



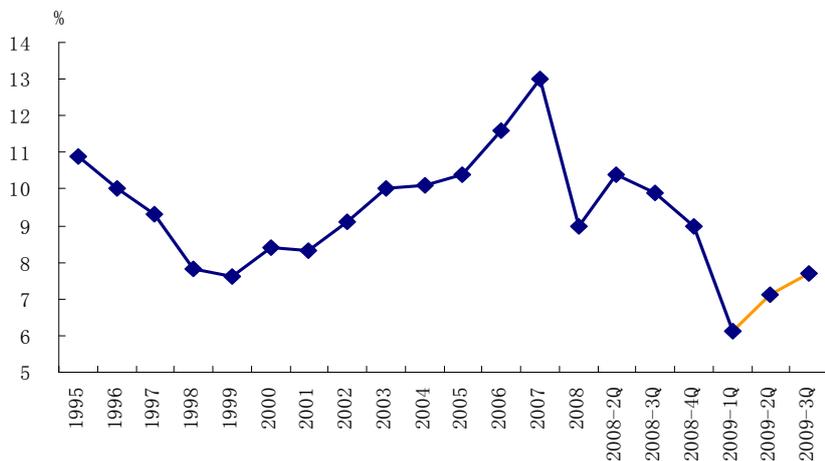
## 曲折向上 谨慎慢行

——2010年投资策略报告

### 一、 复苏巩固温和通胀的宏观经济环境

2009年中国宏观经济在政策刺激下，一季度经济触底后呈现明显的震荡回升态势，季度经济增速逐季回升，经济向好的势头不断巩固，内需对经济增长的拉动作用显著增强。2010年整体经济仍将处于复苏通道，呈现平稳、温和的增长态势，经济增速将在8.5%-10%的区间运行，中值在9.3%左右，仍低于长期潜在的经济增速。CPI全年涨幅预计在2.4%-3.3%之间，属于温和的物价上涨，出现高通胀的可能性并不大。总体上2010年的宏观经济运行表现为平稳增长和温和通胀的特征，结构调整是经济政策的主要内容。

图 1：我国 GDP 增速连续两个季度回升



数据来源：WIND，华泰证券研究所

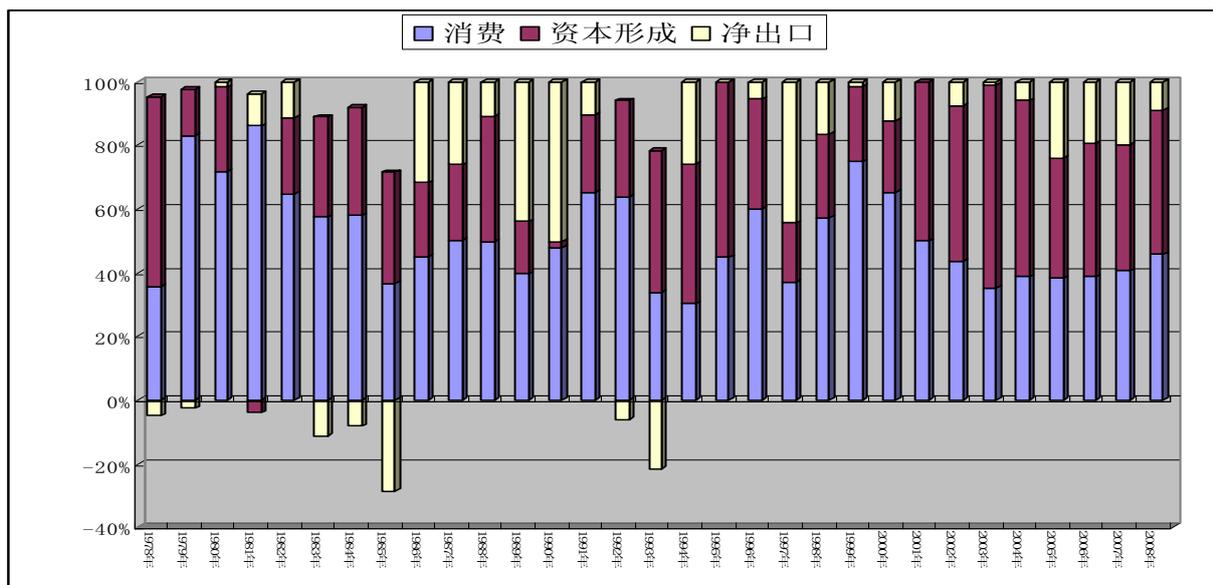
#### 1、 结构调整，三驾马车动力趋于均衡

**消费：调结构中受益，未来保持较高增速**

2001年以来消费对经济的拉动作用持续下滑，08年由于出口对经济的拉动急剧下降才使得消费的拉动作用

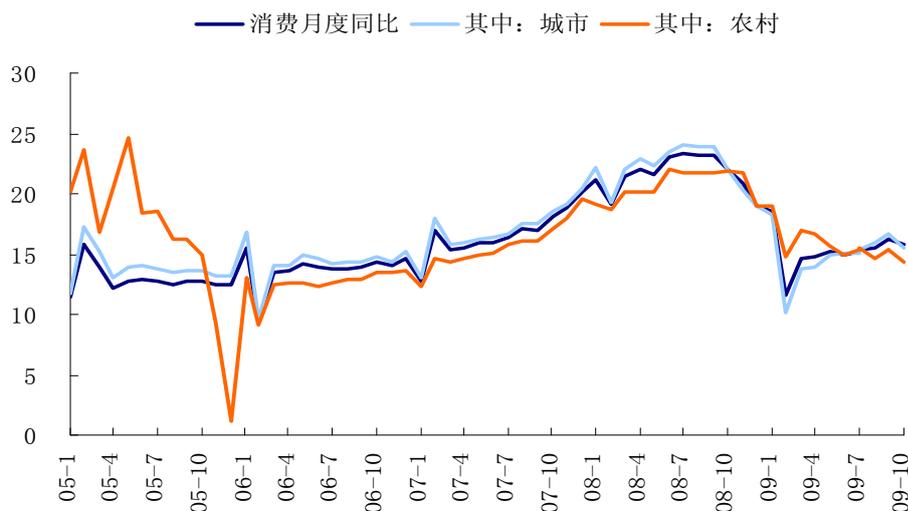
上升。中央经济工作会议将“调结构”列为 10 年工作的重点，预计推动消费继续平稳增长的有利政策因素仍将继续，主要表现在继续沿用扩大内需的政策和提高低收入群体保障方面。从 09 年情况看，汽车和家电消费方面的优惠政策今年对于拉动消费方面比较突出，预计将在微调的基础上继续延续，而未来有望进一步加大对农民生产和生活的补贴力度、落实提高低收入群体社保待遇等措施。政策面对扩大消费的积极推进有助于进一步打开消费拉动经济增长的空间。虽然我国居民收入占 GDP 比重较低，但是随着保障体系的逐步完善和政府对于民生的关注不断落实，消费对经济的拉动作用进一步提升。消费的名义增速有望超过 GDP 的名义增速。

图 2：消费在支出中比例



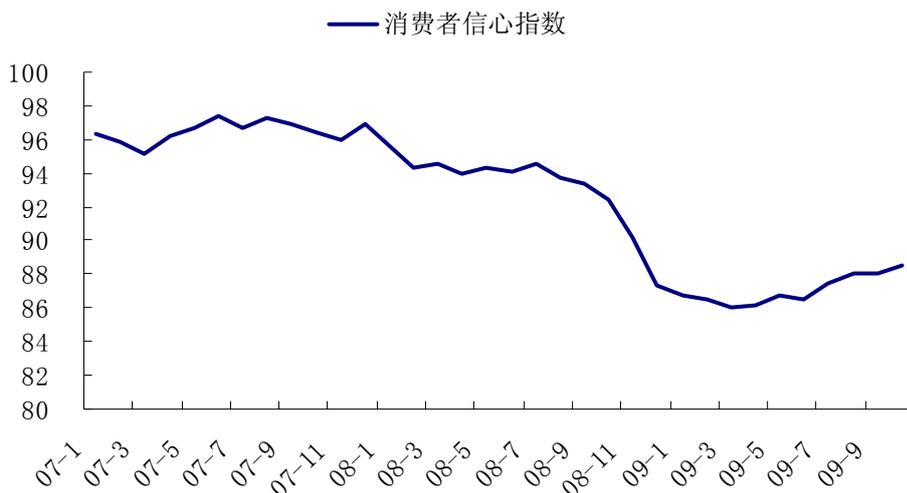
资料来源：wind

图 3：我国社会消费品零售总额月度增速总体保持平稳



数据来源：WIND，华泰证券研究所

图 4：消费者信心指数继续回升



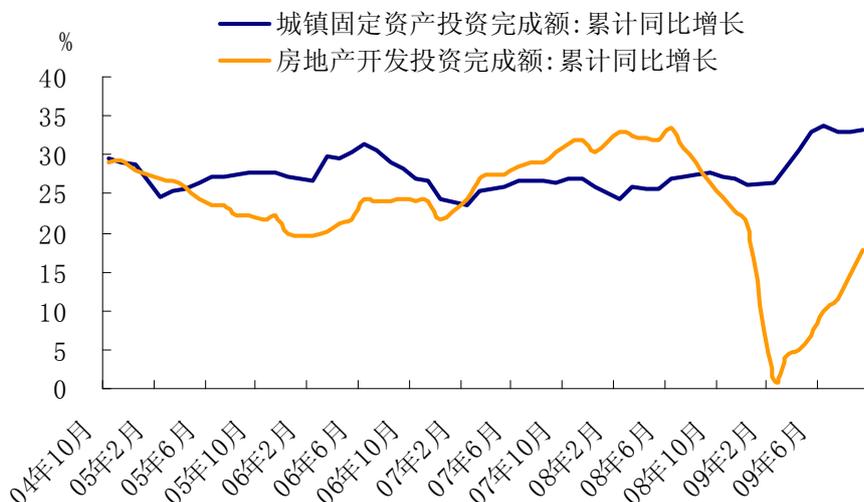
数据来源：WIND，华泰证券研究所

### 投资：整体增速放缓，结构变化明显

在政府投资的大力推动下，2009 年全年固定资产投资都保持了较高的增长水平。2009 年 1 至 11 月城镇固定资产投资 168634 亿元，同比增长 32.1%，是改革开放以来的次高，仅次于 1993 年的固定资产投资增长速度。总体看，随着经济的复苏，固定资产投资的步伐已经从 9 月份开始放慢脚步，尤其是中央项目的投资速度放缓。政府投资放缓而民间投资加快是近期的特征，其中，房地产开发投资增长 17.8%，继续回升，房地产投资正接替其成为支撑投资继续保持高位的重要因素。

12 月初召开的中央经济工作会议指出，要保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目。这意味着明年投资虽然仍将是拉动经济增长的主力，但增速将更加适度，投资“保增长”的重任将向“重质量”倾斜，政府投资的动能较之今年将有所减弱，重点是推进在建项目的完成。通过民间投资的激发来逐步替代政府投资成为经济增长的主力，使经济步入内生增长的轨道。综合来看，我们预计明年的固定资产投资增速有望在 25%-28% 的区间运行。

图 5：房地产投资继续回升

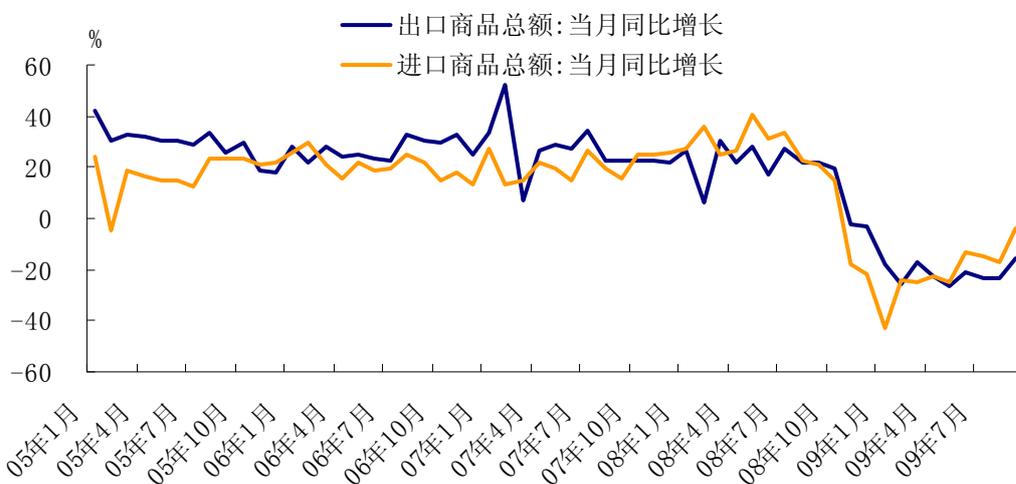


数据来源：WIND，华泰证券研究所

出口：从负拉动到正拉动，但全年预计保持较低的增长

2009 年进出口相当低迷，对经济的拉动作用也是负拉动。在欧美等国宽松货币政策的干预下，二季度以来金融市场趋于稳定，全球经济衰退势头减弱，并出现许多积极的变化，美、欧、日等发达经济体从三季度始实现 GDP 正增长。11 月份美国零售数据再度超预期增长，消费者信心改善明显，美国经济内生动力增强，虽然失业率整体仍处于高位，但美国 11 月失业率数据的下降显示出企业信心正在回升，创造就业岗位的前景有所改善，美国经济二次探底的概率较小，经济复苏的趋势有望延至 2010 年上半年。从物价水平和经济前瞻指标变化看，欧洲和日本近期的经济也维持复苏的趋势。欧盟 PMI 指标继续回升，美日 PMI 虽随较上月有所回落，但皆处于 50% 以上的水平。在欧美经济复苏的拉动以及去年同期较低的基数下，我国出口缓慢回升。

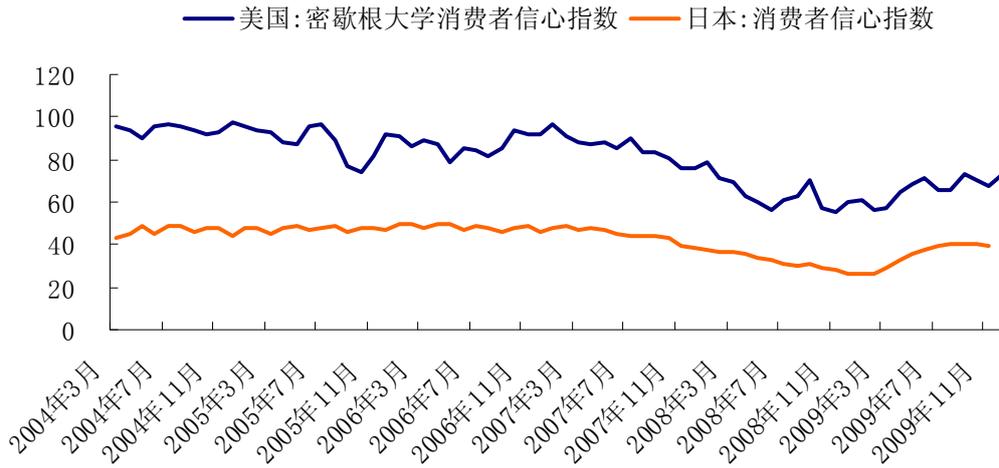
图 6：中国外贸延续回暖态势



资料来源：wind

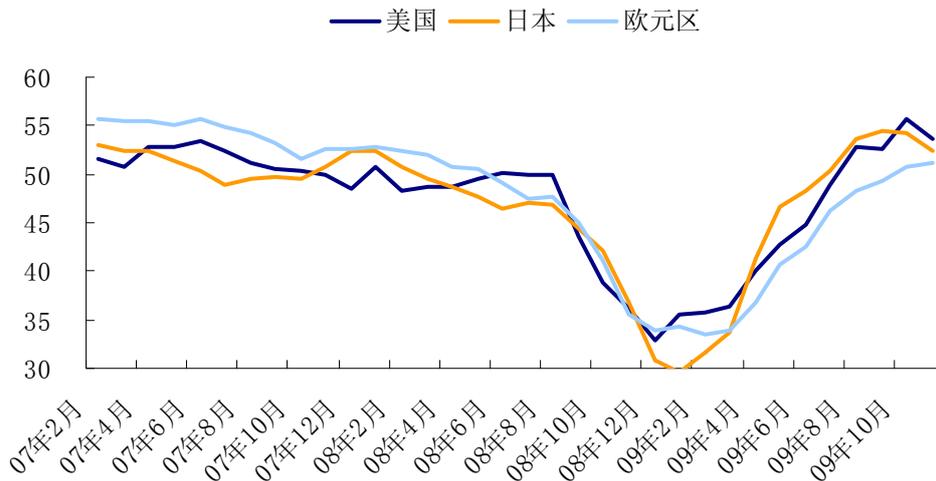
展望 2010 年，世界经济复苏仍面临较多的不确定性：一是金融危机的余波可能影响复苏进程，如日前“迪拜事件”对欧美银行的冲击，继希腊主权信用评级被下调后，标准普尔 12 月 9 日宣布，将西班牙主权信用评级前景从“稳定”下调至“负面”。日本经济今年以来的复苏主要依赖于外部经济体的复苏，国内需求的贡献仍有待观察。美国、英国以及德国等国家的经济指标虽然趋好，但美国经济面临结构性调整和再平衡的要求，前期大规模刺激政策退出方式和策略的选择将是影响经济复苏进程的重要因素。其脆弱的复苏面临着通胀压力和政策退出的冲击。IMF 对多个国家在过去金融危机后的中期产出研究表明，危机过去七年后的产出水平依然低于危机前 10% 左右，这表明虽然增长终将恢复，但金融危机对产出水平造成的影响是持久的。总体上看世界经济短期难以走上繁荣之路，低增长是世界经济 2010 年的主要特征，预计外需全年保持较低的增速。

