

2011 年股票投资策略年报

股票投资策略报告

本报告的主要看点:

1. 2011 年 A 股市场面临着经济和盈利的稳步增长和更佳的政策环境, 估值有望得到提升, 上证综指波动区间[2700,4200]。
2. 消费主升浪以及新兴产业跨越式发展仍是 A 股的中长期投资主题。

牛市, 追寻新一轮增长的方向

基本结论

- **2010 年, 过度刺激后的急刹车, A 股剧烈分化。**年初面对房地产泡沫、信贷投放失控、银行不良资产等风险, 退出成为宏观经济的关键词, 信贷收紧、房地产调控、政府投资退出等政策带动宏观经济增速下滑; 但同时内生性增长动力强劲, 并逐渐支撑经济在 3 季度软着陆。A 股走势反映了宏观经济运行的主基调, 年初剧烈波动, 震荡下跌, 3 季度后恢复升势。从市场的内部结构来看, 对政策以及增长敏感的地产、银行、钢铁等周期股受到冷落, 大幅下跌, 而增长强劲的医药、饮料等消费以及代表经济转型方向的新兴产业受到市场追捧, 获得了明显的正收益。
- **2011 年, 外部压力以及内部政策的主导将推动中国经济进入新一轮发展周期。**3 季度以来, 全球新兴市场与传统发达经济体基本面分化加大, 货币政策分歧和裂痕扩大, 导致全球流动性泛滥、资产泡沫堆积、贸易纠纷以及资本管制等冲突不断, 这对中国经济转型提供了外部压力。内部来看, 经过 2010 年果断的政策退出, 信贷投放、房地产泡沫进而银行资产质量等经济中长期运行风险得到了初步控制, 摆在管理层面更为关键的不再是内部风险, 而是新一轮发展的要求和机遇, 新兴产业规划的陆续出台已经显示管理层促进新一轮发展的战略意图。十二五规划的元年, 产业升级、新兴产业发展、经济结构战略性调整将推动经济进入新一轮发展周期。
- **2011 年 A 股, 牛市, 先抑后扬。**通胀对政策以及经济运行的负面冲击将在 2011 年 Q2 以后减弱, 政策主基调将从稳定物价逐渐转向推进经济新一轮发展上; 宏观经济复苏仍将是 2011 年的主要格局, 并推动企业盈利的稳步增长, 上证 A 股盈利有望较 2010 年增长 20%, 增速呈现逐季攀升之势。在货币政策正常化导致的富裕流动性萎缩的同时, 存量流动性再配置将为 A 股提供新增资金来源。我们预计 CPI 引致的政策紧缩对市场的压制将集中体现在 2011 年 Q1, 压力释放后 A 股仍将震荡上行, 2011 年总体仍是牛市格局, 上证综指波动区间[2700, 4200]。
- **消费主升浪以及新兴产业跨越式发展仍将是 A 股中长期的主题。**我们认为, 劳动力供求关系的改变以及政策的支持将推动未来十年居民收入和消费的加速增长。依据人口结构特征, 未来医药、保险、汽车、电子消费增长更为突出; 同时, 我们看好未来十年新兴产业跨越式发展的机遇, 推荐估值和成长性具有优势的节能环保、新能源和高端装备制造业。
- **与市场的不同: 2011 年宏观经济基本面更为健康和可持续, 周期股估值修复的持续性更长, 市场整体的估值可以看高一线, 因此对市场上限的判断高于市场普遍观点**

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号: S1130210070002
 (8621)61038296
 taojg@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号: S1130208040232
 (8621)61038251
 xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号: S1130210010312
 (8621)61038297
 wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

2010，过度刺激后的急刹车，A 股分化.....	5
政策急刹车压低经济，内生性增长支撑经济软着陆.....	5
A 股剧烈波动，分化的一年.....	6
2011，外部压力，内部推动，迎接新一轮发展.....	8
2011 年国际环境复杂化.....	8
2010 年政策调控为新一轮发展提供有利基础.....	10
推动新一轮发展政策导向明朗.....	10
11 年 A 股，牛市，先抑后扬，上证综指[2700，4200].....	12
政策，定位新一轮发展.....	12
经济面，内生性复苏持续.....	12
企业盈利，平稳增长.....	13
流动性，边际降，存量再配置潜力巨大.....	13
估值，有望得到经济复苏的提升.....	15
市场仍有大幅上升空间，上证综指波动区间[2700，4200].....	16
市场节奏，先抑后扬.....	17
追寻新一轮增长的方向：消费主升浪与新兴产业跨越式发展.....	18
消费主升浪.....	18
新兴产业跨越式发展机遇.....	21

图表目录

图表 1：2010 年初央行连续上调准备金率.....	5
图表 2：政府主导投资在 2010 年放缓.....	5
图表 3：2010 年零售增速上一个台阶.....	5
图表 4：2010 年贸易进出口持续处于高水平.....	5
图表 5：PMI 数据显示 2010 年经济总体先降后稳.....	6
图表 6：PMI 库存指标显示企业库存管理大幅波动.....	6
图表 7：2010 年 A 股运行节奏与宏观经济大背景合拍.....	6
图表 8：消费股大幅跑赢受政策打压的周期股（截止 2010 年 11 月 26 日）..	7
图表 9：新兴产业获市场追捧（截止 2010 年 11 月 26 日）.....	7
图表 10：新兴经济体失业率低位下降，欧美失业率高位攀升.....	8
图表 11：新兴经济体通胀，发达经济体物价低迷.....	8
图表 12：新兴经济体 09 年 3 季度进入加息周期.....	8
图表 13：G3 依旧维持低利率，美日扩大定量放松规模.....	8
图表 14：大宗商品价格上涨加大中国输入性通胀压力.....	9

图表 15: 大宗商品价格上涨挤压传统重化工产业利润	9
图表 16: 热钱加速流入中国	9
图表 17: 人民币升值预期大幅波动	9
图表 18: 未来贸易活动趋于萎缩	10
图表 19: 信贷投放趋于理性和平稳	10
图表 20: 房地产调控初见成效	10
图表 21: 十二五: 加快经济发展方式转变成为主线	11
图表 22: 政策定位新一轮发展	12
图表 23: 2011 年经济平稳复苏	13
图表 24: 2011 年房地产投资依旧能够保持较快增长	13
图表 25: 2011 年社会零售总额有望保持平稳增长	13
图表 26: 2011 年贸易进出口将保持平稳增长	13
图表 27: 2011 年企业盈利增速稳中有升	13
图表 28: 2010 与 2011 年上证 A 股盈利增速预测	13
图表 29: 货币政策正常化, 边际流动性有限	14
图表 30: 存量资金的再配置是行情的重要推手	14
图表 31: 股票、基金开户数显示储蓄搬家的迹象	15
图表 32: 2011 年储蓄搬家金额测算	15
图表 33: 上证指数动态 PE 略高于 5 年来均值-1 倍标准差	15
图表 34: 沪深流通 A 股动态 PE 略高于 5 年来均值-1 倍标准差	15
图表 35: 银行、石化、地产估值受压制	16
图表 36: 剔除银行石化地产的其他行业估值处于过去 5 年均值+1 倍标准差水平	16
图表 37: 经济增长与市场估值具有明显正相关性	16
图表 38: 2011 年经济增长的回升有望提高市场估值水平	16
图表 39: 上证指数敏感性测算	17
图表 40: 2011 年 A 股市场节奏预判	17
图表 41: 15-64 岁劳动力拐点将在 2015 年后显现	18
图表 42: 15-44 岁青壮年劳动力供给拐点已经出现	18
图表 43: 日本收入倍增计划提高居民分配占比	18
图表 44: 预期未来 5 年居民收入加速增长, 占比提升	18
图表 45: 消费的年龄结构特征	19
图表 46: 50 后、60 年、80 后, 形成三批人口红利	19
图表 47: 55 岁以上人口增速显著快于总人口增速	19
图表 48: 中国各年龄人群的两周就诊率(‰)	19
图表 49: 45-54 岁人口增速开始加快	20
图表 50: 50 岁左右人群参保率最高	20
图表 51: 25-29 岁人群的数量与比重	20
图表 52: 07 年中国居民平均结婚支出	20

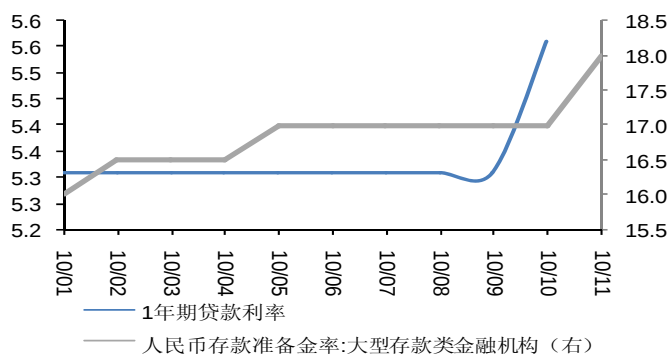
图表 53: 80 后是中国现在以及未来 5 年内网民的主力	21
图表 54: 互联网应用情况	21
图表 55: 政策方向指明未来 10 年新兴产业的跨越式发展	21
图表 56: 十二五环保投资将加速增长	22
图表 57: 未来 10 年化石能源占比降低, 新能源比重提高	22
图表 58: 庞大的产业链意味着更多的投资机会	22
图表 59: 未来 5 年太阳能发电成本趋向 0.6 元/KWH	23
图表 60: 如果替代 10% 火电, 光伏还有 20 倍增长空间	23
图表 61: 海上石油占中国石油储量的 22.9%, 探明率仅 12.1%	23
图表 62: 石油开采拉动钻井平台、工程船舶、辅助船舶等需求	23
图表 63: 四横四纵高铁网和三大城际客运系统建设在即	24
图表 64: 未来两年投资复合增长率达到 20%	24
图表 65: 高铁产业链受益顺序	24

2010，过度刺激后的急刹车，A 股分化

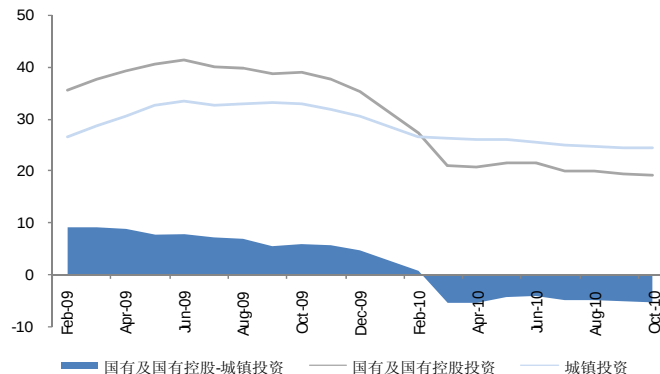
政策急刹车压低经济，内生性增长支撑经济软着陆

回顾 2010 年，我们可以看到 2009 年过度刺激后的急刹车以及经济的内生性增长成为关键词。在年初房地产泡沫快速升温、信贷投放失控的背景下，央行迅速提高准备金率，并加大了信贷投放管制；同时，财政方面，管理层放缓了 4 万亿投资进度，经济增速从一季度降温。

