

2009-11-26
策略深度报告

经济转型，消费崛起

◆沪深 300 指数运行的高点在 4700 点，企业利润增速将超过 30%。

根据我们的 DDM 模型计算，沪深 300 指数运行的高点在 4700 点左右，对应市盈率为 22 倍左右。

我们认为企业盈利将远远超过市场的一致预期，达到 30% 以上。企业盈利的超预期增长是明年沪深 300 指数上扬的最要动力。

◆市场流动性宽裕，市场估值水平得以维持。

尽管新增贷款维持在合理规模，但是由于外汇占款带来的基础货币投放以及实际利率带来的储蓄搬家、投资偏好上升等因素影响，明年市场的流动性仍然将保持宽裕。M1 超过 M2 的增速仍然将在明年上半年得以维系。

在流动性宽裕的背景下，我们认为市场的估值水平明年将可以在 20-25 倍的区间获得维持。

◆IPO 及再融资压力较大，融资融券业务可能推出

明年 IPO 和再融资的规模将超过 3500 亿元，给市场带来较大的扩容压力。同时，我们认为证监会将进一步推进市场化改革，融资融券以及股指期货等产品也将推出，给市场注入新的活力，冲销扩容给股票市场带来的较大压力。

◆未来的投资机会主要来自“促消费”和“调结构”

无论从中国经济的自身发展，还是目前的政策导向来看，未来促进国内消费，保障民生都将是未来的发展方向。同时调整消费与投资的结构，出口与内需的结构，区域发展结构和产业发展结构等方面，也是未来经济转型的主要方向。总之，我们认为中国经济必然进行转型，消费要重新崛起，成为中国经济持续发展的主要动力。

因此我们认为 2010 年最重要的投资主题将是“经济转型，消费崛起”。

◆行业配置建议

根据未来中国经济发展方向和政策导向，考虑到相对估值水平以及各行业的发展水平，我们最看好的三个行业分别是：金融、医药、家电。我们次看好的三大行业分别是：新能源、食品饮料、房地产。

◆2010 年年度十大金股

我们推荐的年度十大金股为：兴业银行、中信证券、中国平安、云南白药、益佰制药、海信电器、中国宝安、五粮液、招商地产、博瑞传播。

◆风险提示

宏观政策快速收紧带来经济二次探底的风险；股票市场扩容节奏过快，带来资本市场的较大压力。

策略分析师：

郭国栋

021-22169168

guogd@ebsecn.com

开文明

021-22169160

kaiwm@ebsecn.com

寇文红

021-22169110

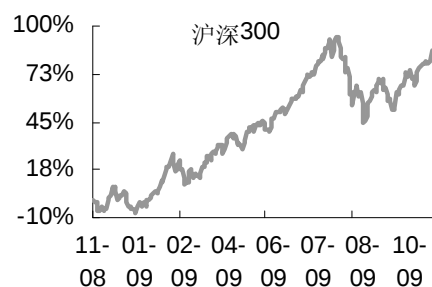
kouwh@ebsecn.com

刘名斌

021-22199170

liumb@ebsecn.com

大盘表现 (12 个月)



相关报告：

上市公司三季报分析以及 2009 和 2010 年利润预测

.....2009-11-17
行业配置、模拟组合和十大金股-2009.11.30
更新

..... 2009-12-02

报告摘要

市场判断

我们预计沪深 300 指数运行高点为 4700 点。在流动性保持适度宽裕的情况下，估值维持稳定，驱动市场上涨的主要因素是业绩的增长带来股票价格的上涨。

流动性

我们认为股票市场的流动性包括两个方面，一个是货币投放带来的流动性，一个是预期回报变动引起的边际投资倾向提高带来的流动性。

就货币投放带来的流动性而言，我们认为，明年的贷款投放仍然将达到 6-8 万亿，M2 增速将维持在 17% 左右。考虑到 2010 年 GDP 增长在 9.5% 左右，PPI 的上涨在 5-6% 左右，市场仍然保持了一定的流动性宽松。而 M1 的增速仍然将在一段时间超过 M2 的增速。企业现金流和盈利能力的持续改善将带来企业活期存款的快速上升。同时由于投资回报率的提升，企业的投资意愿增强，也将导致企业的活期存款上升。2010 年面临的最大变化就是人民币升值预期强烈，这将带来国际资本的流入，带来基础货币的被动投放，增加市场的流动性。

由于政府加息的幅度和频率可能较小，因此经济将重新进入负利率时代，居民的储蓄将从银行流出，进入股市、房市等风险较高的市场。

企业利润

由于物价水平的上升以及企业生产的恢复，企业利润将快速上涨，达到 31% 左右，超过市场预期。

股票供应

我们预计 2010 年整体市场融资规模将达到 3500 亿 - 4500 亿左右，IPO 和再融资成为 2010 年主要压力。证监会将保持市场的平稳，融资融券和股指期货可能推出，以缓解融资压力。

估值

从市场的流动性以及宏观经济表现来看，我们认为市场未来将维持 20 - 25 倍 PE 的区间。

投资主题和行业配置建议

我们认为中国的经济转型以及消费崛起是未来的投资主题，“促消费、调结构”和“防通胀”是未来资产配置主线。

2010 年我们最看好的三个行业是：金融、医药、家电；次看好的三个行业是：新能源、食品饮料、地产。

关键假设

尽管经济会季度回落，但是 2010 年仍然保持在 9% 以上，消费成为拉动经济的新动力。

在维持经济平稳增长的前提下，“促消费、调结构”以及“防通胀”是未来的政策主线。

货币政策可能转向，但是提高准备金率或者加息的频率和幅度都会较小，实际利率下降。

人民币升值压力增加，政府保持汇率适度升值，维持出口的竞争优势。

尽管证监会逐步推进市场化改革，股票融资压力较大，但是保持市场平稳仍然是主基调。

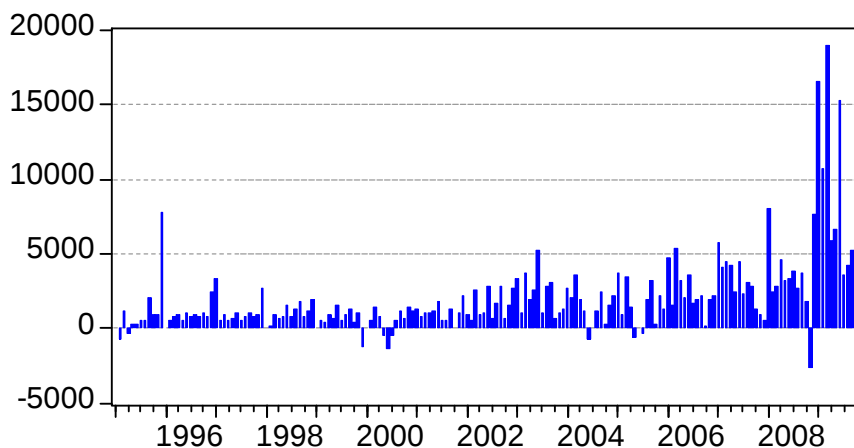
市场流动性保持宽裕

总体上，我们认为 2010 年市场的流动性将保持宽裕。下面我们将分为两个层面来研究整个市场的流动性：一个方面是整体货币投放以及不同货币之间转换带来的流动性；另外一个方面就是由于实际利率下降带来投资者边际投资倾向的提高。

贷款投放维持 6-8 万亿

首先，我们宏观分析师认为 2010 年贷款投放规模仍然会维持在 6-8 万亿，贷款增速为 15-20%。我们认为这样的贷款规模应该可以满足实体经济发展的需要，保持 M2 的增速在 17% 左右。我们预计 2010 年 GDP 增速为 9.5%，CPI 的水平在 3% 左右，因此实体经济名义增长在 12-13% 左右，总体的流动性仍然保持宽松。

图 1、历年来新增贷款规模（亿元）

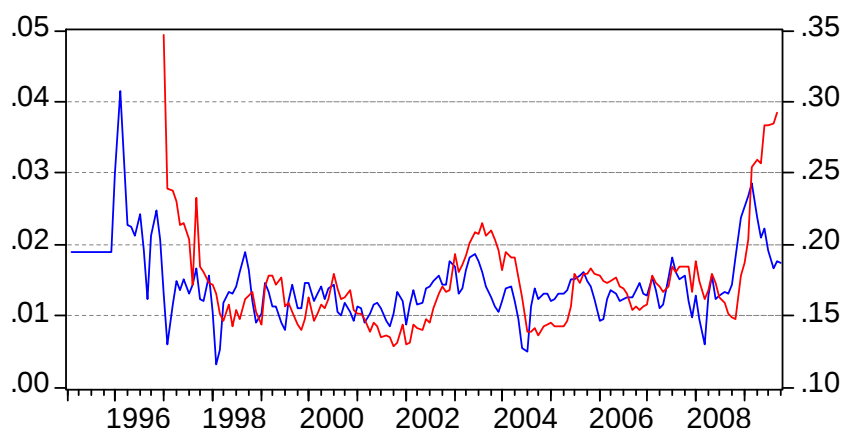


数据来源：WIND，光大证券研究所

M2 环比增速将维持在合理水平

M2 的同比增速仍然较高，但是由于下半年整体贷款规模的收紧，环比增速已经出现回落。按照目前预计的贷款投放规模，明年 M2 的同比回落是个大概率事件。但是，我们认为关注市场流动性更多的需要关注环比数据的波动，明年的环比增速仍然维持在相对比较宽松的位置。

