

# 2011 年产业比较分析报告

## 产业比较分析报告

### 本报告的主要看点:

构建了 A 股的新兴产业板块，进行了新兴、消费与周期的大类比较分析，归纳了各自的投资环境和相应策略

## 三国演义：新兴、消费与周期

### 基本结论

- **我们试图回答以下问题：**新兴、消费和周期之间如何选择？各自分别的策略是什么？看好哪些细分行业和领域？
- **我们的判断是：**着眼于未来 1-2 个季度，新兴产业仍有结构性演绎的动能；消费是配置的中流砥柱；周期股尚不具备足够获益的空间。
- **新兴：跟随趋势或挖掘确定性增长。**
  - 新兴产业无论在经济中，还是股市中的比重，长期看都还是有提升的空间。新兴产业股票在初始阶段往往有泡沫化倾向，走“吹大泡沫-泡沫破灭-真实增长”的过程。
  - 新兴泡沫孕育的背景：经济增长平稳，流动性适度，好的故事；现在看这些条件在 A 股仍然存在。新兴泡沫的终结标志：涨得太高难以为继；流动性的实质性紧缩，尤其是后者。
  - 新兴投资策略：趋势投资跟随政策红利，继续泡沫化的过程；更稳妥的策略是寻找确定性增长，从技术积累、成长空间、竞争优势的角度，**我们更看好节能环保、高端制造和新能源。**
- **消费：立足于长远，坚决的配置，短期注意分化。**消费股与新兴产业一样，在 10 年经历了估值系统性提升；需要更多的进行自下而上的挖掘：
  - 具体的分化选择：商业股中看中西部百货龙头；医药中更关注集中度提升和创新类公司；食品饮料中找估值相对便宜增长确定的龙头；服装中依然看好品牌服装；另外，看好保险的中长期发展前景。
- **周期：价值股，买低卖高。看好水泥和关注快速周转的地产。**
  - 周期股正在变成价值股，即：中低速增长，中低位估值。价值股投资策略：买低卖高。更加注重择时与重势。选时：把握经济中短期运行中的拐点变化；重势：流动性对周期股表现有很强的重要性。
  - 去通胀期与需求平稳。通胀在 4% 以上，周期股很难获得好的超额收益；需求，明年的地产和汽车都会走向平稳；投资在经历了基建和地产的拉动后，明年给力的可能是在高端制造上。
  - 周期股的估值也要看 PB。如果说成长的高峰已然过去，变成价值股是成立的话；周期股应当更注意 PB 的合理性。从 PB 来看，很多行业处于盈利能力的相对高的区域，并不是那么看起来的那么便宜。
  - 从盈利能力看周期股的机会。水泥的供给会改善行业的盈利能力，水泥的低估值是存在提升空间的；地产可以通过加快周转的方式来实现盈利能力的稳定甚至提升，长期看关注进行快速销售的地产企业。

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

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 回顾 2010: A 股转型 新兴崛起 ..... | 4  |
| 三国演义: 新兴、消费和周期 .....      | 8  |
| 新兴: 确定性增长 .....           | 13 |
| 消费: 立足于长远 .....           | 15 |
| 周期: 择时兼重势 .....           | 17 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 2010 年 A 股走势分化明显 .....          | 4  |
| 图表 1: 新兴产业比重从年初的 10% 提升至目前的 15% ..... | 4  |
| 图表 2: 基金持仓市值比重: 三分天下 .....            | 4  |
| 图表 4: A 股中的新兴产业划分 .....               | 5  |
| 图表 5: 新兴产业与消费的相对 PE 估值大幅提升 .....      | 6  |
| 图表 6: 三大板块的估值比较 .....                 | 6  |
| 图表 7: 三大板块的利润增速未体现出差异 .....           | 6  |
| 图表 8: 三大板块的收入增速未体现出差异 .....           | 6  |
| 图表 9: 新兴产业与消费的 PB 溢价率大幅提升 .....       | 7  |
| 图表 10: 三大板块的 PB 估值比较 .....            | 7  |
| 图表 11: 三大板块的 ROE 比较 .....             | 7  |
| 图表 12: 三大板块的毛利率比较 .....               | 7  |
| 图表 13: 中国新兴产业占经济比重 .....              | 8  |
| 图表 13: 美国新兴产业占经济比重 .....              | 8  |
| 图表 13: 日本新兴产业占经济比重 .....              | 8  |
| 图表 33: 中国的市值结构 .....                  | 9  |
| 图表 34: 中国的新兴产业在成长中 .....              | 9  |
| 图表 33: 美国的市值结构 .....                  | 9  |
| 图表 34: 美国走的是信息道路 .....                | 9  |
| 图表 35: 日本的市值结构 .....                  | 10 |
| 图表 36: 日本走的是高端装备道路 .....              | 10 |
| 图表 13: 美国股市中新兴产业变迁 .....              | 10 |
| 图表 13: 美国股市中新兴产业变迁 .....              | 10 |
| 图表 13: 日本股市中新兴产业变迁 .....              | 10 |
| 图表 22: 美国信息技术行业先吹泡沫, 再回归增长 .....      | 11 |
| 图表 23: 日本电气设备行业也吹泡沫, 再回归增长 .....      | 11 |
| 图表 27: 美国经济在科技股泡沫时的环境 .....           | 12 |
| 图表 30: 2011 年是十二五规划的元年 .....          | 13 |

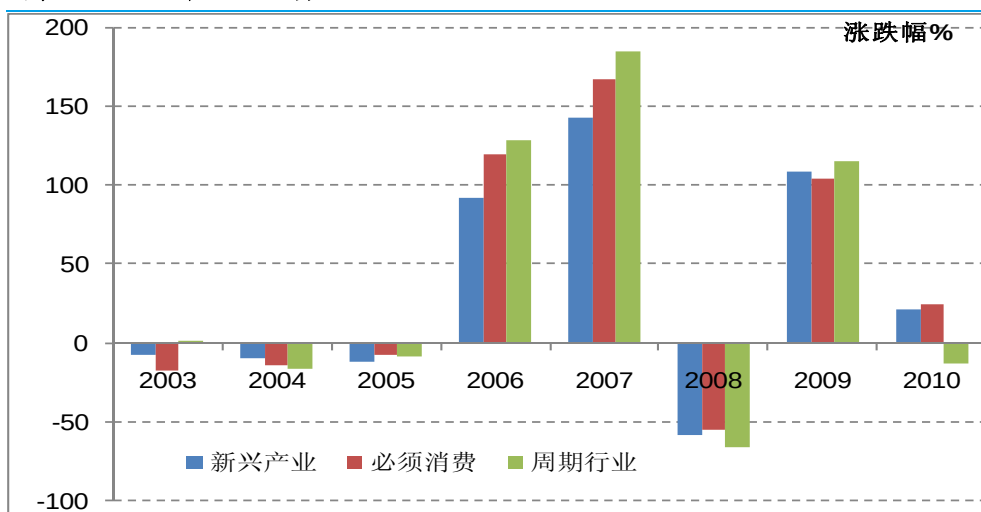
|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图表 31: 期待《“十二五”战略性新兴产业规划》 .....              | 13 |
| 图表 29: 新兴产业的 PE 与 G .....                    | 14 |
| 图表 28: 新兴产业 PB 与 ROE .....                   | 14 |
| 图表 32: 人口结构变迁对各类消费品成长性影响指数 .....             | 15 |
| 图表 33: 人口结构变迁带来的成长性与估值 .....                 | 15 |
| 图表 34: 消费股的估值 PB-ROE .....                   | 16 |
| 图表 35: 消费股的估值 PE-G .....                     | 16 |
| 图表 36: 通胀是未来 1 个季度的重点 .....                  | 17 |
| 图表 37: CPI 与 PPI 破 4 .....                   | 18 |
| 图表 38: 企业盈利能力受损 .....                        | 18 |
| 图表 39: 今年 4 月与 10 月, 购进价格导致企业成本上升压力 .....    | 18 |
| 图表 40: 历史经验: 原油价格 85 对应的 A 股涨跌 .....         | 18 |
| 图表 41: 基准假设: 新开工增 8%; 销售增 15%; 投资增 22% ..... | 19 |
| 图表 42: 10 年的新开工转化为 11 年的供给, 如何消化? .....      | 19 |
| 图表 43: 地产商的流动性来源开始趋紧 .....                   | 19 |
| 图表 44: 开发商只有自己去融资, 但压力明显增大 .....             | 19 |
| 图表 45: 2011 年汽车销量增速 15%, 今年 40% .....        | 20 |
| 图表 46: 产能扩张不疯狂, 但也不紧缺了 .....                 | 20 |
| 图表 45: 2009 基建, 2010 地产, 2011 靠什么? .....     | 20 |
| 图表 46: 主要周期性行业产量增速回到 10-15% 的区间 .....        | 20 |
| 图表 49: 周期股的 PB-ROE .....                     | 21 |
| 图表 50: 周期股的 PE-G .....                       | 21 |

## 回顾 2010：A 股转型 新兴崛起

### 三足鼎立格局形成：新兴、消费与周期

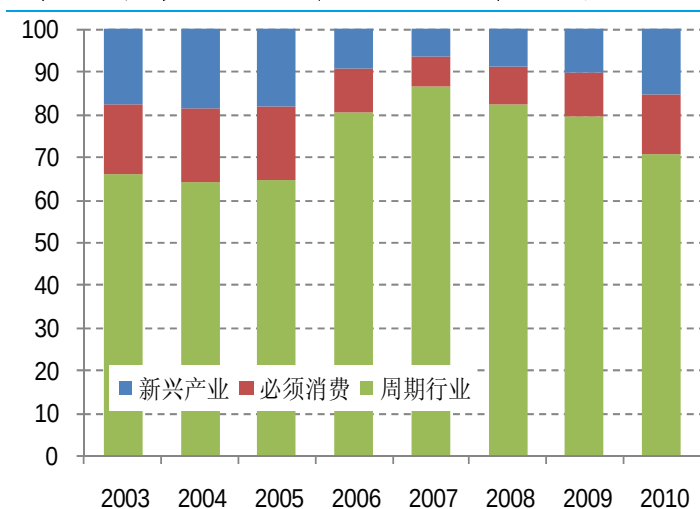
- **三足鼎立的格局形成：周期、消费与新兴。**A 股市场的表现结构在 2010 年有明显的分化，可以分成三部分：周期，主要是传统性的大市值的行业；消费，以医药食品饮料为主要代表；新兴，主要是依托战略性新兴产业的小市值板块。
- **2010 年是三大板块明显分化的元年。**回顾 03-09 年，这三个板块的表现都是同向的，并且其中周期板块的表现是主导性的；但 2010 年，周期股下跌-15%，新兴和必须消费上涨 25%以上，出现了非常明显的分化。
- **新兴产业的市值占比有明显的提升，达到 15%。**新兴产业的市值比重从 10 年年初的 10%提升至目前的 15%强；必须消费占到 14%；传统周期性行业市值占 70%。
- **基金的配置更为激进，已经三分了天下。**10 年 3 季度末的基金配置比重显示，基金新兴产业配置 30%，消费配置 35%，周期配置 35%。

