

2010 年 04 月 14 日

**本报告的主要看点：**

1. 我们主要分析了短期经济、政策和股市周期之间相互影响的特征，目前现状，以及发展趋势。
2. 对成长与价值两种投资策略进行了对照分析。

**徐炜**(8621)61038251  
xuwei1@gjzq.com.cn**联系人：朱莉**(8621)61038271  
zhuli@gjzq.com.cn  
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷  
泰滨江大厦 15A 层（200011）**2010 年 2 季度股票投资策略报告**

——从成长向价值转换

**基本结论**

- **政策退出与经济增长的再权衡。**A 股市场依然在政策收缩、经济增长间摇摆不定。我们认为 2 季度的场景可能是：政策周期适度从紧、经济周期趋于上行、盈利周期高位景气，市场面临从政策到增长，从复苏到过热，从成长到价值的转换过程。
  - ◆ **政策适度从紧的维稳要求。**政策收缩的风险主要来自于房地产，房价快速上涨所引发的调控措施。总体上我们判断政策还是主动调节而非强力打压；且目前市场对政策调控其实已经进行了较为充分的预期。
  - ◆ **经济从复苏期走向过热期。**我们认为当前经济处在正常的增长轨道上，有进一步扩张的动能，主要来自于短期库存周期向上、地方投资的冲动、民间投资的回升、以及旺季效应的到来。
  - ◆ **企业盈利的安全系数上升。**目前企业盈利能力已经达到历史最好水平，进一步上行的确存在困难，但只要不出现大的波动仍处于相对景气高位，则今年工业企业盈利增长存在着上行的风险。我们目前判断上市公司 2010 年利润增速有望达到 30%。
- **2 季度 A 股市场存在上行动能。**进入 2 季度，实体经济本身存在再次扩张的需求，与此同时市场可能对上市公司盈利增长的态度偏向保守。目前市场估值中性，在政策还不会严厉调控，且市场已有预期的背景下，我们认为市场没有系统性风险；在政策预期逐步明朗后，2 季度 A 股市场还存在着上行动能，我们初步判断运行空间可能落在[2900,3400]。
- **投资策略：注重攻守兼备，从成长向价值转换。**
  - ◆ **投资时钟指向过热：**我们判断经济周期正从复苏步入过热，在这一阶段我们增加对工业部门的关注，同时在地产链条上风险暴露相对较低的行业。在 2 季度，可以加大对银行、保险、煤炭、机械、钢铁（板材）、交运、造纸等行业的关注，作为积极型配置。
  - ◆ **从长期看，中低端消费的长期增长潜力是比较稳定和确定的，**对于食品饮料、医药、家电等行业我们认为依然具有基本配置的价值。
- **专题：对成长与价值策略的讨论。**
  - ◆ **成长与价值的均值回复特征：**从成长和价值之间相对超额收益的走势看，两者符合均值回复的关系，从长期看，不存在显著的回报差异。
  - ◆ **当前成长股的泡沫开始显现：**近几个月成长股相对于沪深 300 的超额收益快速上升；其表现更多依赖于估值倍数的抬高，也就是投资者对其成长预期的上升；目前估值高企，但增长并未体现太大的优势。
  - ◆ **我们不认同简单摒弃价值股的理由：**中国制造业 ROE 并不会系统性下降，依然可以通过提高资产周转、技术进步来实现 ROE 的稳定。中国经济调结构也不意味着传统行业就由此丧失了投资机会，从日本经验看，传统行业仍然会有很多的表现。
  - ◆ **成长很重要，定价同样很重要。**从目前两者的对比看，我们认为未来一段时间价值型策略的相对优势会逐步体现。

## 内容目录

政策、经济与股市周期的演绎 .....	5
在政策维稳与经济扩张间权衡 .....	10
企业盈利的安全系数在提高 .....	17
投资策略：从成长向价值转换 .....	21
专题：对成长与价值策略的思考 .....	23

## 图表目录

图表 1：2010 年 1 季度 A 股市场表现 .....	5
图表 2：2010 年 1 季度 A 股行业表现(%) .....	5
图表 3：2010 年 1 季度全球主要股市表现(%) .....	5
图表 4：2010 年 1 季度主要商品价格表现(%) .....	5
图表 5：2003-2004 年的宏观调控周期 vs 经济表现 .....	7
图表 6：2003-2004 年的宏观调控周期 vs 股市表现 .....	7
图表 7：2003-2004 年宏观调控的主要措施 .....	7
图表 8：2006-2007 年的宏观调控周期 vs 经济表现 .....	8
图表 9：2006-2007 年的宏观调控周期 vs 股市表现 .....	8
图表 10：2006-2007 年宏观调控的主要措施 .....	9
图表 11：CPI 存在一定压力，部分原因为气候 .....	10
图表 12：PPI 主要是受到翘尾因素的推动 .....	10
图表 13：投资增速回落，房地产投资有所回升 .....	10
图表 14：1 季度新增信贷基本能够得到控制 .....	10
图表 15：房地产价格是未来的隐忧 .....	11
图表 16：3 月开始上海房地产成交升温 .....	11
图表 17：深圳房地产成交回升 .....	11
图表 18：杭州房地产成交回升 .....	11
图表 19：房地产销售、投资和房价 .....	12
图表 20：房地产与股市存在翘翘板效应 .....	12
图表 21：PMI 生产数据显示经济处在平稳增长阶段 .....	12
图表 22：PMI 外需数据显示经济处在平稳增长阶段 .....	12
图表 23：工业企业的库存水平在进一步改善 .....	13
图表 24：工业企业的库存增长较慢 .....	13
图表 25：PMI 库存指标显示产成品库存处于合理水平 .....	13
图表 26：购进价格的上涨会刺激企业增加库存 .....	13
图表 50：与历史同期平均相比，目前产成品资金占用率下降的幅度(%) .....	14
图表 27：地方政府仍有较强的投资冲动 .....	14

图表 28：政府投资回落，民间投资上升.....	14
图表 29：受政府拉动的行业投资增速下滑.....	15
图表 30：受需求拉动的行业投资增速回升.....	15
图表 32：与历史同期平均相比，近期产能扩张比较慢的行业.....	15
图表 31：2009 年处于复苏周期.....	16
图表 32：2009 年复苏中期受到宏观政策扰动.....	16
图表 33：工业企业收入和利润增速 1-2 月大幅回升.....	17
图表 34：工业生产已经回复到正常增长水平.....	17
图表 35：1-2 月收入规模已经回复到较高的水平.....	17
图表 36：1-2 月利润规模也回复到较好的水平.....	17
图表 37：按季节性因素倒算的 10 年收入增速.....	17
图表 38：按季节性因素倒算的 10 年利润增速.....	17
图表 39：工业企业的 ROE 回升到历史最好的水平.....	18
图表 40：工业企业的毛利率持续回升.....	18
图表 41：工业企业资产周转率回到较高水平.....	18
图表 42：工业企业的负债水平处于高位.....	18
图表 19：工业企业回报率与贷款利率.....	19
图表 20：工业企业的盈利空间能够消化 1-2 次加息行为.....	19
图表 43：2009 年年报到目前为止盈利增速是 20%.....	20
图表 44：市场预期目前下调 09 年预测，上调 10 年预测.....	20
图表 45：工业上市公司一般会体现出更大的弹性.....	20
图表 46：目前我们对 2010 年企业盈利的假设.....	20
图表 47：上证指数的估值敏感性分析.....	21
图表 48：A 股的投资时钟与行业轮动.....	22
图表 49：行业的盈利与估值分布图.....	22
图表 51：大小盘股风格轮换 的历史特征.....	23
图表 52：创业板推出后引领了对成长的关注.....	24
图表 54：市场估值结构，高成长高估值.....	24
图表 52：中小板指的估值大幅度提升.....	24
图表 53：中小板指的 ROE 并未出现系统性上升.....	24
图表 55：美国制造业的 ROE 变动.....	25
图表 56：美国采掘业和批发业的 ROE 变动.....	25
图表 57：日本 ROE 的长期走势.....	25
图表 58：与日本相比，我们的资产利用还有上升空间.....	25
图表 60：近几个月中小盘股显著的跑赢沪深 300.....	26
图表 51：成长与价值之间的均值回复.....	26
图表 52：美国的成长股与价值股表现.....	26
图表 53：成长与价值股的 PE 估值对比.....	26
图表 54：成长与价值股的 ROE 对比.....	26

图表 65：美国的部门投资回报率和部门规模扩张(1957-2003) .....	27
图表 66：日本在 70 年代，消费占比大幅度上升 .....	28
图表 67：日本在 70 年代，经历了投资系统性下降 .....	28
图表 68：日本在 70 年代，青壮年劳动力拐点出现 .....	28
图表 69：日本在 70 年代，出现人力成本快速上升 .....	28
图表 70：日本制造业比重下滑，服务业比重上升 .....	28
图表 71：主要工业品 70 年代进入到稳定阶段 .....	28
图表 72：日本主要行业在 1974-1981 年间的表现 .....	29
图表 73：日本主要行业在 1983-1989 年间的表现 .....	29
图表 74：1974-1981 行业收益率：可选消费 .....	29
图表 75：1983-1989 行业收益：金融 .....	29

## 政策、经济与股市周期的演绎

### 政策退出隐忧困扰 A 股市场

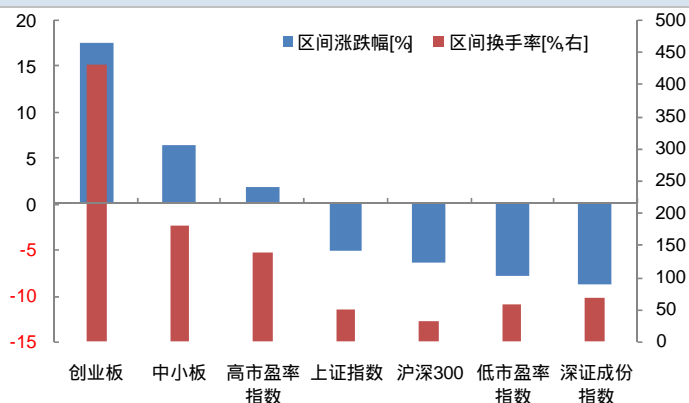
A 股市场在 1 季度处于反复震荡的格局中。央行其间 2 次上调存款准备金率，使得政策退出的担忧一直困扰着市场。因此在 1 季度，A 股市场运行的特征是，追逐中小盘成长股，发掘主题投资机会，区域、信息产业、三网融合、低碳经济、世博等主题都有阶段性的表现；而大市值估值较低的板块，周期性行业则基本处在低迷状态。

从全球市场看，政策退出依然体现出较大的影响。对政策退出较为谨慎的国家，如主要发达经济体，包括还在降息的俄罗斯，股市在维持的宽松环境下，继续上涨。而政策退出要求较高的新兴国家，股市普遍表现较弱，其中中国 A 股的表现是最为落后的。此外，希腊、西班牙这些又受到债务危机新冲击的市场则出现了较大幅度的调整。商品市场表现温和，主要商品价格都在高位强势震荡，不过农产品价格出现了明显调整。

主要发达经济体在政策退出上态度较为谨慎，依然存在一些担忧，如就业问题、政府债务高企、房地产市场等，依然对经济可能的反复保持警惕。而在新兴市场方面，政策正常化的要求更迫切，经济迅速复苏、资产价格膨胀、潜在通胀压力上升带来了较大的政策退出压力，但与此同时，对全球经济前景的不确定也使得政策退出面临两难的局面。

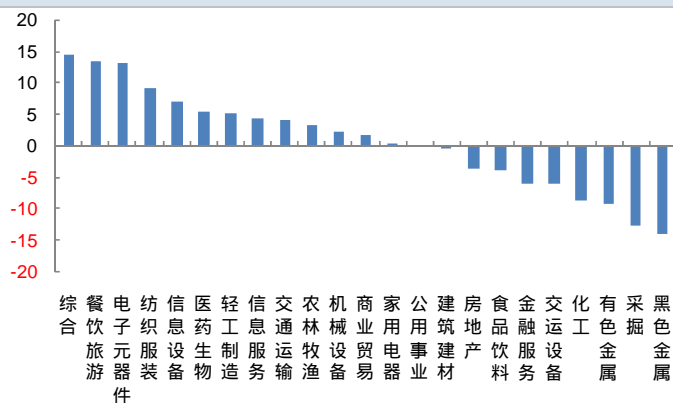
政策退出与经济复苏之间的权衡显然还会成为未来一段时间反复辨析的焦点。

图表1：2010 年 1 季度 A 股市场表现

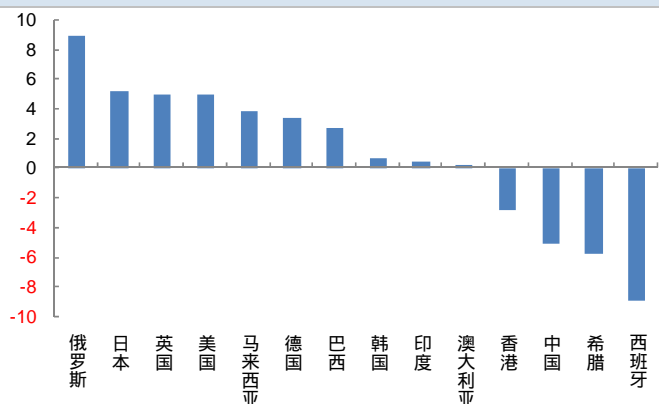


来源：国金证券研究所

图表2：2010 年 1 季度 A 股行业表现(%)

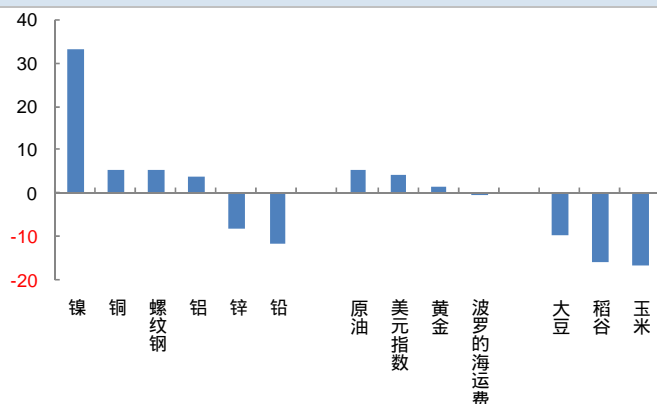


图表3：2010 年 1 季度全球主要股市表现(%)



来源：国金证券研究所

图表4：2010 年 1 季度主要商品价格表现(%)





## A 股市场的经济、政策周期轮动

我们回顾了历史上的政策周期，虽然历史从来不会简单的重复，但历史经验仍值得借鉴，毕竟我们并没有太多的工具可以预测未来。我们主要参考 2003-2004；2006-2007 这两个宏观调控周期。

这两次宏观调控本身存有较明显的差异：03-04 的宏观调控的行政命令色彩较为浓厚，主要是针对固定资产投资和信贷过快增长，效果比较立竿见影，但对短期经济冲击较大；06-07 的宏观调控更多的采取市场化措施如加息、升值、行业政策导向等，调控投资、出口、流动性、通胀等多个方面，但这些措施被持续回升的经济所吸收抵消，见效来得比较慢。

对于 09-10 的宏观调控周期，我们认为 1、政策退出的影响相对会大一些，主要是本轮经济回升对政策的依赖程度较高；2、政策退出的手段会比较温和，毕竟经济刚从危机中走出，还是需要防止未来出现较大波动的风险；3、行政和市场手段并举，进行信贷额度管理、控制投资新项目等行政手段、配合上调准备金率、利率、汇率等市场化工具。

