

李俊 执业证书编号: S0730209090115

021-50588666-8109; lijun@ccnew.com

2010年12月8日

A 股的资源价值凸显

——2011 年 A 股市场年度投资策略

研究报告——策略报告

《周期股面临分化》

---2010 年 10 月 28 日

《走出盘局, 蓝筹引领市场震荡向上》

---2010 年 10 月 1 日

《平衡将被打破》

---2010 年 8 月 31 日

《情绪推动反弹, 三条路径演绎》

---2010 年 7 月 19 日

《否极泰来》

---2010 年下半年 A 股市场投资策略

《一半火焰, 一半海水》

---2010 年年度 A 股市场投资策略

投资要点:

- **新一轮经济周期形成:** 全球经济已步出金融危机的最坏阶段, 整体仍将延续缓慢复苏的态势。在“十二五”规划的推动下, 国内的城镇化与工业化发展势头良好, 经济持续增长的动能较为充足, 中国已成为全球经济复苏的领头羊。我们预计 2011 年二季度前后, 国内新一轮的经济周期将重新开始。
- **政策收紧预期逐渐弱化:** 2010 年四季度至 2011 年一季度, 随着国内经济同比增速的继续回落, 以及政策调控在通胀预期管理上所取的明显效果, 未来政策收紧预期将开始弱化。对于 A 股市场而言, 投资者对政策预期已有相当程度的反应, 政策调控的边际效应有望逐渐递减。
- **A 股的资源价值显现:** 从逻辑上来看, 通胀压力显现—政策收紧预期强化—经济增长担忧—政策收紧预期减轻—新一轮经济周期形成, A 股市场将逐渐凸显其资源配置的价值。我们认为, 负利率与通胀预期下的国内资金配置需求、期待享受中国经济增长与人民币升值下的海外资金配置需求, 是推动 A 股市场估值回归的动能所在。而在盈利与流动性的双重推动下, 我们认为 A 股市场应有一定的上升空间。
- **投资两段论:** 预计上证综指呈现出震荡上升的走势, 合理运行中枢 2800 点-3800 点, 分别对应 2011 年 15 倍-20 倍的市盈率。在国内经济持续回落、政策收紧预期没有充分消化之前, 我们对市场的看法相对谨慎; 而在新一轮经济周期逐渐形成、政策负面效应出现递减阶段, 我们对市场的看法相对乐观。
- **行业配置:** 通胀压力下的消费增速放缓、行政性的价格干预措施、整体估值呈现泡沫化对部分消费股的估值形成一定的压制, 但集中的防御却可能带来股价的阶段性表现, 建议投资者重点关注农业、纺织服装以及小家电板块。而在 2011 年二季度前后, 受益于新一轮经济周期复苏阶段的周期股有望重获青睐, 建议届时超配地产、机械设备、信息设备、化工以及建材行业。
- **风险提示:** 超预期通货膨胀引发价格管制、欧债危机进一步深化、美联储退出时间表提前

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道 1600 号浦项商务广场 18F

邮编: 200122

目录

1	新一轮经济小周期的开始	4
1.1	消费增速放缓	4
1.2	投资回落趋势结束	5
1.3	出口受益于海外需求的逐步复苏	7
1.4	新一轮经济周期有望形成	8
2	政策收紧预期逐渐弱化	8
2.1	外围看美国第二轮量化宽松政策	9
2.2	国内货币活化趋势显现	11
2.3	国内货币政策回归正常化	13
3	A股市场凸显资源配置价值	16
3.1	2011年A股盈利增长15%	16
3.2	市场整体估值水平合理	16
3.3	市场扩容对估值提升有一定的抑制作用	17
4	市场趋势：震荡向上	18
4.1	上半年震荡难免	19
4.2	下半年回归周期	20

图表目录

图 1:	全球经济延续缓慢复苏态势	4
图 2:	国内新一轮经济周期即将形成	4
图 3:	名义与实际消费出现背离	5
图 4:	消费者信心指数开始回落	5
图 5:	汽车销售提升空间有限	5
图 6:	家电下乡销售增速有望继续放缓	5
图 7:	信贷增速回落拖累投资增长	6
图 8:	政府主导的投资效应逐渐减退	6
图 9:	“铁公基”投资增速回落	6
图 10:	高耗能产业投资放缓	6
图 11:	中西部投资高速增长	6
图 12:	采矿业与制造业投资增长稳定	6
图 13:	符合政策导向的行业投资维持高位	7
图 14:	保障房建设提供有力保障	7
图 15:	对发达经济体出口增长继续回落	7
图 16:	未来受益于海外需求的逐步复苏	7
图 17:	对新兴市场出口增长处于高位	8
图 18:	高新技术与机电出口增长更稳定	8
图 19:	新一轮经济周期有望形成	8
图 20:	美 PMI 指数处于高位	9
图 21:	消费者信心指数超预期	9
图 22:	投资信心已有好转	10
图 23:	ECRI 领先指标大幅回落后反弹	10

图 24: 失业率回落至正常水平至少需两年	10
图 25: 美外债占比 GDP 比例极高	10
图 26: 欧债危机影响有所淡化	10
图 27: 美元指数有望维持弱势	10
图 28: 贸易顺差仍维持较高的水平	11
图 29: 加息周期下的人民币升值压力	11
图 30: 外汇贷款同比增速大幅回落	11
图 31: 热钱流入的速度加快	11
图 32: CPI 进入新一轮周期	12
图 33: 2011 年翘尾因素测算	12
图 34: PPI 高点滞后, 助推 CPI 增长	12
图 35: CPI-PPI 是市场的有效领先指标	12
图 36: 负利率已成事实	12
图 37: 负利率与上证综指	12
图 38: 储蓄已有搬家迹象	13
图 39: 货币活化重新抬头	13
图 40: 2010 年下半年贷款明显增加	13
图 41: 以 13%-15% 增速, 2011 年新增 6.1-7.6 万亿	13
图 42: 预计 M2 增速正常化, 15%-17% 之间	14
图 43: 以此计算, 2011 年新增 6.7-7.1 万亿	14
图 44: CPI 高点远高于一年期存款利率	14
图 45: CPI 高点近一倍于一年期存款利率	14
图 46: 熊市阶段: 上证综指在加息期表现	15
图 47: 牛市阶段: 上证综指在加息期表现	15
图 48: 财政收入与支出的增速明显高于 GDP	15
图 49: 从历史来看, 财政有望保持积极的基调	15
图 50: 财政收支差额占比维持低位	15
图 51: 预计 2011 年财政收支差额近万亿元	15
图 52: 预计 2011 年盈利增速 15%	16
图 53: 每股 EPS 与上证综指同向的概率达 80%	16
图 54: PE 水平低于历史平均水平	17
图 55: PB 也低于历史平均水平	17
图 56: AH 溢价率徘徊在 100 左右	17
图 57: 全球范围来看, 上证综指未出现明显高估	17
图 58: 全流通带来流通盘的持续增加	17
图 59: 限售股解禁压力持续至 2013 年	17
图 60: 2010 年度募集资金创历史新高	18
图 61: 逆市场走势的重要股东减持	18
图 62: 上证综指的点位估算	18
图 63: 上半年看好板块及其驱动因素	19
图 64: 下半年看好板块及其驱动因素	19
图 64: 上半年震荡难免	19
图 65: 下半年回归周期	20

引言

在政府持续而强有力的调控之下，2011 年 CPI 增速有望见顶后回落，由此引发政策收紧预期减轻。而在“十二五”规划指导下，消费升级、产业升级以及区域均衡发展将带来新一轮经济周期的产生。我们认为，基本面因素将逐渐取代政策因素，市场新趋势有望形成，A 股将呈现出震荡向上的走势。

1 新一轮经济小周期的开始

本轮经济小周期始于 2009 年。在历经 2009 年上半年的复苏、2009 年下半年的繁荣之后，在 2010 年进入小周期的放缓与衰退阶段。2011 年中国经济将持续增长，但增幅有所放缓，主要是由于对国内信贷增长更为严格的限制、为房地产市场降温和限制银行对房地产业贷款风险敞口以及政府实施更明确的逐步退出策略。

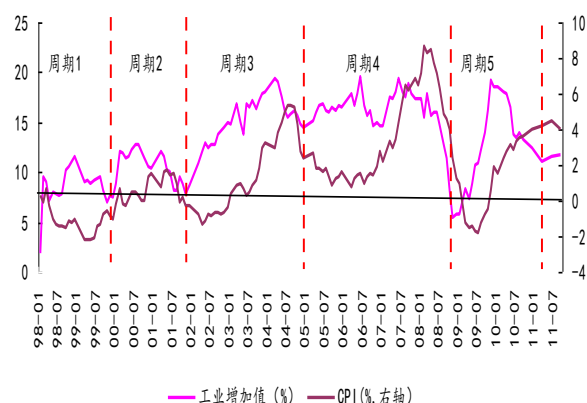
虽然未来我国经济可能将面临增速适当下调的小周期，但这与经济新一轮复苏并不矛盾。我们认为，全球经济已步出金融危机的最坏阶段，整体仍将延续缓慢复苏的态势，而国内消费升级和城镇化都在发展过程中，经济持续增长的动能较为充足。我们预计 2011 年一季度之后，国内新一轮经济周期又将重新开始。

