

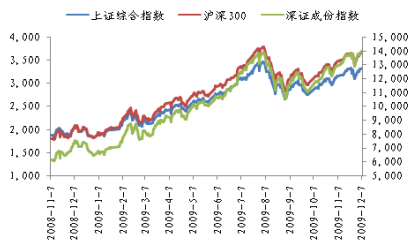


“调结构”中的行业选择

策略研究

2010 年 A 股行业配置

市场走势



相关报告

《双轮驱动下的消费升温》

——2009年11月行业配置报告
2009 年 10 月

《先防御 后进攻》

——2009年四季度行业配置报告
2009 年 9 月

《游弋于确定性与安全边际间》

——2009年9月行业配置报告
2009 年 8 月

《把握渐次复苏的行业投资节奏》

——2009年8月行业配置报告
2009 年 7 月

联系人

张韬

电话: 0755-83705129

邮件: zhangt01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **“调结构”已是全球“后危机时代”产业布局主线。**金融危机后,发达国家意识到去工业化和过度倚重消费的经济增长模式已走不下去,转变发展模式、调整经济结构是今后的方向。
- **我国经济要长足发展,“调结构”是关键。**目前中国经济正从短期刺激经济增长过渡到中长期持续的拉动,如何调整经济发展结构性失衡是关键。以下是我们认为明年乃至未来几年“调结构”政策的重点: 1. 解决内外需失衡,投资与消费失衡; 2. 信贷高增速与通胀失衡; 3. 产业结构失衡: (1) 发展战略性新兴产业; (2) 控制碳排放量; (3) 压抑过剩产能; 4. 地区结构失衡: 通过城镇化推进城乡发展,协调区域发展。
- **“调结构”造就“结构失衡”行业投资机会。**我们认为 2010 年“调结构”可能催生的投资机会: 1. 解决内外需、投资与消费的“调结构”: 政策支持型消费行业受益,包括汽车、家电,未来可关注农业; 2. 货币政策的“调结构”: 银行、保险受益,在实质性加息之前,更看好保险行业,同时,在通胀预期下,上游资源类板块受益,看好煤炭、化工、有色; 3. 发展新兴产业的“调结构: 新能源、传感网、物联网、微电子、光电子、生物医药、海洋工程行业受益; 4. 碳排放量的“调结构”: 低碳经济主导的节能减排产业受益; 5. 抑制产能过剩的“调结构”: 企业龙头并购重组受益,关注钢铁、汽车; 6. 区域经济的“调结构”: 受益于城镇化和产业转移的中部基建行业。
- **行业业绩对比。**根据 WIND 统计,2010 年周期性行业业绩将大幅回升。其中我们看好: 1. 钢铁行业: 供需量差将缩窄,企业的盈利状况持续改善; 2. 化工行业: 行业拐点显现; 3. 房地产: 经济复苏初期房地产保持向上趋势。此外,根据 2000 年到 2009 年 ROE 和 PB 计算出均值与当前的溢价率比较,银行、建筑建材、通信设备、商业零售等稳定增长型行业估值更具优势。
- **行业估值对比。**根据当前相对 PE、PB 与历史均值及其波动水平比较,目前信息服务、证券、银行、建筑建材、化工等行业市盈率处于相对偏低位置。同时,目前国内整体市净率水平位于世界前列,因此行业市净率水平应更加重视,同上得到,银行、证券、港口、交通运输、信息服务等行业市净率较具优势。
- **2010 年行业配置。**我们通过从宏观经济和政策自上而下的分析“调结构”可能出现的投资机会,以及从行业业绩和估值自下而上的行业选择,建议 2010 年上半年超配: 化工、钢铁、煤炭、保险、建筑建材、工程机械、汽车。

目 录

一、“调结构”已是全球“后危机时代”布局主线.....	2
二、我国经济要长足发展，“调结构”是关键.....	3
1、内外需失衡，投资与消费失衡.....	3
2、信贷增速与通胀失衡.....	5
3、产业结构失衡.....	5
(1) 发展战略性新兴产业.....	6
(2) 控制碳排放量.....	6
(3) 抑制过剩产能，加快传统产业优化升级.....	7
4、地区结构调整：通过城镇化推进城乡发展，协调区域发展.....	9
三、“调结构”造就“结构失衡”行业投资机会.....	9
1、投资与消费的“调结构”：政策支持型消费行业受益.....	10
(1) 2010 年中国消费将稳步增长.....	10
(2) 近期看好受益于维持消费刺激政策连续性行业：汽车、家电.....	11
(3) 未来可关注农业.....	12
2、货币政策的“调结构”：银行、保险受益，在实质性加息之前，更看好保险行业.....	13
3、发展新兴产业的“调结构”：新能源、传感网、物联网、微电子、光电子、生物医药、海洋工程行业受益.....	15
4、碳排放量的“调结构”：低碳经济主导的节能减排产业受益.....	15
5、抑制产能过剩的“调结构”：企业龙头并购重组受益，关注钢铁、汽车.....	17
6、区域经济的“调结构”：受益于城镇化和产业转移的中部基建行业.....	19
四、行业业绩与估值对比.....	20
1、2010 年周期性行业业绩大幅回升.....	20
(1) 钢铁行业：供需量差将缩窄，企业的盈利状况持续改善.....	20
(2) 化工行业：行业拐点显现.....	21
(3) 房地产：经济复苏初期房地产保持向上趋势.....	23
2、稳定增长型行业估值更具优势：银行、建筑建材、通信设备、商贸零售.....	24
3、行业估值对比.....	25
五、2010 年 A 股上半年行业配置.....	27
附录：2010 年超配行业投资策略及重点个股.....	27

“调结构”已是全球“后危机时代”布局主线

每一次危机都是一次洗礼。全球金融危机后，西方发达国家已经意识到去工业化和过度倚重消费的经济增长模式已走不下去了，转变发展模式、调整经济结构是今后的方向。

2009 年以来，各国已着手制定经济复苏后的经济布局，在努力寻找“突破口”。如果停留或者回到老路上，原有的问题就会更加突出，这不仅会制约经济顺利走出眼前的危机，也意味着在新一轮经济增长周期中必将落到别人后面。从各国应对危机的实践已经证明，推进经济转型和产业结构调整升级，是实现新一轮经济增长的根本出路。为了在下一轮发展中占到先机，以美、欧、日为代表的发达国家“调结构”已经悄然开始。

以下是全球主要国家“调结构”的方向和出台的政策：

表 1 全球主要国家“调结构”方向

国家	“调结构”领域	主要措施与政策
美国	新能源、发展低碳经济	2009 年 2 月，美国正式出台了《美国复苏与再投资法案》，投资总额达 7870 亿美元，主要用于新能源的开发和利用，包括发展高效电池、智能电网、碳储存和碳捕获、可再生能源（风能和太阳能等）；2009 年 6 月，美国完成了《美国清洁能源与安全法案》，用立法的方式提出了建立美国温室气体排放权（碳排放权）限额-交易体系的基本设计。
欧洲	发展“绿色技术”	2008 年 12 月，欧盟通过的能源气候一揽子计划，包括欧盟排放权交易机制修正案、欧盟成员国配套措施任务分配的决定、碳捕获和储存的法律框架、可再生能源指令、汽车二氧化碳排放法规和燃料质量指令等 6 项内容。2009 年 3 月，欧盟宣布，在 2013 年前出资 1050 亿欧元支持“绿色经济”，促进就业和经济增长，保持欧盟在“绿色技术”领域的世界领先地位。此外，欧盟委员会还建议欧盟在未来 10 年内增加 500 亿欧元发展低碳技术。欧盟委员会还联合企业界和研究人员制定了欧盟发展低碳技术的“路线图”，计划在风能、太阳能、生物能源、二氧化碳的捕获和储存等六个具有发展潜力的领域，大力发展低碳技术。
英国	发展低碳经济与数字经济	今年 4 月份，英国政府首先公布了“构建英国未来”的纲领性文件《新工业，新工作》。低碳经济是英国后危机时代的发展战略之一。今年 6 月份英国几个政府部门联合制定了《英国低碳工业战略》，对英国低碳工业的现状和未来机会及战略作了详细分析和总体构想。6 月份英国政府发表了《数字英国》报告，成为“构建英国未来”的第二个系列组成文件。报告列举和分析了英国当前的数字经济状况、领先优势以及发展前景。根据该报告，建设“数字英国”共有五大目标，包括通讯基础设施的现代化升级，为数字经济领域的投资和创新提供良好环境，提高各社会阶层的数字使用技能以及保证全国家庭广泛使用宽带网络等。
日本	发展新兴行业	2009 年 3 月，日本出台了为期 3 年的信息技术发展计划，侧重于促进 IT 技术在医疗、行政等领域的应用；2009 年 4 月为配合第四次经济刺激计划推出了新增长策略，发展方向为

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

环保型汽车、电力汽车、低碳排放、医疗与护理、文化旅游业、太阳能发电等。

俄罗斯 发展纳米技术

俄联邦委员会主席米罗诺夫今年 1 月 21 日说,发展核能源工业企业将是俄罗斯创新突破的主要方向之一。俄罗斯政府发布了俄航天业 2012 年前优先发展计划,主要内容就是保证“格洛纳斯”全球卫星导航系统的全面运行。

资料来源: 国海证券研究所

我国经济要长足发展, “调结构”是关键

四万亿大规模财政政策是去年四季度以及今年以来的重点,对经济回升起到了关键作用,但是重走了高投资的老路,使中国经济结构调整的压力加大。随着危机逐渐过去,反思发展之路,发现中国经济的发展仍然存在许多结构性失衡。

目前中国经济要从短期刺激经济增长过渡到中长期持续拉动,如何调整这些结构性失衡是关键。以下是我们认为明年乃至未来几年“调结构”政策的重点:

1、内外需失衡, 投资与消费失衡

2000 年以来,我国居民消费占 GDP 比重不断下降,从 2000 年的 46.44%降至 2008 年的 35.32%。伴随着消费占比的下降,投资和出口在 GDP 的占比不断升高。从 1999 年到 2008 年,我国的贸易依存度由 36.4% 上升到 60% 以上。导致目前中国的经济增长过于依靠投资和出口。

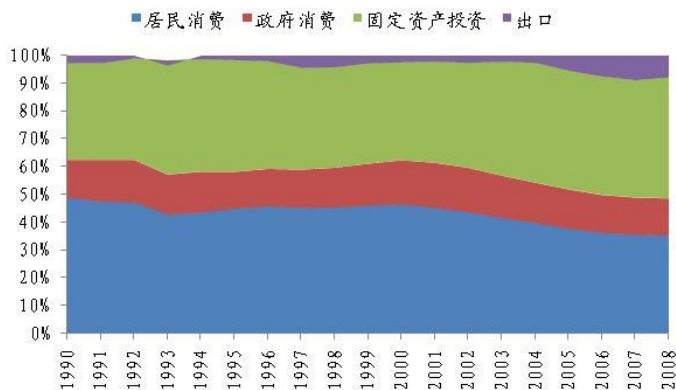
2009 年政府定调“保增长、促发展”,固定资产投资首当其冲成为主力军,这使得投资占比进一步扩大,同时也造成了投资和消费进一步失衡。

