



产业结构大调整中的投资机会

——爱建证券 2010 年 A 股投资策略

投资要点:

● 2010 年宏观经济展望:

(1) 世界经济: 货币大赛 谁先退出

我们认为 2010 年上半年, 政策的退出还只会集中在金融部门内部进行。而 2010 年下半年开始, 退出的力度会有所加强, 将由里及表的从定向数量工具上升到利率层面。三季度末四季度初或将是一个比较敏感的政策时点, 以美国结束资产救助计划为标志, 可能会看到更多退出行动。

(2) 中国经济: 早退出、早准备

随着经济的复苏, 保八压力的减小, 配合经济工作会议制定的主要目标, 货币政策将在保证经济增长必要资金需求基础上, 以微调为常态, 以退出为准备。而财政政策将为结构调整的尽快实现, 而有更多的方向和力度上的调整。

● 2010 年 A 股市场展望: 平稳发展中展现结构性投资机会

(1) 预计未来两个季度内货币政策将保持稳定; 2010 年“大小非”的解禁压力将明显弱于 2009 年; 居民投资意愿增强、储蓄意愿回落。

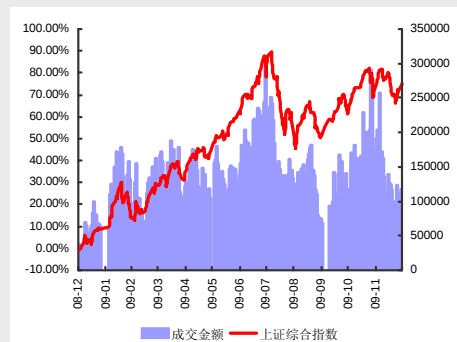
(2) 2010 年 A 股市场上证综指理论运行区间: 2700---4300 点

我们预计 2010 年全年 A 股市场上证综指将在 2700 点—4300 点之间波动 (对应动态市盈率 18-30 倍), 其中对上半年行情较乐观, 主要是上半年 A 股市场环境比较乐观, 期间宏观经济政策稳定、GDP、企业业绩增长快速回升, 我们预测 2010 年上市公司业绩增长 25%。而对下半年行情趋于谨慎, 主要基于“政策退出”风险的担忧、经济增长波动以及市场扩容节奏加快。

● 2010 年 A 股投资策略

由于中国经济已经全面进入复苏阶段、上市公司盈利情况有望进一步好转、市场流动性依然充沛等乐观因素, 我们认为 2010 年 A 股市场有望继续震荡走高, 乐观估计上证综指可能达到 4300 点。从投资策略看, 我们认为 2009 年下半年的一些热点有望继续延续, 但 2010 年会有些微调, 可以关注四大投资主线:

- 1、 受益于人民币升值的板块: 资源类 (煤炭、有色) 和金融行业 (券商、银行);
- 2、 受益于促消费的板块: 通信、汽车、家电、食品饮料、商业零售、旅游酒店;
- 3、 受益于降能耗和政策扶持的板块: 新能源、智能电网、医药和医疗器械;
- 4、 受益于经济回暖的板块: 交通物流、化工。



2009 年 12 月 28 日

执笔人: 投资策略部

许春华、周欣瑜、袁峻、朱志勇、田垒

审核人: 张欣

爱建证券研究发展总部

TEL: 021-32229888

FAX: 021-62878905

地址: 上海南京西路 758 号

邮编: 200041

<http://www.ajzq.com>

相关研究

《消费驱动 业绩为本——爱建证券 2009 年 A 股第四季度投资策略》 2009 年 9 月 30 日

《流动之水 经济之舟——爱建证券 2009 年 A 股下半年投资策略》 2009 年 6 月 30 日

《春江水暖鸭先知——爱建证券 2009 年 A 股第二季度投资策略》 2009 年 4 月 2 日

《政策与市场的博弈——爱建证券 2009 年 A 股投资策略》 2008 年 12 月 30 日

《兵临城下, 决战紫禁之巅——爱建证券 A 股第四季度投资策略》 2008 年 10 月 8 日

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

第一部分：2009 年证券市场回顾.....	5
第二部分：2010 年宏观经济展望.....	7
一、世界经济：货币大赛 谁先退出	7
二、中国经济：早退出、早准备	15
三、通胀隐忧与预期.....	20
四、结构调整 是压力也是动力	24
五、结 论.....	26
第三部分：2010 年 A 股市场展望.....	28
一、预计未来两个季度内货币政策将保持稳定	28
二、流动性分析	28
三、投资意愿、信心增强.....	30
3.1 居民投资意愿增强、储蓄意愿回落	30
3.2 开户数与股市密切相关	31
四、估值分析：仍有上升空间.....	32
五、2010 年 A 股市场分析	33
5.1、DDM 估值模型预测 2010 年 A 股：	33
5.2、2010 年 A 股市场上证综指理论运行区间：2700---4300 点	34
第四部分：2010 年 A 股投资策略.....	36
一、投资策略.....	36
二、行业分析.....	36
2010 年爱建证券 30 股票池（第一季度）	48

图目录

图 1: 2009 年中国证券市场各行业市场表现 (截止到 09 年 12 月 17 日)	6
图 2: 新兴市场及发达经济体经济增长情况	8
图 3: 发达国家制造业采购经理人指数	8
图 4: 发达国家、地区工业生产指数	8
图 5: 发达国家消费者信心指数	9
图 6: 发达国家、地区出口情况	9
图 7: 美国消费支出情况	9
图 8: 新兴市场出口情况	9
图 9: 美国房价指数及新屋销售情况	10
图 10: 主要国家地区物价指数	11
图 11: 2009 年美元指数	12
图 12: 2009 年原油期货价格走势	12
图 13: 2009 年有色金属价格走势	12
图 14: 2009 年黄金价格走势	12
图 15: 发达国家失业率情况	13
图 16: 美国收入增长及储蓄率情况	13
图 17: 美国贷款拖欠率情况	13
图 18: 美国信贷撇帐率情况	13
图 19: 美国私人投资情况	14
图 20: 我国固定资产以及房地产投资情况	15
图 21: 我国轻工业与重工业增加值情况	16
图 22: 我国私营企业与国有企业工业增加值情况	16
图 23: 我国进出口增速与贸易顺差情况	16
图 24: 发达国家顺差情况	16
图 25: 我国 GDP 构成情况	17
图 26: 我国消费增速情况	17
图 27: 近 3 年来我国汽车消费情况	18
图 28: 全国 2009 年 1-10 月家电下乡销售情况 (单位: 千台, 百万元)	19
图 29: 全国房地产销售情况	19
图 30: 全国房地产相关消费情况	20
图 31: 全国限额以上零售业零售额同比增长情况	20
图 32: 全国主要物价指数情况	21
图 33: 我国上市银行资产负债率情况	21
图 34: 我国基础货币增长率情况	22
图 35: 新增贷款居民贷款占比情况	22
图 36: 我国企业中长期贷款情况	22
图 37: 中原地产上海、北京二手房价格走势 (元/平米)	23
图 38: 深圳一手房月成交面积和均价 (元/平米)	23
图 39: 我国年度新增信贷情况	24
图 40: 我国居民收入情况	25
图 41: 我国购房贷款余额情况	26
图 42: 2006—2012 年开始流通股数合计 (亿股)	29
图 43: 2010 年各月开始流通股数合计 (亿股)	29
图 44: 居民投资、储蓄意愿调查	31

图 45: 开户数走势情况.....	31
图 46: 近 5 年来上证综指及市盈率走势.....	32
图 47: 全球主要金融市场估值 (PE) 情况.....	33
图 48: 2010 年上证指数预测运行图.....	35

表目录

表 1: 国际主要股指估值指标与 09 年涨跌幅.....	5
表 2: 各国主要救市政策回顾.....	10
表 3: 2010 年宏观经济预测.....	27
表 4: 沪深 300 指数 2010 年预测- 三阶段 DDM 估值模型与情景分析.....	34
表 5: 2010 行业分析.....	36

第一部分：2009 年证券市场回顾

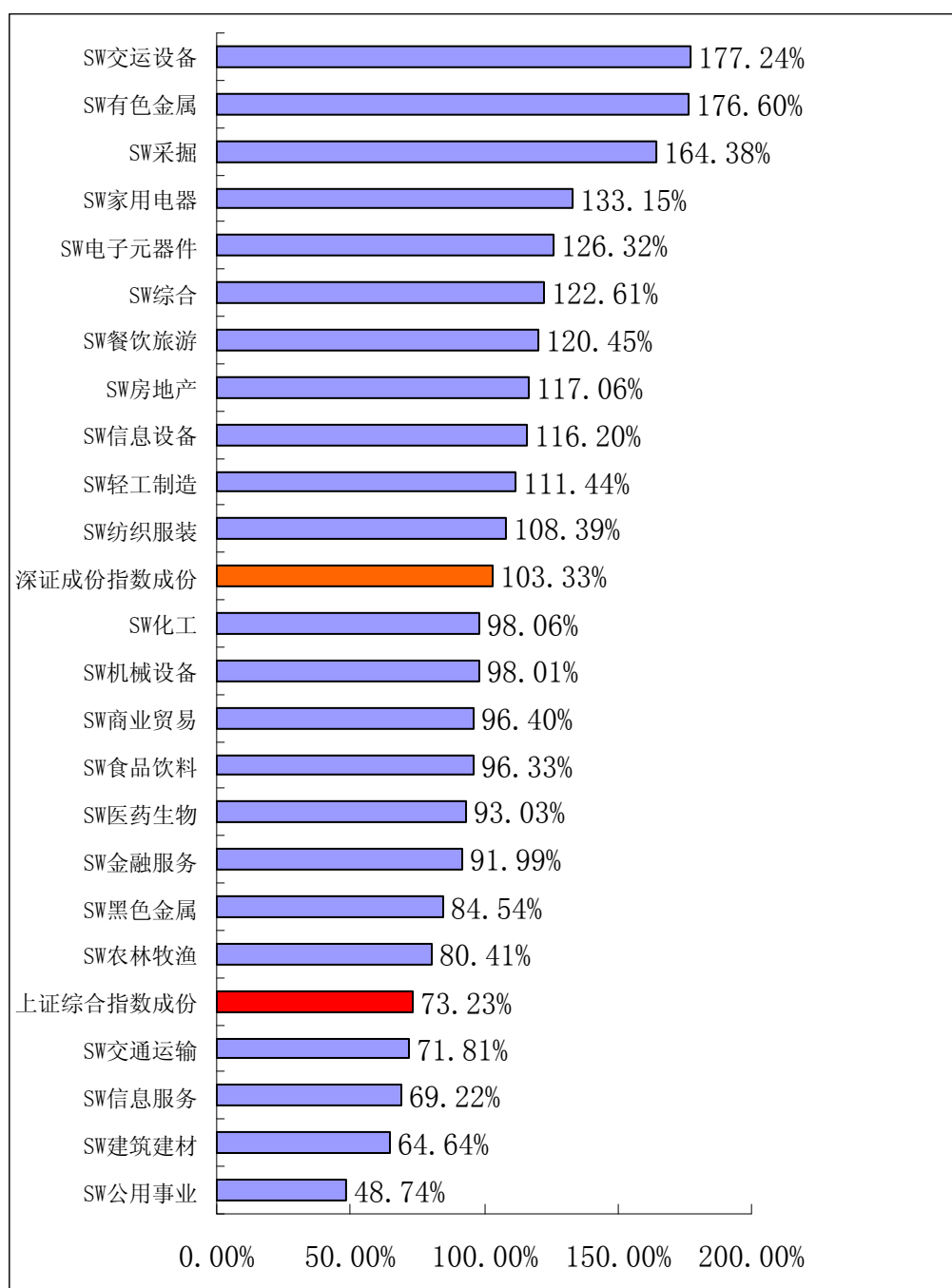
随着整体经济的触底回升，全球主要证券市场指数也呈现了 V 型反弹的态势。新兴市场国家年初至今均上涨了 50% 以上。发达国家如美国标普自年内低点至 11 月底反弹达 64.5%；德国、法国、英国分别达到 62.7%、57.2% 和 54.8%。

表 1：国际主要股指估值指标与 09 年涨跌幅

全球指数	PE	PB	09 年涨幅（截止至 09 年 12 月 17 日）
标准普尔指数	17.72	2.15	18.97%
道琼斯工业指数	16.22	2.63	22.80%
纳斯达克指数	25.58	2.73	39.94%
墨西哥综合指数	18.83	2.76	42.79%
JSE 南非综合指数	14.97	1.55	25.99%
法国 cac40 指数	13.34	1.37	20.44%
德国 DAX 指数	16.66	1.53	22.73%
瑞士指数	15.89	2.49	18.03%
日经 225 指数	41.15	1.34	14.72%
恒生指数	16.8	1.97	48.62%
上证指数	23.46	3.02	73.23%
巴西圣保罗指数	17.12	2.14	82.75%
阿根廷指数	7.57	2.14	106.51%
印度雅加达指数	15.88	2.99	86.60%

数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 1：2009 年中国证券市场各行业市场表现（截止到 09 年 12 月 17 日）



数据来源：爱建证券研究发展总部

第二部分： 2010 年宏观经济展望

一、世界经济：货币大赛 谁先退出

回顾 2009 年，全球的经济仿佛经历了一个十分凛冽的严冬。去年此时，更多的经济指标还都在以令人难以置信的速度下滑；大型企业依然不时传出破产的消息；股市滑入深坑，渗透着市场对经济的悲观和焦虑：衰退会有多深？又将持续多久？

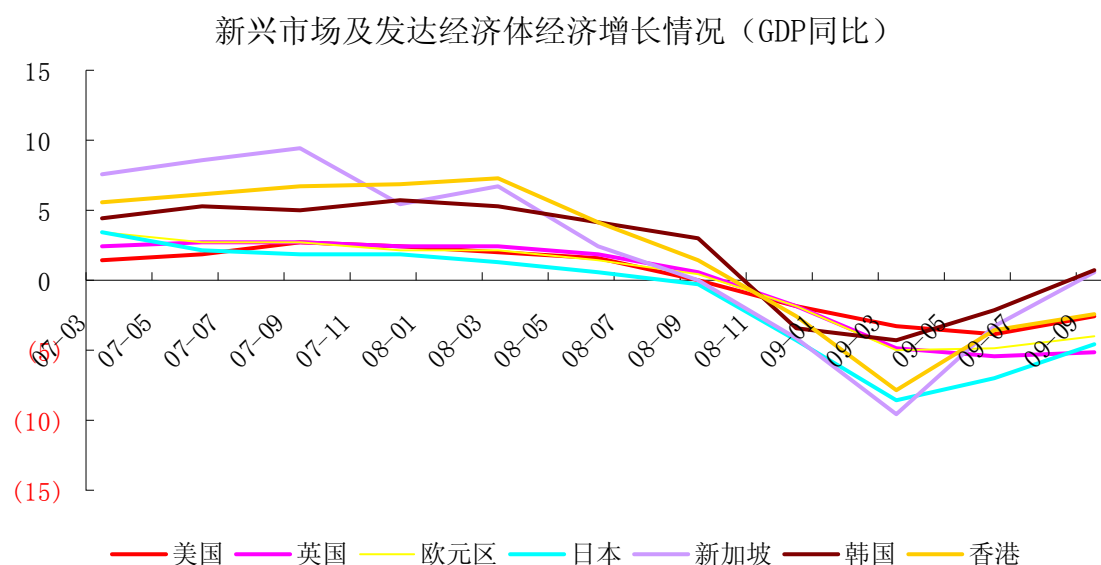
而差不多也是这个时候，全球各国的货币之创业已出鞘。数以万亿计的经济刺激计划纷纷出台，向失血的金融机构注入流动性，促进停滞的经济引擎尽快恢复动力。在这场金融危机中，政府快速的应对和决断力功不可没。于是，超宽松的货币环境和刺激政策使得经济得以休养生息。新兴市场和重灾区的发达国相继于二三季度走出衰退的泥潭，开始逐步恢复增长。

如今，就在经济踏上缓慢复苏之途时，那些非常规的刺激计划却俨然成为了高悬的达摩克利斯之剑，退，则恐经济再度触底，不退，又恐流动性催生更大的泡沫。退与不退，何时退，怎么退，都成为主要经济体国家以及其之间一场心照不宣的博弈。

1.1 全球经济踏复苏情况回顾

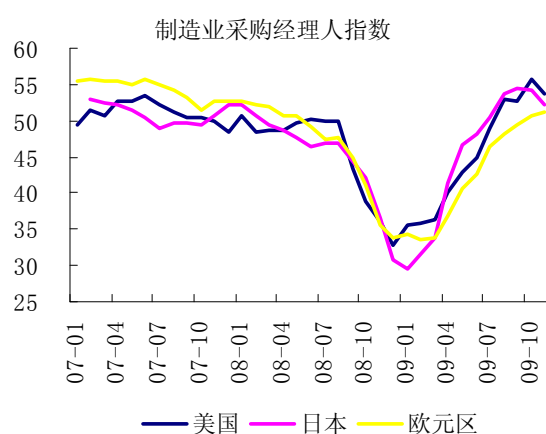
今年二、三季度以来，新兴市场国家和发达经济体在全球强有力的政策拉动下，先后触底回升，全球经济踏上了缓慢而温和的复苏之途。这其中，更多的地区和领域开始出现好的迹象。工业生产稳步回暖，PMI 连续四个月处于扩张值之上。企业清理库存行为已经达到合理水平，未来随着市场信心和生产活动的进一步展开，回补库存需求还会有所增强。消费方面也有积极的发展，消费者信心继续攀升，作为美国经济主要动力的个人消费支出也有所增长，尤其是政策推动的汽车销售相当活跃。非汽车类消费支出也有所增长，包括日用品、食品饮料、服装配饰以及保健护理。而随着假日的临近，零售商也开始小幅保有库存。不过受制于高企的失业率水平，消费的复苏的态势和动力还是相对疲弱。同时与房屋相关的消费，包括家具、电子电器和建材依然在继续恶化。另外，出口贸易的逐步复苏也为经济增长助力，包括发达国家和新兴市场国家的出口贸易情况都有所改善。