图表1：2010 年初央行连续上调准备金率



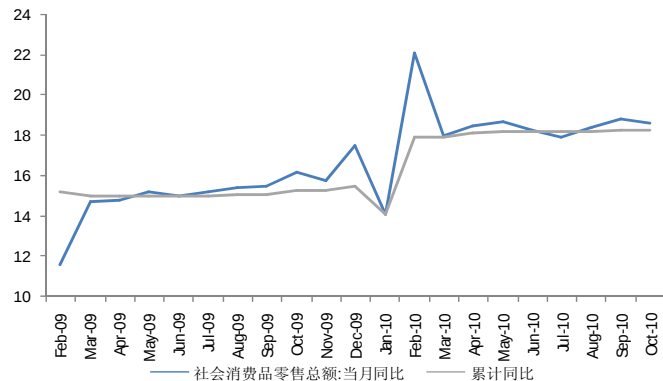
图表2：政府主导投资在 2010 年放缓



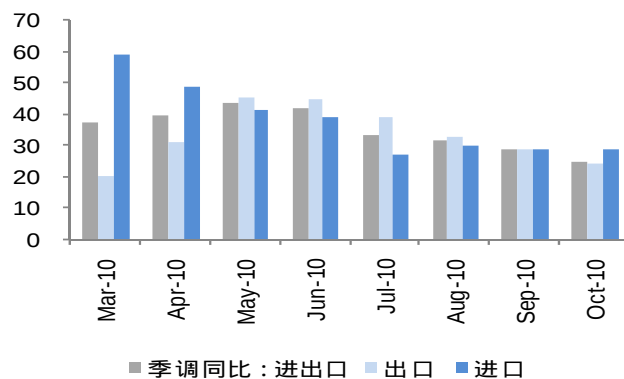
来源：国金证券研究所

伴随房地产泡沫继续积累，2 季度国务院出台“国十条”，地产调控升级，经济预期恶化，PMI 库存数据显示企业在 2 季度开始快速削减库存，并带动经济增速加速下滑。但，好在，消费以及出口等内生性增长依旧强劲，支撑宏观经济在 3 季度实现软着陆，制造业 PMI 指数从 8 月份开始回升，而库存指数也显示去库存进程终止，3-4 季度出现了补充库存迹象。

图表3：2010 年零售增速上一个台阶

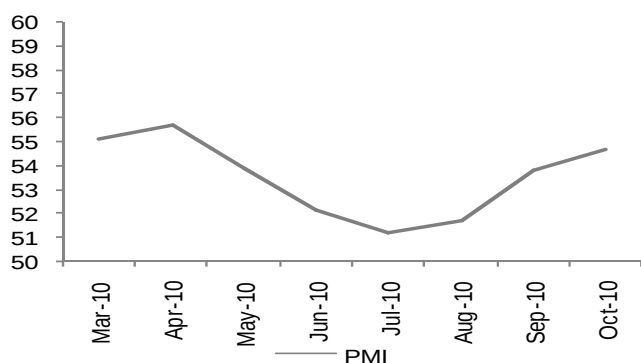


图表4：2010 年贸易进出口持续处于高水平



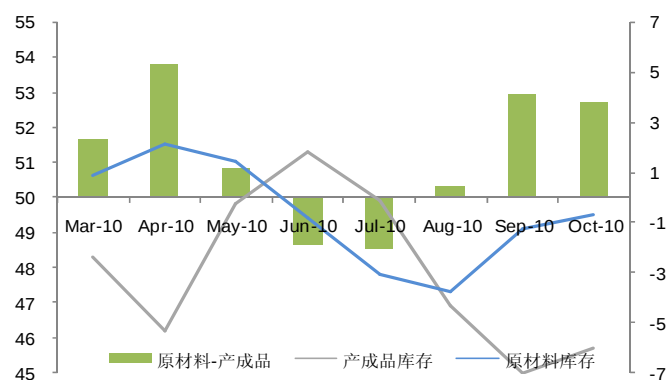
来源：国金证券研究所

图表5: PMI 数据显示 2010 年经济总体先降后稳



来源: 国金证券研究所

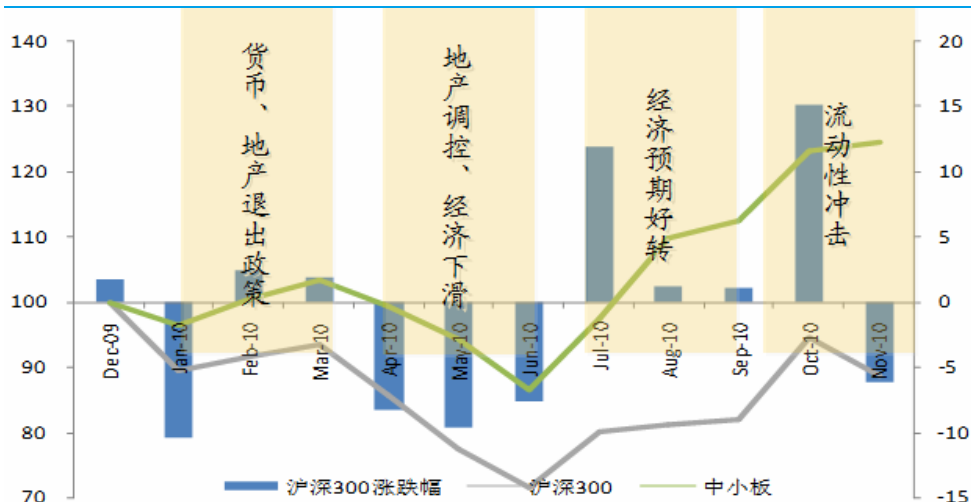
图表6: PMI 库存指标显示企业库存管理大幅波动



A 股剧烈波动，分化的一年

在此大背景下，2010 年 A 股大幅波动，总体呈现 V 型，1 季度超预期的退出政策导致市场震荡下跌，2 季度房地产调控的升级和经济的下滑则重挫 A 股，在经济的悲观预期得到释放后，市场在 7 月份迎来了估值修复的反弹，经济的企稳则推动 A 股在此后缓慢回升，10 月份全球流动性冲击再次推高 A 股。

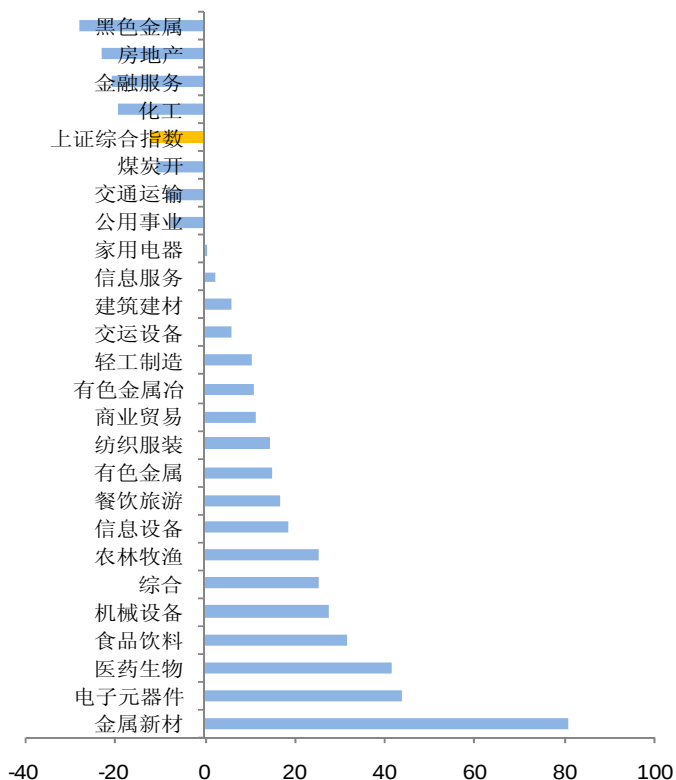
图表7: 2010 年 A 股运行节奏与宏观经济大背景合拍



来源: 国金证券研究所

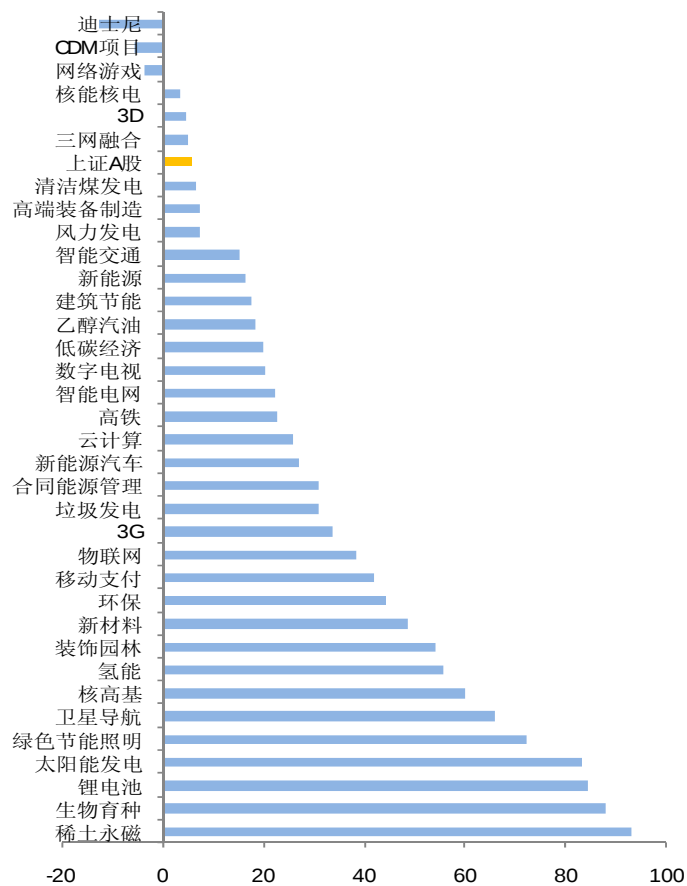
从市场的内部结构来看，市场分化严重，政策敏感度高的地产、银行、钢铁等周期股大幅下跌，而内生性增长强劲的医药、食品饮料、商业，以及受到政策支持的新兴产业如稀土、生物育种、新能源、电子信息等强劲上涨。

