

策略主题报告

上上下下的享受

中国证券市场 2011 年投资策略

报告关键点:

- ◆ 预计企业盈利和流动性在 2011 年呈现“锅底形”形态;
- ◆ 继 2010 年之后, 指数继续表现平淡;
- ◆ 上半年看好大宗商品和新兴产业, 下半年看好房地产产业链

报告摘要:

- ◆ 2010 年全球经济复苏之路出现分化。在巨大流动性的推动下, 新兴经济体在经历 V 型复苏后, 重新进入到经济危机之前的增长轨道之中; 而同样在巨大流动性的推动下, 成熟经济体复苏势头开始放缓, 不得不借助更加宽松的流动性进一步刺激。与之关联的是, 新兴经济体与发达经济体的通货膨胀趋势显著分化, 新兴经济体普遍承受着较高的通胀压力。
- ◆ 中国经济的表现与新兴经济体的其它国家相似。一方面, 经济保持较快增速; 另一方面, 受低端劳动力短缺和食品周期双重叠加的影响, 过剩的流动性推动通胀在年末加速上升。通货膨胀问题已经成为影响 2011 年实体经济和资本市场走向的关键性问题。
- ◆ 我们预计管理层 2011 年将不得不采取加息、收紧信贷规模等多种方式抑制通货膨胀, 这些政策同时也会抑制实体经济中的总需求。即便如此, 本轮通货膨胀也可能延续到 2011 年中期才会结束。预计 2011 年信贷增速和 M2 增速均低于 16%, 因此, 2011 年的流动性整体不利于资本市场。
- ◆ 预计 2011 年上市公司盈利将继续增长, 但增长幅度将低于 2010 年。我们估计全年上市公司盈利增速不超过 15%, 其中金融行业和受管制行业盈利增速在 10-15%, 其他行业增速 15-20%。劳动力价格上涨和政府的过度调控是最大的风险。
- ◆ 在企业盈利和流动性均无亮点的情景下, 我们预计 2011 年资本市场继续保持平淡格局, 上证综指突破箱体高点 3500 点的概率很小。相对而言, 我们认为一季度(信贷大量投放期)和四季度(通胀快速下降期)资本市场的表现将好于二、三季度。
- ◆ 在行业配置方面, 我们预计 2011 年将是复杂和混乱的一年。估值、盈利和行业前景的匹配均已发展到极致, 存在修正的可能性。在一季度工业增加值回升(受节能减排运动结束的影响)、“十二五”规划开局之际, 我们相对看好新兴产业、大宗商品和主题投资。而下半年一旦通胀消退, 预计房地产产业链将获得超额收益。
- ◆ 基于人口结构变化这样的长期因素, 我们长期看好医药和消费品行业。但是, 鉴于这些行业在过去两年获得的超额收益巨大, 预计 2011 年它们的表现将相对平稳, 超额收益主要来自于自下而上的机会。

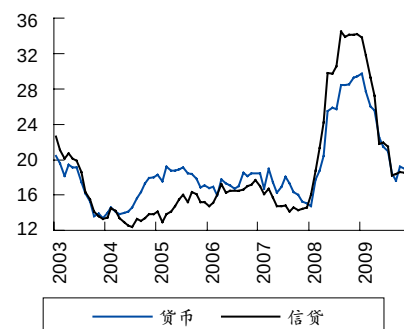
报告日期

2010-12-16

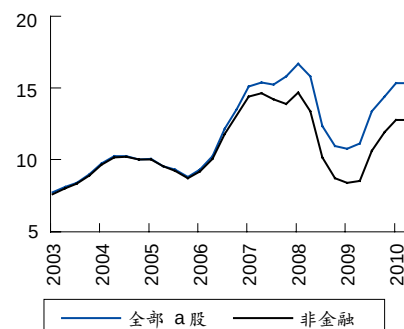
指数表现 (%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	(8.90)	7.48
上证综指	(6.63)	7.08
上证 50	(10.47)	4.45
深成指	(9.07)	8.20
中小板指	(1.25)	9.61

货币信贷余额同比增速 (%)



A 股上市公司 ROE (%)



前期研究成果

《开启潘多拉魔盒》	2010-11-22
《增持与减持: 另一面镜子》	2010-11-4
《千里马常有》	2010-10-19

研究员

程定华 首席策略分析师
021-68766193
chengdh@essence.com.cn
证书编号: S1450209070222

诸海滨 策略分析师
021-68766170
zhuhb@essence.com.cn
证书编号: S1450208090169

范妍 策略分析师
021-68765053
证书编号: S1450210010313

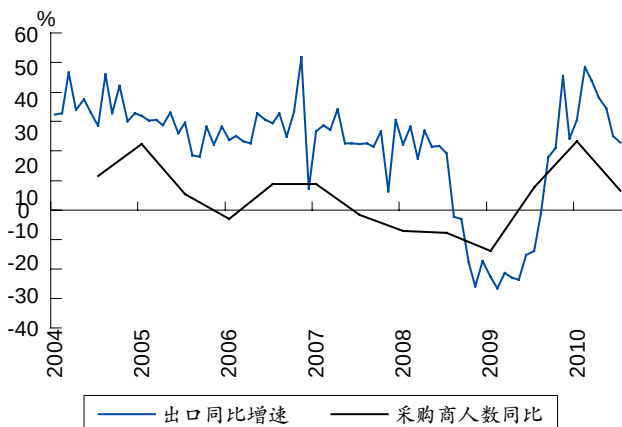
“锅底形”经济

消费稳中有升、出口趋势下滑

出口、投资、消费是拉动经济增长的三个基本要素。展望 2011 年，我们的基本看法是：

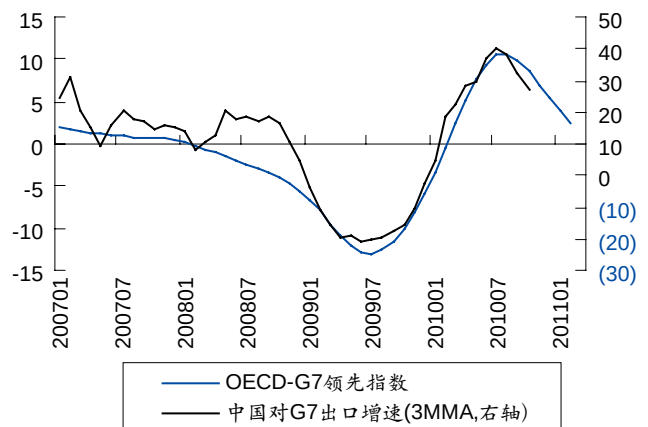
出口增速下滑的趋势比较确定。历史上看，秋交会一般是判断来年出口形势可靠的领先指标，2010 年 10 月秋交会的采购商人数与春交会相比，出现了轻微的下降，而成交情况也仅仅是略有增长。这意味着从今年 4 季度到明年 2 季度我国出口的形势均不容乐观（见图 1）。同时，海外市场尤其是发达国家的经济增速正在逐季放缓，OECD 国家经济领先指标自 2010 年 4 月份起回落。考虑到 OECD 经济领先指数约领先中国出口约四至五个月，这同样预示着中国出口增速的回落（见图 2）。

图 1：历届广交会采购商人数



数据来源：广交会网站,安信证券研究中心

图 2：中国对 G7 出口增速 (%)



数据来源：OECD,安信证券研究中心

注：经济领先指标为领先 5 个月

消费增速相对稳定。我们在之前的报告中（见 2010 年 4 月 6 日《潮流正在转变》）曾经提出一个基本假设：未来十年内中国低端劳动力供应将出现趋势性下降，从而趋势性提高劳动者报酬（特别是低端劳动者报酬）在 GDP 中所占的份额，并将导致中国未来通货膨胀率中枢抬升。而劳动者报酬的上升和通货膨胀率的上升均有利于名义消费增速的加速。随着时间的推移，劳动力成本上升的影响正在全面显现（见图 3、表 1）。2011 年，我们预计低端劳动者收入增速不低于 15%，同时通胀率略高于 2010 年，在两者的共同作用下，社会消费品零售总额的增速应该不会低于 18%，保持相对稳定的格局（图 4）。

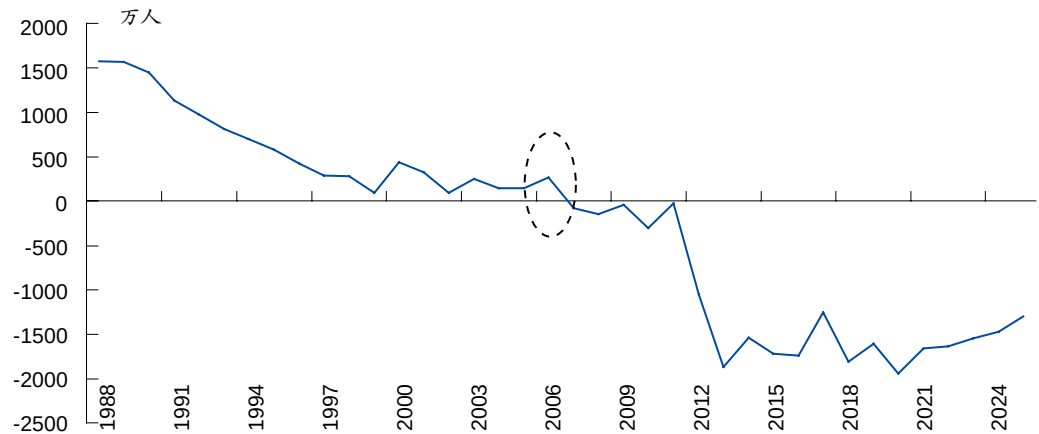
表 1：外出务工人员工资的变化（月均工资，元）

	2003	2004	2006 年 10 月	2009 年 3 季度	年复合增长率
东部 ¹	760	798	1090	1455	11.4%
中部	570	724	880	1389	16.0%
西部	560	701	835	1382	16.2%

数据来源：中国统计局农调队历年统计公报，统计对象包括了从事商业和制造业等行业的农民工

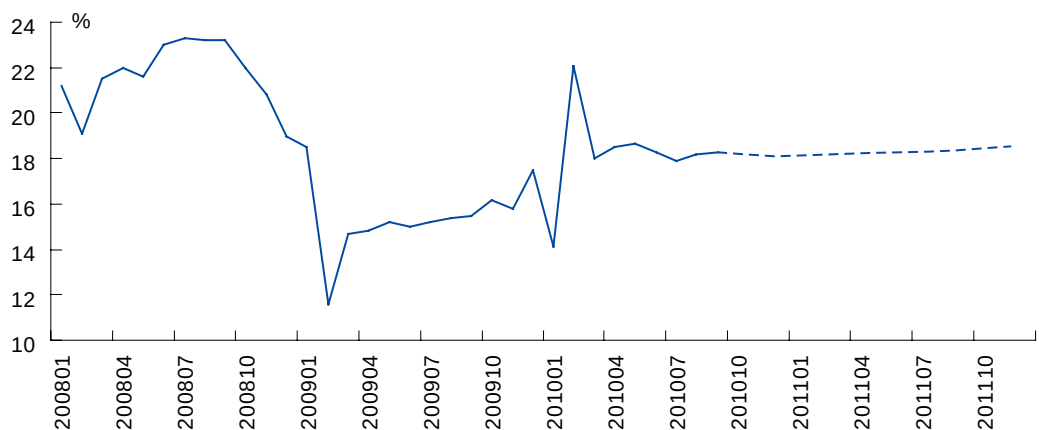
¹东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、广西、海南；中部地区包括山西、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南；西部地区包括重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆。

图 3：16 至 18 岁平均人数扣减当年大学招生人数和 50 岁退休人数



数据来源：《中国教育统计年鉴》（1980 年-2008 年）。

图 4：中国社会消费品零售总额同比增长



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

最大的变数在于投资

2011 年实体最大的变数在于投资。从产能周期的角度来看，我国目前正处于上一轮产能周期的末端，伴随着危机期间刺激性政策的退出和落后产能的清理淘汰，私人投资意愿低迷。从政府到企业，无不懂憬着新一轮产业投资周期的到来。但到目前为止，新一轮投资周期的图景尚不明朗，新的投资增长点也不清晰，这正是未来经济增长最大的不确定性。