图表1：2010 年 A 股走势分化明显



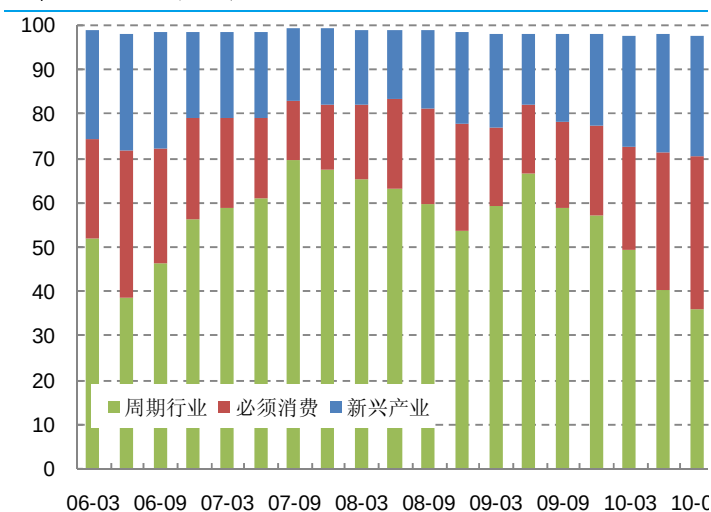
来源：国金证券研究所

图表2：新兴产业比重从年初的 10%提升至目前的 15%



来源：国金证券研究所

图表3：基金持仓市值比重：三分天下



## 构建 A 股的新兴产业

- **以七大战略性新兴产业为基础。**对新兴产业的关注提升自 09 年 4 季度开始，随着政策的逐步明确，确立了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车这七大战略性新兴产业。
- **构建 A 股的新兴产业。**我们把一些细分行业或概念归类到新兴产业的领域之下，目的是为了可以进行总量上的比较与分析；我们从 2 个维度进行了汇总，两种途径汇总下来的公司市值大致上是一致的，都占总市值的 15-16%左右：
  - 行业维度：我们选择了一些细分的子行业，归入到新兴产业中。一共 20 多个细分子行业。
  - 概念维度：同时我们也从主要概念的角度，来看待新兴产业。一共大约 20 多个新兴的概念。
  - 根据以上的统计发现，新兴产业的公司大约有 500 家上下，占到公司总数的 1/4。平均市值规模在 75-90 亿上下。
- **传统与新兴的交织。**新兴产业是个新的提法，在实体经济的行业分类中尚未有很明确的划分，在股票市场也同样如此；同时，很多公司是在传统业务的同时，开始涉足一些新兴产业的内容，这部分很难明确的作出划分；我们的分类汇总有高估真正新兴产业比重的嫌疑；不过从市场表现上有同步的特征，这部分公司都会放到新兴产业的主题下，所以从市场表现这个层面看，有进行这种分类汇总的基础。

图表4：A 股中的新兴产业划分

| 7 大战略性新兴产业 | 行业分类                    |       |      |      |      |
|------------|-------------------------|-------|------|------|------|
| 节能环保       | 环保                      | 水务    | 电气设备 | 节能建材 |      |
| 信息服务       | 电子元器件                   | 信息服务  | 信息设备 |      |      |
| 生物技术       | 生物医药                    | 种子    |      |      |      |
| 高端装备       | 铁路设备                    | 航空航天  | 机床   | 仪器仪表 | 重型机械 |
| 新材料        | 化工新材料                   | 金属新材料 | 塑料   |      |      |
| 新能源汽车      | (电池包括在电气设备、新材料中，整车不予考虑) |       |      |      |      |
| 新能源        | (大多包括在电气设备中)            |       |      |      |      |

| 7 大战略性新兴产业 | 概念分类 |      |      |        |      |
|------------|------|------|------|--------|------|
| 节能环保       | 环保   | 建筑节能 | 智能电网 | 合同能源管理 | LED  |
| 信息服务       | 3G   | 物联网  | 云计算  | 移动支付   | 智能交通 |
|            | IGBT | 核高基  | 三网融合 |        |      |
| 生物技术       | 生物医药 | 种子   |      |        |      |
| 高端装备       | 高端装备 | 通用航空 | 高铁   |        |      |
| 新材料        | 新材料  |      |      |        |      |
| 新能源汽车      | 锂电池  |      |      |        |      |
| 新能源        | 风能   | 太阳能  | 核能   |        |      |

来源：国金证券研究所

## 2010: 转型大背景 消费与新兴受追捧

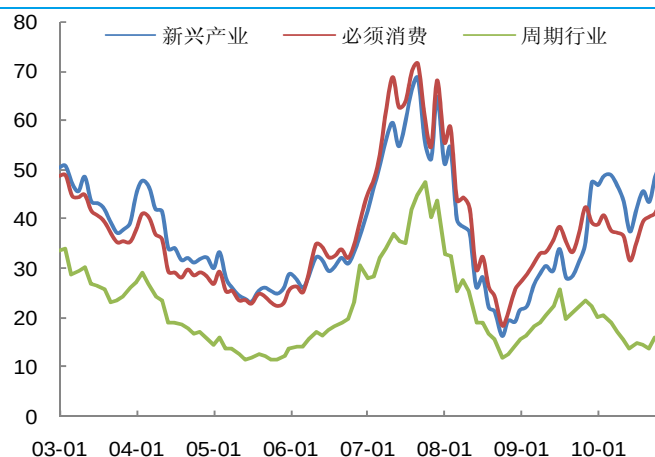
- **10 年新兴与消费表现好，主要受估值推动。**我们看到无论是 PE 还是 PB 估值，从 2009 年 4 季度开始，新兴产业和消费的估值都开始相对周期股有了系统性的上升。如果说 PE 的差异，可以用周期股盈利的波动性大来解释；但 PB 的显著差异，则表明市场对周期和新兴的未来有了比较明显的分歧。
- **盈利表现层面，三者尚未体现出明显的差异。**我们考察了利润增速、收入增速、ROE，并未体现出和估值那样大的差异。毛利率方面，新兴产业有优势，核心的差别是在于未来规模增长上的预期差异。
- **这种分化基于转型背景下的预期领先性。**我们发现新兴和消费表现的领先主要是受估值推动，而非盈利推动；这反应的是投资者预期的变化，即 10 年被反复讨论的转型的大背景，在此背景下新兴和消费作为预期中的长期受益者被投资者认可，并给予了乐观的定价；周期股则受到转型的压制，从而市场在定价上打了较多的折扣。

