

## 策略研究员

署名人: 黄君杰

S0960206110118

010-63222932

[huangjunjie@ciis.cn](mailto:huangjunjie@ciis.cn)

参与人: 许应涛

S0960209070293

010-63222935

[xuyingtao@ciis.cn](mailto:xuyingtao@ciis.cn)

朱晔

S0960209060270

0755-82026746

张媛媛

S0960110080219

010-63222583

樊学栋

S0960110080063

张捷

S0960110090084

## 相关报告

内紧外忧重创市场寻梦冲动

2010-11-15

10 月 CPI 将继续创新高, 紧缩忧虑或  
将抬头

2010-11-8

市场渐入震荡分化期

2010-10-25

今秋之实始于权重

2010-9-18

今秋存实, 但有波折

2010-9-30

市场上行趋势未改, 未来仍存三大期待

2010-8-13

修复后是否能重估, 传统还是新兴?

2010-8-9

回调正当买入时

2010-7-26

又是那只手, 将托起艳丽的红七月

2010-7-11

## 2011 年策略年报

### “胀”中有落, “滞”中蕴升

#### 投资要点:

- 2010 年全年 A 股市场振幅达到 30%, 整体走势在全球资本市场中处于弱势。市场趋势总体体现了经济预期及政策预期的变化, 四季度的加息给市场埋下了紧缩的种子, 市场又起谨慎情绪。
- 当前中国具备了经济企稳、内需回升的触发因素, 又存在货币存量较大、增量难控的局面, 我们认为明年上半年高通胀将持续, 边际紧缩将持续, 全年将呈现前紧后稳的变化。
- 由于紧缩的挤出效应, 预计明年二季度后经济调整的主要表现形式是投资回落; 明年二季度后经济将可能出现“滞胀”态势。从财政预算偏紧的变化看, 明年平衡政策最大的亮点可能在于保障房投资, 但执行效果仍待观察。
- 从市场驱动力分解看, 明年 A 股并没有充足的向上的力量。一方面, 市场资金成本承压、估值驱动条件弱化明显; 另一方面盈利增速回落, 盈利驱动力弱化变得温和。
- 2011 年市场运行的主线, 我们认为首先看货币政策紧缩趋势的变化, 其次看财政政策亮点。
- 预计市场将呈现三阶段运行: **第一阶段**, 当前至明年一季度, 紧缩对抗经济相对稳态, 市场谨慎弱势震荡; **第二阶段**, 一季度末至二季度末伴随着紧缩预期的强化、经济转向环比下滑预期增强, 市场可能进一步震荡走低。 **第三阶段**, 二季度末伴随通胀高点的出现, 紧缩预期可能缓解, 市场注意力可能重回温和上升盈利驱动上来, 可能形成市场反弹; 若保障房建设落实得较好, 市场估值可能继续出现渐进式的修复。
- 市场资金因素总体中性偏负面, 我们预计市场全年大概率的震荡区间为 2500 点至 3000 点。

#### 配置建议:

- 根据 2011 年市场趋势的判断, 首先我们建议在仓位上规避第一、第二阶段的市場风险; 第一、第二阶段主要以相对收益的角度配置, 而第三阶段考虑绝对收益与相对收益兼顾。
- 配置类型分为四类: 1 全球技术趋势配置 2 中国结构转型配置 3 政策阶段受益配置 4 行业估值优选配置
- 我们建议进行择时选配: 第一阶段建议选择第 1、2 类配置; 第二阶段以防御性配置为主, 选择第 2、4 类配置; 第三阶段, 相对全面的配置, 选择第 1、2、3 类进行配置。

**风险提示:** 出口超预期下滑、投资超预期下滑、信贷超预期收紧。

## 目录

第一部分 2010 年通胀走高，埋下紧缩种子 .....	5
一、2010 年市场概览 .....	5
二、年末通胀持续超预期高企，埋下紧缩的种子 .....	8
第二部分 经济渐入滞胀，政策主导市场趋势 .....	8
一、一季度末、二季度经济企稳预期或转向 .....	8
二、国内高通胀已难避免，边际紧缩稳住通胀已是最佳 .....	9
三、明年经济调整的主要表现形式是投资回落 .....	15
四、明年对冲政策亮点在保障房投资，效果有待观察 .....	16
第三部分 “胀”中有落，“滞”中蕴升 .....	18
一、市场驱动力分析：估值驱动弱化明显，盈利驱动弱化变得温和 .....	19
二、市场资金面中性偏负面 .....	21
三、市场走势及点位判断 .....	24
第四部分 配置把握全球趋势与中国趋势 .....	26
一、全球技术趋势配置 .....	27
二、中国结构转型配置 .....	30
三、政策阶段受益配置——保障房受益品种 .....	39
四、行业估值优选配置 .....	41
五、超配行业与十大金股 .....	41
附录 1 行业研究员观点汇总 .....	43

## 图表目录

图 1: A 股市场表现显著弱于发达国家和新兴市场 .....	5
图 2: 指数与经济、政策环境相互印证 .....	6
图 3: A 股 2010 年大部分权重周期行业弱势, 大部分中小盘股票活跃 .....	7
图 4: A 股 2010 年主题投资居多, 市场交投较为活跃 .....	7
图 5: 四季度物价压力显著上升 .....	8
图 6: 关于通胀的总的逻辑和判断 .....	9
图 7: 05 年以来数据表明上证指数与 M1, M2 相关性强于工业增加值 .....	10
图 8: 历史上几次典型的 CPI 高企与储蓄搬家 .....	11
图 9: 滞胀利好上游原材料和有定价权的部分下游行业, 利空多数中游行业 .....	11
图 10: 历史上 CPI 上行, 工业增加值下行几个时期股市的表现 .....	12
图 11: M2 总量与 GDP 总量比值持续攀高, 相比而言处于高位 .....	13
图 12: 各种通胀环境下的 $\Delta M2 / \Delta GDP$ 变化 .....	13
图 13: 紧缩挤出投资 .....	15
图 14: 相比较而言民间投资对紧缩更为敏感 .....	15
图 15: 明年二季度开始, 国内经济回升速度放缓 .....	16
图 16: 贴息方式建设 1000 万套保障房的可行性的初步分析 .....	17
图 17: 市场驱动力分解: 流动性是估值驱动的主要力量, 经济基本面是盈利驱动的主要力量 .....	19
图 18: 近期 A 股的资金成本又开始加速回升 .....	19
图 19: 盈利预期有可能持续向下微调至明年二季度 .....	20
图 20: 沪深 300 动态估值处于底部区域, 深圳中小板动态市盈率偏高 .....	21
图 21: 人民币升值预期推动热钱流入 .....	22
图 22: 人民币升值预期与热钱的自相关系数 .....	22
图 23: 通胀导致储蓄流出银行体系 .....	23
图 24: 新股发行与基金发行缺口长期存在, 财富效应弱化成为负面因素 .....	23
图 25: 2011 年各季度解禁市值占比 .....	24
图 26: 2011 年市场解禁结构 .....	24
图 27: 2011 年各季度解禁市值占比 .....	24
图 28: 2011 年市场解禁结构 .....	24
图 29: 2010 年上证指数走势的预测 .....	26
图 30: 新兴产业估值溢价自 09 年下半年快速提高 .....	29
图 31: 新兴产业估值溢价排序 .....	29
图 32: 新兴产业投资价值与风险矩阵 .....	29
图 33: 行业生命周期 .....	30
图 34: 中国工业重化程度超过美国 .....	31
图 35: 我国主要原材料消耗全球占比 .....	31
图 36: 中游毛利已经回落一个台阶, 并且回落的趋势明年并未终结 .....	31
图 37: 我国消费品零售增长 .....	31
图 38: 影响我国消费增长的长短期因素 .....	32
图 39: 2003-2007 年我国劳动者报酬占比持续下降 .....	33
图 40: 历史上美国雇员报酬占比始终在 55% 以上 .....	33

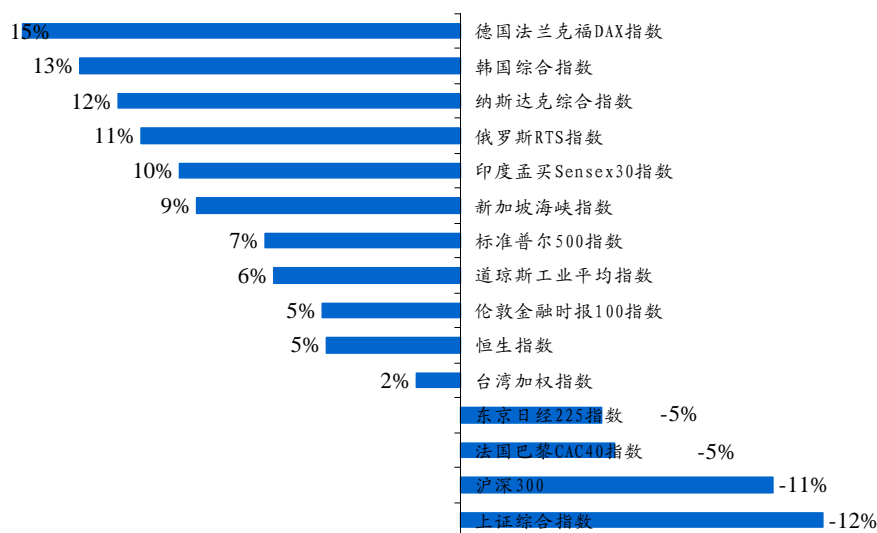
图 41: 目前我国城镇化进入纵深阶段.....	35
图 42: 盈利情况矩阵.....	36
图 43: 近年来消费子行业盈利情况评价 .....	36
图 44: 相关消费品渗透率国际比较 .....	37
图 45: 房地产的上下游产业链 .....	39
图 46: 各行业钢材需求占比 .....	40
图 47: 各行业水泥需求占比 .....	40
图 48: 各行业玻璃需求占比 .....	40
图 49: 各行业机械设备需求占比.....	40
表 1: 各行业当月领涨排名比较来看, 2010 年表现较好的行业集中在消费类行业 .....	6
表 2: 2010 年四季度及 2011 年经济预测 .....	9
表 3: 美国滞胀环境的市场表现 (核心 CPI 5%-10%, GDP 增速相比之前一年下滑) .....	12
表 4: 2011 年 M2 增速与 $\Delta M2/\Delta GDP$ 的关系 .....	14
表 5: 2010-2011 年保障性住房建设规模、投资额情况 .....	17
表 6: 保障性住房的资金来源 .....	17
表 7: 保障性住房新的融资模式.....	18
表 8: 主要指数的市盈率对比 .....	21
表 9: 各种国内外货币政策变化的情景分析 .....	25
表 10: 大致的配置时点建议 (供参考) .....	27
表 11: 战略新兴产业细分领域投资评价 .....	28
表 12: 行业生命周期阶段特征 .....	30
表 13: 现今中国的经济社会环境与收入倍增计划前的日本对比 .....	34
表 14: 城乡消费升级特点鲜明 .....	35
表 15: 享受型消费行业综合评价 .....	38
表 16: 舒适型消费行业综合评价 .....	38
表 17 行业估值比较结果 .....	41
表 18: 2011 年八大超配行业.....	41
表 19: 2011 年十大金股.....	42

## 第一部分 2010 年通胀走高，埋下紧缩种子

### 一、2010 年市场概览

经历了金融危机洗礼之后，2010 年全球政治经济并未就此平静，区域经济时好时坏，各国使尽浑身解数刺激经济，欧债、流动性泛滥、汇率博弈等问题频现，全球市场跌宕起伏。国内市场全年波动性也比较剧烈，全年振幅达到 30%，整体走势在全球资本市场中处于弱势。

图 1: A 股市场表现显著弱于发达国家和新兴市场



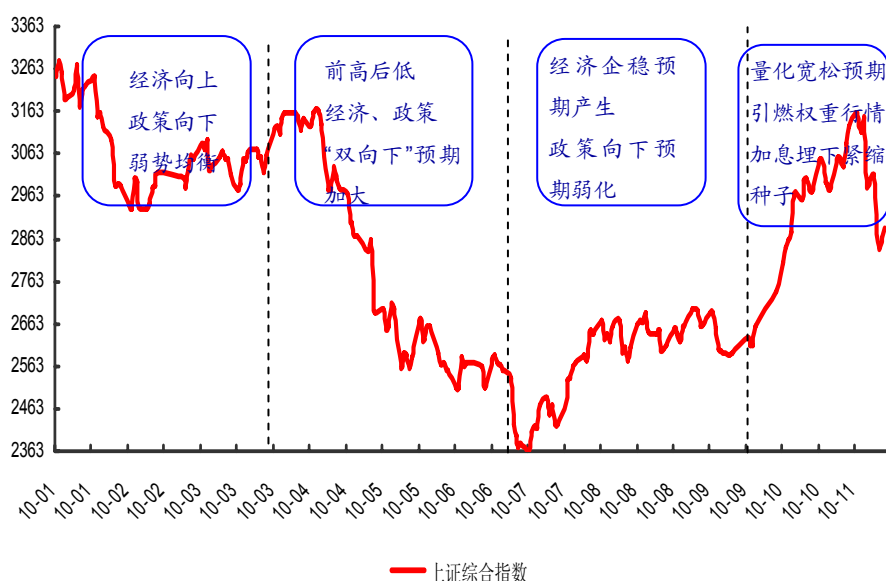
数据截至 11 月 26 日

资料来源: Wind 资讯、中投证券研究所

2010 年的中国经济是一个困境较多的年份，面临的国际环境和国内挑战较以前发生了明显变化。经济结构调整、增长方式转变、收入结构优化、各种机制改革等等一系列问题以及由这些改革所衍生的各类影响，导致政策和经济反复徘徊于“调结构”与“保增长”之间。

中国政策和经济的困境在资本市场得到了充分的反应。从沪指一年来的走势来看，四个季度呈现显著的阶段性波动特征，其中政策和经济的变化是催生这一特征的主因。经济先后经历了向上—>经济回落预期—>企稳预期三个阶段，政策经历了向下—>向下预期强化—>向下预期弱化—>紧缩预期萌芽四个阶段，与此相伴随的 A 股市场也明显的反映了这种政策与经济的阶段性变化。

图 2: 指数与经济、政策环境相互印证



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所

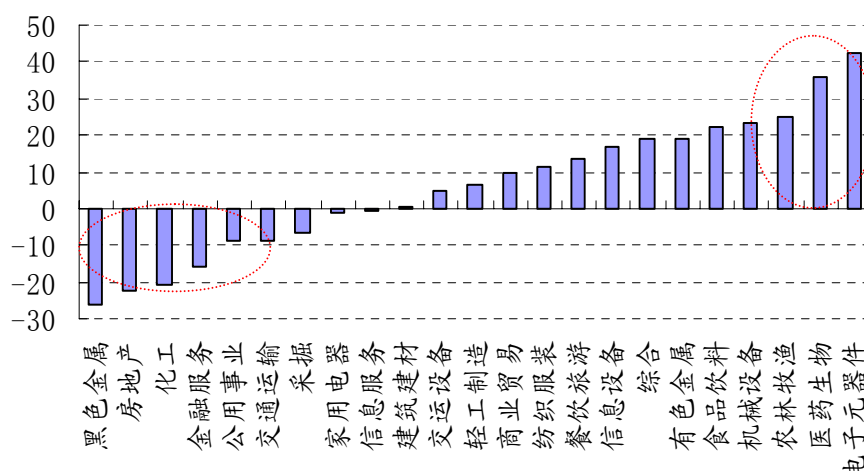
从全年各行业的涨跌情况来看, 除 6 月份全面下跌外, 其他各月份有不同程度的表现。全年有不俗表现的行业主要集中在医药生物、餐饮旅游、电子元器件、商业贸易等大消费类的板块, 特别是医药生物行业在大部分月份中属于领涨类行业。有色金属、采掘等资源类行业在流动性充裕的 9 月和 10 月两个阶段表现突出, 但随着紧缩预期加深以及外围市场的影响而逐步走弱。备受关注的房地产行业在“国十条”之后仅有 7 月的火红表现, 房地产行业以其在中国经济中的特殊地位而显著影响着其他相关行业的表现。从各行业领涨的比较来看, 2010 年市场的主要支撑行业分布在大消费类领域, 且权重震荡、中小盘活跃特征明显。

表 1: 各行业当月领涨排名比较来看, 2010 年表现较好的行业集中在消费类行业

	第一	第二	第三	第四	第五
1 月	餐饮旅游	信息服务	医药生物	(农林牧渔)	(电子元器件)
2 月	餐饮旅游	交运设备	家用电器	纺织服装	轻工制造
3 月	电子元器件	纺织服装	金融服务	房地产	机械设备
4 月	医药生物	(有色金属)	(电子元器件)	(采掘)	(农林牧渔)
5 月	医药生物	(食品饮料)	(农林牧渔)	(电子元器件)	(家用电器)
6 月	(食品饮料)	(信息服务)	(金融服务)	(商业贸易)	(房地产)
7 月	房地产	交运设备	综合	建筑建材	采掘
8 月	农林牧渔	医药生物	餐饮旅游	商业贸易	电子元器件
9 月	有色金属	食品饮料	农林牧渔	医药生物	交运设备
10 月	采掘	有色金属	机械设备	交运设备	交通运输
11 月	(采掘)	(有色金属)	(机械设备)	(交运设备)	(交通运输)