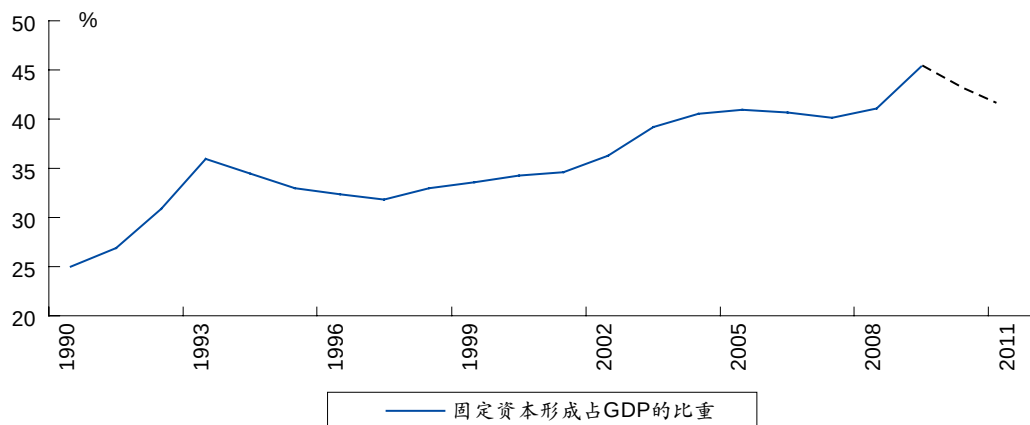
长期投资动能的耗竭

过去 20 年，中国经济的增长主要靠出口和投资拉动，固定资本形成占经济的比重由 1995 年的 25% 一路上升至 2009 年的 45%。与同样是投资拉动的其它亚洲国家相比，这样的现象也是十分罕见的（见图 5）。

日本的固定资本形成占 GDP 的比例在 1975 年达到高点，韩国固定资本形成占 GDP 的比例在 1990 年达到高点，两者均没有超过 40%（见图 6、图 7）。如果将视野放宽到其它靠发展劳动密集型加工产业起家的亚洲国家和地区，比如台湾地区、菲律宾和马来西亚，我们得到的答案也是类似的。

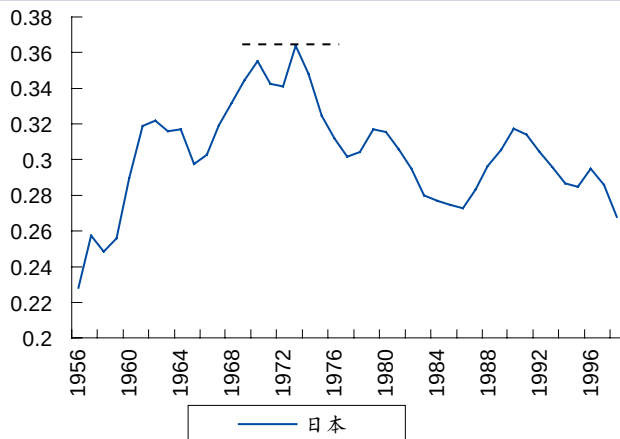
我们认为以投资高速增长拉动经济的模式是不可持续的，中国固定资本形成/GDP 比重的峰值很可能已经在 2009 年出现，未来将再也无法企及这一高度。

图 5：中国固定资本形成占 GDP 的比例



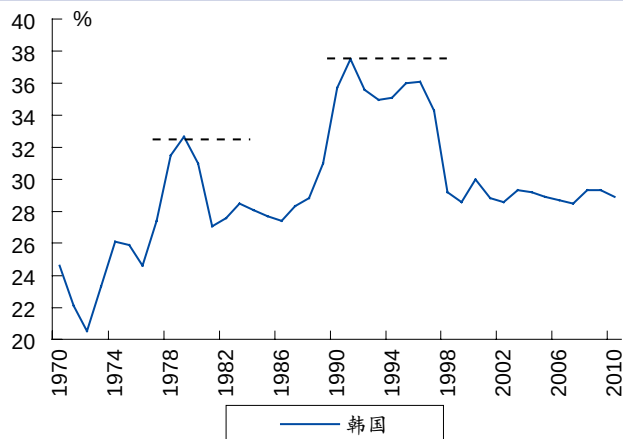
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 6：日本固定资本形成占 GDP 的比例



数据来源：日本统计局，安信证券研究中心

图 7：韩国固定资本形成占 GDP 的比例



数据来源：OECD，安信证券研究中心

短期影响投资周期的三个变量

当然，长期的趋势并不能完全代表短期的波动，如果我们仅将视野投向未来一年，那么短期影响投资的变量有三个：一是“十二五”开局之年新兴产业的投资规模；二是传统产业投资的变化方向；三是房地产投资周期的波动。

2011 年是“十二五”规划的开局之年。从“十一五”开局之年的投资表现来看，政策扶持的行业确实出现过投资加速的现象（见表 2）。比如农业、金融、科技、信息、交通运输等行业 2006 年投资增速均超过了 2005 年。但由于受鼓励产业占投资的比重绝对规模有限，因此在绝大部分传统行业受制于产能过剩压力的情况下，五年规划并没能改变投资的全貌，2006 年全年，投资增速较上一年不升反降。

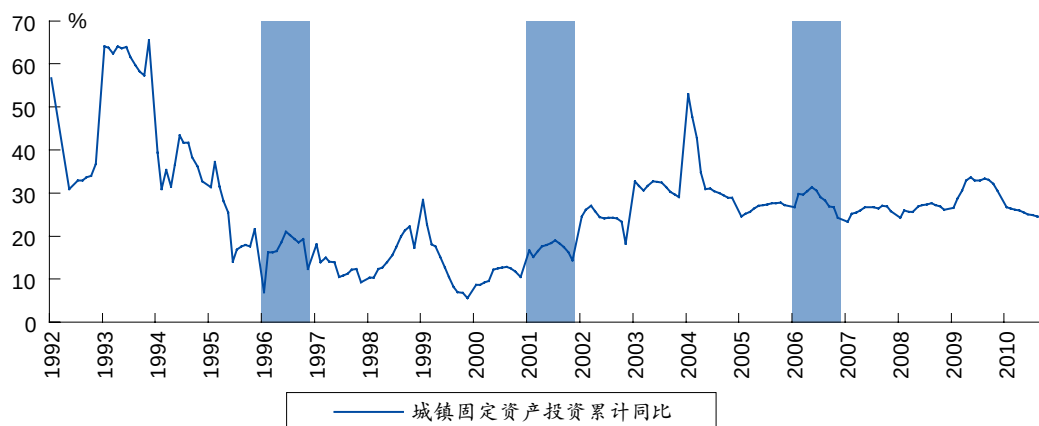
从历史经验来看，五年计划开局并不能改变投资周期原有的趋势。比如 1996 年和 2006 年，处于产能调整周期，投资增速都比上一年出现了下滑。2001 年处于轻工业向重工业转型的期间，投资连续 3 年上升（见图 8）。

表 2：“十一五”开局之年的分行业投资增速变化（%）

	2004	2005	2006	2007	2008
农林牧渔	20.3	27.5	30.7	31.1	54.5
煤炭开采	60.8	65.6	27.2	23.7	33.6
食品	25.2	48.2	42.6	26.1	17.8
纺织	24.1	38.0	21.1	20.9	1.3
家具	43.0	80.1	44.8	43.1	31.3
造纸	34.1	31.6	18.4	26.5	25.4
石油化工	98.8	25.8	17.9	50.3	29.4
化学原料	41.4	33.7	19.9	38.1	35.5
医药制造	17.9	16.6	8.0	10.2	25.9
建材	43.6	26.6	33.0	50.8	46.6
黑色金属	26.9	27.5	(2.5)	12.2	23.8
有色金属	23.4	32.4	27.9	34.9	43.1
通用设备	52.9	81.6	52.9	49.4	38.3
专用设备	34.7	68.9	39.8	55.7	34.1
交运设备	43.2	51.1	25.2	38.5	39.1
电气设备	64.2	44.9	45.6	44.9	45.1
通信电子	32.7	18.2	38.7	24.3	17.6
公用事业	43.5	31.1	12.5	9.8	15.4
建筑	40.4	57.7	50.1	48.5	30.4
铁路运输	16.5	45.7	60.9	20.2	61.2
公共交通	(9.7)	34.4	61.1	35.1	21.9
航空	23.3	10.6	53.2	28.1	(3.8)
信息服务	(2.5)	(5.8)	14.4	1.3	17.1
批发零售	39.7	31.6	23.0	28.9	29.2
金融	3.9	5.6	11.7	25.4	62.6

数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 8：五年计划开局之年的投资增速变化



传统产业的投资周期也是一个重要的变量。我们在之前报告强调，钢铁等传统产业新一轮投资周期的启动需要 3 个前提：一是行业利润的趋势性恢复；二是在产能利用率高位的同时，库存下降；三是价格企稳或上涨（见 2010 年 7 月 19 日《从产能调整看周期性行业盈利底部》）。

受到 3、4 季度拉闸限电的影响，许多传统制造业出现了库存下降，价格上升的局面，但建立在价涨量跌背景下的库存去化并不能代表产能调整周期的结束。我们可以看到，从三季报公布的分行业盈利情况来看，有色、钢铁、电力、化学原料的盈利能力并没有有效的恢复。有些传统产业的盈利能力已经连续 5 个季度低位徘徊，比前期的盈利高点下降了整整一个台阶（见图 9-图 12）。

图 9：有色行业单季度净利润率

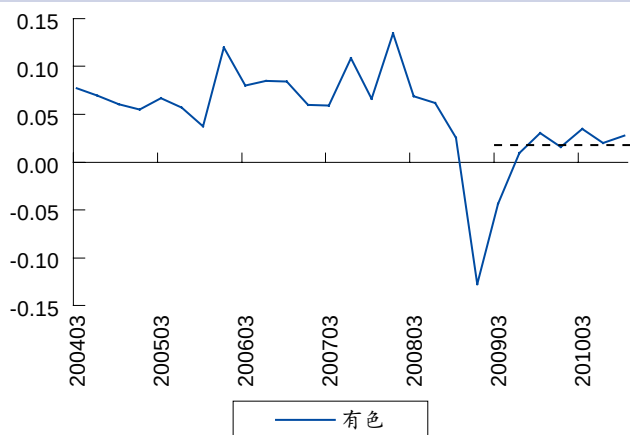


图 10：钢铁行业单季度净利润率

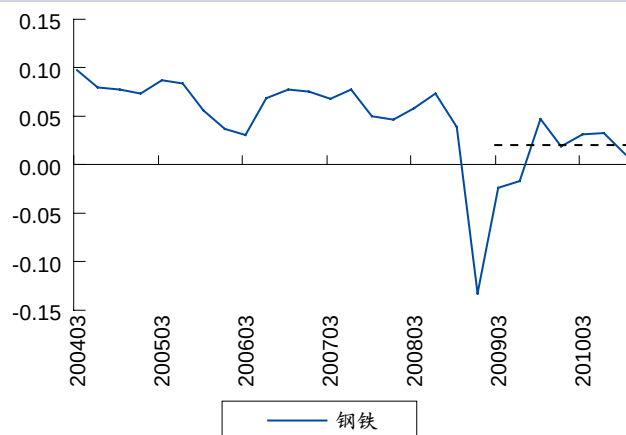
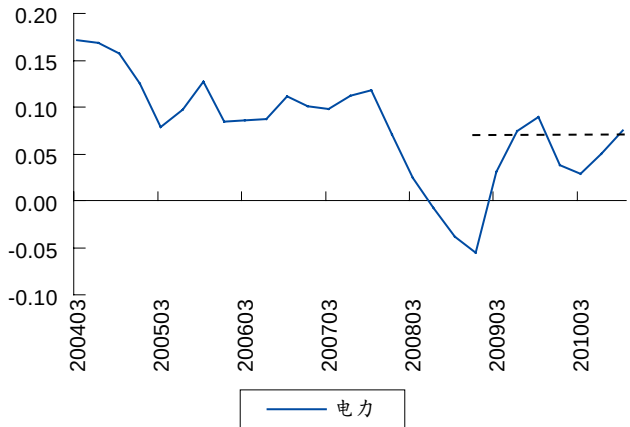
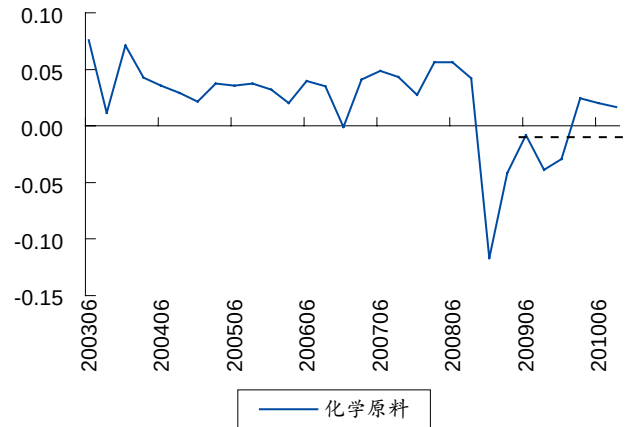


