

2009 年 11 月 30 日

——2010 年 A 股策略报告

相关研究报告

报告作者:

吴汇川

电话: 0510-82833337

E-mail: wuhc@glsc.com.cn

李斌

电话: 0510-82833217

E-mail: lib@glsc.com.cn

肖彦明

电话: 021-58766036-205

E-mail: xiaoyym@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资概要:

- 证券市场就好比战场，每一个投资者都是总司令，手中的金钱就是兵和将。总司令必须拥有大局观，所谓“不谋万世者，不足谋一时，不谋全局者，不足谋一域”。即，看问题要有大局观，要长远和全面，如果没有大局观，排兵布阵就会失误，轻则战果缩水，重则损兵折将。那么如何拥有大局观呢？答案是抓问题的本质和根源。借用《矛盾论》里的话就是：把握主要矛盾和矛盾的主要方面。
- 目前，大多数的关于 2010 年的投资策略往往围绕着两个问题：一是复苏问题，这关系到企业盈利，一是流动性问题，这关系到证券与货币之间的供求。然而，这两个问题的讨论往往流于表象：复苏问题，或曰 V 型，或曰 U 型，或曰 L 型；流动性问题，或曰持续，或曰拐点。这虽然揭示了决定市场运行的主要矛盾，但没有揭示这两个矛盾的主要方面以及它们之间关系，即：复苏的本质、关键或希望是什么？流动性发生拐点的因素或信号是什么？前者不仅决定了企业盈利，而且决定了哪些行业和企业盈利能够高速增长，长期增长。它不仅关系到 2010 年还涉及到未来若干年的投资方向，因此是战略问题，是万世，是大局。与第一个问题相比，流动性虽然对市场影响更为直接，但却因为它时时存在，虽然变化但具有连续性，属于投资的日常考虑范围，因此是战术问题，是一时，是一域。
- 我们认为，当前的经济复苏本质是全球经济关系重构，主要经济体的转型，关键和希望是新技术革命与创新。流动性退出的信号依次是美国就业率回升、美元加息为标志和中国实际利率告负，国内经济数据同比增速放缓。
- 我们认为，2010 年证券市场，V 字型走势、运行区间为 3100-4400 点、运行中枢大约在 3760 点将是大概率事件。此外，全球油价将对证券市场运行产生蝴蝶效应，政府对于资产价格上升的对策将可能产生黑天鹅事件。
- 2010 年，基于战略角度，以谋万世、谋全局为目标的配置逻辑是：自上而下，基于创新、基于全球经济转型，核心主题包括新兴能源革命、信息化革命、节能环保和内需转型；自下而上，寻找具有可持续性的非线性创新的企业。基于，战术角度，以谋时，谋一域为目标的配置将根据流动性退出的信号分上下两个半场。上半场是 2009 年基于流动性配置轮动风格的延续，下半场是基于业绩的配置则侧重在防御性以及具有政策改革背景的主题性投资。

目 录

1.大背景：全球转型与创新，中国祸福相倚	4
1.1 全球，转型与创新	4
1.2 中国，祸福相倚	5
2.政策：关注宏观变革，忽略期指和国际板	7
3.市场：将走V字曲线且中枢适当上移	9
3.1 走势，V字曲线	9
3.2 市场，适度上移	11
3.2.1 微观，从行业板块到市场	11
3.2.1 宏观，从GDP、CPI、企业盈利到市场	14
3.3 蝴蝶效应和黑天鹅事件	16
3.3.1 来自于石油的蝴蝶效应	16
3.3.2 资产价格泡沫将使货币政策成为黑天鹅	18
4.配置：取利于复苏，投资于转型	18
4.1 投资于转型	20
4.2 取利于复苏	22
5.2010 年度金股成长股	27

图表目录

图表 1: 美国失业率 (1947-2009)	5
图表 2: 日经 225 指数 vs 美元/日元汇率 (1968-2009)	6
图表 3: 泰国SET指数 vs 美元/泰铢汇率 (1975-2009)	7
图表 4: 2010 年市场运行趋势预测	10
图表 5: 上证指数 vs 恒生指数 (2001.6-2005.6)	10
图表 6: 内资股在香港市场上的权重 (2001.6-2005.6)	10
图表 7: 国际油价和铁矿石价格对市场的影响	11
图表 8: 中国PPI构成 (权重)	12
图表 9: 国际油价vs石油石化工业利润 (2006-2009)	12
图表 10: 利率、存款准备金率与国际油价 (2006-2009)	12
图表 11: 油价、铁矿石价格与PPI (2002-2008)	13
图表 12: PPI、CPI与上证指数 (2002-2008)	13
图表 13: 纽约原油期货价 (单位: 美元, 1998-2009)	14
图表 14: 2010 年的盈利预测区间	15
图表 15: 上证A股市盈率变化 vs 工业利润增速 (2002-2005)	15
图表 16: 基于合理预期的上证指数合理点位	15
图表 17: 国际油价 (1861-2009)	16
图表 18: 国际油价 (1946-2009)	17
图表 19: 2010 年配置策略表-投资于转型	19
图表 20: 2010 年配置策略表-取利于复苏	19
图表 21: 来自长周期的投资机会	21
图表 22: 苏宁电器复权股价 (2004-2009)	22
图表 23: 2010 年上半年行业配置	24
图表 24: 2010 年下半年投资: 基本面防御配置, 并寻机主题投资	26
图表 25: 2010 年度金股一览	27

1. 大背景：全球转型与创新，中国祸福相倚

我们认为，转型不仅是中国的问题也是全球的问题。历史是最好的老师，它告诉我们，无论从全球还是中国来说，转型、创新与产业升级都是密不可分的。而在这一过程中，贸易关系、货币汇率和资产价格都会出现大幅波动，反映了各国之间激烈的竞争博弈关系。对中国来说，这既是机遇，也是风险，祸福相倚。

1.1 全球，转型与创新

我们认为，本次经济复苏将伴随着全球各国经济以及相互之间的关系转型，是对以中美为核心的全球经济关系的再平衡。对此，我们观察到三个现象可作解释：

现象一，首先，历史多次表明，美国失业率与创新特别是政府推动的、大规模原始创新之间具有密切关系：

1961 年美国失业率创战后新高，同年民主党代替共和党上台并推出阿波罗计划，八年后首次登月成功，失业率创下新低；

1982 年美国失业率又创新高，其时是星球大战计划之始，1989 年失业率创阶段性低点；

1992 年，美国失业率创新高，当年民主党再度上台，推出信息高速公路计划即互联网，与 1961 年相似，八年后纳指新高，失业率新低；

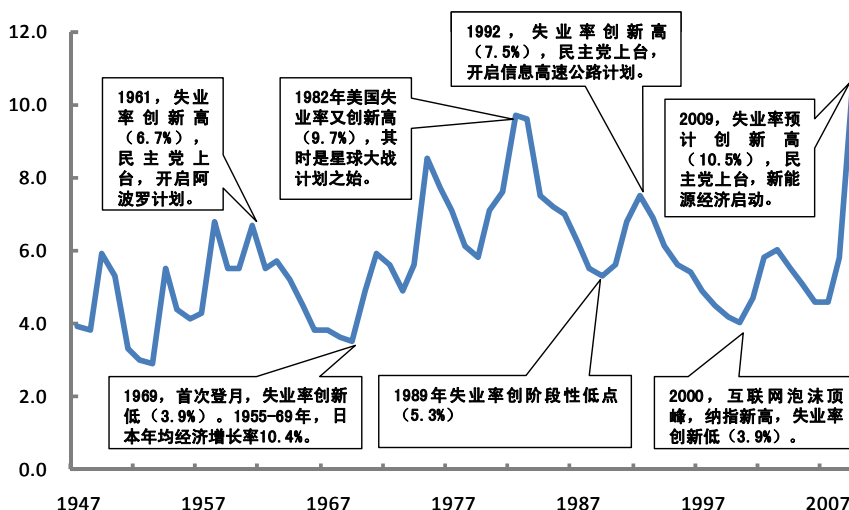
2009 年在失业率新高的情况下，民主党又一次执政并推出以新能源为核心的创新主题。

现象二，11 月，根据美国劳工部统计，失业率在 10 月创出历史新高达 10.2%；同月，美国经济谘商会（Conference Board）表示美国就业趋势指数已在九月触底并暗示明年初开始增加新职位、Monster World（美国网上招聘机构）的用工需求指标也显示出上升趋势（主要来源于医疗与公共企业）；

现象三，中美之间不断增加的贸易摩擦。

对此，我们判断，当前美国就业率急剧上升的根本原因是，与旧经济相关的就业机会下降的速度甚于与新经济相关的就业机会的上升速度。因此，美国就业复苏的根本因素来源于新经济能否挑起大梁——这也将决定全球主要经济体关系能否重构。

图表 1: 美国失业率 (1947-2009)



数据来源: 国联证券研究所, 美国劳工部

历史规律只体现了矛盾的普遍性。矛盾还须了解其特殊性, 那么什么是矛盾的特殊性? 我们认为, 当前金融环境、金融工具如此复杂, 前无古人, 是矛盾的特殊性。它使得资产配置并不容易。与 1929 年大萧条以及上世纪 70 年代萧条之后复苏相比, 迄今为止, 本次次贷危机的背景及其应对措施所带来的影响更加复杂——

