

[2009.12.01]

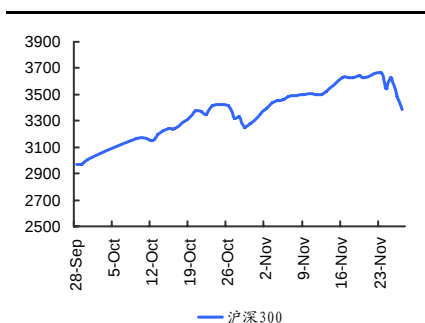
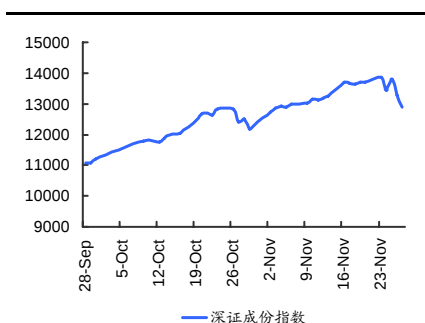
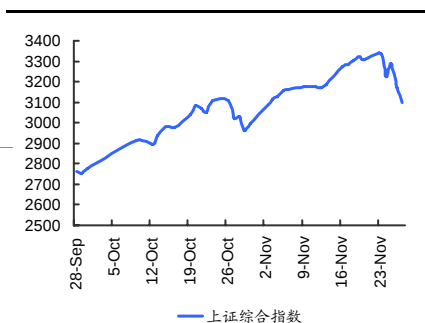
后危机时代的投资变奏三步曲

——2010 年 A 股投资策略报告

马静如 黄 锋 周 喜
86-22-2845 1665 86-22-2845 1131 86-22-2845 1972

投资要点:

- 2010 年人民币汇率将处于多方利益的权衡之中,一方面考虑到国内经济复苏的基础尚不牢固,蹒跚的世界经济复苏之路也将令国内出口复苏缓慢且曲折,于是人民币的大幅升值必不可取,然而另一方面考虑到经济工作重点逐步倾向“调结构”,以及通胀预期管理下对输入型通胀的舒缓等对于人民币升值的需要,我们预计 2010 年人民币将保持小幅升值,整体幅度将维持在 3%-5% 左右。
- 2009 年刺激政策的实施在挽救国内经济增长的同时,也程度地导致了各类资产价格泡沫的膨胀以及通胀预期的提升,于是进入 2010 年后政策退出是必然之举。我们认为管理层仍将继续通过加大公开市场操作力度的方式回笼基础货币,其次则可能通过上调存款准备金的方式削弱银行体系的货币创造能力,而加息则可能是最后方会采取的措施,预计在 2010 年的下半年之后。
- 为了提升消费对于经济的贡献,而降低经济增长对于投资的过分依赖,2010 年管理层除仍将延续已有的消费刺激政策外,还将继续完善社会保障机制及逐步实施收入分配改革,以此解决制约居民消费的根本障碍,通过提升消费对于经济增长的贡献以优化我国经济增长结构。
- 比照美国和日本案例,我们推测 2010 年中国股市大致经历的三个阶段:(1)经济持续复苏、业绩增长推动的阶段高点;(2)货币政策转向(加息等)预期和预期兑现后大盘将经历半年左右的调整期;(3)温和通胀、人民币升值、业绩增长助推市场再创新高。估值区间所对应上证指数的点位大约在 2800-4600 之间。



相关报告

《流动性推动逐步让位 业绩王者归来》

——09 年四季度 A 股投资策略报告

《春列仍未到站-在预期验证中前行》

——09 年下半年 A 股投资策略报告

《春列在路上》

——09 年 5 月份投资策略报告

《预期掌控下的春天列车》

——09 年 2 季度投资策略报告

2010 年 A 股市场行业配置及重点股票

行 业	证券代码	证券简称	行 业	证券代码	证券简称
煤 炭	000937	金牛能源	化 工	002221	东华能源
IT 行 业	002115	三维通信	房 地 产	600555	九 龙 山
银 行	002142	宁波银行	食品饮料	600779	水 井 坊
有色金属	002182	云海金属	商 业	600858	银座股份
电力设备	002204	华锐铸钢	非银金融	601318	中国平安

目 录

引言	5
1. 中国经济中的美国因素	7
1.1 蹒跚于复苏之路上的美国经济	7
1.2 套息交易中的弱势美元	9
1.3 利益权衡中的人民币汇率	11
2. 刺激政策退出中的加息悬念	13
2.1 刺激政策退出乃必然之举	13
2.2 刺激政策退出的渐进性原则	17
3. 长短期兼顾的 2010 变奏曲	19
3.1 稳增长以促充分就业	19
3.2 扩消费以求结构均衡	21
4. 2010 年市场走势判断	23
4.1 历史回眸：危机后通胀过程中加息对股市的影响	23
4.2 2010 年 A 股走势判断	26
5. 2010 年 A 股运行区间---来至估值角度的推断	29
5.1 A 股估值的国际比较	29
5.2 盈利增长将成为 2010 年 A 股估值提升的主要动力	30
5.3 从估值模型看未来估值以及指数运行核心区间	31
5.4 2010 年风险揭示：若升息 50 个基点可能带来 10%-15% 的估值调整压力	32
6. 2010 年行业投资策略	34
6.1 行业选择的依据	34
6.2 银行业	37
6.3 保险行业	38
6.4 有色行业	39
6.5 煤炭行业	41
6.6 化工行业	42
6.7 商业	43
6.8 食品饮料	45
6.9 通信行业	47
6.10 电力设备	49
6.11 房地产	54

图 目 录

图 1: 积极财政政策实施后固定资产投资增速走势	5
图 2: 货币政策放松之后一段时间股票市场的表现	6
图 3: 美国 GDP 增速于 09 年一季度见底后显著回升	7
图 4: 美国 PMI 指数持续抬升	7
图 5: 再库存化助推美国经济复苏	8
图 6: 楼市转暖助推美国经济复苏	8
图 7: OECD 综合领先指标显示美国经济将持续复苏	9
图 8: 2010 年美国失业率仍将居高不下	9
图 9: 美国产能利用率低位抬升	9
图 10: 产能过剩下美国经济低速增长	9
图 11: 不断扩大的财政赤字给美元带来长期下行压力	10
图 12: 美国基准利率普遍低于其他发达经济体	10
图 13: 财政赤字和低利率令美元指数逐步走低	10
图 14: 美元对主要货币持续贬值	10
图 15: 长期低利率曾令日元成为套息交易的主要对象	10
图 16: 套息交易曾令日元对主要货币持续贬值	10
图 17: 追随弱势美元人民币有效汇率持续走低	11
图 18: “双顺差”带来人民币升值压力	11
图 19: 中国货币增速远超历史水平	14
图 20: 市场利率水平位于历史低位	14
图 21: 刺激政策实施后中国的货币环境更为宽松 (M2/GDP)	14
图 22: A 股市场显著反弹	15
图 23: 中国房价指数持续走高	15
图 24: 上海金交所黄金价格创历史新高	15
图 25: 国内有色金属价格逐步回升	15
图 26: M1 高增长形成 CPI 上行压力	16
图 27: 产出缺口缩窄推动 CPI 走高	16
图 28: 央行已开始加大货币回笼力度	17
图 29: 2010 年经济继续稳定增长	20
图 30: 2010 年内需仍是经济主要增长动力	20
图 31: 新开工项目推动 2010 年投资维持高增长	20
图 32: 2010 年房地产投资增速将继续回升	20
图 33: 09 年 2 季度以来我国就业情况已经开始好转	20
图 34: 消费者信心指数逐步回升	20
图 35: PMI 新出口订单指数连续 6 个月处于扩张区	21
图 36: 内需快速回复令进口更快复苏	21
图 37: 中央投资仍留有余地	21
图 38: 经济增长相对平稳时才正式加息	24
图 39: 加息消化后股市才步入新的上涨行情	24
图 40: 提前加息应对危机有效减弱冲击	25
图 41: 加息前后股市展开调整进行消化	25
图 42: 2010 年 A 股市场运行猜想	27

图 43: 国际市场市盈率比较.....	29
图 44: 国际市场PEG比较.....	30
图 45: Wind盈利增长一致预期.....	31
图 46: 调整后的盈利增长预期.....	31
图 47: 人民币将于 2010 年迎来小幅升值.....	34
图 48: 白酒行业收入、利润增速回升, 毛利率小幅下滑.....	46
图 49: 国家电网 05 年以来的盈利情况.....	50
图 50: 国网 09 年集中招标变化情况.....	50
图 51: 晋东南-南阳-荆门 1000kV特高压线路设备份额.....	52

表 目 录

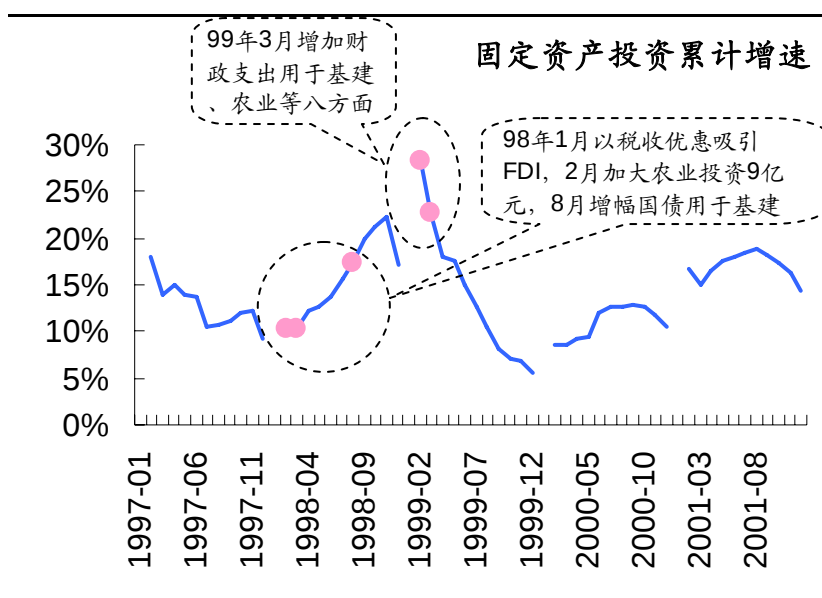
表 1: OECD领先指标对经济拐点预期良好.....	8
表 2: 资源性产品价格改革及食品价格推升 2010 年CPI增速.....	16
表 3: “三率”上调历史回顾.....	17
表 4: 2010 年政府促消费政策效应展望.....	22
表 5: 基于三阶段股利贴现模型的估值(市盈率)情景分析表.....	31
表 6: 2010 年不同估值水平下对应的指数点位.....	32
表 7: 人民币升值以来, 证券市场各行业板块涨幅情况.....	35
表 8: 各行业涨幅于CPI涨幅相关系数统计.....	35
表 9: 2010 年A股市场行业配置及重点股票.....	37
表 10: 智能电网的优势.....	51
表 11: 节能类主要相关上市公司.....	52
表 12: 新能源类主要相关上市公司.....	53
表 13: 涉及IGCC技术的国内主要相关上市公司.....	54

引言

2009 年的 A 股市场与中国经济一样令人振奋，当我们回首 2008 年底我们对 09 年中国经济和股市的判断时，我们发现：无论对于 09 年中国经济还是对 09 年的 A 股市场走势，我们的判断虽然不能说完全正确，但至少趋势上是一致的。下面我们节选了几个观点（摘自 2008 年 12 月 8 日渤海证券研究所《大类资产配置报告》）。

（1）我们坚信本次扩张性保增长的政策组合，对固定资产投资的正面作用一定不会超过一年就会体现出来，也就是说最多在 09 年的下半年，扩张性组合政策的效果将会体现出来。

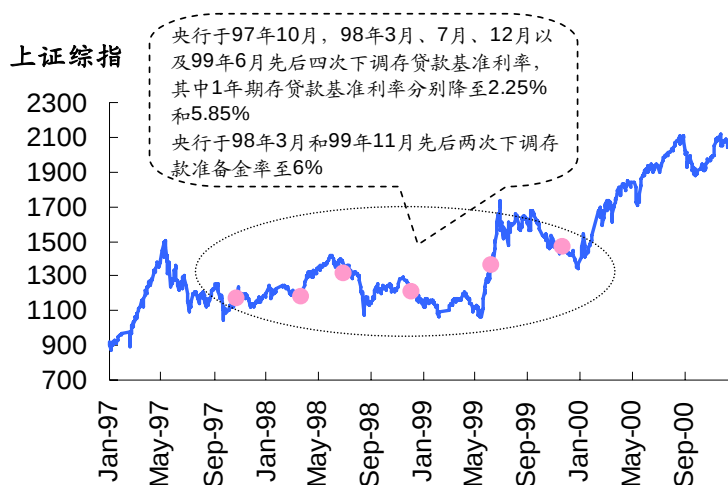
图 1：积极财政政策实施后固定资产投资增速走势



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

（2）09 年股市大幅下跌的可能性不大，而且已经推出的和未来还将继续推出的刺激经济的一系列政策和宽松的货币政策将成为 09 年 A 股市场的重要支撑力量，09 年有可能成为 A 股市场的拐点之年。

图 2：货币政策放松之后一段时间股票市场的表现



资料来源：中国人民银行，渤海证券研究所

3) 宏观经济的不确定性虽然仍会继续压制市场上行空间，不过不断降息之后债券市场收益率的下降，以及 A 股估值的降低，将提升股市的长期价值吸引力。M1 等指标若率先出现回升导致资金供给的增加，将可能促使部分在实体经济里无法找到合适机会的资金转而先进入股市这个虚拟经济市场，从而在未来 3—4 年形成新一轮周期性行情。依据我们对估值的 DDM 测算，09 年 A 股估值围绕 14—20 倍的市盈率区间震荡波动的可能性较大，对应上证指数的核心波动区间将在 2000—2800 点之间。

回忆上面我们并不是想说我们有多么的高明，我们只是想证明：我们对结论的依赖逻辑是正确和可行的，也就是说对 2010 年 A 股市场，我们仍将沿用这样的逻辑推理做判断。我们认为国内、国外（特别是美国）经济形势、2010 年的通胀趋势以及我国将以何种方式进行“政策退出”无疑成为预判过程中所必须面对的关键问题。

1. 中国经济中的美国因素

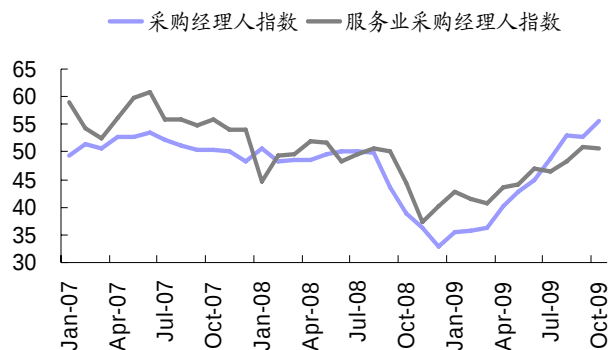
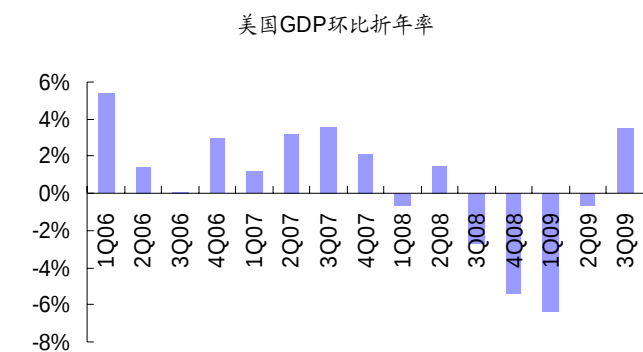
自 2001 年中国加入 WTO 后，中国外向型的经济发展模式逐步确立，在与世界经济联系日趋紧密的过程中，身处国际分工一环的中国经济不可避免地与世界经济发展息息相关。尽管由“四万亿”投资所主导的内需帮助中国摆脱了此次经济危机的燃眉之急，但是中国外向型的经济发展模式仍将在一段时期内继续存在。因此，中国经济中的外部因素依然重要，而其中以美国为首的主要发达经济体的经济运行趋势以及作为世界货币的美元走势都将从不同层面对国内经济的走向产生广泛而深远的影响。

1.1 蹒跚于复苏之路上的美国经济

常言道“解铃还需系铃人”，尽管美国经济“一股独大”的世界经济体系必将随着各新兴市场国家经济体量的逐步增大而过渡到“多极格局”，但一段时期内美国经济依然是世界经济的风向标，特别是身为中国主要的贸易伙伴，其 2010 年的经济走势仍将通过出口成为我国 2010 年经济走势的重要影响因素之一，于是我们有必要分析一下美国 2010 年可能的经济走势。

图 3：美国 GDP 增速于 09 年一季度见底后显著回升

图 4：美国 PMI 指数持续抬升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 5: 再库存化助推美国经济复苏

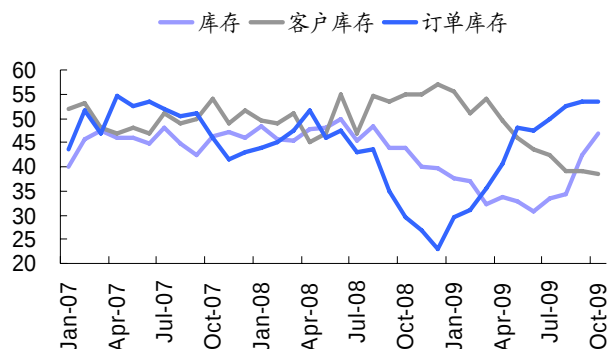
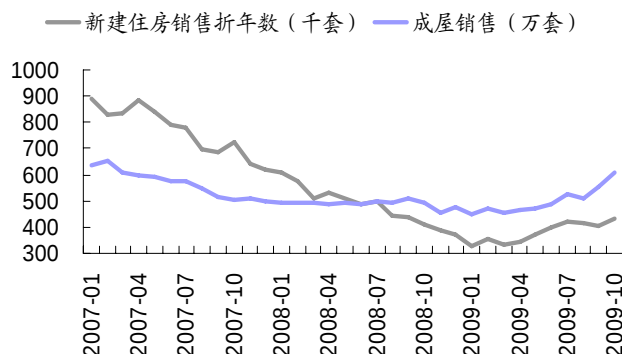


图 6: 楼市转暖助推美国经济复苏



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

整体来看, 虽然一方面碍于美国是此次经济危机的发端国, 另一方面美国高度发达的市场经济令其再杠杆的过程较为缓慢, 于是大规模刺激政策对于经济复苏的推动存在明显的时滞。但数据无疑显示, 美国经济已然脱离下滑轨道, 而将逐步步入蹒跚的复苏之路。特别是进入 2009 年下半年, 在低利率等政策刺激效果逐步显现的同时, 回补库存及房地产市场改善都令美国经济向好的趋势更为明显。

