

# 波段性机会重于趋势

——2010 年 A 股宏观策略

■ 我们认为，2010 年 A 股会以震荡行情为主，从获得收益的角度看，趋势性机会变小，波段性机会增大。市场在 09 年估值恢复后，2010 年将进入业绩实质增长的阶段，企业盈利的增长是驱动市场的关键因素，而 2010 的业绩增长和估值变动不足以推动市场整体的单边上涨。我们对 2010 年宏观经济的整体判断是稳增长、适度通胀。从通常的经济周期与股市表现的对应关系看，这一阶段股市依然有较好的表现，收益大多数为正，市场形成单边向下的可能性很小。在假定 2010 年业绩增长 18-25%，动态市盈率的合理波动区间为 15-22 倍的情况下，我们认为 2010 年 A 股市场的合理波动区间为 2600-4000 点，市场全年表现以震荡为主。

相关报告：

国内居民消费增长拐点未现——  
2010 年中国消费增长展望，2009.12

制造业加快复苏，09 年业绩有望超  
市场预期，2009.11

外生流动性输入，资金充裕将维  
持，2009.10

宏观策略研究小组

李镜池、万文字

+86 755 83199429

[lijc@csc.com.cn](mailto:lijc@csc.com.cn)

## 分析师申明

宏观策略研究小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人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。

■ 2010 年的震荡主要受政策收紧、流动性变化和业绩增长的影响。政策方面：国内和美联储的退出政策对流动性和市场心理的影响。流动性：信贷仍然会是 2010 年市场关注的一个重点，信贷投放的节奏和结构的变化都可能对市场产生影响。货币政策回归中性，M2、M1 增速将在 1 季度出现回落。美元波动引发的热钱的流入流出。1 季度将是 2010 年全年流动性最宽裕的阶段。业绩增长：担心出现锚定性预测偏差，增长低于预期。

■ 2010 年的固定资产投资增速仍然会较快，但结构会有较大变化，基建增速会下降，房地产、制造业会上升，服务业保持较快增长。房地产投资仍然是实体经济复苏的重要引擎。家庭部门杠杆化的提高、消费刺激政策和居民收入的增长是 09 年消费增长较快的最重要的原因，但这些因素在 2010 年均会出现减弱。通过人力资本的提升来提高劳动力要素的报酬以及更趋公平的收入分配结构才是居民消费占比提升的驱动因素。出口方面，随着外需的复苏，明年上半年出口将表现出加快复苏的趋势，但全年前高后低，预计 2010 年增速将恢复至 10% 左右。

■ 我们拟从以下几条主线寻找机会：1、投资拉动的产业。基建、房地产—钢铁、建筑、建材。2、消费升级。耐用品和服务类消费是趋势，关注政府公共支出的加大。3、产业结构调整。低碳经济值得长期关注，将创造可持续发展的经济模式，在未来经济结构中占有相当重要的地位。4、周期性行业复苏。关注钢铁、化工、航运。综合估值因素，我们建议重点关注钢铁、建筑、银行、医药、信息服务、食品饮料、商业、航运、化工、煤炭。

## 目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| <b>投资: 向正常回归, 结构有优化</b> .....                   | 2  |
| 基建投资: 增速向历史平均水平回归, 但仍然是政府调节经济的主要手段 .....        | 3  |
| 房地产投资: 向平衡回归, 将呈现前高后低的走势 .....                  | 4  |
| 制造业投资: 资本回报率的回升、总需求的增长是动力。 .....                | 7  |
| 服务业投资: 期待行业准入门槛的降低 .....                        | 8  |
| <b>消费: 保持稳定, 居民最终消费相对增速会下降, 政府公共支出将加快</b> ..... | 9  |
| 09 年消费“超预期增长”的解释 .....                          | 10 |
| 微观视角分析: 房地产、汽车销售依然是关键 .....                     | 14 |
| 消费升级的趋势不变, 中长期空间依然巨大 .....                      | 15 |
| 政府公共支出增长将加快 .....                               | 17 |
| 物价进入温和通胀 .....                                  | 17 |
| <b>出口: 外需复苏, 保持回升态势</b> .....                   | 18 |
| 外需继续复苏 .....                                    | 18 |
| 出口保持回升态势, 前高后低 .....                            | 21 |
| <b>货币政策回归中性, 关注外生流动性的变化</b> .....               | 21 |
| <b>市场估值合理、局部高估, 业绩高增长预期</b> .....               | 25 |
| A 股市场整体估值合理, 局部高估 .....                         | 25 |
| 市场预期 2010 年业绩高增长 .....                          | 28 |
| 2010 年市场主要运行区间为 2600-4000 点 .....               | 29 |
| <b>A 股展望: 趋势性机会变小, 波段性机会增大</b> .....            | 30 |

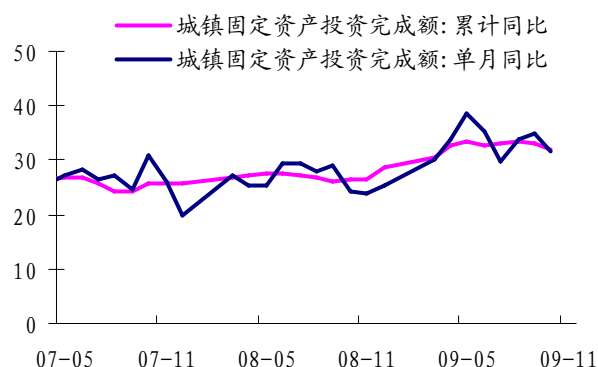
本报告分别从投资、消费、出口对 2010 年的宏观经济进行了展望，即经济将出现“稳增长、适度通胀”态势，内需增长中的投资仍然是经济增长的动力，外需的负面影响消除，居民消费增长的愿景值得期待，但明年可能会有减弱。资金及估值方面，货币政策会逐渐退出，内部流动性从宽松变为中性，外生流动性可能出现阶段性的流出，1 季度将是 2010 年全年流动性最宽裕的阶段。市场进入业绩驱动的阶段，流动性的收缩使估值也不具备泡沫化的动力，估值中枢反而有向下的压力，因此，2010 年的业绩增长和估值变动不足以推动市场整体的单边上涨，市场会以震荡行情为主，震荡主要受政策收紧、流动性变化和业绩增长的影响。趋势性的机会要小于 09 年而波段性的机会则会增多。1 季度市场将维持震荡上行的态势。

#### 投资：向正常回归，结构有优化

1-11 月份我国固定资产投资累计增速略有回落至 32.1%，低于 10 月的 33.1%。从产业划分来看，三次产业投资增速均有回落，一、三产业较为明显，分别为 3.4、1.2 个百分点，第三产业投资增速的下降与基建、房地产相关的行业投资增长有所回落，譬如铁路投资增速继续回落 1.8 个百分点至 80.7%；高速公路投资增速首次回落 3.1 个百分点至 48.7%；电力投资增速继续回落 0.9 个百分点至 20.2%，房地产投资增速也首次回落 1.2 个百分点至 23.4%。

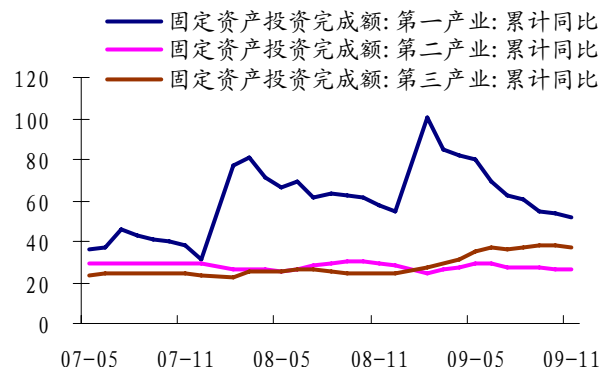
从单月的投资增速和投资额来看，新增固定资产的投资增速在 10 月份已经开始下降，但投资额在上升，增速的下降主要是 08 年 11 月开始新开工增加引起的基数效应；房地产投资的单月增速和投资额均出现了减缓迹象，需要密切关注；无论是从投资增速还是投资额，中央投资项目在 09 年下半年出现明显放缓，这与中央政府投资的押后有关，4 季度余下的 2000 亿中央投资迟迟没有下发，但地方部门的投资保持高位，表明中央在下半年已经在调控投资的进度，防止投资的过快膨胀。

Figure 1 固定资产投资增速有所回落



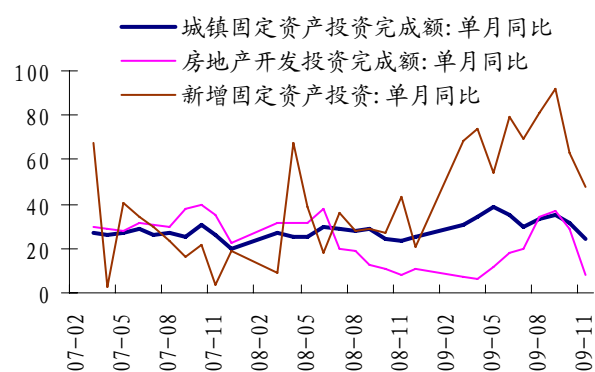
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 2 三次产业投资增速均有回落, 一、三产业较为明显



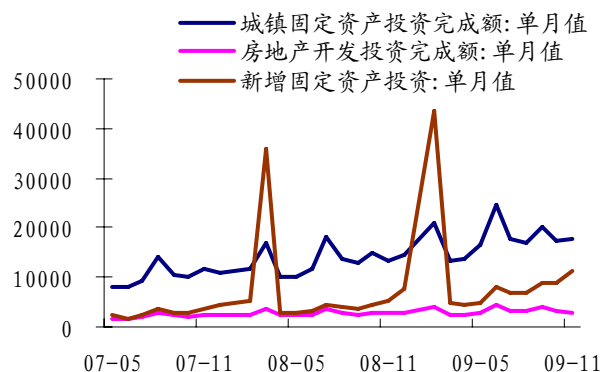
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 3 新增固定资产投资增速下降快



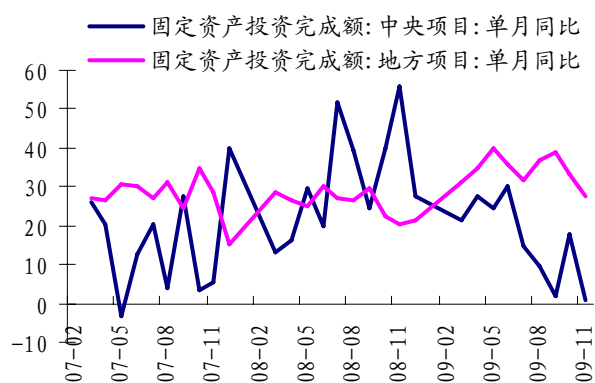
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 4 投资额基本稳定, 增速下降主要是基数原因



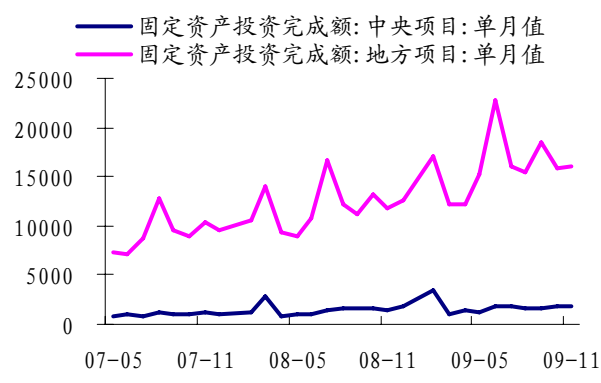
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 5 09 年下半年, 中央项目投资增速下降快



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 6 09 年下半年, 中央项目投资额增量有限



资料来源: WIND、世纪证券研究所

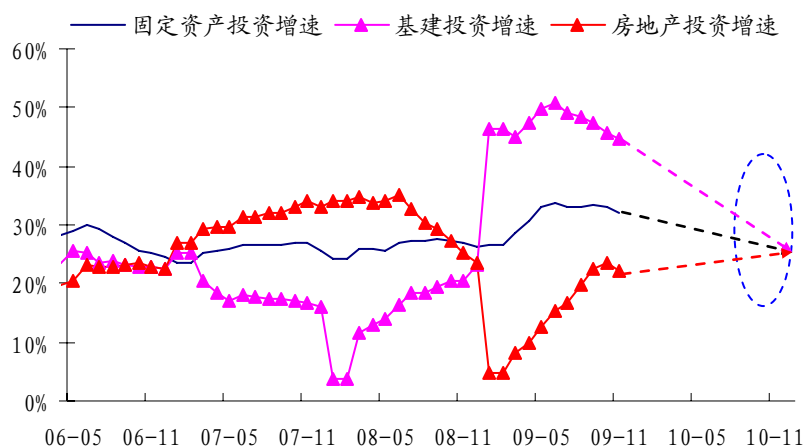
**基建投资: 增速向历史平均水平回归, 但仍然是政府调节经济的主要手段**

**调节投资的砝码增加。**4 万亿的投资计划中, 09、10 年的中央政府的计划投资分别为 4875 亿、5885 亿, 在计划安排上, 2010 年中央政府投资部分有 20% 的增长。截至 09 年 11 月, 实际投放三批共 2800 亿, 中

