

2010年11月18日

年度策略报告

# 以粮为纲，金属领航

----2011年A股投资策略

**宏观策略小组：程俊杰**

执业证书编号：S0890210060006

电话：021-50122152

邮箱：chengjunjie@cnhbstock.com

**联系人：顾言，张金洪**

电话：021-50122210

邮箱：guyan@cnhbstock.com

## 相关研究报告

1《大宗商品与劳动力价格将持续上涨》

2《消费价值不断成长 强周期估值结构分化》

行业	基准比例	低配	超配
农林牧渔	1.50%		2.80%
采掘	3.43%		4.90%
化工	8.79%	5.50%	
黑色金属	2.48%		
有色金属	3.59%		6.40%
建筑建材	3.62%	2.60%	
机械设备	5.70%		
电子元器件	1.99%	1.50%	
交运设备	4.40%	2.70%	
信息设备	1.88%		
家用电器	1.40%		
食品饮料	3.91%		8.00%
纺织服装	1.21%	0.80%	
轻工制造	1.04%	0.40%	
医药生物	4.99%		10.50%
公用事业	3.44%	1.00%	
交通运输	5.05%	2.50%	
房地产	5.39%		
金融服务	28.49%	24.5%	
商业贸易	3.35%		5.10%
餐饮旅游	0.52%	0.30%	
信息服务	2.95%		4.00%
综合	0.89%	0.50%	

注：未注明为标配

## ◎投资要点：

◆美国经济将长期陷于低位增长，失业率将居高不下。宽松货币政策已经失去了对经济的刺激作用。市场对于美联储启动QE3的预期将会逐步升温。2011年过剩流动性将会加速流入股市、大宗商品市场以及新兴市场，美元中长期贬值的预期确立，资产价格会被持续推高。

◆2011年是中国十二五规划的开局之年，中国经济面临结构性的调整，收入结构调整是最重要的内容，低端劳动力价格将出现趋势性的快速上涨，并将从供需两方面不断推高物价。

◆通胀将是2011年的关注焦点，我们预计2011年真实的CPI水平全年保持在6.1%的高位。预计2011年GDP增速为8.5%。其中，消费增速21%，固定资产投资增速21.5%，出口增速12%。失业率保持在较低水平。

◆当前A股市场估值不高，沪深300静态PE为15.59，PB为2.44倍。而中国经济发展仍处于战略机遇期内，中国国家竞争力仍在不断上升，A股上市公司利润仍保持较高速度增长。我们预计在流动性推动下，上证指数2011年波动区间将在2890-4300。

◆“以粮为纲，金属领航”。2011年，以粮食、有色金属为代表的物价将出现上升趋势，并点燃通胀预期导火索。在高储蓄率以及房地产市场投资面临不确定的背景下，资金流入市场的速度将超出预期。高通胀将强化对投资品的关注，有色金属、煤炭、农业等行业将享受高估值；以银行为代表的大市值行业的流动性溢价将超出预期；负利率下，消费与服务行业因确定的高成长仍将享受高估值；受国家扶持影响，在新能源、TMT的细分行业中继续有重要机会。

## 正文目录

1. 2010 年市场回顾及 2011 年经济背景与重要经济指标预测 .....	4
1.1. 2010 年市场回顾 .....	4
1.2. 2010 年下半年以来我们对市场的看法和行业配置表现 .....	4
1.3. 2011 年经济背景与重要经济指标预测 .....	5
2. 美国经济将长期陷于低位增长 .....	6
2.1. 失业率将持续在高位 居民继续去杠杆化 消费继续下行 .....	6
2.2. 美国经济在流动性陷阱中挣扎 .....	8
2.3. 美元长期贬值预期推高资产价格 .....	9
3. 国内经济结构调整势在必行 .....	10
3.1. 收入结构调整将推动通胀并拉动消费 .....	10
3.2. 劳动力要素价格调整将显著加剧国内通胀矛盾 .....	11
3.3. 2011 年国内经济增长局面展望：消费接棒出口，投资平稳降温 .....	11
4. 整体估值上行，结构分化持续，通胀形势演化—2010 年 A 股市场特点 .....	12
4.1. 整体估值水平有望继续上行 .....	12
4.2. 经济转型中行业增长预期的差异将进一步推进结构分化 .....	14
4.3. 通胀变化是引发 2011 年市场风险的关键变量 .....	15
5. 投资线索 .....	15
5.1. 通胀带来投资品的机会 .....	15
5.2. 流动性推升金融行业相对估值水平 .....	16
5.3. 高成长的传统消费服务业仍有超额收益 .....	16
5.4. 细分行业寻找机会：新能源与 TMT .....	16

## 图表目录

图 1 各国股市今年以来表现对比 .....	4
图 2 华宝行业配置组合与市场基准表现对比 .....	5
图 3 QE1 带动美国经济 V 型反转 .....	6
图 4 房地产市场 08 底触底 10 年再次下探 .....	6
图 5 美国制造业在 08 年触底 目前低位徘徊 .....	7
图 6 失业率创出 16 年新高后继续走高 .....	7
图 7 美国银行惜贷 居民消费继续去杠杆化 .....	7
图 8 美国国内投资需求不足 .....	7
图 9 美国结构性失业 .....	8
图 10 美国消费者逐步压缩不必要的开支 .....	8
图 11 美国居民继续降低负债率 储蓄率上升 .....	8
图 12 消费对美国 GDP 贡献将逐步走低 .....	8
图 13 美国居民继续降低负债率 储蓄率上升 .....	9
图 14 美元贬值有利于美国出口 削减美国外债 .....	9
图 15 量化宽松推升有色金属和原油价格 .....	9
图 16 热钱借灾害性天气炒作农产品 .....	9
图 17 2007 年以来中国低端劳动力收入开始改善(%) .....	10
图 18 消费增长仍滞后于财政收入增长(%) .....	10
图 19 中国工作人口增长速度趋缓(百万) .....	11
图 20 日本经济历史上的两大拐点及后续影响(%) .....	11
图 21 国内棉花期货价格近期出现飙升(元/吨) .....	11

