

多事之秋孕育希望之冬

——2010 年第 4 季度策略报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国

SAC 执业证书编号: S0930209030186
021-5010 6020 muqg@lhqz.com

冯伟

SAC 执业证书编号: S0350209030573
0755-82364467 fengweis@lhqz.com

荀玉根

SAC 执业证书编号: S1000210050052
021-5010 6029 xunyg@lhqz.com

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000206110084
liuxn@lhqz.com

联系人

姚卫巍

021-5010 6033 yaoww@lhqz.com

李进

0755-82125619 lijinyjs@lhqz.com

市场看法：先抑后扬，震荡上升

景气与盈利：“周期类”似通缩，“消费类”似通胀。11月中旬之前，通胀、地产价格上升令政策有加码预期；消费相对估值偏高，创业板面临解禁压力；对比我们对2010年A股净利润增速23.72%的预测，当前一致预期盈利增速34%偏高。上述原因令市场有回落风险，是所谓先抑。

结构背离的“兴登堡恶兆”未提示系统性风险。创新高公司比例约2%，创新低比例接近0%，创新低比例不够，这与以往熊市先兆显著区别。剔除大股东解禁之后，10月资金面相对较为宽松，因此我们预计市场虽可能回落，但创新低的概率偏小。

政策的演绎：周期行业上有顶，新兴产业下有底。十二五规划出台的关键时期，结构型的政策会继续强化“均衡”的概念，政策将“无为之中见有为”。我们宏观组预计经济增速明年1季度见底，因此我们对整个四季度市场并不悲观，是所谓后扬。

风格的轮换：中长期看小盘股依然占优。以科技或者新兴产业为主要驱动力的经济周期往往使得小公司更具活力；以公募为主导的机构投资者占比下降，也导致低估值的大盘股吸引力较2007年公募资金占优时期减弱。

美元是全球系统性风险的风向标。美元快速贬值意味着经济趋稳，避险情绪下降令资金追逐风险资产，但资产价格泡沫将令新兴市场国家政策收紧，这一博弈过程仍将反复上演。而若美元快速升值则意味经济二次探底避险情绪升温，可能性偏低。

行业观点：调结构与抗通胀下的结构型机会

四季度保增长、调结构和管理通胀预期三重目标冲刺阶段，政策着力点将是保符合经济结构调整方向增长点。预计经济增速明年一季度触底，从经济景气和产业链联动的角度看看好早周期的可选消费，而实证检验也发现汽车进入“去库存”初期往往有较佳表现。此外，在因基数和供给冲击导致的通胀预期影响下，消费股将分化，能够抗通胀或者能够转移成本的消费品公司获得更高的超额收益。结合行业季节性的历史表现，建议重点关注汽车、家电、医药、食品饮料；11月中旬之后，地产库存上升降低调控预期，创业板解禁“冲击”结束，关注地产和创业板的投资机会。

成长与并购：特色中药、传媒、商业、儿童消费、软件

成长方向：从人口、制度、科技、信贷、社会五个角度看，具备良好商业模式和集中度较高的供给竞争结构的行业和公司，且未来3-5年有望趋势性转变为利润的行业和公司，包括：品牌中药、传媒、软件、商业、食品饮料、智能标签、军工等。

并购重组：3季度重组市场逐渐升温，年底将进入高潮。重点关注国企集团有明确的发展方向或资产承诺的个股；寻找股本小、股价低、微利且债务包袱不重的壳资源，自下而上挖掘潜在重组机会；重点从重组方承诺重组后业绩和注入资产质量入手，找寻那些被市场忽视的重组股。

目 录

一、市场判断：先抑后仰，震荡上行.....	5
景气与盈利：“周期类”似通缩，“消费类”似通胀.....	5
资金与情绪：结构背离的“兴登堡恶兆”未提示系统性风险.....	9
政策的演绎：周期行业上有顶，消费和新兴产业下有底.....	11
风格的轮换：中长期看小盘股依然占优.....	13
二、行业选择：调结构与抗通胀下的结构型机会.....	18
景气看行业：可选消费与抗通胀的必须消费品.....	18
市场面看行业：超额收益与季节性表现.....	20
四季度行业配置表.....	23
三、成长与并购：特色中药、传媒、儿童消费、软件、军工.....	23
成长股的选择：至上而下的策略视角.....	23
人口趋势：医药、儿童用品、中高档消费.....	24
科技趋势：软件、智能交通、智能电网、节能环保.....	26
制度变革趋势：商业、传媒、八大城市群的基建.....	29
去杠杆趋势：管理服务、数据服务、金融服务.....	30
兼并重组：年底渐进高潮.....	31
地缘政治紧张利好军工主题.....	33

图表目录

图 1 房地产库存压力在 11 月开始体现.....	6
图 2 一线城市成屋去化速度.....	6
图 3 汽车销量.....	7
图 4 汽车库存已经在消化.....	7
图 5 GDP 减速将带动 A 股净利增速下滑.....	7
图 6 工业增加值减速将带动 A 股（非金融）净利增速下滑.....	7
图 7 A 股市场的兴登堡凶兆.....	9
图 8 创新高比例与创新低比例.....	9
图 9 四季度微观资金供小于求（已剔除大股东解禁）.....	10
图 10 不剔除大股东解禁时四季度资金面紧张.....	10
图 11 10 月份资金相对宽松，11、12 月份逐月紧张（剔除大股东解禁）.....	10
图 12 首发限售中大股东解禁与其他股东解禁序列.....	10
图 13 美国市场情绪领先 8 周.....	11
图 14 中国市场情绪领先 4 周.....	11
图 15 中国消费占 GDP 比重逐步下降.....	12
图 16 中国投资占 GDP 比重已经远超同阶段其他国家.....	12
图 17 6-8 月工业增速持续低于 15%，加息概率下降.....	13
图 18 汇改后人民币 NDF 反映的升值预期稳中有降.....	13
图 19 风格轮换的背景下是经济周期驱动的转变.....	14
图 20 美国股市的小盘股与新兴市场超额收益相关.....	14
图 21 07 年以来公募基金市值占比不断降低.....	14
图 22 股指期货开户数增长迅猛.....	14
图 23 创业板解禁高潮在 11 月 1 日.....	15
图 24 创业板 11 月 1 日解禁股东的持有结构.....	15
图 25 高管减持 8 月份创新高.....	15
图 26 08 年市场底部高管密集增持.....	15
图 27 投资时钟.....	19
图 28 汽车库存下降初期整车指数上涨.....	19
图 29 汽车库存下降初期整车相对表现上升.....	19
图 30 汽车库存下降初期零部件相对表现上升.....	20
图 31 房地产库存上升初期房地产指数下跌.....	20
图 32 房地产库存上升初期房地产相对表现下降.....	20
图 33 房地产库存上升初期钢铁、建材相对表现下降.....	20
图 34 汽车行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益.....	21
图 35 家电行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益.....	21
图 36 食品饮料在各月份取得超额收益的概率与平均收益.....	21
图 37 商业行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益.....	21
图 38 医药行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益.....	21
图 39 地产行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益.....	21
图 40 华泰联合预测 2014 年中国步入人口负债期.....	25

图 41 2010 - 2015 年老年化加速.....	25
图 42 未来 5 年人均 GDP 将翻倍.....	25
图 43 刘易斯拐点后日本劳动者报酬提高	25
图 44 未来 5 年 25 - 29 岁适育人口快速增加	26
图 45 未来 5 年 20 - 24 岁适育人口处高位	26
图 46 20 - 29 岁为生育高峰	26
图 47 0 - 4 岁儿童未来 5 年快速增长.....	26
图 48 1996-2000 年科网	27
图 49 目前科技融合和对传统的改造	27
图 50 关于新型消费电子产品的行研推荐	27
图 51 日本转型期化工企业数量逐步下降	29
图 52 日本转型期钢铁企业数量逐步下降	29
图 53 宏观驱动力角度行业划分.....	30
图 54 品牌链	30
图 55 08 年之后企业持续降低杠杆率.....	30
图 56 主要行业外包的比例.....	30
图 57 并购重组指数走势图.....	31
图 58 寻找并购重组投资机会的四大逻辑主线	32

在经济格局没有新的方向可演绎之前，金融市场依然是震荡格局，底部依然是政策底，全球各国政府强力防范经济“二次探底”使得发生系统性风险的概率不大；顶部依然是经济旧模式难以持续，新模式尚未成形。

全球来看，只有美元相对均衡时，全球金融市场的系统性风险降低，否则中国和新兴经济股市回落压力都将存在。如果美欧经济复苏进程趋稳，避险情绪下降令资金追逐风险资产，因此美元币值下降，但资产价格泡沫将令新兴市场国家政策收紧，这一博弈过程仍将反复上演，其对资本市场的影响在于判断双方力度孰强孰弱。而若美元快速升值则意味经济复苏乏力避险情绪升温，可能性偏低。

A股市场四季度走势大概率是先抑后扬，震荡上行。11月中旬之前，通胀压力上升，地产价格上行使得调控预期难以改善，消费和创业板的相对估值偏高，并且面临解禁压力，自由流通市值快速扩张也使得资金供求关系紧张，这些使得市场存在回落的风险。11月中旬之后，经济环比增速触底，通胀阶段性回落，地产库存上升降低了调控预期，房地产机会值得关注。

四季度保增长、调结构和管理通胀预期三重目标冲刺阶段，政策着力点将是保符合经济结构调整方向增长点。预计经济增速明年一季度触底，从经济景气 and 产业链联动的角度看早周期的可选消费，而实证检验也发现汽车进入“去库存”初期往往有较佳表现。此外，在因供给冲击导致的通胀预期影响下，消费股将分化，能够抗通胀或者能够转移成本的消费品公司获得更高的超额收益。结合行业季节性的历史表现，建议重点关注汽车、家电、医药、食品饮料；11月中旬之后，政策明朗或者地产库存上升降低调控预期，创业板解禁“冲击”结束，关注地产、资源品和创业板的投资机会。

一、市场判断：先抑后扬，震荡上行

景气与盈利：“周期类”似通缩，“消费类”似通胀

依照我们宏观组的判断，未来中国经济增速将长期趋落，某种程度上市场也认同了这一点。短期来看，从目前到2011年1季度，经济同比增速仍处于回落趋势，通胀仍处于上行趋势，流动性仍然趋紧（但我们认为汇率波动是一个变量），而今年年底经济增速环比触底，对经济的担忧预期可能提前修复。

从数据来看，目前整体经济仍处于“类滞胀”阶段。与历史上滞胀有所不同，以往大多是像石油危机等供给对整体经济的冲击，但这次“滞胀”更多的是基数原因和供给冲击导致的结构分化，即周期性行业表现偏向于通缩，而消费类行业表现偏向于通胀。在此情况下，在调控通胀预期这一点上，政策可以做的空间有限，我们宏观组认为加息或者非对称加息的预期虽强，但年内推出的可能性微乎其微。

周期行业偏向于通缩，直观表现是工业增加值回落与PPI逐步下行。逻辑在于全球仍处于去杠杆、贸易战、金融监管的三大趋势中，外需下滑，投资也遭遇资源、人力成本等制约，行业大多产能过剩；而消费行业类似于通胀，实际消费增速平稳甚至有所上升，同时自然灾害导致农产品供给略降，在预期强化下成为充裕的资金投机之所。

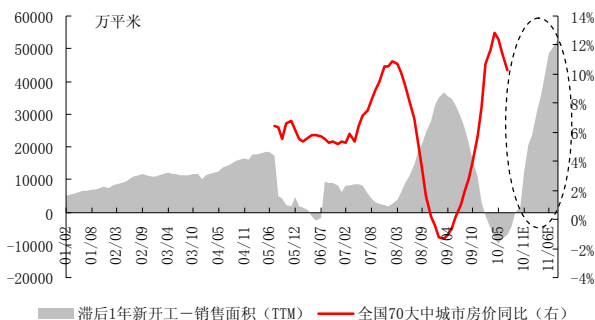
从这个角度看，周期性行业中应该寻找相对抗通缩的行业和公司；而消费行业中应该寻找抗通胀的行业和公司。

表 1 中国宏观数据预测

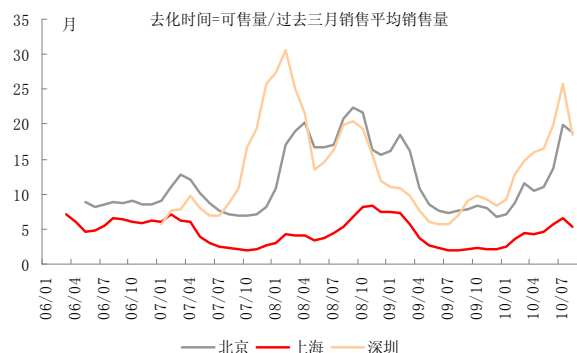
指标	华泰联合预测		市场一致预期	
	2010	2011	2010	2011
GDP (%)	9.5	8.8	9.8	9.0
工业增加值 (%)	14.5	14.0	14.7	11.9
固定资产投资 (%)	23.0	20.0	22.8	19
社会消费品零售总额 (%)	18.1	18.0	18.1	17.4
进口 (%)	30.0	22.0	30.3	16.5
出口 (%)	25.0	15.0	24.8	13.5
CPI (%)	3.0	3.2	3	2.7
PPI (%)	5.0	3.5	5.2	1.9
新增人民币信贷 (万亿)	7.5	7 - 7.5	N/A	N/A
M1 (%)	17.0	18.0	N/A	N/A
M2 (%)	18.9	16.5	18.1	16.5
1年期存款利率 (%)	2.25	2.79	5.49	5.58
美元-人民币	6.75	6.6 - 6.65	N/A	N/A