图 7：美日消费者信心指数持续回升



数据来源：WIND，华泰证券研究所

图 8：美日欧 PMI 指数

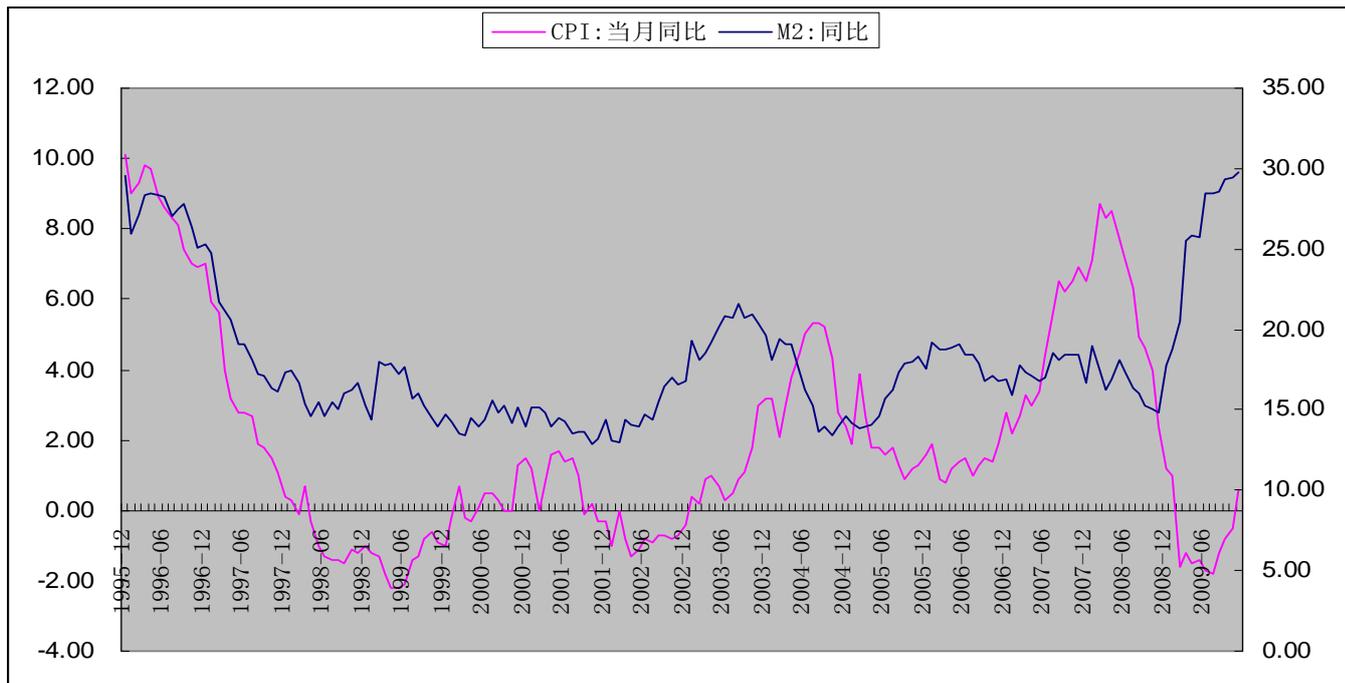


数据来源：WIND，华泰证券研究所

## 2、通胀预期仍将强化，政策退出谨慎灵活

从货币投放和物价的关系看，CPI 一般滞后 M2 两到三个季度。至 2009 年 11 月 M2 投放增速达 29.72%，创了 1992 年以来的新高。物价水平从 7 月份开始止跌回稳，至 11 月份转为正增长。近期在资源、食品等产品价格上涨的推动下，CPI 有加速上涨的趋势。在这种背景下，管理层提出管理通胀预期，对物价的关注大大提升。

图 9：物价滞后与货币投放量 2-3 个季度



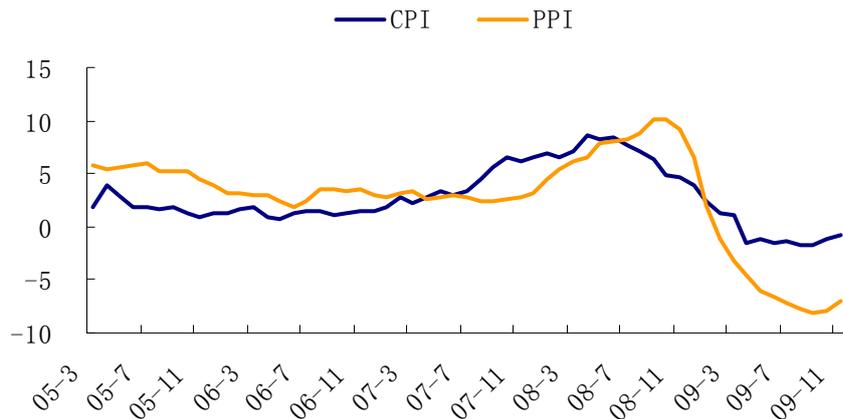
资料来源：wind

尽管我们认为真正的高通胀暂时不会到来，但是温和通胀将强化通胀预期。

从经济增长周期看，明年我国经济仍处于复苏，真正的繁荣道路尚远，出现经济高速增长的可能性并不大，尚并不具备发生通胀的经济基础。从 1992 年以来我国发生通胀时经济运行所处的环境来看，实证分析显示，在 CPI 季度增速高于 5% 时，同期的 GDP 增速平均在 12%，明显高于我国潜在的经济增长水平。对 CPI 影响较大的产品中，粮食和猪肉价格明年整体将平稳运行，出现供求失衡导致价格大幅上涨的可能性并不大。在我国粮食产需长期处于紧平衡的情况下，粮食的连续六年增产对于防止价格剧烈波动、稳定物价水平有着重要意义。而生猪生产和价格在政府调控机制不断完善情况下发生以往剧烈周期性波动的幅度有望减小。

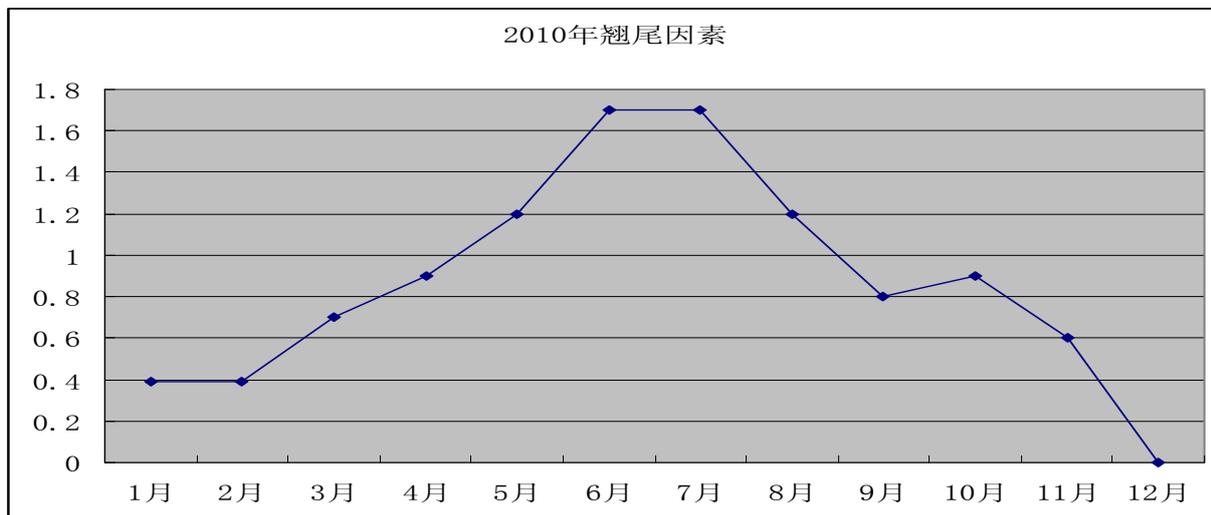
对 CPI 直接推动可能来自水、电力、天然气资源性产品价格和环保收费改革，以促进节能减排和结构调整。资源产品价格改革的进一步提速将会对物价水平产生一定的上推作用；从输入性通胀压力看，国际市场大宗商品价格的上涨对 PPI 的影响较明显，也会进一步强化通胀预期。参考 2003-2009 年本轮经济增长周期以来的新涨价因素年度平均水平以及物价上涨明显的 2004、2007、2008 年新涨价因素平均水平，我们预计明年的新涨价因素在 1.5%-2.4% 左右。结合翘尾因素的预计，明年的 CPI 涨幅预计在 2.4%-3.3% 之间。从物价的月度分布看，CPI 可能呈现出明显的两头高、中间低的 U 型特征。并且三四季度物价压力逐步加大。

图 10：物价继续上行



数据来源：WIND，华泰证券研究所

图 11：翘尾因素呈倒 V 型

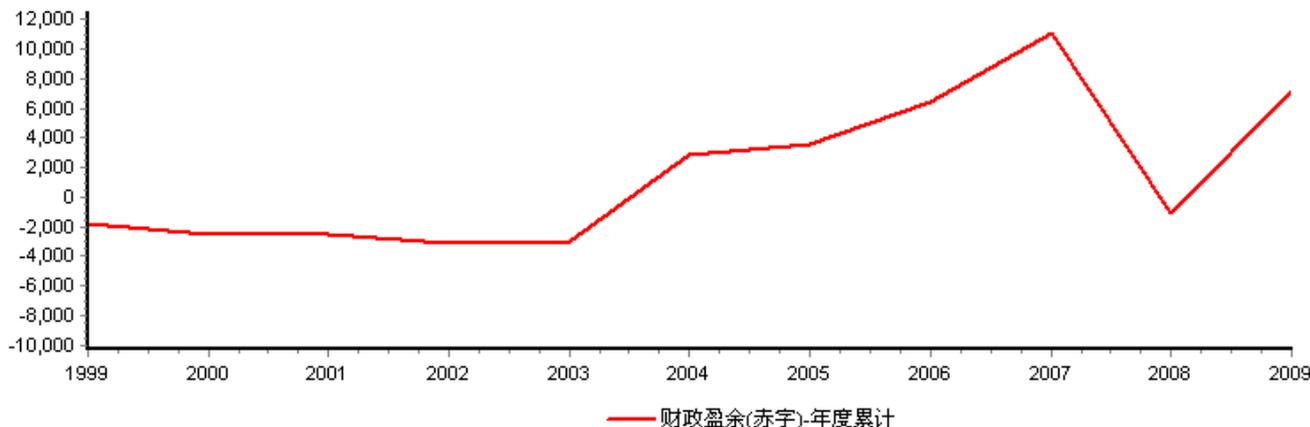


资料来源：华泰证券研究所

经济复苏以及物价水平的走高是管理层退出刺激政策的主要动力，但是在外部需求仍然较为疲软，消费增长仍需启动之际，退出刺激政策变得风险重重。尤其是考虑到政府投资作为重要的推动力退出后，民间投资是否能够弥补政府投资退出的空缺显然有待观察。这也是政府对待房地产的态度进退两难的原因：遏制房地产价格过快上涨的同时有担心激烈的政策导致房地产市场过冷从而影响经济复苏的巩固。因此我们判断在管理在选择政策退出时将变得谨慎而灵活。

在刺激消费和调整结构的过程中，财政政策仍将发挥重要的作用：加大家电下乡和汽车优惠的力度，提高社保的覆盖范围以及扩大政府在教育、医疗等方面的转移支出都将发挥重要的作用。而财政支出仍有较大的回旋余地，四万亿投资仍有较大的资金支付能力。从中国的财政赤字水平看，中国政府在财政上仍大有可为。因此巩固复苏的道路上，财政政策仍将持续相当长的时间。

图 12：财政盈利对积极的财政政策形成有力的支撑

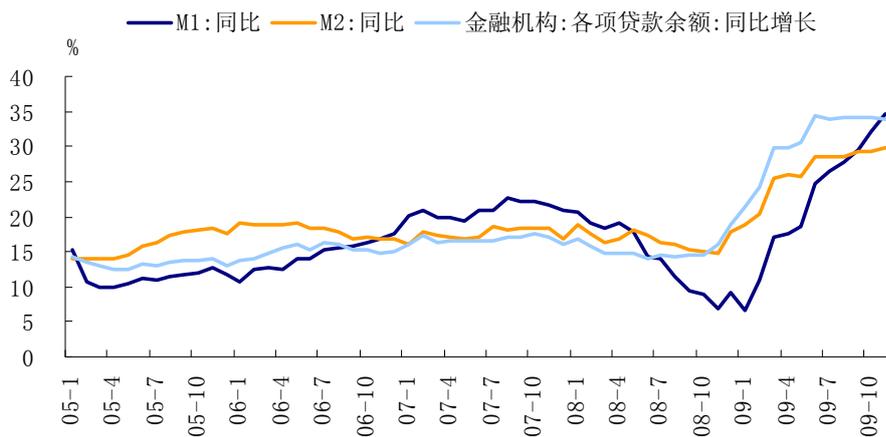


数据来源: Wind资讯

中央经济工作会议提出“继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性”。更多的灵活性可能体现在货币投放和信贷。2009年前11个月,信贷投放达39万亿元,同比多增10万亿元,力度空前。我们预计明年货币政策总体虽然仍将维持适度宽松的大基调,但在实际操作中“适度宽松”的内涵将有别于今年,对货币信贷速度的强调和关注显现出明年货币政策实质上将从“适度宽松”向“宽中有紧”过渡,货币政策工具使用上仍将主要倚重于公开市场操作、窗口指导、加强监管等,利率的调整如加息预计会比较慎重。

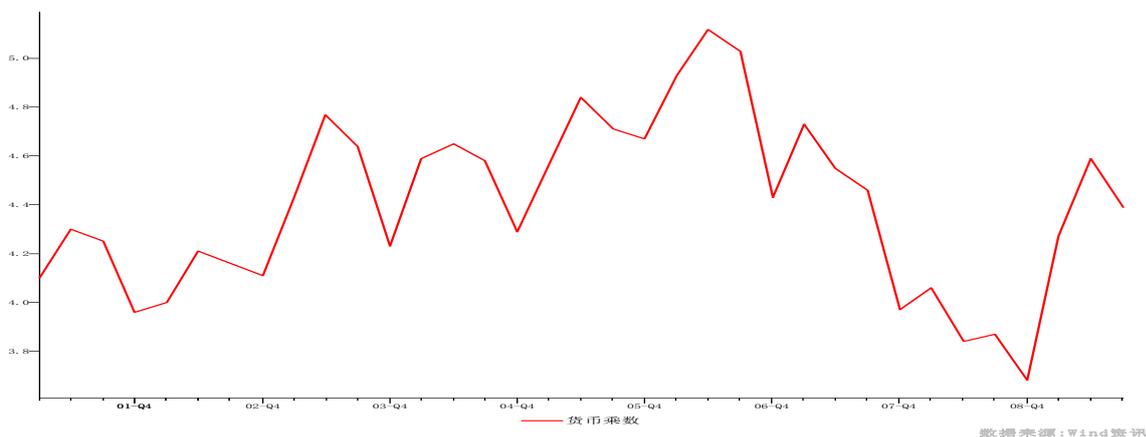
在物价水平推高通胀预期增强时,管理层可能谨慎的利用行政管理方法(2006年时的做法)。就实体经济的货币供应量来讲,随着经济的活跃货币活期化和流通速度加速的迹象明显。资金面仍将充裕,尤其是2010年上半年。

图 13: 资金活期化态势明显



数据来源: WIND, 华泰证券研究所

图 14: 货币流通乘数



资料来源: wind

## 二、业绩向上，资金向下

### 1、公司业绩：2010 年上半年形成业绩高峰

年初市场普遍预期 2009 年业绩零增长甚至负增长的可能性较大，但在经济刺激计划的作用下，二季度上市公司业绩环比增长显著，使得市场对于上市公司业绩增长信心大增，开始逐步上调上市公司的盈利预测。

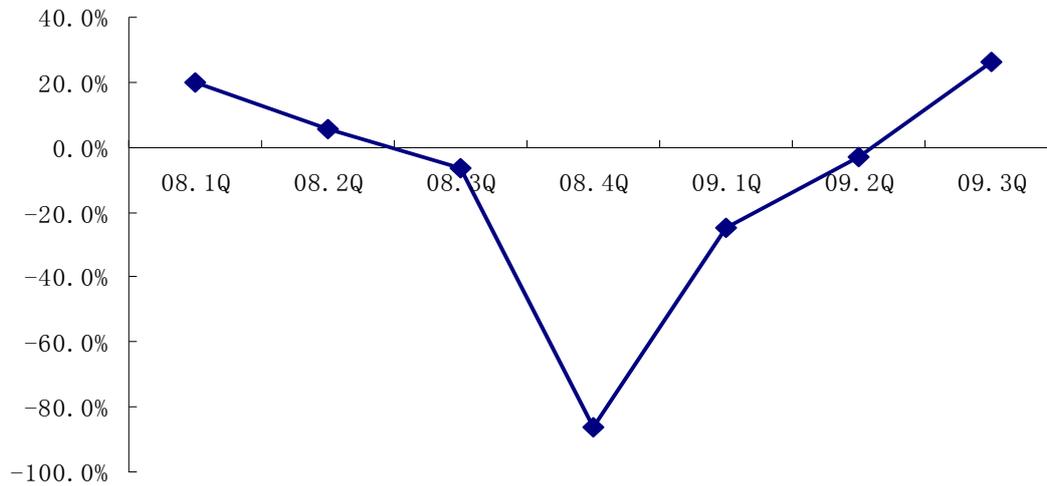
从已经公布的 2009 年前三季度业绩来看，有可比业绩数据的 1598 家公司的营业收入、营业利润、归属母公司股东的净利润分别同比增长-6.04%、5.23%和-1.89%。从第三季度环比数据看，2009 年第三季度上市公司营业收入、营业利润、归属母公司股东的净利润分别环比增长 8.95%、5.07%和 4.07%。第三季度盈利环比依然保持正增长，08 年底来净利润同比增长率大幅下滑的趋势正在得到根本性的扭转。

表 1 上市公司第三季度业绩环比依然保持增长

业绩增速	2009 年前三季度同比增速%	2009 年第三季度环比增速%
营业收入	-6.04%	8.95%
营业利润	5.23%	5.07%
归属母公司股东的净利润	-1.89%	4.07%

数据来源: WIND 华泰证券研究所

图 15: 全体上市公司单季净利润同比下滑的趋势得到根本性扭转



数据来源: WIND 华泰证券研究所

进入 09 年下半年, 由于得到了较好的经济数据支持, 市场预期开始逐渐恢复乐观, 7 月以后一致预测有两次较大幅度的调高。目前沪深 300 指数成分股 09 年预测净利润增长为 21.3%。