图 2：新兴市场及发达经济体经济增长情况



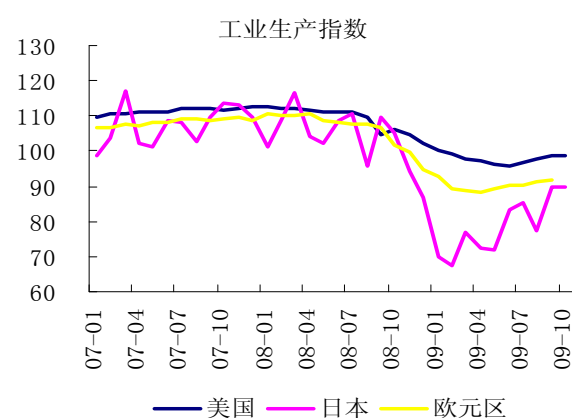
数据来源：爱建证券研究发展总部

图 3：发达国家制造业采购经理人指数



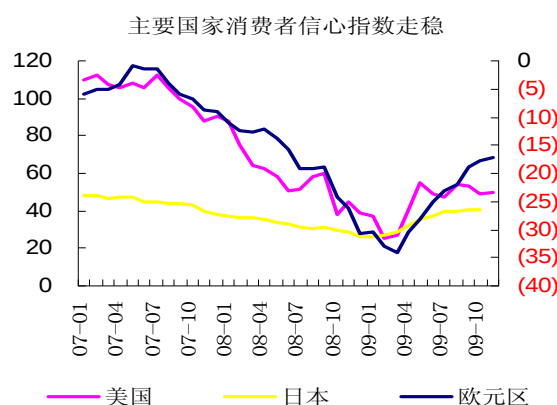
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 4：发达国家、地区工业生产指数



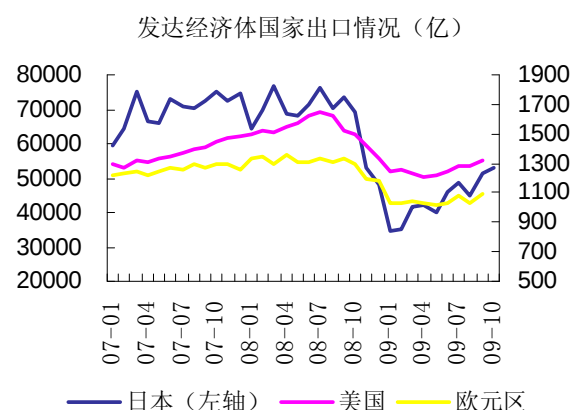
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 5：发达国家消费者信心指数



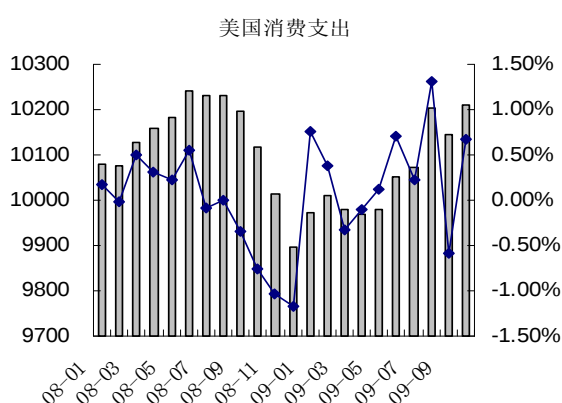
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 6：发达国家、地区出口情况



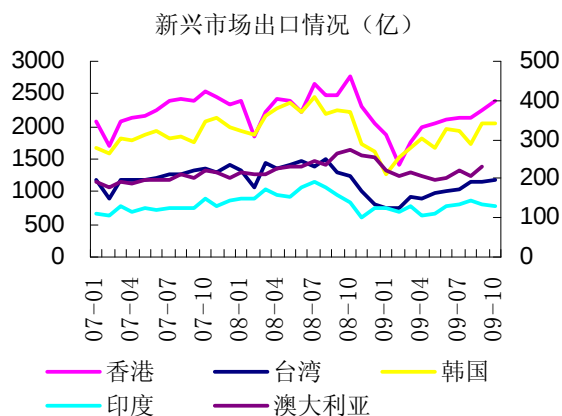
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 7：美国消费支出情况



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 8：新兴市场出口情况

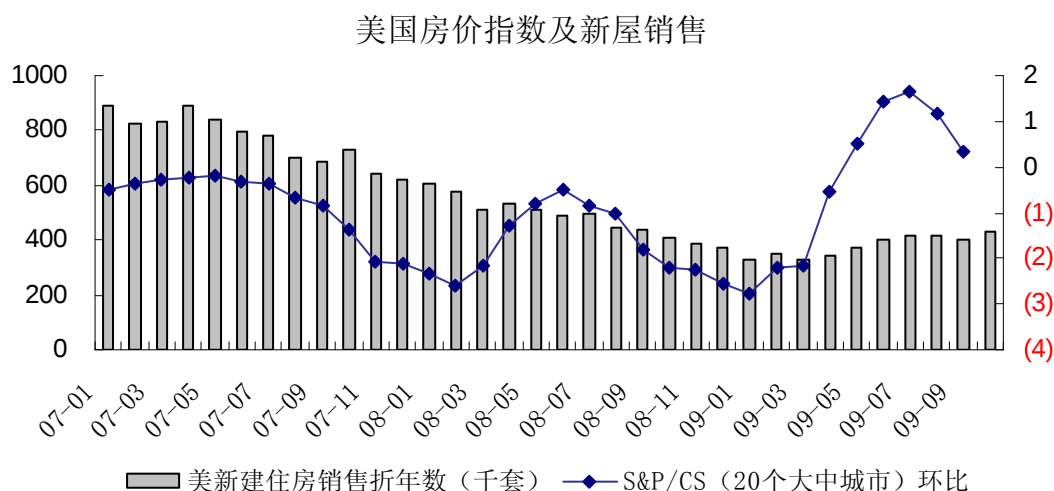


数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

在美国，房地产过去六个月的时间里普遍都出现改善。S&P/CS 20 城市房价指数连续 5 个月环比正增长，在整个夏季表现出了季节性和政策性的强劲回升。不过总体而言，低端市场的表现更好于高端住宅市场，还是表明了政策推动作用的主导性。目前针对房地产的优惠措施范围有所扩大，未来将会对一些高端住宅的需求也有所吸引。不过 2010 年二季度前，房价还是将保持一种缓和的波动。新屋销量数据还是保持在较低水平，不过成屋销售量已经比年内的低点反弹了 30% 左右，库存也较 08 年的高点下降了 17% 多。

金融部门在相关的政策支持下，去杠杆化的进程比较的顺利，近期的杠杆率已大幅回落到 20 世纪七八十年代的低位水平。不过信贷情况依然紧缩。银行信贷标准严苛，而信贷需求依旧疲弱。同时撤帐率也还处于攀顶过程中（信用卡的撤帐率已突破了 10%）。因此尽管目前度过了危险期，信贷的复苏应到要在 2010 年一季度之后才会逐步显现。

图 9：美国房价指数及新屋销售情况



数据来源：爱建证券研究发展总部

1.2 货币政策回顾

在面对这场二战之后最大的金融危机，政府向金融机构和市场注入的资金恍若天文数字一般。包括美国、欧洲、亚太政府以及 IMF 均启动了有史以来最为宏大的救市方案。

表 2：各国主要救市政策回顾

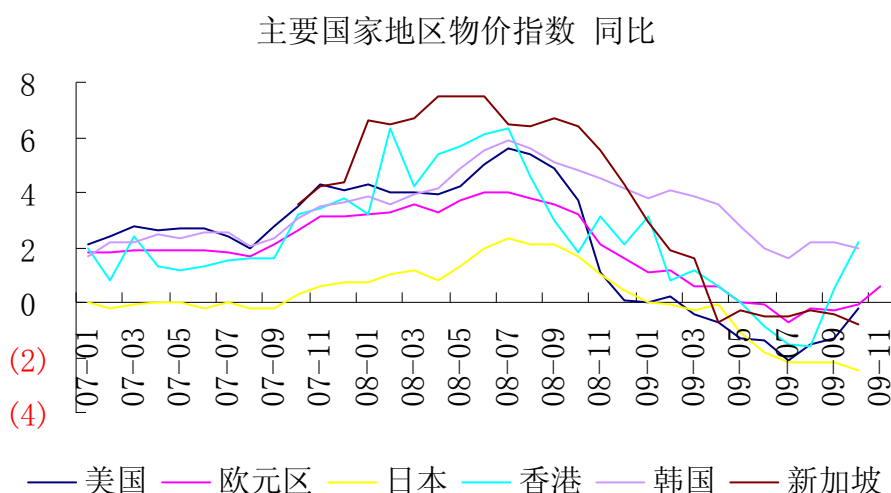
日期	国家	政策内容
10 月 5 日	欧洲	德国政府注资 500 亿欧元
10 月 6 日	美国	美联储或将向金融机构注资、贷款 7000 亿美元
	亚洲	继 8000 亿注资，日央行再紧急注资 2 万亿日元、提供 200 亿美元贷款
	欧盟	欧洲央行宣布将基准利率降低 0.5 个百分点放松银根
	美国	美联储宣布将基准利率降低 0.5 个百分点放松银根
10 月 8 日	中国	下调存贷款基准利率各 0.27 个百分点，下调存款准备金率 0.5 个百分点。
10 月 10 日	欧盟	欧央行向金融系统注资 1000 亿美元并以 3.75% 基准利率提供短期无限额贷款
	欧洲	德国 4000 亿欧元用来为银行同业拆借提供担保；1000 亿欧元用于政府注资金融机构，这其中又有最多 800 亿欧元用于直接注资银行
		英国：最高注资 500 亿英镑。把短期贷款从 1000 亿英镑提高到 2000 亿英镑
		葡萄牙 200 亿欧元担保；奥地利 850 亿欧元担保，150 亿注资；意大利 300 亿欧元注资；瑞士 60 亿瑞郎注资和 600 亿美元担保
10 月 13 日	美国	美国政府宣布斥资 2500 亿美元购买金融机构股权缓解筹资难
10 月 16 日	亚洲	日央行再向短期金融市场紧急注资 6000 亿日元缓解筹资难
10 月 20 日	欧洲	法国 3200 亿欧元用来担保银行借贷，400 亿欧元用来向银行提供资本金。瑞典 15150 亿瑞典克朗担保。荷兰 2000 亿欧元同业拆借担保，100 亿欧元注资。
	亚洲	日央行向市场注入 500 亿美元撤销注资上限放松从紧政策
	美国	联邦基金利率 1.5% 减去 0.35 个百分点放松银根
10 月 27 日	亚洲	香港金融管理局两度向市场注资共计 155.07 亿（约合 20 亿美元）港元。
10 月 28 日	美国	美国政府直接购买金融机构股份计划正在进入第二阶段，美国 19 家地区性银行已经同意接受政府约 350 亿美元的现金注资。
	亚洲	澳大利亚央行向该国银行体系注入 26.7 亿澳元（约合 16 亿美元）的资金。

10 月 29 日	中国	下调存贷款利息 0.27 个百分点。
11 月 26 日	中国	下调存贷款基准利率 1.08 个百分点；下调存款准备金率 1-2 个百分点。
2009 年 1 月 8 日	英格兰	三度下调官方利率共 150 个基点至 0.5%，创建行 300 多年来新低。
1 月 15 日	欧洲	中央银行再融资利率下调 50 个基点至 2.0%，存贷款便利利差扩大到 200 基点
3 月 5 日	欧洲	三次下调主要再融资利率 50 个基点、25 个基点和 25 个基点至 1.0%。
8 月 24 日	以色列	以色列宣布将基准利率上调 25 个基点至 0.75%，成为首个加息的经济体。
10 月 6 日	澳洲	澳大利亚央行将利率提高 25 个基点至 3.25%。
10 月 27 日	印度	印度央行宣布自 11 月 7 日起，将商业银行法定流动资金比率由 24% 上调至 25%。
10 月 28 日	挪威	挪威央行将基准利率上调 25 个基点至 1.50%，成为欧洲第一个加息的国家。
11 月 3 日	澳洲	澳大利亚央行宣布再度加息 25 个基点。
12 月 1 日	澳洲	澳央行连续三次在货币政策会议上加息。基准利率上调 25 个基点至 3.75%。

数据来源：爱建证券研究发展总部

于是这样极端的低利率环境和非常规的流动性的支持，为经济的着陆和复苏提供了美好的内外部环境，同时拯救了那些“大到不能倒闭”的金融机构与企业，截断了由此可能产生的多米诺骨牌般的恶性循环，很大程度上缓解了经济衰退的程度。而目前，发达经济体国家以及大多数新兴市场国家的物价指数依然保持在较低水平（甚至是负值）。然而，这些流动性没有凭空消失，货币政策一直被喻为是把双刃剑，更何况是如此惊人的体量级。

图 10：主要国家地区物价指数



数据来源：爱建证券研究发展总部

1.3 流动性推升资产、能源价格

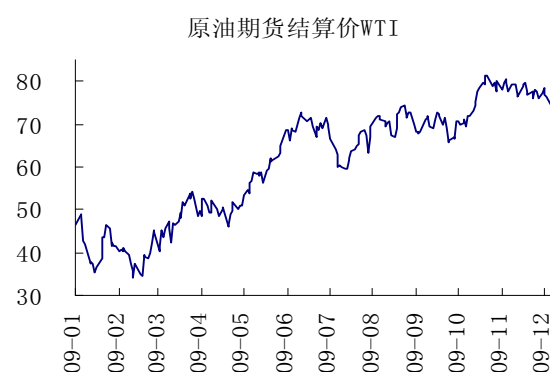
注入市场的流动性（包括注资和低资金成本环境）首先定向流入金融体系，填补了金融机构的巨额资金漏洞和资金需求。目前由于处在信贷水平低迷以及降低杠杆的过程中，因此，金融机构再创造货币的动能不大。出于对经济复苏前景的不确定性，投资和消费依然处于紧缩的状态之中，也很难得到流动性的青睐。然而货币贬值、流动性泛滥以致通胀预期却自政策推出的时候就已经点燃。于是，在经济还只有微弱复苏的时候，资源品、资产产品的价格大幅反弹。

图 11：2009 年美元指数



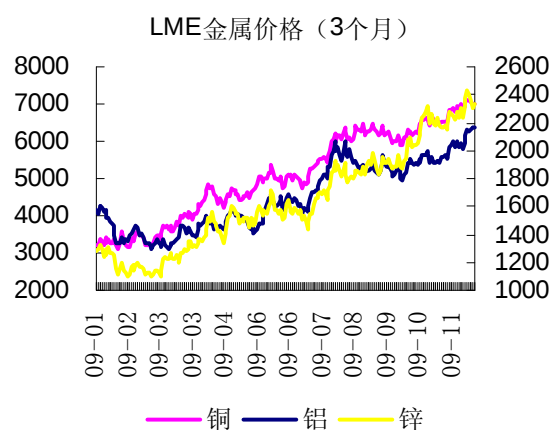
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 12：2009 年原油期货价格走势



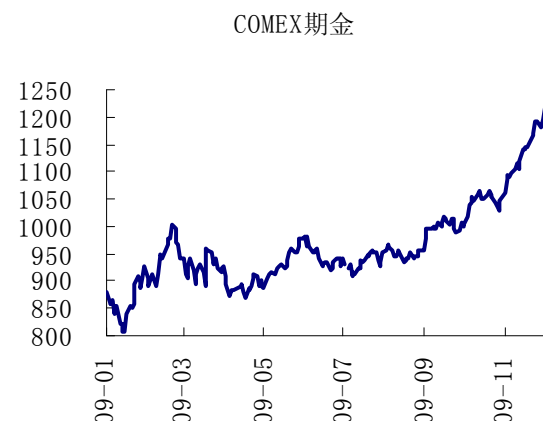
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 13：2009 年有色金属价格走势



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 14：2009 年黄金价格走势



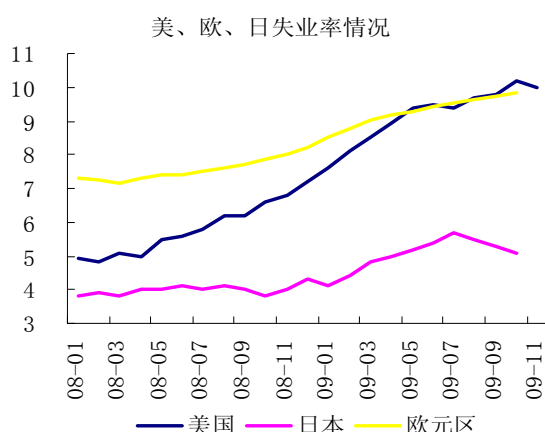
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

1.4 实体经济的复苏相当脆弱

而此时，我们认为实体经济的复苏依然还是相当脆弱的。在目前经济稍显好转的当口，全球政府及国民要面对的，不仅包括经济复苏的动力不足，甚至是已经有所显现的刺激政策的副作用，或者说是政策成本。

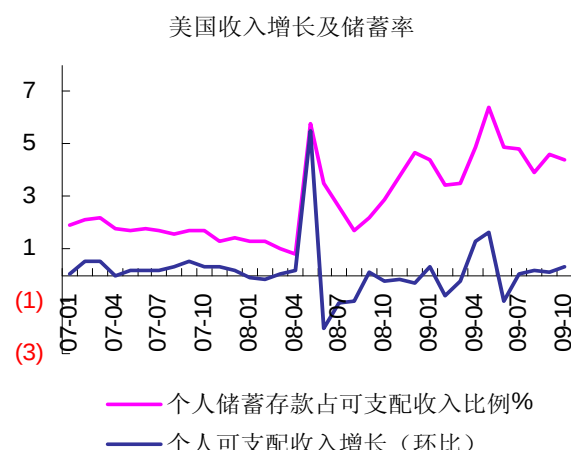
本次危机祸起金融部门的高杠杆经营，但是最终还是给实体经济带来了影响深广的负面冲击。在这次金融危机转变为经济危机的过程中，企业和居民的财富受到重创，杠杆水平激增，资产大幅缩水。同时就业形势不利，失业率高企，收入增长疲软。这都决定了消费的复苏将是极其缓慢。另外，从 11 月最新的信贷违约情况来看，信用卡的违约率再度上升，仅略低于历史最高水平。未来三个月的撇帐率将继续攀升，显示消费者难以承担债务，消费质量和状况也存在很大的压力。

图 15：发达国家失业率情况



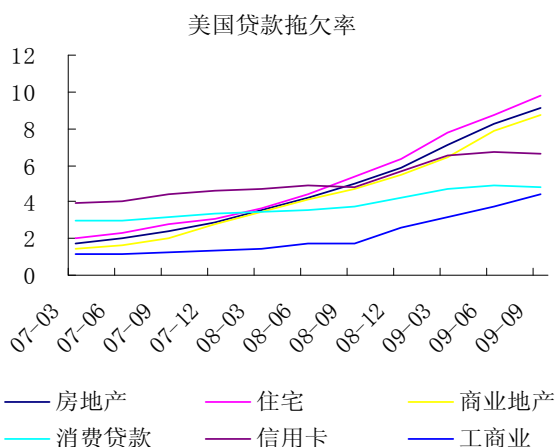
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 16：美国收入增长及储蓄率情况