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

除了通胀和地产价格上行的担忧之外，地产面临库存上升压力也是担忧因素之一。我们通过新开工和销售面积来测试房地产的库存。一般而言，房地产新开工到形成供给相差 12 个月左右，由此我们可以根据上一年的新开工推测未来的房屋供给。8 月商品房销售回暖，当月销售面积达 6,886 万平方米，高于 7 月的 6,466 万平方米。“金九银十”的传统旺季加上大量楼盘推出，商品房的销售望持续，乐观假设 10 年全年销售面积与 09 年相当，即四季度略高于 09 年同期（10 年 9 月 - 11 月 10 年 12 月 16,000 万平方米），同时假设 11 年上半年继续保持销售旺盛（1 - 8 月月均 8,800 万平方米）。根据“新开工（滞后 1 年）- 销售”衡量房地产的库存，TTM 方法测算的结果显示，2010 年 11 月开始房地产将步入“再库存”阶段。从行业研究员监测的一线城市（北京、上海、深圳）成屋去化速度看，随着销售面积大幅反弹目前处于去库存阶段，随着 10 月后大量房屋竣工，将再次出现库存累积。

图 1 房地产库存压力在 11 月开始体现


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

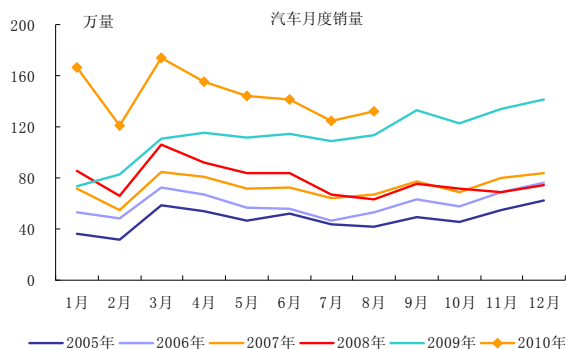
图 2 一线城市成屋去化速度


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

相对地产来说，汽车有较好的比较优势，因为其已经逐渐步入去库存阶段。中汽协数据显示，8月汽车销售132.23万辆，环比增长6.29%，同比增长16.14%，在连续三个月环比下滑之后，我国汽车单月销量终于在8月份出现了反弹，反弹幅度也超过了历史8月的季节性效应幅度。

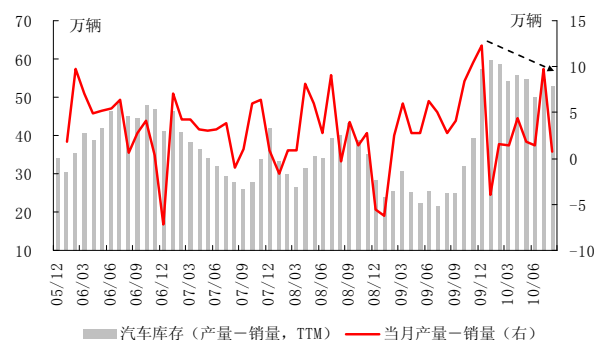
从逻辑上看，经济增速回落往往经历三个阶段，首先是离下游需求最近的可选消费出现库存，带动其资本支出增速回落，使得中游制造业回落，进而使得原材料出现库存。对于经济回落的阶段判断我们首先需要对可选消费进行判断。三季度初，汽车进入库存上升的阶段，目前已进入去库存阶段；四季度将开始面临地产库存上升的压力，房地产库存上升对地产新开工和投资有负面影响，再加上人民币升值和贸易战，将使得中游制造业的景气回落。

图3 汽车销量



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

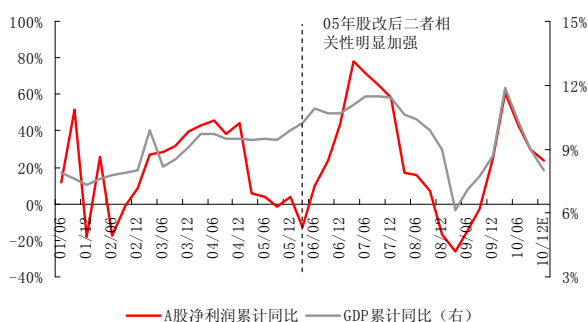
图4 汽车库存已经在消化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

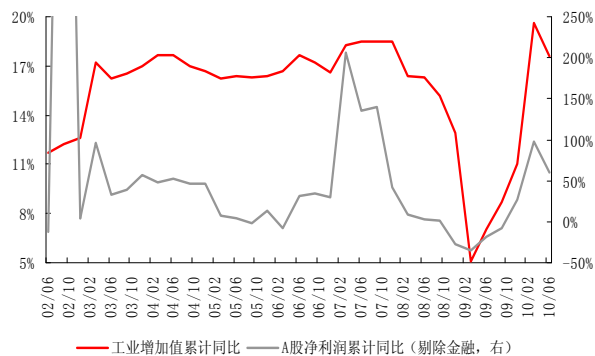
我们对2010年净利润同比增速维持23.72%的预测，但是朝阳永续一致预期沪深300指数31.59%的增速和wind上证A股34%的增速面临下调风险。

图5 GDP减速将带动A股净利增速下滑



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图6 工业增加值减速将带动A股（非金融）净利增速下滑



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

GDP和工业增加值增速回落预示A股净利润增速回落。规模以上工业企业收入及利润增长情况是A股（剔除金融）盈利的重要参考指标，二者历史数据具有较高的相关性。

根据宏观预测 4 季度 GDP 将下滑至 8%，工业增速下滑至 14%，将带动 A 股净利润增速回落。自下而上看，华泰联合行业研究员对盈利预测基本与年中策略持平。对比中期报告时的盈利预测，航运中的集装箱运输超预期，干散货是符合预期的，油运低于预期，集装箱超预期的原因并非在需求端，更多的在供给端，集运船东之间的合作倾向非常稳固。

表 2 自下而上行业研究员盈利预测

行业	净利润增速预测					
	半年度策略报告时预测		目前预测（2010 年 9 月）		变化	
	（2010 年 5 月）					
	2010 E	2011 E	2010 E	2011 E	2010 E	2011 E
银行	18.00%	20.00%	18.00%	20.00%	0.00%	0.00%
保险	10.00%	20.00%	10.00%	20.00%	0.00%	0.00%
证券	-33.50%	14.23%	-33.50%	14.23%	0.00%	0.00%
地产	51.00%	28.00%	51.00%	28.00%	0.00%	0.00%
建材	15.00%	15.00%	20.00%	20.00%	5.00%	5.00%
化工	30.00%	15.00%	30.00%	15.00%	0.00%	0.00%
钢铁	200.48%	34.80%	200.48%	34.80%	0.00%	0.00%
有色	50.00%	25.00%	50.00%	25.00%	0.00%	0.00%
煤炭	30.00%	15.00%	30.00%	15.00%	0.00%	0.00%
电力	-40.00%	20.00%	-40.00%	20.00%	0.00%	0.00%
电力设备	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	0.00%	0.00%
新能源	27.00%	22.00%	27.00%	22.00%	0.00%	0.00%
机械	20.00%	23.00%	20.00%	23.00%	0.00%	0.00%
汽车	20.00%	15.00%	20.00%	15.00%	0.00%	0.00%
通信运营	5.93%	46.09%	0.10%	52.00%	-5.83%	5.91%
通信设备	21.37%	27.77%	22.00%	27.00%	0.63%	-0.77%
电子	168.00%	36.00%	168.00%	36.00%	0.00%	0.00%
计算机	25.00%	28.00%	27.00%	30.00%	2.00%	2.00%
传媒	30.00%	17.00%	30.00%	17.00%	0.00%	0.00%
商贸	27.65%	25.54%	27.65%	30.37%	0.00%	4.83%
旅游	33.50%	26.43%	33.50%	26.43%	0.00%	0.00%
农业	28.90%	25.00%	28.90%	25.00%	0.00%	0.00%
食品饮料	33.00%	23.00%	33.00%	25.00%	0.00%	2.00%
轻工	10.00%	12.00%	10.00%	12.00%	0.00%	0.00%
纺织服装	19.00%	20.00%	19.00%	20.00%	0.00%	0.00%
医药	38.31%	35.82%	35.00%	35.00%	-3.31%	-0.82%
航空	46.00%	19.80%	46.00%	19.80%	0.00%	0.00%
航运	166.92%	44.50%	202.58%	20.09%	35.66%	-24.41%
家电	30.00%	23.00%	33.26%	21.37%	3.26%	-1.63%

数据来源：华泰联合证券研究所

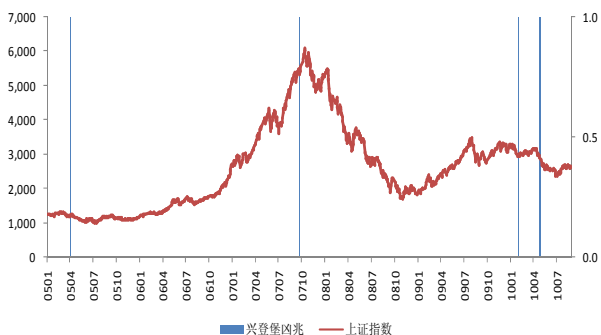
资金与情绪：结构背离的“兴登堡恶兆”未提示系统性风险

市场结构背离对市场趋势信号当下较为时髦的是华尔街盛传“兴登堡恶兆”(Hindenburg Omen)，该指标是数学家米耶卡(Jim Miekka)以1937年在新泽西州雷克霍斯特(Lakehurst)坠毁的著名德国飞艇命名。

“兴登堡恶兆”的出现需要同时满足以下的条件：1、创一年新高的股票与创一年新低的股票同时达到一定比例，国外取2.2%，国内取1.1%（历史经验值）；2、创新高股票数小于创新低股票数的2倍；3、十周线向上；4、McClellan Oscillator指标小于0，该指标为（创新高与创新低的股票数量差的19日移动平均）-（创新高与创新低的股票数量差的39日移动平均）。

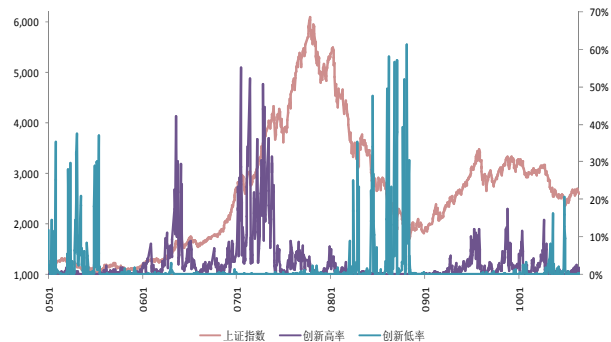
从我们在A股市场的实证来看，05年以来恶兆出现了4次，分别是2005年4月6日、2007年9月24日、2010年2月3日、2010年4月26日，每一次的恶兆出现都伴随着股市的下跌。但目前A股市场并没有“兴登堡恶兆”的迹象：1、9月份以来创新高比例约2%，创新低比例接近0%，创新低比例不够；2、McClellan Oscillator指标仍大于0。

图 7 A 股市场的兴登堡凶兆



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

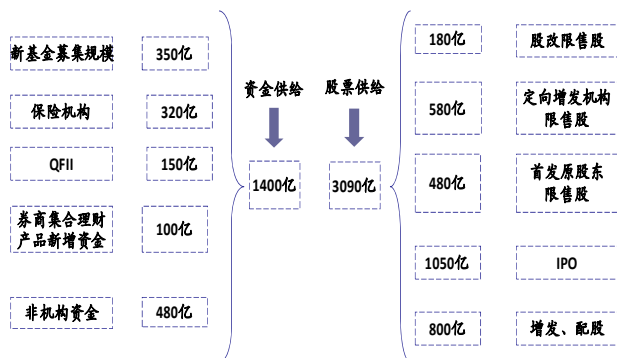
图 8 创新高比例与创新低比例



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

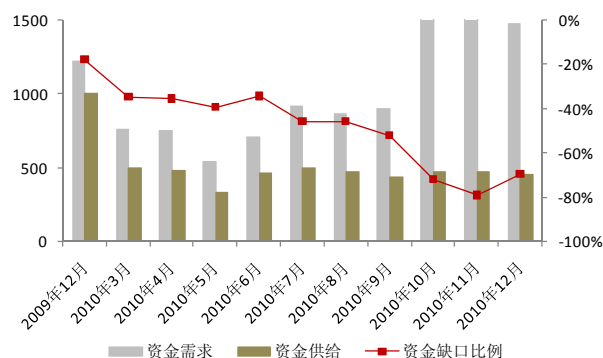
从资金供求总量来看，四季度资金总需求约 3090 亿，资金总供给约 1400 亿，资金缺口为-55%，资金压力环比增大。表面来看 10、11 月的资金压力大，12 月资金压力缓解；但实际上由于四季度主要是大股东减持，而大股东减持概率偏小，剔除大股东解禁之后，10 月是四季度资金面相对较为宽松的一个月份，所以我们也认为，10 月市场回落的话，创新低的概率也偏小。

