

湘财证券研究所

陈钢（策略研究员）

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cq2012@xcsc.com

张权（策略研究员）

Tel: 021-68634518-8508

E-Mail: zq2579@xcsc.com

冯舜（新能源研究员）

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com

主要观点

□ 宏观经济复苏力度加强

9 月宏观数据的公布再度彰显了经济复苏的力度。1~9 月 GDP 增 7.7%，3 季度单季增 8.9%，经济保“8”疑虑得到消除。需求的强劲复苏，加之较小的调控压力，宏观经济几无二次探底的风险，我们宏观组预计四季度 GDP 突破 10%，全年在 9%左右。

□ 上市公司盈利拐点已现

企业经营绩效的好转与宏观经济的复苏不无关系，历史上全部 A 股净利润同比增速的波动几乎与 GDP 的景气循环保持一致。随着三、四季度宏观经济加速复苏，上市公司的业绩也将得到持续改善。鉴于去年同期 A 股上市公司盈利基数较小，净利润单季同比增速已在三季度转正，累计同比增速则有望在 11-12 月恢复正增长。

□ 资金面依然宽松

尽管 M2 增速自 7 月开始走平，但 M1 增速持续上升，从 10 月 14 日央行公布的 9 月份最新金融运行数据来看，9 月末 M1、M2 分别增长 29.51%和 29.31%，M1 增速 17 个月来首超 M2，货币的活化趋势非常明显。9 月份新增人民币贷款 5167 亿元，高出 8 月份 1063 亿，远远超出了市场预期，预示着市场流动性依然充裕。7-8 月，当月新增居民存款为负值，显示储蓄搬家现象再现。随着 CPI 拐点出现，以及美元的持续贬值，全球通胀预期进一步上升，货币活化趋势将增强，11-12 月市场流动性仍将保持宽松。

□ 估值处于合理区间

从市场的动态估值水平、历史估值变化、各板块估值、目前市盈率的倒数跟十年期固定利率国债收益率的比较、AH 溢价指数以及国际估值等角度进行了分析，当前 A 股估值处于合理区间。

□ 底部探明，11-12 月 A 股市场将震荡向上

8 月份，上证综指在资金集中撤离冲击下产生的低点 2639 点将成为年内的重要低点。而在宏观经济持续向好、上市公司盈利改善、资金面依然宽松、估值较为合理的背景下，A 股市场将重拾升势。我们总体判断 11-12 月大盘将呈现震荡上升的慢牛格局。

□ 投资主题：消费+低碳经济

我们预计 11 月和 12 月，指数将在权重股的先抑后扬下波幅增大，历史经验表明，在动荡世道中选择防御类个股往往会跑赢大盘。另外考虑到 11 月中奥巴马访华以及 12 月中哥本哈根联合国气候变化大会的召开，我们最终选择了消费+低碳经济两大投资主题。

□ 11-12 月份我们重点推荐“消费+低碳经济”组合

“消费”：宇通客车、中信证券、中国平安、马应龙、招商银行、美的电器、ST 伊利、金种子酒、苏宁电器、亚通股份；

“低碳经济”：荣信股份、平高电气、东方电气、海陆重工、烟台万华、红宝丽、浙江阳光、佛山照明、科力远、包钢稀土。

正文目录

一、经济复苏力度持续加强	4
二、上市公司盈利拐点已现	6
三、资金面依然宽松	6
四、估值处于合理区间	7
(一) 各主要指数 09 年预测市盈率在 19-23 倍	8
(二) 历史估值：目前市场处于过去十年中枢附近	8
(三) 权重板块市盈率多在 30x 以下	8
(四) 较之债券，目前估值仍有一定吸引力	9
(五) 恒生 AH 股溢价指数重回历史低点	10
(六) 国际估值相对合理	11
五、底部探明，11-12 月 A 股市场将震荡向上	12
(一) 美元近阶段有望反弹	12
(二) 管理通胀预期，央行开始微调	13
(三) 金融、地产业绩高增长成定局，封杀下跌空间	14
六、投资主题：消费+低碳经济	15
(一) 消费	15
(二) 低碳经济	15
(三) 重点推荐的公司	16

图目录

图 1：GDP 及三驾马车表现 (YoY, %)	4
图 2：PMI 经季调后加速上扬 (%)	4
图 3：新订单、生产、新出口订单快速扩张 (%)	4
图 4：加工贸易领先于出口增速变动	5
图 5：PMI 新出口订单指数领先于出口增速变动	5
图 6：上市公司盈利与 GDP 波动保持一致	6
图 7：M1-M2 与上证综指	7
图 8：M1 与 M2 增速	7
图 9：沪深 300 估值低于 10 年中枢	8

图 10: 股市投资的预期利润率依然高于当前十年期国债收益率	10
图 11: 恒生 AH 溢价指数目前处在历史低位	10
图 12: 全球主要股票市场估值	11
图 13: 美元指数	12
图 13: 货币月度净投放情况	13
图 15: 消费占 GDP 比重 (2008 年)	15