图表8：消费股大幅跑赢受政策打压的周期股（截止2010年11月26日）



来源：国金证券研究所

图表9：新兴产业获市场追捧（截止2010年11月26日）



2011，外部压力，内部推动，迎接新一轮发展

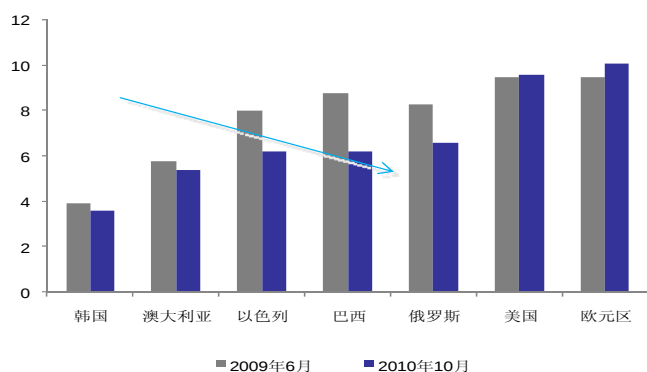
展望 2011 年，宏观经济的大背景出现了明显的变化，外部压力的加剧、内部政策的主动推进使得 2011 年将迎来新一轮的发展周期。

2011 年国际环境复杂化

■ 新兴经济体和发达经济体冷热失衡

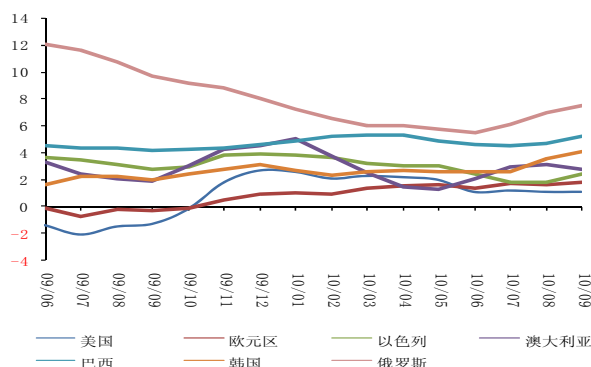
从国际环境来看，全球发达经济体与新兴经济体在 08-09 年共度时艰的局面不复存在，经济增长差距拉大，利益冲突和政策分歧明显加大。具体而言，新兴经济体失业率较复苏前的较低水平继续下降，而美国欧洲为代表的老发达经济体失业率进一步攀升；相对应的，新兴经济体通胀压力持续加大，而欧美物价依旧低迷。

图表10：新兴经济体失业率低位下降，欧美失业率高位攀升



来源：国金证券研究所

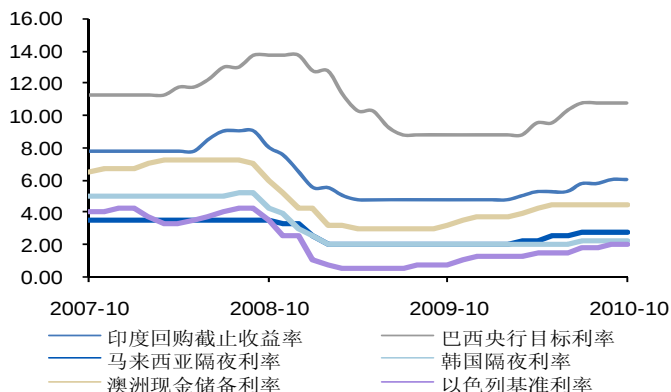
图表11：新兴经济体通胀，发达经济体物价低迷



■ 全球货币政策分歧加大

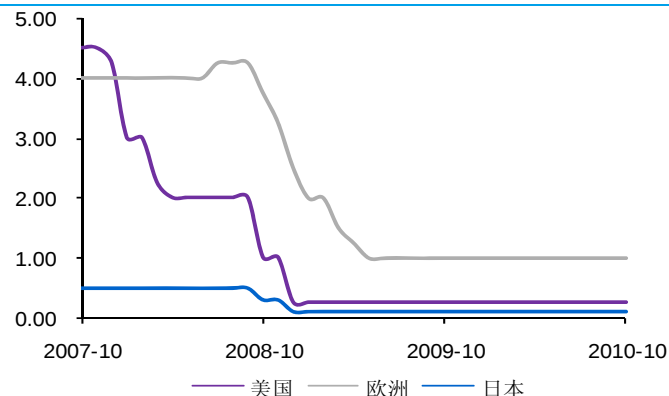
这导致两大阵营的货币政策出现了明显的分歧，新兴经济体早在 09 年下半年就进入加息周期，而美日欧依旧维持其低利率政策，美国、日本甚至在今年 10 月前后进一步扩大了定量放松的规模。

图表12：新兴经济体 09 年 3 季度进入加息周期



来源：国金证券研究所

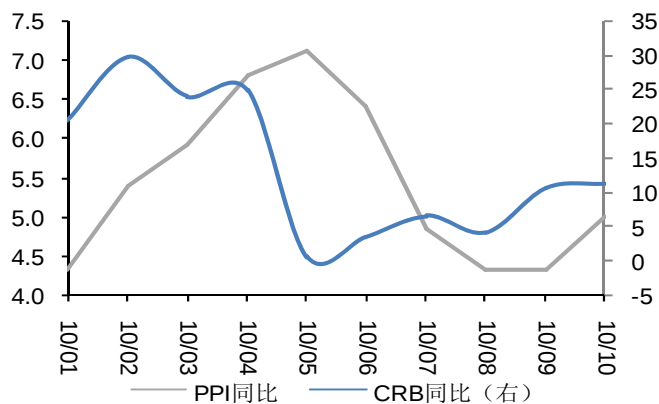
图表13：G3 依旧维持低利率，美日扩大定量放松规模



■ 中国的国际环境复杂化

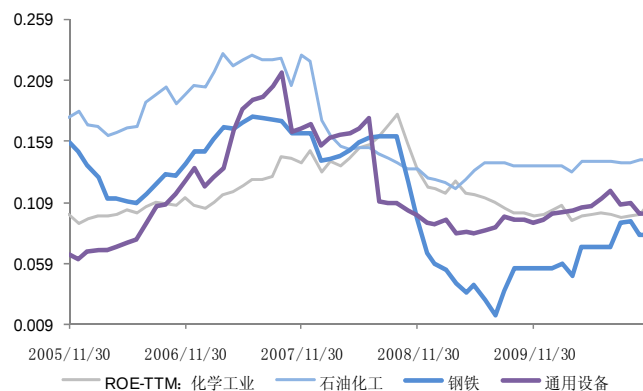
具体而言，大宗商品的上涨推高了我国输入性通胀水平；而成本的上升和相对较弱的需求，也使得中国传统的钢铁、化工、通用机械等重化工产业的景气度持续低迷。

图表14：大宗商品价格上涨加大中国输入性通胀压力



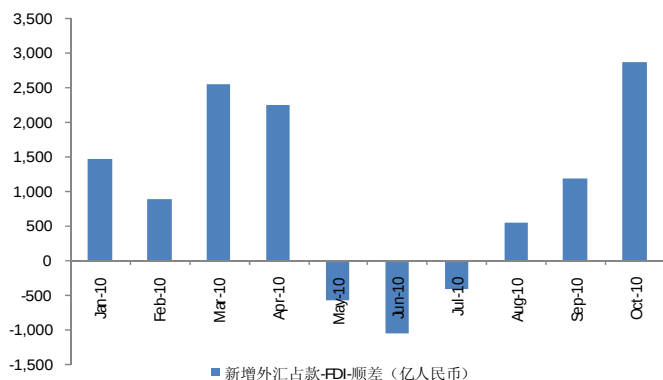
来源：国金证券研究所

图表15：大宗商品价格上涨挤压传统重化工产业利润



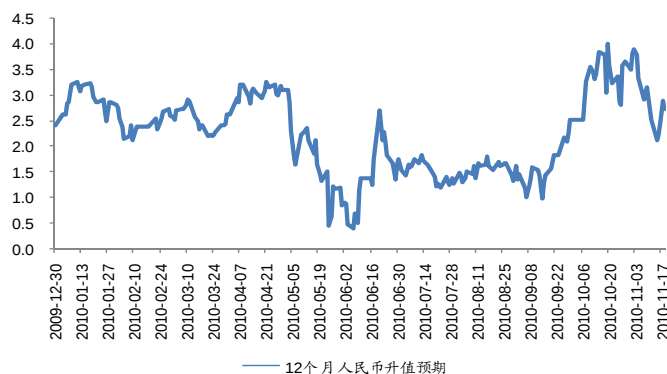
由于全球流动性泛滥，热钱流入中国，根据外汇占款口径测算的热钱规模在 9、10 月份分别达到 1200、2900 亿元人民币，呈现加速流入态势，加剧了人民币升值压力，并对中国的资产价格、经济政策、实体经济运行构成挑战。

图表16：热钱加速流入中国



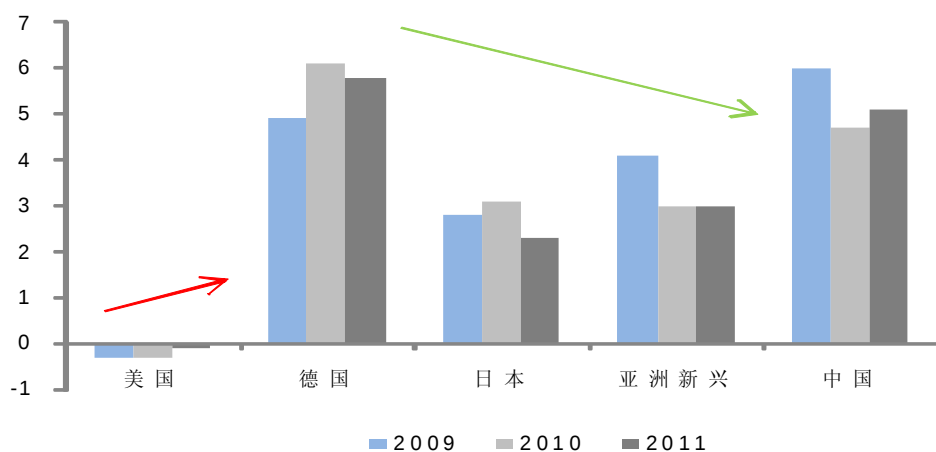
来源：国金证券研究所

图表17：人民币升值预期大幅波动



同时，贸易纠纷持续升温，根据 IMF 预测，未来两年美国贸易逆差占 GDP 比重将下降，而中国、德国、日本等为代表的出口国顺差规模将下降。美国奥巴马上台后提出“5 年内出口翻番”以及近期美国在国际上频繁提出对贸易余额占 GDP 比重量化限制等等无疑意味着未来几年内贸易格局的变迁，这无疑将倒逼中国出口模式的改变。这一切，显示导致此次危机的全球经济失衡并没有随着全球经济的复苏而消失，相反，对中国的压力还在积累，新一轮发展迫在眉睫。

图表18：未来贸易活动趋于萎缩

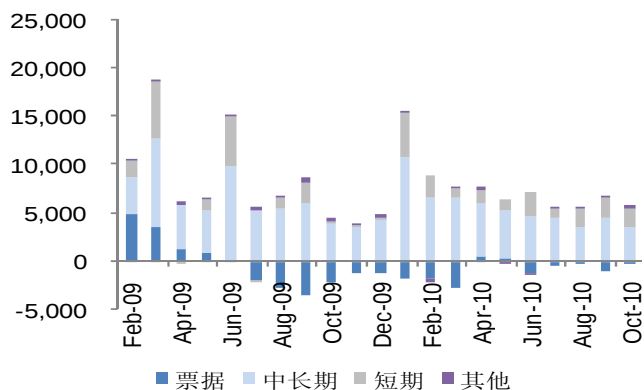


来源：国金证券研究所

2010 年政策调控为新一轮发展提供有利基础

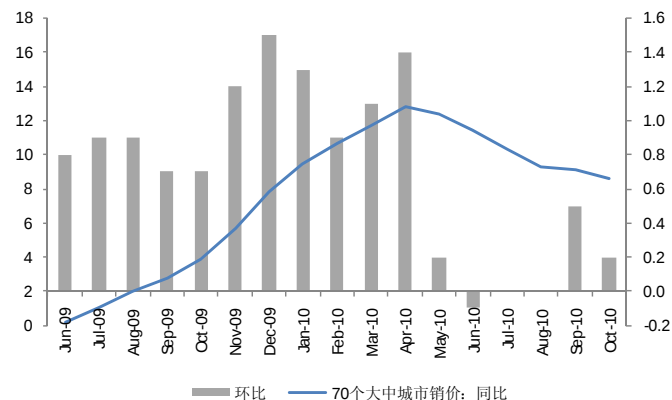
好消息是，2010 年果断的宏观调控已经取得了一定的效果。我们可以看到，信贷投放秩序在 2010 年下半年明显改善，月均 5000-6000 亿元左右的新增信贷投放更加均匀和可持续；房地产泡沫急剧放大的现象也初步得到控制。这为新一轮发展提供了较为稳定的经济和金融前提条件。

图表19：信贷投放趋于理性和平稳



来源：国金证券研究所

图表20：房地产调控初见成效



推动新一轮发展政策导向明朗

在此前提之下，我们也确实可以看到政策推动新一轮发展的战略意图，十二五规划中推进经济结构的调整、建立资源节约和环境友好的社会、促进民生的改善将成为新一轮发展的显著特征。

图表21：十二五：加快经济发展方式转变成为主线

十二五规划的基本要求	经济结构战略性调整
	科技进步和创新
	保障和改善民生
	建设资源节约型、环境友好型社会
	改革开放
经济结构战略性调整取得重大进展	居民消费率上升
	服务业比重和城镇化水平提高
	城乡区域发展的协调性增强
	经济增长的科技含量提高
	单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放大幅下降，主要污染物排放总量显著减少，生态环境质量明显改善
现代产业体系	改造提升制造业
	培育发展战略性新兴产业
	加快发展服务业
	加强现代能源产业和综合运输体系建设
	全面提高信息化水平
	发展海洋经济

来源：国金证券研究所

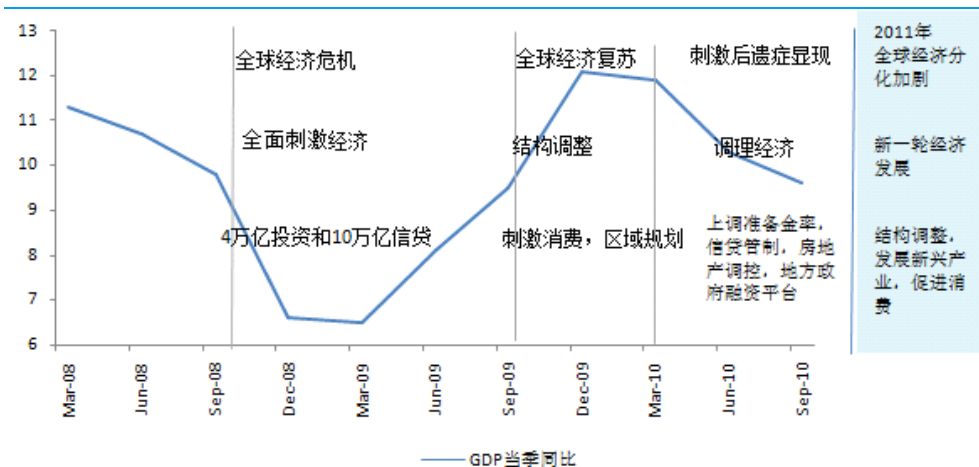
11 年 A 股，牛市，先抑后扬，上证综指[2700，4200]

在此大背景下，我们对于 2011 年 A 股的判断仍然乐观，我们认为仍将是一个牛市。上证指数先抑后扬，波动区间[2700，4200]。

政策，定位新一轮发展

从政策氛围来看：2010 年是最复杂的一年，是管理层在面对过度刺激后做出反思和政策退出的一年，这导致了 A 股市场的波动。幸运的是，这种反思和政策的退出，包括对地产的调控、对信贷、对融资平台的整理、对银行资本金的约束、对物价的管制，无疑起到了调理经济效果，并且化解了经济中长期发展的一些隐忧。2011 年，政策将从 2010 年的基础之上，转向新一轮的发展，并对 A 股政策支撑。

图表22：政策定位新一轮发展

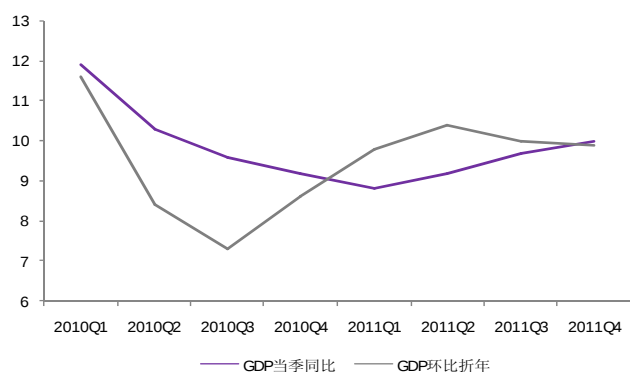


来源：国金证券研究所

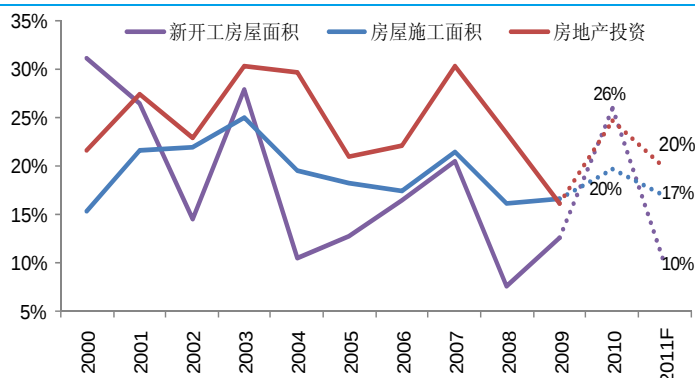
经济面，内生性复苏持续

从经济的基本面来看，国金宏观小组认为，2011 年经济的主要基调是复苏，20%以上投资、17%的出口、18%的零售增长，无疑显得更加均衡和可持续。9.5%的 GDP 增长虽然较 2010 年小幅下降 0.7 个百分点左右，但是经济增长的质量更高，并且对政策和经济系统的压力也较小，政策氛围更佳。

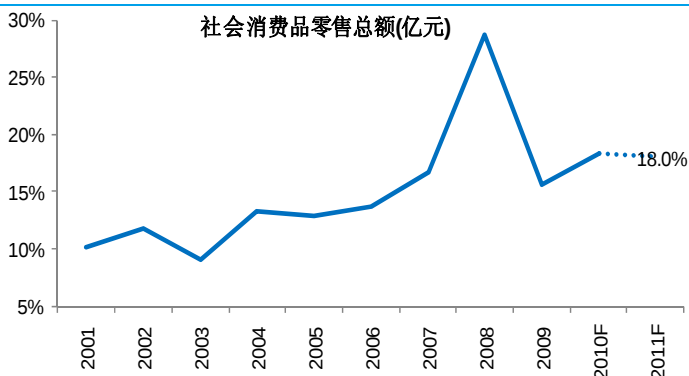
图表23：2011 年经济平稳复苏



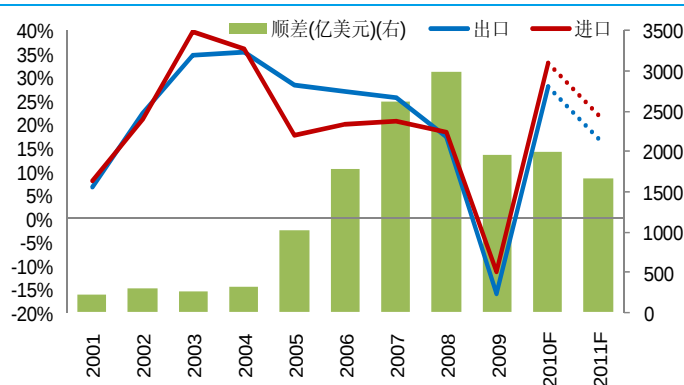
图表24：2011 年房地产投资依旧能够保持较快增长



图表25：2011 年社会零售总额有望保持平稳增长



图表26：2011 年贸易进出口将保持平稳增长

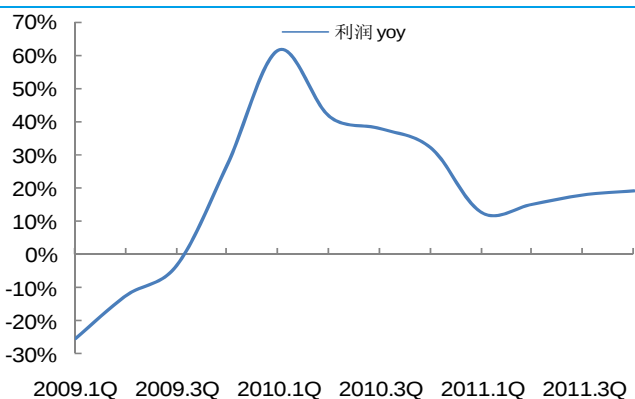


来源：国金证券研究所

企业盈利，平稳增长

根据此宏观前提自上而下，以及国金行业研究员自下而上的汇总，我们预测 2011 年 A 股的盈利大约增长 20%。值得关注的是，与 2010 年盈利增长受到基数影响前高后低不同，2011 年盈利增速平稳，逐季略有上行，从而能够对市场起到一定的支撑作用。

