



年度投资策略小组

唐永刚、王智勇、陈思、王铁琪



2010, 后危机下的结构性成长

主要观点:

- A 股市场的牛熊转换、熊牛转换和与牛共舞, 皆与流动性、宏观经济、周边市场这三大变量的走势密切相关。总体上看, 三大变量对市场的影响程度依次递减, 但在特定阶段某单一变量是关键因素。
- 流动性的结构性充裕是 2010 年 A 股市场的主基调。货币政策上, “繁荣宽松” 的退出和 “适度宽松” 的动态微调在某一特定阶段影响市场流动性, 海外热钱的涌入和第三次居民储蓄搬家将成为流动性接力棒。5.64 万亿的限售股解禁市值呈现出月度、行业和公司分布的不均衡性, 仅在特定月份影响市场心理, 实际减持在 2000-3000 亿元之间。公募基金、阳光私募和券商集合理财延续 2009 年繁荣的入市规模。对于 A 股而言, 特别是在 2010 年上半年, 在不考虑其它因素的情况下, 结构性充裕的流动性必然推动结构化泡沫行情。
- 2009 年, 中国经济以鲜明的 “V” 型反转曲线在全球经济中率先划出一道靓丽的 “上行线”。预期 2010 年中国经济将形成增速较快、通胀较低的平稳运行局面, 内需强劲与外需回暖支持经济持续复苏, 宏观经济将启动新一轮增长周期。推动中国宏观经济的三驾马车有望形成 “两快一慢” 的较好格局: 预计全年 GDP 同比增长 9.2% 左右, 固定资产投资增速约为 25% 左右, 社会消费品零售总额指标名义增速将达 16.5% 左右, 出口将增长 8% 左右, 进口增长 15% 左右, CPI 全年涨幅约 3.0% 左右, PPI 全年涨幅约 4.0% 左右, 工业企业利润增速将达 15%-25%。A 股公司业绩增长将继续沿着健康的通道上行, 预计业绩增长区间是 15%-30%。业绩增长将在季度财报、半年度财报和年度财报等特定阶段引发 A 股市场的成长重估。
- 2010 年, 全球主要经济体步入复苏阶段, 经济复苏预期将继续推动资产价格上涨, 但需特别关注主要经济体的 “协调退出” 战略, 失业率的不断攀升也是经济复苏的一大障碍。同时, 境外热钱通过港股市场购买 H 股对 A 股股价形成支撑, 进而通过板块效应影响 A 股市场的估值水平, 封杀 A 股市场下行空间。
- 2010 年, 预期 A 股市场的估值中枢是 20 倍, 全年业绩增速 15%-30%。根据动态平衡表预测, 3500 点是上证综指的运行中枢, 2800 点-4350 点是大概率运行区间; 在业绩或流动性超预期或者类似股指期货等重大事件刺激之下, 市场可能冲击 4500 点甚至更高空间。4250 点是 2010 年沪深 300 指数的运行中枢, 3400 点-5300 点是大概率运行区间。同时, 综合 2010 年货币政策可能调整的时间窗口、限售股解禁特征、IPO 密集发行期、A 股公司业绩增长的季度差异和市场前期走势等多方面因素, 预期市场前高后低的可能性较大: 上半年的高点出现在 3-5 月之间, 下半年的高点在 10 月-11 月之间。
- 2009 年中央经济工作会议定调 “加快经济发展方式转变和经济结构调整”。预期经济结构调整是 2010 年 A 股市场的投资主线之一, 消费结构调整、产业结构调整 and 区域结构调整蕴藏重大的主题投资机遇。同时, 并购整合是 A 股市场 2010 年的第二条投资主线, 央企整合加速、区域振兴方兴未艾、大集团小公司的民营企业重组同样值得期待。
- 按照 “稳健增长的行业龙头” 标准选出 “宏源证券 2010 年蓝筹十佳”: 张裕 A、泸州老窖、海信电器、一汽轿车、中兴通讯、苏宁电器、冠农股份、中粮屯河、兴业银行、中联重科。
- 按照 “快速成长的中小市值股” 标准选出 “宏源证券 2010 年成长十佳”: 黑牡丹、嘉宝集团、江淮汽车、华域汽车、太极集团、科陆电子、杉杉股份、亿阳信通、山西三维、威海广泰。

正文目录

一、2009 年度 A 股投资策略与市场表现对比	6
1.1、从“熊牛转换”的期待到“与牛共舞”的繁荣	6
1.2、月度投资策略精准把握市场趋势、明确挖掘热点主题	6
二、影响 A 股市场的三大变量分析	8
2.1、流动性分析：无近忧而有远虑	8
2.1.1、货币政策：“繁荣宽松”的退出与“适度宽松”的动态微调	8
2.1.2、A 股市场流动性接力棒之一：境外热钱	10
2.1.3、A 股市场流动性接力棒之二：第三次“储蓄搬家”	11
2.1.4、2010 年 A 股解禁市值 5.64 万亿，较 2009 年增加 8.48%	13
2.1.5、预计 2010 年 A 股产业资本减持市值 2000 亿元-3000 亿元	15
2.1.6、2010 年融资规模前低后高，预计 2000-3000 亿元	17
2.1.7、2009 年是机构资金 A 股市场的繁荣入市年	18
2.2、宏观经济分析：中国宏观经济复苏最强音，构建 A 股长期牛市基础	20
2.2.1、2009 年，中国宏观经济复苏最强音	20
2.2.2、2010 年，中国宏观经济开启新一轮增长周期	23
2.3、A 股公司业绩分析：健康的上升通道	26
2.3.1、业绩下降同比收窄：1658 家可比 A 股公司前三季度净利润同比下降 1.54%	26
2.3.2、1598 家可比 A 股公司实现最靓丽的单季度财报	27
2.3.3、2010 年业绩增长在 15%以上：蓝筹板块和蓝筹个股的环比增速明显下降或负增长	29
2.4、周边市场分析：经济复苏预期推动资产价格上涨	31
2.4.1、全球主要经济体步入复苏阶段	31
2.4.2、全球主要经济体的“退出战略”至关重要	34
2.4.3、全球主要经济体的经济复苏预期推升股市持续上扬	36
2.4.4、A/H 股溢价指数处于低位封杀 A 股市场下跌空间	37
三、A 股市场 2010 年波动范围测算	38
3.1、A 股市场 2009 年波动范围与年度策略报告和下半年策略报告比较	38
3.2、A 股市场 2010 年波动范围测算	39
四、2010 年 A 股市场投资风格及阶段热点板块分析	42
4.1、2010 年 A 股市场投资主线之一：经济结构调整	42
4.1.1、消费结构调整	42
4.1.2、产业结构调整	45
4.1.3、区域结构调整	47
4.2、2010 年 A 股市场投资主线之二：并购重组	48
五、宏源证券 2010 年 A 股投资策略股票池	50
5.1、宏源证券 2010 年 A 股主题投资股票池	50
5.1.1 宏源证券 2010 年蓝筹十佳	51
5.1.2 宏源证券 2010 年成长十佳	53
六、宏源证券 2010 年重点关注的行业及公司评级	55
新能源与节能产业：低碳经济进入中长期的快速发展	55
银行业：行业景气重回上升期	57
证券行业：交易量增长对冲佣金率下降	58
房地产行业：前高后低，把握阶段性机会	58

食品饮料行业：看好高端白酒和红酒	61
医药行业：关注独家品种和重组机会	62
通信行业：技术升级、通信服务皆为未来物联网	63
航运行业：重点关注油运行业	64
有色金属行业：投资机会可能前低后高	65
机械行业：基建向内需切换的一年	65
水泥行业：供给面政策利好带来的投资主题	66
建筑工程行业：主业副业一起抓	67
纺织行业：复苏确定	68
农化行业：在结构调整中挖掘特色公司	69
汽车行业：看好中高级轿车、重卡及相关零配件	70

图表目录

图表 1: 2009 年上证综指波动区间和月度热点比较.....	7
图表 2: 已经开始实施退出战略的主要经济体.....	8
图表 3: 充裕的流动性和 A 股公司业绩的持续好转是 A 股市场持续反弹的根本动力.....	9
图表 4: 海外热钱涌入香港对 A-H 股溢价指数 H 成份股构成支撑.....	10
图表 5: 境外热钱对 A 股市场的影响逐步增强.....	10
图表 6: 居民储蓄搬家与利率、CPI 预期关系密切.....	11
图表 7: 上证综指和居民存款搬家的对比走势.....	12
图表 8: 2010 年 A 股市场解禁市值 5.64 万亿, 全流通比例将达 88.80%.....	13
图表 9: 2010 年股改限售股解禁市值 6213.70 亿元, 月度分布不均.....	13
图表 10: 2010 年 A 股市场行业解禁市值.....	14
图表 11: 2010 年公司解禁市值分布不均衡, 最大的 20 家公司占比 79.09%.....	15
图表 12: 2008 年 6 月-2009 年 10 月 A 股股改限售股减持比较.....	15
图表 13: 2008 年 6 月-2009 年 10 月 A 股股改限售股减持比例比较.....	16
图表 14: 2009 年 A 股市场新股发行统计.....	17
图表 15: 2009 年股票型和混合型基金累计发行 2549.64 亿元.....	18
图表 16: 股票型和混合型基金发行在 8 月份创出 493.69 亿元的月度最高额度.....	18
图表 17: 2009 年 6-11 月成立的券商集合资产管理计划募集金额前 10 位.....	19
图表 18: 中国经济以鲜明的“V”型反转曲线在全球经济中率先划出一道靓丽的“上行线”.....	20
图表 19: 2009 年前三季度分产业数据的 V 型反转.....	21
图表 20: 2009 年三大需求对 GDP 增长的拉动.....	21
图表 21: 2009 年 CPI 和 PPI 先降后升, 11 月份 CPI 数据 10 月来首次转正.....	22
图表 22: 2009 年 4-11 月工业生产增速持续加快.....	22
图表 23: 制造业采购经理指数 PMI 连续九个月位于临界点 50%以上.....	23
图表 24: 改革开放以来中国经济的三个周期.....	24
图表 25: 2010 年中国主要宏观经济指标预测.....	24
图表 26: 可比的 1658 家 A 股公司 2009 年三季度财报和 2008 年三季度财报比较.....	26
图表 27: 深圳创业板公司和中小企业板公司三季度财报保持较高增长.....	26
图表 28: 可比的 1658 家 A 股公司营业利润 2009 年三季度财报同比增长 5.58%.....	27
图表 29: 2009 年第三季度归属母公司股东净利润环比增长 3.93%.....	28
图表 30: 1598 家 A 股公司利润构成各项指标多数均保持环比正增长.....	28
图表 31: 一级行业中的黑色金属、公用事业等 12 个板块对业绩环比增长的贡献为正.....	29
图表 32: 净利润贡献最大的 10 家蓝筹公司 2009 年第三季度净利润环比下降 3.13%.....	30
图表 33: 全球各国注入救市资金一览表.....	31
图表 34: 美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体 GDPG 底部反弹.....	31
图表 35: 美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体消费者信心指数持续上升.....	32
图表 36: 美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体工业生产稳定复苏.....	33
图表 37: 美国新屋开工数据、营建支出环比数据、NAR 成屋销售数据均从 09 年年初的底部反弹.....	33
图表 38: 10 月美国汽车销量走出“旧车换现金”计划阴影, 企稳回升态势更加确定.....	34
图表 39: 美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体采购经理人指数 (PMI) 预示经济复苏.....	35
图表 40: 美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体的失业率居高不下.....	35
图表 41: 美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体的股票市场持续上扬.....	36
图表 42: 标准普尔 500 行业指数 2008 年 (左图)、2009 年 (右图) 增长情况.....	36
图表 43: A-H 股溢价指数处于历史低位封杀 A 股市场下跌空间.....	37
图表 44: 2009 年下半年上证综指预测的动态平衡表.....	38
图表 45: 1994 年 1 月-2009 年 11 月 A 股市场 PE/PB 估值.....	39
图表 46: 1996 年 1 月-2009 年 5 月 A 股市场市盈率和 M1 周期比较.....	39

图表 47: 全球主要资本市场指数的估值比较	40
图表 48: 2010 年上证综指和沪深 300 指数动态预测平衡表.....	41
图表 49: 中国、英国、日本、印度和美国消费率比较 (单位: %)	42
图表 50: 1978 年-2006 年中国消费增速与 GDP 增速比较	43
图表 51: 消费结构调整的亮点及其关注重点	44
图表 52: 十大产业振兴规划亮点及其关注重点	45
图表 53: 新能源和节能产业亮点及其关注重点	46
图表 54: 五大战略性新兴产业亮点及其关注重点	46
图表 55: 2009 年 11+1 中国区域振兴牌和关注重点[注解].....	47
图表 56: 《详式权益变动报告书》的关注要点	48
图表 57: 有重组意向的上市公司, 按照重组进程的公告进行把握	49
图表 58: 宏源证券 2010 年 A 股主题投资股票池	50

一、2009 年度 A 股投资策略与市场表现对比

在展望和制订 2010 年度 A 股投资策略之际，回顾一下《熊牛转换的期待》、《与牛共舞》，以 2009 年的市场去检验我们的逻辑过程和结论，总结其中的利弊得失，对于更好的把握 2010 年 A 股市场的运行趋势、节奏和投资风格意义重大。

1.1、从“熊牛转换”的期待到“与牛共舞”的繁荣

“熊牛转换”是我们 2009 年最重要和最具战略意义的结论，我们首次把影响 A 股市场走势的因素提炼成三大核心要素：流动性、宏观经济和周边市场。在“三大要素”的框架之内通过翔实的数据和严谨的逻辑论证，推导出如下结论：09 年流动性逆转的必要条件其一是货币政策转向适度宽松，其二是新股发行制度能否彻底改革，适度宽松的货币政策主导了 09 年上半年的流动性充裕；09 年中国宏观经济属于小 V 型反转，GDPG 和 A 股公司业绩 1 季度环比见底，业绩回升支撑了 09 年上半年行情的震荡盘升和行业轮动；周边市场在前所未有的联合救市干预下，企稳走强，全球流动性充裕推动原油、大宗商品转跌为升。对 A 股市场三大主要矛盾的把握使我们得出“2009，熊牛转换的期待”的明确结论，市场也给出了从 1820 点到 2997 点千点涨幅的壮阔走势。

“与牛共舞”是我们 2009 年下半年的投资主题。我们延续策略研究体系，紧紧抓住影响 A 股市场走势三大核心要素：流动性、宏观经济和周边市场，推导出如下结论：对于 A 股而言，在不考虑其它因素的情况下，持续充裕的流动性必然首先产生结构性泡沫，进而产生蓝筹泡沫，从而最终演变到全面泡沫，这是一个无法避免的宿命；管理层将通过调控主板 IPO 的发行节奏平衡 A 股市场的供求关系，如市场在流动性充裕的背景下出现较大的泡沫则增加新股发行以稳定市场估值中枢；中国宏观经济见底复苏构建 A 股长期牛市基础，GDPG 的 V 型反转和 A 股公司业绩步入上升通道将给 A 股市场提供震荡盘升和行业轮动的投资机会；定量宽松的货币政策导致周边市场或将持续上涨，A 股具备长期走牛的外围环境。对于 A 股市场三大主要矛盾的把握使我们得出“与牛共舞”的明确结论，市场在 7 月底创下了 3478 点“熊牛转换”的牛市新高。

1.2、月度投资策略精准把握市场趋势、明确挖掘热点主题

2008 年 12 月-2009 年 1 月，发布年度策略报告《熊牛转换的期待》，提出挖掘伟大企业的三个行业：新能源、生物医药和装备制造。A 股市场热点集中在新能源、中小企业板块和“金融创新”受益板块，代表个股江苏国泰、西藏矿业、包钢稀土、川大智胜、鲁信高新。

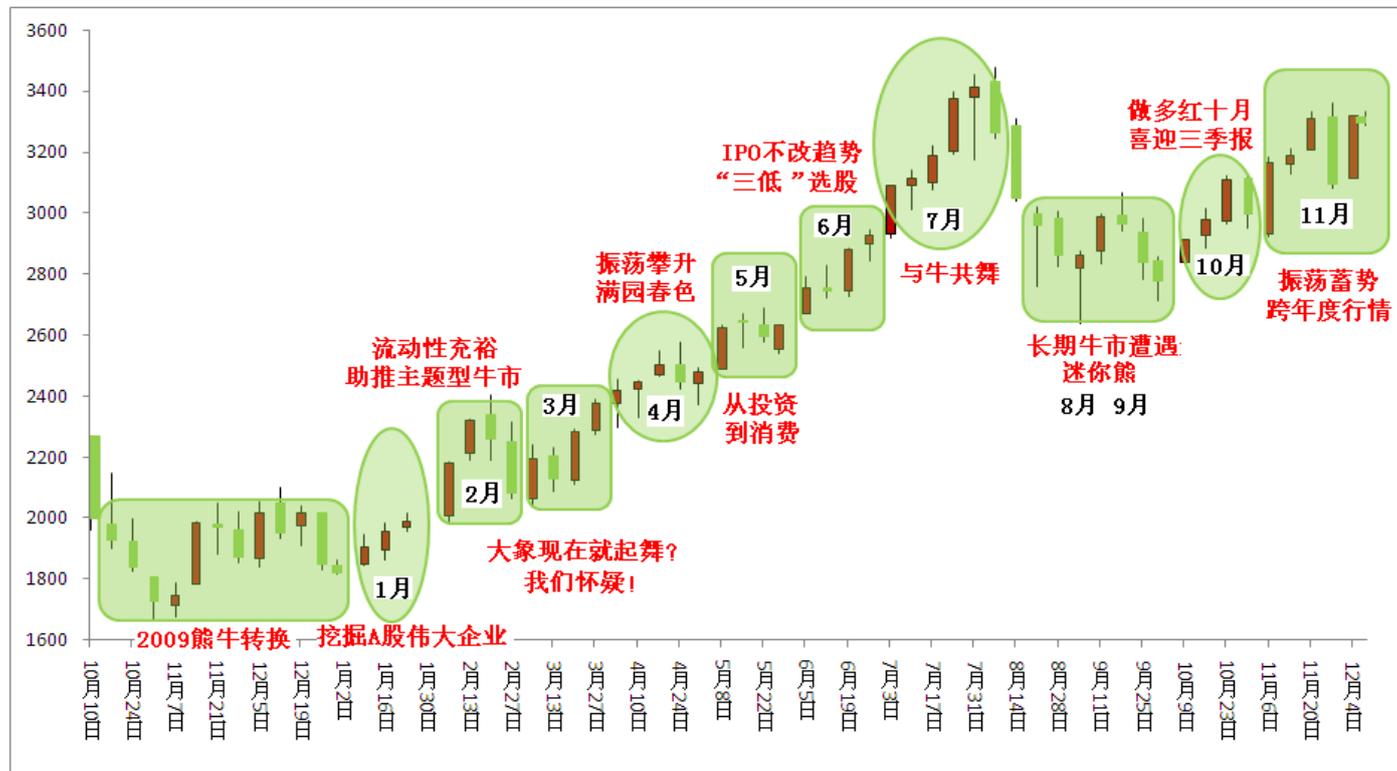
2009 年 2 月，发布 2 月策略报告《流动性充裕助推主题型牛市》，提出“越解禁越美丽”、“大小非减持不是流星语”等观点，策略上关注保增长受益的周期性板块，如黄金股、有色小金属股和煤炭股；非公开发行的重组类公司。2 月有色板块月度涨幅 21.07%，居 23 个一级行业的首位，代表个股中金黄金、山东黄金；定向增发收购资产的重组题材也是后期市场的热点。

2009 年 3 月，发布 3 月策略报告《大象现在就跳舞？我们怀疑》，延续资产配置可向保增长、扩内需受益板块倾斜，3 月有色板块月度涨幅 30.31%，再次居 23 个一级行业的首位，采掘板块上涨 20.36%。

2009 年 4 月，发布 4 月策略报告《振荡盘升、满园春色》，重点推出通胀预期受益的地产板块、煤炭、有色。

2009年5月，发布5月策略报告《从投资到消费，从进攻到整固》，提出了包括家用电器、商业贸易、食品饮料、餐饮旅游和地产的大消费板块。从4月-5月月度涨幅看，煤炭上涨34.63%，有色上涨11.94%；家用电器上涨17.26%，地产上涨17.23%，餐饮旅游上涨15.82%，商业贸易上涨14.33%；食品饮料4-5月上涨8.85%，6月以上涨14.76%排在23个一级行业涨幅首位。

图表 1：2009 年上证综指波动区间和月度热点比较



数据来源：宏源证券研究所

2009年6月，发布下半年策略报告《与牛共舞》，重点推出按照经济复苏的路径：政府政策刺激（主题投资）—通胀预期（资源品）—经济复苏（金融、地产）—技术进步、产业升级（调结构），挖掘主题投资机会。

2009年8月和9月，在A股市场经历了3478点到2639点的800点暴跌之后，发布策略报告《长期牛市遭遇“迷你熊”》，提出3478点以来的调整是1664点起步的长期牛市遭遇的“迷你熊”，以确定性的业绩增长挖掘低估公司。我们分别按照09年2Q比1Q环比大幅增长、09年前半年度同比大幅增长、09年前三季度预告同比大幅增长三条路径挖掘出那些业绩确定性大幅增长的公司，同时必须符合相对低估值的条件。在市场回暖之后，这些高成长、低估值板块的个股受到投资人的亲睐，板块整体表现出色。

2009年10月，发布《做多红十月，喜迎三季报》，提出10月伴随着2009年第三季度财报的发布，业绩利好将再次对A股市场形成向上支撑，流动性利空因素在短期内淡化，市场从2712点起步再次向上攻击2750-3100点中期震荡区间的上轨。10月上证综指在触及最高的3123点之后回落，我们筛选出的具备高增长低估值板块个股再次表现抢眼。

2009年11月，发布《震荡蓄势，布局跨年度行情》，提出A股市场将在3000点—3300点之间展开宽幅震荡，市场的震荡盘升是主基调。11月份中上旬，业绩成长重估是关键词，11月下旬流动性的利空因素将逐渐增强。11月上证综指在触及最高的3361点之后快速回落跌至最低的3080点，大内需、调结构、并购重组三类板块涨幅靠前。

总体上看，我们对市场趋势、投资风格、投资主题的把握与市场的运行节奏是高度一致的。

二、影响A股市场的三大变量分析

2.1、流动性分析：无近忧而有远虑

2.1.1、货币政策：“繁荣宽松”的退出与“适度宽松”的动态微调

2009年，全球主要国家以非常规的定量宽松政策应对非常态的全球金融危机，在全球经济逐步走出低谷的复苏之路上，“繁荣宽松”的信贷盛况不可能持续，定量宽松货币政策的退出是对全球经济复苏的确认，所以退出的出发点是合乎逻辑的，但是退出必须是战略性的协调退出。1936年-1937年的美联储曾在“退出战略”上犯下严重错误，致使美国1933年以来最强劲的复苏化为灰烬，进而在1937年-1938年陷入“双谷”衰退。当前，全球经济处于企稳复苏的关键阶段，各国央行面临的挑战将与20世纪30年代中期美联储所面临的困境相同：何时、如何减少货币融通并阻止银行利用资产负债表上累积的巨额准备金发放贷款，进而阻止货币和信贷的通胀性扩张。

基于各国受到金融危机影响程度差异、复苏差异，我们认为各国在政策退出上存在先后顺序，其判断原则来自于两个层面：复苏程度、国际收支和国际资本流动因素。综合判断，我们认为在澳大利亚、挪威等国之后，接下来最有可能的顺序是：1、韩国、德国等经济复苏较快国家；2、美国、欧元区等复苏较慢，失业较高国家；3、英国的退出时间顺序不能确定。

图表 2：已经开始实施退出战略的主要经济体

日期	国家	措施	点评
2009年10月6日 -2009年12月2日	澳大利亚	储备银行现金目标利率三次上调至3.75%；	矿产资源型国家，受金融危机影响比较小。
2009年10月27日	挪威	基准利率上调至1.5%	石油资源型国家，通胀高于预期，失业率低于预期，经济快速复苏。
2009年11月9日	印度	储备银行法定流动性比率上调至25%	经济复苏前景看好，通胀预期严重，三季度GDP7.9%。

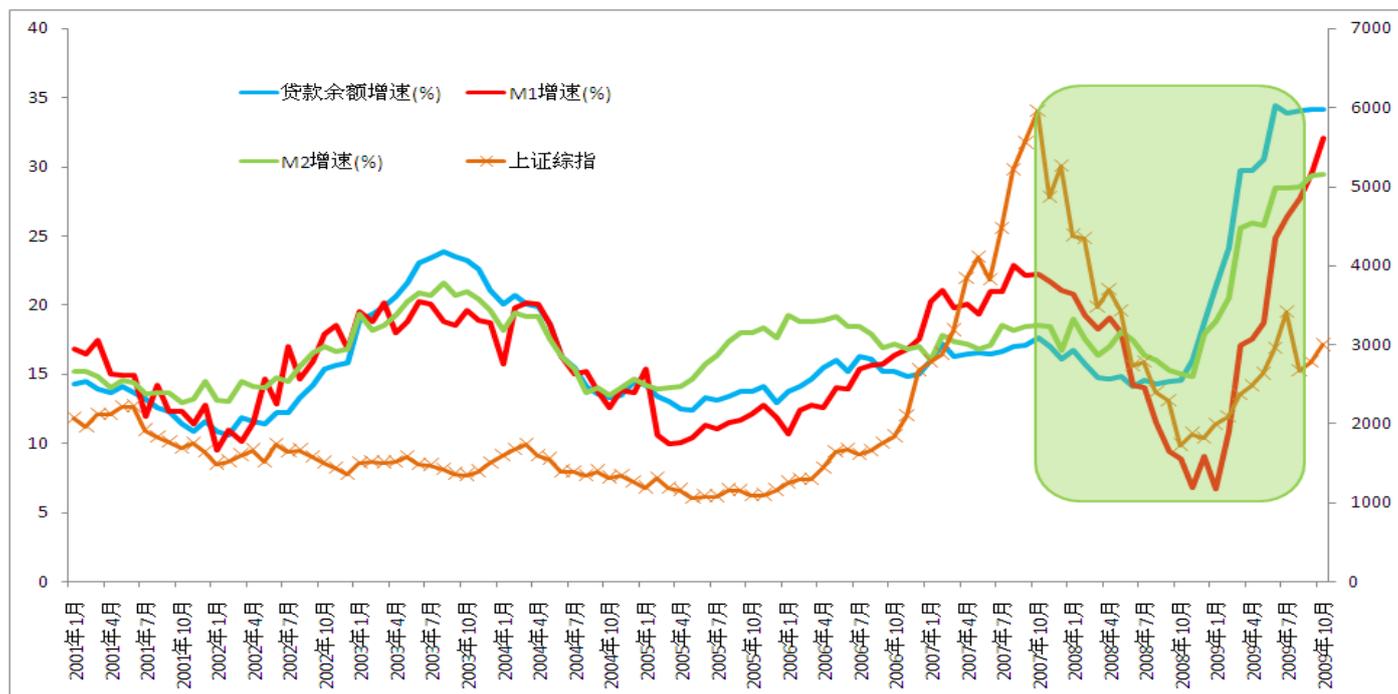
数据来源：bloomberg，宏源证券研究所

2009年中央实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，中国应对国际金融危机的一揽子计划取得了巨大成功：中国经济以鲜明的“V”型反转曲线在全球经济中率先划出一道靓丽的“上行线”，A股公司业绩步入上升通道、A股市场从最低的1664点反弹至最高的3478点。

货币政策如同资金面的水龙头，如果一味从紧，限制银行放贷规模，导致企业实体流动资金紧张，不仅表现为生产规模收缩，经营效益下降，同时资金面压力会驱使产业资本逐步减持股票市场上的股票，导致股票市场的流动性进一步减少。如，2004年初的宏观调控导致信贷紧缩，股市应声而落；08年货币政策从稳健转向从紧，市场一路从6124点走熊到1664点；08年底货币政策从从紧转向适度宽松，超大规模货币投放，市场从1664走牛至3478点；3478点之上，“动态微调”引发货币政策调整的猜想，股市以短期800点暴跌的惨剧回应。货币政策不仅影响

A 股市场的资金层面，也通过实体经济恢复、增加投资收益、公允价值变动等形式影响 A 股的业绩层面。所以，充裕的流动性和 A 股公司业绩的持续好转是 A 股市场持续反弹的根本动力。

图表 3：充裕的流动性和 A 股公司业绩的持续好转是 A 股市场持续反弹的根本动力



数据来源：宏源证券研究所

中流击水，趁势而上。2009年12月的中央经济工作会议明确提出，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。2010年，在适度宽松货币政策的大背景下，充裕的流动性仍将维持以支持经济复苏。但是，考虑到2009年的天量信贷将引发通货膨胀预期上升，在2010年货币政策实际执行中将稳中偏紧，特别是下半年可能会逐步转向稳健，着力优化结构、有保有压，以促进经济转型和结构调整。在政策工具方面，除以常规的公开市场操作对冲流动性外，预期央行将根据经济复苏和物价形势变化，首选控制信贷规模，再选择存款准备金率，最后才能会动利率工具，以保持社会资金成本相对较低，以利于促进民间投资与经济复苏。在经济复苏的形势进一步巩固后，下半年央行可能会采取一些收紧政策：预计银行存款准备金率将调整2次左右，利率调整1-2次，每次幅度约27个基点，此后随着经济复苏逐步进入升息周期。

2009年的货币供应量急剧上升，新增信贷爆发式增长，超额流动性刺激资产价格快速上涨，下半年后信贷规模逐步回归常态。预计，2010年防控通胀预期的压力上升，货币供应量增速将低于上年水平，预计全年M2增长20%左右，全年新增信贷规模约7-8万亿，月均6000亿上下，并保持前高后低态势。

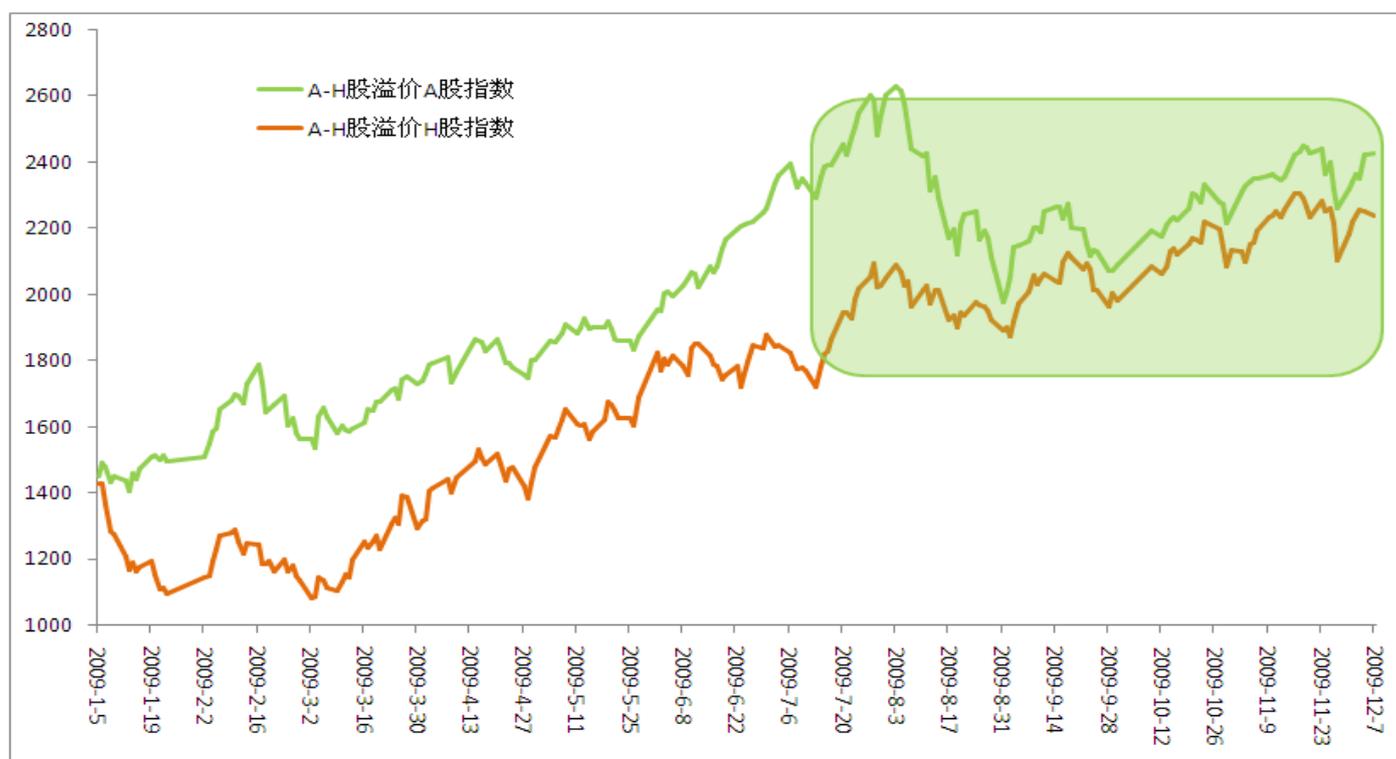
从总量上看，2010年特别是上半年的流动性仍将保持充裕，央行或采取定量的政策微调手段在短期内影响阶段性的货币供应，这种预期会引发市场的过度反应，如3478点的“动态微调”引发市场暴跌至2639点。2010年货币政策的进一步“动态微调”对市场的影响将不再如3478点严重，预期A股市场的流动性将从央行的货币投放逐步转向两个接力棒，即境外热钱和储蓄搬家。

2.1.2、A股市场流动性接力棒之一：境外热钱

2009年全球金融危机正深度改变着全球资金配置的方向和规模,在美元持续贬值和新兴经济体强劲复苏的强烈对比下,逐利的巨额资金不断涌入新兴经济体。2009年中国以积极的财政政策和适度宽松的货币政策应对金融危机,率先实现宏观经济的V型反转。海外热钱或以看好中国经济而加大对中国的投资,或以预期人民币升值,大量热钱涌入中国香港和内地,购买人民币资产。

2009年下半年,香港金融管理局动作频繁,为避免港币的过快升值,金管局不断加大港元的投放量。根据金管局12月份的预测,自2008年10月-2009年11月,已有5000亿港元流入香港,大量热钱涌入香港的主要驱动力是香港背靠内地高速的经济增长,又是资金自由港,大部分热钱通过香港流入人民币资产。由于直接投资A股涉及QFII额度限制,但投资H股、红筹股等则没有限制,资金撤离比较方便,因此,大部分海外资金选择投资H股。

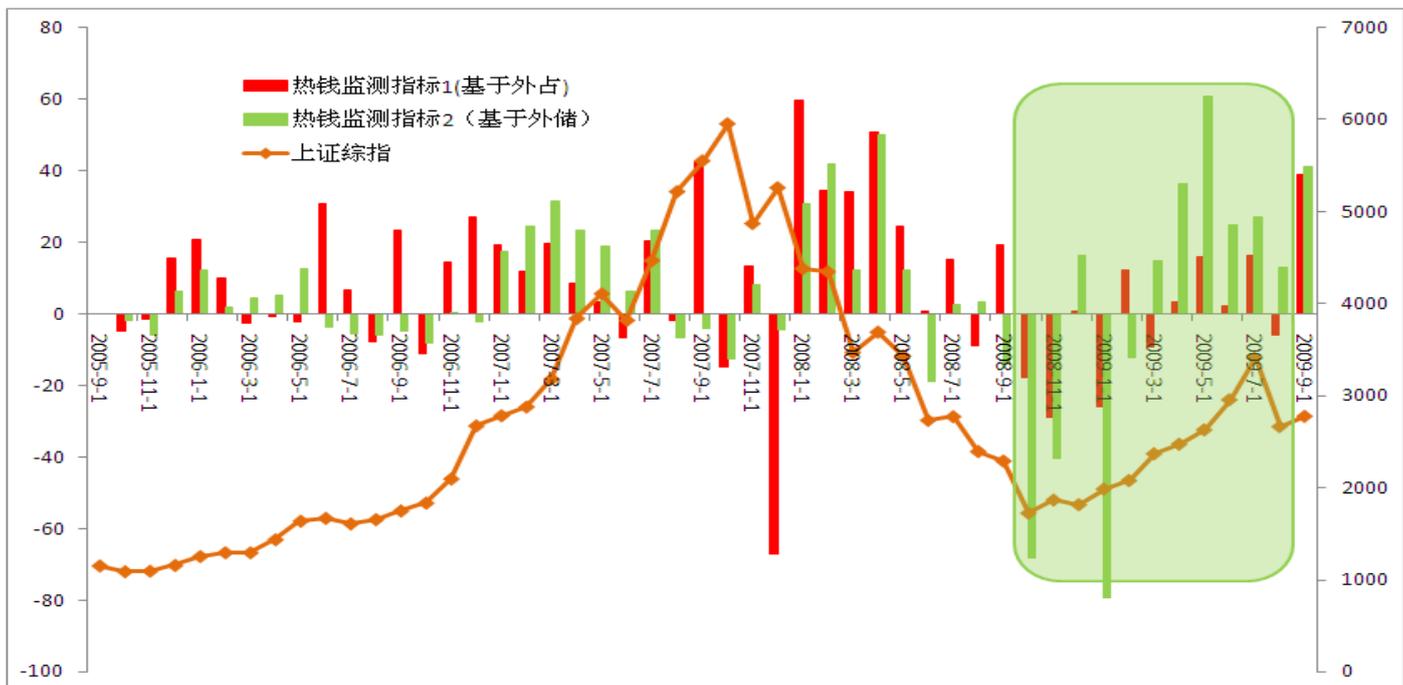
图表 4: 海外热钱涌入香港对 A-H 股溢价指数 H 成份股构成支撑



数据来源: 宏源证券研究所

同时,部分海外热钱并不满足于在中国香港市场上购买H股,而通过外商投资、进出口贸易和地下钱庄进入到中国内地。海外热钱涌入的流动性是A股市场和房地产市场上涨的进一步推手。以基于外汇占款和外汇储备的境外热钱监测指标显示,境外热钱对A股市场的影响正逐步增强。

