



把握“促内需、调结构”投资主线

——东吴基金 2010 年投资策略报告



(2009 年 12 月 18 日)

主 编 刘元海

宏观经济 杨庆定
邹国英

行业研究

金融 刘元海
房地产家电水泥 薛和斌
化工 王少成
商业 食品 邹国英
煤炭电子元器件 姜 宵
汽车 赵世光
钢铁 张能进
医药 张 寅

策略协助 戴 斌

监 审 徐建平
王 炯
黎 瑛

地址：

上海浦东源深路 279 号

邮编：200135

客服热线：021-50509666

网址：www.scfund.com.cn

把握“促内需、调结构”投资主线

2009 年中央经济工作会议主体基调是“促内需、调结构”，以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，增强消费对经济拉动作用，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展。因此，2010 年中国经济增长方式将发生转变：(1) 2010 年消费对经济增长拉动作用将明显增强，消费增长有望超预期；(2) “城镇化”将成为中国未来经济增长的新动力；(3) 发展战略性新兴产业、低碳经济、推进产业结构调整。

在新的经济增长模式下，我们总体判断，2010 年中国经济将温和回升，经济总需求处于温和扩张态势，同时伴随温和通胀。但是在“促内需、调结构”政策主导下，不同行业下游需求是不同的。其中，受益于消费政策驱动和居民财富积累，消费服务类行业需求有望超预期，并且大部分消费服务类行业净利润率不仅受益于温和通胀，同时由于自身行业特征，行业净利润率总体趋势向上。这类行业业绩增长稳定，并且超预期可能性很大，预计消费主题投资机会将贯穿 2010 年。

虽然目前我国一些中游行业出现产能过剩，但是促消费重点是家电、汽车、房地产等大件消费品，这些行业对中游产能具有巨大吸收能力，而城镇化推进，将强化这一能力。在经济温和回升背景下，我们对 2010 年中游行业需求不悲观，特别是与家电、汽车、房地产产业链相关的中游行业需求可能超预期，并且在温和通胀背景下，这些行业净利润率也处于上升态势，因此 2010 年部分中游行业仍然存在阶段性投资机会。

2010 年把握“促内需、调结构”投资主线，重点关注以下 4 条投资主线：

- 第一条投资主线是受益于政府消费政策驱动和居民财富积累的行业，消费主题投资机会将贯穿全年，重点关注：零售、食品饮料、医药和家电。
- 第二条投资主线是与家电、汽车、房地产产业链相关并且受益于出口恢复、城镇化发展和温和通胀的中游行业，重点关注：钢铁和机械。
- 第三条投资主线是具有估值优势并且受益通胀的行业，重点关注：银行、保险和煤炭。目前银行煤炭估值位于市场中下端水平，具有较高安全边际，一旦通胀预期升温，将会刺激股价进入新一轮上涨周期。
- 第四条投资主线是主题投资，重点关注大盘风格、融资融券股指期货受益股、低碳经济、区域主题和世博概念股等。我们判断，在市场震荡时期，主题投资可能会成为市场热点，从而带来超额收益。

在“促内需、调结构”政策驱动下，我们预计 2010 年中国宏观经济将重回上升周期，A 股上市公司净利润同比增长约 28%，并考虑年底估值基准转换，2010 年 A 股市场整体仍然存在投资机会，相对看好 1 季度和 4 季度市场行情。此外，2010 年 A 股市场可能面临宏观经济波动风险、政策退出风险、流动性风险以及国外主权信用下调风险，我们要谨防这些风险对 A 股市场的影响。



目 录

一、2009 年 A 股市场回顾和 2010 年展望	3
二、2010 年中国经济重回上升周期	6
(一) 消费促增长	6
1、政策促消费，效果明显	6
2、民富促消费，潜力巨大	8
3、温和通胀有利消费	11
(二) 固定资产投资回归常态	12
(三) 出口恢复性增长	14
(四) 城镇化为中国经济注入新动力	16
三、产业结构调整 and 区域发展意在长远	18
四、温和通胀有利中下游企业盈利回升	22
五、2010 年 A 股走势判断	28
六、把握“促内需、调结构”投资主线	30
(一) 投资主线	30
(二) 重点行业	32
东吴基金管理有限公司旗下基金：	48



一、2009 年 A 股市场回顾和 2010 年展望

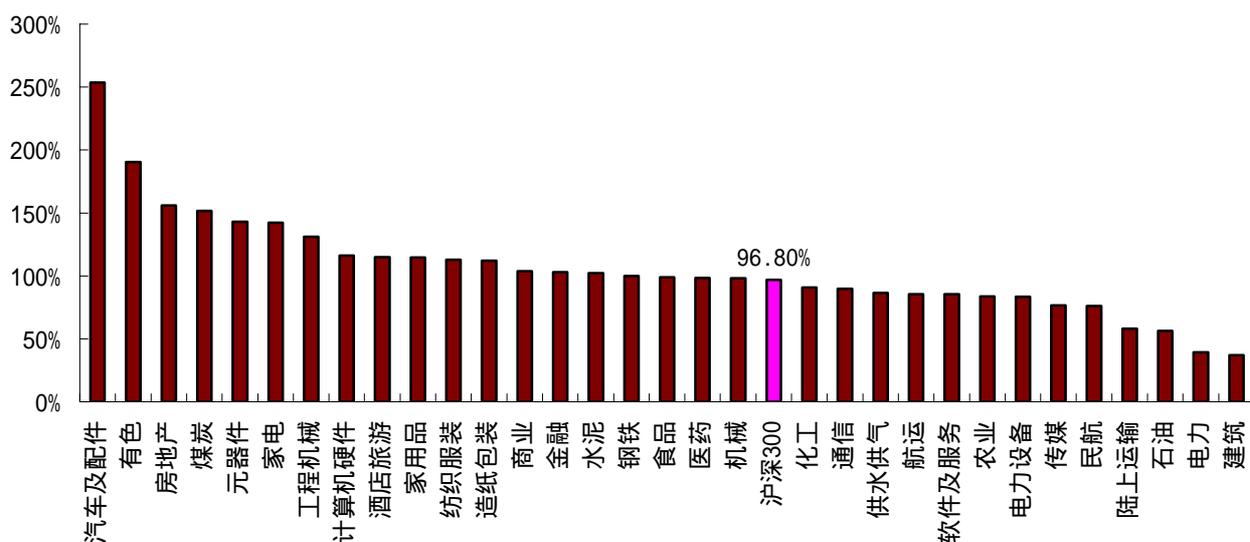
截至 2009 年 12 月 10 日，09 年以来上证指数上涨 78.73%，最后报收于 3254 点，站上 3000 点关口；沪深 300 指数上涨 96.8%，几乎翻了一倍。全年上证指数基本呈现出“N 型”走势，具体而言：年初至 7 月份，上证指数走出一波波浪式单边上升行情，并创出年内至今最高点 3478 点；8 月份，在货币政策明松暗紧、宏观经济数据回调以及估值压力下，上证指数快速回调，8 月单月上证指数跌了 21.81%，单月下跌幅度居历史前列；9 月份市场震荡筑底；10 月份在外围市场环境趋好，2010 年业绩估值基准转换以及以中小盘风格为主的泛消费主题推动下，10 月至今上证指数继续波浪式前进，上涨了 17%。

推动 09 年 A 股市场大幅上涨的主要动力是全球主要经济体包括中国在内实施极度宽松货币政策，以及投资者对经济复苏的预期。但随着全球经济企稳复苏和防通胀的要求，宽松货币政策逐步退出将是一个趋势，目前一些经济体已开始逐步收紧货币政策。因此从大趋势上看，未来驱动市场上涨的动力势必要逐步转到上市公司业绩增长上。10 月份以来，A 股市场正处在上涨动力转换过程，即市场上涨动力从前期“流动性过剩+经济复苏预期”向“业绩驱动”转换过程中。

从行业表现看，09 年大幅跑赢沪深 300 的前十名行业是（按收益率从高到低排序）：汽车及配件、有色、房地产、煤炭、元器件、家电、工程机械、计算机硬件、酒店旅游和家用品；跑输沪深 300 的后十名行业是（按收益率从低到高排序）：建筑、电力、石油、陆上运输、民航、传媒、电力设备、农业、软件和航运。

09 年跑赢沪深 300 指数的行业可以归结为以下几条主线：（1）受益于消费刺激政策推动的先导型行业及其产业链相关行业：汽车及配件、家电、房地产、以及与房地产产业链相关的家电和家用品行业；（2）受益于经济复苏初期宽松流动性推动的资源型行业：有色、煤炭；（3）受益于投资拉动的工程机械、水泥等中游行业；（4）与宏观经济相关性高的信息技术行业：元器件和计算机硬件行业。在经济衰退时，信息技术行业需求会快速下滑；但在经济复苏时，信息技术行业需求会迅速反弹，因此，在经济复苏初期信息技术行业股价通常会有较好表现。

图表 1 2009 年各行业市场表现（截至 2009 年 12 月 10 日）



数据来源：Wind，东吴基金。



09 年 A 股市场以及行业表现与美股历史上历次经济复苏阶段市场以及行业表现比较相似，在经济复苏阶段市场通常会大幅上涨，而可选消费品、原材料、工业、信息技术和金融行业通常跑赢大盘，并且熊市中跌幅越大行业在经济复苏阶段反弹力度也越大。在 03 年美国复苏时期，标普上涨 26%。从行业表现看，信息技术、原材料、工业、可选消费品和金融行业跑赢标普 500，其中信息技术在 2002 年跌幅最大，但在 03 年上涨幅度最大。在 09 年这轮经济复苏周期中，标普 500 指数从 3 月 6 日最低点 667 点至今上涨了 64%，涨幅居美股历史熊市反弹前列。从行业表现看，金融、原材料、可选消费品、信息技术和工业跑赢标普 500，其中金融行业在 08 年跌幅最大，但在 09 年上涨幅度最大。

从美国经验看，如果经济从复苏进入扩张周期到衰退周期，那么股票市场中行业表现将呈现出梯次轮动规律，行业轮动的次序依次是：可选消费品、信息技术、工业、原材料 金融、能源 必需消费品、医疗保健、公用事业和电信等防御型行业。如果 2010 年中国经济能够从复苏进入扩张周期，那么我们就可以从经济周期中行业轮动规律把握 2010 年投资主线。

图表 2 经济周期中美股行业轮动规律

	熊市阶段		牛市阶段					熊市阶段	反弹
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008M1-09M3	09M3-M11
强势行业	原材料	必须消费	信息技术	能源	能源	公用事业	原材料	医疗保健	金融
	能源	原材料	原材料	公用事业	原材料	电信	能源	必须消费	原材料
	必须消费	能源	工业	工业	工业	原材料	公用事业	公用事业	可选消费
	可选消费	金融	可选消费	原材料	公用事业	金融	电信	电信	信息技术
	标普-13%	公用事业	金融	金融	金融	可选消费	必须消费	能源	工业
	医疗保健	医疗保健	标普 26%	电信	医疗保健	必须消费	信息技术	信息技术	标普 64%
	工业	可选消费	公用事业	可选消费	信息技术	工业	工业	标普-54%	能源
弱势行业	金融	标普-23%	能源	必须消费	必须消费	能源	标普 4%	可选消费	医疗保健
	公用事业	工业	电信	标普 9%	标普 3%	标普 14%	医疗保健	原材料	必须消费
	电信	电信	医疗保健	医疗保健	可选消费	医疗保健	可选消费	工业	公用事业
	信息技术	信息技术	必须消费	信息技术	电信	信息技术	金融	金融	电信

数据来源：Bloomberg，东吴基金。

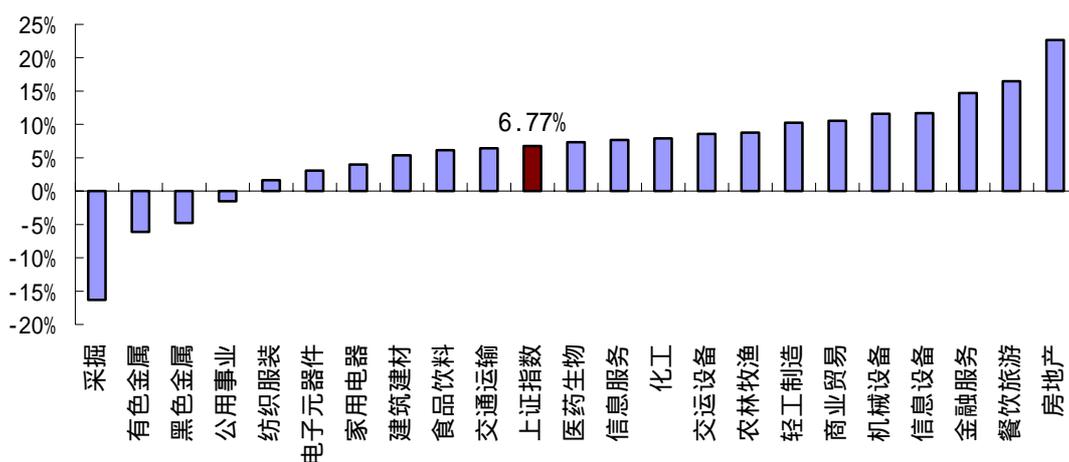
如果 2010 年中国经济仍然处于温和复苏进程，那么从美国经验看，在该经济环境下，市场箱体震荡概率偏大，表现较好的行业通常是：食品饮料、医疗保健、油气、公用事业、银行、家庭与个人用品、保险和电信行业，主要集中在防御型和金融类行业。

图表 3 美国经济温和复苏过程中行业表现

(1991.6-1991.12)	涨跌幅	(1983.6-1984.3)	涨跌幅	(2003.9-2004.6)	涨跌幅	行业	算术平均涨跌幅
食品饮料	13.5%	油气	8.2%	旅游休闲	25.55%	食品饮料	11.4%
公用事业	13.4%	食品饮料	1.5%	建筑建材	25.04%	医疗保健	8.2%
医疗保健	12.7%	汽车及其零部件	-0.7%	保险	20.43%	油气	7.1%
零售	8.9%	电信	-1.2%	油气	19.96%	公用事业	5.7%
其他金融服务	7.7%	银行	-2.0%	家庭与个人用品	19.51%	银行	5.2%
银行	5.1%	医疗保健	-3.8%	食品饮料	19.25%	家庭与个人用品	4.7%
家庭与个人用品	2.9%	建筑建材	-4.6%	原材料	16.12%	保险	4.4%
电信	2.8%	公用事业	-6.1%	医疗保健	15.72%	电信	3.4%
指数	2.4%	指数	-6.3%	汽车及其零部件	13.80%	指数	2.7%
保险	1.7%	家庭与个人用品	-8.2%	机械	12.74%	建筑建材	0.7%
信息技术	-0.5%	保险	-8.9%	银行	12.56%	零售	-0.5%
化工	-4.5%	原材料	-9.2%	指数	11.88%	机械	-0.7%
机械	-5.3%	机械	-9.4%	其他金融服务	11.43%	旅游休闲	-0.9%
地产	-6.1%	地产	-9.6%	化工	10.03%	原材料	-1.1%
旅游休闲	-6.4%	化工	-10.1%	公用事业	9.90%	化工	-1.5%
油气	-7.1%	信息技术	-12.1%	地产	9.43%	其他金融服务	-1.9%
传媒	-8.9%	传媒	-13.0%	电信	8.60%	地产	-2.1%
原材料	-10.2%	零售	-18.1%	零售	7.59%	信息技术	-2.5%
建筑建材	-18.5%	旅游休闲	-21.9%	信息技术	5.22%	汽车及其零部件	-3.0%
汽车及其零部件	-22.2%	其他金融服务	-24.9%	传媒	0.33%	传媒	-7.2%

数据来源：招商证券。

中国 A 股也有类似情况。04 年中国经济宏观调控，05 年经济调整，06 年 1、2 季度经济开始进入回升，GDP 同比增长分别为 11.4%、12%，但 3、4 季度 GDP 同比增长有所回落，分别为 11.8%、11.6%，即当时经济仍然存在温和复苏过程，还未进入扩张周期，同时在高估值、扩容压力和货币政策收紧背景下，市场从 2006.6 - 9 月出现了为期 4 个月的震荡。在此期间，明显跑赢大盘的行业是：房地产、餐饮旅游、金融服务、信息设备、机械、商业、轻工制造；明显跑输大盘的行业是：采掘、有色、黑色金属、公用事业。也就是说，在经济温和复苏过程中，市场震荡概率较大，同时表现较好的行业主要以稳定增长和防御型行业为主，至于这个阶段地产和金融良好表现，主要原因是：地产股上涨与人民币进入升值周期有关，金融股与我国进入加息周期有关；而跑输大盘的则以能源和原材料类行业为主。

图表 4 2006.6 - 9 月市场振荡期行业表现


数据来源：Wind，东吴基金。

总的来看，2010 年 A 股市场走势和行业表现将视中国宏观经济复苏程度。但有一点比较确定的是，与 09 年类似，受益政策推动的行业以及与其产业链相关的行业需求存在超预期可能，同时在温和通胀背景下，行业净利润率又有上升趋势，因此，这类行业 2010 年业绩存在超预期可能，值得我们重点关注。

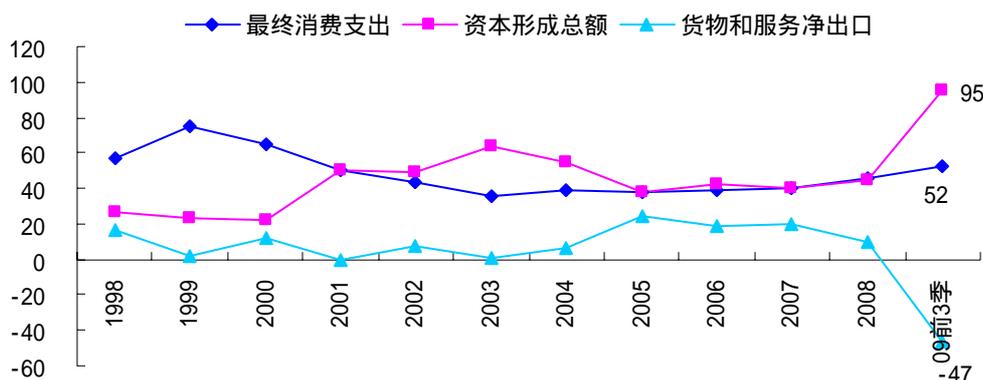
二、2010 年中国经济重回上升周期

2010 年，全球经济走出金融危机阴影逐步复苏。我国消费对经济增长拉动作用有所增强，固定资产投资增速回归常态，出口复苏，城镇化成为中国经济未来增长新动力，预计 2010 年中国经济将温和回升，重回上升周期。

从今年前三季度 GDP 增长 7.7% 的贡献看，投资贡献 7.3 个百分点，占比 95%；消费贡献 4 个百分点，占比 52%；净出口贡献 -3.6 个百分点，占比 -47%。在外需低迷情况下，投资成为 09 年经济增长的最大拉动力量。相比之下，消费表现要逊色一些。投资与消费不平衡加剧，并且巨额投资加大今后产能过剩风险，不利于实现我国经济增长方式的转型。

09 年中央经济工作会议明确提出加大经济结构调整力度，扩大居民消费需求，增强消费对经济增长的拉动作用。同时保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目。可以预期，消费对经济增长拉动作用在 2010 年将会增强，因此与消费相关行业需求存在超预期可能，从而带来投资机会。

图表 5 我国经济三架马车对 GDP 的贡献率



数据来源：wind，东吴基金。

(一) 消费促增长

如何实现消费促增长呢？09 年中央经济工作会议提出了四点：(1) 要加大国民收入分配调整力度，增强居民特别是低收入群众消费能力；(2) 要保持政策连续性，进一步做好家电、汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策，增加农机购置补贴；(3) 增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求；(4) 要适应群众生活多样性、个性化的需要，引导消费结构升级。

预计在政府促消费政策推动，在居民原有财富积累基础上，在房地产消费拉动以及温和通胀背景下，2010 年中国消费将进入提升阶段。

1、政策促消费，效果明显

09 年政府在实施大规模投资刺激计划的同时，陆续出台了系列促消费政策，如商品房购买优惠政策、乘用车购置税减征、家电下乡、以旧换新和深化医药卫生体制改革等，这些政策促消费效果明显，尤其是在住房、汽车、家电等耐用消费品领域效果显著。

汽车产业在十大产业振兴规划中于 09 年初率先获得通过，通过减征车辆购置税、50 亿财政补贴的汽车

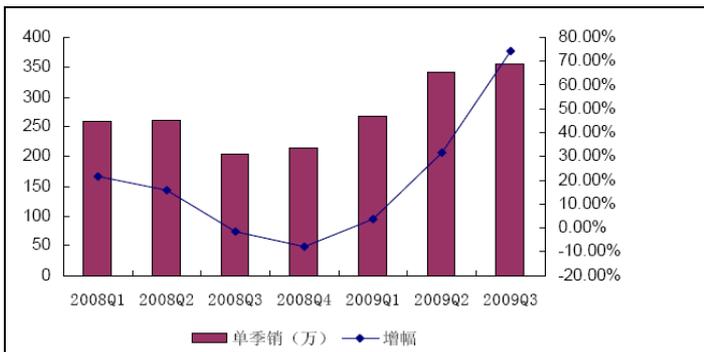


下乡等措施刺激国内的消费。政策刺激取得立竿见影的作用，汽车销售迅速回暖，2009年1~10月，我国汽车累计销售1089.14万辆，同比增长达37.71%，增幅明显高于06、07年，与处于汽车销量爆发期的02、03年相当。

2009年前3季度，在城市家电销售额与上年基本持平的情况下，农村市场增长了8.6%，其中80%的销售额来自于家电下乡产品。09年前10个月冰箱下乡销量达1367.02万台，占内销的44%；彩电下乡销量578.84万台，占内销份额的20%。

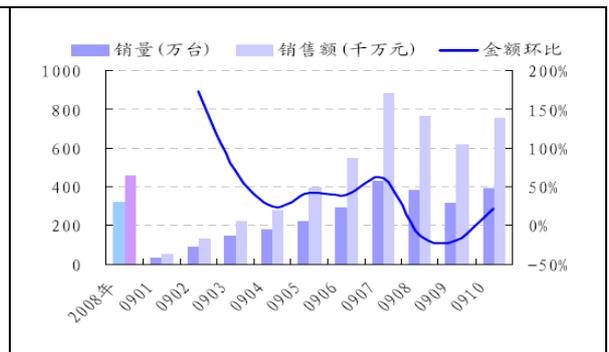
在商品房购房优惠政策实施下，09年前11个月商品房销售面积同比增长53%，居历史较高水平。同时，房地产的热销也带动了家电、建筑及装潢材料、家具甚至汽车等其它消费。