图表27：2011 年企业盈利增速稳中有升



来源：国金证券研究所

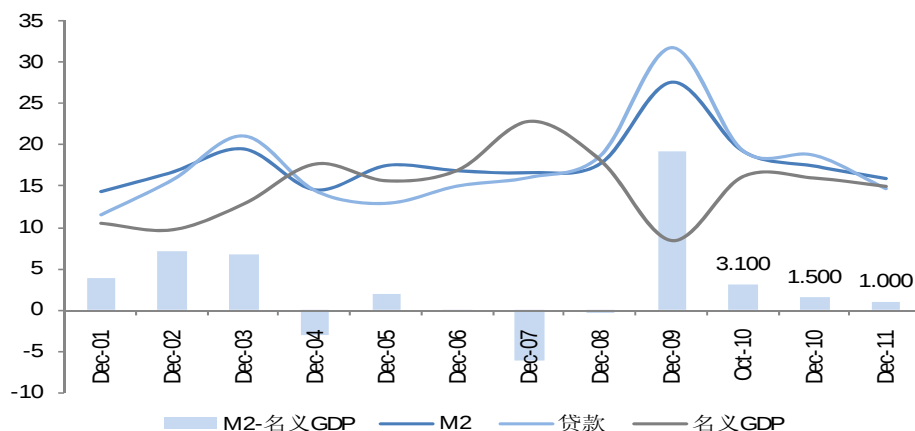
图表28：2010 与 2011 年上证 A 股盈利增速预测

	利润比重	行业利润增速	总体利润增速
银行	44%	23%	32%
工业	40%	40%	
其它	16%	33%	
	利润比重	行业利润增速	总体利润增速
银行	41%	19%	21%
工业	43%	20%	
其它	16%	30%	

流动性，边际降，存量再配置潜力巨大

从流动性环节来看，货币的正常化意味着边际流动性来源不足。国金宏观小组预计 2011 年新增信贷 7 万亿，M2 达到 16%。在此基础上，我们测算，以 M2-名义 GDP 衡量的富余流动性将继续收窄，可能下滑到 1 个百分点左右。

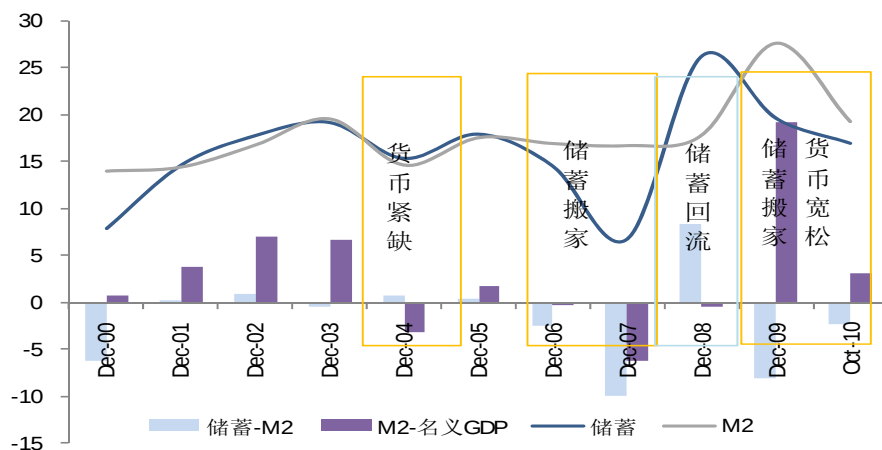
图表29：货币政策正常化，边际流动性有限



来源：国金证券研究所

但是比较有利的一面是，存量的资金具有强大的再配置需求。近几年 A 股市场的表现与存量流动性的再配置密切相关。我可以看到，06-07 年的货币边际流动性明显短缺，大牛市在资金面上主要来源于储蓄搬家；08 年的熊市伴随着巨大的储蓄回流；09-10 年的牛市由宽松的货币和储蓄搬家共同导演。因此，即使边际流动性不足，但如果在资产配置的需求足够强大，储蓄搬家也能够对 A 股构成资金面的支持。

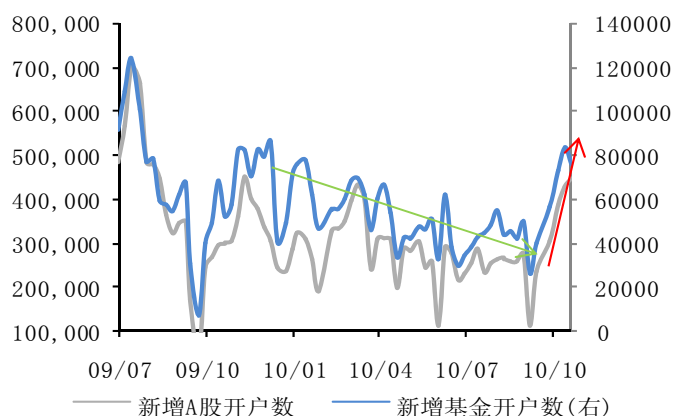
图表30：存量资金的再配置是行情的重要推手



来源：国金证券研究所

我们发现近期储蓄再配置已经导致了资金快速流入 A 股的现象，从 A 股 9、10 月份以来开户数的快速突破上行来看，场外资金加速流入的微观证据确立。我们粗略测算，在一定的假设前提下，2011 年储蓄搬家有望为 A 股提供 2 万亿元的新增资金。从这一点来看，流动性对 A 股的制约仅仅是阶段性的，从未来一年来看，流动性供给并不紧张，对市场不构成持续的负面压力。

图表31：股票、基金开户数显示储蓄搬家的迹象



来源：国金证券研究所

图表32：2011 年储蓄搬家金额测算

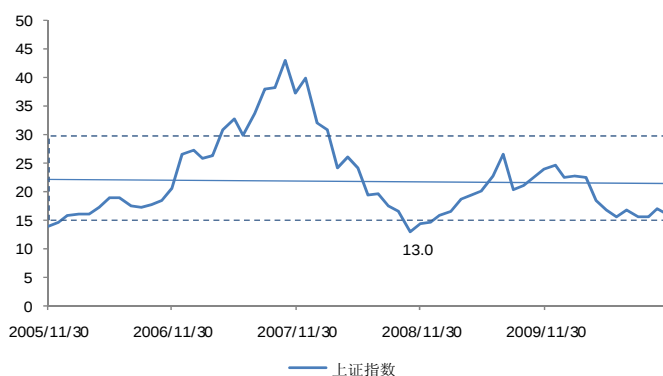
以2004-2010年10月储蓄/M2的为理论比重，计算2011年储蓄理论值；假设2010年10月份占比延续到2011年，计算2011年储蓄实际值。如果资金不流向房地产等其他资产，则可能为A股提供2万亿元新增资金。

2011 M2 (%)	M2余额 (十亿)	储蓄理论占比	10-10占比	储蓄搬家 (十亿)
16%	82628	45%	42%	2478
14%	81203	45%	42%	2436

估值，有望得到经济复苏的提升

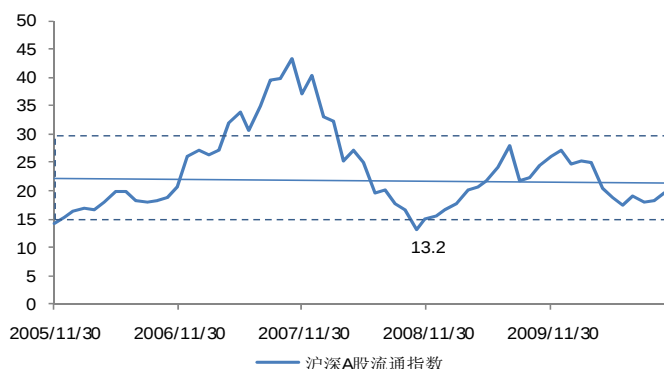
从估值上来看，目前上证指数的动态市盈率大约在 16 倍，处于过去 5 年均值-1 倍标准差的水平，主要是银行、地产、石化拉低了整体估值。剔除银行地产石化的 A 股流通市盈率大约在 30 倍，处于过去五年均值+1 倍标准差的水平。总体评价，市场估值处于合理区间，周期蓝筹估值受抑制，而中小成长股估值处于较高水平。

图表33：上证指数动态 PE 略高于 5 年来均值-1 倍标准差

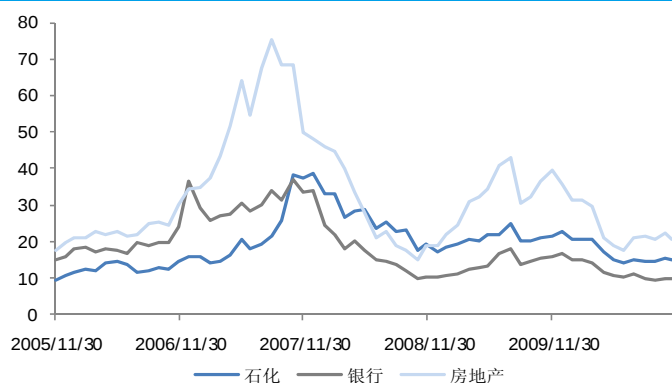


来源：国金证券研究所

图表34：沪深流通 A 股动态 PE 略高于 5 年来均值-1 倍标准差

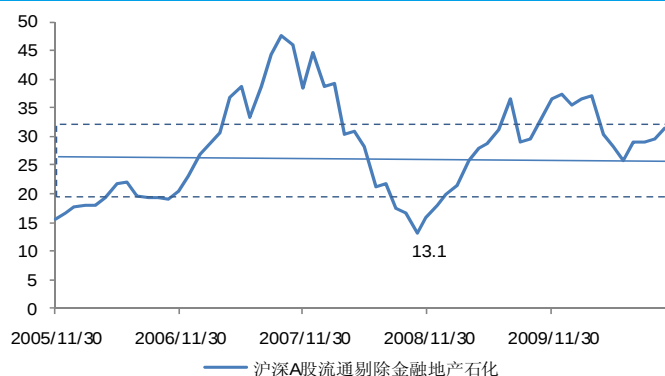


图表35：银行、石化、地产估值受压制



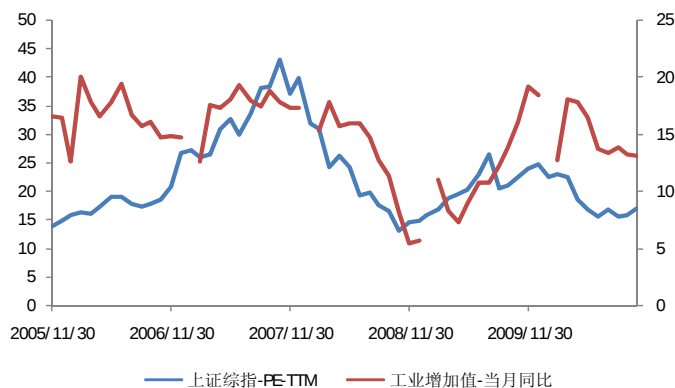
来源：国金证券研究所

图表36：剔除银行石化地产的其他行业估值处于过去5年均值+1倍标准差水平



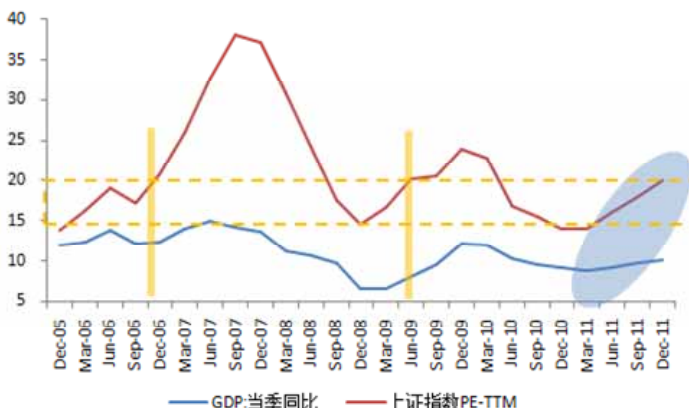
我们认为，经济增长不仅能够影响企业盈利，而且更重要的是能够影响市场的估值体系。从过去几年的经验来看，上证综指动态估值与经济增长（以工业增加值为代表）变动的正相关性严密。我们认为，伴随 2011 年经济增长触底回升，A 股的估值水平可以抬高，这将会和盈利的平稳增长共同推动 A 股上行。

图表37：经济增长与市场估值具有明显正相关性



来源：国金证券研究所

图表38：2011 年经济增长的回升有望提高市场估值水平



市场仍有大幅上升空间，上证综指波动区间[2700，4200]

我们测算，上证综指 2011 年波动区间大约在[2700，4200]点。根据 2010 年 30% 的增长和 2011 年 20% 盈利增长的预期，2700 点大约对应 13x2011PE，这与过去 5 年的历史最低水平一致；4200 点对应 20x2011PE，较目前提高 20%，但是依旧低于过去 5 年的均值水平。

图表39：上证指数敏感性测算

2010隐含增长率%							
11增长率 指数位	25%		20%		15%		
	11ROE%	11PB	11ROE%	11PB	11ROE%	11PB	11PB
4300	19.897	3.350	20.726	3.366	21.627	3.382	
4200	19.435	3.272	20.244	3.288	21.124	3.304	
4100	18.972	3.194	19.762	3.209	20.621	3.225	
4000	18.509	3.116	19.280	3.131	20.119	3.146	
3900	18.046	3.038	18.798	3.053	19.616	3.068	
3800	17.584	2.960	18.316	2.975	19.113	2.989	
3700	17.121	2.882	17.834	2.896	18.610	2.910	
3600	16.658	2.804	17.352	2.818	18.107	2.832	
3500	16.195	2.726	16.870	2.740	17.604	2.753	
3400	15.733	2.649	16.388	2.661	17.101	2.674	
3300	15.270	2.571	15.906	2.583	16.598	2.596	
3200	14.807	2.493	15.424	2.505	16.095	2.517	
3100	14.345	2.415	14.942	2.427	15.592	2.438	
3000	13.882	2.337	14.460	2.348	15.089	2.360	
2900	13.419	2.259	13.978	2.270	14.586	2.281	
2800	12.956	2.181	13.496	2.192	14.083	2.203	
2700	12.494	2.103	13.014	2.113	13.580	2.124	
2600	12.031	2.025	12.532	2.035	13.077	2.045	

来源：国金证券研究所

市场节奏，先抑后扬

从市场的节奏来看，我们认为市场整体呈现先抑后扬形态，当前到 2011 年一季度压制市场的主要因素是通胀以及货币紧缩的压力，但十二五规划等政策的陆续出台将提供热点，市场以结构性行情为主，一般消费、新兴产业有更好的表现机会；二季度以后，随着经济增长的加速和对通胀适应度的提高，我们认为可以更多的观察水泥、机械等投资品以及耐用消费品的表现；下半年，随着经济增长的平稳和政策环境的改善，我们认为受到抑制的大盘周期股具有强烈的估值修复要求，建议重点关注。当然，如果政策对通胀容忍度提高、房地产调控能见度改善或者信贷额度好于市场预期等因素出现，蓝筹周期估值修复的时点可能提前。

图表40：2011 年 A 股市场节奏预判

	目前-2011Q1	Q2	H2
积极因素	经济向上，十二五政策支持	对物价适应性提高，经济加速	物价降，政策宽
负面因素	通胀，紧缩	货币紧，美元强	经济增长势头放缓
市场走势	受抑制	走强	震荡向上
配置建议	新兴产业+一般消费	投资+可选消费	周期蓝筹估值修复

来源：国金证券研究所

追寻新一轮增长的方向：消费主升浪与新兴产业跨越式发展

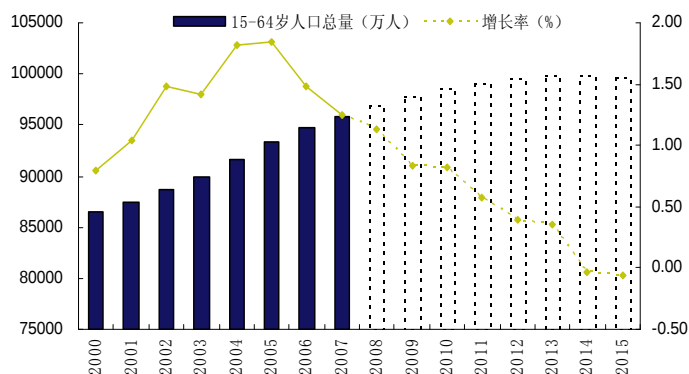
从更长的时间来看，我们认为市场的主题将顺应经济发展大方向，消费主升浪以及新兴产业跨越式发展仍将是引导市场的大趋势。

消费主升浪

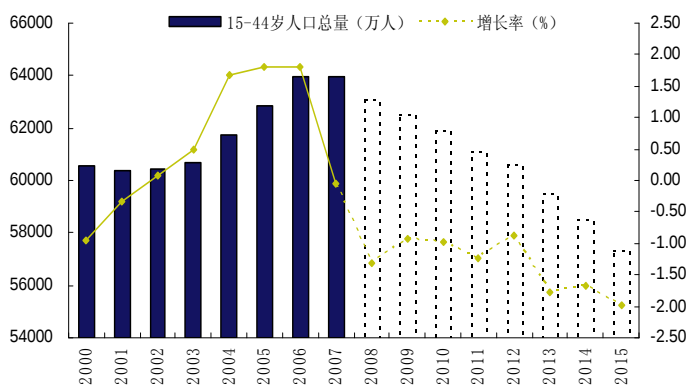
■ 劳动力供求关系以及政策支持未来居民收入加速增长

劳动力供求关系的改变以及政策的支撑将推动未来几年内居民收入的快速增长。目前，15-44 岁青壮年劳动力供给拐点已经出现，而 15-64 岁劳动力拐点也将在 2015 年前后出现，这将改善劳动力的议价能力，近年来出现的最低工资普遍上调印证了这一点。政策方面，十二五规划提出“实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率同步”。我们认为，在供求关系改善以及政策的支撑下，未来 5 年居民收入占经济比重将持续提高，增长加速，从而支撑消费快速增长。

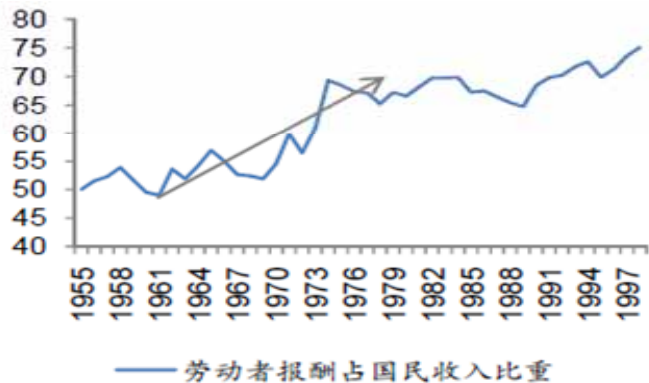
图表41：15-64 岁劳动力拐点将在 2015 年后显现



图表42：15-44 岁青壮年劳动力供给拐点已经出现

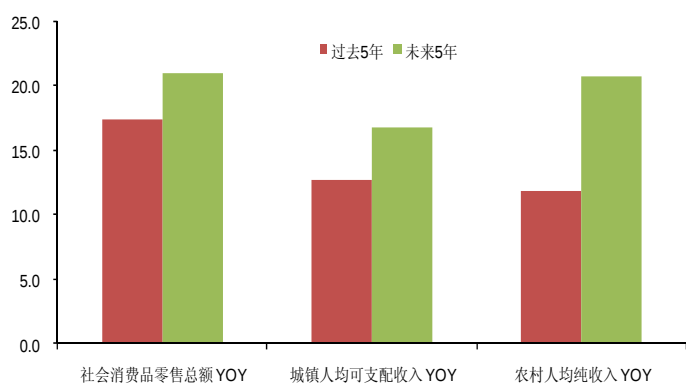


图表43：日本收入倍增计划提高居民分配占比



来源：国金证券研究所

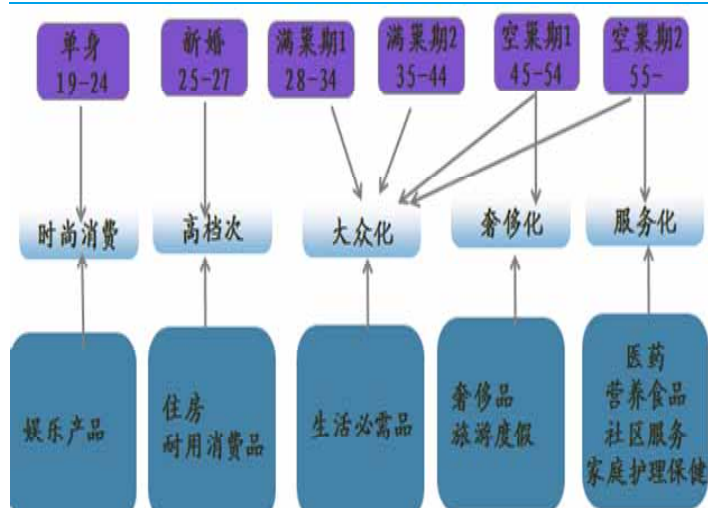
图表44：预期未来 5 年居民收入加速增长，占比提升



■ 人口红利推动医疗护理、保险、汽车、电子消费脱颖而出

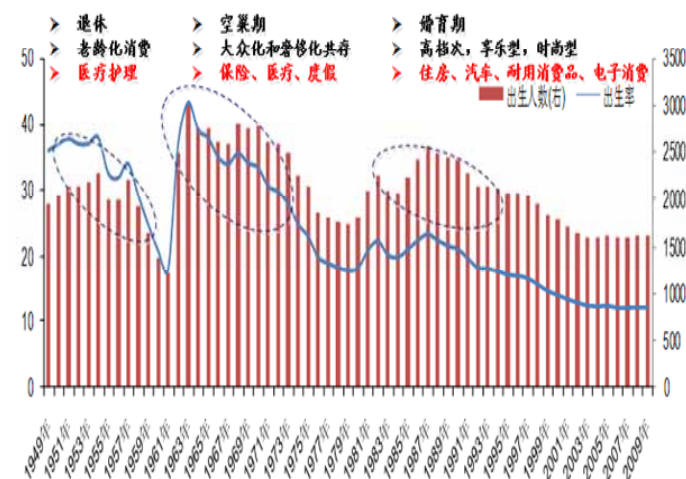
在消费普遍加速增长的背景下，我们建议从人口年龄结构来寻找优势品种。上世纪 50 年代、60 年代、80 年代的三次人口生育高峰意味着三次人口红利，意味着其人群对应的消费品种能够脱颖而出。我们认为，50 后的医疗护理、60 后的医疗保险、80 后的汽车和电子消费等需求将推动此类消费获得超越整体的增长速度，建议重点关注。

图表45：消费的年龄结构特征



来源：国金证券研究所

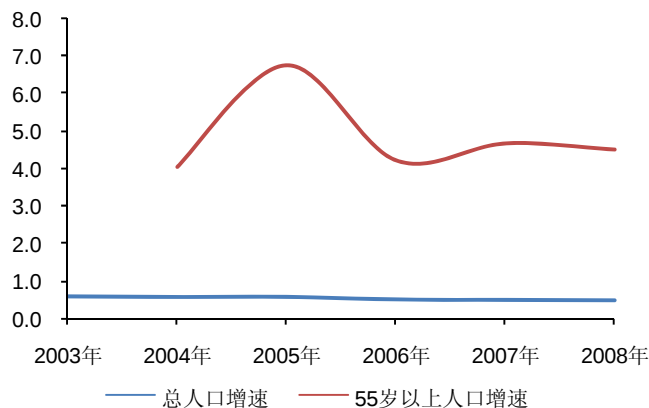
图表46：50后、60后、80后，形成三批人口红利



50后开启老龄化消费，医疗保健需求是主要特色

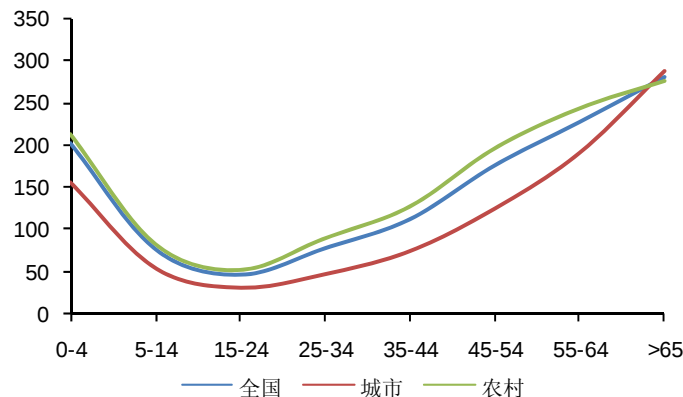
50后，1949-1957 出生，平均出生率 3.57%。04-08 年期间年均增长 4.8%，大大快于 0.55%的总人口增速，这将开启老龄化消费。随着年龄的增长，人们的患病率和就诊率都会大幅上升。从国家统计局的数据来看，55 岁以上人群的就诊率为 254.05‰，而 55 岁以下人群为 115.65‰。50 后导致的医疗保健需求将成为未来几年内消费的一大亮点。

图表47：55 岁以上人口增速显著快于总人口增速



来源：国金证券研究所

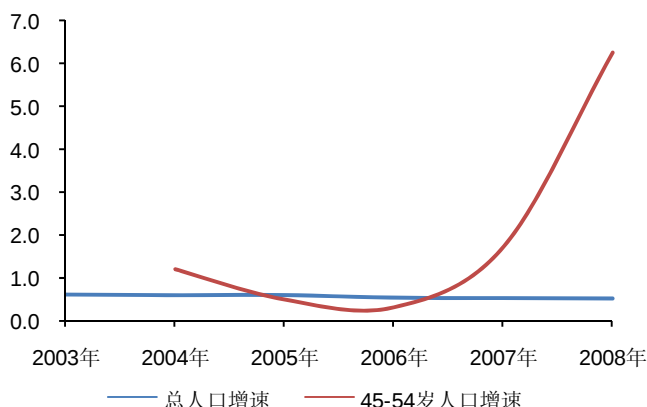
图表48：中国各年龄人群的两周就诊率(‰)



60后步入空巢期：推动保险、医疗保健、高档产品需求增长

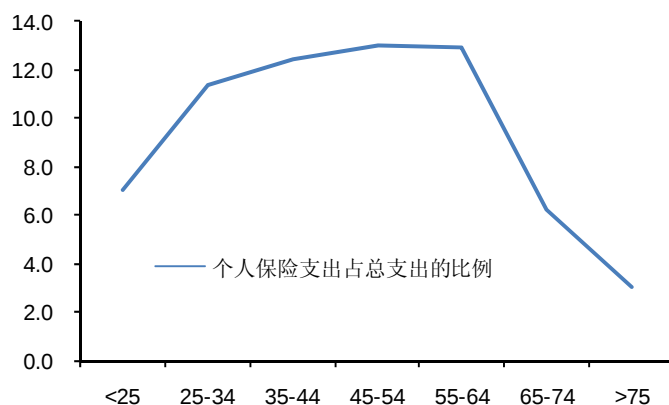
建国后的第二波婴儿潮是 1962-1970 年期间出生的 60 后，未来五年这部分人群将进入 45-54 岁的黄金消费期。从数据上来看，从 07 年以来，45-54 岁年龄段的人口增速显著加快。从美国的数据来看，这一年龄段的人们在保险的支出比例是各年龄段中最高的，表明人们已经在为退休后的生活做准备。这意味着，未来几年保险行业可能面临快速的增长。

图表49：45-54 岁人口增速开始加快



来源：国金证券研究所

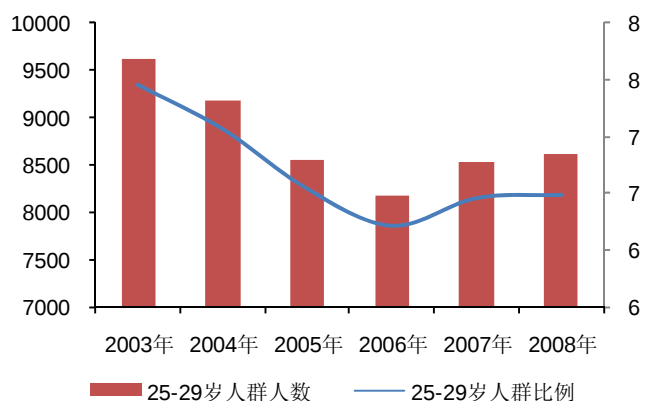
图表50：50 岁左右人群参保率最高



■ 80 后是成家立业以及电子消费的主力人群

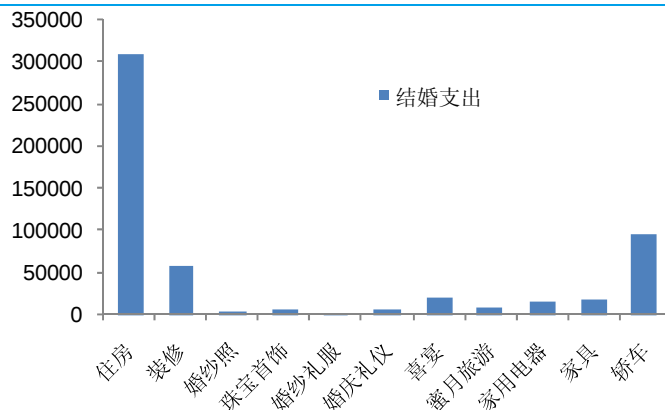
80 后成家立业，进入婚龄。目前，中国的平均结婚年龄在 25 岁左右，80 后正处在婚姻的高峰时期。80 后成家将拉动房地产、家电、家具、装修、汽车、珠宝首饰等需求。根据结婚产业调查统计中心的统计，中国平均结婚支出 54 万，其中 56.84% 用于购买房屋、17.46% 用于购买汽车、10.5% 用于装修、家具、家电、珠宝首饰等的支出也较大。显然在未来 3-5 年这些需求仍将保持较高增长。

图表51：25-29 岁人群的数量与比重



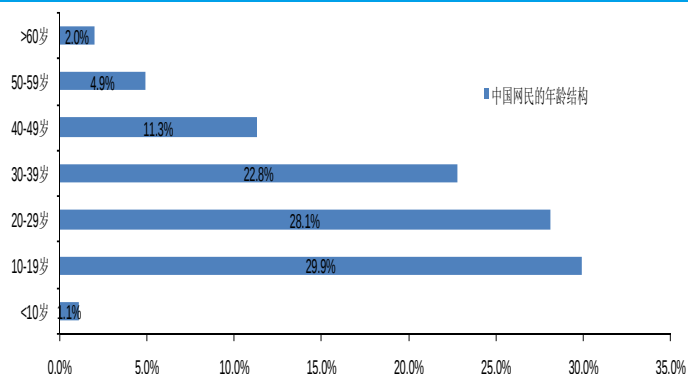
来源：中国结婚产业调查统计中心，国金证券研究所

图表52：07 年中国居民平均结婚支出



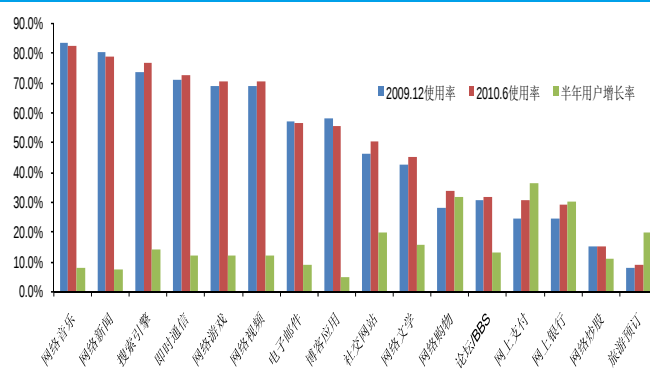
另外，80 后推动互联网应用增长。从中国网民的年龄结构来看，40 岁以下人群的占比远高于 40 岁以上人群，80 后事当前以及未来 5 年网民的主力。从网络应用来看，最为普及的五类应用是网络音乐、网络新闻、搜索引擎、即时通信、网络游戏，正是 80 后占据主导地位的消费内容。从用户增长的角度来看，商务类应用的高速增长引人注目，其中网上支付、网络购物和网上银行半年用户增长率均在 30% 左右，另外社交网站、网络文学、和搜索引擎的用户数量的增长也较快。随着 80 后经济实力的增强，未来电子商务、网络文学方面的投资机会值得关注。