从之前两次宏观调控下的经济周期、政策周期和股市表现的特征，我们大致有以下结论：

- ◆ **政策周期一般会落后于经济周期。**政策调控的出现一般都会等到过热被确认后，或者是投资出现了明显的上升（如超过 30% 的增速），或者是通胀上升超过警戒线（CPI 超过 3%，PPI 超过 4%），或者是房地产价格经过一轮明显的上涨，此时相关的抑制政策会出台。从历史经验看到，一般情况下对加息工具的使用会更加谨慎一些。
- ◆ **政策紧缩存在两阶段。**第一个阶段出现在复苏中期，一些经济信号明显走强，此时政策收缩会带来短期经济的波动，这种政策是互动式的，如果经济稳定则政策缓和。第二个阶段出现在过热中后期，由于此时通胀会维持一段时间在较高水平，政策为抑制通胀也将在较长时间内保持紧缩状态，即使经济增速下滑也很难在短期放松政策。因此在这两个阶段，是对政策讨论比较多的时期。
- ◆ **股市在不同阶段的运行模式。**在复苏中期遇到政策微调后，股市一般进入震荡或小幅调整期。在之后经济进一步扩张进入过热期后，股市会再度迎来一段较好的表现。而在过热中后期遇到政策紧缩后，股市此时会面临较大的系统性风险，此时经济周期下行、政策周期偏紧的风险较大。
- ◆ **房地产市场要略滞后于股票市场。**从历史的价格表现看，股市表现要领先于房地产，在一轮周期中，股票市场率先有所上涨，然后是房地产市场；一般在房地产价格上涨最快的阶段，股市反应反而比较一般；进入到滞胀期，股市已经下跌，但房地产市场可能还会维持高位一段时间。因此，房地产价格出现过快的上涨是需要警惕的信号。

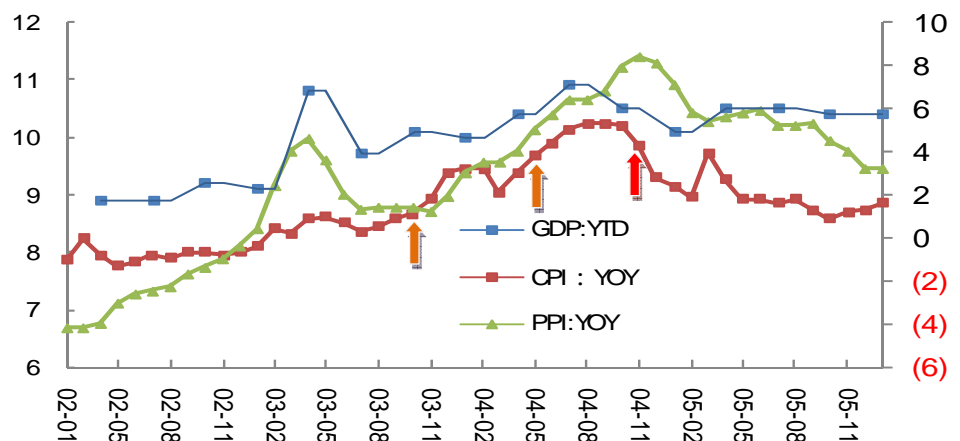
### ■ 2003-2004 年的宏观调控回顾

2003 年上半年主要是对房地产市场和过热的投资加以清理，但期间遇到非典，政策在下半年略有缓和。股市在年初经济向好的背景下走强，但之后政策调控出台、经济有所放缓，股市出现回调。在 2003 年年底，随着经济再次步入上行轨道，股市又迎来一波上行行情。

2004 年上半年面对投资热，政策开始大力刹车，采取了较多的抑制措施，上调存款准备金率，甚至包括一些行政指令式的强制手段，对紧缩经济起到了明显的效果；下半年经济进入滞胀阶段，股市出现一波较大幅度的调整，在此阶段，由于通胀压力央行还进行了一次加息的操作。

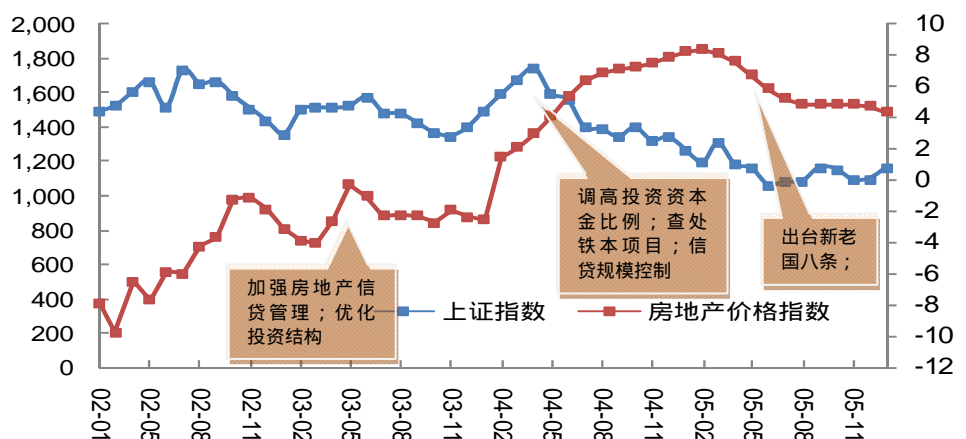
2005 年经济处于相对较为平稳阶段，但房价依然上行，因此政府宏观调控政策主要是针对房价维稳，出台了一系列的针对房地产的措施，有一定的短期效果。股票在此阶段处于底部震荡态势。

图表5：2003-2004 年的宏观调控周期 vs 经济表现



来源：国金证券研究所；注：黄色箭头表示存款准备金率调整；红色箭头表示利率调整；下同

图表6：2003-2004 年的宏观调控周期 vs 股市表现



来源：国金证券研究所；注：我们将经济分为复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段，分别用 4 种颜色划分

图表7：2003-2004 年宏观调控的主要措施

2003 年		调控房地产市场
2003-02	国土资源部发了《关于清理各类园区用地加强土地供应调控的紧急通知》，严格控制土地供应总量	
2003-06	中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知,防范房地产信贷风险,促进房地产金融健康发展。	
2003-07	国务院出台关于清理整顿开发区和加强建设用地管理的通知	
2003-08	《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》	
2004 年		抑制投资过热
2004-02	国务院要求严格控制钢铁、电解铝和水泥等部分行业过度投资。随后，中央金融工作会议要求加强货币信贷调控，严格控制这些行业的贷款	
2004-04	国务院发通知，提高钢铁、电解铝、水泥、房地产开发投资项目的资本金比例，钢铁业由 25%提高到 40%，水泥、电解铝、房地产开发由 20%提高到 35%。	
2004-04	央行、国家发改委、银监会联合下发《关于进一步加强产业政策和信贷政策协调配合，控制信贷风险有关问题的通知》，要求进一步控制信贷规模	
2005 年		稳定住房价格
2005-03	国务院下发了《关于切实稳定住房价格的通知》（旧国八条），稳定住房价格，调整住房供应结构，控制被动性住房需求等	
2005-04	国务院出台《加强房地产市场引导和调控的八条措施》（新国八条），调整住房结构、增加中低价位住房的供应量，并通过税收等手段调节市场交易	
2005-05	七部门《关于做好稳定住房价格工作的意见》，调整住房转让环节营业税政策，严格税收征管，明确享受优惠政策普通住房标准	

来源：国金证券研究所

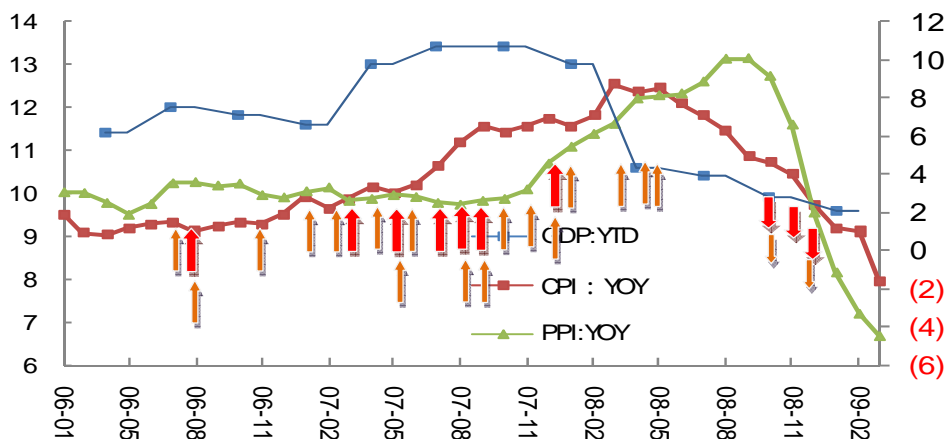
## ■ 2006-2007 的宏观调控回顾

2006 年经济开始逐步恢复上行，政策调控主要是针对过剩产能行业，同时对进一步上涨的房地产市场予以调控，但效果并不明显。央行多次上调存款准备金率回收流动性，同时进行了 1 次上调利率的操作。股票市场在调控政策出台后有一段震荡期，但之后随着经济升温再度走强。

2007 年随着经济进一步升温，宏观调控措施频繁，央行多次上调存款准备率和利率；并且在下半年，对房地产市场进一步紧缩，明确抑制需求的措施如首付比例、贷款利率等的效果比较明显；在 07 年底政策彻底转向紧缩，防止经济过热和防止通货膨胀。股票市场在过热期大幅上升，积聚了较大的泡沫。

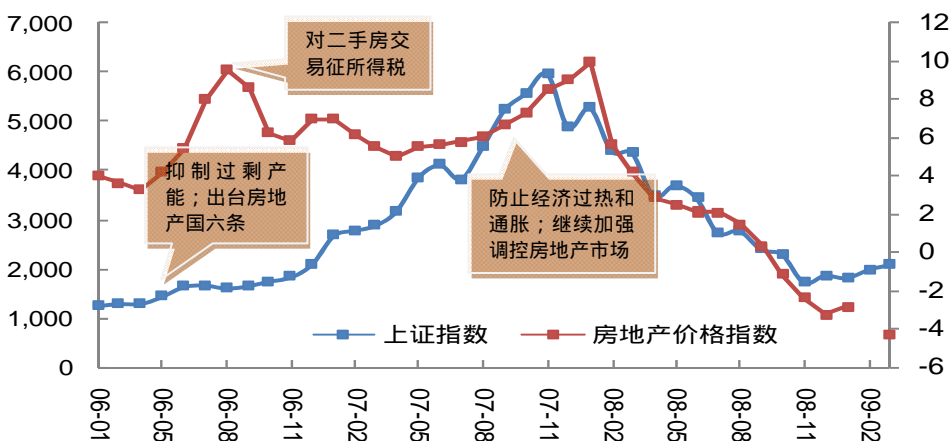
2008 年，尽管此时经济已经开始放缓，但为抑制高企的通胀压力，央行仍然在回收流动性和调高利率；此时股票市场经历了快且深的调整，房地产在高利率的挤压下也同样出现较大幅度的调整。直到 2008 年 4 季度，央行转向迅速的下调利率，并且国家出台一系列刺激经济措施，股票市场才逐步开始探底企稳。

图表8：2006-2007 年的宏观调控周期 vs 经济表现



来源：国金证券研究所

图表9：2006-2007 年的宏观调控周期 vs 股市表现



来源：国金证券研究所



**图表10：2006-2007 年宏观调控的主要措施**

2006 年		调控产能过剩行业和房地产市场
2006-03	国务院下发《关于加快推进产能过剩行业结构调整的通知》	国务院提出了促进房地产业健康发展的六条指导性措施（国六条），具体六项措施包括重点发展中低价位、中小套型普通商品住房、经济适用住房和廉租住房，合理控制城市房屋拆迁规模和进度，减缓被动性住房需求过快增长以及进一步整顿和规范房地产市场秩序等内容。
2006-05		
2006-07	国税总局宣布自 8 月 1 日起，对二手房交易盈利部分征收 20% 的个人所得税。	
2006-08	五部委以特急形式联合下发《关于印发新开工项目清理工作指导意见的通知》	
2007 年		“双防”，防过热防通胀
2007-09	央行、银监会联合颁布《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，对于贷款购买第二套房，首付不低于四成，利率为基准利率的 1.1 倍；严格房地产开发贷款，项目资本金不达 35%，不得发放贷款等	要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀，作为当前宏观调控的首要任务。2008 年中国将实施稳健的财政政策和从紧的货币政策
2007-12		

来源：国金证券研究所

## 在政策维稳与经济扩张间权衡

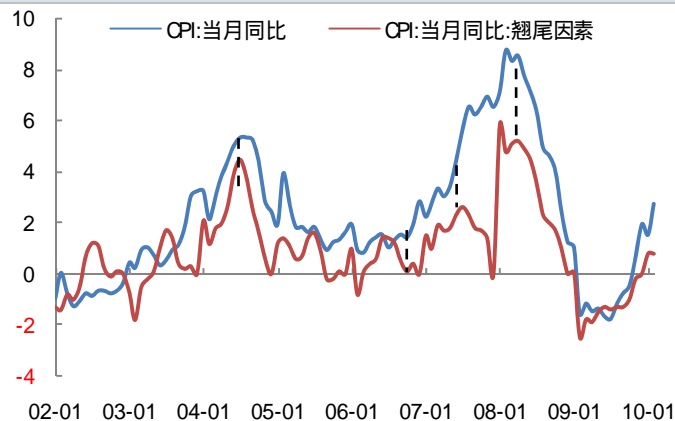
### 2 季度政策最大风险主要在地产

我们认为，目前政策收缩的要求主要来自于 3 个方面的压力：通货膨胀、投资信贷和资产价格。

通胀方面，目前最新的 CPI 和 PPI 的同比数据都出现了明显的回升，似乎有触发加息的理由。但同时我们也发现翘尾因素可能贡献了其中较大一部分，尤其是 PPI；CPI 的新涨价因素里面又有很大一部分是受到气候因素，因此纯粹看当前同比数据并不客观。历史上看加息往往是与新涨价因素上升的压力有关，目前看这一压力还相对比较温和，因此加息的必要性并没有看起来那么大。

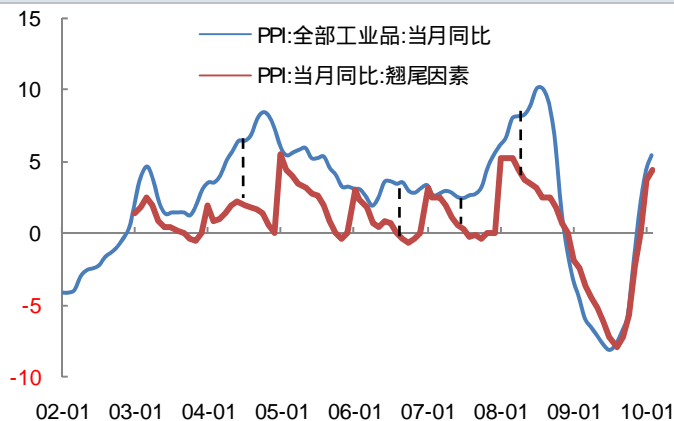
投资方面，历史上 30% 的投资增速往往会引发较为强烈的宏观调控措施，目前固定资产投资增速已经有所回落；房地产投资经历了 V 型回升，尽管增速回到平均水平，但剔除基数原因，则并未出现过热。同时，信贷方面是管理层重点调控的对象，我们认为信贷管理的目标是能够控制在 7.5 万亿，“3：3：2：2”的结构。在信贷调控预期达到后，政策可能会进入一段观望效果期。