资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所

图 3: A 股 2010 年大部分权重周期行业弱势, 大部分中小盘股票活跃

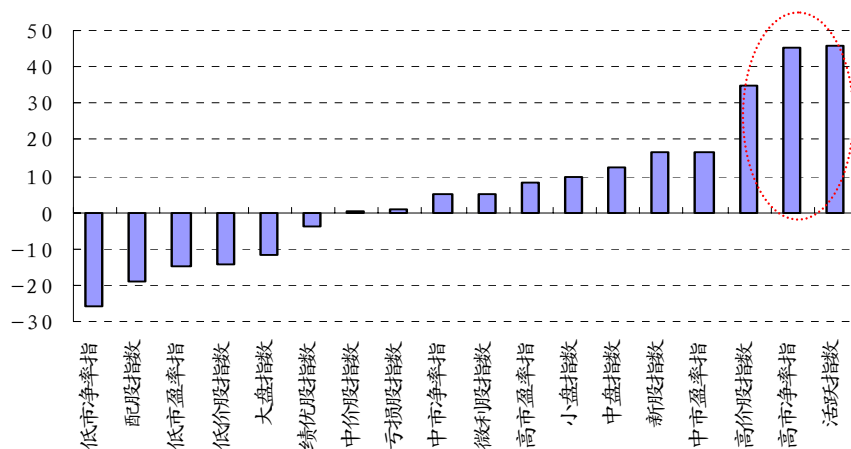


资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所

从全年的指数风格来看, 2010 年中小盘指数的表现显著好于大盘指数, 资金配置的重点和亮点都集中在中小板块, 特别是创业板在市场低迷的环境中表现突出。

从主题投资角度来看, 2010 年主题投资时常带来阶段性亮点, 海南概念、新疆概念、西部大开发、东北振兴、内蒙古等区域性主题投资时有表现。新能源、新材料、节能减排、稀土永磁、央企重组、十二五规划、触摸屏等一系列主题投资为市场注入了新活力。

图 4: A 股 2010 年主题投资居多, 市场交投较为活跃

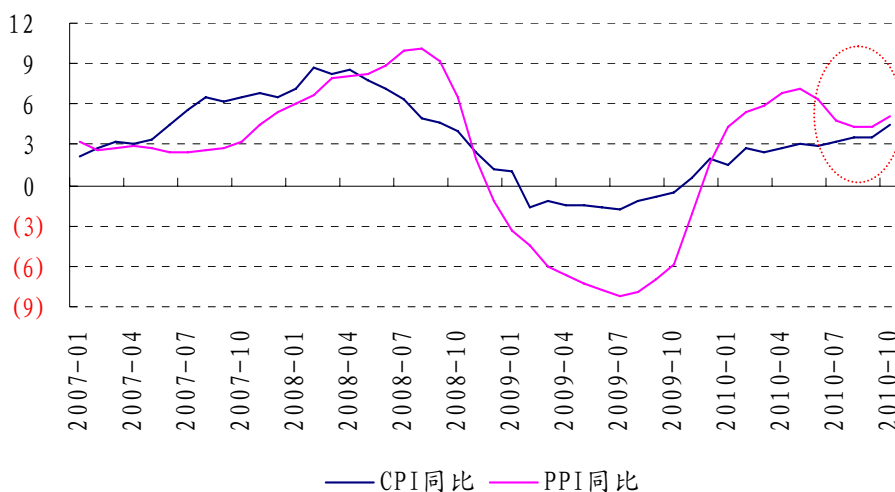


资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所

## 二、年末通胀持续超预期高企，埋下紧缩的种子

从近期的宏观经济数据来看，各类数据都有企稳回升迹象，前期许多经济结构调整的措施已经在经济数据中显示出效果，经济二次探底的担忧减弱，企稳回升预期在强化。然而，近期 CPI 数据连续超预期，市场对于物价继续创新高的预期十分强烈，10 月的加息埋下了明年上半年持续紧缩的种子。

图 5： 四季度物价压力显著上升



资料来源：wind，中投证券研究所

## 第二部分 经济渐入滞胀，政策主导市场趋势

2011 年，从经济整体看，经济企稳的预期或在二季度开始转向滞胀担忧；从经济结构看，存在消费亮点，投资、出口存回落隐忧。预计政策趋势将主导市场趋势，紧缩预期的变化、保障房建设的落实情况将明显影响市场走势。

### 一、一季度末、二季度经济企稳预期或转向

根据我们宏观研究预测，2011 年经济增速预计为 9.4%，将比 2010 年有所回落。从三架马车看，消费表现较为稳中趋升，增速将升至 20%；而投资、出口增速有不同程度的回落，分别回落至 20%，20%。明年二季度开始，市场对经济企稳的预期将开始转向，中国经济将陷入“滞胀”态势：GDP 季调环比增速从一季度的 2.6%放缓至二、三与四季度的 2.4%，2.2%与 1.9%，全年 GDP 同比增速回落至 9.4%。而 CPI 在前三季度高达 5.2%、5.6%与 4.5%，四季度略降至 3.6%。

表 2: 2010 年四季度及 2011 年经济预测

	2010 年				明年					
%	Q1	Q2	Q3F	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	2010F	2011F
实际 GDP	11.9	10.3	9.3	8.5	9.2	9	9.5	9.7	10	9.4
工业增加值	19.6	16	13.6	13	14	14.5	15	15	15	14
社会消费品零售	18	18.5	18.3	18	20	21	19	18.5	18.2	20
城镇固定资产投资*	26.4	25.5	24	25	27	24	23	20	25	20
出口	30.3	41	32	20	20	18	23	25	30	20
进口	65.4	44	25	17	15	18	25	27	37	21
CPI	2.2	2.9	3.4	4.6	5.2	5.6	4.5	3.6	3.3	4.6
PPI	5.2	6.8	4.5	5	4	3.5	3	3	3	3.4
M2*	22.5	18.5	18.8	19	20	18	17	16	19	16
人民币贷款增速*	21.8	18.2	18.4	19.4	19	17.1	16.3	14.9	14.6	14.6
1 年期存款利率*	2.25	2.25	2.25	2.75	3	3	3	3	2.75	3
1 年期贷款利率*	5.31	5.31	5.31	5.81	6.06	6.06	6.06	6.06	5.56	6.06
存款准备金率*	16.5	17	17	19	20	20	19.5	19	19	19
人民币对美元汇率*	6.83	6.79	6.70	6.66	6.61	6.60	6.55	6.52	6.66	6.52

注: \*表示期末值, 存款准备金率为大型金融机构

资料来源: CEIC 中投证券研究所

## 二、国内高通胀已难避免, 边际紧缩稳住通胀已是最佳

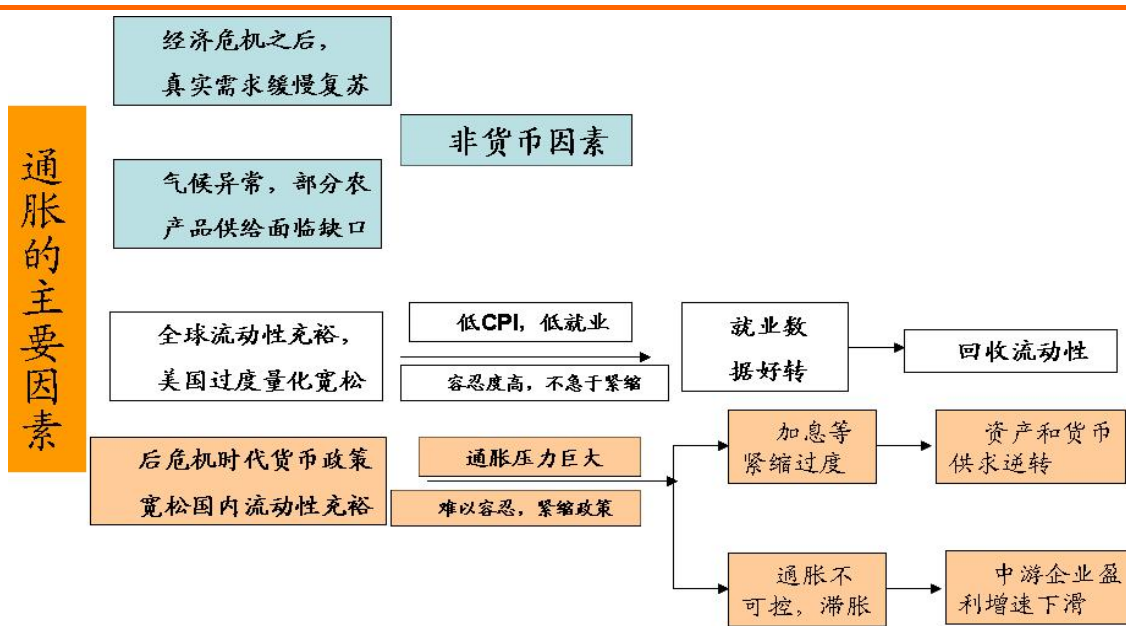
弗里德曼认为: “通货膨胀无论何时何地都只是一种货币现象, 即在一定意义上, 通货膨胀是而且也只能是货币数量的急剧增加引发的, 不是由于产量的增长所致。” , “许多现象都能引起通货膨胀的暂时性波动”, 但是, “只有在影响到货币增长的情况下, 这些现象才能对通货膨胀产生持续性的影响”。

货币超发成为通胀的一个基本因素, 若再具备其他供需层面的催化因素, 通胀不但具备持续性特性, 恶化都存在可能。在中期当前中国具备了经济企稳、内需回升的触发因素, 又存在货币存量较大、增量难控的局面, 我们认为高通胀将持续, 边际紧缩将持续, 紧缩周期已经伴随第一次加息到来, 未来半年难言紧缩靴子落地。

### 2.1 通胀无牛市?

2010 年的通胀的主要因素四个, 其中两个非货币因素, 两个是货币因素。两个非货币因素, 一是经济危机后真实需求确实出现缓慢的复苏, 特别是中国国内货币流通速度上升; 二是气候异常, 部分农产品供给面临缺口; 另外两个是货币因素, 一是美国过度量化宽松预期, 二是人民币升值预期、货币超发导致国内流动性充裕。

图 6: 关于通胀的总的逻辑和判断

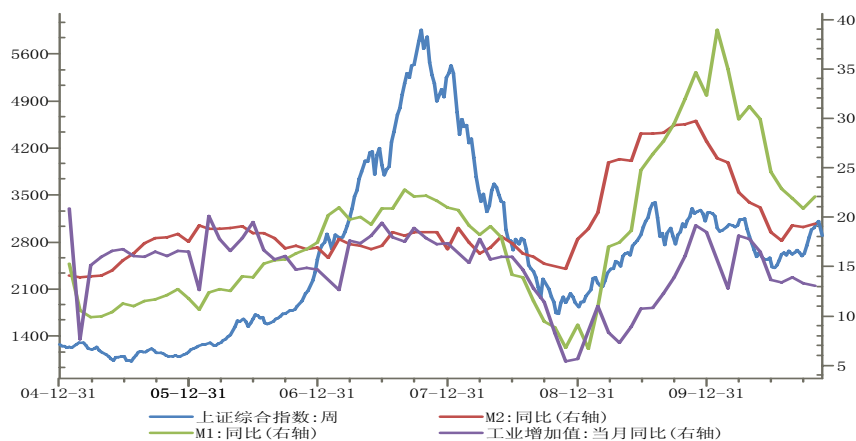


资料来源：中投证券研究所

自从国内 CPI 突破 4% 以来，央行采取了有力措施管理通胀预期：多次提高存款准备金率至历史高位，且 10 月份加息一次。我们认为，我国央行的紧缩政策，只是控制上述四个因素中的第四个：国内流动性充裕。而对于两个非货币因素及美国过度量化宽松的影响有限，因此管理通胀预期的难度较大。在此背景下，央行管理通胀有两种可能的结果：

一是央行紧缩政策充分（多次采取加息、调整准备金等紧缩措施），以抵消上图中其他三个因素。而过度紧缩的政策将确认流动性拐点，导致国内资产和货币供求关系发生逆转。

图 7：05 年以来数据表明上证指数与 M1，M2 相关性强于工业增加值



资料来源：wind，中投证券研究所

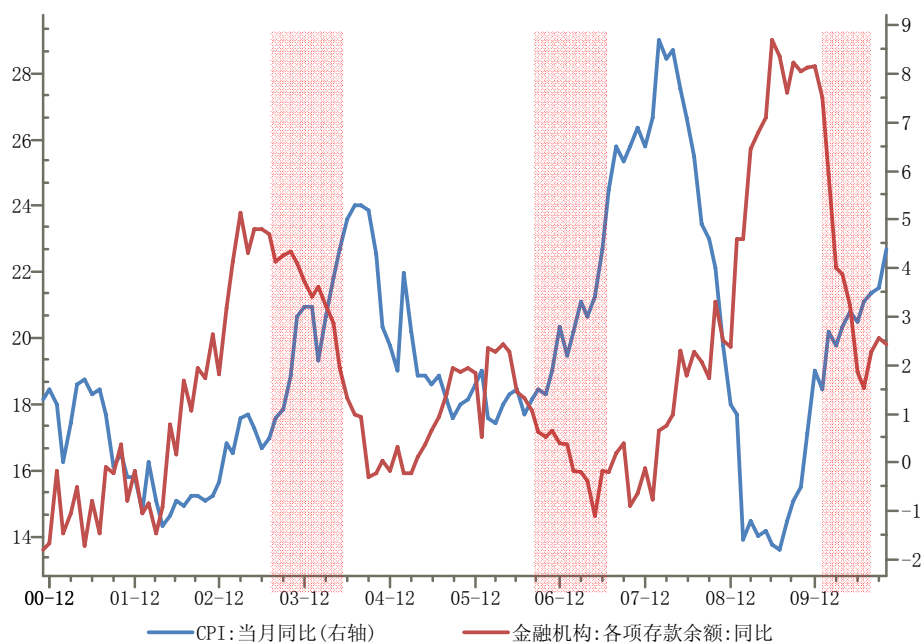
从 A 股的历史经验来看，上证指数市盈率与流动性指标 M1、M2 趋势高度相关。当经济处于企稳状态下，流动性向下相对于股市的利空作用，远大于经济企稳的支撑。若进一步的，美国进入有就业复苏的状态，可能回收流动性。国内外的紧缩共振，将导致进一步导致资产价格的下跌风险。

二是虽然央行紧缩不足，形成恶性通胀的局面。

从央行近期的表态来看，重点在于调控的有效性；市场有可能面临着充分的紧缩政策调控通胀预期，恶性通胀的可能性在下降。

从历史经验来看，通胀对于资产价格的影响较为复杂。当通胀处于初级阶段或者温和通胀阶段，在对企业盈利影响不大或者是有利的背景下，资产保值引致投资需求，资金可能通过储蓄搬家等形式推动资产价格上涨。

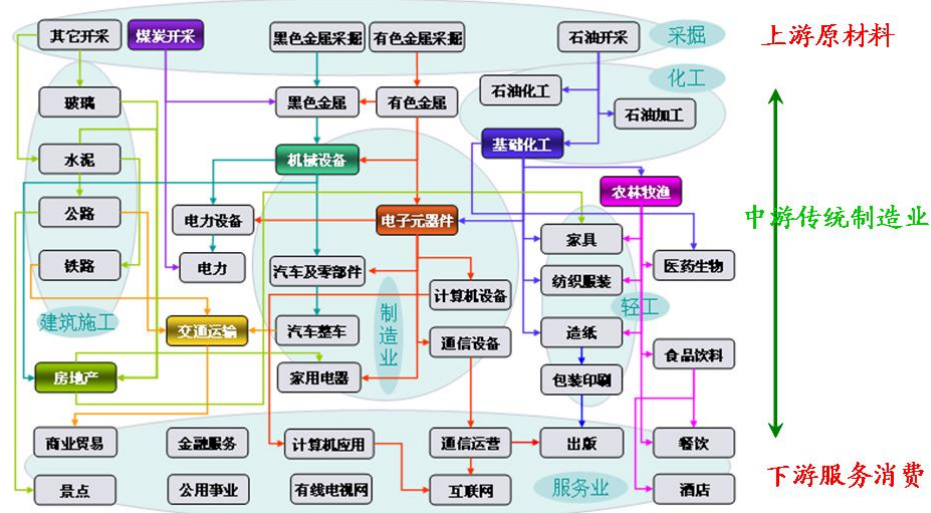
图 8：历史上几次典型的 CPI 高企与储蓄搬家



资料来源：wind，中投证券研究所

但通胀处于恶性阶段或者滞胀阶段，一方面资产价格已经过度反应呈现泡沫化的迹象；另一方面，恶性通胀只对于少数上游原材料行业和具备定价权的下游消费服务终端行业有利，而对于多数中游行业的盈利挤占明显。

图 9：滞胀利好上游原材料和有定价权的部分下游行业，利空多数中游行业



资料来源：中投证券研究所

我们对美国 1950 年以来核心 CPI 位于 5%-10% 之间，GDP 增速相比之前一年下滑的年份作了统计，市场表现负面居多；表现较好的一年市场走平，与之前一年滞胀预期消化充分有较大关系。

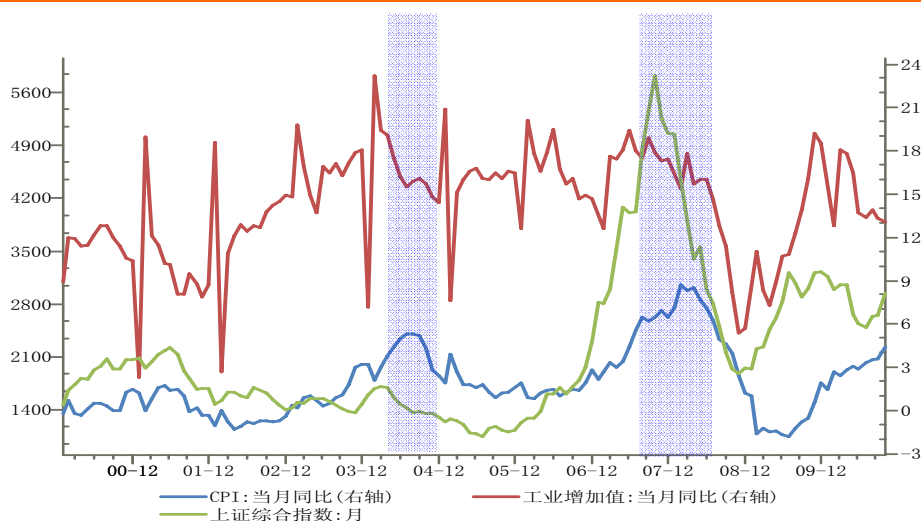
表 3：美国滞胀环境的市场表现（核心 CPI 5%-10%，GDP 增速相比之前一年下滑）

