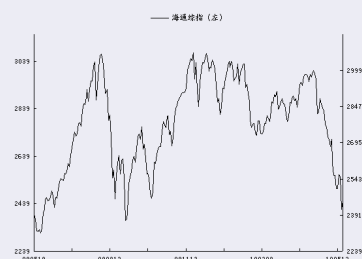


2010 年中期投资策略

2010 年 5 月 21 日

海通综指年初至今走势



相关研究

《回归正常化——2010 年度 A 股策略》
2009.12.16

《乍暖还寒——2009 年中期 A 股策略》
2009.06.24

《穿越寒冬——2009 年度 A 股策略》
2008.11.27

《市场逆境与创造性适应——2009 年中期 A 股策略》
2008.06.25

策略分析师

张冬云
SAC 执业证书编号: S0850207120466

陈瑞明
SAC 执业证书编号: S0850209080673

吴一萍
SAC 执业证书编号: S0850203100093

陈久红
SAC 执业证书编号: S0850203100088

单磊
SAC 执业证书编号: S0850208070553

潘春晖
SAC 执业证书编号: S0850209020597

蜕变期也会有阵喜

- **经济增长方式与经济结构要实现转型，需要时间与成本，且存在转型成功与否的不确定性。**“中国经济增长方式必须转型”已基本成为共识，而自 2009 年底以来，政府在时间点上、力度上超预期地对我国房地产市场展开的新一轮紧缩性调控，则充分表明政府正努力促使我国经济增长方式、经济结构转型的决心；我国低成本优势正逐渐减弱、全球经济缓步复苏过程中可能出现波折、我国高房价可能再次出现起伏等障碍，则是当前阶段我国经济在努力实现转型过程中必须迈过的“坎”。
- **A 股市场将重筑新的合理估值区间。**因产业资本持有的可流通股规模已超过公募基金等专业性机构投资者，做空机制正式推出后 A 股市场价格发现功能已获得显著完善等新增因素的存在，我们认为 A 股市场将重筑新的合理估值区间，预计沪深 300 指数近几年的加权平均 PE 值合理区间为（12 倍，25 倍）。
- **我们的主要观点：下半年市场充分筑底后将展开估值回升行情。**我们认为，今年下半年市场在经过充分筑底后，有望展开估值回升行情。宏观经济政策预期改善则可能成为估值趋势出现转折的主要促发因素，我们预计年内沪深 300 指数的加权平均 PE 估值下限在 14 倍附近，而估值上限则在 20 倍附近（近几年的估值中枢）。估值由下限向中枢回升的基础包括：其一，全年经济高增长是大概率事件；其二，上市公司整体业绩 2010 年同比增幅有望落在 20-25% 的区间内；其三，潜在股息回报率将渐具吸引力。估值见底回升的催化剂包括：其一，宏观经济政策结构性紧缩预期有望逐渐改善；其二，人民币升值预期可能在下半年逐渐兑现；其三，货币政策预期有望实现适度改善，下半年信贷投放额同比有望显著增长。
- **我们看好医药生物、新兴消费（三网融合、电纸书、手机支付、电子商务）、品牌消费、高铁、节能环保等中长期受益于调结构的行业，此外，下半年我们同时看好煤炭、工程机械、水泥、白酒、家电等基本面良好、具有估值优势的行业。**我们认为，在调结构大背景下，中长期有望脱颖而出的行业需要具备 4 大条件：1、政策鼓励；2、迎合时代需求；3、要素禀赋支持；4、行业盈利能力。

目录

1. 蜕变期的中国经济：多道坎引发的彷徨.....	55
1.1 第一道坎：全球经济缓步复苏过程中可能出现波折的彷徨.....	56
1.2 第二道坎：似刘易斯拐点期的低成本优势渐减弱的彷徨.....	58
1.3 第三道坎：中国高房价可能出现再起伏的彷徨.....	62
1.4 中国经济蜕变中：促使经济增长方式与结构转型需要时间与成本.....	64
2. 蜕变期的 A 股市场：重筑新的合理估值区间.....	64
2.1 新合理估值区间重要影响变量之一：产业资本.....	64
2.2 新合理估值区间新增影响变量之二：做空机制.....	66
2.3 新合理估值区间新增影响变量之三：股市规模、发行及其制度改革.....	69
2.4 新的合理估值区间.....	71
3. 下半年 A 股市场：蜕变期也会有阵喜.....	72
3.1 阵喜基础一：全年经济高增长是大概率事件.....	72
3.2 阵喜基础二：全年业绩两位数增长也是大概率事件.....	74
3.3 阵喜基础三：潜在股息回报率具有相对吸引力.....	75
3.4 阵喜催化剂一：宏观经济政策结构性紧缩预期改善.....	77
3.5 阵喜催化剂二：人民币升值预期强化.....	79
3.6 阵喜催化剂三：货币政策的紧缩预期改善.....	80
3.7 主要观点：充分筑底后展开估值回升行情.....	81
4. 行业配置建议：寻找调结构的赢家.....	82
4.1 引子：优秀的行业离不开时代背景.....	83
4.2 “调结构”是未来中国最大的时代背景.....	83
4.3 政策鼓励、时代需求、要素禀赋、行业盈利能力.....	85
4.4 行业配置.....	89

图目录

图 1 美国就业率仍处低谷与个人消费支出回升形成反差	56
图 2 欧元区就业状况处低谷与家庭消费支出回升形成反差.....	56
图 3 资源型国家澳大利亚与巴西等失业率已先于欧美经济体见顶(%).....	57
图 4 各经济体在历史经济周期拐点阶段利率调整时间差现象显著 (%).....	57
图 5 利率调整时差对同期相应货币间的汇率趋势影响显著.....	57
图 6 刘易斯转折点简要示意图	58
图 7 我国一次产业就业人数与占比历史概况	59
图 8 六十年代初日本经历“刘易斯拐点”时一次产业就业人数占比低于 30%.....	59
图 9 我国种植业-稻谷的用工每日收益概况（元）	60
图 10 我国种植业-小麦的用工每日收益概况（元）	60
图 11 我国农村居民历年人均现金收入概况	61
图 12 我国农村居民历年人均消费性支出概况	61
图 13 沪深 300 指数 129 家制造业成份公司历史 ROE.....	61
图 14 沪深 300 指数 129 家制造业成份公司历史 ROA.....	61
图 15 沪深 300 指数 129 家制造业成份公司历史销售毛利率	61
图 16 沪深 300 指数 129 家制造业成份公司历史销售净利率	61
图 17 我国房地产固定资产投资历年同比增幅与占比概况	63
图 18 房地产板块与资本品板块 2005 年之前走势关联度	63
图 19 房地产板块与资本品板块 2005 年之后走势关联度	63
图 20 沪深股市中产业资本之股改大非总量及未解禁量	65
图 21 沪深股市中产业资本之累计减持的大非及其占比	65
图 22 股市中产业资本之首发原始股东配售解禁量（亿元）	65
图 23 股市中产业资本之定向增发机构配售解禁量（亿元）	65
图 24 股指期货推出以来期指与现货走势对比	66

图 25	期指推出后沪深 300 成交额/上证指数成交额(%)	66
图 26	股指期货 IF005 合约持仓量与成交额走势	67
图 27	股指期货 IF006 合约持仓量与成交额走势	67
图 28	沪深两市融资交易活跃	67
图 29	沪深两市融券业务逐步活跃	67
图 30	大盘股与小盘股平均股价对比图	68
图 31	小盘股均价与大盘股均价的倍数图 (倍)	68
图 32	募集资本月度总额与市盈率走势对比	69
图 33	股票市价总值与市盈率走势对比	70
图 34	2009 年 6 月新股市场化定价机制后首发市盈率创出新高	71
图 35	A 股历史估值区间的变化情况	72
图 36	中国经济复苏步伐较快 (%)	73
图 37	投资高增长、出口快速复苏和消费稳定是经济高速增长的保证 (%)	73
图 38	下半年投资增速可能下滑但仍然维持相对高位 (%)	74
图 39	2005-2009 各板块业绩增速对比 (%)	74
图 40	沪深 300 与沪深 300 剔除 14 家银行的 2010 年一致预期净利润趋势	75
图 41	股息收益率处于稳步波动的状态中 (%)	76
图 42	金融行业的分红水平较高 (%)	76
图 43	可选消费相对分红水平较高 (%)	77
图 44	新增固定资产投资下半年减缓趋势将明显显现	78
图 45	新开工项目增速下降预示未来投资增速将缓慢下降	78
图 46	人民币升值预期仍然明显	79
图 47	美元近期的快速走强是人民币升值预期略有削弱的一个原因	79
图 48	货币供应同比增速 (%)	80
图 49	人民币存贷款同比增速 (%)	80
图 50	05-09 年各月贷款占比的历史均值	80
图 51	沪深 300 指数与剔除银行后的沪深 300 指数历史估值	81
图 52	沪深 300 指数不同 PE 值对应的点位	81
图 53	行业选择逻辑图	83
图 54	20 世纪 70 年代日本电子、通讯指数表现优异	85

图 55	90 年韩国 KOSPI 指数及香港恒生指数相较于日经 225 的优秀表现.....	87
图 56	90 年代韩国、台湾电子行业相较于日本的良好表现.....	87
图 57	中美汽车销量对比	88
图 58	地产指数 VS. 出口行业指数	89
图 59	行业选择逻辑图	89
图 60	中国各年龄组人口数量及其比重（2010）	92
图 61	中国各年龄组人口数量及其比重（2020）	92
图 62	苹果的 iTunes 界面	93
图 63	苹果的 APP Store 界面	93
图 64	全国铁路基本建设投资规模（亿元）	94

表目录

表 1	近十年我国陆续出台的重要相关“三农”政策与要点.....	60
表 2	中国制造业 500 企业历史整体部分财务数据与盈利能力概况	62
表 3	我国最新一轮房地产市场调控新政概况	62
表 4	融资融券标的群体的市值、估值与全部 A 股市场与估值的对比.....	67
表 5	融资融券标的股中权重最大的前 10 只个股.....	67
表 6	当前 A 股市场中大盘蓝筹股与小盘绩优股估值及平均股本对比.....	68
表 7	A 股估值区间与股票市值、发行规模对比	69
表 8	A 股估值区间与股票市值、发行规模对比	71
表 9	沪深 300 指数近 12 个季度加权平均 ROE 概况（%）	75
表 10	沪深 300 不同假设年化 ROE 对应的 2010 年业绩增速.....	75
表 11	2010 年下半年股票市场总体运行环境概况	82
表 12	2000~2009 年涨幅前 50 位个股的行业分布及其时代背景	83
表 13	日本 70 年代 VS. 我国当前经济状况	84
表 14	20 世纪 70 年代日本出台的经济计划和经济调整政策.....	84
表 15	台湾 70、80 年代成长起来的代表性企业.....	86
表 16	90 年代的时代需求——新经济，工业化向信息化转型	86
表 17	中美汽车刺激计划效果对比	88
表 18	2010 年下半年 A 股行业配置策略建议.....	90
表 19	重点行业的推荐逻辑	91
表 20	创新创造消费	93
表 21	欧洲各种运输方式的外部成本比较.....	95
表 22	2010 年下半年 10 只精选成长股股票组合	96
表 23	2010 年下半年 10 只精选价值股股票组合	96

引子：A 股市场运行简单回顾

回顾今年前五个月 A 股市场的表现，一个最为重要的特征即是大市值股票与小市值股票呈现“冰火两重天”的运行格局，具体来说，以医药为代表的小市值股票受到了市场的空前追捧，其整体估值水平最高对应上证综指 6000 点一线的历史高位，与此形成鲜明反差的是，以周期性板块为典型代表的大市值股票整体估值水平逐级下行，目前已处于对应上证综指 2000 点一线的历史次低位水平。

A 股市场前五个月差强人意的表现，可以理解为市场对政府提早实施调控政策做出的反应，但我们认为，这并非 A 股市场面临大运行环境特征的全部。

插曲：秃鹰重生的故事

秃鹰是世界上寿命最长的鸟类，它一生的生命可达 70 岁，要活那么长的寿命，它在 40 岁时必须做出困难却重要的决定，这时，它的喙变的又长又弯，几乎碰到胸脯；它的爪子开始老化，无法有效的捕捉猎物；它的羽毛长的又浓又厚，翅膀变的十分沉重，使得飞翔十分吃力。此时的秃鹰只有两种选择：要么等死，要么经过一个十分痛苦的更新过程——150 天漫长的蜕变。它必须很努力地飞到山顶，在悬崖上筑巢，并停留在那里，不得飞翔，秃鹰首先用它的喙击打岩石，直到其完全脱落。然后静静地等待新的喙长出来；秃鹰会用新长出的喙把爪子上老化的趾甲一根一根拔掉，鲜血一滴滴洒落；当新的趾甲长出来后，秃鹰便用新的趾甲把身上的羽毛一根一根拔掉；5 个月以后，新的羽毛长出来了，秃鹰重新开始飞翔，重新再度过 30 年的岁月！

正文：蜕变期的中国经济与 A 股市场

中国经济增长模式正处在政府主动努力引导下的历史性“蜕变期”，以及 A 股市场自身主体结构运行机制同样处在历史性的“蜕变期”，从性质上看，中国经济与 A 股市场正在经历的蜕变，与“秃鹰重生的故事”之间在一定程度上有其重要相似之处。

与“秃鹰重生的故事”类似，中国经济与 A 股市场的蜕变都会有一个过程，需要时间。因此，这种蜕变不仅仅是今年上半年的重要情景特征，而很可能成为未来一年、两年、甚至更长时间内的主要情景特征。

本策略报告试图通过在分析讨论中国经济蜕变期及 A 股市场自身蜕变期这一可能影响 A 股市场中长期运行格局重要情景特征的基础上，再结合影响下半年 A 股市场运行的重要因素，以期给出 A 股市场上半年的投资策略观点与建议。

1. 蜕变期的中国经济：多道坎引发的彷徨

自 2002 年至今，推动中国经济持续高增长的动力很大程度上来源于两个方面，一是出口需求的持续快速增加，带动的相关出口产业链的快速发展；二是房地产市场需求（包括自住需求与投资需求）的爆发式增长，带动的相关房地产产业链的迅速扩张。

毋庸置疑，出口产业与房地产业近十年的迅速发展，对同期我国经济增长的拉动效应、人民生活水平的提升具有显著的功不可没的正面作用；但是，低端出口产业链、房地产产业链的过快扩张，也带来了系列问题，一是加剧了我国经济产业结构失衡，导致我国经济的发展对出口产业、房地产业的依赖程度过高，增加了我国宏观经济面临的潜在波动性风险；二是低端出口产业链、房地产产业链占用了过多的资源，并对其它产业资源的合理配置形成了负面“挤出效应”；三是不同程度上加剧了环境污染、贫富差距等社会问题。

可以这么说，在经历了本轮全球金融危机、低附加值出口型企业民工荒、房地产市场“新地王”接连不断等重要事项后，“中国经济增长方式必须转型”已基本成为共识，否则已引发的相关系列矛盾与问题只会进一步累积并加剧，中国经济可持续发展还能维持多久的疑虑会不断增加。

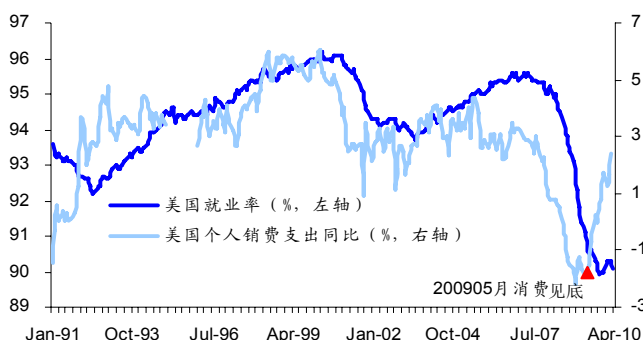
经济增长方式转型在某种程度上即是“经济蜕变”，蜕变必然意味着可能会经历一个痛苦的过程，而蜕变过程中的痛苦无疑主要来自途中的障碍或者说“坎”。我们认为，就目前而言，我国经济蜕变过程中主要的“坎”应包括全球经济缓步复苏过程中可能出现的波折、我国制造业生产成本优势可能逐渐减弱、大中城市高房价可能再起伏等几个重要方面。

1.1 第一道坎：全球经济缓步复苏过程中可能出现波折的彷徨

我们认为，全球经济在经历了 2008 年前后时间段的百年不遇金融危机之后，未来全球经济在进一步复苏过程中，仍将面临波折的潜在风险，而引发波折的诱因可能主要来自以下几个重要方面。

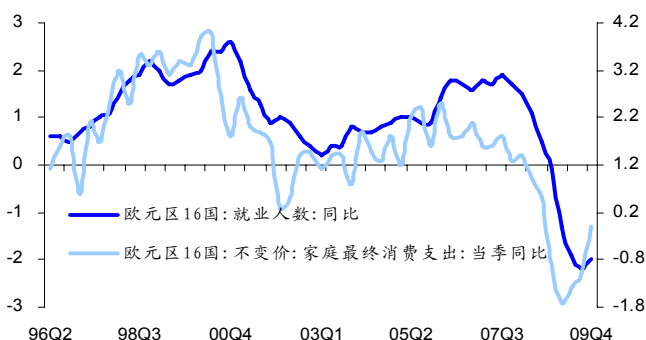
其一，发达经济体失业率继续低迷可能引发的相应经济体私人部门消费增速回升趋势受阻的潜在风险。统计数据显示，尽管自 2009 年 5 月份前后时间段起美国、欧元区等发达经济体私人部门消费支出陆续实现恢复性增长，但至今为止，其就业率状况仍普遍处在本轮金融危机以来的最低谷，而就业率的低迷必然会对其私人部门消费支出增速的进一步恢复性增长带来潜在风险。美国、欧元区等消费占 GDP 比重高的发达经济体一旦消费复苏趋势出现波折，无疑将可能给全球经济复苏格局带来隐患。

图 1 美国就业率仍处低谷与个人消费支出回升形成反差



资料来源：WIND

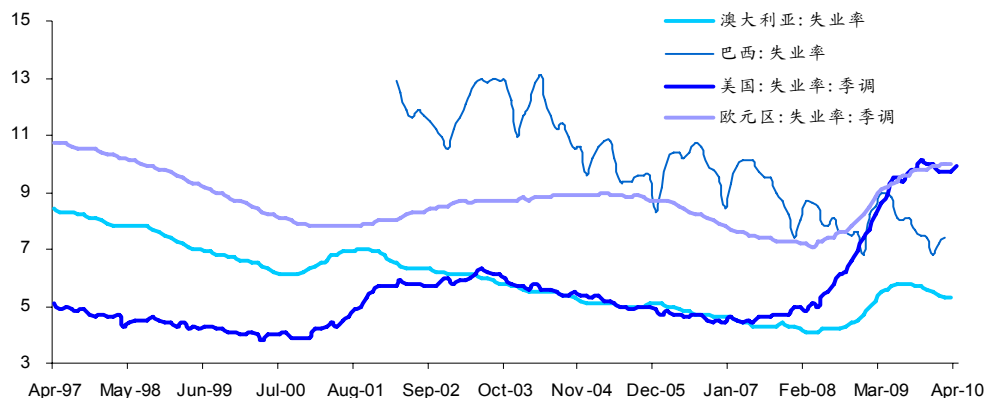
图 2 欧元区就业状况处低谷与家庭消费支出回升形成反差



资料来源：WIND

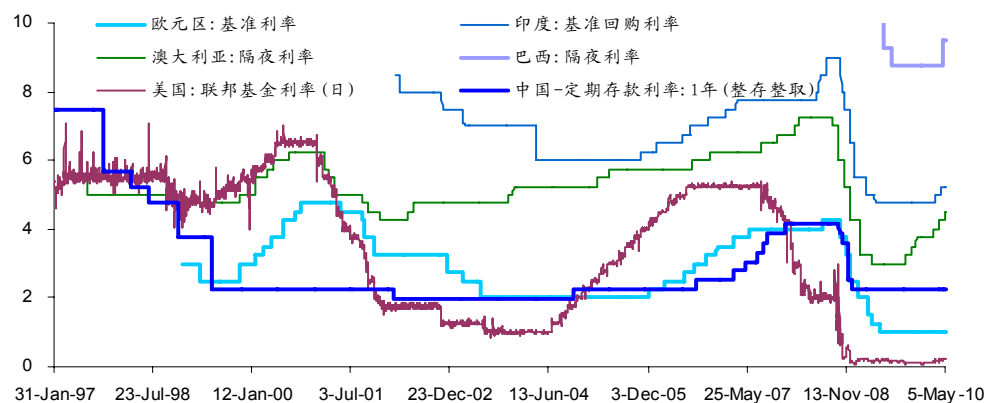
其二，各经济体复苏程度不一，尤其是失业率客观存在的见顶显著时间差，将引发各经济体选择加息的时间存在显著时差，这将很可能引发未来各主要经济体相应货币间的汇率再度出现大幅波动的风险。这与本轮全球金融危机爆发后，各经济体因存在客观的经济衰退时间差、降息时间差等因素，而导致金融危机期间全球各主要货币间汇率出现大幅波动基本类似。统计数据显示，澳大利亚与巴西等资源型国家的失业率已于 2009 年 8 月份时间段先后见顶回落，并自 2009 年第四季度起先后宣布加息；与此不同的是，目前美国、欧元区等经济体失业率却仍处历史高位水平，未来其失业率何时见顶回落尚难以准确预期，因此，这将可能增加不同经济体相应货币间汇率再度出现大幅波动的风险。