图表11：CPI 存在一定压力，部分原因为气候

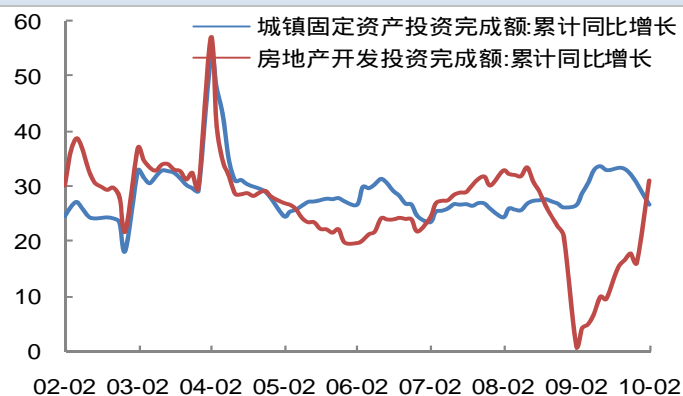


来源：国金证券研究所

图表12：PPI 主要是受到翘尾因素的推动

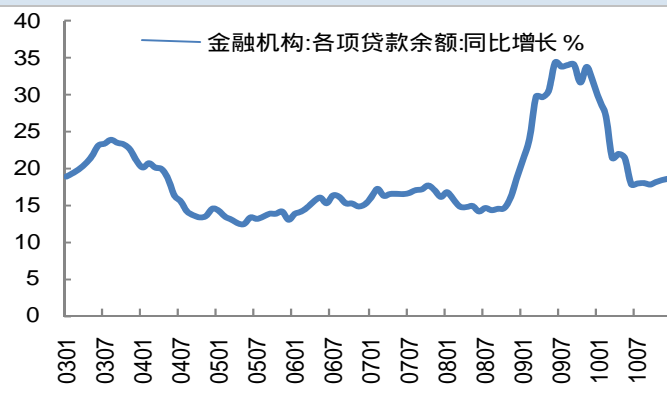


图表13：投资增速回落，房地产投资有所回升



来源：国金证券研究所

图表14：1 季度新增信贷基本能够得到控制

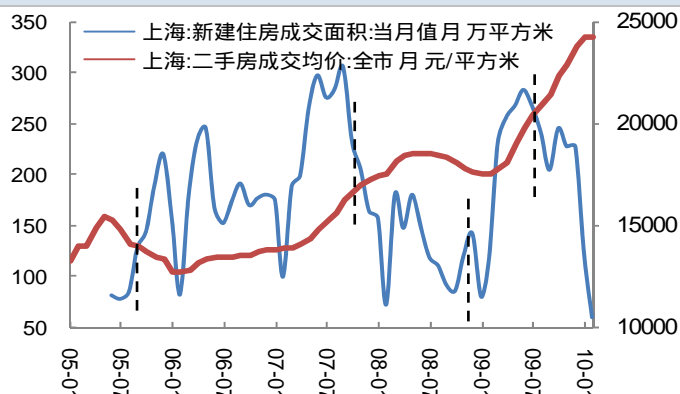


在资产价格方面存在一定的压力，房地产价格如果出现进一步的快速上升，将可能是促发新调控的主要诱因。从历史经验看，房地产销量可以看作是较好的股市领先指标，从上海、深圳的成交曲线看都很好的对应着股市的牛熊周期；但如果房价出现上涨过快的话，反而会对房地产销售有所抑制，此时股市也会见顶回落，前文我们已经总结过房地产周期要落后于股市周期的结论。

从最新的 3 月房地产销售情况看，出现了明显的回升；居民对房价的预期仍没有在政策和舆论的压力下得到逆转，并且收入水平提升对于尤其是二三线城市

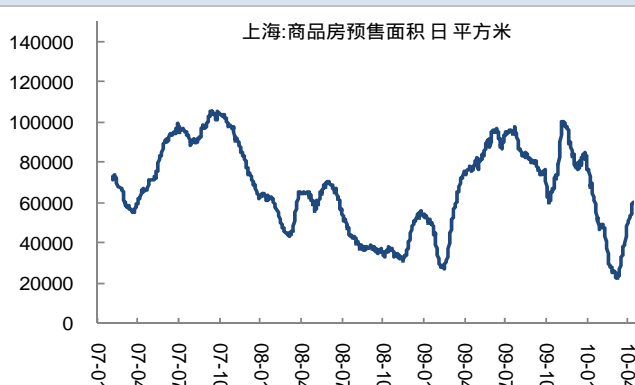
的房地产需求也会有所增加。风险在于房价再次出现过快上涨的局面，这是需要警惕的信号。

图表15：房地产价格是未来的隐忧

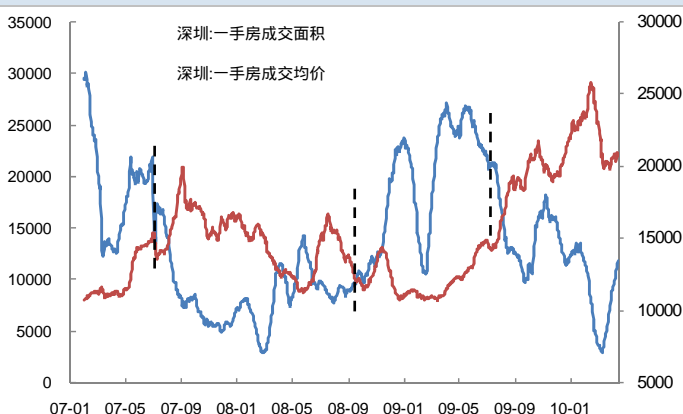


来源：国金证券研究所

图表16：3月开始上海房地产成交升温

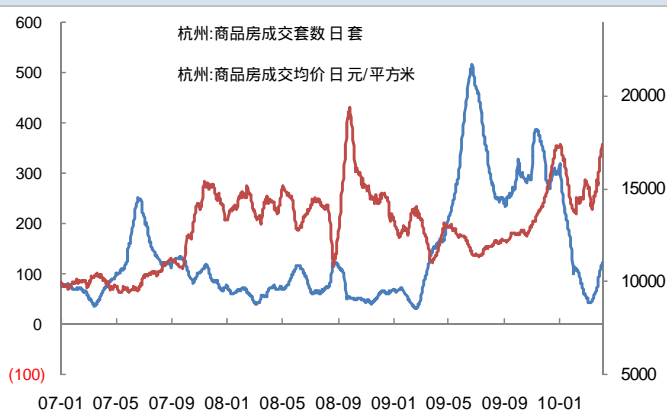


图表17：深圳房地产成交回升



来源：国金证券研究所

图表18：杭州房地产成交回升



### 房地产调控的压力

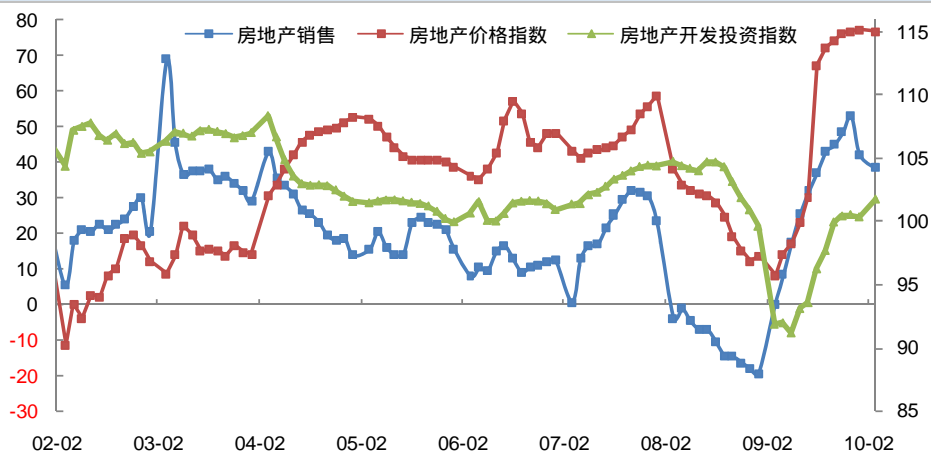
房价的快速上涨，往往都对应着宏观政策的调控。我们在下图将房地产政策的周期也进行了梳理。每一次房地产调控政策出台，基本都对应着房价的阶段性的最高点。

房地产调控政策对房地产市场在短期还是存在较为明显的影响。无论是销量、投资还是房价都会进入到阶段性的调整格局中。尤其是抑制需求的措施，如加收营业税、上调首付比例、上调贷款利率等措施，对短期交易都会有明显的抑制作用，而投资反应要更为滞后。

股票市场在房地产价格快速上涨的时期，往往表现一般，一方面担心政策压力，另一方面也与资金的分流有关。而在调控政策对房地产市场形成一定压力，房价涨幅趋缓时；如果此时房地产不出现大的波动，则股票市场反而会迎来一段表现的时期。2006年下半年的股市走势可以作为参考。

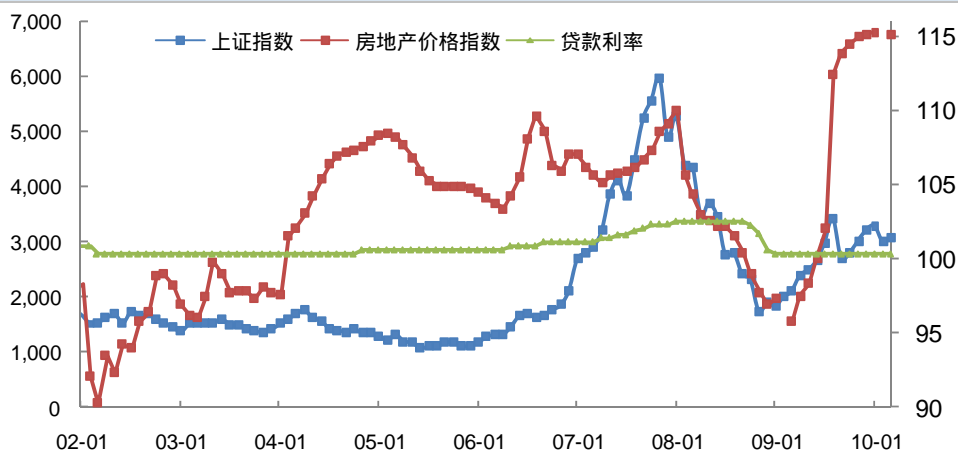
我们认为目前房地产价格快速上涨，一是当前存在短期的供给缺口；二是担心货币贬值，房价上涨预期较为强烈，从而引发的自住性的恐慌需求。因此政策应当是努力尽快的增加供给；同时通过政策引导，如首付比例、持有税等限制多套房需求，尽量满足首套购房需求。这对于抑制房价上涨还是能够起到明显的作用。我们认为尽管房地产市场存在着调控政策压力，但政策不太可能会是急刹车下重手，毕竟房地产投资及拉动对实体经济有很强影响。

图表19：房地产销售、投资和房价



来源：国金证券研究所

图表20：房地产与股市存在翘翘板效应

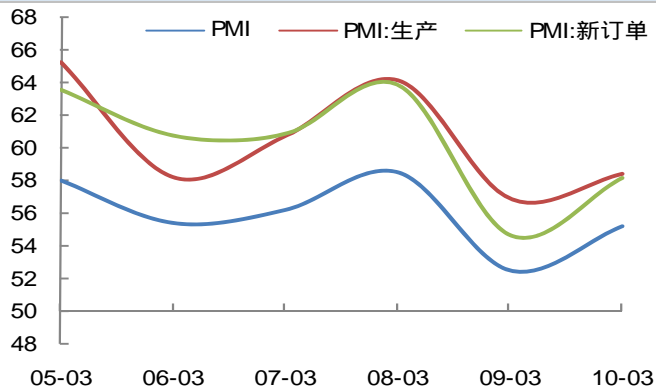


来源：国金证券研究所

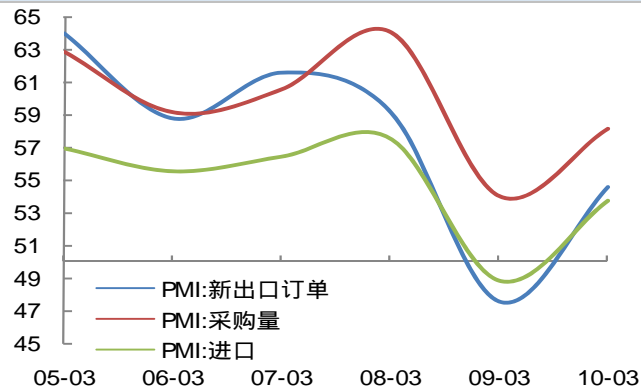
### 经济存在再扩张的可能

我们认为目前经济处在正常的增长轨道上。从 PMI 的数据看，与历史同期相比较，目前经济还处在平稳增长期，并未达到过热。一些指标因为同比因素的基数关系，表明上看起来都超过了历史平均水平；但我们认为现在经济还并不能称为过热。

图表21：PMI 生产数据显示经济处在平稳增长阶段



图表22：PMI 外需数据显示经济处在平稳增长阶段



来源：国金证券研究所

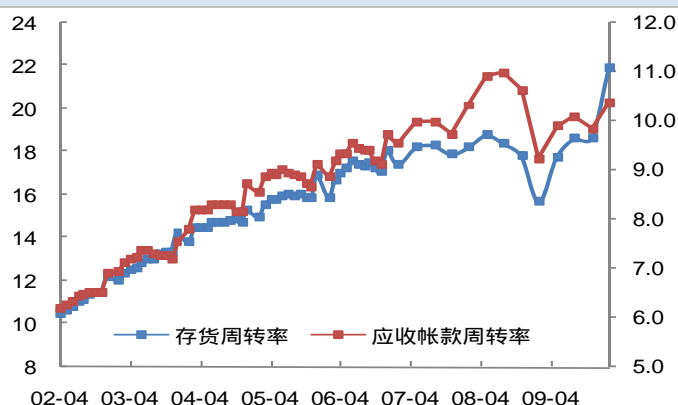
### ■ 我们关注之一：加库存的短期需求

值得注意的是，在工业企业 1-2 月的经营过程中，库存水平再次出现了大幅的改善。季节性效应显示一般在年初库存都会有所增加，但与往年不同的是，今年 1-2 月企业的库存周转出现了非常明显的改善。同时，如果看应收账款则表现较为正常。如果从细分行业看，我们看到绝大部分行业的产成品资金占用率较历史同期平均水平都有非常明显的下降。下降最为明显的主要有：石油、煤炭、交运设备、造纸、电气机械、通信设备、机械仪表等行业。

对于库存情况的改善，我们认为一方面是需求较为旺盛的反应，对存货形成了消耗；另一方面也可能存在企业在 1 季度出于对流动性紧缩的反应进行了主动的存货缩减。从公布的工业企业产成品数据看，产成品存货处于很健康的水平，可以减轻对于再次去存货的担心。