图 1：全球经济延续缓慢复苏态势

	2008	2009	2010	2011	预测变化	
					2010年	2011年
全球经济	2.8	-0.6	4.8	4.2	0.2	-0.1
发达经济	0.2	-3.2	2.7	2.2	0.1	-0.2
美国	0	-2.6	2.6	2.3	-0.7	-0.6
西欧	0.5	-4.1	1.7	1.5	0.7	0.2
日本	-1.2	-5.2	2.8	1.5	0.4	-0.3
新兴市场	6	2.5	7.1	6.4	0.3	0
中国	9.6	9.1	10.5	9.6	0	0
印度	6.4	5.7	9.7	8.4	0.3	0
巴西	5.1	-0.2	7.5	4.1	0.4	-0.1
俄罗斯	5.2	-7.9	4	4.3	-0.3	0.2
全球贸易	2.9	-11.0	11.4	7	2.4	0.7
进口	0.4	-12.7	10.1	5.2	2.9	0.6
发达经济	9	-8.2	14.3	9.9	1.8	0.6
新兴市场	1.9	-12.4	11	6	2.8	1
出口	4.6	-7.8	11.9	9.1	1.4	0.1

数据来源：中原证券研究所 IMF

图 2：国内新一轮经济周期即将形成



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

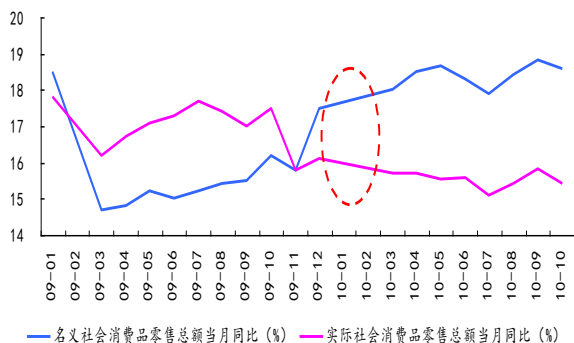
1.1 消费增速放缓

2010 年一季度消费增长明显。从本轮经济小周期来看，2010 年一季度消费增长达到顶峰，对国内 GDP 的拉动达到 6.2%，创下 1998 年以来的新高。究其原因，我们认为金融危机以来，国内陆续推出的消费刺激政策对汽车、家电等产品的需求释放起了重要的推动作用。

不过，我们认为，各类补贴政策本质上只是将需求释放提前，难以持续起作用。随着刺激政策边际效应的减弱，需求逐渐下滑的趋势有望显现。另一方面，值得关注的是，各类补贴政策的退出，如汽车购置税政策，也会使得原本火热的销售场景难以持续。

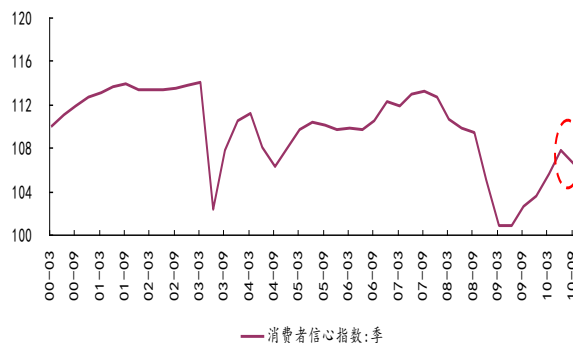
因此，在收入分配制度短期难以取得明显成效的背景下，2010 年上半年国内消费将面临较多的不确定因素。就短期来看，消费者信心指数在历经五个季度的上升之后开始回落。此外，在基数效应下，国内社会消费品零售增速也将逐渐趋于平缓，难以带来比较大的惊喜。

图 3：名义与实际消费出现背离



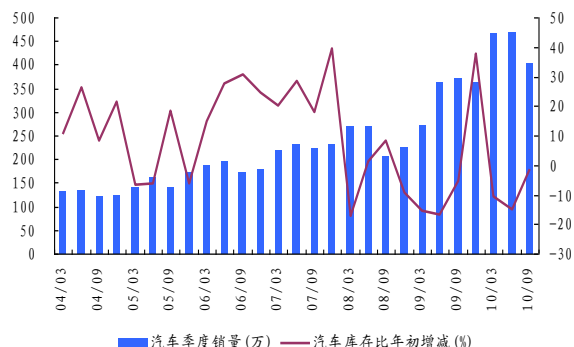
数据来源：中原证券研究所 CEIC

图 4：消费者信心指数开始回落



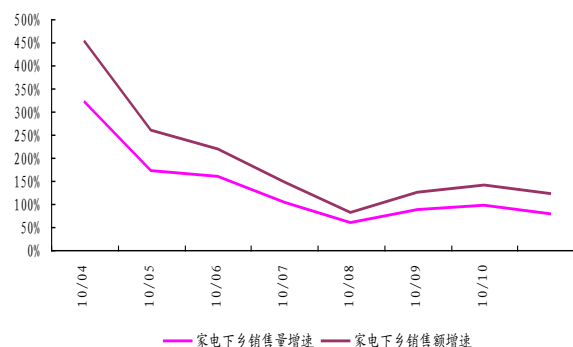
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 5：汽车销售提升空间有限



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6：家电下乡销售增速有望继续放缓



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

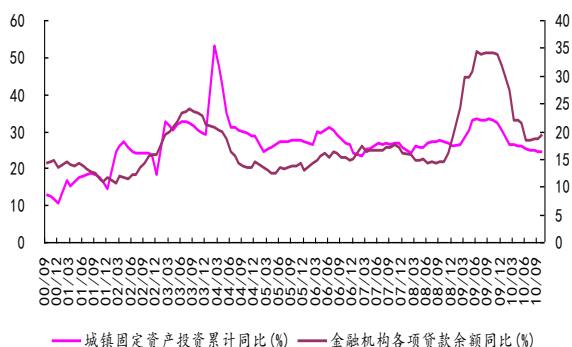
1.2 投资回落趋势结束

2010 年以来固定资产投资回落的趋势明显。我们认为，2010 年第二季度开始，国内的经济数据出现明显放缓，主要是受基数原因和政策主动调控的影响。

政策调控主要集中在以下四个方面：1、银行信贷规模的适度控制，新增信贷较 2009 年有较大幅度减少；2、严控新上马项目，使政府投资项目逐渐减小；3、规范地方融资平台，影响地方政府基建投资的项目资金来源；4、大力淘汰落后产能，出口退税率下调、限产限电等政策对高耗能行业相关产业投资起到抑制作用。

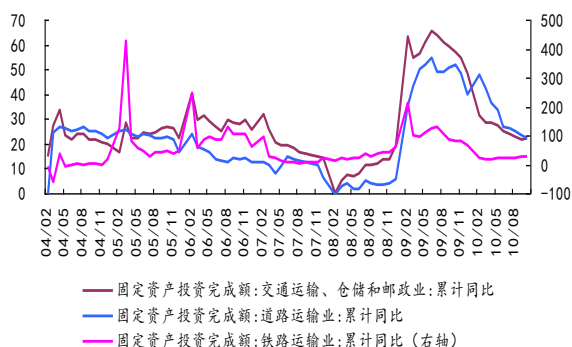
在政策的有效调控之下，2010 年一季度较为过热的国内经济氛围开始有所降温。截止 2010 年 10 月，固定资产投资增速稳步回落至 24.4%，较 2009 年下滑 8 个百分点左右。

图 7: 信贷增速回落拖累投资增长



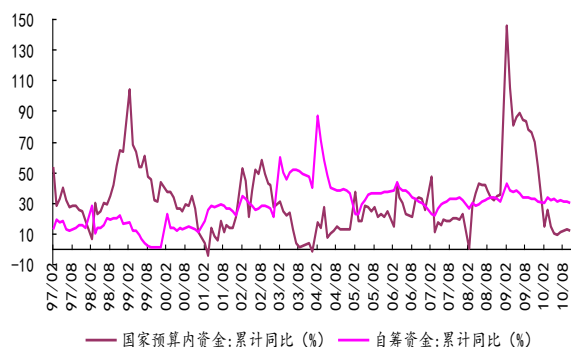
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 9: “铁公基”投资增速回落



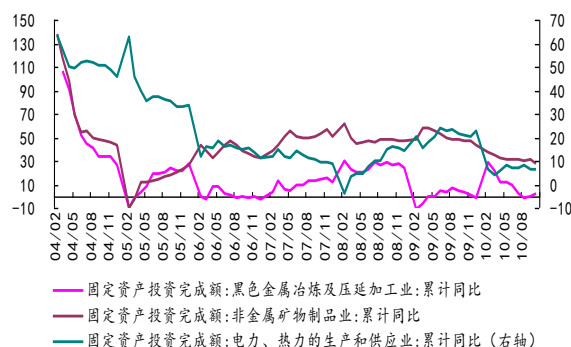
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 8: 政府主导的投资效应逐渐减退



