

策略研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

刘景德 执业编号: S1500209060085

+86 10 63081289

liujingde@cindasc.com

黄祥斌 执业编号: S1500207100001

+86 10 63081272

huangxiangbin@cindasc.com

曾祥天 执业编号: S1500210040001

+86 10 63081271

zengxiangtian@cindasc.com

陈嘉禾 执业编号: S1500210030014

+86 10 63081251

chenjiahe@cindasc.com

艾宜

+86 10 63081096

aiyi@cindasc.com

相关报告

2010 年 1 月报: 大盘股的相对性机会

2010 年 2 月报: 只剩时间问题的风格转换与确定性的趋势投资

2010 年 3 月报: 从全球视角看中后期板块配置

2010 年 2 季: 策略三驾马车之风格转换、动量和通胀

2010 年 5 月: 房价跌物价涨, 蓝筹行情等趋势

2010 年 6 月: 投资社会进化论

2010 年半年: 在经济迷雾中踏着价值投机的脚步前行

2010 年 8 月: 我们不缺流动性

2010 年 9 月: 盘整难以成为市场常态

请务必阅读最后一页重要的
免责声明

经济转型背景下震荡格局将延续

——2011 年 A 股市场投资策略

2010 年 12 月 13 日

摘要

- 从国际经济环境来看, 世界经济复苏过程一波三折。由于各主要经济体利益的不一致, 引发的全方位博弈将大大增加经济形势的复杂性。美国面临的主要问题在于经济缓慢复苏的同时, 失业率居高不下, 且随着美联储第二轮定量宽松政策的推出, 美元作为全球货币体系核心的地位受到普遍质疑。欧元区国家的问题体现在统一的央行无法针对不统一主权国家各自的难题对症下药, 人口老龄化、产业空心化、强势的工会组织使得欧元区国家的主权债务危机此起彼伏。日本的问题在于始终无法找到使经济走出休克泥潭的模式, 日元升值更是使其经济感受到雪上加霜的寒冷。而以中国为首的发展中国家, 问题在于在经济复苏基础尚不牢固的同时, 受到流动性泛滥推动的资产价格上涨及趋于明朗的通胀及其预期带来的巨大压力。
- 在外部经济冲击和内部结构转型的双重影响下, 2011 年中国经济面临的复杂局面或将更甚今年。“刘易斯拐点”的出现意味着中国劳动力市场的定价方式的改变, 政策引导下的居民收入增长将贯穿始终, 消费将有望取代投资成为经济增长最主要的动力。由于导致全球资金流动的机制并未改变, 高速增长的中国仍将仍成为国际热钱追逐的目标, 流动性过剩的状况将长期存在。在成本和需求的作用下, 持续的高通胀或将出现, 谨慎的紧缩政策可能成为央行流动性管理的常态。产业结构方面, 传统产业对经济增长的贡献已逼近极限, 新兴产业将以山呼海啸之势登上历史舞台, 产业结构调整将围绕降低消耗和提高效率两个中心展开, 目的在于将经济从原料进口与产品外销的“高杠杆”下解放出来。
- 2010 年以后整个股票市场的供求关系已进入到买方市场, 结束了供给的短缺时代。尽管 2011 年解禁市值较今年有所减少, 但快节奏的新股发行和严重的超募现象仍对资金面形成较大压力。2010 年新基金成立的数量依旧维持高位, 但募集规模已大幅缩水, 这说明投资者对股票市场的心态已相对谨慎, 在复杂的经济政策形势下股市资金供给不足的状况可能加剧, 两市成交量大幅提升的概率有限。
- 当前 A 股市场面临的主要风险在于, 国际间的横向比较显示 A 股市场的中小盘股估值高出全球平均水平很多。如果在经济波动下, 支持高估值的高预期无法维持, 泡沫的破灭将在所难免。

- 由于对经济增长和流动性均无法形成一致向好的预期，2011 年出现大牛市的逻辑支撑并不存在。而当前大盘蓝筹股的价格已调整到较低水平，指数下跌的空间亦有限。预计上综指将在 2300—3800 的区间内运行。板块行情将主要围绕以下三个方面展开：一是“收入倍增计划”和通胀预期下的大消费概念，重点关注零售、家电、医疗、食品等板块；二是以“十二五”规划为主线的新兴产业板块，包括节能环保、新一代信息技术、生物科技、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个方面；三是银行、煤炭、铁路、水利水电等行业中具有重组预期或估值优势的大盘蓝筹股。

目录

1. 2011 年全球经济展望	3
2. 2011 年中国经济展望	5
3. 当前中国 A 股市场估值分析	8
4. 当前资金供求关系分析	10
5. 2011 年行情展望和主流热点分析	12

图表

图表 1：全球主要发达经济体季度 GDP 走势	5
图表 2：美国季度 GDP	错误！未定义书签。
图表 3：美国密歇根大学消费者信心指数 PMI 指数	错误！未定义书签。
图表 4：美国制造业、建筑业就业人数	5
图表 5：中国季度 GDP 的走势	错误！未定义书签。
图表 6：中国的 CPI 与 PPI 指数	错误！未定义书签。
图表 7：中国的居民收入	8
图表 8：中国货币供应量	8
图表 9：当前全市场估值情况一览	9
图表 10：中国指数估值与世界水平对比	错误！未定义书签。
图表 11：全市场细分板块估值情况一览	错误！未定义书签。
图表 12：2011 年 A 股限售股解禁规模	错误！未定义书签。

1. 2011 年全球经济展望

2010 年的大部分时间内，全球投资者始终被复杂的经济形势所困扰，而各主要经济体由于利益不一致，引发的全方位博弈更增添了这种复杂性。美国当前的主要问题体现为在经济缓慢复苏的同时，失业率居高不下，且随着美联储第二轮定量宽松政策的推出，美元作为全球货币体系核心的地位受到普遍质疑。欧元区国家的问题体现在统一的央行无法针对不统一主权国家各自的难题对症下药，人口老龄化、产业空心化、强势的工会组织使得欧元区国家的主权债务危机此起彼伏。日本的问题则体现在始终无法找到使经济走出休克泥潭的模式，日元升值更是使其经济感受到雪上加霜的寒冷。之于以中国为首的发展中国家，体现为在经济复苏基础尚不牢固的同时，受到流动性泛滥推动的资产价格上涨及趋于明朗的通胀及其预期带来的巨大压力。