图 2、M2 历年来同比和环比增速



数据来源：WIND，光大证券研究所

M1 是未来流动性宽裕的主要因素之一

市场对于 M2 的预期比较一致，我们认为明年最大的变动应该是 M1 增速将持续保持高位，外汇占款带来的基础货币被动投放是未来 M1 持续宽松的主要原因。

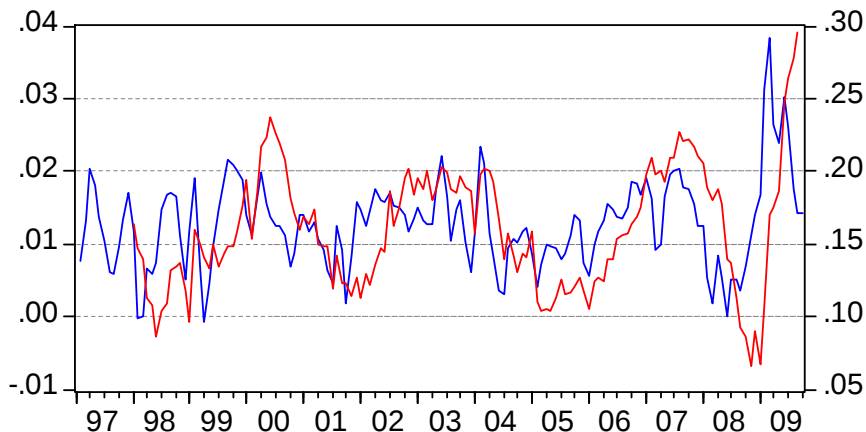
从企业现金流的角度来看，由于企业的盈利能力和经营环境不断改善，因此企业的现金流在 2010 年将获得持续的改善。企业现金流的改善将直接体现为企业活期存款的增加，形成 M1 的增加。

从企业的投资意愿来看，目前上市公司的盈利能力较好，企业的投资意愿较强，这也将成为 M1 增加的原因。

从企业的存款结构变化来看，由于通胀压力较大，投资意愿较强，企业的存款结构也将面临活期化的转换。

总之，我们认为明年 M1 表现的流动性将相当宽松，超过市场的一致预期。

图 3、M1 历年来同比和环比增速



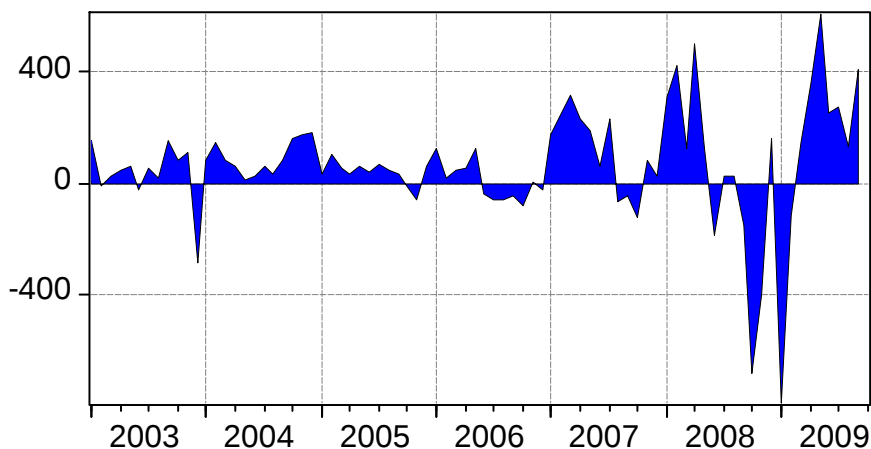
数据来源：WIND，光大证券研究所

M1: 国际资本流动

下面我们将进一步分析由于国际资本流入带来的基础货币投放，成为市场流动性宽裕的主要原因。

从近期的数据来看，2009年国际资本的流入规模已经超过了2007年，创历史新高。国际资本流动主要是剔除贸易顺差和FDI之后的外汇储备增加额，即俗称的“热钱”。“热钱”的流入主要由几个方面影响：人民币升值预期、中国经济复苏程度、国际资本在全球的配置需求等等。

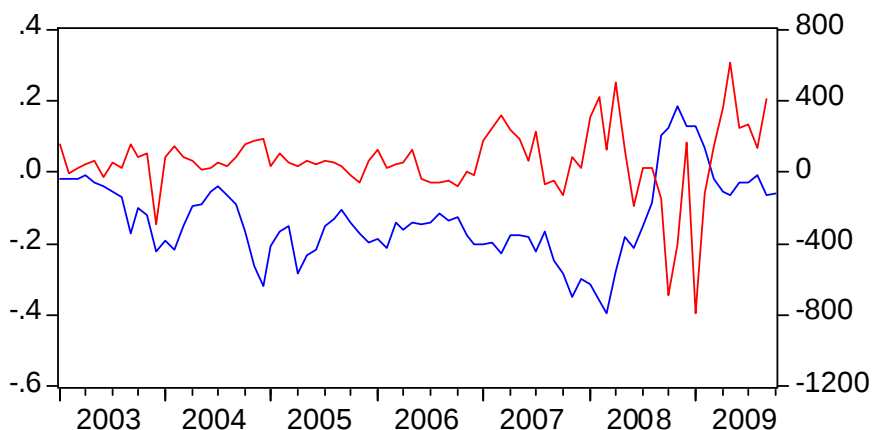
图4、国际资本流入规模（亿美元）



数据来源：WIND，光大证券研究所

从人民币升值的情况来看，最新的汇改之后，人民币升值预期与国际资本的流入呈现出明显的负相关关系。

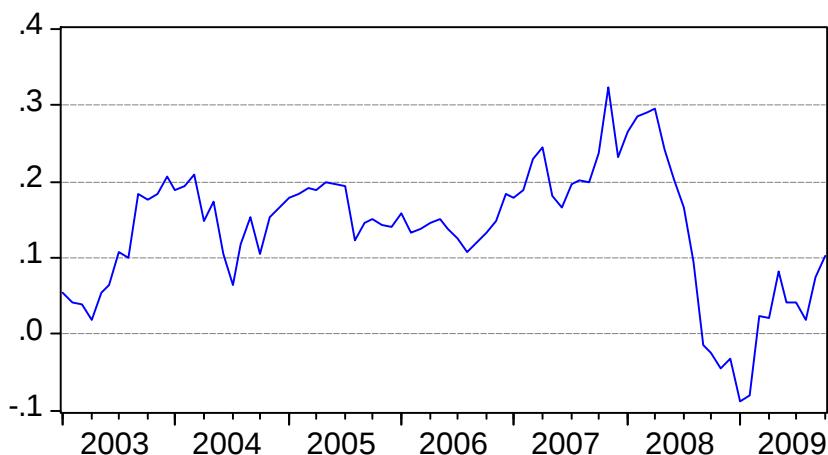
图5、国际资本流动与人民币升值预期



数据来源：WIND，光大证券研究所

我们使用不同期限的 NDF 远期汇率之间的差异来显示市场对于未来人民币升值变动的预期。显然，市场在 2008 年经历了人民币贬值的预期，当时全球陷入金融危机，美元和黄金成为避风港。2009 年以后市场则认为未来人民币面临持续升值的压力。

图 6、不同期限的 NDF 远期汇率差



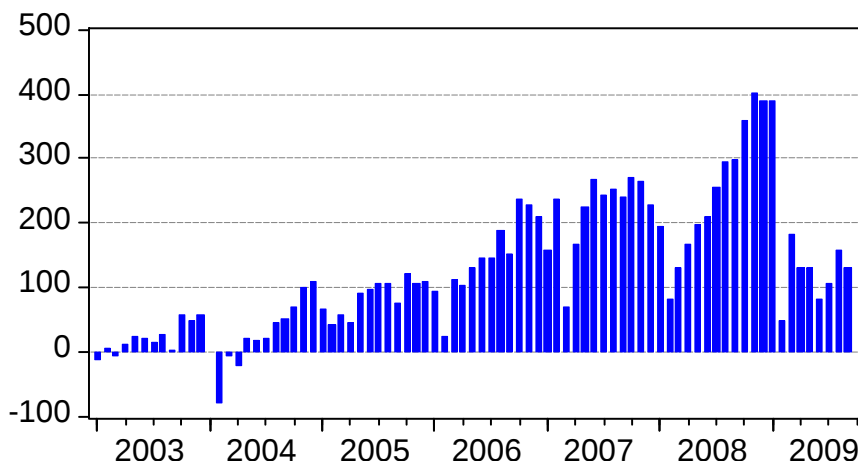
数据来源：WIND，光大证券研究所

随着全球经济的持续回暖以及中国经济的快速复苏，人民币升值的预期将进一步加强。尽管全球经济都面临补库存完成后的经济再次回落，但是中国经济增速仍然有望保持在 9% 以上的快速增长。同时由于物价水平持续上升，中国也面临利率向上调整的风险。因此，无论从经济的复苏程度还是未来的套利交易的角度，国际资本都可能流入中国，增加基础货币投放的流动性。