图表 5: 境外热钱对 A 股市场的影响逐步增强



数据来源: bloomberg, 宏源证券研究所

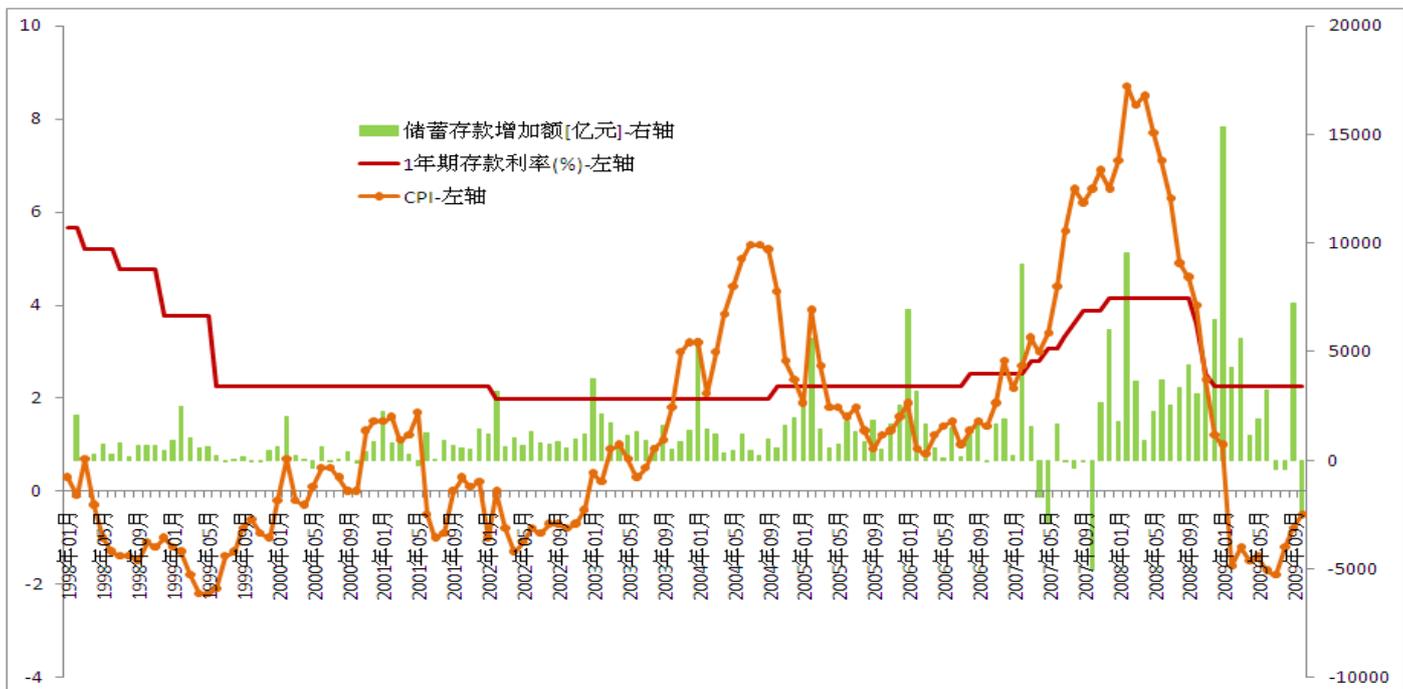
2.1.3、A股市场流动性接力棒之二：第三次“储蓄搬家”

“储蓄搬家”有三个重要的驱动因素：利率、CPI 预期、股市高涨。国内居民大规模的“储蓄搬家”发生过两次：1999-2000 年和 2007 年，第三次“储蓄搬家”正在愈演愈烈。居民储蓄存款数字显示，1999 年的 7 月、10 月与 11 月这三个月份出现了居民储蓄负增长，全年居民储蓄增加额比 1998 年少了近 900 亿元。2000 年居民新增储蓄在 5 月、7 月与 10 月这三个月份出现阶段性的减少。第一次“储蓄搬家”阶段的储蓄利率处于自前期下跌后的低位水平，后期 CPI 逐渐增高。

第二次“储蓄搬家”出现在 2006-2007 年。2006 年居民储蓄存款减少 959 亿元，2007 年居民储蓄存款减少 9589 亿元。其中，2007 年的 4 月、5 月、7 月至 10 月的六个月中，居民户存款均相继出现负增长。第二次“储蓄搬家”阶段的储蓄利率一直维持在低位徘徊，而后期 CPI 逐波走高。

2009 年 7 月和 8 月，第三次“储蓄搬家”略显雏形，储蓄利率处于自前期下跌后的低位水平，CPI 预期将会在后期逐步转正。同样的低储蓄利率和 CPI 高涨预期将再次导致第三次“储蓄搬家”现象。

图表 6：居民储蓄搬家与利率、CPI 预期关系密切

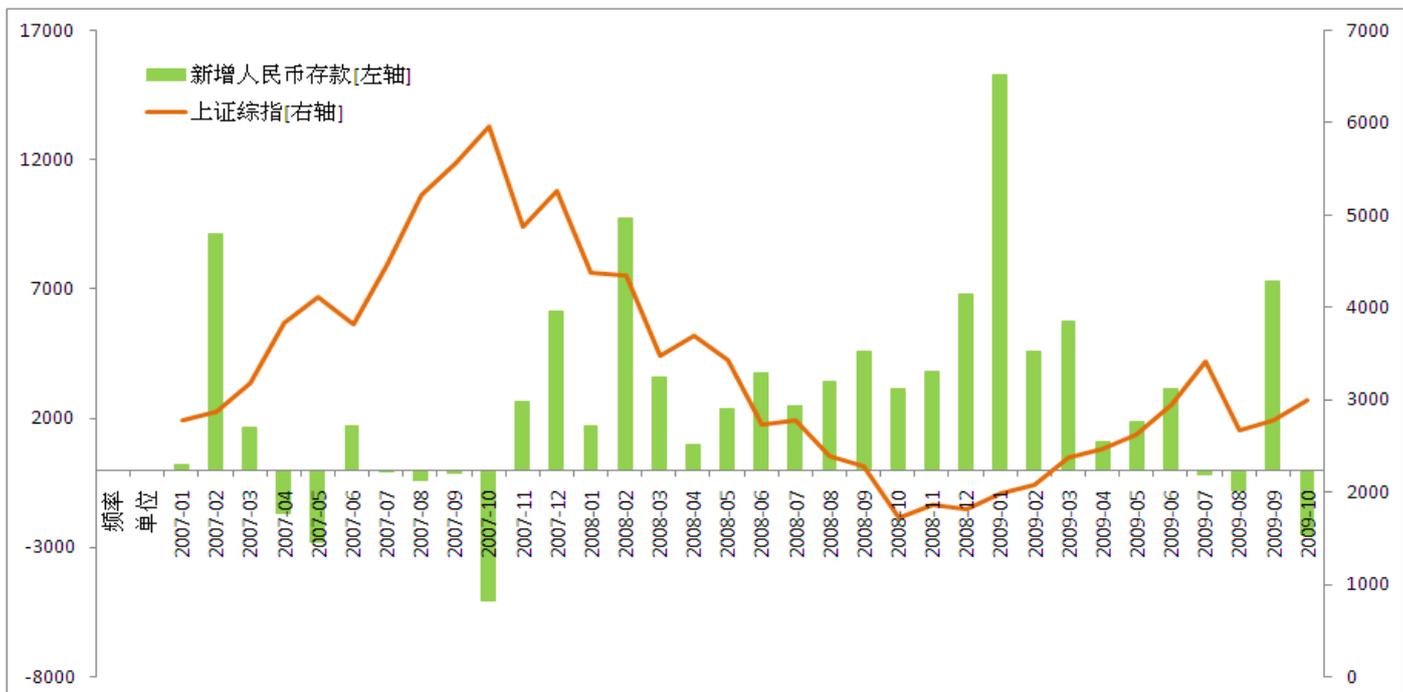


数据来源：宏源证券研究所

在相对缺少投资渠道的背景下，居民储蓄存款流出后必将助推 A 股市场的流动性，对 2010 年特别是上半年的流动性供给提供利好。

尽管对于通胀、通胀预期的管理在进行，但是储蓄搬家将愈演愈烈。央行数据显示，2009 年 7 月、8 月和 10 月这三个月居民储蓄存款分别下降 192 亿元、800 亿元和 2507 亿元；只有 9 月份数据显示出存款回流现象。由于股票市场估值的相对合理，存款流入资本市场的可能较大。

图表 7：上证综指和居民存款搬家的对比走势



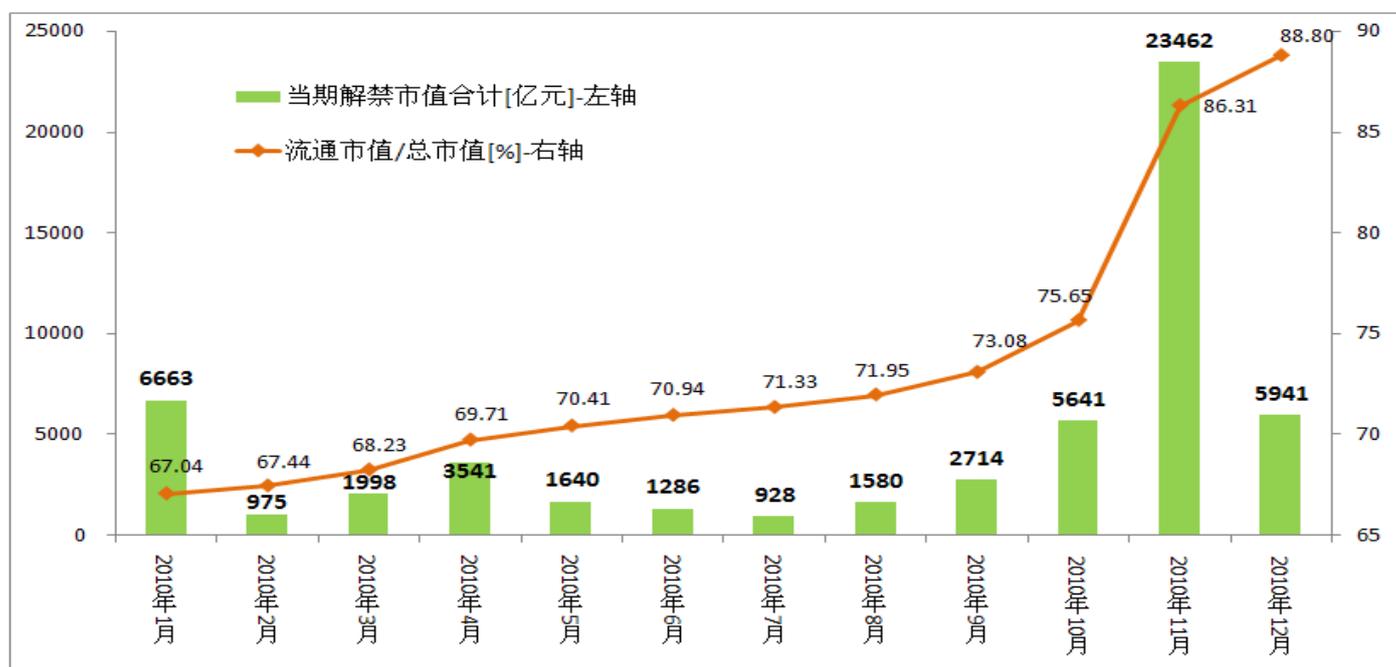
数据来源：wind，宏源证券研究所

2.1.4、2010年A股解禁市值5.64万亿，较2009年增加8.48%

以2009年11月29日收盘价、1616家A股公司计算，2010年A股市场累计限售股解禁市值56368.88亿元，较2009年累计解禁市值的51963.47亿元，增加4405.41亿元或8.48%，涉及A股757家公司的3784.02亿股。预计到2010年底，A股市场的全流通比例将达到88.80%，显著高于2010年初的67.04%，全流通比例的增加将进一步冲击A股市场的估值中枢。

2010年A股市场限售股解禁的月度分布并不均衡，主要集中在1月、10月、11月和12月，四个月份累计解禁市值41706.94亿元，占2010年全部解禁市值的73.99%。其中，12月单月解禁市值高达23462亿元，占2010年全部解禁市值的41.62%。从影响流动性的角度看，2010年上半年的解禁市值仅占全年解禁市值的28.57%，限售股解禁的心理冲击和限售股减持的实际冲击较小。

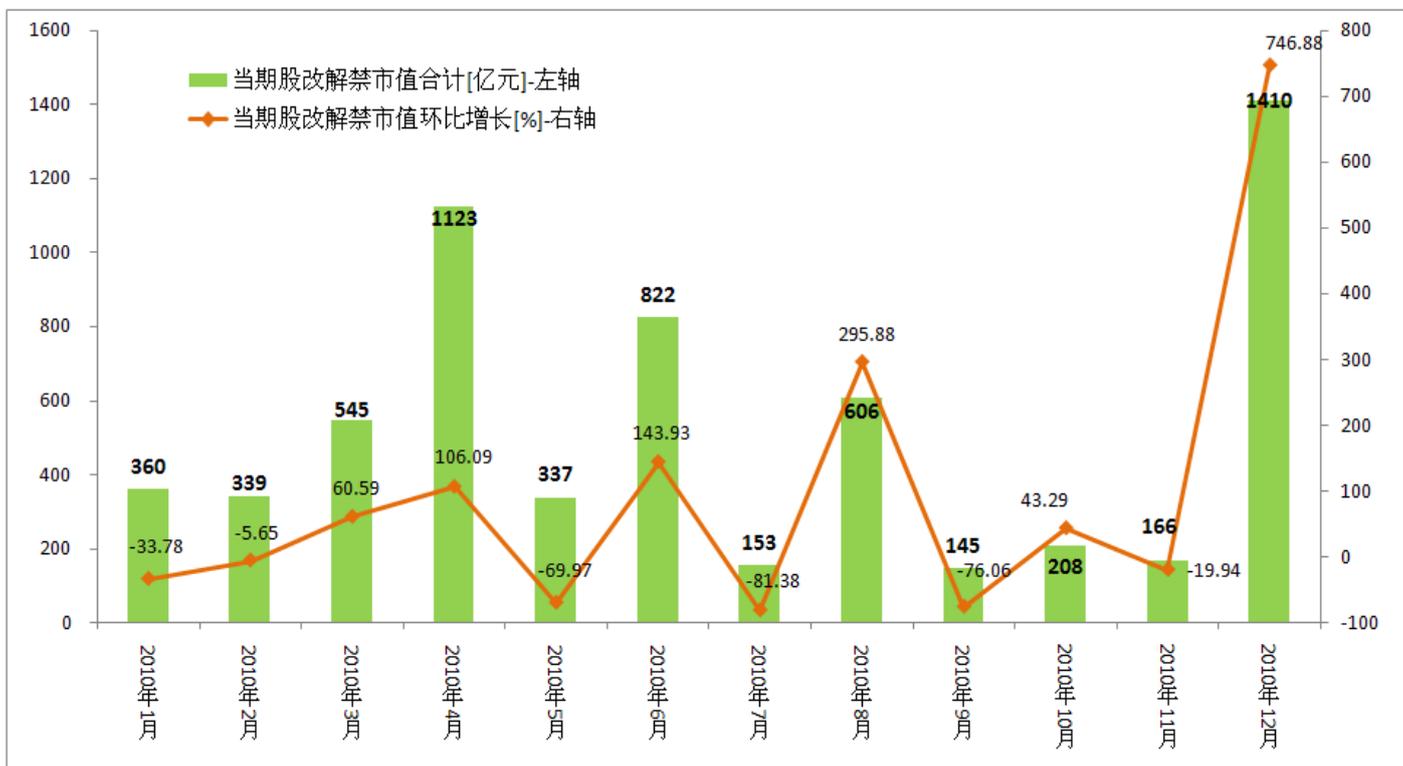
图表 8：2010年A股市场解禁市值5.64万亿，全流通比例将达88.80%



数据来源：宏源证券研究所

2010年全年56368.88亿元的解禁市值中，股改限售股解禁市值6213.70亿元，占比11.02%，首发原股东限售股解禁市值45064.47亿元，占比79.95%，其它类型的解禁市值占比9.03%。12月份股改限售股解禁市值最大，为1410亿元，环比11月增长1243.15亿元或746.88%。从2005年4月29日证监会宣布启动股权分置改革试点至2010年结束，A股市场的股改限售股解禁将基本结束，在一场轰轰烈烈的“股权分置改革”、“大小非减持”、“产业资本增持”等制度变革中，A股市场刻下了998点、6124点、1664点等三个标记性的点位，也完成了熊牛转换、牛熊转换的周期性历程。

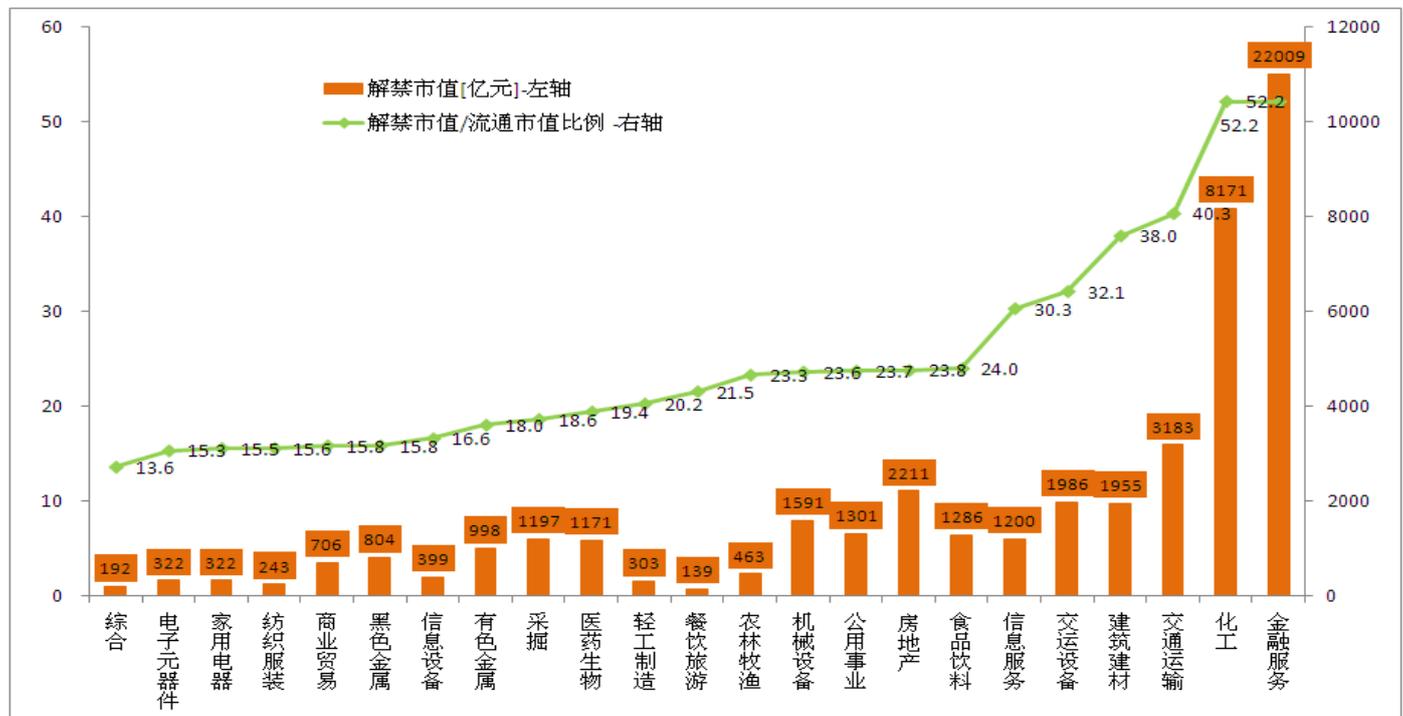
图表 9：2010年股改限售股解禁市值6213.70亿元，月度分布不均



数据来源：宏源证券研究所

2010年A股市场限售股解禁的不均衡同样体现在一级行业上。从23个一级行业看，金融服务、化工、交通运输和房地产等四个板块的累计解禁市值为24573.91亿元，占全部解禁市值的47.12%。解禁市值/流通市值比例越小，表明该板块的解禁压力越小；电子元器件、家用电器、纺织服装和商业贸易的解禁压力较小，金融服务、化工和交通运输的解禁压力较大。

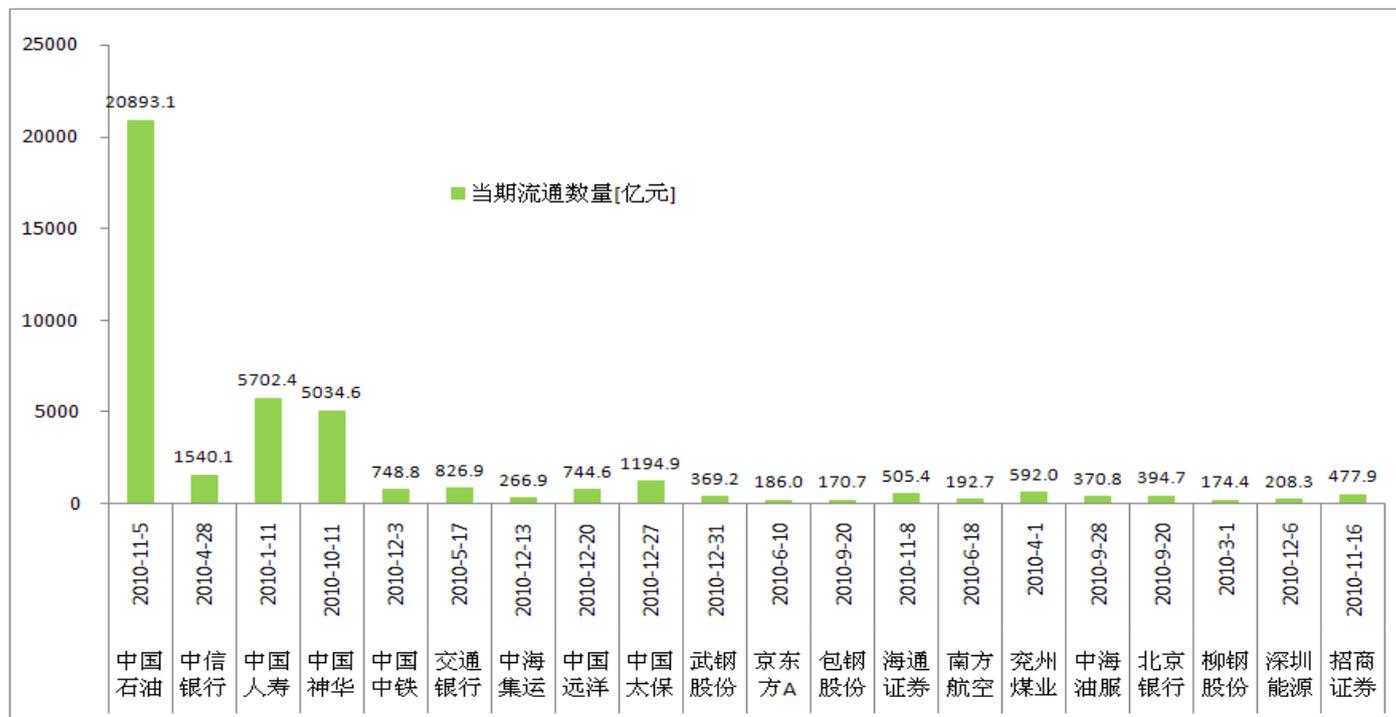
图表 10：2010年A股市场行业解禁市值



数据来源：宏源证券研究所

从 2010 年 757 家公司的解禁数据看，解禁市值最大的 20 家公司累计解禁 40594.44 亿元，占全部解禁市值的 79.09%。其中，中国石油、中国人寿、中国神华三家公司的解禁市值分别为 20893.09 亿元、5702.37 亿元和 5034.62 亿元，累计解禁 31630.08 亿元，占全部 757 家公司解禁市值的 61.62%。特别的，在 31630.08 亿元的解禁市值中，全部是第一大股东解禁股份，且全部为国有股份，实际减持动力和减持市值比较小。

图表 11：2010 年公司解禁市值分布不均衡，最大的 20 家公司占比 79.09%

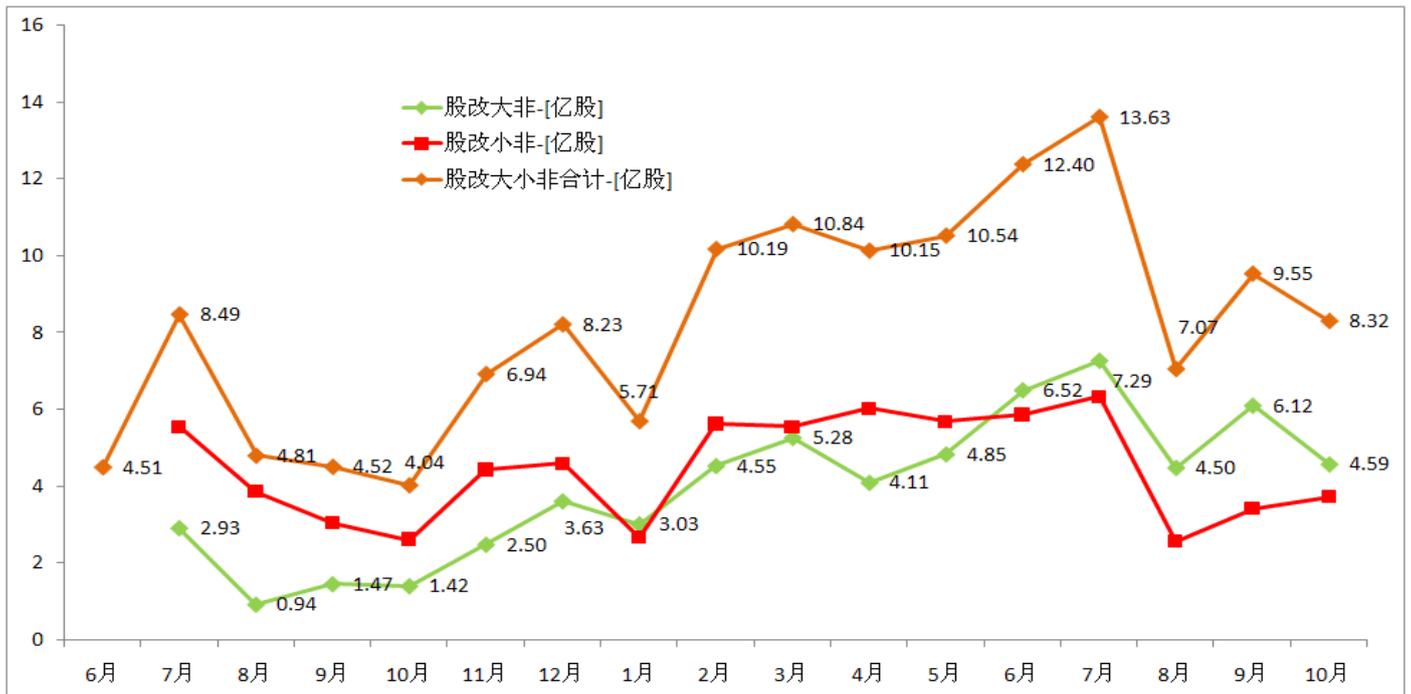


数据来源：宏源证券研究所

2.1.5、预计 2010 年 A 股产业资本减持市值 2000 亿元-3000 亿元

2008 年 11 月-2009 年 10 月的 12 个月中，股改限售股累计减持 113.57 亿股，月均减持 9.46 亿股，其中股改大非累计减持 56.97 亿股，月均减持 4.74 亿股，股改小非累计减持 56.60 亿股，月均减持 4.72 亿股。从月度序列数据看呈现明显的两个特征：其一，小非的单月减持数据基本稳定在 5 亿股附近，市场上涨则稳定流出，市场下跌则流出速度放缓；其二，大非的单月减持数据稳定增加，特别是在 6 月份首次超过小非后一直是股改限售股减持的主要减持压力，其明显特征是短期内市场的快速上涨会引发大非的加速减持。

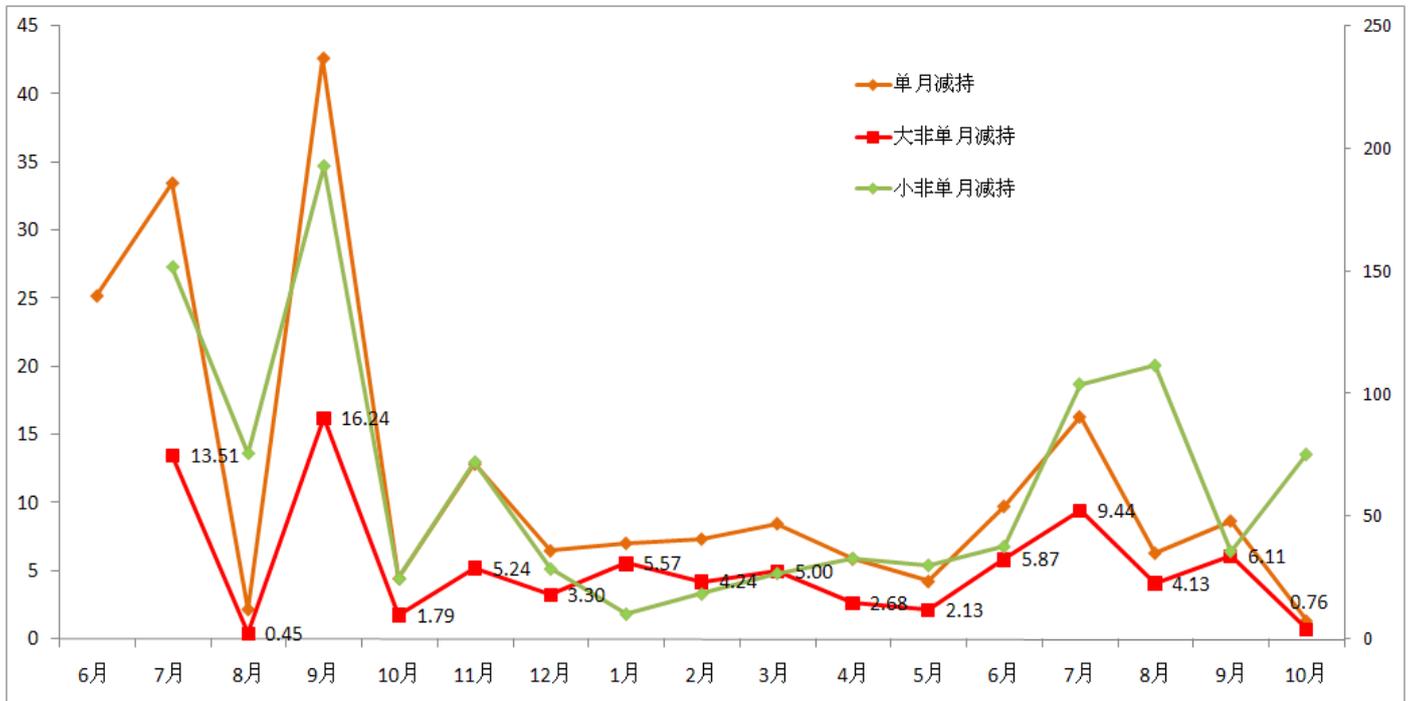
图表 12：2008 年 6 月-2009 年 10 月 A 股股改限售股减持比较



数据来源：宏源证券研究所

从股改限售股单月减持比例看，2008年11月-2009年10月大非的平均单月减持比例为4.34%，最高的是7月的9.44%，最低的是10月的0.76%。结合大非解禁的趋势，我们预计2010年股改大非的平均单月减持比例将略有上升，预计在6.50%左右。

图表 13：2008年6月-2009年10月A股股改限售股减持比例比较



数据来源：宏源证券研究所

2009年1月-11月，A股公司公告减持1988次，参考市值929.33亿元，平均月均减持84.48亿元，其中11月减持137.08亿元。按照相关要求，上市公司在1个月之内减持超过1%时才需要公告，故公告减持数据虽然反映了全部解禁股份减持的情况，但是并不囊括全部减持事件。所以，我们只能通过这个不断增加的减持数据预测未来减持趋势和减持影响因素。

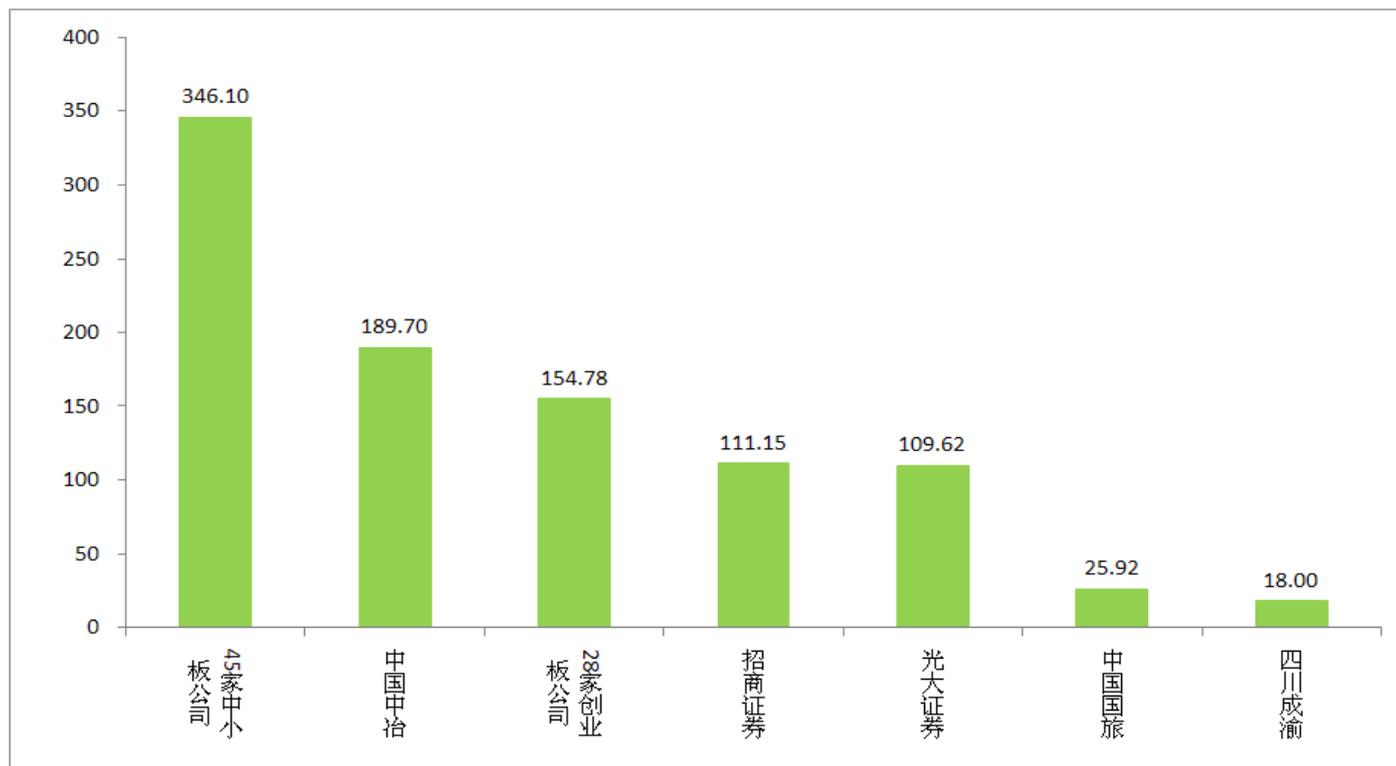
结合 2010 年限售股解禁数据、2009 年股改限售股减持数据、2009 年公告减持数据等综合因素，我们预计 2010 年 A 股产业资本减持市值在 2000 亿元-3000 亿元之间。但是，产业资本减持的数据并未全部流出资本市场，或者以增发或者二级市场买入的形式再次部分流入 A 股市场。

国有股转持社保基金减轻限售股解禁压力。截至 2009 年 6 月 18 日，股权分置改革新老划断后首次公开发行股票并上市的含国有股公司共 131 家，涉及国有股东 826 家，应转持股份约 83.94 亿股，市值 835.5 亿元。国有股转持社保基金对 A 股市场缓解短期的限售股压力构成利好，中长期有利于 A 股市场长期投资、价值投资、责任投资的理念形成。

2.1.6、2010 年融资规模前低后高，预计 2000-3000 亿元

截至 11 月 30 日，从桂林三金招股到乐通股份完成募集，累计 79 家 A 股公司完成 IPO，累计募集资金 1456.86 亿元。其中，单只股票募集资金最高的中国建筑为 501.60 亿元，45 家中小板公司累计募集资金 346.10 亿元，28 家创业板公司累计募集资金 154.78 亿元。考虑到创业板公司、中小企业板公司和主板公司的 IPO 节奏，预计 2010 年上半年 IPO 将以中小企业板和创业板公司为主，预计累计募集资金量在 1000 亿-1500 亿之间，其中创业板和中小企业板累计募集资金量在 500-700 亿之间。

图表 14：2009 年 A 股市场新股发行统计



数据来源：宏源证券研究所

2009 年 1 月-11 月，累计 99 家公司提出增发预案，增发方案涉及金额 2237.55 亿元。其中，仅对大股东及其关联方定向增发购买资产的公司 26 家，累计增发 965.11 亿元，占比 43.13%；对机构投资者和自然人累计增发金额 1272.44 亿元，占比 56.87%。从增发的对象分析，由于仅对机构投资者和自然人的增发对市场流动性产生影响，我们预计这种类型的增发规模在 1000 亿-1500 亿之间，特别是 2010 年上半年，增发规模占全年的比例应该在 40% 以下，即 400 亿-600 亿之间。