在货币背景方面, 金本位消失, 美元成为全球事实上货币储备;

在地缘政治方面, 全球化更加显著, 缺乏战争背景;

从应对策略来看, 各国以邻为壑的态度显著降低, 货币与财政政策空前一致;

从金融环境来看, 全球金融工具的总市值远远超过全球 GDP 总额, 金融工具之间关联异常复杂, 几无人可完全了解。

1.2 中国, 福祸相倚

对于中国而言, 福祸相倚。

福兮祸所倚, 贸易摩擦将促使中国经济转型和产业调整。回顾上世纪 90 年代, 中美和中欧贸易摩擦主要围绕着纺织品展开——其直接后果是, 以纺织品为代表的低附加值产品在中国出口产品的比重中逐渐下降——在 1995 年, 机电产品取代纺织品成为中国第一大类出口商品, 间接后果是不但促使了中国产业结构从劳动力密集型转向资本和技术密集型、从轻工业转向重化工业, 而且提升了中国就业人口的教育水平。我们认为, 发轫于次贷危机的贸易摩擦将再次促使中国经济转型。宏观上, 将促使中国经济从以外

需为主转向外需和内需并重；中观上，进一步缩短与发达国家的技术差距、中国制造业水平将从一般水准向高级水平提升，第二，由于内需扩大将可能提升服务业在国民经济中的比重；微观上则有两个现象，第一，加速产能过剩行业中的企业优胜劣汰，第二，与新经济相关企业的不断涌现。

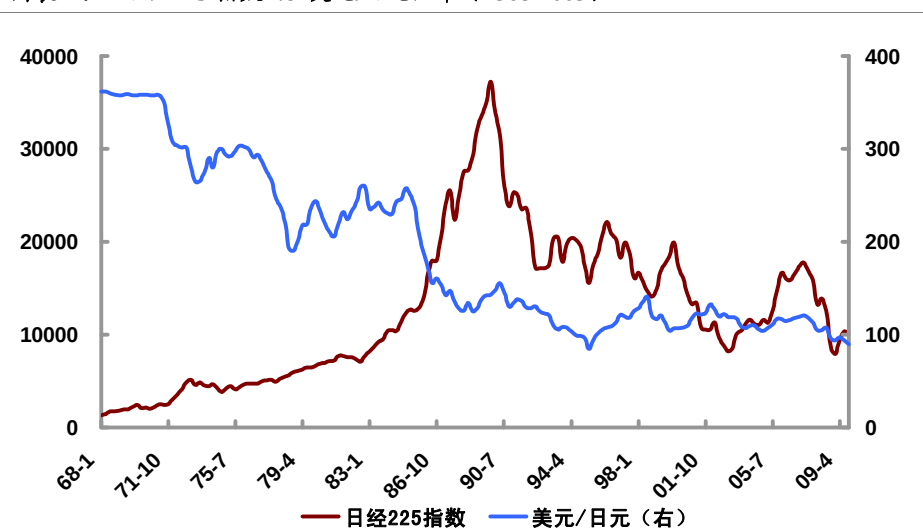
祸兮福所伏，经济长期稳定高速增长导致中国资产价格上升、本币升值，并在全球资金泛滥的催化下有演变成泡沫的危险。资产价格上升将代替就业成为中国长期性的头号问题和威胁。微观上的创新、宏观上的产业升级一方面表现为资本的有机构成不断提高，一方面也表现为实体经济健康增长，前者促使资产价格上升，后者则会导致强国强币——货币升值。然而，创新与产业升级是企业 and 行业的内在行为，资产价格上升和本币升值是外部行为。该外部行为来源于预期，短期内不会因为内部变化而改变，因此，一旦创新与产业升级停止，资产价格上升和货币升值就会演变成泡沫，泡沫，特别是泡沫破裂将对产业升级本身构成阻碍——因为产业升级本身需要资本的支持，而该支持却突然停止。而且根据实证分析，资产泡沫一旦形成便很难消除，资产泡沫一旦破裂，必将导致国民经济停滞不前。当前，中国资产价格上升和货币升值的内在动因是其 30 年来经济的稳定高速增长给全球资本的一个良好预期导致全球资本不断流入。同时，客观上又受到以美元为代表的全球货币大扩张所导致全球资金泛滥的催化，这导致资产价格上升演变为泡沫的危险程度大为增加。

1968-1980 年，日元汇率升值了 48.7%，但指数仍然上涨了 3.97 倍，反映了日本并没受到以油价暴涨为代表的资产价格上升的危害。突出表现日本企业通过模仿创新使其竞争力不断提升，宏观经济亦继续表现强劲——

1980-1989 年 10 月，汇率又升值 70%，指数上涨了 4.56 倍。相对涨幅与上一阶段相若。但在实体经济中，日本企业的模仿创新已达极限，客观上要求日本企业进行破坏创新。但日本企业丧失这一机遇，导致资产上升变为资产泡沫，严重危害了日本经济——

1989 年至今，汇率再升值 160%，指数下跌 72%。日本完全陷入资产泡沫的泥淖。

图表 2：日经 225 指数 vs 美元/日元汇率（1968-2009）



数据来源：国联证券研究所，美联储，CEIC

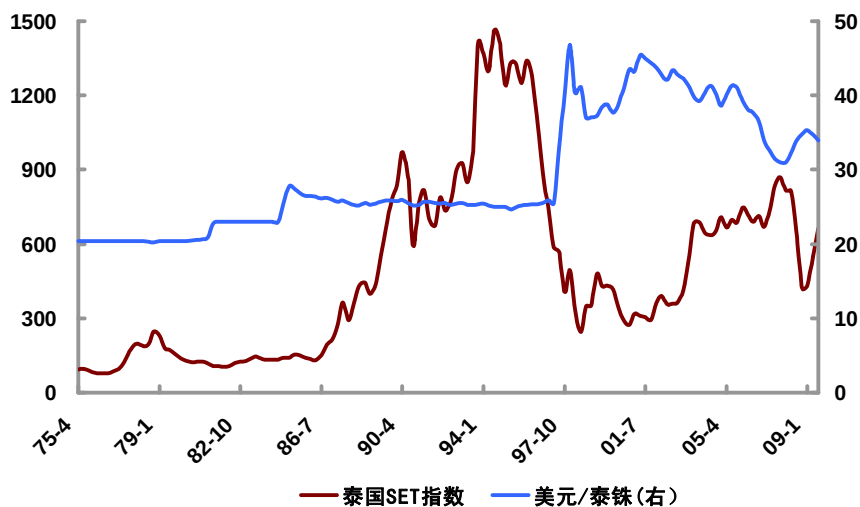
1975-1984 年 7 月，泰铢汇率贬值了 13.8%，股指则上涨了 41.3%，反映了泰国承接日本、韩国、香港等产业转移的情景，经济稳定增长，没有出现资产泡沫。

1984 年 7 月-1994 年 7 月，汇率再度贬值了 10.3%，但股指上涨了 10 倍。反映了该国经济出现了典型的资产泡沫。

1994 年 7 月-1998 年 7 月，汇率贬值了 64.6%，股指下跌了 83.2%，回到 1987 年的水平。资产泡沫完全破灭。

1998 年 7 月至今，汇率上升 22%，相当于 1997 年 7 月水平，股指上涨 171.3%，亦仅相当于 1989 年 7 月水平。

图表 3: 泰国 SET 指数 vs 美元/泰铢汇率 (1975-2009)



数据来源：国联证券研究所，美联储，CEIC

2. 政策：关注宏观变革，忽略期指和国际板

政策是影响中国证券市场的重要因素。根据影响途径来说，一种是直接政策，一种是间接政策。监管部门是前者的主推手，后者的来源则很广泛；前者具体明显，后者或者高度概括，或者不引人注目。我们认为，2010 年，出台直接政策的可能性比较小，需要关注的是一些针对转型、产业升级、资产价格等具有宏观变革意义的政策，以及一些不为人注目的、涉及体制变革的政策。

未来数年，技术革新、产业升级、经济结构调整、内外需并重以避免资产上升演变成泡沫将是宏观政策的出发点及主要特征。自本世纪初以来，中央政府先后提出“集约化经营”、“压缩过剩产能”、“节能减排”等诸多设想并实施多种宏观调控手段，但收效甚微。其原因在于自 90 年代国企改革之后，中国经济的首要目标是“保就业”，因此满足海外市场、塑造世界工厂成为了必然选择，尤其是在“入世”之后，该趋势更加明显。它决定了中国的产业结构及产能满足的是全球市场。因此，次贷危机客观上给予了中央政府实施产业结构调整契机——这也是诸多调整与振兴规划出台的原因。在 2009 年保增长的任务有望胜利完成的情况下，决策层有足够的资本进行“调结构”。我们认为，政策的核心在于“节流”和“开源”。“节流”重点在于淘汰和压缩技术装备落后、污染严重、过剩的产能；“开源”则内容更为广泛，包括扩大内需消费、促进新产业发展和拉动民间投资。尤其是吸取过去数年调结构的经验和教训的基础上，2010 年必将大规模启动产业调整和转型规划，出台一系列针对产业升级、结构调整的宏观政策。

