

历史的真实：主题投资研究

策略深度报告

◆如何认识主题投资：

主题投资脱胎于国际背景下的产业发展与融合，区别于传统的行业和地区投资路径，其主要方式是通过寻找驱动产业发展的内生动力、外部政策等主导因素来挖掘符合经济发展方向的板块群和相关公司，并对此进行集中投资。我们认真梳理了自 1998 年以来各段时期市场的表现及背景，在此基础上分析主题投资的逻辑所在，希望通过历史分析来得出有意的结论和我们的研究框架。

◆中国股市走势的划分和历史中的主题研究：

1998 年至今中国股市共有三次上涨和三次下跌，上涨标志性事件分别为政府搞活市场的政策和互联网泡沫（98-01 年）、股改（05-07 年）、四万亿投资（08-09 年）；下跌的标志性事件为，国有股减持和监管风暴（01-05 年）、次贷危机（07-08 年）、通胀抬头和地产调控（09-10 年）。

长期来看，实体经济的产业变迁和经济的结构变化是贯穿整个股市的本质所在，符合经济调整结构的行业穿越了股市周期的大幅波动；中期来看，股市的涨跌并不永远同步与基本面，重组等概念板块在很长的一段时间内也将会主导股价走势，这也是区别价值投资和主题投资的重要分水岭。

◆重化工业发展与城镇化是中国最大的主题投资：

以重化工业和城镇化为主要的经济结构不仅是近 10 年来中国经济发展的主要特征，而且也是主导股市的重要因素。这带动了基础建设的投资力度，促进了机械产业为主的产业群急速扩张，又使得上游资源能源品行业出现瓶颈。99 年-07 年间，代表重化工业和城镇化的采掘、有色、钢铁、地产和金融板块居股市涨幅前五，即使一直持有这些板块和股票，都将获得 4 倍以上的收益，这充分反映了符合经济发展方向和经济阶段相匹配的股票将获得大幅超越市场的收益率。这或许预示着从长周期来看，未来 5-10 年代表中国经济转型方向的股票也将获得很好的超额收益。

◆中期主题投资总结和分析：

我们的主题投资框架主要建立在中期的主题投资特征之下：**要具有较大的时代特征，或具有爆炸性效果。**主题投资不注重企业的业绩和盈利，更注重的是这一事件或政策对相关股票的催化效应。**要具有新颖性。**很多主题投资在第一次出现时都会带动相关股票的大幅上升，但第二次就不再作为催化剂存在，或催化作用弱化。**影响范围广，持续时间长。**能够成为真正主题的一般都有 1-2 家上市公司作为龙头，随着事件影响力的扩大和深化有其他公司同步进入上涨行情，这不仅扩大了主题的容纳范围，而且还延长了共同上涨的时间。**要具有较大的想象空间。**主题投资虽然不太重视业绩，但如果这一主题不能给上市公司盈利带来明确的大幅的改善，那也将会影响到主题效果。只有那些能够给相关股票带来巨大想象空间的主题才能走得更高更远。**主题持续的时间受到盈利的约束。**无论任何主题，最终都将受到盈利的制约，如 99 年的网络股，02 年的重组股以及 07 年的垃圾股等虽然都有一波大的上涨行情，但许多股票由于没有得到业绩的支撑而出现了下滑，主题再大最后还是要得到盈利的确认。

敬请参阅最后一页特别声明

分析师

薛俊 (执业证书编号：S0930510120022)

021-22169045

xuejun1@ebsecn.com

开文明 (执业证书编号：S0930510120012)

021-22169160

kaiwm@ebsecn.com

范敏 (执业证书编号：S0930510120021)

021-22169039

fanmin@ebsecn.com

冯钦远 (执业证书编号：S0930510120014)

021-22169119

fenggy@ebsecn.com

刘名斌 (执业证书编号：S0930511100003)

021-22169170

liumb@ebsecn.com

熊伟 (执业证书编号：S0930511060001)

021-22169110

xiongwei@ebsecn.com

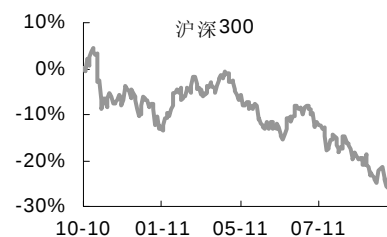
联系人

徐彪

021-22169120

xubiao@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

前言：认识主题投资

主题投资脱胎于国际背景下的产业发展与融合，区别于传统的行业和地区投资路径，其主要方式是通过寻找驱动产业发展的内生动力、外部政策等主导因素来挖掘符合经济发展方向的板块群和相关公司，并对此进行集中投资。近几年，主题投资在中国市场上从兴起、发展并逐步趋于成熟，主题基金的大量发行就是重要佐证。

虽对主题投资的研究在中国已有时日，但至今并未得出一个完整分析框架，通常不是以突发性事件为起点，就是抱定几个板块不放，或者完全以政策为导向，分析的结构和方法较为零散，更多归于偶然；同时，中国市场与主题投资联系较为紧密的多以政策驱动所带来的投资机会，但由于缺乏更宽泛的宏观背景分析和对股票市场的认识，更让人认为主题投资无法捉摸。

我们认为，市场中的这些认识限制了主题投资的发展及对其深刻的认识，也并非所有的政策支持都能成为投资理由，而突发性事件转换成投资机会也需较多约束条件的同时达成。而且，我们也认为中国的主题投资区别于国外定义，要认识和研究中国的主题投资必须要从国内出发联系国际，这样才能有深刻理解。为此，我们认真梳理了自 1998 年以来各段时期市场的表现及背景，在此基础上分析主题投资的逻辑所在，希望通过历史分析来得出有意的结论。

1、中国股市走势的划分和历史中的主题研究

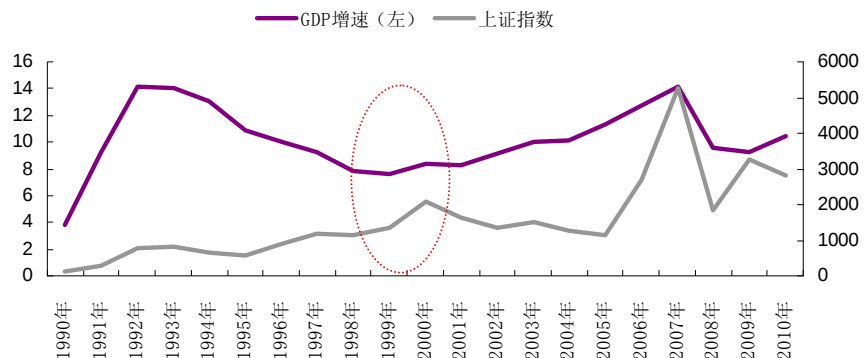
基于对中国 A 股市场的认识，我们从自上而下的角度出发，在比较股市趋势和背景的前提下对相关主题做深入剖析，其主要方法是把自 1998 年以来的市场趋势进行了划分，并对每个阶段进行阶段性分析，在此基础上做出总结。

1.1 时点的选择

基于对中国股市成熟度的认识，我们采用自 1998 年起比较整理，其逻辑是：

1. 新一轮经济的开始。与 08 年次贷危机和欧债危机相比，1997-2001 年发生的亚洲金融危机和俄罗斯经济危机较为相似，同时中国也进入了新一轮的经济周期。
2. 中外经济景气相互影响逐步增强。中国 2001 年加入 WTO，2005 年人民币升值，2008 年中国主动参与国际经济政策协调等可看作中国和世界政治经济的联动性越来越紧密，中外政策影响和景气循环的共振逐步提高。
3. 中国证券市场规范化发展。98 年起中国开创封闭式基金，引进 QFII 等机构投资者，并加强对证券市场的整顿，完善发行和交易机制等，这些为现在中国股市的投资环境奠定了基础。

