

转型孕育新周期、新产业现新蓝筹

A股年度策略报告

2010年12月7日

主要观点:

- 全球经济再平衡，汇率博弈下美元指数下跌空间较小。人民币适宜缓慢升值。
- 中国经济转型。货币政策稳健，管控热钱、抑制通胀及资产价格泡沫是当前的急务。经济平稳增长，保障房建设加速、出口增速略有回落，经济不会二次探底。消费升级，政策导向下产业转移、升级，以新兴产业为载体，中国经济正在孕育新一轮周期。
- 新一轮周期将形成一批新产业，并将在资本市场上诞生一批新蓝筹。根据日韩等经验，新蓝筹将更具终端消费特征、更具技术特征、更能发挥未来我国的比较优势即更能发挥人力资本的行业。
- 明年业绩增速 15-20% 增速；市场供求关系弱于 2010 年、热钱脉冲，流动性看点在社会财富再配置。紧缩周期市场整体估值水平较难提升，估值将保持分化。传统蓝筹估值水平以低位震荡为主；新兴产业的估值溢价将保持、估值差高位波动；业绩的增长将是市场的基本动力。市场波动体现为新兴产业与传统产业估值大幅背离后的修正以及业绩修正对估值差的动态调整。
- 2011 年市场依然适宜定义为大平衡市格局。明年上证指数低点可能在 2450 点、高点在 3420-3590。上证新兴蓝筹指数运行区间可能在 3400-6400 点。以消费升级与产业升级为主体的新兴蓝筹有望正反馈行情，对传统蓝筹保持估值溢价。
- 操作上，以平衡市的逻辑，把握物价房价、政策调控、经济增长以及中小板与大盘股估值差的互动特征。受制于紧缩压力以及风格过度背离的估值差压力，短期控制仓位、市场以结构性交易机会为主、把握 2-3 月份高送转主题的提前配置。在经济以及政策信号的释放后或市场运行至合理区间下轨附近时，增加仓位、平衡配置下把握风格的阶段性比例。明年中后期设备投资比重提升、民间投资活跃，电子信息设备、高端装备、医疗等新兴产业及消费升级下的中高端消费品产业链将是首选。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

TEL：(021)63367000-314

Email：shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

一、引言：跨越“中等收入陷阱”需转型.....	4
二、转型期管控通胀是急务	5
1、量化宽松之全球博弈下的汇率.....	5
A、欧美博弈下的美元指数下跌空间较小	5
B、人民币缓慢升值	7
2、货币稳健是管控通胀的必由之路.....	8
A、本轮通胀归因于结构性、国际性、货币性.....	8
B、管控通胀及资产价格泡沫的政策选择	9
三、转型期孕育新周期是重务	13
1、转型期“守”经济平稳增长.....	13
A、加大保障房体系建设力度.....	13
B、出口增速略有回落.....	14
2、转型期“望”消费+产业升级	15
A、人均 GDP4000 美元，消费升级有基础.....	15
B、政策导向，新产业有推动.....	18
B1、空间结构调整有利于产业转移及升级.....	18
B2、加大新产业投入，孕育新周期.....	18
四、转型期市场面在变化	22
1、经济回落、信贷趋紧下明年业绩增速在 15-20%.....	22
2、股市供求关系趋紧、看社会财富再配置.....	24
A、资金需求：融资、解禁、国际板.....	24
B、资金供给：自然增长、热钱、再配置	25
3、A 股估值与投资主体、转型预期相关.....	26
A、A 股估值比较分析.....	26
B、风格背离：探寻穿越政策调控及短周期的风格	27
4、追寻转型期之新蓝筹	29
五、市场运行及点位分析	31
1、市场运行逻辑	31
A、估值整体水平难以大幅提升、估值分化将延续	31
B、市场运行区间模拟测算.....	32
C、市场运行趋势.....	32
2、市场投资策略	34
3、重点个股(略):	34
图 1：阿根廷、马来西亚、墨西哥等国“中等收入陷阱”例证	4
图 2：欧元区主要国家 5 年期 CDS 违约率高烧难退	5
图 3：(欧元-美元)利差不再扩张时，美元指数多现上升行情	6
图 4：美国国债收益率历史低位、继续下行空间较小	6
图 5：以 1994 年汇改前人民币汇价看，人民币适宜缓慢升值	7
图 6：中国受热钱脉冲性冲击频繁化、热钱与外储 9 月创单月新高	8
图 7：人民币远期溢价空间不大、暗示热钱流入多现脉冲性	8

