

策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

执业证书编号 S0960209060269

许应涛

010-63222935

xuyingtao@cjis.cn

执业证书编号 S0960209070293

朱晔

0755-82026746

zhumi@cjis.cn

执业证书编号 S0960209060270

张媛媛

010-63222583

zhangyuanyuan@cjis.cn

相关报告

与负面预期博弈

2010-05-03

房价调控并非全面紧缩的开始

2010-04-25

房价调控减弱股指上涨动力

2010-04-19

房价调控将是近期主要政策扰动因素

2010-04-11

盈利增长主推 政策焦虑暂退

2010-04-06

周末加息传闻落空 股指继续酝酿反弹

2010-03-15

“政策压力趋缓 股指酝酿反弹”

2010-03-01

“点刹车”演变成“急刹车”的可能性不大

2010-02-08

策略半年报

经济风谲云诡 股指雨过天青

投资要点:

- 上半年全球主要发达和新兴市场中，A股表现最弱。一季度在“经济向上，政策向下”的均衡中维持震荡。二季度随着地产调控政策持续加码，上述均衡被打破，快速下跌。风格上，小盘股明显强于大盘股。虽然PPI-CPI、中小盘相对于大盘股溢价处于历史高位，股指期货融资融券等推出有利于风格转换，但风格转换的预期落空。
- 从宏观经济的角度看，三大需求对经济增长的贡献更为均衡，经济二次探底是极小概率事件。较高的经济增长状态给结构转型创造了有利条件。公司盈利增长虽从29%下调到25%，但仍然处于较高的增长水平区间。
- 与2008年底金融危机时期相比，目前估值水平已经反应极度悲观预期。下半年影响股指运行的两大主要因素一对政策和经济的预期，都将从当前极度负面的状态出现改善的趋势。但是这种改善的趋势是渐进的，短期内由于对CPI和房价调控引发政策收紧和经济下滑的忧虑，负面预期改善程度较小，股指受负面预期的压力仍然较大；而随着时间的推移，当CPI月度高峰过去（6、7月份）、房价调控效果显现而宏观经济数据显示增长仍将持续的时候，负面预期将得到较大程度的改善。到了12月前后，随着CPI和房价调控到位，而经济增长仍保持较高水平，那么市场将开始预期届时召开的中央经济工作会议以及“十二五”规划的相关政策讨论将可能产生有利于经济发展和结构转型的适度的经济政策，市场预期将很可能由负面转为正面。
- 对政策和经济过度负面预期的逐步修正，将引发一波估值修复行情。若中央经济工作会议出台的相关经济政策和“十二五”规划的相关政策讨论能令市场看到经济发展和结构转型能够有机结合，股指有可能在乐观预期的推动下，在演绎完估值修复走势后继续上涨。股指将出现前低后高走势。
- 2010年下半年沪指运行区间在2414到3100点。
- 建议超配低估值同时受益于因保障房、民间投资和中央投资储备项目而导致投资下滑低于悲观预期的部分周期性行业：煤炭、建筑与工程、工程机械；建议超配受益于内需/消费长期持续增长的行业：医药、食品饮料、零售、航空、旅游、媒体、和电信与服务。同时对于主题性投资机会中的低碳、节能减排、新能源、新技术、购并整合以及新疆板块、京津冀板块、长三角、亚运会（广州）板块给予高度关注，以便适时捕捉交易性机会。

风险提示： CPI、房价涨幅超预期引发政策调控超预期；欧债危机扩大；经济二次探底

目 录

第一部分 上半年：均衡打破，风格转换落空	5
一、“经济向上，政策向下”，一季度市场均衡	5
二、调控加码，均衡在二季度被打破	7
三、上半年风格差异明显，市场一度期待转换	9
1、市场表现“八”好于“二”	9
2、估值呈现结构差异，小盘股相当于权重股溢价明显	10
四、风格转换具备基础但最终落空	11
1、PPI-CPI 触底有利于风格由“八”转“二”	11
2、小盘股相对于大盘股溢价高位也有利于风格转换	12
3、融资融券和股指期货并没有催化风格转换完成	12
第二部分 下半年：预期纠偏 估值修复	13
一、经济：无忧“二次探底” 酝酿结构转型	13
1、出口：全面复苏，把握结构机会	14
2、消费：经济转型下的结构性投资机会	15
3、投资：保障性住房完成超预期和民间投资启动是亮点	22
4、2010 年、2011 年盈利预计稳健增长	31
二、预期：不断改善	31
1、目前股指已经反映极度悲观预期	31
2、政策预期将出现好转趋势	32
3、经济负面预期也将改善——“二次探底”预期下降	33
三、股指：前段震荡走高 后段高位震荡	33
1、预期纠偏推动估值修复行情	33
2、2010 年下半年沪指运行区间在 2414 到 3100 点	34
3、资金压力制约股指大幅上涨	35
4、突破上下限预测的风险因素	35
第三部分 行业配置：景气为主 估值为辅	35
一、行业景气度分析	36
1、三大需求拉动	36
2、政策-事件推动	37
二、注重估值因素	37
三、综合配置建议	38
1、股指“震荡走高”阶段超配被“错杀”的部分周期性行业	38
2、股指“高位震荡”阶段超配受益于预期转型成功的部分大消费行业	39
3、主题投资机会贯穿下半年	39

图表目录

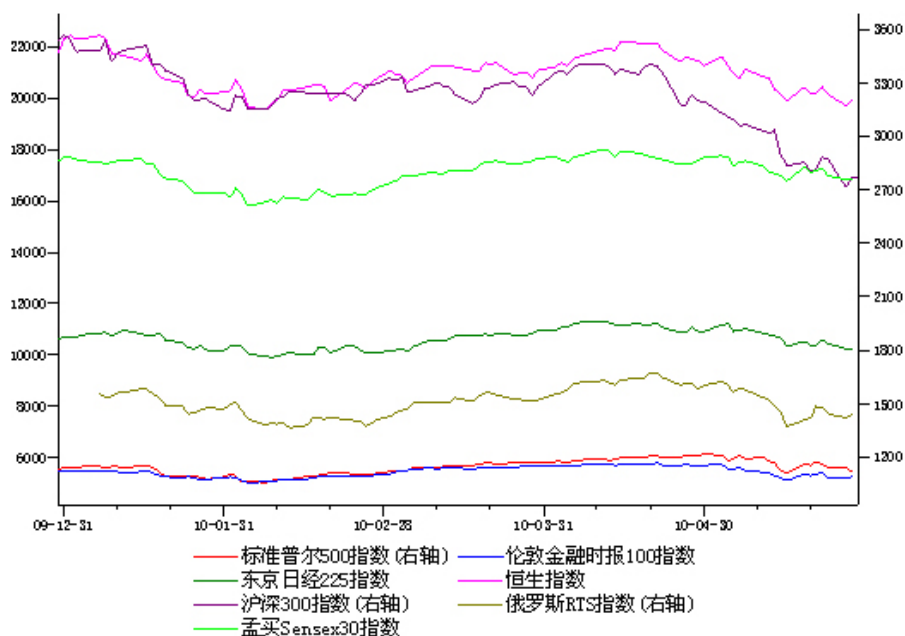
图表 1: 上半年主要发达市场与新兴市场表现, A 股表现最弱	5
图表 2: 先行指标和同步指标显示经济仍然向好	6
图表 3: 近半年地产调控政策力度空前	7
图表 4: 上半年强周期、权重行业跌幅居前	9
图表 5: 上半年风格指数涨跌幅	10
图表 6: 行业估值当前值和历史水平比较	10
图表 7: 中小盘相对于权重股 PE, PB 水平平均一度处于历史高位	11
图表 8: HS300 成份股前 7 大权重行业	11
图表 9: PPI-CPI 触底反弹	12
图表 10: 主要经济数据预测及比较	13
图表 11: OECD 领先指标预示 2010 年出口增长强劲	14
图表 12: 中国的出口格局	15
图表 13: 商品房成交量与其相关消费走势	15
图表 14: 3 大支出与 GDP 增长	16
图表 15: 3 大支出对 GDP 的贡献百分点	16
图表 16: 实际收入领先于实际消费支出	16
图表 17: 2009 年下半年起城镇和农村消费增长超过收入增长 (名义)	17
图表 18: 美国消费与房价正相关	18
图表 19: 英国消费与房价正相关	18
图表 20: 中国的城镇消费相对于房价持续下降	18
图表 21: 商品房成交额对居民储蓄的占用随房价的上涨而上涨	19
图表 22: 中国的私人消费率严重偏低	20
图表 23: 城镇医疗保险参保率快速提升	21
图表 24: 07-09 年医疗卫生在财政支出中占比快速提升	21
图表 25: 养老保险参保率提升速度仅次于医疗保险	22
图表 26: PMI 制造业指数连续 14 个月超过 50%	22
图表 27: 房地产业投资领先于制造业投资	23
图表 28: 房地产业与上游行业投资走势	23
图表 29: 房地产业对其上下游行业的影响	24
图表 30: 房地产的产出拉动系数 (地产投资增加 1 元, 带来的产出绝对额增加)	24
图表 31: 地产的工业增加值系数 (地产投资增加 1 元, 带来的工业增加值绝对额增加)	24
图表 32: 地产对各行业利润拉动系数 (地产投资增加 1 元, 带来的利润绝对额增加)	25
图表 33: 土地出让收入是地方财政来源的重要补充	26
图表 34: 成交额的下降或拖累土地出让	26
图表 35: 地方政府投资有望保持高增速	27
图表 36: 2009-2010 年全国住房供地计划	27
图表 37: 2010 年保障性住房支出增长 14.8%	28
图表 38: 经济适用房新开工面积同比增长开始回升	28
图表 39: 1 季度起民间投资占比和增速都达到近期高值	29

图表 40: 2010 年新增房地产相关贷款需求增速大幅回落.....	29
图表 41: 房地产行业 70%左右是民间投资, 全社会民间投资 40%多来自房地产.....	30
图表 42: 扣除金融、石油石化后 A 股的盈利预期如下:	31
图表 43: 盈利增速	31
图表 44: 沪深 300 指数动态市盈率	31
图表 45: 沪深 300 指数市净率	32
图表 46: 上证指数市盈率	34
图表 47: 月度融资情况 (含 IPO、增发和配股)	35
图表 48: 主要行业供求景气判断	36
图表 49: 民航行业历年客座率	36
图表 50: 民航行业月度客座率	36
图表 51: 从估值和技术面进行的正态分布打分排序.....	37

第一部分 上半年：均衡打破，风格转换落空

在全球主要发达和新兴市场中，上半年 A 股的表现很弱，一季度和二季度的运行特征明显不同。一季度在“经济向上，政策向下”的均衡中维持均衡震荡格局。二季度随着地产政策持续加码，上述均衡被打破，A 股一度出现快速剧烈的向下调整。

图表 1：上半年主要发达市场与新兴市场表现，A 股表现最弱

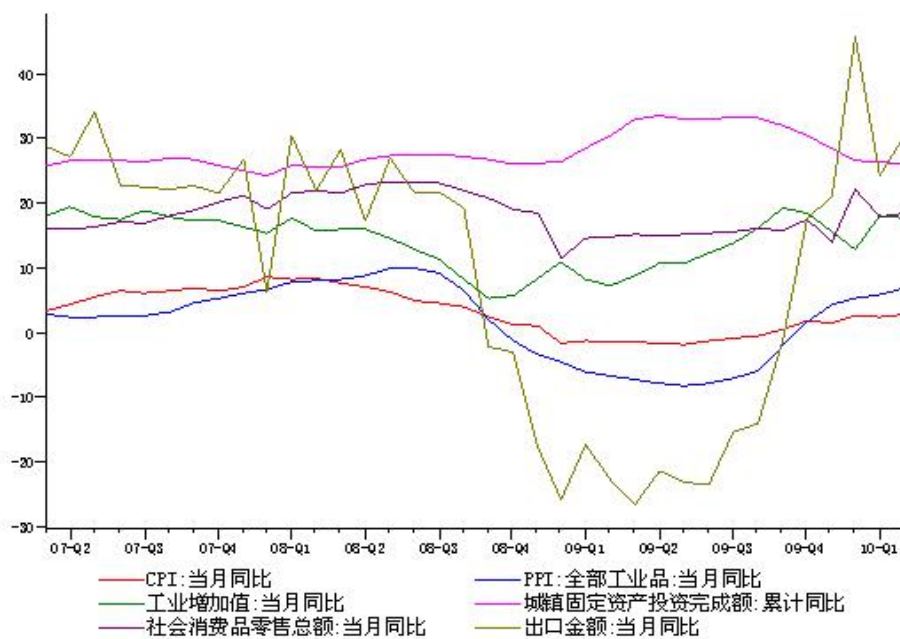
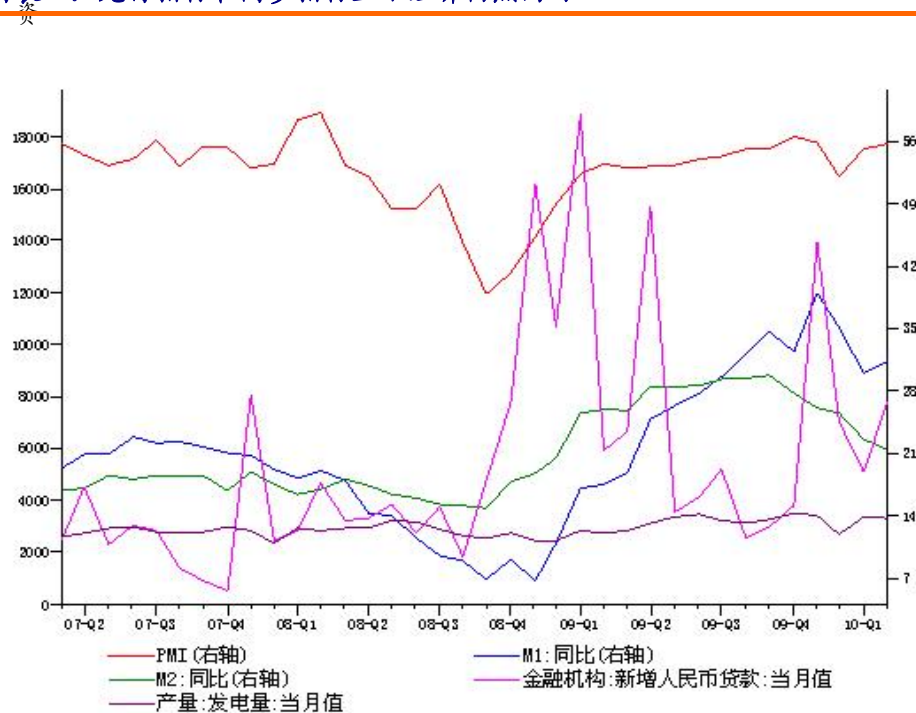