图表5：新兴产业与消费的相对 PE 估值大幅提升

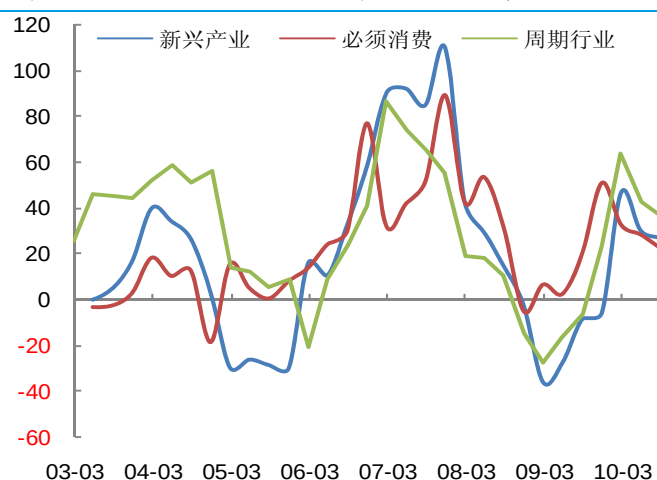


来源：国金证券研究所

图表6：三大板块的估值比较

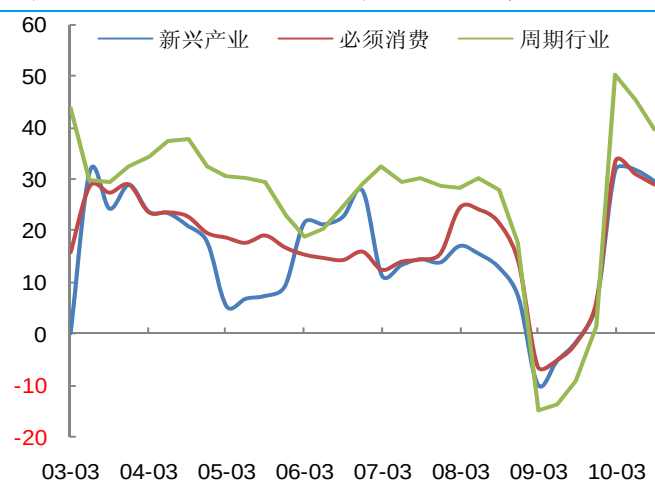


图表7：三大板块的利润增速未体现出差异



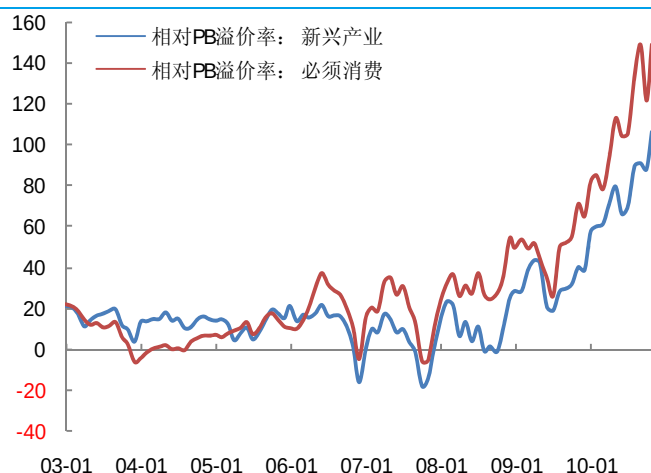
来源：国金证券研究所

图表8：三大板块的收入增速未体现出差异



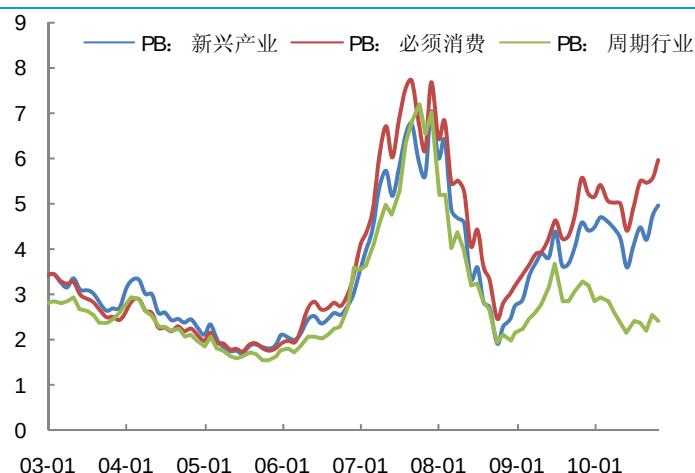


图表9：新兴产业与消费的PB溢价率大幅提升

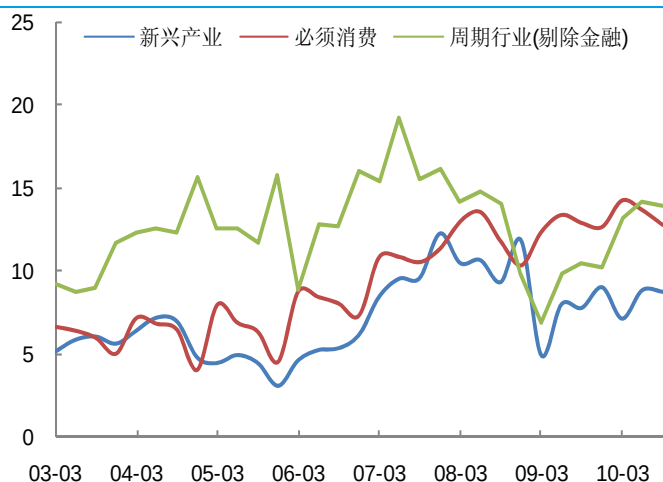


来源：国金证券研究所

图表10：三大板块的PB估值比较

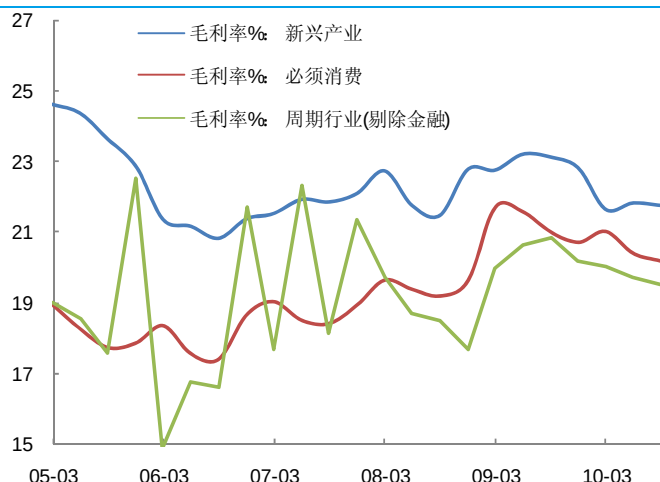


图表11：三大板块的ROE比较



来源：国金证券研究所

图表12：三大板块的毛利率比较



### 展望 2011 年的行业比较

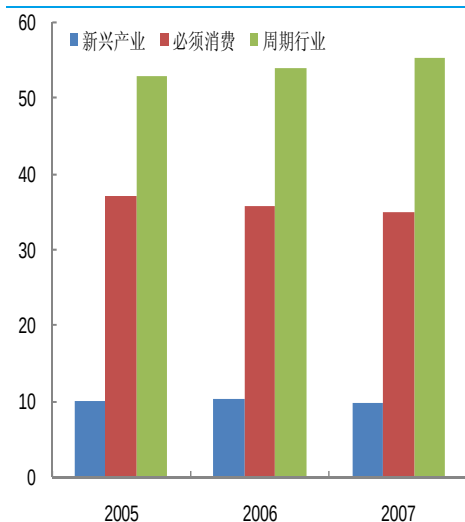
- 从“旧三国”走向“新三国”。旧三国是指在周期性行业占主导的时代，我们主要从上游、中游、下游来进行行业分析。但从 2010 年开始，如之前所述，我们要在新兴、消费和周期之间比较和选择。
- 我们试图回答以下问题。新兴、消费和周期之间如何选择？各自分别的策略是什么？看好哪些细分行业和领域？
- 自上而下与自下而上的结合。我们在下文的分析，遵循这种脉络：自上而下的分析，三大板块尤其是新兴产业的运行背景和特征；自下而上的，对各个板块中细分行业的特征进行分析。

## 三国演义：新兴、消费和周期

### 经济转型、新兴产业崛起的故事

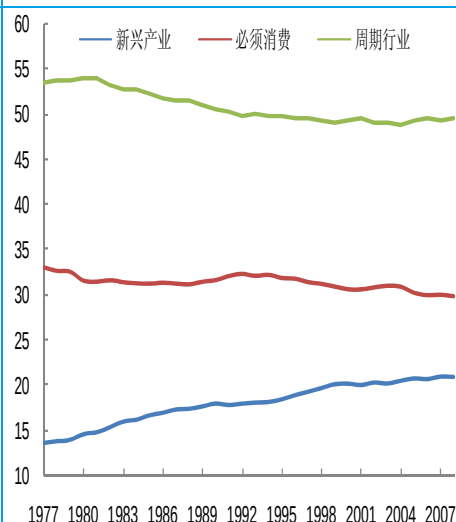
- 新兴产业是个新生事物，对经济如此，对股市亦如此。因此我们主要是想梳理一下新兴产业在经济、股市中的变化，以及变化的特征，建立分析的基础。
- 新兴产业在经济中的提升是比较缓慢的过程。在经济的产业结构中，新兴产业比重的提升是个比较缓慢的过程，以十年单位。大的趋势是：周期的比重缓慢下行，消费维持稳中略降，新兴产业缓慢提升。
  - 三个国家的新兴产业定义：主要是信息技术、电气电子设备制造、商业服务业；
  - 国别比较：美日相比，美国的信息技术比重高一些，日本的电气设备比重高一些；中国与美日相比，最大的差距其实是在服务业；
  - 新兴产业占比的提升主要是服务业。在经济比重的变化中，传统制造业的比重下滑，先进制造业相对稳定，服务业明显提升。
- 中国的 10% 的新兴产业占比与日本 1970 年相仿。
  - 我们这里的新兴产业是指经济中地位会提升的行业。我们发现海外发达国家 GDP 结构中表现出来的主要是服务业提升。
  - 目前国家公布的新兴产业更加侧重于制造业的升级，属于原有行业的改造升级，所以才会有目前新兴产业占比 3%，2020 年提升至 15% 的目标。

图表13：中国新兴产业占经济比重



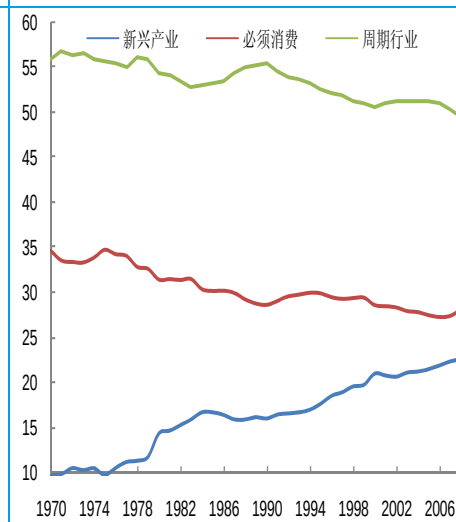
来源：国金证券研究所

图表14：美国新兴产业占经济比重



来源：国金证券研究所

图表15：日本新兴产业占经济比重



来源：国金证券研究所

### 新兴产业在股市中会得到凸显

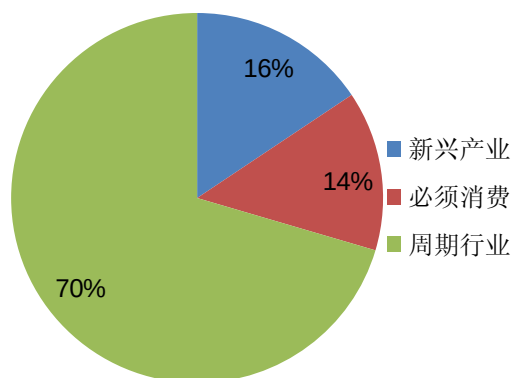
- 新兴产业在股票市场中被凸显出来。美国、日本的新兴产业市值占比要高于这些行业在经济中的占比；因为服务业比较分散，可上市的大公司有限；所以主导的新兴产业中的上市公司在股市中的占比就会更大一些。美国主要是信息技术的占比高，日本是高端制造的占比高，这也反应了两国在主导产业方面的区别。
- 长期看，中国新兴产业市值有望提升，周期市值还会继续下降。与美日相比，我们的新兴产业市值占比还是比较低的，并且我们这里面还包含了比



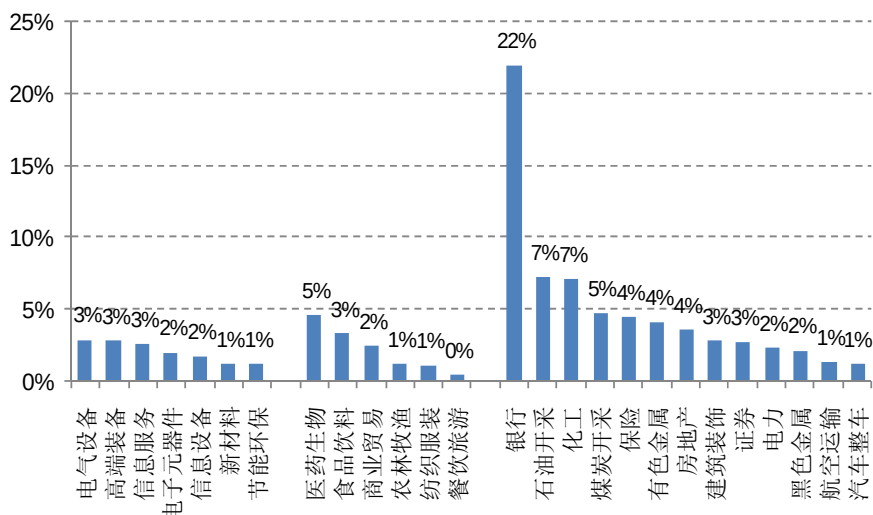
较多事实上的传统型公司。必须消费方面，我们还有一定的提升空间，美国主要是有一些跨国性的大型消费品公司。而目前占 70%的周期市值会下降，目前银行占比还是高达 22%；长期看这个过程一是通过新公司的不断上市，另外是通过周期股的估值和盈利占比的下降。

- 中国目前缺乏比较突出的新兴主导产业。美国偏信息技术、日本偏高端制造，其中都有比较多的大型优势企业；中国目前的大型优势企业还是集中在传统周期行业上面；目前的新兴产业距离主导性产业还有比较长的距离要走。