M1: 贸易顺差与 FDI

我们宏观分析师认为出口将超过市场的预期，这将带来外贸顺差规模的扩大。

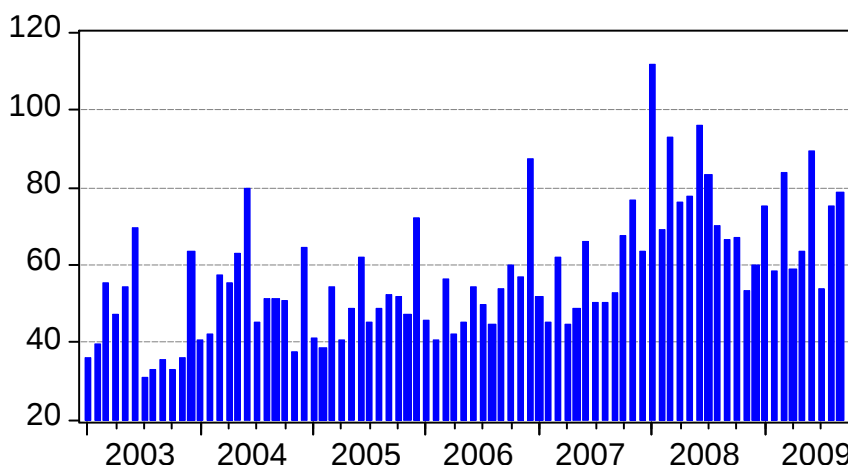
图 7、中国外贸顺差规模（亿美元）



数据来源：WIND，光大证券研究所

随着危机的结束，全球资金将重新寻找投资机会，中国仍然是最具有吸引力的国家之一，因此 FDI 的规模也将保持较高水平。

图 8、中国 FDI 实际投资金额（亿美元）



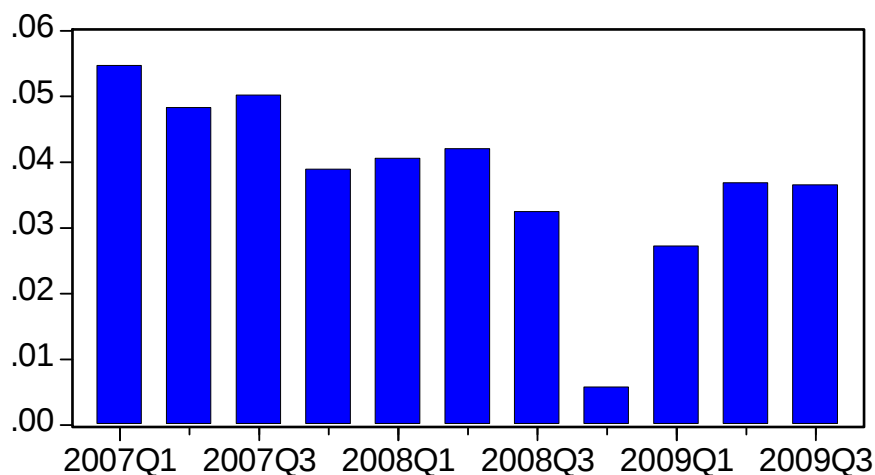
数据来源：WIND，光大证券研究所

国际资本的流入、外贸顺差规模的扩大以及 FDI 水平的提升，这都将带来中国外汇储备的快速上升。按照中国目前的外汇结算制度，外汇储备的上升将带来基础货币的投放增加，为市场带来新的流动性增加。

M1: 企业盈利与现金流

由于国家的大规模的财政刺激计划和大规模的信贷投放，企业的盈利能力已经在今年的 2-3 季度恢复到了历史的较高水平。同时，企业的资产负债率仍然保持在相对合理的位置。因此，我们认为未来企业的现金流将获得持续的改善，企业的活期存款将持续增加，带来市场的流动性。

图 9、上市公司单季度 ROE



数据来源：WIND，光大证券研究所

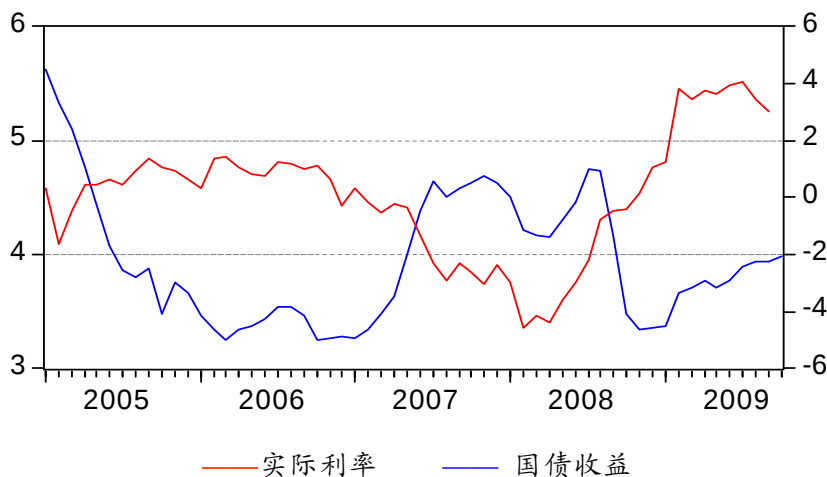
边际投资倾向

边际投资倾向是衡量市场变化的另外一个主要因素，它指在一定的财富水平下，投资者投资风险资产的意愿，在行为上体现为风险资产配置比重的改变。大类来看，可以看做是投资者在风险资产、无风险之间的选择过程。我们认为影响投资者边际投资倾向的最重要因素是实际利率的变化，呈现负相关关系。下面我们将进行详细的分析。

我们认为，2010 年物价水平将恢复到 2-3% 的水平，总体上相对合理，无明显的通胀压力，因此政府对于货币政策将保持适度的宽松。既是政策进行灵活性调整，但是加息或者提高准备金率的频率或者幅度都将较小。由于物价水平上升，但是名义利率调整幅度有限，那么 2010 年消费者面临的实际利率将相对与 2009 年有明显的下降。

由于物价水平上升，风险资产价格上涨，储蓄存款以及购买国债的相对收益都将下降，因此居民将增加风险资产的配置比例，即提高边际投资倾向。历史数据显示，实际利率与国债收益率、居民存款活期化率存在显著的负相关关系。

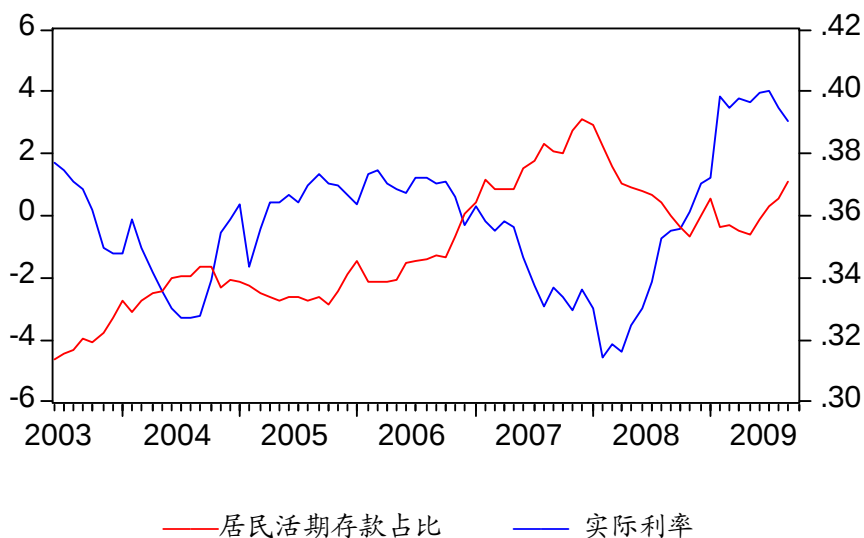
图 10、实际利率与国债收益率的关系



数据来源：WIND，光大证券研究所

根据上述图表，我们可以预见，2010 年国债的到期收益率将随着物价水平的上升而上升，投资者将进一步降低国债的持有比例，抛售国债，以持有更多的风险资产。

图 10、实际利率与居民活期存款占比的关系



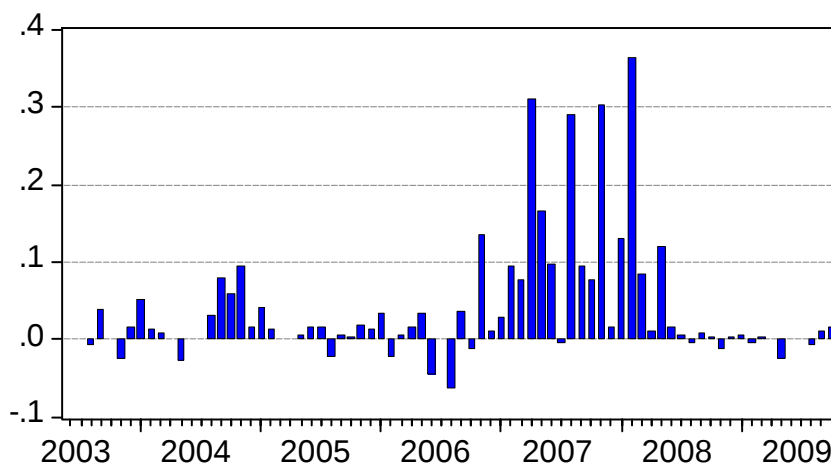
数据来源：WIND，光大证券研究所

根据上述图表，居民活期存款占比与实际利率存在显著的负相关关系。同样可以预见的是，明年居民的存款活期化或者储蓄搬家的现象将能够维持。

理论上，基金发行规模也反映投资者的边际投资倾向改变。但是由于批复、股票市场波动等对其有较大影响，因此其代表性相对较弱。但是，根据目前的相关政策和居民储备搬家的情况来看，基金规模持续扩大是大

概率事件。

图 11、历年来基金发行规模变动比率



数据来源：WIND，光大证券研究所

小结：流动性总体宽裕

综上所述，我们认为无论从货币投放量还是投资者边际投资倾向来看，市场的总体流动性都将保持宽裕。

国际资本的大规模流入带来基础货币的被动投放，增加市场的流动性，体现为 M1 增速超过市场的预期。同时，由于政策滞后，实际利率将不断下降，这将提高投资者边际投资倾向，增加风险资产的配置比例。

再融资与 IPO 造成市场的短期困扰

再融资与 IPO

再融资与 IPO 是困扰目前市场的主要因素,我们认为也将是困扰 2010 年股票市场的重要因素。但是,我们认为融资与股票市场表现是一个内生的因素,两者相互影响。短期内我们可以认为过大的再融资或者 IPO 将给市场造成一定的负面影响。长期来看,由于股票市场的下跌必然会给证监会和上市公司造成压力,将减少市场的融资规模。相反,市场的火爆表现也将刺激上市公司和证监会加大市场供应的力度。

为了更好的分析整体市场的融资规模,我们分为四个方面来看: IPO, 包括已过会未发行以及传言将要发行的公司; 再融资, 包括已过会但未发行公司以及通过预案未上报材料的公司。由于主要考虑对 A 股的影响, 我们剔除了在香港或者境外融资的公司的融资规模数据。