图 22 通胀预期致使生猪出栏延期和猪肉价格上涨(%) .....	11
图 23 通胀预期和输入性通胀对今后通胀的压力凸显(%) .....	11
图 24 2011 年 CPI 和 PPI 走向的估计(%) .....	11
图 25 近三年经济周期未对消费造成明显冲击(%) .....	12
图 26 中国出口增速高于其他主要国家(%) .....	12
图 27 三大领域的投资占比或已越过顶点并开始下降(%) .....	12
图 28 2011 年三大领域投资累计增速都将有所下降(%) .....	12
图 29 中国与其他发达国家经济增速差仍存在 .....	13
图 30 A 股行情与居民储蓄增长有明显反向关系 .....	13
图 31 国际市场估值比较 .....	13
图 32 A 股市场相对估值处于历史低位 .....	13
图 33 新增 A 股账户不断增加 .....	14
图 34 A 股持仓和活跃账户逐步增加 .....	14
图 35 政策调控将落后于通胀变化 .....	15
表 1 2011 年国内外重要经济指标预测 .....	5
表 2 通过收入增速的预期差比较我们关注的行业的相对价值 .....	14
表 3 2011 年上半年行业配置表 .....	17

(本报告共有图 35 张, 表 3 张)

## 1.2010 年市场回顾及 2011 年经济背景与重要经济指标预测

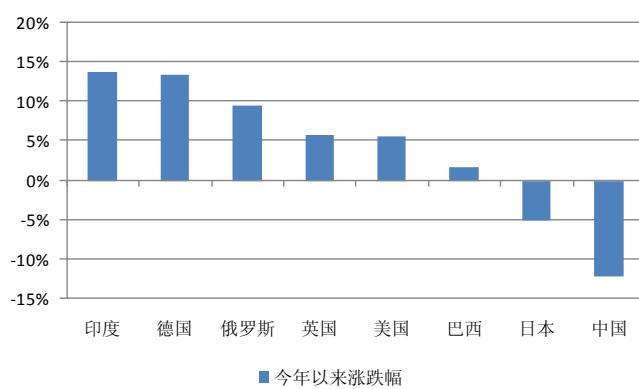
### 1.1.2010 年市场回顾

今年第一季度，沪指整体下滑超过 5%，但板块轮动频繁，整体市场活跃。4 月中旬，中央提出加强流动性管理，保持货币信贷适度增长，A 股市场在房地产与金融板块带领下快速回落。外围希腊债务危机引发欧洲主权信用危机以及加剧对全球经济二次探底的担忧，主要工业国家股票市场二季度均出现大幅回落。5 月道指更是出现盘中暴跌千点，创下一年多以来的最大单月跌幅。5 月沪指再跌 278.46 点，跌幅高达 9.7%，二季度沪指累计跌幅达到 22.86%，上半年 A 股市场表现在全球市场中处于倒数之列。

7 月 2 上证指数跌到年内低点 2319。此后，中小市值股票，医药、服装纺织、机械、酿酒食品等行业持续上涨，超额收益显著。与之对应的是，相关板块市场活跃度高，交易量持续放大。

9 月 30 日开始，流动性（预期）和通胀（预期）推动强周期行业引发剧烈波动行情。进入 9 月份，国内通胀持续维持高位，中长期通胀预期形成。9 月 30 日，第二轮地产调控引发资金进入 A 股的预期。同期，关于美国 QE2 的市场预期上升，全球央行竞相投放流动性，黄金、铜的价格随后创出新高。

图 1 各国股市今年以来表现对比（至 11 月 18 日）



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

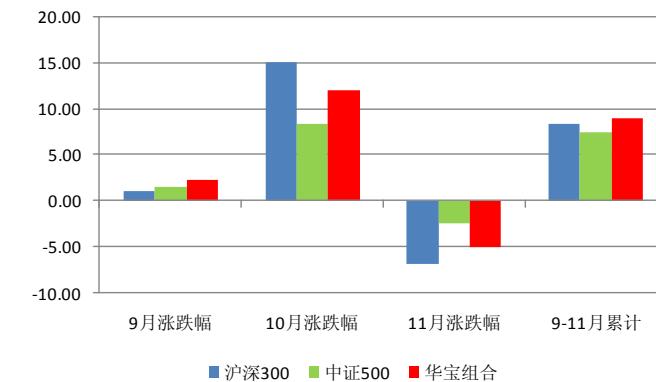
### 1.2.2010 年下半年以来我们对市场的看法和行业配置表现

我们认为，国内经济正面临调结构关键时期，地方融资平台整顿的推进，将促使政府主导的基础设施建设等投资继续保持稳步小幅回落，加上房地产调控的效应逐渐显现并且影响相关产业链，因此未来投资高增速将不可持续，投资对经济的拉动作用将逐步减弱。我们在 9 月份策略就重点提出关注通胀预期，推荐低估值的资源类，特别是小金属。鉴于美国将启动 QE2，10 月份策略我们继续重点推荐有色和煤炭等资源品。9-10 月基本金属涨幅超过 50%，大大超越市场基准指数表现。

11 月策略中，我们在继续长期看好资源品的判断前提下，作出了短期可能出现美元反弹，大宗商品回落，以及全球股票市场包括 A 股市场波动加大出现调整的风险提示。

我们的华宝行业配置组合 9-11 月的累计表现为 9%，跑赢市场基准沪深 300 的 8.42% 和中证 500 的 7.48%。

图 2 华宝行业配置组合与市场基准对比 (11月 18 日)



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

### 1.3.2011 年经济背景与重要经济指标预测

2011 年仍将处于金融危机复苏的大背景之下。美国为代表的发达国家已经丧失了经济增长动能，发展中国家的崛起将是大势所趋；从中期看美国发行货币与汇率贬值不可避免，另一方面，新兴国家话语权增强，但在国际金融体系中的制衡能力不足；在去杠杆化之后，全球经济出现再次剧烈失衡的可能性较小。总体上，大宗商品很有可能与美元负相关性大幅度减弱，其价格可能面临不断上涨，中国面临中长期的输入性通胀的威胁。

2011 年是中国十二五规划的开局之年，中国经济面临结构性的调整，收入结构调整是最重要的内容，低端劳动力价格将出现趋势性的上涨，并将从供需两方面不断推高物价。

我们以大宗商品价格和国内通胀为输入变量，来预测 2011 年国内外的其他重要经济指标。该预测的整体逻辑包含在本文对国内外经济形势的系统分析中。

我们的分析主要针对 2011 年上半年比较确定的环境，而明年下半年，经济环境和政策走向都存在巨大的不确定性，所以，本文所做的预测和结论都还具有相当的风险。

表 1 2011 年国内外重要经济指标预测

指标名称	2011 年预测值	2010 年值(E)	2009 年值
美元指数	71-80	76-89	74-90
纽约原油(美元/桶)	85-110	67-89	33-82
国际铜价(美元/吨)	>10000	6037-8966	3024-7424
CPI(%)	5-7	3.2	-0.7
PPI(%)	7.3	5.9	-5.4
GDP 同比增速(%)	8.5	10.2	9.1
社会消费品零售总额同比增速(%)	20-22	18.3	15.5
城镇固定资产投资同比增速(%)	21-22	24	30.5
房地产投资同比增速(%)	28	33.5	20.1
制造业投资同比增速(%)	23	24.5	26.6
基础设施投资同比增速(%)	15	23	26.4
进口同比增速(%)	29	39	-11.2
出口同比增速(%)	12	30	-16.0
贸易顺差(亿美元)	-542	1799	1957
M1 同比增速(%)	20	22.5	32.4
M2 同比增速(%)	18	19.5	27.7