2009年1月-11月，累计9家公司完成配股增发，累计募集资金93.90亿元，长江证券、葛洲坝和驰宏锌锗的募集资金比较大，分别为32.27亿元、20.54亿元和17.99亿元。

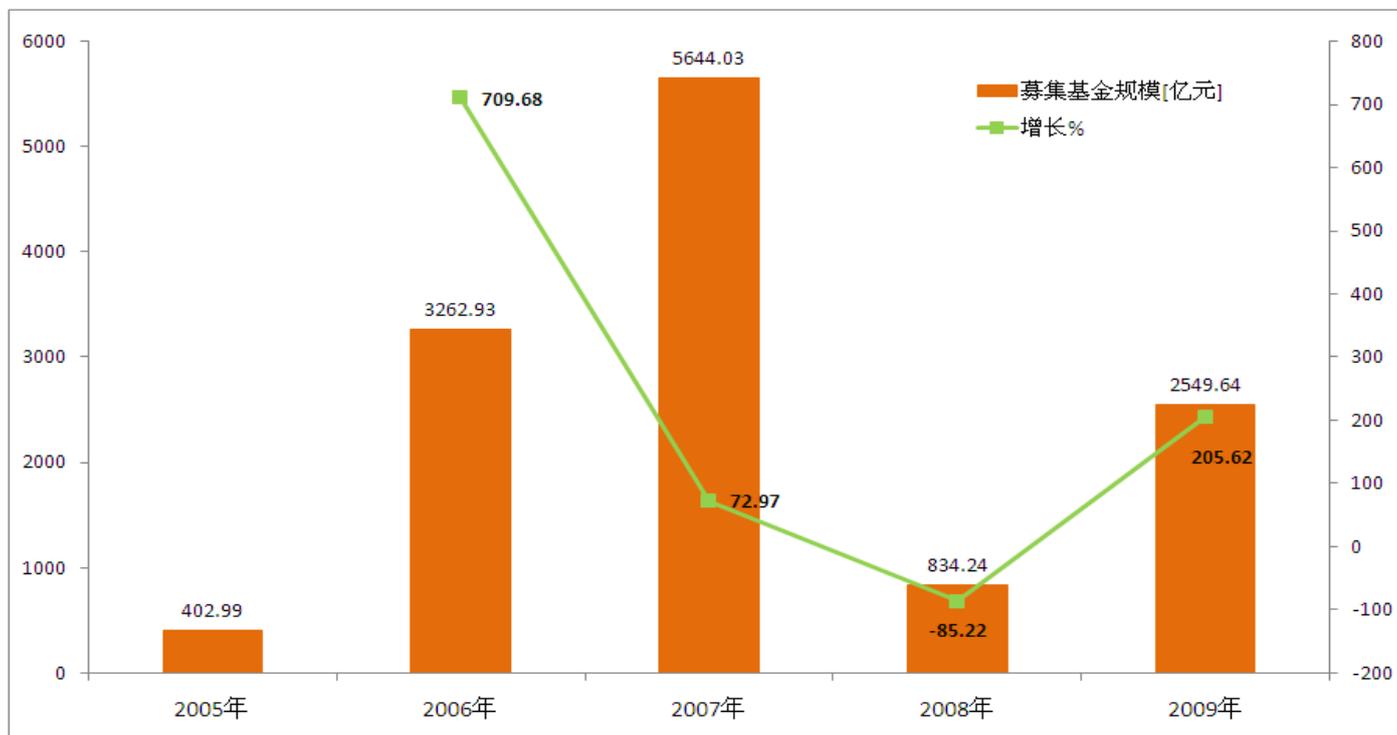
截至12月7日，14家银行的流通A股市场合计为33370.30亿元，占全部A股流通市值149457.66亿元的22.33%，是A股流通市值的第一大权重板块。因此，银行板块的以再融资补充最低资本充足率的忧虑是市场流动性的一大隐忧。但是，根据银监会最新的要求，最低资本充足率的要求分别为10%（中小银行）和11%（大型银行）。我们认为此举基本上打消了投资者对于此前最低资本充足率可能提到13%的心理恐慌。

14家银行的第三季度财报显示，目前国有大型上市银行的资本充足率均满足监管要求，工行、交行、建行和中信分别为12.6%、12.5%、12.1%和11.6%，核心资本充足率均在9%以上，即使2010年贷款增速在20%左右，国有大型银行的资本充足率仍满足监管要求。股份制银行方面，浦发银行、民生银行、招商银行、深发展、兴业银行均公布了拟在A股或者H股再融资得方案，在经历了前期的再融资后可以满足后续的监管要求，城商行从当前看根本不需要再融资。

2.1.7、2009年是机构资金A股市场的繁荣入市年

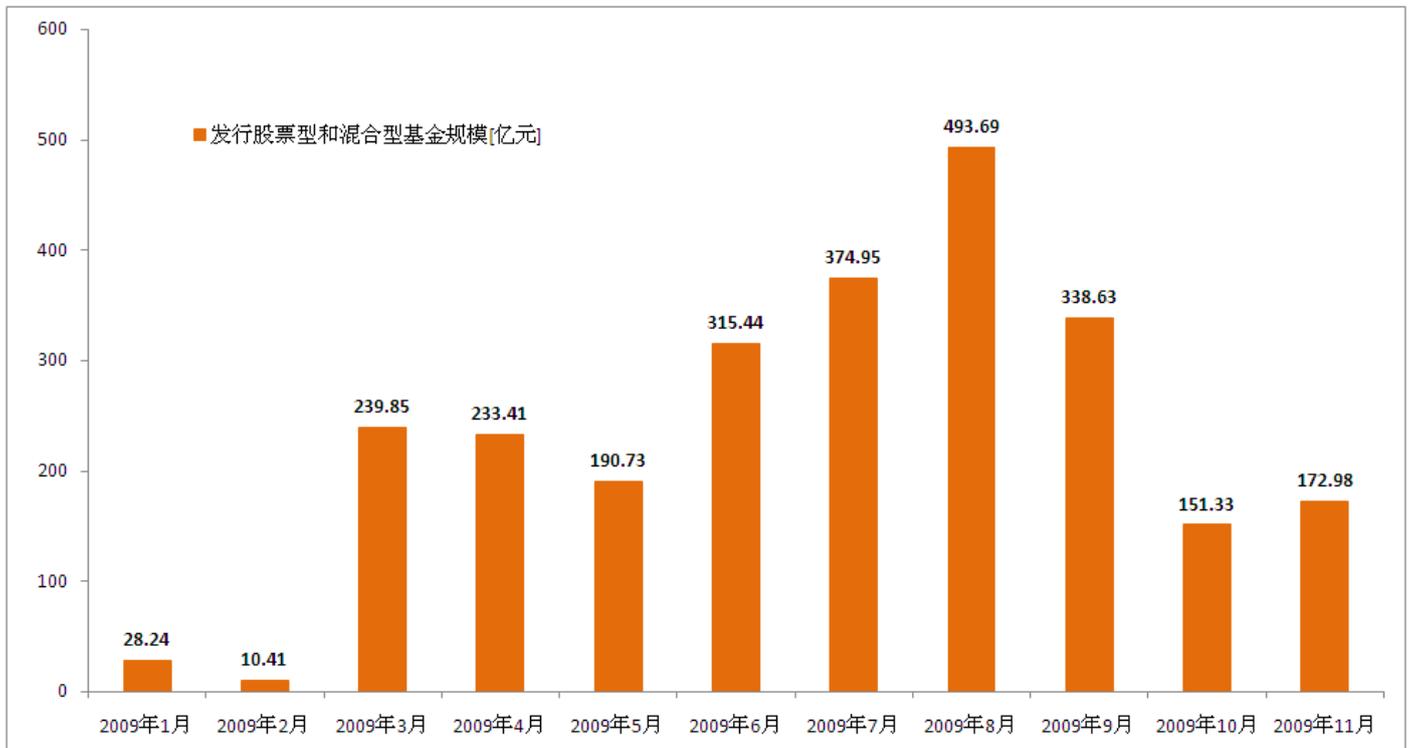
公募基金：截至11月20日，以股票型和混合型基金计算，2009年累计发行2549.64亿元，较2008年同期的834.24亿元同比增长205.62%。以月度统计看，月度发行规模最低是2月份的10.41亿元，最高是8月份的493.69亿元，A股市场的赚钱效应吸引居民储蓄存款通过公募基金的形式流入股票市场，7月底股票市场经过大幅调整后，低企的估值水平对场外资金更具吸引力。预计2010年的新基金入市规模在2000亿元左右，但是老基金净赎回的规模占新基金入市规模的1/3左右。

图表 15：2009年股票型和混合型基金累计发行2549.64亿元



数据来源：宏源证券研究所

图表 16：股票型和混合型基金发行在8月份创出493.69亿元的月度最高额度

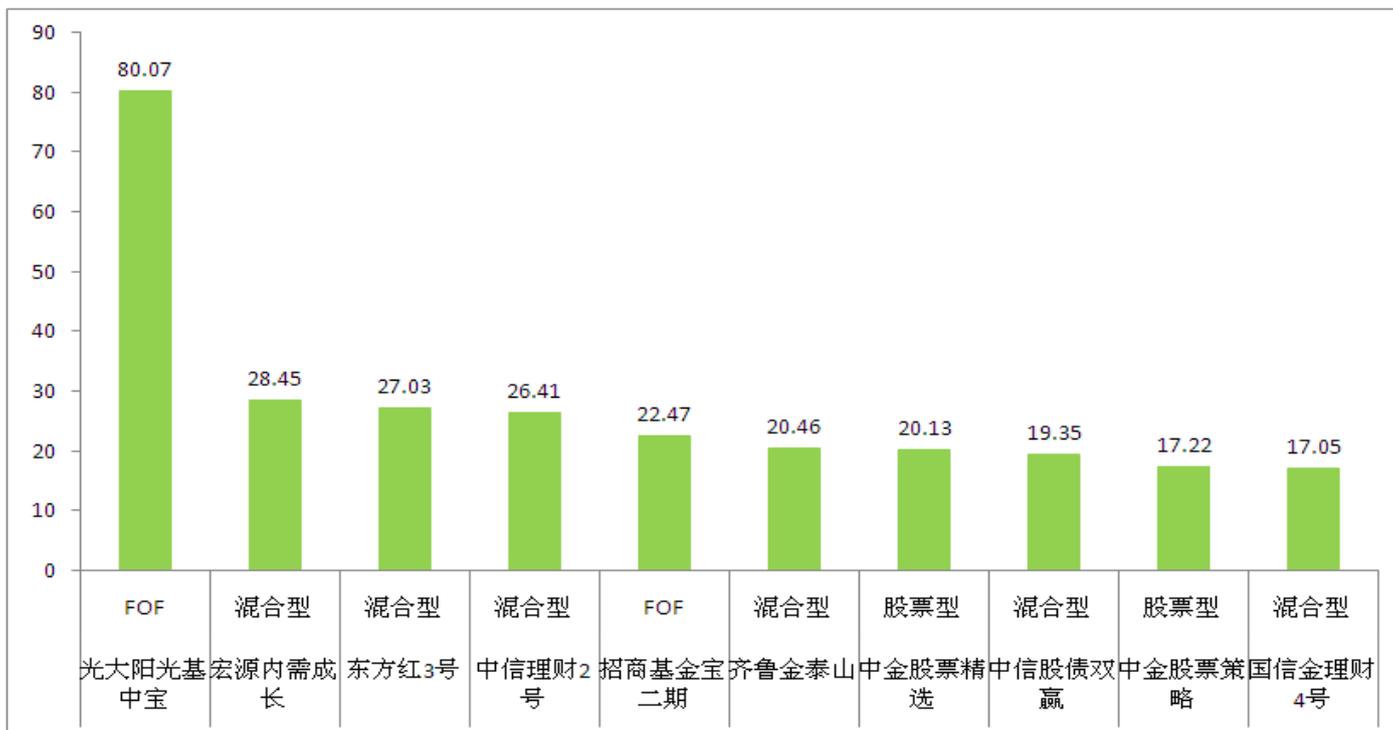


数据来源：宏源证券研究所

阳光私募：以信托产品成立日期为基准，2009年6月至11月底，仅投资股票的信托理财产品累计发行了219只，91只公布了其产品规模，平均规模为0.86亿元。我们以91只样本平均规模拓展到219只产品进行预测，预计09年6月-11月底的的累计募集资金为187.82亿元。基于A股市场投资环境的不断完善，更多的优秀公募基金基金经理转投私募和2009年的数据，预计2010年阳光私募的募集资金在200亿-300亿之间。

券商集合资产管理计划：2009年6月至11月底，仅股票型、混合型和FOF三种类型的券商集合理财产品累计发行46只，募集资金513.35亿元，单只规模在11.40亿元；单只募集金额最大的光大阳光基中宝FOF产品期末份额高达80亿元，等同于中型基金规模。预计2010年募集资金在400—600亿元之间，上半年占比较大。

图表 17：2009年6-11月成立的券商集合资产管理计划募集金额前10位



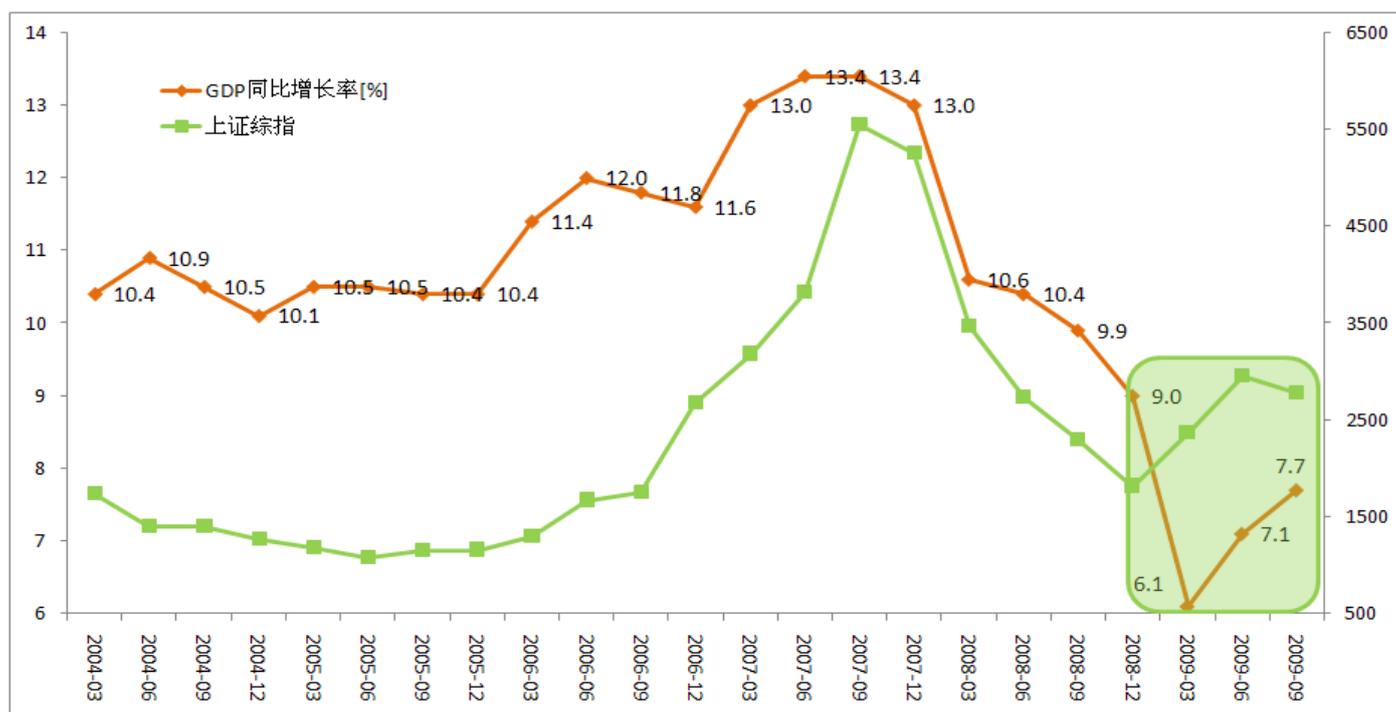
数据来源：宏源证券研究所

2.2、宏观经济分析：中国宏观经济复苏最强音，构建A股长期牛市基础

2.2.1、2009年，中国宏观经济复苏最强音

中国经济以鲜明的“V”型反转曲线在全球经济中率先划出一道靓丽的“上行线”。截至前三季度，实现国内生产总值217817亿元，按可比价格计算，同比增长7.7%，比上半年加快0.6个百分点。分季度看，一季度增长6.1%，二季度增长7.9%，三季度增长8.9%。

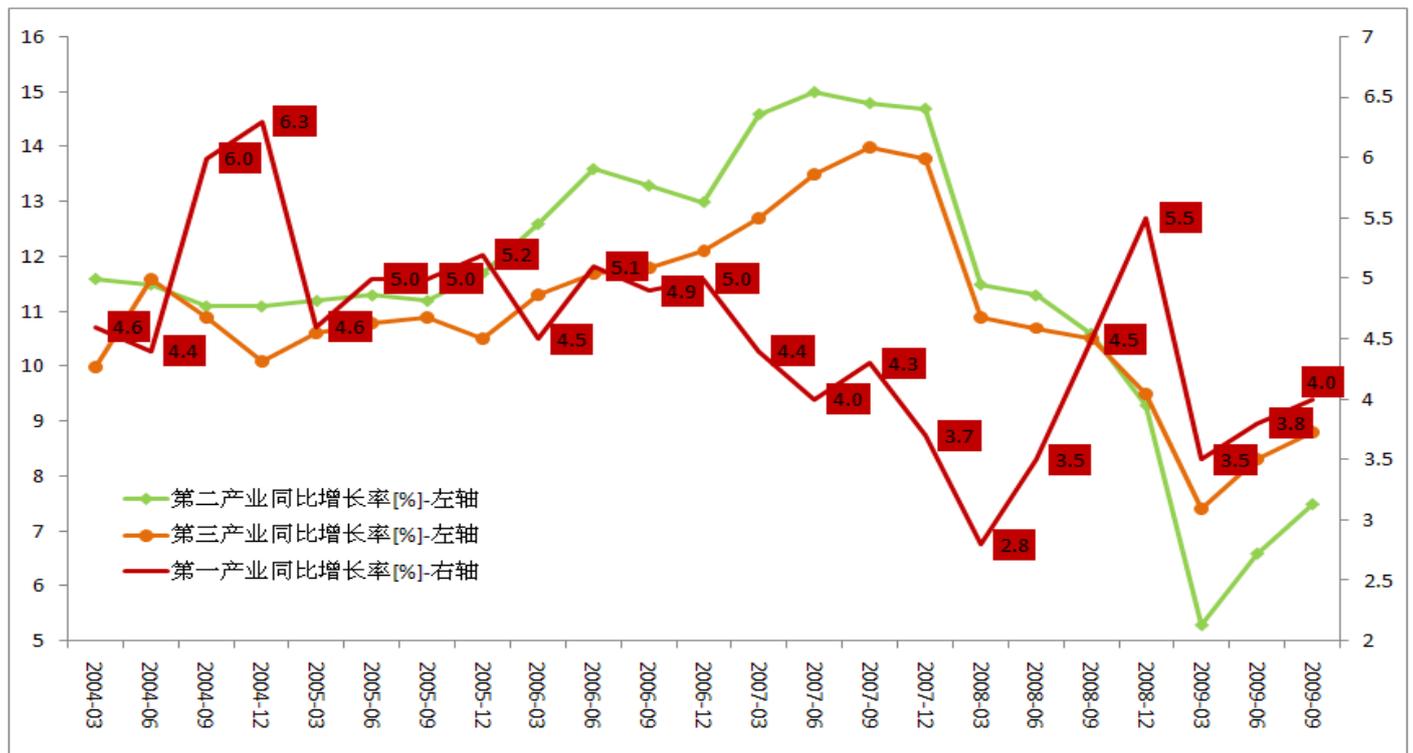
图表 18：中国经济以鲜明的“V”型反转曲线在全球经济中率先划出一道靓丽的“上行线”



数据来源：宏源证券研究所

2009 年前三季度的分产业数据，第一产业增加值 22500 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 106477 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 88840 亿元，增长 8.8%。

图表 19：2009 年前三季度分产业数据的 V 型反转

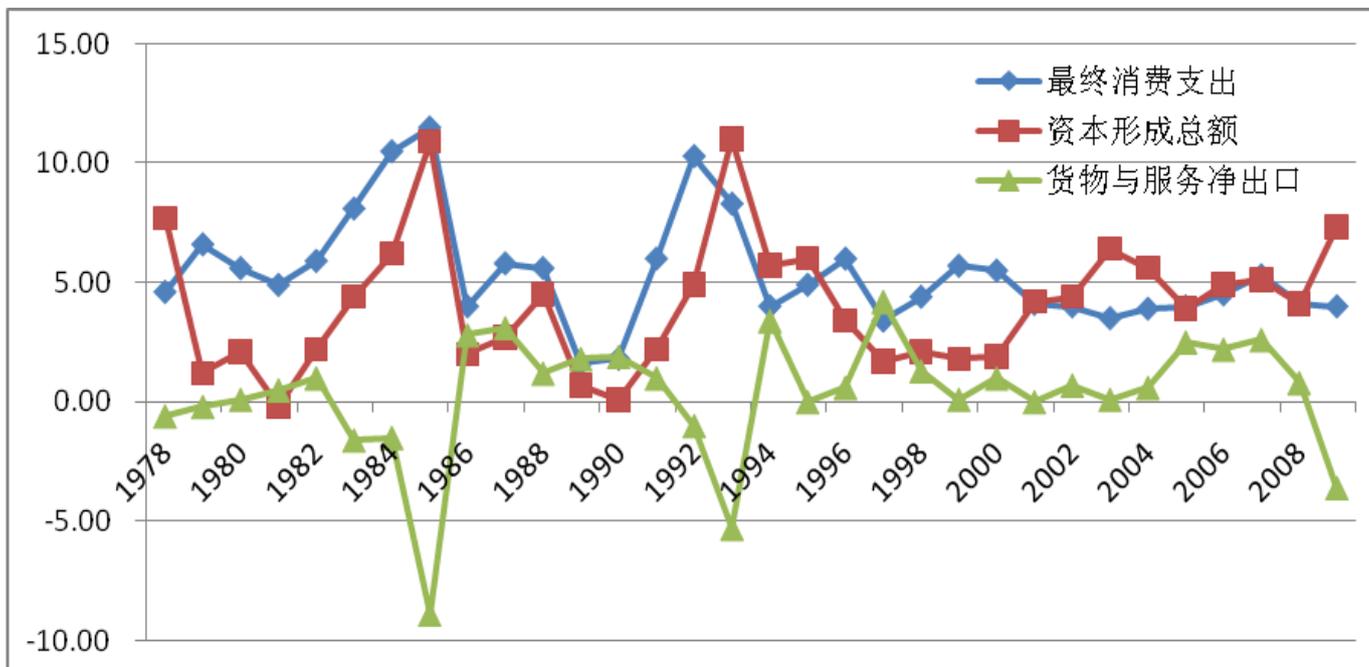


数据来源：宏源证券研究所

从需求角度来看，2009 年三驾马车呈现“两强一弱”格局，出口持续大幅下滑，投资、消费保持快速增长。1-11 月城镇固定资产投资额达到 168634 亿元，同比增长 32.1%，比上年同期加快 5.3 个百分点，其中房地产开发投资 31271 亿元，增长 17.8%；1-11 月社会消费品零售总额 112733 亿元，同比增长 15.3%，比上年同期回落 6.6 个百分点，与前 10 月持平；1-11 月累计进出口总值 19640.03 亿美元，同比下降 17.5%。其 11 月外贸进出口总值 2082.14 亿美元，比去年同期增长 9.8%，首次实现年内月度同比正增长。

从投资、出口和消费对 GDP 增长的拉动看，前三季度 GDP 累计增长 7.7%，其中消费拉动 GDP 增长 4 个百分点，投资拉动 7.3 个百分点，均高于上半年的 3.8 和 6.2，其中最终消费对经济增长的贡献率为 51.9%，投资贡献率高达 94.8%，净出口拉动 GDP 增长-3.6 个百分点，比上半年的-2.9 个百分点还有所扩大，净出口对 GDP 增长的贡献率为负 46.7%。

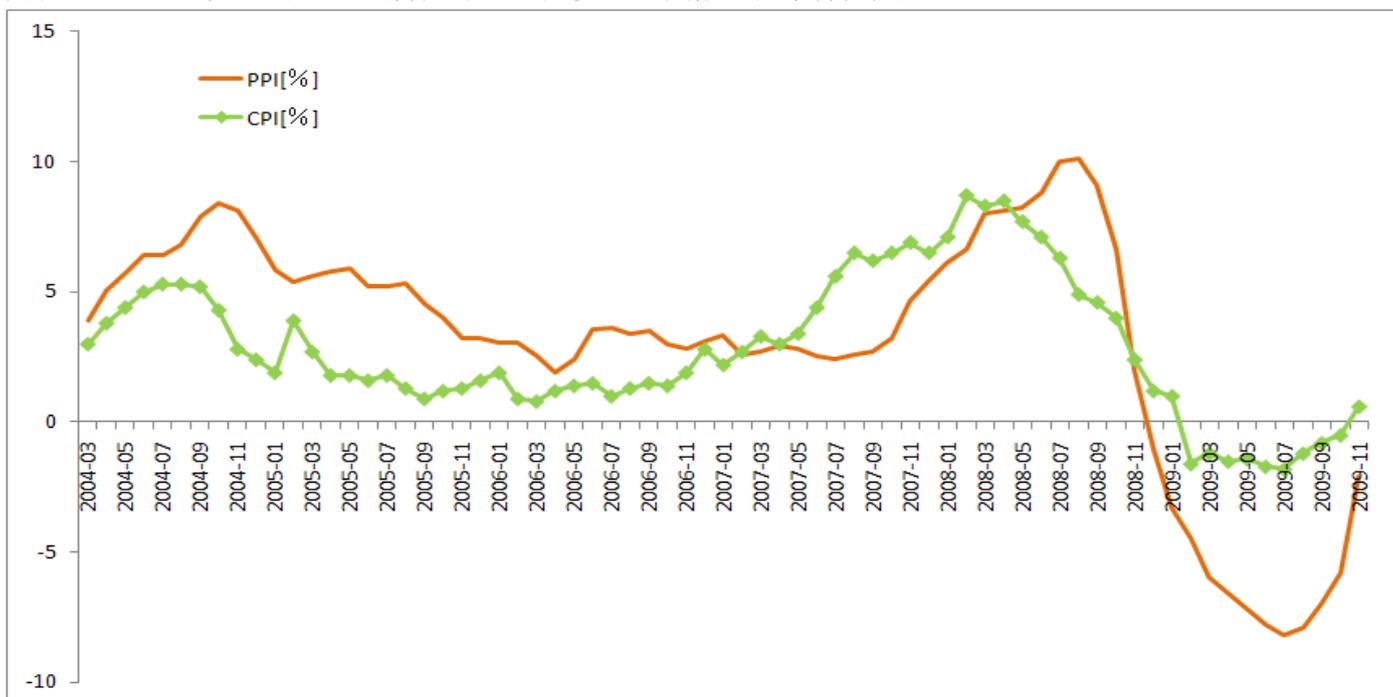
图表 20：2009 年三大需求对 GDP 增长的拉动



数据来源：宏源证券研究所，2009 年为前三季度数据

2009 年 CPI 和 PPI 先降后升，11 月份 CPI 数据 10 月来首次转正。11 月份居民消费价格(CPI)同比上涨 0.6%，同比由负转正，环比上涨 0.3%；11 月份工业品出厂价格(PPI)同比下降 2.1%，比上月降幅缩小 3.7 个百分点，同比降幅继续收窄。2009 年 CPI 和 PPI 先降后升形势，中国之所以能够较快走出通货紧缩，主要是受流动性的推动，2009 年信贷爆发式增长，刺激能源资源价格上涨，资产价格大幅上升。

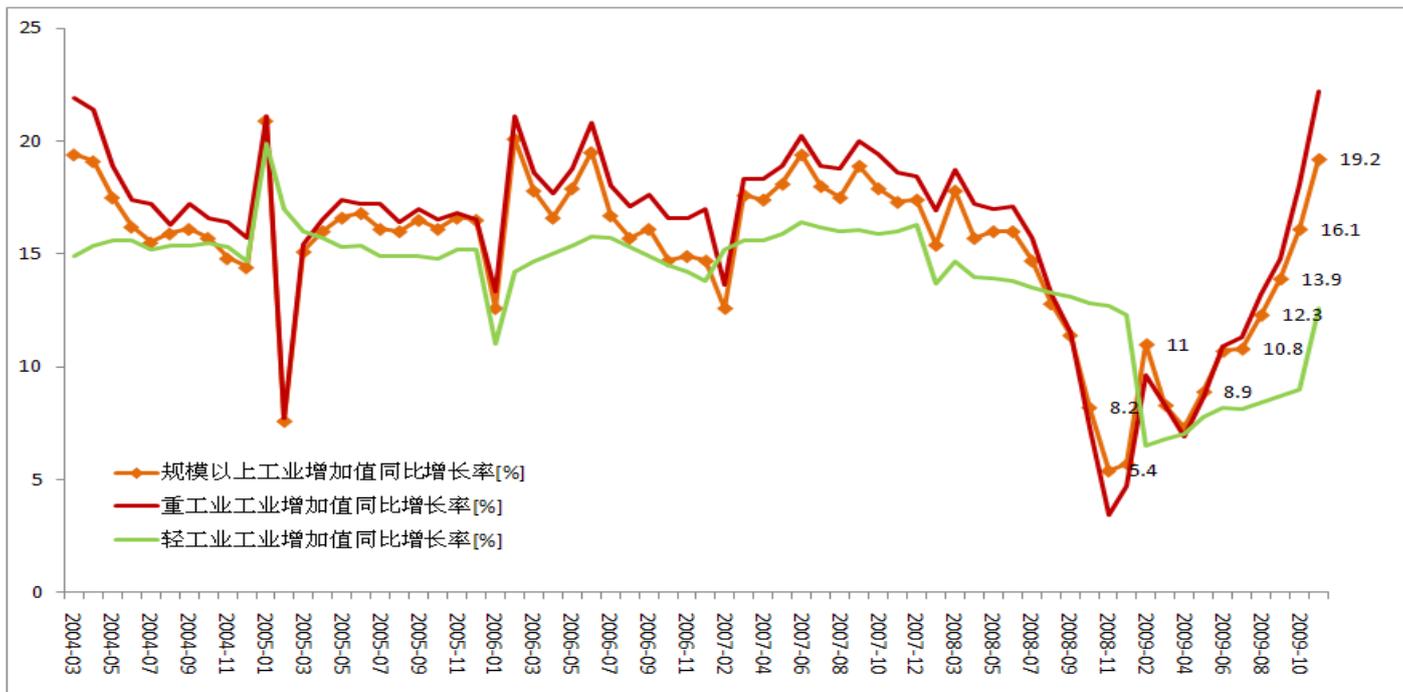
图表 21：2009 年 CPI 和 PPI 先降后升，11 月份 CPI 数据 10 月来首次转正



数据来源：宏源证券研究所

工业生产增速持续加快，11 月工业增加值创出 2007 年 6 月份以来最高水平。11 月份规模以上工业增加值同比增长 19.2%，比上年同期加快 13.8%，比 10 月份加快 3.1%，是连续 7 个月同比增速加快。

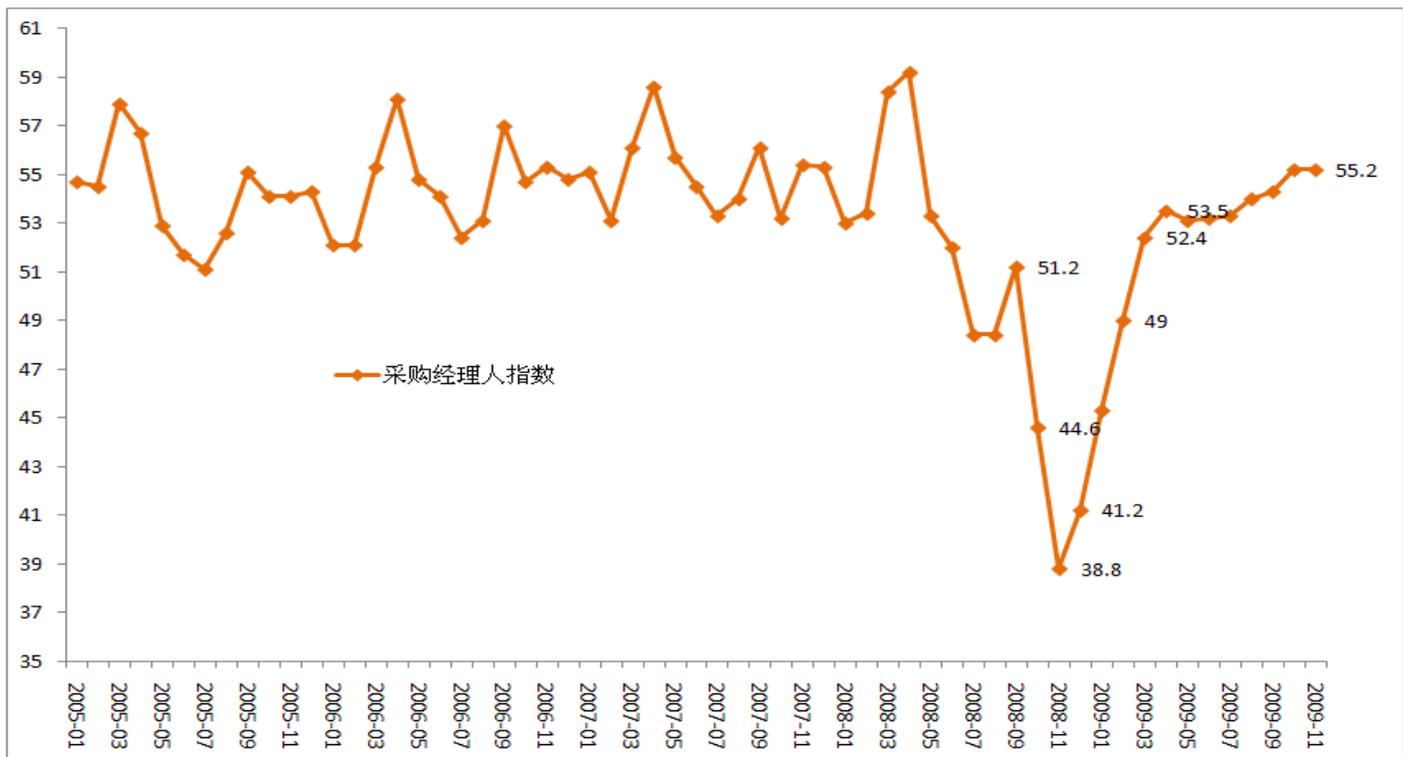
图表 22：2009 年 4-11 月工业生产增速持续加快



数据来源：宏源证券研究所

PMI 采购经理人指数已连续九个月位于临界点 50% 以上，表明制造业经济总体保持平稳回升态势。2009 年 11 月，制造业采购经理指数 PMI 为 55.2%，与 10 月持平。

图表 23：制造业采购经理指数 PMI 连续九个月位于临界点 50% 以上

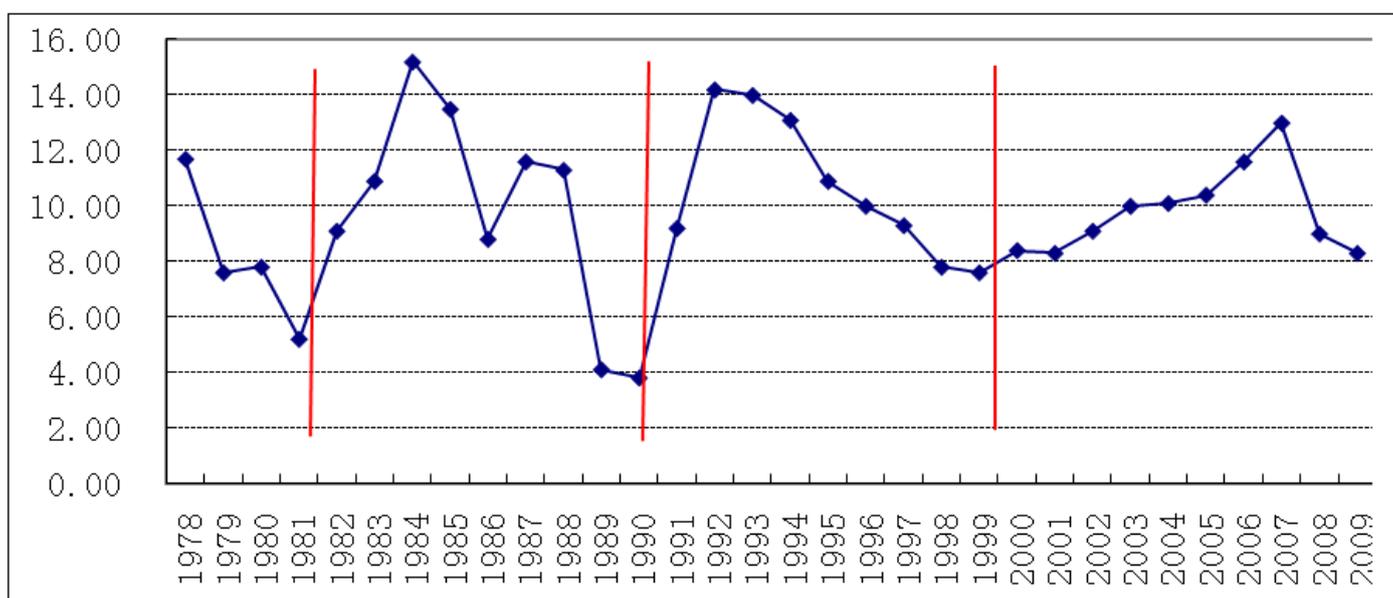


2.2.2 、2010 年，中国宏观经济开启新一轮增长周期

2010 年中国经济将形成增速较快、通胀较低的平稳运行局面，内需强劲与外需回暖支持经济持续复苏，平稳较快发展的有利条件增多，但受全球复苏进程、“退出政策”、贸易摩擦加剧和国内产能过剩、结构转型、通胀预期、流动性管理、人民币升值等因素影响，宏观调控的环境将更为复杂。