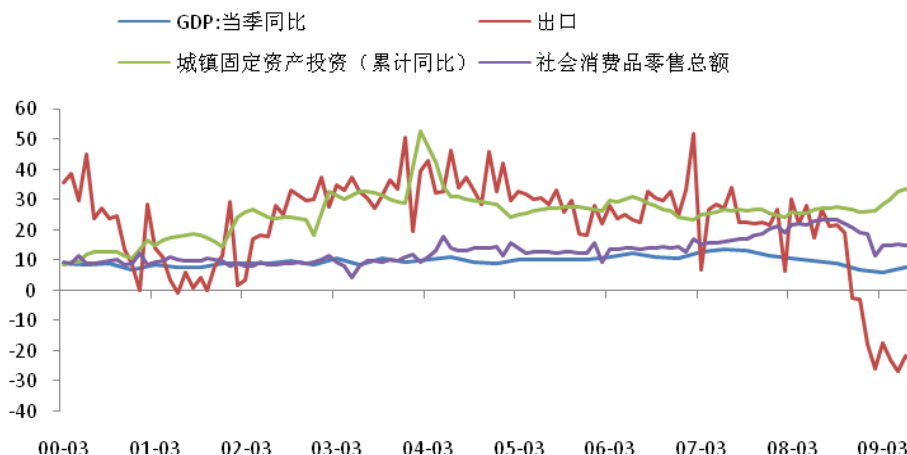
表目录

表 1: 09 年上半年 A 股上市公司盈利状况	6
表 2: 全市场估值	8
表 3: 申万一级行业估值对比	9
表 4: 低于 H 股的蓝筹 A 股仍有 9 家 (截至 2009 年 10 月 29 日)	10
表 5: 房地产和金融	14
表 6: 重点推荐公司一览	16

一、经济复苏力度持续加强

9月宏观数据的公布再度彰显了经济复苏的力度。1~9月GDP增7.7%，3季度单季增8.9%，经济保“8”疑虑得到消除；工业增加值同比增13.9%，较上月加快1.6%，其中重工业增速连续4月超过整体工业，预示工业对宏观经济拉动得到逐步恢复；投资继续保持较快增长（33.4%），房地产开发投资单月增37.06%，私人投资启动迹象明显，未来高速增长依然可期；消费对宏观经济的缓冲作用明显（15.5%），结构上更偏向汽车、房产等大宗消费；出口数据更是超出预期（-15.22%），随着4季度美国经济复苏预期逐步趋于明朗，外贸尚存一定的改善空间。

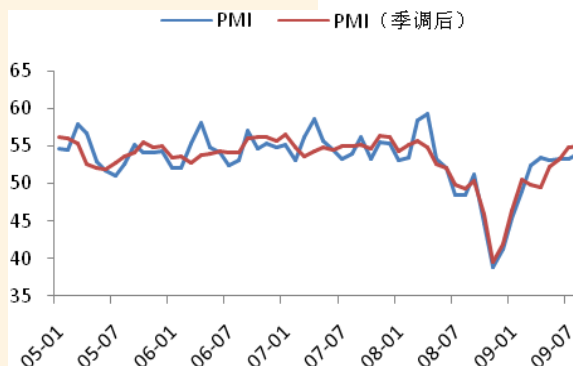
图 1: GDP 及三驾马车表现 (YoY, %)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

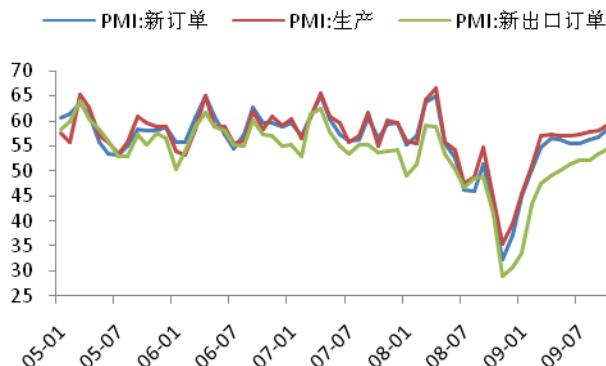
未来内需强劲的预期也同样反映在先导指标上，10月PMI增速为55.2%，较上月加快0.9%，主要受新订单、生产指数、新出口订单增速加快（58.5%、59.3%、54.5%）的影响。剔除季节性因素以后，10月PMI为56.9%，呈现出加速上扬趋势。而根据其领先性测算，未来1~3个月内工业生产仍处在扩张期，与此对应，需求还将继续释放。

图 2: PMI 经季调后加速上扬 (%)



资料来源: CEIC、湘财证券研究所

图 3: 新订单、生产、新出口订单快速扩张 (%)



资料来源: CEIC、湘财证券研究所

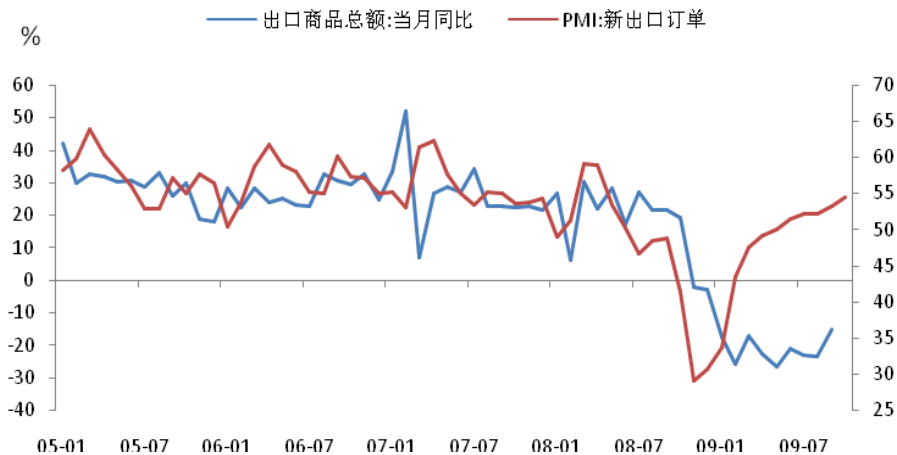
外需改善的迹象则更为明显，在中国出口导向的经济模式下，进口额的变化部分反映了出口景气的波动。5 月份开始，进口来料加工贸易跌幅逐月收窄，未来出口底部反弹在望。此外，PMI 中新出口订单已连续 6 月跨上扩张线，并和出口同比增速出现了历史上罕见的背离，也预示着未来出口的恢复在望。