存款余额同比增速(%)	17.8	19.8	28.2
储蓄存款余额同比增速(%)	12.4	18.5	19.7
新增信贷规模(万亿元)	7	7.6	9.6
1年期定存基准利率(%)	3.75	2.75	2.25
6个月至1年(含)贷款基准利率(%)	6.81	5.81	5.31
法定存款准备金率(中小型/大型)(%)	19/21	16/18	13.5/15.5
美元兑人民币汇率升值幅度(%)	-2--5	3	0.1

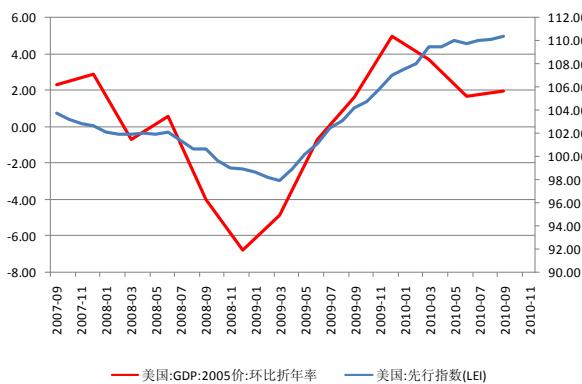
资料来源：华宝证券研究所，国家统计局，中国人民银行，wind资讯

## 2. 美国经济将长期陷于低位增长

### 2.1. 失业率将持续在高位 居民继续去杠杆化 消费继续下行

2008年美国次贷危机引发全球金融危机，美国在2008年底推出第一轮量化宽松政策（QE1），美国经济从2009年开始反弹。到2010年3月QE1结束，美联储购买了总计1.7万亿美元左右的银行抵押贷款资产和国债。在一系列财政政策的配合下，美国房地产市场以及制造业都呈现触底反弹。

图3 QE1带动美国经济V型反转



资料来源：wind资讯，华宝证券研究所

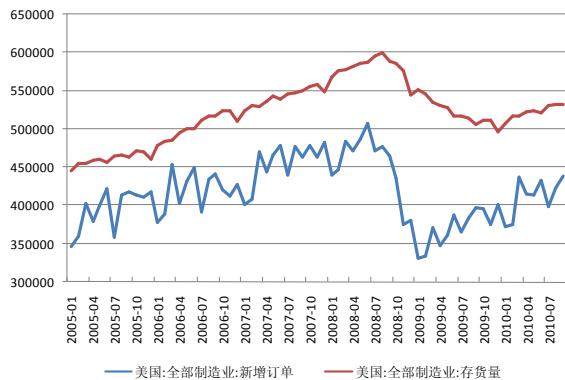
图4 房地产市场08年底触底 10年再次下探



资料来源：wind资讯，华宝证券研究所

失业率在2008年底创出16年新高后一直攀高，最高时甚至达到了10.1%，目前仍维持在9.6%的高位。美国银行惜贷心理严重，金融体系内流动性无法有效转化为实体经济信贷，投资无法被有效拉动，提高就业水平难有作为。

图 5 美国制造业在 08 年触底 目前低位徘徊



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

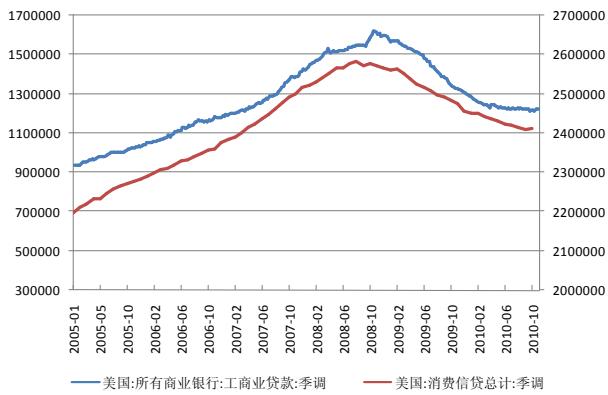
图 6 失业率创出 16 年新高后继续走高



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

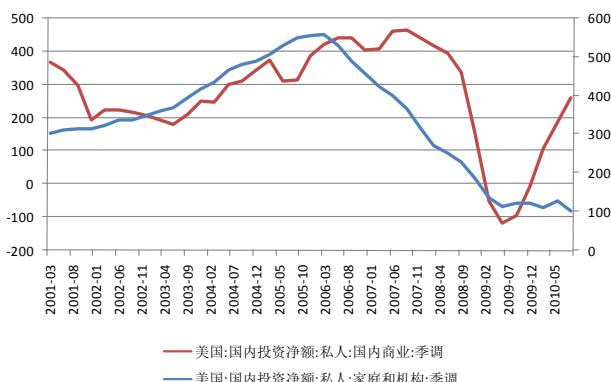
QE1 结束后美国经济复苏步伐立即放慢，房地产市场再次探底，投资需求不足，失业情况不见好转，美联储再次启动 QE2，我们判断 2011 年上述经济环境不会有大的改变，建筑业就业人口不会有大幅改善，同时经济危机以来长时间处于失业的人口由于技能生疏也很难马上找到工作，经济前景不明朗也使企业不愿增加雇佣，预计 2011 全年失业率将持续保持在 9%-10% 的高位。

图 7 美国银行惜贷 居民消费继续去杠杆化



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 8 美国国内投资需求不足



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

迫于长期高失业率的压力，美国家庭将被迫改变以前过度借贷的消费习惯，收缩不必要的开支，美国家庭的“去杠杆化”仍会继续，居民储蓄率还会稳步上升。美国经济结构也在调整，消费开支占 GDP 的比重下滑。

