

2011 龙抬头：“N 型”春色倍还人

-----中国 A 股市场年度策略报告

民生精品---策略深度研究报告

2010 年 12 月 11 日

报告摘要:

● 新货币环境下的资产选择与股市吸引力提升

2011 年我国货币政策略有趋紧，但股市的吸引力将明显提升。从资产配置的角度看，股票较房地产、债券、大宗商品、存款等更具有吸引力。目前全社会存量流动性仍然较为充裕，股票市场融资压力将较 2010 年减轻 1800 亿元，资金面是指数上行的有力支撑。

● 从朦胧期到理性期，投资者行为和风险溢价的转变

目前 A 股市场投资者行为正在从朦胧期向理性期过渡，对通胀担忧的逐渐消退、货币政策预期的明朗、海外市场的逐渐好转都将有利于缓解投资者的担忧情绪，引导风险溢价稳步回落。

● “N 型”春色倍还人，市场总回报 35%

随着通胀压力缓解预期的明确和经济基本面的回稳，压制市场估值的力量将明显减轻，市场的整体估值中枢全面上移并回归到合理的估值中枢，上证指数有望突破 4000 点以上，并带给市场 35% 的回报，其中估值贡献 12%，业绩增长贡献 20%，股息回报贡献 2.4%。

● 从低估蓝筹的价值回归到新经济的确定性成长

一季度蓝筹引领市场价值回归，随着不确定因素的逐步释放，大盘估值的压制力量将明显减轻，前期低估的银行、保险、房地产、水泥、采掘行业有望将迎来估值修复的反弹行情。行业景气持续向好的航空运输、黄金和信息设备与服务板块，受益于传统制造业升级的机械制造业和新经济下的新兴产业子行业将享有业绩的确定性高成长，投资机遇贯穿全年。

● 推荐股票组合

请重点关注民生证券研究所 2011 年策略股票组合：中国联通、中兴通讯、亨通光电、中国国航、中金黄金、荣华实业、海螺水泥、冀东水泥、兴业银行、民生银行、中国平安、北京城建、华业地产、中材国际、中国南车、中联重科、一汽富维、西山煤电、潞安环能、成商集团。

民生证券研究所

张 琢 策略分析师
执业证号：S0100210110002
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhangzhuo@mszq.com

赵丽娜 助理研究员
执业证号：S0100110110002
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhaolina@mszq.com

孙洪湛 助理研究员
电话：(8610)8512 7661
执业证号：S0100110110030
邮箱：sunhongzhan@mszq.com
地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值 (万亿)	29.95
流通市值 (万亿)	18.73
市盈率 (TTM)	19.84
市净率 (MRQ)	2.84

蜜蜂偶尔喜欢上了一朵玫瑰花，从此就只盯着它吮吸。当玫瑰花枯萎了，蜜蜂仍拼命吮吸，因为它以前从这朵花上吮吸过甜蜜。终于有一天，玫瑰花剩下的只是苦涩的毒汁，蜜蜂难以忍受，振翅高飞，向整个世界抱怨自己悲惨的境遇。这时，它猛然发现，枯萎的玫瑰花周围，处处是鲜花。

对连续三年下跌的中国股市而言，什么是那支毒玫瑰？什么又是周围美丽的鲜花呢？

目 录

一、新货币环境下的资产选择与股市吸引力提升	4
(一) 资产配置视角下股市对流动性的吸引力加大	4
(二) 货币政策“前紧后松”	6
(三) 资金成本上升但幅度有限	8
(四) 股市融资规模较 2010 年减少 1800 亿元	9
二、从朦胧期到理性期，投资者行为和风险溢价的转变	11
(一) 2011 年预期明朗主导市场风险溢价下行	11
(二) 投资者行为从朦胧期过渡到理性期	14
三、N 型春色倍还人，市场总回报 35%	17
(一) 估值提升贡献 12%	17
(二) 业绩增长提升 20%	18
(三) 股息回报率 2.4%	20
(四) 市场总回报 35%， “N” 型演绎牛市行情	20
四、市场节奏与投资机会	22
(一) 预期明朗推动估值中枢上移，一季度蓝筹价值回归	22
(二) 传统制造业升级的成长价值	24
(三) 供需缺口驱动航空运输业景气继续上行	28
(四) 未来一年金价上冲 2000 美元/盎司，黄金股受益	30
(五) 通信行业：装备升级、运营提速、景气高升	32
(六) 新兴产业下的确定性高成长子行业	35
(七) 行业配置建议	36
五、股票组合	37
插图目录	38
表格目录	39

2010 年，地产调控、银行股融资、海外市场波动成为影响市场运行的重要因素。货币紧缩和地产调控政策力度之大显著超出了市场预期，并成为上半年股指震荡深幅调整的决定性因素；下半年在经济好转和国内外过剩流动性的推动下，市场呈现出了从估值的全面修复到分化修复的局面。

2011 年是“十二五”开局元年，也是上一轮经济周期结束与新一轮经济周期开始的切换年，宏观经济将实现软着陆。通胀预期的缓解、经济短期走势的回稳以及中长期增长动力的逐渐明晰、投资者行为从朦胧期到理性期、股市融资压力的显著减轻，都将引导全市场风险溢价下行，推动整体估值中枢全面上移。导致目前风险溢价高企的核心问题--通胀压力或会在明年二季度得到缓解，那么一季度在投资者预期明显好转下，蓝筹股将引领全市场实现价值回归。

一、新货币环境下的资产选择与股市吸引力提升

2011 年我国货币策略略有趋紧，但股市的吸引力将明显提升。从资产配置的角度看，股票较房地产、债券、大宗商品、存款等更具有吸引力。目前全社会存量流动性仍然较为充裕，股票市场融资压力将较 2010 年减轻 1800 亿元，资金面是指数上行的有力支撑。

（一）资产配置视角下股市对流动性的吸引力加大

从大类资产配置的角度来看，债市弱于商品（房地产、大宗商品），商品弱于股市，股市对流动性的吸引力加大。随着抗通胀政策的陆续出台，商品价格有望回落，国内房地产调控升级后买房受到限制，加息难改负利率格局，大宗商品高位震荡累积大量抛压盘风险，加息预期下债券价格进入下降通道，而 A 股估值处于历史低位。上述因素叠加奠定了社会整体流动性趋紧但股市流动性增强的预期，因此我们认为，在资产配置角度，2011 年股市的投资价值凸显。

表 1：2011 年大类资产投资吸引力对比

时间	资产吸引力	原因
房地产	下降	地产调控仍将持续，房价已处绝对高位未来上涨空间有限
债券	下降	加息成为一致预期，债券价格进入下行通道
股票	上升	低估值优势与风险溢价下降
大宗商品	下降	中央、地方抗通胀组合拳，商品价格风险加大
实体经济	上升	十二五开局元年，实体经济稳步好转
存款	不变	利率上调，但是负利率格局短期内难以改变

资料来源：民生证券研究所

1、加息如期而至，债券价格进入下行通道

自 2010 年 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率，加息预期逐渐增强，债市宣告熊市到来。我国债市发展时间较短，尤其是信用债未曾经历完整的周期，根据美国加息过程中债市的表现，可以发现在整个加息过程中各种债券收益率都处于历史较低水平。因此，我们认为在加息确定的前提下，未来债券中短期债券收益率均会受到影

响，而长期债券收益率面临更大压力。

2、房价已处绝对高位，未来上涨空间有限

目前中国家庭房地产总量是股票资产的 5 倍，受严厉的房地产调控政策影响，买房的限制阻断了房地产投资的资金链，房价调整成为市场普遍预期。在未来半年时间里，即使房价环比涨幅为零，受去年四季度和今年一季度房价大幅上涨影响，房价同比涨幅也将继续回落。预计到 2011 年 4 月，70 个大中城市房价同比涨幅将有 8% 左右的下降（负增长）。

3、大宗商品高位震荡

受美国量化宽松影响，全球流动性加大推动了大宗商品价格的上行，大宗商品已处于高位。截止 12 月 1 日，2010 年 CRB 综合期货指数增幅达到了 16.1%，指数位于 50 年以来的第二高位，距离历史峰值 614.57 仅仅有 37 点的差距，而 CRB 综合现货指数 2010 年增幅在 14% 左右，而指数更是达到了 60 年以来的最高峰。

4、“十二五规划”元年，实体经济新起点

2011 年是“十二五规划”元年，政府主导下的经济转型将使得以新兴产业为代表的新经济面临新的机遇。为了抑制经济危机对实体经济的不利影响而推行的十大产业振兴规划即将结束，中国经济在寻找新的投资亮点，而今年十七届五中全会为中国未来经济描绘了以新兴产业为代表的中国产业蓝图，转型加速将推动实体经济高速发展。

5、负利率格局仍将持续，储蓄挤出效应仍然存在

加息如期而至，但负利率格局仍将维持。2010 年 11 月我国 CPI 同比增幅为 5.1%，按照民生证券研究所宏观研究小组的预测，明年 2 季度通胀将降到 4% 左右，即便如此仍然超过一年期存款利率 1.5% 左右，按照央行单次 0.27% 的调节力度，央行至少上调 4 次利息，才能缓解有限负利率格局。

6、位于“价格洼地”，股市投资价值凸显

A 股全球比价优势凸显。今年前十一个月，我国呈现出了最差股票市场与最好经济的强烈反差。全球大多数国家的股票市场都实现了小幅上涨，新兴市场韩国领涨 13%，德国、美国三大指数、英国、俄罗斯涨幅都在 2% 以上，即使表现最差的法国和澳大利亚股票市场跌幅也仅为 8% 和 4%，A 股市场上证综指和深成指则是以 14% 和 10% 的跌幅领跌全球主要市场。

与此相反的是，我国的经济形势在全球内呈现高速增长的局面。2010 年三季度我国 GDP 同比增长 9.6%，虽然有小幅回落，但整体经济复苏情况良好、回暖势头稳固，超过已公布三季度 GDP 同比增速的大部分发达国家的水平。

图 1: 今年以来 A 股市场领跌全球

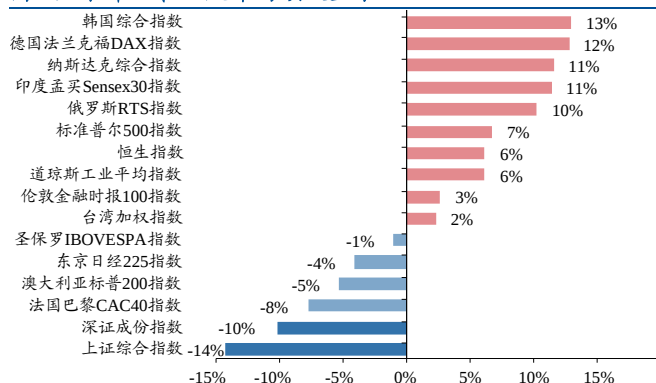
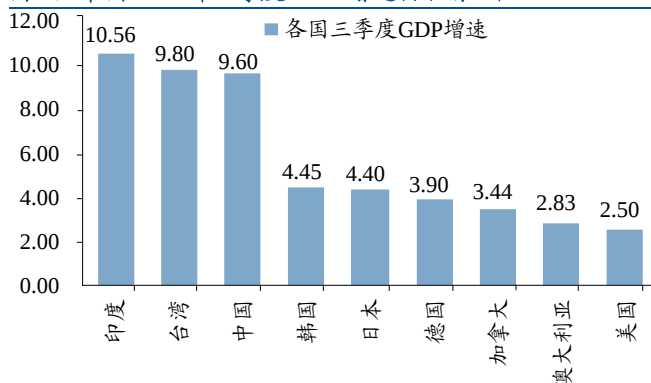


图 2: 中国 2010 年三季度 GDP 增速仍居前三位



资料来源: Wind, 民生证券研究所。台湾:GDP:不变价:同比, 韩国:GDP:不变价:同比, 泰国:GDP:不变价:同比, 澳大利亚:GDP:不变价:同比, 德国:GDP:不变价:同比, 加拿大:GDP:不变价:同比, 印度:GDP:不变价:同比, 中国:GDP:当季同比, 日本:GDP:2000 价:当季同比, 美国:GDP:2005 价:环比折年率

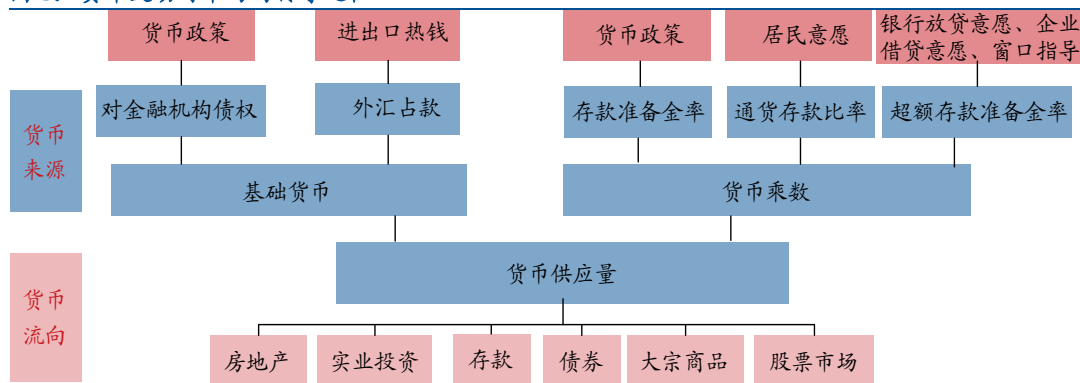
(二) 货币政策“前紧后松”

2011 年货币政策将呈现前紧后松的态势。在当前和明年年初通胀压力高企形式下, 货币政策将维持收紧的格局, 但积极的财政政策仍将延续, 根据民生证券宏观组的预测, 明年 CPI 将分别在二月和七月两次回落, 从而缓解市场对于货币政策趋紧的悲观情绪。下半年随着通胀压力的缓解货币环境将重新回到较为宽松的局面。

1、基于未来货币政策走势的分析, 2011 年货币供应将回复至正常水平

2010 年四季度货币政策有所收紧, 但全年来看总体还是较为宽松。今年 1 至 10 月累计 M2 新增 7.4 万亿, 比 2009 年 1 至 10 月份的 9 万亿已经显著回落, 但是与 2008 年同期的 3.28 万亿和 2007 年的 2.41 万亿相比, 货币投放规模依然居历史高位。根据 2011 年广义货币全年增速 15-16% 之间的预计, 2011 年 M2 新增规模较 10 年增加 1.52-1.54 万亿, 货币供应将回复至正常水平。

图 3: 货币变动对市场的传导过程



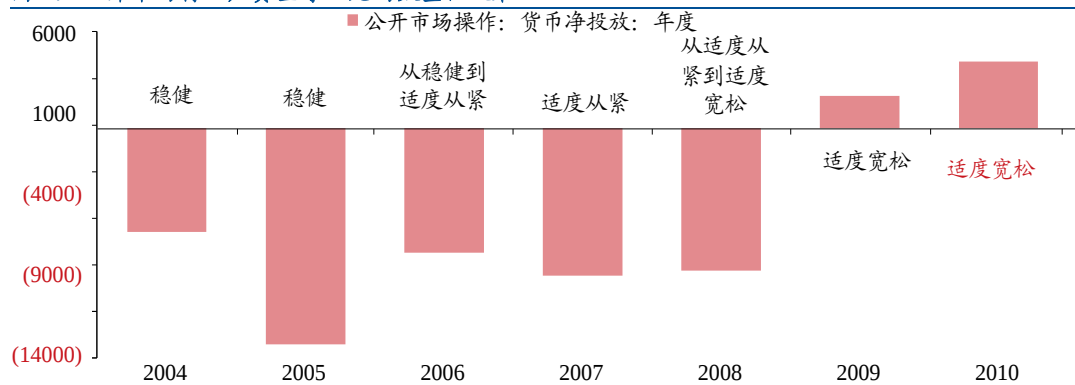
资料来源: 民生证券研究所

(1) 基础货币或略有收紧

预计央行将恢复净回笼的常态公开市场操作。2004~2008 年央行公开市场操作货币净回笼始终保持在 6000 亿元以上, 其中, 2004~2005 年度基本保持稳健的货币政策,