1.1 美国经济缓慢复苏面临诸多难题

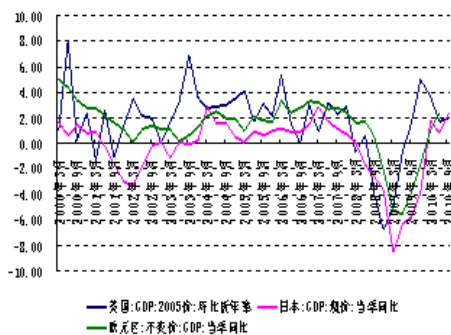
统计数据显示，美国 3 季度 GDP 增长 2.5%，不仅高于预期，也高于 1990 年以来的平均水平。分析其原因，主要得益于占比达到 80% 左右的消费支出持续回暖。其中，个人消费支出对于 GDP 的贡献连续 4 个季度上升至 1.97 个百分点，而政府消费及支出的贡献也连续 5 个季度回升至 0.81 个百分点。从影响消费的因素看，无论是美国密歇根大学消费者信心指数、个人可支配收入，还是美国居民储蓄率都折射出其前景趋于稳定。另外，美国初次抵押贷款利率处于历史低位的显示，无疑大大促进了其境内私人投资的热情，这从其国内私人投资总额对 GDP 贡献连续 5 个季度为正值上得以印证。同时，弱势美元也使得美国的出口形势好于往年。虽然如此，美国也面临两方面的难题：

一方面，美国失业率累加上 10 月已经是连续 3 个月维持在 9.6% 的高位。自次贷危机以来，美国新增 800 万左右的失业人口，分析其结构可以发现美国服务业及物品制造业各贡献了大约 400 万。从美国消费者信心指数稳步回升，我们预判就业人口占比达到 70% 左右的服务业，其就业人口未来有望缓慢增长。同时，考虑到奥巴马政府逐步放松对于部分国家技术出口管制的举措及其出口 5 年内翻番的战略，参考美元汇率处于低位的现实，未来美国制造业就业人口也有望逐步回暖。当然，由于美国房屋价格始终未能出现明显回升，其成屋销售、新屋销售数据也始终在低位徘徊，这导致了美国的新屋开工数据始终没有回暖，从其领先指标建筑许可数据看，未来 1-2 个季度回暖的概率也较小，这导致了其建筑业就业人口还难以大幅回升。值得一提的是，由于美国金融机构握有大量以房屋价格为基础的金融衍生品资产，由于房屋价格距离次贷危机前大致还有 30% 的跌幅，由此可以推算出美国金融机构很多有毒资产毒性未消。综合以上三方面的就业数据，我们认为美国失业率未来有望降低，当然这需要时间，其关键的参考指标在于美元汇率及房屋价格。

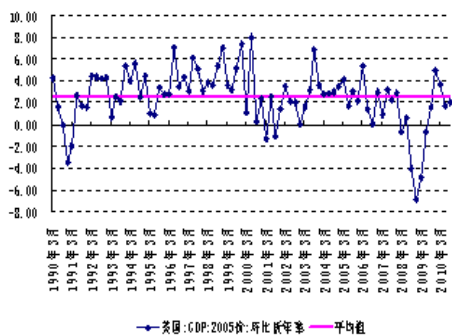
另一方面，美元作为全球货币体系的核心地位正在受到普遍质疑。从国家利益出发，美联储有必要将中长期利率维持在低位，这既可以推高资产价格，从而给境内金融机

构持有的大量有毒资产消毒，也可以激发国内的投资热情，改善建筑业及制造业的就业形势，还可以维系美元的弱势，从而在部分赖掉巨额债务的同时，实现其出口战略。10月，美国核心通胀率创下有数据统计以来的新低0.2%，更是激发了美联储将0-0.25%的基金利率超低到底的底气，而伯南克最新关于第二轮定量宽松政策的明确表态也在很大程度上印证了美联储的战略意图。可以说，美联储的第二轮宽松政策的推出，既是弥补美国财政部发行的天量国债造成的每年近1万亿美元购买资金缺口的需要，也是给美国金融机构持有的有毒资产消毒争取时间的必然举措。当然，由于美联储超低基金利率长期维持在低位，累计上连续两轮的定量宽松政策，美元的核心地位正受到普遍质疑，而为了维系美元的地位，美国在操纵国际主要评级机构的同时，也采取了政治、军事等综合手段。可以说，欧元区主权债务危机此起彼伏的爆发、东南亚地缘政治冲突都难逃其黑手的影响。

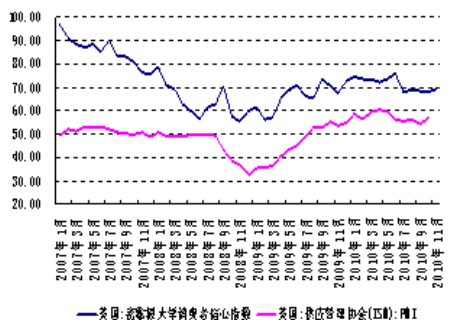
图表 1 全球主要发达经济体季度 GDP 的走势



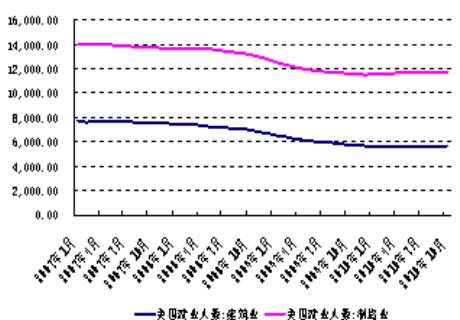
图表 2 美国季度 GDP



图表 3 美国密歇根大学消费者信心指数及 PWT 指数



图表 4 美国制造业、建筑业就业人数



资料来源：信达证券

展望 2011 年，在美国全球战略的布局下，我们认为美元作为全球货币体系核心的地位短期内依然不会动摇，当然，美国为了维系其地位所采取的系列举措会使得全球经济形势愈发复杂。在美国以房屋为首的资产价格出现明显回升以前，美联储的超低基金利率将会维持相当长时间，我们甚至认为 2011 年的 4 季度之前，美国基本不存在加息可能。同时，在美元购买力下降的同时，美元指数的波动却难以形成一致趋势，其更多要参考美国经济及欧元区经济“谁更烂”的因素及美国在政治、军事上采取的

举措。考虑到美国经济缓慢复苏及美元受到普遍质疑的现实，我们甚至不排除美元指数在很长时间内走强的可能，预计 2011 年其波动的区间大致为 70-90 之间。

1.2 欧元区、日本经济复苏更加缓慢

欧元区整体受到人口老龄化、产业空心化、强有力的工会组织造成的劳动力成本高居不下等因素的影响，其经济的复苏注定会更为缓慢。同时，其外部受美国全球战略政策因素影响，内部又难以协调各成员国利益不一致的现实。虽然德国经济一枝独秀，但是这依然无法缓解整个欧元区的困窘局势。展望 2011 年，我们认为欧元区经济形势要滞后于美国，而部分国家依然有爆发主权债务危机的可能，是“分”还是“合”依然会是部分主导国家首脑心头挥之不去的阴影，至于欧元也将在更大程度上成为美元的陪衬品。