2010 年，一些不为人注目的财政政策改革将引发题材型投资机会。相对与关于证券市场直接政策，一些对于证券市场具有间接性影响的制度性变革更值得关注。自股改以来，国企做大做强成为市场持续不断的投资主题之一，特别是在 2009 年，这场大戏从央企扩展到省企，借壳上市、资产注入，频频不断，进入高潮。我们预期，下一个故事将来自于“省直管县”。“省直管县”其源头是地方财政压力，但对于证券市场而言，这将加快地方国企特别是市属国企的资本游戏，重点将在能够做大做强的地方金蛋，主要将集中于土地和公用事业等。

2010 年，出台涉及证券市场的直接政策如股指期货和国际板的可能性不大，平淡将是主基调。这是因为，首先，2010 年是“十一五”的最后一年，而主管部门已经顺利完成十一五规划中的资本市场工作：积极发展股票、债券等资本市场，稳步发展期货市场。推进证券发行、交易、并购等基础性制度建设，促进上市公司、证券经营机构规范运作，建立多层次市场体系，完善市场功能，拓宽资金入市渠道，提高直接融资比重。发展创业投资，做好产业投资基金试点工作。对照上述规划，我们发现，相关部委已基本完成任务，因此再加任务有画蛇添足之嫌。其次，2010 年是本届政府的第三年任期，政府部门工作将更强调打好基础、平稳交棒。再次，实施期指与国际板的条件缺乏足够成熟的条件。我们认为，对于前者，在中央企业普遍上市且股份全流通、国有股转持量足够大且转持部分解禁之后将是股指期货上市的最好时机；对于后者，我们认为，2009 年提出国际板呼声高涨是有其特殊背景的，而这些背景目前已大为弱化：国际板的呼声出现高涨是在今年 3-4 月，其表述或隐含义分别出现在央行报告《2008 年国际金融市场报告》和国务院《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，其时，道指刚刚创下 6470 点次贷底部，中投公司的对外投资严重缩水，庞大外储暴露在次贷危机所带来的情绪上的恐慌达到极点，加之国内复苏仍在不确定之中、上海第一季度 GDP 增长仅为 3.1%，等。此外，客观而言，国际板的法律准备、技术准备都未完成，其对 A 股影响更未深入论证，现在推出弊大于利。综上所述，2010 年将是完善已有工作——特别是创业板和新三板，同时为未来打基础、埋伏笔、定规划、绘蓝图的一年。至于期指和国际板，除非出现特殊情况，否则仍是纸上谈兵。

3. 市场：将走V字曲线且中枢适当上移

3.1 走势，V字曲线

2010年的指数趋势，先高中低再高，呈现V字型，但后一个高点超越前一个高点的可能性比较低。

当前，对于明年的投资策略不仅是公说公有理，婆说婆有理，甚至一个人既说公理又说婆理，既谨慎又大胆，显得极为矛盾，我们认为这恰恰是经济复苏时投资心态特征。我们认为无论是谨慎还是大胆都有其客观和主观原因及说得通的逻辑。谨慎的，其找寻的理由是流动性消退，企业盈利提升导致资金流向实体经济，同时，经济增长及企业盈利的边际速率开始下降将导致PEG回落，以及股票供给的扩大导致供求关系逆转，以上因素将最终导致市场回落。而之所以找寻这样的理由，主观的原因——从行为金融学的角度来看，它反映了投资人的心态锚定于险情发生行情（2008-2009），及其出现的原赋偏差效应。大胆的，其找寻的理由在于企业盈利回升，投资基础更加坚实。主观的，这种心态反映了投资人心态中的后悔厌恶效应。

对此，我们认为，两者都具有合理性，但以时间为基准，其对证券市场的影响有先后顺序。

第一阶段，由于2009年第一季度GDP及行业数据处于最低水平，因此，明年一季度经济数据将十分“靓丽”，同时，由于年报效应以及年初流动性仍处于充沛情形的影响，乐观情绪能促使市场产生高点；

第二阶段，从第二季度到第三季度，经济数据边际同比增速将放缓，同时，净出口由于基数较大以及全球经济结构调整未完成，其增速可能回落，加之宽松的货币政策有可能退出以及大型股上市导致筹码供给增加等原因，市场将面临回调；

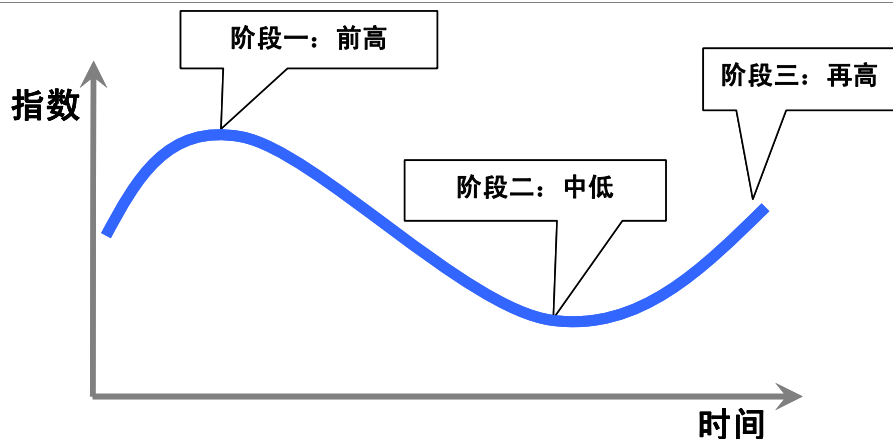
第三阶段，我们之所以对第四季度抱有预期，是因为宏观面有两种可能，一种可能，经济转型能够持续，宏观面不断改善，导致人民币币值出现上升压力，继而导致金融类资产价格上升，从而带动指数上涨；一种可能，出口复苏导致经济完全复苏，增长率重新超出预期，市场乐观情绪上升，亦将导致指数上扬。

第一阶段：经济增速达到高峰，相关数据将十分靓丽，流动性依然充沛，市场情绪仍较乐观。

第二阶段：经济增速趋缓，净出口环比增速回落，大型股继续上市，筹码供给增加，宽松货币政策开始退出。

第三阶段：一种可能，经济转型势头明显，宏观结构改善，金融类资产上升（但不会有形成泡沫之虞）；一种可能，出口复苏导致经济全面复苏，市场乐观情绪重燃。

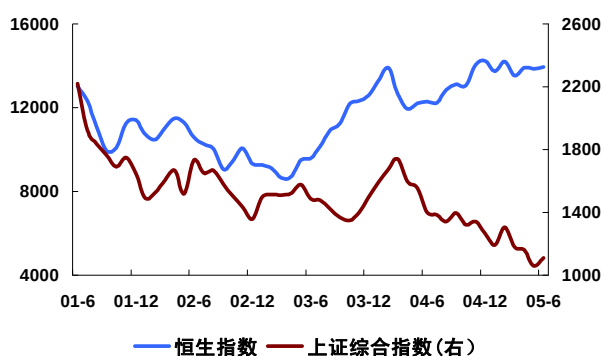
图表 4： 2010 年市场运行趋势预测



数据来源：国联证券研究所

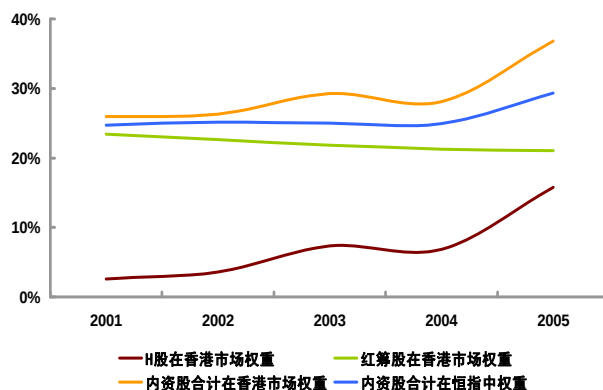
总之，一方面，流动性的退出，将导致普涨行情不再，同时，部分周期性行业股票升速超过盈利增速、企业盈利的边际利润率下降亦导致市场弹升困难，另一方面，从目前的行业构成来看，与股改前不同，权重股主要集中在与国民经济强相关的银行业、能源业，其资本属性也多属于国有企业——在国进民退的背景下一这是受益更多的群体。因此，我们认为 A 股市场虽然不全是国民经济的晴雨表，但也不会出现与国民经济毫无关联的历史走势，而是一种混合走势——既包含恒指特征，又带有过往 A 股的遗迹。

图表 5： 上证指数 vs 恒生指数（2001.6-2005.6）



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 6： 内资股在香港市场上的权重（2001.6-2005.6）



数据来源：国联证券研究所，港交所

2001-2005 年，中国大陆 GDP 的复合增长率为 13.7%。

2001-2005 年，上证指数从 2245 点下跌至 998 点，同期恒指上涨约 1.67%。

2001-2005 年，中央企业以 H 股和红筹股（合称内资股）的形式开始加快在港上市的节奏。以市值计，内资股占香港市场的权重从 26.9% 上升至 36.9%。在恒指中，内资股的权重也上升了 4.66 个百分点，达 29.4%。除此之外，受到 CEPA 的鼓励，一些香港本地公司的业务重心也开始向内地转移甚至因此而晋身恒指，如思捷环球。两个指数的对比充分显示了较上证指数，恒指更具有内地国民经济晴雨表的特征。