央投资下发的推迟增加了 2010 年财政调节的空间。财政政策调控上，政府将主要通过基建投资项目的安排来影响投资进而调节经济增长。

由于 4 万亿的投资项目在今年大多属于新开工，真正的投资高峰在明后年，所以 2010 年的基建投资增速仍将维持在 30% 以上。在私人部门投资好转的局面下，我们认为政府剩余的投资计划（中央政府 1.18 万亿投资中，今年尚余 2000 亿，明年尚余 5900 亿）可能会后延，更多安排于 2010 年下半年甚至延后到 2011 年以使经济增长更为平稳。对于 2010 年的政府基建投资，中央已明确提出，政府投资基础设施，原则上确保已经开工的在建项目，严控新项目上马。因此，2010 年投资将会增加针对性和灵活性并保持合理增长。

Figure 7 基建投资增速回落，房地产投资增速上升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

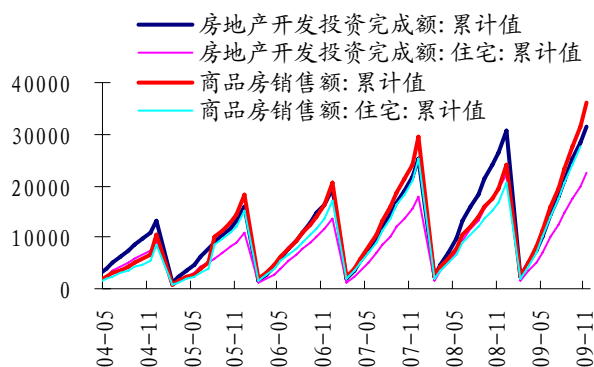
### 房地产投资：向平衡回归，将呈现前高后低的走势

**房地产投资将向平衡扩张回归。**排除短期因素的干扰，房地产销售是房地产开发投资的最终决定因素。05-07 年，房地产的投资完成额和销售额基本相等，房地产行业处在一个相对平衡的规模扩张态势，08 年行业平衡被打破，投资完成额明显超出了销售额，引致行业库存大幅增加，因此，09 年房地产经历了一个去库存化的过程，销售额超过了投资额，未来房地产的投资有望向平衡扩张回归，即房地产的投资额基本与当期的房地产销售额相当。

**2010 年房地产投资将呈现前高后低的走势。**09 年 3 月份开始，商品房的销售持续回暖，下半年维持高位震荡。从同比数据看，下半年商

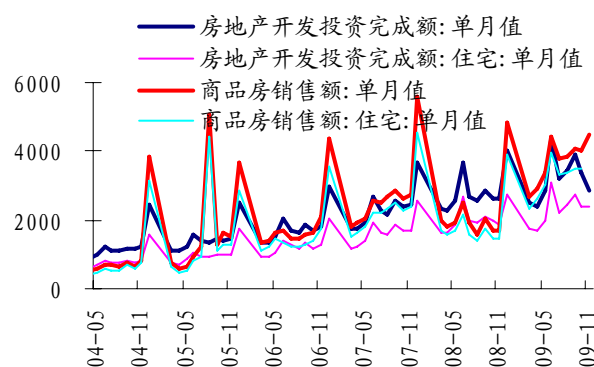
品房的销售额同比迅速回升，当前的房地产销售市场的景气将有利于房地产投资继续上升，新开工面积的快速上升也将对未来 1-2 个季度的房地产投资增长提供支持，房地产的领先指标——新开工面积和销售面积都取得强劲增长预示房地产投资增速短期还将保持。09 上半年较低的基数水平也将使得投资增速保持高位。从房地产销售与 M1 增速的相关性看，由于 M1 在 2010 年的 1 季度末将从高位回落（后文有详细解释），增加了对房地产的销售也随之回落的担忧，加上基数的增加，下半年的房地产销售和投资增速都将出现回落。我们预计 2010 年房地产的投资增速为 20%-25%，要高于 2009 年（19%左右），走势为前高后低。

Figure 8 07、08 年房地产投资与房地产销售不平衡



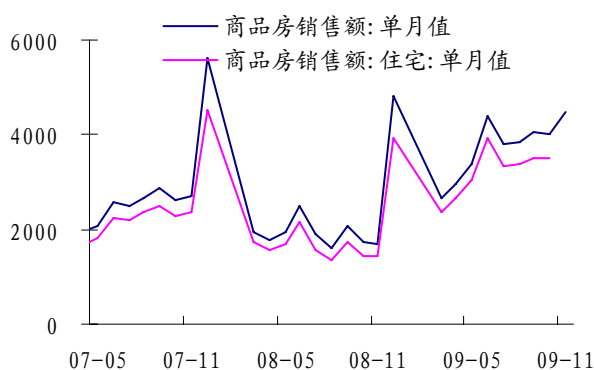
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 9 房地产销售与房地产投资的同步性很强



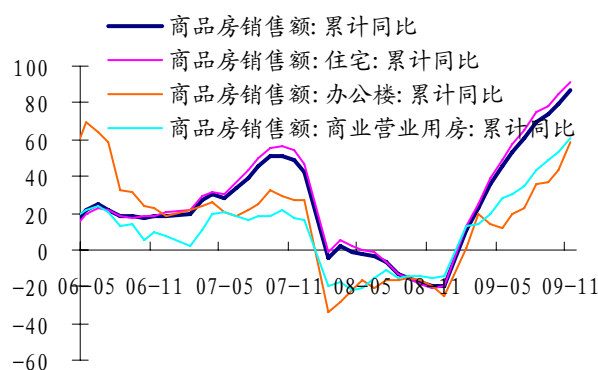
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 10 09 年下半年商品房销售额绝对值明显回升



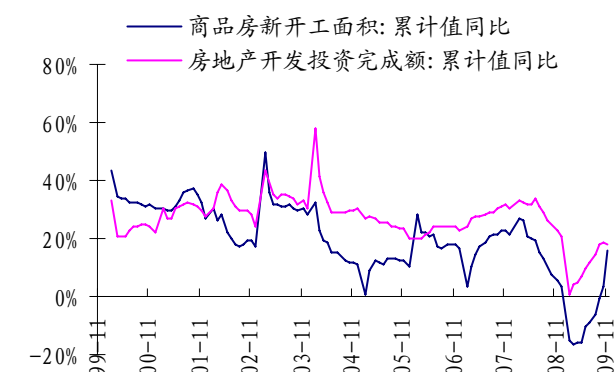
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 11 09 年下半年商品房销售同比迅速回升



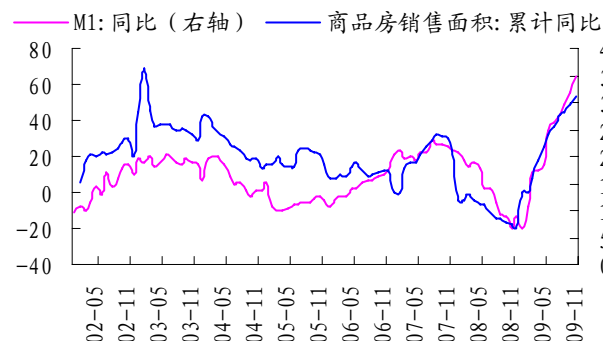
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 12 新开工面积的回升有利于房地产投资的持续



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 13 房地产销售与 M1 增速的相关性很高



资料来源：WIND、世纪证券研究所

**城镇化、保障性住房建设可能使得 2010 年房地产投资接近甚至超过预期上限。**本次经济工作会议关于城镇化的强调已不是留于口号，而是有新的具体措施：放宽户籍限制，将推进城镇化作为 2010 年的重要任务，这将从中长期有利于房地产市场。中西部地区城市化空间巨大，提出放宽中小城市和城镇户籍限制，将更加有利于二三线城市未来自住性房地产需求的增长（这些城市房价可承受能力也要好于一线城市），起到加速内地城市化的作用，对当地房地产和消费的推动将更加显著。当然，由于这是一项中长期的政策红利，对于 2010 年的房地产投资的影响还需要进一步关注政策的具体内容和实际操作性。在国家 4 万亿的投资计划中，有 4000 亿将投入廉租住房、棚户区改造等保障性住房，09、10 年分别计划投入 1676 亿、2324 亿，同比增长达到 38%，但实际完成情况很不尽人意，截至 8 月底仅完成投资 395 亿元，完成率仅为 23.6%。保障性住房建设的现状如果在 2010 年能得到扭转，将成为 2010 年房地产投资中的一大亮点。

政策的力量会改变市场的规律？在投资中，预期的改变通常能带来短期的收益，而从中长期看，实际的投资回报才是关键，与做投资相同，新的政策能给人们带来新的愿景，但政策实施的实际效果才是最为关键的。西方国家是以工业化带动城市化的实现，城市化虽然反过来也会推动工业化的进程，但城市化主要还是地区产业发展的市场结果，而在大部分中西部地区仍然缺乏有竞争力的产业支持的情况下，也不足以承接东部地区产业转移的情况下，当前我国政府推动的中西部地区城镇化的效果还值得进一步观察，这种以“城镇化带动工业化”的发展路径也是

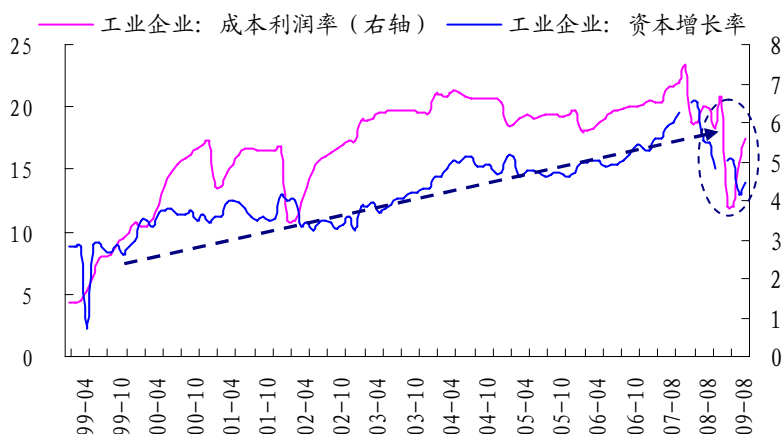
我们需要进一步探究的。

期待政府的“向后看”。保障性住房建设进度缓慢，资金配套困难、用地审批周期长是反映最为集中的两大难题，但更深层次的问题是地方政府的政绩观、发展观。长期以来，地方 GDP 的增长是考核地方官员政绩的主要指标，即“向前看”。如果中央政府真正落实调整地方官员的考核机制，将地方的民生、环境纳入主要考核指标，即“向后看”，对保障性住房建设在财政、金融和土地政策上进行完善和落实（如严格执行土地出让净收益中不低于 10% 的部分用于廉租住房建设），保障性的住房建设可能成为 2010 年房地产投资中的一大亮点。我们认为，这一次的全球金融危机正是促成政府开始转变的契机，出口导向型的发展模式受挫要转向内需发展型，对于政府的职能也要求相应的从“发展经济”逐渐转向“重民生”。

#### 制造业投资：资本回报率的回升、总需求的增长是动力。

1-11 月制造业累计投资增速为 26.8%。07-08 年工业利润率出现了快速的下降，主要原因是同期国际大宗商品价格的快速上涨，同时国内劳动力价格的上涨也是一个重要原因。08 年下半年，国际大宗商品价格出现了快速下跌，09 年虽出现了较快的反弹但仍然明显低于 08 年的高位。随着原材料成本的下降，09 年利润率也出现了回升。宽松的利率环境降低了企业的财务成本、融资成本。工业企业利润率的回升将增强企业的投资获利能力，推动企业的扩大再生产。2010 年市场预期 GDP 增长在 9% 以上，内需仍然强劲，出口恢复正增长，总需求的扩张有利于制造业的投资。

Figure 14 从中长期看，我国工业企业的资本回报率和资本增长率在上升趋势中

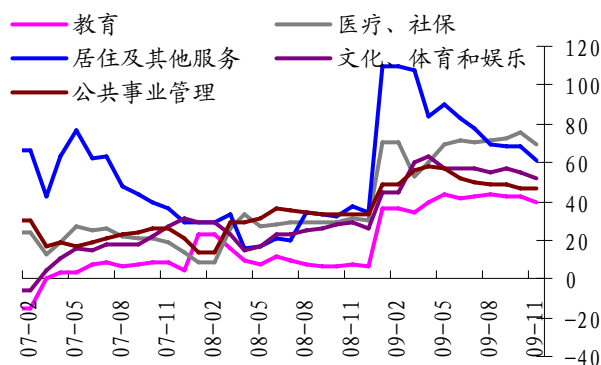


资料来源：WIND、世纪证券研究所

### 服务业投资：期待行业准入门槛的降低

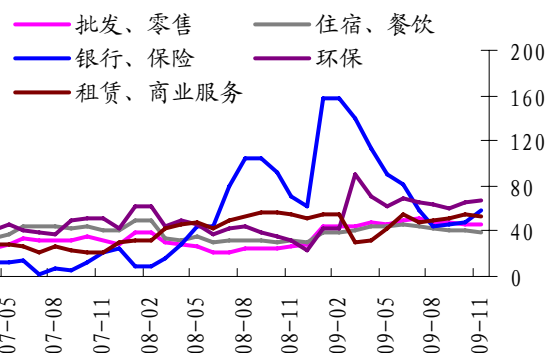
09 年服务业的投资增速出现了不降反升的现象。对于 2010 年的经济发展，政府反复强调了结构调整，从支出方面看，是从出口导向型的经济转型内需型的经济，从生产方面看，就是要提高服务业的比重，从而提高劳动者报酬，服务业的高增长还将持续。对于服务业的发展以及经济结构的转变，关键在于放松原来管制很高的行业的准入门槛，如金融、医疗、教育、传媒、通讯、社会保障等等。在这些领域，国有资本占据了绝对的垄断地位，造成行业的垄断利润和供给的相对不足，而民营资本又不能进入。而行业门槛的放开，温州的地下财团能够走上地面，民间金融与中小企业的发展相得益彰，教育资源更加公平、更加多元化等等，这些行业有着巨大的投资空间。而政府能否转变的实质其实不仅仅是既得利益的问题，更深层次牵涉到的是执政党的执政理念。我们认为这一转变即是时代发展的趋势，也是金融危机下政府的选择，不期待政府会立刻华丽转身，但会是一个渐进的改良过程，危机之下又或许会走得更快一些。