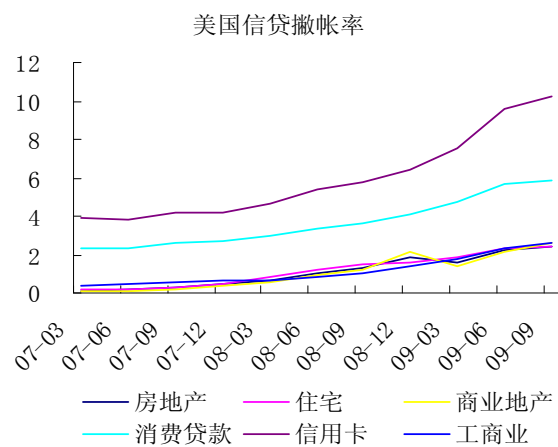
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 17：美国贷款拖欠率情况



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

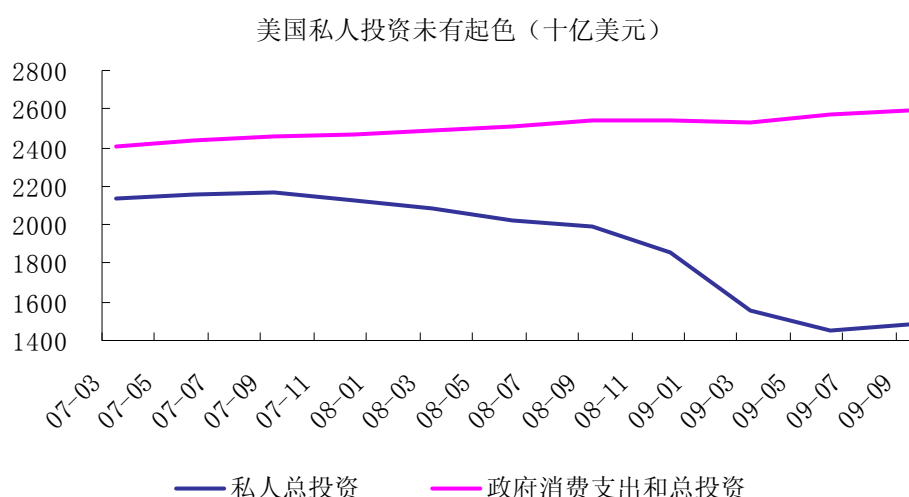
图 18：美国信贷撤帐率情况



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

其次，政策的副作用开始带来越来越多的担忧。巨额的赤字水平无疑将对整体经济的复苏和社会的稳定带来较大的压力，目前美、英、日三国单年度的赤字水平已经超过了 GDP 的 10%。奥巴马政府曾承诺要在四年内缩减赤字，那无疑就是通过削减支出或增加税收。若主要承受对象是私人或企业，那么将大大削弱经济回升的动力，拉长经济调整时间。另外，针对消费的刺激政策也并未对私人投资领域产生多少拉动，同时，政府过度干预经济也招致了西方众多方面的反对。在崇尚自由经济的发达国家，政府越来越多地介入交易、分配、生产等经济领域，更多地用有形的手来代替市场的调节，若不及时退出，长远来看就是通过牺牲市场的效率来换得经济的平稳，这将导致整体经济活力不足，而对政府的依赖却越来越强，甚至步入一种类似日本“失落十年”的恶性循环。

图 19：美国私人投资情况



数据来源：爱建证券研究发展总部

1.5 退出政策的博弈和经济展望

对于这些非常规经济刺激政策，目前市场也存在很多的分歧，退不退、何时退、怎么退都是当前需要思考的问题。事实上，在经济适度恢复的时候，将政策环境调整到相对正常的水平，这是必然的。而每个国家势必会根据自身情况来调整，这就决定了退出的进程是有所不同的。从理论上来说，退出应当由“边缘”至“中心”的进行。也就是根据受危机影响程度和深度的大小来进行，程度小的、间接的，或者弹性大的经济体应当首先考虑政策的调整，其先后顺序来看，第一梯队包括澳洲、巴西、中国、中国香港等，第二梯队包括俄罗斯、韩国、印度等，而欧美国家则需要多一点的时间。同时退出时点应当尽可能的早，以减小未来加剧经济泡沫的可能。但过程则要相对平稳，以配合经济复苏的适应程度，避免再度衰退的可能。

不过从实际的情况来看，尤其是目前全球经济复苏的态势还不是很牢固，每个国家也都不希望由于退出的早了，而承担他国货币政策的成本，尤其是比较依赖外贸的国家。因此，退出政策也不单单是每个国家自身的抉择，还是国际之间的一种博弈。如今各国官方对于政策退出的立场也不径相同，但退出已逐步在小幅进行。澳大利亚已经连续 3 次加息，或将在年内将利率调整到 4% 的水平。欧洲央行行长特里谢多次公开表示要退出非常规货币措施，12 个月和 6 个月的 LTRO 分别将于年内和下一季结束。而美国则将资产救助计划延至 2010 年的 10 月，不过其金融机构偿还政府救助资金在增加，联储也在逐步取消一些流动性支持工具。

我们认为，2010 年上半年，政策的退出还是只会集中在金融部门内部进行。实体经济的复苏将有进一步的延续。虽然环比增长的幅度有所减缓，不过复苏的基础和动力将有更多地改善。尤其是失业率作为经济的滞后指标将见顶回落。信贷在坏账水平见顶后也将有所复苏，这将有利于缓解实体经济的紧缩程度，启动经济自发性的复苏过程。而 2010 年下半年开始，退出的力度会有所加强，将由里及表的从定向数量工具上升到利率层面。新兴市场国家原本应当更早退出的，但是出于不愿为他人作嫁衣裳的考虑，还是会跟随发达国家的步伐。三季度末四季度初或将是一个比较敏感的政策时点，以美国结束资产救助计划为标志，可能会看到更多退出行动。

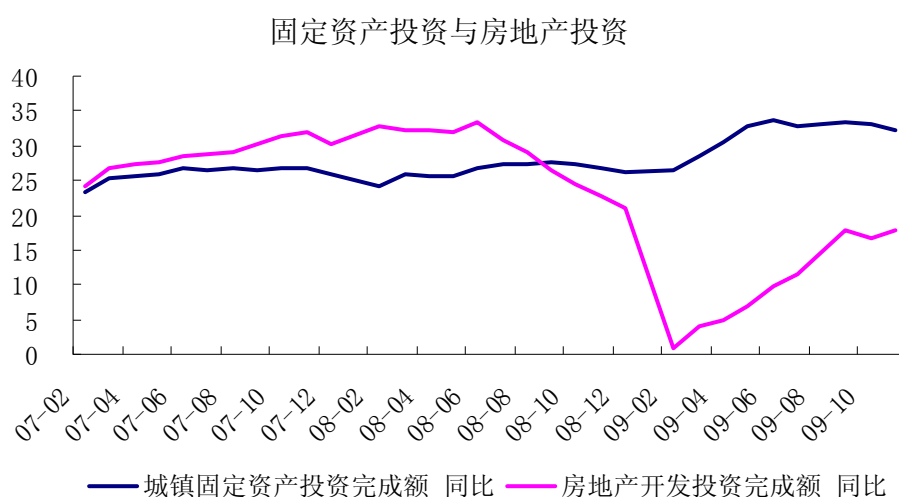
二、中国经济：早退出、早准备

2010 年中国经济的增长还是有利因素多于不利因素。投资将维持高位，房地产和私人投资的贡献将有所增强。出口回暖之势不宜太乐观，贸易争端的压力或将持续至 2010 年后。消费在政策的重点偏重下，将有进一步的启动。通货膨胀，尤其是资产价格泡沫有所凸现，同时为了逐步恢复经济自发的增长，国内的宏观调控政策应当早退出，早准备。

2.1 投资维持高位

按照中央两年新增投资 1.18 万亿元的计划，2010 年投资还是有 5000 亿以上。固定资产投资增速依然会保持在 25% 以上的较高水平。在 2010 年调整结构的大方向之下，投资也会更多向优化中央投资结构，拉动民间投资倾斜。投资领域有望开始关注高科技、技术方向。另外，城镇化被确定进了 2010 年经济工作的重点之一，也将进一步支持房地产开发投资的增长。房地产投资在整体固定资产投资贡献将有更多增加，这也优化了投资的结构。

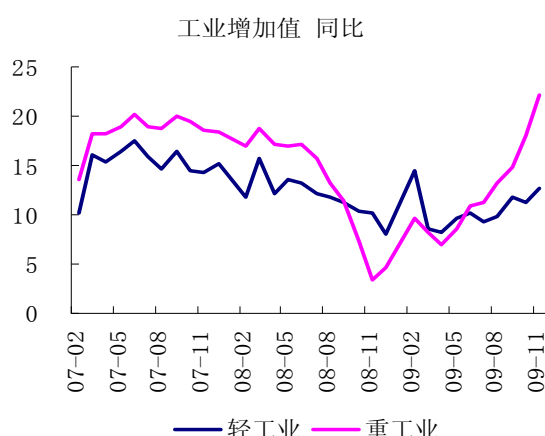
图 20：我国固定资产以及房地产投资情况



数据来源：爱建证券研究发展总部

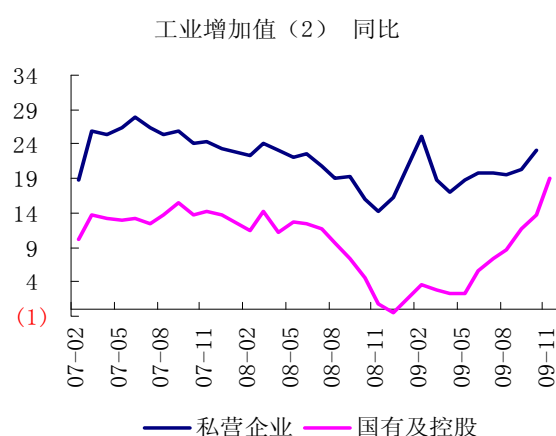
工业进入快速复苏通道，不过重工业的情况要远好于轻工业，凸现出政策的拉动作用还是比较强。私营企业的工业生产情况比年中更有好转，预计在经济向好以及货币环境充裕的条件下，未来私营投资和生产的增长将表现出更大的弹性。

图 21：我国轻工业与重工业增加值情况



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 22：我国民营企业与国有企业工业增加值情况

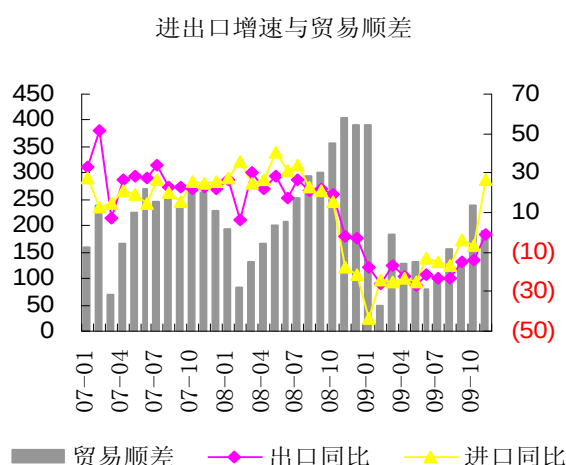


数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

2.2 出口回暖之路坎坷

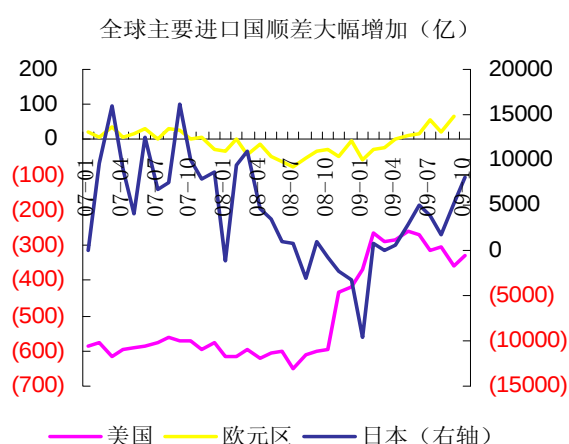
出口贸易有所恢复，但是情况并不理想。同时也耗费了国内相当大的政策、财政支持。WTO 的研究数据显示，2009 年全球贸易额可能将下降 10% 以上，反倾销案件可能要达到 437 件，是 2008 年的 2.1 倍。上一次历史纪录是 2001 年的 366 件。贸易保护主义压力还至少要持续 1 至 2 年。而其中的重灾区无疑就是中国。今年前 8 个月，已经有超过 100 起针对中国的反倾销案件。而同时，国外对华贸易保护的领域正从货物贸易向汇率问题、服务贸易、知识产权和投资等领域扩展，贸易摩擦的争执点也从单个产品向整个产业扩散，最后直抵政策和制度层面。出口的结构调整应是迫在眉睫，针对出口的支持政策也应当有保有压。以避免对内资源、福利损耗，而对外还激化贸易冲突。2010 年出口增速应当在 17% 左右，而净出口的贡献或将为负。

图 23：我国进出口增速与贸易顺差情况



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 24：发达国家顺差情况



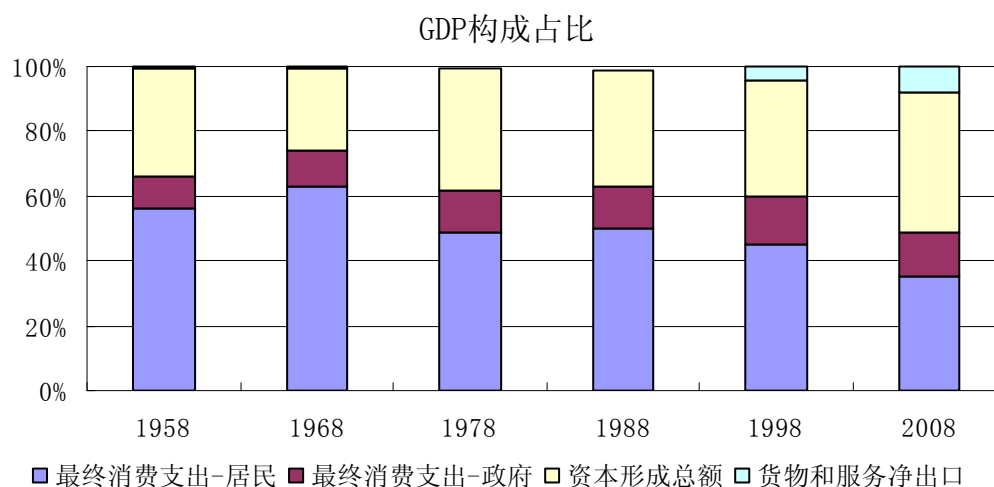
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

2.3 转危为机，启动消费

2003 年以来，我国的 GDP 均保持在年度 10% 的快速增长，经济实力大幅增加。然而在国内生产

总值飞速增长的同时,居民消费在 GDP 的占比却逐年下降,从 1968 年的 63%下降到了 2008 年的 35%。收入差异、医疗、教育、社会保障甚至消费观念等多种因素制约了消费的同时增长。

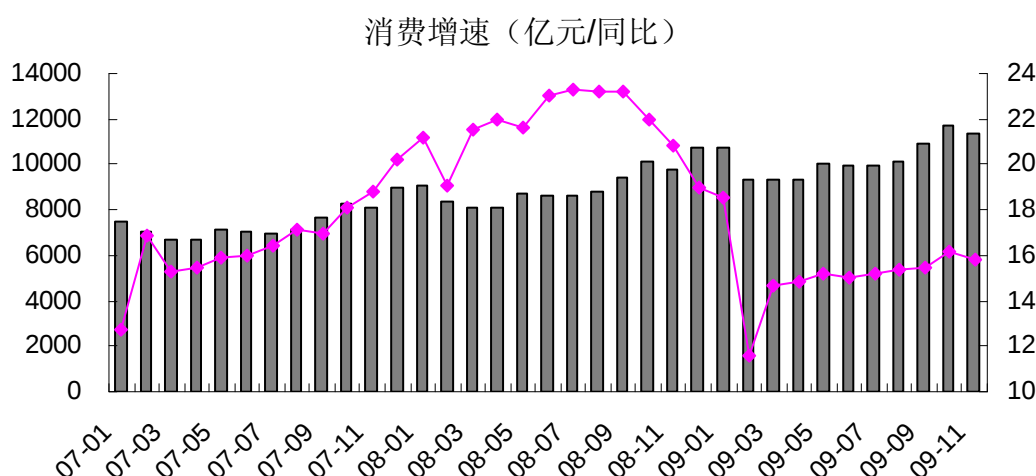
图 25: 我国 GDP 构成情况



数据来源: 爱建证券研究发展总部

但是,伴随着我国居民和农村人口的收入增长到一定的水平,我国的消费已进入了一个消费升级的过程之中,这个升级过程又从城市到农村呈阶梯型提升。在拉动经济的三驾马车中,消费还有很大的增长空间和发展余地。从长远来说,消费也必将取代投资、出口,在国民经济中占有主导地位。进入下半年以来,国家的政策开始偏向对消费的拉动。尤其是今年的中央经济工作会议明确提出:要保持投资适度增长,重点用于完成在建项目,严格控制新上项目。要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点,以稳步推进城镇化为依托,优化产业结构,努力使经济结构调整取得明显进展。可以看出,消费将成为 2010 年,甚至更长期政策偏重推动的方向。

图 26: 我国消费增速情况

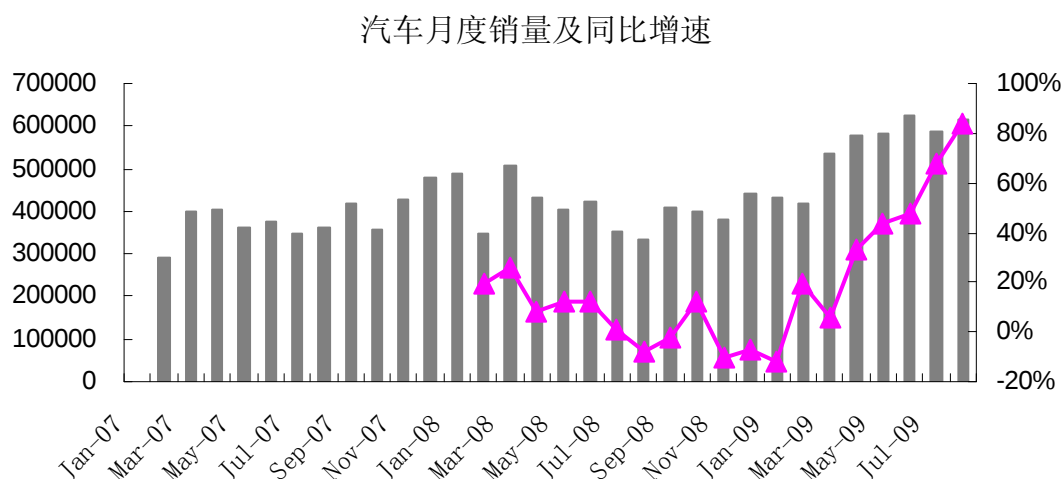


数据来源: 爱建证券研究发展总部

2.3.1 政策推动将继续促进汽车、家电的消费。

上半年以来出台的促进汽车，家电消费的政策目前来看取得了非常好的效果。汽车全年的消费水平远超过原来预期。政策对汽车消费的驱动不但拉动了中低档汽车的需求，同时也激发了中高档汽车的需求。汽车全年的销量将超过 1350 万辆，同比增长 44%以上。发改委根据中央经济工作会议提出，刺激汽车消费的政策 2010 年还将会延续，同时，旧车换新的补贴力度将有所加强。预计 2010 年中国汽车市场的增长率还将达到 15%左右。