图表6 2008年以来我国汽车销量明显大增



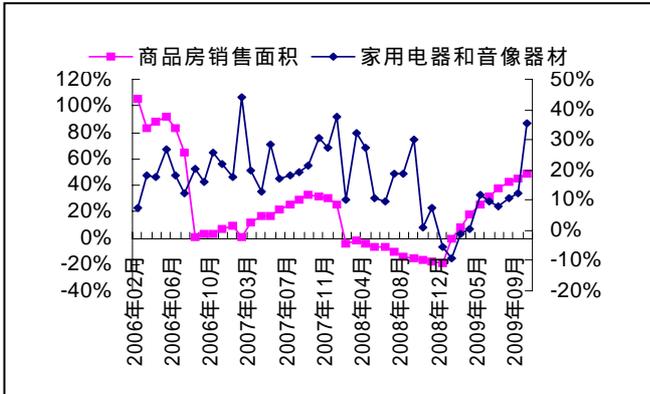
数据来源：中国汽车工业协会。

图表7 家电下乡历史销售情况

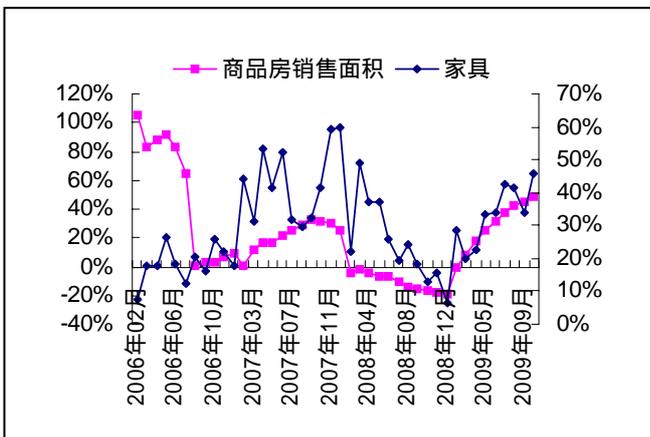


数据来源：家电下乡信息管理系统。

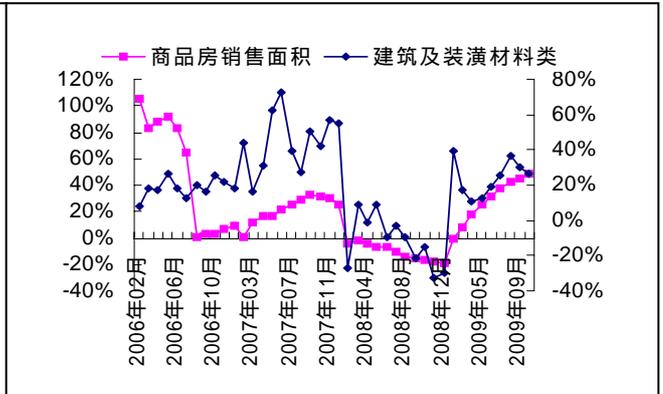
图表8 商品房销售带动家电消费



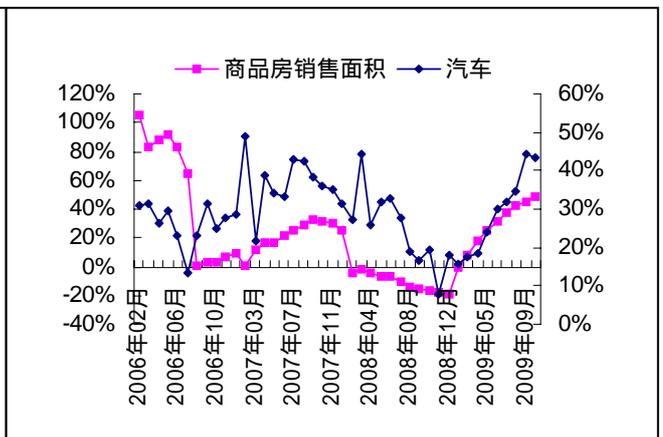
图表10 商品房销售带动家具消费



图表9 商品房销售带动建筑及装潢材料消费



图表11 商品房销售带动汽车消费



数据来源：wind，东吴基金。

国务院总理温家宝于12月9日主持召开国务院常务会议，研究完善了2010年促进消费的若干政策措施：(1)继续实施家电下乡政策。大幅提高下乡家电产品最高限价，进一步完善下乡家电产品补贴标准和办法；(2)将汽车下乡政策延长实施至明年年底，已纳入汽车下乡补贴渠道的摩托车下乡政策执行到2013年1月31日；(3)家电以旧换新明年5月底试点结束后，继续实施这项政策，并在具有拆解能力等条件的地区推广实施；(4)继续实施农机具购置补贴政策，适当增加补贴资金规模；(5)继续实施节能产品惠民工程，加大高效照明产品推广力度，将节能与新能源汽车示范推广试点城市由13个扩大到20个，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；(6)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，减按7.5%征收。汽车以旧换新的单车补贴金额标准提高到5000元至1.8万元；(7)个人住房转让营业税征免时限由2年恢复到5年，其他住房消费政策继续实施。

从新的消费政策来看，除汽车和商品房优惠力度有些减弱之外，现行政策大部分继续执行，而对于家电、节能与新能源汽车等优惠力度加大，这将有助于这些行业继续保持较快增长。

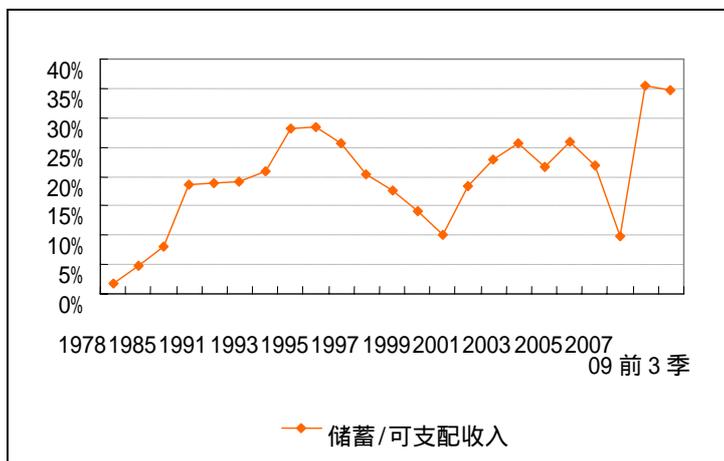
09年中央经济工作会议提出“增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求”作为推动消费的主要内容之一，这表明政府对房地产行业不是打压需求，而是增加供给。因此，2010年房地产对于相关消费（家电、家具、装潢、汽车）仍然具有推动作用。

基于当前经济环境和政策导向，预计2010年政府还将继续出台消费刺激政策。

2、民富促消费，潜力巨大

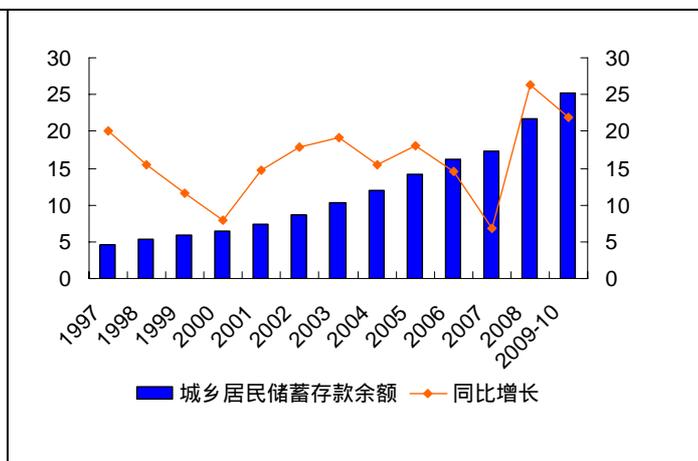
与美国等发达国家家庭负债率较高和信用消费不同的是，我国居民家庭负债率偏低，储蓄率一向较高，08年和09年前3季度又进一步上升到35%左右的高位，城乡居民储蓄存款余额同比分别增长了26.3%和21.8%，总额达到25.3万亿元的规模。可以说，我国居民财富不但没有在本轮全球经济危机中消减，还处于“滚雪球”的过程中。并且，楼市、股市等投资品市场的热度回升也在加深财富效应。

图表 12 我国居民储蓄率维持高位



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 13 我国城乡居民储蓄存款余额保持高增速

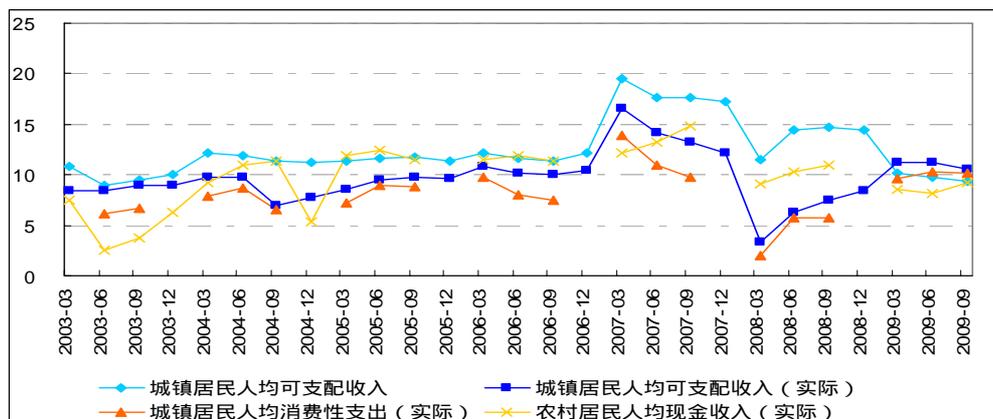


数据来源：Wind，，东吴基金。

我国城镇居民人均实际可支配收入已经恢复至11%左右的高增长水平，人均实际消费性支出也回升至10%以上；农村居民人均现金收入增速虽然相对略低，但波动性也小；消费者信心指数也已经自底部逐步攀升。

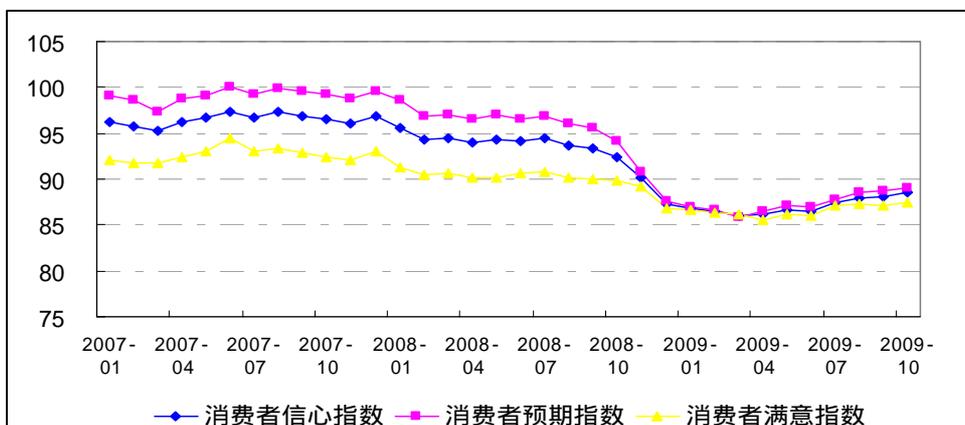


图表 14 我国城乡居民收入和消费性支出情况（季度）



数据来源：Wind，东吴基金。

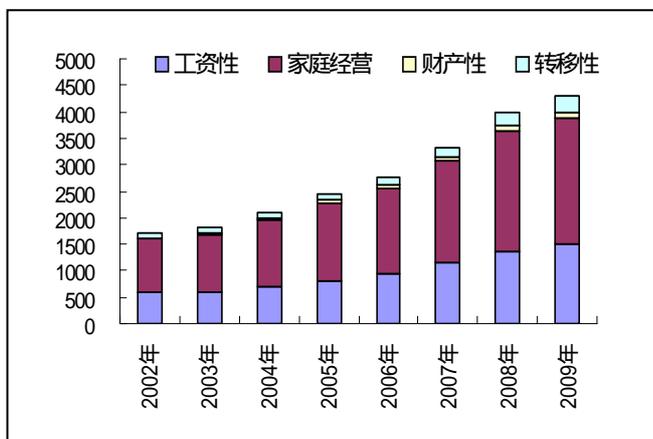
图表 15 我国消费者信心指数情况



数据来源：Wind，东吴基金。

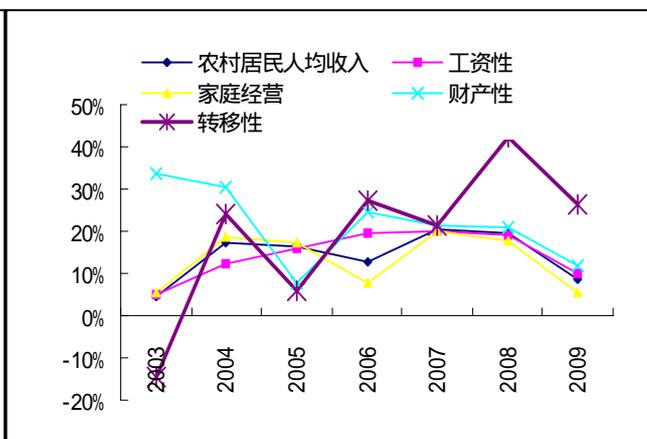
从农村家庭收入结构看，农村家庭经营收入占比接近 60%，主要从事农林牧渔业所得，近期农产品价格的上涨有望使农民收入受益。近几年，财政加大了对农民转移支付补贴力度，农民转移性收入快速增长，占比逐步提高，从而也提高农民消费能力。

图表 16 农村家庭收入转移性收入占比提高



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 17 转移性收入快速增长



与城市比较，目前农村的家电、汽车等耐用消费品的普及率仍严重低于城市，特别是在家用电脑、空调、



照相机、电冰箱、移动电话等，随着农民收入提高，未来数年这些产品的农村销售有很大空间。

图表 18 家用电脑、空调、照相机、电冰箱和洗衣机等产品未来数年在农村市场有很大空间

农村、城镇居民平均每百户耐用消费品拥有量(2008 年底)			
耐用品	农村	城镇	农村上升空间
家用电脑	5.40	59.26	997%
空调器	9.82	100.28	921%
照相机	4.43	39.11	783%
电冰箱	30.19	93.63	210%
洗衣机	49.11	94.65	93%
彩色电视机	99.22	132.89	34%

数据来源：Wind，东吴基金。

从 1995-2008 年，城镇居民消费支出分项中食品支出比重逐年下降；衣着和家庭设备用品及服务比重呈现微笑曲线走势；医疗保健、交通和教育文化娱乐服务三项支出比重总体呈现上升趋势。

随着生活水平提高，居民用于食品支出占比逐年下降符合经济规律。衣着和家庭设备用品及服务比重呈现微笑曲线走势，我们判断与消费升级有关，衣服要穿品牌，耐用品要用名牌。因此，消费升级有望促使高度品牌服装和名牌耐用品再现消费潮。

随着居民收入的提高，居民的消费观点也在改变，对于提高生活质量的“可选消费品”将逐步增长。结合日本和韩国的经验，预期未来中国城镇家庭的消费支出将向医疗保健、交通和教育文化娱乐等方面倾斜。人口结构的改变，老龄人口的上升和政府对于医疗支出增加的拉动作用，将带动居民个人对于医疗的支出。生活方式也将逐步向发达国际靠拢，居民逐步增加教育、文化、娱乐等的消费支出比重。09 年 7 月国务院常务会议原则通过《文化产业振兴规划》，以及 12 月份通过的《关于加快发展旅游业的意见》，这些政策实施都将有助于教育文化娱乐服务消费的提高。

图表 19 城镇居民人均各项消费性支出占比变化

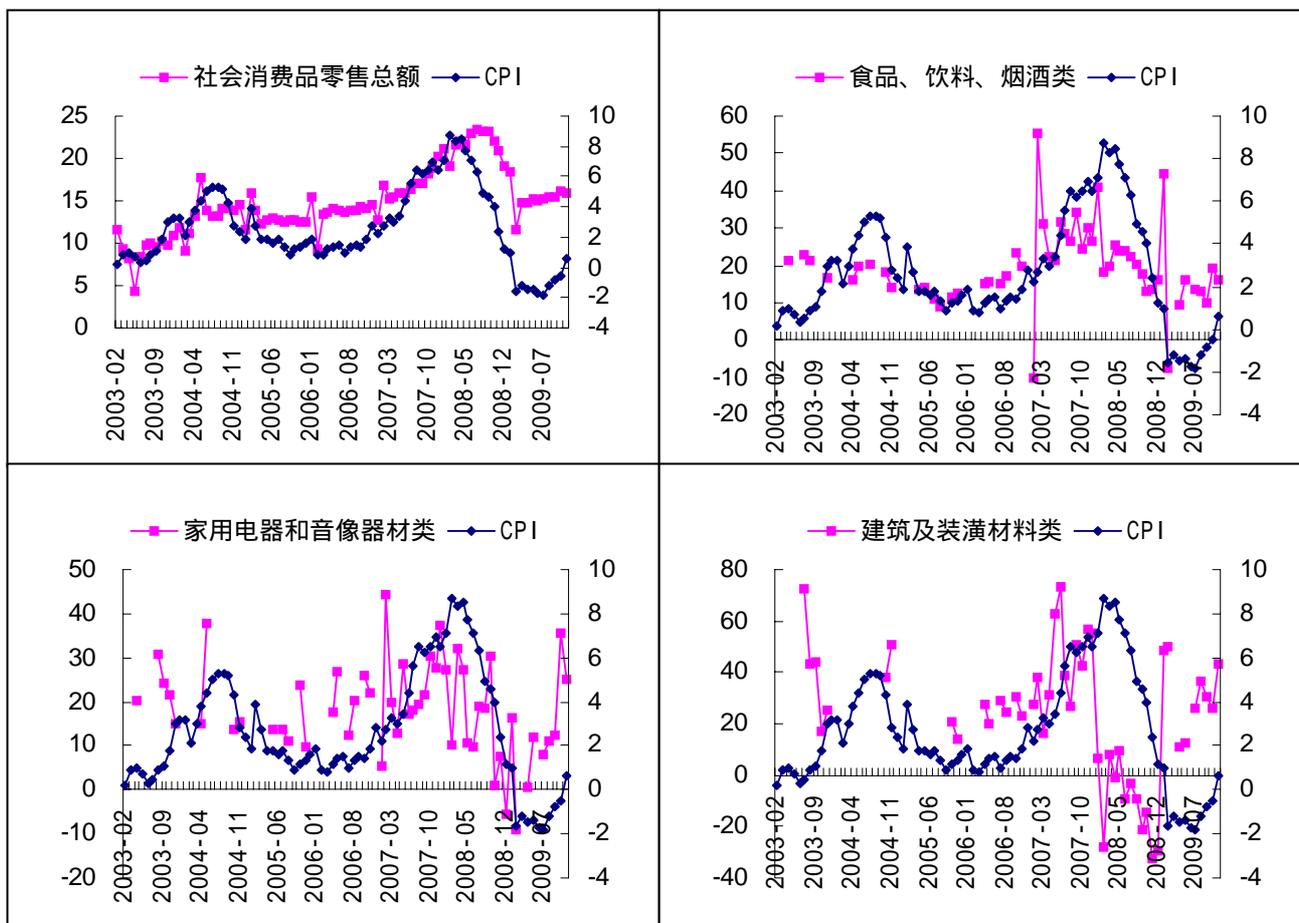
年份	食品	衣着	家庭设备用品及服务	医疗保健	交通	教育文化娱乐服务	居住
1995	49.92%	13.55%	8.39%	3.11%	2.35%	8.84%	7.07%
1996	48.60%	13.47%	7.61%	3.66%	2.45%	9.57%	7.68%
1997	46.41%	12.45%	7.57%	4.29%	2.66%	10.71%	8.57%
1998	44.48%	11.10%	8.24%	4.74%	2.65%	11.53%	9.43%
1999	41.86%	10.45%	8.57%	5.32%	2.96%	12.28%	9.84%
2000	39.18%	10.01%	8.79%	6.36%	3.25%	12.56%	10.01%
2001	37.94%	10.05%	8.27%	6.47%	3.31%	13.00%	10.32%
2002	37.68%	9.80%	6.45%	7.13%	4.43%	14.96%	10.35%
2003	37.12%	9.79%	6.30%	7.31%	4.56%	14.35%	10.74%
2004	37.73%	9.56%	5.67%	7.35%	5.42%	14.38%	10.21%
2005	36.69%	10.08%	5.62%	7.56%	6.29%	13.82%	10.18%
2006	35.78%	10.37%	5.73%	7.14%	6.98%	13.83%	10.40%
2007	36.29%	10.42%	6.02%	6.99%	7.59%	13.29%	9.83%
2008	37.89%	10.37%	6.15%	6.99%	7.15%	12.08%	10.19%

数据来源：Wind，东吴基金。

3、温和通胀有利消费

历史经验表明，通胀率过低和过高都不利于消费的增长，只有温和的通胀状况最有利于消费的增长。比如 02 年、05 年和 09 年通胀水平都比较低，对应社会消费品零售总额增速相对较低；当通胀温和上升时，如 04 年、07 年，对应社会消费品零售总额增速处于快速上升趋势；但当通胀进入高位水平时，从消费细分项目看，如：食品饮料烟酒类、家电、装潢材料和家具等零售额增速在 CPI 触顶前就已开始回落。我们预计 2010 年通胀属于温和通胀，这将有助于消费的提升。

图表 20 温和通胀有利消费



数据来源：Wind，东吴基金。

综上所述，我们认为受益于政策推动、居民收入提高以及温和通胀，2010 年消费增速将明显加快，对经济拉动作用增强。因此与消费相关行业需求存在超预期可能，从而带来投资机会。

我们判断，由于家电、节能照明和汽车等行业消费刺激政策继续，将有助于这些行业继续保持较快增长，这些行业仍具有投资机会。

由于中央经济工作会议将“支持居民自住和改善性购房需求”作为推动消费的主要内容之一，2010 年房地产对于相关消费（家电、家具、装潢、汽车）仍然具有推动作用。

一般消费品在居民收入增速、消费者信心指数等内在驱动因素影响下，增速将有望明显回升，其中，我们最看好在消费升级以及通胀预期下具有自主定价权及提价能力，比如食品饮料特别是中高档白酒；在产业链中议价能力强的零售业，特别是受益在房地产拉动下城镇家电消费回升的家电连锁以及受益 CPI 回升的超市业。此外，酒店旅游在世博会、海南旅游岛建设及亚运会等事件驱动下也存在阶段性投资机会；医药行业

受益于居民支出增加、医改新政推进、医保覆盖的广度深度不断提高等。

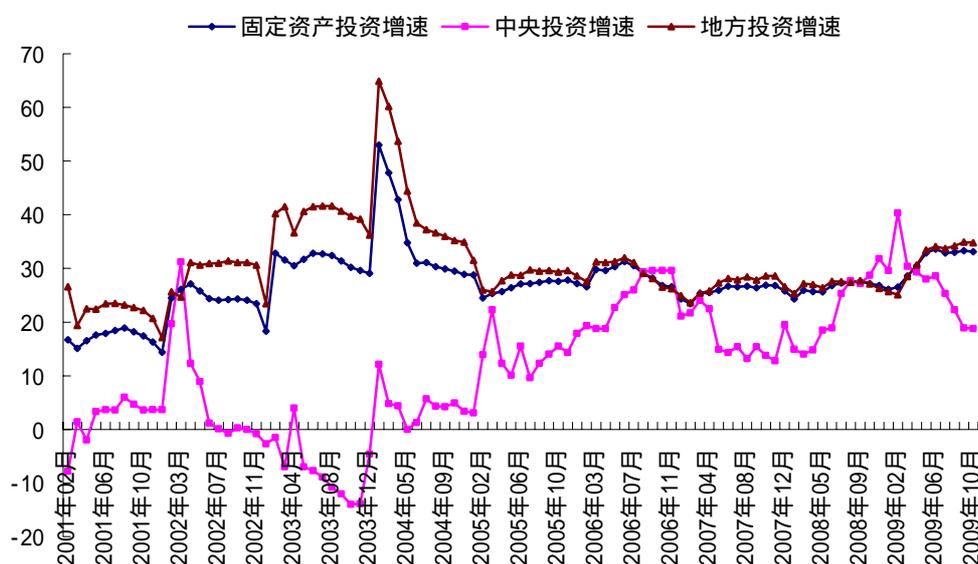
由于本轮促消费重点是家电、汽车、房地产等大件消费品，这些行业与中游密切相关，因此，与家电、汽车、房地产产业链相关的中游行业有望受益，如：钢铁、机械、水泥等。