图表16：中国的市值结构

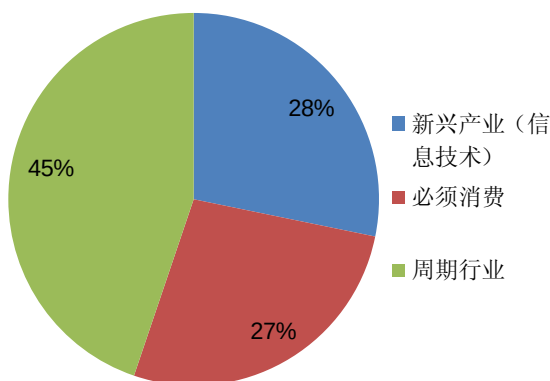


图表17：中国的新兴产业在成长中

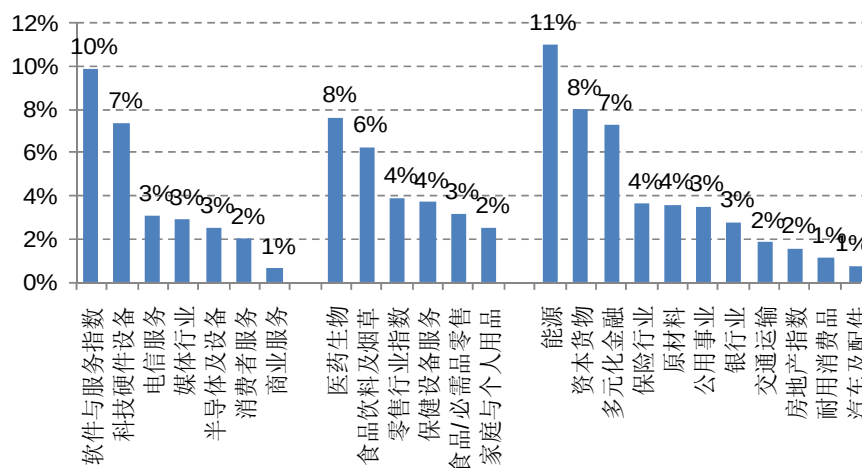


来源：国金证券研究所

图表18：美国的市值结构

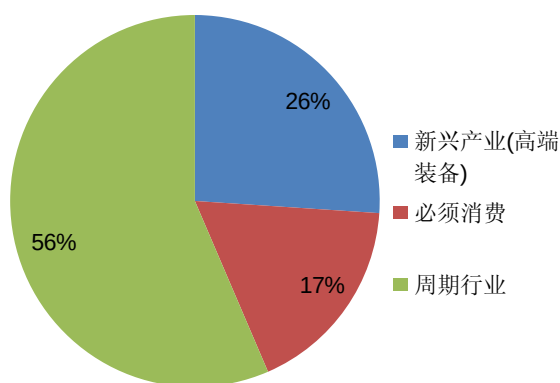


图表19：美国走的是信息道路

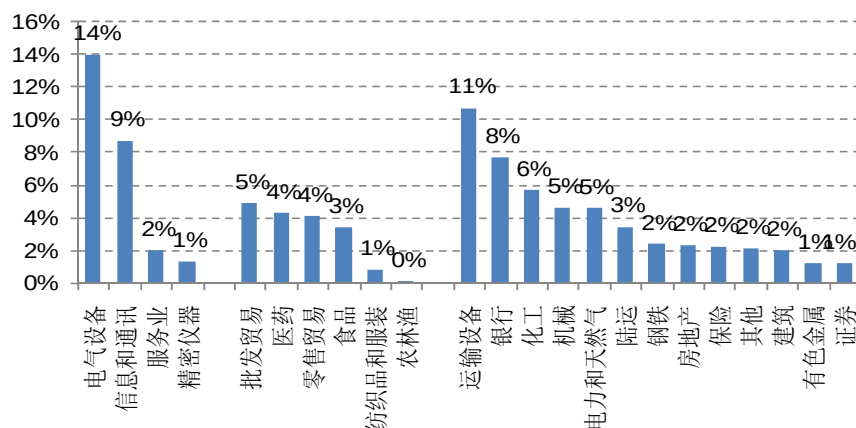


来源：国金证券研究所

图表20：日本的市值结构



图表21：日本走的是高端装备道路

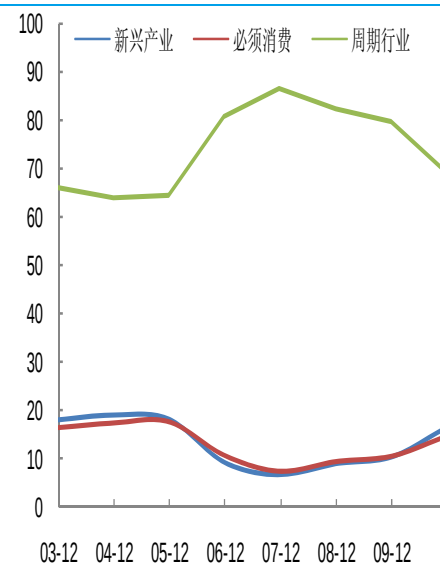


来源：国金证券研究所

### 新兴产业在初期的泡沫化倾向

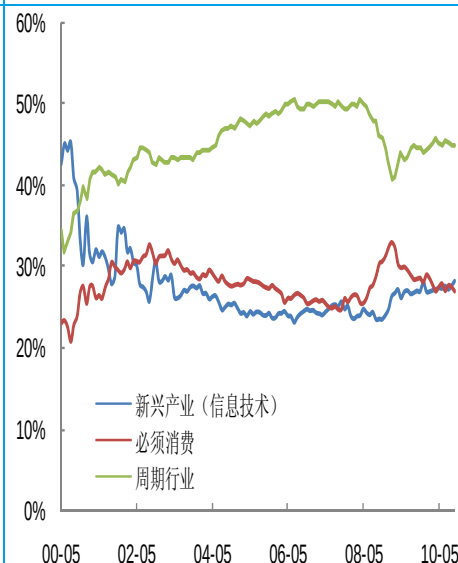
- **新兴产业在股市中吹泡沫的倾向。**美国的以信息技术为代表的新兴产业在 2000 年时占市值比重达到了 45%；日本的以电气设备为代表的新兴产业在 2000 年时市值占比也达到了 40%；都要远远高于当时这些行业占经济的比重。
- **投资者的预期走的比基本面更远。**这些行业在基本面上的确出现了一定程度的向好的情况；但投资者对此赋予了越来越强烈的看好的预期，将股价推升至严重泡沫的阶段，远远透支了未来。新的诱人的故事总是容易打动入，进而进入到自我强化的泡沫过程。
- **吹大泡沫-泡沫破灭-真实增长。**从美国的信息股表现看，经历了这样的过程，盈利为发生明显的变化，在预期的催动下估值提升吹大信息股泡沫；泡沫必然破灭，回到起点，行业也陷入困局；在经历了整合之后，行业体现出真实性的增长潜力。

图表22：美国股市中新兴产业变迁



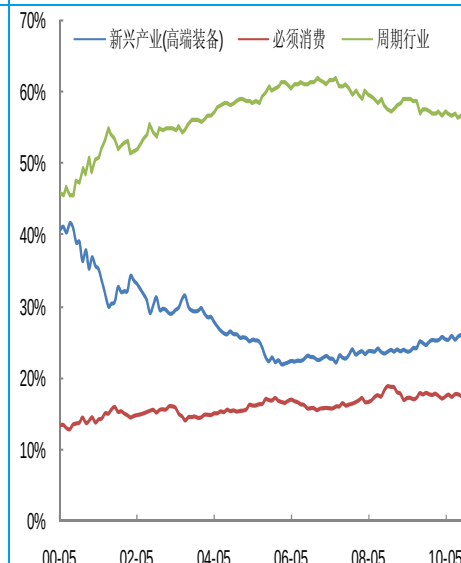
来源：国金证券研究所

图表23：美国股市中新兴产业变迁



来源：国金证券研究所

图表24：日本股市中新兴产业变迁



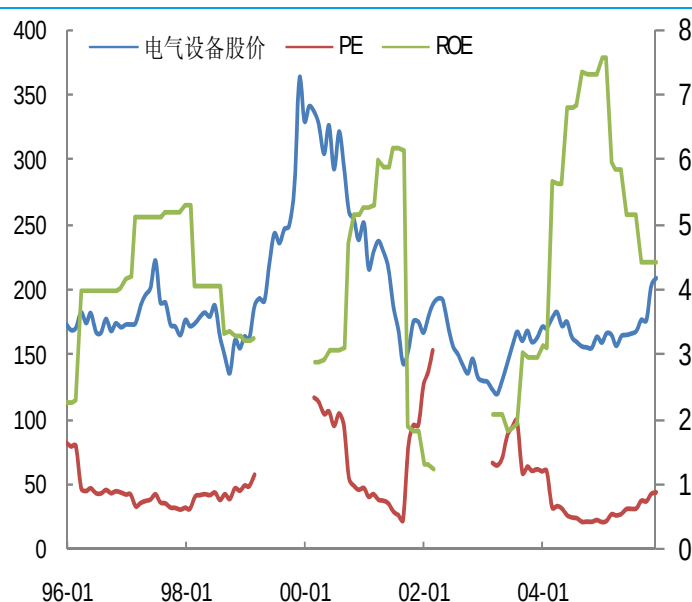
来源：国金证券研究所

图表25：美国信息技术行业先吹泡沫，再回归增长



来源：国金证券研究所

图表26：日本电气设备行业也吹泡沫，再回归增长



### 新兴产业泡沫演绎的逻辑

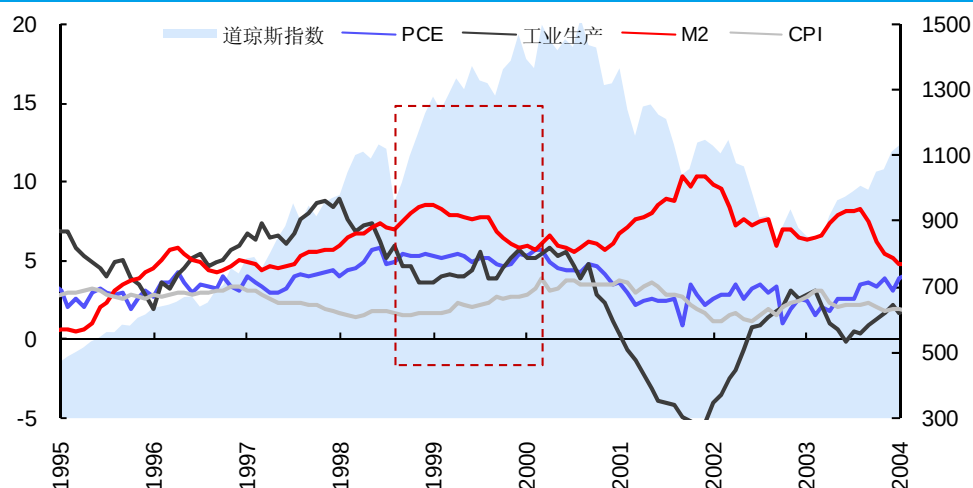
#### ■ 互联网泡沫时期的经济特征：经济增长平稳，流动性适度，好的故事。

- 美国经济处于中速增长。在经历 96-97 年的经济持续上行之后，受亚洲金融危机影响，美国经济是平稳运行的态势。
- 流动性缓慢的收缩过程。97-98 年美国放松货币，99 年流动性还是维持在高位增速略有下滑。
- 新的诱人的故事，网络股新经济。网络科技股在当时被看作可以改变人类社会，让经济进入到新时代，这个故事显然是越大越好。