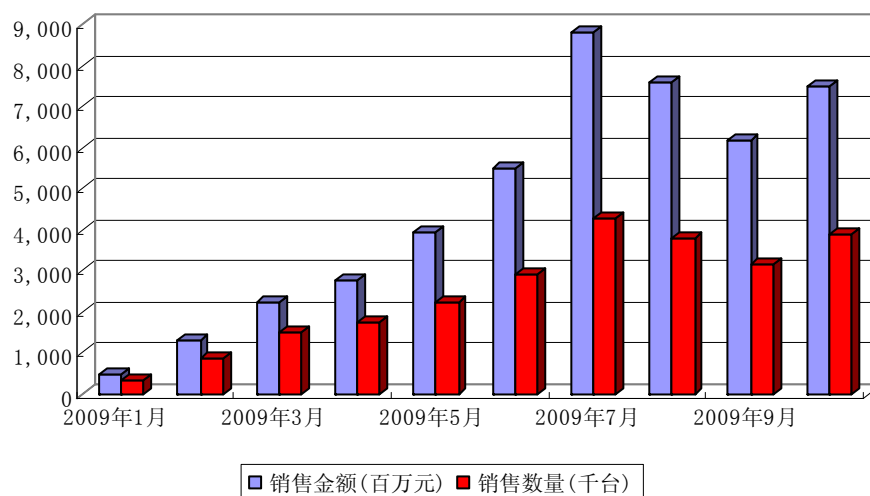
图 27：近 3 年来我国汽车消费情况



数据来源：爱建证券研究发展总部 汽车行业研究

家电下乡的政策刺激效果也是逐月显现，特别是 7 月以来销售金额和销售数量呈加速上涨趋势，虽然随着销售占比最大的冰箱、空调销售旺季过去开始下降，总体销售出现了一定的下滑。但是随着彩电、洗衣机的销售旺季的到来，销售下降的趋势得到扭转。目前来看，农村消费潜力并未有效挖掘，特别是对于经济发达地区的农村消费。提高限价以及完善家电产品补贴标准和办法，对于进一步激发农村市场的消费潜力作用重大。另外，从中央促进消费政策的内容来看，促进农村消费又是消费政策中的重点，针对农村市场的刺激政策将还会有更多的空间，因此，不仅是中低端产品，高端产品的消费有望在农村市场进一步增加。

图 28：全国 2009 年 1-10 月家电下乡销售情况（单位：千台，百万元）

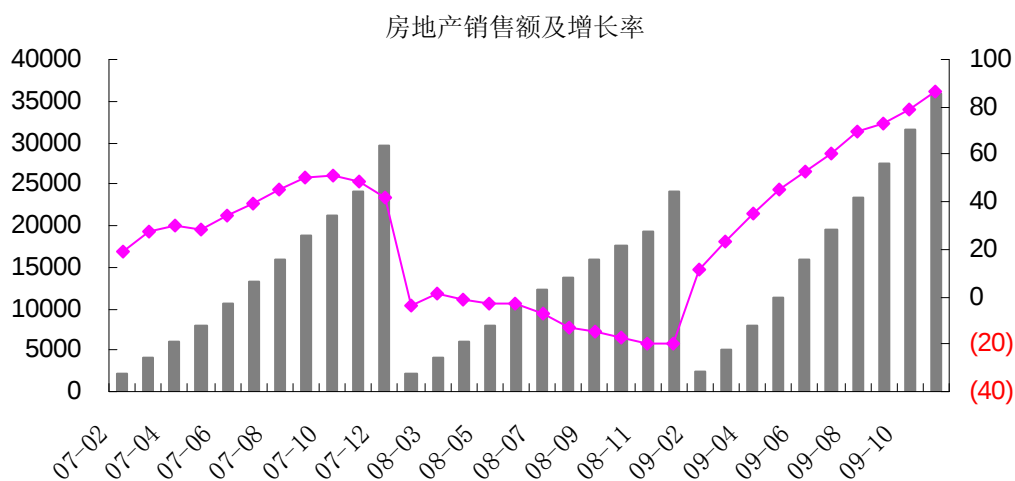


数据来源：爱建证券研究发展总部 家电下乡信息管理系统

2.3.2 高弹性消费快速反弹

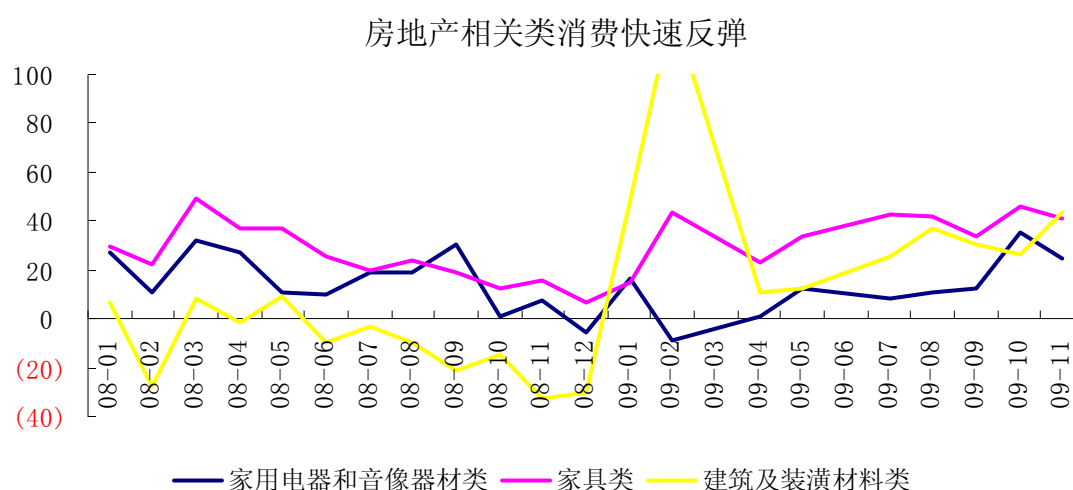
二季度以来，房地产消费再度进入快速拉升时期，截至 11 月销售量达到 75,203.15 万平米，仅次于 2007 年的火爆水平。不过销售额却已远超 07 年高点，显示出了远胜于其他消费的增长势头。不仅如此，房地产行业的消费还带动了其相关的高弹性类消费，如建筑建材、家具和家用电器的消费。家具类商品消费截至 11 月累计同比增长了 35.2%。

图 29：全国房地产销售情况



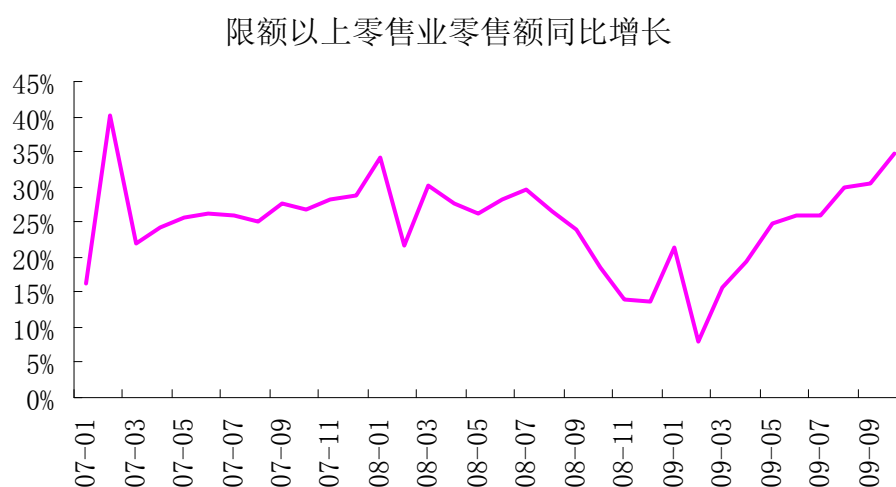
数据来源：爱建证券研究发展总部

图 30：全国房地产相关消费情况



另外，零售业的销售在 10 月份增长也创出了阶段内的高点，同比增长 35%，基本恢复到危机前的水平。其中，化妆品，服装鞋帽纺织品也是保持了较高的增长率。

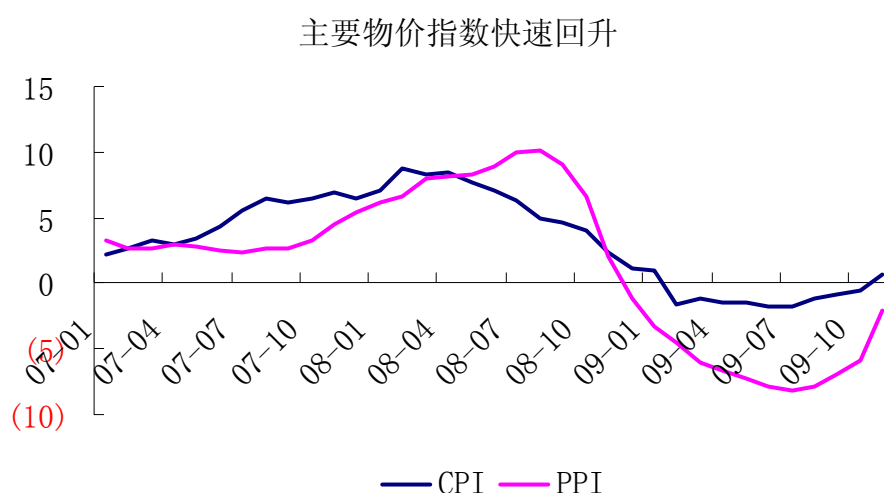
图 31：全国限额以上零售业零售额同比增长情况



三、通胀隐忧与预期

在 10 月的国务院常务会议中，管理层首次提出了通胀预期管理的概念。09 年国内货币信贷大规模释放，通胀成为目前经济复苏之时被最为忧虑的问题。四季度以来，由于基数关系，物价指数正以相当快的速率回升，11 月的 CPI 已经转正，PPI 也将在年内恢复正值。但由于我国物价指数的构成关系，食品价格在其中占了相当大的因素，因此预计 2010 年的通胀水平将保持在一个相对温和的程度。全年 CPI 增长率在 3%-4%。

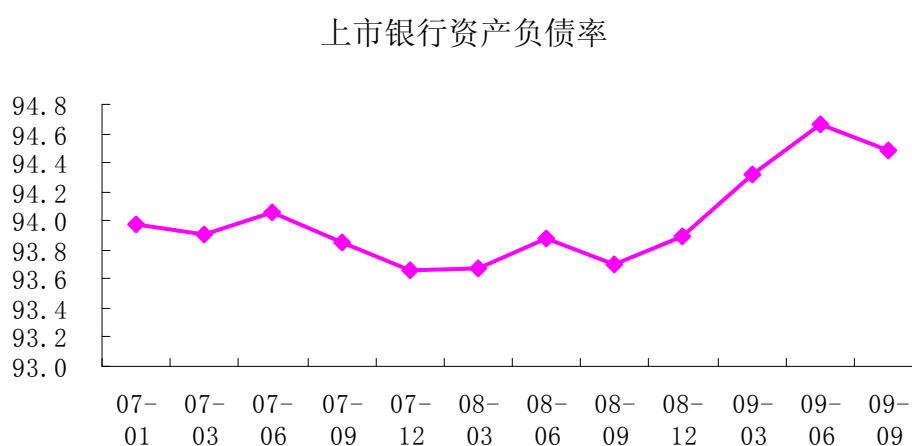
图 32：全国主要物价指数情况



数据来源：爱建证券研究发展总部

然而，其他领域或将更能显示出流动性已经形成了一定的压力。银行、资本市场、房地产市场和实体经济俨然已经成为吸收巨额流动性的容器。国内的流动性压力事实上要更严重与欧美国家（这是我们认为国内应当是比发达国家更早加息的根本原因）。因为从流动性的基础上来说，欧美国家，特别是其金融部门，受到本次金融危机的打击较重，恢复较慢。目前，其实际信贷水平还处于相对低位，货币创造的乘数较小。而且，其救市政策以短期工具为主，易放易收。但是我国银行体系受到的打击较小，而且国内银行的政策性取向很强。在国家刺激政策中，银行承担了很大的责任。同时，盈利以信贷差为主的经营模式促使银行的放贷冲动也很强烈。

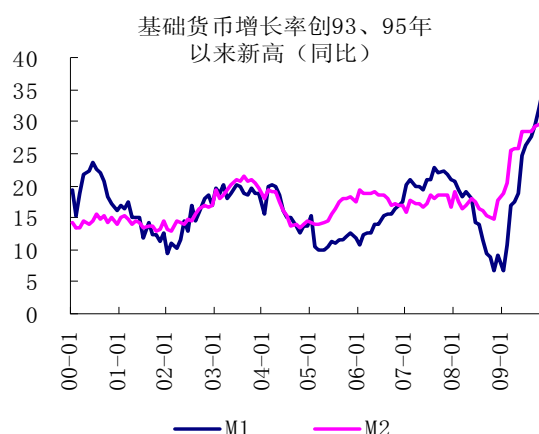
图 33：我国上市银行资产负债率情况



数据来源：爱建证券研究发展总部

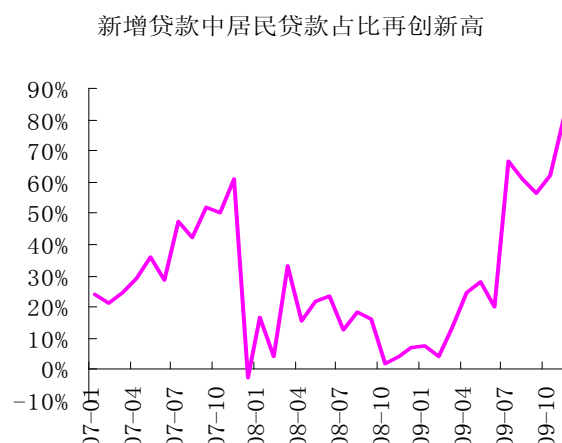
因此，在经济还很不景气的时候，大幅扩大信贷规模和货币创造乘数。虽说，下半年开始，“适度宽松+微调”已经成为货币政策的基调，监管机构对银行的信贷的审查也逐步收紧，但是，大规模释放到民间和实体经济的流动性是无法快速回收的，这无疑将增加未来较长时间内的通货膨胀的压力。

图 34：我国基础货币增长率情况



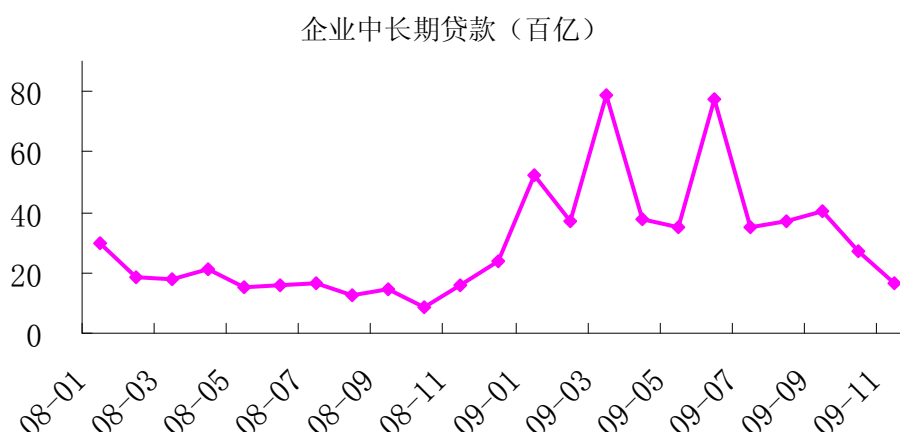
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 35：新增贷款居民贷款占比情况



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

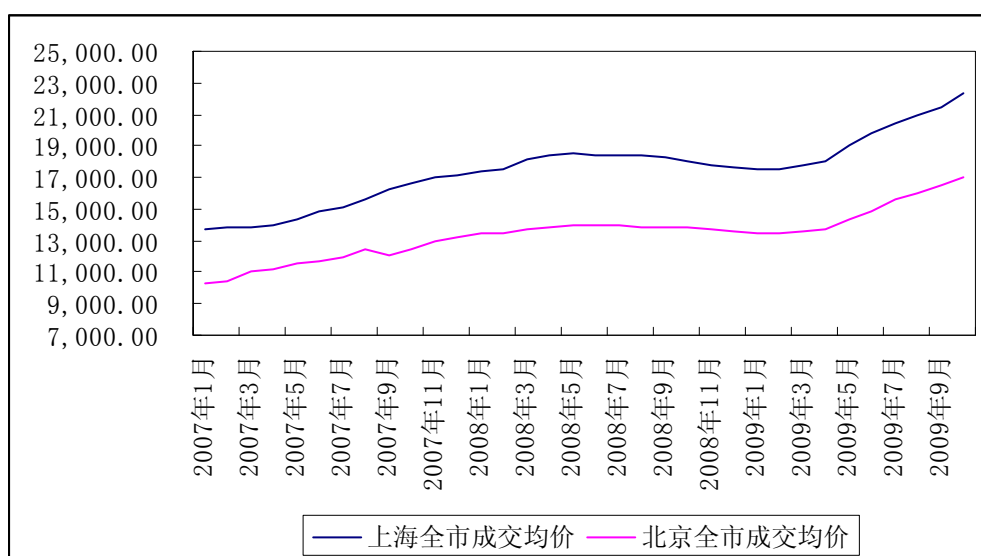
图 36：我国企业中长期贷款情况



数据来源：爱建证券研究发展总部

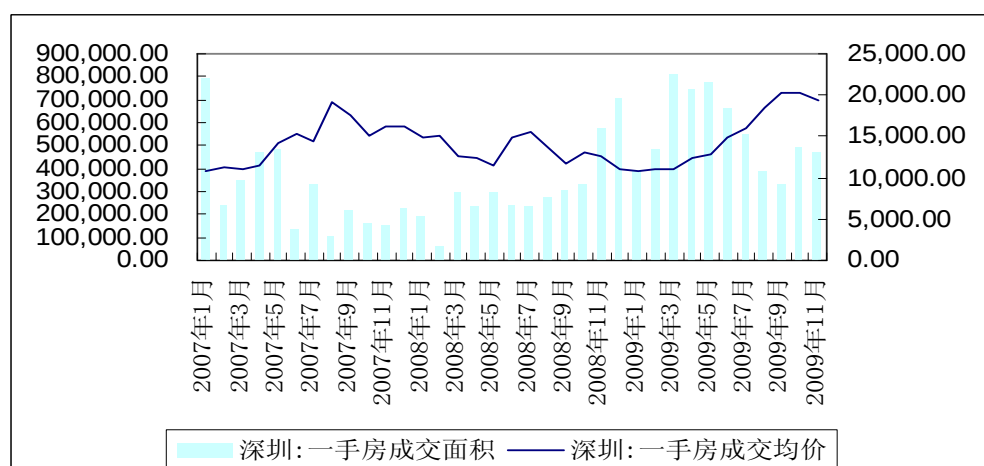
国内的房地产也成为吸收巨额流动性的黑洞。房地产价格在二季度以后重拾升势，北京、上海、深圳房价分别在今年7、8月创下了历史以来的新高，并在接下来的几个月内大幅上扬。这种结构性的泡沫已经成为我国保持物价平稳目标中的最大隐忧。