（二）固定资产投资回归常态

从 09 年下半年开始，中央投资增速开始下降，地方投资增速保持高位水平并有所上升。由于地方投资占总投资比例为 90% 以上，因此，前 10 个月城镇投资增速仍然保持在 33% 高位水平。

在经济复苏趋势比较明显背景下，预计中央投资增速将回归正常水平。因此，未来投资增速将依靠企业自主性投资和房地产投资。

图表 21 中央投资明显回落，地方投资继续保持高位



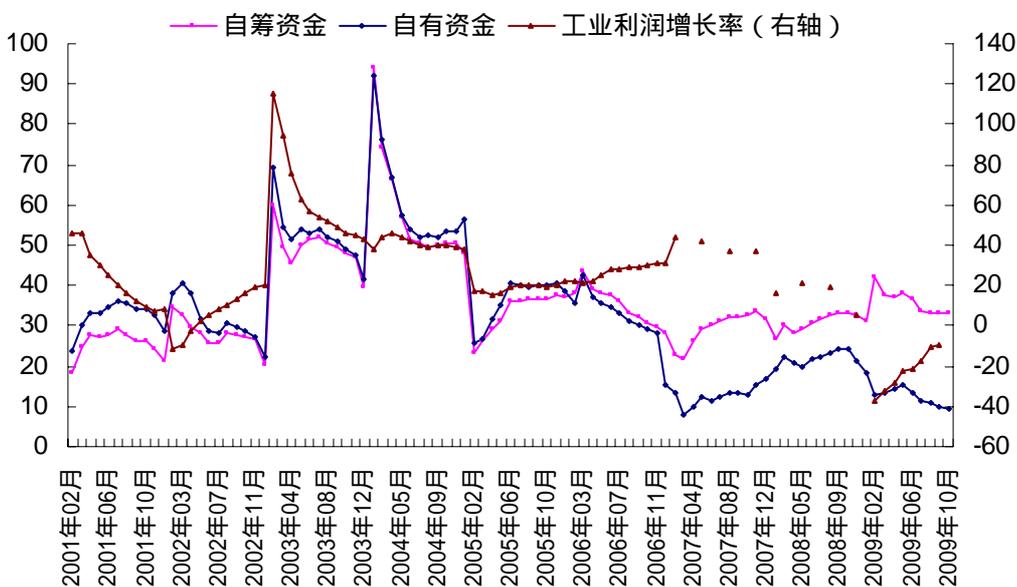
数据来源：Wind，东吴基金。

从历史上看，企业用于投资的自有资金和自筹资金增速与企业盈利增速呈现出比较明显的正相关性，即企业盈利增加会刺激企业追加投资。虽然目前工业企业利润增速处于回升趋势，但前 10 个月工业企业利润同比增速为 -3.4%，仍然为负增长。从 01 和 02 年经验看，在较低盈利水平背景下，无法刺激企业大力投资。但一旦经济继续好转，企业投资意愿会明显好转，比如 03 年经济好转刺激企业自有资金和自筹资金大规模投资。

我们预计，2010 年在温和通胀背景下，企业盈利能力将明显好转，并且目前企业用于投资的自有资金增速也达到历史低点，因此，2010 年企业用于投资的自有资金有望触底反弹，同时带动自筹资金增速回升。企业自主投资动力回升，将为 2010 年投资增速保持在较高水平奠定坚实基础。



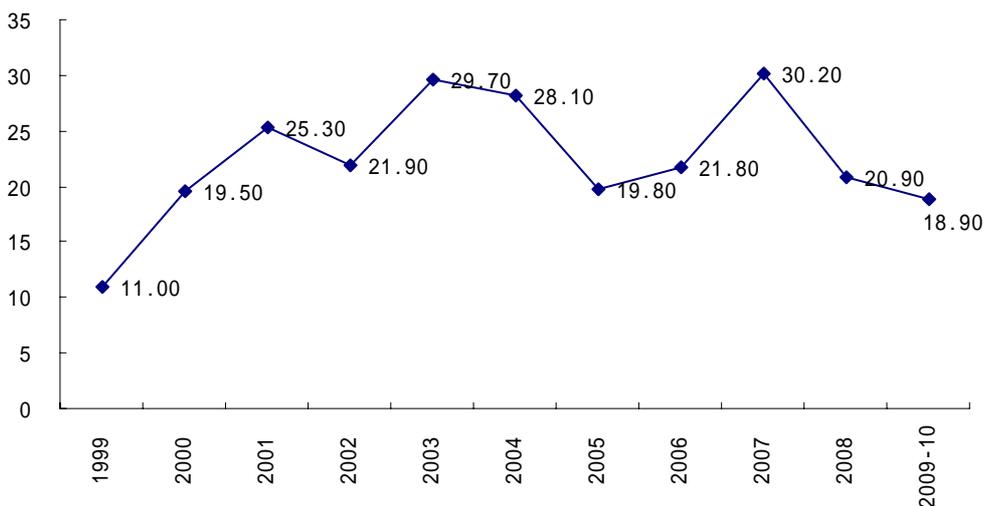
图表 22 目前企业自主投资动力还不强，但离底不远



数据来源：Wind，东吴基金。

在政策刺激以及宽松流动性推动下，预计 09 年房地产投资增速在 20% 左右，全年增速要远超年初市场零增长甚至负增长预期。2000 年以来，房地产投资平均增速为 22%，并且各年份基本围绕这个均值上下波动。从目前中国经济增长动力看，房地产仍然是中国经济增长动力之一，预计 2010 年房地产投资增速仍然在历史平均水平 22% 左右上下波动。

图表 23 2000 年以来房地产投资增速围绕均值 22% 上下波动



数据来源：Wind，东吴基金。

虽然 09 年中央投资增速放缓，但 2010 年企业自主投资会逐步恢复，将弥补中央投资下滑。并且城镇化推进，2010 年房地产投资增速可能超预期。我们预计 2010 年城镇固定资产投资增速将回归 2001 年以来平均水平 25.25% 左右。全年可能走出“L”型或者“微笑曲线”走势，最后形态将取决于民间投资恢复程度。

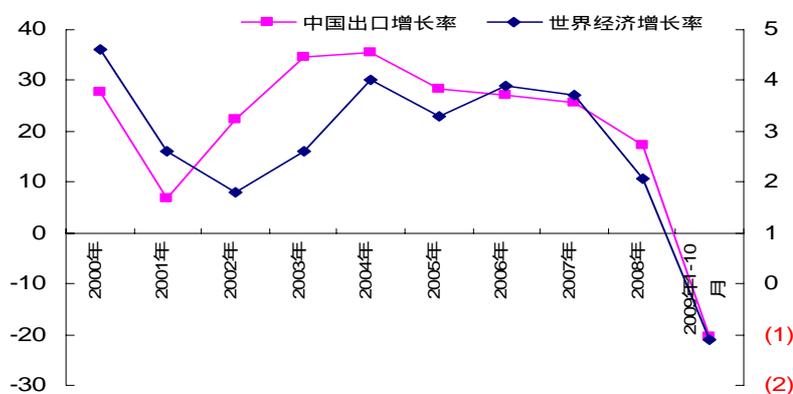
由于 2010 年固定资产投资增速仍然能够保持较高增速水平，特别是房地产行业投资增速还存在超预期可能，因此与投资相关的行业，特别是与房地产相关行业，如工程机械、水泥、建材、钢铁等行业将受益。

(三) 出口恢复性增长

1、中国出口和世界经济密切相关

09 年受金融危机冲击,我国出口增速从 08 年 17.40% ,降到 09 年前 10 月的-20.53%。高华证券预测 ,2010 年世界经济增速将达 4.4% ,较 09 年明显复苏。由于中国出口与全球经济高度正相关,因此 2010 年全球经济复苏,将为我国出口创造一个良好环境。

图表 24 中国出口和世界经济高度正相关



数据来源：Wind，东吴基金。

从历史数据看,美国、香港、日本、韩国和欧盟是我国出口主要贸易伙伴,美国是我国商品最大出口国。2000 年以来中国出口同美国 GDP 两者之间的相关性高达 0.878,即美国经济增速上升 1 个百分点,中国出口将上升 7 个百分点。如果 2010 年美国经济增长 2 个百分点以上,那么中国 2010 年出口增速将达到 15%左右。

图表 25 我国主要贸易伙伴

国家	2006 出口占比	2007 出口占比	2008 出口占比	2009 出口占比
美国	21.0%	19.1%	17.7%	18.7%
香港	16.0%	15.1%	13.4%	13.5%
日本	9.5%	8.4%	8.1%	8.2%
韩国	4.6%	4.6%	5.2%	4.5%
德国	4.2%	4.0%	4.1%	4.2%

资料来源：Wind，东吴基金。

总的来看,由于 2010 年全球经济仍处于复苏周期,因此预计中国出口仍然处于恢复过程,预计 09 年净出口对 GDP 贡献为-1.6%,但 2010 年有望由负转正,2010 年出口下滑对经济负面影响将消失。另外,2010 年 1、2 季度美国处于补库存阶段,可能成为出口超预期因素,对出口行业特别是中游行业会有明显拉动作用。

2、人民币升值对出口影响有限

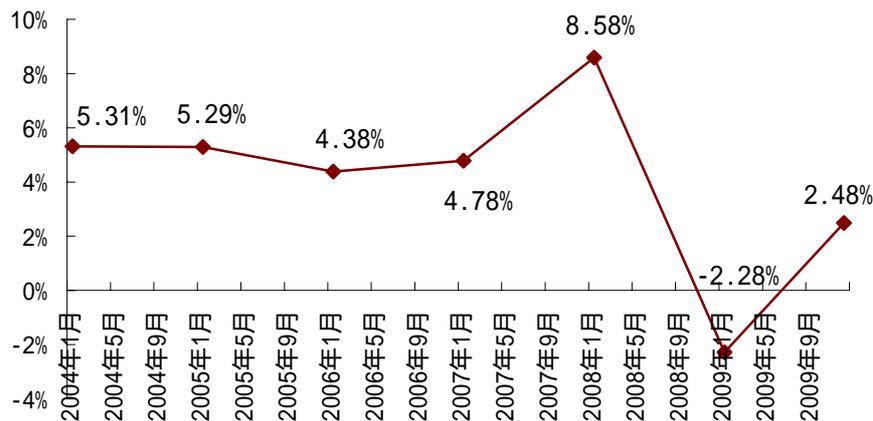
大量的实证研究表明人民币升值是影响出口的一个重要因素。2005 年 7 月后我国实施有管理的浮动汇率制度,数据显示自 08 年 7 月人民币又重新盯住了美元,或者说在盯住的一篮子货币中,美元的比重加大,对



美元汇率基本上回到近乎固定汇率状态，这当然有利于出口保持竞争力，但在外界的压力下人民币有升值压力。

根据 12 月 NDF 和同期人民币对美元汇率中间价计算，09 年 12 月中旬人民币对美元一年的升值预期为 2.48%，仅高于 09 年初，远低于 04-08 年年初预期，因此 10 年人民币实际升值压力不大，人民币升值对出口造成的影响有限。

图表 26 2010 年人民币升值压力不大



资料来源：Wind，东吴基金。

3、出口复苏态势下行业表现

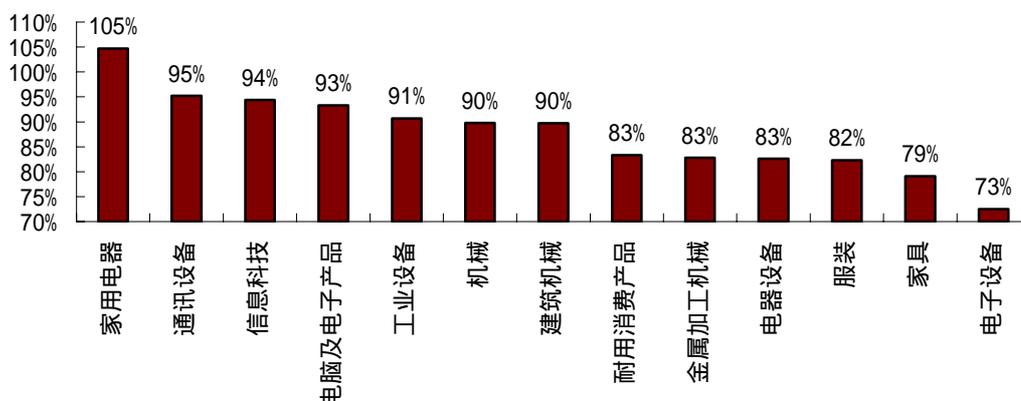
2009年1-10月份出口同比下降20.53%，我国的主要出口行业机械、钢铁、有色金属和化工等行业出现了较大幅度下降。随着外需的回暖，相关行业10年的出口虽难以恢复至08年水平，但出现一定程度的恢复性增长应该是大概率事件。

图表 27 主要出口行业 09 年出口表现

行业	钢铁	有色金属	汽车及配件	化工	机械			纺织		造纸	电器及电子	仪器仪表	家具及零件
					特种机械	通用机械	动力机械	纺织	服装及附件				
增速	-70%	-47%	-34%	-27%	-32%	-20%	-14%	-13%	-11%	-6%	-18%	-17%	-8%

数据来源：Wind，东吴基金。

在10年出口影响因素中，除主要出口国家的经济复苏情况外，库存也是一个重要因素。数据显示我国最大出口国——美国，其家用电器、通讯设备、信息科技、电脑及电子产品库存量较高；而耐用消费品、电器设备、家具和电子设备库存较低。库存较低行业补充库存将给我国相关行业带来增加出口机会。

图表 28 我国主要出口产品美国较 08 年库存


资料来源：申银万国，东吴基金。

我们认为 10 年出口较 09 年将呈恢复性增长，同比增长可能在 15% 左右。出口行业的投资机会主要来自于以下几个方面（1）随着外需的复苏，09 年出口大幅下降的行业钢铁、有色金属、汽车及配件、特种工业专用机械行业和化工将会有一定幅度恢复性增长；（2）电子设备、家具及零件、服装、电器设备等行业由于美国库存水平较低，库存补充将带动这些行业出口；（3）钢铁是中国出口主力机电产品重要原料，造纸是出口产品包装物供应商，因此这两个行业将会明显受益于出口复苏。

（四）城镇化为中国经济注入新动力

著名经济学家斯蒂格利茨指出，21 世纪影响世界进程和改变世界面貌的有两件事：一是美国高新技术产业的发展，二是中国的城市化进程。我国的城市化率从 1978 年不足 20% 到 2008 年 45.7%，发展迅速，同时也受到户籍因素制约。09 中央经济工作会议提出要以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展，会议还提出要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制，这将较大强度促进我国的城市化进程。

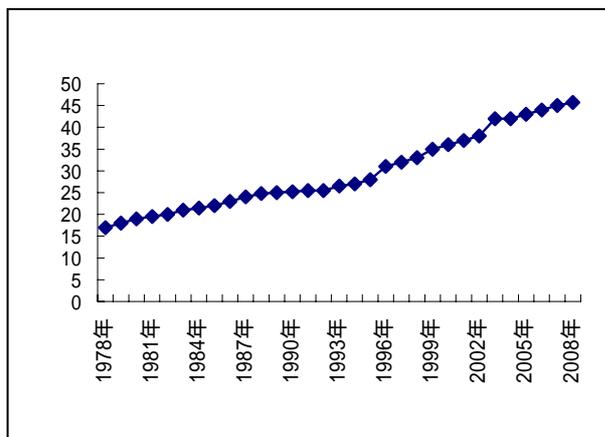
根据中国社科院提供数据，截至 2008 年末我国城乡收入差距依然比较高，城乡收入比是 3.31。假如考虑到可比性的因素，城乡收入差距大约在 4-6 倍左右。从每百户家用电脑拥有量来看，去年城镇地区达到 59.3 台，比农村地区高 10 倍左右。提高城市化率将有利于缩小城乡差距，提高农民收入，推动耐用消费品消费。更为重要的是，城镇化发展，会带动二、三、四线城市房地产开发投资和基础设施建设，并且将直接拉动钢铁、机械、水泥等中游行业需求，对经济拉动效果更为显著。

从各地区目前城市化率来看，中西部地区城市化空间巨大，因此放松户籍政策对于加速内地城市化的作用更为明显，对中西部地区房地产行业 and 消费的推动也将更显著。

中国城镇化推进，将为中国带来新的增长动力。

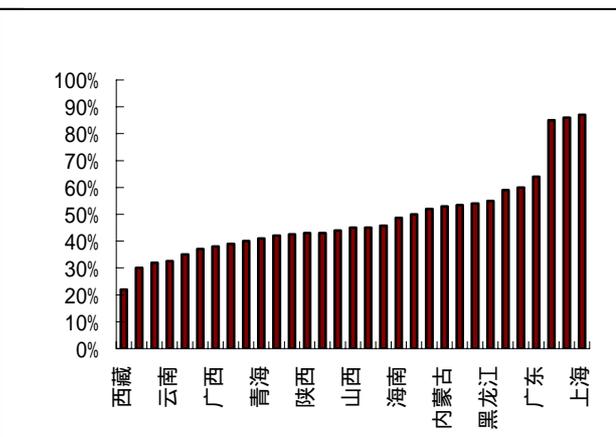


图表 29 我国城市化率逐步提高



数据来源：国家统计局，东吴基金。

图表 30 东西部城市化率差异较大



数据来源：国家统计局，东吴基金。

综上所述，我们对宏观经济总体判断是，预计 09 年中国 GDP 同比增长 8.3%，2010 年为 9.3%，中国经济将温和回升，重回上升周期。受益于政策推动、居民收入提高以及温和通胀，2010 年消费增速将明显加快，对经济拉动作用增强。09 年投资主要依靠政府投资，2010 年民间投资有望逐步恢复，预计 2010 年城镇固定资产投资增速回归历史均值水平 25.25% 左右。出口将恢复性增长，2010 年净出口对经济贡献将有 09 年的 -1.6% 变为正贡献。城镇化推进，将推动二三线房地产加快投资、基础设施建设以及消费升级，有望成为中国经济新的增长动力。



三、产业结构调整 and 区域发展意在长远

除了扩大居民消费需求，增强消费对经济增长拉动作用之外，推进产业结构调整 and 促进区域协调发展也是 2010 年中央经济结构调整另外两项重要内容，具体来讲是：(1) 发展战略性新兴产业；推进产业结构调整；推进节能减排，抑制过剩产能。要抓紧研究提出培育我国战略性新兴产业的总体思路，强化政策支持，加大财政投入，培育新的经济增长点；落实重点产业调整振兴规划，大力推进技术改造，加快传统产业优化升级；坚决管住产能过剩行业新上项目，开展低碳经济试点；(2) 促进区域协调发展。继续实施西部大开发、东北地区等老工业基地振兴、中部地区崛起、东部地区率先发展的区域发展总体战略。

从政府角度看，推进产业结构调整，促进区域协调发展，目的是培育中国经济新的增长点，提高经济发展质量和效益，意在长远。对资本市场的影响，从历史经验看，具有明显政策导向的行业或者主题在资本市场上表现良好概率较大。那么，在产业结构调整 and 区域发展背景下，将存在哪些投资机会？

1、产业结构调整主题投资机会

从中央经济工作会议以及相关政策取向看，未来产业结构调整重点是：(1) 发展战略性新兴产业；(2) 落实重点产业调整振兴规划，大力推进技术改造，加快传统产业优化升级；(3) 推进节能减排，抑制过剩产能，开展低碳经济试点。

中国未来战略性新兴产业发展方向在哪里？温家宝总理在日前发表的题为《让科技引领中国可持续发展》的讲话中已明确给出了我国战略性新兴产业的主要范围：一是新能源产业发展，主要以发展低碳经济为主；二是要着力突破传感网、物联网关键技术，主要集中在信息技术行业；其它战略性新兴产业如：新材料、生命科学、空间、海洋技术等预计短期对资本市场影响可能不显著。

(1) 低碳经济主题

全球低碳发展问题汇集历史，人权，发展诸多矛盾。当前全球存量二氧化碳中，75% 是发达国家工业化过程中排放的，全球形成减排方面的共识首先需要发达国家承担起历史责任。其次，发展中国家尚未完成工业化，其改善国民生活的发展权应予以充分考虑。最后，全球低碳发展要基于共同责任，所有国家都有不可推卸的责任。

- **气候问题关乎全人类的可持续发展。**尽管学术界依然有争议，但是越来越多的证据显示二氧化碳排放和近 10 年气温升高以及灾害天气频发具有直接的因果关系。近期发布的《哥本哈根诊断》报告指出，如果不进行减排措施，到 2100 年全球气温可能上升 7 度，海平面可能上升 1 米以上，全球 136 座沿海大城市，价值 28.21 万亿美元的财产将受到影响。出于提前预防的目的，气候问题应该作为一个全球性议题得到充分重视和对待。
- **不仅仅是气候问题。**09 以来，全球的饥荒加剧（也是气候异常的一个直接后果），以至于非洲每 6 秒钟有一个儿童死于饥饿，但 11 月份国际粮食大会依旧惨淡收场。相比而言，发达国家对哥本哈根气候会议的关注度却空前高涨（很难用可持续发展和人类生存的关怀来解释）。我们认为，未来全球气候变化协议（或者共识的增进）的达成不仅仅是出于对可持续发展和人类生存的关怀，而是在新的国际协议框架下，重新分工，争夺发展权的问题。

全球低碳发展的内涵是发展权和主导权的争夺。低碳发展的问题是一个超越主权的全球问题，当今国际形势在低碳发展主导权争夺上已经无法通过大规模的战争来解决，只能在广泛共同利益的基础上通过国际谈判得到解决。后金融危机时代，全球经济主要的矛盾是经济的再平衡问题。如何重塑国际分工，驱动全球经济进入低碳发展模式，是我们这一代人面临的持续挑战。

- **发展权的分配。**在全球低碳发展的背景下，各国发展权主要通过碳排放权的方式来分配。谁获得较多的碳排放权，谁就获得经济增长的机会。碳排放权的未来将成为全球最大公共品，在衍生品交易市场价值量将超过石油。



- 谁主导，谁国富。我们知道实现国富（国民财富的增加）通过增加投入和强化分工两个途径来获得。未来谁获得全球低碳发展的主导权谁在上述两个方面都会占据优势。首先是增加投入方面，目前资本廉价，中国融入国际分工后使得劳动力供应也不再是经济制约因素，投入方面唯一受到制约的技术的应用和提高。新技术的不断突破和应用是全球低碳发展的主要驱动力，主导国家必将首先受益相关技术带来正面效应。其次，重塑的国际分工链条中，主导国有机会占据有利位置，赢得发展的机遇。

中国全力参与低碳发展的历史机遇。从经济技术实力和国际地位两方面观察，未来低碳发展的主导权将是欧美争霸，而中国作为最大的发展中国家正积极参与，争取赢得发展的机遇。11月17日国家主席胡锦涛与美国总统奥巴马进行会谈并发布《中美联合声明》具有历史意义，充分显示中国积极参与的态度。哥本哈根会议前中国主动公布减排计划，充分显示了参与低碳发展的诚意和决心。从中国公布的承诺的减排幅度来看，如果假设2020年中国GDP比现在翻一番，而单位GDP碳排放下降40%-45%，那就意味着2020年中国二氧化碳排放总量将基本与现在持平。考虑到中国的城镇化和工业化尚未完成，能源需求仍在快速增长，这对中央和各级地方政府将是极大的挑战。中国的低碳经济将进入长期加速发展阶段。

哥本哈根会议只是起点，而非终点。哥本哈根会议形成具有约束力的法律文件可能不大，通过哥本哈根会议，全球低碳发展的共识将不断强化。虽有智能，不如乘势，虽有磁基，不如待时。中国积极参与低碳发展的历史机遇，逐步调整已有的过剩制造能力适应低碳发展的大趋势，反应在资本市场必将使得相应行业板块获得明显的超额收益。