2006~2007 年货币政策适度从紧，而 2008 年受经济危机影响货币政策下半年开始从适度从紧过度至适度宽松，2009 年实行适度宽松的货币政策，公开市场操作首次恢复净投放。我们预计恢复稳健的货币政策后，央行将继续采用资金净回笼的数量化政策。

图 4：公开市场将回归资金净回笼的数量化政策



资料来源：Wind，中国人民银行货币政策执行报告，民生证券研究所

热钱流入将继续扩大基础货币投放规模。目前国内加息预期强烈，在美国 2011 年 6 月份之前结束的阶段性量化宽松下，国际资金将瞄准中国市场 2% 以上的利差。

（2）现金存款比例与超额准备金率下降将部分对冲存款准备金率对于货币乘数的影响

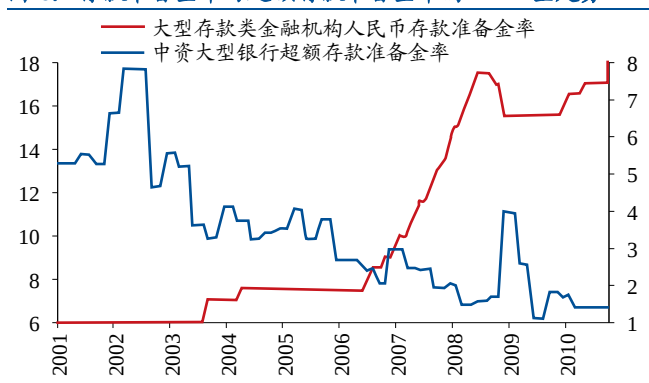
货币乘数主要由现金存款比率和准备金比率决定。我国现金存款比率每年呈现阶段性下沉的趋势，货币乘数就存在相对应的放大趋势；中资大型银行的超额准备金率连续 12 个月阶段性下行，部分的对冲了提高存款准备金率对于货币乘数的影响。我们认为 2011 年货币乘数将维持在 4.39 历史均值附近。

图 5：我国 2001~2011.12 货币乘数预期变化



资料来源：Wind，民生证券研究所

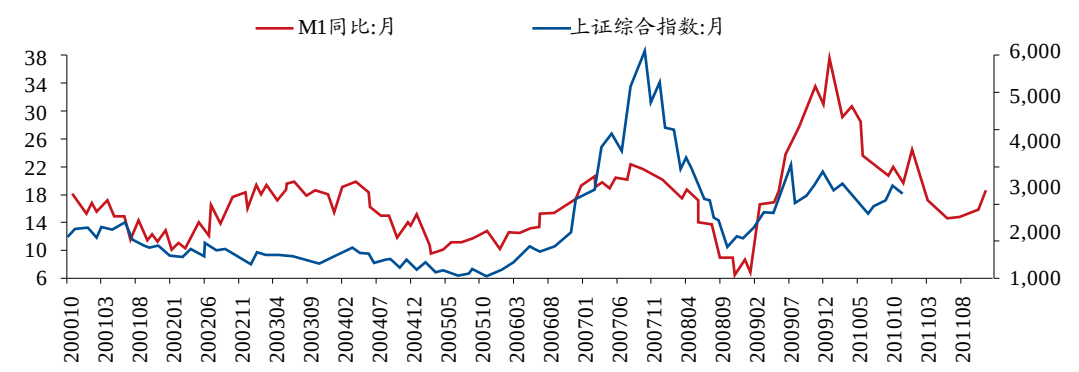
图 6：存款准备金率与超额存款准备金率的“X”型走势



资料来源：Wind，民生证券研究所

明年一季度 M1 增速将达到年内高位。今年 1 月 M1 增速创下 39.0% 的高点后，持续下行，最低降至 9 月的 20.9%。目前 M1 增速虽经历持续回落，但考虑到明年一季度信贷增加，M1 增速将在明年一季度达到年内高位。

图 7: M1 增速将在明年一季度达到年内高位



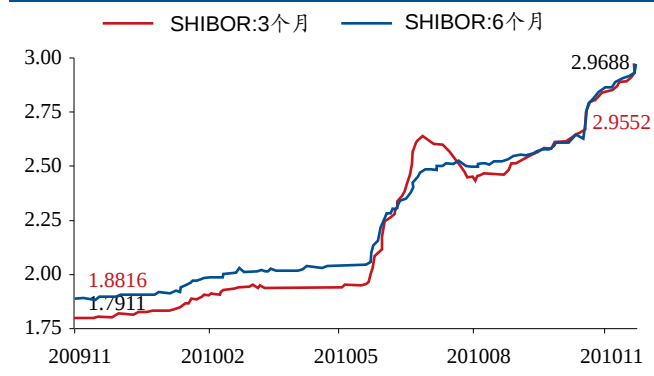
资料来源: Wind, 民生证券研究所

（三）资金成本上升但幅度有限

在货币供应恢复常规后，资金成本上升成为必然。市场利率上升的速度和空间将根据经济增速做出调整，但在我国 GDP 增速告别高速增长期的背景下，预计资金成本上升幅度不会太大。

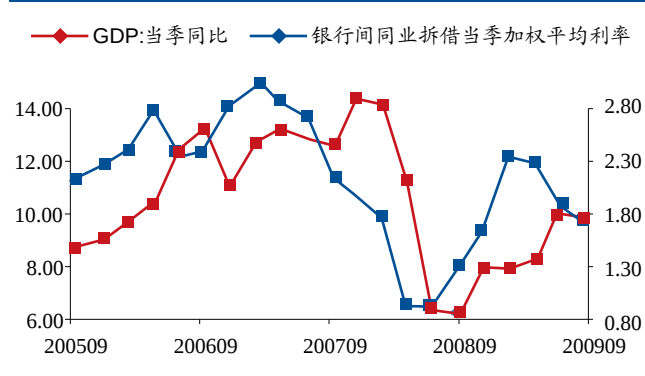
短期内市场资金成本的上升在货币市场表现得较为明显。在过去一个月时间内，银行间拆借利率和央票发行利率开始稳步上扬，其中 6 个月 shibor 利率由 12 个月前的 1.88% 上升至目前的 2.96%，自 2009 年 11 月份以来这一指标连续上涨，首次超过历史均值 2.94%。在未来一系列货币政策的影响下，银行间资金面的短期压力将显现。

图 8: 市场资金成本从低位回升



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 9: GDP 增速放缓，资金成本将维持在低位



资料来源: Wind, 民生证券研究所

中长期市场资金成本仍然低于历史平均水平，在 GDP 增速放缓的前提下，预计资金成本上升幅度不会太大。历史上市场资金成本大幅攀升多出现在连续大幅加息和经济过热货币需求旺盛的环境中。在明年 GDP 增速放缓、实体经济需求减弱的前提下，预计资金成本上升幅度不会太大。

（四）股市融资规模较 2010 年减少 1800 亿元

在控通胀的主体思路下，2011 年货币环境趋紧导致股市流动性减弱成为市场普遍预期，但我们认为，股市流动性仍将好于 2010 年，主要是因为：大型银行股首发、集体配股结束，明年股权融资压力将回归正常水平；根据我们的测算，资金核心压力仍然要好于 2010 年。

1、预计 2011 年 A 股市场融资比 2010 年低 1800 亿左右，约为 7200 亿元

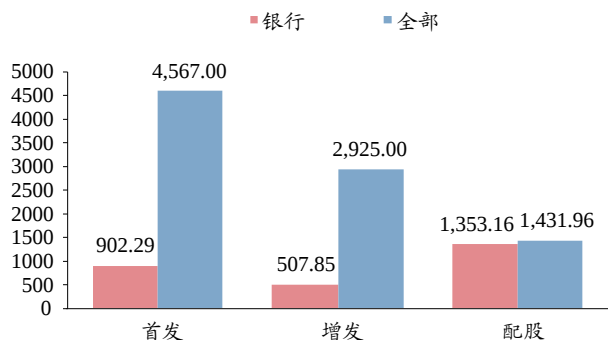
2010 年 A 股新增融资压力以首发和配股为主，截止 12 月初首发 4567 亿元，增发 2925 亿元，配股 1432 亿元，其中配股规模为近 10 年最高峰。预计 2011 年 A 股市场融资约为 7200 亿元。

首先，大型银行股首发、集体配股结束，明年银行股融资压力将回归正常水平。2010 年 A 股市场融资规模主要是受到银行股影响，其中农业银行、光大银行首发融资达到 902 亿元，工商银行等 7 家银行配股达到 1353 亿元，占市场总配股规模的 94%。其余各家银行中，中信银行未来有 260 亿元的配股计划，华夏银行的资本充足率和核心资本充足率刚刚达到 10%和 6%的标准，为了保证合理增长 2011 年至少具有同样规模的融资需求，预计银行业的融资规模在 600 亿元左右。

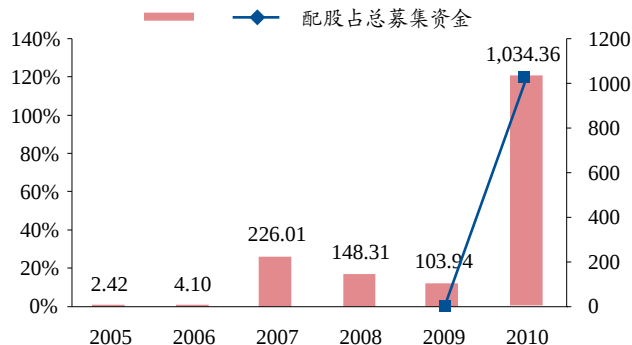
其次，创业板和中小板已成为 IPO 主战场，明年预计总规模与今年相当。截止 12 月初，2010 年创业板首发 109 家、募集资金 873 亿元，中小板首发 193 家、募集资金 1907 亿元；证监会多次表示将完善多层次资本市场体系，加快推动战略新兴产业发展，积极支持符合条件的企业发行上市和再融资，而新兴产业大多集中在中小规模的创业板和中小板，我们预计 2011 年将与今年规模相当，融资规模在 2800 亿元左右。

第三，国际板或许成为现实。2010 年 11 月，先是央行行长周小川表示，要把超量资金放到“池子”里，随后证监会副主席姚刚表示“证监会正在加紧研究推动国际板建设”，让国际板再次成为市场关注的热点。若 2011 年国际板开板，其具体的规模难以测算，但根据近期 A 股主板发行情况来看，我们认为其首发融资规模在 300-400 亿元以下。

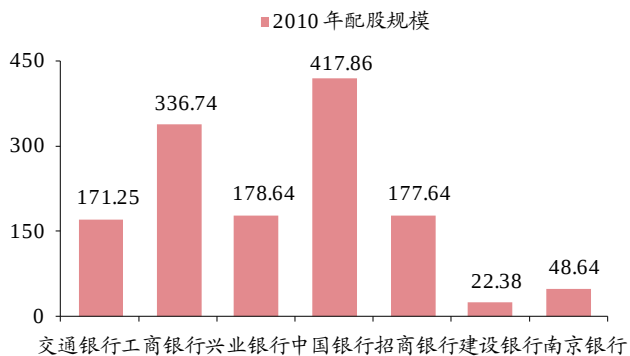
综上，假设创业板和中小板 2011 年募集规模不变，剔除 2010 年主板中银行股首发、配股的影响，再加上国际板开板估算规模，预计 2011 年股票市场融资预计将达到 7200 亿元左右，较 2010 年减少 1800 亿元。

图 10: 2010 年银行股权融资占比较高, 单位: 亿元


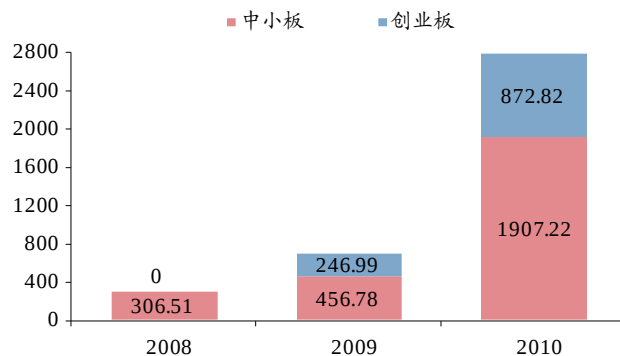
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 11: 2010 年是近六年配股比例最高一年


资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 12: 2010 年 7 家银行集体配股, 规模在 1353 亿元


资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 13: 中小板、创业板发行节奏加快, 单位: 亿元


资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、资金核心供求压力好于 2010 年, A 股市场仍然存在资金支持

2010 年资金核心供求压力为 0.69, 2011 年资金核心供求压力将在 0.74-0.75, 资金压力略有减缓。根据广义货币全年增速 15-16%、新增信贷总量 7.5 万亿预测, 2011 年 M2 同比多增 1.52-1.54 万亿, 信贷降低 6000 亿, 债券发行保守估计为 1.2 万亿、股权融资 7200 亿, 则资金供求压力将在 0.74-0.75。

M2 同比增幅预计在 15-16%。近 5 年 M2 同比增幅波动范围维持在 15-24%, 考虑到货币政策的变化, 民生政策研究所宏观研究小组预计 2011 年 M2 同比增幅大致维持在 15-16% 之间。

2011 年信贷总量预计在 7.5 万亿左右。根据中央控通胀、保增长、调结构的新思路, 我们预计 2011 年信贷总量将保持 7.5 万亿左右的规模。

股权融资预计为 7200 亿元, 比 2010 年少 1800 亿元。假设创业板和中小板 2011 年新增募集规模保持不变, 剔除 2010 年主板中银行股首发、配股的影响, 再加上国际板开板的估算规模, 预计 2011 年股票市场融资规模达到 7200 亿元左右, 将显著低于 2010 年的水平。

债券发行相对稳定, 规模预计在 12 万亿元左右。近些年债券发行增速相对稳定, 特

别是 2011 年经济仍然处于大周期的复苏阶段，债券发行仍将呈现稳定增长，我们预计 2011 年债券发行规模在 12 万亿元左右。

表 2: 2011 年资金供求预测, 单位: 亿元

	来源	2008A	2009A	2010E	2011E	2011 年预测理由
资金供给	M2	71765	131058	132368	152224-153547	民生政策宏观研究小组预测明年增速在 15%-16%
	信贷	49036	95769	76334	75000	2011 年预计信贷总量
资金需求	股权	3457	5012	9000	7200	考虑中小板、创业板、国际版及银行股的综合影响
	债权	70727	86475	106361	121859	近 3 年复合增长率 14.57%
核心供求压力 (供/求)		0.58	0.70	0.69	0.74-0.75	

资料来源: Wind, 民生证券研究所

表 3: 资金供求压力分析

供给 需求	0%	5%	10%	15%	17%	20%
-10%	0.77	0.81	0.84	0.88	0.90	0.92
-5%	0.73	0.76	0.80	0.84	0.85	0.87
0%	0.69	0.73	0.76	0.79	0.81	0.83
5%	0.66	0.69	0.72	0.76	0.77	0.79
10%	0.63	0.66	0.69	0.72	0.73	0.75
15%	0.60	0.63	0.66	0.69	0.70	0.72

资料来源: 民生证券研究所

资金方面的不利因素是基金仓位处于较高水平，仓位在 80-90% 的基金仍占多数。截止 12 月 6 日全部基金平均仓位为 80% 左右，偏股型基金 80%，股票型基金 85%，标准混合型基金 74%，均处于偏高水平。

二、从朦胧期到理性期，投资者行为和风险溢价的转变

2010 年国内政策退出、房地产调控政策出台、海外主权危机等变数成为推高 A 股市场风险溢价的关键性因素。2011 年，对通胀担忧的逐渐消退和货币政策预期的好转将引导风险溢价下行，海外市场的逐渐明朗也将有利于缓解对外围市场的担忧情绪。根据噪音交易模型的分析，目前 A 股投资者行为正在从朦胧期向理性期过渡，这也将有利于促使风险溢价的稳步回落。

(一) 2011 年预期明朗主导市场风险溢价下行

股权风险溢价 (ERP) 是指投资者投资于股票市场时因承担风险所期望的超过无风险利率的超额收益率，因此 ERP 直接展示了投资于股票市场的风险报酬。A 股市场风险主要来自于宏观经济运行、通胀预期、宏观政策、流动性、市场制度以及国际市场的预期不确定性，上述因素的明确与否直接决定了市场的风险溢价水平。