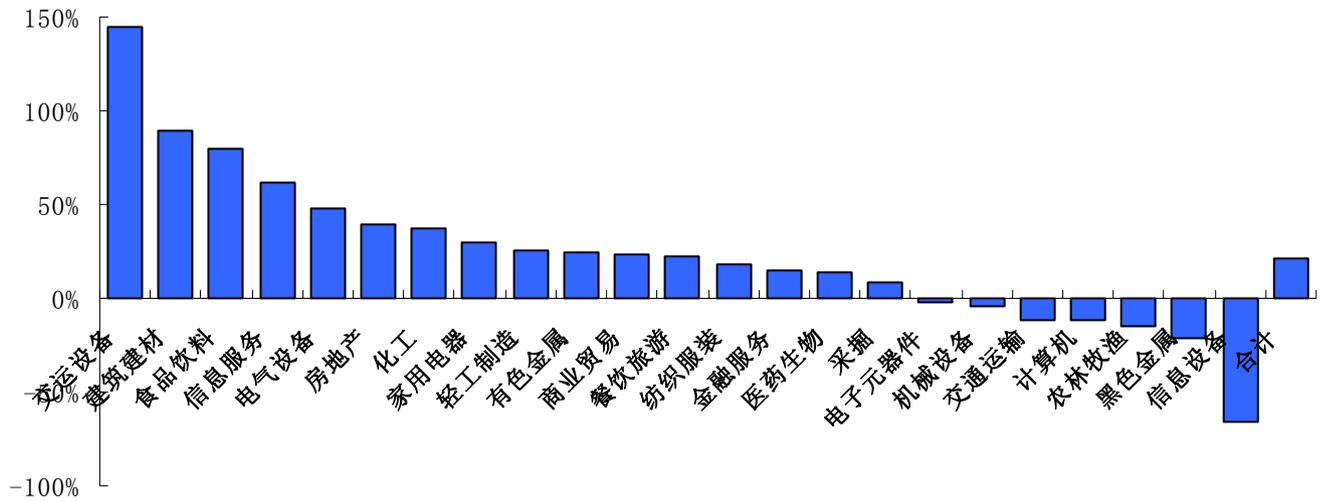
表 2 主要指数业绩预测情况

指数名称	净利润同比增长率 (%)		预测市盈率	
	09E	10E	09E	10E
沪深 300	21.30%	26.41%	22.47	17.85
上证 180	19.87%	25.03%	21.28	17.07
上证 50	19.16%	22.91%	19.71	16.03
申万 300	21.40%	26.26%	22.39	17.81
上证综合指数	27.42%	26.89%	22.72	18.19
中小板综	28.90%	37.55%	41.23	30.62

数据来源: WIND、华泰证券研究所

从华泰证券一般股票池看, 337 家重点公司 2009 年预测净利润同比增长 21.48%, 其中 09 年实现较快增长的行业主要有: 交运设备、建筑建材、食品饮料、信息服务、电气设备、房地产、化工和家用电器等。

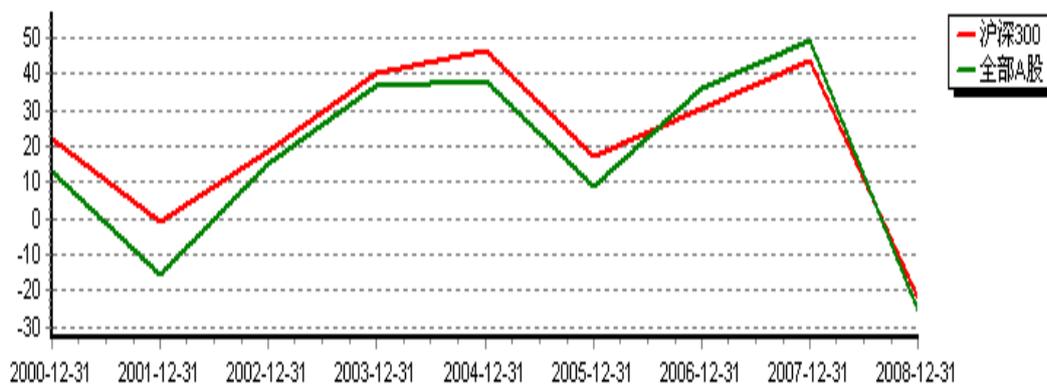
图 19: 09 年各行业预测净利润增速



数据来源：WIND、华泰证券研究所

而温和通胀有助于上市公司名义利润的提高。统计发现，在 2003-04 年和 2006-07 年经济处于温和通胀的环境中时，企业利润总额增速明显提升。2003、04、06、07 年的利润总额增长速度分别为 40%、46%、30%、43%。

图 16：通胀期间的利润增长速度大幅提升



资料来源：wind

PPI 与上市公司 ROE 走势基本趋同，与上市公司净利润同比增长也有较好的拟合度，而且从弹性上看，ROE 与利润增长相对于 PPI 有较大的弹性，PPI 的上涨能够显著的提升上市公司盈利水平。

图 17：PPI 与 ROE

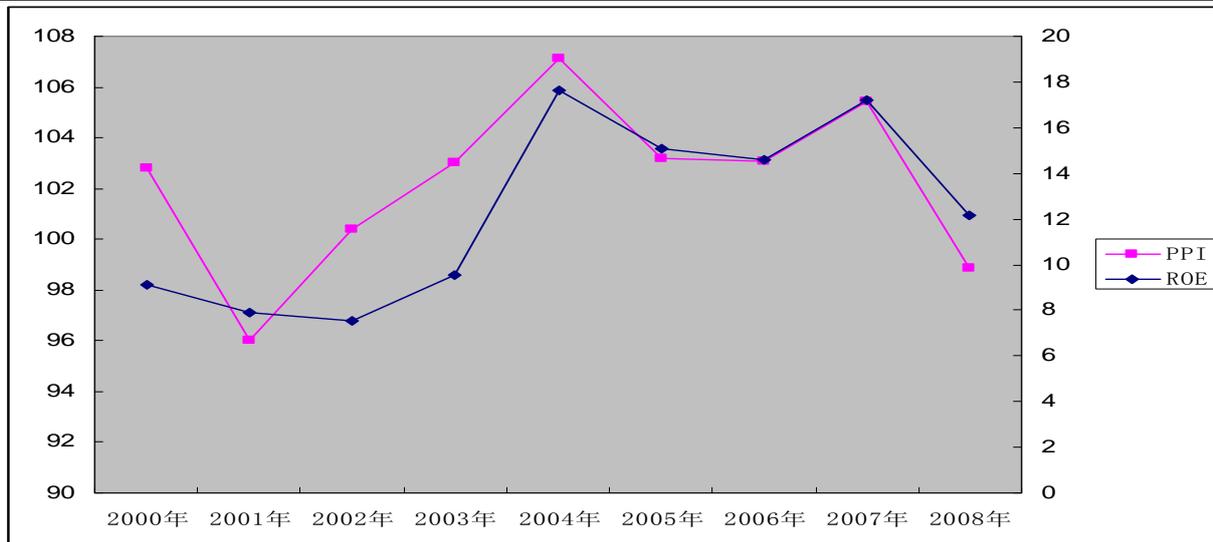


图 18: PPI 与上市公司净利润增长率

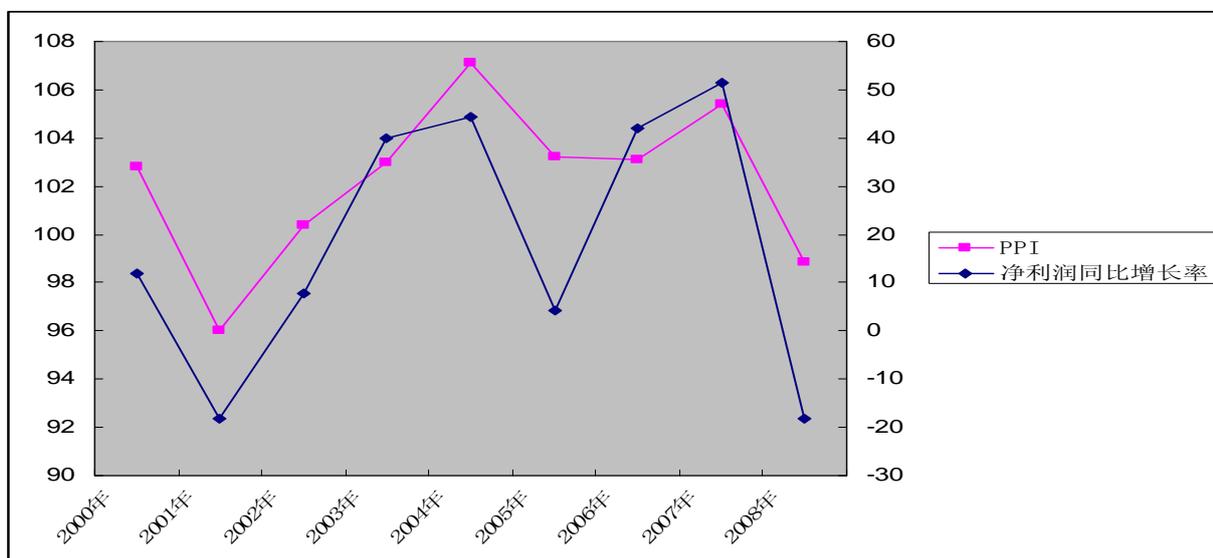
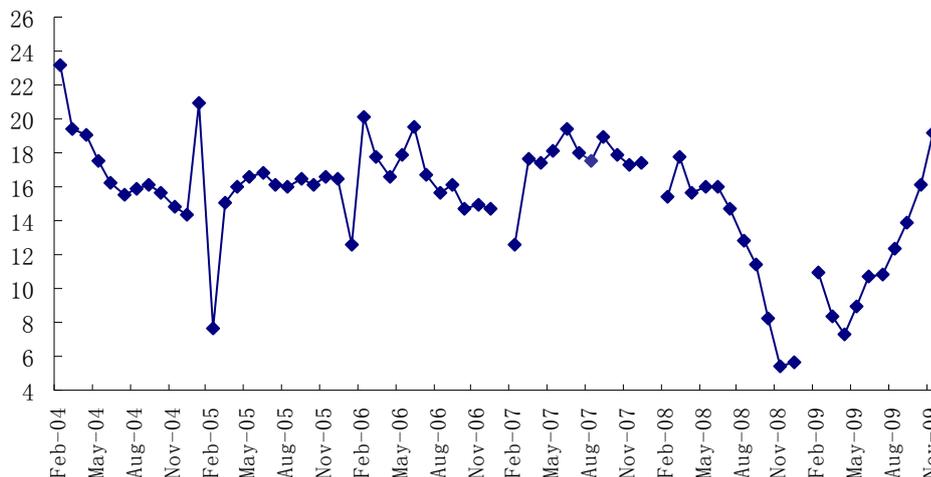


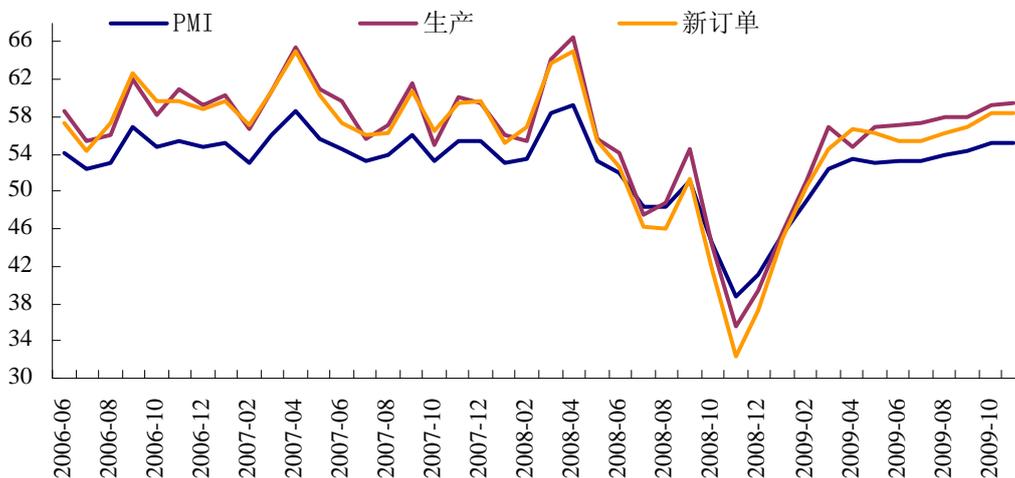
图 20: 工业增加值增速继续攀升

09 年下半年以来工业企业增加值经历了明显的“V”型反弹，工业利润呈稳步回升态势，PMI 指数也预示着制造业继续向好，总体看，明年经济高增长伴随温和通胀的可能性大，在这种经济环境中是有利于企业盈利增长的。09 年前三季度上市公司实现 ROE 约为 10%，已基本恢复至 06 年的水平，预计 09 全年 ROE 恢复至 13% 左右正常水平，基本与 06 年相当。在未来经济进一步复苏的预期下，需求、价格继续回升，主营业务收入增速将有负转正，同时资产周转率的回升及资产负债率的下降，几方面因素综合作用，将推动上市公司盈利能力进一步提升。基于基数和物价水平的判断，2010 年上半年利润增速有望达到高峰。



数据来源：WIND、华泰证券研究所

图 21: PMI 指数继续向好



数据来源：WIND、华泰证券研究所

## 2、市场估值：整体处于合理区间，仍有提升空间

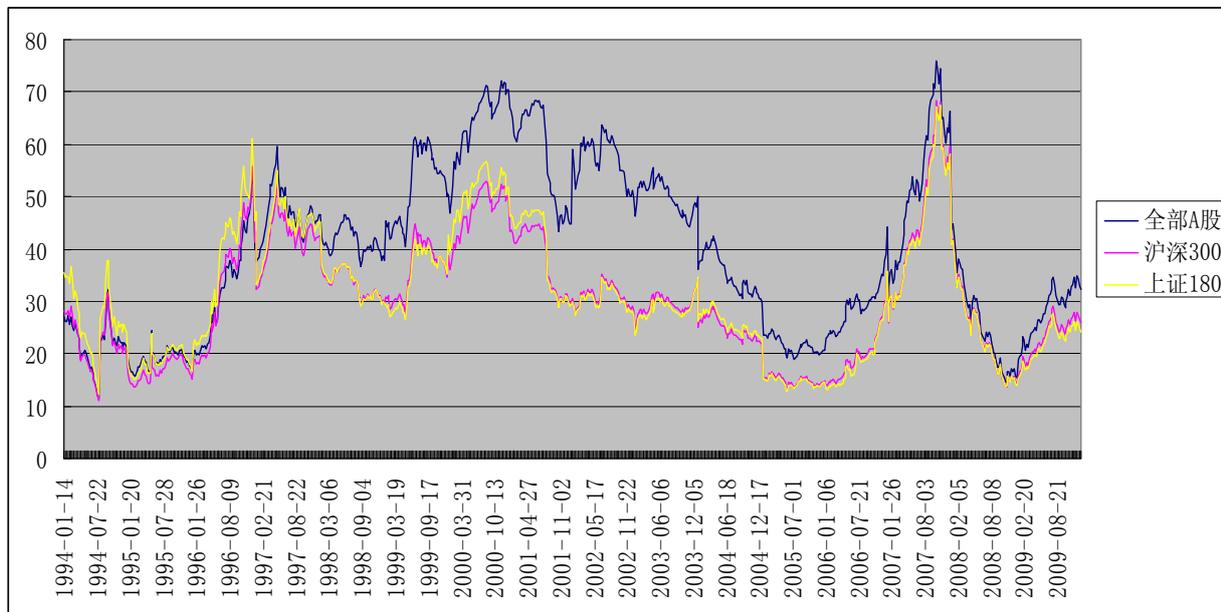
A 股市场自年初反弹以来，累计涨幅约为 78%左右，市场估值水平也有了大幅回升。从市场整体水平看，目前市场静态 PE 为 34.3 倍，沪深 300 和上证 180 的估值 PE 为 25 倍和 24 倍。09 年市场整体预测 PE 为 22.8 倍，PB 则为 3.7 倍，沪深 300 和上证 180 分别为 21 和 20 倍，2010 年整体的 PE 为 18 倍附近，沪深 300 和上证 180 分别为 16.7 和 16 倍。根据历史数据，05 年以来市场平均市盈率在 33 倍左右，PB 的历史均值则在 3.65 倍附近，20 倍以下的 PE 维持时间都相当的短。因此根据市盈率和市净率数据，目前市场整体估值水平仍处于合理区间。目前市场盈利能力仍处于恢复时期，考虑成长性的估值指标 PEG 水平仍小于 1，因此目前的市场估值仍有一定的提升空间，我们判断至 2010 年末，市场整体合理的估值水平应该达到 22 倍附近。

具体到各个行业，则存在明显的结构失衡，这从各个行业的估值可见一斑。目前只有金融服务、采掘和化工行业这几大权重板块的估值较低，拉低了市场的整体水平，建筑建材、交运设备和房地产等行业估值处于中等水平，食品饮料、交通运输等行业估值较高，而其有色金属、电子元器件的行业估值则明显高于其他行业。而从市

场估值结构角度，也存在明显的结构失衡。大盘蓝筹 09 年预测 PE 水平约为 21.4 倍，而小盘绩优 09 年预测 PE 则为 52 倍，两者估值的差异比较显著，从估值安全性角度考虑，大盘股的配置应有所提升。

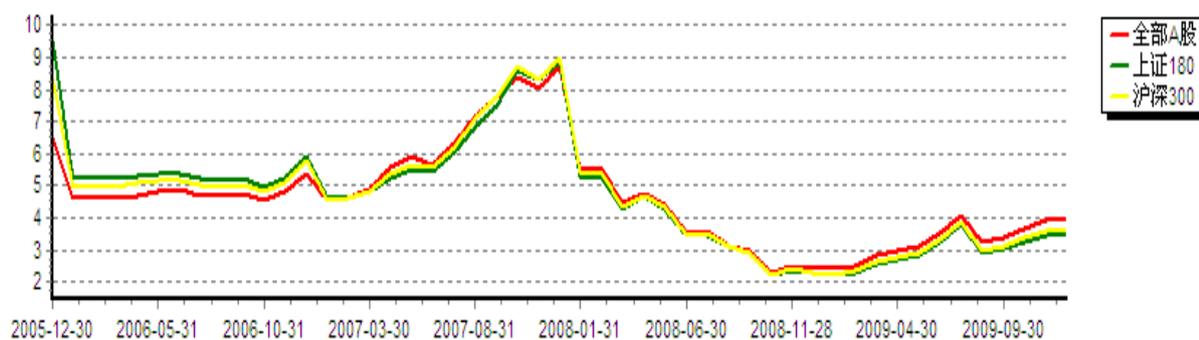
目大部分投资品种在估值方面都缺乏绝对的吸引力，但来对于上市公司未来业绩增长预期的加强则有望推动估值的提升，扩大其安全边际，因此未来仍应将重点放在业绩超预期的挖掘上。