- **建筑节能板块。**前期建设部出台的建筑节能考核的征求意见稿已经明确地方政府干部的节能减排考核结果直接抄送中组部，政策推动力度空前。近期江苏率先出台实质性政策推动政策，预计后续其他省市的相关政策将陆续出台。
- **新能源行业：风电和太阳能。**国内风电行业经历了高速增长后，目前进入加速集中的阶段。相应龙头企业将获得超常规发展的机遇。相关的投资品种，中材科技。全球太阳能未来3年保持复合50%以上的高速增长，虽然多晶硅产能过剩，但是发生阶段性供需错配的可能依然很大，看好2010年相应多晶硅企业投资机会。
- **电网节能。**2010年将是地方落实节能降耗措施的关键一年，在低碳发展的背景下，电网节能依然是明年值得期待的投资主线。相关的品种包括，SVC制造企业荣信股份，SVG生产商思源电气，以及非晶变压器的领军者安泰科技和置信电气。
- **动力电池相关。**动力电池行业的驱动因素包括，新能源汽车技术规范标准及发展规划出台，国内汽车厂商与电池厂商的合作，日本等国的电动车和混合动力车的产量超预期等。

（2）十大产业振兴规划主题

09年年初我国陆续公布了十大产业振兴规划，这些规划对这十大产业未来发展指明方向，具体如下：

- 汽车行业，未来的重点在于行业整合，加强大型企业的核心竞争力，同时加快发展新能源汽车；
- 钢铁，严控新上项目，淘汰落后产能，实现企业收购兼并；
- 纺织，在通过出口退税政策进行行业扶持外，重点在提升技术和自主品牌建设；
- 装备制造业，重点产品实现国产，同时提升自动化水平；
- 造船业，要求国轮国造，并强制性淘汰老旧船舶；
- 电子信息行业，要重点攻克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等难题；
- 石化行业，要完善价格形成机制，提高化肥农药等农资保障能力，停批焦炭、电石等煤化工项目，并特别强调要完善公司治理；
- 轻工业，重点在“家电下乡”政策扩大到全国，并提高一批商品的出口退税率；



- 有色金属行业，重点在控制总量淘汰落后产能，促进重组整合，并提出充分利用海外资源以提高资源保障能力；
- 物流业，要加快企业兼并重组，培育大型现代物流企业，并推动能源、矿产、汽车、农产品、医药等重点领域的物流发展。

我们认为，以十大产业振兴规划为框架的产业结构调整是一个循序渐进的过程，不可能在短时期内完成。因此明年政府工作的重心之一，将会是对现有振兴规划的落实和完善。其中，部分淘汰落后产能的政策会在明年大力执行。从目前有关官员的讲话中可以得知，已经列入淘汰目录的行业包括：钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、风电、多晶硅等。2010年这些行业的整合将是资本市场重要的看点之一。

部分行业重组兼并的事件，也会在明年陆续出现。当然，更多的是行业本身的结构升级。通过新技术的研发和应用，以及管理模式创新，同时辅以行业内的兼并重组，企业的竞争力有望加强。十大产业振兴规划的实施是一个长期过程，对资本市场影响也将是长期的。

2、区域结构调整主题投资机会

对于地区经济发展差异，重要的解决手段是发展各具特色的区域经济，并将这些规划纳入国家统一的管理层面，从而打破固有的以点带面、各省独立的地方经济发展模式。

今年以来已先后有 8 个区域振兴规划相继出台，由此带来的资源配置和要素价格的变化，体现出政府在调整经济发展模式上的重要探索。

改革开放以来经济发展上呈现出明显的非均衡的发展态势，东部沿海地区成为经济发展的先头部队，中西部地区则相对滞后。从根本上说，这是一种以点状，或是线状开发为特色的非均衡发展模式，是符合中国经济起飞阶段的特点的。

随着经济基础的不断增强，以及区域发展不均的客观要求，一种全新的、动态均衡的网格状发展方式模式正在清晰起来。政府将从地域空间入手，从根本上解放各地的生产要素，缓解各种结构性矛盾，缓和城乡差距、地区差距及收入差距。我们相信，在这种变革中蕴藏着巨大的投资机会。

从已公布的规划看，中国经济现已形成东、中、西部，及东北老工业基地等四大板块。同时，根据不同禀赋特点，又划分出若干个经济圈、经济带，比如长三角、珠三角等。更进一步，还细分出若干个经济区。基于这些地区独有的优势，政府制定了各具特色的发展目标和路径。

我们认为，明年政府在区域振兴方面的重点将与今年有所不同，在新批区域振兴规划的同时，工作的重点将转到今年已经出台的规划的具体落实和推进上。从决定因素上看，两者的本质上有一致性，即经济区域本身在国家发展战略中的地位，以及区域所属行政单位的经济条件等，而推进时点的判断标志则是区域行政管理机构的设立和运作。

以此前已经提出的天津滨海新区发展规划为例，由于其紧邻首都，面向东北亚，因此将其定位于中国北方的开放门户，与上海浦东新区并列为最重要的开发开放区之一，天津市特别设立滨海新区工作委员会，其最高领导的级别为中共中央候补委员，由此可见其规格较高，也因此我们能明显看到其各项工作推进力度较大，区域中的上市公司的变化也最为明显。

从这个角度来看，今年设立的九个区域振兴规划未来的发展路径和发展速度必然会有明显差异。我们目前看好海西特区和横琴岛新区的政策推进。

图表 31 今年以来已先后批复了 8 个区域振兴规划

批复时间	区域振兴规划	核心区域	区域定位
12月3日	黄河三角洲高效生态经济区发展规划	东营、滨州、潍坊、德州、淄博、烟台	高效生态经济示范区



9月23日	促进中部地区崛起规划	山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南	重点发展现代农业、以煤炭为主的现代能源产业、现代装备制造业以及中部交通枢纽集群
8月30日	中国图们江区域合作开发规划纲要	长春、吉林、延边	延边开发开放区
8月14日	横琴岛总体发展规划	横琴岛	粤港澳紧密合作示范区，成为继上海浦东新区和天津滨海新区后的第三个国家级新区
7月1日	辽宁沿海经济带发展规划	大连、丹东、锦州、营口、盘锦、葫芦岛	参与东北亚区域合作，整合沿海港口资源，发展先进制造业为主的现代产业体系
6月25日	关中-天水经济区发展规划	西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南、杨凌、商洛、天水	现代农业基地、先进制造业基地、历史文化基地
6月10日	江苏沿海地区发展规划	连云港、盐城、南通	重要的综合交通枢纽、沿海新型工业基地、重要的土地后备开发区、宜居区
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	海西特区	对外开放综合通道，东部沿海地区先进制造业的重要基地和我国重要的自然文化旅游中心

数据来源：公开资料、东吴基金。

从国家战略角度看，海西特区无疑是最具潜力的。其规划中明确提到海西特区的发展关系到祖国的和平统一，已经提升到国家战略高度。我们预计10年这一地区的发展细则和分解目标都将出台，区域发展的领导机构也将设立。横琴岛的发展也面临重大机遇。由于其连接珠海和澳门，又与香港隔海相望，因此拥有连接港澳的天然优势。国家已经将其列为上海浦东新区和天津滨海新区以外的第三个国家级开发区，地位也已上升至国家战略层面。随着港珠澳大桥的建设，相信其未来发展将更迅速。

新的区域振兴规划中，我们认为可能出台的规划包括：新疆地区振兴规划、黑龙江省哈大齐工业走廊、安徽皖江城市带、山东半岛蓝色经济区、江西环鄱阳湖生态经济区等。其中新疆地区振兴规划属新方案，其他地区振兴方案则是在原有地方已经开展或规划的基础上，升格为国际级区域振兴规划。

其中，新疆地区的振兴关系到国家民族稳定，具有重要的战略意义，已经超出了一般经济的范畴，因此其规划的力度有望超预期，推进的力度也将十分迅猛。其中新疆基础设施建设、资源开发等可能是规划重点，因此与此相关的公司可能受益，可以重点关注。

山东半岛蓝色经济区规划中涵盖了近期公布的黄河三角洲高效生态经济区，并将整个山东半岛统一进行定位和规划，且规格较高，定位清晰。这些可能出台的区域振兴规划是我们所重点看好的。

图表 32 后续有望获批的区域振兴规划

区域振兴规划	核心区域	区域定位
新疆振兴规划	新疆地区	民族稳定的重要工作
哈大齐工业走廊	哈尔滨、大庆、齐齐哈尔、肇东、安达	对重度盐碱地的再利用，配套振兴东北老工业基地规划
皖江城市带	合肥、马鞍山、芜湖、铜陵、安庆、巢湖、宣城、池州、滁州	中部地区重要的综合性经济带
山东半岛蓝色经济区	滨州、东营、潍坊、烟台、威海、青岛、日照	面向日韩开拓国际市场，拓展广大西部内陆腹地
环鄱阳湖经济圈	南昌、九江、上饶、鹰潭、抚州、景德镇	中部地区重要的制造业中心、生态产业中心、农产品集散中心、旅游休闲地区

数据来源：公开资料、东吴基金。

四、温和通胀有利中下游企业盈利回升

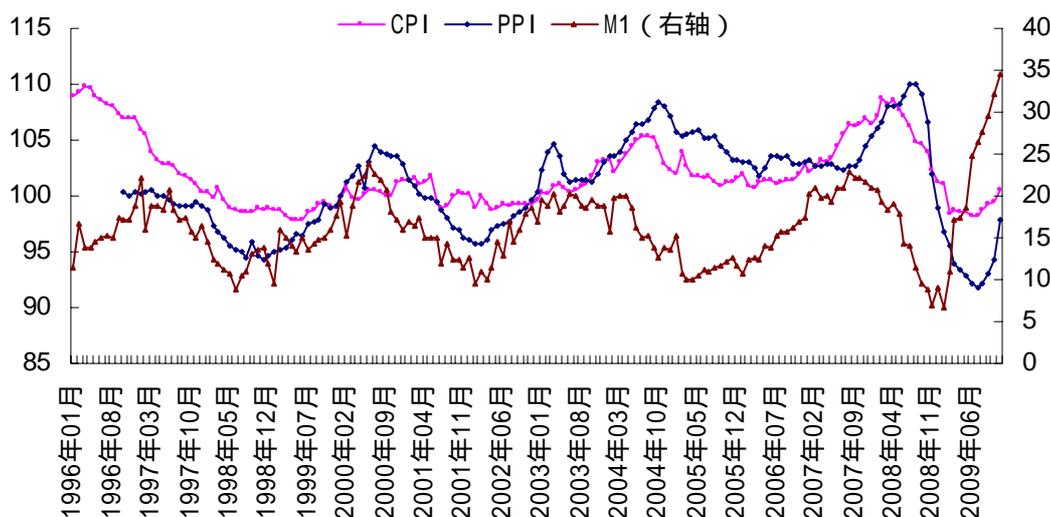
11 月份，我国 CPI 同比上涨 0.6%，开始由负转正；PPI 同比下降 2.1%，虽然仍为负增长，但是降幅比上月缩小 3.7 个百分点。显然，中国通胀开始抬升。因此在通胀上升周期中，受益通胀行业投资机会就值得关注，而受损通胀的行业应尽量规避。

历史经验表明，我国狭义货币供应量 M1 与 CPI、PPI 呈现出显著正相关性，并且 M1 一般要领先 CPI 6 个月左右触底或顶。两者之间线性回归模型为：

$$CPI = -5.2368\% + 0.42 * M1(-6)$$

11 月份 M1 上升到历史以来最高点 34.6%，如果将该值带入以上回归模型，那么计算得到 6 个月以后 CPI 为 9.3%，当然 6 个月以后 CPI 可能不会这么高，因为今年货币供应是异常的一个年份，而以上模型适合 M1 增速在 22% 以内情形。但是该模型至少说明一个问题，过度宽松货币供应，必然会导致今后高通胀风险。即使 M1 回归到 20% 正常高点水平的话，对应 CPI 也有 3.2%。总的来看，在 09 年货币供应超高速背景下，2010 年通胀超预期可能性比较大。

图表 33 中国货币供应领先通胀走势



数据来源：Wind，东吴基金。

在通胀上升周期中，产品价格提高与成本上升这两股力量在通胀不同时期对上市公司净利润增长影响是不同的。2002 年以来，中国经济经历过两轮比较完整的通胀周期：第一轮通胀周期是从 2002 - 2005 年；第二轮通胀周期是从 2006 - 2009 年。

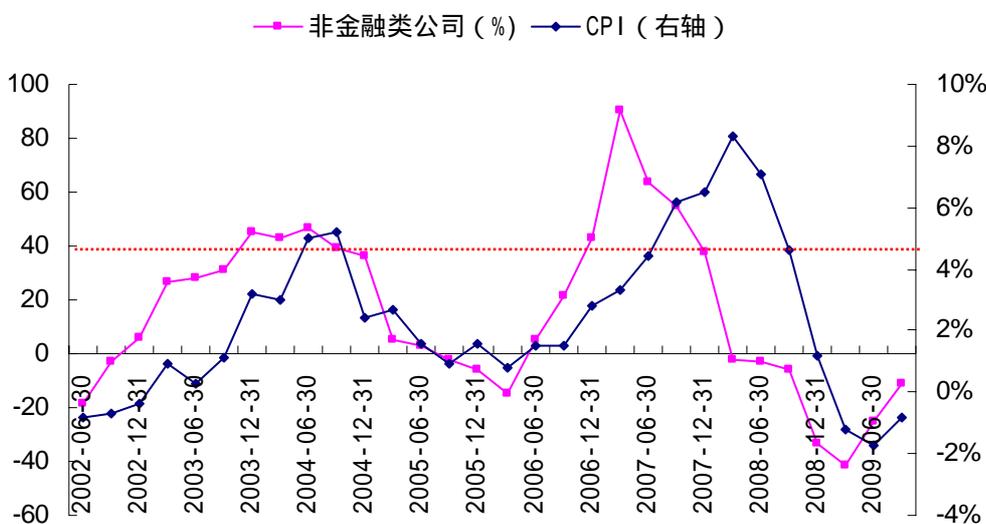
在第一轮通胀周期中，CPI 最高点为 5.3%。在这轮通胀周期中，非金融类上市公司净利润增长率与 CPI 几乎成同步正相关性，即非金融类上市公司净利润随通胀上升而上升，随通胀下降而下降。

在第二轮通胀周期中，CPI 最高点为 8.5%，远超上一轮通胀水平。在这轮通胀周期中，当 CPI 从低位水平逐步回升之时，非金融类上市公司净利润增长率也呈现出快速回升趋势，但当 CPI 超过 5% 继续上升时，非金融类上市公司净利润增长率开始下降，并且 CPI 越高，非金融类上市公司净利润增长率下降速度就越快。



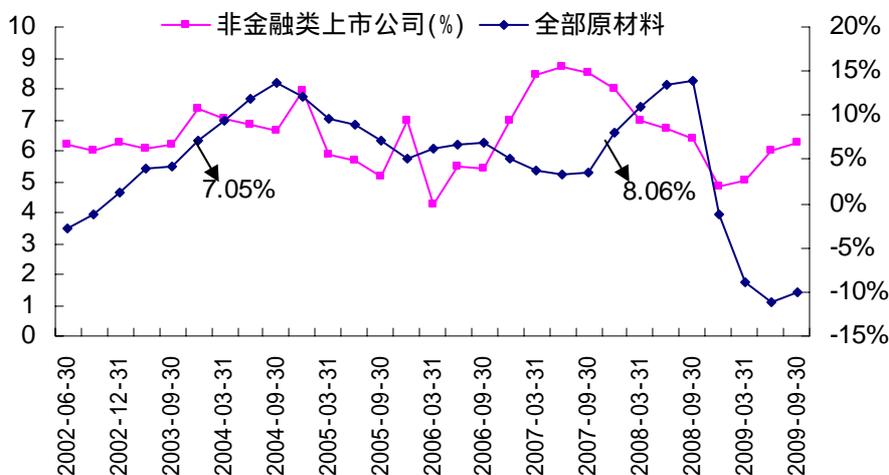
从以上两轮通胀周期中可以发现，当 CPI 从负的区域逐步上升到达 5% 之前，非金融类上市公司净利润增长率会随之快速回升；而在这之后，物价的上升将会导致公司净利润增长率快速回落。也就是说，5% 以内温和通胀有利于上市公司整体净利润快速回升，但超过 5% 之后，反而会使遏制公司净利润增长。主要原因有：（1）在高通胀水平下，往往意味着原材料成本快速上升，而原材料成本快速上升会侵蚀公司净利润率。从以上两轮通胀周期看，当原材料购进价格指数在 7% 以内时，原材料成本上升基本不影响公司净利润率上升趋势；但当原材料购进价格指数超过 7% 时，原材料成本上升将会改变公司净利润率上升趋势转而下降。（2）高通胀往往表明经济出现过热，此时政府会出台针对整个经济体的宏观调控措施，从而造成整体经济总需求下降，进而影响到微观实体——企业收入下降。04 年固定资产投资调控，08 年货币政策紧缩都是国家控制总需求抑制通胀的案例。总的来看，高通胀将导致净利润率下滑，收入增速下降，结果就是企业净利润增速下滑。

图表 34 非金融类上市公司净利润增长率与通胀呈显著正相关性



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 35 原材料购进价格指数上升会侵蚀公司净利润率



数据来源：Wind，东吴基金。



在 02 - 05 年这轮通胀周期中，我们得到了一个关于“非金融类上市公司净利润增长率与通胀关系”线性回归模型：

$$\text{非金融类上市公司净利润增长率} = 4.63\% + 8.19\% * \text{CPI}$$

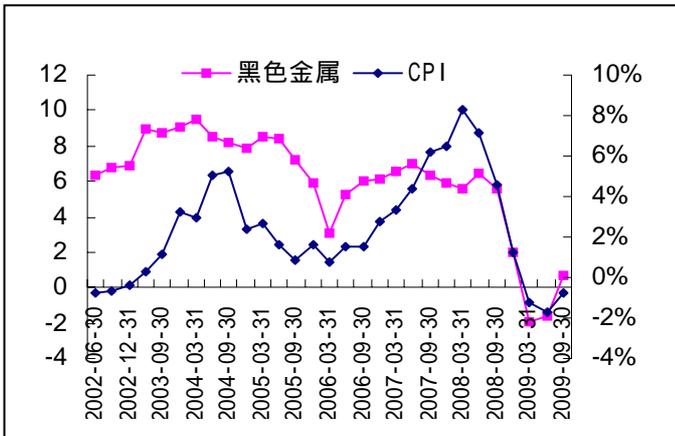
该模型使用的前提条件是 CPI 不超过 5%。假定 2010 年 CPI 为 3%，那么 2010 年非金融类上市公司净利润增长率为 29.2%，这与我们自下而上汇总行业研究员盈利预测计算得到增速基本一致。我们总体判断，2010 年我国通胀将是温和的，但在 09 年宽松货币政策背景下，有超预期可能，因此 2010 年上市公司净利润增长率也存在超预期可能。

在通胀上升时期，通胀对企业净利润影响体现在两个方面：一方面，通胀通常伴随产品价格上涨，因此在经济总量扩张背景下，企业收入增速趋势将向上；另一方面，随着通胀上升，由于企业价格和成本都存在不同程度变化，企业净利润率将会随之波动。因此，我们可以用净利润率水平的变化判断不同通胀时期受益行业。

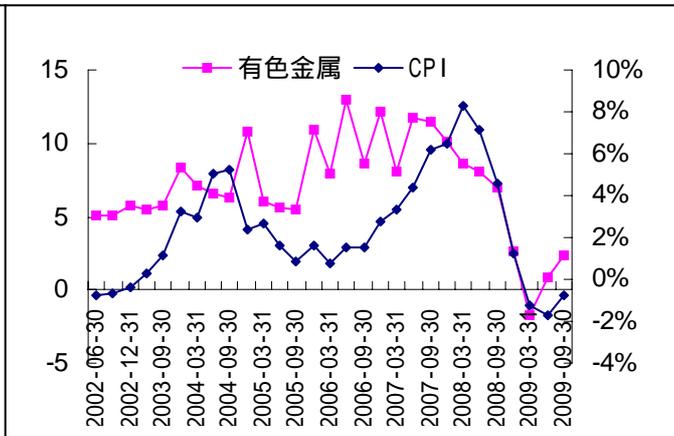
1、温和通胀时期受益行业

在 2002 年以来两轮通胀周期中，当通胀处于温和上升期时，行业净利润率呈现向上趋势的行业有：钢铁、有色、工程机械、水泥、交运设备、化纤。也就是说当通胀处在温和上升期时，这些行业产品价格上涨幅度要快于成本上升速度，因此净利润率呈现向上趋势；但当通胀进入高通胀时期，这些行业净利润率将先于通胀高点进入下降周期。目前，这些行业产品价格都有不同程度上涨，但上游原材料，主要是采掘业成本仍然处在较低水平，因此预计 2010 年这些行业净利润率仍然处在上升趋势。

