

报告日期：2009年12月02日

2010 年，坚持就是胜利

● 欧美经济：冰已渐融，绿芽萌生

随着美国政府及美联储刺激经济政策的效果逐渐显现，美国各项经济指标渐次走强。三季度美国 GDP 环比（折年率）增长 3.5%，比上季大幅上升 4.2 个百分点，是连续 4 个季度减少后首次实现正增长；同比增速为 -2.3%，比上季回升 1.5 个百分点，显示美国经济逐渐复苏。多项经济领先或同步指标也显示美国经济企稳回升态势：美国 PMI 自 8 月份以来，连续 3 个月处于荣枯分界点 50 之上；长期贷款利率不断下行，刺激房市企稳回升，据预测十月份成屋销售增长 2.3%，至年率 570 万户，创下 2007 年 7 月以来最高的水平；20 个大中城市房价指数同比和环比数据均出现了止跌回升，特别是环比数据回升十分强劲。消费方面，10 月美国零售总额环比增长 1.4%，明显高于此前市场预期，其中汽车消费在政策刺激效应消失的条件下环比涨幅达 8.3%，说明美国消费开始由被动转向主动。而消费重新启动，房地产市场回暖，有助于巩固美国经济复苏基础。欧元区经济也开始复苏，10 月份欧元区 PMI 首次站上了 50；欧元区第三季度 GDP 也结束了连续 5 个季度的经济萎缩势头，环比增长 0.4%，步伐渐行渐近，而之前欧元区部分国家如：德国、法国已经于第二季度提前复苏。

总体来看，正如我们年初预计的一样，欧美等发达国家史无前例的大规模救助及经济刺激计划最终产生了积极的效果，随着去杠杆化进程的推进，消费者信心的恢复，欧美等国经济衰退的坚冰已渐渐消融，复苏的绿芽正待破土而出。根据国际货币基金组织 IMF 表示，金融状况已经改善，前所未有的政策干预已经减弱了系统崩溃的危险，经济复苏预期已经增强，IMF 在最新的预测报告中将 2009 年全年 GDP 预测从之前的收缩 1.4% 上调为收缩 1.1%，同时将 2010 年 GDP 增长 2.5% 上调至 3.1%。

● 中国经济：出口恢复，投资平稳，消费持续

今年以来，我国政府及时调整了宏观政策方向，宏观政策确定为“保增长、扩内需、调结构”的新目标，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，从投资、出口、消费、行业振兴、区域经济、深化制度改革等所有层面推出政策组合拳，通过 4 万亿经济振兴计划、十大行业振兴和调整规划等一揽子经济刺激政策中国经济已经取得了显著成效，经济领先其他国家。我国一季度 GDP 增长 6.1%，二季度 GDP 增长 7.9%，三季度 GDP 增长 8.9%，预计四季度 GDP 增长超过 10% 以上，呈现较为明显的止跌回升走势。

2009 年，从对我国 GDP 的贡献来看，在外需疲弱的情况下，投资和消费承担了经济保“八”的重担。投资方面，上半年政府投资，特别是中央项目投资的快速增长为经济的恢复增长起到积极的作用；下半年随着房地产市场的回暖，以房地产投资为主的民间投资的启动，平稳地接过了拉动经济的接力棒。消费方面，在政府推出一系列刺激消费政策的背景下，例如家电下乡、购车减税等，促使二、三城市、农村的消费加速，汽车、家电等耐用消费品显著增长；除此以外，在国家一系列利好房地产政策的刺激下，房地产市场销售增长较快，这也带动了家电、家具、装修等下游产品的销售。总体来讲，在出口缺位的条件下，投资拉动在政府和民间平稳过渡，我国消费成为全球经济中的“一抹亮色”，成功拉动我国经济的“V”形反转。

2010 年，出口恢复，投资平稳，消费再接再厉，三驾马车齐力拉动中国经济增长。2005-2007 年，净出口对经济的贡献率曾达到 20% 左右，但是由于外需不足，2008 年下滑到 9.2%，今年预计贡献为负。但是随着欧美等国家经济的逐步复苏，今年的低基数效应等，预计 2010 年我国的出口增速将明显恢复。投资方面，由于中央及地方基础设施投资项目的连续性以及对经济复苏的期望，政府及民间投资均有望保持平稳增长；消费方面，在本次金融危机当中，我国经济对外需依存度过高的问题彰显的一览无余，所以启动内需成为这次经济刺激的重中之重。我们预计 2010 年，扩大内需依然是宏观政策的重要目标。而我国二三线城市的消费升级才刚刚启动，潜力依然很大，所以预计 2010 年消费有望再接再厉。

● 流动性：欧美恐难快收，国内热钱和储蓄搬家续力

美国金融危机引发的金融机构恐慌，导致去年三季度银行间市场流动性趋于冻结，在雷曼兄弟申请破产保护后，市场恐慌情绪导致三个月美元 Libor 曾在去年 10 月一度攀至 4.82%。为了应对金融危机，全球央行一致性降息，向市场注入流动性，目前美国联邦基金目标利率已降到接近零的水平，欧元区基准利率也降到了自欧元区成立以来的最低水平。而截止到 11 月 16 日，3 月期美元 LIBOR（伦敦银行间拆借利率）仍维持低位并持续下滑，仅为 0.2666%，显示全球流动性非常充裕。而随着全球经济的逐渐复苏，澳大利亚连续两次加息，引发了人们对新一轮加息周期的来临的预期。但根据目前的情况来看，欧美等发达国家的经济复苏仍处于绿芽阶

