

周期性回升与结构性制约下的布局

穆启国

(021) 5010 6020
mugg@lhq.com

刘湘宁

(0755) 8249 2026
liuxn@lhq.com

宋曦

(0755) 8249 2009
songxi@lhq.com

冶小梅

(0755) 8249 3609
yexm@lhq.com

戴爽

(0755) 8249 2172
daishuang@lhq.com

冯伟

(0755) 8236 4467
daishuang@lhq.com

刘国宏

(0755) 8236 4412
zhuic@lhq.com

朱俊春

(021) 5010 6022
zhuic@lhq.com

09 年我们不能因为结构性问题而否认周期性回升, 同样 10 年我们也不能因为周期回升而否认结构性问题的制约。A 股市场长期向上驱动力来自于结构性问题的逐步改善和解决。上行趋势有望持续到 10 年的 2-3 月, 二季度市场面临调整的压力, 风险在于保增长政策退出和供求关系冲击。人民币国际化进程下培育具备深度和流动性的金融市场, 以及银行遭遇资本金瓶颈等问题使得股票融资压力增加, 三四季度市场表现依赖于全球再平衡解决的进度和程度。

市场判断: 一季度上行, 二季度回落, 下半年震荡上行

流动性: 政策效应衰减, 一季度方向依然偏正向。金融市场流动性主要有三方面驱动: 一是由于商业银行信贷增加较快所形成的货币乘数攀升; 二是由于贸易或者 FDI 顺差形成的外汇储备并由此导致的基础货币发行; 三是货币流通速度提升导致的储蓄活化。10 年的流动性从政策驱动逐步转向内生性增长驱动, 信贷效应在逐步衰减, 人民币升值和储蓄活化是可能超预期的方向, 因此流动性虽然政策效应衰减, 但一季度方向依然中性偏正向。

经济增长: 一季度确定性回升, 持续性遭遇结构性制约。经济增长是由周期性波动与结构性趋势共同驱动的。从周期性来看, 经济增长更多的依赖于房地产投资和外围经济的好转; 从结构性来看, 经济增长持续性依赖于全球再平衡和国内的结构调整。根据历史经验, 全球经济增长方式调整应建立在制度创新或技术创新的基础上。虽然新能源、环保产业、信息产业的技术正在逐步发展, 但目前仍难以独立撬动经济周期, 可以认为 2010 年的全球经济再平衡必然是量变, 而不是质变。全球未来的消费引擎向发达国家和新兴市场双驱动切换, 全球的经济增速难以回到以往的高速增长。

基于流动性、经济增长与通胀周期的投资时钟。当流动性下降, 而经济和通胀都是处于上升阶段时, 对于股票而言是最佳投资时期; 一季度的宏观设定支撑市场走强。

资金供求与估值:2010 年资金供小于求, 资金供给 9710 亿元, 股票供给 10490 亿元。结合部分项目进展, 以及历史融资季节分布 (往往在下半年), 还有发审委需要其报备年报等原因, 一季度往往资金供给充裕, 银行融资可能会集中出现在二三季度, 二季度资金压力最大。股票市场估值整体在历史平均附近, 大多行业已经超过历史平均, 因此从历史维度来看估值并没有明确方向。从外围市场和其他资产收益对比来看, 估值仍有提升空间。

投资主线: 以中游制造为主, 上下游的结构性机会

当前, 强周期行业面临固定资产投资增速下降、流动性下降、政策退出等不确定性, 而我们在 4 季度推荐的中下游行业的预计 2010 年基本面依然向好。但从市场估值来看, 周期性行业估值相对偏低, 而消费类的估值偏高。无论是逻辑推导还是实证检验, 可选消费“高位盘整”下, 超额收益将向中上游传递。上游资源虽受制于流动性回落, 但受益于需求量的回升和“去产能化”。09 流动性驱动使得商品出现与历史经验不一致的库存与价格同步上升, 10 年流动性驱动的“价涨”回归正常, 经济回升驱动的“量升”启动, 我们的配置主要寻找的是行业“量”点。我们认为周期性行业估值提升来自于政策调控、融资压力以及产能过剩等制约因素的消除, 或者是融资融券、股指期货等制度变革带来的大盘股的抵押价值提升; 而消费行业估值提升来自于业绩的超预期。金融虽估值偏低, 但市值占比大, 融资压力二季度之前难以消除, 因此一季度估值提升较难。综合下来我们建议 10 年 1 季度可以超配的行业包括: 交通运输、机械、化工、钢铁、煤炭、食品饮料、商业、农业、医药。

目 录

一、景气与盈利：保增长向调结构进行切换	6
流动性：政策效应衰减，一季度方向依然偏正向	6
经济增长：一季度确定性回升，持续性遭遇结构性制约	7
通胀：通胀预期依旧强烈，利润增长加速	9
历史经验：基于流动性、经济增长与通胀周期的投资时钟	10
二、市场判断：震荡格局	11
资金供求：2010 年资金供小于求，二季度股票供给压力最大	11
市场运行：估值结构与风格变化	14
市场运行态势预判	16
上证指数运行态势：1 季度上行，二季度回落，下半年震荡上行	16
上证指数波动区间：3000-3900	16
三、投资主线：在增长周期与调结构共振寻找超额收益	17
行业配置：以中游制造为主，上下游的结构性机会	18
可选消费“高位盘整”下，超额收益向中上游传递	18
上游资源受益于需求量的回升，受制于流动性回落	21
必需消费受益于景气与政策催化，受制于估值压力	24
主题投资：产能过剩背景中的资产重组与产业升级	27
资产重组	28
科技之新能源	29
科技之航空制造	31

图表目录

图 1、2009 年华泰联合行业配置指数显著超越基准指数.....	5
图 2、10 年的新增信贷与增速预测（按季度）	6
图 3、信贷长短期结构的变化(%).....	6
图 4、NDF 反映的预期人民币升值预期仍偏强	7
图 5、我国新增外汇占款与外汇储备	7
图 6、M2 中的其他存款.....	7
图 7、实际利率与储蓄活化	7
图 8、美国 GDP 增速环比和同比预测	8
图 9、中国 GDP 增速同比预测	8
图 10、美国企业库存销售比处于低位	9
图 11、美国制造、矿业和公用事业产能利用率恢复.....	9
图 12、房地产投资结构	9
图 13、房地产投资的资金来源结构	9
图 14、长债收益率小幅回落，短债收益率持平	10
图 15、10 年期 Tips 利差继续扩大，5 年期略有缩小.....	10
图 16、工业增加值月度同比（红色为预测）	10
图 17、市场盈利增速的环比和同比（从下至上）	10
图 18、经济周期中的细分周期	11
图 19、三个典型周期在中国的实际表现	11
图 20、资金供给端存量的各类别市场占比	12
图 21、新基金月度发行规模与上证指数涨跌之间的关系.....	12
图 22、A 股周新增开户数目与同期上证指数及有效帐户数比较.....	13
图 23、股改限售股与首发原股东限售股逐年解禁股份数和对应市值....	13
图 24、恒生 AH 溢价指数	15
图 25、10 年 PE、历史平均、债券收益率、租金收益率	15
图 26、风格指数	15
图 27、小盘股相对于大盘股的超额收益和估值	15
图 28、SP500 在 664 点底部以来的涨幅	17
图 29、1664 点以来行业涨幅	17
图 30、政策方向	18
图 31、国内内需催化路径	18
图 32、一、二、三线城市的人均 GDP	18
图 33、一线城市与韩国的人均 GDP 对比	18
图 34、房地产增速回升	19
图 35、一二线城市的销量与新开工占比	19
图 36、乘用车销量增速回落	19
图 37、乘用车产能开始扩张	19
图 38、可选消费-中游制造-上游资源的产业链传递.....	20

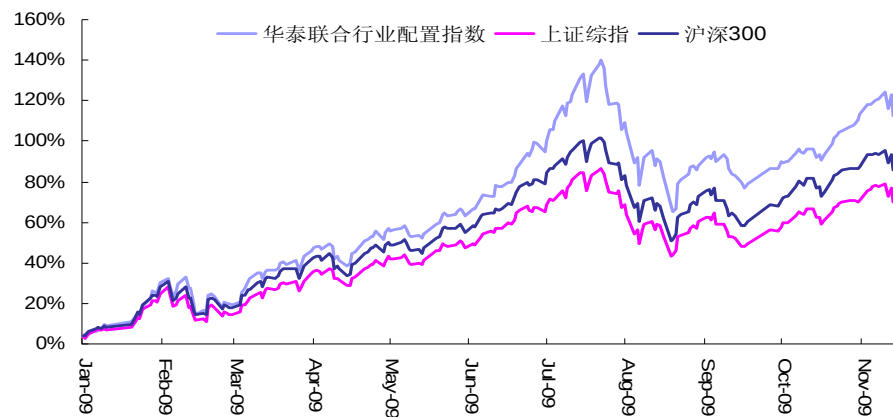
图 39、地产高位盘整时投资带动行业超额收益强于地产	20
图 40、地产高位盘整时投资带动行业超额收益强于地产	20
图 41、汽车零部件相对于汽车的超额收益	21
图 42、中上游行业的产能利用率	21
图 43、上游利润增速与 ppi 的关系	21
图 44、中游利润增速与 PPI 的关系	21
图 45、黄金/CRB 指数	22
图 46、BDI 指数强势上升	22
图 47、流动性促使铜价与库存同步上升	23
图 48、大宗商品 CRB 价格指数	23
图 49、经济回升带动运输量的回升逻辑图	24
图 50、食品饮料利润增速与 CPI	25
图 51、商业利润增速与 CPI	25
图 52、各行业 10 年 PE	26
图 53、10 年 PE 与均值溢价	26
图 54、10 年相对 PE 与均值溢价	26
图 55、各行业 10 年 PB	26
图 56、10 年 PB 与均值溢价	26
图 57、10 年相对 PB 与均值溢价	26
图 58、金融行业的市值占比国际比较	27
图 59、必需消费品行业的市值占比国际比较	27
图 60、美国产能利用率情况	28
图 61、美国人均 GDP 与人均钢铁、水泥产量对比	28
图 62、电信服务行业的市值占比国际比较	30
图 63、信息技术行业的市值占比国际比较	30
图 64、A 股新能源汽车产业投资标的网络图	31
 表 1、实际利率与 CPI 预测	7
表 2、投资时钟的各个阶段各大类资产历史年化收益率	11
表 3、情景假设下净利润增速预测	16
表 4、情景假设下的 A 股 DDM 估值	16
表 5、经济增长不同阶段下的金属和能源市场表现	22
表 6、各行业相对于上证指数的超额收益	23
表 7、主要行业并购重组展望	28

09 年我们不能因为结构性问题而否认周期性回升，同样 10 年我们也不能因为周期回升而否认结构性问题的制约。A 股市场长期向上的驱动力来自于结构性问题的逐步改善和解决。目前的上行趋势有望持续到 10 年的 2-3 月，二季度市场面临调整的压力，风险点在于保增长政策退出和供求关系冲击、人民币国际化进程下培育具备深度和流动性的金融市场，以及银行遭遇资本金瓶颈等问题使得股票融资压力增加。三、四季度的市场表现依赖于全球再平衡解决的进度和程度。

全球经济在刺激政策驱动下周期性底部已经显现，流动性逐渐步入上升的后期，经济增长向 8% 以上的中期演进，通胀也从底部回升并逐步转正，盈利增速也将加速上升；流动性步入后周期和估值回归合理的情况下，我们很难寄希望于估值的抬升，而经济增长和通胀的显性化使得盈利增速成为唯一可能超预期的逻辑。低利率以及定量宽松政策将变得不再完全合理，10 年也将翻开“全球再平衡”与“结构调整”的新篇章。

2009 年一季度我们主要推荐新能源和煤炭，二季度主要推荐了金融地产，三季度主要推了信息设备与机械，四季度主要推了中下游，整体我们行业配置指数显著超越基准。2010 年的投资主线我们更偏爱周期性因素与结构性政策共振的产业。

图 1、2009 年华泰联合行业配置指数显著超越基准指数



资料来源：联合证券研究所

中国经济在未来全球经济再平衡博弈中需在三个方面取得突破：（1）寻找和支持全球科技创新的方向；（2）通过产业升级在现有贸易格局中获胜；（3）消费驱动的内需增长模式逐步启动。从这方面来看，调结构政策的重心必然在科技、装备和消费三个领域，中下游行业政策环境逐步转好。但目前可选消费销量高位，销量增速难以超预期上升，利润提升会使得产能利用率提高和资本支出增加，超额收益有望逐步向产业链的中上游转移；资源在流动性回落的背景下价格强势上升概率较小，而经济回升带动的“量涨”催化结构性机会，因此受益于资源需求量回升、供给结构改善、防范政策调控、估值偏低等原因催化交通运输和煤炭。综合来看，结合估值、历史超额收益，我们建议投资重点关注中游行业，以及上下游的结构性机会。

一、景气与盈利：保增长向调结构进行切换

流动性：政策效应衰减，一季度方向依然偏正向

金融市场流动性主要有三方面驱动：一是由于商业银行信贷增加较快所形成的货币乘数攀升；二是由于贸易或者 FDI 顺差形成的外汇储备并由此导致的基础货币发行；三是货币流通速度提升导致的储蓄活化。10 年的流动性从政策驱动逐步转向内生性增长驱动，信贷效应在逐步衰减，人民币升值和储蓄活化是可能超预期的方向，因此流动性虽然政策效应衰减，但一季度方向依然中性偏正向。

