

与新周期共舞

——2011 年投资策略分析报告——

内容摘要:

- 2010 年,我国整体经济运行平稳,三驾马车呈现均衡增长态势。全年经济有望增长 10%以上;2011 年是“十二·五”的开局之年,新的经济功能区和新的经济增长点将带动国内经济继续协调较快增长,全年经济预期增长 8.9%;
- 2011 年出口对经济的拉动继续为正;投资预期继续保持在 23%以上,中部、西部仍然是投资最快的地区,战略性新兴产业和第三产业的是投资增长的主要行业;受若干消费刺激性政策的退出,2011 年的消费增长存在诸多可变因素,2011 年实际消费增长为 13.5%,其中健康支出和文化旅游呈现快速增长;
- 2011 年通胀压力将继续增大,全年 CPI 预期 4.0;由宽松变稳健的货币政策将给市场增加若干政策因素,利率调整的空间在两至三次约 75 个基点;信贷增长 15%,M2 超过 80 万亿,市场流动性仍然比较宽松;
- 企业盈利继续较快增长,由于国内经济正在步入工业化的中后期,原材料将失去高增长,重工业方兴未艾。高速列车、核电投资、新能源、航空航天以及大型船舶工业的发展都进入了新的历史时期,将成为下一轮中国经济拉动的最主要动力。这些行业将同时拉动信息、新材料等新兴战略性新兴产业的发展;
- 良好的业绩增长将使市场具备很强的估值基础,沪深 300 指数目前动态市盈率已经低于 15 倍,仅 14.51 倍,静态市盈率 19.51 倍,在全球市场中估值优势不强,但部分指标相当;我们预期 2011 年一季度和三季度末至年底存在比较好的投资机会,全年市场将运行在 2630 - 4050 之间。

2011 年最具潜力九大个股

代码	名称	评级	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
601766	中国南车	买入	0.23	0.27	0.41	33.43	28.48	18.76
601717	郑煤机	买入	0.9	1.39	1.88	47.04	30.46	22.52
600893	航空动力	买入	0.35	0.46	0.65	93.09	70.83	50.12
600879	航天电子	买入	0.25	0.31	0.45	57.16	46.10	31.76
600038	哈飞股份	买入	0.2384	0.34	0.33	125.00	87.65	90.30
601989	中国重工	买入	0.31	0.45	0.56	35.16	24.22	19.46
000039	中集集团	买入	0.36	1.02	1.3	60.78	21.45	16.83
300034	钢研高纳	买入	0.32	0.45	0.56	97.22	69.13	55.55
600867	通化东宝	增持	0.1538	0.31	0.48	60.66	30.1	19.44

研究员

张仕元
执业证号: S1250210080002
电话: 010-57631193
邮箱: zsy@swsc.com.cn

相关研究

- 1 经济减速后的攻守之道——2010 年下半年投资策略..... 10/06/30
- 2 地产新政后的策略修正——2010 年二三季度投资策略..... 10/04/23
- 3 估值均衡后的行业配置——2010 年二三季度投资策略报告..... 10/03/31
- 4 资本解放后的中国价值重估——2010 年投资策略报告..... 09/12/08
- 5 出口复苏中的问题与机遇——2009 年宏观经济专题分析..... 09/10/15

目 录

一、三架马车协调增长，通胀压力突显	1
（一）投资增速保持稳定	2
（二）消费增长有所放缓	4
（三）出口稳定增长可期	6
（四）货币政策转变、通胀压力增大	9
（五）市场动态估值充满吸引力	12
二、2011 年资产配置与建议	17

插图目录

图 1: CPI 趋势及因素分析.....	1
图 2: 城镇固定资产投资分析.....	2
图 3: 城镇固定资产投资行业分析.....	3
图 4: 城镇固定资产投资资金来源分析.....	3
图 5: 社会消费增长月度数据.....	4
图 6: 消费品分类增长分析.....	5
图 7: 重点城市地产销售分析.....	5
图 8: 收入与通胀.....	6
图 9: 进出口增长分析.....	6
图 10: 出口增长最快的产品.....	7
图 11: 我国对外承包工程出口货物年度分析.....	7
图 12: 我国贸易顺差结构方式分析.....	8
图 13: 贸易出口结构分析.....	8
图 14: 进口产品分类增长分析.....	8
图 15: 货币供应增长分析.....	9
图 16: 货币回笼月度数据.....	10
图 17: CPI 分析.....	10
图 18: CPI 分析.....	11
图 19: 居民中长期信贷及占比分析.....	12
图 20: 大宗交易数据分析.....	12
图 21: 行业可比利润增长分析.....	13
图 22: 利润增长分析.....	13
图 23: 沪深 300 估值动态分析.....	16

表格目录

表 1: 2011 年经济数据预测.....	2
表 2: 2011 年 CPI 预测.....	11
表 3: 制造业行业利润 1-8 月增长分析.....	14
表 4: 上市公司盈利预测.....	15
表 5: 全球主要股市 2010 年表现 (截止 2010 年 11 月 26 日).....	15
表 6: WIND 沪深 300 估值分析.....	15
表 7: 主要行业投资评级分析.....	18
表 8: 2011 年最具潜力九大个股.....	19

一、三架马车协调增长，通胀压力突显

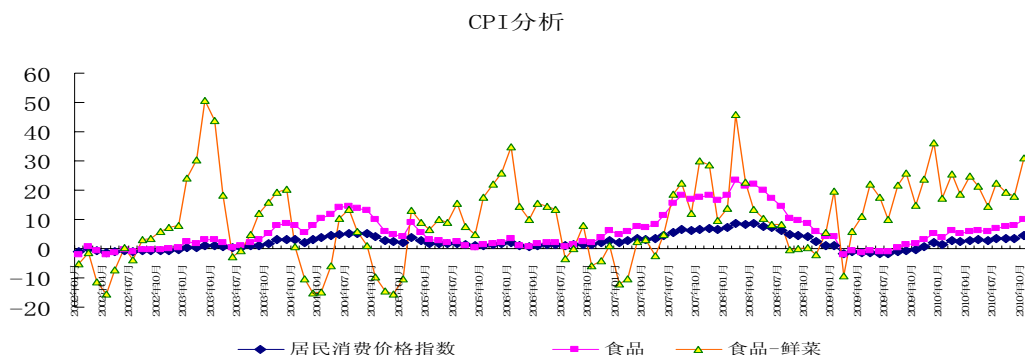
前 10 个月，我国经济整体运行平稳，三驾马车呈现均衡协调增长态势。1-10 月份，城镇固定资产投资 187556 亿元，同比增长 24.4%。其中房地产开发投资 38070 亿元，增长 36.5%；社会消费品零售总额 125313 亿元，同比增长 18.3%。进出口总值 23934.1 亿美元，同比增长 36.3%，规模已经超过去年全年水平；贸易顺差为 1477.7 亿美元，减少 6.7%。

1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 16.1%，比 1-9 月份回落 0.2 个百分点；但从分行业看，10 月份，39 个大类行业全部保持同比增长，显示经济增长态势非常协调。全国 24 个地区规模以上工业企业实现利润 28380 亿元，同比增长 51.6%，增幅比 1-9 月份回落 1.9 个百分点。

三个季度 GDP 增长呈现逐步回落态势，一季度增长 11.9、二季度增长 10.3、三季度增长幅度为 9.6，预期四季度经济增长幅度为 8.9，全年增长速度预期为 10.0。

通胀压力明显增加。今年前三个季度的通胀压力并不十分明显，但 10 月的通胀压力骤然显现出来；既有气候等异常事件影响，也有流动性预期因素。俄罗斯、乌克兰等小麦产区遭遇干旱，南美大豆收成也低于预期，导致国际农产品价格大涨，也推动了国内粮价的上涨；西南旱灾影响了糖价；海南水灾和运输成本拉高了蔬菜价格。

图 1：CPI 趋势及因素分析



资料来源：国家统计局

由于美国的量化宽松政策以及市场对人民币升值的预期，加剧了“热钱”的流入压力；国内市场流动性本来就显著过剩，今年新增贷款可能达到 7.6 万亿元，其中至少有 2.5-3 万亿元以各种方式进入非实体经济部门，成为过剩流动性的根源之一。如何在防通胀中继续保持 2011 年的经济较快增长，将是 2011 年经济工作的主要核心。