图 9 四季度微观资金供小于求（已剔除大股东解禁）



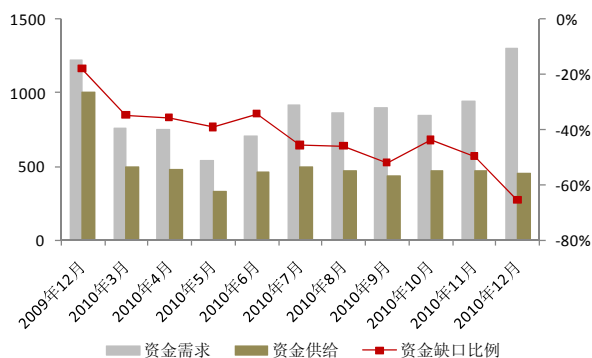
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 10 不剔除大股东解禁时四季度资金面紧张



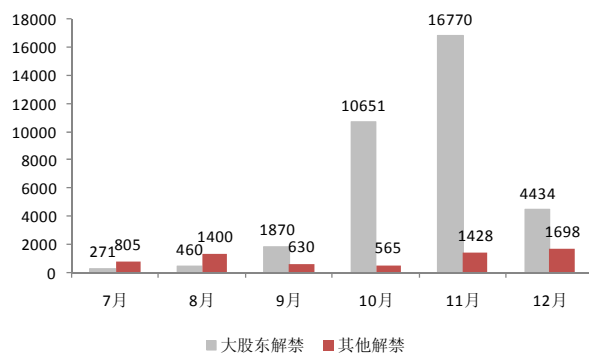
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 11 10 月份资金相对宽松, 11、12 月份逐月紧张 (剔除大股东解禁)



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 12 首发限售中大股东解禁与其他股东解禁序列



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

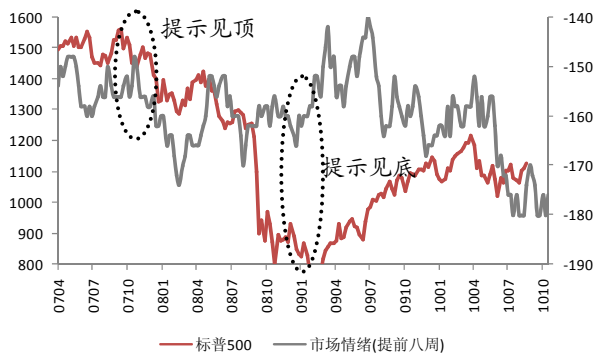
从周期性子行业超额收益所反映的市场情绪来看, 美国市场情绪大幅向下之后, 有好转的趋势, 中国市场情绪好转之后目前相对稳定, 没有明显的方向。我们对于市场情绪的观察是找弹性最高的子行业相对于一级行业的超额收益来测算, 如半导体相对于信息技术、汽车相对于可选消费等。规定7个子行业的相对超额收益变好是1, 变差是-1, 如果4对4, 那么当期市场情绪就是0, 然后把每一期的市场情绪累加, 得到市场情绪的时间序列。实证表明, 美国市场情绪领先股指约8周, 中国市场情绪领先股指约4周, 市场情绪的拐点分别对应着股指的顶部和底部。

表 3 周期性行业超额收益显示中国市场谨慎，环比变化不大

实时监控指标	美国市场	美国市场（上周）	中国市场	中国市场（上周）
半导体/信息技术	↑	↓	↓	↓
汽车/可选消费品	↑	↓	↓	→
机械/工业	↑	↓	↓	↓
金属/原材料	↑	↓	→	→
房地产/金融	↓	→	↑	↑
煤炭/能源	↓	↑	↑	→
小盘股/大盘股	→	↓	↓	↓

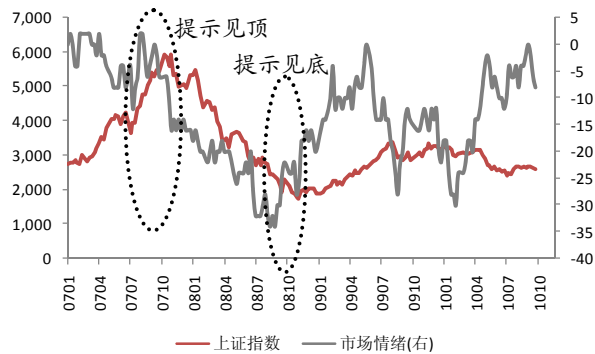
数据来源：Wind，华泰联合证券研究所（美国数据截止 9.17，中国数据截止 9.21）

图 13 美国市场情绪领先 8 周



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 14 中国市场情绪领先 4 周



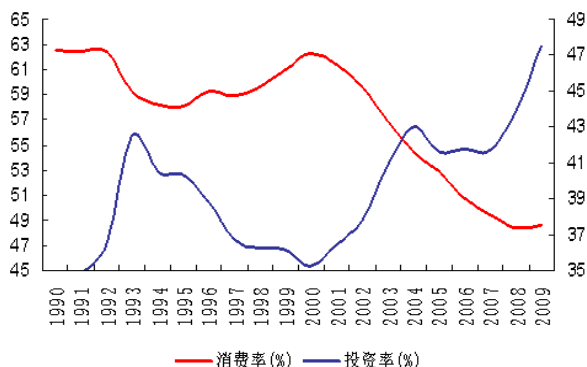
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

政策的演绎：周期行业上有顶，消费和新兴产业下有底

调结构依然是主基调，投资在中国 GDP 所占比重已经远超历史，同样也远高于同阶段的其他国家。消费占 GDP 比重也远低于历史。在资源瓶颈、人力成本和社会文化约束下，投资驱动的经济增长不再如鱼得水。

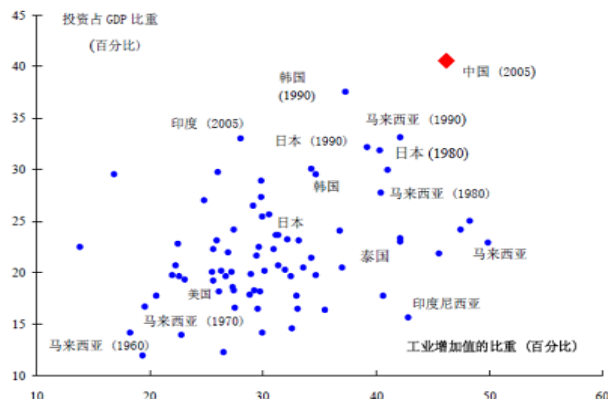
所以周期行业尤其是重工业政策有顶，新兴产业和消费政策有底。如果没有顺利转型，那么政策会强化；如果顺利转型，那么相关行业盈利会逐步改善。10 月份的十七届五中全会是一个重要的时间节点，会议将出台十二五规划纲要的建议，预计结构型的政策会继续强化“均衡”的概念，中国经济的长期发展的短板将被政策一一触及，因此我们对整个四季度市场并不悲观。

图 15 中国消费占 GDP 比重逐步下降



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 16 中国投资占 GDP 比重已经远超同阶段其他国家



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表 4 投资驱动的模式也面临社会文化变迁的制约

以往	未来
国有企业的垄断优势	民间投资破除垄断
国有部门的官僚作风	更多的社会责任和监督
房地产作为支柱产业	高房价引发诸多的社会问题
较大的寻租空间	反腐、民意的觉醒、法治
公民意识淡薄	三鹿、矿难、污染、霸王事件
社会冲突隐性化	社会冲突显性化
国有企业的垄断优势	民间投资破除垄断

数据来源: 华泰联合证券研究所

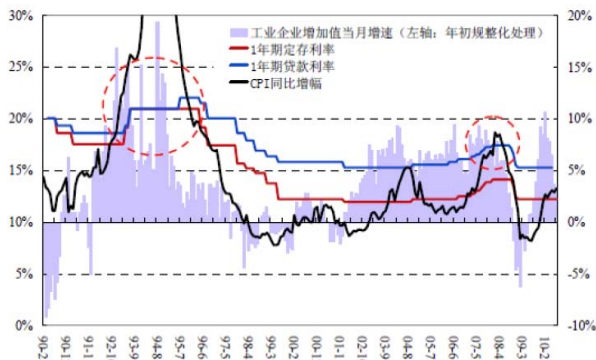
根据宏观组的判断, 政策短期“无为”, 而中期“有为”。对于短期来说, “无为”体现为前期政策思路的延续; 对于中期来说, “有为”体现为调结构的力度会强化。我们宏观组认为短期政策主要:

第一, 货币政策依然坚持数量调控优先。就政策工具而言: 1、加息概率很小; 2、准备金率动用概率也不高; 3、信贷额度控制仍将维持, 全年新增人民币信贷 7.5 万亿的目标应可实现; 4、公开市场操作将成为主要政策选项。

第二, 积极财政政策仍有较大空间。政策方向包括: 1) 落实完成四万亿投资, 由此财政性投资力度加大, 但起到的作用是“托底”, 而非“拉上”(类比 2009 年); 2) 灾后重建等民生支出; 3) 旨在缩小区域发展差距的投资, 如农村水利建设和中西部基础设施建设投资。

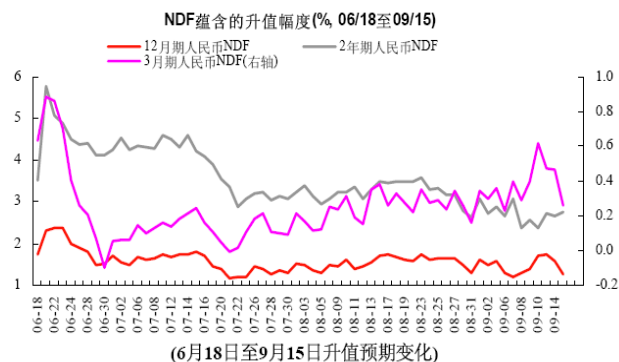
第三, 针对房地产的定向治理力度不会减弱, 不排除有加码的可能。一方面, 抑制投机性需求的措施或将继续出台, 包括: 1、加大现有调控政策(如二套房贷)的执行力度; 2、更严格的土地政策; 3、加强商品房预售款管理。另一方面, 将加大保障性住房建设力度以扩大供给。

图 17 6-8 月工业增速持续低于 15%，加息概率下降



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 18 汇改后人民币 NDF 反映的升值预期稳中有降



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

我们宏观组认为中期政策主要：

第一，关于提高劳动报酬的政策预期。预期将要推出的《工资条例》会朝这方面迈进一步。理由在于：1）《劳动合同法》虽然提高了劳资双方博弈中劳方的地位，保护了劳动者的权益，但是并未触及最核心的提高劳动报酬的问题；2）《最低工资规定》虽然保证了最低工资有一个合理的增长机制，但是该政策仅仅关注到了工资收入接近于最低工资标准的人群，并没有关注到其他更广大的劳动者。

第二，关于提高居民财产性收入的政策预期。我们认为该方面政策的未来方向是进一步督促上市公司特别是垄断性央企建立和完善公司定期分红制度；进一步扩大农民对土地的处分权来让更多农民获得集体土地的增值收益。

第三，关于降低个人所得税的政策预期。我们认为该方面政策的未来方向是进一步提高个人所得税起征点。其理由是《个人所得税修正案草案》虽然提高了个人所得税起征点，但是标准仍然偏低。

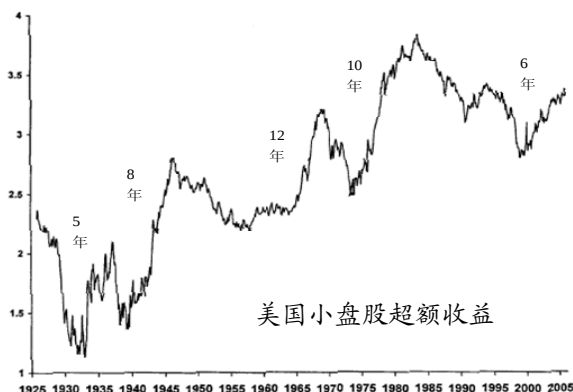
第四，关于降低社保缴款的政策预期。我们认为该方面政策未来方向是提高企业社保缴费的比例，而不是提高政府社保缴费比例。其主要理由是政府倾向于调整居民和企业两者之间的分配关系而不是自己和居民之间的分配关系。

风格的轮换：中长期看小盘股依然占优

小盘股风格依然占优的逻辑在于：（1）全球经济的主要驱动力在新兴市场。因为 A 股历史偏短，以美国股市的风格轮换来看，全球经济以发达国家需求为主要驱动力时，股市风格以大盘股为主；以新兴市场为主要驱动力时，股市风格以小盘股为主；（2）以科技或者新兴产业为主要驱动力的经济周期；从美国历史来看，以地产驱动的经济周期往往偏向于大盘股，而以科技驱动的经济周期往往偏向于小盘股；中国也类似。

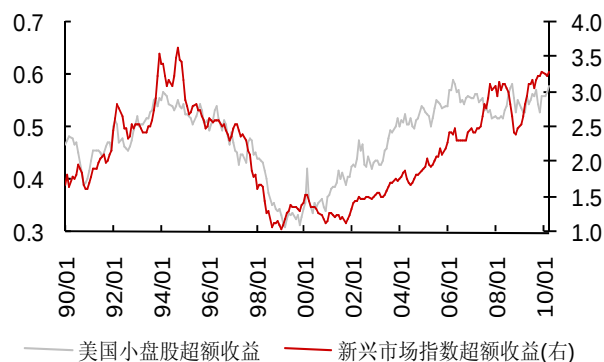
（3）投资者结构的转变。以公募基金、保险为主导的机构投资者占比逐步回落；而以专户、私募、个人、信托等为主的投资者占比逐步上升；（4）股指期货等衍生品的出现使得大盘股的股性减弱。