#### ■ 网络股泡沫的终结标志：涨得太高难以为继；流动性的紧缩。

- 涨得太高：信息技术股的整体 PE 最高达到了 70x，整体的市值占到了股市市值的 40%。
- 流动性紧缩：2000 年 3 月网络股泡沫破灭之前，对应的是短期 CPI 走高，美联储加快了加息的节奏。
- 但问题是，泡沫往往只有在破灭之后才能确认。其破灭的时点带有较大的不确定性。

图表27：美国经济在科技股泡沫时的环境



来源：国金证券研究所

### A 股的新兴产业：泡沫化前景

#### ■ 新兴产业还会有泡沫化的可能，主要的理由基于以下：

- 我们判断目前经济总体上呈现温和运行的态势，不会有比较强的趋势性变化。
- 流动性虽然在回收，但力度仍然比较温和，市场流动性短期还看不到会逆转的情况。
- 转型的预期与后续政策支持预期不会发生改变，未来 1 个季度政策还会持续。
- 尽管中间也会有所反复，但在流动性格局根本逆转之前，我们认为新兴产业还会是市场主要的趋势性量。

#### ■ 新兴产业中的结构分化与需要警惕的信号：

- 2010 年我们已经见证了新兴产业整体估值的抬升；未来可能需要在结构上找成长更为确定的机会；对估值过高的板块有所警惕。
- 最需要警惕的信号，在于流动性的进一步实质性的收缩。

## 新兴：确定性增长

### 新兴产业的投资策略

- **自上而下的趋势投资：**参与泡沫对应的其实是趋势投资。即忽略估值与盈利的基本面；更为看重未来政策红利的驱动。明年是十二五规划的元年，还有很多新兴产业相关的政策会陆续出台，由此会对相关板块形成阶段性的推动。对于泡沫而言，持续的注意力强化是必不可少的。
- 我们认为中国的新兴产业泡沫可能不会像美国网络股那样突出，因为网络股的故事大，标的突出，示范效应强；中国的新兴产业分散，前景不是那么宏伟，可能会更多的依托于政策效应的释放。

图表28：2011 年是十二五规划的元年

| 十二五：加快转变经济发展方式为主线 |                                                  |
|-------------------|--------------------------------------------------|
| 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                                           |

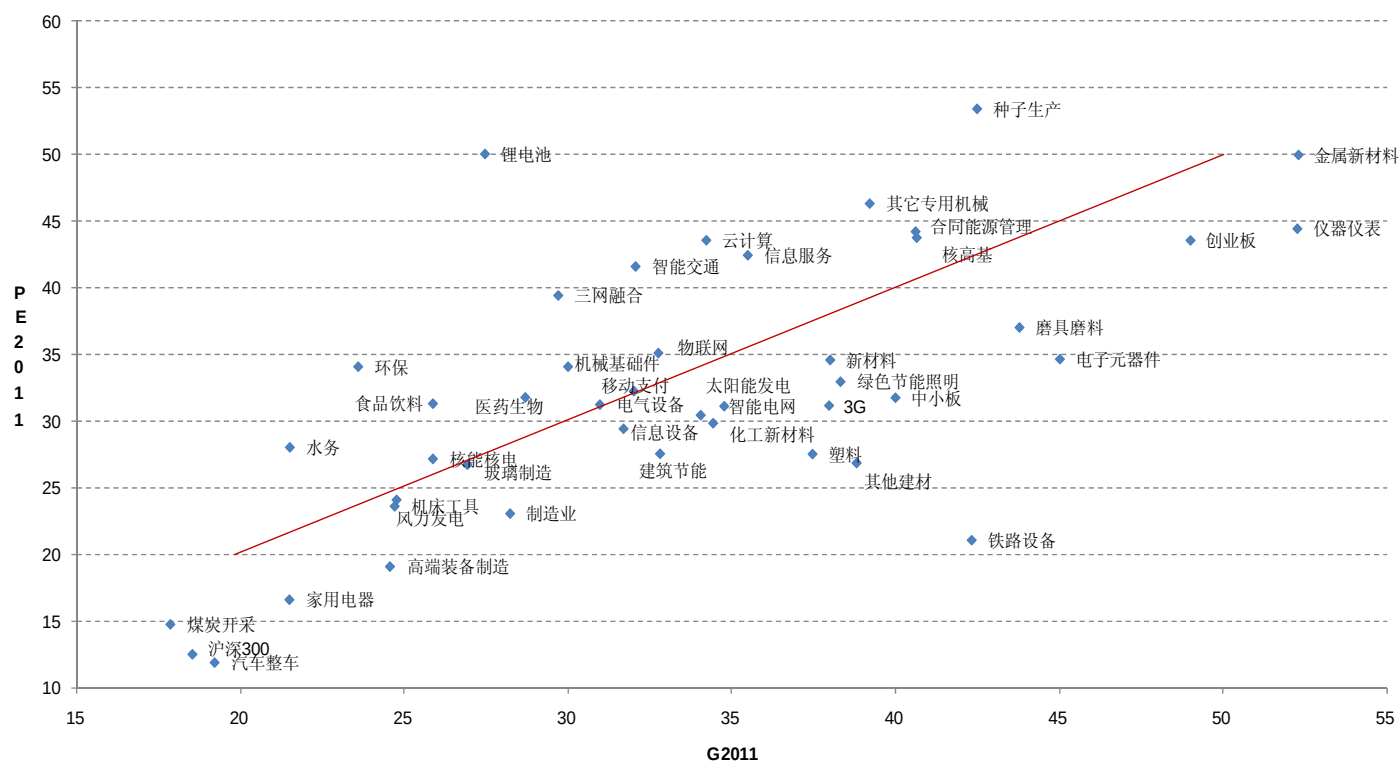
来源：国金证券研究所

图表29：期待《“十二五”战略性新兴产业规划》

| 国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定 |          |      |        |       |       |
|------------------------|----------|------|--------|-------|-------|
| 节能环保                   | 节能设备     | 生物技术 | 生物医药   | 新材料   | 稀土    |
|                        | 环保设备     |      | 化学药    |       | 膜     |
|                        | 废旧商品回收利用 |      | 生物育种   |       | 特种玻璃  |
|                        | 煤炭清洁利用   |      | 海洋生物技术 |       | 功能陶瓷  |
|                        | 海水综合利用   |      | 航空装备   |       | 半导体照明 |
| 信息技术                   | 3G       | 高端装备 | 航天装备   | 新能源汽车 | 工程塑料  |
|                        | 移动互联网    |      | 轨道交通装备 |       | 特殊钢   |
|                        | 物联网      |      | 海洋工程装备 |       | 合金材料  |
|                        | 云计算      |      | 智能制造装备 |       | 高性能纤维 |
|                        | 集成电路     |      | 核能     |       | 动力电池  |
|                        | 软件服务     | 新能源  | 太阳能    | 新能源汽车 | 驱动电机  |
|                        | 核高基      |      | 风能     |       | 电子控制  |
|                        | 三网融合     |      | 生物质能   |       | 电动车   |

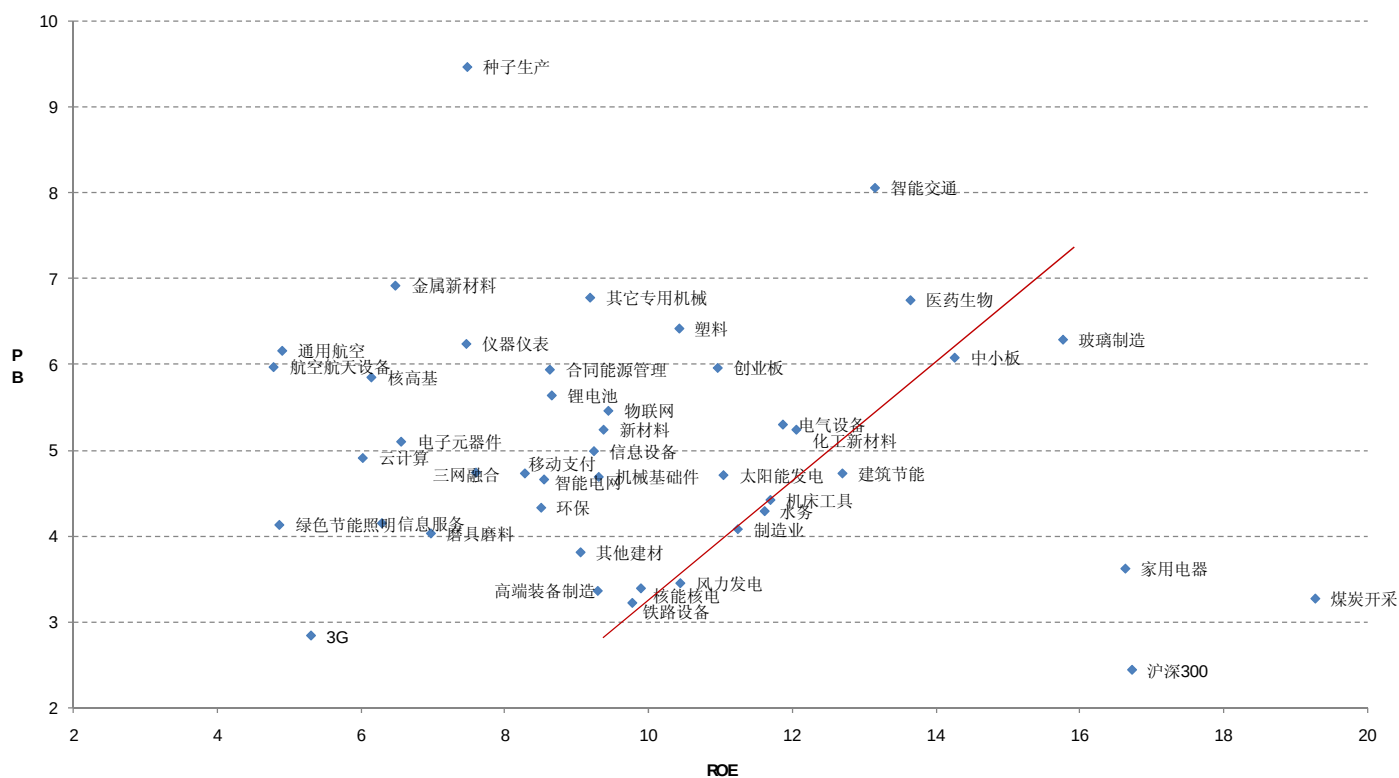
- **自下而上的寻找真正的成长股。**从主题型投资向挖掘成长性股票转变；从估值推升驱动向盈利增长驱动转变。需要忽略短期内股价可能的波动，坚持其成长的一面。
- **从成长确定的角度，我们更看好节能环保、高端制造和新能源；信息技术需要进一步泡沫化场景的支持：**
  - 技术积累：这些属于高端的制造业，而中国在制造业方面的优势以及技术积累比较突出，更容易形成突破；从技术曲线上看，中国进行学习模仿，比原创突破的可能性要大很多，即走日本式的道路
  - 需求广阔：工业体系、能源体系、投资体系目前的产业规模都比较大，意味着潜在对节能、高端制造、新型能源的需求也会比较大；而且高端的制造未来还可以讲进口替代的故事，市场空间会进一步打开
  - 竞争优势：这些行业并不是很新，已经发展了一定时间，并且也有了一定的规模，可能会诞生一些具有竞争优势的企业；而不像培育期的行业，更多的是需要投资而不是产生回报，竞争格局也更加激烈
- **从估值角度看，节能环保、高端制造和新能源更为合理一些。**对新兴产业用 PE-G 的估值更为合理一些，反应未来的增长预期；看 PB-ROE 的话，新兴产业都尚未体现出 ROE 方面的优势。