Figure 15 09 年服务业的投资在加快



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 16 09 年服务业的投资在加快



资料来源：WIND、世纪证券研究所

总体来看，2010 年的固定资产投资增速仍然会较快，仍然是实现经济增长的中坚力量，但结构会有较大变化。市场认为结构的转换会从出口转向内需，而内需更看好消费，我们认同消费主导的内需增长模式是未来可持续的经济增长方式，但在 2010 年投资仍然会发挥较大作用，

消费的更快增长还有待一些约束条件的破题（后文进一步说明）。结构的变化主要体现在基建投资增速的下降和房地产、制造业投资的上升，服务业投资的高增长。我们仍然认为房地产投资是实体经济复苏的重要引擎，其投资增速的变化需要密切关注。

### **消费：保持稳定，居民最终消费相对增速下降，政府公共支出加快**

**2010 年居民消费的相对增速会下降，回落到 GDP 增速附近，甚至可能重新回到 GDP 增速的下方。**

在 11 月的宏观专题报告《国内居民消费增长拐点未现》中，我们提出了“国内居民消费增长拐点未现”的观点，对居民消费增长的驱动力进行了分析，并对 2010 年的消费增长做了展望。我们的主要观点是：

一、2008 年，收入分配差距扩大，居民的消费倾向继续下降。城镇高收入群体的收入增长更快，低收入群体的收入增长变缓。城镇居民消费倾向下降明显，农村居民的略有下降，其中城镇低收入群体的消费倾向下降更为明显，高收入群体的略有下降。城镇低收入消费倾向要高于高收入的 16 个百分点，农村居民的消费倾向要明显高于城镇居民近 20 个百分点，收入分配的差距扩大对消费增长有明显的负面作用。

二、09 年居民收入增长相对 GDP 要快，但主要归因于政府的转移支付，工资以及家庭经营的收入增长并不显著且要低于 GDP 增长。从经济发展的特征上看，我国还处于工业化和城市化的中期，这一阶段工业、基建的投资增长仍然是我国经济增长最主要的动力，而在这些产业中劳动报酬的占比不高。推动 09 年消费增长的主要动力在 2010 年也均会出现减弱：家庭部门提升杠杆率的速度难以持续，消费刺激政策的边际效应递减，转移支付的同比效应会降低，居民收入相对高增长恐难持续。我们认为，当前还不能判断我国的居民收入占比和消费占比进入拐点，预计 2010 年居民消费的相对增速会回落到 GDP 增速附近，甚至可能重新回到 GDP 增速的下方。

三、根据日本的经验，劳动力要素报酬、收入分配才是关键，工业化、城市化仅仅是特征。工业化、城市化的进程中通常伴随的是劳动力要素收入占比的下降，而工业化、城市化的基本完成仅仅是“一国经济

发展”的结果之一，并不是“居民收入比重上升、消费占比上升”的驱动因素，也就是说后者并不是工业化、城市化的必然结果。通过人力资本的提升来提高劳动力要素的报酬以及更趋公平的收入分配结构才是居民消费占比提升的驱动因素。

以上关于“居民消费增长拐点未现”的判断，有两点需要特别说明，其一，这是从劳动报酬和收入分配的角度来判断我国居民消费相对 GDP 的比重变化，即居民消费增长相对于 GDP 的增长，而不是对居民消费增长本身的判断，从绝对规模的角度看，我国居民消费一直保持着快速的增长，1999-2008 年中国居民名义的最终消费年均增长为 10.7%（低于同期 GDP 名义增速 13.5%）；其二，这一判断是从历史分析的角度得出的，是对过去消费变化以及目前现状的分析，但若从未来看现在，由于制度、政策等的条件变化，有可能会得出与现在看过去相反的判断，乐观的看，居民消费增长有可能正在形成拐点或底部。

结合本次中央经济工作会议的主体基调“促内需、调结构”，政府提到了要努力扩大消费需求，特别是增加居民消费需求，增强消费对经济增长的拉动作用。因此，在促进居民消费方面，政府如果能够把提高劳动者报酬和改善收入分配结构作为未来持续的施政重点，如继续提高对中低收入家庭、农村家庭的转移支付，加大社会及医疗保障的投入，提高服务业的比重，通过法律或成立组织来保障劳动者的合法权利、提高劳动者的收入等有利于提高劳动者报酬和调整收入分配的措施将促成居民消费拐点的出现，那么现在的位置可能就是拐点或底部。

对于提高劳动者报酬和调整收入分配等相关问题，更深层次涉及的同样是政府的执政理念和政府职能的转变，需要政府工作思路切实从“促增长”转变到“促民生”，这一转变是一个复杂的系统工程，同样我们可能看到的是一个渐进的改良过程，不可能一蹴而就，危机之中可能又会向前走快一些。当前我们认为，2010 年政府更可能实施的仍然是加大转移支付和消费刺激政策的力度，因此，对于 2010 年的居民最终消费增长，我们目前暂时持谨慎态度，认为增速会回落到 GDP 附近，甚至可能重新回到 GDP 增速的下方。

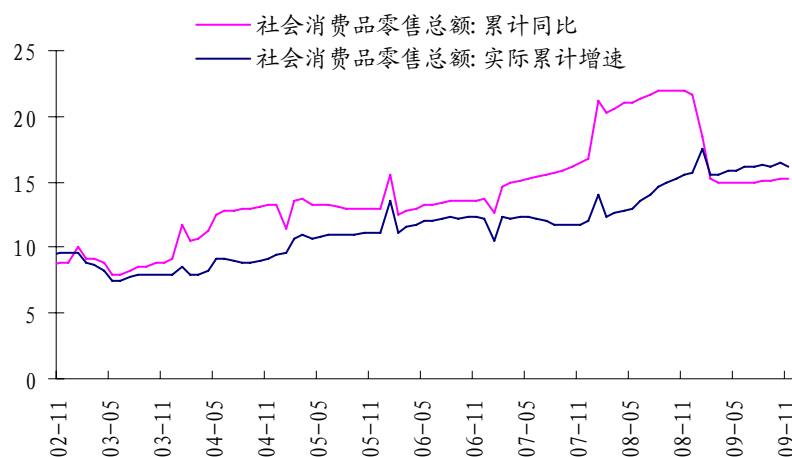
### 09 年消费“超预期增长”的解释

家庭部门的杠杆化和消费刺激政策促进了房地产及相关和耐用品的消费，提高了当期的居民消费倾向。家庭部门的新增消费信贷从 09

年 3 月开始出现明显增长，6 月之后基本保持 2000 亿的水平，1-10 月份，新增消费信贷规模已达到 1.4 万亿，而对比 08 年全年的新增消费信贷 4481 亿，09 年新增规模将至少超过 1 万亿。家庭新增消费信贷以住房按揭等中长期消费信贷为主，前 9 个月按揭新增贷款已超过了 1 万亿，而 08 年同期仅为 3000 亿，信贷对促进 09 年房地产市场活跃的作用可见一斑。09 年初政府的消费刺激政策也纷纷出台，对买房、购车、家电下乡以税收优惠的方式来刺激消费。某种程度上，家庭部门的杠杆化和政府的消费刺激政策相当于提高了居民当期的消费倾向。因此，新增消费信贷的稳定和消费刺激政策的扩大有利于维持当前消费市场的活跃，尤其是住房和耐用品消费市场。

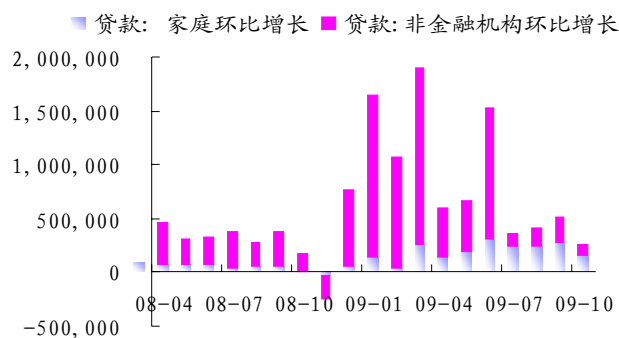
但我们认为，家庭部门提升杠杆率的速度难以长期持续，消费刺激政策面临边际效应递减。主要原因是，一方面家庭部门进一步杠杆化的需求在 09 年高增长之后会有所减弱，另一方面 2010 年银行新增信贷的总体规模将小于今年，家庭新增消费信贷规模虽然环比仍然会提升但会小于 09 年，其同比增长的幅度也会减小。2010 年即使保持当前的消费刺激政策，也面临着政策的边际效应递减的不利影响，除非政府进一步出台更大力度的消费刺激政策。因此，家庭部门的杠杆化和消费刺激政策在 2010 年刺激消费方面发挥作用的空間要小于 2009 年。

Figure 17 09 年社会消费品零售总额实际增速创历史新高



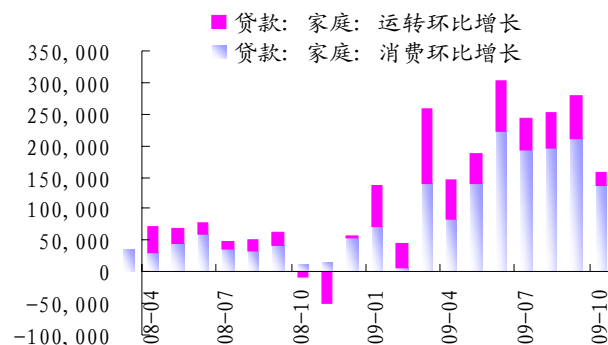
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 18 09 年家庭信贷环比增长稳定



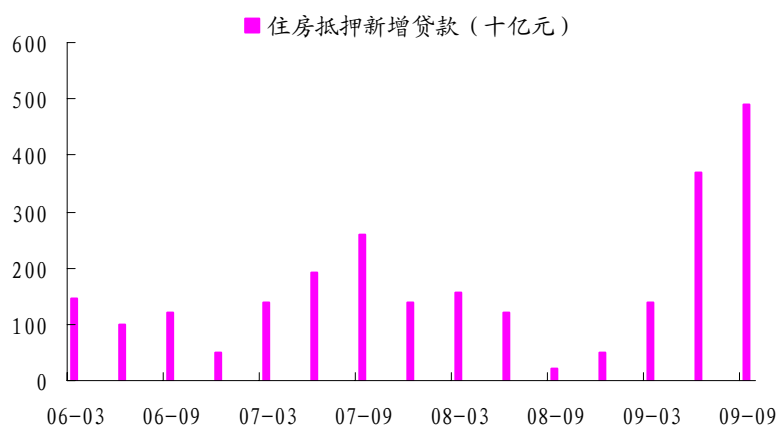
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 19 09 年家庭消费信贷新增规模迅速上升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

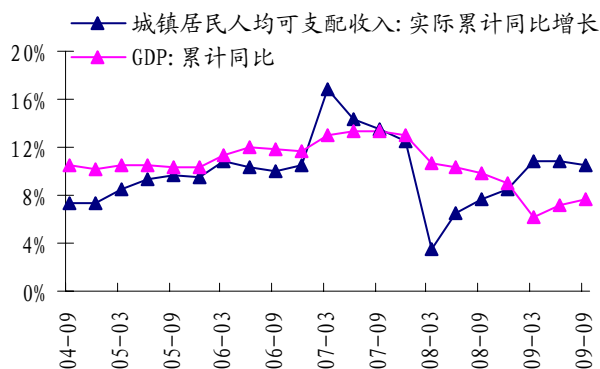
Figure 20 住房按揭信贷迅速上升, 前 9 月新增规模累计达到 1 万亿



资料来源: WIND、世纪证券研究所

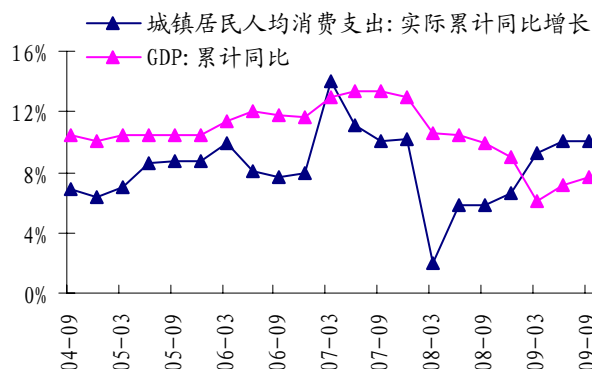
**09 年居民收入增长超过 GDP 的增速。**无论是城镇还是农村, 截至 09 年三季度, 居民实际收入的增长高于 GDP 的增速, 以致居民消费增长也超过了 GDP 的增速。前三季度, 城镇居民、农村人均实际支出同比增长 8.5%、10.1%, 同期 GDP 的增速为 7.7%, 09 年有望实现对“居民消费增长连续 8 年低于 GDP 增长”的突破。