由于银行规模和影响较大, 因此我们银行分析师单独给出银行的融资估计。

下面是已经过会但是仍然没有发行的公司, 预计总募集资金规模为 360 亿左右, 最大的融资规模在 64 亿左右。

公司名称	审核通过会议日期	上市板	预计发行股数(万股)	预计募集资金(万元)
中国北车股份有限公司	2009/8/21	主板	300,000	643,600
中国船舶重工股份有限公司	2009/7/27	主板	199,500	643,470
中国化学工程股份有限公司	2009/9/4	主板	123,300	291,700
深圳市燃气集团股份有限公司	2009/8/17	主板	13,000	213,775
人人乐连锁商业集团股份有限公司	2009/10/19	中小企业板	10,000	152,240
浙江正泰电器股份有限公司	2009/9/23	主板	10,500	140,328
上海徐家汇商城股份有限公司	2009/10/26	中小企业板	7,000	90,642
雅致集成房屋股份有限公司	2009/8/31	中小企业板	7,364	79,980
安徽新华传媒股份有限公司	2009/9/21	主板	11,000	71,200
上海新朋实业股份有限公司	2009/9/21	中小企业板	7,500	69,430
整体过会未发行公司合计			803,645	3,601,089

传闻 IPO 的公司比较多,但是由于仅仅是传闻,既无时间上的可把握性,也无融资规模方面的可统计性,因此我们仅仅将涉及传闻中的公司做了家数的统计,剔除了在境外或者香港上市的公司。我们统计传闻将 IPO 的公司达到 90 家以上,包括农业银行、光大银行、南方电网、汇丰控股、渣打银行、长江实业、中国移动等巨型规模的上市公司融资。但是这些传闻中的很多公司,我们相信也不可能在较短的时间内就实现国内 A 股的上市,比如长江实业等。

尽管传闻的规模和数据都具有不可预测性，但是仍然会给市场带来负面的影响，直到相关的大公司融资后市场才可能消除这样的担忧。

下面是统计的再融资的规模数据。数据显示，已经过会但是仍然没有完成融资的规模大概有 300 亿左右。

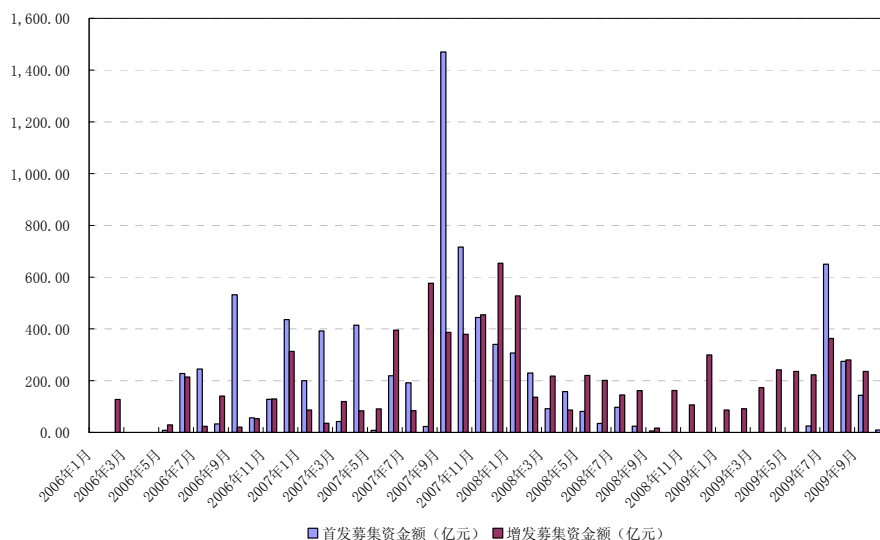
代码	名称	发审会通过公告日	再融资方案	发行类型	预计募集(万元)
600875.SH	东方电气	2009/9/24	增发数量合计14500.0000万股	增发	500,000
600550.SH	天威保变	2009/7/27	每10.0000股配1.8000股	股配	400,000
600027.SH	华电国际	2009/9/8	增发数量合计75000.0000万股	增发	350,000
002024.SZ	苏宁电器	2009/11/5	增发数量合计20000.0000万股	增发	280,000
600151.SH	航天机电	2009/7/22	每10.0000股配3.0000股	股配	183,700
600497.SH	驰宏锌锗	2009/8/19	每10.0000股配3.0000股	股配	180,000
600060.SH	海信电器	2009/11/2	增发数量合计15000.0000万股	增发	150,000
600804.SH	鹏博士	2009/10/27	增发数量合计21600.0000万股	增发	140,000
600227.SH	赤天化	2009/10/16	增发数量合计15000.0000万股	增发	120,000
600755.SH	厦门国贸	2009/8/19	每10.0000股配3.0000股	股配	108,000
总再融资规模合计					2,997,850

下面是统计的已经通过再融资预案，仍然没有过会的公司预计再融资数量。数据显示，整体的规模为 1600 亿元左右，最大的中国铝业预计融资 100 亿左右。由于数据更新的原因，可能部分公司已经在近期完成了融资。

代码	名称	方案进度	增发数量(万股)	增发价格下限	预计募集资金规模(万元)
601600.SH	中国铝业	股东大会通过	100,000.00	10.98	1,098,000.00
600369.SH	西南证券	董事会预案	50,000.00	14.33	716,500.00
000878.SZ	云南铜业	董事会预案	30,000.00	20.59	617,700.00
000024.SZ	招商地产	股东大会通过	20,000.00	28.12	562,400.00
000718.SZ	苏宁环球	股东大会通过	38,000.00	13.4	509,200.00
600748.SH	上实发展	董事会预案	30,000.00	14.43	432,900.00
600801.SH	华新水泥	股东大会通过	20,000.00	20.39	407,800.00
002072.SZ	德棉股份	董事会预案	50,000.00	8.05	402,500.00
600729.SH	重庆百货	董事会预案	17,930.00	22.03	394,997.90
002092.SZ	中泰化学	股东大会通过	28,000.00	13.75	385,000.00
所有再融资募集资金合计					16,096,185.89

综合上面各方面的情况，我们预计 2010 年市场整体的融资规模大约在 3500 亿 - 4500 亿左右，对于目前的市场来看，整个融资规模是对市场有较大压力的。历史数据显示，2007 年，市场的整体融资规模大约为 4400 亿左右，2008 年为 2200 亿左右（剔除香港融资）。

图 12、历年来市场融资规模数据（亿元）



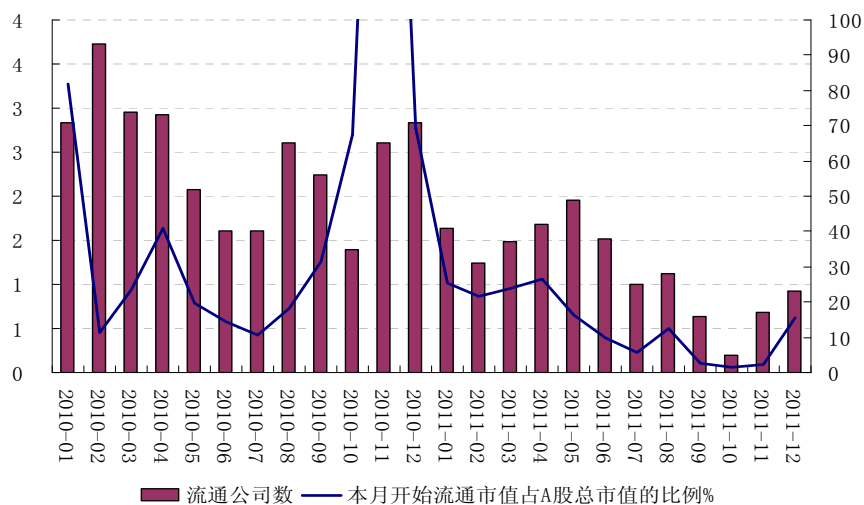
数据来源：WIND，光大证券研究所

大小非解禁

大小非是股改后困扰市场的另外一个因素。目前市场关注较多的大小非解禁规模，但是我们认为，也需要进一步关注大小非解禁的公司数量，因为解禁规模可能受到大型国有企业的大非解禁影响。

从数据来看，2010 年的第一季度，上市公司解禁的家数较多，但是规模较小，主要是一些小市值的公司解禁比较多。我们倾向于认为这一阶段的解禁压力相对比较大一些。从解禁规模来看，主要集中在 2010 年的四季度，包括中国石油、海通证券、国元证券等大市值公司的限售股解禁。

图 12、大小非解禁规模和公司



数据来源：WIND，光大证券研究所

证监会保持市场化改革力度

我们认为尽管融资压力较大，但是保持市场平稳仍然是证监会的主基调。证监会将进一步推动市场化改革的力度，由市场来决定融资的规模和频率，但是也将考虑市场的承受能力。

我们认为证监会将进一步推动国内市场的改革和国际化接轨，尤其是券商的大量资金闲置的情况下，融资融券可能会在 2010 年推出，增加市场的资金量，部分冲销融资带来的市场压力。同时股指期货也可能在未来一段时间推出，对于大盘蓝筹股形成利好。

证监会的市场化改革也将推进基金方面的市场化进程，基金的发行可能倾向于由基金公司和市场自主决定。目前证监会已经允许基金同时申报多个产品，这将有利于在居民储蓄搬家的背景下基金公司资金的募集。

由于外资流入压力增加，我们认为政府会进一步增加 QFII 的批复额度，满足 QFII 资金投资需求。同时由于外汇储备压力，我们认为政府对于 QDII 的批复力度也将增加。

企业利润超过市场预期

我们预计明年的企业利润增长会保持 31% 左右，超过市场一致预期的 26% 左右。整体上市公司盈利已经超过了 2007 年的水平。这是支撑这个市场上行的一个主要因素。