保增长政策逐步退出使得信贷规模逐步回落至正常水平已成市场一致预期。从时间节奏来看，1 季度依然是信贷相对宽松的时候，但在保增长政策渐进退出的背景下很难象 09 年一季度那样宽松。此后随着 CPI、GDP 增速与资产价格上升会使得货币政策调整进程有可能加快，国内 4 月出现负利率和国际经济恢复的背景下，我们宏观分析师认为货币政策在二季度可能调整。新增信贷总量收缩的情况下，信贷结构流向是我们 10 年重点关注的方面。信贷支持对于需求仅受通胀预期推动的行业、产能过剩的行业、不符合节能减排的行业有望进一步缩小。

图 2、10 年的新增信贷与增速预测（按季度）

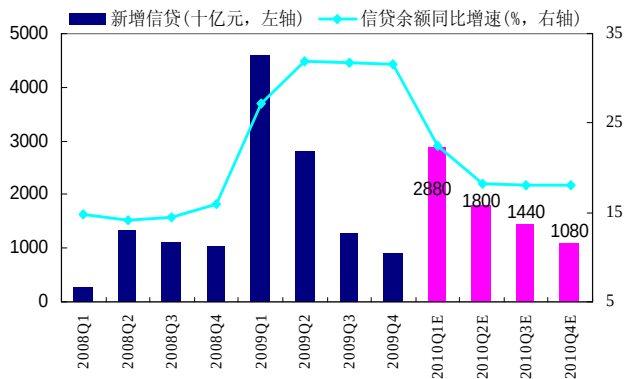
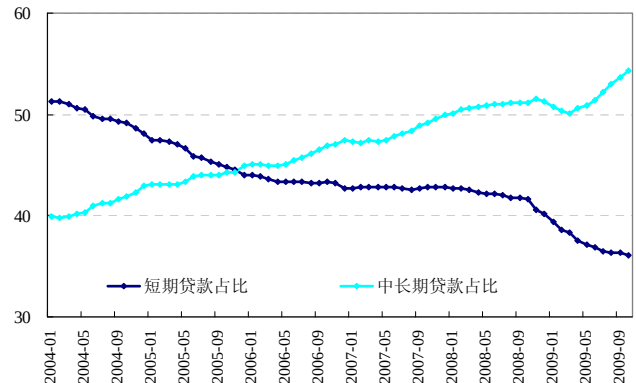


图 3、信贷长短期结构的变化(%)



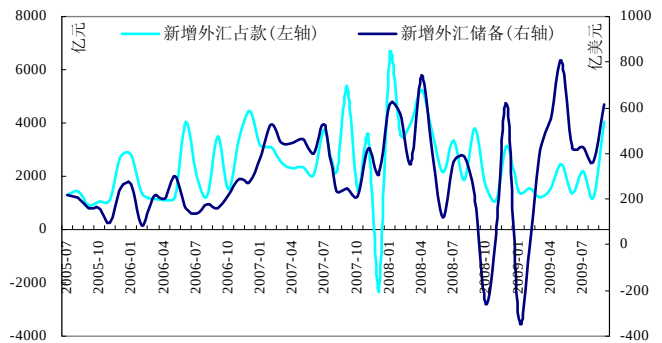
资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

在人民币国际化预期增强和央行非全额对冲的设定下，外部资金流入成为一个显著的正向因素，这将改善 09 年基础货币增速连续下降的货币供给结构性问题。通胀逐步显性化过程中，实际利率为负将催化居民储蓄活化进程加快。基于联合宏观分析师的 cpi 预测，中国明年 4 月份出现负利率已成为大概率事件，这将对资本市场的资金流入有着正面的催化作用。由于 M1 主要是企业活期储蓄，更多的表明实体经济的活动日益活跃，对于股票市场的资金来说，我们更为关注的居民储蓄活化的情况和保证金的变化。在实际利率下降的 10 年，居民储蓄活化进程有望加快。

图 4、NDF 反映的预期人民币升值预期仍偏强



图 5、我国新增外汇占款与外汇储备



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

表 1、实际利率与 CPI 预测

单位: %

日期	1 年期定存利率	中性预测	CPI 悲观预测	乐观预测	中性预测	实际利率 悲观预测	乐观预测
2009-10	2.25	-0.3			2.58		
2009-11	2.25	0.6			1.67		
2009-12	2.25	1.2			1.00		
2010-01	2.25	1.4	0.9	1.0	0.81	1.31	1.21
2010-02	2.25	1.2	2.8	2.1	1.01	(0.50)	0.20
2010-03	2.25	1.8	2.1	2.0	0.41	0.12	0.21
2010-04	2.25	2.5	2.0	2.1	(0.30)	0.22	0.11
2010-05	2.25	2.7	2.1	2.7	(0.49)	0.13	(0.49)
2010-06	2.25	2.5	1.8	3.6	(0.28)	0.44	(1.39)
2010-07	2.25	2.3	1.8	4.6	(0.07)	0.44	(2.31)
2010-08	2.25	2.5	1.5	5.3	(0.29)	0.73	(3.06)
2010-09	2.25	3.2	1.7	5.1	(0.93)	0.51	(2.89)
2010-10	2.25	3.1	2.0	5.4	(0.83)	0.20	(3.10)
2010-11	2.25	2.7	1.6	6.0	(0.42)	0.61	(3.74)
2010-12	2.25	2.3	1.6	6.6	(0.06)	0.67	(4.33)

资料来源: 联合证券研究所宏观组

图 6、M2 中的其他存款

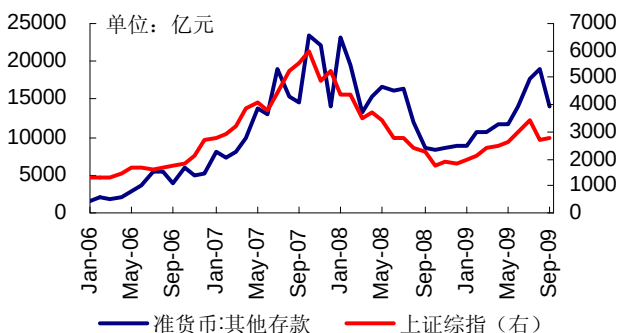
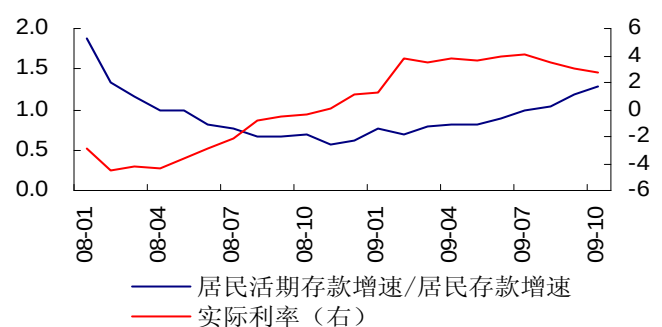


图 7、实际利率与储蓄活化



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

经济增长: 一季度确定性回升, 持续性遭遇结构性制约

经济增长是由周期性波动与结构性趋势共同驱动的。从周期性来看, 经济增长更

多的依赖于房地产投资和外围经济的好转；从结构性来看，经济增长持续性依赖于全球再平衡和国内的结构调整。

虽然周期性回升的方向明确，但是增长幅度和持续性受到全球再平衡和国内结构调整的结构性因素的制约。在保增长政策的逐步退出之际，政策重心势必向调结构和管理通胀预期转变。中国的调结构不可能脱离全球结构再平衡的路径。根据历史经验，全球经济增长方式的调整应建立在制度创新或技术创新的基础上。虽然新能源、环保产业、信息产业的技术正在逐步发展，但目前仍难以独立撬动经济周期，可以认为 2010 年的全球经济再平衡必然是量变，而不是质变。全球经济再平衡量变进程中更多的是美国等主要进口国增加储蓄，而新兴市场从出口逐步向内需转变，全球增长引擎将不再像先前那样高度依赖美国，新兴市场也将日益成为经济增长一个重要的驱动因素，未来的消费引擎向发达国家和新兴市场双驱动切换，全球的经济增速难以回到以往的高速增长。

基于结构性问题的考虑，联合宏观分析师的预测，中国经济增速同比呈现倒“V”型。从时间来看，二季度 GDP 同比增速将回落，而环比保持平稳；美国经济同比呈现倒“V”型，三季度开始出现回落。

图 8、美国 GDP 增速环比和同比预测

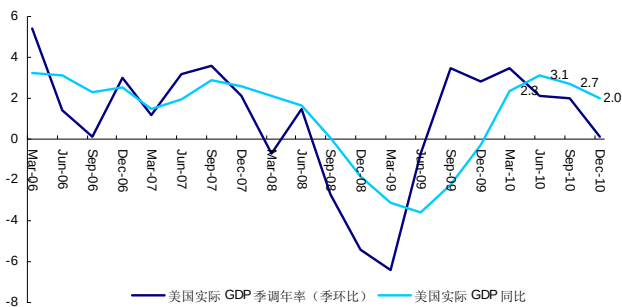
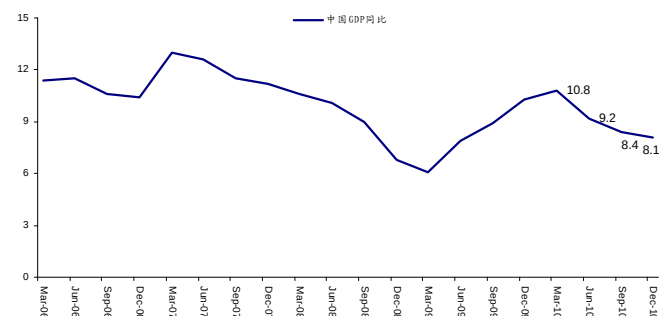


图 9、中国 GDP 增速同比预测



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

美国经济逐步恢复主要是基于前所未有的政府刺激计划和历史新低的融资成本。定量宽松政策直接或间接地为政府和企业借款提供了融资，财政扩张政策抵消了实体经济中“动物精神”崩溃对最终需求的影响。企业库存销售比处于低位，制造业、矿业和公用事业产能利用率开始恢复，这些表明实体经济将由过量流动性催化的价格快速虚涨，而逐步转变为实际需求量升。

图 10、美国企业库存销售比处于低位

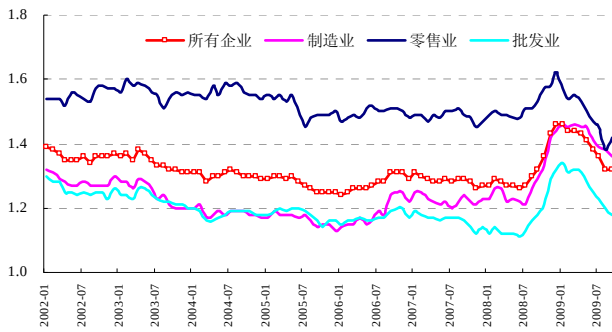
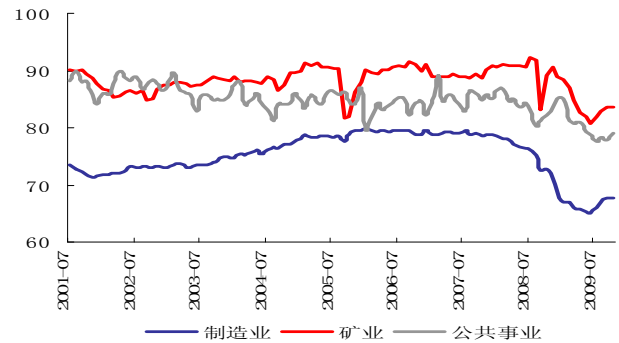


图 11、美国制造、矿业和公用事业产能利用率恢复



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

中国经济回升动力在于政府投资和消费平稳，出口有所恢复，房地产投资增速稳步回升。由于地产投资中的安装工程是出于地产建筑活动的后期，而建筑工程投资增速是处于地产建筑周期的前期。目前安装工程增速明显快于建筑工程投资增速，价格和销量并未大幅度下滑，说明目前房地产投资仍是处于恢复的早期阶段。从房地产投资资金来源来看，房地产开发投资资金来源来自个人按揭/定金和预付款增速仍在提升。

图 12、房地产投资结构

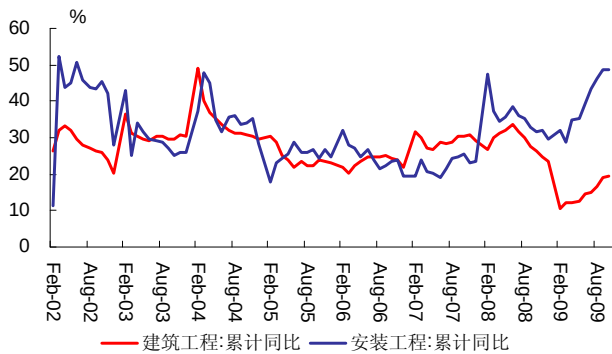
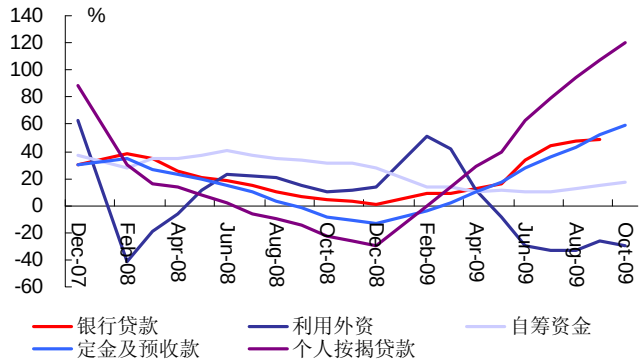


