

结构调整、市场平衡、关注结构性机会

2010 年 A 股投资策略报告

2009 年 12 月 8 日

投资要点:

- 经济周期不仅影响市场的收益率也影响着市场的振幅，2006-2009 年经济繁荣、衰退造就了 A 股年振幅超 100% 的单边市特征，2010 年经济周期处于复苏缓慢向好的阶段，经济增长表现出更多的常态化特征，常态化的经济预示着明年市场振幅有望收窄、市场将由单边市向平衡市转变。经济常态化、市场规模化支撑着股市运行特征的转变。
- 美国储蓄率阶段性向下回归、失业率见顶回落，美国经济复苏，美元将有望由单边震荡向下转为探底企稳回升，对应中国出口将有望恢复至 10% 的增长，2010 年人民币升值随着美元走势的改变将更多的停留在预期层面。
- 刺激计划下借助补偿需求释放，汽车、地产得到快速恢复，预计明年地产需求仍能保持中速增长、汽车略低些；房地产投资以及信贷的增长有利于投资维持在 20-25% 水平；经济增速 9%，结构调整、增长方式转变成了中国经济的必然选择。
- 伴随着流通比例的扩大、融资规模的扩张、资本市场多层次体系的建设，市场规模化特征显现，估值水平更趋国际化、成熟化。
- 明年市场运行特征将呈现为年振幅收敛的平衡市特征，上证指数运行区间为 2700-3900 点；市场机会以结构性特征为主。
- 投资机会：A、兼具出口敏感和结构转型的高技术产业(电子元器件、信息设备等)；B、房地产销售维持中速增长、刺激计划利好的传导，将分别有利于建材装饰、家具和钢铁、玻璃、氧化铝、电力设备等产业的恢复和发展；C、超额货币等将渐次影响价格体系，考虑美元走势、人民币升值预期以及要素改革进程，更看好农产品、食品等产业；并对资源类持阶段性机会的策略建议；D、主题投资：低估值板块的价值回归、结构转型概念股等，比如银行、钢铁、纸业等。

金融与产业研究所策略组

分析师：沈正阳

TEL: (021)63367000-269

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

引言	3
一、基本面与市场特征关系的新视角	3
二、复苏之年的宏观基本面	5
1、美国经济有望复苏	5
A、经济复苏下一步需要美国经济的表现	5
B、美国经济步入复苏轨道	6
B1、美国失业率将见顶回落：利率、汇率	6
B2：美国储蓄率阶段修正利于中国出口	9
2、经济常态增长催生结构调整	10
A、政策激发内需、尚未显著透支需求	10
A1：汽车是否透支未来？	10
A2：房地产销量是否透支未来？	12
B、投资恢复至常态，增速在 20-25%	13
C、结构调整将具常态化	14
三、上市公司业绩及估值	15
1、2010 年业绩增速有望恢复至 20%-25%，接近 2009 年水平	15
2、业绩中速平稳增长有利于估值水平的稳定	17
四、失衡与通胀预期催生政策微调	18
五、明年的市场特征及投资机会	21
1、市场运行特征分析	21
2、点位测算逻辑	21
A、高点测算	21
B、合理价值中枢分析	23
3、市场逻辑及投资组合	24
图 1：A 股年振幅的集聚性与中国经济周期具有较强关系	4
图 2：美股年振幅伴随着经济波动亦存在明显的集聚性	5
表 1：各主要经济体经济复苏呈现渐次性特征	5
图 3：非农就业人数的负增长抬高了失业率、但即将面临转正时点	7
图 4：首次失业人数领先于失业率指标、但本轮时滞加长了	7
图 5：美联储加息往往在失业率见顶以后	8
图 6：美元指数与美联储利率在大趋势上呈现正相关特征、合乎利差原则	8
图 7：NDF 数据暗含这人民币升值预期、但仅仅是预期	9
图 8：美国消费率、储蓄率面临调整后的常态回归	10
表 2：汽车销量的短周期性制约着 2010 年的销售增速	11
图 9：汽车销量与 GDP 的线性回归方程暗示明年销售增速将下降	12
表 3：房地产销售、投资及价格之间关系紧密，2010 年房产销量依旧可以期待	12
图 10：明年房地产销售增速约 15%、持平于 2004 年以来的复合增速	13
图 11：固定资产投资快速上升、国进民退并不显著	14
图 12：房产投资将支持固定资产投资维持 20-25% 的常态水平	14
图 13：各价格指标弹性差异大、CPI-PPI 明年面临转负风险	16
图 14：工业企业利润 V 型反转、有助于全社会的利润恢复	16
图 15：股改后非银行石化类公司 ROE 与 GDP、CPI-PPI 具有较强相关性	17
表 4：业绩增速的大幅度变动将影响估值的大幅波动，反之则估值变动不大	17

图 16: 2010 年业绩增速预期将与 2009 年差异不大.....	18
图 17: 中国超额货币供应量(M2-GDP-CPI)创下 1986 年来的次高值.....	19
图 18: M1 与 M2 再次出现黄金交叉、但持续周期将较短.....	19
图 19: CPI 受制于食品价格波动、需要警惕结构性的通胀风险.....	20
图 20: 央票余额低于紧缩期水平、货币政策工具腾挪空间较大.....	20
图 21: 限售股解禁推动市场流通市值的快速扩张.....	21
表 5: A 股市值受制于储蓄、GDP 等资金、产出总量指标.....	22
表 6: 各主要板块估值及业绩增速.....	23
表 7: 上证指数敏感性测算表.....	23
图 22: 全部 A 股以及非银行石化类个股市盈率序列图.....	24
图 23: 高技术产业利润增速与出口额增速敏感性较高.....	25
表 8: 高技术产业出口、销售情况表.....	25
表 9: 刺激计划下部分工业品 2009 年销量情况.....	26
表 10: 业绩与估值对应表.....	27
表 11: 东北证券金融与产业研究所重点行业及个股评级表.....	27

引言

全球经济跌宕起伏逐渐步入后危机时代，世界主要经济体渐次步入复苏已成趋势。中国经济在积极财政和适度宽松货币等一揽子计划的刺激下，率先步入复苏周期，成为全球经济复苏的重要力量。中国受百年一遇金融危机的影响相对较少，外来的冲击只是加速而非逆转中国经济的调整回升周期，中国经济再次步入以投资为先导、内外需拉动的经济周期中，这个周期应具有中周期特征。

2010 年中国经济总体将处于结构调整、平稳增长的逐步回升阶段，这也是一般经济周期中时间跨度较长的稳中有升阶段，经济的主要特征就是总量的常态增长、结构的常态调整、政策的常态调控。2010 年的资本市场将在经济基本面常态化的大背景下，进一步向规模化、规范化、成熟化、国际化发展，资本市场多层次体系建设、发挥资本市场在经济生活中的功能将成为驱动资本市场进一步发展的主要动力。

2010 年 A 股市场的主要命题将是在经济常态化与市场规模化的背景下寻求市场整体的发展、结构的机会；经济常态化预示着多项经济指标将呈现回归稳态的特征，资本市场的表现在复苏的经济大背景下将稳中有升，但是，2010 年的市场将会有别于 2006-2009 年以来的大振幅、单边市的特征，明年股市振幅将会因为经济的常态趋势而收敛，更多呈现出平衡市的特征。

一、基本面与市场特征关系的新视角

平衡市还是单边市、窄幅震荡还是宽幅震荡，这两个维度的两两组合在中国股市的现实中多以震荡平衡市、巨幅单边市来演绎。市场总体上往往表现为连续若干年的窄幅震荡、继而连续若干年的宽幅震荡；其背后除了有金融微观结构中收益率集聚性(ARCH 效应)的因素，更是反映了经济周期的基本面特征。经济周期处于繁荣、过热至下滑衰退阶段时，对应着的股市多呈现单边市(向上或向下)、振幅较大；经济周

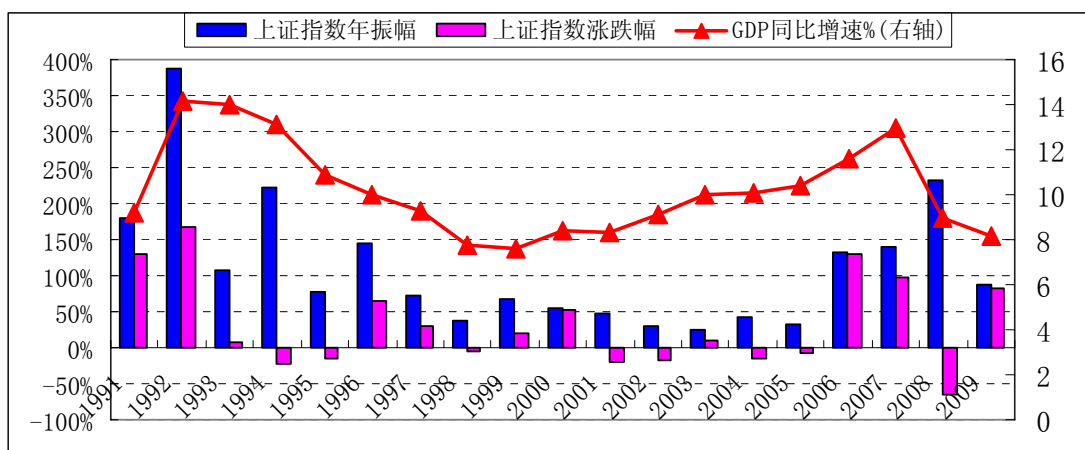
期处于企稳渐好的复苏向上阶段时，对应着的股市多呈现平衡市(年涨幅缩小)、振幅也较小。

经济基本面与股市振幅、涨幅的上述互动特征在境内外市场均有体现。以 A 股市场为例，股市振幅表现出极强的集聚性，即连续若干年的大幅震荡(1991-1994 年和 2006-2009 年)以及连续若干年的窄幅震荡(以 2002-2005 年特征最为明显)。参照这些年份，除了中国股市自身的制度性变革，更多的解释体现在经济基本面的波动上：在经济飙升过热而又突然紧缩的年份，比如 1991-1994 年、2006-2009 年，市场年振幅均在 100%以上、2009 年亦达 90%，其时伴随着的经济走势多呈现“V 型”、“倒 V 型”特征；相应的，在 2002-2005 年经济缓慢向好甚至包括 1998-2001 年经济缓慢探底回升阶段，A 股走势多呈现出平衡市的特征，年平均振幅以及年度收益率相对较小。

股票市场震荡幅度表现出较强的周期聚集性特征是伴随着经济周期演进的，这一特征在成熟市场也是如此。美国股市在 1989 年以来也多呈现出连续若干年的大振幅，比如 1989-1991、1995-1998、2001-2003、2008-2009；又有若干年连续的小振幅，比如 1992-1994、2004-2007。可以发现，在美国经济平缓运行阶段股市表现为连续若干年的较小振幅；反之亦然。