日本受人口老龄化、东南亚地缘政治、国内政党更迭频率过快等因素的影响，其经济依然会长时间挣扎在休克状态，日元的走势也将更多地取决于全球经济、政治局势的演变。

2. 2011 年中国经济展望

2011 年中国经济在多重冲击和快速变革中寻求突破，宏观经济形势更加复杂。“民工荒”和“罢工事件”的频繁发生或意味着刘易斯拐点的来临，中国在城市化进程中已经突破劳动力无限供给的阈值，中国基层员工工资正发生由“生存成本定价”向“市场劳资谈判定价”的转变，影响中国经济长达 30 年的“二元经济格局”或将结束。另一方面，世界经济的复苏进程一波三折，国际贸易保护主义卷土重来和原材料价格上涨对国内企业的日常经营形成压力，中国经济开始感受到来自产业链两端的困扰。在产能过剩的背景下，传统产业发展难以为继，新兴产业接棒呼之欲出，为保持经济增长的稳定性和持续性，中国的经济增长方式也面临一个“去杠杆化”的过程。

在新的经济形势下，“保增长”和“抗通胀”的双重目标同时面临考验。中央“十二五”规划将扩大内需和产业结构升级作为两大政策主线。“转变增长方式”和“增加居民收入”将成为 2011 年中国经济发展的关键词。

2.1 消费增长是经济增长的主要动力，新兴产业接过投资增长的接力棒

一方面，以消费拉动增长是在投资回落、出口不稳的形势下中国经济的必然选择。投资方面，2010 年下半年，我国城镇固定资产投资完成额、房地产开发投资完成额、新增固定资产投资完成额的同比增速均呈逐渐下滑态势。在 2008 年底政府出台一揽子投资计划之后，当前中国经济已积累了较为严重的结构失衡和产能过剩问题，政府主导的投资对经济增长贡献的空间已非常有限，投资的阶段性下滑将成为经济增长方式转变的机会成本。尽管保障房建设可能对商品房投资的下滑形成补充，但在严格监管下房地产投资增速将难再有超预期的表现。出口方面，我国出口总额同比增速于今年 5 月达到高点后一路下降，由于全球经济复苏在欧债危机等因素的影响下屡受挫折，地区保护主义抬头将通过贸易壁垒和汇率战争等多种途径显现，我国贸易条件存在日

益恶化的可能性，出口增长的不稳定特征将长期存在。由于投资与出口对经济增长的支持逐渐减弱，为实现“十二五”期间的经济增长目标，消费将成为经济增长的核心动力和经济政策的根本出发点。

另一方面，新兴产业将重启中国经济快速发展的步伐。传统的经济增长方式带来了中国经济近十年的高速发展，但其密集投入，高消耗的特征也造成了严重的结构失衡和产能过剩。由于传统行业在市场萎缩和成本上升的双重挤压下难以为继，其吸收资金的能力已接近饱和，无法支持投资的快速增长。新兴产业承载着“保增长”的使命被推上前台。较之传统产业，新兴产业最大的优势在于其高成长、低消耗的特征。发展新兴产业，既能够保证较高的经济增速，又能够减轻经济对外部市场、进口原材料和廉价劳动力的依赖，提高了经济增长的稳定性和持续性。2008 年以后外部市场的迅速恶化加快了中国经济结构调整的步伐，中国的经济正面临一个由外部依赖转向内生支持的“去杠杆化”的过程，新兴产业则被视为重启中国经济快速增长最合适的接棒者。

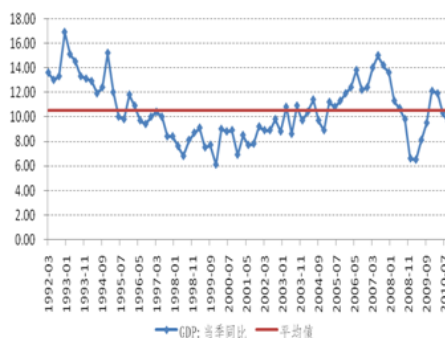
2.2 高通胀将在成本上涨和流动性过剩的背景下成为持续性问题

首先，“二元经济结构”结束和产业结构调整潜藏成本推动型通胀压力。一方面，劳动性收入增加与企业成本增加具有同向性，二元经济结构被打破后，工资水平的提升提高了企业的生产成本，成为产品价格上涨的动力之一；另一方面，水、电、油、气等垄断性资源价格或成为政府除投资外实现其产业战略意图的另一工具，资源价格的市场化改革将有利于我国的产业重心由高消耗的传统产业向低消耗的新兴产业转移，但由此引发的成本上涨问题也接踵而至。

其次，输入型通胀在全球经济复苏和美元走弱的双重影响下卷土重来。大宗商品的属性属性和金融属性都会影响大宗商品价格。从商品属性的角度来看，全球经济正经历危机后的缓慢复苏阶段，复苏导致的需求增长将支撑大宗商品价格的上行趋势；而从金融的角度来看，量化宽松背景下美元指数的走弱将带来以美元计价的大宗商品价格的上涨，若一定时期内人民币对美元升值的幅度有限，我国进口原材料的价格的被动上涨将引发输入型通胀。

再次，中国并未摆脱长期以来流动性过剩的困境，投机需求仍将成为通胀助力。由于全球区域经济发展的不平衡性，长期来看资金由成熟经济体向新兴经济体流动的趋势不可避免，中国作为世界上最具活力的经济体之一，其对国际游资的吸引力不言而喻。在购买力平价逻辑引导下人民币升值的预期则可能会大大加速“热钱”流入的速度。在较长时间内，外汇占款造成的货币被动投放将快速增长。当下我国资本市场的发展还处于初级阶段，可投资的金融产品较少，过剩的流动性一方面进入房地产市场拉高居住成本，另一方面则放大了农产品等消费品的投资属性，促使食品价格过快上涨。以消费品为标的的投机需求是短期 CPI 快速攀高的主要原因。