图 13、房地产投资的资金来源结构

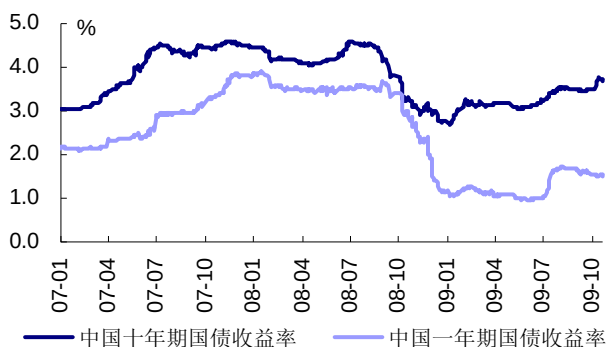


资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

通胀：通胀预期依旧强烈，利润增长加速

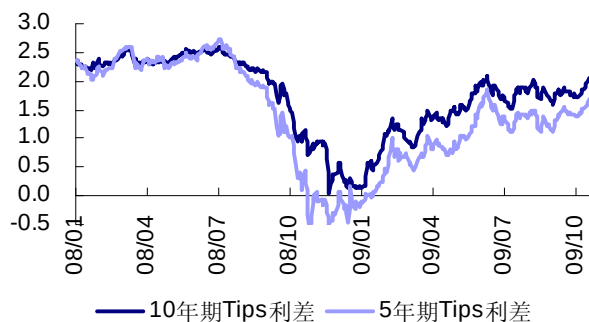
在商品价格以及制造业产能利用率回升的推动下，通货膨胀预期仍在逐步升温，国内的长短期价差和美国的 tips 利差均在继续扩大。

图 14、长债收益率小幅回落，短债收益率持平



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 15、10 年期 Tips 利差继续扩大，5 年期略有缩小



从工业企业利润来看，工业增加值同比增速仍将保持上行的态势，预计 09 年最后两个月工业增加值同比增速分别为 18% 和 20%，09 年全年同比增速约为 12.5%。

从上市公司利润来看，2009 年前三季度上市公司的利润同比增幅稳步提高，三季报披露的同比增幅已经接近正增长，预计 2009 年全年的利润增幅为 21%。而对于 2010 年的利润增长，我们判断会是一个“前高后低”的走势，一季度的同比增幅将接近 60%，而后逐季下降，2010 年全年上市公司的利润增长预计为 25%。

图 16、工业增加值月度同比（红色为预测）

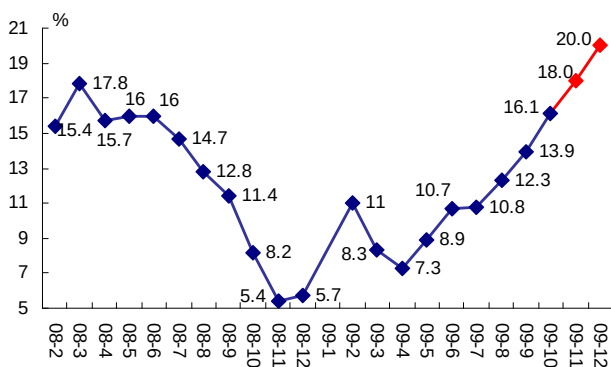
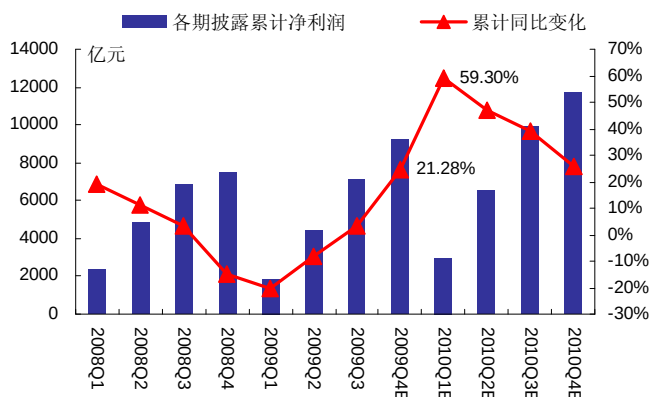


图 17、市场盈利增速的环比和同比（从下至上）



资料来源：联合证券研究所

历史经验：基于流动性、经济增长与通胀周期的投资时钟

传统的投资时钟往往是两个维度：经济增速与通货膨胀。考虑央行货币政策的影响下，周期可以分成三个维度：流动性、经济增长、通货膨胀。由于政府的逆周期政策，流动性往往提前于经济增速、利润增速、通胀的变化。这个视角也可以

根据费雪交易方程式 $MV=PQ$ 发现, 货币供给增加 (M), 利率下降, 从而刺激了经济回升(Q), 进而企业利润逐步好转。生产的恢复和商业信用和信心的恢复使得资本支出增加, 促使通胀预期和通胀的回升 (P)。针对流动性, 经济增长和通货膨胀的不同阶段, 我们可以将股票市场的环境划分成 8 个阶段。

图 18、经济周期中的细分周期

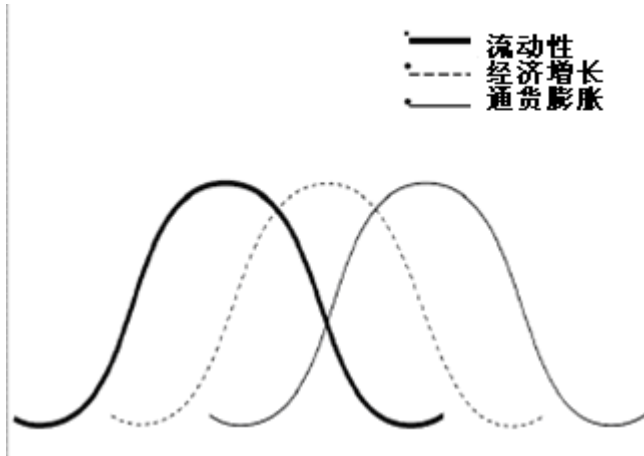
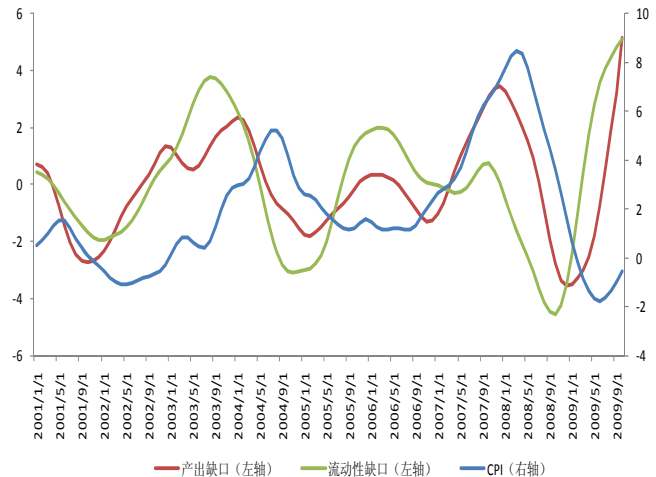


图 19、三个典型周期在中国的实际表现



资料来源、Wind, 联合证券研究所

我们统计了 2001 年 1 月至 2009 年 10 月, 大类资产在投资时钟经济周期划分标准下的年化收益。当流动性下降, 而经济 and 通胀都是出于上升阶段时, 对于股票而言是最佳投资时期; 而大宗商品而言表现最佳时刻是, 政策扰动期, 即流动性和通货膨胀依然处于上升而经济出现回落; 当经济 and 通胀都处于下行阶段, 债券投资的收益是最高的。对于我国的股票而言, 对于经济增长是比较敏感的, 只要产出缺口在扩张期持有股票都是不错的选择。

表 2、投资时钟的各个阶段各大类资产历史年化收益率

阶段	流动性	经济增长	通货膨胀	所占比例	股票	大宗商品	债券	现金
I	↑	↓	↓	7.45%	-18.54%	-17.80%	14.34%	1.93%
II	↑	↑	↓	24.47%	31.68%	17.69%	8.35%	1.74%
III	↑	↑	↑	21.28%	16.18%	29.92%	-0.44%	1.96%
IV	↓	↑	↑	12.77%	93.28%	11.84%	-1.21%	2.03%
V	↓	↓	↑	17.02%	-1.41%	21.62%	-1.47%	2.05%
VI	↓	↓	↓	12.77%	-35.85%	-4.69%	4.41%	2.04%
VII	↓	↑	↓	0.00%	-	-	-	-
VIII	↑	↓	↑	4.26%	6.17%	18.40%	12.10%	1.79%

数据来源: CEIC, 联合证券研究所

二、市场判断: 震荡格局

资金供求: 2010 年资金供小于求, 二季度股票供给压力最大

正常预期下, 2010 年资金供略小于求, 二季度股票供给压力最大。若预期显著好转, 资金供给端改善的空间巨大。如若投资者预期明显恶化, 资金供给端的撤离

速度一般会快于股票供给端。关于资金供求的详细测算, 请参考我们策略分析师冶小梅的《全年资金供给略小于求, 二季度股票供给压力最大——2010 年新增资金供求测算》。

资金供给 9710 亿元。资金供给端我们统计了基金(公募、专户、社保、企业年金)、保险公司股票投资、券商集合理财产品及券商资本金的股票投资、证券投资信托、QFII 以及非机构资金六大部分。

图 20、资金供给端存量的各类别市场占比

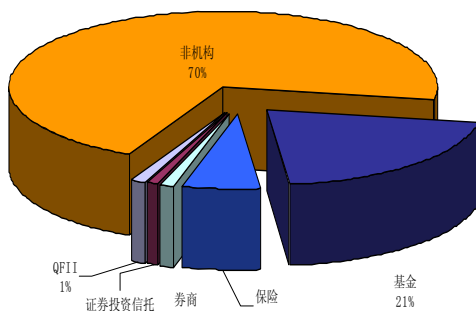
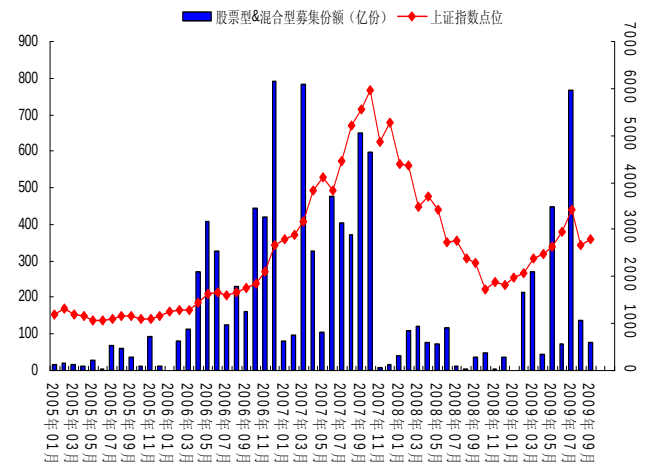


图 21、新基金月度发行规模与上证指数涨跌之间的关系



资料来源：联合证券研究所

2010 年新基金募集规模 2000 亿左右；市场上升阶段新基金发行规模显著放大，但是在趋势向下或者盘整阶段新基金发行都很困难。统计截至 11 月 20 日，2009 年新基金募集资金规模已经超过 2200 亿元，全年预计能够达到 2500 亿。过往 7 年年均股票方向新基金募集资金规模达到 1800 亿元。我们预期明年新基金募集规模在平均水平之上，但可能会在 2009 年全年水平之下，预计 2000 亿规模。

专户理财这块的新增资金供给也就在今年水平附近，200 亿元上下；2010 年社保新增资金在 600 亿元以上；企业年金在近两年能为股市带来资金供给 900 亿，谨慎预期 2010 年这块新增资金供给超过 200 亿元；根据行业研究员对保险公司保费收入 2010 年 15% 的增长预期估算，明年保险机构权益类资产有望带来新增资金 800 亿左右；2010 年券商资本金新增可投资权益类新增资金约 134 亿元；由于专户一对一的迅猛推广，我们预计明年券商集合理财产品和证券投资信托产品的新增规模都不大可能快于今年，谨慎预期 2010 年券商集合理财产品新增资金 250 亿，证券投资信托新增 100 亿；QFII 2010 年新增资金会大于 200 亿人民币。

对于非机构资金，根据中登公司的最新统计数据，截止 11 月 13 日，期末有效帐户数达到 1.18 亿户，一般投资者都会开通沪深两市的账户，对应开户人数应该是 0.59 亿。也就每 24 个人中就有 1 人已拥有股票或者基金帐户。假设 2010 年新增个人开户数维持在最近 12 个月月均 134 万户水平（最近五年个人投资者月度开户数均值为 144 万户）。按照全市场自然流通市值 6.67 万亿（A 股流通市值中剔除限售股解禁市值），有效账户 1.18 亿计算，平均每个账户市值为 5.65 万元，但

是这里没有剔除掉机构户的影响。所以我们更倾向用本公司旗下个人客户今年以来的户均资产规模日均值 3.25 万元来测算，则新增资金 5226 亿元。综上，2010 年新增资金供给合计约有 9710 亿元。