我们预期的企业利润相对比较乐观，从简单的逻辑上看就是明年的经济增长速度将高于今年，即名义 GDP 增速要高于 2009 年，考虑到工资福利水平的相对稳定性，因此企业的盈利增速也应该高于 2009 年。

为了方便计算，我们将上市公司分为金融、工业、房地产、建筑和农业等，然后分别就行业的情况进行估计和分析。我们的计算超过市场预期主要的原因是我们认为工业企业的利润增速将超过 40%，而对于银行的坏账我们并不是特别的担心，因此预计银行的利润增长仍然将保持在 25% 左右。由于中石油、中石化明年的业绩增长相对比较稳定，因此剔除后工业企业的利润增长将达到 57% 左右，周期性行业的利润增速相对较高。

详细数据请参考下表：

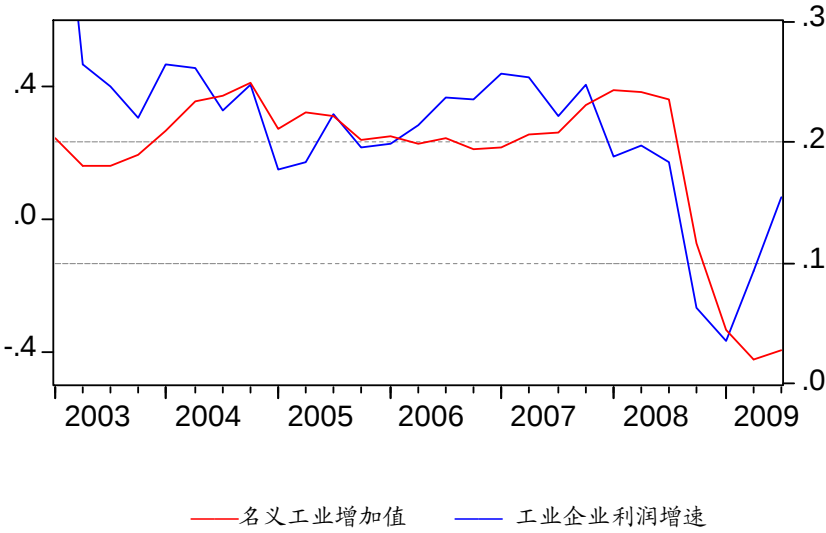
单位：百万	2007A	2008A	2009E	2010E
金融企业	366654.17	401438.10	497198.78	618077.44
		9.49%	23.85%	24.31%
银行	280963.57	373399.87	431223.34	539029.18
		32.90%	15.49%	25.00%
非银行	85690.60	28038.24	65873.55	79048.26
		-67.28%	134.94%	20.00%
工业企业	510801.53	364330.98	514039.87	719655.82
		-28.67%	41.09%	40.00%
剔除中石油中石化	321280.53	220843.98	332032.62	520159.25
		-31.26%	50.35%	56.66%
中石油	134574.00	113798.00	116595.45	134084.77
		-15.44%	2.46%	15.00%
中石化	54947.00	29689.00	65411.80	65411.80
		-45.97%	120.32%	0.00%
房地产	23266.95	25768.12	33898.34	45762.76
		10.75%	31.55%	35.00%
建筑企业	17386.71	15310.81	30594.37	35183.53
		-11.94%	99.82%	15.00%
农业与服务业	92458.22	59359.02	51810.23	60099.87
		-35.80%	-12.72%	16.00%
全部A股	1010567.58	866207.03	1127541.60	1478779.42
		-14.29%	30.17%	31.15%

数据来源：WIND，光大证券研究所

由于我们对于工业企业利润增速的估计相对较高，因此我们将做进一步的说明。工业增加值主要对应与工业企业的收入，由于工资福利的变动较小，而折旧等因素相对固定，因此工业增加值的波动主要体现在企业利润的波动上。我们通过宏观分析师对名义工业增加值的估计，利用历史的弹性来估计工业企业利润增速数据，分析表明这样的估计在历史上具有一定的一致性，因此我们可以用它来估计明年的工业企业利润。我们预计明

年的名义工业增加值增速为 20% 左右，按照我们的模型，工业企业利润增速将在 40 - 50% 左右。保守起见，我们取了下限值作为我们对上市公司盈利的估计。

图 13、工业企业利润与名义工业增加值



数据来源：WIND，光大证券研究所

股票市场估值

股票市场的估值，一直困惑市场投资者。我们采用了按照公司的模式恢复了沪深 300 指数的 EPS 数据，为投资者估计市场点位提供了一个参考。随后我们参照 DDM 模型的方式对股票市场点位进行估计。另外我们也参考了历史上的估值均值，做相对市场估值计算。

绝对估值模型

首先，我们预计 2009 年 - 2011 年沪深 300 的 EPS 分别为：134、181 和 226 元。历史上上市公司的平均利润增速都超过了 25%，但是考虑到未来 GDP 增速的回落，我们按照 18% 的利润增速计算稳定增长阶段的企业利润，随后按照 1% 进行递减，永续增长率为 4% 左右，考虑物价水平和 GDP 的增长。

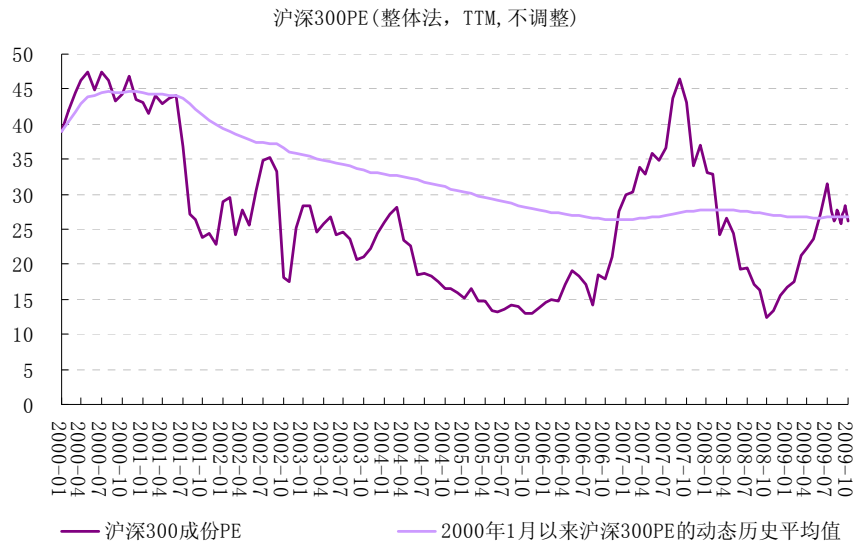
无风险收益率参考国债收益率，采用了 3.7%，股票市场风险溢价采用了 7.84% 的历史均值。

我们的计算结果是，沪深 300 合理点位大约为 4279，波动区间在 3800 - 4700 点，因此我们认为沪深 300 明年的高点位置应该在 4700 点。对应 2010 年的估值水平大约为 21 - 26 倍左右。

	显性阶段			增长稳定阶段	增长衰减阶段	永续阶段
年份	2009	2010	2011	2012—2021	2022—2034	2034 年之后
每股收益 (EPS)	134	181	226	按 G 稳定增长	按 G 增长 (递减)	按 G 增长
EPS 增长率 (G)		35%	25%	18%	按 1% 衰减	4%
分红率	30%	30%	30%	50%	70%	
无风险利率	3.70%					
风险溢价 (ERP)	7.84%					
2010 年合理指数点位 (沪深 300)	4278.99					

历史估值模型

历史估值的模型，简单地说就是均值回归理论的应用。目前沪深 300 指数的估值水平为 26 倍左右，考虑到 10 年有 30% 以上的利润增长，以及流动性方面相对比较宽裕，因此未来估值可以维持在 20 - 25 倍左右。



数据来源: WIND, 光大证券研究所

结论：市场总体趋势较好

我们上面从流动性、利润、估值、政策以及融资等方面进行了分析，估值在流动性宽裕的背景下将维持相对比较稳定，由于利润增长将保持 30% 以上，这将推动股票市场的上扬。但是由于宏观政策、股票市场政策的不确定性，以及融资的压力较大，明年股票市场估值水平大幅提升的概率也比较低。因此，我们认为明年沪深 300 指数的运行区间为 3800 - 4700 点，合理的估值区间为 4200 点左右。

下面我们将进一步就股票市场未来的投资主题以及行业配置建议进行详细的分析。

2010 年投资主题与逻辑

根据目前中国经济发展的趋势以及相关的政策，我们认为 2010 年市场的整体投资主题将是“经济转型，消费崛起”，具体来说就是经济将从重工业化、城镇化快速发展的阶段转型到大众消费、稳定发展的阶段。由于大规模投资以及出口的不可持续性，因此我们认为支撑未来中国经济的将是消费保持持续稳定的增长。

中国发展阶段与行业估值

下面是我国 1992 年以来，各个阶段的发展特征。我们按照两次危机，也是中国经济发展的周期分为五个阶段，第一个是轻工业发展阶段，但是主要的政策是货币一次性贬值、改革开放和投资快速增长。在那个时代，居民的生活主题是“新三大件”，热炒的股票是“四川长虹”。随后就是亚洲金融危机，中国经济陷入通缩，GDP 增速回落到 7% 左右。当时热炒的股票是科技网络概念。随后中国进入城镇化阶段，重工业化获得了快速的增长。当时居民生活的主题是“房子和车子”，股票市场上的典型代表是“万科”等股票。随后就是席卷全球的金融危机，中国采取了刺激投资的积极财政政策，同时盯住美元维持汇率稳定，成功保“八”。股票市场最为红火的就是“新能源”。