从增长率也可以看到,固定资产投资增速与社会消费品零售总额增速差距从 2008 年末的 5%,已经扩大到 2009 年接近 20%,

2009 年 12 月 15 日

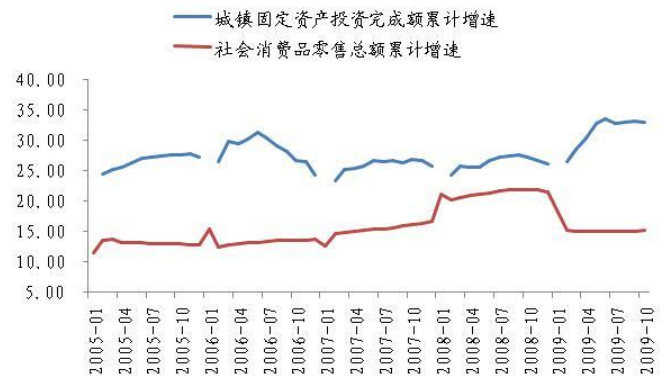
 国海证券
SEALAND SECURITIES

图 1 中国经济过于依赖投资和出口



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2 投资与消费增长率差距扩大

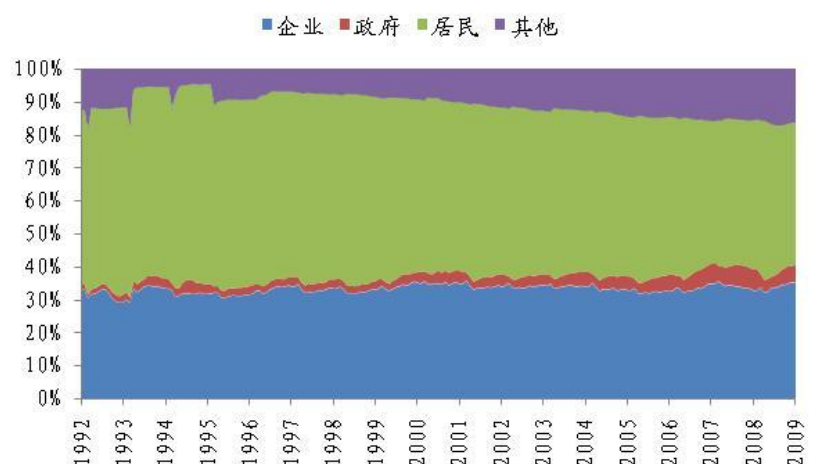


资料来源：WIND、国海证券研究所

投资与消费失衡更深层次表现为调整国民收入分配的失衡。在中国，过于悬殊的分配将导致富人和政府的资金流向海外、变成储蓄沉淀起来、或形成热钱冲击扰乱市场，而中低收入者却严重缺乏购买力，使总需求出现小于总供给的巨大缺口。

居民储蓄余额占比从 1992 年的 54.79%，下降到 2009 年 10 月份的 43.12%，正是说明了这个问题。同时政府和企业则从 3.51% 和 29.84%，增长到 5.37% 和 35.38%，这意味着，居民消费能力的下降，而企业储蓄占比过多，容易导致投资增加，引发消费和投资的失衡。

图 3 政府、企业、居民储蓄余额



资料来源：WIND、国海证券研究所

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

2、信贷增速与通胀失衡

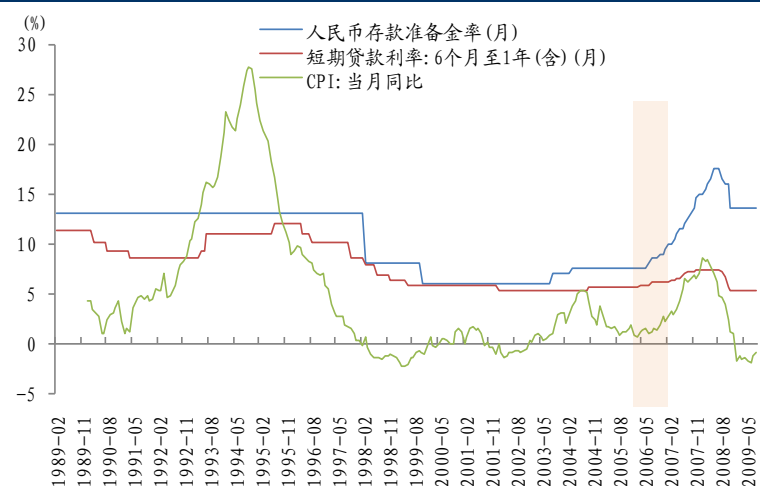
宽松政策带来了经济的快速回升，但是亦累积了许多矛盾与风险。其中巨量信贷的投放，导致资产价格泡沫已有所积聚，同时市场通胀预期大大加强，可能未来变成实质性通胀。

如果资产价格继续快速上涨，很可能出现价格涨→追涨→价格涨的恶性循环，最后导致严重的资产价格泡沫风险，而这风险一旦爆发，很可能出现新一轮的经济危机，尤其是房地产市场，由于涉及上下游产业链众多，届时对经济将是严重打击。如日本 90 年代“失落的十年”就主要源于其 80 年代末房地产泡沫的破裂。

同时，如果资产价格上涨过快，也将加大居民的通胀预期，从而推高实际的通胀水平，而这亦将对经济增长不利。

因此，我们认为 2010 货币政策“调结构”的重点将放在控制资产价格风险上。

图 4 CPI、存款准备金率及贷款基准利率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

3、产业结构失衡

根据中央经济会议的内容，优化产业结构主要集中在发展战略性新兴产业、加快传统产业优化升级、推进节能减排、抑制过剩产能、开展

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

低碳经济试点。

(1) 发展战略性新兴产业

所谓战略性新兴产业，一是对经济总量的带动大，二是对结构调整的贡献大，三是对资本创新的能力提升作用强，四是有市场需求。

目前中国经济高速增长还是靠重化工业拉动，但重化产品已经告别了短缺，对经济增长的拉动作用明显在减弱，必须要有新的产业来接替。

根据中国国务院总理温家宝于 2009 年 9 月 21 日和 22 日召开三次新兴战略性新兴产业发展座谈会内容。未来发展战略性新兴产业可能集中在：1、新能源产业；2、信息网络产业；3、微电子和光电子材料和器件；4、由生命科学推动的农业和医药产业；5、空间、海洋和地球深部探索技术等。

(2) 控制碳排放量

2007 年，中国的二氧化碳排放量首度超越美国，成为全球最大的排放国。中国一家的排放量就占了全球总排放量的 1/4，其规模等于欧盟、印度、俄罗斯的排放量之和。原因在于中国的能源消耗过度依赖石油和煤炭，另一方面是节能减排重点工程建设，控制温室气体排放，生态保护和环境治理等还未完善。

图 5 中国二氧化碳排放量占全球总排放量的比例最高

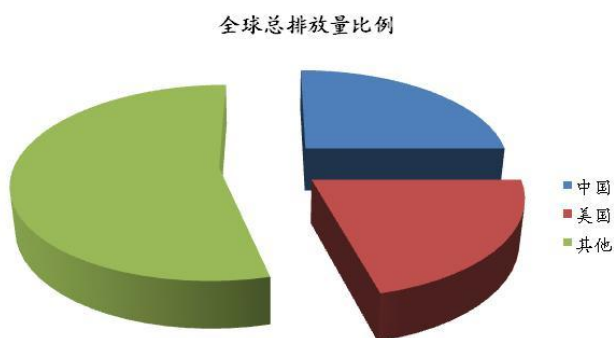
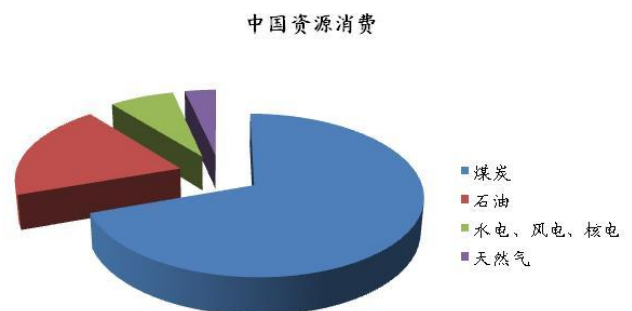


图 6 中国的资源消费过度依赖石油和煤炭



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

(3) 抑制过剩产能，加快传统产业优化升级

在金融危机前，钢铁、水泥等行业就已经存在产能过剩的现象，伴随着危机导致的出口低迷，更加剧了产能过剩的程度。

当前，我国经济正处于企稳回升的关键时期，坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设将成为下一步产业政策的重点。

根据国务院发布的《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》指导思想，钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备六个行业存在较严重产能过剩，将作为未来调控和引导的重点。

表 2 抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见内容

行业	产能过剩和重复建设的行业	产业政策导向
钢铁	2008 年我国粗钢产能 6.6 亿吨，需求仅 5 亿吨左右，约四分之一的钢铁及制成品依赖国际市场。2009 年上半年全行业完成投资 1405.5 亿元，目前在建项目粗钢产能 5800 万吨，多数为违规建设，如不及时加以控制，粗钢产能将超过 7 亿吨，产能过剩矛盾将进一步加剧。	充分利用当前市场倒逼机制，在减少或不增加产能的前提下，通过淘汰落后、联合重组和城市钢厂搬迁，加快结构调整和技术进步，推动钢铁工业实现由大到强的转变。不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目。严禁各地借等量淘汰落后产能之名，避开国家环保、土地和投资主管部门的监管、审批，自行建设钢铁项目。重点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 万千瓦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。尽快完善建筑用钢标准及设计规范，加快淘汰强度 335 兆帕以下热轧带肋钢筋，推广强度 400 兆帕及以上钢筋，促进建筑钢材升级换代。2011 年底前，坚决淘汰 400 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉，碳钢企业吨钢综合能耗应低于 620 千克标准煤，吨钢耗用新水量低于 5 吨，吨钢烟粉尘排放量低于 1.0 千克，吨钢二氧化硫排放量低于 1.8 千克，二次能源基本实现 100%回收利用。
水泥	2008 年我国水泥产能 18.7 亿吨，其中新型干法水泥 11 亿吨，特种水泥与粉磨站产能 2.7 亿吨，落后产能约 5 亿吨，当年水泥产量 14 亿吨。目前在建水泥生产线 418 条，产能 6.2 亿吨，另外还有已核准尚未开工的生产线 147 条，产能 2.1 亿吨。这些产能全部建成后，水泥产能将达到 27 亿吨，市场需求仅为 16 亿吨，产能将严重过剩。	严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设。各省（区、市）必须尽快制定三年内彻底淘汰落后产能时间表。支持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。新项目水泥熟料烧成热耗要低于 105 公斤标煤/吨熟料，水泥综合电耗小于 90 千瓦时/吨水泥；石灰石储量服务年限必须满足 30 年以上；废气粉尘排放浓度小于 50 毫克/标准立方米。落后水泥产能比较多的省份，要加大对企业联合重组的支持力度，通过等量置换落后产