图 8: 蔬菜、食品价格涨幅持续大于 CPI, 物价结构性特征明显	9
图 9: 负利率下通胀预期加剧, 加息压力大	10
图 10: 以降低贷存比、控制信贷为目标, 准备金率适宜上调空间为 1-2%。	10
图 11: 政策紧缩的压力下 CPI 有望前高后低	12
图 12: 经济增速回落过程中的通胀使得本轮物价管控压力增大	12
图 13: 一般贸易与出口总额增速序列图	14
图 14: 全球经济缓慢复苏下中国出口增速略有回落	15
图 15: 日本在人均 GDP4000 美元、转型期消费有较快增长。	16
图 16: 韩国在人均 GDP4000 美元、转型期消费有较快增长。	16
图 17: 人均收入的提升、消费的升级, 消费热点迭出	17
图 18: 钢铁、石化、电力等重化工投资占比在下降	19
图 19: 新兴产业投资占比在增长 1	19
图 20: 新兴产业投资占比在增长 2	20
图 21: 以设备投资为代表的新一轮朱格拉中周期正在孕育	22
图 22: 业绩分析 1: 非金融类 ROE 与 GDP 关系	23
图 23: 业绩分析 2: 非金融类 ROE 之杜邦分解分析	23
图 24: 业绩分析 3: 非金融类毛利率与 CPI、PPI 关系分析	24
图 25: 2011 年限售股解禁与 2010 年对比序列图	25
图 26: 历年(半年)新增账户数规模	25
图 27: 转型期以内需+科技为代表的中小板估值溢价率大幅提升	28
图 28: 中小板估值溢价率提升的业绩归因	29
图 29: 紧缩通胀下市场估值水平难有提高(美国经验)	31
图 30: 股市运行逻辑分析图	33
表 1: 新兴市场普现通胀	9
表 2: 信贷测算表: 6.5-7 万亿信贷较为紧张	11
表 3: 利率对不同行业营业利润的敏感度分析	12
表 4: 保障房建设对房地产投资增速测算表	13
表 5: 保障房建设超预期增长之相关受益板块及个股	14
表 6: 消费扩张下更偏好消费升级	16
表 7: 消费升级受益相关行业个股	17
表 8: 中西部地区 GDP、固定资产投资增长较快	18
表 9: 战略新兴产业政策导向	20
表 10: 战略性新兴产业相关主题及个股	22
表 11: 金融与非金融类上市公司 2011 年业绩预测表	24
表 12: 地产调控下社会财富具有再配置空间	26
表 13: A 股估值水平的国际比较	27
表 14: 不同类型 A 股指数估值水平的纵向比较	27
表 15: 日本经济转型中技术创新类股票表现突出(佳能、武田药品等)	29
表 16: 韩国经济转型中技术创新类股票表现突出(三星电子)	29
表 17: 转型期深成指权重股的变迁	30
表 18: 上证指数运行区间模拟测算表	32
表 19: 上证 380、上证指数等的估值权重分析	32
表 20: 上证 380 新兴蓝筹指数运行区间模拟测算表	32

表 21：非金融类企业单季业绩分布序列表	33
表 22：各主要板块估值水平及内涵增长率表明给予中小盘股的业绩预期有修正要求	34
表 23：明年投资主线的逻辑拆解表	34

一、引言：跨越“中等收入陷阱”需转型

2010 年中国名义 GDP 预计将达 38 万亿人民币、人均 GDP 步入 4000 美元，已经进入中等收入国家之中高收入国家行列。如果中国经济能够持续平稳增长、以名义 GDP 年化 12% 左右增速，人民币汇率稳定、人口不发生异常的情景下，那么 10 年后中国人均 GDP 将增长 3.1 倍、即人均 GDP 将跨越 12000 美元，成功跨入高收入国家行列(世行 2009 年高收入国家的界限为人均 GDP12195 美元)。

历史经验表明，从中等收入国家成功进入高收入国家序列，需要跨越“中等收入陷阱”。阿根廷、墨西哥、马来西亚等拉美和亚洲部分国家虽然早在上世纪 80、90 年代人均 GDP 就已经超过 3000、4000 美元。20 年过去了，至今仍未进入高收入国家序列，中途均发生了债务危机、金融危机、经济危机。其中，直接的原因主要是未能保持住金融系统、币值的稳定，根源在于收入分配不合理、产业转型不成功。

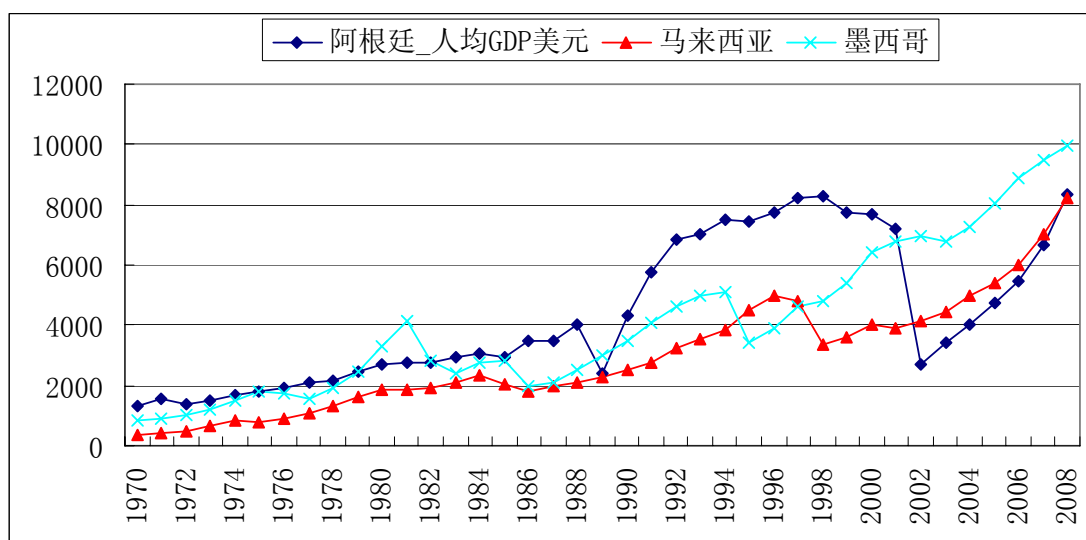
未来能否成功跨越，事关民族福祉；中国需要转型。促进收入分配的合理化，加快经济发展方式的转变，在未来 10 年新一轮的朱格拉周期里面，实现以消费内需以及产业迁移、升级为驱动的以有别于传统重化工业的新兴产业为主导的新周期，成功跨越“中等收入陷阱”。

因此，中短期管控好通胀以及资产价格泡沫、以利于收入分配的合理化；中长期加快培育并发展战略新兴产业、促进消费升级、产业升级，以利于产业结构的转型。政策的搭配上，将更多的倾向于增加人民币弹性、人民币缓慢升值，管控热钱，增强货币政策的独立性，坚决控制通胀。同时，协调出口、投资、消费“三驾马车”，逐步形成并加强内需驱动，加快产业调整，实现经济供求层面的转化，这将是明年经济基本面的亮点所在。