图 19 风格轮换的背景下是经济周期驱动的转变



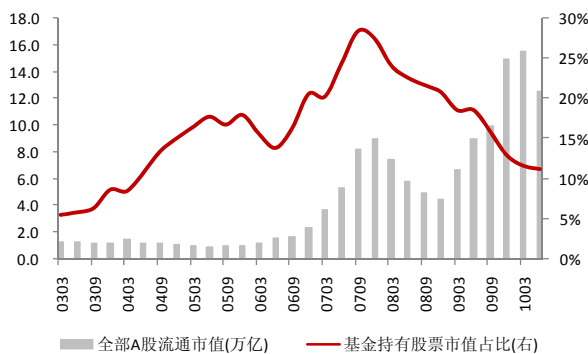
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 20 美国股市的小盘股与新兴市场超额收益相关



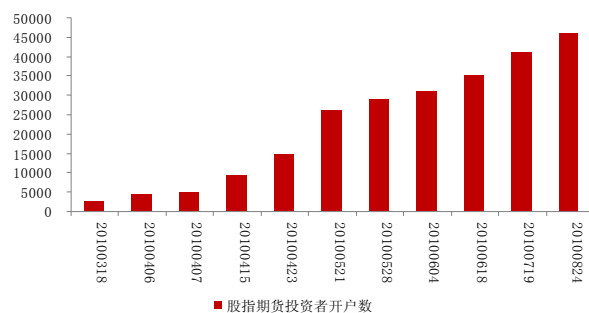
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 21 07 年以来公募基金市值占比不断降低



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

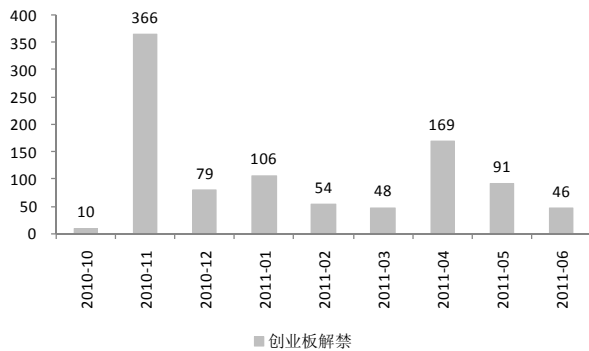
图 22 股指期货开户数增长迅猛



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

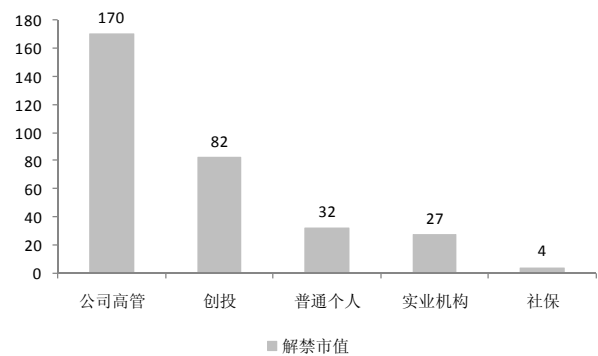
创业板估值高，解禁对估值有一次性冲击，但在景气和政策支持两个力量没有转变之前，创业板也很难从此进入熊市，预期未来依旧是震荡上行。创业板解禁高潮在 11 月 1 日，近期部分创业板高管为了套现股票也提前离职。今年以来有 37 家创业板公司的高管离职，其中 21 家的离职高管是持有上市公司股份的，总市值约 50 亿，其中 11 月 1 日解禁的市值约 2.7 亿。8 月份 A 股公司高管整体减持金额创历史新高，达到 4.5 亿，但是从历史来看，减持并不能预示市场方向，09 年 1 月份高管减持也创下当时的新高，但是之后市场持续反弹。相反，高管增持对市场走势有一定的指导意义，在 08 年市场底部，高管增持频率较为频繁。

图 23 创业板解禁高潮在 11 月 1 日



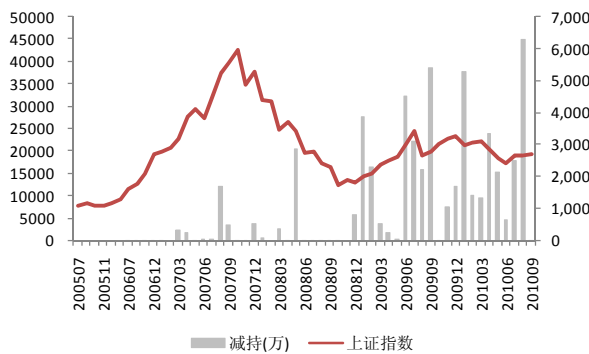
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 24 创业板 11 月 1 日解禁股东的持有结构



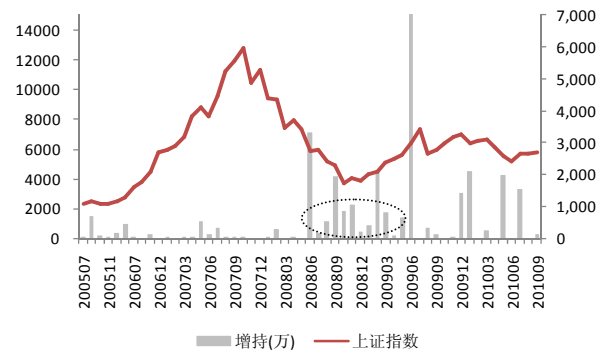
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 25 高管减持 8 月份创新高



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 26 08 年市场底部高管密集增持



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

部分创业板、中小板公司总市值较小，超募资金相对较为庞大，短期负债和应收账款也较小，将总市值减去现金资产再除以净利润，许多公司 10 年在 37 倍以内，11 年 26 倍以内。创业板是否会演绎成为 1996-2000 年的科网泡沫，目前还存在较大的不确定性，至少需要其他催化剂来支撑。科网泡沫的形成有着得天独厚的天时地利人和，创业板与之相比，在全球去杠杆的背景下，缺乏商业化应用使得难以看到短期获利效应的情况下，主要依靠政府投资，难以形成行业景气的正循环。

表 5 创业板、中小板个股按总市值减去现金资产除以净利润 10、11 年分别在 37、26 倍以内的个股

代码	名称	2010/9/20	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	CAGR-2ys/3ys	10 年 P/E	11 年 P/E
300012.SZ	华测检测	26.46	0.46	0.61	0.85	1.15	35%	43.1	31.2
300026.SZ	红日药业	39.01	0.80	1.03	1.35	1.83	31%	38.0	28.9
300031.SZ	宝通带业	20.36	0.48	0.52	0.86	1.31	39%	38.9	23.7
300033.SZ	同花顺	31.6	0.56	0.81	1.12	1.34	34%	39.0	28.3
300035.SZ	中科电气	22.19	0.52	0.79	0.99	1.19	32%	27.9	22.5
300042.SZ	朗科科技	29.2	0.59	0.90	1.21	1.80	45%	32.4	24.1
300043.SZ	星辉车模	28.88	0.49	0.77	1.03	1.79	54%	37.5	28.1

300047.SZ	天源迪科	26.6	0.55	0.78	1.06	1.44	38%	34.2	25.0
300063.SZ	天龙集团	24.5	0.54	0.66	0.82	0.99	22%	37.1	29.8
300066.SZ	三川股份	44.02	1.17	1.32	1.85	2.31	25%	33.4	23.8
300067.SZ	安诺其	18.66	0.43	0.58	0.82	1.13	38%	32.0	22.8
300074.SZ	华平股份	65.38	1.10	1.50	2.10	2.94	39%	43.7	31.2
300078.SZ	中瑞思创	60.98	0.89	1.26	1.71	2.29	37%	48.4	35.7
300079.SZ	数码视讯	47.38	0.88	1.16	1.50	2.22	36%	40.7	31.5
300098.SZ	高新兴	35	0.86	1.09	1.43	1.83	29%	32.2	24.5
002001.SZ	新和成	31.08	2.10	2.67	2.93	3.25	16%	11.7	10.6
002014.SZ	永新股份	19.72	0.72	0.82	0.99	1.15	17%	24.0	20.0
002028.SZ	思源电气	23.8	2.16	0.98	1.13	1.33	-15%	24.4	21.0
002054.SZ	德美化工	20.99	0.73	0.81	0.96	1.15	17%	25.9	22.0
002064.SZ	华峰氨纶	10.8	0.15	0.53	0.62	0.72	70%	20.5	17.3
002082.SZ	栋梁新材	12.26	0.51	0.63	0.77	1.02	26%	19.6	16.0
002088.SZ	鲁阳股份	16.86	0.50	0.77	0.99	1.37	40%	21.8	17.0
002096.SZ	南岭民爆	24.59	0.82	1.01	1.19	1.34	18%	24.3	20.7
002109.SZ	兴化股份	11.12	0.25	0.37	0.51	0.63	36%	29.8	21.8
002122.SZ	天马股份	10.35	0.47	0.54	0.64	0.76	17%	19.2	16.1
002128.SZ	露天煤业	21.25	0.74	1.14	1.41	1.78	34%	18.6	15.1
002133.SZ	广宇集团	6.43	0.33	0.52	0.71	0.99	44%	12.3	9.0
002142.SZ	宁波银行	11.93	0.58	0.82	0.99	1.23	28%	14.6	12.1
002146.SZ	荣盛发展	10.55	0.43	0.64	0.92	1.36	47%	16.4	11.5
002154.SZ	报喜鸟	26.32	0.63	0.83	1.07	1.34	29%	31.5	24.6
002191.SZ	劲嘉股份	10.53	0.52	0.64	0.77	0.90	20%	16.5	13.6
002194.SZ	武汉凡谷	15.16	0.61	0.67	0.82	1.10	22%	22.7	18.4
002208.SZ	合肥城建	12.48	0.35	0.59	0.87	1.05	45%	21.3	14.3
002242.SZ	九阳股份	17.36	0.80	0.88	1.03	1.16	13%	19.7	16.8
002244.SZ	滨江集团	9.68	0.48	0.77	1.08	1.66	52%	12.6	9.0
002247.SZ	帝龙新材	17.7	0.39	0.58	0.80	1.06	39%	30.3	22.3
002254.SZ	烟台氨纶	26.42	0.42	0.98	1.24	1.40	50%	26.9	21.3
002270.SZ	法因数控	18.11	0.43	0.00	0.79	1.02	34%		23.1
002283.SZ	天润曲轴	19	0.47	0.77	1.02	1.30	40%	24.7	18.5
002303.SZ	美盈森	37.05	0.74	0.94	1.48	2.05	40%	39.4	25.1
002328.SZ	新朋股份	17.36	0.50	0.72	0.95	1.41	41%	24.2	18.2
002333.SZ	罗普斯金	14.84	0.40	0.47	0.63	0.86	30%	31.8	23.6
002347.SZ	泰尔重工	22.45	0.61	0.78	1.01	0.76	8%	28.9	22.2
002348.SZ	高乐股份	20.97	0.49	0.61	0.96	1.34	40%	34.3	21.9
002351.SZ	漫步者	32.78	0.74	1.05	1.40	1.68	31%	31.1	23.3
002365.SZ	永安药业	34.45	0.70	1.07	1.37	1.73	35%	32.3	25.2
002406.SZ	远东传动	25.9	0.70	0.88	1.12	1.20	20%	29.5	23.2
002429.SZ	兆驰股份	23.95	0.53	0.93	1.32	1.74	49%	25.8	18.1
002473.SZ	N 圣莱达	30.93	0.34	0.41	0.60	0.78	32%	74.6	51.9