图 4：加工贸易领先于出口增速变动



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5：PMI 新出口订单指数领先于出口增速变动



资料来源：Wind、湘财证券研究所

内、外需的变化趋势都揭示出宏观经济复苏超预期的可能性，物价虽已现拐点，但明年年中以前还以温和上涨为主，政策调控的力度较小。此外，前 9 月累计投放的信贷中，中长期项目贷款占 64%，也极大限制了未来信贷政策的退出空间。考虑到央行对通胀预期的管理，我们认为，年底以前调控政策仍以结构微调为主，包括从流动性过度宽松向适度宽松转变，及其他的一些关于信贷投向的窗口指导等，出台政策限制总量的可能性较小。

需求的强劲复苏，加之较小的调控压力，宏观经济几无二次探底的风险，预计四季

度 GDP 增速将突破 10%，全年在 9% 左右。

二、上市公司盈利拐点已现

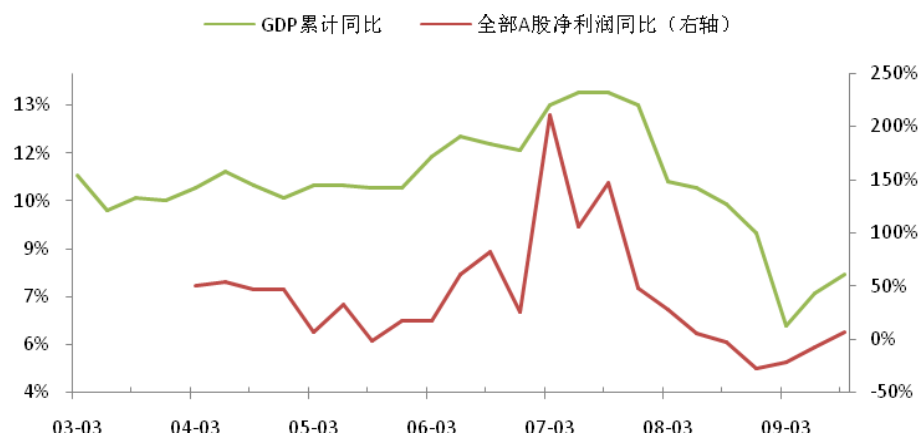
截至 11 月 3 日，全部 A 股上市公司公告前三季度营收 84112.03 亿元，同比降 4.09%；营业利润 8295.36 亿元，同比降 0.92%；归属母公司净利润 7794.54 亿元，同比降 1.1%。整体趋势来看，企业经营绩效跌幅较 2 季度已大幅收窄。其中，3 季度归属于上市公司股东的净利润甚至出现 3.45% 的环比正涨幅。

表 1：09 年上半年 A 股上市公司盈利状况

全部 A 股	3Q08	1Q09		2Q09		3Q09	
	亿元	亿元	同比	亿元	同比	亿元	同比
营业收入	87701.62	23515.80	-12.03%	52674.34	-8.66%	84112.03	-4.09%
营业利润	8372.08	2148.13	-25.42%	5179.06	-12.64%	8295.36	-0.92%
净利润	9764.04	2717.19	-21.84%	6454.37	-7.17%	10355.54	6.06%
归属母公司净利润	7881.23	2033.54	-24.97%	4865.18	-12.77%	7794.54	-1.10%

企业经营绩效的好转与宏观经济的复苏不无关系，历史上全部 A 股净利润同比增速的波动几乎与 GDP 的景气循环保持一致。随着三、四季度宏观经济加速复苏，上市公司的业绩也将得到持续改善。鉴于去年同期 A 股上市公司盈利基数较小，净利润单季同比增速已在三季度转正，累计同比增速则有望在 11-12 月恢复正增长。

图 6：上市公司盈利与 GDP 波动保持一致



资料来源：Wind、湘财证券研究所

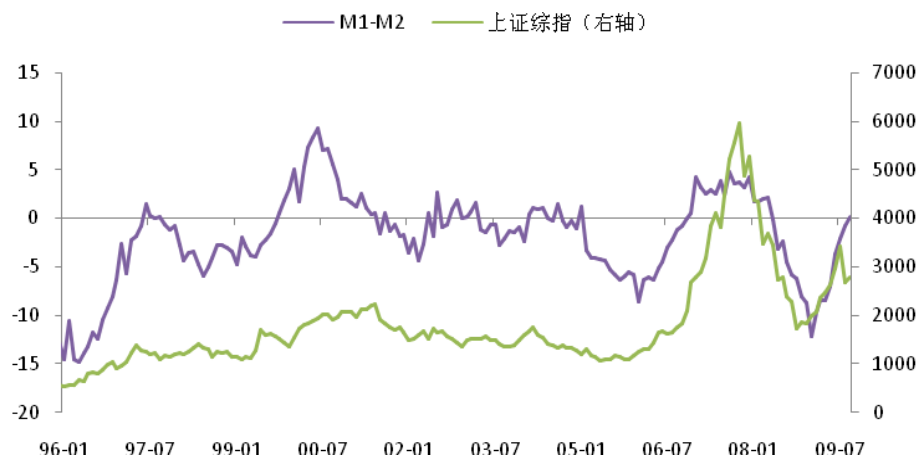
三、资金面依然宽松

流动性是股市的决定性因素。如果将股票市场当作一个整体，盈利取决于宏观经济状况，估值则取决于流动性。历史上看，估值的波动幅度（市盈率低至 15 倍，高至 50 倍）远高于盈利的波动幅度，表明流动性对股市的驱动作用高于宏观经济状况。