就 OECD 领先指标而言, 包括美国在内的诸多发达经济均保持连续上升, 历史数据表明, OECD 指标领先美国经济 5 个月左右, 于是目前良好的 OECD 走势情况也预示 2010 年美国经济形势的继续改善。但对于美国经济的复苏尚不可过于乐观, 在居高不下的失业率抑制居民消费的同时, 银行体系则受迫于资产负债表的再平衡而降低信贷创造的能力。因此, 2010 年美国经济将步入蹒跚的复苏之路, 据 IMF 预测 2010 年美国经济将同比增长 1.5%, 低于其 2.0% 的潜在增长水平。而恰恰是产能利用率的不足令其国内通胀压力较低, IMF 预测 2010 年美国核心 CPI 将保持在 1% 左右的较低水平, 所以也就为美国继续实施宽松的货币政策提供了空间。

表 1: OECD 领先指标对经济拐点预期良好

	OCED 综合领先指标 (CLI)			较上月变化			较上年变化	周期展望
	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Sep-09	
加拿大	98.4	100.2	101.8	1.8	1.7	1.6	4.6	复苏
法国	102.0	103.3	104.6	1.3	1.3	1.3	8.4	繁荣
日本	96.2	97.5	98.8	1.4	1.3	1.3	-0.7	复苏
德国	97.8	99.9	101.9	2.2	2.1	2.0	5.7	复苏
意大利	102.9	104.3	105.6	1.6	1.3	1.3	10.8	繁荣
英国	100.5	102.2	103.9	1.6	1.7	1.7	7.0	繁荣
美国	96.3	97.8	99.2	1.5	1.4	1.4	1.4	复苏
巴西	97.7	98.1	98.6	0.4	0.4	0.4	-7.1	复苏

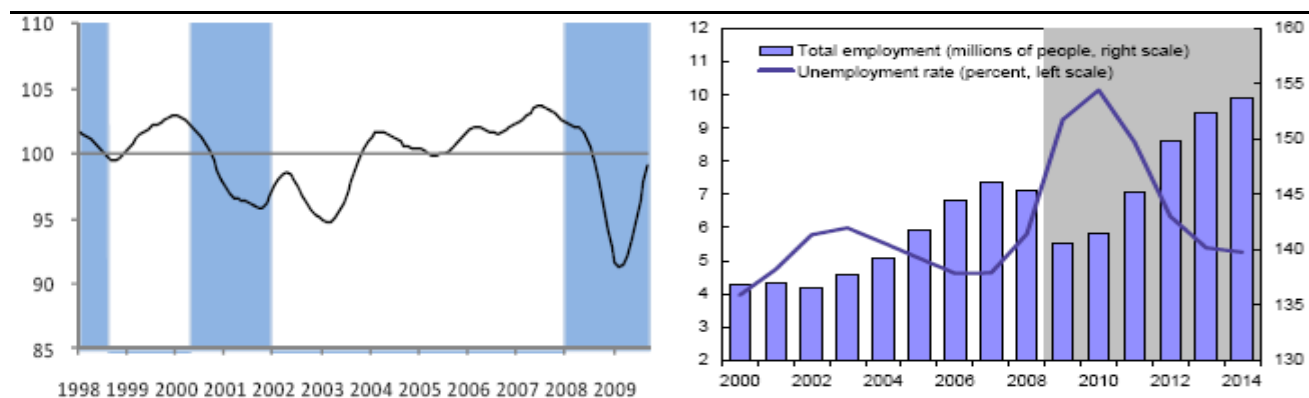
2010 年 A 股投资策略报告

中国	99.8	101.5	103.2	1.8	1.8	1.6	7.0	繁荣
印度	98.6	99.3	100.1	0.9	0.8	0.8	2.7	复苏
俄罗斯	92.6	94.2	95.8	1.7	1.7	1.5	-6.7	复苏

注：CLI>100 且上升为繁荣；CLI>100 且下降为衰退；CLI<100 且上升为复苏；CLI<100 且下降为萧条

资料来源：OECD，渤海证券研究所

图 7：OECD 综合领先指标显示美国经济将持续复苏 图 8：2010 年美国失业率仍将居高不下

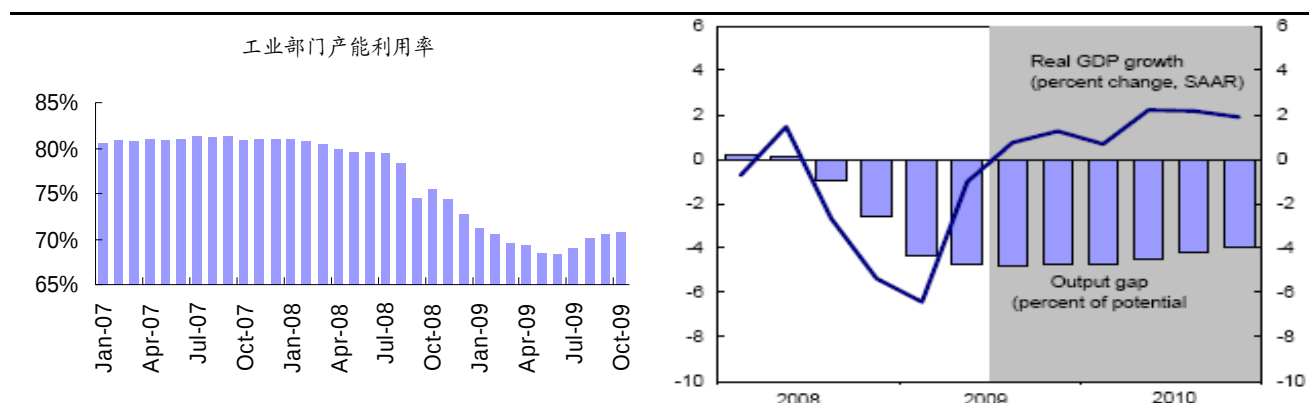


注：图中蓝色阴影部分为美国经济周期（波峰到波谷），灰色阴影部分为 IMF 预测值

资料来源：OECD，IMF，渤海证券研究所

图 9：美国产能利用率低位抬升

图 10：产能过剩下美国经济低速增长



注：图中灰色阴影部分为 IMF 预测值

资料来源：IMF，渤海证券研究所

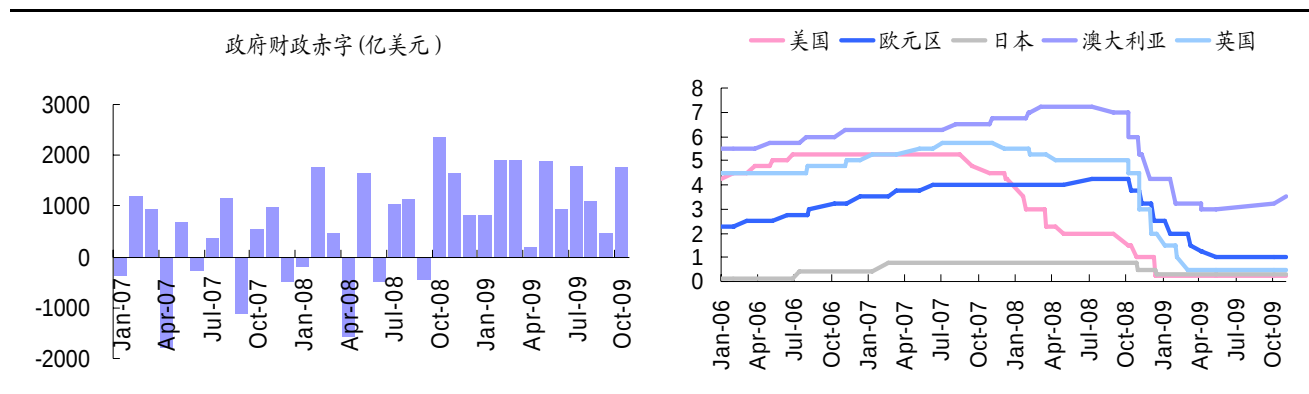
1.2 套息交易中的弱势美元

随着澳大利亚的接连加息以及美联储宽松货币政策的持续，美元正成为当下套息交易的首选品种，而考虑到套息交易的正循环特性，该交易的持续成为美元汇率走弱的因素之一；另外随着世界经济复苏迹象的逐步明朗，危机初期以美元资产作为避风港的各方资金风险偏好逐步增强，进而成为美元汇率走低的另一因素。

既然鉴于美国未来一段时期内居高不下的失业率及受制于产出缺口而保持低水平的通胀率，美国将延续其宽松的货币政策，那么受制于套息交易的美元在未来一段时期内仍难改疲态。回顾近年来始终维持低利率的日本，我们发现正是套息交易的繁盛令日元相对于主要货币显著贬值。

图 11: 不断扩大的财政赤字给美元带来长期下行压力

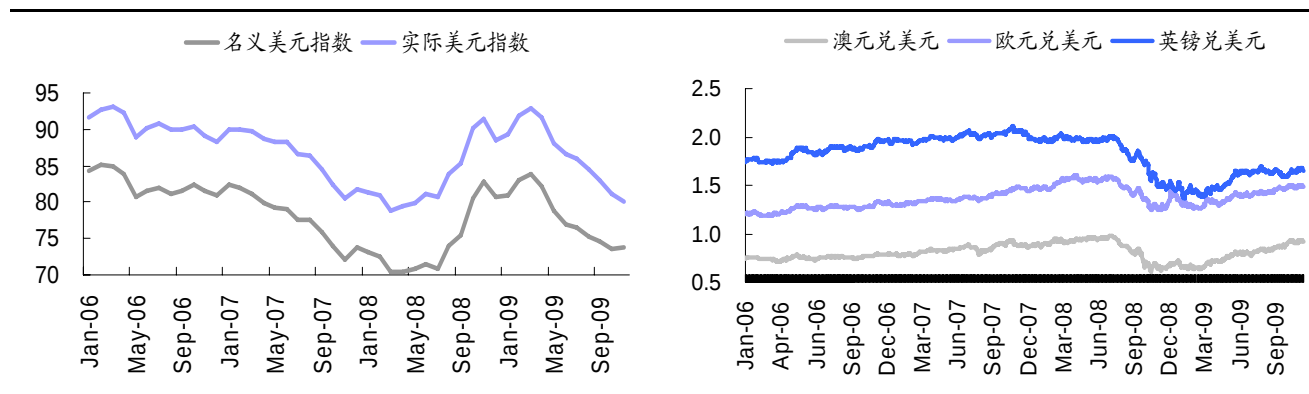
图 12: 美国基准利率普遍低于其他发达经济体



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 13: 财政赤字和低利率令美元指数逐步走低

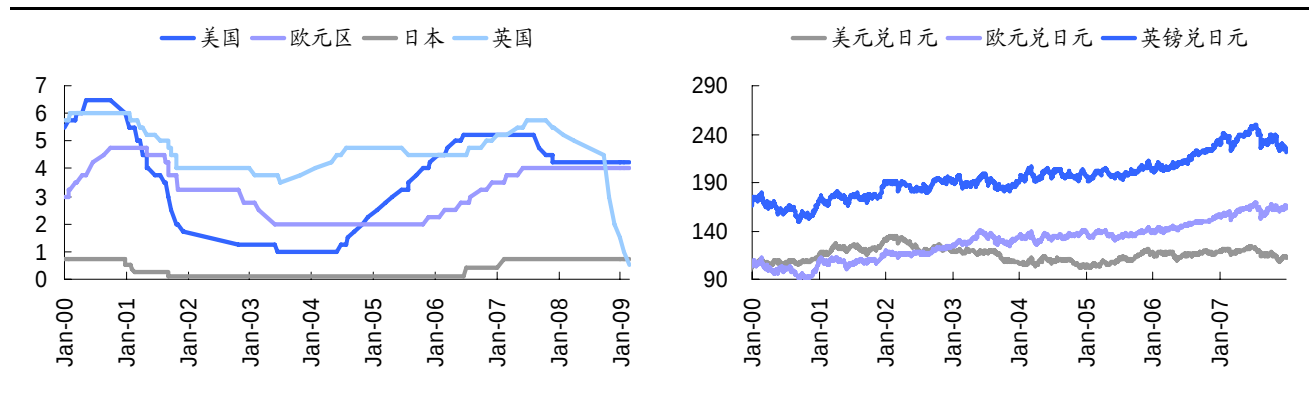
图 14: 美元对主要货币持续贬值



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 15: 长期低利率曾令日元成为套息交易的主要对象

图 16: 套息交易曾令日元对主要货币持续贬值



1.3 利益权衡中的人民币汇率

自 2005 年盯住一篮子货币后，人民币逐步升值，然而经济危机的到来令人民币再次选择对于美元币值的稳定，于是随着年初以来美元的走软，人民币相对欧元、英镑等主要货币持续贬值。虽然这有利于我国出口的复苏，但是展望 2010 年，两个方面的因素将会给人民币带来相当的升值压力：一是出口稳步复苏和经济强劲回升进程中，贸易顺差和 FDI 的提高；二是全球经济再平衡背景下，主要经济体自顾性增强，贸易保护主义加剧，于是针对跟随美元呈现弱势的人民币汇率，各主要国家纷纷提出升值要求。那么面临升值压力的人民币汇率在 2010 年将如何演进呢？我们认为对于中国经济而言，人民币升值并非仅仅是伤害，无论从短期还是长期角度分析，人民币升值都存在有益于中国经济发展结构完善以及经济地位提升的利好因素。

图 17：追随弱势美元人民币有效汇率持续走低

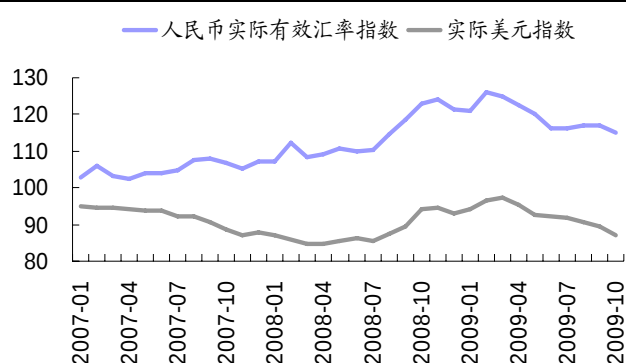
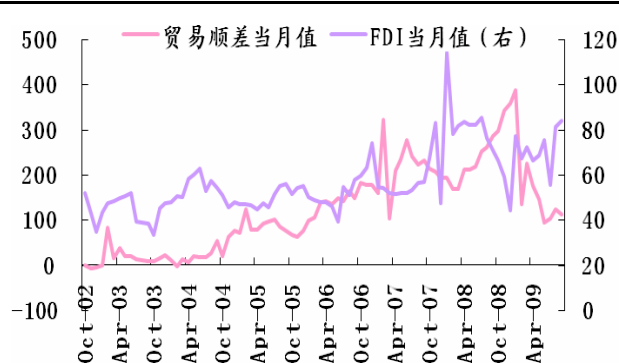


图 18：“双顺差”带来人民币升值压力



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

就短期而言，人民币升值的危害主要是对出口的打击，进而导致国内失业率的提升及加剧国内产能过剩等问题，并最终对中国经济复苏形成一定的阻滞。但与此同时，鉴于大宗商品价格因美元贬值而持续攀升，2010 年中国将面临输入型通胀的压力，而人民币兑美元的升值则可在一定程度上对其加以舒缓。

就长期而言，正是人民币升值削弱了国内低附加值产品的出口竞争力，出口型制造业出于生存与发展的考虑才会更有动力开发并提升其产品的内在附加值，而逐步将经营方式由以“量”制胜转为以“质”盈利，这一微观层面的转变无疑有利于促进我国经济发展质量提升的宏观目标。另外，人民币升值还有利于提升中国的经济地位、人民的国际购买力以及推动人民币的国际化进程。

综上所述，人民币汇率正处于多方利益的权衡之中，一方面考虑到国内经济复苏的基础尚不牢固，蹒跚的世界经济复苏之路也将令国内出口复苏缓慢且曲折，于是人民币的大幅升值必不可取，然而另一方面考虑到经济工作重点逐步倾向“调结构”，以及通胀预期管理下对输入型通胀的舒缓等对于人民币升值的需要，我们预计 2010 年人民币将在坚持“主动性、可控性和渐进性”原则的基础上保持小幅升值，整体幅度将维持在 3%-5% 左右。

2. 刺激政策退出中的加息悬念

无论是对于世界，还是对于中国，2008 年经济危机的梦魇终于在史无前例的政策刺激下逐步远去，然而就如中医所言“是药三分毒”，超常规经济刺激政策这一当时的救世良方并非白玉无瑕，因刺激政策而泛滥的流动性已然令 2008 年破灭的资产泡沫再次升温，同时美欧等国因刺激政策而激增的财政赤字也成为悬河之水，时刻存在破堤而出的风险。因此，2010 年世界各国都将面临政策退出这一新的课题。

对于中国而言，特有的经济体制以及国内银行的特殊性质令国内信贷如火山般喷涌而出，信贷货币增速远超于经济增长所需，于是相当规模的资金流向了楼市、股市以及大宗商品等资产领域，从而一方面使得国内的资产泡沫逐步提升，另一方面则令国内通胀预期逐步增强。为了防患于未然，2010 年中国的货币信贷刺激政策都将逐步退却，而期间是否涉及加息以及加息的时间和幅度则成为最大的市场焦点。

2.1 刺激政策退出乃必然之举

既然大举刺激政策的目的在于挽经济狂澜于即倒，那么当国内经济趋势逐步企稳后，这些用于熨平经济波动的刺激性政策必然将逐步退出。正如前文所言，出于“保增长”的短期目的而极度宽松的货币信贷政策对国内经济的“V”型反弹居功至伟，但其同时也直接导致了国内资产价格的快速上扬，以及通胀预期的逐步增强。

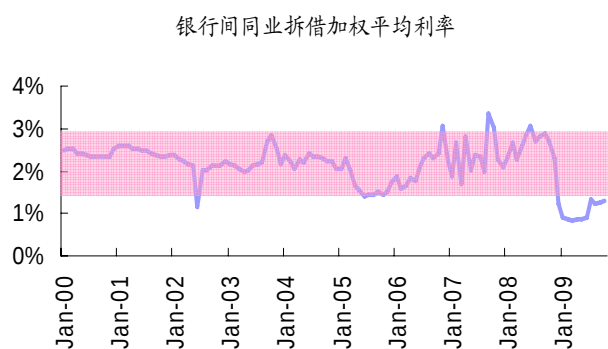
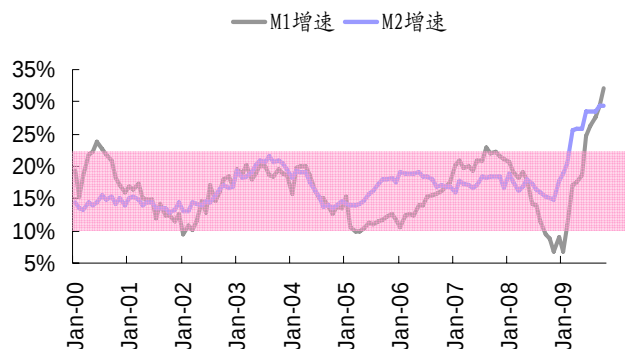
2.1.1 货币信贷大幅增长远超经济增长所需