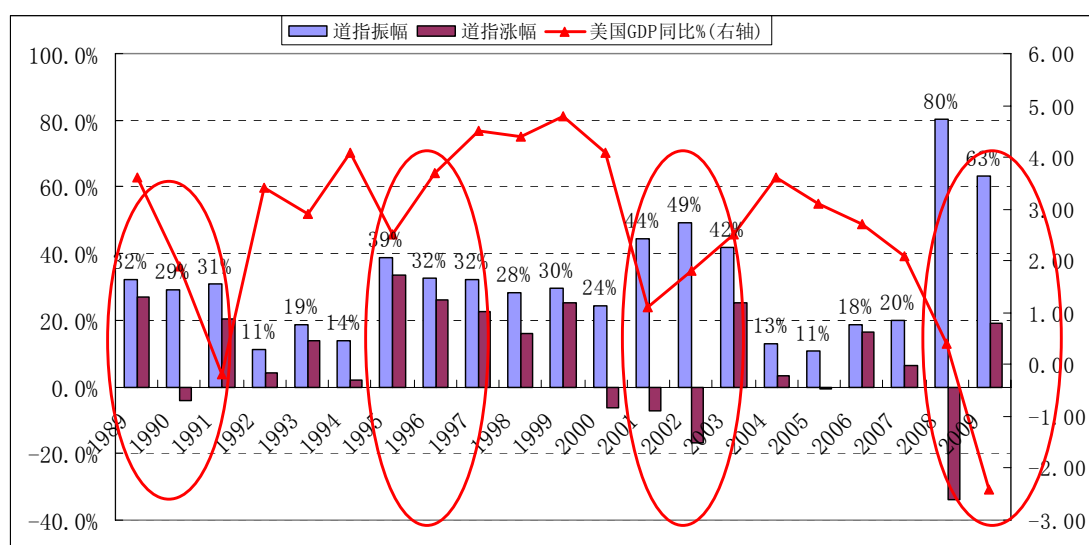
由此可知，股票市场振幅的集聚性特征具有较强的普适性。股市振幅大小的两种不同运行模式，表现为市场暴涨之后要么延续暴涨要么延续暴跌、即延续大振幅特征；但是这种趋势不会持续，这是客观规律。随着年份的增加、周期的持续，对应着经济大幅波动期的结束，趋势将在均值回归的作用下回复到另外一种市场运行模式，即转化为连续若干年的窄幅波动，这种转化的背后逻辑就是经济基本面的正常化、经济进入顺周期的复苏向上阶段。宏观经济的复苏周期以及金融市场微观特征表明，2010 年 A 股市场(振幅)正在面临着这种转化的时机。

图 1：A 股年振幅的集聚性与中国经济周期具有较强关系



注：年振幅=(年最高价-年最低价)/年最低价；2009 年 GDP 增速预测数据取 8.2%。数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 2：美股年振幅伴随着经济波动亦存在明显的集聚性



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

二、复苏之年的宏观基本面

1、美国经济有望复苏

A、经济复苏下一步需要美国经济的表现

全球经济体渐次步入复苏轨道，经济主体的信心得以恢复。本轮经济复苏的一大特征是新兴市场国家经济复苏时间和力度均显著优于成熟市场国家。以中国、印度、印尼等新兴市场国家，通过刺激内需，复苏力度远大于美国、德国等成熟市场国家，其中美国经济的复苏较为滞后。

全球经济复苏在各国政府及市场的努力下形成趋势，如果说 2009 年作为“中等量级”选手的以中国经济为代表的新兴市场经济体“引领”着世界经济复苏的话，那么在经历了“V 型”经济复苏后，主要经济体的终端需求将决定着全球经济复苏之路是否具有源头活水，这其中美国等“重量级”经济体在 2010 年的表现较为重要，这不仅对美元有影响，也对中国等经济转型国家的经济发展产生影响。如果美国等经济体能够进入复苏轨迹，则有助于消化中国过剩产能，为中国在保持经济稳定增长前提下的结构调整创造条件。

表 1：各主要经济体经济复苏呈现渐次性特征

%	美国 GDP 环比年化	德国 GDP 环比年化	印尼 GDP 环比年化	澳洲季 度环比	印度同 比	中国同 比
2007-3-31	1.2	0.3	2.02	1.5	9.8	13
2007-6-30	3.2	0.3	2.63	0.8	9.2	13.8
2007-9-30	3.6	0.8	3.72	0.9	9	13.4
2007-12-31	2.1	0.1	-2.53	1	9.3	11.8
2008-3-31	-0.7	1.6	2.41	0.7	8.6	10.6

2008-6-30	1.5	-0.6	2.79	0.3	7.8	10.1
2008-9-30	-2.7	-0.3	3.7	0.3	7.7	9
2008-12-31	-5.4	-2.4	-3.65	-0.7	5.8	6.8
2009-3-31	-6.4	-3.5	1.69	0.4	5.8	6.1
2009-6-30	-0.7	0.4	2.4	0.6	6.1	7.9
2009-9-30	2.8	0.7	3.87		7.9	8.9

数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

B、美国经济步入复苏轨道

美国经济、美元走势，是影响中国经济结构转型、影响全球资本流动的重要变量。美国失业率伴随着非农就业人数未来逐渐恢复至正增长而将确立见顶企稳回落趋势，时间窗口在 2010 年一二季度；随着失业率、物价等指标的变动，美联储加息预期将会强化，时间窗口在 2010 年二三季度。因此，2010 年美元基于利率理论将演绎中期探底企稳回升的走势，而非延续 2009 年的单边震荡下挫。

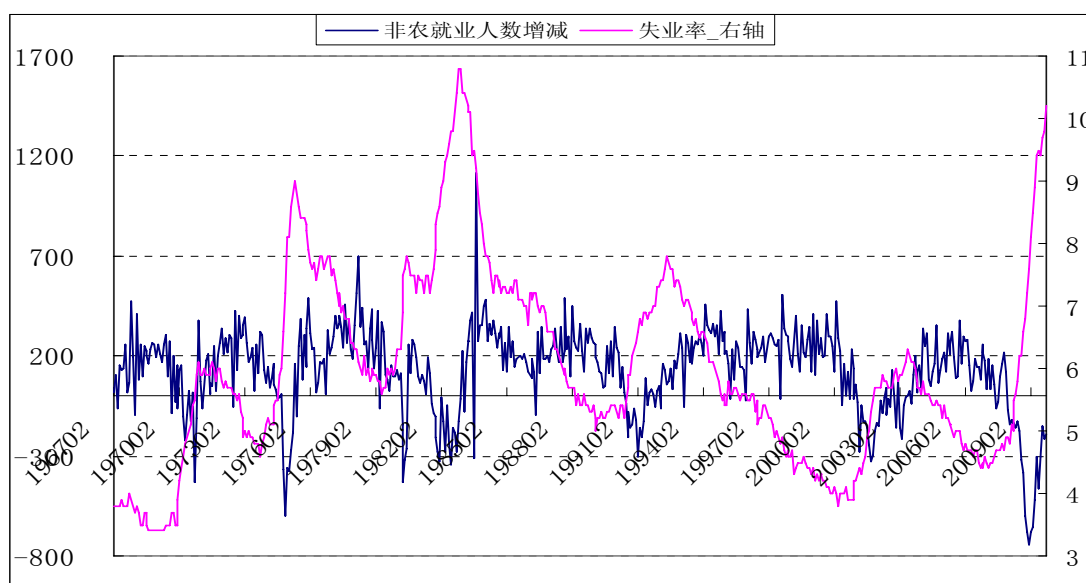
B1、美国失业率将见顶回落：利率、汇率

1970 年代以来，美国失业率上升周期一般在 3 年左右。当下虽然美国首次失业人数自 3 月份以来一直呈现下降态势，但是美国非农就业人数依然在减少，一般只有在非农就业人数不再减少时，失业率才会稳定、不再上升。就业数据来看，非农就业减少人数在 10 月份收缩至 11 万、根据 2009 年 1 月以来月均 5 万的收缩回归速度，大约在 2010 年 1 季度非农就业人数的收缩周期将结束，届时美国非农就业市场将有望恢复正增长，这也标志着失业率上升周期可能结束。

中性估计美国失业率在 2010 年上半年确立见顶回落特征而非如 2009 年 7 月仅仅表现为当月失业率的扰动，届时美国可能正式考虑为美联储资产负债表瘦身；对应于美国加息的时间窗口在 2010 年二季度左右，美元回升的时间窗口在 2009 年二、三季度。因为美联储加息一般在失业率确立见顶回落之后才会落实，而美元则更多的受制于利率平价理论、多呈现出与美联储利率周期相吻合的趋势，即在美联储加息后将美元有望见底回升。

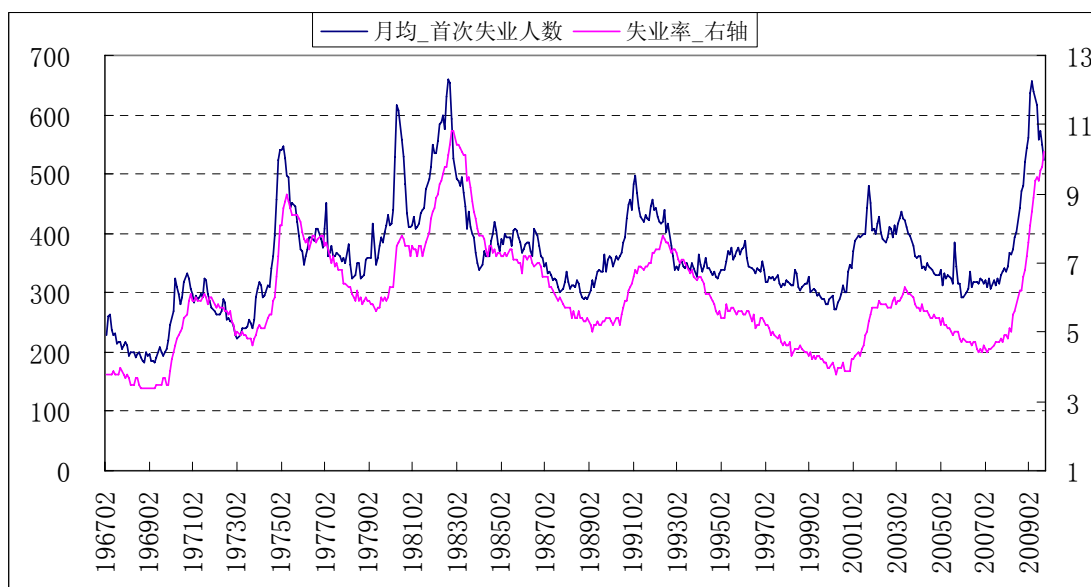
根据对美国失业率、利率的分析，2010 年的美元走势应该定位于探底回升反弹而非延续 2009 年的单边震荡下挫，这将不仅影响全球资金的流动，也对人民币是否升值产生影响。根据我们对美元并非单边震荡下行的判断以及美元和人民币关联规律的认识，考虑到中国汇率政策本身的粘性以及美元触底的时间窗口，人民币汇率较大幅度升值预期成真的概率较低，即人民币升值幅度将不如 NDF 预期的强烈(NDF 显示人民币 12 月远期为 6.61，升值幅度为 3%)。2010 年人民币升值将更多的体现在预期层面，而非现实，现实将是人民币的窄幅波动而非大幅升值。

图 3：非农就业人数的负增长抬高了失业率、但即将面临转正时点



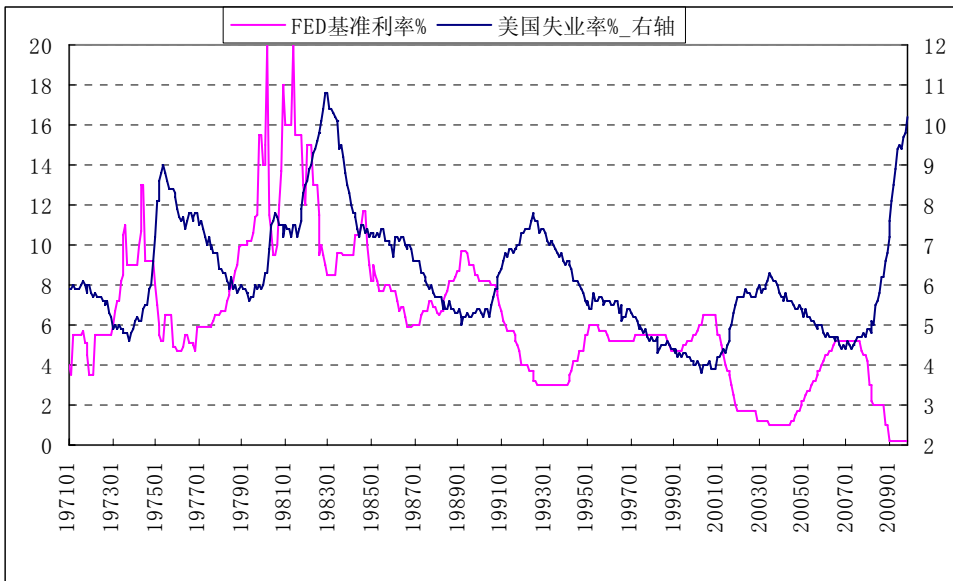
数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