我们有理由相信中国能够顺利跨越“中等收入陷阱”，实现经济的转型。因为，相对于阿根廷、墨西哥、马来西亚等并不成功的案例，同受“敏而好学”、“择善而从”的儒家文化熏陶的韩国、日本、中国台湾地区等是为成功转型的榜样。同时，我们认为收入分配改革、产业结构调整转型导向，为我们成功转型奠定现实基础。

尽管道路曲折，但是我们相信，有别于传统重化工为主导的新周期必将诞生，也必将培育并发展出一系列新产业，并将在资本市场上逐步形成一批新蓝筹。

图 1：阿根廷、马来西亚、墨西哥等国“中等收入陷阱”例证



数据源自世界银行，东北证券

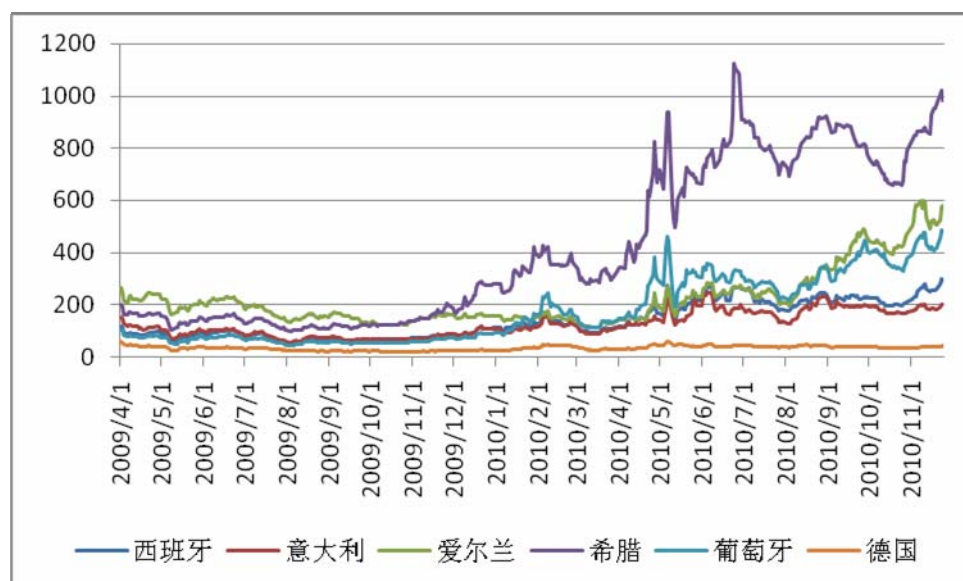
二、转型期管控通胀是急务

1、量化宽松之全球博弈下的汇率

A、欧美博弈下的美元指数下跌空间较小

美国量化宽松、美联储资产规模已近 2.4 万亿美元，预计 2011 年 6 月时将达 3 万亿美元规模；欧洲央行资产规模为 2 万亿欧元。全球流动性倍增，与此同时，美国处于无就业复苏状态，欧元区由于经济的异质性、不时爆出债务危机。全球金融经济的不稳定、汇市波动较大，美元指数的运行对于包括中国在内的全球资本市场运行尤为重要。

图 2：欧元区主要国家 5 年期 CDS 违约率高烧难退

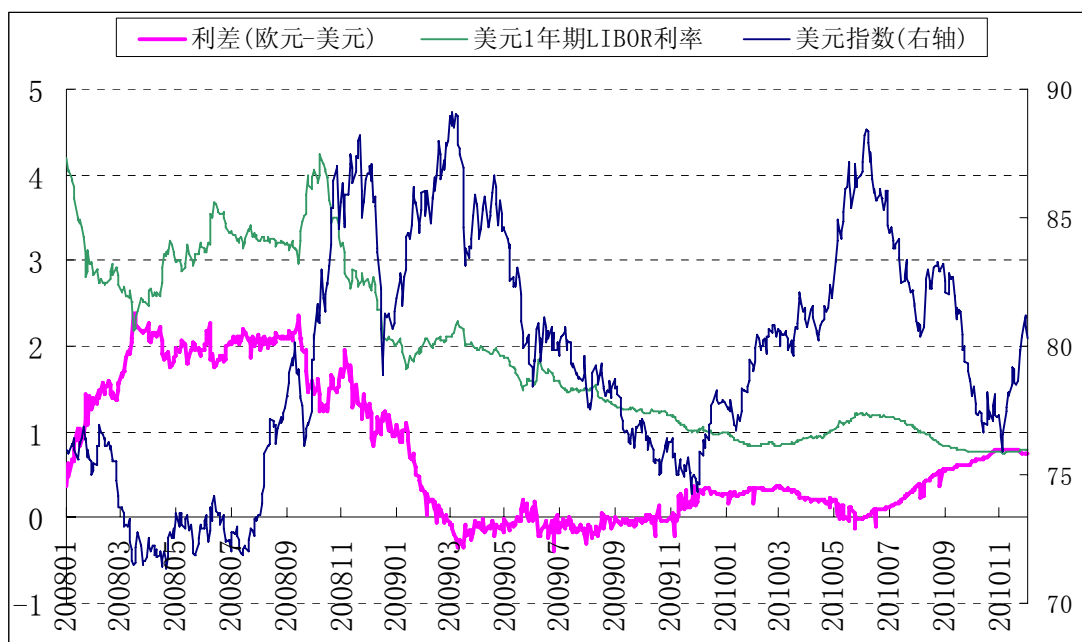


数据源自彭博，东北证券

从全球经济博弈角度看，欧元区多数国家赤字率以及负债率高企、欧猪五国不时爆出债务危机的背景下，欧元如果不崩溃则德国需要为欧猪五国买单；德国要有能力买单，则德国经济保持增长、这要求德国的出口需要保持即欧元需要保持弱势。但是，欧元的弱势，又部分的对冲了美国量化宽松的作用。