2009 年 12 月 15 日

 国海证券
SEALAND SECURITIES

能建设新线，推动淘汰落后工作。

平板玻璃

2008 年全国平板玻璃产能 6.5 亿重箱，产量 5.74 亿重箱，约占全球产量的 50%，其中浮法玻璃产量为 4.79 亿重箱，占平板玻璃总量的 80%。2009 年上半年新投产 13 条生产线，新增产能 4848 万重箱，目前各地还有 30 余条在建和拟建浮法玻璃生产线，平板玻璃产能将超过 8 亿重箱，产能明显过剩。

严格控制新增平板玻璃产能，遵循调整结构、淘汰落后、市场导向、合理布局的原则，发展高档用途及深加工玻璃。对现有在建项目和未开工项目进行认真清理，对所有拟建的玻璃项目，各地方一律不得备案。各省（区、市）要制定三年内彻底淘汰“平拉法”（含格法）落后平板玻璃产能时间表。新项目能源消耗应低于 16.5 公斤标煤/重箱；硅质原料的选矿回收率要达到 80% 以上；严格环保治理措施，二氧化硫排放低于 500 毫克/标准立方米、氮氧化物排放低于 700 毫克/标准立方米、颗粒物排放浓度低于 50 毫克/标准立方米。鼓励企业联合重组，在符合规划的前提下，支持大企业集团发展电子平板显示玻璃、光伏太阳能玻璃、低辐射镀膜等技术含量高的玻璃以及优质浮法玻璃项目。

煤化工

近年来，一些煤炭资源产地片面追求经济发展速度，不顾生态环境、水资源承载能力和现代煤化工工艺技术仍处于示范阶段的现实，不注重能源转化效率和全生命周期能效评价，盲目发展煤化工。传统煤化工重复建设严重，产能过剩 30%，在进口产品的冲击下，2009 年上半年甲醇装置开工率只有 40% 左右。目前煤制油示范工程正处于试生产阶段，煤制烯烃等示范工程尚处于建设或前期工作阶段，但一些地区盲目规划现代煤化工项目，若不及时合理引导，势必出现“逢煤必化、遍地开花”的混乱局面。

要严格执行煤化工产业政策，遏制传统煤化工盲目发展，今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目。禁止建设不符合《焦化行业准入条件（2008 年修订）》和《电石行业准入条件（2007 年修订）》的焦化、电石项目。综合运用节能环保等标准提高准入门槛，加强清洁生产审核，实施差别电价等手段，加快淘汰落后产能。对焦炭和电石实施等量替代方式，淘汰不符合准入条件的落后产能。对合成氨和甲醇实施上大压小、产能置换等方式，降低成本、提高竞争力。稳步开展现代煤化工示范工程建设，今后三年原则上不再安排新的现代煤化工试点项目。

多晶硅

多晶硅是信息产业和光伏产业的基础材料，属于高耗能和高污染产品。从生产工业硅到太阳能电池全过程综合电耗约 220 万千瓦时/兆瓦。2008 年我国多晶硅产能 2 万吨，产量 4000 吨左右，在建产能约 8 万吨，产能已明显过剩。我国光伏发电市场发展缓慢，国内太阳能电池 98% 用于出口，相当于大量输出国内紧缺的能源。

研究扩大光伏市场国内消费的政策，支持用国内多晶硅原料生产的太阳能电池以满足国内需求为主，兼顾国际市场。严格控制在能源短缺、电价较高的地区新建多晶硅项目，对缺乏配套综合利用、环保不达标多晶硅项目不予核准或备案；鼓励多晶硅生产企业与下游太阳能电池生产企业加强联合与合作，延伸产业链。新建多晶硅项目规模必须大于 3000 吨/年，占地面积小于 6 公顷/千吨多晶硅，太阳能级多晶硅还原电耗小于 60 千瓦时/千克，还原尾气中四氯化硅、氯化氢、氢气回收利用率不低于 98.5%、99%、99%；引导、支持多晶硅企业以多种方式实现多晶硅—电厂—化工联营，支持节能环保太阳能级多晶硅技术开发，降低生产成本。到 2011 年前，淘汰综合电耗大于 200 千瓦时/千克的多晶硅产能。

风电设备

风电是国家鼓励发展的新兴产业。2008 年底已安装风电机组 11638 台，总装机容量 1217 万千瓦。近年来风电产业快速发展，出现了风电设备投资一哄而上、重复引进和重复建设现象。目前，我国风电机组整机制造企业超过 80 家，还有许多企业准备进入风电装备制造行业，2010 年我国风电装备产能将超过 2000 万千瓦，而每年风电装机规模为 1000 万千瓦左

抓住大力发展风电等可再生能源的历史机遇，把我国的风电装备制造培育成具有自主创新能力和国际竞争力的新兴产业。严格控制风电装备产能盲目扩张，鼓励优势企业做大做强，优化产业结构，维护市场秩序。原则上不再核准或备案建设新的整机制造厂；严禁风电项目招标中设立要求投资者使用本地风电装备、在当地投资建设风电装备制造项目的条款；建立和完善风电装备标准、产品检测和认证体系，禁止落后技术产品和

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

右，若不及时调控和引导，产能过剩将不可避免。

非准入企业产品进入市场。依托优势企业和科研院所，加强风电技术路线和海上风电技术研究，重点支持自主研发 2.5 兆瓦及以上风电整机和轴承、控制系统等关键零部件及产业化示范，完善质量控制体系。积极推进风电装备产业大型化、国际化，培育具有国际竞争力的风电装备制造业

其他

电解铝、造船、大豆压榨等行业产能过剩矛盾也十分突出，一些地区和企业还在规划新上项目。目前，全球范围内电解铝供过于求，我国电解铝产能为 1800 万吨，占全球 42.9%，产能利用率仅为 73.2%；我国造船能力为 6600 万载重吨，占全球的 36%，而 2008 年国内消费量仅为 1000 万载重吨左右，70%以上产量靠出口；大型锻件存在着产能过剩的隐忧；化肥行业氮肥和磷肥自给有余，钾肥严重短缺，产业结构亟待进一步优化。

严格执行国家产业政策，今后三年原则上不再核准新建、扩建电解铝项目。现有重点骨干电解铝厂吨铝直流电耗要下降到 12500 千瓦时以下，吨铝外排氟化物量大幅减少，到 2010 年底淘汰落后小预焙槽电解铝产能 80 万吨。要严格执行船舶工业调整和振兴规划及船舶工业中长期发展规划，今后三年各级土地、海洋、环保、金融等相关部门不再受理新建船坞、船台项目的申请，暂停审批现有造船企业船坞、船台的扩建项目，要优化存量，引导企业利用现有造船设施发展海洋工程装备。

资料来源：国海证券研究所

4、地区结构调整：通过城镇化推进城乡发展，协调区域发展

根据 2009 年中央经济会议的要求，未来将继续实施西部大开发、东北地区等老工业基地振兴、中部地区崛起、东部地区率先发展的区域发展总体战略等等。并增加了新的区域鼓励政策，即积极稳妥推进城镇化，提升城镇发展质量和水平。要坚持走中国特色城镇化道路，促进大中小城市和小城镇协调发展，着力提高城镇综合承载能力，发挥好城市对农村的辐射带动作用，壮大县域经济。当前，要把重点放在加强中小城市和小城镇发展上。要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制，提高城市规划水平，加强市政基础设施建设，完善城市管理，全方位提高城镇化发展水平。

“调结构”造就“结构失衡”行业投资机会

“调结构”将是 2010 的政策重点，是中国经济从短期刺激经济增长过渡到中长期持续拉动的关键。往更深层次探索可以发现，在“调结构”的政策利好下，必然有“结构失衡”行业从中受益，脱颖而出，这值得战略性配置，也是 2010 年行业配置的重点。以下是我们认为“调

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

结构”可能催生的投资机会：

1、投资与消费的“调结构”：政策支持型消费行业受益

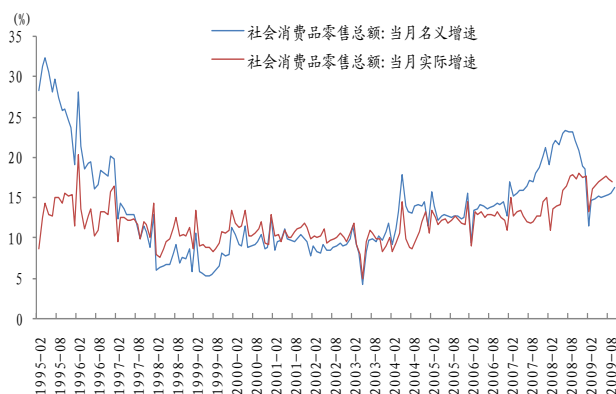
2009 年中央经济会议把消费作为明年扩内需的重点，会议内容中有 3 项涉及提升消费的政策，这将保持受益政策的消费类行业在明年乃至未来几年保持高速增长。

因此，我们看好投资与消费“调结构”下的投资机会，近期看好受益于维持消费刺激政策连续性的行业，包括汽车、家电行业，未来可关注农业。

(1) 2010 年中国消费将稳步增长

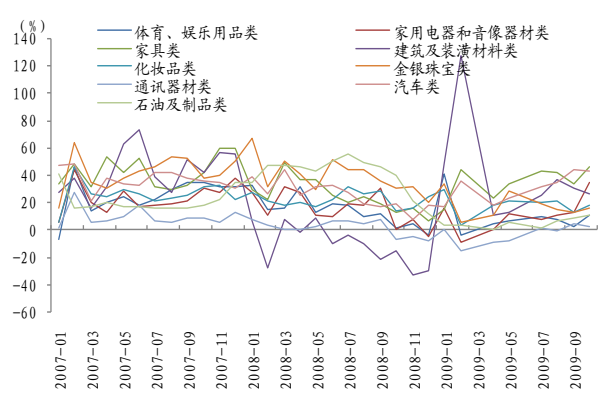
由于投资导向及出口导向的战略都面临经济长期增长的制约，提振消费将成为以后政策的着力点，经济工作会议中明确提出 2010 年促消费政策依然延续，相关消费品尤其是必需消费品明年依然有望出现较快增长。而且随着经济的逐步回暖，居民收入及就业情况得到逐渐改善，居民消费者信心亦见底回升，都将有利于促进消费继续保持较快增长。居民消费者信心指数亦有所好转，根据限额以上批发和零售业批发额中可选消费品和必需消费品的占比看，可选消费品占比逐步提升，可反映居民消费信心的提升。