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

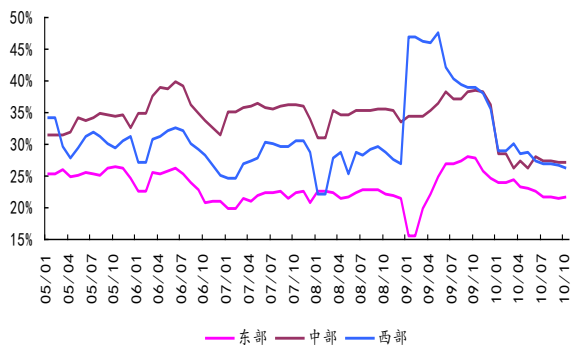
图 10: 高耗能产业投资放缓



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

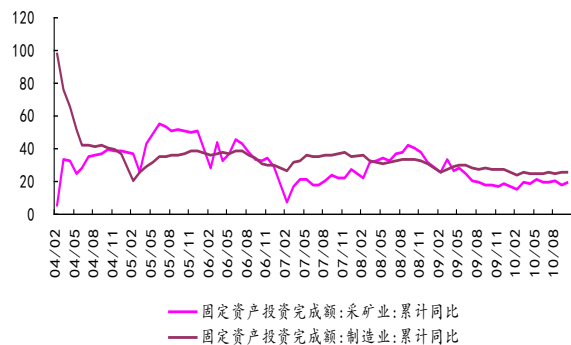
虽然 2010 年投资增速有所放缓，一些积极的现象仍值得注意：中西部投资增速保持稳定，并远高于东部；采矿业与制造业投资增速仍然强劲；符合政策导向的行业投资增长明显较快；保障房建设有望提供有力的保障。我们认为，在基数效应与“十二五”规划的推动下，2011 年二季度投资回落趋势即将结束。

图 11: 中西部投资高速增长



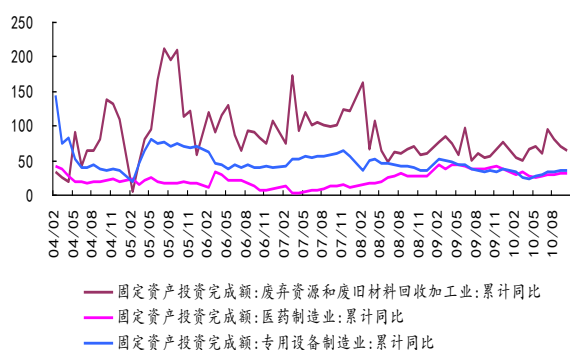
数据来源: 中原证券研究所 CEIC

图 12: 采矿业与制造业投资增长稳定



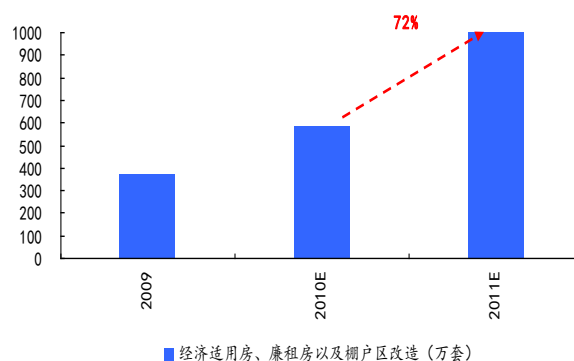
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 13: 符合政策导向的行业投资维持高位



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 14: 保障房建设提供有力保障



数据来源: 中原证券研究所 政府公告 住建部网站

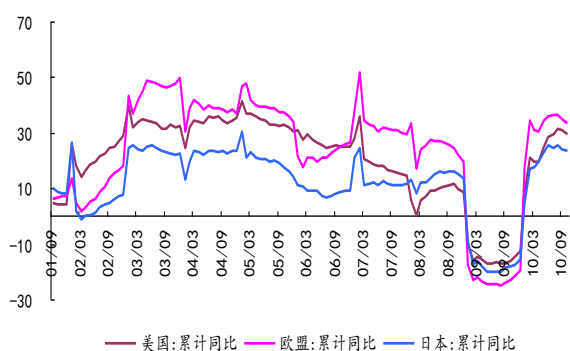
1.3 出口受益于海外需求的逐步复苏

2010 年出口增速有所回落。二季度以来全球经济的减速、人民币升值效应以及部分产品出口退税率的取消,对国内出口增长带来一定的负面影响。

2011 年出口增长相对稳定。从基本面来看,海外发达经济体需求的逐步复苏、新兴经济体的强劲带动以及高新技术与机电产品出口的稳定增长,均有益于国内出口维持在一定的适当的水平上。从汇率角度来看,人民币升值应是渐近式的,预计 2011 年也将维持在 5%左右的水平。

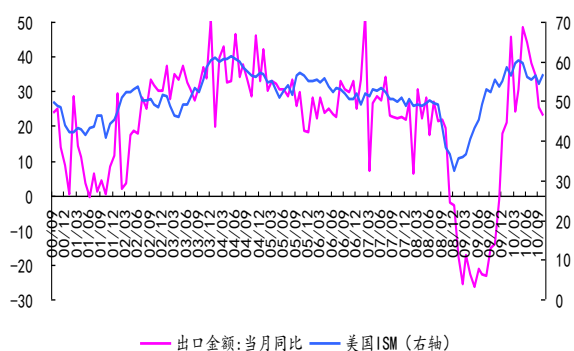
2011 年出口增长将出现前低后高的走势。结合基本面因素以及基数效应,预计出口增速将在 2011 年上半年低位运行,三季度开始逐渐回升,总体呈现出前低后高的走势。

图 15: 对发达经济体出口增长继续回落



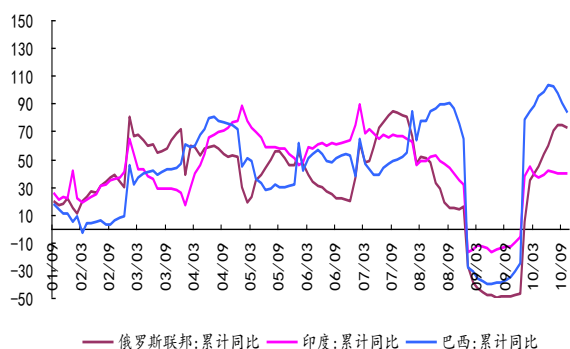
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 16: 未来受益于海外需求的逐步复苏



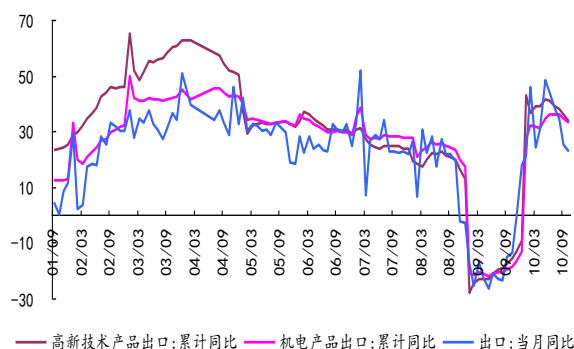
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 17: 对新兴市场出口增长处于高位



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 18: 高新技术与机电出口增长更稳定



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

1.4 新一轮经济周期有望形成

从历史经验来看, 1998 年以来的几轮经济小周期均历经复苏、繁荣、放缓与衰退四个阶段, 历时 2 年-5 年不等。

从以上我们分析的逻辑来看, 在投资回落趋势的结束以及“十二五”规划的推动之下, 消费升级、产业升级以及区域平衡将推动国内经济在 2011 年二季度进入新一轮的经济周期。

图 19: 新一轮经济周期有望形成

时间	经济周期波动		历时 (季)	CPI	宏观政策		基调	上证综指
	方向	阶段			财政	货币		
周期1	上升	复苏	1	通缩	适度从紧	适度从紧	从紧	1.64%
		繁荣	3		积极	稳健	宽松	-7.75%
	下降	放缓	1	通缩	积极	稳健	宽松	0.99%
		衰退	2					35.63%
周期2	上升	复苏	2	低通胀	积极	稳健	宽松	14.61%
		繁荣	2					6.11%
	下降	放缓	2	低通胀	积极	稳健	宽松	10.61%
		衰退	3					-22.09%
周期3	上升	复苏	6	通缩	积极	稳健	宽松	5.27%
		繁荣	3					15.29%
	下降	放缓	2	高通胀	积极	稳健	中性	-19.80%
		衰退	2					-15.43%
周期4	上升	复苏	7	低通胀	积极	稳健	中性	126.50%
		繁荣	4					96.66%
	下降	放缓	2	高通胀	稳健	适度从紧	从紧	-48.00%
		衰退	2		稳健转积极	适度从紧转适度宽松	从紧转宽松	-33.45%
周期5	上升	复苏	2	通缩	积极	适度宽松	宽松	62.53%
		繁荣	2		积极	适度宽松	宽松	10.74%
	下降	放缓	2	低通胀	积极	适度宽松	宽松	-26.82%
		衰退	3		积极	适度宽松转稳健	稳健	?
周期6	上升	复苏	?	?	积极	稳健	稳健	?