年份	GDP 增速（之前一年 GDP 增速）	核心 CPI（之前一年核心 CPI）	当年标普 500 的表现
1969	3.1 (4.8)	6.2 (5.1)	-11.4%
1970	0.2 (3.1)	6.6 (6.2)	0.1%
1977	4.6 (5.4)	6.5 (6.1)	-11.5%
1990	1.9 (3.6)	5.2 (4.4)	-6.6%

资料来源：wind 资讯 EDB，中投证券研究所整理

中国股市的历史也是如此。典型的 2004 年下半年的滞胀、2007 年底的滞胀都导致了股市逆转，出现了明显的下挫。

图 10：历史上 CPI 上行，工业增加值下行几个时期股市的表现

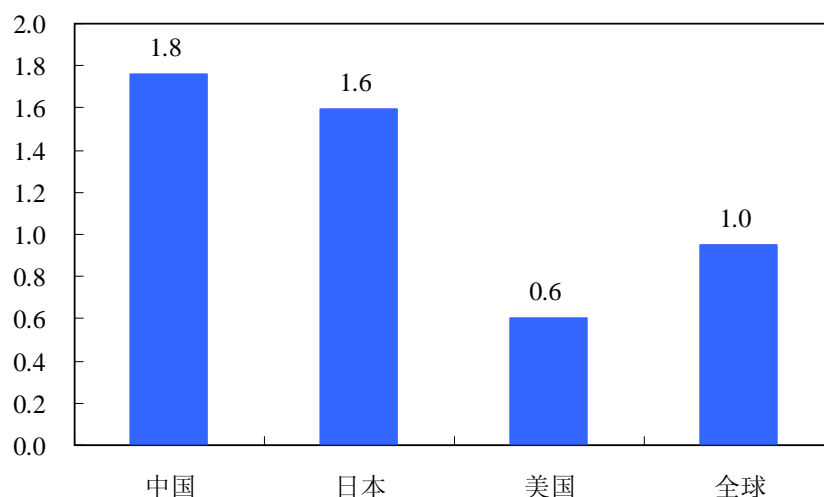


资料来源：wind，中投证券研究所

## 2.2 货币边际紧缩趋势形成

从货币因素来看，在经济稳态时期，不仅存量货币会对通胀预期产生影响，而且增量货币更将对通胀预期产生重要影响。从存量货币看，M2 总量与 GDP 总量比值，已经创出历史新高，比经济不振、存在流动性陷阱的日本都要高！在全球看是极为少见。宽松的货币政策在危机阶段是有力的反周期手段，但经济企稳后，成为控通胀的一个重要因素。

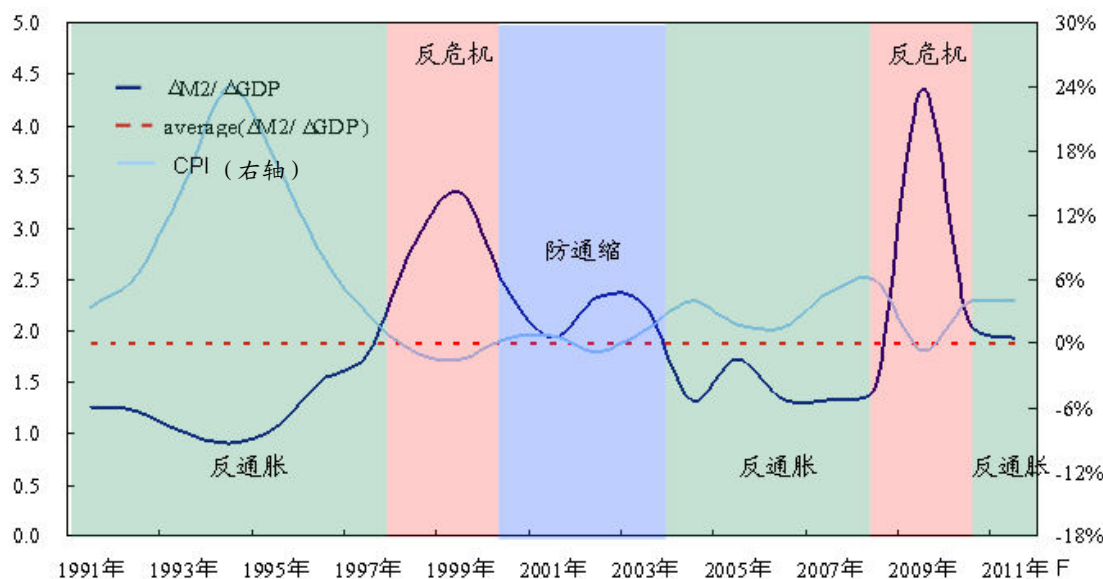
图 11: M2 总量与 GDP 总量比值持续攀高，相比而言处于高位



资料来源: Bloomberg, wind 资讯, 中投证券研究所整理

从最近 20 年增量比值  $\Delta M2 / \Delta GDP$  变化上来看，典型的主要有三个时期，第一是反通胀时期，第二是反危机时期，第三是防通缩时期。在反通胀时期，在 1991 年至 1996 年及 2004 年至 2008 年， $\Delta M2 / \Delta GDP$  回落至较低的位置，通常位于历史平均值下方，货币环境处于实质性的紧缩。在反危机时期，包括 1999 年、2009 年，增加大量的信贷投放，以缓和下滑的速度， $\Delta M2 / \Delta GDP$  位于历史高位。在防通缩的环境中，比如 2000 年至 2004 年， $\Delta M2 / \Delta GDP$  略高于历史中轴。

图 12: 各种通胀环境下的  $\Delta M2 / \Delta GDP$  变化



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

从 1998 年的反危机政策来看，由于经济相对较差、需求持续萎缩，形成通缩环境，危机后的政策主要以略宽松的货币政策为主。而 2008 年金融危机后，国内经济需求恢复仍然较快，GDP 增速回升至 10% 甚至以上，防通缩的周期较短，很快转入防通胀时期。按照历次调控通胀的情况，要达到较好的效果，预计  $\Delta M2 / \Delta GDP$  将回落至历史中轴以下，否则通胀货币基础仅是弱化，通胀恶化趋缓，通胀依然会处于高位。

所以，若央行仅仅将货币政策常规化，使得  $\Delta M2 / \Delta GDP$  回落至历史中轴附近，M2 增速在 16% 左右，并不能较好的控制通胀。若深度的调控紧缩，将有可能使得的投资环境出现信贷较紧的情况，甚至对一些信贷资金未到位的储备项目造成影响，在目前的经济条件下央行深度调控将受到各方较大压力。我们认为明年货币供应调控目标仅能达到稳定通胀预期的目的，通胀高位运行已难避免。我们宏观研究认为，明年二季度前面临加息两次，准备金上调 2-3 次，紧缩的靴子难言落地。

表 4: 2011 年 M2 增速与  $M2 / GDP$  的关系

M2 增速	$M2 / GDP$
16%	1.92 (历史中轴水平)
14%	1.68
12%	1.44
11%	1.32 (2004 年水平)
10%	1.2
8%	0.96

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所测算

保增长压力增大

### 2.3 过度紧缩伤经济，调控不足伤民生

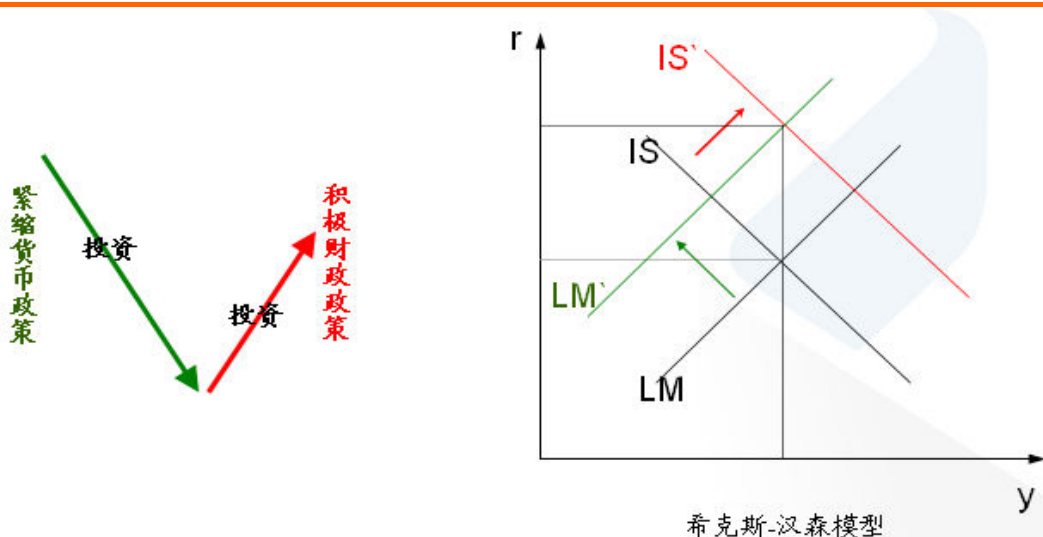
从通胀的趋势看，我们认为伴随着 2010 年 10 月的第一次加息，就意味着

已经进入了紧缩控制通胀的轨道。明年政府将面临着两难的境地，过度紧缩又怕伤了经济，调控不足又怕通胀难控，增加底层劳动人民的生活成本，担心社会稳定的问题。从历次通货膨胀的调控上看，政府都倾向于重拳调控，相比于经济增速而言，通胀调控明显的摆在前面，将社会稳定摆在第一位。我们认为，在后危机时代政府政策决策将防通胀放在首位，保增长放在次位；政府有较大可能倾向于损失部分经济增速来达到通胀调控的效果，以稳定通胀预期。

### 三、明年经济调整的主要表现形式是投资回落

从希克斯-汉森模型看，当货币政策明显紧缩的时候，对投资是存在挤出效应的，这一阶段经济调整的主要表现形式是投资回落。

图 13: 紧缩挤出投资

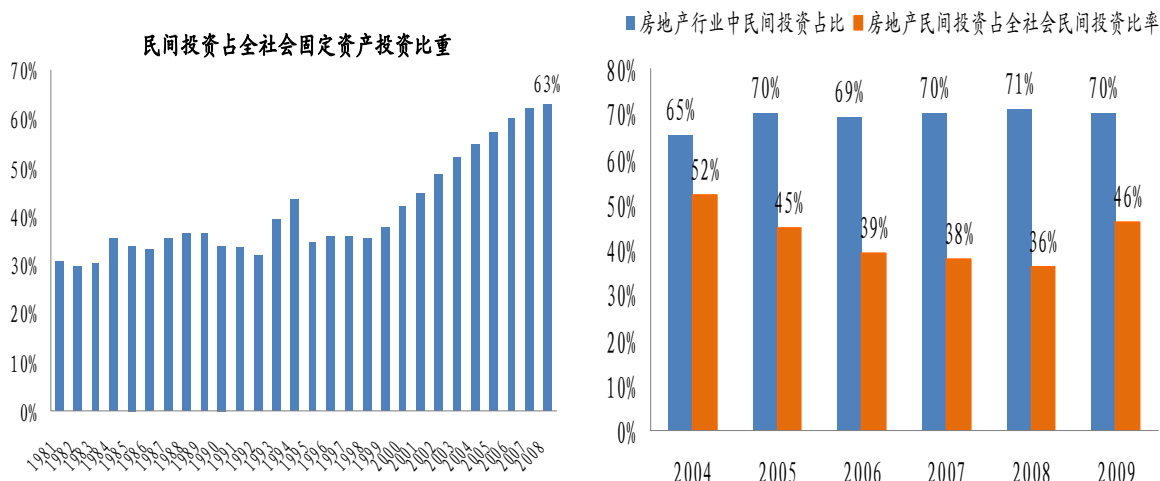


资料来源：中投证券研究所整理

我们宏观研究 2011 年商品房投资增速将出现回落，从 2010 年的 36% 回落至 10%。若伴随信贷收紧，如果出现房价出现明显下降的情况地产投资增速可能更低；由于商品房新开工面积领先竣工面积 18 个月，去年底开始的新开工高位运行将导致明年中期后住宅供应量将大幅上升，房价下跌可能加快，下半年房地产投资可能降至 -5%。

民间利率往往对紧缩更为敏感，所以紧缩对民间投资影响更大。从目前民间投资占全社会固定资产投资比重来看，达到了 60% 以上；其中房地产投资民间占民间投资比重达到了 40% 左右，这部分预计受影响较大，需要平衡政策来对冲。

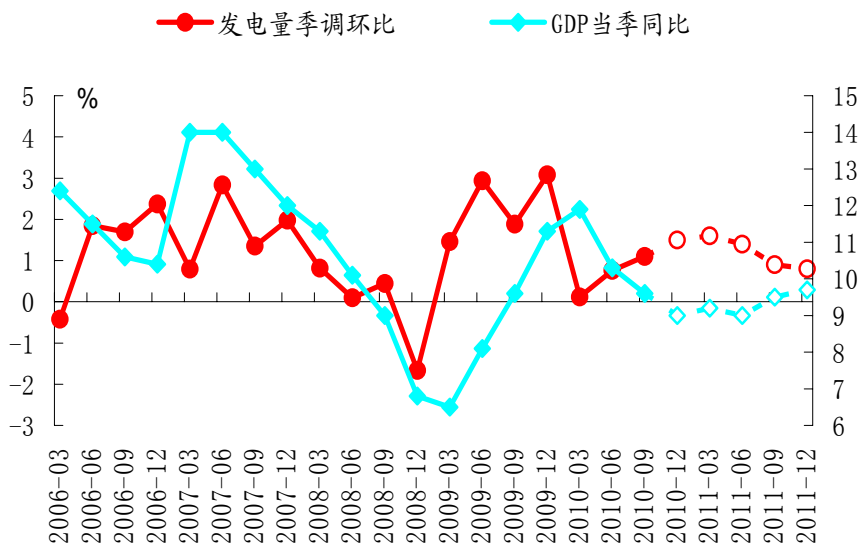
图 14: 相比较而言民间投资对紧缩更为敏感



资料来源: Wind 资讯, 中投证券研究所

伴随着紧缩效果显现, 投资的回落, 明年二季度开始经济环比增速将出现温和的倒 V 型回落。

图 15: 明年二季度开始, 国内经济回升速度放缓



资料来源: 中投证券研究所

#### 四、明年对冲政策亮点在保障房投资, 效果有待观察

由于明年通胀高位运行, 货币政策紧缩的同时, 财政政策也将同步略紧; 我们预计 2011 年的财政赤字在 9500 亿元, 比 2010 年下降 10%。从财政预算看, 明年最大的亮点可能在于相对确定的保障房投资。保障性住房既兼顾了民生, 符合转型的轨迹, 又在短时期弥补了房地产开发投资大幅下降。

2011 年在新五年规划起步元年和房价调控继续保持高压态势的情况下, 我们预计政府推进建设保障性住房的力度将发生了实质性的转变。我们预测, “十

“十二五”期间平均每年商品房建设大概在 600 万套左右，保障性安居工程 500 万套左右。预计 2011 年保障性住房的建设规模可能会高于 1000 万套，计划投资额约 1.4 万亿元。

**表 5: 2010-2011 年保障性住房建设规模、投资额情况**

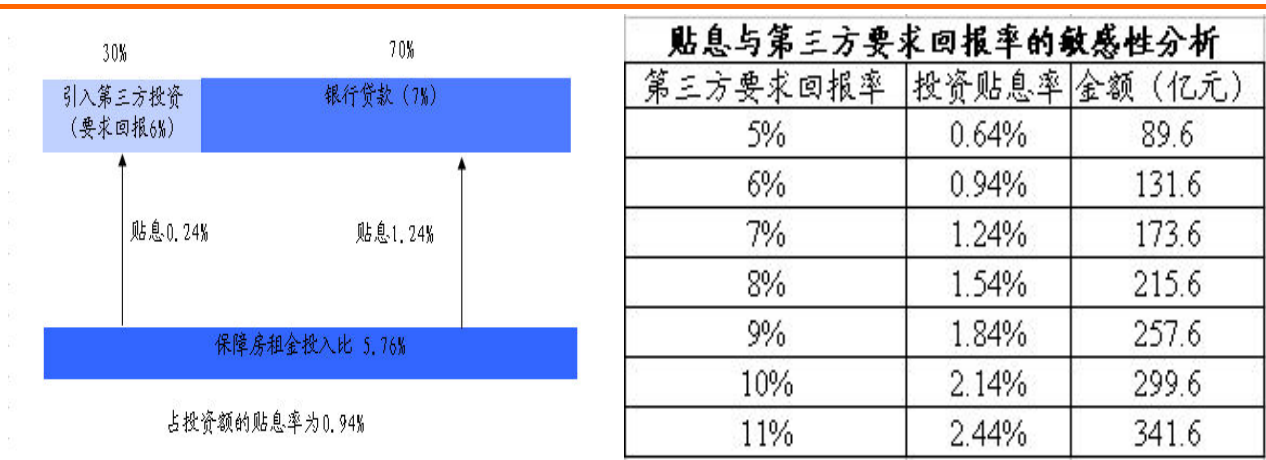
年 份	保障房建设规模 (万套)	保障房开发面积 (万平方米)	保障房开发投资(亿元)
2010 年	580	29000	7250
2011 年 F	1000	50000	14000