图 4：首次失业人数领先于失业率指标、但本轮时滞加长了



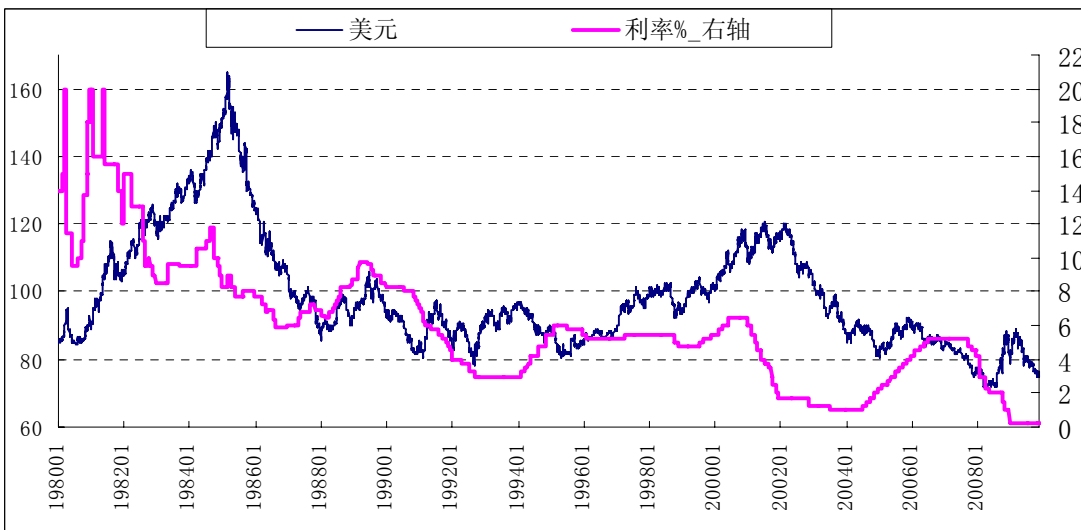
注：月均首次失业人数取当月各周首次失业人数的算术平均；数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

图 5：美联储加息往往在失业率见顶以后



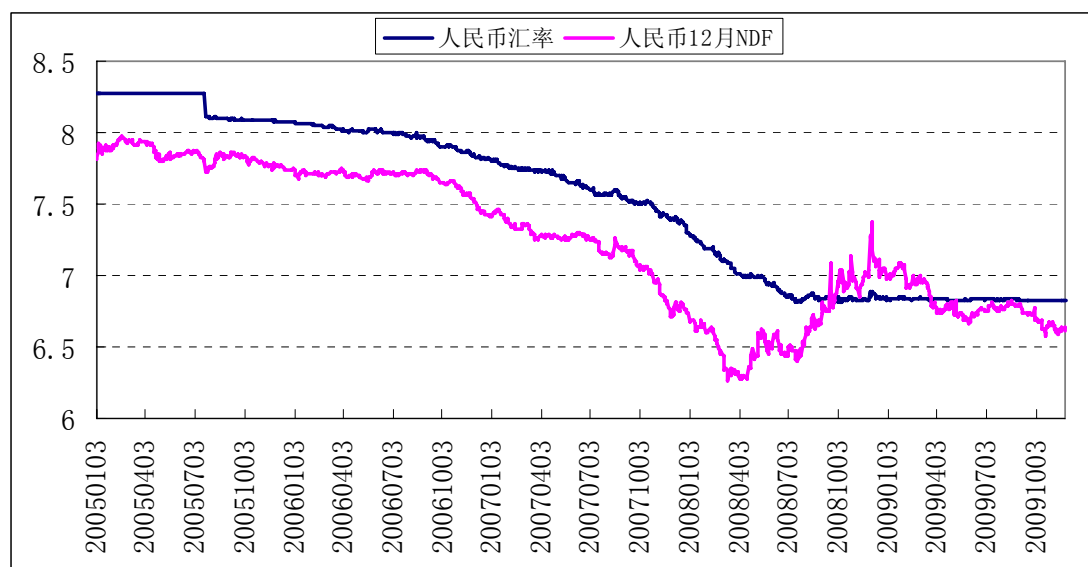
数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

图 6：美元指数与美联储利率在大趋势上呈现正相关特征、合乎利差原则



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

图 7: NDF 数据暗含这人民币升值预期,但仅仅是预期



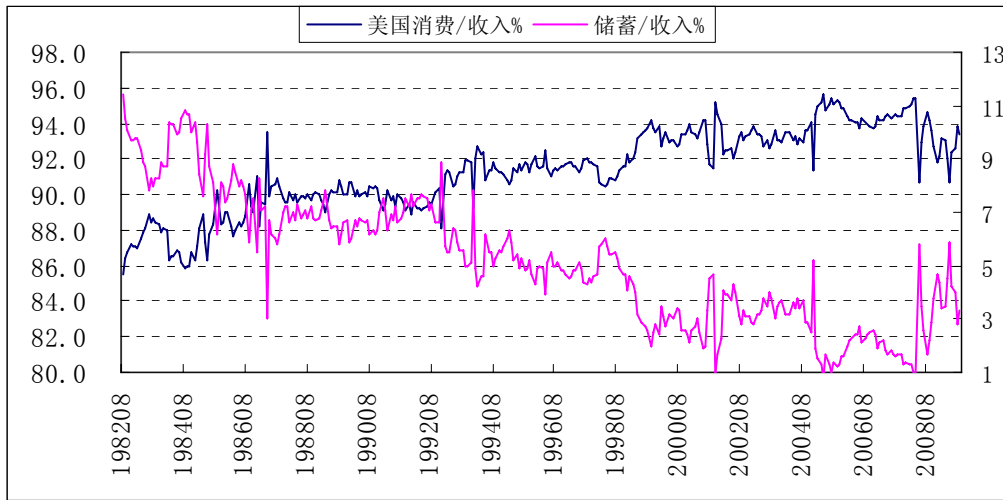
数据源自彭博, 东北证券金融与产业研究所

B2: 美国储蓄率阶段修正利于中国出口

美国经济的复苏与美国储蓄率阶段性的回落将构成较好的时间组合。

经济结构的平衡、储蓄率的上升是一个长期过程, 在经历了储蓄率由 1% 左右飙升至 6% 左右后的快速上升后, 美国储蓄率存在阶段性回落的需求, 即 2010 年储蓄率有望由 2009 年 4% 左右的平均水平下降至 3% (2000 年来的平均储蓄率在 3% 左右、2005 年-2007 年为 1.6% 左右)。虽然美国储蓄率未来大趋势有望呈现震荡上升格局, 但是就年度而言, 2010 年有望出现阶段性回落。美国储蓄率的阶段性回落, 将有利于美国的消费、有利于美国经济的恢复, 也有利于中国出口。中美两国的外贸数据显示, 中国对美出口额占中国对外出口总额的 20%、占美国对外进口总额的 10% 左右; 因此, 美国储蓄率下降 1%, 将提升美国对外进口, 则静态测算将对中国出口增长 2%、动态测算在 10% 左右。

图 8：美国消费率、储蓄率面临调整后的常态回归



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

2、经济常态增长催生结构调整

在经济总量向好的大背景下，国内政策将更多立足于稳增长、调结构和管理通胀预期层面，结构化特征明显。出口在全球复苏的背景下有望实现 10% 的增速，社会零售总额稳健增长；固定资产投资增速有所回落、预计回落至 20-25%，全年 GDP 增速在 9%。

A、政策激发内需、尚未显著透支需求

积极财政以及适度宽松货币政策的刺激，使得政策敏感、利率敏感的汽车地产在经历了 2008 年的低迷后 2009 年出现了高速增长。观察刺激计划的巨大效应，我们需要思考政策驱动后的需求是否具有较强的延续性、需求是否透支了未来？以汽车、地产为例，我们认为 2010 年汽车销售增速将会回落至 11% 左右、低于最近 5 年来的 21% 左右的复合增长，房地产销售面积仍将维持 15% 左右增长，与最近 6 年来的复合增长率持平，因此，明年以房地产销售为代表的民间需求将有力的支撑经济总体的增长。

A1：汽车是否透支未来？

在消费升级的大背景下，中国汽车产业连续多年呈现出两位数的增长，只是在 2008 年遭遇金融危机，汽车销量增速才骤降至 6.7%；2009 年同比就恢复至 38% 左右的增速。但是，在中国汽车高速增长的背后，也隐含着汽车销量增速的短周期性。在 2002-2003 年汽车 30% 以上的高速增长后，汽车销量增速经历了 2 年的 10-20% 中速增长。而后又恢复至 20% 以上的增速。因此，汽车增速存在着一定的波动性。

针对 2009 年 1300 万辆左右的销量，同比增速在 38% 左右，考虑最近 2 年的复合增长率则为 21.6%，与 2007 年持平；对明年汽车销量增速存在一定的担忧。笔者的观点是，汽车销量明年依然可以期待，但是增速不仅远低于 2009 年，也将低于 2006-2009 年来的复合增长率，大致销量在 1450 万辆、增速在 11% 左右。这里需要警惕销量增速下滑对上市公司业绩增速以及股价的影响冲击。

理由 1: 历史上, 2006、2007 年 20%以上的增速一定程度是建立在 2004、2005 年低速增长的背景下的, 具有补偿性增长的意味;

理由 2: 2009 年高增速也是建立在 2008 年的低增速之上, 也具有补偿意味; 考虑复合增长, 则 2006-2009 年连续 4 年在 20%以上, 存在自然回归回落的可能;

理由 3: 2008 年汽车保有量在 5099 万辆, 则 2009 年保有量将达到 6300 万辆左右; 考虑到目前驾照人数为 1.2 亿, 未来 10 年汽车容量大致在 1.2 亿辆左右; 考虑淘汰情况, 未来年均销量 1000 万辆以上;

理由 4: 购置税政策的作用, 提升了小排量车的销量及占有率, 2009 年国产 1.6 升及以下乘用车的销售比例由 44%提升至 52%、上升 6%, 即小排量车超买 100 万辆 ($1300 \times (52\% - 44\%) = 100$ 万辆)。也就是说, 如果没有购置税等政策, 则 2009 年汽车销量的自然恢复大致为 1200 万辆, 对应增速为 27%; 因此, 2009 年 38%增速的超预期汽车销量应该归功于购置税政策。

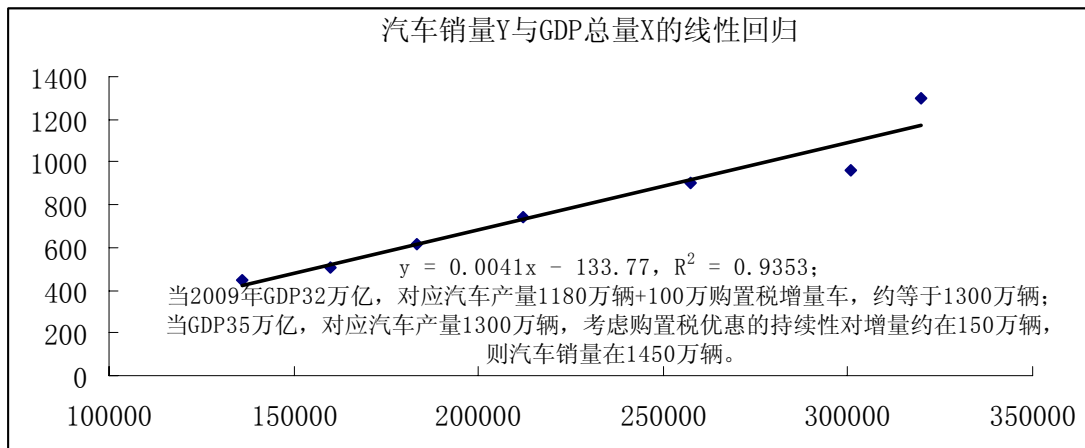
理由 5: 考虑扩大内需的基本政策取向, 根据汽车销量与国民经济的关系, 汽车总体处于增长周期, 因此在考虑购置税优惠的前提下, 2010 年汽车销量大致在 1450 万辆左右(政策增量 150 万+自然量 1300 万辆), 对应于 2010 年汽车增速在 11%左右。

