

月度策略 深度报告

2010 年 11 月 8 日

布局通胀与政策推动

——2010 年 11 月 A 股投资策略

相关研究

《脱离窄幅振荡格局，阶段性反弹可能性渐增》---2010 年 7 月份 A 股投资策略

《蜕变期也会有阵喜》---2010 年中期 A 股策略

《政策预期的摇摆可能伴随系统性的机会与风险》---2010 年 3 月 A 股投资策略

策略分析师

单磊

SAC 执业证书编号:
S0850208070553

电话: (021) 23219428

Email: shanl@htsec.com

● **国内外经济与金融环境总体上有利于 A 股市场。**美国经济当前处于复苏进程中的重要阶段，第一轮的货币扩张效应减退，经济面临再次下滑。为此，美联储必将第二轮量化宽松政策贯彻执行到底，直到经济彻底成功复苏。此大背景为世界经济、全球股市与商品市场奠定了基础动力，同时也带来严重的通胀隐患。国内方面，在对房地产严厉调控的背景下，前三季度 GDP 取得 10.6% 的增长，全年增长有望达 10%。中国经济的复苏与高速运行毋庸置疑，经济管理的重心已经由保增长转向预防通胀。国内经济的基本面同样支持股市的趋势性上行。

● **当前存在的系统性低估构成中长期看多 A 股市场的核心基础。**我们认为当前市场存在两个重要系统性低估。其一是出于对人口红利减退以及经济结构调整所可能导致中国经济高速增长持续性的担忧所导致的对 A 股市场整体估值的系统性低估；其二是出于对经济结构调整、房地产调控所造成的传统的增长动力投资与出口未来增速放缓的过度担忧，由此造成对周期类板块的严重低估。此外，全球性新一轮流动性释放压力以及社会储蓄与投资资金从房地产领域向股市的可能性转移构成未来股市上行的货币推动因素。

● **通胀主线构成未来板块表现差异的重要推动力。**通胀可能构成未来经济运行与证券市场关注的热点和焦点。由此我们推荐通胀受益板块作为重点关注和配置对象，主要包括食品饮料、农林牧渔、医药、商业零售；金融（保险、证券、银行）、能源（煤炭、石油石化）、有色金属等。

● **关注政策推动与超预期、人民币升值以及季节性旺季与景气周期因素的影响。**十二五规划构成当前中国经济与证券市场的另一重要热点。围绕政策面的调整及超预期等因素，我们推荐关注建筑工程、建材、高端设备制造、造纸、化工、战略新兴产业。基于人民币升值预期以及季节性旺季推动和景气周期因素的考虑，建议关注航空、房地产、家具、家电、电子元器件等行业的未来市场表现。

● **最后，通过综合评估行业的基本面与估值因素，给出量化的行业组合配置建议表。**

目录

1. 海外市场分析	5
1.1 金融市场快览	5
1.2 美国经济	7
1.3 美国货币政策	9
1.4 金融市场前瞻	10
2. 国内宏观与金融环境分析	11
3. 对A股市场的总观点与投资思路	15
3.1 A股估值与市场总观点	15
3.2 系统性低估之一：市场对中国经济高速增长持续性的担忧	15
3.3 系统性低估之二：市场对周期类板块的不正常冷遇	18
3.4 配置思路	19
4. 行业配置主线一：通胀受益	19
5. 行业配置主线二：政策推动与超预期	20
5.1 规划调整与超预期	21
5.2 节能减排与淘汰落后产能	21
5.3 政策倾斜战略新兴产业	23
6. 行业配置主线三：人民币升值	23
7. 行业配置主线四：季节旺季与景气周期	24
7.1 冷冬与消费升级推动纺织服装销售	24
7.2 房地产销售后周期推动家具、家电与电子元器件的热销	25
8. 行业组合配置表	26

图目录

图 1 美元三个月LIBOR利率走势 (%)	5
图 2 日元三个月LIBOR利率走势 (%)	5
图 3 欧元三个月LIBOR利率走势 (%)	5
图 4 美元指数走势	5
图 5 人民币对美元汇率走势	6
图 6 国际原油期货价格 (美元/桶)	6
图 7 CRB指数走势	6
图 8 道指走势及其PE估值变动	7
图 9 美国GDP季度同比 (%)	7
图 10 美国GDP季度环比 (%)	7
图 11 美国实际消费季度同比 (%)	8
图 12 美国实际投资季度同比 (%)	8
图 13 美国实际库存季度增减变动 (十亿美元)	8
图 14 美国设备利用率 (%)	8
图 15 美国月度CPI同比 (%)	8
图 16 美国月度失业率季调 (%)	8
图 17 美国M1与M2同比增速 (%)	9
图 18 美国货币扩张与消费信贷增速 (%)	9
图 19 美国贸易赤字与美元汇率	9
图 20 美国国内企业利润增长波动	10
图 21 美国企业海外利润增长变动	11
图 22 中国季度GDP同比 (%)	12
图 23 中国城镇固定资产投资累计同比 (%)	12
图 24 中国出口与进口月度同比增速 (%)	12
图 25 中国月度贸易盈余 (十亿美元)	12
图 26 中国CPI同比增速及利率变动 (%)	13
图 27 中国狭义货币与广义货币月度同比增速变动 (%)	13
图 28 信贷推动M1增长波动 (%)	13

图 29 超额货币投放催生通胀	13
图 30 通胀与货币	14
图 31 市场整体PE估值 (TTM)	15
图 32 大小盘指数不同PE估值之波动 (TTM)	15
图 33 中国人口年龄构成 (2010 年)	16
图 34 中外各国之城市化率 (%)	16
图 35 各国 60 岁以上老人所占人口比重的变动	17
图 36 代表性消费类板块估值 (TTM)	19
图 37 代表性周期类板块估值 (TTM)	19
图 38 食品推动CPI上行	20
图 39 CRB指数走势	20
图 40 国际玉米期货价格 (美分/蒲式耳)	20
图 41 国际小麦期货价格 (美分/蒲式耳)	20
图 42 国际大豆期货价格走势 (美分/蒲式耳)	20
图 43 国际白糖期货价格 (美分/磅)	20
图 44 非金属矿业及其制品业固定资产投资完成额月度累计同比 (%)	22
图 45 中国造纸业万元产值化学需氧量COD排放强度 (吨/万元)	22
图 46 中国民航客座率	23
图 47 中国民航飞机利用率 (平均日飞小时数)	23
图 48 国内航班票价指数	23
图 49 涂布杂志纸价格 (欧元/吨)	23
图 50 国际纸浆价格 (NBSK, 欧元/吨)	24
图 51 国内纸浆价格 (BHKP, 元/吨)	24
图 52 服装出口及国内产量月度累计同比增速 (%)	24
图 53 房地产销售对相关行业的拉动与时滞 (同比增速, %)	25

表目录

表 1 股市与楼市吸纳超量货币发行之流动性	14
表 2 各省市人均GDP变动（美元）	18
表 3 行业组合配置表（2010 年 11 月）	26

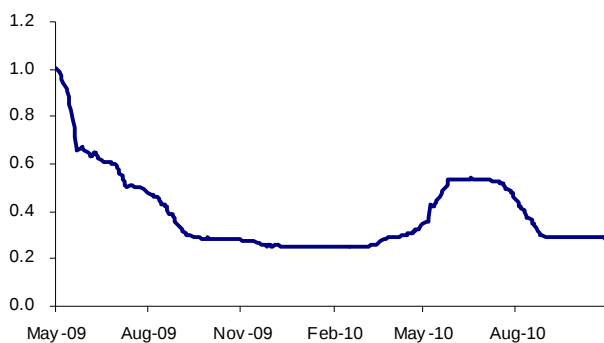
1. 海外市场分析

1.1 金融市场快览

● 货币与外汇市场

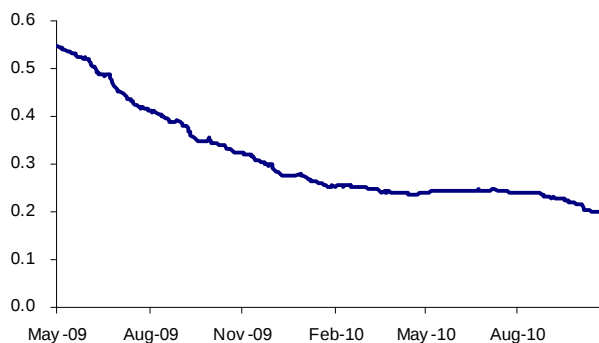
国际金融市场最大冲击性事件是美国和日本所启动的第二轮量化宽松政策，日本央行更是抢先于美联储议息会议之前宣布降息，以减缓日元升值压力。美国和日本的再次货币松动助涨了商品价格，增大了全球通胀压力。当前世界主要经济体的货币政策呈现显著分化：美国、日本奉行继续低息和量化宽松以及和本币贬值政策，中国、欧盟则对货币宽松保持谨慎。中国迫于资产泡沫压力（主要是房地产）以及通胀压力而于上个月突然宣布加息，启动新一轮加息周期；欧元区则继续以通胀为唯一管理目标，面对通胀压力而保持货币政策的保守性。

图 1 美元三个月 LIBOR 利率走势 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10）

图 2 日元三个月 LIBOR 利率走势 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10）

图 3 欧元三个月 LIBOR 利率走势 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10）

图 4 美元指数走势

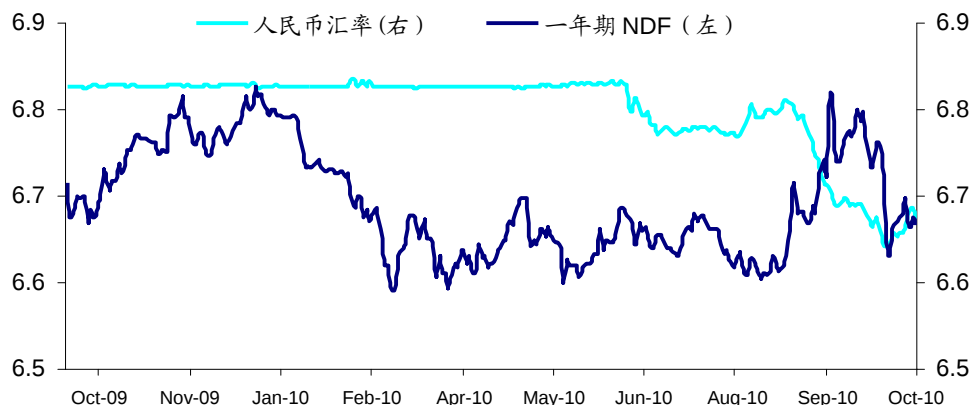


资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10）

主要经济体大相迥异的货币政策取向导致市场对欧元、人民币的利率走势和汇率均产生上行预期，对美元、日元利率和汇价保持看空。该趋势有望继续维持。如此将深刻影响全球外汇市场、商品市场、股票市场。

自七月份以来，人民币的波动区间和幅度明显加大，人民币汇率的灵活性也显著增强。在美元贬值、全球通胀压力不断上升的大背景以及中国经济自身所要求的对内、对外调整经济结构和经济增长方式的背景下，预计将来人民币的汇率弹性和灵活性将继续增强，人民币升值的外在压力和内生性需求均在提升。由此将对中国的货币政策、资产价格和国际资本流动带来深远影响。同时也将对 A 股市场的不同行业和板块产生不同的结构性影响差异。