资料来源：国家统计局，中投证券研究所

目前发展保障性住房的一大难题是稳定和长期的资金来源。从 2011 年的情况来看，充裕的土地款收入是可以保证政府在保障房方面的投资的。政府将通过财政贴息方式，通过土地出让、社保基金、银行信贷、企业年金、保险资金等渠道筹集建设资金。根据国土资源部统计，2009 年全国各地方政府土地出让总价为 1.59 万亿，同比增长超过 60%。充裕的土地款收入将有力保证政府在多种形式的保障房投资。

如果保障房建设若采用贴息的情况，可以吸引第三方资本（包括民间资本、保险资金等）进入保障房市场，现有的土地出让金中只要拿出很少一部分就可以实现明年 1000 万套保障房的建设。

**图 16: 贴息方式建设 1000 万套保障房的可行性的初步分析**



资料来源：中投证券研究所

**表 6: 保障性住房的资金来源**

资金主体	资金来源
中央财政支出	中央财政对保障性住房的转拨付。2009 年廉租住房建设中央补助标准为：西部地区 400 元/平方米，中部地区 300 元/平方米，辽宁、山东、福建省的财政困难地区 200 元/平方米。
省级政府财政支出	省级财政对（包括购置、改造）廉租住房和发放租赁补贴的资金投入。省级政府统筹使用中央下拨的预算内投资补助和廉租住房保障专项补助资金。
市县财政预算	市、县财政保障性住房预算安排；住房公积金增值净收

	益要全部用于廉租住房建设；土地出让净收益用于廉租住房保障的比例不低于 10%。
社会及商业主体	商业银行对廉租住房建设和棚户区改造项目的信贷支持

资料来源：《2009-2011 年廉租住房保障规划的通知》，中投证券研究所

表 7：保障性住房新的融资模式

新的融资模式	融资的具体形式
建设-移交协议	建筑公司不仅有机会承担项目开发，还负责提供项目资金。根据建设-移交协议，建筑公司将垫付项目资金，项目所有人(一般为市政府)将于项目竣工后两至三年偿还建筑费用和利息。
房地产投资信托 (REIT)	2010 年初，在上海及天津试行保障性住房抵押 REIT 的提案，据称已提交国务院审批。我们认为 REIT 将成为保障性住房在财务上可行的潜在资金来源。国内专家已提出若干提高收益的可能方案，包括 1.在 REIT 架构内绑定其他高收益地方政府房地产资产；2.向投资者提供政府补助；3.为投资 REIT 产生的收入提供优惠所得税。
住房公积金	使用住房公积金建设保障性住房的试行计划已于 28 个城市启动，贷款批授总额预计为人民币 500 亿元。根据新政策，地方政府可动用住房公积金盈余资本。住房公积金内的闲置资金庞大，盈余资本可有效用于为政策性住房提供建设资金，以及以贷款安排利息的形式提供额外回报。
保险公司	2010 年 9 月 3 日，中国保险监督管理委员会允许保险公司在房地产最多投资其资产的 10%。倘若以 2010 年 7 月底 4.57 万亿的保险总资产计算，则约有 4500 亿元资金可流入房地产行业。尽管保险商的房地产投资可能涉及保障性住房以及退休和商用物业，我们认为，飞速增长(5 年的年复合增长率为 24.2%)的保费收入需流入长期投资，保险业可能成为保障性住房的重要资金来源。

资料来源：中投证券研究所整理

政府已经有了保障房建设的决心，保障房建设资金安排也逐步形成解决的途径，但如此大规模的保障房建设的执行力仍需观察。若得到很好的贯彻执行，可能在 2011 年中期给市场带来乐观情绪。

## 第三部分 “胀”中有落，“滞”中蕴升

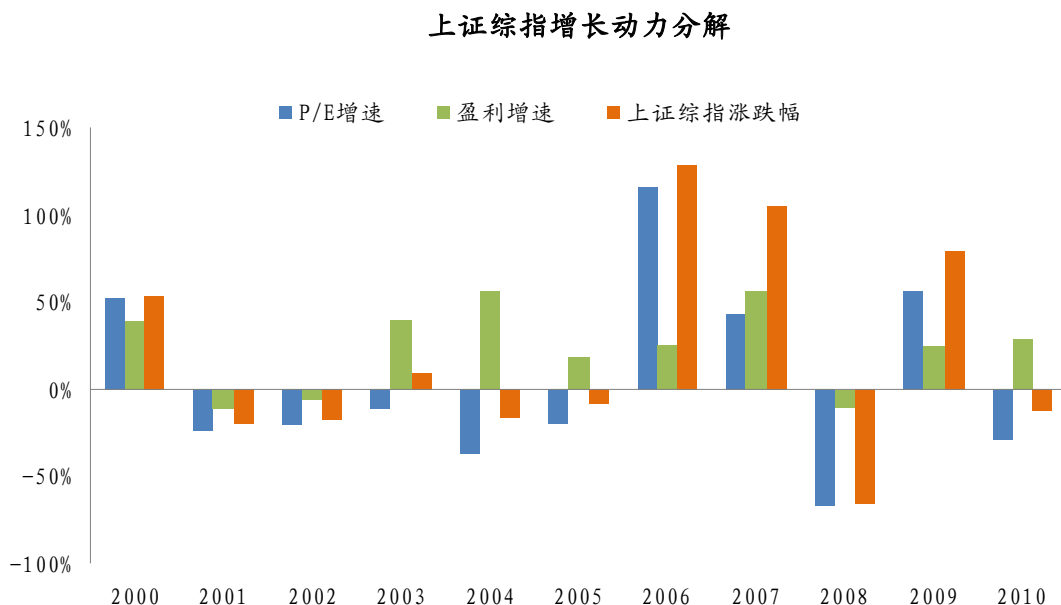
我们认为 2011 年的政策将主导市场趋势。2011 年市场运行的主线，首先看货币政策紧缩趋势的变化，其次看财政政策亮点。上半年最大的政策变量是货币政策，由于高通胀的压力，伴随政策收紧的边际效应增强，明年一季度末、二季度市场存在继续回落的风险。下半年最大的政策变量是财政政策，若二季度通胀出现高点，能够逐步回落，紧缩预期将缓和，市场注意力可能重回温和上升盈利驱动上来；若保障房等对冲政策效果较好，将增强市场信心，估值渐进修复可期。

## 一、市场驱动力分析：估值驱动弱化明显，盈利驱动弱化变得温和

通常经济基本面、流动性是市场驱动的关键因素，而政策因素往往是造成经济、流动性情况变化的重要力量。从历年市场的驱动因素来看，流动性担当着估值驱动的主要力量，而经济基本面是盈利驱动的主要力量。

市场价格  $P=PE \times E$  PE：市盈率 E：净利润

图 17：市场驱动力分解：流动性是估值驱动的主要力量，经济基本面是盈利驱动的主要力量



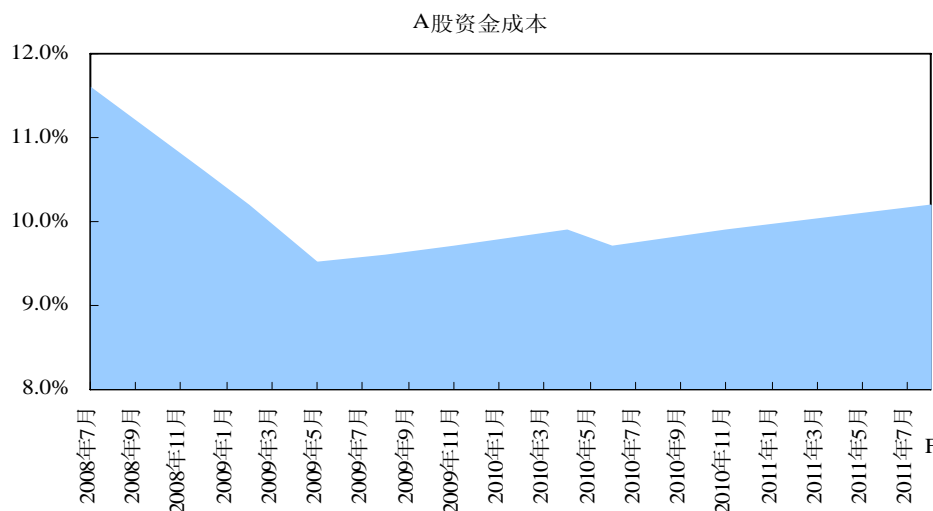
2010 年数据截至 11 月 26 日

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

### 1.1 市场资金成本承压、估值驱动弱化较为明显

自 2008 年以来我们开始预测观察市场资金成本的变化。由于股权定价对资金成本变化非常敏感，在资金成本逐步抬升的过程中，若经济无持续的表现，市场估值驱动的条件将弱化，大的趋势容易与资金成本变化方向形成负相关。由于 2011 年流动性趋向收紧，2011 年资金成本有逐步抬升的风险，我们认为明年市场并不具备估值驱动的条件。所以从大趋势上，A 股依然处于震荡回落时期。指数机会主要体现在跌出来的机会。

图 18：近期 A 股的资金成本又开始加速回升



根据构成法测算：股权资金成本=10年期国债利率+成熟市场股权溢价+新兴市场股权溢价

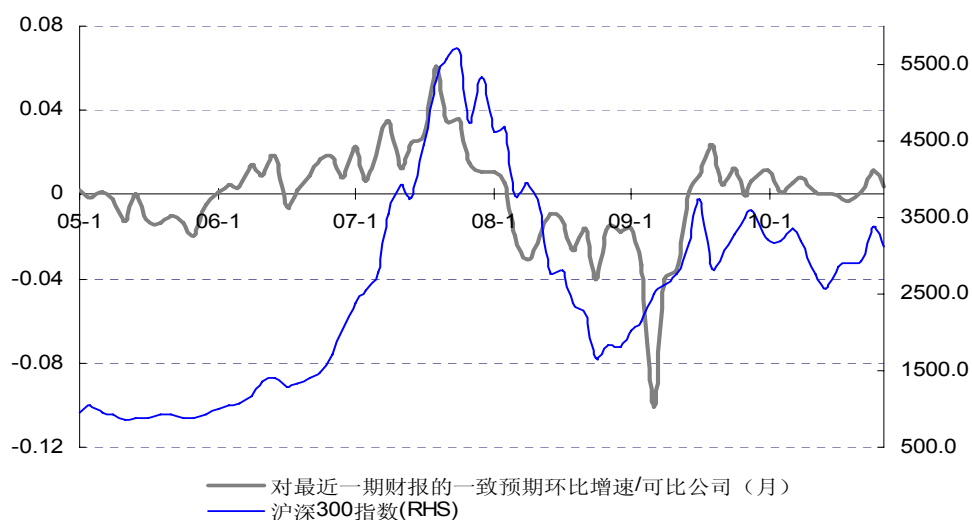
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

## 1.2 盈利增速回落，盈利驱动力弱化变得温和

由于经济整体无强劲驱动力，根据我们金融工程研究的测算，2010年、2011年整体市场盈利为27.6%、19.5%，根据wind盈利一致性预期2011年整体市场盈利增速为24%，总体上呈现盈利增速回落的态势，这样的盈利增长水平仅能提供温和的盈利增长驱动力。由于2011年估值驱动力及盈利驱动力均有弱化，所以2011年市场的整体机会可能会差于2009年、2010年。

目前市场对盈利的预期基本稳定，但伴随着紧缩边际效应的体现，盈利预期有可能持续向下微调至明年二季度。

图 19：盈利预期有可能持续向下微调至明年二季度



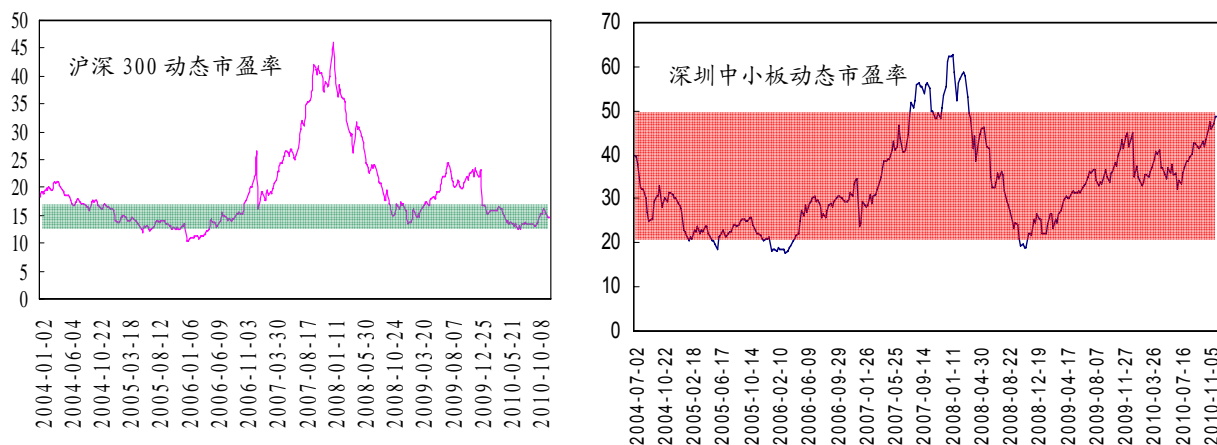
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

## 1.3 市场趋势与市场结构性的变化

从市场的结构看，沪深300动态市盈率大体与成熟市场的估值相当，从长

期的经济增速与成熟市场对比来看，沪深 300 略有低估，但从明年盈利驱动、估值驱动双弱化的角度看，明年依然处于估值底部区域的可能性较大；而深圳中小板、创业版的动态市盈率依然偏高，我们认为中小板整体存在估值扩张的瓶颈。

图 20：沪深 300 动态估值处于底部区域，深圳中小板动态市盈率偏高



数据截至 11 月 29 日

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

明年二季度伴随着紧缩的边际效应的显现，与经济增速环比回落预期叠加，中小板、创业板估值有可能因业绩过分透支而出现估值修正。

表 8：主要指数的市盈率对比

指数	PE (2009)	PE (2010)	PE (2011)
标普 500	14.89	13.97	12.32
沪深 300	19.51	14.54	12.11
Nasdaq	33.06	18.80	15.25
中小板	63.02	42.97	31.69
创业板	89.28	64.00	43.94

资料来源：Bloomberg，wind 资讯，中投证券研究所整理

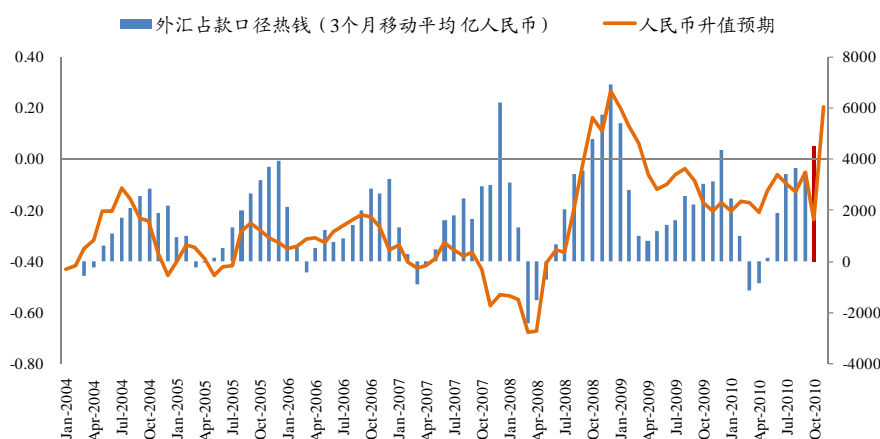
## 二、市场资金面中性偏负面

### 2.1 热钱流入的趋势

一直以来，外汇占款是间接分析热钱流入一个重要指标。通过贸易项虚增的方式完成地下钱庄交易，使得热钱进出实际上已经较为畅通。

我们的研究发现热钱流动与人民币升值密切相关，升值预期能解释 48% 的热钱流入。我们认为 2010 年 11 月将是热钱流入的高点；我们宏观研究认为明年上半年美元将持续强势反转，另外人民币升值预期将明显下降；同时在紧缩背景下资产价格预计将回落，所以我们预计热钱流入将放缓，甚至出现流出的情况。