图 22、A 股周新增开户数目与同期上证指数及有效帐户数比较

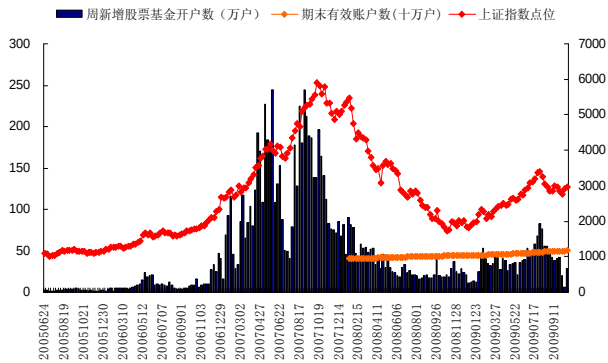
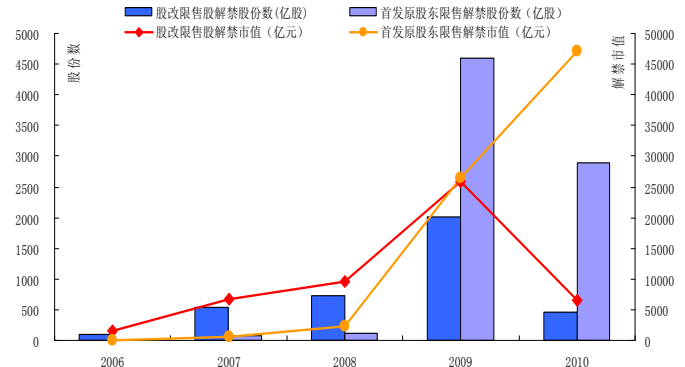


图 23、股改限售股与首发原股东限售股逐年解禁股份数和对应市值



资料来源：联合证券研究所

股票供给 10490 亿元。股票供给端我们统计了解禁限售股（首发原股东限售股和股权分置限售股）、IPO 和再融资三大资金需求源。

限售股类型按照股份数排序依次为：首发原股东限售股、股权分置限售股、定向增发机构配售、首发一般股份、首发机构配售、公开增发一般股份、公开增发机构配售。2010 年解禁的股份数中首发原股东限售股和股权分置限售股数市值就占到 91%。相对 2009 年，限售股解禁股份数由 2009 年的 6616 亿份缩减到 3364 亿份，但是因为股价分布的结构差异，2010 年的解禁市值反而会略有上升，其中首发原股东解禁市值占比 88%，股改限售股在 2010 年间解禁市值较高峰年度 2009 大幅下降。

股改限售股 10 年低于 2400 亿元。小非月度减持量占其累计解禁量的比始终保持在 42%附近，而大非该比随着基数的迅速增加呈现逐月下降的趋势，09 年 10 月从 8，9 月的 7%降到 5%。悲观预期下，到 2010 年末累计减持占比突增到 30% 计算，即期间减持 769.51 亿股，以 2009 年 11 月 20 日收盘价粗算，则约有 1 万亿元资金需求，月均股票供给可能有 830 亿元。谨慎预期下，极端情况发生是小概率事件，更可能的情况还是应该参照历史月度减持水平，过往 16 个月大小非平均月度减持数量为 8.46 亿股，最高值出现在 2009 年 7 月，峰值 13.63 亿股。如若市场不出现影响趋势的非常因素，2010 年股改限售股月度减持会在这个峰值水平之下，依此月度股票供给可能有小于 200 亿元，全年预计小于 2400 亿元的股票供给。

首发原股东限售股 10 年 2244 亿元。截止 2010 年 12 月 31 日市场累积有 7694 亿股首发原股东进入解禁，按照 2009 年 11 月 20 日的收盘价计算这些股票市值约有 7.64 万亿元，因为发行股份数量的 10%将转由社保基金会持有，打个九折后首发原股东限售股份处于解禁待流通的市值约为 6.88 万亿。悲观预期下，我们仍然参照股改大非限售股的历史最高减持比例 17.24%来做悲观估算，2010 年

首发原股东限售股票解禁流通可能提供股票供给 1.19 万亿元，月均 990 亿元股票供给。谨慎预期下，股改限售股减持会在平均水平附近，依此 2010 年最高月度首发原股东股票供给将有约 230 亿元，全年小于 2244 亿元。

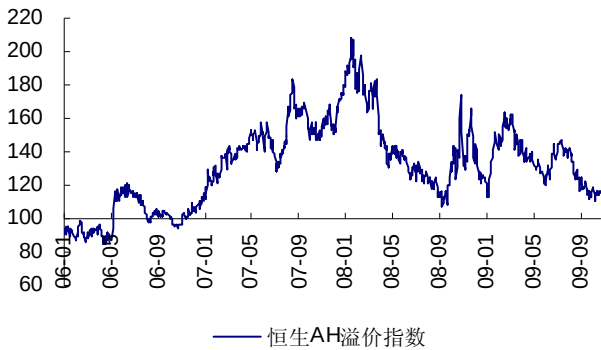
IPO 与再融资 10 年预计 5846 亿元。银行融资与再融资是投资者尤为关注的，尤其中国农行的 IPO，有透漏是计划募集 1700-2300 亿元，现在大家按照上限在猜测。至于 A 和 H 各发多少，战略投资者定多少都还未确定，即使确定了战略投资者，在市场融多少，也会考虑到届时市场情绪（“上市规模，上市方式，战略投资者都是由国务院直接定，目前没有接到国务院相关批复”）。我们预期市场环境若是较平稳，也有可能在 A 股拟募集 1000 亿。关于再融资，现在有明确需求的如下：招商银行 220 亿（A+H），兴业银行 180 亿，华夏银行和深发展资本不够，各存在 100 亿的融资可能。至于四大行，现在很难判断，因为他们是不缺钱，但也有传言银监会鼓励四大行在市场环境好的时候融多点钱放着。四大行的再融资计划传闻是：中行 800 亿，工行 600 亿，建行 400 亿、交行 400 亿。上面都是 A+H 的融资计划，对于大股东汇金与财政部是否等比例参与融资等具体的情况并不清楚，汇金有资金实力，但财政部可能资金并不充裕。如果汇金与财政部等比例参与，并且 A+H 等比例融资，那么对 A 股流通市场的融资要求是非常小的。工行、建行、中行、交行 a 股除汇金和财政部以外的股权占比仅为 4%、4%、3%、26%，等比例融资的话向 A 股资本市场的融资额不到 200 亿。所以银行业 2010 年的 IPO 与再融资额度就有可能超过 1700 亿元。考虑如上因素再结合常态下融资的情况，我们参考股权分置改革后 06~09 年间剔除 IPO 暂停的异常月份数据，由此预测 2010 年股票市场合计融资金额为 5846 亿元，其中 IPO 3036 亿元，增发 2678 亿元，配股 132 亿元。

综合如上资金供给端与股票供给端的分别预测，2010 全年股票供给略大于资金供给。结合一些渠道了解到的项目进展情况，以及历史 IPO 和再融资季节分布特征（募集规模的较大权重均集中在每年的下半年），还有诸如发审委鉴于对某些行业公司募资的审慎需要其报备年报，而春节后审计部门工作量巨大因素造成项目进展效率降低原因，一季度往往是一年中资金供给充裕，股票供给有限，而银行 IPO 和再融资可能会集中出现在二三季度，第二季度的资金压力可能会在一年中最大，除非经济“前高后低”这个预期被打破，经济刺激政策撤出后有新的经济增长点为下半年市场带来希望，管理层可能届时会对股票供给压力分散在三四季度由于年报审计、和大银行目前的融资进程我们初步估算第二季度的股票供给压力较大。

市场运行：估值结构与风格变化

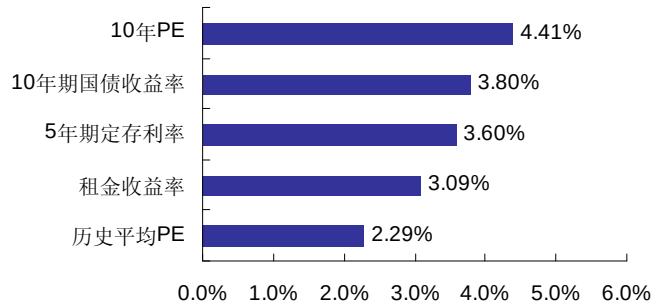
股票市场估值整体在历史平均附近，大多行业已经超过历史平均，不象 07 年极端高点和 08 年极端低点一样的明确方向，因此从历史维度来看估值并没有明确方向。从外围市场和其他资产收益对比来看，估值仍有提升空间。A-H 溢价已经接近于 1664 和 1814 的阶段性的低位，与其他资产的收益率相比，股票的收益率相对来说仍对资金有较大的吸引力。

图 24、恒生 AH 溢价指数



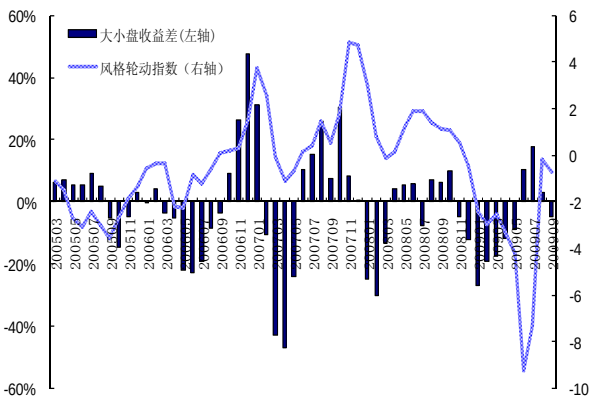
资料来源：Wind，联合证券研究所

图 25、10 年 PE、历史平均、债券收益率、租金收益率



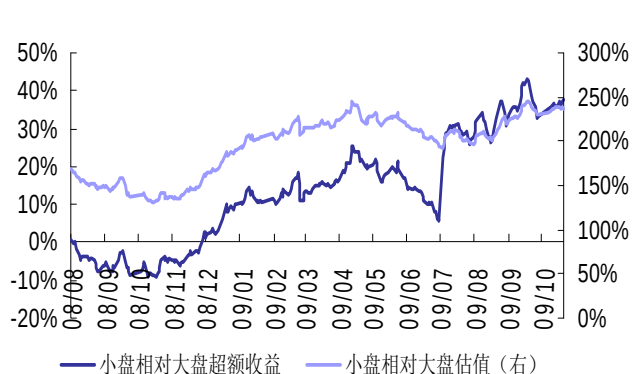
从行业属性来看，大盘股往往集中在金融和其他强周期行业如资源、钢铁等，这些行业往往难以与外围市场脱钩。因此在外围市场震荡，小盘股在政策等其他催化剂的情况下往往有较大的超额收益。09 年 8 月末以来到现在，小盘股相对于大市值股票超额收益大，相对估值偏高，从风险和收益的角度来看，追寻估值洼地必然会使得资金从前期涨幅较多的板块和小盘股转移出来。但目前大市值短期启动的催化剂并没有形成，（1）政策预期没有明朗，尤其是房地产的政策，代表内需；（2）美元反弹的担忧没有减弱，代表外部市场资金变化。从我们策略分析师宋曦的数量报告来看，风格指数当前仍向有利于小盘股方向变动。因此虽然风格走向均衡应是个必然，但现在完全转换可能仍待时日。

图 26、风格指数



资料来源：Wind，联合证券研究所

图 27、小盘股相对于大盘股的超额收益和估值



市场运行态势预判

上证指数运行态势: 1 季度上行, 二季度回落, 下半年震荡上行

A 股市场长期向上驱动力来自于结构性问题的逐步改善和解决。目前的上行趋势有望持续到 10 年的 2-3 月, 二季度市场面临调整的压力, 风险点在于保增长政策退出和供求关系冲击。

二季度回落的原因在于 (1) 投资时钟拨到第 V 阶段, 股票的历史收益大幅度下降。(2) 从股票市场供求关系看, 年报审计之后预期 ipo 发行将会增加, 目前大银行的融资进程推算大约是在二季度; (3) 从政策变化看, 4 月份将出现负利率, 可能引发货币政策变化, 此外美国政策退出敏感期也在二季度。

上证指数波动区间: 3000-3900

在分红率和股权成本假设确定的情况下, 假设随后中国经济重回经济高速增长的轨道, 2011-2015 年保持 15% 的净利润增长, 并且再随后的 10 年内线形递减到 4%, 并作为未来永续增长率的参考。

我们策略分析师戴爽根据 09、10 年的净利润增速进行了三种情景假设, 悲观、中性和乐观情景分别对上证指数进行预判。在这三种情形下, 不考虑新股发行对股指的影响, 我们预测 10 年上证指数的合理水平分别为 3033 点、3669 点和 3945 点, 对应 10 年盈利的 PE 水平分别为 22.5 倍、23.5 倍和 24.6 倍。

表 3、情景假设下净利润增速预测

	悲观	中性	乐观
09 年 A 股盈利增长	19.5%	21.0%	23.0%
10 年 A 股盈利增长	5.0%	25.2%	33.3%

资料来源: 联合证券研究所

表 4、情景假设下的 A 股 DDM 估值

	2008	显性阶段 2009	2010	半显性 阶段 1 2011-2015	半显性 阶段 2 2016-2025	永续阶段 2026 年后	上证指数 合理水平
			悲观情景				
利润增速	-13.0%	19.5%	5.0%	15.0%	线性递减	4.0%	3033
分红率		35.0%	35.0%	40.0%	线性递增	53.0%	
股权成本		10.0%	10.27%	9.0%	8.5%	8.0%	
			中性情景				
利润增速	-13.0%	21.0%	25.2%	15.0%	线性递减	4.0%	3669
分红率		35.0%	35.0%	40.0%	线性递增	53.0%	
股权成本		10.0%	10.27%	9.0%	8.5%	8.0%	
			乐观情景				
利润增速	-13.0%	23.0%	33.3%	15.0%	线性递减	4.0%	3945
分红率		35.0%	35.0%	40.0%	线性递增	53.0%	
股权成本		10.0%	10.27%	9.0%	8.5%	8.0%	