鉴于中国银行体系浓厚的国有背景以及金融危机中所受直接冲击有限，货币信贷政策的放松令各银行争相放款，仅 09 年一季度新增贷款即已超过 4.5 万亿，超过去年中央经济工作会议上《国办关于当前金融促进经济发展若干意见》（下文简称《意见》）中有关“力争 2008 年金融机构人民币贷款增加 4 万亿元以上”的总体规划，按照 2009 全年新增贷款 9.5 万亿水平计算，已经是这一规划的 2 倍之多。与此同时，激增的信贷令 M2 增速大幅走高，《意见》中指出“以高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 至 4 个百分点的增长幅度作为 2009 年货币供应总量目标，争取全年广义货币供应量增长 17% 左右”，而预计 2009 年年末 M2 增速将保持在 29% 左右，远高于 17% 的既定水平，若以“高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 至 4 个百分点的增长幅度”作为 2009 年货币供应总量目标，那么 2009 年的 M2

增速则更加超过了 GDP 增长的实际需要。虽然美国等发达经济体在大幅降息后还先后实施了量化宽松的货币政策，但与之对比，中国实施货币信贷刺激政策后的流动性环境则显得更为宽松。

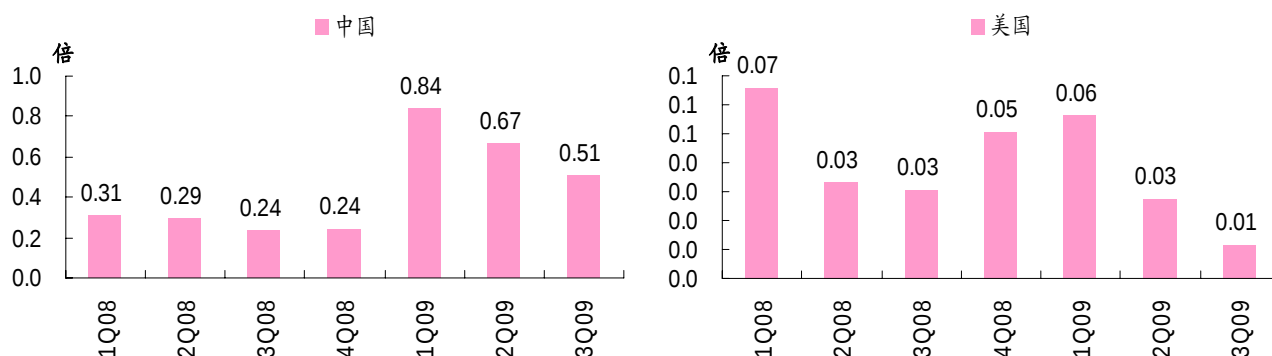
图 19: 中国货币增速远超历史水平

图 20: 市场利率水平位于历史低位



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 21: 刺激政策实施后中国的货币环境更为宽松 (M2/GDP)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.1.2 流动性充裕令资产价格大幅攀升

信贷货币高速增长虽有利于降低市场利率水平，但是泛滥的流动性水平无疑导致了资金运用的低效以及推动了资金向股市、楼市等资产领域的流动，从而再次推高了因 08 年经济危机而破灭的资产泡沫。在政策的刺激下，中国 A 股市场已近翻倍，而市盈率水平也逐步回升到历史均值；另一方面，宽松的信贷环境以及楼市优惠政策的共振则令资金链高度紧绷的房地产公司绝处逢生，成交量大幅回升直接促使房价的节节攀升，某些一线城市房价已超过 2007 年高点水平，疯狂的“地王”争夺战也不断涌现。

图 22: A 股市场显著反弹

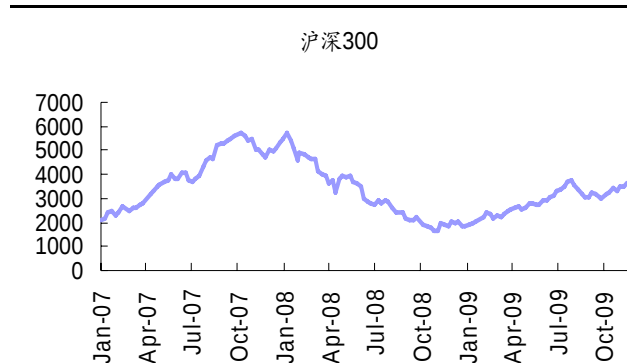
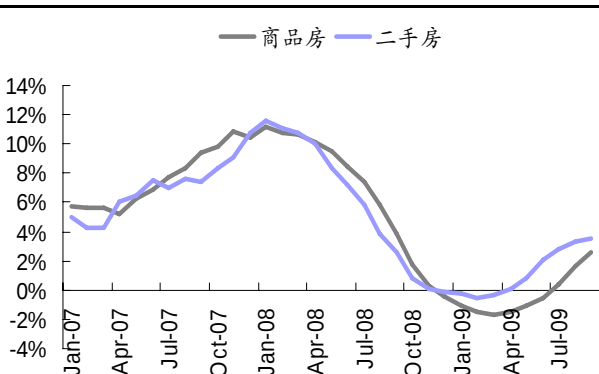


图 23: 中国房价指数持续走高



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 24: 上海金交所黄金价格创历史新高

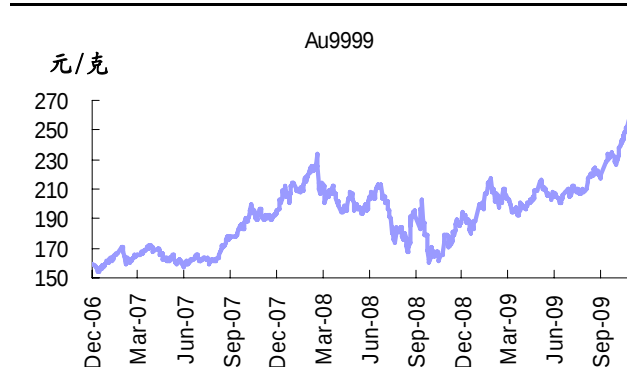
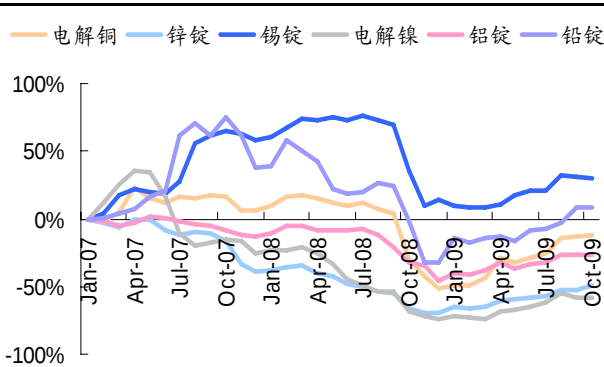


图 25: 国内有色金属价格逐步回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.1.3 通胀预期因货币高增长而有所增强

一方面作为 CPI 领先指标的 M1、M2 增速大幅走高令通胀预期逐步增强, 另一方面从经济总供给和总需求的角度看, 随着 09 年前三季度经济的强劲回升, 产出缺口急剧缩小后将逐步转正, 加之近期各类资源品价格的上调都将作为 CPI 上行的推动力量。综合考虑以上因素, 我们预计 CPI 单月同比增速将于 09 年末转正, 而 2010 年全年国内 CPI 同比增速将回升至 2.7% 左右, 虽然通胀水平仍属温和, 但是必须给予合理管理, 以防物价因“通胀预期”的自我实现而大幅攀升。

图 26: M1 高增长形成 CPI 上行压力

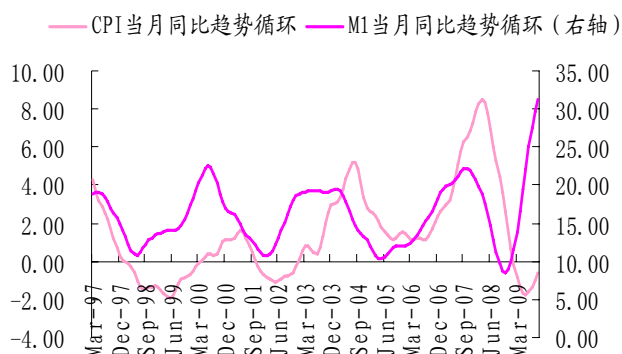
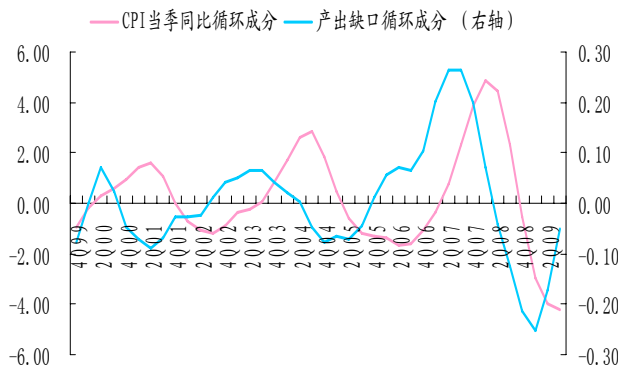


图 27: 产出缺口缩窄推动 CPI 走高



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 2: 资源性产品价格改革及食品价格推升 2010 年 CPI 增速

影响因素	细节	对 CPI 的影响
成品油价格和税费改革	国务院决定自 2009 年 1 月 1 日实行成品油价格和税费改革, 至 11 月 23 日四次调整油价, 一降三升。最近一次调整是, 自 11 月 10 日零时起将汽、柴油价格每吨均提高 480 元。在美元继续疲软的假设下, 预计明年国内成品油价格可能随国际市场油价的高涨而调高。	直接影响 CPI 八大类构成中交通和通信类的交通子项。据国家发改委初步匡算, 11 月份的成品油价格调整直接影响当月消费价格指数上升 0.12 个百分点。明年油价调高同样会对 CPI 造成上行压力。
电价改革	2009 年 11 月 19 日, 国家发展改革委经出台了电价调整方案, 自 2009 年 11 月 20 日起, 将全国销售电价每千瓦时平均提高 2.8 分钱。此次电价调整暂不调整居民电价, 但是国家发展改革委已要求各地研究对居民用电推行阶梯式电价改革方案, 具体实施将由各地结合当地实际情况决定。由于我国现行居民用电价格严重偏低, 调高居民用电价格是大势所趋, 预计明年各地将会陆续调高居民用电价格。	直接影响 CPI 中的八大类构成中居住类的水电燃料子项。此次上调电价不涉及居民电价, 不会直接对 CPI 产生直接影响。如果参照国外居民电价一般是工业电价的 1.5-2 倍中的最低标准 1.5 倍, 在我国居民用电价格低于工业电价的情况下, 居民用电价格至少需要提高 50%, 粗略估计将直接明导致 10 年 CPI 提高 0.14% (以 03-07 年, 城镇居民家庭人均电费支出占总消费支出的比重 2.89% 大致估算)。
水价改革	今年以来, 天津、上海、南京、广州、兰州和银川等城市相继调高水价。数据显示截至 2008 年底, 36 个大中城市居民生活用的终端平均水价(包含自来水价格、污水处理费、水资源费等)分别为每吨 2.35 元, 比 2005 年分别提高 12.4%。预计今年和明年将会有更多地方将会调高水价。	直接影响到 CPI 八大类构成中居住类的水电燃料子项, 明年 CPI 带来上行压力。
小麦、水稻等粮食价格	国家决定 2010 年继续在小麦和稻谷主产区实行最低收购价政策, 并适当提高最低收购价水平。2010 年生产的白小麦(三等, 下同)、红小麦、混合麦最低收购价均比 2009 年提高 3 元。稻谷最低收购价格也要适当提高。	直接影响给 CPI 八大类构成中食品类的粮食。2010 年小麦的提价幅度约为 3.5%, 预计 2010 年水稻最低收购价格提升幅度约为 16.4% (参照 2009 年水稻的提价幅度), 给 CPI 带来上行压力。

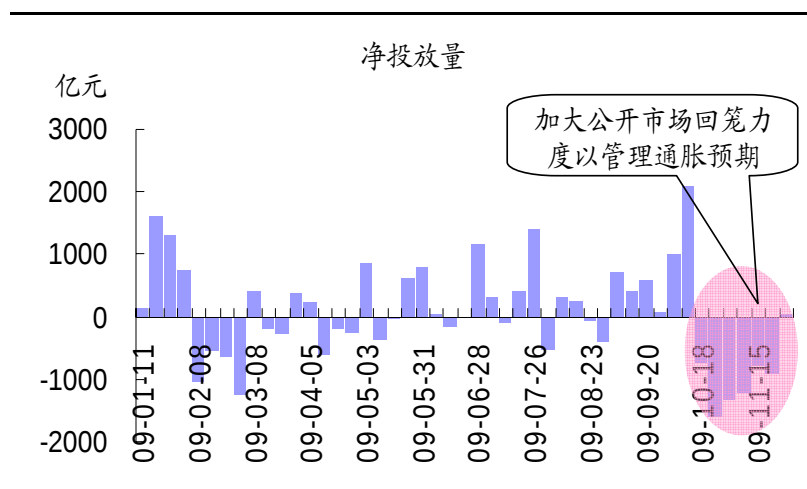
资料来源: 渤海证券研究所

2.2 刺激政策退出的渐进性原则

既然刺激政策的实施在挽救国内经济增长的同时，也不同程度地导致了各类资产价格泡沫的膨胀以及通胀预期的提升，而且过度的流动性已然远超经济增长所需，于是进入 2010 年后政策退出是必然之举，但是结合中国政策实施的历史以及国内外经济趋势，政策退出仍将坚持“渐进性”原则，且退出的过程将具有明显的试探性特征，政策退出将以不妨碍经济的稳定增长为前提。

基于这一思路，我们认为管理层仍将继续通过加大公开市场操作力度的方式回笼基础货币，其次则可能通过上调存款准备金的方式削弱银行体系的货币创造能力，而加息则可能是最后方会采取的措施。回顾“三率”调整历史，我们看到在货币政策收紧的过程中，对市场影响较小的存款准备金率往往率先上调，而此次进入货币政策放松时，降息则被首先启用，这无异与突发的经济危机有关。由此，我们认为在政策退出的过程中，利率上调在 2010 年二季度末方会进入管理层的视野。

图 28：央行已开始加大货币回笼力度



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

表 3：“三率”上调历史回顾（单位：%）

指标名称	存款准备金率	一年期贷款	一年定存	指标名称	存款准备金率	一年期贷款	一年定存
03-02-21		5.31	1.98	07-09-25	12.50		
03-09-21	7.00			07-10-25	13.00		
04-04-25	7.50			07-11-26	13.50		
04-10-29		5.58	2.25	07-12-21		7.47	4.14
04-10-29				07-12-25	14.50		
06-04-28		5.85		08-01-25	15.00		
06-07-05	8.00			08-03-25	15.50		

2010 年 A 股投资策略报告

06-08-15	8.50			08-04-25	16.00		
06-08-19		6.12	2.52	08-05-20	16.50		
06-11-15	9.00			08-06-15	17.00		
07-01-15	9.50			08-06-25	17.50		
07-02-25	10.00			08-09-16		7.20	
07-03-18		6.39	2.79	08-09-25	16.50		
07-04-16	10.50			08-10-09		6.93	3.87
07-05-15	11.00			08-10-15	16.00		
07-05-19		6.57	3.06	08-10-27		6.93	
07-06-05	11.50			08-10-30		6.66	3.60
07-07-21		6.84	3.33	08-11-27		5.58	2.52
07-08-15	12.00			08-12-05	14.00		
07-08-22		7.02	3.60	08-12-23		5.31	2.25
07-09-15		7.29	3.87	08-12-25	13.50		

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3. 长短期兼顾的 2010 变奏曲

2010 年中国不仅将在货币信贷方面逐步退出,而且还将不遗余力地通过财政、产业等政策对国内经济进行结构性调整,在稳定经济增长以促进就业的基础上,通过扩大消费以求经济的均衡发展,加之出于控制产能过剩、确保中国经济可持续发展的要求,2010 年中国经济将上演兼顾经济发展长短期目标的变奏曲。

3.1 稳增长以促充分就业

2009 年在管理层“保增长、扩内需”思想的指导下,大量基建项目的开工建设大大提升了国内城镇固定资产投资的增长速度,加之汽车下乡及家电以旧换新等消费刺激政策的实施,内需增长有力地抵补了外需下降对经济增长的掣肘。对于 2010 年,我们认为经济增长的动力仍主要源于消费以及内需所主导的投资,而由于出口回升将可能伴随更快的进口回暖,于是 2010 年顺差对于经济的直接贡献仍相对较低。

投资方面,2009 年新开工项目的高速增长为 2010 年投资保持较高的增速提供了支持,另外我们认为房地产行业投资将是 2010 年投资的另一看点,预计 2010 年房地产新开工面积增长 18.06%,开发投资增长 19.87%,其中,2010 年上半年新开工和投资可能比较集中。

消费方面,在国家汽车下乡、家电以旧换新及各地消费券发放的刺激下,2009 年国内消费保持稳中有升的态势,这有效地稳定了经济的增长趋势。而随着经济危机对居民收入及信心负面影响的消退,自主性消费将逐步增加,同时考虑到鼓励消费政策的延续,我们认为 2010 年消费仍将维持稳定增长的总体趋势。

顺差方面,虽然世界主要发达国家和地区经济的复苏必将推动国内出口的回升,但是率先复苏的国内经济在尚未摆脱资源高度依赖的情况下,进口需求大幅增加,加之美元贬值引致的大宗商品价格上涨,进口增速恢复的步伐更快,另外可能的人民币升值也将对 2010 年的国内出口形成潜在压力,加之欧美等国经济复苏的曲折性,2010 年国内顺差对于经济增长的直接贡献仍将徘徊在低位。