表 2: 汽车销量的短周期性制约着 2010 年的销售增速

描述	汽车销量	汽车销量 增速%	国产乘用车排量 ≤ 1.6 升的销量	占销量比例
2003-12-31	439	34.21		
2004-12-31	507	15.5		
2005-12-31	576	13.54		
2006-12-31	722	25.13	318	44.07%
2007-12-31	879	21.84	375	42.64%
2008-12-31	938	6.7	419	44.69%
2009-10-31	1089	37.71	570	52.30%
2009 年预测	1300	38.59	680	52.30%
2009 年对 2007 年复合增长		21.6		

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

图 9：汽车销量与 GDP 的线性回归方程暗示明年销售增速将下降



注：汽车产销率比一般在 97-104%，因此产量与销量近同；数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

A2：房地产销量是否透支未来？

2009 年房地产销售的火爆，是对 2008 年房地产销量低迷的对冲；剔除 2007 年资产泡沫，则 2004 年以来中国房地产市场呈现出销售面积增速维持在 13-16%的中速水平、而综合销售单价 2004 年以来年涨幅则多维持在 15%以上的快速水平，2006 年和 2008 年价格的微涨和微跌却形成了 2007 年和 2009 年房价的含有报复性的上涨。

就中国房地产增长周期的特征以及中国城市化的大背景，基于 2008-2009 年商品房销售面积复合增长率仅在 11%左右的结果，预期 2010 年房地产销售面积仍将维持两位数的增长。在不考虑政策大幅变动的情况下，预期 2010 年全国商品房销售面积在 9.8 亿平米左右，对应 2010 年房地产销售增速在 15%左右的增速，落在中速发展区间。

2010 年房地产销售面积的中速水平，有利于国民经济的稳定、正常态发展，将有利于房地产开发投资以及相关的行业。根据 2003-2009 年来销售量与单价的关系，预计 2010 年销售单价出现明显下跌的概率较小、但是受制于销售面积增速相对 2009 年的下降，房价继续上扬的动力将减弱，预计明年房价涨幅在 10%左右。

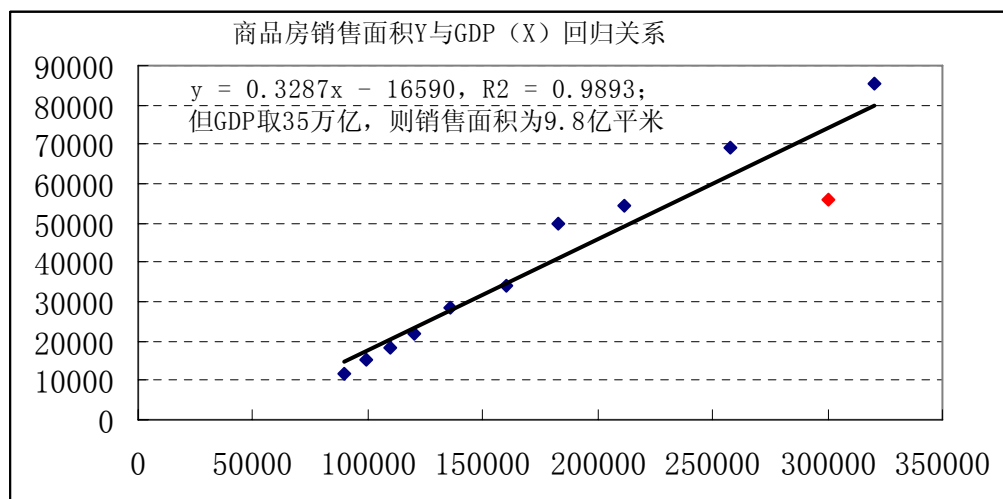
表 3：房地产销售、投资及价格之间关系紧密，2010 年房产销量依旧可以期待

年份	商品房住宅 销售面积 (万平米)	商品房住宅 销售面积同 比增速%	房产投资额	房产投 资增速	房产投资 占 GDP 比 重	综合销 售单价	价格涨 幅
1999	11879	24.9	4010		4.47%	1843	
2000	15137	27.4	4902	22%	4.94%	1952	5.92%
2001	18499	22.2	6245	27%	5.70%	2068	5.96%
2002	22117	19.6	7736	24%	6.43%	2130	2.98%
2003	28502	28.9	10106	31%	7.44%	2212	3.86%

2004	33820	13.9	13158	30%	8.23%	2549	15.23%
2005	49795	15.7	15759	20%	8.60%	3010	18.09%
2006	54392	13.1	19382	23%	9.15%	3132	4.08%
2007	69104	24.7	25280	30%	9.82%	3665	16.99%
2008	55886	-20.3	30580	21%	10.17%	3655	-0.27%
2009年10月	60974	50.1	28440	19%		4554	24.60%
2009年预测	85364	52.7	36972	21%	11.55%		

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 10：明年房地产销售增速约 15%、持平于 2004 年以来的复合增速



注：2008 年受金融危机冲击、房地产销售属于奇异点、剔除，则回归方程为销售面积=0.3287×GDP-16590；数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

B、投资恢复至常态，增速在 20-25%

积极的财政政策与适度宽松货币政策的双重作用下，2009 年固定资产投资高速增长，承担了对冲出口萎缩、实现 GDP 保八的重任。2009 年城镇固定资产投资全年可达 20 万亿、城镇固定资产投资增速 34% 左右的水平。

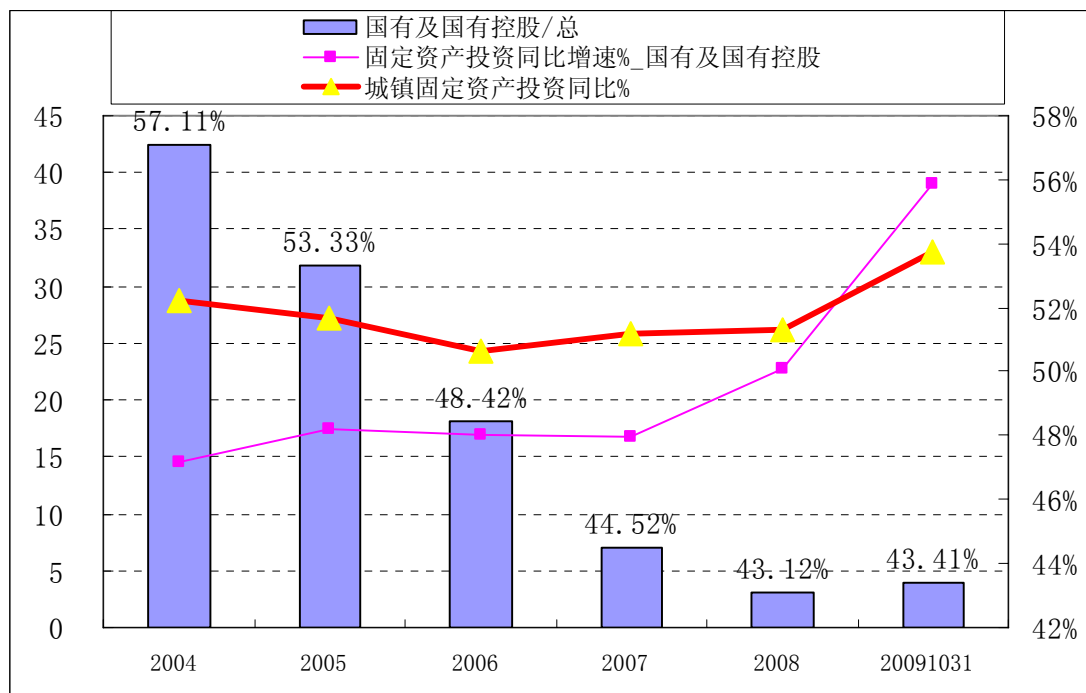
积极财政下，理论上通常会关注政策的挤出效应，关注投资领域的“国进民退”；但就实际情况来看，不仅仅 1998 年亚洲金融危机期间的扩张性政策没有明显的挤出效应，就是本轮刺激计划，也没有显著的表现出“国进民退”的特征，这有利于明年经济复苏过程中民间资本作用的发挥。

虽然国有及国有控股占固定资产总投资额的比重由 2008 年的 43.12% 上升至 2009 年 10 月的 43.31%，但仅增加了 0.2%。换句话说，2009 年就民间投资(这里指非国有及国有控股)投资增速及投资占比并没有发生显著变化，民间投资的增速与城镇固定资产投资总额增速几乎持平在 34% 左右。随着 2009 年末房地产投资的加速回复上扬，我们预期 2009 年房地产开发投资总额应在 3.7 万亿左右的水平，同比增速在 20.9%，基本恢复至 2008 年的水平。因此，随着房地产销售的恢复，2010 年房地产投资增速将有望恢复至 2008 年之前年份约 30% 左右的增长速度，这一方面表明投资领域激发民间投资的总趋势在 2010 年将会延续，而

且也表明 2010 年固定投资将获得民间投资的支撑，依然可以保持一个相对高的投资增速。

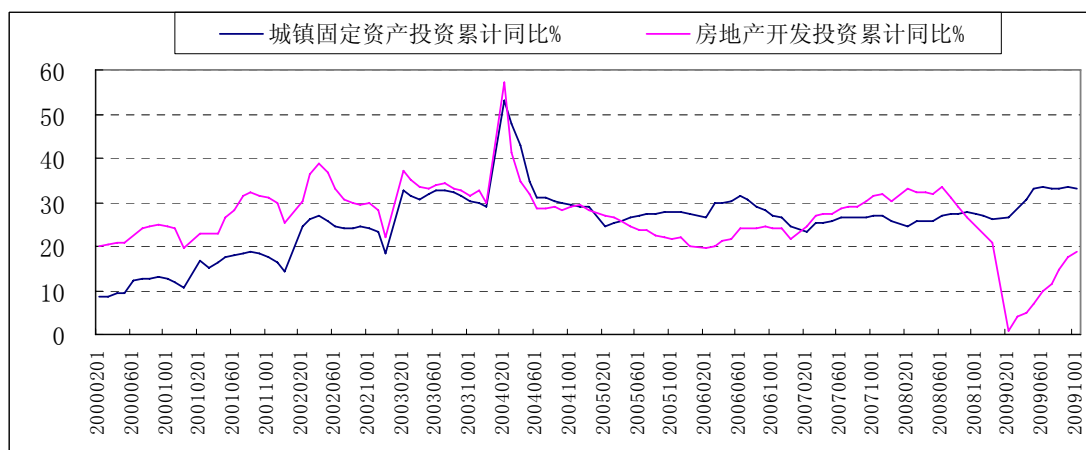
根据我们对信贷常态化的推断，明年信贷规模预计在 7.5 万亿左右、对应 M2 增速为 17% 左右；房地产投资增速在 30% 左右。根据固定资产投资与房地产投资、信贷规模的相关分析，预计 2010 年固定资产投资增速恢复至 20-25% 左右水平，投资规模增速将恢复至常态水准。

图 11：固定资产投资快速上升、国进民退并不显著



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 12：房产投资将支持固定资产投资维持 20-25% 的常态水平



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

C、结构调整将具常态化

经济向好的大环境使得在总量层面具备了结构调整的可能。中国经济增长方式的转变诉求伴随着中国改革开放的 30 年，但是在经济下滑时诉求于投资保持经济高增长、经济向好时则过度享受着外需以及民