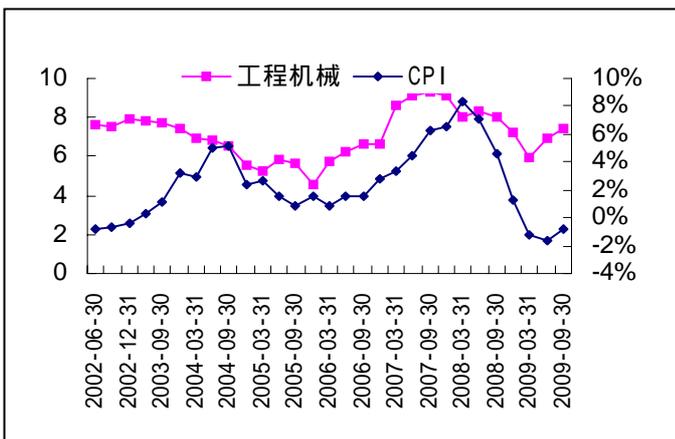
图表 36 钢铁净利润率



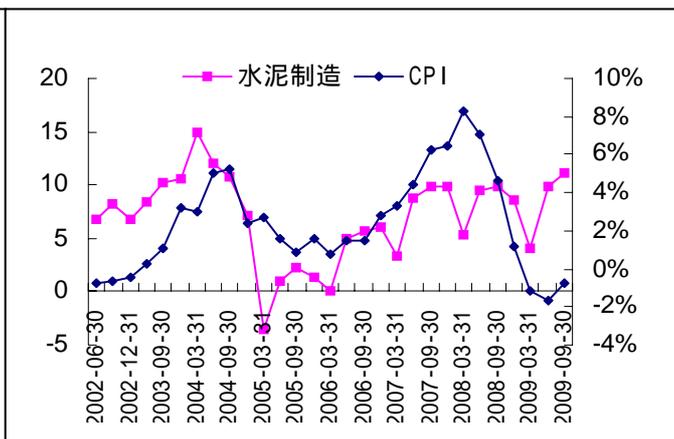
图表 37 有色金属净利润率



图表 38 工程机械净利润率

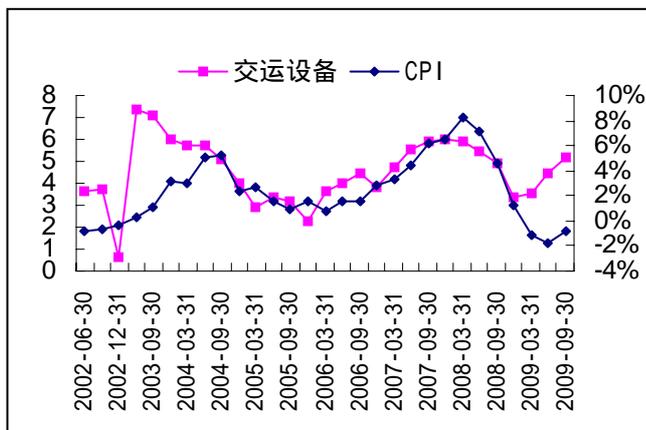


图表 39 水泥净利润率

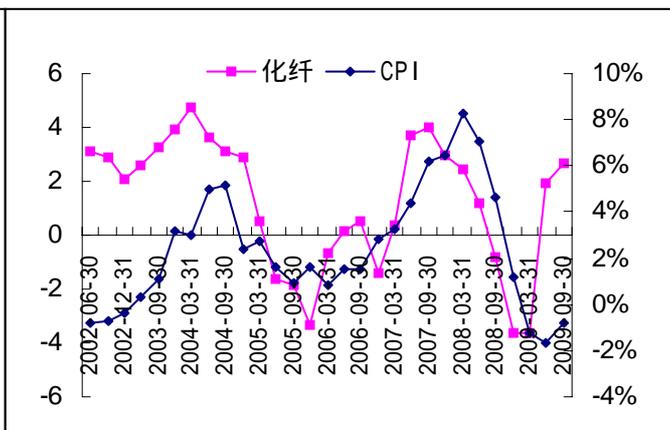




图表 40 交运设备净利润率

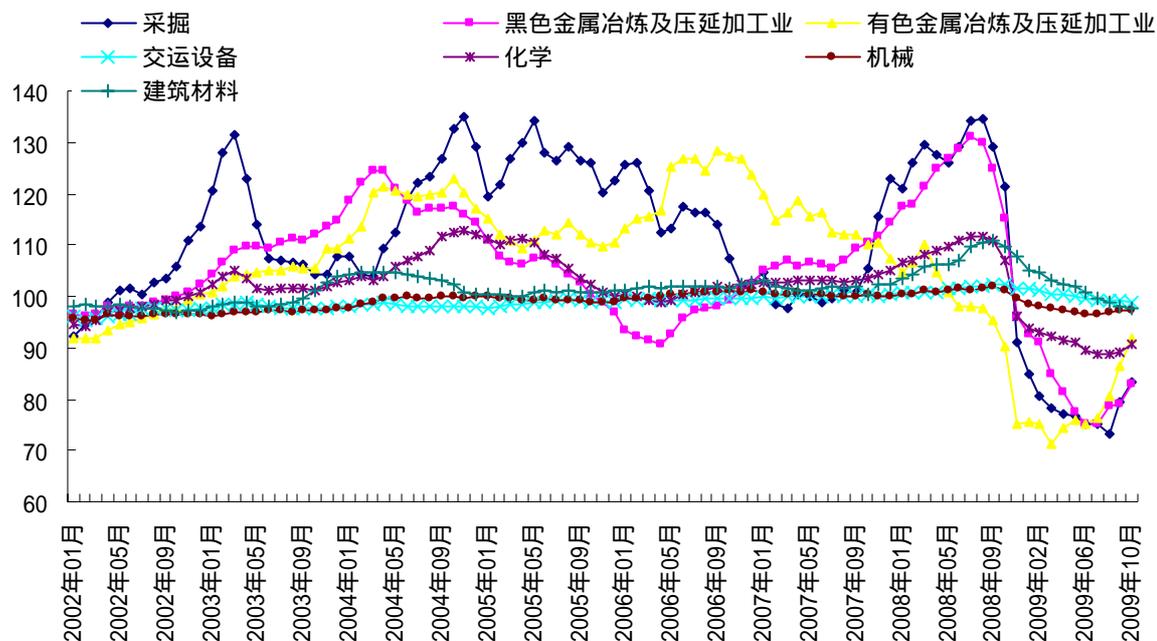


图表 41 化纤净利润率



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 42 当前原材料和投资品行业价格指数仍高于采掘业价格指数



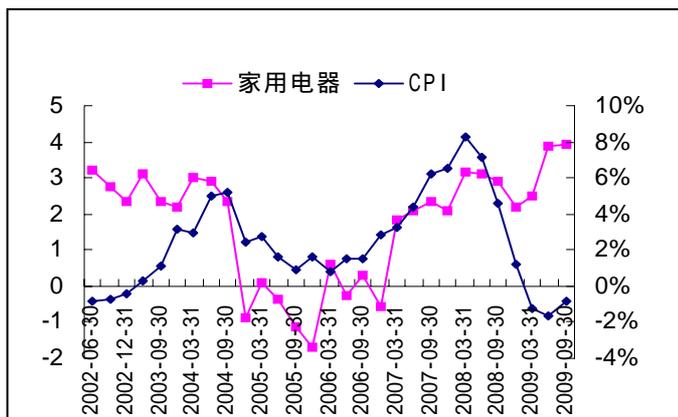
数据来源：Wind，东吴基金。

2、受益于温和通胀，但净利润率总体趋势向上的行业

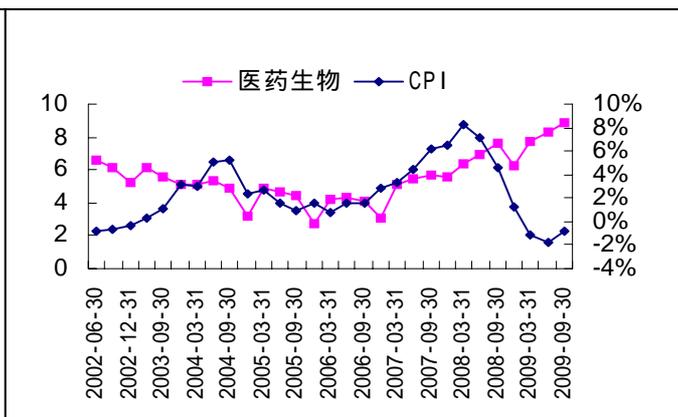
受益于温和通胀，但净利润率总体呈现向上趋势的行业，这类行业有：家电、医药生物、零售、饮料、房地产和计算机应用。这类行业不仅能够受益于温和通胀，同时由于自身市场结构特征、或者具有自主定价权、或者符合经济发展需要等，行业利润率波动较小，并且趋势向上。因此，这类行业业绩增长稳定，并且一旦收入增长超预期，其业绩超预期可能性就很大。



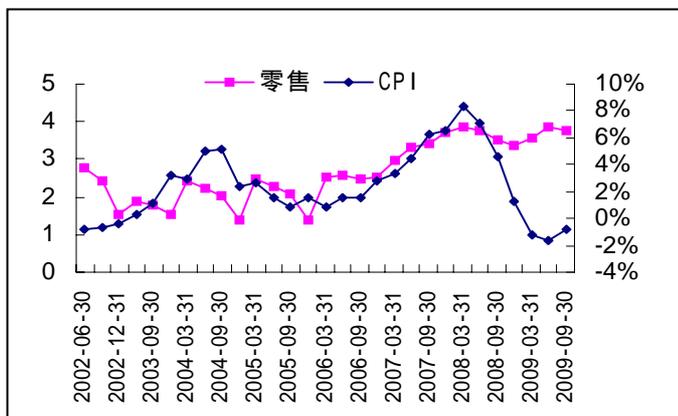
图表 43 家电净利润



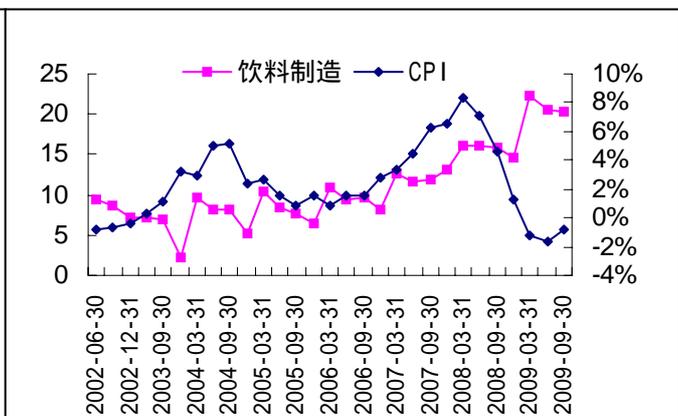
图表 44 医药净利润率



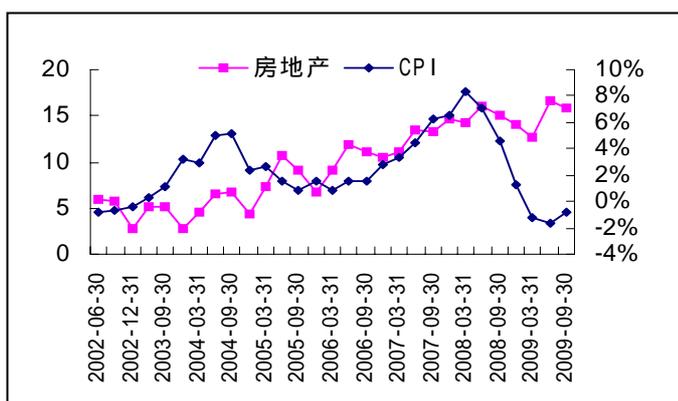
图表 45 零售净利润



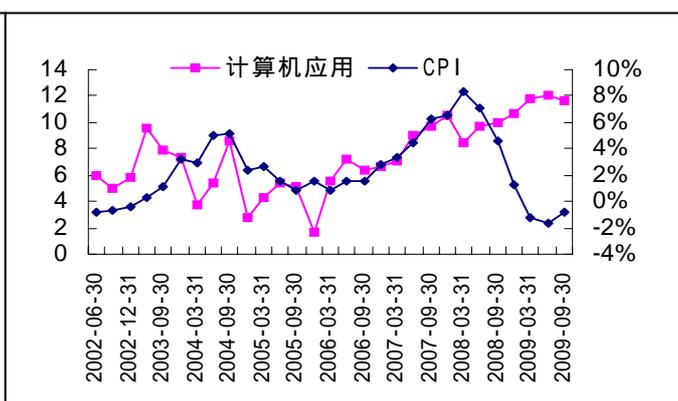
图表 46 饮料利润率



图表 47 房地产净利润



图表 48 计算机应用净利润率



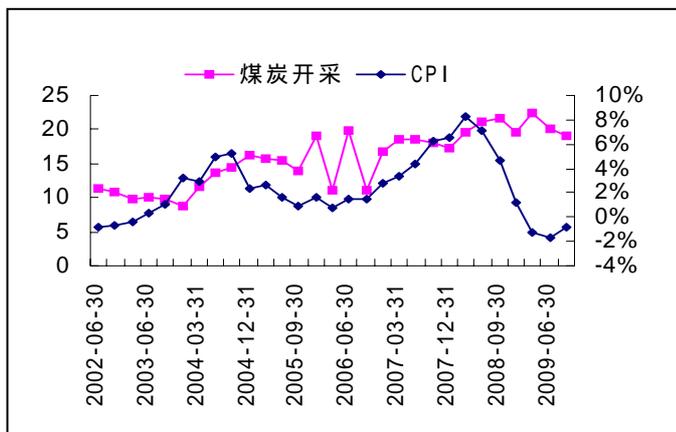
数据来源：Wind，东吴基金。

3、高通胀时期受益行业

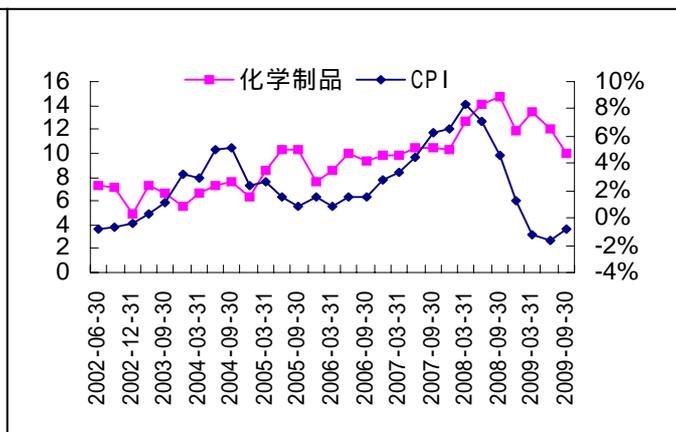
煤炭和化学制品行业（主要是化肥）是高通胀时期受益行业，即在温和通胀时期，其净利润率回升速度相对较慢；但一旦进入高通胀时期，其行业净利润率会加速上行，并且在通胀达到高点之后继续上升。虽然在高通胀时期，煤炭行业净利润率上升要更快，但从 04 年开始，煤炭行业净利润率进入上升趋势，因此，我们也看好煤炭这类盈利能力不断创新高的资源型行业。



图表 49 煤炭行业净利润



图表 50 化学制品净利润率



数据来源：Wind，东吴基金。

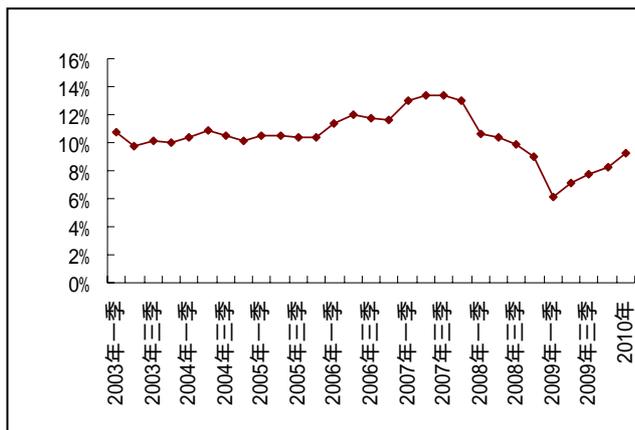
我们总体判断，2010年我国将处于温和通胀。温和通胀有利上市公司利润回升，并且大部分中下游行业将受益于温和通胀，净利润率呈现上升趋势，但我们更关注那些净利润率不仅受益于温和通胀，同时由于自身行业特征，致使行业利润率波动较小，并且趋势向上的行业，这些行业主要集中在消费服务类行业。



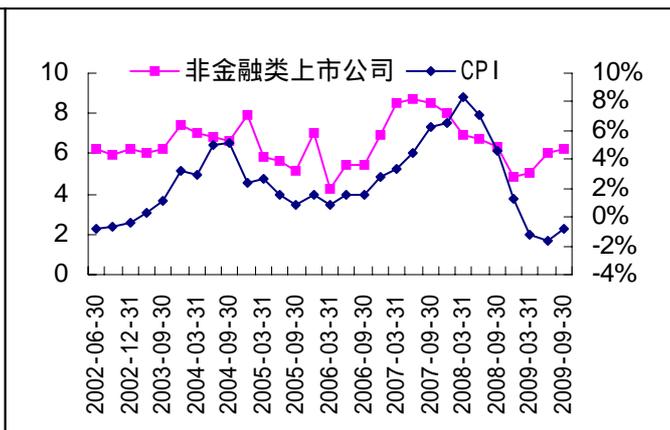
五、2010 年 A 股走势判断

从宏观面看，预计 09 年 GDP 同比增长 8.3%，2010 年为 9.3%，2010 年中国经济将温和回升，但经济尚未进入自我循环扩张期，还处在从复苏向扩张的过渡期。也就是说，2010 年我国经济需求扩张是温和回升的，反映在微观实体企业收入增长上，也将是温和回升的。在温和通胀背景下，2010 年企业净利润率有望继续上行。在收入增长和净利润率温和回升共同驱动下，2010 年 A 股上市公司净利润增长率可能超预期。根据自下而上汇总的上市公司一致预期计算得到，2010 年 A 股上市公司净利润同比增长 28%。

图表 51 2010 年中国经济温和回升



图表 52 温和通胀驱动企业净利润率回升



数据来源：Wind，东吴基金。

理论上， $\text{市值变化} = \text{PE 提升幅度} + \text{净利润增长率} + \text{PE 提升幅度} * \text{净利润增长率}$ 。目前预测 2010 年 A 股市场净利润同比增长 28%，因此，对于 2010 年 A 市场高度判断，关键要看 PE 还有多少提升空间？为了具有可比性，我们以 06 年前上市的 1330 家公司为样本分析不同年度以上三个因素对 A 股市场变化的贡献，据此判断 2010 年 A 股市场可能高度。

06 年这 1330 只股票总市值上涨了 85%，其中估值提升贡献 20%，净利润增长率贡献 54% 左右，(PE 提升幅度*净利润增长率) 贡献 11%。在牛市初期，市场上涨主要依靠业绩增长驱动。

07 年在估值与净利润大幅提升双重推动下，这 1330 只股票总市值上涨了 189%，催生了一波大牛市。

08 年刚好相反，估值与净利润大幅下降造成一轮大熊市。

截至 12 月 10 日，09 年以来，这 1330 只股票总市值上涨了 115.52%，其中估值提升贡献 49.66%，净利润增长率贡献 44% 左右(以 09 年前 3 季度净利润*4/3 作为 09 年净利润预测)，(PE 提升幅度*净利润增长率) 贡献 21.88%。显然，09 年这 1330 只股票大幅上涨是通过估值与业绩大幅提升双重驱动实现的。

目前这 1330 只股票 09 年动态 PE 已经达到 37.75 倍，2010 年净利润同比增长 32%。虽然 09 动态 PE 低于 07 年底 45 倍，但是在目前盈利预期下，预计这 1330 只股票估值进一步提升空间有限。但是 2010 年这 1330 只股票动态 PE 只有 28.6 倍，接近 06 年以来动态 PE 波动区间(25, 45)的下限，估值仍具有安全边际。

图表 53 A 股市场市值变化驱动因素分析

	市值变化	PE	PE 提升幅度	净利润增长率	PE 提升幅度*净利润增长率
2006	85.00%	26.65	20.21%	53.90%	10.89%
2007	189.12%	44.90	68.49%	71.59%	49.04%
2008	-62.75%	25.22	-43.83%	-33.69%	14.77%
2009	115.52%	37.75	49.66%	44.06%	21.88%

数据来源：Wind，东吴基金。



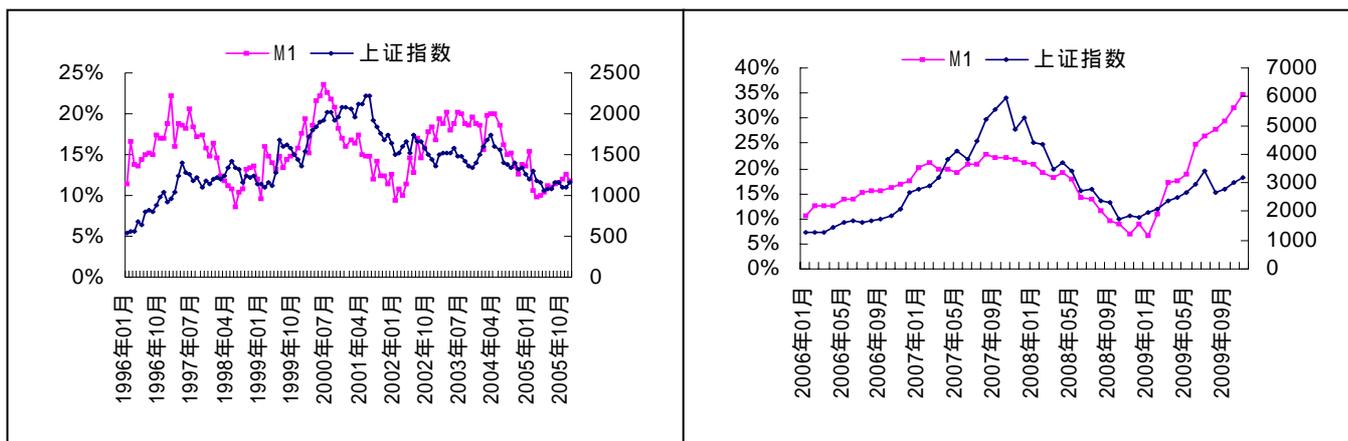
06年以后新上市了334只股票，主要以石油、金融和建筑等大盘股为主。09年这334只股票总市值上涨了75%，涨幅低于前面1330只股票40个百分点。其中，PE从年初的14.75倍提升了45%到21.31倍，而2010年动态PE就更低了，只有17倍。从估值看，这334只股票整体估值安全边际更高。另外，从市值看，目前这334只股票总市值为14.1万亿，与上述1330只股票14.32万亿总市值基本一致。因此，这334只股票特别是其中大盘股对2010年市场企稳将会起到中流砥柱定海神针的作用。

考虑2010年A股上市公司业绩增长以及2010年底估值基准转换，2010年A股市场仍然存在整体投资机会，相对看好1季度和4季度市场行情。即使不考虑估值提升，单纯依靠业绩推动，估计也有30%左右空间，但如果考虑2010年估值基准转换（以2011年业绩定价），也许可以看的更高些。

但2010年仍存在一些不确定因素，届时可能给市场造成波动：

- (1) 宏观经济波动风险。预计2010年1季度GDP同比增长将达到短期高点，2、3季度有所回落。从历史经验看，经济上升周期中的回落会使市场短期出现震荡。
- (2) 政策退出风险。随着经济回升和通胀抬升，政策逐步推出，特别是信贷逐步收紧将是趋势。在政策退出开始，投资者对政策退出后经济走势以及银根收紧担心会令市场产生波动。但我们认为，虽然短期内政策退出会给股市造成波动，但中长期而言，经济趋好将会给股市走好提供良好基本面支撑。
- (3) 流动性风险。从历史经验看，M1拐点对于上证指数走势判断具有重要参考意义。当M1增速达到顶部时，上证指数将同步或滞后达到顶部，比如：97年1月，2000年6月以及07年8月，当M1达到顶部时，上证指数点位基本上达到或者接近顶部。11月份M1增速为34.6%，为历史以来最高点，预计这一趋势可能会延续到1季度，但之后将会调头向下。如果历史重演的话，那么我们就要重视M1调头风险。此外，明年2、3季度IPO和再融资压力会很大。今年中央经济工作会议已明确提出要积极扩大直接融资，农行上市、国有大行再融资等，将会给2010年市场流动性造成比较大压力。
- (4) 国外主权信用下调风险。近期希腊、西班牙主权信用都被下调，引起欧洲资本市场大幅波动。

图表 54 1996 - 09 年 M1 增速与上证指数呈现正相关性



数据来源：Wind，东吴基金。



六、把握“促内需、调结构”投资主线

（一）投资主线

2009年中央经济工作会议主体基调是“促内需、调结构”，以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，增强消费对经济拉动作用，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展。因此，2010年中国经济增长方式将发生转变：

一是，2010年中国经济将从更多依赖投资，转向更加重视消费。预计2010年政府将通过收入分配制度改革、增加对农民的转移支付来提高整体居民收入和消费能力，并继续实施和完善已有的促消费政策，刺激居民最终消费增长。因此，2010年消费对经济增长拉动作用将明显增强，消费增长有望超预期。

二是，以“城镇化”扩内需，将是2010年中央扩大内需的新思路。中国目前城镇化率不到50%，推进“城镇化”将成为中国未来经济增长的新动力。城镇化的发展，拉动的不仅仅是普通消费，更重要的是房地产和基础设施建设，后者对经济拉动效果将更为显著。因此，与房地产和基础设施产业链相关的行业将受益于城镇化进程的推进，这些行业主要是钢铁、机械、水泥等中上游行业。

三是，发展战略性新兴产业、低碳经济、推进产业结构调整。产业结构调整对资本市场影响将是一个长期过程，我们重点关注低碳经济发展。我们认为，哥本哈根会议只是起点，而非终点。通过哥本哈根会议，全球低碳发展的共识将不断强化。中国将积极参与低碳发展的历史机遇，逐步调整已有的过剩制造能力适应低碳发展的大趋势，反应在资本市场必将使得相应行业板块获得明显的超额收益。

在新的经济增长模式下，我们总体判断，2010年中国经济将温和回升，经济总需求将处于温和扩张态势，同时伴随温和通胀。但是在“促内需、调结构”政策主导下，不同行业其下游需求将是不同的，其中受益于消费政策驱动和居民财富积累，消费服务类行业需求有望超预期，与家电、汽车、房地产产业链相关的中游行业需求超预期也值得期待。