2010 年 A 股投资策略报告

图29： 2010年经济继续稳定增长

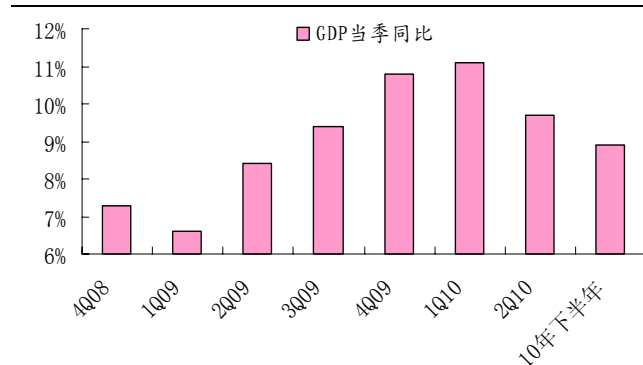
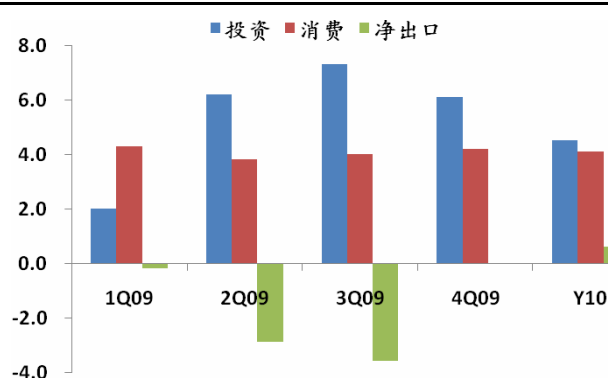


图30： 2010年内需仍是经济主要增长动力



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 31： 新开工项目推动 2010 年投资维持高增长

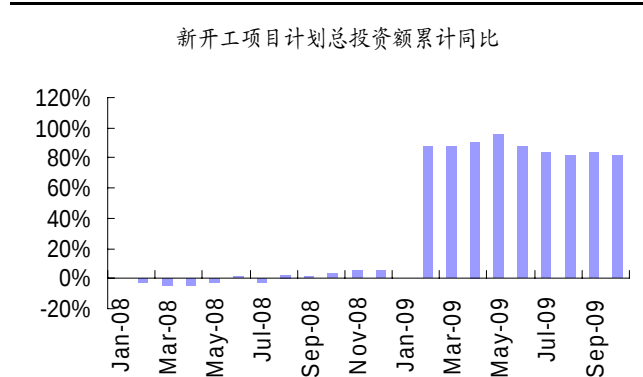
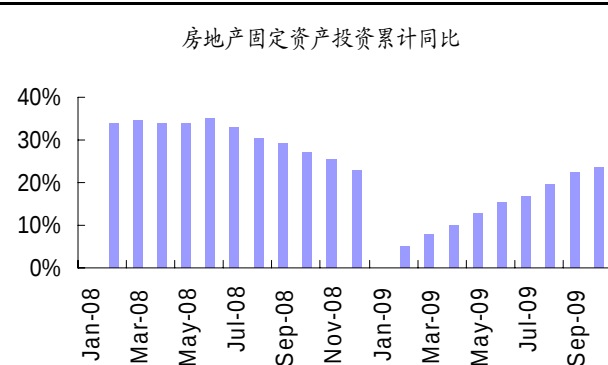


图 32： 2010 年房地产投资增速将继续回升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 33： 09 年 2 季度以来我国就业情况已经开始好转

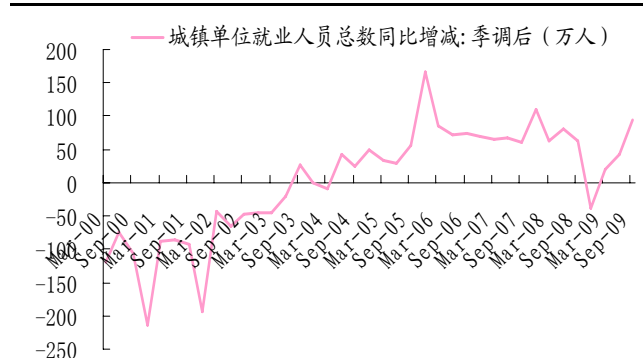
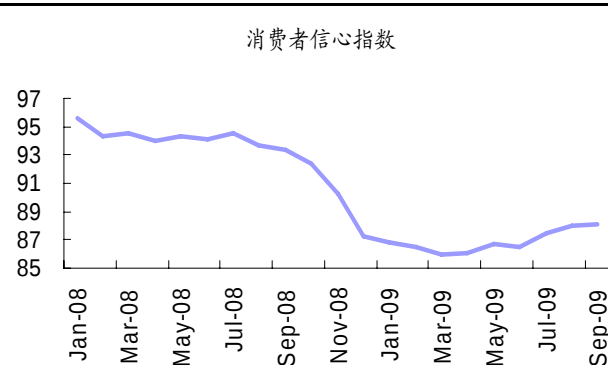


图 34： 消费者信心指数逐步回升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图35: PMI新出口订单指数连续6个月处于扩张区

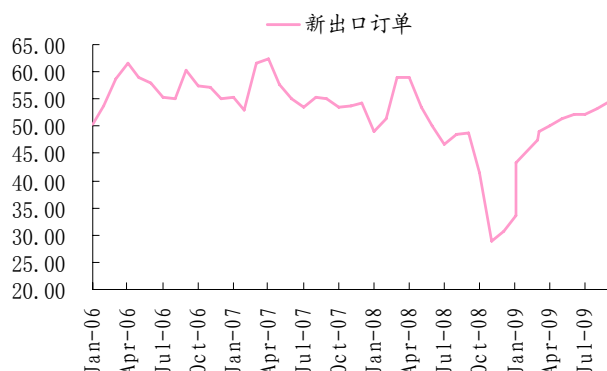
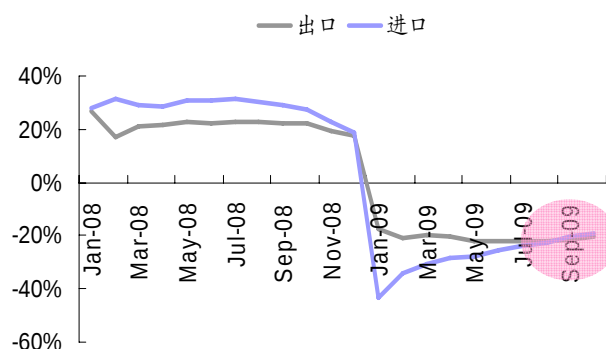


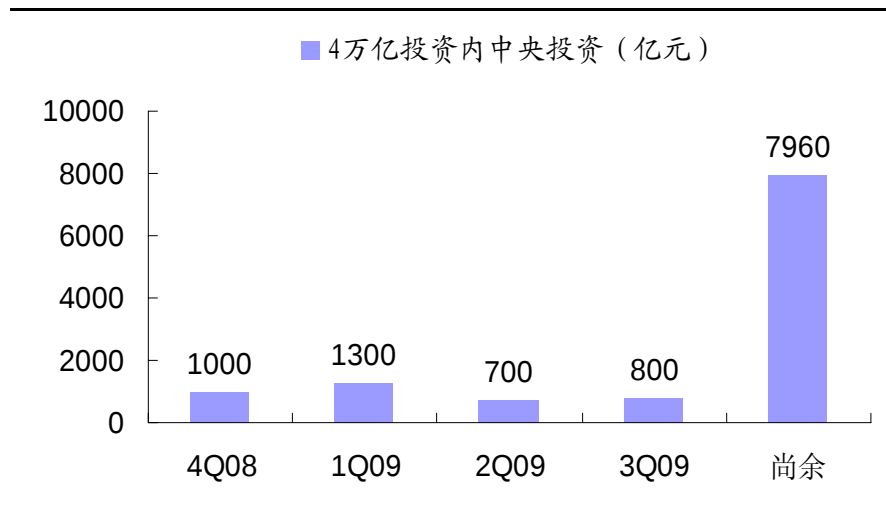
图36: 内需快速回复令进口更快复苏



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

另外就政策而言, 经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支基本平衡历来是宏观经济调控的四大目标, 而其中经济增长是充分就业的重要前提, 特别是对于中国而言, 稳定经济增长以促进就业无疑仍是当下的重要目标, 特别是在“国际国内不稳定不确定因素仍然很多”的情况下, “我国经济回升基础还不稳定、不巩固、不平衡”, 既然“我国经济发展仍处在保增长的关键阶段”, 那么即使政策不再是“保增长”, 其依然将肩负“保持经济平稳较快发展”的任务。综合而言, 我们认为 2010 年我国经济仍将在投资、消费的支持下保持稳定增长, 虽然财政刺激政策也将逐步退出, 但其仍将继续并有能力抵御国内外不利因对国内经济增长的负面影响。

图 37: 中央投资仍留有余地



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3.2 扩消费以求结构均衡

前文我们业已指出,中国现有的经济发展模式令我国经济的对外依存度持续走高,而此次世界经济危机的发生无疑给我国敲响了警钟,于是扩内需、促消费必将成为长远之计;同时就短期来看,虽然出口疲软限制了国内的制造业投资增速,但取而代之的基建投资仍没有改变经济增长对于高投资的倚重,中国经济结构调整依然任重道远。因此为了提升消费对于经济的贡献,并降低经济增长对于投资的过分依赖,2010 年管理层除仍将延续已有的消费刺激政策外,还将继续完善社会保障机制及逐步实施收入分配改革,以此解决制约居民消费的根本障碍,通过提升消费对于经济增长的贡献以优化我国经济增长结构。

表 4: 2010 年政府促消费政策效应展望

刺激政策	实施细节	2010 年展望
商品房优惠政策	自 08.10.27 起首套普通住房和改善型普通住房贷款利率下限扩为贷款基准利率的 0.7 倍,最低首付款比例调整为 20%;个人住房公积金贷款利率下调 0.27 个百分点。自 08.11.1 起,首买 90 平米住房税率下调至 1%,个人售买住房暂免征收印花税和收土地增值税。暂定执行至 09.12.31。	一方面现有政策效应会自然消减,另一方面房贷利率优惠等可能会取消,对消费的拉动效应会大幅降低。
减征乘用车购置税	自 09.1.20 ~ 12.31,对 1.6 升及以下小排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税。	政策可望延续,但效应会自然消减。
家电下乡	在全国推广“家电下乡”,国家对农民购买家电实行财政补贴。	政策可望延续,但效应会自然消减。
汽车、摩托车下乡	09.1 ~ 12.31,根据农民购买不同类型的轻型货车、摩托车等车型,销售价格每辆 5 万元以下,补贴销售价格的 10%;5 万元以上的,定额补贴 5000 元。	政策可望延续,但效应会自然消减。
以旧换新	09 年中央财政将老旧汽车报废更新补贴资金从 10 亿。09.6.1 ~ 10.5.31,在 9 省市试点家电以旧换新,按新家电销售价额的 10% 给予补贴。	10 年下半年有望在全国范围推广,政策效应较 09 年更加明显。
节能产品惠民工程	通过财政补贴方式对能效等级 1 级或 2 级以上的空调、冰箱、平板电视、洗衣机、电机等十大类高效节能产品进行推广应用。财政补助标准依据高效节能产品与普通产品价差的一定比例确定。	全年来看,对消费拉动效应较 09 年要大。
深化医药卫生体制改革	未来三年,政府需要投入 8500 亿元,其中中央投入 3318 亿元,基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。	随着具体配套改革方案出台,较 09 年对消费的拉动要明显。
收入分配体制改革	据悉由国家发改委制定的收入分配调节方案已上报国务院待批。主要是理顺国家、企业、老百姓三部分的分配结构关系,调节过高收入、扩大中间收入群体、提高低收入群体收入水平。	10 年可望出台具体改革方案,从根本上解决消费率底的问题。对消费的间接拉动较 09 年明显,但总体较慢。

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

4. 2010 年市场走势判断

4.1 历史回眸：危机后通胀过程中加息对股市的影响

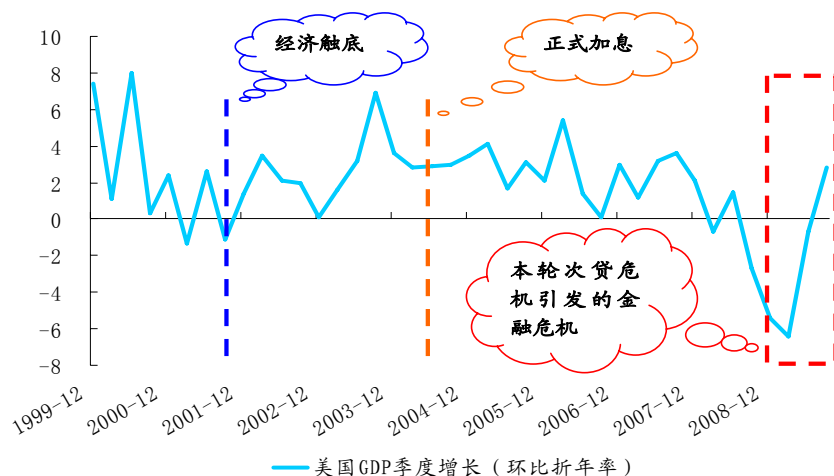
随着美国第三季度 GDP 增长 3.5%，由负转正，预示着金融危机最糟糕的时刻已经过去；同时近几个月来以色列、澳大利亚、挪威等国先后加息，显示出全球经济的逐步回暖正使更多的国家开始酝酿退出政策。国际货币基金组织（IMF）10 月 1 日发表的《世界经济展望报告》预测：全球经济在 2009 年收缩 1.1% 之后 2010 年将增长 3.1%。可见，复苏趋势下的 2010 年全球极度扩张的货币政策将面临真正退出。

考虑到 2008 年美国次贷危机引发全球金融危机与 2000 年美国互联网泡沫危机相似，美国都是危机的发源国，我们分析网络危机后美国采取的加息措施有助于判断 2010 年美国的加息可能及其影响；同时我们还选取了与中国当前经济发展特征类似的第二次石油危机中日本加息的影响，来映射 2010 年中国股市的变化。

4.1.1 网络危机后加息对美国股市影响

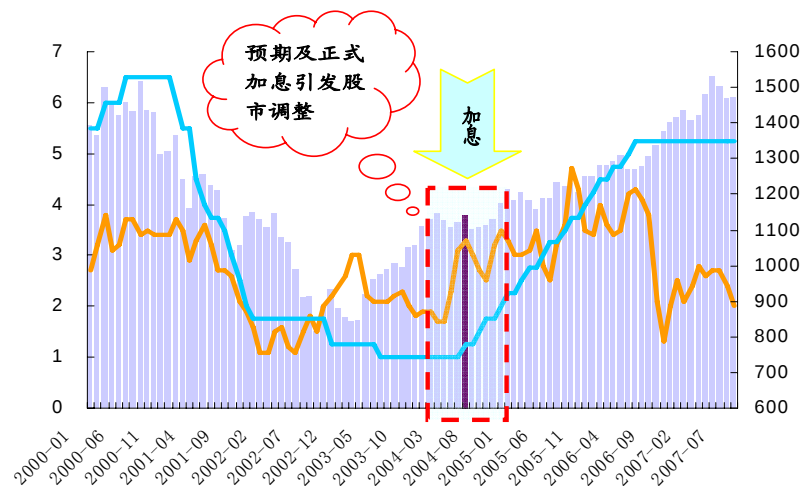
2000 年 3 月美国互联网泡沫破灭、2001 年 9.11 恐怖袭击、一系列重大打击使美国经济遭受持续重创。如图所示，2001 年四季度美国经济触底开始回升，至 2003 年 6 月美联储共连续降息 13 次，并将联邦基准利率保持在 1% 的最低水平持续了一年，有效的刺激了房地产业的兴起，对整体经济的恢复起到了关键作用，2003 年四季度起美国经济增长恢复了 3% 左右的平稳增长。直至 2004 年 6 月 30 日美联储才正式开始加息，从而使联邦基准利率进入了新一轮的加息周期。统计数据显示，美国通胀水平自 2002 年 1 月降至 1.1% 的低点，而后随着经济的逐步好转不断回升，至 2004 年 6 月 30 日美联储加息时，CPI 增速已经稳定升至 3.1% 以上。期间标准普尔 500 指数自 2002 年 9 月 815 点探底成功开始持续震荡上行，至 2004 年 2 月达到 1144 点，受加息预期影响回落，6 月正式加息时收高至 1140 点，随后再次延续调整了一个季度，于 2004 年四季度才创出新高步入新的上涨行情。整体看，进入加息周期并没有影响通胀过程中股市上涨的大趋势，只是上涨速率略有减缓。

图 38: 经济增长相对平稳时才正式加息



资料来源: WIND 资讯, 渤海证券研究所

图 39: 加息消化后股市才步入新的上涨行情



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

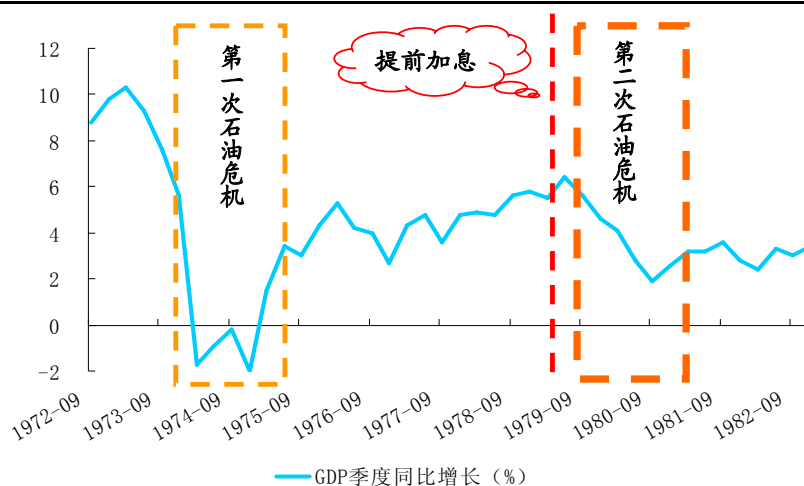
4.1.2 第二次石油危机中加息对日本股市影响

二十世纪 70 年代后期，日本刚开始由贸易立国向科技立国逐步转型、日元继续处于长期升值过程之中、工业化与城市化接近尾声、刚刚从第一次石油危机的重创中走出，这些特点与当前中国正由粗放型经济增长方式向集约型经济增长方式转型、人民币具有中长期升值预期、工业化与城市化持续推进之中，以及正逐步走出全球金融危机冲击的现状具有较高的经济发展环境内在相似性。

1978 年下半年伊朗发动革命而后伊朗和伊拉克爆发战争，使石油日产量锐减国际油价飙升，每桶油价从 13.77 美元涨到 1981 年的 39 美元，“第二次石油危机”

