

# 开启实质转型的机遇之门

## ——2011 年度 A 股投资策略

### 主要观点：

#### 我们的逻辑：

- ★ 我们认为在“十二五”规划开局之年，“控通胀、调结构、稳经济”仍将是轮动的政策着力点。“积极的财政政策”和“稳健的货币政策”将再次成为可能的政策搭配。
- ★ 在 2011 年二季度末 QE2 结束前的 4-6 月份，随着美联储货币政策转向，届时外部流动性将出现向下拐点。受严控通胀因素的触发，2010 年四季度国内货币政策已经开始回归稳健，在国内货币政策“被动应对”与“主动回归”的交织中，宏观流动性将总体表现为“前高后低”与“外松内紧”。
- ★ 投资与净出口增速下降将导致 2011 年 GDP 增速放缓，全年保持平稳。经济整体无惊喜，关键看“十二五”规划”开局之年的结构性亮点。

#### 我们的判断：

- ★ 我们认为 2011 年我国经济并不具备实施紧缩性货币政策的条件，虽然 A 股市场面临的国内流动性充裕程度将低于 2010 年，但也并非流动性显著“失血”的一年。
- ★ “调结构”是“十二五”规划的重点，其中在产业结构调整与收入分配结构调整两条主线上，区域的消费转型与产业转移特征为我们前瞻结构性亮点提供了新视野——消费转型看东部，消费升级与投资重点在中西部、新兴产业基础设施投资启动。
- ★ 纵观估值、供求关系以及市场政策三方面，对 2011 年 A 股市场的综合影响是中性偏弱。首先，主动“调结构”的宏观背景决定了市场整体业绩增长动力将出现减弱趋势，估值层面不给予大盘重心大幅提升的动力，结构性估值回升动力聚焦在转型成功之中；其次，我们预期 2011 年 IPO 规模依然将维持在 5200 亿元以上的高位，限售股总量 4364 亿元，略小于 2010 年压力，且呈“前高后低”态势，上半年 M2/流通市值指标将在上证综指 3400 点附件形成压制，整体市场交易活跃度提升空间有限。最后，我们认为 2010 年市场政策不会对大盘趋势形成重要扰动，如果国际板推出，整体看心理冲击大于实际影响，但结构性影响比较显著，将提升折价蓝筹估值、资金分流冲击题材泡沫。

#### 我们的观点：

- ★ 2011 年 A 股市场趋势判断：重心上移的偏强平衡市，上证指数核心波动区间 2600-3600。我们的核心策略建议是：均衡配置，寻找成功转型提升估值的投资机遇。
- ★ 全年的市场风格将趋于均衡，市场流动性充裕度下降与产业结构转型进入实质阶段，将导致市场关注焦点回归到成功转型提升企业估值。
- ★ 我们看好“十二五”规划与新兴战略性产业内，成功转型且能较短时间内实质性提升估值水平的行业。2011 年建议重点关注大消费（食品饮料、医药、商业零售）、高端装备制造业（海洋开发、核电建设、高铁建设）、节能环保（建筑节能、工业节能与合同能源管理）、计算机应用、化工新材料行业。主题投资关注区域经济与央企重组。

## 目 录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 一、市场回顾：后危机时代，货币政策主导市场 .....                 | 4  |
| 二、宏观流动性预期：“前高后低”“外松内紧” .....                | 5  |
| 1、世界经济复苏进程脆弱，复苏不同步导致博弈复杂化 .....             | 5  |
| 2、4-6 月份或成为外部流动性拐点 .....                    | 6  |
| 3、国内货币政策已经回归稳健与谨慎 .....                     | 8  |
| 三、结构性亮点：东部消费转型、中西部地区与新兴产业投资 .....           | 10 |
| 1、整体无惊喜：投资与净出口增速放缓，GDP 平稳 .....             | 10 |
| 2、物价压力犹存 .....                              | 13 |
| 3、消费转型看东部、投资热点看中西部与新兴产业 .....               | 13 |
| 4、东部向中西部地区产业转移趋势明确 .....                    | 16 |
| 5、中央经济工作会议定基调：“稳货币”搭配“宽财政” .....            | 17 |
| 三、市场分析：增长动力下降、供求关系偏紧 .....                  | 18 |
| 1、估值支撑增强、增长动力下降；核心波动区域：上证指数 2600-3600 ..... | 19 |
| 2、IPO 规模回升，交易活跃度提升空间有限 .....                | 20 |
| 3、市场政策与扰动因素：产业资本动向、融资融券、国际板、 .....          | 23 |
| 五、投资策略：均衡配置，寻找成功转型提升估值的投资机遇 .....           | 25 |
| 1、趋势判断：重心上移偏强平衡， 上证指数核心波动区间 2600-3600 ..... | 25 |
| 2、投资策略：均衡配置，寻找成功转型提升估值的投资机遇 .....           | 26 |
| 3、重点配置的行业分析 .....                           | 26 |
| 4、上海证券 2011 年年度投资策略组合 .....                 | 30 |

## 图

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1：2010 年 A 股市场“两头高中间低” .....             | 4  |
| 图 2：GDP:实际同比增长:全球 .....                    | 6  |
| 图 3： 中国 GDP:当季同比:季 .....                   | 6  |
| 图 4：美联储资产负债表总资产接近上限(单位 Billion USD ) ..... | 7  |
| 图 5：美联储流动性释放能力正在衰竭(单位 Billion USD ) .....  | 7  |
| 图 6：美联储资产负债表维持高位(单位 Billion USD ) .....    | 8  |
| 图 7：2008 年以来国内货币政策变化与大盘趋势密切相关 .....        | 8  |
| 图 8： 10 年期国债收益率上升显示加息预期升温 .....            | 9  |
| 图 9：票据收益率是“加息”情绪指标 .....                   | 9  |
| 图 10： 7 天回购利率揭示流动性现状 .....                 | 9  |
| 图 11：准备金率创历史新高，货币回笼力度加大 .....              | 9  |
| 图 12：通胀形势是货币政策的重要决定变量 .....                | 10 |
| 图 13：70 个大中城市商品房销售价格稳中趋降 .....             | 10 |
| 图 14：国内出口增速持续下滑 .....                      | 11 |
| 图 15：人民币对美元持续升值 .....                      | 11 |
| 图 16：CRB 综合指数持续上涨 .....                    | 12 |
| 图 17：CPI 指数持续上升 .....                      | 12 |

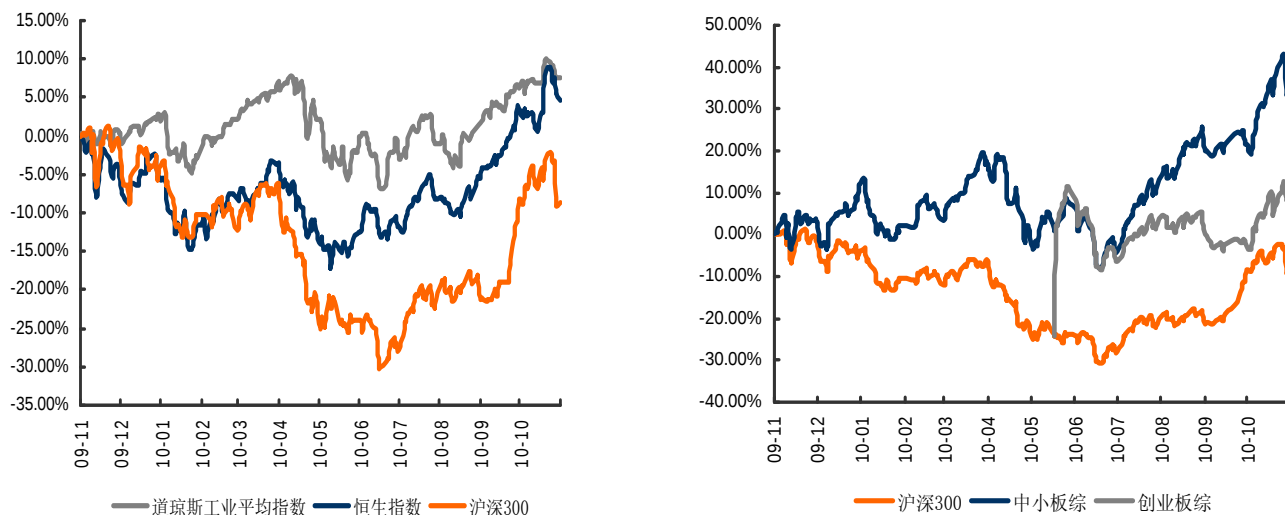
|                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------|----|
| 图 18: 2011 年中国经济放缓, 分季呈现前低后高走势 .....                          | 12 |
| 图 19: 社会固定资产投资下滑明显 .....                                      | 12 |
| 图 20: 消费对经济增涨贡献提升 .....                                       | 13 |
| 图 21: 房地产开发投资 10 年 4 月起由高位有所回落 .....                          | 13 |
| 图 22: 居民收入增长速度落后于经济增长速度 .....                                 | 14 |
| 图 23: 图 23: 消费占 GDP 比重逐年降低 .....                              | 14 |
| 图 24: “两高一资”产业投资将继续下滑 .....                                   | 15 |
| 图 25: 各产业在 GDP 组成中占比变化不大 .....                                | 15 |
| 图 26: ”十二五”规划重点产业投资保持强劲增长 .....                               | 15 |
| 图 27: 中西部区域投资在政策支持下将稳定增长 .....                                | 15 |
| 图 28: 消费保持稳健增长 .....                                          | 16 |
| 图 29: 农村居民收入稳步增长 .....                                        | 16 |
| 图 30: 农村收入促进中低端产品的消费 .....                                    | 16 |
| 图 31: 建材、汽车、家电等消费增涨将回落 .....                                  | 16 |
| 图 32: 中部地区有能力做好东部产业转移, 西部地区投资潜力巨大 .....                       | 17 |
| 图 33: 国内五年计划的开局年, 上证综指表现大多上涨 .....                            | 25 |
| 图 34: 2010 年沪深 300 指数净利润增长一致预期与大盘同步上升, 但 2010 年一致预期逆市下降 ..... | 19 |
| 图 35: 2011 年 IPO 节奏与规模有望“见底回升” .....                          | 21 |
| 图 36: 2010 年新股申购收益率统计 .....                                   | 21 |
| 图 37: M2/流通市值历史趋势 .....                                       | 21 |
| 图 38: 沪深股市流通市值早已经超过 07 年 10 月高点 .....                         | 21 |
| 图 39: 货币活化的峰值已过 .....                                         | 22 |
| 图 40: 新增 A 股开户数与 5.30 峰值相去甚远 .....                            | 22 |
| 图 41: 交易活跃度指标提升空间较为有限 .....                                   | 22 |
| 图 42: 股票型基金的平均仓位比例再次回到历史高位 .....                              | 22 |
| 图 43: 重要股东净增持>0 是中期底部有效信号 .....                               | 23 |
| 图 44: 2011 年限售股抛压“前高后低” .....                                 | 23 |
| 图 45: 2011 年融资量有望上台阶 .....                                    | 23 |
| 图 46: 融券量的变化与行情相关性不大 .....                                    | 23 |
| 图 47: 2010 年下半年投资组合表现回顾 .....                                 | 30 |

## 表

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 表 1: IMF 下调发达国家经济增速 .....                       | 6  |
| 表 2: 欧洲各国纷纷削减财政赤字 .....                         | 6  |
| 表 3: 商品房投资下降明显 .....                            | 11 |
| 表 4: 2010-2012 一致预期 PE 具有安全边际, 但是净利增长拾阶而下 ..... | 19 |
| 表 5: 三阶段股利贴现模型估值分析表 .....                       | 19 |
| 表 6: M2/流通市值关键点的历史回顾 (亿元) .....                 | 21 |
| 表 7: 我们对 2011 年 A 股市场的各阶段趋势判断 .....             | 25 |
| 表 8: 上证 2011 年年度策略投资组合 .....                    | 31 |

## 一、市场回顾：后危机时代，货币政策主导市场

图 1：2010 年 A 股市场“两头高中间低”，沪深 300 指数表现弱于周边市场，小盘成长风格完胜



数据来源：Wind 资讯

### 1、“两头高中间低”，小盘成长风格完胜

2010 年沪深 300 指数上涨-11%，相对于道琼斯工业指数 7%涨幅与恒生指数 8%涨幅，A 股市场 2010 年表现明显弱于周边市场。在 A 股市场内部结构方面，2010 年中小板综指与创业板综指涨幅分别为 28%、18%，全年表现均强于沪深 300 指数，小盘成长股的投资风格始终占据上风。2010 年全年 A 股市场的运行态势为“两头高中间低”，基本符合我们在 2010 年度策略报告中预计指数全年表现呈 N 型走势的预测，全年上证综指核心波动区域低于年初时的判断，主要原因是严厉的房地产调控政策超出我们预期，直接压低了金融、地产两大权重板块的重心。