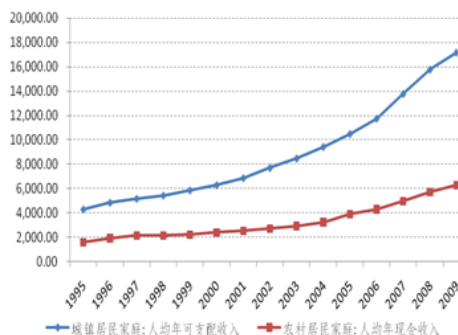
图表 5 中国季度 GDP 的走势



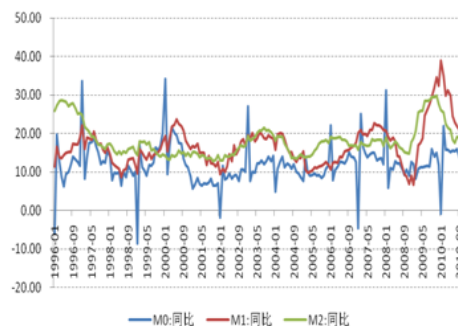
图表 6 中国的 CPI 与 PPI 指数



图表 7 中国的居民收入



图表 8 中国的货币供应量



资料来源：信达证券

2.3 经济政策围绕增加居民收入和发展新兴产业展开，流动性紧缩幅度有限

首先，增加居民收入将成为 2011 年国家经济政策的主线。“保增长”和“抗通胀”一直以来是政府经济政策的两大核心目标。从“保增长”的角度出发，增加居民收入是扩大居民消费的前提条件，也是增强经济增长内生动力的客观需要。而在“抗通胀”方面，由于未来一年里对通货膨胀的控制有相当难度，政府也更有可能会通过增加居民收入的方式来降低全社会对通胀的敏感程度。在政策实施上，2011 年“国民收入倍增计划”和“民生工程”将成为政策主基调，而具体手段则可能主要集中在以下三个方面：一是消费补贴，政府对农村消费市场、中西部消费市场、新兴产业消费市场的转移支付和税收补贴是主要模式；二是收入分配的二次调整，低收入人群将更大程度地受益于国家的转移支付政策；三是完善劳动力定价的市场机制，建立新型工会组织和工资协商制度将成为政策重点。

其次，对新兴产业的政策支持力度将达到空前规模。我国财政收入近年来的持续高速增长为政府支持新兴产业发展提供了重要保障，财政政策支持下的巨额投资有望带来新兴产业井喷式增长。党的十七届五中全会强调制定“十二五规划”应以“科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线”。在此政策基调下，预计“十二五”期间我国新兴产业投资规模将超越 2008 年底的 4 万亿投资计划，2011 年投资规模有望突破 2 万亿，达到我国城镇固定资产投资的 10% 左右。新一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车七大产业受益最大。

再次，转型时期的流动性政策将更加谨慎。央行的货币政策通常被认为与通货膨胀目标相联系，但由于 2011 年的通货膨胀在生成机制上将呈现出多因素（成本上涨、输入性及流动性过剩）共同作用的复杂特点，紧缩型货币政策对通货膨胀的有效性也存在疑问。根据经济学理论，通货膨胀的产生可能是由于成本上涨，也有可能是由于过度需求。对于这两种通货膨胀的甄别不仅体现在理论意义上，更重要是应对这两种通胀的最佳政策可能是相反的。如果通胀主要是由成本因素引起的，货币政策的过度紧缩反而有可能进一步恶化微观的企业的生存环境，带来滞胀的压力。关于通胀性质的讨论将长期困扰政策方向的选择。从今年四季度的情况来看，政府在紧缩货币尤其是加息的问题上表现出较之以往更加谨慎的态度。在全球经济复苏形势不稳，国内经济增长面临转型压力的情况下，这种谨慎可能成为 2011 年央行在流动性政策上的常态。

3. 当前中国 A 股市场估值分析

从整体市场的估值角度来说，当前市场的估值并不高。如下图，整体市场的 PE 为 19.9 倍，PB 则为 2.9 倍。但是，仔细看这个估值水平，则会发现其低水平只是一个表现。如下图，如果我们除去银行等低估板块，则估值水平就不是那么便宜了。

图表 9：当前全市场估值情况一览

	PE	PnoCF	PS	PB	P-\$/B-\$
All mkt	19.9	8.6	3.2	2.9	3.6
Ex 银行	27.5	21.8	3.7	4.2	
Ex 保险、银行、证券、钢铁、石油石化、煤炭	35.8			4.0	

资料来源：信达证券

同时，从市净率等角度来说，则市场的估值水平极大的受到新募集资金的影响。如果只考虑非现金部分的资产估值，则一些板块目前仍站在相当的高位上。而从全球的估值水平上来看，A 股目前的估值也不是太让人满意——这还是从较低的整体估值的层面来说。

图表 10：中国指数估值与世界水平对比

		上年末	上期末	当前	本期变动	全年变动	PE	PB	总市值
		2009-12-31	2010-6-30	2010-11-1			ttn	mrq	USD bn
亚太	上证综合指数	3,277	2,398	3,054	27.3%	(6.8%)	19.6	2.83	2,848
	深证成份指数	13,700	9,387	13,744	46.4%	0.3%	26.5	4.16	280
	沪深300指数	3,576	2,563	3,473	35.5%	(2.9%)	20.5	3.05	2,661
	台湾证交所加权股价指数	8,188	7,329	8,380	14.3%	2.3%	14.5	1.96	716
	海峡时报指数	2,898	2,836	3,192	12.6%	10.2%	13.1	1.79	389
	孟买SENSEX 30指数	17,465	17,701	20,356	15.0%	16.6%	19.8	3.60	684
	韩国KOSPI指数	1,683	1,698	1,915	12.7%	13.8%	14.2	1.34	931
	泰国证交所指数	735	797	1,003	25.8%	36.6%	15.3	2.02	269
	菲律宾综合指数	3,053	3,373	4,269	26.6%	39.8%	14.5	2.67	91
	越南证交所指数	495	507	451	(11.1%)	(8.8%)	10.5	1.92	27
	日经225指数	10,546	9,383	9,155	(2.4%)	(13.2%)		1.21	2,286
	香港恒生指数	21,873	20,129	23,653	17.5%	8.1%	14.7	2.02	1,577
美洲	恒生中国企业指数	12,794	11,466	13,508	17.8%	5.6%	14.6	2.38	622
	标普/澳证 200指数	4,871	4,302	4,699	9.2%	(3.5%)		2.03	1,234
	道琼斯工业平均指数	10,428	9,774	11,125	13.8%	6.7%	13.5	2.59	3,514
	标准普尔500指数	1,115	1,031	1,184	14.9%	6.2%	14.9	2.13	10,981
	纳斯达克综合指数	2,269	2,109	2,505	18.8%	10.4%	27.7	2.91	4,114
	加拿大标普/TSX综合指数	11,746	11,294	12,665	12.1%	7.8%	20.0	2.00	1,583
	墨西哥综合指数	32,120	31,157	35,723	14.7%	11.2%	17.0	2.59	317
	巴西圣保罗证交所指数	68,588	60,936	71,561	17.4%	4.3%	14.3	1.92	1,041
	富时100指数	5,413	4,917	5,695	15.8%	5.2%	17.0	1.91	2,525
	法国CAC 40指数	3,936	3,443	3,841	11.6%	(2.4%)	13.1	1.27	1,405
	德国DAX 30指数	5,957	5,966	6,605	10.7%	10.9%	14.3	1.49	981
	西班牙IBEX 35指数	11,940	9,263	10,650	15.0%	(10.8%)	11.2	1.49	660
欧洲/中东/非洲	意大利富时MIB指数	23,248	19,312	21,185	9.7%	(8.9%)	13.7	0.90	509
	荷兰AEX指数	335	317	339	7.1%	1.2%	15.2	1.31	495
	OMX斯德哥尔摩30指数	952	1,006	1,092	8.5%	14.7%	16.9	2.16	546
	瑞士市场指数	6,546	6,128	6,505	6.1%	(0.6%)	14.1	2.37	841
	富时250指数	9,307	9,366	10,875	16.1%	16.9%		1.91	336
	富时350指数	2,824	2,598	3,010	15.9%	6.6%	14.7	1.91	2,861
	里斯本BVL综合指数	2,902	2,524	2,870	13.7%	(1.1%)	13.3	1.64	212
	华沙WIG指数	39,986	39,392	46,230	17.4%	15.6%	17.6	1.61	270
	俄罗斯RTS指数(美元)	1,445	1,339	1,600	19.5%	10.8%	8.7	1.19	708
	富时/JSE 南非综合指数	27,666	26,259	30,638	16.7%	10.7%	10.7	2.37	719
	埃及HERMES指数	573	561	619	10.3%	7.9%	12.8	1.83	52
	安曼证交所总指数	2,534	2,349	2,335	(0.6%)	(7.8%)	41.0	1.19	26
	富时/JSE 南非领先40指数	24,997	23,295	27,241	16.9%	9.0%	5.3	2.46	604