图 5 人民币对美元汇率走势



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

● 商品与股票市场

在世界经济继续保持温和复苏和正常波动的背景下，商品市场和股票市场的牛市基础仍在。主要经济体货币政策的调整和差异提供了商品市场与股票市场正常波动与调整的契机。新一轮的美元量化宽松政策加之今年连续的气候异常和旱涝灾害导致全球大宗商品价格不断上涨，尤其是农产品价格近期急速飙升，推动了世界各国尤其是发展中国家、新兴经济体的通胀水平。

图 6 国际原油期货价格（美元/桶）



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10.29）

图 7 CRB 指数走势



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10.29）

原油和农产品价格的上涨虽然也推动了美国的通胀，但美国经济和股市从中的受益更大：

美国是世界上最大的石油消费国同时也是重要的石油生产国和重要储备国，且对中东和 OPEC 有着较强的控制力；能源板块占据美国股市重要市值比重。因此温和的油价上涨对美国经济的负面影响较小，对美国股市、虚拟经济财富、上市公司盈利增长贡献显著。

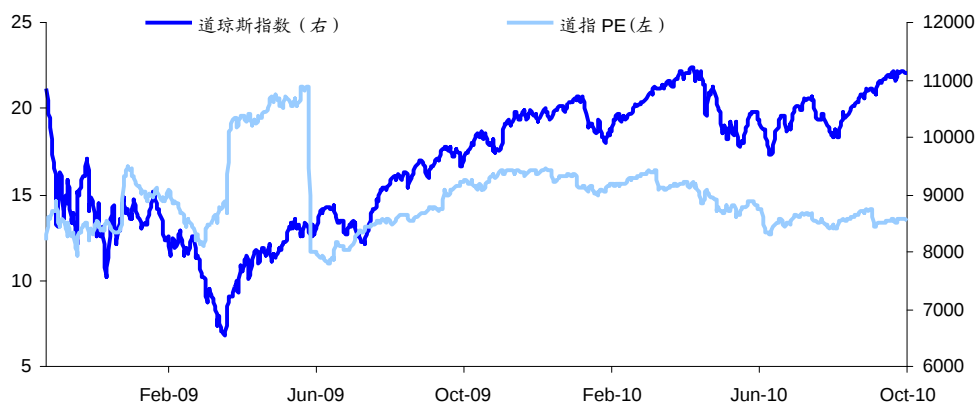
美国是世界上最大的农产品生产国和除巴西之外的最大农产品出口国。农产品价格的上涨同样显著利于美国经济和股市。

大宗商品的上涨，加之美元汇率的走软带来的商品价格上涨与出口增加，对于改善美国公司的盈利、改善美国的对外贸易赤字、加强美国经济的复苏是有显著帮助的。

从道指走势及其估值水平看，伴随股价的上升，估值水平却在下移，说明企业盈利

的增长稳定，同时也说明后续美国股市有着坚实的基础，而伴随新一轮的货币宽松，在货币效应以及市场流动性的双重作用影响下，美国股市前景乐观，这也为全球股市的良好表现提供支持。

图 8 道指走势及其 PE 估值变动

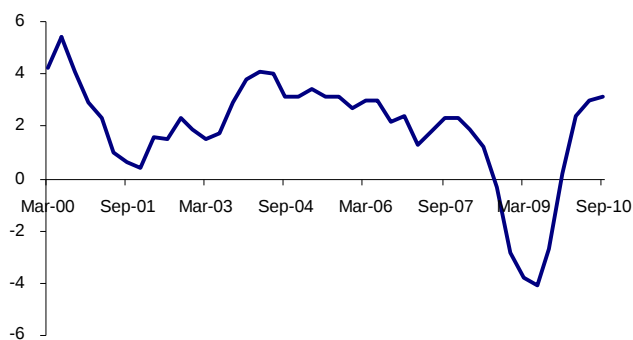


资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

1.2 美国经济

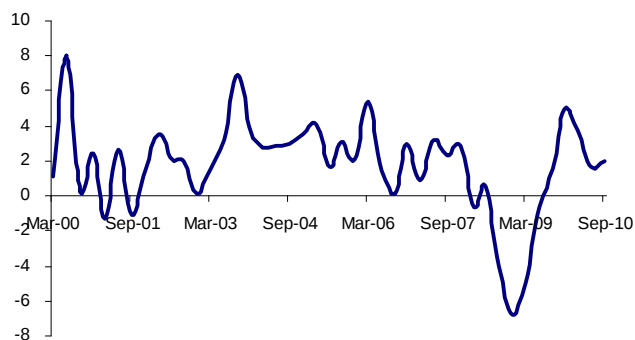
美国经济出现了增速放缓迹象，危机之后的量化宽松政策使得经济从去库存过程向补库存转变并引领复苏，而当前的增速放缓典型体现出复苏过程中的反复。

图 9 美国 GDP 季度同比 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

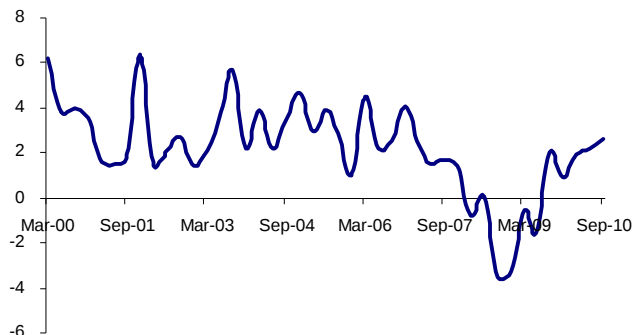
图 10 美国 GDP 季度环比 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

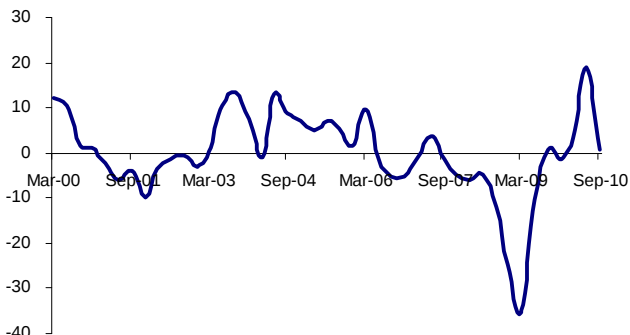
当前美国国内消费仍处于温和增长中，导致经济反复的主要因素在于投资的波动，三季度美国国内实际投资增速快速回落，同比接近零增长。

图 11 美国实际消费季度同比 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

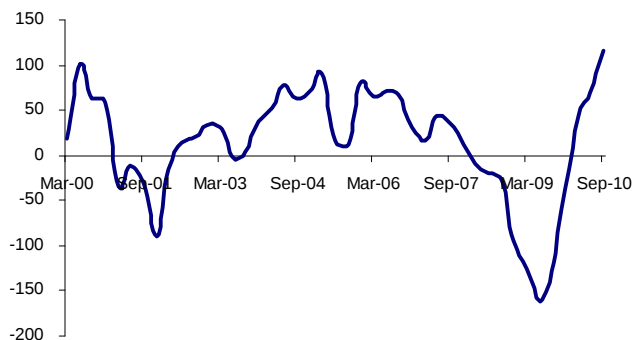
图 12 美国实际投资季度同比 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

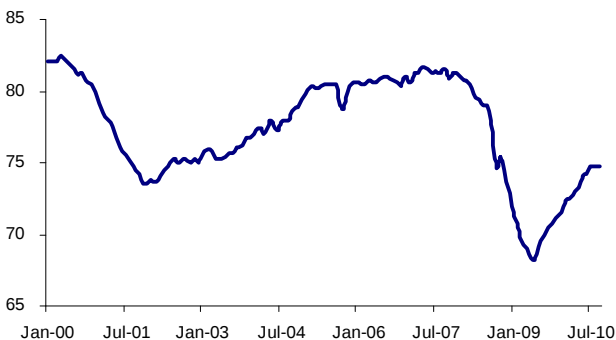
投资增速的下降源于库存水平的上升，实体经济面临再次去库存的压力。库存上升、投资下降导致设备利用率有可能阶段性见顶回落，由此对物价、就业产生下行压力。复苏进程的反复反映了第一轮流动性释放效应的枯竭以及经济结构调整的长期性。

图 13 美国实际库存季度增减变动 (十亿美元)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

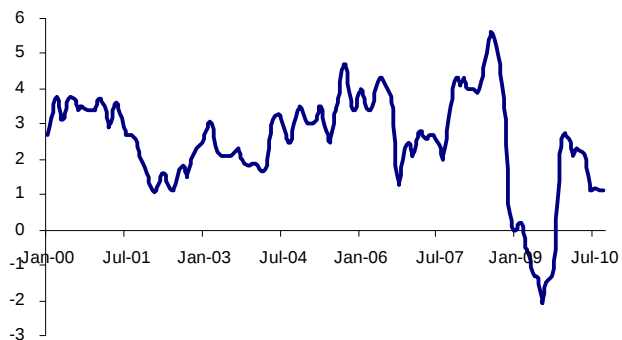
图 14 美国设备利用率 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所 (数据截止 2010.10.)

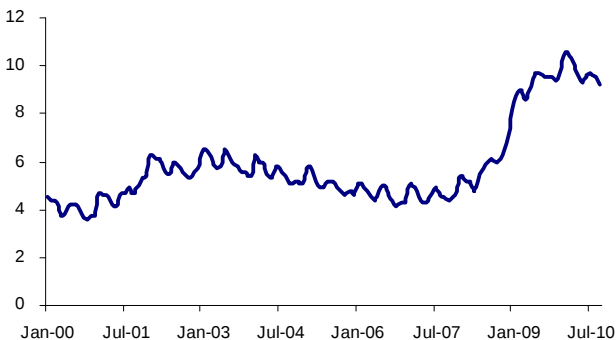
因此从美国经济的当前困境看，开动第二轮的量化宽松、避免经济重新步入衰退事关重大。由于政府预算扩张必须经过国会，而且美国文化对加税以及政府开支膨胀具有天然的恐惧和高度敏感性，因此政府对抗通缩或危机更多依赖于货币政策。维持低息与宽松信贷以及美元贬值策略将是美国当前形势下的必然选择并且将坚定贯彻。

图 15 美国月度 CPI 同比 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所 (数据截止 2010.10.)

图 16 美国月度失业率季调 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所 (数据截止 2010.10.)