段，还需要政策的呵护，复苏的基础还需要巩固，所以预计明年上半年全球一致性加息的概率不大，即时加息，也不可能加的太快。总体来看，2010 年全球流动性充裕的基础不会有根本性的改变。

国内来看，大量的信贷投放为我国带来了极度宽松的流动性环境，成为今年以来我国资产价格上涨不可或缺的重要因素。但是巨额的信贷投放为未来的经济过热和通胀带来隐患，所以政府已经开始对货币政策开始进行微调。但是由于我国经济增长的基础还不稳固，需要进一步加强，所以预计 2010 年我国信贷增速虽然较 2009 有可能放缓，但依然有望保持平稳。

而人民币升值预期导致热钱的流入以及居民储蓄搬家将为资本市场注入新的流动性。随着中国经济的强劲复苏、出口下滑速度减缓，以及自 2008 年中期以来人民币实行钉住美元汇率，导致对欧元等货币贬值的做法，促使人民币升值预期被重新点燃。截止到 11 月 20 日，海外人民币无本金交割远期(NDF)市场的一年期美元/人民币 NDF 为 6.6315，隐含人民币升值 3%左右。而人民币升值预期导致热钱流入成为资本市场流动性的重要来源，据统计央行统计的数据显示，粗略按照当月外汇储备的增加额减去当月的贸易顺差以及 FDI 作为热钱的衡量指标，自今年 3 月份以来热钱由流出变为流入，从今年 3 月到 9 月热钱累计流入 2,185.34 亿美元。储蓄搬家也将为市场流动性提供有力支撑。随着资产价格的不断上涨，居民储蓄的活期化程度不断加强。10 月份 M1 同比增长 32.03%，M2 同比增长 29.42%，均创新高，M1 与 M2 的剪刀差扩大到 2.61 个百分点，显示存款活期化程度加强。另外，继 7、8 月份居民户存款分别减少 436 亿元、439 亿元之后，10 月份居民户存款同比减少 2507 亿元，显示新一轮储蓄搬家正在上演。预计 2010 年热钱的流入和储蓄搬家能够持续为国内市场注入流动性。

● 业绩：上市公司利润逐渐恢复增长

随着国内及发达国家经济的逐步复苏，不同行业上市公司的业绩也将逐步显现。今年中报 A 股可比公司共实现营业收入 50600.81 亿元，同比下降 11.82%；共实现营业利润 6317.74 亿元，同比下降 10.57%；共实现归属母公司净利润 4775.26 亿元，同比下降 13.62%。三季报 A 股可比公司共实现营业收入 79852.34 亿元，同比下降 7.60%；共实现营业利润 10055.31 亿元，同比上升 2.98%；共实现归属母公司净利润 7646.77 亿元，同比下降 1.59%。上市公司业绩呈现明显的逐季改善迹象。从增长结构来看，公用事业、内需型行业的业绩增长较快，而下游原材料、外需型行业的依然处于负增长。随着外需逐渐转暖、下游原材料价格的快速回复，预计四季度及 2010 年下游原材料、外需型行业的业绩也将逐渐回暖，从而带动整体上市公司业绩的增长。目前，市场一致性预期 09 年净利润增速为 19%，2010 年为 24%左右，对应 2010 年的动态市盈率为 21.7 倍左右，上市公司业绩的增长有助于降低 A 股市场整体估值水平。

● 市场研判：震荡上行概率较大

自 1664 始，A 股出现了超过 100%的涨幅，3478 是否会成为中期顶部成为目前市场分歧最大的观点。从估值水平、市场情绪、监管层态度、经济环境以及全流通市场带来的利益一致性等几个方面来看，A 股市场震荡上行、重心不断上移的概率较大，但上涨速度会放缓。

首先，从估值水平来看，目前 A 股市场整体的市盈率（TTM）水平仅为 26 倍，市净率为 3.5 倍；虽然与 1664 相比，估值水平已有较大的提升，但是与 6124 时市盈率高达 52.06 倍，市净率高达 7.73 倍的情况相比较，目前的估值水平依然处于合理的水平。而且伴随着经济复苏进程的逐渐推进，上市公司的业绩也将逐渐恢复，市场的长期估值水平也将逐渐降低。

其次，市场情绪方面，6124 点“疯狂”，而目前依然“谨慎”。巴菲特有句名言，在别人恐惧的时候我疯狂，在别人疯狂的时候我恐惧。在上一轮牛市的顶峰 6124 时，市场情绪可以用狂热来形容，“黄金十年”、“大国崛起”和“万点论”等观点充斥市场。而目前的市场情绪则截然不同，警示风险的声音比比皆是，“经济二次探底”、“资产泡沫风险上升”、“市场扩容压力”等观点表明目前的市场并没达到狂热的程度，那么也许我们也不应该过度恐惧。