间投资带来的经济繁荣成果，因此，无论是经济下行阶段还是经济繁荣阶段，经济各主体均更多的倾向于追求增长，对于结构的调整、增长方式的转变，落实力度不够。

当下，在中国经济经历了 30 年高速增长后，在经历金融危机冲击经济实现 V 型反转，中国经济总体向好的环境下，宏观经济面再一次提供了结构调整、增长方式转变的良好时机。温和复苏的出口，4 万亿和信贷扩张下投资依然可以保持 20-25% 的常态增长，2010 年内需在城市化、消费升级的作用下依然维持较高的增长，因此，政策层面经济总量增长将逐渐让位更多的关注结构的调整。

关注结构调整，可以从产业结构的调整作显性观察，即更多关注于产能过剩以及低碳经济方式。比如进一步加强钢铁、水泥、平板玻璃项目审批管理；支持有条件的大型钢铁企业发展百万千瓦火电及核电用特厚板和高压锅炉管、25 万千伏安以上变压器用高磁感低铁损取向硅钢、高档工模具钢等关键品种；支持水泥企业在现有生产线上进行余热发电、粉磨系统节能改造和处置工业废弃物、城市污泥及垃圾等。

结构调整之路历史悠久、未来漫漫，但也是中国经济可持续发展战略的必然要求，在经济向好背景下更提供了可能。因此，结构调整、增长方式的转变将是未来较长时间段内的关注，更是 2010 年股票市场深挖细作的领域。

三、上市公司业绩及估值

1、2010 年业绩增速有望恢复至 20%-25%，接近 2009 年水平

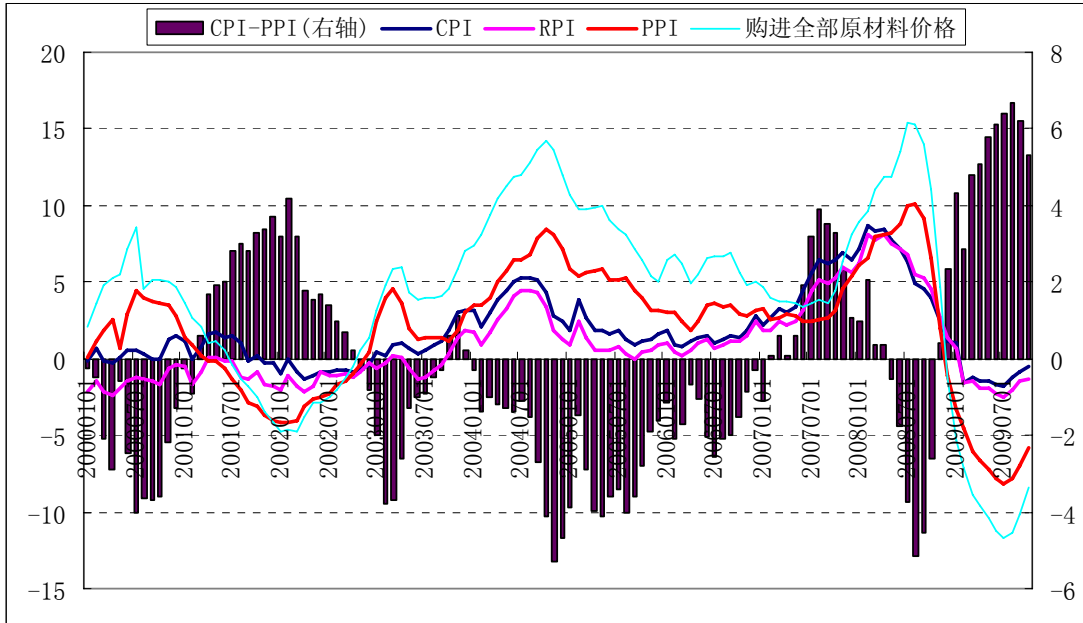
2009 年在经济刺激计划的作用下，企业营业收入将实现正增长(2009 年前三季度所有 A 股营业总收入同比为-7.56%、2009 年全年预计同比增长 2%)；同时，由于金融危机冲击，2009 年大宗商品价格同比出现了较大幅度的下滑，CPI-PPI 在 2009 年出现了持续的正值现象，有利于企业毛利的恢复与增长。因此，2009 年全年上市公司业绩将有 25% 左右的增长，相对 2008 年上市公司业绩同比增速-18%而言，形成了显著的 V 型反转。

2010 年宏观经济将呈现出平稳增长的态势，经济总量将有 9% 左右的增长，而物价则由超额货币供应影响将逐渐有虚拟市场传递至实体经济，CPI-PPI 将逐渐收窄甚至转负。2009 年市场一致预期 CPI 为-0.7%、PPI 为-5.5%、CPI-PPI 为 4.8%，价差造成了上市公司业绩的快速恢复增长；2010 年市场一致预期 CPI 为 3%、PPI 为 4%、CPI-PPI 为-1%。2010 年在经济总量增长的同时，CPI 与 PPI 价差有所缩小，将制约上市公司业绩增速的继续大幅增长。

我们预期在经济复苏的背景下 2010 年上市公司业绩增速预期在 20%-25% 左右。根据自下而上分析，银行和石油石化的业绩增速均在 20-25%。非银行和石油石化类上市公司的 ROE 在经历了股权分置改革后与 GDP 和 CPI-PPI 存在较为显著的相关性，基于三者的线性关系，预计非银行石油石化类上市公司 2010

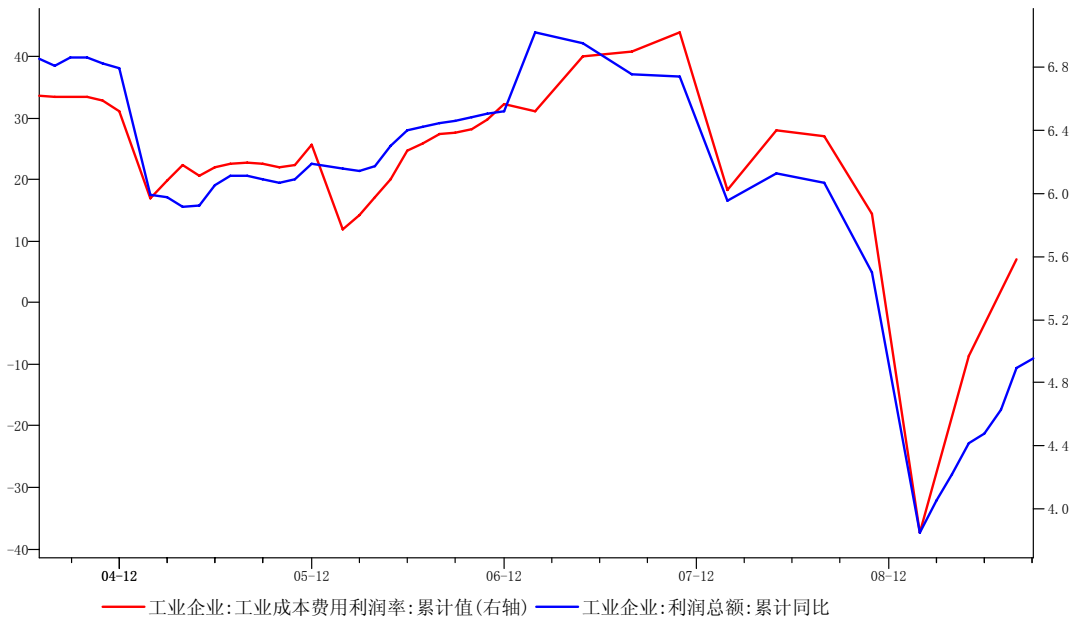
年的 ROE 将恢复至 10% 左右, 对应 GDP 为 9%、CPI-PPI 为 -1%; 对应净利润 2010 年同比增速在 20% 左右。根据银行、石油石化以及非银行石油石化的业绩结构性分析, 2010 年上市公司业绩依然较多的集中于银行等行业, 2010 年全年业绩增速预计在 20-25%。

图 13: 各价格指数弹性差异大、CPI-PPI 明年面临转负风险



数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

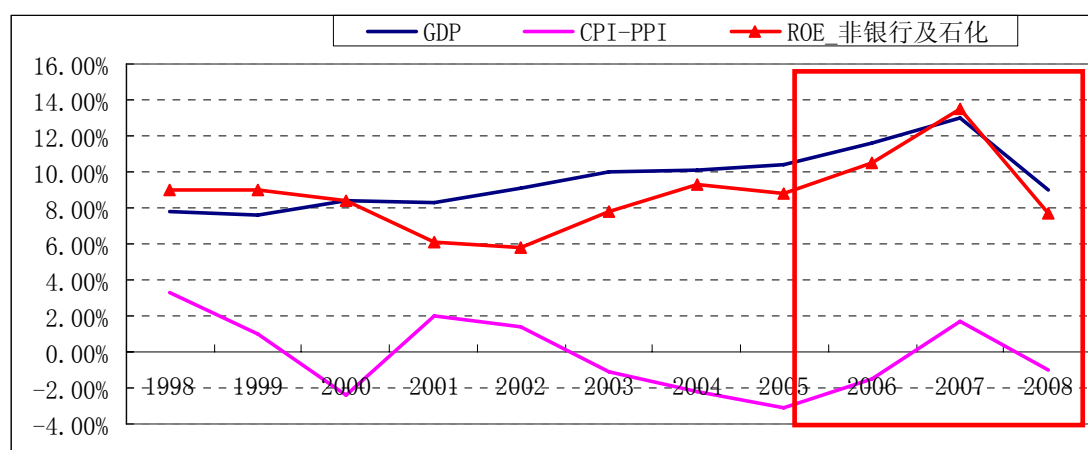
图 14: 工业企业利润 V 型反转、有助于全社会的利润恢复



数据来源: Wind 资讯

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

图 15：股改后非银行石化类公司 ROE 与 GDP、CPI-PPI 具有较强相关性



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

2、业绩中速平稳增长有利于估值水平的稳定

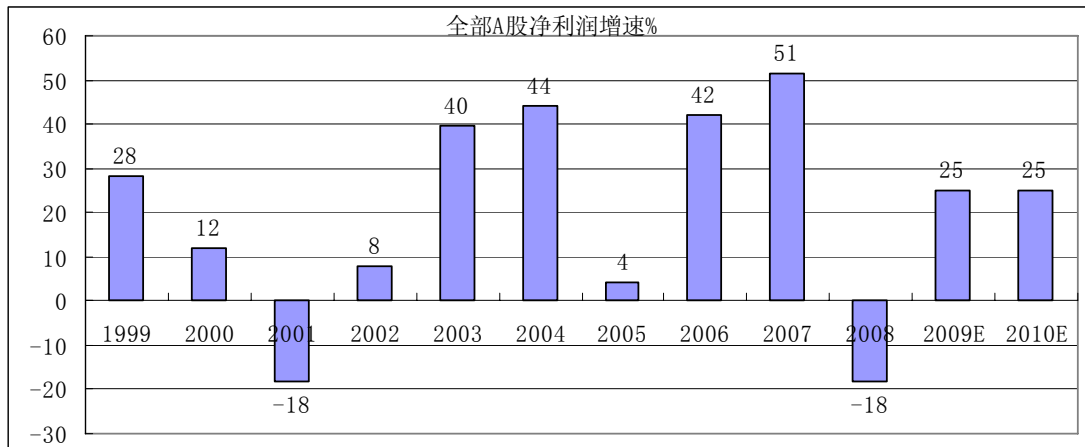
上市公司估值水平与市场流动性具有较强的关联性，也与上市公司业绩增速的变动存在一定的相关性；上市公司业绩增速的变动对市场整体的估值水平产生较大影响，尤其是在业绩增速产生大起大落的时候，往往造成市场整体估值的大幅波动，对应着也是市场指数的大幅波动。相反，在经济平稳、上市公司业绩增速稳定的年份，市场整体的估值水平也相对平稳。利润在 2005 年对 2004 年、2006 年对 2005 年、2008 年对 2007 年、2009 年对 2008 年业绩增速出现了或负或正的大幅变动，市场整体估值水平出现了或降或增的大幅变动；同理，2007 年对 2006 年、2004 年对 2003 年，上市公司业绩增速出现小幅增长，市场整体的估值水平变动也较小。