数据来源：华泰联合证券研究所

表 6 创业板与科网泡沫的比较

	科网泡沫的形成	科网泡沫的破灭	创业板
技术周期	69 年互联网技术诞生之后发展缓慢,直到 95 年开始商业化之后,即时通信、www 浏览器、多媒体技术得到广泛应用,超市、银行等商业机构步入互联网,开始建立一种新的生活模式。	2000 年换机潮的退却。新技术例如数据传输技术的创新带来创新性毁灭。例:一条光纤的容量通过 DWDM 技术可以扩大百多倍,造成供给远超需求。	节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料与新能源汽车
政策扶持	1992 年美国总统竞选期间,克林顿首次提出建立信息高速公路,上台之后,克林顿政府也持续致力于鼓励科技研发。同时,90 年代美国财政状况持续好转,结束了 30 年的财政赤字情况,为政府投资提供了充足的资金支持。	克林顿政府向布什政府过渡。民主党的克林顿政府主张政府投资为主导;共和党的布什政府主张私人投资为主导。而进入 2000 年在行业景气回落之后,失去短期赚钱效应,恰逢布什政府提倡的私人主导投资,而私人投资只关注短期,一旦失去赚钱效应,资金就不会继续流入。	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》确定了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料与新能源汽车作为战略性新兴产业,随着十二五规划的临近,后续产业政策呼之欲出。
宏观经济景气	90 年代,美国经济持续快速增长,是历史上景气时间最长的阶段,GDP 平均增速达到 4%;而且期间保持低通胀,平均通胀率只有 2.5%;失业率的不断走低,在 00 年更是达到了 70 年代以来的最低水平 4%。	经济增速快速下滑,失业率大幅上升。	经济转型势在必行,投资率与消费率严重,人口结构老龄化均推动经济转型,转型初期经济增速回落。
行业景气	互联网技术的商业推广促使用户数量成倍增长,从 96 年的 5000 万猛增到 00 年的 4 亿,进一步提升了网络通讯设备商的投资冲动,爆发了前所未有的资本投资,行业景气持续高涨。	订单快速减少,库存大幅增加,中小公司纷纷破产。	作为调结构过程中投资的主要方向,行业景气将得以维持,但是长期来看,需要商业化技术应用才能形成行业景气的正循环。
流动性周期	科网泡沫期间 M2 保持快速增长;资金持续流入导致美元汇率强势上行。	99 年-2000 年美联储连续 6 次加息。欧洲的 3G 拍卖,多国政府从电讯业投资市场中抽去了数千亿资金。	全球进入去杠杆周期。国内的通胀压力导致流动性放松的可能性较小。
股市结构	泡沫初期互联网、计算机、软件类上市公司较少,成为资金追捧的对象,所以即使在高估值的情况下,由于卖空成本非常高,导致卖空机制失灵。	大量网络股 IPO、再融资以及限售股解禁,形成了大规模的股票供给。	创业板保持较快发行节奏,首批上市的公司陆续迎来解禁高峰,股票供给量较大。
市场情绪	泡沫过程中,市场情绪高涨,出现了所谓的“前后缀投资”,更改名称加入网络导向的 63 家公司在变更前 10 天的时间里上涨幅度比同类公司的股价多了 125%。	00 年一季报大幅低于预期,高科技股的领头羊如思科、微软、戴尔等数十亿美元的卖单同时在 3 月 13 日早晨出现。大规模的初始批量卖单的处理引发了抛售的连锁反应-投资者、基金和机构纷纷开始清盘。	由于担心解禁压力,情绪普遍规避创业板。

数据来源:华泰联合证券研究所

二、行业选择：调结构与抗通胀下的结构型机会

四季度保增长、调结构和管理通胀预期三重目标冲刺阶段，政策着力点将是保符合经济结构调整方向增长点。预计经济增速明年一季度触底，而基数、供给共同导致的通胀却未随经济下滑而回落，CPI 在 4 季度回落后明年上半年压力更大，这一点对景气和估值有明显扰动。

但是我们认为在投资主线和行业选择中，以景气为主，而以估值为辅。原因在于景气决定趋势，估值决定波段。周期性行业估值虽低，但其在 GDP 占比、利润占比、市值占比均存在趋势性回落，因此更多是波段机会；消费和新产业估值虽高，但其在 GDP 占比、利润占比、市值占比均存在趋势性上升机会，因此大多是趋势性机会。

表 7 行业的利润占比

时间	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010-06
能源	44.0%	43.7%	37.6%	31.7%	36.4%	38.3%	32.4%	22.6%	20.5%	21.0%	19.4%
材料	12.3%	12.4%	13.1%	13.2%	13.2%	11.5%	12.7%	10.8%	5.3%	3.6%	6.1%
工业	8.8%	9.7%	9.2%	8.1%	9.4%	9.2%	9.7%	12.2%	11.0%	9.4%	11.6%
可选消费	6.2%	4.5%	5.5%	4.9%	2.2%	1.5%	2.3%	3.3%	3.0%	4.8%	5.4%
日常消费	3.2%	3.5%	2.8%	1.6%	1.3%	1.2%	1.5%	1.6%	1.8%	2.1%	2.2%
医疗保健	1.9%	2.0%	2.0%	1.3%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.5%	1.8%	1.5%
金融	11.7%	9.0%	16.9%	30.0%	30.3%	33.2%	36.0%	44.2%	56.2%	53.8%	51.2%
信息技术	3.4%	2.9%	2.5%	1.5%	1.0%	-0.3%	0.4%	0.8%	0.7%	0.7%	1.0%
电信服务	2.3%	3.0%	2.6%	1.5%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%	0.8%	0.3%
公用事业	6.1%	9.4%	7.9%	6.1%	4.5%	3.7%	3.6%	2.8%	-0.5%	2.0%	1.3%

数据来源：华泰联合证券研究所

表 8 行业的总市值占比

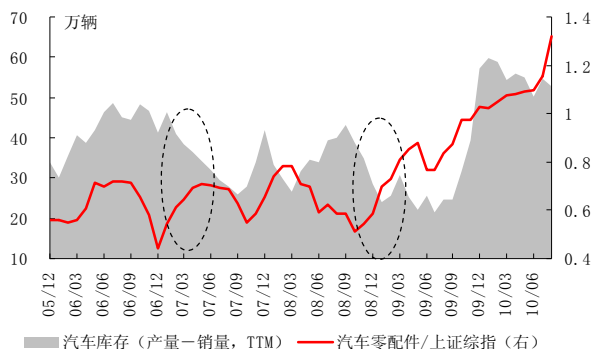
时间	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010-06	2010-09
能源	2.9%	9.5%	9.2%	12.6%	13.4%	15.1%	9.5%	24.7%	21.9%	19.1%	16.3%	14.4%
材料	19.0%	17.1%	16.9%	17.7%	18.1%	16.9%	11.0%	10.9%	10.0%	11.7%	10.9%	11.9%
工业	19.9%	19.3%	19.9%	19.0%	19.7%	18.7%	13.8%	12.8%	13.5%	14.3%	15.8%	16.3%
可选消费	16.3%	15.4%	14.6%	12.6%	11.7%	11.5%	7.1%	5.1%	5.3%	7.1%	7.7%	8.6%
日常消费	7.2%	6.8%	6.6%	5.3%	5.6%	6.3%	4.7%	3.0%	3.7%	4.0%	4.7%	5.4%
医疗保健	4.8%	4.6%	4.7%	3.6%	3.8%	3.6%	1.9%	1.5%	2.3%	2.5%	3.6%	3.9%
金融	13.5%	11.9%	12.4%	11.1%	10.0%	11.3%	44.1%	36.3%	36.4%	34.5%	32.8%	31.5%
信息技术	9.8%	7.7%	6.7%	5.9%	6.7%	5.9%	2.8%	1.9%	2.3%	3.1%	4.3%	4.7%
电信服务	0.0%	0.0%	1.4%	1.8%	1.7%	1.8%	1.0%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%
公用事业	6.7%	7.7%	7.6%	10.3%	9.3%	8.9%	4.2%	3.2%	3.8%	3.0%	3.3%	3.0%

数据来源：华泰联合证券研究所

景气看行业：可选消费与抗通胀的必须消费品

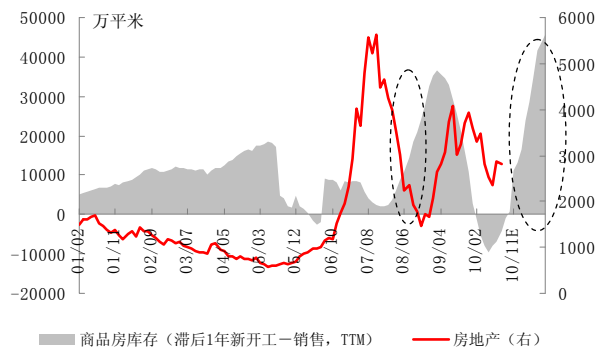
从市场周期来看，目前市场处于震荡筑底的阶段，按照美国市场的经验来看，可选消费和金融相对较优。由于本轮周期与以往不同，仅仅是经济增速下跌进程中的反弹机会，并且地产和汽车库存上升和去库存阶段并不像以前是同步的。

图 30 汽车库存下降初期零部件相对表现上升



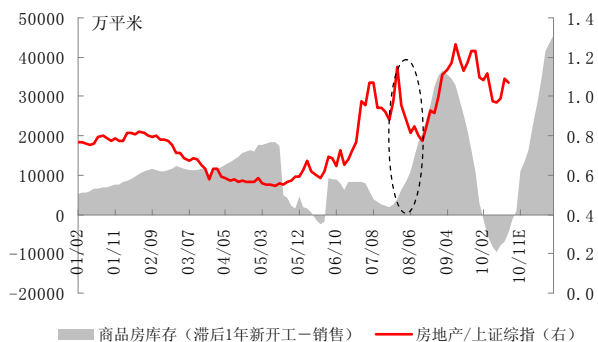
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 31 房地产库存上升初期房地产指数下跌



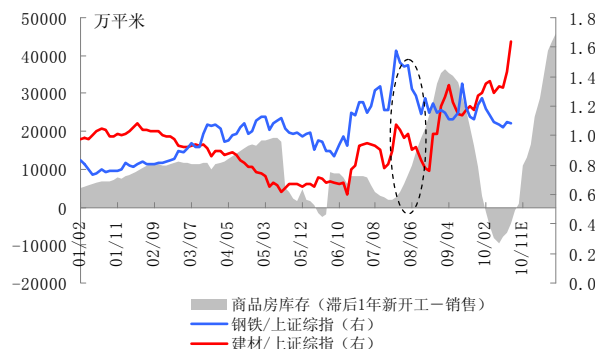
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 32 房地产库存上升初期房地产相对表现下降



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 33 房地产库存上升初期钢铁、建材相对表现下降



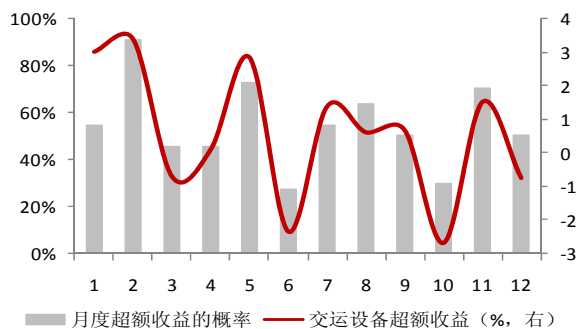
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

市场面看行业：超额收益与季节性表现

从历史的季节性表现来看，在10月份取得超额收益概率较大的行业有：家用电器、医药生物、采掘、公用事业、金融地产；在11月份取得超额收益概率较大的行业有：化工、黑色金属、交运设备、食品饮料、房地产、医药生物、餐饮旅游、信息服务；在12月份取得超额收益概率较大的行业有：食品饮料、医药生物、金融。

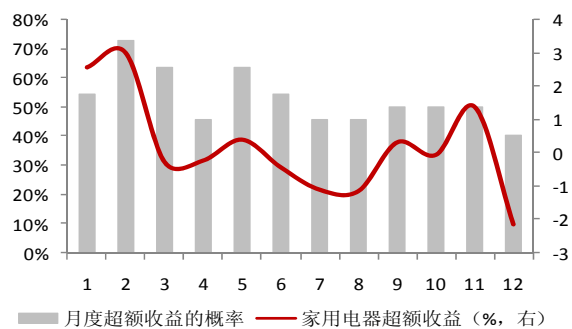
从超额收益来看，周期性行业如地产、煤炭、有色超额收益均低于历史均值，也有向均值回归的趋势。

图 34 汽车行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益



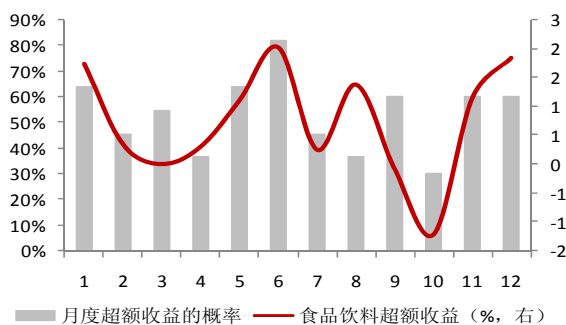
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 35 家电行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益



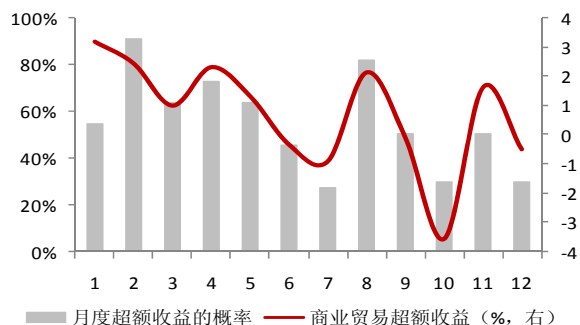
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 36 食品饮料在各月份取得超额收益的概率与平均收益



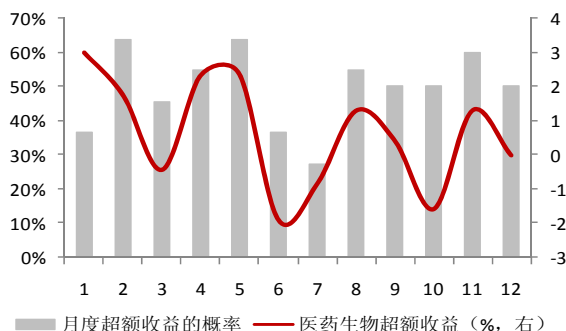
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 37 商业行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益