图表 1：GDP 增速和上证指数



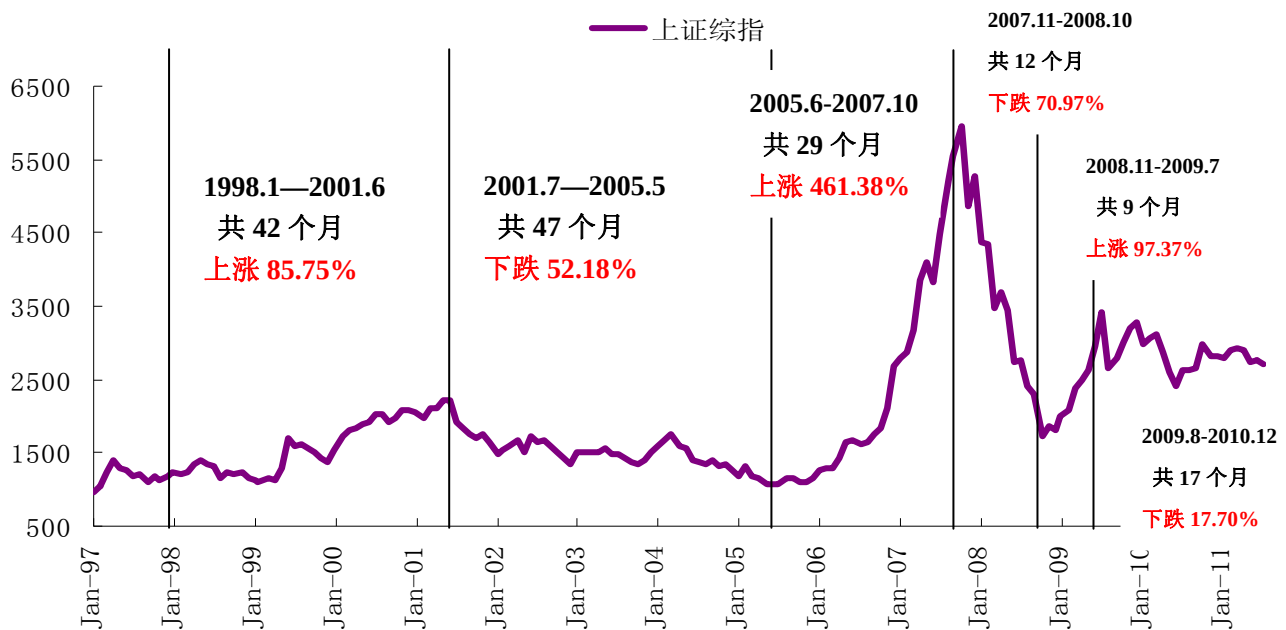
数据来源：Wind，光大证券研究所

1.2 中国股市的划分及涨跌幅

从大势看，1998年-2010年之间，中国经历了三次上涨和三次下跌。上涨期为1998年1月-01年6月、05年6月-07年10月，08年11月-09年7月，上涨幅度分别为85.75%、461.38%和97.37%；下跌期为01年7月-05年5月、07年11月-08年10月、09年8月-10年12月（未完），下跌幅度分别为52.18%、70.97%和17.70%。

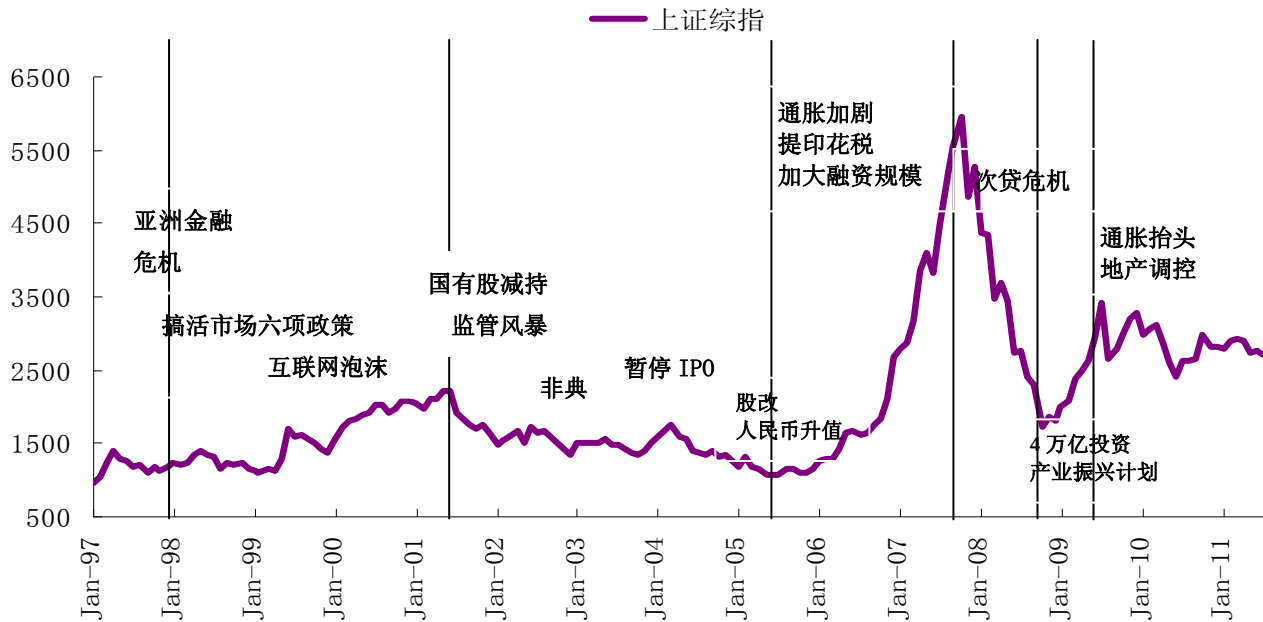
观察三次上涨的标志性事件分别是，政府搞活市场的政策和互联网泡沫（98-01年）、股改（05-07年）、四万亿投资（08-09年）；三次下跌的标志性事件为，国有股减持和监管风暴（01-05年）、次贷危机（07-08年）、通胀抬头和地产调控（09-10年）。从内在联系看，股市不仅反映了宏观经济和微观企业的运行趋势，而且反映了经济对股市的边际效应和累积效应，重大事件对股市的影响力不可小视，特别是在转折期。

图表 2：上证综指走势图及涨跌划分



数据来源：Wind，光大证券研究所

图表 3：上证综指走势图及重要事件



数据来源：Wind，光大证券研究所

1.3 各个阶段股市运行的背景和行业表现

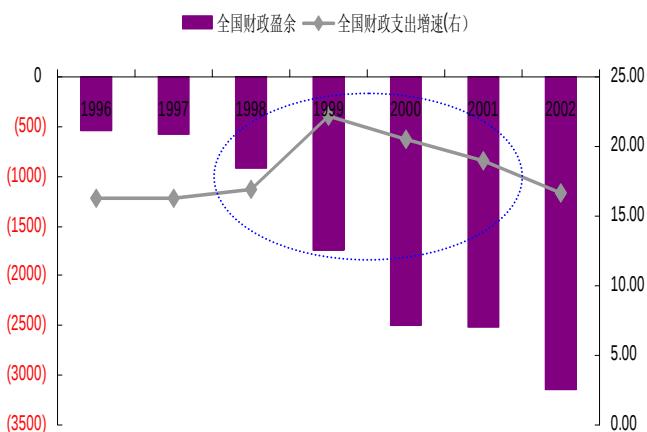
为了更好地观察每个阶段的股市运行，我们就以上 6 个中的 5 个阶段（第六个阶段相对时间较近且还未结束我们不做具体分析）对国内宏观、海外以及行业进行分析，从而总结每段行情的表现和逻辑。

1.3.1 1998 年 1 月-2001 年 6 月：上证指数上涨 85.75%

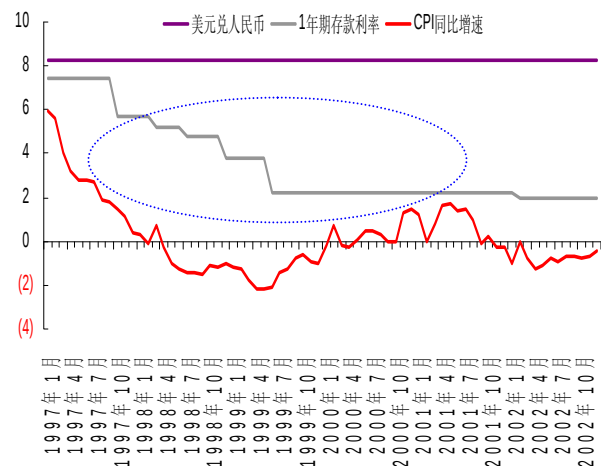
影响这一趋势重要的因素主要是：

首先，国内方面，97 年亚洲金融危机后中国开始采取积极的财政金融政策，财政支出比例由 97-98 年的 16.3% 上升到 99 年的 22.13%，之后逐年小幅增长，2001 年财政赤字为 97 年的 5 倍。金融政策进入减息周期，一年期存款利率从 98 年的 5.67% 下降到了 01 年的 2.25%。这些举措对稳定宏观经济起到了积极的作用。从此，投资为驱动中国经济发挥主导效应，房地产作为扩大消费的代表逐步成为支柱型产业。

图表 4：全国财政盈余及财政支出同比增速（亿元，%） 图表 5：汇率和利率变化



数据来源：Wind，光大证券研究所

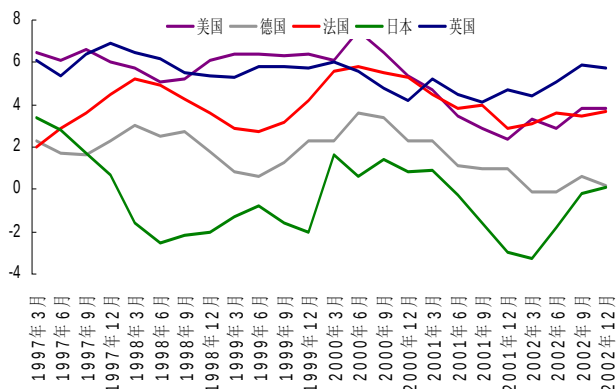


数据来源：Wind，光大证券研究所

国际方面，虽然 97 年亚洲经济经受了大幅的挫折，但欧美国家经济仍然坚挺，以美国为首的发达国家在 IT 产业带动下经济保持高速增长，这直接拉动了中

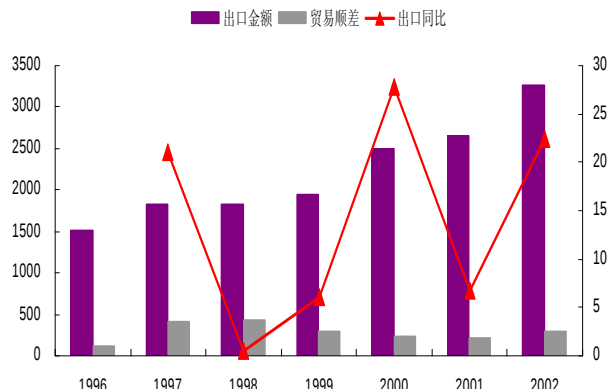
国的出口贸易，中国制造业在人民币不贬值情况下其成本比较优势仍然明显。可以说 1998-2001 年期间，中国的外围环境良好。