图 11：电力行业单季度净利润率



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 12：化学原料行业单季度净利润率



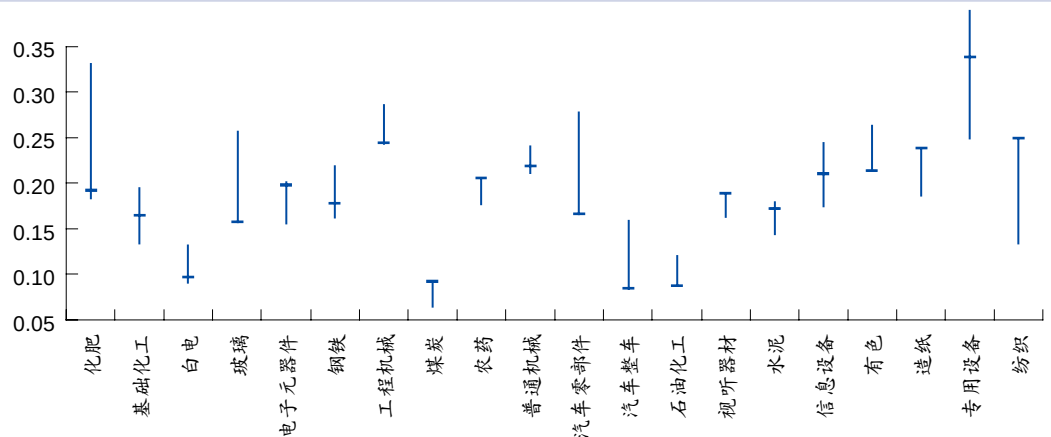
数据来源：WIND, 安信证券研究中心

第三个影响投资的变数来自于地产。我们将所有的制造业库存情况与历史峰值相比，绝大部分的行业都处于历史偏低的水平，仅有地产、纺织（囤积原材料）、煤炭（电力等行业需求疲软、拉闸限电影响）、农药、黑电等少数几个行业的库存接近历史峰值（见图 13）。值得关注的是，虽然 3 季度的地产销售相当红火，甚至略微超过我们乐观预期的上限（见《地产指引方向》，2010 年 9 月 13 日），但是 3 季度公布的房地产上市公司的存货/营业成本(TTM)仍然在继续上升，其库存上升的幅度也是所有行业中最严重的（见图 14）。

如果考虑地产新开工情况，明年上半年即便房地产销售增长 30%（过去 10 年的复合增速在 26%左右），地产企业的库存也将继续累积（见图 15）。

无论从新兴产业、传统产业还是地产行业的投资来看，我们无法找到新一轮产能周期启动的迹象，因此我们判断明年尤其是明年上半年的投资增长可能不容乐观，投资增速稳中趋缓将是大概率事件。

图 13：过去五年 3 季报与 2010 年 3 季报的上市公司库存/营业成本

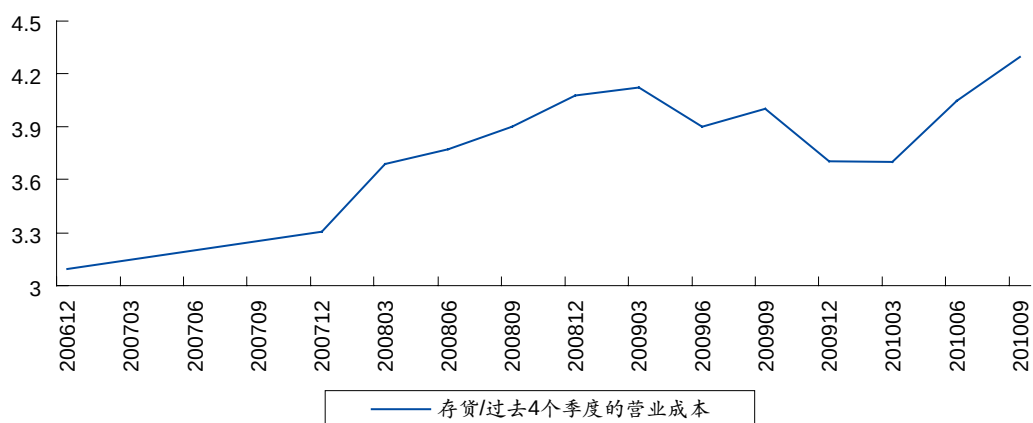


数据来源：WIND，安信证券研究中心

注：影线表示过去五年同期上市公司库存的最高点和最低点，横线代表目前的库存水平。

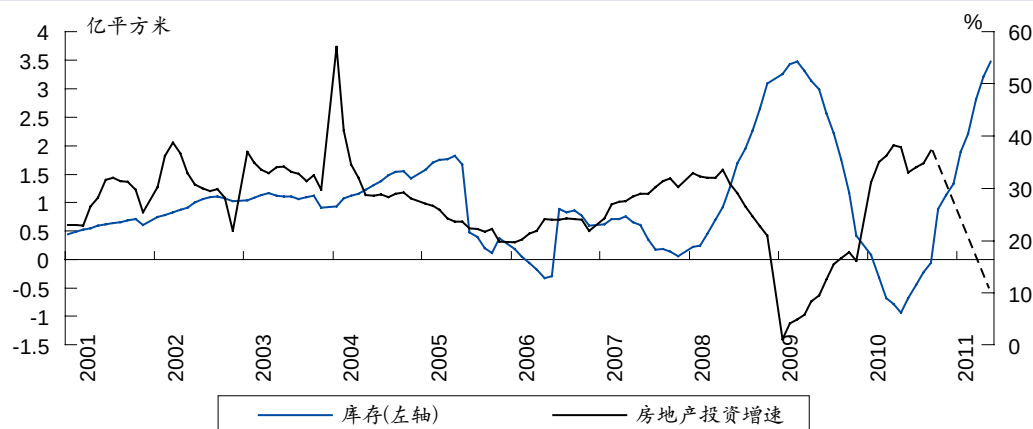
全部采用 3 季报是为了避免季节效应对结论的影响。

图 14：房地产上市公司库存/营业成本



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 15：房地产企业库存与投资



数据来源：WIND，安信证券研究中心

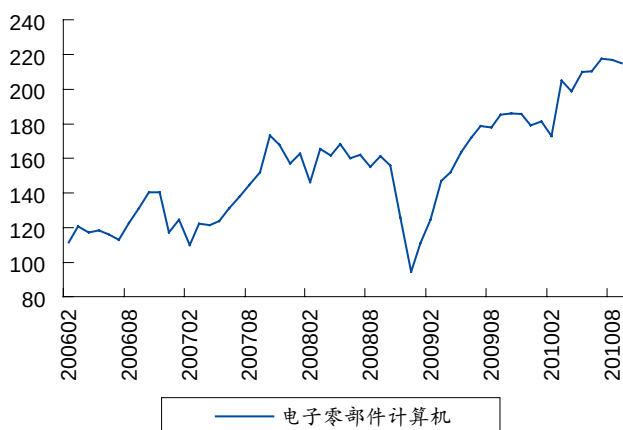
全球投资周期的联动

除了国内因素以外，部分行业自身周期的兴替甚至比本国的经济周期更具影响力。这些产业的基本特征是高度全球化。

例如电子行业，尽管美国经济增速已经连续 3 个季度放缓，但电子行业的开工率还在节节攀高。就电子行业而言，美国、韩国、台湾的工业增速都在 20% 以上（见图 16-图 19）。另一个例子是大宗商品，虽然国情不同，但各国钢铁、有色等行业的生产趋势也是类似的。美国、日本等主要钢铁生产国的开工率目前尚不足 2008 年末的 9 成，中国、韩国虽然国内经济增速很高，但基础金属行业工业产出的增长也相当缓慢（见图 20-图 23）。

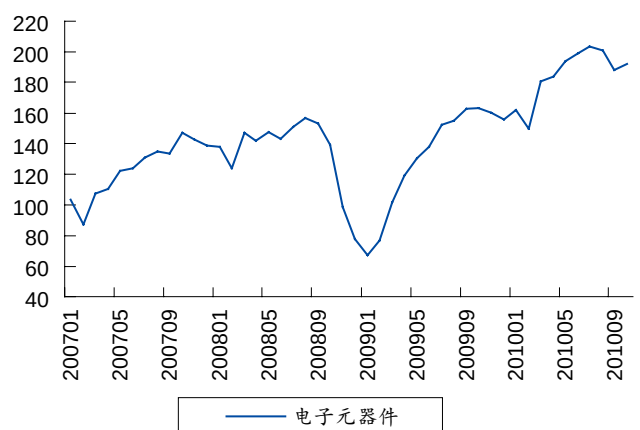
如果将全球投资周期看作一个整体，那么中国投资所处的位置还是靠前的，从产能利用率的恢复情况来看，主要发达国家的投资周期的启动可能比中国更为迟缓（见图 24、图 25）。为数不多的增长点来自于亚洲新兴国家，尤其是人口资源丰富的印尼、印度、越南等国。但仅仅靠这些国家的投资体量，带动全球产能周期的启动无异于杯水车薪（见图 26、图 27）。

图 16：韩国工业生产指数分行业



数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

图 17：台湾工业生产指数分行业



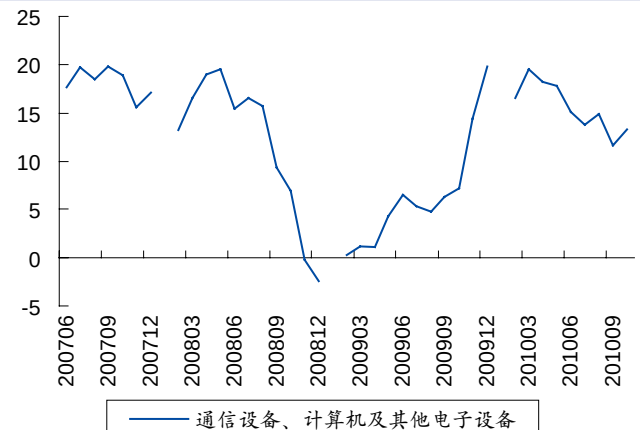
数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

图 18：美国工业生产指数分行业



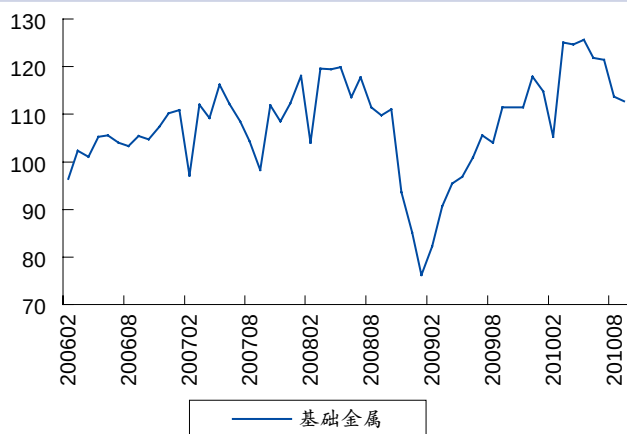
数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

图 19：中国工业增加值同比增速分行业 (%)



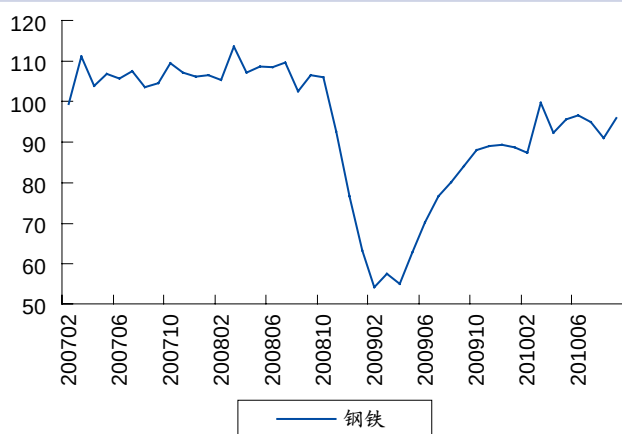
数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