资料来源：信达证券，WIND

此外，如下图，一些行业系统性的呈现了高估的状态。这种高估主要体现在两个层面上，一是行业层面的高估，二是行业内公司的高估。在行业层面上，我们可以看到，市值较小的行业普遍估值较高。这一方面是受对于经济转型的预期等因素影响，但另一方面也受流动性和市场冲动的影响。

图表 11: 全市场细分板块估值情况一览

Number							MktCap							PE							PB							P-S/B-S						
金融服务	保险	3	12,961	19.7	3.3	4.4	肉制品	2	486	45.1	11.2	30.3	无机盐	8	366	266.3	5.9	10.4	公用事业	4	560	84.6	6.5	23.4	粘胶	8	271	38.6	3.6	4.6				
	信托	7	481	85.8	6.1	8.3		5	305	99.8	5.5	8.7		27	4,380	31.7	2.1	2.4		27	4,380	31.7	2.1	2.4										
	银行	16	60,788	9.6	1.8	1.8		5	216	66.5	6.3	10.8		14	1,918	19.9	2.4	2.5		14	1,918	19.9	2.4	2.5										
	证券	17	7,405	24.1	2.8	-1.5		5	216	66.5	6.3	10.8		14	1,918	19.9	2.4	2.5		14	1,918	19.9	2.4	2.5										
房地产	房地产开发	124	9,532	21.8	2.7	5.0	建材	3	117	99.2	3.2	3.7	热电	12	438	82.1	3.9	5.5	燃气发电	2	69	-80.6	2.5	3.4										
	园区开发	12	1,083	27.5	2.9	4.1		8	830	48.2	6.5	9.2		15	1,641	38.2	4.5	6.7		3	319	38.9	5.1	9.1										
有色金属	铝	12	2,351	358.0	2.9	3.5	建筑施工	41	7,603	19.6	2.2	9.6	水务	15	1,641	38.2	4.5	6.7	环保	6	326	44.7	4.4	9.2										
	黄金	5	2,792	40.2	8.7	11.4		19	849	44.5	4.0	6.8		3	319	38.9	5.1	9.1		28	1,931	36.0	4.1	6.0										
	铜	9	2,159	38.8	4.5	5.8		21	2,285	27.5	3.2	4.0		6	326	44.7	4.4	9.2		9	399	174.6	4.4	5.3										
	小金属	15	2,874	103.0	8.2	12.9		4	151	-87.5	11.1	12.3		21	893	71.7	3.3	4.4		21	893	71.7	3.3	4.4										
新材料	钛合金	10	1,650	93.4	6.0	10.5	陶瓷制造	4	618	81.3	9.0	31.4	纺织	28	1,688	66.2	5.9	9.6	化纤	3	97	50.2	2.9	4.8										
	磁性材料	7	377	161.2	5.7	7.9		8	1,625	18.1	4.2	-23.2		6	129	39.2	2.9	3.8		6	129	39.2	2.9	3.8										
	磁性材料	8	744	130.4	8.5	11.3		7	569	30.7	1.8	-3.7		6	403	93.2	6.5	12.3		7	721	70.4	5.5	13.1										
	黑色金属	29	5,973	20.4	1.4	1.5		6	299	26.6	5.7	10.9		9	558	140.3	8.0	30.9		9	558	140.3	8.0	30.9										
采掘	特钢	4	218	27.4	2.8	3.5	小家电	1	53	53.9	5.9	10.1	集成电路	28	1,688	66.2	5.9	9.6	分立器件	7	721	70.4	5.5	13.1										
	石油开采	2	20,595	16.9	2.3	2.5		2	69	-300.7	3.6	6.7		6	403	93.2	6.5	12.3		7	721	70.4	5.5	13.1										
	煤炭开采	28	13,527	17.8	3.2	4.8		1	53	53.9	5.9	10.1		9	558	140.3	8.0	30.9		9	558	140.3	8.0	30.9										
	焦炭加工	5	187	-18.5	3.7	5.0		2	69	-300.7	3.6	6.7		6	403	93.2	6.5	12.3		7	721	70.4	5.5	13.1										
交通运输	其他采掘	2	232	42.4	8.4	11.4	其它视听器材	7	559	61.9	5.7	10.7	其他电子器件	28	1,688	66.2	5.9	9.6	显示器件	17	1,338	-137.2	4.0	14.3										
	港口	15	2,196	21.2	2.3	2.9		27	1,722	83.8	7.8	12.8		27	1,451	58.8	5.3	8.0		17	1,338	-137.2	4.0	14.3										
	高速公路	19	1,840	15.9	1.8	2.0		12	2,962	36.9	5.4	31.3		10	610	55.8	5.2	9.1		17	1,451	58.8	5.3	8.0										
	公交	8	427	28.2	3.3	4.5		6	305	83.3	5.1	12.9		6	293	49.5	3.9	4.7		10	610	55.8	5.2	9.1										
航空运输	航空运输	6	3,890	16.8	4.8	8.6	纺织服装设备	7	323	34.2	4.4	6.9	酒店	6	293	49.5	3.9	4.7	餐饮	4	164	68.4	6.4	9.7										
	航运	12	2,473	30.9	2.0	3.3		23	1,288	57.9	5.0	7.3		10	610	55.8	5.2	9.1		4	164	68.4	6.4	9.7										
	机场	4	487	17.9	1.8	1.9		18	3,391	21.3	5.2	12.3		6	293	49.5	3.9	4.7		6	293	49.5	3.9	4.7										
	机场	5	1,695	13.9	2.5	2.8		14	1,088	31.6	3.7	5.5		4	164	68.4	6.4	9.7		6	293	49.5	3.9	4.7										
交运设备	物流	9	343	49.3	3.5	-7.8	机械基础件	3	176	65.1	4.3	7.5	西餐	1	18	171.8	6.1	8.5	其它轻工制造	21	901	34.2	2.1	2.4										