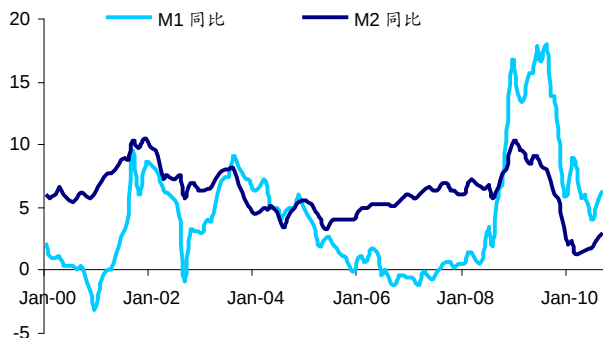
1.3 美国货币政策

在经历了第一轮的大规模流动性释放以及退出之后，货币增速出现了大起大落。当前美国的狭义货币和广义货币增速均再次呈现触底回升态势。

本轮的货币宽松和流动性释放与第一轮货币扩张最显著的不同在于，货币扩张开始逐渐在实体经济领域发挥作用。消费者信贷增速虽然仍处于负增长，但呈现出反转趋势，说明商业银行针对消费终端的信贷紧缩在解冻，银行体系正在逐步恢复其正常的融资和交易媒介的作用。而在金融危机爆发和第一轮救市过程中，尽管美联储提供了大量流动性，但流动性囤积于商业银行体系，受雷曼破产等的打击，银行出于安全性考虑，对经济实体、消费终端的信贷是严厉紧缩的，由此导致流动性扩张无法惠及实体，使得货币扩张效应大打折扣。

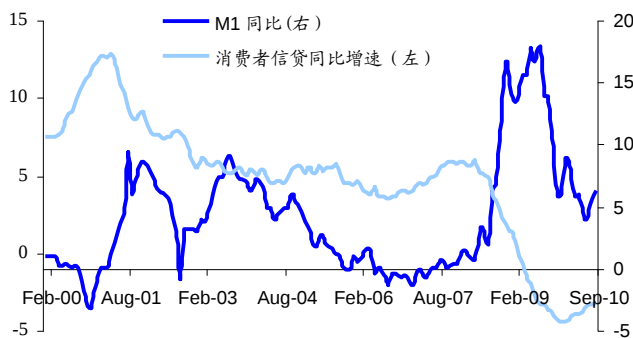
消费信贷增速的见底回升、银行体系正常功能的恢复使得第二轮货币扩张的效果将得以正常发挥和释放，这将从资产负债表效应、利润表效应以及资金面等方面推动股市和资产价格的再次上涨。

图 17 美国 M1 与 M2 同比增速 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10.）

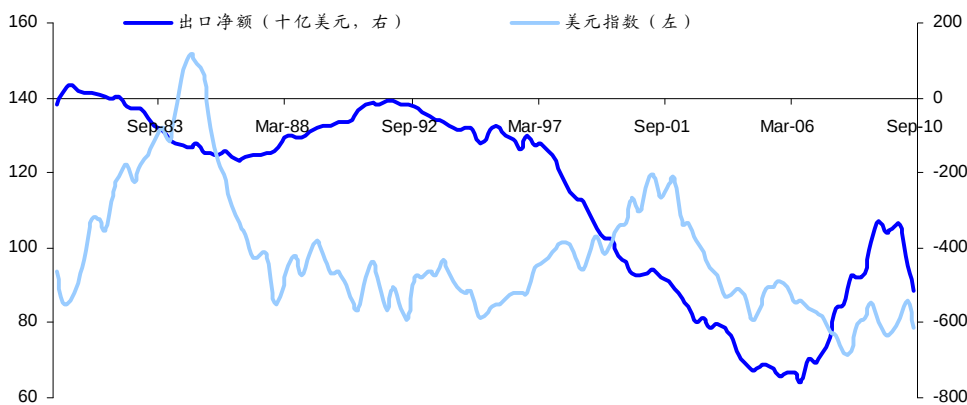
图 18 美国货币扩张与消费信贷增速 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

与宽松货币和维持低息政策相对应，奉行美元贬值也将是维护美国当前经济增长和利益的既定政策。美国的出口净额和贸易赤字一度于 2009 年大幅收窄，2010 年以来又再次呈现扩大趋势。长期看，贸易盈余状况、经常性项目是决定一国汇率走向的根本动因。长期的贸易赤字决定了美元长期不断贬值的大趋势，其背景原因在于美国在全球一般制造业竞争格局中竞争力下降以及缺乏新兴战略经济增长方向的窘境。

图 19 美国贸易赤字与美元汇率



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

当前在贸易状况恶化以及货币再次宽松的双重推动下，美元再次走向新一轮的贬值将是阶段性基本趋势。美元贬值、流动性扩张、银行体系功能的恢复，将从实体经济和虚拟经济两个层面共同发挥作用，由此也奠定了全球商品市场、股票市场的新一轮牛市基础。

1.4 金融市场前瞻

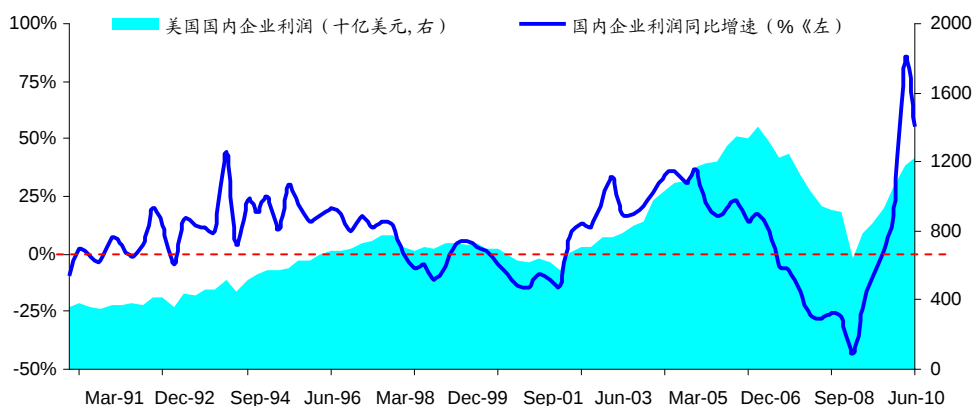
如前文所示，美国的第二轮量化宽松政策已经在货币市场、外汇市场、商品市场发生作用。新一轮的货币扩张也必然对美国的股票市场产生正面影响，而这一点，当前市场存在低估。

金融危机爆发后的大规模救市努力，使得美国企业利润逐步摆脱巨额亏损并开始盈利。由于基数变动的原因导致利润同比增速的大起大落，当前利润增速的见顶回落是正常现象。当前银行体系的健康状况、政府对金融业的监管水平以及国际经济环境远非次贷危机时期所可比，因此对于第二轮的货币扩张效果不应低估。

从上一轮的货币扩张效应看，美国国内企业在 2001-2005 期间的利润高增长也恰是美联储为应对互联网泡沫破灭和“9·11”事件影响的连续降息和货币扩张，同时也催生了房地产泡沫和股票市场的繁荣。经历了次贷危机（本质是房地产泡沫破灭）之后，虽然世界主要经济体（包括中国、美国在内）都在反思和积极调整经济结构，但改变不了货币政策的有效性以及货币扩张催生资产泡沫的基本规律和事实。

世界经济的稳定复苏、金融体系坏账清理基本完毕以及监管体系的完善、银行体系正常功能的恢复都是使得新一轮货币扩张释放其应有效果的有利因素，这些情形是第一轮货币扩张期间所不具备或不完全具备的方面。换言之，市场对新一轮的货币扩张效应有所低估。

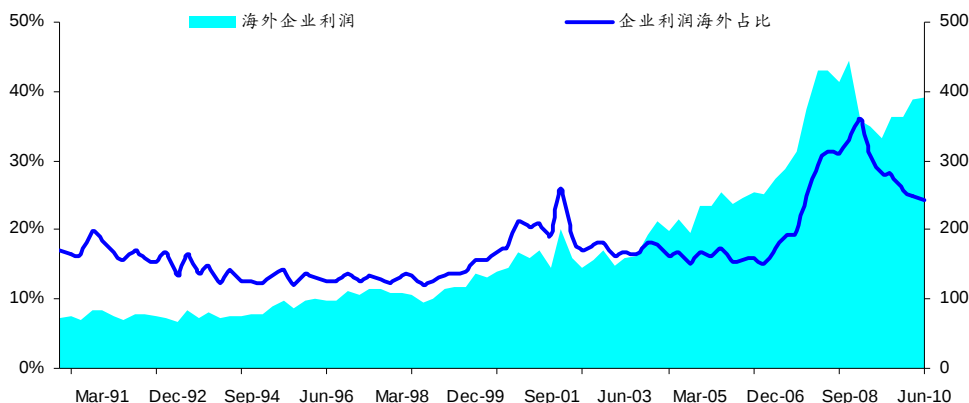
图 20 美国国内企业利润增长波动



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

从美国企业的利润构成看，美国企业约有 20-30% 的利润来自海外，而且该部分利润增长呈现出更强的稳健性和高成长性。尤其是世界经济繁荣周期中，该部分的利润增速远大于美国本土。

图 21 美国企业海外利润增长变动



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

美国企业的上一轮海外利润大幅增长发生于 2006 年—2008 年，也恰是上一轮大宗商品价格狂飙的时期。由于美国企业在全球跨国公司集团中占据最大份额，以及对新兴市场的渗透力，使得美国公司能够从全球经济繁荣周期中广泛享受新兴经济体的高速成长；又由于美国对中东地区的独特影响力，也能从国际油价飙升中大大获益。美国作为世界重要的石油生产和消费国，以及世界最大的农产品生产国，在大宗商品、农产品的价格上涨中也是最大的受益者。

对于当前的美元汇率贬值，一方面有助于扩大国内企业的出口和营收增长，另一方面则通过汇兑损益扩大了海外企业的利润。因此美元贬值同时有利于美国的国内企业和海外业务。

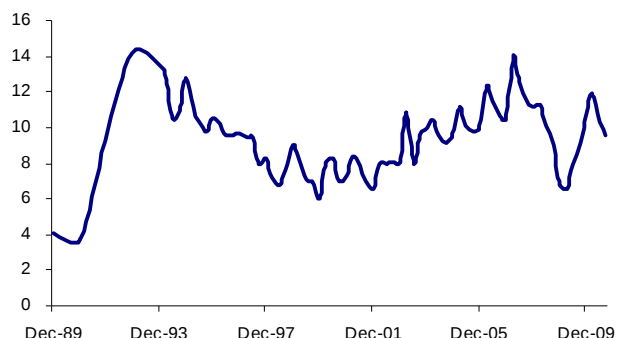
而就当前美股的表现来看（见前文图），随着道指的不断上行和创新高，市场整体的估值却不断下降，反映了市场对业绩高速增长稳定性的担忧，本质上是对新一轮货币扩张的力度、规模、效果及其对微观企业盈利增长的贡献度的怀疑和忽视；这种怀疑和冷漠情绪来源于经验主义，根植于对上一轮救市政策的合理性及效果的质疑和争论中。市场存在整体性低估所带来的投资机会。

2. 国内宏观与金融环境分析

● 经济增速放缓

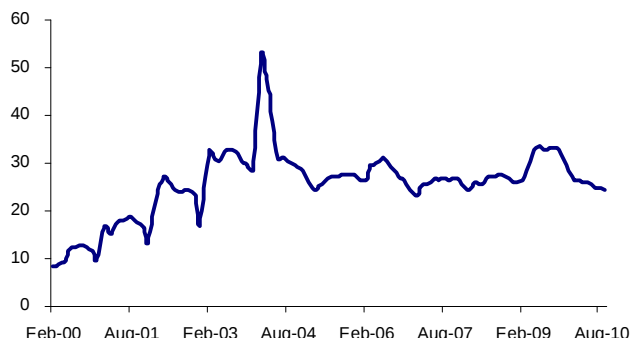
受货币紧缩、房地产调控的影响，2010 年季度 GDP 增速呈现逐步回落态势，前三季度 GDP 增速分别为 11.9%、10.3%、9.6%，前三季度 GDP 累计同比 10.6%。受基数以及调控影响，预期 2010 四季度 GDP 增速约 9.0%、全年 GDP 增速约 10.0%。