数据来源: 中原证券研究所

2 政策收紧预期逐渐弱化

从全球来看, 金融危机以来的全球经济复苏极不平衡。随着原有刺激措

施逐步到期，发达经济体开始推出新的经济刺激措施，全球流动性和货币条件仍将宽松，主要经济体将持续放松货币刺激经济的预期强烈，大量资金向增长较快的新兴经济体流入。

从国内来看，在流动性充裕和通胀预期较强的大背景下，富余资金必然寻找各种途径和出口，潜在的通胀压力明显加大。此外，当前国内劳动力成本价格趋升，资源环保成本加大，资源性产品价格有待理顺，都可能影响通胀预期。

人民币升值、持续的负利率以及逐渐强化的通胀预期，国内流动性进入繁荣阶段，货币活化的趋势显现。由于楼市调控、债市空间有限，而其他投资渠道明显不足，对于 A 股市场而言，场外资金仍然比较充裕。

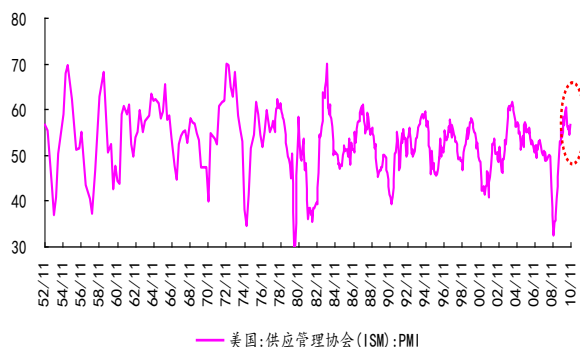
但是，市场担忧货币政策的收紧将影响场外资金入市步伐。不过，我们认为政策收紧预期早已形成，市场对此已有部分反应。而随着政府调控的持续推进以及调控效果的逐步体现，政策收紧预期有望弱化。而且，从财政政策来看，仍有望维持积极的基调，并有足够的理由在财政支出上解决短期经济增长动力不足的问题，投资者的担忧情绪将逐渐得到缓解。

2.1 外围看美国第二轮量化宽松政策

从美国的先行指标来看，PMI 指数、消费者信心指数、投资信心指数以及 ECRI 领先指数均出现不同程度的反弹，并超过市场投资者的一致预期。这表明美国经济仍处于缓慢的复苏进程之中。同样，这或许也表明 2010 年夏季的经济减速只是一场普通的复苏过程中的一次短暂间歇。

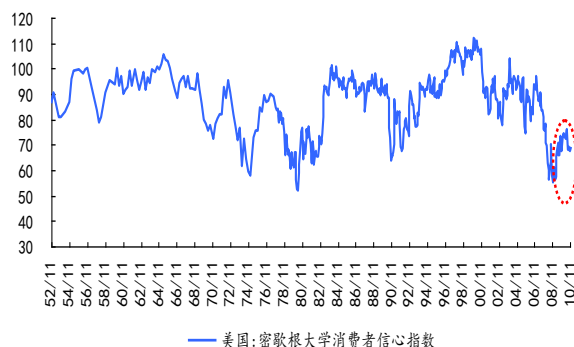
但另一方面，金融危机后复苏的不均衡性，也带来一系列的问题。以美国为代表的发达经济体复苏缓慢，通胀压力较小，而新兴经济体却复苏势头良好，通胀压力开始显现。这使得美国继第一轮量化宽松的货币政策之后，再次加码推出 QE2.0，以促进其国内经济的恢复与资产价格的回升。

图 20：美 PMI 指数处于高位



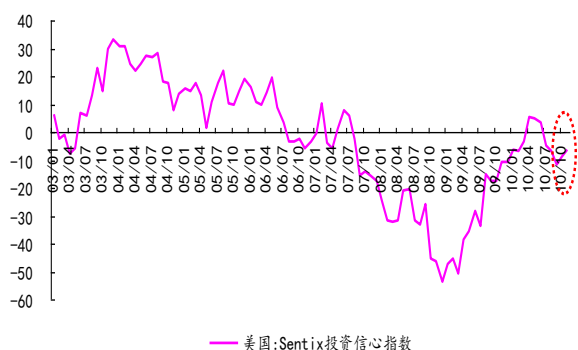
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 21：消费者信心指数超预期



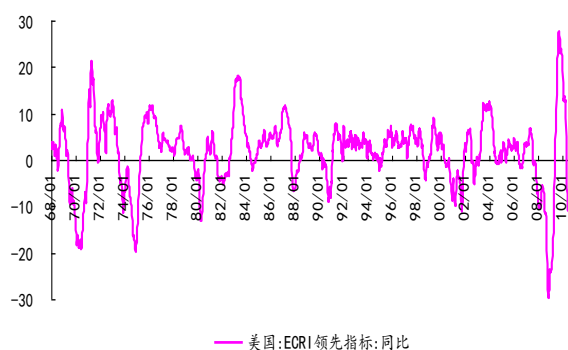
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 22: 投资信心已有好转



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

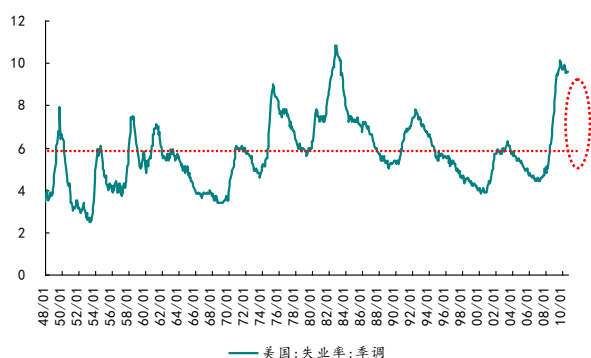
图 23: ECRI 领先指标大幅回落后反弹



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

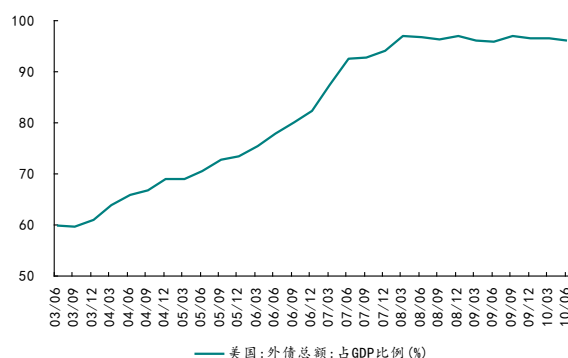
从美国失业率周期来看, 回落至 5-6% 的正常水平, 可能仍需要两年左右的时间。在此过程中, 美国居民消费仍有可能保持不太稳定的状态。在通缩的风险仍然存在、外债负担严重的情况下, 量化宽松的货币政策料能持续, 未来或仍有进一步扩张的空间。此外, 欧债危机虽有进一步深化的趋势, 但我们认为随着局势的明朗, 美元有望继续维持弱势的格局。

图 24: 失业率回落至正常水平至少需两年



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 25: 美外债占比 GDP 比例极高



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 26: 欧债危机影响有所淡化



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

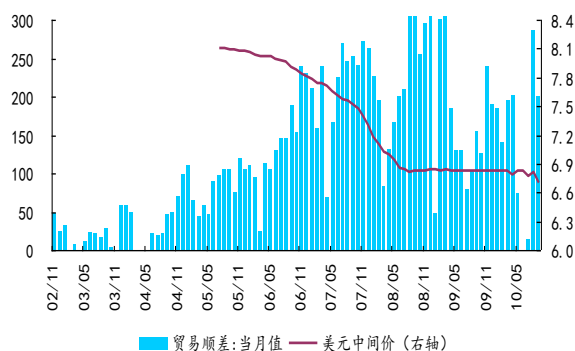
图 27: 美元指数有望维持弱势



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

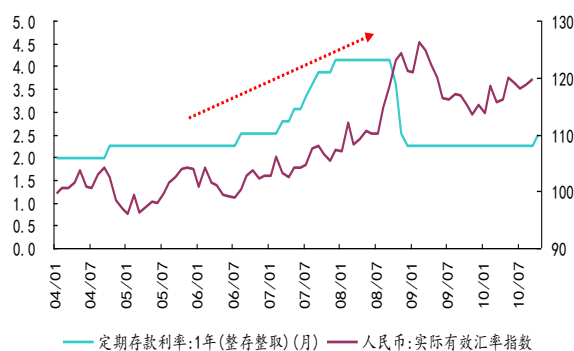
退一步说，如果在被动的状态下，美元出现止跌反弹，我们也不认为全球流动性出现逆转，大量资金向增长较快的新兴经济体流入的趋势也难以避免。对中国而言，由于巨额的贸易顺差以及所处的加息周期导致人民币升值压力加大，海外热钱流入的速度明显加快。从2010年下半年来看，估算的热钱流入规模以及国内外汇贷款数据也验证了这一点。

图 28：贸易顺差仍维持较高的水平



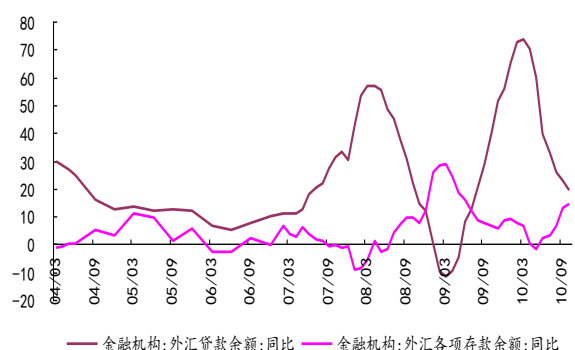
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 29：加息周期下的人民币升值压力



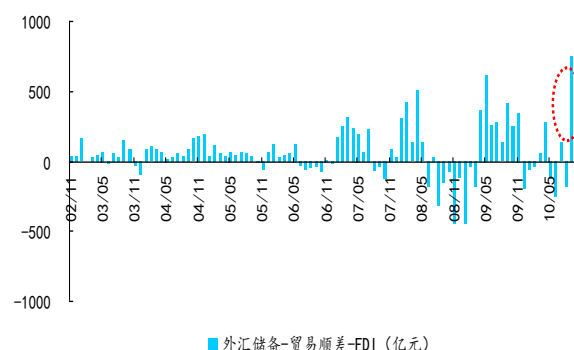
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 30：外汇贷款同比增速大幅回落



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 31：热钱流入的速度加快



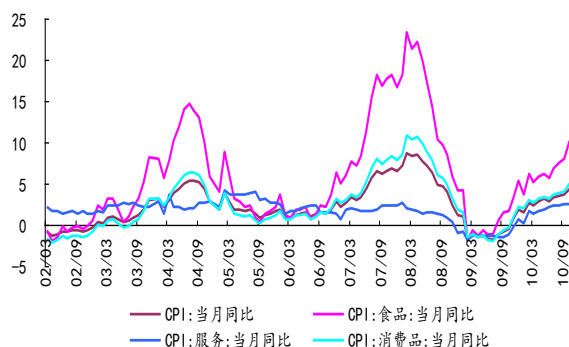
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.2 国内货币活化趋势显现

从国内来看，CPI 同比增速进入新一轮周期，2011 年高位运行的可能性较大，而 PPI 在反弹之后，仍有望继续助推 CPI。此外，当前国内劳动力成本价格趋升，资源环保成本加大，资源性产品价格有待理顺，都可能影响通胀预期。

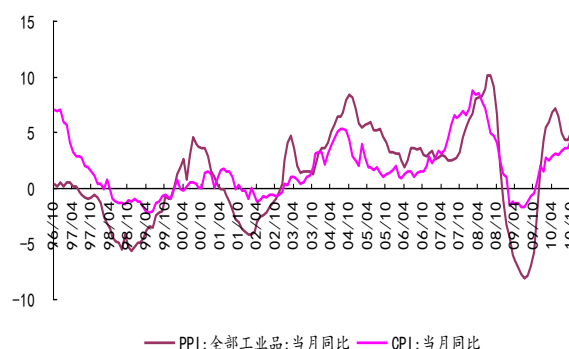
我们预计 2010 年上半年国内 CPI 增速仍继续维持在 4% 以上。从历史数据来看，CPI-PPI 与上证综指的走势高度相关，并有一定的领先作用。就短期来看，由于 PPI 的弹性更大，CPI-PPI 的增速有望出现回落，市场可能将进入震荡调整期。

图 32: CPI 进入新一轮周期



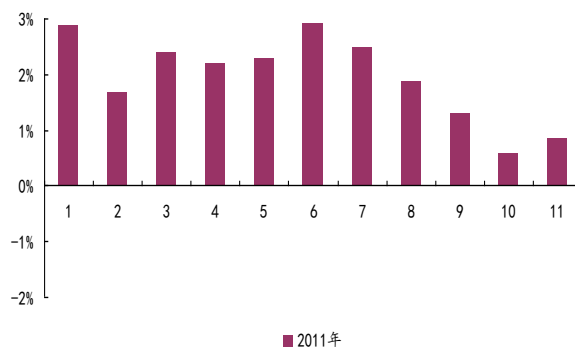
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 34: PPI 高点滞后, 助推 CPI 增长



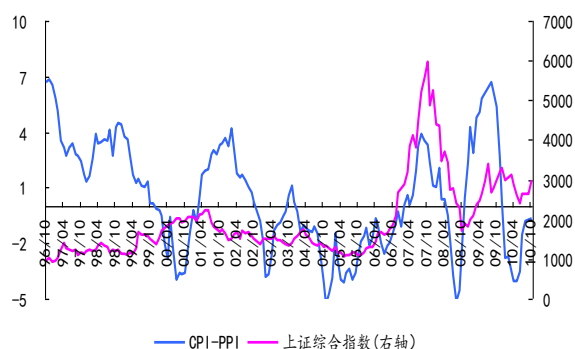
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 33: 2011 年翘尾因素测算



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

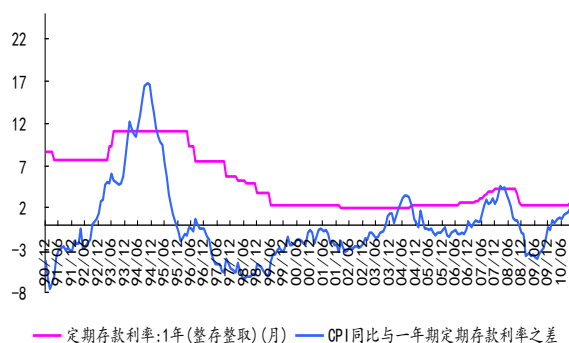
图 35: CPI-PPI 是市场的有效领先指标



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

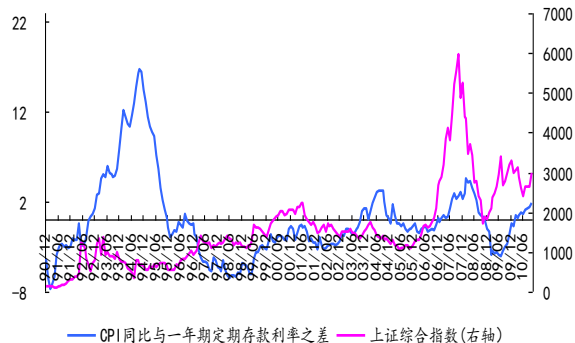
除此之外, 负利率已经持续相当长时间, 通胀预期得到发酵, 资金流向投机领域, 并进一步加化了市场的通胀预期。自 2010 年 10 月份开始, 储蓄已出现大幅度搬家的迹象。而从 M1、M2 走势来看, 货币的活化趋势开始显现。但预计随着政府调控, M1 及 M2 的增速有望重新放缓, 并引发市场的短期担忧。

图 36: 负利率已成事实



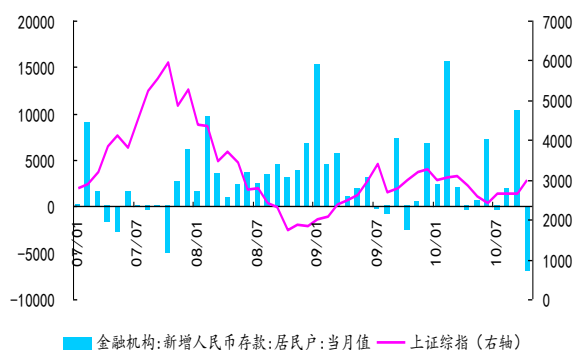
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 37: 负利率与上证综指



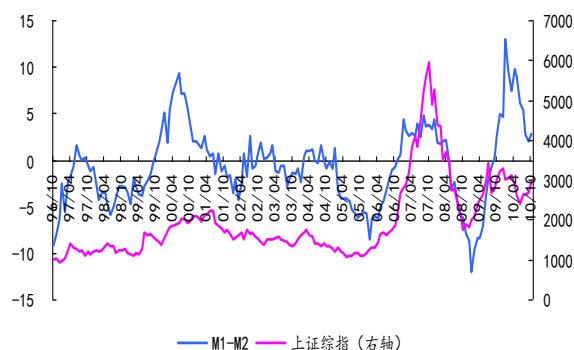
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 38: 储蓄已有搬家迹象



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 39: 货币活化重新抬头



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.3 国内货币政策回归正常化

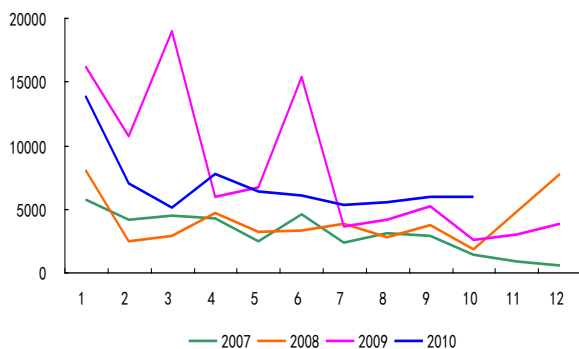
从 2010 年来看，国内货币政策的三大目标均难以实现：CPI 同比增速，3%；M2 增速，17%；新增银行信贷，7.5 万亿元。我们认为，2011 年货币政策有回归正常化的必要，这意味着适度宽松的货币政策回归稳健，同时也意味着央行回收流动性的力度将再次加大。

银行新增信贷在 2010 年下半年持续走平，实现了均衡投放，并减少了季节性的扰动。不过，贷款总量的增加却很明显，预计 2010 年近 7.9 万亿，超过预定目标。在信贷带动下，M2 增速在回落后出现反弹，预计 2010 年达 20%，也超过了预定目标。

在多重压力下，我们认为信贷政策有望回归正常化，即向 2000 年-2008 年阶段靠拢。以各项贷款余额 13%-15% 计算，2011 年新增信贷 6.1-7.6 万亿元；以 M2 增速 15%-17% 计算，2011 年新增信贷 6.7-7.1 亿元。

