

策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

许应涛

010-66276935

xuyingtao@cjis.cn

曹雪峰

010-66276925

caoxuefeng@cjis.cn

张媛媛

0755-82026740

zhangyuanyuan@cjis.cn

相关报告

策略年度报告

赚取出口消费的确定增长 博弈投资调控的超额收益

本报告深入分析了明年股指运行的可能趋势，提出了行业配置分析框架和建议。

投资要点：

- 回顾 2009 年 A 股行情的演绎，经历了：估值修复 乐观预期 真实盈利推升，这三个主要的阶段。其基本面因素是：政府全方位大力度的逆周期刺激政策环境下宏观经济的 V 型反转；天量流动性是 09 年市场表现最核心的驱动力；而市场层面的内在因素在于：估值体系坍塌后的重新构建，有强劲修正反弹的需求。
- 与 2009 年相比，“三驾马车”对经济增长的贡献将更为均衡。从这个角度看，出口、消费和投资三个领域都存在投资机会。
- 我们认为出口复苏明显，看好工程机械和化工行业因为出口回暖带来的机会；而消费正在进入拐点期，我们看好医药、城镇高端耐用消费品、消费上下游等行业；投资温和增长之下，建议把握调控节奏，寻找地产投资和政府投资领域的结构性机会，我们看好中西部地产、高铁引发的都市圈地产以及铁路建设、民生工程和节能减排行业。
- 对于三驾马车以外的市场驱动因素，我们建议关注通胀预期之下资金推动的资产资源行情、食品饮料行业在通胀之下的投资机会以及主题性投资下的事件驱动和政策驱动带来的交易性机会。
- 我们认为 2010 年企业盈利增长约 29%，政策预期的变化将造成股指的波动。在市盈率不再扩张，股指上涨主要由盈利增长推动的情况下，我们认为 2010 年运行区间在 3000 点到 3800 点。
- 综合报告对行业盈利以及估值水平和市场技术面（相对涨跌幅）的分析，加上我们对市场驱动力的分析，我们建议超配投资领域的建筑与工程、煤炭、工程机械、钢铁和金融；以及消费领域的医药、食品饮料、旅游、电信服务和零售。
- 10 大金股：中国铁建、西山煤电、中信证券、宝钢股份、中色股份；中国国旅、老白干酒、一致药业、东凌粮油、王府井

风险提示：海外经济复苏低于预期、贸易保护主义对出口的干扰超预期、消费增长低于预期、地产投资增速低于预期和信贷收紧步伐早于预期。

目录

第一部分 2009 年市场回顾	6
第一阶段: 估值修复, 大幅反弹	7
第二阶段: 复苏预期推动股指上涨	8
第三阶段: 乐观预期修正后的真实盈利驱动	9
第二部分 2010 年展望	13
一、市场驱动因素分析	13
1、出口复苏明显 把握结构机会	13
2、消费进入拐点期 政策持续刺激是超预期的关键	15
2.1 经济发展阶段决定消费跃升拐点	15
2.1.1 台湾消费率跃升拐点出现在人均 GDP3000 美元的时候	15
2.1.2 国内城镇消费处于爆发拐点	17
2.2 消费升级阶段高端消费品与娱乐休闲业受益最明显	21
2.3 大消费领域的投资策略	24
3、投资保持温和增长	27
3.1 制造业投资增速保持平稳	27
3.2 政府调控对地产投资构成短期负面影响	28
3.2.1 地产投资增速取决于地产销售增速	28
3.2.2 地产销售增速取决于房价同比涨幅情况	29
3.2.3 房价同比涨幅取决于屯地比例	29
3.2.4 屯地比例与财务杠杆情况高度相关	30
3.2.5 政府调控将对普通商品房投资构成短期负面影响	31
3.2.6 地产投资作为国民经济的重要动力 受到持续压制的可能性较小	31
3.2.7 把握调控节奏 寻找低估值水平下地产投资领域的超额收益机会	34
3.3 政府投资高位回落	37
3.3.1. 受到基数原因的影响, 明年政府投资增速将回落	37
3.3.2. 受制于财政收支平衡约束, 政府进一步扩大财政支出承担风险会很大	37
3.3.3. 继续依赖银行贷款来支撑政府投资的风险加大	38
3.3.4. 辩证看待政府投资增速	38
4、交易性投资机会	41
4.1 通胀预期下的资产和资源行情	41
4.2 消费领域在通胀下投资机会	42
4.3 主题性投资机会	43
5、风险因素	43
二、盈利增速持续回暖	43
1、 PPI 数据显示盈利增长将持续	43
2、 2010 年企业盈利增长预测乐观	45
三、政策预期变化将造成股指波动	45
四、估值水平扩张受限	47
1、 股指进入盈利增长驱动的阶段	47
2、我国 A 股估值水平与 M1-M2 增速之差的关系密切	48
3、股票供给增加的预期加大 可能对估值水平造成一定负面影响	48

五、点位预测及风险因素	50
1、2010 年运行区间在 3000 点到 3800 点	50
2、突破上下限预测的风险因素	52
第三部分 行业配置建议	52
一、行业盈利状况分析	52
二、从估值和技术面角度配置行业的重要性增强	54
三、综合配置建议	57
四、十大金股建议	57
附录 一 主题性投资机会及其对应的重点上市公司	58
附录 二 行业分析师观点汇总	60

图表

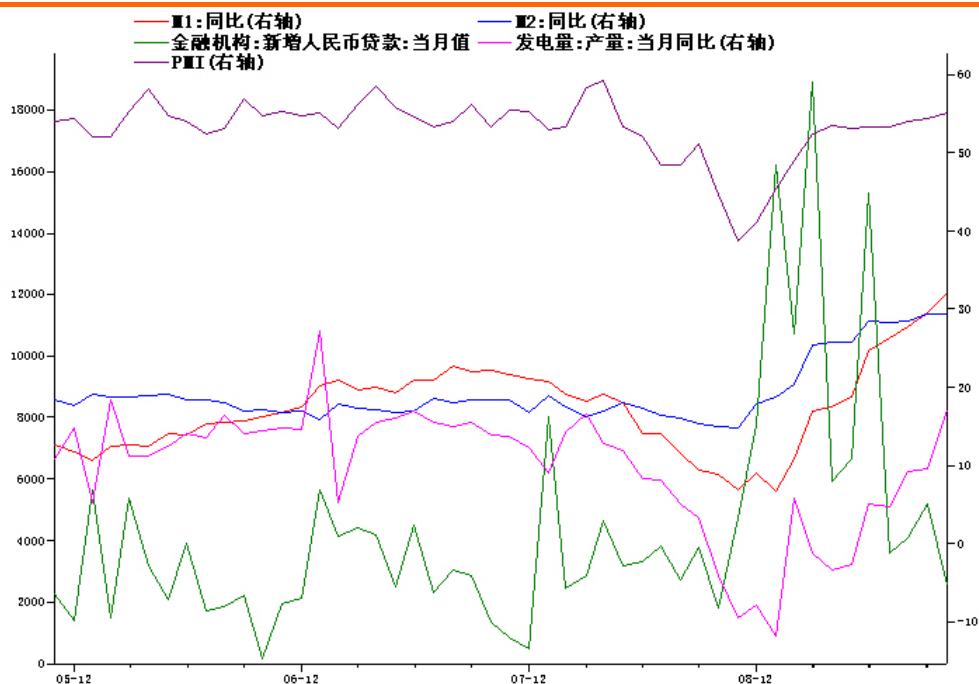
图表 1: 09 年经济先行指标和同步指标显示经济强劲反转	6
图表 2: 市盈率修复	7
图表 3: 政策（货币政策）大幅超预期，经济数据环比改善	8
图表 4: 估值修复，08 年下跌深的行业 09 年上半年上涨较大	8
图表 5: 5、6 月地产销售放量，经济数据持续向好，市场预期乐观	9
图表 6: 经济乐观预期下强周期以及权重板块领涨市场	9
图表 7: 7、8 月份银监会反复提示风险，央行强调动态微调	10
图表 8: 7、8 月份地产环比销量下降引发忧虑	10
图表 9: 信贷增速放缓，地产环比下降，政策分化引发谨慎忧虑	11
图表 10: 盈利较为确定的大消费类领涨市场	11
图表 11: 存量流动性充裕及政策忧虑使得小盘股、主题投资活跃	12
图表 12: 盈利增长尚不足以支撑过高的估值水平	12
图表 13: 三驾马车对 GDP 的贡献（%）	13
图表 14: 出口复苏迹象明显	13
图表 15: 受益欧盟复苏的产品	14
图表 16: 中国出口产品结构及出口地	15
图表 17: 台湾最终消费率与人均 GDP	16
图表 18: 台湾工业化进程	16
图表 19: 台湾社会保障占财政支出比例	17
图表 20: 大陆人均 GDP	17
图表 21: 大陆农村和城镇人均 GDP	18
图表 21: 大陆地区最终消费率	18
图表 23: 大陆地区农村和城镇最终消费率	19
图表 24: 工业化进程与最终消费率	19
图表 25: 城镇医疗保险参保率快速提升	20
图表 26: 07-09 年医疗卫生在财政支出中占比快速提升	20
图表 27: 养老保险参保率提升速度仅次于医疗保险	21
图表 28: 08 年底开始城镇收入开始高于 GDP 增速	21
图表 29: 台湾彩电、固话家庭渗透率与人均 GDP	21
图表 30: 台湾洗衣机、摩托车家庭渗透率与人均 GDP	22
图表 31: 台湾空调、轿车家庭渗透率与人均 GDP	23
图表 32: 台湾传统媒体与新媒体家庭渗透率与人均 GDP	23
图表 33: 台湾海外出游人次占人口比例与人均 GDP 变化趋势	24
图表 38: 出口同比增速与第二产业投资同比增速	27
图表 39: 地产投资增速取决于地产销售增速	28
图表 40: 房屋价格指数与地产销售增速	29
图表 41: 屯地比例与房价涨幅	30
图表 42: 地产行业屯地比例与财务杠杆（借款与净资产之比）的关系	30
图表 43: 地产投资对国民经济的拉动作用	31
图表 44: 房地产行业的直接产业链条	32

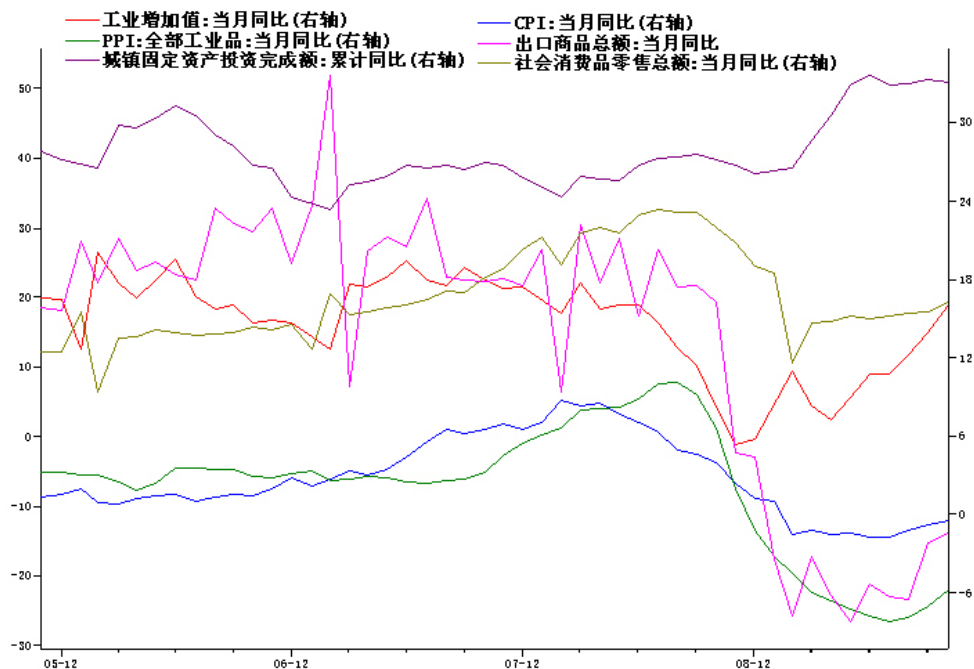
图表 45: 房地产行业的完全产业链条	32
图表 46: 中国城镇化率	33
图表 47: 销售面积与竣工面积之比	33
图表 48: 2008 年各省市城镇化水平	34
图表 49: 东、中、西部房地产开发投资增速	35
图表 51: 武广高铁线路图	36
图表 52: 已建成高铁网络覆盖情况	36
图表 53: 中国的财政收入前期大幅下滑	37
图表 54: 财政支出压力集中在第四季度	37
图表 55: 中长期贷款支撑固定资产投资增长	38
图表 56: 贷款增长目前正趋于回落	38
图表 57: 四万亿投资进度	39
图表 58: 铁路建设年度投资预测	39
图表 59: 2010 年政府投资分布领域预测	39
图表 60: 节能减排重点投资领域	40
图表 61: 2006 年通胀预期下的资金推动行情	41
图表 62: 2007 年通胀预期下的资金推动行情	41
图表 63: 2006.07 至 2008.03 通胀中行业价格表现	42
图表 64: PPI 与增值税同比增速	44
图表 65: PPI 与企业所得税同比增速	44
图表 66: PPI 增速预测	44
图表 67: 整体上市公司的盈利增速测算	45
图表 68: 股指推动力分解	47
图表 69: 上证综指市盈率 (TTM) 自 8 月份起不再持续扩张	48
图表 70 : 2010 年解禁股份 (亿股)	48
图表 71: 2010 年解禁股份市值 (亿元)	48
图表 72 : 2010 年各月解禁股份市值 (亿元)	49
图表 73: 2010 年解禁股份类型市值占比	49
图表 74: 2010 年大盘股、中小板和创业板解禁市值占比 (%)	49
图表 75: 2010 年前十大解禁股份 (按解禁量降序排列)	50
图表 76: M1-M2 增速之差与市盈率的关系	50
图表 77: 上证指数市盈率	51
图表 78: 增长引擎对应的部分受益行业	52
图表 79: 2010 年各主要行业盈利增长打分情况	53
图表 80: A 股市场盈利增长前 10 的行业	54
图表 81: 各行业市盈率历史比较	54
图表 82: 行业估值 (PEG) 排序	55
图表 83: 从估值和技术面进行的正态分布打分排序	56

第一部分 2009 年市场回顾

在相关经济政策刺激下，2009 年我国内需回升明显，投资与消费是经济增长的主要动力：前三季度，投资拉动经济增长 7.3 个百分点，消费拉动经济增长 4 个百分点。工业生产加快、发电量逐月回升、物价下降势头得到遏制，宏观经济呈现止跌回稳的态势。与此对应，A 股市场出现了明显的涨幅。

图表 1：09 年经济先行指标和同步指标显示经济强劲反转





资料来源: Wind、中投证券研究所

2009 年 A 股市场行情的演绎主要分为三个阶段: 第一阶段: 1 月-6 月初的估值修复行情; 第二阶段: 6 月初至 7 月末的乐观预期推动行情; 第三阶段: 8 月初至今乐观预期修正后的真实盈利驱动行情。

第一阶段:估值修复, 大幅反弹

2009 年 1 月-6 月初, 受 2008 年底中央政府推出“四万亿”利好刺激, A 股领先世界主要股票指数出现反弹。随后在天量信贷增速刺激下, A 股市场继续走出强劲上涨行情。

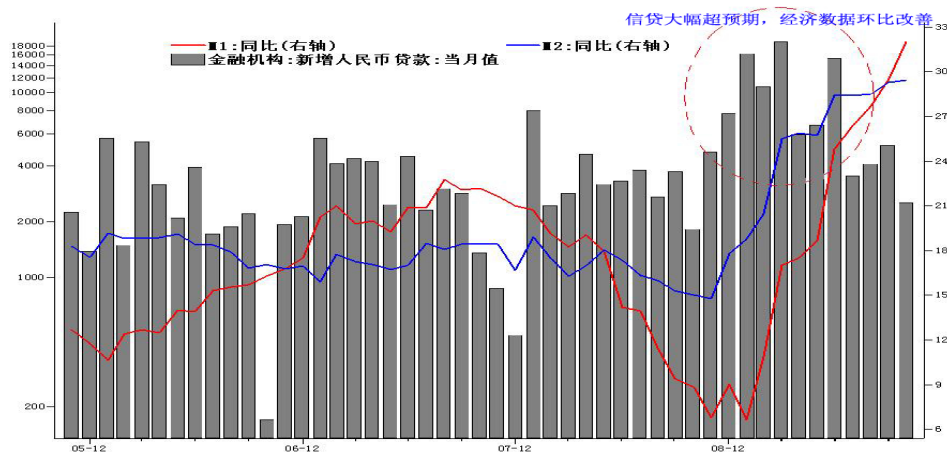
图表 2: 市盈率修复



资料来源: Wind、中投证券研究所

我们认为估值修复行情的核心驱动力是流动性大幅超出市场预期，在流动性充裕的背景下，A股的估值具备吸引力。经济数据环比不断向好也为A股的上涨提供了额外的动力。

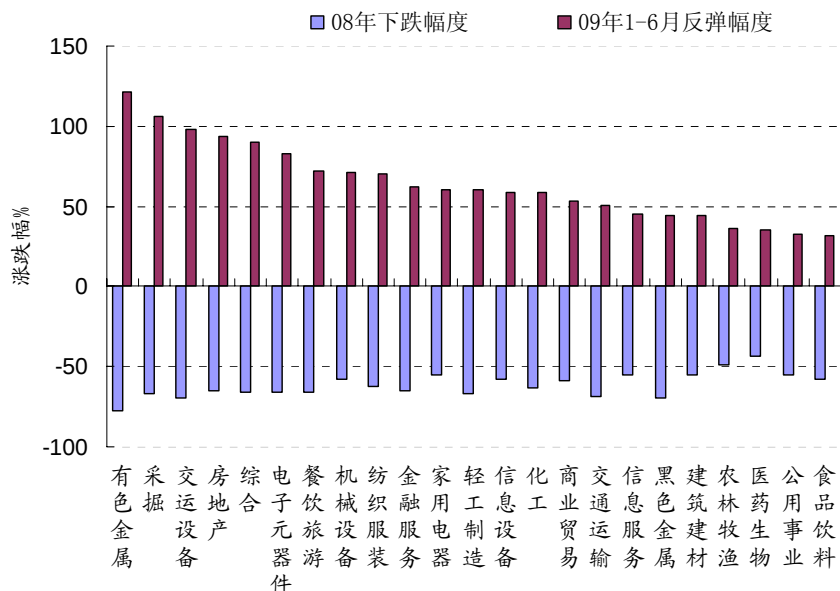
图表 3: 政策（货币政策）大幅超预期，经济数据环比改善



资料来源: Wind、中投证券研究所

市场表现方面，1月-6月初整体呈现超跌反弹，即2008年超跌幅度靠前的有色金属、采掘、交运设备、房地产等强周期性行业，反弹的幅度居前。

图表 4: 估值修复，08年下跌深的行业09年上半年上涨较大



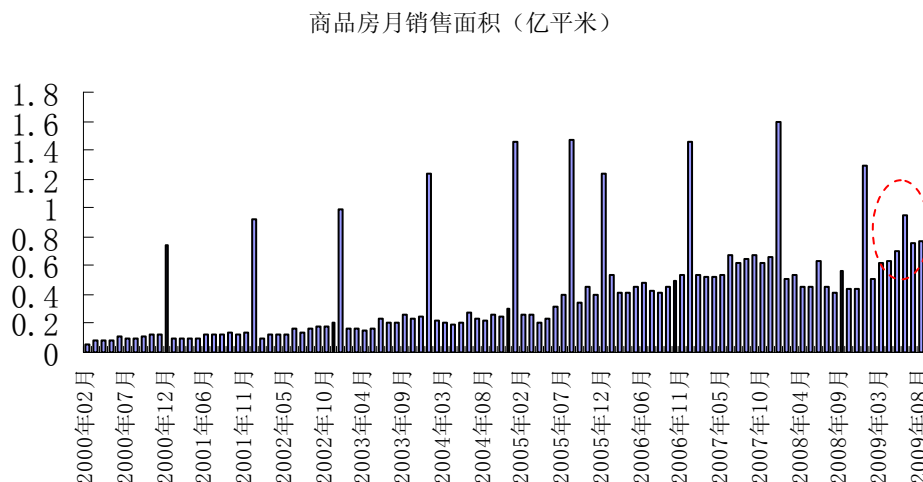
资料来源: Wind、中投证券研究所

第二阶段：复苏预期推动股指上涨

2009年6月初至7月末，市场在5、6月份房地产销售数据井喷放量的背

景下，对于宏观经济的复苏充满乐观预期。

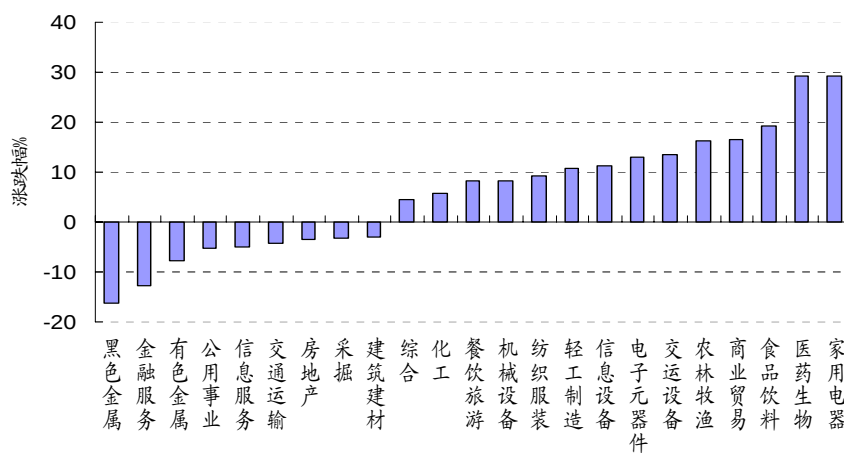
图表 5: 5、6 月地产销售放量，经济数据持续向好，市场预期乐观



资料来源：Wind、中投证券研究所

在对经济过度乐观预期的背景下，大盘蓝筹引领估值加速上涨。并且在这个阶段，黑色金属、有色金属、房地产、金融、煤炭等强周期性行业涨幅居前。这和乐观预期推动股指上涨的逻辑是一致的。