Figure 21 09 年城镇居民收入实际增长超过 GDP



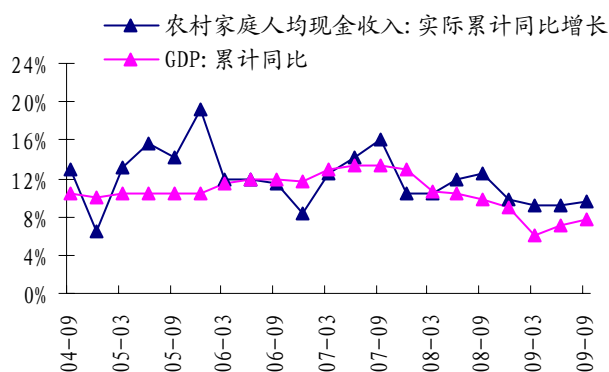
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 22 09 年城镇居民消费支出实际增长超过 GDP



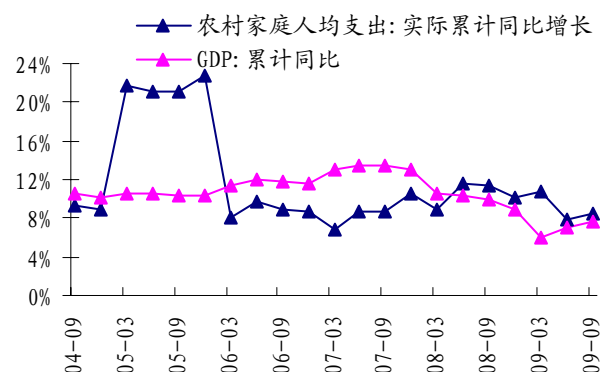
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 23 09 年农村家庭人均现金收入增长超过 GDP



资料来源: WIND、世纪证券研究所

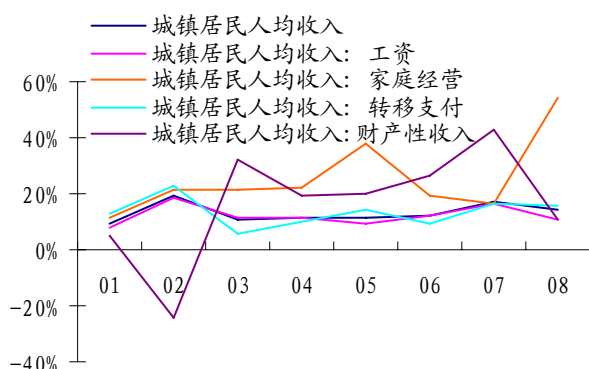
Figure 24 09 年农村家庭人均支出增速略超过 GDP



资料来源: WIND、世纪证券研究所

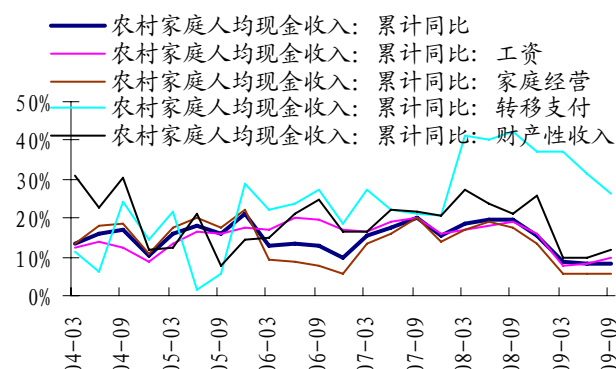
**09 年居民收入的超预期增长主要受益于转移支付的提高。**通过分析收入增长的主要来源, 08 年城镇居民人均收入增长主要受益于家庭经营和转移支付。最新的 09 年 6 月的数据显示, 城镇居民收入人均增长主要受益于转移支付。农村家庭人均现金收入的增长主要受益于转移支付和工资性收入。由于转移支付增长的趋势并不确定, 更多表现出来的是间断性增长, 金融危机以来, 政府转移支付的力度的确在加大。城市方面, 最低生活保障线的提高, 增加退休工资, 发放消费券、旅游券等等; 农村方面, 税费的减免, 生产性补贴的增加等等。我们认为, 转移支付仍然会继续增加, 但同比效应相比 09 年会减弱。

Figure 25 08 年城镇居民的人均收入增长主要受益于家庭经营



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 26 农村家庭人均现金收入的增长主要受益于转移支付



资料来源: WIND、世纪证券研究所

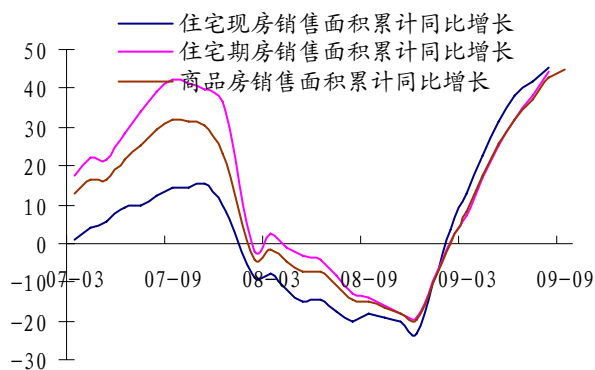
可见, 家庭部门杠杆化的提高、消费刺激政策和居民收入的增长是 09 年消费增长较快的最重要的原因。但我们认为, 家庭部门不可能按此速度持续提升杠杆率, 刺激政策的边际效应递减, 转移支付的同比效应也会降低, 推动 09 年消费增长的主要动力在 2010 年均会出现减弱。因

此，2010 年的居民消费增长相对 GDP 增速的差距会减小，我们判断居民最终消费增速会回落到 GDP 增速附近，甚至可能重新回到 GDP 增速的下方。

### 微观视角分析：房地产、汽车销售依然是关键

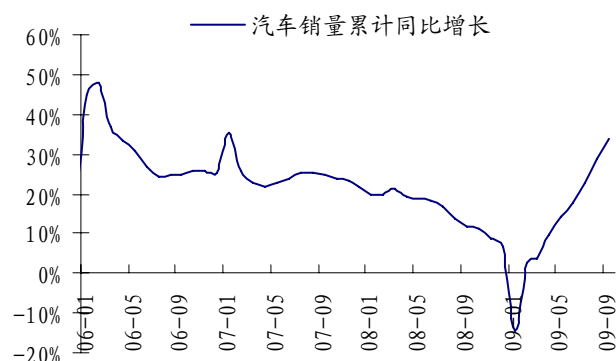
以上是从居民消费的来源即居民收入和消费倾向来预测 2010 年的居民最终消费增速，下面是从消费类别的微观视角来对消费进行分析。2009 年的消费增长主要来源于房地产和汽车，截至 11 月，房地产销售面积、汽车销量同比增长 54%、42%。房地产市场的火爆带动了建筑、装饰、家用电器、金属材料的销量增长，从规模以上企业的销售情况看，房地产相关的增速明显要快，而食品、服装、电子、通讯的增速基本稳定，要低于整体增速并没有明显上升。我们认为，2010 年的房地产、汽车销售即使保持当前的景气度，但同比增速也会出现明显回落，并影响到相关消费品，即使考虑到食品、服装、通讯、电子等的销量增速会提高，消费的整体增速也可能基本与 2009 年相当。

Figure 27 09 年房地产销售迅速增长



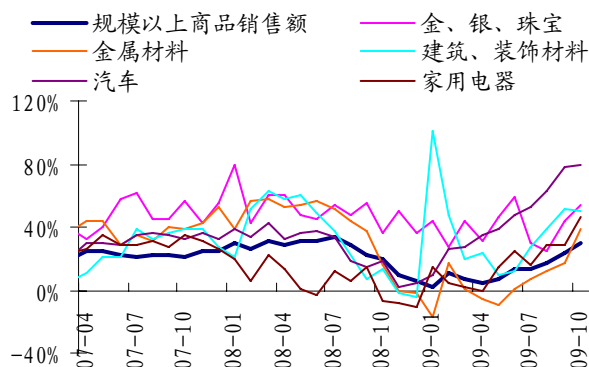
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 28 09 年汽车销量迅速增长



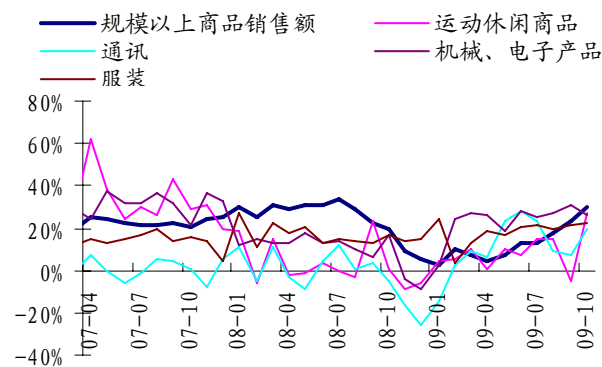
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 29 09 年房地产相关、汽车的销售增长要快



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 30 09 年食品、服装、电子、通讯的销售增长一般

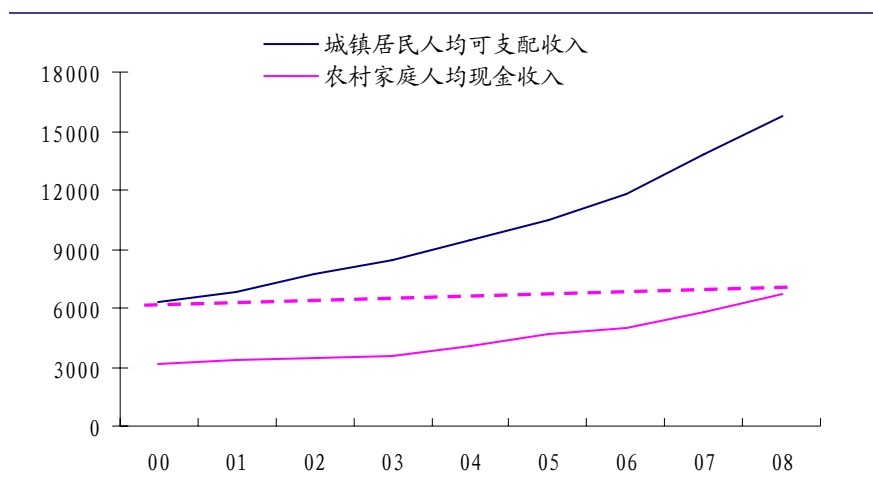


资料来源：WIND、世纪证券研究所

### 消费升级的趋势不变，中长期空间依然巨大

我国中长期居民消费增长和升级的空间巨大。2008 年，城镇人均可支配收入约为 1.5 万元，即接近 3000 美元，农村人均现金收入刚过 6700 元，即刚过 1000 美元，相当于城市 2000 年的人均收入水平。与发达国家相比，中国的居民收入和消费的增长以及消费的升级还有巨大的提升空间，与城镇消费相比，我国农村消费增长和消费升级有巨大的发展空间。

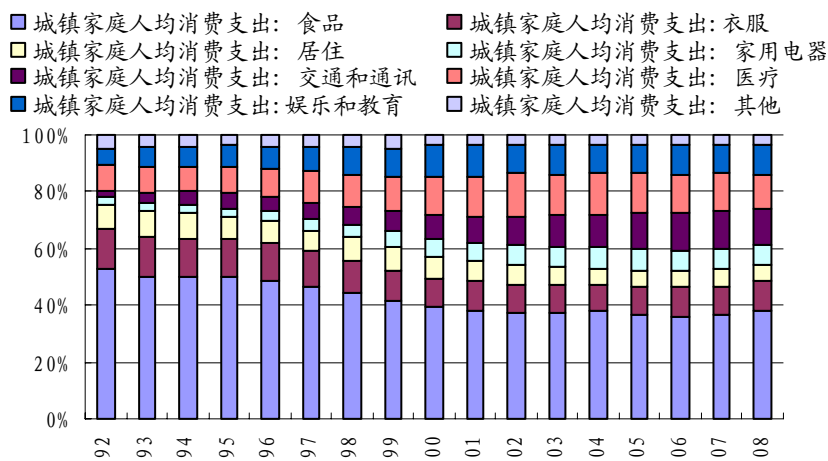
Figure 31 服装、家电、居住、交通、医疗、娱乐代表当前城镇消费升级的趋势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

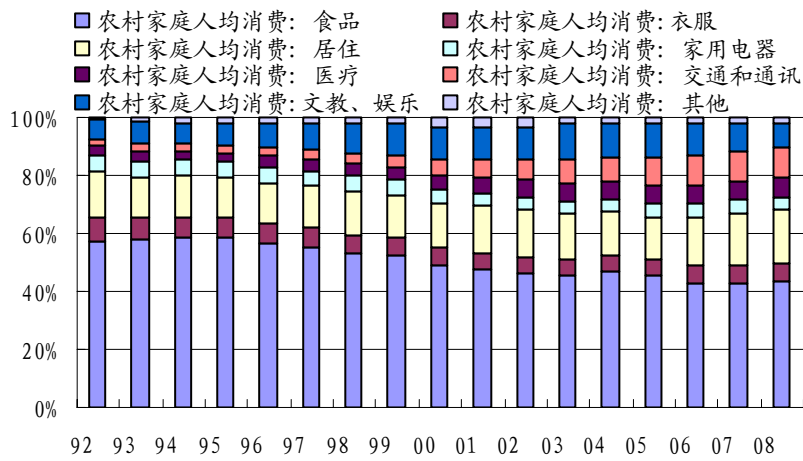
服装、家电、居住、交通、医疗、娱乐代表当前城镇消费升级的趋势；服装、家电、居住、交通、医疗代表当前农村消费升级的趋势。可以预见，消费支出项目中的服装、家庭设备用品及服务、房地产、交通和通讯、医疗保健、和教育文化娱乐行业会有较快的增长，而食品的消费（除高档消费品）比重将进一步下降。同时，中国城市居民消费的重心正逐渐转向以汽车、房地产为代表的“信贷消费品”，“可选品”及“奢侈品”的消费增长也将快于“必需品”。农村目前正步入 10 年前城市众多耐用品消费开始爆发性增长的收入水平阶段，参考城市家庭的消费轨迹，未来数年农村的家电、信息产品、汽车、医疗保健等消费需求有极大的空间，而且提升速度可能比城市当初的发展更快。