表 4：业绩增速的大幅度变动将影响估值的大幅波动，反之则估值变动不大

	全部 A 股			非银行及石油石化		
	静态 PE	净利润增速%	业绩增速变动%	静态 PE	净利润增速%	业绩增速变动%
2003	43.10	39.82	32.13	49.07	39.73	32.74
2004	30.15	44.23	4.41	32.32	20.32	-19.41
2005	21.31	4.25	-39.98	23.89	-9.69	-30.01
2006	28.75	41.92	37.67	32.30	54.58	64.27
2007	44.03	51.33	9.41	52.31	76.35	21.77
2008	23.55	-18.14	-69.47	28.02	-40.78	-117.13
2009	29.57	25	43.14	58.42	40	80.78

注：年静态 PE 为全年静态 PE 的均值，2009 年全部 A 股业绩增速预测为 25%、其中非银行石油石化类上市公司业绩增速为 40%；数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 16：2010 年业绩增速预期将与 2009 年差异不大



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

综上所述，2010 年经济总量更具“正常态”特征，这从振幅与经济周期的角度预示着 2010 年股市的振幅较 2006-2009 年有所收敛，市场将更具有振幅收敛的平衡市特征。同时，从上市公司业绩增速的波动与市场估值水平高低之间的相关性可知，基于 2010 年业绩增速取 20-25%、与 2009 年 25% 的业绩增速相持平；即从业绩增速推演市场估值的角度来看，2010 年市场整体估值水平变动不大。事实上，受制于 2010 年流动性弱于 2009 年的判断，从货币角度也较难支撑市场估值由大幅度的提升。即，从经济总量、业绩增速以及货币角度，均支持 2010 年市场以振幅缩小的平衡市特征。

四、失衡与通胀预期催生政策微调

中国经济保增长恢复常态增长后稳增长、调结构以及管理通胀预期将成为市场的主要关注点。2009 年宽松的流动性直接冲击了房地产、股市等金融市场，也通过相对价格的传导体系逐渐扩散到实体经济，全球大宗商品的涨价、国内要素价格领域的改革均对物价上涨形成强烈的预期。

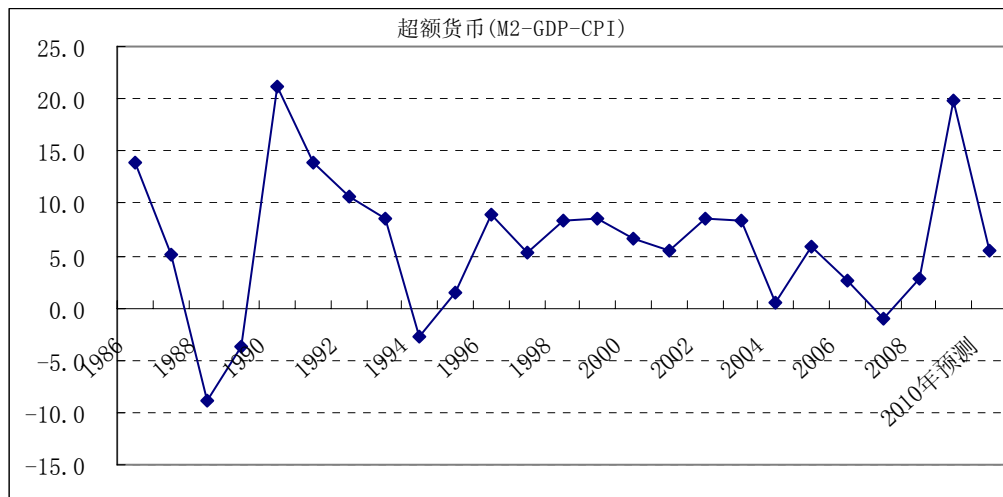
2009 年投资增速 34%、实际增速 40% 以上，投资占 GDP 的比重不断上升，经济领域中的失衡现象在金融危机后更加严重。超额货币、经济的失衡对中国实体经济中的薄弱点造成影响，上游资源价格上涨、下游食品价格波动，构成了中国输入与结构通胀的主因。2010 年中国经济正面临着这种冲击，而且由于超额货币的滞后影响、国内资产价格的上涨将加剧中国结构性通胀的压力。

通胀终将由预期转化为现实，通胀预期的显性指标就超额的货币供给、资产价格的上涨以及要素价格的波动，我们预期“一行三会”将通过调节金融资产的供求关系来管理显性的通胀预期指标。考虑到美国利率政策调整时点可能在 2010 年中期，而国内受通胀预期的加剧，央行将会先期采用调整准备金率、而后调整利率的政策；商业银行资本充足率的调整，对管理市场流动性产生重大影响；股票市场融资节奏以及

体系建设等均构成了管理通胀预期的手段。

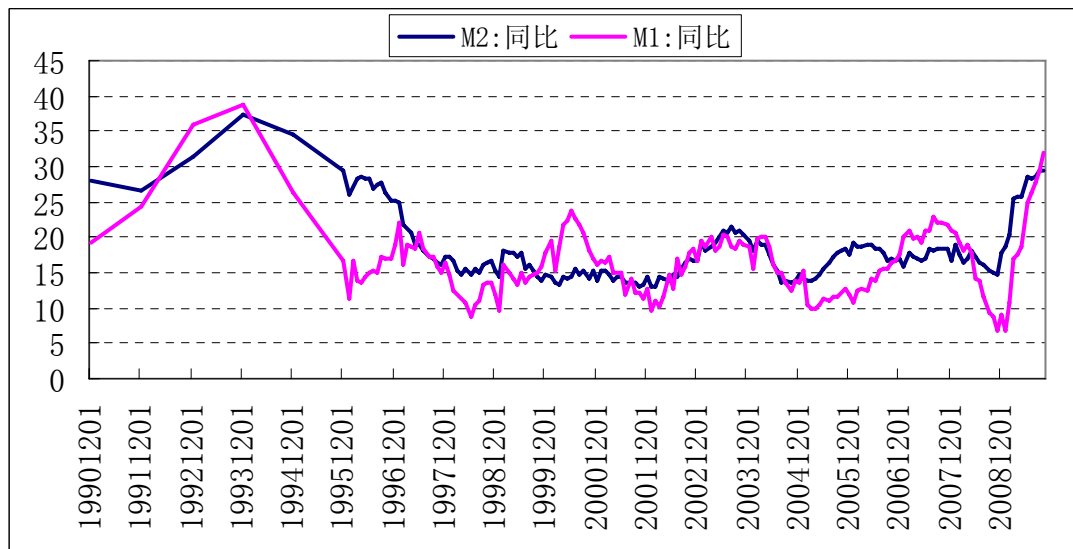
因此，我们预期 2010 年股市将呈现规模化的特征，一方面限售股的解禁另一方面融资规模的扩展。

图 17：中国超额货币供应量(M2-GDP-CPI)创下 1986 年来的次高值



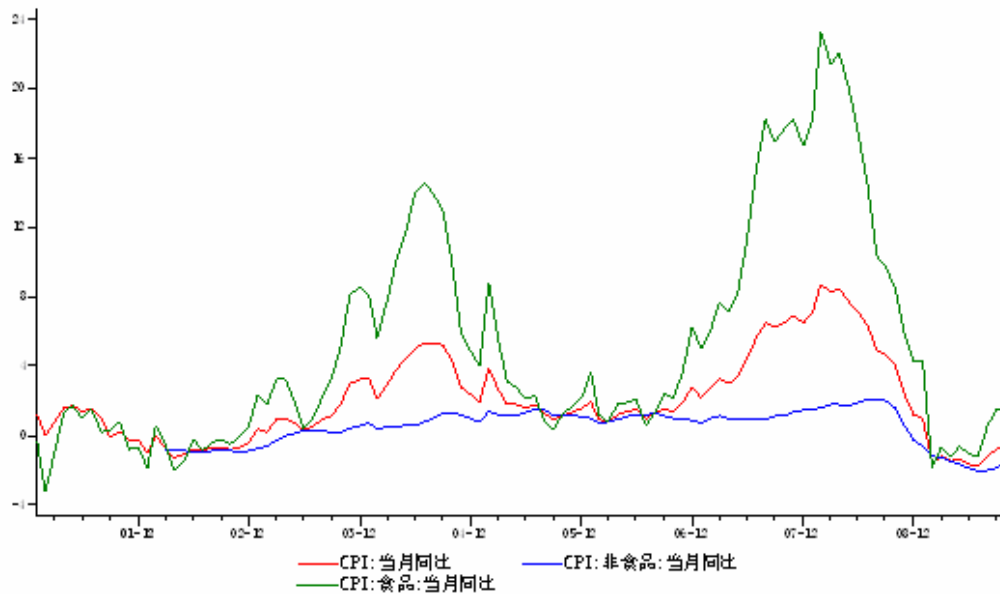
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 18：M1 与 M2 再次出现黄金交叉、但持续周期将较短



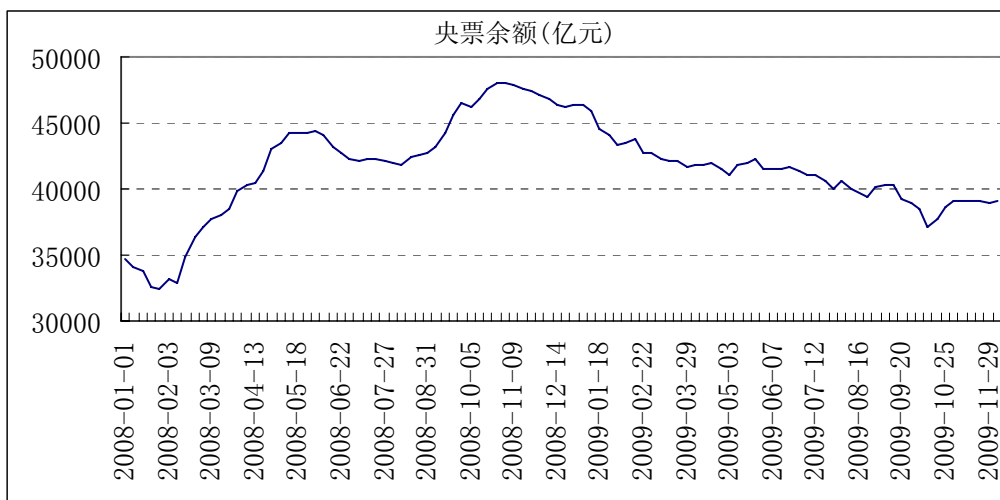
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 19: CPI 受制于食品价格波动、需要警惕结构性的通胀风险



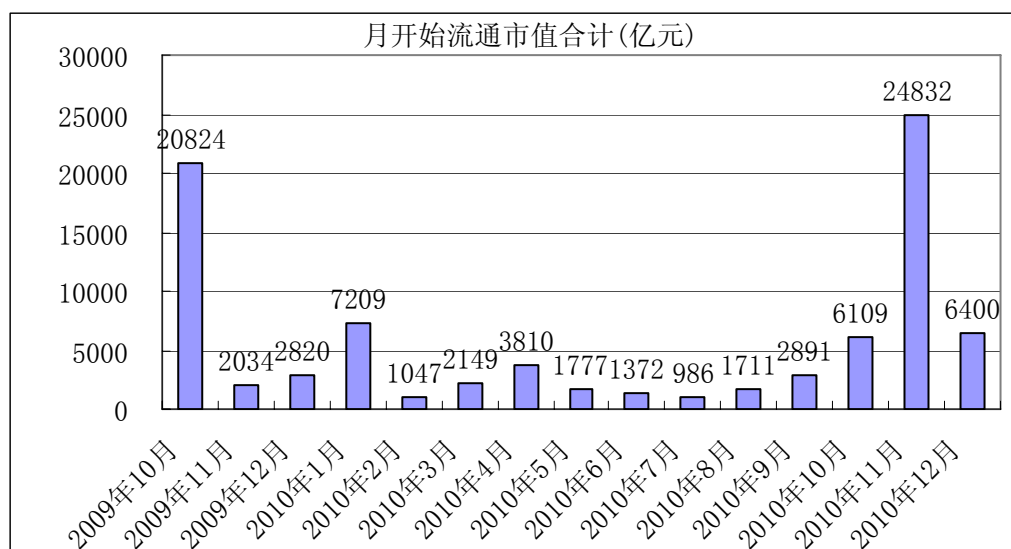
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 20: 央票余额低于紧缩期水平、货币政策工具腾挪空间较大