图 6：发达国家名义 GDP 增速（%）



数据来源：Wind，光大证券研究所

图 7：中国对外贸易情况（亿美元，%）

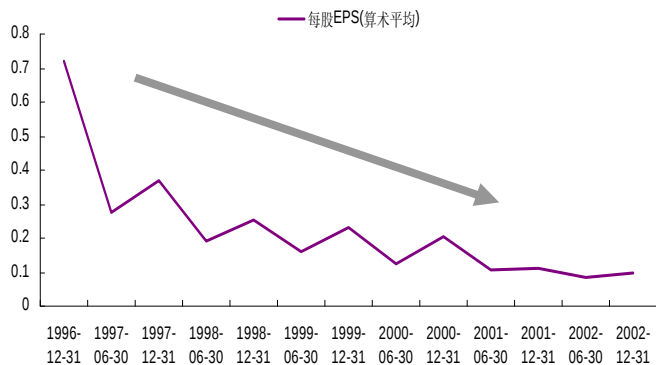


数据来源：Wind，光大证券研究所

其次，积极的股市政策。98 年 3 月起第一批大型证券投资基金启动，6 月降低印花税，99 年鼓励国有企业、国有控股企业和上市公司投资二级市场股票，同时，国务院批准搞活市场的六项政策，人民日报发文鼓励股市发展，这些成为股市上涨的直接利好。

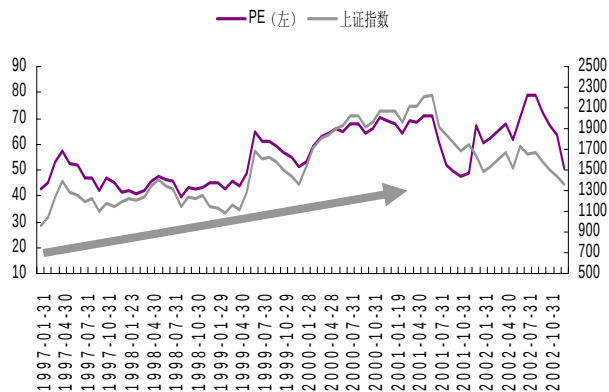
第三，重组和互联网题材成为拉升股市的重要因素。1998 年-2000 年 A 股上市公司盈利能力持续下滑，但 PE 保持上升趋势，事实证明当时总体是以题材炒作为主，股价上涨主要依靠估值的提升。但到了 2000 年下半年，随着中国宏观经济的企稳回升，以生产资料和资源行业为主的钢铁、石化、电力等重工业业绩快速好转，板块上涨逐步从互联网转向周期类板块。

图 8：每股 EPS（算术平均）



数据来源：Wind，光大证券研究所

图 9：PE 和上证指数



数据来源：Wind，光大证券研究所

图 10：2000 年 A 股市场季度涨幅前三板块（%）

一季度	通信运营	46.93
	酒店	42.08
	铁路运输	39.30
二季度	其他采掘	49.99
	石油开采	37.72
	航空运输	24.34
三季度	金属新材料	13.71
	饲料	13.38

	仪器仪表	12.03
四季度	橡胶	20.00
	金属新材料	17.83
	通信运营	16.60

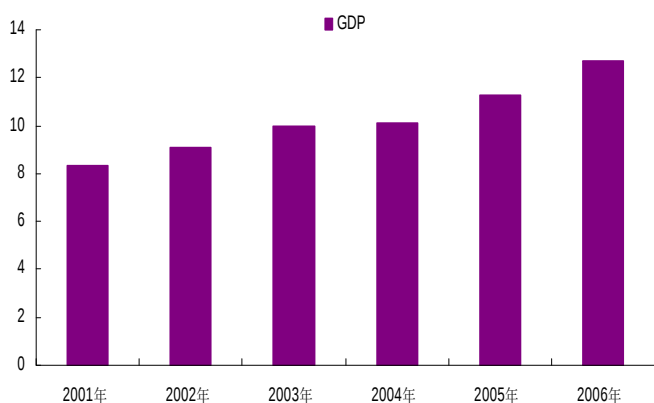
数据来源：Wind，光大证券研究所

1.3.2 2001 年 7 月-2005 年 5 月：上证指数下跌 51.78%

影响这一趋势的主要因素是：

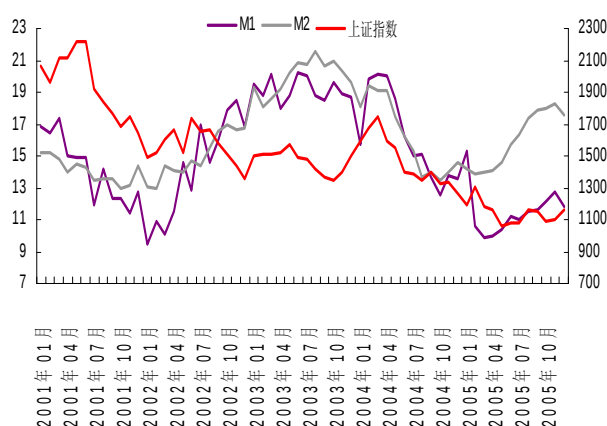
首先，国内方面，中国经济进入了新一轮的经济周期，加入 WTO、海外经济同时疲软及非典等因素促使国家保持着较为积极的货币财政政策。直至 2004 年中期，面对投资过热，政府通过直接调控与提高利率来限制钢铁、水泥、铝等行业，应该说这一阶段宏观经济处于上升期。

图表 11：2001-2005 年中国 GDP 稳定增长



数据来源：Wind，光大证券研究所

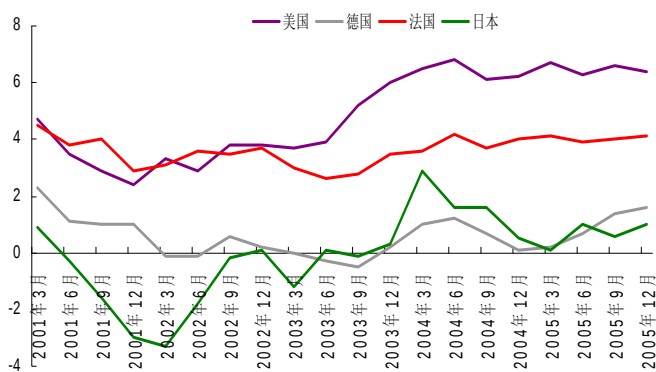
图表 12：M1、M2 和上证指数



数据来源：Wind，光大证券研究所

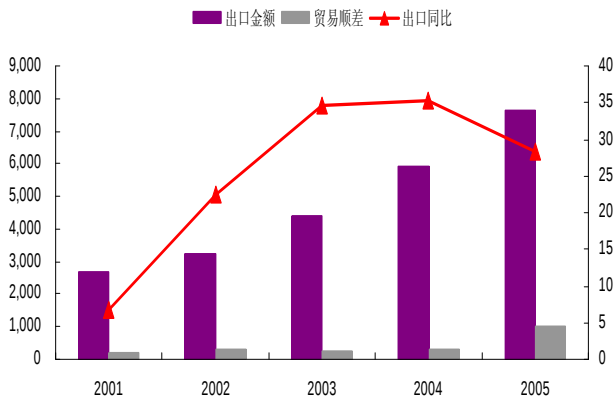
国际方面，2001 年开始世界经济同时减速，库存和设备投资出现减少，以美国为首的 IT 生产逐步下滑，此后 9.11 事件、安然破产等严重打击美国经济和股市；欧洲出台减税、扩大就业政策，但欧元区在年末跌入负增长。不过欧美经济并未遭受重大挫折，这主要是美国消费市场仍然保持坚挺，而低利率又孕育了地产行业的兴起。所以除了 2001-02 年之外，欧美经济对中国的负面影响并不太大。

图表 13：发达国家 GDP 增速 (%)



数据来源：Wind，光大证券研究所

图表 14：中国对外贸易情况 (亿美元, %)