图 37：中原地产上海、北京二手房价格走势（元/平米）



数据来源：爱建证券研究发展总部

图 38：深圳一手房月成交面积和均价（元/平米）



数据来源：爱建证券研究发展总部

其次，输入性通货膨胀也将在未来使得工业出场品价格出现大幅波动。全球性的通货膨胀预期已经使大宗原材料价格纷纷上升到了年内的高位。中国作为最大的制造出口国，在很多方面却还是原材料和产成品价格的接受者。其无法完全转移成本的上涨，将一定的国际性通胀吸收到本国内部，同时提升对外贸易部门和非贸易部门的成本水平。

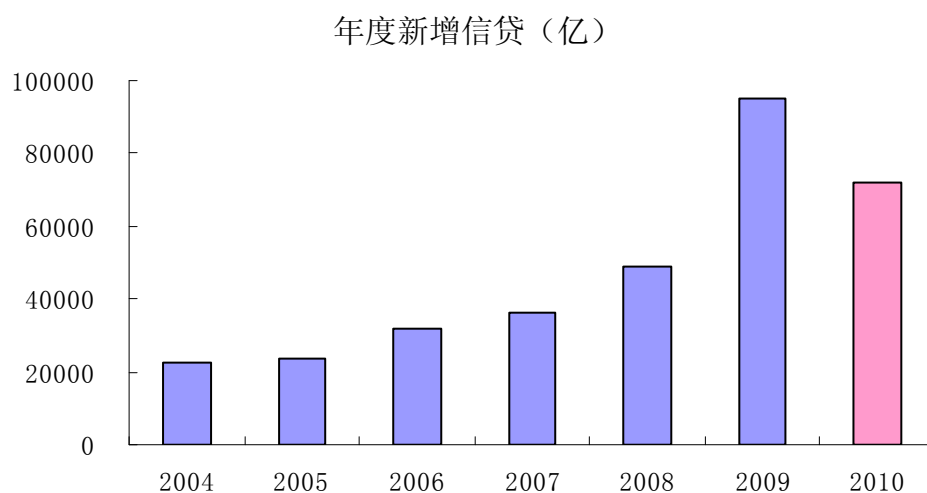
最后，通胀预期也将是最终推升通胀水平的重要因素之一。即便是物价指数还是负值的时候，居民的通胀预期也未有减弱，央行的调研显示，今年以来，居民的投资意愿有明显的上升，包括投资股市基金和房地产。而存款似乎已成为居民投资篮子中最后的选择，在经济触底之后就持续回落。通胀预期并非直接推升物价水平，而是通过需求拉动，成本推动来最终实现，这就是经济上有名的预期的自我实现规律，即便原来的通胀可能只是温和的。

而且通胀预期是一个相当主观的因素，要实现通胀预期管理的难度绝不亚于管理通胀本

身。尤其是目前，物价指数已经步入正增长轨道，而各项公用事业（包括水、电、汽）和日常基本支出项目（包括汽油、公交）都在涨价和酝酿涨价之际。2010 年通胀预期还将继续上升，直至货币政策进入加息通道之后。

综合以上的分析，2010 年需求拉动、成本推动和进口输入三大传统通胀因素将共同发挥作用，并且在流动性和通胀预期的推波助澜的下，给予国内的物价水平较大的上升压力。货币政策微调力度逐步加强是毋庸置疑的。调升保证金和利息应当不可避免。时点理论上应当是先于美国，但是出于升值压力和保护出口的目的，很可能是同步或晚与美国，在三季度附近。2010 年的信贷水平还是将维持再次高水平，达到 7.5 万亿左右。

图 39：我国年度新增信贷情况



数据来源：爱建证券研究发展总部

四、结构调整 是压力也是动力

我国的经济在经历了多年快速发展之后，积累的结构性的矛盾也越来越严重。上致消费、出口、投资三驾马车配比的失衡，下至各部门内部结构的失衡。都需要通过政策的调整和引导来推动其尽快进行结构的调整。结构调整不仅是优化经济增长质量的必经之路，也是换取经济长期发展动力的必要条件。

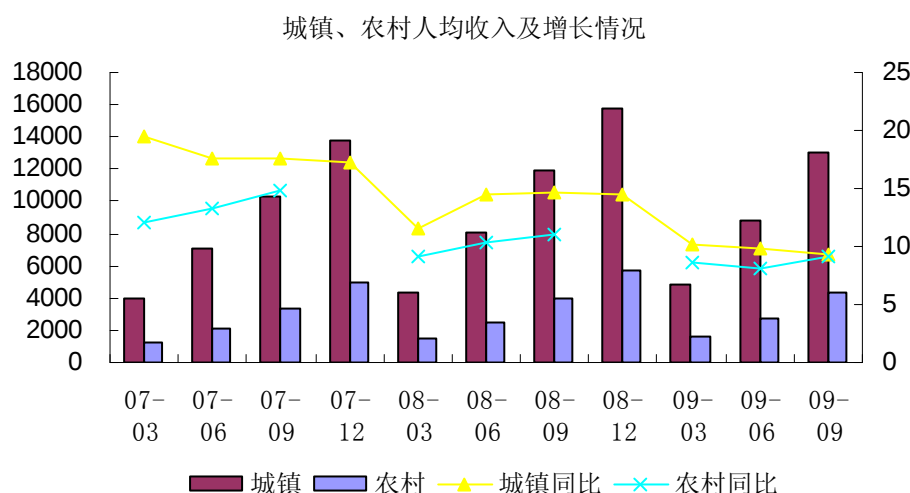
在 8 月末一次国务院常务会议中，管理层正式提出研究部署产能过剩和重复建设问题时，我们就曾说，那只是一个开始。而中央经济工作会议中可以看到，管理层对调结构的重视大有加强。加大经济结构调整力度已经成为 2010 年乃至以后中央的重点工作之一。而调结构的程度也由部门内部上升至部门之间。

4.1 消费部门 着力点不同

从中央经济工作会议的精神来看，支持民生、扩大消费是政策扶持的重点，也是部门间调整的方向。今年来看，大规模刺激消费的政策也起到了较好的作用，并且势头将延续至 2010 年。但是，这毕竟是短时间内的效果，政策成本也不小。目前，农村和城市正处于两个不同

的消费升级阶段，刺激的着力点应当有所不同。

图 40：我国居民收入情况



数据来源：爱建证券研究发展总部

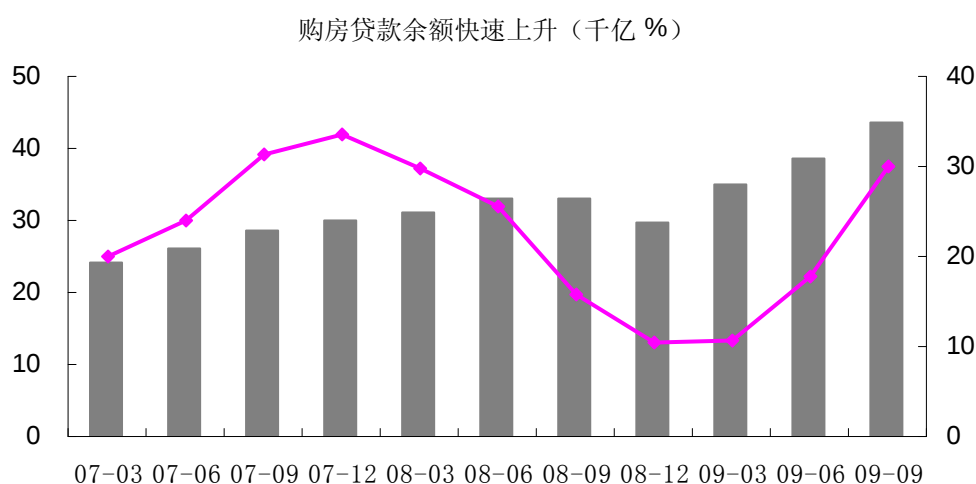
农村要着力提高农民现金收入水平

中央经济工作会议提出把城镇化放在调整经济结构的重要位置上，通过放宽中小城市和城镇的户籍限制，积极稳妥地推进城镇化，以此撬动农村、城镇这个中国最大的消费市场。长期来说，以城镇化作为促销费重要抓手，符合农村发展规律的需要。这也是一个相对比较长的建设完善过程。需要包括建设、养老、就业、医疗、教育等多方面基础工作的完善。目前，伴随着农民人均收入的增长，农村的消费率和消费支出增速都有所提高，收入的增加将能更多带动消费的增长，农村地消费增长正处于上升阶段，还有很大的空间。因此短中长期来说，通过进一步集约化农业、规模生产、便捷物流和整合市场销售平台，来着力提升农民的可支配收入水平，甚至是现金收入，是提升其消费水平的关键。

城镇要着力改善居民的消费结构

对于城市居民，尤其是大中城市居民，调整消费结构将对整体消费支出和消费品质有进一步的推动。从之前消费中也可以看到，房地产及其相关对整体消费水平的拉动有多大，更不用说，房地产间接的拉动。城镇居民，尤其是中等收入群体，房贷占收入比过高；房价收入比远超国际警戒标准；以及房价涨幅远超经济增长、收入增长水平。一套房要消耗两代、甚至三代人的财富积累。这将大大削弱其他消费的增长，削弱消费长期增长的动力。因此，对房地产的有保有压接下来应当更为分明。同时，社会保障、医疗、教育方面的改革也将进一步推进，以扩大居民的消费需求，充实消费长期、良性增长的动力。

图 41：我国购房贷款余额情况



数据来源：爱建证券研究发展总部

4.2 生产部门 投入升级，借力市场

对于投资与生产部门，国家的投入应当开始非常注重投资的领域和效率。一年以来开建的大规模基础投资可以说对于产能过剩以及淘汰落后产能还是有一定的压力的。中央投资在完善民生、建设的同时，本身结构调整也要有所提升，以引领、鼓励地方和社会投资和生产的升级，特别是一些高科技、大资金、高壁垒的领域，目前来看，包括航天航空、高新电子设备、新能源这些有利于带动未来经济长期增长动力的方面，投入的程度和支持的力度将不断有所加强。

另外政策应当借助完善产业结构调整指导目录、强化节能减排目标、明确信贷财税支持政策，通过明确制度规则，指导市场自发完成过剩产能淘汰、可持续发展和技术升级换代。在经济逐步复苏，产业结构需要调整的当口，逐步减轻经济一般领域对政策资金的依赖，而增强市场的杠杆效用和效率机制。因此，财政在这方面应当以“缩开支+减税”的方式推进，尽可能控制政策项目，缩减不必要的政府开支，同时保持减轻企业税负来提升经济体自身的活力和发展动力。尤其对中小企业和服务业的撬动力度还有很大的增强空间。

五、结 论

整体来看，2010 年外围经济体将进入实质性的复苏阶段，虽然过程相对疲软，不过整体经济的紧缩状态将有所缓解。全球刺激政策的退出多数还将采取跟随式。三季度末四季度初伴随美国正式结束资产救助计划为标志，可能会看到更多退出行动。

国内经济方面，随着经济的复苏，保八压力的减小，配合经济工作会议制定的主要目标，货币政策将在保证经济增长必要资金需求基础上，以微调为常态，以退出为准备。而财政政策将为结构调整的尽快实现，而有更多的方向和力度上的调整。也就是说财政政策和货币政策都会有实质性的调整和退出，以平复资产价格的泡沫和恢复市场自身的效用。这并非坏事，说明经济应当已经开始进入自主性修复、增长的过程。因此，2010 年可以期待的是，实体经济将有更切实的改善，而并非只是货币性的繁荣。

表 3：2010 年宏观经济预测（单位：%）				
经济变量	2010 年预测	2009 年预测	2008 年	2007 年
GDP	9.6	8.5	9	11.9
CPI	3~4	-0.5~0	5.9	4.8
PPI	5.5~7	-4~-2	6.9	3.1
出口	17	-16	17.2	25.7
进口	20	-14.5	18.5	20.8
社会固定资产投资	26	32	26.1	25.8
工业增加值	16	11	12	18.5
社会消费品零售总额	17.5	15.8	21.6	16.8
M2	19	27.5	17.8	16.7

第三部分：2010 年 A 股市场展望

一、预计未来两个季度内货币政策将保持稳定

从未来政策展望看，总体上，我们认为货币政策名义上仍将维持“适度宽松”，但实质上可能以保持稳定为主。具体来看有以下几个方面：

第一，2010 年一季度新增贷款规模将成为焦点，月均 1 万亿元较为合理。我们预计 2010 年新增贷款或为 7.5 万亿，这也是目前市场的普遍预期。从 06、07 和 09 年这三年情况看，全年各季度贷款大致按照“4321”的比例投放，按此推算，2010 年一季度新增贷款可能达到 3 万亿左右，月均贷款可能在 1 万亿左右。如果实际数据与此出入较大，那么我们认为政府对货币信贷的态度也会发生相应变化，或许会采取对应的措施进行微调。

第二，公开市场操作或准备金率政策更多是针对外汇占款，而非经济或通胀。近期公开市场操作力度明显加大，我们认为有两方面原因，一是节后回笼资金的正常需要，二是为了对冲外汇占款。从未来两个季度看，我们认为，如果央行采取加大公开市场操作力度或是调整存款准备金率，其目的应该更多的是为了控制外汇占款的非正常增长，而不是针对经济增长或通货膨胀采取的政策。

第三，中国是否加息需综合考虑国内、国际情况，可能要等到美欧政策退出预期明确后才会进行。为应对经济危机，全球普遍采取了极为宽松的货币政策，中国也不例外，全球经济和政策的联系在这次危机中似乎变得更加紧密。因此，从政策退出角度看，中国是否调整利率也需要综合考虑国内、国际的经济和通胀情况。从国内看，我们预计 2010 年中国经济增长率达 9%，物价水平上 2010 年有一定通胀压力（预计上半年部分月份 CPI 过 3%，PPI 过 5%），输入型因素将主导国内通胀发展的方向；从国际看，当前已有澳大利亚、印度、以色列和挪威等国家相继采取了一定的退出措施，这在一定程度上推前了全球政策退出的预期，但就欧美日等大型经济体而言，有观点认为美国可能在 2010 年年中以后才会考虑加息，但总体上当前对美国的政策退出预期仍不明朗。考虑到人民币中短期内有较大升值压力，为避免进一步增加升值压力，我们认为中国 2010 年是否加息，可能需要在美欧等大型经济政策退出预期已经相当明确的前提下才会确定。

二、流动性分析

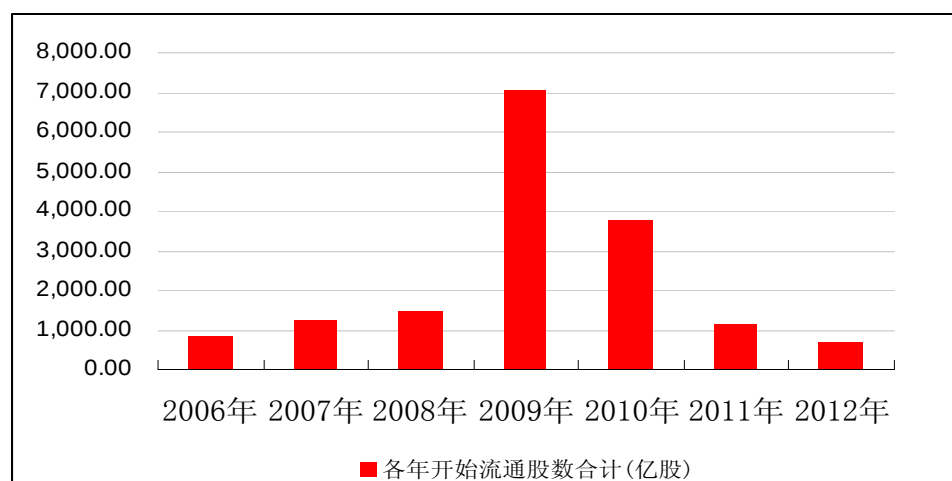
1、2010 年“大小非”的解禁压力将明显弱于 2009 年

2010 年 A 股合计解禁数量为 3780 亿股，为 2006 年——2012 年期间解禁数量第二大的年份。从 2010 年各月解禁规模来看，呈现出两头高，中间低的格局，其中 2010 年最末两月解禁数量为 2203 亿股，占全年解禁数量的 58.28%。