图 3 资源型国家澳大利亚与巴西等失业率已先于欧美经济体见顶(%)



资料来源: 海通证券研究所; WIND

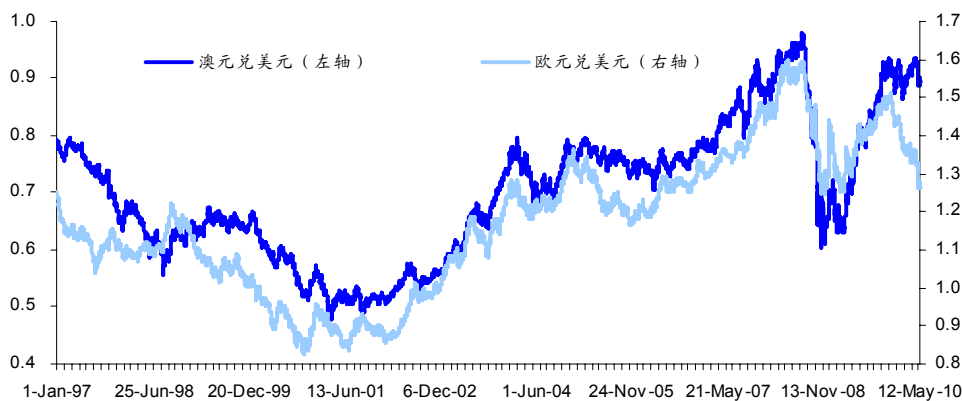
图 4 各经济体在历史经济周期拐点阶段利率调整时间差现象显著 (%)



资料来源: 海通证券研究所; WIND

历史数据显示，在全球主要货币 2004 年前后时间段的升息周期期间、2008 年前后时间段的降息周期期间，欧元兑美元、澳元兑美元等代表性货币间的汇率波动趋势皆发生了十分显著的变化。

图 5 利率调整时差对同期相应货币间的汇率趋势影响显著



资料来源: 海通证券研究所; WIND

其三，各经济体在缓步复苏过程中各部门、尤其是政府部门资产负债表再平衡可能不畅的潜在风险。于 2009 年 11 月份、12 月份先后爆发的迪拜债务危机与希腊主权债务危机，并不是迪拜房地产泡沫的孤立样本，也不是希腊政府债务危机的孤立样本，美国次贷危机爆发后，各国政府为救经济不惜高额举债，但同期各国政府又普遍面临财政收入继续下滑的困扰，这无疑进一步增加了各国政府部门资产负债表再平衡的难度。可以说，目前全球经济复苏进程中，最显著的潜在风险来源之一就是政府可能面临的潜在债务危机。一旦政府出现债务违约风险，评级机构就会下调主权评级，这会引发政府融资成本上升、资本外逃、本币贬值等一系列问题，最终可能抑制经济复苏。

自希腊主权债务危机爆发后，市场对葡萄牙、意大利、西班牙等存在类似问题的国家已经忧虑重重。于是，一个充满羞辱的缩写“PIGS”——葡萄牙(Portugal)、意大利(Italy)、希腊(Greece)、西班牙(Spain)，成了那些债务缠身的欧洲国家在市场上的代名词。

欧洲可能“被希腊化”的说法尽管有点危言耸听，但这或许从侧面反映了投资者对全球经济再平衡过程中可能出现波折引发的忧虑与彷徨。

综合而言，我们提醒投资者关注全球经济在复苏过程中可能出现的波折风险，不过，上述波折风险可能仅会对全球股票市场阶段性走势带来潜在负面影响。

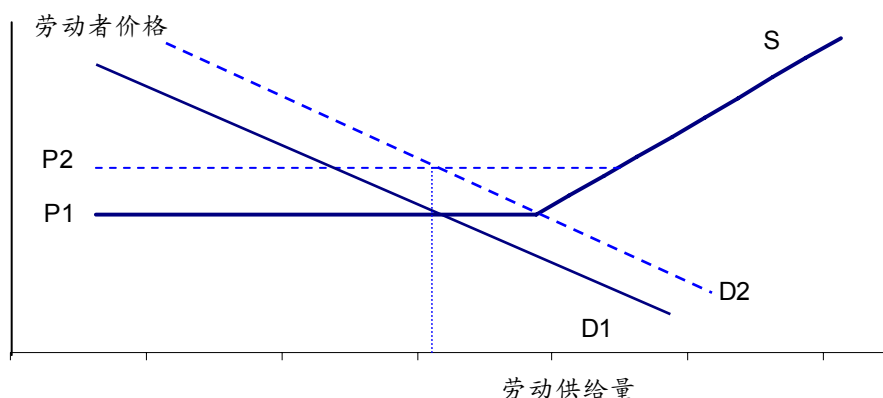
1.2 第二道坎：似刘易斯拐点期的低成本优势渐减弱的彷徨

我国沿海城市近年来出现的“民工荒”现象，实质上从侧面反映了我国制造业低人力成本优势正逐渐减弱；因此，我国制造业持续数十年的低成本优势可能已步入十字路口，尤其是我国的“刘易斯转折点”是否已经到来，也受到了社会的空前关注。

诺贝尔经济学奖获得者刘易斯认为，在一国发展初期存在二元经济结构，一个是以传统农业部门为代表的“维持生计”部门；一个是以工业部门为代表的“资本主义”部门。农业部门人口多、增长快。由于边际生产率递减规律，其边际生产率非常低甚至为零，农业部门出现大量劳动力剩余。此时，只要工业部门能够提供稍大于维持农村人口最低生活水平的既定工资，农业部门就将涌入大量劳动力至工业部门，为工业部门的扩张提供“既定工资”水平基本不变的无限劳动力供给；直到有一天，工业化把剩余劳动力都吸纳干净了，这个时候若继续吸纳剩余劳动力，就必须提高工资水平；否则，农业劳动力就不会进入工业，经济学上将这个临界点称之为“刘易斯转折点”。

我们认为，尽管在自 2004 年以来我国沿海城市“民工荒”现象频发的同时，农民工工资开始出现较显著上涨，但这并不意味着我国已步入“刘易斯转折点”。

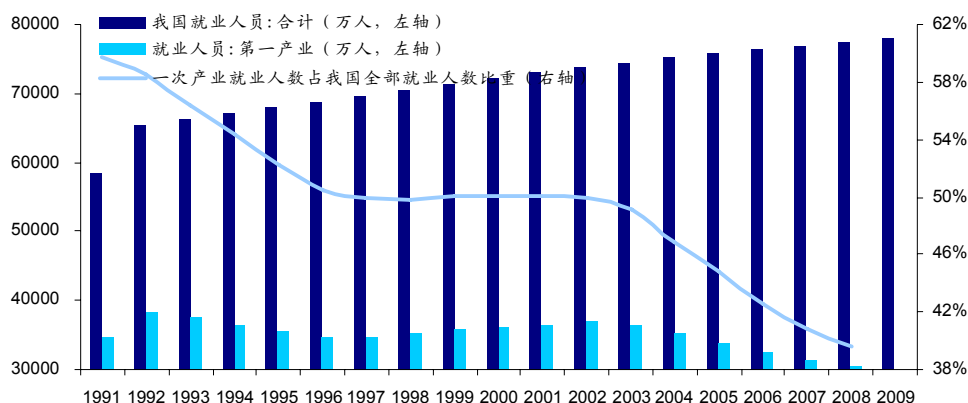
图 6 刘易斯转折点简要示意图



资料来源：海通证券研究所

不过，事实上，我国一次产业就业人数占比依然较高，意味着工业部门可能并没有把我国农业部门的剩余劳动力吸纳完。统计数据显示，2004 年我国在一次产业就业人数多达近 3.53 亿人，此绝对人数与 1991 年我国一次产业就业人数约 3.48 亿人基本相当，考虑到 2004 年较 1992 年时间段我国耕地面积下降、及农业生产效率已显著提升等因素，可以推断，2004 年之后的近几年时间，我国农业部门应仍存在数量不菲的待业人数；此外，从一次产业从业人数占比角度看，2004 年我国一次产业从业人数比重约高达 46.9%，2008 年该比重值也依然达 39.6%，而六十年代初日本经历“刘易斯转折点”前后时间段，其一次产业就业人数比重已低于 30%。

图 7 我国一次产业就业人数与占比历史概况

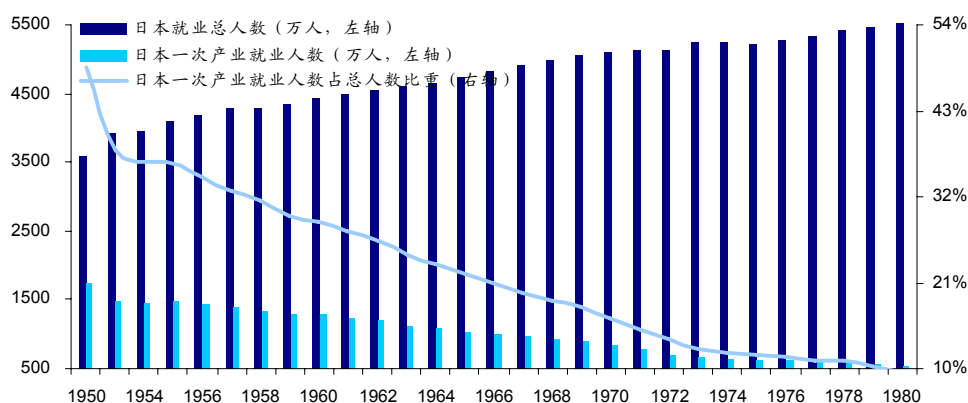


资料来源：海通证券研究所；WIND

我们认为，近几年我国沿海城市“民工荒”现象之所以频发，且农民工工资开始较显著上涨，很大程度上应是“刘易斯转折”点理论中所提及的“既定工资”被抬高所引发，而“既定工资”被抬高的诱因主要与以下两个重要方面因素有关。

一方面，因 2004 年以来的通胀因素，使得农民工维持基本生计的成本被动抬升，这对“既定工资”的变化无疑产生了不可忽视的重要影响。在 1998 年至 2002 年的时间段，由于当时大部分时间我国处于“通缩”状态，因此，在此时间段我国农民工工资持续维持不变、甚至曾出现了下降趋势。

图 8 六十年代初日本经历“刘易斯拐点”时一次产业就业人数占比低于 30%



资料来源：海通证券研究所；WIND

另一方面，自 2004 年以来至今我国连续七年时间出台的“中央一号文件”都与“三农”惠农政策有关，也在较大程度上间接抬升了“既定工资”水平。自 2003 年以来，

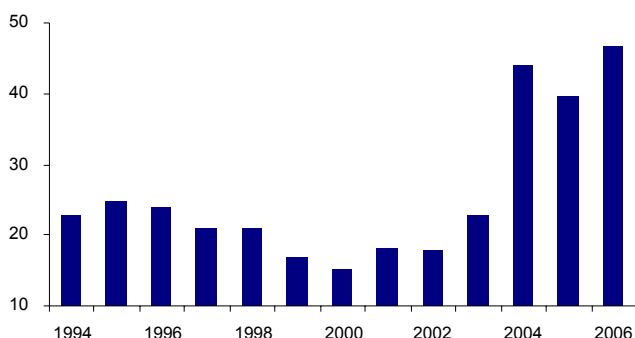
伴随我国惠农政策力度不断加大，包括实施农村税费改革、“两减免、三补贴”、建立健全农村医疗、社保体系等政策措施，近几年我国稻谷种植业、小麦种植业用工每日收益明显提高，农民人均现金收入增幅也较显著提升，由此使得农民工外出就业的机会成本提升，并间接抬升了“既定工资”水平。

表 1 近十年我国陆续出台的重要相关“三农”政策与要点

惠农政策简称		文件中部分新惠农政策要点
2000 年 3 月 2 日	国务院下发《关于进行农村税费改革试点工作的通知》	决定在安徽全省进行农村税费改革试点
2002 年 3 月 27 日	国务院下发《关于做好 2002 年扩大农村税费改革试点工作的通知》	决定河北、内蒙等十六省市为扩大试点省
2003 年 1 月 10 日	《国务院办公厅转发卫生部等部门关于建立新型农村合作医疗制度意见的通知（2003）》	从 2003 年起，各省、自治区、直辖市至少要选择 2-3 个县（市）先行试点
2003 年 3 月 27 日	《国务院关于全面推进农村税费改革试点的意见》	农村税费改革在全国范围内推开。包括“三个取消”、“一个逐步取消”、“两个调整”、“一项改革”
2004 年中央一号文件	《中共中央国务院关于促进农民增加收入若干政策的意见》	1. 从 2004 年开始，国家将全面放开粮食收购和销售市场，实行购销多渠道经营；2. 国家从粮食风险基金中拿出部分资金，用于主产区种粮农民的直接补贴；3. 进一步加强农业和农村基础设施建设
2005 年中央一号文件	《中央国务院关于加强农村工作提高农业综合生产能力意见》	1. 加大农村基础设施建设，新增财政收入中设立小型农田水利设施建设补助专项资金；2. 增加支持农业和农村发展的中长期贷款
2006 年中央一号文件	《中共中央国务院关于推进社会主义新农村建设的若干意见》	1. 指出发展现代农业是社会主义新农村建设的首要任务；2. 农村合作医疗提速，健全农村三级医疗卫生服务和医疗救助体系；3. 2006 年对西部地区农村义务教育阶段学生全部免除学杂费
2007 年中央一号文件	《中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》	2007 年全国农村义务教育阶段学生全部免除学杂费
2008 年中央一号文件	《中共中央国务院关于切实加强农业基础建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见》	1. 增强农村基本医疗服务能力，2008 年在全国普遍建立新型农村合作医疗制度；2. 建立健全农村社会保障体系，将符合条件的农村贫困家庭全部纳入低保范围；3. 建立农民工工资正常增长和支付保障机制
2009 年中央一号文件	《中共中央国务院关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	推进省直接管理县(市)财政体制改革，将粮食、油料、棉花和生猪生产大县全部纳入改革范围
2010 年中央一号文件	《中共中央国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》	1. 鼓励各种社会力量开展与乡村结对帮扶，参与农村产业发展和公共设施建设；2. 推进农村中等职业教育免费进程，逐步实施农村新成长劳动力免费劳动预备制培训；3. 继续抓好新型农村社会养老保险试点

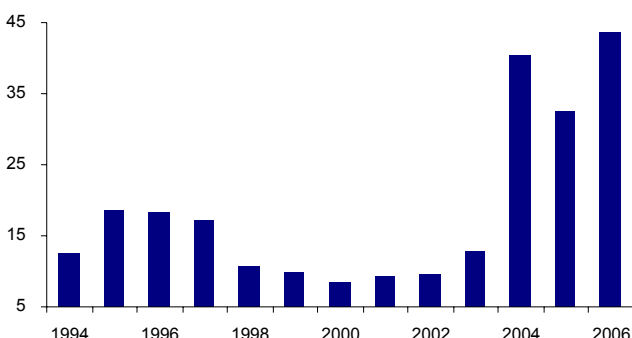
资料来源：海通证券研究所整理

图 9 我国种植业-稻谷的用工每日收益概况（元）



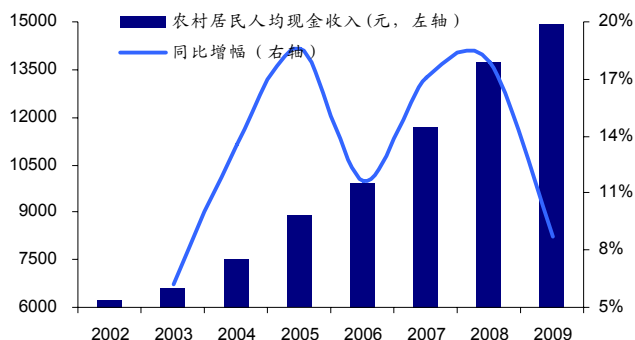
资料来源：发改委价格司编《全国农产品成本收益资料汇编 2007》

图 10 我国种植业-小麦的用工每日收益概况（元）



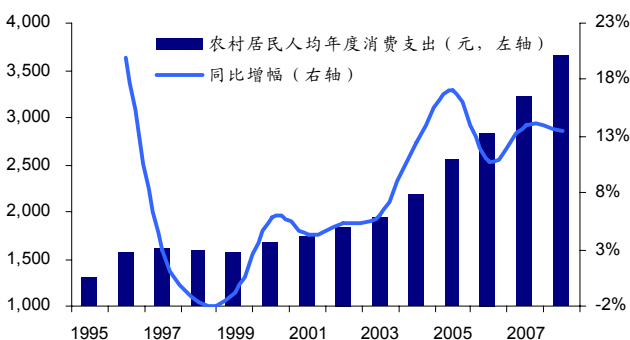
资料来源：发改委价格司编《全国农产品成本收益资料汇编 2007》

图 11 我国农村居民历年人均现金收入概况



资料来源：海通证券研究所

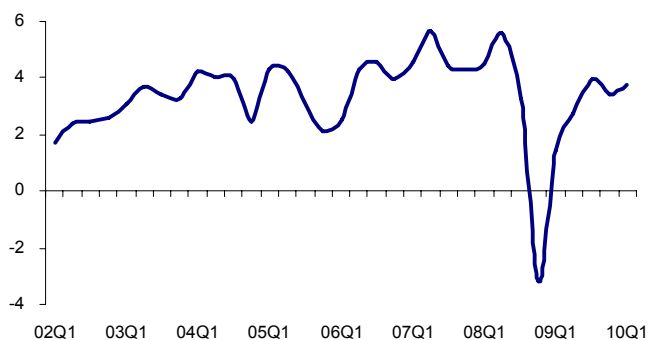
图 12 我国农村居民历年人均消费性支出概况



资料来源：海通证券研究所

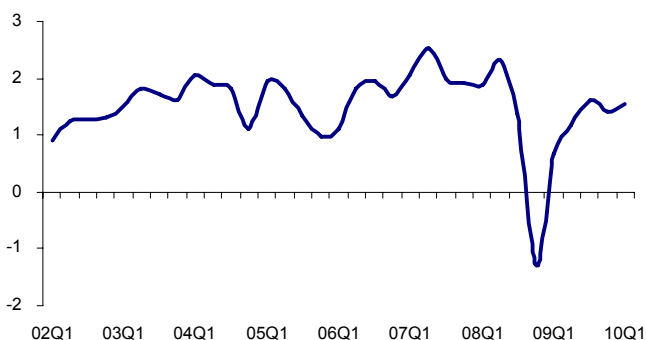
从现实的数据看，在劳动力成本增加、人民币汇率上升、原材料、交通运输、能源、土地价格等成本上升的情形下，我国制造业近几年盈利能力、尤其是毛利率确实出现了下滑趋势；不过，沪深 300 指数制造业 129 家成份公司自 2002 年以来的加权平均 ROE 值、ROA 值整体依然相对较稳定，此外，由中国企业联合会每年公布的中国制造业 500 强企业总体加权平均收入利润率、加权平均 ROA 值同样变化不大，表明制造业销量的增长，在一定程度上部分抵消了毛利率下滑带来的负面影响。