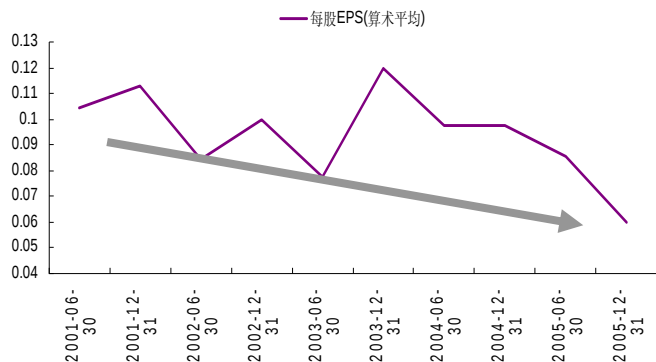
数据来源：Wind，光大证券研究所

其次，国有股减持和监管风暴打压股市。1999 年 10 月减持国有股政策公布，国有股减持将通过配售方式实现，12 月开始试点。在此后的 5 年中，国有股减持成为打压市场的重大利空，虽然有保险等机构资金入市，但仍然被市场解读

为增加供给、上市公司圈钱等。同时，基金黑幕和“股市赌场论”等报道、史美伦铁腕监管等导致 A 股市场持续性下跌。不得不说，这些是主导当年股市的最为重要的因素。

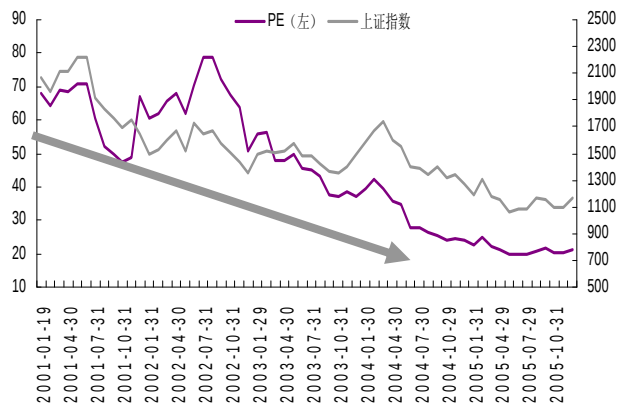
第三，稳定盈利股票凸显投资价值。01-05 年，A 股市场整体盈利能力出现趋势性下滑，但与此相比下跌更多的是 PE，市盈率由 70 倍下跌到 20 倍左右，这是一段残酷挤泡沫的过程。在这期间，与大盘相比表现最为突出的是稳定增长的价值股，以港口、机场、钢铁、白酒为主的板块个股出现了大幅的上涨。虽然上涨各有原因，但行业内稳定增长的公司价值是共通特征，同时机场港口也基本符合国家当时加入 WTO 的大环境。

图表 15：每股 EPS（算术平均）



数据来源：Wind，光大证券研究所

图表 16：PE 和上证指数



数据来源：Wind，光大证券研究所

图表 17：2001 年 7 月-05 年 5 月 A 股市场涨幅前五板块（%）

细分板块	涨跌幅
机场	34.40
港口	8.02
钢铁	-22.63
煤炭开采	-29.94
景点	-30.26

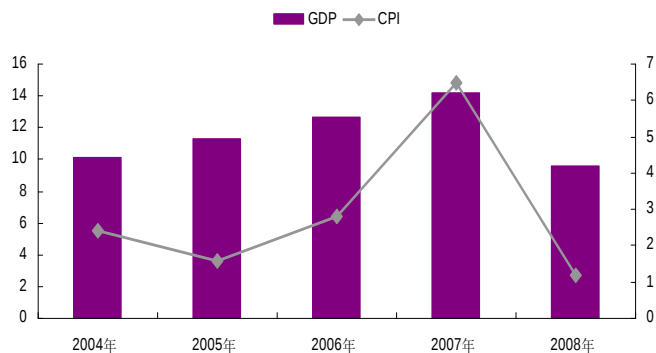
数据来源：Wind，光大证券研究所（申万二级行业）

1.3.3 2005 年 6 月-2007 年 10 月：上证指数上涨 461.38%

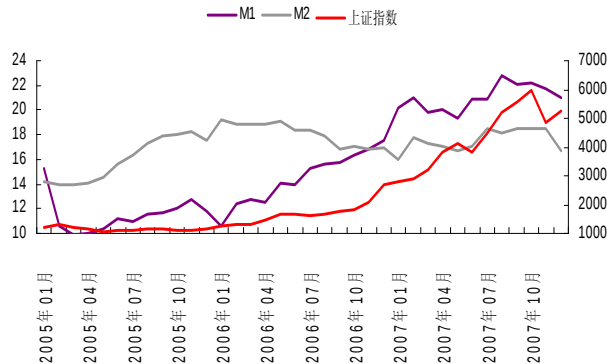
影响这一趋势的主要因素是：

首先，国内方面，中国经济总体处于周期的上升期，经济保持稳定增长。人民币升值、国际大宗商品价格上涨等成为当时流动性过剩、通货膨胀的促发因素，这引发了央行持续提高利率。但在 M1 的持续上升过程中推动了流动性过剩，加上房价持续上涨，政府开始出台抑制投资的政策来规范各地各行业发展。

图 表 18: 2005-2007 年中国 GDP 稳定增长, 通胀攀升 图 表 19: M1, M2 和上证指数



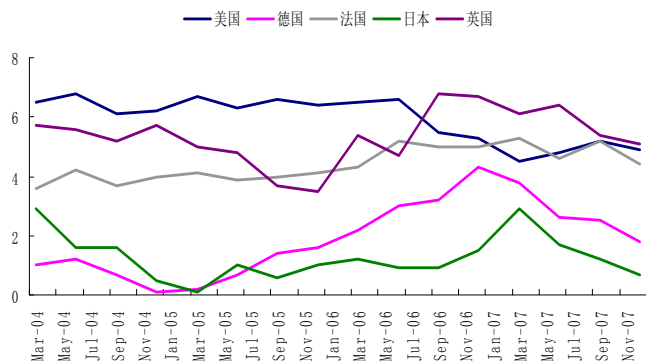
数据来源: Wind, 光大证券研究所



数据来源: Wind, 光大证券研究所

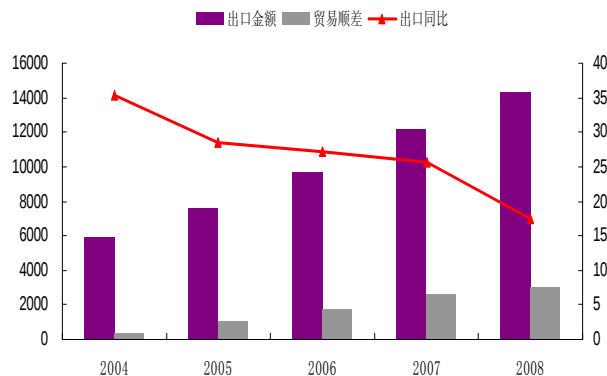
国际方面, 全球景气上升, 通胀压力不断加大, 大宗商品价格持续攀升, 全球股市连续创出新高。美国自 04 年中旬开始进入加息周期, 随着海外经济的向好, 中国出口也持续增加。

图 表 20: 发达国家 GDP 增速 (%)



数据来源: Wind, 光大证券研究所

图 表 21: 中国对外贸易情况 (亿美元, %)

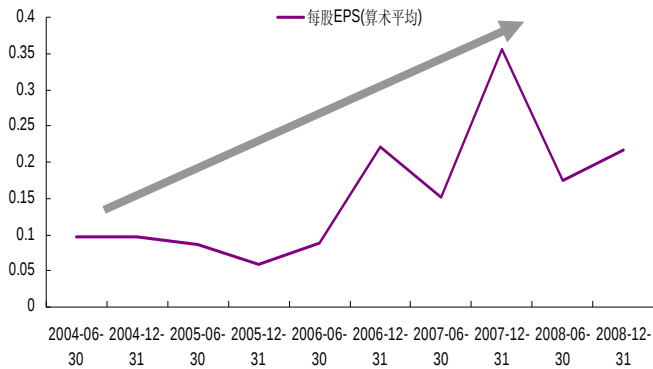


数据来源: Wind, 光大证券研究所

其次, 股改是主导这一期间股市上涨的主要动力。股改就是让国有股和法人股通过全流通实现与普通股一样的同股同权、同股同利。股改有国有股减持逻辑的影子, 但让利小股东是核心所在。在人民币升值推动价值重估、资源价格上涨等因素下, 中国股市创出了历史新高。此后虽有印花税上调等政策, 也只是切换了板块的轮动, 但难以阻挡上涨步伐。

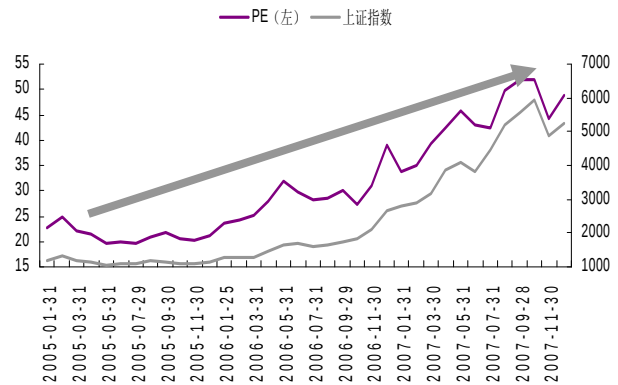
第三, 05-07 年的上涨动力主要来自于股改和人民币升值, 价值重估主导 PE 的快速上升。在这期间, 企业 EPS 也出现了趋势性增长, 与 1998-2001 年不同, 这段时间是盈利和估值的双增长, 但不可否认, 总体还是估值增长所带来的。06 年上半年主要是垃圾股泡沫, 5/30 之后蓝筹股大幅上涨, 蓝筹股泡沫开始出现。从板块来看, 以有色上涨为起点的这波牛市, 所有行业均是大幅上涨, 其中涨幅最大的是证券、有色和地产。