图 22: A 股市场 PE 历史走势



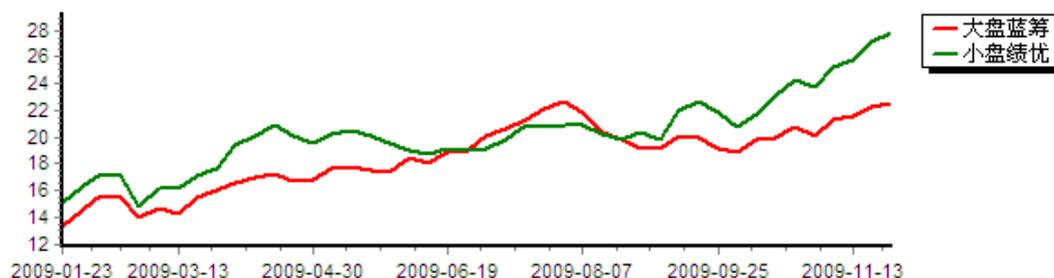
数据来源: WIND

图 23: A 股市场 PB 历史走势



数据来源: WIND

图 24: 大盘蓝筹与小盘绩优板块估值差异显著



数据来源：WIND，华泰证券研究所

表 3：市场整体及各行业市盈率水平（价格为 12.11 日收盘价）

板块名称	预测市盈率 09 年	预测市盈率 10 年	PEG
SW 黑色金属	40.79	19.28	0.37
SW 综合	46.85	23.87	0.49
SW 房地产	27.45	19.36	0.66
SW 建筑建材	24.23	18.11	0.72
SW 金融服务	16.72	13.92	0.83
SW 采掘	21.43	17.29	0.89
沪深 300	20.77	16.7	0.96
全部 A 股	22.81	18.55	0.99
SW 轻工制造	32.81	24.63	0.99
SW 化工	22.34	18.6	1.11
SW 商业贸易	35.19	26.73	1.11
SW 交运设备	27.96	22.44	1.14
SW 家用电器	28.15	22.59	1.14
SW 有色金属	58.02	38.77	1.17
SW 公用事业	27.49	22.28	1.18
SW 农林牧渔	44.86	32.74	1.21
SW 机械设备	31.63	25.6	1.34
SW 食品饮料	38.97	30.54	1.41
SW 医药生物	34.73	28.27	1.52
SW 信息设备	35.54	29.35	1.69
SW 餐饮旅游	46.98	36.92	1.72
SW 信息服务	40.17	32.91	1.82
SW 纺织服装	27.83	25.16	2.62
SW 交通运输	28.78	26.75	3.79
SW 电子元器件	47.93	43.17	4.35

资料来源：WIND、华泰证券研究所

### 3、资金供求：融资需求上升，压力逐步显现

从资金需求方面看，截至 12.14 日，目前发审委通过等待发行的公司 70 家，其中创业板 11 家，中小板 52 家，主板 7 家，预计估计募集资金额约为 353 亿元。增发预案已经获得证监会批准的公司有 46 家，合计募集资金额估计为 1700 亿元左右。由于明年 IPO 的融资需求将明显增加，预计 2010 年市场的总体融资额将再度回升。而另一方面，2010 年仍是限售股解禁的高峰，无限售流通市值将占总市值的 90%，全流通格局已经形成。根据

我们前期的研究，限售股实际减持的高峰基本发生在市场位于 3000 点以上、市场整体的静态 PE 均处于 35 倍以上的时段。因此，从市场点位和市场估值角度考虑，未来限售股具有一定的减持动力。

图 25：股票市场月度募集资金额（亿元）

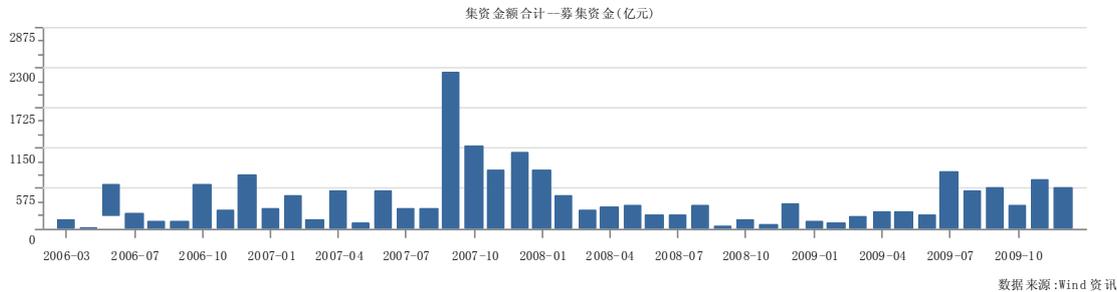


图 26：2010 市场全流通进程继续加快

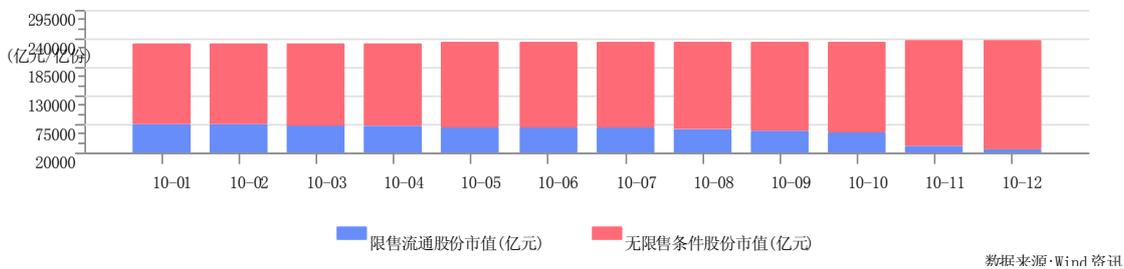
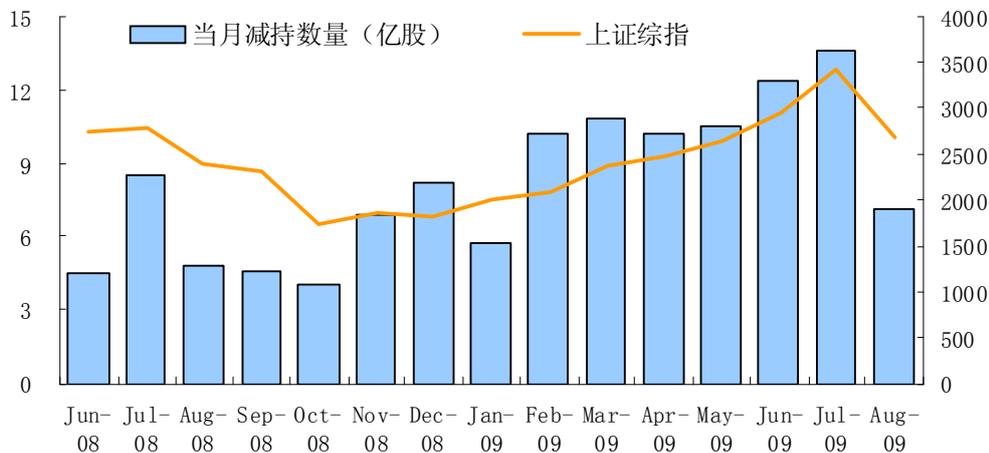


图 27：股改限售股减持与市场走势相关性强



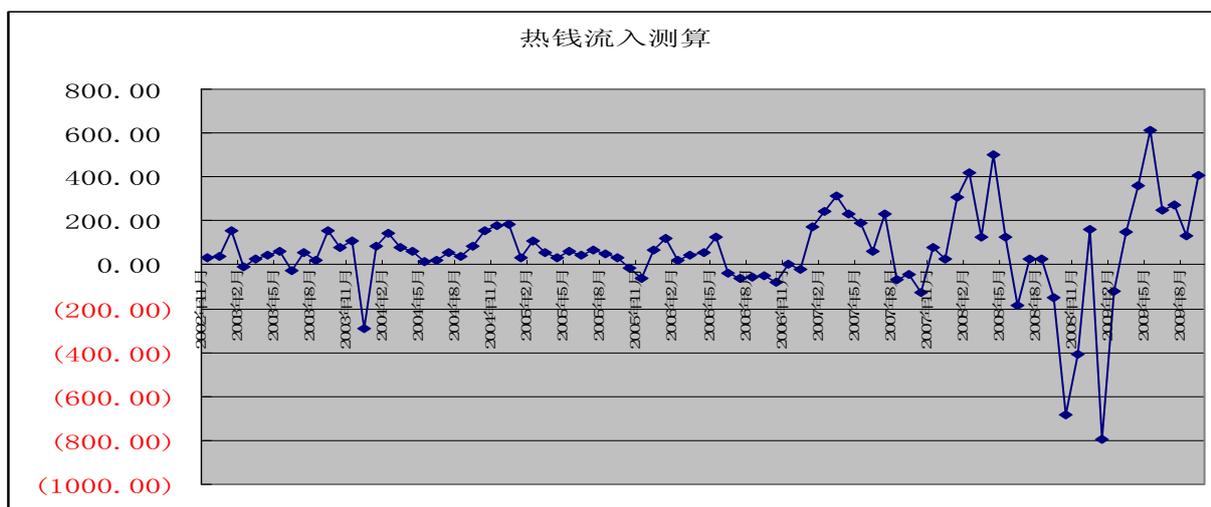
资料来源：wind

从资金供给方面看，首先，如前面宏观分析中指出，活期化趋势和货币流通速度的加快基本保证实体经济资金的需求。其次，市场信心随着市场的反弹已经有了较大程度的恢复，机构资金、储蓄资金、热钱等外围资金对 A 股都保持了旺盛的投资热情。虽然下半年 A 股新增开户数有所回落，但仍维持在一个较高的水平。

值得注意的是热钱流动的风险。人民币升值引致热钱涌入是中长期趋势，世界经济不稳定诱发热钱涌出诱发

资金短期失衡。新兴经济体的快速复苏是世界投机资金进入的主要原因。2009 年以来，新兴经济体吸引大量资金。相对于欧美经济疲软中国经济快速走出低迷，热钱流入迹象较为明显。但由于金融危机的余波仍存，往往诱发避险资金流入美元导致热钱的大幅度涌出。迪拜事件后接连出现的希腊和西班牙主权债务事件刺激了美元回流，导致美元回升和股市的下跌。虽然基于美国经济的复苏角度看，中期美元弱势是趋势，但短期看，美元的走强以及套息交易导致热钱大幅度的进出。我们判断这种热钱的波动与危机余波亦步亦趋，对 A 股市长也将形成冲击预计。

图 28：热钱进出



资料来源：wind

综合供求两方面因素看，预计 2010 年上半年货币投放量仍将宽裕，但是随着热钱流入效应的衰退、政策的调整等发生作用，市场资金压力将逐步显现，预计 2010 年资金总体偏紧。

### 三、曲折向上的 A 股市场：整固

2010 年中国宏观经济处于经济继续复苏和温和通胀的过程中，保持积极的财政政策和谨慎灵活的货币政策是宏观调控主要特征。上市公司业绩保持快速增长成为推动市场向上的主要动力。估值水平基本合理，结构性的估值偏高和蓝筹估值偏低局面并存，而考虑到中国市场的成长溢价，市场整体仍有一定上行空间。资金供求难以乐观，总体供求偏紧，从而对市场合理估值产生向下的牵引。预计上半年货币投放量有望保持较高水平，但全年融资和再融资规模继续在 2010 年扩大，下半年资金供求相对于上半年更加紧张，尤其是随着物价水平的上涨，三季度末四季度初的政策微调措施可能出台，可能形成对市场的冲击。

经过 2009 年的快速大幅上扬，我们将 2010 年视为整固年。在总体盈利上移的大趋势下，2010 年市场表现可能较为曲折：由于政府对房地产行业的调控、市场融资步伐加快以及外围市场疲软的交织影响，市场可能以疲弱的姿态进入 2010 年。但是随着业绩上涨逐步明朗以及货币投放量的增加，一季度中段至二季度市场有望走出跨季度的上升行情。运行至下半年市场面临资金、政策以及业绩增速回落等较多的不确定性，市场有较大震荡

并总体走弱。全年来看，市场整体需要整固，并且在整固中市场重心曲折上移。我们预计 A 股市场仍可实现 15-20% 附近的正收益。

#### 四、投资策略：资源、消费和金融

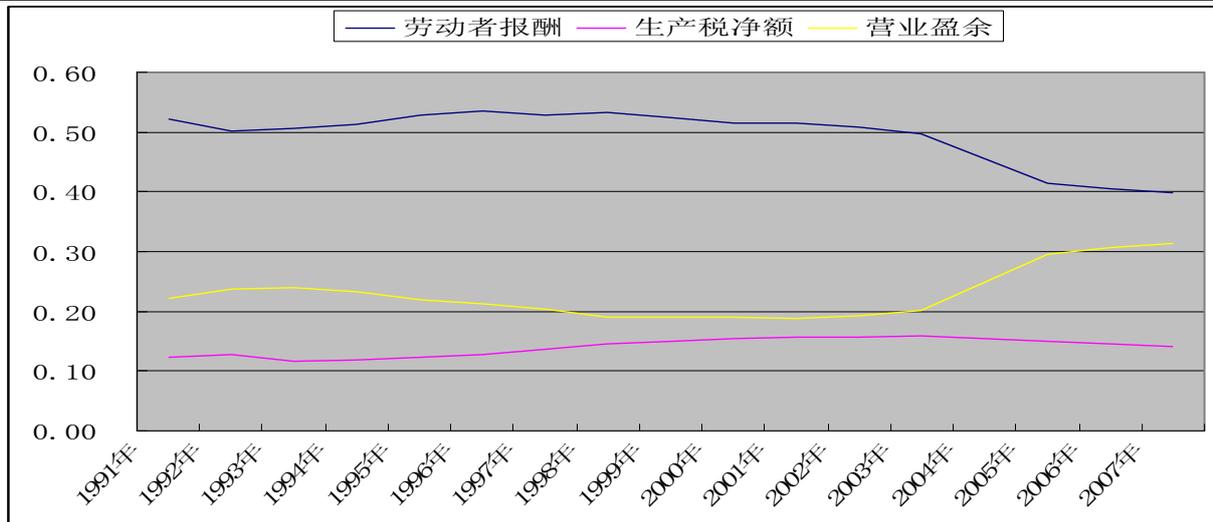
根据上面的分析，总体判断 2010 年宏观经济仍将处于较快的复苏通道中，结构调整和温和通胀将是 2010 年宏观经济运行的主要特征，围绕着结构调整和管理通胀预期的宏观政策，我们的投资逻辑主要布局在受益于增长方式调整且业绩稳定增长的下游消费和受益于通胀预期的上游资源行业。

##### 1、大消费——结构调整中长期受益

经济增速的回升将赋予管理层政策调整的空间，而此次全球性的危机也揭示了中国经济增长动力结构切换的必要性。12 月召开的中央经济工作会议把 2010 年宏观经济政策基调定为“调结构、扩内需”，意味着将在保持经济总量的前提下进行宏观经济政策的灵活搭配。预计内部调控如严控过剩产能的力度会越来越增强，调结构和管理通胀预期将成为政策重点。政策面注重内需结构调整，对扩大消费的积极推进，有助于进一步打开消费拉动经济增长的空间，但我国出口依存度较高、居民收入占 GDP 比重较低，储蓄率高企的现状短期内也难以改变，提高内需对经济的拉动作用将是一个长期的过程。。而全球性的金融危机既让举国上下更加清楚地认识到高投资高出口依赖型的经济结构的不可持续性，也为经济结构调整提供了良好的契机。目前虽然国际经济复苏明显，但在全球经济体再平衡的过程中，外需在较长的时间内难以成为国内经济的主要拉动力。管理层意识到长期格局的深刻变化，因此在经济复苏仍存在较多变数的情况下提出要转变经济增长方式，扩大消费成为经济增长方式转变的唯一可行的途径

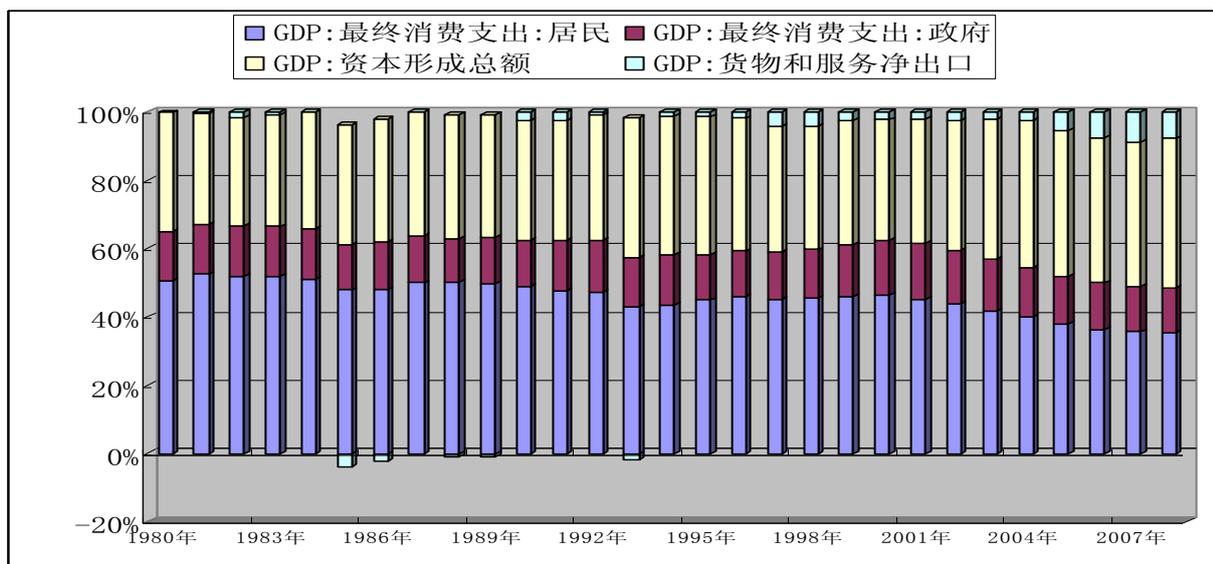
收入的增长是消费增长的前提。在高储蓄、高投资的增长方式中，分配结构向资本和政府集中。2000 年以来劳动者报酬在国民收入中的比例持续下降，只占收入的不到 40%，而企业盈利达到 31%。初次分配严重向企业和政府倾斜，大大制约了消费的健康增长。十七大以来，政府提出要提高劳动者报酬收入比重，中央经济工作会议也再次提出“要以提高居民收入水平和扩大最终消费需求为重点，调整国民收入分配格局”。目前收入分配体制改革方案已上报国务院，改革方案有望在 2010 年出台。预计围绕收入分配体制改革的一系列措施将不断推出。收入的提升直接推动消费的快速增长。