图表53：80 后是中国现在以及未来 5 年内网民的主力



来源：中国结婚产业调查统计中心，国金证券研究所

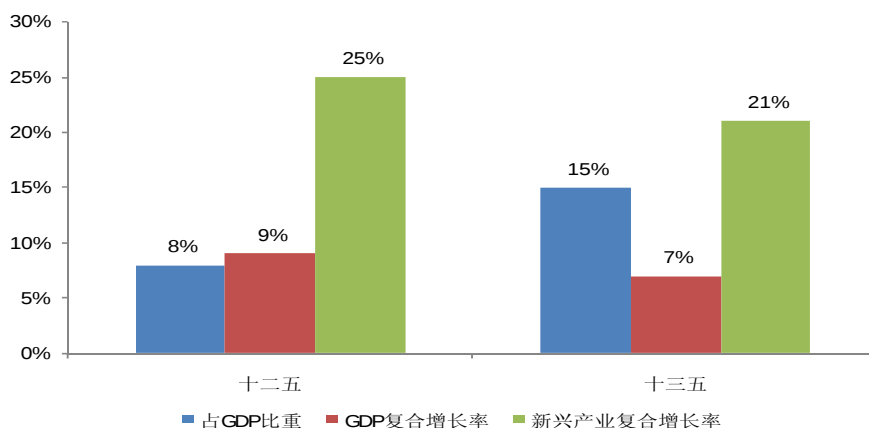
图表54：互联网应用情况



新兴产业跨越式发展机遇

新兴产业 2010 年已经获得了市场的认可，获得了市场给予的溢价，初步体现了未来 10 年新兴产业快速发展的预期。

图表 55：政策方向指明未来 10 年新兴产业的跨越式发展



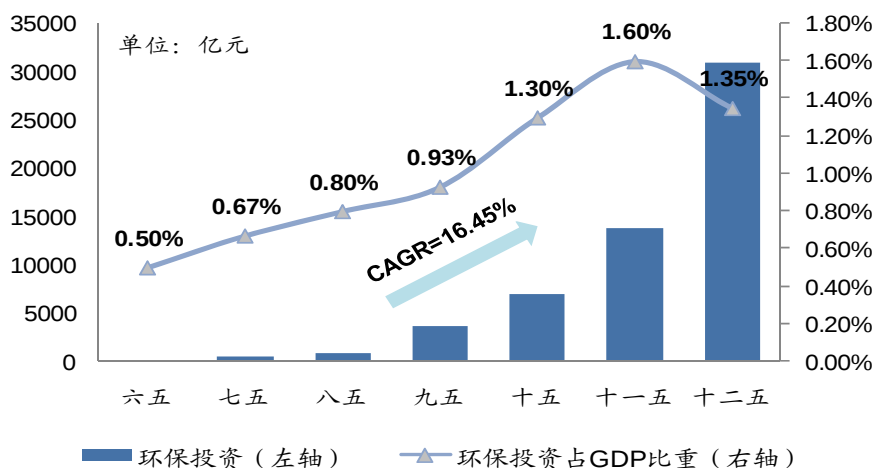
来源：国金证券研究所

我们认为，发展新兴产业的根本驱动在于化解当前经济发展中的环境、资源、劳动力等要素瓶颈问题。我们建议关注七大新兴产业之首的环保、拓展能源以及环境空间的新能源、以及能够带来能源、劳动力突破的物质基础，高端装备制造制造业，包括高铁、海洋工程等产业链。

■ 环保-发展经济与改善民生的必然

首先，环境的破坏已经对经济发展构成负面影响。水土流失、酸雨等造成了经济的损失。研究表明中国每年因为环境污染大约造成 5%-10% 的 GDP 损失。其次，金属污染、生活垃圾、大气和水的污染正在严重损害民生。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》中将节能环保列首位，“十二五”期间，国家的投资额将达到 31000 亿元，较十一五增加 125.45%。我们建议沿着十二五规划，关注水中氨氮、氮氧化合物和重金属治理等产业链的投资机会。

图表56：十二五环保投资将加速增长

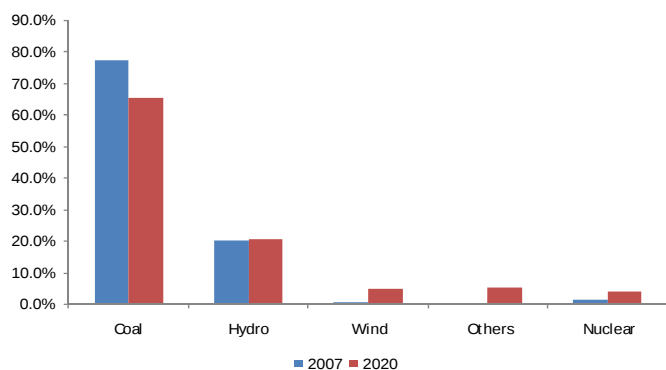


来源：国金证券研究所

■ 新能源-拓展能源与环境空间的手段

传统能源对环境的损害以及供给趋于减少的现象使得发展新能源成为必然。国金行业研究员预计，未来 10 年煤电的占比将下降至 65%，而核能、风能、水电、太阳能等占比将明显提高。伴随新能源占比的提高，新能源发电所需要的零部件以及配套的智能电网等产业链将获得持续性的快速增长和投资机会。重点关注太阳能发电成本下降带来的爆发式增长机会。

图表57：未来 10 年化石能源占比降低，新能源比重提高

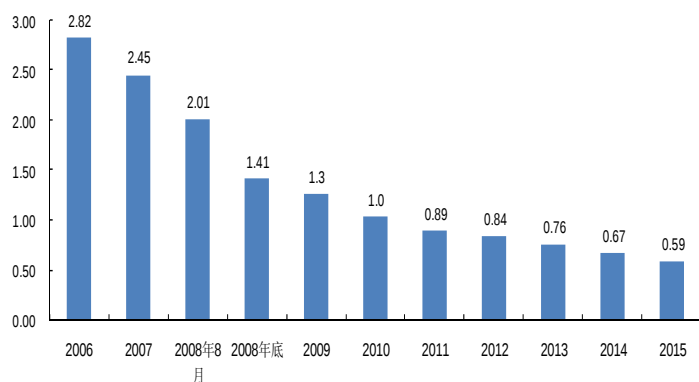


来源：国金证券研究所

图表58：庞大的产业链意味着更多的投资机会



图表59：未来5年太阳能发电成本趋向0.6元/KWH



来源：国金证券研究所

图表60：如果替代10%火电，光伏还有20倍增长空间

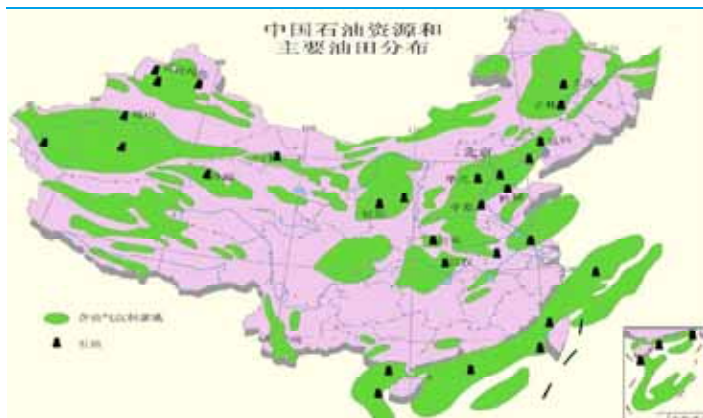
	目前	2020	2015	
全球发电量	20	30	24	万亿度
全球装机	53	78	64	亿kw
替代比例	5%	10%	15%	20%
光伏发电量	1.48	2.96	4.44	5.92 万亿度
年1000小时	14,802	29,605	44,407	59,210 万kw
年1500小时	9,868	19,737	29,605	39,473 万kw
相应火电装机	4	8	12	16
对应光伏装机	16	31	47	63
每年增加光伏	1.57	3.14	4.71	6.28
2010年的倍数	11	22	34	45

■ 高端装备-突破能源、劳动力瓶颈的物质载体

高端装备制造业是进行能源探索、劳动力替代、生产要素转移的物质载体。

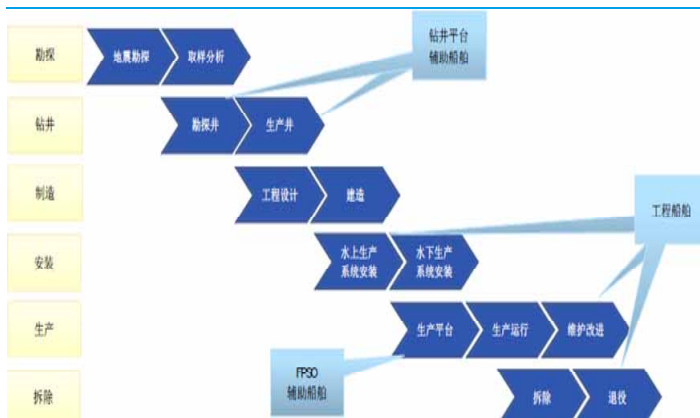
在探索新能源、能源节约的同时，挖掘传统能源的潜力同等重要。由于中国海上石油储量高、探明率低，未来十年海洋石油的探索和挖掘将进入黄金发展期，并将拉动海上钻井平台、工程船舶、辅助船舶等需求。

图表61：海上石油占中国石油储量的22.9%，探明率仅12.1%



来源：国金证券研究所

图表62：石油开采拉动钻井平台、工程船舶、辅助船舶等需求



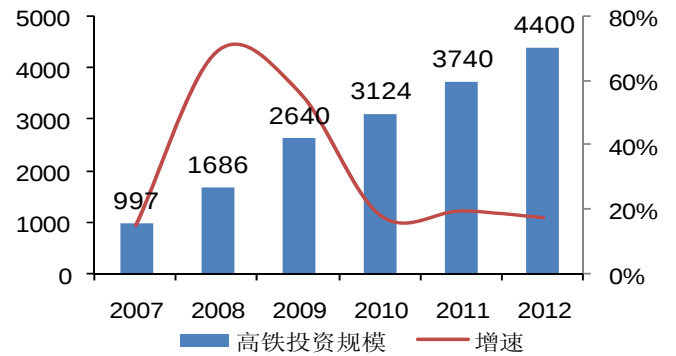
高速铁路作为一种安全可靠、快捷舒适、超大运量、低碳环保的运输方式，已经成为世界铁路发展的重要趋势。随着城市经济快速运转、人员流动日益频繁，城际高速铁路将成为实现人员、物资等生产要素空间转移的重要工具。根据《中长期铁路网规划》，未来中国铁路客运系统将由“四纵四横”铁路快速客运通道和三个城际快速客运系统组成。以“四纵四横”为骨架的高铁网会将“珠三角”、“长三角”、“环渤海”三大经济区的空间距离缩短，同时也把“东北老工业基地”、“长株潭城市群”以及“中原城市群”、“武汉城市圈”、“关中城镇群”纳入一张大网，实现城市群之间的连接。中国铁路即将全面进入高速铁路时代。因此，这将利好高铁建设过程中的铁路基建、轨道生产铺设、车辆生产、信息设备等产业链。

图表63：四横四纵高铁网和三大城际客运系统建设在即



来源：国金证券研究所

图表64：未来两年投资复合增长率达到20%



图表65：高铁产业链受益顺序



来源：国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室