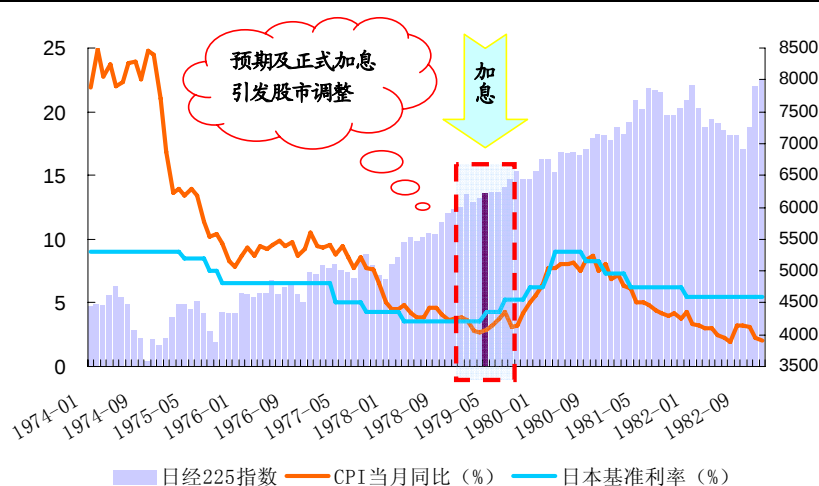
的爆发导致尚未治愈第一次石油危机重伤的西方主要工业国再次陷入更严重的经济衰退。然而日本政府当时由于准确的判断出油价的再次暴涨已经使 1979 年 3 月 2.7% 的通胀水平没有进一步下降的可能性，在 4 月份果断采取了提前加息等应对措施。政策的得力，加上技术更新推动的经济转型有较明显进展，使日本在危机中所受的损失最轻，持续的时间也最短。如图所示，虽然日本经济也受到了危机的冲击，GDP 出现快速回落，但下滑仅持续了 6 个季度，明显好于美英德等发达工业国长达三年的经济衰退。由于日本经济历经危机冲击仍继续保持了良好增长，有力的支持了股市延续长期上涨的大趋势。统计数据显示，1979 年 1 月日经 225 指数突破 6200 点，受加息预期影响出现下跌，于 4 月日本正式加息后恢复到 6200 点，并横向调整约 1 个季度进行消化，而后继续步入升势。

图 40：提前加息应对危机有效减弱冲击



资料来源：WIND 资讯，渤海证券研究所

图 41：加息前后股市展开调整进行消化



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

4.1.3 小结

从上述两个历史回眸的案例中，我们可以总结出以下四点规律：**第一**，美国实施加息等退出政策一定会等到经济增长基本平稳之后才会进行，这是具有丰富危机处理经验的美联储主席本·伯南克充分吸取二十世纪 30 年代“大萧条”危机处理经验与日本 90 年代末期过早退出中断经济复苏教训的重要体现；**第二**，只有当预期 CPI 将会持续超过 3% 才会进行加息，在此之前会以公开市场操作、提高存款准备金率等力度稍轻的其他收紧银根措施为主；**第三**，加息预期与真正开始加息都会对股市产生冲击，都需要一定的时间进行消化，比较而言加息预期产生的负面影响更大些；**第四**，真正影响股市运行大趋势的是国家宏观经济发展前景，特别是在温和通胀环境下即使进入加息周期股市依然上涨。

4.2 2010 年 A 股走势判断

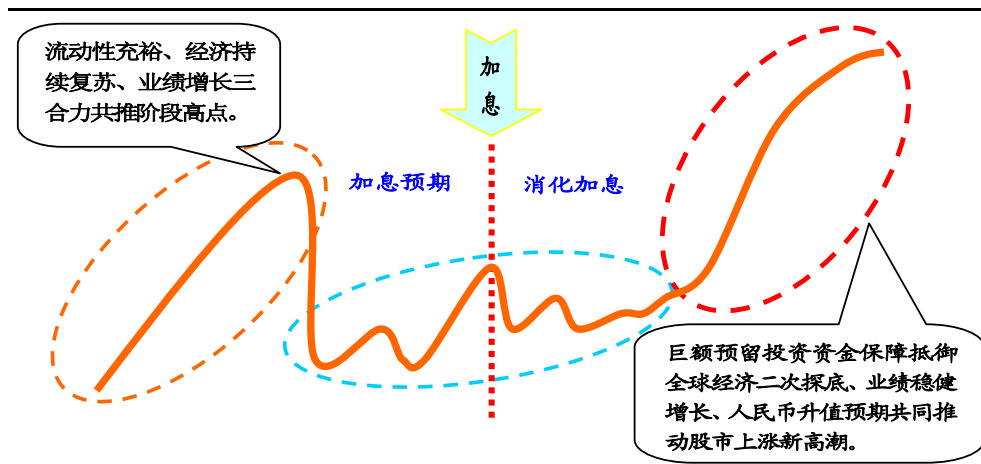
从美国和日本的案例，我们推测 2010 年中国股市大致经历如下的三个阶段：

第一阶段：经济持续复苏、业绩增长推动的阶段性高点

回顾始于 2008 年 11 月的上涨行情，我们可以清晰的看到股市上涨的主推动力在积极因素不断出现的情况下层次分明，持续增强。2008 年底行情启动初期，天量信贷投放所形成的流动性充裕力挽狂澜一举扭转了股市长期的下跌趋势。2009 年前三季度的行情发展阶段，大力度积极政策支撑下的经济复苏预期与流动性充裕共同作用，推动股市不断震荡上涨，回升到了 3478 点。

我们认为，从 2009 年四季度开始，连接 2010 年，股市的上涨已经进入新的阶段，股市上涨动力由流动性充裕、经济复苏预期已逐渐过渡到业绩增长的推动，业绩增长这个“王者”的归来，将能够真正提高股市中期上涨的内生动力。而当前流动性充裕、经济持续复苏、业绩增长三大积极因素的共同作用正推动着股市在 2010 年走向阶段性的高潮。

图 42: 2010 年 A 股市场运行猜想



资料来源：渤海证券研究所

第二阶段：货币政策转向（加息等）预期和加息后大盘经历半年左右的调整期

随着全球经济的缓步复苏，为了防止过度的流动性泛滥导致严重通胀阻碍经济的增长，预计 2010 年将成为世界各国实施刺激政策的退出之年，特别是在美国加息之后，中国也面临适应经济增长需要的货币政策调整。我们认为，中性偏紧的货币政策调整不排除会实施存款准备金率上调，乃至加息等，预期将对市场流动性和信心产生冲击，进而导致股市调整出现。市场可能在上行之后遇到阶段性高点，并带来市场调整的压力。从国外的案例看，这种调整可能持续半年左右。调整开始的标志在于货币政策转向的预期。

第三阶段：温和通胀、人民币升值、业绩增长助推市场再创新高

虽然受制于翘尾因素的影响 10 月份 CPI 同比仍然处于通缩区间，但是环比角度，通胀预期早已显现。货币供应量的持续攀升和经济的强劲复苏，直接导致并不断强化这种预期。10 月 21 日的国务院常务会议，首次正式将管理通胀预期作为宏观调控的重点，表明决策层提高了对未来经济通胀风险的关注。我们宏观研究测算显示，四季度 CPI 将由负转正，2010 上半年通胀压力较小，CPI 预计控制在 2.5% 左右，而下半年通胀压力可能会凸显，全年 CPI 将维持在 4.0% 左右，整体上仍处于温和通胀范围。温和通胀通常有利于股市的活跃，主要体现在三方面：第一，货币供应量的充裕将刺激生产恢复，企业库存降低，在原料成本较低的情况下，盈利不断提高，业绩的增长将促进上市公司股价上涨；第二，通胀趋势下物价出现普遍上涨，上市公司资产也会相应增值，进而引发上市公司股价上涨；第三，流通中充裕的货币供应量，间接增加股市资金供给，股票需求增大，推动股市上涨。因此，我们认为 2010 年温和通胀的经济环境将促进股市上涨。

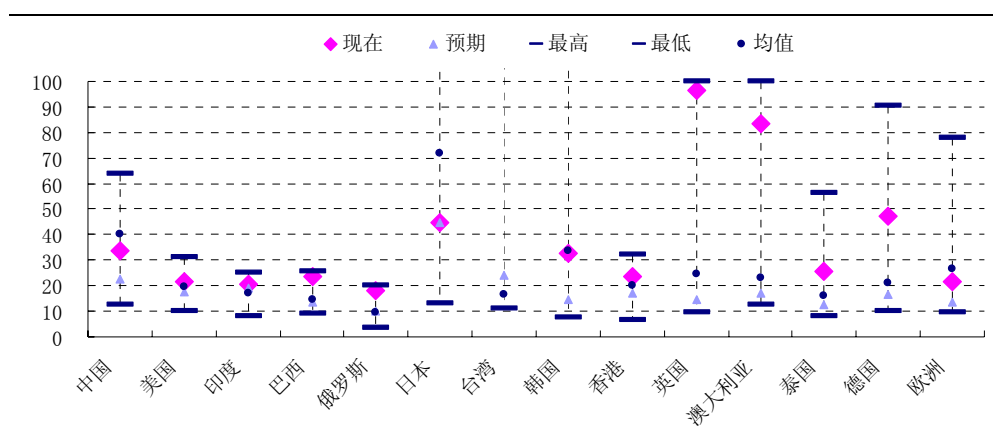
另外即使全球经济复苏形势不利，在中央财政预留的巨额投资储备资金保驾护航下，中国的经济仍将能够继续保持稳健增长；人民币升值预期吸引国际资本流入所产生的银行外汇占款，将有望成为流动性新的推手，配合上市公司业绩持续增长所产生内生上涨动力，可能推动 A 股在调整之后步入新的上升。

5. 2010 年 A 股运行区间---来至估值角度的推断

5.1 A 股估值的国际比较

通过对当前 A 股估值与国际市场比较,我们可以看到 A 股市盈率估值已经不是处于高位,反而较很多市场的市盈率估值水平要低,其他市场盈利的糟糕情况显然是主要因素。

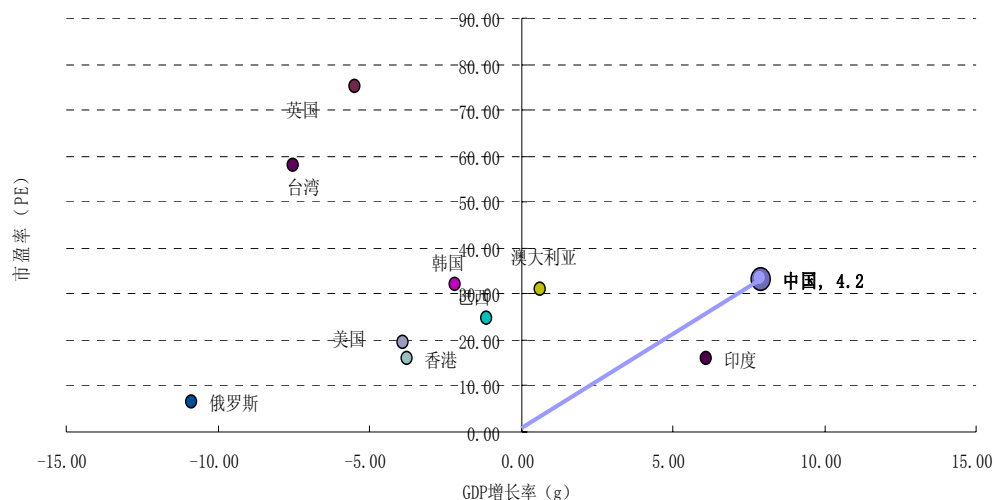
图 43: 国际市场市盈率比较



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

另外从全球市场 PEG 的比较来看,我们以三季度各市场的 GDP 增长率来替代 G 值,中国 A 股市场的 PEG 值为 4.2,这较年 09 年年中时的 4.75 又有下降,而且主要市场中仅仅印度市场较 A 股市场有更低的 PEG 值,其余绝大部分市场的 PEG 值甚至为负。因此,通过对 PEG 的比较来看,中国 A 股市场虽然估值上升已经较多,但由于相对较好的经济增长潜力以及并不是非常高的估值水平, A 股市场的估值仍然具有比较优势。

图 44: 国际市场 PEG 比较



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

5.2 盈利增长将成为 2010 年 A 股估值提升的主要动力

如果以当前 Wind 市场一致预期估计, 09 年沪深 300 的业绩增长预期为 18.5%, 而 09 年全部 A 股的业绩增长预期则在 33.79% 左右。考虑全部 A 股预期会存在偏差, 我们以 09 年 4 季度的上市公司业绩与 3 季度业绩持平做保守估计, 那么 09 年沪深 300 业绩增长为 20.11%, 全部 A 股的全年业绩增长应当为 25.2%。按照我们宏观研究对 2010 年 GDP 增长 9% 左右的预期, 结合经济回暖的趋势, 明年一季度公司业绩也会维持较好的增长形势。由于 08 年 4 季度与 09 年 1 季度均是业绩低点, 这会导致 09 年 4 季度与 10 年 1 季度业绩同比大幅增长, 在 2010 年经济维持较好的全年增长的环境下, 2010 全年 A 股盈利增长有望达到 30% 左右(我们通过调整后的 Wind 市场一致预期估计 2010 年 A 股盈利增长约为 35%)。以 09 年 25% 的盈利增长率和 2010 年 30% 的盈利增长估计, 目前 A 股 33 倍的静态市盈率对应 09 年动态市盈率为 26.4 倍, 对应 10 年动态市盈率为 20.3 倍。未来受经济回暖趋势支持的业绩增长会大大提高市场估值吸引力, 因此 2010 年市场估值受到业绩增长支持的效应将会显著体现。

图 45: Wind 盈利增长一致预期

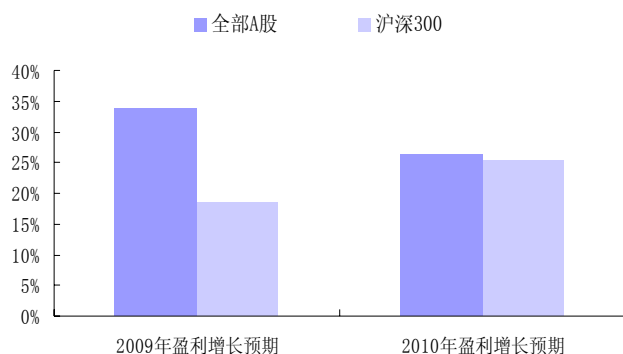
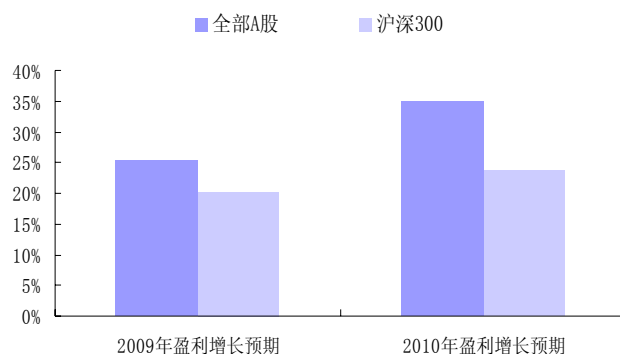


图 46: 调整后的盈利增长预期



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

5.3 从估值模型看未来估值以及指数运行核心区间

尽管估值的变化受宏观经济的影响, 不过估值反映的不仅是经济因素, 更反应的是市场对于未来公司业绩增长的预期, 这个市场预期必然受到市场情绪波动的影响, 因此市场情绪对估值的影响也是极大的。市场情绪总是受当时市场对经济状况的反映, 明年一季度经济的持续回复可能会引致市场更加乐观的预期。在我们的估值模型中, 这种情绪可以以乐观的增长预期去反映。如果 09 年上市公司业绩增长实现 25%, 2010 年增长预期为 30%, 那么我们对市场情绪隐含的未来几年增长预期设定在 20-21% 左右。

表 5: 基于三阶段股利贴现模型的估值 (市盈率) 情景分析表

估值情景分析		未来五年上市公司利润年均增长率预期的假定					
		23%	22%	21%	20%	19%	18%
股权资本成本	7.00%	102.18	89.19	77.81	67.85	59.64	52.41
	7.50%	78.95	69.06	60.38	52.78	46.52	40.99
	8.00%	63.59	55.74	48.85	42.80	37.82	33.42
	8.50%	52.73	46.31	40.68	35.73	31.65	28.04
	9.00%	44.66	39.31	34.60	30.46	27.05	24.03
	9.50%	38.46	33.92	29.92	26.40	23.51	20.94
	10.00%	33.56	29.66	26.22	23.19	20.69	18.48
	10.50%	29.59	26.21	23.22	20.58	18.41	16.48
	11.00%	26.34	23.37	20.75	18.43	16.53	14.83
	11.50%	23.62	21.00	18.68	16.63	14.95	13.45
	12.00%	21.32	18.99	16.93	15.11	13.61	12.27

资料来源: 渤海证券研究所

根据我们的股利贴现模型（DDM），我们以 09 年动态市盈率也即 2010 年的静态市盈率作为模型估计，那么在未来几年业绩增长 21% 左右的预期下，对应我们核心股权资本成本 9.5% 左右的市盈率区间应当在 23-38 倍左右，对应的 09 年静态市盈率大致在 28-46 倍，如果 2010 年上市公司业绩增长能实现 30%，那么对应 2010 年的动态市盈率大约为 18-28 倍。估值区间所对应上证指数的点位大约在 2800-4600 之间。

表 6：2010 年不同估值水平下对应的指数点位

对应 09 年静态市盈率 (按 08 年年报计算)	对应 2010 年静态市盈率 (按 09 年 25% 增长估计)	对应 2010 年动态市盈率 (按 10 年 30% 增长估计)	对应 09 年静态市净率	对应上证指数大致点位
25.00	20.00	15.38	2.90	2500
28.13	22.50	17.31	3.30	2800
31.25	25.00	19.23	3.60	3100
34.38	27.50	21.15	4.00	3400
37.50	30.00	23.08	4.35	3800
40.60	32.50	25.00	4.70	4000
43.75	35.00	26.92	5.06	4300
46.88	37.50	28.85	5.42	4600
50.00	40.00	30.77	5.78	4900
53.13	42.50	32.69	6.15	5200

资料来源：渤海证券研究所

5.4 2010 年风险揭示: 若升息 50 个基点可能带来 10%-15% 的估值调整压力

结合我们对估值模型中影响因素的分析，未来若出现加息，将直接影响到股权资本成本的上升，从而给估值带来压力。由于当前估值水平较为合理，因此市场估值对股权资本成本的敏感性相对适中，如果未来市场小幅升息可能减缓估值上升的步伐。短期来看，加息会导致市场长期无风险收益率水平的上升，初次的升息，估值所受的影响不会较大，不过受加息影响的市场情绪可能导致市场产生大幅波动甚至短期的震荡调整，在估值升高之后，对于加息的敏感性将会逐渐增加。通过我们的估值情景分析来看，如果长期无风险利率在未来 1 年内上升 50 个基点，大约会带来 10%-15% 的估值调整压力。需要注意的是，经济回暖的趋势，以及通胀初期都对市场估值都较为有利，而在估值升高之后，因通胀预期导致加息会