我们选择 M1 与 M2 增速差作为流动性指标。从 M1-M2 和上证综指的对比看，二者趋势基本吻合，尤其是 05 年后趋势基本一致，表明由流动性变化引发的估值变动

是股市波动的决定性因素。

图 7: M1-M2 与上证综指

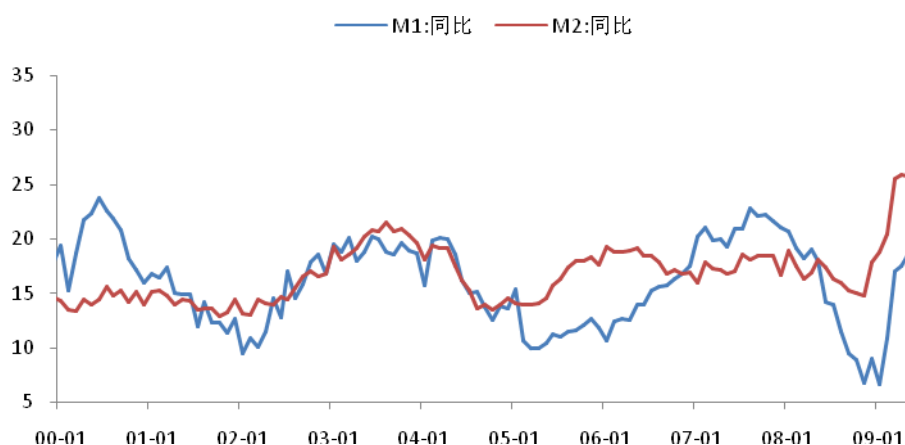


资料来源: Wind、湘财证券研究所

从货币供应量看, M2 增速自 7 月开始走平, M1 增速持续上升, 货币出现活化趋势。新增居民存款数据印证了货币活化趋势。7-8 月, 当月新增居民存款为负值, 显示储蓄搬家现象再现。尽管有 IPO 重启、部分储蓄资金流入一级市场申购新股的因素存在, 但新增 A 股基金开户数的猛增, 也表明有部分资金流入二级市场。

随着 CPI 拐点出现, 通胀预期进一步上升, 货币活化趋势将增强, 11-12 月市场流动性仍将保持宽松。

图 8: M1 与 M2 增速



资料来源: Wind、湘财证券研究所

四、估值处于合理区间

我们从市场的预测市盈率水平、历史估值变化、各板块估值、目前市盈率的倒数跟

十年期固定利率国债收益率的比较以及 AH 溢价指数等角度进行了分析, 认为当前 A 股估值处于合理区间。

(一) 各主要指数 09 年预测市盈率在 19-23 倍

从 09 年全年预测业绩为基准, 全部 A 股 09 年预测 PE 为 22.12x、沪深 300 为 20.89x、上证综合指数为 21.93x, 均处在一个合理的区间; 即便以较为保守的估计, 我们用 TTM 方法计算, 全部 A 股 PE 也仅为 25.42x, 这也显示市场泡沫的成分较小。

表 2: 全市场估值

板块名称	PE(09E)	PE (TTM)	PB
上证 50	18.73	20.87	2.96
上证 180	20.00	22.14	3.05
沪深 300	20.89	23.2	3.14
上证综合	21.93	23.55	3.09
深证成分	27.16	32.56	4.01
中小企业板	36.00	41.91	4.85
全部 A 股	22.12	25.42	3.26

资料来源: wind, 湘财证券研究所

(二) 历史估值: 目前市场处于过去十年中枢附近

从历史估值对比来看, 市场估值处于过去十年中枢附近。历史上沪深 300 指数大部分时间落在历史均值加减一个标准差的区间内, 并在估值偏离历史均值较大时向均值逐步回归。沪深 300TTM 市盈率最低至 15 倍, 最高至 50 倍, 目前为 23.2 倍, 略低于过去十年的中枢值, 从这个角度看市场处于合理的历史估值区间内。

图 9: 沪深 300 估值低于 10 年中枢



资料来源: Wind、湘财证券研究所 (截止 2009-10-28)