2010 年，严厉的地产调控、欧债危机、宏观经济运行趋势的不明朗以及通胀引发的

政策紧缩预期成为推高市场风险溢价的主要因素。展望 2011 年，稳增长、控通胀、促转型的政策思路已经明朗；明年宏观经济前低后高、通胀前高后低、货币政策前紧后松的经济政策形势已经成为市场一致性预期；虽然欧债危机忧虑仍存，但各方应对措施已显得更为应手与成熟，海外市场风险将有效缓解。我们认为二季度通胀回落、政策隐忧减轻将成为 A 股风险溢价下行的转折点。

表 4：2011 年预期好转引导市场风险溢价下行

影响风险溢价的因素	市场要求的风险溢价	2011 年	2010 年
经济短期走势	降低	上半年 8.9%，下半年 9.5%，增长回稳	政策退出下经济二季度开始快速回落 市场对保障房能否按要求完成存在疑问
通胀预期	较高	全年可控，二季度开始回落	四季度通胀屡创新高，目前市场最为担心的因素，已反映在当前的风险溢价中
政策预期	降低	货币政策趋紧已成市场共识 地产调控不放松，保障性住房继续加力 新兴产业战略规划陆续出台	上半年地产收紧政策远超预期 货币政策如何退出不明朗
流动性预期	降低	国内流动性回归常态 银行股再融资近尾声	国际与国内流动性都非常充裕 农行上市与银行股再融资带来巨大心理压力
海外市场	降低	欧债危机或会继续上演，但是各方已经提出应对措施，对市场的冲击减弱	欧洲债务危机引发国际市场大幅波动

资料来源：民生证券研究所

1、“经济前低后高、通胀前高后低、货币政策前紧后松”已成为市场的一致性预期

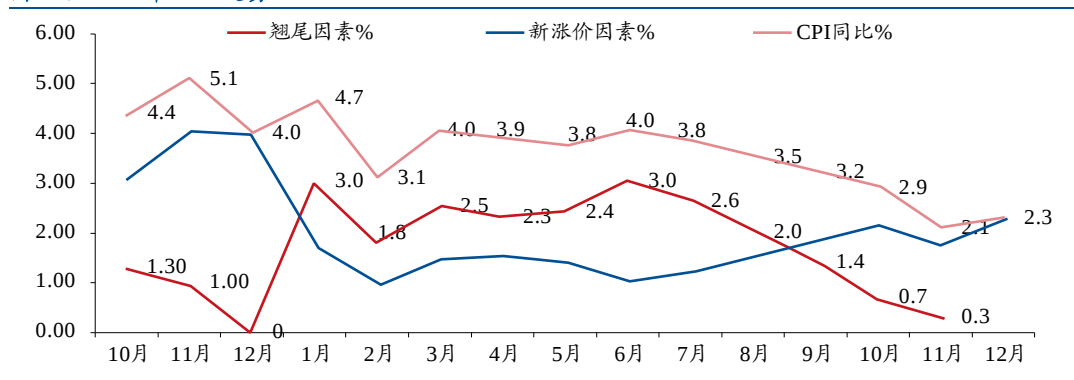
相比 2010 年，明年宏观经济运行节奏、物价走势和宏观政策将更加明朗。今年四季度通胀压力高企货币偏紧政策。市场对明年经济和政策的判断聚焦于物价的走势。根据民生证券研究所宏观分析师的预测，2011 年通胀压力将在春节后的部分缓解，下半年有效缓解。

综合物价走势的判断，展望 2011 年，货币政策的基调应是“稳健”。上半年“略微收紧”，重点在于“抑通胀”；下半年“略微放松”，重点在于“保增长”。货币政策在保持稳定性和持续性的同时，会加强灵活性和针对性，更加注重微调和预调，在保增长和抑通胀之间谋求平衡。

经济前低后高。上半年通胀压力引导货币紧缩下，中期投资和出口增速回落，预测上半年 GDP 增长 8.9%，实现政策刺激后的经济软着陆。下半年，通胀回落，政策适当放松，转型加速，经济回升，预测 GDP 增长 9.5%，经济实现向新一轮经济增长周期上升期的转换。

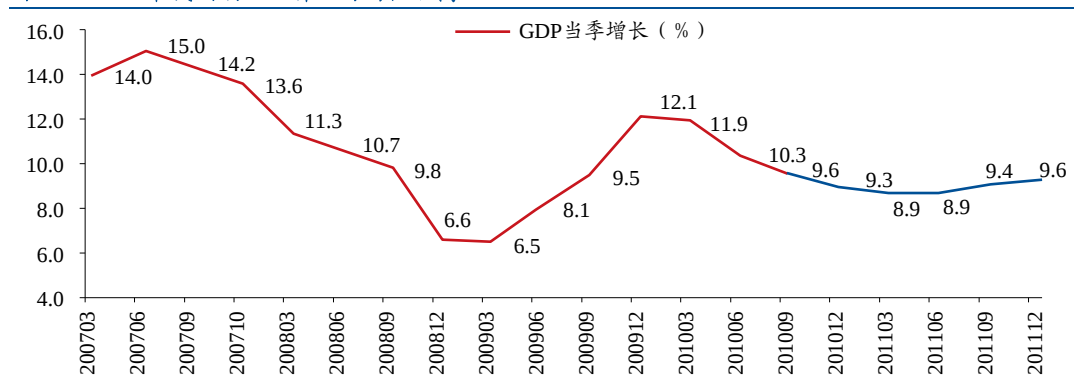
相比 2010 年，市场对经济、物价、政策的节奏判断仅有量的差别，没有质的差异，总体看法较为一致，经济、通胀和政策三大要素预期的明朗将带动风险溢价有效下行。

图 14: 2011 年 CPI 趋势



资料来源: 民生证券研究所

图 15: 2011 年我国宏观经济运行前低后高



资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、2011 年银行巨额配股带来的流动性波动风险将显著降低

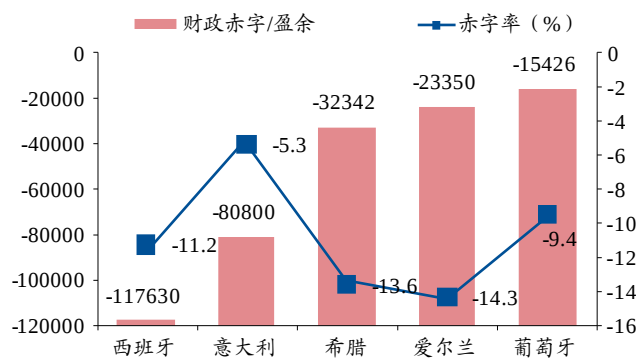
2010 年银行股巨额再融资严重影响了市场的运行节奏。我们认为 2011 年市场流动性风险将显著降低, 主要是因为, 大型银行股首发、集体配股结束, 明年股权融资压力将回归正常水平, 资金核心压力仍然要好于 2010 年。

3、海外市场风险溢价有望回落

(1) 欧债问题下的投资者过度悲观预期将在 2011 年缓解

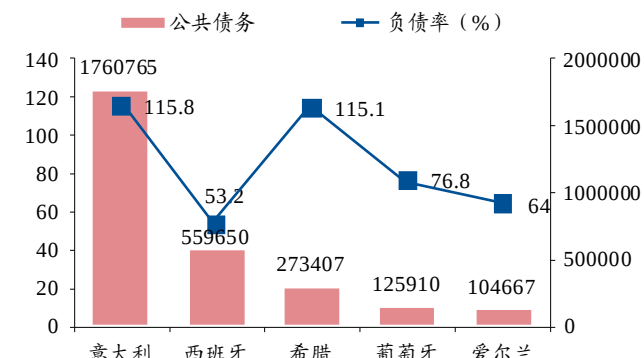
欧洲债务危机是海外市场不确定性因素的核心。2010 年来, 全球投资者最为关注的热点, 莫过于欧盟部分国家出现的主权债务危机。继迪拜债务延期偿付、冰岛宣布破产之后, 希腊债务危机率先拱出, 随后葡萄牙、爱尔兰、意大利、西班牙也相继亮起红灯, 被外界戏称为“猪”(PIIGS), 近期爱尔兰又被迫接受 850 亿欧元的救济, 2011 年全球投资者将更加担心葡萄牙、西班牙的债务问题。

图 16: 2009 年 PIIGS 财政赤字水平, 单位: 百万欧元



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 17: 2009 年 PIIGS 负债水平, 单位: 百万欧元



资料来源: Wind, 民生证券研究所

欧债问题导致的投资者过度悲观预期将在 2011 年得以缓解。2010 年欧洲债务问题的超预期导致了市场的过度反应，但随着希腊、爱尔兰的债务问题浮出水面，对后期欧洲债务危机继续恶化的不乐观情绪在市场业已得到反应，特别是三大国际组织联合出资 7500 亿欧元为欧债问题提供“保护伞”，从根本上稳定了全球投资者的悲观情绪，降低了未来欧债问题对全球经济的不利影响，我们预计 2011 年欧债问题对于 A 股风险溢价的影响程度将有所降低。

（2）2011 年，美元与欧元危机还将交替出现，美元呈现震荡格局

总体来看，2011 年美元将持续震荡格局，但振幅较今年会有所收窄。影响美元走势的主要因素集中于美国经济的复苏形势、美国的货币政策以及欧元的强弱。由于短期美、欧、日经济形势的衰退程度不同以及由此导致避险情绪的变化，将使美元在短期产生较大的不稳定性。目前来看，美国经济数据向好，欧元债务危机仍将在一段时间内持续，将共同支撑美元走强，而美国量化宽松政策刺激经济的政策立场不改又将在一定程度上压制美元指数的上行。以上两种力量的强弱反复、美元与欧元危机的交替出现，决定了未来美元指数震荡的格局，由于上述两方力量未来将逐渐缩减，美元指数的短期振幅将有所收窄。

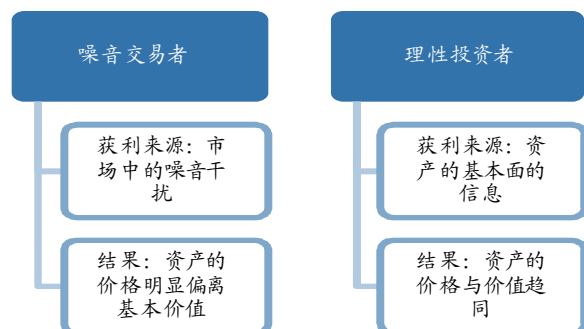
（二）投资者行为从朦胧期过渡到理性期

过去五年市场先后经历了暴涨期、回归期、暴跌期与朦胧期，目前 A 股市场无论是换手率还是封闭式基金折价率都远低于历史均值，基于 DSSW 模型的分析，我们认为，目前 A 股噪音交易程度已经与国际上典型的理性市场相似，A 股投资者行为正在从朦胧期向理性期过渡。

1、DSSW 模型验证市场理性

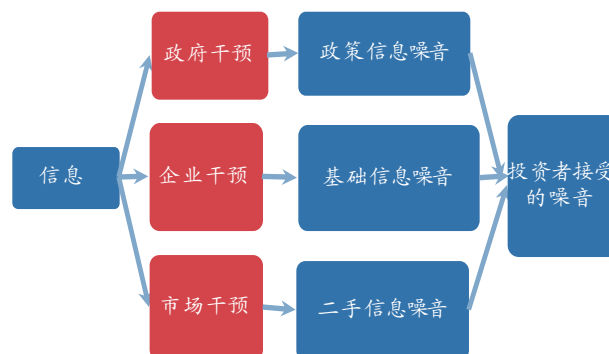
经济学家安德鲁·施莱弗在 2000 年提出了噪声交易者的模型（DSSW 模型），认为市场中存在理性投资者和噪音交易者（非理性投资者）两类参与者，噪音交易是二者相互博弈的结果，而噪音按照来源和传播过程分为政策、基础和二手信息噪音三类噪音干扰，而噪音的强弱程度则是市场理性状态的验证。国际上一般采用换手率、封闭式基金折价率作为噪声交易程度的度量。

图 18: 噪音交易的两类参与者



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 19: 噪音的三种分类



资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、中国股市的暴涨-暴跌规律

暴涨-暴跌规律大致分为五个时期：朦胧期、理性期、非理性期（暴涨）、回归期、非理性期（暴跌），五个时期循环运行，构成了中国股市的暴涨-暴跌规律。其中朦胧期对应的股市通常表现为波动状态，市场投资理念也处于交替探索时期；在探索的结论逐渐明显时，噪音交易程度降低，基本面盈利凸显，便步入了理性期，理性期的股市通常有较为明显的运动趋势，但整体走势相对平缓；非理性期，即暴涨（或暴跌）期，是投资者受到大量噪音信息的影响，对市场的反应出现偏差，不仅会背离均衡水平，而且会在背离之后进行自我强化，进而导致暴涨（或暴跌）；之后泡沫破裂将逐渐进入回归期，市场估值水平趋于正常状态；但回归期并非均衡区域，市场将深度调整进入非理性期，或称暴跌（或暴涨）期。

在我国证券市场的发展过程中，市场的暴涨和暴跌总是如影随形。1996 年以来，股市进行了四次大调整，其中四次暴跌平均时间为 22.5 个月，平均振幅为 51.56%，四次暴涨平均时间为 12 个月，平均振幅为 121.14%。

表 5: 1996 年以来股市的四次暴跌

	调整阶段	指数跌幅	振幅
第一次	1997 年 5 月-1999 年 5 月	从 1510 点至 1025 点	24 个月 33.48%
第二次	1999 年 6 月-2000 年 1 月	从 1756 点至 1285 点	6 个月 36.64%
第三次	2001 年 6 月-2005 年 6 月	从 2245 点至 998 点	48 个月 55.80%
第四次	2007 年 10 月-2008 年 10 月	从 6124 点至 1729 点	12 个月 80.31%

资料来源: Wind, 民生证券研究所

表 6: 1996 年以来股市的四次暴涨

	调整阶段	指数涨幅	振幅
第一次	1996 年 1 月-1997 年 5 月	从 677 点至 1510 点	16 个月 131.06%
第二次	1999 年 5 月-1999 年 6 月	从 1025 点至 1756 点	2 个月 39.38%
第三次	2000 年 1 月-2001 年 6 月	从 1361 点至 2245 点	17 个月 64.95%
第四次	2006 年 10 月-2007 年 10 月	从 1768 点至 6124 点	12 个月 249.40%

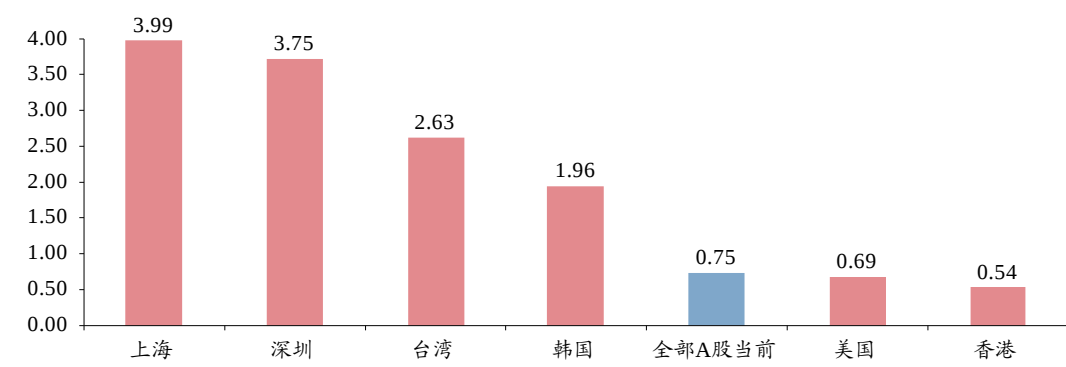
资料来源: Wind, 民生证券研究所

3、A股投资者行为从朦胧期过渡到理性期

市场理性与非理性的交替可以用噪音交易的变化来度量，噪音交易者与理性投资者的不断更迭是中国股市暴涨暴跌规律的根源。通过对近期 A 股换手率及封闭式基金折价率的分析，我们认为，目前 A 股的噪音交易已经处于历史低位，市场正在从朦胧期向理性期过渡。