再次，全流通进程的逐渐完成将催生一个大小股东利益一致、以长期价值投资型的证券市场。2010 年无限售条件股票的份额逐渐增加，将由年初的 13,717.16 亿股扩大为 17,567.27 亿股；无限售条件股份占 A 股总股本比例由 72.5%增加为 90.91%，全流通进程基本完成。短期来看，全流通对于市场来说是一个大利空，大小非的抛售使得市场上涨动力受阻。但是长期来看，全流通使得控股股东与中小股东的利益趋于一致；在全流通时代，控股股东将资源注入上市公司，可以在获得二级市场的股权溢价，而中小股东也可以获得股价上升带来的财富增值。全流通市场与以前的市场相比有本质区别，随着全流通进程的完成，全社会和国民经济的优质资源将逐渐通过 IPO、资产注入、整体上市等多种途径向上市公司集中，这将使得我们证券市场具备真正意义上的投资价值的基础，而不再仅仅是一个融资的场所。此外，在全流通背景下，管理层鼓励企业在并购交易中以股票进行支付，同时“市值管理”概念还可能引入央企考核范畴，这将有效改变大型国企的行为模式。如果说上一轮行情因股改而启动，那么我们判断本轮行情则可能从全流通开始，而全流通行情在一年左右的时间就结束的概率较小。

监管层态度的不同也是一个值得关注的差异。供求关系始终是决定证券市场最主要的因素之一。融资速度和资金供给速度的匹配与否，是市场健康发展的基础，融资速度大于资金供给将是市场承压，而资金供给速度大于融资速度将导致市场上涨过快甚至泡沫快速膨胀。而目前国内新股发行监管制度实行核准制决定了监管机构是影响证券市场的供求关系最主要的因素。6124 点前后，监管机构通过核准中石油和中国远洋这样的大股票上市，来缓和紧张的供求关系，平抑资本市场泡沫。而本轮上涨行情以来，监管层在恢复股市正常的融资功能和防止市场过快扩容方面显得小心翼翼，表现为监管层以多次、小幅度调整节奏为主，目前尚未转向。

最后，市场环境已经发生了根本变化。上一轮牛市是在海外市场已经上涨五年的背景下诞生的，期间还伴随着人民币的巨幅升值以及对外贸易的持续发展；但是伴随着全球经济的快速增长，全球资产泡沫逐渐积累、美国次贷市场的风险等问题逐渐显现，全球经济增长不平衡的矛盾也越来越突出，导致全球的资本市场出现大幅下跌。但目前海外市场才上扬数月，各国经济仍处于恢复过程当中，而扩张政策的退出也应该是以全球经济复苏为前提。在这种背景下，市场首先是受益于扩张型政策，其次将受益于全球经济的全面复苏。

● 投资机会与市场风险

明年行情的整体特点是，出现大泡沫和出现极端低迷行情的概率都非常低。明年 A 股市场即将实现全流通，产业资本渐渐取代基金成为市场主导，出现高度泡沫时，空头有重武器制衡，而出现极端低迷情况，也不符合现阶段的基本因素。另外，如果明年融资融券和股指期货等工具逐步推出，以及证券发行继续受到控制，整个市场长周期的波动幅度将减小，但短周期的波动将加剧，市场结构以及部分板块则可能面临较为激烈的调整，局部泡沫也有可能出现。实际上，如果说最恐慌性抛售，在 2008 年应该已经终结，出现同样级别恐慌的情况概率偏低。明年总体上不排除震荡格局，但市场重心随着时间的推移，震荡向上的概率偏大，但上涨速度会放缓。市场主体的投资机会与阶段性和结构性机会并存的局面将有可能出现。

资产配置方向：最佳的配置时机已经过去，但仍然可持有股票、房产，低配现金，债券还未出现比较佳的超配时机。

资产配置的方面，投资吸引力比较排序依次为：H 股、B 股、封闭式基金、QDII、A 股。行业方面，建议重点关注金融、煤炭、石油化工、房地产、航运、造纸、通信、工程机械、家电、钢铁、医药、农业（含林业）等。建议投资重点关注 3 个投资主线：（1）上市公司业绩回暖；（2）产业整合与资产注入；（3）低碳、环保、新能源、新材料及高新技术的应用等。

2010 年的风险需要关注点：第一，如果未来经济复苏进程缓慢，上市公司业绩增长低于预期，将使得 A 股的估值承压。其次，随着行情不断上涨，局部泡沫已经出现，大小非减持动力也越来越大，再融资、IPO、创业板和国际板等会使行情受压。第三，注意货币政策和财政政策的微调力度对市场的影响，如果过早退出，将使市场受压。第四，国家对房地产相关政策的态度将对经济复苏速度起决定性作用。第五，当出现涨速过快时，股票市场政策风险是要考虑的一个重要因素。但目前为止暂未出现离场信号，过度悲观并不可取。

英大证券研究所所长 李大霄
研究员 化定奇
2009-12-2

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准