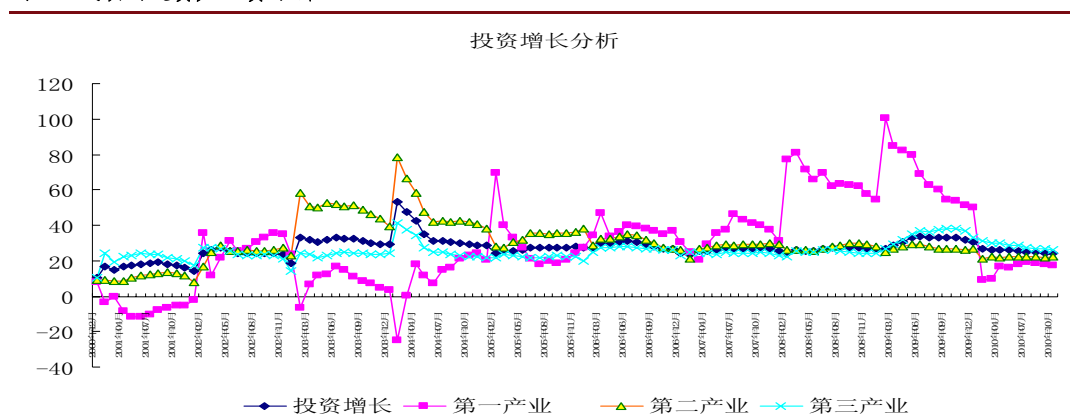
2011 年是“十二·五”计划的开局之年，也应该是新的经济周期的起点，如何巩固宏观调控的成果，加快产业转型既关系到经济增长的质量，也关系到经济增长的可持续性。在投资、消费及出口的协调拉动下，2011 年经济增长预期为 8.9%，主要数据及预测值见表 1。

表 1: 2011 年经济数据预测

	货物和服务净出口	存货增加	固定资本形成总额	资本形成总额	政府支出	城镇居民支出	农村居民支出	居民消费	最终消费支出	支出法 GDP
2008 年	24229	10241	128084	138325	41752	81186	27206	110595	152347	314901
2009 年	15033	7784	156680	164464	44397	92296	28834	112130	165527	345024
2010 年	16837	9558	182062	191620	48615	102080	31861	133941	182555	391013
2011 年	18521	11470	212102	223572	52504	112798	35047	147845	200349	442442
	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长	增长
2008 年	3.6%	103.7%	21.7%	24.2%	16.4%	19.2%	11.8%	19.6%	18.6%	19.6%
2009 年	-38.0%	-24.0%	22.3%	18.9%	6.3%	9.8%	9.3%	9.5%	8.7%	9.6%
2010 年(E)	12%	22.80%	16.20%	16.60%	9.50%	10.60%	10.50%	19.45%	10.28%	13.32%
2011 年(E)	10.0%	20.0%	16.5%	16.67%	8.0%	10.5%	10.0%	10.38%	9.75%	13.15%

(一) 投资增速保持稳定

图 2: 城镇固定资产投资分析



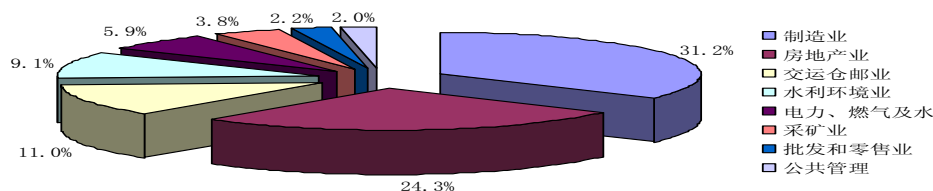
资料来源: 国家统计局

从投资的运行态势看, 似乎类似于 2001 年。为了稳定投资水平, 3 月 24 日国务院出台了鼓励和引导民间投资的政策, 金融、铁路、电信、石油勘探等领域进一步对民间资本开放。为了解决住房市场长期不均衡发展的问题, 2010 年政府加大了对廉租房和保障性住房的投资力度, 所以尽管今年出台了若干限制房地产投机的政策, 但行业的投资并没有因此而下降。

从投资的领域及行业看, 制造业占 31% 仍然是占最大比例, 从月度数据看, 制造业已经从年初的增长 23.6% 上升到 25.7%, 虽然落后于整个投资水平, 但投资增速的回稳奠定了投资稳定增长的局面。在制造业中, 以通信设备、仪器仪表、电器机械、专用设备为主的装备制造业的投资增长高于 34%, 加上通用设备和交运设备, 平均高出整个制造业 8.2 个百分点。显示由装备制造业拉动的我国新一轮工业增长周期已经启动。

图 3：城镇固定资产投资行业分析

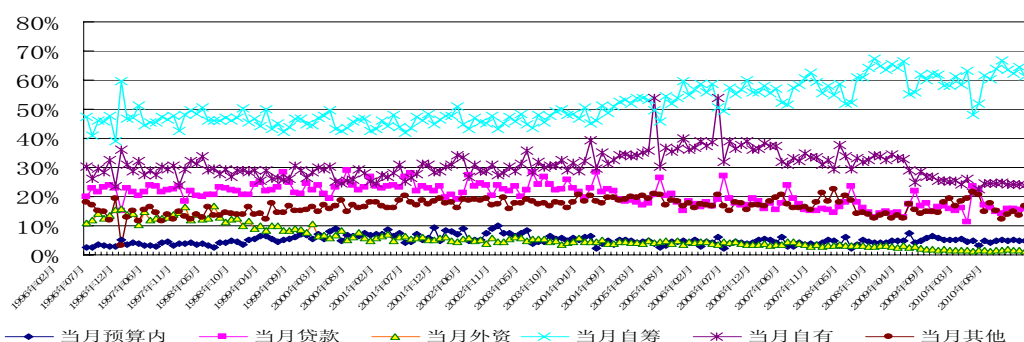
城镇固定投资主要行业占比分布



资料来源：国家统计局

图 4：城镇固定资产投资资金来源分析

投资资金来源分析



资料来源：国家统计局

从趋势变化看，最明显的是自有资金的下降和自筹资金的占比上升。这反应了两个问题：一是企业自有资金开始紧张，二是社会资金仍然非常充裕。另外从资金及项目的属性看，地方项目的投资增长明显要比中央项目快许多，2011 年的大部分民生项目仍然需要地方继续投资，这样就给地方带来了很大的资金压力，如何增加地方的资金支付能力，预期是 2011 年以及“十二·五”应该获得突破的地方，尤其是在税收政策以及地方债务融资方面。目前我们预期能够获得突破的有资源税的推广、烟草税的提高等。

从投资增速的区域特点看，2010 年前 10 个月投资增长最快的是海南、宁夏、广西、黑龙江、甘肃、湖北、天津、福建、江西和陕西，投资增速均在 30% 以上。增长的主要原因主要还是区域经济的政策推动，如海南旅游岛、滨海新区、海西经济带、湖北两型社会和中部崛起等。2011 年我国区域经济发展更加具体，若干功能区域的确立和西部再开发，都将带动投资的快速增长，比如武汉城市圈、关东经济区、成渝经济带、广西北部轻纺、内蒙古的呼包鄂等。因此 2011 年投资增长的看点主要在区域经济，如新疆、西藏、云南、陕西、内蒙等西部地区的经济崛起，中部如湖南、湖北、江西、安徽的经济崛起等。

2011 年作为“十二·五”计划的开局之年，中央政府公共投资重点投向教育、保障性住房、“三农”、节能减排和生态建设、战略性新兴产业、大江大河及重要支流治理、大中型病险

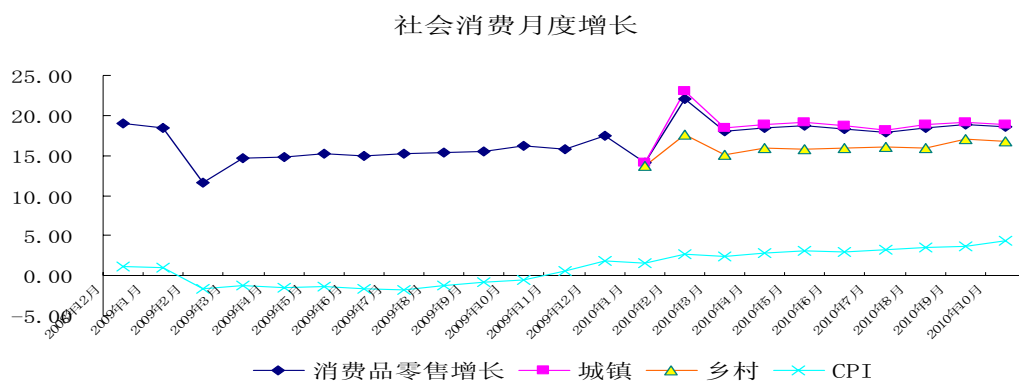
水库除险加固及山洪地质灾害防治等方面。同时，深化投融资体制改革，引导和带动民间投资增长。经过“十一·五”的调整，我国已经形成比较完整的区域发展格局，中部崛起和西部再开发以及若干主体功能区如成渝城乡统筹、武汉、长株潭两型社会建设等已经成为下一个阶段区域经济发展的重要增长点，而农村基础设施的建设、城市及城市间的轨道交通建设、汽车社会带来的城市再建设等对投资的拉动仍然巨大，因此“十二·五”期间的投资增速并不会太低，尤其是开局之年的投资增长预期仍然会维持在 23% 以上，其中地产投资的增速预期为 20%，主要还是政策性住房的建设。