根据噪音强弱的首要指标---换手率来看，目前 A 股的噪音干扰程度明显减弱，市场正在向理性套利回归。从世界各国的历史情况来看，中国、台湾以及韩国市场存在较为明显的噪音交易，而美国市场和香港市场噪音交易程度较弱。当前 A 股换手率为 0.75%，远低于历史均值，与美国、香港的十年平均换手率水平（0.69%、0.54%）相当，说明现阶段噪音交易已经趋近于香港、美国的水平，市场正在向理性套利回归。

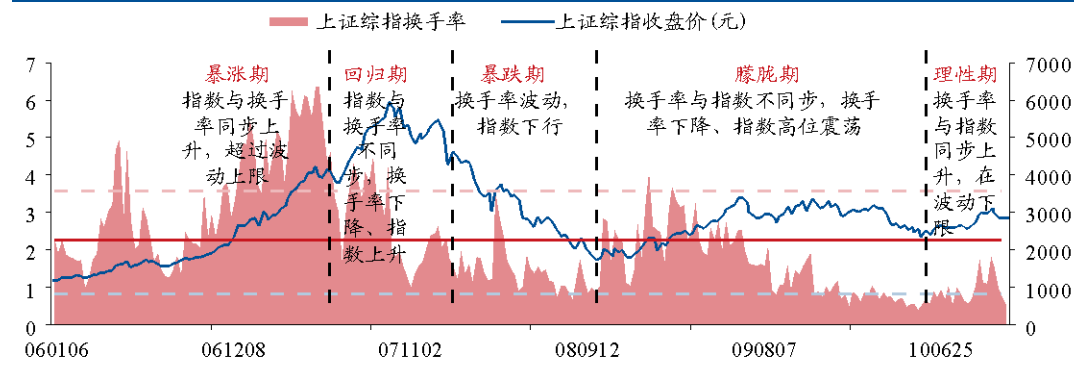
图 20：A 股当前换手率与美国、香港平均水平相当（过去十年平均值）



资料来源：Wind，民生证券研究所

从金融心理学角度来看，收盘价与换手率是否同步是判断行为理性的关键，朦胧期过后，换手率与指数再次同步上升，投资者行为进入理性期。2008 年 10 月指数上证指数达到了最低位 1664 点后，换手率在短期内反弹到历史均值，噪音交易迅速累积，推动了指数从历史均值 2894 点上行至 3412 点，随后换手率下降到了历史波动下限，而上证指数在 3412-2398 点之间波动，换手率与指数不同步。而从 2010 年 5 月开始，换手率再次向均值趋近，并与指数同步上升，投资者行为进入理性期。

图 21：2006-2010 年上证综指换手率与收盘价走势



资料来源：Wind，民生证券研究所

从噪音强弱的次要指标---封闭折价率来看，当前水平也仅为历史均值的一半，噪声交易程度处于历史低位。二十世纪九十年代，布饶尔曾利用信号提取方法发现封闭式基金折价率与噪声交易程度正相关。2006年之前发行的26只封闭式基金近5年来的平均折价率为26.2%，而截止2010年12月3日，该26只封闭式基金整体折价率为13.8%，折价率仅仅是近5年平均水平的52.67%，处于历史低位，验证了我们对于市场噪声交易程度较低、A股处于非理性向理性期过渡的判断。

三、N型春色倍还人，市场总回报35%

随着通胀压力缓解预期的明确和经济基本面的回稳，压制市场估值的力量将明显减轻，市场的整体估值中枢全面上移并回归到合理的估值中枢，上证指数有望突破4000点以上，并带给市场35%的回报。

（一）估值提升贡献12%

我们采用多阶段DDM估值方法，测算2011年底市场合理的估值水平为19.4倍。其基本假设是：未来20年企业的整体盈利仍然不断增长，但是增速逐年下滑；长期无风险利率为4.5%，折现率为9.5%；股票分红以过去三年的平均分红率30%为基础，未来逐步小幅增加，在市场进入成熟阶段后达到海外市场45%的平均水平。

对折现率 K_e 和永续增长率 G 进行敏感性分析，当 K_e 在9%-10%和 G 在3.5%-4.5%之间时，测算出来的合理市盈率区间是16—23倍。

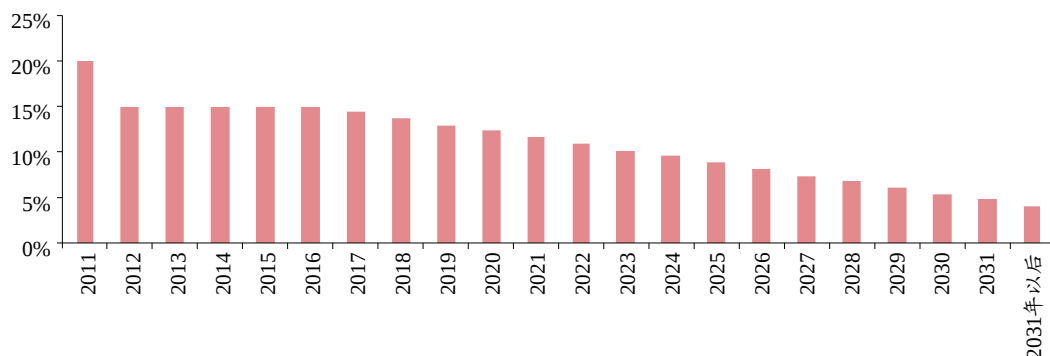
当前上证指数处于2900点，对应的静态市盈率是22倍（以上年年报计算），对应的动态市盈率是17倍（以2010年业绩增长30%计算）。明年年底若市场估值修复到合理的中枢位置19.4倍，则估值提升带来的回报为12%。

表7：DDM估值测算A股合理的动态市盈率为19.4倍（ $K_e=9.5\%$ ， $G=4\%$ ）

		永续增长率				
贴现率	市盈率	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
	8.00%	25.8	27.5	29.5	32.1	35.5
	8.50%	22.7	23.9	25.3	27.1	29.5
	9.00%	20.0	20.9	22.0	23.4	25.0
	9.50%	17.9	18.6	19.4	20.4	21.6
	10.00%	16.0	16.6	17.2	18.0	18.9
	10.50%	14.5	14.9	15.4	16.0	16.7
	11.00%	13.2	13.5	13.9	14.3	14.9

资料来源：民生证券研究所

图 22: DDM 模型中未来上市公司盈利增长假设



资料来源: 民生证券研究所

(二) 业绩增长提升 20%

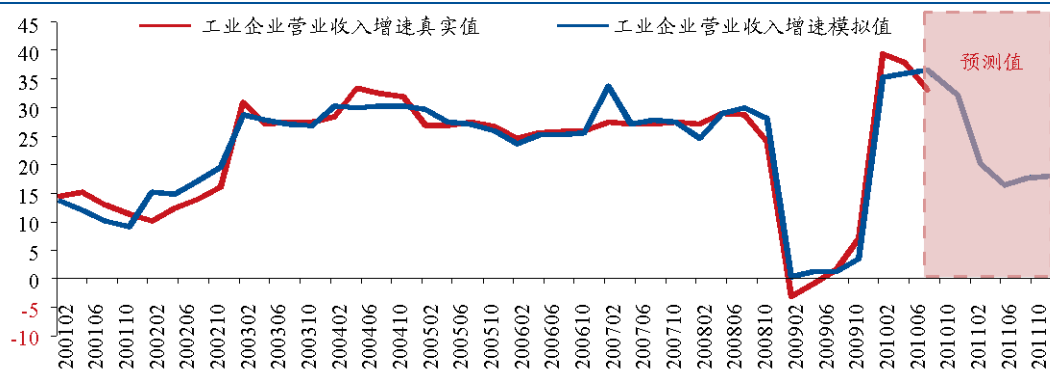
对于企业利润增速的预测, 可以分别从工业企业和金融行业入手。采用自上而下的预测方式, 预计 2011 年工业企业利润增速在 19%-22% 区间, 结合民生证券金融行业研究员 20% 的盈利预测以及金融行业 46.3% 的净利润占比, 我们预计 2011 年上市公司整体的利润增速在 20%。

1、2011 年工业企业收入增速为 19%-23%

工业企业营业收入与 GDP 代表的社会总需求高度相关, GDP 增速与收入增速的相关性达 0.78。但由于数据长度限制, 这里主要考虑工业企业营业收入和 GDP 三大驱动因素出口、消费和投资的相互关系。以消费、出口、投资为代表的社会需求与工业企业主营业务收入存在长期稳定的正向关系。

应用计量方法刻画上述经济关系, 模型含有 AR(1) 自回归一阶调整项, D.W. 检验值为 1.79, R-square 为 94, 解释变量均在 1% 的置信区间上显著, 统计性状良好。基于民生宏观组对 2011 年的经济展望, 我们预期明年企业的营业收入增速的中性预测值在 19%-23% 之间。

图 23: 工业企业营业收入增速实际值与计量拟合曲线



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

消费的增速维持平稳，市场对经济增速的预期差异主要体现在出口和投资方面。根据敏感性分析，我们认为明年工业企业主营业务收入的中性预测区间为 19%-23%，预测的下限为 15.4%，预测的上限为 26.1%。根据民生宏观组对消费增长 18.5%、投资 22.5%、出口 15% 的预测值，预计明年营业收入增速为 21.3%。

表 8: 工业企业主营业务收入增速敏感性分析

投资 \ 出口 %	8	10	12	15	18	20
15	15.45	16.55	17.64	19.29	20.94	22.03
20	16.80	18.15	19.25	20.90	22.54	23.64
22.5	17.48	18.57	19.67	21.32	22.97	24.06
25	18.15	19.25	20.35	22.00	23.64	24.74
30	19.51	20.60	21.70	23.35	25.00	26.09

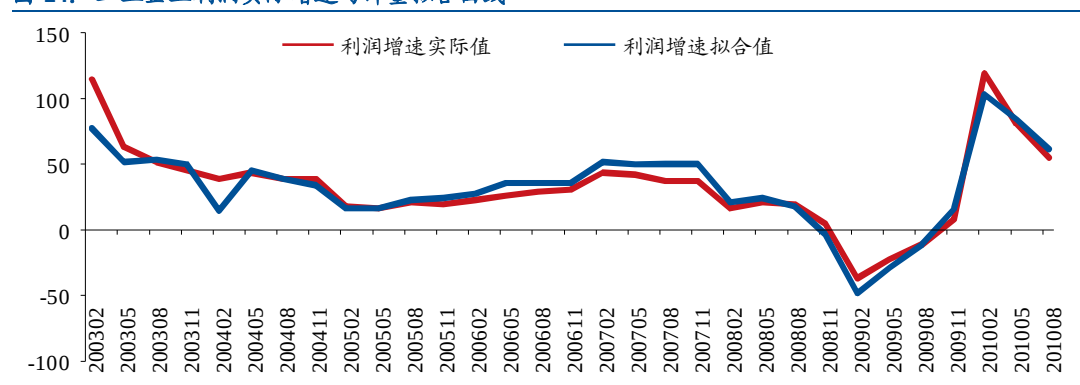
资料来源：民生证券研究所

2、2011 年工业企业利润同比增长在 19%-22%

除主营业务收入之外，工业企业的利润增速还取决于企业的营业成本和销售、管理、财务三项费用的大小。其中财务费用受银行借贷利率影响较大，尤其在 2011 年的加息预期下，利息支出将有一定的增加，但利息支出占销售利润的比例很小，近几年在 0.2% 左右，对利润影响较小。总体来看近几年销售、管理、财务三项费用之和与销售收入保持着相对稳定的比例，增速与收入相差不大。因此原材料、燃料、动力购进价格的波动和销售收入是将影响工业企业利润的主要因素。

根据这一逻辑构建模型，方程的 R-square 为 85，解释变量均在 1% 的置信区间上显著，统计性状良好。综合考虑工业原料 CRB 指数和原燃动价格指数的可能走势和营业收入的增速，我们预期 2011 年工业利润增速在 19%-22% 之间。

图 24: 工业企业利润实际增速与计量拟合曲线



资料来源：CEIC，民生证券研究所

3、沪深 300 成份股市场一致预期净利增长 21%

自下而上来看，根据市场对沪深 300 指数成分股净利润的预测，2010 年和 2011 年将分别增长 34.0% 和 21.0%。其中，金融地产预计增长 21.2%，电信业务增长 119.2%，信息科技增长 27.5%，原材料增长 41%，工业增长 22%，日常消费增长 29.1%，非日常消费增长 20.5%，能源增长 14.2%，医疗保健增长 21.8%。

4、综合分析 2010 年上市公司净利增速中性预测为 20%

预计 2011 年工业企业利润增速在 19%-22% 区间，结合民生证券金融行业研究员 20% 的盈利预测以及金融行业 46.3% 的净利润占比，我们判断 2011 年上市公司整体的利润增速在 20%。

（三）股息回报率 2.4%

预计明年市场的股息回报率与当前的一年期定期存款利率相当。2009 年全市场的分红率为 34.8%，2010 年为 31.19%。按照今年全年业绩增长 30%，分红率在 30-35% 之间计算，保守估计 2011 年全市场股息率为 2.4%。当前一年期存款利率为 2.5%，这两者基本相当。

表 9：预计 2011 年全市场股息率为 2.4%

分红比率 10 年净利润增速	25%	30%	35%	40%
25%	1.75%	2.10%	2.45%	2.80%
30%	1.82%	2.18%	2.55%	2.91%
40%	1.96%	2.35%	2.74%	3.13%

资料来源：民生证券研究所

从个股情况来看，不少公司已经具有绝对的投资价值。按照上市公司根据 2009 年利润完成的分红情况和当前股票价格计算，光大证券、长江电力、宇通客车、雅戈尔、紫江企业、宁沪高速、建设银行、中国银行、九阳股份等公司的股息率超过 4%，晨鸣纸业、工商银行、国元证券、中信证券、交通银行、大秦铁路、华能国际等公司都在 3.5% 以上，远超过银行一年期定期存款利率，绝对的投资价值凸现。

表 10：根据 2009 年净利润分红和当前股票价格计算出的部分上市公司分股息率

证券简称	股息率 (2009 年)	证券简称	股息率 (2009 年)	证券简称	股息率 (2009 年)	证券简称	股息率 (2009 年)	证券简称	股息率 (2009 年)
光大证券	7.13	建设银行	4.30	中信证券	3.79	华能国际	3.54	恒丰纸业	3.22
长江电力	4.82	中国银行	4.23	建发股份	3.75	盐田港	3.35	粤电力 A	3.14
宇通客车	4.75	九阳股份	4.02	劲嘉股份	3.64	皖通高速	3.33	宝钢股份	3.14
雅戈尔	4.62	晨鸣纸业	3.97	大秦铁路	3.62	国际实业	3.28	张江高科	3.06
紫江企业	4.48	工商银行	3.96	交通银行	3.55	长江证券	3.24	中国人寿	3.05
宁沪高速	4.47	国元证券	3.96	新和成	3.54	利尔化学	3.22	武汉凡谷	3.03

资料来源：民生证券研究所

（四）市场总回报 35%，“N”型演绎牛市行情

2010 年，地产调控、政策转向预期以及国际市场波动成为影响市场运行的重要因素。房地产调控和宏观经济刺激政策退出的强度显著超出市场预期，并成为上半年股指震荡深幅调整的决定性因素。下半年在经济好转和国内外过剩流动性的推动下，市场呈现了从估值的全面修复到分化修复的局面。在上述背景下，2010 年资本市场呈现出丰富的主题性投资机会，轮动的主题均与经济增长方式转变带来的新经济确定性成长和传统

产业盈利快速恢复高度相关。

2011 年，政策着力点将落实在控通胀、稳增长、促转型三个层面上，预计宏观经济将呈现通胀回落、经济回稳、转型加速的特征。随着宏观经济见底、通胀压力释放预期的逐渐明确，压制市场估值的力量将明显减轻，市场有望迎来一轮趋势性的行情，整体估值中枢全面上移。

1、市场总回报在 35%

预计 2011 年上证综指的波动区间为 2800-4300 点，合理的估值中枢是 4000 点，对应的市盈率为 19 倍。目前经济的通胀压力仍然较大，春节前难以得到明显缓解，控制物价的各种措施还将陆续出台，二季度 CPI 上涨压力明显缓解，经济实现软着陆。市场对于通胀的预期已是非常悲观，前期的连续下跌使得市场风险已基本释放。我们认为明年一季度投资者预期将会有明显好转，压制全市场估值的因素也将得到解除，指数迎来估值中枢全面上移的局面，蓝筹股实现价值回归。下半年随着经济转型的加速，市场热点有望再次转向转型受益行业。