图 22 中国季度 GDP 同比 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.9.）

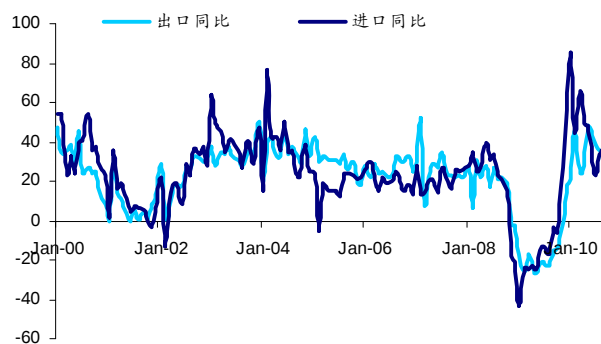
图 23 中国城镇固定资产投资累计同比 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.9.）

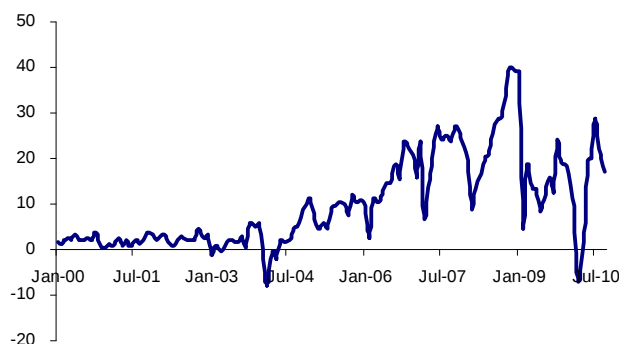
经济增速下降的主要两个方面，首先来自于房地产为首的固定资产投资的回落，1-9 月份城镇固投累计同比增速 24.5%，预计全年有望在 23% 左右。

图 24 中国出口与进口月度同比增速 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.9.）

图 25 中国月度贸易盈余 (十亿美元)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.9.）

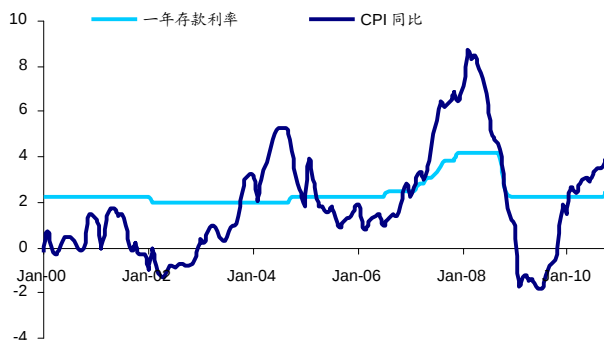
经济增速下滑的第二个因素是出口增速的回落。一方面是由于世界经济复苏的反复，另一方面源于贸易摩擦的升温，期间伴随着要求人民币升值的外围压力。国内投资增速的放缓还导致进口增速的下降，进出口全面回落。对外贸易仍然保持贸易盈余状况，盈余水平和增速则呈现见顶回落趋势。但指望中国进出口出现经常性的贸易赤字以平衡国际贸易关系同样几近不可能，虽然国内制造企业面临成本上升的诸多压力，但中国制造在全球范围内的竞争优势仍显著存在。

在调整经济结构的大背景下，未来对房地产的调控力度仍将不减；但中国仍处于城市化的深化进程中，且十二五规划也将面临诸多的重大调整和更新，未来的固定资产投资规模难以进一步大幅下降，由此奠定了未来中国经济仍有望保持 9% 左右的较高增速。

● 通胀挑战

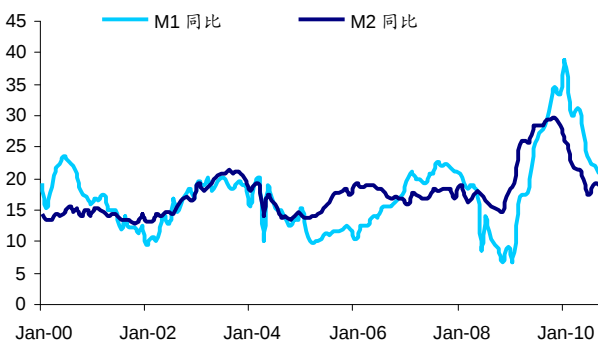
与增速放缓相比，中国经济当前更大隐忧和顾虑来自通胀的挑战。央行上月的首次和意外加息点燃了市场对通胀预期的热情，刚刚公布的三季度货币运行报告也透露出管理当局对经济放缓担忧的减退、对通胀忧虑的上升。中国经济运行及宏观政策的重心在悄然发生改变。

图 26 中国 CPI 同比增速及利率变动 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.9.）

图 27 中国狭义货币与广义货币月度同比增速变动 (%)



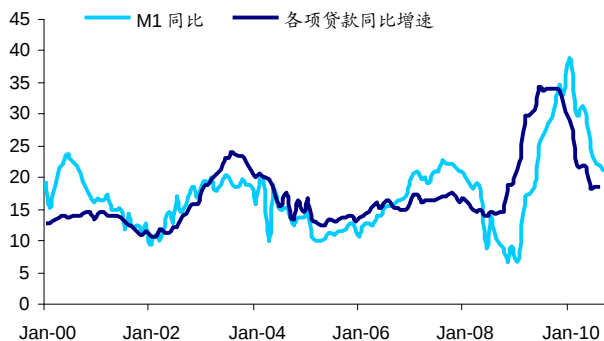
资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.9.）

从货币运行的轨迹看，在此前严厉信贷紧缩影响下，狭义货币与广义货币同比增速持续放缓。广义货币增速已经降至接近历史低位水平，难有继续大幅下降的空间。预计后续 M1、M2 增速有望呈现短期背离，M1 增速在同比基数较高的原因下继续小幅下降，而 M2 增速则有望企稳回升。

从货币来源看，信贷是推动 M1 增长的直接因素。银行信贷直接通过资产负债表增加企业的现金，再通过企业经济活动和交易扩散，增加企业和居民的储蓄收入，即推动 M2 的增长。当前中国信贷已经从高处回落至 18% 的增速水平。中国正常的信贷增速空间大概处于 12-24 的波动区间，当前信贷增速处于波动区间的中枢。

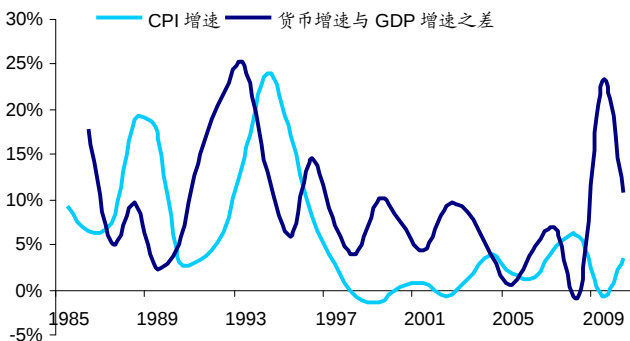
2010 年前三季度新增信贷 6.3 万亿元，全年估计 8 万亿左右。全年各项信贷余额约 48 万亿元，以 2011 年信贷余额全年增长 17.4%（2000.1—2010.8 期间信贷增速均值）计算，2011 年全年新增信贷对应约 8.4 万亿元，小于 2009 年的 10 万亿新增信贷规模。这应是比较保守的计算。换言之，根据正常的经济运行和货币需求，难以期待信贷和货币增速在当前基础上继续大幅回落。

图 28 信贷推动 M1 增长波动 (%)



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.9.）

图 29 超额货币投放催生通胀



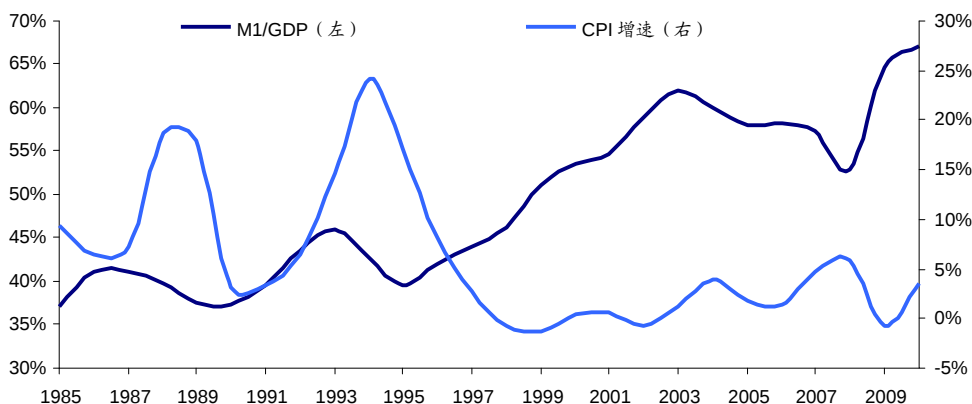
资料来源：WIND，海通证券研究所

从中国既往经验看，超额货币扩张带来显著通胀压力。上世纪 80 年代和 90 年代分别发生过一次严重的通胀，其背后原因便是超额的货币发行。货币增速（M1）与实际 GDP 增速之差这个指标领先于 CPI 大约 1-2 个年度。说明了货币扩张从信用创造到渗透入实体并形成购买力冲击大约需要 1-2 年的时滞。

进入新世纪以来，超额货币发行有所降温，但货币增速仍高于实体经济增长速度。累积的超额货币购买力通过储蓄和资产市场（房地产、股市）两个方面得以窖藏或消化，

对消费品的冲击相对较小。

图 30 通胀与货币



资料来源：WIND，海通证券研究所

● 流动性与资产价格

通过下表统计相关货币与股市、楼市的数据可见，1999 年—2009 年期间，狭义货币增加 17 万亿、广义货币增加 48 万亿，即该期间全社会储蓄增长 31 万亿。其中，居民储蓄存款增加 20 万亿。

同期 A 股市场流通市值增加 14 万亿；同期全国房价上涨 2617 元，对应于该期间的 69 亿平方米的竣工量，对应的市值增加约 18 万亿。**股市流通市值增量与新建住宅市值增量两项加计约 32 万亿。**

表 1 股市与楼市吸纳超量货币发行之流动性

	M1 (万亿)	M2 (万亿)	储蓄存款余额 (万亿)	流通市值 (万亿)	市价总值 (万亿)	上证指数	全国住宅价格 (元/平方米)	年度住宅竣工面积 (亿平方米)	全国住宅存量总面积 (估计, 亿平方米)
1999	4.58	11.99	5.96	0.82	2.65	1,366	1,857	5.59	254
2000	5.31	13.84	6.43	1.61	4.81	2,073	1,948	5.49	264
2001	5.99	15.83	7.38	1.45	4.35	1,645	2,017	5.75	280
2002	7.09	18.50	8.69	1.25	3.83	1,357	2,092	5.98	296
2003	8.41	22.12	10.36	1.32	4.25	1,497	2,197	5.50	308
2004	9.60	25.32	11.96	1.17	3.71	1,266	2,608	5.69	325
2005	10.73	29.88	14.11	1.06	3.24	1,161	2,937	6.61	339
2006	12.60	34.56	16.16	2.50	8.94	2,675	3,119	6.30	352
2007	15.25	40.34	17.25	9.31	32.71	5,261	3,645	6.88	365
2008	16.62	47.52	21.79	4.52	12.14	1,664	3,576	7.60	378
2009	22.00	60.62	26.08	15.13	24.39	3,277	4,474	7.89	391
区间增量	17.42	48.63	20.11	14.30	21.75		2,617	69	137