其次，考察美元指数、欧元与美元的利差数据，我们发现虽然在欧元与美元 Libor1 年期利差扩大时，基于套利原则，美元指数多表现出下行的压力；而欧元与美元利差平稳乃至缩小时，则美元指数多有上行甚至飙升的情形。但是，总体而言，美元指数更多的体现着全球经济体之间的博弈，与利差等变量关联度并不密切；例如 2010 年上半年以及 11 月以来美元指数的反弹均建立在欧元与美元利差稳定的基础上。即欧元与美元利差只要不出现趋势性扩大，则美元更具有吸引力。

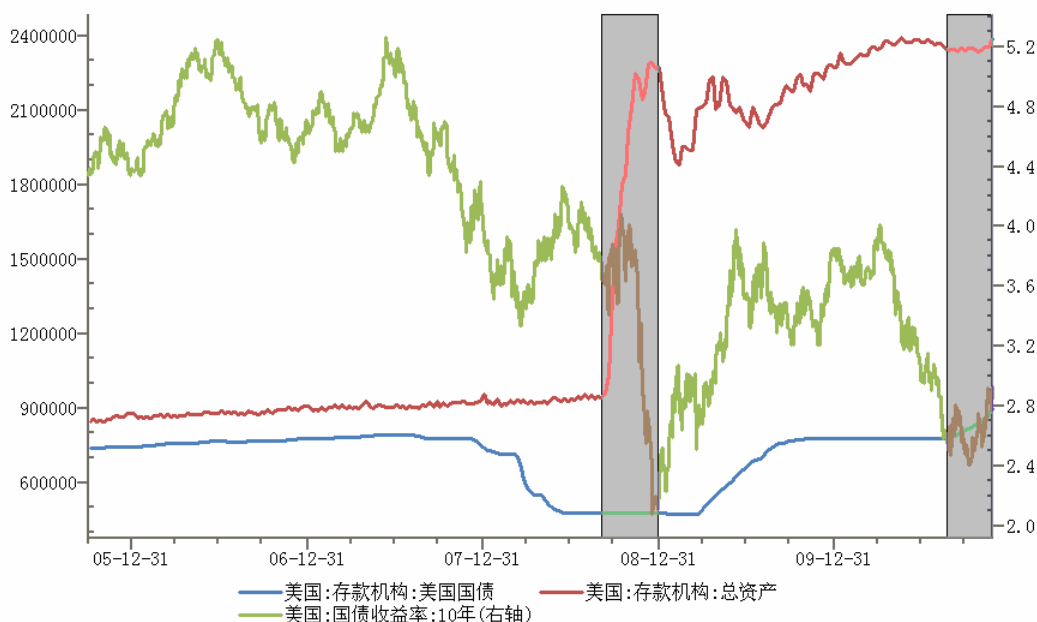
图 3: (欧元-美元)利差不再扩张时, 美元指数多现上升行情



数据源自彭博, 东北证券

尽管美元不确定性较大、多作为外生变量看, 但我们认为, 在欧美博弈、美元利率历史低点、欧元美元二级市场利差难有大幅扩张的情况下, QE2 后的美元指数并不具有大幅度贬值的动力。在美国或有的 QE3 之前, 美元 10 年国债利率历史低点、美联储只能稳住而非显著压低利率; 同时, 欧债危机下欧洲央行提前收拢货币、提升利率的可能性不大, 因此, 欧元与美元的 Libor 利差再次显著扩张的概率不大。

图 4: 美国国债收益率历史低位、继续下行空间较小



数据来源: Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

因此, 美元指数以前期 75 左右为基准, 震荡向上但幅度不大、以 75-89 为区间运行应是 QE2 执行期间的大概率事件了。

需要说明的是, 我们警惕美国经济超预期的快速复苏、货币乘数快速扩张、冲击全球资源品市场; 我们也警惕美国经济复苏过慢后美联储破釜沉舟式的推出 QE3、再次引发资本市场动荡的风险。但是, 我们

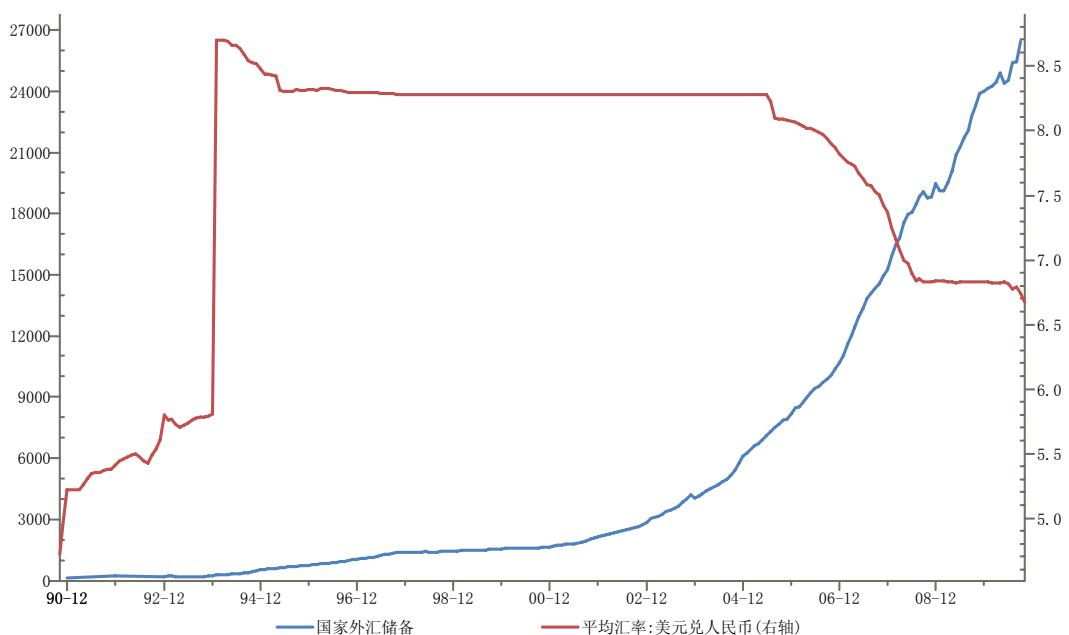
认为，这两种情形中短期内出现的概率较低。

B、人民币缓慢升值

美欧等发达经济体的困境，美元与欧元之间的博弈，共同指向了人民币在内的新兴市场货币的升值压力。人民币缓慢升值、顺差/GDP 占比回落，将是政策与市场的选择项。

人民币升值不宜过快。1994 年汇改后外汇储备由期初的 200 亿美元左右，平稳高速增长；期间国际产业转移是大背景，而汇改也是重要政策配合。鉴于均衡汇率预测的难度，以 94 年汇改前的 5.81 为基准、以“十二五”五年时间为转型周期，则可以预期未来人民币升值区间在 6.66-5.81；人民币升值空间大致在 12%。以 5 年计算、人民币年化升值空间适宜 2% 左右，即人民币不宜快速升值，人民币升值将是缓慢的、有弹性的。

图 5：以 1994 年汇改前人民币汇价看，人民币适宜缓慢升值

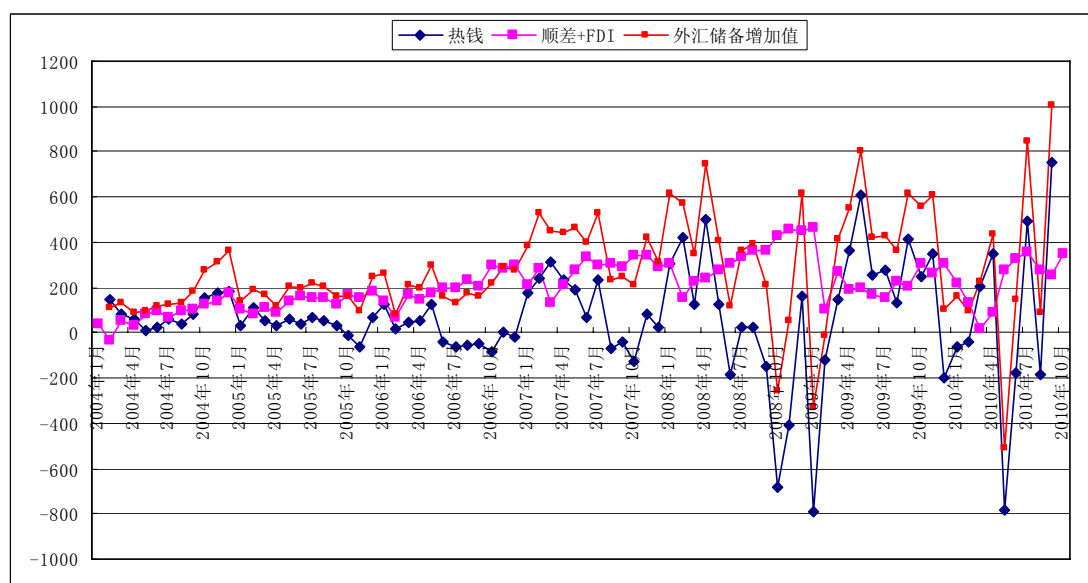


数据来源: Wind 资讯

数据源自 WIND，东北证券

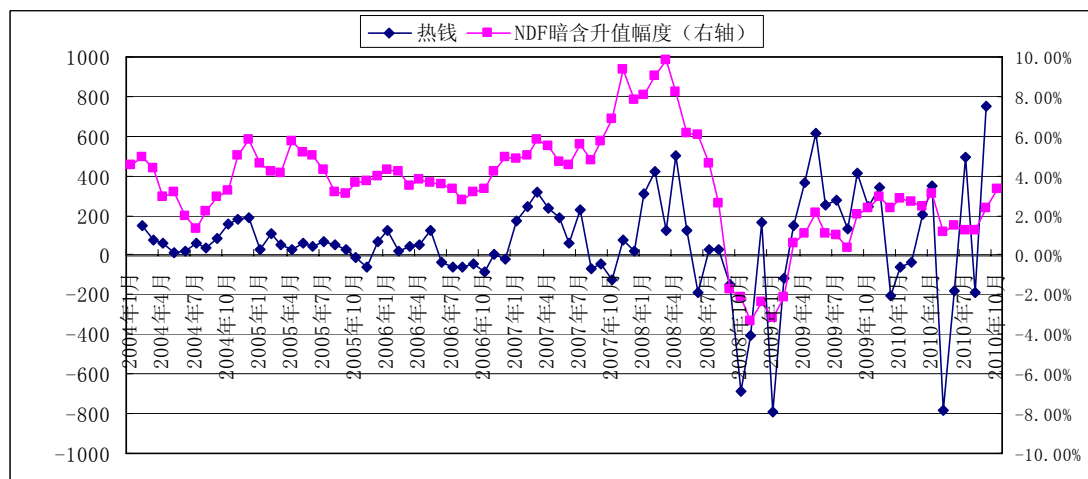
热钱流入更具脉冲性，增强人民币弹性、加强热钱管制，强化货币政策的独立性，是当前的政策选择。经验上，热钱与人民币 NDF 溢价呈现较强的正相关性。基于 NDF 市场 1 年期人民币较低的溢价率，预期未来热钱流入也是脉冲性的、极具波动性。同时，2010 年 9 月 750 亿美元的热钱流入、外汇储备 1000 亿美元的增量，是美国量化宽松预期下热钱的脉冲性行为，是历史的峰值。因此，基于未来人民币升值缓慢的推断、以及美国 QE3 的不确定性，美元指数大幅走低的概率较低；2010 年 9 月创纪录的单月外汇储备以及热钱，也可以理解为未来一段时间的高点。

