市人口总规模将由目前的 5.9 亿人增加到 8.8 亿人，服务业的消费群体将持续扩大，可以预见，随着城市化进程进一步加快，服务业将会进一步发展。

表 5：主要国家城市化率

国家	2000 年	2005 年	2015 年
香港	100	100	100
阿根廷	89.2	90.1	91.6
英国	89.4	89.7	90.6
巴西	81.2	84.2	88.2
美国	79.1	80.8	83.7
法国	75.8	76.7	79
墨西哥	74.7	76	78.7
德国	75.1	75.2	76.3
俄罗斯	73.4	73	72.6
日本	65.2	65.8	68.2
中国	35.8	40.4	49.2
印度	27.7	28.7	32

数据来源：世界银行

（四）服务全球化与服务外包推动服务业快速发展

从服务业自身发展来看，服务全球化与服务外包是服务业快速发展的重要推动力量。

1、服务全球化是经济全球化进程中最鲜明的特点

在全社会分工日益细化、信息技术等基础设施逐渐完备、国内劳动力充裕且整体素质不断提升、服务的可贸易性不断增加的大背景下，我国的服务外包行业有望获得迅猛发展。

制造业全球化推动了服务业的全球化，也使得服务外包在全球范围内迅速扩张。20 世纪 90 年代以来，跨国公司通过制造外包向中国转移制造业价值链中的组装加工环节，形成了外商在中国投资的高潮，催生了大批以 OEM 模式从事生产的企业。通过承接制造外包，参与制造业的国际分工，中国成为“世界工厂”。21 世纪以来，随着信息技术的发展，跨国公司掀起了以跨境服务外包，以软件、技术研发、信息技术服务、业务流程服务为主的服务外包构成了服务国际化的重要部分。目前服务贸易占全球贸易总额的比重达到 20% 左右，服务业跨国投资占全球跨国投资的比重达到 65%。

2、服务外包飞速发展是斯密增长在服务业中的体现

服务外包得以飞速发展的根本原因在于社会分工日益细化，是斯密增长在服务业中的体现。随着市场竞争的加剧和全球化，一些“大而全”的制造企业将加速业务流程的重组，分工进一步细化，大量的中间需求和加工过程独立出来，形成独立的服务行业，加上自身的结构升级，生产型服务业的需求大大增加，如商务、营销、技术服务、金融、研发、咨询、信息网络等服务业。从现实生活中来看，制造业中全球化程度最高的产业，与其相关的服务业也呈现出较高的全球化水平，比如美国的医药和汽车制造业，其研发、销售等服务的全球化水平非常高。

3、服务外包市场有巨大发展空间

全球服务外包市场面临巨大增长空间。根据联合国贸发委的估计，近几年全球软件与服务外包市场将以 30%-40% 的速度增长，2007 年总值为 1.2 万亿美元。根据 IDC 的测算，2006 年全球服务外包产业市场总额为 9178 亿美元，预计 2010 年 ITO（信息技术外包）将达 5877 亿美元，BPO（业务流程外包）达 6180 亿美元。从行业来看，服务外包市场主要分布在金融、电信、研究、人力资源、动漫、会计法律等知识密集型专业。

表 6：2006 年、2010 年全球与中国服务外包市场发展规模

年份	2006		2010 年		年复合增长率
	金额	占全球比重	金额	占全球比重	
全球服务外包产业总值	9178	100	12056	100	7
中国市场规模	104	1.13	208	1.73	19
中国产业收入	118	1.29	262	2.17	22

数据来源：IDC，《服务全球化与服务外包》，江小涓等

发展中国家成为服务外包的重要受益者。在发展最为成熟的接包市场中，印度占据绝对优势，占全球 40% 以上的份额，包括中国在内的亚洲、拉丁美洲等发展迅速，市场份额不断上升。

表 7: 有外包业务的公司以下国家的百分比 (%)