图 9 美国结构性失业

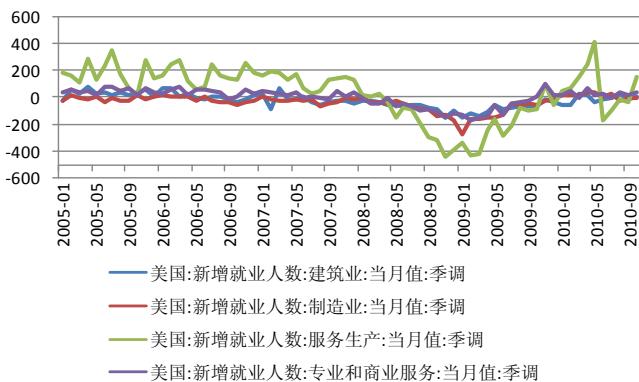


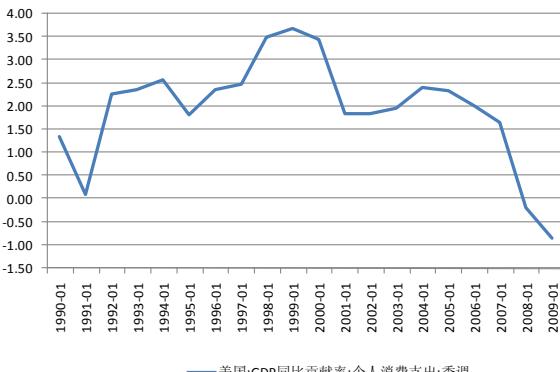
图 10 美国消费者逐步压缩不必要的开支



图 11 美国居民继续降低负债率 储蓄率上升



图 12 消费对美国 GDP 贡献将逐步走低



美国政府认识到经济结构调整的迫切性，开始着手大力刺激投资和出口。比如在 2009 年初的经济刺激计划中，投资大约 800 亿美元于清洁能源，这是致力于中长期实现“再工业化”的产业政策，还包括用于交通基础设施的预算高达 500 亿美元，并且实行新的医疗改革；出口方面，奥巴马政府提出 5 年内实现美国出口贸易额翻一番的目标，以创造 200 万个就业岗位。

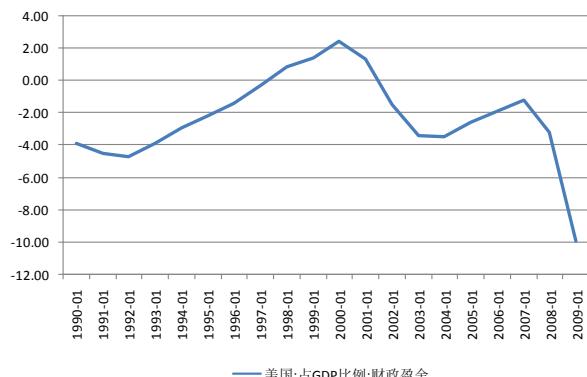
## 2.2. 美国经济在流动性陷阱中挣扎

上世纪 80 年代开始，美国逐步开始将制造业向劳动力相对廉价的海外新兴市场转移。美国国内大力发展服务业，尤其是以金融服务为代表的虚拟经济，在金融创新产品的包装下美国居民过度借贷买房、消费的模式得以持续数年，但同时积累了巨额隐性坏账和经济泡沫，这才是引发此次金融危机的深层次原因。

如前述，QE1 对于解决就业和稳定中长期经济增长的效果不明显。由于居民和企业对经济前景信心不足，美联储释放的流动性并没有如预期流进实体经济，银行信贷并未出现扩张。资金仍然留在金融体系内，主要是流入了股市和大宗商品市场博取短期利益。这样投资需求不足导致无法改善就业状况，居民消费需求不足进一步压制实体经济，形成恶性循环。这种情况下，宽松货币政策已经失去了对经济的刺激作用，我们认为明年美国经济将在“流动性陷阱”中挣扎。

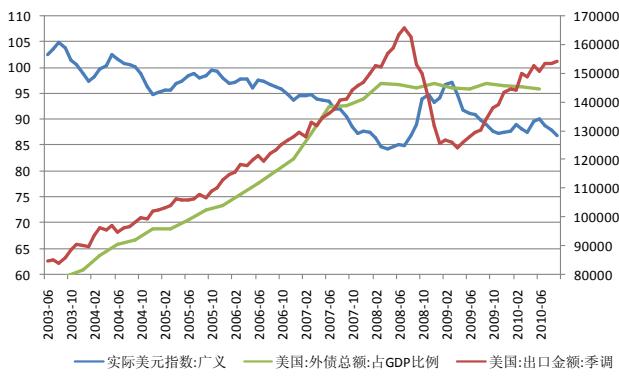
美国政府在刺激经济的政策工具运用上已经捉襟见肘。虽然 2010 年美国联邦财政赤字将接近 1.3 万亿美元，比 2009 年略低，但财政赤字占 GDP 的比例仍处于历史高位。中期看，预计美国会继续维持赤字经济模式，但会受到高赤字比例的一定制约。美联储会继续量化宽松政策，保持低利率环境。美国财政收支状况将会继续恶化，影响美国的主权信用，加速美元的贬值，美元中长期处于贬值通道也有利于出口，有利于减少美国对外债务压力。

图 13 美国居民继续降低负债率 储蓄率上升



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 14 美元贬值有利于美国出口 削减美国外债



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

### 2.3. 美元长期贬值预期推高资产价格

美国 QE2 的推出主要针对高失业、刺激投资需求，基于美国居民企业信心不足和美国经济陷入流动性陷阱的判断，QE2 不会产生实质性的效果。过剩的流动性会加速流入股市、大宗商品市场以及新兴市场，不断推高资产价格和制造资产泡沫。

图 15 量化宽松推升有色金属和原油价格



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 16 热钱借灾害性天气炒作农产品



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

2008 年底至 2010 年 3 月 QE1 实行期间，伦敦期铜涨幅达到 170%；原油涨幅超过 180%；期间美元指数从 89.62 的高点下跌幅度超过 8%。

2010 年 6 月美联储货币政策会议再度指出必要时将再度放松政策，市场开始预期 QE2；美元指数从 6 月至今跌幅达到 11%，伦敦期铜涨幅超过 35%，原油涨幅达到 17%；加上此期间全球灾害性天气频发，农产品价格出现疯狂的上涨，普遍都有超过 35% 的涨幅，其中棉花涨幅达到 68%，创出 1861 年以来新高。

我们判断，到 2011 年 6 月，QE2 效果微弱，美国经济继续缓慢复苏的可能性非常高。市场对于美联储启动 QE3 的预期将会逐步升温。资金流入高风险资产的状况会持续，通胀预期被不断强化，货币流通速度也会相应加快。强大的流动性以及美元中长期贬值的预期确立，资产价格会被持续推高。

通胀预期会在一定程度上改变供需关系。首先反映在供需结构简单的以铜为代表的基本金属领域。铜库存量在通胀预期下会迅速减少。我们判断伦铜将在明年上半年突破 10000 美元大关。