图 6：中国受热钱脉冲性冲击频繁化、热钱与外储 9 月创单月新高



数据源自 WIND，东北证券

图 7：人民币远期溢价空间不大、暗示热钱流入多现脉冲性



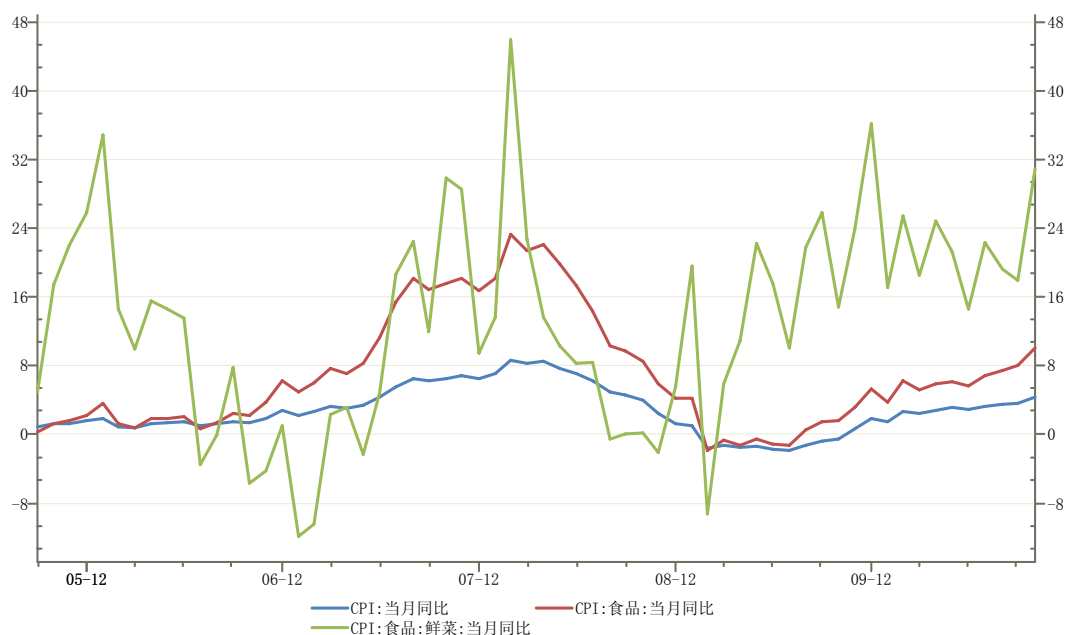
数据源自 WIND，东北证券

2、货币稳健是管控通胀的必由之路

A、本轮通胀归因于结构性、国际性、货币性

本轮国内的通胀是结构性的、也是国际性的，更是货币性的。随着刘易斯拐点的临近(或到来)，劳动力成本出现了明显的上升，劳动要素投入较高的蔬菜价格涨幅显著，食品类价格大幅上涨，物价结构性特征明显。

图 8：蔬菜、食品价格涨幅持续大于 CPI，物价结构性特征明显



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

但是，本轮通胀又具有国际性。从越南、印度、巴西、韩国等新兴市场国家、资源国甚至部分发达国家，均出现了不同程度的通胀、超越通胀目标，各国纷纷采取加息等货币手段来管控通胀。本轮通胀更具国际性、货币性，主因是国外的量化宽松以及国内高位的超额信贷供给是归因。

表 1：新兴市场普现通胀

	CPI	失业率		CPI	失业率
巴基斯坦	15.33%	5.50%	印度尼西亚	5.67%	7.40%
越南	11.09%	n.a.	中国	4.40%	4.20%
印度	9.82%	n.a.	韩国	4.10%	3.60%
哈萨克斯坦	7.30%	n.a.	日本	0.20%	5.10%
斯里兰卡	6.60%	5.40%			

数据源自彭博，东北证券

B、管控通胀及资产价格泡沫的政策选择

——管控通胀是转型的要求。

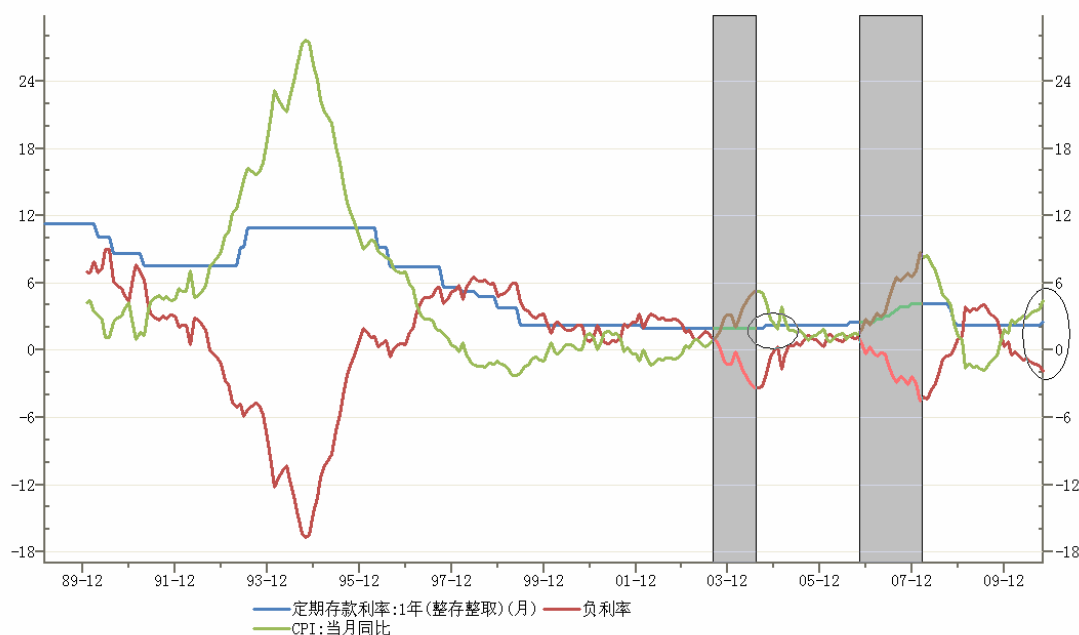
管控通胀、抑制房地产为代表的资产价格泡沫，不仅有利于微观经济主体的经济预期，也有利于保护中低收入群体的生活，是收入分配合理化改革的现实要求，也是我们未来成功“跨越中等收入陷阱”的要求。因此，未来管控通胀、货币趋于稳健，是当前物价周期以及中国经济未来顺利转型的需要。