数据来源: 联合证券研究所

三、投资主线：在增长周期与调结构共振寻找超额收益

从 1664 点以来的行业涨幅结构来看，行业的表现与经济逻辑基本上趋于一致，早周期行业（地产、汽车、家电、信息设备）和资源表现最好。尽管资源属于后周期的高通胀受益板块，但在流动性推动下今年涨幅远远超过中游制造业。

图 28、SP500 在 664 点底部以来的涨幅

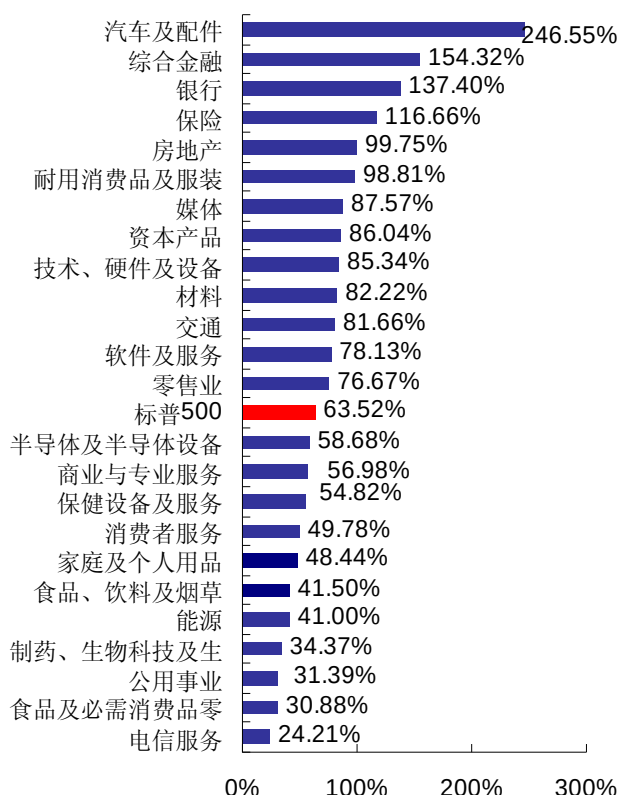
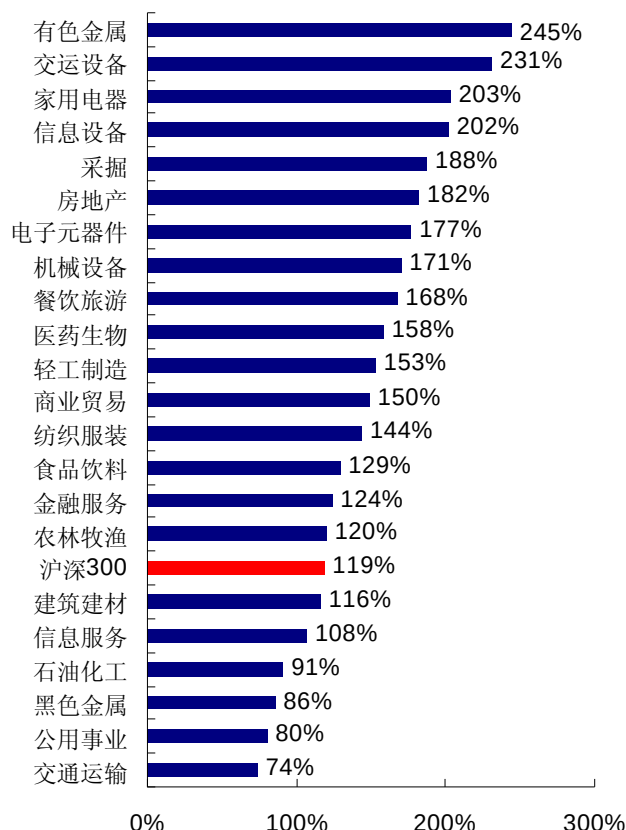


图 29、1664 点以来行业涨幅



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

政策驱动的景气底部已经出现,可选消费景气逐步进入价量震荡的格局,利润的回升有望带动行业资本支出增加,从而使得中上游行业定价能力增强;但是 09 年保增长政策使得上游资源价格和资源类股票超额收益大幅提高,而与此同时政策着力点也将转向解决经济的深层次问题,结构调整的步伐也将加快,因此投资主线更多的是周期性因素与结构性调整共振的产业。

在未来全球经济再平衡博弈中,中国经济需在三个方面取得相对优势才有可能突破。(1)消费驱动的内需逐步启动;(2)通过产业升级在现有全球贸易格局获胜;(3)寻找和支持全球科技驱动或制度创新的方向,在下一轮经济周期的主导产业获得较强的比较优势。

图 30、政策方向

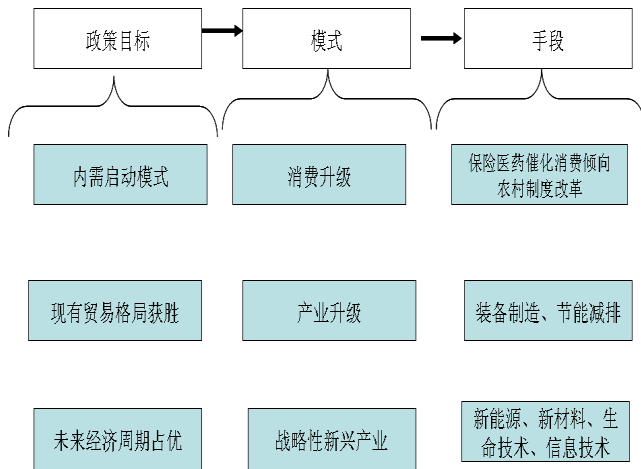
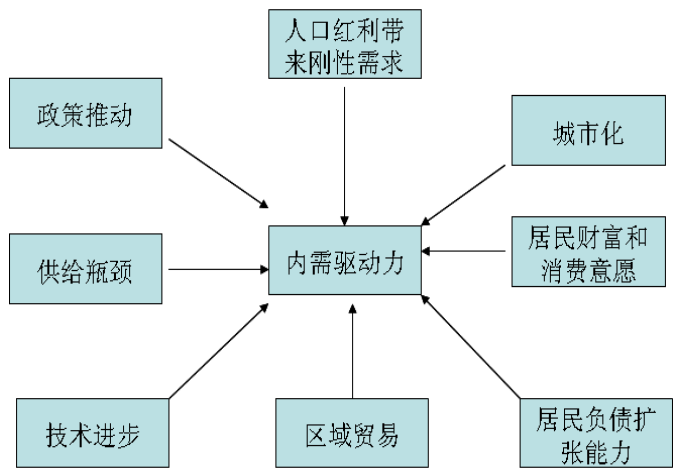


图 31、国内内需催化路径



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

根据我们宏观分析师张晶的报告《中国消费社会形成的环境分析：“由俭入奢”易不易？》，在内需启动的情况下将催化住房、汽车和电子产品的消费。国内区域不平衡将带动市场规模的扩大，以及人口红利、城市化均为内需启动提供了坚实的基础。

图 32、一、二、三线城市的人均 GDP

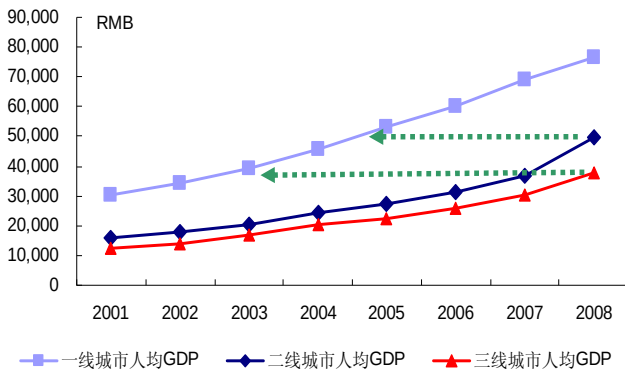
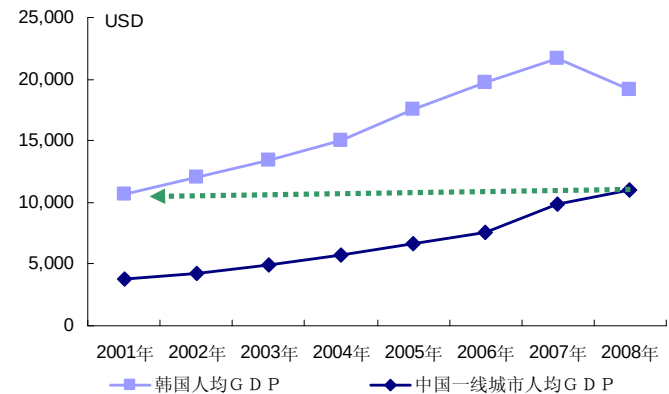


图 33、一线城市与韩国的人均 GDP 对比



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

行业配置：以中游制造为主，上下游的结构性机会

可选消费“高位盘整”下，超额收益向中上游传递

房地产行业研究员鱼晋华认为：尽管房地产销量增速会下滑，但销量本身不会大幅下滑，基本与 09 年销量保持平衡。汽车行业研究员姚宏光也认为乘用车销量增速将下滑，但是销量不会下滑。原因在于 2-3 线城市具备了消费启动的物质基础和社会形态的基础，房地产、汽车的消费热点都在向二、三线城市和地区扩散。此外房屋销量维持高位将使得房地产投资增速有望提升，汽车销量大增也使得企

业基本处于满产，这会促进企业增加资本支出，因此我们倾向于超额收益逐步向可选消费带动的中上游行业转移。

图 34、房地产增速回升

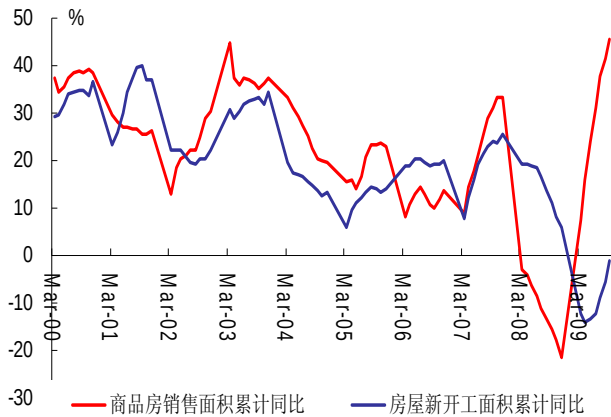
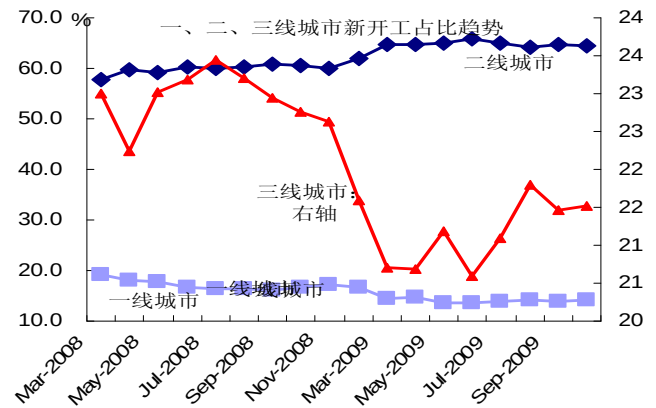


图 35、一二线城市的销量与新开工占比



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 36、乘用车销量增速回落

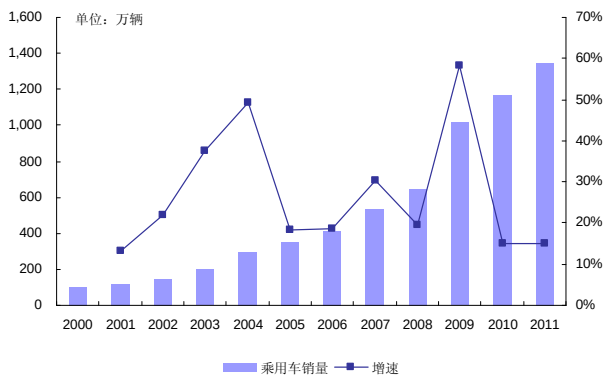
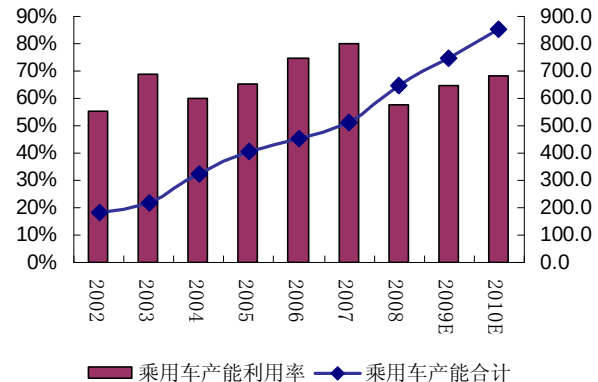