根据上述测算，我们认为 2011 年 A 股市场回报率将达到 35% 左右，其中估值贡献 12%，业绩增长贡献 20%，股息回报贡献 2.4%。

2009 年市场的核心推动力量是估值的全面修复，2010 年在刺激政策退出、海外市场波动等变数下风险溢价大幅提升，短期估值波动加大。2011 年，通胀回落、经济回稳、转型加速，预期好转下市场要求的风险溢价有望下降，估值与业绩有望双轮驱动市场走出趋势性的上涨行情。

2、“N”型演绎牛市行情

我们认为市场有望按照两个阶段来演绎估值的全面修复行情。

第一阶段：经济软着陆，蓝筹价值回归

当前 CPI 的月度数据仍有创新高的可能，市场对于通胀的预期已是非常悲观。但是，鉴于前期的连续快速下跌下市场风险已经释放，一旦通胀预期略有好转，制约全市场估值的因素将得到解除。明年一季度末至二季度，经过连续两个季度的货币收紧和物价调控措施，通胀压力有望得到明显的缓解，经济实现软着陆。从短期的数据来看，农业部 and 商务部公布的每周和每日农产品价格环比已经开始回调。

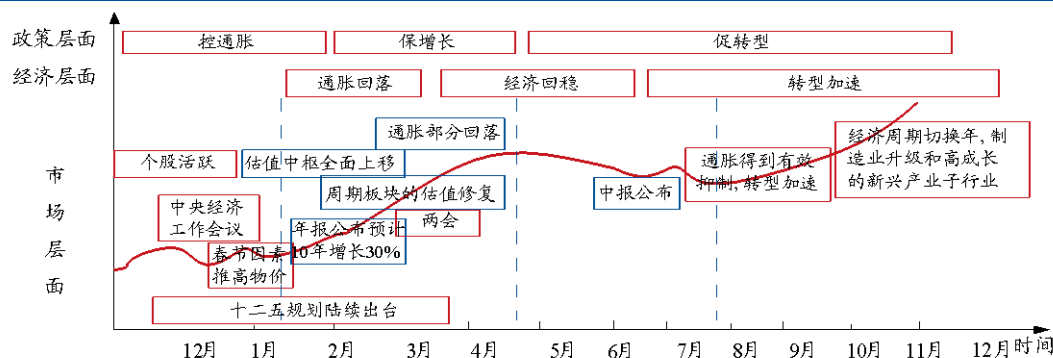
市场往往会提前反应，一季度投资者预期将会有明显的好转，市场迎来估值中枢全面上移的局面，蓝筹将实现价值的回归。前期处于历史估值低位的银行、保险、房地产、水泥、采掘等行业将迎来估值修复的反弹行情。

第二阶段：转型加速，热点回归转型受益行业

明年下半年，随着通胀压力缓解和经济基本面回稳，政策的核心将从“抑房价物价”重新回归到“促转型”上来。整体而言，2011 年是经济周期的切换年，转型将在下半年开始加速，传统装备制造业升级和具有确定性高成长的新兴产业子行业将再次成为

市场追逐的热点。

图 25：2011 年市场运行预测



资料来源：民生证券研究所

四、市场节奏与投资机会

投资机会将主要集中于从低估蓝筹的价值回归到新经济的确定性成长板块。一季度，随着不确定因素的逐步释放，大盘估值的压制力量将明显减轻，前期低估的银行、保险、房地产、水泥、采掘行业有望将迎来估值修复的反弹行情。而行业景气持续向好的航空运输、黄金和信息设备与服务板块，受益于传统制造业升级的机械制造业和新经济下的新兴产业子行业将享有业绩的确定性高成长，投资机遇贯穿全年。

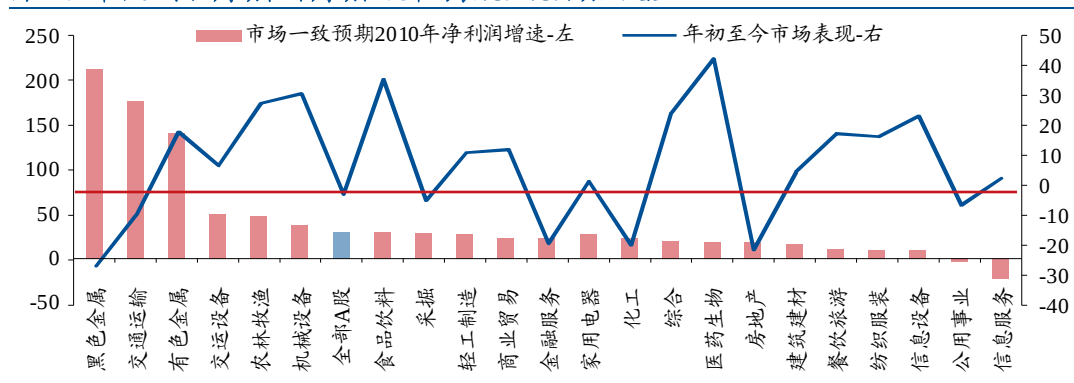
（一）预期明朗推动估值中枢上移，一季度蓝筹价值回归

随着宏观经济见底、通胀回落的预期逐渐明朗，压制大盘估值的力量将明显减轻，一季度市场有望迎来整体估值中枢的上移，看好业绩增长确定性大，估值优势显著的金融服务、水泥、采掘和地产板块。

1、年初至今，周期和非周期板块市场表现呈现出明显反差

年初至今周期和非周期板块市场表现呈现出明显反差。在 15 个非周期类板块中，有 13 个行业明显跑赢大盘，而周期类 8 个行业中，仅有有色金属和机械设备超越大盘指数。而从基本面来看，市场一致预期今年全年净利润增速大于全部 A 股的 6 个行业中，周期性板块占 3 个，其余利润增速均在 16% 以上，整体好于非周期板块。

图 26: 年初至今, 周期和非周期板块市场表现呈现出明显反差



资料来源: WIND, 民生证券研究所

2、市场压制力量下, A 股估值处于历史底部, 周期股显著被低估

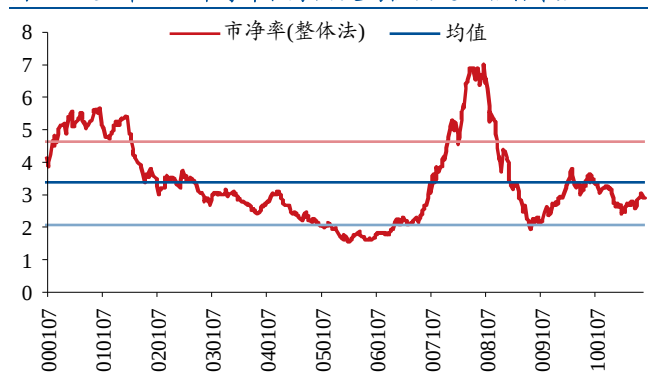
2010 年, 地产调控、通胀压力以及政策转向预期是压制市场估值的重要力, 其中周期板块显著被低估。在上市公司全年净利润预测增速在 30% 的背景下, 全部 A 股估值全年处于历史底部区域。其中动态市盈率从 09 年底的 27.3 回落至当前的 20.3, 下调 26%; 市净率从 09 年底的 3.41 回落至当前的 2.91, 降低 34%。

图 27: 全部 A 股市盈率低于历史均值一倍标准差



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 28: 全部 A 股市净率低于历史均值接近一倍标准差



资料来源: Wind, 民生证券研究所

周期板块对非周期板块折价率创历史新高。相比上证非周期指数, 周期板块整体估值优势凸显。从历史十年的数据来看, 当前周期股与非周期股折价率水平创历史新高, 目前非周期股市盈率是周期股市盈率的 2.01 倍, 非周期市净率是周期的 1.38 倍。

图 29: 当前周期股折价率创历史新高(PE)



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 30: 当前周期股折价率创历史新高(PB)

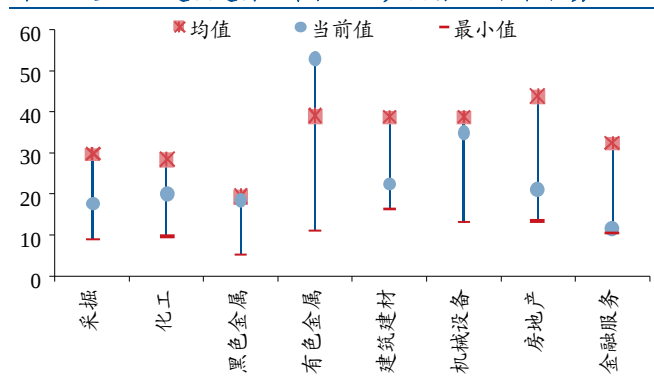


资料来源: Wind, 民生证券研究所

3、2011 年上半年市场整体估值中枢上移，看好金融服务、水泥、采掘和地产板块

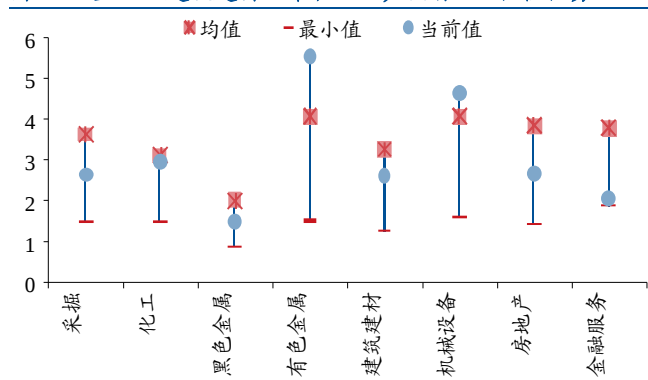
展望 2011 年，近期市场颇为关注的通胀压力将随着经济减速和宏观调控在明年春节后部分缓解，明年下半年有效缓解。估值压力的释放将驱动 2011 年市场的整体估值中枢上移，业绩成长性好的周期性板块将实现价值回归，迎来估值修复行情。看好基本面向好、业绩增长确定性大，估值优势显著的金融服务、水泥、采掘和地产板块。

图 31: 金融、建筑建材、采掘、地产具备 PE 估值优势



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 32: 金融、建筑建材、采掘、地产具备 PB 估值优势



资料来源: Wind, 民生证券研究所

（二）传统制造业升级的成长价值

低端已是末路，高端正在崛起，我国传统制造业走到了转型的关键十字路口。国外历史经验表明，高科技、精密化机械运输设备是后工业化时期产业升级的主要方向。2011 年我国经济转型加速，城镇化、新兴产业基础设施投资、进口替代将为其传统制造业升级提供强大持久的驱动力。我们认为运输设备、工程机械、电力电器机械、电子机械、基础配件制造业，将同时受益于内需增长和进口替代的双轮驱动，分享确定性成长带来的收益。

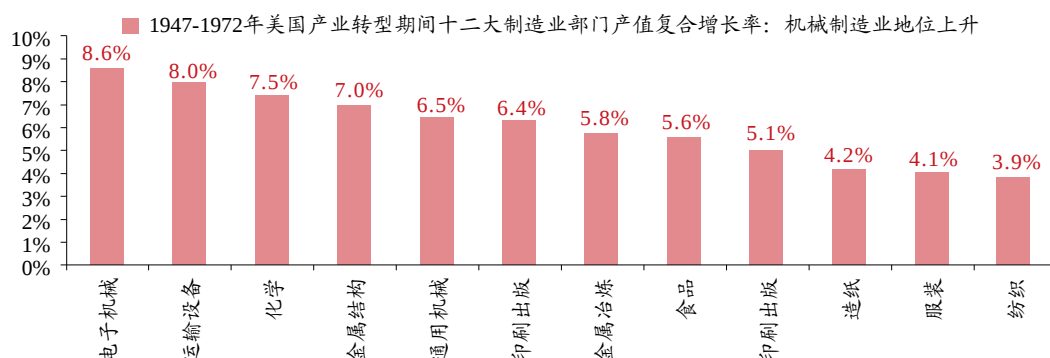
1、历史经验：机械工业领航工业化后期产业结构升级

发达国家产业结构变迁的历史轨迹表明，随着经济向工业化后期不断推进，以钢铁、煤炭、有色、水泥为主导的重工业转向以精密仪器、电子机械、电气设备、运输设

备为代表的资本、技术密集型中高端装备制造业，其中机械行业显著受益。

20 世纪 40 年代至 70 年代，美国处于工业化后期，第三次工业革命的发生、劳动力成本的上升推动美国制造业升级，以运输设备、通用机械、电子电器机械、石化工业为代表的新工业取代钢铁、铁路占据主导地位。

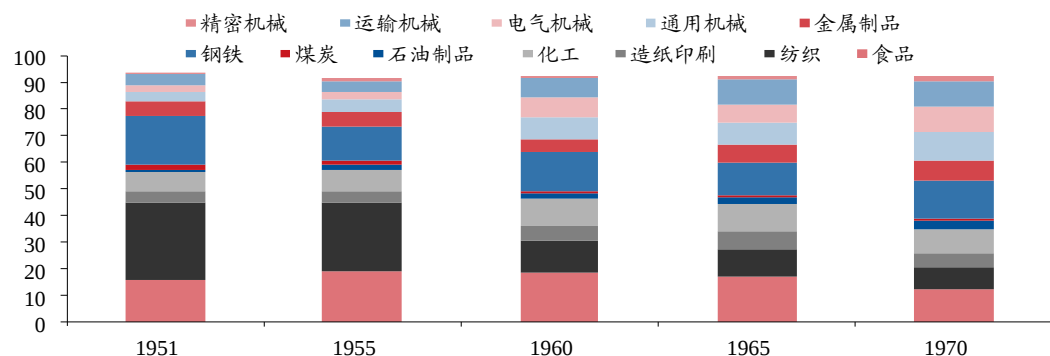
图 33：1947-1972 美国产业转型期间十二大制造业部门的工业产值复合增长率：机械制造业地位上升



资料来源：《世界工厂变迁》，民生证券研究

20 世纪 60-70 年代是日本从重工业向技术密集型产业的转型时期，以化工、石油制品、钢铁为代表的传统重工业产值占制造业的比重持续下降，以通用机械、电子设备、交运设备、精密仪器为代表的新兴制造业占比不断上升。1960 年-1973 年，日本制造业增长 362%，其中机械工业增长 621%。

图 34：日本后工业化时期，产业结构从重工业化向机械产业升级



资料来源：日本统计局，民生证券研究所

2、“十二五”转型期制造业国内需求市场快速增长

我们认为，代表产业升级方向的运输设备、工程机械、电力电器机械、电子机械、基础配件制造业，将同时受益于十二五“加速城镇化和培育新兴产业”的内需拉动以及技术进步带来的“进口替代效应”，分享需求市场快速成长的超额收益。

（1）城镇化加速是装备制造业需求增长的强大、持久动力

日本经验表明，城市化进程为中高端装备制造业的崛起起到了显著地拉动作用。目前我国的城市化率为 46.6%，距离 70% 的发达国家水平还有很大空间。由于我国的城镇化进程主要通过开发中西部、加大高铁建设来实现，“十二五”期间，城镇化提速，将请务必阅读最后一页免责声明

为先进装备制造业提供强大、持久的拉动力。

表 11: 50-70 年代日本城镇化加速时期, 国内市场对工程机械的需求高速增长

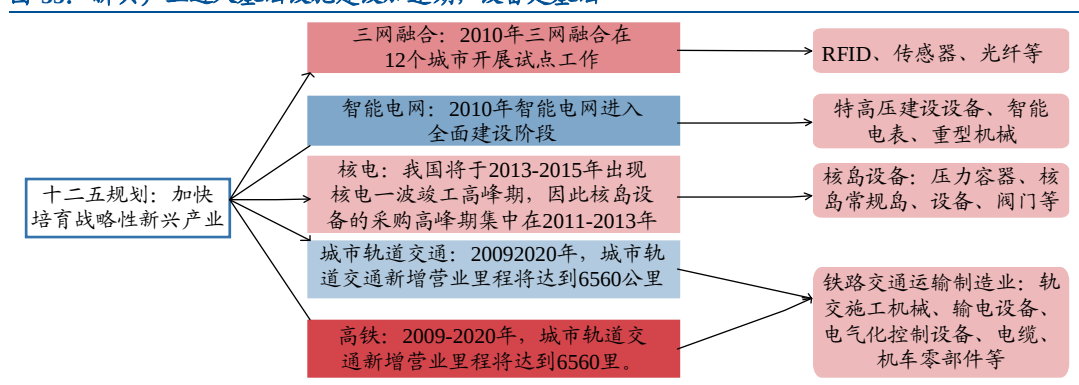
时间	年均产值 (亿日元)	年平均增长率
1960-65 年	1028	16.8
1965-70 年	4072	31.7
1970-75 年	4098	0.1
1975-78 年	6350	15.7