从周期上看，2010 年将成为开启中国经济新一轮增长周期的年份。按“波谷-波谷”的界限来划分，改革开放以来中国经济走过了三个较为完整的周期。其中第一个周期：从 1981 年到 1990 年，属于“3-6”式，即 3 年上升、6 年下降，陡升陡降；第二个周期：从 1990 年到 1999 年，属于“2-7”式，急升慢降；第三个周期：从 1999 年到 2009 年，属于“8-2”式，慢升快降。由于应对国际金融危机的政策取得成功，以及政府宏观经济管理水平的提高，中国经济二次探底的可能性不大，出现 1998 年东南亚金融危机后 1999 年经济增速进一步下滑的概率较小。2010 年是“十一五”规划的最后一年，由于中国成功应对国际金融危机，经济形势相对平稳，随着“十二五”规划的编制与实施，中国经济将逐步转入新一轮增长周期，新一轮周期中消费和投资成为经济增长的主要发动机，消费的贡献明显上升，而出口进入一个中低速增长期，其对经济增长的贡献相对较为平稳。从时间模式上看，新周期可能更为接近前一个周期，形成慢牛式的上升。

图表 24：改革开放以来中国经济的三个周期



数据来源：宏源证券研究所

2010 年经济增速比 2009 年有所加快，预计全年 GDP 同比增长 9.2% 左右。政府宏观调控政策则相对更为平稳，调结构和保民生重要性上升，为“十二五”开局奠定良好基础。在投资、消费快速增长和出口回暖的推动下，工业生产将继续加快回升，全年工业增加值增长 14% 左右。但是，由于世界经济复苏缓慢曲折、经济刺激政策退出、外部经济环境还存在不确定性等因素影响，国内也存在产能过剩、保增长政策效应递减等不利因素，以及上年基数效应的影响，估计 GDP 季度同比增速将呈前高后低的态势。

图表 25：2010 年中国主要宏观经济指标预测

指标 (%)	2006 年 全年 (实际)	2007 年 全年 (实际)	2008 年 全年 (实际)	2009 年 全年 (预测)	2010 年 全年 (预测)
GDP	11.4	11.9	9.0	8.3	9.0
工业增加值	16.6	18.5	12.9	11.0	14.0
CPI	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.0
PPI	3.0	3.1	6.9	-5.5	4.0
固定资产投资	23.9	24.8	25.5	33.0	25.0

社会消费品零售总额	13.7	16.8	21.6	15.5	16.5
出口	27.2	25.8	17.4	-15.0	10.0
进口	20.0	20.8	18.5	-13.0	15.0

数据来源：宏源证券研究所

2010年固定资产投资增速约为25%左右，与2009年相比适当回落。目前，中国投资占GDP比重在40%以上，而美国仅为18%，英国为20%左右，日本为20%多，但从人均投资上看，发达国家是中国2倍以上，中国还有较大的投资空间，投资回报率也比较高，投资需求强劲。当前市场利率为1985年以来最低水平，市场流动性宽裕，一方是充裕的资金供给，另一方是强劲的投资需求，2010年投资仍有将达到较快增长。从趋势上看，积极财政政策可能持续到2010年底，明年四万亿投资计划中仍有大约4000-5000亿的额度，略低于上年水平，政府投资增速将稳中趋降。其中重点是抓好已有的项目，新开工项目增长预计将明显放缓。

2010年名义消费有望继续保持较快增长，预计社会消费品零售总额指标名义增速将达16.5%左右。由于物价水平上升，实际消费增速则有所下降。汽车、家电、旅游、通信等领域高增长可期，城镇化和新农村建设将使农村消费增长前景广阔。

2010年出口将增长8%左右，进口增长15%左右。IMF预计2009年世界贸易将下降11.9%，2010年国际贸易将恢复增长2.5%。随着全球经济的复苏，中国外贸形势有望出现好转，出口将实现正增长。从中长期来看，随着危机过后美国重整实业，推动出口，未来国际间生产国-消费国的分工格局将逐步发生微妙变化，全球经济再平衡将逐步推进，中国出口将逐步转入一个新的中低速增长期。

总体上看，推动中国宏观经济的三驾马车有望形成“两快一慢”的较好格局。从贡献上看，投资对经济增长的贡献率有所下降，消费对经济增长的贡献将基本持平，出口对经济增长的贡献将由负转正，预计消费和投资将分别是拉动GDP增长约3.0-4.0和4.0-5.0个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长约0.5-1.0个百分点。

2010年CPI全年涨幅约3.0%左右，PPI全年涨幅约4.0%左右。2010年流动性仍较为充裕，但价格上行压力将更多地来自经济复苏所带动的需求回升因素，物价上行压力将略有增大，管理通胀预期成为宏观调控的关注重点之一。原因主要在于：首先，国家经济走好带来了物价恢复性上涨；其次，国际大宗商品涨价引发输入型涨价，在世界经济复苏和美元持续走软的背景下，CRB指数上升将推高中国PPI指标；再次，各地调高水、电、气等公共产品价格直接推高PPI和CPI，CPI统计中居住类占比约13.2%，水、电、气等价格在CPI中占有一定的权重，它们的价格被大幅上调还会转移到终极产品和服务价格之中，牵涉其他许多消费品涨价，助推下一步物价上涨；第四，国家大量释放流动性和境外热钱的涌入，也最终推升价格；最后，食品价格波动仍是影响通胀程度的主要因素，食品类在CPI权重占比达33.20%，对CPI影响较大。由于需求总体上仍然不足，供过于求的供求关系短期内不会有根本性改变，部分行业产能过剩的矛盾仍然突出，在宏观经济景气度提高的背景下，物价将经历一个慢涨的过程。

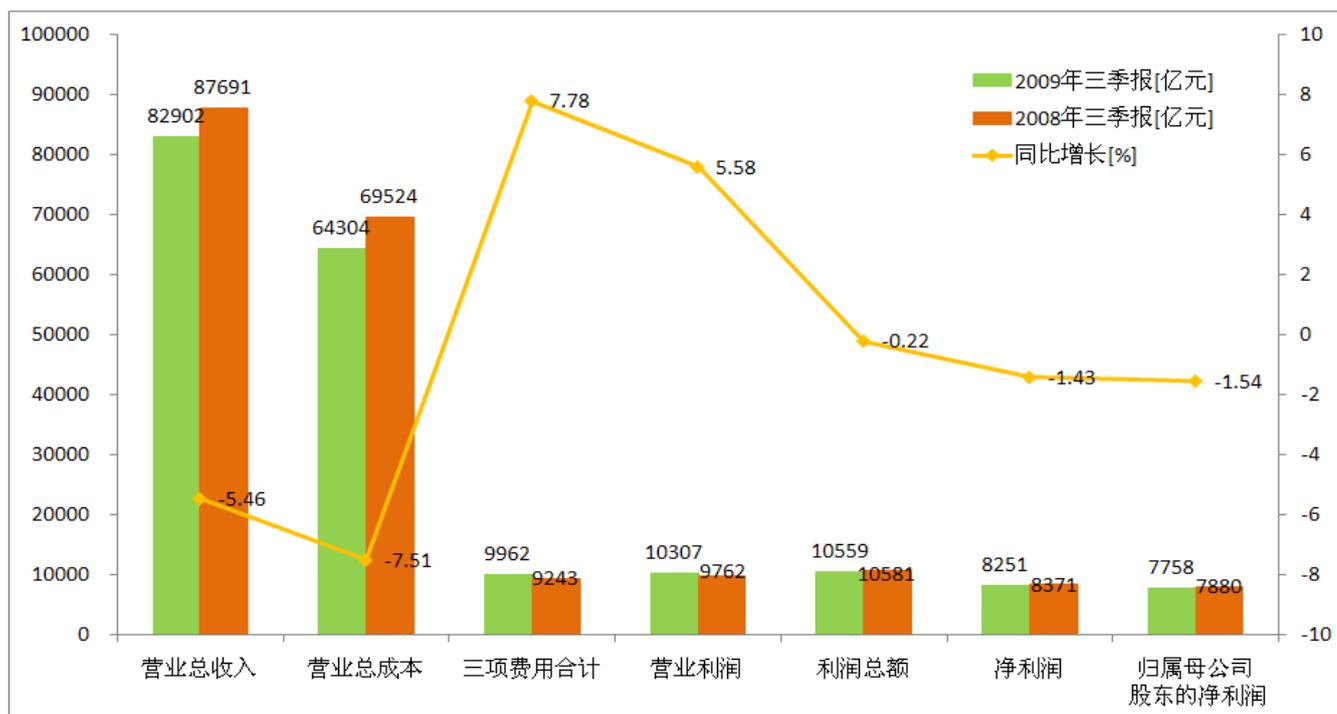
2010年工业企业利润增速将达15%-25%。2009年二季度以来中国经济开始企稳回升，企业盈利情况逐步好转，工业企业利润增速持续上行，亏损企业家数逐步减少，亏损额快速下降。2009年1-10月工业企业利润总额同比增长-3.4%，降幅比1-9月份缩小5.7个百分点，预计全年利润总额增速将在5%左右。2010年中国经济继续复苏，国内投资和消费需求强劲，外需逐步回暖，行业景气程度有望继续上升，企业经营环境继续改善，预计2010年工业企业利润增速将达15%-25%。

2.3、A股公司业绩分析：健康的上升通道

2.3.1、业绩下降同比收窄：1658家可比A股公司前三季度净利润同比下降1.54%

截至10月31日，沪深两市累计1659家A股公司发布2009年三季度财报，其中剔除中国中冶后可比的A股公司1658家。1658家A股公司实现营业总收入82902亿元，营业总成本64304亿元，分别较2008年同期下降5.46%和7.51%；三项费用9962亿元，较2008年同期增加7.78%；营业利润10307亿元，利润总额10559亿元，分别较2008年同期增加5.58%和下降0.22%；实现净利润7758亿元，较2008年同期的7880亿元下降1.54%，净利润同比降幅再次大幅收窄。

图表 26：可比的1658家A股公司2009年三季度财报和2008年三季度财报比较



数据来源：宏源证券研究所

比较2009年三季度财报全部A股公司净利润下降幅度进一步收窄，更可喜的是创业板、中小企业板和上海主板已经展现出较好的正增长。上海主板公司2009年三季度实现归属母公司股东的净利润6883.64亿元，同比增长0.54%；深圳创业板公司实现归属母公司股东净利润12.96亿元，同比增长50.07%；深圳中小企业板公司实现净利润223.98亿元，同比增长0.29%；深圳主板公司实现净利润637.70亿元，同比大幅下降20.44%。

图表 27：深圳创业板公司和中小企业板公司三季度财报保持较高增长

	2009年三季报[亿元]	2008年三季报[亿元]	同比增长[%]
上海主板	6883.64	6846.51	0.54
深圳主板	637.70	801.53	-20.44
深圳中小企业板	223.98	223.33	0.29
深圳创业板	12.96	8.63	50.07
全部A股公司	7758.28	7880.00	-1.54

数据来源：宏源证券研究所

图表 28：可比的 1658 家 A 股公司营业利润 2009 年三季度财报同比增长 5.58%

	2009年三季度 利润表[亿元]	2009年三季度 利润构成[%]	同比增 长[%]	2008年三季度 利润表[亿元]	2008年三季度 利润构成[%]
营业总收入	82901.62	1004.69	-5.46	87691.24	1047.59
营业总成本	64304.36	779.31	-7.51	69523.76	830.55
销售费用	2683.87	32.53	10.94	2419.32	28.90
管理费用	6368.20	77.18	8.12	5890.18	70.37
财务费用	909.82	11.03	-2.54	933.57	11.15
三项费用合计	9961.89	120.73	7.78	9243.07	110.42
公允价值变动净收益	14.28	0.17	105.42	-263.29	-3.15
投资净收益	1967.65	23.85	6.63	1845.36	22.05
对联营企业和合营企业的 投资收益	292.58	3.55	27.55	229.39	2.74
汇兑净收益	-4.62	-0.06	98.55	-318.36	-3.80
营业利润	10306.93	124.91	5.58	9762.48	116.63
利润总额	10558.53	127.96	-0.22	10581.29	126.41
所得税	2307.05	27.96	3.62	2226.52	26.60
净利润	8251.48	100.00	-1.43	8370.80	100.00
归属母公司股东的净利 润	7758.28	94.02	-1.54	7880.00	94.14

数据来源：宏源证券研究所

考虑到 2008 年第四季度单季度利润基数低、2009 年第四季度净利润在 2800 亿元以上，我们预计 2009 年全年的净利润增长在 25%-30% 之间，我们在第三部分 2010 年 A 股市场波动范围中使用的是 25% 的业绩增长预测。

2.3.2、1598 家可比 A 股公司实现最靓丽的单季度财报

以可比公司计算，我们最早在 2009 年下半年策略报告《与牛共舞》中最早提出“最靓丽的单季度财报”，10 月策略报告《做多红十月，喜迎三季报》中进一步论证。截至 10 月 31 日全部三季度财报发布完毕，最靓丽的单季度财报体现在两个角度：

其一，2009 年第三季度 1598 家可比 A 股公司实现单季度归属母公司股东的净利润 2880.15 亿元，较 2009 年第二季度环比增长 3.93%，较此前最好单季度净利润的 2008 年第二季度 2852 亿元增加 28 亿元，是最好的单季度净利润水平。

其二，以当季可比公司归属母公司股东净利润看，2009 年第一季度实现环比增长 480.35%，第二季度实

现环比增长 36.28%，第三季度实现环比增长 3.93%，连续三季度单季度净利润实现环比增长，与 2006 年 1-3 季度持平。

图表 29：2009 年第三季度归属母公司股东净利润环比增长 3.93%



数据来源：宏源证券研究所

1598 家 A 股公司利润构成各项指标，除公允价值变动净收益和投资净收益外，均保持环比正增长。其中，单季度营业收入 30628.60 亿元，环比增长 8.61%；营业利润 3833.38 亿元，环比正增长 4.70%；利润总额 3905.33 亿元，环比正增长 3.96%；净利润 3060.73 亿元，环比正增长 3.24%，归属母公司股东净利润 2880.15 亿元，环比正增长 3.93%。

可比的 273 家中小企业板公司，2009 年第三季度实现归属母公司股东的净利润 86.33 亿元，较 2009 年第二季度的 72.69 亿元环比增长 18.76%。

图表 30：1598 家 A 股公司利润构成各项指标多数均保持环比正增长

	2009 年第二季度[亿元]	2009 年第三季度[亿元]	环比增长[%]
营业总收入	28199.29	30628.60	8.61
营业总成本	21935.77	24147.41	10.08
销售费用	902.58	986.59	9.31
管理费用	2127.83	2313.45	8.72
财务费用	286.62	293.06	2.25
三项费用合计	53452.09	58369.11	9.20
公允价值变动净收益	37.96	-135.79	-457.71
投资净收益	832.34	720.73	-13.41
对联营企业和合营企业的投资收益	112.86	113.09	0.21
汇兑净收益	2.75	33.18	1104.47
营业利润	3661.12	3833.38	4.70

利润总额	3756.60	3905.33	3.96
所得税	791.83	844.59	6.66
净利润	2964.78	3060.73	3.24
归属母公司股东的净利润	2771.31	2880.15	3.93

数据来源：宏源证券研究所

2.3.3、2010 年业绩增长在 15%以上：蓝筹板块和蓝筹个股的环比增速明显下降或负增长

以 23 个一级行业看，2009 年第三季度归属母公司股东的净利润较 2008 年第三季度归属母公司股东的净利润的环比增长，黑色金属、公用事业、交通运输、建筑建材、有色金属、医药生物、食品饮料、电子元件、轻工制造、采掘、农林牧渔和餐饮旅游等 12 个行业保持环比正增长，分别实现环比增长 131.70%、29.09%、23.52%、20.80%、16.64%、11.33%、6.63%、5.66%、3.98%、2.72%、0.96%和 0.22%。化工、房地产、金融服务、机械设备等行业分别实现归属母公司股东的净利润环比下降 68.95%、31.36%、23.95%和 8.26%。

图表 31：一级行业中的黑色金属、公用事业等 12 个板块对业绩环比增长的贡献为正

板块名称	2009 年第 3 季度 归属母公司股东的 净利润[亿元]	占全部 A 股 的比例[%]	2009 年第 2 季度 归属母公司股东的 净利润[亿元]	占全部 A 股 的比例[%]	环比增 长[%]	对业绩环比增 长的贡献[%]
黑色金属	112.00	3.89	-31.34	-1.13	457.33	131.70
公用事业	96.04	3.33	64.38	2.32	49.18	29.09
交运设备	89.48	3.11	63.88	2.30	40.08	23.52
建筑建材	118.11	4.10	95.47	3.44	23.72	20.80
有色金属	38.54	1.34	20.42	0.74	88.69	16.64
医药生物	56.54	1.96	44.20	1.59	27.91	11.33
食品饮料	46.24	1.61	39.02	1.41	18.49	6.63
电子元件	0.21	0.01	-5.95	-0.21	103.52	5.66
轻工制造	15.67	0.54	11.34	0.41	38.15	3.98
采掘	463.39	16.09	460.43	16.61	0.64	2.72
农林牧渔	10.41	0.36	9.36	0.34	11.22	0.96
餐饮旅游	4.59	0.16	4.35	0.16	5.47	0.22
商业贸易	31.13	1.08	32.59	1.18	-4.49	-1.35
交通运输	64.45	2.24	66.14	2.39	-2.57	-1.56
综合	4.89	0.17	7.16	0.26	-31.61	-2.08
纺织服装	12.17	0.42	14.88	0.54	-18.23	-2.49
信息服务	22.37	0.78	26.08	0.94	-14.22	-3.41
信息设备	15.62	0.54	20.62	0.74	-24.26	-4.60
家用电器	25.84	0.90	31.56	1.14	-18.13	-5.26
机械设备	70.75	2.46	79.73	2.88	-11.27	-8.26
金融服务	1318.80	45.79	1344.87	48.53	-1.94	-23.95
房地产	66.11	2.30	100.24	3.62	-34.05	-31.36
化工	196.83	6.83	271.87	9.81	-27.60	-68.95
全部 A 股	2880.15	100.00	2771.31	100.00	3.93	100.00

数据来源：宏源证券研究所

以 2009 年第三季度归属母公司股东的净利润贡献最大的前 10 家公司看，2009 年第三季度实现单季度环

比下降 3.13%，中国石油、中国银行、中国石化、交通银行和中国人寿的净利润增速为负值，分别实现下降 2.31%、6.42%、24.89%、3.17%和 30.22%。

图表 32：净利润贡献最大的 10 家蓝筹公司 2009 年第三季度净利润环比下降 3.13%

证券简称	2009 年 3 季度归属 母公司股 东的净利 润[亿元]	占全部 净利润 比例[%]	2008 年 3 季度归属 母公司股 东的净利 润[亿元]	同比增 长[%]	2009 年第 3 季度归属 母公司股 东的净利 润[亿元]	占全部 净利润 比例[%]	2009 年第 2 季度归属 母公司股 东的净利 润[亿元]	环比增 长[%]
工商银行	999.08	12.88	927.30	7.74	335.95	11.66	311.60	7.81
中国石油	811.49	10.46	866.02	-6.30	308.23	10.70	315.52	-2.31
建设银行	861.19	11.10	842.34	2.24	303.13	10.52	295.50	2.58
中国银行	620.56	8.00	592.00	4.82	210.51	7.31	224.96	-6.42
中国石化	497.14	6.41	176.42	181.79	165.24	5.74	220.00	-24.89
中国神华	247.20	3.19	219.38	12.68	87.44	3.04	80.55	8.55
交通银行	229.70	2.96	227.89	0.79	73.91	2.57	76.33	-3.17
中国人寿	198.74	2.56	131.11	51.58	59.54	2.07	85.33	-30.22
招商银行	130.78	1.69	189.99	-31.16	48.16	1.67	40.54	18.80
中信银行	113.95	1.47	124.51	-8.48	43.48	1.51	38.18	13.88
浦发银行	102.90	1.33	98.44	4.53	35.09	1.22	38.20	-8.14
兴业银行	95.72	1.23	94.27	1.54	33.49	1.16	32.82	2.03
宝钢股份	37.05	0.48	124.91	-70.34	30.36	1.05	5.80	423.34
民生银行	102.01	1.31	86.37	18.11	28.27	0.98	48.75	-42.01
中国平安	69.24	0.89	-7.05	1082.1	25.77	0.89	27.12	-4.98
上海汽车	39.74	0.51	22.26	78.52	25.28	0.88	8.19	208.71
中信证券	62.91	0.81	58.98	6.66	24.64	0.86	23.22	6.10
华能国际	41.31	0.53	-26.30	257.0	21.67	0.75	14.10	53.72
长江电力	39.01	0.50	34.08	14.49	19.19	0.67	11.32	69.60
鞍钢股份	3.30	0.04	82.53	-96.0	18.93	0.66	-15.71	220.50
前 10 家	4709.83	60.71	4296.96	9.61	1635.59	56.79	1688.51	-3.13
前 20 家	5303.01	68.35	4865.43	8.99	1898.28	65.91	1882.32	0.85
前 50 家	6144.16	79.19	5663.41	8.49	2231.52	77.48	2180.69	2.33
前 100 家	6671.15	85.99	6119.65	9.01	2442.66	84.81	2374.48	2.87
前 200 家	7138.14	92.01	6667.38	7.06	2644.19	91.81	2532.79	4.40
全部 A 股	7758.28	100.00	7880.00	-1.54	2880.15	100.00	2771.31	3.93

数据来源：宏源证券研究所

结合宏观经济将步入新一轮增长周期、工业增加值预测、企业利润的预测、A 股公司业绩增长的节奏和权重板块与公司的贡献，我们预计 2010 年 A 股可比公司净利润增长至少为 15%。

2.4、周边市场分析：经济复苏预期推动资产价格上涨

2.4.1、全球主要经济体步入复苏阶段

2008 年全球金融危机导致各主要经济体 GDP 增长速度大幅缩水，甚至出现负增长。在全球经济陷入衰退的关键时刻，各国央行纷纷启动“繁荣宽松”的定量宽松货币政策和大规模的财政刺激政策，大规模的救市政策有效的帮助全球经济触底反弹。

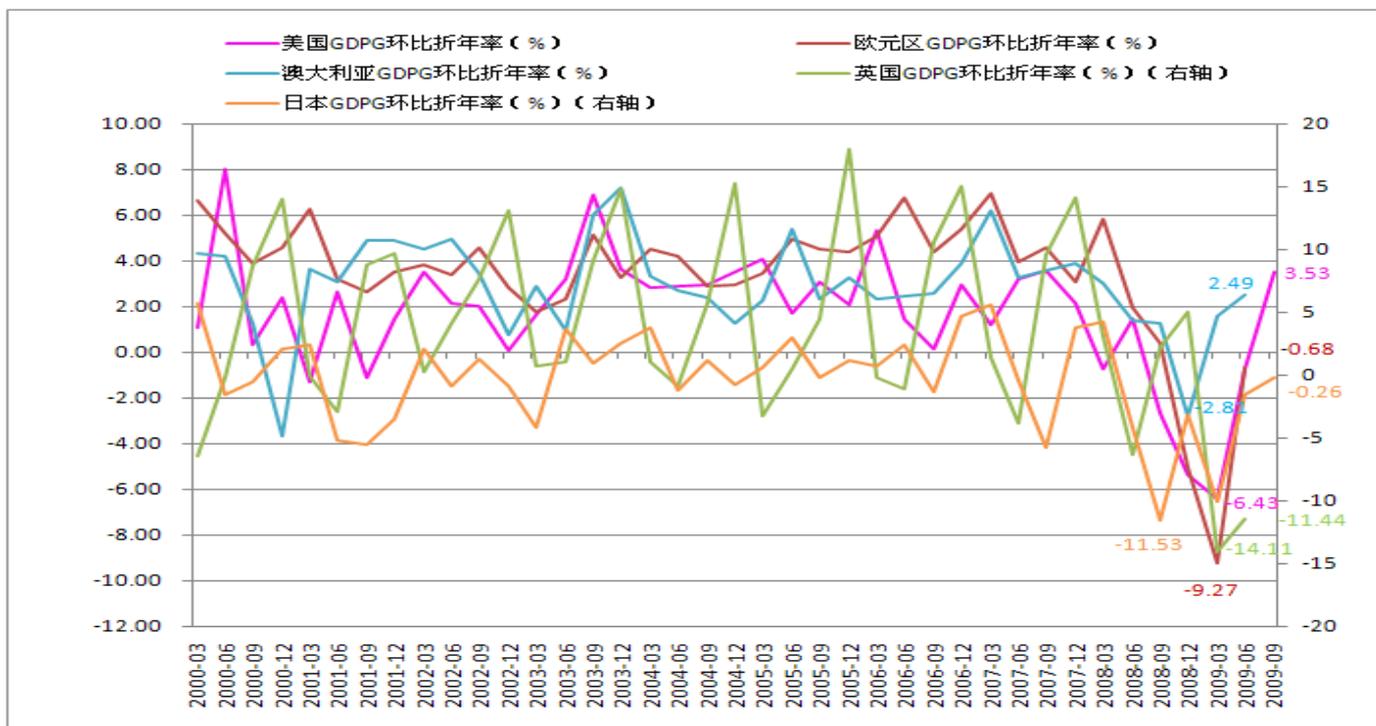
图表 33：全球各国注入救市资金一览表

日期	大规模经济刺激方案
2008 年	2 月 7 日 美国国会参众两院通过了约 1680 亿美元的经济刺激法案
	3 月 11 日 美联储、欧洲央行等 5 家西方主要央行宣布，将采取联合措施向金融系统注入资金
	3 月 14 日 美联储决定让纽约联储通过摩根大通向贝尔斯登公司提供应急资金
	7 月 26 日 美国参议院批准总额 3000 亿美元的住房援助议案
	9 月 18 日 美、加、欧、英、瑞和日本银行同时在各自总部所在地宣布联手救市
	9 月 19 日 日本银行再向短期金融市场注资 3 万亿日元
	9 月 20 日 美国政府提出 7000 亿美元的金融救援计划
	10 月 30 日 日本政府公布约 2730 亿美元的一揽子经济刺激方案
	11 月 9 日 中国政府宣布两年投资约 4 万亿元人民币经济刺激计划
	11 月 25 日 美联储宣布投入 8000 亿美元，用于解冻消费信贷市场、住房抵押贷款、小企业信贷市场
11 月 26 日 欧盟出台总额达 2000 亿欧元的大规模经济刺激计划	
2009 年	2 月 17 日 美国总统奥巴马签署了总额为 7870 亿美元的经济刺激计划
	3 月 3 日 美国财政部和美联储公布了一项总额为 2000 亿美元的刺激消费信贷计划
	4 月 10 日 日本政府宣布了总额为 56.8 万亿日元的经济刺激新方案
	7 月 2 日 欧洲央行宣布将于 6 日启动 600 亿欧元资产担保债券购买计划

数据来源：宏源证券研究所

全球主要经济体出于企稳回升的关键阶段。2009 年第三季度，修正后美国 GDP 季比折年率增长 2.8%，近一年来首次呈现正增长；欧元区进入 2009 年经济持续好转，第三季度 GDP 较第二季度增长 0.4%，是 2008 年第一季度以来的首次正增长；日本经济受净出口和消费的强力拉动，2009 年第二季度 GDP 环比年率增长由第一季度的-12.4%大幅升至 2.3%，第三季度 GDP 环比年率增长更是达到 4.8%，远高于经济学家 2.9%的一致预期；同时，作为能源国家的澳大利亚，相对于其他国家 GDPG 的急速下滑，经济增长并未受到实质影响。特别是 2009 年各国大规模救市政策的有效实施直接导致澳大利亚的 GDPG 率先实现正增长，并于 10 月 6 日以加息的方式开启了刺激政策的退出窗口。

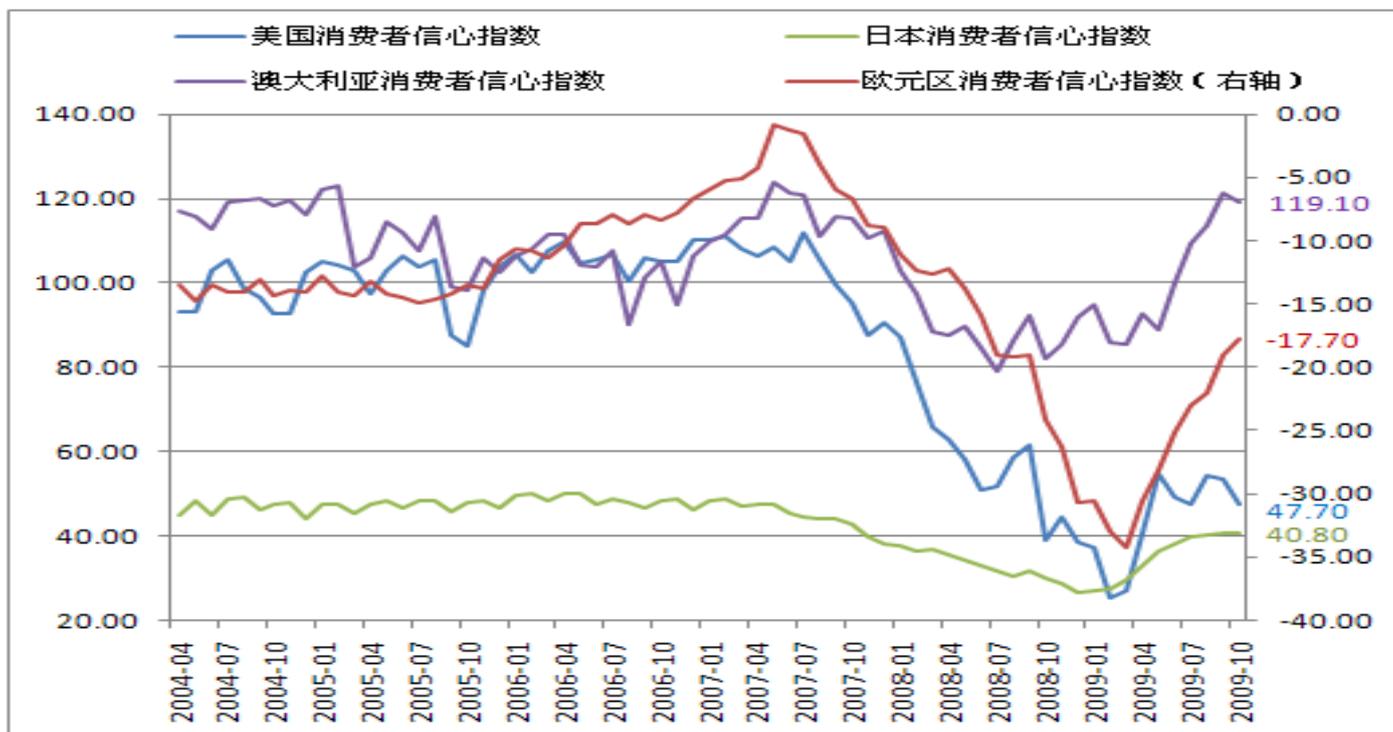
图表 34：美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体 GDPG 底部反弹



数据来源：宏源证券研究所

2009 年以来，全球各主要经济体消费者信心指数均有大幅度回升。美国消费者信心指数从低点连续四个月强劲回升，近两个月以来的小幅调整仅表明经济复苏的前景并非一帆风顺；欧元区消费者信心指数从年初到现在的大幅上升预示着消费者对经济复苏的信心，预期 2010 年欧元区经济继续向好。日本 10 月家庭消费信心指数中断了 09 年以来持续的回升态势，但 10 月指数水平仍处于 07 年 10 月以来的最高水平；澳大利亚 10 月消费者信心指数升至 10 年最高水平的 121.4，为消费者信心指数创立以来的第二高点，表明澳大利亚经济向好趋势明显。

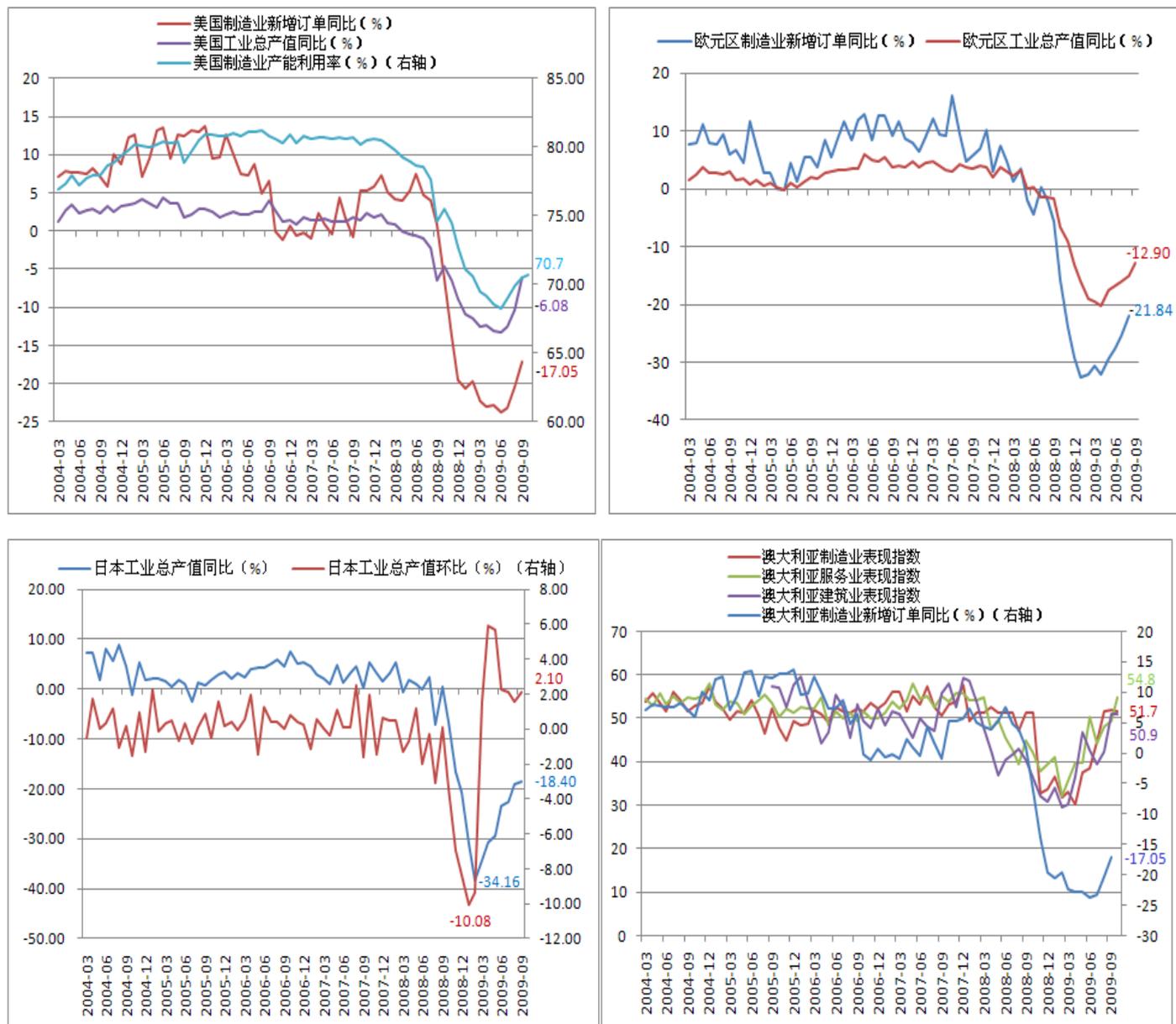
图表 35：美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体消费者信心指数持续上升



数据来源：宏源证券研究所

2009 年以来，全球各主要经济体工业生产稳定复苏。2008 年全球金融危机导致各主要经济体的工业生产均受到严重打击，大规模经济刺激方案出台后至 2009 年第三季度，各主要经济体工业生产逐步稳定并开始恢复增长。美国和欧元区的工业生产在 2009 年二季度趋稳，并在第三季度开始实现增长，10 月工业产量小幅上扬 0.1%。制造业新订单的大幅上扬预示着美国和欧元区的工业发展前景乐观；日本的工业恢复速度同样振奋人心，2009 年第三季度工业生产总值同比、环比均有大幅度增长；澳大利亚制造业、服务业和建筑业的表表现指数均已恢复到金融危机爆发前的水平，制造业新订单的同比数据在第三季度恢复正增长，经济全面复苏值得期待。