国家	印度	中国	墨西哥	巴西	菲律宾
百分比	67	35	23	20	10

数据来源:《跨国公司业务外包的行业趋势及中国的发展机遇》, 赖淑珠

中国的服务外包市场增长潜力巨大。根据 IDC 的预测, 中国服务外包产业的增长速度达 30%, 到 2010 年, 中国可实现外包产业收入 180 亿美元, 能够为中国贡献 10% 的服务业 GDP 增长, 到 2015 年将实现收入 560 亿美元。中国服务外包产业主要由内需驱动, 信息技术外包将是主要的构成部分, 业务流程外包市场处于迅速扩大中。软件外包在带动整体信息技术外包和业务流程外包方面发挥重要作用, 管理软件、财务软件、电子政务等领域将保持持续快速增长, 尤其是为金融行业、3G 提供技术支撑的行业将面临较大的机会。离岸市场方面, 虽然目前中国承接服务外包的规模仍然远远落后于印度, 但是随着我国信息技术等基础设施逐渐完备、国内劳动力充裕且整体素质不断提升, 有意向中国采购信息技术服务的海外采购商数量大幅增加, 在产品开发及采购服务等对英语水平要求较低的领域, 中国作为服务供应地的地位有望持续上升。

(五) 服务业是消费升级的重要方向

在我国人均 GDP 达到 2700 美元以后, 居民消费面临升级, 服务业将成为重要的升级方向。

从各国情况来看, 当居民收入达到一定水平后, 服务消费的收入弹性增加, 中等收入和高收入国家的弹性系数普遍大于 1, 这也意味着服务消费在居民支出中的比重提高。随着社会财富和个人收入的不断增加, 人们购买商品的支出在达到一定水平之后, 增长的收入被用来购买各种劳务。在人均产值为 2500 美元以上的较高收入阶段, 物质产品已经较为丰富, 人们的消费选择余地大为拓展, 消费欲望出现了多样性和可变性, 对精神消费的需求也越来越高, 进入追求时尚和个性的阶段。

表 8: 国际平均产业结构阶段与重心的演变

人均产值 (1980 年美元)	消费结构发展阶段	产业结构发展阶段	结构重点
150 以下	温饱满足	农业与初步工业化	农业
150-300			农业 轻工业
300-600	追求便利与技能阶段	工业化	轻工重基础
600-1500			轻工重基础、重工业
1500-2500			重工业
2500 以上	追求个性与时尚	服务业	现代化服务业

数据来源:《国外产业结构的变动特点》, 梦红

美国的个人消费支出结构变化是一个很好的例证。20 世纪 60 年代以来, 随着经济的迅速发展, 以及人们生活水平的提高, 居民消费结构中生存资料的比重逐步下降, 尤其是非耐用消费品呈现大幅下滑的趋势, 服务业方面的支出比重大幅上升。1985 年以后, 劳务在居民消费中的比例已经超过 50%, 2000 年这一比例更是高达 58.5%, 劳务支出已经成为美国消费者中最重要的消费领域。

表 9: 美国个人消费支出统计 (10 亿美元, %)

年份	总额	耐用消费品		非耐用消费品		劳务	
		数量	%	数量	%	数量	%
1960	332.3	43.3	13.2	148.5	45.3	136.1	41.5
1965	444.3	63.3	14.2	191.6	43.1	189.5	42.7
1970	648.9	85.0	13.1	272.0	41.9	292.0	45.0
1975	1030.0	133.5	13.0	420.7	40.8	476.1	46.2
1980	1762.9	214.2	12.2	696.1	39.5	852.7	48.3
1985	2712.6	363.3	13.4	928.8	34.2	1420.6	52.4
1990	3831.5	467.6	12.2	1246.1	32.5	2117.8	55.3
1995	4969.0	589.7	11.9	1497.3	30.1	2882.0	58.0
2000	6683.7	803.9	12.0	1972.9	29.5	3906.9	58.5

数据来源: 2003 年美国总统经济报告

在我国人均 GDP 已经达到 2700 美元、居民消费已经产生升级趋势的大环境下, 服务业有望成为这一过程中的最大受益者。按照十七大提出的 2020 年人均 GDP 比 2000 年翻两番、全面建设小康社会的要求, 届时人均 GDP 将超过 5000 美元 (不考虑汇率变动), 党的十七大明确提出要增加城乡居民收入, 在这一过程中居民的消费将逐步从舒适型向享受型转变, 包括旅游、高等教育、休闲等领域, 服务需求的收入弹性系数会有较大幅度的上升, 这将是未来一个时期将成为带动服务业快速增长的重要支撑。