图 13 沪深 300 指数 129 家制造业成份公司历史 ROE



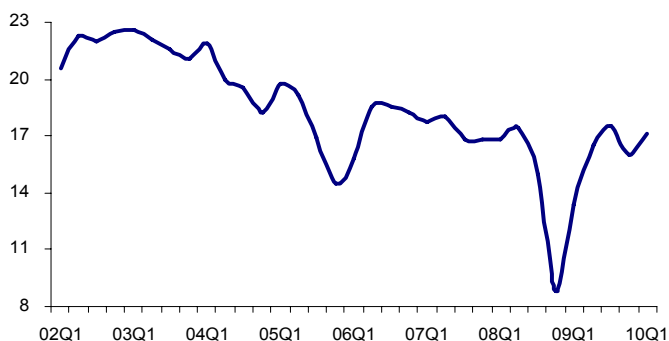
资料来源：WIND（单位：%）

图 14 沪深 300 指数 129 家制造业成份公司历史 ROA



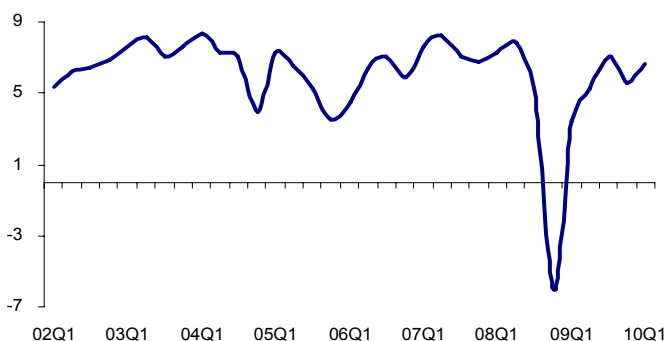
资料来源：WIND（单位：%）

图 15 沪深 300 指数 129 家制造业成份公司历史销售毛利率



资料来源：WIND（单位：%）

图 16 沪深 300 指数 129 家制造业成份公司历史销售净利率



资料来源：WIND（单位：%）

表 2 中国制造业 500 企业历史整体部分财务数据与盈利能力概况

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
营业收入合计 (亿元)	50321.4	62892.8	76401.1	101460.7	129350.5
利润 (亿元)	2175.4	2206.8	2717.0	5074.3	4147.2
总资产 (亿元)	49708.1	58434.3	68312.4	89204.5	117044.2
平均收入利润率 (%)	4.3	3.5	3.6	5.0	3.2
平均 ROA (%)	4.4	3.8	4.0	5.7	3.5

资料来源：中国企业联合会

总体而言，对于“民工荒”现象、农民工工资上涨、市场对我国可能将进入“刘易斯转折点”等问题，引发的市场对我国制造业整体竞争优势可能逐渐消失忧虑不断加重，我们的总体观点如下，其一，在市场悲观预期情形下，我国制造业低成本优势减弱的市场忧虑存在被放大的潜在风险；其二，我国并没有进入“刘易斯转折点”，“既定工资”因通胀因素、农民工外出就业机会成本上升而被动抬升，是引发近几年我国出现“民工荒”、农民工工资上涨等现象的主要诱因，实际上我国农村劳动力过剩现象依然较严重；其三，一旦未来通胀预期减弱，且考虑到我国农民收入波动幅度较大等特点，则未来农民工工资维持基本生计的“既定工资”水平被抬升的趋势可能发生改变，在较长一段时间内仍存在维持相对稳定的较大可能性，这可能适度改善市场对我国制造业低成本优势被不断削弱的忧虑；其四，农民工工资的适度上涨，预示着我国此前“先增长、后分配”的经济政策导向将逐渐让位于“边增长、边分配”的模式，同时也间接提升了我国制造业相关企业实施产业升级、产业结构调整的内生动力。

1.3 第三道坎：中国高房价可能出现再起伏的彷徨

自 2009 年年底以来，伴随我国出口增速逐渐企稳、并恢复性回升，政府的时间点上、力度上均超出市场预期展开了对房地产市场新一轮的紧缩性调控，以及时扭转此前市场对房地产价格可能持续快速上涨的不利预期。

伴随已出台、及未来可能进一步出台的系列新房地产紧缩性调控政策措施的逐渐见效，市场对房地产价格走势预期已逐渐发生变化，并已对宏观经济预期、股票市场相关板块的二级市场走势产生直接或间接影响。

表 3 我国最新一轮房地产市场调控新政概况

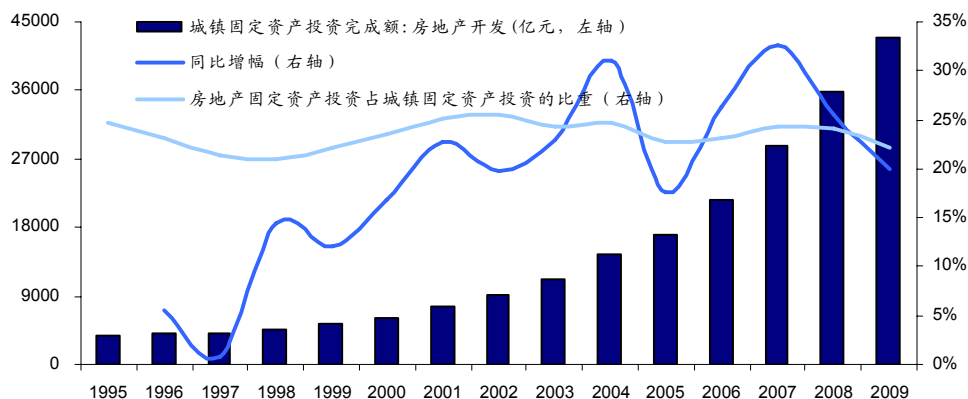
政策出台日期	政策出台部门	政策要点概况
2009 年 12 月 9 日	国务院	个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年
2009 年 12 月 14 日	国务院	颁布“国四条”，明确提出加强房地产市场调控，抑制投资投机性住房
2009 年 12 月 17 日	财政部等五部委	收紧土地受让政策，拿地首付不低于 50%
2009 年 12 月 23 日	财政部	五年内住房转让全额征收营业税
2010 年 1 月 10 日	国务院	出台“国十一条”，二套房首付不得低于 40%
2010 年 2 月 20 日	银监会	发布流动资金贷款管理暂行办法打击炒房者
2010 年 3 月 18 日	国资委	要求 78 户非房地产主业央企，在 15 个工作日内制订退出方案
2010 年 4 月 13 日	住建部	加快保障房建设 遏制房价过快上涨
2010 年 4 月 15 日	国务院	贷款购买第二套房首付不低于 50%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍
2010 年 4 月 17 日	国务院	房价过高地区可暂停发放第三套房贷
2010 年 4 月 30 日	北京市政府	暂停发放第三套及以上住房购房贷款；自《通知》发布之日起，同一购房家庭只能新购买一套商品住房

资料来源：海通证券研究所整理

其一，市场对我国高房价可能再度出现波动的预期，将可能使得未来阶段城镇固定资产投资增速、GDP 增速等相关市场预期出现同方向波动。我国房地产固定资产投资占

城镇固定资产投资的比重基本长时间维持在 20% 以上，如果考虑上下游产业，则房地产产业链的固定资产投资比重占城镇固定资产投资的比重会更高，因此，政策面变化引发的高房价可能再度出现波动的预期现状，将很可能使得相关预期也由此发生变化。值得关注的是，鉴于 2004 年之前我国房地产市场需求的释放主要来自刚性需求，而 2004 年之后我国房地产市场的过度繁荣则由自住刚性需求、与投资或投机配置需求共同推动，因此，这意味着在正常情形下，未来刚性需求的释放理论上应能带动房地产固定资产投资每年维持约 15% 的增长。

图 17 我国房地产固定资产投资历年同比增幅与占比概况

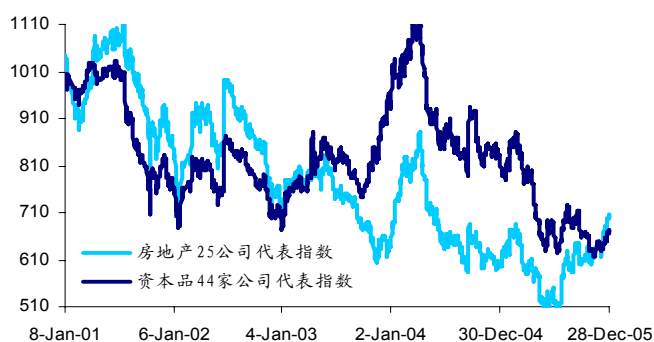


资料来源：WIND

其二，市场对我国高房价可能再度出现波动的预期，也将可能会对今年的企业整体盈利预期产生影响。

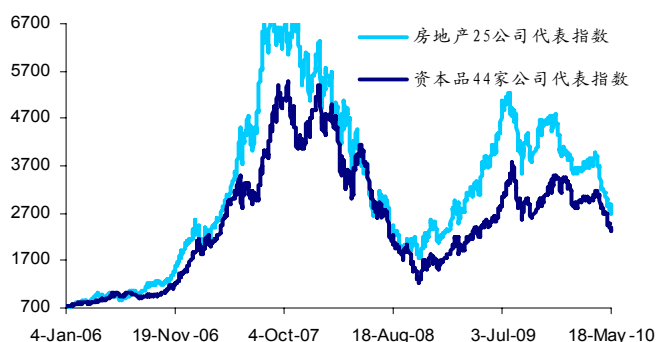
其三，市场对我国高房价可能再度出现波动的预期，不仅会对房地产板块股票在二级市场上的走势表现产生影响，同时也会对钢铁板块、工程机械板块、水泥板块与银行板块等房地产上游产业相应板块股票价格预期产生影响。

图 18 房地产板块与资本品板块 2005 年之前走势关联度



资料来源：WIND

图 19 房地产板块与资本品板块 2005 年之后走势关联度



资料来源：WIND

尽管新一轮房地产市场的紧缩性调控已对股票阶段性走势预期产生了显著负面影响，但此举无疑将有利于提升我国经济中长期发展的竞争力。市场有关高房价对经济发展可能产生的负面影响已基本获得共识，一，房价过高抑制消费；二，房价上涨过快易导致收入差距过大，影响社会和谐；三，房价上涨过快会导致投机成风，严重影响资源配置效率。

总体而言，我们认为，其一，在市场对房地产政策预期未完全明朗之前，投资者对

股票市场的阶段性悲观预期可能难以彻底获得改善；其二，本轮房地产市场紧缩性调控政策的出台，旨在打击房地产的投机需求、并酝酿更有利的经济结构转型的经济环境，但刚性需求依然旺盛，意味着房地产作为支柱性产业的行业地位仍不会改变；其三，除了已出台的鼓励民间投资政策措施之外，未来政府很可能继续出台其它新的政策举措，以部分抵消未来房地产固定资产投资增速可能下滑带来的负面影响；其四，本轮房地产调控有利我国经济中长期竞争力提升。

1.4 中国经济蜕变中：促使经济增长方式与结构转型需要时间与成本

可以这么说，在经历了本轮全球金融危机、低附加值出口型企业民工荒、房地产市场“新地王”接连不断等重要事件后，“中国经济增长方式必须转型”已基本成为共识。而自 2009 年底以来，政府的时间点上、力度上超预期地对我国房地产市场展开的新一轮紧缩性调控，则充分表明政府正努力促使我国经济增长方式、经济结构转型的决心；可以预见，我国此前“先增长、后分配”的经济政策导向将逐渐让位于“边增长、边分配”的模式。

经济增长方式与经济结构要实现转型，需要时间、也需要付出成本，且存在转型成功与否的不确定性。我国低成本优势正逐渐减弱、全球经济缓步复苏过程中可能出现波折、我国高房价可能再次出现起伏等障碍，则是当前阶段我国经济在努力实现转型过程中必须迈过的“坎”。

2. 蜕变期的 A 股市场：重筑新的合理估值区间

2.1 新合理估值区间重要影响变量之一：产业资本

● A 股市场中的产业资本

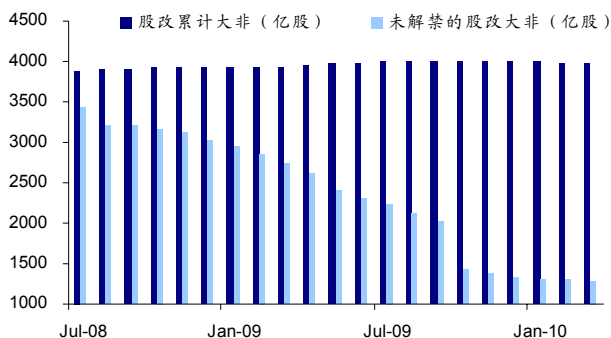
为了清晰起见，特对本文所指的“产业资本”进行初步界定。这里的产业资本具体来讲包涵在以下几方面中：即股改中的大非；首发原始股东；定向增发机构配售股。习惯上市场笼统称为“大非”，它的范围已不仅仅是指原有狭义上的股改中的持股比例超过 5% 的股东了。

这里我们统计了沪深两市中股改大非的总量及未解禁量，结果显示，目前 68% 的大非已解禁，没有解禁的大非只有 32% 了。目前还没有出现大非大规模减持的现象，减持量占总解禁量的比重仅 6%。在几类大非中，即股改大非、首发大非、增发大非中，这种情形比较普遍，即大部分大非有了可流通权利，但暂时尚未进入二级市场流通。

也就是说，目前 A 股二级市场的参与资本结构与类型已经发生了巨大变化，那就是除了共同基金、保险公司等金融类机构投资者外，产业资本的力量日益壮大，举足轻重，应当引起我们的充分重视。

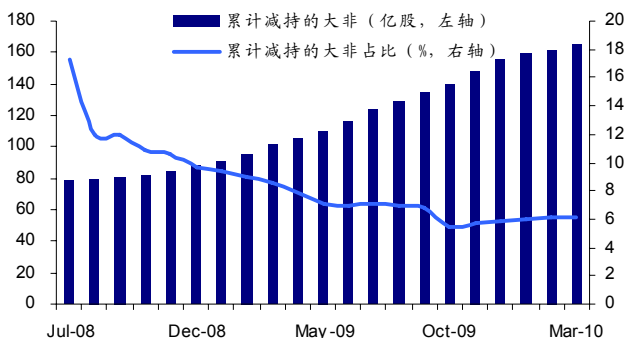
因为这些股权持有者多数既是上市公司的前十大股东又是各行各业的产业龙头，从性质上讲它们属于产业资本范畴。作为产业资本，它们在目前的 A 股市场中已占比过半，地位举足轻重。因此，这些已经陆续解禁的、具有产业资本属性的股权的变动将不可避免地 A 股市场的估值中枢产生较大的影响，这种影响力是渐变式的，后劲会很强。

图 20 沪深股市中产业资本之股改大非总量及未解禁量



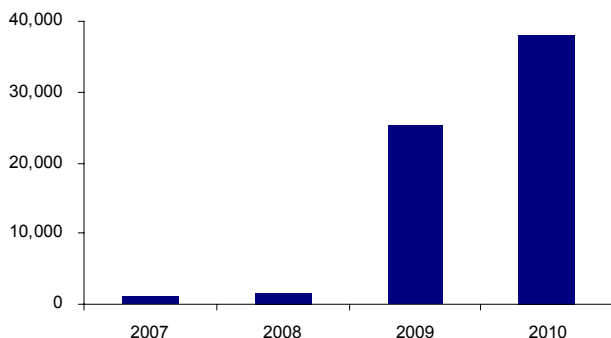
资料来源：WIND

图 21 沪深股市中产业资本之累计减持的大非及其占比



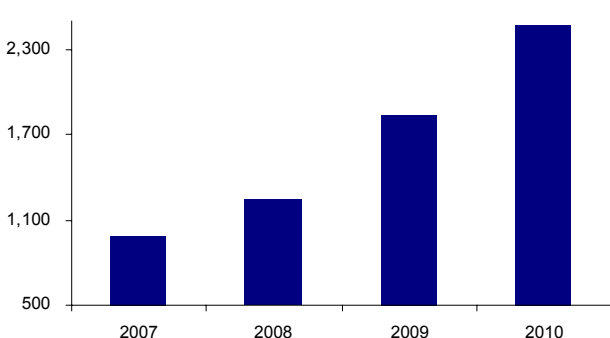
资料来源：WIND

图 22 股市中产业资本之首发原始股东配售解禁量（亿元）



资料来源：WIND

图 23 股市中产业资本之定向增发机构配售解禁量（亿元）



资料来源：WIND

● A 股市场中的产业资本的重要特征及其影响

产业资本已成为当前 A 股市场中重要的参与者，其能量已远超过当前最大的机构投资者基金公司。他们是当前乃至今后较长时间段中最重要的参与者，将直接影响 A 股市场的估值中枢及估值区间的变化幅度。

之所以如此判断，因为，他们具有以下与众不同的重要特征。

一、在 A 股市场中拥有数量巨大的股权。就持有单家上市公司股票比例而言，少则 20~30%，多则 50~80%。统计显示，上市公司前三大股东持有的比例累计达三分之一，前十大股东持有比例累计过半。在不影响其控制权的大前提下，其还能向二级市场释放大量的流通筹码。

二、所持有的可流通股成本低廉，持有成本远低于一般普通公众投资者的持有成本。

三、A 股上市公司特殊的股权结构使得作为产业资本的第一大股东的控股地位非常牢固，即使减持较多数量也不足以影响其控股地位。从当前上市公司股权结构的分布状况看，90% 的上市公司如果只减持 1% 至 10% 的股权，并不影响其控股地位。这已经从近几年来诸多上市公司发布的第一大股东的减持公告中得以充分表明。

四、它们对 A 股市场股价的价值评断标准与纯粹的投资资本有着显著的差异，相对

而言，他们更加现实、更多地与实体经济的回报率相权衡。

五、如果将这些具有产业资本属性的“大非”看成是投资者的话，那么，从某种意义上讲，他们就是低成本的满仓投资人。虽然也有可能在某些特定时期增持，但非主趋势。实际上，近三年来，大股东减持股票的数量始终是大于增持数量，减持量是增持量的三倍左右。统计数据还显示，近几年来，上市公司第一大股东的平均持股比例在下降。这也从一个侧面表明产业资本的变动趋势。

因此，我们认为，具有产业资本属性的“大非”在一段较长时间内将直接影响着市场对 A 股估值中枢以及估值区间的判断，它的存在、它的行为特征及行为取向将使得 A 股估值中枢存在长期向下倾斜移动的压力。

当然，基于 A 股市场中这些产业资本构成及性质的特殊性，判断其对 A 股市场估值的影响，还要进一步细分：国有企业、中小板公司以及创业板公司是有差异的。如果从稳定性角度来考虑，中小板公司与创业板公司中的“大非”对整体市场的影响来自会更快一会、更早一些。

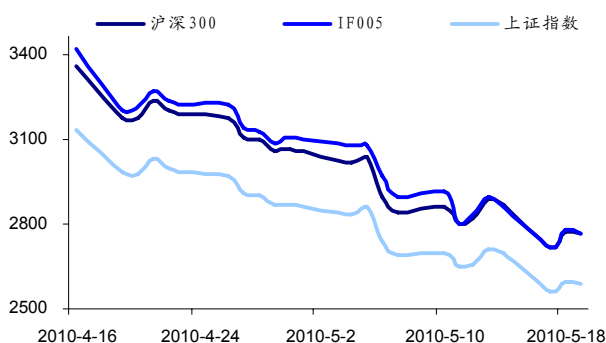
2.2 新合理估值区间新增影响变量之二：做空机制

2010 年中国证券市场最大的金融创新莫过于股指期货和融资融券。今年 3 月 31 日，融资融券试运行，4 月 16 日股指期货正式推出。A 股市场由此告别了长期没有做空机制的历史。

目前沪深两市融券融券标的股票共 90 家，其中上海 50 家、深圳 40 家。融资融券标的股票的流通 A 股市值占 A 股流通市值的权重 50.99%；标的股总市值占 A 股总市值的权重 49.72%。

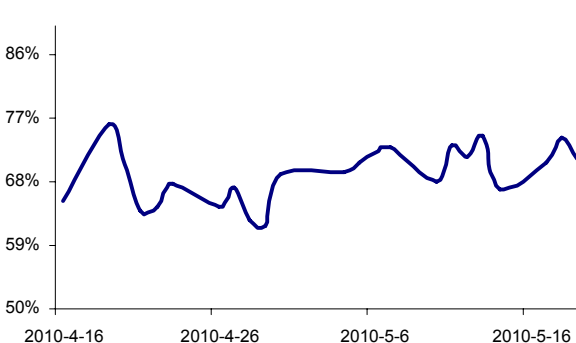
目前股指期货推出时间不长，而融资融券也还处于试点状态当中，加上，它们目前还没有对机构全面开放，因此暂时还难以一窥其对 A 股估值中枢及估值区间的实际影响效应。但是值得注意的是，融资融券业务和股指期货业务推出以后投资者参与积极，两者交易活跃，颇得市场认同，这表明 A 股市场的做空机制已然成功推出。做空机制的确立，大盘蓝筹股在 A 股市场中的交易地位被显著推高了，沪深 300 的日成交额占上证指数成交额的占比有所上升。相信假以时日，其价值发现的功能也将逐渐显现。