Figure 32 服装、家电、居住、交通、医疗、娱乐代表当前城镇消费升级的趋势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 33 服装、家电、居住、交通、医疗代表当前农村消费升级的趋势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 34 中国城镇、农村居民家庭与日本家庭耐用保有量的比较

|     | 日本    | 中国城镇居民 |        | 中国农村居民 |       |
|-----|-------|--------|--------|--------|-------|
|     | 保有量   | 保有量    | 占日本比   | 保有量    | 占日本比  |
| 彩电  | 214.0 | 132.9  | 62.1%  | 99.2   | 46.4% |
| 冰箱  | 82.0  | 93.6   | 114.2% | 30.2   | 36.8% |
| 洗衣机 | 108.6 | 94.7   | 87.2 % | 49.1   | 45.2% |
| 空调  | 234.7 | 100.3  | 42.7 % | 9.8    | 4.2%  |
| 电脑  | 99.9  | 59.3   | 59.3 % | 5.4    | 5.4%  |

数据来源：WIND，日本统计局，世纪证券研究所

注：保有量为每百户家庭拥有的耐用消费品数量。

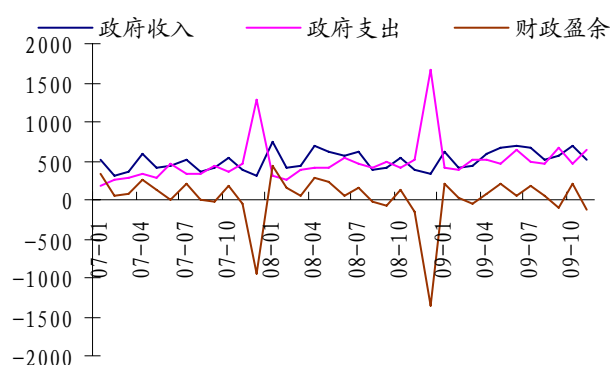
以家庭耐用品消费为例，与日本相比，我们城镇居民冰箱、洗衣机等的保有量与日本相比并不算低，但在电脑、空调、彩电等商品上仍有

一定的增长空间，而农村的人均保有量则全面落后，提升潜力巨大。当然，我们的判断还需要参考其他方面，如家庭结构、发展阶段等，但从趋势上来看，城镇居民的耐用消费品支出占比将趋于不变，增长会趋于稳定，而农村居民将开始提速，支出占比还会提升。

### 政府公共支出增长将加快

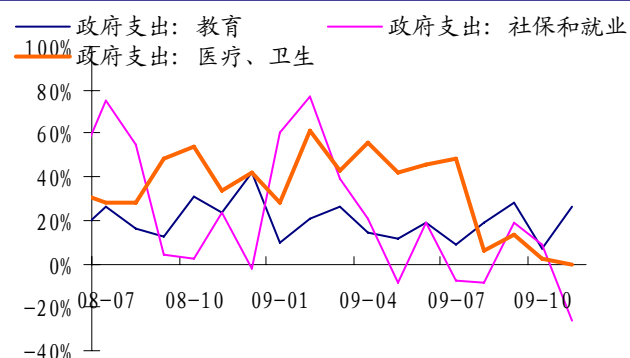
中国政府基本上是追求财政收支的平衡，即使是应对全球金融危机，也仅仅在 08 年的 11、12 月出现了较大的财政赤字，其余月份基本财政收支平衡。截至 11 月 30 日，中央政府财政支出预算还有近 2 万亿没有支出，年初的投资计划也有 2000 多亿被推迟，表明按照过去的政府支出模式，政府花钱相比收钱要更难了。因此，我们认为，未来政府收入的增加将主要用于提高公共支出，包括医疗、教育、社保、转移支付等等，因为这些措施有利于政府提出的刺激内需和结构调整目标的实施，能促进居民的消费，更重要的是这些措施相对于进行制度的改良要容易许多，可操作性更强，短期也易见成效。

Figure 35 政府基本追求平衡财政



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 36 政府公共支出增速可能加快

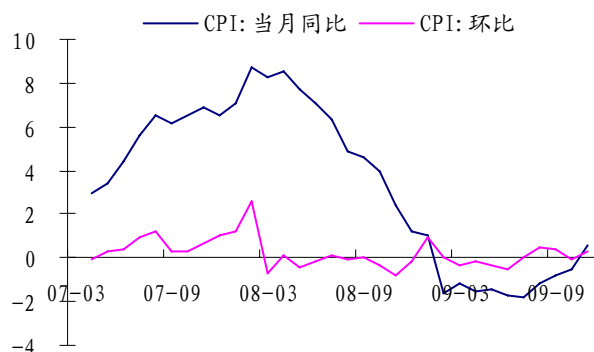


资料来源：WIND、世纪证券研究所

### 物价进入温和通胀

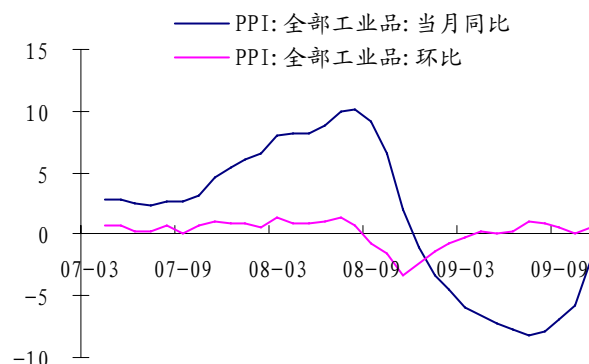
11 月 CPI 告别连续 9 个月的通缩如期转正，PPI 通缩大幅收窄至 -2.1%，环比上涨 0.6%。食品（同比上涨 3.2%，环比上涨 0.5%）仍然是 CPI 上涨的主要力量。在 2010 年固定资产投资不出现过热，外部需求不出现大幅增长，农业不出现问题的情况下，通胀总体在可控范围内，预计 2010 年 CPI 为 3% 以内，2010 年推动价格上涨的不确定因素主要来自于能源和资源价格的改革。

Figure 37 11 月 CPI 如期转正



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 38 09 年食品、服装、电子、通讯的销售增长一般

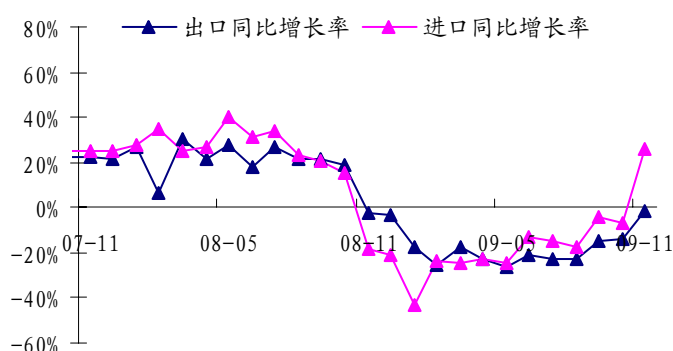


资料来源: WIND、世纪证券研究所

### 出口: 外需复苏, 保持回升态势

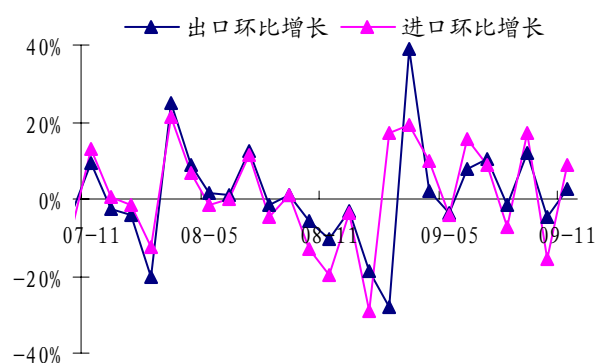
11 月出口同比降幅缩窄至 -1.2% (10 月 -15.8%), 环比增长 2.6%, 改善势头依然持续。11 月进口大幅增长 26.7% (10 月 -6.4%), 低基数是主要原因: 去年同期进口大幅下降 18%。伴随外需继续反弹, 我们预计出口将进一步改善, 12 月转正, 明年上半年达到 10%以上的增速, 全年 10%左右; 进口增速由于低基数, 未来 1-2 个月仍将进一步上升, 2 月份会有明显回落, 贸易顺差届时将增加。

Figure 39 11 月出口同比为-1.2%, 进口为 26.3%



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 40 11 月出口环比为 3%, 进口为 9%



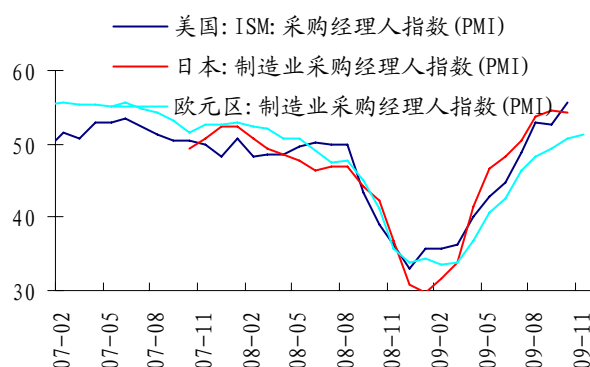
资料来源: WIND、世纪证券研究所

### 外需继续复苏

发达经济体公布的制造业采购经理人指数 PMI 继续反弹, 10 月份美国、欧元区、日本 PMI 指数分别达到 50.6、50.7、54.3, 均进入扩张状态, 基本恢复到了金融危机前的正常水平, 表明发达经济体已进入复苏阶段, 预示中国的出口会有进一步的回升。

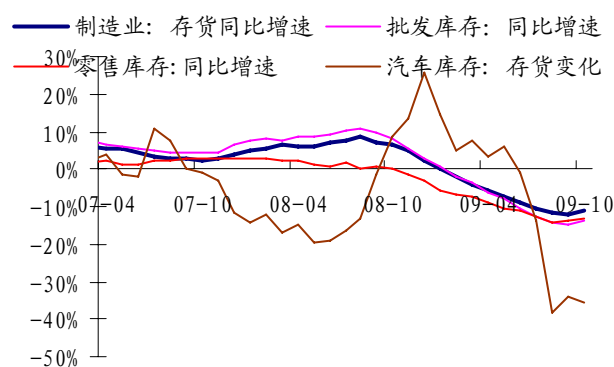
2010 年上半年美国经济的复苏将较为强劲，有助于中国出口的回升。其主要原因有：第一，美国当前的库存已经见底回升，零售以及汽车的库存在 9 月份已经开始回补，批发、制造业的库存回补滞后约 1 个月，10 月出现回补。通常去库存和补库存调整大概历时 4 个季度，此次去库存的调整从 08 年 4 季度持续到 09 年的 3 季度，按此规律，今年 3 季度末开始的回补库存拉动经济的力量将持续到 2010 年 3 季度。

Figure 41 发达经济体的 PMI 指标持续上升，超过 50



资料来源：WIND、世纪证券研究所

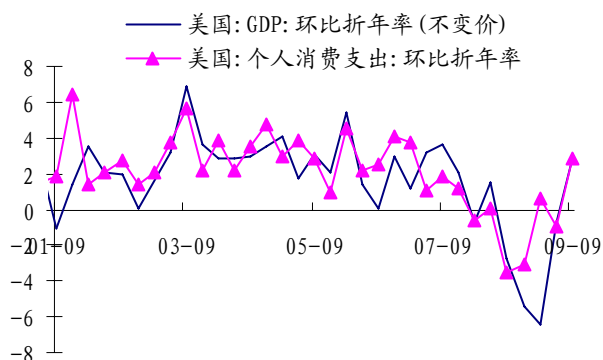
Figure 42 美国库存进入回补阶段，将持续 3-4 个季度



资料来源：WIND、世纪证券研究所

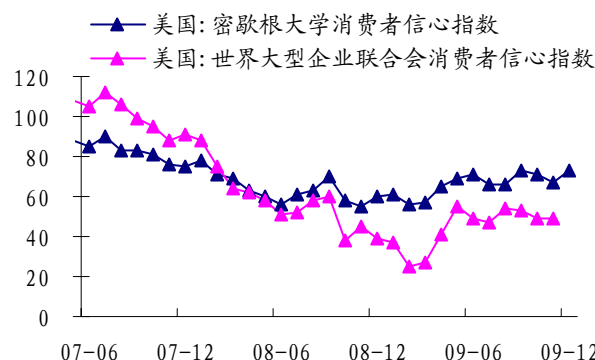
第二，美国的消费企稳回升。09 年 3 季度美国消费增长强劲，个人消费支出环比增长 2.9%，带动 GDP 增长由负转正，增长 2.8%。从影响消费的两个关键指标：失业率和个人收入来看，美国失业率已处于历史较高水平，首度申领失业救济金人数的下降是失业率下降的先行指标，尽管申领延长和紧急失业援助的人数还在上升，预示着失业率可能还会有小幅上升，但空间已经不大，另一指标，美国个人可支配收入在持续改善，连续四个月上升，可见，美国的消费增长会有一定的持续性。从 12 月的密西根大学消费者信心指数看，从 11 月的 67.4 大幅上升至 73.4，是三个月来首度回升，也预示着对未来的消费展望趋于乐观。在政策上，刚通过的延长失业救济金领取时间（延长 14-20 周）和首次购房退税计划（从 09 年 11 月底延长至 2010 年 6 月底）的法案，以及奥巴马政府初步计划从 TARP 余额中拨款刺激就业增长的计划将在 2010 年上半年更有效地支撑消费需求、带动 GDP 增长。