时间段	1992-1997	1998-2002	2003-2007	2008-2009	2010-2015
阶段	轻工	亚洲金融危机	重工	全球金融危机	大众消费
外汇	一次性贬值	不贬值	一次性升值	盯住美元	升值
物价水平	24%	-1%	6%	-1%	2-3%
GDP 增速	13.5%	7.1%	11.4%	8%	8-9%
政策	通胀补贴； 行政调控	国企脱困 西部开发	加息 提高准备金率	减息 四万亿贷款	升值，资本账户开放
股票	四川长虹	科技股	资源资产（万科）， 苏宁	新能源	
发展代表	深圳		天津		海南岛？
主题	三大件		房子，车子		健康，旅游， 财富
领导人	江泽民		胡锦涛		

简单上面的推论，我们就能比较容易的理解未来我们将面临的经济转型和消费崛起的真实意义。

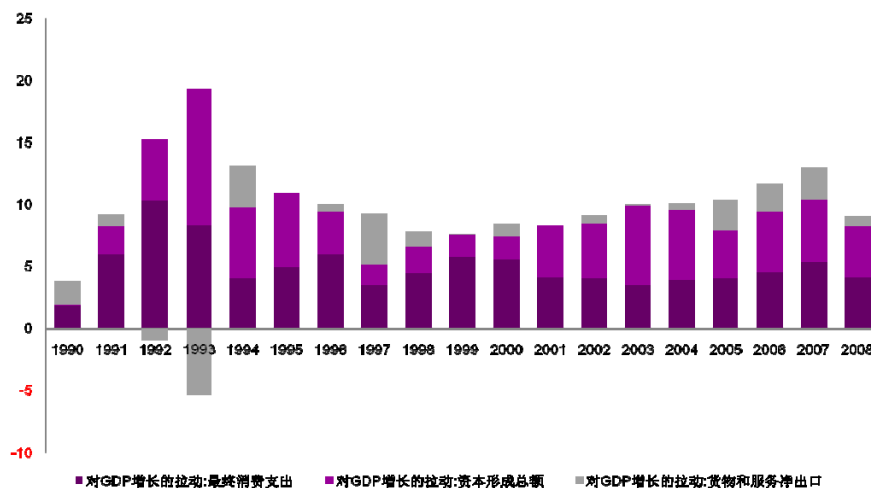
我们按照这么长的一个周期来分析消费，是否跟明年的投资有点不匹配，实际上并不是这样。对于一个主题，我们需要考虑两个层面的问题：一个是估值水平或者持续增长能力，另外一个近期的盈利能力。我们认为行业的估值水平应该由该行业未来的发展趋势和前景决定。如果我们认为消费板块在未来都将维持较高的增长速度，那么我们就可以给予更高的估值水平。例如，在 2003 年 - 2007 年间，周期性行业一直维持了 20 倍

左右的市盈率水平，与发达国家形成鲜明对比。主要的原因就是我国正在进入城镇化、重工业化的发展阶段，周期性行业面临需求的迅猛增长，整个行业都维持了 20 - 30 % 的一个增长速度，因此我们可以给予这些行业 20 倍的市盈率。另外一个向对应的行业就是家电行业，尽管该行业在 2003 - 2007 年完成了行业的整合以及国际市场的开拓，盈利能力也维持较好，但是其发展的速度都较周期性行业为弱，因此市场对于其关注程度就很低，这个板块就没有获得超越大盘的机会。

城镇化与重工业化

下面我们将进一步阐释我们的逻辑。首先是历史的 GDP 贡献分解，我们发现，90 年代，消费是拉动整体经济发展的主要因素，投资并没有形成一枝独秀的格局。到了 2000 年以后，消费占比不断下降，资本形成不断上升。我们认为发生这样的转变主要原因是城镇化和重工业化拉动了社会的固定资产投资规模，使得资本形成占比不断上升。

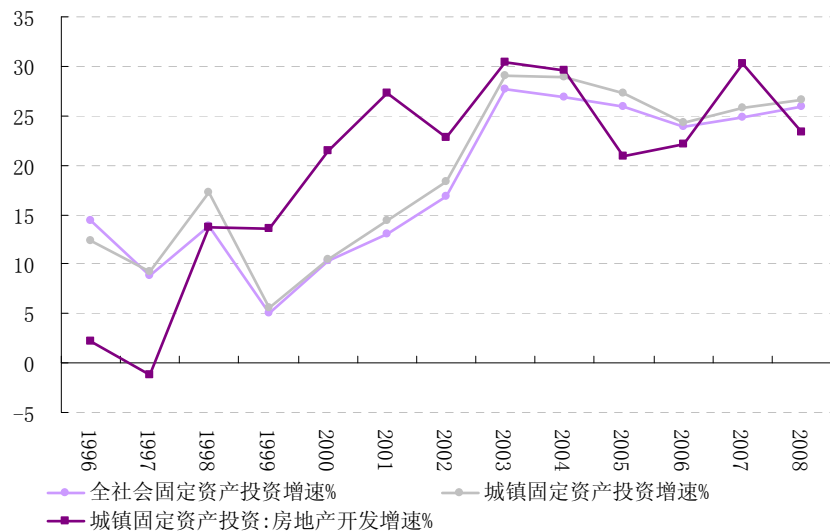
图 14、支出法的 GDP 贡献分解



数据来源：WIND，光大证券研究所

固定资产投资增速的数据也支持我们的看法。进入 2000 年以后，固定资产投资增速始终维持在 15 % 以上，2003 年以后一直维持在 25 % 以上。而房地产投资的增速则一直高于整个社会的固定资产投资增速，这说明了城镇化带来的整体经济结构的变化。

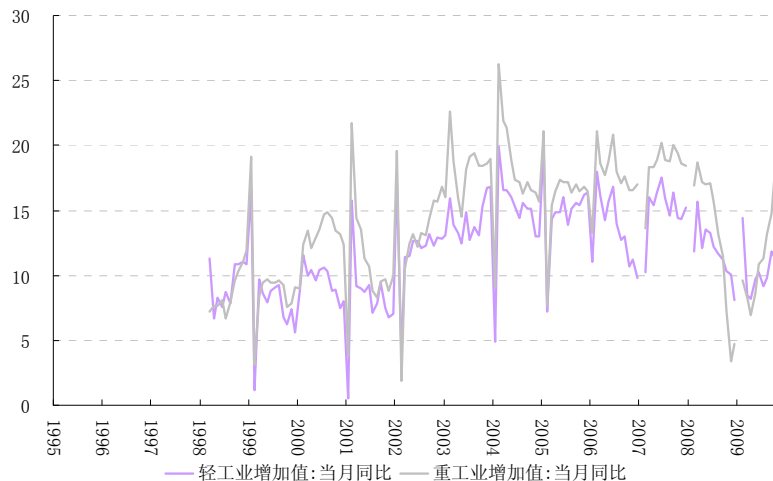
图 15、固定资产投资增速



数据来源: WIND, 光大证券研究所

我们认为 2003-2007 年的阶段为重工业化阶段, 因此重工业行业的发展速度应该高于轻工业行业。我们使用轻重工业增加值增速进行了比较, 我们发现, 2000 年以后, 重工业的增加值明显的高于轻工业增加值的速度。由于工业增加值对应企业盈利能力, 因此我们可以判断出重工业在 2000 年以后, 整体行业的盈利能力要高于其他行业。这也印证了之前一个阶段市场给予周期性行业更高估值的合理性。

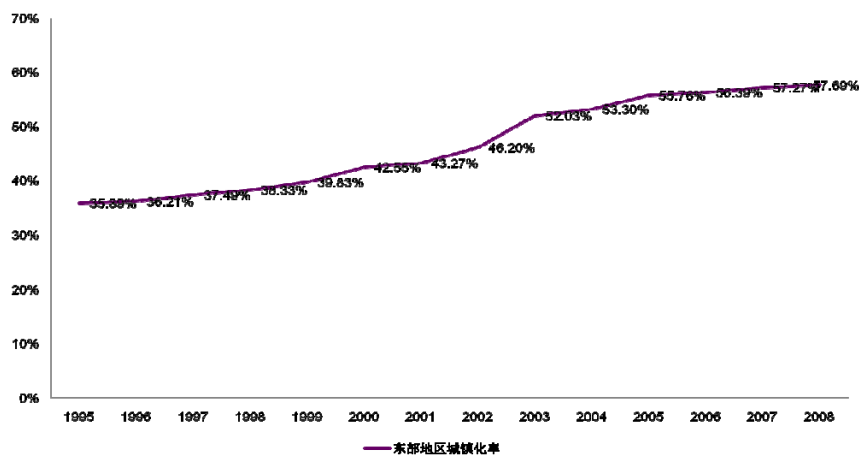
图 16、轻重工业增加值增速比较



数据来源: WIND, 光大证券研究所

从数据来看, 中国东部城镇化率从 1995 年的 35% 提升到现在的 57%, 提高了 22 个百分点。至少我们可以认为中国东部城镇化率已经提升到了一个较高的水平, 未来仍然会提升, 但是提升的速度将有所降低。

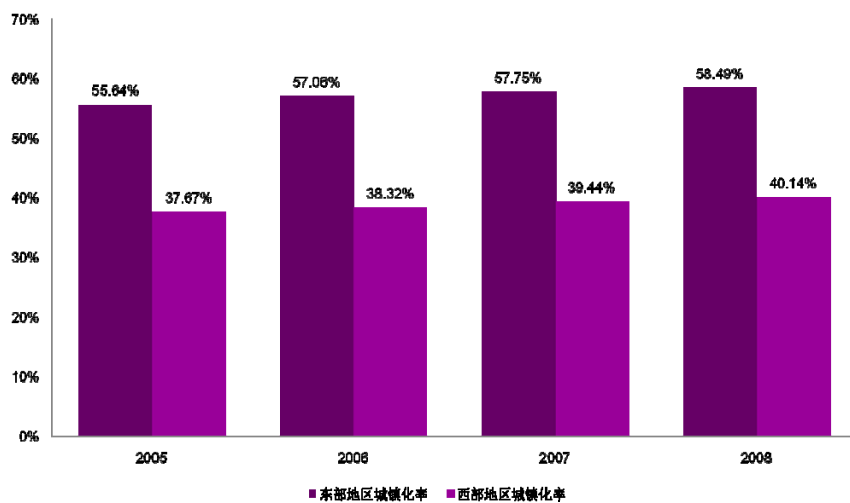
图 17、中国东部城市的城镇化率



数据来源：WIND，光大证券研究所

但是中国西部城市的城镇化率仍然比较低，目前为 40% 左右，未来仍然有较大的提升空间。我们认为中国西部城市较低的人力资源成本以及土地成本将吸引东部工业往西部转移，提高西部城市的城镇化率。

