

一半火焰，一半海水

——复苏背景下的通胀预期与积极政策退出下的博弈

策略部

2009年11月17日

——2010年年度A股市场投资策略报告

策略报告

李俊（执笔）

021-50588666-8109; lijun@ccnew.com

方夏虹

021-50588666-8042; fangxh@ccnew.com

刘锋

021-50588666-8012; liufeng_366@ccnew.com

张刚

021-50588666-8100; zhanggang@ccnew.com

何卫江

021-50588666-8036; heweijiang@ccnew.com

联系人：马嵌奇

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122

投资要点：

- **一半是火焰：**国内宏观经济自主复苏、难以出现二次探底；上市公司的盈利增速回升态势明显，预计2010年可比增速达到21%-28%；在适度宽松货币政策完全退出之前，市场流动性仍显宽裕；通胀预期与人民币升值预期，对指数的进一步走强提供有力的支撑。我们认为，目前估值合理的A股市场仍有继续提升的空间。在机构观点趋于一致的情况下，春季行情有望提前。
- **一半是海水：**担忧在“保增长”告一段落之后，积极政策的提前退出造成对经济扶持减弱，进而对市场走势形成负面影响；我们同样担忧全流通对A股市场估值体系带来的冲击，限售股的减持行为对市场上行造成压力；此外，考虑到创业板以及传闻中的大盘股IPO，A股市场融资正常化目前才刚刚开始。
- **A股市场点位与趋势：**预计2010年上证综指运行区间为2600点至4500点，分别对应2010年动态市盈率15.6倍至27.1倍。在经济复苏加速、通胀预期上升而积极政策没有出现根本性转折之前，我们对市场持乐观的态度。而在股价充分反映宏观经济复苏、流动性明显回落之后，我们建议投资者要回避市场可能出现的中期调整。
- **确定增长的行业+适当的主题：**在国内经济有望平稳增长的背景下，A股市场的投资策略将由寻找拐点与高弹性回归至稳定增长的品种。另一方面，“调结构”提上日程，新兴战略性行业可能得到政策与资金扶持；上海世博会即将召开，相关概念股有望受益，我们预计其中均孕育着大量的主题投资机会。
- **行业配置：**超配：银行、汽车、保险、机械、传媒、百货零售、食品饮料、地产；标配：有色、煤炭、医药、农业、家电、石化、化工、石油天然气、服装纺织、IT、造纸、证券、通讯设备、电子信息；低配：钢铁、电力、交通运输、电信运营
- **主题投资：**新兴战略性行业、上海世博概念
- **风险提示：**政策的提前调整；市场融资节奏与规模超预期。

目录

1	宏观经济：政策主导下的复苏转向自主复苏	5
1.1	过去已被验证	5
1.2	自主复苏是 2010 年的主基调	7
1.3	政策退出：谨慎试错、相机抉择	9
2	盈利：2010 年 21%-28%左右的同比增长	12
2.1	2009 年企业盈利增长超预期.....	13
2.2	预计 2010 年企业盈利增长平稳	14
3	流动性：可以支撑当前的市场估值	15
3.1	流动性由信贷增长向“储蓄搬家”与“热钱”演变	15
3.2	流动性可以支撑当前的市场估值	18
4	供给压力：决定 2010 年市场走势的重要变量	21
4.1	90%市值进入全流通	21
4.2	融资开始正常化	22
4.3	投资者情绪的负面影响	23
5	投资策略：确定的增长与适当的主题	24
5.1	2010 年上证综指运行区间：2600 点-4500 点.....	24
5.2	2010 年投资策略：确定的增长与适当的主题.....	26

图表目录

图 1: 国内GDP增速出现“V形”反弹	5
图 2: 中西部追赶效应显现	5
图 3: 投资拉动工业生产大幅度反弹	6
图 4: 发电量增长由负转正	6
图 5: 房地产投资占比近 20%	6
图 6: 房地产投资接力效应显现	6
图 7: 消费增速持续走强	7
图 8: 汽车销售数据表现强劲	7
图 9: 出口跌幅收窄	7
图 10: 外贸好转带动港口吞吐量回升	7
图 11: 商品房销售火爆	8
图 12: 预计 2010 年房地产投资增速为 22%	8
图 13: 海外消费有望企稳 (以美国为例)	8
图 14: 预计 2010 年出口增速为 12%	8
图 15: 经济发展有望更平衡	9
图 16: 2010 年宏观经济指标预测	9
图 17: 利率滞后于失业率	10
图 18: 利率滞后于工业生产	10
图 19: 利率调整领先CPI	10
图 20: 利率与美元	10
图 21: 利率不影响道指长期趋势	11
图 22: 短期影响之 1994-1995 年	11
图 23: 短期影响之 1999-2000 年	11
图 24: 短期影响之 2004-2005 年	11
图 25: 利率与CPI	12
图 26: 利率与汇率	12
图 27: 利率与基础货币	12
图 28: 利率与货币乘数	12
图 29: 2009 年工业企业盈利同比增速约 3%	13
图 30: 2009 年国有企业盈利平稳 (单位: 亿元)	13
图 31: 上市公司整体ROE变化	13
图 32: 预计 2009 年上市公司盈利增速达 22%	13
图 33: 工业企业盈利同比增速回升可期	14
图 34: 上市公司利润率有望回升	14
图 35: 预测上市公司 (除银行) 盈利增长	14
图 36: 预计 2010 年上市公司盈利增速在 21%以上	14
图 37: 2009 年贷款余额同比增速超过 30%	15
图 38: M1 与M2 增速接近 30%	15
图 39: M2 领先CPI时间为 6-12 个月	16
图 40: 月均新增储蓄与上证综指	16
图 41: “储蓄搬家”即将上演	16
图 42: 新基金发行份额逼近 2007 年	16
图 43: 外汇存款出现净减少	17

图 44: 外汇贷款需求增加	17
图 45: 贸易顺差加大升值压力	17
图 46: 美元贬值加大人民币升值压力	17
图 47: 市盈率的当前定位	18
图 48: 市净率的当前定位	18
图 49: M1 同比增速比较	19
图 50: M2-GDP增速比较	19
图 51: 市盈率比较	19
图 52: ROE比较	19
图 53: AH溢价指数 117%, 最低 91%, 平均 132%	20
图 54: 与新兴市场比, 年内涨幅不大	20
图 55: 2009 年估值预测	20
图 56: 2010 年估值预测	20
图 57: 2009 年以来的板块涨幅	21
图 58: 大板块估值仍有优势	21
图 59: 流通规模急剧增加	21
图 60: 月度解禁规模	21
图 61: 流通规模、M1 以及 M2	22
图 62: 减持规模与指数成正比	22
图 63: A股市场融资金额	22
图 64: 股票型基金发行份额	22
图 65: 传闻中的大盘股 IPO	23
图 66: 预计 2010 年融资规模在 4800 亿元	23
图 67: 限售股解禁影响市场走势	23
图 68: 融资规模影响市场指数	23
图 69: 本质在于 A股市场投机性较强	24
图 70: 交易帐户能预示指数的阶段性走势	24
图 71: A股市场运行预测	26
图 72: 板块涨跌幅 (2009.1.1—2009.11.10)	27
图 73: 概念涨跌幅 (2009.1.1—2009.11.10)	27
表 1: 不同阶段不同行业涨跌幅比较	27
表 2: 迪斯尼不同阶段可收益行业及其可能受益上市公司概况	28
表 3: 世博会消费收益行业及其公司排名	30
表 4: 新兴战略性新兴产业投资机会	31
表 5: 十大价值型金股盈利预测和投资评级 (单位: 元/倍)	31
表 6: 十大成长型金股盈利预测和投资评级 (单位: 元/倍)	32

1 宏观经济：政策主导下的复苏转向自主复苏

2009 年以来，在积极财政政策和适度宽松货币政策的刺激下，我国投资和消费保持较快增长，在相当程度上弥补了出口下降的不利影响，经济出现企稳回升。不仅政府支持的公共投资继续保持快速增长，私人房地产投资也出现了反弹的势头。同时，居民的消费力量已经扩大到了汽车及住房之外的领域，2009 年以来的经济数据已经对政策刺激效果做出了确认。

未来一段时间，政策主导下的复苏将转向经济的自主复苏。我们认为，国内私人投资，尤其房地产投资仍然会保持快速增长。此外，考虑到 2010 年全球经济的增长将高于趋势水平，在此条件带动下，中国很可能迎来更加强劲的增长。具体而言，2009 年三季度处于继续往上走的一个中间段，2009 年四季度至 2010 年的一季度将达到顶点，之后增速将逐步放缓。

预计 2010 年国内宏观政策会谨慎试错，相机抉择；国内 GDP 季度增速有望在 9% 上下窄幅波动，经济不会出现二次探底。

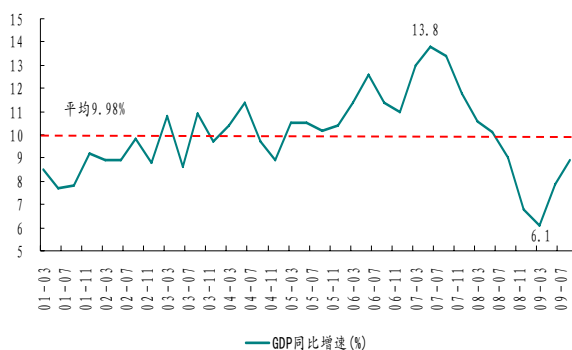
1.1 过去已被验证

1.1.1 GDP 同比增速逐渐回归至正常水平

复苏的方向明显。2009 年三季度的实际 GDP 增速从 2009 年一季度的 6.1%、二季度的 7.9% 升至 8.9%，国内经济增长势头保持良好。我们认为，国内经济正在沿着积极的方向增长，在 2009 年的四季度可能超过 2001 年以来 10% 的平均增长率。

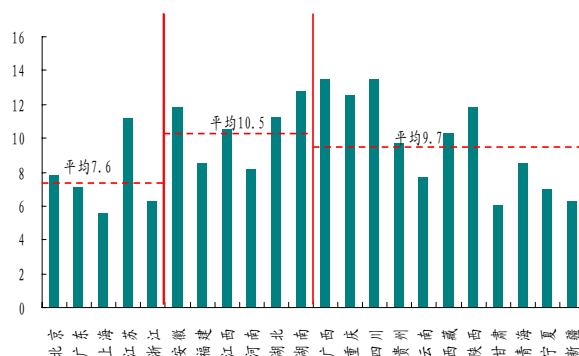
区域平衡增长是当前值得关注的趋势。我们统计的各省区上半年经济数据显示，中部和西部各省平均经济增速为 10.5%、9.7%，分别高于东部 2.9 和 2.1 个百分点。我们认为，源于内需市场的提振、东部地区产业转移以及国家对中西部地区的政策将支持未来中西部经济的发展，中西部地区的追赶效应会更加明显。

图 1：国内 GDP 增速出现“V 形”反弹



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 2：中西部追赶效应显现



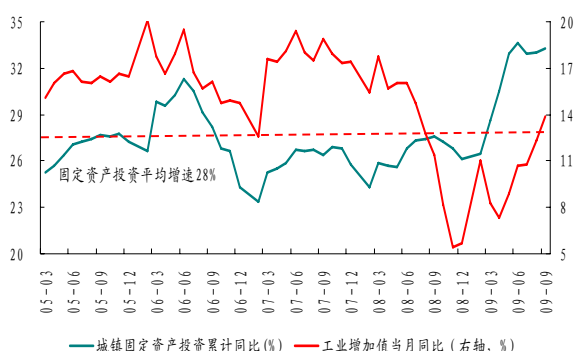
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.1.2 投资带动工业增长大幅反弹

2009 年前三季度的固定资产投资同比增幅为 33.3%，9 月份单月同比增幅为 35.0%，高于 8 月份的 33.6%。在政府引导的投资带动下，工业生产大幅反弹。自 2009 年 5 月份开始，工业增加值同比增速持续六个月回升，9 月份同比增速已达 13.9%。工业部门在这次经济调整中受影响最大，其显著复苏的结果是国内用电量增速快速由负转正，9 月份发电量同比增速已达 10.2%。

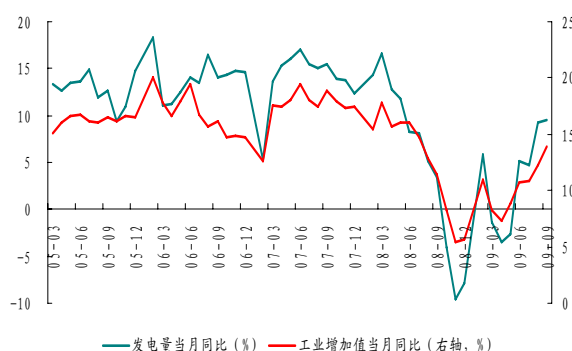
房地产接力效应显现。2009 年前三季度房地产投资的同比增幅已达 17.7%，9 月份同比增幅更是达到 37.1%。房地产投资占到城镇固定资产投资总体增长的 20%，在房地产持续强劲的销售下，开发商可能会维持其强劲的投资活动，从而成为总体投资增长的主要推动因素。

图 3：投资拉动工业生产大幅度反弹



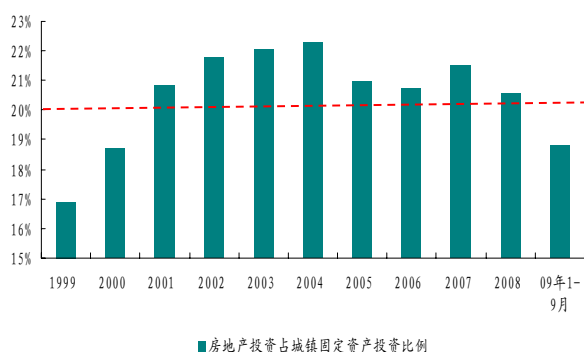
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 4：发电量增长由负转正