图表 6: 经济乐观预期下强周期以及权重板块领涨市场



资料来源：wind,中投证券研究所

第三阶段：乐观预期修正后的真实盈利驱动

8 月份，市场对于宏观经济过度乐观，市场开始透支经济复苏的事实，部分板块的估值呈现泡沫化。而此时，天量信贷引发的资产泡沫及房地产价格上涨过快带给实体经济可能带来的风险，也引起了监管层的警觉。政策层面，出现微妙的转向，由之前的悉心呵护转变为多个部委政策出现不协同。

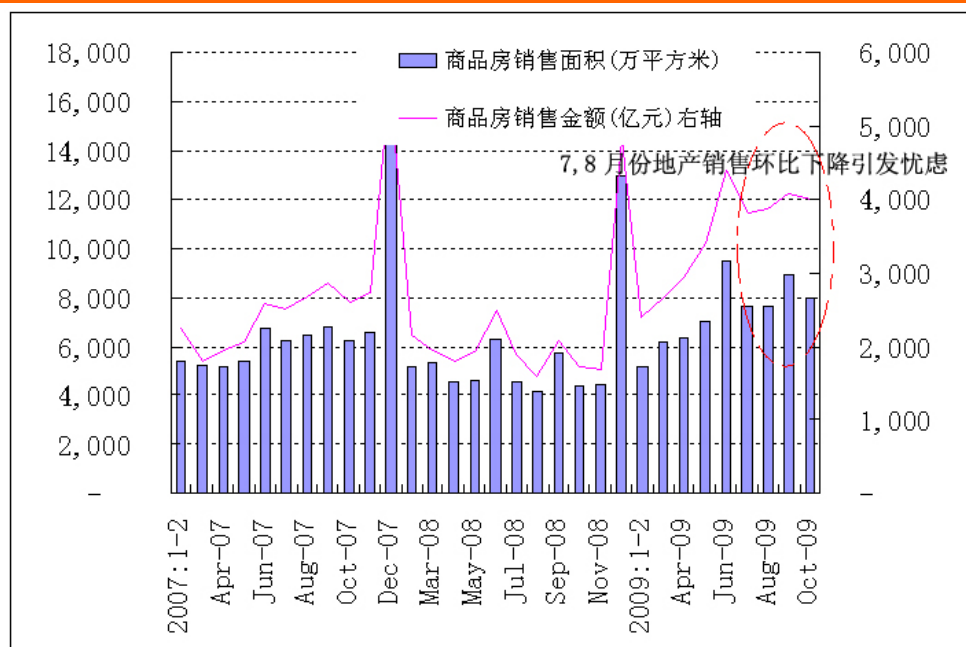
图表 7: 7、8 月份银监会反复提示风险，央行强调动态微调

时间	发布机构	政策要点
2009-8-14	银监会	刘明康强调，各股份制商业银行要增强对各类风险管控能力，严格监控资金流向
2009-8-5	央行	发布《2009年第二季度中国货币政策执行报告》，强调注重运用市场化手段进行 动态微调
2009-8-5	银监会	银监会政策频出，监管风暴或来临：《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》，以及《流动资金贷款管理暂行办法》征求意见稿
2009-8-4	上海银监局	2009年年中工作会议上指出，下半年将重点引导银行的信贷投向，督促银行合规放贷。上海银监局局长阎庆民特别强调，要关注房地产信贷风险。
2009-8-3	银监会	对《商业银行资本充足率监督检查指引》等7个监管文件进行了修改，现将征求意见稿上网向社会各界公开征求意见
2009-7-30	银监会	发布《流动资金贷款管理暂行办法（征求意见稿）》，堵截贷款炒股炒楼，大额支付不能由借款人经手
2009-7-26	央行	由于上半年放贷过快，央行近日对包括中国银行在内的部分银行发行了有惩罚性质的定向 央票
2009-7-17	银监会	刘明康在2009年第三次经济金融形势通报会表示，当前要特别防范项目资本金不实或不足风险、票据融资风险、贷款集中度风险和房地产市场风险等新的风险点；严格执行“二套房贷”标准，严格按照规定执行住房按揭贷款首付款比例和贷款利率；银行业金融机构要切实加强风险管理，严守拨备覆盖率底线，年内必须将拨备覆盖率提高到150%以上。
2009-7-14	银监会	银监会发布《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》，要求各商业银行，严格贷前审查和按揭贷款发放标准，并坚持重点支持借款人购买首套自住住房的贷款需求，严格遵守第二套房贷的有关政策不动摇。
2009-7-8	银监会	对商业银行理财业务的投资管理进行规范，其中明确规定，禁止银行理财资金投资二级市场股票或相关的证券投资基金，以及未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份
2009-7-7	银监会	银监会纪委书记王华庆表示，信贷资产的集中度风险日益凸显，严重的情况下甚至可能出现系统性风险，同时他认为银团贷款是防范贷款集中度风险的一个很好的办法

资料来源：wind,中投证券研究所

此外，7、8 月份的地产数据并没有延续 5、6 月份的井喷局面，出现了销量环比下降的局面，引发了市场的忧虑。

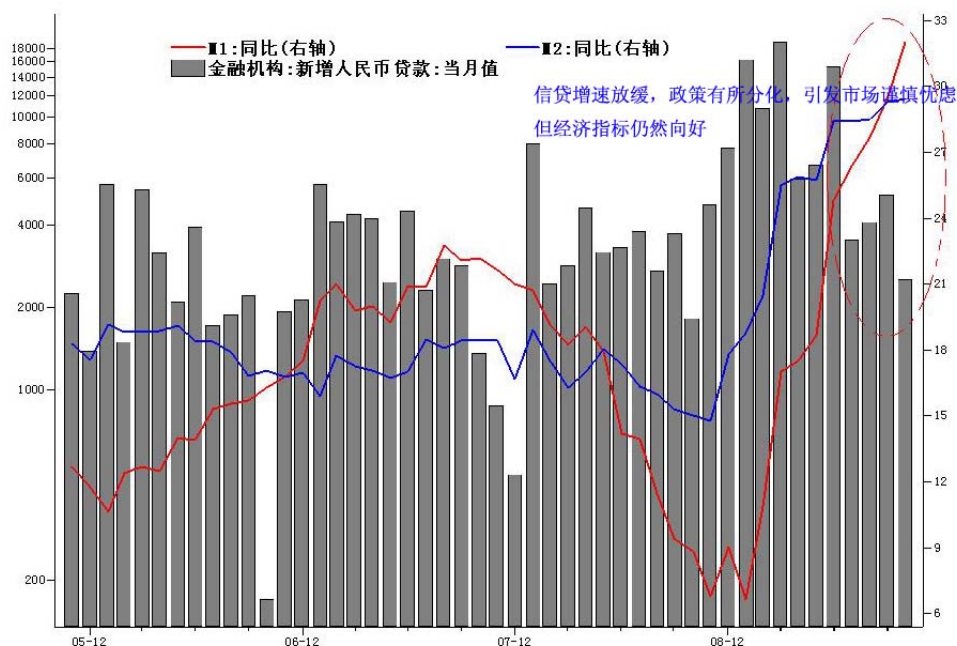
图表 8: 7、8 月份地产环比销量下降引发忧虑



资料来源：wind,中投证券研究所

信贷增速放缓，政策忧虑及房地产销量的环比下降，使得乐观预期得到了集中修正，市场估值一度大幅下跌至估值修复和乐观预期的分水岭 2600 一线。

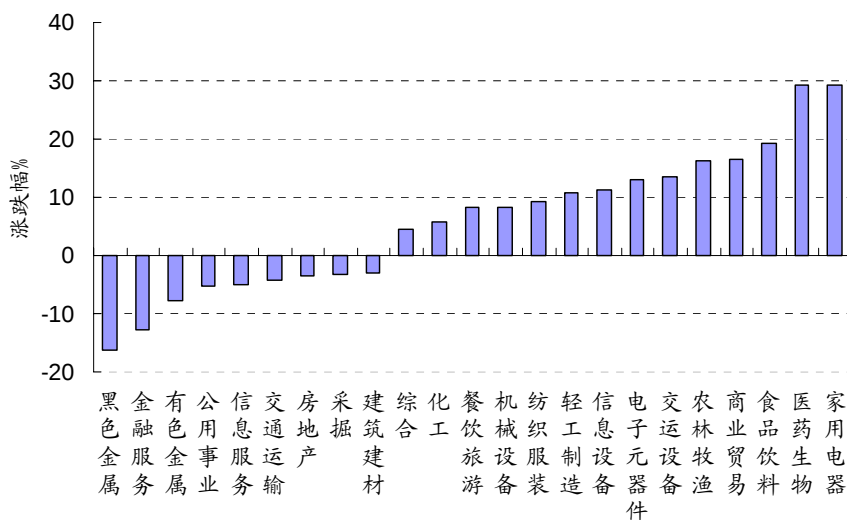
图表 9: 信贷增速放缓, 地产环比下降, 政策分化引发谨慎忧虑



资料来源: wind, 中投证券研究所

8 月份之后, 市场上涨则主要由乐观预期集中修正后企业真实盈利所驱动。由于当时市场经历大幅调整之后较为谨慎, 因此盈利较为确定的家用电器、医药生物、食品饮料、商业贸易等大消费类引领市场。

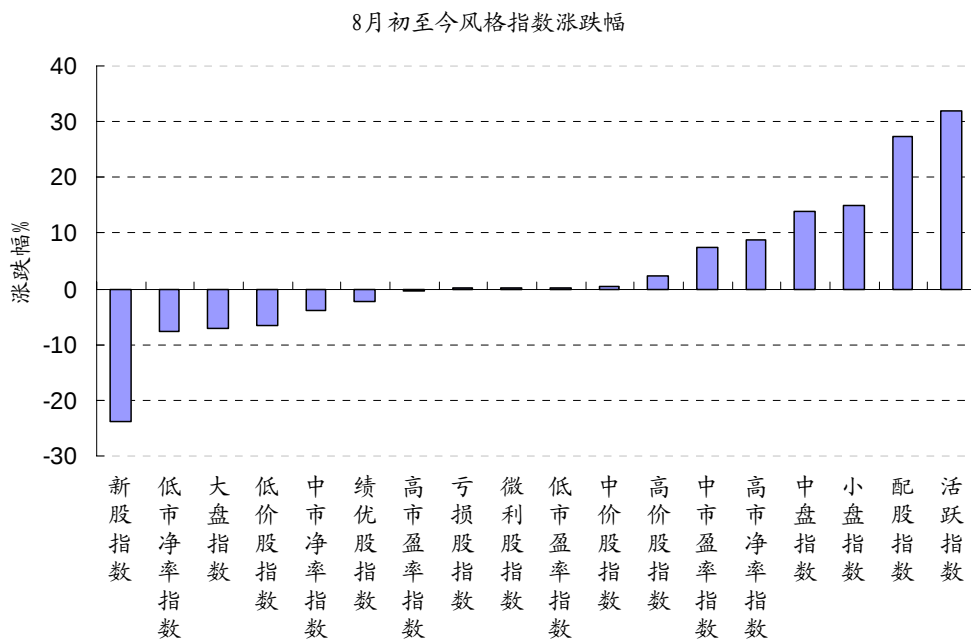
图表 10: 盈利较为确定的大消费类领涨市场



资料来源: wind, 中投证券研究所

市场风格上, 则表现为存量流动性充裕及政策忧虑使得小盘股、主题投资活跃。

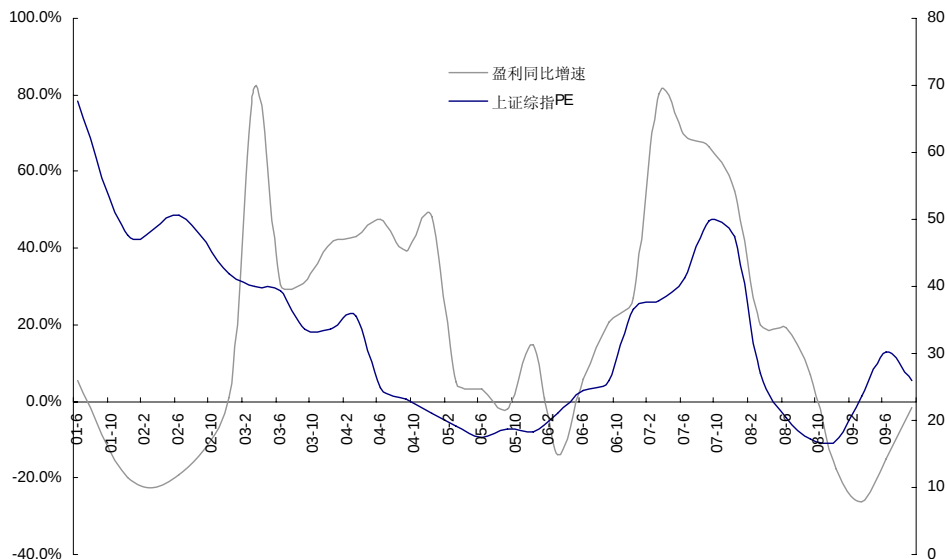
图表 11: 存量流动性充裕及政策忧虑使得小盘股、主题投资活跃



资料来源: wind, 中投证券研究所

8 月份之后, 市场上涨的主要驱动力为盈利的改善, 而盈利的改善则是一个较为缓慢的过程。当前的盈利增速尚不足以支持过高的估值水平, 估值大幅度提升的可能性不大。因此 8 月份之后, 市场总体表现为震荡慢牛的行情。

图表 22: 盈利增长尚不足以支撑过高的估值水平



资料来源: wind, 中投证券研究所

我们总结回顾 2009 年 A 股行情的演绎, 经历了: 估值修复→乐观预期→真实盈利推升, 这三个主要的阶段。其基本面因素是: 政府全方位大力度的逆周期刺激政策环境下宏观经济的 V 型反转; 天量流动性是 09 年市场表现最核心的驱动力; 而市场层面的内在因素在于: 估值体系坍塌后的重新构建, 有强

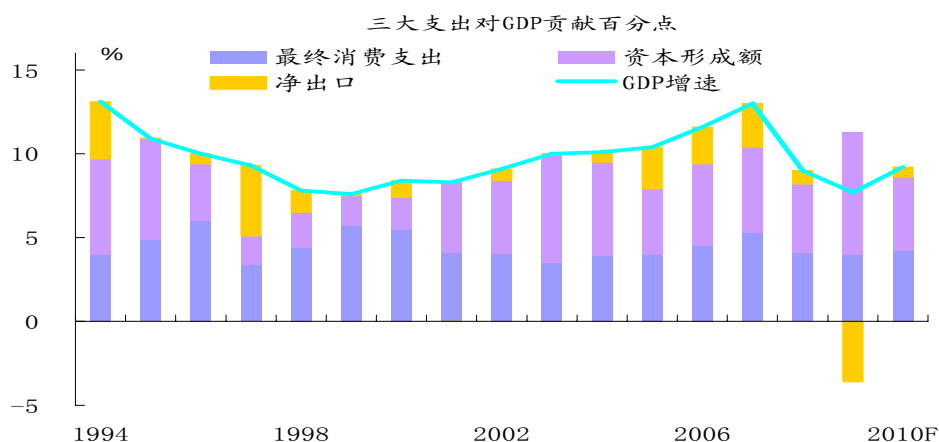
劲修正反弹的需求。

第二部分 2010 年展望

2010 年经济将继续复苏的进程。我们宏观团队预测全年 GDP 增长 9.2%，其中出口增长 10-13%，消费增长 21%，投资增长 25%，而 CPI 在 3.2%。而政府政策导向也将从“保增长”向“稳增长、调结构”转变。

与 2009 年相比，“三驾马车”对经济增长的贡献将更为均衡。从这个角度看，出口、消费和投资三个领域都存在投资机会。

图表 13: 三驾马车对 GDP 的贡献 (%)



资料来源: CEIC、中投证券研究所

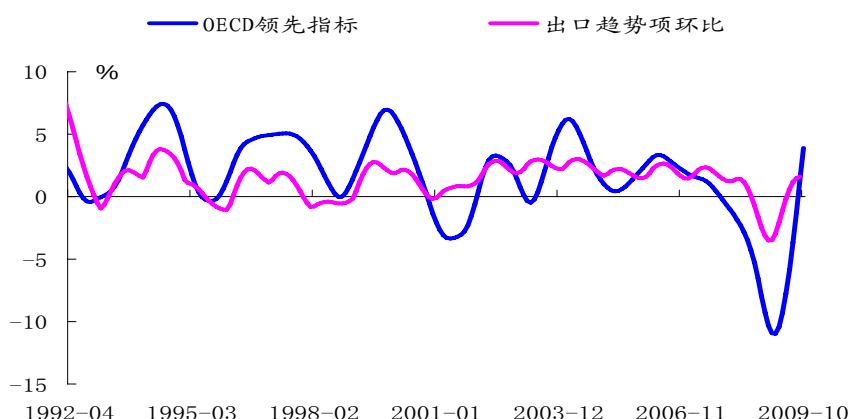
一、市场驱动因素分析

“稳增长、调结构”的政策导向将改变 2009 年投资成为拉动经济增长主要动力的模式，导致出口、消费和投资对经济增长的贡献向常态回归，这将影响三个领域的相关行业的发展、并进而影响到股指的运行状况。

1、出口复苏明显 把握结构机会

2010 年出口的复苏明显。这一方面来自于海外需求的逐步回暖，另一方面也来自于政府对出口继续的政策支持。我们认为“稳增长”和“调结构”之间的轮换并不对出口构成直接的负面冲击。然而从净出口对 GDP 的贡献的角度看，净出口作为经济增长的推动力量仍然较小。

图表 14: 出口复苏迹象明显



资料来源：CEIC、中投证券研究所

2010 年对美国出口继续复苏，消费类产品（家电和电子消费品等）增速继续提高，新的亮点是对欧洲和亚洲的出口，以及资本品的出口复苏。由于中投宏观团队认为 2010 年亚洲经济增速会比较高，工程机械和化工双重受益于发达国家企业投资需求的复苏和亚洲经济的复苏，是新的亮点。

图表 15：受益欧盟复苏的产品

表格：在欧美日市场份额显著上升的产品	占欧盟总进口比	占美国总进口比	占日本总进口比
	2009年1-7月	2009 1-9	2009年1-9月
办公用机械及自动数据处理设备	53.2%(50.0%)	51.5%(49.0%)	68.3%(65.8%)
电信及声音的录制及重放装置设备	44.5%(43.1%)	40.5%(40.7%)	50.6%(48.0%)
金属制品	40.6%(40.2%)	38.0%(35.9%)	51.1%(48.2%)
通用工业机械设备及零件	25.3%(23.9%)	20.6%(17.6%)	-
金工机械	11.6%(9.4%)	8.3%(5.4%)	-
其他运输设备	10.5%(8.6%)	2.0%(2.0%)	-
活动房屋；卫生、水道、供热及照明装置	65.8%(63.9%)	57.4%(55.8%)	-
家具及其零件；褥垫及类似填充制品	54.4%(51.0%)	52.5%(49.0%)	57.6%(56.8%)
电力机械、器具及其电气零件	32.2%(32.9%)	24.5%(22.8%)	37.9%(35.7%)
橡胶制品	18.5%(17.4%)	24.5%(21.8%)	-
陆路车辆（包括气垫式）	7.7%(6.1%)	4.2%(3.3%)	14.9%(12.7%)
软木及木制品（家具除外）	33.3%(33.8%)	33.3%(30.7%)	19.3%(17.8%)
摄影器材、光学物品及钟表	23.3%(22.7%)	21.6%(18.7%)	-
非金属矿物制品	21.4%(19.5%)	13.5%(11.4%)	38.1%(37.4%)
旅行用品、手提包及类似品	76.3%(73.9%)	77.7%(75.2%)	59.8%(57.1%)
鞋靴	48.1%(45.4%)	76.1%(74.3%)	-
服装及衣着附件	43.1%(42.8%)	38.2%(34.5%)	82.3%(82.7%)
皮革、皮革制品及已鞣毛皮	13.5%(12.0%)	29.0%(24.9%)	-
纺纱、织物、制成品及有关产品	31.5%(29.8%)	35.2%(33.6%)	61.4%(56.1%)

数据来源：CEIC 中投证券研究所

资料来源：CEIC、中投证券研究所

图表 16：中国出口产品结构与出口地

中国出口产品结构与出口地（2009年1-9月）

占比（同比增速）	中国出口品结构	中国出口品增速	欧美日	香港	亚洲其他	拉美、大洋洲、非洲合计
总出口	100%	-21.2% ^(17.3%)	46.6%	13.5%	25.3%	10.8%
机械器具及零件	19.5% ^(18.8%)	-18.0% ^(17.5%)	52.7%	12.0%	24.3%	9.7%
纺织原料及制品	13.9% ^(12.5%)	-11.4% ^(8.1%)	50.4%	8.5%	18.4%	12.2%
杂项制品	6.1% ^(5.8%)	-13.9% ^(20.2%)	66.1%	5.6%	13.3%	9.7%
鞋帽伞、羽毛、人造花、假发	3.0% ^(2.5%)	-4.2% ^(17.1%)	58.6%	3.4%	11.6%	14.6%
毛皮、箱包	1.4% ^(1.3%)	-10.7% ^(10.9%)	58.3%	9.6%	13.7%	13.1%
食品、饮料、烟草	1.4% ^(1.3%)	-12.7% ^(10.5%)	53.1%	9.7%	23.3%	7.7%
木制品	0.8% ^(0.8%)	-23.4% ^(0.6%)	64.0%	2.1%	20.4%	5.3%
矿产品	1.8% ^(2.5%)	-44.5% ^(53.5%)	19.2%	18.5%	53.4%	4.5%
化学工业产品	4.6% ^(4.8%)	-27.7% ^(34.8%)	39.1%	3.3%	43.8%	18.2%
贱金属及其制品	6.4% ^(10.1%)	-51.6% ^(24.4%)	37.8%	4.7%	36.5%	11.8%
陶瓷、玻璃制品	1.7% ^(1.6%)	-9.9% ^(22.3%)	38.5%	3.9%	35.8%	14.2%
运输设备	5.0% ^(5.0%)	-21.2% ^(28.6%)	39.8%	9.2%	26.6%	8.6%
电子、电气设备及零件	24.4% ^(23.9%)	-19.4% ^(13.9%)	41.0%	24.9%	26.4%	9.6%
纸制品	0.9% ^(0.7%)	-5.3% ^(12.4%)	46.6%	16.0%	23.1%	10.4%
光学、医疗仪器、钟表、乐器	3.5% ^(3.3%)	-19.8% ^(17.2%)	37.0%	29.8%	22.9%	13.8%
塑料、橡胶制品	3.0% ^(2.9%)	-16.1% ^(12.6%)	47.6%	7.6%	22.2%	13.1%