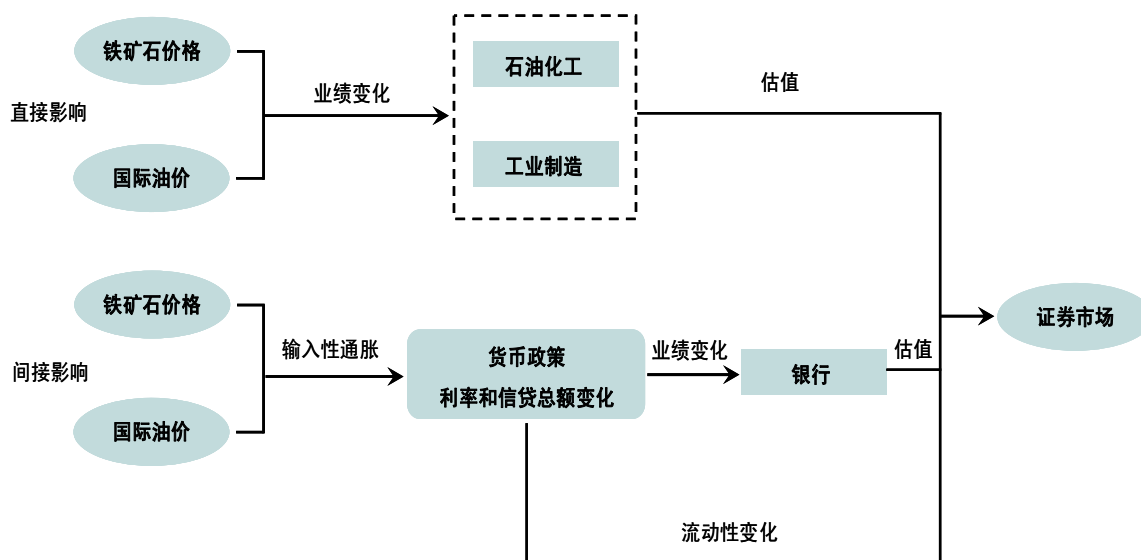
3.2 市场，适度上移

我们分别从微观——从行业板块到市场和宏观——从 GDP 增长率和企业盈利到市场，两种思路来探证市场即指数的运行空间。

3.2.1 微观，从行业板块到市场

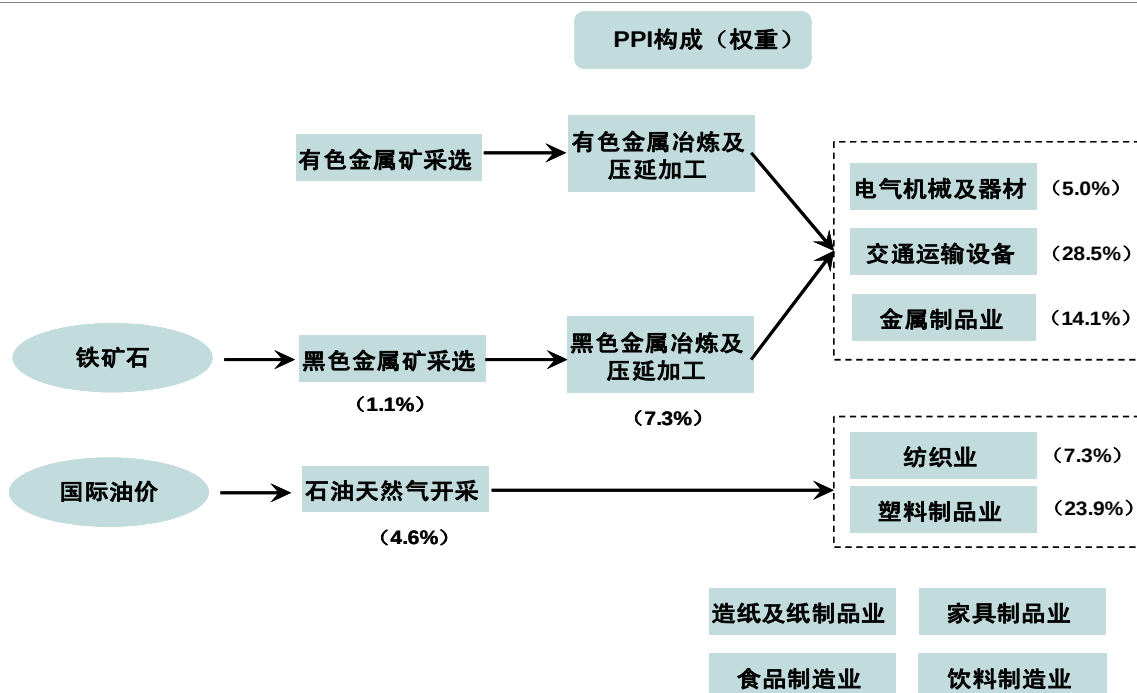
我们认为，决定 A 股市场行情走向及节奏的关键是油价和铁矿石。与当前所流行的“纵横海内外、上下五千年”的分析思路不同，我们认为，决定 A 股市场走势的力量虽然很多，但不能眉毛胡子一把抓，其直接要害在于油价和铁矿石价格。这是因为，A 股的权重在于银行、石油石化和工业制造业，因此，油价、铁矿石直接决定了工业制造业企业的业绩；另一方面，银行业绩也受到油价和铁矿石价格的影响。其传导路径是（逆推）：1. 银行业绩取决于货币政策的变化，特别是利率和信贷总额的变化——它们对宏观经济和证券市场影响最直接最剧烈；2. 货币政策又受到通胀的影响；3. 中国的通胀又是输入型通胀，在金融中以汇率和外汇储备表现，但在实体经济中其传导核心就是油价和铁矿石价格。

图表 7：国际油价和铁矿石价格对市场的影响



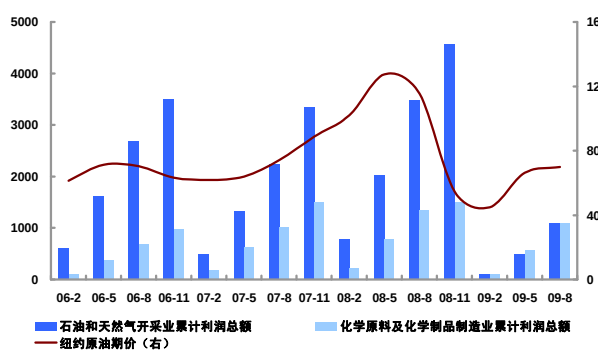
数据来源：国联证券研究所

图表 8: 中国 PPI 构成 (权重)



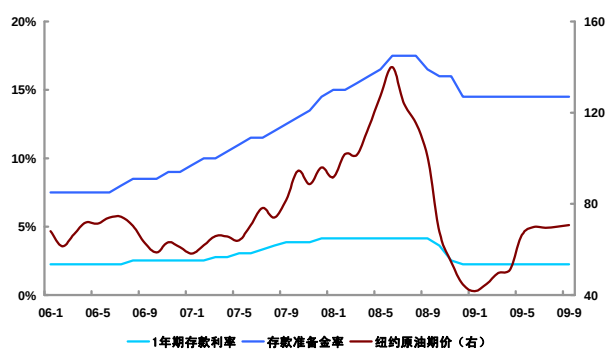
数据来源: 国联证券研究所

图表 9: 国际油价 vs 石油石化工业利润 (2006-2009)



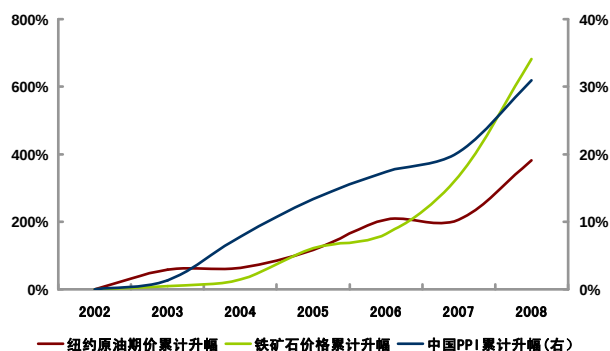
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 10: 利率、存款准备金率与国际油价 (2006-2009)



数据来源: 国联证券研究所, Wind

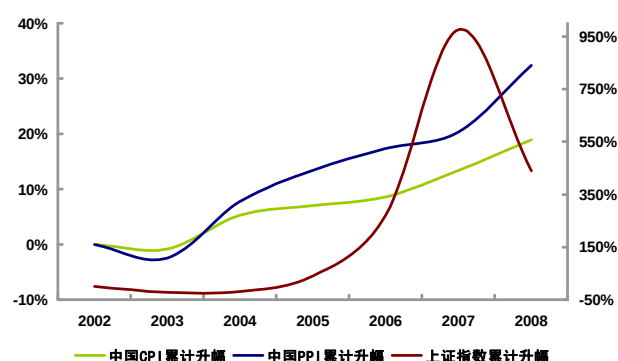
图表 11: 油价、铁矿石价格与 PPI (2002-2008)



注: 油价以当年 1 月计, 铁矿石以当年长协价计, PPI 以当年 6 月计

数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 12: PPI、CPI 与上证指数 (2002-2008)