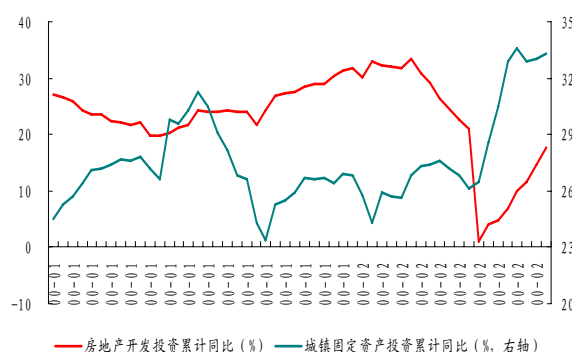
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 5：房地产投资占比近 20%



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6：房地产投资接力效应显现



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

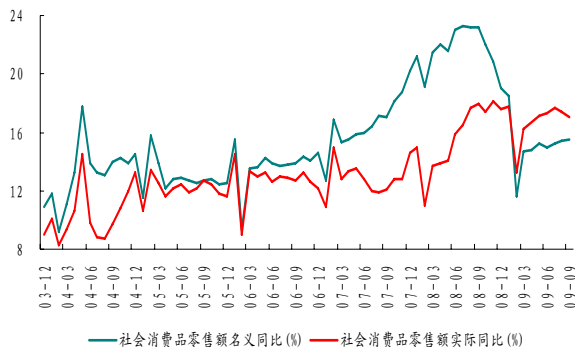
1.1.3 消费依然保持强劲增长

2009 年前三季度的社会消费品零售总额达到 8.97 万亿元，同比增幅为 15.1%。2009 年 9 月份单月同比增幅为 15.5%，接近 2004 年以来的平均值。考虑到物价因素，我们估计经过价格调整后的实际零售额在 2009 年三季度同比增速超过 17%，是历史以来最强劲的季度数据。

其他更直观的消费相关数据（如汽车销售）也呈现出强劲的加速增长势

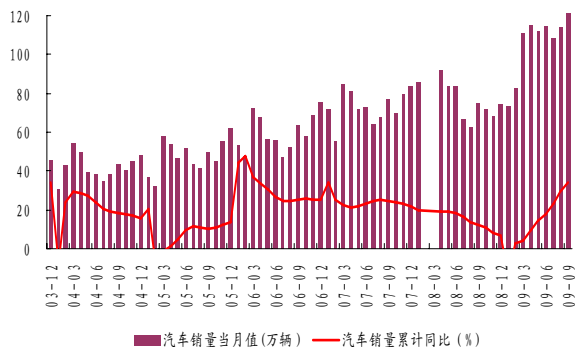
头。政府对 1.6 升排量以下车型实行购置税减免以及对报废汽车以旧换新的政策均刺激了部分购车需求提前出现。值得注意的是，未被纳入政府优惠政策的大排量车型的销售也保持了强劲势头。

图 7：消费增速持续走强



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 8：汽车销售数据表现强劲



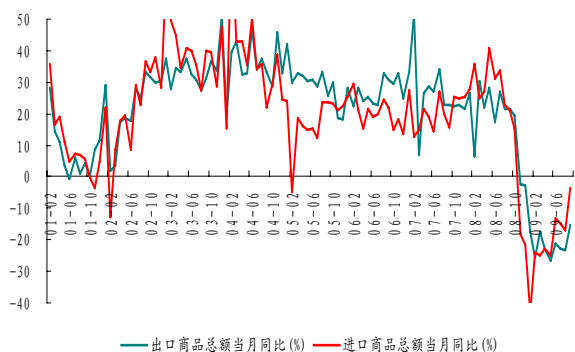
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.1.4 出口复苏迹象明显

出口增长明显加速。2009 年 9 月份出口商品总额同比增速达到 -15.2%，跌幅明显收窄。值得一提的是，进口商品总额同比增速在 9 月份更是收窄至 -3.5%，年内第一次出现个位数，显示出国内经济复苏力度的强劲。

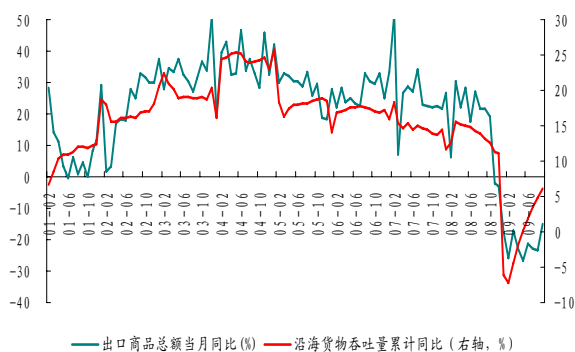
在外贸好转的带动下，港口吞吐量也出现了明显的回升。2009 年 9 月份，沿海主要港口货物吞吐量累计同比增速达到 6.1%，对应于 2009 年年初低于 -20% 的糟糕数据，出口情况无疑得到大幅改善。

图 9：出口跌幅收窄



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 10：外贸好转带动港口吞吐量回升



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.2 自主复苏是 2010 年的主基调

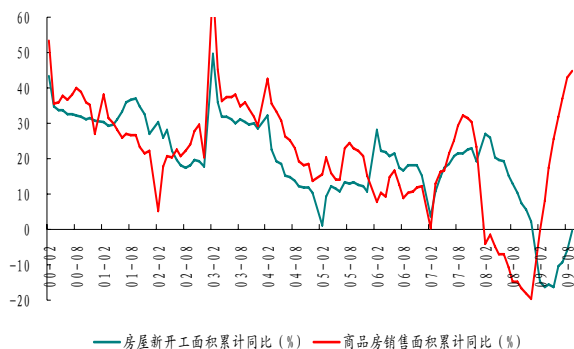
1.2.1 私人投资尤其是房地产投资有望攀升，成为新的增长点

私人投资尤其是房地产投资有望攀升。2009 年以来，火爆的商品房销售数据超出了市场的预期，二级市场上的房地产板块涨幅也远远超越了同期大

盘。由于新开工面积在年初的下降，导致目前供给仍然偏紧。

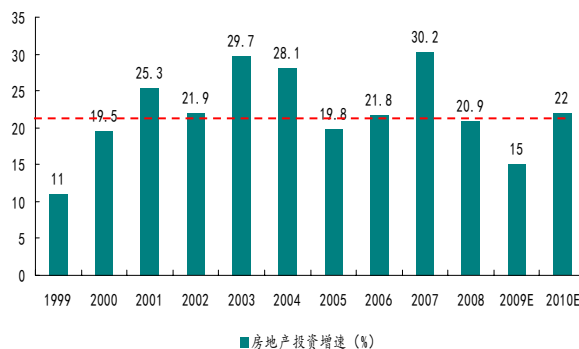
销售旺盛将刺激房地产投资的进一步上升。我们注意到，多数房地产研究员已经将 2009 年房地产投资增速由年初的-5%-10%已经调升至 15%。而我们预计在销售的刺激下，2010 年房地产投资增速有望回升至近十年来的平均值，即 22%左右。

图 11：商品房销售火爆



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 12：预计 2010 年房地产投资增速为 22%



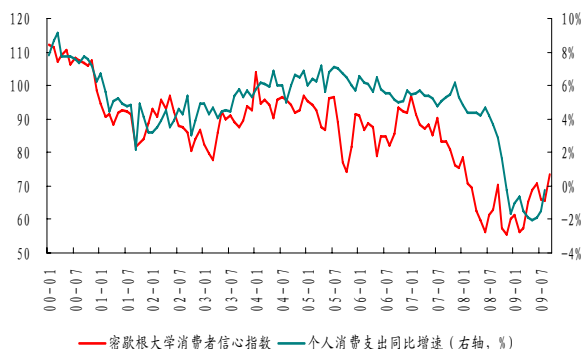
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.2.2 出口有望恢复增长，成为推动经济的另一动力

海外消费有望企稳。伴随金融危机的逐渐消化，海外消费出现较为明显的回升。以风暴中心的美国为例，消费者信心指数持续走高，个人消费支出同比增速也在上升中。虽然受困于较高失业率的负面影响，消费恢复至历史峰值还需要一定的时间，但我们认为海外消费增长的方向无疑是积极的。

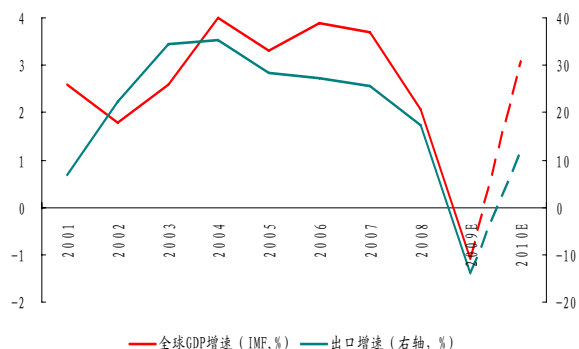
出口正增长可期。IMF 最新预计 2010 年全球经济增长率达到 3.1%，远超 2009 年-1.1%的增速。从历史来看，我国的出口增速与全球经济增速呈现非常明显的相关性。在全球经济逐步复苏的大背景下，预计 2010 年我国出口同比增速有望从 2009 年的-14%上升至 12%左右。

图 13：海外消费有望企稳（以美国为例）



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 14：预计 2010 年出口增速为 12%



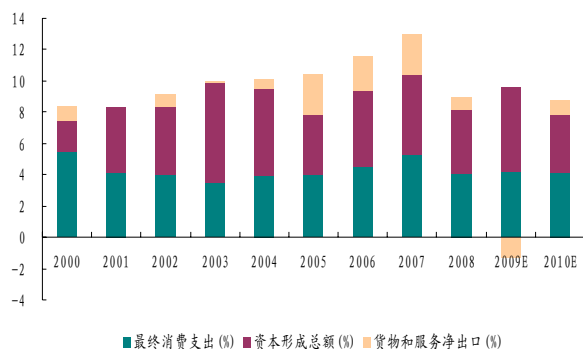
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.2.3 经济无二次探底风险

我们认为，政府投资的拉动作用在 2010 年二季度后有望降低，但出口和房地产将替代政府投资成为经济新的驱动力。从出口增速的月度变化来看，2010 年初出口增速可能在同比基数的影响下达到一个高点随后回落，之后再依照海外经济恢复的趋势逐渐回升。此外，房地产投资也将保持全年 22% 左右的稳健增长。我们认为，两者的共同拉动应当能够保证经济在 2010 年 2 季度后免于再次探底。

我们预计 2010 年经济保持持续的复苏状态，GDP 同比增速将超过 2009 年的 8.3%，达到 9.0%；三大需求方面，我们预计消费仍然将维持 16.3% 左右的高速增长，固定资产投资小幅回落至 26.3%，出口增速有望大幅提高至 12%；总体物价有望出现温和上涨，全年 CPI 同比增速为 3.0%，个别月份可能超过 4.0%。PPI 波动幅度较 CPI 更大，我们预计全年同比增速达到 4.3%。此外，我们预计 M2 增速会回落至 19.8% 附近，仍然高于央行 17% 的调控目标。

图 15：经济发展有望更平衡



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 16：2010 年宏观经济指标预测

指标	2010E	2009E	2008	2007	2006
GDP (%)	9	8.3	9	11.9	11.6
CPI (%)	3	-0.6	5.9	4.8	1.5
PPI (%)	4.3	-5.3	6.9	3.1	3
社会消费品零售 (%)	16.3	15.5	21.6	16.8	13.7
工业增加值 (%)	13.9	10.9	12.9	18.5	16.6
出口 (%)	12	-14	17.2	25.7	27.2
进口 (%)	13.3	-11	18.5	20.8	20
贸易顺差 (亿美元)	1900	2000	2954.6	2622	1774.6
固定资产投资 (%)	26.3	34.1	26.1	25.8	24.5
M2 (%)	19.8	27.2	17.8	16.7	16.9

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.3 政策退出：谨慎试错、相机抉择

1.3.1 政策退出是一个焦点话题

全球经济回暖，各国政府推出的宽松政策应该何时退出成为近期热议的话题。在国内经济活动上升势头好于预期的情况下，挪威央行成为了欧洲首个加息的央行，2009 年 10 月 28 日，挪威宣布将隔夜存款利率提高 25 个基点至 1.5%。这是继以色列和澳大利亚之后，今年以来全球第三个选择加息的中央银行。

从国内来看，我们倾向于在下一轮货币政策调整中，数量性的收缩流动性优先于价格性的调整。如果第四季度 GDP 增速超过 10%，资本的流入也在加强，数量性调整的力度应该加大。

经济率先复苏的中国，是否应启动加息率先实施宽松政策退出呢？我们认为，在未来的 6 个月内，中国调整利率的可能性比较小，因为这至少要看四个条件：第一、尽量不冲击汇率，特别是避免加强人民币升值的预期，这就要看欧美国家的动向；第二、通货膨胀预期能否被有效管理。这需要观察

CPI 同比增速是否超出 3%，并是否有继续扩大的倾向；第三、看货币流通速度；第四、看银行不同企业受贷的情况。

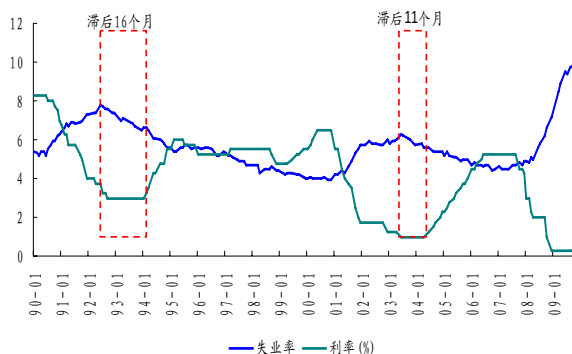
1.3.2 美国加息可能在 2010 年中期之后

美联储的货币政策以通货膨胀与实体经济为共同目标。从实体经济来看，金融危机之后而没有出现新的增长动力之前，美国经济依然脆弱。虽然以色列、澳大利亚以及挪威央行加息，但是美联储顾及国内的高失业率、生产低迷等问题，短时期内难以跟进。从通货膨胀来看，美联储的利率调整领先于 CPI 变化。从历史来看，加息出现时的 CPI 同比增速在 2.5% 以上，而当前 CPI 离上述基准还相差甚远。