### 2、后危机时代，全球经济复苏进程分化

后危机时代全球经济复苏进程分化。美、日定量宽松政策刺激国内经济导致全球流动性泛滥，欧洲在历经欧债危机打击后依赖财政紧缩修复政府资产负债表，以中国为代表的新兴经济体稳步复苏进程受到外部流动性泛滥扰动，并开始主动收缩国内流通性严防资产泡沫对经济的潜在威胁。在充满博弈的复杂外部环境中，2010 年中国经济产业结构升级和内需消费两个增长极走出低谷，符合我们年初的判断。

### 3、货币政策成为市场主导因素

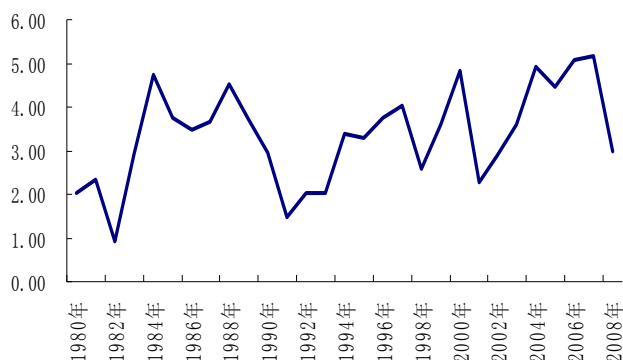
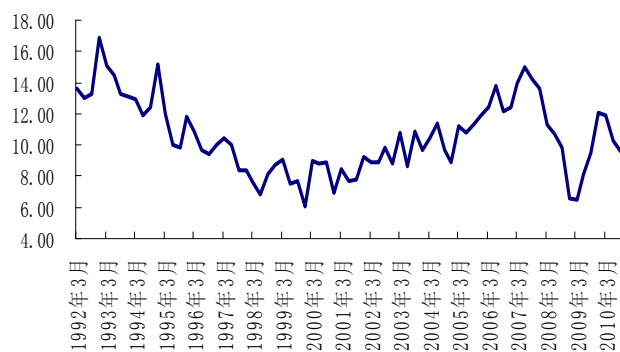
2010 年中国经济虽然缓步走出低谷，但政策依然是市场运行的主导因素。“两头高中间低”的市场运行趋势特征，主要由于“新国十条”地产调控政策出台与外部量化宽松导致流动性充裕预期所致。而为控通胀开启加息周期使国内货币政策从适度宽松回归稳健，导致年末大盘调整。而““十二五”规划”启动内需、加速新兴战略产业发展的政策导向，使得消费转型与新兴产业两大投资主题成为贯穿全年的结构性行情主线。

## 二、宏观流动性预期：“前高后低”“外松内紧”

受到资产负债表膨胀的限制，我们认为美联储继续实施 QE3 的可能性甚微。相反，在 2011 年二季度末 QE2 结束前的 4-6 月份，随着美联储货币政策转向，届时外部流动性将出现向下拐点，进而全年将表现为“前高后低”的特征。受严控通胀因素的触发，2010 年四季度国内货币政策已经开始回归稳健，在国内货币政策“被动应对”与“主动回归”的交织中，宏观流动性将总体表现为“外松内紧”。但我们认为 2011 年我国经济并不具备实施紧缩性货币政策的条件，虽然 A 股市场所面临的国内流动性充裕程度将低于 2010 年，但也并非流动性显著“失血”的一年。

### 1、世界经济复苏进程脆弱，复苏不同步导致博弈复杂化

2011 年全球经济复苏仍然脆弱，本就缓慢的全球经济增长步伐放缓程度可能超出预期。我们预计 2011 年全球经济增速将从 2010 年的 4.8% 放缓至 4.2%。美国经济增速预期 2.9%，美联储等国家央行将继续实行极度宽松的货币政策，但我们认为其作用将较为有限，最终将通过刺激出口来推动经济复苏。欧元区主要挑战是如何在紧缩财政支出的过程中，避免投资、消费和银行信贷的下滑，并防止出现通货紧缩现象。我们预期 2011 年亚洲新兴市场国家经济增幅为 6.7%，新兴经济体依然将保持较快经济增长速度。各经济体复苏不同步导致博弈复杂化将在 2011 年进一步加深，贸易战、汇率战仍将持续，2011 年 A 股市场面临的外部环境将继续趋于复杂化。

**图 2: GDP:实际同比增长:全球**

**图 3: 中国 GDP:当季同比:季**


数据来源: Wind 资讯

**表 1: IMF 下调发达国家经济增速**

| 发达国家经济预测% | 2010F | 2011F |
|-----------|-------|-------|
| 美国        | 3.3   | 2.9   |
| 欧盟        | 1.0   | 1.6   |
| 日本        | 2.4   | 1.8   |

数据来源: 上海证券

**表 2: 欧洲各国纷纷削减财政赤字**

| 欧洲各国消减财政赤字计划 |                                                        |
|--------------|--------------------------------------------------------|
| 希腊           | 希腊财政赤字将从 09 年 GDP 占比 13.6%，下降到 2014 年的 2.6%；提高增值税率     |
| 西班牙          | 西班牙财政赤字将从 09 年的 GDP 占比 11.2%减少到明年的 6.5%，降低公务员工资，减少公共投资 |
| 葡萄牙          | 葡萄牙财政赤字将从 09 年占 GDP 的 8.3%降到 2013 年的 2.8%，提高增值税和收入税率   |
| 意大利          | 意大利政府计划未来 2 年至少削减 240 亿欧元财政支出                          |
| 英国           | 英国政府宣布每年将削减 300 亿英镑的支出，直至 2014~2015 财年                 |

资料来源: 上海证券

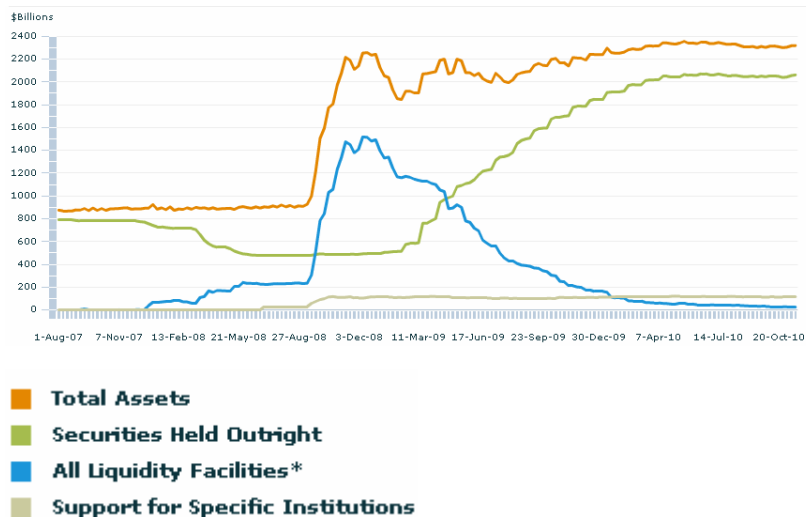
## 2、4-6 月份或成为外部流动性拐点

### ★ 联邦资产负债现状降低 QE3 实施的可能性

从美资产负债表规模来看，目前已经接近 4 万亿，我们认为，在美国财政赤字较高的情况下，美联储的资产负债表不可能无限度膨胀，QE2 的 6000 亿流动性释放已经接近美联储资产负债规模的上限位置。而根据最新的中期选举结果，奥巴马所在的民主党正失去众议院主动权，仅保住参议院多数席位。共和党在国会占据大多数席位，意味着奥巴马的很多财政刺激政策未来可能收到钳制，两党之间的分歧会导致国会陷入僵局。美联储的最佳策略是维持现有的资产购买规模，并对到期证

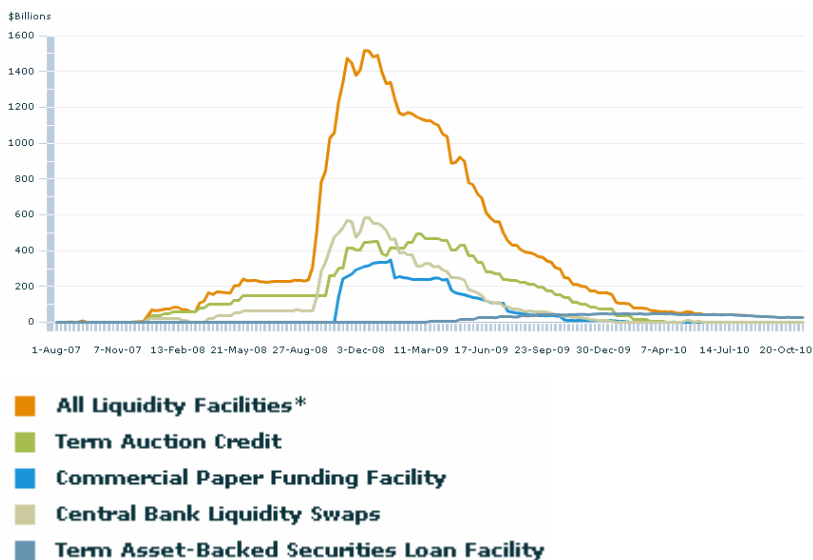
券回笼资金再投资（每月约 350 亿美元）的政策，并在此基础上将在 2011 年 Q2（6 月份）前进一步购买 6000 亿美元的较长期国债（每月购买量约为 750 亿美元）。从而最大限度的达到就业最大化和物价稳定的目标。

图 4：美联储资产负债表总资产接近上限(单位 Billion USD )



资料来源：美联储

图 5：美联储流动性释放能力正在衰竭(单位 Billion USD )



资料来源：美联储

**图 6：美联储资产负债表维持高位(单位 Billion USD )**


资料来源：美联储

✦ 4-6 月份是美联储货币政策最可能出现拐点的时段

这一判断可以从 2010 年 10 月以来非农就业人数、ISM 制造业与非制造业、PMI、个人消费支出环比等数据中得到验证。此次美联储推出 6000 亿美元的第二轮量化宽松政策来推进经济持续复苏，并确保通胀水平符合联储目标，我们从目前的经济数据及其发展趋势来判断，2011 年 4-6 月份可能是美国 CPI 小幅上升、GDP 上升、PMI 小幅上升、10 年期国债收益率小幅上升同时出现的时段，也是美联储货币政策最可能出现拐点的阶段。

### 3、国内货币政策已经回归稳健与谨慎

✦ 货币政策走在“被动应对”与“主动回归”之间

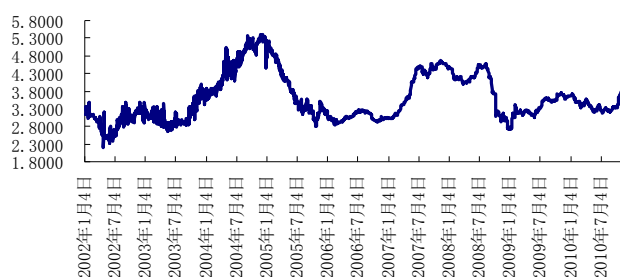
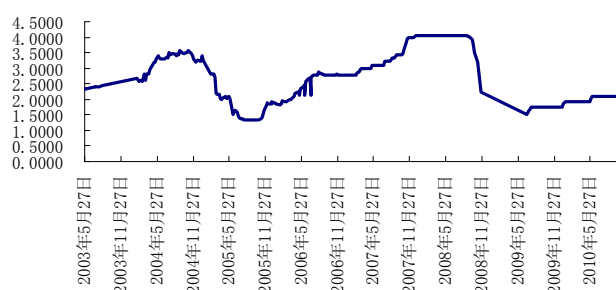
全球金融一体化将促使我国货币政策的制定和实施更多地依赖于市场手段，加快实现宏观调控方式从直接向间接的转变。但鉴于我国的经济结构调整仍要持续一个较长的时期，金融一体化将对我国既有体制下货币政策的有效性产生的不利影响仍将向 2011 年延续。我们判断 2011 年国内货币政策调整节奏的催化因素既有对外部变化的被动应对，也有基于经济结构调整的主动性回归。

✦ 严控通胀是货币政策回归稳健的触发因素

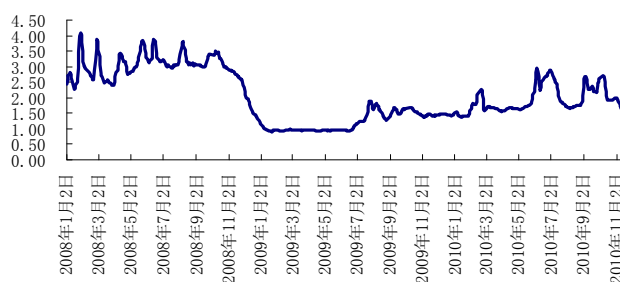
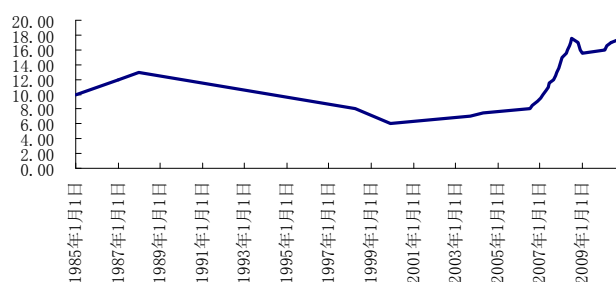
2011 年国内经济企稳回升的势头更加明确，企业投资需求也明显升温，由此放大了信贷需求，而整体资金面十分宽裕的商业银行也有加大信贷供给的动力。但在金融危机中非常态货币政策的逐步退出将成为 2011 年货币政策变化的主旋律。从 2010 年四季度经济形势看，政策着力点转向严控通胀将成为货币政策回归稳健的触发因素。加息周期重启与准备金率创历史新高是其中的标志性事