中国石油（601857）于 2010 年 11 月解禁的 1579 亿股，无疑是 2010 年“大小非”解禁的重头戏。

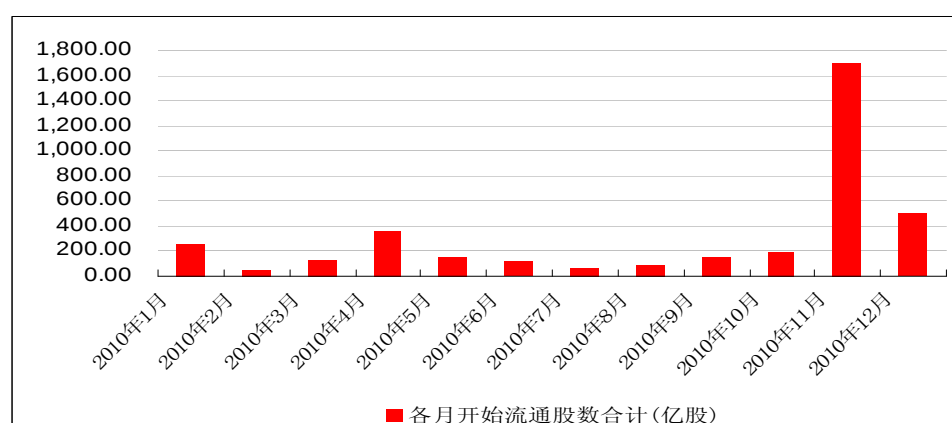
其单支个股解禁数量占全年解禁规模的 41.77%。由于其解禁持有人为中国石油集团，作为大股东，我们预计其在二级市场抛售的可能性极小。故我们认为无论从解禁规模还是“大小非”抛售意愿，2010 年“大小非”的解禁压力将明显弱于 2009 年。

图 42：2006—2012 年开始流通股数合计(亿股)



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 43：2010 年各月开始流通股数合计(亿股)



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

2、股票融资规模稳定增长

2010 年股票融资额将大幅增加，预计股票融资额为 7000-8000 亿元，主要是三个增量原因：一是随着经济转好预期的加强和初步落实，企业融资需求会进一步加大；二是国家支持中小企业发展的愿望短期内不会减弱，故此创业板的扩容仍将继续；三是为建设上海国际金融中心，国际板破题有望于 2010 年实现。

另外，人民币升值预期下的外部资本流入量将对房地产市场、证券市场也有较大的影响，而这一因素也存在较大的不确定性。

3、2010 年新增信贷资金规模将比 2009 年规模小

我们预计 2010 年新增信贷资金规模将比 2009 年 10 万多亿要小，但有望维持在 7.5 万亿左右。另外，国际资本预期人民币升值情绪升温前提下，大量海外资本流入将使得 2010 年流动性保持 2009 年的水平。

4、存款活期化提速利于未来股票市场上行。

09 年 10 月 M1 增速达到 32.03%，M2 的增速为 29.42%，两者增速差将呈现不断扩大趋势。具体看，如果扣除 M1 中的现金变化，今年 10 月企业的活期存款增加了 6865 亿元，由于企业总的存款增加 2106 亿元，因此反推定期存款肯定出现了大幅减少（估计约 4000-5000 亿元左右），存款活期化的趋势非常明晰。根据历史经验，活期存款增速快于定期存款增速之时，相对有利于股票市场上行。展望 2010 年上半年，存款活期化趋势有望延续，有利于股市上涨。

综上所述，2010 年 A 股市场流动性仍将继续保持充沛状态，但国内股市融资扩容节奏、美元反转将直接或间接影响 A 股市场流动性。

三、投资意愿、信心增强

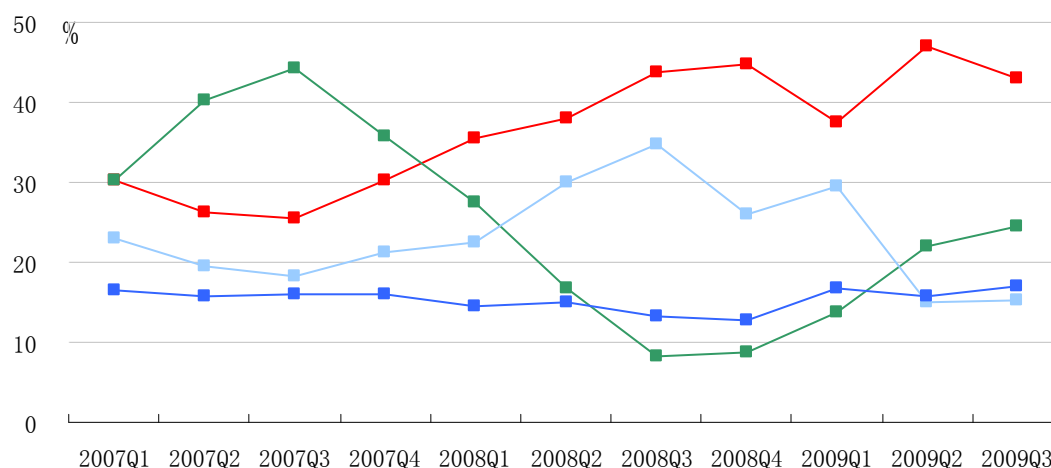
3.1 居民投资意愿增强、储蓄意愿回落

根据央行发布的《2009 年第四季度全国城镇储户问卷调差综述》，城镇居民在安排支出时有 42.0% 选择“更多地储蓄”，有 42.1% 选择“更多投资”，有 15.9% 选择“更多消费”。居民选择“更多投资”的比例今年以来连续攀升，较年初累计提高 13.0 个百分点，恢复至 2008 年 1 季度水平。从居民投资方式看，房地产、基金和理财产品、股票分列前三位。

相对应的居民储蓄意愿，较上季度的历史最高值 47% 回落了 3.9 个百分点，下降至 43.1%。不过，对于消费，居民似乎仍不太积极，选择“更多地消费”的居民仅为 15.3%，但已较上季度略升 0.2 个百分点。

调查还显示，居民对房价的满意度在下降，但购房意愿却在继续上升。

图 44：居民投资、储蓄意愿调查



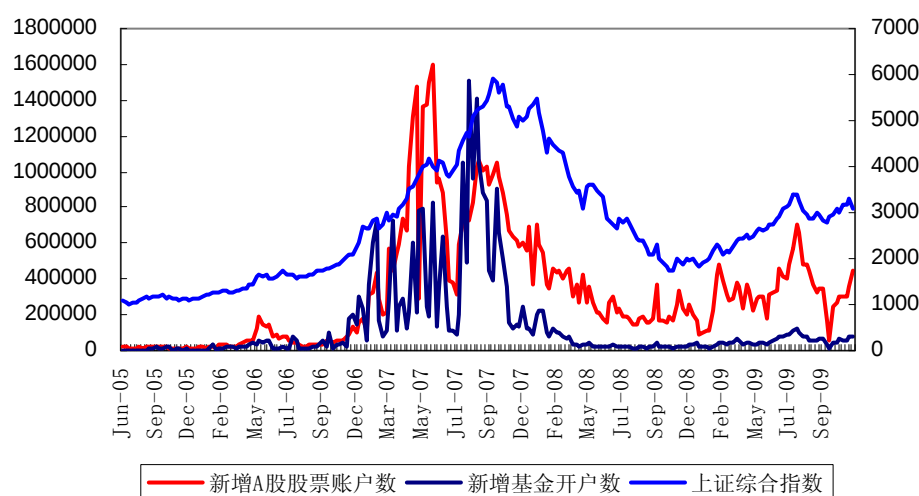
	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q4
更多储蓄最合算比例	43.80	44.80	37.50	47.00	43.10
购买股票和基金最合算比例	8.20	8.70	13.80	22.10	24.50
消费意愿比例	34.70	26.10	29.60	15.10	15.30
购买住房意愿比例	13.30	12.70	16.70	15.80	17.10

数据来源：wind、爱建证券研发部

3.2 开户数与股市密切相关

从开户数指标来看，股票和基金开户数和大盘运动方向密切联系。同时从图表看开户数比大盘先见顶，而比大盘晚见底。从投资者的心态来看比较容易理解这个现象。目前开户数基本处于回升阶段，处于近期正常范围内，预示行情的延续可以期待。

图 45：开户数走势情况



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

四、估值分析：仍有上升空间

1、国内上市公司盈利情况分析：

我们预计 2010 年中国经济上半年将继续保持 9.5% 以上的增长幅度，但到了 2010 年下半年后可能会出现回落，但全年预计 GDP 增长 9.5%，显示国内经济从复苏向繁荣迈进。

基于自上而下的定量模型，我们预测沪深 300 上市公司 2010 年净利润同比增长 27%。

基于自下而上的推算，沪深 300 上市公司 2010 年净利润同比增长 25%。

2、目前估值处于历史中下位置，仍有上升空间

近 5 年来上证综指市盈率随着指数的起伏波动较大，大致波动区间 14 -72 倍之间，但是有个比较明显的趋势是在 2007 年前，由于大盘蓝筹较少，市场整体市盈率较高，即使上证综指运行在 1000 点-1500 点区间内的时候，市盈率依然维持在 17-20 倍之间，而随着指数大幅上涨市盈率上升的速度更要快于指数增速。指数同为 3000 点左右时段的 2006 年底到 2007 年初，市盈率已在 40-50 倍间，而目前市盈率则在 25-30 间，经过 2007 年一年多的时间大量国企大盘蓝筹的发行，大盘蓝筹股的股价和市盈率对于指大盘的整体状况影响加大。而从市净率来看呈现相似的状态。根据 WIND 数据，截止 2009 年 11 月 24 日上证综指静态 PE 为 28.08 倍，PB 为 3.5 倍，沪深 300 指数静态 PE 为 27.8 倍，PB 为 3.4 倍，整体来看 PE、PB 的估值水平位于历史中下位置，若相对指数区间来说，估值水平更是偏低。

同国外市场相比上证综指 PE 估值水平较高，在金砖四国中也位居第一。虽然我国目前的估值水平相对较高，但 A 股市场的估值水平是我国资本市场的结构以及经济发展状况的市场体现，不能简单认为市场估值过高。PB 值同样是位于前列，不过在金砖四国中，印度市场 PB 要高于中国。

图 46：近 5 年来上证综指及市盈率走势

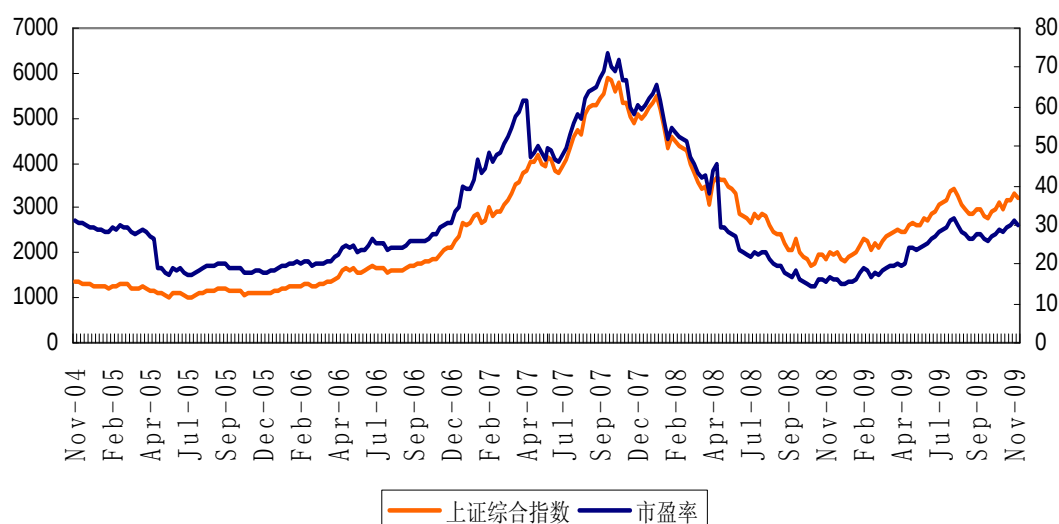
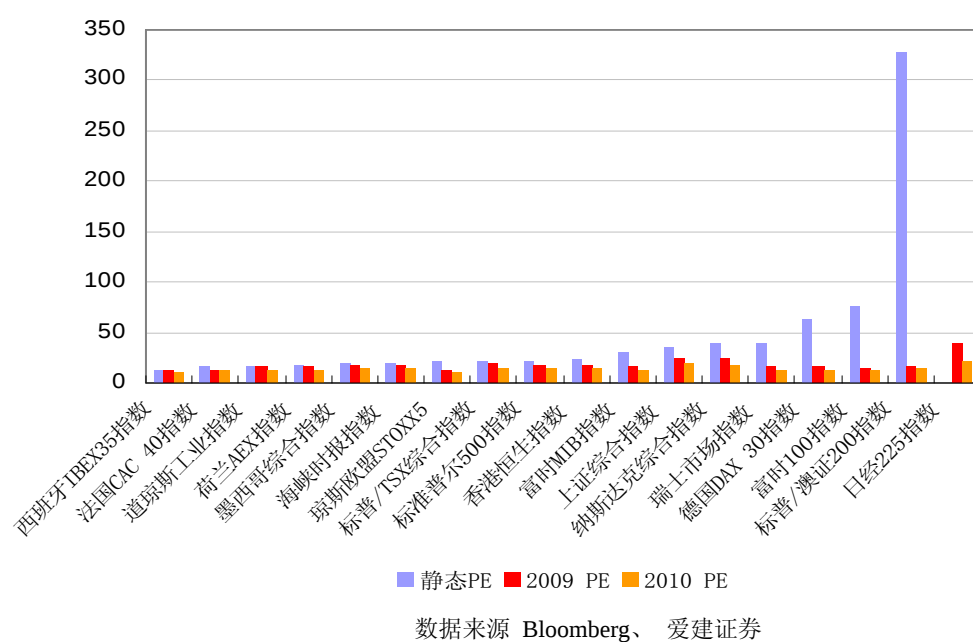


图 47：全球主要金融市场估值（PE）情况



五、2010 年 A 股市场分析

5.1、DDM 估值模型预测 2010 年 A 股：

表 4：沪深 300 指数 2010 年预测- 三阶段 DDM 估值模型与情景分析

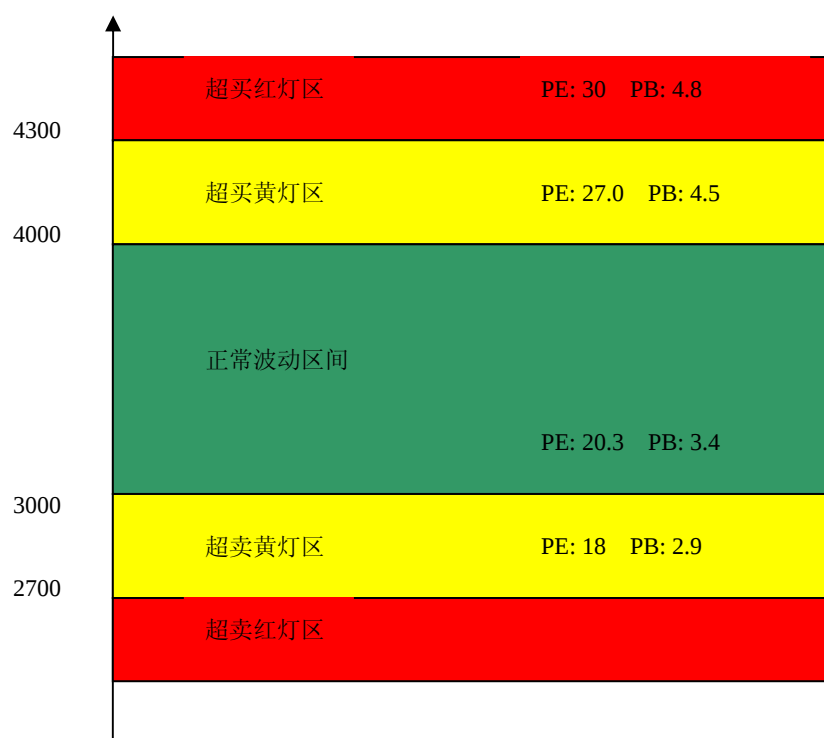
各种情景	显性阶段			半显性 阶段 I	半显性 阶段 II	永续 阶段	沪深 300 2010 年合理 动态 PE	沪深 300 2010 年合理点位	对应 10 年 上证综指点位
乐观情景	2008 年	2009	2010	2011-2020	2021-2030	2031 年后	40.13	5598.14	5300
增长率	-8.8%	25%	30%	45%	线性递减	3%			
股权成本		8.5%	9.5%	9.5%	8.0%	6.0%			
分红率		30%	35%	40%	线性递增	50%			
中性情景	2008 年	2009	2010	2011-2020	2021-2030	2031 年后	34.55	4634.36	4300
增长率	-8.8%	20%	25%	40%	线性递减	3%			
股权成本		8.5%	9.0%	9.5%	8.0%	6.0%			
分红率		25%	30%	40%	线性递增	50%			
悲观情景	2008 年	2009	2010	2011-2020	2021-2030	2031 年后	28.80	3708.56	3400
增长率	-8.8%	15%	20%	30%	线性递减	3%			
股权成本		8.5%	9.0%	9.0%	8.5%	6.0%			
分红率		20%	25%	35%	线性递增	50%			

数据来源：爱建证券研究发展总部

5.2、2010 年 A 股市场上证综指理论运行区间：2700---4300 点

综上所述，我们认为 2010 年在中国经济继续向好、上市公司业绩虽然继续保持增长，但季度间变化率较大的，另外，流动性变化情况也将随着人民币升值预期加大有较大的改变。因此，我们预计 2010 年全年 A 股市场上证综指将在 2700 点—4300 点之间波动（对应动态市盈率 18-30 倍），其中对上半年行情较乐观，主要是上半年 A 股市场环境比较乐观，期间宏观经济政策稳定、GDP、企业业绩增长快速回升，我们预测 2010 年上市公司业绩增长 25%。而对下半年行情趋于谨慎，主要基于“政策退出”风险的担忧、经济增长波动以及市场扩容节奏加快。

图 48：2010 年上证指数预测运行图



数据来源：爱建证券研究发展总部

第四部分：2010 年 A 股投资策略

一、投资策略

由于中国经济已经全面进入复苏阶段，明年将迈向繁荣阶段，而上市公司盈利情况有望进一步好转、市场流动性依然充沛等乐观因素，我们认为 2010 年 A 股市场有望延续震荡向上格局，乐观估计上证综指可能达到 4300 点。因此，从操作策略上看，建议在 3000 点以下可以做战略性建仓，4000 点以下均可保持谨慎乐观情绪，4000 点以上趋于谨慎。

从投资策略看，我们认为 2009 年下半年的一些热点有望继续延续，但 2010 年会有些微调，可以关注四大投资主线：

- 1、受益于人民币升值的板块：资源类（煤炭、有色）和金融行业（券商、银行）；
- 2、受益于促消费的板块：通信、汽车、家电、食品饮料、商业零售、旅游酒店；
- 3、受益于降能耗和政策扶持的板块：
 - （1） 低碳经济：新能源、智能电网；
 - （2） 医疗改革：医药和医疗设备；
- 4、受益于经济回暖的板块：化工、交通物流