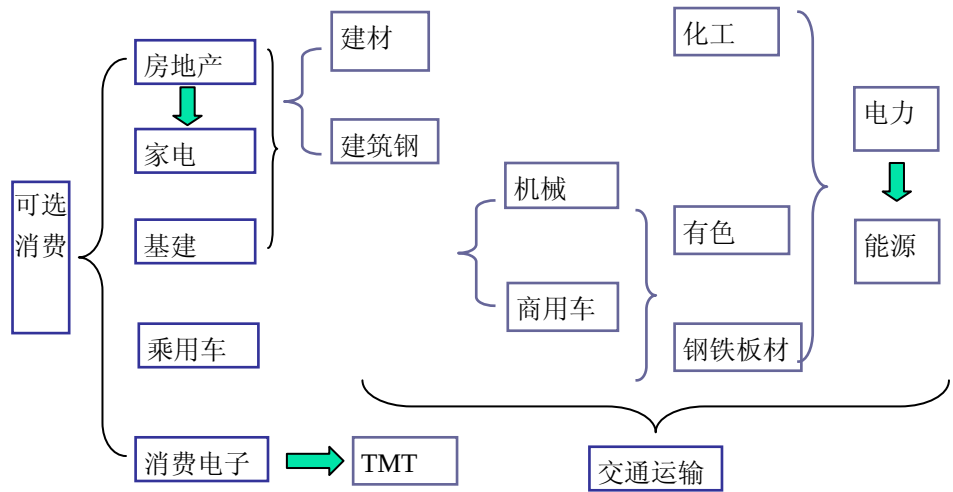
图 37、乘用车产能开始扩张



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

从产业链联动的角度来看，可选消费销量维持高位，订单增加和产能达到极限，需要增加新的资本支出，中上游甚至信息技术都会先降低库存，然后扩大生产补库存，从而导致内部的乘数效应，使得企业定价能力上升。

图 38、可选消费-中游制造-上游资源的产业链传递



资料来源：联合证券研究所

对于股票市场来说，房地产价格高位对明年刚性需求有一定程度抑制，人民币升值预期又支持了投资需求。投资需求将会刺激政策变化，政策退出担忧给行业估值增加了天花板，而人民币升值和通胀预期也将促发估值修复机会。从历史表现来看，销量高位盘整，销量增速回落，投资增加时，可选消费带动的行业往往有较好的超额收益。

图 39、地产高位盘整时投资带动行业超额收益强于地产

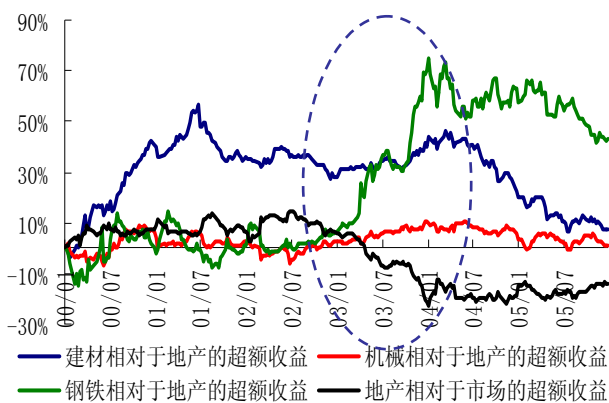
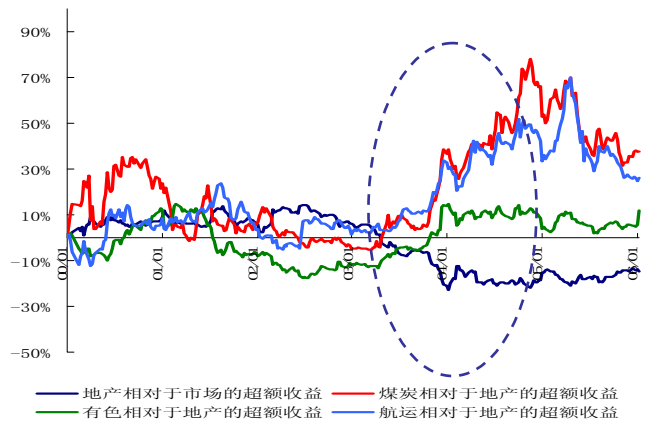


图 40、地产高位盘整时投资带动行业超额收益强于地产



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

对于中游制造业来说，最大的担忧在于产能过剩。因此我选择一些政策支持供给结构改善，供给边际增量不大，这样 2010 年需求有增长，供给曲线不十分平坦的话，行业的景气度与价格就会有明显的上升。

图 41、汽车零部件相对于汽车的超额收益

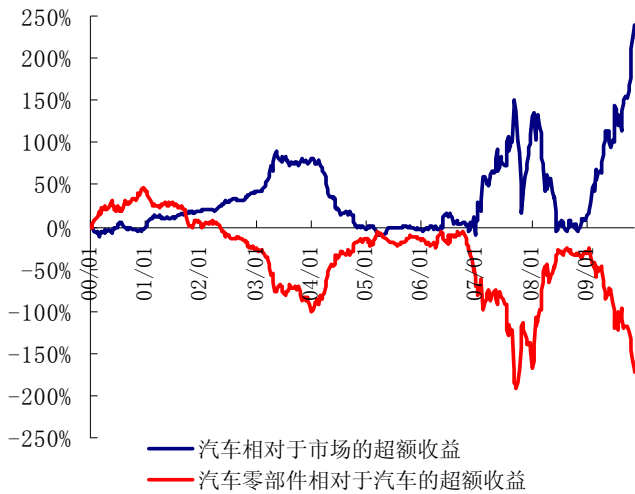
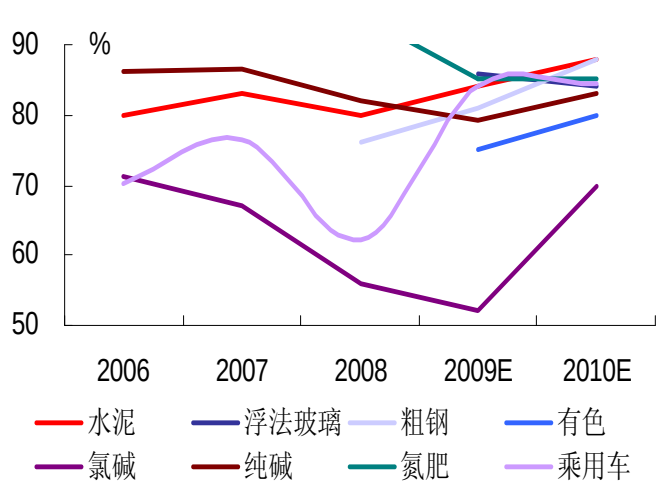


图 42、中上游行业的产能利用率



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

从经济增长和通货膨胀的角度来看, 经济增速上升和通胀回升往往带动的中上游的周期性行业上升。从 PPI 与上中下游利润增速对比分析来看, 随着 PPI 回升, 中上游行业利润增速对通胀的敏感度更高。

图 43、上游利润增速与 ppi 的关系

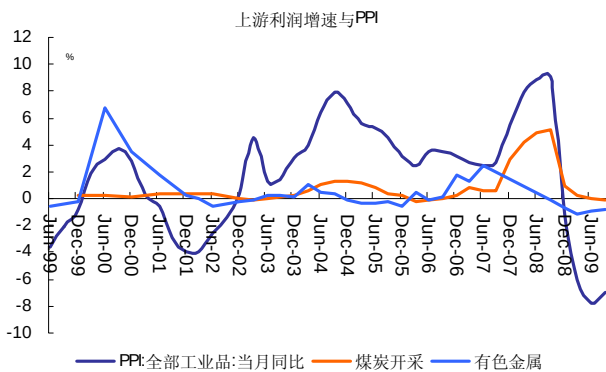
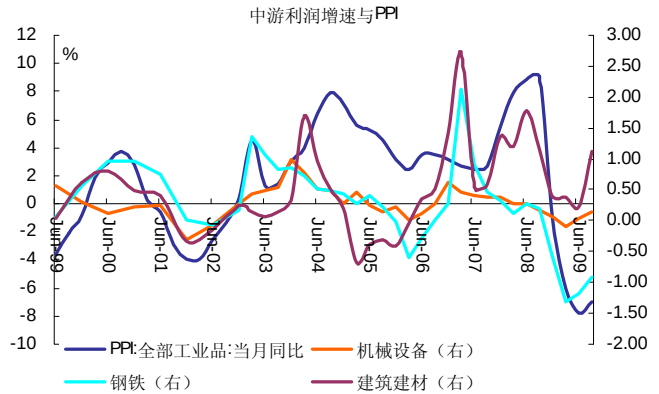


图 44、中游利润增速与 PPI 的关系



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

上游资源受益于需求量的回升, 受制于流动性回落

资源不仅受实体经济的供求关系影响, 同样也受流动性的变化影响。对于资源来说, 流动性逐步回落是个负向的因素, 未来的向上动力更多的来自于经济回升。从资源的结构来看, 如果不考虑供给冲击, 黄金由于实体经济需求较少, 更多的是受流动性推动影响, 因此在经济扩张期会跑输基本金属和能源。目前黄金相对于金属和能源价格的超额收益有所下降, 说明流动性推动力逐步趋弱。由于 BDI 更多的反应的是商品需求量, 受价格、美元等流动性影响更小, BDI 指数强劲上升说明经济扩张的力量在逐步强化。

表 5、经济增长不同阶段下的金属和能源市场表现

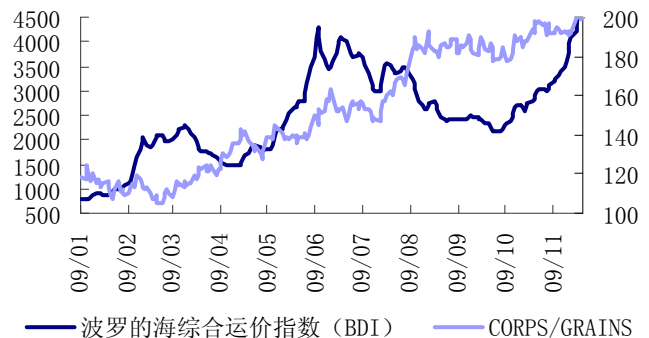
		扩张初期	扩张末期	衰退初期	衰退末期
贵金属	黄金	-1.2%	4.1%	-2.5%	14%
	白银	-2.0%	13.9%	-1.1%	-0.2%
	白金	5.0%	16.3%	-2.5%	-20.2%
基本金属	铜	2.3%	18.8%	11.3%	-21.6%
	锌	3.3%	11.9%	-8.6%	-1.7%
	镍	3.4%	14.1%	6.9%	-11.2%
	铝	-0.6%	4.6%	5.6%	-3.8%
	铅	2.6%	11.6%	-16%	-9.7%
能源	原油	4.4%	12.1%	26.3%	-21.3%
	天然气	5.2%	10.3%	-15.3%	-21.5%
	木材	0.0%	15.5%	-7.0%	-23.6%

资料来源：facts and fantasies about commodity futures，采用美国 1959-2004 年数据

图 45、黄金/CRB 指数



图 46、BDI 指数强势上升



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

历史规律一般是商品的价格上升伴随着库存下降，而 09 年超强的流动性使得商品价格伴随着库存上升而大幅度上涨，我们认为 10 年流动性驱动的“价涨”回归正常，经济回升驱动的“量升”开始启动，也就是意味着经济回升带动需求量在上升。从 CRB 指数来看，目前是 272 点，上一次上升突破这个点位是在 04 年一季度末时，当时美国 GDP 增速为 4.1%，中国 GDP 为 9.8%，目前的经济增速远低于当时。所以未来一段商品价格上涨更多是基于需求量上升和库存下降导致的缓慢上行。

图 47、流动性促使铜价与库存同步上升

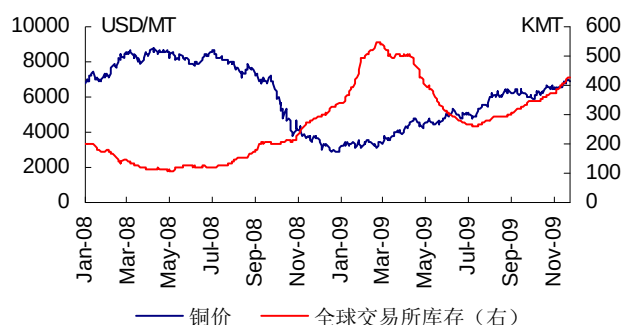
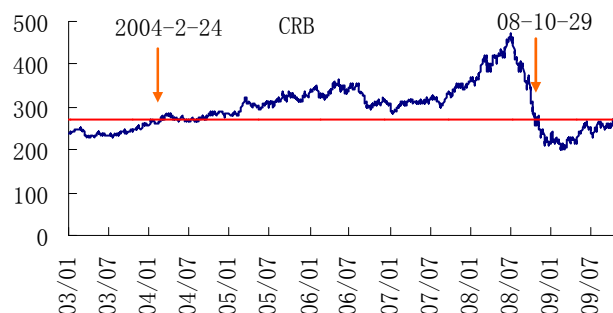


图 48、大宗商品 CRB 价格指数



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

从资源 09 年的超额收益来看，也是大幅度跑赢上证指数。从这个角度来看，我们更希望选择与资产、资源相关，并且 09 年超额收益小，受益于政策变化以及经济变化的行业。煤炭相对于有色来说，估值较低，受益于供给结构的改善，虽然 09 超额收益较多，但是估值相对合理偏低。此外经济回升带动的商品量在增长，因此交通运输受益于大宗商品需求量增。