——管控通胀的政策选择。

价格管制在管控短期通胀中有所作用，但是，市场经济下管控通胀的主要政策手段应该是货币政策。未来一年准备金率上调幅度可能是在 1-2%、加息 50BP。

金融危机以来中国在 2010 年 10 月首次加息，未来一年适宜加息 50BP、名义利率恢复至 3%；在加息以及季节性因素的双重作用下 CPI 环比持续增长的态势有望出现修正、甚至有望出现环比负值。准备金率适宜上调的空间为 1-2%，商业银行以控制贷存比、适度降低债券配置比例来应对，但如果上调幅度过大，将显著降低银行的贷存比，对实体经济会产生影响，会造成矫枉过正的后果。

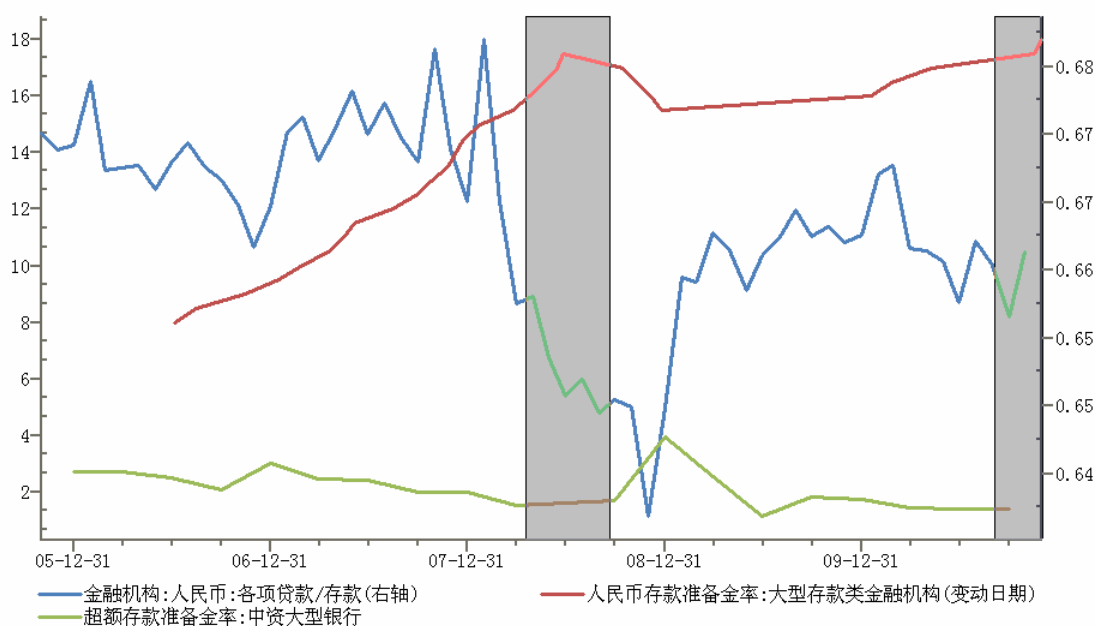
图 9：负利率下通胀预期加剧，加息压力大



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 10：以降低贷存比、控制信贷为目标，准备金率适宜上调空间为 1-2%。



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

信贷紧缩，规模控制在 6.5 万亿-7 万亿，有助于吸纳存量的超额信贷，管控超额流动性。因此，具体测算如下：

以历史信贷投资比低值为基准，我们认为 2005 年 31% 的信贷投资比是比较适中的。以 2010 年、2011 年投资增速分别为 24%、20% 为基准(2011 年投资增速回落至 20% 为相对保守的估计)，则 2011 年投资规模为 29 万亿、以 31% 的信贷投资比测算，2011 年对应信贷为 8.9 万亿。2009-2010 年超额信贷 3.6 万亿左右(也可从最近两年超额增长的中长期贷款角度测算，但超额信贷的幅度大致也在 3 万亿左右)。因此，如果 2011 年以 6.5-7 万亿的信贷规模，大致能够将前期超额信贷的 70% 左右吸纳，有效降低通胀压力。因此，6.5-7

亿左右的信贷规模，对实体经济不会造成太明显的负面效应；但是对于经济体中过量流动性的挤出将有显著的效果，有利于管控通胀以及资产价格泡沫，体现在货币供应量增速则有望回落至 15-16%。