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 21：限售股解禁推动市场流通市值的快速扩张



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

五、明年的市场特征及投资机会

1、市场运行特征分析

2010 年经济领域整体将呈现出正常态的平稳增长,对应明年上市公司业绩增速 20-25%、与 2009 年 25% 左右的增速差异不大,因此,业绩增速维度较难提升市场整体的估值水平。2010 年市场估值水平的提升需要重点关注流动性维度。

2009 年资产价格大幅上涨源自超额的货币供给($M2-GDP-CPI=20\%$); 2010 年超额货币供给因素的作用将下降,预期 2010 年 $M2-GDP-CPI=17.5\%-3\%-9\%=5.5\%$ 。

人民币升值预期以及通胀预期将是行情演绎的逻辑。但是鉴于美元演绎中期探底企稳反弹回升走势、而非单边下行特征,根据美元与人民币的关系,在时间窗口上将降低人民币升值的概率。通货膨胀预期压力将会加大,但管理通胀预期的取向将使得通胀将控制在温和状态;通胀的温和将使得储蓄搬家的力度减弱,即由储蓄搬家推演出资产尤其是股市大泡沫的支撑将难以成立。

基于前文对宏观基本面以及金融政策取向,对应到业绩以及流动性层面,我们认为 2010 年市场整体估值水平并不具有大幅度飙升的可能。也就是说,2010 年只存在基于升值预期、通胀预期的 PE 泡行情,而非基于流动性“现实”大泛滥的 PB 泡行情;资产价格的上涨将是温和的,市场的收益将更多来自与业绩的提升。

2、点位测算逻辑

A、高点测算

我们在前期的策略报告中指出,市场股权结构中减持意愿较低的三类机构(国资委、中央国家机关、

中央国有企业)持有的市值占有所有市值的比重在 49%左右(2008 年 11 月 28 日、大盘 1871 点, 对应总市值 12.25 万亿、三类机构所持股权市值为 6 万亿)。

以 2009 年 11 月 20 日大盘 3308 点、流通市值 14.6 万亿、总市值 24.3 万亿为基准; 未来一年保守估计股权融资与 2009 年持平、约为 4000 亿, 2010 年末几乎全流通下则流通市值为 24.7 万亿, 剔除减持意愿较低的三类机构股权后有减持意愿的流通市值占比约为 51%, 储蓄资金总额将达到 29 万亿水平、GDP 总量为 35 万亿。

表 5: A 股市值受制于储蓄、GDP 等资金、产出总量指标

全部 A 股	总市值	流通 A 股市值	储蓄存款	GDP
2006-12-29	89404	23481	161587	211924
2007-12-28	327141	90476	172616	257306
2008-12-31	121366	44486	217801	300670
2009-10-30	215892	129714	253047	
2009-11-20	242920	145897	255000	
预测: 2010 年股权融资 4000 亿, 储蓄存款 29 万亿, GDP35 万亿;				

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

高点对应情景 1:

中国经济复苏、美元继续震荡下行; 上市公司业绩回升, 人民币升值压力、通货膨胀压力下热钱以及储蓄资金推动下, 在适度宽松的信贷支持下, 三股资金推动股市进入资产泡沫高涨状态。泡沫状态以 2007 年 6000 点时对应的流通市值占储蓄资金的比例为参照系, 即流通市值占储蓄资金比例取 52.4%为临界点, 之所以取流通市值角度而非估值指标的依据在于市场泡沫最终载体即为资金、市值, 而普通估值水平较难体现 A 股市场大量限售股的现状特征。

此情景模拟下的 2010 年末股市高点:

$$(1+29 \text{ 万亿储蓄资金} \times 52.4\% / 24.7 \times 51\%) \times 11 \text{ 月 } 20 \text{ 日点位 } 3300 = 4300 \text{ 点。}$$

基于前文对经济常态化、美元探底回升有阶段性反弹等基本面及资金面的判断, 我们认为 2010 年股票市场不会发生如 2007 年那样的 PB 泡沫, 因此, 2010 年末 A 股市场收于 4300 点上方的概率较低。

高点对应情景 2:

中国经济复苏, 美元探底回升、对应人民币升值仅仅停留于预期, 在美元探底回升的背景下, 输入性通胀在 2010 年下半年减弱、国内结构性通胀影响加大, 通货膨胀总体较温和, 基于全民炒股的储蓄大搬家特征不具有趋势性, 宏观政策微调下政策正常态化。

基于经济常态、流动性常态、政策微调的判断, 市场对应的高点状态以正常 PE 泡为参照系较为合理; 即以 3300 点附近的市盈率 25 倍为参照状态, 基于 2010 年上市公司业绩提升 20-25%, 则此情景模拟下的

2010 年末市场高点:

$$3300 + 3300 \times 20\% = 3960 \text{ 点。}$$

由全文分析, 情景 2 与 2010 年的市场环境以及宏观基本面相吻合, 因此, 我们认为 2010 年高点在 3900 点附近较为合理。

表 6: 各主要板块估值及业绩增速

板块名称	市盈率 2008	预测市 盈率 2009	预测市 盈率 2010	市净率 2009Q3	总市值 权重	WIND 预期 业绩增速 2010 年	PEG
全部 A 股	34.7	25.19	19.84	3.63	100.00%	26.97%	0.93
沪深 300	27.89	23	18.31	3.39	72.65%	25.61%	0.90
非银行及石化双雄	60.09	35.85	26.21	4.21	67.63%	36.78%	0.97
上证 50	24.05	20.33	16.59	3.15	47.57%	22.54%	0.90
中小企业板	54.9	40.51	30.21	5.83	6.33%	34.09%	1.19
创业板	111.18	77.37	56.84	12.08	0.57%	36.12%	2.14

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

B、合理价值中枢分析

在经济复苏向上的大背景下, 股票市场中长期的核心价值区间往往是行情的支撑区间, 而核心价值区间下方则为行情的洼地区域。

基于社会财富的自然扩张以及经济复苏的大背景, 基于融资、全流通的市值规模扩张以及国际板、金融创新等资本市场多层次体系国际化的特征, 2010 年的核心价值区间由 2300-2700 点提升至 2700-3300 点, 基于市场高点的测算, 我们认为 2010 年上证指数可能的运行区间为 2700-3900 点。

核心价值区间测算:

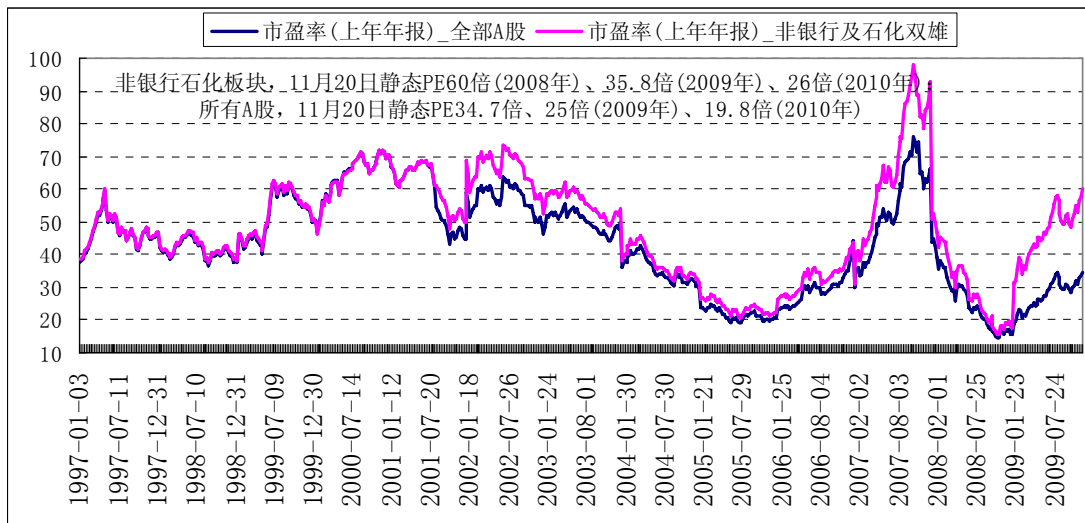
银行等权重股的估值水平受制于自身的成长性以及流动性充裕程度的影响, 2010 年我们认为尚不具备 PB 泡的条件, 因此, 权重股的估值水平提升空间不大。银行取 15 倍市盈率、业绩增长 23% 左右, 即权重股不具有享受 PEG=1 的市场条件, 因此, 以 PEG=0.8、对应 2010 年业绩增速 25%、动态市盈率 20 倍为参照系, 对应上证指数为 3300 点。

表 7: 上证指数敏感性测算表

		2010 年 A 股业绩增速			
		15%	20%	25%	30%
2010 年 A 股 PE 水平	15	2277	2376	2475	2574
	20	3036	3168	3300	3432
	25	3795	3960	4125	4290
	30	4554	4752	4950	5148

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

图 22：全部 A 股以及非银行石化类个股市盈率序列图



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

3、市场逻辑及投资组合

2010 年市场演绎的逻辑可做如下解读：

2010 年宏观经济将呈现向上好转的复苏周期，经济指标的运行更加趋向于回归至经济常态发展阶段的水平，对应于上市公司业绩也将以 20-25% 的增长来体现；但是，中国经济发展的阶段特征需要结构调整，也为转变提供了条件。因此，2010 年经济复苏向好、业绩增速平稳的背景下，2010 年资本市场流通比例扩张、市场扩容、多层次市场体系建设下市场规模化的趋势下，2010 年市场运行特征将呈现为年振幅收敛的平衡市特征，上证指数运行区间为 2700-3900 点；市场机会以结构性特征为主。

2010 年经济指标及细项的特征则为投资者判断明年市场机会以及市场运行提供了角度。

境外市场的传导角度看，美国储蓄率会出现阶段性的小幅回落、失业率则见顶企稳下降，对应于金融市场，将改变美元 2009 年单边下行的特征，2010 年美元更可能呈现探底回升、有反弹而非反抽的走势特征；传导至中国，利好出口、人民币升值预期伴随美元走势的改革也将会阶段性弱化；中国出口的温和复苏，也为投资回归的基础上依然实现 9% 左右增长创造条件。因此，2010 年出口类板块具有较好的中期机会，而围绕着美元贬值、人民币升值下石油、有色等上游资源类板块的机会将更多体现出阶段性、波段性特点。

中国经济自身发展的角度看，在经历 2009 年 V 型反转后，宏观调控在保持政策稳定持续性的前提下将更多关注经济社会面的不均衡。一方面，城市化及消费升级的作用下，房地产为代表的双积极政策的受惠行业将会延续历史常态增长，预计 2010 年房地产销售面积将达到 9.8 亿平米、房价也将稳中有升，这将直接继续惠及建材装饰、家居用品等产业；另一方面，超额货币供给(M2-GDP-CPI)2010 年虽然有所下降，但是 2009 年的超额供给将通过时滞效应影响 2010 年的物价，首先将对中国经济薄弱领域价格产生冲击，