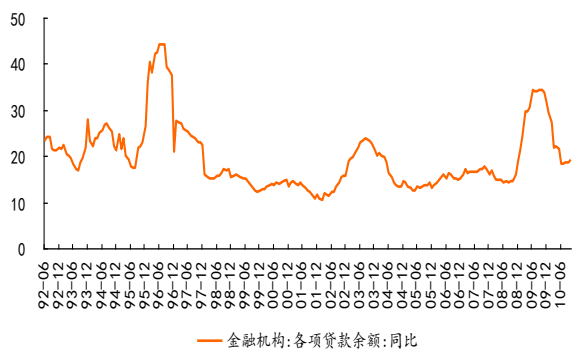
综合来看，2011 年全年仍有望维持 7 万亿左右的信贷规模。如果信贷投放按 3: 3: 2: 2 的比例来看，上半年总量相对偏低。但随着下半年月度环比数据的好转，资本市场有可能给以较为正面的回应。

图 40: 2010 年下半年贷款明显增加



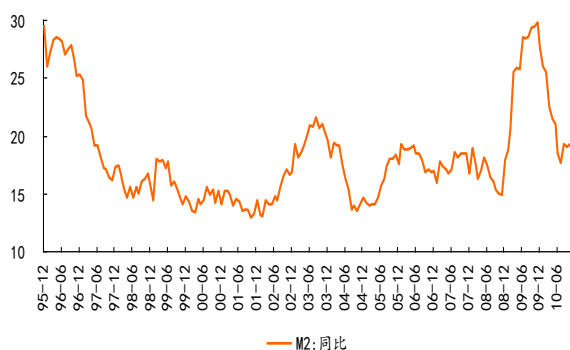
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 41: 以 13%-15% 增速，2011 年新增 6.1-7.6 万亿



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 42: 预计 M2 增速正常化, 15%-17%之间



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 43: 以此计算, 2011 年新增 6.7-7.1 万亿

	15%	16%	17%	18%	19%
58%	66700	67280	67860	68440	69020
59%	67850	68440	69030	69620	70210
60%	69000	69600	70200	70800	71400
61%	70150	70760	71370	71980	72590
62%	71300	71920	72540	73160	73780
63%	72450	73080	73710	74340	74970
64%	73600	74240	74880	75520	76160
65%	74750	75400	76050	76700	77350
66%	75900	76560	77220	77880	78540
67%	77050	77720	78390	79060	79730
68%	78200	78880	79560	80240	80920
69%	79350	80040	80730	81420	82110
70%	80500	81200	81900	82600	83300

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

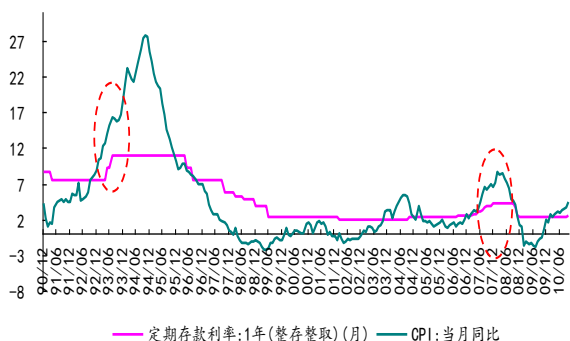
此外, 由于 2010 年 CPI 增速超出预期, 而 2011 年上半年 CPI 有可能在 4%以上高位运行, 国内的利率水平也有望回归正常化。即便如此, 2011 年负利率状况也很难消除。从历史经验来看, 加息周期之中, CPI 的高点远高于变动后的一年期存款利率, 甚至在图 48 之中, 你会发现 CPI 的高点是一年期存款利率的一倍。

在国内经济下行风险的担忧减轻、通胀压力不断上行的情况下, 我们倾向于认为一次加息难以解决问题, 只有多次的加息才会有累积效应的出现。但我们预计 2011 年一年期存款利率不高于 3.5%。

除此之外, 在“池子理论”的引导下, 存款准备金率的继续上调也在预期之中, 有望超出 20%, 并创出新的历史纪录。从经济层面来看, 我们认为实体经济对 1%左右的利率上调应具备一定的承受能力, 企业盈利变化的幅度不至于太大。

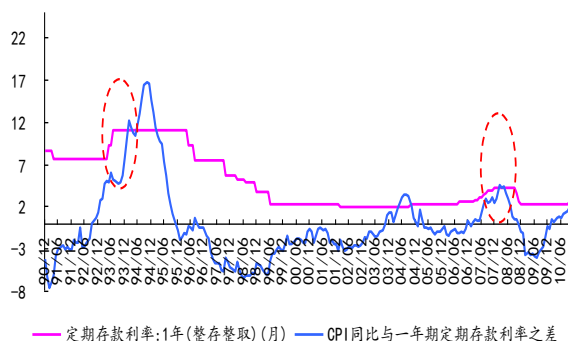
从资本市场来看, 在政策收紧预期兑现之后, 也会回到原有的趋势轨道中。从过去的经验来看, 无论是熊市阶段, 还是牛市阶段, 利率上行均不改市场原有的运行趋势。

图 44: CPI 高点远高于一年期存款利率



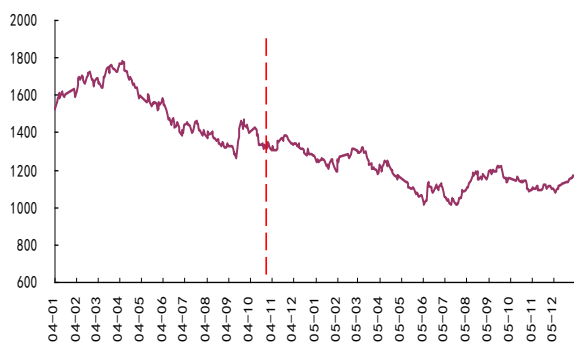
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 45: CPI 高点近一倍于一年期存款利率



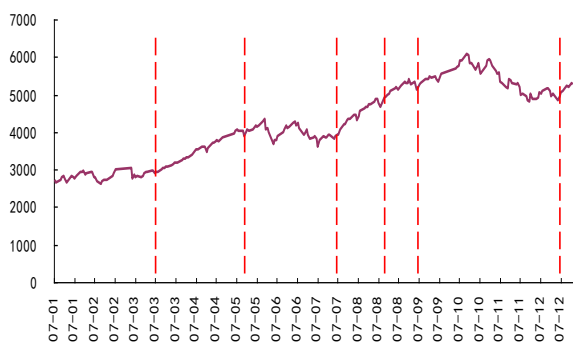
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 46: 熊市阶段: 上证综指在加息期表现



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

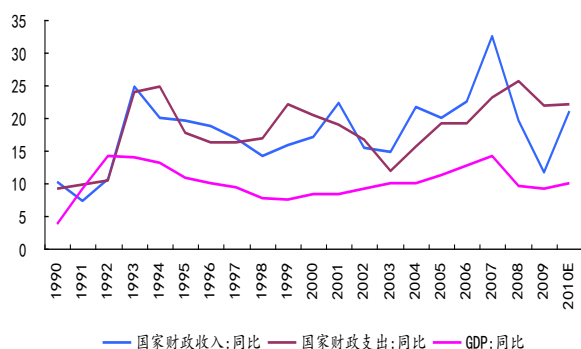
图 47: 牛市阶段: 上证综指在加息期表现



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

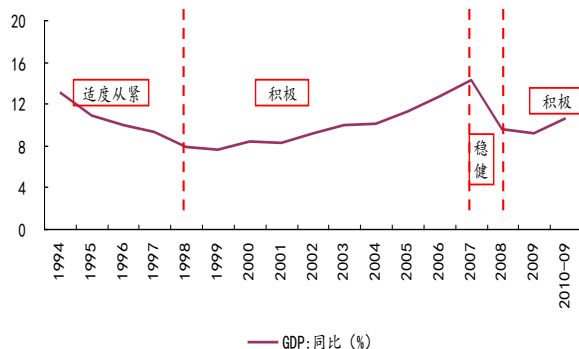
从财政政策来看, 我们认为 2011 年仍有望维持宽松的基调, 近万亿的财政赤字规模将支撑市场投资者的信心。我们预计近 10 万亿元的财政支出投向将集中在仍较落后的中西部基建以及保障房的建设上。此外, 积极的财政政策还有望推动居民收入分配以及国内新兴产业的发展。

图 48: 财政收入与支出的增速明显高于 GDP



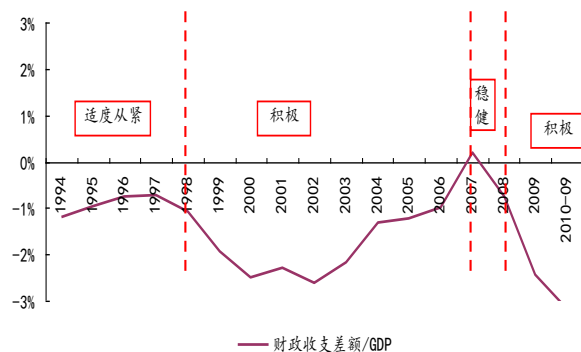
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 49: 从历史来看, 财政有望保持积极的基调



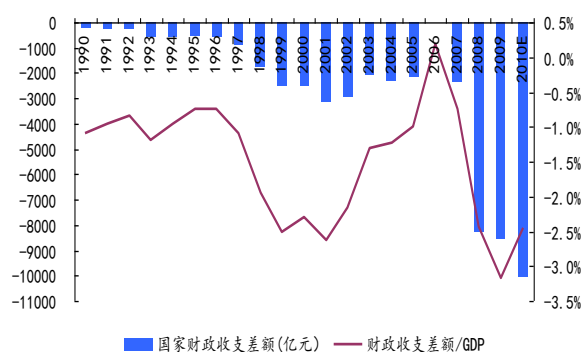
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 50: 财政收支差额占比维持低位



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 51: 预计 2011 年财政收支差额近万亿元



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3 A股市场凸显资源配置价值

在政策回归正常化之后，一些行政化的调控手段，如信贷控制、价格管制等，会给市场带来明显的压力。在通胀压力下，政策收紧预期有望持续，市场会继而担忧国内经济增长的前景，股指缺乏足够的推动力。

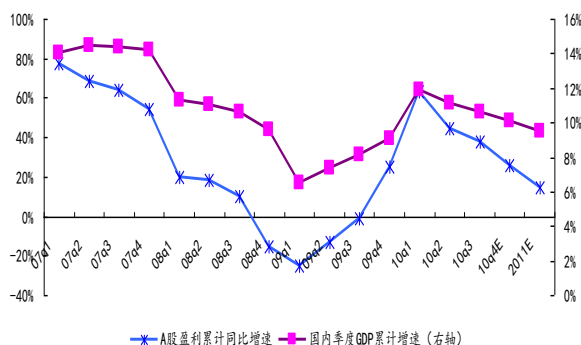
不过，随着经济同比增速的继续回落，政策收紧预期会有所弱化，并承接国内新一轮经济周期的形成，A股市场将逐渐凸显其资源配置的价值。

3.1 2011 年 A 股盈利增长 15%

2011 年一季度经济同比将出现见底，并于二季度开始回升，我们预计 GDP 全年增速相对比较稳定。在此情况下，A 股上市公司的盈利增速虽有所回落，但增长仍比较确定，我们预计 2011 年全部可比上市公司的盈利增速在 15% 左右。

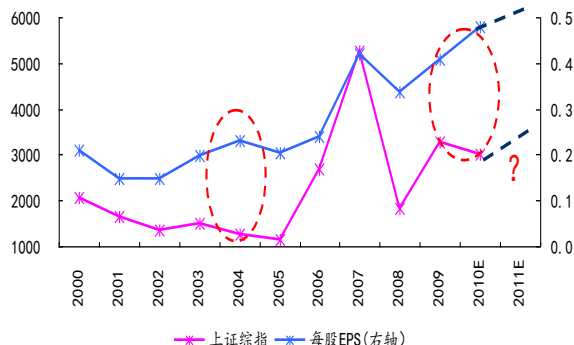
盈利增速的稳定带来每股 EPS 的上行，在静态估值不变的情况下，A 股走势也会相对乐观。自 2000 年以来，每股 EPS 与上证综指呈同向变化的概率达到 80%，唯一的两次例外是同样面临调控压力的 2004 年、2010 年。

图 52：预计 2011 年盈利增速 15%



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 53：每股 EPS 与上证综指同向的概率达 80%



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3.2 市场整体估值水平合理

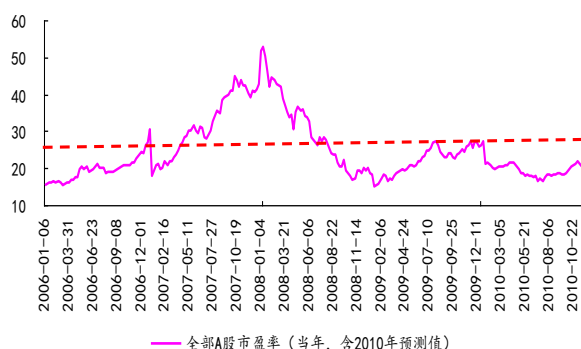
A 股市场整体估值水平仍较合理。截止 2010 年 11 月 30 日，过去五年 A 股的平均市盈率、平均市净率分别为 24.8 倍、3.4 倍，较 2010 年高出 21%、19%。从恒生 AH 溢价指数、全球主要股市的估值水平来看，A 股也并没有表现出明显的高估。

A 股的资源价值凸显。我们认为，随着国内经济同比增速的继续回落，政策收紧预期会有所弱化，并承接新一轮经济周期的形成，A 股市场将凸显其资源配置的价值。此外，从全球视野来看，中国已成为全球经济增长的领头羊，人民币升值背景下将吸引大量海外资金的流入，而估值水平合理的 A 股市场更是具备明显的全球配置价值。

我们认为，负利率与通胀预期下的国内资金配置需求、享受中国经济增长与人民币升值下的海外资金配置需求，是推动 A 股市场估值回归的动能所

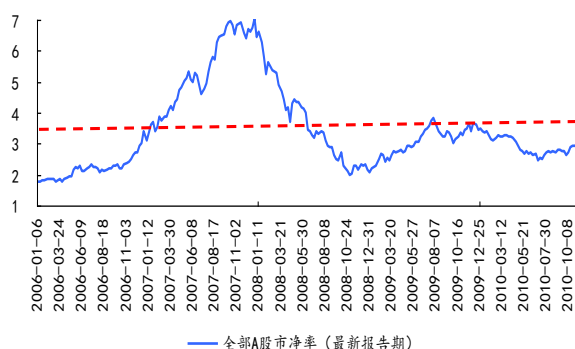
在。因此，在盈利与流动性的双重推动下，A股市场应有一定的上升空间。

图 54: PE 水平低于历史平均水平



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 55: PB 也低于历史平均水平



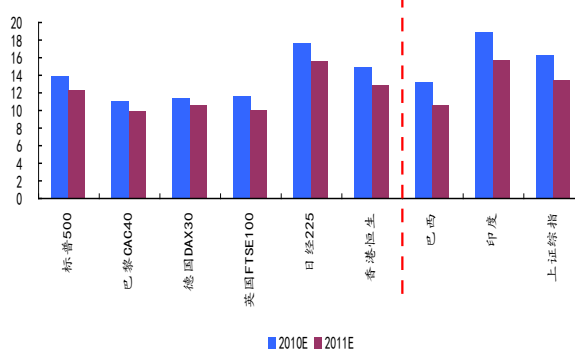
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 56: AH 溢价率徘徊在 100 左右



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 57: 全球范围来看, 上证综指未出现明显高估

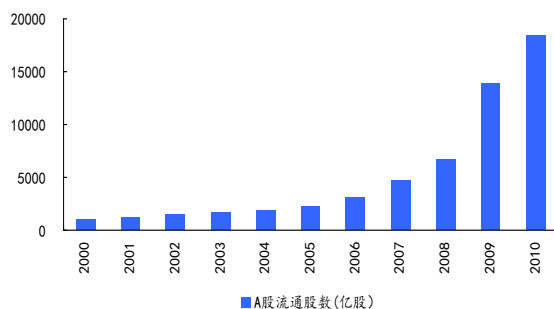


数据来源: 中原证券研究所 BLOOMBERG

3.3 市场扩容对估值提升有一定的抑制作用

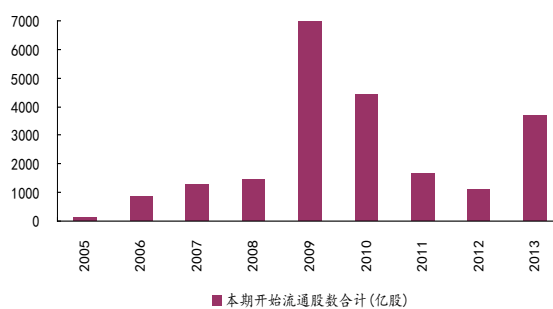
当然，市场扩容压力不可忽视。限售股解禁期的减持、新股 IPO 发行、配股以及增发，都会对 A 股的供给增加明显的压力。而重要股东在二级市场的减持更是逆市场走势，不利于估值水平的持续上升。

图 58: 全流通带来流通盘的持续增加



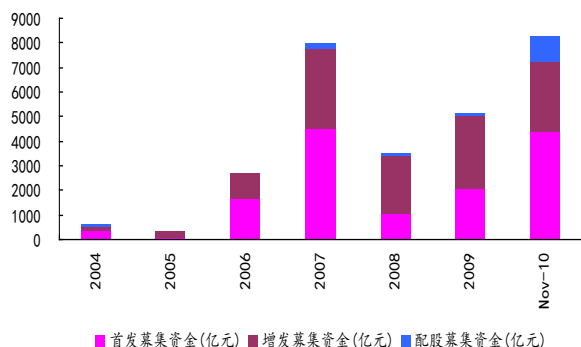
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 59: 限售股解禁压力持续至 2013 年



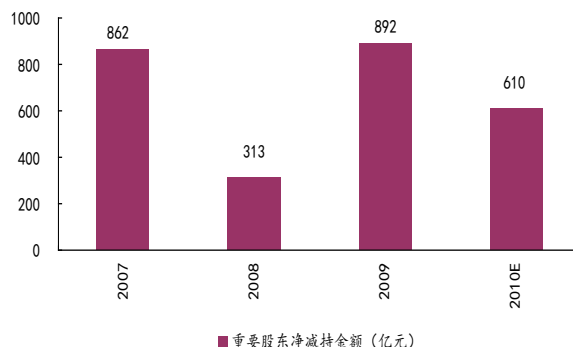
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 60: 2010 年度募集资金创历史新高