图 24 股指期货推出以来期指与现货走势对比



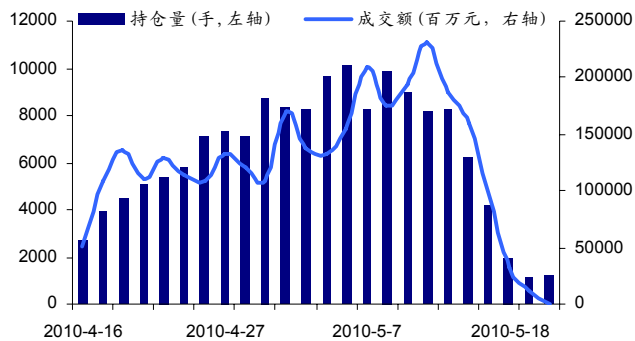
资料来源：WIND

图 25 期指推出后沪深 300 成交额/上证指数成交额(%)



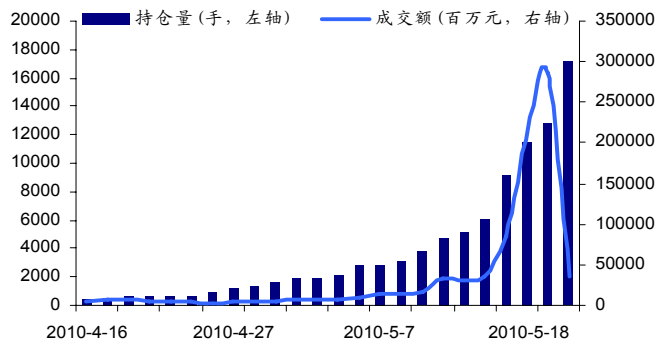
资料来源：WIND

图 26 股指期货 IF005 合约持仓量与成交额走势



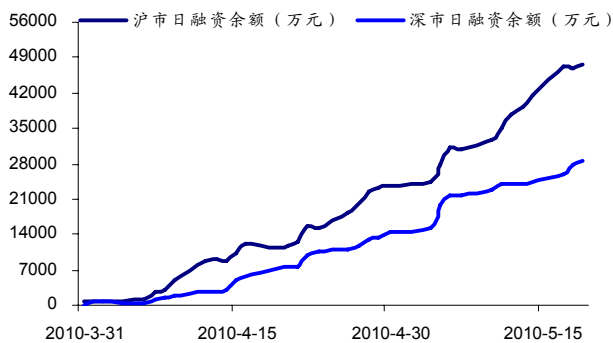
资料来源：WIND

图 27 股指期货 IF006 合约持仓量与成交额走势



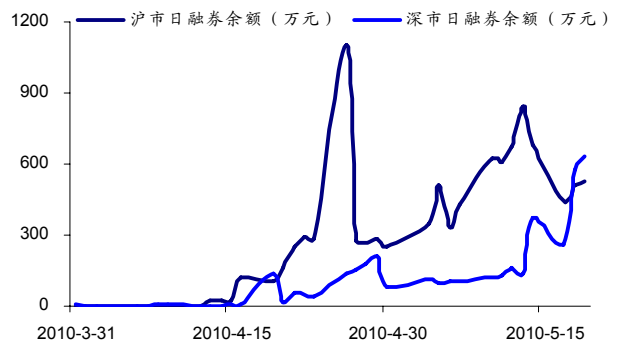
资料来源：WIND

图 28 沪深两市融资交易活跃



资料来源：WIND

图 29 沪深两市融券业务逐步活跃



资料来源：WIND

表 4 融资融券标的群体的市值、估值与全部 A 股市场与估值的对比

板块名称	流通 A 股市值（亿元）及占比	总市值（亿元）及占比	市盈率(TTM,整体法)
融资融券标的	67947.12	102707.93	14.51
全部 A 股	133260.09	206569.92	18.57
融资融券标的股/全部 A 股	50.99%	49.72%	-

资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 5 月 18 日）

表 5 融资融券标的股中权重最大的前 10 只个股

证券代码	证券简称	权重(总市值)	权重(流通市值)	A 股合计(亿股)	流通 A 股(亿股)	市盈率(PE,TTM)	市净率
601857.SH	中国石油	7.45%	0.29%	1619.22	40.00	17.06	2.35
601398.SH	工商银行	4.66%	7.37%	2509.62	2509.62	10.86	2.18
601988.SH	中国银行	2.97%	4.70%	1778.19	1778.19	11.33	1.95
600028.SH	中国石化	2.59%	4.11%	699.22	699.22	11.56	2.02
601628.SH	中国人寿	2.17%	3.43%	208.24	208.24	18.47	3.30
601088.SH	中国神华	1.67%	0.29%	164.91	18.00	15.34	2.82
600036.SH	招商银行	1.03%	1.63%	176.66	176.66	14.90	3.20
601318.SH	中国平安	1.00%	1.49%	50.85	47.86	21.25	4.20
601328.SH	交通银行	0.75%	1.19%	259.30	259.30	10.33	2.05
600000.SH	浦发银行	0.72%	1.03%	88.30	79.26	11.90	2.51

资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 5 月 18 日）

做空机制将进一步完善 A 股股价结构。

这里我们选择了 A 股市场中的小盘绩优股与大盘蓝筹股的估值情况进行对比。最新统计显示，小盘绩优股的最新平均市盈率是 55 倍，是大盘蓝筹股的 3.6 倍；小盘绩优股的最新平均市净率是 5.62 倍，大盘蓝筹股的 2.37 倍。那么，两者的差距是否就该有这么大呢？实际不然，从成长性来看，两者相差并未如此悬殊，这从预测市盈率可以反映出来。大盘蓝筹股与小盘绩优股在估值上的差距最主要的原因是股本规模的差距所致，并不完全是成长性差异所致。

长期以来，A 股市场中大盘股的股价一直低于中小盘股。统计显示，小盘股均价 95% 以上时间超过大盘股，2 倍以上的时间也很长。而自 2009 年 6 月推行新的新股发行定价机制以来，大盘股与小盘股的股价差距进一步拉大，目前已达到历史上的最高值。当然我们认为，这并不是新的新股发行定价机制的问题，而是二级市场原本固有存在的问题。做空机制的确立以及未来的逐步完善，将有利于逐步缓解中小盘股过度溢价的状态，从而对 A 股的整体估值产生引导作用。

表 6 当前 A 股市场中大盘蓝筹股与小盘绩优股估值及平均股本对比

板块名称	市盈率(TTM,整体法)	预测市盈率(整体法)	市净率(整体法)	总股本(算术平均)亿股	流通 A 股(算术平均) 亿股
大盘蓝筹	14.93	13.16	2.37	210.48	104.26
小盘绩优	55.00	40.34	5.62	1.28	0.49

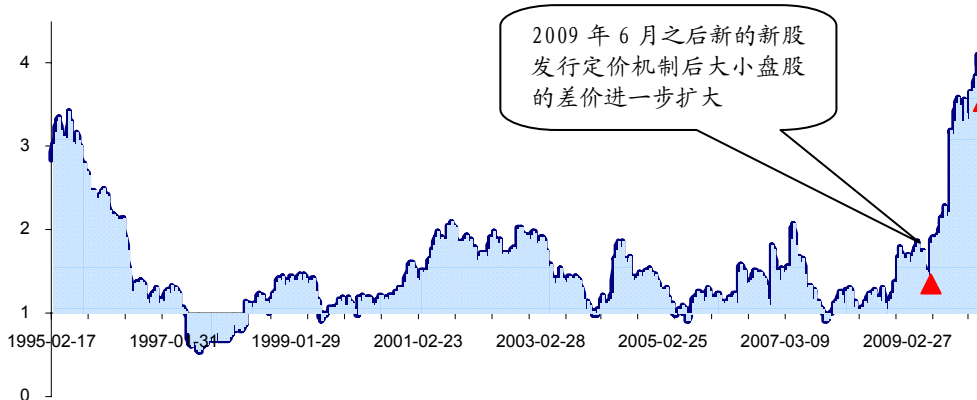
资料来源：WIND 资讯

图 30 大盘股与小盘股平均股价对比图



资料来源：WIND

图 31 小盘股均价与大盘股均价的倍数图（倍）



资料来源：WIND

2.3 新合理估值区间新增影响变量之三：股市规模、发行及其制度改革

- **A 股规模扩张速率不慢：主板内涵式扩张、中小板与创业板外延式扩张、国际板跃跃欲试**

A 股市场由主板、中小板和创业板组成，目前主板市场已基本完成外延式扩张、逐步进入持续的内涵式扩张阶段，即以增发和配股等形式进行深度发展。实际上，2010 年以来，主板发行家数已经大为减少，截止到 5 月 10 日也只有七家，但是内涵式扩张即增发配股等再融资却一直在马不停蹄地进行当中。我们认为，在主板市场规模越来越大，各行业大型重点公司基本完成上市之后，主板内涵式扩张力道加强将可能成为一种常态。而中小板和创业板则处于快速的外延式规模扩张阶段，较为密集的发行上市也会持续一段时期。

数据显示，从中长期来看，A 股市场规模的扩张，会直接对 A 股市场估值中枢产生重要的影响，终将促使市场估值中枢的变化，而且这种变化是一个持续的过程。

- **A 股规模成倍增长促使其中长期呈现估值区间下移之势**

这里我们对比分析了自 1997 年 5 月以来各月股票规模、募集资金总额与估值，结果显示，A 股的估值区间在 13 年间已经发生了显著的变化，那就是估值区间已然下移。

在过去的 13 年间，A 股估值区间已经从 26~58 倍区间下移至 12~48 倍的区间。在估值在 26~58 倍区间时，A 股的月均募集资金金额是 104.4 亿元、月均市价总值是 34839.77 亿元；当估值为 12~48 倍区间时，A 股的月均募集资金金额是 420.44 亿，月均市价总值是 126178.11 倍。而且我们看到，12~48 倍区间内时，A 股的月度估值 65% 的时间处于 24 倍均值下方，估值重点下移的势头已经明确地显现出来了。

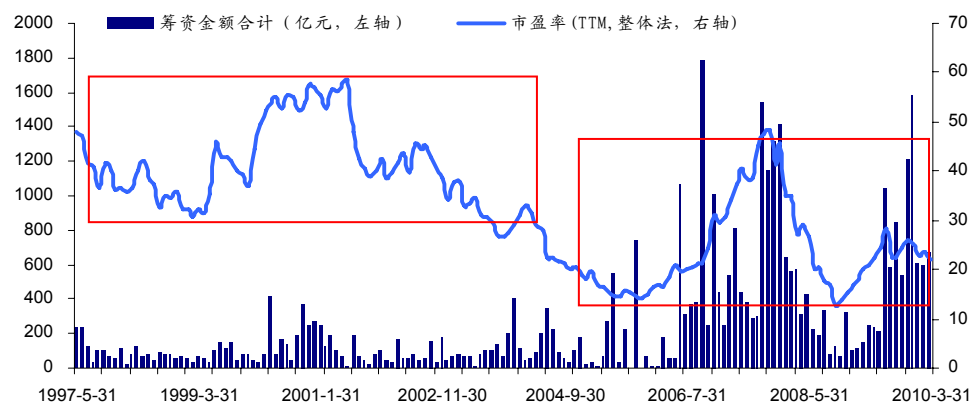
我们认为，市价总额和募集资本的成倍增加是 A 股市场中长期估值区间下移的主要因素之一，尤其是市价总额的增加。

表 7 A 股估值区间与股票市值、发行规模对比

时间	A 股 PE 估值区间	PE 均值	月均市价总值 (亿元)	月均募资规模 (亿元)
1997 年 5 月至 2004 年 3 月	26 至 58 倍	41.18 倍	34839.77	104.40
2004 年 4 月至今	12 至 48 倍	23.88 倍	126178.11	420.44

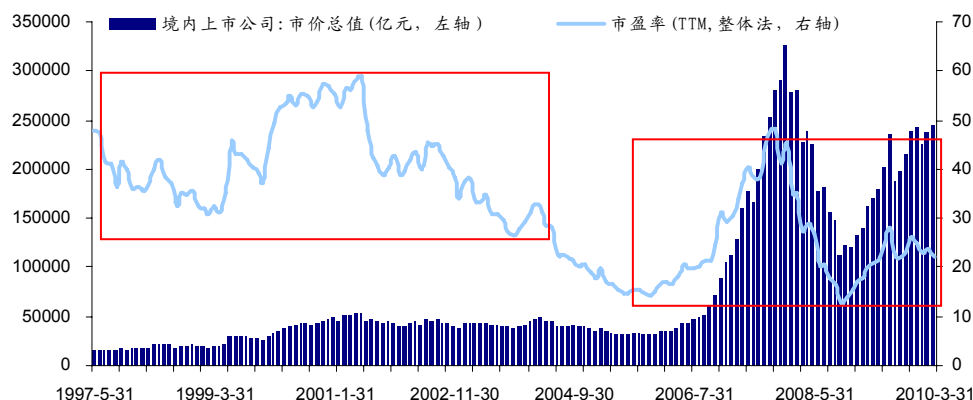
资料来源：wind

图 32 募集资金月度总额与市盈率走势对比



资料来源：WIND

图 33 股票市价总值与市盈率走势对比



资料来源：WIND

● 新股发行定价机制改革使得 A 股估值区间出现阶段波动

自 2009 年 6 月份实行新的新股发行定价机制以来，IPO 发行市盈率逐月跳跃性上升，从此前的月均 20 多倍跳升至 30 多倍、40 倍、50 倍，最高时平均达 60 多倍，不断地创出首发市盈率均值新高，不仅是创业板首发如此、中小板首发如此，甚至是主板大型公司的首发市盈率也是升至历史高位。这一现象引起了市场对新股发行市场化定价的普遍质疑与关注。

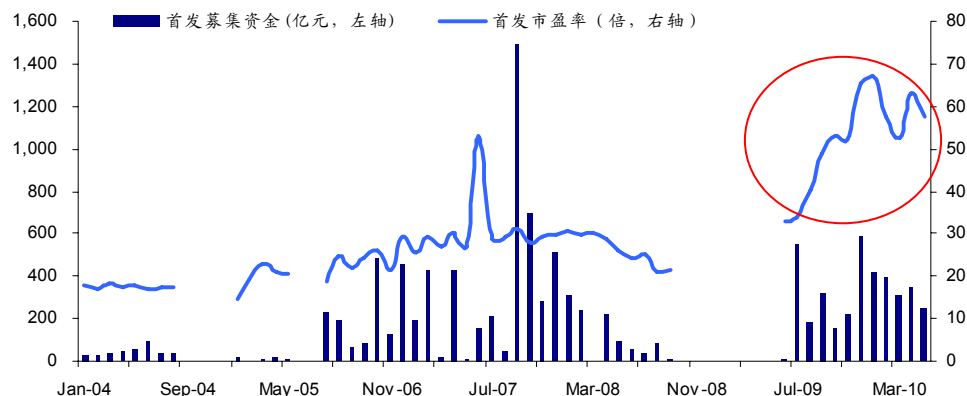
我们的看法：

（1）新股发行制度改革是一项包括：发行定价机制、审批制度等多方面的综合性改革，而不是单纯的发行定价机制的改革，在其他改革未能同时推进时期，单一的发行定价机制市场化会只是拉近了一二级市场间的差价，主要解决了一、二级市场价差过大的不合理现象，但并不能改变二级市场的定价及价格结构。

（2）在包括审批制度等新股发行机制无法全面同时推进的情况下，新股发行定价机制的市场化，会使得新股首发市盈率出现波动变化，这会引起 A 股市场整体估值区间的波动，但这种波动只是发行制度逐步改革中的过程波动，是阶段性的，并不代表就是新股发行制度改革的中长期效应和最终效应。

（3）从中长期来看，新股发行机制改革将达到的效果：一是一、二级市场价格定位的合理化；二是促使二级市场定价更趋合理化。其最终结果反映在估值上就是一二级市场局部过高定价会趋于回归合理价值状态，不适宜的溢价会逐步消除。

图 34 2009 年 6 月新股市场化定价机制后首发市盈率创出新高



资料来源：WIND

新股发行制度改革还在进行当中，除了发行定价制度市场化改革，还包括发行审批制度、发行再融资制度以及退市制度等多方面。如果这些制度在未来的时间中逐渐推行并实施，终将会改善一、二级市场的合理定价水平，改变目前不合理的定价状态。

在新股发行制度改革的全过程中，增量上市公司定价的标杆作用发挥，会或多或少地对 A 股市场估值区间产生或大或小的阶段影响，类似于当前新股首发市盈率呈阶段性上升的状态。

2.4 新的合理估值区间

● A 股估值区间的历史变迁：过去与现在

纵观 A 股估值的历史变化，我们看到 A 股市场的估值并非是一层不变的，十多年来，它比较明显地经历了两个阶段的发展。

第一阶段：1997 年 5 月~2004 年 3 月，A 股的估值区间在 26~58 倍之间，中轴在 41 倍左右。在统计的 83 个月中，A 股市盈率一半时间在均值上，一半时间在均值下方。期间上证指数波动区间为 1025~1741 点，经历过一次牛市行情。

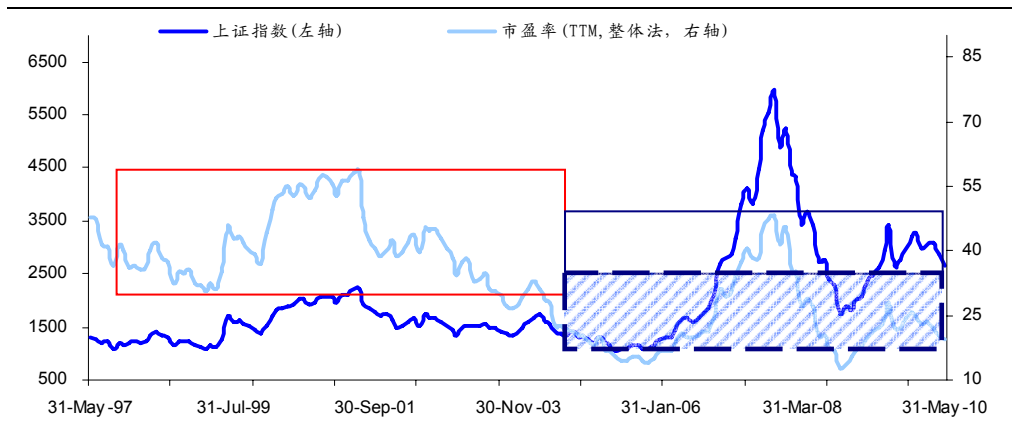
第二阶段：2004 年 4 月之后，A 股估值区间下移至 12~48 倍，中轴在 24 倍左右。在统计的 74 个月中，48 个月在 24 倍下方，即 65% 的时间在均值下方。期间上证指数波动区间为 998~6124 点，同样也经历过一次牛市行情。

表 8 A 股估值区间与股票市值、发行规模对比

时间	A 股估值区间	均值	具体表现情况	上证指数运行区间
1997 年 5 月至 2004 年 3 月	26~58 倍	41.18 倍	83 个月中，一半时间在均值上，一半时间在均值下方	1025~1741 点
2004 年 4 月至今	12~48 倍	23.88 倍	74 个月中，48 个月在 24 倍下方，即 65% 的时间在均值下方	998~6124 点

资料来源：wind

图 35 A 股历史估值区间的变化情况



资料来源：WIND

确定 A 股市场的估值运行区间对投资、尤其对捕捉战略性的大趋势投资机会的意义重大。我们判断未来 A 股的主要估值区间的主要逻辑思路：

一是历史数据显示，A 股估值区间已呈下移之势。对 A 股市场过去与现在估值区间的分析显示，A 股的估值区间已呈下移之势。估值上限从 58 倍附近降至 48 倍附近，估值下限则从 26 倍左右下移至 12 倍左右。历史地看，整体下移之势已不可避免，这就是趋势的力量。

二是对 A 股市场估值区间缓慢下移的几大决定性因素将在较长期内继续存在。无论是 A 股市场中数量庞大的产业资本；还是刚刚推出时间不长的做空机制以及仍在继续扩张的市场规模，加上国际板的跃跃欲试，都决定了 A 股估值区间不再可能重回历史上的高估值区间时代。A 股市场将重筑新的估值区间。

三是 2010 年下半年诸多的不确定性因素将制约股市明显向上拓展空间。这些不确定性因素主要包括：1、整体的内外部经济环境。我们已在第一部分有详细分析；2、经济政策的取向以及房地产市场的未来走向究竟如何？等等。

总体而言，因产业资本持有的可流通股规模已超过公募基金等专业性机构投资者，做空机制正式推出后 A 股市场价格发现功能已获得显著完善，我们认为 A 股市场将重筑新的合理估值区间，预计沪深 300 指数近几年的加权平均 PE 值合理区间为（12 倍，25 倍）。

3. 下半年 A 股市场：蜕变期也会有阵喜

3.1 阵喜基础一：全年经济高增长是大概率事件

两会提出的 8% 经济增长目标今年得以实现应该是大概率事件，从一季度经济增速高达 11.9% 的情况来看，经济复苏的步伐是很快的。这除了得益于出口的快速恢复之外，消费的稳固和投资的高涨是经济增长的拉动引擎。