图表 22: 每股 EPS (算术平均)



数据来源: Wind, 光大证券研究所

图表 23: PE 和上证指数



数据来源: Wind, 光大证券研究所

图表 24: 2005 年 6 月-07 年 10 月 A 股市场涨幅前五板块 (%)

细分板块	涨跌幅
证券	1,700.15
有色金属冶炼与加工	1,320.87
房地产开发	925.11
专用设备	754.44
贸易	704.55

数据来源: Wind, 光大证券研究所 (申万二级行业)

1.3.4 2007 年 11 月-2008 年 10 月: 上证指数下跌 70.97%

影响这一趋势的主要因素是:

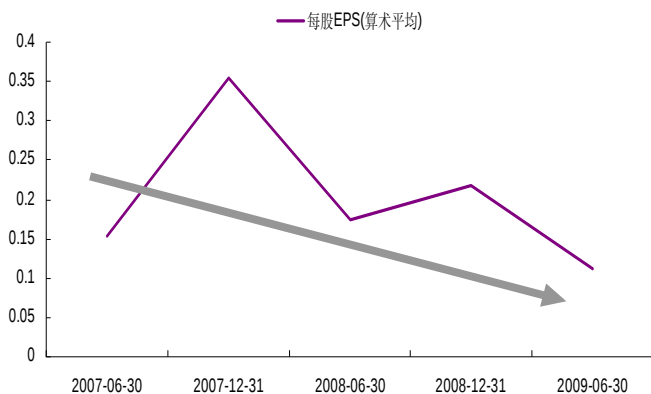
首先, 国内方面, 中国经济仍然保持了快速增长的势头, 但由于我国投放了过多的流动性, 经济过热、通货膨胀等负面效应开始显现, 政府采取了加息、上调存款准备金率、控制信贷规模、清理地方融资平台、调控房价等手段积极应对。之后随着次贷危机逐步浮出水面, 中国又把方向转向了保增长。

国际方面, 次贷危机是影响股市的最重要因素。次贷危机不仅仅停留在美国房地产市场, 更是影响到了以金融保险为代表的虚拟经济, 并且从美国国内扩散到了世界各地, 成为了全球性的信用危机。

其次, A 股市场本身也具有调整的必要性。高估值和过剩流动性推动股市上涨到了新的高度, 但中国采取紧缩的货币政策抑制通胀, 资产价格缩水、财富效应消退导致资本市场流动性由过剩转向不足。同时, 上市公司巨额再融资计划的推出和大小非的减持, 导致中国股市原本脆弱的估值体系被瓦解。

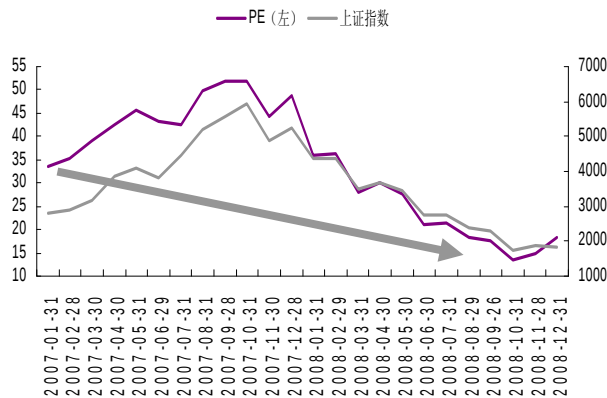
第三, 业绩和估值也是双双下滑, 特别是估值从顶点的 52 倍下跌到 13 倍左右。在这期间, 医药和农业板块较为抗跌。

图表 25: 每股 EPS (算术平均)



数据来源: Wind, 光大证券研究所

图表 26: PE 和上证指数



数据来源: Wind, 光大证券研究所

图表 27: 2007 年 11 月-08 年 10 月 A 股市场涨幅前五板块 (%)

细分板块	涨跌幅
种植业	-0.18
化学制品	-35.35
化学制药	-43.55
医药商业	-43.71
建筑装饰	-44.78

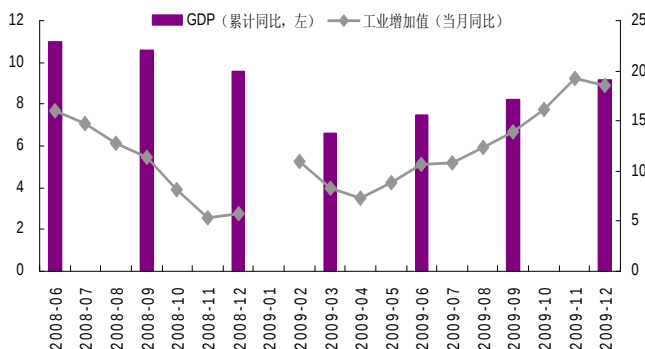
数据来源: Wind, 光大证券研究所 (申万二级行业)

1.3.5 2008 年 11 月-2009 年 7 月: 上证指数上涨 97.37%

影响这一趋势的主要因素是:

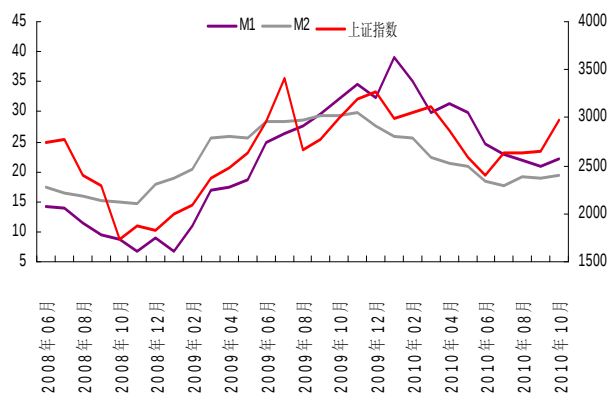
首先, 国内方面, 中国从 08 年末开始实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 投放大量信贷刺激经济, 运用降息、减税、刺激出口、政府投资等多种手段拉动内需。M1 同比增速 08 年底为 6.8%, 到了 09 年最高为 34.63%。

图表 28: 中国 GDP 和工业增加值同比增速 (%)



数据来源: Wind, 光大证券研究所

图表 29: M1、M2 和上证指数



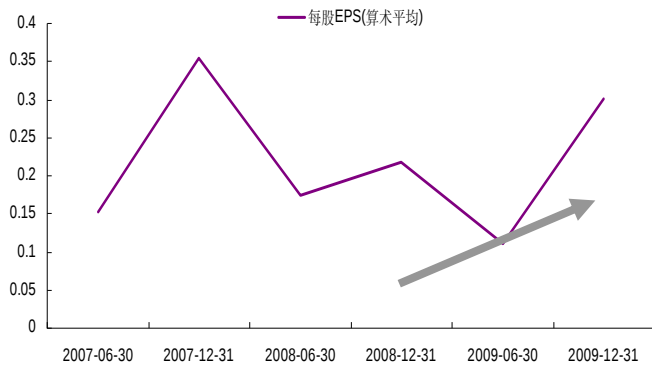
数据来源: Wind, 光大证券研究所

国际方面, 各国积极的政策对应是关键所在。以美国为首的发达国家持续向市场注入流动性, 在短短半年间, 全球流动性经历了从最初的冻结到解冻到充裕再到泛滥的过程, 这对资本市场的上涨、资产泡沫的产生和膨胀起到了推波助澜的作用。

其次, 政策是这一期间 A 股市场上涨的重要推手。在财政和贷款力度增加的背景下, 国家先后实施了四万亿投资计划、十大产业振兴计划、区域发展规划以及汽车家电下乡等政策。这些政策激活了实体经济, 对股市也是直接利好。

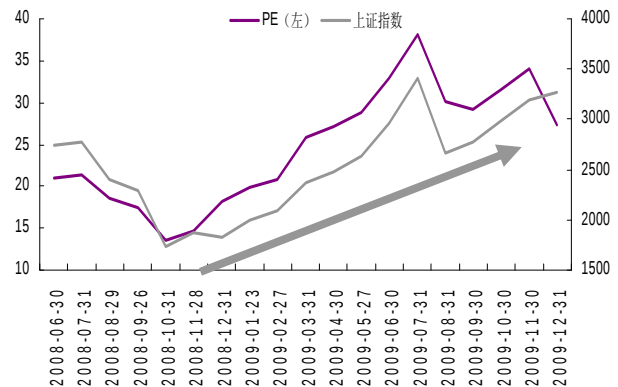
第三，业绩和估值都双双上升，但主要还是估值上升所带来的。这一期间主要的投资机遇集中于节能环保、电力设备、有色、七大新兴产业等概念性板块。

图 30：每股 EPS（算术平均）



数据来源：Wind，光大证券研究所

图 31：PE 和上证指数



数据来源：Wind，光大证券研究所

图 32：2008 年 11 月-09 年 7 月 A 股市场涨幅前五板块 (%)