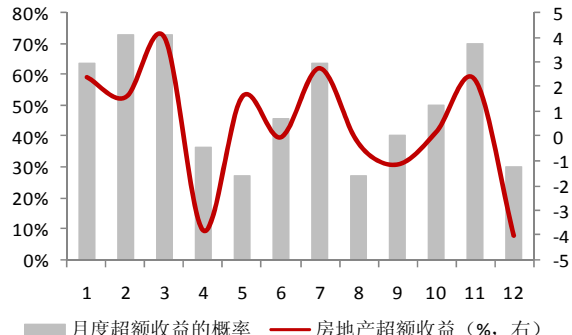
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 38 医药行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 39 地产行业在各月份取得超额收益的概率与平均收益



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表 9 行业的趋势监控

行业趋势	相对超额 收益	长期均值 回归	卖方建议买入增 持比例（本月）	卖方建议买入增 持比例（上月）	季节性表现	机构持仓 （相对基准）	机构持仓均值 （相对基准）
采掘	向上	向上	88%	88%	1,9,6,5	-4.05	2.19
餐饮旅游	向上	向下	86%	86%	1,2,3,8,11		
电子元器件	向上	向下	90%	92%	1,11,2,3	2.36	-0.60
房地产	向上	向上	85%	85%	3,2,1,7,11	-1.32	0.14
纺织服装	向上	向下	88%	88%	2,3,5,7,8	-0.15	-1.43
公用事业	向下	向下	88%	88%	2,4,5,1,11	-1.96	-0.54
黑色金属	向上	向上	89%	89%	1,7,11,2,5	-1.85	0.04
化工	向下	向上	85%	85%	3,11,8,2	0.72	-0.98
机械设备	向上	向下	89%	89%	5,9,2,1	4.48	0.16
家用电器	向上	向下	85%	85%	2,1,11,5		
建筑建材	向上	向下	90%	88%	2,5,11,3		
交通运输	向下	向下	94%	93%	1,2,7,6	-2.04	3.22
交运设备	向上	向下	88%	88%	2,5,11,7,8,9		
金融服务	向上	向上	91%	91%	3,4,6,10,1	-14.58	0.89
农林牧渔	向上	向下	94%	94%	2,8,5,1	-0.22	-0.75
轻工制造	向上	向下	86%	86%	1,2,3,7,8	-0.13	-0.26
商业贸易	向上	向下	74%	72%	2,8,4,1,11	4.76	0.05
食品饮料	向上	向下	88%	85%	6,11,12,1	4.08	1.40
信息服务	向上	向下	85%	84%	1,11,2,12		
信息设备	向上	向下	92%	90%	1,5,2,9,11		
医药生物	向上	向下	80%	79%	2,4,5,8,11	7.22	-0.22
有色金属	向上	向上	93%	93%	2,9,11,7	-1.85	0.04
综合	向上	向下	88%	88%	1,2,5,7,8,11		

数据来源: wind, 华泰联合证券研究所（机构持仓数据取自 10 年基金中报）

四季度行业配置表

对于可选消费，我们建议是汽车、家电、食品饮料、航空等可选消费 和 11 月中旬之后房地产；抗通胀的消费主要是特色中药、品牌食品饮料、商业。

表 10 行业配置

行业	基准权重（沪深 300）	建议权重	超配/平配/低配
农林牧渔	1.54%	1.54%	标配
采掘	3.37%	2%	低配
化工	8.72%	8.72%	标配
黑色金属	2.46%	0%	低配
有色金属	3.62%	2%	低配
建筑建材	3.74%	3.74%	标配
机械设备	5.81%	5.81%	标配
电子元器件	2.08%	1.5%	低配
交运设备	4.43%	13.72%	超配
信息设备	1.92%	0.00%	低配
家用电器	1.42%	5.69%	超配
食品饮料	3.98%	11.94%	超配
纺织服装	1.25%	1.25%	标配
轻工制造	1.05%	0.00%	低配
医药生物	5.14%	13.98%	超配
公用事业	3.42%	2.42%	低配
交通运输	5.07%	0.50%	低配
房地产	5.28%	5.28%	标配
金融服务	27.82%	5.0%	低配
商业贸易	3.47%	11.82%	超配
餐饮旅游	0.53%	2.13%	标配
信息服务	2.96%	0.00%	低配
综合	0.90%	0.90%	标配
总计	100.00%	100.00%	

数据来源：华泰联合证券研究所

三、成长与并购：特色中药、传媒、儿童消费、软件、军工

成长股的选择：至上而下的策略视角

最大的市场成长机会往往来自经济、政策、社会和技术等趋势推动的经济领域变革，因此把握成长股机会的核心便是识别大的可持续趋势，其次是发现将趋势转变为利润的公司或者行业。

对于趋势的识别，我们是从经济和社会主要驱动力来看。影响经济增长的驱动力主要是人口、制度、科技、信贷、社会五个驱动力。

对于行业的选择，能将大趋势转变成利润的公司或者行业往往具有良好的品牌和商业模式，要有较为集中的供给竞争结构，能够抵御成本的结构性和周期性上涨。

表 11 成长股的方向

因素	趋势	行业	良好的盈利模式或供给结构	行业研究员推荐标的
人口	老龄化	医药	特色中药	中恒集团、片仔癀、 众生药业、昆明制药
	儿童人数增加	儿童消费品	儿童类药、玩具、动漫	武汉健民、伊利股份、 星辉车模、高乐股份、 奥飞动漫
	中产阶级增加	高档消费品	汽车、珠宝、旅游	上海汽车、中国国旅、 丽江旅游
制度	外需向内需转变		二三线城市	
	投资向消费转变	传媒和商业	内容和渠道缺一不可	省广股份、王府井
	收入倍增	低端消费品	啤酒、牛奶	青岛啤酒、伊利股份
科技	信息技术融合		行业应用	用友软件、神州泰岳、 恒生电子
		软件	服务主导	华胜天成、东华软件、 东软集团
			物流等商业过程应用	中瑞思创、航天信息、 远望谷
	节能环保	物联网技术	智能交通	银江股份、川大智胜、 赛为智能、大华股份
		能源循环利用	智能电网	中元华电、理工监测、 国电南瑞
		建筑节能	余热利用	烟台冰轮
信贷	去杠杆	照明	地源热泵	汉钟精机
		外包趋势	节能照明	三安光电、乾照光电
			管理服务	蓝色光标、华谊嘉信
社会	美欧经济回落，但政治实力在 高位；新兴经济体经济实力上 升，但政治实力较低		技术服务	天源迪科、华胜天成
		地缘政治	军工	中国卫星、国腾电子、北 斗星通、中国重工、杰瑞 股份

数据来源：华泰联合证券研究所

人口趋势：医药、儿童用品、中高档消费

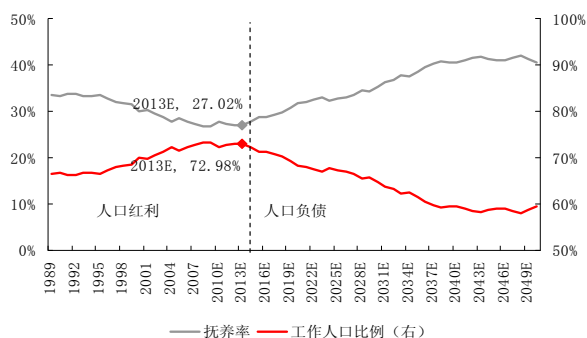
人口老年化进入加速阶段，2015 年 60 岁以上人口将由 2010 年的 2.1 亿上升到 2.6 亿。

中国生育率高峰处于 20-34 岁，其中 25-29 岁最高。未来 5 年 80 年婴儿潮和 90 年婴儿潮均处于生育年龄阶段，处于生育高峰期的人口，即 20-29 岁，尤其是 25-29

岁的适育人口快速增长，由此 0-9 岁儿童人口快速增长，其中 0-4 岁儿童人口增速最快。

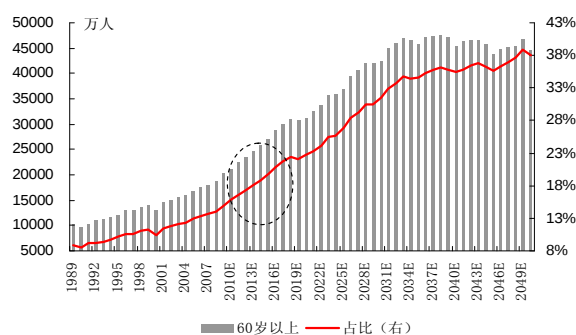
80 后的新兴消费群体和 40 岁左右的富裕消费群正在形成。2006 年储蓄率最高的 40-59 岁占总人口比重超越 20-39 岁成为最高峰人群。根据日本经济转型期经验，人口红利后期劳动者报酬改善。劳动力无限供给状态消失和抚养比上升将导致资本与劳动力生产要素价格的变化出现逆转，劳动者报酬水平客观上将会提高，加上政府“调结构”政策的引导，劳动者报酬改善并形成消费驱动性增长结构将是必然趋势。根据 IMF 预测，2015 年中国人均 GDP 将达 6958 美元，为 2010 年 3404 美元的 2 倍多。

图 40 华泰联合预测 2014 年中国步入人口负债期



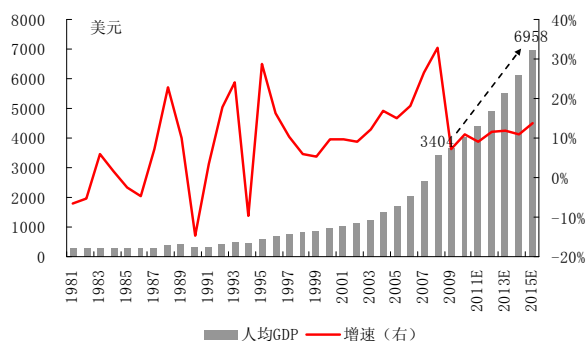
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 41 2010-2015 年老年化加速



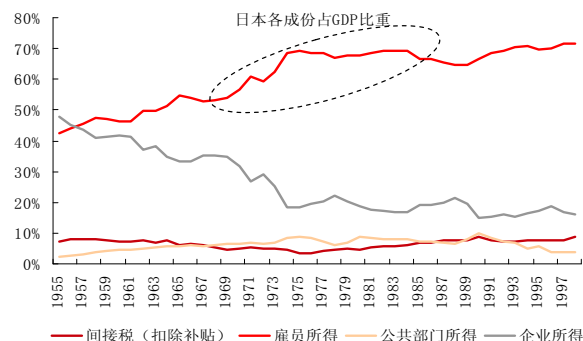
资料来源：联合国，华泰联合证券研究所

图 42 未来 5 年人均 GDP 将翻倍



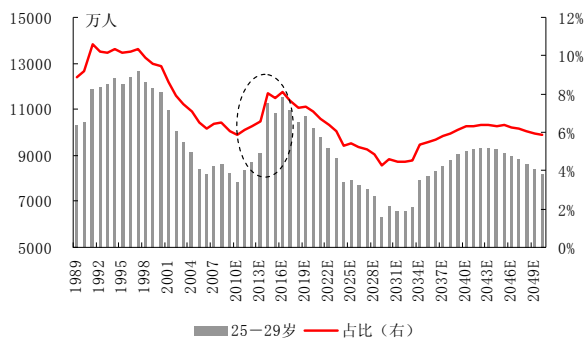
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 43 刘易斯拐点后日本劳动者报酬提高



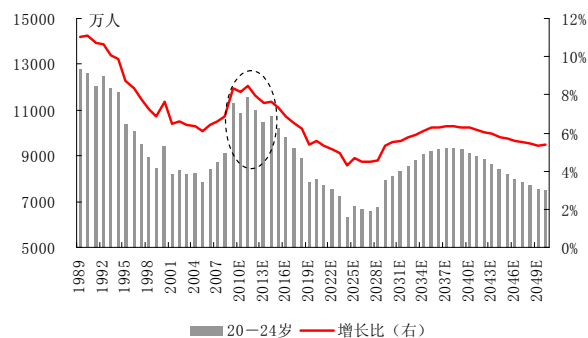
资料来源：IMF，华泰联合证券研究所

图 44 未来 5 年 25-29 岁适育人口快速增加



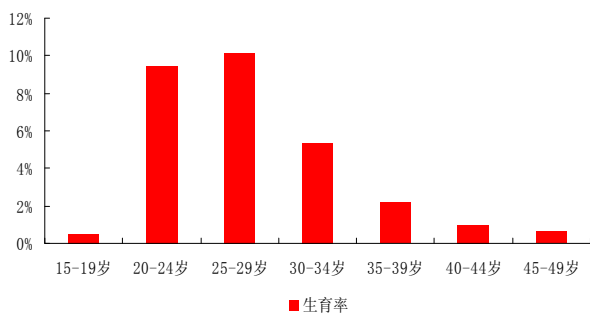
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 45 未来 5 年 20-24 岁适育人口处高位



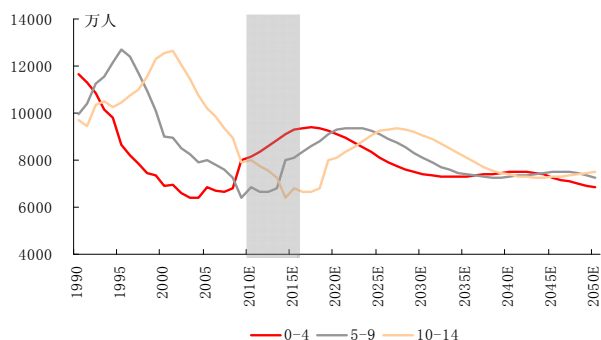
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 46 20-29 岁为生育高峰