图 7 社会消费品零售总额名义及实际增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8 今年以来耐用消费品出现快速回升

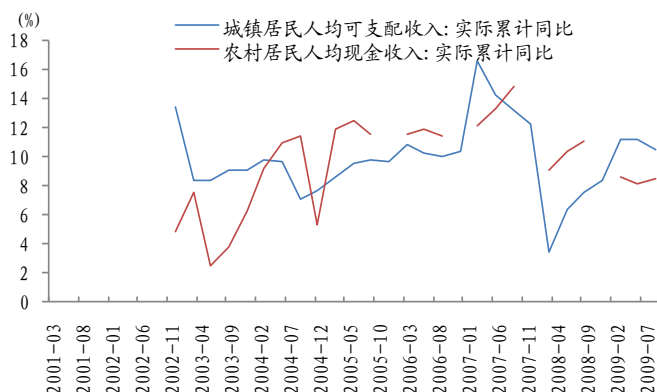


资料来源：WIND、国海证券研究所

2009 年 12 月 15 日

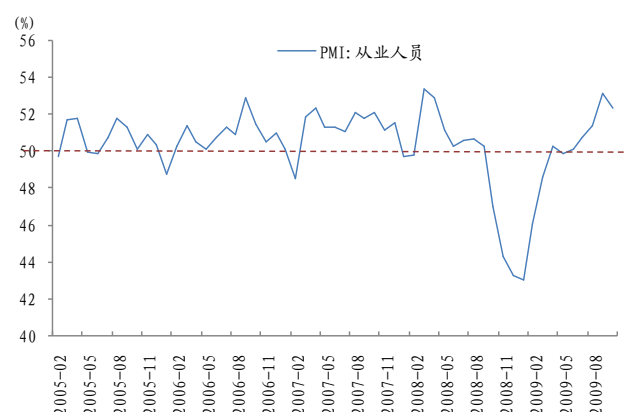

国海证券
 SEALAND SECURITIES

图 9 城镇及农村居民收入实际增速



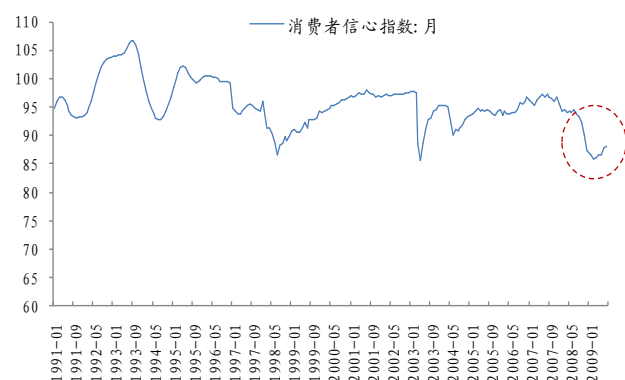
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 10 PMI 从业人员指数已快速回升



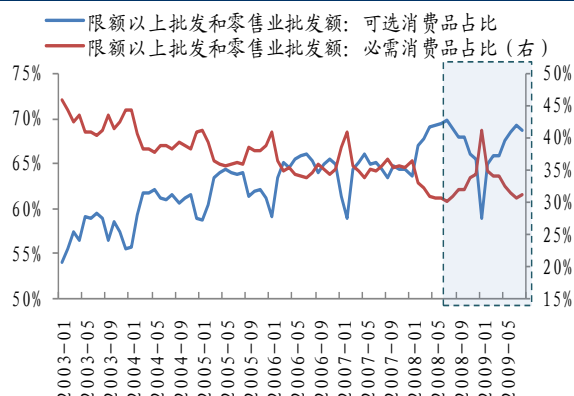
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 11 消费者信心指数逐步回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 12 可选消费品和必需消费品占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

(2) 近期看好受益于维持消费刺激政策连续性行业：汽车、家电

根据 12 月 9 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议来看，今年以来的促消费保消费政策措施明年仍将延续，主要领域集中在：

- ①继续实施家电下乡政策，大幅提高下乡家电产品最高限价。
- ②将汽车下乡政策延长实施至明年年底，已纳入汽车下乡补贴渠道的摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月 31 日。
- ③家电以旧换新明年 5 月底试点结束后，继续实施。
- ④继续实施农机具购置补贴政策，适当增加补贴资金规模。

2009 年 12 月 15 日

 国海证券
SEALAND SECURITIES

⑤继续实施节能产品惠民工程，将节能与新能源汽车示范推广试点城市扩大到 20 个，选择 5 个城市进行对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点。

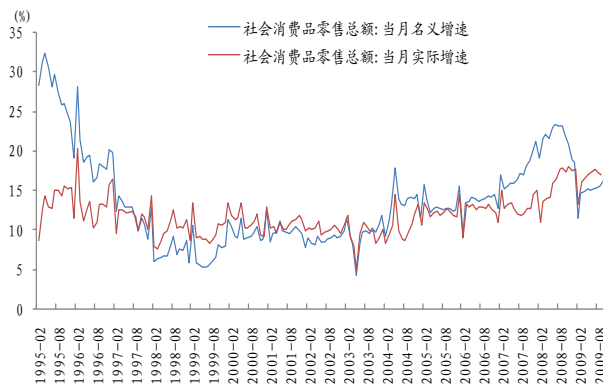
⑥将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底，减按 7.5%征收。汽车以旧换新的单车补贴金额标准提高到 5000 元至 1.8 万元。

⑦个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，其他住房消费政策继续实施。

⑧将支持困难企业的缓缴社会保险费、降低部分保险费率、提供相关补贴及下岗失业人员再就业税收优惠和灵活就业人员社会保险补贴政策执行期延长 1 年。

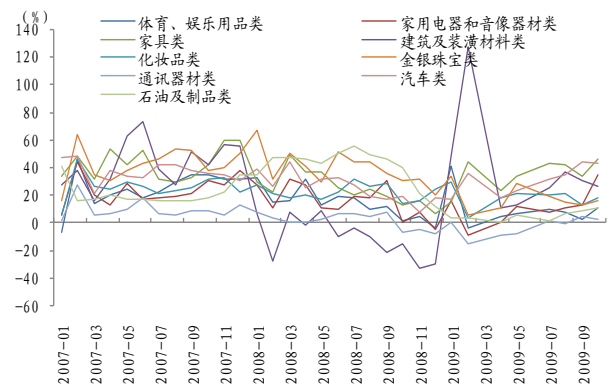
从以上涉及维持消费刺激政策连续性的具体政策来看，短期内汽车、家电依然有望出现较快增长，给予重点关注。

图 13 社会消费品零售总额名义及实际增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 14 今年以来耐用消费品出现快速回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

（3）未来可关注农业

2010 年基建和投资会继续向农业倾斜。一是保持农产品价格，提高粮食最低收购价格，由此补贴农民收入，保护农业的稳定，争取增产 10 亿斤粮食。二是加强基础建设，包括水利、电网、农村道路等。三是加强育种、引导农产品结构，引导家庭经营向集约化发展。我国的 CPI 受

农产品的影响非常大，因此明年农产品的价格将受到严格的控制，然而谷贱伤农，国家一边鼓励培育良种、鼓励集约化生产，降低农业生产成本，一边使用补贴的方式弥补农民的损失。从产业链的角度看，种子、化肥和农用机械将受益。农业集约化生产，带来了土地的流转政策，土地的流转政策中包括了宅基地可以改变用途的政策，用途改变带来价值的重估，由此引发的价格升高可能会导致农用地变为宅基地的倾向，引起农产品的价格上升，形成了另一种形式的资产价格泡沫。

2、货币政策的“调结构”：银行、保险受益，在实质性加息之前，更看好保险行业

货币政策的“调结构”主要是目前适度宽松货币政策的退出次序，根据我们宏观小组的观点，认为可能会按以下次序逐渐退出：

第一步，对新增信贷总量有所控制，同时公开市场灵活操作，对冲市场流动性；第二步，如果外资流入加大，导致公开市场操作难以回收多余的流动性，则存款准备金率将上调；第三步，如果资产价格较高以及通胀预期加强时，较为严厉的加息也可能出现，时间窗口最有可能在经济增长明确的第四季出现。

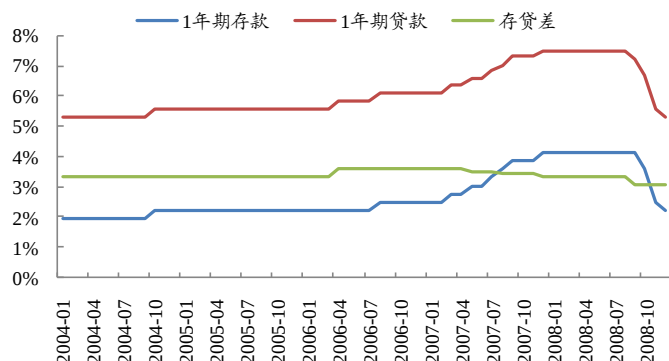
对银行、保险行业来说，利差是主导其回报率的重要因素，所以未来有望受益于加息带来的利差（投资收益率）上升。

根据我们上述对货币政策退出次序的预测，短期内实质性的加息可能性较小，但是加息预期将带来长期债券利率的上升，这更利好于保险行业。因此，在实质性加息到来之前，更看好保险行业。

2009 年 12 月 15 日

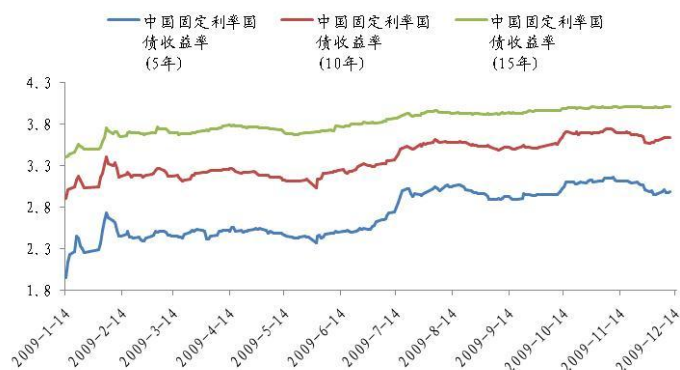
国海证券
SEALAND SECURITIES

图 15 基础利率及银行存贷差变化趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 16 长期国债收益率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 3 在 2006-2008 年的加息周期中，商业银行净息差平均上升了 0.73%。