（二）消费增长有所放缓

从消费的产品类别看，基本延续了去年的趋势，金银珠宝和汽车及相关产品仍然居前，其中前 10 月汽车消费增长 34.6%，其他如金银珠宝、家具、石油制品、装潢等，也呈现 30% 左右的增长速度，但家用电器增幅已经跌出 30% 的增幅。

受地产新政影响，三季度住宅销售情况惨淡，虽然 9 月以后出现一定的回暖，但和去年同期相比，9-11 月的 91 个交易日中，重点城市日均交易量下降了 18.46%。随着对地产投机打击的持续，以及企业自有资金和自筹资金的减少，预期 2011 年地产价格出现松动是肯定的，而且会见到价量齐跌的局面。但由于保障性住房和廉租房规模仍然比较大，所以对家具和装潢的消费不构成大的压力。

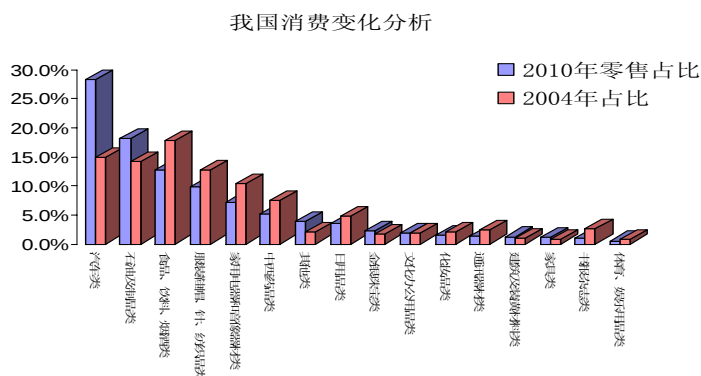
图 5：社会消费增长月度数据



资料来源：国家统计局

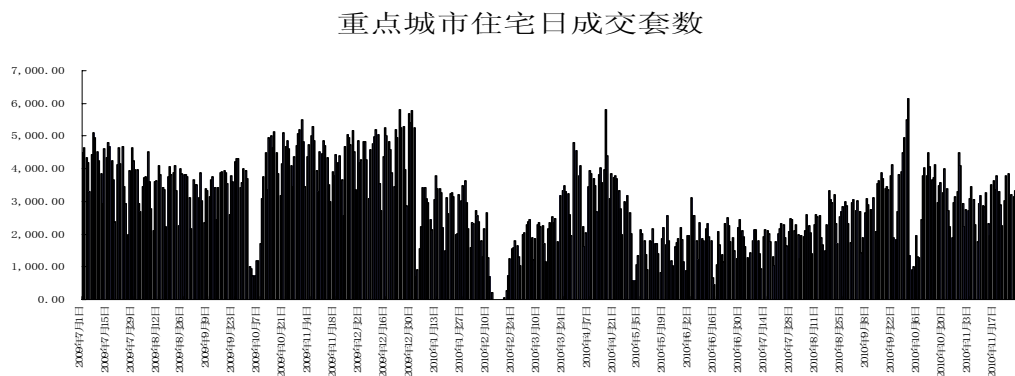
汽车消费长期增长趋势延续，但明年增速将放缓，甚至不排除负增长的可能。5 年前我们几经进入汽车社会，汽车消费占比由 2005 年的 18% 逐年上升到 2010 年的 28%，预期这一趋势仍然将持续若干年。到 2010 年 9 月，我国每百户家用汽车拥有量为 12.65，这一数据远低于韩国和日本每千人汽车 250、450 的拥有量。但是过去两年来的刺激性政策和流动性扩张导致汽车销售率创新高，透支了未来几年的成长；且突然增加的汽车保有量给城市和道路带来新的问题，我国的绝大部分城市规划均没有很好地对未来汽车社会进行预判。预计明年汽车消费的贡献率将显著下降。

图 6：消费品分类增长分析



资料来源：国家统计局

图 7：重点城市地产销售分析

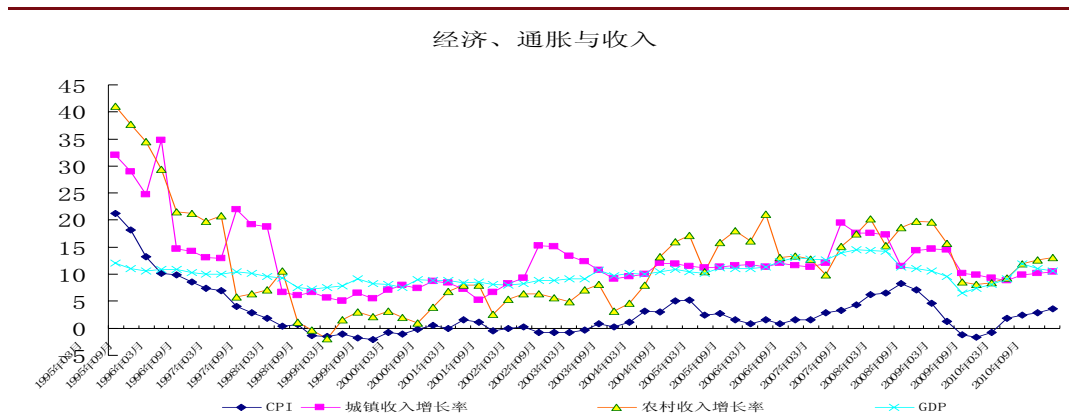


资料来源：WIND 资讯、国家统计局

为了提高消费在国民经济中的占比，许多地方政府已经提高工人最低工资，虽然两会关于个人所得税起征基点调整的预期落空，但收入增长计划已经纳入“十二·五”规划。

因此 2011 年的消费增长除了一系列鼓励消费的部分政策仍然将延续外，收入增长的政策将非常关键，无论是税收政策的改革还是直接的工资调整计划，都将决定消费增长是否继续持续的问题。2011 年，许多消费鼓励性政策将退出，包括汽车购置税和小排量汽车补贴、家电以旧换新等，这将给家电和汽车的消费带来压力，如果不能在出口市场方面获得新的增量，那么这些行业的企业将存在增长的压力。

图 8: 收入与通胀



资料来源: 国家统计局

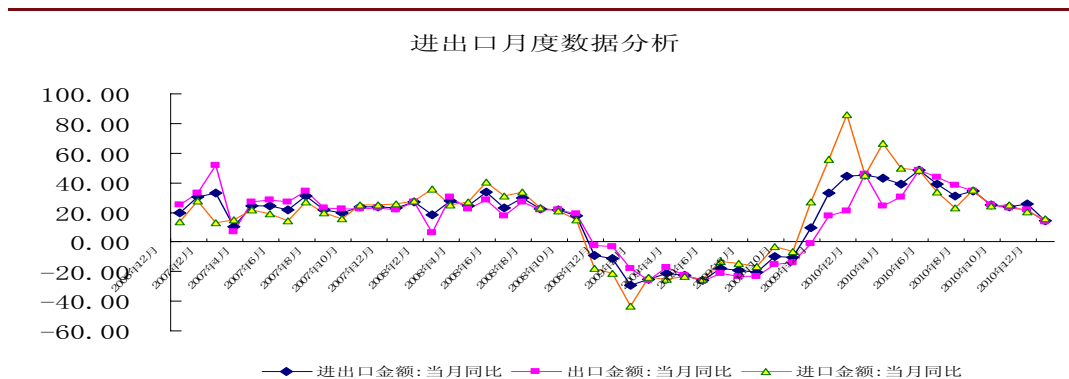
从有数据统计以来, 除农村收入增长(扣除物价)远低于 GDP 外, 城镇居民收入总体与 GDP 比较接近。城市收入增长差均值为 0.47, 农村为 1.07。显然, 增加农村居民收入仍然是“十二·五”的重要任务。

2011 年消费增长(扣除物价后)预期为 13.5%。其中城市增长 13.6%, 农村增长 13%。

(三) 出口稳定增长可期

2010 年 1-10 月, 全国进出口总值同比增长 36.3%; 全年进出口会保持 40%以上的增长, 导致 2010 年进出口增长迅猛的主要原因有三: 一是全球经济的复苏特别是美国经济的缓慢复苏使 IT 出口增长比较大, 而是我国通过拓展多边贸易, 使出口市场更加多样化。与 2005 年相比, 我国与美欧日三大主要贸易伙伴的市场份额下降了 3.9 个百分点, 但与非洲、拉丁美洲、大洋洲的贸易份额上升了 5.3 个点。其中对三大市场出口下降了 5.6 个点, 对非洲、拉丁美洲、大洋洲的出口份额上升了 4.5 个点, 而相应从其进口只上升 3.8 个点, 表明从这些地区不仅是加快了原料的进口, 对这些地区的出口拓展成绩更加显著。