我们研究了 1990 年至 2009 年这 20 年来的美国利率变化。在这 20 年的时间里，美联储主要的降息周期为三次：第一次是 1990 年 7 月至 1994 年的 2 月，经历时间为三年七个月；第二次是 2000 年 12 月至 2004 年的 7 月，经历时间为四年七个月；第三次是 2007 年 8 月至今，经历时间仅二年三个月。

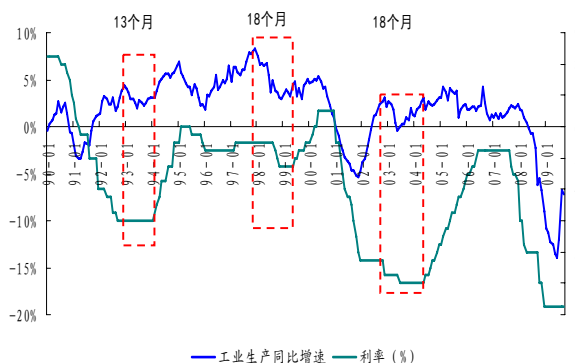
从历史来看，美国加息将在 2010 年中期之后。而且，从历史数据来看，美国的加息进程对道琼斯指数影响并不大，在整个加息周期中，道指整体呈现震荡向上的走势。但就短期而言，加息前后道指存在 10% 左右的负面影响。

图 17：利率滞后于失业率



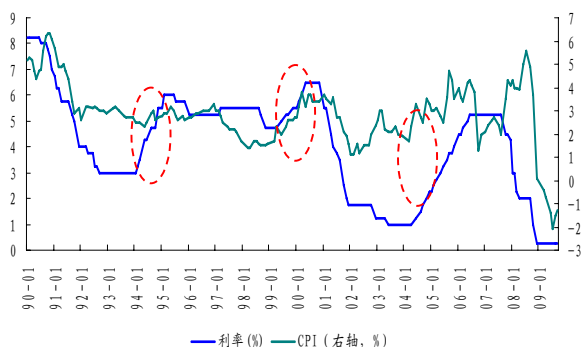
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 18：利率滞后于工业生产



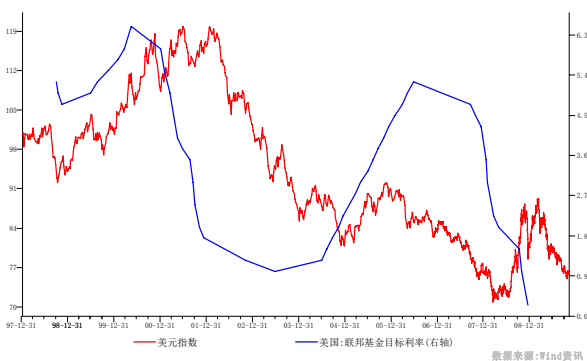
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 19：利率调整领先 CPI



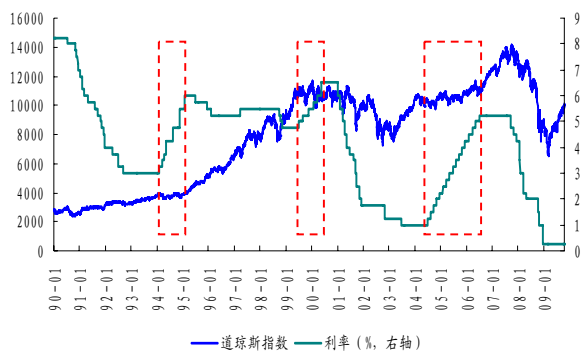
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 20：利率与美元



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 21：利率不影响道指长期趋势



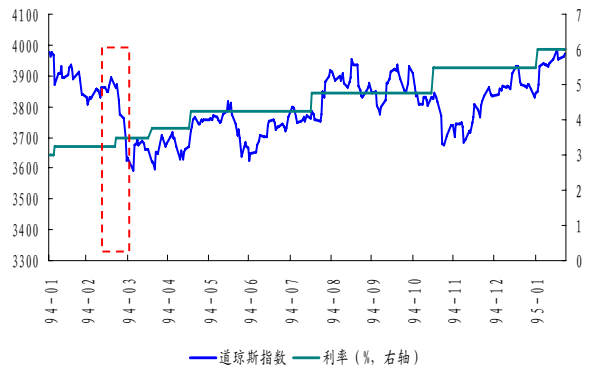
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 23：短期影响之 1999-2000 年



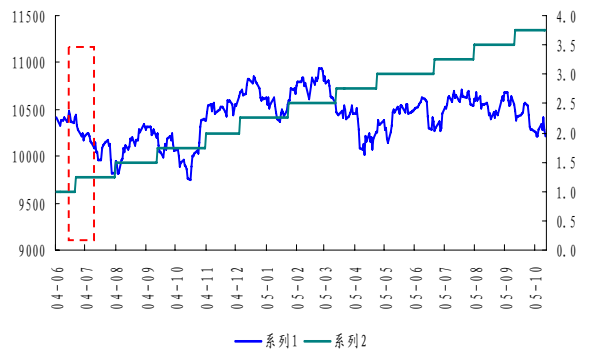
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 22：短期影响之 1994-1995 年



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 24：短期影响之 2004-2005 年



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.3.3 跟随策略可能是更好的退出方式

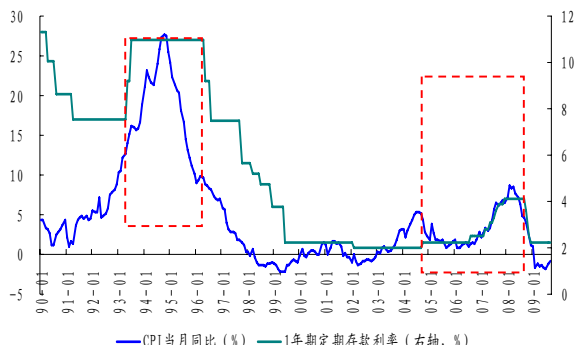
我们研究了国内的 1994 年-1996 年以及 2005 年-2008 年的两次加息进程。我们发现以下规律：首先，从 CPI 同比增速来看，前两次加息周期开始于 CPI 同比增速超过或接近 5%；其次，从人民币兑美元的汇率来看，伴随 2005 年加息，人民币升值的幅度加快；再次，从基础货币余额同比增速来看，该数据在加息之前的季度最高值达到 19%；最后，从货币乘数来看，加息前一年的每个季度，货币乘数均在 4.5-5.0 之间。

从当前来看，随着世界经济的逐渐复苏，国内货币乘数与流通速度已经缓慢回到正常状态，这样就会导致货币供应量内生性增加，形成一定的通胀预期。但是，我们判断国内加息时间不会大幅提前：1) 国内通胀预期已经形成，但实际的通胀压力仍然较轻。2) 国内出口虽然已有起色，但回升的基础仍不牢固。如果贸然提前升息，会给人民币升值带来压力，对出口产生较为不利的影响。

虽然一些国家已经被迫开始加息，但国内加息的时间可能比预期滞后。

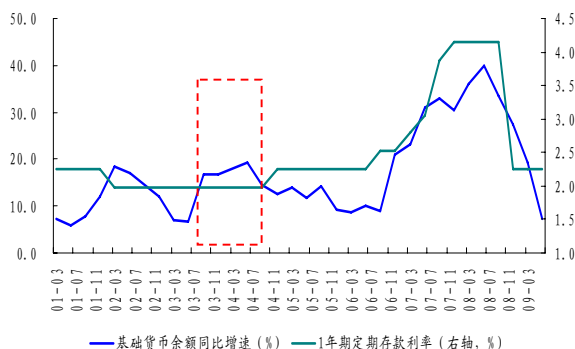
我们相信国内货币政策会是一个谨慎试错，相机抉择的过程。货币政策的退出策略极有可能是跟随策略，即在时间窗口上会选择与美国基本同步。

图 25：利率与 CPI



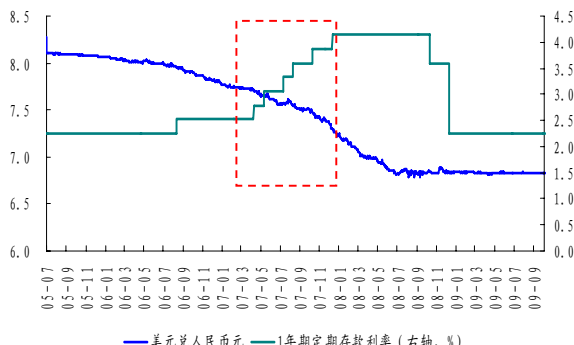
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 27：利率与基础货币



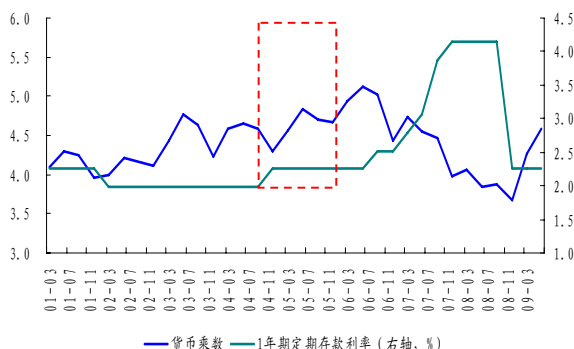
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 26：利率与汇率



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 28：利率与货币乘数



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2 盈利：2010 年 21%-28%左右的同比增长

在国内经济由政府投资拉动向私人投资尤其是房地产投资以及出口增长的“双轮驱动”演变下，我们认为，在经济自主复苏下，国内价格指数的同比增速会出现相对温和的增长。从历史上来看，复苏阶段的适度通胀有利于工业企业利润的回升，我们预计工业企业的整体盈利将处于一个比较平稳的上升过程。而另一方面，鉴于银行业息差在 2009 年二季度已经见底，而且，伴随商业银行贷款不良率双降，我们对银行业在 2010 年的增长前景比较乐观。

我们预计 2010 年全部 A 股盈利增长在 21%-28%左右。我们的假定包括：1) 在剔除银行之后，A 股净利润率由 2008 年的 5% 上升至 2009 年的 6% 左右，并在 2010 年保持略增；2) 由于 2010 年经济的强劲复苏，剔除银行后，我们预期 2010 年的 A 股销售收入增速在 10% 左右；3) 结合银行业研究员的观点，我们预计 2010 年银行业盈利增长达到 25%。

相对于 2009 年 22% 左右的盈利增长，我们认为，在经济维持窄幅波动，

难以出现大起大落的 2010 年，全部上市公司的盈利增速将显得更加稳定。

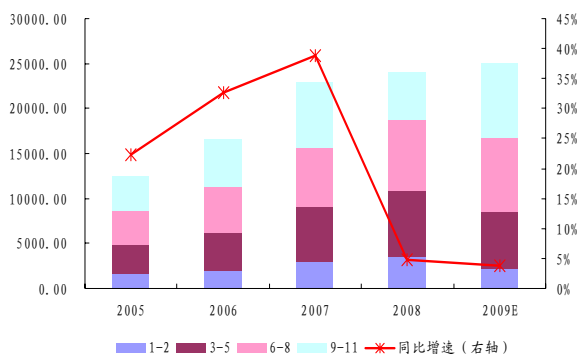
2.1 2009 年企业盈利增长超预期

回顾 2009 年，上市公司的盈利预测不断地被机构调高：从 2009 年初市场普遍预期仍为负的 10% 左右，从 2009 年一季度末，市场开始上调预期，但一般仍然维持在 10% 以下。自 2009 年二季度开始，我们开始看到，稳定的市场预期上升至 20%-25%。

相对于市场来说，虽然我们相对比较乐观，但我们也同样经历了盈利上调的过程。由于国内经济强劲的增长，企业的盈利也随之出现了明显的改观，为 A 股市场的估值水平提供了有力的支撑。

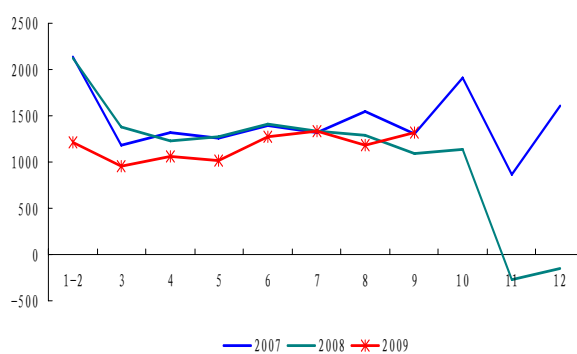
我们对 2009 年企业盈利的总结是：工业企业盈利增速环比明显回升；国有企业盈利保持平稳的增长；剔除银行后的上市公司 ROE 明显优于 2008 年；虽然销售收入增速不明显，但多数行业毛利率出现了明显回升，我们预计上市公司的每股盈利增速达到 22%。

图 29：2009 年工业企业盈利同比增速约 3%



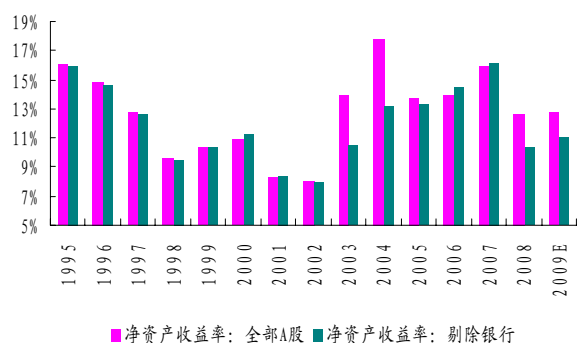
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 30：2009 年国有企业盈利平稳（单位：亿元）