	乘用车	7	2,356	13.7	2.8	8.6		11	703	37.0	4.6	7.1		18	801	75.7	5.6	8.9		21	901	34.2	2.1	2.4										
	船舶制造	6	1,394	27.4	3.2	-9.1		4	198	73.1	5.8	15.5		16	598	32.5	4.0	6.5		18	801	75.7	5.6	8.9										
	航空航天设备	17	1,951	92.4	5.6	7.6		13	764	46.9	5.1	16.8		7	328	42.0	4.2	6.6		16	598	32.5	4.0	6.5										
汽车设备	摩托车	9	468	108.5	8.8	18.0	其它专用设备	11	549	72.7	6.8	12.8	家具	7	328	42.0	4.2	6.6	其他轻工制造	4	90	147.8	-26.6	-7.7										
	农机设备	1	46	178.2	9.4	12.4		36	3,125	41.7	4.6	8.5		4	90	147.8	-26.6	-7.7		4	90	147.8	-26.6	-7.7										
	汽车零部件	34	3,088	21.7	4.5	7.3		13	1,501	32.0	4.1	6.4		22	1,631	33.9	5.6	8.5		22	1,631	33.9	5.6	8.5										
	汽车销售	2	87	100.9	4.5	9.6		10	297	97.5	5.8	12.3		25	2,594	49.5	6.3	11.1		25	2,594	49.5	6.3	11.1										
商用车载货车	商用车载货车	6	884	14.7	3.1	20.6	轴承设备	3	84	-180.8	3.5	4.1	生物制品	32	2,810	41.5	7.5	13.2	化学制剂	4	202	174.7	6.7	16.2										
	商用车载客车	6	302	23.9	4.4	-15.3		3	84	-180.8	3.5	4.1		4	202	174.7	6.7	16.2		4	202	174.7	6.7	16.2										
	铁路设备	5	1,440	32.8	3.3	4.8		4	172	47.6	5.2	6.4		10	747	70.7	8.1	13.5		10	747	70.7	8.1	13.5										
	专用汽车	1	39	373.9	3.8	-49.5		4	172	47.6	5.2	6.4		9	1,005	44.6	6.3	15.6		9	1,005	44.6	6.3	15.6										
农林牧渔	饲料	16	990	59.9	5.1	7.5	印刷包装机械	4	581	-378.1	2.5	3.2	医药商业	50	4,450	53.6	6.6	10.5	中药	30	2,469	58.5	5.3	10.5										
	其他种植业	3	335	111.5	4.5	5.8		4	1,500	44.7	7.8	10.9		30	2,469	58.5	5.3	10.5		30	2,469	58.5	5.3	10.5										
	果蔬加工	4	242	7,405.0	4.7	6.2		2	65	-2,725.8	1.8	2.4		22	1,631	33.9	5.6	8.5		22	1,631	33.9	5.6	8.5										
	水产养殖	8	530	85.3	7.2	9.3		12	836	69.8	5.6	8.0		2	101	133.0	3.9	7.5		2	101	133.0	3.9	7.5										
粮油加工	粮油加工	5	320	80.6	7.6	14.7	纺织化学用品	5	398	26.7	3.2	4.2	网络设备	2	101	133.0	3.9	7.5	交换设备	22	2,001	37.8	4.2	7.2										
	种子生产	6	393	91.7	9.9	28.7		24	1,551	53.4	5.4	7.9		6	279	99.8	5.7	10.1		6	279	99.8	5.7	10.1										
	林业	4	126	-49.9	5.0	5.6		3	225	36.7	4.7	5.4		11	426	22.9	9.7	17.5		11	426	22.9	9.7	17.5										
	畜禽加工	2	47	-1,574.1	3.5	6.2		7	319	32.8	2.7	3.1		10	701	52.4	4.3	7.5		10	701	52.4	4.3	7.5										
海洋捕捞	海洋捕捞	2	61	55.4	4.7	6.2	化工新材料	16	859	-53.4	3.6	4.6	互联网信息服务	7	759	72.6	5.0	10.4	广播电影电视	4	342	153.8	7.5	11.7										
	果蔬生产	1	17	43.4	6.1	6.3		8	393	46.1	4.4	6.3		7	759	72.6	5.0	10.4		4	342	153.8	7.5	11.7										
	其他纤维	2	1,381	29.6	3.2	6.4		7	214	39.3	5.0	7.7		5	256	120.8	5.6	12.3		5	256	120.8	5.6	12.3										
	商业物业经营	12	1,092	54.9	5.1	8.0		15	731	141.7	4.4	7.2		45	2,922	60.4	6.7	19.1		45	2,922	60.4	6.7	19.1										
食品饮料	专业连锁	12	1,917	32.0	4.8	-13.0	农药	14	625	84.0	6.1	12.4	软件开发	17	1,067	61.0	5.9	10.4	其它计算机应用	4	126	68.7	4.9	18.2										
	白酒	13	6,127	42.4	11.2	25.2		2	59	132.9	4.0	5.8		17	1,067	61.0	5.9	10.4		4	126	68.7	4.9	18.2										
	调味发酵品	4	252	38.8	6.4	9.2		5	107	-99.1	5.6	14.8		3	1,165	99.6	1.6	1.7		3	1,165	99.6	1.6	1.7										
	啤酒	8	1,299	46.0	5.3	10.4		9	432	-78.9	5.8	8.1		4	268	51.7	3.9	5.5		4	268	51.7	3.9	5.5										
葡萄酒	葡萄酒	5	730	70.4	14.2	37.0	日用化工产品	13	8,943	12.6	2.0	2.1	有线电视网络	44	1,828	56.2	4.7	8.4	综合															
	葡萄酒	5	730	70.4	14.2	37.0		6	226	61.5	4.5	6.5																						
	其他酒类	3	209	40.0	5.4	6.5		20	1,033	78.0	6.6	12.9																						
								4	76	64.2	3.9	6.7																						