图 20: 韩国工业生产指数分行业



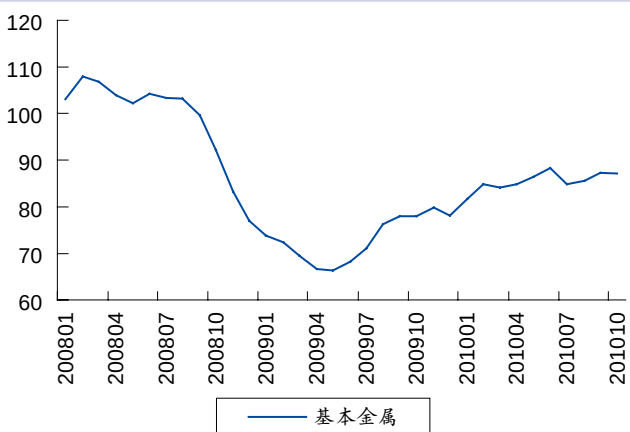
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 21: 日本工业生产指数分行业



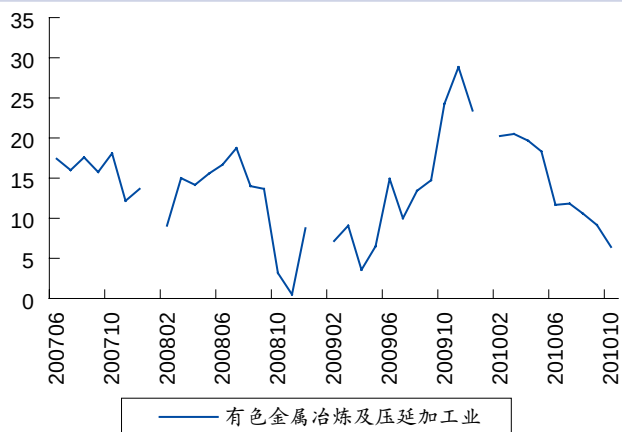
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 22: 美国工业生产指数分行业



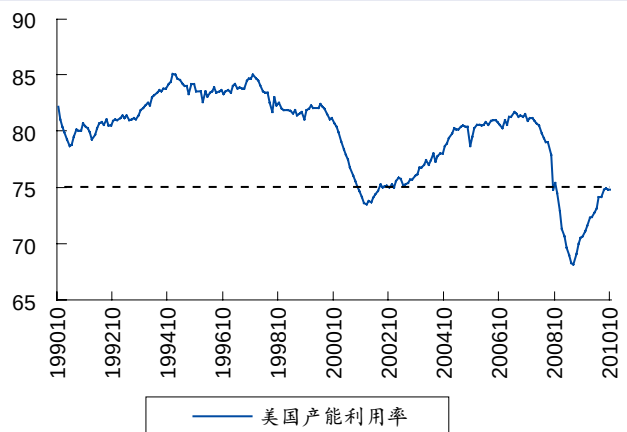
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 23: 中国工业增加值同比增速分行业 (%)



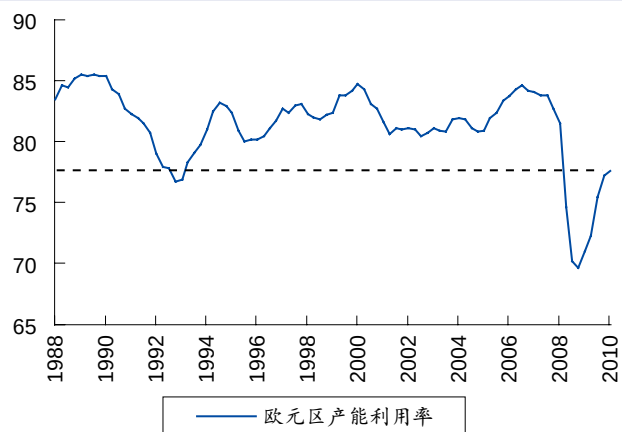
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 24: 美国产能利用率 (%)



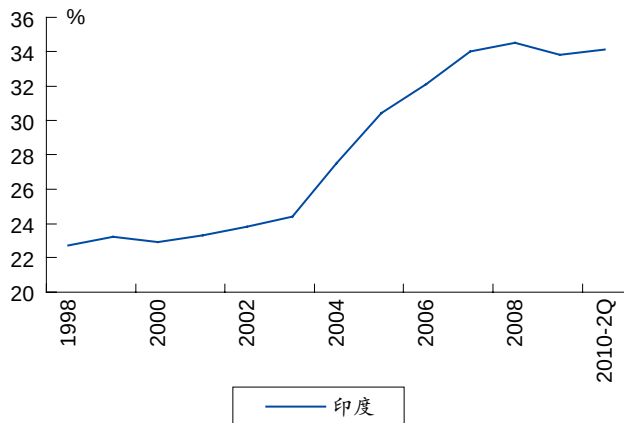
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 25: 欧元区产能利用率 (%)



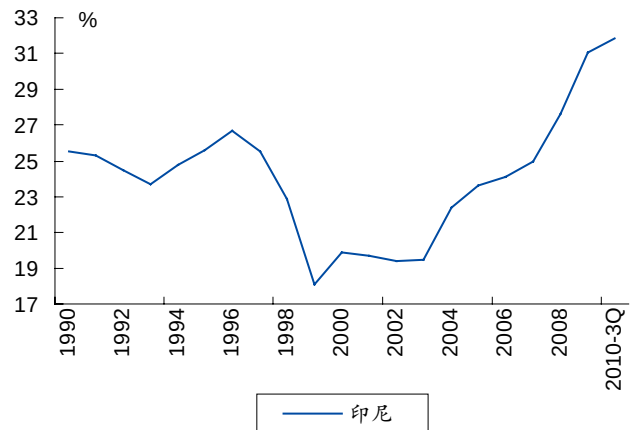
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 26：印度固定资本形成占 GDP 的比例



数据来源：OECD, 安信证券研究中心

图 27：印尼固定资本形成占 GDP 的比例



数据来源：OECD, 安信证券研究中心

实体经济呈现“锅底形”

综合三驾马车的趋势，我们认为明年整体的经济增速可能略低于今年，全年呈现“锅底形”走势。2011 年一季度，由于拉闸限电等扰动因素的消失，经济增速可能短暂回升，但在高通胀，紧货币以及地产投资下滑的制约下，第二季度和第三季度经济可能低位徘徊，直到年末通货膨胀回落、政策放松时，经济才可能再度出现新一轮增长。

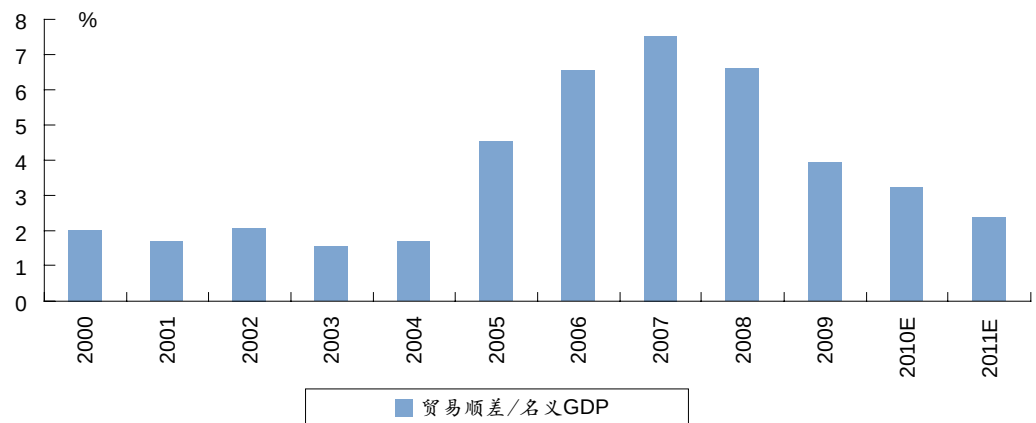
“锅底形”流动性

流动性总量与分配格局

我们认为，流动性的基本来源是新增外汇占款和新增银行信贷，其中新增外汇占款涵盖了贸易顺差、直接投资和资本流入。

贸易顺差与产能周期的运行方向相反。在国内供大于求的情况下，贸易顺差出现上升，例如 1998 年和 2005-2006 年；在国内供小于求的情况下，贸易顺差下降，例如 1992-1993 年或者是 2002-2003 年（见表 3）。在中国经济外冷内热，内需强于外需的背景下，我们预期 2011 年贸易顺差占 GDP 的比重将较今年进一步下滑，处于历史低位（见图 28）。

图 28：贸易顺差占 GDP 的比重



数据来源：WIND，安信证券研究中心

表 3：经济周期的四种表现形式

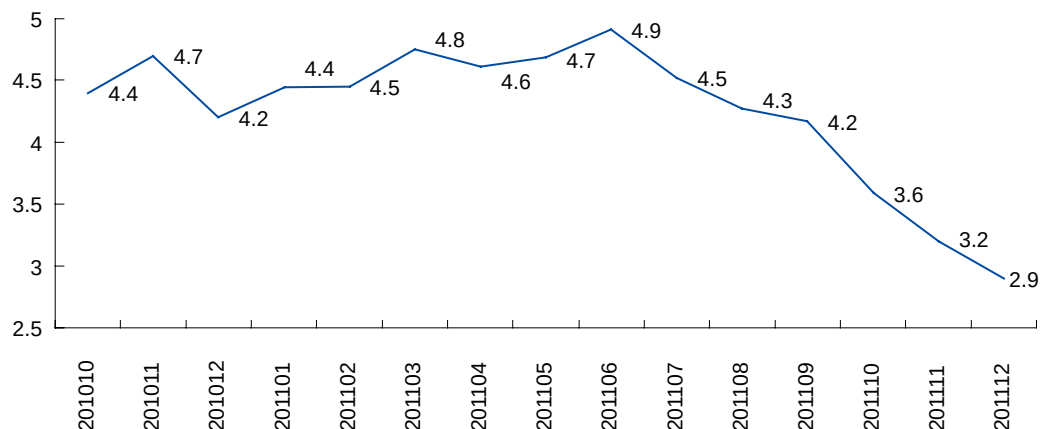
	经济总量	价格水平	企业盈利	贸易顺差	流动性	典型样本
总需求扩张超过总供给(I)	↑	↑	↑	↓	↓	2003
总供给上升超过总需求(II)	↑	↓	↓	↑	↑	2005-2006
总供给收缩超过总需求(III)	↓	↑	↑	↓	↓	2H2007-1H2008
总需求收缩超过总供给(IV)	↓	↓	↓	↑	↑	1997-1998

数据来源：安信证券研究中心

由于贸易顺差对于流动性的总体贡献偏弱（见本文 1.1 章节的分析），我们认为未来 1 年流动性水平总体受制于国内信贷的变化，即取决于通货膨胀水平的变化趋势。

按照安信宏观小组的假设，猪粮比于 2011 年年中上升至 7.5 左右的高位，春节过后蔬菜价格下跌（跌幅比往年有所扩大），粮食价格上涨 10%，那么 2011 年前三个季度，通货膨胀都不会低于 4%（见图 29）。在这样的假设下，我们预期从紧的货币政策以及数量化调控手段可能持续到 2011 年三季度，全年的信贷总量将控制在 6.5 万亿-7 万亿左右。

图 29：CPI 路径 (%)



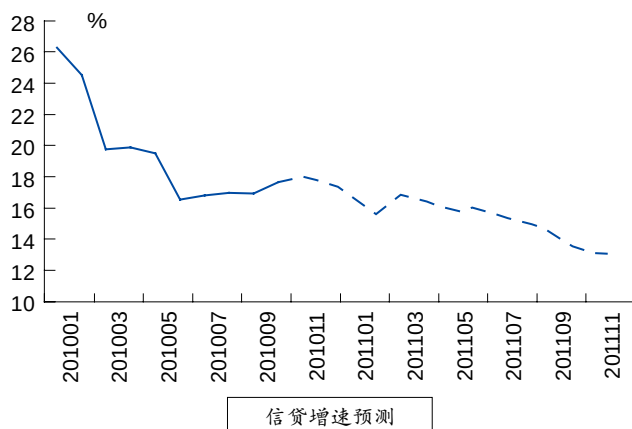
数据来源：安信宏观和固定收益小组预测

从历史的经验来看，如果全年的贷款额度偏低，那么银行的信贷分布就会出现严重的失衡，因为抢先放贷的银行将从中受益，从而导致一季度信贷占比偏大。

例如，2003 年 3 季度-2005 年 2 季度、2007 年 4 季度-2008 年 3 季度，中央银行也曾以控制信贷额度的方式调控流动性，而实际上 2004 年、2008 年 1 季度的信贷投放并不差，2004 年 1 季度信贷占全年信贷投放的比重超过 35%，2008 年 1 季度信贷投放也占到了全年的 3 成以上（见图 31）。需要指出的是，造成 2008 年 1 季度信贷偏低的原因是因为 2008 年 4 季度出现了反季节的信贷放松，2008 年 4 季度我国信贷投放量堪与 2008 年 1 季度相媲美，这在历史上是非常罕见的。如果不考虑这个因素的影响，2008 年 1 季度投放的信贷比例并不低。我们假设明年信贷投放的节奏为 4:3:2:1，那么全年的信贷增速将逐步下降，年初约在 16%-17% 的水平，年末下降至 13%-14% 的水平（见图 30）。