资料来源：联合国，华泰联合证券研究所

图 47 0-4 岁儿童未来 5 年快速增长



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

表 12 根据人口趋势的行研推荐

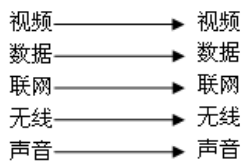
人口趋势	受益行业	相关公司
老龄化	医药（心脑血管药、抗肿瘤药、糖尿病）	中恒集团、片仔癀、众生药业、昆明制药
中产阶级	汽车、旅游	上海汽车、中国国旅、丽江旅游
婴儿潮	儿童医疗、玩具、奶粉	武汉健民、伊利股份、星辉车模、高乐股份、奥飞动漫

数据来源：华泰联合证券研究所

科技趋势：软件、智能交通、智能电网、节能环保

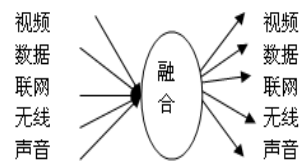
对于信息技术领域，我们看到的并不是类似于 1996 年-2000 年科网泡沫时期的技术革命，更多是原有功能的融合，更多的是利用原有技术对传统行业渗透的行业和公司。因此成长股的选择方向，我们更为偏向：1、软件；2、功能融合之后形成消费电子及相关硬件；3、信息技术在其他行业的渗透，如物联网、智能标签、智能交通、智能电网等。

图 48 1996-2000 年科网



资料来源: ACQUICOR THINDKEQUITY, 华泰联合证券研究所

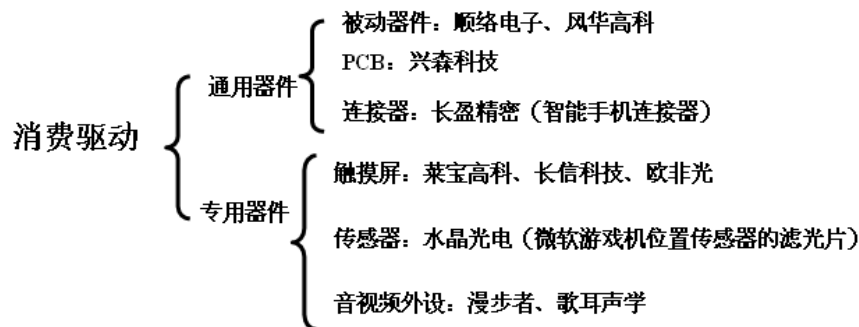
图 49 目前科技融合和对传统的改造



资料来源: ACQUICOR THINDKEQUITY 华泰联合证券研究所

新型消费电子产品相关产业带来的机会。新型消费电子最主要的两大特征是：集成度高、体验性强。集成度高，才能实现便携性，使移动互联网的应用成为可能；体验性，是人类本能对电子产品演进方向的根本要求。智能手机、平板电脑、一体机、电子书等，都是集成度高和体验性强两大趋势催生出的新产品。而消费电子终端产品是通过元器件来实现集成度和体验性的。通过应用片式电感、电容、电阻取代直插式被动器件，以及专用集成电路，来提高集成度；通过触摸屏、传感器等来实现体验性。

图 50 关于新型消费电子产品的行研推荐



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

对于战略新兴产业来说，节能环保、电动汽车、新能源、新材料是最先受益的战略新兴产业。在新能源方面，不管资源价格多少钱，一个根本的问题在于自然资源的储量是有限的。目前油价仍在高位，再加上安全问题，环境保护主义、技术上的突破等一系列因素汇集到一起，最终使得可替代能源成为一个重要的投资主线。

表 13 战略性新兴产业投资推荐

节能减排	股票简称	股价 0910	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	CAGR-2ys/3ys	11P/E
电机节能	大洋电机	32.53	0.46	0.65	0.97	1.62	52%	33.7
	英威腾	98.88	1.28	1.79	2.54	3.53	40%	39.0
	荣信股份	40	0.55	0.78	1.09	1.47	39%	36.8
余热利用	烟台冰轮	17.37	0.32	0.50	0.68	0.89	41%	25.5
地源热泵	汉钟精机	27.5	0.41	0.62	0.88	1.19	42%	31.3

照明	三安光电	50.05	0.32	0.78	1.39	2.00	83%	36.0
	乾照光电	86	0.71	1.12	1.95	2.69	56%	44.1
	浙江阳光	27.76	0.48	0.81	1.07	1.52	47%	25.9
建筑材料	中航三鑫	16.28	0.09	0.23	0.64	1.16	132%	25.4
EMC	延华智能	19.75	0.17	0.00	0.25	0.00	-100%	78.3
	泰豪科技	15.19	0.22	0.41	0.58	0.94	63%	26.2
电动汽车	股票简称	股价 0910	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	CAGR-2ys/3ys	2010PE
锂离子动力电池	当升科技	56.42	0.50	0.84	1.40	2.00	59%	40.2
	多氟多	59.89	0.73	0.88	1.23	1.61	30%	48.6
	路翔股份	38.21	0.17	0.35	0.59	1.55	109%	64.5
	天齐锂业	77.05	0.37	0.48	0.71	0.97	38%	108.4
	赣锋锂业	62.32	0.34	0.44	0.62	0.79	33%	100.7
	江苏国泰	29.82	0.49	0.64	0.82	1.05	29%	36.4
	新宙邦*	46.38	0.56	0.84	1.12	1.48	38%	41.4
	杉杉股份	22.35	0.23	0.79	0.95	1.22	74%	23.4
镍氢电池	科力远	17.67	0.07	0.23	0.47	0.79	127%	38.0
	中炬高新	9.07	0.09	0.19	0.41	0.78	109%	22.3
新能源汽车	曙光股份*	19.78	0.72	0.78	0.99	1.29	21%	20.1
	福田汽车	21.35	1.13	2.02	2.29	2.71	34%	9.3
	安凯客车	12.76	0.08	0.17	0.22	0.00	67%	57.6
新能源	股票简称	股价 0910	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	CAGR-2ys/3ys	2010PE
风电	中材科技*	49.6	0.72	1.07	1.38	0.00	38%	36.0
	银星能源*	14.02	0.15	0.33	0.48	0.83	76%	29.3
	金风科技	20.47	0.78	1.05	1.33	1.66	29%	15.4
核电	东方电气	29.98	0.78	1.11	1.41	1.72	30%	21.2
	南风股份	45.48	0.51	0.91	1.47	2.11	60%	30.9
	江苏神通	36.2	0.39	0.57	0.80	1.08	40%	45.1
	奥特迅	38.86	0.22	0.49	0.72	1.34	82%	54.0
光伏	海通集团	33.48	0.01	1.05	1.28	0.00	1015%	26.2
	南玻 A	15.17	0.40	0.58	0.72	0.97	34%	21.0
生物质能发电	凯迪电力	16.12	0.32	0.55	0.57	0.82	36%	28.1
新材料	股票简称	股价 0910	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	CAGR-2ys/3ys	10P/E
	碧水源	99.28	0.73	1.26	2.22	3.62	71%	44.7
	永太科技	58.98	0.43	0.72	1.36	1.89	64%	43.2
	鼎龙股份	55.24	0.65	0.87	1.69	3.01	67%	32.8
	新宙邦	46.38	0.56	0.84	1.12	1.48	38%	41.4
	回天胶业	63.88	0.77	1.24	1.73	2.31	44%	37.0
	深圳惠程	20.01	0.25	0.28	0.43	0.76	46%	46.7
生物医药	股票简称	股价 0910	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	CAGR-2ys/3ys	10P/E
	华神集团	18.8	0.03	0.07	0.15	0.25	111%	123.4
	兰生股份	19.7	0.04	0.20	0.25	0.35	110%	79.6
	双鹭药业	48.55	0.97	1.31	1.71	2.19	31%	28.4

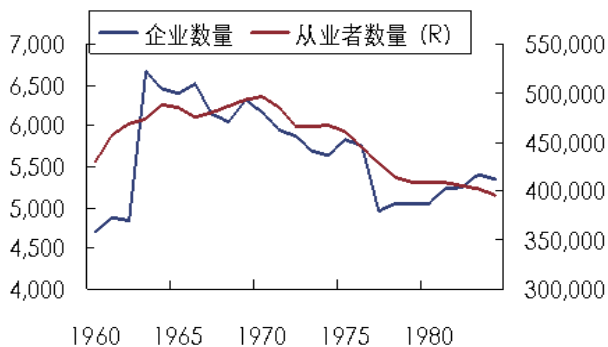
	长春高新	54.17	0.56	0.92	1.21	1.64	43%	44.9
	上海莱士	61.81	0.85	1.25	1.57	2.02	34%	39.4
	天坛生物	25.55	0.43	0.53	0.59	0.67	16%	43.3
	达安基因	14.61	0.16	0.21	0.28	0.38	32%	52.0
	安科生物	25.64	0.29	0.36	0.44	0.55	23%	57.7
	天康生物	19.91	0.43	0.59	0.83	1.05	34%	23.9
	华兰生物	54.49	1.06	1.39	1.63	2.03	24%	33.5
	科华生物	18.31	0.42	0.52	0.68	0.85	27%	27.0
生物育种	股票简称	股价 0910	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	CAGR-2ys/3ys	10P/E
	登海种业	69.99	0.53	1.14	1.70	2.14	59%	41.1
	隆平高科	25.6	0.17	0.25	0.36	0.59	50%	71.3
	中牧股份	26.93	0.58	0.80	0.98	1.15	25%	27.5

数据来源：华泰联合证券研究所（底色部分是最看好的子行业与个股）

制度变革趋势：商业、传媒、八大城市群的基建

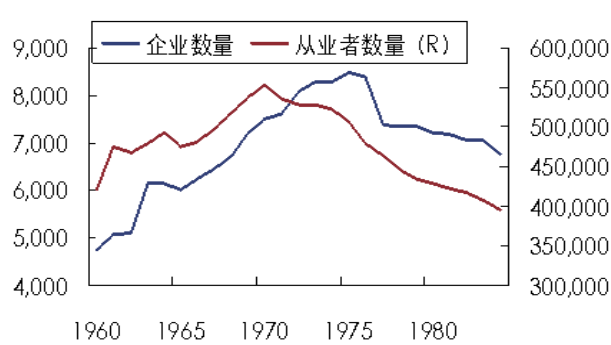
经历了 30 年的高速增长后，2010 年的中国与 1960-70 年代的日本、1980-90 年代的台湾面临同样的困境：人口和资源的制约下依赖重工业的发展模式难以为继，GDP 中投资、消费比重过度失衡，经济面临结构转型。经济转型的前提更多的是制度变革。目前来看，主要有两个显著的趋势：其一是从出口向内需转变，其二是从投资向消费转变。

图 51 日本转型期化工企业数量逐步下降



资料来源：华泰联合证券研究所

图 52 日本转型期钢铁企业数量逐步下降

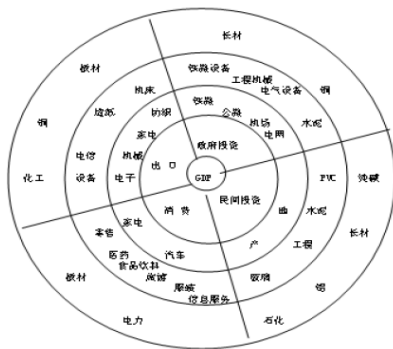


资料来源：华泰联合证券研究所

出口向内需转变的过程中，产业布局也将逐步从沿海向内地扩散，从而使得区域发展走向均衡，关注二三线城市的机会。国家发展和改革委员会秘书长杨伟民表示，以后优先开发的三个特大城市群：环渤海地区（包括京津冀、辽中南和胶东半岛）、长三角地区和珠三角地区；重点发展八大城市群，主要包括：哈长地区、闽东南地区、江淮地区、中原地区、长江中游地区、关中平原地区、成渝地区、北部湾地区。

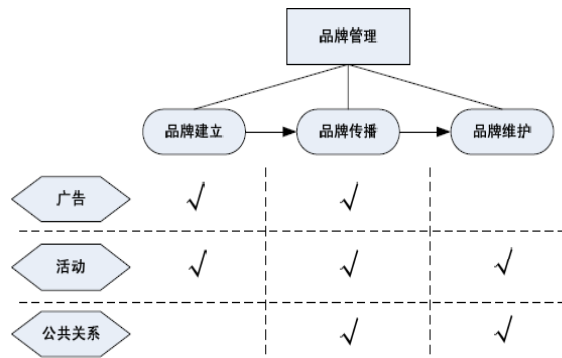
投资向消费转变的过程中，产品数量大幅度增加将带动商业渠道、品牌的价值，也将带动广告量的增加与公共关系公司的市场空间。

图 53 宏观驱动力角度行业划分



资料来源：华泰联合证券研究所

图 54 品牌链



资料来源：华泰联合证券研究所

表 14 制度变革投资标的行研推荐

	代码	名称	10 年 EPS	11 年 EPS	11 年 PE	11 年 PE
商业	600694	大商股份	0.70	1.40	90.4	45.2
	000501	鄂武商 A	0.64	0.78	31.2	23.4
	600828	成商集团	0.40	0.82	52.6	25.7
传媒	600037	歌华有线	0.31	0.36	43.8	37.7
	300058	蓝色光标	0.67	0.98	44.8	30.6
	600458	时代新材	0.86	1.28	44.2	29.7
区域	000610	西安旅游	N.A	N.A	N.A	N.A
	000538	云南白药	1.28	1.67	52.3	40.1