图 29：劳动者报酬比例



资料来源: wind

图 30: 最终消费比例



资料来源: wind

### 经济结构调整和政策刺激

09 年为了刺激消费，国家出台了一系列的政策和措施，如家电下乡、汽车购置补贴等。12 月份发改委指出 2010 年上述措施仍将继续实施。考虑国家财政支出仍有较大的余地，家电下乡以及汽车消费优厚的政策甚至有望加大支持力度。

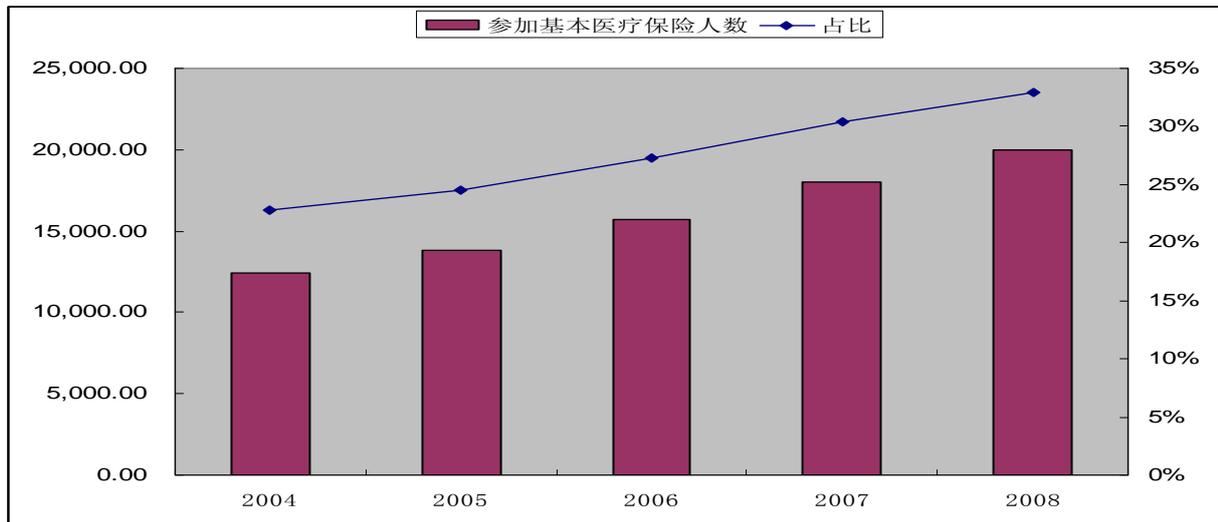
### 社会保障的完善提高消费倾向

完善社会保障制度是国家转变增长、扩大内需和消费的必要手段。由于居民背负着教育、医疗、退休等支出压力，居民储蓄具有较强的内在压力。由于我国的社会保障水平较低，目前参加基本养老保险的人数只占城镇人口的 36%，参加基本医疗保险人数占城镇人口的比例为 33%。尤其是广大的农村人口绝大多数难以享受到社会保障带来的好处。就医疗卫生看，医疗卫生费用占 GDP 的比重有下降的趋势，这个比重不仅低于世界平均水平，

与金砖四国相比也是最低的。而且因此对消费的压力也就显而易见。

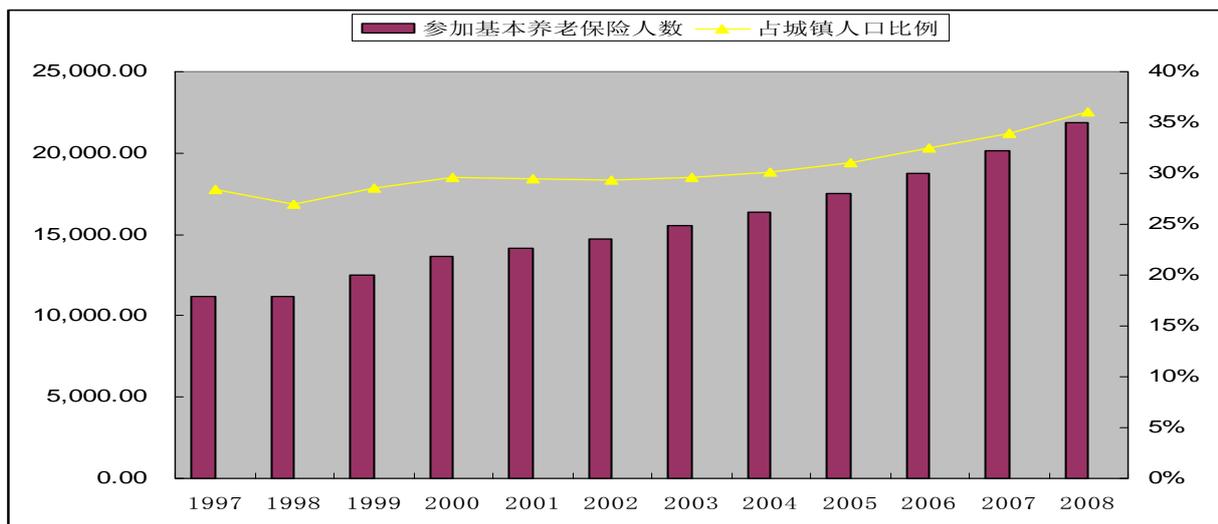
近年来，中国社保投入明显加大，尤其是在义务教育，医疗保险以及劳动者权利保护方面都有不少改进，随着新的医保方案的退出，全民保障进入实质性的操作阶段。根据医改方案，2010年财政的补助标准从目前的80元/人年提高至120元/人年，住院报销比例逐步提高。显然社会保障覆盖范围的快速增加扩大了收入的二次分配，有利于提高居民的消费倾向。

图 31：参加医疗保险人数占比



资料来源：wind

图 32：参加养老保险人占比



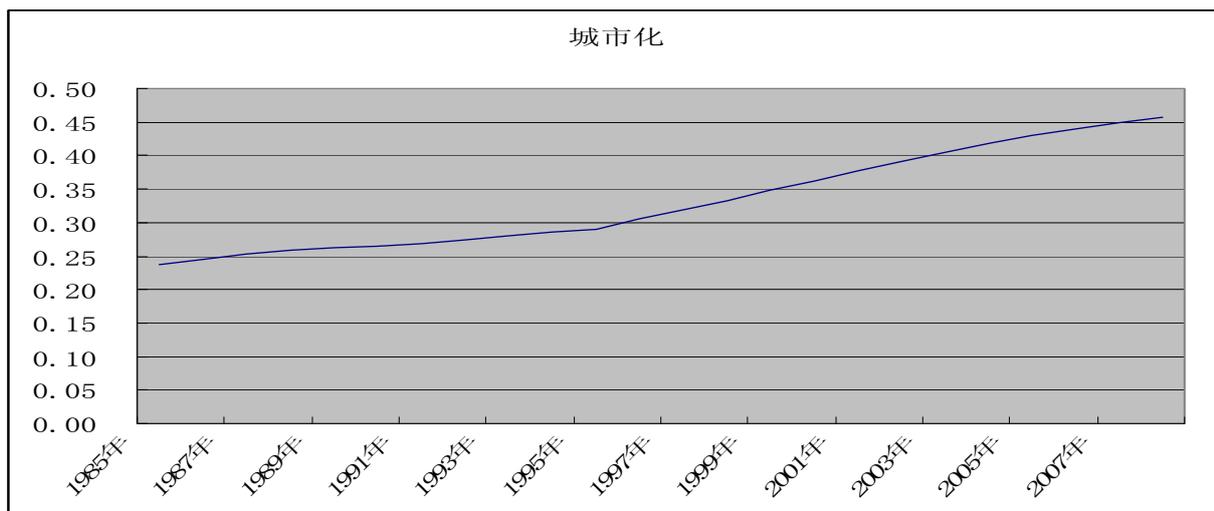
资料来源：wind

### 城镇化将提高消费水平

为了扩大内需，中央经济工作会议提出改革现有户籍制度，发展城镇，提高城镇的质量和水平。目前我国的城市化水平只有46%，远低于欧美发达国家85%的平均水平，也低于世界55%的平均水平。社科院发布的《社

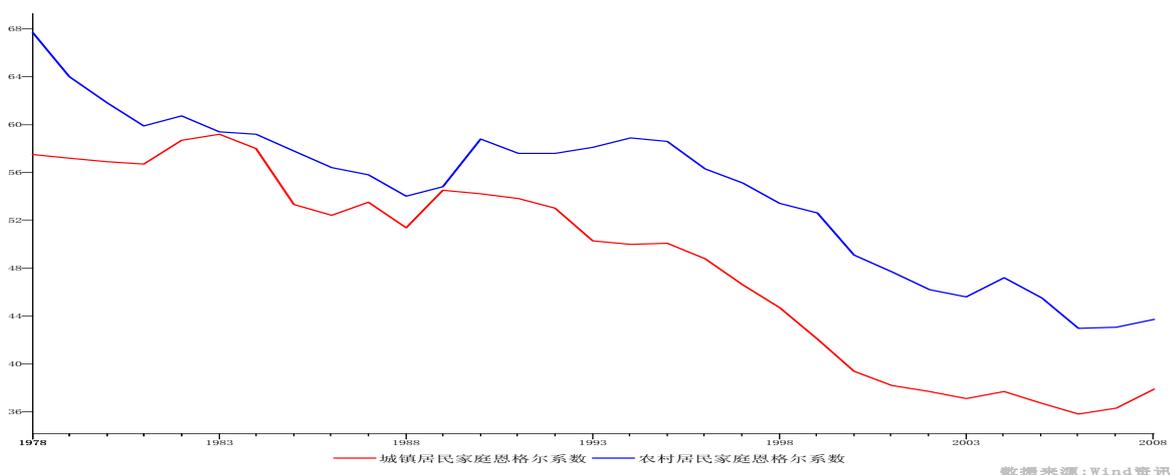
会蓝皮书：2010年中国社会形势分析和预测》中指出，预计2010年中国城市化水平将达到48%。我国总体上已经进入城市化进程中的中期加速阶段。测算表明，城市化率每提高一个百分点，拉动最终消费1.6个百分点。城市化水平的提高不仅形成对房地产的巨大需求，同时也会拉动对家电、家具、汽车、电子产品等耐用品的需求，同时医疗、教育以及休闲等消费也将随之提高。目前在耐用消费品领域，城市和农村仍有较大的差距。2000年当城镇居民人均可支配收入超过6000元后，在房地产尚未启动的背景下，空调、冰箱、电脑和家用汽车消费开始了快速增长。2008年以来中国农村人均收入超过了6000元，伴随着城镇化的加速，预计耐用消费品有望迎来新一轮的快速增长。