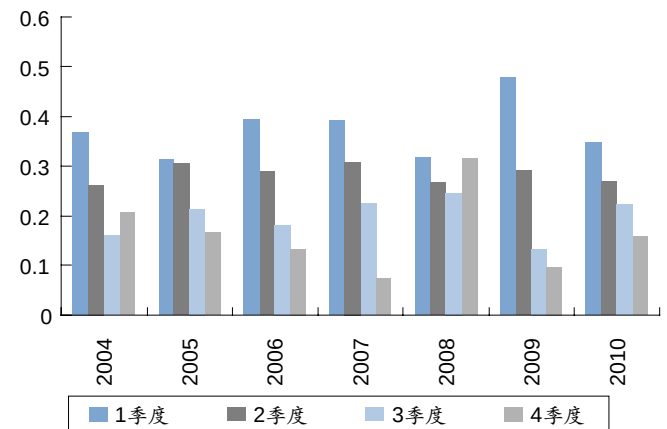
考虑到 2011 年实体经济增长速度在 9% 左右，通货膨胀大部分时间高于 4%，名义 GDP 增速上半年在 15%-16% 左右的水平，下半年下降至 14%-15% 左右的水平，那么全年流动性偏紧，一季度和四季度是全年流动性最好的时点，但也仅仅处于弱平衡状态（见图 32）。如果 2 季度通货膨胀反复，政策存在加码的可能性，届时流动性可能比我们目前所预测的更为紧张。

图 30：信贷增速预测



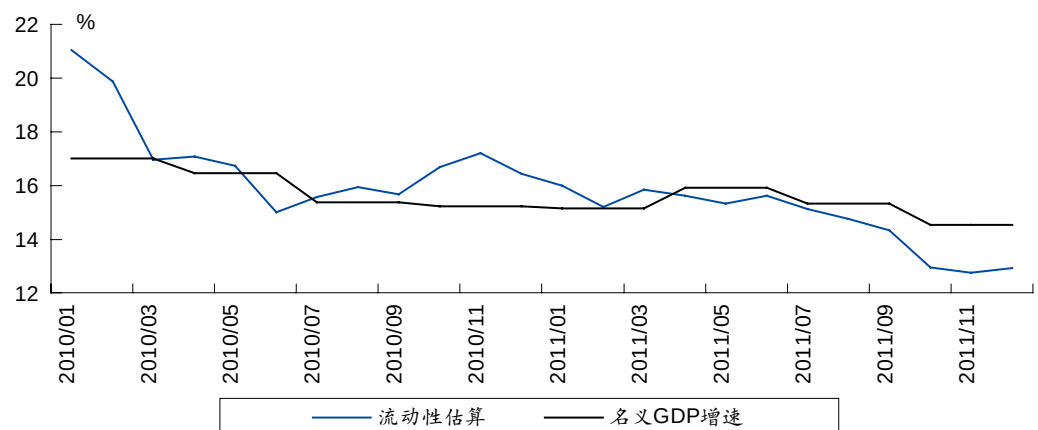
数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 31：信贷季度投放比例



数据来源：Wind, 安信证券研究中心

图 32：流动性与名义 GDP 增速估算



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

银行配置行为

利率水平的变化是观察资金松紧的重要指标之一，一方面利率上升的幅度（扣除法定利率变化的部分）可以及时反映出流动性的松紧；另一方面，在风险溢价不变的情况下短期利率的上升意味着资金成本太高，使得股票估值中枢面临下降压力。

在央行近期连续 2 次上调准备金率之后，我们观察到银行间市场的利率水平全面抬升。其中 6 个月票据转贴利率和直贴利率已逼近 9 月末的阶段性高点（见图 33、图 34）。

如果进一步考察中长期债券收益率，我们预计 2011 年一季度仍然有进一步上升的可能性。一方面，由于临近春节，蔬菜、禽肉等农副产品价格都会出现季节性的上涨，通货膨胀在明年一季度处于比较高的水平，加息是大概率事件。另一方面，如果一季度银行抢先放贷，在流动性总量抽紧的压力下，债券类资产将被继续抛售，从而推高收益率。

目前，10 年期国债收益率与股票收益率仅相差 30-40 个基点（见图 35），如果一季度国债收益率再度攀升，股票市场的估值水平面临向下调整地压力。

图 33：银行间同业拆借利率抬升（%）

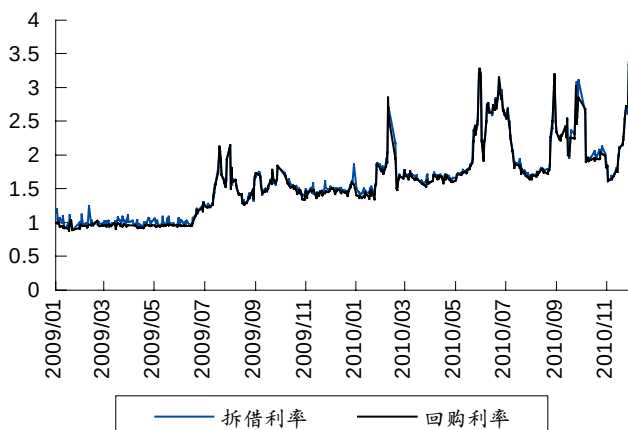
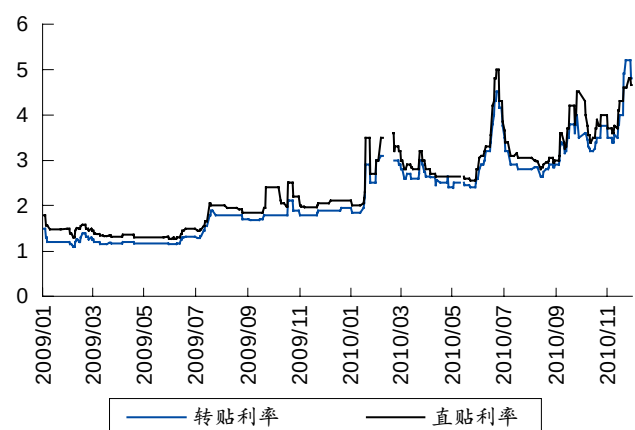


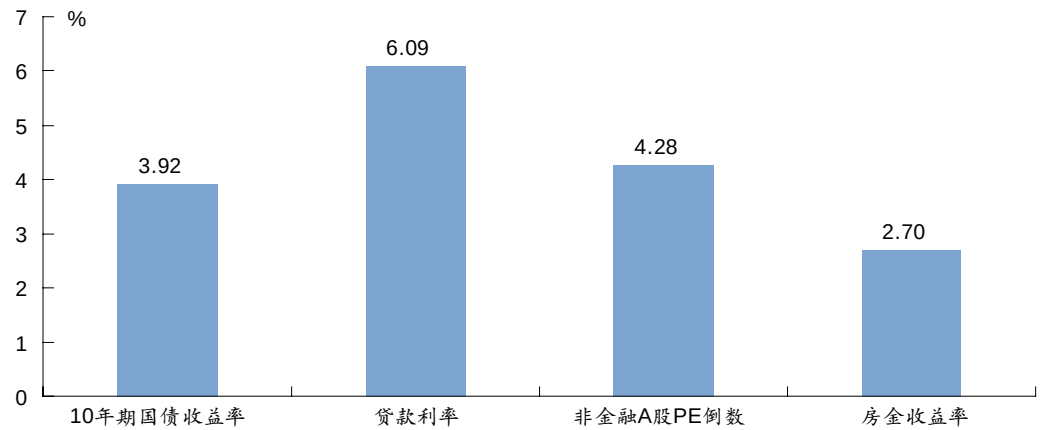
图 34：票据利率抬升（%）



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

数据来源：Wind, 安信证券研究中心

图 35：大类资产收益率



数据来源：WIND、安信证券研究中心

注：数据截至 2011 年 11 月 22 日，贷款利率指 9 月末一般贷款加权平均利率。

概括而言，我们认为 2011 年流动性处于弱平衡状态。其中一季度（信贷大量投放期）和四季度（通胀快速下降期）流动性好于二、三季度。

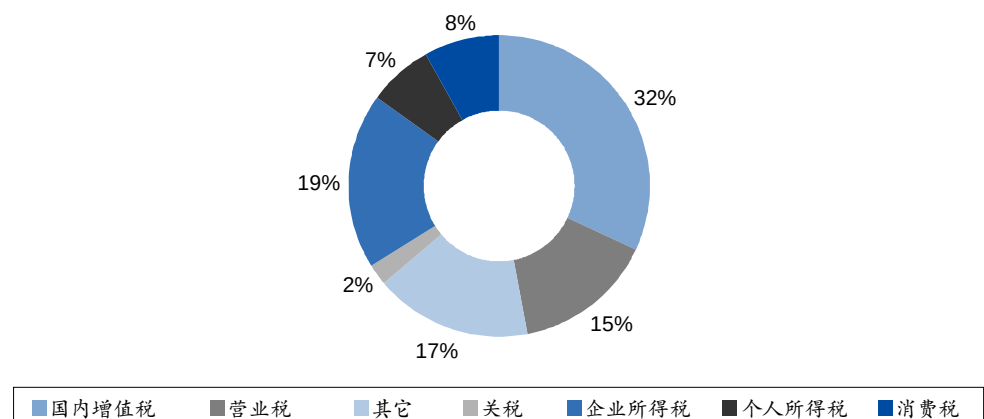
政策的转机

虽然我们预期全年流动性中性偏紧，但是财政收入的变化路径可能使我们流动性预测面临挑战。

流转税为主的税收体系依赖于通胀

从中国的财政收入结构来看，税收收入占 9 成比例。其中，流转税在税制结构中一直处于主导地位。根据《2010 年中国统计年鉴》，2009 年，流转税占中国总税收收入的比重接近 7 成（见图 36），是政府税收收入、财政收入的主要来源。

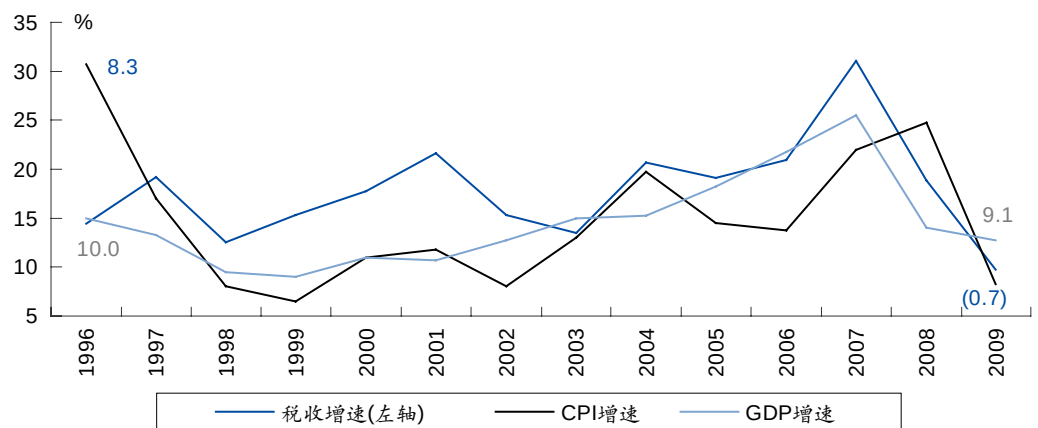
图 36：2009 年，我国税收收入中流转税占 70%以上



数据来源：《2010 年中国统计年鉴》，安信证券研究中心

流转税主要由增值税、消费税、营业税三大主体税种构成，根据计税依据的不同可分为从价税和从量税两类。流转税的计税依据决定了中国税收收入无论对于价格因素还是经济总量因素都异常敏感。如果调控出现失误，导致价格水平和经济总量同时向下调整，那么税收收入增速可能在下半年迅速下降，到年末下降至 10% 以下的水平（见图 37）。

图 37：税收、GDP 与 CPI

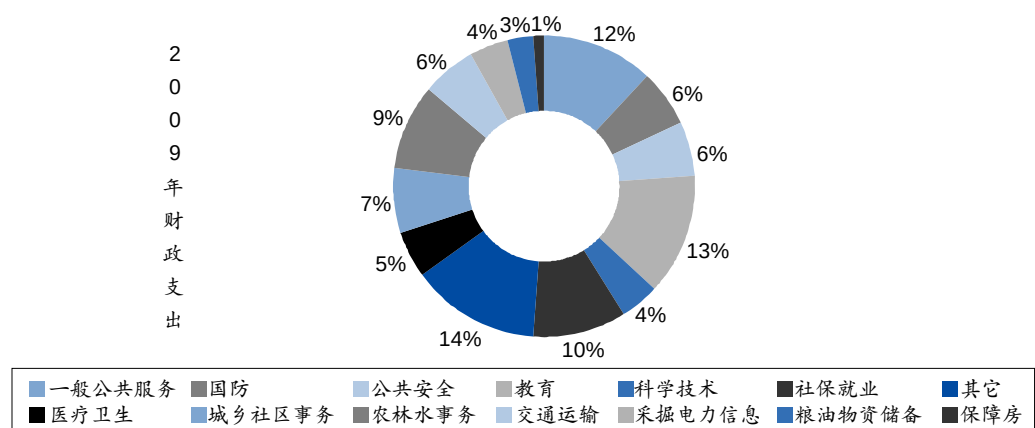


数据来源：《2010 年中国统计年鉴》，安信证券研究中心

财政支出相对刚性

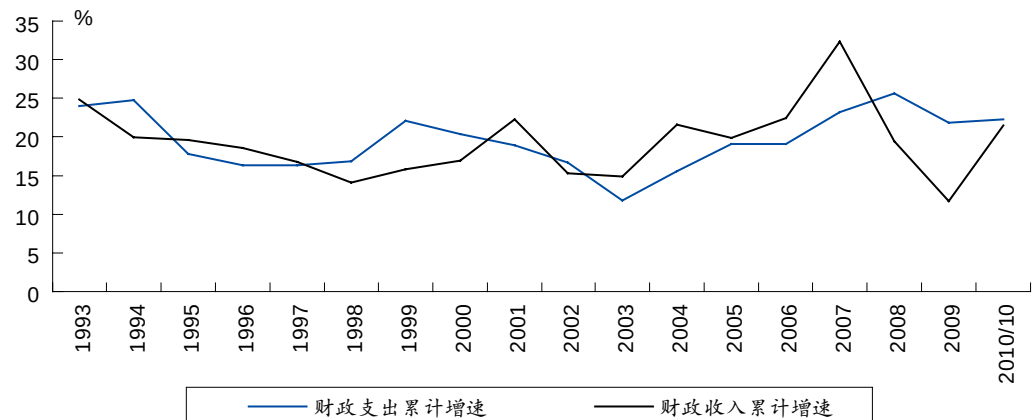
从财政支出的结构来看，财政支出对于经济量价指标的变化并不敏感，甚至存在负相关性。财政支出主要由年初公布的财政预算决定，医疗、社保、公共服务、科教、公共安全、农业和国防、保障房等项目占财政支出的 8 成以上（见图 38）。因此，即使财政收入出现下滑，财政支出也是相对刚性的（见图 39）。如果财政收入逐季下滑，支出又相对刚性，财政赤字就会急剧上升。

图 38：财政支出分布



数据来源：《2010 年中国统计年鉴》，安信证券研究中心

图 39：财政支出相对刚性

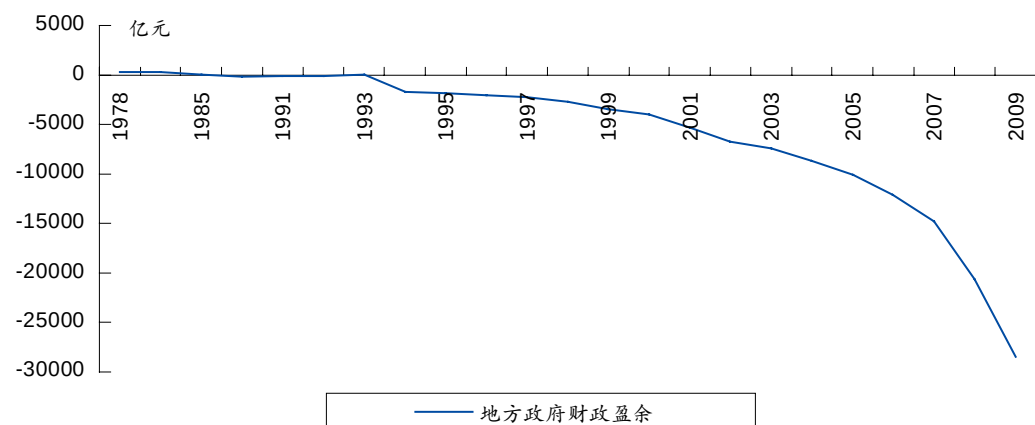


数据来源：《2010年中国统计年鉴》，安信证券研究中心

地方政府的土地财政

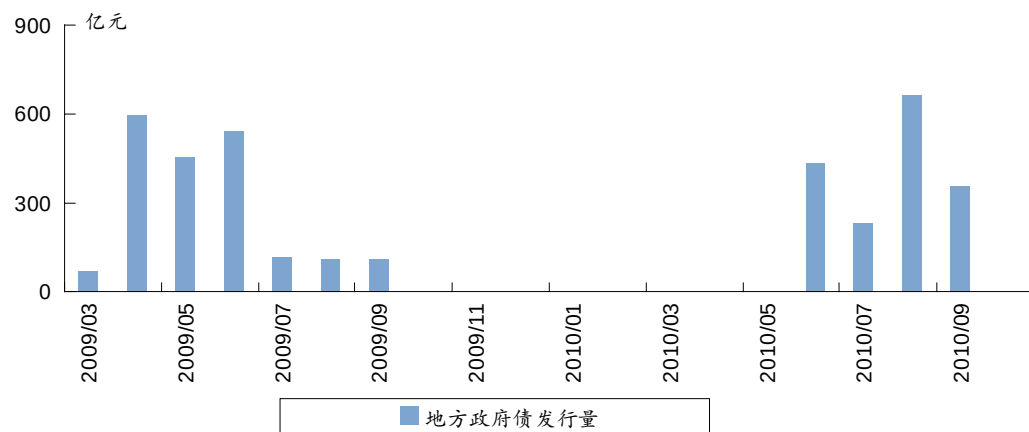
除了中央财政支出以外，地方政府债务问题更值得关注。中国地方政府财政赤字每年以15%以上的速度攀升，2009年地方政府的财政赤字已经达到2.8万亿元左右（图40）。根据目前的《预算法》，地方政府不得举债，通过中央代理地方债券的规模相对于庞大的地方财赤规模显得微不足道（见图41）。同时，通过银行信贷渠道融资也处于冰冻状态。赤字主要靠预算外土地收入以及中央政府转移支付来补贴。2009年仅土地出让收入一项就达到了1.6万亿元，占地方财政支出的30%左右（见图42）。

图 40：地方政府财政盈余



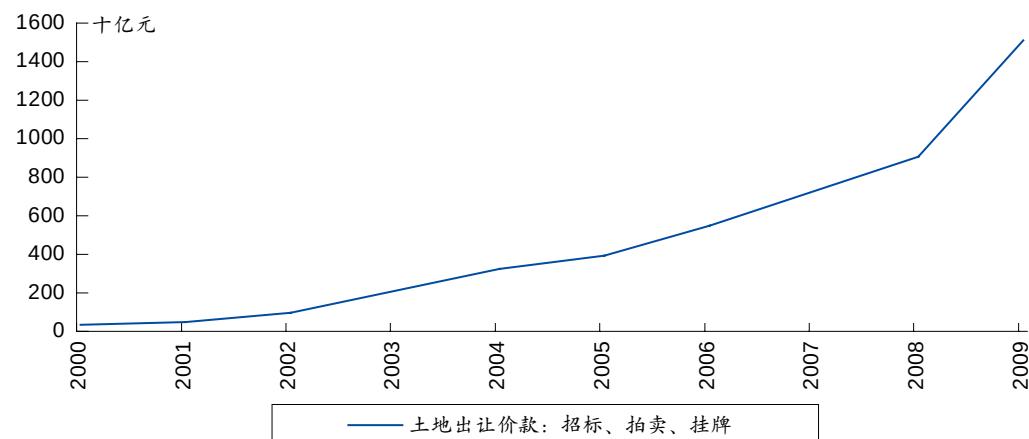
数据来源：《2010年中国统计年鉴》，安信证券研究中心

图 41：地方政府债发行量



数据来源：Wind，安信证券研究中心

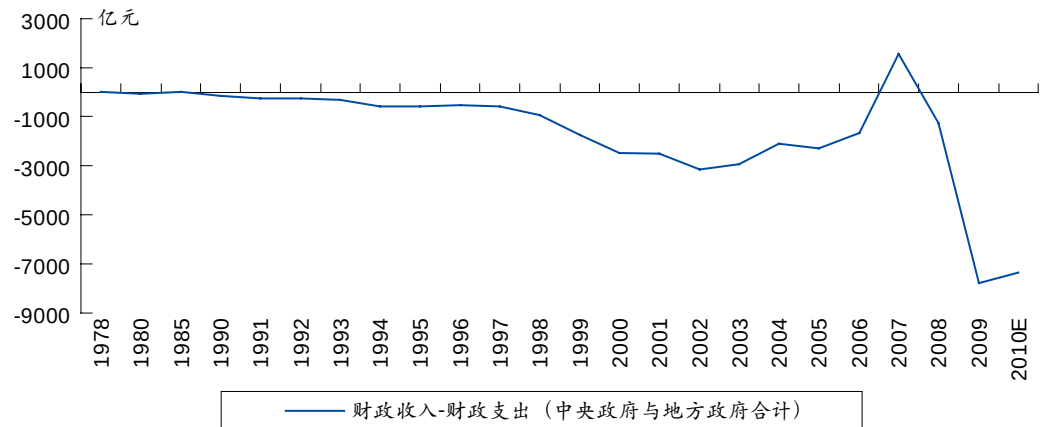
图 42：土地出让价款



数据来源：《2010年中国统计年鉴》，安信证券研究中心

在地方政府资金缺口和中央财政税收下降的影响下，如果年底不放松对地产行业和流动性的控制，那么保障性住房、社保和医保改革很快将变成无米之炊（见图 43）。

图 43：财政赤字



数据来源：《2010 年中国统计年鉴》、安信证券研究中心

我们预期通货膨胀下降的速度越快，政策出现转机的可能性就越大。如果 2011 年末通货膨胀能够被控制在 2% 以下，那么股市的中期底部就基本确立。

风格与行业

一季度看好新兴产业、大宗商品和主题投资

2011 年一季度，在流动性相对较好的情况下，我们预期大盘将维持小幅反弹格局，新兴产业、大宗商品和主题投资可能会获得超额收益。

新兴产业

战略性新兴产业包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等七大产业和数十个子行业。这些产业在未来十年将迎来高速增长。