表 6、各行业相对于上证指数的超额收益

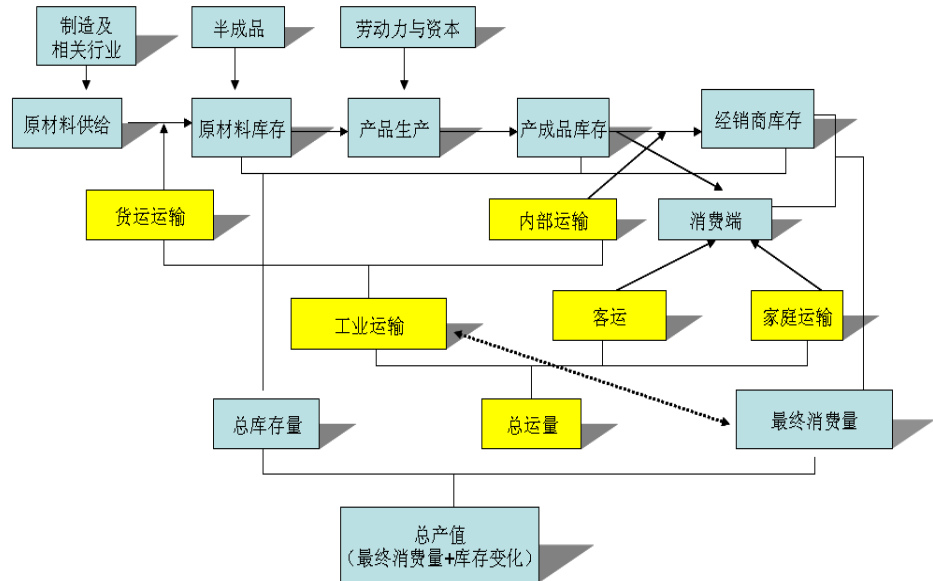
行业名称	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
农林牧渔	28%	-18%	-5%	-34%	-8%	-7%	-48%	65%	19%	5%
采掘	48%	-2%	-6%	17%	14%	-2%	-71%	167%	-3%	95%
石油化工	7%	0%	-3%	-10%	3%	-2%	-41%	88%	1%	16%
黑色金属	9%	2%	3%	26%	7%	-10%	-19%	78%	-5%	2%
有色金属	24%	-10%	-5%	-1%	-5%	0%	14%	166%	-12%	111%
建筑建材	19%	-2%	-4%	-19%	-8%	-8%	-19%	86%	13%	-13%
机械设备	15%	-1%	1%	-20%	-5%	-1%	-8%	96%	10%	28%
电子元器件	18%	-14%	-6%	-18%	9%	-18%	-89%	35%	0%	53%
交运设备	3%	5%	11%	2%	-28%	-4%	-15%	88%	-4%	93%
信息设备	-4%	-13%	-10%	-20%	8%	-18%	-87%	32%	9%	32%
家用电器	-32%	-6%	-10%	-17%	-4%	-4%	-58%	106%	10%	60%
食品饮料	-1%	6%	0%	-20%	3%	15%	41%	28%	7%	15%
纺织服装	11%	4%	-1%	-28%	-4%	-16%	-67%	89%	3%	37%
轻工制造	9%	-3%	-1%	-28%	-1%	-12%	-55%	75%	0%	36%
医药生物	20%	-2%	4%	-27%	-3%	-4%	-63%	89%	22%	26%
公用事业	1%	-2%	0%	10%	-5%	-7%	-74%	78%	10%	-21%
交通运输	-2%	2%	3%	1%	18%	-3%	-61%	72%	-3%	-1%
房地产	8%	0%	1%	-28%	-2%	5%	23%	69%	1%	62%
金融服务	-48%	5%	0%	0%	-7%	23%	52%	21%	0%	23%
商业贸易	16%	-2%	-2%	-30%	7%	6%	1%	96%	7%	21%
餐饮旅游	24%	-6%	3%	-33%	6%	18%	-21%	23%	-3%	50%
信息服务	12%	-16%	-7%	-6%	3%	-7%	-45%	28%	11%	-9%

资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所 注: 红色标识表示超额收益为前五; 蓝色表示表示超额收益为后五。

除了需求提升之外，我们航空研究员李军认为：10 年航空租赁方式运力投放将继续保持较低比例，全行业客机总座位增速在 12%至 13%之间，在行业景气不断提

升的背景下，行业平均利用小时有望提升 0.1 至 0.2 小时。航运研究员范倩蕾认为：2010 年的干散货运力增幅将不会明显超越 2009 年，油轮行业因单壳油轮制度性的强制退出将迎来快速而显著的供给优化，2010 年运力增幅将明显低于 2009 年；集运行业因船东对运力投放的控制力较强，运价有望出现超越市场预期表现，但大量闲置运力的存在可能依旧对船东的盈利造成压力。

图 49、经济回升带动运输量的回升逻辑图



资料来源：联合证券研究所

必需消费受益于景气与政策催化,受制于估值压力

从结构的角度来看，中国消费有望出现第二次浪潮，城市消费步入“再升级”，随着收入结构的变化，城镇较高收入家庭与部分农村家庭的家用电器耐用品消费向家用汽车、旅游、娱乐消费等扩张。东部地区消费步入“再升级”：以上海、北京、天津、浙江、江苏、广东等地为代表的东部地区，其第三产业的发展将带动消费“再升级”。农村消费升级值得期待，目前农村居民人均收入水平达到了城镇居民 1999~2000 年间的收入水平——这正是改革开放后城镇居民第一次消费升级的开始。未来农村居民家庭耐用消费品升级值得期待。期待中西部消费结构的持续改善：当前中西部地区人均收入水平约相当于东部地区 2004~2005 年时期。再加上从政策转变经济增长模式来看，医药食品和商业有望。

从景气的角度来看，宏观经济继续转暖，CPI 回升也将催化食品、商业利润增速提升。

图 50、食品饮料利润增速与 CPI

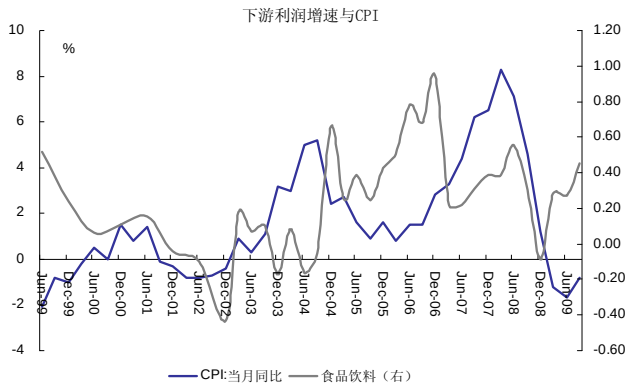
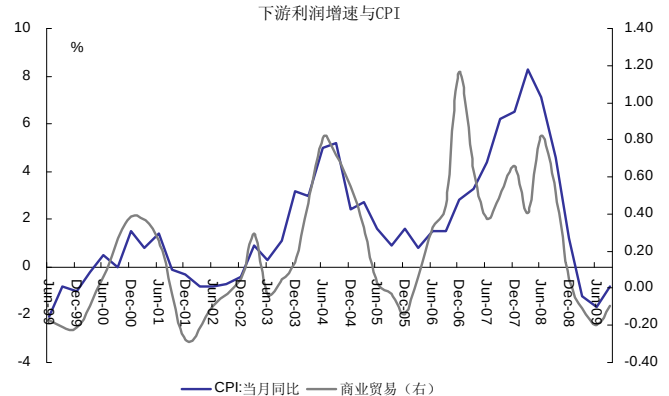


图 51、商业利润增速与 CPI



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

从估值来看，周期性行业如金融服务、石油化工、黑色金属、建材、煤炭的估值相对偏低，而消费类的估值合理偏高。周期性行业估值偏低主要源于政策调控、融资压力以及产能过剩，而消费行业的估值偏高主要源于政策支持和确定性增长。所以周期性行业估值提升来自于制约因素的消除，而消费行业估值提升来自于业绩的超预期。此外与美国、金砖四国、亚洲四小龙相比，必需消费品行业的市值占比远远小于其他国家，而金融行业的市值占比远远大于其他国家。由于融资压力在二季度之前难以消除，金融在 1 季度的估值提升较难，所以我们不建议超配金融。而食品研究员施剑刚认为高端酒价格如果节前不提，节后必提可能促发业绩超预期；此外基本药物制度使得医药的业绩可能超预期，商业由于基数低和二三线城市的扩张业绩可能超预期。综合下来我们建议 10 年超配行业：交通运输、机械、化工、钢铁、煤炭、食品饮料、商业、农业、医药。

图 52、各行业 10 年 PE



图 53、10 年 PE 与均值溢价



图 54、10 年相对 PE 与均值溢价



资料来源：wind 朝阳永续，联合证券研究所

图 55、各行业 10 年 PB



图 56、10 年 PB 与均值溢价

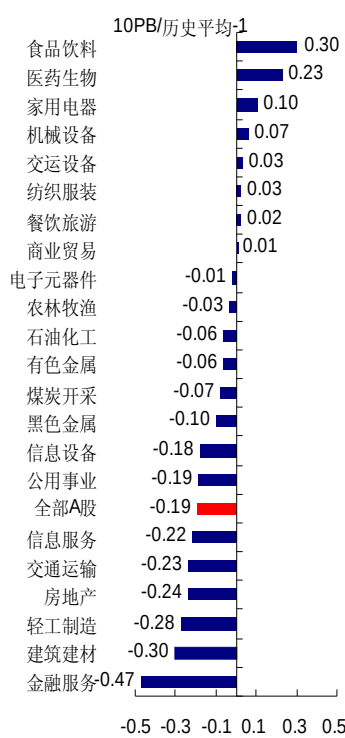


图 57、10 年相对 PB 与均值溢价



资料来源：wind 朝阳永续，联合证券研究所

图 58、金融行业的市值占比国际比较

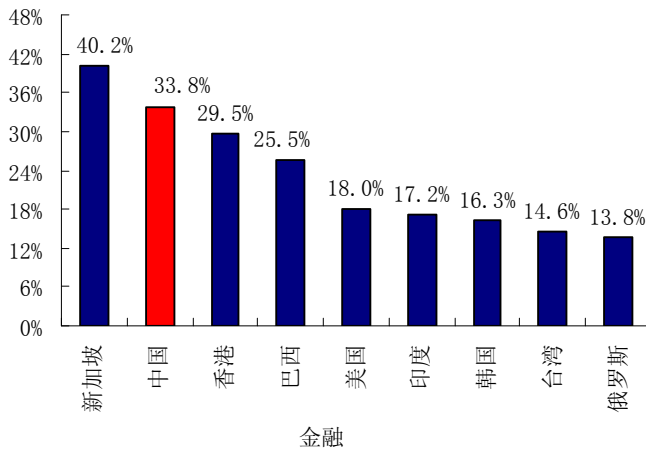
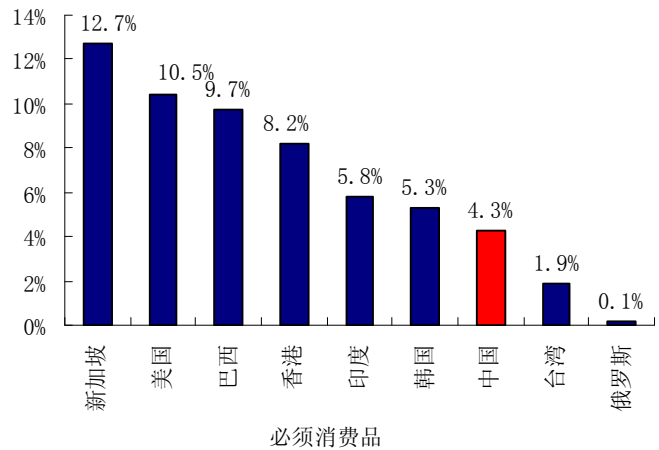


图 59、必需消费品行业的市值占比国际比较



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

主题投资：产能过剩背景中的资产重组与产业升级

我国的产能过剩是长期积累的结果。改革开放 30 年来，1986 年、1996 年、2007 年中国曾经 3 次经济过热，每次经济过热的直接表现就是大量的重复建设，出现了许多产业的产能过剩。随着经济回暖，我国的产能过剩行业继续增加。不仅传统产业产能严重过剩，部分新兴产业也存在过热或过剩倾向。国家把钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备 6 个行业列为需要重点关注的产能过剩行业。

美国：20 世纪 80 年代中期，20 世纪 90 年代初期，21 世纪初期，美国先后经历了三次较为严重的产能过剩。在前两次产能过剩中，美国工业产能利用率都曾下降到 79%~80%，产能过剩主要集中在汽车、钢铁等传统制造业，相应美国采取了大力发展服务业和高新技术产业的产业升级方式，给国民经济带来了新的经济增长点。在 21 世纪初的产能过剩中，工业产能利用率再次跌落到 81% 以下。这一次过剩的产能集中于电子制造业和信息通信产业。这轮高新技术产业“产能过剩”，最终通过相关企业破产和并购重组等方式得以解决。

日本：作为制造业大国，二战后日本也经历过多次产能过剩。“二战”后到 20 世纪 50 年代，确立出口导向型发展模式，通过出口来消化过剩产能，拉动经济增长；20 世纪 60~70 年代，通过启动内需来消化产能；20 世纪 80 年代中期以后，通过大规模海外投资，将国内制造业向海外转移过剩产能；20 世纪 90 年代日本泡沫经济破裂后，日本再次面临严重的产能过剩，继续选择通过扩大出口来消化产能，但由于日本科技创新和产业结构升级滞后，产能过剩压力长期难以消化，大量企业破产、倒闭，导致日本陷入长期通货紧缩。