Figure 43 3 季度美国消费复苏强劲



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 44 美国消费者信心指数再次回升



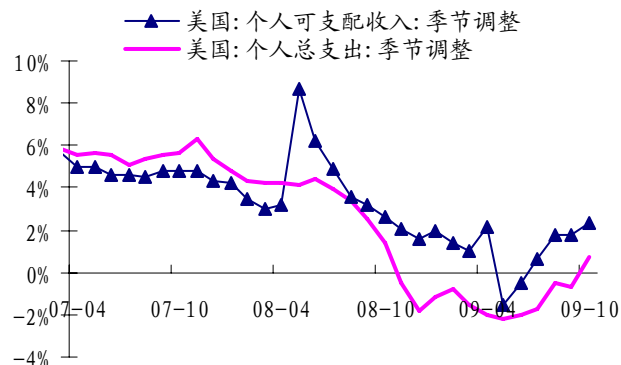
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 45 美国失业率处于历史较高水平



资料来源: WIND、世纪证券研究所

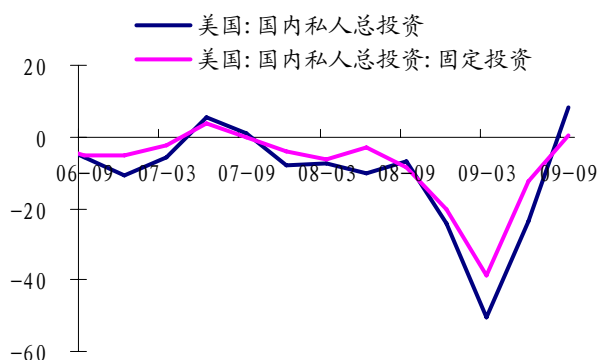
Figure 46 美国个人可支配收入、支出在持续改善



资料来源: WIND、世纪证券研究所

第三, 美国的投资、出口在增长, 贸易逆差收窄。受益于美元贬值和其它经济体的复苏, 出口量在 10 月实现 4.1% 的强劲增长。因此, 我们认为, 2010 年上半年, 美国的内需和外需复苏态势持续, 经济复苏将较为强劲, 下半年由于回补库存的结束、财政刺激政策的退出、收入增长的持续性等原因, 经济增速会减慢, 但出现二次探底的可能性并不大。

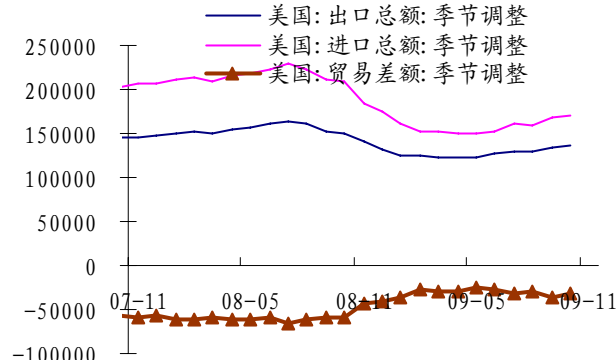
Figure 47 9 月美国投资已恢复正增长



资料来源: WIND、世纪证券研究所

请参阅文末免责声明

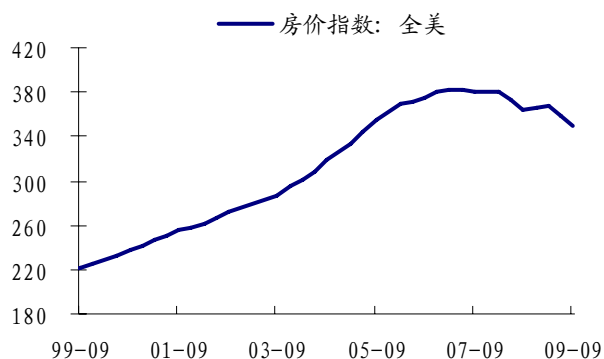
Figure 48 美国出口在恢复, 贸易逆差在收窄



资料来源: WIND、世纪证券研究所

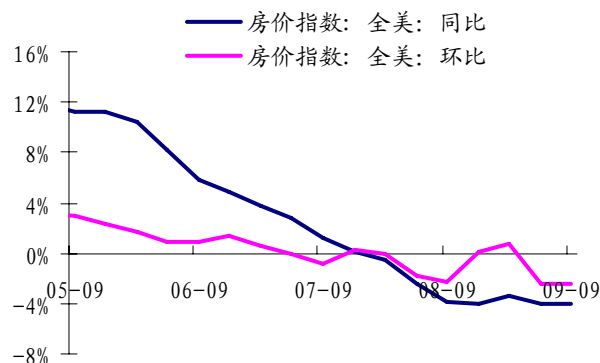
房价走势是美国经济持续复苏的关键。除了个人收入对消费的影响外，房价对美国个人消费支出有显著的财富效应，房价上涨促使购房者提高借贷以增加消费支出，房价下跌使购房者资产缩水紧缩开支，甚至止赎进而引发金融风险。从 9 月的数据看，美国房价指数还未企稳，增加了我们对美国消费支出、经济持续复苏前景的担忧。

Figure 49 美国房地产价格还未企稳



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 50 美国房地产价格还未企稳



资料来源: WIND、世纪证券研究所

### 出口保持回升态势，前高后低

我们对 2010 年进出口的整体判断是：随着外需的复苏，以及 2009 前三季度较低的基数，出口上半年将表现出加快复苏的趋势，由于下半年外需增长会放缓，出口也会随之放缓。预计 2010 年出口增速将恢复至 10% 左右，呈现前高后低，由于内需的恢复比外需要强劲，进口恢复会更快，增速会快于出口增速，贸易顺差与 09 年相当，对 GDP 的正拉动作用不明显。从中长期看，美国家庭部门、企业部门去杠杆化的调整还将持续，只是调整的速度比之前要变缓，短期进出口的增速难以恢复到 2008 年水平。

### 货币政策回归中性，关注外生流动性的变化

根据以上分析，我们认为，2010 年中国经济增长将回到正常水平，GDP 增长 9% 左右，通胀在 2-3% 的较低水平。在此背景下，货币政策将逐步回归中性。政策的具体目标与主要货币指标的变化如下：

**2010 年新增信贷 7.5-8 万亿，M2 增速 17%-20%。**09 年 1-11 月新增贷款达 9.197 万亿，信贷同比增速 33.8%，比上月回落 0.4 个百分点，而同期名义 GDP 仅增长 7.1%，两者差距达到创历史纪录的 26 个百分

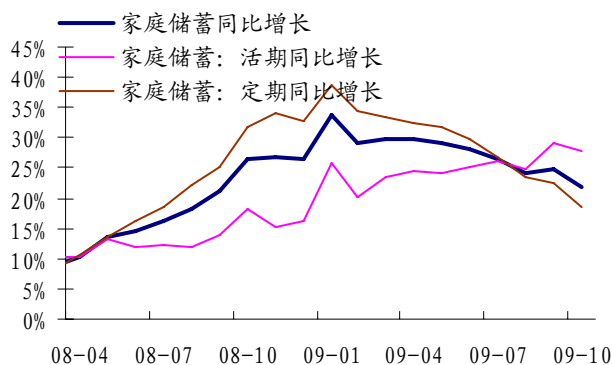
点,表明流动性极其充裕。M2 增速继续上升 0.3 个百分点,达到 29.7%。

随着中国经济的复苏,2010 年的货币政策将逐渐回归中性。

**存款活期化趋势延续。**10 月份的存款方面,家庭储蓄减少 2507 亿,其中定期存款减少 1729 亿,活期存款减少 778 亿(9 月份是增加 4026 亿),而企业存款增加 700 亿,其中活期存款增加 5844 亿,定期存款减少 5145 亿,存款在向活期转移。从增速来看,居民和企业活期存款增速在上升,定期存款增速在下降,存款活期化趋势继续加深。

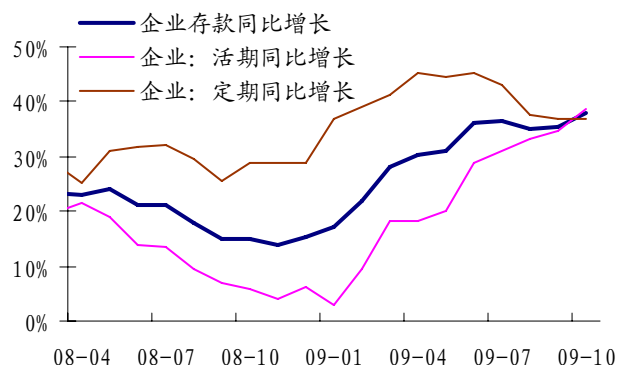
短期 M1 增速继续上行。目前,企业存款及其活期存款的同比增速在上升,居民储蓄及其定期储蓄的同比增速在下降,因此,四季度 M1 将继续保持上升趋势,而 2010 年初,M1 增速有望继续保持高位,回落的情况将视新增信贷规模的变化以及实体经济的恢复情况。

Figure 51 家庭储蓄增长率下降,定期存款增长率下降更快



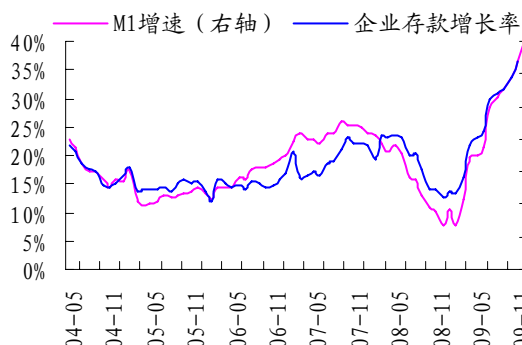
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 52 企业活期存款增长率上升,定期存款增长率下降



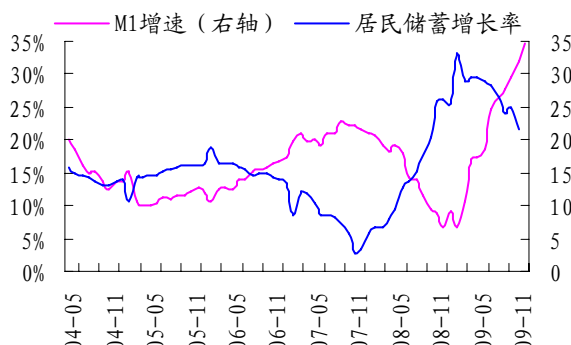
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 53 企业存款增速与 M1 的正相关性高



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 54 居民储蓄增长率与 M1 的负相关性高

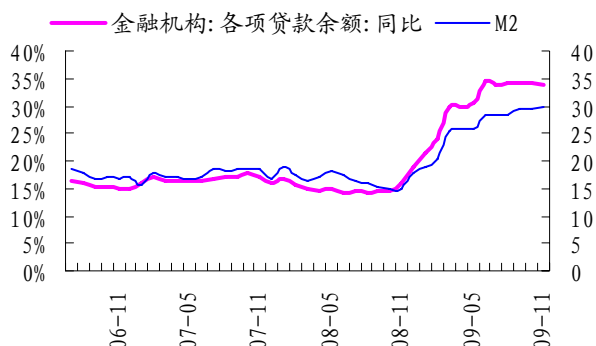


资料来源: WIND、世纪证券研究所

**M2、M1 增速将在 1 季度出现回落, M2 先行回落。**12 月,随着经济复苏带动货币的活化过程进一步延续, M1 的增速会上升,由于外汇占款的增加, M2 还会保持在相对高位。但进入 2010 年 1 季度,信贷增速

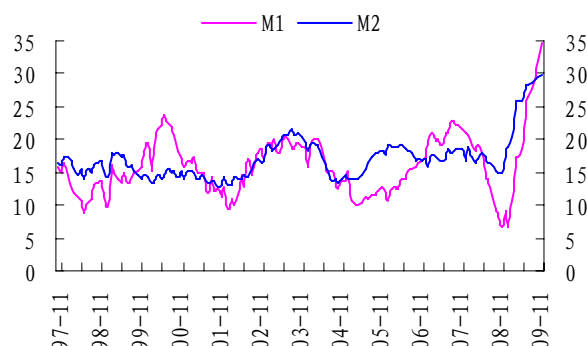
会明显放缓，M2 增速会相应开始回落，货币活化的过程对 M1 还会起到支撑作用，M1 增速保持在相对高位，回落滞后，预计出现在 1 季度末。

Figure 55 1 季度信贷增速的回落使 M2 也随之回落



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 56 M1 增速在 M2 之后出现回落



资料来源：WIND、世纪证券研究所

### 美元的反转对外生流动性造成负面影响。

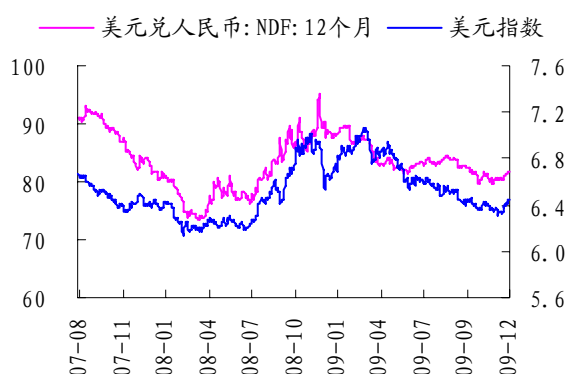
3 月前后美联储加息预期增强，将导致美元走强。决定美元指数中期趋势的核心是市场对于美联储的加息预期，即美联储何时在其议息会议的声明中改变“较长时间将利率维持低位”的声明。而美联储是否“较长时间维持低利率”主要取决于三个指标：失业率是否趋势性见顶回落、实际消费支出是否仍然疲软、通胀是否维持在可控范围之内，目前的数据不足以让美联储改变措辞。我们判断失业率是最好的领先指标，失业率 10、11 月份分别为 10.2%、10%，失业率于 09 年 10 月份趋势性见顶回落的概率很大（需要 11、12、1 连续三个月的数据确认）。在 2 月份数据公布后，美联储最早可能在 3 月的议息会议中改变措辞。在确认失业率趋势性见顶回落之后，美联储改变“较长时间维持地位利率”声明的概率很大，而一旦声明改变，市场的加息预期将确立，并导致美元进入到一轮升值周期。