资料来源：WIND，CEIC，海通证券研究所

以上数据说明，1999-2009 年期间的全社会总储蓄增量与同期之中国主要资产市值膨胀规模大体相当。资产市场对于吸纳该时期超额货币发行到导致的流动性过剩具有直接效果。同时也表明，过去十年中，在市场容量和吸纳过剩流动性方面，房地产市场丝毫不逊于股票市场。而在新的时代条件下，面对中国政府对房地产的坚决调控和对投资、投机的打击，一旦楼市中的资金和流动性转向股市或消费与流通领域（比如农产品），其力量不可小觑。

从货币超发与通胀的关系以及时滞效应来看，基于 2009 年的大量货币发行以及十二五期间的众多建设项目对信贷的正常需求，再加之当前全球气候异常导致的农产品涨价，**2011 年的通胀压力不容忽视，同时也对 2011 年的证券市场前景表示乐观。**

3. 对 A 股市场的总观点与投资思路

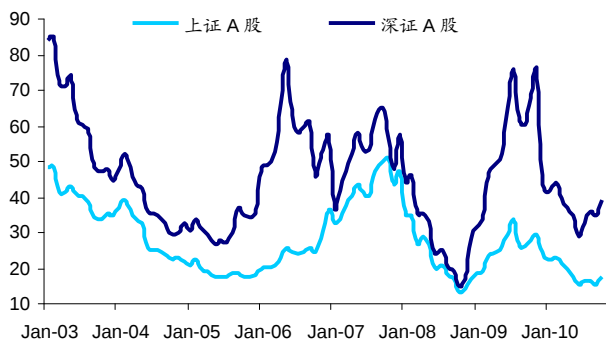
3.1 A 股估值与市场总观点

截至 2010 年 10 月 29 日，上证 A 股和深证 A 股之市场整体 PE 估值（整体法、TTM）分别为 17.53 倍、39.29。上证 A 股整体估值处于历史低位，深证 A 股整体估值处于正常波动区间的中枢。

从板块表现差异和市场风格来看，蓝筹、周期类板块遭受市场冷落，估值水平处于历史性低位附近；中小板指数则受市场追捧，其估值水平也处于区间中枢偏上的位置。

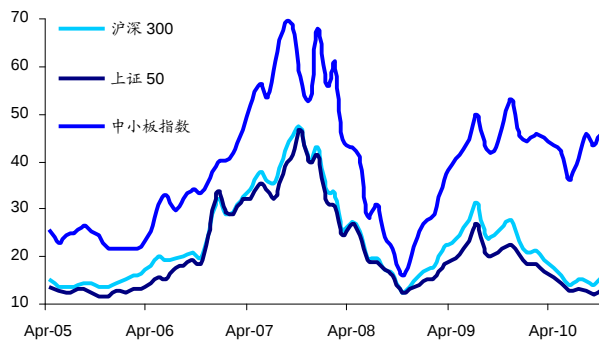
市场整体估值偏低而蓝筹（主要为周期类）板块与中小盘股票市场表现迥异的根源在于市场基于经济结构调整、经济增速放缓对周期类板块前景的忧虑以及中小市值股票普遍受贿与战略新兴产业政策扶持以及容易炒作等原因。

图 31 市场整体 PE 估值（TTM）



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止 2010.10.）

图 32 大小盘指数不同 PE 估值之波动（TTM）



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止 2010.10.）

综合当前市场情绪、对未来的预期以及基于我们自己的独立研究，认为当前市场存在系统性低估。这种系统性低估主要有两个方面：其一是对中国经济较高速增长持续性的担忧和低估，主要源于对经济结构转型以及人口红利逐步消失的过度担忧；其二是对周期类板块的低估。两个方面相互交织。市场的过度担忧和低估提供了投资机会并成为我们认为市场中长期趋势保持向上的主要理由。

3.2 系统性低估之一：市场对中国经济高速增长持续性的担忧

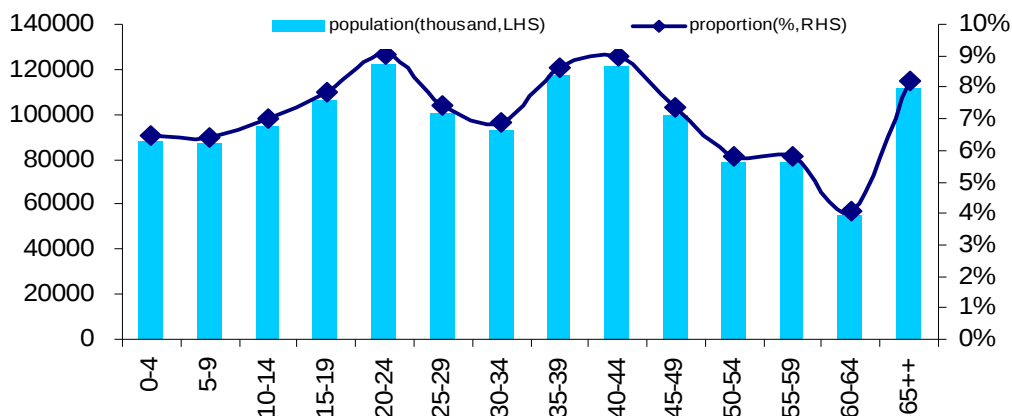
当前市场关注的重点在于评估人口红利减退以及经济结构调整对未来中国经济增速的不利影响。而证券市场整体估值重心的下移反映了对此方面的担忧。

● 人口红利

回顾市场对 2005 年-2007 年繁荣周期以及 2008 年-2010 年的危机与增速放缓周期的解释中，人口红利问题均作为重要的解释因素；繁荣周期过多强调人口红利的贡献因素，而当前市场则更多关注和强调“刘易斯拐点”何时到来及其负面影响。

本报告认为，局限于人口红利问题、将中国经济的繁荣与兴衰动荡完全归于人口红利是一种过于片面的解读，将人口红利减退作为否定中国经济未来相当长时期内仍将保持高速增长的理由是一种误判，并由此造成对中国股市的系统性低估。主要理由有三：

图 33 中国人口年龄构成（2010 年）

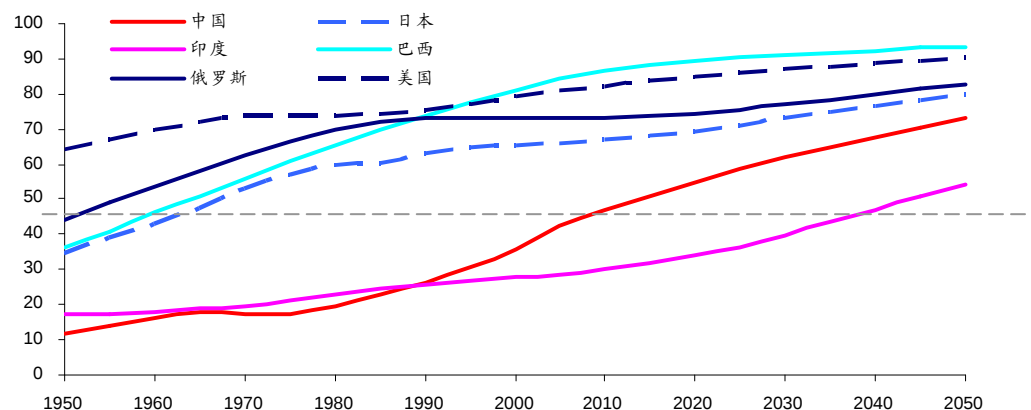


资料来源：UN、海通研究所

首先，中国经济改革开放 30 年的历史经验表明，推动中国经济高速增长、生产力得以根本释放的最基础和最根本的动力来自于制度改革。1978 年的农村家庭联产承包责任制使得农村生产力得以充分释放；上世纪 80 年代的物价闯关、价格改革从根本上动摇了计划体制的弊端，使得价格机制对宏观经济运行发挥应有作用；90 年代则是全面从计划体制向市场体制转变，并同时进行了国企改革以及包括住房、教育、医疗、养老等在内的改革，虽然很多改革措施不尽完善，但客观上对于理清产权、企业减负、刺激消费、促进激励具有正面作用；进入新世纪的最大事件是中国于 2000 年全面加入 WTO，从此中国经济全面和深度融于世界经济，成为世界的制造业中心，之后又恰逢全球经济繁荣周期，中国经济共享高速增长。因此考察过往历史发现，人口红利因素不足以全部解释过往的高增长动因，也非最重要原因。同样地，人口红利减退也不构成显著削弱中国经济未来继续保持长期高速发展的理由。通过深化经济与政治体制、深化城市化进程、调整经济结构与增长方式、争夺新兴战略产业的国际竞争制高点同样可以保障中国经济未来的高增长。

第二，城市化过程是相较人口红利更为重要的经济推动力因素。城市化对于经济高增长的推动主要在于两个方面，一方面，城市化是推动投资以及扩大消费与推动消费升级的重要推动力；另一方面，城市化是发挥人口红利因素的前提。

图 34 中外各国之城市化率（%）



资料来源：UN、海通证券研究所

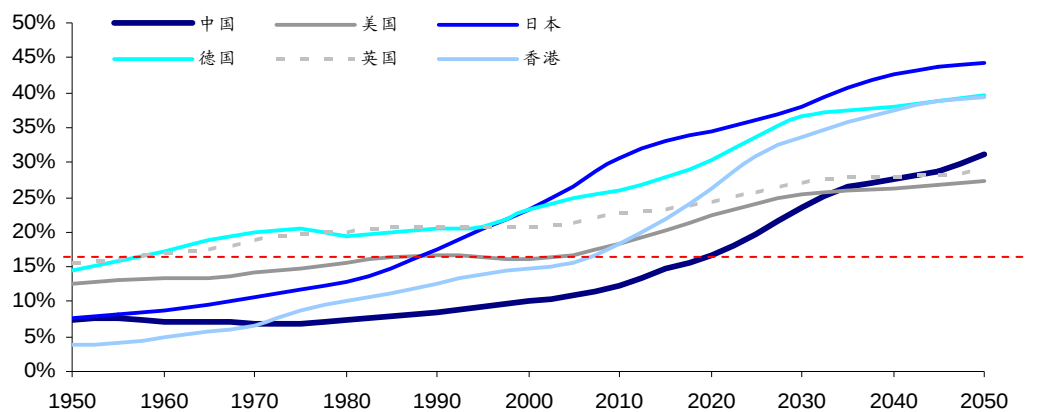
城市化的早期，对基础设施建设和房地产的需求将直接推动投资和经济的快速增长；而城市化的中后期，则便于扩大内需与促进消费升级，高度的城市化便于产业集聚与人口素质提升，从而便于从供给与需求两个方面共同推动和培育战略新兴产业。

城市化本质上是实现劳动力从农村向城市的转移以及实现人口的集聚，通过要素的集中和组合、素质与效率的提升创造生产力、确立制造业竞争优势。因此城市化是人口红利因素得以释放的前提和必要条件；而即便是人口红利减退，城市化也通过人口在空间上的结构布局优化进行相应的弥补和新型提升。