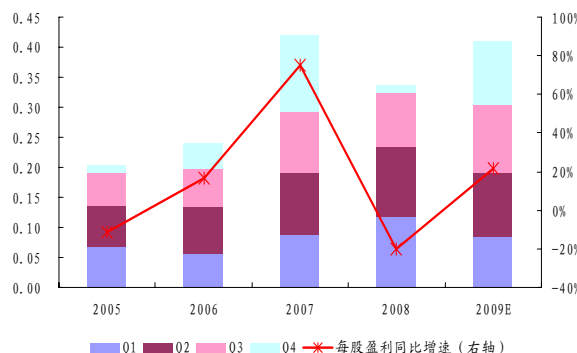
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 31：上市公司整体 ROE 变化



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 32：预计 2009 年上市公司盈利增速达 22%



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.2 预计 2010 年企业盈利增长平稳

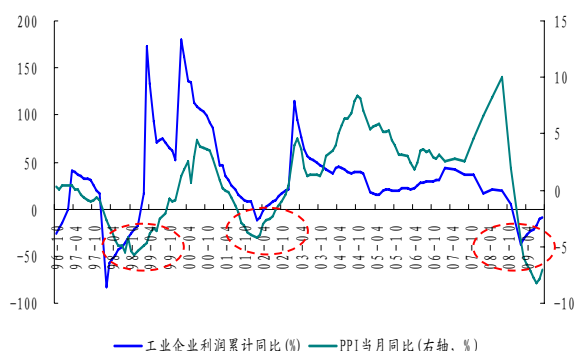
展望 2010 年，在国内经济难以出现大起大落、国内价格指数温和上涨的前景下，企业的盈利将维持相对平稳的增长。我们预计 2010 年全部 A 股上市公司盈利增速与 2009 年大体上持平，达到 21%-28% 左右。

从工业企业盈利来看，自 2009 年的 2 月份开始，增速已经出现明显的“V”形反转。而从历史上的 1998 年-1999 年、2001 年-2002 年来看，历次 PPI 由负转正、温和上升阶段，工业企业盈利也会出现明显改善。

在工业企业盈利回升的背景下，上市公司（除银行外）的个股的净利润率也将有望展现积极的一面。在预计上市公司（除银行外）的净利润率上升至 6.5%-7% 之间、2010 年销售增长率与名义 GDP 增速持平的情况下，我们预计该类公司 2010 年盈利增速在 19%-30% 之间。

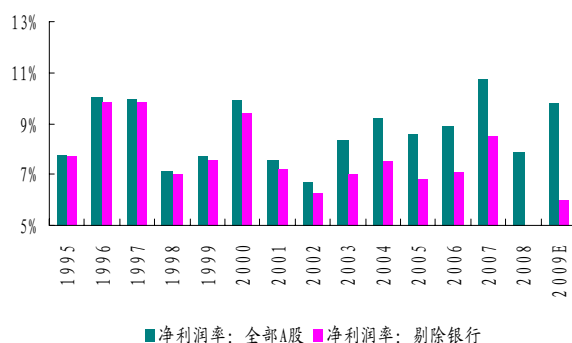
结合银行业研究员对 2010 年银行业 25% 左右的盈利增速，我们预计 2010 年 A 股上市公司盈利增速保持在 21%-28% 左右。我们认为，在持续稳定的盈利增长下，目前 A 股市场的估值在未来一段时间内，存在一定的下调空间。对于一些高成长性的个股来说，估值下调的幅度可能会更大。

图 33：工业企业盈利同比增速回升可期



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 34：上市公司利润率有望回升



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 35：预测上市公司（除银行）盈利增长

		2010 年预期销售增长率(%)						
2010 年预期净利润率(%)	5.5	6	6.5	7	7.5	8	8.5	9
	-2.83%	6.00%	14.83%	23.67%	32.50%	41.33%	50.17%	59.00%
	-1.92%	7.00%	15.92%	24.83%	33.75%	42.67%	51.58%	60.50%
	-1.00%	8.00%	17.00%	26.00%	35.00%	44.00%	53.00%	62.00%
	-0.08%	9.00%	18.08%	27.17%	36.25%	45.33%	54.42%	63.50%
	0.83%	10.00%	19.17%	28.33%	37.50%	46.67%	55.83%	65.00%
	1.75%	11.00%	20.25%	29.50%	38.75%	48.00%	57.25%	66.50%
	2.67%	12.00%	21.33%	30.67%	40.00%	49.33%	58.67%	68.00%

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 36：预计 2010 年上市公司盈利增速在 21% 以上



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3 流动性：可以支撑当前的市场估值

3.1 流动性由信贷增长向“储蓄搬家”与“热钱”演变

我们认为,2008 年 11 月-2010 年 A 股市场的流动性变化会分三阶段演绎: 第一阶段, 在积极的财政政策与货币政策作用下, 央行向银行体系和经济注入资金, 表现为月度新增贷款创下天量、M1 以及 M2 增速接近 30%; 第二阶段, 伴随着经济的复苏和通胀预期的产生, 投资者风险偏好增强, 资金会选择从储蓄逐步转向风险资产, 进而出现类似 2007 年“储蓄搬家”的情景, 这在 2009 年的 7、8 月份已经初露苗头; 第三阶段, 经济复苏加速, 在人民币升值预期下, 境外“热钱”开始不断流入, 资产价格有望继续回升。

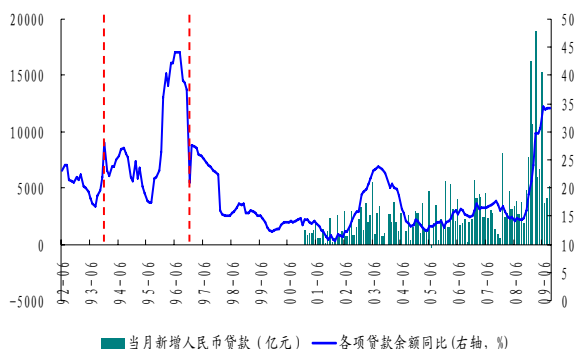
从目前来看, 天量的货币信贷难以持续, 信贷增速在未来一段时间内有望回归至正常水平。但是, 在通胀预期与人民币升值预期下, “储蓄搬家”与“热钱”涌入可以有效补充 A 股市场的流动性水平。从流动性的角度来说, 我们预计 2010 年流动性将由第一阶段向第二阶段、第三阶段过渡, A 股市场的资金供给仍然比较充裕。

3.1.1 流动性的第一阶段：新增贷款

2009 年上半年央行货币政策名为“适度宽松”, 实为“极度宽松”, 上半年信贷投放、货币量增速等金融运行数据已经充分显示这点。在经济回升基础还不稳固的时刻, 坚持宽松货币政策是必要的。而在经济快速下滑势头已得到初步遏制, 短期内经济重新大幅度回落的风险已经明显降低, 并且经济复苏开始逐渐加速化之后, 货币政策已开始由“极度宽松”向“适度宽松”悄然转变。

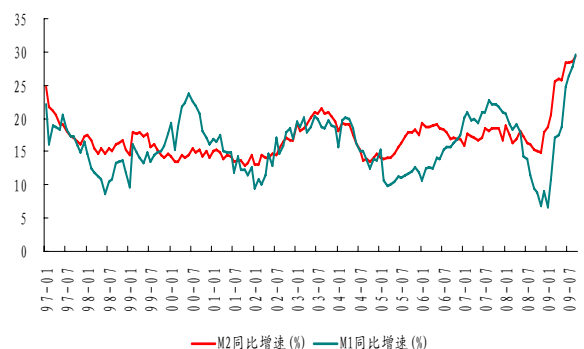
我们认为, “适度宽松”的重点在于“适度”, 后期管理层会开始采用一些市场化操作回收流动性, 并且尽可能地减少大量货币投放所带来的负面效应。但是, 考虑到不继续增加适度的贷款供应, 必然有一批项目要断掉资金链, 成为烂尾工程的风险, 2010 年的新增贷款规模大幅度回落的概率不大。我们预计 2010 年全年新增贷款在 8 万亿元左右, 对应贷款余额增速为 20%。

图 37: 2009 年贷款余额同比增速超过 30%



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 38: M1 与 M2 增速接近 30%



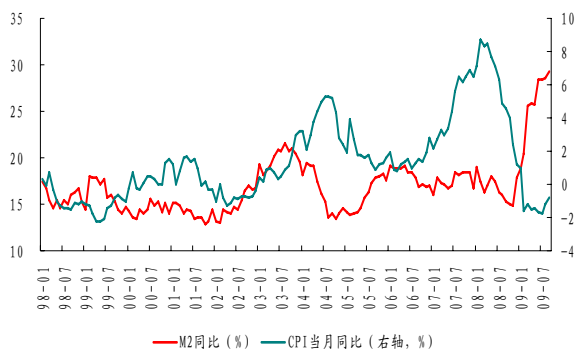
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3.1.2 流动性的第二阶段：“储蓄搬家”

2009 年 7 月，居民户存款年内第一次出现负增长，而进入 8 月后，居民户存款负增长额进一步增加至 876 亿元。对此，我们的看法是，在负利率时代即将到来之际，居民的“储蓄搬家”难以避免。而且，在通胀预期以及过高房地产价格的影响下，我们认为，居民储蓄向二级市场“搬家”的速度有望加快。

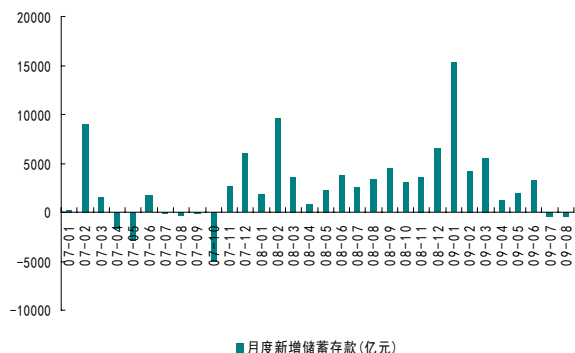
从历史上来看，国内居民较大规模的“储蓄搬家”发生过两次：第一次出现在 1999-2000 年；第二次“储蓄搬家”出现在 2006-2007 年。很有意思的现象是，A 股市场的涨跌情况与居民的“储蓄搬家”呈现相当的一致性。在第一次大规模的“储蓄搬家”过程中，上证综指在 1999 年、2000 年分别上涨了 19.18% 以及 51.73%。而在第二次“储蓄搬家”中，上证综指涨幅更是惊人：2006 年上涨幅度达 130.43%，而在 2007 年股市更是创出历史最高点 6124 点。而在二者之间的 2001 年-2005 年，A 股市场表现十分低迷。

图 39：M2 领先 CPI 时间为 6-12 个月



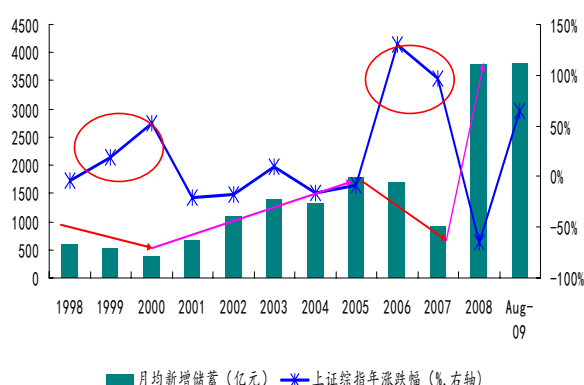
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 41：“储蓄搬家”即将上演



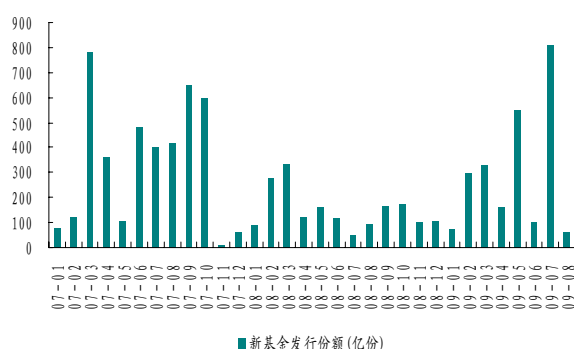
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 40：月均新增储蓄与上证综指



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 42：新基金发行份额逼近 2007 年



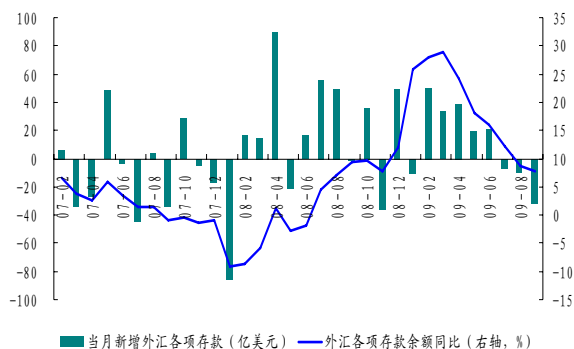
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3.1.3 流动性的第三阶段：海外“热钱”

另一个值得关注的因素是人民币升值。最近，诸多迹象显示人民币升值预期再度升温。现象之一，在于近期中国商业银行的外币流动性开始趋于紧张。2009 年 9 月，为了吸收更多的外币存款，工建农中四大银行已相继上调了外币存款利率。此外，中资金融机构的月均外汇存款增加额在 2009 年的 7、8 月份，外汇存款已经变为净减少。与外汇存款减少的趋势相反，市场对外汇贷款的需求则颇为踊跃——从 2009 年 4 月份开始，外汇贷款的增加额增至 70 亿美元，5 至 8 月份则分别为 154 亿、372 亿、110 亿以及 192 亿。