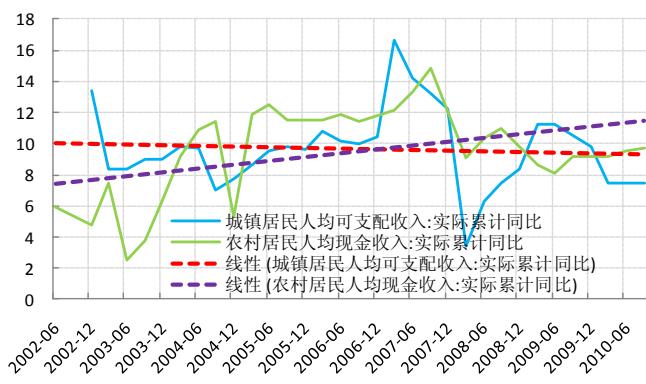
原油价格不会过快上涨。一方面，原油库存目前已经处于高位。其反映了实体经济需求仍然不足。另一方面，全球汇率博弈以及部分国家经济紧缩政策的不断推出，将会使复苏的预期不稳定。我们判断 2011 年上半年可能触及 110 美元/每桶的相对高位。

### 3. 国内经济结构调整势在必行

#### 3.1. 收入结构调整将推动通胀并拉动消费

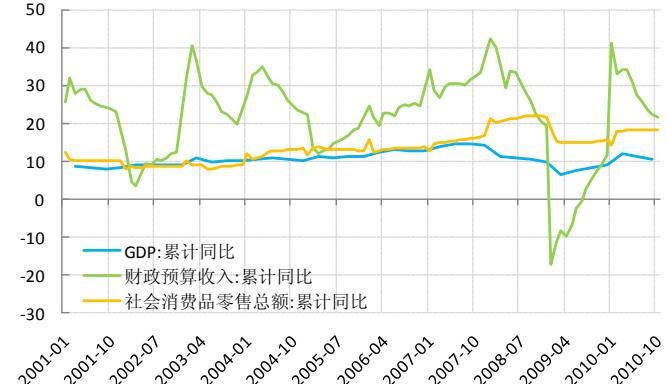
2011 年将面临政府换届以及“十二五”规划的启动。在全球经济艰难复苏的背景下，中国经济结构的调整势在必行。我们认为，在“十二五”规划的经济结构调整的任务中，居民收入结构调整将居于中心地位。相较于“十一五”期间资本和土地收入贡献对于经济的主体推动，劳动力要素的分配比例将显著上升，其基础性规律在于：一方面，随着刘易斯拐点的出现，国内劳动力要素价格必然上涨；另一方面，计划经济体制延续与外向经济主导的过度发展过程中，刻意压低劳动者收入分配，已经严重影响到国内消费市场的启动与经济的可持续发展。

图 17 2007 年以来中国低端劳动力收入开始改善(%)



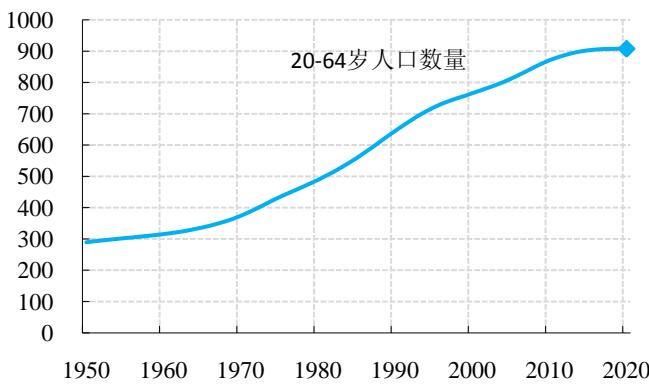
资料来源：日本统计局，华宝证券研究所

图 18 消费增长仍滞后于财政收入增长(%)



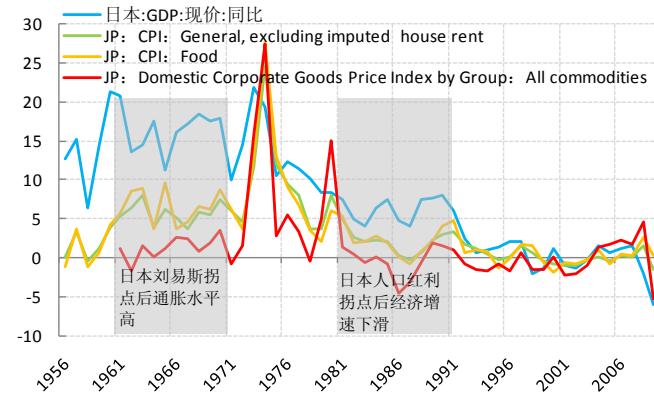
资料来源：国家统计局，华宝证券研究所

图 19 中国工作人口增长速度趋缓(百万)



资料来源：联合国，华宝证券研究所

图 20 日本经济历史上的两大拐点及后续影响(%)



资料来源：联合国，华宝证券研究所

### 3.2. 劳动力要素价格调整将显著加剧国内通胀矛盾

一方面，宽松的全球流动性环境与国内长期累积的货币超发因素已经使国内经济承受通胀压力。另一方面，我们认为国内收入结构调整导致的劳动力要素价格重新定价将使以上通胀压力显性化。

图 21 国内棉花期货价格近期出现飙升(元/吨)



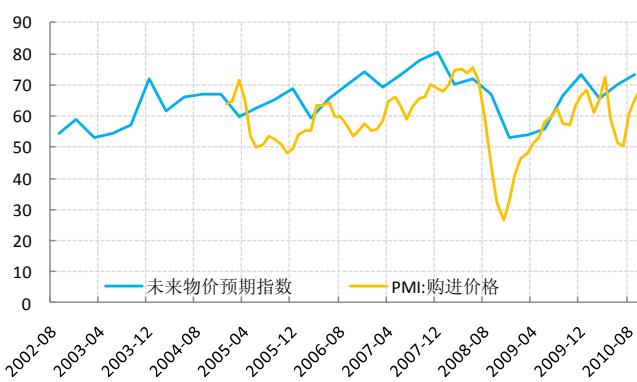
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 22 通胀预期致使生猪出栏延期和猪肉价格上涨(%)