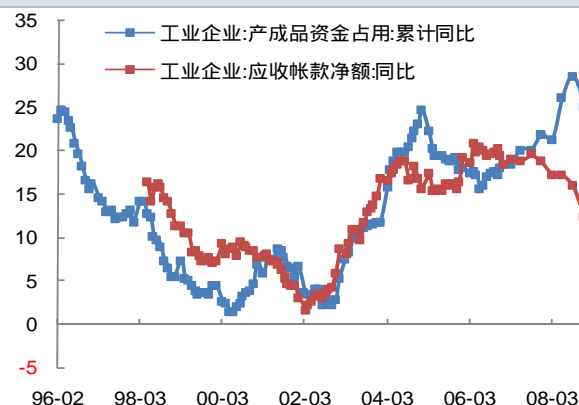
同时，随着未来价格水平继续上行，以及实体经济需求的持续，未来几个月企业会存在加库存的需求，这个短期加库存的周期将会给短期的经济带来正向反馈的刺激。

图表23：工业企业的库存水平在进一步改善

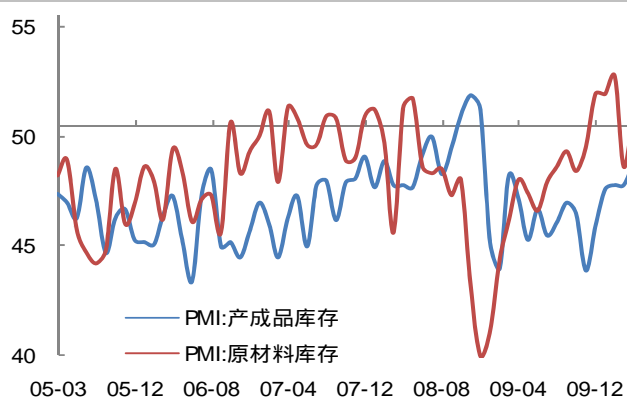


来源：国金证券研究所

图表24：工业企业的库存增长较慢

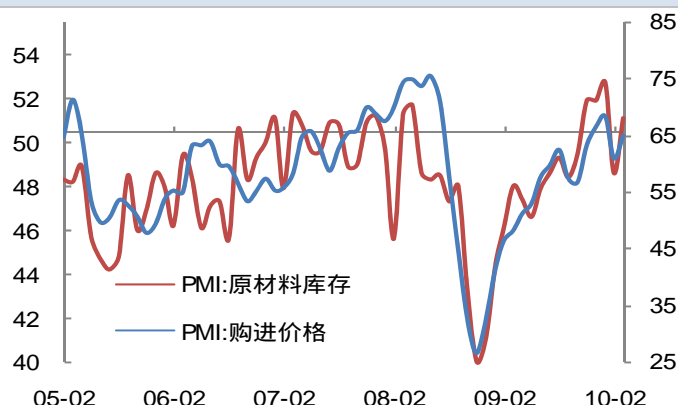


图表25：PMI 库存指标显示产成品库存处于合理水平



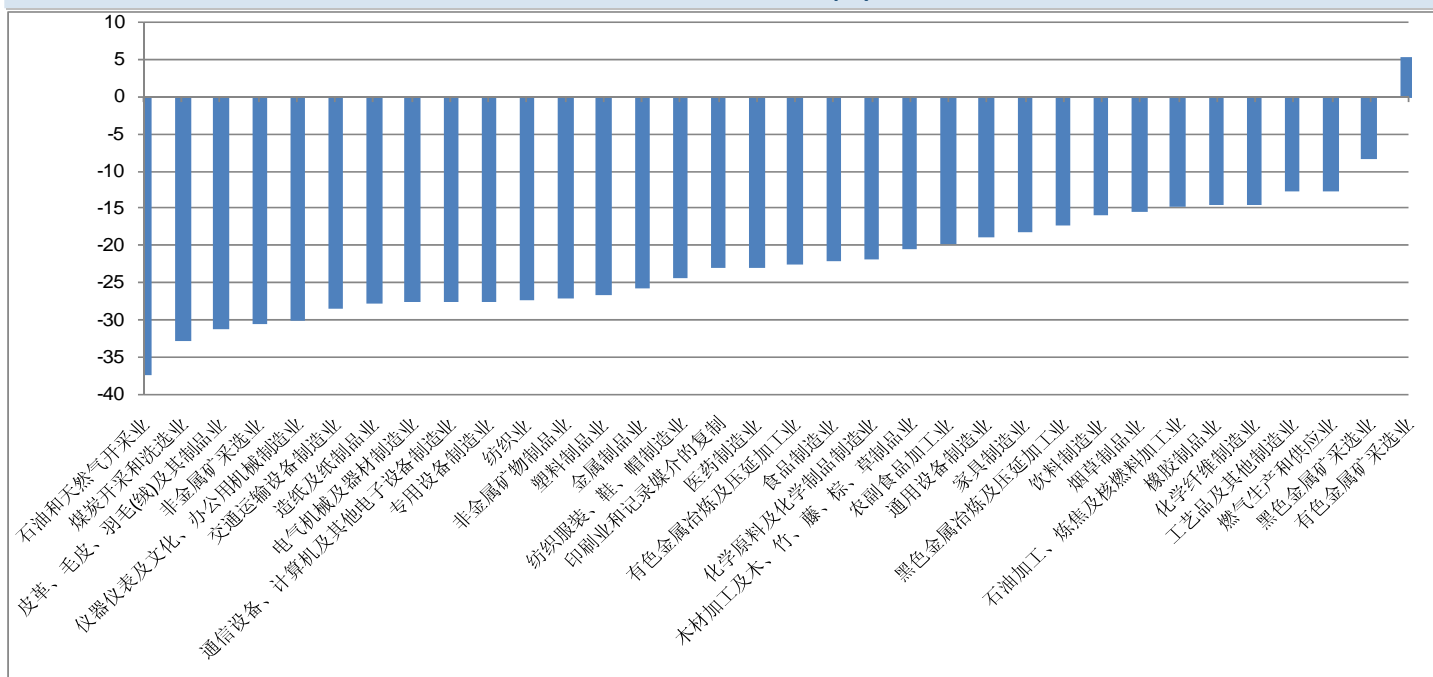
来源：国金证券研究所

图表26：购进价格的上涨会刺激企业增加库存





图表27：与历史同期平均相比，目前产成品资金占用率下降的幅度(%)



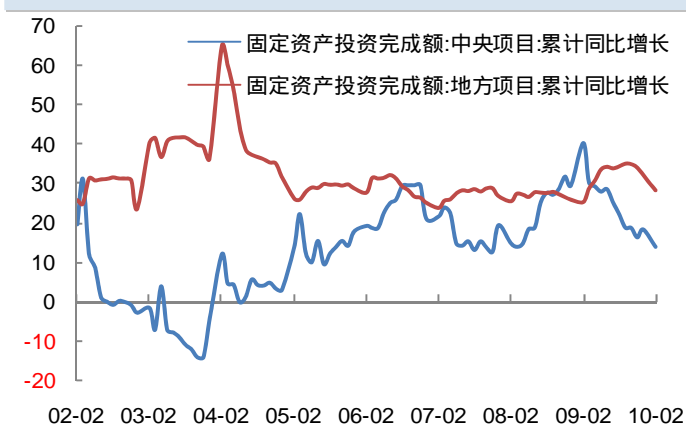
来源：国金证券研究所

#### ■ 我们关注之二：民间投资的回升

我们对投资方面也有所关注，在政策正常化的过程中，中央政府投资是逐步减少的；但地方政府仍然有较强的投资冲动，从各地的投资规划就可以看出；因此投资的可持续性可能还会体现得比较强。

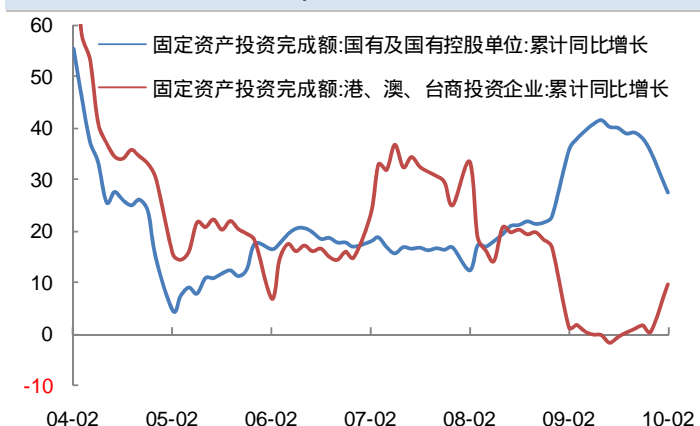
同时，虽然政府投资会受到政策调控的限制，但我们也发现民间投资正在呈现出回升的态势。从前文我们测算的目前工业企业息税前利润率，企业具有很好的盈利空间，并且企业的资产利用率水平也已经较大幅度的回升，这种高回报率的情况可能会对民间投资有进一步的刺激作用。

图表28：地方政府仍有较强的投资冲动



来源：国金证券研究所

图表29：政府投资回落，民间投资上升

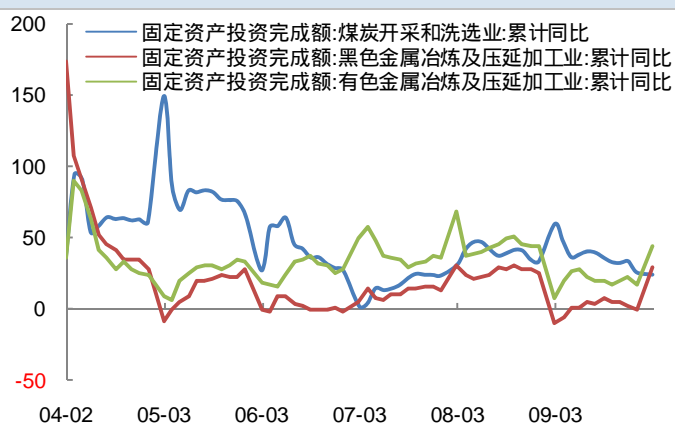


图表30：受政府拉动的行业投资增速下滑

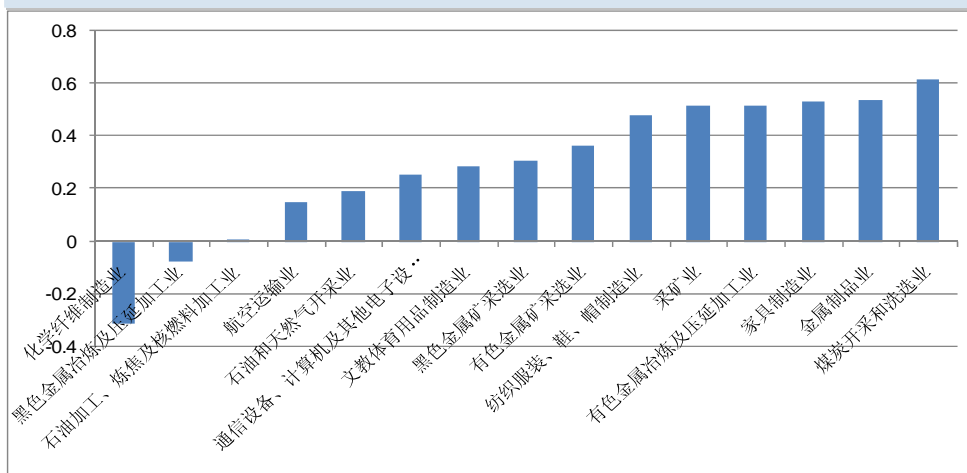


来源：国金证券研究所

图表31：受需求拉动的行业投资增速回升



图表32：与历史同期平均相比，近期产能扩张比较慢的行业



来源：国金证券研究所

### 从复苏到过热，从政策到增长

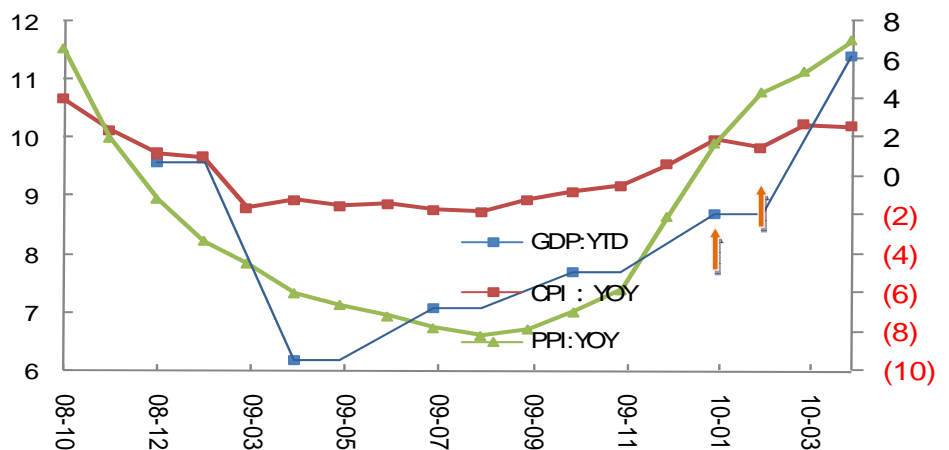
结合之前的经济和政策周期经验的总结，以及对目前经济、政策环境的分析，我们认为目前经济仍然可以定义为处于复苏期，一些主要经济指标需要剔除基数原因进行参考。在复苏的中后期，会面临一轮政策调控的风险，我们看到自去年下半年以来，相关政策陆续出台、包括今年 2 次上调存款准备金率；但我们判断目前还不会出台过于严厉的措施，市场不存在系统性风险。

同时，我们认为短期经济可能要面临一个阶段性加速的过程，主要来自于短期库存周期向上、地方投资的冲动、民间投资的回升、以及旺季效应的到来。在步入过热阶段的过程中，股市一般都会作出正面的回应。

政策在此阶段仍然会造成市场的扰动，尤其是在房地产政策方面；但总体上我们判断政策更多还是主动调节而非强力打压；并且目前市场对政策调控其实已经进行了较为充分的预期。

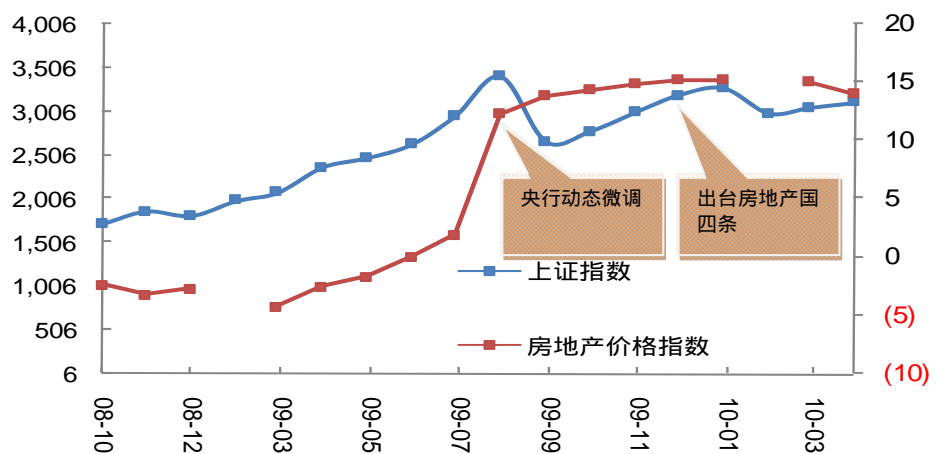
综合而言，我们认为 2 季度股票市场仍然具有投资机会，经济的上行风险和政策的下行风险并存；政策的风险市场一直有所预期，随着经济进一步体现出上行特征，市场将会从对政策的过度关注逐步转移到对实体经济复苏和企业盈利增长的角度上来。