图 33：城市化有望加速上行



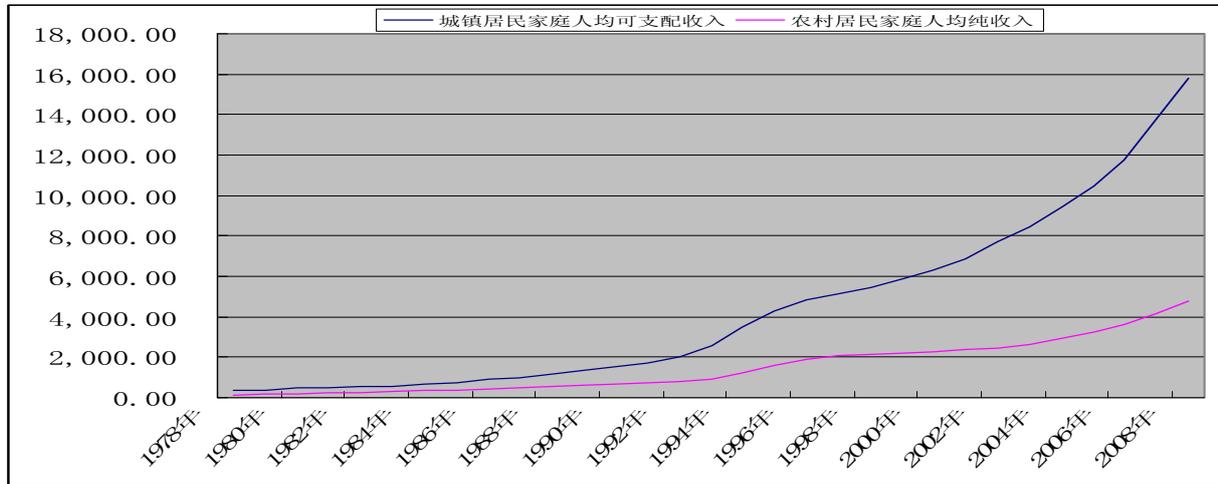
资料来源：wind

图 34：城镇和农村恩格尔系数



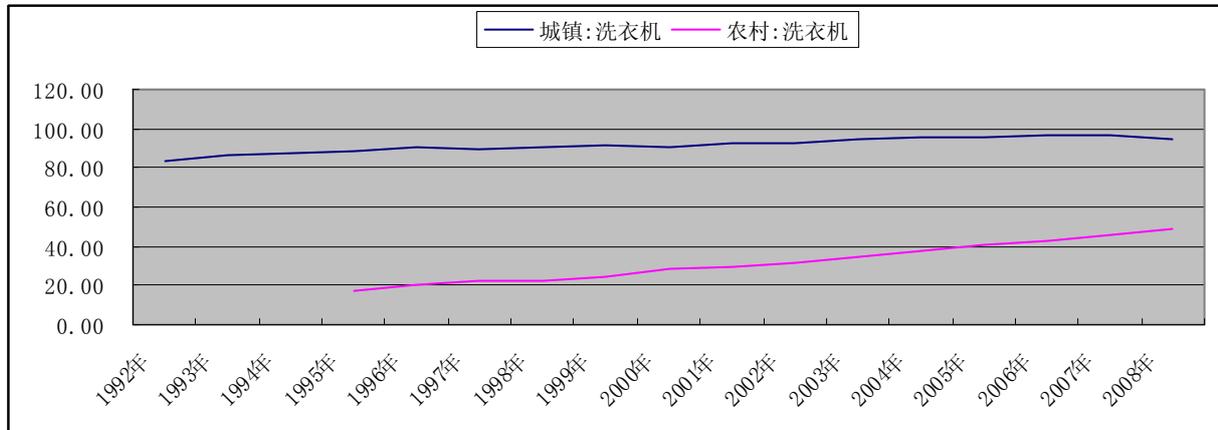
资料来源：wind

图 35：城镇和农村居民人均收入



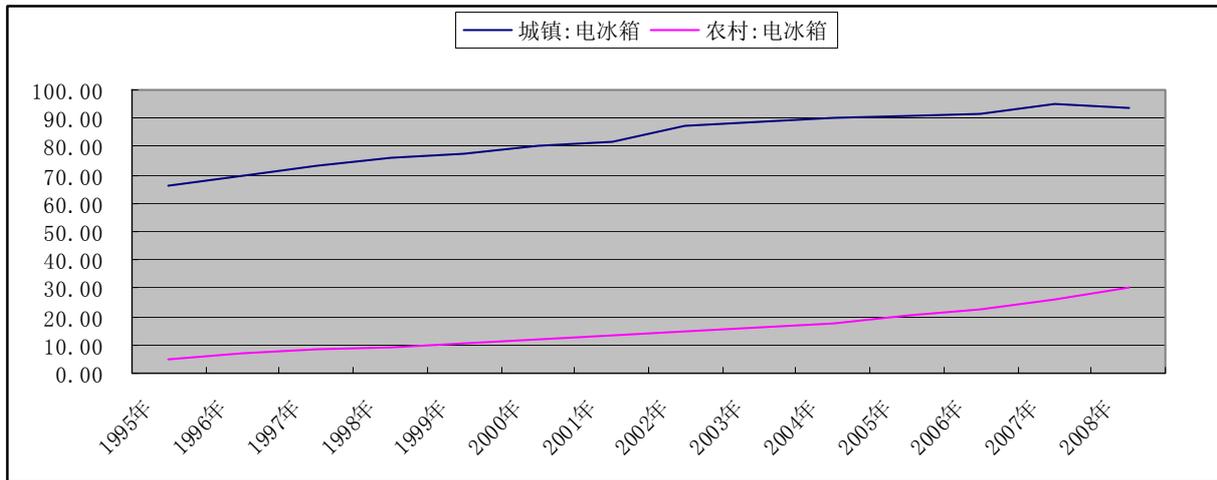
资料来源：wind

图 36：城镇和农村百户占有洗衣机



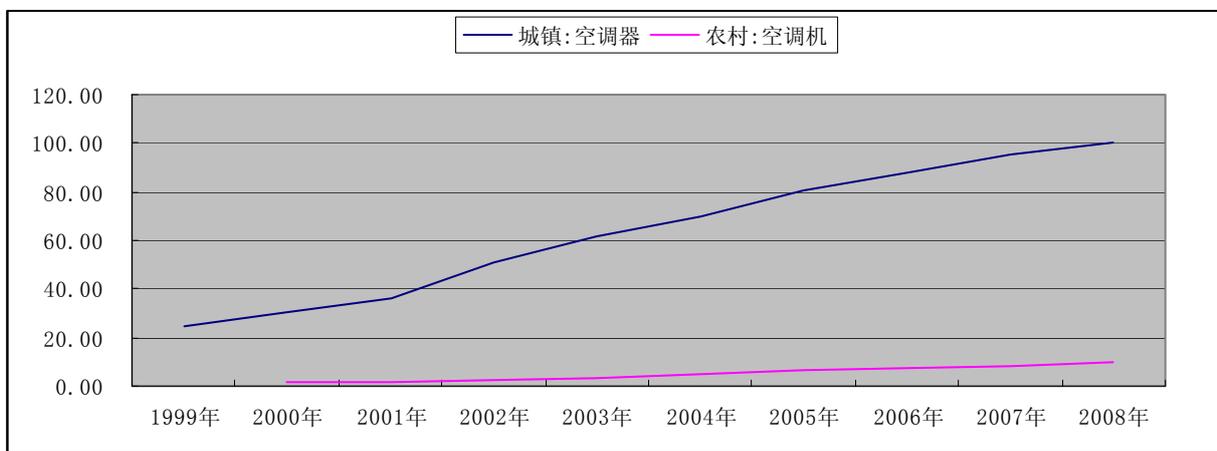
资料来源：wind

图 37：城镇和农村百户占有冰箱



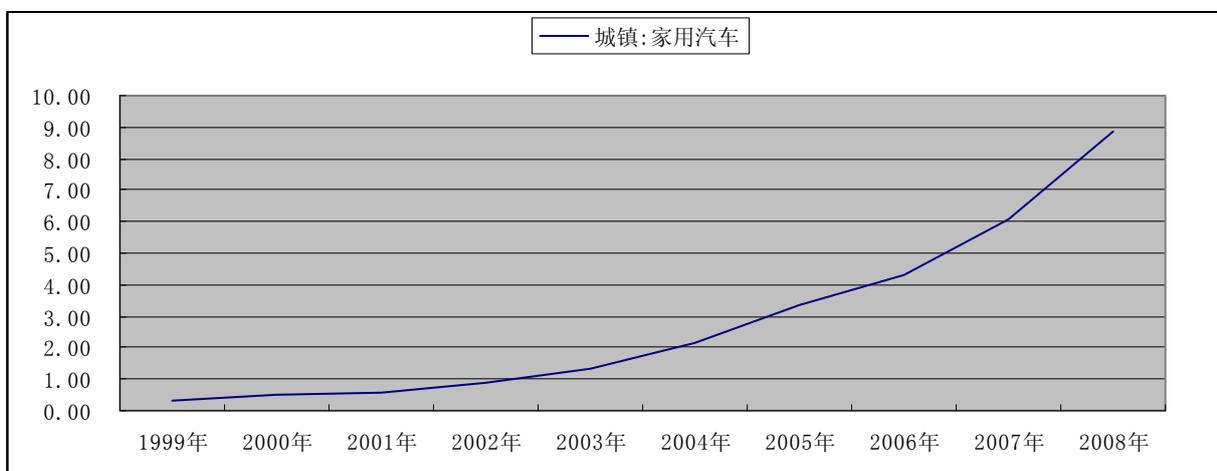
资料来源: wind

图 38: 城镇和农村百户占有空调



资料来源: wind

图 39: 城镇家用汽车

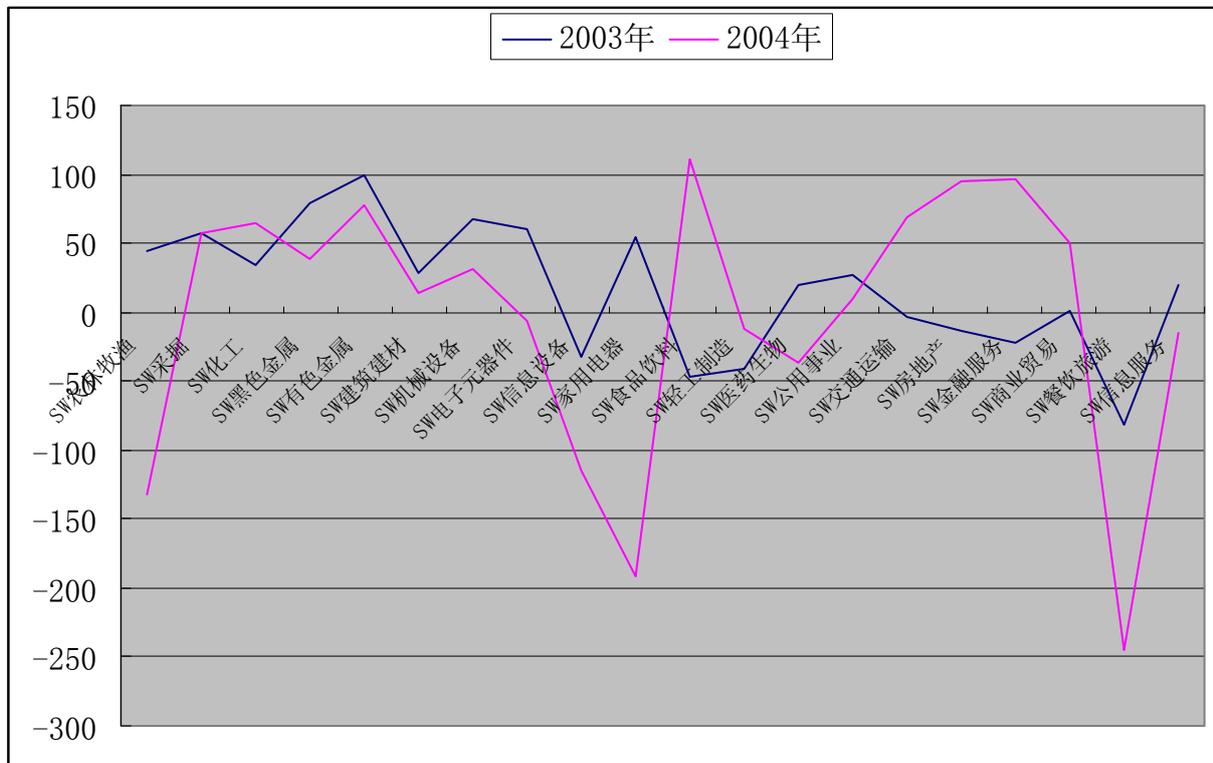


资料来源: wind

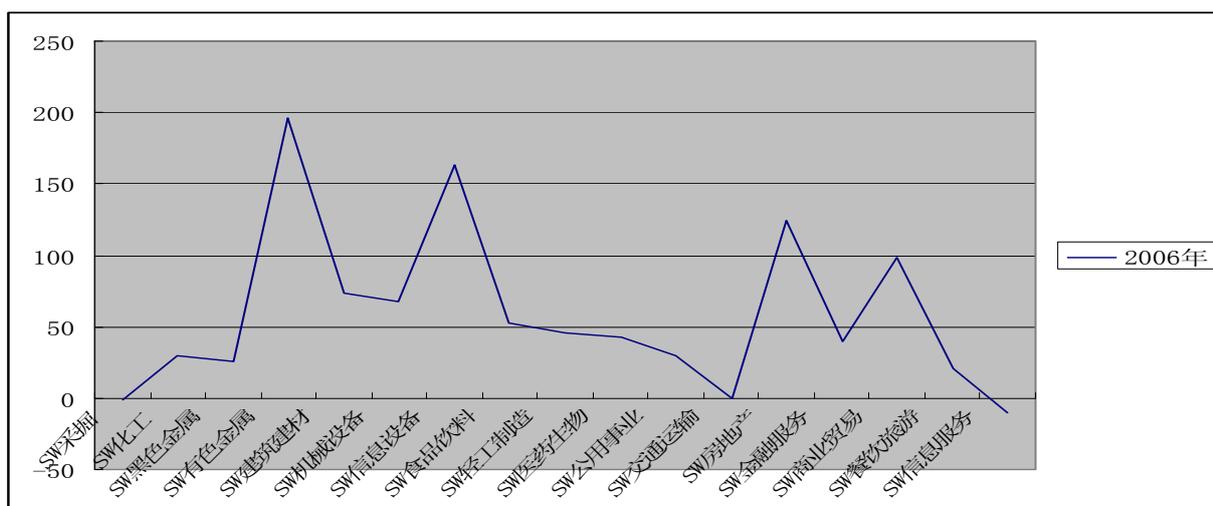
基于上述分析, 我们看好家电、零售、食品饮料、汽车、医药以及旅游等行业

2、寻找通胀受益品种

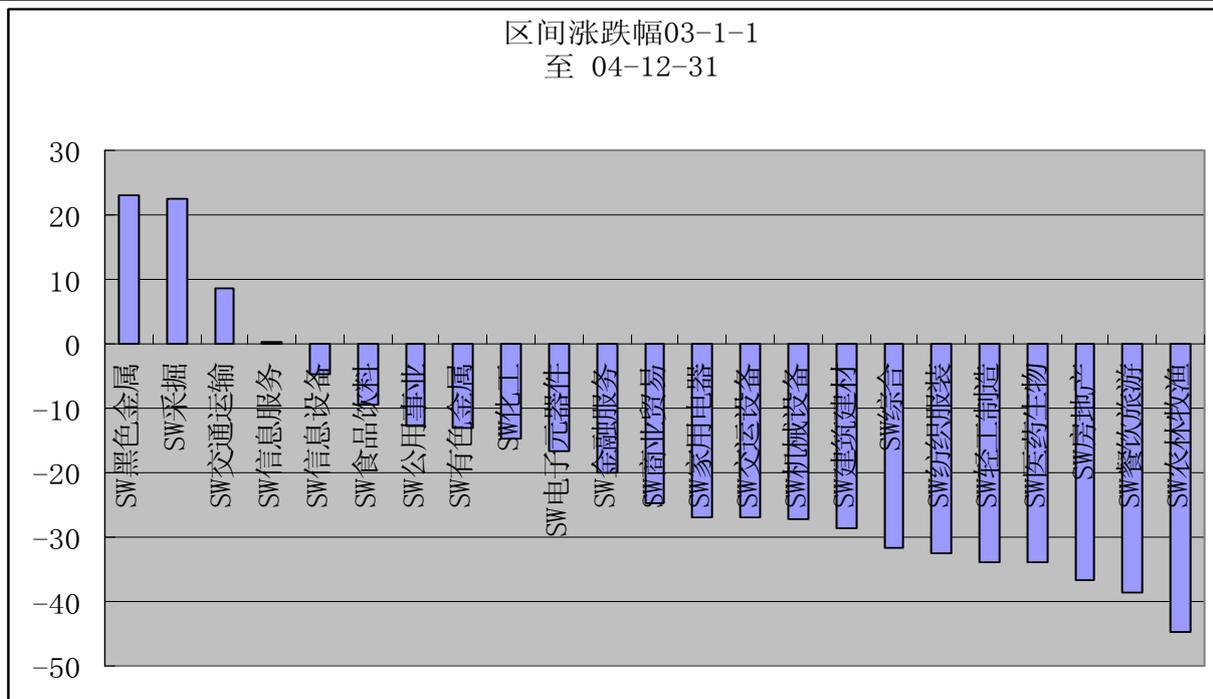
基于我们对物价的判断，高通胀虽然暂时不会到来，但是通胀预期可能被市场反复炒作。2003-04 年物价水平处于温和上涨的时期，从这一阶段的利润增长情况看，上游行业如采掘、化工、黑色金属、有色金属等行业的利润增长元高于下游的行业。下游行业中，房地产和金融服务的利润增长也处于较高的水平。



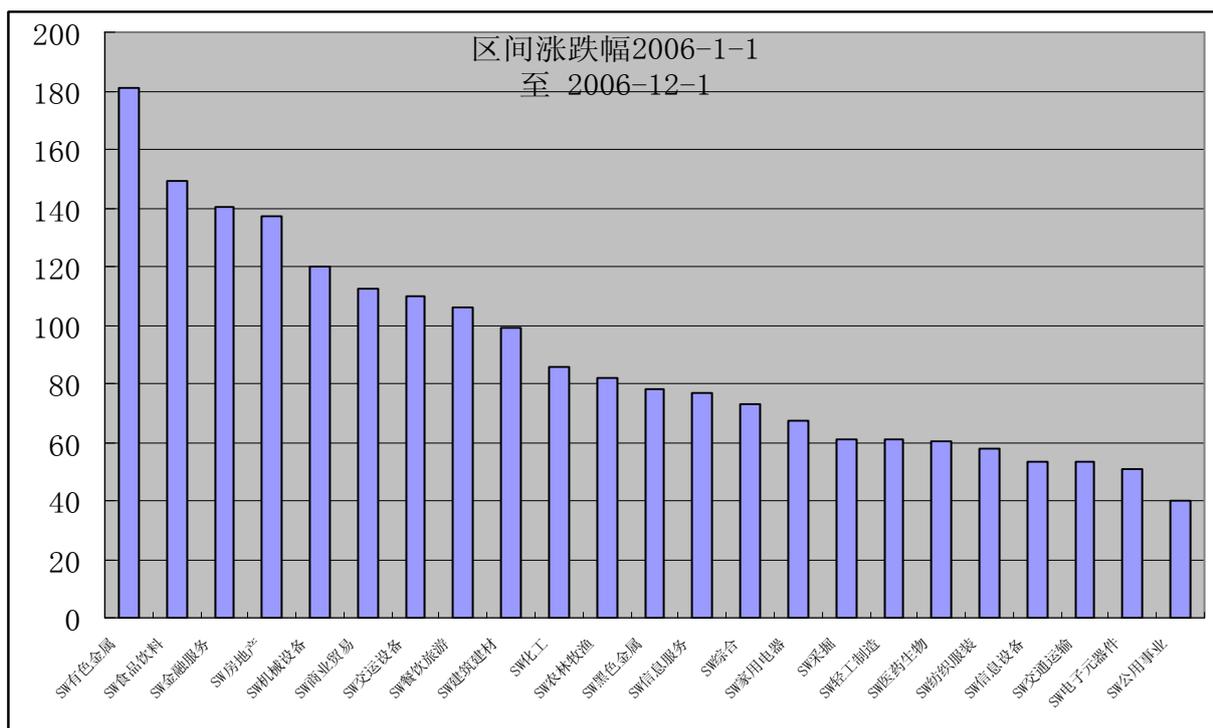
2006 年这一现象基本和 03-04 年一致，除了采掘，化工、有色金属、黑色金属建筑建材以及下游的房地产、金融服务等行业的利润增长较快。



在 03-04 年的温和通胀中，市场表现较好的行业是黑色金属、采掘、交通运输、信息设备等，总体上看，下游行业中除了食品饮料表现较好外，上游周期性行业的表现好于下游行业。受政府调控的影响，房地产表现较差。



06 年温和通胀中，表现较好的行业是有色金属、食品饮料、金融服务、房地产、商贸以及交运设备建筑建材和化工等行业，总体上上游行业仍然较为强劲。



通过上述分析，我们认为在通胀中主要两类行业受益，一是资源性质明显的上游行业，如有色金属、黑色金属、煤炭、化工（上游）、零售（渠道资源）、白酒（垄断资源），一是金融行业，如银行。2010 年上述行业有望跑赢指数。

综上所述，根据 2010 年宏观经济的运行特征，我们建议布局于受益于增长方式调整且业绩稳定增长的下游消费和受益于通胀预期的上游资源行业，重点关注家电、零售、食品饮料、汽车、医药、旅游、煤炭、有色金属、黑色金属、化工（上游）、银行等行业。

## 五、行业与上市公司

行业研究员建议增持以下行业：食品饮料、房地产、零售、家电、医药、煤炭、服装、证券、保险、银行、机械、造纸和建筑行业

食品饮料：持续增长，关注高端

食品饮料行业是一个具有持续发展能力的行业，2010年随着经济复苏，消费者信心增长，食品饮料行业消费将在量和质方面都获得结构性提升。随着温和通胀脚步的来临，预期2010年食品饮料行业成本有所上升，多数子行业可通过内部消化、适度提价、适当替代等多种方式保持毛利率稳定，保持盈利增长。由于消费周期表现通常滞后于经济周期表现半年左右，其在股票市场的表现也有一定滞后性。从2009年行业表现来看，还未完全体现出经济恢复对食品饮料行业的带动作用。结合行业基本情况以及二级市场表现我们在2010年维持对行业的增持评级。

对于公司选择我们延续内生增长和外生增长两条思路：所谓外生增长，可关注与经济关联度较高，弹性较大的高端消费品，如高端白酒以及其他子行业中相应的高端产品；随着国民收入增长和消费意识改变有持续增长的子行业，如葡萄酒和乳制品行业；以及世博等主题投资概念机会。所谓内生增长，可关注经营能力较强的品牌消费品企业，以及治理结构不断改善的企业或经营正在好转的企业。结合二者，我们建议近期配置提价或有提价预期的贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等白酒企业；推荐张裕A、燕京啤酒、双汇发展；同时建议关注世博主题投资机会，如金枫酒业、ST 伊利等。

房地产：反应过度，机会主要在上半年

2009年由于供给不足房价快速上涨。土地购置负增长、新开工增长主要在今年下半年，明年2季度之后可售房源才有较大增长，从而改变市场供求局面。因此我们预计房价持续上涨的局面至少会延续到明年上半年。由于上市公司销售收入大幅增长，并且随着房价的上涨和现金流情况的改善，税后毛利率有可能出现反弹，因此我们预计2010年房地产行业平均业绩增长水平应在30%以上。

由于房价上涨过快对居民购房承受力产生了很大的负面影响，全国房价收入比达到了8.3倍，为2000年以来的最高值。这直接导致政府在年末连续出台政策进行干预，政策面环境恶化。但是由于目前的市场环境与07年存在很大的不同，我们认为市场对利空政策反应过度，目前是投资房地产板块的最好机会，因此维持“增持”评级。

我们认为明年主要的投资机会在上半年：政策利空释放后，地产股估值优势将逐渐体现；如果上市公司税后毛利率确实出现反弹，行业整体业绩增长预期有望继续上调。下半年由于供给增长，可售房源将大量出现，并且预计政策面尤其是信贷政策将进一步收紧，行业风险将有所加大。