城市化是相比人口红利更为重要的经济推动力，而中国正处于高速城市化进程的中期，该过程远未结束，这将为未来 10-20 年提供基本动力。

第三，从国际经验看，人口结构及其变迁并非导致大国经济兴衰的决定性因素。老龄化率、抚养比均是能够代表人口结构的指标。当前（2010）中国 60 岁以上老人所占比重（老龄化率）大约为 12%，2020 年该指标大约为 17%---与日本经济崩溃（1990）时的老龄化率大体相仿。而美国老龄化率在 1990-2000 年期间基本围绕在 17% 左右波动，但恰是这一时期是美国新经济发展的黄金岁月。另一例子是二战后德国经济的崛起时间与日本经济崛起同步，德国同样面临老龄化问题且在 1950-1990 年期间其老龄化率均显著高于日本，但德国经济同样经历了高速增长、本币升值等诸多压力，且没有像日本经济那样经历泡沫破灭。因此，人口因素并非导致大国经济兴衰的根本性原因；社会制度、经济政策以及历史性机遇才是根本原因。

图 35 各国 60 岁以上老人所占人口比重的变动



资料来源：UN、海通研究所

● 结构转型

除人口红利因素外，市场的第二个担忧来自经济结构转型对中国未来经济增速放缓的影响。对此我们认为，中国经济在结构转型期仍有望保持较高增速，市场对增速放缓过度担忧。

首先，传统增长的动力仍在，出口与投资在制造业梯度转移、城市化进程向纵深发展的条件下仍将确保中国未来较长时期内的高速发展。

第二，传统支柱产业的巨大需求仍在。中国居民对汽车、住房的需求和消费热情仍然旺盛；对房地产的调控重点在于遏制房价的过快上涨，并非针对合理需求和交易量。作为调控组合的重要配套措施，保障房的大力建设将长期地为满足中低收入群体住房需求以及弥补投资下滑、确保经济增长发挥重要作用。

第三，中国正处于消费升级的重要成长阶段，该时期的内生需求将带来巨大增长潜力。目前中国一线城市人均 GDP 已经迈入 1 万美元门槛；东部地区人均 GDP 普遍超过 5000 美元；西部地区也即将大面积跨入人均 GDP3000 美元的门槛。中国东部省市正处于消费升级的黄金发展期，对高档服装、奢侈品、保健、旅游等的需求面临新一轮高速增长。而中西部地区的发展水平大体类似于 2000-2002 年期间的东部省市的情形，以汽车龙头的新兴大件消费正在兴起。总体上，中国正处于消费升级和大消费旺盛发展的黄金期。

表 2 各省市人均 GDP 变动（美元）

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
上海	2,851	3,136	3,432	3,513	3,900	4,268	4,727	5,599	6,375	7,300	8,904	10,725
天津	1,603	1,735	1,890	2,054	2,309	2,580	3,081	3,671	4,390	5,183	6,148	9,172
北京	2,022	2,304	2,573	2,814	3,242	3,677	4,169	4,904	5,544	6,363	7,774	9,043
浙江	1,276	1,370	1,469	1,614	1,807	2,081	2,505	2,982	3,397	4,040	5,038	6,385
江苏	1,129	1,211	1,289	1,410	1,553	1,736	2,030	2,439	3,032	3,664	4,582	6,044
广东	1,332	1,443	1,537	1,684	1,869	2,076	2,407	2,745	3,012	3,600	4,465	5,466
辽宁	1,046	1,128	1,208	1,348	1,450	1,569	1,723	1,912	2,349	2,769	3,481	5,430
内蒙古	599	650	705	784	871	986	1,212	1,541	2,022	2,555	3,438	5,147
山东	899	960	1,019	1,119	1,229	1,367	1,599	1,977	2,479	3,031	3,763	4,822
福建	1,057	1,157	1,244	1,334	1,430	1,557	1,726	1,983	2,301	2,784	3,540	4,636
吉林	675	710	744	820	908	1,008	1,148	1,344	1,681	2,330	2,785	3,626
重庆	540	569	586	628	696	792	907	1,073	1,394	1,624	2,074	3,425
河北	732	783	824	913	995	1,080	1,235	1,504	1,825	2,161	2,680	3,385
黑龙江	859	888	913	1,000	1,075	1,152	1,285	1,504	1,787	2,069	2,508	3,172
湖北	639	684	713	762	829	891	988	1,131	1,414	1,702	2,274	3,001
山西	567	608	627	680	729	853	1,015	1,261	1,514	1,812	2,293	2,997
河南	528	559	581	643	700	759	858	1,064	1,398	1,701	2,177	2,863
陕西	461	490	532	598	664	741	847	1,036	1,223	1,548	1,979	2,860
新疆	731	765	792	891	961	1,023	1,178	1,360	1,604	1,899	2,283	2,853
宁夏	512	551	589	643	724	797	928	1,104	1,259	1,504	1,979	2,737
海南	668	709	756	807	848	936	1,033	1,180	1,338	1,610	1,965	2,653
湖南	532	562	594	654	702	757	845	1,018	1,275	1,525	1,965	2,641
青海	494	531	567	616	693	778	883	1,045	1,239	1,496	1,927	2,535
四川	464	494	515	552	600	658	741	883	1,114	1,352	1,754	2,301
广西	474	494	505	529	575	632	702	849	1,083	1,308	1,695	2,248
安徽	463	497	525	558	620	671	739	890	1,088	1,286	1,634	2,186
江西	465	495	523	577	624	704	800	977	1,167	1,377	1,709	2,159
西藏	376	439	500	552	639	733	828	971	1,123	1,324	1,635	2,016
甘肃	384	426	454	497	528	574	650	779	923	1,117	1,402	1,766
云南	494	534	547	573	603	645	706	843	966	1,142	1,426	1,525
贵州	270	283	305	331	360	392	445	519	657	776	989	1,284

资料来源：WIND、海通证券研究所

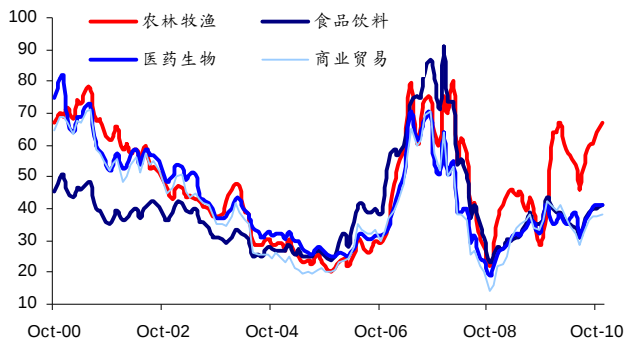
3.3 系统性低估之二：市场对周期类板块的不正常冷遇

出于对传统增长方式的彻底否定以及对经济结构调整对周期类行业负面影响的过度担忧，当前市场对周期类板块存在比较广泛的显著低估，周期类行业大多 PE 估值处于历史底部附近（有色金属因近期国际期货大涨而有所估值提升）。在 2010 年 GDP 增速预计 10% 以及未来经济增速也有望继续保持 9% 左右的高速增长背景下，该估值水平显然被低估；况且今年以及明年的通胀压力较大，这将有利于继续提升对周期类（资源类）行业的合理估值。

虽然我们认为当前市场对周期类板块存在低估，但并不认为当前市场对非周期类行业存在明显的高估。大消费类板块当前的 PE 估值大部分位于历史波动区间的中枢（农业板块受益国际粮价飙升而相对较高），鉴于今年以及今后时期的消费增长乐观前景以及部分消费类板块具有抗通胀和类商品的属性，因此我们认为市场当前对此类板块的估值合

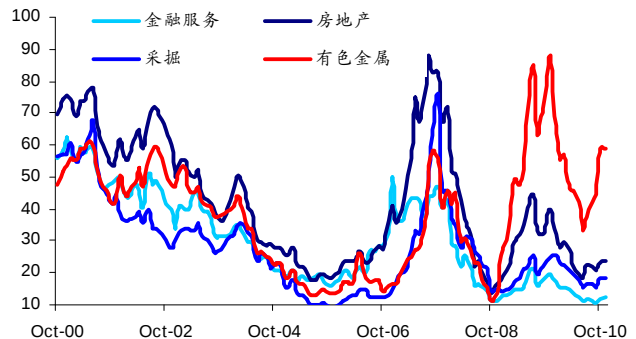
理。此类板块在后续的业绩释放、政策倾斜的因素下有望继续保持良好市场表现。

图 36 代表性消费类板块估值 (TTM)



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止 2010.10.29）

图 37 代表性周期类板块估值 (TTM)



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止 2010.10.29）

3.4 配置思路

基于上述对市场总体向上的大势判断，因此战略上看多权益类资产并建议仓位配置可重配。具体到行业配置建议主要遵循如下思路：

首先，围绕市场热点，主要包括通胀主题以及十二五规划。我们判断今年四季度以及明年全年的通胀压力较大，不排除四季度 CPI 同比增速继续上行的可能。由此建议重点关注受益通胀的板块，其中周期类包括金融（保险、证券、银行）、能源（煤炭、石油石化）、有色金属等；非周期类则主要包括食品饮料、农林牧渔、医药、商业零售。

第二，围绕后续政策面的影响或推动。主要包括政策超预期（比如十二五规划对高铁、水利建设、区域发展等可能的规划调整）、加大节能减排与淘汰落后产能对行业供求格局的有利影响（包括造纸、建材、化工等）以及政策的倾斜惠及（战略新兴产业）。

第三，重大金融事件或趋势，比如人民币升值对房地产、航空、造纸等行业的有利影响。

第四，消费旺季或景气繁荣周期的推动。比如冬季到来对大消费类的旺季推动、房地产销售的后周期对家具、装饰、家电、电子元器件的景气推动。

最后，综合上述各主线思路并结合当前的市场估值和市场预期与反映程度的差异，给出行业配置表，建立行业配置组合以供量化配置决策参考。

4. 行业配置主线一：通胀受益

食品占据 CPI 重要构成并构成本轮通胀的最主要动因；而从国际农产品的价格走势来看，后续继续上行的压力仍在，对国内食品、CPI 的传导仍在进行中。导致农产品价格不断上涨的主要原因在于美元的贬值、美联储的第二轮量化宽松货币政策以及气候异常导致的粮食减产。

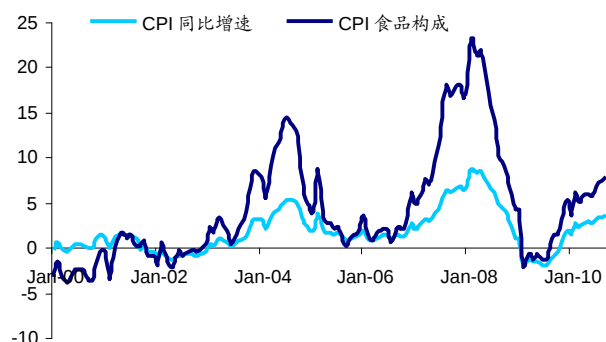
除农产品外，工业品的价格也呈现强势，包括原油、有色金属、贵金属等在内，后续的价格上涨压力仍很大。主要原因在于美元汇率的走软、流动性的第二轮泛滥以及新兴经济体的复苏与恢复高增长对基础能源和原材料的需求增长。

我们判断今年四季度以及明年的通胀压力很大，不排除月度 CPI 同比增速继续上行的可能。由此建议配置通胀受益板块：农林牧渔、食品饮料、能源（煤炭、石油石化）、有色金属。