数据来源：CEIC 中投证券研究所

注：括号中为2008年值

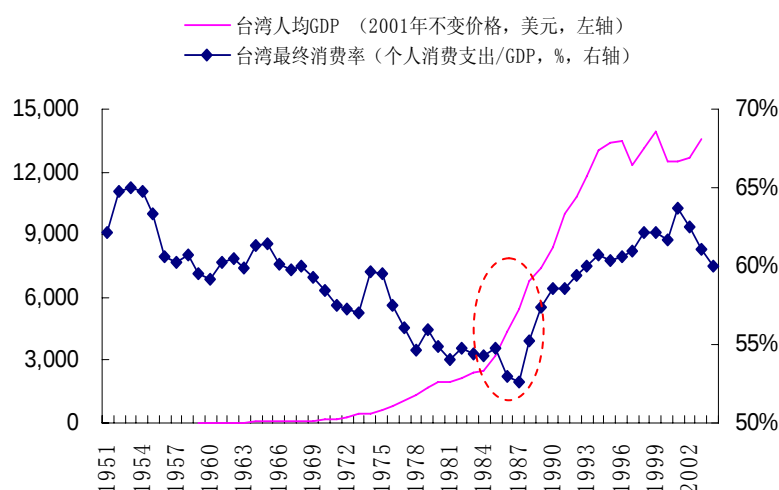
2、消费进入拐点期 政策持续刺激是超预期的关键

2.1 经济发展阶段决定消费跃升拐点

2.1.1 台湾消费率跃升拐点出现在人均 GDP3000 美元的时候

与大陆同文同种，具有相似消费者行为的台湾地区，显示出明显的“3000 美元”效应：在 1987 年台湾人均 GDP（2001 年不变价格）首次超过 3000 美元，并开始持续上升；从 1987 年开始，台湾的最终消费率也开始了稳步增长的长期过程。

图表 37: 台湾最终消费率与人均 GDP



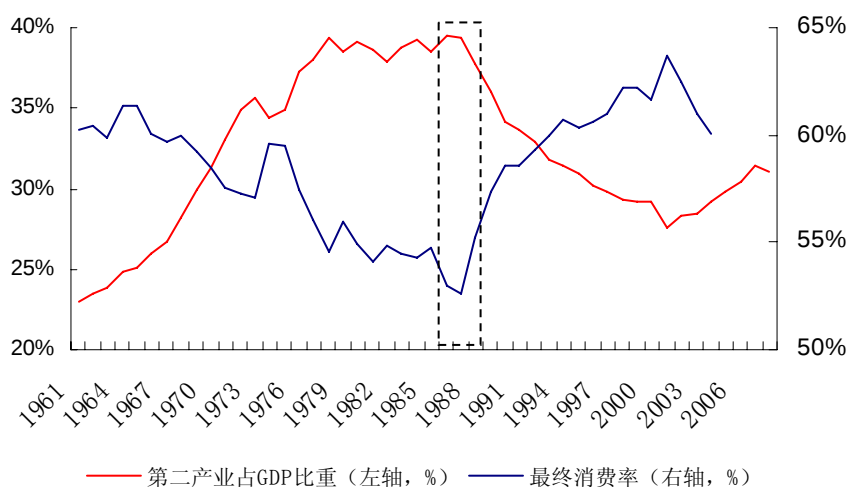
资料来源: CEIC, 中投证券研究所

台湾“3000 美元”效应引发的最终消费率出现拐点的原因,除了因为人均 GDP 提高导致收入增加之外,经济转型(工业化进程的结束)和政府政策的刺激也是重要的原因。

在一个经济体快速工业化阶段,消费率显著下降;而随着高速工业化进程的逐步结束,消费成为拉动经济的重要因素,消费率逐步回升。

1961 年台湾的工业化进程加速,虽然其人均 GDP 在逐步提高,但是我们可以看到其最终消费率是不断下滑的。到 1986 年台湾完成了工业化进程,其标志是第二产业占 GDP 的比重达到了最高的 39.5%,其后该比重逐步下降。在工业化完成后,消费对经济的拉动作用逐步提升,这也是最终消费率出现拐点的重要原因。

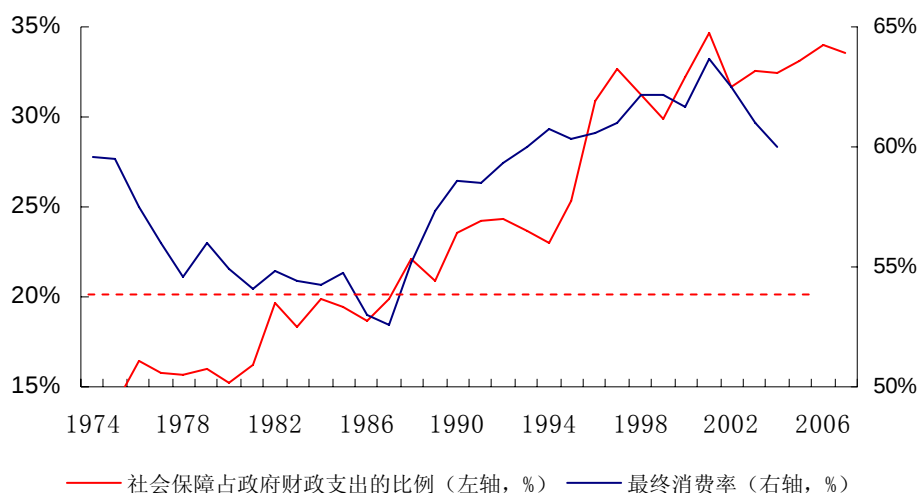
图表 48: 台湾工业化进程



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

随着经济的发展，台湾当局用于社会保障的支出在财政支出中的比重也不断加大，这对消费的促进作用也在随后逐步显现出来：台湾于 1980 年通过了老人福利法、社会救助法与身心障碍者保护法等法，成为台湾社会保障发展的重要指标。1980 年有关社会保障的立法使得台湾社会保障占政府财政支出的比例从 1980 年的 15% 左右迅速上升到 1982 年的 19% 左右，并在 1988 年突破了盘整了 6 年的上限 20%，随后一路上升。而台湾的最终消费率也在 1987 年出现拐点后形成了向上的长期趋势。政府立法（政策）促进了社会保障支出的增加，进而影响民众的消费心理在随后一段时间发生了潜移默化的改变，导致消费增加了。

图表 59：台湾社会保障占财政支出比例



资料来源：CEIC，中投证券研究所

2.1.2 国内城镇消费处于爆发拐点

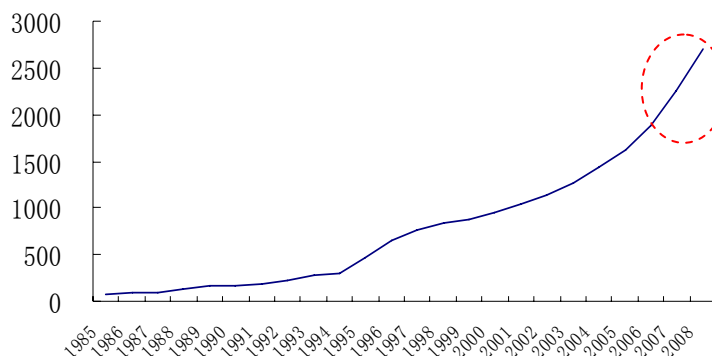
依据台湾的经验，我们从大陆人均 GDP、工业化进程和政府政策刺激三个角度判断，大陆的城镇消费已经进入了爆发的拐点阶段。

2.1.2.1 城镇人均 GDP 已经超过 3000 美元

以相同口径计算的国内人均 GDP 在 2008 年达到了 2700 美元(2001 年不变价格)。

图表 20：大陆人均 GDP

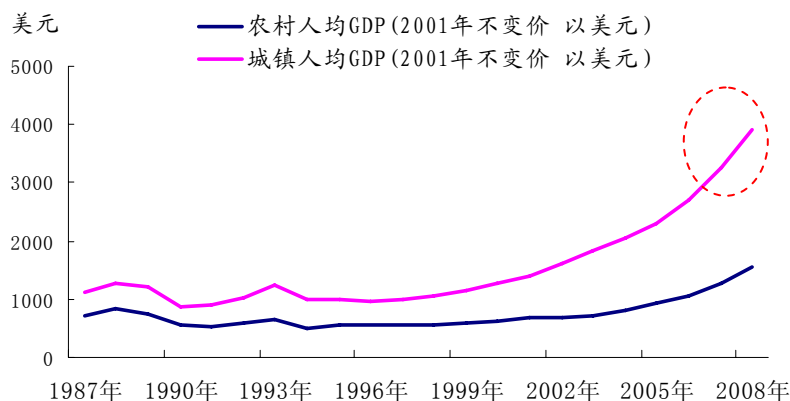
大陆人均GDP（美元，2001年不变价格）



资料来源：CEIC，中投证券研究所

考虑到城乡二元结构，我们分别测算了农村和城镇人均 GDP（2001 年不变价格）的数据：2008 年城镇人均 GDP 为 3900 美元，农村人均 GDP 为 1540 美元。

图表 21：大陆农村和城镇人均 GDP

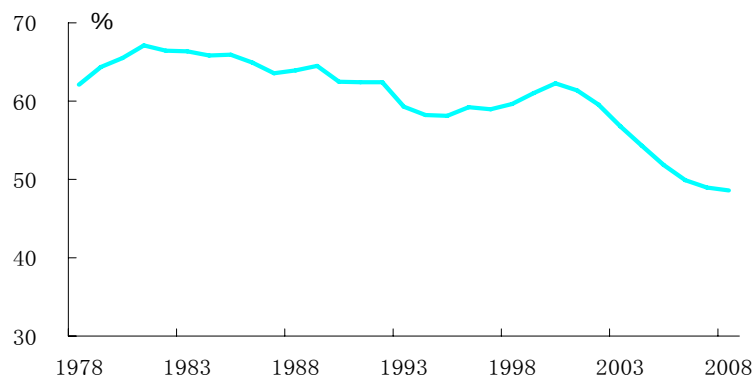


资料来源：CEIC，中投证券研究所

如果以台湾地区人均 GDP 与消费的发展趋势的关系来推断，我们认为大陆的城镇消费也将进入爆发增长的拐点阶段。

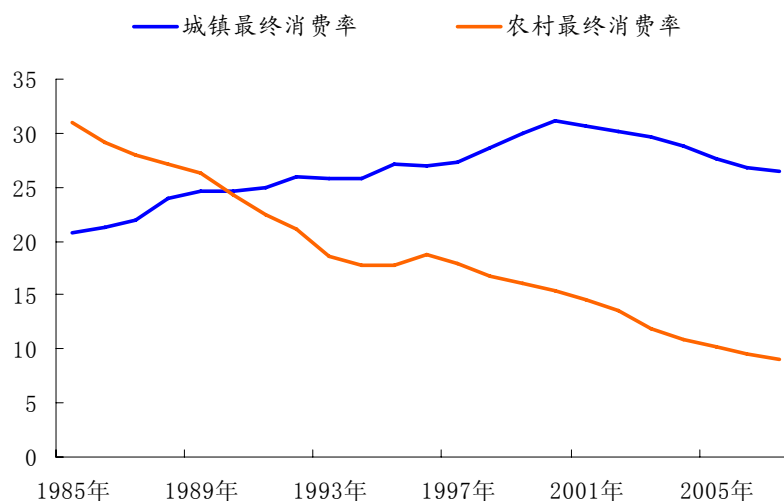
图表 21：大陆地区最终消费率

中国消费率（最终消费/GDP）



资料来源：CEIC，中投证券研究所

图表 23：大陆地区农村和城镇最终消费率

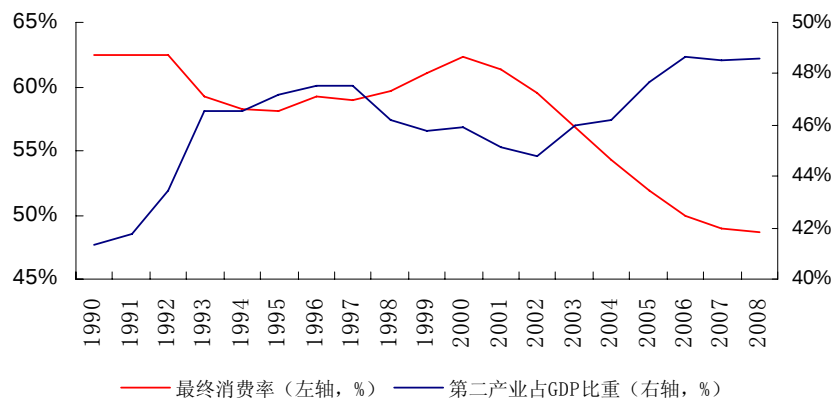


资料来源：CEIC，中投证券研究所

2.1.2.2 我国目前处于工业化的中后期

总体上看，大陆目前已经进入工业化的中后期阶段。而一些大城市如北京、上海等，从服务业占比的角度看，已经进入了后工业化时代。

图表 24：工业化进程与最终消费率



资料来源：CEIC，中投证券研究所

2.1.2.3 2007 年以来政策刺激消费增长的力度空前加大

2007 年开始，国家促进消费政策发生了实质性的变化，这主要体现在社会保障体系中医疗保险快速发展与收入分配制度改革加快

全民医保开始，医疗保险参保率快速提升下国家医疗卫生支出大幅增长。07、08 与 09 年，我国城镇基本医疗保险参保率由 06 年的 27% 分别大幅跃升至 37.6%、52.4% 与 63%（预计）。另外，新型农村合作医疗制度已从 03 年开始试点，上半年参加新农合的已经达到了八亿三千万人。因此，近三年城镇与农村医疗保险参保率都出现快速提升。这也体现为国家医疗卫生支出增大，其中，07 年开始医疗卫生支出在财政支出中占比快速提升，由 06 年的 3.3% 提高至今年 7 月底的 5.4%。

此外，社会保障中的养老保险参保率上升较快，仅次于医疗保险。其中，06-08 年城镇基本养老保险参保率分别为 32.5%、33.9% 与 36%。

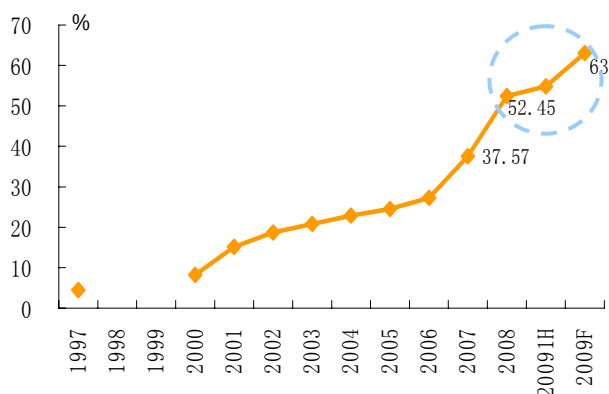
收入分配制度改革加快。这包括 08 年 3 月个人所得税起征点提高至 2000 元；去年 10 月推出的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，其目的在于居民、企业与政府收入再分配；今年 6 月份推出的《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，其实质也是居民与政府收入的再分配。而且今年以来，政府转移性收入增大造成城镇与农村居民收入高于 GDP 增速。

因此，过去三年，国家促进消费增长的力度前所未有，尤其在社会保障方面，而且可预期是“2009-2011 年医疗保险全民参保率提高至 90% 以上”。这对未来居民消费支出出现爆发式增长提供了保证，下半年来看，这将带动医疗保健行业与国内渗透率较低的汽车行业仍存增长空间。

图表 25：城镇医疗保险参保率快速提升

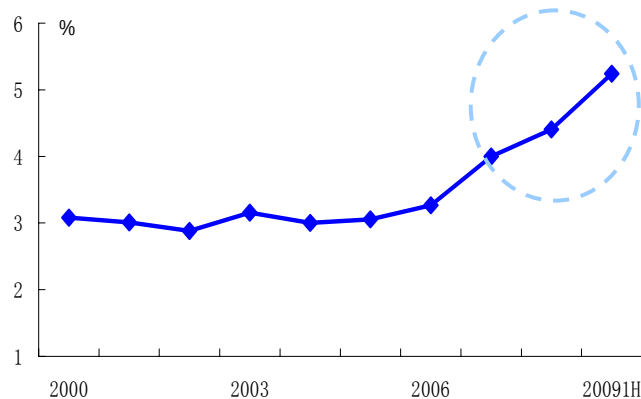
图表 26：07-09 年医疗卫生在财政支出中占比快速提升

城镇基本医疗保险参保率



资料来源: CEIC 中投证券研究所

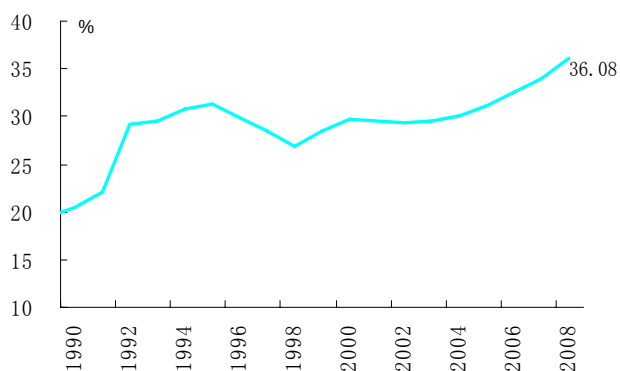
医疗卫生在财政支出中占比(2000-2008年)



资料来源: Wind 中投证券研究所

图表 27: 养老保险参保率提升速度仅次于医疗保险

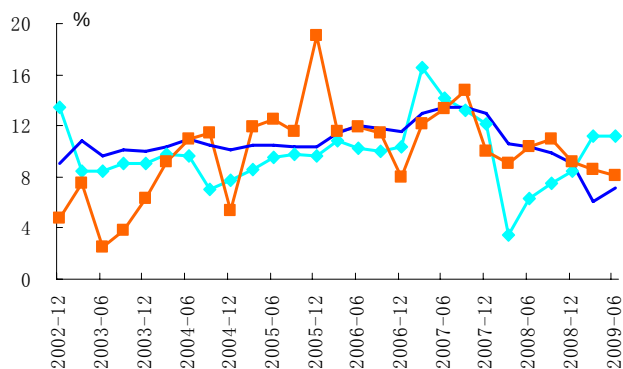
城镇基本养老保险参保率



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图表 28: 08 年底开始城镇收入开始高于 GDP 增速

城镇居民人均可支配收入: 实际累计同比增长
农村居民人均现金收入: 实际累计同比增长
GDP 季度累计



资料来源: Wind 中投证券研究所

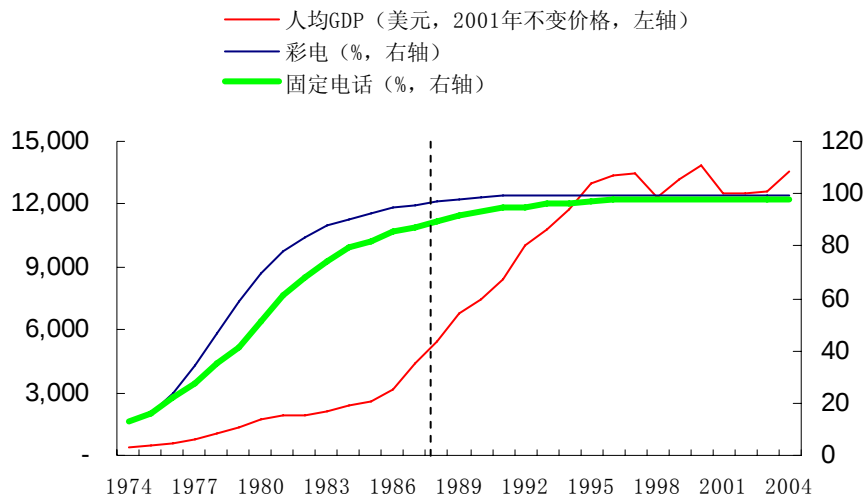
从台湾的经验看, 大陆城镇居民消费已经进入消费爆发的拐点阶段。

2.2 消费升级阶段高端消费品与娱乐休闲业受益最明显

通过对台湾地区在经济起飞阶段的消费结构(行业结构)的数据分析, 我们发现:

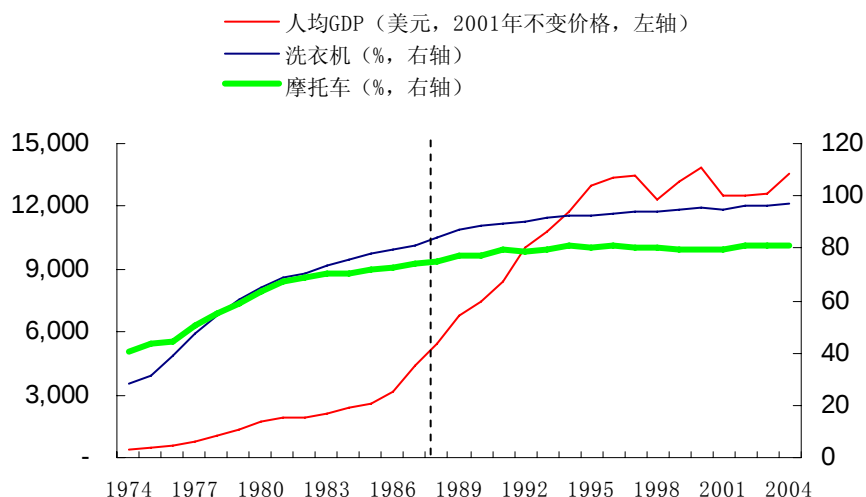
1、台湾低端耐用消费品的家庭渗透率在经济起飞的早期阶段(人均 GDP3000 美元之前)迅速提升, 当人均 GDP 达到 3000 美元左右的时候, 彩电、固话、洗衣机和摩托车等低端耐用消费品的家庭渗透率已经达到了顶峰水平, 继续提高的空间不大。