(六) 信息技术推动服务业快速发展

基础设施改善为服务业的发展提供了便利。服务业一般是无形产品, 但需要有形产品作为依托。20 世纪 90 年代以来, 我国固定资产投资中用于第三产业的投资持续增长, 主要体现在三个领域的基础设施建设, 一是公路、铁路、港口、码头、机场建设等交通运输行业, 二是科技、教育、文化、卫生等社会事业领域, 三是信息技术、网络通信等领域。这些投资有些直接转化为服务业的产出, 有些为其他服务行业的发展提供了基础条件, 使得商品、信息、人员流动的速度大大加快、成本显著降低。

信息技术的普及与快速发展拓展了服务业的半径, 提高了服务业运行的效率, 降低了服务业的运行成本。以信息技术为主导的高科技的广泛普及使得服务业成为受益者。信息技术的普及为无形的、不可储存的服务提供了有形载体, 使服务实现了可贸易性。现代信息技术的发展大大降低了管理和信息传递成本, 使远程服务的大规模开展成为可能, 一方面, 这创造出了网上交易、远程教育、视频会议等新的服务消费模式, 另一方面, 也使得公司的组织管理成本降低, 公司可以借助信息技术及时检查其全球各地的资产和运营情况, 广泛开展外包和协作, 客观上为服务业的向外转移提供了条件。

(七) 政策为我国服务业的快速成长提供有力保障

服务业是我国经济的战略发展方向,政府制定的一系列政策将为服务业的长期发展提供有力保障。投资和工业高速增长带来的一系列问题已经被大家所共识,包括就业吸纳能力低、大量消耗资源、对生态环境的破坏、投资和消费的失调、经济社会发展不平等等。目前我国服务业发展明显滞后的增长模式难以为继,政府从大局出发,推出了一系列措施,从体制和政策各个方面大力推动服务业发展,为服务业的长远发展提供有力保障。

2006年3月全国人民代表大会批准的《中国国民经济和社会发展第十一个五年规划》中专门提出了促进服务业发展的内容。2007年3月19日,国务院发布了《关于加快发展服务业的若干意见》。根据中国“十一五”规划的要求,我国服务业发展的战略目标是:

到2010年,服务业增加值占国内生产总值的比重比2005年提高3个百分点,即达到43.3%;服务业从业人员占全社会从业人员的比重比2005年提高4个百分点,即达到35.3%;服务贸易总额达到4000亿美元;有条件的大中城市形成以服务经济为主的产业结构,服务业增加值增长速度超过国内生产总值和第二产业增长速度。

到2020年,基本实现经济结构向以服务经济为主的转变,服务业增加值占国内生产总值的比重超过50%,服务业结构显著优化,就业容量显著增加,公共服务均等化程度显著提高,市场竞争力显著增强,总体发展水平基本与全面建设小康社会的要求相适应。

三、如何投资服务业

(一) 普遍存在的服务业投资困惑

对于服务业,投资者普遍存在很多困惑:

从行业看,传统服务业往往缺乏爆发式增长,对投资者的吸引力不强,而新兴服务业大多规模很小、波动大;此外,由于服务业种类繁多,没有统一的归口管理,难以获得权威的系统的行业发展数据,而社会机构的估计或预测千差万别,真伪莫辨,让投资者无所适从;

从公司看,投资者普遍认为服务业上市公司规模小、数量少,尤其是治理规范、盈利能力、成长性好的优质上市公司更少,投资者常常找不到合适的投资标的;有时候投资者对行业发展非常认可,却没有相应的优质上市公司可以重点投资;

从估值看,服务业上市公司的估值水平普遍较高,市盈率和市净率等指标一般高于传统制造业,这使得投资者对服务业上市公司的投资更加谨慎。

鉴于此,很多投资者常常把对服务业的投资当作题材进行短炒,收益不大风险却不小。

不可否认,上述现象反映了目前A股市场服务行业及其上市公司的现状,但我们认为,在深入了解服务业发展规律的基础上,秉承正确的投资理念,掌握科学的投资方法,就能够在服务业中找到合适的投资标的,分享服务业的成长溢价。