带来一定的估值压力，这些因素综合在一起必将导致 2010 年 A 股市场更大的波动。

6. 2010 年行业投资策略

6.1 行业选择的依据

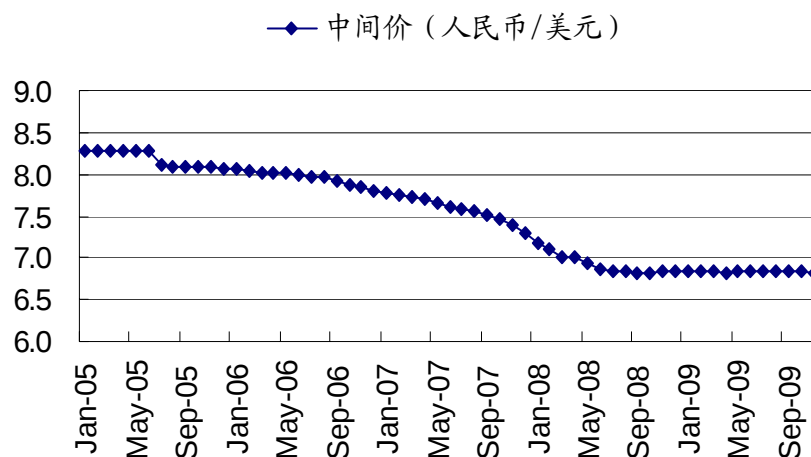
根据我们前面的讨论，人民币升值，通胀高峰都将在上半年之前到来，这似乎已无悬念；而政府对经济结构的调整也必将有利于消费增长。在这样的认识背景下 2010 年的投资以主题的形式就清晰的被呈现到投资人面前----人民币升值主题；通胀预期主题；泛消费主题。

既然这些主题的发生是大概率事件，下面我们将寻找每一个主题投资下面受益的行业，我们将尽可能的选择这些主题投资下受益行业的并集，以此作为 2010 年至少是 2010 年上半年的投资首选。

6.1.1 人民币升值主题下受益行业

人民币升值始于 2005 年 7 月 21 日，历尽 3 年的小幅升值之后，在 08 年，09 年基本处于横盘震荡期，我们前面的分析认为，2010 又将迎来小幅升值期。

图 47：人民币将于 2010 年迎来小幅升值



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

统计 2005 年 7 月到 2007 年 10 月，证券市场各行业板块的涨幅情况，可以看出证券业、房地产等资本资产类行业涨幅遥遥领先，受益于需求拉动型通货膨胀的有色、煤炭、原油等资源类行业位列三甲之中，而人均收入水平提高与扩大内需受惠的消费品、服务业与公用事业等行业的涨幅明显居前，可见整体市场行业板块的表现已经呈现非常鲜明的升值受益特征。

表 7: 人民币升值以来, 证券市场各行业板块涨幅情况

排名	行业	涨幅	排名	行业	涨幅
1	证券业	2721.60%	11	化工	465.27%
2	采掘业	904.82%	12	公用事业	439.52%
3	房地产业	835.95%	13	纺织服装	438.07%
4	商贸零售	567.16%	14	传媒	418.52%
5	服务业	549.63%	15	木材家具	373.56%
6	建筑业	532.60%	16	银行业	371.12%
7	食品饮料	521.75%	17	交通运输	368.57%
8	农林牧渔	518.66%	18	信息技术	350.63%
9	综合类	507.49%	19	保险业	306.14%
10	造纸印刷	469.05%	20	电子	288.81%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

我们在来看一看日本的情况。日元从 1971 年升值开始, 经历了 7 年的小幅上升之后, 进入 5 年左右的调整期间, 从 1985 年开始日元进入加速升值期。在日元的再度活跃期, 三大类行业表现突出, 依次为: 资本资产类行业, 如证券、保险、房地产、银行等; 成本降低类行业: 如航空、原油发电等; 消费内需类行业, 如消费品、食品、服务业、建筑等。

无论是从日本情况看, 还是从我国上轮人民币升值情况看, 我们认为在 10 年人民币仍将升值的预期下, 保险、证券、银行、房地产、建筑等都将会有不错的机会。而当人民币升值兑现之后, 航空、消费品、食品、服务业等也会有很好的表现机会。

6.1.2 通胀预期主题下受益行业

我们的实证研究证明: 各行业涨幅基本均与 CPI 涨幅正相关, 相关度基本在 50% 左右, 而与 CPI-PPI 的相关度则普遍高于和 CPI 涨幅的相关性。而就相对于 CPI 和 CPI-PPI 的弹性而言, 有色、金融、房地产和商业贸易的弹性均位于前五位。这也与基本的经济理论相符合。(样本数据为 2005 年 1 月到 2009 年 9 月月度数据)

表 8: 各行业涨幅于 CPI 涨幅相关系数统计

行业	CPI	PPI	CPI-PPI
医药生物(申万)	38.1%	-28.6%	75.15%
机械设备(申万)	43.5%	-24.4%	73.90%
建筑建材(申万)	47.3%	-19.7%	70.54%
家用电器(申万)	47.8%	-19.2%	70.22%
房地产(申万)	48.4%	-18.6%	69.86%

信息服务(申万)	51.2%	-15.1%	67.37%
交运设备(申万)	49.6%	-15.9%	67.10%
商业贸易(申万)	53.9%	-11.7%	64.79%
信息设备(申万)	51.3%	-12.7%	63.91%
公用事业(申万)	54.7%	-10.3%	63.44%
采掘(申万)	54.0%	-10.4%	62.98%
食品饮料(申万)	54.8%	-9.8%	62.73%
农林牧渔(申万)	53.0%	-10.7%	62.54%
金融服务(申万)	55.4%	-9.2%	62.48%
综合(申万)	53.5%	-10.2%	62.22%
有色金属(申万)	55.5%	-8.5%	61.52%
纺织服装(申万)	54.5%	-8.5%	60.74%
餐饮旅游(申万)	58.1%	-5.0%	58.85%
化工(申万)	60.5%	-3.5%	58.75%
轻工制造(申万)	60.9%	-2.1%	57.07%
电子元器件(申万)	56.5%	-3.4%	55.10%
交通运输(申万)	64.3%	3.4%	52.22%
黑色金属(申万)	66.8%	5.1%	51.85%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

所以我们认为随着温和通胀阶段的来临, 周期性行业将再次受到资金青睐, 在估值水平相对合理的情况下, 将迎来新一轮机会。同时, 随着业绩的复苏和油价继续向上带来的通胀持续, 有色金属板块也将再一次得到市场的认同。

6.1.3 消费主题下受益行业

当经济的恢复已经稳定, 增速高于预期, 那么接下来经济的结构调整必将如期来临。也许我们应该感谢金融危机, 是他促发了内生性增长的契机, 使多年以来由于利益机制、惯性发展等原因而无法解决的能耗、环保、民生问题得到了革命性解决。在接下来的结构调整中, 内需必将担当起推动中国经济继续前行的重任。

另外从世界角度看: 美国奥巴马总统访华的经济议程中最重要的问题是如何进一步刺激中国的内需消费。因为这不仅仅涉及中国自身, 而且是全球经济走出低谷的核心问题, 不解决该问题, 所谓的全球再平衡就无从谈起。由于中国内需可能是 2010 年全球经济的唯一亮点, 我们认为中国内需也将成为 2010 年全球的投资主题。

因此, 我们建议投资者超配与中国消费相关的板块。家电、汽车、零售等可选消费品行业将明显受益于该趋势。此外随着中国个人收入的提升, 更多服务消费将

在中国出现，正如其他国家在人均 GDP 达到相似水平时一样。因此我们也看好金融服务、医疗服务和国内物流运输服务等行业。

6.1.4 2010 年重点配置的行业和重点股票

综合上述三大主题，同时考虑到估值情况，我们对 2010 年的行业配置如下表：

表 9：2010 年 A 股市场行业配置及重点股票

行 业	证券代码	证券简称
煤 炭	000937	金牛能源
IT 行 业	002115	三维通信
银 行	002142	宁波银行
有色金属	002182	云海金属
电力设备	002204	华锐铸钢
化 工	002221	东华能源
房 地 产	600555	九 龙 山
食品饮料	600779	水 井 坊
商 业	600858	银座股份
非银金融	601318	中国平安

资料来源：渤海证券研究所

6.2 银行业

我们预计 2010 年的经济环境将好于 2009 年，CPI 在可控范围内，上半年不会加息，下半年是否加息取决于 CPI 是否大幅上升，宽松货币政策依然维持，至少在上半年不会改变。

基于我们对 2010 年宏观经济的判断，适度宽松货币政策在 2010 年上半年还将继续，货币供应量（M2）增速在 25% - 30%，新增贷款有望达到 7.5-8 万亿。纵观历史信贷数据，在经济复苏阶段的连续两年间，货币供应量和贷款增速从未大幅减少过。所以我们判断今年新增的中长期贷款在明年还会有后续贷款跟进，中长期贷款的粘性特征将促进 2010 年上半年的新增贷款。

总体上说，净息差受到资金供求和资金成本的共同影响。资金供求上看，2010 年流动性趋紧的预期初步形成；从资金成本上看，存款有活期化趋势，即使明年下半年小幅加息，定期存款利率重定价滞后，所以我们认为 2010 年的资金成本相对稳定。这样，资金供求和资金成本的共同作用有利于 2010 年净息差改善。但是，我们认为 2010 年（至少前三个季度）不会加息，净息差的改善主要是靠议价能力的提升和货币市场利率提高。

银行业在这样的背景下将享受“量价齐升”，而经济的复苏也会保证银行业资产质量良好，目前的低估值将带领银行股填补估值洼地。

选股角度 1: 寻找“量”优势明显的银行。这个“量”不仅包括存量和增量，也考虑了贷款投向是否符合国家产业政策、资本是否充足。从“量”上选股，北京银行、宁波银行、南京银行、中信银行和中国银行优势明显，下一梯队是兴业银行、民生银行和招商银行。

选股角度 2: 寻找“价”反弹先锋。

我们判断行业净息差在 2010 年上升幅度在 11 个 BP 左右，基本上持谨慎乐观态度。

综合公司分析的结果：在不加息的情况下，招行、中信、建行和北京银行息差反弹最快；加息情况下，宁波、北京、中信、招行和工行最受益；息差水平绝对值高的银行是宁波、中信、民生和南京银行。所以，从“价”上选股，我们偏好中信银行、北京银行、招商银行和宁波银行。考虑兴业银行市场化意识强，转型快，能够快速调整资产负债配置以适应新情况，我们同样看好兴业银行的息差反弹。

综上所述，在经济复苏、人民币升值、通胀预期逐渐增强的背景下，我们看好银行业在 2010 年的业绩和股价表现。中长期贷款的粘性特征和息差反弹决定了银行业“量价齐升”的局面即将形成，结合这两个角度，我们重点推荐中信银行、北京银行、宁波银行，兴业银行。

6.3 保险行业

看好保险业的原因在于：

（1）寿险业基本面持续向好，业务质量齐升

2009 年保险行业以业务结构调整为主，大力发展期交业务，压缩银保业务，保费规模增长缓慢，前三季度人身险保费收入同比仅增 4.04%，全年估计在 6% 左右，今年全行业在保监会指导下，大力调整业务结构，我们认为此次业务调整不仅仅归因于监管部门的要求，同时也是低息环境下各大保险公司的必然选择。

明年上半年将是降息周期的最后阶段，在这样的投资环境下，保险公司压制保费规模增长的动力减小。长期期交业务为主的业务结构不仅有利于未来保费的平稳

增长，也可缓解再投资压力，续期保费收入可望在升息后享受更高的投资收益。而且对寿险公司而言，续期保费占比的提升，也有利于更好的安排未来的投资项目，优化投资配置。

我们认为经济增长、人们预期收入水平提高以及延税型养老金计划和相关税收优惠将是驱动明年保费增长的主要因素，另外低保费收入基数将为明年亮丽的保费增速奠定基础，预计明年的增速可达 15% 以上。

（2）寿险公司投资收益率将在 10 年稳步提升

在今年通胀预期逐渐强化的市场环境下，中长期债券收益率开始走高，但出于对加息周期即将到来的判断，上市保险公司目前的投资都趋向于短期化，在这种资产配置策略下，预计在明年加息前，寿险公司的新增资金和再投资资金都还会以流动性较好的现金及短期投资为主，债券配置比重将维持相对低水平，而短期投资带来的收益率必然较低，从而拉低所有资产的总投资收益率；待加息预期成为现实后，债券投资比例将上调，投资收益率才能切实得到提升，而且加息周期的到来，将使得未来的债券投资收益率呈上行走势。

另外我们认为明年股市或许能提供较好的投资机会，保险公司权益投资比例可能增加，并通过波段操作获得较好的投资收益率，从而弥补短期投资所带来的低收益影响。

基于对 2010 年保费增速以及投资收益率的乐观估计，我们认为中国平安和中国人寿在明年的每股净利润分别为 1.73 元和 1.13 元，目标价位分别为 80.8 元和 37.7 元，给予“买入评级”。

6.4 有色行业

经济波动令有色金属这一典型的周期性行业震荡加剧，在经历了 2009 年的反弹之后，对于 2010 年，我们认为黄金、基础金属以及各小金属将呈现如下特点：

（1）2010 年黄金将继续闪耀

和其它金属相比，黄金因其稀缺性以及货币属性而具有独特特点，这也决定了黄金和其它商品周期性不同。黄金的供应瓶颈（全球黄金矿石品位下降，没有大的矿山发现），以及各国央行对黄金储备地位的重新认识，都将使黄金迎来新一轮

的上涨周期，因此我们认为黄金的牛市还远未结束，而突破 1000 美元/盎司只是宣布黄金进入了新一轮的景气周期。

我们预计 2010 年矿产黄金在高价的刺激下会继续小幅增长，但再生金的供应将大幅减少，2010 年黄金短缺 191 吨，较 2009 年扩大 91 吨。同时，因对于黄金货币功能的重新认识，各国央行于 2009 年下半年开始新一轮的黄金增储，数据显示 3 季度各国央行黄金储备除瑞士略有下降外，主要西方国家黄金储备都有小幅增加，葡萄牙黄金占外汇储备的比重高达 90.9%；法国 70.6%；德国 69.2%；意大利 66.6%；荷兰 59.6%；瑞士 29.1%，而印度则以 1040 美元从 IMF 手中购买了 200 吨黄金。另外，因美元贬值以及通胀预期的加强，对黄金投资需求的提升也将刺激其价格大幅上涨。

综上所述，我们预计 2010 年黄金价格将挑战 1500 美元/盎司，全年成交均价将达到 1200 美元/盎司，国内黄金价格运行在 245-330 元/克之间，平均价格 265 元/克。而黄金价格的走高将令上市公司 PE 下降幅度超出预期，因此未来黄金股上升的空间巨大。我们继续维持黄金行业买入评级，在个股方面推荐**山东黄金**和**中金黄金**。

（2）基本金属中铜仍会表现突出

全球经济快速的“V”型反弹将基本金属价格从底部快速拉回到金融危机爆发前位置。从基本面来看，（1）在铜价上涨比较多的同时其加工费反而下降，无疑反映铜原料市场依然比较紧张；（2）而随着铅锌价格的走高，矿山开工率基本恢复到正常水平，铅锌加工费也回升较多，目前铅、锌加工费分别回升到 120 和 180 美元，且从目前得到的消息分析，2010 年铅锌加工费肯定走高，从而反映市场铅锌精矿供应充足；（3）氧化铝价格在经历了 2008 年的持续过剩后，受金融危机进一步打击，价格在逼近部分企业成本后开始反弹，目前氧化铝价格已经高于 2008 年水平，总体看，2010 年氧化铝市场供应相对平衡，氧化铝价格总体高于 2009 年，氧化铝生产企业有望迎来小的转机；（4）锡矿市场一直比较紧张，尤其是中国，镍矿市场一直供应比较充足，尤其是红土镍矿价格一直比较平稳，随镍价波动很小。

基于以上分析，我们认为 2010 年基本金属价格将保持稳中有升的格局，铜价上涨的基础最为扎实，锡、铝价波动会比较小，铅锌镍价格波动会比较大。上调基本金属为买入评级，建议买入**江西铜业**、**海亮股份**、**驰宏锌锗**、**中金岭南**、**西部**

矿业、南山铝业，对 2009 年收购获利颇丰的吉恩镍业以及新疆众和也要给与关注。

（3）小金属—耐心等待投资机会

全球金融危机对小金属需求构成的重大打击，全球经济刺激政策也主要以基础设施建设和大的消费品为主线，用投资来拉动经济，所以小金属品种受益较小。在贵金属和基本金属价格大幅回升的过程中，部分小金属价格有所回升，但大部分价格还处于企业盈亏平衡点附近，企业盈利能力大幅下降。随着全球经济 2011 重新回到增长，小金属消费量将重新回到正常水平，我们乐观的预计，在 2010 年下半年小金属价格将出现恢复性的上涨，建议买入云海金属、宝钛股份。

6.5 煤炭行业

2009 年煤炭市场总体处于宽松状态，价格维持强势且波动幅度较小，煤炭行业盈利水平下滑幅度不大。而展望 2010 年，在宏观经济复苏（包括世界经济）大背景下，煤炭价格上涨势不可挡，我们整体看好煤炭行业。

下游行业的旺盛需求是煤炭行业 2010 年繁荣的基础。受益于投资拉动的经济刺激计划，2009 固定资产投资增速水平创近 10 年来新高，且未来仍将维持高速增长，而固定资产的快速增长拉动了电力、钢铁、建材等主要煤炭下游行业的需求，这成为 2010 年煤炭行业繁荣的基础。

大幅逆差难以持续的煤炭进出口格局将对 2010 年国内煤炭市场影响深远。虽然 2009 年我国煤炭贸易大幅逆差，预计全年净进口量将接近 1 亿吨，但是一方面考虑到亚太地区本身煤炭供给有限，并不足以支撑中国大量煤炭进口，另一方面随着国际煤价、海运价迅速上涨，进口煤炭将变得不经济，从而抑制国内煤炭进口需求。所以综合来看，2010 年煤炭国际贸易形势会从两个方面对国内的煤炭市场构成影响：其一，煤炭国际贸易的逆转再次加大对国内资源的倚赖，且对运输中间环节，如铁路、港口、公路等构成压力；其二，世界经济复苏后全球能源价格体系整体水平的提高也会拉动国内煤炭价格水平。

在煤炭行业繁荣之后，运输瓶颈则成为值得注意的隐忧。虽然由于煤炭消费煤炭消费量的下降，以及南方沿海各省煤炭进口大增而对煤炭运输依赖度的降低，令 2009 年煤炭运输的“瓶颈”效应并未显现。但是考虑到最近两年，铁路运输能力并没有大幅增长，同时中国内部煤炭供给中“产量增长中心”不断西移的趋势则对运