此外，商业零售也是受益于通胀的行业，在通胀背景下，医药行业的提价能力和优

势也相对明显，同样值得关注。

图 38 食品推动 CPI 上行



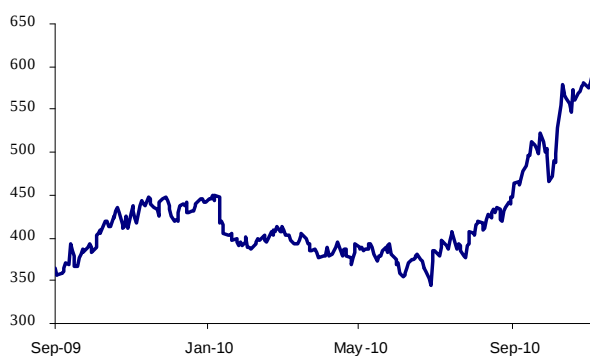
资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.9）

图 39 CRB 指数走势



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10.29）

图 40 国际玉米期货价格（美分/蒲式耳）



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10.29）

图 41 国际小麦期货价格（美分/蒲式耳）



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10.29）

图 42 国际大豆期货价格走势（美分/蒲式耳）



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10.29）

图 43 国际白糖期货价格（美分/磅）



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所（数据截止 2010.10.29）

5. 行业配置主线二：政策推动与超预期

当前市场的另一大热点便是对十二五规划的期待。政策面的推动或结构性影响构成相关行业重要的中长期影响因素。

5.1 规划调整与超预期

后续规划调整与超预期可能（包括但不限于）将体现于高铁、水利建设、核能建设等方面，由此对建筑工程、建筑材料、相关机械设备带来机会。

● 高铁

按照目前《中长期铁路网规划》，到 2020 年全国铁路营业里程达到 12 万公里以上，而根据当前的进度，到 2012 年铁路总里程将增至 11 万公里，则 2013-2020 年仅建设 1 万公里铁路，显然偏低。美国目前铁路里程达 27 万公里，预计我国未来还需建设至少 20 万公里以上铁路。《中长期铁路网规划》具有很大调整的可能与必要，铁路建设里程或将大幅上调。目前铁路十二五规划编制工作已经启动，地方政府对铁路特别是高铁投资热情较高；高铁建设对于拉动沿途二三线城市快速融于一线城市发展圈帮助较大，对发展地方经济以及制造业转移承接也有很大帮助，这是地方政府热衷建设的根本动力。预计 2013-2015 年铁路基建投资规模将保持 7000 亿元以上。十二五期间中国铁路基建投资有望达 3.5 万亿元。

除客运高铁外，当前市场对下一步货运专线的铁路建设也存在重大规划建设的预期，由此将推动相关建工、建材、机械设备的行业机会。

此外，铁路交通在节能减排方面相对于其他交通方式拥有巨大优势，符合低碳经济发展的趋势和要求，在经济转型的大背景下，容易获得政策的支持。

● 水利、水电与核电

由于受到生态环境和移民等问题的困扰，特别是全社会对三峡工程所存在的质疑，近年来水利与水电建设的发展几乎陷入停滞。而当前在旱灾与洪涝灾害频发以及节能减排压力加大的背景下，大型水利项目审批解冻已经来临。

与铁路、公路、港口等基础设施相比，水利建设具有如下特点：首先，水利项目的投资主要由中央政府作为主体，审批和执行较快；第二，水利项目多与水电联动，有利于项目投融资安排；第三，大型水利项目往往具有综合性功能，涉及到饮水、灌溉等民生问题，在项目立项和报批方面容易通过。

日前，发改委核准金沙江中游金安桥水电站建设项目，装机容量 240 万千瓦，标志是大型水电项目审批解冻。根据此前召开的“十二五”能源发展论坛电力分论坛上的信息，我国“十二五”水电发展目标是到 2015 年，水电装机容量将达到 3.1 亿千瓦，2020 年将达到 3.8 亿千瓦。据相关人士透露，如不抓紧开工一批新的水电项目，将难以实现中国向国际社会承诺的 2020 年节能减排目标。2009 年，我国政府向世界承诺到 2020 年我国非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右，要实现该目标，除了大量发展核电外，还必须大力发展水电尤其是大型水电站的开发力度。

5.2 节能减排与淘汰落后产能

出于加快经济结构调整的需求，中国政府相关部门一直不断加力于节能减排以及淘汰落后产能的努力。通过控制新项目的审批规模和门槛杜绝重复低水平建设、促进产业升级、加大落后产能的淘汰以提高经济增长销量、降低排放与污染。

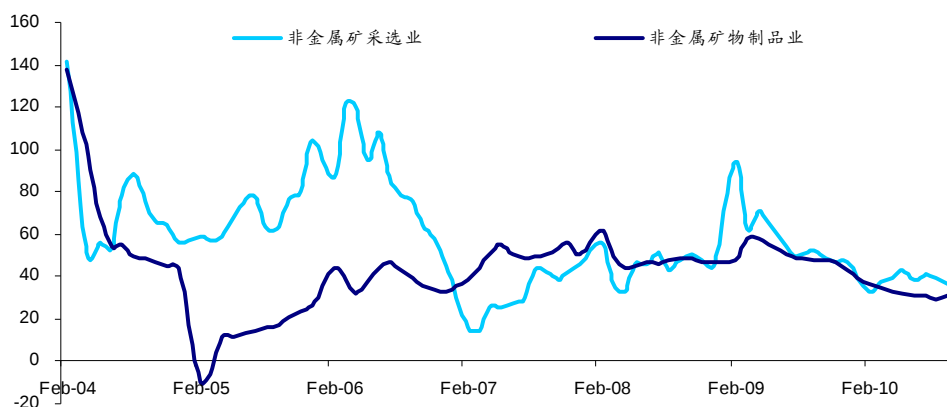
节能减排、淘汰落后产能力度较大的领域包括：造纸、建材（水泥、玻璃）、化工（纯碱、化纤等等）。对新产能的严控、对落后产能淘汰力度不断超预期，深刻改变了行业的供求关系和上下游格局，对于维护行业整体的供求平衡与盈利水平产生有利影响。与此同时，由政策推动的行业整合的加速也利于改善行业的供求与集中度，有利于行业内的先进

企业和龙头企业。

● 建材（水泥）

建材生产是重要的高耗能领域，门槛较低，且由于建材具有天然的地域垄断性（运输半径问题），对地方经济的拉动性比较明显，因此重复建设和行业分散度严重。今年来，国家加大了对建材生产的调整力度以利产业升级与节能减排。以水泥为例，2008 和 2009 年经历了 2 年投资高峰，2009 水泥投资额高达 1700 亿元，同比增速 61.75%。而到 2010 年，水泥投资大幅回落，1-5 月份水泥投资 630 亿元，同比增速 24.7%，增速明显下滑。从当前进展看，2010 年水泥行业投资有望进入负增长，这将大大改善行业的供求关系。

图 44 非金属矿业及其制品业固定资产投资完成额月度累计同比（%）

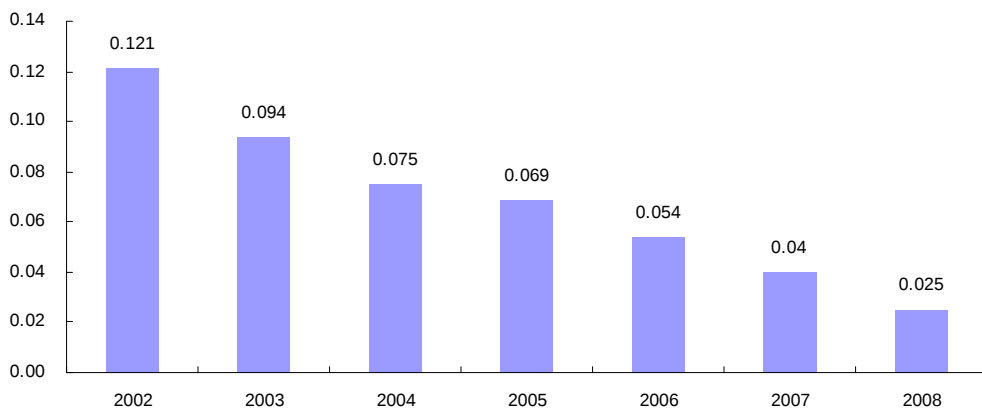


资料来源：WIND、海通证券研究所（数据截止 2010.9）

● 造纸

造纸行业工业产值占比不足 5%，但是污染指标 COD 的排放占全国的 30%以上。国家有关部委甚至曾研讨过是否可以牺牲造纸一个行业以换取国家环保标准的实现。预计中国通过对造纸业的 COD 排放标准将不断严格，日后众多中小造纸企业（产量 5 万吨以下）将会逐步关停。这将有利于行业的龙头企业。

图 45 中国造纸业万元产值化学需氧量 COD 排放强度（吨/万元）



资料来源：中国造纸协会、海通证券研究所

从中小企业的数量占比和利润贡献度来看，中小企业的运行效率极不占优势，因此预计中小企业今后将在落后产能淘汰方面将面临政策的严酷调整。

5.3 政策倾斜战略新兴产业

十二五规划初稿确定十二五期间重点培育战略新兴产业，包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个领域。这些领域将在未来的发展中获得政策的惠及以及自身发展初期的高成长的双项受益。值得长期关注。

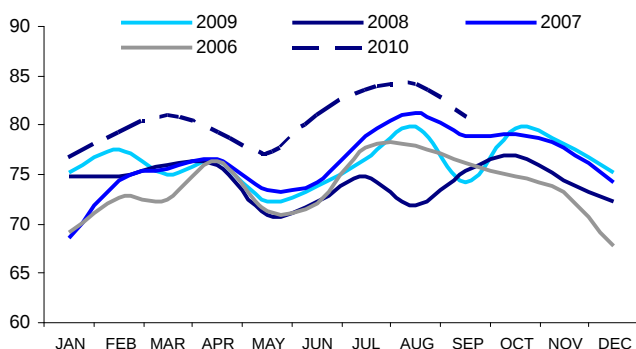
6. 行业配置主线三：人民币升值

在美元汇价不断走软、人民币升值大背景下，以燃料和原料为主要进口对象的航空、造纸板块面临机会。

虽然我们对后续的人民币汇率趋势性看涨，但对于今后以及明年的升值幅度并不激进，预计未来 12 个月人民币汇率升值幅度在 6% 左右。

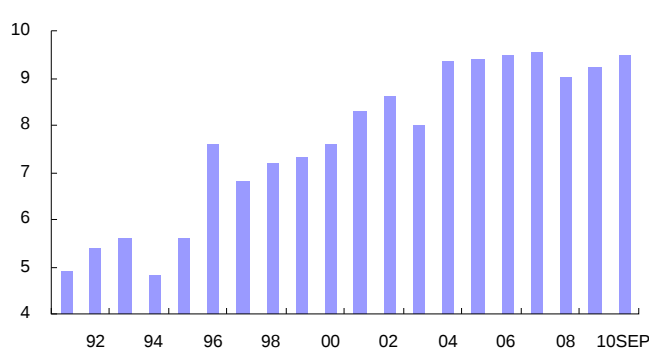
虽然汇率升值并不能给航空与造纸板块带来特别重大的业绩提升，但汇率升值无疑构成最强有力的催化剂。驱动航空板块与造纸板块中长期看好的根本还是来自于行业基本面的改善。