图 9: 进出口增长分析

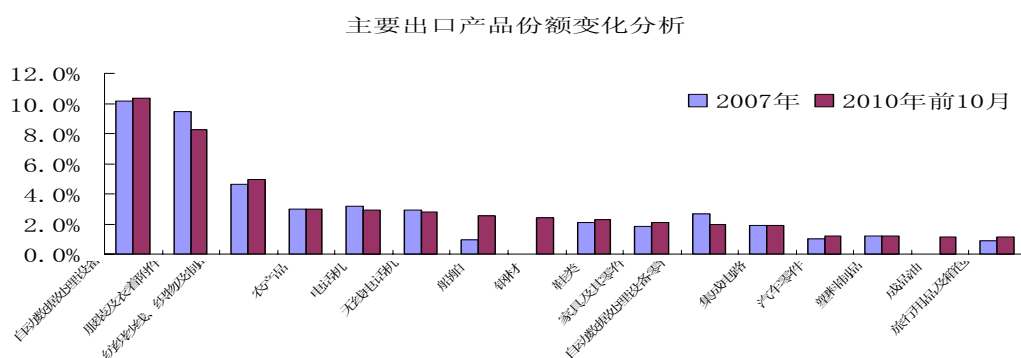


资料来源: 国家统计局

拉动出口增长的另一个因素是我国的对外工程承包，拉动了我国对外的设备出口，从2008年开始，我国对外工程承包货物出口迅速突破100亿美元，2009年达到133亿美元，2010年1-10月已经达到103亿美元，预期全年达到或超过2009年水平问题不大。

目前我国的高铁技术已经跻身世界一流，而发展高速铁路已经成为许多发达国家和发展中国家应对交通瓶颈的主要方法，因此可以预期我国未来的对外工程承包将由以前的楼堂馆所、水电、路桥向更具水平的高速铁路拓展，持续带动相关货物、特别是高附加值的设备出口。因此2011年出口月度数据仍然将会创新高，2011年月均出口超过1500亿美元将不是难题。

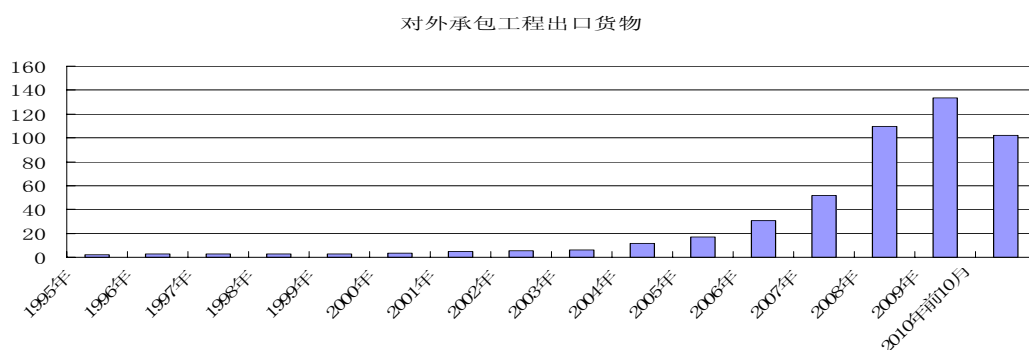
图 10：出口增长最快的产品



资料来源：国家统计局

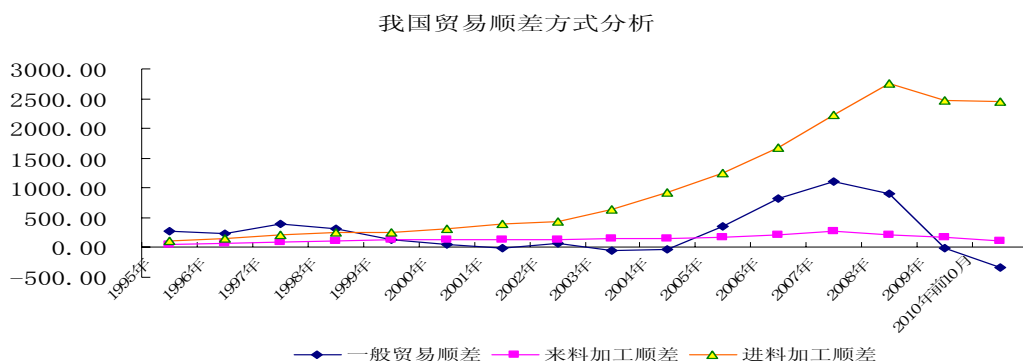
从出口产品看，增长幅度同比最大的是以往出口的总量并不大的钢坯及粗锻件、焦炭及半焦炭、集装箱、未锻造的铝及铝材、钢材、成品油和船舶等重化工产品，这些产品的出口量增速均超过50%；由于近两年由于国内产能过剩，企业只有借助境外市场，部分产品出口增长非常快，如钢坯增加7.52倍，焦炭出口增长6.3倍；船舶的出口在危机期也没有下降，显示很强的抗周期性。其次，自动数据处理设备、集成电路等与发达国家经济复苏密切的产品增长幅度也居前列，显示全球经济对国内出口的拉动作用明显，这些产品的出口占比份额也是最大的。此外我国对外工程承包对出口的拉动也很明显，连续三年突破100亿美元。

图 11：我国对外承包工程出口货物年度分析



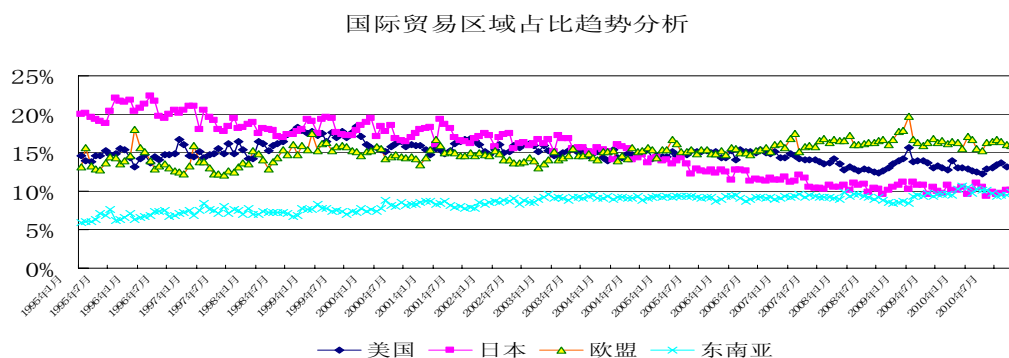
资料来源：国家统计局

图 12: 我国贸易顺差结构方式分析



资料来源: 国家统计局

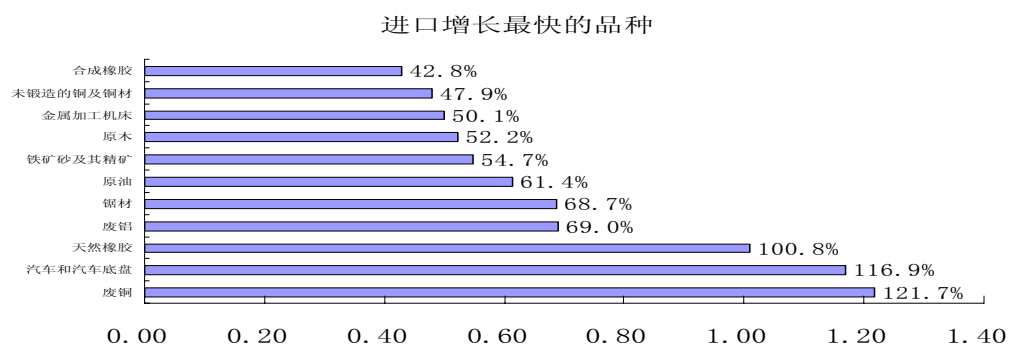
图 13: 贸易出口结构分析



资料来源: 国家统计局

进口高增长是今年上半年的贸易特点,受各种因素的影响,今年我国的进口增长速度要高于出口增长,在国内消费和投资的拉动下,我国不仅对原材料的需求继续攀升,而且对高端消费品和机电产品的需求也在上升。位居前三的是废铜、汽车和汽车底盘和天然橡胶,增幅均超过 100%。