净息差	2005Q4	2006Q2	2006Q4	2007Q2	2007Q4	2008Q2	2008Q4	2009Q2	06Q4vs08Q2
工商银行	2.61	2.37	2.41	2.65	2.80	3.01	2.95	2.25	0.64
建设银行	2.78	2.70	2.79	3.11	3.18	3.29	3.24	2.46	0.59
中国银行	2.33	2.27	2.45	2.66	2.76	2.72	2.63	2.04	0.45
交通银行	2.64	2.57	2.76	2.74	2.84	3.20	3.01	2.20	0.63
招商银行	2.69	2.56	2.69	2.96	3.11	3.66	3.42	2.24	1.10
中信银行	2.45	2.46	2.62	2.96	3.12	3.42	3.33	2.47	0.96
浦发银行	n.a.	n.a.	2.82	n.a.	3.12	n.a.	3.05	n.a.	n.a.
兴业银行	n.a.	n.a.	2.22	n.a.	2.39	2.76	2.67	1.90	n.a.
民生银行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.19	n.a.	2.43	n.a.
华夏银行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
深发展	n.a.	n.a.	2.94	3.11	3.10	3.17	3.02	2.51	n.a.
平均	2.58	2.49	2.63	2.88	2.94	3.16	3.04	2.28	0.73

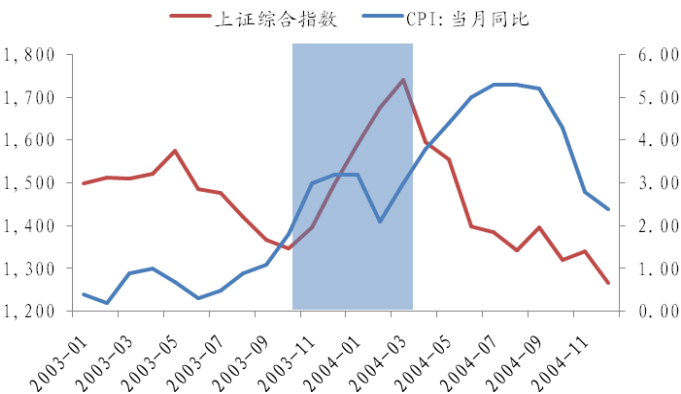
资料来源：公司报告、国海证券研究所

同时，下通胀预期下，上游资源类板块受益。经验验证，2003 年 11 月，CPI 指数自 1997 年以来第一次超过 1.9%，达到了 3.0%，处于温和通胀期，同时经济增长也在不断升高。这一阶段，上证指数从 1307 点上涨至 1783 点，基本上呈现一路攀升的状态。这一阶段市场的主题是经济复苏，涨幅超过 35%，上游行业以及房地产产业链涨幅明显超越大盘。

预期明年进入 2.5%-3.5%之间的温和通胀期，与 03 至 04 年温和通胀时期相似，建议关注：煤炭、有色、化工。

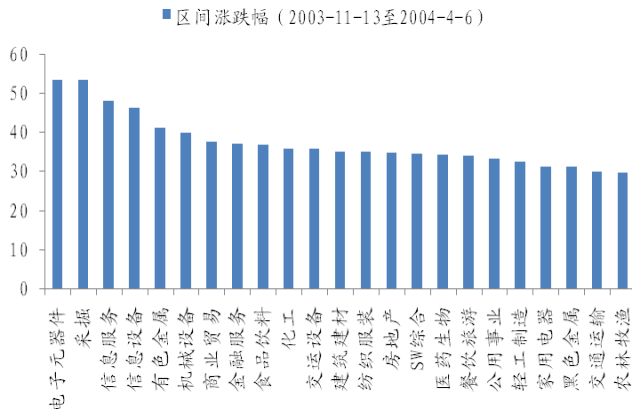
2009 年 12 月 15 日

图 17 2003 年 11 月至 2004 年 5 月温和通胀时期股市表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18 2003 年 11 月至 2004 年 5 月 A 股区间涨跌幅



资料来源：WIND、国海证券研究所

3、发展新兴产业的“调结构：新能源、传感网、物联网、微电子、光电子、生物医药、海洋工程行业受益

根据我们行业研究员自下而上的筛选，认为明年可能受益于发展新兴产业的相关行业及重点公司，如下表：

表 4 战略性新兴产业涉及行业和重点公司

战略性新兴产业	涉及行业与产业	重点公司
新能源	电动汽车、智能电网	天威保变、生益科技、安泰科技、中核科技、丰原生化、稀土高科、雪莱特江苏国泰、中信国安、中炬高新、佛塑股份、科力远
信息网络产业	传感网、物联网。	远望谷、新大陆
新材料和智能绿色制造体系	微电子和光电子材料和器件、新型功能材料、高性能结构材料、纳米技术和材料。	长电科技、华微电子、华天科技、三安光电
农业和医药产业	新药物研发和先进医疗设备制造。	天坛生物、华兰生物、达安基因、双鹭药业、敦煌种业
空间、海洋和地球深部探索技术	载人航天计划和嫦娥计划，海洋资源开发和海洋产业发展，地球深部资源探测利用。	中集集团、中船股份、上海佳豪

资料来源：国海证券研究所

4、碳排放量的“调结构”：低碳经济主导的节能减排产业受益

目前举行的中央经济会议明确指出，要强化节能减排目标责任制，

2009 年 12 月 15 日

 **国海证券**
SEALAND SECURITIES

加强节能减排重点工程建设，坚决管住产能过剩行业新上项目，开展低碳经济试点，努力控制温室气体排放，加强生态保护和环境治理，加快建设资源节约型、环境友好型社会。

12 月 7 日至 18 日举行的哥本哈根气候大会将对《京都议定书》的减排承诺、指标和时间表进行审议。我国也承诺的，到 2020 年碳排放强度降低 40%到 45%。

作为全球最大的二氧化碳排放国，对矿物能源依过度赖度，是我国经济增长的又一个结构失衡。

因此，我们看好以低碳经济主导的节能减排产业。根据行业研究员的分析，重点看好建筑节能、半导体照明、 电力节能等有前景和利润空间的节能投资领域。另外，对于煤炭的清洁利用和高效利用，兼具节能与减排的效果，最具现实意义，最值得大面积推广。

表 5 2010 年节能减排投资策略

项目	相关内容	相关公司 (粗体为重点公司)
建筑节能	目前住建部正积极征集《墙体保温系统与墙体材料推广应用提案》，距离建筑节能规划出台的步伐越来越近。四季度建筑节能规划有望出台。	烟台万华、红宝丽、泰豪科技、延华智能、鲁阳股份、三爱富、双良股份、海螺型材、北新建材、栋梁型材
照明节能	09.10.12 日发改委、科技部、工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、国家质检总局联合发布“半导体照明节能产业发展意见”，为中国半导体照明产业确立发展方向，该意见要求：1) 2015 年前，中国半导体照明产业年平均成长速度将维持 30%高增长；2) 提高半导体照明产品渗透率，功能性照明、液晶被光源、景观装饰等市场份额目标分别达 20%、50%、70%以上；3) 至 2015 年，上游芯片的国产化率达 70%以上，扶持 3-5 家芯片规模化企业；4) 大型 MOCVD 装备与关键原材料实现国产化；5) 初步建立半导体照明标准体系。	三安光电、联创光电、士兰微、雪莱特、飞乐音响、华微电子、同方股份
电力节能	配电损耗占电网全部电量的 3.5%左右，而 30%的配电损耗在于配电变压器的损耗；无功补偿、在等输配电系统的应用，也能减少电力损耗。另外，大功率变频器在电网的应用，可以平衡风电、太阳能等电力的波动，成为构建智能电网的必要的技术手段之一。	荣信股份、特变电工、置信电气、安泰科技
汽车节能减排	美国总统奥巴马 19 日公布了一项汽车节能减排计划，其目标是到 2016 年，美国境内新生产的客车和轻型卡车每一百公里耗油不超过 6.62 升，二氧化碳排放量也比现有车辆平均减少三分之一。对我国而言，在今后的十年、十五年以及更长的时间，传统汽车的节能减排还有很大的潜力可以挖掘。在技	威孚高科

2009 年 12 月 15 日

 国海证券
SEALAND SECURITIES

	术路径的选择上,应考虑技术节能与结构节能相结合,而推进传统节能汽车的重点是发展节能型小车汽车。值得注意的是,在节能技术上,柴油节能技术被再次提及。我国汽车行业下一步要增加乘用车用柴油机关键技术的攻关,提高乘用车多功能柴油车的比例,远期逐步扩大柴油乘用车的应用范围。	
煤炭的高效、清洁利用类	清洁、高效利用煤炭的技术路线主要有:超临界发电技术、整体煤气化联合循环发电技术、增压流化床燃烧联合循环发电技术、煤化工等。其中,煤气化技术是煤炭化工合成、煤炭间接液化、联合气化循环发电技术等高新洁净煤利用技术的先导性技术和核心技术。同时,在工业和民用中使用煤气化技术可大大提高煤的利用率。	华光股份、科达机电
脱硫除尘	随着国家对火电行业脱硫标准的进一步实施,以及钢铁行业脱硫规划的启动,再加上二氧化硫排放量更大的建材、化工、有色、石化等行业脱硫事业尚未启动,近年来通过激烈竞争不断提高市场集中度的脱硫行业,其发展可谓刚刚起步。	众合机电、龙净环保、同方股份、菲达环保、信雅达、山大华特
碳捕获与封存	2009 年英国能源和气候变化部发布的“清洁煤炭”计划草案明确提出,英国境内以煤炭为燃料的火电厂必须具备碳捕获和封存技术(CCS)。碳捕获的最终目的是把排放出来的二氧化碳封存起来,从而控制大气中的二氧化碳含量。由于煤炭的储量丰富且价格低廉,很长一段时间内其在能源消耗构成中依然会占有较高的比例,而应用于燃煤发电厂的 CCS 技术最高捕获效率高达 90% , 因此各国都视之为应对气候变化的最佳方案之一。预计当二氧化碳价格介于 25-30 美元/吨时, CCS 技术的推广就会加快。这将是一个异常巨大的市场。	

资料来源:国海证券研究所

5、抑制产能过剩的“调结构”:企业龙头并购重组受益,关注钢铁、

汽车

对淘汰过剩产能的并购重组给予政策支持,是我国产业结构调整中的重要一环。此前推出的十大产业振兴规划,包含了推动并购重组的要求。

重点关注钢铁、汽车行业的并购重组机会

原因在于:

(1) 行业集中度较低。钢铁行业集中度偏低,2008 年前十大钢铁企业产能占比为 42.6%,距离前五大 45%的目标还较远。汽车行业也同样存在产业集中度偏低、单个汽车企业规模过小的情况。

(2) 钢铁、汽车行业整合目标明确。在振兴规划中,这两个行业都有提出了具体整合目标和政策。

2009 年 12 月 15 日

 国海证券
SEALAND SECURITIES

(3) 钢铁、汽车行业基本面向好。预期 2010 年钢铁产能利用率将维持在 80-90%水平,需求在房地产、基建、汽车三大主导行业的刺激下 2010 全年增长 8.3%。汽车行业则持续受益于消费刺激政策,包括减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税政策延长至 2010 年底,减按 7.5% 征收。汽车以旧换新的单车补贴金额标准提高到 5000 元至 1.8 万元。