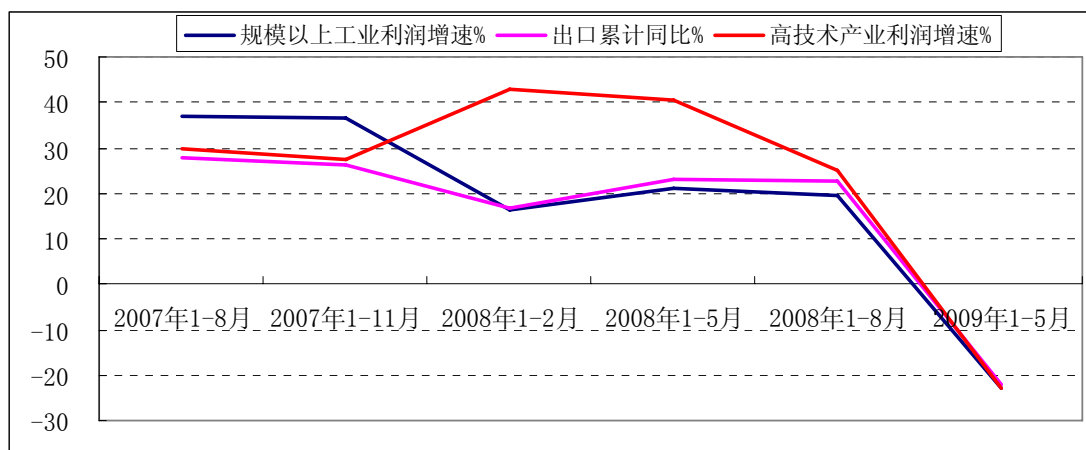
要素价格、食品农产品价格等波动较大，结构性通胀压力显著。

2010 年将 A 股市场实现完全意义上的全流通，国际板等扩容和资本市场体系建设也促使中国股市的规模扩张；同时，人民币升值预期下的热钱、财富效应下的储蓄搬家、超额货币供给等因素相比 2009 年较难实现显著提升，这将影响市场流动性的大幅扩张，对承接规模大幅扩张的 A 股市场造成压力，因此，2010 年存在风格切换但是难有后 530 的风格持续即蓝筹泡沫将难以重演，价值股的机会更多在于低估后比价效应下的上涨，波段性胜于长期性。

基于对市场运行逻辑的解析，2010 年的投资机会可从如下行业、主题发掘。

A、看好美国储蓄率阶段性回落、就业状态改善背景下的出口类个股，除传统低附加值的纺织服装等行业外，更关注兼具出口和结构转型特征的电子元器件、信息设备等高技术产业，占工业销售产值 11% 的高技术产业的出口交货值占比 41%，受益于出口复苏。在不考虑内需的情况下，出口额增速 2010 年 10% 将使得高技术产业利润有 17% 的增长。

图 23：高技术产业利润增速与出口额增速敏感性较高



注：高技术产业利润增速% = $5.84 + 1.14 \times \text{出口增速\%}$ ；数据源发改委，东北证券金融与产业研究所

表 8：高技术产业出口、销售情况表

名称	出口交货 值本月累 计	同期增长 (%)	工业销售 产值本月 累计	同期增长 (%)	出口占比 1-10 月
全国规模以上工业总计	58275	-13.98	426215	5.11	13.67%
高技术产业合计	23767	-9.6	47044	1.64	50.52%
四、电子及通信设备制造业	12422	-9.54	22207	-0.81	55.94%
1. 通信设备制造	3601	-13.71	6634	-3.37	54.29%
3. 广播电视设备制造	119	-10.6	304	4.04	39.09%
4. 电子器件制造	3220	-0.98	4792	-0.93	67.20%
5. 电子元件制造	3672	-12.49	6572	-2.44	55.88%
6. 家用视听设备制造	1485	-7.9	2947	4.28	50.40%
五、电子计算机及办公设备制造业	9736	-10.45	12833	-4.22	75.87%

1. 电子计算机整机制造	5853	-1.82	7670	4.57	76.31%
2. 计算机网络设备制造	143	-20.08	297	-5.74	48.30%
3. 电子计算机外部设备制造	3332	-21.8	4317	-16.22	77.19%
4. 办公设备制造	407	-13.28	549	-8.03	74.16%
六、医疗设备及仪器仪表制造业	711	-11.97	3343	7.2	21.28%
1. 医疗设备及器械制造	223	9.76	722	17.68	30.93%

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

B、基于 2010 年投资增速 20-25% 的判断，看好上半年投资市场。看好房地产销售及房地产投资带动的相关上下游产业。因此，建材、家饰、地产、中小市值银行等行业值得关注。这里尤其需要关注刺激计划传导链后端的部分产业，比如钢铁、玻璃、氧化铝、电力设备等。

表 9：刺激计划下部分工业品 2009 年销量情况

描述	2008 年	2009 年 10 月	2006 年 同比	2007 年 同比	2008 年 同比	2009-10-31
钢材_万吨	33796		17.16%	17.87%	1.63%	6.70%
彩电_万台	9033	8208	6.98%	-9.88%	6.74%	10.97%
空调_万台	8307	6940	6.34%	13.20%	-7.61%	-7.59%
家用电冰箱_万台	4757	5126	35.23%	5.15%	7.73%	28.10%
家用洗衣机_万台	4231	3814	18.27%	10.43%	9.72%	11.86%
铜材_万吨	785	786	15.34%	17.43%	18.46%	22.89%
氧化铝_万吨	2279	1902	53.79%	47.35%	16.81%	-1.85%
铝材_万吨	1477	1410	40.33%	48.79%	19.09%	14.15%
水泥_万吨	138838	134086	15.97%	12.46%	2.53%	17.81%
平板玻璃_万重量箱	55185	46909	10.73%	22.84%	10.93%	0.63%
耐火材料制品_万吨	4418	5671	42.49%	28.94%	5.63%	49.75%
发电设备_万千瓦	13343	9319	23.25%	10.92%	1.24%	-13.27%
光缆_芯千米	48529893	65106425	135.32%	51.04%	26.86%	69.57%
电力电缆_千米	20937949	17310391	51.14%	11.82%	52.50%	3.74%
工业锅炉_蒸发量吨	222781	237081	7.47%	19.11%	6.80%	29.38%
起重机_吨	4315000	4499372	40.59%	36.78%	17.06%	24.20%
挖掘、铲土运输机械_台	201263	230902	29.91%	16.91%	2.18%	19.82%
混凝土机械_台	271518	324768	14.65%	46.54%	48.54%	46.64%
铁路机车_辆	1059	1154	17.42%	1.83%	5.69%	31.89%
铁路客车_辆	2930	5310	7.10%	13.16%	20.82%	215.70%
民用钢质船舶_万重量吨	2444	3328	18.02%	33.42%	52.49%	91.37%

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

C、超额货币在价格传导体系下将冲击中国经济上下游的薄弱环节，上游能源、下游食品将阶段性的受益于通货膨胀。考虑到美元走势、人民币升值预期以及要素改革进程，我们更看好农产品、食品等产业。

D、主题投资：低估值板块的价值回归、结构转型概念股等，比如银行、钢铁、纸业等。

表 10：业绩与估值对应表

板块名称	预测市盈率 2009	预测市盈率 2010	市净率当年三季	总市值
银行	15.03	12.57	2.76	38123
石油开采	22.10	17.48	3.12	22741
煤炭开采	25.19	20.96	4.69	14311
房地产开发	30.95	22.00	4.44	11983
保险	38.02	31.45	5.35	11542
石油化工	18.52	15.99	3.16	10048
有色金属冶炼	88.63	41.61	5.85	9540
钢铁	49.06	19.88	2.07	8102
电力	29.35	23.10	2.98	7335
证券	29.22	23.60	4.49	7264

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 11：东北证券金融与产业研究所重点行业及个股评级表

行业	研究员	行业评级	评级变动
白色家电	吴娜	优于大势	维持
保险行业	赵新安	优于大势	维持
传媒行业	耿云	优于大势	维持
电力	吴江涛	优于大势	维持
房地产行业	高建	优于大势	维持
基础化工行业	邵振华	优于大势	调高
交通运输行业	许祥	同步大势	维持
军工行业	荀剑	优于大势	维持
煤炭行业	王师	优于大势	维持
汽车行业	刘立喜	优于大势	维持
商业零售行业	罗旷怡	优于大势	维持
石油石化行业	王伟纲	优于大势	维持
医药行业	宋晗	同步大势	下调
银行业	唐亚韞	优于大势	维持
有色金属行业	诸利达	优于大势	维持
证券行业	赵新安	优于大势	维持
电子元器件	潘喜峰	同步大势	首次评级

研究员	重点公司	公司评级	研究员	重点公司	公司评级	研究员	重点公司	公司评级
许祥	上海机场	谨慎推荐	赵新安	中国平安	谨慎推荐	罗旷怡	东百集团	推荐
许祥	白云机场	谨慎推荐	赵新安	中国太保	谨慎推荐	罗旷怡	友谊股份	谨慎推荐
许祥	中国国航	交易性机会	赵新安	中国人寿	谨慎推荐	罗旷怡	欧亚集团	谨慎推荐
许祥	南方航空	交易性机会	耿云	博瑞传播	推荐	罗旷怡	新华百货	谨慎推荐
许祥	天津港	谨慎推荐	耿云	歌华有线	推荐	罗旷怡	广州友谊	谨慎推荐

许祥	上港集团	短期中性	耿云	天威视讯	推荐	罗旷怡	广百股份	谨慎推荐
许祥	中海发展	谨慎推荐	耿云	时代出版	推荐	唐亚韞	招商银行	长期推荐
许祥	长航油运	交易性机会	刘立喜	江淮汽车	推荐	唐亚韞	兴业银行	谨慎推荐
荀剑	哈飞股份	推荐	刘立喜	一汽轿车	推荐	唐亚韞	北京银行	谨慎推荐
荀剑	洪都航空	推荐	刘立喜	华域汽车	推荐	唐亚韞	交通银行	长期推荐
荀剑	航空动力	推荐	刘立喜	江铃汽车	推荐	唐亚韞	工商银行	长期推荐
荀剑	航天电子	推荐	刘立喜	宇通客车	推荐	唐亚韞	建设银行	谨慎推荐
荀剑	西飞国际	中性	高建	万科 A	推荐	唐亚韞	中国银行	谨慎推荐
宋晗	海正药业	推荐	高建	保利地产	推荐	邵振华	浙江龙盛	推荐
宋晗	东阿阿胶	推荐	高建	金地集团	推荐	邵振华	华鲁恒升	谨慎推荐
宋晗	三精制药	推荐	高建	信达地产	推荐	邵振华	中泰化学	推荐
宋晗	南京医药	谨慎推荐	高建	华发股份	谨慎推荐	邵振华	金发科技	推荐
宋晗	东北制药	谨慎推荐	高建	海星科技	谨慎推荐	邵振华	天茂集团	谨慎推荐
王师	西山煤电	推荐	高建	ST 东碳	谨慎推荐	吴江涛	深圳能源	推荐
王师	兰花科创	推荐	王伟纲	中国石油	推荐	吴江涛	宝新能源	推荐
王师	云维股份	推荐	王伟纲	中国石化	推荐	吴江涛	国电电力	推荐
王师	大同煤业	推荐	王伟纲	S 上石化	谨慎推荐	吴江涛	文山电力	推荐
王师	中国神华	推荐	王伟纲	江钻股份	中性	赵兴安	中信证券	谨慎推荐
王师	国投新集	推荐	王伟纲	中海油服	谨慎推荐	赵兴安	海通证券	谨慎推荐
王师	中油化建	谨慎推荐	王伟纲	东华科技	谨慎推荐	赵兴安	长江证券	谨慎推荐
王师	国际实业	谨慎推荐	潘喜峰	广电运通	推荐	赵兴安	国元证券	谨慎推荐
吴娜	合肥三洋	谨慎推荐	潘喜峰	莱宝高科	推荐	诸利达	中金岭南	推荐
吴娜	格力电器	谨慎推荐	潘喜峰	广州国光	谨慎推荐	诸利达	西部矿业	推荐
吴娜	九阳股份	推荐	潘喜峰	横店东磁	谨慎推荐	诸利达	万好万家	推荐
吴娜	苏泊尔	谨慎推荐	潘喜峰	御银股份	谨慎推荐			

数据源自东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。