图 14: 进口产品分类增长分析



资料来源: 国家统计局

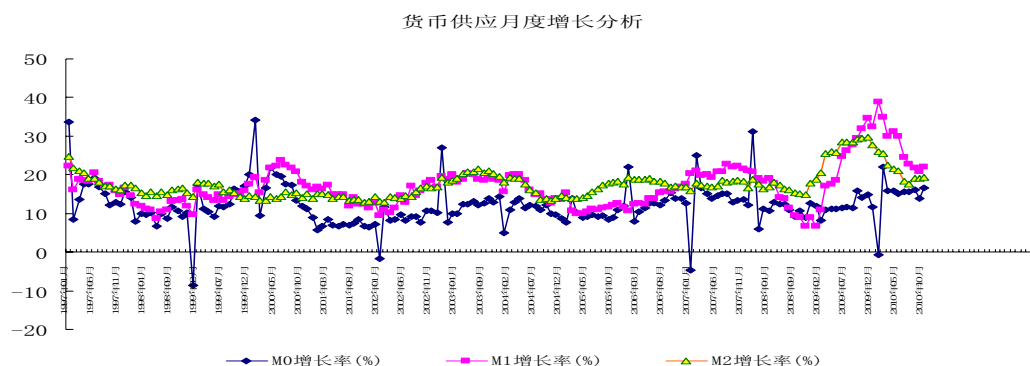
2011 年,随着我国出口市场的进一步稳定,为应对危机实施的若干出口退税政策将逐步取消,因此 2011 年出口企业面临的压力将来自两方面,一是人民币升值的压力,二是优惠政策调整的压力。但由于我国的出口竞争力仍然在继续提升,因此 2011 年进出口贸易保持适度增长将是可能的,预期出口增长 13%,进口增长 17%,进出口贸易增长 16%,贸易顺差与 2010 年相当略有增长。对 GDP 的贡献不超过 0.8 个点。

(四) 货币政策转变、通胀压力增大

2010 年的货币政策已经如我们所预期的进行了流动性收缩,从 2009 年 11 月 M2 增长速度 29.74%见顶以来,已经连续八个月逐步回落,M2 增长由 29.74%下降到 7 月份的 17.61%。此后增速有升有降,回复到正常管理的程序上来。但从货币的投放上看,回笼的量并不大,仅在 3 月、5 月和 10 月出现过总额为 4998 亿元的净回笼,前 10 月货币净投放 3402 亿元。因此流动性仍然非常充裕。

要降低货币增长形成的流动性问题,单靠提高政策性货币工具是难以达到目的的。如提高准备金率并不能够无限制的提高,加息将导致热钱流入更多,使货币面临更多被动投放的压力。同样办法也有四:一是改变商业地产土地出让的方式,如尝试除公共设施所需土地以外的土地入股方式,二是促进投资渠道的更加丰富和对外投资的加快,三是进一步改变结汇方式,做到藏汇于民,四是将资金流合理地引导到资本市场。

图 15: 货币供应增长分析



资料来源: 国家统计局

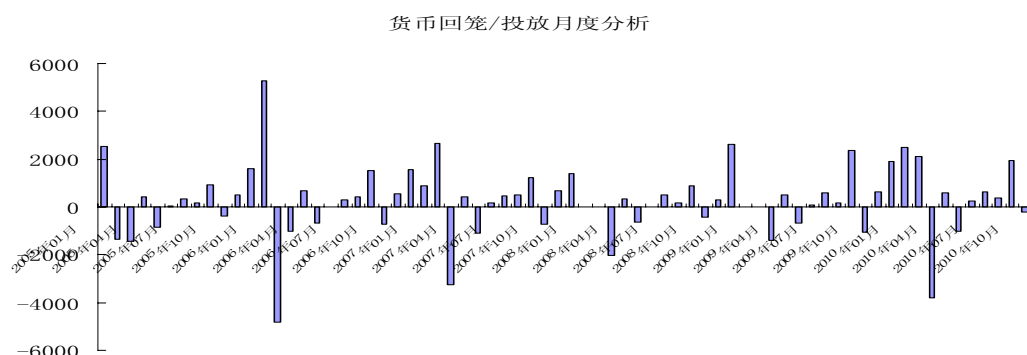
国内通胀压力已经形成,10 月 CPI 达 4.4,其中食品、居住和医疗及服务贡献比较大。从细分价格因素看,今年前 10 个月,涨幅最快的主要是蔬菜、鲜果、中药材、粮食、水产品和蛋,它们的涨幅均超过 10%,最大的蔬菜涨幅为 31%。这其中既有政策导致的价格上扬,如粮食收购价格的提高,导致 10 月粮食价格上涨 12.3%,与规定的最低收购价涨幅比较接近;也有因为人为、天气及自然灾害导致的价格暴涨,如蔬菜价格在 8、9 月已经出现了回落,但 10 月海南水灾没有引起大家的重视,加上拉闸限电引起的柴油荒,加剧了蔬菜的供应。导致 10 月 CPI 出现飙升,但一系列政策出台后 12 月 CPI 出现回落应该在预期中。

蔬菜价格为代表的食品价格体系已经成为影响我国物价的重要因素。这其中夹杂着许多因素在其中,既有因为劳动力短缺形成的人力成本上升,化肥、农药和种子等因素导致的生产成本上升,自然灾害导致的短期供应短缺,笔者认为更重要一点是城市化带来的运输成本抬生。

当大量城市周边优质土地被城市化、大中城市蔬菜自给率越来越低的时候，蔬菜价格持续攀升就成为必然。其次，大量城市农贸市场因为市容市貌问题被高档化、超市化，使得蔬菜从菜地到居民家餐桌的距离越来越远时，居民支付的成本就开始成倍地上升。在六个涨幅最大的消费品中，有四个是因为这个原因导致的价格上行。

随着大量农村居民被城镇化，今后种菜的居民会越来越少，而买菜吃的居民会越来越多，而中国的饮食结构以及耕地结构决定了我国的城市化的未来是充满极大变数的。也许几年后我们也将遭遇韩国的白菜危机。

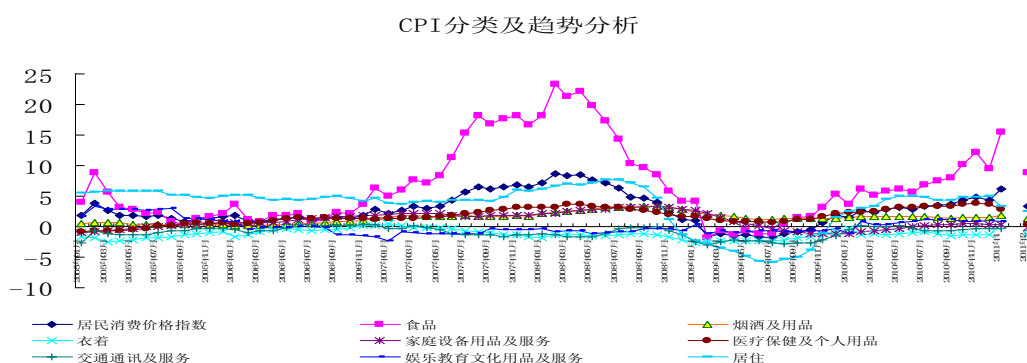
图 16: 货币回笼月度数据



资料来源: 人民银行

此外，输入性通胀压力也已经形成，但传导压力不明显。原油价格在 70-90 美元附近波动，与 2007 年近似，铁矿石价格预期涨幅超过 100%，使钢铁冶金行业出现了比较大的成本压力，但由于总体产能过剩严重，因此钢铁成本传导到建筑、机电制造、船舶等领域压力并不是很大，2010 年经济总体需求不是非常强烈，制造业总体表现为产能过剩，因此企业更多的是关注存货，对于扩大生产企业一般表现比较谨慎，因此由 PPI 向 CPI 传导的机制不是很畅通。我们担心的是由劳动力价格导致的通胀的形成，回顾上轮通胀，主要还是 2003 年以后以及新的劳动法颁布实行后，劳动力价格的上行促使了从食品到工业品的全面涨价。从目前的趋势看，劳动力价格还将面临上行压力，食品价格上行将成为常态。因此即使短期通胀压力可以缓解，但长期通胀压力仍然非常大。

图 17: CPI 分析



资料来源: 国家统计局

对于 2011 年 CPI，我们做了两个假设，两个假设的前提均是房地产调控成功，在保障性住房和廉租房大量投放市场后，居住价格涨幅回落，在此基础上，食品价格一是快速上涨，幅度达 15.5%，二是涨幅回落，幅度为 8.8%。由此我们得出 2011 年 CPI 可能区间在 3.34 和 6.2 之间。

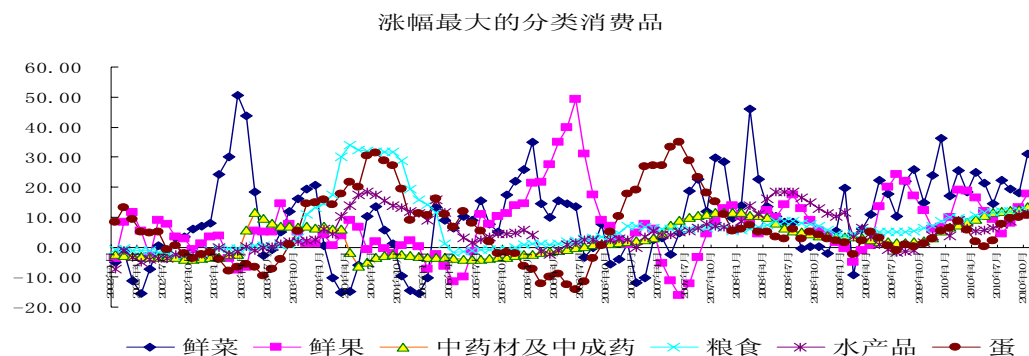
表 2: 2011 年 CPI 预测

	居民消费价格指数	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及服务	医疗保健及个人用品	交通通讯及服务	娱乐教育文化用品及服务	居住
2011 年 CPI 情景 1	6.24	15.5	1.8	0.3	0.4	2.8	-0.3	0.8	3.3
2011 年 CPI 情景 2	3.34	8.8	1.3	-1.3	-0.2	0.3	-0.6	0.3	2.5