表 6 产业振兴规划鼓励企业兼并重组

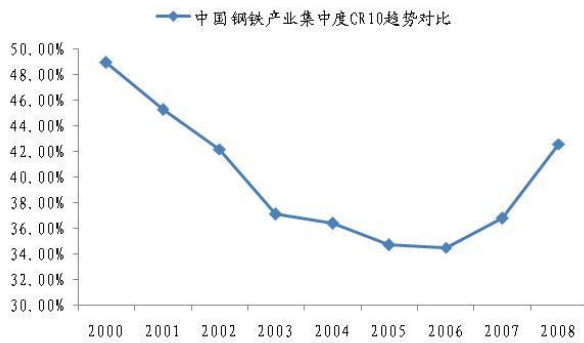
产业	鼓励企业兼并重组	重点关注
汽车	通过兼并重组,形成:2-3 家产销规模超过 200 万辆的大型汽车企业集团,4-5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团,产销规模占市场份额 90%以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内。	鼓励一汽、东风、上汽、长安等大型汽车企业在全国范围内实施兼并重组。支持北汽、广汽、奇瑞、重汽等汽车企业实施区域性兼并重组。支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模,提高国内外汽车配套市场份额。
钢铁	形成若干个具有较强自主创新能力和国际竞争力的特大型企业,国内排名前 5 位钢铁企业的产能占全国产能的比例达到 45%以上,沿海沿江钢铁企业产能占全国产能的比例达到 40%以上。	进一步发挥宝钢、鞍本、武钢等大型企业集团的带动作用,推动鞍本集团、广东钢铁集团、广西钢铁集团、河北钢铁集团和山东钢铁集团完成集团内产供销、人财物统一管理的实质性重组;推进鞍本与攀钢、东北特钢,宝钢与包钢、宁波钢铁等跨地区的重组,推进天津钢管与天铁、天钢、天津冶金公司,太钢与省内钢铁企业等区域内的重组。
纺织	对优势骨干企业兼并重组困难企业给予优惠支持。	
装备制造	支持装备制造骨干企业进行联合重组,发展具有工程总承包、系统集成、国际贸易和融资能力的大型企业集团。推进结构调整,转变产业增长方式。	
船舶	支持企业兼并重组。	
电子信息	支持优势企业兼并重组。	
轻工	加强自主品牌建设,支持优势品牌企业跨地区兼并重组,提高产业集中度。	
有色金属	促进企业重组,优化产业布局,加强企业管理和安全监管,提高产业竞争力。	
运输物流业	加快企业兼并重组,培育一批服务水平高、国际竞争力强的大型现代物流企业。	

资料来源:国海证券研究所

2009年12月15日

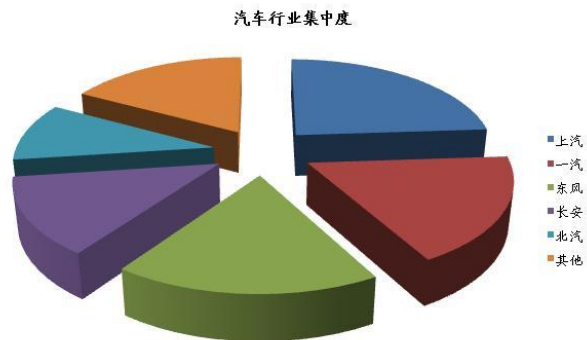

国海证券
 SEALAND SECURITIES

图 19 中国钢铁产业集中度 CR10 趋势对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 20 汽车行业集中度

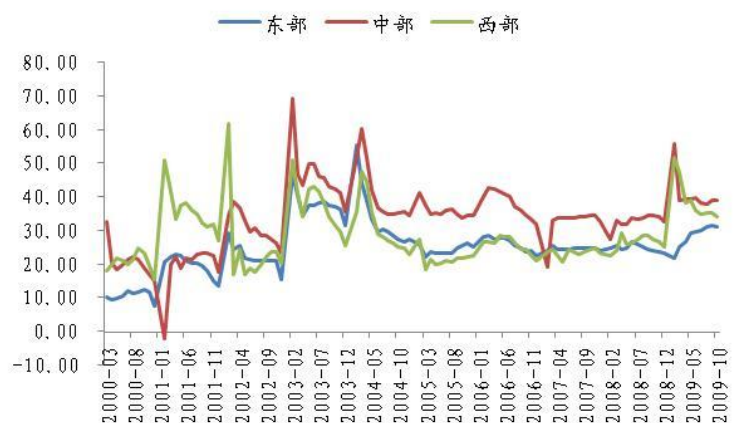


资料来源：Wind、国海证券研究所

6、区域经济的“调结构”：受益于城镇化和产业转移的中部基建行业

从城镇化的政策导向来看，支持中部地区崛起是其重要的发展方向。近年来中部地区固定资产投资增速快于西部和东部，这说明了这一发展方向。同时，随着大规模产业向中部地区转移，将推动中部地区基础设施建设，带动城市化进程，这将利好中部地区的建筑建材等基建行业。

图 21 中部地区固定资产投资完成额累计同比增速最快



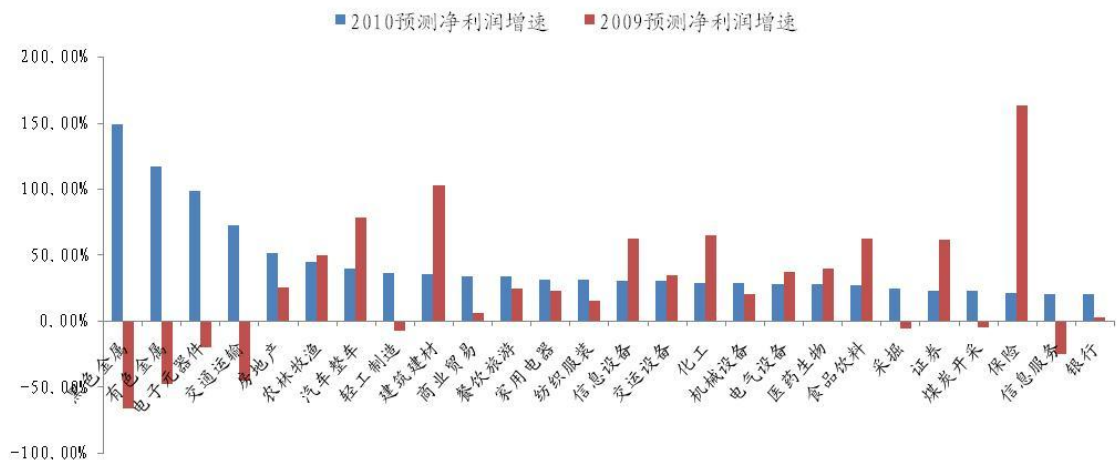
资料来源：Wind、国海证券研究所

行业业绩与估值对比

1、2010 年周期性行业业绩大幅回升

根据万德资讯对各行业 2010 年的净利润同比增速预测，钢铁、有色金属、电子元器件、房地产等周期性行业业绩将大幅回升。

图 22 2010 年行业预测净利润增速：有色、钢铁、化纤、造纸、保险、电子硬件等业绩大幅回升



数据来源：WIND、国海证券研究所

在以上 2010 业绩显著增长的周期性行业中，我们重点关注：钢铁、化工、房地产行业。

(1) 钢铁行业：供需量差将缩窄，企业的盈利状况持续改善

根据行业研究员判断，2010 年钢铁行业产能利用率将维持在 80-90% 水平。预测 2010 年粗钢产量或将增长 3%，钢铁需求增长 8.3%，因此供需矛盾将有所化解。此外，受原材料价格上涨的带动，钢材价格将会呈现稳步上扬的态势，企业的盈利状况持续改善。

2009 年 12 月 15 日

图 23 产能利用率处于合理水平



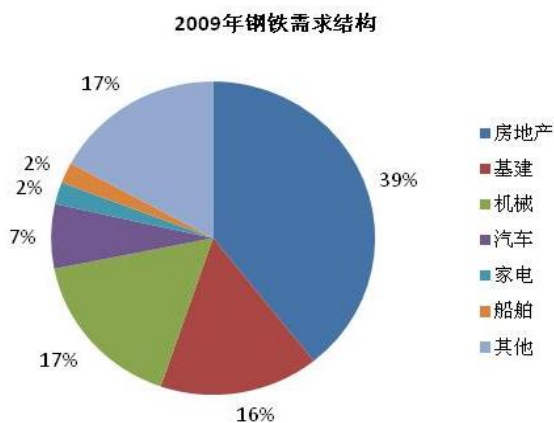
资料来源：中钢协、国海证券研究所

图 24 粗钢产量不断攀升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 25 2009 年钢材需求结构



资料来源：中钢协、国海证券研究所

图 26 下游行业钢铁需求预测

单位：万吨	2008	增长率	2009E	增长率	2010E
房地产	17171	15%	19746	10%	21721
基建	5709	40%	7993	25%	9991
机械	8518	-2%	8347	0%	8347
汽车	2673	25%	3341	10%	3671
家电	951	20%	1137	16%	1315
船舶	1269	-15%	1083	10%	1195
其他	9016	-5%	8565	-5%	8136
总计	45306	10.83%	50212	8.29%	54376

资料来源：中钢协、国海证券研究所

(2) 化工行业：行业拐点显现

09 年 8 月之后基础化工行业整体稳步复苏,我们预计这一趋势将继续保持,09 年高景气的轮胎、化纤将继续保持。房地产开工的提升将带动纯碱、氯碱行业走出行业低谷。硝酸、化肥、有机硅等产品也将在需求回暖下盈利回升。

策略上我们将挑选运行状态最好的下游行业,向上寻找相关化工产品,如汽车上游的聚氨酯、改性塑料、轮胎、炭黑等;房地产相关的氯碱、纯碱;纺织上游的化纤、染料、助剂。其中,新增产能较少、国内供需较平衡或略有不足,产品价格将进一步的上涨的相关子行业,如

2009 年 12 月 15 日

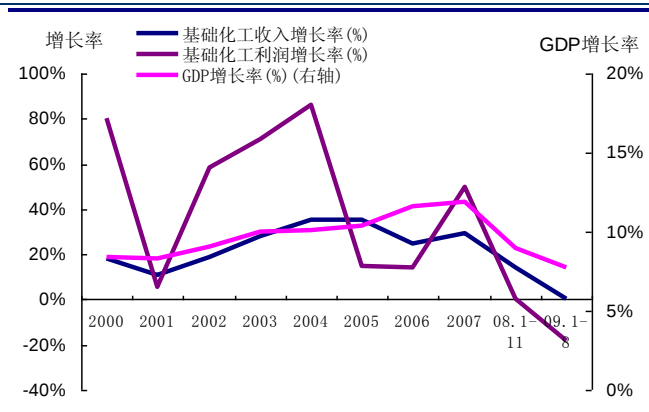
国海证券
SEALAND SECURITIES

TDI、MDI、氨纶、炭黑、钾肥等行业在 2010 年的投资价值将更为显著。

此外，上文提及的低碳经济模式将给化工行业带来长期机会。推广建筑节能已是大势所趋，建筑保温材料的相关上市公司有望持续受益。节能的煤炭洁净化技术的拥有者和提供者也将得到国家政策的更多支持。