(三) 权重板块市盈率多在 30x 以下

从各板块估值对比来看, 大多数行业估值在 30x 上下, 具有较高的安全边际。各个板块的分化较大, 权重占比较大的金融服务、采掘、化工、交通运输市盈率分别为

19.18x、22.38x、32.96x 和 22.95x，拉低了大盘的整体估值。业绩弹性较大的有色金属、电子元器件是两市估值最高的板块。

表 3：申万一级行业估值对比

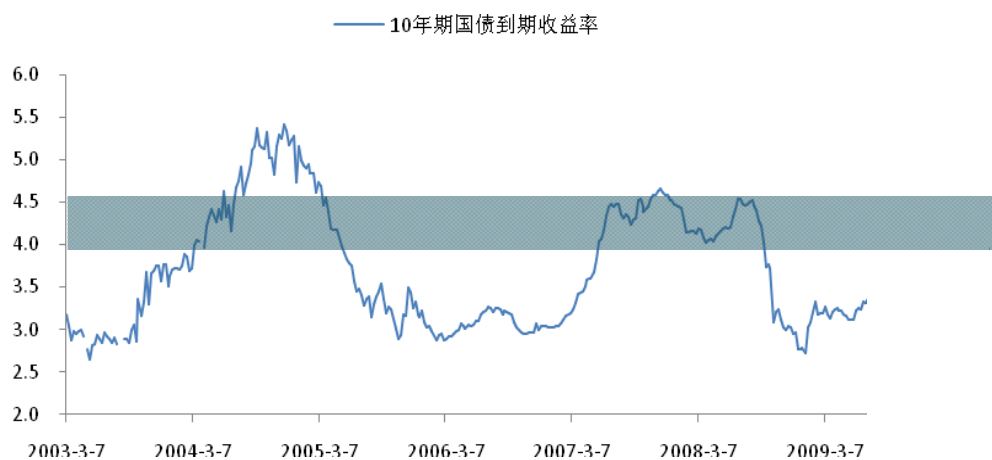
	PE (TTM)	PB
农林牧渔	44.39	4.64
采掘	22.38	3.4
化工	32.96	3.37
黑色金属	31.97	1.83
有色金属	88.19	5.39
建筑建材	33.13	3.03
机械设备	39.2	4.74
电子元器件	51.13	3.49
交运设备	45.44	3.92
信息设备	42.38	4.02
家用电器	29.15	3.58
食品饮料	39.49	6.54
纺织服装	35.81	3.21
轻工制造	50.12	2.75
医药生物	40.93	5.18
公用事业	36.98	2.9
交通运输	22.95	2.67
房地产	43.21	4.08
金融服务	19.18	3
商业贸易	37.94	3.96
餐饮旅游	48.28	3.84
信息服务	15.89	3.34
综合	62.91	4.09

资料来源：wind，湘财证券研究所

（四）较之债券，目前估值仍有一定吸引力

我们用 FED 模式计算目前股市投资的预期利润率（市盈率的倒数），大概在 3.93%-4.54%；，两者均高于目前十年期固定利率国债的收益率。

图 10: 股市投资的预期利润率依然高于当前十年期国债收益率



资料来源: Wind、湘财证券研究所 (截止 2009-10-28)

(五) 恒生 AH 股溢价指数重回历史低点

恒生 A-H 股溢价指数近期又跌至 120 点以下, 处在历史低位附近。海外资金的大量流入使得港股在近期连续攀升, 很多蓝筹股的 A 股价格已经低于港股。截至 10 月 28 日仍有 9 家公司, 按照折价程度它们依次分别是工商银行、中国平安、中国人寿、中国铁建、海螺水泥、中兴通讯、鞍钢股份、建设银行、交通银行, 这意味着市场整体已经具有投资价值。

图 11: 恒生 AH 溢价指数目前处在历史低位



资料来源: Wind、湘财证券研究所 (截止 2009-10-29)

表 4: 低于 H 股的蓝筹 A 股仍有 9 家 (截至 2009 年 10 月 29 日)

A 股代码	名称	AH 比价	A 股溢价率 (%)	A 股价格	H 股代码	H 股价格 (HKD)	H 股价格 (CNY)
601398.SH	工商银行	0.92	-7.60	4.95	1398.HK	6.08	5.36

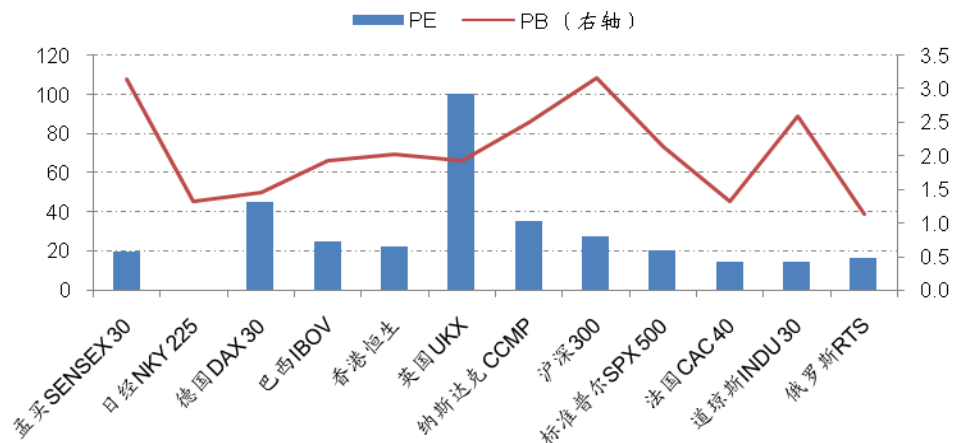
601318.SH	中国平安	0.93	-7.06	55.56	2318.HK	67.85	59.78
601628.SH	中国人寿	0.93	-7.01	29.70	2628.HK	36.25	31.94
601186.SH	中国铁建	0.95	-4.65	8.67	1186.HK	10.32	9.09
600585.SH	海螺水泥	0.96	-3.64	42.58	0914.HK	50.15	44.19
000063.SZ	中兴通讯	0.97	-2.74	37.45	0763.HK	43.70	38.50
000898.SZ	鞍钢股份	0.98	-2.00	12.40	0347.HK	14.36	12.65
601939.SH	建设银行	0.99	-0.58	5.79	0939.HK	6.61	5.82
601328.SH	交通银行	1.00	-0.26	8.48	3328.HK	9.65	8.50