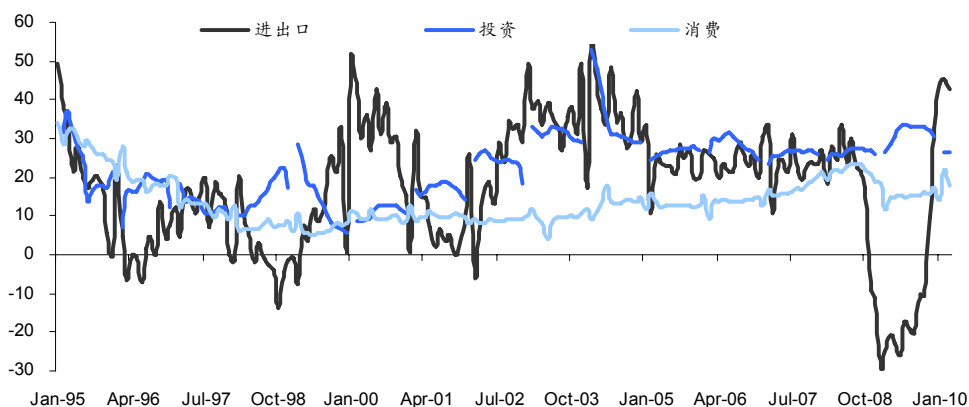
图 36 中国经济复苏步伐较快 (%)



资料来源: WIND 资讯

从三驾马车的拉动效果来看,出口的稳固、快速复苏是经济得以恢复的一个关键性因素,而投资的高位运行也构成向上拉动的力量,同时消费仍然保持较好的稳固增长态势。

图 37 投资高增长、出口快速复苏和消费稳定是经济高速增长的保证 (%)



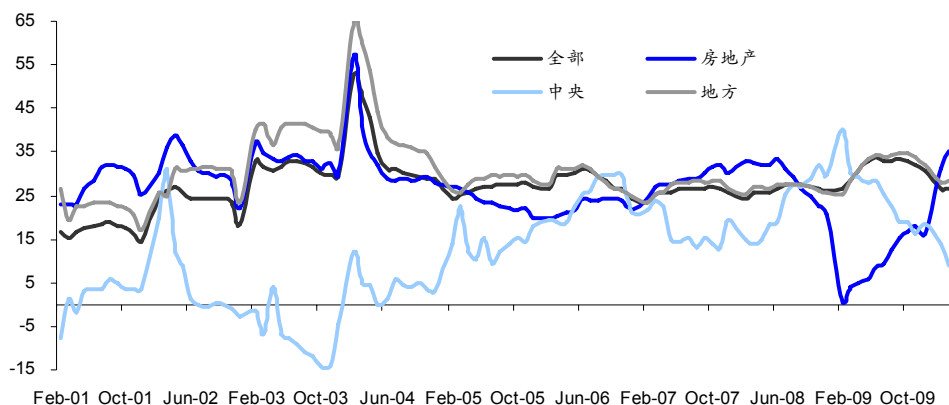
资料来源: WIND 资讯

展望下半年,我们可以预见到的是,尽管有不确定因素的干扰存在,但是经济复苏的步伐仍然是肯定的。首先,出口虽然不太可能恢复到金融危机爆发前的水平,但是增速仍然是值得期待的。我们看到,今年一季度东亚经济体 GDP 都呈现了强劲的增长:韩国 GDP 从去年开始增加了 7.8%,新加坡增长了 7.2%,澳大利亚的增长率也达到了 2.7%,这都得益于美国经济恢复之后的消费增长拉动,当然也反映出中国经济增长的动能存在。估计这种动力在下半年仍将持续,尽管对欧洲的出口可能会受到希腊问题的困扰而存在疑虑,但是总体上仍然可以维持比较稳定的复苏步伐。

其次是投资的保持。在 4 月 15 日国务院出台了《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》之后,对投资增速的普遍担心浮现出来,房地产对投资的拉动马力可能因此受到削弱。这种担忧体现在投资增速下滑上可能还不会马上显露出来,理由是由于加大保障性住房的供应力度、其建设带动的固定资产投资速度还会保持在一定的高位,投资增速尽管可能下降但是下降速度不会非常快。理由是,2010 年度住房用地计划拟供应量为大数 18 万公顷,虽然与去年全国住房实际供地 76461 公顷和前五年平均年度实际供地量 54650 公顷相比有大幅度增加,对房地产价格影响可能较大,但是,其中保障性住房、棚户区改造和中小套型商品房用地计划供应量占住房用地计划供应总量的 77%,

随着该计划的落实到位，房地产投资的增速并不会下降很明显，换句话说，地产拉动投资的格局仍然有望维持。另外一个困扰投资增速的问题是地方融资平台清理，这个关系到地方投资速度的重要因素有可能会削弱，不过，这个因素的削弱作用也不会在今年下半年非常快速地显露出来。因此，综合来看，投资增速下滑的格局会出现，但是仍然可以保持在相对高的位置，我们海通证券研究所宏观部的预测是全年固定资产投资增速可以达到 22% 的水平。

图 38 下半年投资增速可能下滑但仍然维持相对高位 (%)



资料来源：WIND 资讯

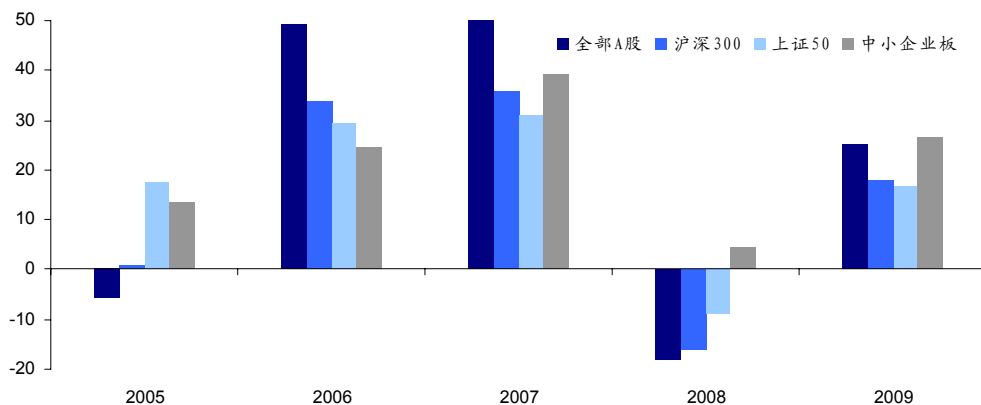
消费相对来说维持稳定的格局概率比较大，我们海通证券研究所宏观部预测的全年名义消费增速大致为 18.5%。

综合来看，下半年经济增速仍然有望维持在相对较好的水平。海通研究所宏观部对于 GDP 增速的预测二、三、四季度分别为 10%、9% 和 8%，经济增速保持较快增长是大概率事件。这对于市场运行构成一定的利好因素。

3.2 阵喜基础二：全年业绩两位数增长也是大概率事件

2009 年上市公司业绩增速达到 25%，而由于去年一季度基数较低，今年一季报业绩显示出来的增速高达 61%。

图 39 2005-2009 各板块业绩增速对比 (%)

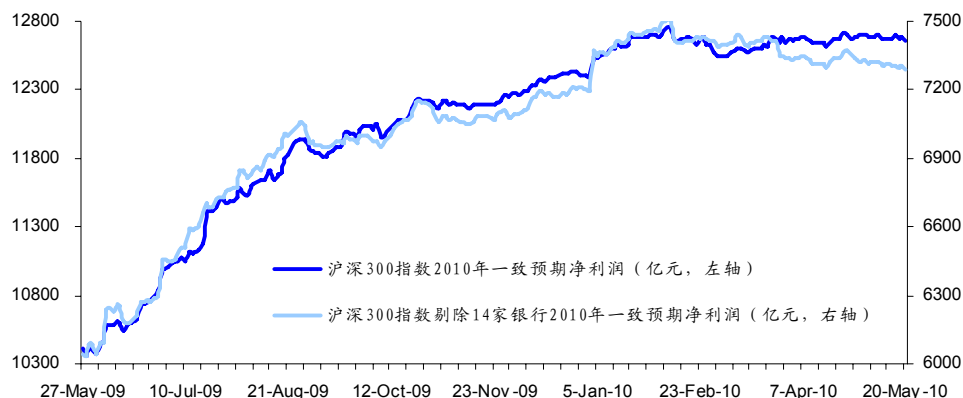


资料来源：WIND 资讯

从上市公司今年业绩增长角度看，一方面，从自下而上角度看，截止 5 月 20 日，

卖方分析师对沪深 300 指数 300 家成份公司 2010 年净利润一致预期总额为 12665.7 亿元，沪深 300 指数成份公司 2009 年合计实现净利润 10157.7 亿元，意味着目前市场对沪深 300 指数 2010 年同比增幅一致预期约为 24.7%；若剔除掉 14 家银行公司，沪深 300 指数的其它 286 家成份公司业绩一致预期自今年 3 月份以来出现了小幅下调的迹象。

图 40 沪深 300 与沪深 300 剔除 14 家银行的 2010 年一致预期净利润趋势



资料来源：朝阳永续

另一方面，从自上而下角度看，我们预计沪深 300 指数 2010 年净利润同比增幅大致为 23.9%，对应的沪深 300 指数今年后三个季度加权平均年化 ROE 值为 16.5%（今年第一季度加权平均 ROE 为 16.8%）。此业绩测算包含以下两个方面重要假设，其一，全球经济不出现二次探底；其二，今年央行对货币政策的调整以数量型工具为主、价格型工具为辅，且 2010 年银行利率上调幅度不超过 54 个 BP。

表 9 沪深 300 指数近 12 个季度加权平均 ROE 概况（%）

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	12 个季度平均
单季度 ROE	4.23	5.30	4.49	4.18	4.48	4.66	3.74	3.14	4.16	4.03	3.48	4.21	4.18
年化后 ROE	16.92	21.20	17.96	16.72	17.92	18.64	14.96	12.56	16.64	16.12	13.92	16.84	16.70

资料来源：WIND 资讯

表 10 沪深 300 不同假设年化 ROE 对应的 2010 年业绩增速

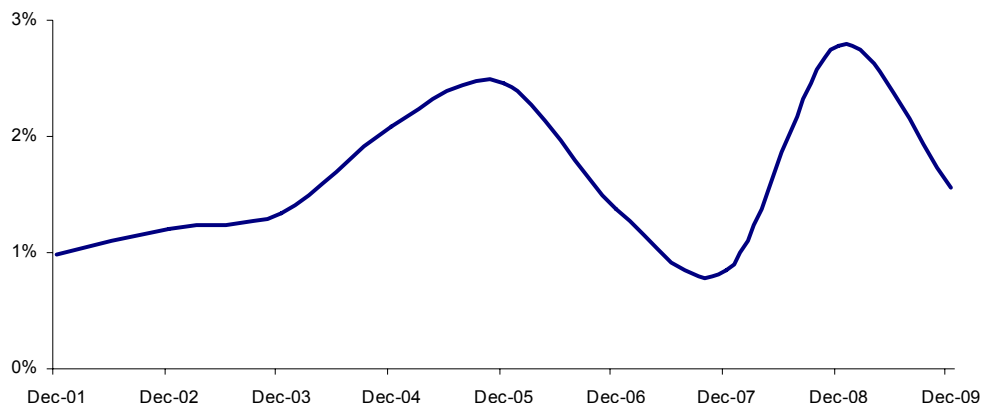
	2010 年 Q2、Q3、Q4 三个季度加权平均年化 ROE	全部成份公司 2009 年末股东权益合计	相应假设情形下 2010 年 Q2、Q3、Q4 三个季度净利润总额	全部成份公司 2010 年 Q1 已实现净利润	相应假设情形下对应的 2010 年度净利润总额	沪深 300 成份公司 2009 年度净利润总额	相应假设情形下对应的 2010 年净利润同比增幅
假设 1	16.00%	75376.4 亿元	9045.2 亿元	3253.9 亿元	12299.1 亿元	10157.7 亿元	21.10%
假设 2	16.50%	75376.4 亿元	9327.8 亿元	3253.9 亿元	12581.7 亿元	10157.7 亿元	23.90%
假设 3	17.00%	75376.4 亿元	9610.5 亿元	3253.9 亿元	12864.4 亿元	10157.7 亿元	26.60%

资料来源：WIND 资讯

3.3 阵喜基础三：潜在股息回报率具有相对吸引力

A 股市场的股息收益率自 2001 年以来就处于相对稳定的区间内波动，在跌幅较大的 2008 年底达到一个相对的高位，2009 年底又有所回落。随着股指的下跌股息回报率将得以提升，从场外资金的角度来讲，潜在吸引力在随之增加。

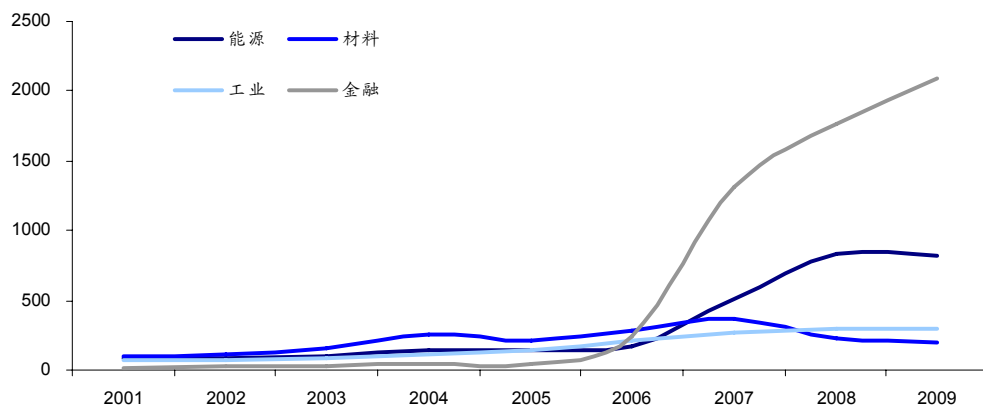
图 41 股息收益率处于稳步波动的状态中 (%)



资料来源: WIND 资讯

我们进一步分析了分红水平较高的行业。从下面的图来对比,金融、能源、工业和可选消费这几个行业的分红水平相对比较高,特别是金融呈现出逐步提高的趋势。

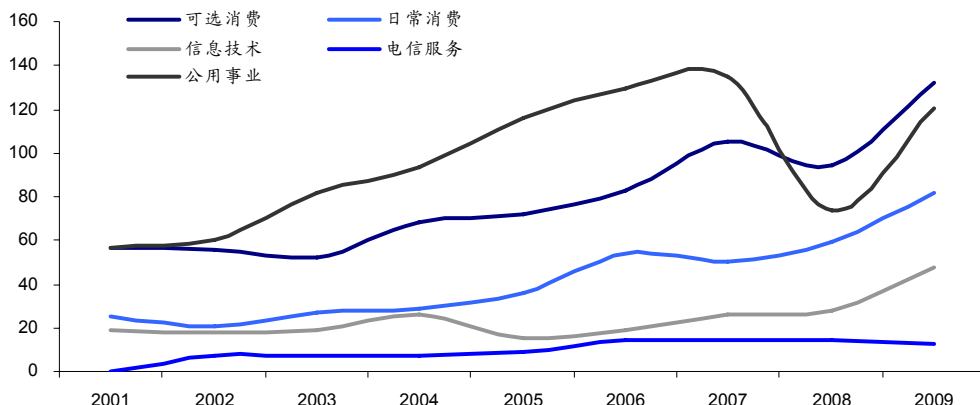
图 42 金融行业的分红水平较高 (%)



资料来源: WIND 资讯

从目前来看,金融行业估值水平相对较低,主要是受到货币政策紧缩预期和房地产前景拖累的缘故,投资者普遍对该板块给予较低的估值水平。这种预期随着股指进一步下跌而更加明确或者说得以消除,在这样的状态下,股息收益率有望给予金融板块一定的优势,也从而构成其下跌的安全边际,这对整个大盘的重心稳固也将起到一定的正面作用。

图 43 可选消费相对分红水平较高 (%)



资料来源：WIND 资讯

因此，我们从股息收益率这个角度来看，金融行业的吸引力将随着股指的下跌而逐渐显现出来。

3.4 阵喜催化剂一：宏观经济政策结构性紧缩预期改善

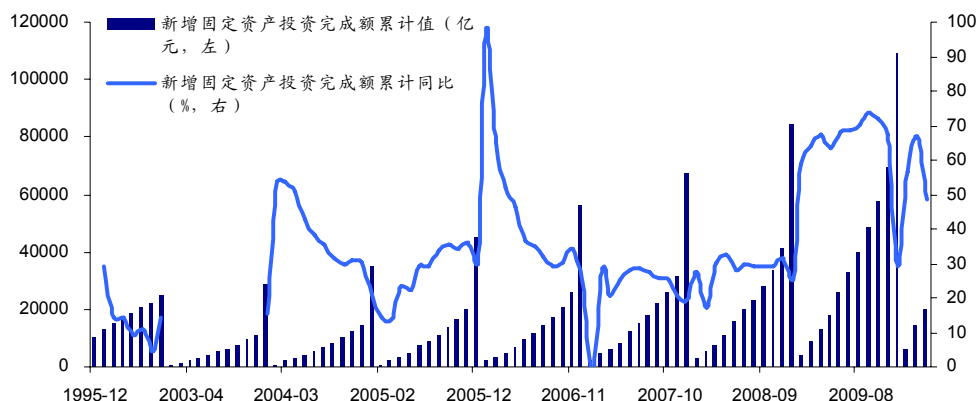
政策预期不明朗或者说对政策的担忧是下半年困扰股市运行的最大因素，政策担忧又可以归纳为两个方面：一是“地产新政”之后继续出台房地产调控政策，由地产行业调整而引发的投资速度下降以及经济增速的下降；二是货币政策的收紧，由通货膨胀引发的加息预期兑现以及进一步的信贷控制。

这种担忧反映在上证指数从 3181 见顶之后的迅速滑落过程之中，伴随着楼市新政的出台，股市反映是较为剧烈的，也是对于上述担忧的集中体现。以地产股板块为代表的权重股板块调整幅度都很深，在一定程度上将这种政策担忧的效应释放出来了。我们从 4 月份的宏观数据来看这种调控效果是否达到了一定的预期目标，后续调控力度可能因此而减弱呢？

我们从数据来看有几个看点：一是经济增长已恢复到接近危机前的水平，表明经济回升上好的势头已经确立；二是虽然 4 月居民价格消费水平同比达到 2.8%，但这是基于去年同期基数较低的结果，总体比预期温和。总体上来看，除了地产调控存在不确定性因素之外，宏观调控的目标已经部分达到，后续的调控力度应该不会过于严厉。

对投资单引擎拉动经济、产生过热担忧的看法在 4 月数据中得到一定程度的缓解。1-4 月份城镇固定资产投资增速回落至 26.1%（1-3 月 26.4%），主要源于第二产业投资增速放缓至 21.7%（1-3 月 22.4%），如果剔除价格因素，估计 1-4 月固定资产投资实际增速进一步回落至 23% 左右（1-3 月实际增长 24%），这样的投资增速说明调控的成效已经开始逐步显露，如果按照目前的新增固定资产投资规模和速度来看，下半年投资过热的担忧将得到明显缓解，这对市场担忧的解除有一定的正面作用。

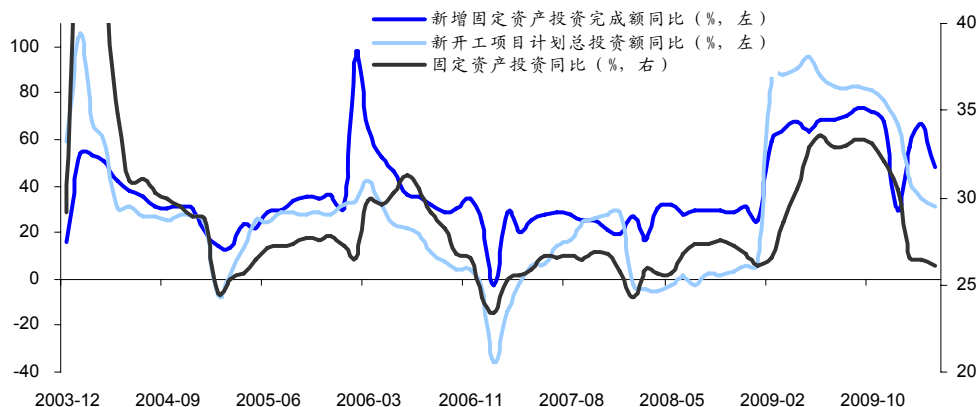
图 44 新增固定资产投资下半年减缓趋势将明显显现



资料来源：WIND 资讯

固定资产新开工项目计划总投资额 1-4 月累计同比增长 31.30%，比 1-3 月的 34.50% 有明显下降。

图 45 新开工项目增速下降预示未来投资增速将缓慢下降



资料来源：WIND 资讯

因此，尽管市场对于宏观调控政策的担忧仍未消除，但是数据显示出来的是，二季度这种加强预期可能还存在，而随着投资增速的下降以及房价的调整，这种调控政策的节奏将会降低。