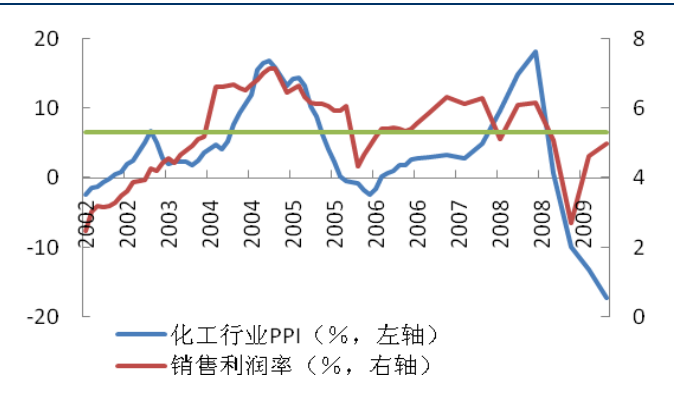
因此，基于行业复苏前景越来越明朗，我们认为行业拐点已经逐步显现，对行业明年的投资策略给予强于大势的投资评级。

图 27 近年基础化工行业的盈利波动弹性高于 GDP 波动



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 28 经济复苏过程中，化工行业 PPI 与利润率走势一致



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 7 行业多数产品开工整体恢复较好

子行业	目前开工率
氨纶	>90%
粘胶	>90%
MDI	90%
TDI	90%
有机硅	90%
纯碱	90%
烧碱	85%
丙烯酸	80%
氮肥	80%
醋酸	65%
PVC	60%
甲醇	60%

资料来源：国海证券研究所

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

(3) 房地产：经济复苏初期房地产保持向上趋势

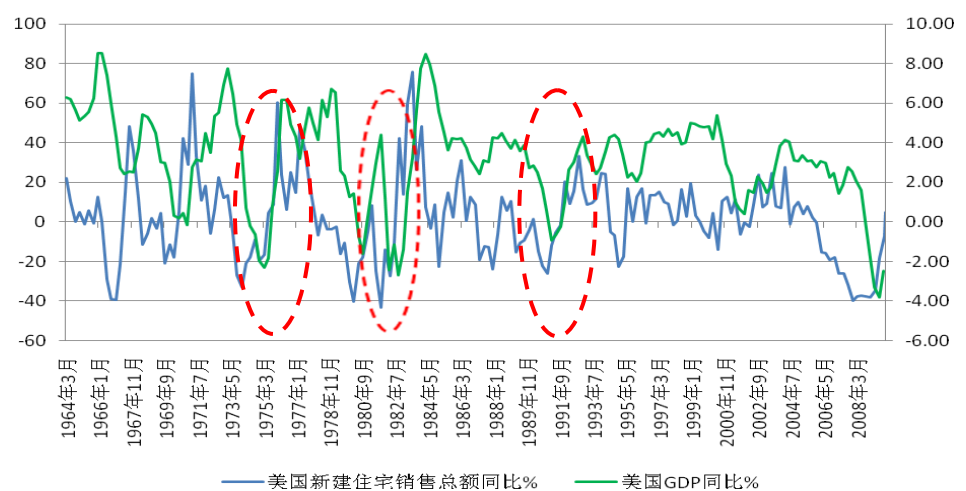
政策刺激使得 2009 年全国商品房成交创历史新高，行业景气高涨，根据美国和日本的历史经验表明，经济复苏初期房地产市场仍将保持向上趋势。

美国在“次贷危机”之前经历过三次较为明显的衰退，分别在 1973-1975 年、1981-1982 年和 1989-1991 年，在这三次衰退到复苏的过程中，都出现了房地产市场从严重下滑到先于 GDP 启动再到伴随 GDP 复苏的过程。同为大国经济的美国历史经验表明，房地产往往先于经济复苏启动，并在经济复苏之高涨的全过程保持正增长。

日本近 20 年两次较明显的衰退出现在 1992-1993 年以及 1997-1998 年，虽然经历过房地产泡沫破裂的教训，但房地产仍在两次衰退后日本近 20 年房地产市场经验也表明，在经济复苏的前半段，房地产在经历从底部开始的高速反弹之后仍将在之后的三四年中伴随经济增长保持正增长。

总结上述分析，我们认为至少在明年上半年房地产市场仍将面临较为宽松的政策和货币环境，房地产市场景气将伴随经济复苏保持上行。

图 29 美国新建住宅销售总额与 GDP

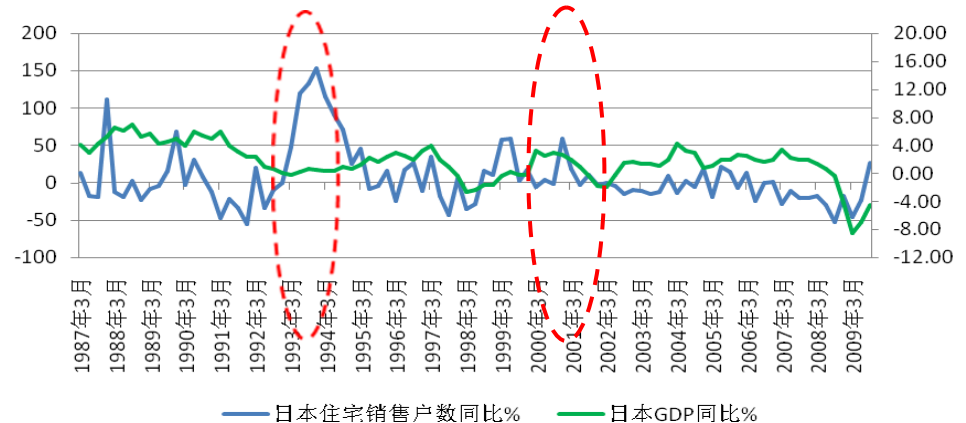


资料来源：Wind、国海证券研究所

2009 年 12 月 15 日

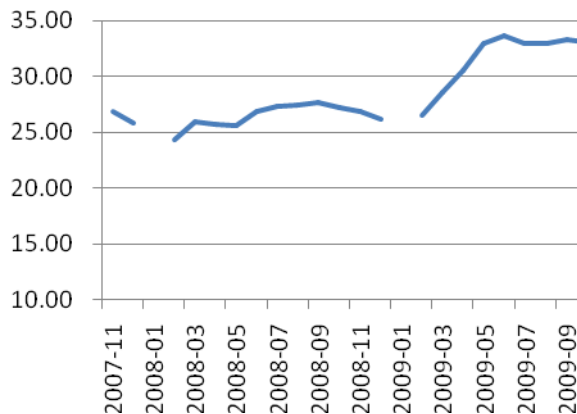
 国海证券
SEALAND SECURITIES

图 30 日本住宅销售户数与 GDP



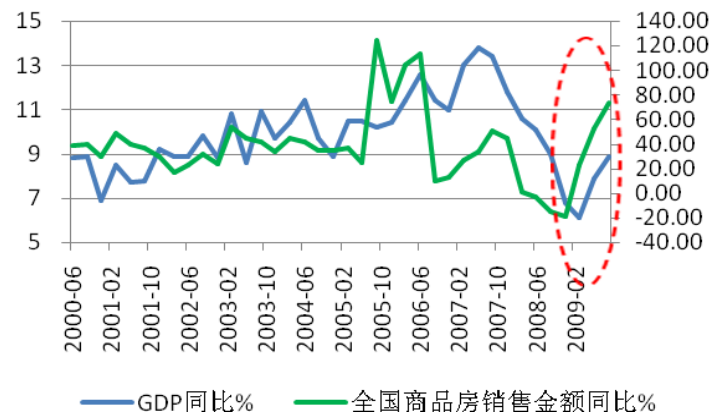
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 31 中国固定资产投资增速同比%



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 32 中国商品房销售金额与 GDP



资料来源：Wind、国海证券研究所

2、稳定增长型行业估值更具优势：银行、建筑建材、通信设备、

商贸零售

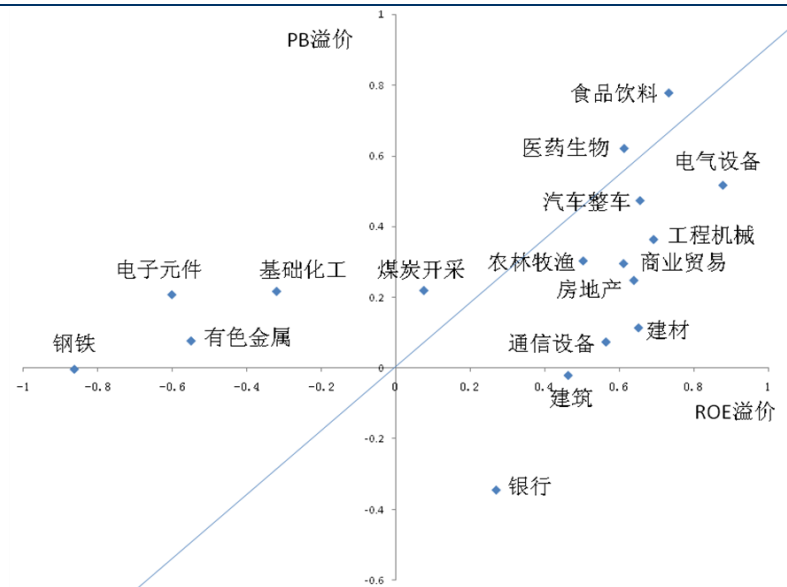
对于业绩增长比较稳定的行业，我们根据 2000 年到 2009 年（2009 年的为预测值）的 ROE 和 PB 计算出均值与当前的溢价率比较，从理论上来说，ROE 对于历史均值的溢价多少，合理 PB 也应该相应的溢价多少。可以发现看到较多的消费类行业（食品饮料、医药生物、汽车整车等）处于蓝线附近，说明投资者预期这类行业的盈利水平与当前 PB 调整基本匹配。相对来说，稳定增长型行业如银行、建筑建材、通信设备、商