图 46 中国民航客座率



资料来源：CEIC、海通证券研究所

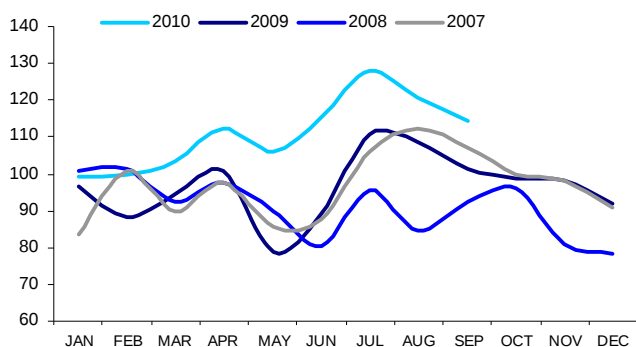
图 47 中国民航飞机利用率（平均日飞小时数）



资料来源：CEIC、海通证券研究所

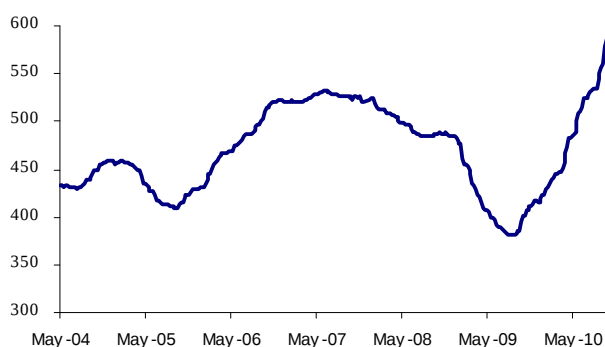
首先，得益于民航总局的运能控制、发改委对造纸行业落后产能的连续大幅超预期的淘汰力度，航空业与造纸行业的供求关系获得根本改善。以航空为例，运能控制下的供求关系改善使得客座率上升、平均日飞小时数维持高位，飞机的运行效率较高。同时，供求关系的改善使得机票价格位于高位，并显著高于以往同期季节，航空公司的盈利状况大为改善。

图 48 国内航班票价指数



资料来源：CEIC、海通证券研究所

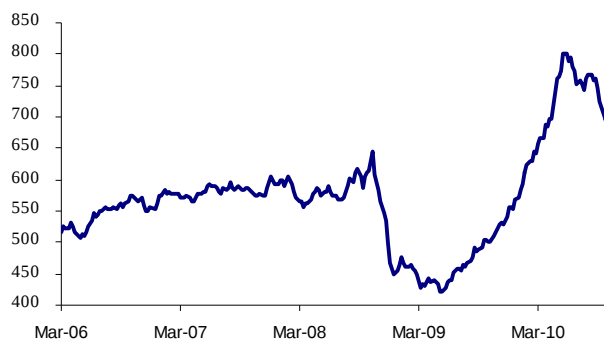
图 49 涂布杂志纸价格（欧元/吨）



资料来源：BLOOMBERG、海通证券研究所（数据截止 2010.10）

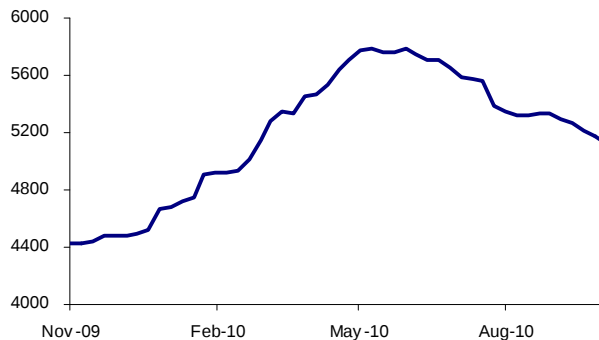
类似的情况也发生于造纸行业。在发改委持续而超预期的强力调控下，造纸行业对落后产能淘汰进程显著。虽然缺少相应的行业供求数据，但行业供求基本面的变化直接而敏感的反应于产品与原料的价格变动上。

图 50 国际纸浆价格（NBSK，欧元/吨）



资料来源：BLOOMBERG、海通证券研究所（数据截止 2010.10）

图 51 国内纸浆价格（BHKP，元/吨）



资料来源：BLOOMBERG、海通证券研究所（数据截止 2010.10）

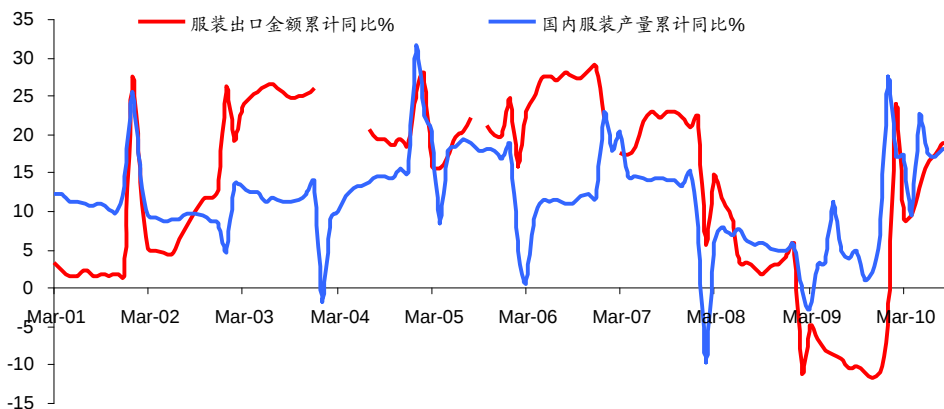
首先，供求关系的改善直接导致国内纸品以及纸品出口价格的上涨；对落后产能的淘汰还使得行业整体对纸浆的需求增速放缓，并导致国内纸浆以及纸浆进口价格的回落。总体而言，供求关系的改善提升了产品价格并降低了成本，行业的盈利空间扩大，行业基本面呈现向好局面。

7. 行业配置主线四：季节旺季与景气周期

7.1 冷冬与消费升级推动纺织服装销售

由于今年全球气候异常导致的冷冬，纺织服装面临旺季高增长，虽然全球经济正面临复苏进程中的反复和增速回落挑战，但冬季的纺织服装消费基本不受影响。而且从微观考察看，在原材料（棉花、化纤）涨价的推动下，服装价格上涨明显，行业的盈利空间甚至反而有可能扩大。同时，国内面临的消费升级使得品牌服装的产销增速脱颖而出，具有长远的发展前景与空间。

图 52 服装出口及国内产量月度累计同比增速（%）

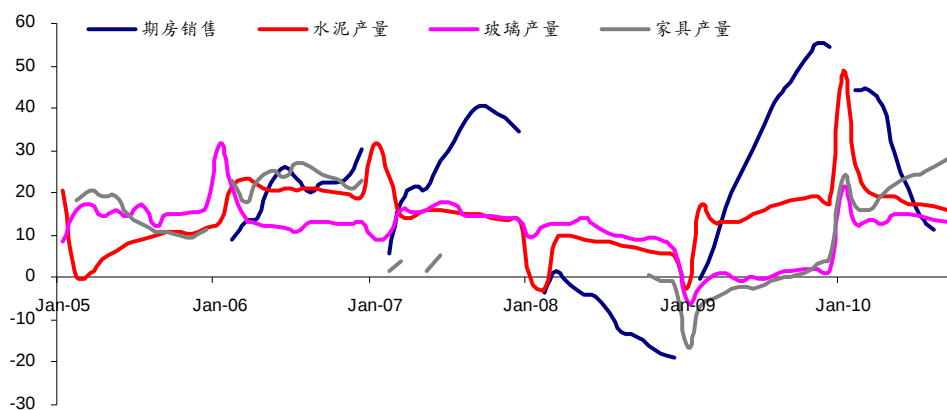


资料来源：WIND、海通证券研究所

7.2 房地产销售后周期推动家具、家电与电子元器件的热销

住宅占据房地产销售的主要构成，由于中国房地产销售的一半以上通过期房销售实现，因此房地产的销售（期房销售）波动存在后周期效应，即对建材、家装、家具、家电以及家电上游电子元器件存在时滞影响。房地产销售对建材的波动影响大概存在 3 个月的时滞，作用路径基本遵循“销售—新开工与施工—建材”的过程顺序。住宅的期房销售到交房的时间跨度平均为 1 年左右，因此期房销售对家装、家具、家电的影响大概存在 12-15 个月的时滞。家电对电子元器件的作用和影响速度比较快，基本可以认为房地产销售对电子元器件的影响时滞大约为 12-18 个月。

图 53 房地产销售对相关行业的拉动与时滞（同比增速，%）



资料来源：WIND、海通证券研究所

从相关行业的产销数据看，目前家具行业的销售增速持续走高，作为配套，家电行业也必然热销，这从十一期间的家电卖场的热销中可见佐证。家电中的黑电正经历由液晶向 LED 背光的替代与升级，前景看好。作为家电上游的电子元器件也必然连锁受益。

8. 行业组合配置表

根据前文的分析，对相关影响因素的可能性、影响力、市场反应力、信息反映度进行经验性综合评估后进行赋值；同时结合行业的绝对估值与相对估值水平进行评估，最后得出各行业在当前时点上的投资价值综合评分。根据评分结果对应得出配置建议。

表 3 行业组合配置表（2010 年 11 月）

行业名称	通胀受益	政策推动与超预期	人民币升值	季节旺季与景气周期	行业估值	估值优势	综合评分	配置建议	模拟组合配置权重
农林牧渔	5	1			68.08		6	超配	10%
煤炭	4				19.09	5	9	超配	20%
石油化工	3				13.71	3	6	超配	10%
基础化工	3				23E	2	5	标配	
钢铁					20.41	2	2	低配	
有色	3				60.26	1	4	标配	
电力设备		2			40E		2	低配	
机械		2			37.01	1	3	标配	
交运设备		2	1		25.01	3	6	超配	10%
信息设备		1			42.51	1	2	低配	
电子元器件				3	57.47		3	标配	
家电				2	22.74	3	5	标配	
纺织服装				2	37.94		2	标配	
造纸印刷		2	1		31.42	2	5	标配	
建筑材料		2			27.86	5	7	超配	7.5%
建筑工程		2			21.88	5	7	超配	7.5%
公用事业		1			27.14		1	低配	
交通运输					20.94	3	3	标配	
房地产	1				23.54	4	5	超配	10%
银行	1				10.31	5	6	超配	10%
非银行金融	3				30E		3	标配	
食品饮料	5				41.47	2	7	超配	15%
医药生物	3	1			42.15	1	5	标配	
商业零售	3				39.15	1	4	标配	
社会服务	1				47.1		1	低配	
TMT		1					1	标配	

资料来源：WIND、海通证券研究所

在组合管理和配置建议方面，采取主动型和简单设置原则，即仅选择超配的行业给予配置机会，对于行业间的权重差异则主要依据评分结果给予相对简单的配置比例。

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 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单 磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com

倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益望 (021) 23219443
陈 瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周 健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

联系人

陈 鑫 (021) 23219370 chenx5118@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472

klijang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411
方 维 (021) 23219438
舒 灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407

ouzh@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢 盐 (021) 23219436

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413

qiucc@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白 洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

罗少平 (021) 23219390
虞 楠 (021) 23219382

luosp@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (021) 23219460

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267

caoxf@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusul@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383

zhangh@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747

tl5535@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowy@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
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) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com