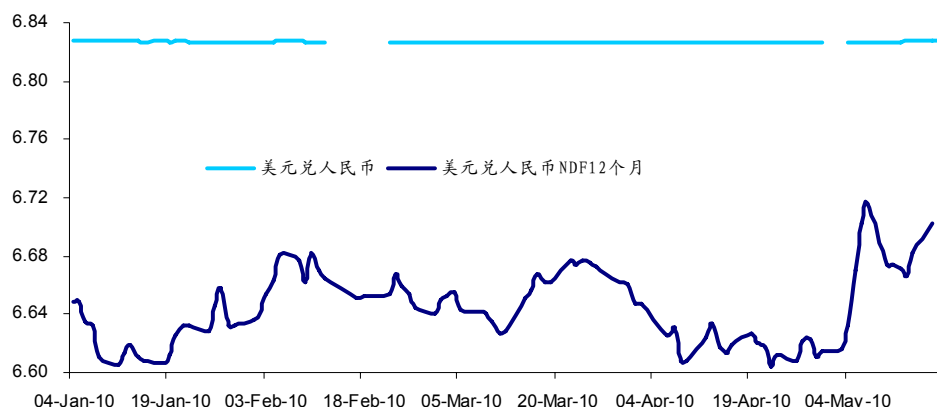
另外一个因素来自于外围。欧元区正面临一场严峻考验，全球化时代下，没有一个经济体能完全独善其身。欧洲近期爆发的危机使得全球经济陷入二次探底的担忧浮现出来，这对于我国出口增速的恢复可能受到一定的影响，从而对于宏观调控的严厉程度可能会有所缓和，紧缩政策出台的时间和力度应相机而动，以保持经济平稳增长。在上一轮美国次贷危机爆发时中国正致力于“两防”（防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀），而危机爆发后政府终止了加息进程并祭出 4 万亿元人民币投资这一利剑使得中国经济得以率先全球复苏并成功实现“保八”目标，这一经验有可能会在今年下半年欧洲危机演变加剧的时候重新以其他方式浮现，换句话说，政策紧缩预期的加强在一定程度上不会大于上半年。

在上述两个因素的共同作用下，伴随着市场一轮较为充分的下跌之后，政策节奏减缓将给市场带来较好政策面的正向推动力量。

3.5 阵喜催化剂二：人民币升值预期强化

人民币升值预期从今年以来一直存在。央行在今年一季度的货币政策执行报告中对于人民币汇率的描述是“按照人民币汇率形成机制改革的原则，进一步完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。对于该描述市场的理解是人民币升值的预期仍然明显存在，尽管这种预期从年初以来始终没有得以兑现。

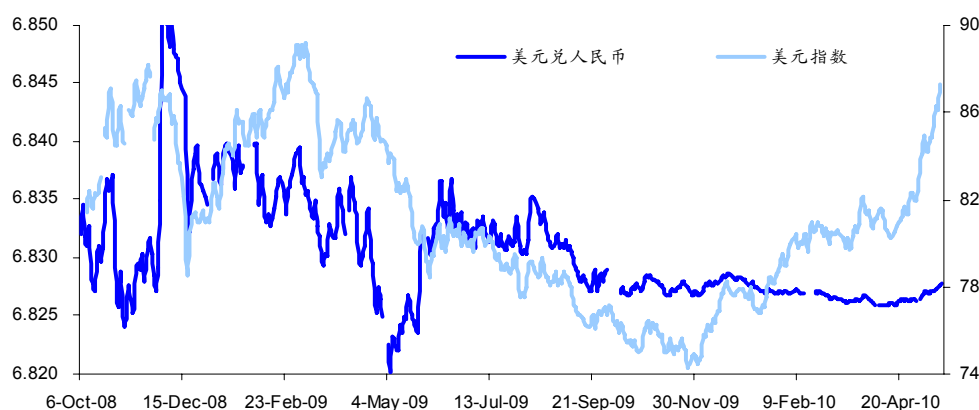
图 46 人民币升值预期仍然明显



资料来源：WIND 资讯

我们从美元兑人民币 NDF12 个月的变化来看，虽然人民币汇率盯住美元有相当长一段时间了，但是从今年以来人民币升值预期呈现出波动变化趋势，这种预期在 4 月份显现得特别明显，中美战略对话是催生这种预期的一个促发因素，不过这个促发因素并不是决定性因素，人民币升值的潜在预期来自于中国经济实力。随着中美战略对话的正式开始，预计这种升值预期兑现的可能性下降而显露出来，但是这并不代表未来预期的重新加强，二季度过后这种预期有望重新显现。

图 47 美元近期的快速走强是人民币升值预期略有削弱的一个原因



资料来源：WIND 资讯

另外，美元自去年 12 月以来持续走强的过程中人民币始终还是盯住美元的，跟随美元有一定幅度的升值，而美元自希腊危机爆发后上升步伐加快，这对于人民币升值预期有所削弱，美元阶段性上升行情过程中这种预期要得以兑现的可能性在减弱，但当美元上升进入稳定阶段之后又会重新获得人民币升值的预期。

考虑人民币升值的另一个因素就是出口。出口回升的速度和人民币升值预期往往是

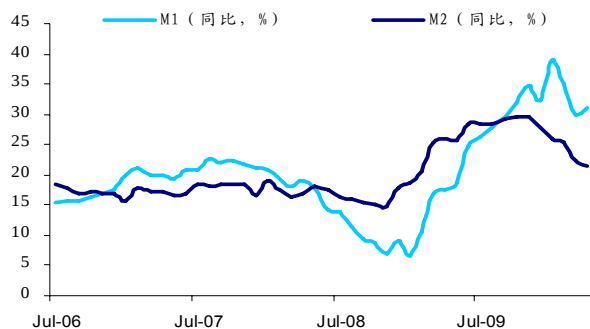
同方向的，从今年前几个月的出口状况来看，这种回升势头是较为明显的，对后续的人民币升值预期也构成一定支撑。

近期，欧洲债务危机给人民币汇率改革推进带来了一定的契机。欧洲是中国最重要的出口目的地，占出口总额约 16%，人民币兑欧元已创出逾七年多的新高，而中国对欧元区出口的占比也开始明显下降，短期内人民币升值压力减小，在全球经济最为动荡、投资者最需要选择美元以求避险的时候人民币加大汇率弹性的可能性大大增加。此次人民币汇率形成机制改革并非单纯指人民币兑美元升值，更可能通过重归参考（或盯住）一篮子货币的形成机制，让市场对人民币/美元汇率形成一个比较稳定的预期，并且加大汇率弹性。

3.6 阵喜催化剂三：货币政策的紧缩预期改善

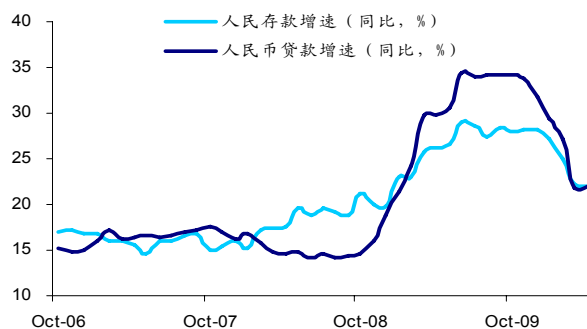
市场对货币政策的紧缩预期从央行在今年元旦之后第一次提高一年期央票利率就开始了。贷款投放和通胀预期成为两个困扰市场的货币政策关键因素。

图 48 货币供应同比增速 (%)



资料来源：海通证券研究所

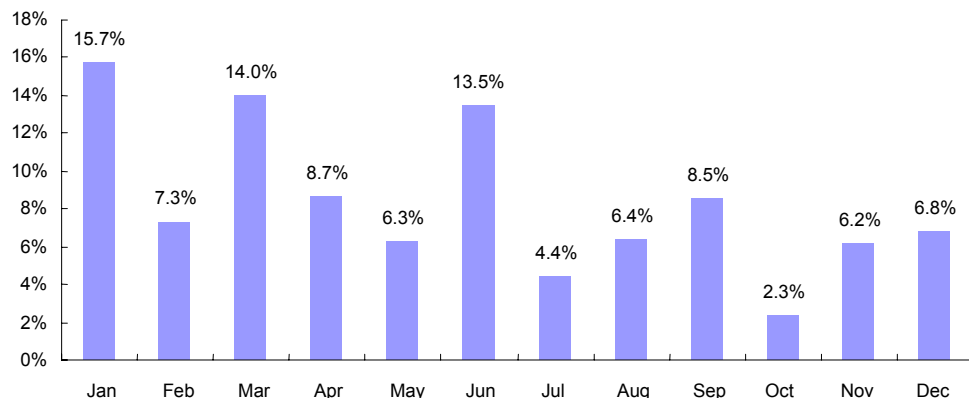
图 49 人民币存贷款同比增速 (%)



资料来源：海通证券研究所

央行公布的数据，4 月当月新增人民币贷款余额为 7740 亿元，其增长率比去年同期减少了 7.76 个百分点，以全年新增人民币贷款 7.5 万亿计，前四个月贷款占比为 45.0%，与 2005-2009 年 45.6% 的历史均值基本相等。4 月份的数据表明，按照全年四个季度 3: 3: 2: 2 的放贷进度，“全年贷款控制在 7.5 万亿”的目标实现的概率大大增加。这说明央行对贷款数量的控制力度较强，前期实施的货币政策调控效果已经逐步显现出来，这使得今年下半年的货币政策相对收紧的压力可能会减小。

图 50 05-09 年各月贷款占比的历史均值



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

那么，从货币供应的角度来看，下半年资金不会出现较为紧张的格局，信贷控制在

预期之中，节奏较为明确，央行用提高存款准备金率、央票以及其他数量型工具的概率还存在，但是空间并不大了。这意味着对市场资金供应形成较大制约的可能性也不大。从 M1 二季度仍然可能运行在高位的格局来看，下半年尽管增速下降的趋势较为明显，但是这种下降速度在一定程度上可以保持较为缓慢的状态，这对于市场的紧缩预期来讲是有一定程度的缓解的，或者可以认为紧缩预期加重的概率比较小。

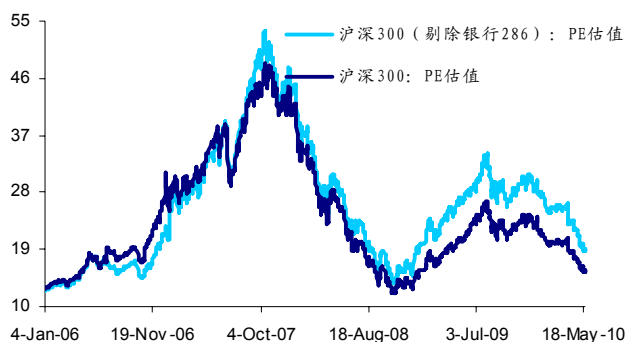
我们再来看加息预期。通胀预期的管理在央行角度来看是有点模糊的，并不能够简单理解为央行只是盯住 CPI 这一个目标来操作。央行在其一季度的货币政策执行报告中提到：“通过适当的政策操作切实管理好流动性和货币信贷总量，发挥货币政策工具在管理通货膨胀预期中的作用”，“继续推进货币市场基准利率体系建设，不断提高科学定价能力，发挥利率调节作用”。这些描述为加息埋下了一个伏笔。尽管 4 月份 CPI 数据比较温和，但是估计 5、6 月份仍然有上行压力，二季度通胀压力仍然较大，通胀预期在上半年还是比较明确的。如果加息得以在上半年兑现，那么下半年随着物价压力高点过去，加息压力就会很快减小。因此，二季度的调整预期导致的加息压力应该是最大的，下半年这种压力会减弱。

总体上来看，二季度仍然存在货币政策紧缩预期兑现的问题困扰，不过下半年这种困扰的力度将有所减缓，投资者的担忧将会出现一定程度的缓解。

3.7 主要观点：充分筑底后展开估值回升行情

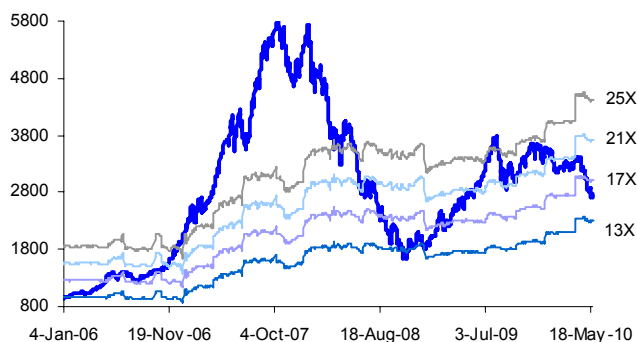
总体而言，我们认为，今年下半年市场在经过充分筑底后，有望展开估值回升行情。宏观经济政策预期改善则可能成为估值趋势出现转折的主要促发因素，我们预计年内沪深 300 指数的加权平均 PE 估值下限在 14 倍附近，而估值上限则在 20 倍附近（近几年的估值中枢）。

图 51 沪深 300 指数与剔除银行后的沪深 300 指数历史估值



资料来源：WIND（数据截至日期 2010 年 5 月 21 日）

图 52 沪深 300 指数不同 PE 值对应的点位



资料来源：WIND（数据截至日期 2010 年 5 月 21 日）

估值由下限向中枢回升的基础包括：其一，全年经济高增长是大概率事件；其二，上市公司整体业绩 2010 年同比增幅有望落在 20-25% 的区间内；其三，潜在股息回报率将渐具吸引力。

估值见底回升的催化剂包括：其一，宏观经济政策结构性紧缩预期有望逐渐改善；其二，人民币升值预期可能加强，并在下半年逐渐兑现；其三，货币政策预期有望实现适度改善，下半年信贷投放额同比有望显著增长。

不确定性因素：其一，因宏观经济政策结构性紧缩预期改善的具体时间难以准确把握，因此，市场筑底的具体结束时间尚难以判断；其二，海外股票市场运行趋势尚存在不确定性。

表 11 2010 年下半年股票市场总体运行环境概况

主要环境因子	第三季度	第四季度
GDP 增速	增速在 10% 以下是大概率事件	增速在 10% 以下是大概率事件
固定资产投资	增速缓步回落	增速缓步回落
出口	因低基数原因，2010 年 5 月份出口同比可能成为阶段性峰值或次峰值	因基数、人民币升值等原因，出口同比值将持续回落
CPI	同比增速绝对值较高，但可能经历阶段性拐点	可能出现下行趋势
宏观经济政策	土地政策与房地产行业政策可能进入观察期	宏观经济政策结构性紧缩预期有望改善
货币政策	升息预期较强烈，准备金率继续上调空间有限	升息预期渐弱，准备金率继续上调空间有限
人民币汇率	对美元缓步升值预期，升值压力存在	对美元缓步升值预期，升值压力存在
资金面	1、M2、M1 增幅继续趋势性下行，但绝对值仍处历史相对高位； 2、无法流入房地产市场的投机资金、人民币升值预期下的海外热钱等的流向值得关注	1、M2、M1 可能趋势性下行至历史中枢附近； 2、实体经济（GDP+CPI）对资金的需求应会回落
上市公司业绩	环比增速有望好于第二季度	环比增速有望好于第二季度

资料来源：海通证券研究所

4. 行业配置建议：寻找调结构的赢家

优秀的行业离不开时代背景。“调结构”是未来中国最大的时代背景。在调结构大背景下有望脱颖而出的行业需要具备 4 大条件：1、政策鼓励；2、迎合时代需求；3、要素禀赋支持；4、行业盈利能力。按此逻辑选行业，我们看好医药生物、新兴消费（三网融合、电纸书、手机支付、电子商务）、品牌消费、高铁、节能环保。未来牛股将从这里诞生。

优秀的行业离不开时代背景。过去 10 年，A 股市场的牛股主要诞生在几个行业：地产、工程机械、二次电气设备、有色、煤炭、医药。他们都依托当时浓郁的时代背景，如：98 年房地产市场化、城市化进程（地产、工程机械）；国家电网改造投资（二次电力设备）；重工业化进程（有色、煤炭）；98 年城镇职工医保、03 年新农合（医药）。

展望未来，“调结构”将是未来中国最大的时代背景。全球经济危机后的“再平衡”、国内传统要素的竞争力下降、国内多种结构长期失衡，都制约了传统周期性的刺激政策的施展空间。“调结构”将是未来中国经济转型的希望所在，亦是长期任务。

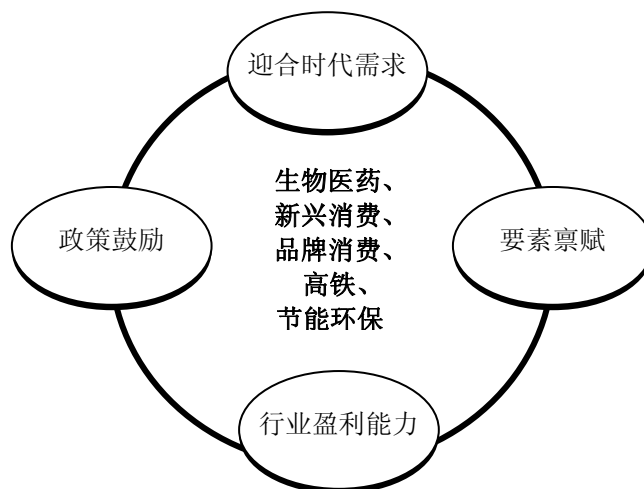
分析国内外历史经验，我们认为，在调结构进程中，有望脱颖而出的行业需要具备四个条件。第一条是政策鼓励（台湾 80 年代成功转型）；第二条是迎合时代需求（日本 90 年代的失败）；第三条要素禀赋支持（中美汽车消费刺激政策效果对比）；第四条行业盈利能力（我国房地产部门与出口部门的收益对比）。

上述 4 大条件构成了行业成功的完整链条：迎合时代需求决定了应该做什么——政策鼓励要决定了可以干什么——要素禀赋决定了能不能干好——行业盈利能力决定了能不能真正受益。因此这 4 个条件也成为我们选行业的逻辑。

展望未来，我们看好医药生物、新兴消费、品牌消费、高铁、节能环保。在“调结构”大背景下，他们具备行业成功的完整条件，未来牛股将从此诞生。

下半年，在传统板块里，我们看好煤炭、工程机械、水泥、白酒、家电。

图 53 行业选择逻辑图



资料来源：海通证券研究所

4.1 引子：优秀的行业离不开时代背景

优秀的行业离不开时代背景。过去 10 年，A 股市场的牛股主要诞生在几个行业：地产、工程机械、二次电气设备、有色、煤炭、医药、家电汽配。他们的成功都有其浓郁的时代背景，如：98 年房地产市场化、城市化进程（地产、工程机械）；国家电网改造投资（二次电力设备）；重工业化进程（有色、煤炭）；98 年城镇职工医保、03 年新农合（医药）；消费升级（家电汽配）。

表 12 2000~2009 年涨幅前 50 位个股的行业分布及其时代背景

行业	股票	时代背景
房地产	华侨城、万科、金融街、云南城投、中粮地产	98 年房地产市场化
工程机械	中联中科、三一重工、柳工、天地科技	房地产市场化、城市化进程
二次电力设备	置信电气、天威保变、特变电工、思源电气、	国家电网改造投资
有色	山东黄金、中金黄金、中金岭南、吉恩镍业、驰宏锌锗、	重工业化进程
煤炭	神火股份、西山煤电、国阳新能、兰花科创	重工业化进程
医药生物	云南白药、双鹭药业、华兰生物、科华生物、恒瑞医药、	98 年城镇职工医保、03 年新农合
家电	苏宁电器、格力电器、美的电器	消费升级
摩托车汽车配件	宗申动力、福耀玻璃、宁波华翔	消费升级
其他	盐湖钾肥、烟台万华、海油工程、中国船舶、中信证券	
事件型	海通证券、辽宁成大、东北证券、吉林敖东	

注：收益率按股息再投资计算，2000 年之后上市股票按上市次日开始计算涨幅

资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

4.2 “调结构”是未来中国最大的时代背景

展望未来，“调结构”将是未来中国最大的时代背景。全球经济危机后的“再平衡”、国内传统要素的竞争力下降、国内经济结构失衡，都制约了传统周期性的刺激政策的施展空间。“调结构”将是未来中国经济转型的希望所在，亦是长期任务。