输提出了更高的要求，加之 2010 年宏观经济复苏及煤炭进出口贸易的转变，我们认为煤炭运输瓶颈将再次出现。

2010 年煤炭产量并不会大范围过剩。就国内而言，山西、内蒙古及陕西“三西地区”是煤炭产能增长的主力，对于山西省，我们认为虽然其省内煤炭资源整合稳步推进，但 2010 年产量不会有大幅增加，且小煤矿产能释放将更多的集中在下半年，于是预计其 2010 年产量将在 7.0~7.5 亿吨。而内蒙古 2010 年煤炭的新增产能则有望接近 1.0 亿吨。相对于此，虽然陕西省煤炭产能具有更多的弹性空间，但其受运输能力的影响则更大。

煤炭价格的上涨势不可挡，预计 2010 年国内煤炭价格涨幅在 10%。基于 2010 年煤炭市场难现大范围过剩及运输瓶颈的隐忧，我们判断国内现货煤价上涨幅度为 10%以上，以秦皇岛山西优混为例，平均价格区间应该在 650~700 之间。同样，2010 年合同煤提价的预期强烈，预计幅度在 10%以内。

维持对煤炭行业的“买入”评级。基于以上分析，我们认为随着宏观经济的复苏深化，煤炭行业景气迅速回升，并正在迎接繁荣。我们提请投资者关注两类投资机会：**其一**，全面关注煤炭价格上涨带来的投资机会；**其二**，煤炭资源整合带来的投资机会。而在子行业层面，我们依次看好**炼焦煤、动力煤和无烟煤**。对于上市公司，我们分别看好**金牛能源、神火股份、西山煤电、潞安环能等炼焦煤类企业**，以及**大同煤业、中国神华、兖州煤业等动力煤类企业**。

6.6 化工行业

我们看好化工行业的主要原因在于：2010 年国家依然会推行消费刺激政策，终端消费(如汽车、家电等)的回暖将带动利润向下游传递，而且经济增长也逐渐过渡到利润向中下游转移的阶段，化工行业的相关公司业绩将会得到进一步提升，投资也变得相对确定。从投资思路上看，我们建议关注以下几条线索：

第一：关注价格预期上涨的机会

目前，下游需求仍处在缓慢复苏中，PVC 报价比较坚挺，出现稳步攀升的势头，在未来原油价格继续上涨以及国内电价上调的预期下，PVC 价格将受到成本上升的推动而上涨。从目前的行业情况来看，仍然在恢复的进程中。PVC 产量同比增速持续上升，而且上升呈加速形式，2009 年 7-9 月，国内 PVC 产量同比增速分

别为 5%、25%、51%，自给率也从 82% 上升到 89%。在上述因素的作用下，我们认为 PVC 价格上涨将是更加确定的。

A 股上市公司中生产 PVC 的企业主要有 8 家，对比 2006-2008 年各公司 PVC 的毛利率，我们可以清楚的看到，始终居于前面的上市公司主要有：英力特、中泰化学、新疆天业、湖北宜化，而金路集团、氯碱化工、亚星化学、ST 金化的 PVC 产品的毛利率水平处于行业较低水平。2010 年我们主要看好英力特和中泰化学。

第二：消费回暖带动利润向下游传递

随着人民生活水平和环保意识的大幅提升，改性塑料行业获得了长足的发展，目前国内改性塑料市场容量约占塑料树脂消费总量的 10% 左右。，“以塑代钢”、“以塑代木”正在成为人类社会生产和消费的一种趋势。我国的塑钢比（塑料消费量：钢铁消费量，体积比）只有 30: 70，还大大低于发达国家和世界平均水平（美国 70: 30，德国 63: 37，世界平均 50: 50）。目前我国的人均塑料消费量与世界发达国家相比还有较大差距，改性塑料行业作为塑料加工行业大类中发展较快且发展潜力较大的一个子类行业，预计在未来的 5-10 年内，其总的市场需求量仍将保持 10% 以上的年增长率。

金发科技是改性塑料行业龙头企业，具有相当的规模优势及研发优势，行业进入也有一定的壁垒，公司质地优良。预计 2009、2010 年公司 EPS 分别为 0.23 元/股和 0.50 元/股，给予买入的评级。

第三：关注资产注入与重组的投资机会

资产注入与重组是资本市场永远的题材，而且机会只出现在个股上。如果现在预期未来的资产注入与重组，不确定性肯定是比较大的，但对于有依据可寻的公司，我们认为对 2010 年仍然值得关注。如东华能源和红太阳。

6.7 商业

从经济复苏加速、温和通胀预期、经济结构调整的角度看，扩大内需的消费行业无疑是受益最多、最受扶持的行业；而假如一旦出现经济过热、通胀加剧，导致货币政策被迫提前收紧，流动性出现明显回落，则消费行业相比投资驱动型行业而言，也将是受影响最小的行业。

从布局 2010 年的角度考虑，我们看好消费中的批发零售行业。支持这一观点的主要理由是：1) 09 年是零售企业业绩增速的低谷，低基数意味着高成长，从业绩成长性的角度，该板块具有被持续看好的依据。2) 长期发展趋势来看，诸多因素支撑中国消费增长。作为主要消费群体的青壮年(年龄为 25 岁~49 岁)人口比例上升；城市人口随着城市化进程的发展，其比重也在逐渐上升；居民收入方面，城镇居民的每人年均可支配收入近十年间增长了两倍，农村居民家庭人均年纯收入也增长了 1.2 倍。3) 此外，就消费的增长空间来看，2008 年中国居民的消费为 10.85 万亿元人民币，仅占 GDP 的 35%，远低于美国 70% 左右的占比，消费未来还有较大的增长空间。

我们把商业行业的投资主线分为三种：第一种是看企业的“业绩”，即企业现在的业绩很好，业绩增长确定性很强；第二种是看企业的“潜力”，即公司目前看由于各种原因业绩暂不能释放、但具有业绩正常释放的可能，也就是实现“潜力”公司向“业绩”公司的转化；第三种是看企业的“故事”，即公司具有丰富的题材值得炒作，这些题材短期内对上市公司不构成实质的影响，但一旦故事变成现实，将立即从“故事公司”向“潜力公司”甚至“业绩公司”升级。

在选时方面，我们大体预判：前半周期（上半年）以看企业基本面为主，选择业绩增长较快、且估值相对合理的公司；到后半周期（下半年），我们侧重该板块的防御性。尤其关注通胀加剧可能带来的超市行业的超预期。

具体投资策略上我们关注 4 类公司：

（1）高弹性的百货类，收入增长向利润增长转化的公司

这其中，我们更关注二线城市和中西部地区，因为这一地区相对一线城市竞争相对缓和，利润率较高。我们关注近一两年扩张快速、扩张成本较低的公司，一方面，他们自有物业比例较大，能够享受地产升值；另一方面，在消费环境好转时，凭借较大的规模，能够快速的实现从收入到利润的转化。我们推荐：银座股份、欧亚集团。

（2）受益于房地产和消费政策的家电流通企业

渠道价值在产销链条上的地位应该越来越重要。家电下乡虽解了制造企业的燃眉之急，挽救了一批企业，帮了他们的大忙，但我们应看到，更大的份额仍掌握在渠道商之手，特别是以旧换新的份额。苏宁电器的行业占有率不足 10%，仍有提升空间；同时我们也看到了苏宁电器“二次创业”的努力。推荐：苏宁电器。

(3) 主题性投资品种

在重组题材中，我们认为整合者有实力、被整合者有价值。北京国资委 2009 年半年的工作会议上，北京市国资委负责人曾明确表示，将直接出资企业重组到 40 家左右。而北京国资委下属的商业企业集团就有十余家，整合一触即发，未来应关注以王府井为主的国资龙头商业企业、以及西单商场的被并购价值。

上海商业股具备整合、世博等多种题材，重点关注豫园商城、新世界、友谊股份。

(4) 积极关注通胀加剧可能带来的超市行业的超预期

超市板块年初以来涨幅较小，主要是 CPI 压制业绩难有起色。如果通胀压力加剧，超过 3%，甚至达到 5%，则可能带动超市的同店增长超过 10%-15%。积极关注通胀加剧带来的超市业绩超预期。

扣除物价因素，食品类消费一直是在我国居消费中非常稳定的一个部分。这也保证了超市类企业在价格冲击消失后可以保持较为稳定的增长态势，具有良好的防御性特征。日用品的消费速度则波动较大，但 10 余年来一直保持着增长势头。随着食品价格指数的恢复，超市公司同店增长走出低谷。武汉中百前三季度可比门店增长分别为-2%，6%和 8%，前 3 季度累计值为 5%，09 年各季收入增幅逐步提高，分别为 7.6%，14.5%和 15.6%，收入增长主要来自同店增长的提高。下半年若通胀加剧，则超市的内生增长有可能超预期。

推荐：武汉中百、以及拥有联华超市股权的友谊股份。

6.8 食品饮料

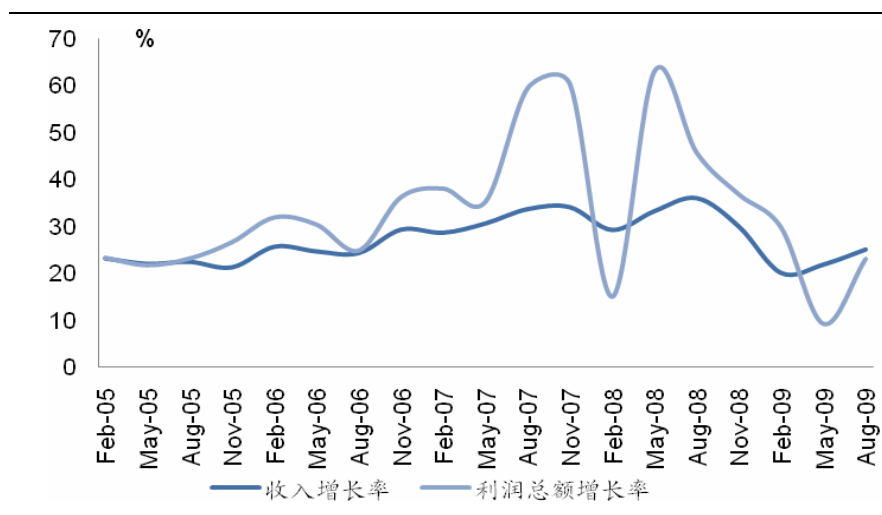
我们认为，被经济危机中断的消费升级重新开始，食品饮料受益。2010 年经济增长的推动力“三驾马车”中唯有消费是内生性较强并且可持续的，促进居民消费增长将是我国政府在未来较长时期内的政策导向。宏观经济环境好转带来居民消费能力全面上升，将会直接刺激以商业零售和食品饮料为代表的日常消费品。我们宏观报告判断目前是新一轮经济复苏的起点，我们就相应判断目前是新一轮消费升级开始的起点，再加之行业进可攻、退可守的特性，看好 2010 年食品饮料行业。

白酒：中档酒升级，高档酒恢复

09 年白酒行业呈现出典型的前低后高的发展趋势，主要得益于经济的恢复带动白酒消费的恢复。具体来看，白酒行业呈现出明显的两极分化的局面：高端白酒（零售价格在 500 左右及以上）停止了前几年量价齐升的局面，在主要厂商均采取控

货保价的前提下，零售价格保持平稳运行，但是销量却有不同幅度的下降；与此对应的中低档白酒却快速发展，主要二线白酒品牌收入均快速增长。我们认为出现上述事实的主要原因是两个酒类消费群体的区别。高档白酒主要用于政务消费和商务消费，以及少量的自饮需求；中低档酒则主要用于自饮。在经济下行阶段，国家紧缩财政开支、企业税收减少活跃程度降低，导致政务和商务消费需求下降，但是主要用于自饮需求的中低档酒则由于相应消费者储蓄存款的缓冲垫，降幅相对较低。对于明年白酒行业的运行情况，我们认为今年的低增长为明年高速增长奠定了较好的基础，但是短期内高档酒高景气度的量价齐升难再现，主要是以恢复性增长为主；中低档酒仍将维持较高的景气度，主要是受益于高档酒前些年的提价打开了中低档酒的上升空间。

图 48：白酒行业收入、利润增速回升，毛利率小幅下滑



资料来源：Wind，渤海证券研究所

葡萄酒：消费潜力大，消费习惯改变需要时间

葡萄酒在我国消费习惯仍然不成熟，人均消费量仍然低于世界平均水平及其他主要国家，虽然在经济下行阶段受负面影响较大。但是行业仍有较大的增长潜力，当前随着经济的逐步好转，行业的恢复情况也比较快。如今行业竞争格局呈现出三足鼎立、二线品牌众多的局面。三大品牌中，王朝酒业业绩增长停滞不前，长城葡萄酒和张裕 A 的业绩则呈现出持续增长的态势。从葡萄质量来看，我国西部地区具有一定的原料优势，张裕在宁夏、威龙在武威均建立自己的葡萄基地，西部企业中莫高股份在全国招商布局。对于国产葡萄酒和进口葡萄酒的竞争，我们认为不能避免的，国产和进口葡萄酒各有利弊。对于进口葡萄酒来讲：①葡萄酒属于舶来品，消费者会倾向于认为国外葡萄酒品质好；②进口品牌鱼龙混杂；③除了少数国际知名品牌之外，进口葡萄酒并没有确立起品牌优势。对于国产葡萄酒而言：①国产葡萄酒有一定的消费基础和品牌认知；②在税率负担上来讲，进口葡萄酒在进口环节的税负较高；③国产葡萄酒在国内渠道的建设上具有优势；④国产品牌的最大劣势在于行业竞争混乱，质量管理不规范，导致消费者认知混乱。我们认为未来两者仍

将是一个互相竞争、共同进步的关系。

啤酒：成本下降带来的利润高成长结束，地域整合继续

从 08、09 年的增长情况来看，整个行业快速增长的局面基本结束，这两年都维持着 10%以下的增速。目前我国人均啤酒消费与世界平均水平接近，低于欧洲和美国人均消费水平，但是我国啤酒城乡人均差距较大，因此未来整个啤酒行业成长的空间在于农村人均销量的提升，或者说在于城市化的推动作用。行业毛利率有望进一步回归到 33%-34%的水平。从目前数据统计情况来看，华润第一的地位难以撼动，华润、燕京和青啤都有自己较强的势力范围，未来行业销量很难恢复到高增速，公司业绩的发展主要来源于：一是现有销售规模进行产品结构提升；二是进一步提高自身已覆盖区域的市场占有率；三是新进入市场的逐渐贡献。

总体上，我们认为随着经济的好转，2010 年中断的消费升级将会继续，给予白酒、葡萄酒、啤酒买入评级，给予乳制品中性评级；推荐：水井坊、贵州茅台、泸州老窖、张裕 A、燕京啤酒。同时 2010 年世博会可能会为上海地区的相关上市公司带来机会，主要包括光明乳业、金枫酒业。

6.9 通信行业

我们看好电信增值服务业，主要理由在于：

第一：短信业务增速下降，手机上网开始流行

2009 年前三季度，移动增值服务市场规模（以 SP、CP 的收入计量）为 1158.4 亿元，同比增长 29%。

传统的移动增值业务——短信的增速持续下降。2009 年第 3 季度，短信收入占移动增值业务的比例从去年同期的 74.0 下降至 69.8%。移动增值业务的增长主要来自 WAP（手机上网）等业务的发展。2009 第 3 季度，WAP 市场规模达到 43.9 亿元，占移动增值市场的 12.2%，较上季度增长 3.6 个百分点，比去年同期提高 6 个百分点。

据 CNNIC 的调查，2009 年 6 月底，中国手机网民规模为 1.55 亿，比年初增加了 3779 万；2009 年 8 月底，中国手机网民进一步增至 1.8 亿，手机网民占到整体手机使用人数的 34.2%。同时，调查还显示，手机网民平均每天上网达 97 分钟，每周上网达 11.3 小时，手机作为新媒体的影响力逐步提高。

手机网民的快速增长源于以下几方面的原因：（1）3G 牌照发放后，运营商下调 GPRS 数据流量资费，推出多种包月 GPRS 套餐等；（2）随着具有上网功能手机的普及以及手机上网平台的便利，手机上网成为时尚潮流；（3）手机网络上的内容在数量和质量上明显提升，手机游戏、手机文学、手机博客、手机视频都发展迅猛，给用户提供了更为丰富的体验。

可以预期，随着网速的提高，手机网民的增加，手机互联网上应用的服务将越来越丰富。未来几年，中国移动互联网市场规模有望保持 50% 以上的年均增长率。

第二：移动互联网的开放性将进一步扩大

移动互联网已经具备一定的开放性，已经形成多方竞争的格局。传统互联网企业、专业的移动增值服务商、运营商都已经建立了手机上网的门户。未来，运营商为了获得数据业务的流量费与信息费，争夺用户粘性，会继续扩大移动互联网的开放性。同时，运营商也不甘心沦为语音和数据管道，会继续向信息服务提供商转型。中国移动正在全国建设 8 大增值业务运营基地。

百度、Google、淘宝等互联网公司也已经进军移动互联网市场；以诺基亚为代表的终端厂商已正在渗透移动互联网业务。

运营商、专业的增值服务商（包括内容提供商）、传统互联网企业、终端厂商都将在移动互联网展开竞争。这将对移动增值行业产生几个方面的影响：

（1）渠道日趋多样化，运营商垄断渠道的风险减小。过去运营商提供在 WAP 门户、营销渠道、计费收费通道上都占据绝对的优势；未来，非运营商 WAP 门户，手机内置、第三方支付（如手机上的支付宝）等将形成有力的竞争；渠道多样化将鼓励竞争，促进行业的发展；

（2）跨行业厂商的合作越来越普遍。一，运营商将加强与终端厂商的合作，定制终端将成为运营商推动新业务的重要手段，定制手机、定制手机阅读终端将迎来快速发展期；二，运营商与专业的增值服务商合作将更为紧密，中国联通、中国电信在 3G 市场上的追赶，将改变中国移动在增值业务市场上一家独大的局面，运营商之间的竞争将使得运营商加强与专业增值服务商的合作；三，终端厂商与增值服务商的合作也将更为紧密，如空中网与诺基亚在资本、业务层面都达成了合作。

(3) 内容的价值将提升。渠道多样化, 参与厂商增加, 行业规模扩大, 这些都将提升内容的价值。电子书、手机软件、手机游戏、手机动漫、视频等内容提供商将大为受益。移动互联网对于传统媒体也是一种机会, 一些传统的内容资源将在手机领域开辟新的营收渠道。