数据来源：wind，中投证券研究所

一、“经济向上，政策向下”，一季度市场均衡

2010 年上半年，部分先行指标高位出现了增速放缓的迹象，但经济总体延续了 2009 年强劲复苏的态势。

图表 2: 先行指标和同步指标显示经济仍然向好



资料来源: wind, 中投证券研究所;

政策方面, 虽然一季度陆续出台了多个产业和区域振兴规划、扶持农业及低碳经济等政策, 但上半年政策的主基调仍然是向下, 主要体现在 09 年年底及 10 年上半年地产调控时间上早于市场预期, 力度上超过市场预期。

二、调控加码，均衡在二季度被打破

2010 年一季度，虽然地产等政策调控确定向下，但力度不足以打破“经济向上，政策向下”的均衡。市场一季度在“上有压力，下有支撑”的态势下稳步运行在 3000—3200 一线。在两会结束后的第一天，北京陆续拍出天价地王。兵装集团、中国烟草等 3 家非主营房地产业务的央企以天价拿地成为“标王”，引发市场强烈关注，并挑战决策层调控房价决心。市场一度理解为决策层并不想真正调控地产，地产及相关行业板块一度强势反弹。

然而，4 月份之后，地产调控政策全面持续加码。决策层此次调控地产的决心和力度空前，远超市场预期。大幅提高二套以上房贷首付，限制三套以上购房，经济适用房违规彻查，限制户籍异地或者无法提供社保、纳税证明的购房需求，拟在住房保有环节征收房产税……

地产调控持续加码→房地产成交急剧萎缩→忧虑投资增幅放缓拖累经济下行→“经济向上，政策向下”的均衡逐步被打破。央行多次调整准备金、公开市场操作等显示流动性发生变化；CPI 高企加大紧缩预期；美国经济明显好于深陷债务危机的欧洲，导致美元持续走强，股市和商品等风险资产承压。这些催化因素加剧了均衡被打破之后 A 股调整的速度和幅度。

图表 3：近半年地产调控政策力度空前

时间	发布机构	政策要点
2009-12-9	国务院	国务院常务会议研究完善促进消费的若干政策措施，将个人住房转让营业税免征实现由 2 年恢复到 5 年，遏制炒房现象。国办发【2008】131 号文件中的四大税种的优惠措施，只有营业税的优惠取消，契税、个人买卖印花税、个人转让出售的土地增值税还继续维持。政府调控房市采取了平稳的步骤。
2009-12-14	国务院	温家宝明确表示要遏制房价过快上涨，并提出“国四条”。一要增加普通商品住房的有效供给。二要继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房。三要加强市场监管。四要继续大规模推进保障性安居工程建设。
2009-12-15	国土部，证监会	暂缓房地产企业融资申请，证监会明确表示房地产企业的融资、再融资计划要征求国土部的意见来审核。
2009-12-17	财政部、国土资源部、央行、监察部	财政部、国土资源部、央行、监察部等五部委公布《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》，将开发商拿地的首付款比例提高到了五成，且分期缴纳全部价款的期限原则上不超过一年。而在此之前地方土地出让大多执行百分之二十到三十的首付政策。
2009-12-23	财政部和国家税务总局	财政部和国家税务总局出台了《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，只是为落实 12 月 9 日国务院常务会议相关政策而出台颁布的。除了年限变化外，值得关注的还有两点：第一、普通住宅交易受到税收优惠；第二、通知规定：“为了维持正常的财税秩序，各地要严格的清理与房地产有关的越权减免税，对清理出来的问题，要立即给予纠正。
2009-12-25	南京政府	出台《关于支持自住型和改善型住房消费 促进房地产市场平稳健康发展的意见》，内容也是四大部分，对应国四条的相关内容。强调了支持自住和改善型住房需求。
2009-12-28	北京政府	计划 2010 年可建成房屋的规划建筑面积在 3000 万平方米以上，保障性住房面积占到 50%以上。
2009-12-28	深圳政府	市政府常务会议要求，2010 年落实保障性住房 35.06 亿元的总投资，优先安排保障性住房用地，增强保障性住房的区域平衡性。

2009-12-28	成都政府	在成都市住房委员会专题新闻会上,政府表示从2010年1月1日起,经济适用房保障对象的年收入线由4万元调至5万元,廉租房租金补贴发放标准每平方米提高2元。
2009-12-29	上海政府	出台《关于本市贯彻国务院常务会议精神进一步促进地产市场健康发展的实施意见》,内容对应“国四条”。主要内容是,一是严格执行国家各项房地产税收和金融政策;二是严格土地供应政策,切实增加普通商品住房土地供应;三是加快建立和完善住房保障体系,积极推进大型居住社区的建设;加强房地产市场监测和监管。
2009-12-30	广州政府	政府常务会议讨论并且原则通过《广州市闲置土地处理方法(修订草案)》,有关部门将按会议要求对草案作最后修订,不日将颁布实施。
2010-1-1	财政部等	个人转让上市公司限售解禁股取得的所得按20%税率征收个人所得税。
2010-1-12	央行	提高存款准备金率。
2010-1-13	银监会	银监会为加强监管商业银行资本充足率,正式发布《商业银行资本充足率监督检查指引》
2010-2-3	中国银行	中国银行总行下发通知,将首套房优惠利率由7折升至8.5折。
2010-2-12	央行	时隔一月之后,再次提高存款准备金率。
2010-3-15	央企	两会结束后的第一天,北京陆续拍出天价地王。兵装集团、中国烟草等3非主营业务为房地产的央企以天价拿地成为“标王”引发市场关注强烈关注,并挑战决策层调控房价决心。
2010-3-19	国资委	要求78家主营业务为非地产的央企退出房地产业务,保留16家以地产为主营业务的央企从事房地产业务。
2010-3-24	国资委	在社会各界对频出的“央企标王”现象的争议下,国资委要求78家主营业务为非地产的央企15个工作日内拿出退出房地产业务的方案。
2010/4/2	财政部	4月2日,财政部下发通知称,对两个或两个以上个人共同购买90平方米及以下普通住房,其中一人或多人已有购房记录的,该套房产的共同购买人均不适用首次购买普通住房的契税优惠政策。
2010/4/7	国家发改委	4月7日,国家发改委发布2010年经济社会发展工作重点提出,要进一步加强房地产市场调控,增加普通商品住房的有效供给,支持普通自住和改善性住房消费,大力整顿房地产市场秩序
2010/4/11	银监会	4月11日,主席刘明康表示,银监会要求所有银行在6月底之前提交贷款情况的评估报告,并称房地产风险敞口大,要严控炒房行为。银监会表示,银行不应对投机投资购房贷款,如无法判断,则应大幅提高贷款的首付款比例和利率水平。北京部分银行已将二套房首付比例提升至60%。
2010/4/14	国务院办公厅	4月14日,国务院常务会议指出,全球金融危机的影响仍在持续,将保持货币信贷适度增长,坚决抑制住房价格过快上涨,并将加快研究制定合理引导个人住房消费的税收政策。并要求,对贷款购买第二套住房的家庭,贷款首付款不得低于50%,贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。另外,对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭,贷款首付款比例不得低于30%。
2010/4/15	国务院	4月15日,国务院出台具体措施,要求对贷款购买第二套住房的家庭,贷款首付款不得低于50%,贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭,贷款首付款比例不得低于30%。
2010/4/15	国土资源部	4月15日,国土资源部公布2010年住房供地计划,今年拟计划供应住房用地总量同比增长逾130%,其中中小套型商品房将占四成多,超过去年全国实际住房用地总量
2010/4/17	国务院	4月17日,国务院又发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》,提出十条举措,被称为房地产“新国十条”,新政策的出台彰显了中央政府坚决打压高房价的决心和行政力量
2010/4/18	国务院	4月18日,国务院发布通知指出,商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区,商业银行可根据风险状况,暂停发放购买第三套及以上住房贷款;对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款
2010/4/21	银监会	银监会银行业监管一部主任杨家才21日在接受记者采访时,解读了最新出台的房贷新政。他强调,新的房贷政策是以房屋数量来认定是否为第二套、第三套,同时,认定范围以家庭为单位。这与此前执行的二套房认定标准出现了根本性的变化。

2010/4/30	北京	4月30日,北京出台地方楼市新政,规定同一购房家庭只能新购买一套商品住房;金融机构和税务部门可以根据本市房屋权属交易系统中个人住房记录,实施差异化的信贷和税收政策。暂停对购买第三套及以上住房,以及不能提供1年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市居民发放贷款
2010/5/4	住房城乡建设部、民政部、财政部	5月4日,住房和城乡建设部、民政部、财政部联合发出通知,针对部分地方廉租住房管理中出现的房源闲置、出借,日常管理和维修养护资金不落实,准入退出管理机制不完善、日常监管和服务不到位等问题,做出有关规定。明确廉租房家庭再购买其他住房的,应当办理廉租房退出手续;对骗取廉租住房保障、恶意欠租、无正当理由长期空置,违规转租、出借、调换和转让廉租住房等行为,可以收回廉租房。
2010/5/2	央行	5月2日,央行宣布自5月10日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,农村信用社、村镇银行暂不上调。这是央行今年第三次上调存款准备金率。有专家指出央行此次调整是配合为楼市降温而考虑的。
2010/5/6	深圳	5月6日,深圳出台“新国十条”执行细则,规定商业银行根据风险状况,暂停发放购买第三套及以上住房贷款;对不能提供一年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。

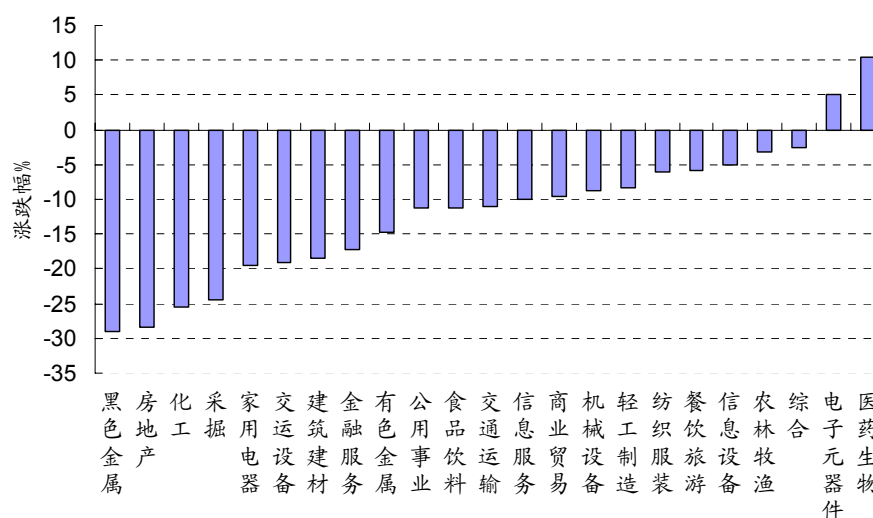
资料来源: Wind、中投证券研究所

三、上半年风格差异明显,市场一度期待转换

1、市场表现“八”好于“二”

从上半年行业指数的表现来看:“二八”中的“二”,即强周期性的权重行业表现明显弱于“八”即弱周期性中小盘行业。一季度行业跌幅居前的行业风别为:黑色金属、房地产、化工、采掘;而弱周期性权重较小的生物医药、电子元器件、综合及农林牧渔表现则相对强势。

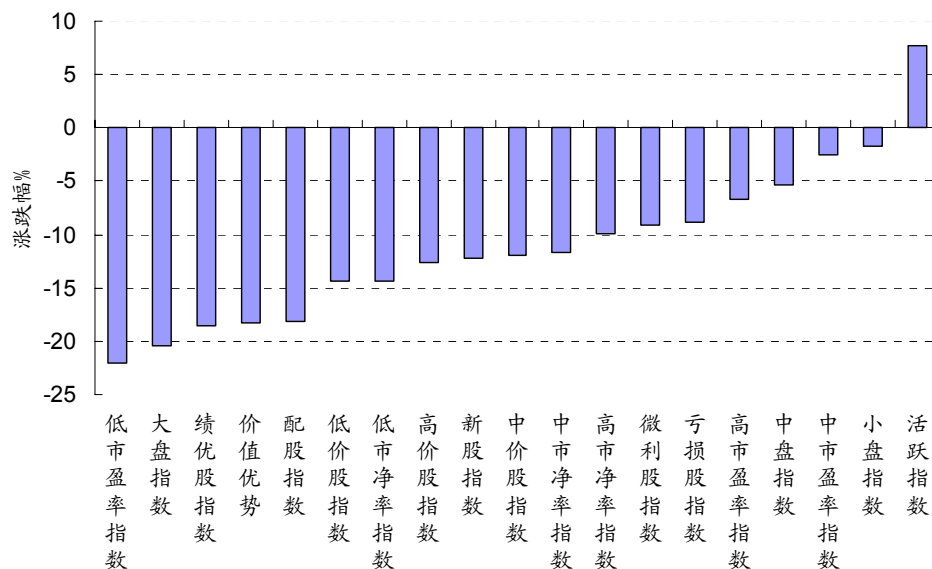
图表 4: 上半年强周期、权重行业跌幅居前



资料来源: Wind、中投证券研究所

从风格指数的角度来看，也表现出“二”弱于“八”。即低市盈率、大盘股、绩优股跌幅居前；而活跃指数、小盘指数和中市盈率指数则明显相对强势。

图表 5：上半年风格指数涨跌幅

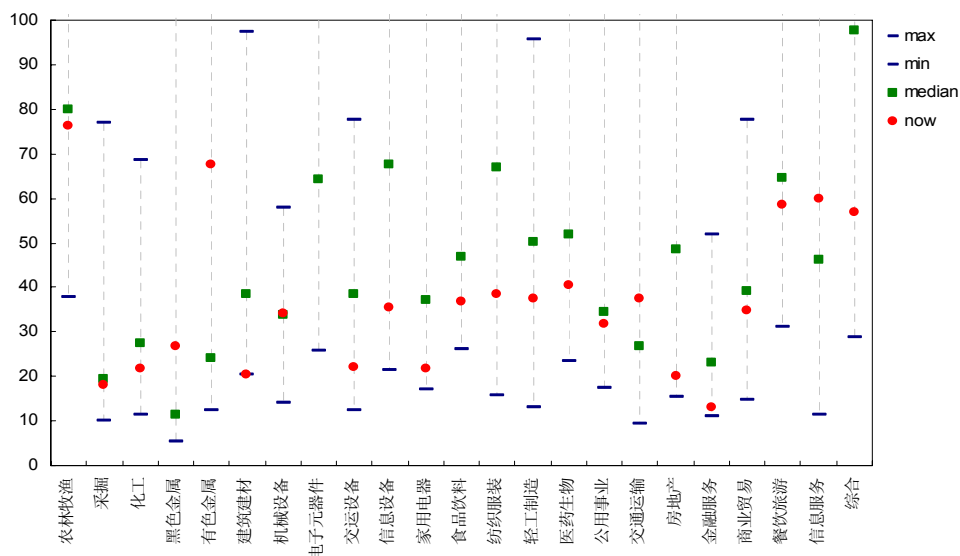


资料来源：Wind、中投证券研究所

2、估值呈现结构差异，小盘股相当于权重股溢价明显

截止 5 月底，上证指数的 PE 水平已经降至 20 倍以下，低于股改以来历史平均水平，但结构性差异很大。从行业当前 PE 和历史中位数比照来看，银行等权重行业明显低于历史中位数，而电子半导体等中小盘 PE 明显高于历史中位数。