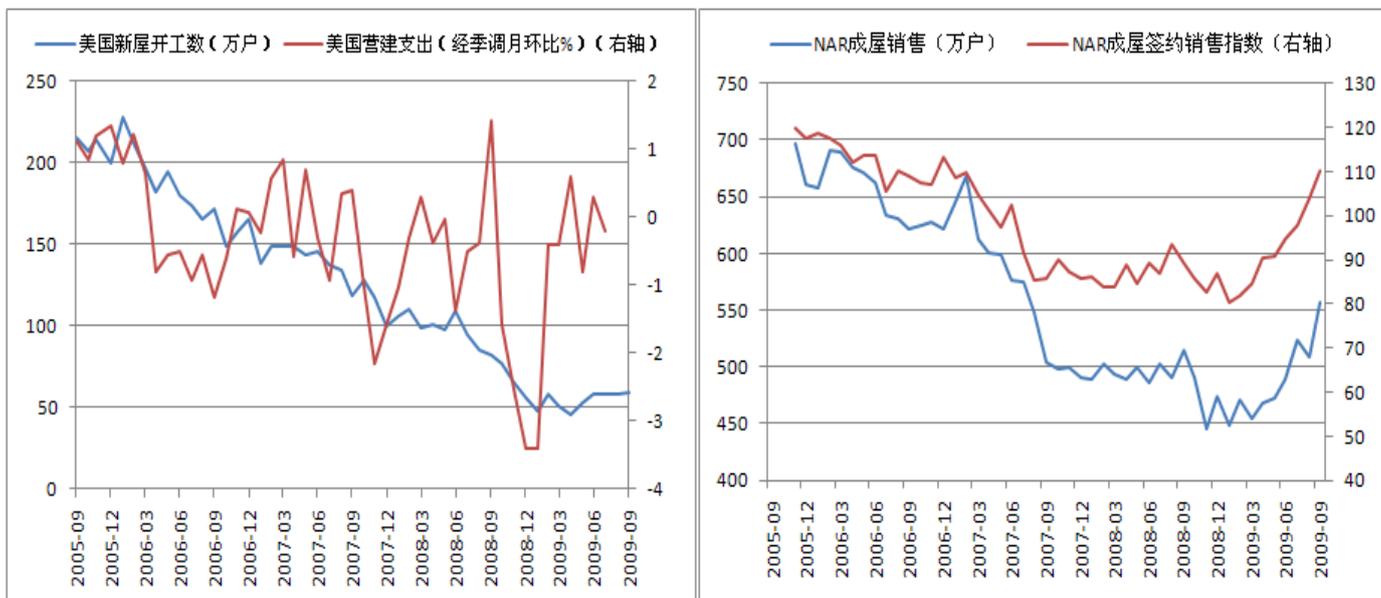
图表 36：美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体工业生产稳定复苏



数据来源：宏源证券研究所

美国的房地产和汽车产业受惠于政府刺激政策探底回升。美国新屋开工数据、营建支出环比数据、NAR 成屋销售数据均从 09 年年初的底部反弹。截止 2009 年 11 月，美国购房抵押贷款利率较低，商业银行信贷并未收紧，首次购房者的 8000 美元税收优惠政策延期将使未来几个月的住房销售回升。房地产市场的利好政策将继续推动美国房市不断恢复。美国汽车市场近期的突出表现表明美国车市正在摆脱经济危机的影响。

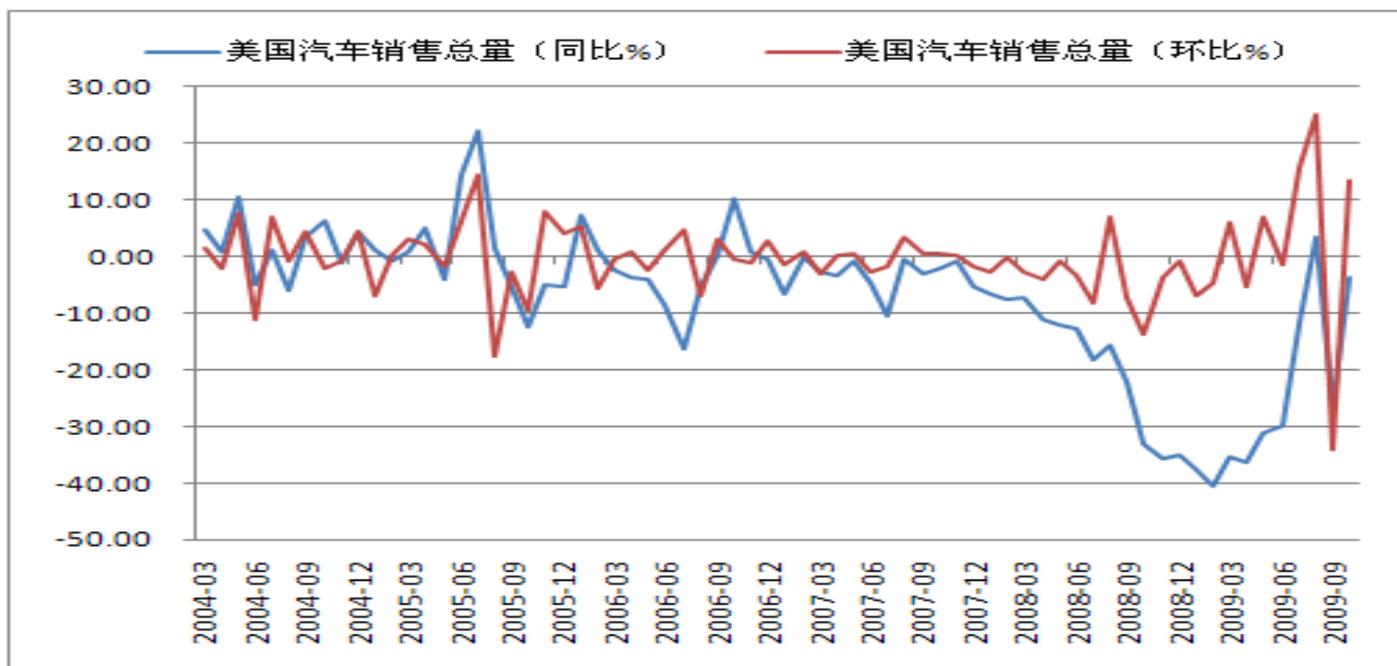
图表 37：美国新屋开工数据、营建支出环比数据、NAR 成屋销售数据均从 09 年年初的底部反弹



数据来源：宏源证券研究所

美国 10 月份汽车销售数据显示，在经历了 9 月份销售年率大幅下滑至 920 万辆之后，10 月份销售年率回升至 1050 万辆。10 月份汽车销售数据的稳步回升表明尽管“旧车换现金”计划的结束对汽车销售的影响并不象 9 月数据反映的严重，汽车产业的企稳回升态势明显。

图表 38：10 月美国汽车销量走出“旧车换现金”计划阴影，企稳回升态势更加确定



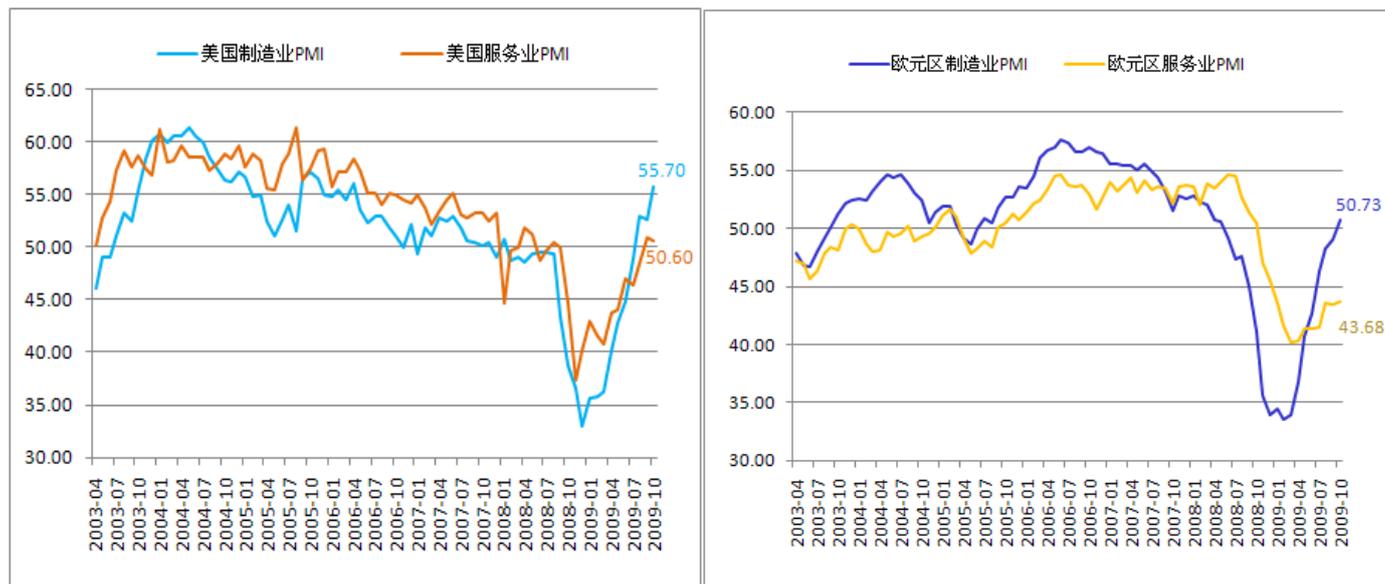
数据来源：宏源证券研究所

2.4.2、全球主要经济体的“退出战略”至关重要

2009 年以来全球各主要经济体的制造业回升速度快于服务业。除欧元区服务业 PMI 指数仍低于 50 外，制造业、服务业 PMI 指数均回升至 50 以上，这表明全球经济正在全面复苏。但是，因各国政府在救市计划中重点拯救制造业，导致制造业回升的速度远快于服务业，如美国、欧元区和澳大利亚的制造业 PMI、服务业 PMI 均在 2009

年出现交叉。发达国家经济结构中最主要的是高速发达的服务业，而在本次金融危机中服务业受到了严重的打击并未实现有效复苏，因此全球经济的全面复苏仍很艰巨，“退出战略”的选择至关重要。

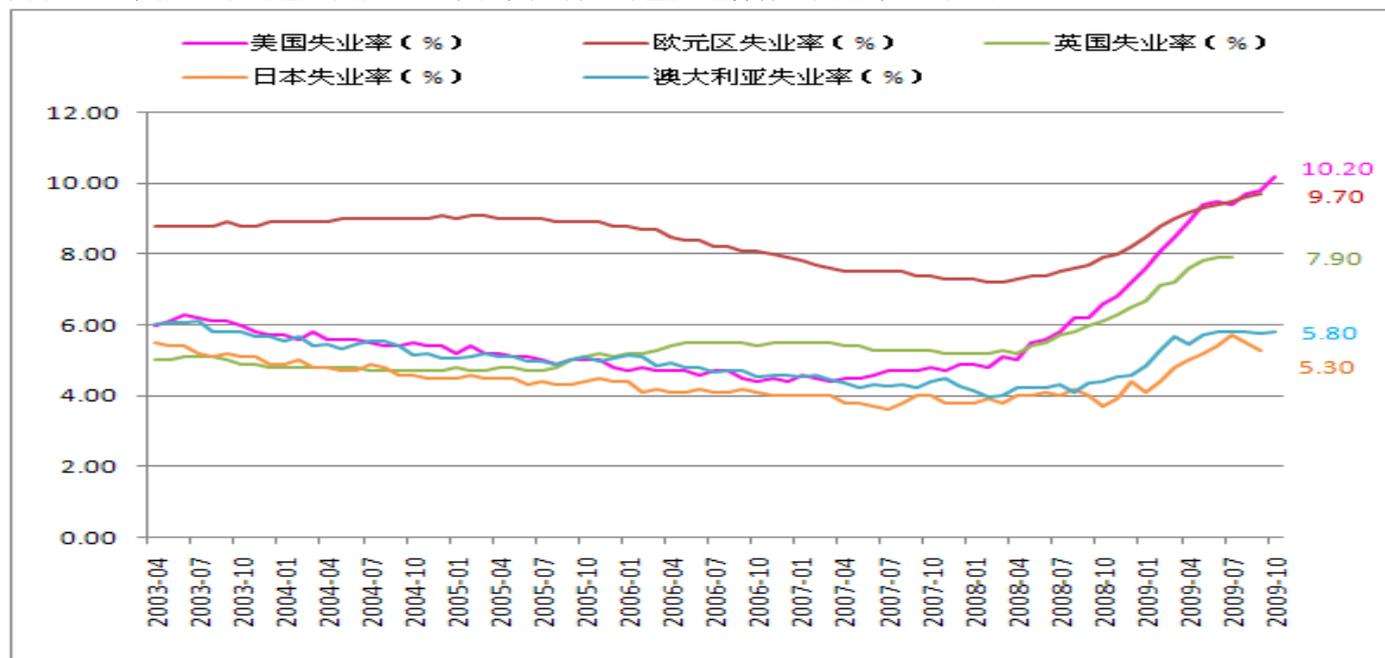
图表 39：美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体采购经理人指数（PMI）预示经济复苏



数据来源：宏源证券研究所

失业率的不断攀升成为经济复苏的一大障碍。美国 10 月份失业率突破 10% 的大关，创出 26 年来新高，高企的失业率势必影响美国的居民消费，进而影响经济的复苏进程；欧元区 9 月份失业率创下 1993 年 3 月以来的新高，不断攀升的失业率已严重威胁到欧盟经济的复苏；受益于医疗福利、住宿及餐饮服务行业就业人数的上升，日本 9 月失业率有所上升，但是制造业、建筑业等行业就业人数的持续大幅减少使得失业率仍处于高位。居高不下的失业率是目前各国普遍存在的问题，经济的复苏如果没有就业数据的支持将会困难重重。

图表 40：美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体的失业率居高不下

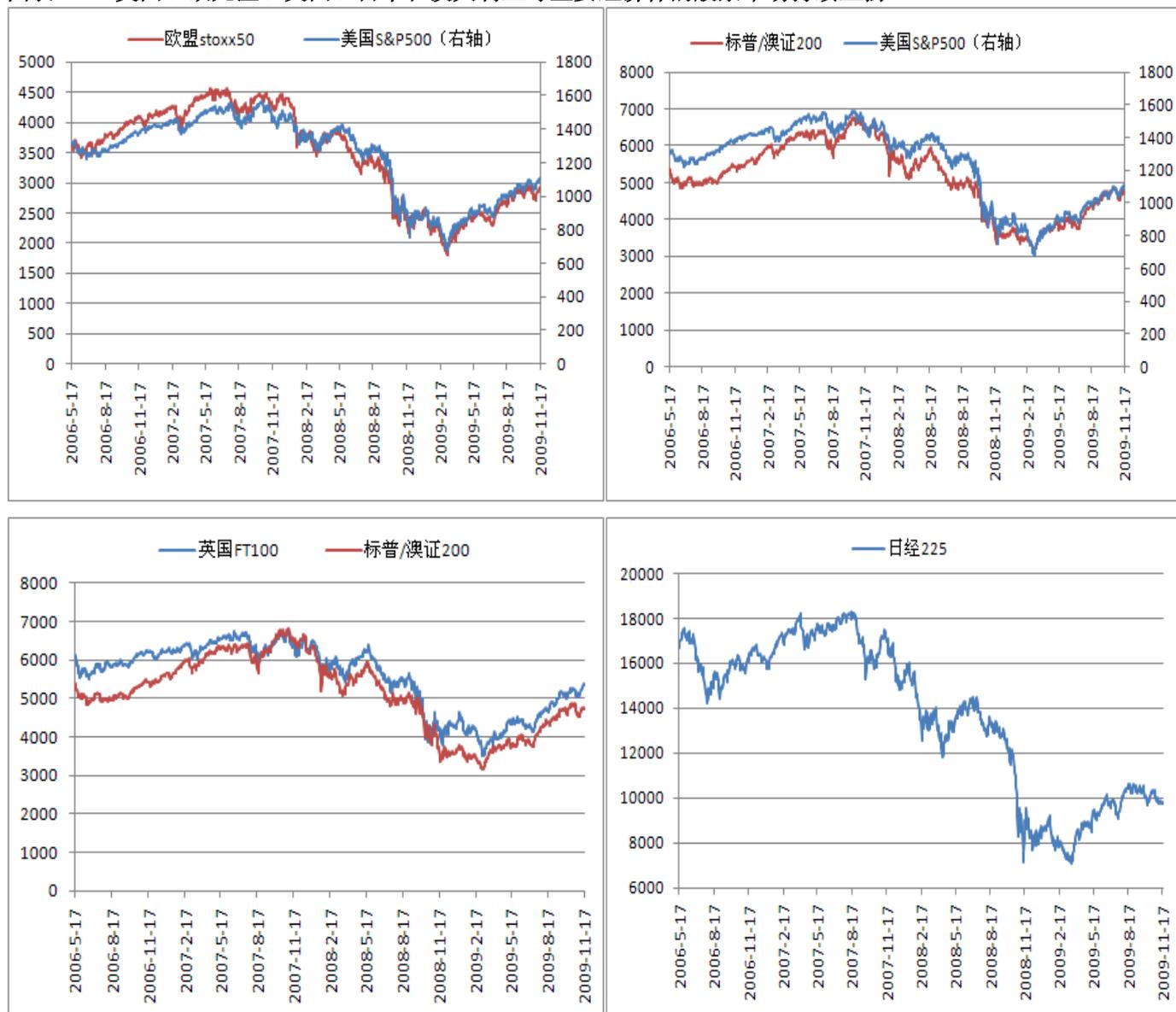


数据来源：宏源证券研究所

2.4.3、全球主要经济体的经济复苏预期推升股市持续上扬

2008年，以美国为首的发达经济体股票市场均出现大幅下挫，美国标普500指数最高下跌56.68%。2009年，各主要经济体股票市场均出现持续上扬：截至11月17日的标普500指数已恢复到金融危机前最高水平的70%。股票市场的稳步回升得益于各国政府积极的财政政策和定量宽松的货币政策：接管濒临破产的金融企业以挽救金融信用体系；放松银根、鼓励放贷，加强对金融系统的监管；通过提供融资便利、税费减免等优惠政策鼓励中小企业的技术革新以发展新的经济增长点。各主要经济体宏观经济的企稳复苏提升上市公司业绩增长水平，降低股票市场的估值水平，使其对中低风险偏好的投资者更具吸引力。

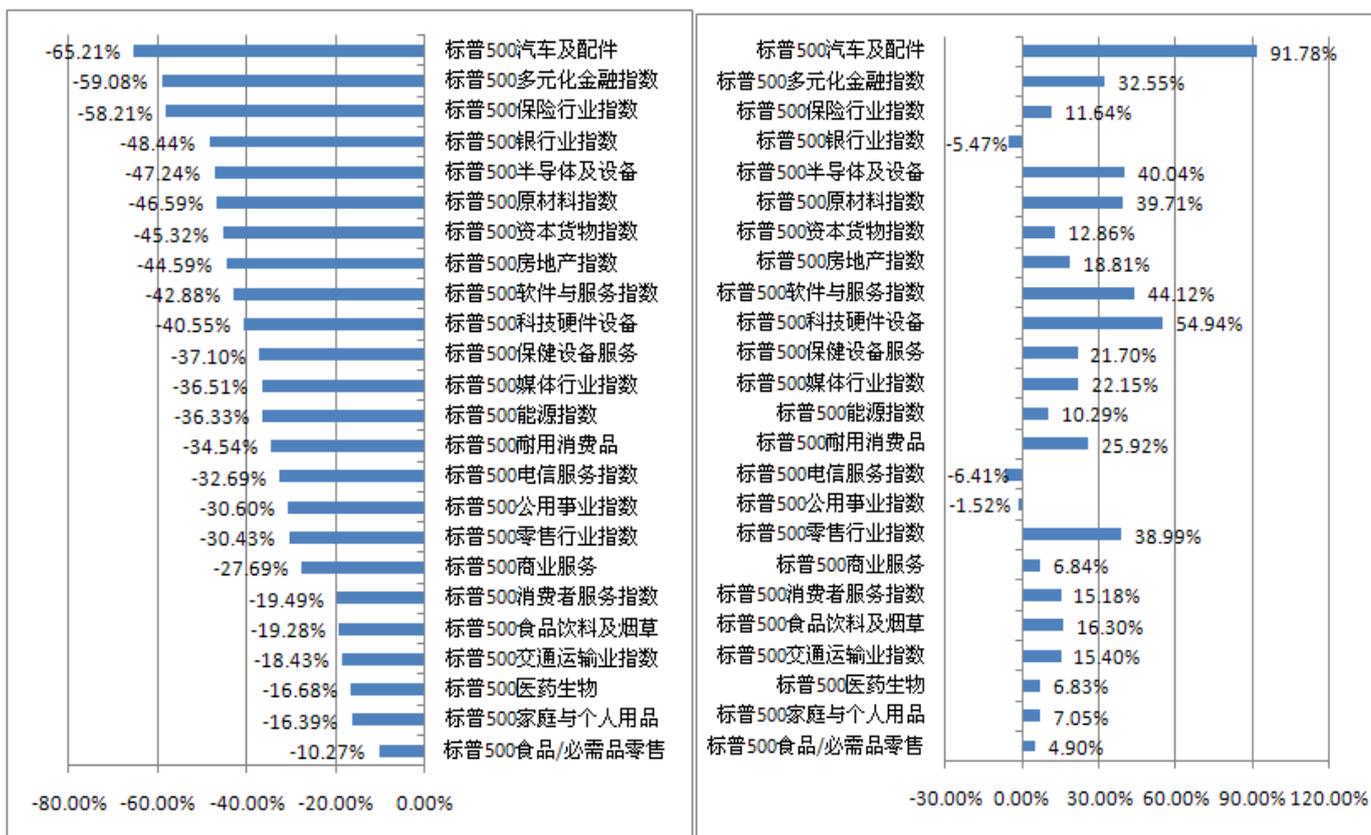
图表 41：美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚等主要经济体的股票市场持续上扬



数据来源：宏源证券研究所

2008年全球金融危机导致美国的汽车、地产和金融业遭遇重创，相关板块跌幅巨大。2009年美国政府“旧车换现金”、“首次购房者的8000美元税收优惠”和多项金融刺激等一揽子财政刺激计划促使汽车、地产和金融产业逐步走出行业低估，这三个板块也成为标普500行业指数中恢复最快的热门投资板块。

图表 42：标准普尔 500 行业指数 2008 年（左图）、2009 年（右图）增长情况

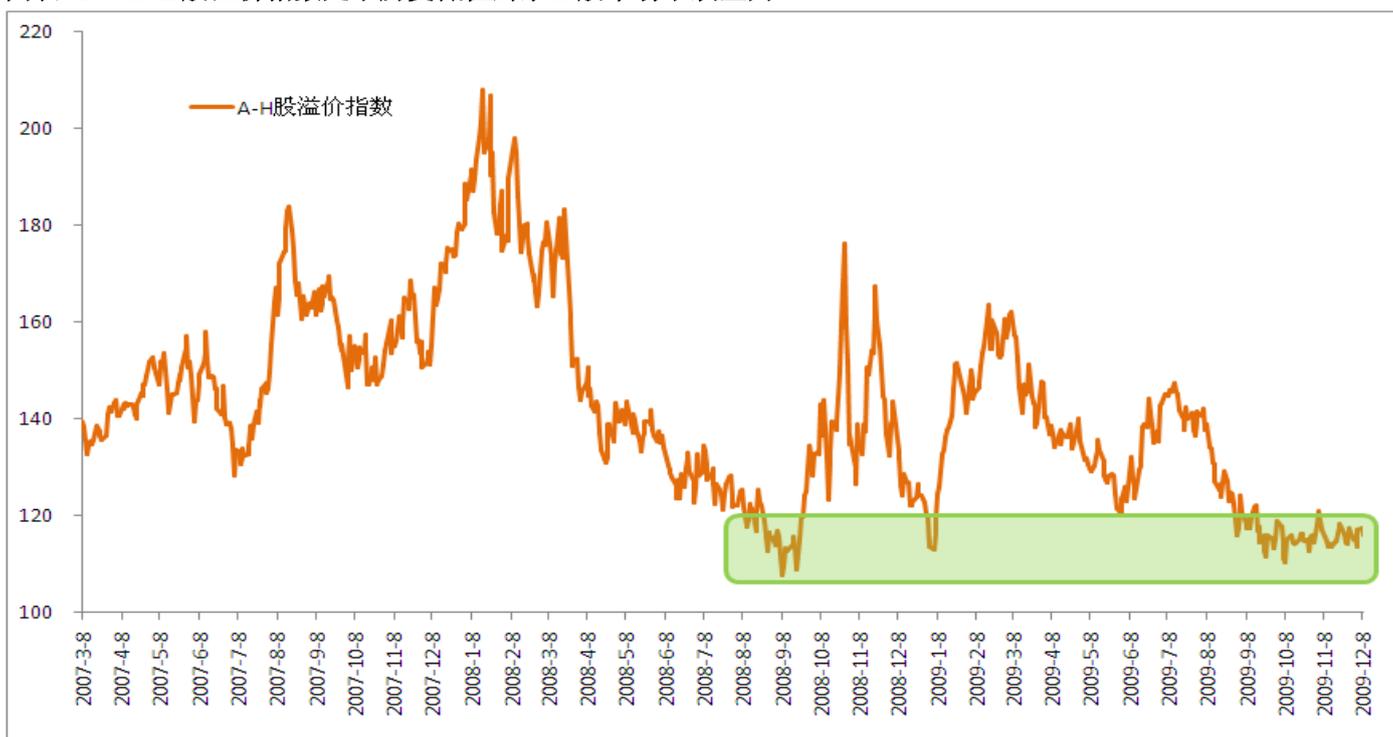


数据来源：宏源证券研究所

2.4.4、A/H 股溢价指数处于低位封杀 A 股市场下跌空间

境外热钱通过香港市场购买 A-H 股指数成份股中的 H 股分享中国内地经济高速增长，造成 A-H 股溢价指数处于历史低位，H 股股价对其对应的 A 股股价形成支撑，进而通过板块效应影响 A 股市场的估值水平。从 A-H 股溢价指数的走势看，A 股后期调整的空间有限。

图表 43：A-H 股溢价指数处于历史低位封杀 A 股市场下跌空间



三、A股市场 2010 年波动范围测算

3.1、A股市场 2009 年波动范围与年度策略报告和下半年策略报告比较

在 A 股 2009 年度策略报告《2009，熊牛转换的期待》中，我们基于 A 股市场 20 倍估值中枢的判断，依据 A 股公司业绩层面的分析，按照 A 股公司 09 年业绩增长 10%左右的预测，以沪深 300 指数 1664 点、上证综指 1729 点为基准，测算沪深 300 指数的波动范围是 1600 点-2900 点，上证综指波动范围 1550 点-2800 点的大概率运行区间。显然，我们的测算与 A 股市场上半年波动范围吻合。

同时，年度策略报告《2009，熊牛转换的期待》中同时指出，2009 年依然坚持“淡化指数、主题投资”的投资思路，把握交易型机会，重点提出了“保增长”受益板块、“金融创新”受益板块和“产业并购、区域整合”受益板块，在随后的月度策略、周策略报告中我们又进一步完善了基建、新能源、装备制造、生物医药、非公开发行的资产重组、有色、煤炭、地产、区域整合、大消费、三低等板块和行业轮动投资逻辑。

在 A 股 2009 年下半年策略报告《与牛共舞》中，我们基于 A 股市场 25 倍估值中枢的判断，按照 A 股公司全年业绩增长 10-20%的预测。以上证综指 2854 点、沪深 300 指数 3057 点为基准，测算 3300 点是下半年上证综指的运行中枢，2750 点-3900 点是大概率运行区间；3600 点是下半年沪深 300 指数的运行中枢，3000 点-4250 点是大概率运行区间。

2750 点、3100 点、3300 点、3500 点，是 2009 年下半年上证综指运行的关键点位。我们的《上证综指预测的动态平衡表》进行了两次调整：其一，动态微调政策之后，市场流动性支撑的 PE 从 25 倍跌到 20 倍；其二，市场在半年报、三季度财报等一系列数据公布后，2009 年业绩增长幅度从至少 10%到至多 30%。

2009 年业绩增长至少 10%，是 2009 年 6 月份的观点，10%业绩增长是 8%内生性增长和 2%外延型增长的叠加；2009 年业绩增长至少 20%，是 2009 年 8 月份的观点，以中期财报公布完毕后的净利润*2 测算，全年业绩增长是 17.67%；2009 年业绩增长至多 30%，是 2009 年 10 月份的观点，以三季度财报公布完毕后的净利润测算，全年业绩增长是 25%-30%之间；基于上述的业绩、估值的动态平衡测算，我们在月度策略报告中才可以不断提出，长期牛市遭遇“迷你熊”（9 月）、做多红十月，喜迎三季报（10 月）、震荡蓄势，布局跨年度行情（11 月）。

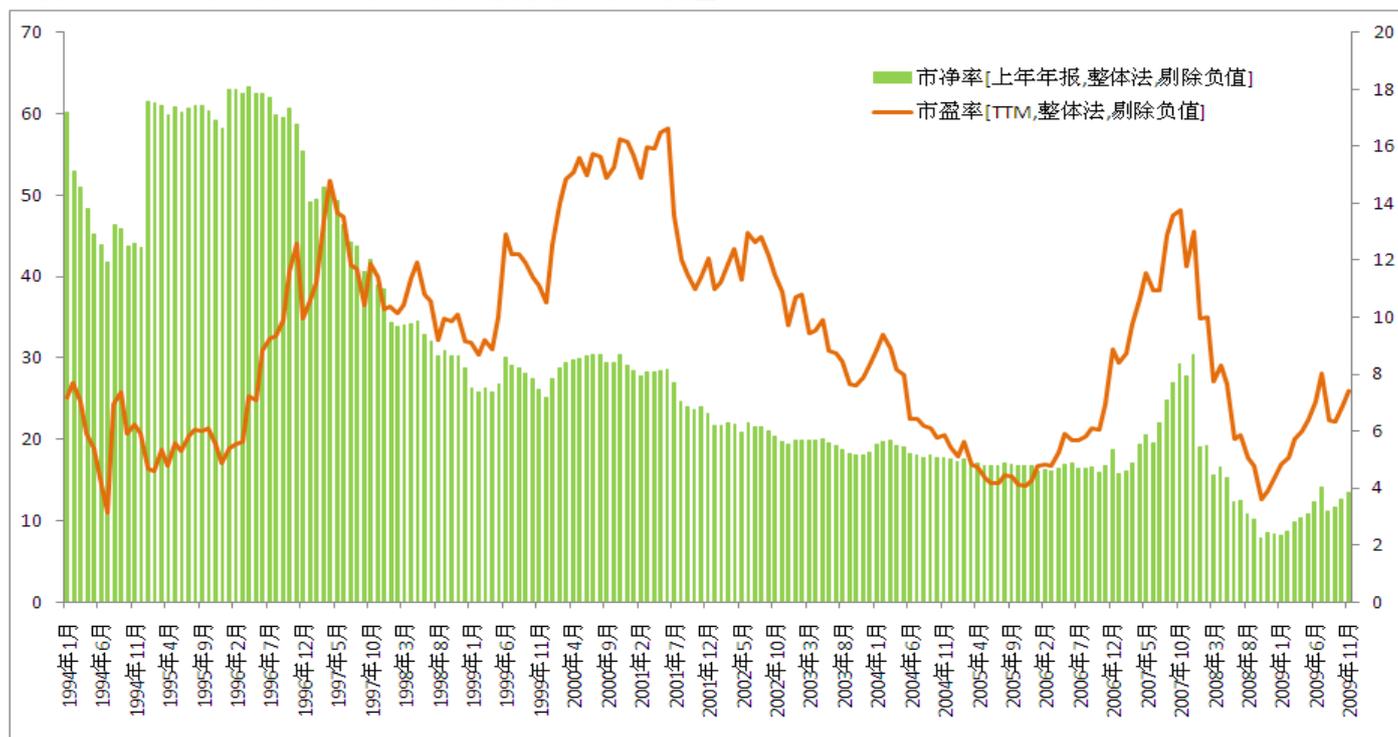
图表 44：2009 年下半年上证综指预测的动态平衡表

		2009 年 6 月 18 日基准日，上证综指 2854 点			
		6 月 18 日 PE	PE 预测		
上证综指 09 年下半年波 动区间	业绩增长预 测	PE0	PE1	PE2	PE3
		22.95	20.00	25.00	30.00
	10%	20.66	2763	3454	4145
	15%	19.51	2926	3658	4389
	20%	18.36	3109	3886	4663
	25%	17.21	3316	4145	4974
30%	16.07	3553	4441	5330	

3.2、A股市场2010年波动范围测算

考察A股市场1994年1月-2009年11月的历史PE/PB估值水平。1994年1月-2009年11月的历史PE/PB平均是31.67和8.39倍,1994年7月对应的PE和PB低点分别在11.16和1.62倍,2005年6月对应的PE和PB低点分别在16.17和1.72倍,2008年11月底对应的PE和PB分别在14.25和2.16倍附近。截至2009年11月底,A股市场的PE和PB分别为25.93和3.86倍,与我们《与牛共舞》策略报告静态25倍吻合。

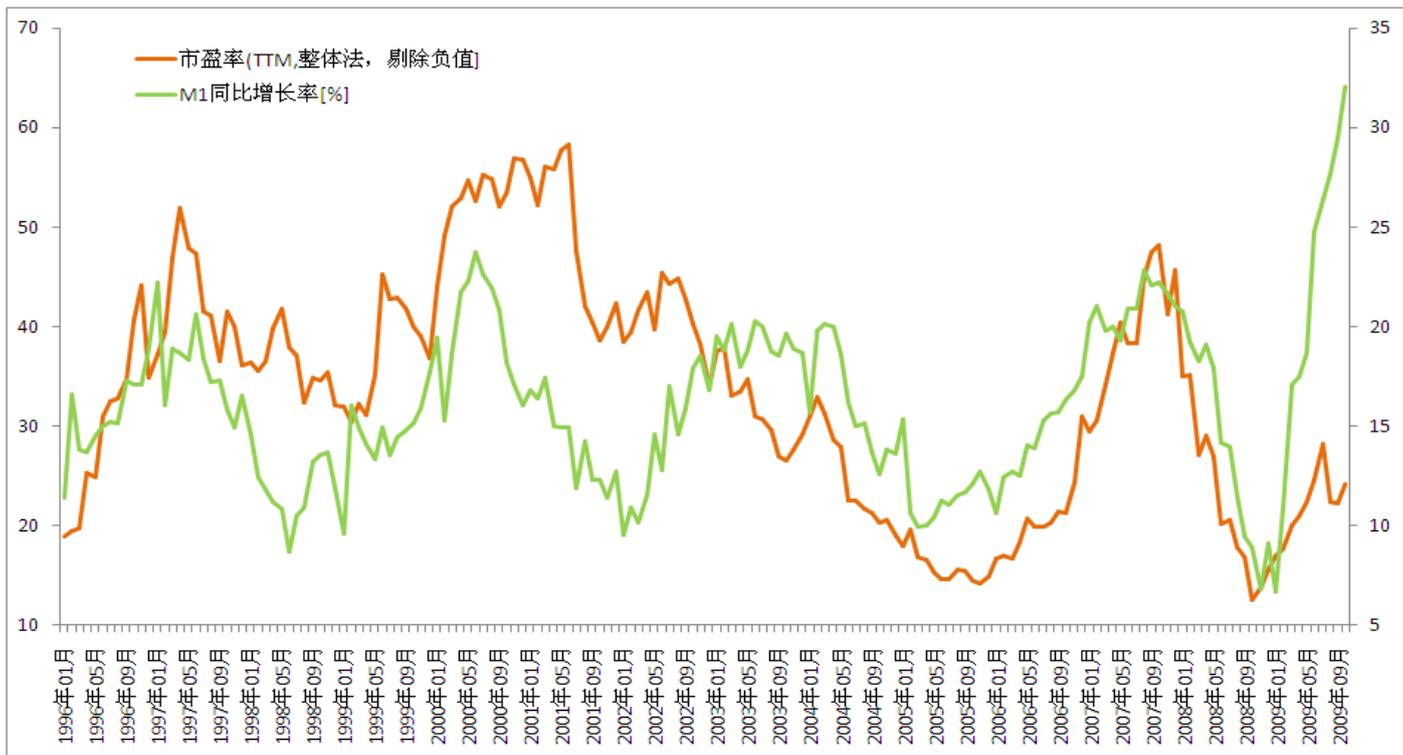
图表 45：1994年1月-2009年11月A股市场PE/PB估值



数据来源：宏源证券研究所

考察A股市场在资金周期推动下的估值水平。我们特别考察1998年6月-2002年1月、2006年1月-2008年11月两次M1波动周期下的A股市场估值水平。1998年6月-2002年1月期间,A股市场的平均PE和PB分别是44.40和4.65,2006年1月-2008年11月期间,A股市场的平均PE和PB分别是30.15和4.19。截至2009年10月底,M1同比增速32.03%创下历史最高水平,但是A股市场的PE估值却较前两次M1波动周期峰值下的PE明显偏低,PE仅为24.19倍。