未来几年, 手机游戏、手机软件、手机搜索、手机阅读、手机动漫、手机视频将持续高增长。

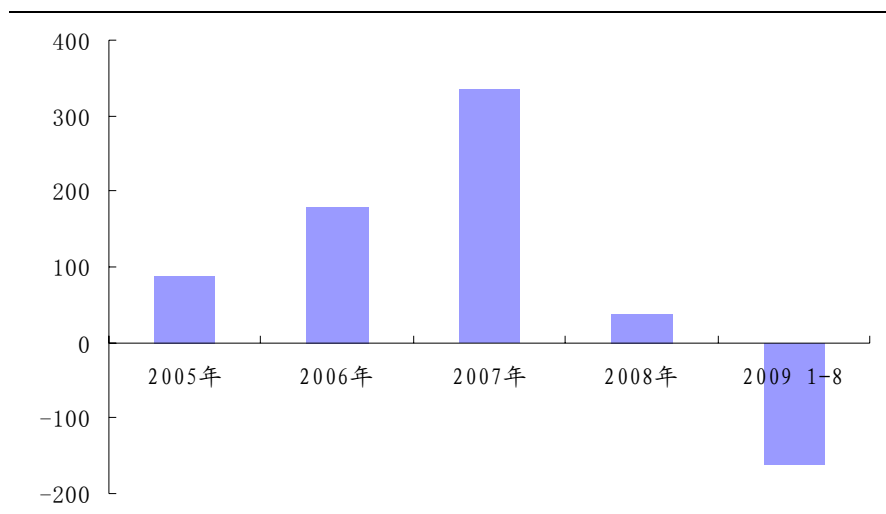
当前电信增值行业仍处于发展初期, 未来增长空间巨大。今年资费下调已经推动了 WAP 业务的发展, 手机游戏等业务暴发式增长。从四季度开始, 3G 用户将加快增长。明年, 手机视频、手机游戏、手机动漫、手机支付等业务都会呈现暴发增长的态势。明年电信增值服务商有望迎来高增长, 给予行业“买入”评级。继续推荐买入拓维信息。

6.10 电力设备

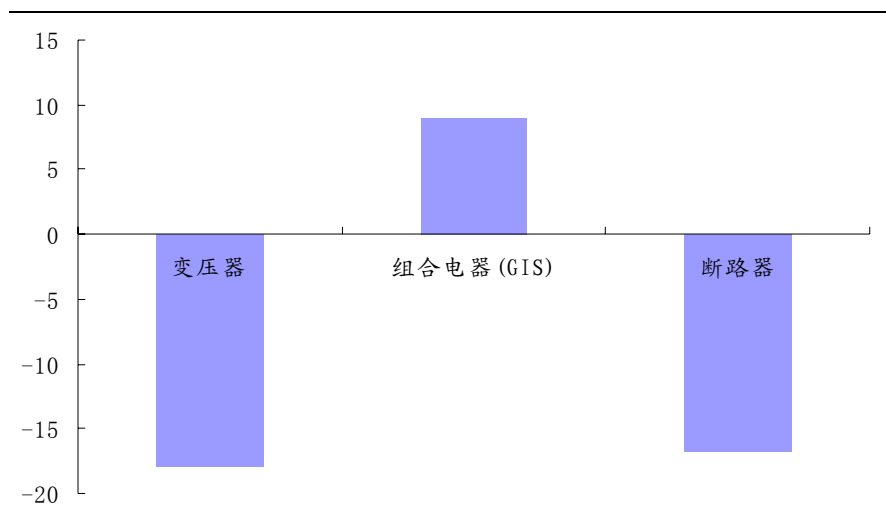
我们看好 2010 年电力设备行业, 主要基于以下三个方面:

第一, 销售电价上调, 输变电需求有保证

电网公司每年的设备采购量一般占到行业内设备企业收入的 70% 以上, 电网投资规模水平的高低直接关系到输变电企业业绩的好坏, 如果当期招标数量的减少, 将给企业今后一段时间的业绩增长蒙上阴影。由于 2008 年 8 月 20 日, 发改委对全国火力发电上网电价平均每度提高 2 分钱, 以缓解煤价不断上涨对发电企业的压力; 但考虑到当时 CPI 上涨迅速, 因此同时又规定, 电网企业对电力用户的销售电价暂不做调整; 电网企业因上网电价提高而增加了购电成本支出。政策执行的结果是, 发电企业均扭亏为盈, 而供电行业却亏损严重。数据显示, 09 年前三季度, 国家电网利润完成额为 -160.5 亿元, 同比减少 218.1 亿元, 在国家电网 30 个地方公司中有 25 家公司亏损。电网企业出现亏损直接导致的结果就是 09 年招标量的惨淡。

图 49：国家电网 05 年以来的盈利情况

资料来源：国家电网网站，渤海证券研究所

图 50：国网 09 年集中招标变化情况 (%)

资料来源：国家电网网站，渤海证券研究所

为理顺电价关系，促进节能减排，进一步推进电价改革，自 2009 年 11 月 20 日起，国家发改委将全国销售电价每千瓦时平均提高 2.8 分钱。本次电价调整重点就是解决去年燃煤电厂上网电价提高对电网企业的影响，电价调整后，电网公司的盈利能力将大大提升。以 08 年售电量 26061 亿千瓦时计算，电价上调 2.8 分钱将为电网公司 2010 年提升盈利 550 亿元，这对输变电设备需求回暖将起到关键作用。

我们认为能源结构调整将使火电在整个电力结构中的比例逐步下降，维持行业见顶的判断。而水资源相对有限，加上水电本身又属于清洁能源，在碳排放压力不

断加大的情况下，各发电集团加快了水资源的争夺，行业投资并没有受到明显影响。因此，与火电相关设备低迷相比，水电设备行业回暖趋势更为显著。

第二，智能电网引领电力投资的未来

传统电网由于不支持大规模间歇性电源与分布式电源接入，输电损失巨大，并且用户侧无法互动。尤其是随着各国新能源比重的不断上升，也使得传统电网面临巨大的挑战。相比之下，智能电网作为先进信息技术和高级物理电网的充分结合，是电网发展的大势所趋。

表 10：智能电网的优势

	传统电网	智能电网
发电	发电效率低下	兼容各类新能源，效率高
输变电	输电损耗大	输电损耗小
用电	用电缺少监控、人工抄表、用户无法互动	支持远程抄表、支持用户互动
整体系统	电网运行不稳定、排除故障缓慢	优化电网运行，电网稳定性高，具有自愈功能

资料来源：渤海证券研究所

09 年 5 月，国家电网正式对公布了中国的“坚强智能电网”计划。其规划和目标：在加快建设由 1000 千伏交流和±800 千伏、±1000 千伏直流构成的特高压骨干网架，围绕发电、输电、变电、配电、用电、调度等主要环节和信息化建设等方面，分阶段推进坚强智能电网发展，到 2020 年，将全面建成统一的坚强智能电网。

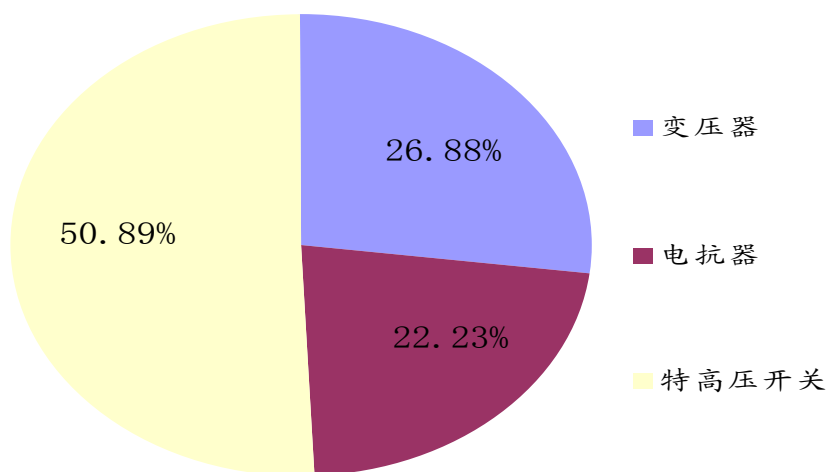
紧跟节奏找投资机会。我国的智能电网建设体现阶段性的特点，2009-2010 年是规划试点阶段，20011-2015 年是全面建设阶段，2016-2020 年是引领提升阶段。

①规划试点阶段：技术及管理标准的制定者将主要以中国电力科学研究院和国网电力科学研究院为主，受益的上市公司也可能只有国电南瑞一家，公司有可能在智能电网标准编写中起到关键作用、甚至是主导作用。

②特高压将主要贯穿前两个阶段：根据建设“坚强”智能电网的需要，特高压骨干网的建设将贯穿前两个阶段。根据国网规划，公司计划到 2020 年，建成特高压交流变电站 53 座，变电容量 3.36 亿千伏安，线路长度 4.45 万公里，预计总投入约 3500 亿元，加上南方电网的特高压投入，到 2020 年，我国特高压交流的投入将超过 4000 亿元。根据晋东南-南阳-荆门特高压主要设备投资情况，交流线路对组合电器开关（GIS）的采购金额远高于变压器，因此，受益行业由大到小依次将为 GIS、变压器和电抗器。上市公司中平高电气、许继电气、特变电工、天威保变将长久受益。

③全面建设和引领提升阶段看好二次设备。

图 51: 晋东南-南阳-荆门 1000kV 特高压线路设备份额



资料来源：渤海证券研究所

第三，低碳经济时代日渐到来

美国总统奥巴马的来访更是引发了整个低碳板块的爆发。但真正的高潮还未到来，09 年 12 月，联合国将在哥本哈根举行全球气候大会，重新讨论和界定“后京都时代”的碳减排义务、减排量指标等条件。鉴于此次会谈的巨大历史性意义，我们认为低碳经济届时将会真正掀起高潮。从实现低碳经济的主要途径考虑，建议关注三大板块：节能、清洁能源和低碳技术。

节能的重点是工业。我国工业能耗占全国总能耗的 70% 以上，工业排放的污染物化学需氧量、二氧化硫分别占全国的 37% 和 87%。因此，工业节能减排的成效，直接关系到“十一五”节能减排目标能否实现。

表 11: 节能类主要相关上市公司

领域	公司	代码	描述
工业 节能	华光股份	600475	能生产大型燃气电站余热锅炉、垃圾发电炉和循环流化床锅炉。为壳牌在国内的合作伙伴，国内首家生产壳牌气化炉的供应商。
	海陆重工	002255	工业级余热锅炉设备商
	荣信股份	002123	主导产品 SVC 和高压大功率变频调速系统等
	置信电气	600517	节能型的非晶合金变压器
	智光电气	002169	智能高压大功率变频调速系统
高效 照明	浙江阳光	600261	低气压放电的节能电光源，包括一体化节能灯，T5 节能荧光灯和特种光源及灯具
	佛山照明	000541	我国电光源行业的龙头企业
	雪莱特	002076	节能照明灯

建筑	泰豪科技	600590	国内智能建筑电气产业
节能	烟台万华	600309	MDI 为主的异氰酸酯系列，芳香多胺系列，热塑性聚氨酯弹性体系列产品

资料来源：渤海证券研究所

金融危机为新能源发展提供了机遇。当前，为应对金融危机，各国都将新能源产业发展提升至前所未有的高度。中国目前能源结构中，近 80% 为煤电，对煤炭的高度依赖是近来二氧化碳排放量增加的主要原因，其增速已超过了能源消费的增长速度。据统计，目前煤炭碳平均兆瓦时碳排放达到了 1.2 吨，可以说，逐步改善以煤炭为主的能源结构是中国必须要着力解决的问题，而大力发展新能源则是解决这一问题的有效途径。国家能源局局长张国宝透露，新能源产业振兴规划的讨论稿已经通过，将在条件成熟的时候适当出台。根据预期，振兴规划中新能源的指标比重将会大大提高，预计到 2020 年，风电将由目前规划的 3000 万千瓦上升到 1 亿千瓦，核电由 4000 万千瓦上升到 7000 万千瓦，光伏发电由 180 万千瓦上升到 1500 万千瓦。

表 12: 新能源类主要相关上市公司

领域	公司	代码	描述
风电	金风科技	002202	国内大型专业风电整机龙头制造企业，08 年国内市场份额第二，预计 2010 年兆瓦级产能达到 2000 台以上
	东方电气	600875	风电发展迅速，产业链相对较为完善，已占据国内市场份额第三的位置，09 年产能预计将达到 1500 台
	华锐铸钢	002204	依托华锐风电，在风电铸件、锻件方面发展迅速
	湘电股份	600416	国内 2 兆瓦风电整机的领跑者
	上海电气	601727	起步较晚，但后劲十足，09 年预计风机产能达到 500 台，2010 年达到 800-1000 台
	中材科技	002080	国内风电叶片的主要生产商，09 年公司的销量有望达到 500-600 套，2010 年公司新建 500 套酒泉叶片基地也将建成投产，届时将形成年产 1300 套风机叶片的产能
	天马股份	002122	公司主要的风电产品为偏航和变桨风电轴承，09 年交货额在 10 亿元左右
太阳能	天威保变	600550	业务包括多晶硅、晶体硅电池片、组件以及薄膜电池，国内光伏产业链最完整的龙头企业
	南玻 A	000012	宜昌多晶硅生产线已经投产，计划投资太阳能生产线，超白压延玻璃生产，主要用于电池组件封装，具有电池片组件生产加工能力
	孚日股份	002083	具有 CIGS 生产线
	托日新能	002218	国内薄膜电池龙头生产企业，同时涉及硅片和晶体硅电池片生产
	川投能源	600674	公司持有新光硅业 38.9% 的股权
核电	东方电气	600875	

请务必阅读正文之后的免责条款部分 公司核电业务市场份额占到国内核电设备投资总额的 25% 以上，已有的订单包括岭澳二期、红沿河、宁德、方家山和福清核电站的常规岛汽轮发电机组，以及采用法国三代技术的核电站台山项目 2×1750MW

		汽轮发电机组。核岛设备方面，持有岭澳二期和红沿河部分稳压器订单，海阳 AP1000 机组 2 台稳压器订单
上海电气	601727	主要生产二代改进型和第三代技术核电的压水堆核岛主设备包括压力容器、蒸发器、稳压器等关键部件
中核科技	000777	公司是国内上市公司中核电站关键阀门的唯一供货商，具备核一、二、三级阀门的生产制造能力
华锐铸钢	002204	公司具有气缸体的生产能力，在研产品为核电站主泵泵壳，竞争能力较强
海陆重工	002255	公司的核电产品是电站的辅助设备吊篮
奥特迅	002227	核电站电力电源系统

资料来源：渤海证券研究所

发展低碳经济受不同国家的能源结构、环境资源等因素影响。对我国而言，煤炭是主要能源，虽然其在未来能源结构中的比例将会不断降低，但作为最大的能源矿种，煤炭在我国能源消费的主导地位还将持续相当长的时期，因此大力实施煤炭净化技术是我国未来能源消费结构改善的一个基本任务。目前，在燃煤发电技术方面，中国已经通过建设规模更大、效率更高的世界一流发电厂取得了长足的进步，技术主要包括亚临界、超临界、超超临界和 IGCC（整体气化联合循环发电）。

表 13：涉及 IGCC 技术的国内主要相关上市公司

公司	代码	描述
东方电气	600875	能生产 IGCC 大型燃气轮机，余热锅炉
上海电气	601727	能生产 IGCC 大型燃气轮机，余热锅炉
中核科技	000777	阀门提供商
华光股份	600475	能生产大型燃气电站余热锅炉、垃圾发电炉和循环流化床锅炉。为壳牌在国内的合作伙伴，国内首家生产壳牌气化炉的供应商。

资料来源：渤海证券研究所

综合而言，2010 年我们认为新能源行业、输变电行业未仍会延续高成长性，给予“买入”评级，火电相关设备景气见顶迹象明显，给予“中性”评级。上市公司推荐：华锐铸钢、荣信股份、国电南瑞、天威保变。

6.11 房地产

尽管我们依然认为，2010 年二级房地产市场仍将呈现价升、量增的局面，但货币紧缩及房价过快上涨导致市场调控等政策压力逐步显现。考虑到抑制房价仍将从增供给抑需求出发，我们认为一级土地开发相对于二级房地产市场存在政策优势。

此外，迫于财政压力，地方政府 2010 年将加大土地出让力度，而销售面积的增长、新开工面积的加速以及单宗土地建筑面积的下降都将拉动 2010 年土地购置面积的增长，预计其增速将达到 29.91%，因此综合分析，我们更看好一级土地开发市场。相对于二级房地产市场而言，一级土地开发所存在的政策优势主要体现在两个方面：

首先，房价的过快上涨必将引致的政府调控，而调控将主要从加快土地出让及现有项目的开发进度等层面入手，以加大商品房供给，同时打压投资性需求和部分改善型需求，这种“加快供给、抑制需求”的调控方式无疑利好一级土地开发。

其次，国家政策提升一级土地开发商土地增值空间的同时，相应压缩了二级开发商在项目开发周期中享有的土地溢价。2002 年 5 月 9 日《招标投标挂牌出让国有土地使用权规定》要求商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地，必须以招标、拍卖或者挂牌方式出让。这决定了，土地的价高者得，增加了政府和一级土地开发商的享有的土地溢价，但压缩了二级开发商享有土地溢价的空间。进而，2009 年 11 月 10 日《限制用地项目目录（2006 年本增补本）》要求商品住宅宗地出让面积不得超过下列标准：小城市（镇）7 公顷，中等城市 14 公顷，大城市 20 公顷。这在增加土地出让环节竞争程度，提高土地溢价空间的同时，也进一步压缩了二级开发商在项目开发周期中享有的土地溢价。因此，土地出让的招牌挂以及土地出让规模的限制，使得一级土地开发商分享更多的土地溢价，但压缩了二级开发商享有土地增值的空间。

除政策优势外，供需两旺的土地市场也是我们看好一级土地开发商的原因之一。由于房价的上涨，地价的回升以及地方政府财政压力的逐渐加大，2010 年土地出让的规模将有所提升。而土地购置面积与商品房新开工面积的强相关性，土地购置面积相对于商品房销售面积偏低以及单宗土地建筑面积的持续下降都将拉动 10 年土地购置面积增长 29.91%。

综上所述，我们在担心房地产市场调控风险的同时，在土地供需旺盛、房地价上涨的局面下，更加看好具有政策优势和土地溢价的独享和先发优势的一级土地开发商或一二级联动房地产开发商，于是推荐买入中铁二局和九龙山。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

银行行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

非银行金融行业研究
江艳
+86 10 5836 2783

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

钢铁行业研究
刘勇
+86 10 5836 2789

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

中药/制剂/药商业行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

原料药/生物药/医疗器械行业研究
吴洋
+86 10 5836 2785

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

宏观产业研究
张雷
+86 22 2845 1705

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水西道八号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn