

第一创业研究所

分析师：于海涛 S1080200010003

联系人：周海峰

电话：0755-82485052

邮件：zhouhaifeng@fcsc.cn

流动性、经济双引擎推动市场螺旋上升

要点：

沪深300交易数据

年初涨跌幅：-10.10%

日最大涨幅：3.78%

日最大跌幅：-6.22%

A股基本数据

A股流通市值(亿元)：189832.76

市场平均PE(09)：25.58

市场平均PE(10)：18.87

市场指数年内表现



- **流动性引擎依然强劲** 美国的量化宽松为中国等新兴市场国家带来强大的输入性通胀压力，中国只能被动扎起藩篱，通过货币紧缩措施对冲外力引致的货币投放，这也是政府实施紧缩措施的实质性目的，之前的流动性充裕局面不会大幅改变。
- **货币政策微调 难撼市场根基** 本轮由流动性推动的通胀环境将使得明年货币政策轻微收紧，在主要使用存款准备金率及公开市场操作的工具时会伴有小幅加息，但即使是加息也不意味着权益市场的走熊。巨大的货币存量以及仍算不菲的新增信贷规模仍将保证市场的充足流动性，持续的热钱流入与存款搬家会为流动性提供可靠保障。
- **经济引擎即将点燃** 相比07年因经济过热而引起的通胀加剧，今明两年的调控背景则要复杂得多，在经济增长尚未完全止跌回稳之时，国家调控通胀的政策将会十分温婉。惯性之下，明年信贷仍能会有很高的投放，消费、投资、出口继续保持快速增长，先行指标显示明年年初经济拐头向上的可能性很大。
- **权益市场正向政策持续给力** 人民日报连续发文暗示了国家对股市积极成长的支持，基金发行提速则显示了明确的正向信号，经济的转型亟待权益市场融资功能的大力配合，股市的优异表现是经济发展与国家政策的需要。
- **温和通胀，业绩明年初现拐点** 明年通胀水平温和，信贷水平仍算宽松，随着宏观经济增长的见底回升，2011年上市公司业绩将从一季度拐头向上。
- **蓝筹估值偏低 指数行情可待** 截至12月10日，上证综指与沪深300平均静态市盈率分别为21倍、19倍，均相对处于历史较低位。实体经济并没有预期中的糟糕，投资增速仍在高位，出口下滑也十分缓慢，此情此景之下市场整体的长期低估值十分不合理。
- **投资策略：抓住经济上行与转型机遇** 二线蓝筹 估值修复；美元软弱支撑资源板块强势；七大战略新兴产业的结构性机会。



目 录

一、流动性引擎依然强劲.....	3
1、货币博弈，中国扎起藩篱	3
2、热钱滚滚，皆为“利”来	3
二、货币政策微调 难撼市场根基.....	5
1、加息不意味走熊	5
2、“存款搬家” 权益市场受宠	7
三、经济引擎即将点燃.....	8
1、经济未热，调控怎能出重手？	9
2、结构调整伊始，经济增长无虞	10
四、权益市场正向政策持续给力.....	12
1、社论三连发 显露政策温情	12
2、基金加速发行，资金供给提升	13
3、经济转型，需要融资功能支持	14
五、温和通胀，业绩明年初现拐点.....	14
1、温和通胀，利于业绩增长	14
2、利润增速下滑即将迎来转折	15
六、蓝筹估值偏低 指数行情可待.....	16
1、市场整体估值处于低位	16
2、周期性行业被严重低估	17
3、估值分化达到极致，进一步扩大的可能性已小	18
七、投资策略：抓住经济上行与转型机遇.....	19
1、二线蓝筹 估值修复	19
2、美元软弱支撑资源板块强势	20
3、七大战略新兴产业的结构性机会	20
八、第一创业“十大金股”	20



一、流动性引擎依然强劲

1、货币博弈，中国扎起藩篱

2008年的金融危机使得运行近30年的由弗里德曼自由市场理论形成的美国政策开始转变，持续经济刺激与货币宽松的托宾政府干预理论重回主流。美国启动第二轮量化宽松措施试图改善其高失业率与低通胀水平，泛滥的货币大肆冲击大宗商品与新兴市场国家。

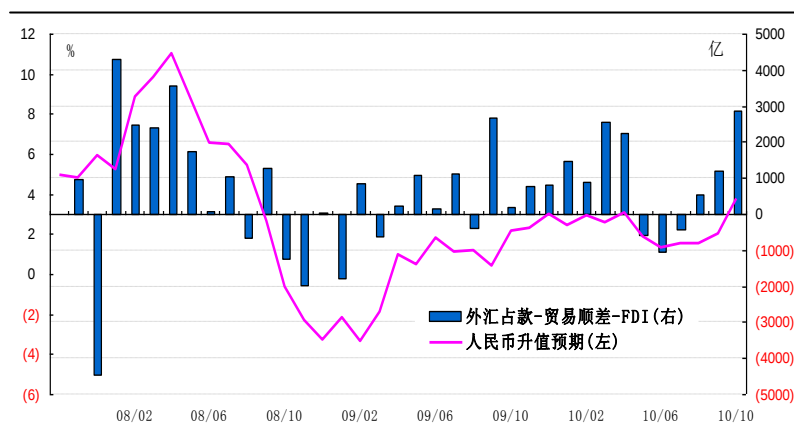
大宗商品价格的飙涨与热钱的涌入带动中国通胀水平攀升，中国的货币收缩更多体现的是对输入性通胀及大举涌入流动性的扎起藩篱。央行在今年宣布加息的第一天，外汇管理局即出台新的结售汇规范细则，另外通过房地产的“限外令”及上调上交所期货交易保证金等方式，“筑坝”与“蓄池”并举，防堵热钱。中国货币收紧的实质是被动应对美国的大量货币投放，在吸纳流入热钱的同时收缩基础货币投放从而保证银行间市场与权益类市场的资金量“池子”不会波澜起伏。热钱的流入及输入性通胀将使得今后中国不得不继续保持收缩。

11月份三次提高存款准备金率约能冻结一万亿左右资金，而10月份我国新增外汇占款达5190亿，预计11月份新增外汇占款在4000左右，上调准备金率的主要目的便是对冲货币流入。

2、热钱滚滚，皆为“利”来

虽然外汇局不断在加强跨境资金流动监管，但近期热钱流入有明显加速迹象。中国10月份的新增外汇占款高达5190亿人民币，是08年4月份以来的新高，扣除贸易顺差和FDI后，不可解释部分达到2897亿，比9月份增加了1.4倍，成为近两年来的最高。

图一、热钱流入加速，10月更是汹涌



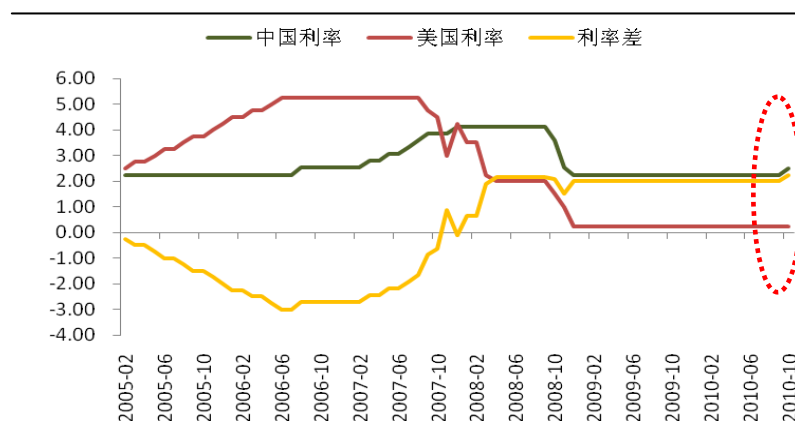
数据来源：中国人民银行 第一创业证券整理

从2008年12月至今，美联储一直将联邦基金利率维持在历史最低点的0-0.25%之间，预计较长一段时间，联邦利率将继续维持在这样的历史低点，在中国进入加



息周期之后，中美利差会有进一步扩大的趋势，利差的持续与扩大是吸引热钱流入的直接原因。英国央行货币政策委员会在 10 月份的会议上投票决定将维持利率于历史低位 0.5% 不变，欧洲央行此前宣布，维持利率于 1.0% 的历史纪录低点不变。欧美国家的持续低利率会使得人民币更显得有吸引力，我国未来一段时期的热钱流入趋势十分确定。

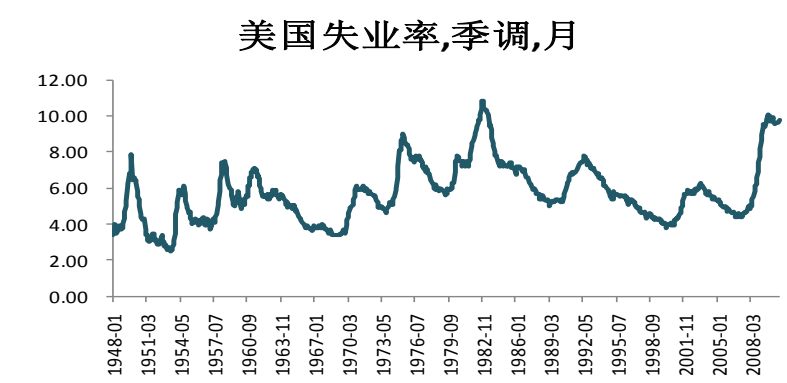
图二、中美利差持续并将扩大 (%)



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

美国持续低迷的房地产市场及接近 10% 的高失业率使得其继续使用刺激政策，若经济状况不能明显好转，明年继续推出 QE3 可能性较大。中国制造业水平的上升是一种历史性趋势，而且中国经济增长明显优于欧美等发达国家，国际竞争力的提升会支撑人民币走强的趋势，预计 2011 年人民币会升值 5% 或以上，此外，升值也有利于缓解我国的输入性通胀压力，确定的升值趋势将使得热钱持续流入更加确定。

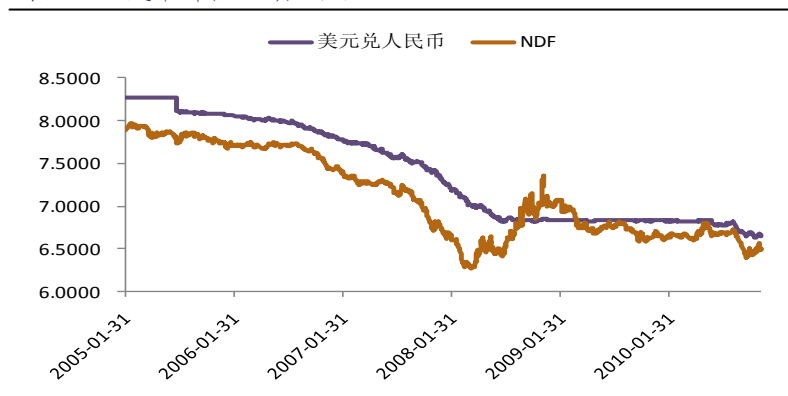
图三、美国失业率高企 (%)



数据来源：第一创业研究所 wind 数据



图四、人民币升值预期强烈



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

小结：

美国的量化宽松为中国等新兴市场国家带来强大的输入性通胀压力，中国只能被动扎起藩篱，通过货币紧缩措施对冲外力引致的货币投放，这也是政府实施紧缩措施的实质性目的。之前的流动性充裕局面不会大幅改变，引擎依然强劲。

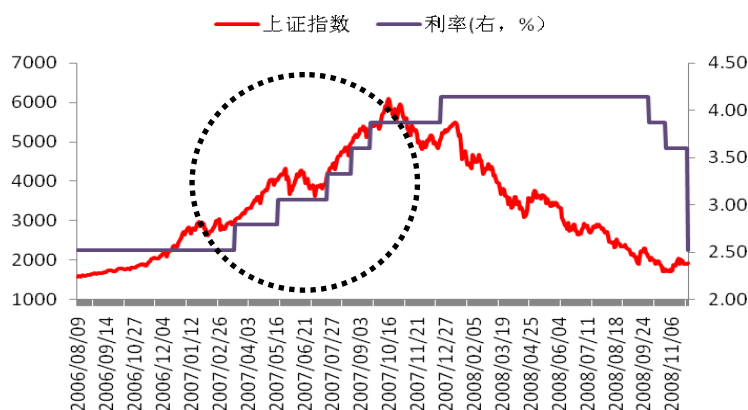
二、货币政策微调 难撼市场根基

1、加息不意味走熊

从历史经验来看，步入加息周期并不意味着权益市场会立即走熊。上一轮最明显的加息周期始于 07 年 3 月，07 年全年共加息 6 次，一年期定期存款利率从 2.52% 提高到 4.14%，权益市场伴随着 07 年前面 5 次的加息而节节攀升。我们认为明年低频率、小幅度的加息不会对流动性形成大的冲击，进而不会大幅影响权益市场。

自 10 月 20 日起央行上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点，央行加息考虑的主要是高通胀、负利率等迫在眉睫的短期因素。我们预计 11 月之后物价上涨压力将有所缓解，此外热钱流入会因中美息差扩大而加剧，因此明年央行加息的步伐或将不会过于急迫，我们预计明年或加息 3 到 4 次，一年期定期存款利率在 3.25% 一线。

图五、上一轮加息周期与股市表现

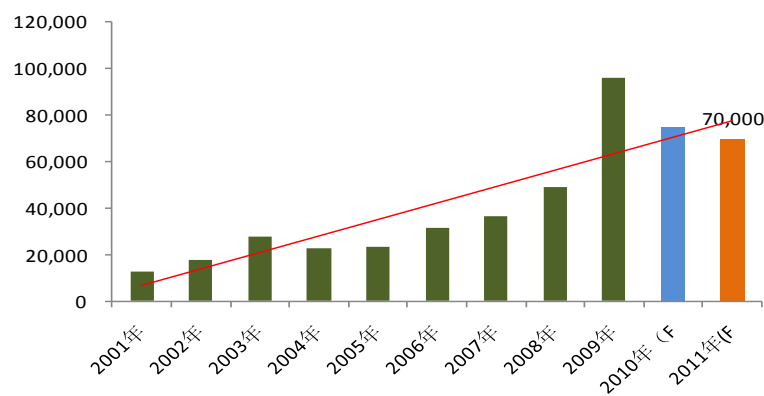


数据来源：第一创业研究所 wind 数据

在 2008 年金融危机中我国底推出 4 万亿投资计划以及一系列扩大内需的刺激措施并于 2009 年进行巨量信贷投放，中国货币供应规模已超过 70 万亿元，巨量的货币存量以及高位的信贷投放规模使得明年流动性仍会充裕。

根据我们宏观组的计算，截止到今年 10 月末，固定资产投资的新开工项目个数累计为 280,276 个，仅比 09 年同期减少 1.3 万个左右。而施工项目个数则甚至比 09 年同期还增加 1.3 万个。此外，12 月的中央政治局会议仍在继续强调，实行积极的财政政策，因此预计后续仍将有许多项目要开工。明年这些项目要相继开工、施工，都需要钱，需要信贷。我们有个基本的观点，只要中央政府没有让已经开工的项目烂尾的决心，明年的信贷投放就仍然是个大年，总贷款规模也不太可能低于 7 万亿，应该会比 7 万亿高。

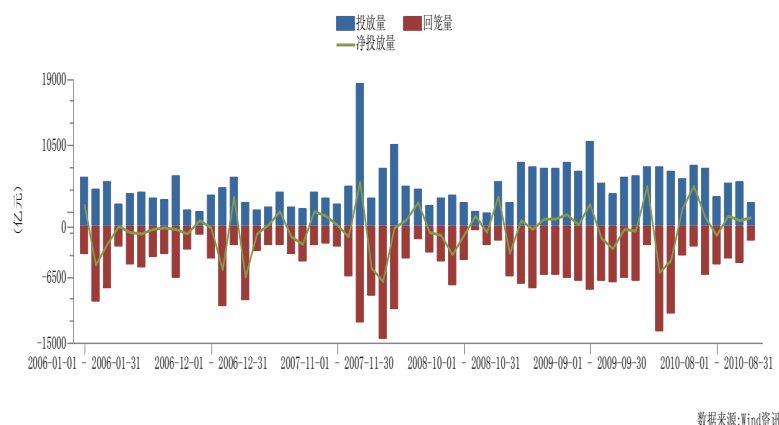
图六、近年新增人民币贷款（单位：亿元）



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

2010 年下半年以来央行公开市场操作力度十分小，7 月至 11 月间每月公开市场净投放或回笼货币量均仅在千亿元左右，而今年前 6 月每月通过公开市场操作货币量接近 4000 亿元。市场强烈的加息预期使得央票一二级市场利率倒挂，央票难以大规模发行使得其调节货币总量的功能基本丧失。

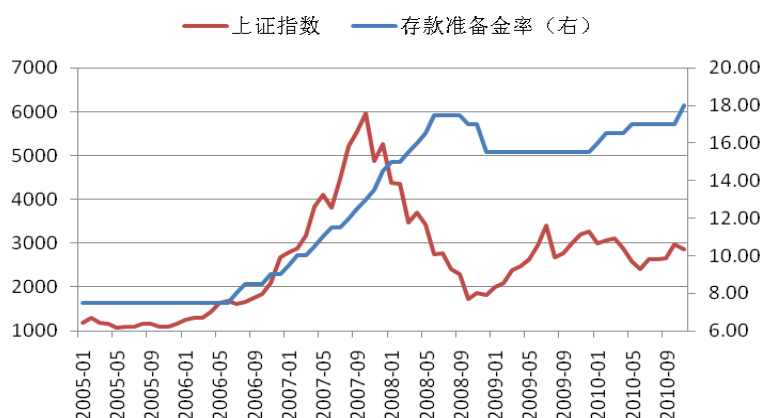
图七、目前公开市场操作力度比较小



数据来源: 第一创业研究所 wind 数据

中国人民银行 12 月 10 日晚间发布消息, 决定再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。大型存款类金融机构的存款准备金率已达 18.5% 的历史高位。相较加息, 存款准备金率与公开市场操作既能更为迅捷有效的回收流动性, 又不会加剧热钱流入。为对冲大额的外汇占款, 我们认为明年存款准备金率仍有较大的持续上调空间。

图八、上证指数与大型存款类金融机构存款准备金率 (%)



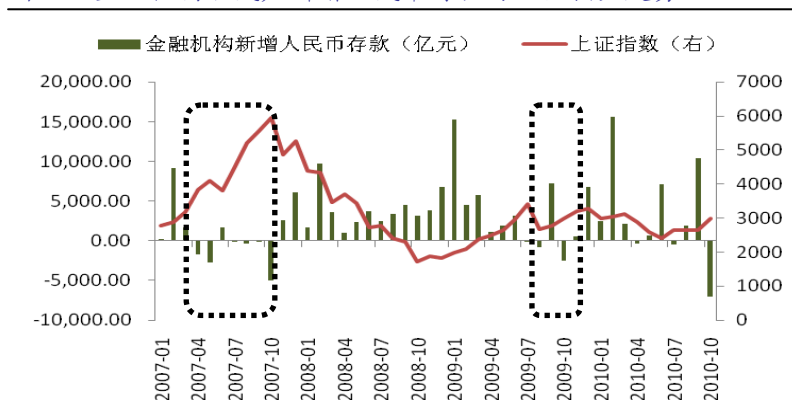
2、“存款搬家” 权益市场受宠

国家统计局公布的数据显示, 11 月份居民消费价格同比上涨 5.1%, 创 2008 年 8 月以来新高。高物价下, 居民正以前所未有的速度在进行着存款大“搬家”。央行 11 月公布的金融数据显示, 10 月居民户新增存款为 7003 亿元, 创单月存款增加额的历史新低。

“存款搬家”与股市有较为明显的正向关系, 2007 年在 4 月、5 月、7 月-10 月 6 个月居民户存款累计流出逾一万亿元, 上证指数也出现了一轮极为强势的上涨; 2009 年 7 月、10 月出现的“存款搬家”也伴随着上证指数的上攻。存款出现“搬家”往往意味着阶段性行情的开始。



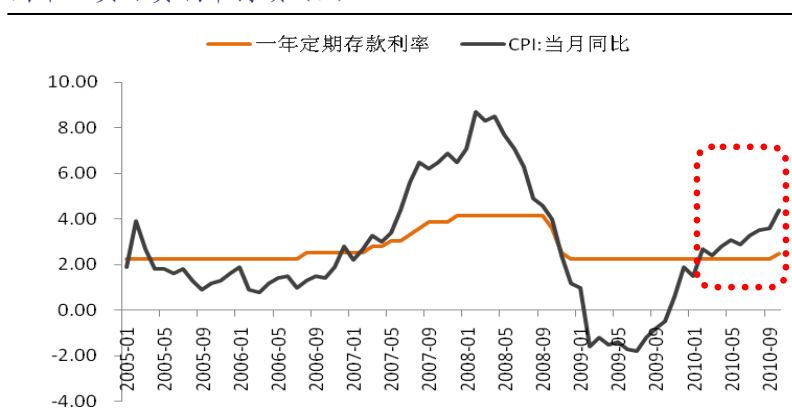
图九、金融机构居民户新增人民币存款与上证指数走势



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

我们预计CPI将较长时期内徘徊在4—5之间，即使考虑到小幅的加息，实际负利率仍将持续，为规避实质上的货币贬值，居民“存款搬家”的冲动会伴随负利率一直存在。房地产及实物商品市场投资受制而且不具有充分的流动性，大部分理性资金可能会流向权益市场。

图十、实际负利率持续（%）



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

小结：

本轮由流动性推动的通胀环境将使得明年货币政策轻微收紧，在主要使用存款准备金率及公开市场操作的工具时会伴有小幅加息，但即使是加息也不意味着权益市场的走熊。巨大的货币存量以及仍算不菲的新增信贷规模仍将保证市场的充足流动性，持续的热钱流入与存款搬家会为流动性提供可靠保障。

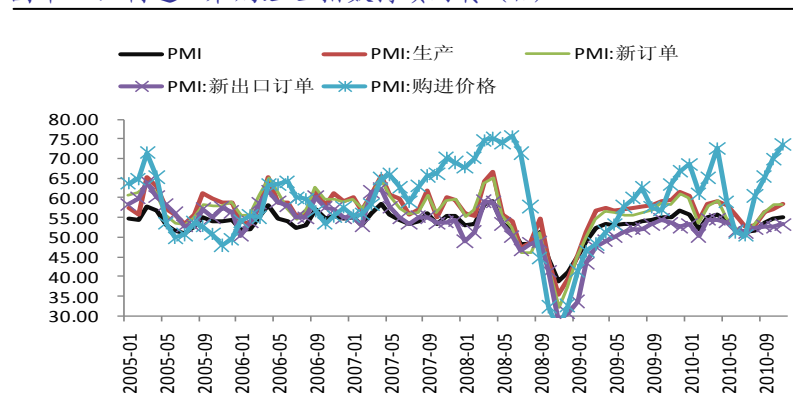
三、经济引擎即将点燃

今明年的调控背景与07年迥异，以控物价为主要目标的轻微调控不会导致经济与权益市场的向下。我们预计2011年信贷投放超预期的可能性很大，其对经济的拉动将会十分明显，最新的采购经理指数显示这一先行指标已经连续5个月保持升势，



11 月的 PMI 达到 55.2，主要分项指标除了新出口订单 PMI 回升缓慢之外，PMI 生产、PMI 新订单、PMI 购进价格 11 月都在 58 之上，PMI 通常领先经济 6—7 个月，我们预计经济在 12 月或明年 1 月转头向上的可能性极大。

图十一、制造业采购经理指数持续好转 (%)



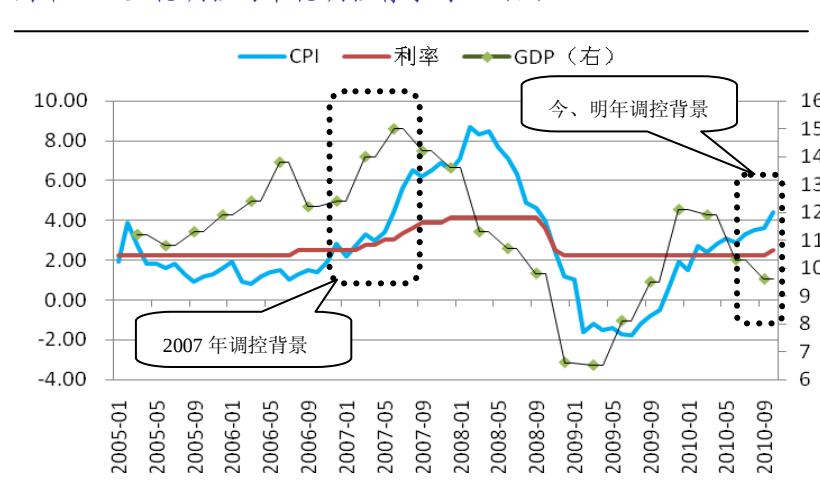
数据来源：第一创业研究所 wind 数据

1、经济未热，调控怎能出重手？

相较 2007 年，今年和明年的调控背景则要复杂很多。2007 年物价快速上涨之时，经济上升势头也是极为迅猛，工业增加值同比增长达到 19.4%，GDP 季度增长在 14 以上；而 2010 年 10 月工业增加值已下滑至 13% 一线且连续 5 个月徘徊于 13—14 之间，GDP 三季度增长 10.6，四季度增长会继续放缓。

可见 2007 年的调控并无诸多顾忌，可同时将压制物价与抑制经济过热并举，2010 年、2011 年的物价是由流动性推升而非实际需求的拉动，在抑制通胀的同时，稳经济也十分重要，而美国经济复苏缓慢、欧洲依旧债务缠身，中国外围不确定性依然存在，而国内经济增长依然处在下滑过程且通胀水平 12 月会出现缓解，因此宏观调控的力度会相对柔和，适度的控制流动性更多的是体现与美国极宽松政策的政治博弈。

图十二、上轮调控与本轮调控背景对比 (%)



数据来源：第一创业研究所 wind 数据



2、结构调整伊始，经济增长无虞

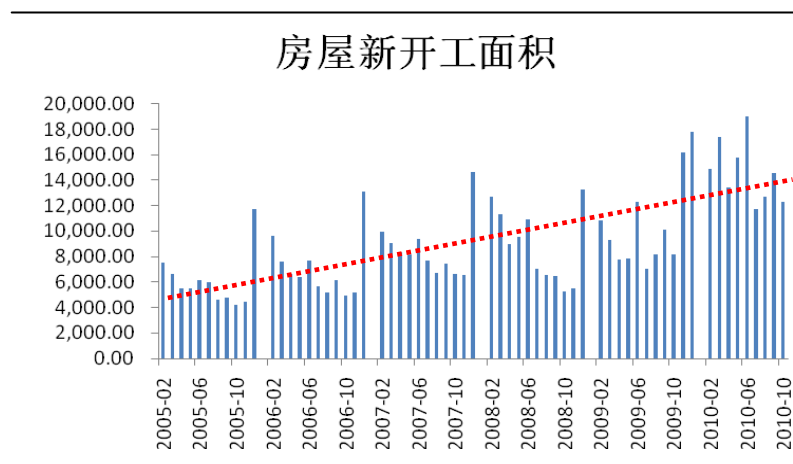
12月初中共中央政治局召开会议指出要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性。若明年的新增信贷能在7亿或以上，2011年“稳健”的货币政策与2010“适度宽松”的货币政策并无明显的差别，在“积极”财政政策的刺激下，明年经济应仍能保持9%左右的稳定增长。

住房和城乡建设部12月初下发通知指出2011年计划安排建设保障性住房和各类棚户区改造住房1000万套，这一目标比2010年580万套保障性住房的建设规划接近翻了一番。

大幅提高的保障性住房建设数量会较大程度的弥补保障房之外的房地产投资下滑，经我们估算，若2011年保障房之外的房地产投资增长下滑至15%左右，房地产投资则仍能保持在20%以上的增长，房地产之外的固定资产投资如能维持2010的20%左右增长，2011全部固定资产投资保持20%以上增长则比较确定。

在最严厉的房地产调控政策抑制下，房屋新开工面积并没出现急剧的下滑，2010年9月、10月新开工面积分别高达1.4亿、1.2亿平方米，新开工的房屋建设会对后续的投资额需求形成支撑，高位的新开工建设数据显示2011年投资不会出现大幅下滑。

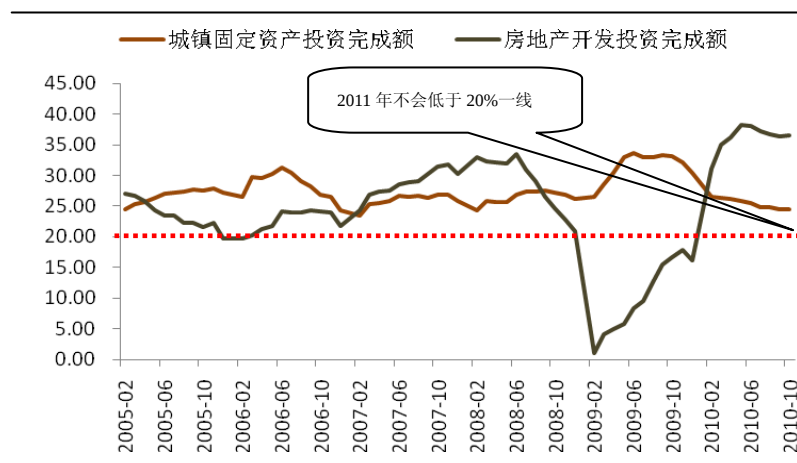
图十三、房屋新开工面积仍在高位（万平方米）



数据来源：第一创业研究所 wind 数据



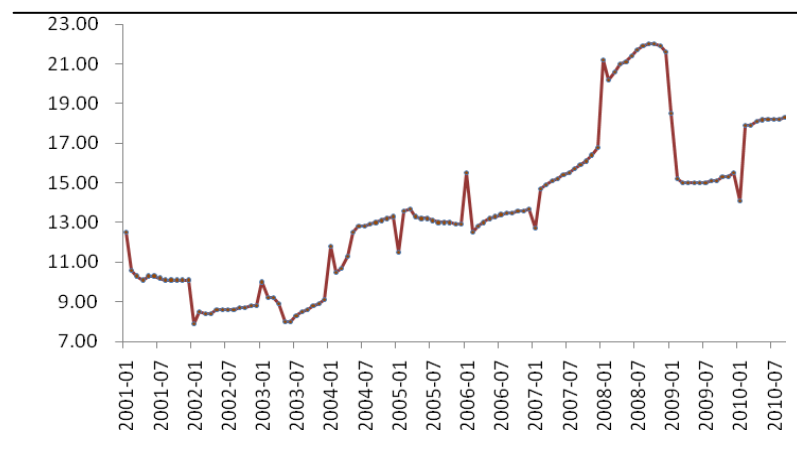
图十四、固定资产投资与房地产投资增长的向下空间有限（累计同比，%）



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

2011 年将是经济结构转型元年，政策引导的方向是分配体制改革的深化与居民收入水平的提高，消费占 GDP 比重的逐步提高将成为一种趋势与必然。随着政策的促进及人民消费意识的增强，消费的稳定增长十分确定，预计 2011 年消费能增长 19% 左右。

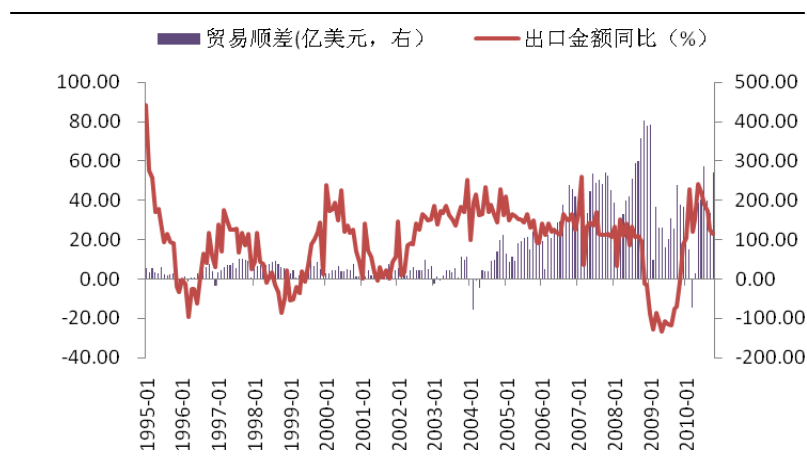
图十五、消费能保持稳定增长（累计同比，%）



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

2010 年前 10 个月我国出口金额累计同比增长 32.74%，前 10 个月贸易顺差达 1478 亿美元，金融危机之后的欧美国家复苏缓慢，在 2010 年初之时，市场曾普遍预期今年的出口及顺差会急剧下滑，而实际情况则是远远好于预期。2009 年出口的低基数为 2010 年的高增长做出了一定的贡献，但 9 月、10 月份的出口额环比增长也在 3% 左右，说明出口数据因欧美复苏缓慢而受的影响并没想象中那么大，2010 年全年出口额增长应能在 30% 左右。

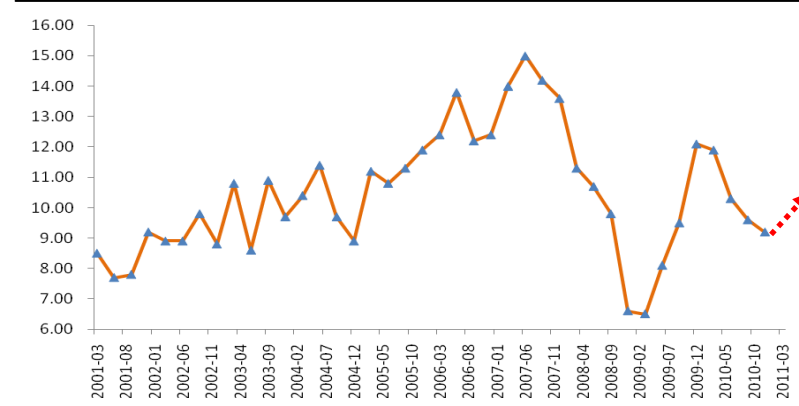
图十六、出口与顺差



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

若十分保守的估算，投资、消费、出口三驾马车 2011 年分别增长 21%、19%、20%，对应大约分别拉动 GDP 4.3、4.2、0.8，2011 年 GDP 仍能保持在 9.3% 左右的增长。

图十七、经济增速明年初可能调头向上（GDP 季度增长，%）



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

小结：

相比 07 年因经济过热而引起的通胀加剧，今明两年的调控背景则要复杂得多，在经济增长尚未完全止跌回稳之时，国家调控通胀的政策将会十分温婉。惯性之下，明年信贷仍会有很高的投放，消费、投资、出口继续保持快速增长，先行指标显示明年年初经济拐头向上的可能性很大。

四、权益市场正向政策持续给力

1、社论三连发 显露政策温情

2007 年 5 月 30 日，财政部、国税总局宣布将证券交易印花税由千分之一调整为



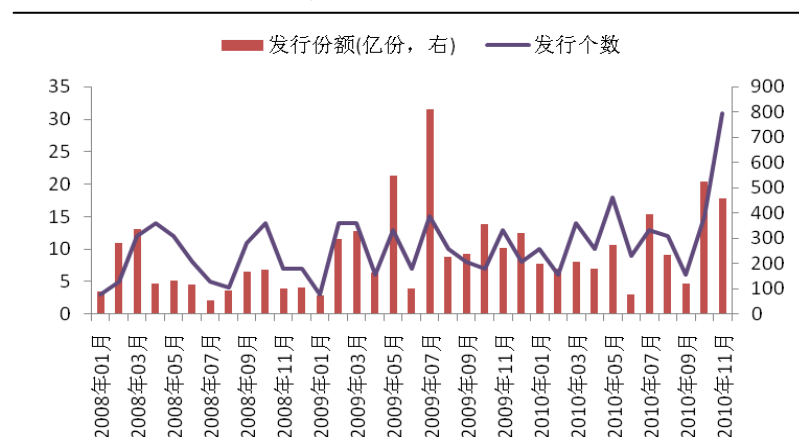
千分之三，主要目的是打压股市泡沫。相较之下，今年的股市更多的是得到政策的支持与鼓励，2010年11月24日、12月1日、12月2日《人民日报》连续发文表示不以牺牲股市为代价抑制物价、加强打击操纵市场的国际资本大鳄，切实维护股市稳定和广大中小投资者的根本利益、有序将银行里的存款引导出来，发展资本市场。

人民日报在两周内连续发表三篇社论，侧面反映了政府对于权益市场的支持，股票市场迅速健康的发展既能吸纳市场过剩的流动性，其强大的投融资功能又能支持经济的发展。中国股市很大程度上是反映政策进退的晴雨表，政策的积极支持之下，加上上市公司业绩的稳定增长、整体估值偏低，股市下跌的空间很小。

2、基金加速发行，资金供给提升

进入四季度以来，基金发行速度开始明显提升，10月新成立基金共有15只、发行份额达523亿份，11月新成立基金高达31只，创下历史新高。11月的30余只新发基金中，有17只为股票型基金，达到历史峰值。基金发行提升会快速有效提高市场资金供给。

图十八、月度基金发行情况



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

中国人民银行于7月19日晚在香港与香港人民币业务清算行中国银行签署了新修订的《香港银行人民币业务的清算协议》（下称《清算协议》），并与香港金管局就扩大人民币贸易结算安排签订了补充合作备忘录。此举对助推人民币金融中介活动有着重要意义，香港人民币业务发展取得新的突破。根据新修订的《清算协议》将允许银行为金融机构开设人民币账户和提供各类服务，证券和基金公司开设人民币账户也不再限制。这意味着“小 QFII”获得了实质性进展，将成为境外人民币回流的重要通道。

香港金局局长陈德霖在11月30日表示，香港的金融市场很期待小 QFII，对小 QFII 的研究与推进都正在加速进行，除了小 QFII，回流机制的其他途径还包括央行此前开放的境外金融机构用人民币投资内地债券市场，现在已经有四家香港银行获准。

小 QFII 的推行将会使得 A 股和 H 股市场的打通变成可能，甚至可以说是在“打通”的道路上的里程碑，境外投资者对 A 股投资通道的打开也将加大市场的需求。



3、经济转型，需要融资功能支持

2011 年将是经济结构转型元年，经济转型将沿着扩大内需、激励创新、促进区域平衡发展等主线进行，为了促进高新技术企业发展、加快西部区域经济崛起，股票市场融资功能的提升则至关重要。

“目前国际板正在紧密准备之中，暂时还没有时间表，待条件成熟之后会推出，一两年之内没问题。”这是上海证券交易所研究中心总经理胡汝银的最新表态。国际板的推出也需要 A 股的良好表现为支撑。

国际板的推出、经济结构的转型需要股市融资功能的配合等因素都要求股市有良好表现作为基础，目前的股市政策已偏正向，后续更多的政策支持仍可期待。

小结：

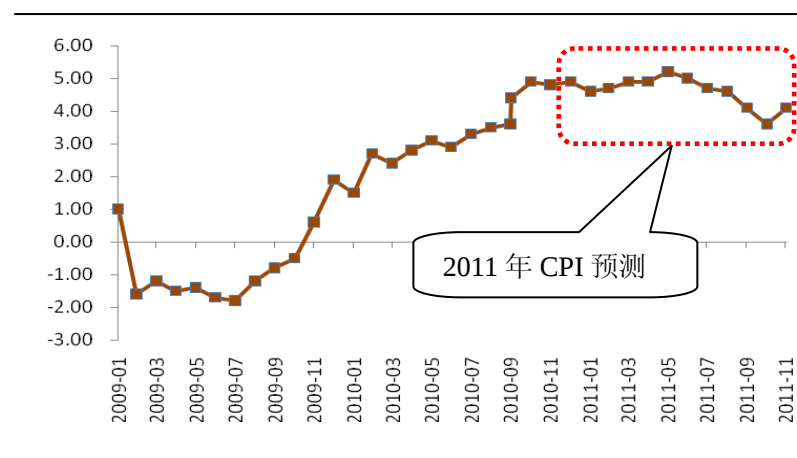
人民日报连续发文暗示了国家对股市积极成长的支持，基金发行提速则显示了明确的正向信号，经济的转型亟待权益市场融资功能的大力配合，股市的优异表现是经济发展与国家政策的需要。

五、温和通胀，业绩明年初现拐点

1、温和通胀，利于业绩增长

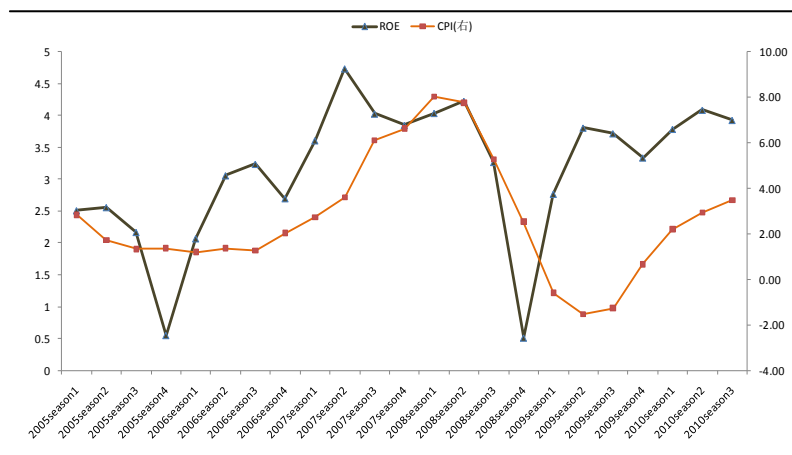
据我们宏观及物价组李怀军博士分析，综合考虑明年的翘尾因素和新增因素，我们预测 2011 年的 CPI 同比为 4.6%，1-4 个季度同比分别为 4.8%、5.0%、4.8%、4.0%。CPI 同比的各月预测值如下图所示，最高点可能出现在明年 6 月，为 5.2%；最低点可能出现在明年 11 月，为 3.6%。据往年的数据，温和的通胀是利于上市公司的业绩增长的，通胀水平在 3%—5% 区间时上市公司的净资产收益率能维持在 3% 以上高位。

图十九、明年物价水平仍算温和（CPI，%）



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

图二十、全部 A 股 ROE 与 CPI 比较（%）

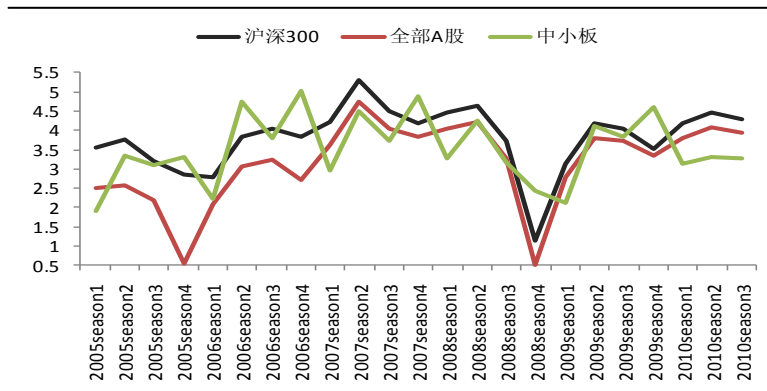


数据来源：第一创业研究所 wind 数据

2、利润增速下滑即将迎来转折

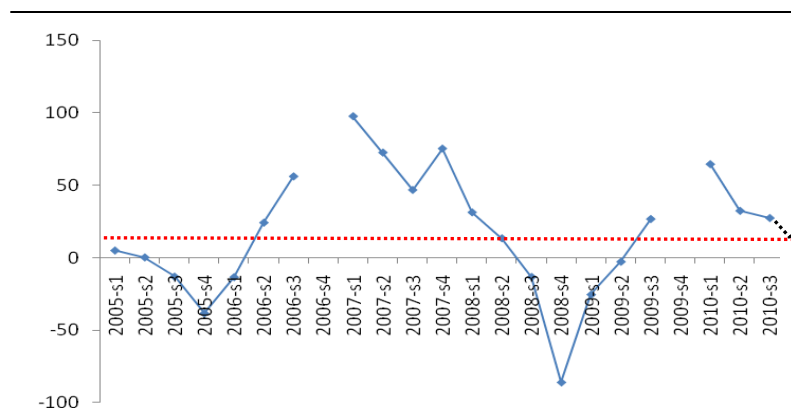
从历史来看，权重板块公司的业绩增长十分稳定，近 5 年沪深 300 公司的平均 ROE 为 3.8%，高于中小板及 A 股上市公司平均的 3.5%与 3.2%。权重板块的稳定高盈利带动 A 股全部上市公司的盈利能力保持在高位，2010 年三季度 A 股全部公司平均 ROE 远高于近五年的平均值 3.16%。2009 年上市公司业绩从很深的底部回升，前低后高十分明显，在基数影响下，2010 年上市公司业绩逐季出现明显的高位回落。经济企稳以及通胀温和的环境下，上市公司业绩明年初或现拐点。

图二十一、上市公司净资产收益率（ROE）水平高（%）



数据来源：第一创业证券 WIND

图二十二、A 股全部上市公司净利润同比增长（%）



数据来源：第一创业研究所 wind 数据

小结：

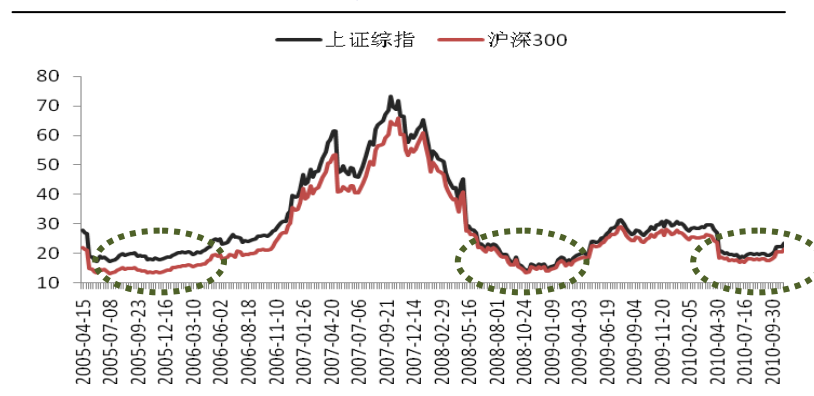
明年通胀水平温和，信贷水平仍算宽松，随着宏观经济增长的见底回升，2011年上市公司业绩将从一季度拐头向上。

六、蓝筹估值偏低 指数行情可待

1、市场整体估值处于低位

截至12月10日，上证综指与沪深300平均静态市盈率分别为21倍、19倍，均相对处于历史较低位。在全球经济形势极为恶化的2008年，沪深300的估值在20倍以下总共徘徊了8个月，至2009年4月重回20以上；在2010年经济环境已基本稳定，沪深300的估值已在20倍之下运行长达7个月之久，主要原因是来自宏观调控压力，但实体经济并没有预期中的糟糕，投资增速仍在高位，出口下滑也十分缓慢，此情此景之下市场整体的长期低估值是十分不合理的。

图二十三、市场整体估值仍在低位（PE）



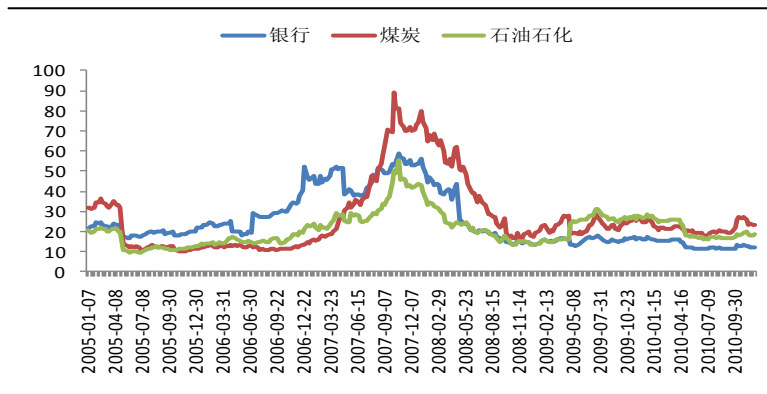
数据来源：第一创业证券 WIND



2、周期性行业被严重低估

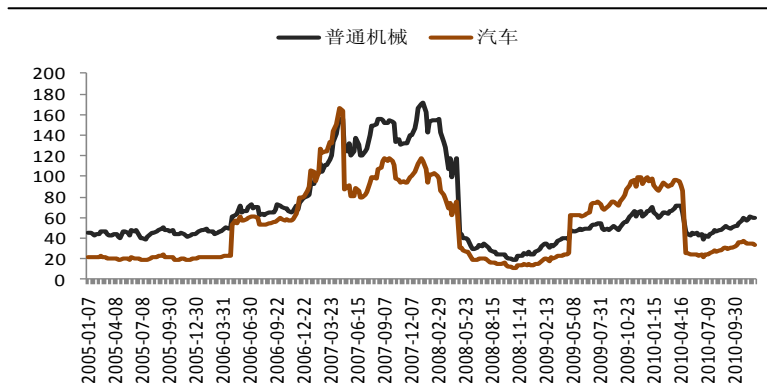
市场整体的被低估更多体现的是周期性行业及权重板块的低估,煤炭、石油石化、机械、汽车等强周期行业估值均处于低位。最为悲怆的当属银行,12月初银行业平均静态市盈率已低至11.8倍,动态市盈率已低至10倍以下,创下历史新低。

图二十四、周期性行业严重低估(一)(PE)



数据来源: 第一创业证券 WIND

图二十五、周期性行业严重低估(二)(PE)



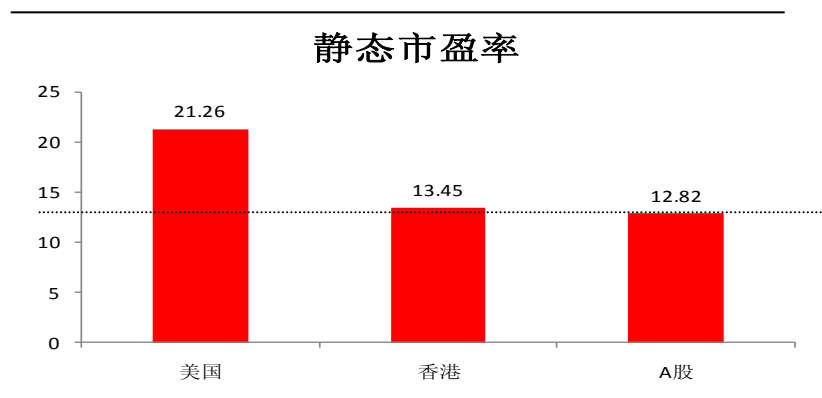
数据来源: 第一创业证券 WIND

2010年前三季度,A股15家上市银行净利息收入同比增长26.7%,手续费及佣金净收入同比增长32.9%,净利润同比增长31.4%。三季度末,上市银行的总资产、存款规模、贷款规模同比增长均在18%以上,很明显,我国银行业仍处于高速增长期。

11月底美国、香港、A股上市银行加权平均市盈率分别为21.26、13.45、12.82,我国银行业估值明显低于美国,也低于香港。银行业近两年以来的低估值与行业的增长速度明显不相称。

2007年、2008年、2009年三年上市银行的平均股息率为1.74,而工商银行、中国银行、建设银行、交通银行等大行的股息率更是超过了一年定期存款利率。

图二十六、我国上市银行平均市盈率较其他市场低(PE)



数据来源：第一创业证券 WIND

表一：超大银行近三年股息率

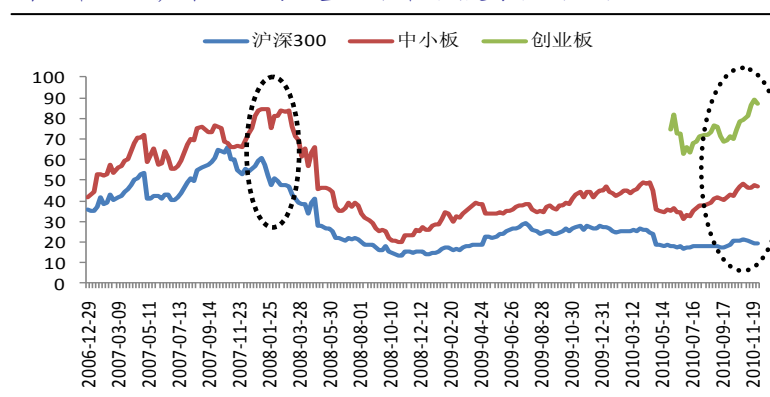
证券代码	证券简称	2007 年	2008 年	2009 年
601328.SH	交通银行	2.40	3.19	3.19
601398.SH	工商银行	2.78	3.45	3.56
601939.SH	建设银行	1.22	3.64	3.78
601988.SH	中国银行	2.78	3.61	3.89

数据来源：第一创业证券 WIND

3、估值分化达到极致，进一步扩大的可能性已小

2009 年三季度开始，A 股市场的权重板块与中小板块估值开始严重分化，相比沪深 300 权重板块，中小板块与创业板估值溢价极度明显。2009 年 7 月初，沪深 300 平均市盈率为 26 倍，中小板平均市盈率不到 36 倍；2010 年 11 月底二者市盈率已分别为 19 倍与 48 倍，中小板市盈率与沪深 300 市盈率比值已达 2.45，已经连续创新长达近 3 个月，估值分化已到极致。创业板指数市盈率更是高达 89 倍，估值溢价之明显一目了然。

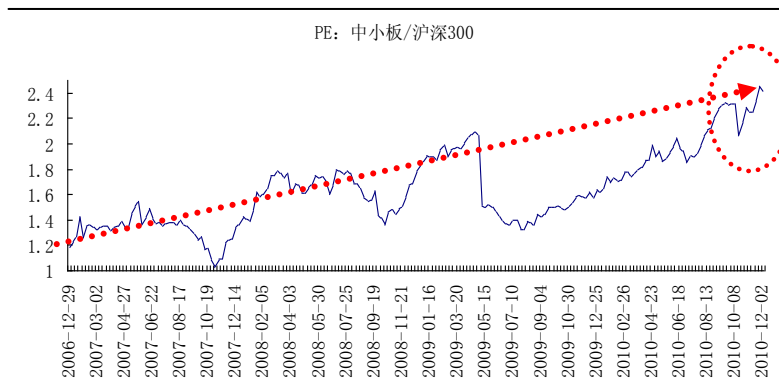
图二十七、沪深 300 与小盘股估值极度分化（PE）



数据来源：第一创业证券 WIND



图二十八、中小板与沪深 300PE 比屡创新高

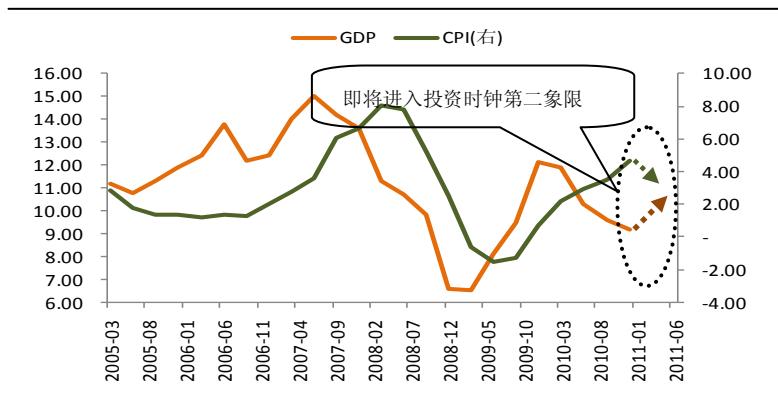


数据来源：第一创业证券 WIND

七、投资策略：抓住经济上行与转型机遇

基于信贷投放不会明显收紧，物价压力不会加剧的判断，经济上行、通胀缓解周期处于美林投资时钟第二象限，此“复苏”阶段股票是为最佳资产类别，周期性行业迎来极佳投资机会。我们判断 2011 上半年权益市场存在较大上行空间，预计明年上半年上证指数运行区间为 2500—4000。下半年则在经济高速增长背景下，政策调控的忌讳变少，不确定性相对增强。

图二十九、中国即将进入通胀下降、经济上行周期（%）



数据来源：第一创业证券 WIND

1、二线蓝筹 估值修复

经济或在今年底、明年初见底而重回上升，通胀水平尚属温和且不会恶化，周期性行业与蓝筹板块将迎来黄金时期。业绩增长稳定、估值低廉使得传统板块具备足够的安全边际，对应的机械、建材、汽车、家电、煤炭、有色、地产、非银行类金融板块将具备比较明确的投资机会。



2、美元软弱支撑资源板块强势

美国的量化宽松及美国经济的低迷使得美元未来会保持软弱态势，大宗资源品价格会因此持续受到推升，**煤炭、有色**等资源板块将持续受益，调整之后的煤炭、有色板块明年将出现趋势性上涨。

3、七大战略新兴产业的结构性机会

“十二五”规划中，节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业、新材料等七大战略性新兴产业规划颁发，后续的政策扶持、投资力度都将加大，新经济的长期增长趋势明朗，我们仍维持 2010 年半年度策略中长期看好新经济的观点。对应的具体为**新材料、移动互联、高端装备制造业**板块及行业，目前这些行业普遍估值较高，预计明年上半年这些行业会出现结构性机会，很可能呈现出价值高估—估值恢复—价值高估—...的波动趋势，但部分前期涨幅较小或高成长性确定的公司仍有获得超额收益的机会。

八、第一创业“十大金股”

“十大金股”组合：

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
		2010-12-15	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
601699	潞安环能	55.60	2.81	3.26	3.69	17.78	15.32	13.54
600375	星马汽车	27.14	1.60	1.87	2.08	16.96	14.54	13.05
000001	深发展	16.59	1.79	2.16	2.60	9.27	7.68	6.38
000002	万科 A	8.35	0.64	0.82	1.06	13.13	10.24	7.92
601318	中国平安	59.47	2.31	2.84	3.48	26.37	21.44	17.07
600362	江西铜业	40.86	1.26	1.92	2.29	33.10	21.80	18.30
601111	中国国航	13.05	1.02	1.24	1.55	12.78	10.47	8.40
000063	中兴通讯	28.72	1.03	1.43	1.88	27.10	19.60	14.80
002261	拓维信息	44.00	0.75	0.93	1.26	58.00	46.77	34.52
000400	许继电气	34.99	0.45	0.60	0.80	78.04	58.53	43.90

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120