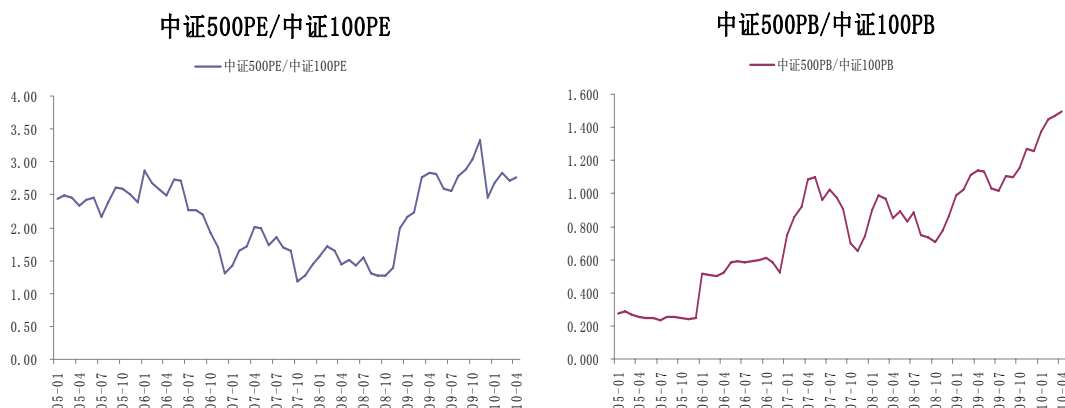
图表 6：行业估值当前值和历史水平比较



资料来源：Wind、中投证券研究所

此外，从风格的角度来看，虽然当前市场整体市盈率低于历史平均水平，但中小盘相对于权重股的溢价达到了历史的高位。

图表 7：中小盘相对于权重股 PE，PB 水平一度处于历史高位



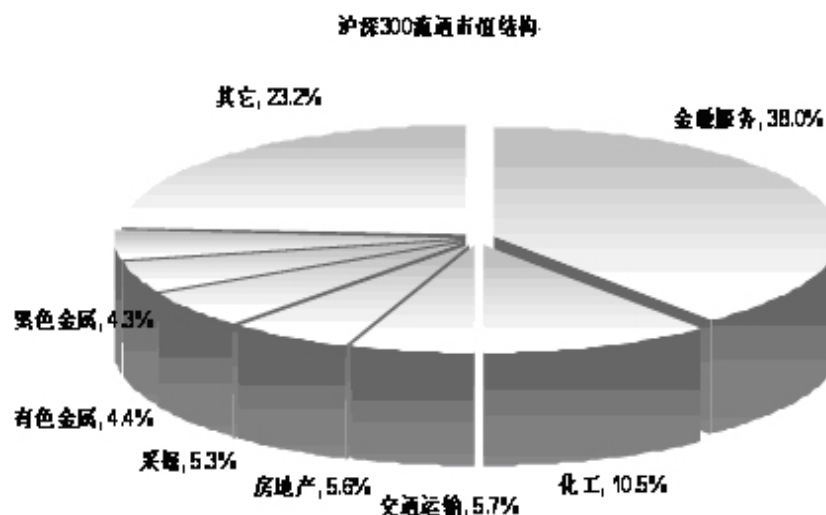
资料来源：wind, 中投证券研究所

四、风格转换具备基础但最终落空

1、PPI-CPI 触底有利于风格由“八”转“二”

HS300 成份股前 7 大权重行业依次为：金融、化工、交通运输、房地产、采掘、有色金属以及钢铁。总体看来，A 股权重股多数集中在强周期性行业，而弱周期性行业所占权重则较小。

图表 8：HS300 成份股前 7 大权重行业

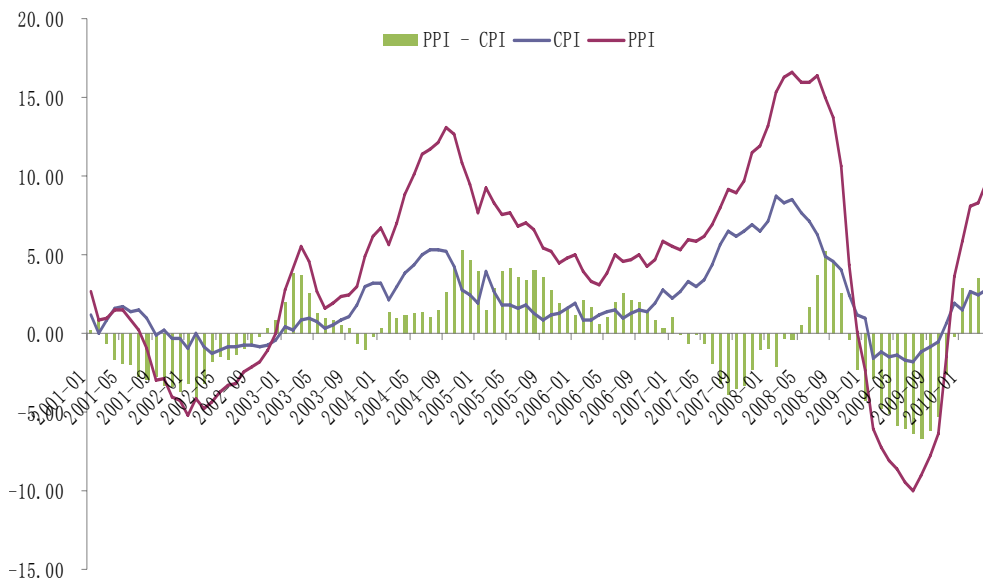


资料来源：wind；中投证券研究所

从企业盈利的情况来看，PPI-CPI 剪刀差触底大幅反弹，使得化工、采掘、

有色、钢铁等中上游强周期性行业盈利改善要好于下游弱周期性行业。

图表 9: PPI-CPI 触底反弹



资料来源: wind; 中投证券研究所

随着全球经济的复苏,上游产品价格的回升速度也比下游产品价格回升速度要快。也就是说,PPI-CPI 剪刀差将进一步扩大。

2、小盘股相对于大盘股溢价高位也有利于风格转换

估值方面,大盘股相对于小盘股的估值溢价处在历史高位,也是风格转向权重股的一个重要基本面因素。

3、融资融券和股指期货并没有催化风格转换完成

PPI-CPI 剪刀差持续上升,大盘股相对小盘股偏低的估值优势是风格转换的两个重要基本面因素。上半年股指期货和融资融券顺利推出,市场一度预期将成为市场风格转换的催化剂。然而,股指期货和融资融券并没有催化风格转换完成。主要原因在于:大盘股的强势表现一般需要经济基本面坚实强劲,流动性极度充裕这两个因素,而上半年的市场整体并不具备这两个条件。小盘股相对于大盘股的估值溢价仍然维持在高位。而当市场弱势时,这种溢价往往伴随着脉冲似的“小盘股暴跌,大盘股少跌”有所消除。但小盘股脉冲似的快速下跌,并无多少规律可循。

总体上来看:一季度“经济向上,政策向下”,在上有压力、下有支撑的背景下,A股整体走势围绕3000点上下震荡。而二季度随着地产调控持续加码→房地产成交急剧萎缩→忧虑投资增幅放缓拖累经济下行→“经济向上,政策向下”的均衡逐步被打破。央行多次调整准备金、公开市场操作等显示流动性发生变化;CPI高企加大紧缩预期;美国经济明显好于深陷债务危机的欧洲导致美元持续走强,股市和商品等风险资产承压。这些催化因素加剧了均衡被

打破之后 A 股调整的速度和幅度。

从市场表征上来看，一季度“二”的表现明显弱于“八”。虽然具备 PPI-CPI 处于历史高位以及“八”相对于“二”的估值溢价处于历史高位，股指期货融资融券有望催化等多方面的有利因素。但风格转换没有完成，主要原因在于大盘股的持续表现一般需要经济基本面坚实强劲，流动性极度充裕这两个因素，而上半年的市场整体并不具备这两个条件。

第二部分 下半年：预期纠偏 估值修复

一、经济：无忧“二次探底” 酝酿结构转型

总体来看，我们宏观团队预测未来一年经济增长相对平稳，出现“二次探底”的可能性不大。

具体来说，2010 年净出口由去年的-4.15%大幅回正至 1%，消费由去年的 4.62%略降至 4.3%，投资对 GDP 的贡献由去年的 8.23%下降为 4.5%；GDP 全年增长 9.8%，较 09 年增加 1.1 个百分点。

图表 10：主要经济数据预测及比较

%	2009		2010				2011		2010F	2011F
	Q3	Q4	Q1	Q2F	Q3F	Q4F	Q1F	Q2F		
实际 GDP	9.1	10.7	11.9	10.1	9.1	8.5	8.5	8.8	9.8	9
工业增加值	12.3	17.9	19.6	17	14	12	13	14	15	15
社会消费品零售	15.4	16.5	18	19	21	19	18	18	19	19
城镇固定资产投资*	33.3	30.5	26.4	25	20	22	20	21	22	21
出口	-20.5	0.9	30.3	30	21	16	18	20	24	20
进口	-11.8	25.4	65.4	30	20	15	13	16	33	17
CPI	-1.3	0.7	2.2	4	4	3	2.5	2	3.4	2.5
PPI	-7.7	-2.1	5.2	6.5	7	5.5	4	3.5	6	4
M2*	29.3	27.7	22.5	18	19	20	20	17	20	18
人民币贷款增速*	34.2	31.7	21.8	18	16	18	19	17	18	16
1 年期存款利率*	2.25	2.25	2.25	2.52	2.52	2.52	2.52	2.52	2.52	2.52
1 年期贷款利率*	5.31	5.31	5.31	5.58	5.58	5.58	5.58	5.58	5.58	5.58
存款准备金率*	15.5	15.5	16.5	17	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
人民币对美元汇率*	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.69	6.62	6.55	6.69	6.50

注：*表示期末值，存款准备金率为大型金融机构的，↑上调预测 ↓下调预测

资料来源：CEIC 中投证券研究所

由于保障性住房投资、受惠于“国三十六条”的民间投资和中央储备项目的投资能够有效对冲房价调控导致的商品房投资的下滑，我们宏观团队预测 2011 年 GDP 增长约 9%，仍然保持相对较高的水平。从这个角度看，“二次探底”是小概率事件。

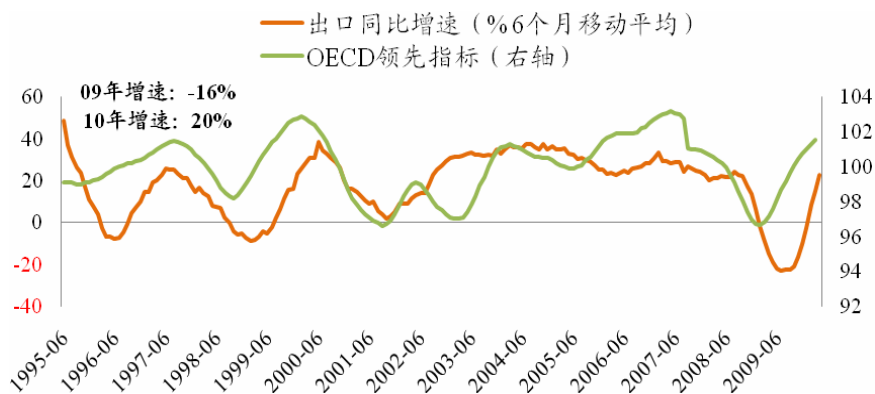
未来一年，中国经济保持相对较高的增长状态，将给结构转型创造良好的条件。我们认为，从投资、出口、消费的角度来说，消费领域将会有更多的刺激政策出台；消费平稳增长的趋势仍将延续。从投资本身的角度来看，一方面其对经济增长的贡献度将小于 2009 年；另一方面投资的结构上，对保障性住房投资、受惠于“国三十六条”的民间投资和中央储备项目的投资将有效降低对商品房投资的依赖，中国经济的增长模式将更为健康。