家电：政策刺激和升级换代，行业走在新一轮增长轨道上

家电行业各主要子行业的数据均大幅好于预期。主要子行业的内销都十分地强劲，而出口下滑的势头明显趋

缓。我们可以初步判断：今年家电行业内销的增长足以弥补出口的下滑！如果明年出口形势不再恶化，我们认为家电业基本上已经行进在新一轮增长的轨道上。

2009年整个家电行业经历了年初的“一场惊魂”，而后迎来了政策的“甘雨”，如今正信心满满地期待来年，可谓“喜从悲中来”。在前三个季度，我们分析了家电行业出现的一些新特征和新趋势，现在，我们再对最近一个季度的新趋势和特征进行总结：1、家电市场整体销售“前低后高”，全年的市场规模预计不低于去年同期；2、空调市场的“双寡头”格局初现端倪；3、空调器安装规范明年实施，市场有望进一步净化；4、多项冰箱行业标准出炉将加速高端进程；5、传统渠道重新受到关注；6、家电企业纷纷落子重庆。

国务院出台了四项和家电行业有关的政策，这些政策将有利于释放农村和城市家电市场的需求，有利于家电产品的升级换代。受益于这些利好政策，加上家电行业正面临盈利质量提升的大好形势，明年家电类上市公司的业绩仍能保持高速增长，该板块的走势有望再次强于大盘！所以，我们维持对家电行业的“增持”评级，并维持对主要上市公司的投资评级。

#### 零售：成长和扩张

虽然2009年遭遇全球性金融危机，我国的经济增速放缓，但零售行业的增长情况好于市场的普遍预期，这体现出我国零售行业本身受益于内需潜力的推动，正处于快速发展的轨道上。根据内需影响因素的分析，我们认为未来5—10年我国国内零售行业有望维持高速增长。

结合历史数据，我们发现温和通胀将带动社会消费品零售总额呈加速上升态势，从CPI变化趋势看，我们预计2010年我国将进入温和通胀期，并且由于翘尾因素的影响，CPI在2010年上半年有望加速上涨，而在下半年开始走稳。结合社会消费品零售总额增速年内的走势情况以及CPI明年的预期发展，我们预计2010年社零总额有望走出前高后低的态势，年中到10月份之间社零总额增速有望达到全年高点。

综合2009年零售板块个股表现，结合零售行业当前的市场环境，我们认为2010年零售企业要转变通过强烈的促销手段推进业绩提高的局面，通过提高毛利率水平、降低期间费用率水平的手段巩固2009年下半年以后行业转暖的态势。此外，零售行业竞争依然激烈，提高市场占有率、跨区域扩张、向二三线市场渗透将仍是行业内的常态。因此，我们认为成长和扩张仍将是2010年零售行业的投资主题。

根据成长和扩张两条主线提出如下投资思路：第一，关注业绩稳定，处于快速扩张中的区域百货龙头企业，如银座股份、鄂武商、欧亚集团、成商集团、广州友谊、重庆百货、合肥百货。第二，关注因管理层变动、新项目进入盈利期等原因业绩改善预期强烈的个股，此类个股静态估值水平较高，从较长盈利期看具有投资价值，如南京中商、南京新百、天音控股。第三，根据生产周期推算，2010年我国将处于温和通胀期，关注经营业绩可能出现较大改善的超市类个股，如步步高、华联综超。第四，关注资产注入、管理层激励等可能出现的事件带来的投资机会，如新世界、东百集团等。第五，关注全国性扩张的个股，如王府井、苏宁电器。

#### 医药行业：医改催生的新机会

新格局：补“缺口”释放医药成长潜力，行业结构未来呈现三大变化。2003年以后，我国卫生总费用在GDP中

比重呈下滑趋势，无论是同发达国家还是金砖四国相比，该指标都是最低的。比重下降的主要原因是政府医药卫生投入不足，较发达国家和金砖四国平均水平仍有一定差距，形成了较大的“缺口”。我们认为，政府新医改 8500 亿投入将补足这一“缺口”，不仅加快了医疗改革，同时亦很大程度上减轻个人医疗负担，释放潜在的就诊需求，从而有力地促进医药市场更快增长。长期来看，我国医药市场保持高速增长的趋势不变，但是行业多方力量的推动下，将呈现三大结构性变化，即新医改政策推动新格局形成、中国医药需求升级和全球医药产业转移至中国。

新起点：新医改后会有更多 10 倍股涌现。我们认为，以新医改为新起点，会极大地释放人们对医疗卫生的需求，我国医药市场容量将会成倍增长，相关上市公司业绩会得到较大幅度提升，股价亦会明显反映，未来将会有更多 10 倍医药股出现。

新期望：寻找新医改后的绩优医药股。基于“行业龙头，稳健投资品种，分享丰厚回报”和“基本面好转，业绩高速增长；较高成长性，未来有爆发增长可能”，2010 年我们重点推荐恒瑞医药、国药股份、云南白药和科华生物，推荐亚宝药业、双鹤药业、华东医药、同仁堂、片仔癀、新和成和浙江医药。同时，我们认为哈药股份股改承诺资产注入有可能在 2010 年启动，海南海药基本面好转，如 2010 年定向增发能完成，公司业绩将会更上一个新台阶。我们维持之前的判断，中短期由于估值原因，维持行业评级“中性”，2010 年全年医药行业评级为“推荐”

#### 煤炭：资源整合+价格上涨

山西资源整合只是全国煤炭整合的开端，资源整合仍将是 2010 年煤炭行业的主旋律，河南、内蒙、贵州等最有可能继续整合，这些省份的上市公司应该受到关注。

2010 年动力煤合同煤价上涨有望达到 10%。目前 5500 大卡山西优混秦皇岛平仓价为 730 元左右，而去年神华同样煤质的下水煤合同价为 540 元/吨，目前市场价格高于去年合同价 35%，因此 2010 年合同价上涨没有悬念，我们预计上涨幅度将达到 8—10%。炼焦煤价格仍有上涨空间。增加供给的房地产政策已明朗，今年压抑的房地产建设将在明年集中释放，2010 年上半年将出现房地产基建高峰；基建施工也滞后于投资，明年才进入高峰；民用消费和工业生产逐步恢复，汽车、家电、机械等行业用钢量明显提升。明年上半年固定资产投资的集中释放将撬动钢铁—焦炭—焦煤产业链需求，焦煤价格上涨是大概率事件。

我们上调行业评级至增持。我们看好明年上半年焦煤子行业，而从全年来看，动力煤企业的业绩更为稳定。我们推荐整个山西板块：西山煤电、大同煤业、国阳新能、潞安环能、中油化建，同时看好受益煤价上涨、业绩弹性大的兖州煤业，产能扩张明显的国投新集；同时关注受河南资源整合进程影响的平煤股份、郑州煤电。资源税推出仍是行业最大的风险，但我们认为资源税对行业的影响可能没有想象的大。资源税的推出必定伴随原有税费的清理，资源税提高和原有税费清理对冲后，实际对煤炭行业的影响可能小于预期。

#### 纺织服装：看好氨纶和品牌服装

内销将依然成为我国服装消费的亮点，服装销售额与居民可支配收入呈明显相关性，前 10 个月，服装销售增速达到 20%，超出我们的预期。2010 年，中央经济工作会议提出，要扩大内需，增加居民的消费需求。预计 2010 年服装内销增速可能在 20%—25% 之间。

化纤业盈利情况是纺织行业周期循环中的先行指标，今年以来，化纤价格持续上升，化纤业盈利能力强于去年。2010年粘胶行业能否有亮丽表现取决于粘胶能否继续提价以化解成本压力或者短绒价格下降，谨慎看好粘胶行业在2010年的表现。氨纶价格处于上升周期，在2010年需求增加的情况下，氨纶价格有望再次提升，同时，原材料供应充足，行业产能扩张不大，看好氨纶行业在2010年的表现。纺织行业明年具有成本压力，但在需求增加的背景下，成本压力可部分向下游传导。看好具有成本优势纺织龙头企业，品牌服装将受益于明年国家对消费政策的支持，同时，品牌服装市场在国内，受国外危机影响最小，作为市场在稳定增长的品种，具有穿越周期的特点。看好品牌服装在2010年的表现。

#### 证券行业：创新业务提升价值

2009年前3个季度，作为业绩直接与证券市场表现息息相关的（上市）券商来说，股价表现却远非证券市场表现一般亮丽，佣金率下滑、自营偏谨慎导致的业绩不如人意是关键因素，券商在证券承销业务上只能依靠股票再融资业务和债券承销业务，导致证券承销业务出现同比负增长，进一步拖累了业绩的增长。

以依靠稳定佣金收入为主，以及自有资金主动投资为辅的券商传统盈利模式，正在悄然转变，服务竞争的强化和逐步丰富的业务链，有望不断弱化券商业绩的强周期性特征。我们仍然坚信适当的杠杆率提升，会显著提升券商的股本盈利水平，将有望成为未来行业业绩提升的最大潜力之一，但对杠杆率水平提升的时机短期不抱希望；虽然杠杆率提升短期可能性不大，但让券商欣慰的是，对资产管理、直投业务等创新业务的监管正在逐步放松，而融资融券、股指期货推出的预期也愈发强烈。

维持我们原有对未来券商发展模式的想法，即对券商现有业务和即将推出的创新业务按照消耗自身本金的轻重区别进行分类，来把握券商的未来发展趋势；并以此为基础，提出了两种不同的发展模式：中金模式和中信模式。考虑到创新业务推出预期的增强和由此带来的业绩提升预期，以及行业权重股中信证券较低的估值水平，我们上调行业评级至“增持”，精选行业内个股将带来显著回报。

#### 银行：息差改善，估值合理

在积极的财政政策和适度宽松的货币政策刺激下，09年宏观经济出现复苏迹象，CPI在11月份转正，整体经济指标持续回暖，货币信贷投放稳定增长，国外主要经济体也呈现出经济复苏迹象；这样的宏观背景给2010年银行业发展带来以下影响：政府项目贷款的持续投入以及经济复苏带来的实体企业信贷需求的回升保障了行业2010年的信贷需求；预期宏观经济的复苏将通过贷款需求增长、存款活期化、生息资产收益率上升等因素推动2010年的银行业绩增长。

从生息资产的增速来看，由于2009年贷款增长的高基数，2010年贷款增速相比09年会出现小幅下降；从付息负债来看，存款有活期化趋势，预计2010年商业银行的资金成本相对稳定，生息资产和付息负债的共同作用有利于2010年净息差改善。中长期项目贷款的粘性需求特征一定程度上保证了2010年上半年新增贷款的增速，预计2010年银行业的资产负债规模还会保持适度增长。由于企业盈利能力有所改善和银行不良贷款率持续降低，2010年银行业资产质量有望保持稳定。受益于宏观经济复苏，2010年银行业中间业务收入仍将保持较快增长；由于各项业务的拓展和新设机构的扩张，2010年银行业成本收入比也将略有上升；资本充足率的监管要求将进

一步促进未来银行业进行结构转型。

总体来看，未来宏观经济将持续向好，商业银行各项业务指标经营稳定，业绩有望回升，行业估值合理；2010年商业银行净利润有望保持稳定增长，对行业维持“增持”投资评级。重点关注的上市银行有浦发银行、深发展、兴业银行、招商银行、北京银行、南京银行、民生银行、工商银行。

保险：投资机会取决于资本市场

我们的研究表明：1) 收益率曲线的斜率与保险公司的利差无关。根据我们的测算，保单成本对收益率曲线的长端，保险公司不能赚取所谓期限利差；2) 利率升降对利差的影响有限，因为，利率上行时，原有固定收益资产组合的收益率并不会提高，只有到期资金和新增资金能获得更高收益率，但原有保单的成本却会跟随新增保单一起上调，从而抵消投资收益率上升的影响。

在升息趋势中，不同类型保单的成本变动情况是不同的。传统险成本基本上不受利率变化影响；分红险成本的变化对利率具有一定滞后性；万能险成本对利率变化非常敏感。保单成本对利率变化越敏感，利差就越难以因为利率上升而扩大。在分红、万能等新型业务占比很大的今天，我们不能希冀保险公司的业绩仅仅因为利率上升而明显改善。股权投资收益对保险公司业绩的影响非常显著，尽管配置于权益类资产的资金只占少部分，但对投资收益的贡献却占大部分，特别是其对利差增量的影响是决定性的。

2010年保险股的投资机会取决于资本市场能否继续向上，保险股估值水平是否合理。我们认为，目前保险公司重仓的大盘蓝筹股估值水平偏低，保险股自身估值水平也还有上升空间，在宏观经济继续好转的前提下，保险股仍有投资价值。我们维持行业“增持”评级。

机械：内需是主要动力，毛利提升盈利能力

2010年我们认为机械行业需求将逐步恢复，企业经营环境逐步改善，行业将恢复增长，并将进入新一轮景气周期。机械行业2010年出口难有大幅改善。由于国内宏观经济环境持续改善，我们认为2010年内需将是机械行业增长的主要动力。2010年我们认为原材料价格仍将保持相对低位，行业整体盈利能力仍有提升空间。

工程机械行业整体估值偏低，行业目前逐步恢复增长，按照目前市场整体估值情况，考虑未来成长性，我们认为行业2010年合理估值区间在20-25倍PE，维持行业“增持”评级，重点可以关注三一重工和徐工机械。机床行业目前正处于逐步复苏阶段，伴随全球经济回暖，我们认为行业即将迎来拐点进入新一轮景气周期，考虑未来行业成长性以及相关龙头公司产品结构调整盈利能力增强，结合国际相关行业上市公司估值比较，我们认为行业2010年合理PE在25-30倍之间，目前行业估值水平具有吸引力，我们维持行业“增持”评级，重点可以关注昆明机床和秦川发展。

造纸：看好白卡纸、文化纸和新闻纸

国家对于造纸落后产能的淘汰一直没有放松，这将改善整个行业的供需状况，另外行业新增产能多集中在龙头公司，这会提高行业的集中度并促进整个行业的良性发展。我国经济的积极回暖带动了造纸行业的需求，行业环境

好转。未来国内外经济形势发展前景更加看好，因此对于纸种的需求也会增加，而且在整个行业基本面逐渐改善的背景下原材料价格的上涨使得我们对未来纸价的走势比较看好，我们相对看好白卡纸、文化纸和新闻纸等纸种后期价格走势。

考虑到 2010 年行业整体业绩的上涨，目前行业估值偏低，我们维持行业“增持”评级。未来木浆价格将会维持高位，因此自有浆比例较高的公司将会具有投资价值，考虑到估值因素，我们认为博汇纸业和晨鸣纸业在这方面具有投资价值；另外公司产品具有一定优势，且未来产能扩展能够带来业绩快速增长的公司也值得我们投资，在这方面我们看好的公司有太阳纸业和劲嘉股份。

建筑：明后两年将是基建业务利润释放的高峰期

在拉动内需政策的持续作用下，新开工项目计划总投资136922 亿元，同比增长76.6%，新开工项目的持续投入为FAI 增长奠定了坚实的基础，未来几年固定资产投资仍将是拉动经济增长的最主要动力。受去年四季度围绕“铁公基”为核心的“四万亿”投资拉动，基建行业在2009 年呈现高速增长态势，作为刺激经济增长的应急方案，这种高增长可持续性不强，同时随着投资规模的扩大，未来基建投资增速将大幅回落。铁路公路的中长期规划的扩容，预示着未来投资增长仍将持续数年，基建投资将从高增长时期进入大投资时期。

建筑板块收入的高增长主要受益于“铁公基”基建行业投资的高增长，净利润的高增长除了受收入增长的带动，也受益于低利率环境和企业管理效率提升的内生性增长。作为重要的盈利指标毛利率，在2009Q3 出现大幅下滑，造成今年三季度毛利率大幅下滑的主要原因是项目利润结转进度，今年受大量新开工项目上马，而新开工项目前期确认的利润较少，随着新开工项目逐步深入，工程利润的确认将会加快，基建高增长所带来的收益还将在明后两年逐步释放，明后两年将是基建业务利润释放的高峰期。

关注建筑企业的多元化发展：纵观整个建筑行业，由于市场进入门槛低，竞争非常激烈，整个行业的利润率水平低下，而行业竞争状况难以在短期内改善，建筑企业除了向建筑高端市场发展和提高管理效率以外，多元化产业道路是快速提升公司盈利水平的重要方式。

今年以来整个建筑行业板块上涨了 31.58%，而同期沪深300 指数上涨84.82%，建筑板块的整体表现远远落后于大盘，由于基建投资具有较强的国家主导性，市场充分预期了基建未来增速的下滑，我们认为利润确认的延时效应将在基建投资增速下滑的背景下，依然保障建筑板块盈利能力的提升，目前建筑板块整体估值水平09 年 PE 在27.36X，而基建类的股票的估值水平在20X，行业估值水平仍处在低位，尚未能充分反应未来盈利增长的前景，故我们维持整个行业“增持”评级。

推荐葛洲坝、中国中铁、中国建筑、精工钢构和龙元建设。

有色金属：估值较高，盯住美元

2009 年金属价格的上涨主要受益于中国需求与弱势美元。上半年金属价格上涨主要受益于中国需求（体现在上半年中国大量进口有色金属），下半年金属价格的上涨主要受益于弱势美元以及通胀预期等货币因素。美国的双赤字以及宽松货币政策是美元逐步走弱的内在动力，美元有序而不急促的贬值态势对国际经济、金融市场不会形成明显冲击，但却有利于美国国际贸易及缓解美国债务危机，明显有利于当前经济疲软中的美国。因此

未来弱势美元将继续对大宗商品价格形成支撑。

为了抵御次贷危机，全球各主要国家政府向金融体系大量注入流动性，货币供应量增幅创历史新高。全球货币供应量的增加是未来全球经济通货膨胀的风险大增，全球性的通胀预期将继续推动金属价格上涨。货币因素将是未来一段时期金属价格的主导因素，美国政府为了维持经济持续复苏将不会在2010年上半年加息；而随着金属消费旺季在二季度的到来，2010年金属价格高点或将出现在二季度。目前整个有色金属行业估值还处于整个市场的最高位，行业投资还存在一定的风险，我们维持行业“中性”的投资评级。