图表 46：1996年1月-2009年5月A股市场市盈率和M1周期比较

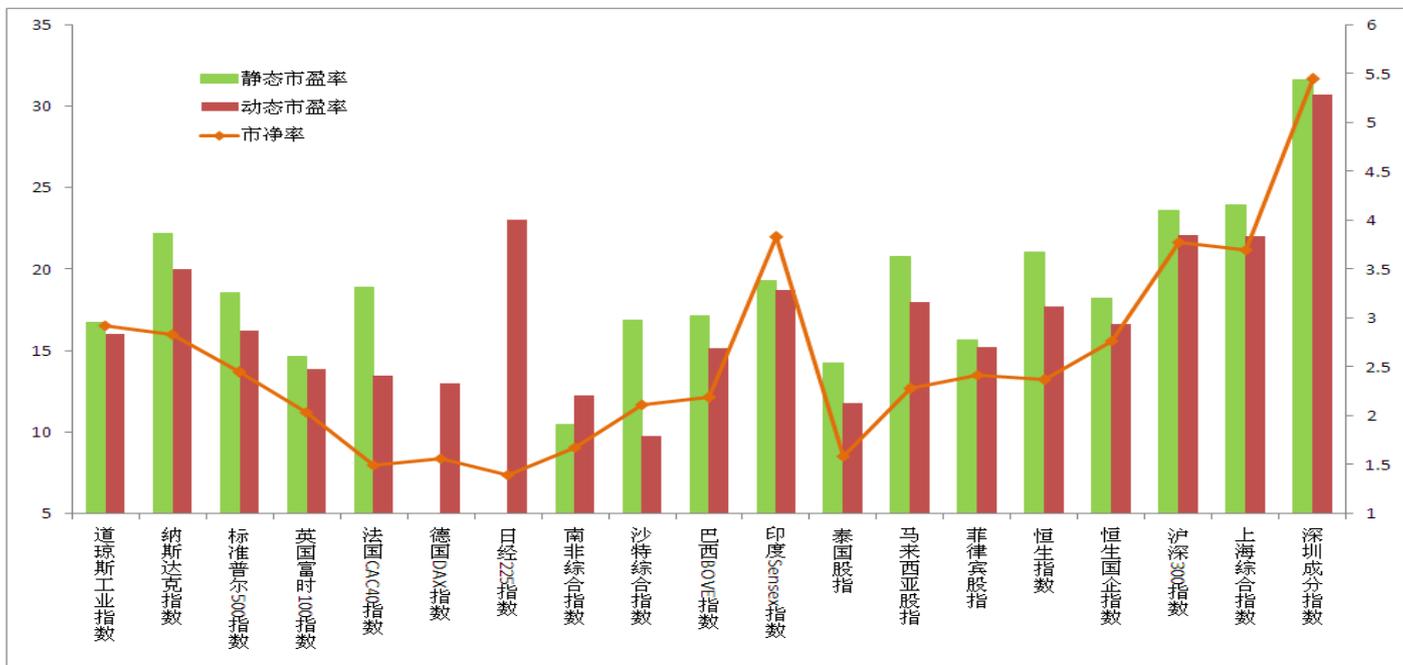


数据来源：宏源证券研究所

考察 A 股市场与主要经济体股票市场的估值比较。以香港、纽约市场等成熟资本市场的估值水平历史比较，在 1990-2006 年 17 年间，这两个市场的加权平均市盈率水平分别为 15 倍、19.86 倍，其波动范围为 10-27 倍、12-31 倍。即市盈率波动范围大约在 10-30 倍之间，20 倍市盈率可看作估值中枢。07 年 10 月份至 08 年底，由于金融危机影响，资本市场大幅下跌，目前两个市场的 PE 估值水平都已经下滑到估值下限附近。08 年底至今，纽约和香港市场均大幅反弹，截至 11 月底，标准普尔 500 指数的静态和动态 PE 分别为 18.55 倍和 16.25 倍，恒生指数的静态和动态 PE 分别为 21.05 倍和 17.70 倍。因此，PE10-20 倍区域是成熟资本市场长期估值的下箱体区域，这个区域对于依然将保持着全球最高 GDP 增速的 09 年 A 股市场是可以接受的。

重要的，我们考虑到 A 股市场在 2010 年的全流通比例将逐步由当前的 67.04% 增加至 88.80%，全流通比例的增加将进一步打压 A 股市场的估值中枢。

图表 47：全球主要资本市场指数的估值比较



数据来源：宏源证券研究所

综合 A 股历史估值、A 股流动性周期下的估值、国际比较的合理估值和全流通比例增加对估值的影响，我们认为动态 20 倍 PE 是 2010 年 A 股市场的估值中枢。

根据我们对 2009 年 A 股公司业绩增长 28% 的预测，2010 年 A 股公司业绩增长至少 15% 的预测，我们采用 15%、20% 和 25% 三个业绩增长假设进行估算，以 PE 水平 16 倍、20 倍、25 倍和 30 倍估算，以 12 月 07 日上证综指和沪深 300 指数的 3332 点、3669 点为基点，测算 2010 年 A 股市场下半年的波动区间。

图表 48：2010 年上证综指和沪深 300 指数动态预测平衡表

		2009 年 12 月 07 日基准日，沪深 300 指数 3669 点，2009 年业绩增长 28%			
		12 月 07 日 PE	PE 预测		
沪深 300 指数 2010 年波动区 间	2010 年业绩 增长预测	PE0[08 年业绩]	PE1	PE2	PE3
		28.11	16	20	25
	15%	17.20	3412	4265	5332
	20%	16.19	3626	4532	5665
	25%	15.18	3867	4834	6043
	30%	14.17	4144	5179	6474
			2009 年 12 月 07 日基准日，上证综指 3332 点，2009 年业绩增长 28%		
上证综指 2010 年波动区 间	2010 年业绩 增长预测	12 月 07 日 PE	PE 预测		
		PE0[08 年业绩]	PE1	PE2	PE3
		31.29	16	20	25
	15%	19.15	2784	3480	4350
	20%	18.02	2958	3697	4622
	25%	16.90	3155	3944	4930
	30%	15.77	3381	4226	5282

数据来源：宏源证券研究所

我们认为 2010 年 A 股市场的估值中枢是 20 倍，全年业绩增速至少 15%。所以，3500 点是上证综指的运行中枢，2800 点-4350 点是大概率运行区间；在业绩或流动性超预期或者类似股指期货等重大事件刺激之下，市场可能冲击 4500 点甚至更高空间。4250 点是 2010 年沪深 300 指数的运行中枢，3400 点-5300 点是大概率运行区间。

同时，综合 2010 年货币政策可能调整的时间窗口、限售股解禁特征、IPO 密集发行期、A 股公司业绩增长的季度差异和市场前期走势等多方面因素，我们认为市场前高后低的可能性较大：上半年的高点出现在 3-5 月之间，下半年的高点在 10 月-11 月之间。

四、2010 年 A 股市场投资风格及阶段热点板块分析

货币政策决定市场趋势，根据上证综指的历史走势与 M1/M2 增速的对比数据，两者呈现高度的正相关，特别是 1999 年的 5.19 行情、2007 年的牛市行情、2009 年的熊牛转换，M1/M2 同比增速也是创下较高的增长。财政政策决定市场投资热点，2008 年底的熊牛转换行情中，四万亿投资、十大产业振兴规划、经济复苏路径等为我们提供了很好的投资热点。2009 年底中央经济工作会议定调 2010 年积极的财政政策和适度宽松的货币政策，以“调结构”为重点，在确定了 2010 年 A 股市场的趋势之后，我们认为结构调整是 A 股市场 2010 年的投资主线之一，我们认为中国的经济结构调整主要包括消费结构调整、产业结构调整 and 区域结构调整三部分。此外，并购整合是 A 股市场 2010 年的第二条投资主线。

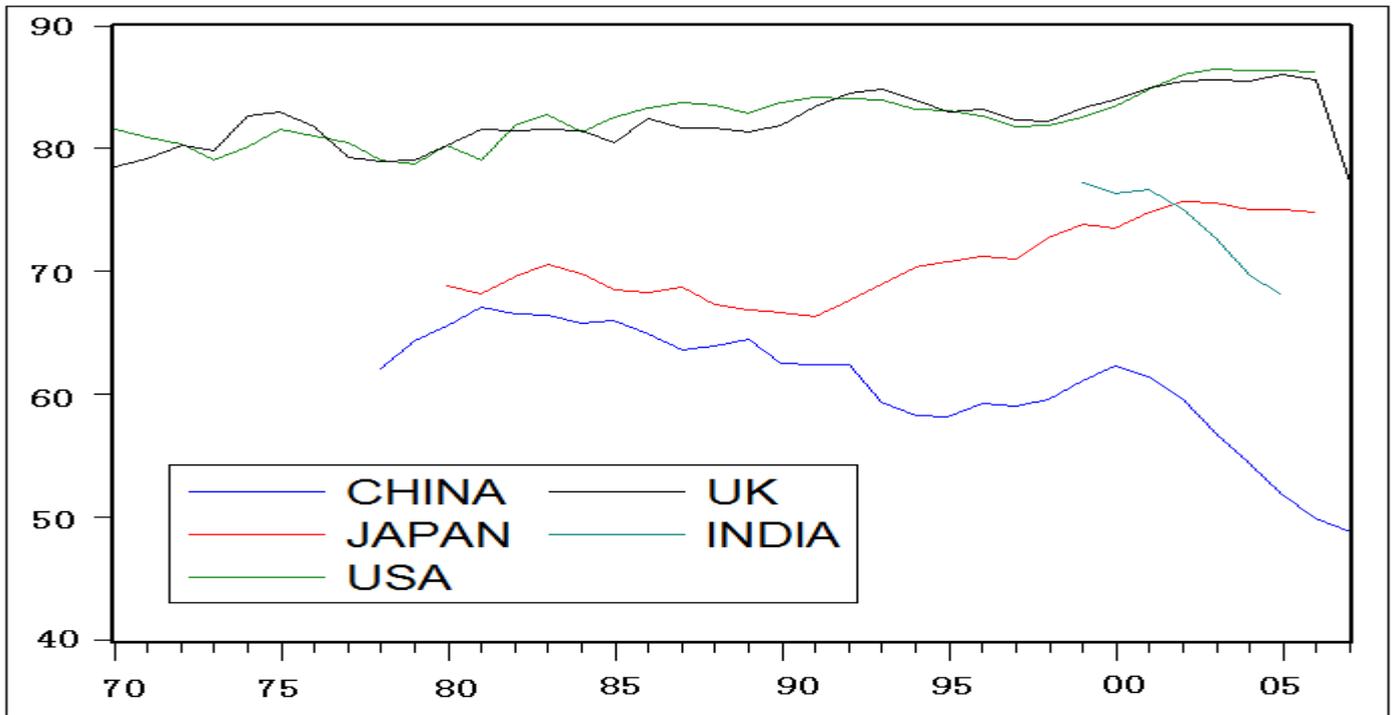
4.1、2010 年 A 股市场投资主线之一：经济结构调整

4.1.1、消费结构调整

2009 年的“扩内需，调结构”政策效果明显。截至 12 月初，1-11 月份的社会消费品零售总额为 112733 亿元，同比增长 15.3%，月度消费数据的稳定增长是 2009 年宏观经济数据的一大亮点。但是，长期以来中国的消费率一直偏低，明显偏离了世界经济发展的一般趋势和标准结构，消费率过低在一定程度上也加重了中国经济结构失衡的矛盾。

(1) 中国的消费率大大低于国际水平。据世界银行统计，2007 年世界平均消费率为 72.3%，而中国仅为 49.0%，比世界平均水平低 23.3 个百分点。与发达国家相比，中国消费率更是偏低，2005 年美国和日本消费率分别为 86.5% 和 75.2%，2006 年英国、德国和法国消费率分别为 86.4%、76.8% 和 80.4%。即使与发展中国家相比，中国消费率也仍然偏低，“金砖四国”中俄罗斯、印度和巴西 2007 年消费率分别为 67.0%、64.9% 和 75.7%。统计表明，东亚出口导向型经济体的消费率往往偏低，2007 年韩国、香港地区、泰国、马来西亚的消费率分别为 69.8%、68.0%、66.6%、62.9%，也明显高于中国。

图表 49：中国、英国、日本、印度和美国消费率比较（单位：%）

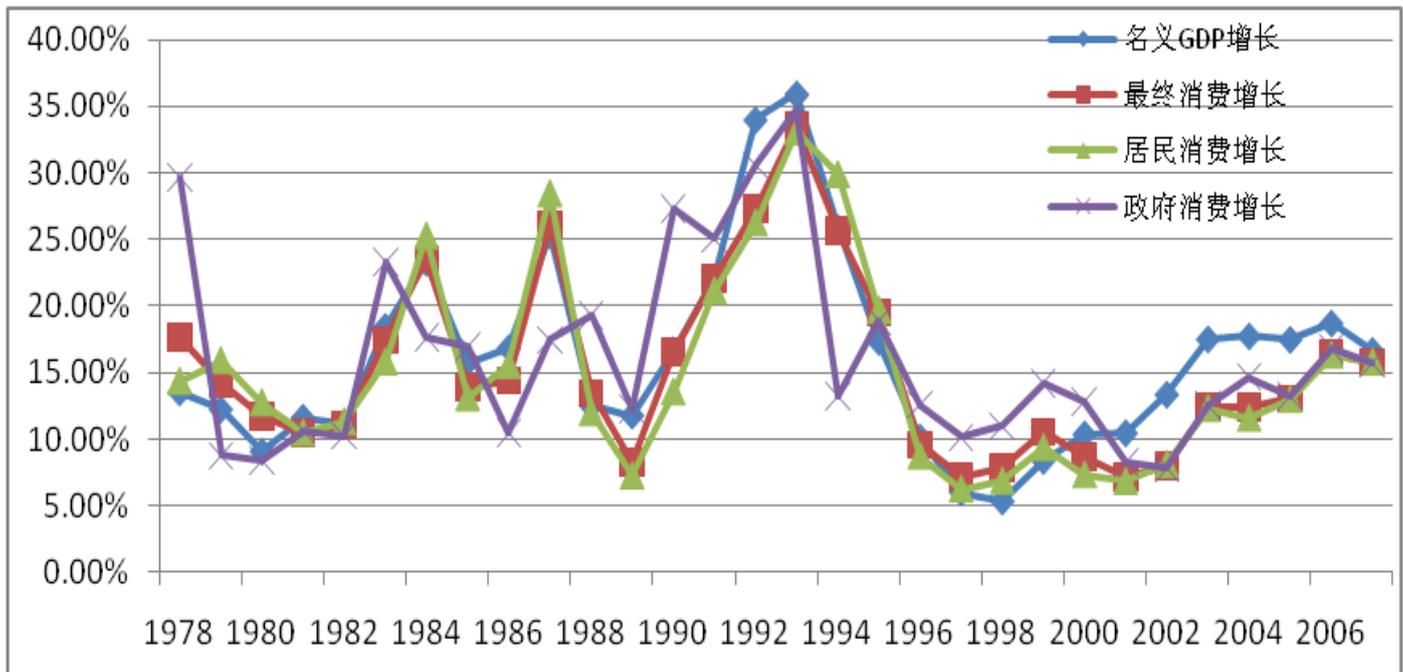


数据来源：宏源证券研究所

(2) 中国消费率近年呈明显的下降之势。1978 年中国消费率为 62.1%，1981 年升至改革开放以来的最高值 67.1%，此后长期在 58%-67% 的区间内小幅波动。进入新世纪后，中国经济经历了一个黄金发展期，但消费率却逐年下降，2000 年中国消费率为 62.3%，2008 年降至 48.6%，下降了 13.7 个百分点。但是从国际上看，在人均 GDP 从 1000 美元到 3000 美元左右的工业化中期阶段，居民消费率往往会显著上升，此后基本趋于稳定。例如，美国 1942 年人均 GDP 首次超过 1000 美元，1962 年达到 3144 美元，同期居民消费率从 1942 年的 54.9% 提高到 1960 年的 63%。

(3) 中国居民消费增长相对缓慢。纵观改革开放以来，2000 年以前消费增长基本与名义 GDP 增长同步，互有高低。进入 21 世纪后，虽然受 1997 年亚洲金融危机后通货紧缩的影响，2000 年消费增长延续了快于名义 GDP 增长的走势，但 2001 年以后消费增速一直低于名义 GDP 增速，二者差距最大达 2005 年的 5.33 个百分点，最小为 2008 年的 0.86 个百分点。从结构上看，改革开放以来多数年份居民消费的增速低于政府消费，以 1999-2008 年为例，10 年间仅 2003 和 2008 年居民消费增长分别比政府消费快 0.29 和 0.09 个百分点，其他年份均是政府消费增长更快，2001 年差距高达 5.47 个百分点。

图表 50：1978 年-2006 年中国消费增速与 GDP 增速比较



数据来源：宏源证券研究所

中国的消费率过低不仅加重了经济结构的失衡，而且导致经济增长过于依赖投资和出口的拉动。我们预期，2008年底以来政府为“保增长、扩内需、促消费”实施的一系列扩大消费举措，如家电下乡、汽车下乡、以旧换新等政策有望在2010年继续，并加大实施力度。

12月9日国务院总理温家宝主持召开的国务院常务会议，研究完善促进消费的八项政策措施：继续实施家电下乡政策、将汽车下乡政策延长实施至明年年底、家电以旧换新明年继续实施、继续实施农机具购置补贴政策、选择5个城市进行对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点、将减征1.6升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至2010年底、个人住房转让营业税征免时限由2年恢复到5年、部分人员社会保险补贴政策执行期延长1年。

图表 51：消费结构调整的亮点及其关注重点

重点领域	2010年继续关注的亮点	关注A股公司
地产	四个基本点-政策、成交量、房价、业绩；两个热点-通胀和人民币升值	保利地产、建发股份、滨江集团、亿城股份、ST鲁置业
汽车	把握行业结构变化，选择细分龙头；推荐中高级轿车、重卡和相关零配件	宇通客车、江淮汽车、福田汽车
家电	家电下乡、家电以旧换新带来的业绩提升	深圳华强、海立股份、盾安环境、广电信息
商业贸易	具备强势品牌和跨区域扩张的百货龙头、受益于家电下乡和3G的卖场、并购重组类公司	大厦股份、天音控股、苏宁电器、广州友谊、鄂武商
餐饮旅游	业绩稳定增长的行业龙头、主题事件刺激的题材概念、潜在的并购重组	首旅股份、黄山旅游
食品饮料	消费升级中有望获得价值重估的黄酒龙头公司、大众消费品的啤酒和乳业公司、潜在的并购重组	泸州老窖、古越龙山、深深宝A
医药生物	关注“独家”基本药物带来的业绩确定性增长、央企重组带来的题材热点	马应龙、华海药业、ST天方、太极集团
农林牧渔	业绩确定性增长和潜在的业绩改善	安琪酵母、中牧股份、好当家、新希望

数据来源：宏源证券研究所

4.1.2、产业结构调整

2008 年底以来，为应对国际金融危机，防止中国经济加速下滑，确保 2009 年中国经济增速在 8% 以上，国务院制定了“保增长、扩内需、调结构”的经济政策。继四万亿投资之后，国务院制定了十大重要产业的调整和振兴规划，即汽车、钢铁、装备制造、纺织、船舶、电子信息、轻工业、石化、有色金属和物流。除物流之外的九大产业在我国的国民经济中举足轻重：从经济总量上看，2007 年九大产业的工业增加值占全部产业工业增加值的比重接近 80%，占 GDP 的比重接近三分之一。从贡献上看，税收贡献占据 1/3 强，解决城镇从业人员占据 30%，同时对于解决三农问题、中小企业问题都起着举足轻重的作用。截至 12 月初，中国第三季度 GDP 同比增长 8.9%，前三季度同比增长 7.7%，实现全年 8% 的目标是没有悬念的。中国应对国际金融危机的一揽子计划取得了巨大成功：中国经济以鲜明的“V”型反转曲线在全球经济中率先划出一道靓丽的“上行线”。

2009 年 12 月初的中央经济工作会议定调积极的财政政策和适度宽松的货币政策，政策重点从“保增长”向“调结构”倾斜：在 2009 年上半年十大产业振兴规划之后，当前正在酝酿《新能源振兴规划》和《促进民间投资规划》，同时温家宝总理多次组织新兴战略性新兴产业发展座谈会，提出把争夺经济科技制高点作为战略重点，把科技创新投资作为最重要的战略投资，把发展高新技术及产业作为带动经济社会发展的战略突破口，提出了五大战略性新兴产业方向：新能源产业、可再生能源技术、节能减排技术、清洁煤技术及核能技术、新能源汽车；传感网、物联网、信息网络产业；微电子和光电子材料和器件、新型功能材料、高性能结构材料、纳米技术和材料；由生命科学推动的农业和医药产业发，如新药物研发和先进医疗设备制造；空间、海洋和地球深部探索技术等。

十大产业、新能源和节能产业、五大战略性新兴产业的部分细节行业是重合的，这是从不同的层次和角度多方位强化产业结构调整的重点和方向。按图索骥，我们认为这些产业结构调整的重点和方向就是 2010 年 A 股市场的投资热点。

图表 52：十大产业振兴规划亮点及其关注重点

十大产业	2010 年继续关注的亮点	关注 A 股公司
汽车	支持大型汽车企业集团进行兼并重组，支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模；今后 3 年中央安排 100 亿元专项资金，重点支持企业技术创新、技术改造和新能源汽车及零部件发展；实施新能源汽车战略。	中国重汽、宇通客车、江淮汽车、福田汽车
钢铁	推进企业联合重组，培育具有国际竞争力的大型和特大型钢铁集团。	宝钢股份、柳钢股份
装备制造	依托高效清洁发电、特高压变电、煤矿与金属矿采掘、天然气管道输送和液化储运、高速铁路、城市轨道交通等领域的重点工程，有针对性地实现重点产品国内制造。	徐工机械、三一重工、中国南车、威海广泰
纺织	推进高新技术纤维产业化，提高纺织装备自主化水平，培育具有国际影响力的自主知名品牌；东部沿海地区要重点发展技术含量高、附加值高、资源消耗低的纺织产品。	鲁泰 A、山东如意、黑牡丹
船舶	强强联合，鼓励兼并收购。	广船国际、中海发展、长航油运
电子信息	六大工程：集成电路产业技术水平和产能提升、平板产业升级和彩电工业转型、新一代移动通信（TD-SCDMA）产业完善、数字电视推广应用和产业链建设、计算机和下一代互联网应用、软件及信息服务培育。	中兴通讯、烽火通信、亿阳信通、广州国光、法拉电子、大唐电信
轻工业	降低酒及酒精、化妆品、贵重首饰、高档手表等商品的消费税，提高进口高档消费品关税；将“家电下乡”产品扩大到所有家电产品和节能照明电器、燃气具等；提高家电、家具、皮革、五金等轻工 631 项商品的出口退税率。	深圳华强、海立股份、盾安环境、广电信息
石化	调整化肥农药生产结构，完善化肥淡储制度；抓紧组织实施在建炼油、乙烯重	冠农股份、利尔化学、诺普信、江

	大项目；停批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目。	山股份、山西三维
有色金属	加快建设覆盖全社会的有色金属再生利用体系，发展循环经济，提高资源综合利用水平；促进企业重组，优化产业布局。	金钼股份、中金岭南、铜陵有色
物流	加快企业兼并重组，培育大型现代物流企业；九大重点工程：包括多式联运和转运设施、物流园区、城市配送、大宗商品和农村物流、制造业和物流业联动发展、物流标准和技术推广、物流公共信息平台、物流科技攻关、应急物流等。	中储股份、重庆港九、天津港、怡亚通、外运发展

数据来源：宏源证券研究所

图表 53：新能源和节能产业亮点及其关注重点

重点领域	归属子行业	2010 年继续关注的亮点	关注 A 股公司
新能源	太阳能	我国已出台了許多政策来扶持和引导新能源行业的快速发展；“产能过剩”仅仅是表面现象，新能源行业仍将保持高景气度的发展；加大核电建设力度	南坡 A、乐山电力、川投能源、航天机电、天威保变、方兴科技、新华光、拓日新能
	风能		长征电气、湘电股份、天马股份、方圆支承、金风科技
	核能		东方电气、上海电气、哈空调、奥特迅、沃尔核材
	新能源汽车		杉杉股份、包钢稀土、科力远、中炬高新、福田汽车
智能电网	智能电网	国家电网公布“智能电网”的发展计划，并初步披露了其建设时间表；特高压电网、电网控制、柔性输电、分布式电源等细分行业	国电南自、思源电气、东源电器、荣信股份、奥特迅、智光电气、特变电工、天威保变
工业节能	余热锅炉	IGCC 与 CCS 是解决该过程中节能减排问题的唯一方向。IGCC 的关键设备包括气化炉、燃气轮机、空气分离装置与余热锅炉	海陆重工、华光股份、东方电气
	清洁煤技术		海陆重工、东方电气
建筑节能	节能灯及元器件	《建筑节能三年规划》正在制定中，预计将出台相关的补贴及税收优惠政策。在建筑节能领域，建议重点关注建筑节能材料、光伏建筑一体化、节能灯等相关细分行业	浙江阳光、方大 A、三安光电、士兰微、法拉电子
	节能材料		烟台万华、双良股份、海螺型材
	智能建筑及其他		泰豪科技、延华智能、中航三鑫
环保行业	脱硫脱销除尘	政策支持、行业快速增长；即将制定的“十二五”规划中提出更高的目标，并带动产业的快速发展	龙净环保、菲达环保、众合机电
	固废处理		南海发展、城投控股
	污水处理		首创股份、南海发展、城投控股、中山公用、蓝星清洗、
森林碳汇	林业	森林碳汇引发国内、国外木材供应减少，预期木材价格上行	永安林业、升达林业
CDM	CDM	CDM 相关企业来将通过碳排放权交易获得收益、行业快速增长	三爱富、巨化股份、柳化股份、兴化股份

数据来源：宏源证券研究所

图表 54：五大战略性新兴产业亮点及其关注重点

五大战略性新兴产业	2010 年继续关注的亮点	关注 A 股公司
新能源产业、可再生能源技术、节能减排技术、清洁煤技术及核能技术、新能源汽车	主题投资的交易型机会	奥特迅、海陆重工、三安光电、泰豪科技、福田汽车
传感网、物联网、信息网络产业		望远谷、厦门信达、新大陆、大唐电信、东信和平
微电子和光电子材料和器件、新型功能材料、高性能结构材料、纳米技术和材料		烟台万华、双良股份、海螺型材、泰豪科技、延华智能、中航三鑫
由生命科学推动的农业和医药产业发，如新药物研发和先进医疗设备制造		华海药业、ST 天方、太极集团

数据来源：宏源证券研究所

4.1.3、区域结构调整

2008 年底至今，为了应对国际金融危机，培育中国新的经济增长极，继 4 万亿投资、十大产业振兴规划之后，国务院区域振兴规划落子如飞，开始全面覆盖中国内地。仅在 2009 年，国务院就先后批准或者强化了上海双中心、滨海新区、成渝新区、深圳综改试验区、海西区、横琴岛、江苏沿海经济带、关中-天水经济区发展规划、辽宁沿海经济带、长吉图和黄河三角洲等 11 个区域振兴方案。截止 2009 年 11 月底，中国陆续打出了 14 张区域振兴牌，即上海双中心、滨海新区、重庆和成都试验区、武汉城市圈和长株潭、北部湾、珠江三角洲、海西经济区、深圳综改试验区、江苏沿海、横琴岛、关中-天水、辽宁沿海、长吉图、黄河三角洲。

一方面，区域振兴规划更加注重横向布局，以点带面，以区域经济带动周边经济达成政策合力和产业协同效应；另一方面，区域振兴与开发、区域产业布局政策、缩小东中西部地区经济差距形成自上至下的政策布局和施政导向，注重区域经济和产业经济的协调发展。

延伸到 A 股市场的投资机会上，我们认为可以把握三条主线：其一，以区域振兴的基础设施建设角度挖掘，重点关注基建和地产；其二，以区域振兴的产业政策导向为基础进行挖掘，如上海双中心是以金融和航运为产业导向，滨海新区是以装备制造业为产业导向；其三，挖掘区域内的并购重组预期。多数的 ST 和*ST 上市公司或者夕阳产业上市公司，会在地方国资委的产业整合意图下完成资产置换类型的并购重组。但是，对于此类公司的挖掘应以确定性的机会为主，即董事会公告并购重组预案的公司是关注重点，在并购重组预案公布至并购重组完成的至少十个月内，这类公司存在潜在的交易型机会和价值投资机会。

图表 55：2009 年 11+1 中国区域振兴牌和关注重点[注解]

区域	国务院政策	重点关注行业	关注 A 股公司
成渝城乡统筹综合配套改革试验区	2 月 5 日《关于推进重庆统筹城乡改革发展的若干意见》	地产和基建、装备制造、金融服务	渝开发、重庆路桥、ST 东源
上海双中心	4 月 29 日《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》	金融服务、装备制造、航运、地产、基建、	上港集团、*ST 雅砻、浦东建设、上实医药、中西药业、上海医药、城投控股
海峡西岸经济区	5 月 14 日《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》	地产和基建、交通运输	华盛达、建发股份
深圳综改试验区	5 月 15 日《深圳综改试验区》	地产	深天健、华侨城、招商地产
江苏沿海	6 月 10 日《江苏沿海地区发展规划》	汽车、港口、地产	江淮汽车、芜湖港、苏州高新
横琴岛	6 月 24 日《横琴总体发展规划》	地产、基建、小商品制造	华发股份、珠海中富、东信和平、世荣兆业、*ST 海星
关中-天水	6 月 25 日《关中-天水经济区发展规划》	装备制造、基建	秦川发展、祁连山、西飞国际、航天动力
辽宁沿海	7 月 1 日《辽宁沿海经济带发展规划》	港口、地产、商业	锦州港、亿城股份、铁龙物流
滨海新区	11 月 10 日《国务院批复同意天津调整滨海新区行政区划》	装备制造业、地产、基建	天保基建、中环股份、泰达股份、鑫茂科技
长吉图	11 月 17 日《以长吉图为开发开放先导区的中国图们江区域合作开发规划纲要》	地产、建材、商业、装备制造	苏宁环球、亚泰集团、欧亚集团、一汽轿车

黄河三角洲	12月3日《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》	装备制造、地产、基建	ST鲁置业
新疆区域[注解]	基于预期	基建、农业	中粮屯河、冠农股份、新中基

数据来源：宏源证券研究所 [注解]：2009年政府提出或者强化的区域振兴牌不包括新疆区域，这里提出是基于预期。

4.2、2010年A股市场投资主线之二：并购重组

2008年9月，A股公司的资产注入和增发方式开始出现转变：从对特定机构投资者或二级市场定向增发股份购买大股东或关联股东资产转向对大股东或关联股东定向增发股份购买其资产。前者，大股东或关联股东对上市公司的控股权被稀释，大股东或关联股东实现高位减持，即注入资产的高位套现。后者，大股东或关联股东通过资产注入或者资产置换方式实现对上市公司控股权的加强，大股东或关联股东实现股价低位增持，即注入资产的低位增持。

产业资本资产注入和增发方式的转变，给A股市场带来了趋势性的熊牛转换和股价大幅上涨的投资机会。截至12月11日，自1664点反弹以来，上证综指累计上涨95.13%，A股公司涨幅前20家股票中，14家或70%是资产重组类股票，且涨幅均高于580%。

数据显示，2008年7月至2009年11月底，累计202家A股公司提出重大资产重组预案或草案。2009年1月以来，有176家公司提出重大资产重组预案或草案，其中16家公司重组失败。按照2009年已提出的重大资产重组预案计算，通过并购重组注入上市公司的资产共计约1248亿元，有望增加上市公司总市值13250亿元，相关公司平均每股收益提高78%。

资产重组类公司，对重组主体和A股公司公告细节的掌握是布局这类公司的重点。从公告细节上看，对大股东或关联股东定向增发股份购买其资产类型的重大资产重组，从时间周期上看约10个月左右，从重组进程上看，要经历A股公司股权变动、董事会预案、股东大会通过、证监会审批、资产置换和增发完成、股权变动等若干环节。以已经完成重大资产重组的公司涨幅看，500%的涨幅是8个月的平均涨幅，10个月期间股价是震荡上涨的过程。在这个过程中，最大的风险来自于证监会并购重组委员会的审批和股价短期涨幅过大的回调。重要的公告细节是注入资产的实际价格与预估价格、注入资产的盈利能力、非公开发行价格与当前股价、大股东对2009-2011年三年内注入资产盈利能力的预测和补充条款等。

从重组主体上看，中央国资企业、地方国资企业资产购买力日益增强，重组交易规模逐年增长，对全国乃至境外市场的整合能力不断提高，小公司大集团的民营类A股公司在并购重组中的交易更加活跃，重组交易规模也呈现较大的上升趋势。因此，央企整合、区域整合和小公司大集团的民营企业整合是后期资产重组的重点。

根据央企整合目标，中央企业在2010年底达到80-100家左右的规模，2010年的重组力度必然增大，但是我们预计央企2010年的重组多涉及控股股东层面，A股公司仅是控制权发生转移，这类公司一定要紧盯公司公告的《详式权益变动报告书》，针对有重组意向的上市公司，按照重组进程的公告进行把握。

图表 56：《详式权益变动报告书》的关注要点

	章节	关注要点
第一部分	释义	
第二部分	信息披露义务人介绍	控股股东的背景

第三部分	权益变动的决定及目的	控股股东是否有以上市公司为平台整合产业链计划；12月之内是否有这种计划。
第四部分	权益变动方式	一是股权无偿划转，债务等如何处置；二是股权拍卖或购买，其购买价格与股价对比。
第五部分	权益变动资金来源	
第六部分	后续计划	是否拟在未来12个月内改变上市公司主营业务或者对上市公司主营业务作出重大调整；未来12个月内是否拟对上市公司或其子公司的资产和业务进行出售、合并、与他人合资或合作的计划，或上市公司拟购买或置换资产的重组计划。
第七部分	对上市公司影响的分析	五分开、五独立；关联交易、同业竞争如何处置。
第八部分	与上市公司之间的重大交易	
第九部分	前6个月内买卖上市交易股份的情况	
第十部分	信息披露义务人的财务资料	控股股东的背景
第十一部分	其他重大事项	
第十二部分	备查文件	

数据来源：宏源证券研究所

区域整合，主要参考三条主线：其一，以区域振兴的基础设施建设角度挖掘，重点关注基建和地产；其二，以区域振兴的产业政策导向为基础进行挖掘，如上海双中心是以金融和航运为产业导向，滨海新区是以装备制造业为产业导向；其三，挖掘区域内的并购重组预期。多数的ST和*ST上市公司或者夕阳产业上市公司，会在地方国资委的产业整合意图下完成资产置换类型的并购重组。但是，对于此类公司的挖掘应以确定性的机会为主，即董事会公告并购重组预案的公司是关注重点，在并购重组预案公布至并购重组完成的至少十个月内，这类公司存在潜在的交易型机会和价值投资机会。

小公司大集团的民营企业整合，主要集中在地产、商业贸易、有色金属和煤炭等行业，挖掘确定性的重组机会也是针对有重组意向的上市公司，按照重组进程的公告进行把握。

图表 57：有重组意向的上市公司，按照重组进程的公告进行把握

	阶段	央企整合	区域并购整合	民营公司并购整合
并购重组	A股公司股权变动	中成股份、平高电气	天山纺织	
	董事会预案、股东大会通过	长春一东、贵航股份、东安黑豹、高淳陶瓷、首旅股份	合肥城建、海泰发展、芜湖港、*ST唐陶、*ST国祥	鑫茂科技、刚泰控股、天业股份、三普药业、万好万家
	证监会审批通过	国投电力、华侨城A、轴研科技、ST长岭、ST宇航	*ST雅砻、ST耀华、鲁信高新、蓝星清洗	*ST海星、万泽股份
	资产置换、增发完成	中兵光电	宁波富达、信达地产、阳光城、天保基建、ST鲁置业、嘉凯城、黑牡丹、延长化建	ST中润、众合机电、广州冷机

数据来源：宏源证券研究所

五、宏源证券 2010 年 A 股投资策略股票池

5.1、宏源证券 2010 年 A 股主题投资股票池

我们预计，2010 年依然应该坚持“淡化指数、主题投资”的投资思路，紧紧围绕国家“加快经济发展方式转变和经济结构调整”政策和并购重组进行细分主题投资，把握交易型机会。据此，推出宏源证券 2010 年 A 股主题投资股票池。

图表 58：宏源证券 2010 年 A 股主题投资股票池

	重点领域	关注 A 股公司
消费结构 调整	地产	保利地产、建发股份、滨江集团、亿城股份、ST 鲁置业
	汽车	宇通客车、江淮汽车、福田汽车
	家电	深圳华强、海立股份、盾安环境、广电信息
	商业贸易	大厦股份、天音控股、苏宁电器、广州友谊、鄂武商
	餐饮旅游	首旅股份、黄山旅游
	食品饮料	泸州老窖、古越龙山、深深宝 A
	医药生物	马应龙、华海药业、ST 天方、太极集团
	农林牧渔	安琪酵母、中牧股份、好当家、新希望
区域结构 调整	成渝城乡统筹综合 配套改革试验区	渝开发、重庆路桥、ST 东源
	上海双中心	上港集团、*ST 雅砻、浦东建设、上实医药、中西药业、上海医药、城投控股
	海峡西岸经济区	华盛达、建发股份
	深圳综改试验区	深天健、华侨城、招商地产
	江苏沿海	江淮汽车、芜湖港、苏州高新
	横琴岛	华发股份、珠海中富、东信和平、世荣兆业、*ST 海星
	关中-天水	秦川发展、祁连山、西飞国际、航天动力
	辽宁沿海	锦州港、亿城股份、铁龙物流
	滨海新区	天保基建、中环股份、泰达股份、鑫茂科技
	长吉图	苏宁环球、亚泰集团、欧亚集团、一汽轿车
	黄河三角洲	ST 鲁置业
	新疆区域[注解]	中粮屯河、冠农股份、新中基、ST 中葡
十大产业 振兴规划	汽车	宇通客车、江淮汽车、福田汽车
	钢铁	宝钢股份、柳钢股份
	装备制造	徐工机械、三一重工、中国南车、威海广泰
	纺织	鲁泰 A、山东如意、黑牡丹
	船舶	广船国际、中海发展、长航油运
	电子信息	中兴通讯、烽火通信、亿阳信通、广州国光、法拉电子、大唐电信
	轻工业	深圳华强、海立股份、盾安环境、广电信息
	石化	冠农股份、利尔化学、诺普信、江山股份、山西三维
	有色金属	金钼股份、中金岭南、铜陵有色
	物流	中储股份、重庆港九、天津港、怡亚通、外运发展
新能源	南玻 A、乐山电力、川投能源、航天机电、天威保变、方兴科技、新华光、拓日新能、长征电气、湘电股份、天马股份、方圆支承、金风科技、东方电气、上海电气、哈空调、奥特迅、沃尔核材、杉杉股份、包钢稀土、科力远、中炬高新、福田汽车	