图表33：2009 年处于复苏周期



来源：国金证券研究所

图表34：2009 年复苏中期受到宏观政策扰动



来源：国金证券研究所

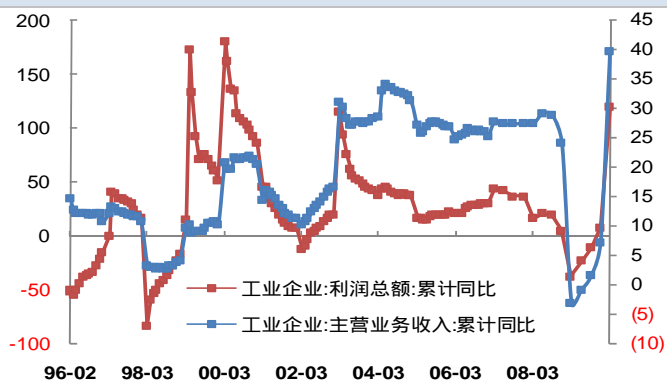
## 企业盈利的安全系数在提高

### 工业企业盈利增长超预期

2010 年 1-2 月工业企业收入增速达到了 39.7%，利润增速达到了 119.7%。基数原因是造成增速波动如此剧烈的原因。但是如果我们从绝对量的历史趋势角度进行考察，发现 2010 年 1-2 月工业企业的收入和利润都已经回升到历史趋势线的上方，处于相对较好的区间。

如果我们按照季节分布，将 1-2 月份收入和利润进行简单的折年，并且基于较为谨慎的假设，即 1-2 月收入 and 利润占全年的比重都取相对较高的值，则 2010 年的工业企业收入和利润增速也将分别达到 26% 和 30% 的水平。

图表35：工业企业收入和利润增速 1-2 月大幅回升

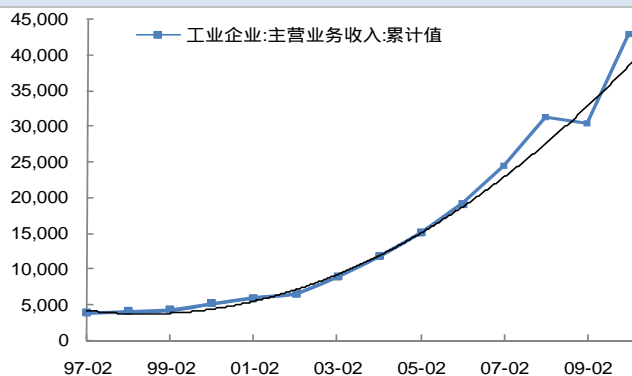


来源：国金证券研究所

图表36：工业生产已经回复到正常增长水平

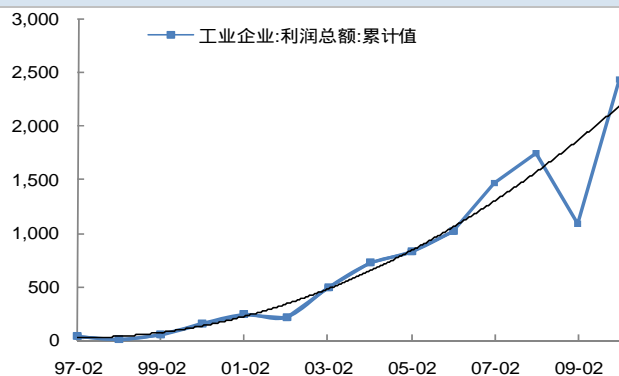


图表37：1-2 月收入规模已经回复到较高的水平

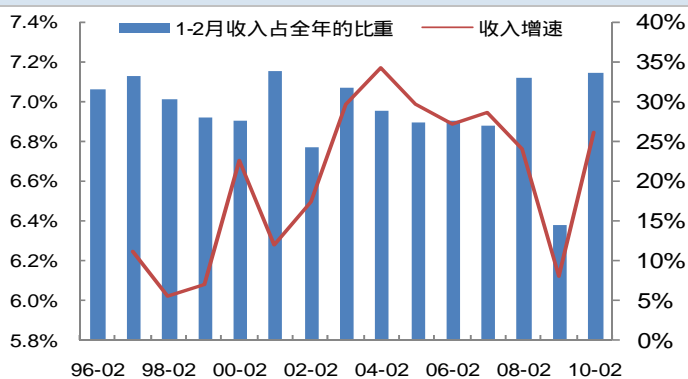


来源：国金证券研究所

图表38：1-2 月利润规模也回复到较好的水平

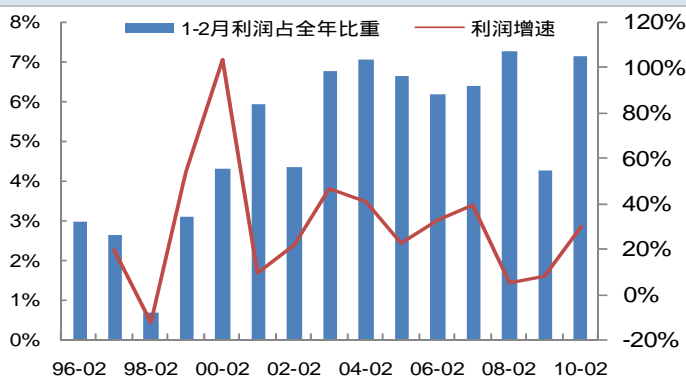


图表39：按季节性因素倒算的 10 年收入增速



来源：国金证券研究所

图表40：按季节性因素倒算的 10 年利润增速

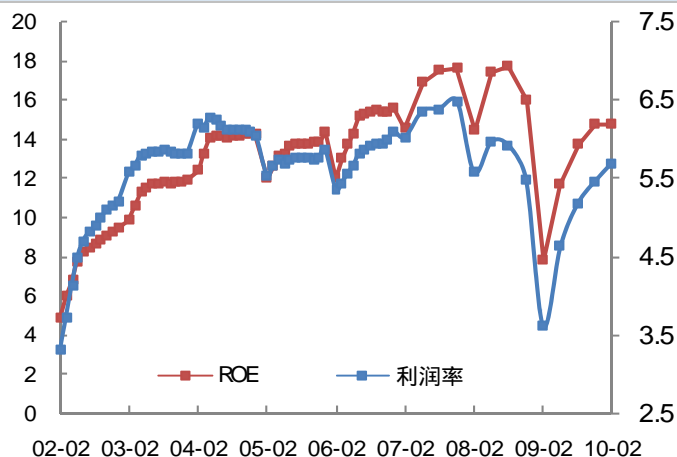


### 企业盈利能力快速回升

工业企业盈利能力目前已回升到历史较好的水平，ROE 与历史同期相比已处于最景气的位置。其中，负债率和产能利用水平目前为历史同期最高，利润率较历史最好有一点差距。未来随着成本压力上升，企业的盈利空间会受到一定的挤压；但如果经济趋于过热，则产能利用可能会有所弥补；不过可以判断目前是处于企业盈利能力较好的时期。

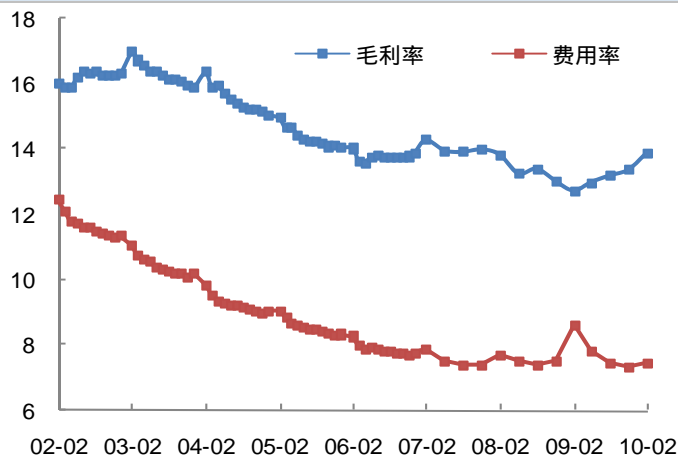
只要目前这种盈利能力在今年不出现大幅度的下滑，则今年工业企业盈利增长最终超过 30% 的可能性还是比较大的。企业盈利能力在 1 年中大幅波动出现在 2004 年和 2008 年，两者都是处于典型的滞胀周期，或是遭遇到严厉的宏观调控，或是遭遇到全球经济危机。

图表41：工业企业的 ROE 回升到历史最好的水平

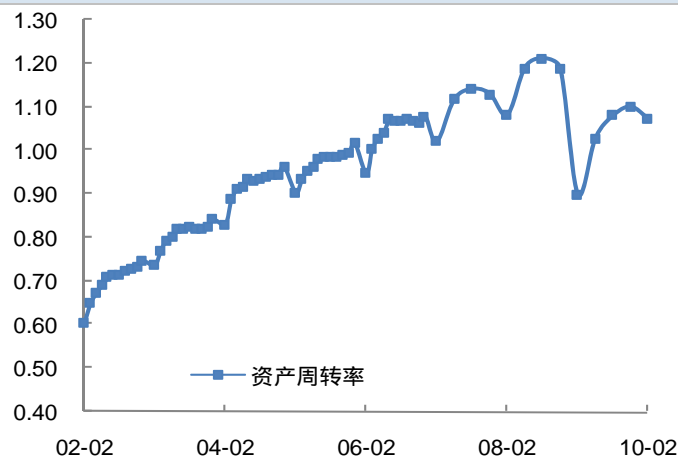


来源：国金证券研究所

图表42：工业企业的毛利率持续回升

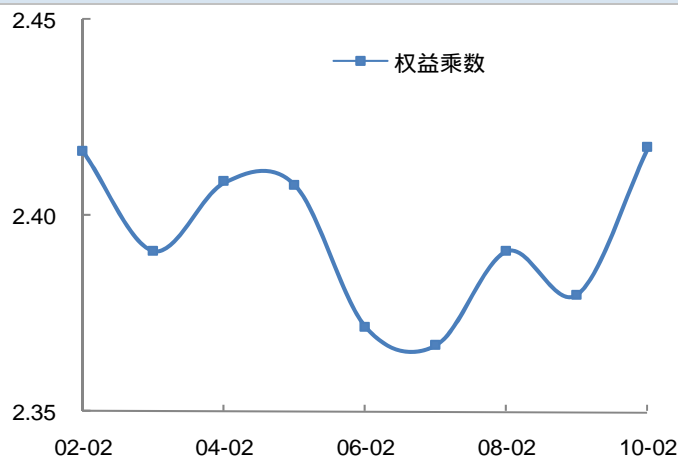


图表43：工业企业资产周转率回到较高水平



来源：国金证券研究所

图表44：工业企业的负债水平处于高位



### 对加息的压力测试

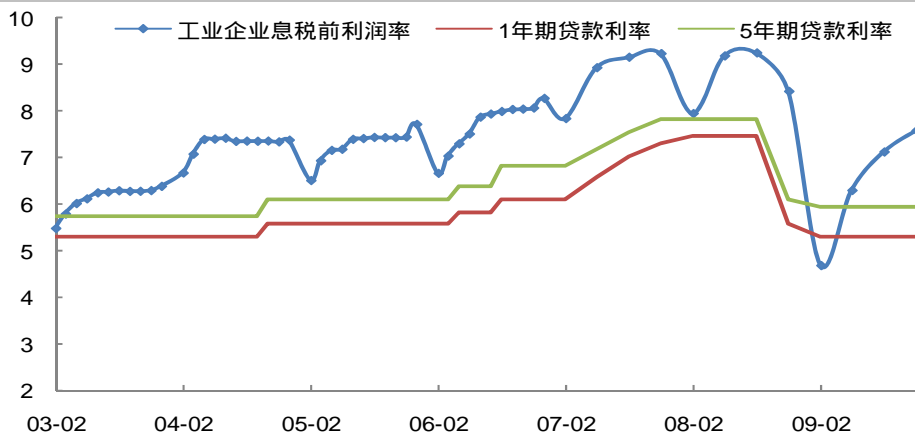
企业的息税前利润率反应了其资产的盈利能力，息税前利润率大于贷款利率，则对企业的扩张经营有利；如果息税前利润率低于贷款利率，则此时负债经营反而会带来压力。

通过历史上工业企业息税前利润率与利率的对比，我们看到在 04 年，企业的息税前利润率维持稳定，此时的加息会缩窄其盈利空间；而在 06-07 年，利率上行的同时，也伴随着企业的息税前利润率的一直扩张，消化了加息的紧缩效果。



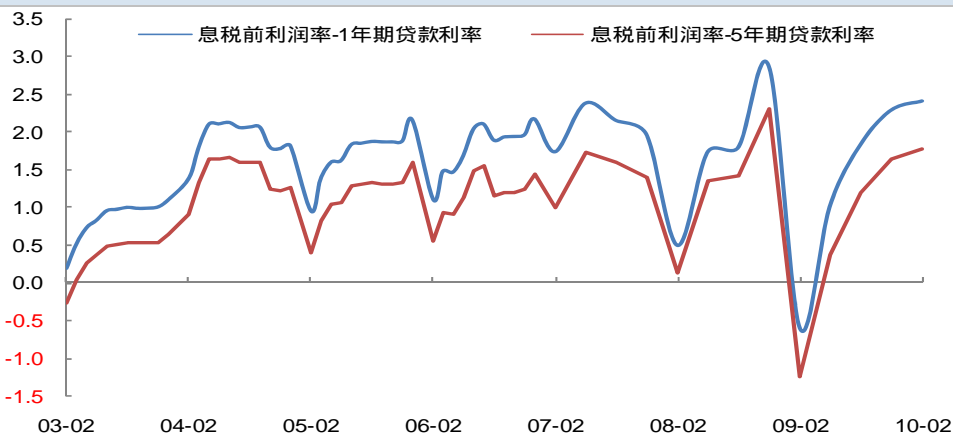
我们用息税前利润率-贷款利率来观察企业盈利空间。息税前利润率存在明显季节效应，一般年初都是最低点；而 2010 年 1-2 月的息税前利润率还是呈现强劲回升势头。目前由于工业企业的息税前利润率已经恢复到历史同期较好的水平，而目前利率还处在最低位，因此当前企业负债经营的盈利空间是相当高的。同时也意味着，如果仅是 1-2 次加息行为，似乎还不会对企业盈利造成实质性的冲击。

图表45：工业企业回报率与贷款利率



来源：国金证券研究所

图表46：工业企业的盈利空间能够消化 1-2 次加息行为



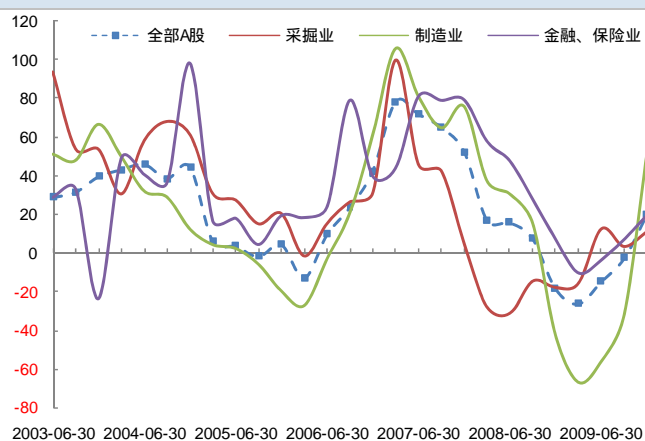
来源：国金证券研究所

### 预测 10 年上市公司业绩增长 30%

根据目前已经公布的 1000 多家上市公司，2009 年的年报利润增速为 20%，与我们之前的预期基本一致。目前市场一致预期对 2009 年的盈利增长也在 20%，对 2010 年盈利增长在持续小幅上调，目前大致在 32%。