从行业净利润率变化趋势看，在温和通胀背景下，中游行业，如钢铁、有色、工程机械、水泥、交运设备、化纤等行业净利润率将会处于上升趋势。而家电、医药生物、零售、饮料、房地产和计算机应用等行业净利润率不仅受益于温和通胀，同时由于自身行业特征，行业净利润率总体趋势向上。我们更为偏好这类行业，因为这类行业业绩增长稳定，并且超预期可能性很大。煤炭和化学制品行业（主要是化肥）是后周期行业，只有进入高通胀时期，其行业净利润率才会加速上行。不过从04年开始，煤炭行业净利润率总体趋势一直向上，因此，我们也看好煤炭这类盈利能力不断创新高的资源型行业。

增加居民消费将是2010年扩大内需重点，并且大部分消费服务类行业在温和通胀背景下净利润率趋势向上，消费主题投资机会有望贯穿全年。虽然目前我国部分中游行业出现产能过剩，但是促消费重点是家电、汽车、房地产等大件消费品，这些行业对中游产能具有巨大吸收能力，而城镇化推进，将强化这一能力。在经济温和回升背景下，我们对2010年中游行业需求不悲观，特别是与家电、汽车、房地产产业链相关的行业需求可能超预期，并且在温和通胀背景下，这些行业净利润率也处于上升态势，因此2010年部分中游行业仍然存在阶段性投资机会。2010年，我们把握“促内需、调结构”投资主线，重点关注以下投资主线：

第一条投资主线是受益于政府消费政策驱动和居民财富积累的消费服务类行业，预计消费主题投资机会将贯穿全年，重点关注：零售、食品饮料、医药和家电。

● **零售**：我国零售行业的弱周期特性使其在09年经济减速的背景下，仍然实现了稳步增长。2010年，居



民收入增速的恢复和财富效应的增强将推升行业景气度。我们看好 CPI 由负转正下的超市业，房地产拉动和升级换代需求下的家电连锁业，以及作为可选消费品的百货业、品牌服装业。

- **食品饮料**：随着我国经济的逐步复苏和居民消费信心的恢复，食品饮料各子行业将维持平稳增长甚至增速回升势头。2010 年，我们相对更看好具有自主定价权和提价能力的中高端白酒，认为其在回归消费升级和温和通胀的情况下会重现“量价齐升”的格局。
- **医药**：随着医改新政推进，医保覆盖的广度深度不断提高，医药行业需求加速扩容，尤其以治疗常见病多发药的基层用药、基础医疗器械以及大病重病专科用药市场需求更大。同时国家也通过一系列政策引导行业集中度提升，优势企业强者恒强，其投资机会也会进一步显现。
- **家电**：我们看好家电行业未来的快速增长。建议：1) 重点关注黑电行业，超配液晶电视企业；2) 超配在家电下乡销售中市场占比大幅高于其在国内整体市场占比的公司；3) 超配受节能产品惠民工程刺激，处于产业升级中的公司。

第二条主线是与家电、汽车、房地产产业链相关并且受益于出口恢复、城镇化发展和温和通胀的中游行业，重点关注：钢铁和机械行业。

- **钢铁**：钢价上涨仍然是推动股价的最大因素。预计明年在成本推动、下游需求改善、出口恢复、季节性以及库存波动等四个因素作用下，推动钢价上涨。预计全年均价上涨 10-15%，阶段性钢价上涨 20-25%，时间发生在需求即将来临的一季度。建议超配拥有资源、建材占比高、冷板比例高的公司。

第三条主线是具有估值优势并且受益通胀的行业，重点关注：银行、保险和煤炭。目前银行煤炭估值位于市场中下端水平，具有较高安全边际，一旦通胀预期升温，将会刺激股价进入新一轮上涨周期。

- **银行**：2010 年 1 季度新增信贷量会很大，同时年报和 1 季报银行股业绩有望超预期，加上估值很低，预计 1 季度银行股有望获得超额收益。2 季度之后随着新增信贷放缓和国有银行再融资的预期，另外净息差回升相对平缓，股价缺少催化剂，预计走势将相对平缓。但如果明年下半年通胀预期升温，在加息预期下，银行股有望进入新一轮上涨周期。
- **保险**：在通胀预期下，2010 年债券收益率将继续震荡上行，而加息之前保险公司保单资金成本将在低位保持稳定，预计 2010 年保险公司利差仍处于扩大趋势。09 年保险公司经营策略和产品结构转型，以及保费规模扩张，为来年新业务价值增长奠定基础。我们总体判断，在利差扩大和保费增长背景下，2010 年中国保险行业仍然处在较佳投资时期
- **煤炭**：随着国内以及全球经济的复苏，而山西小矿整合技改后大规模复产还需要 1 至 1.5 年的时间，2010 年煤炭行业预计将出现供求偏紧的局面，其中焦煤的供求缺口较大。从资产配置角度上来讲，弱势美元趋势和增强的通胀预期也有利于石油、煤炭等资源品的价格。2010 年煤炭行业仍很可能获得超额收益，其中焦煤弹性更大。

第四条投资主线是主题投资，重点关注大盘风格、融资融券股指期货受益股、低碳经济、区域主题和世博概念股等。我们判断，在市场震荡时期，主题投资可能会成为市场热点，从而带来超额收益。

- **大盘风格主题**：目前，大盘股与中小盘股折价已达到 04 年以来低点。06 年以来，A 股市场出现过几次大盘蓝筹行情：第一次是 06 年 4 季度，主要推动力是股指期货推出预期；第二次是 530 之后，主要原因是市场风险偏好发生转变以及居民储蓄存款活期化加速；第三次是 09 年 5、6 月份，主要原因是前期仓位较低机构补仓，如保险、券商等。历史上驱动大盘蓝筹的有利因素目前已初显端倪：融资融券、股指期货推出预期提升；中小盘股高估值令市场风险偏好逐步发生转变；居民储蓄存款活期化加速；保险、券商等机构仓位都有不同程度下降；近期再现百亿基金成功发行，只要以上某些因素被强化，市场风格



向大盘股转换就指日可待。

- **证券**：09 年券商股由于缺少创新业务收入，所以业绩增长缺少弹性，股价表现也一般。但从近期政策动向来看，融资融券和股指期货等制度变革已提上议事日程，推出预期已越来越明朗。在市场环境适合的情况下，融资融券或股指期货将随时可能推出。而融资融券和股指期货推出，将给券商股带来新的业绩增长点，届时市场愿意给券商股更高估值水平，从而券商股有望走出一波行情。
- **低碳经济主题**：通过哥本哈根会议，全球低碳发展的共识将不断强化。中国将积极参与低碳发展的历史机遇，逐步调整已有的过剩制造能力适应低碳发展的大趋势，反应在资本市场必将使得相应行业板块获得明显的超额收益，看好建筑节能、新能源行业、电网节能和动力电池。
- **区域主题**：新的区域振兴规划中，我们认为可能出台的规划包括：新疆地区振兴规划、黑龙江省哈大齐工业走廊、安徽皖江城市带、山东半岛蓝色经济区、江西环鄱阳湖生态经济区等。在可能出台区域振兴规划中，新疆地区振兴规划属新方案，其规划的力度有望超预期，其中新疆基础设施建设、资源开发等可能是规划重点，与此相关的公司可以重点关注。山东半岛蓝色经济区规划中涵盖了近期公布的黄河三角洲高效生态经济区，并将整个山东半岛统一进行定位和规划，且规格较高，定位清晰，也值得重点关注。

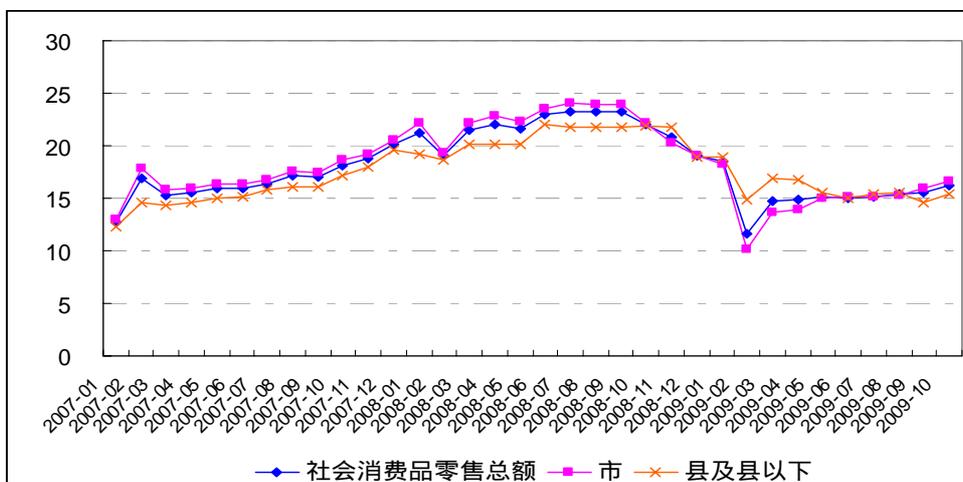
(二) 重点行业

1、商业零售——高景气度全面恢复，看好家电连锁和超市 行业评级：推荐

商业零售行业具有的弱周期性，使得我国社会消费品零售总额在经济处于底部的 09 年 1 季度仍保持了近 15% 的同比增长水平，并且自 7 月份开始增速逐月平稳回升的态势较为明显。这期间，主要零售企业的同店增长也由负转正，加上新开门店的增量，公司整体收入增长水平逐渐回升；并且毛利率的降幅收窄甚至提高，进而带动了盈利出现恢复性增长。

从股价走势来看，百货由于行业收入增速回升相对更早，并且联营的经营模式使得盈利增长相对平稳，加上资产注入及并购重组的刺激，该板块股价整体表现在 09 年相对较好，目前估值水平也相对较高；而超市和家电连锁由于业绩增速回升相对滞后，因此股价涨幅也靠后。

图表55 我国社会消费品零售总额月度同比增长情况



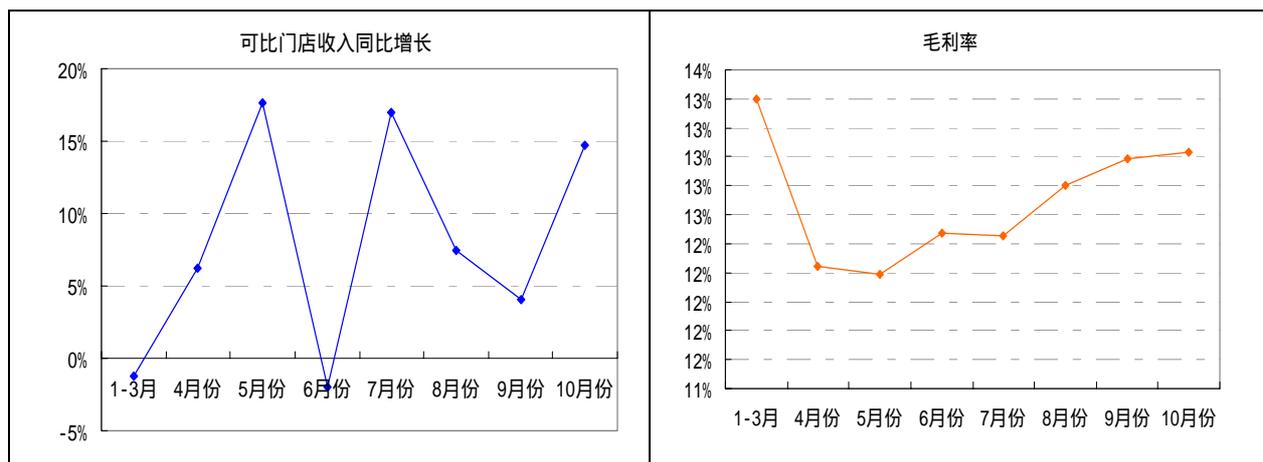
数据来源：Wind，东吴基金。



对于2010年的各主要零售子行业的投资策略，我们认为应更多地关注正处于由差变好转折期的家电连锁业和超市业：

1、以品牌服装、鞋帽、高档化妆品等可选消费品作为主要销售品类的百货业，受益于居民财富和收入增长带来的消费升级，2010年的销售增长水平将高于2009年，上市公司业绩可能的超预期有望对相对偏高的估值起到支撑作用。

图表56 武汉中百的仓储超市09年可比门店和毛利率月度变动情况

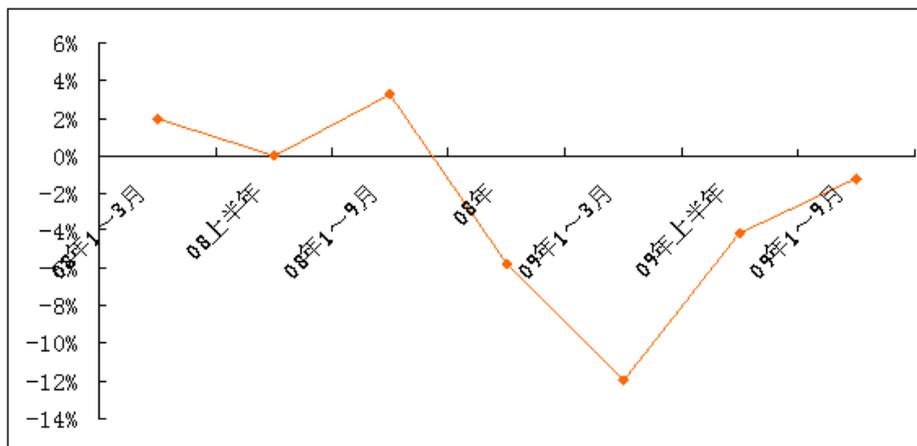


数据来源：东吴基金。

2、以生活必需品销售为主的超市业，由于对物价变动更为敏感，在CPI由负转正的趋势下，业绩增速将逐渐回升。而且，我们已经看到了这一现象已经开始出现。比如具有代表性公司的武汉中百，同店增速回升并趋于稳定，更重要的是毛利率逐月回升至与上年同期相同水平。

3、以家用电器为主要销售品类的家电连锁，由于经营网点主要在城市，而09年上半年城市家电消费受房地产影响而表现一般。不过，自第三季度开始，城市的家电消费景气度逐渐回升。全国性家电连锁龙头的苏宁电器和国美电器第3季度的同店销售出现正增长，并且第4季度以来得到了延续。2010年，在房地产景气回升以及升级换代需求的拉动下，城市的家电消费将明显强于09年，并且二、三线城市将紧跟一线城市家电消费回升的步伐。加上竞争对手的实力强弱对比将在行业景气好转时期表现的更为显现。

图表57 苏宁电器可比门店的销售收入增长情况：



数据来源：东吴基金。

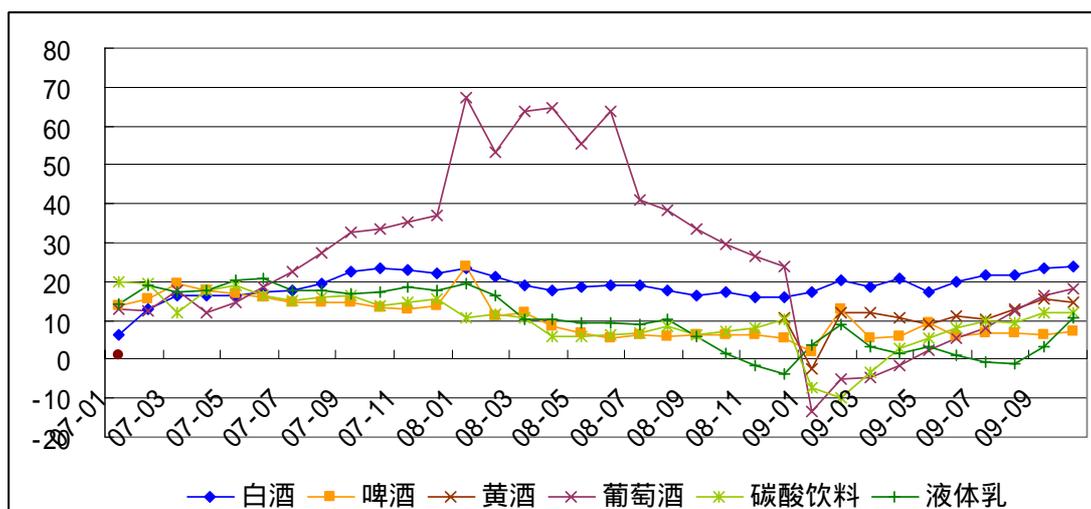
除了上述行业及公司基本面驱动因素外，并购重组和世博会等题材也会带来个股投资机会。此外，受益消费升级并且销售网点扩张加快的品牌服装以及品牌家纺行业也存在投资机会。

2、食品饮料——重现“量价齐升”格局

行业评级：推荐

随着我国经济的逐步复苏和居民消费信心的恢复，食品饮料行业各子行业维持平稳增长甚至增速回升势头。其中，白酒产量增速相对较高，稳定在20%以上；啤酒受气候等因素，产销量略高于上年；对经济相对敏感的葡萄酒行业在09年中期以来，景气度明显回升；乳制品行业逐渐摆脱三聚氰胺事件的负面影响，自9、10月份产量明显提高。

图表58 我国饮料行业主要子行业的月度产量累计增长情况

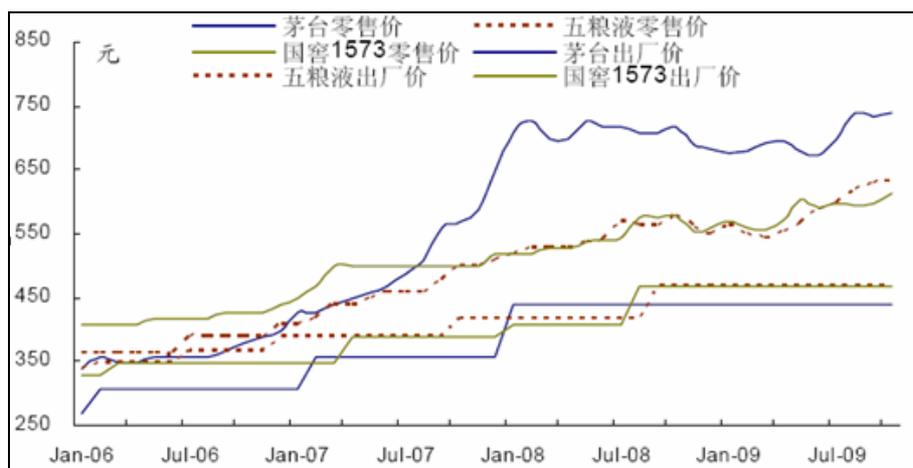


数据来源：Wind，东吴基金。

目前，食品饮料与沪深300的相对估值已经上升到1.65倍，但与1.9倍的历史平均估值特别是行业景气度较高的05~07年时期2.1倍的平均相对估值比较，仍有较大上行空间。着眼于2010年，在消费回归升级主线和温和通胀的背景下，我们相对更看好具有自主定价权和提价能力的中高端白酒行业。

在上一轮我国经济自2003年走出低迷期，白酒行业收入及利润增速迅速回升，较好的宏观经济增长环境、产品高端化发展过程中的规模上升以及提价因素综合在一起，使得重点白酒公司整体业绩自2006年出现爆发式增长，也使投资者获得了远超大盘的丰厚投资回报。目前，我国白酒行业已经基本走出了消费税从严征收、禁止酒后驾驶专项整治行动等一系列的不利影响，春节旺季正临近，贵州茅台已经宣布自2010年1月1日起出厂价平均上调13%，山西汾酒、洋河股份等随即也上调了出厂价格，五粮液、泸州老窖等在已经相继上调了终端价和批发价的前提下，后面预计会相继提高出厂价格。因此，在国内消费景气回升的预期下，我们认为“量价齐升”局面将会重现。

图表59 主要白酒的出厂价格和终端价格的变动情况



数据来源：招商证券。

就投资机会而言，我们更看好估值偏低、未来业绩高增长更确定的一线白酒龙头，二、三线公司在集团改制、治理结构改善等驱动下，未来销售的超预期有望消化当前高估值的状况。

此外，我们也看好处于高速成长期的中高端葡萄酒行业以及温和通胀下业绩有望保持较好增长的肉制品行业。啤酒与乳制品等大众消费品行业龙头企业，其市场份额有望在激烈的竞争中不断扩大，新产品向高端化发展迎合了消费升级的趋势，也值得长期关注。

3、医药——关注行业政策刺激下绩优企业的投资机会 行业评级：推荐

医药行业需求刚性，经济发展、诊疗水平和用药水平提高、人口老龄化加剧等因素推动医疗保健需求不断增长。近年来，随着我国医改政策的推进，各级财政投入加大，新型农村合作医疗、城镇职工和城镇居民基本医疗保险覆盖面和报销比例不断提高，支付能力的增加也使得以往被压抑的医疗需求释放，市场扩容加速，行业基本面持续向好，高景气度维持。目前，我国医药工业年销售收入约 8000 亿元，前几年增速在 15-20%，预计未来几年增长将达 20% 以上。

在总体市场扩容的情况下，我国医药需求也正在发生结构性的变化，国家重点加大对基层医疗卫生服务体系的投入，加强基层医疗机构软硬件建设，同时推出基本药物制度，治疗常见病多发病的基层用药和基础医疗器械面临更大的市场需求。另一方面，大病重病也是基本医疗保险重点解决的领域，针对各类大病重病的专科用药未来几年也将能获得较快增长。

我国医药生产企业数量众多，市场集中度较低且总体产能过剩，4700 余家制药企业前 100 强集中度约 41%，前 10 强集中度约 14%。除部分中药品种外，我国企业生产的药品绝大部分为仿制药，产品同质化情况严重，许多企业由于缺乏有竞争力的品种或营销手段而产能闲置。同样，我国医药商业市场也较为分散，企业数量超过 10000 家，前 10 大企业市场份额约占 35%，前 3 大约占 20%，与发达国家相比差距明显。近年来，仿制药批文泛滥导致的低水平重复建设以及频频暴露的药品安全问题已经引起了监管部门的重视。不论从行业发展规律还是监管要求，行业集中度提升都是一个趋势。我国现正通过严格新药审批、药品差别定价、集中招标等行业政策鼓励创新、淘汰落后，引导市场向优势企业集中。在市场需求扩容的大背景下，医药企业分化将更加显著，不论在工业还是商业领域，龙头企业将进一步脱颖而出，获得更大的发展机会。我们预计基本药物制度等行业新政的影响下，今后几年医药龙头企业业绩复合增长将能达到 50%。

此外，在出口方面，我国企业凭借技术和成本优势已经在国际原料药市场有了一席之地，受 08 年全球金融危机影响，我国原料药出口受到一定冲击，但从 09 年二季度起逐渐恢复。大宗原料药的景气度主要取决于进入壁垒、市场集中程度以及各寡头行动的一致性，相对而言，我们对 10 年维生素 A 的价格走势较为乐观。



医药行业的发展变革与国家政策密切相关，近期出台的产业政策除前文提到的部分外，还有促进基本公共卫生服务均等化和推进公立医院改革试点等。基本公共卫生服务均等化主要包括扩大免费公共卫生服务范围，扩大计划免疫范围，增加重大传染病、慢性病、职业病防治的专项投入。公立医院是医改的重点和难点，其改革目标是取消以药养医、实现医药分开。公立医院是我国最主要的药品终端，且其近一半的收入来自于药品。但在目前国家财政投入还相对有限的情况下，如何完善公立医院补偿机制还处于各地探索试点阶段，短期内对行业不会有大的影响。