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 61: 逆市场走势的重要股东减持



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4 市场趋势：震荡向上

我们认为，全球经济复苏的不平衡凸显新兴市场配置的重要，而中国经济以其一枝独秀的增长备受海外资金的青睐，市场将迎来长期投资机会，A 股也将因此而逐渐显现其资源价值。负利率与通胀预期下的国内资金配置需求、享受中国经济增长与人民币升值下的海外资金配置需求，是推动 A 股市场逐渐上涨的动能所在。

不过，就 2011 年全年来看，当流动性的“外松”被“内紧”修正、通胀主线被行政性的价格干预修正，指导 A 股市场的信号将出现阶段性混乱，A 股市场原有的投资逻辑投资存在一定的风险，市场需要在修正中逐渐形成对未来趋势的看法。但是，新趋势的形成是一个过程，需要一定的时间发酵，这就使得短期市场缺乏足够的推动力，并导致投资者情绪趋于谨慎。不过，一旦大盘震荡调整到位，技术上的反抽将会出现；如果能够承接新的投资逻辑，市场反弹的幅度将会明显加大；如果新的投资逻辑是足够的强大，市场趋势将会形成，大盘有望出现反转。

因此，沿着通胀压力显现—政策收紧预期强化—经济增长担忧—政策收紧预期减轻—新一轮经济周期形成的逻辑线路来看，上证综指将呈现震荡上升走势，合理运行中枢在 2800 点-3800 点，对应 2011 年 15 倍-20 倍市盈率。

图 62: 上证综指的点位估算

三类估计方法	A股向上空间	2011年上证综指最高点位
以上市公司业绩整体增长15%，并结合经济周期复苏向繁荣过度的积极预期上调10%	25%	3562
从估值水平的横向、纵向比较来看，15倍-20倍的2011年市盈率相对合理	35%	3788
从经济周期处于复苏阶段的前五次平均涨幅进行推算	39%	3900

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

从具体的配置来看，在趋势性的投资主线尚未明朗化之前，我们建议投资者重点关注农业、纺织服装以及小家电板块。而在 2011 年二季度前后，受益于新一轮经济周期复苏阶段的周期类股有望重获青睐，建议届时超配地产、机械设备、信息设备、化工以及建材行业。

图 63：上半年看好板块及其驱动因素

上半年看好板块	驱动因素
农业	“十二五”规划将继续加大对农业的政策支撑
	成本驱动的农产品价格上涨
	中央一号文件焦点在三农问题
	农村水利基础设施建设的加强
纺织服装	涤纶与纱线受益棉价上涨
	新品具备提价能力
	品牌类公司受益于消费升级
小家电	城镇保有量低、农村刚起步，需求空间巨大
	保障房建设对家电消费的拉动
	废弃电器再资源化

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 64：下半年看好板块及其驱动因素

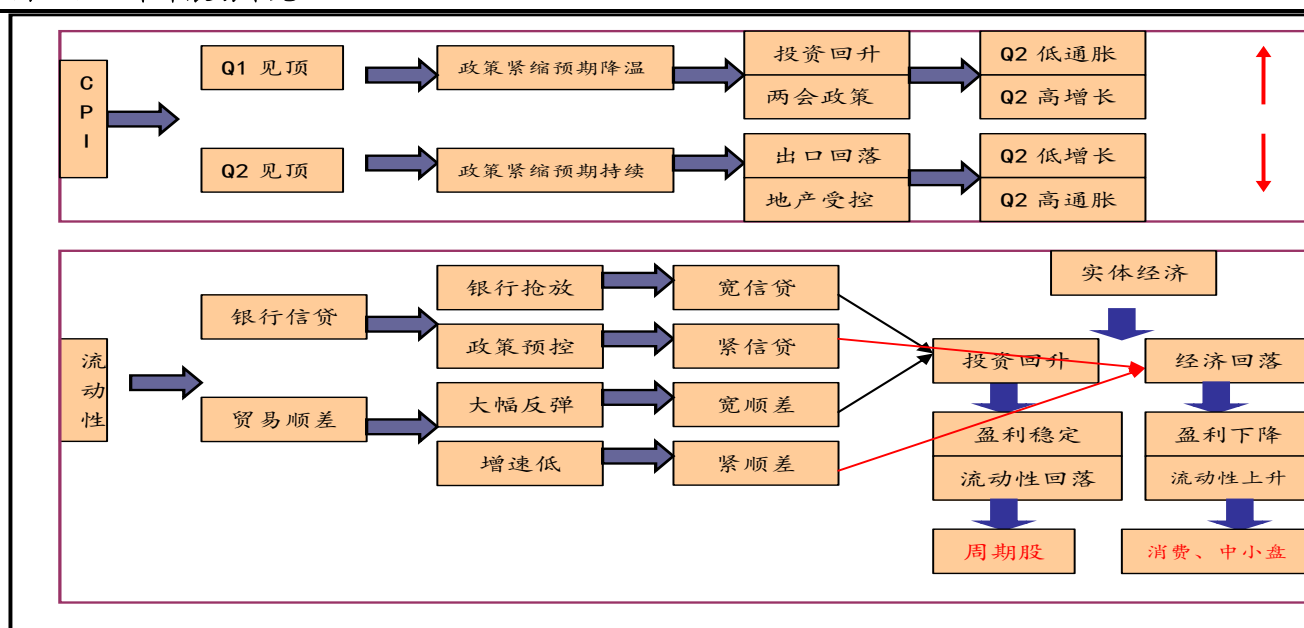
下半年看好板块	驱动因素
房地产	机构配置比例低，地产业绩可看到 2012 年
	股价反应政策预期，目前流通市值低于医药
	房产税试点推出
	房价略跌、成交回升，缓解市场对政策担忧
机械设备	内需市场的扩大将刺激企业技术进步，逐渐实现进口替代
	城镇化加速带动铁路设备、电力设备等装备制造业的发展
	积极的财政政策提供了相对明确的业绩保障
信息设备	通信资本开支提速带来主题性机会
	政策扶持与市场需求的双重推动
	收入增速上升推动估值水平提高
建材	落后产能淘汰将带来行业供需的改善
	西部地区行业景气度仍然较高
	保障房与水利建设对行业的巨大推动
化工	十二五规划下的新兴产业发展将推动新材料和相应的化学工程业务
	国际粮食价格以及原油等能源价格上涨有利于部分子行业业绩的提升
	传统化工的资源整合与技术创新下的产品升级

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4.1 上半年震荡难免

预计 CPI 在一季度“V”型之后，二季度有望继续回升，在政策收紧的大背景下，2011 年上半年市场整体机会或许不大。从具体的配置来看，通胀压力下的消费增速放缓、行政性的价格干预措施、整体估值呈现泡沫化对部分消费股的估值形成一定的压制，但集中的防御却可能带来股价的阶段性的表现，建议投资者重点关注农业、纺织服装以及小家电板块。

图 64：上半年震荡难免

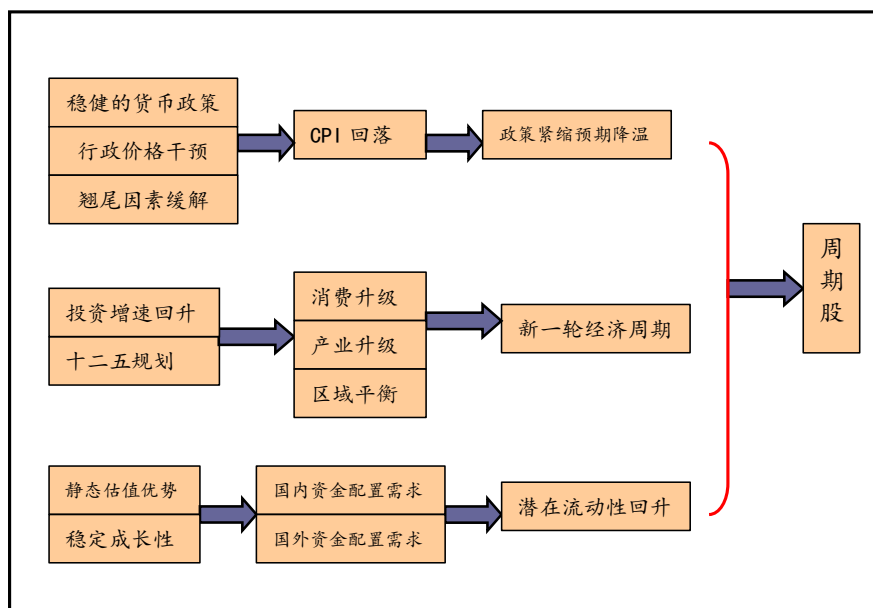


数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4.2 下半年回归周期

我们认为 2011 年下半年 CPI 增速逐渐回落，由此引发的政策收紧预期缓解，而对接“十二五”规划下的新一轮经济周期的产生，基本面因素会逐渐取代政策因素，市场新的趋势将会形成，而受政策收紧预期压制、估值相对合理的周期股将迎来显著的配置机遇。在 2011 年二季度前后，受益于新一轮经济周期复苏阶段的周期类股有望重获青睐，建议届时超配地产、机械设备、信息设备、化工以及建材行业。

图 65：下半年回归周期



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。