二、行业分析

表 5：2010 行业分析

行业		2010 年行业分析	配置建议
金融	银行	未来存在加息预期，银行息差有望扩大，目前银行板块当前动态 PB 约为 2.57 倍，动态 PE 为 14.8 倍，估值较低，中长线值得投资。	平配
	保险	从 2009 年的情况看我们认为 2010 年该行业继续看好，特别是人寿和太保可以持续关注。	平配
	券商	受益行业整体景气度较高和新增（国际版、融资融券、股指期货）等的影响会有较好表现值得关注。	超配
房地产		2010 年一季度会有一个回调，原因是因为 2009 年业绩释放较快以及受到政策的压，因此除了个别区域性房地产公司别的总体投资机会不大。但考虑到人民币升值预期的情况，房地产板块的景气度至少可以维持到 2010 年上半年度，下半年情况视政策面变化而定，其中二线房地产中具有大量土地储备的公司将获得更高的市场关注度。	平配或减配
钢铁		2010 年整体随着通货膨胀预期升温会有所表现，但是行业总体业绩仍不稳定，因此只有交易性的机会存在。	平配
有色			平配
煤炭		09 年四季度和 2010 年一季度看好，但是总体而言更应关注新疆准东煤炭的上市公司和山西煤炭整合概念公司的表现。	超配

化工	整体开始复苏，但是部分产品增长迅速，建议关注煤化工、PYC、化工原材料的龙头公司。	超配
电气设备	行业总体继续看好，未来智能电网和新能源的并网发电以及煤炭坑口发电的推广一定会给电力电气设备带来重大的影响。新能源公司继续看好，特别是核电和风电的设备制造业继续维持高速增长。	
造纸和轻工行业	随着经济的向好和消费升级预期会有更好的表现，可以适当关注。	平配
运输业	2010 年看好，随着经济逐步复苏特别是中国加大进口的影响，未来一年该行业看好。	超配
建筑	.类似工程机械行业，随着行业整体的回暖和投资的延续地域性的建筑建材公司会有很大的发展空间，特别是西部地区的公司。而作为建筑龙头的部分公司会有稳定的收益未来能维持目前的价格。	平配
通信	我们预计 2010 年会有较好的发展，因为该行业我国目前在世界上正逐步体现出竞争力，类似纺织和钢铁业的过去。随着不断的新兴技术的公司加盟该行业的整体产业链已经获得资金和技术的支持，未来特别是 2010 年下半年随着 3G 的运用深入会有较好表现。	超配
电子	部分涉及智能化产品的公司会有较好表现，而家电行业随着经济环境的逐渐好转，消费需求的增加，2010 年家电行业的业绩增长确定，这将有效降低估值水平。我们继续维持家电行业强于大势的评级。而公司需要选择具有估值优势的公司。重点关注上市公司为：格力电器、九阳股份、海信电器、美的电器。	超配
汽车	行业总体来看涨幅已高，特别是整车更是如此，2009 年整车销量创出新高，2010 年如继续维持这样的销量同比增长也是趋缓的。因此整车行业 2010 年维持 2009 年的水平，而汽车零部件行业受益于 2009 年整车销量的提高，继续看好。 工程机械方面 2010 年随着 4 万亿投资的延续，行业整体看好，特别是行业的龙头公司会有较好表现，如三河智能、三一重工等。	平配
医药	受益于医改，特别是随着农村医药市场的拓展，城镇居民对医药投资的增大，未来医药行业整体看好。其中部分龙头公司尤其是中药特色公司和有科技含量的医药公司前景看好。任何一次回调就是介入机会。	平配
商业零售	随着经济的回暖和居民消费的兴旺未来一年商业零售板块业绩会继续增长，但是行业总体市盈率相对较高，因此更多的应该关注行业内整合和资产注入的情况。	超配
农业和食品饮料行业	我们建议更多的关注肉类公司和部分白酒行业，因为我们预期猪肉的价格将会继续上涨而白酒消费税对上市公司影响不一，个别的高端公司能把税负转嫁因此业绩不会受到影响。	平配

数据来源：爱建证券研究发展总部

一、受益于人民币升值的板块：资源类（煤炭、有色）和金融行业

● 煤炭行业—进口减少，供不应求，10年煤价上涨可期

投资要点：

（1）煤炭的下游产业主要有电力、钢铁、化工和建材，累计占煤炭总需求的 90% 以上；这几个行业均于 08 年年底、09 年年初触底，目前正处于复苏通道中；我们预计四个行业 10 年的累计耗煤量较 09 年增长 10% 左右，带来大约 3 亿吨的煤炭增量需求；

（2）国家的兼并重组政策及各省份对小煤矿的整顿在短期内会对煤炭产能形成一定的压制，我们预计 2010 年山西、河南等地的煤炭产量将基本保持稳定，内蒙、新疆等地虽有较大潜力，但受制于运力限制，增长幅度很难超过 2009 年；综合来看，10 年我国煤炭产量继续保持平稳增长，增量在 2.8—3.0 亿吨之间；

（3）09 年 1-10 月份，我国实现煤炭净进口 7,797 万吨，预计全年累计在 9000-9500 万吨之间；由于几方面原因，我们预计 2010 年我国煤炭净进口量将大幅减少，粗略估计在 50% 左右，为 4500—5000 万吨；

（4）08 年以来，澳大利亚 BJ 动力煤每吨的现货价一直高于布伦特原油每桶的期货价，而近来这两种价格大致相当，我们认为原油价格在短期内能够为国际煤价提供支撑；

（5）2010 年，我们预计下游行业复苏所带来的煤炭增量需求为 3 亿吨左右，供给增量在 2.8—3.0 亿吨之间，净进口量减少 4500—5000 万吨，潜在供求之间存在 4500—7000 万吨的缺口，从而使 10 年的煤炭价格继续维持升势；

（6）煤炭行业的业绩对价格非常敏感，价格弹性系数在 2 以上，其中焦炭类上市公司的弹性又大于动力煤类；一方面，我们看好 2010 年煤炭价格的走势，并认为焦炭的上涨幅度应大于动力煤；另一方面，焦炭类上市公司的业绩弹性又大于动力煤类，因此 2010 年我们更看好焦煤类上市公司的表现；

（7）4 季度，在动力煤价格大幅上涨的情况下，三项指标继续增长应无悬念，动力煤类上市公司的业绩表现应好于焦煤类，焦煤类又好于焦化类；

投资策略：

煤炭价格的走高将带动行业赢利能力的提升，我们继续给予煤炭行业“强于大市”评级，建议投资者关注两条主线，第一条是焦煤类上市公司，如西山煤电、金牛能源、潞安环能、上海能源等；第二条主线是具有整合预期的上市公司，如中油化建、国阳新能、大同煤业、恒源煤电等。

● 有色金属行业——经济复苏 PK 流动性退出

投资要点：

（1）“中国因素”仍扮演重要角色，“印度需求”驱动力还很弱。

中国是世界上有色金属最大的消费国，占据了有色金属消费增量的 60% 以上，中国因素已成为 2009 年上半年推动金属价格上涨的主要动力，尽管下半年驱动力有所减弱，但我们认为随着国内金属消费旺季的逐渐到来，有色金属价格可能再次受到中国因素的驱动。尽管印度未来金属需求潜力巨

大，但就可预见的未来，印度无论是经济规模、增长速度，以及金属消费占世界比重均不可与中国等量齐观，“印度需求”仍很遥远。

(2) 欧美经济复苏迹象明显，为金属需求提供额外动力。

从欧美日的领先指标变化看，欧洲、美国采购经理人指数分别在已分别超过 50 的经济繁荣/衰退分界线，且环比来看，连续 10 个月环比上升，而消费者信心指数也止跌回稳。而美国最新公布的 11 月份非农就业数据显示，就业人口仅减少 1.1 万人，降幅远远低于预期；而失业率则意外降至 10.0%。这表明美国经济复苏进程超出此前市场预期，经济复苏的最后一块拼图已然呈现。

(3) 全球流动性退出路径，中国可能在美国之后。

随着全球经济复苏越来越明确，预防通胀也逐渐摆上了各国政府部门的议事日程，各国都在考虑流动性的相机“退出策略”，澳大利亚率先打响了加息的第一枪。目前，市场普遍认为欧美加息可能要到 2010 年下半年，但不同与市场观点，我们认为美联储可能会先于欧洲央行加息，而中国由于为了降低人民币升值的预期，加息举动也可能是在美联储加息之后。

(4) 至少在 2010 年一季度，流动性无需担忧。

如上所述，经济刺激政策退出要到 2010 年下半年。而就国内而言，每年 1 季度是银行发放新增贷款最为集中的时期，而 1 月份又是发放额度最大的月份，可以认为至少在 2010 年 1 季度，流动性无需担忧。

(5) 金属价格在 2010 年上半年可能演绎“先涨后跌”。

我们认为由于流动性在 1 季度仍很充裕以及金属消费旺季的来临，金属价格由继续上涨的空间。而到 2010 年第 2 季度，对经济刺激政策退出的担忧将逐渐加剧，尽管退出计划还未付诸实施，但金属价格可能会提前作出反应。金属价格在 2010 年上半先涨后跌的概率很大。

(6) 风险因素：希腊主权评级遭下调，避险情绪升温导致美元升值。

惠誉近日将希腊主权评级由之前的 A-下调至 BBB+，这是希腊长期国债评级十年来首次降至 A- 级以下。希腊外，意大利、英国、爱尔兰、西班牙及葡萄牙等国家财政状况前景亦非常严峻。意大利国债占 GDP 比重已经接近 120%，而爱尔兰、英国和西班牙财政赤字占 GDP 比重均将在 2010 年超过 10%，而葡萄牙已被标准普尔列入负面观察。希腊主权评级遭调浆使得市场避险情绪升温，美元升值，也使得市场对世界经济复苏前景产生担忧，这将压制金属价格。

投资策略：

综上所述我们认为金属价格仍有持续上涨的空间，但目前有色板块估值已缺乏吸引力。我们仍给予“同步大市”评级。重点推荐：云铝股份、中金岭南、江西铜业、南山铝业、海亮股份。

● 证券行业—创新业务激发新的盈利模式

投资要点：

(1) 经纪业务：股票交易额略有增长，净手续费率继续下滑。明、后两年流通市值将大幅增加，日均成交额继续增长的可能性较大。此外，经济恢复等五大因素将推高未来成交额，预计 2010 年、2011 年日均成交额分别为 2850 亿元和 3100 亿元。另一方面，佣金率下滑，下降空间减小。

(2) 融资融券和股指期货推出提升券商盈利能力。融资融券业务可以为券商带来增量的手续费

和利息收入，并有效提升券商的资金运用效率；另一方面，增量资金的进入有利于带动成交的活跃，提升整体成交金额水平。股指期货的推出不仅可以增加证券公司的收入来源，同时也可以改善自营业务的投资方式。我们认为，新业务的推出将至少为券商带来约为总收入 10%左右的增量收入，最高可带来 30%以上的增量收入。

（3）未来两年将是券商投行业务的黄金时期。2009 年在 IPO 停摆半年的情况下股权融资规模超过了 2008 年，预计 2009 年股票融资额将近 4000 亿元。随着企业融资需求的恢复以及资本市场的不断扩容，未来两年股权融资规模的增长是可以预见的。预测 2010 年股权融资规模将达 6000-7000 亿元。

（4）2010 年券商股估值有望提升。2010 年券商的盈利增长是大概率事件，同时随着资本市场的成熟，较高水平的成交额或将在未来几年内成为常态，这将提升市场对于券商股的信心。另一方面，直投、融资融券、股指期货等创新业务的陆续推出，将提升券商利润长期增速预期。

投资策略：

2010 年继续看好证券行业。我们维持对行业的“强于大势”评级。重点推荐：**中信证券、海通证券、国元证券、东北证券**。中信证券为行业龙头，估值优势明显，创新业务实力领先。海通证券资金利用效率提升，受益创新业务程度高。国元证券资本实力提升，业务发展有望超预期。

二、受益于促消费的板块：汽车、家电、食品饮料、商业零售、通信、旅游酒店

● 通信行业—上半年看设备商，下半年看运营商

投资要点：

（1）电信收入低速增长，逐步回升中。

2009 年 1-10 月份，电信主营业务收入累计完成 6989.1 亿元，比上年同期增长 3.4%，逐月上升。我们预计 10 年全年电信收入逐步恢复增长，增长率逐步向 GDP 增速靠拢，未来 2 年复合增长 6%以上。移动和宽带用户的成长仍是行业增长的驱动力。

（2）通信设备行业景气持续。

大规模电信投资驱动通信设备行业业绩确定性成长，设备行业处于景气周期。电信设备商收入确认通常有 3-6 个月的滞后期，在 09 年下半年电信投资继续加大的形势下，将对 09 年下半年和 10 年上半年设备商的业绩形成支撑。因此，我们继续看好通信设备上的景气延续。

（3）FTTx 带来接入网增长机会。

宽带渗透率 7.5%左右，宽带接入速度在 2M~4M/秒左右，仍有巨大上升空间。我们预计，10 年开始，在移动宽带化和 FTTx 规模建设下，将推动接入网建设快速上升。

（4）移动互联网将伴随 3G 快速成长，空间巨大。

3G 网络建设、移动宽带化推进和 3G 业务推广将是移动互联网快速发展的驱动力。未来几年，基于 3G 的手机移动互联网业务将快速发展，推动移动增值服务市场快速增长。预计 2011 年国内移动增值服务市场规模超过 2000 亿元，未来 3 年国内市场复合增长 22.5%左右。

投资策略：

行业估值。从动态估值看，09 年动态 PE34.5 倍，10 年动态 PE28 倍，基本处于合理区间。高额

的电信投资使得 10 年行业盈利增长仍然相对乐观，尤其是 10 年上半年值得期待，通信行业将保持较高的溢价率水平。

重点关注个股：关注低估值且确定性成长的光通信公司**亨通光电**、**中天科技**，主设备商**中兴通讯**。关注产业链时序中后端的网优覆盖公司**三维通信**，增值服务商**拓维信息**。10 年下半年，重点关注受益于 3G 用户增长驱动的中国联通。同时，关注受益于飞信用户快速增长驱动的新股**神州泰岳**。

● 汽车行业—“后危机”时代 还有哪些超预期值得期待

投资要点：

(1) “后危机”时期中国宏观政策的重点，除了稳固复苏、管理通胀预期、合理选择政策退出时机，更重要的无疑是调整结构、转换增长方式。决策层希冀汽车产业成为带动增长的典范，同时更是调结构的典范

(2) 我国汽车销量处于长期的上升周期。自 01 年以来，年均增长率为 24%，CAGR 为 21%。汽车行业产业链较长，除了终端需求之外，该行业的发展也依赖于国家相关政策的扶持。

(3) 汽车销量的增长与 GDP 的增长密切相关，但是与消费更加直接。对于正处于复苏阶段的中国经济来看，国家不仅不会出台限制汽车发展的政策，甚至会借助汽车产业的特殊地位、鼓励汽车消费拉动经济增长。

(4) 我国仍处于汽车普及阶段，汽车消费和增长潜力都非常巨大。而长期看，汽车行业是可以享受人口红利的行业之一。

(5) 长期看，车价震荡向下，国外历史经验也证明了这一点：这些促动因素包括：规模化生产水平进一步提高、管理效率提升、费用率下降、竞争加剧等。

(6) 目前国内有 500 多家二手车市场，截至 11 月底，二手车交易量近 300 万辆，二手车交易越来越活跃。

(7) 看好乘用车，则应该更关注基本型占比较大、谱系较全或者盈利能力较强的公司，更能充分享受到整个乘用车市场景气周期带来的超额收益。

(8) 从汽车金融深度来看，保守估计汽车消费贷款可以再增加汽车需求 5-10%。

(9) 汽车消费热点在农村刚刚来临，未来消费空间很大。农村市场存在较强的示范效应。汽车下乡 2010 年将更加深入。

(10) 新能源汽车前途广阔：5 个试点城市私人购买鼓励政策细则即将出台，国家发改委将新能源汽车发展规划已上报国务院，预计 2010 年 3 月份正式颁布。

(11) 成本上升成为大概率事件，产能走形新一轮扩张：其中石油价格最为关键。我们对于 08 年上半年受原材料价格大幅上涨带来的车企利润被侵蚀仍然记忆犹新。出现适度的“产能过剩”本就是市场经济的必然产物，这也为行业优化整合创造了条件。

投资策略：

我们试图探求 2010 年的超预期，销量增长与结构调整有望成为盈利增长的双动力，乐观预计 2010 年有望表现为“量增利更增”的局面。汽车行业既有良好的成长性、又具备较高的估值优势，是理想的配置对象，维持“强于大势”的投资评级。

推荐公司：上海汽车、江铃汽车、宇通客车、海马汽车

● 家电行业---行业整体向好 选择优势公司

投资要点：

（1）2009 年前期家电行业运行大为好转。

从 2009 年前期家电行业的运行状况、业绩和市场表现，家电行业都表现出了良好的运行态势，较 2008 年大为好转。金融危机的影响渐渐消退。随着全球经济的复苏以及国内各种刺激消费政策的持续深化，2010 年家电行业的良好运行态势应能得到持续和深化。

（2）政策推动消费仍是主导

在我国良好的消费潜力基础上，在强调继续提高内需的政策下，家电作为消费的重要组成部分各种政策如：家电下乡、以旧换新、节能政策将得到持续深化，家电行业的收入增长应能得到保证。政策推动消费仍然是家电消费的主导因素，但是原材料价格的上升一定程度上挤压了企业的利润。出口作为一个变动较大的因素则增加企业的业绩弹性。总体来看我们认为家电行业收入能够保证 20% 的收入增长，而超预期的表现重点要看出口复苏情况。

投资策略：

我们循着政策推动国内消费的思路，看好 2010 年家电板块的前景。从市盈率角度来看，根据 WIND 统计，目前家用电器整体静态市盈率 28.98 倍，要高于全部 A 股以及上证综指、沪深 300 的整体市盈率。而市净率来看家用电器也同享高于市场整体水平。而我们根据 WIND 数据，选取近 5 年来静态 PE 家电板块相对上证综指溢价情况（剔除负值和超过 100 值等异常情况）。目前家电板块估值水平较高，短期风险累积，但我们认为随着经济环境的逐渐好转，消费需求的增加，2010 年家电行业的业绩增长确定，这将有效降低估值水平。我们继续维持行业强于大势的评级。而公司需要选择具有估值优势的公司。

重点关注上市公司：格力电器、九阳股份、海信电器、美的电器。

● 食品饮料行业

投资要点：

（1）2010 年我国出口形势依然严峻，政府投资和货币政策将以调结构为重点，促进消费将被放到突出重要的位置。政府促进消费政策有利于食品饮料行业上市公司扩大经营规模，提高经营业绩。