08年在市场下跌过程中，医药作为防御性板块跑赢大盘。09年医药板块先抑后扬，下半年受到甲流疫情和医改政策陆续推出等事件推动，市场表现较为突出，从年初至今板块整体涨幅107%，跑赢市场。其中以甲流概念股为代表的一些三四线医药股表现尤为突出，涨幅大幅超越一线股票。目前医药板块10年估值约为31倍，相对于市场整体溢价57%，处于历史较高水平，高溢价也反映了行业基本面总体向好的趋势。医药板块个股表现会有明显分化，概念股估值将回归合理，而持续快速成长的绩优股将能获得超额收益。随着行业政策逐渐明朗，10年基本药物制度和新医保目录对企业的影响将逐渐开始显现，建议关注：基本药物目录独家（治疗领域独家）品种和主要产品入围新医保目录的企业；区域医药商业龙头。

4、家电——政策引导消费热潮，行业格局稳定成长

行业评级：推荐

“促消费，调结构”家电刺激政策仍将持续，力度甚至进一步加大。在家电下乡、以旧换新、节能惠民三大政策刺激下，2009年下半年国内家电市场彻底反弹，销量急速上升。明年国家在启动内需方面力度增强，预计国内家电市场仍将快速增长，特别是农村市场进一步激发。农村市场和城镇更新需求新将成为拉动行业增长双引擎。政策方面，家电下乡政策有望取消最高价限制，以旧换新政策有望全国推广。

重点关注黑电行业发展趋势和竞争格局发生的重大变化。一方面黑电企业技术更新升级压力减小，目前液晶电视技术整体来看已满足消费者绝大部分需求，未来技术改进空间可能仅在节能，环保，健康等方面，对生产企业因为技术更新换代所带来的资本开支大大减小；另一方面，国内几大黑电巨头创维，海信，康佳，TCL，长虹的竞争格局已经形成，品牌，渠道，市场份额趋于稳定，在技术更新压力减小的情况下，对外资品牌的竞争力在加强。未来黑电行业可能进入到白电行业目前比较好的行业发展状态。而黑电行业的市场还有大幅增长的空间，不仅国内市场具有大量需求，同时可能在外销上抢占国外品牌的市场份额。预计2010年液晶电视销量将增长31%，彩电市场占比将达82%，其中国内销量将增长40%，出口销量将增长25%。重点关注：海信，深康佳，TCL，长虹。

白电行业方面农村冰箱潜在需求09年释放比较充分，10年将继续放量，预计2010年全年销量增长20%，其中国内销量增长25%，出口销售增长10%。农村洗衣机潜在需求09年释放并不充分，10年增长潜力较大，预计2010年全年销量增长32%，其中国内销量增长43%，出口销售增长10%。空调将迎来普及变频空调的产业升级，预计2010年国内空调销量将有15%的增长，出口市场将出现恢复性的上涨，增幅约10%。但成本上升对白电行业盈利能力可能有所影响。

我们看好家电行业未来的快速增长，给予“推荐”评级，建议：1）超配在下乡销售中市场占比大幅高于其在国内整体市场占比的公司；2）超配受节能产品惠民工程刺激，处于产业升级中的公司；3）重点关注液晶电视企业。

5、汽车——经济复苏和消费升级助汽车行业继续提升

行业评级：推荐

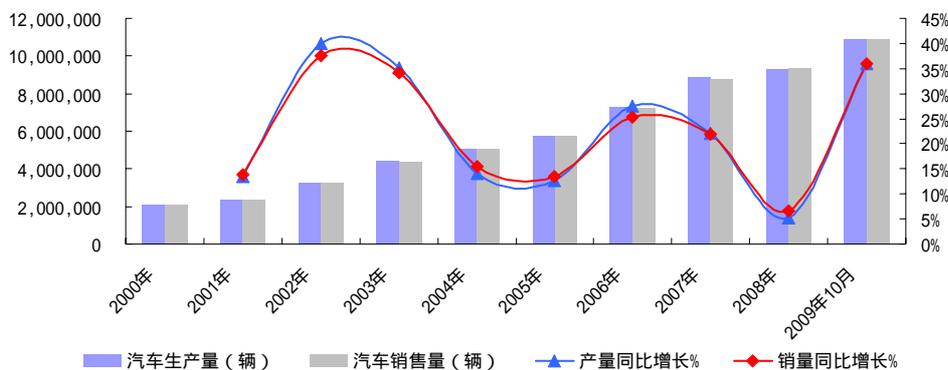
国内人均GDP增长将促进汽车需求呈现加速上升趋势。按照国际汽车市场发展规律，当R值越靠近3时，汽车将加快普及“步伐”。2008年我国人均GDP为2.31万元，按GDP增长9%计算，2009年和2010年，



我国人均 GDP 分别为 2.52 和 2.75 万元。目前占轿车 69% 的小排量车平均售价约为 8 万元，因此目前我国 R 值已接近快速发展临界值。另外按国内目前汽车保有辆 6500 万辆计算，千人保有量只有 50 辆，只及世界平均水平的 1/3，国内汽车需求将持续旺盛。

国内汽车产销呈现周期性振荡增长趋势，2009 年受产业振兴政策驱动，全年同比增长为 40% 左右，但我们认为，由于 2010 年同比基数较高以及新增产能不大，汽车产销增速趋势极有可能复制 2003 至 2005 年走势。2010 年预计产销增速 15% 左右，全年销量达到 1500 万辆左右。其中乘用车产销超过 1100 万辆（含交叉型乘用车）。

图表 60 汽车销量和增速



数据来源：东吴基金。

2009 年交叉型乘用车受农民工返乡储备生产资料和政策交差受益影响，出现 80% 以上同比增长，2010 年需求已出现部分透支，因此判断该类车型销售会出现“滞涨”。2009 年乘用车中 1.6 升以下排量车型受购置税减半影响，同比增速达到 60% 以上，而前 10 个月 1.6 - 1.8 升和 1.8 - 2.0 升排量车型累计同比仅为 13.89% 和 19.82%。不过 2009 年 6 月份以后购置税对中高排量车型的负面影响已经减弱，该排量段内刚性需求持续释放。我们认为 2010 年中高排量车型增长仍会延续，二次购车、消费升级和经济复苏所导致的乐观消费都将是驱动因素，而汽车金融信贷的推广将提供提前消费的资金来源。如果 2010 年购置税维持不变，其对中高排量车型已无影响。如果购置税优惠范围扩大，则中高排量车型增速将超过预期。载货车中我们看好重卡子行业。基建投资、物流增长都将刺激重卡需求，油价提升也将促使需求向燃油经济性高的重卡倾斜。2010 年重卡将出现销量增长基础上的产品结构升级，目前国内基于斯太尔技术的低端重卡将在排放标准升级的指引下升级换代。客车由于 2009 年仍处于恢复阶段，全年销售数据大幅低于其它车型。10 年经济增长明确，商务恢复和旅游消费将增加客车行业景气度，2009 年产销同比基数低使得客车销售数据将会在 10 年出现“补涨”。

汽车主要原材料为钢材、铝、天胶和各类合成胶，其中钢材价格对企业毛利率影响最大。2009 年主要原材料价格均处低位，2010 年则会出现适度上升。但我们不认为价格会出现 2008 年大幅上涨的趋势。如果钢材价格上升 20%，商用车企业毛利率约因此下降 1.5%，乘用车企业约下降 0.8%。不过 2010 年预计主要车企产能利用率在 90% 以上，高产能所引发的规模效应将能最大化减少生产成本，平滑原材料上涨所引发的毛利率下降。我们认为 2010 年汽车龙头企业仍能维持 2009 年同样的毛利率水平。油价 2010 年也存在温和上涨的情况，不过油价上升对整车企业原材料成本影响较少，而且油价上升增加燃油经济性车的需求，重卡和等新能源车将相对受益。

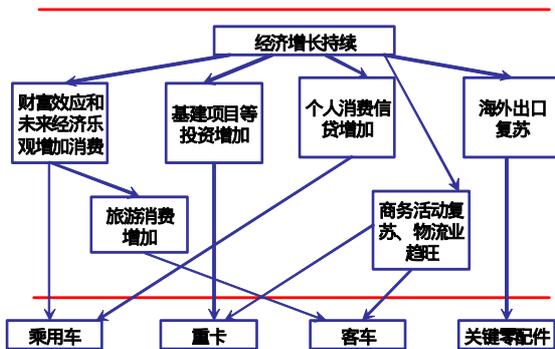
2010 年汽车产业政策将创造主题性投资机会，下表列出主要政策预期和相关受益范围。

图表 61 汽车政策及受益范围

	政策名称	受益范围
1	集团资产整合	国资委和地方政府下属的汽车企业
2	购置税政策延续或扩展	乘用车整车和配件企业
3	鼓励汽车出口细则落实	出口占比较高的企业
4	汽车燃料排放和标准法规	支持更高排放标准的整车和配件企业
5	新能源汽车发展规划细则	提供新能源整车和配件的企业
6	二手车交易市场和汽车金融信贷	扩大消费规模和支持消费升级，对乘用车整车和配件企业影响最大

2010 年汽车行业将在经济持续增长背景下发展，我们更看好消费升级趋势下的乘用车中高级车型、重卡、载客车和相关零配件龙头企业。另外，海外市场恢复也将给出口占比较高的零配件企业较多的发展机会。

图表 62 汽车行业受益图



具体选股依据为：

- 经济增长受益的汽车子行业和上游细分子行业龙头企业；
- 汽车产业政策交差受益的企业，其业绩和投资价值可以被重复发掘；
- 具有事件型驱动（如海外收购，主业发生重大进步）的企业；

6、房地产——结构性增长带来结构性投资机会

行业评级：推荐

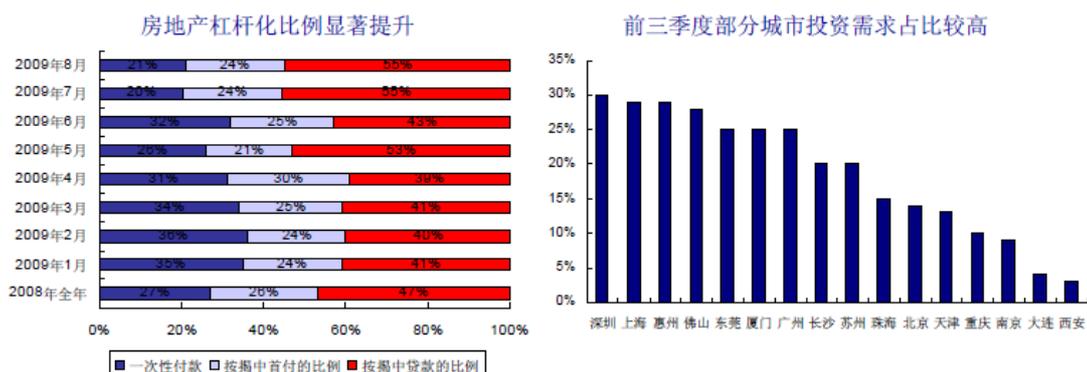
09 年中国的房地产市场，在真实需求存在的前提下，扩张性货币政策和财政政策对房地产销售的快速回升起到了重要作用。房地产销量快速增长，房地产投资触底回升。

支持 09 年中国房地产市场高增长的因素主要有：

首先，信贷大量投放和实际利率的下降，提升了居民购买力；今年房地产销售中，杠杆比例明显加大。其次，我国政府应对措施得当，国内经济逐步复苏，外围经济也开始逐渐触底回升，国内居民收入水平摆脱金融危机影响仍保持较快增长，在增强了房地产购买力的同时，也增强了房地产市场信心。第三，通胀预期和人民币升值预期加强，使得房地产投资预期收益率提升，尤其对投资性需求有着明显推动。

图表 63 房地产杠杆比例显著提升

图表 64 前三季度部分城市投资需求占比较高



资料来源：万科，东吴基金。

2010 年中国房地产潜在需求仍然旺盛，新房销量仍将维持较快增长。主要是因为：中国经济复苏日益明显，居民收入水平持续提高，积极财政政策和适度宽松的货币政策暂不退出，储蓄余额依旧较大，杠杆比例仍有提升空间；整体信贷供给仍旧较为宽松；房价上涨预期仍然存在，但预期涨幅较 09 年有所下降；通胀预期仍然存在；人民币升值预期存在上行可能；收入预期稳步向上。

但我们注意到新房销量可能出现结构性变化。一线城市新房交易占比将下降，新房成交量大幅增长可能性较小，而二、三线城市新房成交量将大幅增长。主要是因为：一线城市新房土地供应难以增长；08 年被压抑的需求已基本释放；一线城市高房价对刚性需求的抑制作用。而二、三线城市处于城市化进程加速发展阶段，产业转移将给二三线城市带来导入型人口红利，二线城市的房价仍处于起步阶段，从而使将这些城市将呈现多种购房需求释放的局面，推动二三线城市成交量出现大幅增长。

2010 年中国房地产市场的房价也将呈现结构性变化趋势。从一线城市来看，豪宅价格仍将继续泡沫化的趋势上涨，部分普通住宅由于城市化进程带来的居住环境和配套设施的完善也将持续增值，而位置不占优的部分普通住宅价格可能在经济适用房，廉租房等政策性住房供应的冲击下将难以维持在高位。二三线城市的新房价格则仍维持上涨态势，但上涨时间将慢于一线城市，上涨幅度也较一线城市平缓。

对于未来政策的变化，我们认为短期仍是“维持房地产政策稳定”的局面，一线城市和二三线城市房地产政策也将出现结构性分化。

从中央层面来说，短期内对经济增长的持续性和私人部门投资的增长仍缺乏信心，同时扩大内需也离不开房地产市场对家电，家具等内需行业的拉动作用，导致其不会立刻明令暂停优惠政策，最多会通过一些窗口指导对个别区域进行“微调”；

从地方层面来说，财政压力使地方政府对房地产的依赖仍然很大甚至有所增强，在中央不明确表态的背景下，更倾向于保持现有政策。一线城市的政策要求可能趋严，而二三线城市政策仍然宽松。

中长期看，优惠政策退出是必然趋势；但其前提是经济的好转，经济与房地产之间的正循环作用能逐步体现，抵消政策退出对经济增长的负面影响。从退出时间上和退出力度上来看，一线城市的房地产优惠政策可能先于二三线城市退出。

2010 年下半年，中国可能进入加息周期，加息对房地产市场的影响主要表现在：加息前期，利率政策是顺周期的，加息本身意味着经济好转，购买力提升；房地产价格和销量在持续上升，对应于股市，房地产板块可能跑赢大盘；但到加息后期，累积到一定程度后，会对购买力起到抑制作用；房地产销量萎缩，房地产价格可能高位整理并最终下跌，对应于股市，房地产板块显著跑输大盘；由于 09 年按揭杠杆增加比较明显，累积效用出现的时间可能会早于以往。

从行业发展状况和宏观经济流动性等多角度分析，我们判断 2010 年上半年地产股的投资机会将好于下半



年，我们看好房地产市场结构性增长带来的结构性投资机会，给予行业“推荐”评级。

7、银行——以“量价齐升”优势明显银行配置为主

行业评级：推荐

我们预计 09 年国有银行净利润同比增长 20% 左右，股份制和城商行净利润同比增长 10% 左右，09 年上市银行净利润增速要高于年初市场预期。从今年上市银行业绩增长驱动力看，今年前 3 季度上市银行贷款同比增长 36%，规模增速大幅超出年初市场预期。与此同时，资产质量也要好于年初市场悲观预期，信贷成本（年化）只有 0.44%，远低于 07 年的 0.76%，08 年的 1.26%。不过净息差下滑幅度也是超预期的，与去年全年相比今年前 3 季度净息差下滑 25% 左右。综合下来，09 年 A 股上市银行依靠以量补价和信贷成本的降低，还是获得超预期的增长。展望 2010 年，A 股上市银行规模、息差和信贷成本会超预期吗？

目前，市场一致预期 09、10 年金融机构新增人民币贷款 9.5、7 万亿，同比增长 31.5%、17.7%。并预计 10 年国有银行贷款增长 15%-20%，股份制贷款增长 20%-25%，城商行贷款增长 30% 左右。中央政治局会议也已明确提出，明年要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并考虑投资粘性，以及农行上市将影响其信贷扩张，我们认同以上判断。

从 08 年 3 季度开始，A 股上市银行净息差经历一轮快速下降周期，但在 09 年 2 季度触底回升，3 季度大部分银行净息差环比出现快速反弹。分类别看，股份制银行净息差反弹幅度最大，大部分股份制银行净息差反弹幅度都在 10% 左右；国有银行和城商行净息差反弹幅度相对要小些。

从 3 季度 A 股上市银行净息差反弹驱动力看，计息负债率下降是 3 季度上市银行净息差反弹的主要推动力。与 2 季度比较，3 季度 A 股上市银行生息资产收益率环比有升有降，但波动幅度基本在（-3% - 3%）之间，生息资产收益率波动幅度不大。而除宁波银行外，3 季度上市银行计息负债率环比都出现明显下降，部分股份制银行的计息负债率环比下降幅度更是超过 10%。由于在这一轮降息周期中，贷款重定价基本在今年 2 季度结束，而存款重定价在 3 季度才结束，也即贷款和存款重定价期限的不一致是导致 3 季度净息差反弹的重要原因之一。但目前贷款和存款重定价已经基本结束，预计在加息之前，09 年 3 季度比之 2 季度出现的较大净息差环比回升幅度难以再现。从历史经验看，在加息之前，银行股净息差虽然呈现上升趋势，不过回升幅度不会特别大，在 10BP 左右。但是由于各银行间资产负债结构、久期状况以及客户市场地位不同，未来净息差走势会存在比较大差异。

那些贷款议价能力强和贷款重定价期限短的银行，其贷款收益率提升能力就比较强，比如，民生、招行和中信银行以中小企业为主，并且 3 个月内贷款重定价占比达到 60% 左右，重定价频率较快，这类银行在信贷收紧过程中贷款收益率提升会比较快。另外，那些存款活期化能力强的银行，其存款成本有继续下降空间，比如招行、中信、浦发、兴业、深发展现在活期存款占比距离历史高点还有比较大差距，未来存款活期化空间还比较大，因此存款成本有继续下降空间。总体看，在加息之前股份制银行和城商行净息差反弹要更快些。在 2006 - 2008 年加息周期中，招行、中信、兴业、民生、北京和宁波是净息差反弹最快的银行，并结合现在这些银行的资产负债结构，我们认为，这些银行在 2010 年净息差反弹也会比较快。

图表 65 09 年 3 季度 A 股上市银行净息差明显触底反弹

	净息差		生息资产收益率		计息负债率	
	3 季度	季度环比变化率	3 季度	季度环比变化率	3 季度	季度环比变化率
工行	2.22%	3.59%	3.65%	-0.70%	1.49%	-6.96%
建行	2.37%	-0.92%	3.80%	-3.05%	1.51%	-6.64%
中行	2.08%	5.15%	3.39%	0.90%	1.37%	-5.32%



交行	2.18%	10.14%	3.76%	2.88%	1.64%	-5.81%
招行	2.15%	7.31%	3.50%	2.41%	1.40%	-4.61%
中信	2.66%	10.82%	4.05%	3.77%	1.48%	-8.11%
民生	2.57%	12.51%	4.17%	2.75%	1.64%	-10.38%
兴业	2.38%	9.30%	4.25%	-0.26%	1.93%	-10.82%
浦发	2.26%	9.26%	3.88%	-1.20%	1.66%	-13.31%
华夏	1.78%	13.04%	3.99%	2.28%	2.27%	-5.50%
深发展	2.41%	1.48%	3.98%	-3.66%	1.58%	-10.99%
北京	2.36%	3.05%	3.75%	1.10%	1.48%	-2.89%
南京	2.51%	-4.67%	3.90%	-6.99%	1.48%	-12.93%
宁波	2.87%	-0.79%	4.43%	3.70%	1.63%	12.01%

注：根据财务报表期末期初数据计算得到。

数据来源：东吴基金。

09年A股上市银行不良贷款余额和不良率持续环比双降。从经济复苏、企业利润好转的趋势看，2010年上市银行资产质量向好的趋势将持续，但信贷成本很难像09年这样大幅降低并成为业绩增长的重要驱动力，因为09年信贷成本为0.44%，是05年以来历史最低点，进一步下降空间有限。不过，随着经济继续向好，拨备覆盖率更高的银行以拨备反哺利润的空间相对较大，比如招行、兴业和浦发。

我们预测2010年A股上市银行净利润同比增长22%，国有银行同比增长20%，股份制银行同比增长28%，城商行同比增长35%。总体看，股份制和城商行将呈现出加速增长趋势。

从投资时点看，由于今年4季度银行信贷收紧的比较厉害，因此10年1季度新增信贷量会很大，同时年报和1季报银行股业绩有望超预期，加上估值很低，预计1季度银行股有望获得超额收益。2季度之后随着新增信贷放缓和国有银行再融资的预期，另外加息之前银行净息差回升相对平缓，股价缺少催化剂，预计走势将相对平缓。但如果明年下半年有加息预期，在加息预期下，银行股有望进入新一轮上涨周期。总体看，明年银行股跑赢大盘概率比较大，特别是股份制银行，因此给予银行“推荐”评级。

选股策略上，从净息差反弹力度以及信贷扩张速度两个方面选股，选择“量价齐升”优势明显银行作为重点配置。从影响净息差驱动因素，我们认为股份制银行净息差反弹速度要更快些，并且10年股份制银行贷款仍然保持扩张态势，估值相对也比较低，因此未来股份制银行跑赢行业指数概率要大些，重点推荐股份制银行。

8、保险——利差扩大、保费增长提升盈利

行业评级：推荐

寿险公司利润主要来源与三个方面：利差、死差和费差。其中，利差，即投资收益率与保单资金成本的差异，是寿险公司最重要的利润来源。一般来说，利差收益占寿险公司当年收益的60%以上。因此，寿险公司利差变动对寿险公司的盈利能力将产生重要影响。

从保单资金成本看，根据保监会规定，传统险保单定价利率上限为2.5%，也即传统险保单资金成本一经确定就不再变动，是固定的。由于分红险和万能险兼顾保险保障和投资功能，投保人通常选择3-5年期定期存款利率作为标杆确定是否投保。从历史经验看，分红险和万能险保单资金成本是变动的，变化趋势取决于3-5年期定期存款利率的走势。目前人寿、平安和太保万能险结算利率分别为3.9%、4.5%和3.85%，要高于3年和5年期定期存款利率3.33%和3.6%。因此在加息之前以及加息早期，当前结算利率对投保人仍然具有吸引力，短期寿险公司保单资金成本提升压力不大，并且由于保单利率高于定期存款利率，也会使保单资金成