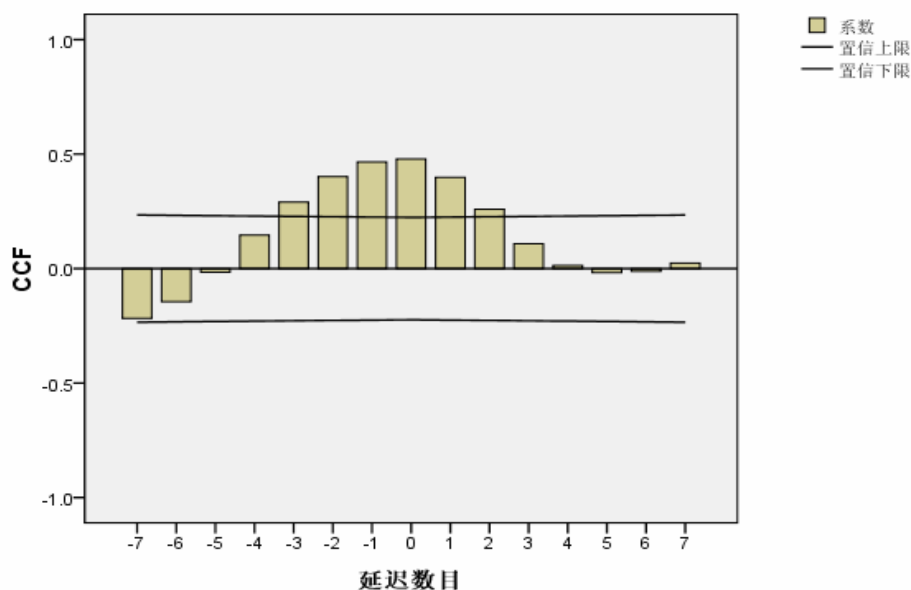
图 21: 人民币升值预期推动热钱流入



说明: 人民币升值预期指标: 12 个月 NDF 汇率-美元兑人民币中间价; 11 月数据截至 18 日

资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

图 22: 人民币升值预期与热钱的自相关系数



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

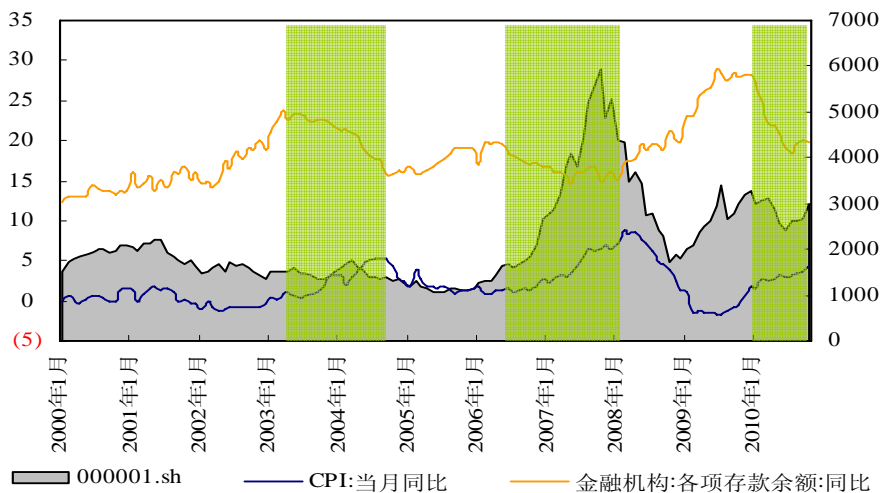
## 1.2 储蓄搬家进股市的趋势

储蓄流出银行体系转向其他投资领域, 这个现象一直与通胀密切联系。2004 年下半年、2006 年中期至 2008 年初、2010 年下半年都出现了通胀逐步攀高, 金融机构各项存款余额快速下滑。但是储蓄搬家是否会大量流入股市并驱动股市大幅度上涨, 却需要股市财富效应的支撑。

我们认为, 基本面决定着股市的财富效应, 财富效应决定储蓄搬家进股市的趋势与力度。在 2004 年仅产生一波最低点到最高点 36% 的涨幅; 而在 2006 年中期至 2008 年初却产生一波最低点至最高点 160% 的涨幅; 而近期一波股

市上涨从最低点到最高点涨幅为 37%，似乎与基本面联系一起也算到位了，而且在高位套牢数万亿元交易盘，这种负的财富效应将会延续到 2011 年。所以明年伴随通胀高位运行，储蓄搬家趋势可能持续，但进股市驱动股市上涨的力量不会很强。

图 23: 通胀导致储蓄流出银行体系

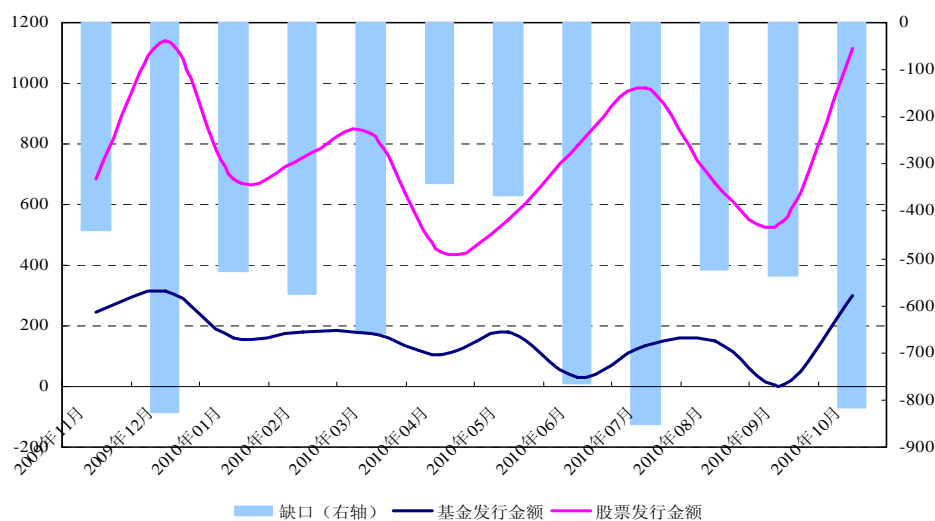


资料来源: Wind, 中投证券研究所整理

### 1.3 新发基金与新股发行

今年以来，新发基金与新股发行相比一直处于负流出状态，平均每月缺口为 600 亿元，需要通过普通股票账户及其它自营机构账户的资金来填补。当财富效应不明显的时期，基金发行会回落，缺口可能扩大，将对市场产生明显的心理压力，这将是明年财富效应不明显的市场一个负面因素。

图 24: 新股发行与基金发行缺口长期存在，财富效应弱化成为负面因素

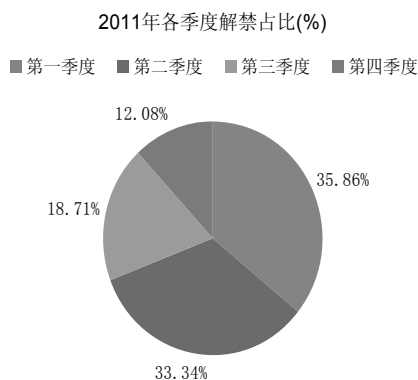


资料来源: Wind, 中投证券研究所整理

### 1.4 解禁减持

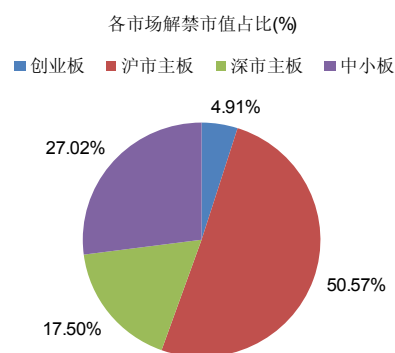
2011 年全年总解禁量共 1665 亿股，以 11 月 24 日收盘价计，总解禁市值共 2.27 万亿元，占目前流通 A 股总市值的 13.6%。从分布来看，虽然主板占了接近 7 成，但由于主板总体估值合理，预计压力不会太大；明年创业板、中小板占比合计 31.93%，共 7248 亿元，由于估值较贵，将可能对板块的高估值造成一定的压力。

图 25：2011 年各季度解禁市值占比



资料来源：Wind，中投证券研究所整理

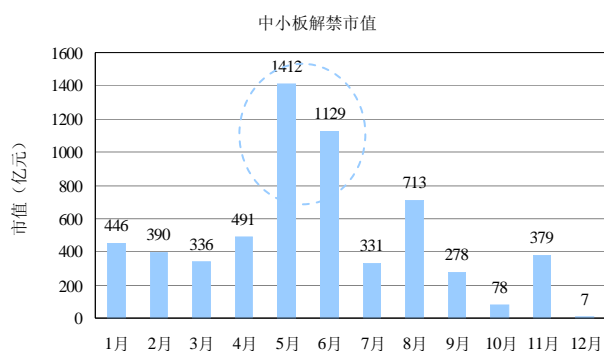
图 26：2011 年市场解禁结构



资料来源：Wind，中投证券研究所整理

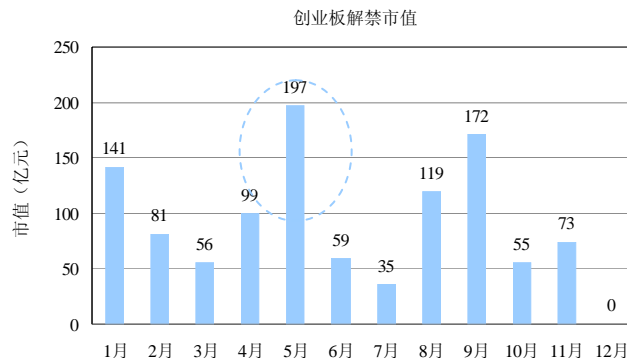
从中小板来看，明年上半年解禁量相对较高，到明年 5 月、6 月将出现高峰；创业板解禁明年 5 月将出现高峰。所以，综合来看有可能在 4 月中下旬成为市场负面预期的一个叠加因素。

图 27：2011 年各季度解禁市值占比



资料来源：Wind，中投证券研究所整理

图 28：2011 年市场解禁结构



资料来源：Wind，中投证券研究所整理

### 三、市场走势及点位判断

#### 3.1 “胀”中有落，“滞”中蕴升

我们认为明年市场可能呈现三阶段表现。**第一阶段**，当前至明年一季度，紧缩对抗经济相对稳态，市场谨慎弱势震荡；**第二阶段**，伴随着紧缩预期的强化、经济转向环比下滑预期增强，一季度末至二季度末市场可能进一步震荡走低。**第三阶段**，伴随通胀高点的出现，紧缩预期可能缓解，可能形成市场反弹；若经济层面存在对冲政策的平衡，市场估值可能继续出现渐进式的修复，由于

盈利驱动与估值驱动均要弱于 2010 年，预计反弹的幅度可能要弱于 2010 年。

### 3.2 市场的高点和低点判断

我们认为 2010 年 11 月的高点即为 2011 年全年的高点，2011 年的估值修复行情难以超越 2010 年 11 月流动性行情的峰值，更无法超越 2009 年产生的流动性峰值。

而 2011 年的低点将在紧缩边际效应强化、经济增速环比回落预期的共振下在二季度形成，同时可能叠加外部紧缩、中小板创业板解禁减持的负面预期，我们认为当最坏的情况发生的时候，市场估值有可能下探 2500 点，但突破 2010 年地产紧缩政策产生的二次探底恐慌形成的底部可能性较小。

表 9：各种国内外货币政策变化的情景分析

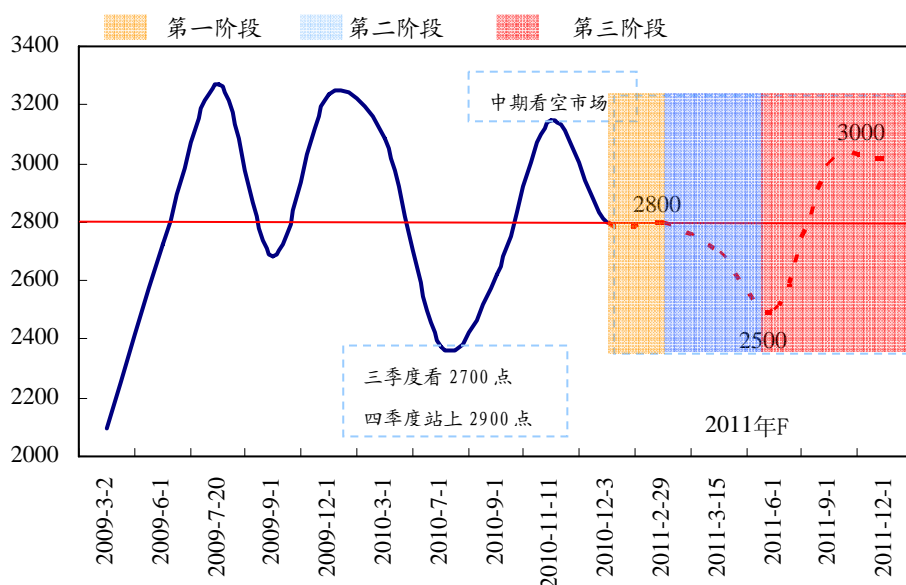
次序	对市场的影响	情景	影响
1	较坏的情况	国内紧缩持续，美国进入紧缩。	国内外紧缩政策叠加，经济承压，资金成本抬升，企业盈利下滑。市场下挫。
2	次坏的情况	国内紧缩持续，美国未紧缩。	市场震荡略有回落。
3	较好的情况	国内紧缩有限，美国进入紧缩。	外围经济不错；国内流动性依然充足。但经济驱动力不足，市场价值中枢附近震荡。
4	最好的情况	国内紧缩有限，美国未紧缩。	通胀概念行情再续。市场回落有限，震荡回升至 2010 年四季度的高位，甚至破前期高位。

情景出现的可能性下降

资料来源：中投证券研究所

根据金融工程 DDM 模型的测算，市场的价值中枢为上证指数 2900 点；由于盈利驱动、估值驱动的弱化，而市场运行中枢可能在 2800 点，明年与今年类似，将呈现围绕价值位非对称运行的态势，弱势震荡为主。从形态上看，前高中低后高 V 型趋势，上证指数大概率的运行区间为 2500 点至 3000 点。

图 29：2010 年上证指数走势的预测



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

### 3.4 超预期的情景

- 1、后危机时代继续危机时期的政策，保增长放在首位，控通胀放在次位，可能出现股指高位震荡的情况。
- 2、若地产投资大幅度超预期，同时商品房销售超预期，股指将高位震荡，甚至存在突破前期高点 3186 点可能性。
- 3、持续紧缩，投资超预期下滑，可能下探 2010 年 4 月地产调控后二次探底预期产生的底部区域。

## 第四部分 配置把握全球趋势与中国趋势

著名经济学家熊彼特以他的“创新理论”为基础，将全球经济看成若干长、中、短的技术创新周期。这些周期大都以欧美较为发达的经济体引领，我们由此引出的配置类型，我们称之为**全球技术趋势配置**。

另外一类，基于我国实际情况，结合人口、资本、技术发展的阶段，由经济、社会结构转型带来的带来的中周期的经济结构变化，我们称之为**中国结构转型配置**。而短周期结构转型中的阶段性政策机会，我们归类为**政策阶段受益型配置**。

根据 2011 年市场趋势的判断，首先我们建议在仓位上规避第一、第二阶段的市场风险；第一、第二阶段主要以相对收益的角度配置，特别可以考虑风险已经快速释放估值有优势的**行业估值优选型配置**，而第三阶段考虑绝对收益与相对收益兼顾。

在时点上，根据我们对市场判断的三个阶段，建议进行择时选配；建议第一阶段主要以结构性配置的思路进行配置，选择第 1、2 类配置；第二阶段以防御性配置为主，选择第 2、4 类配置；第三阶段，相对全面的配置，选择第 1、2、3 类进行配置。

表 10: 大致的配置时点建议（供参考）

	第一阶段	第二阶段	第三阶段
1 全球技术趋势配置	√		√
2 中国结构转型配置	√	√	√
阶段 性 机 会	3 政策阶段受益配置		√
	4 行业估值优选配置	√（银行）	

资料来源：中投证券研究所

## 一、全球技术趋势配置

从全球看，美国、欧盟、日本等发达国家都将新兴行业或产业作为经济增长的新动力新支点，预计这一全球技术趋势将延续。同时，在 2010 年 10 月 18 日《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》指出：到 2015 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右；到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15% 左右，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。

“十二五”期间新兴产业无疑将是政策和资金倾斜的重点，随着扶持政策的陆续落实，新经济投资热潮还将持续。但七大领域涵盖范围广，而且行业发展阶段各不相同，有的处于刚刚起步或尚未起步阶段，有的甚至已经出现产能过剩，因此投资标的选择还需进一步梳理归纳。

### 1.1 未来五年投资机会评价

我们采用两个维度来综合评价新兴产业未来五年的投资机会：行业生命周期所处阶段+“十二五”期间年均复合增长率。生命周期指标反映了行业基本面因素，复合增长率指标反映政策刺激力度，来自我们对“十二五”期间投资力度的判断。

其中，有一部分依托传统中游产业，技术升级后产生的二次腾飞，这部分主要集中在高端设备制造业中。

我们将综合评级 3 星以上且成长性在 30% 以上的行业作为初步的精选标

的，包括节能环保（建筑领域 EMC、垃圾发电、合同能源管理、建筑节能），  
新能源（风电变流器、核能），装备制造业（智能变电站、特高压电网、卫星  
导航、车载导航、通用航空）。

表 11：战略新兴产业细分领域投资评价

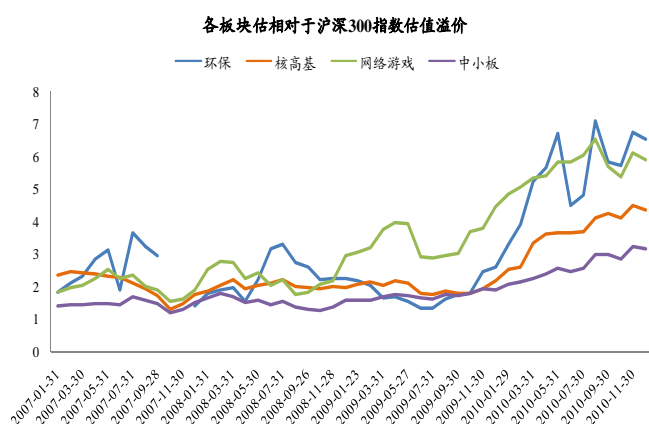
战略新兴产业	细分行业	综合评级	所处生命周期阶段	风险等级	复合增长率（政策支持力度）	支持力度	行业发展动力	风险因素
节能环保	建筑领域 EMC	★★★★	2 初创期后半段	★★	50%	★★★★★	政策支持	推广难度大
	垃圾发电	★★★	3 成长期前半段	★★	30%	★★★	政策支持	技术瓶颈
	合同能源管理（EMC）	★★★	2 初创期后半段	★★	30%	★★★	政策支持	推广难度大
	建筑节能	★★★	2 初创期后半段	★★	30%	★★★	政策支持	推广难度大
	污水处理	★★	5 成熟期前半段	★★	15%	★	人口高峰、处理费提高、政策支持	外资进入、技术差距
	节能家电照明	★★	5 成熟期前半段	★★	15%	★	政策支持、消费升级	空间不大
	LED 照明	★	2 初创期后半段	★★★★	30%	★★★	政策支持	成本瓶颈
新能源汽车	电动汽车	★	2 初创期后半段	★★★★	30%	★★★	政策支持	技术瓶颈
	动力锂电池	★	2 初创期后半段	★★★★	40%	★★★★	政策支持	技术瓶颈
新能源	风电变流器	★★★	4 成长期后半段	★	20%	★★	终端需求拉动	竞争加剧
	核电	★★★	3 成长期前半段	★	20%	★★	政策支持	技术差距
	风电	★★	5 成熟期前半段	★★	15%	★	政策支持	成本瓶颈
	光伏发电	★	2 初创期后半段	★★★★	20%	★★	政策支持	成本过高
	多晶硅	★	4 成长期后半段	★★★★	15%	★	外需拉动	产能过剩
	太阳能电池	★	5 成熟期前半段	★★★★	15%	★	外需拉动	产能过剩、外需饱和
新一代信息技术	物联网	★★	2 初创期后半段	★★★★	40%	★★★★	政策支持	盈利模式不清晰
	移动互联网	★★	2 初创期后半段	★★★★	40%	★★★★	政策支持	技术瓶颈
	移动支付	★★	1 初创期前半段	★★★★	40%	★★★★	消费升级、政策支持	技术瓶颈
高端设备制造业	智能电网	★★★★	3 成长期前半段	★	20%	★★	政策支持	投资力度低于预期
	智能变电站	★★★★	4 成长期后半段	★	40%	★★★★	政策支持	投资力度低于预期
	特高压电网	★★★★	3 成长期前半段	★	30%	★★★	政策支持	投资力度低于预期
	卫星导航	★★★★	4 成长期后半段	★★★	30%	★★★	政策支持	技术差距
	车载导航	★★★★	4 成长期后半段	★	30%	★★★	消费升级	
	通用航空	★★★	2 初创期后半段	★	30%	★★★	政策限制放开	
	高铁	★★	4 成长期后半段	★	15%	★	政策支持	