图表 29: 台湾彩电、固话家庭渗透率与人均 GDP



资料来源：CEIC，中投证券研究所

图表 30：台湾洗衣机、摩托车家庭渗透率与人均 GDP



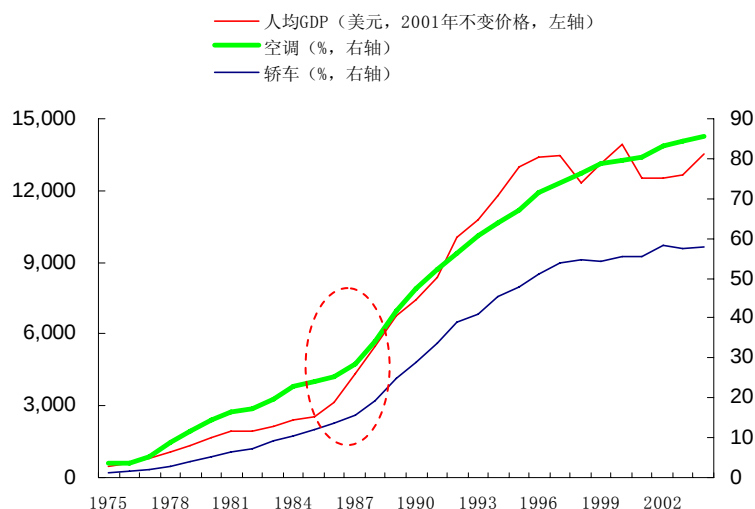
资料来源：CEIC，中投证券研究所

2、当人均 GDP 在 1987 年前后超过 3000 美元（2001 年不变价格）的水平，并持续提高的时候，我们发现台湾地区的高端耐用消费品的家庭渗透率出现了明显的跃升趋势。这表明人均 GDP 达到 3000 美元并持续上升的过程中，台湾地区的民众出现了明显的消费升级行为，而且从时间上看，消费升级持续的时间周期较长，达到了 10 年以上。

由于难以获得台湾地产消费升级的有效数据，我们用台湾地区空调的家庭渗透率来表征台湾地区民众的住宅升级情况，这是因为：1、由于生活水平的提高，新房入住一般会添置空调；2、现有住房加装空调也是消费升级的一种表现。从空调的家庭渗透率与人均 GDP 的相关走势来看，人均 GDP 达到 3000 美元并持续提高的同一时期，空调的家庭渗透率也出现了大幅度的提高。这表

明人均 GDP 突破 3000 美元后，台湾民众出现了明显的住房消费升级的趋势。

图表 31: 台湾空调、轿车家庭渗透率与人均 GDP



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

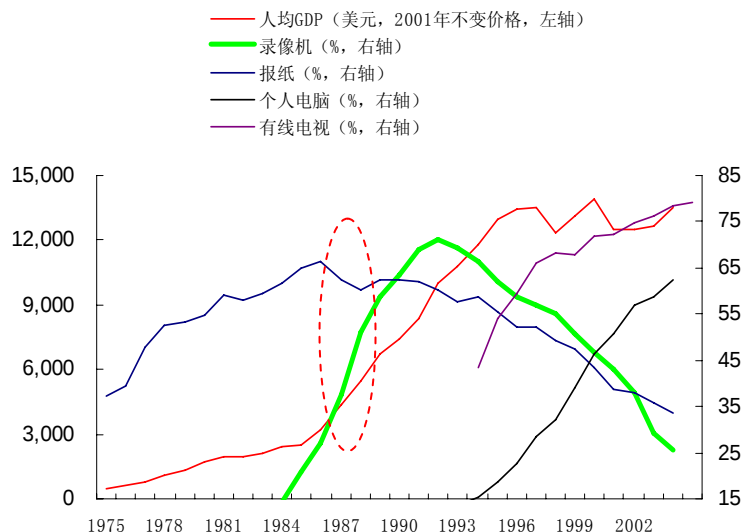
从轿车的家庭渗透率与人均 GDP 的相关走势来看，人均 GDP 达到 3000 美元并持续提高的同一时期，轿车的家庭渗透率也出现了大幅度的提高。人均 GDP 突破 3000 美元后，台湾民众在出行工具上也出现了明显的消费升级的趋势：轿车家庭渗透率大幅提高而摩托车的家庭渗透率则出现了高位盘整的走势。

3、当人均 GDP 在 1987 年前后超过 3000 美元（2001 年不变价格）的水平，并持续提高的时候，我们发现台湾地区民众的休闲娱乐消费也出现了明显的跃升趋势：

录像机家庭渗透率的跃升与台湾人均 GDP 超过 3000 美元几乎同时发生，其在 1992 年达到 71% 的高峰后出现了回落，其原因在于更高级的 VCD 以及随后的 DVD 的替代效应。有线电视和个人电脑由于技术的原因，在 1990 年代中期才开始面试，当时台湾人均 GDP 已经达到 1 万美元以上，消费者对这些新媒体也给予了很高的认同度，家庭渗透率迅速提升。从录像机、有线电视到个人电脑（除了科研和发烧友之外，最早的个人电脑的主要用途是电子游戏），它们的家庭渗透率都在人均 GDP3000 美元之后出现了明显的跃升，而传统的报纸的家庭渗透率则出现了逐步下滑的趋势。

从新旧媒体家庭渗透率趋势的对比以及台湾地区民众海外出游的情况来看，在人均 GDP 超过 3000 美元以后，台湾民众对娱乐、休闲等消费的升级要求也非常明显。

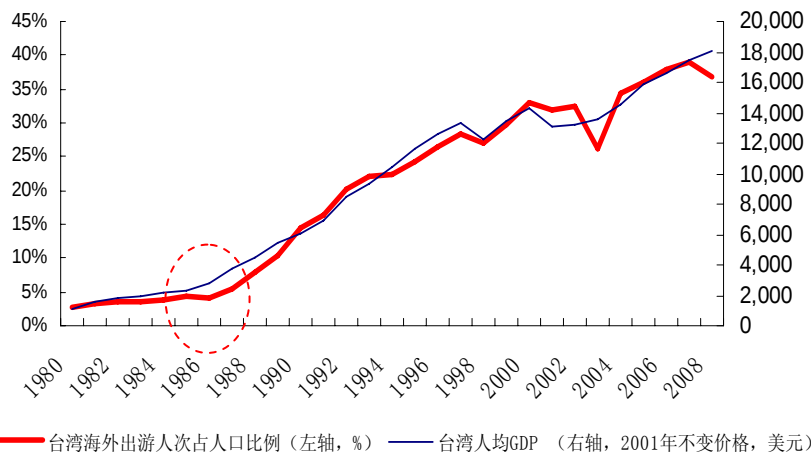
图表 32: 台湾传统媒体与新媒体家庭渗透率与人均 GDP



资料来源：CEIC，中投证券研究所

而台湾地区民众海外出游人次占人口比例与人均 GDP 也存在高度相关性：当人均 GDP 在 1987 年前后超过 3000 美元（2001 年不变价格）的水平，并持续提高的时候，海外出游人次占人口比例也出现了明显的跃升。

图表 33：台湾海外出游人次占人口比例与人均 GDP 变化趋势



资料来源：CEIC，中投证券研究所

2.3 大消费领域的投资策略

1949 年以后台湾地区由于大陆人口的大量迁入，使得其成为全球范围内与大陆具有最相近的文化和种族、族群构成的地区。因此考察台湾地区在经济起飞阶段的消费结构变化的历史对分析当前大陆在经济起飞阶段消费结构的发展趋势具有较大的参考意义。

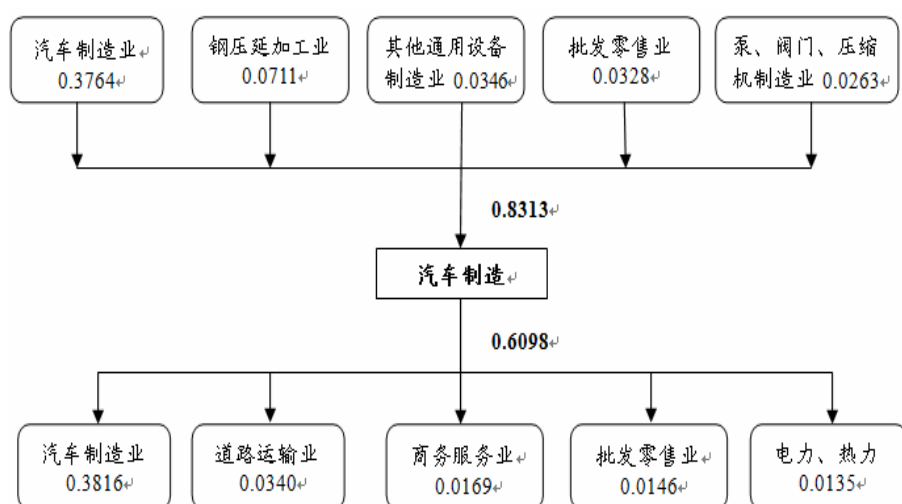
综合以上对消费的分析，我们认为 2010 年中国城镇消费已经进入消费升级的拐点阶段。为进一步刺激消费，政府仍将继续加大医保和民生方面的财政支出，以进一步解除居民的后顾之忧。从这个角度看，我们首先看好大消费领域内的医药和医疗保健行业。

其次，借鉴台湾地区消费升级阶段的行业受益结构的经验，我们建议把握城镇消费中的住宅消费升级、出行消费升级（轿车消费）和休闲娱乐升级在较长时期内带来的系统性投资机会。对于国内城镇消费升级带来的投资机会，我们依次看好的是住房、汽车和消费服务（娱乐、休闲、电信增值服务等）及其相关上下游行业。而对于农村消费来说，我们认为仍以低端耐用消费品为主。

另外，我们建议关注消费相关上下游行业的延伸投资机会。比如汽车和旅游相关的上下游行业：

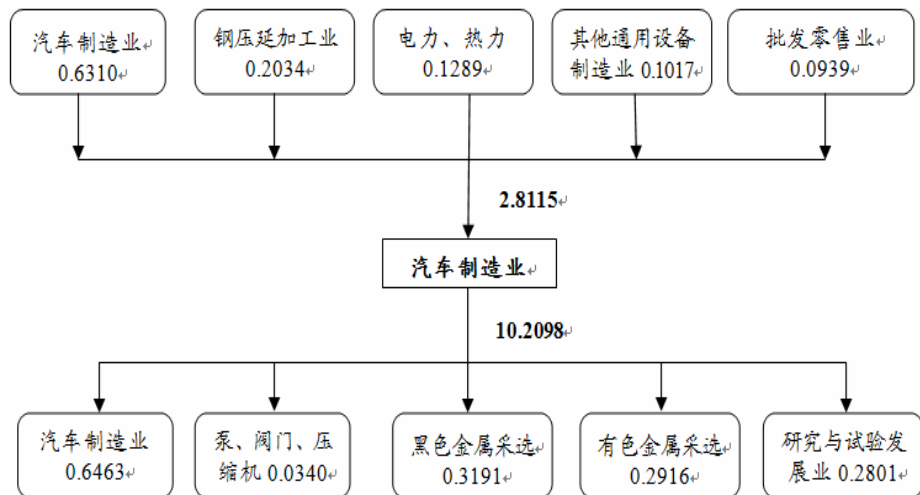
汽车制造业的产业链条也是比较长的，它直接拉动的重点行业有：钢铁、通用设备制造、泵、阀门、压缩机制造，以及批发零售业；直接推动的下游重点行业有：道路运输、电力、热力以及批发零售业；考虑行业间的间接作用，汽车制造业的产业链条大幅拉长，且对下游行业的推动是对上游拉动效应的 3 倍多，因此随着汽车销量的提升，对其自身、泵、阀门、压缩机制造业、黑色金属、有色金属、研发等行业的带动作用将显现。

图表 34：汽车制造业的直接产业链条



资料来源：中投证券研究所

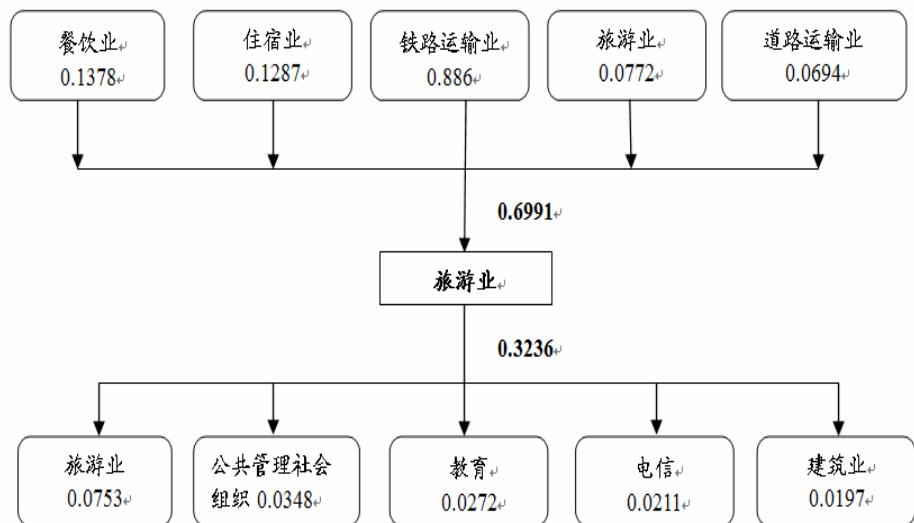
图表 35：汽车制造业的完全产业链条



资料来源：中投证券研究所

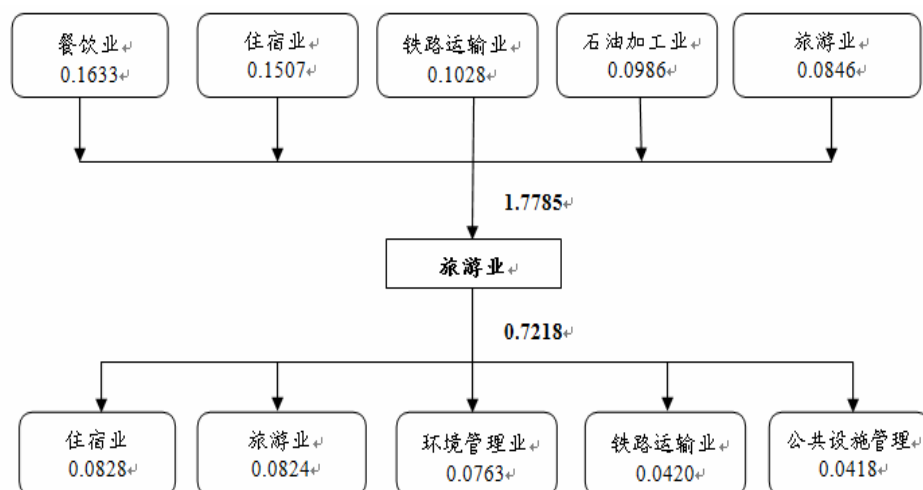
直接产业链上，旅游业重要的上游产业有：餐饮、住宿、交通运输；下游重点产业有：公共管理、教育、电信以及建筑业；完全产业链将交通运输的上游产业石油加工业也纳入进来，且旅游产业对上游的拉动作用是大于对下游的带动作用的，直接和完全产业链均如此。

图表 36：旅游业的直接产业链条



资料来源：中投证券研究所

图表 37：旅游业的完全产业链条



资料来源：中投证券研究所

3、投资保持温和增长

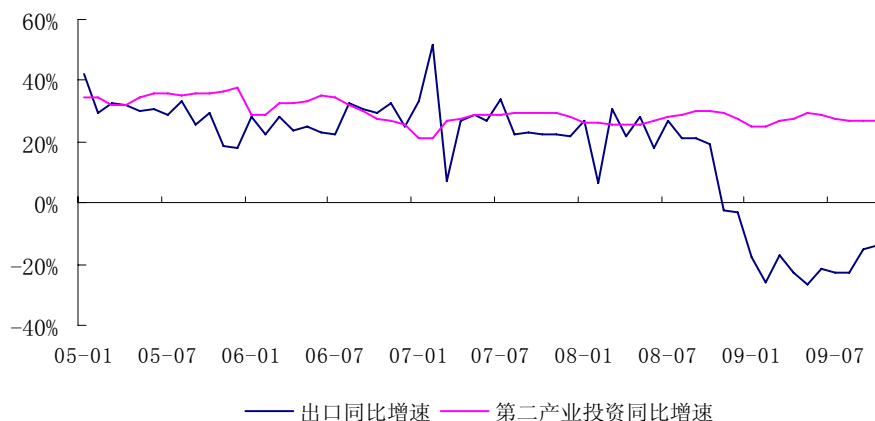
基于中央经济工作会议对 2010 年将保持宏观政策的延续性和稳定性的判断，中投宏观团队对 2010 年投资增速的预测是 26.5%，其中制造业投资增速 29%、政府投资增速 20%，房地产投资增速为 30%。

然而近期随着国务院对地产行业的系列调控政策的实施，地产行业投资增速有可能出现下滑，而政府为确保经济增长的底线，有可能性在 2010 年下半年地产投资增速下滑趋势明确后再度刺激政府投资。因此 2010 年下半年我们有可能看到地产投资和政府投资此消彼长的情况。如果政府投资因为财政收入的瓶颈制约而无法填平地产投资下滑的缺口，那么地产投资有可能再度面临宽松的政策环境。

3.1 制造业投资增速保持平稳

在 2008 年下半年出口增速大幅下滑的情况下，第二产业投资增速仍然维持高位水平。出口需求的大幅下降与制造业投资增速维持高位水平的情况将导致第二产业的产能利用率出现下降。2010 年出口回暖后，新增的需求将首先由产能利用率的提高来满足。从这个角度看，我们认为制造业投资不会因为出口的回暖而出现爆发性增长的情况。其更可能是保持平稳增速。

图表 38：出口同比增速与第二产业投资同比增速



资料来源：CEIC、中投证券研究所

3.2 政府调控对地产投资构成短期负面影响

通过对地产行业数据的分析，我们发现地产投资增速明显受地产销售增速的影响，而地产销售增速则与房价同比涨幅高度相关。房价同比涨幅则与地产行业的屯地比例高度相关。而地产行业的屯地比例则取决于行业的财务杠杆情况。

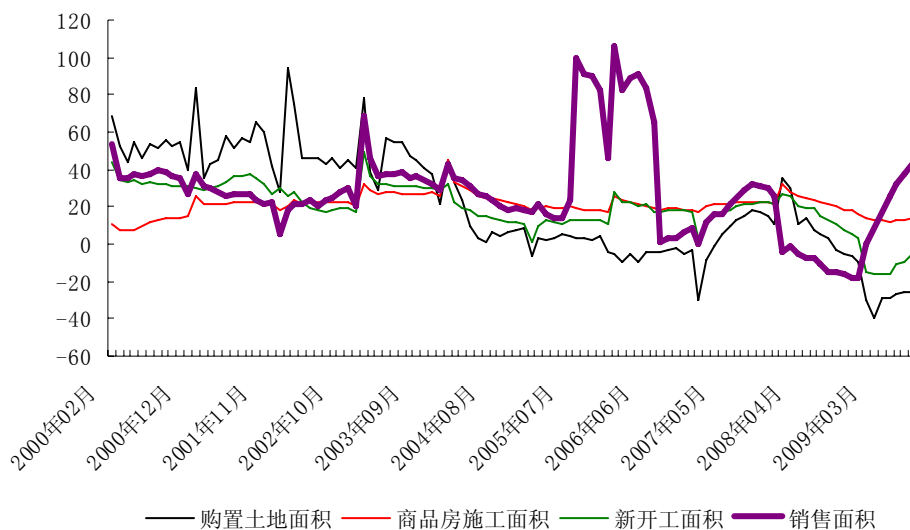
政府对地产行业的调控目的在于平抑过快上涨的房价。然而从目前推出的调控措施来看，这些措施对地产销售和行业财务杠杆都有负面影响，这将进一步对地产投资造成负面影响。

3.2.1 地产投资增速取决于地产销售增速

地产开发商根据销售情况决定未来地产的开发和投资进度。地产销售的增长对地产投资的增长有明显的带动作用。从 1999 年以来的数据看，地产销售增速与土地购置面积、新开工面积和施工面积增速存在关联关系。

图表 39：地产投资增速取决于地产销售增速

地产销售拉动地产投资增长(%)