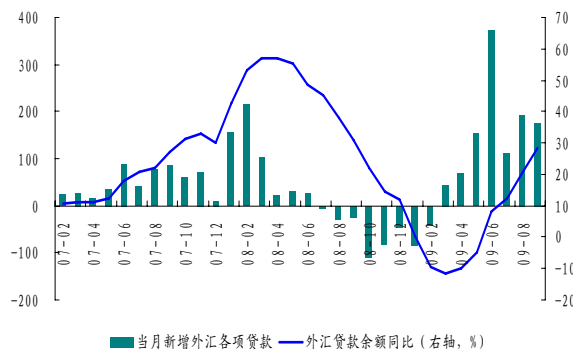
外汇存贷款一减一增的情况，与近期更多企业开始海外并购、导致对外汇需求增加的情况有关，但更为主要的原因则在于国内经济的迅速复苏，以及美元走势的疲软，市场对人民币升值预期的加强——由于担心外币对人民币贬值，人们不愿意进行外币存款，以规避贬值风险，而更愿意增加外币贷款。值得一提的是，在 2007 年下半年和 2008 年上半年人民币升值较为迅速的时期，金融机构的外汇贷款同样出现了大幅增加的情况，同时外汇存款也在明显萎缩。

图 43：外汇存款出现净减少



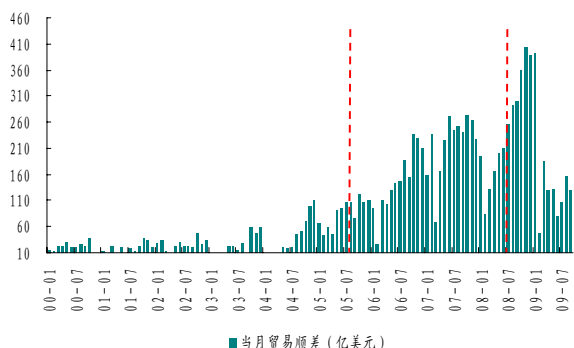
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 44：外汇贷款需求增加



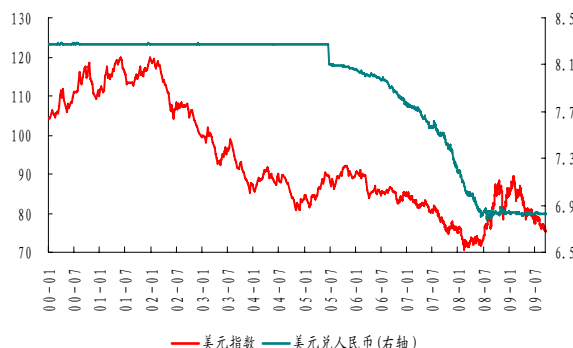
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 45：贸易顺差加大升值压力



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 46：美元贬值加大人民币升值压力



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

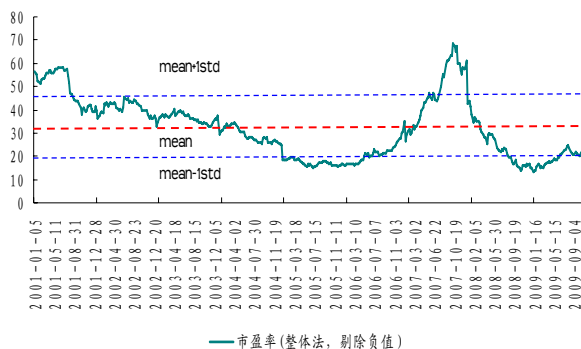
3.2 流动性可以支撑当前的市场估值

3.2.1 当前 A 股市场估值的总体定位

截至 2009 年 11 月 8 日,我们预计当前 A 股的点位分别对应 2009 年 22.72 倍、3.07 倍的动态市盈率与动态市净率。从 2000 年以来的 A 股市场估值变化来看,目前市场的估值情况相当合理。

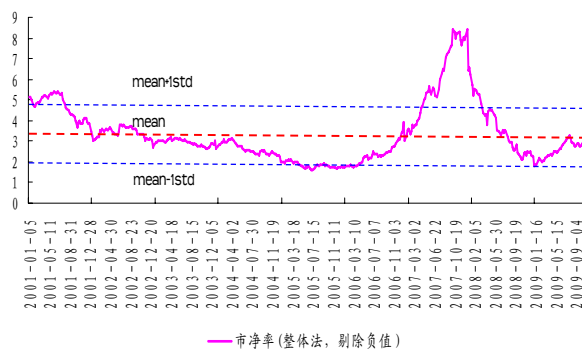
从市盈率来看,2000 年至今的 A 股平均市盈率为 32.05 倍,目前的估值略高于平均市盈率减去 1 倍标准差后的 18.91 倍,但较平均市盈率低 30%。从市净率来看,2000 年至今的 A 股平均市净率约 3.36 倍,较当前市场的估值高出约 10%。

图 47: 市盈率的当前定位



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 48: 市净率的当前定位



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

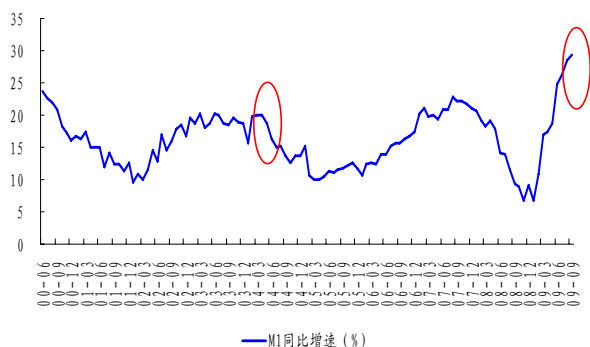
3.2.2 纵向比较

从历史上来看,2003 年底-2004 年的 A 股市场流动性较为紧张,而且,当时的实体经济对流动性的需求很大,这从 M1 增速以及 M2-GDP 增速中,我们可以很明显地发现这一点。而相对应于那段时间,当前的货币政策出现微调,实体经济吸收流动性也在逐渐加大,流动性拐点即将出现。但我们认为,即便如此,也很难回到 2003 年底-2004 年的极端情形。

我们将当前市场估值与 2003 年底-2004 年作比较。从市盈率的角度来看,当前 A 股市场的市盈率 (TTM) 在 25 倍左右,而 2003 年底-2004 年的市盈率平均在 26 倍左右;从 ROE 的角度来看,当前 A 股上市公司中期 ROE (摊薄) 为 6.47%,而 2003 年底-2004 年该比值在 5%附近。

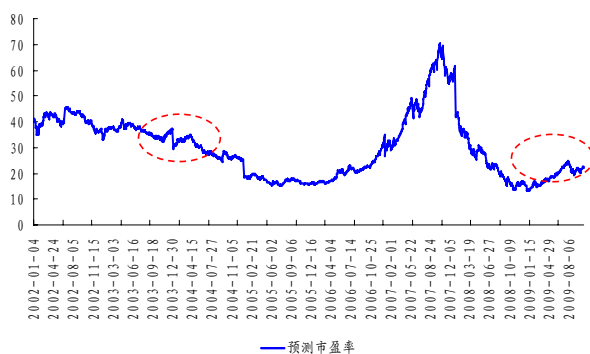
相对应于 2003 年底-2004 年,当前的市场流动性更为充裕。而随着经济复苏进程的加快,年内企业的盈利也将会出现较大幅度的回升,我们认为,在 2010 年上市公司盈利增速有望达到 21-28%的背景下,目前 A 股市场的估值水平显得更加合理。

图 49: M1 同比增速比较



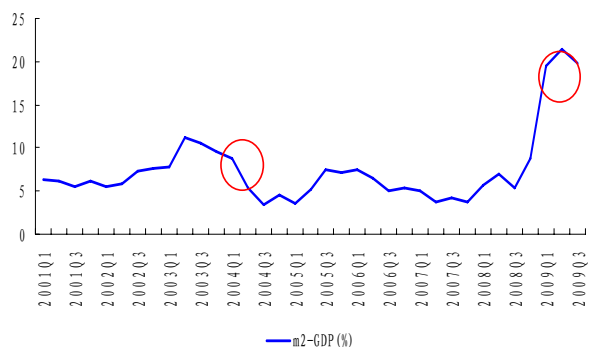
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 51: 市盈率比较



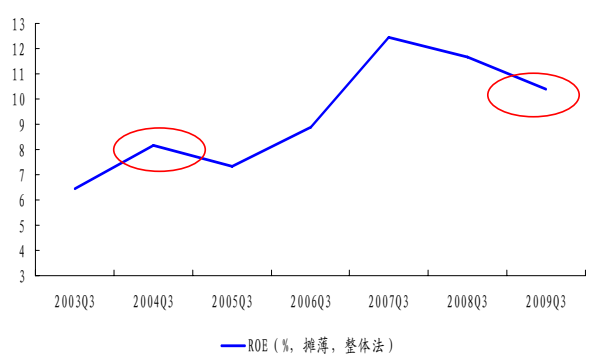
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 50: M2-GDP 增速比较



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 52: ROE 比较



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3.2.3 横向比较

AH 溢价指数下跌空间有限。当前 AH 溢价指数为 117%，已经低于平均值 132%，离 91%的历史最低点距离也不远。我们认为，由于 A 股与 H 股联动效应的增强，从 AH 溢价指数来看，市场大幅下跌的空间较为有限。另外，与全球其他市场比较，无论是发达经济体还是新兴市场，国内 A 股的估值在当前这个水平也不高。

年内涨幅与其它新兴市场相比，幅度不大。截至 11 月 8 日，彭博的数据显示，上证综指年内涨幅为 73.77%，远低于俄罗斯的 106.54%、阿根廷的 105.88%，与印度孟买的 64.79%以及巴西的 71.68%基本持平。在受金融危机影响相对较小，国内刺激计划较大以及流动性相对充裕的背景下，我们认为，相对于其它新兴市场而言，目前我们股市的上涨幅度并不大。

估值略高于主要发达经济体，但较为合理。彭博的数据显示，截止 11 月 8 日，上证综指的 2009 年 PE 与 2010PE 分别为 23.25 倍、18.76 倍，与纳斯达克指数 24.5 倍、17.38 倍基本持平，略高于其它市场成熟的代表性指数。但是，鉴于中国经济的复苏进程以及上市公司的高成长性，我们认为目前的估值水平仍然较为合理。

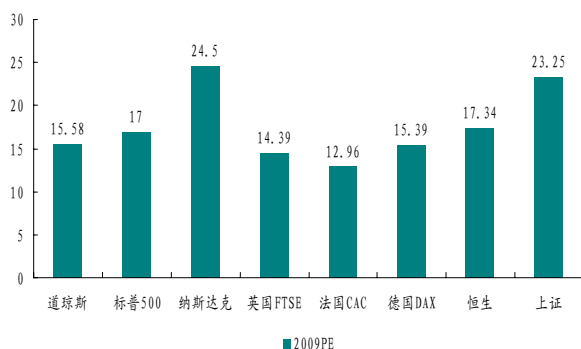
我们认为，从资源国→非资源的新兴国家→发达经济体的传导路径来看，受益于中国、印度等新兴国家的复苏，在初级产品价格迅速回升的带动下，俄罗斯、阿根廷等国家的股市涨幅领先全球。而未来一段时间，在发达经济体缓慢走出金融危机之后，非资源新兴国家的制造业出口会明显得到改善，这对国内的 A 股市场会产生正面的影响。

图 53: AH 溢价指数 117%，最低 91%，平均 132%



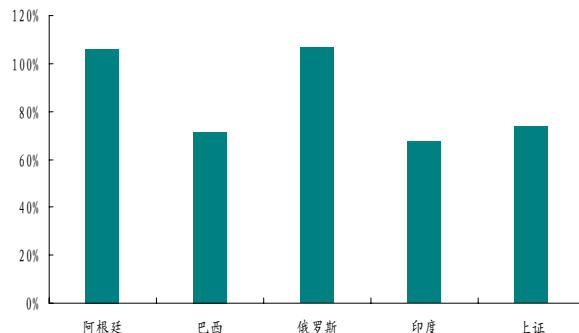
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 55: 2009 年估值预测



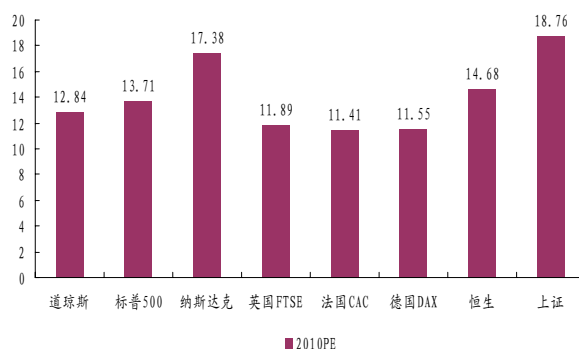
数据来源：中原证券研究所 Bloomberg 资讯

图 54: 与新兴市场比，年内涨幅不大



数据来源：中原证券研究所 Bloomberg 资讯

图 56: 2010 年估值预测



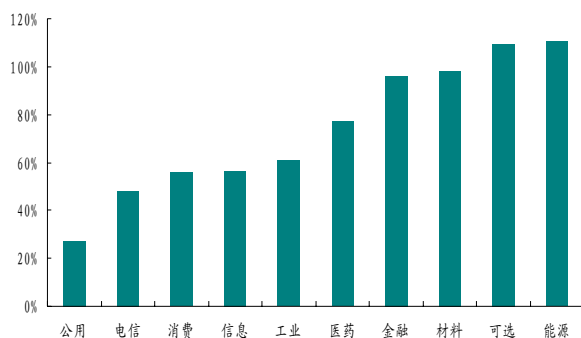
数据来源：中原证券研究所 Bloomberg 资讯

3.2.4 板块估值的结构性分化

大市值板块估值较低。从 2009 年以来的市场表现来看（截至 2009 年 11 月 8 日），能源、可选品、材料与金融的涨幅居前，上涨幅度分别达 110.24%、109.51%、98.07%以及 96.22%。但另一方面，我们发现除了材料类个股的估值偏高之外，其他大市值板块的估值仍较合理。如银行、石油开采与煤炭开采分别占总市值的比例是 23%、10%以及 5.5%，合计市值占比近 40%。而此三大板块当前市盈率分别为 15 倍、21 倍及 20 倍。