细分行业	涨跌幅
其他采掘	265.43
煤炭开采	226.60
有色金属冶炼与加工	192.97
汽车整车	173.90
酒店	156.25

数据来源：Wind，光大证券研究所（申万二级行业）

2001 年-2010 年中国股市的表现也基本符合上述各阶段。

图 33：2001 年-2010 年 A 股市场涨幅前十板块 (%)

2001		2002		2003		2004		2005	
细分行业	涨跌幅	细分行业	涨跌幅	细分行业	涨跌幅	细分行业	涨跌幅	细分行业	涨跌幅
商用载货车	13.06	化学药	39.42	电源设备	76.67	钾肥	45.45	人工景点	80.45
人工景点	0.95	商用载货车	18.21	乘用车	70.82	互联网信息服务	44.60	农用机械	42.18
果蔬加工	-0.43	其它信息服务	7.71	肉制品	60.86	机场	26.11	钾肥	38.81
啤酒	-1.26	终端设备	5.98	普钢	50.41	电源设备	25.45	石油开采	38.54
港口	-1.62	专用汽车	4.82	通信运营	45.01	白酒	17.81	其他酒类	38.38
毛纺	-4.23	乘用车	3.84	石油加工	43.21	煤炭开采	14.54	装饰装修	36.00
调味发酵品	-9.80	软饮料	3.09	港口	40.59	其它信息服务	12.89	化工新材料	30.15
装饰装修	-10.13	机场	-1.20	火电	37.08	交换设备	11.94	银行	20.90
纺织服装设备	-10.66	专业连锁	-2.22	钾肥	32.65	港口	9.37	乳品	19.43
空调	-10.75	人工景点	-2.87	小家电	28.38	氮肥	9.33	电机	18.65
2006		2007		2008		2009		2010	
细分行业	涨跌幅	细分行业	涨跌幅	细分行业	涨跌幅	细分行业	涨跌幅	细分行业	涨跌幅
证券	360.48	航空运输	400.75	种子生产	18.55	轮胎	330.72	装饰装修	124.05
白酒	302.87	果蔬生产	392.88	果蔬生产	10.37	乘用车	313.57	磁性材料	107.16
建筑机械	264.83	维纶	378.10	铁路设备	-16.57	其它信息服务	296.76	半导体材料	90.45
专业连锁	230.88	粘胶	332.63	其他种植业	-25.92	纺织化学用品	271.66	电气自控设备	79.12
银行	173.65	贸易	309.50	宽带网络服务	-28.54	内燃机	262.16	种子生产	72.67
房地产开发	171.61	信托	309.37	输变电设备	-32.76	专用汽车	260.80	其他电子器件	62.28

机床工具	162.47	煤炭开采	307.16	钾肥	-33.48	铜	255.51	肉制品	62.09
冶金矿采设备	161.37	空调	304.47	水电	-35.86	纺织服装设备	224.12	建筑机械	58.89
燃气	159.52	其它信息服务	296.90	电气自控设备	-35.90	粘胶	217.76	小金属	58.57
水泥制造	156.28	特钢	294.45	医药商业	-36.49	洗衣机	217.15	制冷空调设备	58.32

数据来源：Wind，光大证券研究所（申万三级行业）

1.4 总结：

通过观察以上各个阶段，我们总结了自 98 年以来 A 股市场的涨跌、市场氛围以及主题投资的表现：在上涨背景下，主题投资相对活跃且板块涌现较多；在下跌的情况下，主题表现较少。相对于价值投资而言，主题投资的出现具有一定的随机性和替代性，但有很大的特征，如牛市启动前主题板块相对活跃，估值上升期中多有表现等。同时，在六大区间内有些主题板块连续几年都有较好表现。

纵观 A 股市场历史涨跌，虽对股市的事后解释较为容易，但就其背后的历史涨跌逻辑，我们认为很难用单一指标或完美理论来解释全程，很多指标或理论仅仅在一个区间内有显著效应，而在另一段时间里会偏离方向，难以贯穿全局。

但从股市和实体经济、政策的相关性来看，我们认为：

从长期的股市表现来看，实体经济的产业变迁和经济的结构变化是贯穿整个股市的本质所在，这也决定了长期主题投资的关键性逻辑，很多符合经济调整结构的行业穿越了股市周期的大幅波动；从中期来看，建立在以股市供求、政策、利润和估值角度等基本上的大势判断是理解股市的活性化程度的重要参考指标，股市的涨跌并不永远同步与基本面，重组等概念板块在很长的一段时间内也将会主导股价走势，这也是区别价值投资和主题投资的重要分水岭。对此，我们会对其背景、产生以及判断标准进行分析和总结；从短期来看，由于某种突发性事件所导致的行情是影响部分主题板块的重要因素，但不得不承认，要想把握这一行情非常困难，对此请容我们在以后的报告中再做分析。

2、重化工业发展与城镇化是中国最大的主题投资

梳理近 10 年 A 股市场可以发现，中国股市的板块涨跌和中国经济模式及调整方向密切相关。以 99 年-07 年和 07 年-10 年的板块表现来看，前期重化工业和地产、金融涨幅居前，而后期的代表是医药电子等新兴产业，股市基本客观反映了长期发展模式 and 方向。从历史角度看，重化工业化的发展城镇化的进程和是中国股市最大的主题投资。

图表 34：99 年 1 月-07 年 10 月 A 股各板块涨跌幅

板块	涨跌幅 (%)
采掘	799.36
有色金属	692.90
黑色金属	560.53
房地产	428.87
金融服务	396.99
食品饮料	390.50
交通运输	355.41
商业贸易	343.70
机械设备	322.17
化工	307.76
交运设备	292.82
餐饮旅游	266.81

图表 35：07 年 11 月-10 年 12 月 A 股各板块涨跌幅

板块	涨跌幅 (%)
医药生物	81.29
农林牧渔	50.73
信息设备	35.23
电子	34.43
机械设备	33.96
家用电器	33.79
食品饮料	29.40
商业贸易	8.14
建筑建材	6.46
综合	5.73
纺织服装	1.66
交运设备	-0.83

建筑建材	231.57	信息服务	-2.19
公用事业	218.10	轻工制造	-9.03
医药生物	165.46	餐饮旅游	-13.92
纺织服装	133.26	有色金属	-15.04
轻工制造	122.63	采掘	-16.14
信息服务	115.56	公用事业	-29.49
综合	101.01	化工	-31.77
家用电器	91.75	房地产	-39.92
农林牧渔	60.58	交通运输	-43.52
电子	49.37	金融服务	-45.67
信息设备	18.92	黑色金属	-49.80

数据来源：Wind，光大证券研究所（申万一级行业）

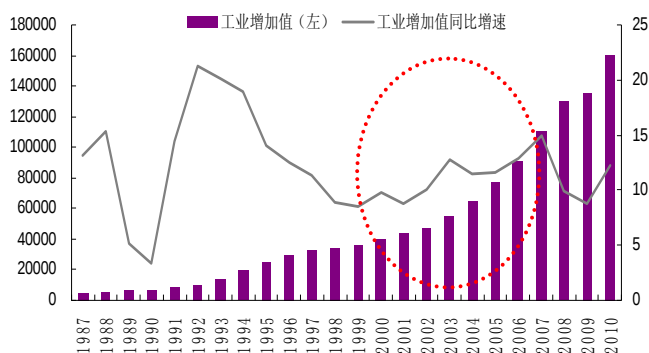
数据来源：Wind，光大证券研究所（申万一级行业）

2.1 重化工业代表中国发展阶段

以重化工业为主的经济结构不仅是近 10 年来中国经济发展的主要特征，而且也是主导股市的重要因素，这是由外需、居民消费升级和基础投资的合力而产生的。外需方面，中国一般贸易逐步替代加工贸易，而其中又以机电产品为主；内需方面，居民消费在 80-90 年代满足了吃、穿之后，从 90 年代后期逐步向住、行过渡，直接拉动了对房屋和汽车的需求。内、外需的升级促进了以电子通讯、运输机械和家电产品的大量生产，这又带动了企业对相关产业的投资，而且政府又加大了对基础建设的投资力度。这些合力使得实体经济中以中游机械产业为主的产业群急速扩张，并开始向上游产业延伸，这又产生了上游资源能源品行业的瓶颈效应。对以中上游产业为主导的发展模式这一认识，基本能够解释近 10 多年来中国经济历程。

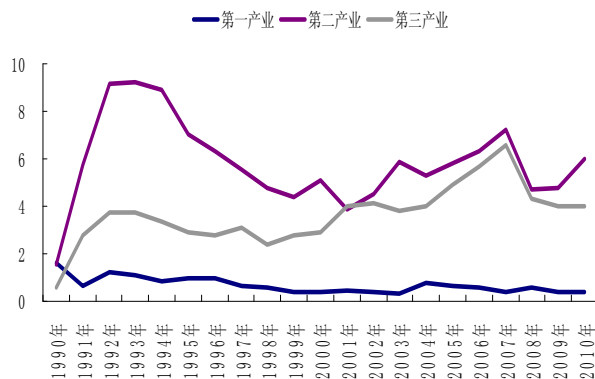
从股票上来看，以电子机械、家电、钢铁等为主的板块成为直接受益者，从 2000 年中期开始持续跑赢股市。到 2007 年 10 月市场最高点时，中上游行业涨幅居市场前列。