(资料来源: 西南证券研发中心)

我们在上个年度报告中预期在 2 季度初对利率进行一次调整，从实际运行看，迫于升值压力，央行并没有系统的进行利率修正，但对贷款利率进行了结构性调整，对存贷利率的调整一直延后到 10 月，在 CPI 创出新高后。如果接下来两月 CPI 能够很好控制住（我们预期两月持续回落），那么在年内再调整利率的可能性极小。而且在明年一季度进行调整的几率也比较低。但如果明年的 CPI 如我们预期在 3.34-6.24 之间，那么利率调整的空间将有 50-100 个基点，对应的加息次数是 2-3 次，到年底负利率状况有望显著改善甚至结束。

图 18: CPI 分析

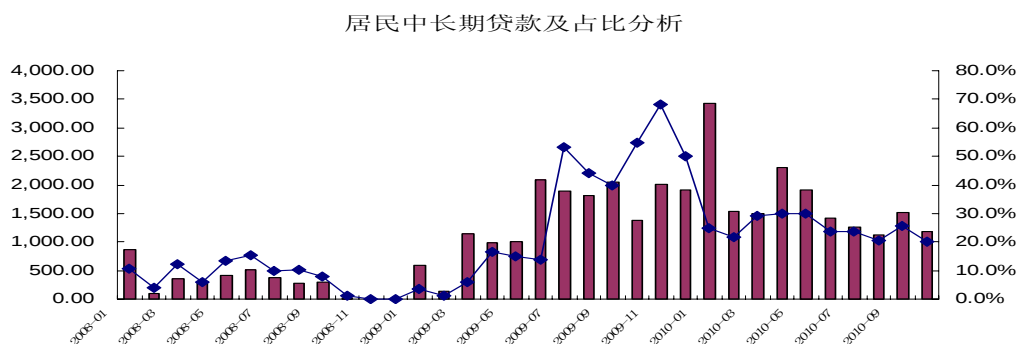


资料来源: 国家统计局

2010 年 6 月 19 日，我国宣布重启汇率改革，宣布自 6 月 21 日起放弃 2008 年 8 月以来的紧盯美元政策，重新考虑一篮子货币问题。自重启汇改以来，人民币对美元已经升值 167 个基点，对其他则表现为小幅贬值。我们预期明年的人民币升值幅度会低于 2010 年，升值幅度预期不会超过 150 个基点，人民币兑美元保持 6.50 比 1 的比例。

经济工作会议定调明年的货币政策为稳健，按照今年信贷规模 7.7 万亿计算，如果明年增长 15%，那么就是 7 万亿的规模。月均不足 6 千亿，在经济复苏企业经营活动资金需求增加、地方投融资平台即将解禁的背景下，缩减的对象应该在个人中长期信贷，预期该项业务将相比 2010 年有明显的回落，月均维持在 1000 亿规模，应对的地产消费将和今年四季度一样。

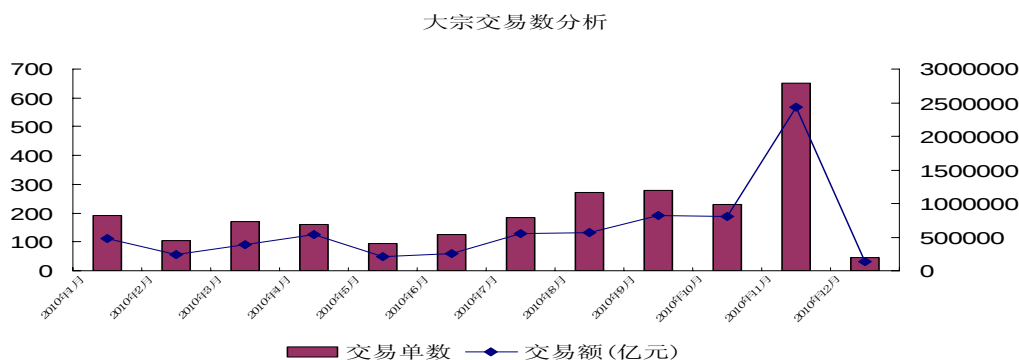
图 19: 居民中长期信贷及占比分析



资料来源: 国家统计局

如果信贷政策趋严, 那么相对于市场而言大小非减持的压力就比较大。截至 12 月 6 日, 大宗交易共发生 2508 例, 交易金额超过 740 亿元。尤其是解禁最大的 11 月, 大宗交易数有 652 例, 交易金额达到创记录的 242.89 亿。如果明年的信贷继续收紧, 那么减持的压力可能更大, 市场上行的过程中面临非常大的抛压。

图 20: 大宗交易数据分析



资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

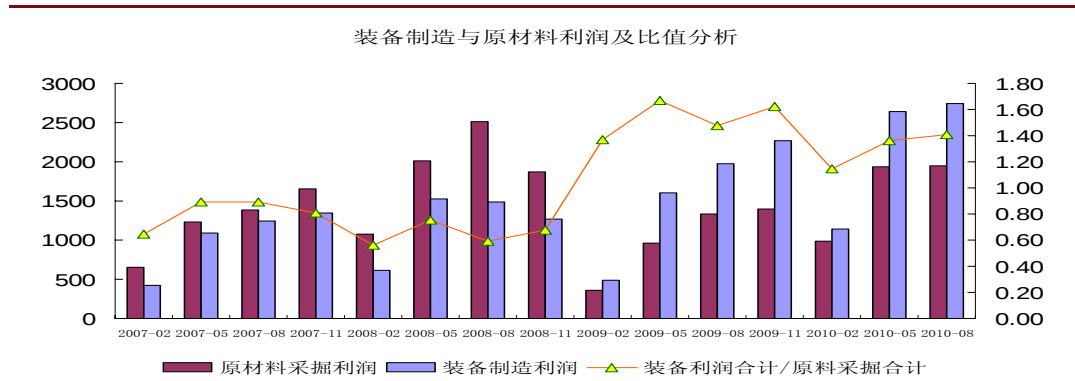
(五) 市场动态估值充满吸引力

1-10 月份, 全国 24 个地区规模以上工业企业实现利润 28380 亿元, 同比增长 51.6%, 增幅比 1-9 月份回落 1.9 个百分点。在 39 个工业大类行业中, 37 个行业利润同比增长, 1 个行业扭亏, 1 个行业利润下降。与 1-9 月份相比, 24 个行业利润同比增幅回落, 13 个行业增幅提高。主要行业利润增长情况为: 石油和天然气开采业利润同比增长 69.7%, 黑色金属矿采选业增长 1.23 倍, 化学原料及化学制品制造业增长 56.9%, 化学纤维制造业增长 1.28 倍, 黑色金属冶炼及压延加工业增长 60.1%, 有色金属冶炼及压延加工业增长 95.5%, 交通运输设备制造业增长 67.4%, 通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 74.7%, 电力、热力的生产和供应业增长 1.37 倍; 石油加工、炼焦及核燃料加工业下降 8.2%。

从行业增速看, 虽然原材料类增幅最大, 但是基于去年的低水平, 其行业盈利并没有创出新高, 因此这些行业目前仍然不具备比较强的趋势性投资价值。但以通用设备制造、专用设备制造、交通运输设备制造和电器设备制造为代表的重装工业利润总额已经超过以煤炭、石油开采、

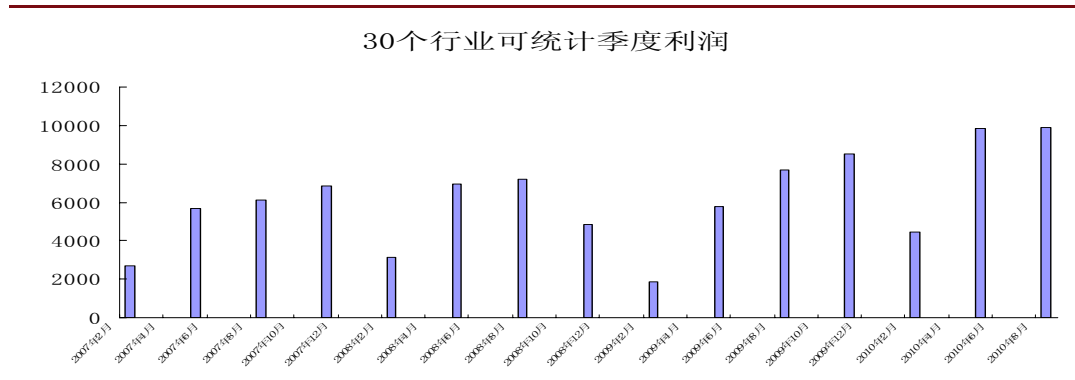
黑色金属和有色金属矿开采为代表的原材料采掘业二者之间比值已经由 2007 年初的 0.64 提高到 2010 年 8 月的 1.41。