1、出口：全面复苏，把握结构机会

2010 年在外围经济的带动下，中国出口将全面复苏：出口增速 21%，进口 33%。

下半年美国将进入二次复苏阶段；债务危机暂告段落后，欧洲经济的复苏将更加平稳；日本将温和复苏，部分亚洲新兴国家将重回高速增长通道。我们认为 2010 年“稳增长”和“调结构”之间的轮换不会直接冲击到出口，出口的快速复苏将是贯穿全年的亮点。

图表 11: OECD 领先指标预示 2010 年出口增长强劲



资料来源: wind, 中投证券研究所

就格局来看，美国经济下半年将迎来消费、汽车、住房的二次反弹，因此与汽车、住宅相关的耐用消费品将有快速增长；受益于美、欧、日企业投资的复苏以及亚洲经济的复苏，工程机械、化工、计算机、电信设备、钢铁会大幅反弹。

图表 12: 中国的出口格局

中国出口产品结构 with 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

资料来源: CEIC, 中投证券研究所

2、消费: 经济转型下的结构性投资机会

短期内受政策支持力度减弱以及地产周期的影响, 超预期增长的可能性较小, 增速预计在 20%左右。但结构调整大方向下政府向医疗、社会福利、教育培训、文化娱乐等领域的倾斜力度可能加大, 结构性机会存在。

短期受房地产拖累: 从房地产下游的消费行业来看, 房地产与下游的建筑及装潢材料类的相关性最大, 其次是家用电器和音像器材类, 而与家具类的消费关系并不显著。这几项消费支出在整体限额以上零售中占比达 8%, 因此我们下调今年与明年一、二季度社会消费品零售总额增速至 19%与 18%。

图表 13: 商品房成交量与其相关消费走势

错误! 链接无效。

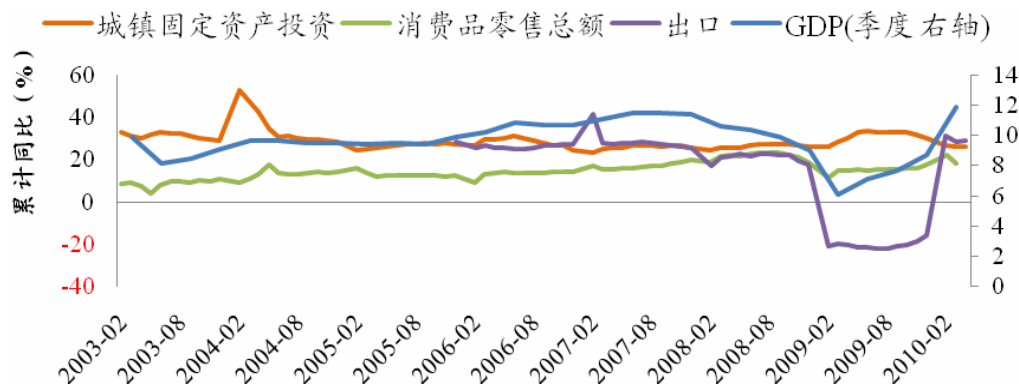
资料来源: CEIC, 中投证券研究所

长期看结构调整: 在经济危机的冲击下, 2008 年四季度中国的出口和固定资产投资大幅下滑, 为了应对经济下滑, 政府推出了四万亿投资计划, 2009 年上半年投资增速创历史新高, 弥补了外需的大幅萎缩, 加上内需的稳定增长, 中国经济实现了 V 型复苏。但是政府意识到对外需和投资的过度依赖使得中国经济面临很多问题, 后危机时代成为转变经济增长方式的最好契机。

2010 年将是我国经济增速和发展方式的转型年, 在外围经济温和复苏, 外需对我国经济的贡献大幅下降, 固定资产投资相对 2009 年高位回落的情况下, **消费将是经济转型的立足根本**。在经济的因果链条中, 消费位于最前端, 是经济周期的起点。消费的增长能够驱动工业生产和服务的增长, 生产增加了, 所需的资本支出就会增加。我国私人消费占 GDP 比例远远低于世界平均水平。数据显示, 从 1970 年到 2005 年 35 年中, 中国的最终消费占 GDP 的比重从 71%逐年大幅度下降到 2005 年的 50.8%。而在同期, 世界上的最终消费占 GDP

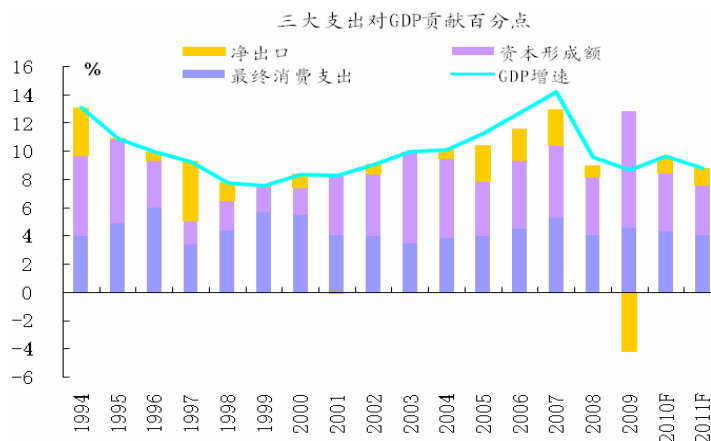
的比重则稳步上升到 78.5%。消费不足拉动经济链条的源头动力不足，容易造成生产过剩、出口压力过大、流动性过剩导致资产泡沫产生等问题。

图表 14: 3 大支出与 GDP 增长



资料来源: Bloomberg, 中投证券研究所

图表 15: 3 大支出对 GDP 的贡献百分点



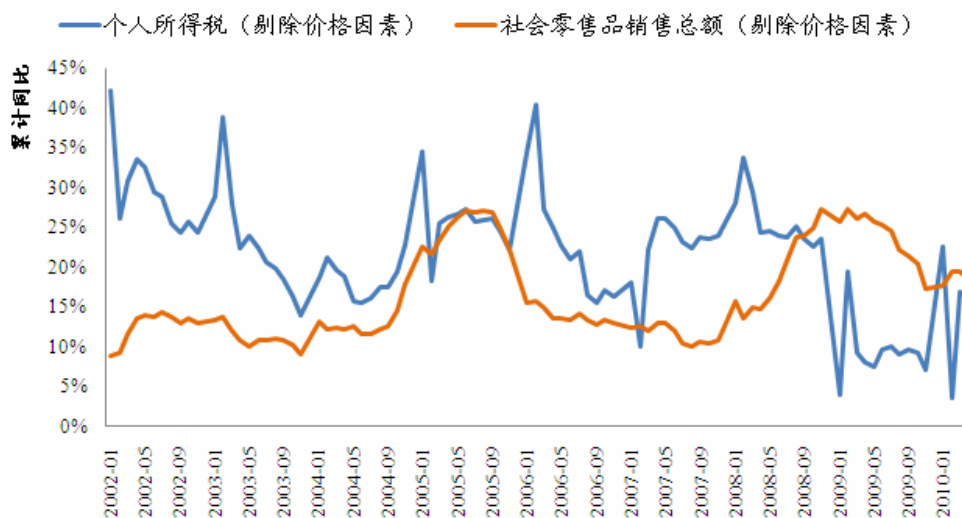
资料来源: wind, 中投证券研究所

我们认为政府促消费的思路是从居民财富的入口和出口两个方面来施力。放松入口是指加快收入分配改革，增加居民收入；放松出口是指提高居民的消费意愿，也就是改变中国居民高储蓄的格局。

加快收入分配改革，增加居民收入：收入提升是消费增加先决条件，实际收入是消费支出最好的领先指标。由于缺少实际收入和消费支出的高质量数据，我们以个人所得税和社会消费品零售总额剔除物价因素后来替代（我们认为个人所得税可以较好的反映居民收入），可以看到收入明显的领先于消费支出。

图表 16: 实际收入领先于实际消费支出

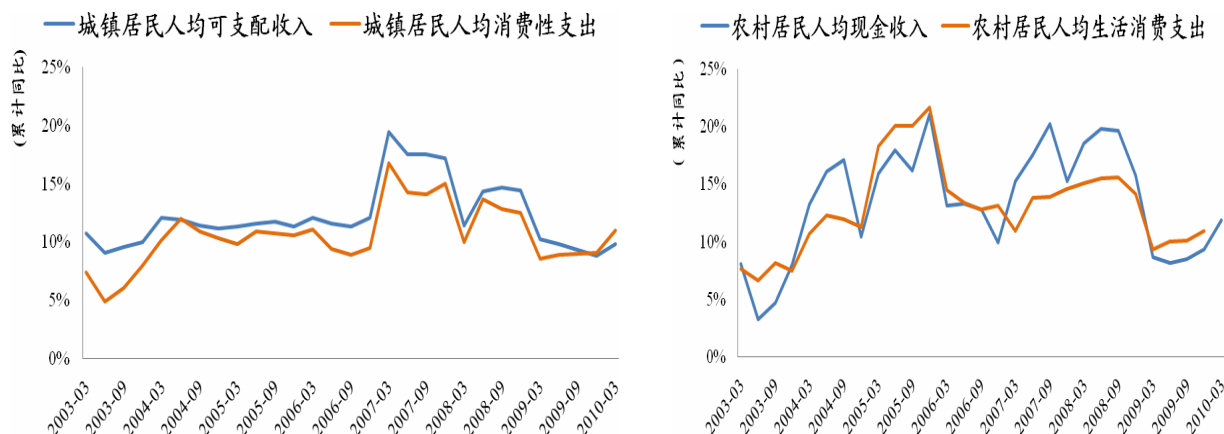
实际收入领先于实际消费支出



资料来源：CEIC，中投证券研究所

2009 年下半年以来消费的增长势头良好，居民的消费意愿强，消费性支出增长超过收入增长。但是受制于中国国民收入分配格局“向政府和企业倾斜”的现象，居民分配比例偏低一直制约着居民收入的提高。近年来政府采取了一系列收入分配改革都向居民倾斜，包括 08 年 3 月个人所得税起征点提高至 2000 元；08 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；09 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 09 年以来，政府转移性收入增大造成城镇与农村居民收入增速有所回升，消费在今年更是加速，近年来首超收入增长。

图表 17：2009 年下半年起城镇和农村消费增长超过收入增长（名义）

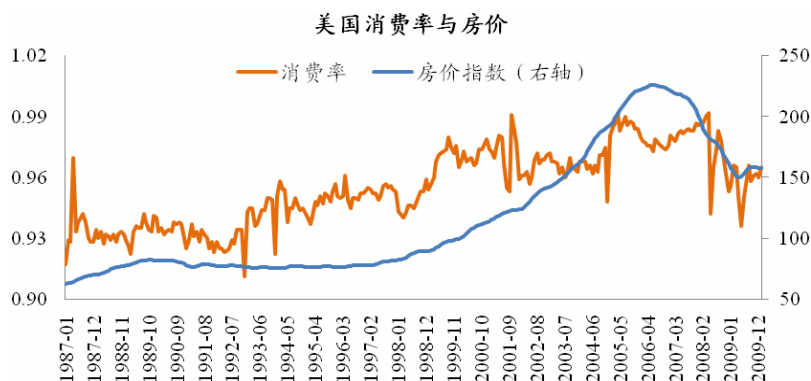


资料来源：wind，中投证券研究所

未来一二年房价下跌将为消费释放出一定空间：对消费而言，在发达国家

房价带来的财富效应要远大于挤出效应，消费随房价的上涨而明显增加，这是因为发达国家繁荣的金融衍生品市场，使得居民在房价上涨时不需要将房产变现就可得到消费抵押贷款。而在中国，特有的体制和文化导致财富效益与挤出效应的相互作用更为复杂。由图 20 可以看到，2002 年至今中国消费率由 73% 持续下降至 65%，而在此期间影响消费的社保、医保、居民收入等系统性因素都在持续改善，房价却在大幅上涨，因此可以说房价在一定程度上挤压了居民消费。

图表 18: 美国消费与房价正相关



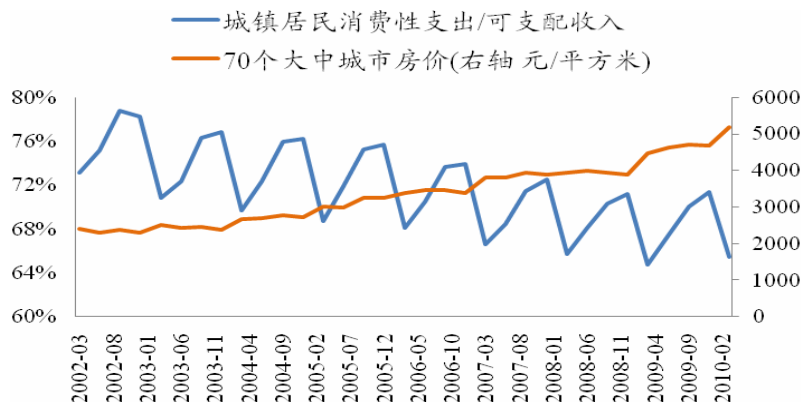
资料来源: Bloomberg, 中投证券研究所

图表 19: 英国消费与房价正相关



资料来源: Bloomberg, 中投证券研究所

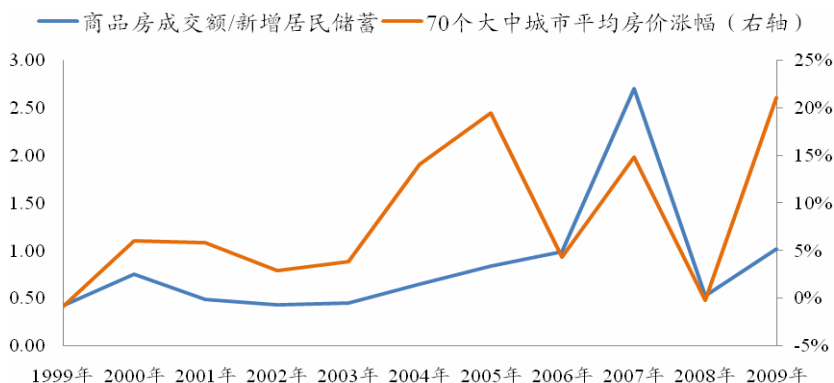
图表 20: 中国的城镇消费相对于房价持续下降



资料来源：CEIC，中投证券研究所

商品房成交额占当年新增储蓄的比例随房价涨幅而上涨，可以理解为购房对居民储蓄流量的占用，这更说明房价对消费存在挤出效应。从逻辑上判断我们也认为房价对消费的挤出效应是存在的，尤其是对于配置型需求以外的人群而言，房价将上涨的预期形成后他们会缩减消费以增加储蓄。