从历史经验看，工业上市公司比工业企业利润增速的弹性要来得更大。我们目前对 2010 年整体上市公司的盈利增长预测为 30%，其中银行增长 25%，工业上市公司增长 35%。在工业企业利润超预期增长后，我们对工业上市公司实现 35% 增长的判断更有信心。在经济不出现剧烈波动的情况下，我们认为 30% 的盈利增速还是很有可能达到的。

图表47：2009 年年报到目前为止盈利增速是 20%



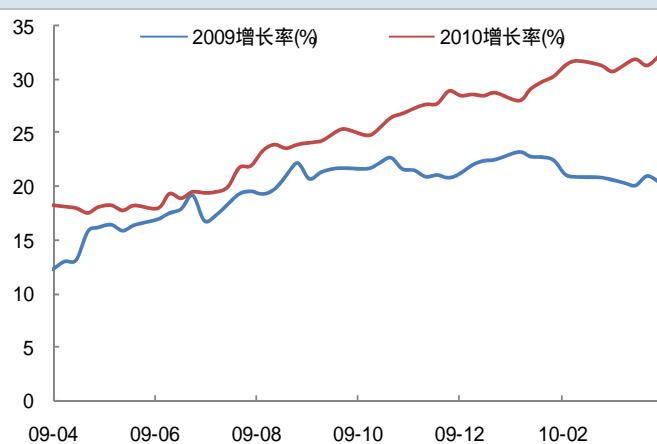
来源：国金证券研究所

图表49：工业上市公司一般会体现出更大的弹性



来源：国金证券研究所

图表48：市场预期目前下调 09 年预测，上调 10 年预测



图表50：目前我们对 2010 年企业盈利的假设

大类行业	利润比重构成	盈利增长假设	2010年盈利增长预期
银行	45%	25%	30.04%
工业上市公司	45%	35%	
其他	10%	30%	

## 投资策略：从成长向价值转换

### 2 季度 A 股市场存在上行动能

进入到 2 季度，实体经济本身存在再次扩张的需求，库存回补、投资延展、旺季效应等因素都会对经济产生正面作用。与此同时市场可能对上市公司盈利增长的态度偏向保守，在经济不出现大的波动下盈利上行的风险也是存在的，在 1 季报公布期间，会吸引市场对盈利增长予以更多的关注。

政策在 2 季度仍然会是变量因素之一。但我们认为目前实体经济仍然处于较好的复苏状态，并未有非常明显的过热特征，强力的政策紧缩并不合时宜；而且目前企业较好的盈利能力也可以应对温和的紧缩措施。

最大的政策风险来自于房地产市场，房价的快速上行会带来针对房地产的调控措施，这是值得关注的因素。如果出现对房地产市场的调控，将会给短期市场带来一定冲击，但中期看我们认为反而会有助于释放市场最大的不确定性因素。

总体上看，目前市场估值中性，尤其是其中的大市值行业具有相对的安全边际，市场没有系统性风险，我们认为 2 季度 A 股市场存在着上行动能，结合估值，我们初步判断运行空间可能落在[2900,3400]。

图表51：上证指数的估值敏感性分析

10增长率 指数位	20%		25%		30%		35%	
	10ROE%	14.273	10ROE%	14.805	10ROE%	15.331	10ROE%	15.854
	10PE	10PB	10PE	10PB	10PE	10PB	10PE	10PB
4000	26.37	3.76	25.31	3.75	24.34	3.73	23.44	3.72
3900	25.71	3.67	24.68	3.65	23.73	3.64	22.85	3.62
3800	25.05	3.58	24.05	3.56	23.12	3.55	22.27	3.53
3700	24.39	3.48	23.41	3.47	22.51	3.45	21.68	3.44
3600	23.73	3.39	22.78	3.37	21.91	3.36	21.09	3.34
3500	23.07	3.29	22.15	3.28	21.30	3.27	20.51	3.25
3400	22.41	3.20	21.52	3.19	20.69	3.17	19.92	3.16
3300	21.75	3.10	20.88	3.09	20.08	3.08	19.34	3.07
3200	21.09	3.01	20.25	3.00	19.47	2.99	18.75	2.97
3150	20.76	2.96	19.93	2.95	19.17	2.94	18.46	2.93
3100	20.44	2.92	19.62	2.90	18.86	2.89	18.16	2.88
3000	19.78	2.82	18.99	2.81	18.25	2.80	17.58	2.79
2900	19.12	2.73	18.35	2.72	17.65	2.71	16.99	2.69
2800	18.46	2.63	17.72	2.62	17.04	2.61	16.41	2.60
2700	17.80	2.54	17.09	2.53	16.43	2.52	15.82	2.51

来源：国金证券研究所

### A 股的投资时钟与行业表现

我们将经济、股市和行业从 98 年至今的周期表现按照投资时钟进行了划分。前文我们已经讨论了投资时钟下的经济周期、政策周期、股市、房价的运行逻辑；这里我们主要是讨论不同周期下的行业表现。

就 A 股市场而言，股票市场在复苏期和过热期都会有较好的表现，在滞胀期将经历系统性的调整；而进入到衰退期，市场已经开始震荡寻底。指数在所有行业中的位置也逐步下移，体现行业表现确实有轮动的特征。

在复苏期，主要是可选消费品体现出较高的弹性，如白酒、汽车、零售、地产、餐饮旅游等；进入到过热期，工业部门开始有较好的表现，如上游的采矿、中游的有色、钢铁、机械、化工、建材等；在滞胀期，最下游和最上游由于具有价格转移能力相对较好，而汽车、地产、有色等敏感性行业会大幅下跌；在衰退期，可选消费品行业又开始重新寻找新的机会。

我们判断经济周期正从复苏步入过热，在这一阶段可以增加对工业部门的关注度。同时，由于在房地产产业链可能还存在着一些风险，我们相对更看好工业部门内部的机会，在 2 季度，可以加大对煤炭、机械、钢铁（板材）、交运、银行等行业关注。另外，从目前行业的盈利增长和估值匹配看，以上行业处于

增长可能会有超预期，但估值处于低位的位置。从经济基本面和盈利估值面看，我们认为这些行业会产生阶段性的超额收益。

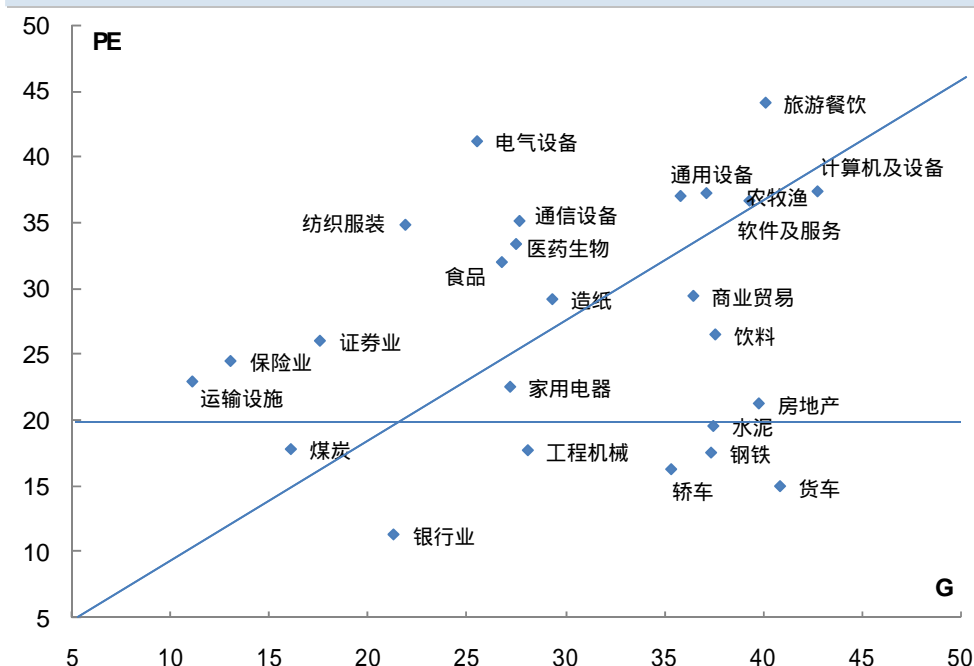
同时，从长期看中低端消费的长期增长潜力是比较稳定和确定的，对于食品饮料、医药、家电等行业我们认为依然具有基本配置的价值。2 季度，我们认为攻守兼备型策略可能更为合适。

图表52：A 股的投资时钟与行业轮动

复苏		过热		滞胀		衰退	
46	食品饮料	72	采掘	-27	食品饮料	8	有色金属
43	餐饮旅游	68	有色金属	-27	交通运输	8	餐饮旅游
43	商业贸易	53	房地产	-28	黑色金属	7	机械设备
40	交运设备	39	化工	-29	采掘	6	交运设备
38	房地产	38	机械设备	-29	农林牧渔	3	食品饮料
37	金融服务	34	黑色金属	-29	医药生物	3	金融服务
36	上证指数	34	建筑建材	-30	信息服务	2	商业贸易
34	信息服务	33	公用事业	-32	化工	2	家用电器
34	机械设备	33	上证指数	-32	商业贸易	1	信息设备
32	建筑建材	33	交运设备	-32	信息设备	1	医药生物
31	农林牧渔	32	交通运输	-34	公用事业	1	建筑建材
30	采掘	32	纺织服装	-35	建筑建材	1	房地产
30	医药生物	31	金融服务	-35	机械设备	0	采掘
29	有色金属	30	综合	-36	轻工制造	0	电子元器件
29	家用电器	29	商业贸易	-36	上证指数	0	公用事业
28	黑色金属	28	餐饮旅游	-36	家用电器	0	轻工制造
28	轻工制造	28	家用电器	-36	纺织服装	-1	综合
28	纺织服装	28	轻工制造	-37	餐饮旅游	-1	纺织服装
28	电子元器件	27	医药生物	-38	电子元器件	-2	农林牧渔
27	综合	22	食品饮料	-39	金融服务	-2	化工
26	化工	21	电子元器件	-40	综合	-3	上证指数
23	交通运输	19	农林牧渔	-41	房地产	-4	信息服务
23	信息设备	15	信息设备	-45	有色金属	-4	交通运输
19	公用事业	14	信息服务	-48	交运设备	-5	黑色金属

来源：国金证券研究所

图表53：行业的盈利与估值分布图



来源：国金证券研究所

## 专题：对成长与价值策略的思考

### 成长股吹大泡沫

从去年 8 月开始，小盘股开始持续跑赢大盘股。这一轮对小盘股的追逐持续的周期为历史最久。2009 年 11 月推出的创业板，在一定程度上，促使了市场对成长的追捧，在过去的 2 个月时间里，创业板上涨了近 50%；自创业板去年 11 月推出以后，已经跑赢沪深 300 将近 30%。

与此同时，政策对相关新兴产业的扶持、中国经济长期的调结构因素、短期的调控政策压制都成为持续追逐成长股的理由。在这个过程中，成长股的泡沫被逐渐吹大。

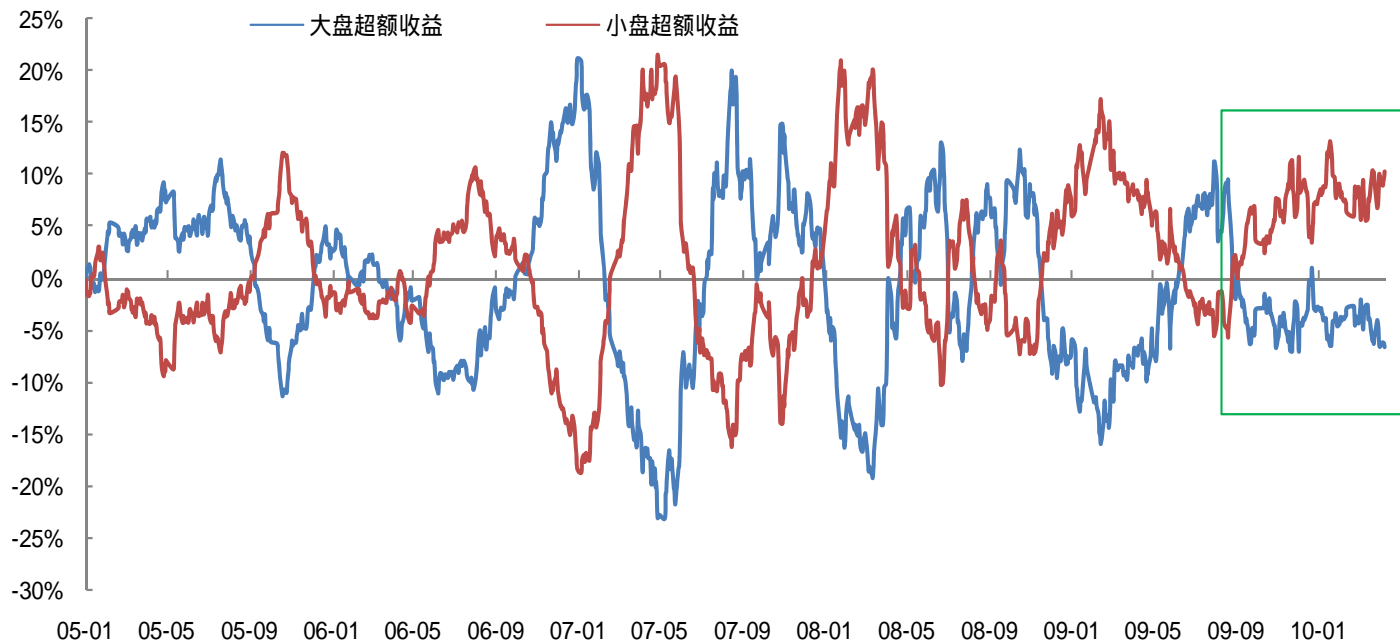
从市场分层次看，创业板目前静态 PE 达到 90x，连续 2 年 40%以上增长后，2011 年 PE 为 45x；中小板中结构性差异明显，剔除市值在 150 亿以上的上市公司后，静态 PE 为 59x，并且增长要慢于规模稍大的公司；沪深 300 目前静态 PE 为 20x，在经过 2 年平均 25%的增长后，2011 年的动态 PE 为 13x。从中可以看出，高成长已经被赋予了较高的估值，甚至成长性并没有那么突出的，目前估值也已经处于较高的位置。

我们看中小板和沪深 300 的历史 PE 和 ROE 的走势，发现两者的 ROE 并没有出现系统性的分歧，甚至中小板的 ROE 还要略低于沪深 300；但在近几个月，中小板的估值水平却大幅拉开与沪深 300 的距离；因此，目前成长股的表现更多是依赖于估值倍数的抬高，也就是投资者对其成长的预期的上升。

投资是获取预期与现实之间差异的回报，高估值表明市场已经对高成长有了充分的预期和定价，也只有这些公司能够体现得比预期的增速更快，才能够最终带来投资上的回报。但对于大部分企业而言，其实难度是比较大的，因为高增长必然会带来更多新的进入者，利润增速最终会向平均回归，因此大部分企业都很难在较长时间内保持超出平均的利润增长。