件。我们预期，在 2010 年 12 月初召开的中央经济工作会议中，将明确 2011 年“稳健货币政策与宽松财政政策”的政策组合。

基于上述的分析，在经济结构调整与政府对 GDP 增速平稳下降容忍度提高的背景下，2011 年货币政策从适度宽松转向稳健甚至谨慎将成为确定的趋势。因此我们认为 2011 年 M2 增长率与信贷总量目标将低于 2010 年 17% 与 7.5 万亿，整体的货币供应量将低于 2010 年。但我们同时认为，由于房地产投资的回落将滞后在明年体现出来，出口在升值背景下难有较好表现，调结构也压缩了传统行业对于经济的拉动力，这三方面综合影响，2011 年我国经济不具备实施紧缩性货币政策的条件。因此虽然 A 股市场所面临的国内流动性充裕程度将低于 2010 年，但也并非流动性显著“失血”的一年。

**图 7： 10 年期国债收益率上升显示加息预期升温**

**图 8： 票据收益率是“加息”情绪指标**


数据来源：Wind 资讯

**图 9： 7 天回购利率揭示流动性现状**

**图 10： 准备金率创历史新高，货币回笼力度加大**


数据来源：Wind 资讯

图 11：通胀形势是货币政策的重要决定变量

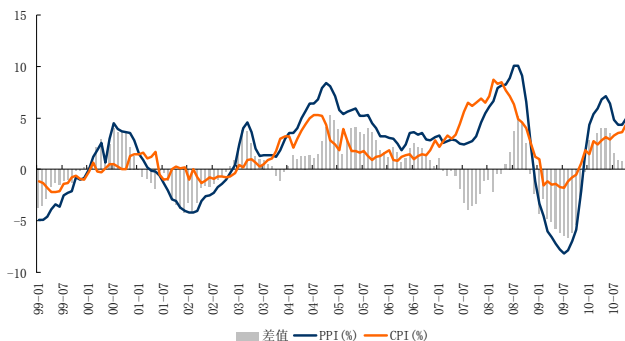
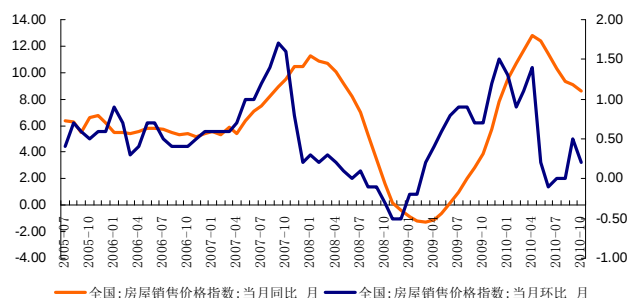


图 12：70 个大中城市商品房销售价格稳中趋降



数据来源：Wind 资讯

### 三、三大结构性亮点：东部消费转型、中西部地区投资与消费升级、新兴产业投资启动

我们认为在“十二五”规划”开局之年，“控通胀、调结构、稳经济”仍将是轮动的政策着力点。在 2010 年 12 月初召开的中央经济工作会议中，我们预期“积极的财政政策”和“稳健的货币政策”将再次成为可能的政策搭配。投资与净出口增速下降将导致 2011 年 GDP 增速放缓，全年保持平稳。经济整体无惊喜，关键看“十二五”规划开局之年的结构性亮点。“调结构”是“十二”五规划的重点，其中在产业结构调整与收入分配结构调整两条主线上，区域的消费转型与产业转移特征为我们前瞻结构性亮点提供了新视野——消费转型看东部、消费增长和投资重点看中西部，经济结构转型重在新兴产业相关基础设施投资。

#### 1、整体无惊喜：GDP 略有放缓

##### ★ 固定资产投资增速回落

4 万亿刺激计划启动于 08 年末，根据基建项目通常不到 3 年的完成期，大部分项目明年下半年将逐步完工，对国内投资增长的提振效应递减，加之地方投融资平台问题所引发的投融资平台的清理将有效遏制地方基础建设投资膨胀，预计 11 年固定资产投资增速回落至 21.9%，但十二五规划中新兴产业及区域性投资受政策支持将继续保持强劲增长。

近几年房价呈现加速上涨趋势，由此引发房地产投资也逐年增加，2010年房产调控愈演愈烈，国家连续出台包括提高首付、贷款利率，限制购房套数、严控开发商融资等措施，地产投资尤其是商品房投资将受到较大的影响；为了对冲地产调控带来的投资下滑，政府大力推行的保障住房建设投资将会大幅度的提升，在一定程度上弥补调控对于商业房投资的影响。但由于其占比较小，（2009年保障性住房投资仅占房地产投资的5%），对于整体房地产投资的贡献较低，我们预计2011年地产投资将回落至17%。

**表 3：商品房投资下降明显**

| 房地产投资增速 | 比重 (2009 年占比) | 2010F 增速 | 2011F 增速 |
|---------|---------------|----------|----------|
| 房地产     | 100%          | 27%      | 17%      |
| 商品房     | 95%           | 25%      | 12%      |
| 保障性住房   | 5%            | 75%      | 75%      |

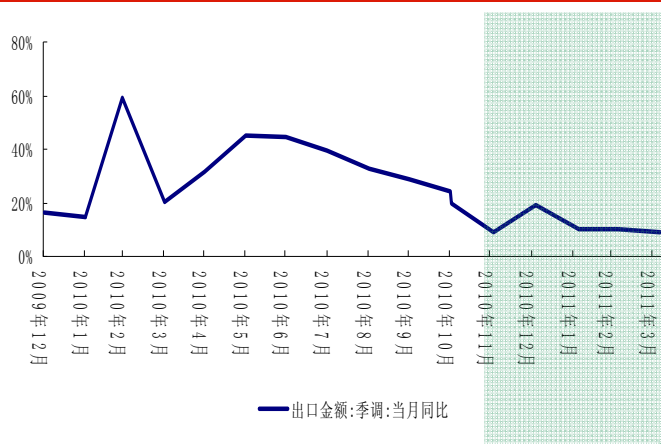
数据来源：上海证券

#### ★ 出口增长有所放缓

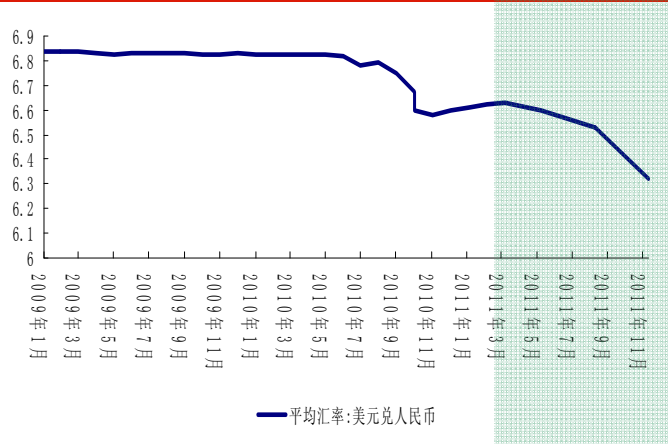
中国主要贸易伙伴美、日经济增长不容乐观，欧盟各国大力缩减财政计划、人民币升值压力及国际大宗产品价格持续上涨将对国内出口造成较大的负面影响，国际大宗商品价格在弱势美元的推动下持续上涨，将传导致使国内出口产品价格上涨，进一步削弱出口竞争力。2011 年国内出口增长预计下降至 14.7%。

国际经济增长乏力，贸易保护主义抬头将继续加大对人民币汇率低估的指责，美国量化宽松政策将维持美元弱势，形成人民币持续升值动因，预计 2011 年人民币将升值 4% 左右。

**图 13：国内出口增速持续下滑**



**图 14：人民币对美元持续升值**



数据来源：Wind 资讯

图 15: CRB 综合指数持续上涨

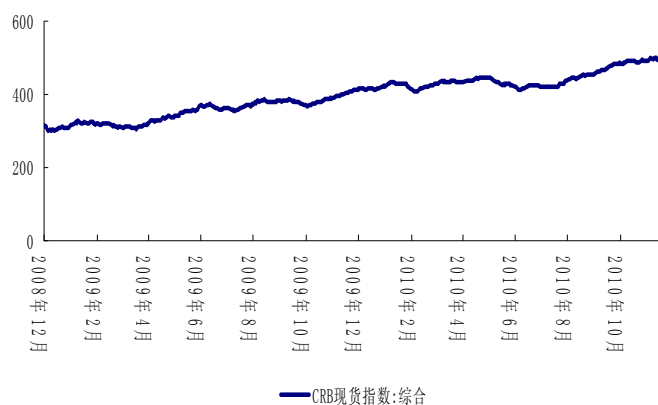
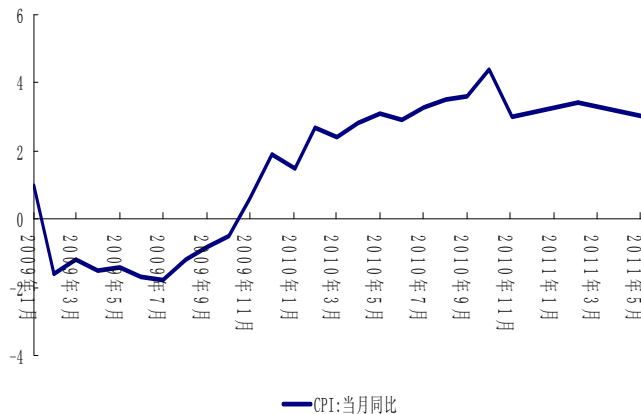


图 16: CPI 指数持续上升



数据来源: Wind 资讯

★ GDP 增速放缓, 全年保持平稳

2011 年消费增速保持平稳, 投资与净出口增速放缓导致 GDP 增速下降; 季度呈现一季度探底, 后期企稳回升的增长态势, 预计 11 年 GDP 增速区间为 8%-9%。

图 17: 2011 年中国经济放缓, 分季呈现前低后高走势

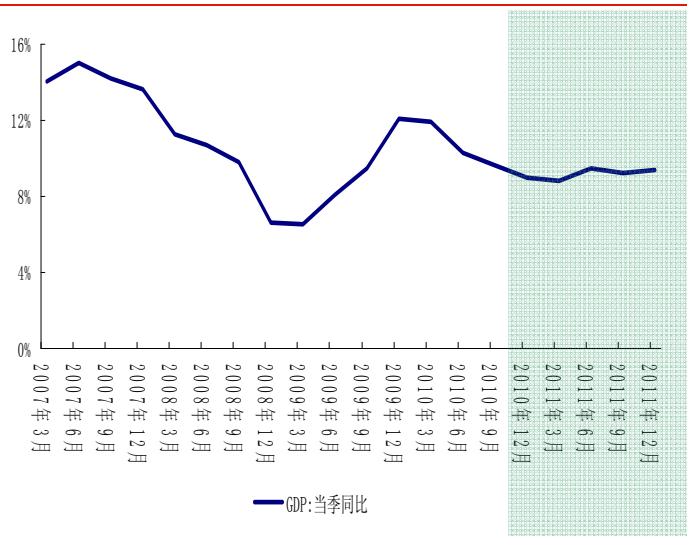
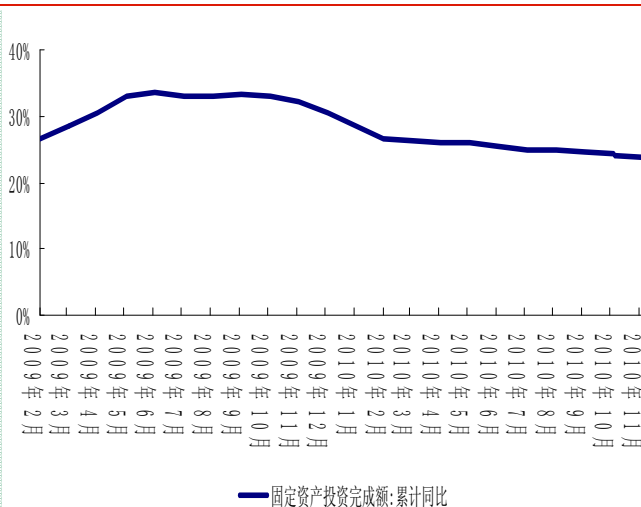


图 18: 社会固定资产投资下滑明显



数据来源: Wind 资讯

图 19: 消费对经济增涨贡献提升

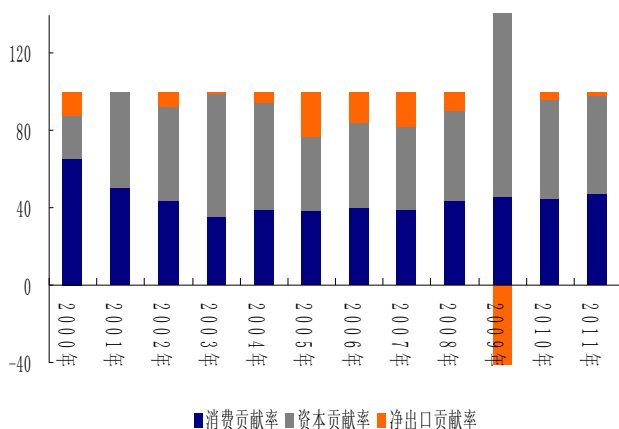
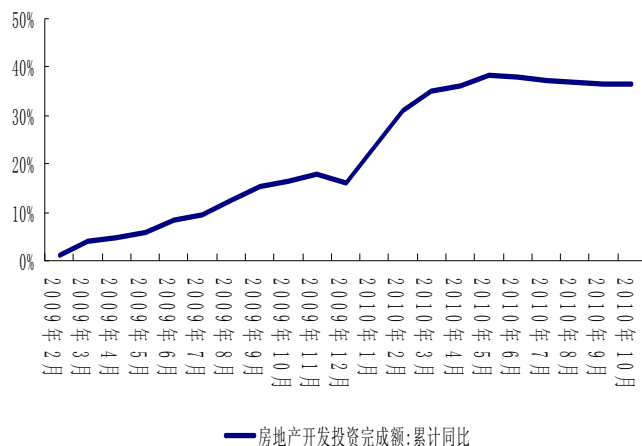


图 20: 房地产开发投资 10 年 4 月起由高位有所回落



数据来源: Wind 资讯

## 2、物价压力犹存

- ✦ 输入型价格上涨、农产品涨价、以及劳动力成本上升等因素将维持 2011 年通胀压力，预计明年 CPI 为 3.4%。政府对 CPI 目标值可能上调到 3.8-4%。
- ✦ 美联储进一步推进量化宽松政策，欧洲各国家在紧财政背景下不会再收紧宽松货币政策，日本经济面临较大幅度的下滑，通缩风险上升，也将继续宽松的货币政策，国际流动性充足的背景下，大宗商品价格上涨、热钱炒作等输入性价格上涨难以在短期消化。
- ✦ 据人力资源和社会保障部统计，全国已有 30 个省份调整了最低工资标准，月最低工资标准最高档增长幅度平均为 24%。工资成本的上升必然会体现在产品的价格的上涨中，从而进一步推动物价的上涨压力。
- ✦ 粮价将继续上涨。首先，随着中国百姓收入水平的提高，饮食结构逐步升级。居民对于肉类消费明显增长，粮食的间接消费会远远超过直接消费，从而对粮食需求将会有明显的拉升。其次货币因素影响也不可忽略。2010 年末由于资金进入到农副产品市场进行炒作，2011 年农产品价格依然存在波动的可能。

## 3、消费转型看东部、投资热点看中西部与新兴产业

“调结构”是“十二五”规划的主线

从历史经验来看，五年规划的制定一般具有延续性和发展性。“十一五”规划中明确提出的重点目标如“推动经济增长方式的转变”、“调整产业结构”、“促进区域协调发展”。在 2008 年金融危机爆发后曾一度因全力转向保增长而没有得到切实的执行；同时，经济危机在另一方面也使得决策层意识到建立在外需与过度投资的基础上经济增长的风险与不可持续性，这将促进中国推进经济增长方式转变的力度，实现包容性增长的目标。

#### ✦ 产业结构需要调整

“十二五”规划提出“坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向”。构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变，加快发展服务业，促进经济增长向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变。

尽管中国在“十一五”提出了调整经济结构的发展策略，但是，“十一五”期间中国第三产业占比基本保持不变，本质上“十一五”期间还是实施了既有的依靠外需和投资拉动中国经济的发展策略，调整经济结构推进速度较为缓慢；消费对经济增长的贡献没有明显增长，总消费在 GDP 中的占比甚至出现了下滑。

#### ✦ 收入分配结构急待改善

“十一五”前 4 年，中国经济增速达到了 11.4%，与经济增长形成鲜明对比的是，居民收入并没有完全享受到经济高速增长的红利，实际上在“十一五”的大部分时间内，居民的收入增长速度落后于经济增长速度，与此同时，我国基尼系数在 2000 年越过 0.4 的国际公认警戒线后仍在逐年攀升，贫富差距已突破合理界限，这也增加了社会不安定的因素。

图 21：居民收入增长速度落后于经济增长速度

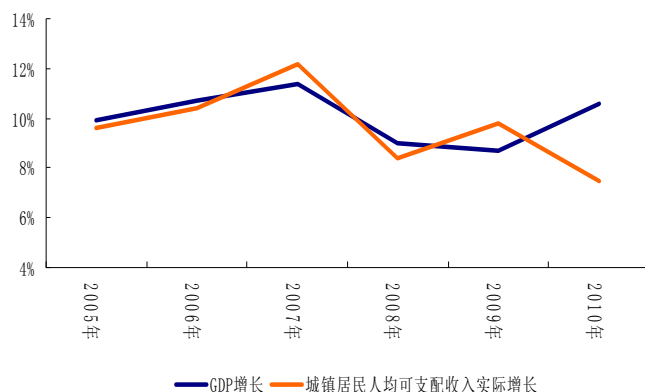
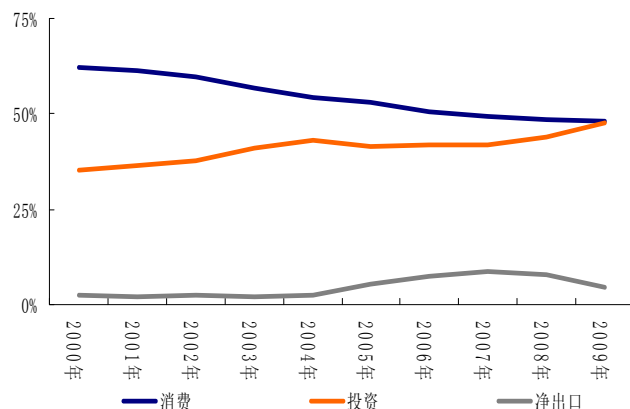


图 22：消费占 GDP 比重逐年降低



数据来源：Wind 资讯

### ★ 投资热点在中西部与新兴产业

受政府加强节能减排力度的影响，“两高一资”产业投资将受到限制。同时“十二五”规划的开局之年，政府将加大规划内新兴产业的投资，催生新一轮的投资热点。“十二五”规划中“加大支持西藏、新疆和其他民族地区发展力度，全面振兴东北地区等老工业基地，大力促进中部地区崛起”的目标为这些地区的投资增长注入了新的活力。

图 23：“两高一资”产业投资将继续下滑

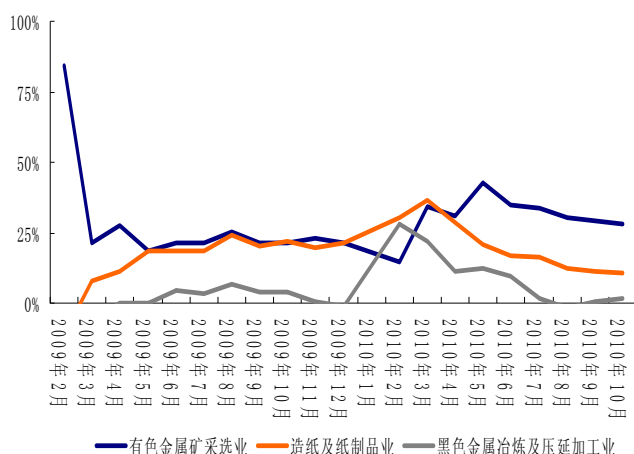
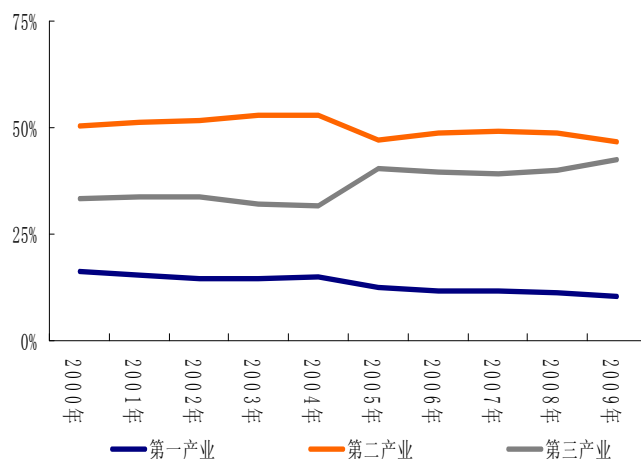


图 24：各产业在 GDP 组成中占比变化不大



数据来源：Wind 资讯

图 7：“十二五”规划重点产业投资保持强劲增长

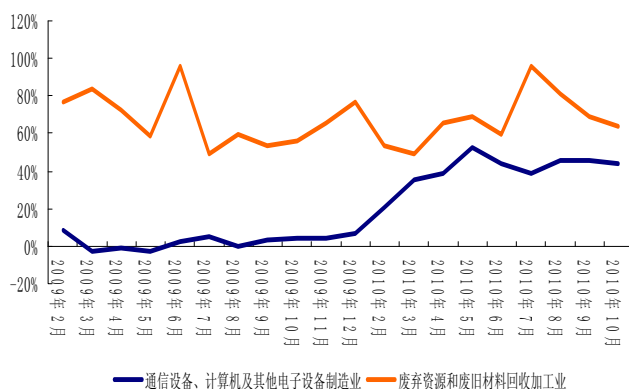
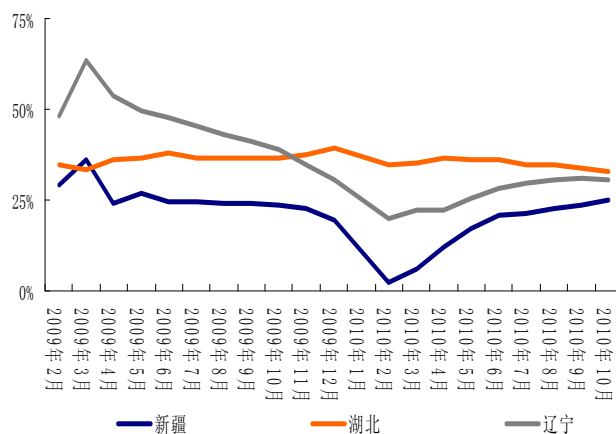


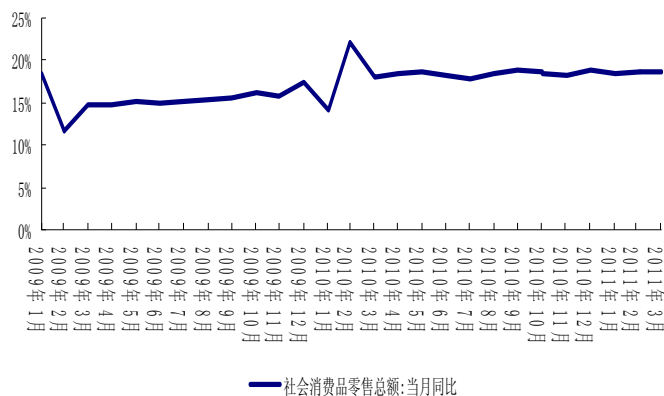
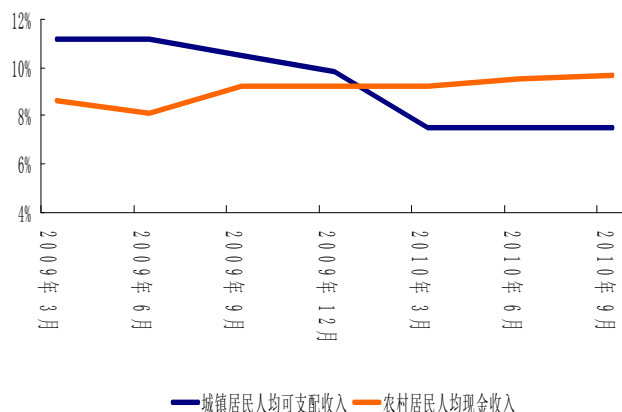
图 8：中西部区域投资在政策支持下将稳定增长



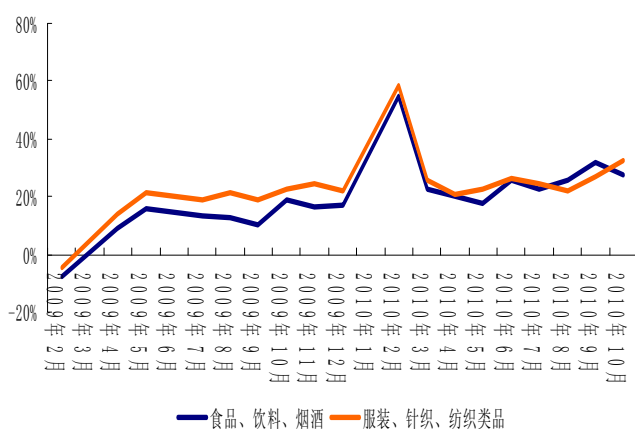
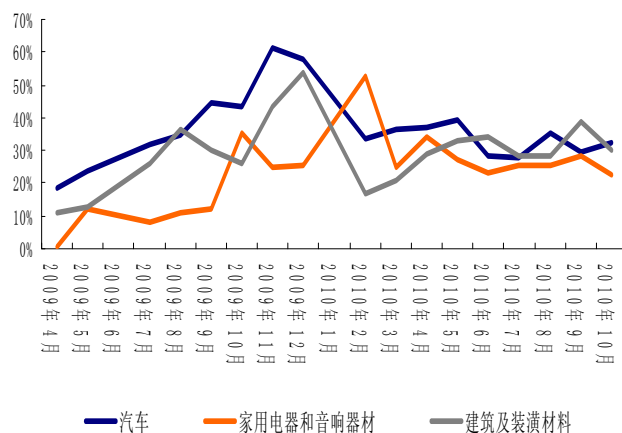
数据来源：Wind 资讯

### ★ 消费保持稳健增长，消费结构有所改变，中低端消费继续向好

尽管投资、出口放缓与汽车家电消费政策到期会拖累居民消费，但政府“十二五”规划中提出建立扩大消费需求的长效机制为消费的增长奠定了制度层面的保障，同时政府大力强调的调节收入分配与增加国民收入为消费的增长提供了物质基础。

**图 9：消费保持稳健增长**

**图 10：农村居民收入稳步增长**


数据来源：Wind 资讯

**图 11：农村收入促进中低端产品的消费**

**图 12：建材、汽车、家电等消费增涨将回落**


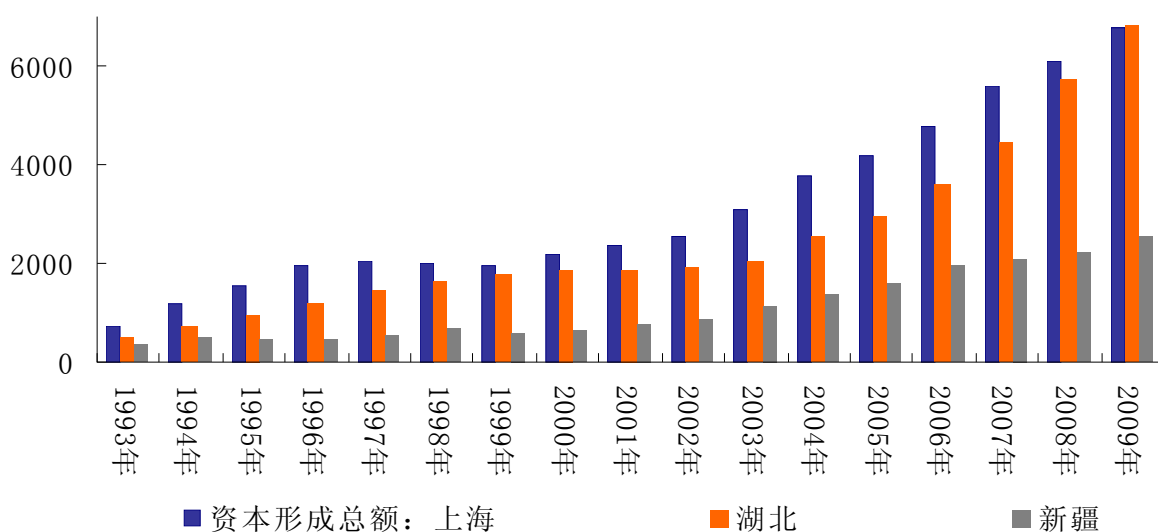
数据来源：Wind 资讯

#### 4、东部向中西部地区产业转移趋势明确

中国近年来持续上升的储蓄率造成了庞大的储蓄投资缺口，根据  $S = I + (G - T) + (X - M)$  经济收入恒等式，“十一五”期间外需下滑明显，中国推出 4 万亿投资项目暂时保持了等式的平衡。展望未来，由于中国的高储蓄率有着种种结构性的原因而不会在短时期内出现大幅下滑，不考虑政府预算变化，为了实现经济的平稳增长，在 4 万亿投资逐渐到期的前提下，外需的下滑使得中国将不得不更重新审视国内的投资政策，目前现实的途径是鼓励缩小区域间经济不平衡而进行的投资。

从发展阶段来看，东部地区逐渐显现出投资边际效用递减的趋势，而中西部地区仍处于依靠资本投入即能获得较大发展的阶段，加之中西部地区具有资源和环境成本等优势，因此将沿海地区的部分产业转移至中西部地区将是既使得国内产业结构升级，又拉动中西部地区经济增长实现区域经济均衡发展的一举两得的方式。

**图 13：中部地区有能力做好东部产业转移，西部地区投资潜力巨大**



数据来源：Wind 资讯

## 5、中央经济工作会议定基调：“稳货币”搭配“宽财政”

- ★ 2010 年 12 月初召开的中央经济工作会议，将会对明年的宏观调控政策定调，我们预计“积极的财政政策”和“稳健的货币政策”将再次成为可能的搭配。同时 2011 年是“十二五”规划的开局之年，中央经济工作会议对于明确 2011 年如何铺开“十二五”规划的主线也至关重要。
- ★ 当前国内外经济形势较为复杂：从国际上来看，美国推出第二轮定量宽松货币政策，引发全球金融市场动荡，热钱涌向新兴经济体，资产价格泡沫膨胀；从国内来看，CPI 连续数月走高，物价上涨压力十分严峻，国务院提出必要时将实行价格临时干预措施，说明防通胀将成为接下来一段时间宏观调控的首要任务；央行 10 月份加息和本月两次上调存款准备金率，一些大型金融机构的准备金率达 18.5% 的历史最高水平，已经宣告了货币政策由适度宽松走向稳健。

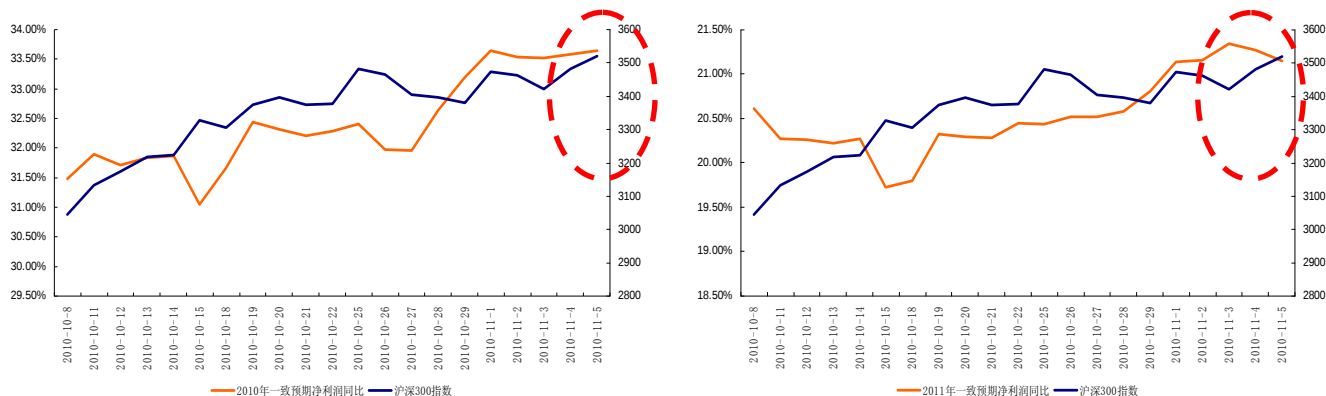
- ★ 目前世界经济正处于复苏的阶段，外部经济增长有一定的不确定性，国内经济虽率先反弹且保持快速的增长，但复苏的基础并不牢靠，加之国内经济结构调整以及“四万亿”投资项目陆续完工之后，经济如何找到新的增长点，是政府需要考虑的。在这种背景下，明年财政政策有可能仍将延续今年财政政策思路，继续实施积极的财政政策对此，
- ★ 2011 年经济工作在“十二五”规划的指引的下，也将围绕着转变经济增长方式向纵深发展。要实现转型，扩大内需提升消费是重点，要求从根本上改变国民收入分配的比例，增加居民收入所占比重，同时缩小城乡差距。令居民收入增长与经济同步的政策，应该在 2011 年有所体现；作为“十二五”的布局之年，对于已经明确的“十二五”期间重点发展的战略新兴产业，中央将积极从财政、金融、税收等方面鼓励和大力支持，从近期财政部宣布的对部分技术先进型服务企业给予税收支持等政策可以看出，中央正调动资金、人才、技术等资源向新兴战略产业集聚，相关政策将持续贯穿 2011 年。
- ★ 我们认为，在货币政策趋于稳健的背景下，2011 年 A 股市场系统性的机会可能有限，但配合“十二五”规划展开的积极财政政策将使得市场结构性机会频现，战略新兴产业、内需提振下的大消费类板块，区域平衡发展下的中西部板块等政策性利好板块将或有较好的表现。

### 三、市场分析：整体业绩增幅放缓、结构性增长可期，供求关系偏紧

估值、供求关系以及市场政策三方面对 2011 年 A 股市场的综合影响是中性偏弱。首先，整体市场 PE 估值的安全边际虽然显著，但主动“调结构”的宏观背景决定了市场整体业绩增长动力将出现减弱趋势，估值层面不给予大盘重心大幅提升的动力，产业资本交易行为以净减持为主，结构性估值回升动力聚焦在转型成功之中；其次，我们预期 2011 年 IPO 规模在 2010 年较快增长的基础上依然将维持在高位，各类限售股总量略小于 2010 年压力，且呈“前高后低”态势，整体市场交易活跃度提升空间有限，上半年 M2/流通市值指标将在上证综指 3400 点附件形成压制。最后，我们认为 2010 年市场政策不会对大盘趋势形成重要扰动，如果国际板推出，整体看心理冲击大于实际影响，但结构性影响比较显著，将提升折价蓝筹估值、资金分流冲击题材泡沫。

## 1、估值支撑增强、业绩增幅下降；核心波动区域：上证指数 2600-3600

图 33：2010 年沪深 300 指数净利润增长一致预期与大盘同步上升，但 2010 年一致预期逆市下降



数据来源：朝阳永续

表 4： 2010-2012 一致预期 PE 具有安全边际，但是净利增长拾阶而下

| 项目             | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 滚动指标   | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 指数一致预期 PE/G(倍) | 0.962  | 0.789  | —      | 0.504  | —      | —      |
| 指数一致预期总市值 PE   | 26.224 | 21.492 | 16.209 | 13.768 | 13.403 | 11.41  |
| 指数一致预期 PB      | —      | 3.016  | 2.553  | 2.264  | 2.218  | 1.919  |
| 指数一致预期 ROE     | 13.61% | 14.03% | 15.75% | 16.44% | 16.55% | 16.82% |
| 指数一致预期净利同比(%)  | -8.71% | 22.01% | 33.65% | —      | 21.15% | 17.24% |

数据来源：朝阳永续

表 5： 2010-2011 年行业业绩增长呈分化趋势

| 行业名称     | 流通市值占比  | 总市值加权 P/E |         |         | ROE     |         |         | 一致预期净利润同比 |         |         |
|----------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|
|          |         | 2009(A)   | 2010(E) | 2011(E) | 2009(A) | 2010(E) | 2011(E) | 2009(A)   | 2010(E) | 2011(E) |
| 沪深 300   | 100.00% | 19.479    | 14.669  | 12.116  | 14.03%  | 15.65%  | 16.47%  | 22.01%    | 33.36%  | 21.17%  |
| 金融       | 35.86%  | 13.697    | 11.111  | 9.144   | 17.11%  | 17.21%  | 17.97%  | 28.95%    | 23.91%  | 21.29%  |
| 能源       | 24.88%  | 18.273    | 14.197  | 12.418  | 14.04%  | 15.72%  | 15.71%  | 7.58%     | 28.79%  | 14.38%  |
| 工业       | 12.21%  | 35.023    | 18.316  | 15.021  | 9.23%   | 14.47%  | 15.37%  | 15.22%    | 93.02%  | 22.37%  |
| 原材料      | 9.18%   | 58.433    | 28.492  | 20.28   | 5.17%   | 9.68%   | 12.33%  | -11.48%   | 105.19% | 41.20%  |
| 非日常生活消费品 | 5.56%   | 26.948    | 17.85   | 14.907  | 14.85%  | 17.98%  | 18.15%  | 95.93%    | 52.43%  | 20.26%  |
| 日常消费     | 4.96%   | 51.872    | 38.344  | 29.738  | 19.40%  | 21.50%  | 22.43%  | 39.80%    | 35.26%  | 29.43%  |

| 品    |       |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 医疗保健 | 2.63% | 38.906 | 32.398 | 26.37  | 20.89% | 20.79% | 21.09% | 45.80%  | 21.03%  | 22.47%  |
| 公用事业 | 2.25% | 24.46  | 22.075 | 18.345 | 9.23%  | 9.20%  | 10.35% | 682.76% | 11.39%  | 21.38%  |
| 信息科技 | 1.56% | 45.009 | 35.785 | 27.946 | 9.48%  | 10.33% | 11.90% | 68.42%  | 26.05%  | 27.96%  |
| 电信业务 | 0.92% | 36.548 | 70.014 | 34.017 | 4.59%  | 2.34%  | 4.64%  | -83.20% | -47.80% | 105.82% |

数据来源：朝阳永续

表 6： 2010-2012 多指数的业绩增长预期

| 板块净利润同比 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 |
|---------|--------|--------|--------|
| 沪深300   | 40.9%  | 20.4%  | 16.9%  |
| 中小企业板   | 88.9%  | 39.9%  | 27.4%  |
| 创业板     | 225.5% | 48.7%  | 34.7%  |
| 全部A股    | 46.2%  | 24.1%  | 16.9%  |

数据来源：上海证券

表 7：三阶段股利贴现模型估值分析表

| 估值情景分析         |        | 未来五年上市公司利润年均增长率预期的假定 |       |       |       |       |       |
|----------------|--------|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                |        | 18%                  | 17%   | 16%   | 15%   | 14%   | 13%   |
| 股权<br>资本<br>成本 | 9.00%  | 34.63                | 30.47 | 27.24 | 24.13 | 21.38 | 19.07 |
|                | 9.50%  | 29.97                | 26.46 | 23.52 | 20.95 | 18.67 | 16.66 |
|                | 10.00% | 26.27                | 23.20 | 21.20 | 18.43 | 16.60 | 14.75 |
|                | 10.50% | 23.20                | 20.55 | 18.42 | 16.47 | 14.71 | 13.26 |
|                | 11.00% | 20.73                | 18.41 | 16.52 | 14.81 | 13.33 | 12.00 |

数据来源：上海证券

根据股利贴现模型（DDM），以 2010 年静态市盈率作为模型估计，在未来几年业绩增长 15%预期下，对应核心股权资本成本 10%左右的 PE 区间应当在 16.6-21.2 倍左右，考虑 2011 年 20%业绩增长的预期，对应的 2011 年动态市盈率大致 14.2-16.6 倍，所对应上证指数的点位大约在 2600-3200 之间。

## 2、IPO 规模维持高位，交易活跃度提升空间有限

### ★ 2011 年新股发行将保持较快节奏

“十二五”规划建议中提出了要“加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重。积极发展债券市场，稳步发展场外交易市场和期货市场”。我国转变经济发展方式需要资本市场扮演重要角色，担当重任的资本市场必须提高质量和素质。因此，我们认为 IPO 节奏与规模在 2010 年较快增长的基础上，2011 年依然将维持高位。

图 34：2011 年 IPO 节奏与规模仍将维持高位

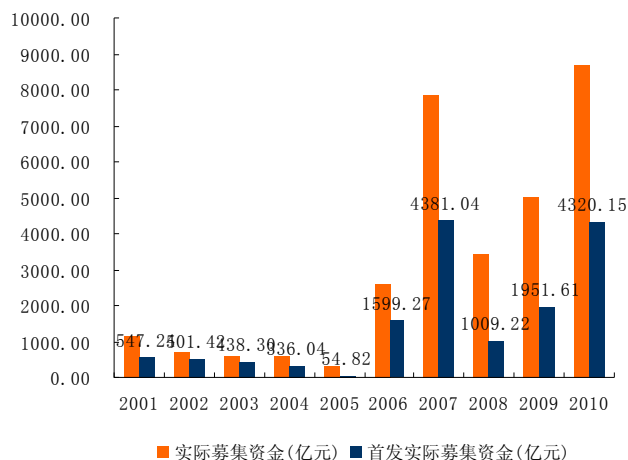
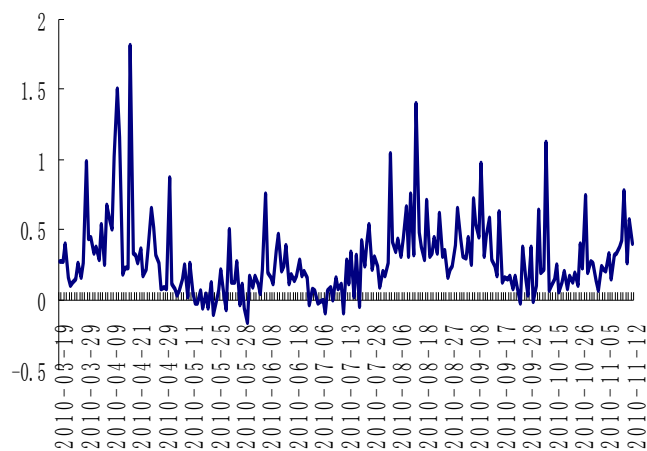


图 35：2010 年新股申购收益率统计



数据来源：Wind 资讯

#### ★ M2/流通市值揭示资金推动行情的“极值”

根据我们长期对 M2/流通市值与 A 股市场阶段性高位或顶部关系的研究，M2/流通市值=4 可以认为是资金对大盘向上推动力的极限。M2/流通市值历史极值出现在 2010 年 10 月份的 3.98。根据该研究结果，2011 年仅就资金驱动力单一角度看，M2 增速与限售股流通速率是决定大盘波动高点的决定性变量。就目前上述变量的变化趋势看，2011 年上半年大盘很难有效突破上证指数 3400 点（2011 年限售股抛压“前高后低”）。3400 点在 2011 年上半年具有强阻力。

表 8：M2/流通市值关键点的历史回顾（亿元）

| 日期   | 2007. 10   | 2009. 11   | 2009. 12   | 2010. 9    | 2010. 10   |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|
| M2   | 394204. 17 | 594604. 72 | 606225. 01 | 696384. 86 | 699800. 00 |
| 流通市值 | 89141. 35  | 143525. 23 | 151258. 65 | 152413. 09 | 175984. 85 |
| 比值   | 4. 42      | 4. 14      | 4. 01      | 4. 57      | 3. 98      |

数据来源：上海证券投资咨询部

图 36：M2/流通市值历史趋势

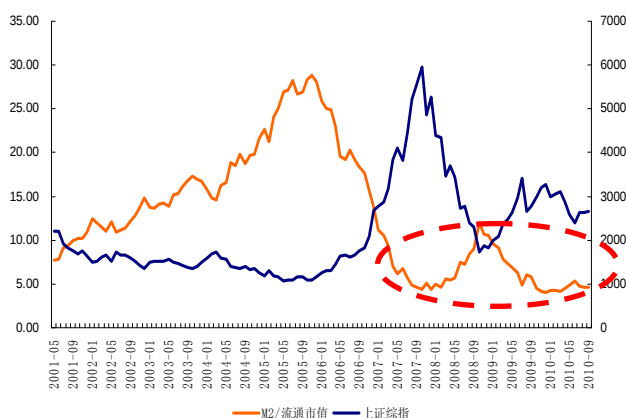
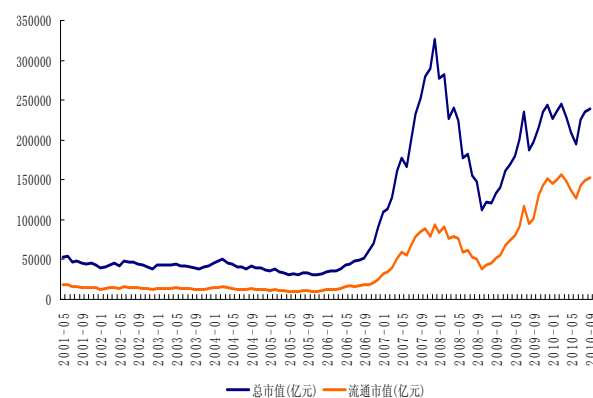


图 37：沪深股市流通市值早已经超过 07 年 10 月高点



请务必阅读尾页免责条款

数据来源：上海证券投资咨询部

★ 货币活化峰值已过，2011 年交易活跃度提升空间有限

历史实证分析显示，货币活化 M1-M2 峰值提前大盘的阶段高位 2 个月，2010 年新增 A 股开户数与基金开户数峰值远远小于 5.30 行情峰值水平，增量资金的推动力有限。交易活跃度指标峰值为 4.75，距 3478 前高点 5.15 的空间有限，因此，2011 年 A 股市场的交易活跃度提升空间较为有限。

图 38：货币活化的峰值已过

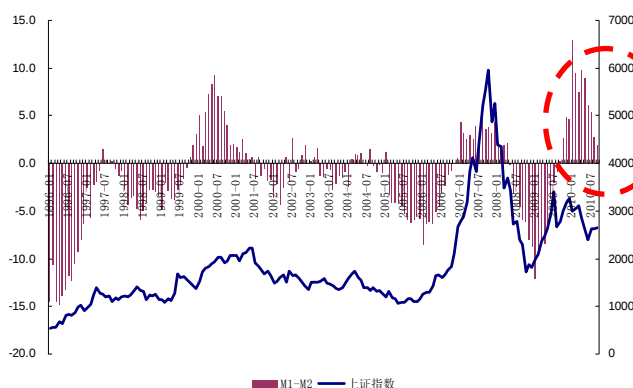
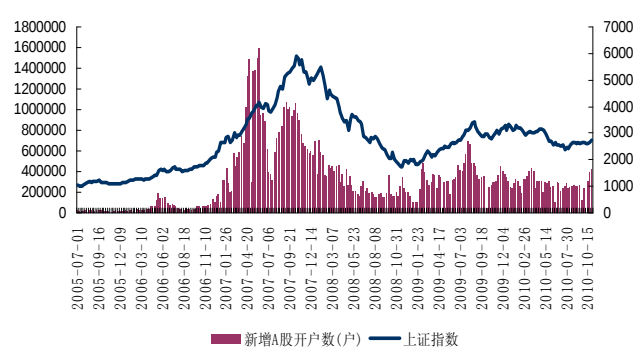


图 39：新增 A 股开户数与 5.30 峰值相去甚远



数据来源：Wind 资讯

图 40：交易活跃度指标提升空间较为有限

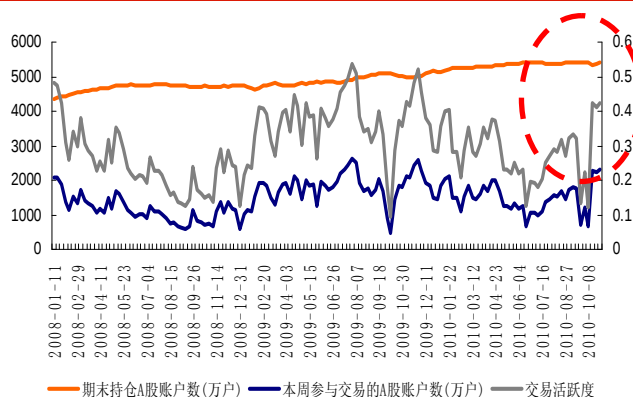
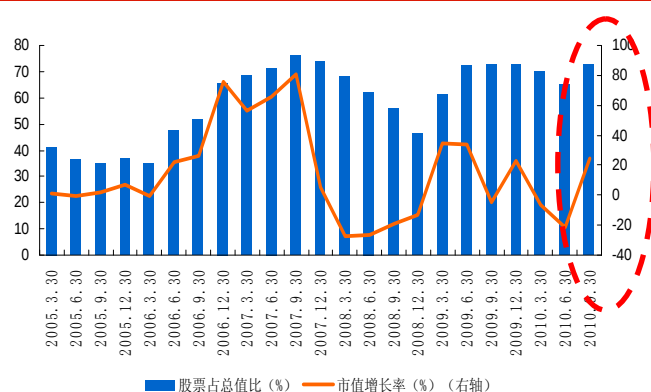


图 41：股票型基金的平均仓位比例再次回到历史高位



数据来源：Wind 资讯

### 3、市场政策与扰动因素：产业资本动向、融资融券、国际板

★ 产业资本净增持揭示大盘底部

图 42：重要股东净增持>0 是中期底部有效信号

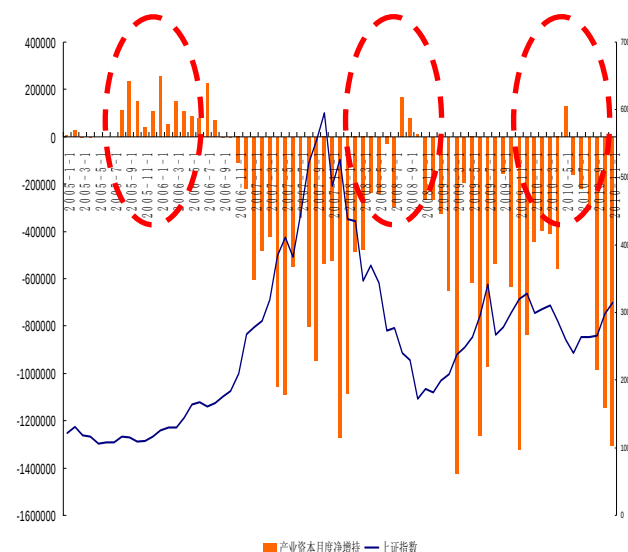
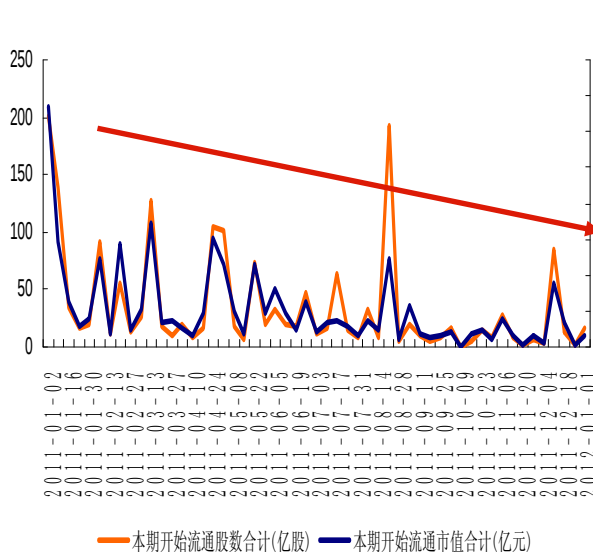