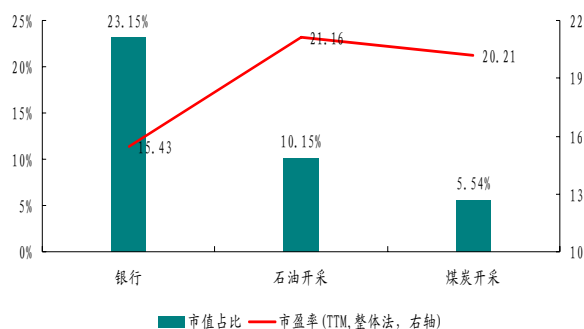
与长期来看，该类板块目前的估值水平也谈不上高估，甚至具备一定的吸引力，大市值股票的稳定能有效封杀市场向下的空间。比如银行板块，在考虑到息差已经见底，明年盈利将重新恢复增长的情况下，板块估值与其对应的盈利是相当匹配的。

图 57：2009 年以来的板块涨幅



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 58：大板块估值仍有优势



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4 供给压力：决定 2010 年市场走势的重要变量

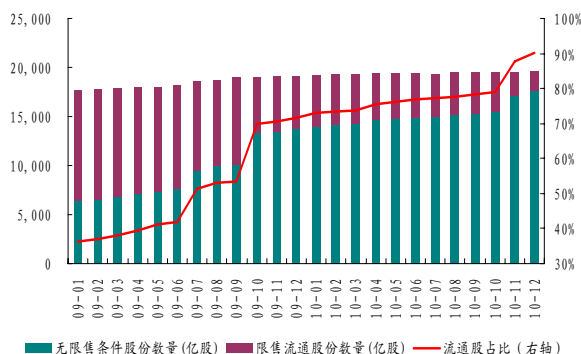
4.1 90%市值进入全流通

2010 年底，在不考虑股票发行带来的限售股增加的情况下，A 股市场将有 90% 的股票进入全流通。从月度解禁规模来看，2010 年 10 月份单月解禁规模超过 2 万亿元，是该年限售股解禁的最高峰。

从股票的供给角度来看，流通盘的大幅增加无疑会加大 A 股市场资金的需求，我们认为全流通过程中逐渐增加的流通市值对市场估值存在一定的负面影响。我们总结的规律如下：

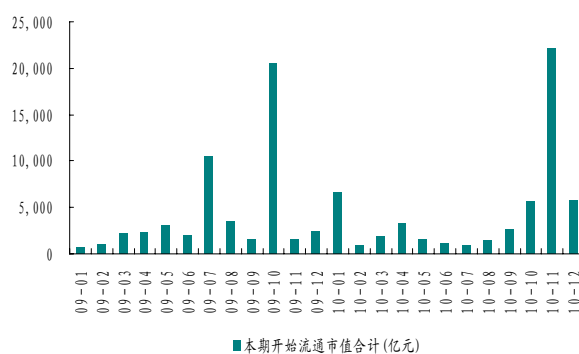
1) 流通市值与 M1 之比、流通市值与 M2 之比在某种程度上提供了买入与卖出的机会。例如，在 2008 年 10 月份，流通市值与 M1 之比为 21.82%、流通市值与 M2 之比为 7.57%，均为阶段性低点，而指数也在当月见底。而当比例较高的时候，A 股指数也相应处在阶段性顶部。2) 大小非减持规模限制指数上行的空间。一般而言，在指数上行的时候，大小非减持金额也逐渐增加；而在指数震荡或下跌的过程中，大小非减持金额逐渐减小。

图 59：流通规模急剧增加



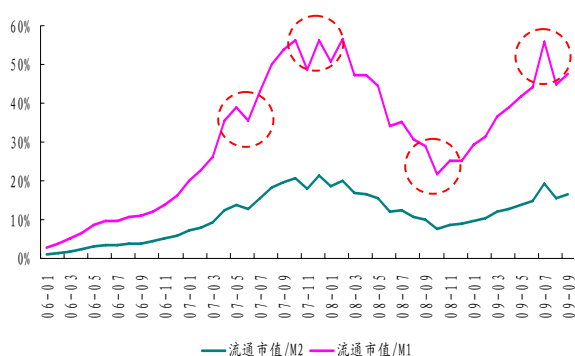
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 60：月度解禁规模



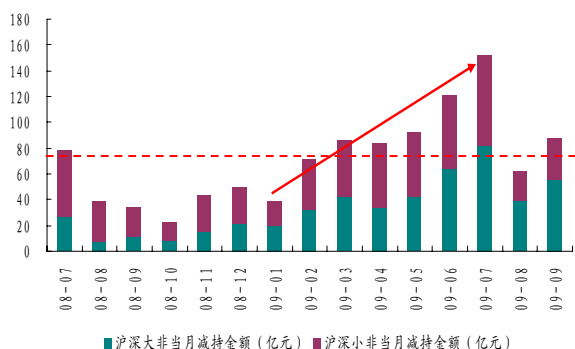
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 61: 流通规模、M1 以及 M2



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 62: 减持规模与指数成正比



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

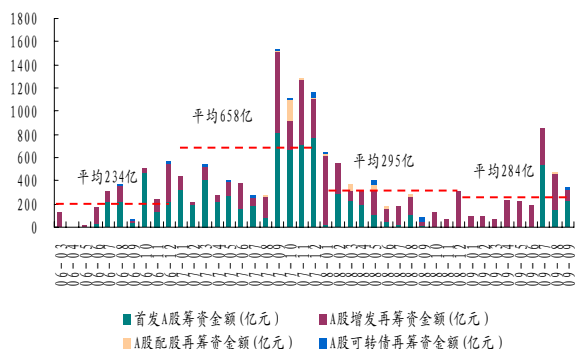
4.2 融资开始正常化

对 2010 年的 A 股市场来说，融资与再融资压力不容小视。从 2006 年至 2009 年的数据统计来看，2007 年融资与再融资达到最高峰，月均超过 650 亿元，而在 2009 年前三季度，月均融资规模也达到 284 亿元。

一般情况下，管理层动用的直接手段是通过批准基金发行，来缓解融资与再融资压力。在 2007 年，月均 246 亿元的股票型基金发行份额有效地对冲了供给带来的压力。而在 2009 年前三季度，股票型基金的月均 201 亿元的募集金额也给市场提供了强有力的支持。

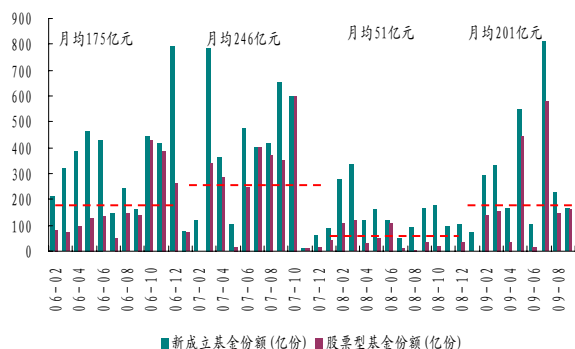
考虑到创业板以及传闻中的大盘股 IPO，A 股市场融资正常化正在开始。我们预计 2010 年 A 股市场融资额将高于 2009 年，达到月均 400 亿元，全年约 4800 亿元的水平。在这样的融资规模下，如果没有增量资金的进入，仅靠市场中的存量资金，那市场可能将遭遇中期拐点。投资者须密切关注市场的资金面变化，因为这可能是影响 2010 年市场走势、在中期形成头部拐点的最重要变量。

图 63: A 股市场融资金额



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 64: 股票型基金发行份额



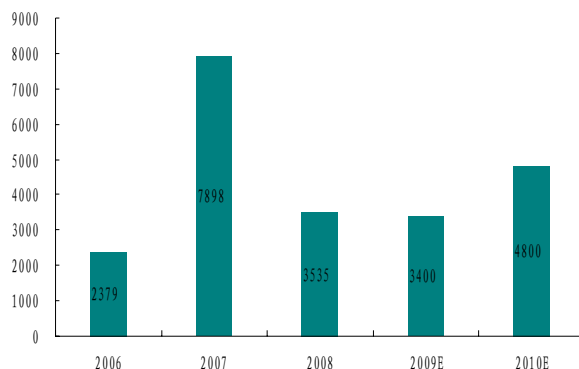
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 65：传闻中的大盘股 IPO

公司名称	状态	拟发行日期	拟上市地	拟发行数量	拟筹资额
安信证券股份有限公司	传闻	2009年	上海		
广东格兰仕集团有限公司	传闻	2009年	上海		
中国人民保险（集团）公司	传闻	2009年-2010年	上海		
中国光大银行股份有限公司	传闻	2009年下半年	上海	约49.76亿股	A股200亿元以上
中国光大证券股份有限公司	传闻	2009年下半年	上海		
首创置业股份有限公司	证监会受理	2009年下半年	上海	不超过14亿股	将达到百亿元
国泰君安证券股份有限公司	传闻	2010年			
春秋航空有限公司	传闻	2010年			
通用汽车公司	传闻	2010年			
江苏银行	传闻	2010年后			
中国电影集团公司	传闻	2010年上半年			
广州华康保险中介集团	传闻	2011年之前			
山东出版集团有限公司	董事会预案	2011年之前			
中国农业银行	传闻	不晚于2010年	上海		
大连万达集团股份有限公司	传闻		上海		
奇瑞汽车股份有限公司	传闻		上海		
上海实业（集团）有限公司	传闻		上海		
广州汽车集团股份有限公司	传闻		上海		
长江实业（集团）有限公司	传闻		上海		
重庆力帆控股集团有限公司	传闻		上海		10亿-30亿元
浙商银行股份有限公司	传闻				
华融资产管理股份有限公司	传闻				
中国银联股份有限公司	传闻				
联想控股有限公司	传闻				
渣打银行（中国）有限公司	传闻				
新世界发展集团	传闻				
中信房地产有限公司	股东大会通过		上海		
汇丰控股有限公司	传闻	2010年	上海		30亿-50亿美元
和记黄埔集团	传闻		上海		
联想集团有限公司	传闻		上海		
恒生银行（中国）有限公司	传闻				
比亚迪股份有限公司	股东大会通过	2010年内	深圳	最多1亿A股	
大连港集团有限公司	传闻	2010年上半年			
中国移动通信集团公司	传闻				
东亚银行有限公司	传闻	明年	上海		

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 66：预计 2010 年融资规模在 4800 亿元



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

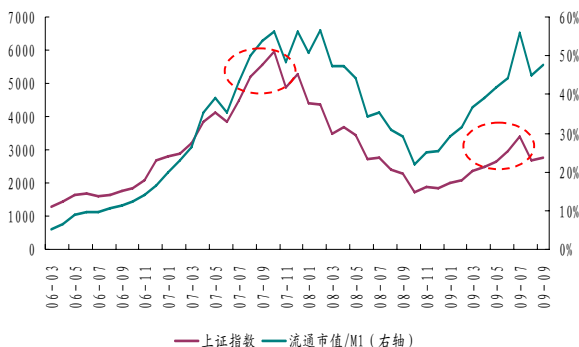
4.3 投资者情绪的负面影响

我们认为，限售股解禁、融资再融资以及其它因素之间的共振，在某些阶段，对投资者的情绪带来短期的负面影响，从而影响 A 股市场的走势，抑制市场估值的提升空间。自 2006 年至 2009 年以来，我们发现二者的波峰值对应上证综指的阶段性顶部，如 2007 年 10 月、2009 年 8 月；而二者的波谷值也基本对应上证综指的底部，如 2008 年 10 月。

从价值投资的角度来说，限售股解禁以及融资再融资对个股的业绩、估值不会产生任何影响。我们认为二者对市场的影响如此之大，根源在于 A 股市场投资者的投机性太强，盈利不是来自于业绩增长下分红的累积，而主要是来源于市盈率的变化。

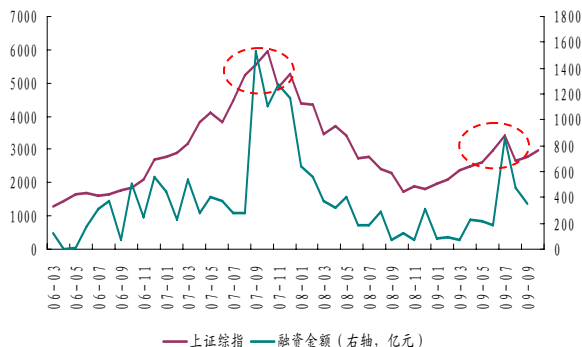
我们可以观测沪深两市交易帐户的变动情况，这是能比较有效地反映市场投资者情绪变化的指标。从历史上来看，沪深交易帐户的急速上升或下滑，均对应 A 股市场在某一阶段的拐点。另外，相对于其他数据来说，由于两市交易帐户是周数据，并不是显得很滞后。

图 67：限售股解禁影响市场走势



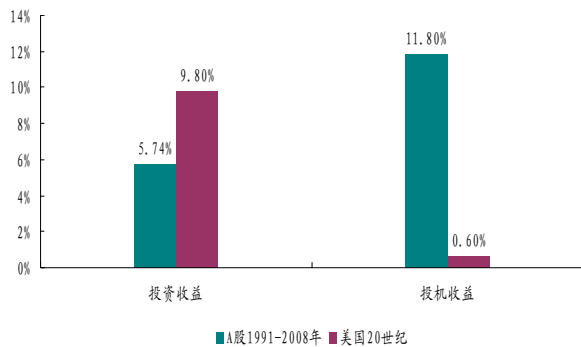
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 68：融资规模影响市场指数