我们认为成长当然重要，但合理的价格也同样重要。如果一味的追求成长，而不顾及市场对此已经给予了较为充分的定价，这对获取最终的投资回报而言也是有很大风险的。

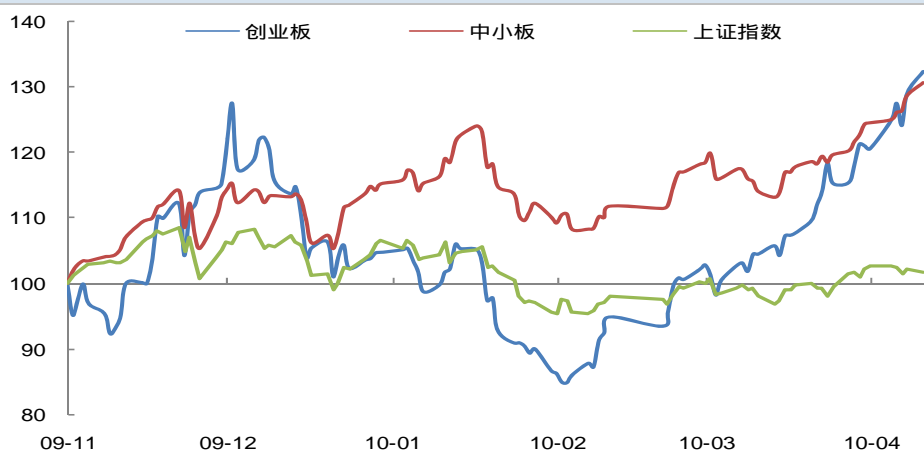
图表54：大小盘股风格轮换的历史特征



来源：国金证券研究所



图表55：创业板推出后引领了对成长的关注



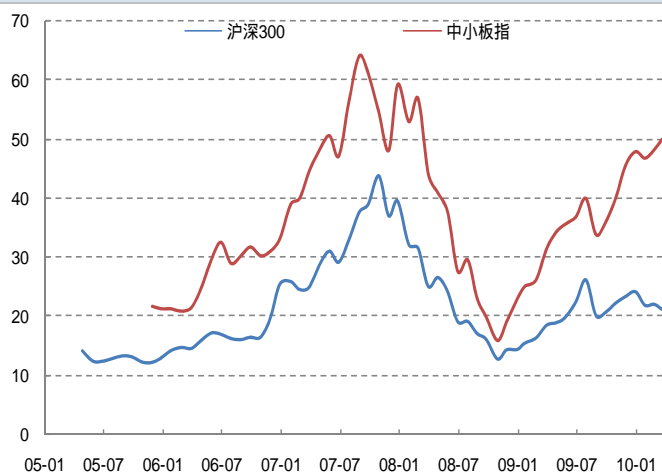
来源：国金证券研究所

图表56：市场估值结构，高成长高估值

	净利润增速	PE	净利润增速	PE	净利润增速	PE
市场	2009	2009	2010	2010	2011	2011
创业板	47%	90	47%	61	37%	45
中小板	27%	49	47%	33	30%	26
规模在150亿以下	25%	59				
规模在150亿以上	31%	32				
沪深300	21%	20	30%	15	19%	13

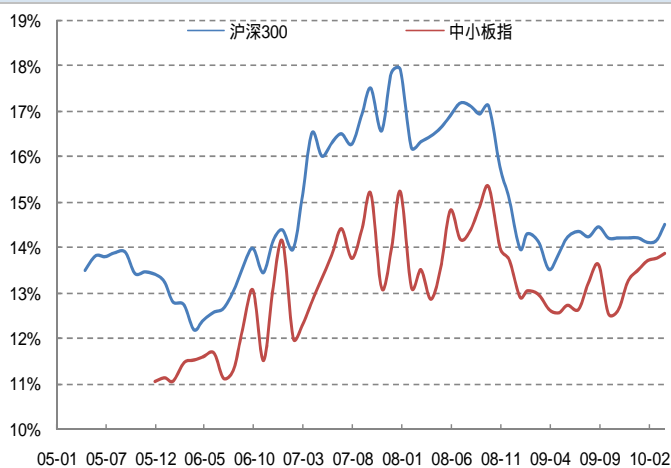
来源：国金证券研究所

图表57：中小板指的估值大幅度提升



来源：国金证券研究所

图表58：中小板指的 ROE 并未出现系统性上升



### 对盈利能力下降的过度担忧

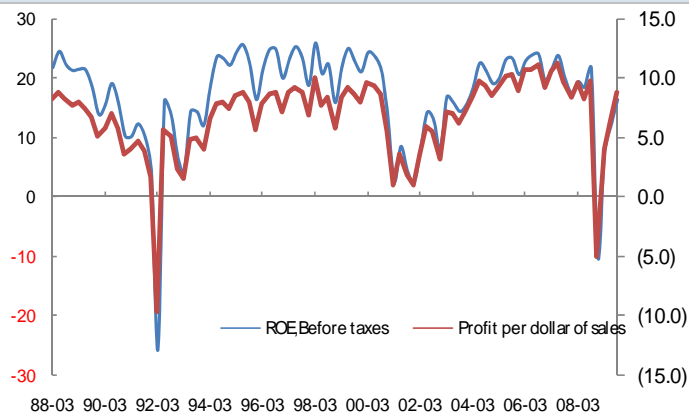
投资者摒弃价值股，更多的追求成长，部分原因是在担心制造业的盈利能力会出现系统性下降。

从美国制造业 ROE 的数据看，除去周期性波动外，正常情况下能够维持在 20% 左右。中国目前工业企业的 ROE 最高也就 18%，中值在 15% 左右。

同时，我们参考了日本制造业的 ROE，在 70 年代日本 ROE 仍然维持在较高水平（1970s 平均在 23%，1980s 平均在 19%）。这个水平较目前的中国仍然有很大的差距。在利润率方面，我们提升的空间不大；但是在资产周转方面，我们较日本还是有比较大的差距的，这其实可以通过生产效率的提升来实现。日本 ROE 之所以出现持续的下降，与其不断的降低资产负债比例有关，权益乘数从最高的 5.9 一直降低到目前的 2.3，而中国当前的权益乘数只是在 2.45 左右。因此，我们并没有日本那样的去杠杆的压力。

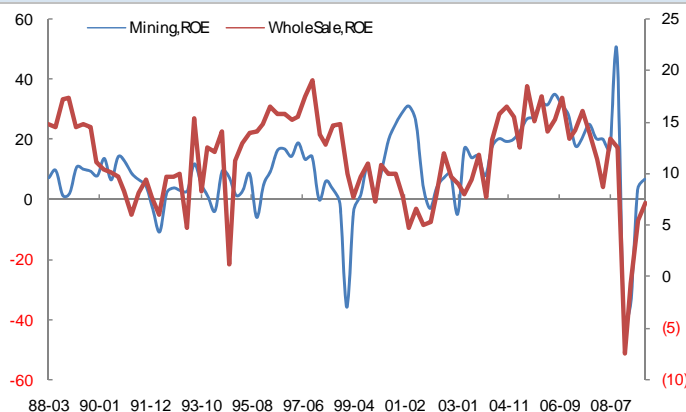
所以，我们对中国制造业的 ROE 并不是十分悲观，依然可以通过提高资产周转、技术进步来实现 ROE 的稳定。

图表59：美国制造业的 ROE 变动

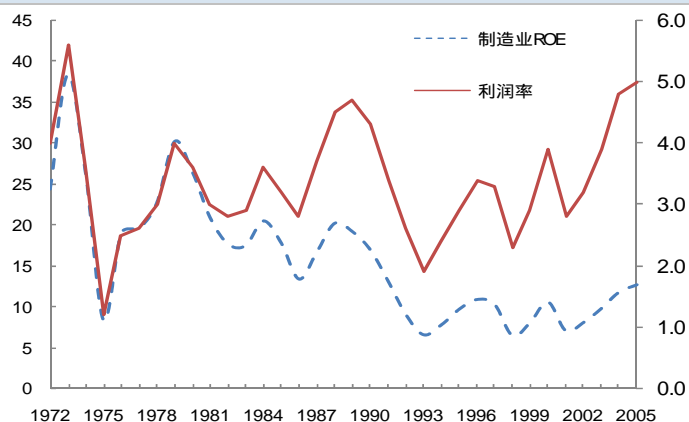


来源：国金证券研究所

图表60：美国采掘业和批发业的 ROE 变动

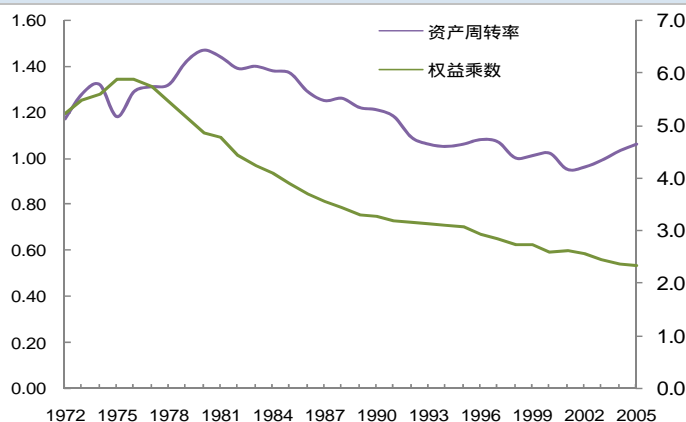


图表61：日本 ROE 的长期走势



来源：国金证券研究所

图表62：与日本相比，我们的资产利用还有上升空间



### 经验：美国股市的成长与价值

我们通过分析美国股市的历史表现，来寻找成长和价值之间的轮动关系。从成长和价值之间相对超额收益的走势看，两者其实符合均值回复的关系，从长期看，不存在显著的回报差异。

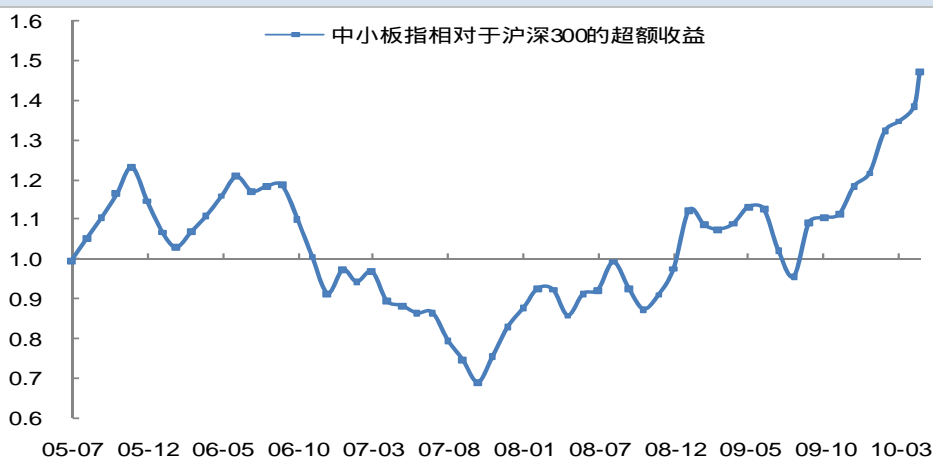
同时，我们发现阶段上，成长股跑赢价值股可能出现在两种情况下：1、经济景气欠佳，价值股主要也是周期股盈利能力下降；2、技术革命引发对成长泡沫的追逐，主要体现在估值倍数的上升。89-92 年、08-10 年属于第一种，95-01 年属于第二种。

第一种情况属于经济周期波动，随着经济重新回到增长周期，价值股的盈利能力上升，将追平收益的差异。第二种情况，由于对成长给予了长期溢价，使得成长股在较长时间持续跑赢价值股，但这需要比较明显的技术革命主线的支持。

中国的成长股自 09 年下半年以来，相对于沪深 300 的超额收益快速上升；虽然其幅度还没有能够比上美国当年的网络股泡沫，但其速度却也是相当可观的。美国 2000 年网络股泡沫时期，更多的也是依靠估值的提升带动成长股的表现，当时成长股和价值股的 ROE 也并没有出现系统性差异，成长股最高的 PE 曾达到了 50x，但之后又经历了较长时间的调整过程。

因此在 A 股目前阶段，成长股被赋予了较高的估值，更多还是依赖于投资的短期偏好，将所谓的长期增长空间在短期贴现出来，本质上仍然是一种短期投资行为。这种依赖于投资者偏好不断加强的上涨最终还需要经受现实的检验。

图表63：近几个月中小盘股显著的跑赢沪深 300



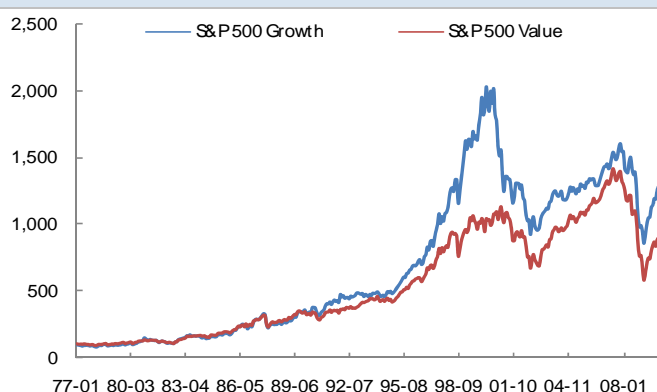
来源：国金证券研究所

图表64：成长与价值之间的均值回归

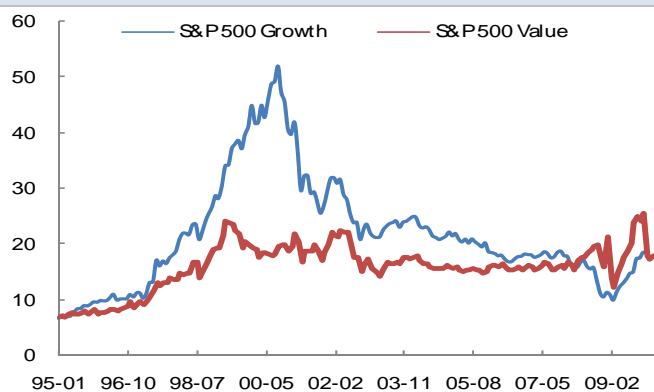


来源：国金证券研究所

图表65：美国的成长股与价值股表现

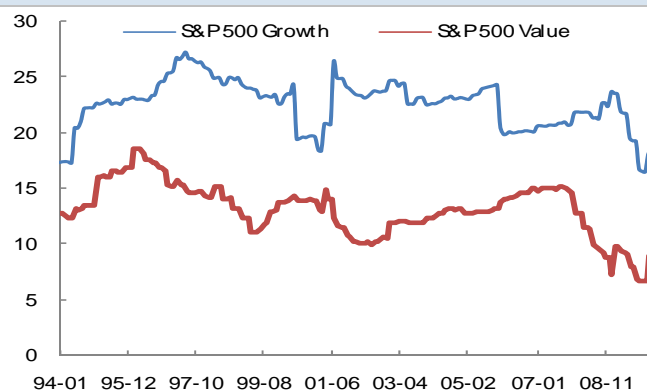


图表66：成长与价值股的 PE 估值对比



来源：国金证券研究所

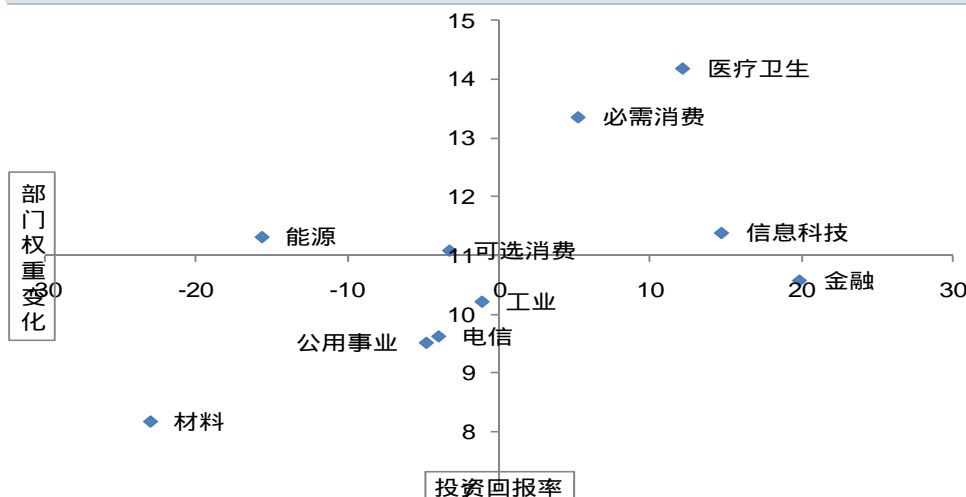
图表67：成长与价值股的 ROE 对比



从美国股市的行业权重扩张和行业投资回报率的对比看，行业规模获得扩张的，不一定能够给投资者带来好的投资回报。虽然行业是符合经济发展特征的，规模不断壮大，新上市的公司规模也不断增加，但这些公司往往初始就被赋予了较高的估值，最终的回报可能并没有比传统行业强出多少。如信息技术和能源，虽然两者的规模变化截然相反，但投资回报率却相差无几，主要还是由于定价所导致的。