图表 36：中国工业增加值及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，光大证券研究所

图表 37：中国三大产业对 GDP 拉动效应（%）



数据来源：Wind，光大证券研究所

2.2 城镇化还在延续

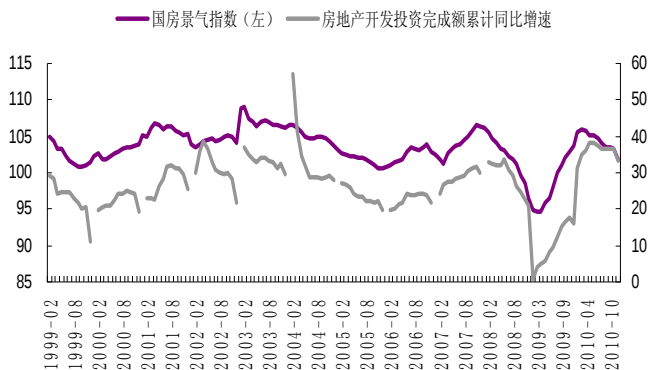
作为中国城镇化进程中最重要的一环地产行业发展是最大的受益群体。房地产改革可以追溯到 90 年代前期，但一直由于国家还存在福利分房以及地产市场的不成熟，房地产市场波澜不惊。亚洲金融危机的爆发促使政府出台了一系列刺激地产发展的政策，取消福利分房，要想取得房屋都必须通过市场来交易，同时央行不断降低利率，按揭门槛也降至 20-30% 的程度，这些政策的推动使得对房屋的有效需求快速增加，并促使房地产价格上涨。

1999 年-2003 年是中国房地产市场快速发展时期，正是由于强劲的地产内需拉

动,才使得经济增加并未因为非典而出现快速滑落,相反创出了阶段性的新高。2003 年中期,建筑部明确把房地产列为我国经济的支柱性产业。2005 年开始,虽然政策把稳定房价作为主要出发点并出台了相关的上调利率等措施,但并未撼动居民的购买欲望,也未实质性地改变地产商的盈利模式,这一趋势一直持续到 07 年底次贷危机。

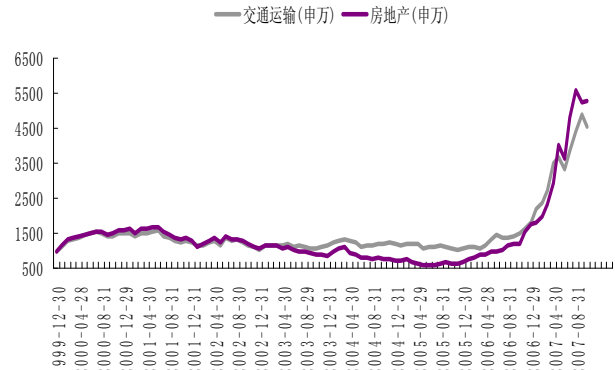
可以说,房地产市场的出现和发展不仅是国家、企业的行政分配体制转向市场化交易体系的典型,而且还创造并带动了中国的内需及相关产业的发展,以建筑类企业为主的工程机械、水泥、钢铁等都直接受益于此。从 1998 年-2007 年是中国城市化进程最为快速的 10 年,而这其中所有的投资需求都围绕地产来展开。

图表 38: 中国地产行业指数



数据来源: Wind, 光大证券研究所

图表 39: 地产和交通运输板块指数



数据来源: Wind, 光大证券研究所

2.3 重化工业发展带来的资源和环保问题

重化工业和快速城镇化推动了中国经济的飞跃发展,但同时负面效应也在逐步显现,其中之一就是能源和资源的消耗上升以及环境污染等外部性日益突出。1994 年-2010 年,世界原油、天然气和煤炭价格分别上涨了 5.8、3.8 和 3.3 倍,其中中国的需求占了很大一部分,这也是由中国经济增长模式带来的。与此同时,中国环境污染日益严重,以牺牲环境带来的经济发展不堪重负。为此,实体经济出现了一波国内挖矿海外找矿的行情,国家政策也开始转向提高环保标准和出台环境保护政策,这使得股市中的相关板块在不同区间内出现了大幅的上扬。

2.4 长期主题穿越经济周期

综上所述,符合经济发展方向的行业不仅穿越了经济周期,也给投资带来长期巨额回报。在中国工业化和城镇化的发展阶段,虽然中上游行业以及地产等周期性行业波动相对较大,但由于与中国经济的发展方向相吻合,长期投资能够得到巨大的资本利得。

不过,长期主题投资需要克服的是中短期内股价的大幅波动和剧烈调整,同时在微观企业层面具有较大的风险性,特别是在经济下行阶段承受巨大的压力,所以我们在考虑长期的同时也要关注如何克服其波动性以及什么样的主题能够成为真正的主题投资。

3、中期主题投资总结和分析

相对于长期主题,中期的主题投资是市场关心的焦点,具有较大的实效性,有些也会逐步演变成为长期主题的一部分。总结历史发现,中期主题投资较侧重于事件的新颖性和重大性,同时事件的发展还需有较大深度和广度。

3.1 历年中期主题的总结

历年股市无论市场起伏，主题投资都会有所表现，牛市中主题涌现较多，而熊市中较少而已。即使在市场大幅下跌的时期，主题投资也会有所涌现，只是时间长短不同。对此，我们按照年代顺序对当时较为典型的主题投资进行总结。

图表 40：历年的主题板块

年代	主题	背景及点评
1999 年	网络股板块	全球互联网泡沫
2000 年	钢铁、石化等业绩股，B 股	互联网泡沫逐步崩溃，新一轮经济增长趋势逐步利好重化工业；AB 股并轨探讨
2001 年	地产、港口	价值股投资的延续。地产：货币化分房、贷款政策出台等；港口：WTO 加盟
2002 年	低价重组股、次新股	大盘优质蓝筹股上市逐步改变市场结构；业绩亏损公司出现重组、退市。
2003 年	汽车、银行、钢铁、石化、电力	企业价值决定投资方向
2004 年	煤电油运瓶颈行业，中小盘股、高比例送转的投机型股票	仍然延续价值投资、五朵金花行情，投机股有一时表现，但业绩决定行情分化
2005 年	二线蓝筹股，银行、地产、军工、新能源，权证	股改、人民币升值、武钢万科引发的权证牛市
2006 年	新能源、军工、电力设备、食品饮料、电子等	牛市延续，板块轮动
2007 年	低价股、航空、周期性蓝筹股	前期低价股垃圾股涨幅较大，5.30 之后转向大型蓝筹股，人民币升值带动航空股
2008 年	农业、医药	通胀、次贷危机背景
2009 年	新能源、黄金、地产、汽车、家电	金价飞涨、地产复苏、十大产业政策
2010 年	新兴产业、稀土	新兴产业规划、国家稀土政策

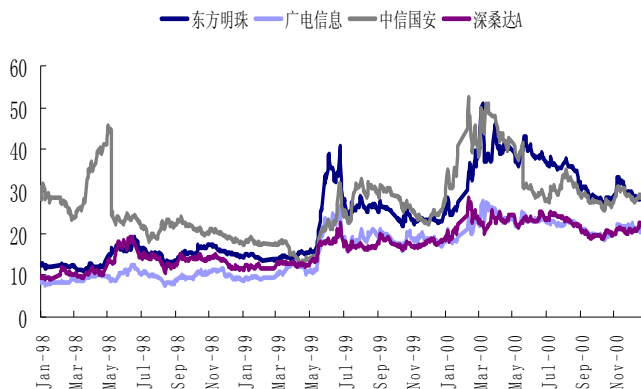
数据来源：光大证券研究所

3.2 中期主题的规律

我们发现能够成为中期的主题投资大多具备以下几个规律：

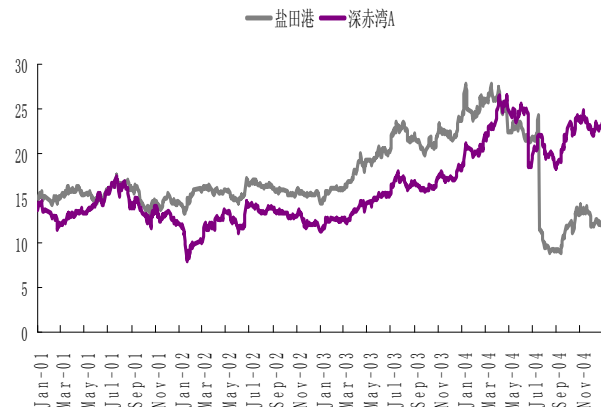
首先，**要具有较大的时代特征，或具有爆炸性效果**。主题投资和价值投资不同，主题投资不注重企业的业绩和盈利，更注重的是这一事件或政策对相关股票的催化效应，所以一般来看越大越好，如果符合时代特征，那将会对相关股票形成最为直接的利好。最典型的如：99 年网络股板块的崛起正好处于国外网络股泡沫的鼎盛期，港口股的发力得益于中国加盟 WTO，稀土股飞涨反映了国家的控制稀有资源的战略，而水利作为一号文件具有爆炸性。这些板块的表现都是在特定时期内首次出现，并具标志性意义。