图表 21：商品房成交额对居民储蓄的占用随房价的上涨而上涨



资料来源：CEIC，中投证券研究所

接下来我们将用 SDA（结构分解分析）技术来测算消费挤出效应。

SDA 技术的一般思路是：如果一个经济变量 R 可由 Q 和 P 两个因素组成，定义式为 $R = QP$ ，那么 $\Delta R = \Delta QP_1 + Q_1\Delta P$ 或者 $\Delta R = \Delta QP_2 + Q_2\Delta P$ ，我们以 $(\Delta QP_1 + \Delta QP_2)/2$ 和 $(Q_1\Delta P + Q_2\Delta P)/2$ 分别作为 ΔQ 、 ΔP 对 ΔR 的贡献，其中 $(Q_1\Delta P + Q_2\Delta P)/2$ 即为房价上涨导致购房者多支付的总金额及贡献率。

接下来剔除合理的房价增长对销售额的贡献。在一定的阈值（合理房价涨幅）内居民多支付的购房支出对消费的挤出效应较小，设该阈值为 r ，则可能产生消费挤出效应的房价上涨所至多付购房金额为 $(\Delta P - rP_1)(Q_1 + Q_2)/2$ 。

下一步估算挤出效应。根据国家或地区人均可支配收入与人均消费支出的时间序列进行简单回归，估算居民边际消费倾向，最后可得最终消费挤出效应

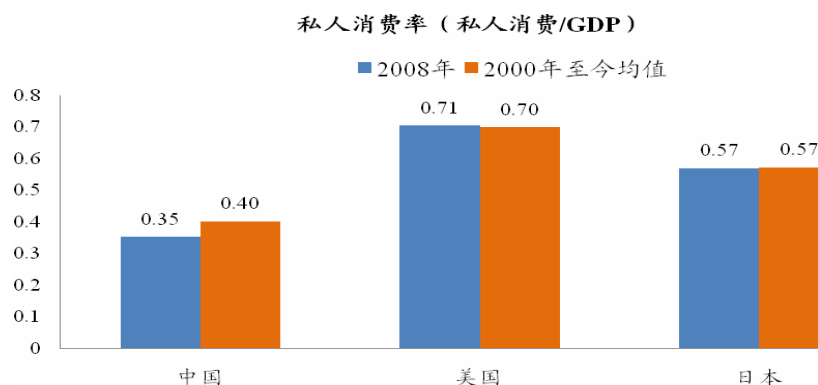
$$\text{应值为 } \beta(\Delta P - rP_1)(Q_1 + Q_2)/2$$

我们截取此轮地产周期中，房价最低点(2009年3月)和目前最高点(2010年2月)来测算消费挤出效应，在此期间全国房价上涨了28.6%，另 $\beta = 0.725$ 。

设阈值 r 分别为-0.7% (2009年全年CPI涨幅)、3.4% (2010年预测CPI涨幅)、5%，那么房价上涨挤出的消费额分别为1649亿元、1418亿、1328亿，占2009年全年社会消费品零售总额(125342亿元)的13.16%、11.31%、10.59%。这部分消费在房价下跌的过程中不一定能全部释放出来，但部分释放对消费的作用也是显著，因此未来一二年建议投资者关注房地产紧缩背景下的消费增长。

提高消费意愿，降低储蓄率：中国私人消费率严重偏低，2000年至今的平均水平只有40%，而日本为57%，美国达到了70%。消费意愿低最直接导致的是储蓄率居高不下。高储蓄在一国的工业化进程中发挥重要的作用，但是当工业化进展到中后期时，高储蓄的弊端就体现出来。由于储蓄最终投资于国内或以经常项目盈余的形式借贷给别的国家，所以储蓄率高的国家或者过分依赖于投资，或者过分依赖于外需，无论哪一种都更容易受到经济周期的冲击，这也是我国经济结构转型要克服的问题所在。因此提高居民的消费意愿，降低储蓄率是结构转型的必要之举。

图表 22：中国的私人消费率严重偏低



资料来源：CEIC，中投证券研究所

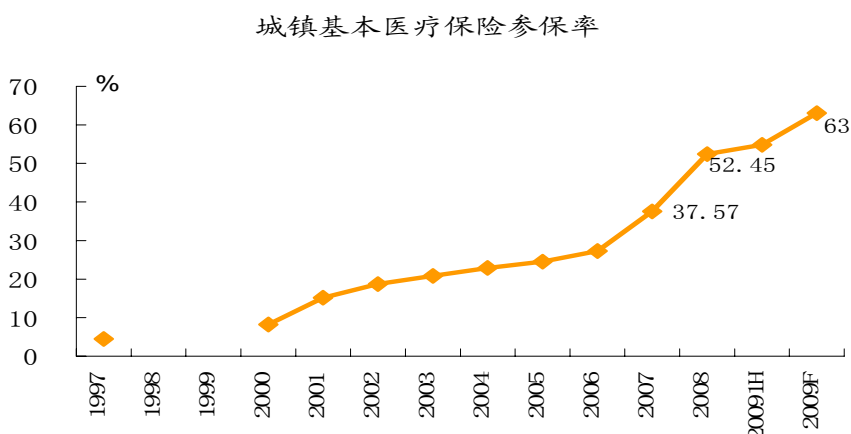
我国消费率低，储蓄过高来源于独特的历史沿革：独生子女政策、铁饭碗

体制下社保体系的落后、金融中介不发达可投资标的缺失以及高储蓄人口偏多等等。这些在短期内不容易改变，但是近年来政府意识到需要**通过提高社会保障来降低居民的预防性储蓄**。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，2010年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%。

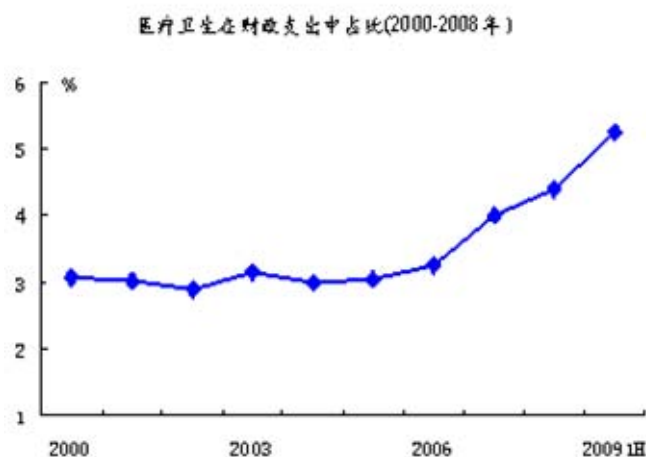
因此，过去三年，国家促进消费增长力度前所未有，尤其在社会保障方面，而且可预期是“2009-2011年医疗保险全民参保率提高至90%以上”。这对未来居民消费支出快速增长提供了保证。

图表 23: 城镇医疗保险参保率快速提升



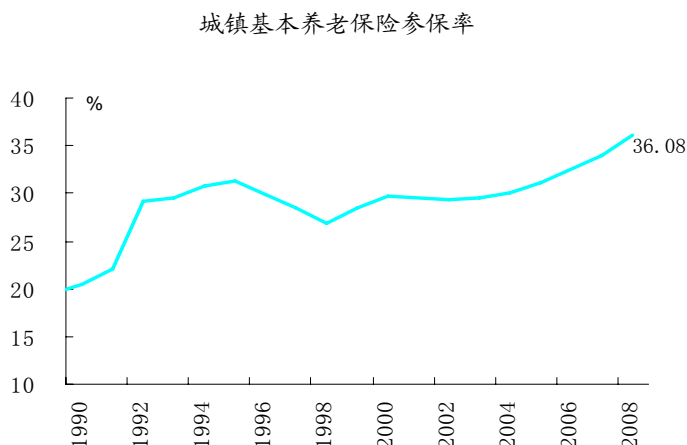
资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图表 24: 07-09年医疗卫生在财政支出中占比快速提升



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图表 25: 养老保险参保率提升速度仅次于医疗保险



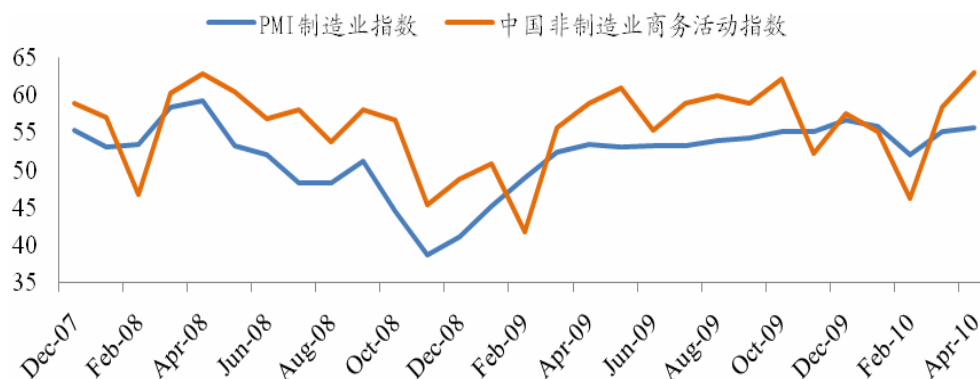
资料来源: CEIC, 中投证券研究所

在 2010 年度投资策略报告中我们指出我国城镇居民消费已经进入消费爆发的拐点阶段。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。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休闲娱乐升级和出行消费升级 (轿车消费) 和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, 我们依次看好的是消费服务 (娱乐、休闲、电信增值服务等) 和汽车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。

3、投资: 保障性住房完成超预期和民间投资启动是亮点

我们宏观团队预测 2010 年投资增速在 22% 左右。2010 年以来我国经济走势强劲, 1 季度 GDP 增速 11.9%, 超出潜在增长水平; 央行在一季度宏观经济形势报告中指出 3 月份工业增加值产出缺口为 3.06%, 领先指标 PMI 指数连续 14 个月超过 50%; 通胀压力不减, 粮食、蔬菜价格上涨、猪肉价格回升将推升 5 月 CPI 增速至 4% 左右, 年中达到高点。在此背景下, 低利率、通胀预期强化、配置性资金等因素导致房价快速攀升, 目前北京、上海与深圳租售比低于 2%, 低于 10 年期国债收益率 (3.4%), 结构性泡沫显现。

图表 26: PMI 制造业指数连续 14 个月超过 50%



资料来源：CEIC，中投证券研究所

为了防范经济过热和资产泡沫，政府于四月中旬陆续推出一系列组合政策调控房价。我们认为此次调整是史上最严厉的一次，而且控制信贷和提高贷款利率等政策直击要害，宽松的信贷和低利率正是催大泡沫的主要原因，所以此轮地产泡沫将会被戳破。上一轮调控中房地产成交量领先房价6个月出现拐点，预计2010年10月份后房地产价格将会加速下跌。未来12-14个月商品房成交有可能重演2008年的跌幅，从2010年4月到2011年年中成交金额最多下跌56%。从年度来看，2010年房地产成交额下降11%，2011年同比降幅达10%。

3.1 房地产紧缩带来相关投资连锁下滑

三季度后地产投资开始下滑，明年一二季度降至10%左右。这是因为住房销售面积领先于地产开发投资6个月左右，而前者在去年11月份已经“见顶”，这预示今年6月份后房地产投资将开始下滑。而随着三、四季度商品房成交量下滑逐步加快，房地产开发投资四季度后将大幅下滑，而明年一、二季度将是房地产投资最糟糕的时期。我们预计二、三与四季度房地产开发投资分别增长28%，26%与20%，全年在28%。

房地产上下游行业的投资需求受抑制：房地产业投资对其上游的制造业投资走势有显著影响。从细分行业看，相关性从高到低依次是：黑色金属冶炼及压延加工业，化学原料及化学制品制造业，非金属制品业，电气机械及器材制造业与专用设备制造业。因此，此轮房地产泡沫破裂后，投资受其影响较大的行业依次可能是上游的钢铁、化工、水泥、电气机械与专用设备。

图表 27：房地产业投资领先于制造业投资

错误！链接无效。

资料来源：CEIC，中投证券研究所

图表 28：房地产业与上游行业投资走势

错误！链接无效。

资料来源：CEIC，中投证券研究所

图表 29：房地产业对其上下游行业的影响

		相关系数 (r)
上游行业	制造业	0.75
	黑色金属冶炼及压延加工业	2.65
	化学原料及化学制品制造业	1.23
	非金属矿物制品业	1.13
	电气机械及器材制造业	1.05
	专用设备制造业	0.80
下游行业	建筑及装潢材料类	0.70
	家用电器和音像器材类	0.16 (滞后 4 期)
	家具类	不显著

资料来源：CEIC，中投证券研究所

房地产拖累上下游行业的利润增长：房地产行业投资回落时，对上游行业的需求和对下游行业的供给均回落，从而导致其产业链条上的相关行业的产出（GDP 或者增加值）和利润下降。要准确量化这一影响，最有效的工具是投入产出技术。投入产出法能深刻的揭示产业部门之间直接和间接的经济技术关系，能准确量化我们平时不能直接观察到的复杂的产业关联。

要考察对利润的影响，首先需要用投入产出法测算出地产投资回落对各行业产值的影响，再利用历史数据将产值转化为利润。由于数据的局限我们只考察房地产对工业行业的利润影响。

图表 30：房地产的产出拉动系数（地产投资增加 1 元，带来的产出绝对额增加）

行业	完全消耗系数	行业	完全消耗系数
化学工业	0.0502	服装鞋帽皮革羽绒制造	0.0088
金属冶炼及压延加工业（钢铁）	0.0368	非金属矿物制品业	0.0076
通信设备、电子设备制造业	0.0269	煤炭开采和洗选业	0.0070
电力、热力生产和供应（公用事业）	0.0249	石油和天然气开采业	0.0063
石油加工业	0.0229	木材加工及家具制造业	0.0053
电气机械及器材制造业	0.0225	仪器仪表及文化办公机械	0.0048
金属制品业	0.0194	工艺品及其他制造业	0.0028
造纸印刷及文教体育用品制造业	0.0184	废品废料	0.0026
食品制造及烟草加工业	0.0153	金属矿采选业	0.0021
通用、专用设备制造业	0.0147	非金属矿及其他矿采选业	0.0018
交通运输设备制造业	0.0142	水的生产和供应业	0.0008
纺织业	0.0141	燃气生产和供应业	0.0006