资料来源：中投证券研究所

## 1.2 2011 年细分领域选择

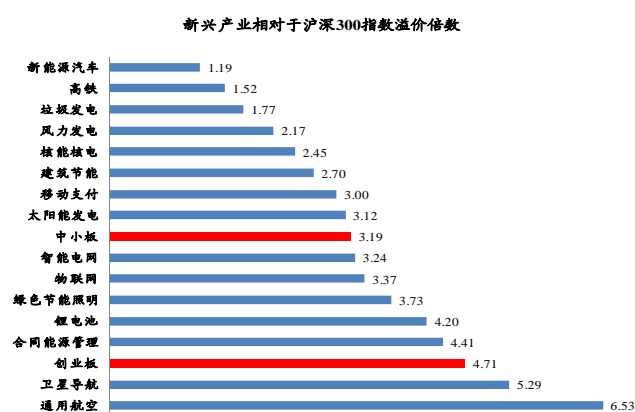
新兴产业的高增长预期往往引发初期的估值泡沫（图 30-31），若后期盈利增长落空即导致“增长率陷阱”，往往引发投资者的质疑和恐慌，估值溢价难以维持。09 年初以来新兴产业大部分相关概念都出现大幅增长，相对沪深 300 指数股指溢价持续放大。因此将视野放到明年，估值偏高可能成为主要制约因素，因此我们对长期投资机会进行评价后，再结合细分领域近期的估值情况和盈利情况，以估值偏离倍数与 ROE 进一步的评价。

图 30：新兴产业估值溢价自 09 年下半年快速提高



资料来源：WIND，中投证券研究所

图 31：新兴产业估值溢价排序



资料来源：WIND，中投证券研究所

估值偏离倍数=该行业估值/沪深 300 指数估值/行业未来五年均复合增长率。

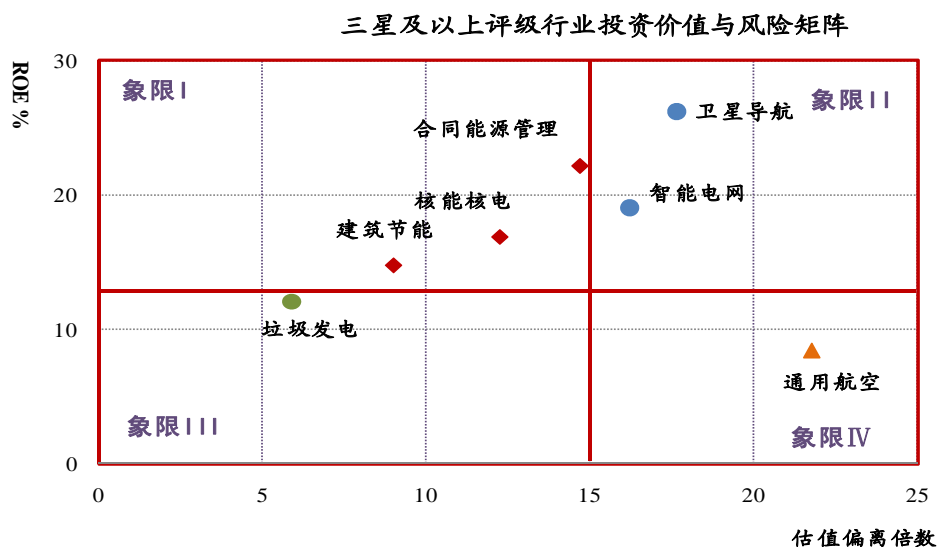
如果将未来增长考虑进来后如果偏离倍数仍高于所有行业中位数（在此为 15 倍），则说明该行业涨幅已经偏高，短期内风险较大。

相对安全边际最高的行业来自第一象限：合同能源管理、核能、建筑节能估值偏离度低，盈利较为确定；

次优选择来自第三象限：垃圾发电，虽然 ROE 偏低，但估值风险相对小；

通用航空、卫星导航、智能电网估值风险大，通用航空的盈利还较差，更容易陷入增长率陷阱，因此在流动性差，市场热情不高时应适当降低配置。

图 32：新兴产业投资价值与风险矩阵



资料来源: WIND, 中投证券研究所

估值偏离倍数=估值溢价/行业未来五年均复合增长率

ROE 指标为 2007-2009 年平均值

图 33: 行业生命周期

表 12: 行业生命周期阶段特征

							导入期	成长期	成熟期	衰退期
阶段 1	阶段 2	阶段 3	阶段 4	阶段 5	阶段 6	市场结构	空间小 企业少 技术先进但不成熟	空间扩大 企业增加 技术逐渐成熟	空间大 集中度高 技术稳定	空间萎缩 技术落后
初期前半	初期后半	成长期前半	成长期后半	成熟期前半	成熟期后半	市场绩效	行业整体复合增长率低 销售增速低 利润率低	行业整体复合增长率低 销售增速高 利润率高	行业整体复合增长率低 销售增速放缓 利润率低于成长期但仍较高	行业整体复合增长率低 销售增速为负 利润率为负

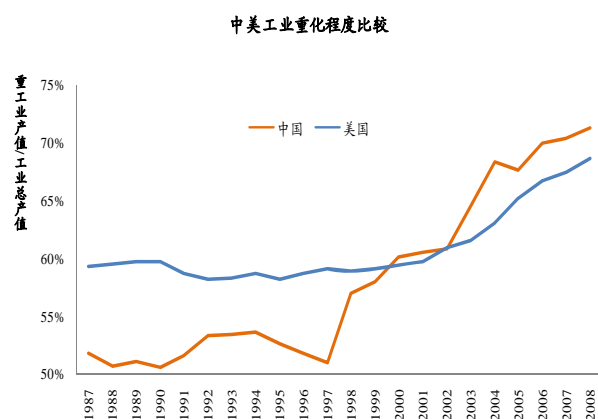
资料来源: 中投证券研究所

资料来源: 中投证券研究所

## 二、中国结构转型配置

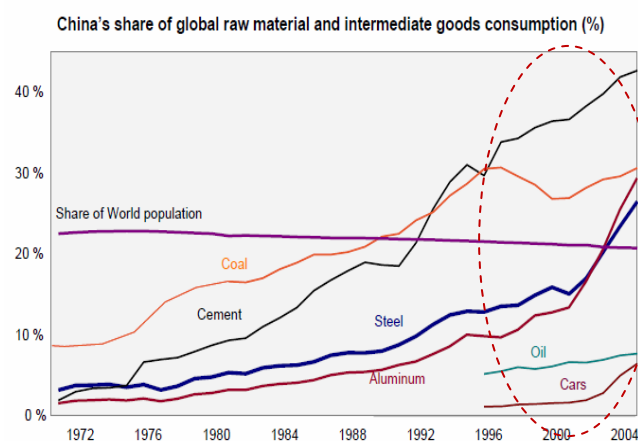
从中周期看,中国的重化工时代已经结束,标志性的指标是中国工业化程度超过美国、资本市场权重股高估值回落与国际接轨。从中游毛利率变化的趋势看,2008 年二季度开始中游行业的开始走下坡路,而且在之后经济复苏的过程中,中游行业也是复苏最为温和的经济领域,净利润率无法再回到 2007 年之前的高位,其中产能过剩问题是导致相对弱势的重要原因。

图 34: 中国工业重化程度超过美国



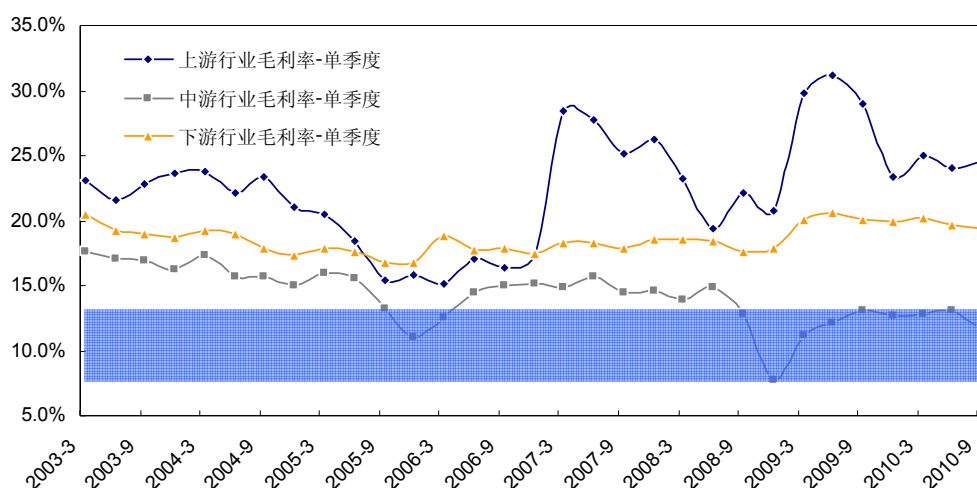
资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图 35: 我国主要原材料消耗全球占比



资料来源: IISI, USGS, Laplace Conseil Analysis

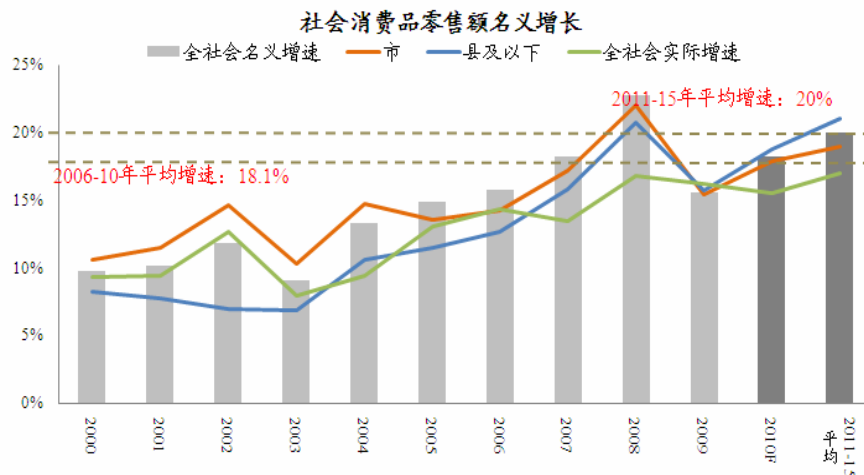
图 36: 中游毛利已经回落一个台阶，并且回落的趋势明年并未终结



资料来源: Wind, 中投证券研究所

与此同时，2010 年以来虽然一些危机时期的政府补贴政策开始退出，但是消费依然增长强于预期，我们认为这仅仅是个开始，未来五年在长、短期因素的共同作用下，“衣、食、住、用、行、娱”各领域将全面开花，未来五年平均的社会消费品零售额名义增速将达到 20%甚至以上，消费快速增长的黄金时期已经到来。

图 37: 我国消费品零售增长



资料来源：CEIC，中投证券研究所

### 1.1 消费持续增长背后的深层次的原因

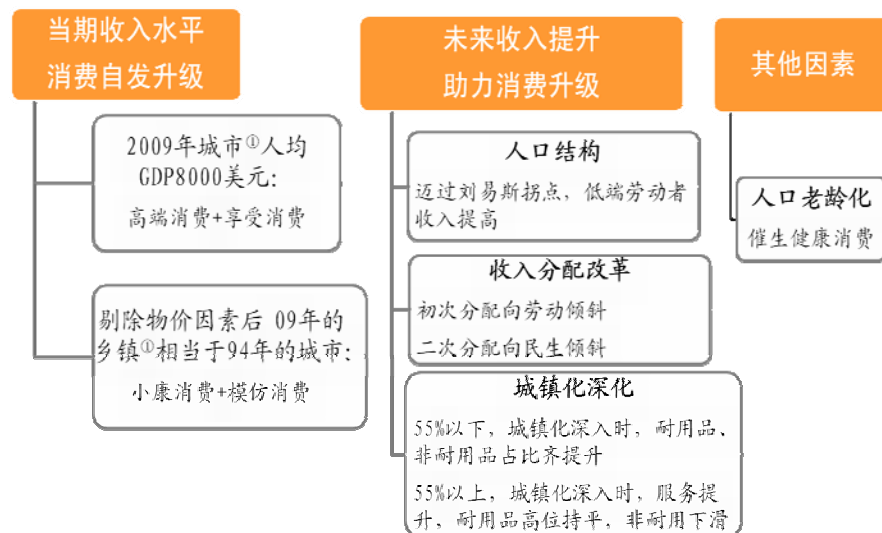
我们从消费函数入手来分析 09 年以来消费强劲增长背后的动因。在价格缓慢变化的前提下，收入是消费的最强约束。财富积累到一定程度或预期未来收入有明确增长时，人们就会自发的加大消费数量或提升消费层次，这种行为特征根本上源自人类的欲望。这一需求的上升，我们用如下消费函数阐释：

$$C=f(\text{当期收入}, \text{远期收入}, \text{其他})$$

当期收入代表财富的积累程度，由于人类的需求层次存在共性，因此真实收入跨过某一门槛时（如人均 3000 美元、8000 美元），消费结构的变化也是有共性的；远期收入代表人们的收入预期，确切的收入增长保障是消费升级的触发点，也是维持升级路线展开的基础。其他因素包括对未来的价格预期（在我国经常表现为通胀预期）、人口结构、社会保障等。

从上述消费函数入手，我们发现在长短期因素的共同作用下，我国已经进入消费稳定快速增长的时期，这其中既有内在原因，也有外在政策的推动。我们将内在自发升级（收入提升、城镇化深化）的原因作为分析的主线，来总结具体受益的品种。

图 38：影响我国消费增长的长短期因素



资料来源: 中投证券研究所

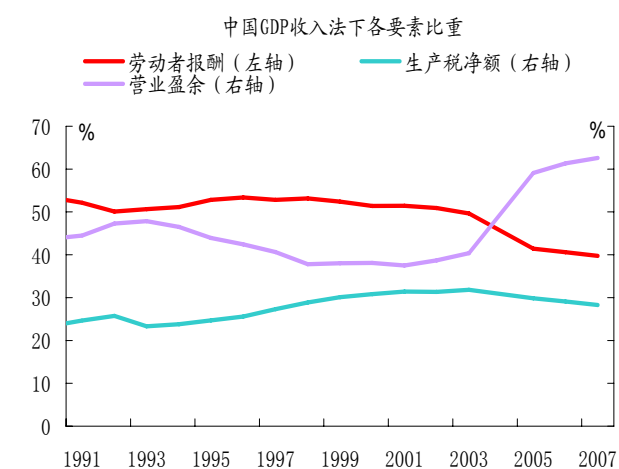
## 2.2 收入分配改革驶入深水区

我国财富分配向政府与企业倾斜的问题较为严重, 劳动报酬在初次分配中的比重偏低, 而且这一问题在近几年越来越严重, 导致系列经济和社会问题, 这促使政府加大力度推进改革。

2007年, 我国劳动者报酬在国民收入中占比 39.7%, 而韩国、台湾与美国分别为 46%、44%与 56%, 明显高于我国。

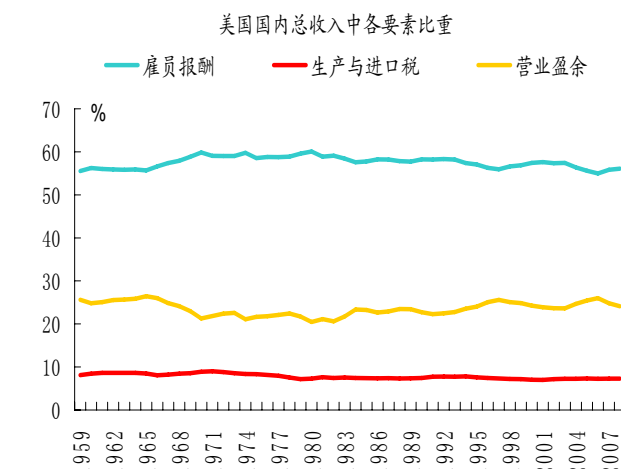
2003-2007年, 劳动者报酬占比由 49.6%持续下滑至 39.7%, 而企业营业盈余的比重却由 20%大幅提高至 31%, 政府生产税净额占比由 16%小幅下降至 14%。