资料来源: 民生证券研究所

(2) 新兴产业进入基础设施建设加速期, 推动先进装备制造业需求结构升级

“十二五”开局元年, 新兴产业进入基础设施建设加速期, 推动先进装备机械需求快速增长。**新能源-智能电网**: 按照既定规划, 2011 年将进入智能电网全面建设时期; **高端装备制造-高铁**: 到 2012 年, 中国铁路运营里程将达到 11 万公里, 电气化率、复线率均达到 50% 以上; **新一代信息技术**: 2010 年三网融合在 12 个城市开展试点工作。今年底前 12 个试点城市和地区有线网络的双向化覆盖率将达到在城区超过 90%, 在全部区域平均超过 70%; 等等。

图 35: 新兴产业进入基础设施建设加速期, 设备是基础



资料来源: 民生证券研究所

3、进口替代与出口拓展, 推动市场需求结构升级

一个产业经历“大量进口—进口替代—出口”三阶段, 正是这个产业技术复杂程度上升、劳动生产效率上升和国际竞争力上升的显著标志, 进口替代一旦发生, 该行业将同时享有内需增长和进口替代的双轮需求驱动。结合传统产业升级方向, 机械设备和运输设备的进口替代潜力更为显著, 看好运输机械、工程机械、电力电器机械、电子机械、基础配件细分子行业。

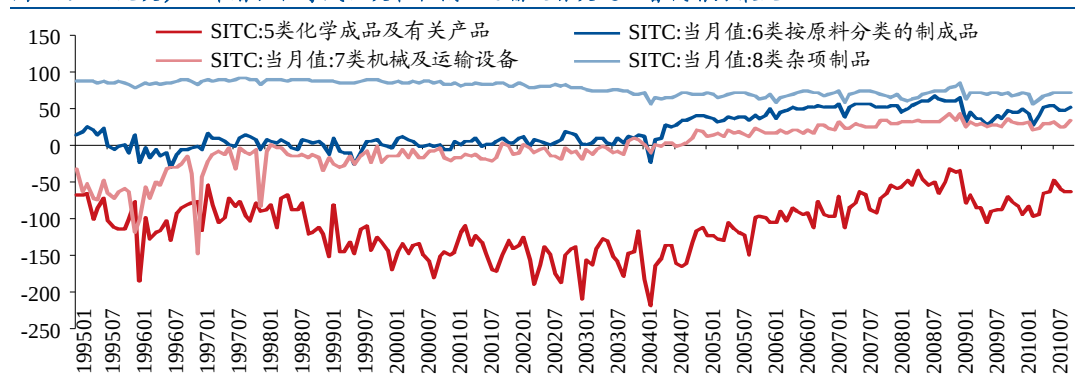
我们认为进口替代率指标能够形象的体现上述三阶段。(定义: 进口替代率=(出口-进口)/出口, 该值越小说明行业的进口替代率空间越大。)

(1) 从大类产业来看, 机械设备、运输设备及化学成品类进口替代潜力最大

按照联合国国际标准对进出口商品的分类, 从进口替代率来看, 化学成品类和机械及运输设备类进口替代潜力最大。

95 年至今，化学成品类进口替代率一直为负，产品贸易持续处于净进口状态；机械设备及运输设备类前期为负，自 2004 年转正，表明行业整体已经从净进口转向进出口；结合传统产业升级大方向以及化学成品的原材料制约，机械设备的进口替代潜力更显著。按原材料分类的制成品和杂项制品两大类更多属于出口导向的劳动密集型行业，长期处于顺差状态，不具备明显的进口替代空间。

图 36：从大类产业来看，化学成品类和机械及运输设备类进口替代潜力最大

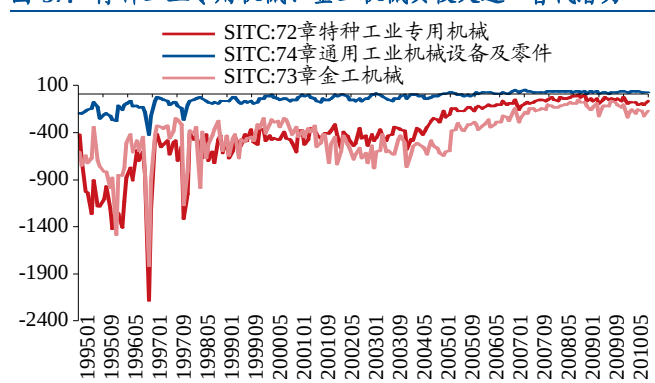


资料来源：CEIC，民生证券研究所

（2）寻找进口替代细分产品，分享确定性成长的超额收益

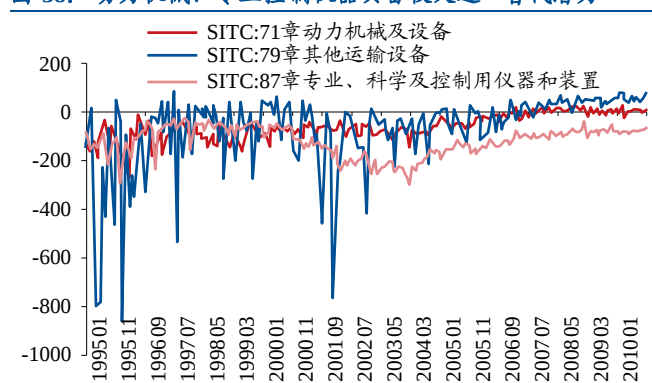
从细分行业来看，71 章动力机械和设备，72 章特种工业专用机械，73 章金工机械，77 章电力机械、装置及电器零件和 87 章专业、科学及控制用仪器和装置五个行业处于进口替代的加速期，将分享需求快速增长的确定性收益。上述产品主要集中于专业设备，分别对应于运输机械、工程机械、电力电器机械、电子机械、基础配件的行业范畴。

图 37：特种工业专用机械、金工机械具较大进口替代潜力



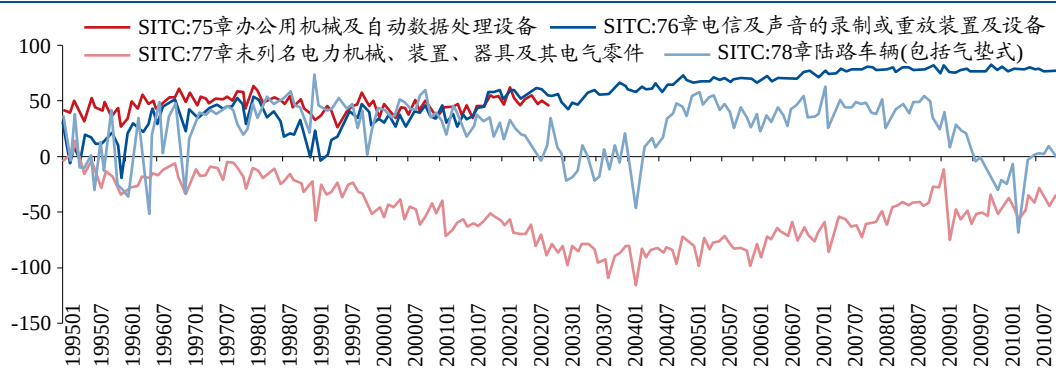
资料来源：Wind，民生证券研究所

图 38：动力机械、专业控制仪器具备较大进口替代潜力



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 39: 电力机械、装置、器具及其电器零件具备进口替代潜力



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

(三) 供需缺口驱动航空运输业景气继续上行

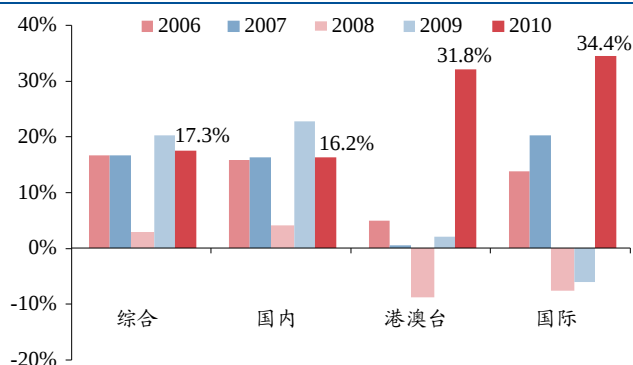
2010 年我国航空运输业进入景气上升期, 预计明年行业仍将保持旺盛的市场需求, 在动力供给有限的条件下, 2011 年供需缺口将驱动行业景气度继续上行。

1、2010 年航空业进入景气周期上升期

2010 年 1-10 月我国民航业旅客运输量和周转量分别突破 2.25 亿人和 3389 亿人公里, 同比增长 17.3% 和 21.4%, 增速已经超越危机前水平。其中, 国内、港澳台和国际航线分别增长 16.2%、31.8% 和 34.4%, 呈现出国内航线升温, 国际加速增长的态势。

就行业关键盈利指标客座率来看, 2010 年需求的快速增长在航空运力的适度有限投放下, 行业月度客座率均创下近年新高, 其中八月民航正常客座率达到 84.2, 部分北京至上海航线客座率达到 90 以上。高客座率带了票价的显著提升, 2010 年国内航线、港澳台和国际航线票价均出现较大幅度上涨, 前十月国际航线累计涨幅达 20%, 国内航线达 15%, 显示出旺盛的行业需求基本面, 航空运输业进入新的景气上升期。

图 40: 2006-2010 年前十月累计旅客运输量同比增速对比



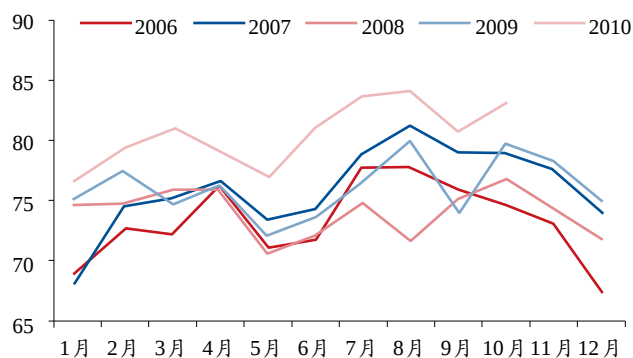
资料来源: CEIC, 民生证券研究所

图 41: 中国民航旅客周转量同比增速



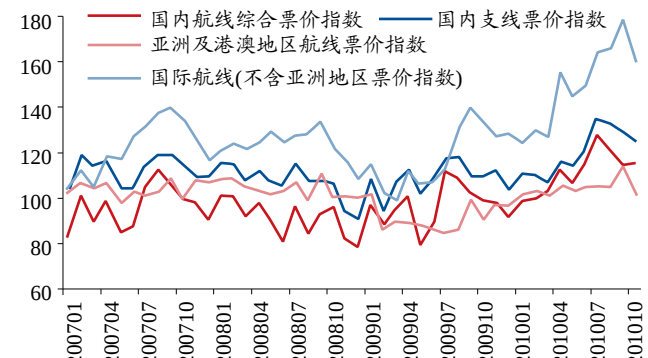
资料来源: CEIC, 民生证券研究所

图 42: 民航正常客座率指标显著高于历年同期



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

图 43: 国内综合票价指数创新高



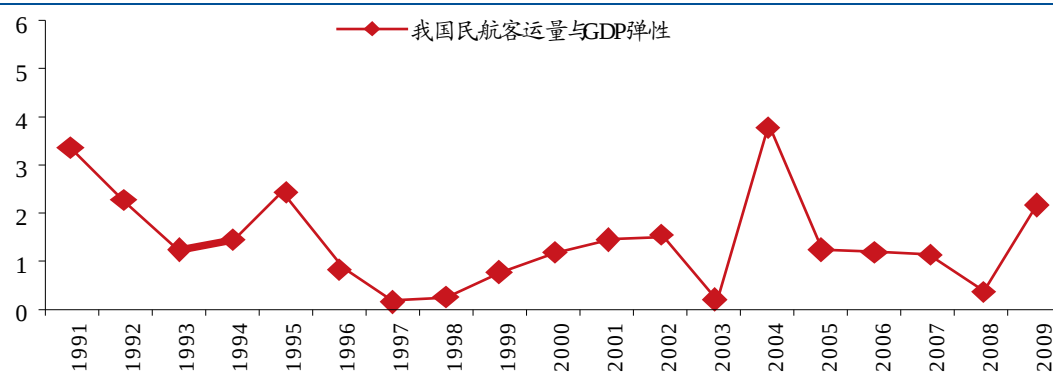
资料来源: CEIC, 民生证券研究所

2、2011 年仍存供需缺口，行业高景气将持续

（1）预计 2011 年行业需求继续保持快速增长

目前我国航空旅客量仅占总人口的 15%左右，航空旅行普及率远远低于欧美等发达国家。无论从欧美等发达国家航空业成长期数据来看，还是从我国历年航空客运量与 GDP 增速关系来看，结果均显示，航空客运增速与 GDP 增速高度相关，弹性系数均值在 1.6 左右。因此，预计 2011 年我国航空需求增速在 14%左右。

图 44: 航空旅客运输量相对 GDP 增速的弹性系数



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

（2）2011 年实际运力投放将保持平稳增长

从部分航空公司 2011 年的运力计划可以看出，国航、东航等大型航空公司由于高基数等原因，运力投放速度已经在放缓，2011 年中国飞机架速增速在 8%左右，但小型航运公司仍保持着 15%左右的扩张速度。由于国航（含深航）、南航、东航（含上航）的运力投放之和约占行业运力投放的 75%，因此，考虑到座位数及飞机利用率的提升，预计 2011 年行业运力同比增长 12%左右。

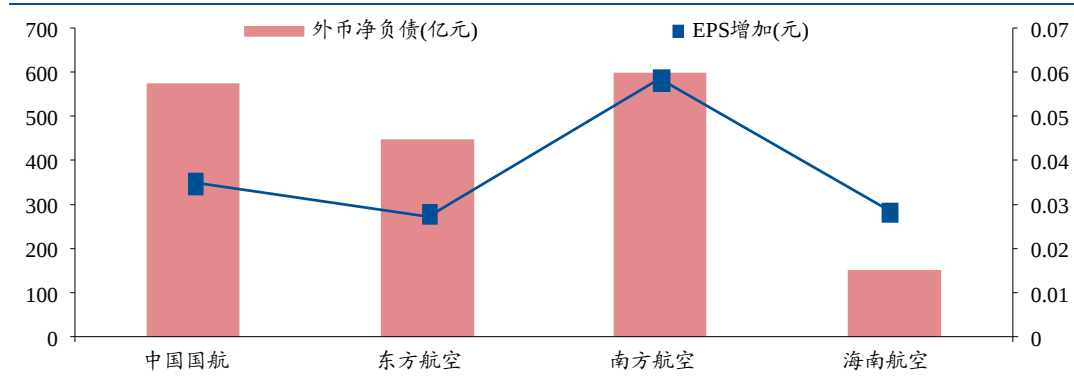
（3）2011 年供需缺口有望推动客座率再创新高，票价坚挺

目前飞机利用率的提高空间相对有限，因此提高客座率成为解决供需缺口的重要途径。因此在 2011 年供需缺口的继续推动下，行业客座率将再创新高，并继续支撑票价的坚挺走强，运行效率的提升必将带给行业丰厚的利润。

3、人民币兑美元升值将持续利好航空运输业

据民生宏观组预测，2011年人民币对美元将持续升值的步伐，年升值幅度在7%左右。人民币升值将给持有巨额外债的航空业巨大的汇兑收益，同时将进一步降低航材的购买成本。