图表 41：1999 年网络股板块代表股票走势



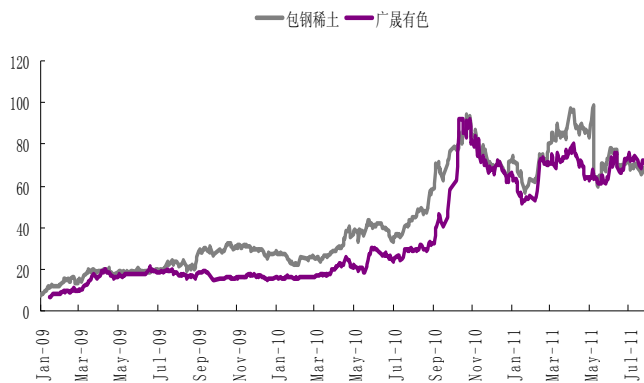
数据来源：Wind，光大证券研究所

图表 42：2000-2004 年港口类股票走势



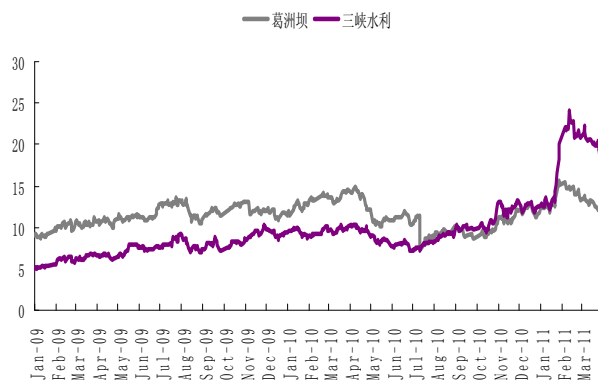
数据来源：Wind，光大证券研究所

图表 43：2009 年稀土板块代表股票走势



数据来源：Wind，光大证券研究所

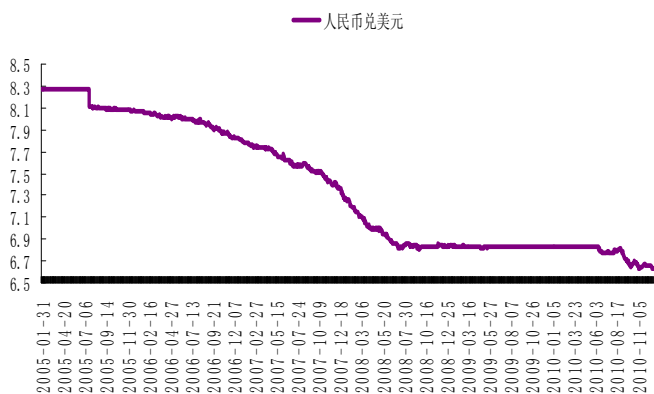
图表 44：2010 年末水利板块代表股票走势



数据来源：Wind，光大证券研究所

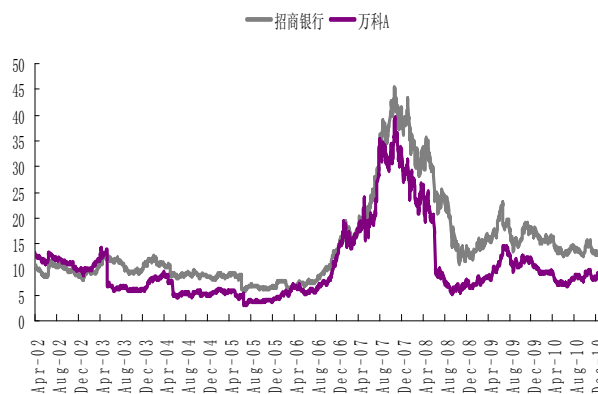
其次，**要具有新颖性**。很多主题投资在第一次出现时都会带动相关股票的大幅上升，但第二次就不再作为催化剂存在，或催化作用弱化，比较典型的是人民币升值。05 年人民币在亚洲金融危机之后首次大幅升值，成为了地产、银行和航空等股票上涨的主要因素。但之后人民币升值的影响力逐步走弱，特别是在 07 年之后人民币兑美元不仅连创新高且累计升值已经超过 05 年，但已经不再对地产金融相关行业有任何催化作用。

图表 45：汇改以来人民币兑美元走势



数据来源：Wind，光大证券研究所

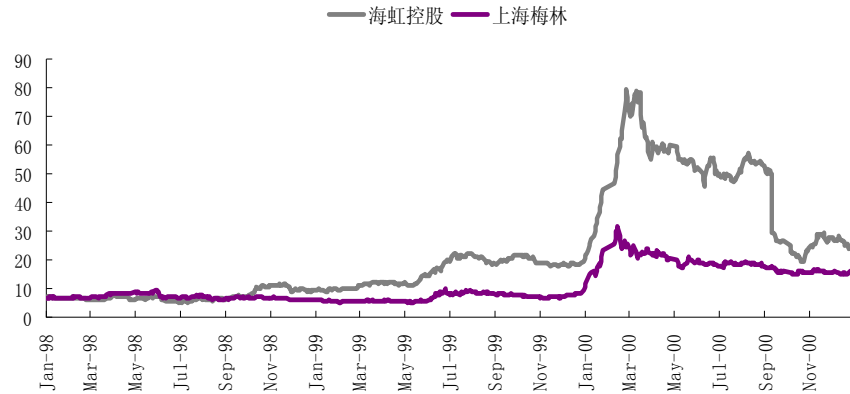
图表 46：地产银行代表股票走势



数据来源：Wind，光大证券研究所

第三，**影响范围广，持续时间长**。主题的形成在刚开始之时并不会得到市场的广泛认同，有很多似乎会形成主题，但由于没有继续深化或影响范围不够广而逐步消失，形成不了真正的主题投资。能够成为真正主题的一般都有 1-2 家上市公司作为龙头，随着事件影响力的扩大和深化有其他公司同步进入上涨行情，这不仅扩大了主题的容纳范围，而且还延长了共同上涨的时间。上述图表中列出的历年主题基本都持续在 3 个月以上的时间，更多长达 1 年之久，而进入这一主题的上市公司家数是逐步增多的，到投资后期许多没有这一业务的股票也进入主题投资中。比较具有代表性的是 99 年网络股泡沫时代连上海梅林等不具备网络的公司都牵强附会出现上涨。

图 47：网络股泡沫后期代表股票走势



数据来源：WIND，光大证券研究所

第四，**要具有较大的想象空间**。主题投资虽然不太重视业绩，但如果这一主题不能给上市公司盈利带来明确的大幅的改善，那也将会影响到主题效果。只有那些能够给相关股票带来巨大想象空间的主题才能走得更高更远。

第五，**主题持续的时间受到盈利的约束**。无论任何主题，最终都将受到盈利的制约，如 99 年的网络股，02 年的重组股以及 07 年的垃圾股等虽然都有一波大的上涨行情，但许多股票由于没有得到业绩的支撑而出现了下滑，主题再大最后还是要得到盈利的确认。

4、我们的主题投资的框架

基于以上的分析和总结，我们得出了光大主题投资的框架：

一、如何判断主题：

我们认为效率和时间应放在第一位，对于最新发生的事情需要第一时间去研究和了解，而深度之后应该及时跟上。

二、主题的来源：

主题的来源主要来自于国内外政策和突发性事件，同时还需要兼顾长期累积起来的问题。以近两年所发生的事件及政策，我们可以归纳为以下四个方面，如：

时代特征相关：工业化、老龄化、能源瓶颈

证券制度驱动：新三板、国际版、转融通

事件驱动相关：迪斯尼、日本地震、央企重组

产业政策驱动：高铁、稀土、文化产业

三、主题来源需要具备以下几个方面：

1. 具有时代特征大主题：催化剂
2. 持续的时间，影响的范围，程度越大越好
3. 大而泛的东西尽量不能成为主题

四、主题的标准：

新颖性：第一次在资本市场出现

爆炸性和空间：假设能做成且有巨大的成长空间

催化剂：持续性的催化剂，并且会显著加速。

持续时间：立足三个月，最好能持续在 3-6 个月

标的：具有较高的集中度和广度

股票：龙头股涨幅立足翻番，主题涨幅立足 30%以上

价位：低位置的股票更具有高弹性

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，策略研究团队成员。此前先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名。擅长国际比较，特别是对中外产业发展动态有深入研究。

开文明，复旦大学经济学院世界经济专业硕士，2008年第六届新财富最佳分析师评选交通运输行业共同入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前负责光大策略研究团队。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，策略研究团队成员，此前从事传媒行业研究。擅长财务分析和数据处理，善于从事物运行表状发现其背后深层次原因。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。现任策略分析师，此前任银行业分析师，再之前就职于瑞银证券。目前主要从事行业比较和行业配置研究，注重自上而下和自下而上相结合进行组合配置，所负责光大月度金股和行业配置历史表现优秀。

刘名斌，策略研究团队成员，此前从事期货套利交易策略研发工作。擅长数据处理和分析，对市场估值、新能源等领域有较深入研究。

熊伟，浙江大学经济学硕士，策略研究团队成员。此前从事宏观经济研究经验，经济学基础扎实。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com