“全球经济再平衡”是中国经济面临的外部压力。次贷危机后，西方体系的反思结论就是“全球经济再平衡”——生产国应该更多消费，消费国应该更多生产；贸易顺差国家应增加进口、消费，贸易逆差国家应增加出口。作为全球三大出口国：中、德、日，中

国面临的外部压力最大！因为日本经济自身长期低靡，而德国的贸易盈余问题主要体现在欧盟经济体内部，唯有中国，自身经济增长快速，且积累大量对美对欧贸易顺差，因此外部压力最大。

传统要素的竞争力下降、经济结构失衡是中国内部的主要问题。经过 30 年的“粗放式”高速发展，中国步入工业化城市化中期，传统要素竞争力在下降：人口红利衰退、劳动力成本提高、过度依赖外部资源、环保成本上升。而结构失衡问题愈发突出，主要体现在：投资出口与消费失衡、储蓄与消费失衡、收入分配不平等、民营资本投资限制、城乡差异、区域差异等。

参考他国经验，我国目前的经济发展模式、外部环境和日本 70 年代很相似，都有调整结构的内在要求。而日本在第一次石油危机后采取的政策是加速产业结构调整，大力发展节能技术、开发新能源，工业化发展重点从基础材料型转向组装型。最终迎来 73~83 年十年经济发展新高潮，在传统的纤维、钢铁、造船产业淡出背后，出现了电子、通讯、机械的蓬勃发展。这一点值得我国借鉴。

表 13 日本 70 年代 VS. 我国当前经济状况

	日本 70 年代	我国当前
经济体量	GDP 总量全球第三；人均 GDP 4000 美元	GDP 总量全球第三；人均 GDP 3000 美元
经济发展阶段	完成工业化	工业化中期
经济增长模式	粗放型，依靠设备投资和出口	粗放型，依靠投资和出口
外部环境	对美贸易顺差大，日美贸易摩擦，1971 年迫压日元升值近 17%	贸易顺差大，贸易摩擦加剧，RMB 有升值压力
要素价格	第一次石油危机 油价暴涨 4 倍	国际原料价格上涨

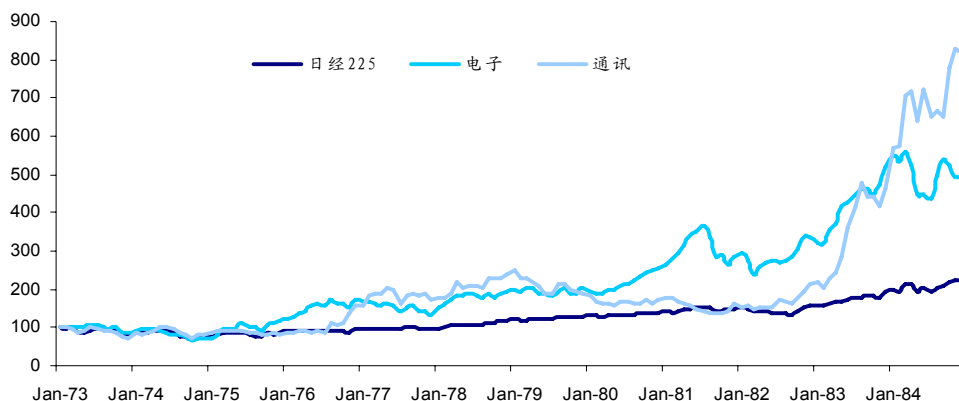
资料来源：海通证券研究所

表 14 20 世纪 70 年代日本出台的经济计划和经济调整政策

类型	名称
经济计划	《产业结构长期展望》
	《新经济社会发展计划》(1970)
	《经济社会基本计划》(1973)
	《昭和 50 年代前期经济计划》(1976) 国际原料价格上涨
	《新经济社会发展计划》(1970)
调整政策	《经济社会基本计划》(1973)
	《昭和 50 年代前期经济计划》(1976)
	《特定机械产业振兴临时措施法》
	《特定产业安定临时措施法》
	《特别萧条地区产业离职者临时措施法》
	《特定产业结构改善临时措施法》

资料来源：海通证券研究所

图 54 20 世纪 70 年代日本电子、通讯指数表现优异



资料来源：海通证券研究所、彭博资讯（数据截至 May - 2010）

综上分析我们认为，中国过分依赖出口投资的“粗放式”传统模式会受制约，相应的传统周期性刺激政策的施展空间会受制约，效果会下降。中国经济未来的机遇在“调结构”，这是一个大的时代背景。

我们所理解的调结构是广义的概念。既包括失衡结构的调整，也包括新经济模式出现。

4.3 政策鼓励、时代需求、要素禀赋、行业盈利能力

接下来的任务是在调结构大时代背景下，寻找可能脱颖而出的行业。我们认为这些行业需要具备 4 个条件：政策鼓励；迎合时代需求；要素禀赋支持；行业盈利能力。

这 4 个条件构成了行业成功的完整链条：迎合时代需求决定了应该做什么——政策鼓励要决定了可以干什么——素禀赋决定了能不能干好——行业盈利能力决定了能不能真正受益。

下面给出例证。

政策鼓励：调结构由政府主导，政策鼓励是行业发展的必要条件。

案例 1 政策鼓励——台湾 70、80 年代的十大振兴产业政策催生一批行业骄子

台湾经济自 1960 年代初期起飞，但进入 1980 年后，经济发展环境发生了急剧变化：一方面产生了由劳动力密集向技术密集转型的需求，随着出口工业的迅速扩张，劳动力出现短缺、本币面临升值压力，国际能源危机的作用使得这种需求进一步加强；另一方面非经济因素对经济影响增强，来自祖国大陆的竞争也日益加强。台湾经济持续增长的条件已经失去，迫切需要通过产业升级、经济转型来保持竞争优势。

在上述背景下，台湾在 70 年代末期 80 年代中期出台了一系列促进经济转型的措施，确定资讯、通讯、半导体、精密器械与自动化、污染防治、医疗保健、特用化学品与制药、航空太空、消费性电子及高级材料等十大新兴产业；1982 年，台湾根据投资奖励条例的规定，指定机械工业(机械、汽车、电机)和电子信息(电子计算机、电子零配件、计算机软件)产业为策略性工业。政策的指引不仅带动了产业的发展，也催生了大量的行业骄子。

台湾例子说明，在转型期间，政策干预很大程度上决定经济的发展方向，获得政策支持的行业可望在一定时期内获得良好发展。

表 15 台湾 70、80 年代成长起来的代表性企业

所属行业	公司名称	成就简介
基础能源	台湾中油股份有限公司	成立于 1946 年，现世界 500 强排名 306
	台塑石化股份有限公司	成立于 1981 年，现世界 500 强排名 323
电子消费 (3C 产品)	宏基	成立于 1976 年，现亚太市场占有率居第 3 位
	鸿海精密	成立于 1974 年，现世界 500 强排名 109
	华硕	成立于 1989 年，现世界 500 强排名 436，亚太市场占有率第 4 位

资料来源：海通证券研究所

迎合时代需求：光有政策鼓励不行，时代需求决定行业发展空间

案例 2 迎合时代需求——90 年代日本“失落的十年”VS. 亚洲四小龙发展

进入 90 年代后，全球经济进入由工业化向信息化转型的时代。这一时期日本在传统贸易方面不断受到四小龙的挑战，工业上追赶欧美时代的结束宣告了“后进国利益”的消失，日本再次面临调整结构的迫切需求。然而长期的科技模仿造成了日本研发能力的不足和创新力的缺乏，直接导致其无法紧跟信息科技的发展脉搏；但更为根本的原因是日本当时的政策只强调对于传统优势领域的刺激而错失了电子信息产业发展的最佳时期——以 1992 年《生活大国五年计划》和 1995 年《为了结构改革的经济社会计划》为代表，政府并未完全考虑外部经济需求，短视的经济政策加速了经济泡沫的形成、破灭，并扩大其负面影响。正如《1996 年版经济白皮书》所指出——日本经济体制“曾在战后的经济发展中发挥了相当程度的有效功能，但在近期外部环境的急剧变化中，……这一体制在总体上丧失其有效功能”。可以说，政策上的失误不但削弱了日本在电子信息产业上的竞争力，更加速了日本“失落十年”的到来。

反观“亚洲四小龙”，在 90 年代迎合信息化新经济的时代趋势，加速高新技术及其产业的发展，在强化技术研究、开发基地建设，加大科技投资，引进科技人才及国际合作方面积极投资。以韩国和台湾为例：韩国以高科技基地（大田大德科学城）为设立科研机构，培养相关人才；台湾通过“十年科技发展规划”从硬件、软件和结构性建设三方面加强高科技园区建设。四个经济体及时通过科技发展以及向周边转移低附加值产业实现了产业调整。

信息经济以 IT 和互联网为代表，而 IT 行业的子行业可分为软件服务、技术硬件设备以及半导体行业。由于研发的先天不足，在日本、韩国以及台湾地区，技术硬件设备及半导体在产业中占绝对比重，分别为：日本（83.0%），韩国（89.2%），台湾（99.7%）。结合信息经济发展初期亚洲地区互联网发展相对缓慢的客观情况，我们选取 90 年代三个地区以硬、固件，半导体为主的电子行业指数进行横向比较。

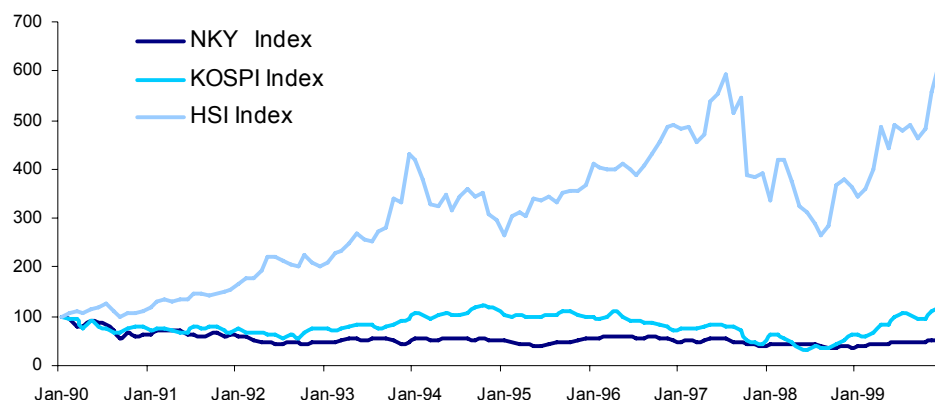
90 年代日本和四小龙处在同样的环境中，不同的政策造成了其迥异表现。我们不能忽视政策对于一国经济发展的重要作用，但是更要时刻关注时代背景——只有那些与时俱进的符合时代要求的政策才能造就经济循环中的支柱产业。

表 16 90 年代的时代需求——新经济，工业化向信息化转型

区域	政策取向	具体政策	对时代需求的相 约响应	政策效果
日本	政府投资 传统领域	《生活大国五年计划》（1992）	忽视	失落的十年
	传统领域均 GDP 4000 美元 完成工业化	《为了结构改革的经济社会计划》（1995）		
四小龙	科技 信息产业	《高技术及产业发展的七年计划》（韩国，1990） 《科技十年发展规划》（台湾，1986） 《战略经济计划》（新加坡，1991）	迎合	经济腾飞，以韩国、台湾电子通讯业为代表的产业

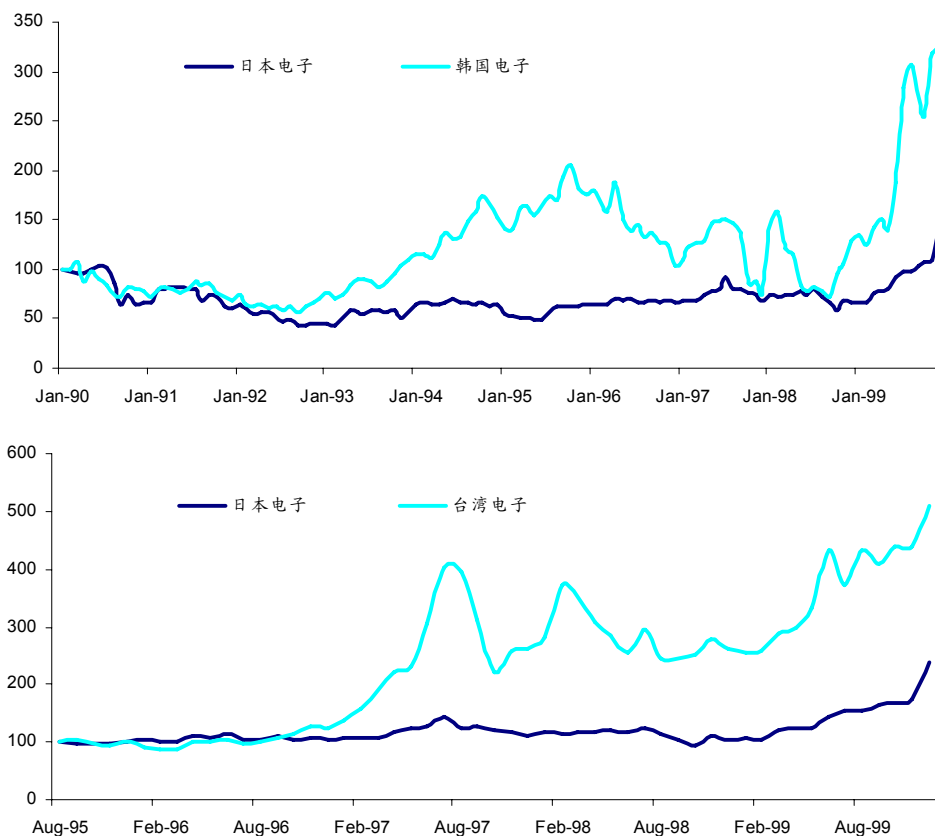
资料来源：海通证券研究所

图 55 90 年韩国 KOSPI 指数及香港恒生指数相较于日经 225 的优秀表现



资料来源：海通证券研究所、彭博资讯

图 56 90 年代韩国、台湾电子行业相较于日本的良好表现



资料来源：海通证券研究所、彭博资讯

要素禀赋：政策有了，需求有了，行业能不能真正发展起来，要看要素禀赋的支持

要素禀赋是指行业成功所需要依托的内外在要素，包括：资金、技术、人才、产业链、政策，甚至文化、习惯等等。不同行业，决定其发展的关键要素是不同的，我们需要抓住最关键的影响要素做分析。

案例 3 要素禀赋——中国汽车刺激计划 VS. 美国汽车刺激计划效果

同样的政策刺激，因要素禀赋差异，效果会有差异。典型的例子就是 09 年中、美刺激汽车消费政策的效果对比。

中国从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税。美国政府 2009 年 7 月份实施了“旧车换现金”计划，美国驾车者以高油耗的旧车换节能新车，将得到 3500 美元至 4500 美元购车优惠补贴，9 月因预算耗尽退出。中国的政策相当于减少购车成本 5% 左右，而美国的政策相当于减少购车成本 15% 左右。因此从政策上说美国的力度更大，但效果却是中国的更好。实施政策期间，中国 1.6L 以下排量轿车销量增长 71%（2009 年度），显著超过无政策刺激的正常增长水平 20%（2006 - 2008 年度平均增速）。而美国销量增长 42%（2009 年 7 ~ 8 月年化），总量尚未回到危机前水平。

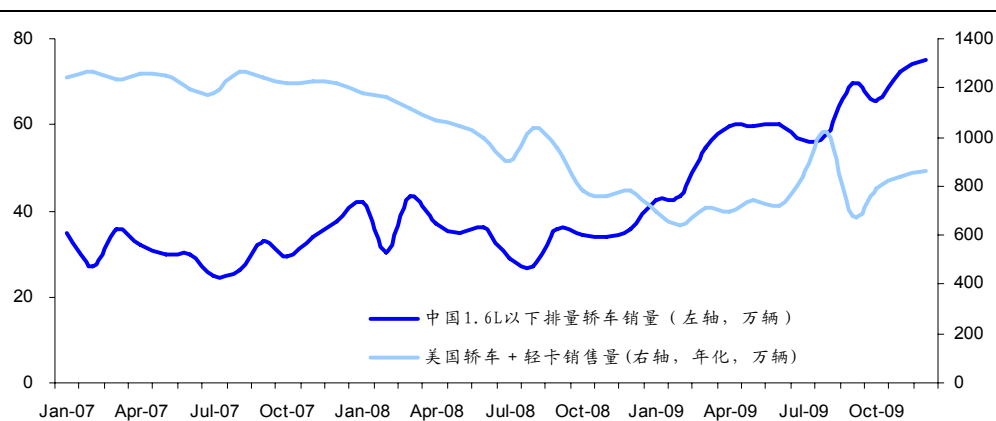
究其原因，我们认为汽车消费最重要的影响变量就是“居民收入”，在这一要素禀赋上，中美两国存在明显差异。中国具备庞大的居民储蓄，因此对政策刺激反应敏感；而美国依靠即期收入和资产价格支撑消费，在失业率高企、资产价格下跌期间，对政策刺激的反应较小。

表 17 中美汽车刺激计划效果对比

	中国汽车消费刺激计划	美国汽车消费刺激计划
内容	对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税	“旧车换现金”计划，美国驾车者以高油耗的旧车换节能新车，将得到 3500 美元至 4500 美元购车优惠补贴
实施期间	2009 年全年	2009 年 7 ~ 8 月
成本降幅	5% 左右	约 15%
效果	2009 年全年增长 71%，过去 3 年平均增速 20% 过去 3 年平均增速 20%	销量增长 42%（2009 年 7 ~ 8 月年化），年化总量尚未回到危机前水平
评价	影响汽车消费的最重要变量是“居民收入”，在这一要素禀赋，中美两国存在明显差异。结果是美国刺激幅度大，但实际效果却是中国更好	

资料来源：海通证券研究所

图 57 中美汽车销量对比



资料来源：海通证券研究所、WIND 资讯

行业竞争力：“赚吆喝”还是“赚买卖”？能否分享高速成长的收益，关键看行业盈利能力

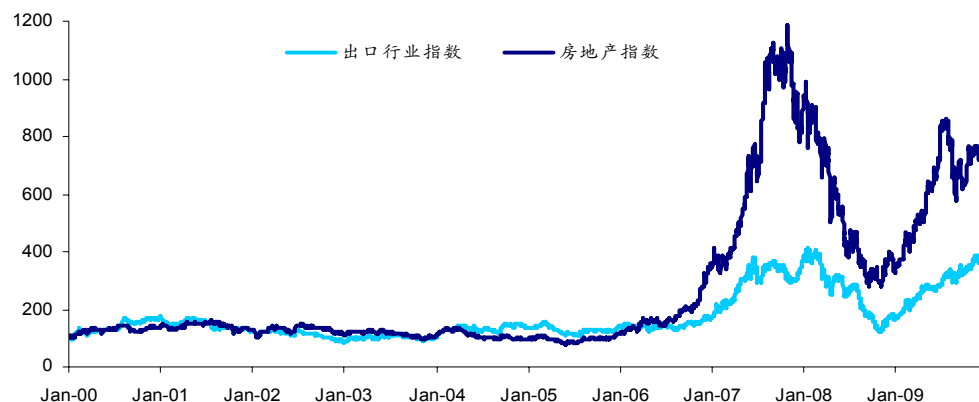
案例 4 房地产部门 VS. 出口部门

中国过去 10 年，房地产和出口部门都获得高速发展，但股票表现差异巨大，原因在于房地产具备行业盈利能力（土地垄断、土地财政制度下的间接获益者），而出口部门大多是充分竞争、低技术壁垒的制造业，盈利能力不足，无法充分分享出口高速成长

的收益。

我们在主要出口领域纺织服装、通用机械、家电、轻工、信息设备行业中选取 18 个最具出口代表性的股票，构建出口行业指数，将其与房地产指数（总市值最大的 18 只地产股）对比，发现地产指数明显超越出口行业指数的表现。

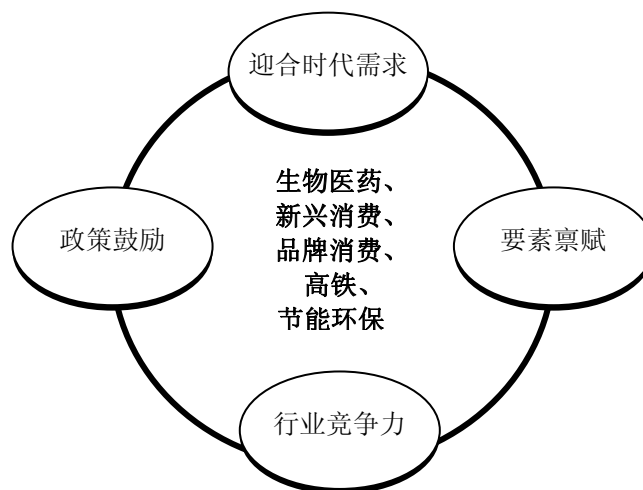
图 58 地产指数 VS. 出口行业指数



数据起止日：2000 年 1 月 - 2009 年 12 月，指数做标准化处理，基期 100
资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯。