资料来源：中投证券研究所

图表 31：地产的工业增加值系数（地产投资增加 1 元，带来的工业增加值绝对额增加）

行业	工业增加值	行业	工业增加值
化学工业	0.010198	交通运输设备制造业	0.002766
金属冶炼及压延加工业（包括钢铁）	0.007177	纺织业	0.002757
电力、热力的生产和供应业（公用事业）	0.006957	废品废料	0.002098
通信设备、计算机、电子设备制造业	0.004443	非金属矿物制品业	0.002092
造纸印刷及文教体育用品制造业	0.004381	纺织服装鞋帽皮革羽绒制品	0.001961
石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.004083	木材加工及家具制造业	0.001265
金属制品业	0.004034	仪器仪表及文化办公用机械	0.001012
电气机械及器材制造业	0.00384	金属矿采选业	0.000729
石油和天然气开采业	0.00375	工艺品及其他制造业	0.000706
食品制造及烟草加工业	0.003731	非金属矿及其他矿采选业	0.000701
通用、专用设备制造业	0.003402	水的生产和供应业	0.000382
煤炭开采和洗选业	0.003221	燃气生产和供应业	0.000114

资料来源：中投证券研究所

图表 32: 地产对各行业利润拉动系数（地产投资增加 1 元，带来的利润绝对额增加）

行业	利润	行业	利润
石油和天然气开采业	0.0022	交通运输设备制造业	0.0006
化学工业	0.0021	纺织业	0.0004
金属冶炼及压延加工业（钢铁）	0.0016	非金属矿物制品业	0.0004
电力、热力的生产和供应业（公用事业）	0.0016	纺织服装鞋帽皮革羽绒	0.0003
造纸印刷及文教体育用品制造业	0.0008	金属矿采选业	0.0003
食品制造及烟草加工业	0.0008	仪器仪表及文化办公用机械	0.0002
通用、专用设备制造业	0.0007	木材加工及家具制造业	0.0002
通信设备、计算机、电子设备制造业	0.0007	非金属矿及其他矿采选业	0.0001
金属制品业	0.0007	工艺品及其他制造业	0.0001
电气机械及器材制造业	0.0007	燃气生产和供应业	0.0000
煤炭开采和洗选业	0.0006	水的生产和供应业	0.0000
煤炭开采和洗选业	0.0022	交通运输设备制造业	0.0006

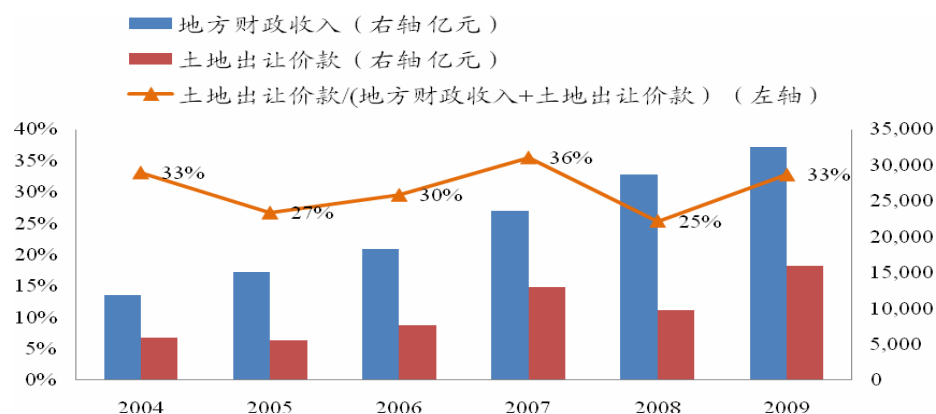
资料来源：中投证券研究所

通过测算可知，房地产投资减少，利润绝对值受影响最大的行业是石油和天然气开采、化工、钢铁、电力、热力相关的公用事业。

土地财政萎缩抑制地方投资：自 1994 年分税制改革以来，地方财政收入在全部财政收入中的占比下降，地方财政收入的相对不足导致当地政府转向土地经营，以此弥补城市建设的支出，地方政府对土地财政的依赖是房价居高不下的重要原因。

2009 年全国土地出让金总收入高达 15910 亿元，而同期地方本级财政收入为 32581 亿元，土地出让价款是同期地方财政收入与土地出让收入总规模的 33%。

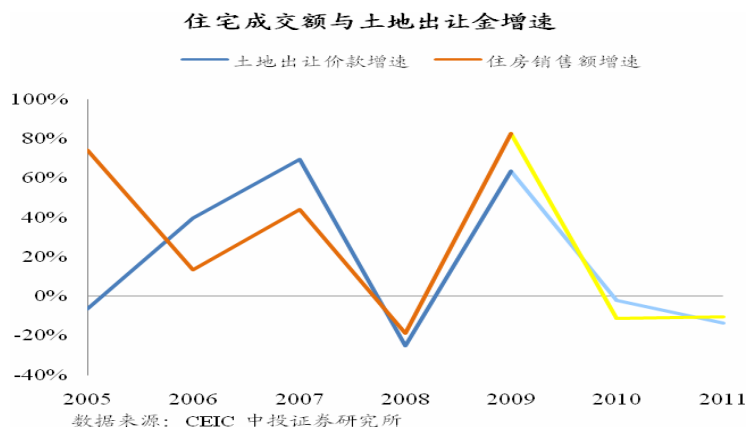
图表 33: 土地出让收入是地方财政来源的重要补充



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

由下图可以看出, 土地出让金占地方财政比与住房成交额密切相关, 除 2005 年由于收紧地根, 土地出让减少外, 其他年份的土地出让金随住房销售的增长而增长。2010 年住宅成交额下降 11%, 2011 年成交额将同比下降 10%。由于土地出让款与住房成交额间存在较强相关性, 预计 2010、2011 年政府的土地出让收入同比增速分别为 -2%, -14%。

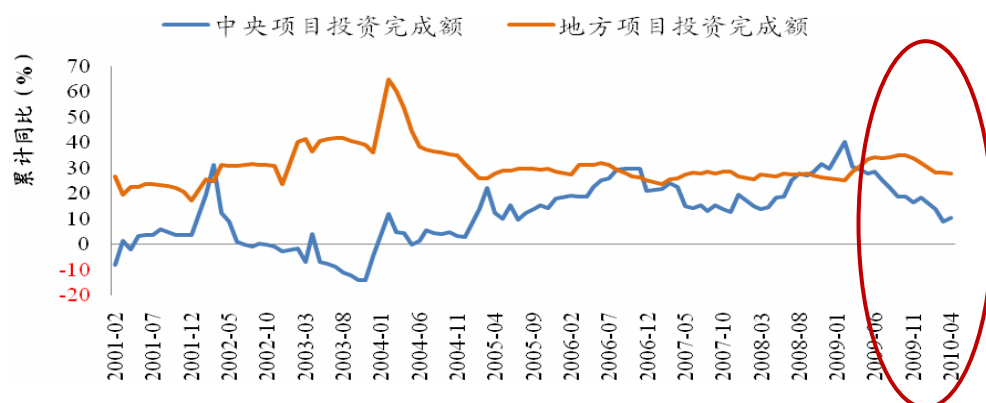
图表 34: 成交额的下降或拖累土地出让



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

虽然房地产市场回落导致土地出让收入减少, 地方政府投资增速将有所下降, 但一是为了防止去年开工的项目烂尾, 二是在目前相对宽松的环境下地方政府投资的积极性空前高涨, 三是今年地方政府要出 3000 多亿资金修建保障性住房。因此我们预计今、明两年地方政府投资仍能保持 20% 的增长

图表 35: 地方政府投资有望保持高增速



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

3.2 保障性住房完成可能超预期

政府推进住房保障工作决心斐然:“新国十条”明确规定三类用地（保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地）不低于住房建设用地供应总量的 70%，并优先保证供应。2010 年全国住房供地计划加大了保障性住房用地的供应，2009 年保障性住房实际完成 1.04 万公顷，今年计划数增加了 1.35 倍，（保障性住房用地、棚改房用地、中小套型商品房用地）占 18.47 万公顷的 76.6%；“新国十条”还首次将问责制纳入房地产监管，把稳定房价和住房保障工作列为行政考核目标，行政问责的威力有助于提高住房保障工作的执行力度。

图表 36: 2009-2010 年全国住房供地计划

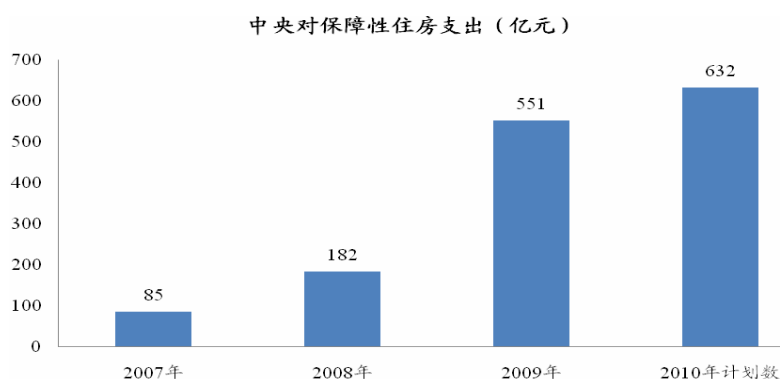
住房建设用地供应总量（公顷）			保障性住房用地（公顷）			三类用地占总量（%）	
2009 实际	2010 计划	增长（%）	2009 实际	2010 计划	增长（%）	2009 实际	2010 计划
76461	184749	142	10400	24454	135	81.1	76.6

资料来源: 国土资源部, 中投证券研究所

说明: 三类用地是指保障性住房用地、棚改房用地、中小套型商品房用地

资金来源不是问题: 2010 年中央财政预算对保障性住房计划支出 632 亿元，较去年增长 14.8%。按照 1: 3 的比例，政府大约需要配套 1900 亿资金，再加上部分银行贷款（银行贷款占房地产开发资金 20%左右），预计完成 2010 年的全部供应量需要资金 3200 亿左右。如果地方政府能转变态度，配套资金的到位不是问题。2009 年地方本级财政收入为 3.26 万亿，1900 亿不到其中的 6%。

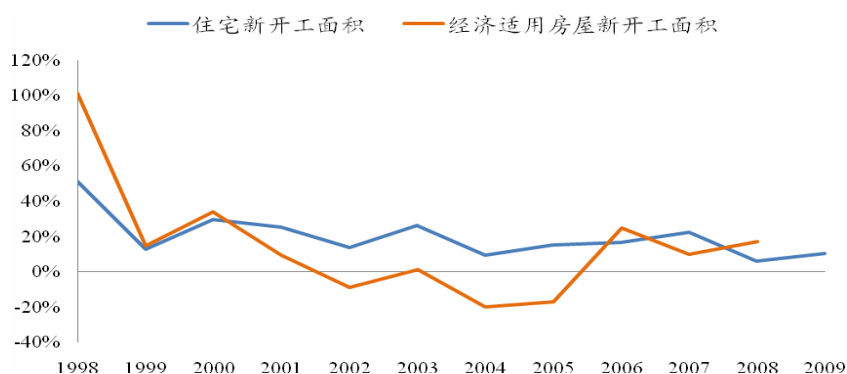
图表 37: 2010 年保障性住房支出增长 14.8%



资料来源：财政部，中投证券研究所

5月19日住房和城乡建设部与各地人民政府签订2010年住房保障工作目标责任书，要求确保完成2010年工作任务，将责任细分到位。在政府的大力推动下，2010年保障性住房用地计划若能完全执行，将贡献房地产投资4个百分点。保障性住房用地供应中70%左右是经济适用房，2009年经济适用房的投资额为1138亿，大体匡算出2009年保障性住房的投资额可能达到1600多亿，2010年的3200亿的投资额相对于去年增加一倍。相对于商品房，保障性住房的建造成本中钢材、水泥等占比更高（商品房的建造需要更多的高档建材），因此对建材行业的拉动作用更大，另外受益的还有住宅建筑业和机械行业，这些行业位于房地产行业的下游，对地产周期的敏感度高，在下半年很容易受到商品房开工面积下降的影响，保障性住房的大规模投入将有效缓冲这一负面影响。

图表 38: 经济适用房新开工面积同比增长开始回升



资料来源：WIND，中投证券研究所

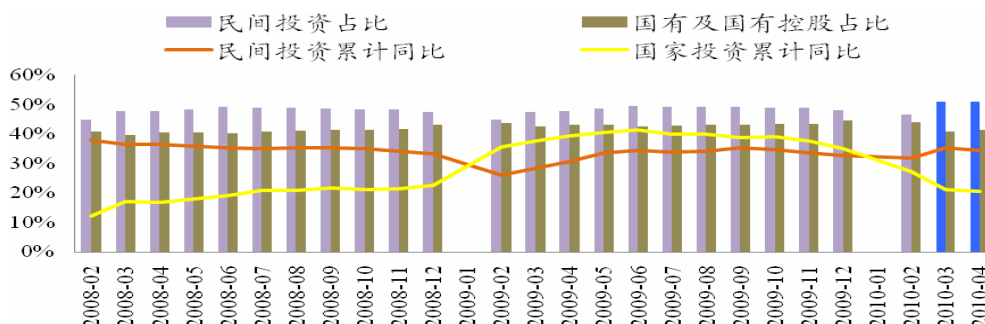
3.3 “民间投资 36 条”将激发民间投资

我们在前期策略报告中曾多次指出，包括地产（房价）调控在内的系列宏观调控措施，其目的在于退出而非紧缩，在“调结构”的大背景下，保持经济平稳较快发展是第一要务，调控采取的方式是“有保有压”的结构性调控，国务院 5 月 13 日公布的《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（“民间投资 36 条”）就体现了这一取向。开放门槛，鼓励民间资本参与公用事业、基础设施、社会事业、金融服务等领域。若民间资本进入这些领域的障碍破除，那么民营资本将成为中国经济新的增长点，经济二次探底的风险大大减少。