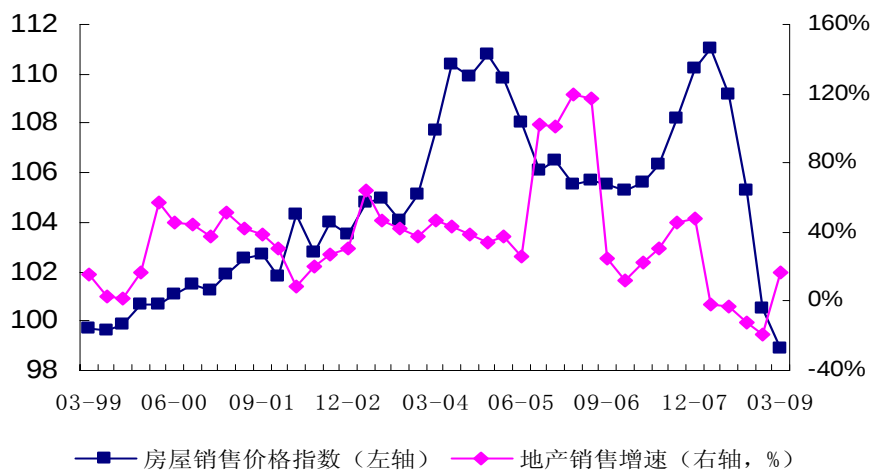


资料来源: CEIC、中投证券研究所

3.2.2 地产销售增速取决于房价同比涨幅情况

从 1999 年以来的情况看, 在房屋价格指数增幅相对缓和的阶段, 地产销售增速能够保持较高的水平。当房屋价格指数增幅回落明显的时候, 地产销售的增速非常明显。

图表 40: 房屋价格指数与地产销售增速



资料来源: CEIC、中投证券研究所

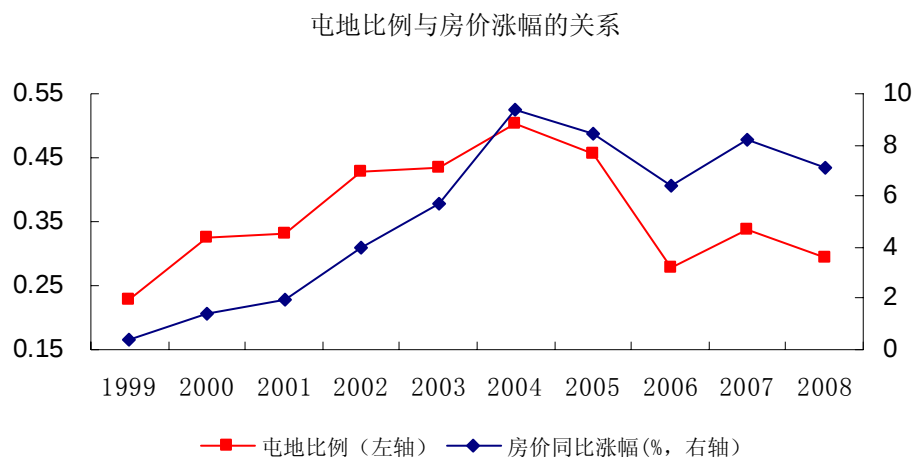
3.2.3 房价同比涨幅取决于屯地比例

从 1999 年以来的数据显示, 屯地比例 (屯地比例 = (当年土地购置面积减

-当年土地开发面积)/当年土地购置面积的比例)与当年房价涨幅存在明显的关联关系。当屯地比例较高的时候,当年的房价涨幅也比较明显。

屯地比例可以预示房屋未来短期内的供应情况,当由收入增长决定的刚性需求在短期内弹性相对较弱的时候,房屋的供给便成为决定价格的重要因素。

图表 41: 屯地比例与房价涨幅

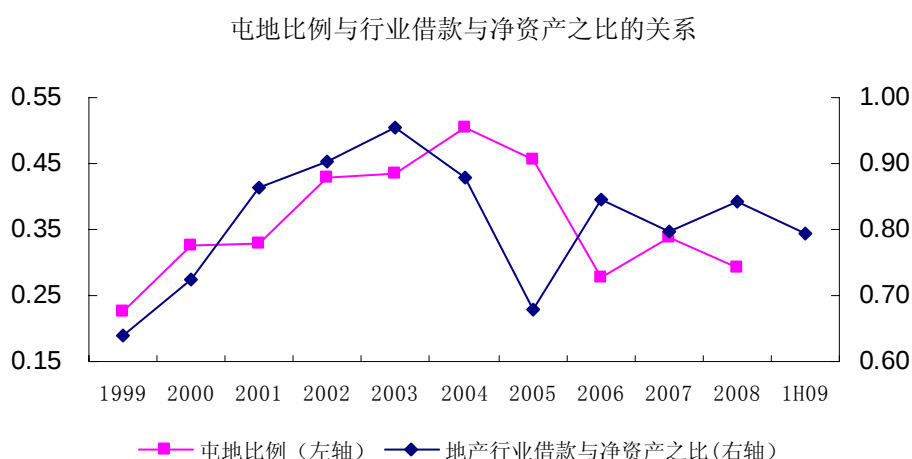


资料来源: CEIC、中投证券研究所

3.2.4 屯地比例与财务杠杆情况高度相关

我们进一步的研究发现,1999 年以来的数据显示,地产行业供给节奏(屯地比例)与其财务杠杆情况高度相关。

图表 42: 地产行业屯地比例与财务杠杆(借款与净资产之比)的关系



资料来源: CEIC、中投证券研究所

通过可比地产上市公司 2009 年半年度和 3 季度财务报表的数据分析显示,地产行业财务杠杆处于持平状态。从这个角度看,全行业屯地比例出现大幅上

升的可能性不大，进而我们推断 2010 年房价涨幅相对较小，有利于地产销售和地产投资的增长。

3.2.5 政府调控将对普通商品房投资构成短期负面影响

政府对地产行业的调控目的在于平抑过快上涨的房价。然而从目前推出的调控措施来看，这些措施对地产销售和行业财务杠杆都有负面影响，这将进一步对地产投资造成负面影响。

首先，对二手房营业税费的调整将在短期内（2009 年年底以前）改变新房和二手房在房屋销售中的比例，形成二手房抢占新房销售份额的情况。由于上述数据显示，新房销售增速与地产投资增速高度相关，因此新房销售增速的下滑将影响到地产投资的增速。

其次，加大土地购置首付款比例和严格执行付款方式将加大地产商的财务杠杆。在地产调控的大政策环境下，地产商对后市持谨慎态度，对于已经购置的土地，其将采取推迟开发的策略，这将加大屯地的比例，并进而导致地产投资的下滑。

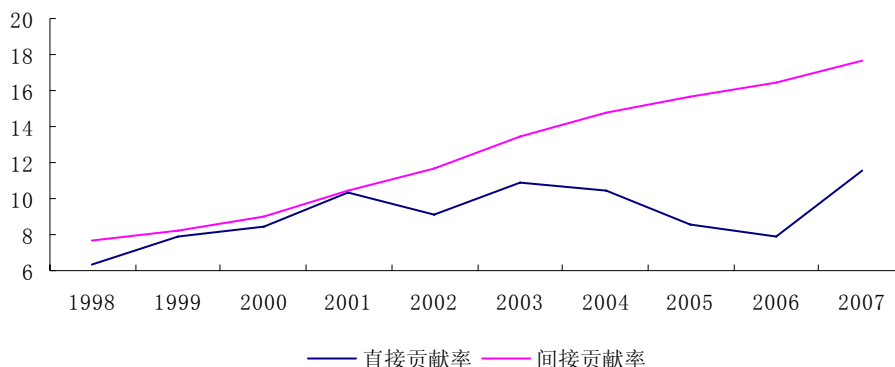
3.2.6 地产投资作为国民经济的重要动力 受到持续压制的可能性较小

由于制造业投资保持平稳，政府投资继续高位增长的可能性不大，因此地产投资仍将是 2010 年经济增长的重要引擎。从这个角度看，为确保全年经济的平稳增长，地产投资受到持续的政策压制的可能性较小。我们地产行业研究员认为，即便是地产行业调控政策导致普通商品房建设投资出现下降，但是由于保障性住房建设投资的增加，2010 年全年总体的地产投资仍将保持在 29% 左右的水平。

3.2.6.1 地产投资对国民经济拉动作用明显

房地产投资对国民经济的影响主要体现在两个方面：1、房地产开发投资对经济将产生直接的拉动；2、房地产开发投资将带动关联产业和住房相关的消费而对经济产生间接贡献。从 1998 年以来的数据看，地产投资对国民经济的直接和间接拉到作用都在提高。

图表 43：地产投资对国民经济的拉动作用



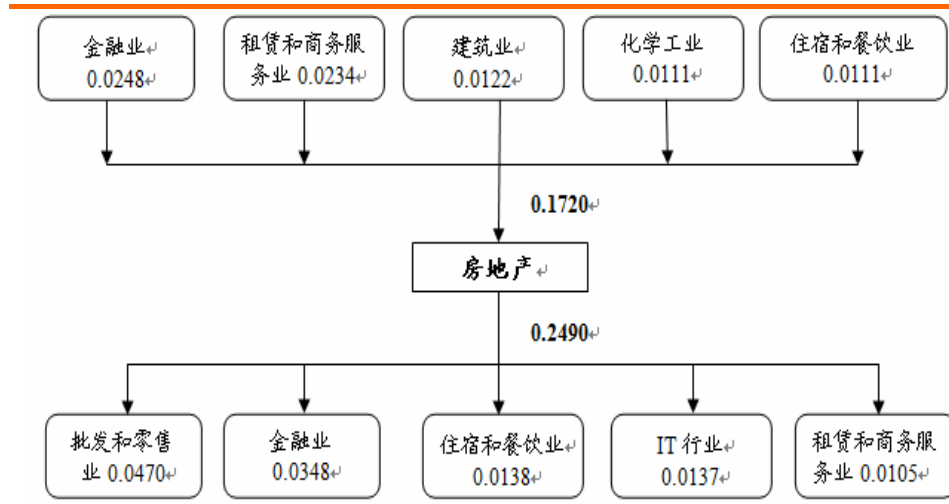
资料来源：中投证券研究所

上游产业向房地产行业提供中间产品，其产业关联度的大小以消耗系数来表示，而下游产业则消耗房地产的产出，其产业关联度以分配系数来表示。房地产业与其上游产业的关联度越高，增加单位房地产业产出消耗的上游产品越多，对上游产业的拉动作用越大，同时也说明上游产业对其制约作用越强；与下游产业的关联度越高，为下游产业提供的产品占其总产出的比例越高，说明其对下游产业的推动作用越强。

直接产业链条是以直接消耗和分配系数判断的，是可以直接观察到的产业关联，完全产业链条则将产业部门间的间接关系考虑在内，以完全消耗系数和完全分配系数来判断，深刻地反映了各部门之间的经济技术关系，为我们深入观察我国产业结构提供了难得的信息。在此，我们把系数最大的5个部门纳入产业链条来进行分析。

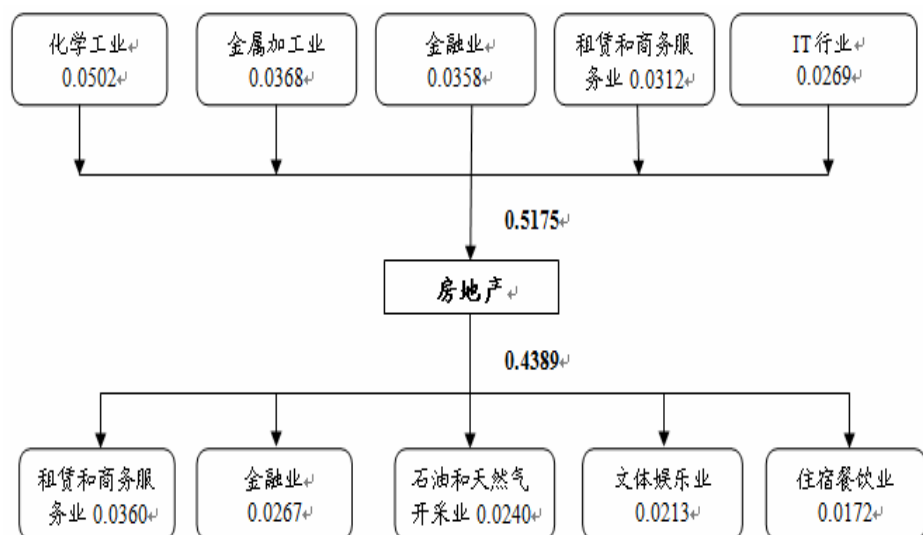
通过分析直接产业链可以发现，金融业、租赁和商务服务业、住宿餐饮业同时位于行业的上、下游，房地产投资对这些行业的带动作用将明显大于其他行业；完全产业链长于直接产业链（前者前5名的关键系数之和明显大于后者），且金属加工业、石油和天然气开采业等原材料部门被纳入进来。需要注意的是，化工和信息产业在房地产的产业链中也占据重要位置。

图表 44：房地产行业的直接产业链条



资料来源：中投证券研究所

图表 45：房地产行业的完全产业链条

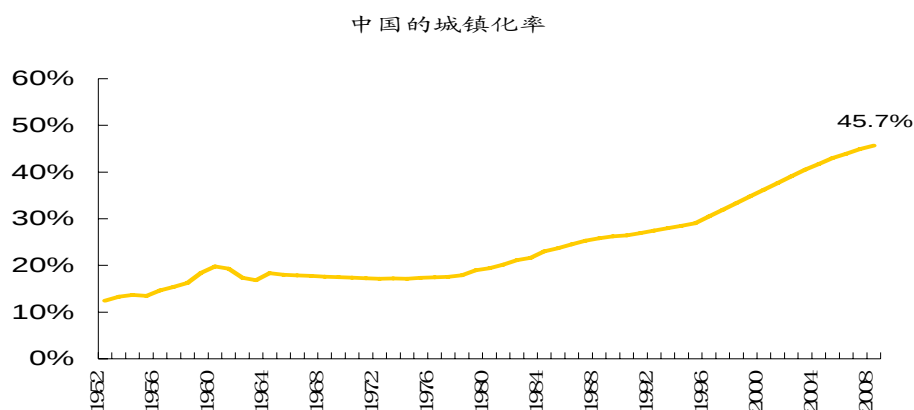


资料来源：中投证券研究所

3.2.6.2 地产刚性需求决定了从供给角度解决房价过快上涨具有相当难度

我国有限的住宅土地供给、持续的城市化进程、以及人均住房面积仍待提高的现状，都使得对地产的需求长期保持刚性。

图表 46：中国城镇化率

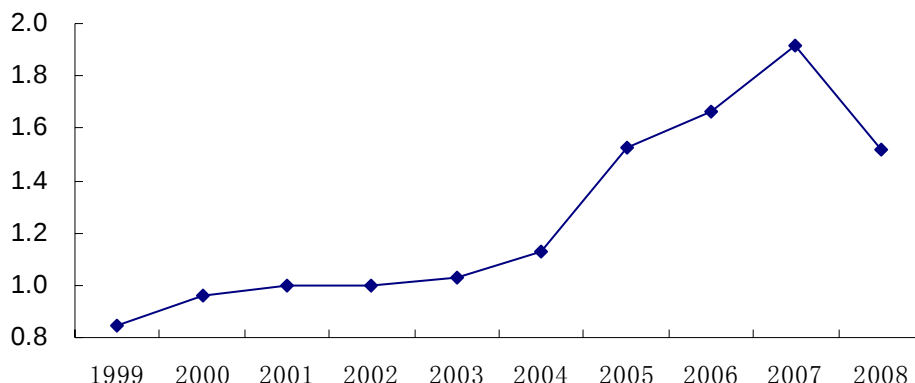


资料来源：国家统计局、中投证券研究所

2004年以来商品房销售面积持续高于竣工面积，相对刚性的需求和供给的不足，奠定了过去几年里房地产供求关系的基调。

图表 47：销售面积与竣工面积之比

销售面积与竣工面积之比



资料来源：CEIC、中投证券研究所

地方政府财政收入很大部分源自土地出让的现实使得依靠供给解决房价上涨过快的难度较大。

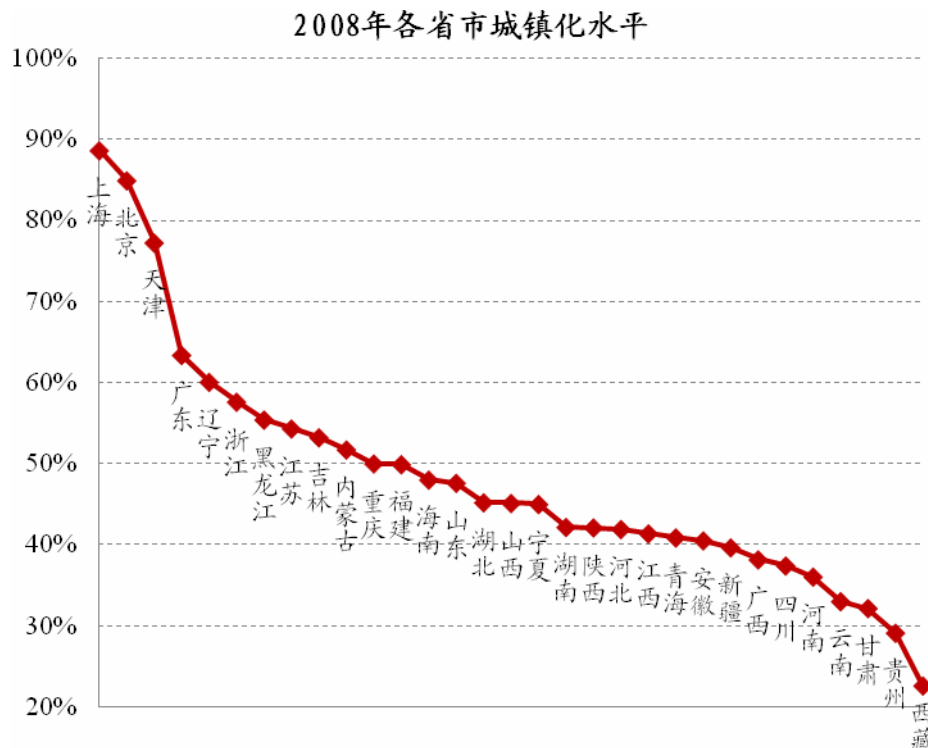
3.2.7 把握调控节奏 寻找低估值水平下地产投资领域的超额收益机会

由于供给存在瓶颈，而过度打击需求又会严重影响地产投资、并进而影响经济增长。因此我们预计政府的地产调控政策将是限制投资（机）需求，鼓励自住需求。从这个角度看，地产行业的调控政策的负面影响将会低于市场的悲观预期。考虑到地产行业相对较低的估值水平和相对稳定的盈利增长，如果股价因为政策负面预期而继续非理性下跌的话，地产行业的投资价值将会逐步显现。如果地产行业的投资价值显现的话，我们建议重点关注中西部地产和高铁引发的都市圈相关地产板块。

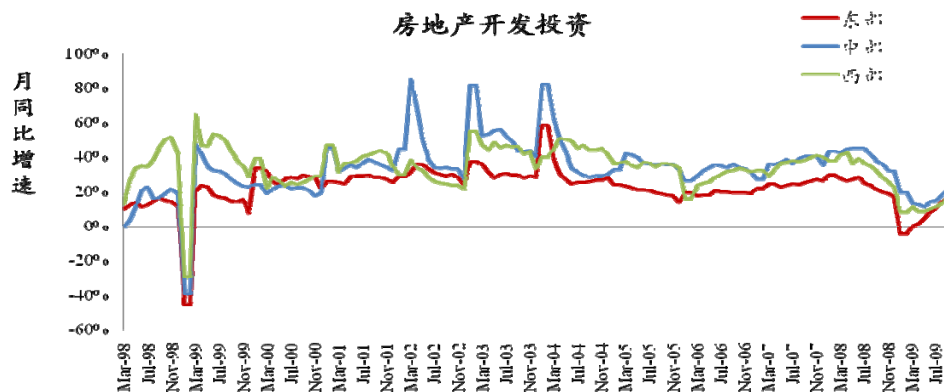
3.2.7.1 中西部在城镇化进程中机会更大

中央经济工作会议提出加快城镇化建设。我们认为城镇化建设是“社会主义新农村”运动的延续。由于中西部地区城镇化水平落后，而其近期地产投资相对增速较高，我们认为中西部地区的地产是城镇化进程中值得重点关注的领域。

图表 48：2008 年各省市城镇化水平



图表 49: 东、中、西部房地产开发投资增速



资料来源: CEIC、中投证券研究所

3.2.7.2 高铁网络的形成将引发都市圈效应

1964 年日本第一条高铁东海岛新干线通车以来, 目前运输量已达到日本铁路运输量的 30%, 极大促进了沿线城市的发展。以 1982 年开通的东北新干线为例, 自开通以后沿线城市的企业增加了 45%, 人口增加 30%, 大大超过了日本其他地区 (其他地区增加为企业 15%, 人口 10%)。

图 50: 1966-1970 年间高铁对日本经济的拉动效应

高铁带动的产业增加值	2238 亿日元
1970 年日本 GDP	751520 亿日元
新干线对 GDP 的贡献	0.29%

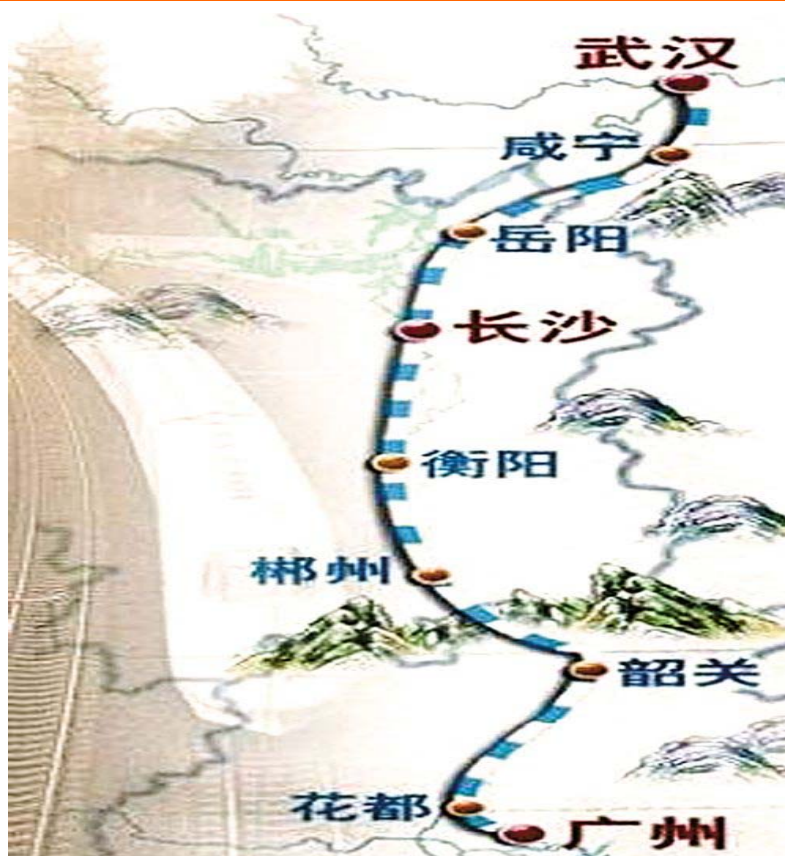
资料来源：中投证券研究所

采用投入产出模型对 1966—1970 年间高铁对日本经济的拉动效应进行测算，1970 年日本 GDP 总额为 751520 亿日元，新干线直接和间接带动的产业增加值为 2238 亿日元，占当时 GDP 的 0.29% 左右。