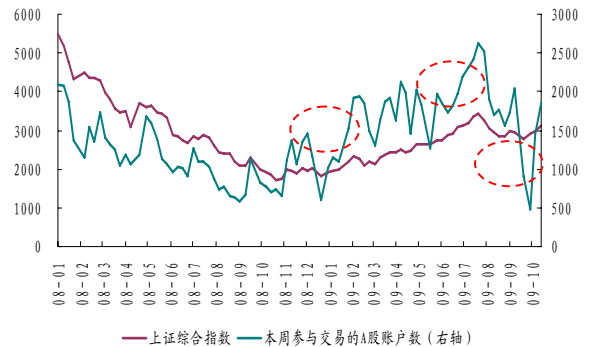
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 69：本质在于 A 股市场投机性较强



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 70：交易帐户能预示指数的阶段性走势



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5 投资策略：确定的增长与适当的主题

5.1 2010 年上证综指运行区间：2600 点-4500 点

在宏观经济自主复苏且平稳增长、经济难以出现二次探底的背景下，上市公司的盈利增速会出现稳定回升。而在流动性仍显宽裕的背景下，目前估值合理的 A 股市场仍有继续提升的空间。在某种程度上，国内 CPI 指数呈现温和上涨带来的通胀预期，热钱加速流入下的人民币升值预期，也对指数的进一步走强提供有力的支撑。

另一方面，国内经济自主复苏之后，刺激政策会选择逐步退出，在回归正常的政策环境过程中，不可避免地影响到 A 股市场。与此同时，我们对市场可能出现的供给压力感到担忧。全流通带来流通盘的大幅增加、创业板以及传闻中的大盘股 IPO 下的融资压力，均对市场的估值水平产生一定的负面影响。此外，我们预计 2010 年管理层可能推出股指期货，对市场产生较为中性的影响，而国际板由于制度的障碍，我们觉得难以推出。

一半是火焰：

宏观经济：2009 年以来，在积极财政政策和适度宽松货币政策的刺激下，我国投资和消费保持较快增长，在相当程度上弥补了出口下降的不利影响，经济出现企稳回升。不仅政府支持的公共投资继续保持快速增长，私人房地产投资也出现了反弹的势头。同时，居民的消费力量已经扩大到了汽车及住房之外的领域，2009 年以来的经济数据已经对经济的强势反弹做出了肯定。

未来一段时间，政策主导下的复苏将开始向经济的自主复苏转变。我们认为，国内私人投资，尤其房地产投资仍然会保持快速增长。此外，考虑到 2010 年全球经济的增长将高于趋势水平，在此条件带动下，中国很可能迎来更加强劲的增长。我们认为，政府投资的拉动作用在 2010 年二季度后有望降低，但出口和房地产能够替代政府投资成为经济新的驱动力。我们认为，两者的共同拉动应当能够保证经济在 2010 年 2 季度后免于再次探底。

企业盈利：在经济自主复苏下，国内价格指数的同比增速会出现相对温

和的增长。从历史上来看，复苏阶段的适度通胀有利于工业企业利润的回升，我们预计工业企业的整体盈利将处于一个比较平稳的上升过程。而另一方面，鉴于银行业息差在 2009 年二季度已经见底，而且，伴随商业银行贷款不良率双降，我们对银行业在 2010 年的增长前景比较乐观。

预计 2010 年全部 A 股盈利增长在 21%-28% 左右。相对于 2009 年 22% 左右的盈利增长，在经济维持窄幅波动，难以出现大起大落的 2010 年，全部上市公司的盈利增速将显得更加稳定。

流动性：在积极的财政政策与货币政策作用下，央行向银行体系和经济注入资金，表现为月度新增贷款创下天量、M1 以及 M2 增速接近 30%。天量的货币信贷难以持续，信贷增速在未来一段时间内有望回归至正常水平。但是，在通胀预期与人民币升值预期下，“储蓄搬家”与“热钱”涌入可以有效补充 A 股市场的流动性水平。

相对应于 2003 年底-2004 年，当前的市场流动性更为充裕。而随着经济复苏进程的加快，年内企业的盈利也将会出现较大幅度的回升，我们认为，在 2009 年上市公司盈利增速有望达到 21-28% 的背景下，目前 A 股市场的估值水平仍有提升的空间。

一半是海水：

货币政策的退出：在“保增长”告一段落之后，积极货币政策的提前退出将对市场的短期走势带来较为负面的影响。从国外来看，当前作为套利工具的美元在美国政府加息前后，可能会冲击新兴市场的股市以及国际大宗商品；从国内来看，由于国内形势的超预期变化，比如通胀压力的出现，中国的货币政策存在提前退出的可能，这也会破坏 A 股市场的固有走势。

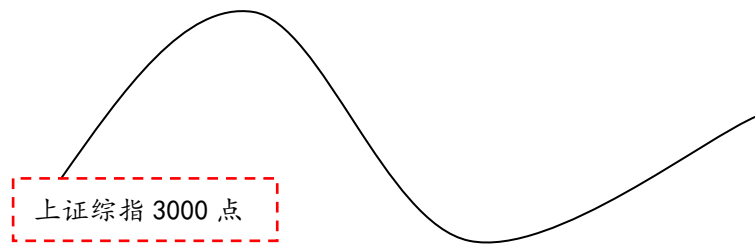
全流通：全流通对 A 股市场估值体系带来的负面影响。由于 2010 年底，A 股市场的流通市值已占 90%，基本上已经实现全流通。在大小非减持的持续影响下，可能会引发的整个估值体系的调整。我们认为，流通盘的大幅增加、限售股的减持行为均对市场上行带来极大的压力。

融资压力：此外，考虑到创业板以及红筹股回归，A 股市场融资正常化正在开始。我们预计 2010 年 A 股市场融资额将高于 2009 年，达到月均 400 亿元，全年约 4800 亿元的水平。在这样的融资规模下，如果没有增量资金的进入，仅靠市场的存量资金，那市场将是难以持续走强的。

此外，2010 年有望成为证券市场制度建设年，融资融券以及股指期货可能会择机相继推出。我们认为，两者对市场的长期影响偏中性，但短期而言，可能会加剧 A 股市场的波动。

我们预计 2010 年上证综指运行区间为 2600 点至 4500 点，分别对应 2010 年动态市盈率 15.6 倍至 27.1 倍。在经济复苏与积极政策退出下的博弈过程中，2010 年 A 股市场将呈现一半是火焰、一半是海水的上下半场独立走势。在复苏加速、通胀预期上升而积极退出政策没有出现根本性转折之前，我们对市场持相对乐观的态度。而在股价充分反映宏观经济的复苏以及企业盈利的改善、流动性出现明显回落趋势之后，我们建议投资者回避市场可能出现的中期调整。

图 71: A 股市场运行预测



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5.2 2010 年投资策略：确定的增长与适当的主题

预计 2010 年经济由政府投资拉动的复苏向自主复苏演变，经济增长过程中的“双轮驱动”来自于房地产投资与出口增长。我们认为与前期相比，GDP 增速难以出现 2007 年二季度的 13.8%，也难以出现 2009 年一季度的 6.1%，经济难以出现大起大落，平稳增长的概率更大。由此，判断 A 股市场的投资策略将由寻找拐点与高弹性回归至稳定增长的品种。

而另一方面，在经济复苏态势明朗之后，“调结构”提上日程。而在国内部分行业产能明显过剩、国外贸易保护强化的背景下，新兴战略性新兴产业无疑更容易得到政府的资金支持与政策支持。此外，由于上海世博会的召开和迪斯尼项目获批，上海本地股有望受到资金的青睐，我们认为 A 股市场仍然存在较多的主题投资机会。

5.2.1 行业配置

2009 年以来，行业配置异常重要。对于投资者来说，如果一季度配置有色、二季度配置采掘与地产、7 月份配置汽车与中游、8 月份配置医药与信息设备、10 月份配置农业，那投资的收益率肯定相当可观。从有色、煤炭等上游资源品→受益于内需的房地产与汽车→中游，一切均遵循美林时钟的完美演绎。

在经济复苏告一段落，经济波动不太明显的 2010 年，寻找拐点与高弹性已经过去，确定性增长是核心。此外，鉴于市场中仍然存在“一半的海水”，我们倾向于认为行业配置要适当均衡。

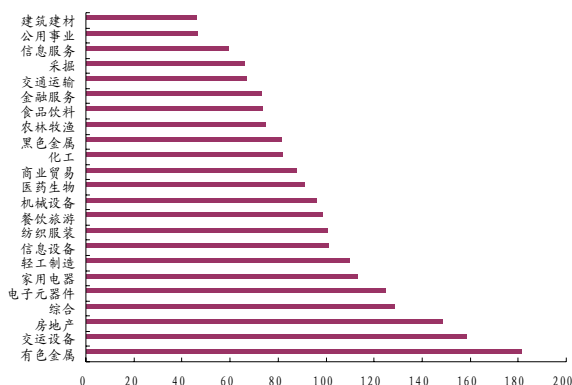
行业走势回顾

从板块涨幅来看，截至 2009 年 11 月 10 日，A 股市场累计反弹幅度达 75.73%，众多板块表现明显超出大盘。统计结果显示，有色金属以 181.46% 的涨幅居行业之首，紧随其后的是交运设备、房地产、综合、电子元器件以及家用电器，分别上涨 158.59%、148.73%、128.34%、124.84% 以及 112.91%。板块表现中，汽车、房地产与家电是当然的亮点，这与国内市场超预期的内需释放有关。

从风格指数来看，截至 2009 年 11 月 10 日，高市盈率指数、亏损股指数

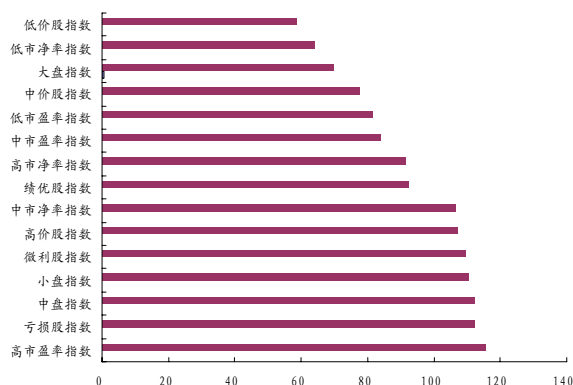
区间涨跌幅分别为 115.36%以及 112.23%，表现最为抢眼。而相对于大盘指数 69.82%的涨幅，中盘指数、小盘指数分别上涨 112.09%与 110.46%，明显战胜大盘。类似的风格指数的超额上涨，也验证了我们的观点，那就是 2009 年以来寻找弹性与业绩拐点是 A 股市场的主流投资策略。

图 72：板块涨跌幅（2009.1.1—2009.11.10）



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 73：概念涨跌幅（2009.1.1—2009.11.10）



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

板块阶段表现

本轮 A 股市场反弹的第一阶段源于政府投资与流动性。这一阶段始于 2008 年 10 月 31 日，而实体经济的复苏在 2009 年 4 月份之前并不明显。但是，我们看到，恰恰在这段时间内，市场的表现最为强劲。2009 年 4 月至 2009 年 6 月，这是股市的第二阶段。我们认为以房地产与汽车为代表的内需启动是最根本的原因。而在内需的启动与通胀的预期下，中游迅速崛起，钢铁、有色、化工表现不俗，这是 2009 年 7 月至 8 月初股市的第三阶段。

而进入 2009 年 8 月份，市场在调整中进入第四阶段。医药生物、信息设备、食品饮料以及餐饮旅游等板块脱颖而出，再一次验证防御加上题材是对冲市场调整的有效手段。

经过 2009 年 9 月份的震荡，A 股市场进入新的阶段。从当前来看，农林牧渔、采掘、化工、钢铁与有色开始战胜指数，这个阶段一个明显的特征是继 2009 年 7 月份之后，通胀预期再一次得到强化。

表 1：不同阶段不同行业涨跌幅比较

08.10.31-09.4.2		09.4.3-09.6.30		09.7.1-09.8.5		09.8.6-09.8.31		09.9.1-09.9.30		09.10.1-09.11.10	
行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益
有色金属	77.58%	采掘	17.92%	有色金属	22.09%	医药生物	16.04%	家用电器	3.62%	农林牧渔	11.25%
机械设备	48.11%	房地产	14.81%	采掘	15.82%	信息设备	11.52%	金融服务	2.86%	采掘	9.30%
信息设备	47.96%	金融服务	9.10%	有色金属	15.28%	食品饮料	10.29%	机械设备	2.41%	化工	9.16%
综合	47.56%	餐饮旅游	4.03%	化工	11.81%	餐饮旅游	9.72%	信息设备	1.76%	有色金属	7.69%
交运设备	45.67%	食品饮料	3.27%	交运设备	4.51%	家用电器	9.60%	房地产	1.25%	有色金属	6.80%

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2010 年行业配置:

我们的行业配置逻辑遵循以下主线: 1) 盈利增长确定的行业; 2) 政策导向确定的行业; 3) 受益于通胀预期与人民币升值预期的资源与资产类; 4) 内需与外需同时受益的交集行业。

超配: 银行、汽车、保险、机械、传媒、百货零售、食品饮料、地产

标配: 有色、煤炭、家电、证券、石油化工、医药、农业、餐饮旅游、服装纺织、IT、造纸、通讯设备、电子信息

低配: 钢铁、电力、交通运输、电信运营

5.2.2 主题投资

1) 上海本地股

区域经济的振兴已经开始, 而在 A 股市场中, 我们明显感受上海、海西、两江、海南以及北部湾等概念的此起彼伏。我们认为, 在政策面的支持下, 区域经济迎来重大的发展机遇, A 股市场中相关概念也会出现较好的投资机会。在众多的区域经济概念中, 我们建议投资者关注上海本地股。