数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

去杠杆趋势：管理服务、数据服务、金融服务

未来两年，全球均处于去杠杆进程中，从管理学的角度，为了提高资金利用效率和资本回报率，往往会带动外包趋势发展，再加上调结构政策催化下，小公司的数量有望逐步上升，商业流程的外包将逐步成为大趋势。从国外经验来看，越是知识密集型企业，为了保持竞争优势，需要外包的工作就越多。

图 55 08 年之后企业持续降低杠杆率

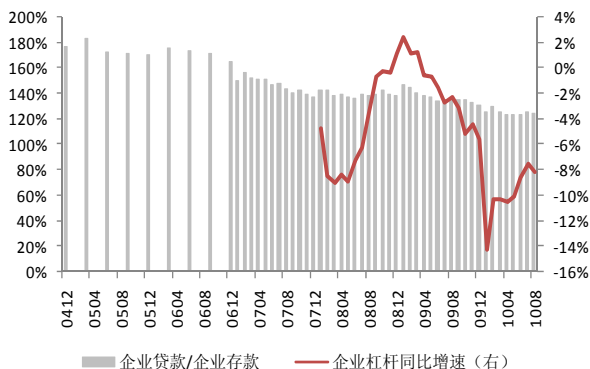
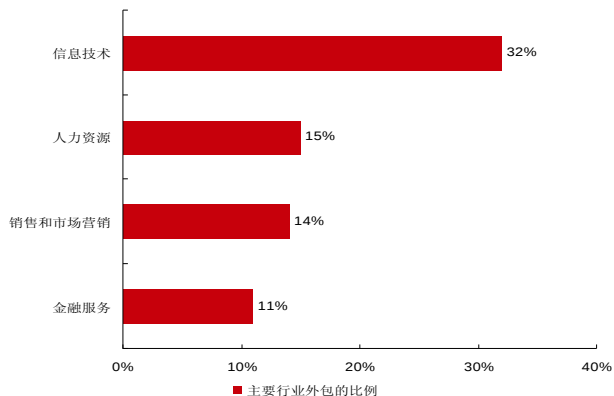


图 56 主要行业外包的比例



资料来源：华泰联合证券

资料来源：CIO magazine

表 15 去杠杆过程中受益外包的投资标的推荐

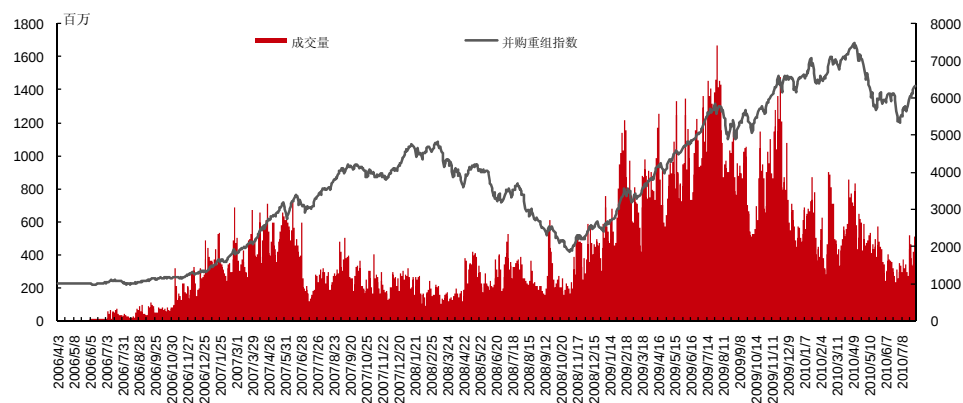
	代码	名称	具体业务	CAGR-2ys/3ys	11 年 PE
管理服务外包	002400	省广股份	品牌管理、媒介代理和自有媒体	34%	36.5
	300058	蓝色光标	公共关系服务	39%	37.8
	300071	华谊嘉信	品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销和企业社会责任	33%	34.2
数据服务外包	600410	华胜天成	综合 IT 服务外包，包括硬件、软件及维护	28%	25.2
	000948	南天信息	银行数据中心外包	24%	25.6
	300047	天源迪科	电信行业数据中心外包	38%	26.1
	600718	东软集团	离岸外包，包括汽车电子、手机 OS	19%	26.6
金融服务	000415	*ST 汇通	融资租赁	44%	20.6

数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

兼并重组：年底渐进高潮

根据华泰联合策略部的并购重组指数来看，一般每年的 2 季度左右是市场的淡季，进入 3 季度后重组市场逐渐加温，年底进入高潮。目前央企、国资整合力度的不断加大，下半年并购重组的大潮将势不可挡。我们看到近期上海国资等整合进程已明显加快，预计下半年伴随着央企整合大限的临近和地方国资整合进入实质阶段，市场上结构性的投资机会将更多地诞生在并购重组个股中。

图 57 并购重组指数走势图



资料来源：华泰联合证券研究所

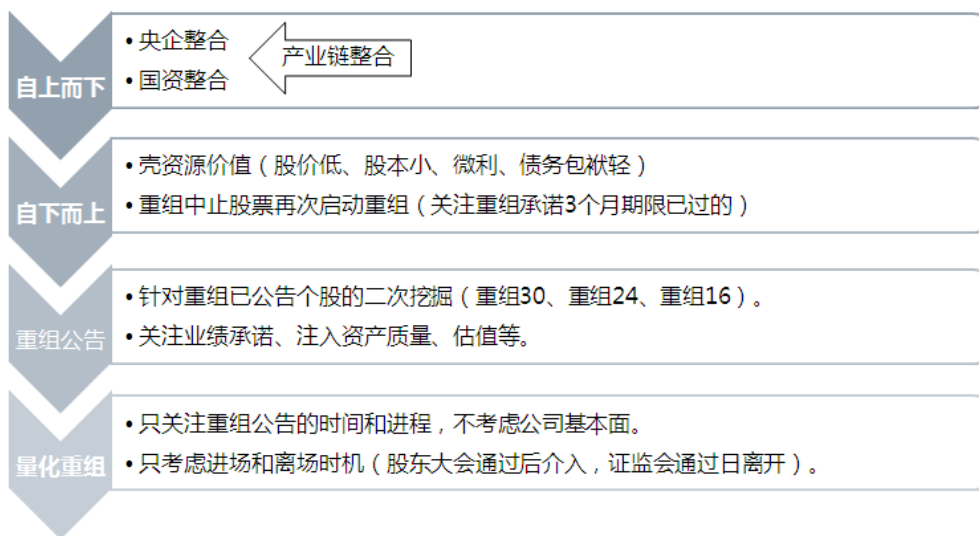
并购重组作为调结构的重要手段被政府高度重视。目前工信部起草的“支持行业兼并重组”政策据悉已上报国务院，涵盖汽车、钢铁、纺织、装备制造、造船、电子信息、石化、轻工、有色、建材十个行业；大力鼓励跨区和跨行业的并购重组，并制定了相关政策理顺机制；鼓励民营资本通过兼并重组等方式进入垄断行业的竞争性业务领域计划消除企业并购重组的制度障碍；同时，国资委等也明确表示，只要能把企业的效

率提高、搞好企业，民营企业、地方国有企业和外资等都可以参与企业的并购重组。

我们认为对于并购重组股票的投资机会可以主要从四个维度探寻：

- 1、**自上而下挖掘潜在重组机会**——关注央企整合、国资整合以及产业链整合的投资机会，重点关注其中国企集团有明确的发展方向或资产承诺的个股。
- 2、**自下而上挖掘潜在重组机会**——寻找股本小、股价低、微利且债务包袱不重的壳资源，同时对所有重组公告但是中止的个股逐一分析，此维度下能够从自下而上的角度较大概率找到潜在优质重组股。
- 3、**重组公告股票的二次挖掘**——很多股票尽管发布了重组公告，但实际上并未被市场完全认识，股价仍被低估，此维度重点从重组方承诺重组后业绩和注入资产质量入手，找寻那些被市场忽视的重组股。此维度下我们曾成功挖掘了中工国际、西南合成等股票。
- 4、**量化投资重组股**——不考虑公司基本面，只关注重组股的进程公告时间，此投资策略我们建议在股东大会通过公告日的第二个交易日进场，证监会批准日离场。

图 58 寻找并购重组投资机会的四大逻辑主线



资料来源：华泰联合证券研究所

央企整合正如火如荼，地方国资不甘示弱。离央企整合 2010 年要减少至 100 家内的最后期限只剩不到 4 个月，而很多前期已经预沟通并做了较多铺垫工作的央企单位，后续会有实质的重组动作出来。上半年至今央企家数只减少了 6 家，而余下不足 4 个月的硬指标是 23 家。国资委曾明确提出到 2010 年央企要调整和重组至 80-100 家以内，其中 30-50 家为具有国际竞争力的大企业集团。要求央企至少必须在规模上做到行业前三名，对于达不到要求的将进行强制重组。而到 2013 年，中国国资体系将实现大洗牌，央企数目缩减至 30-50 家，地方国企总数亦不超过 1000 家。2010 年注定将成为央企及地方国资整合进入高潮的一年。

通过我们对于央企、地方国资及产业链整合的三大维度的梳理，建议可以重点关注以下公司：

表 16 各维度建议重点关注潜在并购重组上市公司

筛选维度	建议关注上市公司
科研院所维度	有研硅股、北矿磁材、烽火通信
央企规模排名靠后维度	ST 重实、*ST 中房、新兴铸管、彩虹股份
行业板块整合维度	
军工	航天电子、航天机电、银河动力、中国嘉陵
电网、电力	平高电气、许继电气、国电南瑞、文山电力
煤炭、有色	天地科技、北矿磁材、中色股份、金瑞科技、国投新集
电信	中卫国脉、华东科技、上海贝岭
石油、石化	岳阳兴长、大庆科华、石油济柴、泰山石油
汽车	东风科技、一汽富维
钢铁、机械	轴研科技、*ST 北人、常林股份、林海股份、晋西车轴、中钢天源、南钢股份
化工	丰原生化、南风化工、兰太实业、*ST 新材
商贸	武汉中百、鄂武商 A
医药	万东医疗、双鹤药业、现代制药、一致药业、国药股份
其他	SST 中纺、中成股份、重庆路桥、中材国际、渤海物流
重组中止维度	太工天成、美利纸业、上海梅林、海鸟发展、国投新集、银河动力、北海港
上海国资整合	上海机场、新世界、上工申贝
重庆国资整合	涪陵电力、上海三毛、西南证券、重庆路桥、太极集团、桐君阁、西南药业
其他地方国资整合	星湖科技、广弘控股、江苏舜天、光华控股、湖南海利、*ST 祥龙、武汉控股

资料来源：华泰联合证券研究所

地缘政治紧张利好军工主题

对于军工板块，我们建议把握两条主线：第一，资产整合。第二，受益于十二五规划和战略性新兴产业等政策扶植，成长性良好的卫星导航、海洋工程子行业以及未来成长空间巨大、有短期刺激因素的通用航空子行业。

1、资产整合

军工行业的资产重组已经拉开序幕，但是主要军工集团尚有较多资产尚未注入相关上市公司，未来进一步注入相关军工资产的可能性较大。我们认为随着军工资产证券化的推进，四季度的投资机会将会凸显。

军工资产整合我们首选中航工业集团旗下的上市公司。根据中航工业集团的规划，到 2012 年，所有子公司将完成整体上市。目前除了西飞集团、中航电子、中航重机、中航精机整体上市已经接近完成之外，后期比较重大的重组个案还有洪都航空、哈飞

股份。其中洪都航空是中航防务子公司整合平台，哈飞是中航直升机子公司整合平台，这两家公司定位清晰，母公司未上市资产都超过上市公司两倍，并且业务在中航集团中是最具有成长性的。同时东安黑豹也可以关注。

其次，我们认为兵器集团下的新华光、兵装集团下的中国嘉陵、中国核工业集团下的中核科技都值得关注。

2、卫星导航、海洋工程和通用航空业

卫星导航：我们长期坚定看好卫星导航行业，根据中国卫星导航系统专项管理办公室主任冉承其的预测，未来10年卫星导航产业的年复合增长率达50%，到2020年产值达4000亿，成长空间巨大。同时卫星导航关系到国防安全，受益于政策的扶植，已经被列入十二五规划。卫星导航的商业化应用进一步提升了其未来的发展空间。我们建议关注中国卫星、国腾电子和北斗星通。短期刺激因素：探月计划全速推进，“嫦娥二号”整体已经被送往西昌卫星发射中心，整装待发，预定在10月发射。

海洋工程：海洋工程已经被列入战略性新兴产业规划，受益于国家政策的重点扶植。同时，我们认为南海争端以及近期的黄海军演都表明我国的发展的道路充满了挑战，发展海洋工程刻不容缓。另外，海底丰富的自然资源也是我们发展海洋工程的重要原因之一。我们建议关注我国海军装备最大的供应商中国重工和受益于海底资源开发的杰瑞股份。

通用航空：2010珠海航展即“第八届中国国际航空航天博览会”，将于2010年11月16日至21日在珠海举行，我们认为在此利好消息的刺激下，相关个股会迎来交易性机会，建议关注哈飞股份、洪都航空。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com