(二) 投资服务业应秉承“成长投资”理念

成长性使静态高估值不再具有真正的风险。企业价值是永续现金流的折现,长期高成长使

得以 P/B 或 P/E 等指标衡量的静态高估值具有充分的合理性。

现代服务业具有高成长特征，应坚持成长投资理念。适应经济全球化趋势和中国产业结构调整方向而迅速成长的现代服务业，与制造业和大宗原材料行业相比，具有相对较弱的周期性和巨大的长期成长潜力。因此，对于服务业的投资应该坚持成长投资理念，与周期性行业相比理应享有估值溢价。

新兴产业的发展需要金融资源的超额配置。从产业发展角度看，当一个新兴行业出现时，较高而不确定的回报预期会吸引高风险偏好的投资，如果行业发展前景足够大则可能会出现短期的投资泡沫现象。经过一轮投资热潮后，虽然多数企业会随着泡沫破灭而消失，但其中也有一批经营模式独特、具有核心竞争力的企业得到快速发展。我们认为，金融资源的超额配置是新兴行业得以快速发展的重要条件，反映在资本市场上，就是对于新兴成长行业的高估值是合理的、必要的。

互联网的发展历程就是金融资源超额配置推动行业快速发展的生动例子。互联网作为一种可能极大改变人类生产生活方式的新兴产业，受到了投资者的追捧，在 1999-2000 年达到顶点。NASDAQ 指数从 1998 年 10 月的 1343 点上涨到 2000 年 3 月的 5132 点，在一年半的时间内上涨了 282%；衡量公司价值的不再是市盈率、市净率等传统估值指标，而是“点击率”等匪夷所思的新指标。事后看来，1999-2000 年的互联网确实是人类历史上有名的大泡沫，NASDAQ 指数也从 5100 多点下降到了 1400 点。

但是，金融资源的超额配置对互联网产业的发展居功至伟，没有当初的投资泡沫就不会有互联网产业的今天。经过一轮泡沫洗礼后，整个互联网行业真正发展起来了，无论是传统的制造业、抑或是普通的商务活动，还是人们的生活方式都因为互联网的发展而得到了彻底的改变，人类已经离不开互联网。虽然一大批互联网企业消失了，但也有一些具有独特经营模式、具有核心竞争力的企业如新浪、搜狐、网易等得到了发展壮大，时至今日仍然在以极高的速度实现着收入、利润的增长，实现了投资者当初的期望。尽管 NASDAQ 指数自 2000 年 3 月后大幅下降，但这几家公司的股价都创出新高，投资者获得了丰厚回报。

因此，对于现代服务业的投资我们必须坚持成长投资理念，一定的高估值是合理的。

（三）如何选择服务子行业

服务行业涵盖范围甚广，子行业千差万别，如何选择应该重点投资的子行业是投资者经常遇到的难题。我们认为，应从三个角度去选择：

第一，从人们生活方式转变、消费结构变迁的角度，寻找符合未来发展方向、行业需求具有巨大成长空间的服务业。比如，人口老龄化以及年轻人亚健康状况日益增多，将带动医疗服务、保健、休闲、旅游产业的快速发展；物质生活水平提高后要求精神生活水平的相应提高，文化创意产业的发展空间很大，影视、传媒、动画的需求将快速上升；现代社会人们对计算机和互联网的依赖程度日益加深，进一步推动网络与信息服务业的飞速发展，通讯、软件以及计算机硬件行业仍有巨大的发展空间；人们的出行方式也在发生重大转变，航空、高速铁路、私人汽车越来越成为主要的交通运输方式；此外，餐饮、连锁超市等都是人们生活方式改变过程中的受益行业。