图表30：新兴产业的 PE 与 G



来源：国金证券研究所

图表31：新兴产业 PB 与 ROE



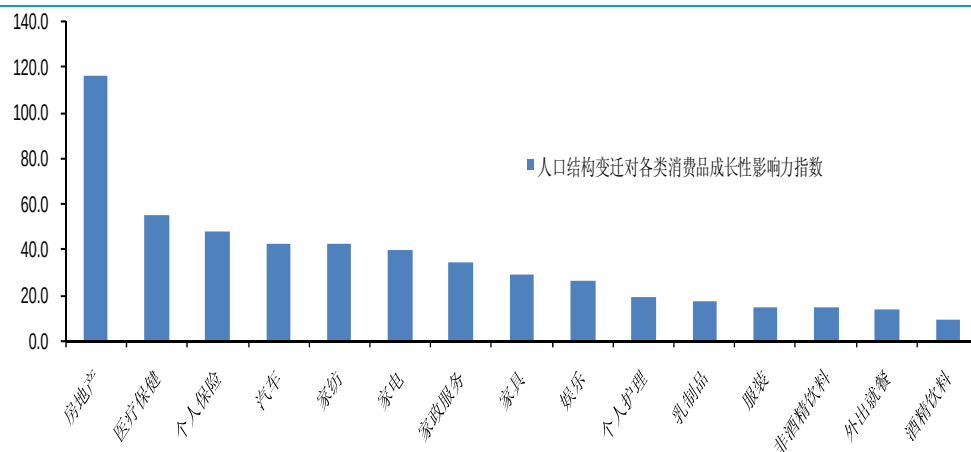
来源：国金证券研究所



## 消费：立足于长远

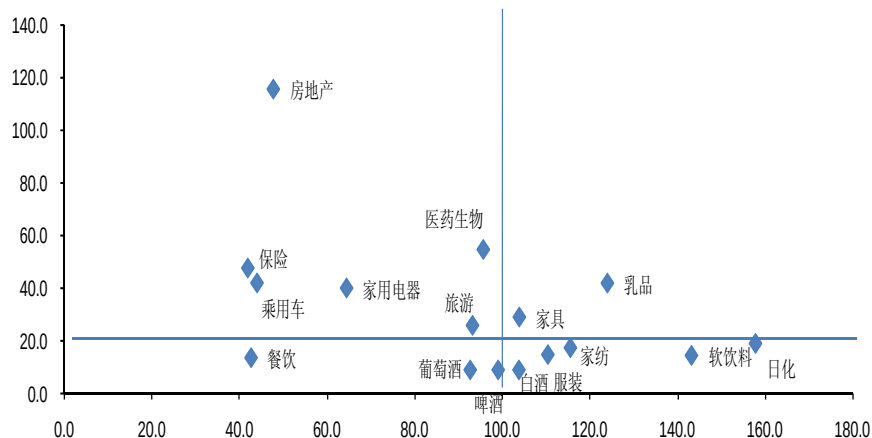
- **消费股是中长期的成长股。**消费无疑是长期受益于经济转型和收入上升的；它的确定性较新兴产业来的更高，新兴产业还会面临很多增长的风险；从股市的长期回报来看，消费股长期是能带来跑赢市场的回报的。关于消费行业中长期的发展趋势，建议参考王晓辉的《人口结构变迁下的消费趋势 - 大消费专题研究报告之二》。

图表32：人口结构变迁对各类消费品成长性影响指数



来源：国金证券研究所

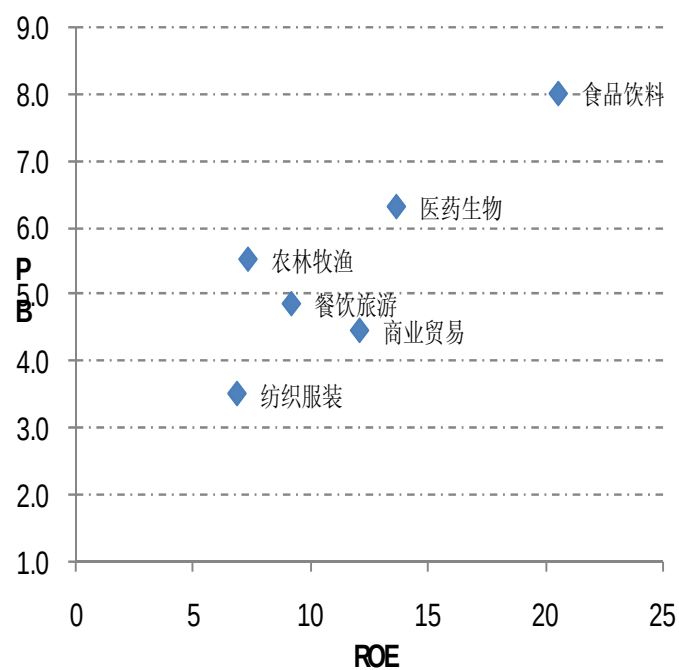
图表33：人口结构变迁带来的成长性与估值



来源：国金证券研究所

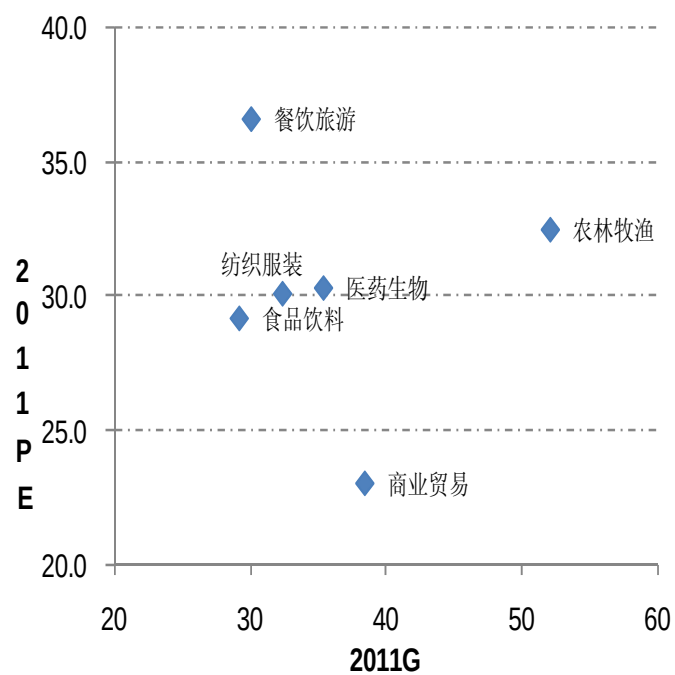
- **消费股是配置的中流砥柱。**消费既有受益于转型的驱动，可以看作是中长期的成长股；同时，由于其盈利增长的稳定性，又带有阶段性的某种防御性特征。
- **消费股也要注意其中的分化。**消费股与新兴产业一样，在 10 年经历了估值的系统性提升；也需要更多的进行自下而上的挖掘
  - 商业股中看中西部百货龙头；医药中更关注集中度提升和创新类公司；食品饮料中找估值相对便宜增长确定的龙头；服装中依然看好品牌服装；另外，看好保险的中长期发展前景

图表34：消费股的估值 PB-ROE



来源：国金证券研究所

图表35：消费股的估值 PE-G



## 周期：择时兼重势

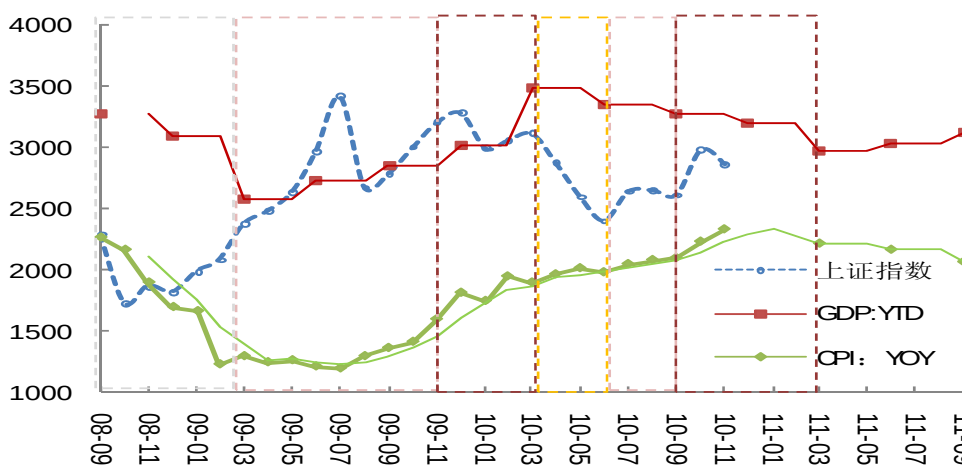
### 对周期股的认识

- **周期股正在变成价值股。**2003-2009，周期股的成长时代，也是中国经济增长的黄金时代。2010，转型大幕开启，周期股长期增长空间受限，更多的在于把握阶段性上经济波动的拐点和流动性的拐点。周期股正在变成价值股，即：中低速增长，中低位估值。
- **价值股投资策略：买低卖高。**强调足够的安全边际-估值足够低；阶段性的获益了结-估值修复行情；向上的催化因素-预期的变动。**更加注重择时与重势。**选时：把握经济中短期运行中的拐点变化；重势：流动性对周期股表现有很强的重要性。