资料来源: wind, 湘财证券研究所 (HKDCNY: 0.881)

(六) 国际估值相对合理

国际估值看, 沪深 300 指数 PE 值低于英国、德国和美国 Nasdaq, PB 值则仅此于金砖四国的印度。

图 12: 全球主要股票市场估值



资料来源: BLOOMBERG、湘财证券研究所 (截止 2009-10-28)

五、底部探明，11-12 月 A 股市场将震荡向上

8 月份，上证综指在资金集中撤离冲击下产生的低点 2639 点将成为年内的重要低点。而在宏观经济持续向好、上市公司盈利改善、资金面依然宽松、估值较为合理的背景下，A 股市场将重拾升势。我们总体判断 11-12 月大盘将呈现震荡上升的慢牛格局。

我们的逻辑：**下有支撑，上有压力。**

宏观经济继续向好，但超预期增长概率不大。市场整体估值不高，但估值再次大幅提升的空间也不大。宏观经济 V 形反转以及上市公司业绩整体好转，确实对市场构成强大的支撑；而在业绩无法超预期的情况下，市场经过近一年左右的大涨后，向上的阻力也变得更大。加上美元汇率近阶段极有可能产生一波像样的反弹，而管理层首次强调要“治理通胀预期”，这些不确定因素都会对 09 年剩余两个月的行情构成压力。

（一）美元近阶段有望反弹

自从 2009 年 3 月 4 日美元指数见 89.62 点的波段高点之后，美元指数经历了半年多的单边下跌，10 月 21 日见波段低点 74.94 后才有所企稳。

美元下跌的逻辑是：全球经济从危机中复苏，避险资金流出，风险偏好上升。大宗商品需求上升，再加全球过剩的流动性推升通胀预期，大宗商品价格快速飙升。相比当前的低利率，资金更愿意进入回报率更高的大宗商品和信用产品，这导致资源类期货和股市上涨。

但我们发现在大宗商品上升的同时，库存在不断增加，这意味着商品价格的上升并非需求因素，非其商品属性导致，而是其金融属性被放大，即源于对货币贬值的恐惧。而股市经大幅上升后已透支了各国经济的转好状况，一旦这些因素被市场所预期，不排除 11 月后市场趋势转变的可能性。

图 13：美元指数



资料来源：BLOOMBERG、湘财证券研究所（截止 2009-10-28）

另外，我们不得不提到两个悖论：第一是美元下跌，意味着欧元、英镑、日圆等其他货币上升。但事实上美国在这次金融危机中库存调整最为彻底，经济复苏最为稳

定，综合实力和购买力平价来看，依然是美元胜出，其他国家也同样采取了定量宽松的货币政策，同样有货币超发的问题。一旦美国经济从底部走出（3 季度美国 GDP 超预期地增长了 3.5%），这个经济增速得到确认，那么美元的购买力平价将得到提升，相对而言，经济状况不理想的欧洲、英国、日本等国的货币就会贬值，这些因素将推动美元走高。第二是美国经济数据良好，美国有望继以色列、澳洲和挪威之后退出宽松货币政策，美元加息并回笼货币只是时间问题。

11 月 15 日-18 日，美国总统奥巴马将访问中国，两大经济体围绕全球经济发展的未来战略展开对话，当然除了双边关系之外，中美两国各有以下关心的主要问题：
① 中国对美国：一是要求美元币值稳定，二是反对贸易保护主义行为。
② 美国对中国：一是要求人民币升值，二是要求中国继续购买美国国债。从历史惯例来看，美国总统访华期间，为了让中国保持对美债的持有及继续购买，美元大多会以升值的姿态表现。

因此我们预计 11 月及 12 月，美元自身所需要的技术反弹力量以及两国博弈的力量都可能让美元发生一次较像样的中级反弹。美元反弹将令全球风险偏好下降，避险情绪增加，大宗商品及信用产品价格均将出现大幅回落，而在这个背景下 A 股难以独善其身。

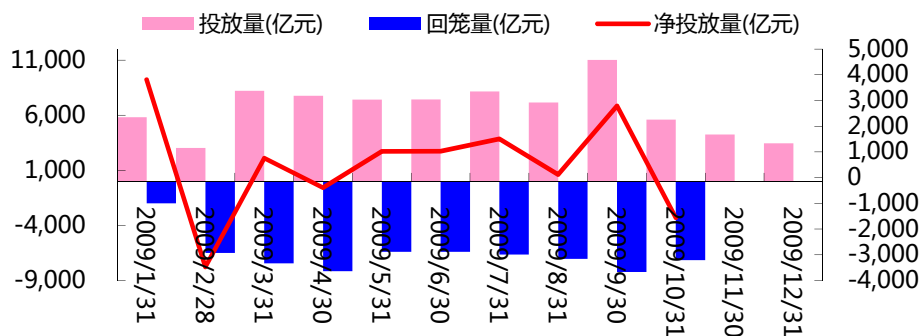
（二）管理通胀预期，央行开始微调

国务院总理温家宝在 10 月 21 日主持召开的国务院常务会议上，分析当前经济形势，研究部署今年后几个月经济工作。会议首次提出，经济回升向好的趋势得到巩固，并将保增长、调结构和管理通胀预期的关系列为今后几个月的重点调控内容。