（2）我国粮食供给充裕，价格大幅度高于国外，2010 年我国粮食价格走势预计平稳，有利于食品饮料企业控制生产成本。

（3）夏季是啤酒生产和消费的旺季，给啤酒行业上市公司的股票带来季节性的投资机会。兼并重组预期将给相关公司股票带来投资机会。

（4）高档白酒提价效应逐渐显现，预计给 2010 年高档白酒上市公司带来投资机会。

（5）生产和消费旺季以及重组增发效应将提升 2010 年上半年葡萄酒和黄酒行业上市公司经营业绩。

（6）2010 年白糖价格继续上涨空间有限，制糖行业上市公司经营业绩与白糖价格相关性低。

(7) 2010 年我国猪肉价格处于周期波动的上升阶段给猪肉制品行业上市公司带来投资机会

(8) 2010 年我国奶业上市公司将走出三聚氰胺事件阴影，迎来持续稳定发展。

投资策略：

2010 年食品饮料行业存在三条投资主线，第一条投资主线是生产和消费旺季带来的投资机会，重点公司有**青岛啤酒**、**燕京啤酒**等；第二条投资主线是产品涨价效应显现带来的投资机会，重点公司有**贵州茅台**、**双汇发展**等；第三条投资主线是重组增发效应带来的投资机会，重点公司有**通葡股份**、**ST 中葡**、**兰州黄河**等，给予食品饮料行业“强于大市”评级。

● 商业零售-----“大消费”时代下守中带攻

投资要点：

(1)、09 年零售市场综述：行业复苏趋势基本得以确认。行业逐步复苏主要体现在：(a) 社会消费能力总体水平呈现逐步增长态势，目前已接近金融危机爆发之前的水平。(b) 与市场拟合度较高的全国百家重点零售企业销售指标同比保持良好增速。(c) 消费者信心与居民收入状况近期继续好转。

(d) 各家零售企业业绩明显呈逐季回升态势，预计在低基数效应下仍将保持增长势头。

(2)、行业估值仍有吸引力，但相对市场溢价率在高位。目前零售行业整体估值水平处于相对合理区间，09 年市盈率 42 倍，市净率在 5.93 倍，过去 5 年行业平均市盈率在 41 倍左右，平均市净率在 4.43 倍，相比行业 06-07 年间整体 62 和 52 倍左右的市盈率，目前的估值虽较之前提高明显，但相比之下仍有吸引力，但值得注意的是目前零售行业对 A 股市盈率的溢价均值为 62%左右，当前溢价率水平已为 74%，逐步趋向于合理区间的上端。

(3)、2010 年零售业总体投资风险小、机会大。投资风险小的主因包括：(1) 09 年行业低基数意味着高成长，从业绩成长性的角度，该板块具有被看好的依据。(2) 作为中国主要消费群体的青壮年人口比例上升以及城市化进程逐步加快，城镇与农村居民收入近年来也保持增长态势。(3) 围绕“扩大农村、城市、信用、换代以及节庆”为主题的消费政策 2010 年仍将延续。因此，正是基于对行业基本面和估值的判断，再加上对 2010 年政策面保持稳定性与延续性的预期，总体判断，2010 年商业零售行业的投资机会相对较大，而风险则较为分散。

(4)、行业投资机会-百货牵头，超市合力。我们认为投资零售股，一般是看中未来中国消费市场平稳增长给企业业绩带来的稳定性以及在大盘资金风格转换时相对较为抗跌的避险作用，因此就需要注重企业的业绩质量与未来成长潜力。在投资选时上，我们总体判断 2010 年上半年百货行业由于受低基数与消费弹性大的影响而受益最大；到了下半年，预计随着外围流动性与部分政策面的适度变化，我们更侧重该板块的防御性，尤其关注有通胀预期加剧可能带来的超市行业的超预期。

投资策略：

个股继续关注有业绩、潜力和题材的优质企业。百货行业业绩弹性相对较大，推荐区域龙头公司包括**重庆百货**、**鄂武商**、**银座股份**和**合肥百货**。超市行业则继续关注区域超市连锁龙头**武汉中百**和**友谊股份**。此外，2010 年有主题性投资机会的品种如上海本地股及一些重组概念股等仍需给予必要的关注。

三、受益于降能耗和政策扶持的板块：

- (1) 低碳经济：新能源、智能电网；
- (2) 医疗改革：医药和医疗设备；

● 电气设备——关注两大主题：核电、智能电网

投资要点：

(1) 2010 年电源投资持平，电网投资高增长：电源投资将在 2010 年呈现总体规模持平，结构调整剧烈的局面。电网投资将进入快车道，2010 年将保持 20%以上的增速，2009 年预计为 3100 亿，2010 年预计为 3700 亿。相关电气设备制造厂商将明显收益。而电源投资预计 2010 年增速为 0%，与 2009 年持平，即 2009,2010 年预计在 2950 亿左右。

(2) 核电概念一触即发：随着哥本哈根气候会议的召开，政府将继续表明坚决的减排决心。我们认为，2010 年是新能源发展面临新的新的机遇，进入提速阶段的一年。核电独特的优势，使其在新能源产业中具有很好的优势。核能是不产生二氧化碳的一种清洁能源。经过多年的发展，核电已成为一种成熟的、发电效率很高的能源方式。

资料显示 2009 年至 10 月份核电总装机容量为 908 万千瓦。2009 年仅有新增 23 万千瓦装机容量，而在建核电容量达 2450 万千瓦。而根据核电发展规划，我们预计在 2015 年核电装机容量就应达到 4000 万千瓦，是现有核电规模的 4 倍多。即未来 5 年，核电行业复合增长率为 35%左右。预计增速将呈现先缓后急的态势。

投资策略：

我们建议关注两类公司，一是中游设备的龙头企业，主要包括**东方电气(600875)**和**上海电气(601727)**，它们是核电大发展的直接受益者，是投资核电设备上市公司的首选。二是辅助设备公司，主要以**中核科技(000777)**、**自仪股份(600848)**和**奥特迅(002227)**为代表的辅助设备供应商，虽核电业务占公司业务较小，但进入核电建设的高峰期后，业绩会逐渐释放。

智能电网进入规划试点阶段：智能电网在规划上更为细致，在技术上也更加成熟，国网 2009 年首次对智能电表进行集中招标，使智能电网的大规模试点招标“山雨欲来风满楼”。2010 年将会是一个引爆年，在受益先后顺序上，我们认为“数字化变电站>柔性输电>智能电表”，最后是特高压输变电一次设备。原因如下：(1).数字化变电站试点已完成，技术最成熟，且投资所占份额较大；(2).柔性输电将是解决新能源接入和调度的关键，相关上市公司拥有较高技术壁垒 (3).智能电表招标已开始，预计未来 4-5 年的投资大约在 400 亿元。(4) 我国智能电网的“一特四大”的能源发展战略。推荐相应上市公司：**国电南瑞(600406)**、**许继电气(000400)**、**荣信股份(002123)**。

● 医药行业——关注确定性中的弹性

投资要点：

(1) 医药行业过去一年中，在新医改政策刺激下；老龄人口大幅增加；医保覆盖面逐步扩大，所释放的巨大刚性需求推动下，整体平稳发展，主营业务收入和利润同比增速虽然逐季小幅下降，但均保持 15%以上的增速。

(2)、在证券市场上医药行业上半年逐步消化 08 年跌幅较少所带来的估值溢价，整个上半年涨幅在 23 个行业中排名倒数第三。下半年至今，在医改一系列配套政策的刺激和甲型流感疫情的双重驱动下，行业涨幅居前，整体上呈现前平后扬的走势。

(3)、我们预计 2010 年我国医药行业将实现销售收入 9250 亿元左右，同比增长 24%，实现利润总额 950 亿元左右，同比增长 29%。在证券市场上，相对于上证综指，将走出先平后扬的走势。医药板块将利用年初一段时间消化 2009 年下半年以来不断上涨所带来的高溢价，下半年在确定业绩支持下再次提升溢价比例。

投资策略：

我们认为可以把握三条主线进行医药板块的投资：(1) 受益于医改政策的公司 (2) 估值溢价偏低、景气度回升的化学原料药子行业中的某些公司 (3) 受益于甲流疫情发展的公司。

2010 年一季度我们给予医药行业“中性”的行业评级，2010 年全年我们给予“强于大势”的行业评级，并建议投资者可以重点关注：**浙江医药 (600216)、海正药业 (600267)、康美药业 (600518)** 这三家上市公司。

四、受益于经济回暖的板块：交通物流、化工

● 化工行业-----行业在需求拉动下缓慢复苏

投资要点：

(1) 国内外经济触底反弹，恢复顺序先内后外。

危机后时代，国都处在缓慢恢复中，2010 年恢复的势头将更加有力、扎实。危机后的各主要经济体，把较之以前更多的经历放在本国市场上，以壮大本国经济为主，或将暂时减缓出口的恢复速度。

(2) 下游行业恢复程度较浅，2010 年存在不确定性。

对化工行业来说，下游产业的旺盛需求是行业发展的源动力。房地产、汽车等行业 2009 年回暖势头明显，纺织服装受需求拉动，也呈缓慢恢复态势。目前来看，对需求增长贡献主要还是国内部分，这归因于国家在 2009 年大力度的刺激政策，2010 年政策的走向是否依然强劲则充满变数。外围经济处于恢复初期，出口拉动是一个较缓慢的过程。

(3) 行业“去产能化”继续进行，优质上市公司存在机会。

危机爆发导致需求尤其是国外需求大幅减少，产能相对过剩成为出口依赖较严重的行业面临的严重问题。在国家一系列政策的引导下，“去产能化”有序进行，但进程并不彻底，预计未来这一过程仍将延续。一些有技术优势及规模效应的细分龙头值得关注，如山东海龙、烟台氨纶、丹化科技、华鲁恒升等。

(4) 低碳经济推进，MDI、组合聚醚等行业受益。

中国公布单位 GDP 温室气体减排目标到 2020 年降低 40%-50%，低碳成为 2010 年市场重点关注的题材之一，主要包括节能和减排。节能方面，受关注的是建筑外墙保温；减排方面，受关注的是 CDM 项目。国内受益于“京都协议书”涉及的 CDM 项目的化工行业上市公司主要有三爱富、巨化股份、兴化股份等。

投资策略：

投资逻辑上，我们认为行业走势上半年主要取决于国内需求的恢复，下半年出口拉动的作用将逐渐显现，按此顺序，在行业及公司的选择上，我们认为上半年重点布局在受益国内需求拉动的行业，主要有 PVC、纯碱、化肥，下半年重点关注出口占比较大的行业，如化纤、印染；另外，低碳经济概念下的节能减排也是 2010 年应该重点关注的热点题材，相关公司包括烟台万华、红宝丽等。

● 交通物流—复苏后面临新一轮增长

投资要点：

(1) 铁路 10 年煤炭货运量有望提升 09 年前 10 月，铁路货运量和货运周转量分别同比下降 1.9% 和 2.4%，但这两个指标从年初以来处于稳步回升过程中。2009 年铁路煤炭运量前 10 月一直处于负增长，原因在于国内外煤炭价格出现倒挂，致使国内煤需求减少；但随着经济逐步复苏，10 年火电发电量将好于 09 年，动力煤需求增速预计在 9%-10% 左右；而且全球经济景气度回升，国际煤价的回升将使“煤价倒挂”因素逐步减弱，国内煤炭需求和运量将会回升。

(2) 铁路客运时代逐步到来 2009 年前 10 月，铁路旅客发送量和旅客周转量分别同比增长 4.8%、2.6%，铁路客运保持平稳态势。随着“四横四纵”建设的逐步展开，铁路较公路和民航建设和运行效率相会落后的局面将得到改变，2010 年京沪高铁、哈大客专、沪杭客专将陆续投入运营，铁路客运的市场份额进一步提高；根据发达国家经验，高铁开通后，中短途民航客源将被分流 90% 以上，高铁武广段的投入运行，对于民航的影响已经显现；

铁路运输是“低碳经济”的新宠 铁路运输能耗仅为公路运输的 10%、航空运输的 2.5%，而污染比例分别比公路和航空运输低 74% 和 7%，铁路运输在减排和降耗方面具有明显的优势；中国铁路建设全面进入电气化阶段，电气化成为铁路运输提速、扩能和降低碳排放的主要手段；到 10 年京沪、京哈、京广和陇海等主干线将全线实现电气化，六大区电气化铁道实现联网，电气化铁路建设总里程将达到 3.5 万公里，占总营业里程的 41%；

(3) “海铁联运”将得到大力发展 随着我国经济结构的调整，劳动密集型产业逐步向中国内陆地区迁移，货物通过东南沿海港口海运距大增，而铁路运输在长运距、大货量运输中具有运费低、时间短和碳排放量低的优势。但是我国铁路集装箱化率仅 3%，远低于全球 20%-40% 的水平。根据铁路“十一五”发展重点之一就是建设集装箱快速货运体系，相关集装箱和特种箱运企业将因此收益；

(4) 2010 年铁路继续投融资体制改革值得期待 2009-2012 年是我国铁路大规模建设关键时期，基本建设投资 2009 年至 2012 年均 6000 亿元以上，2013 至 2020 年路网完善阶段年均投资达到 3000 亿元以上，铁路建设对于资金需求巨大，现阶段主要依靠发行铁道债、贷款和中央投入，但资金缺口依然较大，所以对于权益性融资需求巨大；随着 2009 年铁路系统实现主辅分离，根据“以存量换增量”的思路，大秦铁路已在 2009 年 11 月公布资产注入计划，我们认为，广深铁路和铁龙物流的资产注入将紧随其后；另外，预计有更多的铁路企业将上市融资。

(5) 预计 2010 年铁路运价体制改革或逐步展开 铁路客货运输价格一直实行政府定价，运价存在一定低估，特别是铁路客运价格自 1996 年以来就没有进行过上调；长期以来低运价政策使行业的回报率低，盈利能力差，缺乏对社会投资的吸引力；在考虑社会民生的前提下，进行运价体制的改革，对运价进行调整，逐步实现运价市场化成为必然；客货运输价格的上调和逐步放开，将改善铁路运营

企业的盈利能力。

（6）内外经济复苏，推动物流业发展 2010 年中国物流业内外发展大环境较好，外贸 2010 年有望随外围经济的复苏而出现好转，外贸物流将因此受益；并且国内推动内需政策，将推动内贸货物的流转，物流服务需求量大；另外，中国重工业化渐近尾声，物流业将成为中国工业化后期企业的第三利润源；2009 年 2 月，国务院常务会议通过《物流业调整和振兴规划》，即将于 2010 年出台的相关细则可能多达 15 项左右，预计行业内的优秀公司有望将陆续进入资本市场；

（7）关注具有竞争优势的特种物流行业 由于中国物流市场整体发展水平较发达国家有一定差距，行业内普遍以价格竞争为主，所以我们更看好行业进入壁垒高，供应有一定瓶颈的物流子行业，如：化工、汽车、冷链和电子物流企业，并且还会关注率先实现“物联网”的物流企业；

投资策略：

从估值角度看，铁路运输板块市盈率约为 26 倍，与全部 A 股平均市盈率相当；市净率为 2.8 倍，相较全部 A 股 3.6 倍市净率存在 22%的折价，我们给予“推荐”的评级；物流板块市盈率为 61 倍，市净率 4.1 倍，均高于 A 股平均估值，给与“中性”评级。

个股推荐：受益于潜在资产注入，运费提价——**广深铁路**（中性），**铁龙物流**（推荐）

增发收购资产，铁路主业有望得到全面改善——**国恒铁路**（推荐）

从事化工品保税仓储企业——**保税科技**

从事冷链物流，以及有整合预期——**锦江投资**

2010 年爱建证券 30 股票池（第一季度）

序号	代码	公司	行业	评级	EPS			09 年涨幅	10 年 PE
					2007	2008	2009		
1	600508	上海能源	煤炭	推荐	0.71	1.54	1.32	127.37%	1.51
2	600971	恒源煤电	煤炭	推荐	1.07	1.62	1.61	178.80%	1.79
3	600019	宝钢股份	钢铁	推荐	0.73	0.37	0.3	65.72%	0.51
4	002203	海亮股份	有色	推荐	0.5	0.43	0.52	84.49%	0.71
5	600219	南山铝业	有色	推荐	0.87	0.48	0.38	79.38%	0.54
6	000877	天山股份	建材	推荐	0.5	0.61	0.98	90.44%	1.27
7	000401	冀东水泥	建材	推荐	0.38	0.37	0.76	70.33%	1.05
8	002097	山河智能	工程机械	强烈推荐	0.56	0.18	0.39	41.46%	0.52
9	002122	天马股份	工程机械	推荐	1.89	1.9	1.04	14.37%	1.3
10	002204	华锐铸钢	电力设备	推荐	0.48	0.6	0.82	64.17%	1.13
11	600089	特变电工	电力设备	推荐	0.63	0.8	0.86	40.72%	1.08
12	002123	荣信股份	电力设备	推荐	1.3	1.01	0.85	87.20%	1.24
13	600794	保税科技	物流	推荐	0.11	0.19	0.31	126.76%	0.38
14	600125	铁龙物流	物流	推荐	0.34	0.29	0.37	53.74%	0.41
15	600104	上海汽车	汽车	推荐	0.71	0.1	0.88	63.12%	1.26
16	000830	鲁西化工	化工	推荐	0.215	0.22	0.17	73.74%	0.26
17	600075	新疆天业	化工	推荐	0.62	0.13	0.09	38.87%	0.25
18	600837	海通证券	券商	推荐	1.58	0.40	0.56	130.58%	0.63
19	000926	福星股份	房地产	推荐	0.6	0.47	0.52	104.06	0.66
20	600518	康美药业	医药	推荐	0.29	0.39	0.29	119.53%	0.39
21	600216	浙江医药	医药	强烈推荐	0.13	2.16	2.39	117.74%	2.91
22	600655	豫园商城	商业零售	强烈推荐	0.26	0.45	0.66	153.86%	0.88
23	000417	合肥百货	商业零售	推荐	0.27	0.33	0.39	96.39%	0.47
24	600827	友谊股份	商业零售	推荐	0.71	0.33	0.45	116.37%	0.57
25	600832	东方明珠	文化传媒	推荐	0.32	0.14	0.15	42.47%	0.20
26	600522	中天科技	通信	推荐	0.31	0.54	0.98	141.34%	1.17
27	000829	天音控股	通信	推荐	0.47	0.15	0.25	202.75%	0.44
28	000070	特发信息	通信	推荐	0.04	0.14	0.14	107.96%	0.16
29	600271	航天信息	军工	推荐	1.53	0.90	0.72	-3.27%	0.85
30	600797	浙大网新	物联网	推荐	0.19	0.09	0.18	71.38%	0.15

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。