### 投资时钟：化解通胀

- **2010 年周期股的两次回报期。**7 月（经济短期拐点）和 10 月（流动性短期爆发）。验证了目前阶段，周期选时与重势的重要性。
- **目前的经济周期的问题：如何度过 1-2 个季度的通胀期？在化解通胀期下，我们认为周期股不具备足够获益的空间。**
  - 流动性适度从紧将制约整体估值的有效扩张
  - 防通胀，也意味着经济短期还看不到明显的拐点变化

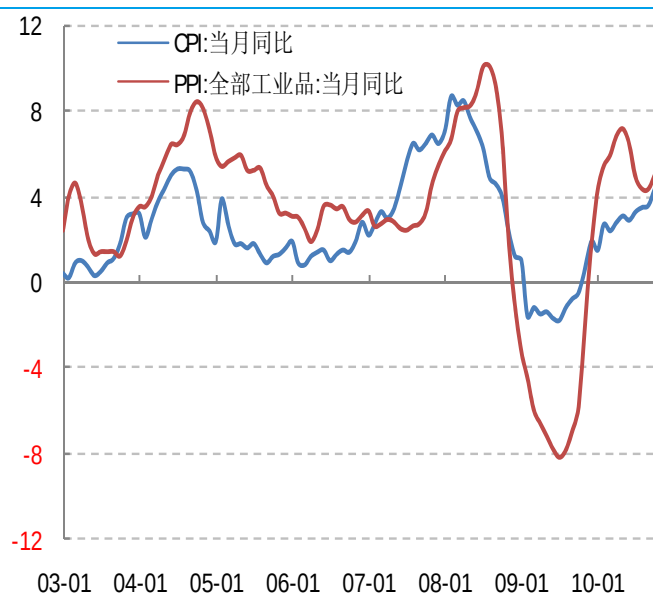
图表36：通胀是未来 1 个季度的重点



来源：国金证券研究所

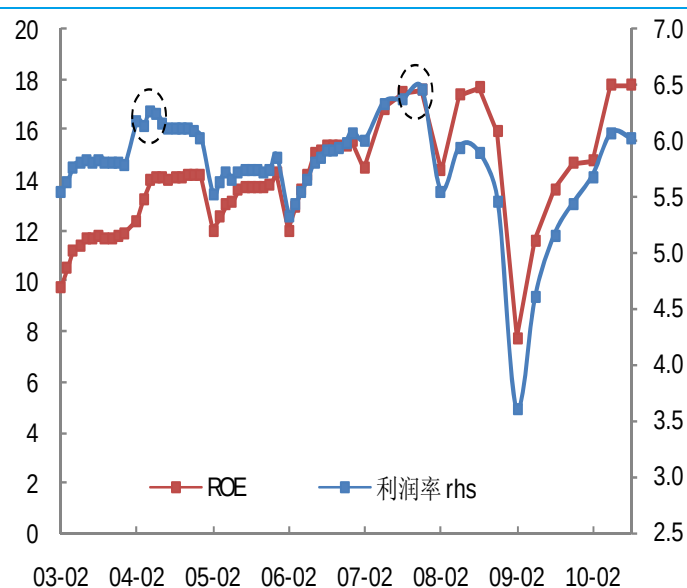
- **历史经验上看，CPI 或 PPI 破 4，股市都难有大表现。**CPI 破 4，政策重点关注通胀，流动性趋于紧缩；PPI 破 4，上游价格往往开始涨的比下游快，造成企业盈利能力受损。
- **过度宽松的货币开始逐渐从正面变成负面。**2007 年 4 季度，企业成本压力突破警戒线（-10）；2010 年 4 月和 10 月，企业面临成本大幅上升的考验。我们认为，过度宽松的货币前期会推升市场的估值，市场会关注价格上涨的主题；但当上游价格的上涨已经影响到中游盈利时，过度宽松的货币从正面走向负面。如：原油突破 85-90 的区间，A 股都不会有好的表现。

图表37: CPI 与 PPI 破 4

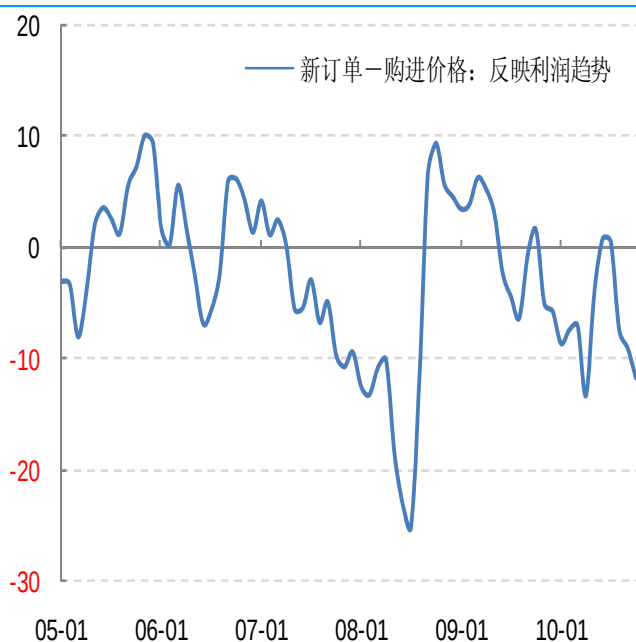


来源: 国金证券研究所

图表38: 企业盈利能力受损



图表39: 今年 4 月与 10 月, 购进价格导致企业成本上升压力



来源: 国金证券研究所

图表40: 历史经验: 原油价格 85 对应的 A 股涨跌

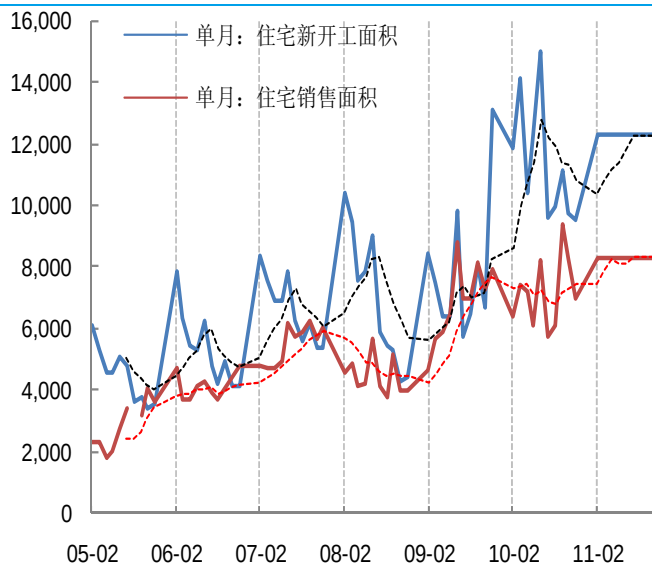


#### 需求面: 地产步入库存消化期

- 根据我们的基准判断: 新开工面积增长 8%, 房地产投资增长 22%, 销售面积增长 15%。
- 我们认为这个新开工增速并不算低, 平均每个月新开工 1.2 亿平米, 是 10 年的较好的水平; 对应的销售每个月平均 0.83 亿平米, 是 10 年最高的水平。这种情况下, 对应的还是库存累积的。

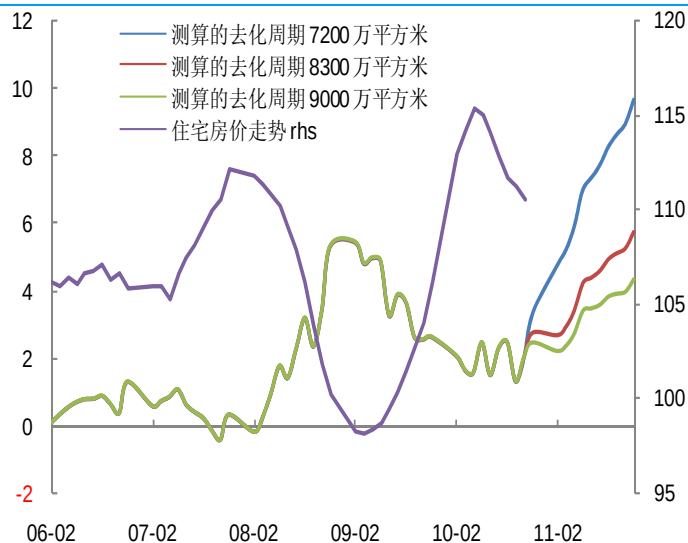
- **明年上半年的库存消化期。**原本期望 4 季度就进入到消化期，但在 9-10 月销售回升之后，开发商又获得了喘息的空间；明年上半年的信贷和其他融资渠道会进一步紧张，从而给开发商带来库存消化的压力；是否会给开发商的投资预期带来波动是需要观察的。
- **保障性住房在 11 年需要有足够的规模。**10 年地产投资的持续超预期，保障性住房的建设占到很重要的一部分；按照今年 580 万套的规模，目前保障性住房的占比已到 20%；如果 11 年 680 万套，则新增规模是有限的；如果是 1000 万套，则 8% 的新开工增速达到的确定性会比较大，这也意味着保障性住房占新开工的 30%，还是存在一定难度的。