今年以来，中国大宗商品通过收储等形式价格率先于国际市场上涨，管理层采取了制造通胀预期的做法来抵消通缩的影响，而且取得了成功。接近年底，去年 CPI 负值翘尾因素逐渐消失，明年的 CPI 正值翘尾上升，管理层此时提出管理通胀是未雨绸缪，耐人寻味。

而恰在此时，央行通过公开市场操作加大发行票据和正回购的数量，表明“管理通胀预期”已经开始执行。（今年 10 月，是央行继 5 月货币净投放以来半年内首次出现净回笼，且数量高达 1560 亿元）

图 14：货币月度净投放情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所（截止 2009-10-28）

上述美元汇率反弹以及央行已开始回笼货币，都将贯穿在 11 和 12 月的行情之中，而对汇率与利率最为敏感的莫过于石油、有色、煤炭等资源类股以及金融和地产股。美元上升会令大宗商品价格下跌，资源类股承受的压力不小。而货币紧缩对金融地产又会形成一定负面影响。

（三）金融、地产业绩高增长成定局，封杀下跌空间

我们不得不看到，即使货币紧缩，金融和地产业 2009 年业绩的高增长已成定局，这些权重股的业绩又在一定程度上支撑了它们的股价，封杀了整个市场的下跌空间。

我们横向和纵向对比了 09 年三季度金融和地产行业的业绩，发现有以下特点：09 年三季度金融和地产业无论从平均 EPS 还是从净资产收益率上来看，都基本呈现环比增速上升的态势。因业绩增长，随着股价的上升，其 PB 还逐步降低，估值得到提升。且我们把当前数据与业绩最好的 07 年三季度相比，惊讶地发现当前业绩相比 2007 年也毫不逊色。尽管这些业绩如同亮丽的宏观数据一样，短期向好，长期有一定隐忧，但暂时而言这些数据足以支撑当前的股价。

表 5：房地产和金融

财务数据	房地产	金融服务
09 年一季平均净资产收益率	1.47%	4.67%
09 年中报平均净资产收益率	5.16%	9.92%
09 年三季平均净资产收益率	7.29%	14.71%
09 年一季平均 EPS	0.0326 元	0.1623 元
09 年中报平均 EPS	0.1159 元	0.3437 元
09 年三季平均 EPS	0.2231 元	0.3664 元
09 年一季平均 PB	4.5 倍	3.04 倍
09 年中报平均 PB	4.25 倍	3.05 倍
09 年三季平均 PB	3.9 倍	2.91 倍
07 年三季度平均净资产收益率	7.11%	14.47%
07 年三季平均 EPS	0.1909 元	0.2683 元

资料来源：湘财证券研究所

由于这些大权重板块多空因素交织在一起，既有业绩支撑，又有汇率及利率的利空影响，我们认为市场走势会比较反复，机构的多空博弈会很激烈。汇率及利率的影响在 11 月初将体现得比较剧烈，这会打压资源类、金融、地产股的股价，而随着时间的推移及美元汇率波动的减弱，市场内在的合理估值水平又将令股价回升。总体而言，11 和 12 月的走势将呈现先抑后扬的态势。

六、投资主题：消费+低碳经济

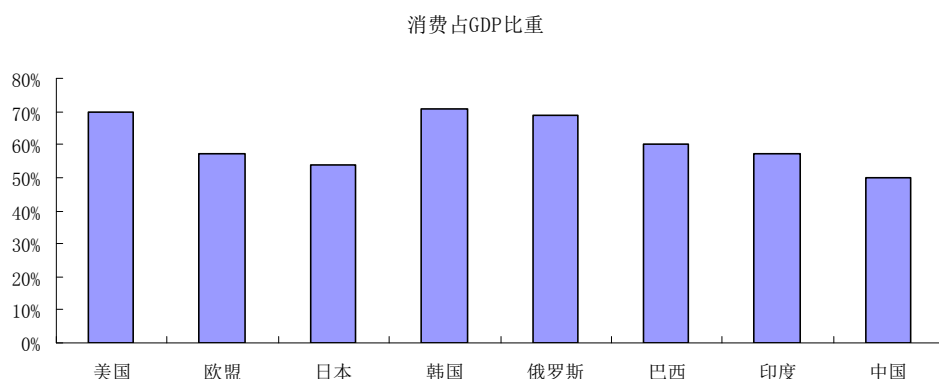
我们预计 11 月和 12 月，指数将在权重股的先抑后扬下增大波幅，历史经验表明，在动荡世道中选择防御类个股往往会跑赢大盘。另外考虑到 11 月中奥巴马访华以及 12 月中哥本哈根联合国气候变化大会的召开，我们最终选择了消费+低碳经济两大投资主题。

（一）消费

当前宏观经济增长大量依靠投资，但投资受项目收益率下降和房价远离居民收入影响而后劲不足；同时外贸条件没有改善，尽管全球经济从危机中复苏，但贸易保护主义重新抬头，净出口对 GDP 拉动很难恢复到危机之前的水平；这一切都令内需的拉动显得尤为重要。

从消费占 GDP 的比重看，2008 年中国最终消费支出占 GDP 的比重为 50%，不仅低于美国、欧盟、日本等发达国家，也低于同为新兴市场国家的俄罗斯、巴西和印度。启动内需任重而道远，但同时也意味着内需有极大的增长空间。2008 年中国人均 GDP 超过 3000 美元，消费结构由食、衣逐步向住、行、休闲娱乐阶梯升级，这已在 09 年房市、车市的旺销现象中得以体现。