新 能 源 和 节 能 产 业	智能电网	国电南自、思源电气、东源电器、荣信股份、奥特迅、智光电气、特变电工、天威保变		
	工业节能	海陆重工、华光股份、东方电气		
	建筑节能	浙江阳光、方大 A、三安光电、士兰微、法拉电子、烟台万华、双良股份、海螺型材、泰豪科技、延华智能、中航三鑫		
	环保行业	龙净环保、菲达环保、众合机电、首创股份、南海发展、城投控股、中山公用		
	森林碳汇	永安林业、升达林业		
	CDM	三爱富、巨化股份、柳化股份、兴化股份		
五 大 战 略 性 新 兴 产 业	新能源产业、可再生能源技术、节能减排技术、清洁煤技术及核能技术、新能源汽车	奥特迅、海陆重工、三安光电、泰豪科技、福田汽车		
	传感网、物联网、信息网络产业	望远谷、厦门信达、新大陆、大唐电信、东信和平		
	微电子和光电子材料和器件、新型功能材料、高性能结构材料、纳米技术和材料	烟台万华、双良股份、海螺型材、泰豪科技、延华智能、中航三鑫		
	由生命科学推动的农业和医药产业发，如新药物研发和先进医疗设备制造	华海药业、ST 天方、太极集团		
	空间、海洋和地球深部探索技术	中国卫星		
并 购 重 组	阶段	央企整合	区域并购整合	民营企业并购整合
	A 股公司股权变动	中成股份、平高电气	天山纺织	
	董事会预案、股东大会通过	长春一东、贵航股份、东安黑豹、高淳陶瓷、首旅股份	合肥城建、海泰发展、芜湖港、*ST 唐陶、*ST 国祥	鑫茂科技、刚泰控股、天业股份、三普药业、万好万家
	证监会审批通过	国投电力、华侨城 A、轴研科技、ST 长岭、ST 宇 航	*ST 雅砻、ST 耀华、鲁信高新、蓝星清洗	*ST 海星、万泽股份
	资产置换、增发完成	中兵光电	宁波富达、信达地产、阳光城、天保基建、ST 鲁置业、嘉凯城、黑牡丹、延长化建	ST 中 润、众合机电、广州冷机

数据来源：宏源证券研究所 [注解]：2009 年政府提出或者强化的区域振兴牌不包括新疆区域，这里提出是基于预期。

5.1 宏源证券 2010 年蓝筹十佳

在契合以上投资主题的基础上，我们按照“稳健增长的行业龙头”标准选出“宏源证券 2010 年蓝筹十佳”：

张裕 A、泸州老窖、海信电器、一汽轿车、中兴通讯、苏宁电器、冠农股份、中粮屯河、兴业银行、中联重科

张裕 A (000859)：12 月 4 日收盘价为 69.90 元。公司定位高端的战略决策是适合行业本质的制胜之道；“解百衲”官司尘埃落定，有利于公司知名度和业绩提升；张裕公司股权结构合理，有利于大小股东利益保持一致性。预计公司 2009 年、2010 年每股收益为 2.10 元和 2.52 元，对应动态市盈率 33 倍和 28 倍，给与“增持”评级。

泸州老窖 (000568)：12 月 4 日收盘价为 37.30 元；股东结构合理化，高管股权激励值得期待；预计 2009 年和 2010 年的主营业务每股收益 1.04 元和 1.28 元，华西证券 2009 年贡献收益 2.46 亿元，折合每股收益 0.18 元，加总看，公司 2009 年、2010 年每股收益 1.22 元、1.36 元，对应动态市盈率 30.5 倍和 27 倍，考虑到股权激励等因素，给与“买入”评级。

海信电器 (600060)：12 月 4 日收盘价 22.98 元。以液晶和等离子为主的平板电视进入普及时期，是推动公司业绩增长的源动力；公司平板电视销量连续 4 年居国内之首。市场占有率超过 15%；公司在液晶电视模组和机芯等核心部件的研发和生产方面优势明显，随着“信芯”、LCM 模组、LED 背光源等自主技术和产品的不断推出，成

本处于行业较低水平，并还将不断降低；相比同行业其他黑电公司，海信的费用控制和资产周转能力领先。预计公司 2009-2010 年 EPS 将达到 0.76 元和 0.92 元，对应市盈率分别为 30.24 倍和 25 倍。给与“买入”评级。

一汽轿车（000800）：12 月 4 日收盘价 25.1 元。公司产品排量大部分在 1.6L 以上，受益于明年中高排量轿车的稳定增长；一汽集团整体上市预期。中国第一汽车集团公司的 2.16 亿股将于 2010 年 4 月 12 日解禁。预测 2009-2011 年每股收益：0.81、1.20、1.40 元，给予“增持”的投资评级。

中兴通讯（000063）：12 月 4 日收盘价为 39.6 元；相对均衡的格局可能将使运营商进入历史上竞争最为激烈的阶段，中兴通讯在国内 3G 市场份额达到 29%，居市场第一，国内建网标杆效应，在海外市场将有所体现，逐渐推动公司步入国际通信市场主流，在全球通信设备市场中份额有望扩大，发展空间大幅提升；公司 2010 年 2 月 12 日认股权证行权；看好中兴通讯长期投资价值，并维持公司 09-11 年盈利预测，EPS 分别为 1.35 元、1.61 元和 1.96 元，维持“买入”评级。

苏宁电器（002024）：12 月 04 日收盘价 19.16 元；以旧换新政策 8 月开始启动，09 年苏宁以旧换新销售额 30.9 亿元，占全国 33% 以上的份额，成为全国家电以旧换新销售冠军。苏宁目前推进的第二次转型推进，为其未来的发展打开了新的空间——无论是品类经营，还是市场空间（向三四级市场推进），或者消费群体（满足差异化人群的消费需求），都将豁然开朗。保守预计未来 3 年的复合增长率将在 25% 左右。2010 年 8 月 10 日有 12.84 亿股限售股解禁，占总股本比例为 28.61%。2009-2011 年每股收益为 0.64/0.80/0.87。按照 10 年行业平均市盈率 30 倍/2010 年行业预测市盈率计算，未来 6 个月合理目标价为 24 元，维持公司“买入”评级。

冠农股份（600251）：近期印度与俄罗斯钾肥生产商签订了 460 美元/吨的到岸价格。目前我国的钾肥价格已经低于 460 美元/吨，相较于国际钾肥价格而言跌幅较大，此次印度钾肥合同的签订，将有力推动国内钾肥价格上升，由此我们认为明年国内的钾肥价格将重回 3300 元/吨以上。冠农股份持有国投罗钾 20.3% 的股权，国投罗钾一期年产 120 万吨硫酸钾工程预计在 2010 年将完全达到设计产能。二期工程预计在 2013 年建成投产，计划在一期工程的基础上生产 60 万吨硫酸钾和 110 万吨硫酸钾镁肥。在国内钾肥高度稀缺的情况下，国投罗钾的产能不断提升与钾肥价格反弹，是推动冠农股份业绩快速增长的源动力。我们预计 2009、2010、2011 年度公司每股收益将为 0.03、1.10 和 1.56 元，以当前股价 27.7 元计，对应动态 PE 分别为 923、25 和 17.7 倍，给予“买入”评级。

中粮屯河（600737）：12 月 4 日收盘价 16.99 元。公司是国内最大番茄酱生产商和出口商，随着国外经济环境好转，公司业绩有望大幅提升。公司于公司背靠中粮集团，在产业低谷期进行并购或重组，产能大幅增加，成本将降低。公司的甜菜糖业务 09 年上半年实现环比减亏，09 年全年甜菜糖业务将实现扭亏，为公司贡献净利润。预计公司 2009-2010 年 EPS 将达到 0.42 元和 0.51 元，对应市盈率分别为 40 倍和 33 倍。给与“买入”评级。

兴业银行（601166）：12 月 4 日收盘价为 39.97 元。公司的重要看点是对市场机会的把握和突出的成本控制能力，同业资金、能效贷款、中小企业业务等富有特色；公司拟进行配股补充核心资本，为未来 3 年的发展打下基础，且对股本的摊薄极为有限；预期 09—11 年 EPS 2.59、3.04、3.95 元；增持。

中联重科 (000157)：12月4日收盘价 26.22 元。产能释放，海外业务回暖。2010 将释放产能。2010 年公司 在建产业园将提升公司大部分产品的产能，在 2010 年产品需求稳定增长的局面下将提升公司业绩弹性。公司同样 受益于基建和房地产投资增长。公司产品以混凝土机械和汽车起重机为主，在混凝土机械方面与三一重工形成垄断 局面，近几年公司汽车起重机销量增速超越行业，不断抢占市场份额，2010 年公司将充分受益于下游行业的需求增 长。意大利 CIFA 经营将逐步回暖。2009 年中期开始 CIFA 收入出现比较明显的环比回升，预期 2010 年将保持这一 趋势。预计 09-10 年 eps 为 1.34、1.58、1.79 元/股，目标价格 35 元；买入。

5.2 宏源证券 2010 年成长十佳

在契合以上投资主题的基础上，我们按照“快速成长的中小市值股”标准选出“宏源证券 2010 年成长十佳”：

黑牡丹、嘉宝集团、江淮汽车、华域汽车、太极集团、科陆电子、杉杉股份、亿阳信通、山西三维、威海广泰

黑牡丹 (600510)：12月4日收盘价 12.41 元。中央政府“放宽中小城市和城镇户籍限制”的政策导向，一线 城市房价泡沫的挤出效应，三线房地产市场的加速发展值得期待。09 年初，通过定向增发，大股东注入了常州高 新城市建设投资有限公司和常州火炬置业有限公司，至此公司的主营业务结构发生了重大变化，由纺织主业变为地 产为主业，盈利能力大幅增加。目前，公司已经变为常州市新北区区域地产公司，业务由三部分构成：纺织、安置 房及城市综合开发、商品房开发。公司目前的商品房业务储备约有 1500 亩，足够公司未来 5 年的发展所需，而且 盈利能力很强。公司大股东常高新拥有新北区约 400 平方公里的土地一级开发权，公司作为常高新的投融资平台， 具有在常州做大做强的股东背景。我们预计公司 09-2011 年 EPS 分别是 0.47 元、0.56 元、0.72 元，对应 12 月 4 日 股价的 PE 分别为 24.5 倍、18.5 倍、14.3 倍，给予“买入”评级。

嘉宝集团 (600622)：12月4日收盘价 15.17 元。公司地产项目集中于上海嘉定。随着上海 2010 年“世博会” 的举办、嘉定区域经济的快速增长以及轨道交通 11 号线的加快建设，公司的房地产业务有望保持稳定增长。核能 方面，公司向中核集团下属中核建中转让高泰公司 51.3%股权，嘉宝集团保留 23.4%的股权。中核集团将主导并推 动高泰公司的业务发展，意味着核能业务开始有突破性进展。而国内核电相关设备市场容量空间巨大，高泰公司有 望在这一领域充分受益。待高泰公司步入盈利之后，公司是否会重新增持高泰公司，也值得我们密切关注。不考虑 核能业务，我们预计公司 09-2010 年 EPS 分别是 0.64 元、0.71 元，给予“买入”评级。

江淮汽车 (600418)：12月4日收盘价 11.78 元。同悦的模具成本已经摊销完，明年可盈利；和悦明年将放 量，轿车板块有望整体扭亏；预计明年 MPV 销量增幅 15%；汽车下乡政策延续，以旧换新补贴金额提高，明年轻 卡业务仍可期待。2010 年 5 月 17 日，合肥市国有资产控股有限公司、江淮汽车集团有限公司有限公司各有 7200 万股、 1.2 亿股解禁，12 月 14 日，后者有 2.16 亿股解禁。2009-2011 年每股收益：0.31、0.65、0.88 元。投资评级：买入

华域汽车 (600741)：12月4日收盘价 10.65 元。受益于明年中高排量轿车的稳定增长；公司对所属业务进 行梳理后，业绩会有所提升。2009-2011 年每股收益：0.54、0.67、0.78 元。投资评级：增持

太极集团 (600129)：12月4日收盘价 11.63 元。具有业绩和重组两个亮点。旗下西南药业进了 170 多个基层 基本药物，200 个医保目录药物，09 年业绩增长 30%以上。桐君阁药厂 11 月份已正式投产，并开始进行物流、零 售领域的创新改革。太极集团骨干产品快速增长，新厂区的搬迁完毕和投产解决产能瓶颈。担保问题已彻底解决。

随着重庆市市长的更换，我们认为，包括太极集团在内的市属国企重组将进入新的阶段。预计公司 09~11 年的 EPS 为 0.12 元、0.16 元、0.22 元，调高至“买入”评级。

科陆电子 (002121)：12 月 4 日收盘价为 20.62 元，公司主营业务用电管理系统、电子式电能表、标准仪器仪表及软件产品的研发、制造及销售，在国内高端电能表市场占有较大份额，智能电网的建设使得公司面临极大的发展机遇。公司于 09 年 10 月公布了非公开发行股票预案，拟募集资金净额约 55050 万元，主要投向智能变电站自动化系统、智能网络电能表建设、科陆变频器扩产建设等 5 个项目。预计如果公司能够在 2010 年内完成增发，公司未来 3 年主营收入及净利润复合增长率均能达到 40%以上，对应 09、10、11 每股收益为 0.40、0.65、0.85 元，给予“买入”评级。

杉杉股份 (600884)：12 月 4 日收盘价为 17.34 元，公司是国内锂电池正极材料、负极材料和电解液的电池材料的综合生产商，拥有年产 5000 吨锂电正极材料的生产规模，其中钴酸锂年生产能力为 4000 吨，锰酸锂 500 吨。随着锂电池技术的日益发展和它在新能源汽车中越来越重要的地位，公司的锂电材料项目未来大有发展空间。2010 年 4 月 25 日，公司有 2054 万股解禁，占股本比例 5%，2011 年 4 月 25 日，公司有 9074 万股解禁，占总股本比例 22.09%，持股人均为公司大股东杉杉集团，我们认为对公司股价不会造成太大影响。我们预测公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.33 元，0.41 元和 0.62 元，给予“增持”评级。

亿阳信通 (600289)：12 月 4 日收盘价为 14.14 元；中国移动 3G 的 36 个城市网管系统均由公司承建，中国联通网管系统公司约占 50% 的市场份额，且在 3G 测试 4 家入围厂商中综合排名第一，预计 2010 年运营商大幅投资建设 OSS 系统将带来公司进一步成长空间；预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.30 元、0.58 元、0.65 元，上调评级至“买入”。

山西三维 (000755)：12 月 4 日收盘价为 10.40 元；公司规模优势明显，产品之间可形成完整产业链。公司作为国内有机化工的龙头企业，主导产品有 1,4-丁二醇 (BDO)、聚乙烯醇 (PVA)、粘胶剂、粗笨等四大系列百余种产品。目前公司 BDO 产能约 15 万吨，居国内首位，与之相配套的下游产品聚四氢呋喃 PTMEG、 γ -丁内酯，产能分别为 1.5 万吨和 1 万吨，未来两年随着 5 万吨/年 EVA 项目和 3 万吨/年 PTMEG 项目陆续投产，公司产业链更趋完善。产品价格强劲反弹，明年业绩可期。受金融危机及国外 BDO 倾销影响，公司今年预计亏损 8000 万元。但随着商务部 5 月份对 BDO 反倾销案的初步裁定，进入三季度以来，公司主导产品 BDO 价格反弹巨大，目前已达 13500 元/吨，较年初涨幅约 35%，因此我们认为今年将是公司业绩的最低潮，明年随着 15 万吨 BDO 产能的完全释放及其价格的持续反弹，公司业绩将走出目前低谷，投资价值凸显。我们预计公司 09 年、10 年、11 年 EPS 分别为 -0.13、0.32 元和 0.43 元，目前股价对应于 2010 年、2011 年动态 PE 分别为 31 和 25 倍，给予“买入评级”。

威海广泰 (002111)：12 月 4 日收盘价 18.04 元。在拉动内需、提高人民收入增速的假设下，预期未来居民交通支出出现大幅增长，机场将加大设备投资力度，对公司需求形成长期利好，盈利增速和估值均可望提升，预计 09-11 年 eps 为 0.44、0.56、0.68 元/股。增持。

六、宏源证券 2010 年重点关注的行业及公司评级

新能源与节能产业：低碳经济进入中长期的快速发展

在丹麦哥本哈根召开的全球气候峰会正在进行之中，我们注意到，此次气候峰会受到全球前所未有的高度关注。虽然由于各国出于维护各自利益的考虑，可能难以达成各方满意的协议，但是我们依然对会议的框架性协议及今后的低碳经济发展持有乐观态度。我们认为各主要国家在该会议召开前一段时间纷纷提出减排目标，体现了各国为此次会议做出的积极努力；同时虽然会议的谈判难度显而易见，也很难确定出各国减排与发达国家对发展中国家的财政支持等具体数字，但会议上各国仍将达成方向性的统一，并在未来的 3~6 个月内逐步落实，各国也将相继出台相关政策支持碳减排。因此随着政策不断的刺激，以及逐渐传导到相关企业，整个低碳经济从本次会议开始将进入一个中长期的快速发展时期。

我国政府本次宣布的到 2020 年单位 GDP 的 CO₂ 排放比 2005 年下降 40%~45% 的目标是首次以 CO₂ 排放量为直接目标提出的国家级政策，按照该目标，我国 2020 年单位 GDP 的 CO₂ 排放将由 2005 年的 24.77 吨/万美元降到 13.62~14.86 吨/万美元；在这个减排目标的前提下，中国将采取一系列发展新能源及节能产业的措施来保证减排目标的实现，因此低碳经济相关行业均面临着重大的发展机遇。具体来看，新能源（包括太阳能、风能、核能等）、智能电网、建筑节能、工业节能（主要是清洁煤技术）、CDM 与类 CDM 的排放权交易以及环保行业都将是受益的行业。

首先，对于新能源行业来说，从去年开始，我国已出台了許多政策来扶持和引导新能源行业的快速发展，在加速提高可再生能源在能源消费中的占比的前提下，“产能过剩”仅仅是表面现象，大力发展新能源行业的政策并没有发生变化，新能源行业仍将保持高景气度的发展。另外，我国政府在公布碳减排目标的同时提出加大核电建设力度，结合前期我国考虑调整核电的中长期发展规划，有望将原定的 2020 年装机容量 4000 万千瓦提高到 7000 万千瓦或以上，因此建议进一步关注相关的核电设备企业。

其次，智能电网是解决我国目前能源地域和结构上分布不均衡性的最优方案，其在提高电力输送以及电力使用等方面的效率上将具有决定性的作用，并能够有效减少温室气体的排放。根据气候组织的报告《Smart 2020：实现信息时代的低碳经济》的预测，智能电网能够减少电力行业温室气体排放 15%，因此在这样一个较高的减排目标前提下，我们认为智能电网将获得迅速的发展。今年 5 月，国家电网公司已经首次向社会公布了“智能电网”的发展计划，并初步披露了其建设时间表。相关的特高压电网、电网控制、柔性输电、分布式电源等细分行业将长期受益。

第三，我国的建筑能耗约占全国能耗的 25%，并正在以 8%~10% 左右的速度增长，而能耗的降低与碳强度的有效下降是正相关关系。我国提出的 2010 年建筑普遍节能率达到 50%，北京等四个直辖市达到 65%。同时，《建筑节能三年规划》正在制定中，预计将出台相关的补贴及税收优惠政策。在建筑节能领域，建议重点关注建筑节能材料、光伏建筑一体化、节能灯等相关细分行业。

第四，在工业节能领域，我们重点关注今年 11 月 17 日中美签订的《中美清洁能源联合研究中心合作议定书》涉及到的洁净煤技术，目前其发展方向为整体煤气化联合循环发电（IGCC）与碳的捕获与封存（CCS）的联合技术。前者除能够有效节约能源外，也是 CCS 技术的关键前提，其能将后者的成本降低一半。在我国能源结构仍然以煤炭为主、燃煤电厂是碳排放的主要来源的情况下，IGCC 与 CCS 是解决该过程中节能减排问题的唯一方向。IGCC 的关键设备包括气化炉、燃气轮机、空气分离装置与余热锅炉，因此相关的设备制造商将明显受益。

第五，清洁发展机制作为全球温室气体减排的一种实现手段，在《京都议定书》的第一阶段减排过程中发挥了重要作用。在中国提出减排具体目标后，我们认为在国内除通过税收政策与行政手段之外，也将通过类似排污权交易的方式进行二氧化碳排放的交易，达到“以最低的成本进行减排”的目的。同时，我们判断我国作为发展中国家的一员，在未来一段时间内承担强制减排义务的可能性较小，这一方面对于 CDM 相关企业来说仍将能够通过碳排放权交易获得收益；而另一方面也为我国的高耗能企业提供了 5~10 年的喘息机会，在不影响发展的前提下进行技术改造与升级，逐步进入低碳发展的轨道。

第六，在降低二氧化碳排放的措施中，废弃物的减量化与再生利用也将是一个重要手段。环保行业中的固体废弃物的综合利用，尤其是垃圾焚烧发电项目将得到大力扶持；同时大气污染与水污染控制与治理虽然严格意义上并不属于碳减排的范围，但它们作为与节能减排相辅相成的环保产业，我们认为国家也将延续对其政策上的支持和资金上的投入，在即将制定的“十二五”规划中提出更高的目标，并带动产业的快速发展。

长征电气（600112），12月4日收盘价为 17.03 元。公司的 2.5MW 风机项目已经并网测试，并同越南签订了 80 台价值 18 亿人民币的合同，目前公司项目进展顺利，量产在即。我们认为公司的 2.5MW 风机属国家重点扶持项目，今后将给公司业绩带来大幅增长。目前公司正在进行定向增发以发展风机项目，上次公告的增发价格为 9.37 元。我们预测公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.36 元，0.77 元和 1.18 元，给予“买入”评级。

湘潭电化（002125），12月4日收盘价为 16.71 元，公司将原募投项目调整为 1 万吨/年锰酸锂专用电解二氧化锰技改工程项目。产品提质后售价可提高至 1 万元/吨，年销售收入可达到 1 亿元。另公司拟以 11.16 定向增发 3600 万股，以收购大股东拥有的与锰矿开采及锰粉加工相关的经营性资产，并针对锰矿开采业务进行后续投入。我们认为随着国家对新能源汽车的日益重视和锂电池技术的发展，公司的锰材料相关项目今后将大有可为。2010 年 4 月 5 日，公司将有 4397 万股限售股解禁，占总股本比例为 53.82%，持有人为公司大股东湘潭电化集团，我们认为对公司股价不会造成太大影响。我们预测公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.02 元，0.10 元和 0.18 元，给予“持有”评级。

杉杉股份（600884），12月4日收盘价为 17.34 元，公司是国内锂电池正极材料、负极材料和电解液的电池材料的综合生产商，拥有年产 5000 吨锂电正极材料的生产规模，其中钴酸锂年生产能力为 4000 吨，锰酸锂 500 吨。随着锂电池技术的日益发展和它在新能源汽车中越来越重要的地位，公司的锂电材料项目未来大有发展空间。2010 年 4 月 25 日，公司有 2054 万股解禁，占股本比例 5%，2011 年 4 月 25 日，公司有 9074 万股解禁，占总股本比例 22.09%，持有人均为公司大股东杉杉集团，我们认为对公司股价不会造成太大影响。我们预测公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.33 元，0.41 元和 0.62 元，给予“增持”评级。

智光电气（002169），公司主营业务为电网安全与控制设备、电机控制与节能设备、供用电控制与自动化设备。目前公司主打产品新型自动跟踪补偿消弧线圈占有细分市场较大份额，今年以来公司在工业电器节能领域有了快速发展。公司于 09 年 11 月公布了非公开发行股票预案，公司拟募集资金净额约 26220 万元，主要投向 3000kVA 及以上容量智能高压大功率变频调速系统产业化项目，项目达产后年新增销售收入 51,200 万元，新增利润总额为 7,945.3 万元，新增净利润 6,753.5 万元。预计如果公司能够在 2010 年内实施增发，公司未来 3 年将进入高速成长期，预测 09、10、11 年每股收益为 0.22、0.42、0.62 元，给予“买入”评级。

科陆电子（002121），公司主营业务用电管理系统、电子式电能表、标准仪器仪表及软件产品的研发、制造及

销售，在国内高端电能表市场占有较大份额，智能电网的建设使得公司面临极大的发展机遇。公司于 09 年 10 月公布了非公开发行股票预案，拟募集资金净额约 55050 万元，主要投向智能变电站自动化系统、智能网络电能表建设、科陆变频器扩产建设等 5 个项目。预计如果公司能够在 2010 年内完成增发，公司未来 3 年主营收入及净利润复合增长率均能达到 40%以上，对应 09、10、11 每股收益为 0.40、0.65、0.85 元，给予“买入”评级。

华光股份（600475），公司主要产品为流化床锅炉、余热锅炉、垃圾焚烧锅炉和气化炉及合成气冷却器等，其中，循环流化床锅炉占收入比重 50%，在 10~15 万千瓦流化床锅炉市场中占有率为 40%；余热锅炉、生物质能锅炉和垃圾焚烧锅炉占比 16%，并受益于 IGCC 与固废行业的不断向好；另外，今年 6 月引进了日本的炉排炉垃圾焚烧技术，该技术发电可享受电价补贴政策，目前国内炉排炉均为进口，产品的替代发展空间广阔，目前已获 4 台订单。我们预计公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.60、0.85、1.18 元，给予“买入”评级。

银行业：行业景气重回上升期

经济快速增长、温和通胀、加息、人民币升值、货币政策适当紧缩是 2010 年资本市场的主要宏观背景，银行业将是其中的重要受益者。期指的推出增强其活跃度和战略配置的地位。存款活期化、实际贷款利率上升、非信贷资产收益率改善等将提升银行业的净息差水平，而信用成本下降、费用收入比降低是净利润增长的重要推动力。预期 2010 年的净息差同比上升 15 个基点。我们判断央行将在 2010 年上半年上调 2 次准备金率，并在下半年加息 1—2 次，两种紧缩货币政策对银行净息差的正面贡献为 8 个基点，且小幅加息不至于影响企业偿债能力和资产质量。我们认为，货币紧缩、天量信贷后的资产质量、银监会进一步提高资本充足率、对银行不利的非对称加息等，我们认为，在现行体制下，我们对这些潜在利空影响毋庸过度担心。从近 5 年银行股的市场表现看，银行股相对上证 A 股均有超额收益率，而波动率明显低于大盘。而从近三年的表现看，截至 2009 年 11 月份，银行股在 09 年首次跑赢大盘和沪深 300 指数。大型银行的防御性强，适合经济下行周期配置；而中小银行进攻性强、弹性大，在经济上行阶段能得到超额收益。我们预测 2010 年上市银行的平均净利润增长率为 30%。按 2009-12-1 的收盘价，以 2010 年动态估值，14 家上市银行的平均为 12.5 倍 PE 及 2.22 倍 PB 水平，分别是沪深 300 成份股的 0.68 倍和 0.79 倍。行业估值优势明显。给予行业增持评级。银行板块同沪深 300 的估值差距处近 5 年来的最高水平，虽然其难以出现爆发性的增长，但行业盈利的确定性最强。考虑到上市银行 09 上半年较低的基数、下半年加息预期等因素，以及宏观经济环境在 2010 上半年的乐观增长，我们认为银行股在上半年有望出现超出市场预期的表现。就行业内部选择方面，我们仍建议选择进攻性强的中小市值品种以及加息周期受益最大的银行。首推：兴业、深发展、招行及浦发。同时建议关注华夏银行可能存在的交易性机会。建行、工行的优势仍在防御。城商行目前正面临难的发展机遇，其潜在风险在于异地扩张导致的资金和管理成本提高及客户质量。

兴业银行（601166）：12 月 4 日收盘价为 39.97 元；公司的重要看点是对市场机会的把握和突出的成本控制能力，同业资金、能效贷款、中小企业业务等富有特色；公司拟进行配股补充核心资本，为未来 3 年的发展打下基础，且对股本的摊薄极为有限；预期 09—11 年 EPS2.59、3.04、3.95 元；增持。

深发展（000001）：12 月 4 日收盘价 25.3 元；优秀的管理层及执行力使公司富有活力，贸易融资、按揭业务极具竞争力；公司拟向中国平安定向增发，后者最终将取得公司的控制地位，中国平安的入主使公司未来的发展及整合空间大大拓宽；预期 09—11 年 EPS1.49、1.81、2.35 元；增持。

招商银行（600016）：12月4日收盘价 18.04 元；公司是国内实施商业银行业务转型的重要推动者，信用卡、零售业务行业领先，公司的资产负债结构使其成为加息周期的最大受益者；配股完成后将解决公司的资本充足率问题，且对永隆的整合远好于市场预期；预测 09—11 年 EPS0.88、1.20、1.62 元；增持。

证券行业：交易量增长对冲佣金率下降

未来非流通股的解禁和创业板的推进将此起彼伏，加上国际板的拓展，我国股票市场流通盘的容量将现接力棒式的增长，我们预计未来三到五年券商经纪业务量的复合增长率将维持在 20% 以上。

结合经济发展、监管竞争及国际比较，我们认为承销业务结构优化的成果将得以保持，即债券承销仍将保持适度增长，而股票承销比例将有所反弹，我们预测 2010 年整体市场融资额将重回 2007 年的水平，并购顾问业务则是投行业务新的增长点。

根据已有的 PE 投资收益率、创业板发展速度、券商优劣势及投资规模分析，我们认为部分获得资格的券商短期直投收益将达到一定规模，中长期看将有效改善自营业务的风险收益率曲线。关于券商资产管理业务板块，根据既往数据，我们认为其中的集合理财业务短期将保持一定增速，基金管理业务则将进入稳定发展时期。

未来一段时间行业最大的风险来自券商服务部的升级、营业部迁址、新营业部的设立，考虑区域营业部边际增长对该地区的佣金率构成重大威胁，结合营业部增长分析，我们预计未来三年行业佣金率将以 10% 的速度下降。

考虑到经纪业务占行业收入的 60% 以上，其增速由于受到佣金率下降而大打折扣，而承销业务的增速属恢复性增长，直投与资管业务由于占比较低而对整体增长贡献有限，我们认为未来行业投资机会将是结构性的。中信证券和海通证券借助新业务获得的竞争优势将使其获得投资价值。

海通证券（600837）：12月4日收盘价为 18.15 元；公司未来作为首批获得融资融券试点的上市券商，将由于拥有较多的营业网点而相对最多的获取客户转移带来的收益，考虑到客户转移的不可逆性，其将面临重估；该公司今年无重大资产重组与置换；该公司 2010 年 6 月有定向增发机构配售股解禁，11 月份有大非解禁；未来三年 EPS 预测分别为 09 年 0.54 元、10 年 0.95 元、11 年 1.45 元；给予买入投资评级。

中信证券（600030）：12月4日收盘价为 31.6 元；公司从 PE 投资受益较多，母公司将作为首批融资融券试点获取客户转移带来的收益；该公司由于监管规定需要出售子公司控股权最近估值受到压制，考虑上市公司股权交易面临公允市场价值约束，我们认其估值将随着交易明朗而得到修复；该公司已基本全流通；未来三年 EPS 预测分别为 09 年 1.27 元、10 年 1.74 元、11 年 2.37 元；给予买入投资评级。

房地产行业：前高后低，把握阶段性机会

我们认为把握地产股行情要着力“四个基本点”、关注“两个热点”。四个基本点即政策、成交量、房价、业绩；两个热点即通胀和人民币升值。

从政策角度看，全国商品住宅销售均价涨幅创新高，投资增速持续回升但仍低于历史平均水平，“控房价”与“促投资”形成两难。由于投资具有一定的“粘性”，短期有望继续保持上升。2010年中国经济的重点是“调结构，刺激消费”，消费主要依赖广大中低收入阶层，但急速攀升的房价很有可能对这部分人群的消费形成抑制，“控房价”恐怕是必然的选择，那么抑制投资需求、增加供应是首要措施。

从成交量角度看，一线城市堪忧。目前，北京商品住房单套总价几乎翻了一倍，深圳商品住宅套均面积变化不大，但单价上升了80%左右，上海商品住宅单套总价也有近40%左右的上涨，很难想象首套置业人群在短时间内有如此大的支付弹性，市场主导需求显然是高消费能力人群，而这类人群通常是多套置业，以投资或投机为目的。

我们认为，决定投资需求主要有三个要素：资金杠杆、租金收益、房价增值。由于各地商行纷纷收紧“二套房”贷款政策，资金杠杆作用已经在减弱；一线城市租金收益率仅3%左右，租金收益基本无吸引力；房价增值可能是投资房产最为重要的因素。而房产增值关键是房价上涨之后谁来充当“接盘人”？中国房地产的前景在于城市化，城市化主要带来的住房需求是首次置业的刚需。一线城市急速攀升的房价收入比警示我们，“接盘人”即将无力“接盘”！

目前刺激投资需求的三要素均处于变坏趋势，投资需求很难持续，而对于目前由投资需求主导市场的一线城市来说，成交量下行的风险很大。同时，由于09年需求的大量释放，2010年主要大中城市很难再现成交量同比增长的靓丽表现。

从房价角度看，我们判断房价短期仍将高位运行，中期房价回落，长期房价上涨。短期看，房企目前资金充沛，不存在资金压力被动降价的可能；而目前可售房源也处于低位，短时的供应不足难以改变。中期看，在建面积相比销售面积在较高水平，说明潜在供应相对充裕，若政府清查闲置土地、打击囤房、严格预售制度的政策得以真正实行，将加快潜在供应形成现实供应。而新开工面积及投资增速均持续回升，后续供应也将得到释放。一线城市的主导需求已非刚性需求，必将受到政策的打压，中期房价回落的概率较大，相比，二线、三线城市由于其相对稳定的房价收入比，泡沫相对较小，后期仍有上升空间。长期看，相比发达国家，中国的城市化仅进行了一半多，潜在需求仍然非常巨大。由于中国土地的政府垄断，以及中国人多地少的现实状况，供应不足是个长期需求解决的问题，房价上涨的长期趋势未变。

从业绩角度看，由于08年底众多上市公司进行资产减值，而09年陆续冲回，加之，09年全国包括各主要城市销售面积和销售金额均出现大幅上涨，2010年一季度的房企年报会相当靓丽。由于销售收入结转的滞后性，09年的销售佳绩使房企2010年业绩也将有较大支撑。同时，地产板块目前估值处于历史中值水平，尚有上升空间。

从通胀和人民币升值角度看，资产价格面临进一步上涨压力，但相对于一线已经很高的房价，二线城市可能成为资金追逐的对象。

综合以上分析，我们认为2010年地产行情将呈现出先高后低的走势。

先高——房企现金在一季度依然充裕，信贷在 09 年初仍将处于相对宽松，短期房价将维持高位甚至上行；可售房源难以激增，房价的惯性上冲，可能会导致需求恐慌，10 年初有望维持同比增长的成交量；伴随 3 月房企年报及一季报的靓丽表现，业绩支撑很强，估值优势也成为做多动力。

后低——信贷随后又会收紧，上市房企融资受阻，政策从土地及预售环节“逼供”，房地产投资和新开工持续上升，房企资金需求增大，同时政策抑制投机需求的效果逐渐显现，投资需求消退，供求可能发生逆转，房价回落；由于主要大中城市成交量在 09 年 3 月开始同步大幅增长，基数原因，2010 年 3 月以后同比萎缩概率较大，需求不足的担忧再度显现。

在此逻辑下，我们建议中期布局五类股：全国布局，抵抗区域风险能力强的全国龙头，我们看好保利地产、万科；一、二、三线多区域布局，且集中于二、三线城市，我们看好建发股份，莱茵置业；基本为单一区域布局，且为龙头，而区域价值较为明显，我们看好滨江集团、中天城投；具有独特资源，项目的升值和抗跌性较强的区域布局的公司，我们看好亿城股份；无论是项目分布区域、资产质量还是估值均具有后发优势的重组股：ST 鲁置业、ST 中润。短期布局“业绩确定性股”：按照业绩承诺估值依然很低的公司，我们看好阳光城；按照 P/每股预收账款较低，我们推荐亿城股份、大连友谊；

保利地产（600048）：12 月 4 日收盘价 25.52 元。2010 年 7 月 14 日公司将有限售解禁股 26949 万股上市，占目前流通股份比例为 8.45%，为定向增发机构配售股份。09 年 1-10 月公司销售面积和销售金额分别同比增长 143.17% 和 154.85%，远高于同期全国 48.4% 和 79.2% 的水平，再次证明公司驾驭市场的能力。我们预计公司 09-2011 年 EPS 分别是 1.04 元、1.38 元、1.79 元，对应 12 月 4 日股价的 PE 分别为 24.5 倍、18.5 倍、14.3 倍。给予“买入”评级。

建发股份（600153）：12 月 4 日收盘价 14.28 元。公司以贸易和地产为主业，双主业具有优势互补作用。随着进出口市场的逐渐回暖，公司贸易收入会进入更加平稳的增长预期。公司地产业务产业链非常完善，有开发类、持有类，同时兼做一级、二级开发。其中开发项目可结算资源约 500 万平米，权益结算资源约 355 万平米，且多数具有低地价高售价特点，盈利能力很强，从项目布局来看，基本涉及一、二、三线城市，一线项目主要是上海的一些别墅用地，其他均在在二线和三线，项目的后发优势值得期待。公司持有出租物业约 78 万平米，储备出租物业约 46 万平米，共计约 124 万平米。公司尚有一级开发项目，位置优越，将陆续上市，将为公司带来可观的投资收益；同时大股东尚有建发地产剩余的 44% 股权，具有资产注入的预期。我们预计公司 09-2011 年 EPS 分别是 0.74 元、0.86 元、1.05 元，对应 12 月 4 日股价的 PE 分别为 19.3 倍、16.6 倍、13.6 倍，给予“买入”评级。