另一方面，在行业内公司的角度来说，我们没有看到这种大公司低估、小公司高估的情况出现在每一个行业中，但其出现的概率相当之高。同时，在龙头公司市值在 500 亿以上的行业中，这种现象存在的几率要高于公司规模较小的行业。

当然，我们需要承认在当前结构性高估的市场中，一些高估值的公司未来可能会有不错的表现。但需要承认的问题是，高估值的公司对应着高预期，而如果高预期不能够维持，即使有业绩的表现，但这种高估值还能站得住脚吗（最近两年的地产股走势就是一个不错的例子）？更何况是一个整体结构性高估的市场呢？

因此，我们认为，对于 2011 年的行业走势，考虑单个行业的估值水平和其成长前景这两个问题，至少应该一样重要——假如估值不是更重要的话。

4. 当前资金供求关系分析

2010 年后整个市场的供求关系将进入到买方市场，结束了股市供给的短缺时代。随着 A 股进行股权分置改革以来，整个 A 股市值将迎来全流通。截至到 12 月初，目前整个流通市值约在 18.9 万亿，总市值约为 30.3 万亿，目前流通市值占整个市值约为 63%左右。限售股解禁和新股发行扩容带来的资金压力，以及新基金不断发行带来的

对冲作用相互交织，资金的供求关系更加复杂，这压缩了沪指反弹和下跌的空间，后市宽幅震荡的格局仍难以避免。A 股在融资融券、股指期货和全流通以及国际板可能推出的制度变革下，市场的估值难现 07 年大牛市的疯狂，涨不高跌不深的震荡格局将是市场常态。预计 2011 年 A 股市场更多的呈现的是“牛皮市”和“结构性行情”两大特征。

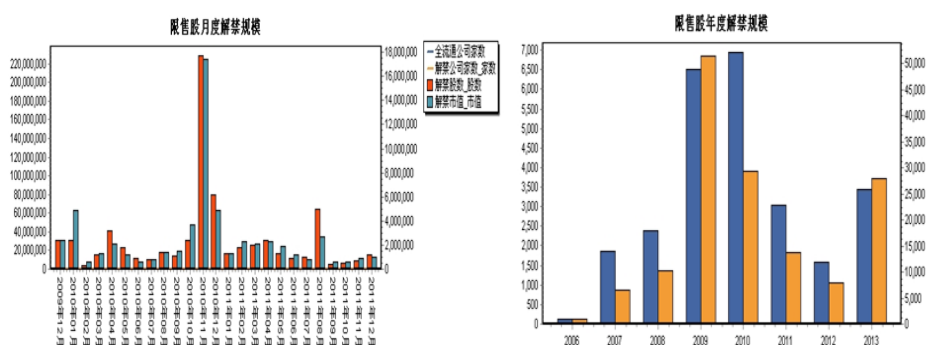
4.1 解禁洪峰过后 2011 年解禁压力相对缓和

历年秋冬季是股市的淡季，而次年春夏季又是股市的旺季，因此投资就有“冬播夏收”一说，而此规律撇除牛熊极端之际的 2005 年和 2008 年也几乎屡试不爽，2010 年 4 月 15 日的 3181 点如果是全年的顶点的话，那么 2010 年四季度股市和 2011 年一季度可能再度提供“冬播”的土壤，而在 2011 年二、三季度可能会出现年内的阶段高点。

在 2009 年、2010 年天量限售股解禁潮后，2011 年限售股解禁压力相对趋缓。只有 2011 年 4 月和 8 月的解禁股规模稍大，分别达到 236 亿股和 500 亿股，以统计日（12 月 3 日）的收盘价计算，免年 4 月和 8 月的解禁市值分别为 1213 亿元和 3509 亿元。

从限售股解禁与大盘走势的关系看，2009 年单月限售股解禁额度较高的月份分别为 7 月份的 9582.78 亿元和 10 月份的 20434.75 亿元，而股指分别在 8 月 4 日和 11 月 24 日形成了两个年内高点。可见在解禁额度高的月份或次月，股指形成重要顶部的概率较大。2010 年限售股解禁额度超过 5000 亿元的月份，分别为 1 月份的 6339 亿元、11 月份的 22478 亿元、12 月份的 6324 亿元，而 2010 年的大盘分别在 1 月 12 日、11 月 11 日达到了阶段的高点。

图表 12 2011 年 A 股限售股解禁规模



资料来源：信达证券，上海财汇信息

4.2 新股发行快节奏和超募现象依然严重

2010 年 6 月 10 日是新股开闸一周年，数据显示，自 2009 年新股开闸后的一年时间内，共有 274 家上市公司（包括募集未上市的）募集 4019 亿元，是累计拟募集资金的 2.14 倍；274 只新股的平均市盈率 56 倍，远远高于以往二、三十倍的首发市盈率，

其中金龙机电等 8 只股票更是发行市盈率在 100 倍以上。

统计显示, 2010 年 1-12 月初, A 股市场首发+增发+配股实际募集资金 9866.62 亿元, 再度“勇冠全球”, 超越排名第二的美国市场一倍之多, 占全球募资总量近三成。而截至 12 月初, 今年以来 A 股市场共有 315 家公司首发, 其中沪市主板 23 家, 深证中小板 186 家, 创业板 106 家, 三个市场首发融资总额共计 4949.95 亿元人民币。7 月以来的 3 个月 A 股市场 IPO 数量达去年全年总量的 2.3 倍, 融资额是去年全年融资额的 1.9 倍。

从发行节奏看, 2010 年前四季度基本保持了较为稳定高效的发行速度, 一季度总共发行 88 家, 二季度总计发行 87 家, 三季度总计发行 82, 四季度截至统计日共发行了 66 只, 平均每天约发行 1.3 家, 315 只新股的平均市盈率 57.23 倍, 每只新股冻结的资金量平均为约 1350 亿元。预计这一趋势在 2011 年仍将持续。