第二，从生产性服务业的转型创新角度，寻找符合未来发展趋势、需求快速上升、具有规模效应的服务业。传统的生产企业将产、供、销，人、财、物，产品设计、市场推广等各环节都纳入企业内部完成，但是，随着竞争压力增加和信息技术的发展，社会分工越来越细，很多为生产提供中间服务的环节逐渐分离出去，由第三方独立提供，即“切割式服务业”或“服务外包”逐渐兴起并快速发展起来。中国物业公司为美国物业公司提供“在线”保安服务就是“切割式服务业”的典型例子。生产性服务业包括银行、保险、信托、证券等金融服务，软件外包等信息服务，现代物流，以及市场调研与推广、设计、人力资源管理、会计、法律等各种专业性咨询服务。

第三，从政策推动的角度，寻找政策扶持力度最大、受益程度最高的服务业。大力发展服务业是我国经济发展方式转变、产业结构调整 and 缓解就业压力、构建和谐社会的重要战略举措，国家已经出台并将继续推出一系列政策措施来推动服务业的发展，采取财政补贴、减免税费、信贷支持、打破垄断、降低进入门槛等措施予以重点扶持。

2009 年中央政府工作报告中明确提出要“加快发展现代服务业。促进金融保险、现代物流、信息咨询、软件和创意产业发展，拓展新兴服务领域。提升传统服务业”。

报告除了重点支持房地产和汽车消费以外，还提出要培育消费热点，拓展消费空间，要大力发展社区商业、物业、家政等便民消费，加快发展旅游休闲消费，扩大文化娱乐、体育健身等服务消费，积极发展网络动漫等新型消费。发展就业吸纳能力强和市场需求大的生活型服务业。积极扩展农村消费，推进连锁经营向农村延伸。

（四）如何选择公司

对于服务业上市公司的选择，我们认为主要是要选择具有核心竞争力的公司。我们认为，可重点从三个方面去把握服务业公司的核心竞争力。

第一，具有知名品牌的上市公司。品牌是企业长期经营积淀下来的顾客对产品或服务的独特感知，品牌效应包括知名度、美誉度和忠诚度。对于无形的服务业而言，良好的品牌效应至关重要。

第二，具有独特经营模式的上市公司。简单的说，经营模式就是企业赚钱的方式——企业如何将自己所有的人力、物力、财力等资源有效组合，从而使得企业价值不断增长以达到盈利的目的。大众化的经营模式使得企业很难超越同行业平均水平的盈利与增长。因此，寻找具有独特经营模式的企业，冷静分析决定其成功与否的各种因素及成功的概率，是进行服务业投资的重要工作。

第三，是具有垄断优势的上市公司。对供应渠道、销售渠道、技术诀窍（know-how）、政策资源等方面的垄断，是服务业企业获得超额利润的重要条件，因此我们要尽可能投资于具有垄断优势的上市公司。

四、重点关注现代服务业

综合服务业的长期发展趋势、政策推动以及行业基本面等因素，我们看好软件、现代物流、地产和银行（有关行业分析详见《2009 年 2 季度资产配置报告》）。

（一）软件服务业：政策扶持下需求将较快复苏

大力发展软件行业既是我国经济结构调整和产业升级的需要，也是建设创新型国家的需要。在 2009 年中央政府工作报告中明确提出，要增强自主创新能力，制定软件和集成电路等产业政策。在未来国家加强经济的科技支撑战略中，软件服务业将得到重点扶持。

尽管受到国际金融危机的影响，2009 年全球 IT 业增速有所下降，但中国仍将增长 12% 以上，其中软件服务业将 15-25% 的较高增长率。预计到 2009 年下半年，软件需求将复苏。政府和企业信息化远未完成，国内企业面临管理提升以应对产业升级压力，这是国内 IT 需求的内在动力。软件外包、管理软件、系统集成业将较快出现复苏。经济危机使我国软件外包的成本优势更加突出。在一些特定行业领域，如政府、公路的 IT 需求波动很小，而电信业、电力行业、航空业、铁路业的 IT 需求还将加快增长，金融、证券的需求也较为稳定。

建议关注子行业龙头公司和具有特殊竞争优势的公司。如远光软件（002063）、东华合创（002065）、中创信测（600485）、川大智胜（002253）、东软集团（600718）、远望谷（002161）、恒生电子（600570）、广电运通（002152）等。