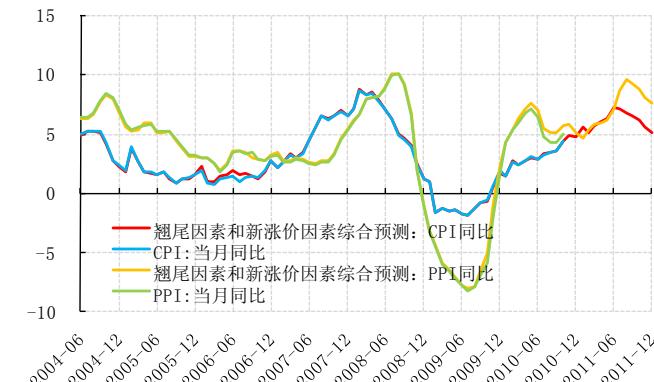
资料来源：华宝证券研究所

图 23 通胀预期和输入性通胀对今后通胀的压力凸显(%)



资料来源：国家统计局，中国人民银行，华宝证券研究所

图 24 2011 年 CPI 和 PPI 走向的估计(%)



资料来源：国家统计局，华宝证券研究所

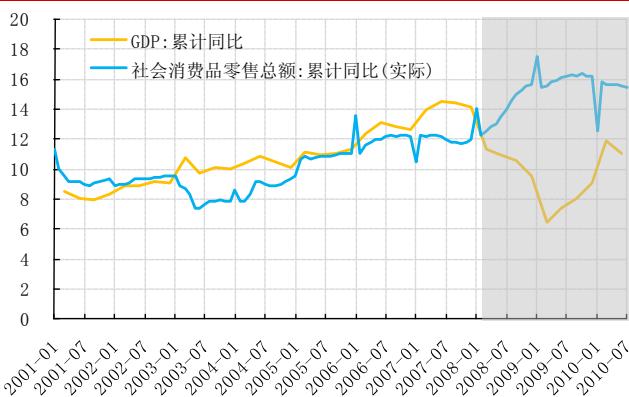
### 3.3. 2011 年国内经济增长局面展望：消费接棒出口，投资平稳降温

在分配结构调整，房价强力控制的局面下，我们预计 2011 年国内消费市场相较 2010 年将有显著增长。

同时，在全球经济复苏艰难的环境下，贸易摩擦加剧，我们认为，出口将快速回落。

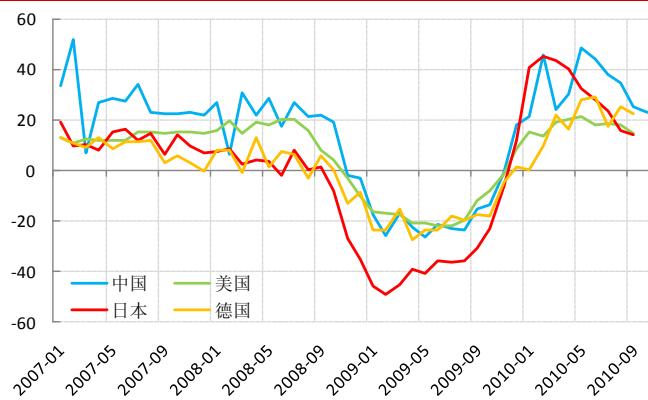
而投资增速在 2011 年仍会有所反复，但其长期趋势将维持下降。

图 25 近三年经济周期未对消费造成明显冲击(%)



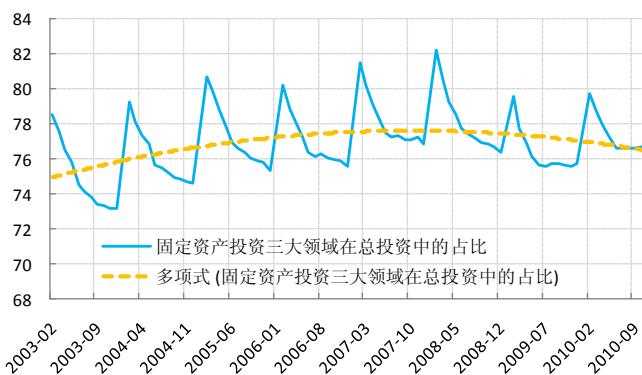
资料来源：国家统计局，华宝证券研究所

图 26 中国出口增速高于其他国家(%)



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 27 三大领域的投资占比或已越过顶点并开始下降(%)



资料来源：国家统计局，华宝证券研究所

注：“三大领域”是指制造业、基础设施业和房地产业

图 28 2011 年三大领域投资累计增速都将有所下降(%)



资料来源：国家统计局，华宝证券研究所

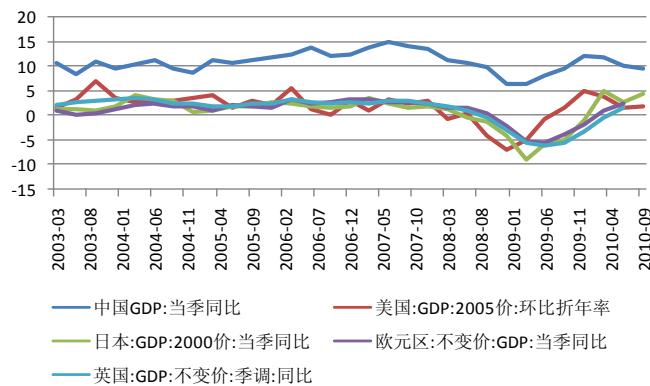
## 4. 整体估值上行，结构分化持续，通胀形势演化—2010 年 A 股市场特点

### 4.1. 整体估值水平有望继续上行

基于以下原因我们认为未来市场整体估值将上升：

- a. 在明年全球宽松的货币环境下，A 股市场仍将是各方面资金追逐的一个有限范畴。
- b. 中国经济发展仍处于战略机遇期内，虽然中国经济目前面临调结构，正由较快增长往平稳增长过渡，但经济增速仍领先于其他国家，有些增速差甚至还在拉大，中国国家竞争力仍在不断上升。