图 45：2010 年汇率敏感度分析(人民币兑美元升值 1%)



资料来源：民生证券研究所

（四）未来一年金价上冲 2000 美元/盎司，黄金股受益

黄金牛市格局在国际大背景下已经形成，在不同历史阶段的各种资产轮涨周期中，我们认为未来十年是黄金的“舞台”。在黄金供给有限，但国际储备需求、工业用金需求以及国际金融市场风险引致投资需求大幅增加的背景下，未来一年内金价有望冲击 2000 美金，2011 年黄金子板块仍旧保持强势。

1、黄金价格的上涨没有估值约束

黄金的固化供给约束和货币化的定价方式决定了黄金价格的上涨没有估值约束。可以预见，随着国际储备需求、工业用金需求和投资需求的大幅增长，黄金的供需缺口将逐年放大，金价易涨难跌。

（1）全球黄金存量仅 $20.36 \times 20.36 \times 20.36$ 立方米。

根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，目前全球已确认的地上总存金量为 16.3 万吨左右，按照密度为 19.3 吨/立方米计算，只相当于边长为 20.36 米的正方体房间大小。

（2）可交易的黄金仅占 17%，远不能满足旺盛的投资需求

黄金主要用途包括：首饰、官方储备、工业与其他用金、个人投资与 ETF 等交易投资。根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据，首饰消费占比居首，达 8.36 万吨；各国官方黄金储备总量达 3.04 万吨；工业和其他用金量达到 1.97 万吨；黄金可确定性投资量仅 2.73 万吨，约为当前黄金总量的 17%。其他如黄金制品随同沉船沉入海底等数千吨。

（3）黄金定价方式的不同：货币非黄金化 V.S. 黄金非货币化

黄金从来就没有被完全非货币化，而是货币非黄金化。黄金作为一种公认的金融资产活跃在投资领域，充当国家或个人的储备资产。货币黄金管理始终是世界各国货币管

理的重要内容，尽管黄金非货币化初期各国央行大面积减持黄金，目前主要国家货币黄金储备持有量仍稳中有升。

2、欧元危机与第三轮金价暴涨的开始

欧元将长期保持弱势。欧元区扩张速度较快，新加入的国家经济水平差异较大，但是却要遵守相同的赤字和债务规定；各国实行的货币政策基本统一，但是财政政策又掌握在各国手中。欧盟27国经济差异和政策协调的难度，远远大于欧盟刚成立时的15国时期。2002年以后各国央行和金融机构都开始大量储备欧元，结果造成欧元价格从最低时的0.82美元最高上升到1.62美元。这一次欧元危机，势必引发全球央行和金融机构新一轮的资产配置调整。

3、过去三十年全球最严重的流动性过剩已经来临

金融危机爆发后，全球主要国家纷纷推出历史上最为宽松的货币政策，央行向实体经济中投放过量的流动性，美国国债利率不断创出历史新低，无风险资产同时也是无收益资产。我们正在经历过去三十年最为严重的流动性过剩的格局，黄金的上涨空间已经打开。

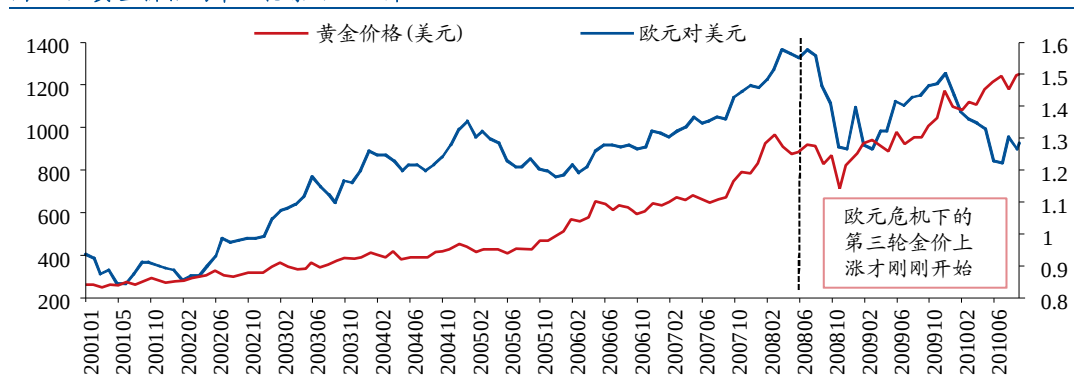
4、从十年股票牛市、十年商品牛市到十年黄金牛市

过去二十年，全球经历了两轮价格牛市。第一轮是上个世纪90年代的十年股市牛市，第二轮是过去十年的商品牛市。

未来十年，未来十年将是黄金牛市的十年。从金价历史走势来看，布雷顿森林体系瓦解以后，黄金价格从每盎司35美元迅速上涨到850美元；2002年美元贬值开始，黄金从每盎司300美元上涨到1100美元。目前欧元同样面临着“特里芬难题”难题，美元和欧元的“特里芬难题”无法解决，也是未来全球国际货币体系面临的难题。这种国际货币体系的困境会推动各国金融资产配置调整，和全球资产资源品的重新定价。这一轮欧元危机才刚刚开始，黄金价格上涨的趋势也才刚刚开始，黄金就从每盎司900美元升到1300美元以上。如果按照过去三十年复合的物价上升速度计算，1980年的850美元已经相当于现在的1933美元，相比于当前1300多美元每盎司的价格，金价的上升空间还很大。

整体来看，黄金牛市格局在国际大背景下已形成，在不同历史阶段的各种资产轮涨周期中，我们认为未来十年是黄金的“舞台”，在黄金的国际储备需求、投资需求以及工业用金需求大幅增加下，未来一年内金价有望突破2000美金。

图 46: 黄金价格的第三轮暴涨已经开始



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

（五）通信行业：装备升级、运营提速、景气高升

通信行业将充分受益于十二五及战略性新兴产业规划，在下一代移动通信、宽带网络建设以及移动互联网领域存在很大的投资机会。2010 年移动互联网行业拐点已至，3G 业务也将步入加速增长期，两重因素将共同助力电信运营商的景气恢复。在 FTTx、3G、智能电网和三网融合产业的需求驱动及政策支持下，我国宽带正向光通信时代迈进，通信设备行业迎来长期景气繁荣。2011 年重点把握电信运营和光通信设备子行业的投资机遇。

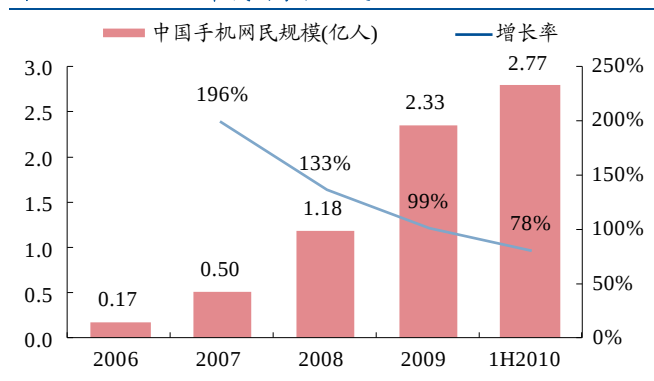
1、移动互联网：3G 网络铺路，移动互联网发展提速

（1）我国手机网民增速 CAGR 达 133.51%，移动互联网到达迅速发展的临界点

国内手机上网人数连年翻番。截至 2010 年 6 月，中国移动用户数已超过 8 亿，而手机上网用户已达 2.77 亿。06-09 三年，我国手机网民年均复合增速高达 133.51%，移动互联网的群众基础已经具备。

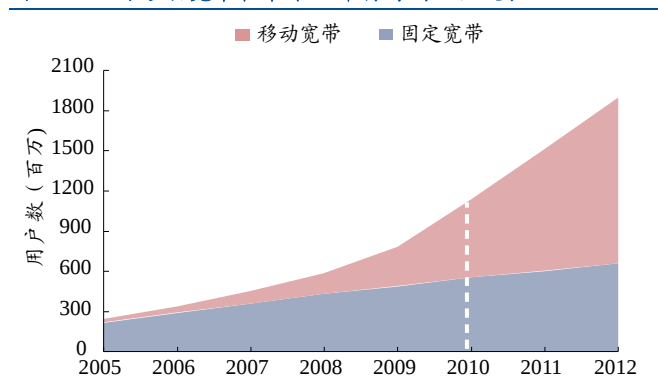
3G 网络、智能手机的快速普及是移动互联网加速发展的有效推动力。我国 3G 虽然刚刚起步，但已显示出良好的发展势头。截至 2010 年 6 月，我国 3G 用户规模达到 2520 万户，预计年底将突破 4500 万户。咨询公司 Ovum 预测，中国的 3G 移动互联网用户数在 2014 年将占整体宽带用户数的 70%。

图 47: 2006-2009 年我国手机网民 CAGR 达 133.51%



资料来源: 中国互联网信息中心, 民生证券研究所

图 48: 全球移动宽带在未来两年将得到迅猛发展



资料来源: OVUM, Strategy Analytics & Ericsson, 民生证券研究所

（2）3G 网络铺路，移动互联网加速发展

目前，3G 网络覆盖已经基本完成，智能手机销量呈现井喷式增长。中国联通 W 网和中国电信 C 网已经覆盖全国 330 个地级市和 2000 个县城，中国移动 TD 网建设也在积极推动。与此同时，各大运营商正在加大对智能终端的补贴力度，各路终端厂商也纷纷效仿 iPhone 等高端智能机推出类似产品，智能手机渗透率已从 06 年的 6.6% 增长到 10 年上半年的 21.1%。智能手机更强大的数据处理能力和存储空间，有助于提升移动互联网业务的使用率，利好于三大电信运营商。

2、电信运营：两重因素驱动行业景气回升

（1）用户规模持续增长拉动电信行业强劲复苏

不断开拓高端新用户提升新业务市场占有率水平，是驱动电信运营业高速成长的不竭动力。目前我国电信业高端用户量呈现持续扩大的态势，市场渗透率不断提升。

从传统移动用户和 3G 用户增速来看，前 10 月我国移动电话用户已达 8.4 亿。随着移动电话的广泛普及，移动用户增速逐步回落，但 3G 用户的发展对此起到了有力的补充和支撑作用。截至 2010 年 6 月，我国 3G 用户规模达到 2520 万户，9 月增加至 3499 万户，3 个月增长 39%，其中 3G 用户占比达到 4.2%，预计年底将突破 5%，可鉴我国 3G 发展之迅速。根据国际发展经验，一旦 3G 的市场渗透率突破 10%，那么将进入高速发展期，3G 业务迎来爆发式增长。

从宽带和固话业务来看，宽带成为电信运营商固网业务的最大增长点，2010 年上半年收入增长 23.4%。2010 年 1~6 月，基础电信企业互联网宽带接入用户净增 1200 万户，达到 1.15 亿户。2010 年上半年，中国联通延续了固话收入下降，而宽带收入上升的趋势，即固话业务实现收入 212.6 亿元，同比下降 12.2%；宽带业务实现收入 144.7 亿元，同比增长 23.4%。

（2）3G 业务发展创造新的业绩增长点

在新增用户保持高位增长的同时，电信行业也已悄然进入“内涵式”增长阶段。通过向用户提供更加多样化、个性化的产品及服务，在满足客户需求的同时，无疑也将更多的附加值产品推向了市场。大力发展 3G 业务将为电信公司创造新的业绩增长点。根据中国联通公司财报，3G 业务可以将公司的 ARPU 从 2G 的 43.5 到 3G 的 129.8 元。由于联通 WCEMA 手机终端种类是移动 TDCDMA 种类的四倍，3G 网络发展较为成熟，因此优势网络和丰富终端将助力联通 3G 实现更快发展。

3、光通信：2011 年通信设备行业的最大投资主题

目前，我国宽带通信表现为“两高两低”，即“高基数、高增长、低带宽、低渗透”，已不能满足互联网“更高的固网带宽保障”发展要求。在 FTTx、3G 升级、智能电网和三网融合等产业需求驱动及政策的支持下，我国宽带正进入光通信时代，光通信设备行业将进入长期景气繁荣。

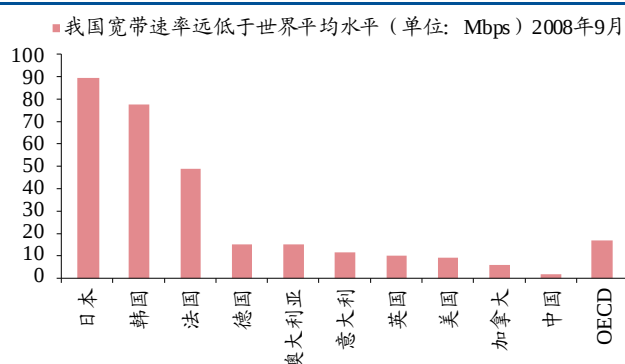
（1）我国宽带正进入光通信时代，光通信发展前景广阔

我国虽然已成为宽带用户数最多的国家，但还处于“低速宽带”阶段（512k-2M 接入

为主),在接入速率上与日韩欧美等发达国家还有很大差距。美国通讯业工人协会发布的网速调查报告显示,韩国互联网网速在全球居首位,平均传输速率达 20.4Mbps;日本本次之,为 15.8Mbps;而中国排在第 71 位,平均速率只有 1.774Mbps。

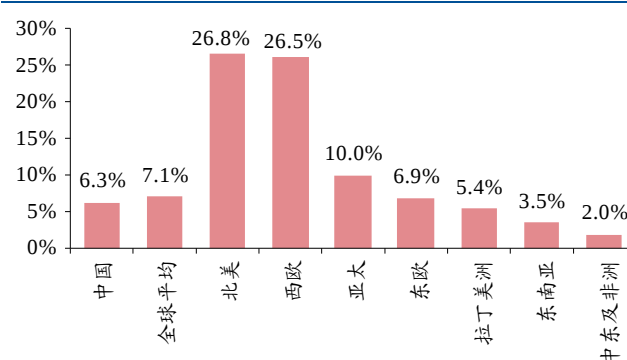
从宽带的普及率来看,我国与发达国家和地区差距较大。根据 Point Topic 的数据,2008 年全球宽带接入用户达到 4.12 亿,宽带普及率为 7.1%,其中亚太地区的宽带普及率为 10%,日本、韩国等发达国家和地区都超过 20%,而我国宽带接入普及率仅为 6.3%。2009 年我国宽带普及率达到 7.1%,而 OECD 国家的平均普及率是 22.8%。我国宽带普及空间巨大,为光通信的发展提供了广阔的发展前景。

图 49: 宽带速率远低于世界平均水平 (Mbps) 08-09



资料来源: OECD, 民生证券研究所

图 50: 2008 年我国宽带普及率低于全球平均水平



资料来源: Point Topic, 民生证券研究所

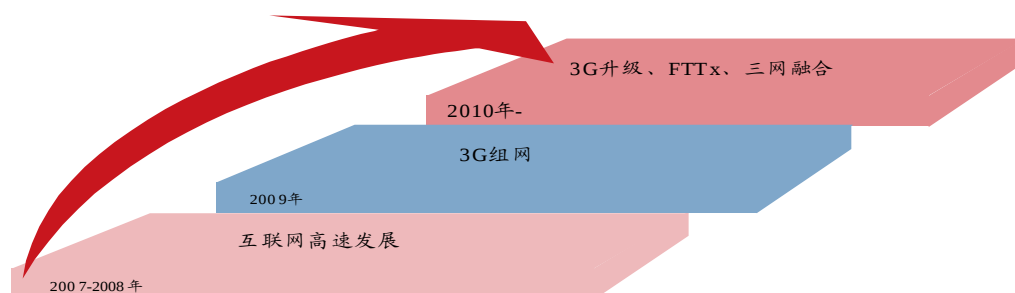
(2) 我国光通信发展动力正从单因素主导向多因素驱动转变

2007-2008 年,我国网站数量、网民规模和互联网普及率都出现了爆发式增长,网站数量分别增长了 78.41%和 91.36%,网民规模增长了 53.28%和 41.9%,互联网普及率提高了 52.38%和 41.25%。我国互联网的高速增长,成为当时宽带建设的主要驱动因素。