（二）现代物流业：政策助推产业升级

推动物流产业升级可以降低交易成本，提升企业乃至国家的竞争力，具有重要意义。2008 年我国物流费用占 GDP 的比重为 18.1%，每降低一个百分点，相当于创造 3000 亿元的经济效益。

政策助推物流产业向现代物流升级。在《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》中首次明确提出要大力发展现代物流业；国务院成立了“全国现代物流工作部际联席会议”；物流业作为第十个调整振兴的产业出乎预料，均表明国家对发展现代物流产业高度重视，规划的出台将使物流行业面临产业升级的历史机遇。

我国物流产业快速发展，还有巨大的成长空间。从 2003-2008 年，我国物流总额复合增长率达到 24.7%，预计 2009-2010 年仍在 15% 以上，远高于世界 4% 的平均增速。从 1991 年到 2008 年，我国物流需求系数从 1.4 上升到 3.4，表明经济对物流需求呈显著上升趋势。我国工业品的流通费用约占产品成本的 20-40%，而发达国家这一比例为 9-10%；商品库存周期为 35-45 天，而发达国家一般不超过 10 天。

要关注在物流行业内具有领先优势，将最大程度受益于规划的公司。从四个角度去寻找投资标的：一是能够通过未来的兼并收购做大做强的公司，如中国国航（601111）、外运发展（600270）、铁龙物流（600125）和中储股份（600787）；二是专业物流公司，如保税科技（600794）、中化国际（600500）、五矿发展（600058）、澳洋顺昌（002245）等；三是物流外包公司，如怡亚通（002183）、飞马国际（002210）等，四是物流管理软件公司，如远望谷（002161）、用友软件（600588）、中国软件（600536）、同方股份（600100）等。

（三）房地产业：刚性需求释放，行业见底回升

在政策和降价的推动下，交易量快速回升。自 2008 年 11 月以来，重点城市房屋销售面积

止跌回升，2009年2月30个重点城市中有24个环比上升，其中有10个涨幅高于50%。

新开工面积下降，库存压力下降，房价下降空间有限。重点城市可售消化时间处于下降趋势，上海、深圳、南京都在10个月以下。以2006年各地的房价收入比为基准，根据收入增长预期，则经过2007年房价下跌后，继续下跌的空间有限，深圳、广州等地的降幅基本达到，而北京仍有降价空间。

房地产企业资金状况有所改善，2009年盈利见底。与2008年前9月相比，房地产企业资金来源中贷款比重显著上升，而自筹比例下降，国家对房地产企业的扶持力度明显增强。随着2008年销售见底，预计行业盈利将在2009年见底回升。

地产股估值被低估，随着行业景气回升，估值水平还应上升。根据NAV估值，目前重点房地产公司平均折价7%，价值被低估。随着行业景气度回升，低价和房价上涨有助于NAV的上升。

重点关注两类企业。一是龙头企业，应该享受估值溢价，如招商地产(000024)、金地集团(600383)、保利地产(600048)和万科(000002)。二是一线城市的二线地产股，如中华企业(600675)、上实发展(600748)、华发股份(600325)、冠城大通(600067)、亿城股份(000616)、首开股份(600376)、中粮地产(600031)。

(四) 银行业：业绩稳定，估值优势突出

分析师预计2009年1季度银行利差水平见底。由于连续降息、利率重置以及银行议价能力下降等因素，从2008年第4季度以来，我国银行的利差水平不断下降。但是，贷款的大幅增加使银行降息尤其是非对称降息的必要性下降，随着今后几个季度债券需求上升导致收益率曲线的逐渐上移、银行债券投资数量增加，银行利差水平将见底回升。

新增贷款大幅增长，而坏帐率水平不会在短时间内快速提高，有助于银行实现盈利增长。2009年1季度银行盈利保持基本稳定，9家上市银行净利润小幅增长8%。

银行股的估值优势突出，长期落后于大盘指数，为银行股的估值回升提供了条件。无论是从静态还是动态估值看，银行业的优势明显，2008年报和2009年1季报公布后，银行业的估值优势将更加突出，工商银行、中国银行等大银行更为如此。近期海外金融股企稳回升，对A股金融上市公司受到H股的价格压力减小。