图 43：2011 年限售股抛压“前高后低”



数据来源：Wind 资讯

★ 2011 融资规模扩张将远快于融券规模

图 44：2011 年融资量有望上台阶

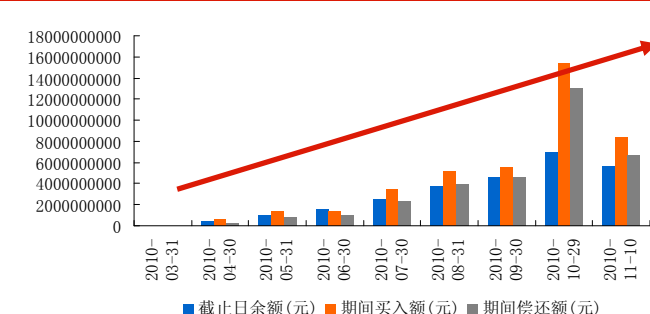
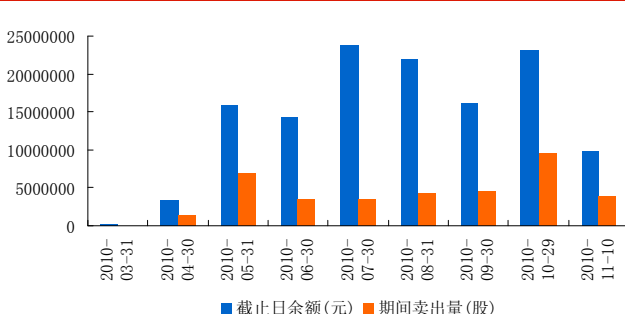


图 45：融券量的变化与行情相关性不大



数据来源：Wind 资讯

★ 国际板推出的潜在影响：折价蓝筹估值提升、资金分流冲击题材泡沫

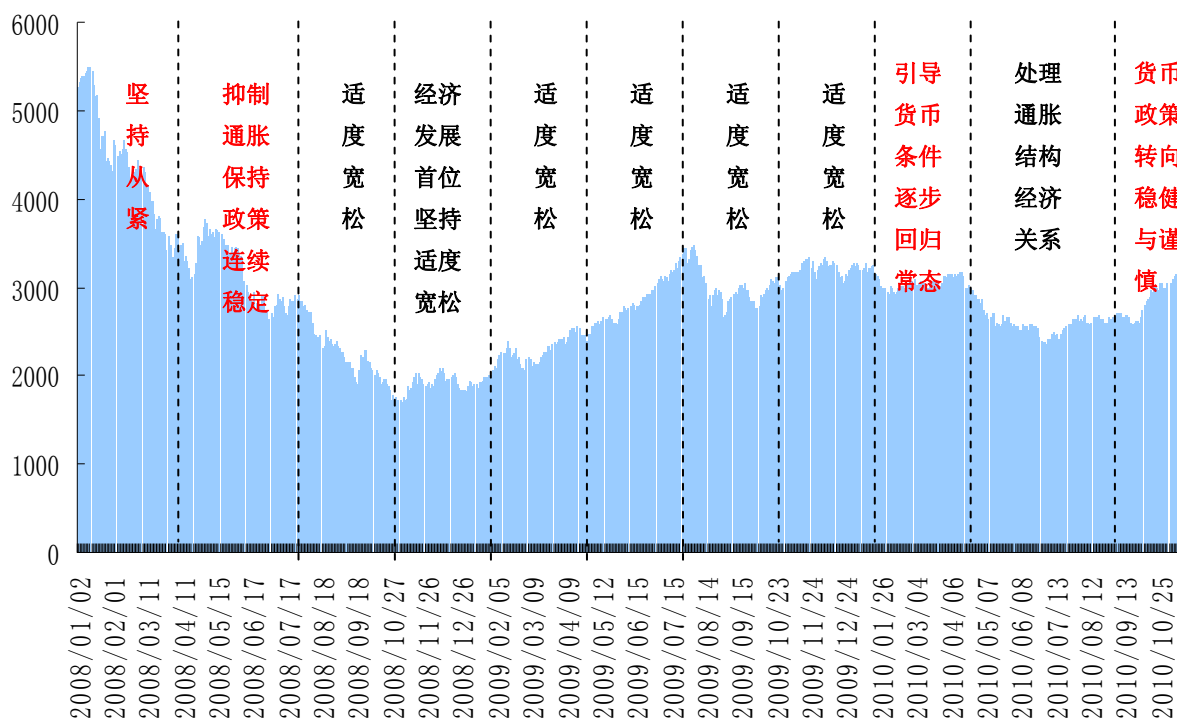
国际板现在正在紧密地准备，需要有关部门进行决策，目前尚无确定的时间表。但我们预计国际板在一两年之内推出是大概率事件。前瞻国际板退出对 A 股市场的影响，我们的观点是：折价蓝筹估值提升、资金分流冲击题材泡沫。

国际板对 2011 年 A 股市场运行的潜在影响主要体现在估值冲击与资金分流两方面：国际板增加了市场规模和流通量，分流了资金，因此对资金面是一个考验，将对 2008 年 10 月份以来 A 股市场持续的小盘题材股炒作形成一定程度的抑制。另一方面，从估值方法和定价机制来看，目前 A 股和

境外发达资本市场基本一致。一级市场新股发行都是通过路演、询价、簿记等市场化机制定价；而二级市场的价格也都是通过持续的竞价交易，由供需关系形成的。由于目前主要蓝筹股在 A 股市场的定价要显著低于 H 股市场，A-H 大盘蓝筹股折价率的存在，将使得国际板推出有助于提升 A 股市场蓝筹股的估值重心，强化市场的价值投资理念，对题材泡沫可能形成一定的冲击。

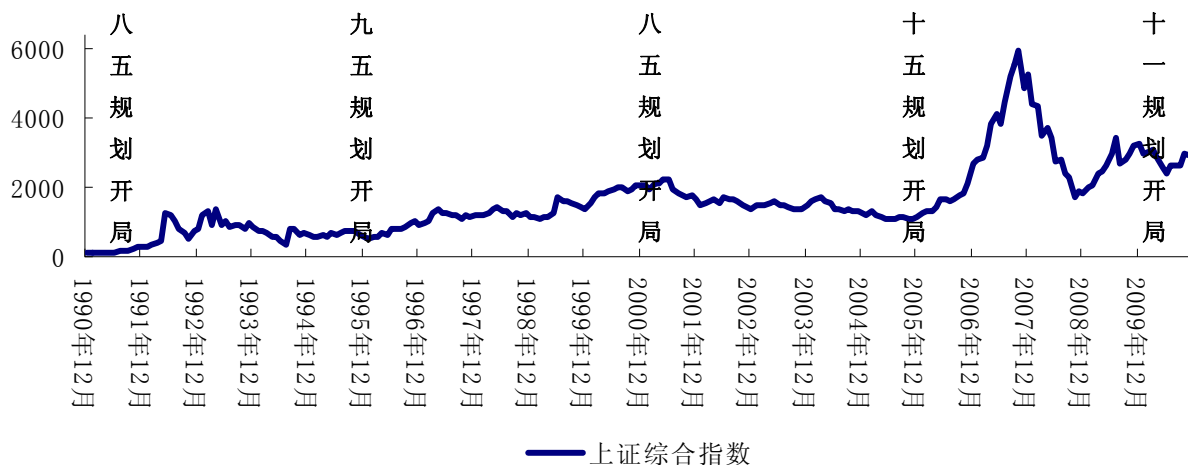
#### 4、参考资料：货币政策、五年计划与股市表现的关系

图 46：2008 年以来国内货币政策变化与大盘趋势密切相关



数据来源：Wind 资讯

图 47：国内五年计划的开局年，上证综指表现大多上涨



数据来源：Wind 资讯

## 五、投资策略：均衡配置，寻找成功转型提升估值的投资机遇

### 1、趋势判断：重心上移偏强平衡， 上证指数核心波动区间 2600-3600

★ 我们对 2011 年 A 股市场各阶段趋势判断的主要依据是：“防通胀、调结构、稳增长”轮换政策着力点。全年趋势特征为重心上移偏强平衡，上证指数核心波动区间 2600-3600。

表 9：我们对 2011 年 A 股市场的各阶段趋势判断

|         | 第一阶段（1 季度）                         | 第二阶段（2 季度、3 季度）                                       | 第三阶段（4 季度）                                    |
|---------|------------------------------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 政策着力点   | 抗通胀                                | 稳增长与调结构                                               | 调结构                                           |
| 市场环境    | 紧缩忧虑（加息预期、价格干预、信贷收紧）<br>笼罩市场       | 紧缩政策松动（物价、房价有所回落），“政策靴子”落地。<br>QE2 结束后资本回流形成一定的流动性扰动。 | 中外流动性已在二季度形成同步向下拐点，流动性全面回归正常化。<br>产业转型进入实质阶段。 |
| 大盘趋势    | 弱势探底与低位盘整                          | 震荡上扬                                                  | 高位震荡                                          |
| 市场结构性特征 | 权重周期行业 ↓ 上游原材料 ↓ 中游制造 ↓ 新型产业下游消费 ↑ | 权重周期行业 ↑ 上游原材料 ↑ 中游制造估值修复 ↑ 新型产业下游消费 →                | 权重周期行业 → 上游原材料 → 转型成功提升中游制造业估值 ↑ 新型产业下游消费 ↑。  |

资料来源：上海证券

注：“↑”、“↓”、“→”分别代表上涨、下跌、盘整趋势）

## 2、投资策略：均衡配置，寻找成功转型提升估值的投资机遇

- ✦ 基于 2011 年 A 股市场面临宏观经济回稳、上市公司整体微观业绩增长动力下降、流动性下降、产业结构转型进入实质启动阶段四大变量的综合影响。我们认为全年的市场风格将趋于均衡，流动性下降与产业结构转型进入实质阶段将导致市场关注焦点回归成功转型企业估值。同时我们提示市场 2011 年需防范中外流动性同步向下形成拐点，导致的大盘波动风险与题材股退潮的结构性风险。
- ✦ 行业方面我们看好“十二五”规划与新兴战略性产业内，成功转型能较短时间实质性提升估值水平的行业。2011 年建议重点关注大消费（食品饮料、医药、商业零售）、高端装备制造业（海洋开发、核电建设、高铁建设）、节能环保（建筑节能、工业节能与合同能源管理）、计算机应用、化工新材料行业。主题投资建议关注区域经济与央企重组。

## 3、重点配置的行业分析

- ✦ 医药行业：防御中寻求绝对收益

医药板块 2010 年预测市盈率 40 倍，估值溢价 120%，考虑 2011 年 30%净利润增长，整体估值合理，部分已然高估。2011 年宏观环境不明朗，未来半年医药板块仍有望跑赢市场。我们建议投资医药行业应兼顾进攻和防御，均衡选择股票。行业内创新+突破传统的公司估值具有进攻性，多数医药优质公司仍有绝对收益，但防御性更为突出。

- ✦ 食品饮料：长期催化因素众多

2011 年，推动食品饮料板块走强的长期催化剂因素众多。长效催化剂主要来自：“十二五”期间重消费与重民富国策的有力支撑；通胀预期的累积与强化，这在情绪上更有利于可选消费品投资；未来 6 个月通胀有望从上游持续传导至下游，食品饮料行业内公司的提价预期助龙头企业的销售扩张。

- ✦ 商业零售：基础消费持续增长带来投资机会

当前行业估值为 40 倍左右，接近 01 年以来的行业估值均值水平，而相对于整个 A 股市场的估值溢价率处在历史高位水平。中国零售行业当前正处于业态升级、价值链延伸和行业整合

加剧的阶段，而中国经济转型战略的明确、各项刺激消费政策的出台和国民收入分配体制改革都为居民消费能力的持续释放奠定了坚实的政策基础，从而加快零售行业的升级发展步伐，行业长期向好趋势已经确立。2011 年建议重点关注收入制度改革和城镇化进程加快背景下的基础消费持续增长，通胀水平持续走高带来的投资机会。

✦ 高端装备制造业：提供中国制造业转型升级的基础条件

高端制造产业是衡量一个国家综合竞争实力的重要标志。今年的政府工作报告中，明确把高端制造产业列为六大战略性新兴产业之一。装备制造业代表着整个制造业的走向，决定着整个制造业的水平。对比中国和日本发展历史、现状的异同，以及日本转型的经验，我们认为高端基础装备是中国制造业的转型升级的基础条件。“十二五”期间将重点发展高端基础装备业、环保设备、铁路装备、自动化智能化装备、节能和新兴能源基础装备。上述行业将是未来机械行业中最有前景的方向。同时在 2011 年我们建议关注核电、海上石油开采装备的投资机会。

✦ 节能环保：政策红利突破估值限制

我们认为，2011 年节能环保产业将迎来大发展，刺激政策年内仍将密集发布，股价催化剂集中释放。2010 年 9 月 8 日《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》将节能环保列为首位之外，预计年内还将发布由国家发改委牵头制定的《节能环保产业规划》，2011 年可能还将发布由环保部制定的《“十二五”环保产业规划》。在国家大力投资和政策扶持的环境下，据权威部门预计，到 2015 年，节能环保产业总产值达 5.3 万亿元，相当于同期 GDP 的 10%左右，年均增长率达到 20%；我们认为虽然目前板块整体估值并不便宜，但一些优秀的骨干企业还是有希望通过快速成长突破估值限制。行业内我们建议关注合同能源管理模式（EPC）比较成熟的上市公司；以及在建筑节能、工业节能领域具备独特技术优势的公司。

✦ 计算机应用：从概念到基础设施

在国家大力发展的战略性新兴产业中新一代信息技术排在第二位，涉及行业内众多子行业。随着“十二五”规划的出台，这些子行业中的关键技术与商业模式的发展必将逐步进入实际的试点、推广与应用阶段。配合 2010 年 12 月份出台的“新 18 号文”，全行业将迎来一个新的高速发展时期。

随着政策的进一步细化，云计算、物联网等未来的新一代支柱型产业将逐渐从概念变为具体的基础设施、丰富的应用并逐渐形成新的商业模式。2011 年我们建议重点关注：智能交通（车联网）、云计算、物联网、三网融合、移动互联网等相关子行业。

✦ 化工新材料：

化工新材料产业的技术壁垒较高，并且是新能源、节能环保、生物和新能源汽车等其他战略新兴产业发展的基石，因此化工新材料产业体现出盈利能力强、业绩波动小、行业增速快的特征。新材料产业被列为国家先导产业，其中工程塑料、碳纤维、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料、纳米材料等化工新材料将得到国家的大力推进和发展。石化行业“十二五”发展规划草案以及战略新兴产业文件中均强调了要加快发展新材料产业，预计“十二五”期间新材料相关行业将获得一个跨越式的发展。

#### 4、主题投资：区域经济与央企重组

##### ★ 重组和资产注入主题

上海世博会圆满结束后，市政府重点工作将转向国资整合。现在已到上海国资年内“证券化率 30%”目标的冲刺阶段，年末上海国资重组股有望成为 A 股市场一道亮丽的风景线。目前上海国资委下属集团中还未整合过的集团包括上海华谊集团、上海仪电控股集团、上海纺织控股集团、上海城建集团、东方国际集团、上海兰生有限公司、华虹集团、长江经济联合发展集团、上海机场集团、上海申通地铁集团。我们建议重点关注区域板块前期政策利好滞后影响下所呈现的结构性机会。如中西部地区及上海、广州本地股的区域性投资机会。在前期军工板块央企整合财富效应的辐射下，重组大戏将拉开帷幕，重点关注国资整合再现高潮过程中上海本地重组题材股。

国防军工板块驱动因素也将不断显现。珠海航展举行，中国空军首次成为航展举办单位，中国商用飞机有限责任公司和中国兵器工业集团也首次以庞大的阵容亮相。此前的 11 月 1 日，我国第六颗北斗导航卫星成功进入太空。按计划，到 2012 年，北斗卫星导航系统将覆盖亚太地区，2020 年覆盖全球。此外，近期的新兴产业政策等也都构成驱动因素，中长期看，新一代信息技术、新材料、高端装备制造等新兴产业政策，让军工企业受益。同时，军工集团在国家重大科研项目中也担当着重要角色，如载人航天和探月工程、导航卫星、航空发动机、复合材料、大型飞机等。我们建议关注军工资产重组和资产注入主题。

## ★ 区域投资主题

根据《国务院关于进一步加强和推进对口支援新疆工作的实施方案》，将有北京、天津等 19 个省市单位，对新疆 12 个地州的 82 个县（市），以及生产建设兵团的 12 个师进行对口支援。其中，从 2011 年至 2020 年，在资金量及多渠道投入方面，将参照地方财政的一般预算收入（扣除部分有专门用途的收入项目）的 0.3%-0.6% 测算。此外，对口支援政策还明确，2011 年对口支援资金量基数按照 2009 年地方财政一般预算收入并预计增长 10%。2012—2015 年，当年对口援疆资金按 8% 递增。我们据此计算后发现，各地在 2011 年将落实的对口支援资金约为 130 亿元，相当于新疆 2009 年地方财政预算的三成，新疆区域板块政策扶持力度较大，具有一定的主题投资价值。

新一轮西部大开发的十年规划也正在拟定。中共中央早在 5 月底研究深入实施西部大开发战略的总体思路和政策措施的会议就指出，要以更有效的举措，对西部进一步完善扶持政策，进一步加大资金投入，进一步体现项目倾斜。我们认为，2011 年国家对西部大开发新一轮的支持力度将会更大，可关注以新疆、西藏、内蒙为代表的西部区域投资主题。

## ★ 迪斯尼投资主题

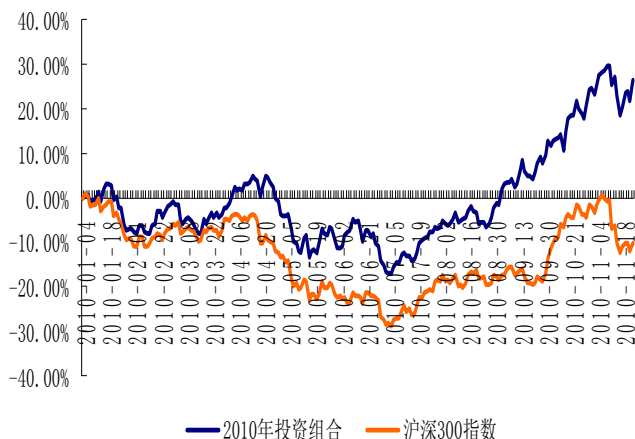
国际化大都市的典型特征就是服务业比重基本都在 70% 以上，目前香港的现代服务业占经济的比重已经突破了 90%，旅游业正在成为航运、金融之外的重要支柱产业。土地和人口这两大要素决定了上海未来的经济发展的重心将是现代服务业。预期中的迪斯尼项目与 2010 年世博会一样，都将成为重振上海现代服务业的重要契机。迪斯尼项目与 2010 年世博会不但自身蕴含着强大的产业拉动效应，而且两者对上海乃至长三角地区的区域经济更将产生持续与深远的影响。两者通过相关产业拉动对资本市场产生的结构性影响较为相似，即均表现为基础建设投资的短期一次性拉动、旅游消费行业的持久提升。未来上海迪斯尼项目的重点受益行业与世博会相似，为基建、商业零售、餐饮旅游（酒店）等。上述行业在资本市场的表现时间规律可借鉴香港迪斯尼主题演绎的时间节点。

香港迪斯尼主题演绎的重要时间节点有三个：1999 年末港府与迪斯尼公司签订建立乐园协议；2003 年 1 月份迪斯尼乐园正式开工兴建；2005 年 9 月，迪斯尼乐园正式开幕。香港股迪斯尼主题的最大亮点也是消费领域，其中珠宝金店受追捧是一道特殊的风景线。在三个时间节点上，第二个时间节点上的相关个股出现爆发性上涨的机会最大，我们建议适当关注迪斯尼投资主题。

## 5、上海证券 2011 年度投资策略组合

### ★ 2010 年、2010 年下半年投资组合表现回顾

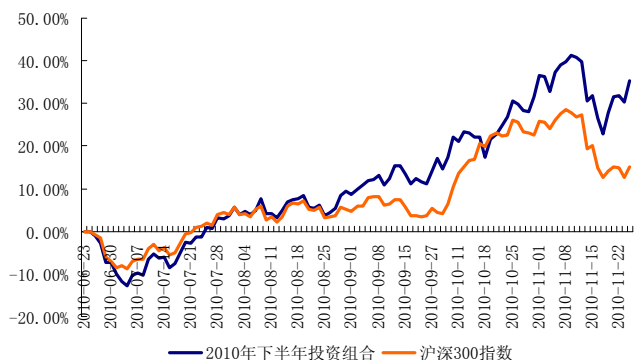
图 48： 2010 年投资组合表现回顾



我们组建的 2010 年投资组合自 2010 年 1 月 1 日-11 月 24 日的涨幅为 26.39%，大幅跑赢沪深 300 指数同期 -10.13% 的涨幅。主要原因是组合较好把握了工程机械、生物医药、电子信息等热点，并有效规避了银行地产板块重心下移的行业投资风险。组合内拓维信息、恒瑞医药等特色品种取得了显著的超额收益。

数据来源：Wind 资讯

图 49： 2010 年下半年投资组合表现回顾



我们组建的 2010 年下半年投资组合自 2010 年 6 月 23 日-11 月 24 日的涨幅为 35.37%，大幅跑赢沪深 300 指数同期 15.17% 的涨幅。主要原因是组合较好把握了大消费与新兴产业两大主题，其中海印股份、中国卫星等特色品种取得了显著的超额收益。

数据来源：Wind 资讯

### ★ 上海证券 2011 年度投资组合

基于上述分析逻辑，我们 2011 年推荐的股票投资组合是：顺鑫农业、五粮液、海正药业、中国太保、鲁阳股份、西部材料、天科股份、启明信息、中国西电、太原重工。

表 10: 上证 2011 年度推荐投资组合

(单位: 元)

| 证券代码       | 证券名称 | 所属行业 | 09EPS | 10EPS | 11EPS | 推荐理由                                                                               |
|------------|------|------|-------|-------|-------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 000860. SZ | 顺鑫农业 | 农林牧渔 | 0.76  | 1.12  | 1.27  | 根据对公司各项业务特别是四大主线即白酒、肉食品加工、农产品物流配送和房地产建筑施工的估值分析, 我们看好公司的中期发展前景。                     |
| 000858. SZ | 五粮液  | 食品饮料 | 1.23  | 1.54  | 1.88  | 预计 2011 年高端酒仍可保持 15%-20% 的增速; 市值考核使得公司管理层与股东利益更趋一致; 高端酒五粮液的提价都将是未来股价的催化因素。         |
| 600267. SH | 海正药业 | 医药生物 | 0.75  | 1.01  | 1.35  | 原料药制剂一体化的经营模式将继续提高公司的盈利能力, 而他克莫司的首仿成功也昭示着公司的产业升级进入了新的阶段, 我们认为公司在未来 3 年将迎来快速发展期。    |
| 601601. SH | 中国太保 | 保险   | 0.50  | 0.62  | 0.83  | 寿险全年一年新业务价值同比增速将维持 20% 左右的水平; 财险业务可望继续保持较好的承保业绩。投资环境方面, 加息周期初期保险公司固定收益类投资收益率将得到提升。 |
| 002088. SZ | 鲁阳股份 | 耐火材料 | 0.49  | 0.62  | 0.82  | 公司即将进入业绩的收获期。硅酸镁纤维制品为国内首家, 性能优异, 对于未来开拓建筑民用防火市场、船舶防火等具有重要意义。                       |
| 002149. SZ | 西部材料 | 有色金属 | 0.25  | 0.52  | 0.85  | 公司正处于产能建设期, 我们看好公司在钛产品领域的发展前景。2011 年钛行业有望步入复苏期, 钛产品价格上涨空间较大。未来公司有望出现大幅增长。          |
| 600378. SH | 天科股份 | 特种化工 | 0.17  | 0.29  | 0.46  | 变压吸附气体分离技术(简称 PSA 技术)据世界领先水平, 在突出节能环保、低碳经济的“十二五”期间, 公司的 PSA 技术将被赋予更加广阔的市场空间。       |
| 002232. SZ | 启明信息 | 信息服务 | 0.39  | 0.61  | 0.89  | 在汽车前装车载信息系统领域建立了明显的竞争优势, 是目前国内唯一一家可以提供总线级别产品的厂商, 车联网应用背景下, 公司车载电子业务有望爆发。           |
| 601179. SH | 中国西电 | 机械设备 | 0.28  | 0.34  | 0.41  | 作为我国输配电设备行业的龙头企业, 公司将充分受益于输配电工程国产比例持续提升的大趋势。海外市场的开拓业绩在国内可比公司中名列前茅。高端产品占比较大。        |

|            |      |      |      |      |      |                                                                                      |
|------------|------|------|------|------|------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 600169. SH | 太原重工 | 机械设备 | 0.98 | 1.21 | 1.55 | 看好公司铁路设备业务的发展前景。此外公司积极进入风电齿轮箱、煤化工等新领域，并且 2008 年底公司完成增发项目，投资于大型铸锻件项目和天津临港基地，长期发展前景看好。 |
|------------|------|------|------|------|------|--------------------------------------------------------------------------------------|

数据来源：上海证券

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于免责条款具有修改权和最终解释权。