图 29 中国与其他发达国家经济增速差仍存在



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 30 A 股行情与居民储蓄增长有明显反向关系

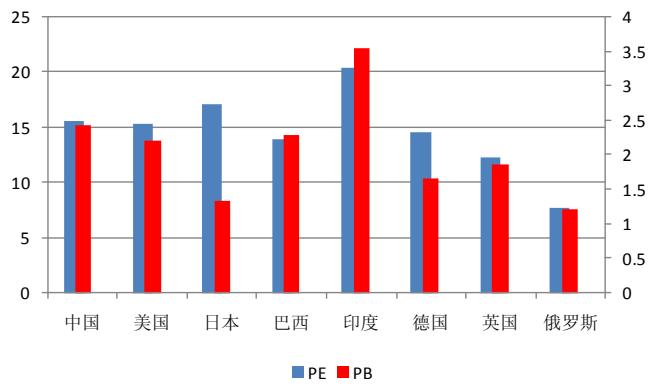


资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

c. 中国金融结构中固有的高储蓄率面临居民保值冲动所带来的分流压力，这一局面与欧美国家存在很大差异。

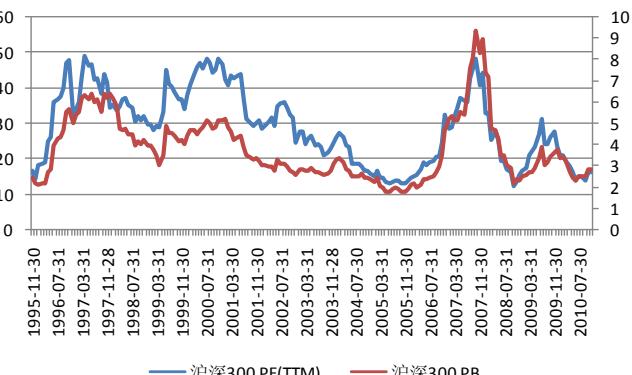
当前 A 股市场估值在国际市场中不算高，沪深 300 静态 PE 为 15.59, PB 为 2.44 倍；长期来看，目前估值也处于历史低位。银行股的极限估值水平 15 倍。鉴于我们预计占比较大的银行 2011 年利润增速在 8% 左右，中石油中石化利润增速在 20% 左右，预计 A 股上市公司将达到总体 20% 的盈利增速，由此我们测算，上证综指明年波动区间为 2890-4300。

图 31 国际市场估值比较



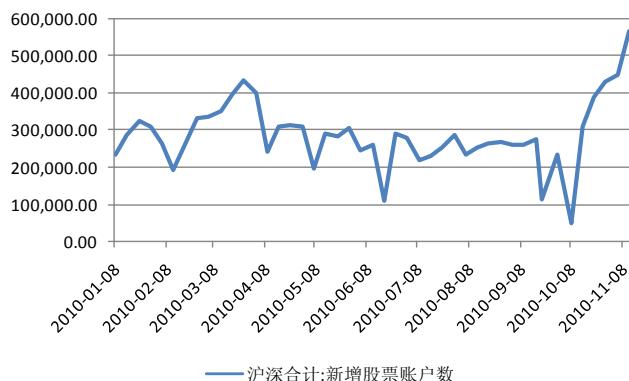
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 32 A 股市场相对估值处于历史低位



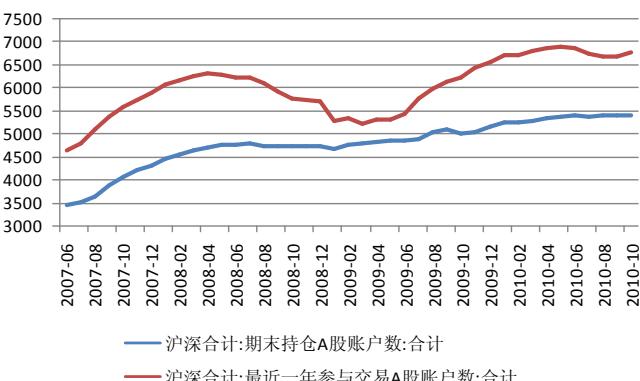
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 33 新增 A 股账户不断增加



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

图 34 A 股持仓和活跃账户逐步增加



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

## 4.2. 经济转型中行业增长预期的差异将进一步推进结构分化

尽管市场整体估值水平有望上升，但是在面临“十二五规划”启动的经济转型之年，我们认为市场对各行业增长预期的变化差异会进一步推进各行业的结构分化。

我们认为，一方面，经济转型中的大类行业增速与市场预期的差异，将深化市场结构的差异；另一方面，在“十二五”规划期间，劳动力成本上升带动的收入和消费增长，将导致各大行业的短期表现和中期表现出现差异。经过对我们所关注的几大行业营业收入增速的估算，并比较市场一致预期，我们将各行业未来可能的表现分成三大类：“高于一致预期”、“类似一致预期”和“低于一致预期”。

表 2 通过收入增速的预期差比较我们关注的行业的相对价值

分类	关注行业	wind 一致预 期: 2011E	华宝预 期: “十二五” 期间 E	预期差 (华宝 -wind): 2011 年	华宝预期 差:2015 年-2011 年	确定 性	主要原因
高于 一致 预期	煤炭	-2.98	15	12.5	17.98	高	内生增长与资源注入
	新能源	21.28	35	45	13.72	高	未来中国能源的终极方案
	食品饮料	10.84	24	24	13.16	高	消费需求增长
	有色	9.21	20	12	10.79	高	美元泛滥推升大宗商品价格
	生物医药	12.29	22	24	9.71	高	基本药物制度推进
类似 一致 预期	TMT	6.99	12.2	12.2	5.21	高	信息文化产业升级拉动
	机械制造	12.28	17	18	4.72	较高	固定资产投资带动市场需求
	电力	4.95	8	10	3.05	高	煤炭价格上涨，高负债率与加息
	石油石化	12.56	15	15	2.44	0	原油价格波动区间 85-110 美元/桶
低于 一致 预期	钢铁	11.59	10	5.5	-1.59	高	钢铁行业兼并重组加快，大型钢企产品结构优化及成本控制力加强
	保险	17.65	15	15	-2.65	高	需求上升
	家电与汽车	18.39	15	15	-3.39	较高	消费需求增长
	银行	21.23	10	4	-11.23	高	非对称加息、新增贷款规模增速下降 (7 万亿元)

资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

### 4.3.通胀变化是引发 2011 年市场风险的关键变量

我们对市场的分析基础是全球 QE2-QE3 的宽松货币环境，以及中国相对竞争优势的提升。但是我们仍然提示明年通胀的剧烈变化与政策调控是引致市场急剧变化的关键变量。

一方面，我们判断政策调控将总体上落后于通胀局面的演化。

另一方面，尽管我们判断明年央行将有 3-4 次加息，但是实际负利率的局面将全年维持。

图 35 政策调控将落后于通胀变化



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

## 5.投资线索

“以粮为纲，金属领航”。2011 年，以粮食、有色金属为代表的物价将出现上升趋势，并点燃通胀预期这个导火索，从而加速货币的流通速度。在高储蓄率以及房地产市场投资面临不确定的背景下，资金流入市场的速度将超出预期。