2009 年 3G 正式商用,3G 网络大规模组网,3G 基站之间的数据传输采用光纤连接,从而成为 09 年光通信快速成长的重要驱动力。

进入 2010 年,国家针对 FTTx、3G 升级和三网融合出台了一系列扶持政策,均对光网建设提出了持续的需求,光通信从单因素主导向多因素驱动转变。

图 51: 光通信发展动力正从单因素主导向多因素驱动转变



资料来源: 民生证券研究所

（3）光纤接入成为固网未来的终极发展方向

目前中国 DSL 用户中主流的 ADSL 接入技术支持的最大下行带宽为 8M，对清晰度较高的视频内容业务的支持也存在瓶颈。三网融合的业务需求和竞争压力又为电信运营商的宽带提速增添了更强的驱动力，预计未来 3 年家庭用户的下行带宽需要将增至 20~30Mbps，上行带宽需要将达 4~10Mbps，部分高端地区接入能力甚至能达到 100Mbps。面对高带宽业务需求，DSL 越来越力不从心，FTTx 的实现是大势所趋。

（六）新兴产业下的确定性高成长子行业

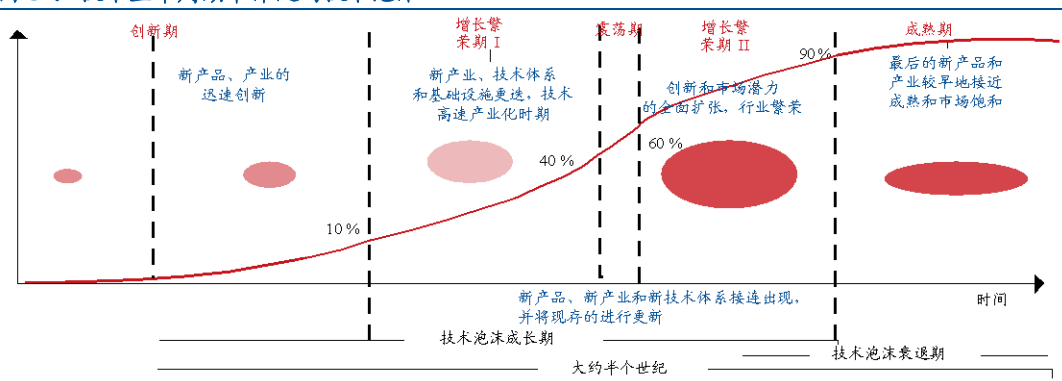
新兴产业的发展离不开产业发展的规律，建立在概念和题材上的产业是不现实的，市场需要的是实实在在的成长性。我们在 11 月中旬推出的《如何如何选择新兴产业子行业？站在技术生命周期的视角》专题报告中提出了基于技术生命周期 S 曲线的选股思路，并得到了市场的关注与认可。

我们认为处于技术生命周期 S 曲线的增长繁荣期，将产生技术股持续的估值溢价，是投资新兴产业的黄金时间点。结合 S 曲线模型、新兴技术国际对比以及基本面特征，看好锂电池、永磁电机、核电设备、智能电网、建筑节能、LED、合同能源管理、污水处理、物联网、三网融合、新型平板显示、高铁、城市轨道交通、卫星产业和化工新材料 15 个子行业的成长价值。

1、新兴产业选股思路：技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型

下图展示了一项新技术沿着 S 曲线发展的五个时期，即创新期、增长繁荣期 I、震荡期、增长繁荣期 II 和技术成熟期。其中创新期和增长繁荣期 I 又统称为技术导入期，增长繁荣期 II 和成熟期统称为技术展开期。

图 52：技术生命期中伴随的技术泡沫



资料来源：民生证券研究所

技术生命周期 S 曲线模型显示，新技术的快速产业化时期和新兴行业的行业繁荣期是投资新兴产业的黄金时间点，并分别对应于 10%-40% 和 60%-90% 的技术渗透率区间，将产生技术股持续的估值溢价。但同时，我们也应密切关注国际技术发展对我国技术周期 S 曲线的扭转和平移作用。

表 12: 技术生命周期内的新兴产业投资逻辑:

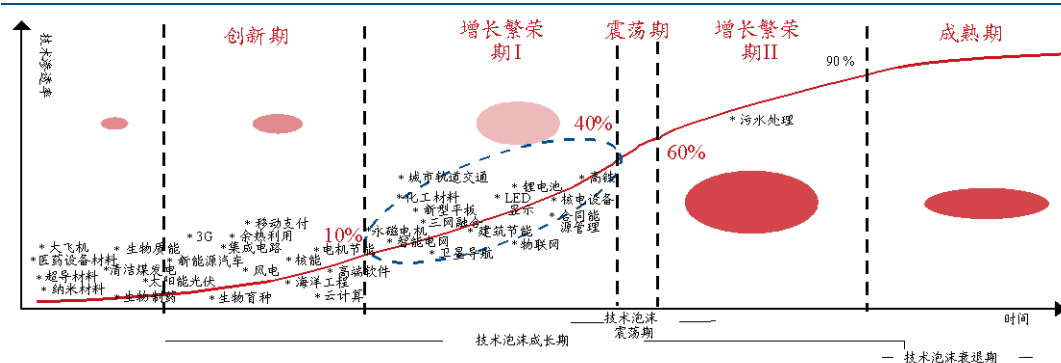
技术所处生命周期	技术渗透率	新兴产业表现	股市表现	是否具有投资价值
创新期	0.1%-10%	产业规模小, 技术仅渗透到高端和熟练用户	无特别表现, 无泡沫	否
增长繁荣期 I	10%-40%	技术高速扩散, 吸引许多新公司加入, 基础设施投资强劲, 往往伴随着产能过剩	在本阶段尾声基础设施的疯狂投资刺激股市走向繁荣, 出现技术泡沫 (较小), 牛市	是
震荡期	40%-60%	许多企业破产, 市场份额向龙头企业转移	泡沫破裂, 弱跌势	否
增长繁荣期 II	60%-90%	大规模计划处设施已经具备, 产业竞争更加激烈, 更多企业被收购, 强者更强	逐渐酝酿大的技术泡沫	是投资新兴产业的黄金时期
成熟期	90%-100%	需求市场趋于饱和, 利润开始受到生产率的限制, 迫切需要新兴技术的到来	泡沫膨胀至最大并破灭	90%之前仍有短期投资价值

资料来源: 民生证券研究所

1、技术周期 S 曲线凸显 15 个新兴子行业投资价值

通过对 7 大新兴产业下 38 类子行业应用上述技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型, 发现锂电池、永磁电机、核电设备、智能电网、建筑节能、LED、合同能源管理、污水处理、物联网、三网融合、新型平板显示、高铁、城市轨道交通、卫星产业和化工新材料 15 个子行业均处于技术生命周期的增长繁荣期, 投资价值凸显。(详见我们在 2010 年 11 月 12 日推出的策略专题报告《如何选择新兴产业子行业? 选取技术生命周期的视角》)

图 53: 技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型下, 看好建筑节能、智能电网等 15 个新兴子行业



资料来源: 民生证券研究所

(七) 行业配置建议

2011 年, 预计宏观经济将呈现通胀回落、经济回稳、转型加速的特征。随着宏观经济见底、通胀压力释放预期的逐渐明确, 压制市场估值的力量将明显减轻, 市场有望迎来整体估值中枢的全面上移。在此背景下, 2011 年资本市场投资机会将主要集中于从低估蓝筹的价值回归到新经济的确定性成长板块。建议超配信息设备、信息服务、黄金、水

泥、航空运输、金融服务、机械设备板块。

表 13: 2011 年行业配置策略

2011 年行业配置策略	
超配	信息服务、信息设备、黄金、水泥、航空运输、金融服务、机械设备
标配	周期板块: 采掘、化工、有色金属、黑色金属、房地产 消费板块: 家用电器、食品饮料、商业贸易、餐饮旅游、交通运输、农林牧渔 传统与新兴结合类: 电子元器件、生物医药、交运设备
低配	轻工制造、纺织服装、公用事业、综合

资料来源: 民生证券研究所

五、股票组合

建议重点关注民生证券研究所 2011 年策略股票组合: 中国联通、中兴通讯、亨通光电、中国国航、中金黄金、荣华实业、海螺水泥、冀东水泥、兴业银行、民生银行、中国平安、北京城建、华业地产、中材国际、中国南车、中联重科、一汽富维、西山煤电、潞安环能、成商集团。

表 14: 2011 年策略股票组合

行业名称	股票代码	股票名称	2010 全年预测 EPS	2011 全年预测 EPS	2010PE	2011PE	推荐理由
通讯	600050.SH	中国联通	0.10	0.21	52	24.7	经营稳健向好与低估值优势
通讯	000063.SH	中兴通讯	1.06	1.35	26.3	18.6	内外环境向好, 业绩高增长
通讯	600487.SH	亨通光电	1.22	1.45	31.61	26.57	毛利率居光纤行业第一, FTTx、3G 升级、三网融合保障需求稳定增长
航空	601111.SH	中国国航	0.84	0.90	14.67	13.81	行业景气上升, 国际需求爆发的最大受益者
黄金	600489.SH	中金黄金	0.79	1.06	50.54	37.89	金价持续上涨驱动
黄金	600311.SH	荣华实业	0.07	0.43	253.29	43.40	公司成功转型, 黄金储量或超预期
水泥	600585.SH	海螺水泥	1.46	1.87	18.79	14.65	供需关系进一步好转, 估值优势突出
水泥	000401.SZ	冀东水泥	1.22	1.61	18.63	14.12	行业龙头与估值优势
银行	601166.SH	兴业银行	2.86	3.54	8.34	6.75	内生增长动力充沛, 具有估值优势
银行	600016.SH	民生银行	0.60	0.74	8.48	6.89	短期息差优势, 中期拨备政策影响小
保险	601318.SH	中国平安	2.31	2.83	25.60	20.93	加息与股市上行双驱动
地产	600266.SH	北京城建	1.13	1.19	10.30	9.83	主业稳定增长, 投资收益可期, 重估优势
地产	600240.SH	华业地产	0.47	1.13	14.0	6.0	未来两年业绩增长有保证, 估值低
建筑	600970.SH	中材国际	1.73	2.28	20.6	14.6	海外业务迅速扩张与毛利率提升
机械	601766.SH	中国南车	0.24	0.35	33.44	22.76	产业盛宴下的确定性高增长
机械	000157.SH	中联重科	0.76	0.93	19.5	15.9	行业龙头低估值, 全球化布局加速
交运	600742.SH	一汽富维	2.52	2.92	12.6	10.9	高成长低估值
采掘	000983.SZ	西山煤电	1.21	1.60	19.70	14.92	内生增长与资源整合, 区位优势与低估值
采掘	601699.SH	潞安环能	2.63	3.03	18.9	16.5	增长稳定与低估值优势, 受益于行业整合
商贸	600828.SH	成商集团	0.41	0.69	46.95	28.18	经营稳健, 业绩拐点将出现

资料来源: 民生证券研究所

插图目录

图 1: 今年以来 A 股市场领跌全球.....	6
图 2: 中国 2010 年三季度 GDP 增速仍居前三位.....	6
图 3: 货币变动对市场的传导过程.....	6
图 4: 公开市场将回归资金净回笼的数量化政策.....	7
图 5: 我国 2001~2011.12 货币乘数预期变化.....	7
图 6: 存款准备金率与超额存款准备金率的“X”型走势.....	7
图 7: M1 增速将在明年一季度达到年内高位.....	8
图 8: 市场资金成本从低位回升.....	8
图 9: GDP 增速放缓, 资金成本将维持在低位.....	8
图 10: 2010 年银行股权融资占比较高, 单位: 亿元.....	10
图 11: 2010 年是近六年配股比例最高一年.....	10
图 12: 2010 年 7 家银行集体配股, 规模在 1353 亿元.....	10
图 13: 中小板、创业板发行节奏加快态, 单位: 亿元.....	10
图 14: 2011 年 CPI 趋势.....	13
图 15: 2011 年我国宏观经济运行前低后高.....	13
图 16: 2009 年 PIIGS 财政赤字水平, 单位: 百万欧元.....	14
图 17: 2009 年 PIIGS 负债水平, 单位: 百万欧元.....	14
图 18: 噪音交易的两类参与者.....	15
图 19: 噪音的三种分类.....	15
图 20: A 股当前换手率与美国、香港平均水平相当 (过去十年平均值).....	16
图 21: 2006-2010 年上证综指换手率与收盘价走势.....	16
图 22: DDM 模型中未来上市公司盈利增长假设.....	18
图 23: 工业企业营业收入增速实际值与计量拟合曲线.....	18
图 24: 工业企业利润实际增速与计量拟合曲线.....	19
图 25: 2011 年市场运行预测.....	22
图 26: 年初至今, 周期和非周期板块市场表现呈现出明显反差.....	23
图 27: 全部 A 股市盈率低于历史均值一倍标准差.....	23
图 28: 全部 A 股市净率低于历史均值接近一倍标准差.....	23
图 29: 当前周期股折价率创历史新高(PE).....	24
图 30: 当前周期股折价率创历史新高(PB).....	24
图 31: 金融、建筑建材、采掘、地产具备 PE 估值优势.....	24
图 32: 金融、建筑建材、采掘、地产具备 PB 估值优势.....	24
图 33: 1947-1972 美国产业转型期间十二大制造业部门的工业产值复合增长率: 机械制造业地位上升.....	25
图 34: 日本后工业化时期, 产业结构从重工业化向机械产业升级.....	25
图 35: 新兴产业进入基础设施建设加速期, 设备是基础.....	26
图 36: 从大类产业来看, 化学成品类和机械及运输设备类进口替代潜力最大.....	27
图 37: 特种工业专用机械、金工机械具较大进口替代潜力.....	27
图 38: 动力机械、专业控制仪器具备较大进口替代潜力.....	27
图 39: 电力机械、装置、器具及其电器零件具备进口替代潜力.....	28
图 40: 2006-2010 年前十月累计旅客运输量同比增速对比.....	28
图 41: 中国民航旅客周转量同比增速.....	28
图 42: 民航正常客座率指标显著高于历年同期.....	29
图 43: 国内综合票价指数创新高.....	29
图 44: 航空旅客运输量相对 GDP 增速的弹性系数.....	29
图 45: 2010 年汇率敏感度分析(人民币兑美元升值 1%).....	30

图 46: 黄金价格的第三轮暴涨已经开始.....	32
图 47: 2006-2009 年我国手机网民 CAGR 达 133.51%	32
图 48: 全球移动宽带在未来两年将得到迅猛发展.....	32
图 49: 宽带速率远低于世界平均水平 (Mbps) 08-09	34
图 50: 2008 年我国宽带普及率低于全球平均水平.....	34
图 51: 光通信发展动力正从单因素主导向多因素驱动转变	34
图 52: 技术生命周期中伴随的技术泡沫.....	35
图 53: 技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型下, 看好建筑节能、智能电网等 15 个新兴子行业	36

表 格 目 录

表 1: 2011 年大类资产投资吸引力对比	4
表 2: 2011 年资金供求预测, 单位: 亿元	11
表 3: 资金供求压力分析.....	11
表 4: 2011 年预期好转引导市场风险溢价下行.....	12
表 5: 1996 年以来股市的四次暴跌.....	15
表 6: 1996 年以来股市的四次暴涨.....	15
表 7: DDM 估值测算 A 股合理的动态市盈率为 19.4 倍 (Ke=9.5%, G=4%)	17
表 8: 工业企业主营业务收入增速敏感性分析.....	19
表 9: 预计 2011 年全市场股息率为 2.4%	20
表 10: 根据 2009 年净利润分红和当前股票价格计算出的部分上市公司分股息率	20
表 11: 50-70 年代日本城镇化加速时期, 国内市场对工程机械的需求高速增长.....	26
表 12: 技术生命周期内的新兴产业投资逻辑:	36
表 13: 2011 年行业配置策略.....	37
表 14: 2011 年策略股票组合	37

分析师简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，助理策略分析师，主要负责辅助策略分析师进行自上而下的策略研究。本科毕业于大连理工大学数学系信息与计算科学专业，主修计算数学、保险精算学，硕士毕业于北京师范大学经济与工商管理学院政治经济学专业，主修理论经济学，2010年7月，加盟民生证券研究所。

赵丽娜，助理策略分析师，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	13401098997	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。