滨江集团（002244）：12 月 4 日收盘价 16.6 元。公司是杭州房地产龙头。目前土地储备适中，可供 3-5 年发展所需。公司项目含金量高，具有地价低、位置佳、售价高的特点。公司目前预收账款 64 亿元，相当于 08 年营业收入的 2.78 倍，每股预收账款为 4.8 元，未来业绩确定很高。我们预计公司 09-2011 年 EPS 分别是 0.52 元、0.93 元、1.3 元，对应 12 月 4 日股价的 PE 分别为 31.9 倍、17.8 倍、12.8 倍，给予“买入”评级。

中天城投（000540）：12 月 4 日收盘价 20.97 元。2010 年 5 月 10 日有 26968 万股限售股解禁，占流通股东的 89.6%，为公司第一和第二大股东持有。公司是贵阳房地产龙头。从 08 年、09 年的房地产市场来看，贵阳表现十分靓丽。贵阳市场的抗跌性和弹性让我们看到了这个二线省会城市的房地产发展潜力。公司目前土地储备相当丰富，

且位置较好，目前在售项目销售业绩位于贵阳前列。同时，公司拥有大量一级开发土地，预计 2010 年将陆续上市，由于较为有利的一级开发利润分成模式，此项土地将为公司带来可观的投资收益。如果考虑一级开发土地出让收益，我们预计公司 09-2011 年 EPS 分别是 0.67 元、1.6 元、2.05 元，对应 12 月 4 日股价的 PE 分别为 31.3 倍、13.1 倍、10.2 倍，给予“买入”评级。

阳光城（000671）：12 月 4 日收盘价 28.01 元。公司 2008 年 12 月通过定向增发获取了大股东大量高盈利能力的房地产项目，这些项目正值开发、销售期，且具有高售价，高利润率的特点。09 年 9 月，公司陆续通过股权收购新增大量土地储备，解决了公司长期发展的瓶颈。目前公司每万股土储高达 103 万平米，处于地产行业前列。同时，在 2008 年 12 月的资产购买方案中，大股东阳光集团承诺公司 2008-2009 年每股收益分别不低于 0.5 元和 0.8 元，否则将现金补足差额。同时，此次资产的出售方阳光集团、康田实业、东方投资对出售资产及公司对 2009-2010 年净利润进行了承诺，分别为 1.35 亿元和 5.97 亿元，按当前股本折合 2009-2010 年每股收益分别为 0.81 元和 3.57 元。若实际盈利数不足业绩预测数，出售方将用现金补足不足部分。我们预计公司 09-2011 年 EPS 分别是 0.81 元、2.63 元、3.23 元，对应 12 月 4 日股价的 PE 分别为 34.6 倍、10.65 倍、8.67 倍，给予“买入”评级。

亿城股份（000616）：12 月 4 日收盘价 7.75 元。2010 年 7 月 19 日，将有 10827 万股限售股解禁上市，占目前流通股的 13.6%。解禁股是大股东持有。我们非常看好公司新的战略模式——“聚焦实惠高端”，但主要依赖“北京西山华府”及“北京中关村”两个项目还是让我们比较担心其未来业绩的连续性，而新获取的北京青龙湖项目（低密度别墅项目）和天津红桥区项目（临地铁）很好的解决了这些问题。截至 09 年 3 季度，公司预收账款 28.8 亿元，每股预收账款为 3.19 元，股价相对于每股预收账款为 2.3 倍，在申万地产开发类的 96 家公司中，排名第 4。可见，股价相对于其业绩确定性来说，是被严重低估的，如果考虑预收款的高净利率，很可能其估值还要更低。我们认为，急速攀升的高房价加大地产行业未来走向的不确定性，在此背景下，选择地产股，在考虑其预测业绩的估值水平外，更应该考虑其预收账款带来的估值安全性。我们预计公司 09-2011 年 EPS 分别是 0.33 元、0.48 元、0.67 元，对应 12 月 4 日股价的 PE 分别为 23.5 倍、16.1 倍、11.6 倍，给予“买入”评级。

食品饮料行业：看好高端白酒和红酒

宏观经济从 2009 年上半年触底复苏是全社会消费需求恢复的基础；消费升级时代的到来决定中高端消费品和可选消费品将获得加速增长的机会；人口红利和城乡二元结构的持续存在又决定了大众消费品行业在较长的一段时间内仍将保持稳定增长的势头。在此主基调下，我们重点推荐中高端白酒和红酒行业估值合理的龙头公司；推荐在消费升级过程中有望获得价值重估的黄酒行业龙头公司；对大众消费品啤酒和乳业维持“增持”投资评级。对肉制品加工行业，我们将密切关注成本变化，暂给与“中性”评级。

泸州老窖（000568）：12 月 4 日收盘价为 37.30 元；股东结构合理化，高管股权激励值得期待；预计 2009 年和 2010 年的主营业务每股收益 1.04 元和 1.28 元，华西证券 2009 年贡献收益 2.46 亿元，折合每股收益 0.18 元，加总看，公司 2009 年、2010 年每股收益 1.22 元、1.36 元，对应动态市盈率 30.5 倍和 27 倍，考虑到股权激励等因素，给与“买入”评级。

张裕 A (000859)：12 月 4 日收盘价为 69.90 元。公司定位高端的战略决策是适合行业本质的制胜之道；“解百纳”官司尘埃落定，有利于公司知名度和业绩提升；张裕公司股权结构合理，有利于大小股东利益保持一致性。预计公司 2009 年、2010 年每股收益为 2.10 元和 2.52 元，对应动态市盈率 33 倍和 28 倍，给与“增持”评级。

古越龙山（600059）：12 月 4 日收盘价为 10.15 元。公司品牌号召力强大，天价原酒库存严重低估；营销渠道改革渐次推进，区域外市场扩张加快。预计公司 2009 年、2010 年每股收益为 0.10 元和 0.13 元。考虑库存原酒的价值和营销改善前景，给与“买入”评级。

燕京啤酒（000729）：12 月 4 日收盘价为 17.36 元。公司产能布局基本完成，费用支出将减少，规模效益增强；优势市场巩固，外埠子公司效益增强。预计公司 2009、2010 年每股收益分别为 0.54 元和 0.65 元，对应动态市盈率 36 倍和 27 倍，“增持”评级。

ST 伊利（600887）：12 月 4 日收盘价为 27.33 元。人口红利的持续和人均收入的提高将支持乳制品保持稳定增长；“三聚氰胺”事件成为行业整合的催化剂，伊利已经脱颖而出；奶源争夺战中，公司已占得先机；优势产品奶粉销量增速较大，创新能力不断增强。预计公司 2009、2010 年每股收益为 0.92 元和 1.2 元，对应动态市盈率 29.7 和 22.8 倍，给与“买入”评级。

医药行业：关注独家品种和重组机会

受经济危机滞后效应，2009 年前三季度，医药工业总产值、销售收入和销售利润的增速同比明显降低，1-8 月工业总产值同比仅增长 9.1%。但第三、四季度在基本药物目录、甲流疫情和央企重组的带动下，业绩和板块行情出现回升。2010 年医药板块将既有业绩超预期的看点，又有 5 大医药央企并购重组带来的题材看点。我们将关注“独家”基本药物带来的业绩确定性增长和央企重组带来的题材热点。

马应龙（600993）：12 月 4 日收盘价 37.47 元。具有独家基本药物及提价亮点。马应龙麝香痔疮膏进入国家基本药物目录（基层版），出厂价与零售价间有 94% 的空间，因此提价空间广阔，新增膏剂产能 5000 万支；马应龙麝香痔疮栓首次进入 2009 版国家医保目录；批发零售业务快速增长，眼霜上市将带来新的增长点。明年无限售股解禁。预计 09~11 年 EPS 分别为 0.79、1.20、1.6 元，维持“买入”评级。

华海药业（600521）：12 月 4 日收盘价 23.88 元。具有产业结构升级的亮点。公司面临全球产业由发达国家向发展中国家转移的机遇，经营处于拐点，未来盈利的增长点是原料药生产向制剂产业升级。公司拥有目前全国唯一通过美国 FDA 认证的片剂生产线，100 亿片的制剂扩产项目第一期 33 亿片 2010 年将投产，公司承接海外大额订单能力将大幅提高。明年无限售股解禁。预计公司 09~11 年的 EPS 为 0.52 元、0.69 元、0.92 元，首次给予“增持”评级。

ST 天方（600253）：12 月 4 日收盘价 8.13 元。具有原料药升级和重组两个亮点。2008 年底通用技术集团收购后，划拨 2.7 亿元改善了借贷结构。盐酸林可霉素项目今年止损，降血脂药阿托伐他汀胶囊今年上市，是公司收入增长的亮点。ST 天方未来是通用技术集团的医药整合平台，很有可能在 3-5 年内实现跨越式发展。明年无限售股解禁。预计公司 09~11 年的 EPS 为 0.07 元、0.16 元、0.30 元，首次给予“买入”评级。

太极集团（600129）：12月4日收盘价 11.63 元。具有业绩和重组两个亮点。旗下西南药业进了 170 多个基层基本药物，200 个医保目录药物，09 年业绩增长 30%以上。桐君阁药厂 11 月份已正式投产，并开始进行物流、零售领域的创新改革。太极集团骨干产品快速增长，新厂区的搬迁完毕和投产解决产能瓶颈。担保问题已彻底解决。随着重庆市市长的更换，我们认为，包括太极集团在内的市属国企重组将进入新的阶段。预计公司 09~11 年的 EPS 为 0.12 元、0.16 元、0.22 元，调高至“买入”评级。

通信行业：技术升级、通信服务皆为未来物联网

物联网是利用射频自动识别技术，通过计算机互联网实现物品的自动识别和信息的互联与共享。它被认为是信息产业的第三次浪潮。更广泛的物联网则包括所有能提供增值服务的产业。无线接入、光网络成为信息传输承载平台，运营商、增值业务提供商为用户提供增值服务。

通信设备：09 年 3G 集中建网完成，电信投资规模 2010 年虽仍将扩大，但预计增幅会有所下降；从投资重点来看，2009 年主要是 2G、3G 无线投资，预计 2010 年传输网设备升级、网络优化和 FTTX 将成为重点。

1) 传送网 IP 化：无论是 3G 大量的流媒体业务和高速宽带业务的冲击，还是未来物联网世界的海量信息传递，传输网在基站侧引发的容量需求将倍增。PTN 能更好实现网络的多业务接入、汇聚和传送及统计复用。传送网投入规模一般占比 8%，带宽大量升级对传送网的需求，规模有望进一步扩大，预计将达到 160 亿以上。主要厂商有中兴通信、华为、烽火通信。

2) FTTX：光纤接入方式被许多运营商作为宽带接入网的演进方向。目前我国相关部门正在起草一份关于推进宽带光纤接入网的草案。预计 PON 价格的下滑，运营商固网移动融合的趋势及国家战略布局将使得 FTTX 将使成为接入的主要形式。预计光纤接入新增用户仍将保持一定规模的增长，2010 年仍可能保持 2000 万线以上规模。

预计光纤光缆市场 2009 年全年将从 2008 年 4000 万芯公里扩展到 8000 万芯公里。长飞、烽火、亨通、中天、富通等前五大厂商扩产后产能总量明年能达 7000 万芯公里。随着无线侧投资高峰的过去，运营商必将加大固网投资，预计 2010 年光纤需求量仍将会保持 20%-25% 的增长，总市场需求量将达到 1 亿芯公里。光纤光缆企业在新领域的创新和新技术掌握应用也值得关注。

3) 网管系统：2G 网管系统是基于语音业务和简单数据业务的，3G IP 业务、多媒体视频以及未来的物联网信息传输都将是下一代网络主流业务，这将提高网络数据流量。我国 IT 投资占比 10% 左右，而 BOSS 占 IT 10-15%，2009 年 3G 投资，国内运营商更侧重于在设备和网络上的投资，对软件和服务的投资偏小，预计 2010 年必将大幅度投资网管系统进行升级。

通信服务：中国电信的加入，对运营商原有市场结构形成非常有力冲击。随着竞争的加剧，增值业务则成为推动运营商业务增长最有想像空间的部分。用物联网理念引导客户，结合技术产生的新的可能性创造新需求。作为物联网产业链中的重要一环，若是通信管道都得通过运营商，即能获得增值收入，将扭转通信运营行业因竞争导致的收入下滑态势。

中兴通讯（000063）：12月4日收盘价为39.6元；相对均衡的格局可能将使运营商进入历史上竞争最为激烈的阶段，中兴通讯在国内3G市场份额达到29%，居市场第一，国内建网标杆效应，在海外市场将有所体现，逐渐推动公司步入国际通信市场主流，在全球通信设备市场中份额有望扩大，发展空间大幅提升；公司2010年2月12日认股权证行权；看好中兴通讯长期投资价值，并维持公司09-11年盈利预测，EPS分别为1.35元、1.61元和1.96元，维持“买入”评级。

烽火通信（600498）：12月4日收盘价为22.99元；光通信设备行业形成华为、中兴、烽火三家独大的局面，光传输和光接入市场的持续大幅增长将带来公司重新崛起的机会，公司目前已经实施了股权激励一期计划，2010年若是实施二期股权激励，激励范围更大，将极大促进公司内部激励机制的改变；2010年10月18日，公司定向增发时向机构配售的3180万股将解禁，占流通股本的15.91%；预计公司09-11年的EPS分别至0.71元、0.90元、1.16元，维持“买入”评级。

亿阳信通（600289）：12月4日收盘价为14.14元；中国移动3G的36个城市网管系统均由公司承建，中国联通网管系统公司约占50%的市场份额，且在3G测试4家入围厂商中综合排名第一，预计2010年运营商大幅投资建设OSS系统将带来公司进一步成长空间；预计公司09-11年的EPS分别为0.30元、0.58元、0.65元，上调评级至“买入”。

航运行业：重点关注油运行业

我们预期未来中国投资环比难创新高，未来推动散货市场的“中国因素”将减弱。散货运输需求新的边际增量或来自印度等其他新兴经济体以及欧美经济的进一步复苏。中国船东由此受益不大，预计远洋散货运输业不会在明年出现高速增长的局面。然而，BDI指数或随着美元走低、石油价格走高而继续上涨，拐点看美联储的货币政策，在明年或许呈现前高后低的行情。因此，干散货类上市公司应随BDI指数的波动存在一定的交易性机会。

中国集装箱出口运输市场直到本年7月才随着传统旺季的来临而出现景气回升的趋势，并持续至今。但本轮复苏的基础并不牢固，理由如下：其一，在三季度美国经济环比增长3.5%的情况下，中国集装箱出口运输行业才仅仅维持在盈亏平衡的水平。而美国经济3.5%的增长在未来必定是不可持续的，因此单从外需的角度来看，预计集装箱行业明年上半年将再次出现亏损。其二，集装箱行业的运力过剩问题在各水运子行业中尤其突出。目前，全球运力总计约1200万TEU，闲置运力120万TEU，占比10%，预计明年还将有120万TEU新船交付。本年第三季度的集运价格上调是船东借旺季来临之际主动限制运力供给的结果，如果未来需求松动，则价格联盟必将难以为继。综上，预计2010年仍是集运行业接受考验的一年。

油轮运输市场是最特殊的一个市场。一方面，中国“贫油国”的资源属性，导致我国将长期依赖国际石油进口，这为油轮运输业提供了一个稳定增长的市场。另一方面，由于油轮运输行业的资本密集度高、战略意义显著，我国的油轮运输业基本由四大国有船东垄断。未来油轮运输行业的增长点主要靠两大政策因素驱动——“单壳淘汰”以及“国油国运”。预计未来3年，随着国有船东的运力扩张，油轮运输行业将迎来一个高速成长的时期。

中海发展（600026）：12月4日收盘价为15.27元；公司未来的业绩增长主要来自油运业务，通过与大客户签订长期COA合同，公司的运量需求得到有力保障，而运力供给则成为收入扩张的唯一瓶颈。根据公司目前公布的

未来运力扩张计划，未来三年内运力年复合增长率将达到 17%，因此，预计公司业绩将进入快速成长期。预期公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.41 元、0.57 元和 0.98 元，给予“买入”评级。

长航油运(600087)：12 月 4 日收盘价为 7.58 元。2010-12-6, 65069 万股, 占已流通数量比例 78.97%；2010-12-20, 13601 万股, 占已流通数量比例 16.51%。根据公司的运力规划，未来三年的运力复合增长率高达 72%，届时长航油运将成为我国规模最大的超级油轮船队拥有者。此外，母公司长航集团已与中外运集团合并，合并后的中外运长航集团整体实力与中海集团相当。而长航油运作为集团内最主要的油轮经营者，有望成为集团油轮资产的整合平台。预期公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.05 元、0.33 元和 0.68 元，给予“买入”评级。

有色金属行业：投资机会可能前低后高

基于对明年全球经济将维持低增长态势的预判，我们预计有色金属需求量不会出现大幅增长，基本面因素对有色金属价格的影响相对而言并不如流动性那么敏感，流动性充裕导致的增量需求依然是对有色金属价格的重要影响因素。我们认为今年 4 季度至明年 1 季度，有色金属价格可能以高位震荡为主，甚至会出现小幅度回调，但明年下半年随着流动性的再度略微放宽，价格有可能会出现的反弹，存在一定投资机会。

金钼股份(601958)：12 月 4 日收盘价 21.31 元。公司拥有金堆城钼矿和汝阳钼矿两大矿区，目前拥有钼金属权益储量达到 123.95 吨，充足的资源储量使得公司可以实现资源的 100% 自给。我们预测公司 09-11 年每股收益分别为 0.22 元、0.45 元和 0.72 元，对应的动态市盈率分别为 96.9 倍、47.4 倍和 29.6 倍。给予“增持”评级。

中金岭南(000060)：12 月 4 日收盘价 28.1 元。未来公司铅锌资源储量有望持续增加；精矿未来三年产能逐步释放、产量增长确定，另外收购 PEM 后，公司的成本控制措施卓有成效，铅锌精矿整体生产成本明显下降至 0.38 美元/磅；另外公司控股子公司未来看点较多，地产项目未来两年集中结算，将贡献明显收益。我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.34 元、1.22 元和 1.66 元，对应 PE 分别为 82.6、23 和 16.9 倍，给予“增持”评级。

铜陵有色(000630)：12 月 4 日收盘价 22.91 元。2010 年 8 月 23 日有 4.3 亿股定向增发机构配售股份解禁，占总股本的 33.22%；同年 10 月 27 日有 3.07 亿股股权分置限售股解禁，占总股本 23.7%，均为集团所持股份。公司对铜价的敏感性要弱于江铜和云铜，但公司业务结构使其业绩稳定性更好。我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.49 元、0.61 元和 0.88 元，以 12 月 1 日收盘价 22.89 元计算动态 PE 分别为 46.75、37.55 和 26 倍，给予“增持”评级。

机械行业：基建向内需切换的一年

在行业基本面方面预期 2010 年在出口恢复有限的情况下，基建投资将继续保持与 2009 年相近的投资规模，仍将是明年上半年机械产品需求主要的拉动力量。其中铁路、新能源相关投资确定性最强，水利、公路投资次之。基建累积施工量将在 2010 年产生增量，这将保证明年相关机械设备的需求增速，受益产品主要包括汽车起重机、混凝土机械、挖掘机、铁路机车、货车、轴轮等。机械产品的出口减量主要来自于资源国，在发达经济体经济缓慢恢复的背景下，对于 2010 年机械产品的出口不可过于乐观。在基建投资不可长期持续，出口短期内难以复苏的背景下，预期经济增长构成中内需的部分可能成为下一步经济增长结构调整的重心，与内需相关的机械设备面临着新机遇，主要受益机械产品包括食品饮料设备、机场设备等。在产品线升级、技术研发优势方面，结合重大技术装备振

兴规划，我们认为天地科技、中国南车、三一重工、中国重工、天马股份具备优势。因此 2010 年的投资主线包括：基建开工时滞和累积施工量增长带来的投资机会，关注徐工机械、三一重工、中国南车；财富分配结构调整给内需相关设备带来的投资机会，关注达意隆、威海广泰；劳动力成本上涨为具有技术优势的企业带来估值提升，关注三一重工、中国南车、中国重工、天地科技、天马股份。

徐工机械（000425）：12 月 4 日收盘价 34.67 元；2010 年基建施工量的累积增长以及全国工业景气度提高可以确保公司主营产品汽车起重机及其它建筑设备需求稳定增长；预计 09-11 年 eps 为 1.87、2.4、2.8 元/股；目标价格 48 元；买入。

三一重工（600031）：12 月 4 日收盘价 34.02 元；公司机制灵活、重视研发，重点产品市场占有率不断提高；2010 年基建施工量的累积增长、房地产施工保持稳定可以保证公司产品需求稳定增长。预计 09-11 年 eps 为 1.38、1.73 元、2.03 元/股；目标价格 43.3 元；买入。

中国南车（601766）：12 月 4 日收盘价 5.71 元。由铁路和地铁建设带来的机车采购带动公司收入进入高速增长期，未来高速增长确定性强，预计 09-10 年 eps 为 0.15、0.24、0.35 元/股，目标价格 7.2 元。

达意隆（002209）：12 月 4 日收盘价 16.35 元。在拉动内需、提高人民收入增速的假设下，预期未来饮料设备及食品包装投资将大幅增长，对公司形成长期利好，盈利增速和估值均可望提升，预计 09-11 年 eps 为 0.43、0.58、0.76 元/股；增持。

威海广泰（002111）：12 月 4 日收盘价 18.04 元。在拉动内需、提高人民收入增速的假设下，预期未来居民交通支出出现大幅增长，机场将加大设备投资力度，对公司需求形成长期利好，盈利增速和估值均可望提升，预计 09-11 年 eps 为 0.44、0.56、0.68 元/股。增持。

水泥行业：供给面政策利好带来的投资主题

政策投资启动水泥需求的快速增长是 2009 年水泥行业的发展主题，而 2010 年的利好将主要来自供给面的政策利好。因基建、房地产等领域水泥需求的增长前景明确，行业景气超预期的因素将来自政策对新建产能的控制力度、对落后产能淘汰的加速，以及限制新建扩张后对行业内部并购重组的促进。

2009 年，大批政策性投资项目开工建设，其水泥需求在 2010 年进入高峰期；而房地产销售面积、新开工面积快速回升，预示着该领域 2010 年的水泥需求也将实现显著的增长。我们预计 2009、2010 年水泥需求分别增长 16%、12%达到 16、18 亿吨。不过，我们认为 2010 年后水泥需求将保持稳定，继续增长的空间有限。

水泥新的产业政策侧重于新增产能的严控和落后产能的加速淘汰。水泥行业为产能过剩的典型，其新建产能有望受到政策严控：所有在建生产线集中清理、新建生产线审批权上收至国家发改委、新增产能严格执行等量淘汰政策。同时，水泥落后产能将在未来三年内彻底淘汰。我们认为，“等量淘汰”可以将地方政府招商引资的热情与中央政府推进落后产能淘汰的规划有机结合在一起，执行力度会比较彻底。2010 年有效新增产能在 2 亿吨左右，行业整体的供需形势良好。

新建生产线受到严控，龙头公司以新建为主的战略将面临调整。并购重组或将成为其新的扩张重点。而且，从2009年业内并购成本看，主要龙头公司的估值存在上升空间。我们维持对行业的“增持”评级。

冀东水泥（000401）：12月4日收盘价为18.28元；公司在A股三大水泥股中成长性最为出色；除大量已开工的在建产能外，公司2009年在并购方面也有较多表现：重组了河北奎山水泥、与ST秦岭达成了收购意向。公司主要市场所在地存在较高比例的落后产能，为公司的持续扩张提供了充裕的空间。预计2010、2011年公司产能将达到8000万吨、1亿吨左右，预计2009~2011年EPS为0.80、1.00、1.48元，目标价23.6元，增持评级。

祁连山（600720）：12月4日收盘价为16.77元，公司2009年以9.11元的价格定向增发的7900万股将于2010年6月25日上市流通，其中除中材股份所持的5500万股外的其他2400万股可能会带来一定的解禁压力。其他公司新建项目进度将大大低于之前预期将使公司在甘肃市场地位愈发稳固。甘肃落后产能比例高（48%），为公司的持续扩张提供了充裕空间；在新建生产线收归国家发改委后，公司的准央企背景有可能成为新生产得以获批的有利因素。2009年公司增发募集资金投资项目在2010~2011年将贡献业绩。预计公司2009~2011年EPS为0.75、0.92、1.36元，目标价20.2元，增持评级。

建筑工程行业：主业副业一起抓

交运基建是我国2009年天量固定投资的“绝对主角”，其中铁路、公路子板块才是真正的“明星”，预计全年投资额将高达6000亿元和9800亿元，分别同比增长77.7%和42.4%。迫于运输需求及资金缺口双高的双重压力，铁道部必须抢在经济完全恢复前以更低成本修建更多的铁路。因此，未来两年铁路基建投资将继续高位并增长，预计投资额将达到7000亿元和7500亿元。各区域平衡发展的政策导向下，东北和西部地区拉动起全国公路建设的投资热潮，增速屡超预期、屡创新高，预计09-11年投资额为9800亿元、11000亿元和10000亿元。房建受益于房地产市场的回暖，房建公司停工项目在上半年全部复工，下半年新签订单激增，行业经营形势根本性好转。房建领域的经营态势随楼市回暖而迅速转好，下半年订单激增，按照一年施工期计算，2010年将会是行业的盈利峰值年。我们的投资逻辑是，主业，副业两手抓——前者保证安全边际，后者成就投资亮点。具体依据：主业确定性高增长、地产业务规模结算、业绩弹性大、估值优势明显。

中国中铁（601390）：铁建霸主风采依旧，地产业务蓄势待发。12月4日收盘价为6.60元，汇率波动风险消除，公司2010年基建施工业务的高增长确定，同时地产项目进入规模结算，将大幅提高公司的业绩及估值，2010年12月3日，124.17亿首发原始股解禁。我们预计公司09-11年的EPS为0.32元、0.45元和0.55元，给予“买入”评级。

中国建筑（601668）：房建龙头，地产新贵。12月4日收盘价为5.00元，公司是国内最大的房屋建筑工程企业，旗下拥有国内第二大地产企业中海地产，09年房地产投资和新开工逐步复苏对公司施工业务的拉动显著，中海地产的业绩也有望超预期增长，2010年盈利前景乐观。2010年12月10日，10.08亿首发原始股解禁。我们预计公司09-11年的EPS为0.18元、0.27元和0.33元，给予“买入”评级。

金螳螂（002081）：建筑装饰装饰领域的“常胜将军”。12月4日收盘价为27.36元，公司连续七年被中国建筑装饰协会评为“百强企业第一名”，由于定位于中高端市场，在金融危机中受到的冲击远小于预期，目前订单充

裕、盈利水平稳定，未来三年业绩将至少保证 30% 的递增。2010 年 6 月 3 日，129.6 万股权激励限售股解禁。我们预计公司 09-11 年的 EPS 为 0.90 元、1.22 元和 1.55 元，给予“买入”评级。

纺织行业：复苏确定

纺织行业 09 年经历了寒冬，10 年将是春天。金融危机使我国的纺织出口 2009 年绝对额下降，但是我国的纺织品出口额占据全球份额却呈逐步提高。我们认为中国与其他国家相比具有人口总量、人口密度、人口分布梯度、原材料等行业具有无以伦比的优势，中国的纺织大国优势并没有丧失，并将长期存在。经过 09 年的去库存化，10 年国外纺织品的需求将加大，因此纺织品的出口反弹将更明显，我们预计 10 年纺织行业的出口增速将快于服装行业。而中国的城镇化进程以及消费升级决定了中国服装内销的黄金时代，我们认为，纺织服装零售将持续保持高于社会零售总额的增速增长，越来越多的拥有主品牌和技术的服务品牌企业也将发展壮大。

化纤、纺织、服装板块代表了产业链的上下游。新一轮的经济增长周期已经开始，最先在业绩上有所表现的是化纤行业，接下来出现经营明显改善的将是纺织板块，最后是服装板块。因此我们认为四季度化纤行业将保持高景气度，但表现的主要品种将是一些前期未被市场充分挖掘的品种，例如涤纶和氨纶。纺织板块将是明年复苏最为强劲、表现最为突出的板块。

鲁泰 A (000726) :12 月 4 日收盘价为 11.18 元。公司 09 年无限售股解禁。公司 2010 年公司将新增色织布产能 2000 万米，打破了二级市场对于公司业绩无增长的偏见，为股价带来刺激。10 年在色织布行业原材料棉花成本不断上升、外需持续回升的前提下，公司的产品提价有了很好的理由。公司计划 10 年逐步提高产品均价 8%-10%，在量价齐增的情况下，公司 2010 年销售收入将出现较大幅度增长。棉花是公司最主要的原材料，占总成本的 65% 左右。公司全年用棉量 27000 吨，目前公司储备棉花可够 2010 年消耗。库存棉花的成本价 15000 元/吨，低于目前市场价 2000 元/吨，因此公司 10 年既能够享受原材料价格上升带来的行业整体提价，又可以享受原材料成本锁定的优势，因此 2010 年公司的毛利率水平将继续上升。公司的外汇套期保值业务将使公司由于人民币升值汇率波动带来的汇兑损失控制在较小范围内。我们预计 09/10/11 年收入 40.27/46.11/48.30 亿元，净利润 6.14/7.06/7.67 亿元，EPS0.62/0.70/0.77 元，对应 PE18.8/16.5/15.1 倍，我们认为 2010 年给予公司 20 倍 PE 估值是合理的，对应 6 个月目标价是 14 元，给予“买入”评级。

山东如意 (002193) : 12 月 4 日收盘价为 11.36 元。2010 年 12 月 7 日公司将有 7762 万股限售股解禁,占总股本 48.51%。公司 2010 年产能翻番，公司原有精纺呢绒产能 800 万米，新厂区新增 800 万米，其中 20% 采用如意纺新技术。09 年厂区搬迁影响产能释放，2010 年将集中体现,预计新产能释放量为 500 万米；如意纺技术是公司产品向高端迈进的有力武器，也是公司产品附加值持续提高的保证。虽然目前如意纺技术在新增产能中占比只有 20% 左右，但随着技术改造范围的扩大，如意纺技术为公司带来的毛利率提升和利润增加将持续体现。预计 09/10/11 年收入 4.50/6.75/8.80 亿元，净利润 0.57/0.96/1.20 亿元，EPS0.36/0.60/0.75 元，对应 PE 31.2/18.7/14.9 倍，基于对公司 2010 年成长性的乐观预期，2010 年给予公司 25 倍 PE，对应 6 个月目标价是 15 元，给予“买入”评级。

黑牡丹 (600510) : 12 月 4 日收盘价为 12.41 元。2010 年 4 月 3 日将有 4384 万股限售股解禁,占总股本 5.51%。公司主业在原来的纺织业务基础上增加了政府指定的安置房和城市综合开发以及商品房开发业务。公司将商品房开发规划提前，使得 2010 年的业绩超过原有预期。高新城投主要从事新北区市政配套设施的投资建设业务，具有区

域垄断性，收益稳定。预计 09/10 年可实现净利润 6000 万元。火炬安置房开发属于市政订单任务，每年的开发面积约 50 万平方米左右。09 年和 10 年，安置房结算面积分别为 54 万平米、47 万平米，按照 15% 的毛利率，8% 的净利润，贡献 EPS 分别为 0.36 元、0.29 元。火炬置业名下的商业土地使用权 22 宗，火炬 2010 年将土地规划开发提前，与阳光城合作开发飞龙地块，预计 10 年至 11 年，分别结算约 16 万平米和 47 万平米，按照目前周边售价公司毛利率在 50% 以上，10 年 11 年可实现 EPS 约 0.17 元和 0.61 元。纺织业务逐步恢复。目前公司的牛仔布业务订单饱满，景气度逐步恢复。预计 09 年纺织业务能实现 4000 万净利润。公司 2009 年中报出台了“2009-2014 年”发展规划纲要，确定了公司持续高增长目标，相当于未来 5 年内业绩年均复合增长率可以达到 25% 至 32%。预计公司 09 年至 11 年，EPS 分别为 0.46 / 0.58 / 0.73 元，给与 2010 年 28 倍 PE，对应股价 16.24 元，给予“买入”评级。

农化行业：在结构调整中挖掘特色公司

纵观 2009 年，各类农化产品价格几乎都处于企业成本线附近，但我们认为底部已现，最坏时期已经过去。近期化肥、农药的价格反弹明显，加之农化产品需求具有刚性，特别是随着石化行业振兴规划、粮食增产规划等一系列政策利好密集出台，农化行业的下行空间有限；在通胀预期的背景下，预期明年国际上主要农产品的价格将继续上扬，更是构成了对农化行业的有力支撑，农化行业在产业结构调整中震荡上行将是未来发展的主基调。在产能过剩、出口下降、竞争日趋激烈的大环境下，我们认为，只有那些符合国家产业政策方向、业绩有望出现拐点、产品具有特色优势的公司才具有投资价值。因此，我们的投资策略是在农药和化肥两大领域，关注行业政策调整方向，挖掘那些主营业务与预期的产业结构政策一致且具有自身特色的优势公司。

冠农股份（600251）：近期印度与俄罗斯钾肥生产商签订了 460 美元/吨的到岸价格。目前我国的钾肥价格已经低于 460 美元/吨，相较于国际钾肥价格而言跌幅较大，此次印度钾肥合同的签订，将有力推动国内钾肥价格上升，由此我们认为明年国内的钾肥价格将重回 3300 元/吨以上。冠农股份持有国投罗钾 20.3% 的股权，国投罗钾一期年产 120 万吨硫酸钾工程预计在 2010 年将完全达到设计产能。二期工程预计在 2013 年建成投产，计划在二期工程的基础上生产 60 万吨硫酸钾和 110 万吨硫酸钾镁肥。在国内钾肥高度稀缺的情况下，国投罗钾的产能不断提升与钾肥价格反弹，是推动冠农股份业绩快速增长的源动力。我们预计 2009、2010、2011 年度公司每股收益将为 0.03、1.10 和 1.56 元，以当前股价 27.7 元计，对应动态 PE 分别为 923、25 和 17.7 倍，给予“买入”评级。

利尔化学（002258）：公司目前主要产品为毕克草、毒莠啶、氟草烟等，拥有包括氰基吡啶氯化在内的 12 项专有核心技术，与国内同行业相比技术优势明显。在继续保持原药优势之外，为开拓国内市场，利尔化学日益重视制剂的研发，09 年公司有 10 余个新型制剂品种上市，10 年有望为公司带来可观利润，公司未来将形成原药、制剂齐头并进的格局。继今年下半年氟草烟项目投产之后，2010~2011 年将有毒死蜱、丙环唑和草铵磷等多个项目建成投产，可大大增强公司盈利能力。预计 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.67、0.95 和 1.10 元，以 26.18 元/股计，对应的动态 PE 分别为 40、27 和 25 倍，远低于当前农化行业平均市盈率水平，因此给予“买入”评级。

诺普信（002215）：诺普信是我国唯一一家以农药制剂为主营业务的上市公司。公司具有强大的研发实力，公司已登记产品数、无公害农业果蔬用药品种数、新农药制剂发明专利申报数三项指标均位居全国同行业第一，公司制剂种类已达 572 种，预计 2010 年将达 700 余种。目前水基化环保型制剂已成为诺普信的主导产品，占公司制剂总量的 55%，鉴于诺普信在技术、市场、人才三方面所具备的绝对优势，未来 5 年 38 万吨乳油制剂退出市场后，预计诺普信将获得 10% 的缺口递补，主营业务收入每年将保持 30% 的增长。预计 2009、2010 和 2011 年的 EPS 分

别为 0.68、0.80 和 0.96 元，以当前 26.03 元的股价计，对应动态 PE 分别为 38、32 和 27 倍，低于行业平均市盈率水平，给予“买入”评级。

江山股份（600389）：受国内草甘膦产能过剩的影响，草甘膦价格今年长期在低位徘徊。经过市场的残酷洗礼及行业政策的调整（低含量草甘膦明年禁止生产），我们预计草甘膦的售价在明年有望出现拐点，加之公司海外客户不断增多，这都有助于公司明年业绩出现拐点。酰胺类除草剂将是 2010 年新的利润增长点。按照规划，该项目将于 2010 年 9 月建成投产，其中乙草胺 1 万吨/年，丁草胺 8 千吨/年，异丙草胺 2 千吨/年。该产品将由中化国际负责包销，因此将来盈利能力稳健。基于以上因素，我们认为公司业绩将在明年出现显著拐点，预计 2009、2010、2011 年的每股收益分别为-0.50、0.2 元和 0.35 元，以当前 14.83 元的股价计，估值虽然偏高，但鉴于公司明年业绩的 V 型反转，仍然给予“增持”评级。

汽车行业：看好中高级轿车、重卡及相关零配件

由于经济好转，中高排量轿车会出现恢复性增长。而在房地产和进出口回暖的情况下，明年基建类重卡和物流类重卡都会有较好的表现。随着经济好转和客运周转量的回升，长途客车、旅游客车将被持续拉动。而中东、南非等主要出口目的地经济的复苏，将带动客车的出口。我们的投资策略是，把握行业结构变化，选择细分龙头。我们推荐中高级轿车、重卡及相关零配件，建议增持宇通客车。

中国重汽（000951）：12 月 4 日收盘价 28.61 元，中国重汽（香港）2010 年 2 月 13 日有 1650.8375 万股解禁。看好明年重卡市场；中国重汽（香港）和曼达成的协议足以应付未来的排放升级。预计 2009-2011 年每股收益：1.08、1.65、1.90 元，给予“增持”评级。

宇通客车（600066）：12 月 4 日收盘价 20.50 元，郑州宇通集团有限公司在 2010 年 3 月 6 日有 2599.4586 万股上市。看好明年大中客市场；公司是大中客龙头之一，公司治理好。预计 2009-2010 年每股收益：0.98、1.20、1.35，给予“增持”评级。

销售经理：万玮
电话：010-88085990
电子邮箱：wanwei@ehongyuan.com.cn

免责声明：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上