美元指数的反转将影响到热钱的流入和国际大宗商品市场。美元指数的反转会对人民币远期汇率造成影响，将导致人民币远期汇率阶段性的贬值，减弱热钱流入的动力。对于国际大宗商品而言，由于 09 年经济复苏以来，在美元贬值以及美国 Libor 利率维持历史低位的背景下，大量的资金流入新兴市场和大宗商品市场。如果美国进入到加息周期以及随后美元开始进入到升值周期，将导致资金从国际大宗商品市场和新兴市场撤离，美元升值对于大宗商品价格也是负面影响，届时大宗商品

价格是否可以维持高位将取决于供需面与资金面的博弈。

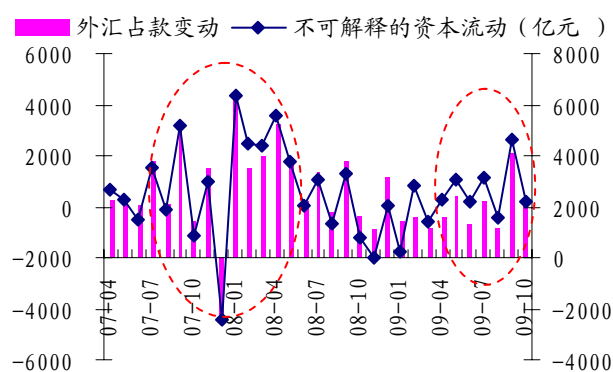
从经济增长的趋势看，我们认同人民币兑美元汇率中长期的升值趋势，但是 2010 年 3 月或 4 月可能是美元指数阶段性反弹的时间窗口（其后发生的可能性也会逐渐增强），美元指数的反弹会导致人民币兑美元远期汇率的阶段性贬值，美联储加息预期以及其后的实质性加息会造成套息交易的持续平仓，美元指数的上升会降低人民币兑美元的升值预期将影响到热钱流入的速度，由此对 A 股市场的热钱流入流出造成较大冲击。近期，由于欧元区国家债务危机的显现，美元指数出现了一轮反弹，原油、黄金等主要国际大宗商品价格随之开始下跌，人民币的远期汇率也出现了贬值迹象，这也可以当成我们对 2010 年很可能出现的美元反弹担忧的一次预演。

Figure 57 美元指数的走强将使人民币远期汇率出现贬值



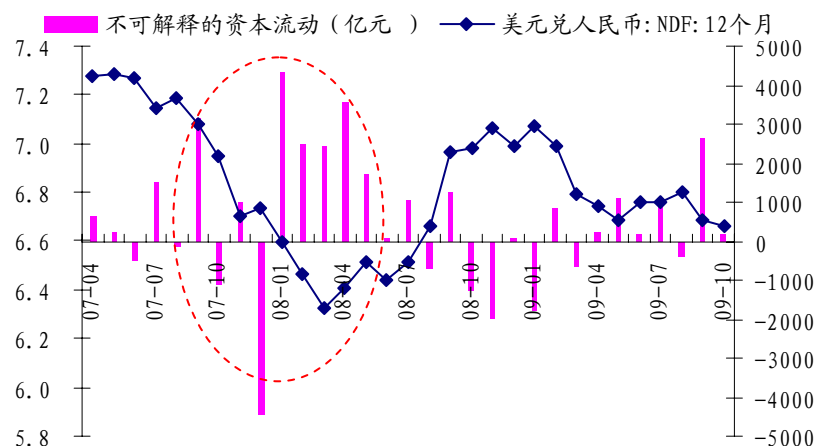
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 58 09 年下半年热钱的流入有所增加



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 59 人民币远期汇率升值越快，热钱的流入越多



资料来源：WIND、世纪证券研究所

注：不可解释的资本流动=外汇占款变动-贸易顺差-FDI

新增信贷、政策收紧是 2010 年市场关注的重点。前面主要对外部

流动性的变化进行了分析,值得一提的是,信贷可以说是左右 09 年行情趋势的关键指标。年初市场的反弹同步于 1、2、3 月份的信贷超常投放,分别达到 1.62 万亿、1.08 万亿、1.89 万亿,4、5 月份稍有回落,6 月份又到了 1.53 万亿,8 月市场的快速回调也主要是受到货币政策“动态微调”的影响,7 月新增信贷微调到了 3559 亿,8 月也仅为 4104 亿。因此,一方面需要关注外部流动性变化可能对市场造成的影响;另一方面,新增信贷仍然会是 2010 年市场关注的一个重点,毕竟信贷联系到的是投资中的基建、房地产、制造业,是消费中的房地产按揭信贷,可以说涵盖到的都是内需的关键部分,甚至部分资金也与股市也有关联。按通常的信贷投放规律,1 季度的信贷投放又是需要关注的重中之重。

2010 年国内政策的收缩将主要表现在信贷调控、加息、房地产调控。信贷调控不仅表现在总量上,还有结构和节奏。由于 2010 年投资增长仍然较快,因此信贷的投放总量不会大幅下降,甚至有可能会超市场预期,主要在结构上将以中长期贷款为主,对市场的短期资金会有影响,投放节奏按照往常经验是“前高后低”,但也可能更趋近“均衡投放”,这些结构性的变化可能都会对市场造成心理上的影响。美联储的加息预期以及实际加息除了影响到热钱外,也会引发对于国内的加息预期。经济增长稳定后,当前的高房价也会引发政府对于房地产市场的调控。种种的变化都可能在 2010 年纷纷上演,触动市场敏感的神经。

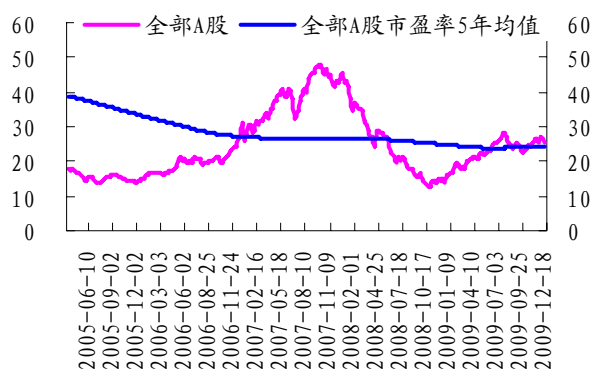
**综合内部和外部流动性分析,1 季度将是明年全年流动性最宽裕的阶段。**主要源自于新增信贷的放开、货币活化趋势的延续、出口转正背景下的人民币升值预期导致的热钱流入(实际上,目前的人民币兑美元的升值预期仍然较小,仅为 2.7%)。资金面的不确定从 3 月或 4 月开始,主要源自于国内货币政策的紧缩和美元的反转。政策面的收紧主要来自于对信贷的调控、加息、房地产调控,在时间上比较难把握。

### 市场估值合理、局部高估,业绩高增长预期

#### A 股市场整体估值合理,局部高估

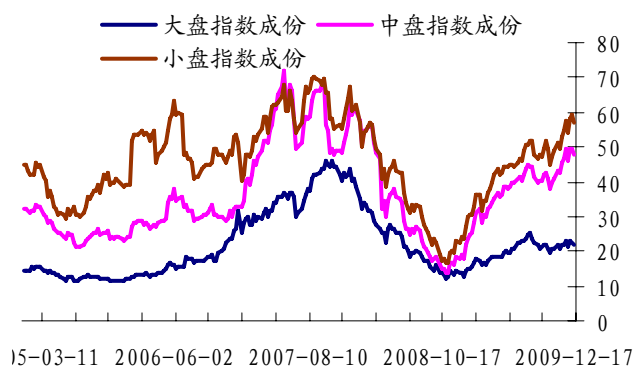
截至 12 月 18 日,全部 A 股静态 PE 为 32.8 倍,沪深 300 为 26.4 倍,2009 年的动态 PE 分别为 23.7 倍、21.6 倍,2010 年的动态 PE 分别为 18.6 倍、17.1 倍,市场一致预期 2010 年业绩增长 28%。但市场存在结构性高估,即小盘股,绩差股估值偏高,而大盘股估值相对合理。

Figure 60 全部 A 股静态 (TTM) 市盈率在 5 年均值附近



资料来源: WIND、世纪证券研究所

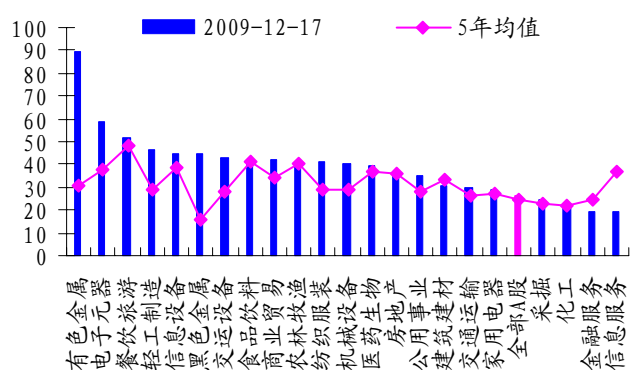
Figure 61 中、小盘股票市盈率偏高



资料来源: WIND、世纪证券研究所

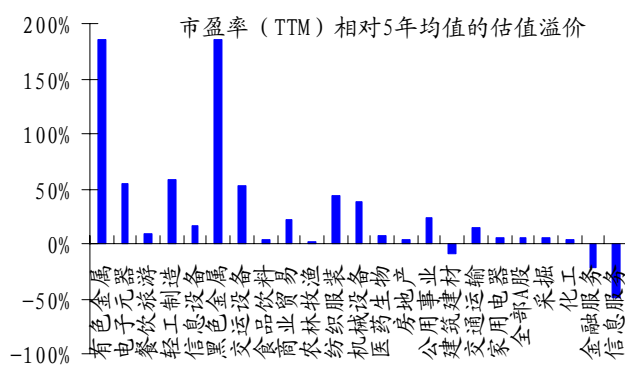
**行业估值基本恢复到均值。**从行业估值看，金融服务、化工、采掘、信息服务的市盈率估值低于市场整体，除了金融服务、建筑建材、信息服务外，行业的市盈率估值均回升到了 5 年均值以上，其中有色金属、黑色金属、交通设备等的溢价幅度较大。黑色金属、交通运输、金融服务、轻工制造、采掘的市净率估值低于市场整体，除了金融服务、建筑建材、采掘、交通运输、有色外，行业的市净率估值均回升到了 5 年均值以上，其中家电、医药、交通设备、食品饮料、信息设备、农业等的溢价幅度较大。

Figure 62 行业市盈率 (TTM, 整体法) 与其 5 年均值的比较



资料来源: WIND、世纪证券研究所

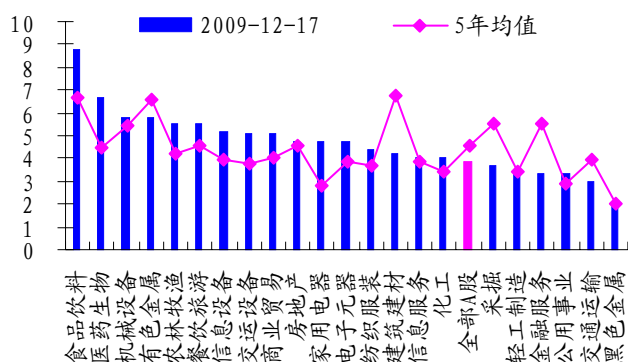
Figure 63 行业市盈率 (TTM, 整体法) 相对 5 年均值的估值溢价



资料来源: WIND、世纪证券研究所

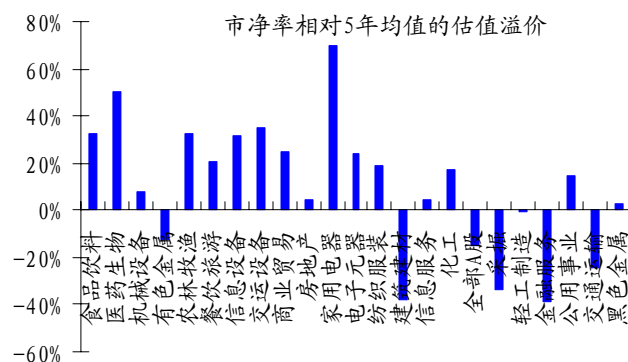
通过与历史均值比较，周期性强的有色金属、黑色金属、交通设备等的 PB 估值在均值以上而 PE 溢价较大，表明当前的估值已经反应了业绩的复苏，甚至有透支；非周期性的医药、食品饮料、农业以及信息设备的 PE 估值在均值之上而 PB 估值溢价较大，表明估值已经基本反映了当前良好的业绩。从与历史估值比较的角度，被低估的行业主要是金融服务、建筑建材、采掘、交通运输、信息服务。