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

贸零售，ROE 高于历史均值的水平远超过 PB 高于历史均值的水平，较具有估值优势。

图 33 ROE 和 PB



资料来源：国海证券研究所

3、行业估值对比

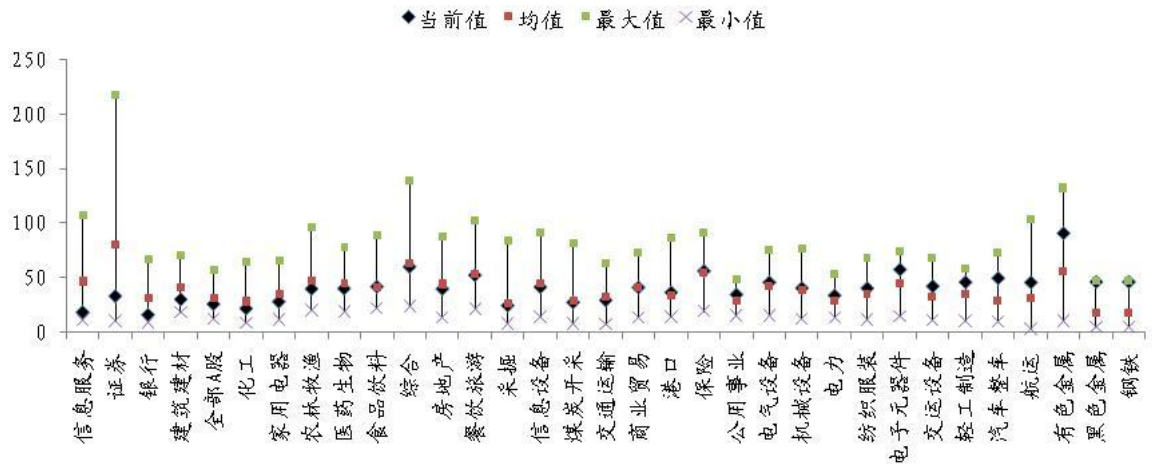
因为各个行业平均估值水平是不同，所以我们用相对估值来衡量。统计 2001 年到目前的 PE 和 PB 的出各行业的平均值，用当前的 PE 和 PB 与历史最小值和均值进行比较，这意味着距离历史低点越近同时距离历史均值越远的行业，其估值水平相对低估，具有较强的安全边际。

目前信息服务、证券、银行、建筑建材、化工等行业市盈率处于相对偏低位置。同时，目前国内整体市净率位于世界前列，因此行业市净率水平应更加重视，同上得到，银行、证券、港口、交通运输、信息服务等行业市净率较具优势。

2009 年 12 月 15 日

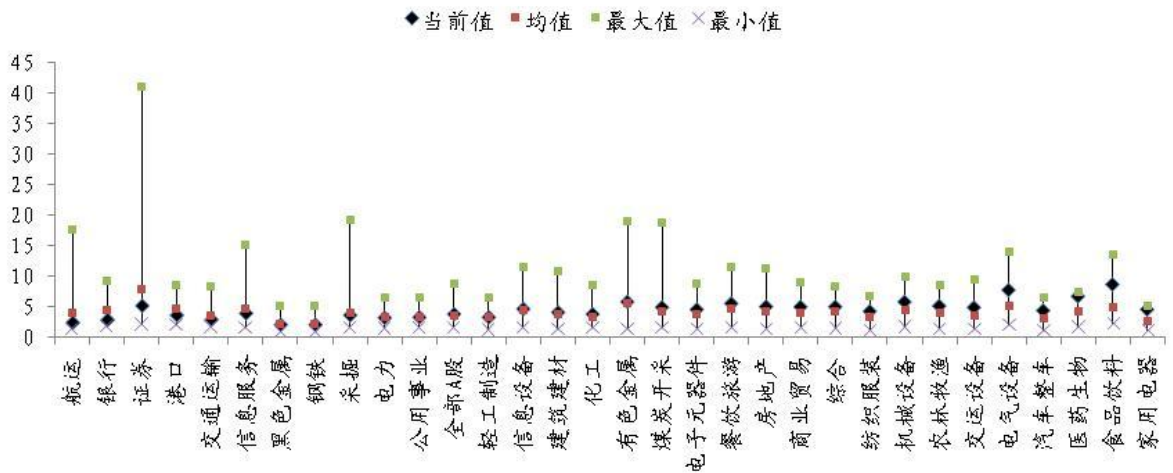
国海证券
SEALAND SECURITIES

图 34 A 股行业 PE 水平（按距离历史低点越近和距离均值越远排序）（从 2001 年开始统计）



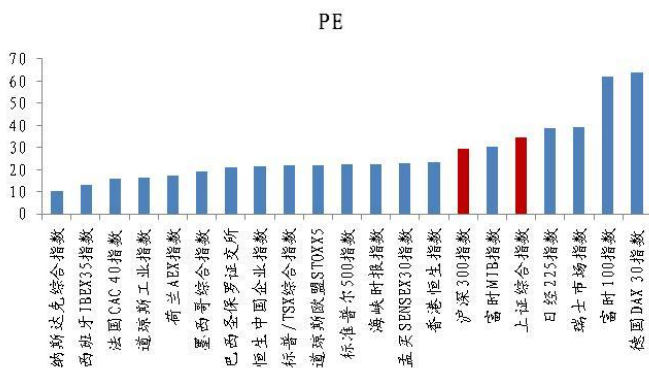
数据来源：WIND、国海证券研究所

图 35 A 股行业 PB 水平（按距离历史低点越近和距离均值越远排序）（从 2001 年开始统计）



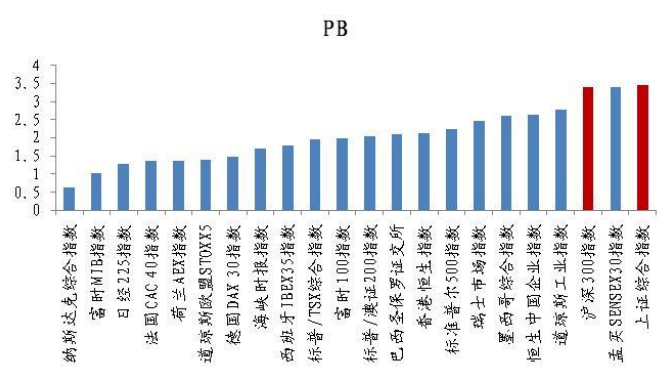
数据来源：WIND、国海证券研究所

图 36 全球 PE



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 37 全球 PB



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

2010 年 A 股上半年行业配置

我们通过从宏观经济和政策自上而下的分析了“调结构”可能出现的投资机会，以及从行业业绩和估值自下而上的行业选择，建议 2010 年上半年超配行业如下：

表 8 2010 年上半年超配行业及拉动因素

超配行业	拉动因素					2010 业绩超预期
	投资	消费	出口	通胀预期	优化产业结构	
化工		✓		✓	✓	✓
汽车		✓			✓	
工程机械	✓		✓			
煤炭	✓			✓	✓	
保险		✓		✓		
钢铁		✓	✓			✓
建筑建材	✓				✓	

数据来源：国海证券研究所

附录：2010 年各个行业投资策略以及重点个股

附录 1 2010 年行业投资策略及重点个股

行业分类	行业评级	研究员	2010 年行业策略	重点个股
煤炭	强于大市	张晓霞	1、在 2010 年通货膨胀预期下煤炭作为资源品的抗通胀属性将有所体现。 2、随着经济增长态势的进一步明确，来自电力、钢铁、建材等行业的煤炭需求有所增加，供给方面，继山西之后，河南、内蒙古、河北等省区开始了煤炭行业的重组整合，将压缩煤炭产能。煤炭整体的供需将较为平衡，局部地区、个别煤种将出现供不应求。 3、看好炼焦煤的价格，炼焦煤在 2010 年上涨的动力较大。 4、给予整体行业跑赢大市的投资评级，存在 4 类投资机会，一是发生重组后，产能提升较大的公司，如盘江股份、金牛能源、恒源煤电、开滦股份；二是业绩弹性较大，受益于煤炭业务之外的业务复苏的公司，如神火股份、兰花科创；三是产能增长较多，同时受益于焦煤价格上涨的公司，如西山煤电、盘江股份；四是业绩增长较为明确，目前估值较低的公司，如潞安环能、中国神华。	神火股份、盘江股份、金牛能源、西山煤电、兰花科创
化工	强于大市	张志宏、 鄢祝兵	我们判断 2010 年原油价格振荡上行，看好受益于油价上涨的 PVC 子行业季节性投资机会，甲醇与二甲醚行业经济性凸显，尿素行业受益于油价上涨和出口复苏，磷肥行业看好拥有磷矿石资源的企业，钾肥价格回落，资源性凸显，全球经济向低碳经济转型带来天然气板块投资机会，MDI 与硬泡组合聚醚受益于建筑节能保温领域的推广，新能源化工新材料投资价值显著，	烟台万华、红宝丽、柳化股份、华鲁恒升、湖北宜化

2009 年 12 月 15 日


国海证券
 SEALAND SECURITIES

同时关注 CDM 与清洁煤气化技术带来投资机会，看好靠近消费端供需面明显改善的子行业投资机会，包括 MDI、TDI、氨纶、硬泡组合聚醚、印染助剂、染料子行业投资机会。

汽车	强于大市	王清涛	整个汽车市场还在升温，汽车销量屡超预期。汽车刺激政策在 2010 年还要延续，并有新政策出台，我们预计明年汽车还将有 20% 的增长，同时结构性调整和规模效应的发挥将使汽车上市公司的业绩增幅高于销量增幅。	宇通客车、潍柴动力、上海汽车、福田汽车、一汽轿车
工程机械	强于大市	王清涛	经济复苏，4 万亿布局导致房地产和基础建设投资加速，由此带动土石方工程机械和汽车等复苏先导行业生产用机床类上市公司业绩增长。	三一重工、中联重科、昆明机床、柳工、广船国际
钢铁	强于大市	张新平	我们判断 2010 年钢铁行业产能利用率将维持在 80-90% 水平；预测 2010 年粗钢产量或将增长 3%，钢铁需求增长 8.3%，因此供需矛盾将有所化解；受原材料价格上涨的带动，钢材价格将会呈现稳步上扬的态势，企业的盈利状况将会改善。	大冶特钢、西宁特钢、华菱钢铁
建材	强于大市	卜忠东	预计 2010 年我国固定资产投资仍将保持较高的增速，房地产及其他行业也有望复苏，国内经济增长将增加建材产品需求。预计建材行业 2010 年有望保持较高的景气度，因其成长预期明确，且与低碳经济密切相关，给予强于大市的投资评级，建议投资者逢低增持行业内的优势公司。	南玻 A、中航三鑫、冀东水泥、海螺水泥、华新水泥
建筑	强于大市	卜忠东	在国家加大基础设施投资政策的拉动及房地产市场回暖的预期下，预计 2010 年建筑行业有望维持较高的景气，新开工项目、新签合同额及建筑业利润总额有望继续增长。因建筑业的估值略低于大盘及沪深 300，且成长预期明确，给予强于大市的投资评级。	金螳螂、隧道股份
保险	强于大市	黄秋菡	流动性充裕及经济复苏带来加息预期，长债收益率回升；股市回暖，保险公司主动加仓，带动权益类资产收益率远高于去年；业务结构调整带来盈利性较好的分红等险种取代万能险，个险渠道份额提升，行业经营趋于规范。会计准则变动带来利润提前兑现。	中国太保、中国平安

数据来源：国海证券研究所

2009 年 12 月 15 日

 国海证券
SEALAND SECURITIES

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归国海证券所有。