民间投资主体包括集体经济、个体经济、混合经济中的非国有控股经济，我们将国有及国有控股经济、外商投资和港澳台投资从固定资产投资剔除后，得到民间投资的规模。民间投资主要集中在房地产、住宿餐饮、批发零售等竞争性行业，相比集中于基础设施建设的国有经济具有更高的活性。国际货币基金组织研究显示，按附加值计算，中国民营企业的资本回报率比国有独资企业高 50%，比国有控股企业高 33%，比国有参股企业高 24%。

今年以来，民间投资热情高涨。1 季度，民间投资占比达到 51%，为 04 年以来的最高点，同比增速为 35.2%，为 09 年以来的次高水平，4 月延续这一态势。

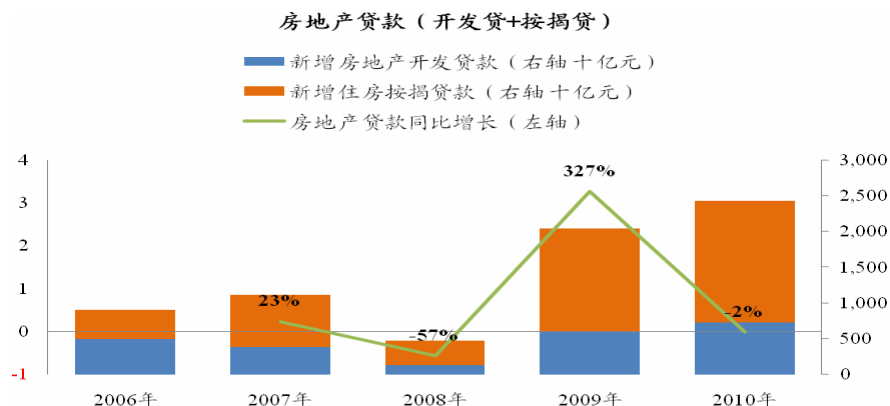
图表 39：1 季度起民间投资占比和增速都达到近期高值



资料来源：CEIC，中投证券研究所

为房地产挤出的资本开辟了实业通道：按前文预测，2010 年成交额相对去年下降 11%，房地产贷款（开发贷+按揭贷款）需求约为 2 万亿，相对去年下降 2%。房地产贷款在每年的新增贷款中占据举足轻重的地位，1 季度占比达到 33%，2010 年这一比例略回落至 26%（前 4 个月大幅增长的原因），但是 2011 年可能下跌至 20% 以下。大量的资金从房地产行业流出，一方面这有利于改善一直以来房地产挤压其他行业信贷的问题，另一方面如果这部分资金不能得到有效疏通可能导致其他领域的流动性过剩，从而带来资产泡沫。

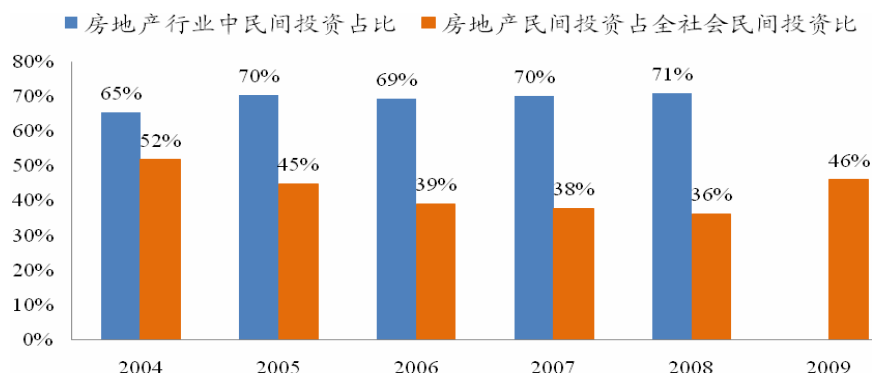
图表 40：2010 年新增房地产相关贷款需求增速大幅回落



资料来源：CEIC，中投证券研究所

政府在地产调整的初期提出“民间投资 36 条”，可谓用心良苦。因为房地产行业 70% 左右的投资来自民间资本，09 年城镇固定资产投资中 48% 为民间投资，而房地产一个行业占城镇总民间投资的比例高达 46%，也就是说**房地产是民间资本的主要战场**。大量资本从房地产行业撤出，若能流向实业领域，将刺激经济的内生增长，提高资本回报率，实现政府投资驱动向民间投资驱动的切换。

图表 41：房地产行业 70% 左右是民间投资，全社会民间投资 40% 多来自房地产



资料来源：CEIC，中投证券研究所

首次明确鼓励民间投资进入保障性住房建设领域：若能实现，将是开发商和政府的双赢。与商品房相比，保障性住房的风险相对小，政府保证开发商利润区间的情况下，开发商还是乐于参与的，因为不仅可以回避周期风险，更大的好处是能以更优惠的条件获得银行贷款。这也符合政府利益，民间资本若能进入，中央和地方政府的财政负担就会减轻，有利于帮助地方政府完成政绩考核。预计细化政策将陆续推出，地方政府也会提供一系列的优惠条件。

虽然民间资本在经济中的作用越来越大，但是其发展却一直障碍重重，如融资难、**税收负担重**、可进入领域受限等。新民间投资 36 条是一个良好的开始，政府年内有望出台细化政策，明确民间资本进入相关领域的细则、优惠条件等。

政府财政无暇顾及、资本门槛低但仍有有利可图的行业将明显受益，我们认为主要有医疗、社会福利、教育培训、文化娱乐。

4、2010 年、2011 年盈利预计稳健增长

在宏观经济平稳复苏的环境下，我们预计 2010 年和 2011 年企业盈利将是稳健增长的态势。

图表 42: 扣除金融、石油石化后 A 股的盈利预期如下:

	2010 年 1q A	2010 年 2q F	2010 年 3q F	2010 年 4q F	2009 年 A	2010 年 F	2011 年 F
净利率	5.7%	6.0%	6.2%	3.0%	4.8%	5.3%	5.5%
单季年化总资产周转率	0.71	0.82	0.81	0.81	0.72	0.79	0.75
权益系数	2.53	2.42	2.38	2.36	2.46	2.40	2.35
ROE (单季或年)	2.55%	2.97%	3.00%	1.44%	8.45%	10.04%	9.69%

资料来源: 中投证券研究所

图表 43: 盈利增速

盈利增速	2009 年 A	2010 年 F	2011 年 F
银行	17%	25%	20%
保险	348%	20%	15%
券商	72%	18%	14%
综合性石油天然气	15%	18%	11%
其余	32%	30%	9%
整体	27%	25%	14%

资料来源: 中投证券研究所

再根据我们研究员并参考市场对银行、保险、多元金融、综合性石油天然的盈利预期, 我们可以得到整体 A 股 2010 年、2011 年的盈利预期分别为 25%、14%。

二、预期: 不断改善

1、目前股指已经反映极度悲观预期

我们认为下半年影响股指运行的主要因素将来自于投资者对政策和经济的预期。

目前沪深 300 指数的动态市盈率已经低于 2008 年底金融危机期间的水平。这显示市场对未来政策和经济的负面预期已经和 2008 年底的情况基本一样了。

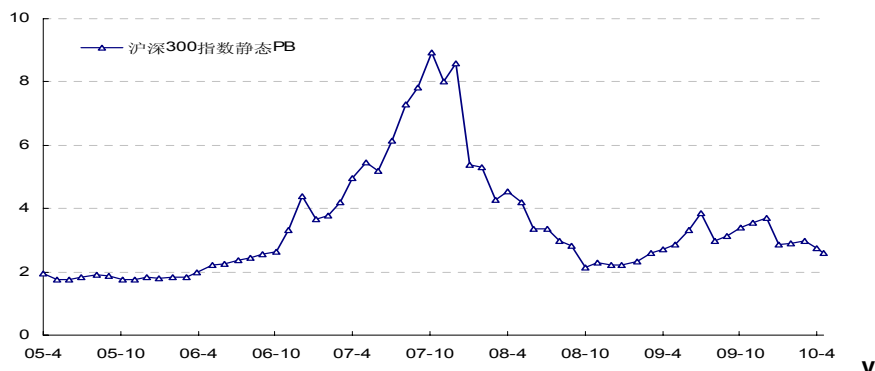
图表 44: 沪深 300 指数动态市盈率



资料来源：中投证券研究所

从沪深 300 指数市净率的角度看，当前 2.58 的市净率与 2008 年 10 月 2.14 的市净率尚有一定差距。但是 2008 年 10 月因为雷曼事件影响，市场处于极度恐慌之中，当时的市净率隐含了相当数量上市公司将会破产的假设。通过前文对经济和分析，我们认为未来一年内出现上市公司大面积破产是极小概率事件。

图表 45：沪深 300 指数市净率



资料来源：中投证券研究所

从估值的角度看，股指现在反映的是最悲观的政策和经济预期。我们认为这种预期会在今年下半年逐步改善。

2、政策预期将出现好转趋势

我们认为包括地产（房价）调控在内的系列宏观调控措施，其目的在于退出而非紧缩。此外在“调结构”的大背景下，政策环境将保持相对宽松，调控采取的方式是“有保有压”的结构性调控，是“点刹车”而非“急刹车”。

4 月中旬以来中央政府对地产进行新一轮调控后，政策全面收紧的压力反而降低了。这是因为目前经济出现全面过热的可能性尚不大，对于地产的局部过热出台相关政策后，经济上行动力将有所减缓；如果再继续出台全面紧缩政策，有可能造成经济全面下滑的情况。

考虑到海外经济（尤其是欧洲经济）复苏的不确定行，我们认为政府不会忘记 2008 年调控的经验教训，因此本轮政策调控更多地是采用“点刹车”而非“非急刹车”的方式。

中央近期连续出台开发民间资本的“国三十六条”到落实保障性住房问责制的政策，验证了我们的上述判断。我们认为如果房价调控政策导致商业性住宅开发投资出现明显下降的话，其它刺激经济增长的措施仍会陆续出台，这些措施包括加大落实经济适用房投资的力度，推动中央储备投资项目的开工等等。

因此，从总体上看，当前的退出政策不会导致经济出现二次探底的情况。

对于下半年的政策取向，我们认为出现预期好转的趋势的可能性比较大。这是因为随着时间的推移，政府系列调控措施以“退出”而非“收紧”为导向的意图将逐步得到验证，市场恐慌情绪逐步消除，政策预期将出现纠偏的好转趋势。

3、经济负面预期也将改善---二次探底”预期下降

根据我们对三大需求的预测和对政策导向的预测，考虑到城镇化和工业化进程所带来的巨大需求，我们认为下半年以及明年经济出现“二次探底”的可能性较小。从这个角度看，随着时间的推移和宏观数据的逐步公布，当前市场对经济的极端负面预期也将得到改善。

三、股指：前段震荡走高 后段高位震荡

1、预期纠偏推动估值修复行情

下半年影响股指运行的两大主要因素——对政策和经济的预期，都将从当前极度负面的状态出现改善的趋势。

但是这种改善的趋势是渐进的，短期内由于对 CPI 和房价调控引发的政策和经济的担心，负面预期改善程度较小，股指受负面预期的压力仍然较大，因此股指表现为低位盘整；

而随着时间的推移，当 CPI 月度高峰过去（市场预期是 7 月份）、房价调控效果显现而宏观经济数据显示增长仍将持续的时候，负面预期将得到较大程度的改善，股指表现为震荡走高。

到了 12 月前后，随着 CPI 和房价调控到位，而经济增长仍保持较高水平，那么市场将开始预期届时召开的中央经济工作会议以及“十二五”规划的相关政策讨论将可能产生有利于经济发展和结构转型的适度的经济政策，市场预期将很可能由负面转为正面，股指出现高位震荡的可能性较大。

这种负面预期的改善将降低股指当前的压力。对政策和经济过度负面预期的逐步修正，将在下半年引发一波估值修复行情，随着将转入高位震荡。而如果中央经济工作会议出台的相关经济政策和“十二五”规划的相关政策讨论能令市场看到经济发展和结构转型能够有机结合的话，股指有可能在乐观预期的推动下，在演绎完估值修复走势后继续上涨。

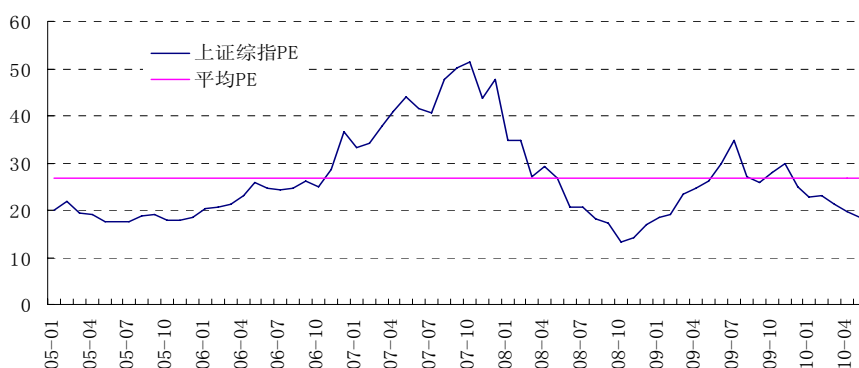
股指前低后高的走势是大概率事件。

2、2010 年下半年沪指运行区间在 2414 到 3100 点

我们金融工程团队下调 2010 年盈利增速到 25%，2011 年盈利增速 14%，通过综合 DDM 模型等多种估值方法，可以测得上证指数的静态 PE 中枢为 22.3X，上下限为（16.7x，37.8x）；对应的上证指数中枢点位为 2904 点，上下限为（2170，4920）点。根据历史的经验，这两个极值分别对应着大牛市的顶部、大熊市的底部，对应着经济趋势明确的持续走强、持续探底。所以两个极值位很难在今年复杂但相对平稳的经济环境中出现，相对平稳的盈利增长使得估值崩塌成为小概率事件。所以，在政策向下的环境下，本轮调整我们倾向性的认为是深度调整，借鉴 2009 年 7 月由于货币政策紧缩预期造成的深度回调幅度，本轮调整的极限可能在 2414 点，我们认为目前市场已经较为悲观的反应了经济基本面的调整预期。