图 39: 2003-2007 年我国劳动者报酬占比持续下降



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 40: 历史上美国雇员报酬占比始终在 55%以上



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

这导致普通劳动者收入偏低, 增长偏慢, 不仅抑制了中低收入者的消费意

愿，导致消费不足、供需失调等经济矛盾，而且导致基尼系数不断攀升，城乡差距不断拉大，分配不均带来社会矛盾也给决策者很大压力。

温总理在 2010 年政府工作报告中着重提出要改革收入分配制度，坚决扭转收入差距扩大的趋势；李克强在《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》中强调要提高居民的消费能力，需要调整国民收入分配结构，特别是提高中低收入居民的收入水平；2010 年以来二十多个省市相继提高最低工资标准，都体现了在政府力量的推动下收入分配改革的大船已经起航，“十二五”期间将驶入深水区。

目前我国经济经过高速发展后站在转型的十字路口上，出口回落、内需不足、产能过剩、收入差距扩大、劳资矛盾升温等问题，与 60 年代初的日本十分相似。

表 13: 现今中国的经济社会环境与收入倍增计划前的日本对比

瓶颈	指标	中国（2009 年）	日本（1960 年）
收入水平偏低	人均 GDP	3700\$	2750\$
	人均国民收入	865\$	395\$
劳动者收入偏低	劳动报酬 /GDP	2003-2007 年, 劳动者报酬占比由 49.6%持续下滑至 39.7%	60 年代初降至 45%左右的历史最低水平
收入差距		0.47, 2000 年起就超过警戒线 0.4	0.352
劳资矛盾紧张		富士康跳楼、本田罢工	三池煤矿工人大罢工
内需不足	私人消费 /GDP	2000-2009 从 46%快速下降至 35%	持续下降, 1955 年 65.7%, 到 19 0 年降至 58.7%
产能过剩		国家发布《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》，钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅以及风电设备等行业产能过剩明显	出现明显的产能过剩
外需对经济的拉动偏弱		金融危机后，外围经济复苏缓慢，我国出口增速从高位迅速回落	外贸依存度仅有 3.6%，经过 60 年代出口促进计划后 1970 年升至 6%
产业结构不均衡	三次产业比例	10.35%: 46.3%: 43.46% 第三产业比重偏低	14.9%: 36.3%: 48.8% 第二产业落后

资料来源：CEIC、中投证券研究所

我们认为我国“收入倍增”的时机已经到来，2011 年可能会看到实质性政策落地，而且会像日本那样，体制改革与产业变革齐头并进。

### 2.3 城乡双驱动：消费进入全面增长期

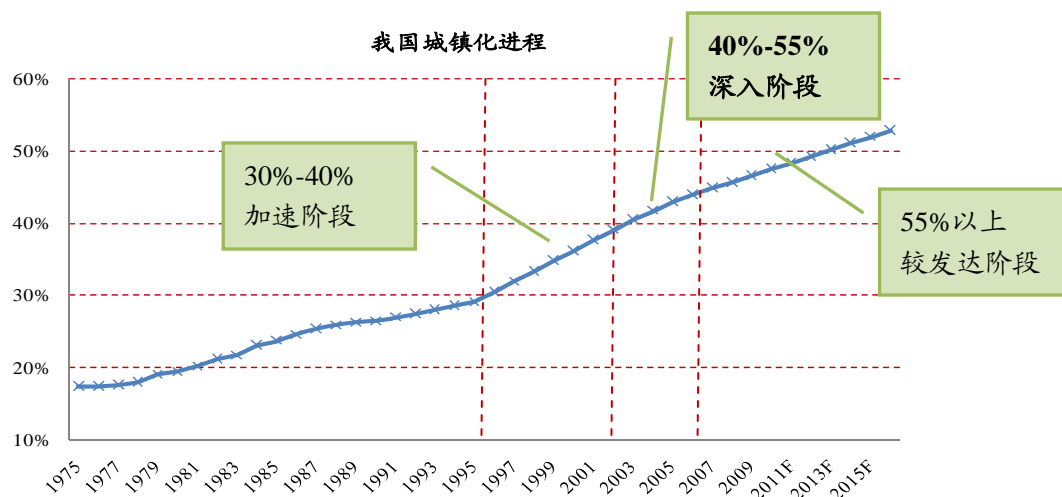
城镇化水平与消费层次密切相关，这是因为随着城镇化水平的提升，居民收入水平提高，消费观念和习惯也会发生变化。

一般而言，城镇化率突破 30%之后将进入加速阶段，这在我国表现的尤为突出。45%-50% 为深入阶段，速度有所放缓，但仍然较高。突破 55%之后城镇化的速度会进一步放缓，此时城市化水平已经比较高。

在城镇化率 55%之前，消费整体水平偏低，表现为耐用品和非耐用品渗透率齐增长，而服务在消费支出中的占比处于下降趋势中，突破 55%后，跨入发达的经济体行列，耐用品占比持平，并稳定在较高水平，而非耐用品占比快速下降，服务占比快速上升。美国城市化进程中，消费的表现与此吻合。

目前我国正处于城镇化深入的阶段，预计 2015 年我国城镇化率将达到 52%，因此未来五年耐用品和必需品都将保持较高增长。

图 41：目前我国城镇化进入纵深阶段



资料来源：CEIC、中投证券研究所

### 3、城乡消费升级的受益品种

根据上述分析，我们将城乡消费升级受益的品种总结如下表：

表 14：城乡消费升级特点鲜明

	城市	农村
升级特点	舒适型——>享受型	温饱型——>舒适型
受益品种类型	高档	
占比提升的消费支出	交通通讯、医疗、娱乐文教	家用设备、教育文娱、医疗、交通通信
受益领域	空调、吸尘器、地毯、汽车、音响、高尔夫用品、新媒体、电子消费品、航空、旅游、医疗保健、高端白酒、葡萄酒、互联网销售	洗衣机、电冰箱、微波炉、电炊具、热水器、电话、乳制品

资料来源：CEIC、中投证券研究所

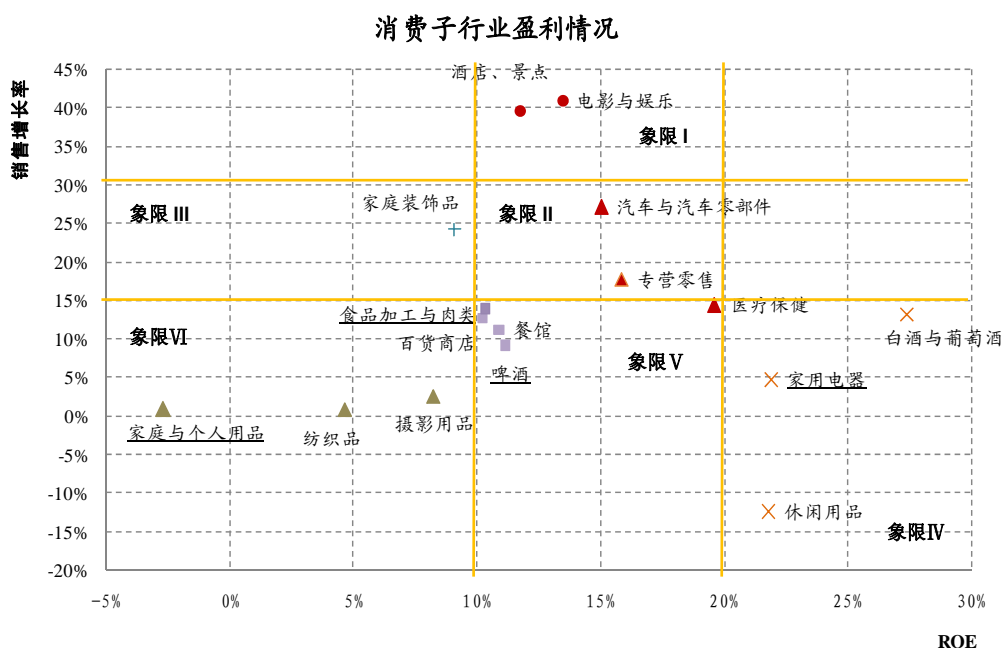
## 2.4 城乡消费升级受益的行业评价:

### 1、盈利情况简述

首先我们采用波士顿矩阵法来综合评价过去几年相关细分领域的盈利情况。销售增长率代表行业的增长速度，ROE 则体现了行业的盈利能力，两者共同决定了行业利润的增长情况。

可以看到城市消费升级相关的绝大部分行业被划为明星或现金牛类别，而农村消费升级相关的家用电器属于盈利情况较好的现金牛，食品饮料部分相关领域因增长较慢被划为瘦狗，日用品因处于成熟期末尾，盈利和增速都较差而被划为问题类。

图 42: 盈利情况矩阵



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图 43: 近年来消费子行业盈利情况评价

类别	细分行业	盈利指标	说明
明星 (爆发式增长)	电影与娱乐、酒店、景点	ROE10-20% 增速 30-40%	快速且优质成长
现金牛 (稳定增长)	白酒、葡萄酒、医疗保健、家用电器	ROE20%-30%，增速 15%以下	典型现金牛
	汽车、专营零售	ROE10-20%，增速 15-30%	成长期中成熟阶段
瘦狗 (某一盈利指标偏差拖累增长)	家庭装饰	ROE10%以下，增速 15-30%	盈利偏低
	餐馆、啤酒、食品加工与肉类、百货商店	ROE10-20%，增速 15%以下	增速偏低

问题	家庭及个人用品、摄影器材、纺织品	ROE10%以下, 增速 15%以下	盈利增速都偏低
	休闲用品	增速 20%以上, ROE 为负	盈利为负 但行业经过导入期后可能成为明星

资料来源：中投证券研究所

说明：下划线标注行业为舒适型消费品；其余为享受型消费品

## 2、2011 年的投资机会选择

我们认为精选消费子行业要看 5 大指标：成长空间、定价能力、周转速度、资本密集度、现金产生能力，同时成长空间是我们认为最为重要的指标，因此在评价中赋予 2 倍与其他的权重。成长空间采用渗透率指标，将我国现在的普及程度与美国、日本、韩国平均渗透水平比较，差距越大说明现阶段我国普及程度越低，未来的成长空间越大；定价能力我们用销售毛利率指标体现，毛利率越高说明产品的差异化和成本控制能力越强。

图 44：相关消费品渗透率国际比较

消费品	指标	中国	美国	韩国	日本	成长空间
医疗保健	人均支出 current US\$	108.0	7285.0	1362.0	2751.0	3418%
电影	人次/1000 人	107.2	4805.0	1125.0	1138.0	2098%
百货商店	销售额 美元/人	25.7			550.8	2045%
床上用品	人均支出 美元	7.8	138.0			1669%
葡萄酒	升/人	0.7	12			1714%
白酒	升/人	1.8	8.3	9.3	7.6	467%
酒店	家/万人	0.1	1.6			1458%
汽车	台/1000 人	22.0	450.0	248.0	325.0	1450%
餐饮	外出就餐支出 美元/人	1 3.0	1925.0			1246%
个人电脑	台/1000 人	4.1		53.9	54.3	1232%
休闲用品	钢琴 架/每百户家庭	2.6			27.9	986%
旅游	人均旅游支出 current US\$	124.3	2518.9		0.7	914%
连锁商店	销售额 美元/人	106.1			998.1	840%
葡萄酒	升/人	0.7	12.0	1.3	2.3	643%
摄影用品	摄像机 台/每百户家庭	8.1			45.2	455%
白酒	升/人	1.8	8.3	9.3	7.6	367%
因特网	使用者/100 人	22.5	75.8	75.8	75.2	236%
乳类	公斤/人	13.0	83.0	44.0	35.0	315%
空调	每百户家庭	111.7			234.7	110%
啤酒	升/人	39.5	115.0	49.9	60.5	90%
小家电	微波炉 台/百户家庭	58.9			103.8	76%
肉类	公斤/人	54.0	123.0	50.0	75.0	53%
冰箱	每百户家庭	96.5			127.4	32%
洗衣机	每百户家庭	96.8			108.6	12%

农产品	Rice consumption thousand metric tons per	98.1	13.1	103.1	68.0	-37%
-----	---	------	------	-------	------	------

资料来源：各国统计局，中投证券研究所

说明：成长空间指标=average(美国，日本，韩国)/中国-1

通过综合评价，城市消费升级主线中我们建议配置五星级的医疗保健、白酒和四星级的家用纺织品、电子消费品、电影、百货商店、葡萄酒、酒店。

表 15：享受型消费行业综合评价

细分行业	综合评级	综合得分 /100	成长空间	定价能力	资本密集度	周转速度	现金产生能力
			渗透率差距 (排名 15:1)	销售毛利率 (排名 15:1)	固定资产/总资产(排名 15:1)	总资产周转率 (排名 15:1)	经营活动产生的现金流量 净额 / 营业收入 (排名 15:1)
医疗保健	★★★★★	71	15	11	7	7	9
白酒	★★★★★	68	10	12	11	5	13
家用纺织品	★★★★★	61	12	7	2	14	8
电子消费品	★★★★★	60	4	10	15	11	10
电影	★★★★★	60	14	8	8	6	4
百货商店	★★★★★	59	13	4	4	13	6
葡萄酒	★★★★★	58	11	9	12	2	7
酒店	★★★★★	56	7	15	6	1	14
专营零售	★★★★	54	9	1	14	15	1
餐饮	★★★★	53	5	14	5	8	11
汽车	★★★★	45	6	2	10	10	5
家庭装饰品	★★★	41	8	5	9	4	3
景点	★★★	40	2	13	1	3	15
休闲用品	★★★	40	3	3	13	12	2
摄影用品	★★★	36	1	6	3	9	12

资料来源：中投证券研究所

说明：成长空间指标权重 1/3，其余指标各占 1/6；

65 及以上为五星级、55-65 为四星级、45-55 为三星级、44 以下为二星级

财务指标为 2005-2009 年均值

电子消费品指个人计算机、智能手机、互联网等

通过综合评价，农村消费升级主线中我们强烈推荐五星级的乳品、小家电、空调。

表 16：舒适型消费行业综合评价

细分行业	综合评级	综合得分 /100	成长空间	定价能力	资本密集度	周转速度	现金产生能力
			渗透率差距 (排名 8:1)	销售毛利率 (排名 8:1)	固定资产/总资产(排名 8:1)	总资产周转率 (排名 8:1)	经营活动产生的现金流 量净额 / 营业收入 (排名 8:1)
乳品	★★★★★	77	8	6	2	6	7
小家电	★★★★★	73	6	4	6	7	6

空调	★★★★★	71	7	3	7	5	5
洗衣机	★★★★	63	4	7	8	3	4
啤酒	★★★★	58	5	8	1	1	8
肉制品	★★★	44	3	1	3	8	3
冰箱	★★	33	2	2	4	4	2
家庭与个人用品	★★	31	1	5	5	2	1

资料来源：中投证券研究所

说明：成长空间指标权重 1/3，其余指标各占 1/6；

65 及以上为五星级、55-65 为四星级、45-55 为三星级、40 以下为二星级；

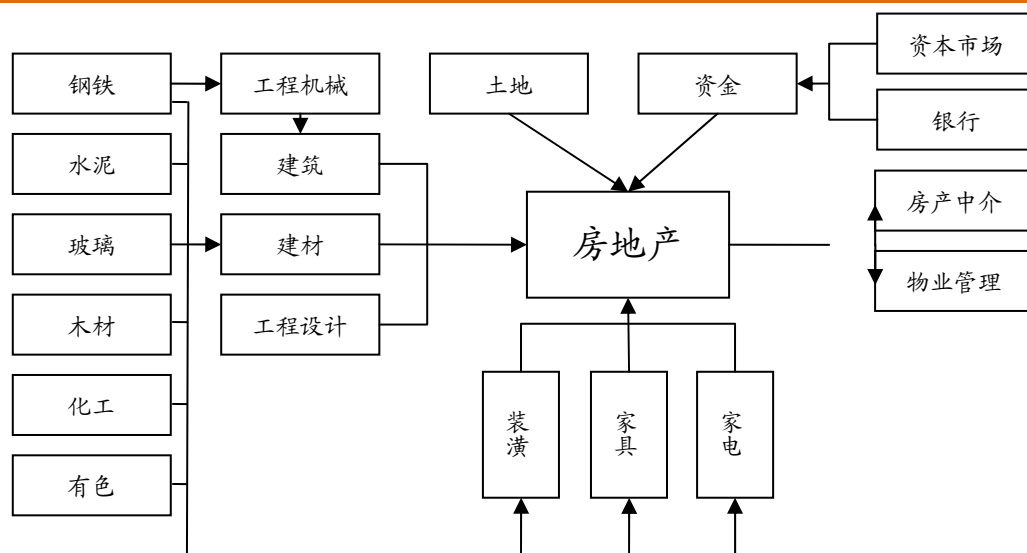
财务指标为 2005-2009 年均值

### 三、政策阶段受益配置——保障房受益品种

明年作为“十二五规划”（单位 GDP 能耗将下降 17.3%）的元年，单位 GDP 能耗没有像 2010 年达到“十一五”要求的硬约束，因此，2011 年节能减排压力将明显下降，产能过剩行业投资有望出现温和回升。

同时，财政政策偏紧的背景下，新增保障性住房投资将是财政政策的亮点。保障房建设对房地产产业链上下游中的建筑建材（包括水泥、玻璃、化工等）、钢铁、机械制造等多个行业拉动十分明显，此外，预计新竣工保障性住房还将对家具、家电等行业产生消费拉动。