图 21: 行业可比利润增长分析



对 30 个行业主要指标合计分析看, 今年的经济虽然增长一般, 但盈利情况已经创出了历史新高。前 8 个月盈利情况比去年前 11 个月的数据还要多。显示今年年报应该有一批公司的盈利有超预期的增长。

图 22: 利润增长分析



从行业特点看, 装备制造工业的盈利表现突出, 这也应证了中国目前的经济特点: 即中国已经由工业化的中级阶段考试转向工业化的中后期阶段, 装备制造业将表现出比原材料类更具成长性。这也是我们在 2010 年中期报告在国内率先提出的经济新动力、新周期的观点。

从国内经济的实际运行看, 高速列车、核电投资、新能源、航空航天、大型船舶工业以及深海海洋工程设备的发展都进入了新的历史时期, 将成为下一轮中国经济拉动的最主要动力。如我国的高铁已经跻身国际领先水平、深海海洋钻探设备已经国产化、重型燃气轮机已经实现国产, 一批制约我国重装工业发展的技术瓶颈已经取得突破, 这些行业和产品将同时拉动信息、新材料、信息服务等相关产业的发展; 从二级行业看, 与之相关的一批行业已经显现出很强的盈利能力, 如制糖、铜冶炼、基础化学原料制造、集装箱及金属包装容器制造、炼焦、汽车整车制造、轴承制造、电子元件制造、玻璃及玻璃制品制造、钢压延加工、发电机及发电机组制造、金属成形机床制造、电池制造、矿山、冶金、建筑专用设备制造、电机制造、铁路运输设

备制造、有色金属压延加工、照明器具制造、金属切削机床制造和生物、生化制品的制造等。这些行业的前 8 个月盈利增长幅度均超过 50%。从行业增长的动力看，既有外需拉动的行业如电子器件、电子元件和家用音响设备制造等，也有国内需求拉动形成的高增长，如汽车整车制造、电池制造、轴承等传动和驱动部件的制造、金属成形机床制造、矿山、冶金、建筑专用设备制造、铁路运输设备制造和生物、生化制品的制造等。因此这类行业将构成年报行情的主要热点。

表 3：制造业行业利润 1-8 月增长分析

行业名称	利润增长	行业名称	利润增长
制糖	518.5%	肥料制造	36.6%
铜冶炼	152.1%	燃气生产和供应业	34.4%
基础化学原料制造	122.4%	锅炉及原动机制造	33.1%
集装箱及金属包装容器制造	117.5%	船舶及浮动装置制造	32.7%
炼焦	110.0%	酒的制造	32.2%
汽车整车制造	108.8%	中成药制造	29.5%
轴承制造	104.4%	化学药品原药制造	28.8%
电子元件制造	98.7%	纺织服装制造	28.5%
玻璃及玻璃制品制造	98.0%	家用视听设备制造	28.4%
钢压延加工	96.9%	通信设备制造	25.0%
发电机及发电机组制造	96.5%	输配电及控制设备制造	20.9%
金属成形机床制造	95.4%	水泥制造	19.8%
电池制造	81.0%	医疗仪器设备及器械制造	16.4%
矿山、冶金、建筑专用设备制造	78.3%	黄酒制造	13.9%
电机制造	76.0%	农药制造	6.7%
铁路运输设备制造	67.1%	轮胎制造	6.5%
有色金属压延加工	62.3%	电力生产	5.4%
照明器具制造	60.7%	液体乳及乳制品制造	-1.9%
金属切削机床制造	57.7%	铅锌冶炼	-46.2%
生物、生化制品的制造	57.1%	铝冶炼	扭亏
耐火材料制品制造	42.8%		

(资料来源：WIND 资讯)

国家拟定了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车为新兴战略性新兴产业。除了新兴战略产业，很多装备制造业都是新兴产业，服务业也有很多新兴产业。高技术产业也属于新兴产业，包括生物技术、信息技术、新材料技术、新能源技术、空间技术、海洋技术等，这些新兴产业都具有很大的发展潜力，因此这些领域将成长出国内企业未来的巨人。这些行业的投资机遇在 2010 年是市场的投资主题，2011 年也将反复左右市场的波动。

2011 年的业绩增长仍然值得期待，2010 年前三季度市场已经率先完成了与 2009 年全年相当的利润，因此四季度盈利全部属于增量，我们预期 2010 年全年盈利预期达 15200 亿元左右，同比增长 21.73%，2011 年我们预期中国石油受价格形成机制改革已经国内汽车消费增长的影响，利润继续保持 7 以上的增长，银行在趋紧缩的政策以及呆坏帐增加的影响，盈利比 2010

年有所回落，而其他 A 股在一轮新的经济周期的带动下，增长 17%，那么全年增长 14.57% 应该是能够实现的。

表 4：上市公司盈利预测

	2009 年年报	2010 中期	2010 三季	2010 年(E)	2011 年(E)	2010 年增长	2011 年增长
中国石油	1063.78	703.22	1079.37	1379	1480	29.63%	7.32%
五大行	4167.48	2764.1	4212.17	4720	5286	13.26%	11.99%
其他 A 股	7254.437	4908.81	7528.683	9100	10647	25.44%	17.00%
合计	12485.7	8376.13	12820.22	15199	17413	21.73%	14.57%

(资料来源：WIND 资讯，西南证券研发中心)

从 WIND 数据系统统计看，沪深 300 指数目前动态市盈率（11 月 26 日）已经低于 15 倍，仅 14.51 倍，静态市盈率 19.51 倍，在全球市场中居中间水平，估值优势不是十分明显。其中动态市盈率低于日本和印度，但从市净率看，我国比道琼斯工业指数要低，这表明目前的市场估值水平和国际相当。金融、可选消费、医药和工业的估值具备明显的吸引力，因为这些行业的盈利增长速度仍然是可以持续的高增长。

表 5：全球主要股市 2010 年表现（截止 2010 年 11 月 26 日）

	最新收报	年初涨幅	市盈率	动态市盈率	市净率
道琼斯工业指数	11187.28	7.28%	14.07	13.32	2.78
标普 500 指数	1198.35	7.47%	15.25	14.04	2.21
纳斯达克综指	2543.12	12.07%	-	17.13	2.98
富时 100 指数	5660.22	5.28%	12.07	11.56	1.81
法国 CAC40 指数	3730.11	-4.47%	12.62	10.92	1.33
德国 DAX30 指数	6855.85	15.48%	14.56	11.72	1.69
沙特阿拉伯	6291.30	2.77%	14.66	13.59	2.01
韩国综合指数	1901.80	14.55%	9.77	9.18	1.41
印度 SENSEX 指数	19246.96	10.61%	18.90	18.13	3.38
巴西 BOVESPA 指数	69361.63	1.13%	13.76	12.67	2.27
日经 225 指数	10039.56	-4.43%	17.59	16.75	1.37
香港恒生指数	22877.25	5.40%	14.31	14.47	2.12
沪深 300 指数	3194.85	-10.65%	19.51	14.51	2.73

资料来源：彭博资讯

表 6：WIND 沪深 300 估值分析

简称	最新收盘点位	总市值（亿元）	流通 A 股价值（亿元）	市盈率 PE	市净率 PB
沪深 300	3165.57	203277.9	132234.6	19.57	2.42
沪深 300 能源	3627.96	43060.8	33932.63	18.86	2.45
沪深 300 材料	3235.76	18962.9	12204.43	60.2	2.81
沪深 300 工业	2820.2	27060.2	16001.96	34.42	2.83
沪深 300 可选	3989.68	8819.7	6953.82	26.44	3.36
沪深 300 消费	6955.32	8374.7	6564.87	52.6	8.1
沪深 300 医药	6613.81	3594.2	3045.15	32.98	6.1