2008 年 8 月 1 日 京津城际铁路通车：“2008 年天津的房地产成交额中，三成是由外地人购买”。（凤凰网）

武广客运专线于 2009 年 12 月 26 日正式运营，全长约 1068.6 公里，串连鄂、湘、粤三省，有望形成崭新的“武广沿线都市圈”、并推动沿线的城镇化发展。

图表 51: 武广高铁线路图



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图表 52: 已建成高铁网络覆盖情况

	通车里程 (公里)	时间 (小时)	沿途受益城市	覆盖人口 (亿)	开通时间
京津	120	0.5	北京、天津	0.217	2008-8-1
武广 (广深)	1068.6	3	武汉、长沙、广州、深圳	0.500	2009-12-20
石太-北京	250	1	石家庄、太原	0.133	2009-4-1
合武	356	2	合肥、武汉	0.131	2009-12-30
郑西	485	2.5	郑州、西安	0.147	2009-12-30

3.3 政府投资高位回落

我们宏观团队预测 2010 年政府投资将高位回落，全年增长在 20%左右。

3.3.1. 受到基数原因的影响，明年政府投资增速将回落

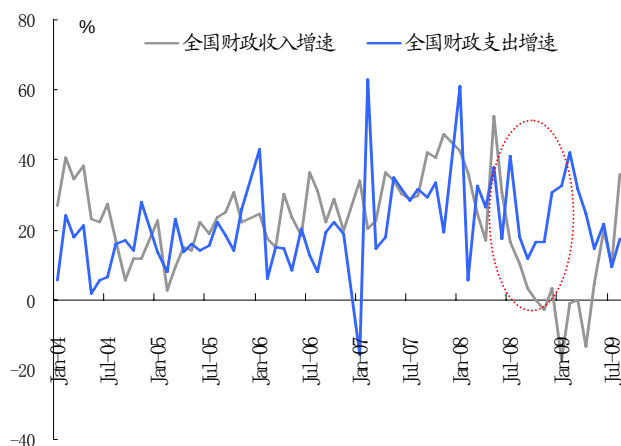
我们宏观团队测算，在政府不追加投资的背景下，2009 与 2010 年固定资产投资资金来源中国预算内资金将是 1.40 与 1.77 万亿元，分别增长 90%与 26.4%。因此，2010 年，在国家预算内资金增长 26.4%的条件下，国有企业投资将实现增长 22.6%，大幅低于今年 1-8 月份 49.7%的水平。这意味着，如果明年政府不追加更大的投资规模，政府固定资产投资增速难免会出现回落。

3.3.2. 受制于财政收支平衡约束，政府进一步扩大财政支出承担风险会很大

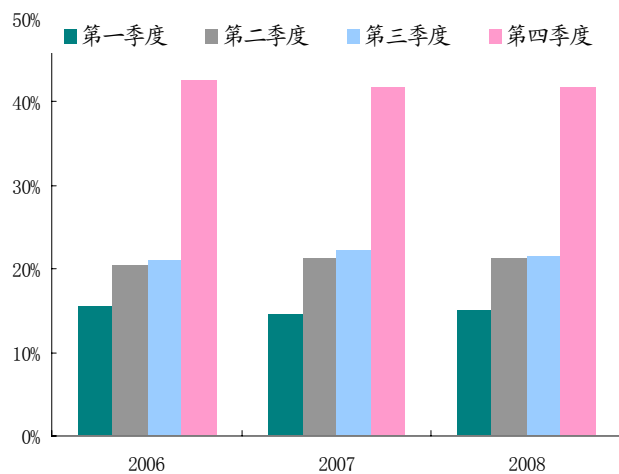
今年即便能够实现 8%的经济增长，全年财政赤字将在新中国历史上首次突破 3%的国际警戒线。我们宏观团队预计，今年财政赤字可能会达到 3.5%，而明年如果要通过政府投资带动固定资产投资继续保持今年的增速，中国的财政赤字率料将接近 8%。

图表 53: 中国的财政收入前期大幅下滑

图表 54: 财政支出压力集中在第四季度



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

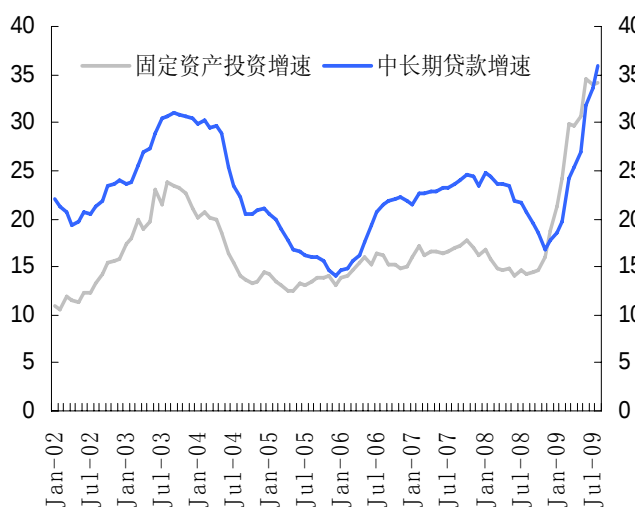


资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.3.3.继续依赖银行贷款来支撑政府投资的风险加大

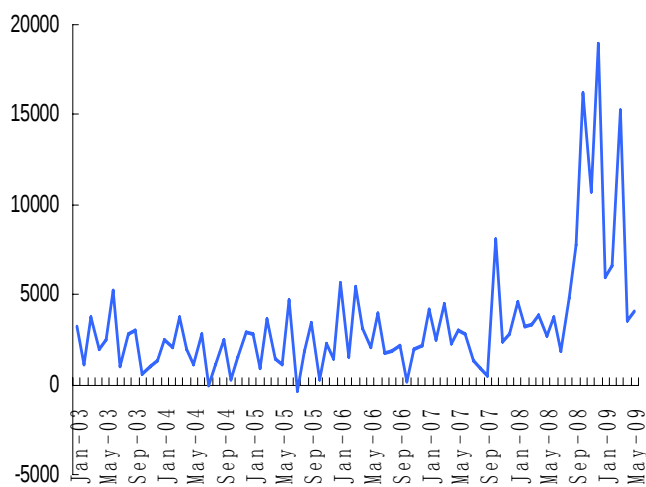
政府决策层已经对货币信贷高速增长所可能带来的潜在风险表示担心。2010 年宽货币紧信贷的趋势也制约了政府投资继续保持高位运行的态势。

图表 55: 中长期贷款支撑固定资产投资增长



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图表 56: 贷款增长目前正趋于回落



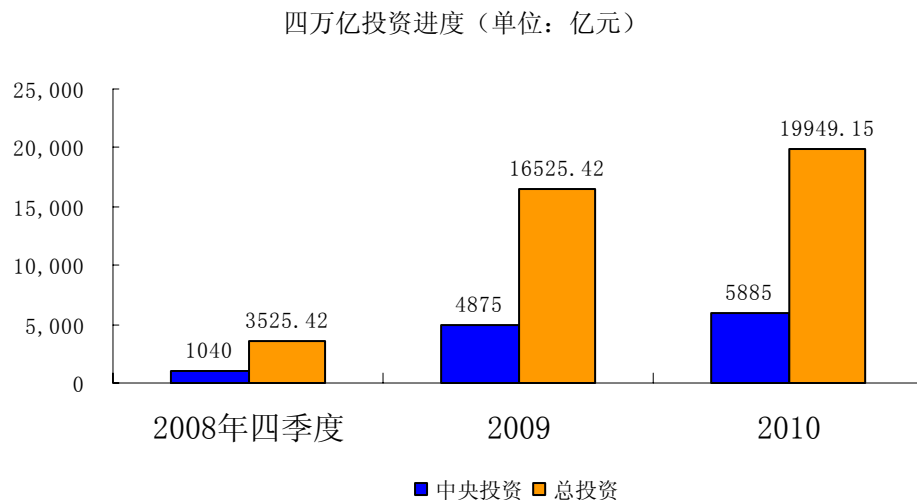
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.3.4.辩证看待政府投资增速

3.3.4.1 关注政府投资领域的结构性机会

2010 年政府投资增速总体上呈现高位回落趋势, 因此其系统性的投资机会不大。我们建议关注其中的结构性投资机会, 这些机会主要体现在铁路建筑、民生和节能减排领域。

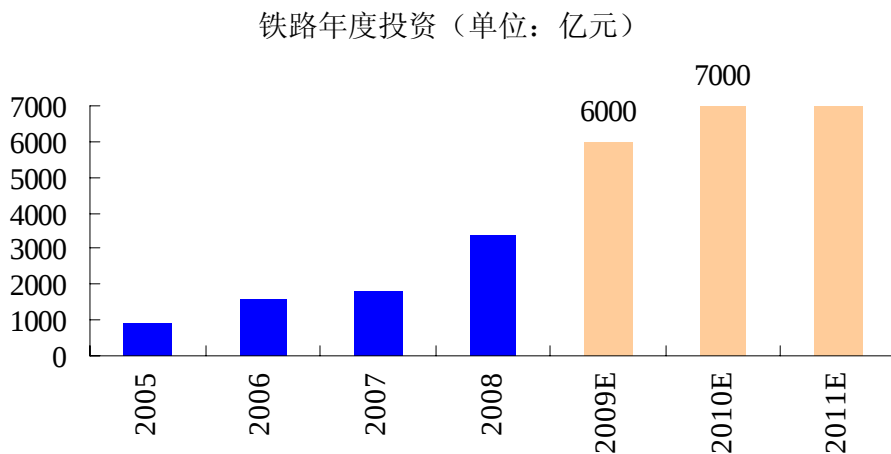
图表 57: 四万亿投资进度



资料来源：CEIC、中投证券研究所

中投建筑与工程行业研究员预测 2010 年铁路建设投资将超过 7000 亿元，并认为铁路建设资金来源有保障，是政府投资中的重点领域。

图表 58: 铁路建设年度投资预测

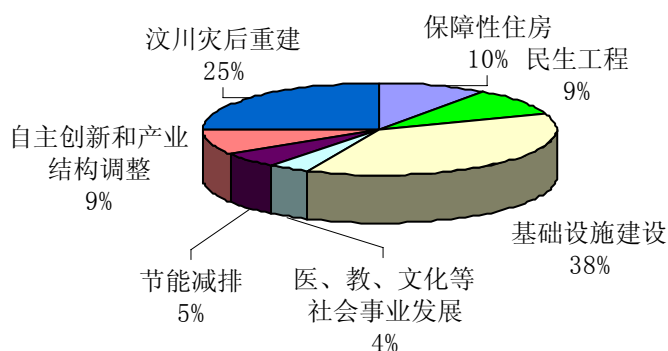


资料来源：CEIC、中投证券研究所

除了基建投资外，民生相关领域在 2010 年政府投资中所占比例也很高，其中民生工程占 9%，保障性住房 10%，汶川灾后重建占 25%。这些工程将有效带动相关区域内的钢铁、工程机械和建材等行业的需求。

图表 59: 2010 年政府投资分布领域预测

2010年政府投资分布领域

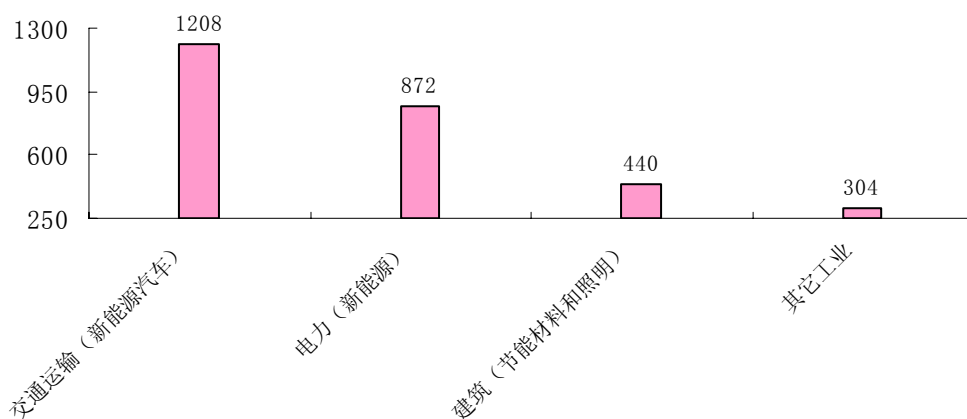


资料来源：CEIC、中投证券研究所

我们新能源行业研究员认为，新能源汽车、新能源（含智能电网）以及建筑节能材料和照明是 2010 年节能减排领域投资的重点。

图表 60：节能减排重点投资领域

2010年节能减排预计新增投资的主要行业分布（单位：亿元）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

3.3.4.2 关注政府投资领域的结构性机会

政府投资在 2009 年对经济增长起到明显的拉动作用。随着 2010 年经济复苏的逐步展开，作为逆向刺激经济措施政府投资回落在所难免。但是如果海外经济回暖低于预期，加上如果因为对调控的负面预期过度而导致国内地产投资迅速下滑，进而影响经济稳定增长的时候，我们认为政府投资将会再次启动，以确保全年“稳增长”的政策目标。如果出现这种情况，除了我们在上文提到的铁建建设外，民生工程中的保障性住房建设将可能是政府在新一轮投资中的重

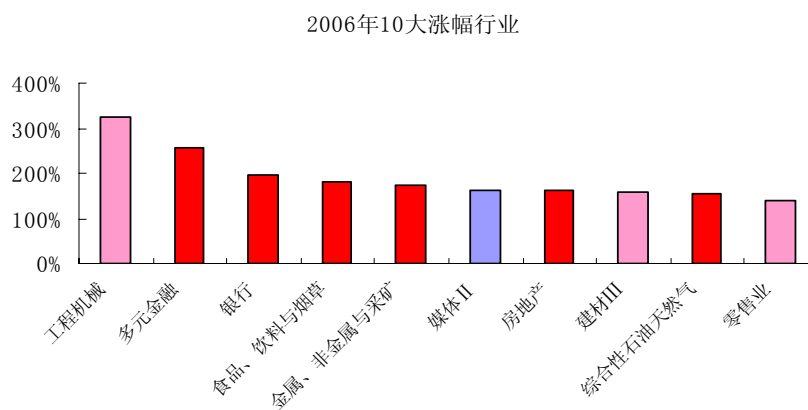
点领域。因此如果政府启动新一轮投资的话，我们看好钢铁、工程机械和钢铁等与住房建设密切相关的行业。

4、交易性投资机会

4.1 通胀预期下的资产和资源行情

2006 年和 2007 年在通胀预期的推动下，A 股市场出现过明显的资金推动行情。我们宏观团队认为，2010 年个别月份 CPI 有可能高达 6% 以上，这将引发通胀预期下的一波资金推动的行情。资产和资源领域的相关行业将是最大的受益者。

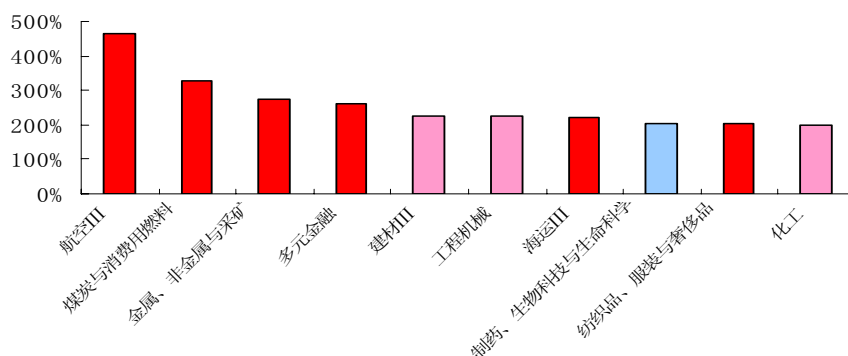
图表 61：2006 年通胀预期下的资金推动行情



资料来源：中投证券研究所

图表 62：2007 年通胀预期下的资金推动行情

2007年10大涨幅行业



资料来源：中投证券研究所

4.2 消费领域在通胀下投资机会

上一轮通胀中（以 CPI 分项来看）涨价首先从食品价格的上涨开始，传递到酒类、医疗保健；然后传递到家庭设备用品、车用燃料及零配件；最后是服务类价格的上涨——居住类（租房）与旅游及外出。从涨幅来看依次是食品，中药材及中成药，家庭服务及加工维修服务，酒类，居住类，旅游及外出、文娱费，最后是家庭设备用品中耐用消费品。

如果按照上一轮通胀中消费品的价格与销售走势，我们认为下半年乃至明年上半年因通胀收益最大的行业是食品饮料业（食品、酒类），其次是服务业（医疗保健、居住类），而对低端耐用消费品相对负面。

图表 63：2006.07 至 2008.03 通胀中行业价格表现

CPI 中各种类涨价次序		CPI 中各种类涨幅细分（从高到低）
食品	粮食	猪肉、肉禽及制品、油脂、粮食
	油脂	
	肉禽及制品	
	猪肉	
酒类		中药材及中成药
医疗保健及个人用品		家庭服务及加工维修服务
家庭设备用品：耐用消费品		酒类
交通通讯及服务：车用燃料及零配件		建房及装修材料、租房、水、电及燃料

居住类（租房）	旅游及外出、文娱费
娱乐教育文化用品及服务:旅游及外出	家庭设备用品及服务:耐用消费品

资料来源：中投证券研究所

4.3 主题性投资机会

在估值水平不会大幅扩张、盈利增长温和复苏的背景下，除了挖掘行业内生性增长机会外，寻找由于事件驱动和政策驱动的主题性交易机会将给投资者带来可观的超额收益。

2010 年事件驱动的主题性投资机会有：世博会和亚运会；政策驱动的主题性投资机会包括：区域经济发展政策的具体落实（如海南国际旅游岛）、扶持服务业长期发展规划的落实以及资本市场上的 B 股改革、融资融券、股指期货的推出。（详见附二）

5、 风险因素

影响我们上述判断的风险因素主要有：海外经济复苏低于预期、贸易保护主义对出口的干扰超预期、消费增长低于预期、地产投资增速低于预期和信贷收紧步伐早于预期。

二、盈利增速持续回暖

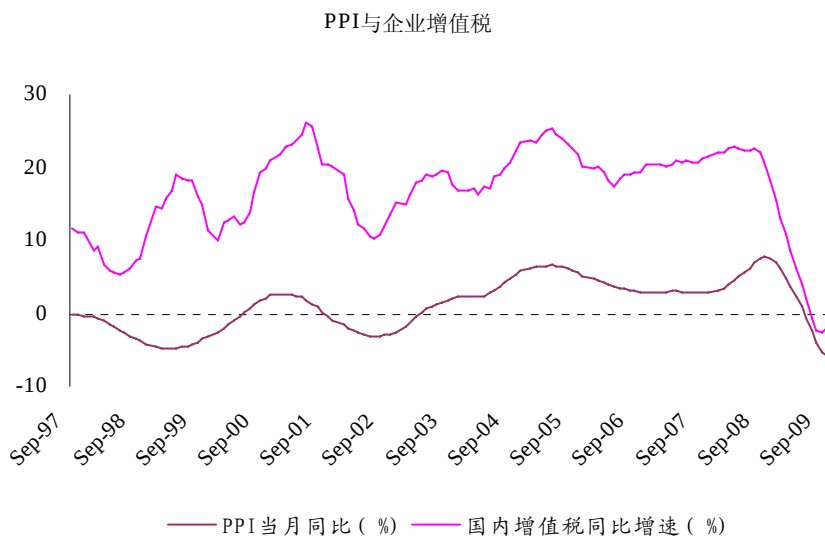
根据我们宏观团队对 PPI 的预测数据、以及金融工程团队对上市公司的盈利预测数据，我们认为 2010 年企业盈利将持续回暖

1、 PPI 数据显示盈利增长将持续

企业增值税和所得税是基于企业经营活动和企业利润情况征收的税种，其与企业盈利状况高度关联。

而由于我国经济结构中，制造业比重较大，企业盈利水平受 PPI 的影响也较大。我们通过数据分析发现，PPI 走势与增值税和企业所得税的走势高度相关。

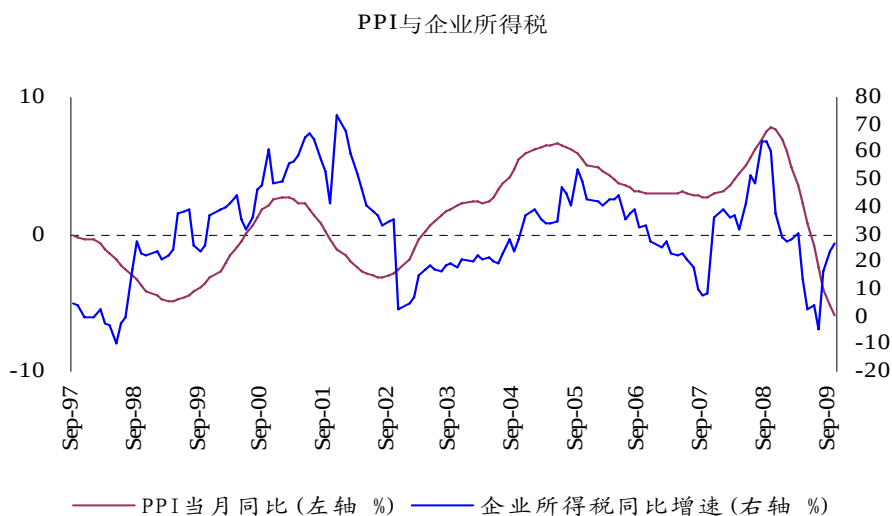
图表 64: PPI 与增值税同比增速



资料来源: CEIC、中投证券研究所

从 1998 年以来的数据显示, 企业增值税和企业所得税同比增速与 PPI 走势高度相关。

图表 65: PPI 与企业所得税同比增速



资料来源: CEIC、中投证券研究所

我们宏观团队预测, 2010 年 PPI 将出现持续回升。从企业增值税和企业所得税同比增速与 PPI 走势高度相关而它们也与企业盈利水平高度相关的角度看, 我们认为企业盈利增速将持续回暖。