在经济转型的大背景下，新兴产业的盈利和收入的增长普遍高于市场平均水平，在未来一段时间里仍是非常抢眼的增长点，市场也因此赋予新兴产业较高的成长溢价。

今年年底到明年年初，与十二五规划配套的产业政策将陆续出台。我们预计两会前后，将会密集出台新兴产业扶持政策（见表 4），成为新兴产业股票上涨的催化剂。

表 4：七大产业政策出台时点判断

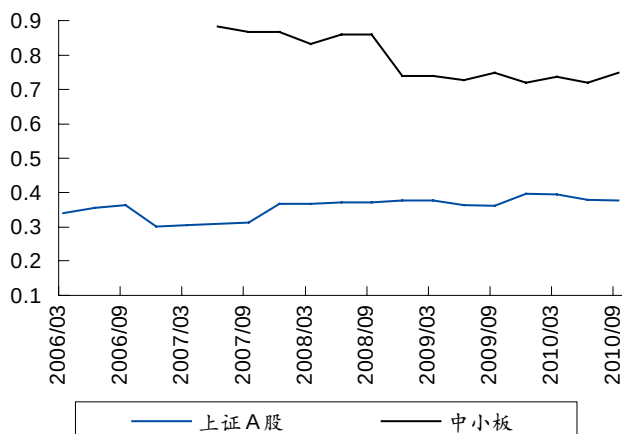
新兴产业	细分类别	未来可能出台的政策	政策出台可能时间点判断
节能环保	环保装备	《十二五节能环保装备专项规划》正在起草制定,此规划将加大政策支持力度,完善标准体系,提高自主创新能力,引导节能环保装备制造有序发展。《节能环保产业发展规划》目前三轮征求意见程序已全部结束,该规划有望在 10 年 11 月到 12 月间出台。	2011 年上半年有望出台《十二五节能环保装备专项规划》; 2011 年 1 季度有望出台《节能环保产业发展规划》
	物联网	国家标准化委员会、工信部等相关部门已于 10 年 6 月成立了物联网标准联合工作组,标准化工作。车联网将列为重要项目。	2011 年上半年有望出台的战略新兴产业规划中将包括此项
生物	生物医药、医疗器械	《十二五生物医药产业振兴规划》,从宏观的新医改政策全面实施、基药扩展版、新版 GMP (药品生产管理标准)、生物医药 863 计划、重大新药创制科技专项,到细化行业的《重大传染病专项》、《药品注册管理办法》、《医疗器械新管理办法》、《全国药品流通行业发展规划纲要》、《中药注射液的 689 新技术标准》等政策,包括各地的生物医药扶持政策,都有望年内出台。	2010 年底有望出台《十二五生物医药产业振兴规划》,发改委在 8 月初已经完成了该规划初稿
	生物育种	《生物产业发展十二五规划》将出台具体的政策和路线图,并将从资金、技术和税收等方面给生物育种相关企业带来实质性有利的发展机遇。	2011 年 3 月左右有望出台《生物产业发展十二五规划》,发改委在 7 月中已提交国务院报批,明年两会之后有望出台
高端装备制造	电气电机	中国电力联合会正在制定《电力行业'十二五'规划报告》预审稿,目前已成稿,进入了向电力企业征求意见和讨论阶段,该稿件将为能源局在制定《电力行业'十二五'规划报告》时提供意见和参考。《特高压“十二五”规划》由国家电网提出,特高压占投资比重由不到 1%上升至 30%,五年间有合计 4900 亿投向特高压。	2011 年第一季度有望推出《电力行业'十二五'规划报告》《特高压电网“十二五”规划》
	高铁	全国铁路十二五规划编制刚启动。预计“十二五”期间,快速铁路网(时速 160 公里以上)将达到 4 万公里,比“十一五”的 2 万公里目标翻一番。	2010 年底有望出台《工程机械行业十二五规划》。明年第一季有望出台《铁路十二五规划》
	海洋工程	《“十二五”期间海洋工程装备发展规划》已基本草拟完毕,预计不久后就会正式出台。“十二五”期间在中国的近海大陆架和大陆坡将会再建设 5000 万吨的产能,带动的海工装备总投资将超过 2500 亿元。	2011 年 3 月左右
新能源	风力	《“十二五”可再生能源发展规划》初步计划到 2020 年中国的风电装机 1.5 亿千瓦。	有望在 2011 年初出台《新能源产业振兴规划》,年中出台《“十二五”可再生能源发展规划》
	核能	《“十二五”可再生能源发展规划》,初步计划到 2015 年达到 3900 万千瓦,到 2020 年中国的核电装机大约 7000-8000 万千瓦。	有望在 2011 年初出台《新能源产业振兴规划》,年中出台《“十二五”可再生能源发展规划》
	清洁煤发电	《新能源产业振兴规划》再次强调洁净煤技术,2009 年哥本哈根大会,我国承诺到 2020 年我国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%。	有望在 2011 年初出台《新能源产业振兴规划》,年中出台《“十二五”可再生能源发展规划》
	太阳能	《“十二五”可再生能源发展规划》初步计划到 2020 年中国的太阳能发电装机容量达到 2000 万千瓦。	有望在 2011 年初出台《新能源产业振兴规划》,年中出台《“十二五”可再生能源发展规划》
新材料	高性能复合材料	主要受益于飞机导弹卫星高铁建筑等下游诸多行业,并且应用范围不断扩大。将分布在新材料产业分项规划细则内。	2010 年底有望出台新材料产业分项规划细则
	稀土永磁	筹建稀土产业协会,工信部发布《关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知》、《稀土工业发展的专项规划》和《稀土工业产业政策》,《稀有金属生产经营规范》正在起草中稀有金属规划将涉及钨、钼、锡、锑、稀土五种稀有金属品种。另外国土资源部正准备将钼列入保护性开采矿种,并开展对包括钼在内的十种金属进行战略收储工作。	有望在 2011 年年中出台《“十二五”科技规划》已收入稀土部分
新能源汽车	锂电池	《节能与新能源汽车发展规划(2011 年至 2020 年)》新能源汽车新增组件中,电池系统的占比最高,占新增成本的绝大部分。《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》已制订完毕,最迟明年正式对外公布,规划大力发展动力电池模块化,2015 年动力电池产能达 100 亿瓦时,汽车电池成本将降低一半。	预计 2011 年年中公布《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》
	新能源汽车	《汽车业十二五规划》提出到 2015 年,中国国内新能源汽车的年销量达到 100 万辆,动力电池产能约达 100 亿瓦时;2020 年计划新能源汽车销量达到千万辆,建设慢充、快充构成的智能化供电网络,并研发先进车联网融合技术。	预计 2011 年实施《节能与新能源汽车发展规划(2011 年至 2020 年)》。

数据来源:安信证券研究中心

高送转题材

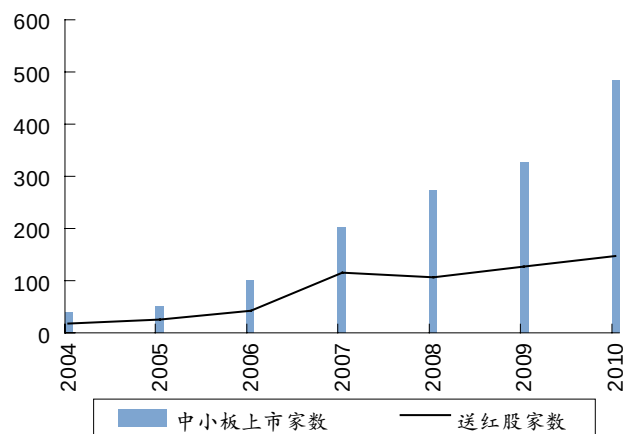
2010 年国内资本市场创业板正式运行, 迎来了历史上最大规模的中小企业股票上市潮。由于全年市场风格一直偏好新兴产业和中小市值企业, 中小企业在 IPO 过程中资金超募严重。从历史经验上看, 中小市值公司高分配的动力要远远高于主板市场 (见图 44-图 46)。

图 44: 过去三年送股上市公司家数占比



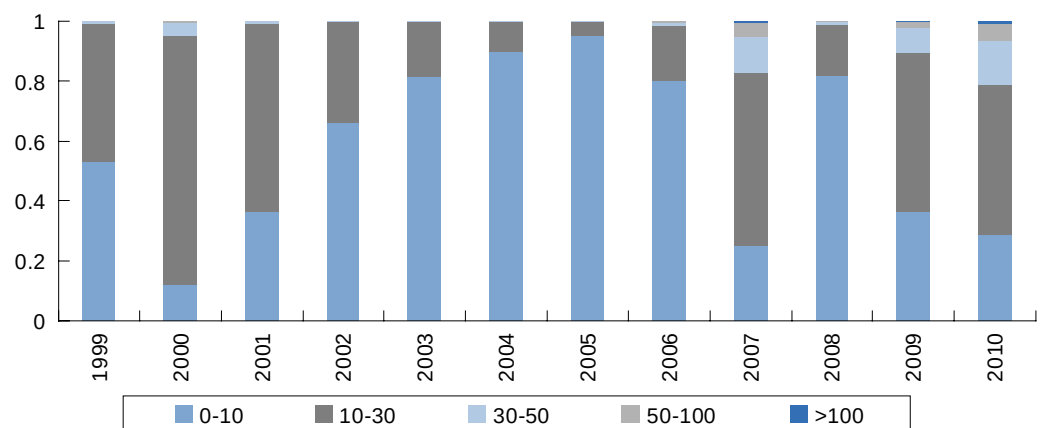
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 45: 中小板上市公司家数与分红公司数量



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 46: 全部 a 股绝对股价 (未复权) 分布



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

我们预期今年年末到明年年报之间, 将会出现以中小板和创业板为主体的高送转股票行情。建议关注 IPO 的大规模超募、每股公积金较高、每股未分配利润较高, 同时成长性较好的具有高送转潜力的股票。

初级资源品

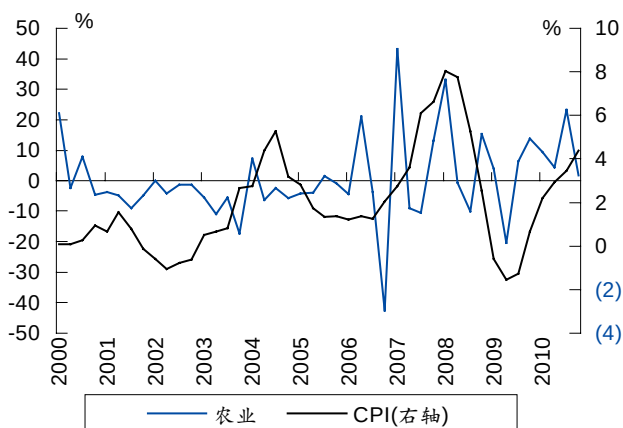
我们预计 2011 年一季度大宗商品将获得超额收益, 基本逻辑是:

第一, 节能减排运动在今年年底结束后, 制造业活动和工业增加值在明年年初将出现恢复, 从而增加对

大宗商品的需求；

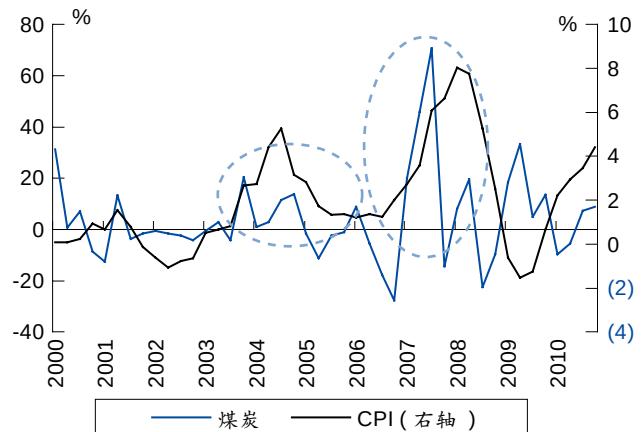
第二，我们判断整个 2011 年上半年通货膨胀水平都会维持在 4% 以上高位。而在历史上，当通胀率高于 3% 的情景下，采掘、有色、农业等板块通常能够获取超额收益（见图 47、图 48），但是资源股行情跑赢大盘的时间与幅度取决于货币信贷收缩的力度，一旦通胀见顶回落，大宗商品板块的超额收益就会结束（见《开启潘多拉魔盒》，2010 年 11 月 4 日）。

图 47：农业板块超额收益与 CPI



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 48：煤炭板块超额收益与 CPI



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

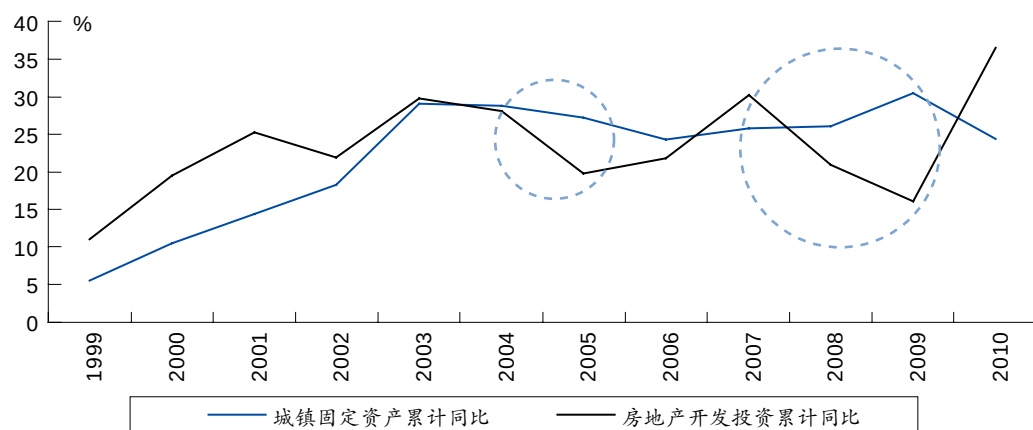
下半年关注房地产产业链

虽然房地产行业是中国经济发展的支柱型产业，但是从短周期的角度来看，房地产行业遵循其固有的景气周期与运行规律。比如 1999 年，在基础建设投资兴起之时，房地产行业的投资由反而由 1999 年初的 29% 下降至年末的 11%。