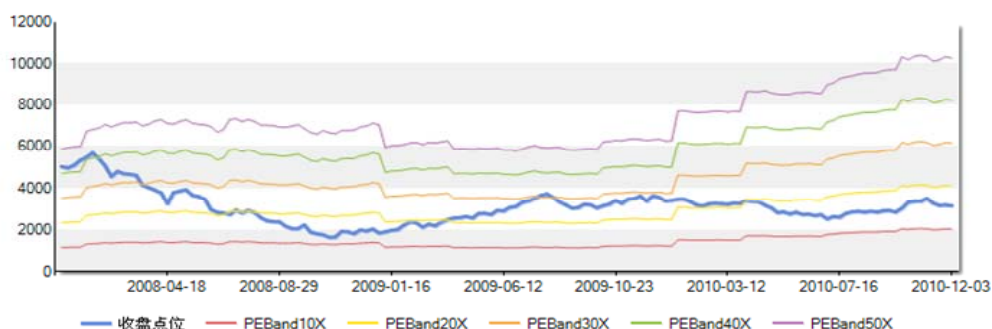
简称	最新收盘点位	总市值 (亿元)	流通 A 股价值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
沪深 300 金融	3961.07	84347.7	47348.84	13.84	2.01
沪深 300 信息	1918.2	1666.4	1434.27	55.62	3.46
沪深 300 电信	2531.38	1978.6	1800.89	34.09	2.07
沪深 300 公用	1730.77	5412.8	2947.73	24.56	2.16

资料来源: WIND 资讯 12 月 6 日数据

因此目前市场向下的空间已经很小,随着年度报告的披露,业绩修正以及若干绩优股的良好分红方案将使市场存在向上的动力。按 11 月数据计算目前市场总市值约 26 万亿,按照 20 倍 PE 计算,到 2011 年年初应该具备 30 万亿的市值,2011 年底的市值应该达到 35 万亿。即便如此,市场估值区间仍然在 20 倍 PE 附近,因此市场总体安全。如果预期最坏结果出来市场再次回到 1663 点的 12.46 倍 PE,那么计算市场下行空间为 14%,对应点位为上证 2425 点。我们取 14.57 倍利润增长为市场估值的底线,按 17400 亿元利润计算,那么市场最低市值应该为 25 万亿,相对于目前的市场而言,下行的空间不足 10%

如果热钱能够成功引导到资本市场,估值站上 20 倍 PE 向 22 倍 PE 攀升,则市场市值有可能超过 38.5 万亿。对应上证指数预期在 4000 点附近。

图 23: 沪深 300 估值动态分析



(资料来源: WIND 资讯)

由上所述,我们认为 2011 年市场存在比较大的变数,市场估值区间在 14.57—22 倍之间,对应上证指数为 2630 点—4050 点之间,相对目前点位为 6.7%的跌幅和 43.5%的涨幅。因此相对目前而言,总体是机遇大于风险。

二、2011 年资产配置与建议

我们预期 2011 年一季度仍然存在年报行情，二季度行情不是很乐观，CPI 以及货币政策会在这个季度有充分的体现。因此我们建议在 2011 年年初仍然可以积极配置重装工业的龙头以及受益政策扶持的区域积极板块的股票，对于绩优低估值的金融和消费股，也可以积极配置，股票：现金比为 7: 3；二季度是政策调控的敏感区，对现金的持有比例建议提高，股票现金比为 5: 5，重点关注政策性影响比较大的概念股和有重组预期的题材股；如果二季度市场出现有效回落，那么三季度后期仍然是积极布局跨年度行情的好机会，建议加大股票配置比例，股现比为 8: 2。2011 年由于处在加息周期，对于债券，我们一般建议少配，除非部分有价值的公司债。

行业价值分析与配置建议

2011 年我国继续看好大市值为代表的金融、交运设备制造、通用设备、专用设备和机电设备制造为代表的装备制造业尤其是看好轨道交通设备、航空运输设备、海洋工程设备、矿山设备以及核电设备领域的龙头股、生物医药、纺织服装中的品牌消费、TMT 板块中的通信设备制造、电子器件和元件制造以及受重装备拉动的相关材料、核心配件和软件服务类资产。

受经济复苏的影响，国际资源价格仍将继续在高位运行，因此资源板块的盈利状况也将继续改善，有色金属和煤炭、石油天然气受需求与价格的推动，2011 年仍然存在一定的投资机会。

受地产投资性购房受抑制影响，房地产行业我们继续给予落后于大盘的评级，但保障性住房的建设和规模入市并不会给建筑业和家装消费以及家具行业的消费带来太大的不利影响。作为与地产密切相关的银行，尽管信贷规模缩减以及投资性购房的下降，信贷增量会有所缩减，但利率的调整能够增大利差收入，而且 2011 年地方投融资平台经过清理后会恢复信贷的放行。因此对于银行的评级，仍然是跟随大市的评价。

受产能过剩以及铁矿石进口价格的影响，钢铁行业以及大宗有色金属行业，仍然不具备大的投资机会，5-8 倍的 PE 估值是该行业的底线。经济的恢复性增长将给进出口以及国内运输行业带来机会，尤其是年报披露期，公共服务行业中业绩良好的公司将有投资机会。

此外，作为市场震荡期的市场特点、文化传媒、旅游、商业以及其他服务行业在市场的震荡中也会有阶段性机会。

下表是我们给出的行业评级：

表 7: 主要行业投资评级分析

行业名称	投资评级	投资要点
金融	强于大市	买入大市值银行\券商\保险
地产	弱于大市	增持被低估的品种
建筑业	跟随大市	增持铁路建设公司
交通运输设备制造业	强于大市	买入铁路\汽车制造
专用设备制造业	强于大市	买入矿山机械\医疗设备
石油和天然气开采业	跟随大市	
医药制造业	强于大市	增持生物制药\中药\化学制剂
黑色金属矿采选业	强于大市	
黑色金属冶炼及压延加工业	弱于大市	
燃气生产和供应业	强于大市	
水的生产和供应业	弱于大市	
有色金属冶炼及压延加工业	跟随大市	
造纸及纸制品业	弱于大市	
纺织业	弱于大市	
塑料制品业	强于大市	
化学纤维制造业	强于大市	
非金属矿采选业	跟随大市	
纺织服装、鞋、帽制造业	跟随大市	持有品牌优势企业
金属制品业	强于大市	
化学原料及化学制品制造业	强于大市	
商业贸易	跟随大市	增持药品配送商
石油加工、炼焦及核燃料加工业	跟随大市	
有色金属矿采选业	跟随大市	
非金属矿物制品业	强于大市	
通用设备制造业	强于大市	增持机床\动力设备制造\轴承制造\设备铸造
电气机械及器材制造业	强于大市	增持电机设备制造
通信设备及其他电子设备制造业	强于大市	增持通信设备、电子器件、集成电路等出口行业
家具制造业	跟随大市	
电力、热力的生产和供应业	跟随大市	
饮料制造业	跟随大市	持有酒制造业
橡胶制品业	跟随大市	持有轮胎制造
煤炭开采和洗选业	跟随大市	可买入股息率高的品种
交通运输业	跟随大市	买入海洋运输业
软件服务业	强于大市	
文化传媒业	强于大市	
商贸服务业	跟随大市	
旅游及其他服务业	强于大市	

资料来源: 西南证券研发中心

以下是 2010 年下半年最具潜力的个股:

表 8: 2011 年最具潜力九大个股

代码	名称	评级	EPS			PE			推荐理由
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	
601766	中国南车	买入	0.23	0.27	0.41	33.43	28.48	18.76	基本面优秀，业绩高增长确定，防御佳品。
601717	郑煤机	买入	0.9	1.39	1.88	47.04	30.46	22.52	公司为国内液压支架龙头企业，高端产品比重不断提升，未来三年业绩快速释放期。
600893	航空动力	买入	0.35	0.46	0.65	93.09	70.83	50.12	中航工业集团发动机资产整合平台，正在实施对贵州黎阳和株洲南方的发动机相关资产整合，后续将会整合中航工业旗下沈阳黎明等优质航空发动机制造资产；新型号产品将进入大规模列装期。
600879	航天电子	买入	0.25	0.31	0.45	57.16	46.10	31.76	继续进行资本化运作，注入大股东优质资产；2007 年增发募投项目逐渐进入收获期。
600038	哈飞股份	买入	0.2384	0.34	0.33	125.00	87.65	90.30	作为直升机板块唯一的上市公司，整合昌河直升机设计所和昌河飞机工业集团直升机资产的预期非常明确；未来公司作为直升机领域的垄断者，将充分享受我国直升机产业巨大的发展空间。
601989	中国重工	买入	0.31	0.45	0.56	35.16	24.22	19.46	资产注入完成后，将充分受益于我国海军建设的大发展。
000039	中集集团	买入	0.36	1.02	1.3	60.78	21.45	16.83	全球经济筑底复苏，集装箱需求稳步增长、价格稳定；作为国内海洋工程装备领先企业，受益于我国海工订单的爆发性增长。
300034	钢研高纳	买入	0.32	0.45	0.56	97.22	69.13	55.55	国内高温合金领域的领先者，60%的收入来原来航空航天领域，充分受益于我国航空航天产业大发展。
600867	通化东宝	增持	0.1538	0.31	0.48	60.66	30.1	19.44	全球三大胰岛素生产商之一，国内唯一具备规模化生产基因工程人胰岛素的公司增资北京子公司建设 12000 支胰岛素项目达产后能够大幅增厚公司业绩。

资料来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>