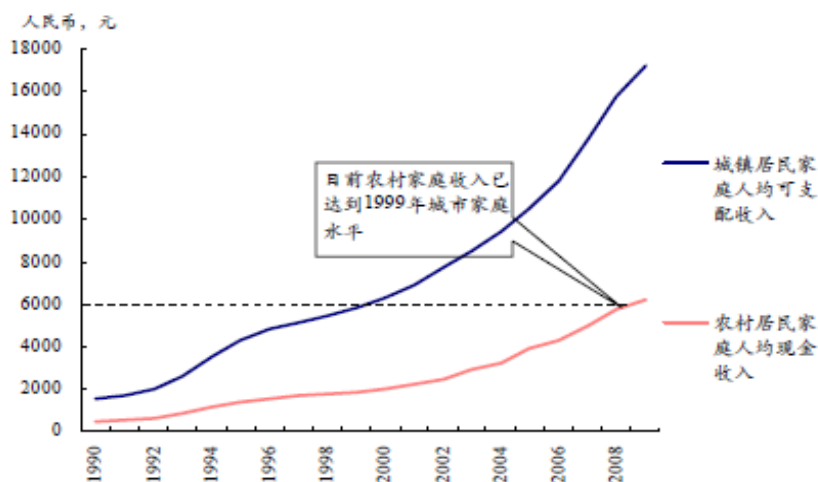
图 18、中国东西部城市的城镇化率差异



数据来源：WIND，光大证券研究所

从城市和农村居民收入水平来看，中国的农村居民已经达到了 6000 元左右，进入到城镇化率的阶段，未来中国农村的城镇化率将进入到一个较快提升的阶段。因此中国西部的房地产以及跟房地产相关的重工业将获得长足的发展。

图 19、中国城镇和农村居民人均收入比较



数据来源：WIND，光大证券研究所

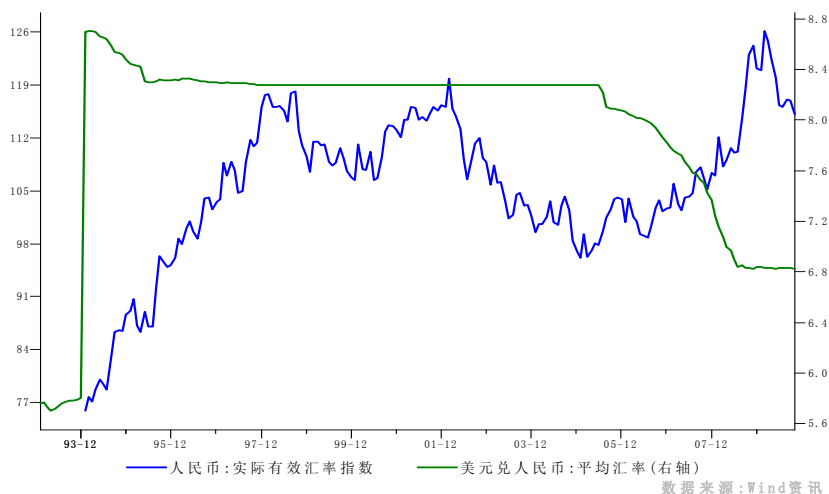
综上所述，在东部城市化率不断的提升过程中，中国进入了快速重工业阶段。随着东部城市化率提升到一定水平，未来城市化率的速度将有所回落，但是由于中国西部城市刚刚进入城市化率阶段，因此未来西部将进入快速城市化的过程，为西部的房地产以及重工业发展带来机遇。

人民币汇率与出口部门发展

中国的出口是前一阶段中国经济发展的另外一个引擎，我们认为未来中国的出口的贡献程度将不断降低，中国政府也明确提出了要扩大进口，降低中国大量的贸易顺差。

93年中国通过一次性贬值，提升了中国的出口竞争水平，并且采取固定的汇率制度，维持了中国出口部门的竞争优势。2005年以后，人民币汇率不断升值，但是人民币有效汇率并没有持续升值，而是仍然处于贬值的过程中，导致外资流入中国，中国的贸易顺差不断积累。

图 20、中国名义汇率和实际有效汇率



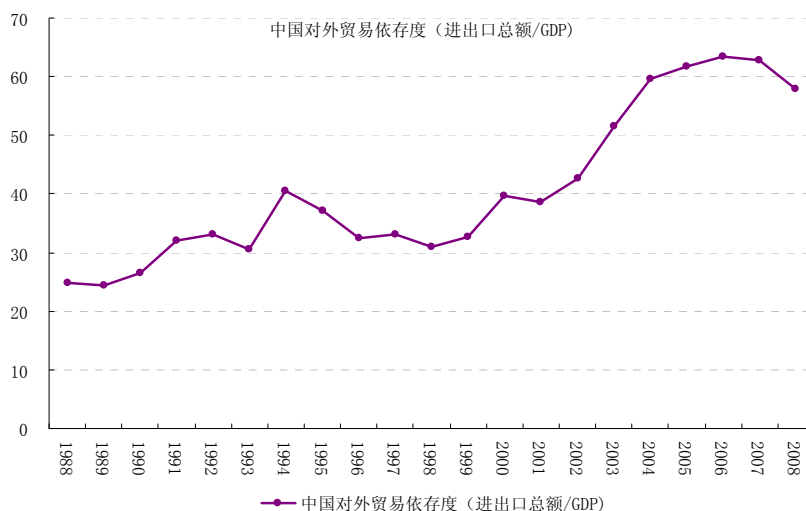
数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND，光大证券研究所

中国采取的出口战略带来了两个方面的变化，一个方面的变化是中国的外贸依存度不断提升，同时出口带动的部门固定资产投资增速保持较高的水平。

下面的图表是中国的对外贸易依存度数据，中国的对外贸易依存度从30%左右提升到了2007年的60%以上。出口部门的扩张带来了中国经济的快速发展，同时也使得中国经济受到国际经济的严重影响，国际经济危机对国内经济造成严重影响。中央政府也意识到这个问题的存在，力图提升国内需求，降低经济对外依存度。

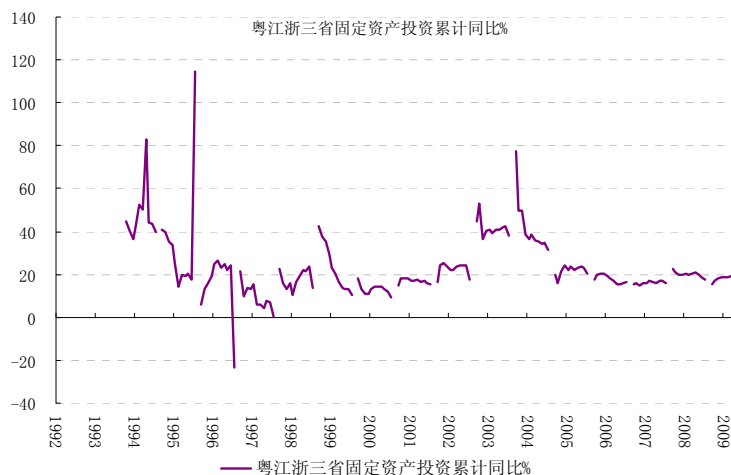
图 21、中国对外贸易依存度



数据来源：WIND，光大证券研究所

我们选择了出口占比最高的三个省份作为考察样本，发现这三个省份在1993年以后，整个固定资产投资的增速远远高于全国的平均水平。当然，在这次的金融危机中，这三个省份的经济受到的影响程度也最大。

图 22、出口省份的固定资产投资增速



数据来源：WIND，光大证券研究所

我们认为大致的逻辑是：中国政府通过人民币贬值获得了出口部门的竞争优势，这导致东部城市的贸易部门固定资产投资快速增长，同时提升了出口部门的劳动力工资水平和企业盈利能力。收入水平的提升带动了东部城市的城镇化率，房地产以及由此带动的重工业部门快速发展，完成了东部的重工业化过程。

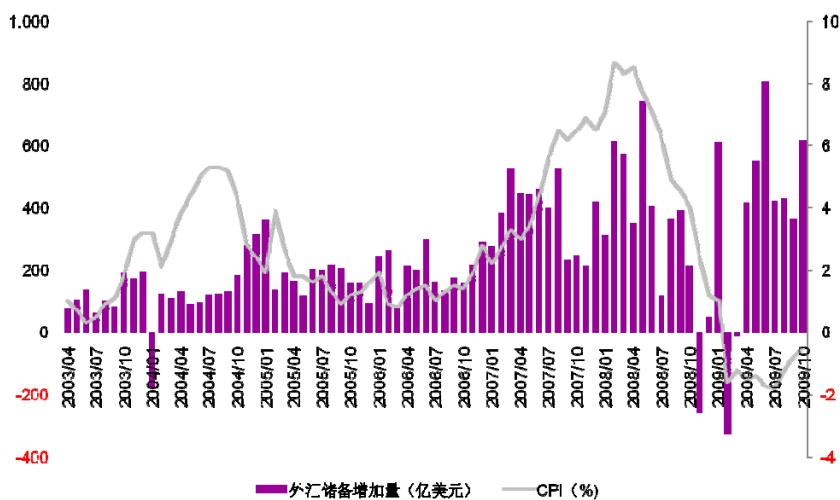
人民币汇率与宏观调控

中国通过保持人民币汇率稳定维持了中国出口部门的发展，但是由此给中国经济带来的问题也不容忽视，即限制了中国的宏观调控，导致中国的通货膨胀压力内生化的。

由于外贸部门的发展，中国的外贸顺差不断增加，同时人民币升值压力导致热钱的不断流入。为了维持稳定的汇率以及中国的外汇结算制度，人民币银行将结算外汇，形成外汇储备，同时不断投放基础货币。尽管央行通过央票发行来对冲外汇占款，但是也会导致央票利率的上行，导致央行无法完全对冲外汇占款的压力。这就导致中国的宏观调整政策受到制度的限制，通胀成为一个不可避免的问题。