图 45：房地产的上下游产业链



资料来源：中投证券研究所

图 46: 各行业钢材需求占比

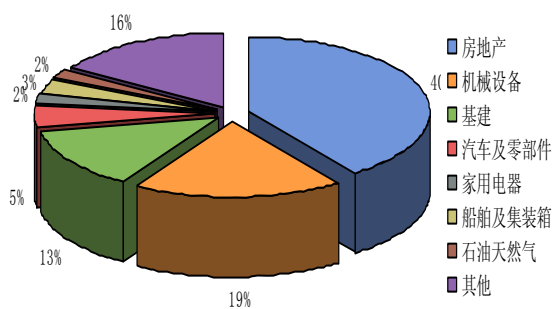
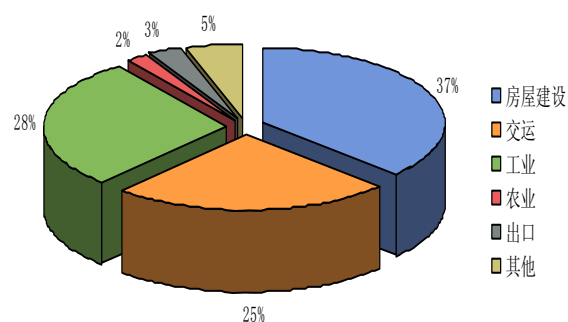


图 47: 各行业水泥需求占比



资料来源: 国家统计局

图 48: 各行业玻璃需求占比

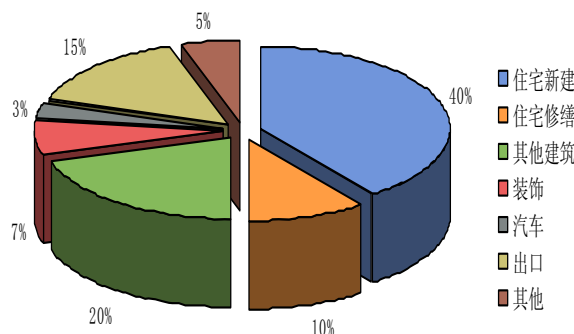
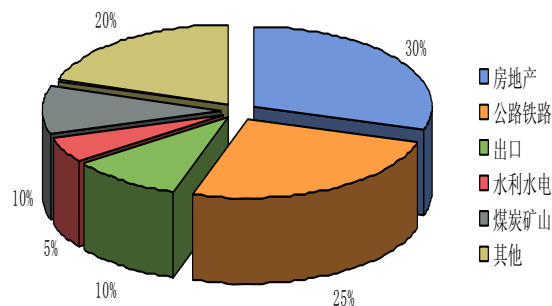


图 49: 各行业机械设备需求占比



资料来源: 国家统计局

首先, 我们依据行业间的投入产出系数和对产业需求链的分析, 计算出房地产投资对上下游行业的消耗系数, 通过对行业、部门间的投入产出分析, 我们发现在建筑建材、工程机械等行业中, 房地产业和建筑业的消耗系数是相对固定的, 例如, 房地产占钢铁需求的 40%, 占机械设备的 30%, 房屋建筑占水泥需求的 37% 左右, 占玻璃需求的 50% 以上。之后, 按照以下公式对保障房投资对上下游行业的拉动进行测算:

**保障房对房地产上下游产业的拉动贡献率=商品房消耗系数\*保障房投资对房地产投资增长的贡献率\*保障房投资的转换系数\*2011 年房地产投资增速**

其中, 商品房消耗系数通过投入产出表获得, 2011 年保障房投资对房地产投资增长的贡献率是 63.39%, 保障房的转换系数我们按照如下的方式计算: 我们假设商品房的地价成本为 40%, 保障房的地价成本为 25%, 建安成本我们假设是一样的, 都为  $\alpha$ , 这样可以计算出转换系数:

$$\delta = \frac{\alpha}{(1-40\%)} \div \frac{\alpha}{(1-25\%)} = 1.25$$

通过计算, 我们预测 1000 万套的保障房建设如果如期落实, 将对房地产上下游行业产生较大的拉动作用, 其中, 对工程机械行业的贡献率为 5.23 个百分点, 钢铁 6.97 个百分点, 建材行业大概 6 个百分点, 其中, 水泥 6.45 个

百分点，玻璃 8.72 个百分点。拉动作用还是非常明显的。

若明年中期保障房建设落实较好，建议关注房地产上下游阶段性的机会。

#### 四、行业估值优选配置

根据金融工程行业估值比较研究的结果，银行具有五星级估值优势的行业。若第一阶段银行板块调整比较充分，有可能借力年报相对较好的业绩预期，在市场第二阶段进一步回落期可能存在明显的相对收益。

表 17 行业估值比较结果

	PE 历史比较	REP	PEG	GARP 价值型	GARP 成长型	估值评级
煤炭	低于均值	REP 值较低				★★
有色金属						
综合性石油天然气	低于均值	REP 值较低		价值得分高		★★★★
建材	低于均值					★
建筑与工程	低于均值	REP 值较低	PEG 较低	价值得分高		★★★★★
钢铁		REP 值较低	PEG 较低	价值得分高		★★★★
化工						
工程机械			PEG 较低		成长得分高	★★
旅游	低于均值					★
汽车及零部件	低于均值	REP 值较低		价值得分高		★★★★
家庭耐用消费品		REP 值较低				★
公路与铁路运输	低于均值	REP 值较低				★★
交通技术设施	低于均值	REP 值较低				★★
银行	低于均值	REP 值较低	PEG 较低	价值得分高	成长得分高	★★★★★
房地产	低于均值		PEG 较低		成长得分高	★★★★
保险	低于均值		PEG 较低			★★
航空	低于均值	REP 值较低		价值得分高	成长得分高	★★★★★
海运	低于均值			价值得分高		★★

资料来源：中投证券研究所

#### 五、超配行业与十大金股

根据前述配置的逻辑，我们建议超配的行业如下：

表 18：2011 年八大超配行业

全球技术趋势配置	合同能源管理
	核能
	建筑节能
中国结构转型配置	医疗保健
	食品饮料（乳品、高端白酒、葡萄酒）

	品牌纺织品
	旅游
	新型的电子消费品

资料来源：中投证券研究所

根据超配行业，再综合行业研究员推荐，我们推荐 2011 年十大金股如下，供参考。

**表 19：2011 年十大金股**

爱尔眼科	恒瑞医药
老白干酒	伊利股份
中国国旅	罗莱家纺
深圳惠程	精工钢构
天山股份	亚太股份

资料来源：中投证券研究所

## 附录 1 行业研究员观点汇总

行业	行业收入增速	行业盈利增速	投资要点	预计 2011 年涨幅 最大的三只股票
医药	25%-30%	30%-35%	<p>在国内需求的强劲拉动下，医药行业 2011 年预计仍将维持 25-30% 的快速增长，我们维持对医药行业的“看好”评级。</p> <p>医药行业经过近年来的快速发展，已经形成了处方药、中药保健和医疗服务三驾马车拉动行业快速增长的格局，投资于这三个领域，将获得超越行业成长的机会。</p> <p>作为战略性新兴产业，行业景气度不减，行业龙头依然看好；相对来说我们认为产业链的中游业绩支撑最为明确，看好中游板块。</p>	<p>爱尔眼科</p> <p>恒瑞医药</p> <p>国药股份</p>
新能源	30-40%	30%-40%	<p>光伏：产能扩张加剧，成本压力下看好辅料供应商和垂直一体化厂商。核电：设备商及配套零部件供应商可享行业高增长。风电：行业增速放缓，关注配套设备国产化带来的结构性机会。新能源汽车行业：看好中游电池及电池材料板块的长期投资价值。</p>	<p>奥克股份</p> <p>科士达</p> <p>深圳惠程</p>
建筑	15-20%	20-25%	<p>工程行业未来的投资机会将主要来自中西部铁路基建、新兴海洋工程及钢结构等细分行业，这些领域需求有保障、供给方的竞争缓和</p>	<p>中铁二局</p> <p>海油工程</p> <p>精工钢构</p>
电子	10 ~ 20%	10 ~ 20%	<p>电子行业相关个股估值相对较高，目前投资风险/收益率之比较低，但对于未来仍能保持高成长性的公司，我们认为应该长期关注，待股价调整到合理区间内，逢低买入。</p> <p>重点关注技术创新和应用创新驱动成长型公司，其中技术创新型具体对应细分行业如电容式触摸屏对按键手机或者按键电脑的替代、LED 对白炽灯和节能灯的替代、电动车对汽车的替代、AMOLED 对 TFT-LCD 的替代等；应用创新型具体对应细分行业如 RFID 行业和红外热像仪行业</p>	<p>莱宝高科</p> <p>长信科技</p> <p>远望谷</p> <p>深天马</p>
钢铁	10-20%	20-30%	<p>行业未来演化之路：产业转移大背景下，细分行业的龙头企业将会走的更远，未来可看性更强，高端化是大趋势之一；传统钢企仍看资源和短期需求刺激，资源化也是大趋</p>	<p>新兴铸管</p> <p>鄂尔多斯</p> <p>常宝股份</p>

			<p>势之一。</p> <p>投资主线 3 条：1) 弹性大的优质长材企业，受益短期需求刺激；2) 未来拥有高端产品优势的细分子行业龙头；3) 资源化大背景下的优质矿产资产注入。</p> <p>预计为 2011 年行业盈利将进一步攀升，维持行业“看好”评级。但高铁冲击预期预计会影响航空股估值上行区间，建议关注主题性投资机会，如人民币升值、东航战投引进等；以及京沪高铁开通分流若低于预期时的逢低布局机会。首推盈利能力可持续性最强的中国国航。</p>	中国国航 南方航空 东方航空
航空	15-20%	15%		
公路	8%-15%	10%-18%	<p>高速公路行业投资要点：高速公路行业属于稳健成长性行业，周期性较弱，未来在宏观经济保持稳定的前提下，高速公路行业有望保持平稳增长。2010 年行业投资主要应该结合内生式增长和外延式扩张两个方面进行，在估值合理的情况下选择(1)主业稳定增长，辅业提供业绩弹性的公司和(2)基本面改善，未来成长性较好的公司。</p>	深高速 沪宁高速 皖通高速
航运	10-15%	10-15%	<p>集运行业将率先好转。我们有别于市场的亮点在于：运用产能利用率与运价波动的数量联系来研究未来行业周期走势。研究发现：集运行业今年即开始好转，而散货和油品今年两年仍然是弱势市场。看好集运业，维持对散货和油运的“中性评级”</p> <p>看好经济上升和信贷紧缩叠加时期银行的业绩表现。政策出台的密集期已接近尾声，银行业面临的政策环境将有所好转。估值均处于底部，安全边际高，具备了进行估值修复的条件。看好根据自身情况，积极选择差异化的转型道路的银行，宏观经济和政策的明朗化，是股价上涨的催化因素。</p>	中海集运 中远航运 海峡股份
银行	25%左右	20%左右	<p>消费升级仍是主题，消费升级路径为：低档酒(20-)-&gt;中低档酒(20~80)-&gt;中档酒(80~200)-&gt;次高档酒(200~600)-&gt;高档酒(600+)；越往上升级对白酒企业的品牌及渠道运作能力要求越高。选股思路：1) 管理机制有无改善可能？2) 区域市场占有率有无提高可能？3) 区域经济是否高速发展，产品结构能升级吗？</p>	招商 兴业 民生
白酒	30%	32%	<p>消费升级仍是主题，消费升级路径为：低档酒(20-)-&gt;中低档酒(20~80)-&gt;中档酒(80~200)-&gt;次高档酒(200~600)-&gt;高档酒(600+)；越往上升级对白酒企业的品牌及渠道运作能力要求越高。选股思路：1) 管理机制有无改善可能？2) 区域市场占有率有无提高可能？3) 区域经济是否高速发展，产品结构能升级吗？</p>	老白干酒 酒鬼酒 洋河股份 古井贡酒
餐饮 旅游	25% - 30%	30% - 35%	<p>维持餐饮旅游行业“看好”评级。经过 10 月份调整后，目前重点公司 2011 年动态 PE 均值接近 35 倍。鉴于旅游板块正处于历史上最好</p>	中国国旅 峨眉山 A 首旅股份

计算机	30%	30%	<p>发展阶段，且具有充足的股价催化因素（如政策、重组、提价等），因此我们认为四季度是逢低布局 2011 年的良好机会。</p> <p>硬件方面建议关注专用设备，软件方面立足于下游 IT 投资，同时兼顾政策带来的投资机会。物联网建议关注远望谷，云计算建议关注华胜天成。</p>	<p>远望谷 软控股份 华胜天成</p>
家电	20-25%	25%	<p>城镇升级、农村普及以及出口扩大是未来驱动家电需求增长的三大主动力。2010 年各个行业都非常不错，同比均在 30% 以上，未来中长期增长也可以保持乐观，其重要驱动力来源于：三四线市场活跃，城镇升级明显，出口保持旺盛。但是需求阶段性存在一定的波动，由于资本市场比较敏感，有时过于短期化，因此我们需要持续关注需求变化。</p>	<p>美的电器 小天鹅 格力电器 青岛海尔</p>
非金属类建材	10-15%	5%	<p>整体行业可能处于景气高位，未来行业盈利能力可能下滑，但区域性和结构性的机会犹存。看好区域性水泥公司天山、华新和产品结构优势明显的玻璃公司南玻</p>	<p>天山 南玻 华新</p>
机械	10-20%	20%	<p>工程机械 2011 年销售有望维持微幅的增长。目前城镇 FAI 回落到 24.4%，在中央控制通胀和货币收缩政策的大背景下，我们认为 2011 年的 FAI 维持在 24% 左右。</p> <p>证券市场融资创新高刺激机床等设备的繁荣 2010 年 1-11 月证券市场直接融资约 8677 亿，同比增长 73%，刺激企业扩大再生产，购置机器设备，预计机床行业在 2011 年 will 比 2010 年有进一步的上升。</p>	<p>巨轮股份 三一重工 智云股份</p>
军工	10-15%	15%	<p>未来的一年，我们首先关注后续将陆续发布的战略新兴产业规划、十二五规划，这将带来利好于产业发展的政策环境。在国内军费开支处于恢复性增长阶段的基本判断下，我们对军工业务结构性看好，即看好符合国防信息化发展方向、利于装备技术提升的军品业务，比如新一代的航空装备、海军装备、陆航装备及相应电子、机电系统配套集成业务。军工企业承担国家重大项目任务，是国家高端装备制造业中不可缺少的部分。我们特别关注军工行业中具有较大成长空间的三个细分产业：直升机、航空发动机、卫星产业。我们认为重组时间、方案的不确定是军工股最大的风险之一，我们更偏重于选择有业绩支撑或成长空间兼具明确重组预期的公司</p>	<p>中航精机 中航重机 航天电子</p>

农业	25%	30%	农产品涨价趋势难以改变，上市公司盈利持续增长化解高估值的风险。农业行业 2011 年继续看好，但股票表现可能属于结构性的	金德发展 东凌粮油 雏鹰股份
石化	10-20%	10%	炼油和一体化公司主要还要看政策推动，子行业上最看好油田服务行业的中海油服，看好基本面有改善的涤纶聚酯和 PTA 行业，标的有荣盛石化和 ST 光华。资源类的广汇股份可以继续关注。	中海油服 广汇股份 荣盛石化
汽车	10-15%	15%	产业升级背景下，实现进口替代、全球分工和行业整合的零部件“小巨人”快速成长；次之配置分享消费升级、公交扩容和新能源客车“三箭齐发”下带来的大中客车景气机会；此外就是一二线城市换车需求和三四线城市换车需求推动的中高档乘用车增长机会。	松芝股份 亚太股份 悦达投资
有色金属	30-60%	20-40%	基本面金属看好供应瓶颈大的铜和锡；黄金价格预计维持高位；优势小金属和加工类企业将大幅受益战略新兴产业发展。给予行业看好评级。	新疆众和 云南锗业 恒邦股份
通信	30%-40%	20%-30%	要捕捉通信网络技术升级、国际电信业资本开支复苏当中的投资机会。主要围绕宽带、下一代互联网、移动终端、主设备领域选股主要重点是那些在行业竞争格局中处于明显优势的龙头企业以及在细分市场上走差异化产品路线的企业。行业龙头企业在全国市场具备较强的销售渠道拓展能力，产业链发展更加均衡，成本转嫁能力强，成长性高。走差异化产品路线的企业能够利用在差异化竞争中的优势在深耕细分市场上保持领先地位，盈利能力强。	中兴通讯 中天科技 星网锐捷
食品	20-25%	30%	内销市场继续保持增长，国内“品牌”床上用品未来几年具有较大的市场增长空间。纺织原材料进入高棉价时代，具有棉花进货渠道优势的棉纺企业利润将增长。	伊利股份 皇氏乳业 双汇发展
纺织服装	10-15%	14%	中长期来看，住房供应主体的改变将对行业供需预期将发生改变，我们维持行业“中性”判断。	罗莱家纺 富安娜 华孚色纺
房地产	20%	20%-30%		万科 招商 保利

资料来源：中投证券研究所

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

黄君杰，中投证券策略分析师，北京大学光华管理学院经济学硕士。证券投资咨询资格，期货从业资格，2006 年加入中投证券研究所，5 年证券从业经验。从事市场流动性、市场估值、微观量化策略研究。

许应涛，中投证券策略分析师，中国人民大学经济学硕士。证券投资咨询资格，期货从业资格，4 年证券从业经验。2008 年加入中投证券研究所，主要负责市场趋势判断以及资产配置等策略研究。对市场有很强的敏感度，对趋势的判断见解独特。中央电视台财经频道《交易时间》栏目特约嘉宾，多次参与节目制作。

朱晔，中投证券研究所金融工程分析师，2007 年加入中投证券研究所。

张媛媛，中投证券研究所助理分析师，中国科学院研究生院经济学硕士。

张捷，中投证券研究所策略分析师，中国社会科学院金融学博士。研究成果发表于《财经研究》、《南开经济研究》等期刊，研究成果《A 股系统性风险时变估计方法及实证研究》在中国证券业协会 2008 年度科研课题研究成果评选中获一等奖。目前研究领域涵盖宏观经济、产业策略等。

樊学栋，中投证券研究所策略助理分析师，深圳大学经济学硕士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518048  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434