我们建议投资者从两条主线寻找2010年的行业投资机会。1、关注金属价格上涨预期强烈的子行业：铜、铅锌、黄金行业。重点关注估值具有优势的江西铜业、紫金矿业、中金岭南。2、关注资产重组、资产注入等事件性投资机会：重点关注煤炭资产注入的焦作万方、正在重组为有色金属企业的万好万家。

化工：下游拉动，依次复苏

石油和化学工业实现工业总产值呈现明显的回升趋势，行业已经走在了全面复苏的道路上。从目前经济状况来看，民爆、染料、农药等行业已经受益于相关子行业率先出现复苏，而农药、MDI、磷化工等行业已经处于复苏初期，大宗石化子行业如纯碱、氯碱、化肥等行业的目前尚处于景气底部。接近于下游消费端的子行业的复苏有向上游上行业扩张的倾向，并且这种趋势是存在加速扩散效应的，目前在产业回暖的带动下，有机硅单体、合成材料、MDI等产品的价格已经出现了较为明显的回升。

2010年石油化工行业的复苏主要还是受下游需求恢复的影响。需求拉动化工行业景气回升将越来越明显的在合纤原料、合成橡胶以及染料助剂、改性塑料、聚氨酯等直接相关子行业中率先表现出来。而纯碱、烧碱等基础化工产品以及合成树脂、有机硅等相关产品则主要将取决于地产行业新建住房开工状况的回升。随着目前房地产行业的恢复状况，2010年初需求回升因素越来越清晰的表现将推动行业景气的回升。而油价上涨的推动作用将在那些独立于石油路线之外的化工产品生产企业中表现明显。同时，我们也建议关注低碳经济影响到的如节能材料、碳减排交易以及清洁能源等相关化工子行业和公司。在各子行业受益于下游经济恢复状况尚不明确的背景下，我们还是建议重点关注业绩相对稳定，受下游需求波动影响不大的子行业和重点公司，并偏重于与消费需求直接相关的下游行业，如聚氨酯行业、改性塑料行业、染料助剂行业等。

通信运营：增长下滑，关注增值业务

前三季度3大运营商的收入和利润增速都明显下滑。3G业务的大规模推行将是通信运营行业2010年的重头戏，然而3G业务对于行业收入的影响有限。2G移动业务收入一直是行业收入增长的主力。然而2G业务2010年收入增速仍然会下滑，预期收入增速仅为12%左右。此外，固网业务收入下滑趋势很难改变。因此我们认为，2010年整个行业收入增速仅为5.3%左右。

中国联通2009年移动业务发展并不理想，但我们相信，凭借3G标准上的优势，预期公司在移动业务的市场份额将逐步改善。考虑到固网业务的影响，我们认为公司2010年的收入增速大约是7%左右。由于行业竞争程度的显著加剧，预期公司净利润的增速也不理想。我们预期中国联通09-11年的EPS分别为0.20元、0.21元、0.24

元，给予公司“观望”评级。

语音业务收入的下滑使得运营商的发展重点都转向增值业务。3G 网络完成基本铺设后，增值业务的硬件基础问题已经解决，因此，2010 年，增值业务提供行业将迎来快速的发展。目前 A 股上市的增值业务提供商仅有神州泰岳、拓维信息、北纬通信。综合考虑上市公司的估值水平和成长性后，我们建议投资者关注拓维信息。手机动漫和电子商务是拓维信息发展前景较好的两个业务。我们预期公司 09-11 年的 EPS 分别可以达到 0.79 元、1.04 元、1.43 元，目标价为 38.7 元，给予公司“推荐”评级。

#### 建材：增持水泥

2010 年水泥行业仍将在景气周期中运行。预计 09 年全年产量约 16.4 亿吨，比 08 年约增加 2.4 亿吨，增速约 17%；整体行业利润水平将创历史新高。预计 10 年宏观经济将进一步恢复，固定资产投资规模仍将扩大，但增速将出现放缓；基础设施建设对水泥产品仍将有刚性需求。与 2009 年的新增水泥需求将基本来自新增基础设施建设不同，我们认为房地产市场及工业设施建设也将在 10 年复苏。水泥行业的投资主线是产能快速扩张的区域优势企业及行业产能整合。2010 年水泥行业的区域投资特征不会改变，华北，东北，西北地区的水泥市场仍然景气度较高。在三地都有产能布局的冀东水泥值得重点关注；东北的亚泰集团在收购兼并方面经验丰富，在东北水泥产能的整合中已经占得先机，是我们长期看好得公司。另外，新疆地区正在进入大规模基础设施建设期，相关水泥公司受益明显，业绩弹性强，建议重点关注青松建化。

2010 年玻璃行业的景气度前高后低。玻璃行业是短周期行业，当前玻璃市场的繁荣是在部分产能停产、下游需求略有复苏、等因素作用下形成的，行业其实仍为产能过剩的状态。预期到 2010 年中期玻璃价格会随封存产能投放而有所降低。

建材行业政策抑制产能过剩，有利于产业长远发展。国务院这次对水泥和玻璃行业的新增产能建设提出了明确的指导意见，将新增产能的审批权收归发改委，地方政府将无权审批新增的水泥和玻璃生产线，这项措施将大幅度提高水泥和玻璃生产线的审批周期及审核通过的难度，从而有效抑制新增水泥和玻璃产能进入市场。

给予水泥“增持”、玻璃“中性”的投资评级 水泥行业的吸引力在于业绩仍实现较确定性增长，部分区域内的企业拥有较强的产品定价能力，且存在并购和区域性的投资机会。玻璃行业的业绩波动性较大且对成本变化较为敏感，较低的产业集中度使生产成本的上升无法向下游传递，对外界经济环境的不利变化抵御能力较差。

#### 汽车：关注商用车和零部件

国家政策和内在需求共同铸就了 2009 年的辉煌，我们估计国家政策拉动我国 2009 年汽车行业销量增量在 160 万辆左右，对行业销量增长的贡献率约 38%；估计行业内在需求对今年销量的增长约在 130 万辆。此外，2008 年延迟消费和对 2010 透支消费分别贡献销量 80 万辆和 50 万辆。2010 年车市将换挡上行，我们预计 2010 年我国汽车销量为 1550 万辆，同比增长 14%。

我们预计乘用车销量增速高点将在 2010 年一季度出现。2010 年乘用车行业产能利用率将会从 2009 年的 92% 下降到 2010 年的 84%。建议投资者在明年 3~4 月份时卖出乘用车公司股票。商用车今年复苏时间较晚，其中大中客和重卡受出口拖累直到下半年才开始恢复，这使得明年大中客和重卡的同比基数较低，销量增长最为确定。我们推荐宇通客车和中国重汽。零部件建议关注业绩释放和出口恢复两大主题，推荐华域汽车、福耀玻璃和中鼎

股份。目前乘用车占行业销量比例超过75%，乘用车公司流通市值占行业指数比重也超过60%，汽车行业指数基本取决于乘用车主要几家公司走势，因此我们维持对汽车行业的中性评级。除了前述公司外，建议关注权证行权预期带来交易性机会的上海汽车和全顺可能出口带来业绩提升的江铃汽车。

#### 电子元器件：复苏已在估值中反映

半导体行业各项指标等继续向好，产能利用率三季度继续回升，四季度保持高位，半导体库存数据处于适中水平。国内电子元器件行业 10 月份销售继续回升，四季度仍然运行于景气高位。万得数据显示2009 年和2010 年申万元器件行业预测动态市盈率分别为50.0 和45.3 倍，估值水平较高且排名靠前。我们认为高估值源于市场对2010 年恢复性增长的期待，因此，行业的复苏已经在估值中予以反映。因此，我们维持对行业“中性”的投资评级。

同时我们认为，元器件行业在上半年行业收入和利润大幅增长的情况下其较高的估值将可以维系，因此，在其中把握细分产品和市场的投资机会是可行的。这些机会包括3G 手机大幅增长对HDI 板和触摸屏的需求、半导体封装行业及电声器件产能转移带来的增长机会、太阳能光伏市场需求复苏对硅片市场的推动效应、智能电网建设对智能电表的需求提高、新能源汽车对相关元器件及零部件需求的增长以及部分产品如PCB、覆铜板价格上涨带来的投资机会等。

目前我们建议重点关注的股票有超声电子、航天电器、莱宝高科、广电运通、生益科技、长城开发、广州国光、歌尔声学、华天科技、中环股份、华东科技。

根据我们的投资策略和行业研究员的对行业和公司的判断，重点推荐2010年十只金股：

股票代码	股票简称
601166	兴业银行
601918	国投新集
000612	焦作万方
600690	青岛海尔
600276	恒瑞医药
000869	张裕A
002202	金风科技
600741	华域汽车
002024	苏宁电器
600481	双良股份

附表：行业研究员上市公司评级一览表

股票代码	股票名称	收盘价	EPS				PE				投资评级
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
600362	江西铜业	43.09	0.76	0.99	1.53	1.65	56.7	43.53	28.16	26.12	推荐
601899	紫金矿业	10.63	0.22	0.29	0.35	0.41	48.32	36.66	30.37	25.93	推荐
000060	中金岭南	27.92	0.39	0.37	1.1	1.42	71.59	75.46	25.38	19.66	推荐
000612	焦作万方	25.56	0.69	0.5	1.48	1.93	37.04	51.12	17.27	13.24	买入
600576	万好万家	19.1	0.09	0.47	0.8	1.05	212.22	40.64	23.88	18.19	买入
000869	张裕 A	71.25		2.09	2.65			34.09	26.89		推荐
600519	贵州茅台	174.91		5.30	6.70			33.00	26.11		推荐
000729	燕京啤酒	18.5		0.53	0.73			34.91	25.34		推荐
000568	泸州老窖	39.09		1.16	1.4			33.70	27.92		推荐
600809	山西汾酒	42.56		0.94	1.54			45.28	27.64		推荐
000858	五粮液	29.99		0.75	0.99			39.99	30.29		推荐
600616	金枫酒业	17.79		0.48	0.58			37.06	30.67		推荐
600887	*ST 伊利	27.09		0.84	1.08			32.25	25.08		推荐
000895	双汇发展	51		1.45	1.82			35.17	28.02		推荐
600309	烟台万华	22.49	0.91	0.73	0.89	1.15	24.71	30.93	25.38	19.59	推荐
600426	华鲁恒升	21.78	0.76	0.88	1.12	1.35	28.65	24.75	19.45	16.13	推荐
000422	湖北宜化	19.31	0.49	0.52	0.95	1.21	39.71	37.13	20.33	15.96	推荐
600352	浙江龙盛	11.05	0.71	0.47	0.63	0.80	15.48	23.34	17.41	13.82	推荐
600256	广汇股份	22.70	0.55	0.50	0.75	1.32	41.19	45.40	30.27	17.20	推荐
000002	万科 A	10.59	0.37	0.50	0.65		28.9	21.2	16.3		买入
600383	金地集团	13.20	0.34	0.61	0.81		39.0	21.6	16.3		买入
600048	保利地产	21.88	0.64	0.95	1.25		34.4	23.0	17.5		买入
600823	世茂股份	15.77	0.13	0.20	0.95		123.6	78.9	16.6		买入
600052	浙江广厦	8.03	0.42	0.45	0.60		19.1	17.8	13.3		买入
000651	格力电器	27.8	1.06	1.35	1.62		26.22	20.59	17.16		推荐
600690	青岛海尔	24.66	0.57	0.9	1.13		43.26	27.4	21.92		推荐
000527	美的电器	21.7	0.55	0.89	1.07		39.45	24.38	20.32		推荐
000541	佛山照明	10.65	0.23	0.25	0.3		46.23	42.6	35.5		观望
600983	合肥三洋	24.2	0.35	0.64	0.768		69.14	37.81	31.51		观望

000501	鄂武商	14.18	0.36	0.48	0.63		39.38	29.54	22.51		推荐
600858	银座股份	25.57	0.58	0.7	0.93		44.09	36.53	27.49		推荐
600697	欧亚集团	23.07	0.67	0.74	0.91		34.43	31.18	25.35		推荐
000251	步步高	26.4	0.6	0.64	0.88		44	41.25	30		推荐
002024	苏宁电器	19.14	0.73	0.62	0.78		39.88	30.87	24.54		推荐
600276	恒瑞医药	47.23	0.82	1.1	1.34		57.6	42.9	35.2		推荐
600511	国药股份	24.68	0.8	0.57	0.66		30.9	43.3	37.4		推荐
000538	云南白药	52.50	0.87	1.12	1.5		60.3	46.9	35.0		推荐
002022	科华生物	19.98	0.4	0.51	0.72		50.0	39.2	27.8		推荐
600351	亚宝药业	16.26	0.29	0.39	0.48		56.1	41.7	33.9		推荐
600062	双鹤药业	22.46	0.82	1.1	1.38		27.4	20.4	16.3		推荐
000963	华东医药	16.95	0.39	0.58	0.72		43.5	29.2	23.5		推荐
600664	哈药股份	17.91	0.69	0.89	0.97		26.0	20.1	18.5		推荐
600085	同仁堂	20.83	0.49	0.58	0.68		42.5	35.9	30.6		推荐
600436	片仔癀	36.44	1.01	1.03	1.22		36.1	35.4	29.9		推荐
000566	海南海药	15.00	0.2	0.38	0.61		75.0	39.5	24.6		推荐
002001	新和成	44.33	3.29	4.12	3.86		13.5	10.8	11.5		推荐
600216	浙江医药	31.95	2.16	2.21	2.55		14.8	14.5	12.5		推荐
000983	西山煤电	38.7	1.44	1.18	1.99		26.9	32.8	19.5		推荐
600188	兖州煤业	23.3	1.34	0.89	1.09		17.7	26.3	21.4		推荐
000933	神火股份	34.5	34.5	0.89	1.79		15	39.0	19.3		推荐
000726	鲁泰 A	11.1	0.51	0.56	0.72		22	20	15		买入
002042	华孚色纺	17.7	-	0.67	0.97		-	26	18		买入
002154	报喜鸟	19.86	0.64	0.63	0.87		31	32	23		买入
600030	中信证券	28.81	1.10	1.41	1.34		26.19	20.42	21.48		买入
600837	海通证券	17.12	0.39	0.57	0.57		44.06	30.01	29.88		观望
600369	西南证券	18.10	0.07	0.48	0.62		258.57	37.42	29.21		推荐
600000	浦发银行	20.73	2.21	1.76	2.06		9.38	11.78	10.06		推荐
000001	深发展	23.93	0.20	1.58	1.89		119.7	15.15	12.66		推荐
601166	兴业银行	39.33	2.28	2.11	2.53		17.25	18.64	15.53		推荐
600036	招商银行	17.18	1.43	0.76	0.91		12.01	22.61	18.84		推荐

601169	北京银行	18.89	0.87	0.93	1.12		21.71	20.31	16.93		推荐
600031	三一重工	34.90	0.83	1.52	1.93		42.05	22.96	18.08		推荐
000425	徐工机械	32.14	0.20	1.98	2.50		160.70	16.23	12.86		推荐
000528	柳工	19.07	0.72	1.07	1.18		26.49	17.82	16.16		推荐
600806	昆明机床	14.50	0.65	0.59	0.71		22.31	24.58	20.42		推荐
000837	秦川发展	10.30	0.21	0.29	0.39		48.93	35.52	26.41		推荐
600050	中国联通	6.86		0.2	0.21	0.24		34.3	32.67	28.58	观望
002261	拓维信息	35.28		0.79	1.04	1.43		44.66	33.92	24.67	推荐
300002	神州泰岳	111.10		1.9	2.63	3.03		58.47	42.24	36.67	观望
002148	北纬通信	29.18		0.6	0.75	0.99		48.63	38.91	29.47	观望
002078	太阳纸业	18.95	0.46	0.92	1.25	1.39	41.2	20.6	15.16	13.63	买入
600966	博汇纸业	10.02	0.5	0.39	0.6	0.78	20.04	25.69	16.7	12.85	推荐
000488	晨鸣纸业	8.26	0.56	0.37	0.49	0.63	14.75	22.32	16.86	13.11	推荐
002191	劲嘉股份	13.6	0.52	0.5	0.65	0.86	26.15	27.2	20.92	15.81	推荐
600585	海螺水泥	45.54	1.55	1.94	2.27		27	25	22		推荐
000401	冀东水泥	17.73	0.41	0.74	0.86		37	20	17		推荐
600108	亚泰集团	8.76	0.26	0.37	0.45		30	22	18		推荐
600425	青松建化	19.36	0.33	0.56	0.84		58	35	23		买入
000012	南玻 A	18.34	0.34	0.62	0.74		54	30	25		推荐
600496	精工钢构	11.49	0.36	0.5	0.65	0.85	31.92	22.98	17.68	13.52	推荐
601390	中国中铁	6.24	0.05	0.32	0.41	0.54	124.8	19.5	15.22	11.56	推荐
600068	葛洲坝	11.65	0.16	0.57	0.8	1.01	72.81	20.44	14.56	11.53	买入
600491	龙元建设	17.72	0.31	0.56	0.72	0.99	57.16	31.64	24.61	17.9	推荐
601668	中国建筑	4.78	0.09	0.18	0.25	0.31	53.11	26.56	19.12	15.42	推荐
600741	华域汽车	10.38	-0.02	0.55	0.67	0.79	-519.0	18.9	15.5	13.1	买入
600066	宇通客车	18.49	1.02	1.02	1.21	1.33	18.1	18.1	15.3	13.9	买入
000951	中国重汽	26.55	1.13	1.08	1.55	1.63	23.5	24.6	17.1	16.3	买入
000550	江铃汽车	22.01	0.91	1.18	1.23	1.42	24.2	18.7	17.9	15.5	推荐
600660	福耀玻璃	13.59	0.12	0.53	0.76	0.82	113.3	25.6	17.9	16.6	推荐
000823	超声电子	8.22	0.25	0.27	0.35		33	30.7	23.6		推荐
002025	航天电器	12.83	0.3	0.35	0.44		43.2	36.6	28.9		推荐

000021	长城开发	11.69	0.36	0.31	0.53		32.5	38	22.1		推荐
600183	生益科技	9.27	0.14	0.35	0.46		68.3	26.6	20.3		推荐
601628	中国人寿	29.1	0.36	0.9	1.07		82	32	27		推荐
601601	中国太保	23.24	0.17	0.61	0.85		137	38	27		推荐
601318	中国平安	50.91	0.09	1.31	1.58		565	39	32		推荐

### 免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。