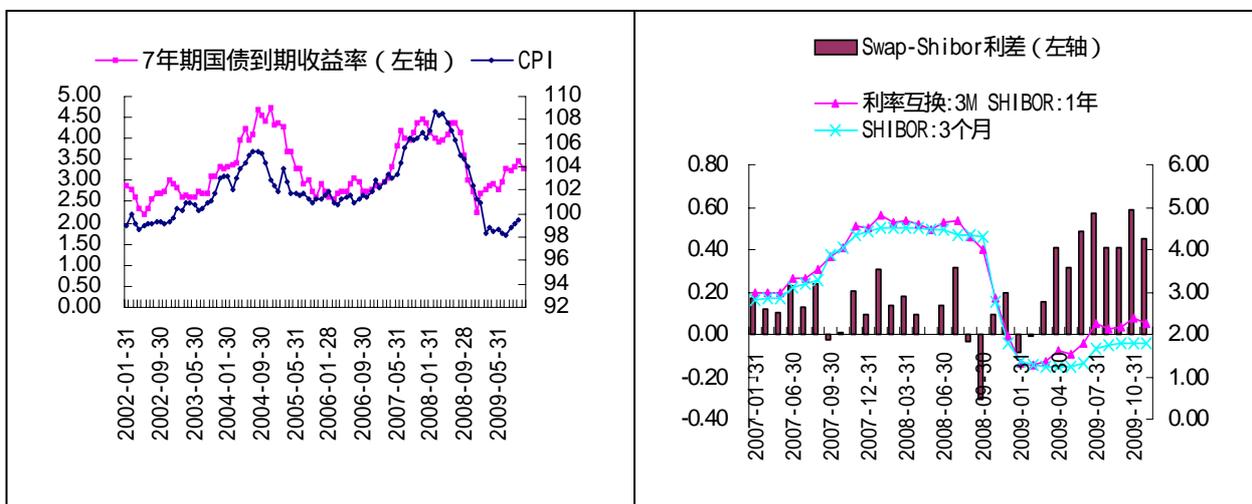


本的提升有一定滞后期。总的来看，在加息之前以及加息早期，保险保单资金成本仍将维持在低位水平。

从投资收益率角度看，由于资产负债期限匹配和现金流匹配的要求，因此寿险公司的大部分资产必须投资于债券和定期存款以及现金等价物，权益投资占比一般不超过总投资规模的 20%。从历史数据看，国债到期收益率与 CPI 呈现明显正相关，2003 年 1 月份我国 CPI 由负转正，在 04 年 8 月份达到最高点 5.3%，同期 7 年期国债收益率从 2.85% 上升到 4.7%，上升了 185BP，在此期间央行没有加息，直到 04 年 10 月 29 日才上调 1 年期存贷款利率各 27BP。也就是说，在通胀预期下，即使央行没有加息，债券到期收益率也会提前上升反应加息预期。今年底我国 CPI 将由负转正，在通胀预期下，我们认为国债到期收益率趋势继续震荡上行概率比较大。另外，3 个月期 Shibor 的一年期利率互换协议报价显示，未来一年市场利率将上升 45BP。对于权益投资而言，目前 A 股上市的三大保险公司权益投资比例在 10% 左右，进可攻退可守。2010 年中国经济将处于从复苏向扩张的过渡时期，A 股市场尽管短期内可能存在波动，但中期向好的概率依然很高，有望对保险公司投资收益起到“锦上添花”的作用。

图表 66 国债到期收益率与 CPI 正相关

图表 67 3 个月期 Shibor 利率互换协议报价显示未来一年利率上升 45BP



数据来源：Wind，东吴基金。

由于加息之前保险公司保单资金成本仍将处在低位水平，同时在通胀预期下，2010 年债券收益率将继续震荡上行，如果股市表现相对稳定，那么 2010 年保险利差将进一步扩大，从而使得保险公司盈利能力继续提升。

从 08 年 4 季度开始，人寿和太保对经营策略和产品结构进行了调整：(1) 发展代理人队伍，提高个人代理销售收入占比，其中人寿前 10 月个人代理销售累计收入占比比 08 年提升了 3.77 个百分点到 46.7%，太保提升了 6.45 个百分点到 45.6%；(2) 降低趸缴保费收入占比，提高新单期缴占比，人寿新单期缴提升了 1.63 个百分点到 14.4%，太保提升了 7.23 个百分点到 17.6%；(3) 降低万能险收入占比，提高传统和分红险收入占比。由于个人代理和期缴产品利润率高，因此，经营策略转变和产品结构转型将提高人寿和太保盈利能力，从而一年新业务价值增长更快。

平安已与 04 年成功转型，前 10 月个人代理销售收入占比 75.3%，远超人寿和太保；期缴分红占比为 29%，高于人寿的 15.68% 和太保的 24.76%。期缴分红保险的期限一般较长，因此利润率也更高，对新业务价值贡献也越大。09 平安继续大力发展万能险和银保渠道，扩大保费规模。在利差扩大时期里，保费收入增加，将提高公司盈利规模。

人寿、太保通过经营策略和产品结构转型，平安则通过保费规模的扩张，三家公司在 09 年的新业务价值



均有大幅上涨，并且这种趋势在 2010 年有望持续，因此三大保险公司隐含新业务价值倍数将更低，现有估值更安全。

政策面看，上海个人养老金递延纳税试点、投资渠道进一步放开等有望短期刺激股价。此外，新会计准则对保险公司影响偏中性，并且市场对其负面影响已有预期，预计届时对股价负面冲击不大。

在通胀预期下，2010 年债券收益率将继续震荡上行，而加息之前保险公司保单资金成本将在低位保持稳定，预计 2010 年保险公司利差仍处于扩大趋势。09 年保险公司经营策略和产品结构转型，以及保费规模扩张，为来年新业务增长奠定基础。我们总体判断，在利差扩大和保费增长背景下，2010 年中国保险行业仍然处在较佳投资时期，给予“推荐”评级。

9、煤炭——供求偏紧，上半年行情可期

行业评级：推荐

2010 年煤炭需求增速回升，预计新增需求 2.4 亿吨。下游行业需求在 2010 年全面回暖。2009 年，火电、钢铁、水泥、化工、其它行业分别占煤炭总需求的 49%、17%、7%、5%、22%。受金融危机影响，2009 年火电发电量同比增速仅 4% 左右，2010 年火电发电量目前普遍预测在 7% 以上。受“四万亿”拉动，钢铁和水泥产量 09 年同比增长均在 15 - 20% 之间，目前普遍预计 2010 年仍将延续，同比增速在 10% - 15% 之间。同时化工和其它行业在 2010 年从底部回暖，2010 年国内总煤炭需求较 2009 年预计增速 8% (2.4 亿吨)。同时，下游企业盈利能力的提升，更有助体现煤炭的资源价值。

国内供给增长低于 2.4 亿吨。山西省整合矿复产 2010 年贡献新增产量 5000 万吨，新建矿井投产预计新增产量 5500 万吨。内蒙和陕西 2010 年预计新增有效产能分别为 8000 万吨动力煤和 3000 万吨，受铁路运能限制，新增产量则肯定低于这个数字。安徽和贵州 2010 年贡献新增产量 2000 万吨。其它省份几无增量，新疆尚远。

9500 万吨净进口的大幅减小是确定的。09 年预计中国净进口煤炭 9500 万吨，其中动力煤 6000 万吨，从 08 年净出口一跃成为重要进口国。目前国际动力煤到港价已与国内持平，国际主焦煤价格还比国内高 300 元/吨。未来随着全球经济的回暖，国际煤价的上涨弹性远比国内要大，2010 年中国煤炭净进口大幅下滑已经板上钉钉。

全面看好 2010 年焦煤基本面。由于预期 2010 年房地产开工面积增加、机械和汽车需求维持高位，预计 2010 年全国粗钢产量同比增长超过 10%，即新增需求焦煤 5000 万吨以上，同时钢协预计 2009 年全球粗钢产量同比负增长 2.6%，而 2010 年同比增长 9%。但是 2010 年焦煤供给增加非常有限，预计国内新增焦煤产量 2000 万吨，而澳大利亚、美国、加拿大合计新增焦煤出口能力不超过 2000 万吨，完全不能满足主要进口国的新增需求。

继山西之后，河南即将展开小矿整合。2008 年《关于加快推进煤矿企业兼并重组的意见》要求河南、山东、安徽在 2010 年各产生一家年产上亿吨的企业。对于安徽来说，产能尚有一定挖掘潜力；而对于山东和河南来说，资源已经开始进入枯竭期，重组合并成为达到目标的唯一方式。2009 年 10 月 26 日，河南省副省长张大卫表示：“河南省准备效仿山西，推行由骨干企业对 30 万吨以下产能的小煤矿进行兼并整合。”河南省目前乡镇煤矿产能约 0.8-1 亿吨，占全国原煤产量 3%。

弱势美元和通胀预期利好资源品价格。美国经济高失业率、低产能利用率、去杠杆化未完成等决定短期内很难加息，同时贸易赤字调整尚未结束、财政赤字大幅攀升，决定弱势美元趋势短期难以改变。而宽松政策退出越晚、通胀预期越强，原油等资源价格往往成为诱发因素。

给予煤炭行业 2010 年“推荐”的投资评级。综合上述观点，2010 年煤炭行业将会出现供求紧张的局面（特别是炼焦煤），同时下游行业盈利能力的明显改善，以及全球经济的回升，将有助煤炭价格提升顺利实现。投资重点关注焦煤，以及存在明确资产注入预计的公司

风险：在于需求，而非供给。目前市场对供给端的担忧主要是山西被整合矿的复产冲击以及资源税。被整合小矿复产 5000 万吨的假设系根据 10 月下旬山西省安监局数据：全省尚未复工复产、但具备复工复产条件的矿井有 214 座，生产能力 4944 万吨。事实上，第一、被关停待整合的小矿虽然基本都签署框架性协议，



但只表示小矿主同意被整合，真正分歧大的资产评估价格谈判才刚刚开始。第二，从历史上来看，需求才是决定煤炭基本面走势的关键，而非供给，2005 年煤炭行业被定义为产能过剩行业，而 2008 年却出现暴涨，而且现在煤炭行业的集中度已经显著提高（2005 年前 90 家企业占 50% 的产量，而 2008 年前 36 家就占到 51%，前 10 家占到 31%）。关于资源税，历史亦证明政策性成本的增加从来没有改变过煤炭行业股价的趋势。

10、钢铁——业绩和估值提升股价

行业评级：推荐

看好钢铁股明年上半年投资机会，主要理由是我们认为钢价已于今年 10 月中旬见底，未来将振荡上行，钢价的上涨将带来行业盈利的增加，从而提升上市公司的业绩和估值。预计明年钢价均价将同比上涨 10-15%，阶段性钢价将上涨 20-25%。在时间点上，我们认为只有当下游需求真正启动，才会对钢价形成明显的上涨动力，而下游需求的强弱呈现出明显的季节性，明年需求旺季发生在 3 月底前后。但钢材期货市场的粘性、宽松的信贷、经销商看涨的预期都将使得钢价在高库存和淡季背景下下跌空间有限，而铁矿石谈判的进行，有可能在此期间推高现货矿价。我们认为，在旺季到来之前的几个月里，可利用钢价的小幅下跌或盘整或大盘短期的回调来低吸钢铁股。

从供需面看，1) 2010 年上半年将出现房地产需求和基建需求双高峰。“增加供给保护需求”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；基建施工也滞后于投资，明年才进入高峰。2) 经济从复苏走向繁荣，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。3) 发改委强势控制下，新产能投放速度减缓，为今后供需环境的改善提供了良好预期。4) 2010 年需求拉动铁矿石等原材料价格上涨，钢价将维持高位，钢厂盈利提升。5) 钢铁行业重组进程加速，涉及公司面较广，整个行业都将受益。

具体来看，明年需求将增长 12%，供给增长 4.9%，供需明显改善。供需的改善，带来产能利用率的提高，抬高边际成本，从而推高钢价。需求的旺季可能造成阶段性的供需平衡，而库存的波动，可能引起阶段性的供不应求，这都将促使钢价阶段性上涨幅度会比较大。

从供给看，三大矿山 08 年下半年-09 年受利润下降、融资困难影响，新增产能有限。而据世界钢铁协会预测，09 年全球粗钢产量 11.037 亿吨，同比下降 8.6%，10 年粗钢产量 12.056 亿吨，同比增长 9.2%。另外，三大矿山在矿石贸易市场上的垄断地位，使得铁矿石上涨成为必然。目前长协价要比现货矿便宜 30% 左右，一般新年度的长协矿价会向当时的现货矿价看齐，但考虑到 10 年全球经济仍处于缓慢复苏阶段，因此长协价上涨过快也不现实。因此我们判断，矿石价格上涨幅度约在 15%-20%。

根据分品种钢材供需环境的判断，我们认为明年建筑钢材和精品冷轧板材供应压力相对较小。高端冷轧产品在局部市场形成相对垄断，享受高溢价，还将受益于出口的明显复苏。拥有矿石资源的钢铁公司将在铁矿价格上涨周期中受益。房地产、基建、汽车、家电等行业对钢铁需求的拉动使建筑钢材和精品板材的供需状况更为宽松；而热轧板和中厚板的供应压力仍显紧张。

11、化工——青出于蓝而胜于蓝：对市场共识的不断超越

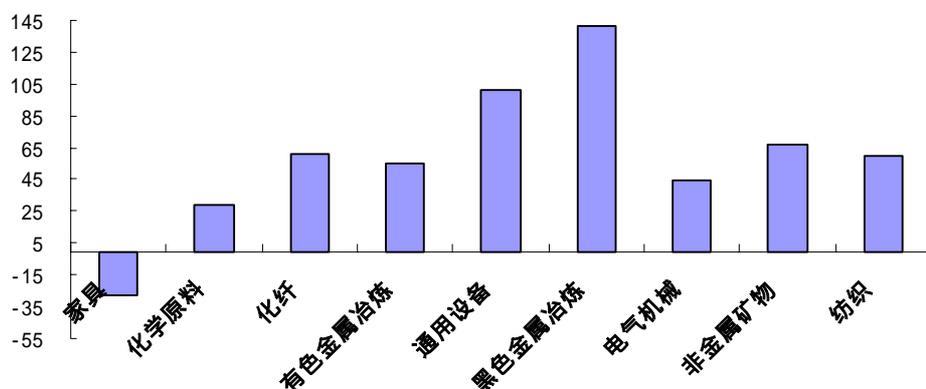
行业评级：推荐

我们认为，产生超额收益的配置策略一定要源于市场共识而又高于市场共识。比如，市场共识为周期性的行业板块变成非周期的板块（估值上升），共识为价格周期波动变成景气上升（盈利驱动），提前并且重点配置这些行业才能持续的产生行业配置上的超额收益。超越市场共识的目的是为要抢占市场的先机，在这种持续的思维活动中我们首先面临的问题就是对市场共识的理解和把握。

- **我们判断，化工行业后周期特点更加明显。**鉴于我们对全球经济复苏路径的判断，从需求侧考察，国内化工行业景气程度难以快速提升，化工原料行业和化纤行业国内需求复苏程度在制造业中属于中等偏下。化工行业整体景气程度提升存在持续低于预期的可能，后周期特征会更加明显。板块进入盈利驱动阶段可能要不断被延后。



图表 68 制造业国内订单恢复程度（2009 年 1-10 月）



数据来源：Wind，东吴基金。

- **化工品价格波动性加剧：金融属性，贸易壁垒和成本驱动。**当前市场最深刻的变化就是新兴市场流动性未来会泛滥，反应在化工品价格走势方面就是流通环节对产品价格走势的决定力量在增强，化工品价格中未来将承载越来越多的金融属性。从供应侧观察，贸易壁垒和成本驱动因素未来对化工品价格的驱动作用将持续体现。容易承载金融属性的（有期货，抗通胀特征的），贸易壁垒增加（反倾销限制进口的），成本推动特征明显的化工品和相关子行业板块将表现出较好的投资机会。
- **强调趋势投资，但更加需要重视主题投资。**09 年以来化工行业盈利恢复有限，趋势投资成为主要的投资方法。未来的趋势投资面临化工行业整体相对较高估值的约束。在国内宏观经济进入调结构的主基调后，我们认为，低碳相关的新技术和新兴产业，区域经济，资源和抗通胀等主题未来会产生明显的超额收益。

化工行业的配置策略。基于我们对市场共识的判断，我们认为化工行业配置策略应该重点配置资源品相关、低碳和新兴产业相关以及抗通胀的子行业，投资方法上强调趋势投资，但逐步重视主题投资。

12、水泥——需求仍超供给，产能政策提升行业估值 行业评级：推荐

水泥行业估值水平在反映产能压力的悲观预期情况目前仍具备安全边际。而行业本身的运行至今仍保持良好态势；产能过剩担忧经历长时间对行业估值水平的压制后，未来边际效应递减；同时随着国家产业政策的逐步推进，行业正面效应正在积累，行业估值水平未来可能有一定的提升空间。

2010 年，房地产水泥需求增速加快，基建水泥需求和农村建设水泥需求增速依然较快，预计水泥需求增速 15.3%，但水泥需求增速可能出现前高后低的走势。主要因为：1) 2009 年上半年低基数；2) 房地产投资延续 2009 年下半年环比向好的趋势；3) 2009 年下半年开工的基建项目在 2010 年开春继续拉动水泥需求；4) 2010 年下半年经济情况好转，政府鼓励投资的力度或将减弱，固定资产投资增速前高后低。2009 年四万亿财政刺激政策之后，预计 2011 年城镇房屋、基础设施建设和农村建设水泥需求增速均有不同程度的回落，总需求增速下降至 7.8%。如果水泥行业限制产能政策严格实施，对 2011 年水泥行业供给情况可能带来根本好转，未来行业发展趋势可能好于预期。2010 年开始，伴随落后产能的加快淘汰，水泥行业并购重组进程提速。2010 年水泥价格整体来说可能高于 09 年，而毛利率有望保持稳定。我们主要看好水泥股 2010 年上半年的投资机会，给予“推荐”评级。

13、元器件——重个股、但行业仍可超预期 行业评级：中性

如果从基本面的角度来解释：09 年电子行业投资围绕库存展开。在 08 年底到 09 年初的行业大规模清库存中，抗周期性的品种获得很好的收益。而 09 年 3 月开始的补库存中，随着周期类企业产能利用率提升和订单回



暖，电子股相对收益明显。5-6月下游厂商为了新产品和新库存的储备降低库存，再次进入库存调整周期，电子板块进入调整阶段。三季度（原本就是为四季度电子整机销售旺季备库存的行业旺季），在整机备库存和下游整机销售超预期的交替刺激下，电子元器件企业09Q3业绩明显好于预期，行业又迎来了一波上涨。

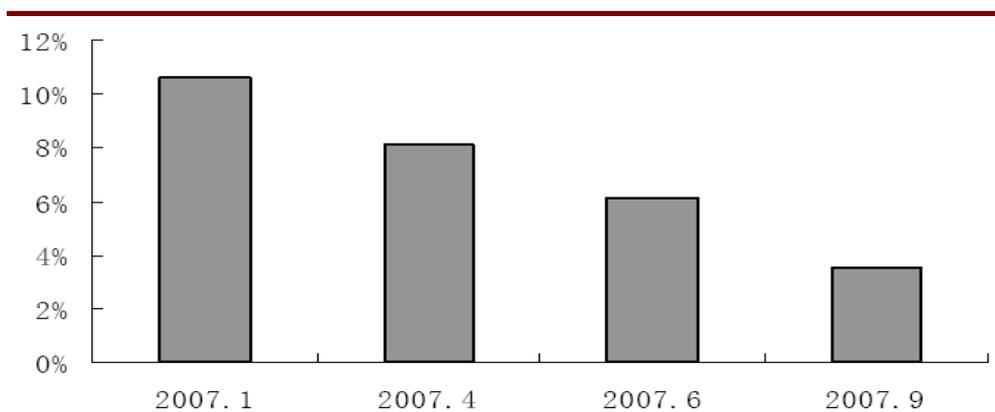
2010年行业步入全面复苏：从库存到需求。行业的全面复苏假设是以全球经济复苏为前提的，目前全球产业机构和INTEL等行业巨头都预计手机、PC2010年出货量增速重回10%以上，2011年随着全球经济周期上升，增速还将更高一些。而其实我们想讨论的重点是是否有更超预期的表现：结论是相当可能。从历史上来看，08年全年无论是产业研究机构还是资本市场，对行业增速和企业盈利都是在不断下调预期中的，而09年全年却是在不断上调预期中。以对09年全球PC出货量预测为例：全球产业研究机构Gartner09年内就已经调整5次了。当然08年至09年的确是急速探底和快速回升的较特殊过程。但是，第一、09Q1是全球产业低点，10年1季度和2季度同比增速还很高，快速回升仍旧存在；第二，事实上上波产业周期是从05年就开始进入下滑阶段，而即便在07年，仍在经历着产业预测不断下调。

图表69 Gartner不断上调09年全球PC出货量预测

Gartner预测	3月	5月	6月	9月	11月
09PC出货量YOY	-9.2%	-6.6%	-6%	-2%	2.8%

数据来源：Gartner。

图表70 Isuppli不断下调07年半导体市场预测



数据来源：Isuppli。

“中性”评级不影响个股表现。从行业周期性投资的角度上来讲，最好的时候可能已经过去（09年1-11月，申万电子元器件指数涨幅130%），但基于前面论述的观点，对10年电子行业基本面仍持偏乐观的态度。不过从投资的角度，更为谨慎一些，更倾向于在行业需求可能超预期的基础上，对高成长公司的深度挖掘。从审慎考虑，暂给与2010年电子行业“中性”的投资评级，但这不影响我们对某些个股获低风险超额收益的态度。

个股选择：新需求+金融危机带来的产业格局动荡，以及公司基本面发生大变化的企业，同时亦应关注如大族激光之类的后周期高成长品种。



免责声明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



东吴基金管理有限公司旗下基金：

1、东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 魏立波

基金代码： 580001

基金托管人： 中国工商银行

东吴嘉禾基金自 2005 年 2 月 2 日成立以来,业绩表现良好。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,2006 年东吴嘉禾基金净值增长率为 128.15%,在同类 39 只偏股混合型基金中排名第 7。截至 2007 年 12 月 28 日,基金单位净值为 1.0484 元,2007 年以来嘉禾净值增长率为 99.35%,在所有偏股型基金中过去两年排名第 12。截至 2008 年 12 月 31 日,嘉禾基金累计净值为 2.2772 元,2008 年以来在所有 59 只偏股混合型基金中排名第 18 位。截至 2009 年 12 月 11 日,今年以来嘉禾基金净值增长率为 39.79%。嘉禾基金自成立以来,累计分红 7 次,每 10 份单位累计分红为 17.20 元,为投资者带来丰厚回报。

2、东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 王炯

基金代码： 580002 (前端); 581002 (后端)

基金托管人：中国农业银行

东吴双动力基金自 2006 年 12 月 15 日成立以来,业绩表现优异。荣获新民晚报、东方财富网联合评选的“2007 年十大最具潜力基金”。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴双动力基金累计单位净值为 1.4250 元,2008 年以来在所有股票型基金中排名第 13。截至 2009 年 12 月 11 日,今年以来东吴双动力基金净值增长率为 34.75%。

3、东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮

基金代码： 580003

基金托管人：华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴行业轮动基金单位净值为 0.7344 元,成立以来净值增长率为-26.56%。截至 2009 年 12 月 11 日,今年以来东吴行业轮动基金净值增长率为 44.25%。

4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 徐嵩

基金代码： 582001 (A 类)

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(A 类)于 2008 年 11 月 5 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴优信稳健基金(A 类)单位净值为 1.0244 元,成立以来净值增长率为 2.44%。2009 年 6 月 25 日,东吴优信稳健基金(A 类)第一次分红,每 10 份基金份额派发现金



红利 0.12 元。截至 2009 年 12 月 11 日，东吴优信稳健基金（A 类）份额累计净值为 1.01190 元。

5、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 徐嵩

基金代码： 582201（C 类）

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金（C 类）于 2009 年 6 月 15 日成立以来，业绩稳定。2009 年 6 月 25 日，东吴优信稳健基金（C 类）第一次分红，每 10 份基金份额派发现金红利 0.12 元。据中国银河证券基金研究中心统计数据，截至 2009 年 12 月 11 日，东吴优信稳健基金（C 类）份额净值为 1.014 元。

6、东吴进取策略灵活配置基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 王炯

基金代码： 580005

基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略灵活配置基金于 2009 年 3 月 31 日开始发售，募集期间本基金共募集 10.49 亿份。本基金为混合型基金，在适度控制风险并保持良好流动性的前提下，以成长股作为投资对象，并对不同成长类型股票采取不同操作策略，追求超额收益。投资理念是以成长为导向，策略操作提高投资收益。截至 2009 年 12 月 11 日，东吴进取策略基金单位净值为 1.0862 元。

7、东吴新经济基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮

基金代码： 580006

基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，通过投资于引领经济发展未来方向的新兴行业的上市公司，享受新经济发展带来的高成长和高收益。