图 60、美国产能利用率情况

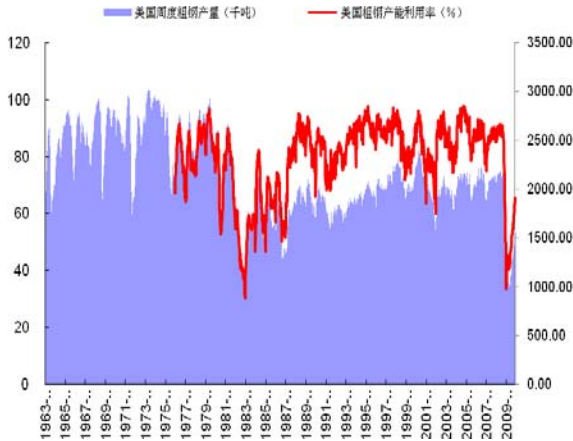
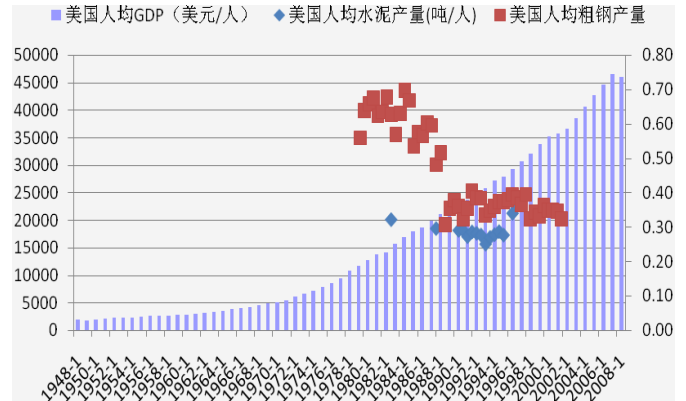


图 61、美国人均 GDP 与人均钢铁、水泥产量对比



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

对于中国来说，解决产能过剩最好的办法是通过重组并购来控制供给，通过产业升级来提升需求。

资产重组

我们策略组并购分析师冯伟认为：2010 年的并购重组活动将比以往更加频繁，带来的不仅仅是个股的机会，行业集中度将快速提升，各行业的利润稳定性也会有所提高。未来我们更看好大集团、小公司模式的上市公司，尤其对那些多年来受困于产能过剩的行业如钢铁、水泥、平板玻璃、传统煤化工产业及新能源等相关行业板块将带来相应的投资机会。

表 7、主要行业并购重组展望

行业	行业现状	并购重组展望
钢铁行业	产业集中度较低，综合竞争力差，年初的产业振兴计划中要求未来排名前五的钢铁集团产量占比达到 45%。目前国内的产业重组格局初现，宝钢系、鞍钢系、武钢系、河北系、山东系、首钢系和江苏沙钢系七大巨头格局已经显现。	山东的莱钢、济钢存在严重的同业竞争，近期山钢集团已经开始筹划关于两公司的重组。 央企与地方层面的如鞍钢股份、本钢板材，05 年已经合并成立鞍本集团，但目前基本还是各自为政，预计未来存在进一步整合的预期。此外宝钢是八一钢铁大股东，未来也存在整合预期。 柳钢、重庆钢铁也存在整体上市预期。
有色行业	各子行业格局不一。铝行业中有中国铝业这样资产规模较大、产业链较完善的大型央企；铜行业中几家龙头类似，但无有行业影响力的央企；稀土行业更是集中度较低，我国拥有世界 56% 的稀土总储量，却不具备定价权。相应地，有色行业的重组方式将呈现多样化特征，跨地区、区域内、企业集团间及与煤炭、电力等跨行业的兼并重组将纷纷涌现。	云南铜业的大股东是中铝集团，有望整合旗下铜类资产。 中色股份隶属中色集团，中色集团在央企中规模较小，存在未来央企整合预期。 五矿发展可能整合旗下厦门钨业、ST 中钨、中冶集团的钨业资产。 中铝持有焦作万方 29% 股权，存在同业竞争，未来存在整合铝业资产的预期。 稀土行业存在整合预期（三大区域：北方——包钢稀土、四川、南方——ST 有色、五矿发展、中色股份）。

化工行业	化工类上市公司之间以及他们与各集团公司之间的关系错综复杂，尽管经历了此前的多轮收购重组，但目前上市公司的数量仍相当可观，整合路程非一步可走完。	云天化、云南盐化、盐湖钾肥、盐湖集团、川化股份、泸天化
文化传媒	新闻出版总署明确指出要加速改制，推动文化企业等上市融资，在未来 3-5 年时间内，培育出 6-7 家资产超过百亿，收入超过百亿的大型出版传媒集团。	广电网络、新华传媒、东方明珠、电广传媒和华闻传媒的一系列资产运作中，可以看到传媒集团正在充分利用政策支持，理顺各媒体与上市公司之间的生产关系，加大注资力度，促进上市公司媒体经营性业务真实盈利能力的充分释放。出版传媒跨地域整合有望进入实质阶段。
汽车行业	行业内企业鱼龙混杂、产品门类较多，如不进行企业兼并重组，将有碍于未来整个行业的发展。年初的产业振兴计划中要求通过兼并重组，形成 2 至 3 家产销规模超过 200 万辆的大型企业集团，培育 4 至 5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团，产销规模占市场份额 90% 以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内。	随着新长安汽车集团的整合建立，加上上汽、一汽、东风国内四大格局基本确定。除第一阵营的“四大”，“四小”行列的北汽、广汽、奇瑞也在酝酿收购。北汽、广汽、福汽、华晨、一汽（整体上市）后续有望并购重组。
煤炭	近期山西省已开始轰轰烈烈的进行资源整合。更多地体现为由大型煤炭生产企业兼并重组中小煤矿，并鼓励大型煤矿企业之间的联合重组；鼓励电力、冶金、化工等与煤炭行业相关联的大型企业以入股的方式参与煤矿企业兼并重组，但必须由煤矿企业控股，以实现专业化管理、煤炭与相关产业一体化经营。	国投新集、西山煤电、开滦股份等

资料来源：联合证券研究所策略组

科技之新能源

从科技驱动的角度来看，战略性新兴产业必须掌握关键核心技术，具有市场需求前景，具备资源能耗低、带动系数大、就业机会多、综合效益好的特征。全球目前主要方向是新能源、新材料、信息网络、生命科学、生物制药。

从《中美联合声明》中也可以看出，今后有望在新能源领域开展一系列的合作，大力扶持新能源产业的发展。预期 12 月 7 日的哥本哈根会议也会就发达国家的减排目标和发展中国家提供适当的减排行动达成相对的一致。新能源不仅能带动产业转型，而且也能带动就业。美国可再生能源集团数据显示计划的 15 亿美元的德克萨斯州风电场将使用 240 台中国制造的风力发电机，在美国创造 300 个就业机会，在中国创造 2000 个就业机会。目前人口学历水平的上升也为劳动生产率提升提供了机会。此外与美国、金砖四国、亚洲四小龙相比，科技行业的市值占比远远小于其他国家，随着政策的支持，科技的占比将逐步扩大。

图 62、电信服务行业的市值占比国际比较

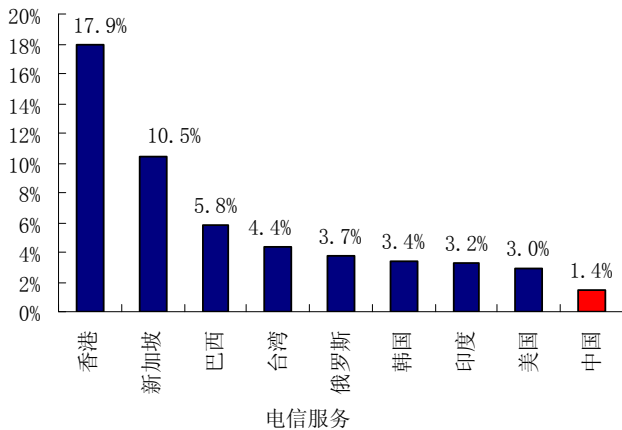
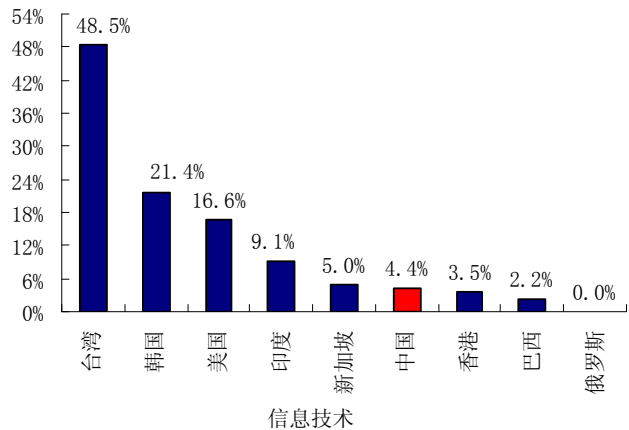


图 63、信息技术行业的市值占比国际比较



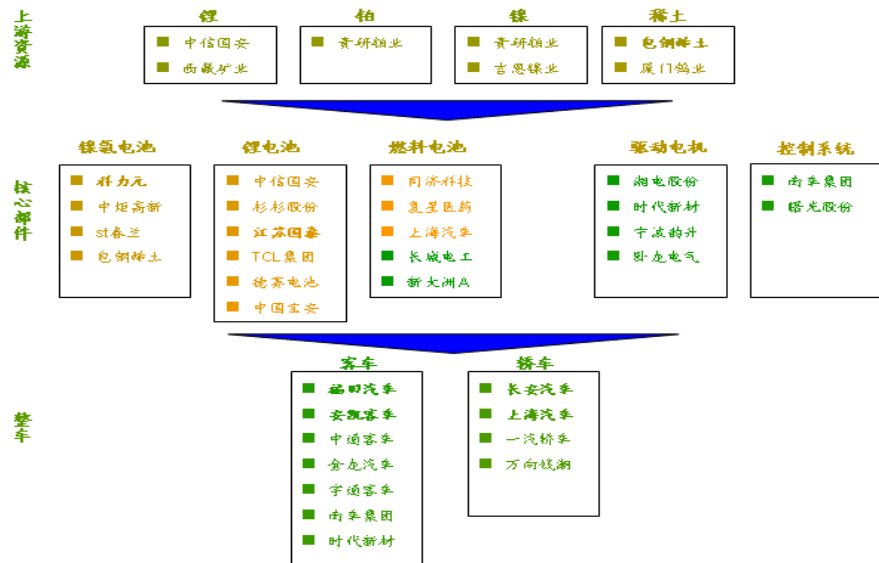
资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

我们电力新能源分析师王爽认为: 2010 年选择在政策扶持下可以迅速从“初创期”走向“成长期”的行业, 光伏、核电设备、生物质能发电、新能源动力汽车都属于这个范畴。预计 10 年政策与资金支持方向需符合三个条件: (1) 对碳减排最有效的, (2) 对 GDP 有所拉动的; (3) 技术与成本接近了能够进行大规模产业化的。从这个角度, 清洁能源电力和新能源动力汽车是最符合的。

(1) 清洁能源电力。全球化石燃料燃烧产生的 CO2 占温室气体总排放量的 56.6%, 主要是煤炭, 中国这一比例就更高, 2008 年中国煤炭在一次能源消费量中占比 80%, 全球约 28%, 而中国的火电厂消耗了约 50% 的煤炭, 因此降低火电比例、提高清洁能源电力比例是最起作用的减排方式, 而实现这一点同时要得到电网的配合, 这里就涉及了水电、核电、风电、光伏、生物质能发电、特高压电网、智能电网。温家宝在联合国气候峰会上的具体承诺是“2020 年单位 GDP 碳排放比 2005 年有显著下降, 非化石能源比例在一次能源消费中占比不低于 15%”, 这唯一的承诺充分说明电力结构调整是中国碳减排的生力军。根据我们电力行业研究员王爽的计算, 按照预期中的新能源发电规划, 完全可以达到承诺的“非化石能源比例在一次能源消费中占比不低于 15%”的目标。

(2) 新能源动力汽车。全球碳排放量中, 交通业占比 13%, 无论是碳减排, 还是拉动消费, 新能源动力汽车都符合政策扶持的条件, 同时, 从技术角度相对成熟, 具有可大规模产业化的基础。值得注意的是用于新能源汽车的动力电池未来可能向发电储能电池发展, 那将是一个革命性的突破。我们汽车行业研究员姚宏光重点推荐动力电池 (包括上游原材料、关键零部件及电池总成) 和整车两类公司, 核心标的: 江苏国泰、科力元、上海汽车、长安汽车、福田汽车、安凯客车、中通客车和包钢稀土。这几家公司各自在产业化进程或产业链深度或技术储备上拥有明显优势, 是当前各自领域中的龙头企业。

图 64、A 股新能源汽车产业投资标的的网络图



资料来源：联合证券研究所

科技之航空制造

我们军工研究员吴凯认为：航空制造业属于高附加值的产业，对国民经济带动作用大。以航空发动机为例，根据日本通产省统计数字，按照产品单位重量创造的价值来计算，船舶为 1，小汽车为 9，电视机为 50，电子计算机为 300，大型飞机为 800，航空发动机则为 1400。由于牵涉领域广泛，航空制造业对机械、电子、材料、化工等产业都有极大的带动作用。有研究表明，美国民用飞机销售额每增长 1%，能够带动 GDP 增长 0.74%。国家政策支持力度较大，按规划，2014 年国产大飞机将飞上蓝天。支线飞机方面，2009 年 10 月，工信部表示未来将通用飞机和支线飞机等五大领域作为我国新兴支柱产业培育的重点领域。目前我国在支线飞机制造领域具有一定的优势，MA60 系列和 ARJ21 系列飞机订单状况良好，MA60 明年交付量有望持续提升，而 ARJ21 也有望在明年年底交付客户使用。

中国是全球最大的民品飞机采购国，有着广阔的市场空间。中国支线飞机市场仍处于开拓阶段，发展潜力巨大。军品、中国空军正处于从二代装备向三代转化阶段，需求稳定。5、相关公司：西飞国际、航空动力及博云新材。从估值看，航空制造偏高。主要是两个原因：a、中国航空制造业处于快速成长期，b、中航工业集团下属上市公司存在资产注入的预期。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