建议关注工商银行(601398)、建设银行(601939)、中国银行(601988)、北京银行(601169)等。

五、服务业股票投资组合

(一) 服务业关注公司

表 10: 服务业建议关注公司

行业	代码	公司	价格(元)	PE(08)	PE(09)	PB(最新)
软件	002063.sz	远光软件	18.1	28.1	22.2	5.7

	002065.sz	东华合创	19.7	34.3	25.5	5.5
	600485.sh	中创信测	16.3	48.6	33.9	6.9
	002253.sz	川大智胜	26.0	44.4	35.7	3.6
	600718.sh	东软集团	15.3	28.8	22.6	4.6
现代物流	600794.sh	保税科技	6.2	0.0	0.0	4.7
	002183.sz	怡亚通	23.0	31.9	30.0	4.8
	002210.sz	飞马国际	11.6	28.7	22.3	3.7
	600125.sh	铁龙物流	7.1	22.8	19.6	2.9
	600270.sh	外运发展	7.9	11.4	17.4	1.8
	600878.sh	中储股份	2.6	0.0	0.0	0.0
	002161.sz	远望谷	22.4	41.0	28.2	7.6
	601111.sh	中国国航	5.1			2.2
	600029.sh	南方航空	4.8			2.6
	600115.sh	东方航空	5.0			45.7
房地产	000002.sz	万科	8.3	17.8	18.3	2.9
	600048.sh	保利地产	22.6	23.1	18.7	3.9
	000024.sz	招商地产	20.8	28.7	21.2	3.2
	600383.sh	金地集团	10.0	14.9	12.6	1.9
	000402.sz	金融街	9.1	23.8	19.1	1.6
银行	601398.sh	工商银行	3.8	10.7	9.8	2.2
	601939.sh	建设银行	4.2	9.5	9.0	2.2
	601988.sh	中国银行	3.5	12.0	11.2	1.9
	601169.sh	北京银行	11.5	13.0	12.0	2.3

资料来源: wind 中国银河证券研究所

(二) 服务业投资组合

建议重点关注以下 10 只股票 (有关公司分析详见《2009 年 2 季度资产配置报告》):

金地集团 (600383)、万科 (000002)、招商地产 (000024)、工商银行 (601398)、中国银行 (601988)、怡亚通 (002183)、外运发展 (600270)、中国国航 (601111)、远光软件 (002063)、东软集团 (600718)。

插图目录

图 1: 中国物流与采购联合会制造业采购经理指数 (PMI)	5
图 2: 原材料库存、产成品库存 (PMI)	5
图 3: 发电量同比增长 (单位: %)	5
图 4: 未来经济见底顺序	5
图 5: 近几个月我国新增人民币贷款大幅增长 (单位: 亿元)	6
图 6: 各月到期资金 (单位: 亿元)	6
图 7: 我国 M1 增速、M2 增速与上证指数之间关系	6
图 8: 09 年基金首发募集规模 (单位: 亿元)	7
图 9: A 股上市公司 08 业绩快报	9
图 10: 08 业绩快报中业绩下滑与业绩提升的公司家数	9
图 11: 1990 年中低收入国家服务业增加值占 GDP 的 47%	10
图 12: 2007 年中低收入国家服务业增加值占 GDP 的 59%	10
图 13: 2007 年全球主要国家服务业占 GDP 的比重	12

表格目录

表 1: 服务业的分类及特点	9
表 2: 美国国内生产总值的产业构成 (%)	11
表 3: 1978 年以来我国的 GDP 产业结构变化	12
表 4: 世界城市化水平与产业结构变化的关系 (%)	13
表 5: 主要国家城市化率	13
表 6: 2006 年、2010 年全球与中国服务外包市场发展规模	14
表 7: 有外包业务的公司以下国家的百分比 (%)	15
表 8: 国际平均产业结构阶段与重心的演变	15
表 9: 美国个人消费支出统计 (10 亿美元, %)	16
表 10: 服务业建议关注公司	21

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908