迪斯尼概念:

由于上海迪斯尼计划于 2014 年正式运营, 而消费类行业的受益预期对股市的影响通常提前 1-2 年。迪斯尼概念对 2010 年消费类上市公司的影响较小, 比较确定的受益行业是地产和建筑行业。主要投资策略有包括三条:

1、关注代表政府参与迪斯尼组建合资公司的上市公司。由于迪斯尼进入上海将采取组建合资公司的形式, 我们预计被指定出资或出土地组建合资公司的上市公司将获得市场的追捧, 此类上市公司是否具有长期投资价值, 还需要进一步分析合资协议中相关的权利、义务约定, 毕竟香港迪斯尼目前还处于亏损阶段。但此类上市公司至少能获得一次交易性投资机会。

2、关注迪斯尼项目及其基础配套工程的承建商。迪斯尼项目一期建设周期就长达 2-3 年, 总投资达到 244.88 亿元, 而整个项目建成周期更长。迪斯尼项目及其基础配套工程的承建商在未来数年将长期受益。预计上海本地基建公司将是最主要的受益企业。

3、关注在上海特别是浦东拥有大量商用物业或商业用地的上市公司。迪斯尼项目将带动周边区域商业环境的持续改善, 在上海特别是浦东新区拥有大量商用物业或商业用地的上市公司将受益于周边商业环境的改善。

最后特别需要指出的是, 迪斯尼项目带来的土地增值收益大部分将被地方政府获得, 房地产企业受益较为有限。部分当前在项目区域内拥有其他用途土地使用权的企业, 若仅能获得一次性土地征用收益, 将不具备长期投资价值。

表 2、迪斯尼不同阶段可收益行业及其可能受益上市公司概况

项目所处阶段	受益行业	上海可能受益上市公司
建设期	地产	陆家嘴、浦东金桥、外高桥、张江高科、中华企业、界龙实业
	建筑	上海建工、浦东建设、隧道股份
运营期	酒店	锦江股份、新世界、东方明珠

餐饮	锦江股份
交通	申通地铁、大众交通、锦江投资
特许经营	新世界、百联股份、豫园商城、老凤祥、锦江股份、友谊股份、上海九百
相关消费品	龙头股份、海欣股份
其他可能开展业务	出版印刷 媒体网络
	新华传媒 东方明珠、广电信息

资料来源：中原证券研究所

世博会概念

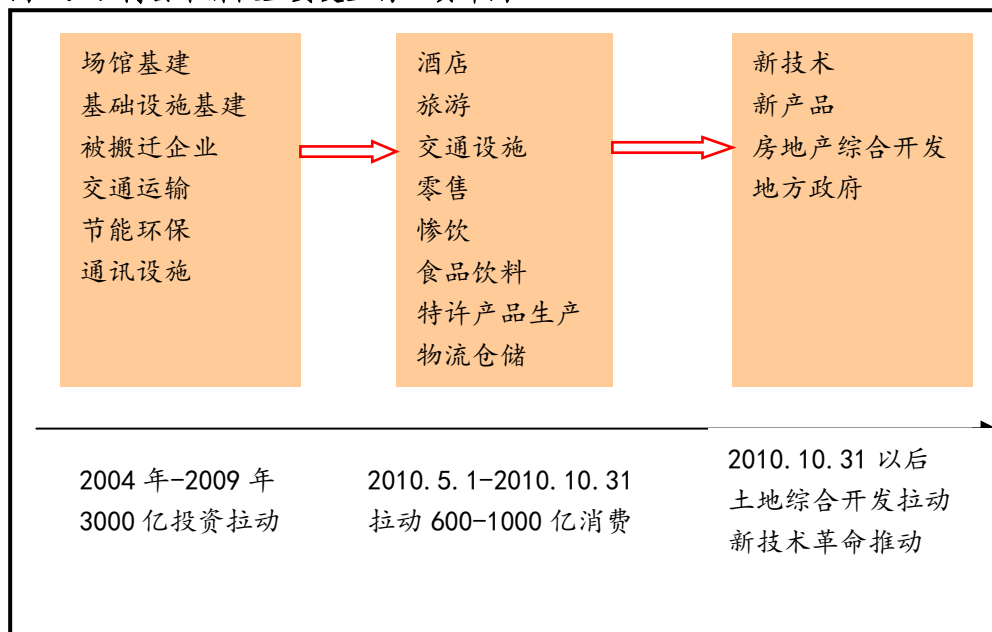
由于世博会的会期较奥运会和世界杯长得多，历届世博会无一不对举办国产生深刻影响。但是，世博会准备期、会展期和后展会期对经济的影响领域各不相同。

准备阶段，世博会的主要工作集中在场馆建设、交通基建等配套基础设施改扩建方面。2010 年世博会在上海举行，主办方已投入 160 亿建设资金用于场馆建设，而相关的交通等基础设施改建、新建投资超过 2500 亿元。

会展期，巨大的参观人流将为对旅游、酒店服务、零售、餐饮、交通和仓储物流行业带来巨大的商机。

展会结束后，世博会地区将建设为以国际贸易为主导功能，辅以会议展览、文化交流、旅游休闲、商务贸易等功能的高端商务区。与此相关的土地综合开发将一直延续到 2020 年，房地产行业 and 地方政府将是主要受益方。此外，若是新技术、新产品通过此次博览会获得市场认可，相关行业和公司也将在后会展期受益。

图 74：世博会个阶段主要受益行业演绎图



数据来源：中原证券研究所

从历史上来看，汉诺威世博会相关受益板块的启动出现在世博会开幕之后，而日本相关受益板块的启动出现在世博会闭幕以后。目前来看，上海世博概念股还有待挖掘。而综合估值和受益程度，我们认为锦江股份、新世界、

豫园商城和上海机场受益程度最高，而估值相对合理，可构成世博概念的推荐组合。

表 3：世博会消费收益行业及其公司排名

行业排名	公司排名
1、酒店旅游业	锦江股份、东方明珠
2、交通运输业	上海机场、东方航空、上海航空、南方航空、大众交通、锦江投资
3、零售业	新世界、百联股份、豫园商城、老凤祥、上海九百、锦江股份

资料来源：中原证券研究所

2) 新兴战略性新兴产业：低碳经济、生物制药、物联网

10月3日，国务院总理温家宝发表了题为《让科技引领中国可持续发展》的讲话。可以预计，与新兴战略性新兴产业相关的政策可能会得到加强，相关的产业如新能源、新材料、物联网以及生物制药等会成为政府支持和发展的对象。我们认为，在未来的一段时间里，金融危机期间的某些传统产业保护政策可能会逐步退出，而大力发展新兴战略性新兴产业却正当其时。

低碳经济：新兴战略性新兴产业龙头

低碳经济将是 A 股市场未来较长时间内的一个投资主线。目前 A 股上市公司中涉及低碳经济的子行业有新能源汽车、智能电网、风电、核电、太阳能光伏、建筑节能、工业节能等。不过，在这些子行业当中如风电设备以及多晶硅产业，目前企业竞争非常激烈，产能出现了一定程度的过剩。相比较而言，我们更看好新能源汽车、核电以及建筑节能这三个子行业。

新能源汽车：新能源汽车是政府正在积极扶持和推动的产业。作为财政补贴的直接受益者，依照车型与节能标准的不同补助，新能源汽车最高补助可达 60 万元/辆。按照规划，至 2012 年，混合动力车年产量将达汽车总产量的 10%以上。

核电：核电是低碳能源供应的支柱，世界核电正在快速发展。我国目前计划至 2020 年，装机容量由 2008 年 1.1%提升至 5%，发电量由 2008 年的 1.99%提升至 8%，并且，核电站总体国产化率由当前的 60%提升至超过 80%。

建筑节能：中国能源消耗处于全球前列，而建筑能耗更是占社会总能耗的 25%。在“十一五”规划目标中，建筑行业要完成节能达 1.01 亿吨标准煤，建筑节能总面积达 21.46 亿平方米，而相较于政府的节能目标，目前来看达成难度加大，单位 GDP 能耗下降 20%的目标至 2008 年底仅下降了 8.5%。

生物制药：关注细分子行业

生物制药行业有着广阔的发展前景，可能会成为未来国内经济的一个重要增长点。对于普通投资者而言，应着眼于生物制药股的内在价值，进行长期关注，而不应只是短期的概念炒作。从我们来看，投资者对公司内在价值把握的核心，在于是否具有强大的研发能力，未来是否有可以不断的推出重磅新药，对于新产品的营销能力怎样以及目前是否有稳定增长的现金流。而对于处于全球前沿的，市场前景无限广阔的品种，如幽门螺杆菌疫苗，艾滋病疫苗，乙肝疫苗与新方案抗肿瘤药物等应该重点关注。

物联网：概念的故事刚刚开始

物联网作为新兴战略性新兴产业的代表，虽然当前雏形就像互联网早期的形态局域网一样，但昭示着的前景已经日趋明朗。中短期来看，上海世博会将力推物联网。前不久，中国移动和上海世博局共同发布了可承载世博会手机票的 RFID-SIM 卡，并宣布从 2009 年 11 月 1 日起，双方共同推出世博手机门票。由此，面向大众用户的物联网应用诞生。物联网概念在世博的助推下有望反复活跃，相关品种的投资机会也会络绎不绝。

表 4：新兴战略性新兴产业投资机会

新能源汽车	整车制造	福田汽车、上海汽车、东风汽车、宇通客车、海马股份
	驱动系统及配件	万向钱潮、宁波华翔、东安动力、贵航股份
	锂电池及材料	中信国安、江苏国泰、杉杉股份
核电	核电设备	上海电气、东方电气
	核电辅助设备	中核科技、嘉宝集团、中成股份、奥特迅、海陆重工
	核材料	宝钛股份、南方铝业、兰太实业、沃尔核材
建筑节能	智能建筑	泰豪科技、延华智能、华东电脑、同方股份
	建筑保温材料	烟台万华、红宝丽、双良股份
	节能玻璃	方大 A、中航三鑫、金晶科技
生物制药	单抗类药物	兰生股份、华神集团、海正药业
	生物疫苗	天坛生物、华兰生物、重庆啤酒、中牧股份、岳阳兴长
	生物诊断试剂	科华生物、达安基因、复星医药
	基因工程	双鹭药业、通化东宝、华神集团
物联网	RFID 技术	新大陆、远望谷、同方股份、上海贝岭、东信和平、厦门信达、北斗星通、怡亚通
	智能交通	川大智胜、亿阳信通
	能源系统	远光软件、东方电子、长城开发
	医疗系统	长城信息、东软集团
	金融和保险系统	恒生电子、广电运通、御银股份、金证股份、南天信息

数据来源：中原证券研究所

5.2.3 中原证券 2010 年十大价值型与十大成长型金股

表 5：十大价值型金股盈利预测和投资评级（单位：元/倍）

公司简称	所属行业	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		2008A	2009E	2010E			2008A	2009E	2010E		
招商银行	银行	1.42	0.92	1.19	4.58	17.77	12.51	19.32	14.93	4.58	买入
中国太保	保险	0.17	0.70	0.85	6.50	24.47	143.94	34.96	28.79	3.76	买入
中信证券	证券	1.10	1.31	1.40	8.75	27.03	24.57	20.63	19.31	3.09	增持
金融街	房地产	0.45	0.53	0.64	6.07	12.80	28.44	24.15	20.00	2.11	买入
中国重汽	汽车	1.13	1.07	1.48	6.56	26.36	23.33	24.64	17.81	4.02	增持
徐工机械	机械	1.48	1.95	2.33	4.54	34.76	23.49	17.83	14.92	7.65	买入
西山煤电	煤炭	1.44	1.08	1.65	4.19	36.73	25.51	34.01	22.26	8.77	买入
鞍钢股份	钢铁	0.41	0.21	0.90	7.34	12.46	30.39	59.33	13.84	1.70	买入
中兴通讯	通信	1.24	1.37	1.69	8.72	37.34	30.11	27.26	22.09	4.28	增持
上海机场	机场	0.45	0.40	0.55	6.54	14.17	31.49	35.43	25.76	2.17	买入

数据来源：中原证券研究所

表 6：十大成长型金股盈利预测和投资评级（单位：元/倍）

公司简称	所属行业	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		2008A	2009E	2010E	2009Q3		2008A	2009E	2010E	2009Q3	
北京银行	银行	0.87	0.95	1.30	5.85	17.83	20.49	18.77	13.72	3.05	买入
华业地产	房地产	0.15	0.25	0.45	3.40	8.08	53.87	32.32	17.96	2.38	买入
三九医药	医药	0.51	0.70	0.91	3.56	19.38	38.00	27.69	21.30	5.44	买入
金发科技	化工	0.16	0.21	0.50	2.09	9.65	82.50	62.86	26.40	6.32	增持
新安股份	化工	5.89	1.36	2.62	12.56	42.89	7.28	31.54	16.37	3.41	增持
东软集团	软件	0.52	0.68	0.85	3.97	20.86	40.12	30.68	24.54	5.25	买入
平高电气	电力设备	0.41	0.33	0.59	2.49	16.95	41.34	51.36	28.73	6.81	增持
上海建工	建筑建材	0.42	0.66	0.70	5.52	14.91	35.50	22.59	21.30	2.70	增持
锦江股份	酒店餐饮	0.45	0.48	0.67	5.61	20.15	44.78	41.98	30.07	3.63	增持
新世界	贸易零售	0.31	0.35	0.50	3.23	13.37	43.13	38.20	26.74	4.14	增持

数据来源：中原证券研究所

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。