图表41：基准假设：新开工增8%；销售增15%；投资增22%

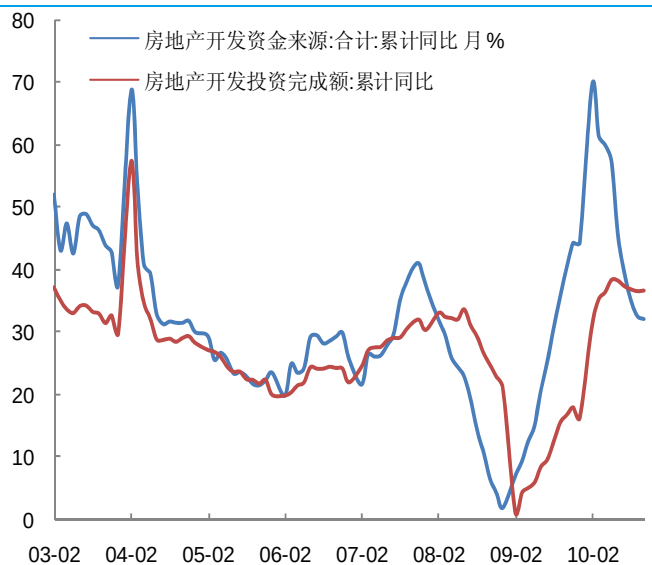


来源：国金证券研究所

图表42：10 年的新开工转化为 11 年的供给，如何消化？

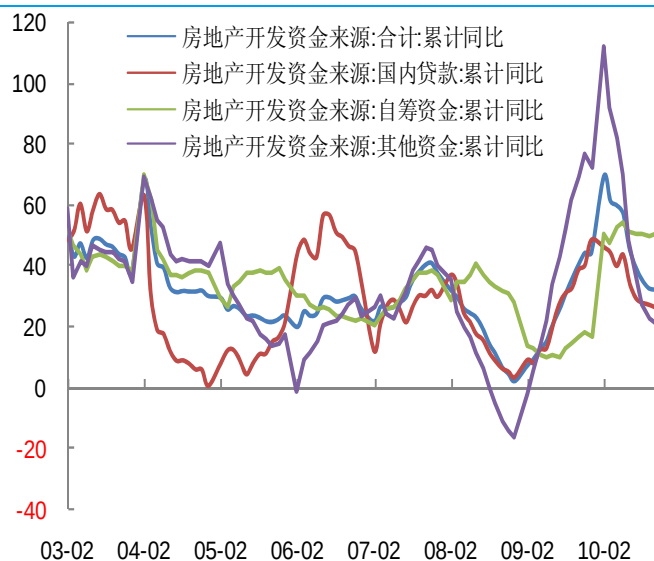


图表43：地产商的流动性来源开始趋紧



来源：国金证券研究所

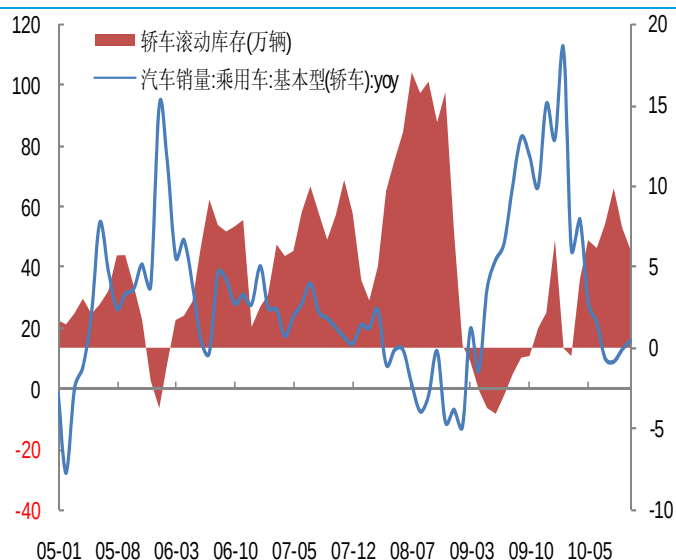
图表44：开发商只有自己去融资，但压力明显增大



### 需求面：汽车超常规后步入中速增长

- 汽车在经历两年超常规增长后将步入中速增长。预期汽车销量明年的增速大约在 15% 左右；本轮汽车产业的投资要相对谨慎一些，随着销量增速的回归，一度紧缺的状况也会很大的缓解。汽车的消费产业链和投资产业链目前看都会缺乏超预期的表现。

图表45：2011 年汽车销量增速 15%，今年 40%



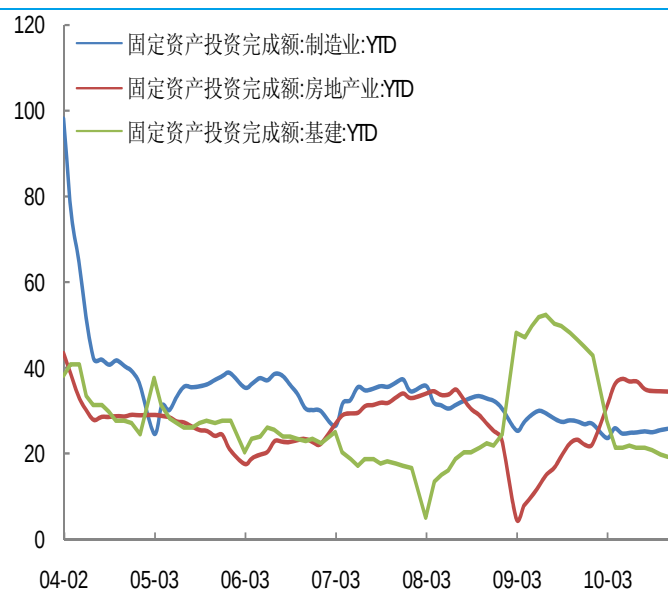
来源：国金证券研究所

图表46：产能扩张不疯狂，但也不紧缺了



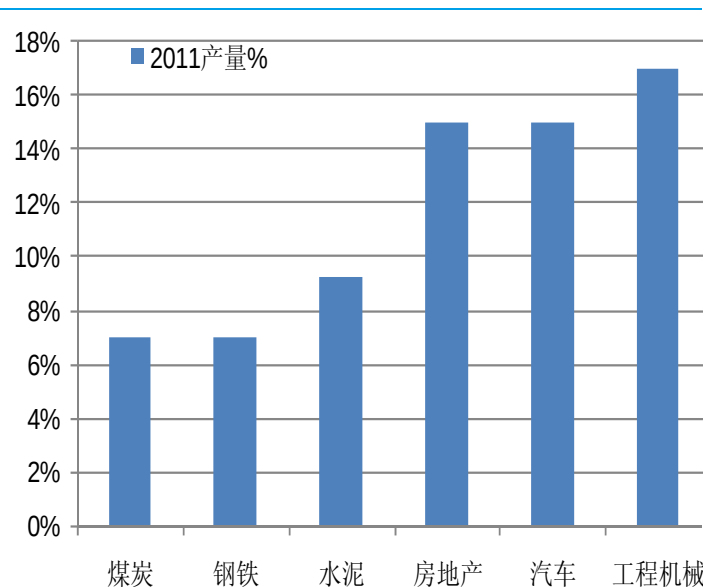
- 2011 年的投资靠制造？投资在 2009 靠基建、2010 靠地产，那么 2011 靠什么？靠制造，但我们认为不会是传统型的制造业；而很有可能是高端装备制造制造业。目前传统周期性行业的产量增速 11 年的预期大多 10-15% 上下。

图表47：2009 基建，2010 地产，2011 靠什么？



来源：国金证券研究所

图表48：主要周期性行业产量增速回到 10-15% 的区间

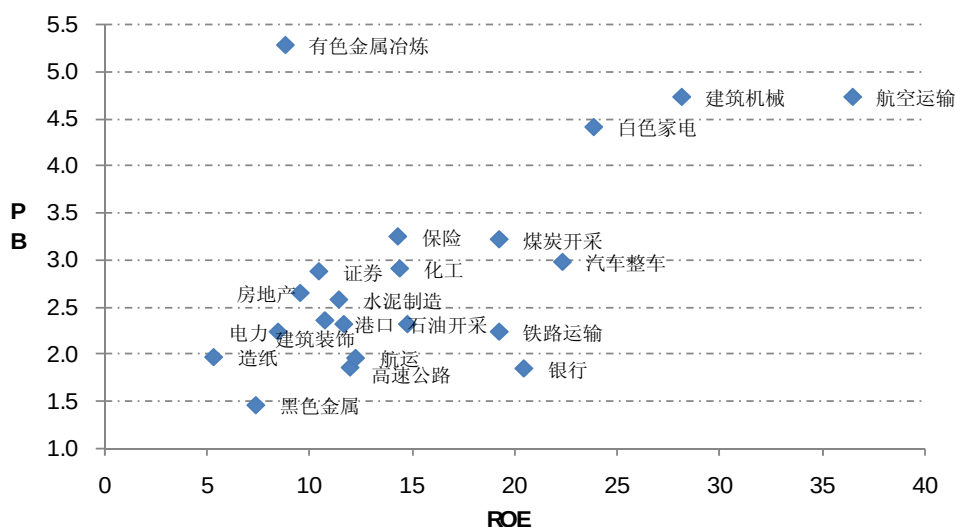




### 周期股的估值看 PB

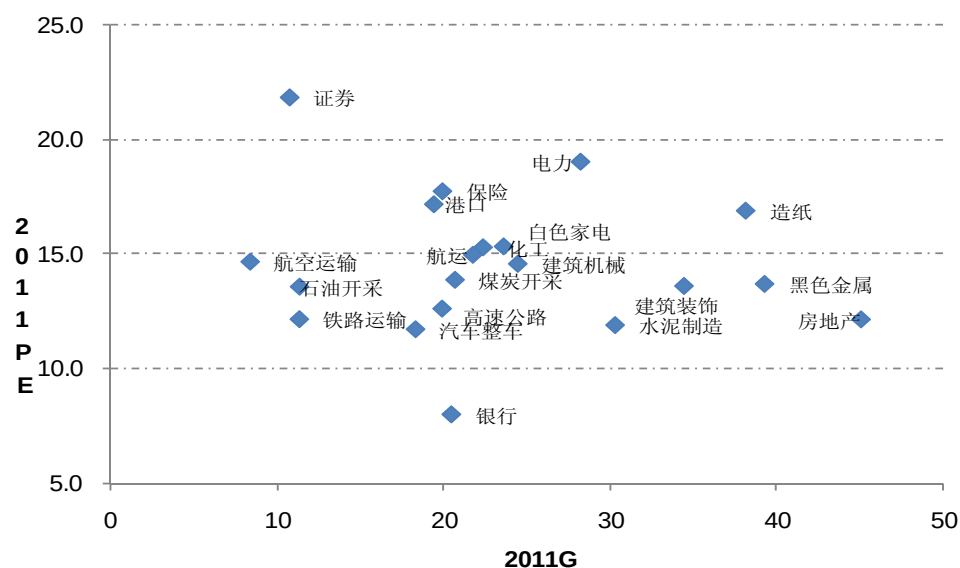
- **周期股 PE 低，PB 不低。**跟历史比较看 PE 的确低，不过这是在 2 年的利润再次高增长之后，PE 是否低取决于 G 未来能否超预期，如果未来是符合预期，则 PE 提升的空间是相对有限的。
- **周期股是否应当看 PB。**如果说成长的高峰已然过去，变成价值股是成立的话；周期股应当更注意 PB 的合理性。从 PB 来看，很多行业处于盈利能力的相对高的区域，并不是那么看起来的那么便宜。周期股的表现更多是在经济阶段性拐点带来的估值修复式行情。
- **关注水泥和地产。**水泥的供给会改善行业的盈利能力，这种低估值是存在提升空间的；地产其实可以通过加快周转的方式来实现未来盈利能力的稳定甚至提升，从长期看可以关注有能力进行快速销售的地产企业。

图表49：周期股的 PB-ROE



来源：国金证券研究所

图表50：周期股的 PE-G



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