图 15：消费占 GDP 比重（2008 年）



注：韩国、俄罗斯、中国数据包括私人消费和政府消费，其它为私人消费

资料来源：Wind、湘财证券研究所

调结构是一个长期的过程，内需将成为推动中国未来经济增长的最重要动力，消费类股将是未来数年股票市场持续的热点，现在布局依然不晚。从消费结构看，我们看好房地产、家电、汽车、金融服务、商业零售、医疗服务、品牌消费品行业，以及与此相关的钢铁、水泥、建筑等行业。

（二）低碳经济

2006 年全球来自化石燃料的碳排放量达到 292 亿吨，比 1980 年的碳排放量增加了 57.7%。随着温室气体排放增多，全球平均温度、海平面、自然灾害频率大幅上升，严重威胁到人类生存环境。从已经探明的原油和天然气储量来看，原油和天然气分别仅够使用 50 年和 58 年。气候危机和能源危机日益临近，发展低碳经济箭在弦上。

低碳经济产业链

低碳经济产业链包括能源供应、能源存储和运输、能源消费三个方面。在能源供应方面，主要的替代能源有光能、风能、核能、水能、生物质能，除了寻找替代能源外，火电节能减排也非常重要，主要应用的技术包括 IGCC 和 CCS 等。能源传输和存储方面主要包括电池技术和智能电网。能源消费包括工业节能的余热锅炉、交通节能的电动汽车、建筑节能的 BIPV 和能源合同管理、生活节能的 LED 灯等。

新能源的三种重要形式：风电、光伏、核电

风电、光伏、核电是新能源的三种重要形式。经过近几年发展，风电和光伏产业取得了长足进步，但近期面临产能过剩的问题，不过产能过剩是相对概念，关键零部件的创新和制造仍亟待发展。风能是最有可能率先大规模应用的新能源，风电上网是瓶颈。受多晶硅价格大幅下跌拖累，光伏产业发展处于低谷，期待复苏。核电由于其运行稳定、运营成本低、碳减排效果显著等特点越来越受到全球关注，中国核电发电占比 2.2%，与全球 14.7% 的平均水平有较大差距，我国核电发展潜力巨大。

能源传输：智能电网和特高压

国家电网将分三个阶段建设以特高压电网为骨干网架，各级电网协调发展，具有信息化、数字化、自动化、互动化特征的统一的坚强智能电网。在智能电网的发电、变电、输电、配电和用电环节需要关注特高压、柔性输变电系统、数字化变电站、配网自动化产品以及智能电表和用电管理与采集系统。

哥本哈根猜想

即将在 12 月举办的哥本哈根会议成为全球关注的焦点。我们预计此次会议达成全球减排的框架性协议可能性较大。代表发达国家的美日欧、代表发展中国家的中印都将同意在这个框架性协议中协商解决碳减排和碳交易问题。短期来看，现有的 CDM 机制仍将得到维持，但长期来看，随着框架性协议不断推进，中国和印度作为全球碳交易的供给方逐步转变为需求方，全球碳交易量和碳交易价格均将逐渐上升，CDM 市场将会缓慢萎缩，JI 交易额或许会慢慢上升。

关注事件驱动，电力设备、核电、节能减排板块四季度跑赢指数是大概率事件

未来两个月，有可能出现较多利好事件给低碳经济板块带来的投资机会。我们预计整个低碳板块在 11-12 月表现将强于大盘，重点关注电力设备、核能、节能减排行业。

（三）重点推荐的公司

11-12 月份我们重点推荐“消费+低碳经济”组合。

“消费”：宇通客车、中信证券、中国平安、马应龙、招商银行、美的电器、ST 伊利、金种子酒、苏宁电器、亚通股份；

“低碳经济”：荣信股份、平高电气、东方电气、海陆重工、烟台万华、红宝丽、浙江阳光、佛山照明、科力远、包钢稀土。

表 6：重点推荐公司一览

主题	行业	个股	代码	09 年净利润增速	10 年净利润增速	09PE	10PE
	银行	招商银行	600036	-7%	23.31%	19.93	16.71
	保险	中国平安	601318	1079%	16.50%	43.39	37.26
	证券	中信证券	600030	31.82%	11.72%	19.52	17.41

大消费	房地产	亚通股份	600692	0	89%	118.75	63.33
	食品饮料	ST 伊利	600887	138.17%	37.31%	30.18	21.98
		金种子酒	600199	151.02%	57.88%	47.01	29.77
	家用电器	美的电器	000527	72.3%	31.80%	24.3	18.5
	汽车	宇通客车	600066	41%	16.30%	19.7	16.9
	中医药	马应龙	600993	130.87%	1.79%	29.74	29.22
低碳经济	零售商业	苏宁电器	002024	32.8%	18.60%	26.3	22.1
	智能电网	荣信股份	002123	29.23%	60.12%	47	29
		平高电气	600312	37.2%	64.79%	38	23
	核能	东方电气	600875	848.3%	25.64%	25	20
		海陆重工	002255	54.98%	26.28%	39	31
	建筑节能	烟台万华	600309	-16.35%	35.48%	27	20
		红宝丽	002165	53.51%	40.44%	38	27
	生活节能	浙江阳光	600261	9.87%	21.90%	32	26
		佛山照明	000541	-9.16%	20.38%	42	35
	交通节能	科力远	600478	4.77%	174.62%	136	50
		包钢稀土	600111	-61.37%	425.57%	373	71

资料来源：Wind、湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。