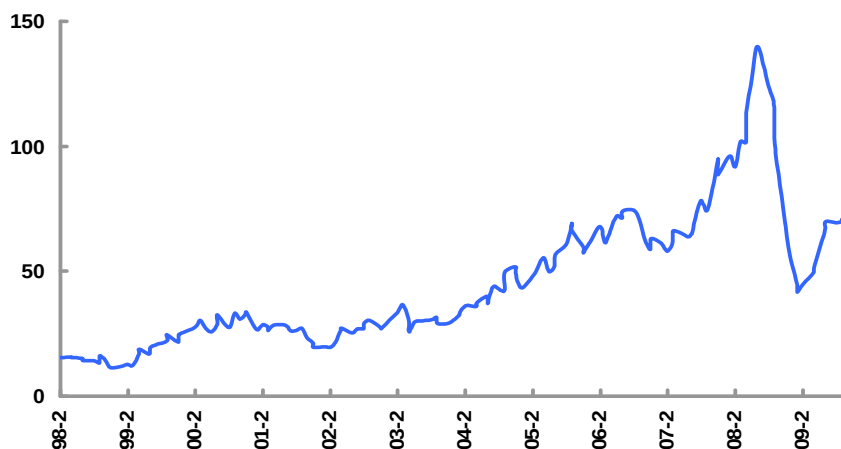


注: CPI、PPI、指数均以当年 6 月计

数据来源: 国联证券研究所, Wind

对于油价的看法, 我们的假设是, 在 2010 年其价格区间在 80-100 美元。根据该假设, 中国石油和中国石化业绩将提升并导致上证指数上涨约 10.0%。我们认为, 油价不是一个单纯的经济问题, 单纯的基本面分析法特别是以供需为切入点难以准确预判油价走势。因此, 我们不得不承认, 现实的、次优途径是“技术分析”。从目前看, 油价主要是针对 147.25 美元 (以纽约期价计, 下同), 的反弹, 如果依照黄金分割法来计算, 主要有三个阻力位: 76.77 美元、90.23 美元和 103.68 美元。如果按照三浪反弹, 浪与浪之间是呈对称关系来看, 则 84.97 美元和 86.51 美元会出现比较大的阻力。综合来看, 比较大的阻力位是在 77 美元、87 美元和 104 美元。目前已经达到第一个阻力位并接近第二个阻力位, 若以 6 月油价上摸 73.21 美元起算, 已在该区间运行了五个月左右时间, 这也反映了技术分析是有效的。客观上, 目前油价处于 80 美元左右与全球经济复苏的情形也“相映成趣”——我们把这个价格理解为, 美国经济复苏与美国与其它国家博弈之间的均衡价格。假设 2010 年, 全球经济仍处于缓慢复苏, 同时, 流动性不再进一步扩张——从这个角度分析——油价将继续上升并稳定在 80-100 美元。根据我们化工研究组测算, 中国石油和中国石化的每股收益大约分别在 0.94 元和 0.8 元 (受到成品油价格改革影响, 除非特殊情况, 油价波动不会导致中国石化的业绩剧烈变化, 将相对恒定)。假设两者分别以历史平均市盈率及所占上证指数权重计算, 两者分别将带动指数上升 7.6%和 2.3%。

图表 13: 纽约原油期货价 (单位: 美元, 1998-2009)



数据来源: 国联证券研究所, Wind

与油价相比, 铁矿石价格虽然在 PPI 中的影响权重更大, 但在 2010 年, 无论是对证券市场的直接影响——上下游企业盈利还是间接影响——对通胀的影响进而货币政策的反应对市场的影响, 都不大。从 PPI 构成权重上看, 理论上, 在供求关系平衡的条件下, 铁矿石涨价是带动 PPI 上升的最大因素。但是, 由于经济出口从外需转向内需而导致的产能过剩, 这一方面导致企业盈利增长较弱从而压低了企业估值, 另一方面产能过剩也使 PPI 难以剧烈上升、继而 CPI 的快速上涨的可能性更小, 从而通胀压力弱, 货币政策对此无剧烈收缩的要求——这都将对证券市场产生不了太大影响。

在上述假设下, 银行业绩平稳增长的可能性比较大。由于通胀压力不大, 因此流动性不会迅速退潮。货币政策主要表现在两方面, 一方面信贷规模不会迅速收缩, 另一方面微调结构, 扩大利差较大的中长期贷款占信贷总规模的比例, 这将有利于银行业绩平稳增长。根据我们的调研访谈, 银行业绩将同比提升 20% 左右的可能性比较大。以银行板块的历史市盈率及其所占上证指数权重来看, 银行将带动上证指数上升 8.0%。

综上所述, 油、铁矿石和银行将共同推动指数上升 17.9% (比较基准以 11 月 13 日收盘价计) 至 3740 点左右。

3.2.1 宏观, 从 GDP、CPI、企业盈利到市场

我们的宏观研究预测表明, 2010 年 GDP 增长为 9.6%, 全年 CPI 水平达到 2.9%, 即 2010 年名义 GDP 增长 12.5%, 非金融企业盈利增速也会相应体现出明显的加速态势。09 年预计非金融企业净利润增长 25%, 2010 年将继续加速增长, 合理预期增速达到 35%。综上所述, 结合 A 股业绩构成, 我们分三种情景对 A 股业绩进行预测, 盈利增速大致区间为 [23%, 35%]。

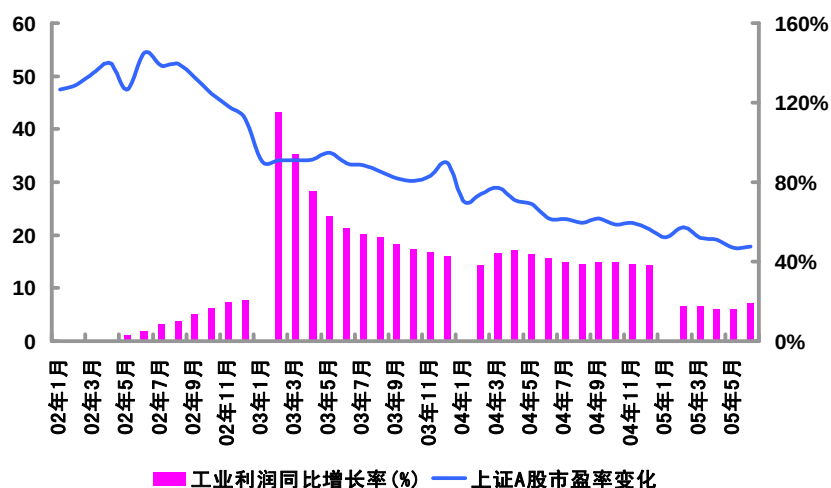
图表 14: 2010年的盈利预测区间

不同情形	大类行业	利润比重构成	盈利增长假设	2010年盈利增长预期
乐观	金融	48%	25%	35%
	非金融	52%	45%	
中性	金融	48%	20%	28%
	非金融	52%	35%	
保守	金融	48%	20%	23%
	非金融	52%	25%	

资料来源: 国联证券研究所

在此基础上, 我们比较了经济复苏时投资者对市场估值 (PEG 法)。对比同样处在经济复苏转折, 并且市场走势波折的 2002-2005 年的市场情况, 上证 A 股市盈率中枢 33 倍, 对应当时复合净利润增长率 32%, 可见, PEG 水平约为 1。据此, 并结合我们中性的增长预期, 我们认为上证指数 PE 合理 PE 中枢在 28 倍, 对应上证指数 3760 点。

图表 15: 上证 A 股市盈率变化 vs 工业利润增速 (2002-2005)



数据来源: 国联证券研究所, Wind

进一步, 根据我们对于宏观经济、市场环境等重要因素的不同情景下变化情况的分析, 我们对上证指数的运行区间进行敏感性分析。以 3760 点为中枢, 上行空间 18%左右, 对应点位 4400 点; 下行空间 20%左右, 对应点位 3100 点。

图表 16: 基于合理预期的上证指数合理点位

2009 年上证指数的理想预测点位		预测 2009 年 PE							
		20	23	26	28	30	33	36	40
2010 年增长率	15%	2604	2932	3261	3480	3699	4027	4356	4793
	20%	2719	3047	3376	3595	3814	4142	4471	4908
	23%	2783	3112	3440	3659	3878	4207	4535	4973
	28%	2884	3213	3541	3760	3979	4307	4636	5074
	35%	3013	3341	3670	3889	4108	4436	4765	5202

40%	2719	3047	3376	3595	3814	4142	4471	4908
45%	3175	3503	3832	4051	4270	4598	4927	5365

资料来源：国联证券研究所

3.3 蝴蝶效应和黑天鹅事件

3.3.1 来自于石油的蝴蝶效应

在油价与铁矿石价之间，油价最容易掀起蝴蝶效应。这是因为铁矿石的价格主要有长协价主导，而油价则是日日新，且全球金融市场中，原油市场容纳资金大，在全球资金泛滥的情况下导致其不确定因素增强。因此，我们除了前文所述的技术分析及基本假设外，再采用如下多种方法测算油价并估计其对市场的影响。