同样的情况在 2008 年重现，在刺激性财政政策和货币政策的拉动下，全社会固定资产投资自 2008 年年末开始迅速上升，而房地产投资在 2009 年上半年还处于其历史低点。2010 年整体固定资产投资增速下降之时，房地产行业投资反而逆周期上升。究其原因，库存周期成为影响房地产行业短期运行的核心要素（见图 49-图 51）。

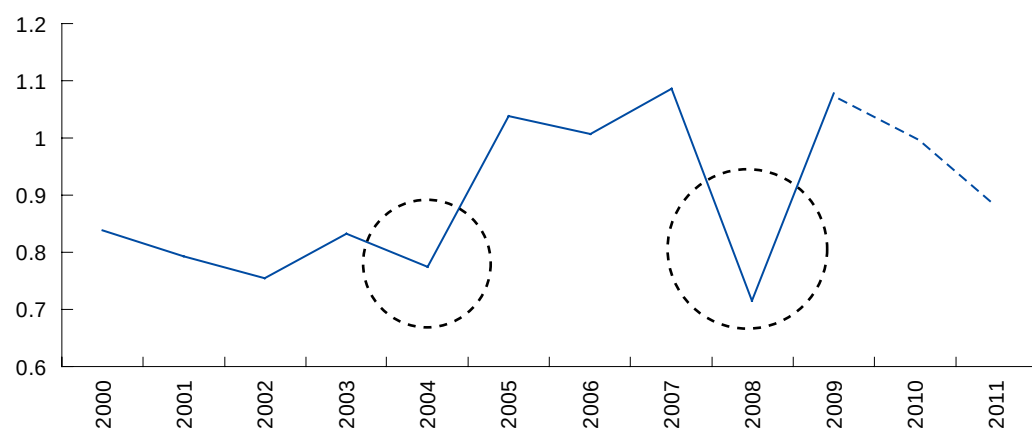
2010 年 1 月-10 月，房地产新开工面积累计增速达 60%。在这样的情况下，即便乐观的预期明年房地产销售全年增长 40%（今年全年增速在 10% 左右），那么房地产企业也将在二、三季度迎来库存高峰，类似 2004 年以及 2008 年房地产企业的库存调整周期，届时房地产投资增速可能下滑至比较低的水平。我们建议在房地产投资增速下降至低点时增持房地产产业链相关股票。

图 49：房地产销售面积累计增速



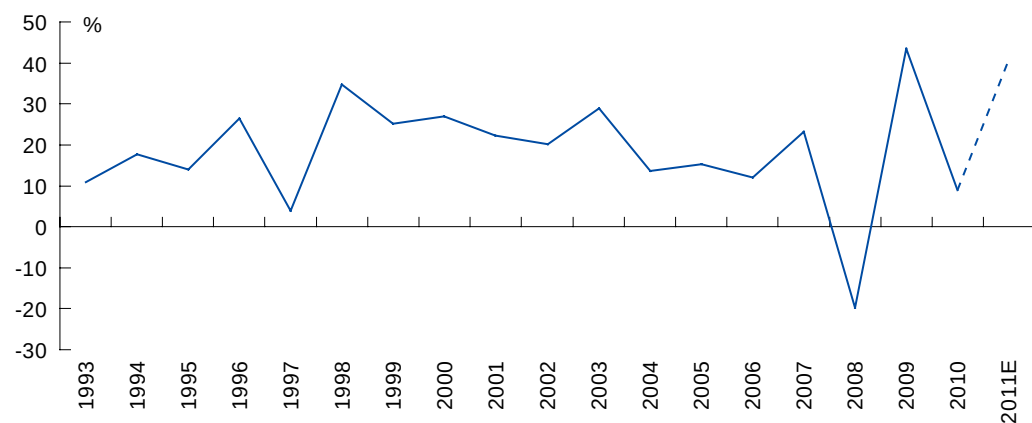
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 50：商品房销售面积（住宅）/新开工面积（住宅，滞后一年）



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 51：房地产销售面积累计增速



数据来源：WIND，安信证券研究中心

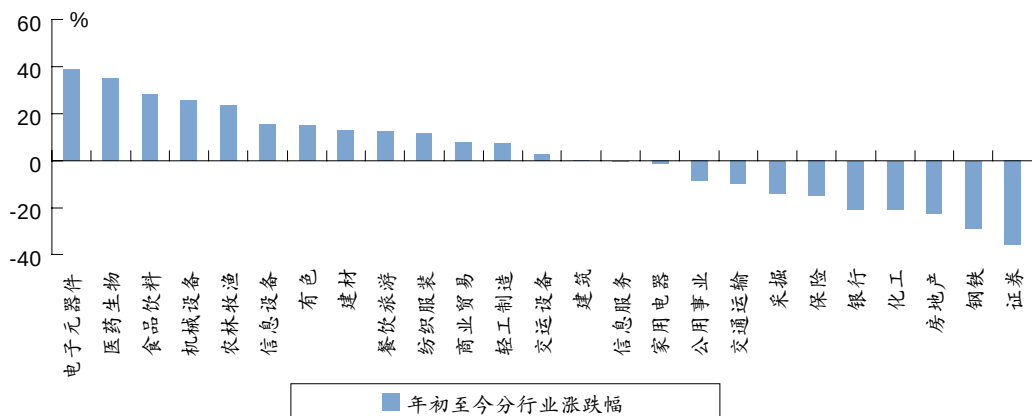
医药和消费

虽然自三季度开始，我们相对更看好低估值尤其是地产产业链相关的股票，但是我们并不看淡医药、消费和食品饮料行业。长期来看，人口老龄化、人力成本上升与消费升级对大消费板块的业绩增长构成长期利好，我们认为未来这些行业将长期维持高估值趋势。

金融及大市值股票

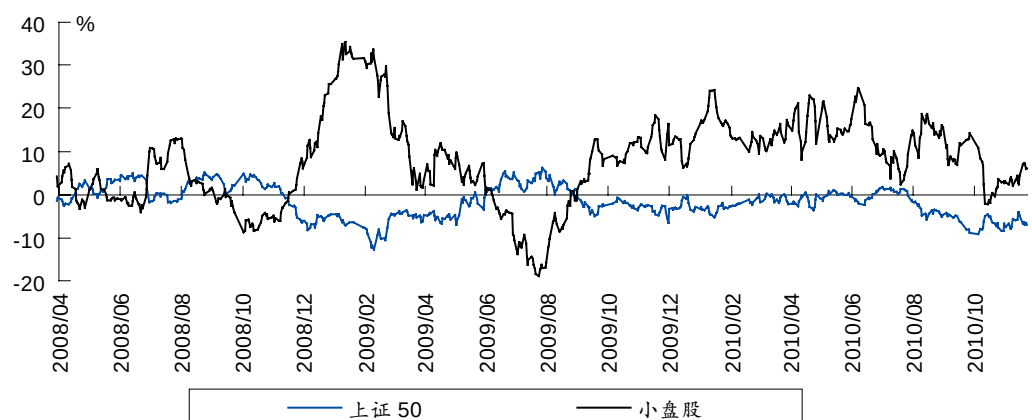
2010 年全年，银行、地产、石油化工等大市值板块普遍跑输大盘。从估值的角度来看，目前大部分行业的估值处于历史极值附近，只有房地产、金融、石油化工、建筑建材、汽车、家用电器等少数几个行业的估值处于历史低位（见图 52-图 54）。我们认为 2011 年金融以及大市值行业的表现将较今年有所好转。

图 52：年初至今分行业涨跌幅



数据来源：WIND，安信证券研究中心

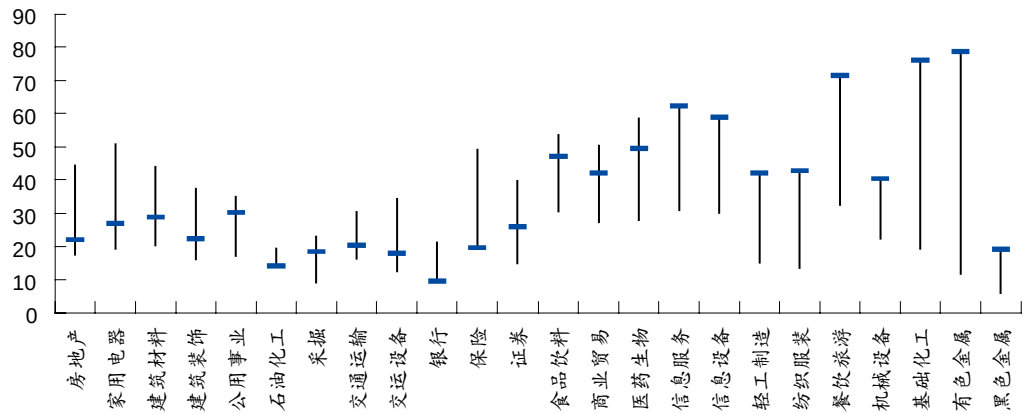
图 53：大小盘股票相对涨跌幅



数据来源：WIND，安信证券研究中心

注：小盘指数和上证50指数滚动3个月相对沪深300指数的超额收益。

图 54：分行业 PE (TTM) 与历史区间相比



数据来源：WIND，安信证券研究中心

注：由于行业盈利波动较大，我们取行业历史估值的 3/4 分位数作为行业历史最大估值。

配置组合

详细的组合配置见下表（见表 5）。

表 5：行业配置与组合

行业	重点公司
农林牧渔	敦煌种业、东方海洋、圣农发展、益生股份、海大集团、西部牧业、雏鹰农牧
采掘	永泰能源、平煤股份
化工	佛山照明、江苏三友、双龙股份、双良节能、南都电源、山西三维
黑色金属	新兴铸管、八一钢铁、大冶特钢
有色金属	宏达股份、中金岭南、铜陵有色
建筑建材	彩虹股份、帝龙新材、塔牌集团、海螺水泥、金刚玻璃、瑞泰科技、安徽水利、绿大地、中国化学
机械设备	浙富股份、平高电气、国电南瑞、合康变频、许继电气、特变电工、金风科技、海通集团、思源电气、中国重工、中集集团、海油工程、杰瑞股份、杭氧股份、巨星科技
电子元器件	华天科技、莱宝高科、劲胜股份、立讯精密
交运设备	华域汽车、江铃汽车、上海汽车、威孚高科、凌云股份
信息设备	中兴通讯、烽火通信
家用电器	美的电器、合肥三洋、小天鹅、格力电器
食品饮料	五粮液、贵州茅台、泸州老窖、张裕 A、皇氏乳业、黑牛食品
纺织服装	星期六、瑞贝卡、富安娜、罗莱家纺
轻工制造	永新股份、宜华木业、东港股份
医药生物	双鹭药业、莱美药业、康美药业、鱼跃医疗、丽珠集团
公用事业	金山股份、内蒙华电
交通运输	深高速、中国国航、南方航空、上海机场、中海集运
房地产	世联地产、华业地产、首开股份、荣盛发展、金地集团
金融服务	农业银行、招商银行、南京银行、建设银行、华夏银行、中国太保、经纬纺机、国元证券、海通证券、光大证券
商业贸易	中兴商业、天虹商场、重庆百货、永辉超市（新股）、商业城
餐饮旅游	峨眉山 A、西藏旅游、丽江旅游、西安旅游、湘鄂情
信息服务	软控股份、启明信息、东华软件、用友软件、广电运通、新北洋、华星创业、中国联通、博瑞传播、华谊兄弟、华策影视、乐视网、奥飞动漫、天威视讯、蓝色光标

资料来源：安信证券研究中心