Figure 64 行业市净率(整体法, 剔除负值)与其 5 年均值的比较



资料来源: WIND、世纪证券研究所

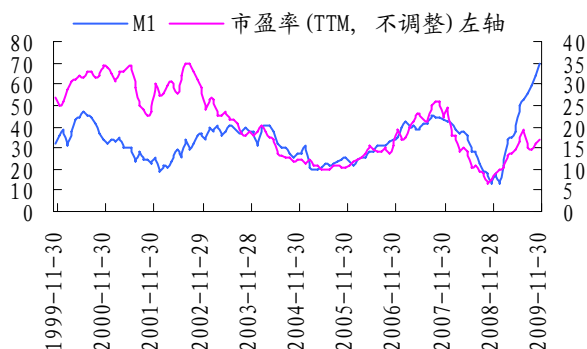
Figure 65 行业市净率(整体法, 剔除负值)相对 5 年均值的估值溢价



资料来源: WIND、世纪证券研究所

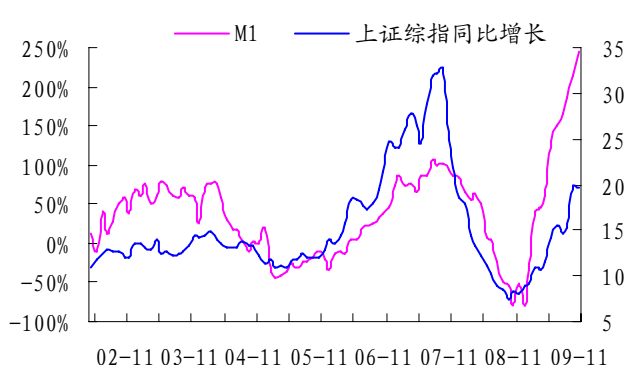
市场估值中枢大幅抬升的动力不足, 反而面临下降的压力。我们的判断主要是基于: 首先, 2010 年的货币政策向中性回归, 货币政策面临收紧, 内部流动性要弱于 2009 年, 外部流动性流入有所好转, 但仍有变数, 出现 07 年大量流入的可能性很小; 其次, 市场融资的压力增加, 09 年股票融资超过了 4700 亿, 10 年预计还会增加; 再次, 2010 年大小非解禁进入尾声, 大盘蓝筹股解禁, 市场基本进入全流通, 产业资本对市场的影响力增强, 会增加市场估值泡沫化的难度, 产业投资回报率的上升也将对市场估值形成影响; 最后, 07 年刚刚经历了估值的泡沫到 08 年泡沫的迅速破灭, 09 年估值恢复, 2010 年再次泡沫化对投资者心理是一个很大的挑战。

Figure 66 M1 增速与 A 股市盈率的相关性很高



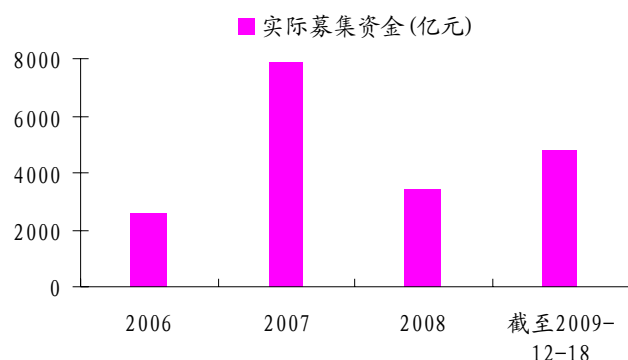
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 67 M1 增速与上证综指的相关性很高



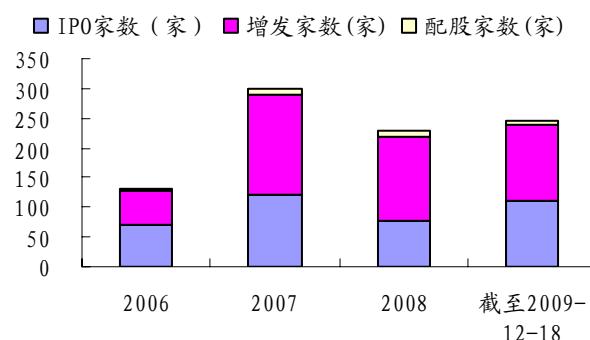
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 68 2010 年市场融资压力加大



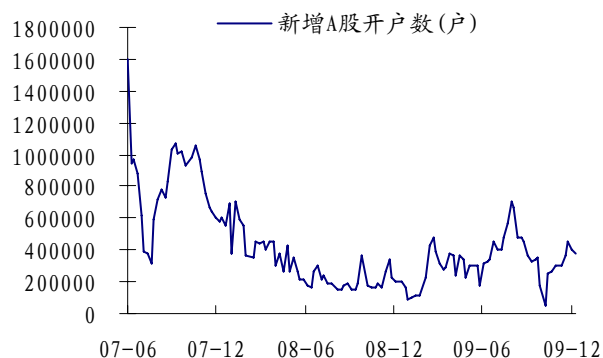
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 69 2010 年市场融资压力加大



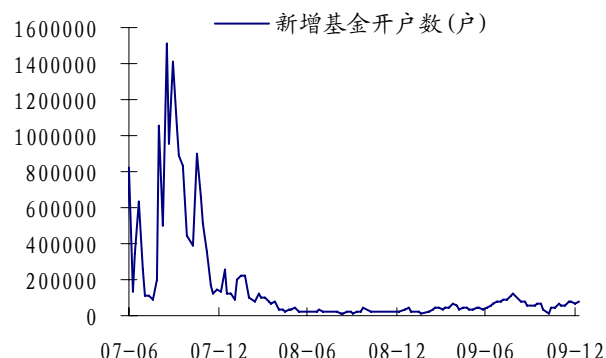
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 70 新增股票账户数有增加, 但远不及 07 年



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 71 新增基金账户数有增加, 但远不及 07 年



资料来源: WIND、世纪证券研究所

### 市场预期 2010 年业绩高增长

**制造业加快复苏, 周期性行业复苏快。**3 季度制造业净利润同比增长 20.0%, 较 2 季度的-8%回升明显。3 季度制造业可比公司的营业收入、净利润的环比增长分别为 12.2%、9.6%, 要明显快于金融服务业的-1.2%、-2.0%, 制造业相比金融业的环比增长更快, 依然保持着环比逐季回升的态势。

对比中期业绩同比增速, 除了采掘业外, 前三季度业绩同比增速均呈回升态势, 表明行业复苏的范围在扩大。非周期性行业中的食品饮料、医药一直保持较快的盈利增长, 受金融危机的影响很小。周期性行业中的建筑建材、信息设备、家电、房地产、化工的复苏很快, 主要是受益于 08 年四季度开始的政府财政投资、中期开始升温的房地产销售、3G 投资。金融服务业的同比增速从中期的-3.4%恢复到 7.2%。

**09 年业绩有望超市场预期。**根据 WIND 提供的市场一致预期, 09 年、10 年净利润同比增长分别为 27.8%、21.1%。根据已经公布的三季

报，市场的一致预期隐含 09 年第四季度收入环比增长-4.5%、净利润环比下降 21.1%，我们认为，这一预期并不高，在合理区间之内甚至偏低，09 年业绩增速有超预期的可能。

Figure 72 对全部 A 股盈利的市场一致预期 单位：亿元 %

|      | 2010E      | 2009E      | 2009Q4E   | 2009Q3    |
|------|------------|------------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 127,681.62 | 105,149.52 | 25,205.88 | 29,901.96 |
| 同比增长 | 21.43      | -5.73      | -4.47     | -6.12     |
| 环比增长 |            |            | -15.70    | 9.87      |
| 净利润  | 13,394.48  | 10,479.34  | 2,399.54  | 3,040.50  |
| 同比增长 | 27.82      | 21.08      | 463.87    | -1.82     |
| 环比增长 |            |            | -21.08    | 4.05      |

资料来源：WIND、世纪证券研究所

注：同比公司统计口径为 2008 年 7 月 1 日前上市的公司。

**2010 年市场预期趋于乐观。**2010 年的宏观经济虽整体问题不大，但内部的投资、消费、出口依然有波动。行业研究员的预测有过分乐观之嫌。刺激政策退出的时机和力度对 A 股整体盈利也会造成影响。09 年 GDP 增速持续上升，10 年 GDP 增速前高后低，如果根据目前企业的景气状况线性外推，可能重犯锚定性预测偏差（类似 07 年末对 08 年业绩增速普遍预期 30%以上）。此外，09 年业绩增长 20%以上是在 08 年业绩负增长 18%的情况下实现的，实际上当前企业的盈利能力要弱于 2007 年，对于市场一致预期的 2010 年业绩增长 28%，我们对此持谨慎态度。

### 2010 年市场主要运行区间为 2600-4000 点

目前上证 09 年的动态市盈率为 21.2 倍，假定 2010 年业绩增长 18-25%，动态市盈率的合理波动区间为 15-22 倍，对应上证指数的合理波动区间为 2600-4000 点。

Figure 73 2010 年上证指数波动区间

| 2010G/2010PE | -5%  | 0%   | 5%   | 10%  | 15%  | 18%  | 20%  | 25%  | 30%  |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 9            | 1258 | 1324 | 1390 | 1456 | 1523 | 1562 | 1589 | 1655 | 1721 |
| 12           | 1677 | 1765 | 1854 | 1942 | 2030 | 2083 | 2118 | 2207 | 2295 |
| 15           | 2096 | 2207 | 2317 | 2427 | 2538 | 2604 | 2648 | 2758 | 2869 |
| 18           | 2516 | 2648 | 2781 | 2913 | 3045 | 3125 | 3178 | 3310 | 3443 |
| 22           | 3075 | 3237 | 3398 | 3560 | 3722 | 3819 | 3884 | 4046 | 4208 |
| 24           | 3354 | 3531 | 3707 | 3884 | 4060 | 4166 | 4237 | 4414 | 4590 |
| 27           | 3774 | 3972 | 4171 | 4369 | 4568 | 4687 | 4767 | 4965 | 5164 |
| 30           | 4193 | 4414 | 4634 | 4855 | 5076 | 5208 | 5296 | 5517 | 5738 |
| 33           | 4612 | 4855 | 5098 | 5340 | 5583 | 5729 | 5826 | 6069 | 6311 |

资料来源：世纪证券研究所

**A 股展望：趋势性机会变小，波段性机会增大**

我们对 2010 年大势的判断是：在经历了 09 年超过 70% 的涨幅后，2010 年会以震荡行情为主，从获得收益的角度看，趋势性机会变小，波段性机会增大。结论主要基于以下考虑：首先，从驱动市场上涨的因素分析，上涨可以分为三个阶段，估值恢复——业绩增长——估值扩张，09 年市场是处于第一阶段，上涨的动力主要来自于估值的恢复，2010 年市场将进入业绩增长的阶段，在经历了之前估值的恢复后，这一阶段估值会有小幅波动，企业盈利的增长是驱动市场的关键因素，第三阶段是流动性和业绩的高增长推动估值进入泡沫化。市场预期 2010 年业绩增长 28%，而且部分已经被市场反映，估值也不具备泡沫化的动力，比如出现热钱的大量持续涌入或者居民储蓄大量的进入股票市场，反而估值中枢有向下的压力，因此，2010 的业绩增长和估值变动不足以推动市场整体的单边上涨，趋势性的机会要小于 09 年而波段性的机会则会增多。其次，我们对 2010 年宏观经济的整体判断是，稳增长，适度通胀。从通常的经济周期与股市表现的对应关系看，这一阶段股市依然有较好的表现，收益大多数为正，市场形成单边向下的可能性也很小。

2010 年的震荡主要受政策收紧、流动性变化和业绩增长的影响。政策方面是国内和美联储的退出政策对流动性和市场心理的影响。流动性方面：新增信贷的投放是 09 年行情趋势变化的一条主线，信贷仍然是 2010 年市场关注的一个重点，信贷投放的节奏和结构的变化都可能对市场产生影响；预计 M1 增速在 1 季度末会回落，M1 是反映市场流动性的重要指标，与指数有很强的相关性；美元升值引发的热钱的流入流出。业绩增长，担心出现锚定性预测偏差，实际增长低于市场预期。

对于 2010 年 1 季度的判断：基于前面对宏观经济和流动性的分析，在经济复苏、业绩增长和流动性仍然宽裕（新增信贷的放开、货币活化趋势的延续、升值预期引发的热钱流入）的基础上，我们坚持市场还将震荡上行的观点，并有望突破 8 月初市场的高点。3 月份可能引发的美联储加息的预期会带来市场利空。

在此基础上，我们拟从以下四条主线寻找投资机会：一、投资拉动的产业。基建、房地产——钢铁、建筑、建材，2010 年投资仍然有较快

的增速,主要是基建和房地产投资拉动,城镇化建设有望出现新的格局,带动上游的钢铁、建筑、建材。二、消费升级。耐用品和服务类消费符合消费升级的趋势,医疗、文化、旅游、食品(高档白酒)、商业、家电、汽车将受益消费升级成为消费中的强势行业。服务类的投资增长很快,准入门槛有降低的可能。政府将增加对医疗、教育、文化产业的投入力度。三、产业结构调整。气候、环境问题已经摆在人类面前需要尽快的解决,低碳经济板块值得长期看好,将创造人类可持续发展的经济模式,在未来经济结构中占有相当重要的地位,关注在未来能形成竞争力的行业和有成长能力的公司。四、周期性行业复苏。明年航运业受益于全球贸易的复苏,钢铁、化工受益于投资,业绩将出现明显复苏。

考虑目前的估值因素,在行业配置上,我们建议重点关注钢铁、建筑、银行、医药、信息服务、食品饮料、商业、航运、化工、煤炭。1 季度在市场震荡上行的态势下,重点关注业绩提升更快的周期性行业。

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**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。

---

**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。

---

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.