情景 A——

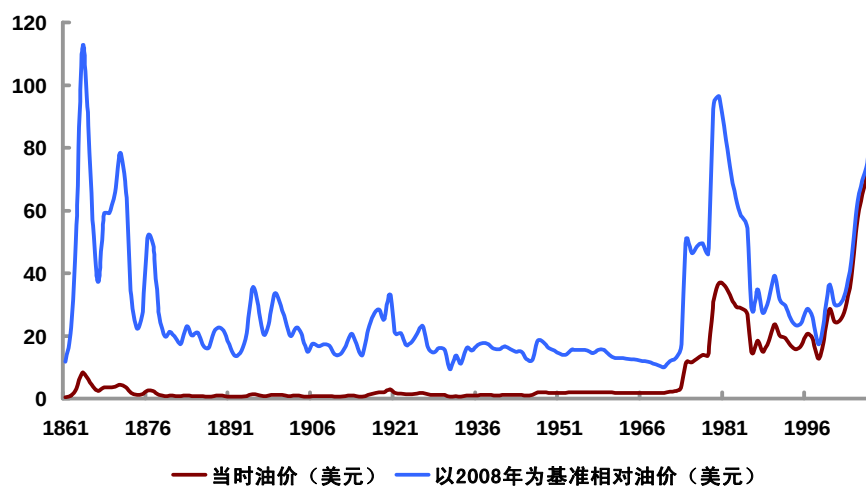
基本假设：

数据来源，采集于英国石油（BP）；

相对油价基准，以 2008 年为基准；

通胀假设，2009 年 11 月 13 日较 2008 年底，美元贬值 7.89%，且这一贬值系数维持到 2010 年底不变。

图表 17： 国际油价（1861-2009）



数据来源：国联证券研究所，英国石油（BP）

在这种假设下，会有两种情况：

第一，对照石油危机（1970-1982）来看，期间，石油绝对价格上涨了 18.31 倍，相对价格上涨了 9.64 倍，年复合增长率为 27.4%和 20.8%。若以 2008 年 44.60 美元收盘价为基准，则 2010 年油价分别为 72.39 美元和 65.08 美元（2008 年价格），加上美元贬值因素，2010 年底的油价为 78.10 和 70.21

美元，与当前油价基本相若，较我们预期略低 13.4-22.2%。在该情况下，依照微观测算法，油价对股指的直接影响将从 10%收窄为 2.4%，股指中枢将从 3740 点下将至 3520 点；

第二，以相对油价的年度收盘价为基准，自 1861-2008 年，油价运行空间为 9.26-111.46 美元，其黄金分割位分别为 48.30、51.50、63.16 美元，目前价格相当于 70.91 美元，即在油价的上部空间运行，假设油价回归到 51.50-63.16 美元一线，即下跌 10.9%-27.4%，依照微观测算法，油价对股指的直接影响将从 10%收窄至 0.6%，股指中枢亦将下浮至 3450 点，但考虑到在经济复苏的环境下油价下跌利于下游行业盈利的提升，因此指数会较 3450 点高。

情景 B——

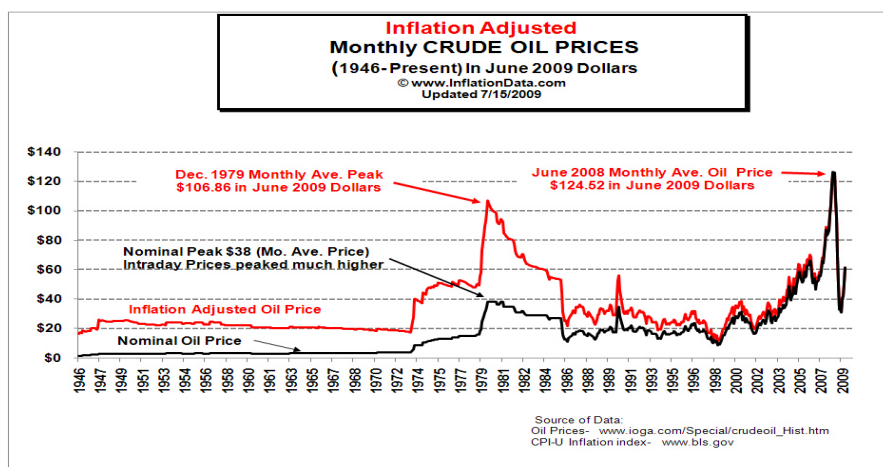
基本假设：

通胀率参照美国劳工统计局；

数据来源 InflationData.com；

油价走势具有相似性。

图表 18：国际油价（1946-2009）



数据来源：国联证券研究所，InflationData.com

在这种假设下，我们发现，2009-2011 年的油价走势将可能类似于 1986-1988 年走势即反弹回落。如是，则 2010 年油价可能回归到 55 美元左右，这与上述第二种情况类似，结论也基本一致。

情景 C——

基本假设：

全球经济复苏极缓慢，同时流动性难以退出，宏观经济可能陷入“滞胀”，油价反转；

纯技术分析。

在这种情况下，油价将上升至 123 美元、132 美元、140 美元和 148 美元。

这个价格似乎对中国石油非常有利，也会带动指数上升，但事实上，由于油价需求必然减弱以及暴利税的影响，中国石油的业绩反而下降，即出现中国石油和中国石化以及工业板块利润的集体下降，最终将导致市场下行。

3.3.2 资产价格泡沫将使货币政策成为黑天鹅

过去半年，大中华区的房地产价格迅速抬升，香港创造全球最贵的楼价，上海、深圳的中心城区房价上升近一倍，地王不断涌现，资产价格泡沫威胁浮现。从传统的经济学框架中，货币政策盯住的是 CPI，从形成路径上来说是被动的。而传统的 CPI 并不包括房地产价格，因此货币政策对地产价格就好象鸵鸟把头埋到沙子里。然而，CPI 不包括房价不过是国际惯例，是否符合中国国情一直有着争议。如果以地产为代表的资产价格继续上升，那么就会出现两种情况：

第一，根据不完全统计，地方财政收入的一半以上依靠卖地解决，如果中央和地方博弈，地方仍旧占据优势的话，则资产泡沫的形成将不可避免，从目前的复苏的势头并结合中央与地方的财政收支等情况，出现资产泡沫的可能性很大，这将导致证券市场进入最后的疯狂。

第二，假设在博弈中优势转到中央方面——特别是中央与地方财政收入得到改善的话，则中央将可能对地产再度痛下杀手，在缺乏提高利率的客观条件下，一方面，通过信贷窗口指导、提高存款准备金率来调整资金投放，另一方面，对地方的考核体系做大的调整。城门失火，殃及池鱼，在此情况下，证券市场也势必调整。

4. 配置：投资于转型，取利于复苏

2010 年的投资逻辑，从谋万世、谋全局和谋一时、谋一域两个层面展开。

不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一域。在转型与复苏初期，首先讲求的是针对全局和未来的战略配置，即投资于转型，投资于创新，投资于产业升级，投资于拥有持续优化能力的非线性商业模式的企业。在此基础上，是密切关注货币政策的变化，以及财政政策、行业周期和市场自身规律的变化，对相应的投资品种做出选择，即进行战术配置，取利于复苏。

战略配置路径清晰，逻辑明确，因此相较战术配置反而简单。战术配置由于考虑的因素很多，因素之间互相影响，主次矛盾、矛盾的主次方面不断变化，因此反而不容易掌握。总的来说，结合 2009 年行情，投资者会发现

将出现以下情景：经济复苏初期“一体均沾”的欣欣向荣逐步让位于轻重有别，缓急有序的景气传导，再到“调结构”的产业升级。相对应地，投资者的视野与逻辑也应从大类资产配置转到因行业复苏所导致的轮动配置再到“自上而下”与“自下而上”结合的混合策略。

图表 19： 2010 年配置策略表-投资于转型

配置方向		行业与主题
创新周期的主导产业	新兴能源革命	煤清洁利用
		智能电网及储能技术
		电池产业
	绿色革命	废弃物转化、煤层气回收、提高能源利用效率的工业设备制造
		污水处理、余热发电、海水淡化、碳贮存、CDM 碳排放交易
		新材料、LED 节能照明
	信息革命	3G、互联网、新媒体
		物联网
	内需转型	医疗服务
		娱乐服务消费，婴儿消费、女性消费、青年消费
新商业模式	能够具有持续优化能力的非线性的商业模式企业	

数据来源：国联证券研究所

图表 20： 2010 年配置策略表-取利于复苏

2010 年上半年投资：流动性配置末期，延续行业轮动风格

配置建议	行业
超配	金融 银行、保险
	能源及相关 石油煤炭开采、煤化工
	其他资源类 农产品
	中游制造业 重型汽车、机械
	下游消费服务 医疗保健、传媒
标配	大金融 证券期货、房地产
	能源及相关 天然气、电力
	其他资源类 有色金属、化工原料
	中游投资品 钢铁、水泥
	下游消费服务 轿车
	其他 通讯设备

2010 年中场转折信号：美国就业率回升、美元加息为标志；中国实际利率告负、和国内经济数据同比增速放缓

2010 年下半年投资：基本面防御配置，并寻机主题投资

配置建议	行业
超配	大金融 银行
	下游消费服务 食品饮料、医疗保健、传统商业、传媒
	其他 通讯设备、信息服务
标配	下游消费服务 可选消费、餐饮旅游
	其他资源类 农产品
	其他 公用事业

4.1 投资于转型

创新和产业升级是转型的关键词。因此通过关注全球趋势和本土需求，通过布局主导性产业和新商业模式，谋万世，谋全局。尽管创新是一个漫长过程，很多新兴产业仅仅在起步阶段，但资本市场的先行特点决定了投资必须在预期已经形成、尚未转化成现实之前开始。因此，我们在投资于转型中有两个主题，一个是来自长周期的机会，包括信息革命和新兴能源革命，另一个是来自于中国经济转型的机会，特别是具有持续优化的非线性商业模式的企业。

4.1.1 来自长周期的机会

从全球产业周期来看，信息革命方兴未艾，新能源革命已从主题走向现实，它们预示着未来数十年的全球经济方向。从产业创新周期来看：若以第一台电子计算机诞生计算，截至2008年，信息革命已经进行了60年，远远超越了传统的康德拉基耶夫周期和熊彼特周期的定义，且未见止步的信号。特别是在互联网出现之后，信息革命出现了新特征：破坏性创新加速、创新的扩散速度极快。与此同时，新兴能源革命又在两个因素的促使下揭幕：第一，中国与印度进入工业化后期，由于人口基数的原因，其资源消耗在目前环境下难以承载；第二，美国婴儿潮的出生人群步入人生暮年，其需求重点从汽车、住房转向青山绿水和蓝天白云。因此新能源绝对不是故事，一个没有实质内容的泡泡。综合以上分析，我们认为，新兴能源革命与信息革命无疑是未来世界经济发展的重点。

在新兴能源革命领域，结合我国发展实际，我们最为看好煤炭清洁利用、智能电网及储能技术的应用和以电池产业为代表的消费能源替代。在信息革命领域，我们关注的是互联网、移动互联网、物联网的服务以及以宅经济为代表的新兴社会形态所产生的需求等。

除新兴能源革命与信息革命以外，我们还看好节能环保产业在绿色排放、绿色工业、绿色建筑方面的技术革新；在内需转型方面，我们认为医疗改革和消费扩展升级将带来长期的投资机会。

图表 21：来自长周期的投资机会

竞争性创新发展方向	产业方向	产业描述
新兴能源革命	煤炭清洁利用	提高煤清洁利用效率的超临界和超超临界煤电设备的应用比例，相对应的市场周期长。
	智能电网及储能技术	为新兴能源的传输、储存提供技术保障，为传统能源降低传输过程中的损耗提供技术支持，相对应的市场空间大，周期长。
	消费能源替代	集中体现在电动汽车领域——技术上与发达国家基本处于同一起跑线，产业具有优势，国内市场广阔。
绿色革命	绿色排放	高排放工业的节能环保改造；废弃物转化、煤层气回收等针对高排放行业提高能源利用效率的工业设备制造；相对应的市场空间大、种类多，周期长。
	绿色工业	污水处理、余热发电、海水淡化、CDM 碳排放交易等环保节能行业，具有众多的细分市场。
	绿色建筑	节能建材，节能光源，市场空间广阔。
信息革命	信息化	网络建设，基于 3G 的升级服务；基于互联网及移动互联网的服务、信息化所触发的新的生活及商业方式如宅经济；相对应的市场空间大，创新多，具有长尾效应，此外，部分领域开始争夺国际市场的话语权，竞争优势不断提升。
内需转型	医疗改革	医疗和社会保障制度的改革是催化剂，未来发展方向将是医疗服务—医疗服务的专业化和普及化，药品研制与流通的专业化、低成本传统医药现代化，市场空间极大
	消费扩展与升级	娱乐服务消费，婴儿消费、女性消费、青年消费等，市场空间大，层次多。

数据来源：国联证券研究所

4.1.2 来自于转型的机会

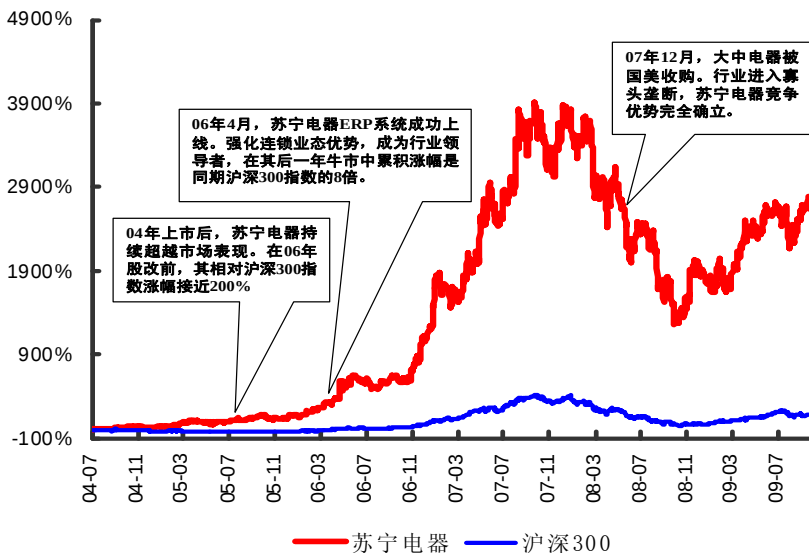
转型分为两个方面，一个是时势造英雄，一个是英雄造时势，两者互相促进。

所谓时势造英雄，首先是与来自长周期的机会相一致，即未来数年，以全球信息革命和新能源革命为依托，参照中国的后发优势与跨越式经济发展特点，与新能源为核心的工业化和从跟随到赶超为特点的信息化有关的行业和企业将高速增长。其次在软环境方面，金融市场建设深化、资源定价制度改革和产业资本结构改革等，都将构成中国竞争性创新的发展方向。

所谓英雄造时势，即在上述行业及企业中，那些善于借势发力的企业将成为行业的领导者、规则的制定者，成为长跑冠军。那么什么叫善于借势发力呢？我们认为，所谓善于借势发力，即通常所说的成功的商业模式，概括地说，就是持续优化能力的非线性的商业行为。其中，非线性的商业行为的定义是能够改变环境的商业行为。持续优化能力则保证了企业的商业行为能够不断地改变环境，换言之，即成为产业链的核心、领导者和标准，也就是所谓的“英雄造时势”。在“非线性”和“持续优化能力”两项条件下，我们之所以更关注持续优化能力，是因为从出发点而言，企业主动求变，持续提升竞争优势，将使企业能够持续地改变竞争环境，从而不断扩大自己与竞争

对手的差距，保持并不断提升自己的估值水平。尤其在消费品行业、服务型行业以及面向内需的行业中，出现这类企业的概率较大。苏宁电器即是典型。

图表 22： 苏宁电器复权股价（2004-2009）



数据来源：国联证券研究所，Wind

4.2 取利于复苏

取利于复苏，即通过分析货币政策、财政政策、行业周期性表现、市场自身规律等因素来寻找相关的市场投资机会，获一时之利，一域之地。从节奏上看，根据流动性的变化，取利于复苏还将分为“上下半场”。“上半场”将是2009年配置轮动风格的延续，但行业整体性机会将逐渐弱化，处于复苏+通胀推动的流动性配置末期；下半场是基于业绩的配置则侧重在防御性以及具有政策改革背景的主题性投资。上下半场的分水岭及信号是：美国就业率回升、美元加息为标志、中国实际利率告负和国内经济数据同比增速放缓。

4.2.1 上半场，流动性配置的尾声

虽然上半场是流动性配置的尾声，但我们预计，其整体行情较下半场更为明显，指数也可能高一些，投资机会将较下半场更易挖掘。2008年的A股市场具有两个特征，股价回归基本面和情绪极度悲观，这两个特征造就了市场大底。这就如同一杯意式特浓咖啡（Espresso），除了咖啡还是咖啡，没有半点调味品，纯而又纯，苦上加苦，但它却是调制其它任何一种咖啡的基础。2009年的A股市场以及全球的其它证券市场的反弹是有积极的财政政策和极度宽松的货币政策推动，这就好象星冰乐，咖啡只是一部分，更多的充斥着奶油、冰沙乃至其它在传统人士看来奇奇怪怪的调料。我们认为，2010年市场的上半段将回归到中庸状态，影响市场的因素将均衡地来自于企业盈

利、政策因素以及余威尚在的流动性。就好象一杯卡布奇诺：由三分之一的意式特浓咖啡、三分之一的牛奶和三分之一的泡沫组成。

（1）企业盈利是意式特浓咖啡

企业盈利取决于经济复苏的程度，经济复苏虽然崎岖但趋势已成。2009年上半年政府基础建设投资对经济拉动作用明显，而下半年民间投资开始活跃，特别是地产投资成为一面重要旗帜——虽然这是资产泡沫的发源地。我们认为，2010年上半场，货币政策仍将呈现宽松，这将继续鼓励投资、巩固经济复苏成果。在此情况下，贡献10%左右GDP增量的房地产投资的增速及力度将继续回升，甚至引发新一轮的“蜂聚”。从长远看，本次地产投资高潮将是中国地产长周期双峰的右峰，如果说左峰的起因是住房改革，高潮是人口红利进入顶峰；那么右峰的起因则是社保健全，城市化在全国范围内的扩散以及城乡一体化。无论哪种原因，地产投资对于当前中国经济的重要意义在于：为转型提供缓冲——虽然它本身也是转型的障碍。因此，2010年政府对于地产的态度是利用和限制并举。但无论如何，围绕房地产投资产业链的整体复苏增长，将向中游制造业提供需求从而拉动各种投资品以及相关消费，如：钢铁、水泥、铜、铝等直接受益，并由此进一步提升电力和运输需求，从而缓解上游工业品产能过剩的状况。

出口复苏不容置疑，但持续性仍须观察。在全球经济复苏的背景下，作为全球最大的工厂——中国，其出口必然也迅速弹升。自入世至次贷，中国的制造业中以海外客户为主体的企业，也经历了一轮牛熊市，对此，这些企业冷暖自知。在次贷所造成的外贸熊市中，被洗牌出局的企业多为缺乏品牌、基础薄弱、技术投入不够。存留的企业一方面将国内、国外市场并举，另一方面继续品牌与研发投入，尤其在跨越非贸易壁垒障碍方面加大投入。我们预期，电子、消费品、机械、汽车以及以绿色环保为产品特色的企业将重新焕发光彩。

（2）政策奶油将适可而止

星冰乐是快餐咖啡，能让你爽，但咖啡的味道总是不足，因为奶油和冰沙太多，如同2009年，指数涨了很多，但撇除以银行为首的权重股，其它企业的股价就盈利来看并不具有安全边际。因此，奶油须适可而止。与2009年相比，2010年政策主题词将从保增长逐渐回归到调结构上，货币政策方面，流动性总体充裕，但结构将继续鼓励面向实体经济需求的中长期信贷。通胀由于有所预期，所以发生的概率不大。产业政策方面，将更有可能体现出有保有压、控制产能、面向内需市场、促进新产业、带动民间投资跟进的特征。相对而言，我们更看好面向内需市场、促进新产业、带动民间投资跟进的产业政策，因为这是经济转型阻力最小的地方。

明年的政策既表现为“大河向东流”具有延续性，又表现为“黄河九十九道弯”，具有变化。以货币政策为例，如果说流动性都是水，那么 2008-09 年的释放是山洪暴发，一泻千里，2009-2010 年就可能是静水潜流，悄无声息地收缩。总的来说，好像奶油在卡布奇诺的比例少于在星冰乐中的比例，政策对于投资的驱动因素将有所减弱。

(3) 资产价格、汇率故事以及通胀预期是泡沫之源

资产价格，特别是金融性和资源性资产将是泡沫发生地与故事来源。一方面资本的有机构成的提高和高速增长的中国经 济将催升金融性资产，如金融和地产，另一方面，当全球经济复苏，能源—化工—农产品将是一条明确的通胀传导途径。因此根据以上逻辑，在上半场中先后超配（事实上已经开始）能源（石油和煤炭）、金融地产、化工与农业。此外，无论哪个逻辑都能编织出人民币升值的故事及其推论：金融性资产及可选消费品的估值水平将提升。

相较资产价格上升，通胀虽然是关注的主题，但还处于预期。自 2009 年 10 月开始，随着经济逐渐复苏，通胀预期逐渐升温。我们认为，就目前来看，通胀成为现实或许为时过早。主要理由是，自入世后，中国通胀是输入型通胀，在全球经济没有全面复苏的情况下，中国的制造业产能仍然过剩，终端消费品价格不会出现 2007 年那样的急升，加之目前官方民间都对通胀有所预期，能够提前采取防范措施，因此，通胀难以转化为现实，更多地处于“预期”。

综上所述，经济复苏、政策和泡沫共同构成我们 2010 年上半场投资的逻辑。经济持续复苏将继续提升中游行业的盈利能力，其同比增长率将影响投资者的判断；政策层面出于保卫经济复苏成果的考虑，会维持政策的连续性，而这亦对我们投资周期性行业有利；此外，泡沫因素对提升资本品的估值水平起到重要作用。

基于以上的逻辑推演，从产业链角度，我们在 2010 年上半场将配置目标锁定在中上游产业中。并且根据我们对于 2010 年投资上半场整体市场环境的把握，更关注高 β 特性的行业。同时我们给出各配置行业的利好因素信号和不利因素信号，通过把握核心驱动因素及其表现信号即择时，把握行业轮动而带来的投资机会。

图表 23：2010 年上半场行业配置

配置建议	行业	配置理由	风险因素
超配	银行	大金融	信贷结构调整及存款活期化扩大 生息资产规模
超配	保险		货币紧缩周期提前
标配	证券期货		投资收益波动
标配	房地产		市场向好，成交积极 大型股上市，资金面供需失衡
		地产价格、成交量上升	抑制市场的政策出台

超配	石油		经济复苏与流动性环境支持大宗商品市场牛市	原油供应增加；美国原油库存上升
超配	煤炭开采	能源及相关	发电量、炼焦生产大幅增长	国际油价下跌
超配	煤化工		能源价格上升	真实情景与预期相反
标配	天然气		能源价格上升，清洁能源更受重视	真实情景与预期相反
标配	电力		工业生产好转	煤炭价格上升，定价机制未解决
超配	农产品	其他资源类	通胀预期更为明确	产能释放导致市场供大于求
标配	有色金属		固定资产投资增长恢复需求	国际金属市场价格波动
标配	化工原料		能源价格上升刺激价格上升，固定资产投资增长恢复需求	产能过剩
标配	钢铁		固定资产投资增长恢复需求，价格修复性上涨	钢铁期价波动，产能过剩
标配	水泥	中游投资品	固定资产投资增长恢复需求，价格修复性上涨	产能过剩
超配	重型汽车	中游制造业	固定资产投资增长恢复需求	真实情景与预期相反
超配	机械		固定资产投资增长恢复需求	真实情景与预期相反
超配	医疗保健		医疗体系改革加快；政府投入增加	真实情景与预期相反
超配	传媒	下游消费	经济复苏拉动行业恢复增长	新媒体造成冲击
标配	轿车		销量继续增长	鼓励汽车消费政策中止
标配	通讯设备	其他	海外电信投资增长，青睐中国产品	真实情景与预期相反

数据来源：国联证券研究所

4.2.2 下半场，防御性投资与主题型投资

流动性收缩决定了下半场将归于平淡。在全球经济刺激计划逐步退出的大环境下，流动性环境必然会迎来拐点，而经济数据边际同比增速也将放缓，同时，净出口由于基数较大以及全球经济结构调整未完成，其增速可能回落，加之宽松的货币政策有可能退出以及大型股上市导致筹码供给增加等原因，市场将面临回调，流动性配置的上半场结束。而缺乏流动性热点的市场总是归于平淡的。

对于下半场，没有华丽的卡布奇诺，代之以更醇厚、朴实的红茶，并佐以可口甜点，在防御中寻机主题投资。下半场的投资策略重心将转而更注重基本面和实际盈利水平。在上半场流动性环境中耀眼的周期性行业大多将退居二线消化自身的估值水平，而业绩增长更为坚实的防御性行业则开始崭露头角，成为市场关注的焦点。

另一方面，我们认为，平淡的市场也从不缺少主题性的投资机会。在 2010 年的下半场我们还看好具有政策改革背景的主题性投资。

主题性投资之一：事件驱动型。我们认为，除了上海世博会与辛亥革命 100 周年是两个比较重要的事件驱动型投资机会外，广州亚运会、中国-东盟自由贸易区都将可能激发一轮主题投资。

主题性投资之二：财政体制改革：省直管县。省直管县将国企的并购整合从中央企业、省属企业扩大到所有的国有企业，它们将编织出一个又一个

美丽的重组故事。

图表 24: 2010 年下半年投资: 基本面防御配置, 并寻机主题投资

配置建议	行业	配置理由
超配	银行	业绩增长确定性高
超配	食品饮料	防御性行业, 消费稳定增长
超配	医疗保健	防御性行业, 需求稳定, 医疗制度改革促进发展
超配	传统商业	防御性行业, 消费稳定增长
超配	传媒	消费升级, 行业政策支持
超配	通信设备	需求增长及产业政策支持均稳定
超配	信息服务	产业升级方向, 需求增长
标配	可选消费	消费有超预期可能
标配	餐饮旅游	消费需求增长
标配	信息服务	产业升级方向, 需求增长
标配	公用事业	需求稳定, 产业政策支持
标配	农产品	需求有保证, 政策扶持
主题投资	上海世博会与辛亥革命 100 周年推动世博概念、海西概念、三通概念、亚运会概念、	
	中国-东盟自由贸易区概念	
	财政体制改革: 地方国有企业的并购整合	

数据来源: 国联证券研究所

5. 2010 年度金股成长股

图表 25: 2010 年度金股成长股一览

	股票代码	股票名称		股票代码	股票名称
金股	600000.SH	浦发银行	成长股	002115.SZ	三维通信
金股	601318.SH	中国平安	成长股	600499.SH	科达机电
金股	000063.SZ	中兴通讯	成长股	600666.SH	西南药业
金股	600050.SH	中国联通	成长股	002091.SZ	江苏国泰
金股	600631.SH	百联股份	成长股	002261.SZ	拓维信息
金股	600316.SH	洪都航空	成长股	002292.SZ	奥飞动漫
金股	600976.SH	武汉健民	成长股	600666.SH	西南药业
金股	000983.SZ	西山煤电	成长股	600352.SH	浙江龙盛
金股	600315.SH	上海家化	成长股	600893.SH	航空动力
金股	000860.SZ	顺鑫农业	成长股	600225.SH	ST 天香

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国联证券所有, 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。