由于内外部形势的高度复杂，政策博弈将加剧市场预期不一致与不稳定，促使行情剧烈波动。

由此，我们提出投资线索：

### 5.1.通胀带来投资品的机会

高通胀将强化对投资品的关注，有定价能力的相关行业将享受高估值。

2011 年，农产品相关价格受劳动力成本上升将刚性上涨，有色金属受稳定增长的需求推动而上涨，铜、锡、稀土及其他小金属品种将供不应求。长期趋势上，新兴市场对农产品、有色金属、原油以及的需求不断增大。

价格上涨将带来企业业绩增速的快速上升，众多投资者想保值增值，将可能循通货膨胀概念寻找投资标的，相关行业的相对估值水平将提升。

我们看好三类标的：

一是农业相关类标的，如种植、种子、化肥农药，水产养殖等细分行业。

二是有色等大宗商品相关类标的，有色、石油以及延伸的煤炭行业。2011 年小金属表现可能继续比基本金属好，对于国家出台的小品种的保护性开采（黄金、钼、锡、钨、锑、稀土），对部分基本金属冶炼能力的控制也将为行业带来结构性机会。

三是延伸标的包括替代相关行业，如化纤化工、煤化工等。

四是受益于价值重估的商业物业等。

## 5.2. 流动性推升金融行业相对估值水平

部分行业的流动性溢价将超出预期，A股行业之间的估值结构发生快速变化。

银行业是金融行业的代表。H股银行股是海外热钱投资中国的良好标的。目前A-H股银行业的价差显著，在H股的牵引下，A股银行业的下跌空间有限。

银行业目前估值合理。2011年银行股面临非对称加息，新增贷款规模不及预期等影响，但中国宏观经济前景相对平稳，坏账风险逐步降低，银行业的业绩稳定特征显现。当前银行业的动态PE水平仅9.6倍，PB为1.84倍。

但支持金融行业估值水平上行的真正原因是流动性溢价。在市场情绪乐观的背景下，我们认为15倍PE将会是可接受水平。

## 5.3. 高成长的传统消费服务业仍有超额收益

负利率下消费服务行业因确定的高成长仍享受高估值。

收入结构调整将带来新一轮消费升级和服务业大发展。随着消费需求的快速上升，消费与服务行业的成长性确定。未来五年，食品饮料、纺织服装、家用电器、汽车零部件和通信行业业绩将继续呈现较高速增长。未来，随收入与利润持续快速上升，消费及服务相关行业市值比例将大幅度上升。

大消费与服务行业将在出现业绩与估值水平双升局面，具有防御与进攻双重属性。我们认为其在2011年仍将带来超额收益。

依次重点看好食品饮料、生物医药、零售百货、软件、内陆物流、通信运营与服务、家用电器、汽车服务和零部件、纺织服装、航空。

个股选择仍是最重要策略，不同企业产品、市场、经营管理能力等都各不相同，业绩表现将呈现巨大差异。优秀企业市场不断拓展，品牌议价能力上升，收入跨越规模瓶颈，利润甚至会出现爆发式增长。

随着固定资产投资增速下滑，部分制造业行业的中期业绩成长将遭受市场怀疑。通胀形势也将不利于缺乏定价能力的中游企业。

## 5.4. 细分行业寻找机会：新能源与TMT

明年油价继续上涨的背景下，我们继续看好国家重点扶持发展的新能源和替代能源行业。

1、新能源发电中，看好光伏的持续增长能力。风电长期潜力已不大，核电增长缺乏持续性，且有污染和原材料问题。

2、新能源汽车随时可能爆发，市场潜力巨大。但目前行业运行模式有待确定，基础设施建设尚不足。另外需要国家补贴政策的决定性助力。

3、节能减排环节，看好LED节能照明和low-e玻璃建筑节能环节。

4、光伏行业预计销售收入增速 40%-50%，净利润增长 50%以上。主营业务为光伏的行业上市公司：销售收入增速 50%-60%，净利润增长 60%以上。

TMT 行业不但会成为产业结构调整的核心动力，而且行业本身也会在政策等多重因素的推动下成为国民经济的支柱性产业。

过去十年 TMT 行业 PE 估值平均高于市场 35%，当前该行业整体估值已经相对于市场溢价 150%（当前市场 PE 为 16 倍、TMT 整体约为 40 倍），行业的整体相对估值压力较大。

寻找 TMT 细分市场的领导者或超越者是主要策略。软件和服务业会是机会的主要集聚地，行业收入整体增长 28%左右，优秀公司营收和净利润将会更高；通讯行业因电信运营商投资增速下降而难有大作为，除非大规模启动 4G；电子制造已持续两年的高景气，相当多领域的产品出现过剩状况；传媒行业公司数量相对较少且整体估值更高而机会最小。

表 3 2011 年上半年行业配置表

行业	基准比例	低配	标配	超配
农林牧渔	1.50%			2.80%
采掘	3.43%			4.90%
化工	8.79%	5.50%		
黑色金属	2.48%		2.30%	
有色金属	3.59%			6.40%
建筑建材	3.62%	2.60%		
机械设备	5.70%		5.10%	
电子元器件	1.99%	1.50%		
交运设备	4.40%	2.70%		
信息设备	1.88%		1.70%	
家用电器	1.40%		1.70%	
食品饮料	3.91%			8.00%
纺织服装	1.21%	0.80%		
轻工制造	1.04%	0.40%		
医药生物	4.99%			10.50%
公用事业	3.44%	1.00%		
交通运输	5.05%	2.50%		
房地产	5.39%		5.20%	
金融服务	28.49%		24.50%	
商业贸易	3.35%			5.10%
餐饮旅游	0.52%	0.30%		
信息服务	2.95%			4.00%
综合	0.89%	0.50%		

资料来源：华宝证券研究所

**投资评级的说明****- 行业评级标准**

强于大市 A--: 相对沪深300指数涨幅10%以上;

中性 B--: 相对沪深300指数涨幅介于-10% ~ 10%;

弱于大市 C--: 相对沪深300指数跌幅10%以上;

未评级 N--: 暂未行业评级;

**- 公司评级标准**

买入: 报告发布日后的3个月内, 相对于行业指数的涨幅在15%以上;

持有: 报告发布日后的3个月内, 相对于行业指数的涨幅在5%-15%;

中性: 报告发布日后的3个月内, 相对于行业指数的涨幅在-5%-5%;

卖出: 报告发布日后的3个月内, 相对于行业指数的跌幅在-5%以上;

未评级: 研究员基于某种原因, 不能对该公司做出股票评级; 或研究员的研究尚未覆盖该公司的情况。

**机构业务部咨询经理****上海**

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

**北京**

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

**深圳**

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

**免责声明:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权, 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“华宝证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。