图表 66: PPI 增速预测

	2009	2010	2009F	2010F

	Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F		
工业增加值增速	5.1	9.1	12.4	14.8	13.6	15.2	12.6	11.5	11.6	12.8
工业品出厂价格指数	-4.6	-7.2	-7.7	-3.2	2.3	4.2	6.8	6.2	-5.6	4.9

资料来源：中投证券研究所

2、2010 年企业盈利增长预测乐观

根据宏观团队的最新预测数据，中投证券金融工程组对上市公司 2010 年业绩增长预测为 29%。Wind 统计的分析师一致性预测为 27.8%。

图表 67：整体上市公司的盈利增速测算

盈利增速			
盈利增速	2008年A	2009年F	2010年F
银行	33%	15%	25%
保险	-76%	110%	20%
券商	-52%	50%	18%
综合性石油天然气	-24%	33%	18%
其余	-33%	13%	44%
整体	-15%	19%	29%
资料来源：中投证券研究所			

资料来源：中投证券研究所金融工程组

三、政策预期变化将造成股指波动

虽然 2009 年宏观经济企稳反弹的趋势明显，但是在经济运行中仍然存在不少矛盾和问题。这些矛盾和问题将在 2010 年继续对宏观经济运行造成影响，并会左右政府在经济政策上的抉择：

- 1、问题：经济增长主要靠政策拉动，内生性增长动力不强；

政策抉择：由于经济增长的内生性动力不强，“稳增长”将仍然是政府政策抉择的底线；

- 2、问题：经济增长方式没有发生根本改变；

政策抉择：在经济复苏之后，要达致理想的经济增长方式，“调结构”将成为政府重点考虑的政策方向

- 3、问题：产能过剩问题突出，2009 年的投资高增长导致部分行业重复建

设现象严重;

政策抉择: 严控产能过剩行业投资将是“调结构”在行业政策上的具体体现;

- 4、问题: 地产政府投融资平台的贷款隐藏系统性金融风险;

政策抉择: 相关信贷会逐步收紧

- 5、问题: 资产价格存在泡沫膨胀的风险

政策抉择: 当泡沫膨胀时, 将运用抑制资产价格泡沫的相关货币、税收和行政手段。随着 2009 年股指的大幅上涨和估值水平的提高, 2008 年金融危机以后管理层采用各种非常规手段维稳的阶段基本结束。由于政府对资产泡沫的担忧, 加大供给将成为股票市场的常态。另一方面, 而由于融资融券和股指期货仍然没有推出, 为维护相对宽松的市场环境, 资本市场监管机构将适度控制 IPO 和再融资节奏, 以利于上述资本市场创新制度的推出。

中国股市与中国经济一样, 受政策的影响非常明显。2009 年的“保增长”政策引发了股指在估值修复推动下的大涨行情。2010 年股指的运行状况在很大程度上将取决于政策侧重点在“稳增长”和“调结构”之间的轮换。

我国股市以周期性行业为主。当政策偏向于“稳增长”的时候, 市场预期宏观和(周期性)行业政策都相对宽松, 这有利于市盈率出现较高的水平, 在盈利增长的推动下, 股指有望走出上升行情。周期性行业跑赢大盘的机会较大。而当政策偏向于“调结构”的时候, 市场对宏观和(周期性)行业政策的预期都偏向负面, 这将造成市盈率收缩的情况, 盈利增长将被市盈率收缩的效应抵消, 股指缺乏上涨动力。在“调结构”为主的阶段, 消费类行业的相对政策优势将更加明显, 它们跑赢大盘的机会较大。

2009 年 12 月初的中央经济工作会议明确指出将保持宏观政策的延续性和稳定性。而随后的系列国务院工作会议逐步释放出对地产行业的调控信号。这导致市场一度由政策预期乐观转向政策预期负面。

我们认为, 中央经济工作会议定的全年的政策基调是“稳增长”为主, 而国务院在具体的执行过程中, 将根据经济发展的情况, 适时实施“调结构”的操作。

“稳增长”的基调将消除市场对经济二次探底的担忧。“调结构”将引发地产及其相关行业的政策收紧预期。由于“稳增长”是主基调, 在我国目前仍以投资为主导的经济结构下, 为了保持稳定的增长, 如果“调结构”政策导致投资出现大幅下滑从而影响经济增长, 那么“调结构”将让位于“稳增长”。

从目前的情况来看, 2010 年上半年政策侧重点在“调结构”上的概率较大, 而随着“调结构”的进行, 投资增速和经济增长将受到一定负面影响。进入下半年, “稳增长”将重新成为政策关注的侧重点。从这个角度看, 股指 2010 年将出现“前稳(低)后高”的走势。

在市场层面上, 投资者有可能放大对“调结构”的负面预期, 从而导致股市

对应的周期性行业出现大幅波动的可能性加大，在恐慌加剧的情况下，不排除股指出现二次探底的情形。由于经济二次探底的可能性较小，而“调结构”的实质力度低于市场负面预期的可能性较大，因此当出现股指二次探底或周期性行业由于负面预期而导致“超调”的时候，配置投资领域的相关周期性行业将给投资者带来超额收益。这种情况通常发生在“调结构”接近尾声，政府又开始关注经济增长的问题的时候。而在“调结构”的初期，消费类行业的相对政策优势将更加明显，它们跑赢大盘的机会较大。

四、估值水平扩张受限

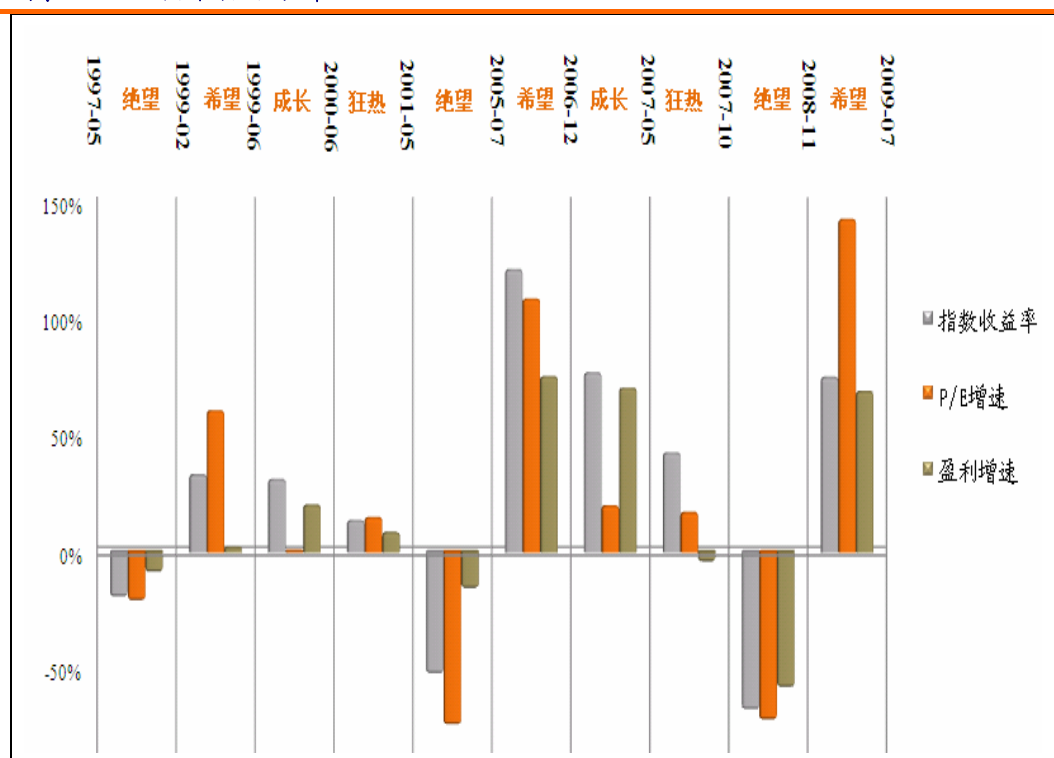
我们从股指运行阶段以及 M1-M2 增速之差的角度判断，2010 年估值水平扩张受限。

1、股指进入盈利增长驱动的阶段

促使股市周期性波动的因素很多，在此我们将股指的变化分解为两个因素：市盈率乘数的变化和盈利的变化，这两个因素在股市周期的不同阶段，对股指的作用大小是不同的。通过观察我们发现，按照 PE 乘数和盈利对股指波动的贡献程度，可以将一个波峰-波峰周期分为 4 个阶段：绝望、希望、成长、狂热。

2007 年 10 月到 2008 年底期间的股指大幅主要是由市盈率和盈利增长同时收缩造成的。而 2009 年以来股指的大幅上涨主要是由市盈率扩张推动的。我们认为，2010 年股指将进入成长阶段，在这个阶段股指上涨将主要依靠盈利增长来推动。

图表 68：股指推动力分解

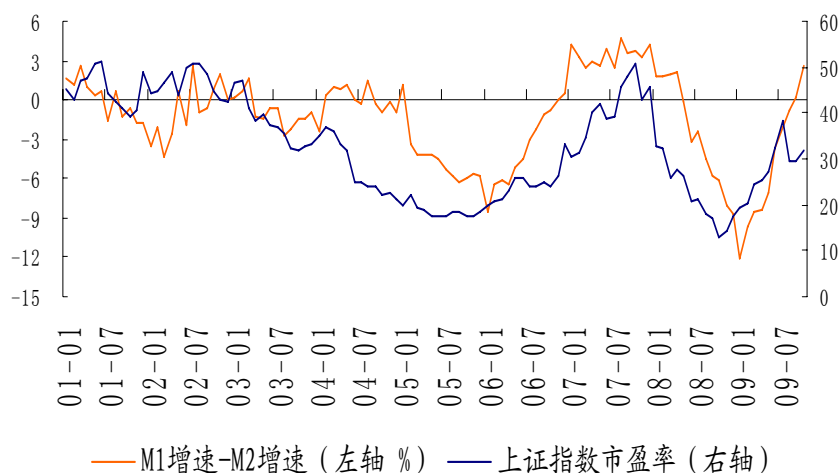


资料来源：中投证券研究所

2、我国 A 股估值水平与 M1-M2 增速之差的关系密切

在前期系列策略报告中，我们认为 M1-M2 与 PE (TTM) 存在明显相关关系：05 年 4 月以来（股改之后）两者的关系为 $PE=30.13+1.62*(\Delta M1-\Delta M2)$ ，并指出：虽然我们认为 $\Delta M1-\Delta M2$ 仍有可能继续收窄或变为正数，但是短期内市盈率继续大幅扩张的可能性不大。8 月份以来股指的走势也印证了市盈率水平不再继续大幅扩张的判断：上证综指市盈率不再持续大幅扩张。

图表 69：上证综指市盈率 (TTM) 自 8 月份起不再持续扩张



资料来源：CEIC、中投证券研究所

3、股票供给增加的预期加大 可能对估值水平造成一定负面影响

股票供给增加的预期加大主要来自于大小非/限售减持、新股发行(含创业板)以及国有股划转新规。股票供给增加的预期将给股指造船一定负面影响。

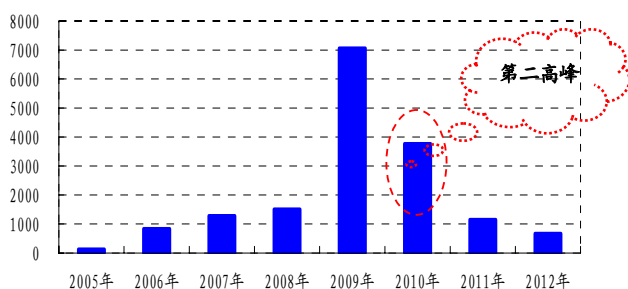
2010 年全年总解禁量为 3762 亿股，总解禁市值为 5.76 万亿元。总体来说，全年的解禁股份呈现如下特点：

1) 从限售股按年度上市流通的股份总量来看，2010 年是第二个高压点，全年总解禁量为 3762 亿股，占目前流通 A 股总量的 27.7%；从限售股按年度上市流通的股份总市值来看，2010 年是第一高峰，全年解禁总市值为 5.76 万亿元，占目前流通 A 股市值的 41.8%。

图表 70：2010 年解禁股份 (亿股)

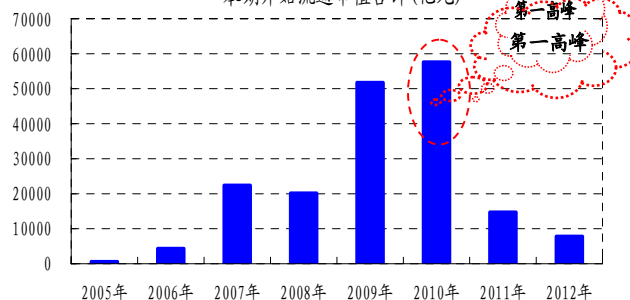
图表 71：2010 年解禁股份市值 (亿元)

本期开始流通股数合计(亿股)



资料来源: Wind 中投证券研究所

本期开始流通市值合计(亿元)

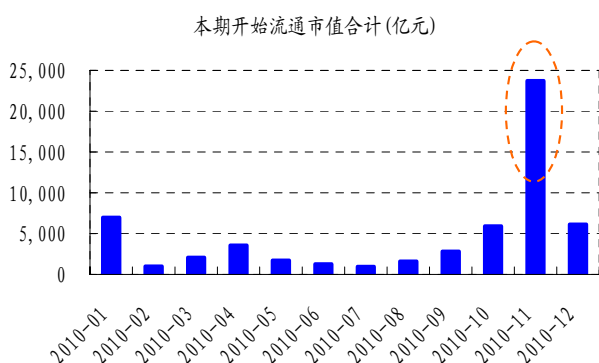


资料来源: Wind 中投证券研究所

2) 从解禁股份类型来看, 2010 年解禁量最大的为首发原股东限售股份, 占比为 83.43%。

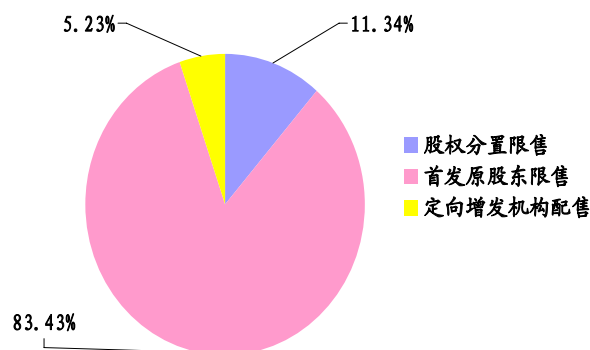
3) 从月度解禁量来看, 2010 年 11 月为最高峰, 解禁量为 1685 亿股, 主要是中国石油有 1579 亿股的首发原股东限售股份的巨量解禁, 占当月解禁量的 93.7%。

图表 72 : 2010 年各月解禁股份市值 (亿元)



资料来源: Wind 中投证券研究所

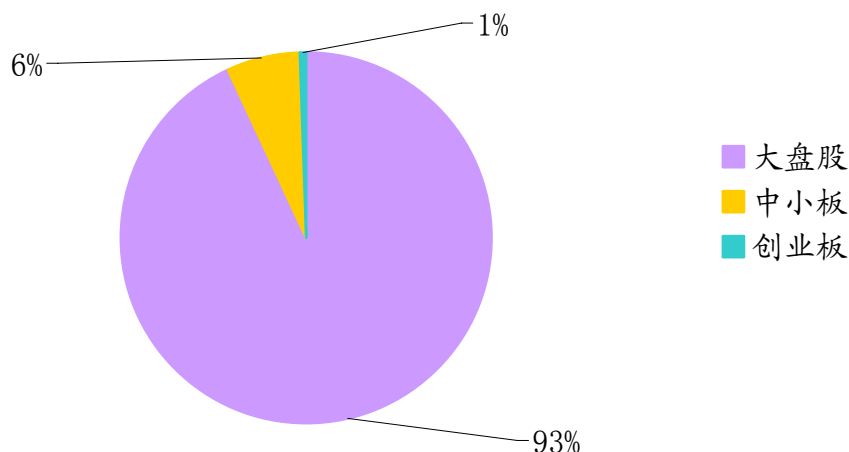
图表 73: 2010 年解禁股份类型市值占比



资料来源: Wind 中投证券研究所

4) 从解禁明细来看, 2010 年解禁市值最大的为大盘股, 总解禁市值为 5.36 万亿元, 占全年总解禁市值的 93%。解禁量居前三的公司为中国石油、中信银行和中国人寿, 解禁量分别为 1579 亿股、243 亿股和 193 亿股。

图表 74: 2010 年大盘股、中小板和创业板解禁市值占比 (%)



数据来源: Wind 资讯 中投证券研究所

图表 75: 2010 年前十大解禁股份 (按解禁量降序排列)

股票代码	股票简称	可流通时间	本期解禁数量(万股)	流通 A 股 (万股)	占流通 A 股比例 (%)	流通股份类型
601857.SH	中国石油	2010-11-5	15792207.78	400000.00	3948.05	首发原股东限售股份
601998.SH	中信银行	2010-4-28	2432960.89	230193.27	1056.92	首发原股东限售股份
601628.SH	中国人寿	2010-1-11	1932353.00	150000.00	1288.24	首发原股东限售股份
601088.SH	中国神华	2010-10-11	1469103.80	180000.00	816.17	首发原股东限售股份
601390.SH	中国中铁	2010-12-3	1241751.00	467500.00	265.62	首发原股东限售股份
601328.SH	交通银行	2010-5-17	997498.26	1595493.29	62.52	首发原股东限售股份
601866.SH	中海集运	2010-12-13	559550.00	233662.50	239.47	首发原股东限售股份
601919.SH	中国远洋	2010-12-20	541914.06	216286.74	250.55	首发原股东限售股份
601601.SH	中国太保	2010-12-27	501234.70	258098.30	194.20	首发原股东限售股份
600005.SH	武钢股份	2010-12-31	470280.00	313535.23	149.99	股权分置限售股份

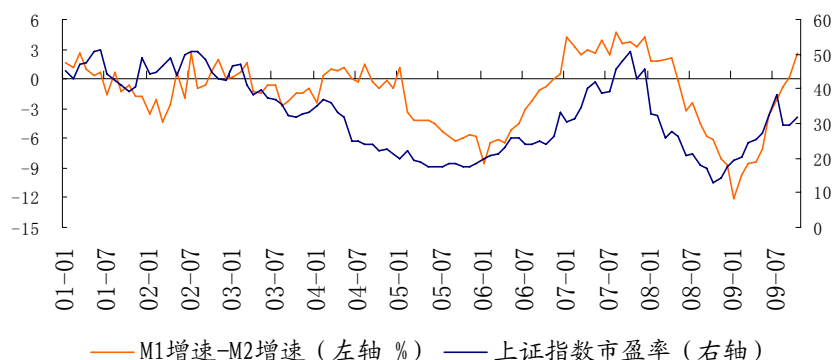
资料来源: wind 中投证券研究所

五、点位预测及风险因素

1、2010 年运行区间在 3000 点到 3800 点

我们金融工程团队认为,通过 DDM 估值,我们得出 A 股市场合理估值水平的价值中枢为上证指数 3456 点,与上期中枢 3256 点相比上调 200 点。主要的原因是略有调高盈利预期。上限为 5060 点,波动区间下限为 2253 点。

图表 76: M1-M2 增速之差与市盈率的关系



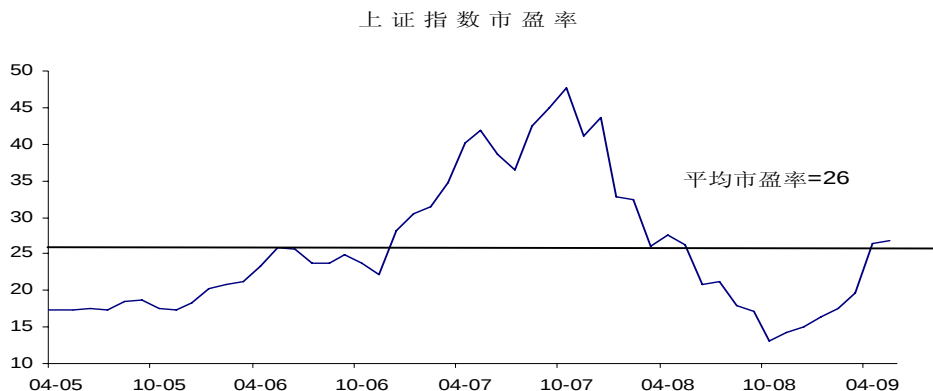
资料来源：CEIC、中投证券研究所

而从 M1-M2 与 PE (TTM) 存在明显相关关系： $PE=30.13+1.62*(\Delta M1-\Delta M2)$ 的角度看，在极度乐观、谨慎乐观和比较悲观的情况下，我们预计 $\Delta M1-\Delta M2$ 分别为 4、0 和 -3，分别对应的市盈率和指数为

PE(静态) 上限= 36.6X (极度乐观)	PE(动态) 上限=29X
PE (静态) =36.6+盈利增长 29%	对应上证指数 4450 点
PE(静态) 上限= 31X (谨慎乐观)	PE(动态) 上限=24X
PE (静态) =31X+盈利增长 29%	对应上证指数 3800 点
PE (静态) 下限=25.6X	PE (动态) 下限=20X
PE=25.6+盈利增长 27.8%	对应上证指数 3050 点

在下半年策略报告里，我们认为估值修复行情以 PE25.6 倍为界限（2005 年 4 月以来平均市盈率，在 2009 年 9 月对应的点位在 2600 左右，随着盈利增长的推动，当前对应点位在 3000 点左右）。25.6 倍以下是估值修复行情，25.6 倍向上为复苏预期行情。如果估值水平回落到历史均值 25.6 倍左右，那么市场基本将复苏预期降到了零的水平。由于经济复苏是比较确定的趋势，估值水平如果再继续向下，在市场消化完恐慌情绪后，将再次受到估值修复的推动作用。