上述 4 大条件构成了行业成功的完整链条：迎合时代需求决定了应该做什么——政策鼓励要决定了可以干什么——素禀赋决定了能不能干好——行业盈利能力决定了能不能真正受益。因此这 4 个条件也成为我们选行业的逻辑。

图 59 行业选择逻辑图



资料来源：海通证券研究所

4.4 行业配置

展望未来，我们看好医药生物、新兴消费（三网融合、电纸书、手机支付、电子商务）、品牌消费（品牌餐饮、服装）、高铁、节能环保行业。在“调结构”大背景下，他们具备行业成功的条件。

传统行业，我们看好煤炭、工程机械、水泥、白酒、家电。

表 18 2010 年下半年 A 股行业配置策略建议

大行业	策略配置建议	超配的子行业 (✓)					
农林牧渔	低配	林业	水产养殖	种子			
煤炭	超配	焦煤	✓ 动力煤	✓			
石油化工	标配						
基础化工	标配	化纤 氮肥	纯碱 钾肥	氯碱 塑料	农药 橡胶		
钢铁	标配						
有色	标配	铜 磁性材料	✓ 铝 小金属	✓ 铅锌	黄金	✓	
电力设备	超配	一次电力设备	二次电力设备	智能电网设备	✓ 新能源设备	✓	
机械	标配	工程机械	✓ 冶金矿采设备	机床	机械基础件		
交运设备	低配	铁路设备 乘用车	✓ 航天航空设备 商用货车	船舶 商用客车	摩托车 汽车零部件		
信息设备	低配	计算机设备	通讯设备				
电子元器件	标配	半导体	元件	显示器			
家电	超配						
纺织服装	低配	服装	纺织				
造纸印刷	低配	造纸	包装印刷				
建筑材料	标配	水泥	✓ 玻璃				
建筑工程	标配						
公共事业	低配	电力	水务	环保	✓		
交通运输	低配	港口 高速公路	✓ 航运 铁路运输	机场	航空		
房地产	标配						
银行	标配						
非银行金融	标配	保险	证券				
食品饮料	超配	白酒 乳品	✓ 啤酒 肉制品	✓ 葡萄酒 制糖	软饮料		
医药生物	超配	中药 医药商业	✓ 化学原料 医疗器械	✓ 化学制剂	✓ 生物制品	✓	
批发和零售贸易	标配	百货	超市	✓ 商业物业			
社会服务	标配	餐饮	景点旅游	✓ 酒店			
TMT	超配	互联网	✓ 通讯	✓ 软件	传媒	✓	

资料来源：海通证券研究所

表 19 重点行业的推荐逻辑

行业	政策鼓励	时代需求	要素禀赋	行业竞争力	推荐方向	个股
生物医药	战略新兴产业、基本药物制度	人口老龄化、对健康的重视	社保体制逐渐完善、医改	产品、渠道、品牌、政府事务		
新兴消费	扩内需，文化产业振兴、推进三网融合	便捷、个性、多功能的时尚需求	技术进步、资本充裕	核心技术、市场资源、熟悉本土需求	电子商务、三网融合、电纸书、手机支付	焦点科技、生意宝
品牌消费	收入分配制度改革	收入水平提升后消费升级	庞大居民储蓄	品牌、外延式扩张	品牌餐饮、品牌服装	
高铁	十二五规划，2020 年高铁目标	安全、快捷、低碳、节能	国家低负债、低赤字、高储蓄率	技术成熟	电气控制设备、信息控制系统、核心零部件	时代新材
节能环保	碳减排承诺	环保观念，减少贸易战	民间资本	技术、成本、替代需求		

资料来源：海通证券研究所

4.4.1 医药行业

政策鼓励:

据公开媒体报道,《战略性新兴产业发展规划》可望于 8 月出台。根据 2009 年 11 月 3 日温家宝总理在科技界大会上的讲话,战略性新兴产业将包括新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业等七大产业。医药生物行业的发展上升到国家战略高度。

初步建立国家基本药物制度 2009 年 8 月 18 日公布国家基本药物制度,将基本药物全部纳入医保药品报销目录。2010 年 4 月 20 日,国务院办公厅下发的《医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排》。要求继续扩大基本药物制度实施范围,在不少于 60% 的政府办城市社区卫生服务机构和县(基层医疗卫生机构)实施国家基本药物制度。基本药物是推行基本医疗保障体系的基石之一。实施基本药物制度并扩大实施比例,有助于基本药物市场扩容发展。

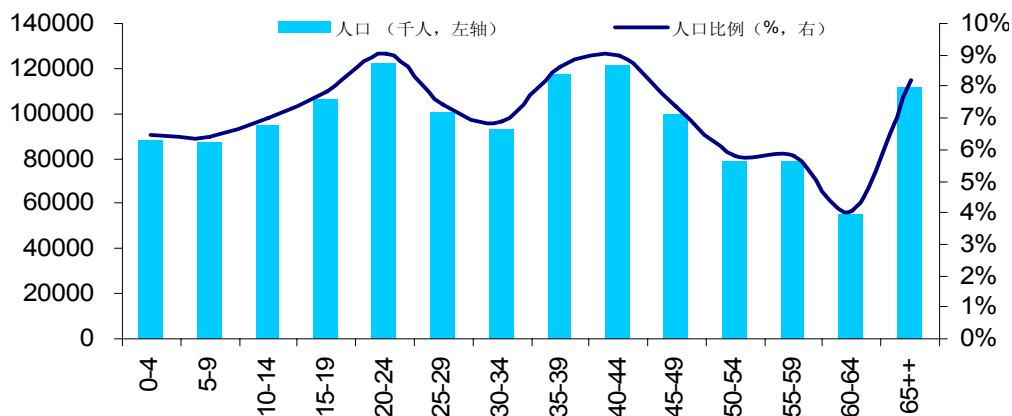
时代需求:

人口老龄化。目前我国每年 6000 亿的药品中有接近 60% 是老年人在消耗。目前我国 65 岁以上的老人有 1 亿多,而 2020 年 65 岁以上老人会增长到近 2 亿,届时老人占总人口比重将达 12%。未来 10 年随着老年人口的上升,整个药品消耗基数则增长一倍多。

疾病谱的转变。生活方式变化引起疾病谱转变,这将扩大药品消费需求。过去我国用药最多的主要集中在感冒发烧、胃肠道、皮肤病等传统常用药,近 10 年随着生活水平提升,高血压、肿瘤、心脑血管的发病率提高,这些疾病提升创新药、昂贵药的需求。

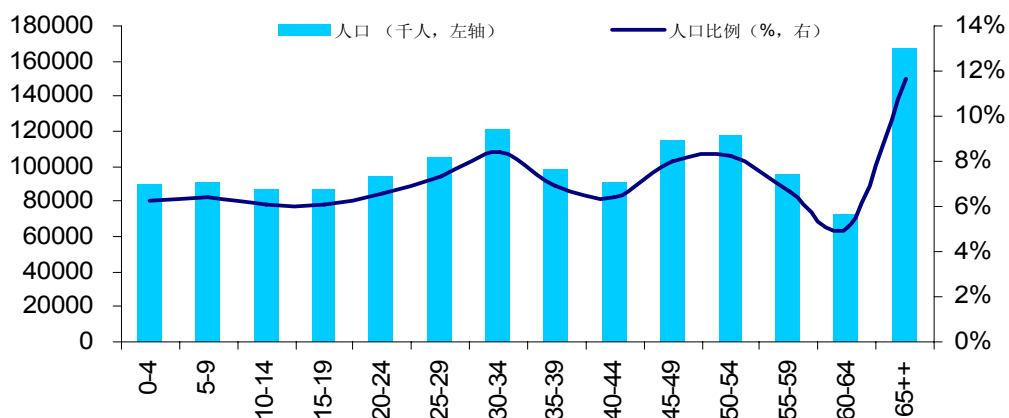
对健康更加重视。人均 GDP 收入达到 3000 美元后,在满足基本生活需求后,对健康、疾病预防有更高渴求,这将提升保健药物的需求。

图 60 中国各年龄组人口数量及其比重（2010）



资料来源：UN、海通研究所

图 61 中国各年龄组人口数量及其比重（2020）



资料来源：UN、海通研究所

要素禀赋：国家对民生领域更加重视，新医改是医药行业发展的政策、环境要素禀赋

影响医药行业发展的最重要变量是“政策”。过去 10 年药品市场的 2 次快速发展，一次得益于 97 年、98 年启动的 2 亿多城镇职工医保；一次得益于 03 年开始的针对 8 亿多农民的新型农村合作医疗政策。

国家对民生领域愈发重视，我们相信新医改的目标能完成。这将为医药行业发展提供了良好的政策、环境要素禀赋。

2009 - 2011 年，国家投入 8500 亿对医药卫生事业进行改革。目标是 3 年内实现城镇职工医疗保险、城镇居民基本医疗保险、新型农村合作医疗参保率超过 90%。2020 年目标建立覆盖 13 亿人的医保制度，让 13 亿人都有不同水平的医保。

新医改总的方向是，扩大医疗保障覆盖面，降低医疗卫生总费用中个人支付比例（当前中国 1.3 万亿医疗费用中，有近 4000 - 5000 亿是居民自费）。对两个服务体系的打造，有望缓解看病难的问题，对两个保障体系的完善，有望解决看病贵的问题。

随着城镇居民医保的扩大，包括新农合 8 亿多农民医保扩大，会拉动常见病、多发病，包括康复慢性病药品急剧增长。另外，公立医院的改革有望鼓励创新药物发展，带动医药产业的升级换代。

行业盈利能力：

产品（服务）、销售（渠道、品牌）、政府事务、研发、成本、差异化。

4.4.2 新兴消费：创新创造消费

我们谈调结构不仅包括传统产业结构调整，还包括新的商业模式出现。

关于创新创造消费，最典型的例子莫过于 Apple。

苹果从 iPod，再到如今的 iPhone 和 iPad，每次推出的新产品，都会有意无意地改变一个产业的格局和商业模式，创造新的消费需求。“iPod + iTunes”和“iPhone + App Store”产品模式，苹果在出售终端硬件的同时也出售了内容。苹果对消费模式的最重大革命当属引领“内容消费”。

这种创造需求的精神为苹果公司赢得了极佳的口碑，美国《商业周刊》网络版甚至撰文称，美国过去的 10 年应该命名为 i-decade（意即苹果公司的 10 年）。

表 20 创新创造消费

	产品模式	商业模式	产业影响	消费模式革命
iPod	“iPod + iTunes”，终端 + 内容	消费电子生产商向以终端为基础的综合内容服务提供商转变	改变音乐的销售方式，推动数字音乐的普及解决版权问题	硬件设备 + 内容，内容消费时代来临
iPhone	iPhone + App Store，系统 + 内容	完整的数字娱乐内容服务提供商	网络与手机相融合、全触摸屏，开放的第三方开发平台	

资料来源：海通证券研究所、WIND 资讯

图 62 苹果的 iTunes 界面



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 63 苹果的 APP Store 界面



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

“创新创造消费”！我们认为未来这种商业模式会在电子消费、TMT 领域有更多的实践。例如三网融合、电纸书、手机支付.... 他们符合便捷、个性化、多功能的时尚需求。在调结构、培养经济新增长点的背景下受政策鼓励（如电子信息振兴规划、2010

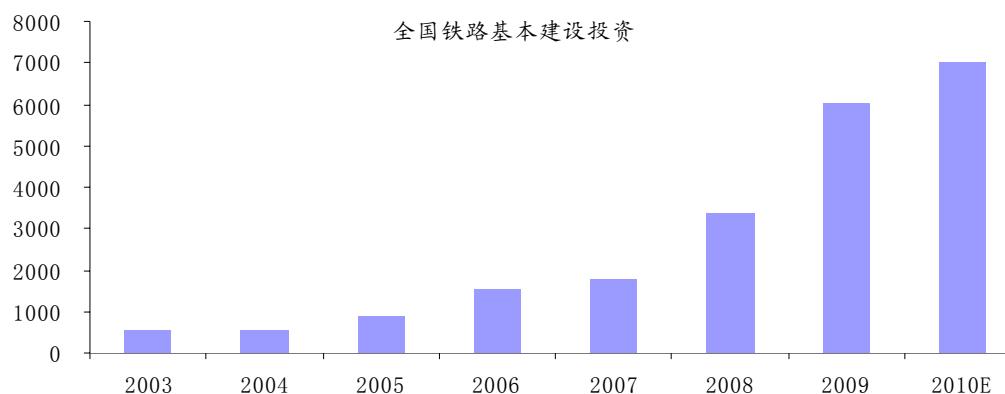
年 1 月国务院决定加快推进三网融合等)。随着技术的进步、资本涌入,产业发展方向是设备与内容的整合、强势产业向上下游整合。行业间出现相互合作、相互竞争的格局。未来,在电子消费、TMT 领域中,那些掌握核心技术、市场资源、熟悉本土需求的公司将最终胜出。

4.4.3 高铁

政策鼓励:

过去十年,中国收费公路特别是高速公路的发展显著,铁路发展缓慢。2008 年的寒冬导致的公路、水运以及航空运输的瘫痪,凸显了铁路运输的重要性和相对滞后,此后启动了中国铁路投资建设的新一轮高潮。根据铁道部 2020 年远景规划,2020 年前拟完成建设营运铁路里程 12 万公里。根据目前的建设进度,有望大大提前实现这一目标。2008 年底,铁路里程为 8 万公里,2009 年底,铁路营运里程达 8.6 万公里,同时在建里程 3.3 万公里,其中 1.5 万公里为客运铁路。2009 年,中国铁路固定资产投资 6232 亿元,其中基本建设投资 6005 亿元;2010 年全年铁路固定资产投资规模约 8235 亿元,其中基本建设投资约 7000 亿元;并预计 2011-2012 年的年均投资基本稳定在 7000 亿元左右。

图 64 全国铁路基本建设投资规模(亿元)



资料来源:中国铁道部

时代需求:

铁路运输,特别是高铁时代的到来,除具有安全、舒适、快捷的特点外,还具有显著的低碳和高效节能的优势。根据有关统计,全球能源消耗与二氧化碳排放中,来自交通的需求占比大约在 25%左右;而铁路、公路、航空完成单位运输量的能耗比,客运大概为 1:3:5.2;货运为 1:1.3:3。据德国铁路 2000 年度环境报告,铁路、公路、航空二氧化碳排放量统计,对于客运,每百人公里大概分别为:公路 16.8kg、航空 13.4kg、铁路 4.8kg;对于货运,每百吨公里大概分别为:公路 79.8kg、航空 10.7kg、铁路 2.6kg、水路 4.7kg。

根据欧洲国家的统计,铁路相对于其他陆地运输以及航空运输而言,其外部成本具有显著优越性。在各种运输方式比较中,仅次于水运。

表 21 欧洲各种运输方式的外部成本比较

外部影响类型	公路				铁路		航空		水运	总计	
	小汽车	公共汽车	摩托车	货运	客运	货运	客运	货运	货运	客运	货运
事故	106	4.2	16	21	0.5	0.2	-	-	-	126	22
噪声	15	1.9	4.4	12	0.9	1.2	2.1	0.7	-	24	14
空气污染	22	1.8	0.6	13	0.6	0.2	3.5	1.1	0.5	28	14
气候	22	1.2	0.3	10	0.8	0.3	6.8	2.2	0.2	31	13
总计	164	9.1	21	56	2.8	1.8	12	4	0.7	209	63

资料来源：交通运输外部成本评估及内部化，张新宇

要素禀赋：

高铁作为政府投资项目，主要取决政府资金。我国低债务、低赤字、高储蓄的结构确保国家可以通过发债保证高铁项目的推行。

行业盈利能力：

中国在高铁 250 时速和 350 时速两个方面均具备显著优势，技术相对成熟，而成本比其他国家平均低 20-30%。现在的京津城际铁路是中国第一条完全具有自主知识产权、营运速度世界最快的高速铁路，成为与日本新干线一样的新标志。在当前全球重视节能减排和低碳环保的大背景下，发达国家与一些新兴国家均开始大力发展高速铁路和轨道交通，不排除中国高铁建设将来大规模参与和承接海外大型铁路建设业务的可能。

鉴于接下来将进入铁路线上设备和移动设备的爆发性采购和业绩释放期，因此推荐有关电气控制设备、信息控制系统、机车与车辆核心零部件等相关公司与子行业，将来有望出现大幅的业绩提升和超预期实现。

4.4.4 其他

按以上逻辑，我们同时看好**品牌消费、节能环保行业**。

国家推行收入分配制度改革对大消费有促进作用；而居民收入提升后追求品质化生活、消费升级，品牌消费符合时代需求；收入、消费意愿是决定消费的最重要变量，国内庞大的居民储蓄、社保体系逐渐完善，为品牌消费提供要素禀赋；行业竞争力取决于品牌与文化的融合、外延式扩张能力。具体的，我们看好品牌餐饮、品牌服装子行业。

中国减排的承诺（到 2020 年,中国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%）是节能环保行业最大的政策鼓励；在环保概念流行，“碳关税”作为贸易战工具的背景下，节能环保行业发展符合时代需求；巨大的民间资本为行业提供重要的资金要素禀赋；行业竞争力在于技术、成本、替代需求的空间。

至于新能源设备行业，在政策鼓励、时代需求、要素禀赋三方面和节能环保一样。但其行业盈利能力不够。A 股投资标的主要是新能源普通设备，这一领域技术门槛不高，在民营资本大量涌入之后容易造成产能过剩，且客户过于集中，议价能力弱，充分竞争的结果使得他们无法充分享受新能源行业发展的收益。

关于传统行业，我们看好**煤炭、工程机械、水泥、白酒、家电**。

制造业的生产惯性、原料补库存的放大效应，支撑煤炭行业的业绩表现。

工程机械、水泥将受益于保障性住房建设的落实。

白酒因其稳定增长、估值合理，成为非周期行业中的首选标的。

家电行业仍处于消费升级阶段，在促消费大背景下，一旦经济增速下滑，可望再次成为政策刺激的方向。

表 22 2010 年下半年 10 只精选成长股股票组合

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	PB (倍)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000715	中兴商业	39	3.9	0.33	0.39	0.69	42.3	35.8	20.2
000061	农产品	123	4.2	0.11	0.45	0.69	145.5	35.6	23.2
300003	乐普医疗	231	6.2	0.72	1.10	1.67	39.4	25.8	17.0
002339	积成电子	34	4.6	0.51	1.00	1.58	78.2	39.9	25.2
600475	华光股份	43	4.1	0.46	0.71	1.06	36.2	23.4	15.7
600460	士兰微	60	7.0	0.19	0.50	0.68	78.6	29.9	22.0
600410	华胜天成	68	4.0	0.41	0.57	0.75	32.8	23.6	17.9
002315	焦点科技	92	6.4	0.77	1.41	2.30	100.9	55.1	33.8
600458	时代新材	71	11.0	0.36	1.23	1.93	84.2	24.6	15.7
002353	杰瑞股份	94	4.6	1.58	2.42	3.47	51.9	33.9	23.6

资料来源：海通证券研究所

表 23 2010 年下半年 10 只精选价值股股票组合

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	PB (倍)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000858	五粮液	944	6.0	0.86	1.31	1.58	28.9	19.0	15.7
600518	康美药业	244	5.5	0.31	0.47	0.71	46.4	30.6	20.3
002024	苏宁电器	759	3.3	0.41	0.57	0.74	26.5	19.0	14.7
600690	青岛海尔	252	3.9	0.86	1.20	1.41	21.9	15.7	13.3
601318	中国平安	3332	3.7	1.89	2.11	N/A	24.0	21.5	N/A
601766	中国南车	590	3.3	0.14	0.24	0.37	35.6	20.8	13.5
600089	特变电工	315	4.4	0.85	1.10	1.34	20.6	15.9	13.1
000401	冀东水泥	174	2.6	0.81	1.20	1.75	17.7	12.0	8.2
600489	中金黄金	462	11.3	0.66	1.35	2.06	88.5	43.3	28.4
600348	国阳新能	406	6.0	1.93	2.39	2.59	21.9	17.7	16.3

资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所 长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组
(021) 23219269
guosk@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊 伟
宏观经济
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

姜 静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
金融工程
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

张 峰
金融工程
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

李唯佳
销售经理
(021) 23219384
liwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(010) 58067996
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(010) 58067944
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话：(021) 23219381
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com