4.3 新基金的募集规模大幅缩水说明市场心态谨慎

据统计, 2010 年 1—11 月成立的基金 144 只, 其中包括 89 只股票型基金, 8 只混合型基金, 3 只货币型基金和 16 只债券型基金, 此外, 还有 1 只保本型基金、10 只封闭式基金和 17 只 QDII。其中, 96 只股票型基金募集规模 1281.89 亿份, 平均每只基金募资额仅 14.40 亿元。相比 2009 年单只基金平均 33 亿的募集规模, 缩水接近 56%。

从单只偏股新基金平均募集规模看, 一季度 25 只平均每只产品募集规模为 18.52 亿份, 二季度 23 只平均募集规模下降到 13.13 亿份, 三季度 14 只平均每只产品募集规模为 18.11 亿份, 四季度 27 只平均每只产品募集规模为 9.75 亿份, 创下年内新低。

截至 2010 年 11 月底, 机构投资者持股占流通 A 股市值的比例达到 70%, 这 70% 包括国有股和法人股。股票型基金的平均募集规模反映了投资人对市场的投资心态。2011 年谨慎与观望或成为市场情绪的主线。

5. 2011 年行情展望和主流热点分析

展望 2011 年, 全球经济增长存在较大不确定性, 中国经济增速有可能放缓, 上市公司的净利润增长速度预计将回落到 15% 左右; 2011 年中国证券市场面临的政策环境总体稳定, 既不会有重大利好, 也不会有重大利空, 宏观政策实行积极的财政政策和稳健的货币政策, 流动性趋紧的程度可能低于市场预期; 从估值角度看, 目前 A 股市场估值不高, 但主板、中小板、创业板以及不同品种之间的差异很大; 从资金供求关系角度看, 新股发行上市压力较大, 大小非减持压力逐步减小, 资金短缺的局面难以改变。

综合上述分析, 我们认为: 2011 年 A 股市场在复杂的国内外经济形势下将呈现反复震荡的格局, 预计上综指将维持在 2300—3800 的区间内运行。行情将围绕以下三个方面展开: 一是“收入倍增计划”和通胀预期下的大消费概念, 重点关注零售、家电、医疗、食品等板块; 二是以“十二五”规划为主线的新兴产业板块, 包括节能环保、

新一代信息技术、生物科技、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个方面；三是银行、煤炭、铁路、水利水电等行业中具有重组预期或估值优势的大盘蓝筹股。个股方面，我们认为以下个股在 2011 年的表现值得期待。

荣华实业（600311.SH）：2011 年公司金山金矿选厂有望达产运营，剥离玉米深加工产业的工作已经开始，公司已基本转型为黄金矿业公司。全资子公司拥有的探矿权成矿前景较好，公司资源潜力较大。按市值/资源比价关系，公司股价有较大上升空间。

北京银行（601169.SH）：在服务中小企业方面，其社区银行经营模式的业绩在业内具有明显的比较优势，不但贷款定价能力较强，而且对信贷风险的具有较高的控制能力。在业务收入方面，绝大部分来自总部经济特征明显的北京地区，具有较强的稳定性。拨备计提充分，后续支出压力较小。

葛洲坝（600068.SH）：公司国际、国内两个市场的开发日趋同步，海外扩张突飞猛进，工程合同签约持续大幅增长，项目储备丰厚；位列优先获得信贷支持的房地产央企“红名单”，各投资项目进展顺利，未来效益显著；强力推进新疆、西藏战略，已实现获取战略性资源的重大突破；央企整合压力下“十二五”期间公司规模应有翻一番以上的发展空间。

上海医药（601607.SH）：公司实际控制人为上海国资委，通过资产重组已成为上实集团和上药集团下唯一的医药上市平台，拥有包括医药研发与制造、医药分销和医药零售业务，成为我国 A 股市场市值最大、覆盖医药行业全产业链的综合性医药龙头。公司已经完成华东、华南地区商业龙头企业的重组工作，未来公司将通过收购爱心伟业和中信医药构建华北医药分销网络，实现公司在全国范围内的战略布局。

软控股份（002073.SZ）：公司主要从事轮胎橡胶行业的软件开发、系统集成以及数字化装备制造。公司可以提供轮胎橡胶生产各个工序的主要智能化设备，产品在技术上达到国际先进水平，在国内市场占有率较高。近年公司业务已经成功向化工、食品等行业扩展。预计未来三年公司业绩将保持 30%以上增长。

北纬通信（002148.SZ）：公司国内移动增值业务提供商，主要服务有短信、彩信、彩铃、手机上网等。3G 为移动增值行业的发展提供新的机遇，手机阅读、手机游戏、手机视频等 3G 业务前景广阔。公司的手机游戏等 3G 业务具有很好的发展潜力。

中国铁建（601186.SH）：公司是中国最大的工程承包商和海外工程承包商，最大的铁路建设集团之一，参与建设了我国几乎所有的大型铁路建设项目，我国城市轨道交通建设市场的领导者，也是目前我国成长最快、海外新签合同额最高的基础建设工程承包商。现阶段公司股价正处于历史低位，具备明显的估值优势。

三花股份（002050.SZ）：公司主要生产经营家用、商用空调自动控制件，已形成截止阀、电子膨胀阀、电磁阀等多种空调配套产品。2010 年，公司业绩稳步提升，得益于产品需求增长，特别是变频空调用电子膨胀阀与冰箱用电磁阀销量增长明显。11 月底，公司非公开增发获批，预示产能将继续扩大，募投项目仍以空调配件为主，部

分产品已获得国内外大厂商订单，将对 11、12 年业绩有一定贡献。此外，公司与以色列 HelioFocus 公司合作的太阳能光热发电项目将成为未来 5-10 年新的利润增长点，公司在该项目上享有中国市场独家经营权和销售权。

华联综超（600361.SH）：股东看好后续经营。大股东通过增发方式将现金注入上市公司支持公司门店扩张规模，展示出对公司较强的主业经营信心。增发本身也将大幅减轻 2011 年公司财务负担，提升该年业绩；基本锁定未来 2 年门店扩张节奏，2012 年门店家数有望达到 130 家左右，且储备门店资源丰富，后续扩展速度仍将可期；原股改承诺的管理层股权激励（700 万股）工作有望于增发完成后启动。

芭田股份（002170.SZ）：公司不断巩固自身在传统高端复合肥领域的优势，同时推出水溶性肥料及和原生态测土配肥项目，预测 2010~2012 年水溶性肥料产销达到 1.8 万吨，创造毛利 9,360 万元，预测和原生态 2013 年可以发展到 600 个销售点，2015 年可以发展到 1,600 个，形成包括其他农资在内 40~60 亿的销售收入。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
 邮编：100031
 传真：0086 10 63081102