图表 77：上证指数市盈率



资料来源：wind，中投证券研究所

从政策对估值水平影响的角度，我们认为上半年政策重点偏向“调结构”，其对估值水平将构成一定压力。而下半年以后的“稳增长”则有利于估值水平高位企稳。

综合上述分析，我们认为 2010 年股指是前稳后高的走势。

2、突破上下限预测的风险因素

我们报告的两个关键预测是：1、地产投资保持温和增长；2、流动性逐步收缩；3、盈利持续增长。我们认为政策进一步宽松的可能性不大，因此股指上限仍为上证指数 4450 点。但是“调结构”政策存在过度收紧的可能性：这包括流动性收紧超预期导致市盈率大幅收缩，地产调控超预期导致投资增速快速下滑从而使得盈利增长低于预期。如果这种情况出现，上证指数的下限将低至 2700 点。

第三部分 行业配置建议

一、行业盈利状况分析

图表 78：增长引擎对应的部分受益行业

驱动力		受益行业
投资	地产投资	地产、化工、金融、能源
	政府投资	建筑与工程、新能源
	制造业投资	设备与机床
内需		医药医疗、高端消费品、 休闲旅游、零售
通胀	资产、资源	地产、金融、煤炭
主题	事件、政策	事件驱动着时间、政策驱动着内容

资料来源：中投证券研究所

从整体经济的角度，我们认为各行业盈利增长的顺序如下：

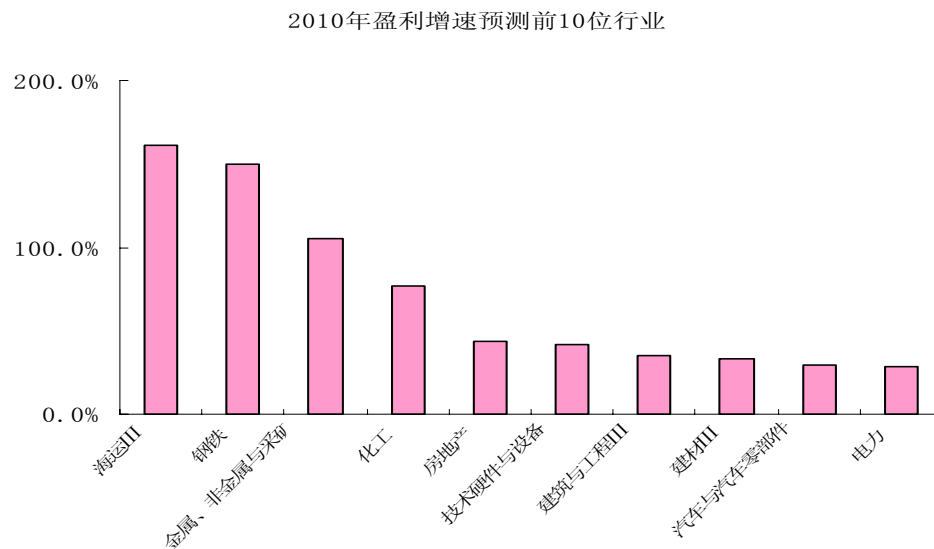
图表 79：2010 年各主要行业盈利增长打分情况

行业	得分	行业	得分
批发业:商务活动 (中国)	1.45535	餐饮业:商务活动 (中国)	0.04396
房地产业:商务活动 (中国)	1.24683	建筑装饰业:商务活动 (中国)	0.02802
烟草制品业 (中国)	1.15296	专用设备制造业 (中国)	-0.02253
零售业:商务活动 (中国)	1.02019	铁路运输业:商务活动 (中国)	-0.05968
邮政业:商务活动 (中国)	1.0087	非金属矿物制品业 (中国)	-0.19774
金属制品业 (中国)	0.94213	租赁业/商务服务业:商务活动 (中国)	-0.27664
服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业 (中国)	0.91404	通信设备计算机及其他电子设备制造业 (中国)	-0.31269
环境管理业/公共设施管理业:商务活动 (中国)	0.83666	黑色金属冶炼及压延加工业 (中国)	-0.42779
电信和其他信息传输服务业:商务活动 (中国)	0.81017	化学原料及化学制品制造业 (中国)	-0.5506
居民服务业:商务活动 (中国)	0.57475	航空运输业:商务活动 (中国)	-0.58061
纺织业 (中国)	0.47004	食品加工及制造业 (中国)	-0.61828
医药制造业 (中国)	0.40865	水上运输业:商务活动 (中国)	-0.64962
交通运输设备制造业 (中国)	0.2179	计算机服务业/软件业:商务活动 (中国)	-0.67303
建筑安装业/其他建筑业:商务活动 (中国)	0.21486	电气机械及器材制造业 (中国)	-0.97053
有色金属冶炼及压延加工业 (中国)	0.18236	石油加工及炼焦业 (中国)	-0.98593
修理维护及清洁服务等其他服务业:商务活动 (中国)	0.16989	管道及其他运输业/仓储业	-1.11343
房屋和土木工程建筑业:商务活动 (中国)	0.09742	饮料制造业 (中国)	-1.2337
通用设备制造业 (中国)	0.07944	化纤制造及橡胶塑料制品业 (中国)	-1.45459
木材加工及家具制造业 (中国)	0.07222	道路运输业:商务活动 (中国)	-1.72097
餐饮业:商务活动 (中国)	0.04396	住宿业:商务活动 (中国)	-1.86164
建筑装饰业:商务活动 (中国)	0.02802	造纸印刷及文教体育用品制造业 (中国)	-2.48584

资料来源：中投证券研究所

从 A 股市场的角度，我们对盈利增长前 10 的行业排序如下：

图表 80: A 股市场盈利增长前 10 的行业



资料来源: Wind、中投证券研究所

二、从估值和技术面角度配置行业的重要性增强

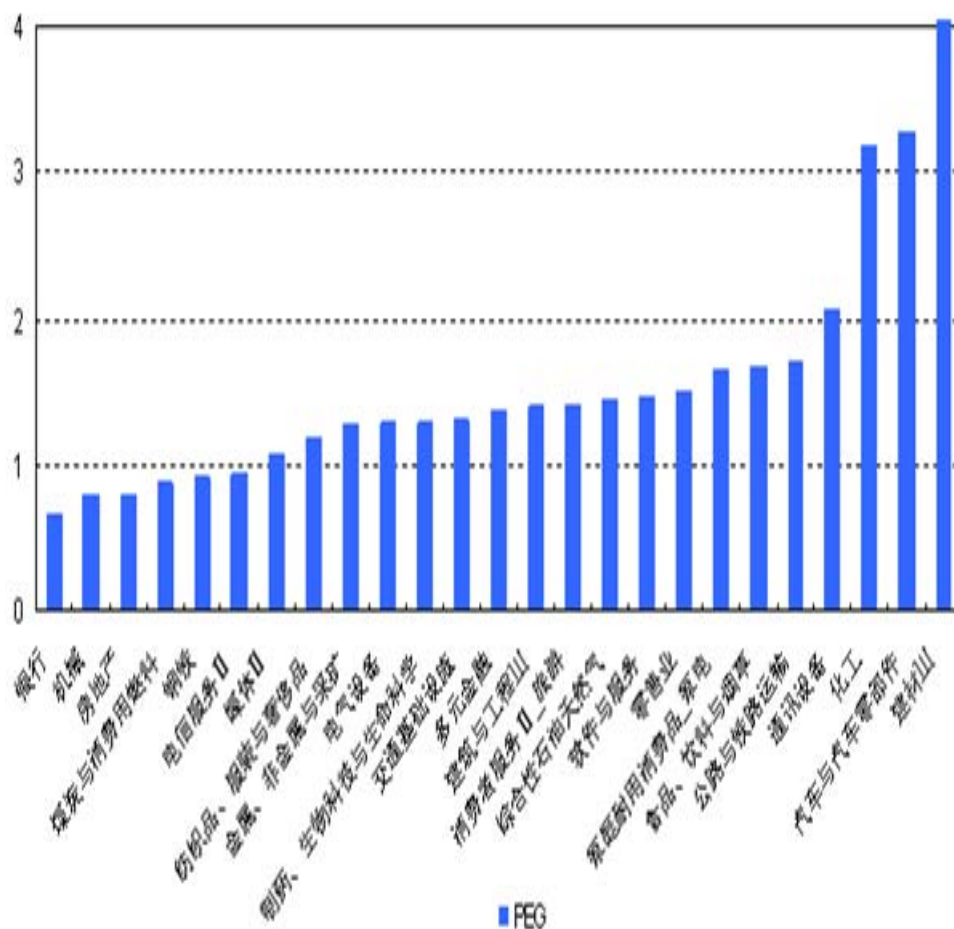
我们认为在 2009 年的估值修复行情结束后, 2010 年 A 股市场的估值水平大幅扩张的可能性不大, 股指的上涨需要盈利增长来推动。因此从估值 (PB、PE、ROE、盈利增长预测) 和技术面 (相对涨跌幅) 的角度去考虑行业配置的因素将更加重要。

图表 81: 各行业市盈率历史比较

行业	PE高估/低估倍数	行业	PE高估/低估倍数
房地产	-2.525	家庭耐用消费品	0.038
电信服务 II	-2.462	工程机械	0.106
石油天然气设备与服务	-1.498	媒体 II	0.110
银行	-1.320	家庭与个人用品	0.198
海运 III	-1.112	石油与天然气的炼制和销售	0.359
公路与铁路运输	-1.104	建筑与工程 III	0.463
软件与服务	-1.080	纺织品、服装与奢侈品	0.488
贸易公司与工业品经销商 III	-1.059	休闲设备与用品	0.686
造船	-0.999	保险 II	0.712
零售业	-0.953	纸与林木产品	0.862
煤炭与消费用燃料	-0.911	食品与主要用品零售 II	0.917
多元金融	-0.894	食品、饮料与烟草	1.034
交通基础设施	-0.864	综合性石油天然气	1.194
工业机械与机床	-0.665	钢铁	1.789
航空货运与物流 III	-0.531	汽车与汽车零部件	1.953
建材 III	-0.504	建筑产品 III	1.954
消费者服务 II	-0.500	石油与天然气的储存和运输	2.216
制药、生物科技与生命科学	-0.396	金属、非金属与采矿	3.607
综合类 III	-0.378	公用事业 II	5.189
商业和专业服务	-0.105	容器与包装	5.445
电气设备	-0.100	技术硬件与设备	12.180
航天航空与国防 III	-0.021	医疗保健设备与服务	13.515
家庭耐用消费品	0.038	化工	40.186
工程机械	0.106	电力	.
媒体 II	0.110	航空 III	.
家庭与个人用品	0.198	半导体与半导体生产设备	.

资料来源：中投证券研究所

图表 82：行业估值（PEG）排序



资料来源：Wind、中投证券研究所（注：相对历史 PE=（最新 PE 值-历史 PE 中位数）/绝对离差中位数，计算使用 2001 年 1 月以来每月末的静态 PE 数据）

我们把 GICS 二级分类 48 个行业进行了估值和技术面的正态分布打分排序。30%的行业列为偏多评级，排名靠后 30%的行业列为偏空评级，而把其中的 40%列为中性评级。其结果如下：

图表 83：从估值和技术面进行的正态分布打分排序

行业	偏多	行业	中性	行业	偏空
造船	9.0	媒体 II	3.7	休闲设备与用品	-3.1
海运 III	8.5	电力	3.6	医疗保健设备与服务	-3.3
房地产	7.7	保险 II	3.5	食品与主要用品零售 II	-3.3
银行	7.4	贸易公司与工业品经销商 III	3.3	汽车与汽车零部件	-3.3
石油天然气设备与服务	5.6	煤炭与消费用燃料	3.0	半导体与半导体生产设备	-3.5
建筑与工程 III	5.2	综合性石油天然气	3.0	纸与林木产品	-3.6
工程机械	4.8	石油与天然气的储存和运输	2.6	综合类 III	-3.8
航空货运与物流 III	4.7	电信服务 II	2.5	纺织品、服装与奢侈品	-4.1
商业和专业服务	4.6	容器与包装	2.0	家庭与个人用品	-4.5
公路与铁路运输	4.5	公用事业 II	2.0	化工	-4.6
交通基础设施	4.1	钢铁	1.9	航天航空与国防 III	-4.7
媒体 II	3.7	电气设备	1.5	软件与服务	-5.4
电力	3.6	多元金融	1.3	食品、饮料与烟草	-6.3
保险 II	3.5	消费者服务 II	0.6	建筑产品 III	-6.4
贸易公司与工业品经销商 III	3.3	金属、非金属与采矿	0.3	家庭耐用消费品	-7.3
煤炭与消费用燃料	3.0	建材 III	-0.5	石油与天然气的炼制和销售	-7.4
综合性石油天然气	3.0	工业机械与机床	-1.0	技术硬件与设备	-9.4
石油与天然气的储存和运输	2.6	制药、生物科技与生命科学	-2.8	航空 III	-9.7
电信服务 II	2.5	零售业	-2.9		

资料来源：中投证券研究所

三、综合配置建议

综合报告第三部分对行业盈利以及估值水平和市场技术面（相对涨跌幅）的分析，加上我们在报告第二部分对市场驱动力的分析，我们建议超配投资领域的建筑与工程、煤炭、工程机械、钢铁和金融；以及消费领域的医药、食品饮料、旅游、电信服务和零售。

四、十大金股建议

综合策略自上而下和行业分析师的建议，我们推荐以下 10 大金股：

投资领域：中国铁建、西山煤电、中信证券、宝钢股份、中色股份

消费领域：中国国旅、老白干酒、一致药业、东凌粮油、王府井

附录一 主题性投资机会及其对应的重点上市公司

	主题性投资机会及理由	相关的主要行业（按各行业受主题影响程度从高到低）	具体细分行业	受主题影响较大的公司（按受影响程度从高到低）
1	资本市场制度变革：新股发行（含创业板）	券商	券商	中信证券
	资本市场制度变革：钢铁期货推出	期货经纪商、有期货经纪业务的券商、钢铁	钢铁	唐钢股份
	资本市场制度变革：融资融券和股指期货	券商	券商	中信证券
2	低碳		建筑节能材料	南玻 A
				海螺型材
				红宝丽
				烟台万华
			节能照明	三安光电
			开发 CDM 项目	巨化股份
3	扶持区域发展政策	银行	地区性银行	深发展 A
				招商银行
		旅游	旅游	中国国旅
				三特索道
4	上海世博会、迪士尼建设	旅游、商贸、酒店	旅游	锦江股份
			零售	新世界
			传媒	东方明珠
5	自主创新：政府工作报告在 4 万亿投资计划	科技	有色金属	安泰科技
			公用事业	天富热电
			计算机软件	中国软件

	中加大了 该项投入	3G	通讯设备制造	中兴通讯
		新能源	电力设备	天威保变
			交通运输	赣粤高速
			电子信息	三安光电
		生物科技	生物医药	达安基因
				长春高新
			商贸	兰生股份
		地产	食品饮料	重庆啤酒
				七喜控股
			地产	保利地产
6	广州亚运会			深振业 A

资料来源：中投证券研究所

附录二 行业分析师观点汇总

行业	行业收入增速	行业盈利增速	投资要点	预计 2010 年涨幅最大的三只股票
军工	10-15%	15%	重组题材依然不断，主要重点还是在中航工业集团下的公司，预计兵器集团将会有较大规模的重组，航天两大集团也将陆续会推进局部的整合。 军工业务特别是信息化建设和武器升级方向的业务将有较快增长。	哈飞股份 航天电子 航空动力
证券	13%-23%	17%-26%	2010 年行业复苏路径将继续保持畅通，行业增长较为确定，且存在行业催化剂，继续给予行业“看好”评级。 选股策略：大的才美！	中信证券 海通证券 光大证券
零售贸易	15%-20%	20%-25%	百货子行业将明显受益消费升级、为首选；关注 CPI 上涨带来的连锁超市投资机会	王府井 新世界 新华都
有色金属	40-50%	80%-120%	金属价格两难的时期，我们选择业绩增长稳定和确定的公司。选择具有技术优势、市场垄断优势以及下游需求恢复良好的深加工型公司、小金属公司以及估值相对合理、增长明确的资源类公司。	宝钛股份 金钼股份 南山铝业
食品饮料	25%	35%	基于宏观经济的持续复苏，行业在 2010 年收入和利润增速会明显提升，预计分别达到 25%和 35%，估值水平有望在 2010 年一季度挑战当年 35 倍，甚至在上半年透支到 2011 年 30 倍估值的可能。	老白干 水井坊 云南红
家电	25%	30%	白电行业格局稳定，收入、利润增长相当确定，但是空间有限。黑电业绩弹性更大，收入增长可能在 20—50%之间，而很多企业盈利增长则可能在 20—100%以上，需要持续跟踪。	小天鹅 美菱电器 海信电器 青岛海尔
有线网络	18%	无统计	文化体制改革深化加快行业整合重组；内容稀缺推动产业发展；新媒体发展；热门投资主题（如世博会）	华谊兄弟 东方明珠 博瑞传播
出版	5%			
广告	10%			
网游	25%			
动漫	50%			
电影	35%			
电视剧	3%			
石油化工	18%	10%~15%	石油石化都有机会，重点在选时，我们建议在美国政府回收流动性预期出现时买入中石油（油价下跌股价下跌，但 4 季度油价一定会起来），下半年买入中石化（2 季度是 CPI	中泰化学 山西三维 中国石化

			最高可能炼油会亏损), 低价买入等调价。	
通信运营	5%	10%	通信运营行业后 3G 时期竞争格局的调整, 带来公司机会; FTTX 的高速增长以及光传输网的持续增长带来机会; 3G、移动支付、EMV 等带来智能卡行业的拐点性机会	中国联通 烽火通信 恒宝股份
光通信设备	30%	30%		
智能卡	40%	40%		
红外探测器	25%	20%	核心焦平面探测器国产化及军工订单需求的逐渐上量; 语音识别和合成的渗透率将逐渐提高; LED 灯代替传统光源的速度在快速提升。	大立科技 科大讯飞 三安光电
LED	30%	35%		
语音识别及合成	26%	25%		
计算机	10%-30%	20%-50%	1、先进自主技术 2、行业上规模企业 3、国企	N/A
铁路公路	5-10%	10-15%	行业整体增速将呈现"前高后稳"状态, 投资机会主要来自个股基本面的变化。	铁龙物流 大秦铁路 现代投资
轿车	10%	10%	预计 2010 年汽车行业增速将回落至 10%左右, 在钢价上涨 10-15%的背景下, 行业利润有望增长 8%。	宇通客车 江铃汽车 上海汽车
大中型客车	15%	10%		
重卡	10%	0		
零部件	10%	5%		
医药	20%-25%	25-30%	关注医药消费的持续增长, 寻找具有独特产品和独特盈利模式, 良好成长性的公司	通化东宝 爱尔眼科 鱼跃医疗
煤炭行业	15-20%	20-30%	需求回升, 煤价上涨将是 2010 年煤炭行业主要投资机会, 而资产注入、项目投产和非煤资产业务景气回升将带来个股投资机会。在股票选择上建议重点选择拥有煤炭产量增长的公司。	西山煤电 神火股份 大同煤业
动力煤	25%	25%		
炼焦煤	15%	30%		
无烟煤	10%	15%		
纺织服装	25%	18%	由于国内服装出口的“土豆效应”, 纺织服装出口在量上并没有太大的缩减, 三季度还有所增长, 价格下降是造成出口额下降的主要原因。随着出口产品价格的提高, 我们预计 2010 年国内纺织品服装出口将逐渐回升。出口复苏将带动纺织服装行业复苏。	伟星股份 航民股份 常山股份
银行业	23%	25%	明年银行比较确定的业绩增长, 超预期的关键在于净息差, 虽然提高资本充足率要求对估值有一定影响, 但是目前估值仍处于相对低位, 我们认为市场估值会反映超预期的可能性, 因此维持行业“看好”评级, 主要通过业绩弹性大, 并结合资本充足情况与估值选股、	招商银行 浦发银行 南京银行
建材	15%	0%-10%	未来两年行业整体处于消化过剩产能的阶段, 行业单位盈利能力持平或小幅下滑的可能较大	冀东水泥 华新水泥 海螺水泥

输变电二次设备	30%	30-40%	智能电网整体拉动电网投资结构变化，以技术升级产品创新为主的投资将比较大。 电站设备依然过盛。	国电南瑞
输变电一次设备	10%	30%		荣信股份
电站设备	0%	0%		思源电气
钢铁	10-15%	超过 100%	2010 年行业主趋势是需求支配下的温和复苏，产量供应增速有限，成长性、确定性和有盈利高增长预期的业绩弹性是行业配置的三大关键因素。	太钢不锈 新钢股份 首钢股份
农业	10%	20%	明年较之今年出现一批低估值高成长股： 广州冷机(资产置换今年底完成。绿化园林三宝(东方园林、绿大地和拟发行的广东棕榈)	广州冷机 东方园林 绿大地
房地产	25	30%	宽货币紧信贷下谨慎看好行业，投资机会在上半年	沙河股份 招商地产 滨江集团
建筑	20%	30%	行业需求稳定、进入壁垒较高的细分领域如铁路建筑、海洋工程未来业绩增长明确，目前估值相对大盘处于偏低水平	中铁二局 中国铁建 海油工程
基础化工	15%	8%	化工产品价格有望在 10 年 2 月底出现集体普涨行情，大宗产品将现交易性机会，而精细化工产品则会有较强的持续盈利能力	蓝星新材 金发科技 浙江龙盛
餐饮旅游	20%以上	30%左右	2010 年，旅游行业将迎来价值与题材并重的系统性投资机会。旅游股业绩高增长预期将有效降低估值水平。目前已进入布局 2010 年投资时点。	中国国旅 锦江股份 峨眉山 A

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

分析师简介

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

许应涛, 中投证券策略分析师, 中国人民大学经济学硕士。擅长证券市场的基本面及技术面分析; 具有丰富的股票和期货投资经验。通过深入的策略分析, 深度挖掘国内 A 股市场中的投资机会。

曹雪锋, 中投证券策略分析师, 经济学博士, 主要研究宏观策略, 产业配置。

张媛媛, 中投证券研究所实习助理分析师, 中国科学院研究生院经济学硕士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434