估值防御性回落后再度突破，需要经济基本面强劲超预期的信号，而 2010 年地产引擎弱化之后整体经济驱动引擎也在弱化，使得经济基本面强劲超预期的可能较小。所以，今年市场运行形态预计相对中枢不对称运行，预计在经济回档不确定性弱化之前，整体市场在估值中枢之下运行，即 2414 至 2900 震荡；伴随对政策和经济过度负面预期的逐步修正及对冲政策民间投资 36 条等实质性的实施，市场对经济回档的不确定将弱化，或将在下半年引发一波估值修复行情。市场有望修复性回升至中枢之上，但考虑到经济很难出现强劲超预期地情况，预计向上或仅能达到 3100 点一线。

图表 46：上证指数市盈率

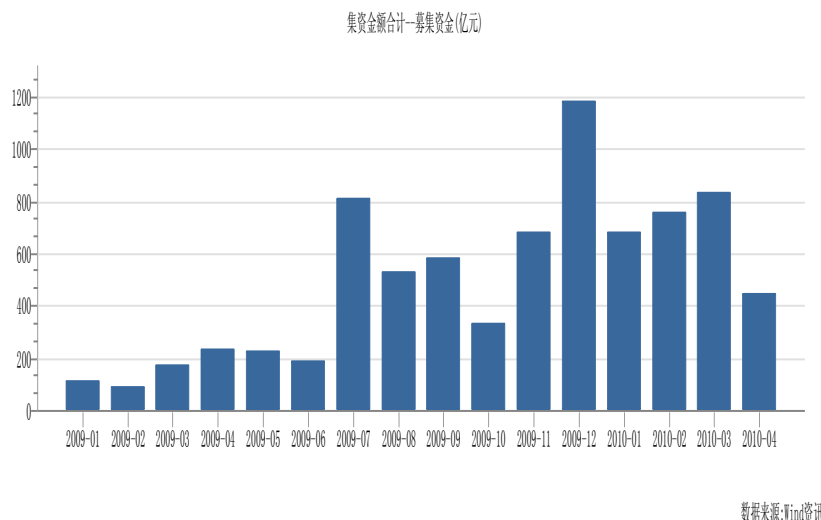


资料来源：wind，中投证券研究所

3、资金压力制约股指大幅上涨

2010年初至5月14日，证券市场实际总共募集资金2918亿元，处于2009年以来的较高位。而考虑到09年以来持续多个月高速发行，巨大的融资压力已经在市场运行过程中抽走二级市场的资金。当市场趋势发生变化时，下跌过程中的筹码分布价值必然低于上涨过程。在考虑到小非减持和银行再融资等压力，市场资金面压力较之宏观流动性更为剧烈。

图表 47：月度融资情况（含 IPO、增发和配股）



资料来源: wind 资讯、中投证券研究所

4、突破上下限预测的风险因素

我们报告的关键预测是：1、地产调控或维持高压态势，或进入观察期相机而动，不会出现大幅转向；2、流动性逐步收缩；3、盈利增速在 25% 左右。

如果中央经济工作会议出台的相关经济政策和“十二五”规划的相关政策讨论能令市场看到经济发展和结构转型能够有机结合的话，股指有可能在乐观预期的推动下，在演绎完估值修复走势后继续上涨，突破我们预期的上限水平。

如果“调结构”政策过度收紧：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，那么上证指数可能击穿下限。

第三部分 行业配置：景气为主 估值为辅

下半年各行业将受到景气和估值的共同影响，行业波动将非常明显。我们认为应该根据景气和估值的变化灵活进行行业配置。

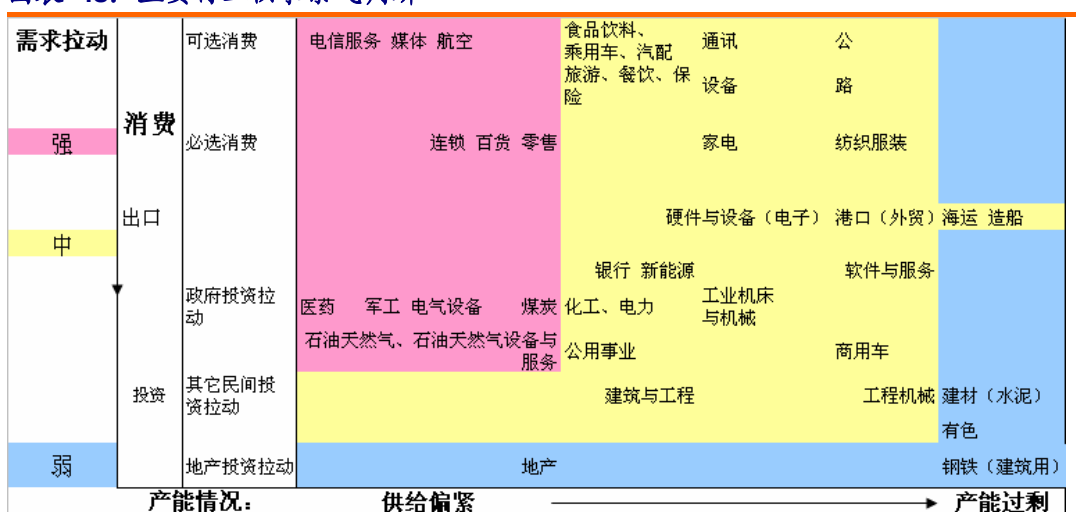
一、行业景气度分析

我们认为行业景气度将主要受三大需求的拉动以及政策-事件的推动两个方面因素的影响。

1、三大需求拉动

结合我们在第二部分对消费、出口和投资拉动经济增长的分析，在下半年行业配置选择上，我们从它们的拉动效用以及供给瓶颈/产能过剩两个维度对各主要行业进行景气度划分如下：

图表 48：主要行业供求景气判断

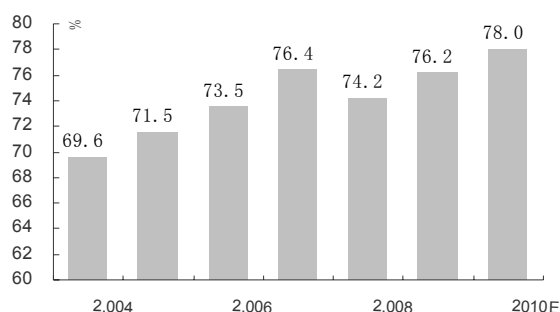


资料来源：中投证券研究所

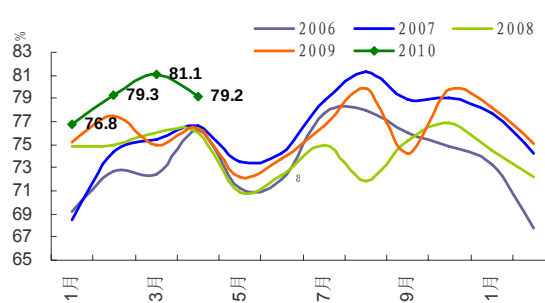
按照行业景气度的维度来划分

上图中浅红色区域内的行业是我们认为景气度高的行业。这些行业受益于国内需求，包括消费需求和政府投资需求的拉动。与此同时，这些行业的产能过剩问题不算严重。

图表 49：民航行业历年客座率



图表 50：民航行业月度客座率



资料来源：wind 资讯、中投证券研究所

浅黄色区域内的行业是我们认为是景气度适中的行业：它们所受的需求拉动来自具有结构性增长机会的消费领域、出口领域以及政府投资或者民间投资领域，但是相关行业存在产能过剩问题。

浅蓝色区域内的行业是我们认为是景气度仍然较低的行业：这些行业主要是受地产调控政策影响明显的地产及其上下游相关行业。

2、政策-事件推动

除了三大需求的拉动外，行业景气度受政策和事件的影响也非常大。我们把因为政策和事件给行业带来的投资机会统称为主题性投资机会。这些机会主要来自于：

1) 节能减排和新能源政策的落实推进：对低碳、节能减排和新能源行业来说，这些政策的落实推进将有助于正面预期的强化，有利于估值水平的扩张；

2) 新兴产业振兴规划的出台和落实：除了低碳、节能减排和新能源外，其它的新兴产业包括 TMT、现代服务业等等，它们的景气度同样明显受益于产业政策的出台和落实；

3) 区域振兴政策（新疆、京津冀都市圈将是焦点）：过去一年区域经济在资本市场上表现出全面开花的投资机会；我们认为下半年投资热点会有所集中，有实质性进展的区域，比如新疆、京津冀都市圈将会是市场关注的焦点；

4) 整合、并购和资产注入：市场预期相对低迷的时候，整合、并购和资产注入往往成为市场热点；我们认为这类机会将更多地来自于央企这个群体

5) 广州亚运会：广州亚运会是本年度继世博之后影响较大型的事件，在亚运会召开之前广州板块存在一定的交易性机会。

二、注重估值因素

我们根据分析师 2010 年盈利预测数值和行业估值情况，对 GICS 二级分类的 48 个行业进行 PEG 排序如下：

图表 51：从估值和技术面进行的正态分布打分排序

GICS_二级行业	一致预期2010年 利润增速	PEG	GICS_二级行业	一致预期2010年 利润增速	PEG
钢铁	250.5%	0.107	多元金融	23.1%	1.012
商业和专业服务	375.8%	0.208	消费者服务 II	35.4%	1.052
航空 III	99.9%	0.299	制药、生物科技与生命科学	29.3%	1.126
金属、非金属与采矿	199.6%	0.302	食品与主要用品零售 II	38.5%	1.184
工程机械	38.8%	0.353	公用事业 II	55.0%	1.192
汽车与汽车零部件	50.5%	0.358	电气设备	30.2%	1.31
航空货运与物流 III	96.7%	0.39	公路与铁路运输	14.1%	1.399
房地产	45.9%	0.439	纸与林木产品	25.5%	1.411
银行	23.7%	0.466	保险 II	11.6%	1.672
建材 III	51.0%	0.471	电力	15.6%	1.795
综合性石油天然气	28.6%	0.534	软件与服务	28.7%	1.894
煤炭与消费用燃料	34.0%	0.554	医疗保健设备与服务	19.1%	2.406
建筑与工程 III	30.4%	0.565	航天航空与国防 III	27.3%	2.541
贸易公司与工业品经销商 III	51.5%	0.591	休闲设备与用品	110.2%	2.574
化工	100.8%	0.623	石油与天然气的炼制和销售	25.2%	2.72
工业机械与机床	52.4%	0.645	造船	5.8%	3.214
家庭耐用消费品	34.8%	0.646	石油与天然气的储存和运输	5.0%	4.811
综合类 III	63.8%	0.671	电信服务 II	8.1%	6.325
建筑产品 III	95.7%	0.674	媒体 II	6.6%	7.295
石油天然气设备与服务	26.3%	0.848	纺织品、服装与奢侈品	0.3%	128.314
技术硬件与设备	82.8%	0.865	海运 III		
食品、饮料与烟草	45.1%	0.908	半导体与半导体生产设备	2828.6%	
零售业	36.3%	0.965			
交通基础设施	22.3%	0.967			
容器与包装	21.2%	0.982			

资料来源：中投证券研究所

表中红色区域内的行业 PEG 小于 1，它们的估值水平具有较大的吸引力，而蓝色区域的行业则存在相对明显的高估情况。黄色区域内的行业则处于估值的中间水平。这种排序的结果与我们前面提到的以行业景气度的排序结果形成了一定的背离。最终的配置建议需要从两个角度综合考虑。

三、综合配置建议

由于地产调控导致市场对政策的敏感度大大增加，我们认为在下半年的行业配置中，应该以政策导向的行业景气度作为行业配置的首选因素，同时兼顾行业盈利增长和估值水平。

我们判断下半年股指运行态势为震荡走高，然后在高位震荡。股指不同的运行阶段行业配置将会出现明显的不同：

1、股指“震荡走高”阶段超配被“错杀”的部分周期性行业

下半年虽然股指仍然受到负面预期困扰，但是随着“国三十六条”和“保障性住房问责制”的推出，预期最负面的时期已经过去。受负面预期困扰严重并遭到“错杀”的部分周期性行业将最先受益于负面预期的修正。这样的话，受惠于保障性住房、民间投资和中央储备项目投资的部分周期性行业将走出明显的估值修复行情。因此在股指的“前低”阶段，正是超配这些行业的良好时间窗口：

建议超配低估值同时受益于因保障房、民间投资和中央投资储备项目而导致投资下滑低于悲观预期的部分周期性行业：煤炭、建筑与工程、工程机械。

而其它行业，如大消费行业由于受负面预期困扰程度较低，在这个时期受负面预期修正的利好影响幅度相对较小。

2、股指“高位震荡”阶段超配受益于预期转型成功的部分大消费行业

在股指运行的“高位震荡”阶段，市场的负面预期得到了较为充分的修正，估值修复行情也将股指推到了一个相对较高的位置（上证指数 3000 点附近）。这个时候市场对未来的预期将相对正面，焦点将集中到中国经济未来增长的模式上面。这个时候内需/大消费将成为市场重点关注的领域。

在这个时间段我们建议超配受益于内需/消费长期持续增长的行业：医药、食品饮料、零售、航空、旅游、媒体、和电信与服务。

3、主题投资机会贯穿下半年

我们建议对于主题性投资机会中的低碳、节能减排、新能源、新技术、购并整合以及新疆板块、京津冀板块、长三角、亚运会（广州）板块给予高度关注，以便适时捕捉交易性机会。

主题投资机会主要以政策为导向，因此政策的出台是主题投资机会的最大催化剂。而随着系列“调结构”政策的落实，主题投资机会将贯穿整个下半年。

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 $\pm 10\%$ 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

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 13 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, 中投证券研究所策略分析师, 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。

朱 晔, 中投证券研究所金融工程分析师, 2007 年加入中投证券研究所。

张媛媛, 中投证券研究所助理分析师, 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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434