我们并不是贬低成长的价值，而是强调定价也同样重要。同时，还必须要在成长的行业中选择真正具备成长性的股票，如果其成长能力较高且能维持稳定，则这种公司当然是投资的首选。最终从美国股市的长期表现看，医药和必需消费能够依靠其内生的成长性获取了超出市场的回报。

图表68：美国的部门投资回报率和部门规模扩张(1957-2003)



来源：国金证券研究所

### 经验：日本结构转型下的行业表现

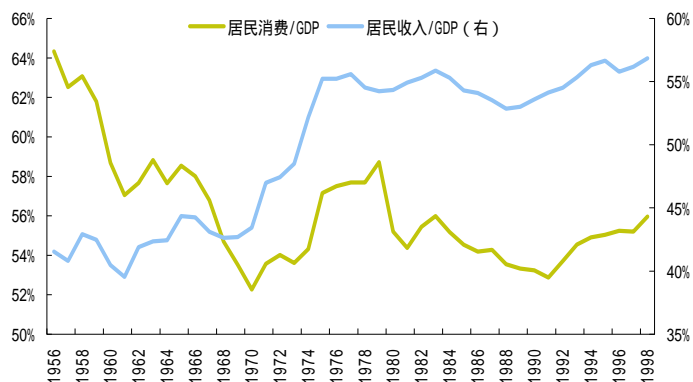
我们也考察了经济结构转型下的股市表现。日本的 1970s 和我们目前较为类似，在 1970s，日本的居民收入大幅改善、消费占 GDP 比重上升、投资下了一个台阶、人口中青壮年劳动力出现拐点、工资水平快速上涨。而在行业结构方面，日本的制造业比重出现下滑、服务业比重上升；主要工业品中纺织开始下降、钢铁产量见到高点。对应着目前的中国，与市场调结构的展望较为相似。

从日本的股市表现来看，在经历了第一次石油危机之后，日本股市从 1974-1981 都处于持续的牛市格局当中，其中跑赢市场的主要是石油煤炭制品、电气设备、交运设备等。信息通信部门在此期间的弹性很大，但最终回报和钢铁也没有太大的差异，在晚周期钢铁行业表现优异。

1983-1989 年，日本经济进入到繁荣泡沫期，在此阶段表现最好的当然是金融、地产板块。同样，信息通信部门在期初展示了较强的弹性。钢铁行业在晚周期获得了较好的表现。

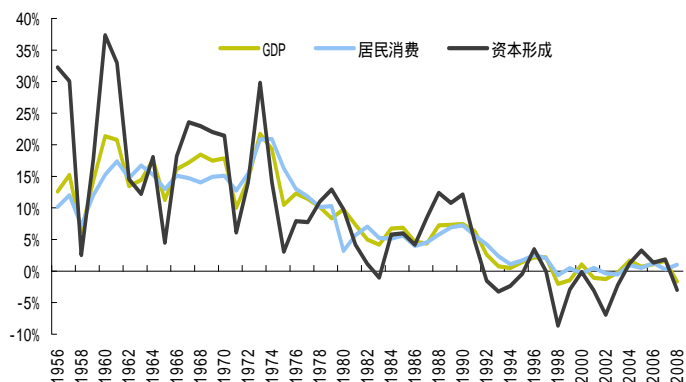
从日本的经验可以看出，虽然经济结构出现了较大的调整，无论在需求层面、还是产业层面，但这并不意味着传统行业就由此丧失了投资机会；相反，从长远看，还是符合均值回复的特征。

图表69：日本在70年代，消费占比大幅度上升

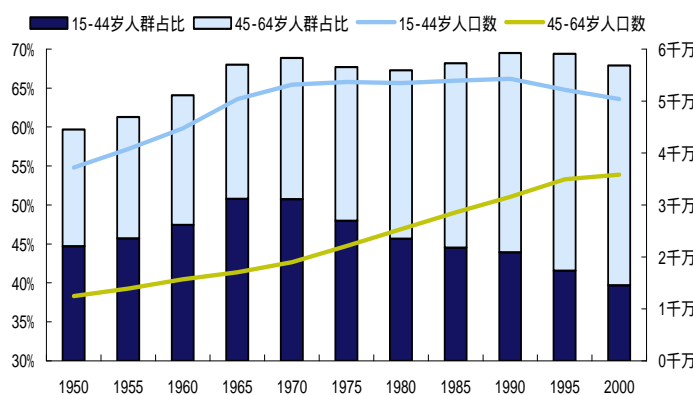


来源：国金证券研究所、国金宏观分析师：付雷

图表70：日本在70年代，经历了投资系统性下降

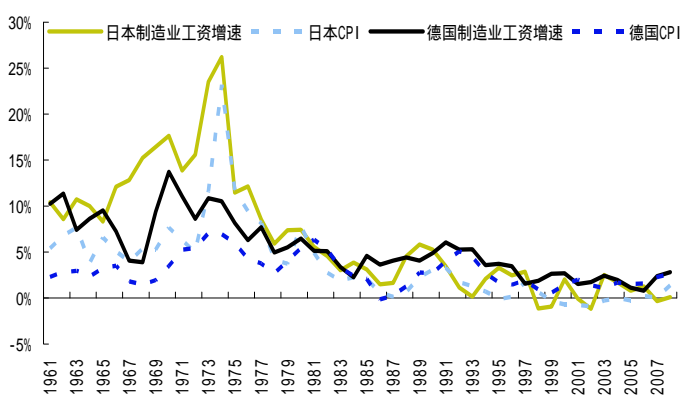


图表71：日本在70年代，青壮年劳动力拐点出现

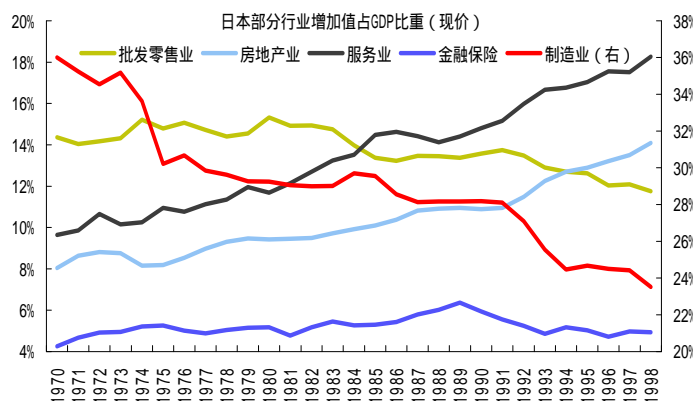


来源：国金证券研究所

图表72：日本在70年代，出现人力成本快速上升

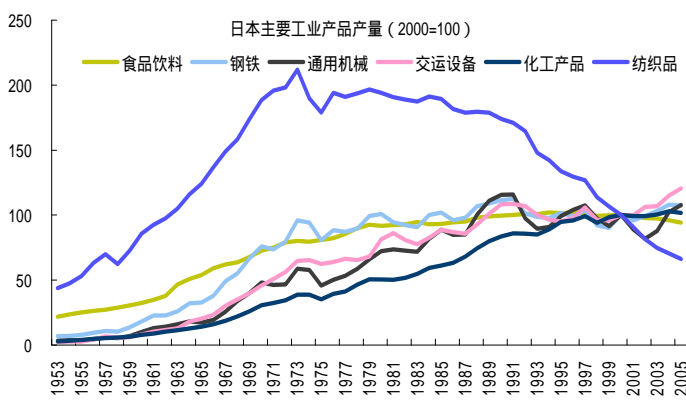


图表73：日本制造业比重下滑，服务业比重上升



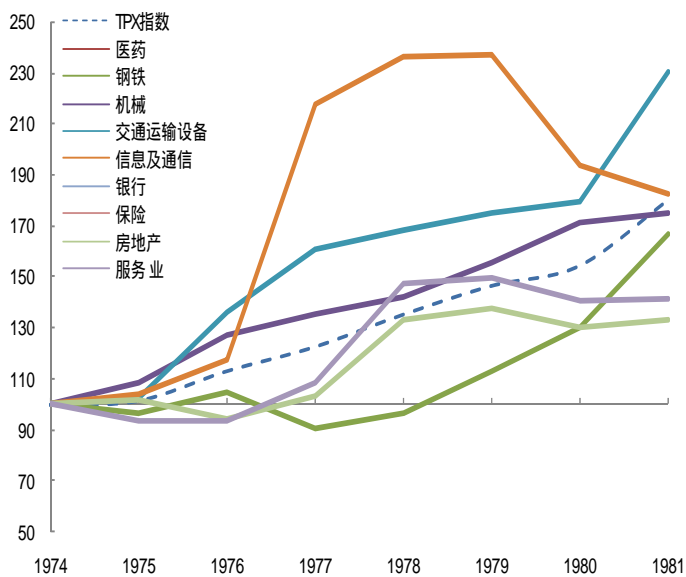
来源：国金证券研究所

图表74：主要工业品70年代进入到稳定阶段



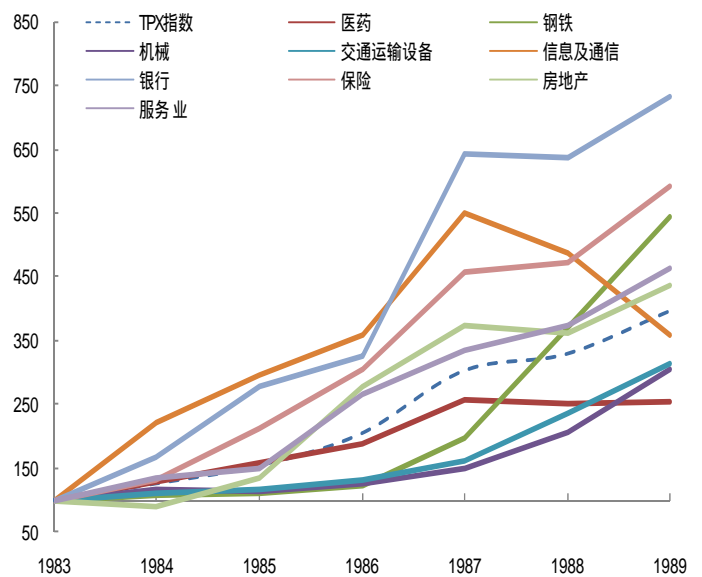


图表75：日本主要行业在 1974-1981 年间的表现

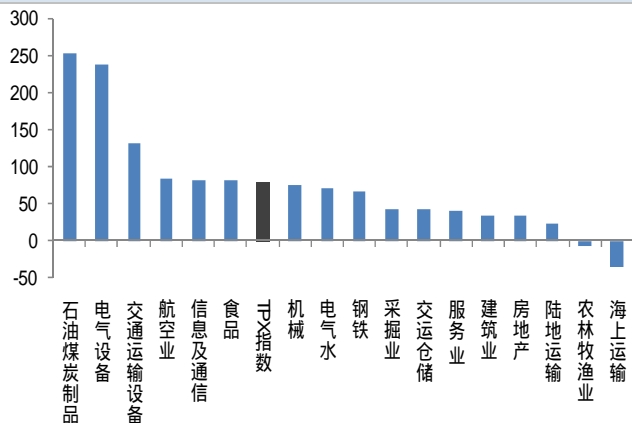


来源：国金证券研究所

图表76：日本主要行业在 1983-1989 年间的表现

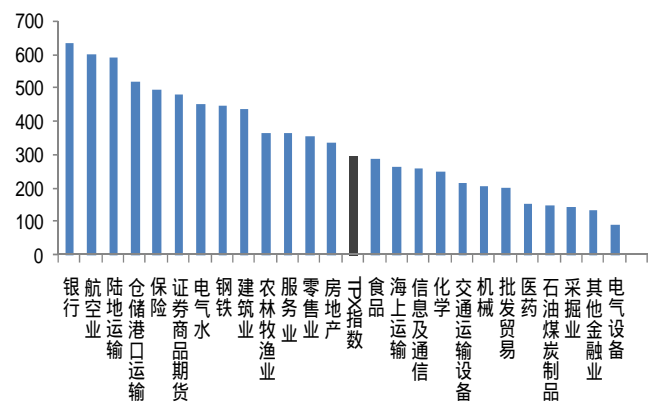


图表77：1974-1981 行业收益率：可选消费



来源：国金证券研究所

图表78：1983-1989 行业收益：金融



### 长期增长主题：高铁时代来临

对于中国长期增长的结构转型，我们一直持高度重视的态度。1 季度，我们主要工作都放在了对中国结构调整，以及寻找之下的主题投资机会上面。在市场进行了普遍发掘后，我们依然会着眼于调结构下的长期线索，寻找相应的投资机会，我们关注高速铁路大发展对中国城镇化格局可能会产生的巨大影响。

我国正在大步进入高铁时代，预计 2012 年高铁主干网络将初步建成。日本高速铁路造就了“太平洋工业带”，中国高铁的布局同日本类似，因此可能产生类似的影响，催生新的“交通经济带”：武广沿线、沪宁合汉沿线、特色旅游城市的发展，如黄山、武夷山、清远等地。

从高铁沿线经济发展的角度出发，我们主要考虑以下几条投资线索：

- ◆ **房地产**：沿线城市经济的发展将促进房地产市场的繁荣。
- ◆ **区域性消费品牌**：产业转移带动沿线地区的经济发展，居民收入水平的提高，消费能力提升，将会促进区域性消费品牌的销售增长。

- ◆ **商贸行业**：对于发达城市的商贸企业来说，高铁将会带来更多发达地区的人流来购物；对于沿线次发达地区，也将受益于沿线经济增长带来的消费增长。
- ◆ **旅游酒店行业**：沿线城市经济发展带来商务 和旅游客流的增加。
- ◆ **物流行业**：高铁建成后，客货分流将极大的释放现有铁路的货运能力；而经济的发展也将反过来增加货运的需求。
- ◆ **请参考《高铁催生新的“交通经济带”--高铁专题分析报告》。**

#### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。