下面的图表显示了中国的外汇占款数据和物价水平表现出来的一致性，这就是我们说的通货膨胀内生化的结果。

图 23、外汇占款与宏观调控



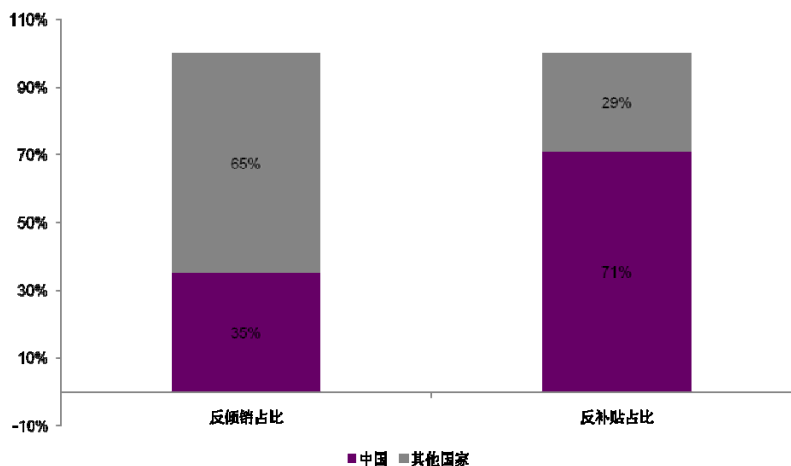
数据来源：WIND，光大证券研究所

贸易摩擦不断升级

中国的外贸部门发展导致中国面临较大的外贸压力和政治压力，贸易摩擦的数量和程度不断升级。从下面数据来看，近期有 71% 的反补贴调查针对中国，有 35% 的反倾销调查针对中国。

在中国东部城市，非贸易部门的价格水平不断上升，贸易部门的竞争优势不断丧失，如果要维持贸易部门的竞争优势，要么继续实行人民币贬值，要么增加补贴。显然这样的措施并不利于中国经济长期发展，也会导致较大的国际政治经济压力，得不偿失。

图 23、近期的中国贸易摩擦



数据来源：WIND，光大证券研究所

总结上面的论述，我们认为中国的东部贸易部门必然面临转移的问

题，对于市场完全在外的出口部门，可能将生产能力转移到其他具有优势的国家；对于市场在国内的东部部门，可能将生产能力转移到中西部城市，这将加剧中国中西部城市的城镇化过程。中国东部城市由于收入水平的提升以及城镇化的完成将进入到大众消费的阶段，其发展水平将逐步趋于稳定。

制约消费的瓶颈不断被消除

中国经济处于转型阶段，核心的意义是中国经济逐步进入大众消费阶段，尤其是中国东部城市，但是中国中西部城市的城镇化率仍在如火如荼的进行。我们需要解决的第二个问题是，之前制约中国消费的瓶颈正在不断被消除。

首先要提到的就是中国政府大力推进促进内需扩大消费的政策，并出台相关的配套措施，这显然是中国未来消费发展的重要因素。

第二，中国的养老保障和医疗改革，这将解决居民的后顾之忧，提高居民现在的消费水平。

第三，农业税免收，并实行农产品的收购价保护，增加了农村居民的收入。义务教育费用免除也提高了居民的收入水平。

第四，廉租房和经济适用房将进一步推进，满足低收入水平人群的住房问题，降低住房支出比重，提高消费水平。

第五，在本次经济危机中，中国政府通过刺激内需和消费的政策获得了不错的效果，我们认为中国政府在未来将不断加强和完成促进消费的相关政策和措施。

总之，我们认为随着经济的发展以及制约消费的瓶颈不断被打破，中国经济将进入到大众消费的阶段，使得中国经济进入依靠内需的平稳较快发展阶段。

投资主题与配置建议

根据上面的论述，我们很明确的知道未来的投资主题将是大众消费的阶段，与未来居民消费品种和消费方式相关的行业将获得持续快速的发展。但是由于中国的中西部差异，因此西部城市仍然处于快速城镇化的阶段，同时中国经济要转向大众消费阶段仍然需要时间，这就是我们提到的 2010 年的投资主题：“经济转型，消费崛起”。

从具体行业的角度来看，医药和家电等行业在 2009 年已经受到了资本市场的认可，但是由于相关的配套措施仍然将不断出台，这些行业仍然处于高速增长阶段，因此我们认为医药和家电仍然是未来配置的主题。

银行业目前估值水平较低，未来息差将不断提升，同时随着人们消费方式的转变，银行业的表外业务将获得较快的发展。我们预计银行业 2010 年将保持 25% 以上的增长速度，因此银行仍然是我们推荐进行配置的主要行业之一。由于券商行业面临基金发展提速，融资融券以及股指期货推出

等制度改革等利好因素影响，我们建议投资者配置该行业。

低碳为代表的行业是未来全球经济转型和发展的主要方向，也将不断受到政策的支持。因此低碳为代表的新能源板块是我们推荐的另外一个行业之一。

由于西部的城镇化，以及人民币升值预期带来的流动性宽裕，我们建议投资者关注房地产行业的投资机会，尤其是二三线城市的房地产投资。

总结起来，2010 年我们最看好的行业包括：银行、医药和家电；新能源、食品饮料和房地产行业。

按照政策的思路来看，我们建议配置的行业主要围绕“促消费、调结构”来进行。

行业估值比较

下表是我们做的行业估值比较数据，我们推荐的行业估值水平处于合理的范围之内。

序号	行业名称	2年复合增长率	一致预期 P/E			PB			相对估值		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	当前行业/指数	历史行业/指数	相对PE
1	指数	30.96%	27.19	19.13	15.85	3.28	2.9	2.58	1	1	1
2	采掘	24.29%	25.31	18.66	16.38	4.15	3.57	2.99	0.93	0.88	1.05
4	电子元器件	74.12%	74	36.24	24.41	4.3	4.08	6.77	2.72	1.7	1.6
5	房地产	31.58%	30.29	21.19	17.5	3.61	3.03	2.74	1.11	1.15	0.97
6	纺织服装	11.44%	23.35	20.65	18.8	4.4	2.73	2.42	0.86	1.11	0.77
7	公用事业	24.24%	25.81	18.16	16.72	2.57	2.36	2.14	0.95	1.11	0.86
8	黑色金属	91.54%	48.88	17.58	13.32	1.92	1.79	1.65	1.8	0.65	2.75
9	化工	42.29%	31.27	18.26	15.45	3.68	3.2	2.84	1.15	0.93	1.24
10	机械设备	29.15%	27.97	20.14	16.77	4.54	3.75	3.13	1.03	0.97	1.06
11	家用电器	23.80%	26.26	20.1	17.13	3.57	3.11	2.65	0.97	0.87	1.11
12	建筑建材	34.18%	22.77	15.85	12.65	2.51	2.2	1.91	0.84	1.25	0.67
13	交通运输	55.01%	50.04	25.56	20.83	2.45	2.31	2.15	1.84	1.19	1.54
14	交运设备	20.05%	28.17	21.87	19.54	3.67	3.27	2.87	1.04	1.06	0.98
15	银行业	25.40%	16.4	12.72	10.43	2.64	2.26	1.99	0.6	0.93	0.65
16	非银行金融业	19.61%	33.19	26.18	23.2	4.05	3.75	3.38	1.22	1.67	0.73
17	农林牧渔	34.66%	41.67	28.94	22.98	3.17	2.89	2.62	1.53	1.73	0.89
18	轻工制造	30.85%	22.26	16.43	13	1.63	1.49	1.34	0.82	0.81	1.01
19	商业贸易	39.27%	35.66	23.55	18.39	4.63	3.97	3.61	1.31	1.2	1.09

20	食品饮料	31.60%	34.93	24.32	20.17	7.38	6.16	5.01	1.28	1.63	0.79
21	信息服务	28.19%	40.96	29.9	24.93	2.67	2.47	2.26	1.51	1.6	0.94
22	信息设备	30.31%	37.45	25.72	22.06	3.14	2.83	2.92	1.38	1.43	0.97
23	医药生物	22.26%	28.08	22.84	18.78	5.1	4.26	3.54	1.03	1.47	0.7
24	有色金属	77.83%	87.13	41.68	27.55	5.05	5.26	4.76	3.2	1.19	2.69

分析师介绍

郭国栋，北京大学中国经济研究中心经济学硕士，2005 年加盟光大任煤炭行业分析师，目前任策略分析师。

开文明，2007 年11 月加盟光大证券研究所。2007 年复旦大学经济学院硕士毕业，2001 年获得上海交通大学国际航业专业学士学位。曾担任毕马威华振会计师事务所风险咨询部顾问和IT 行业咨询顾问等职。2008 年新财富交通运输行业共同入围。

寇文红，北京大学经济学院2008 届金融学博士，曾翻译出版美联储主席Ben S. Bernanke 的著作《大萧条》等书，2008 年9 月加盟光大证券研究所。

刘名斌，中国科技大学数学硕士，目前任策略分析师。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。