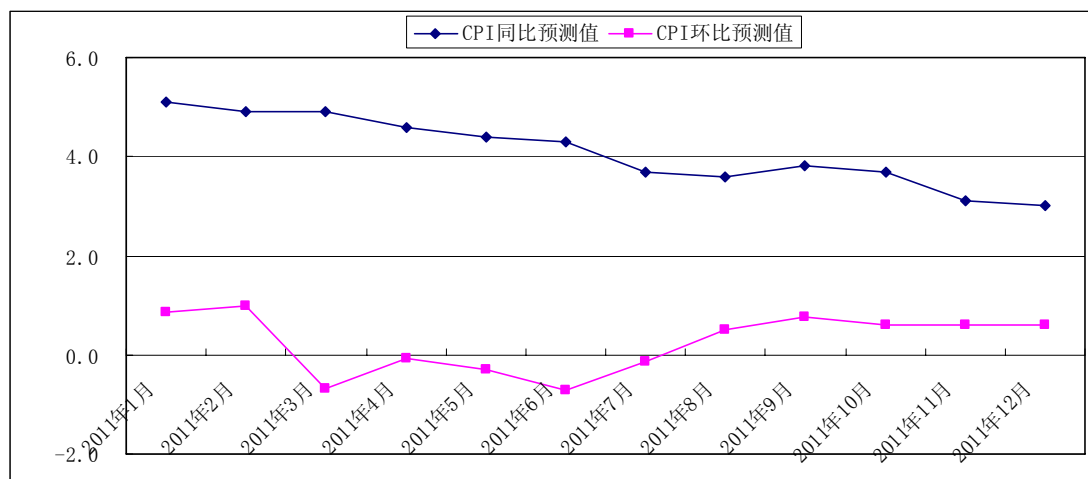
表 2：信贷测算表：6.5-7 万亿信贷较为紧张

指标名称	城镇固定资产投资	信贷/投资	信贷/GDP	投资/GDP	新增人民币贷款	GDP
2000 年 12 月	26222			26.43%		99215
2001 年 12 月	30001	43.33%	11.86%	27.36%	13000	109655
2002 年 12 月	35489	50.72%	14.96%	29.49%	18001	120333
2003 年 12 月	45812	61.08%	20.60%	33.73%	27984	135823
2004 年 12 月	59028	38.35%	14.16%	36.92%	22640	159878
2005 年 12 月	75095	31.23%	12.68%	40.61%	23455	184937
2006 年 12 月	93369	34.06%	14.70%	43.16%	31805	216314
2007 年 12 月	117465	30.93%	13.67%	44.19%	36337	265810
2008 年 12 月	148738	32.97%	15.61%	47.36%	49036	314045
2009 年 12 月	194139	49.33%	28.13%	57.01%	95769	340507
2010 年 10 月	187556				68788	
2010 年预测 FAI24%	240732	31.15%	19.49%		75000	384773
2011 年预测 FAI20%	288879					434793
	2010 年	2011 年信贷规模		信贷/GDP	信贷规模	
信贷投资比	30%	86664		13%	56523	
	31%	89552				
	32%	92441				
	以 31%合理位置	2009 年超额信贷	35586			
		2010 年超额信贷	373			

数据源自 WIND，东北证券

基于货币、信贷紧缩的推断，2010 年 CPI 全年可能在 3.2-3.3%，2011 年 CPI 全年在 4%左右、前高后低，1 季度可能在 5%左右、年末则有望回落至 3%左右。

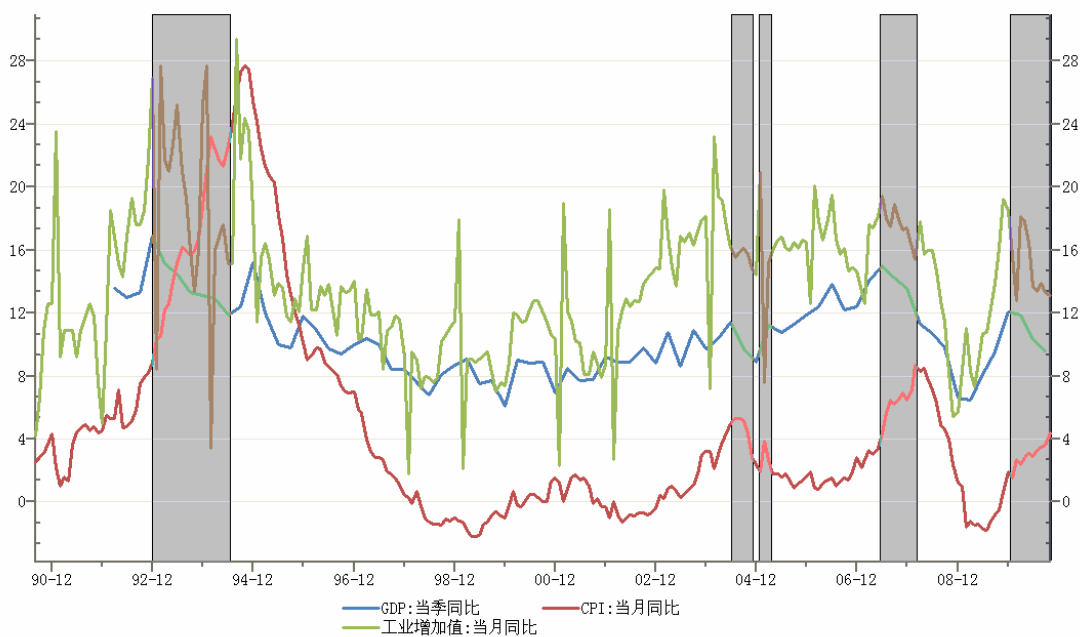
图 11：政策紧缩的压力下 CPI 有望前高后低



数据源自 WIND，东北证券

但是，要实现这一目标需要建立在货币政策稳健的基础上。因为本轮通胀是建立在经济回落的基础上，不同于 2004 年、2007 年的经济上行。防范未来经济转好、新周期启航，产出缺口进一步扩大下带来的通胀压力，将是明年的要务；因此，管控通胀、收紧货币供给将是必由之路。

图 12：经济增速回落过程中的通胀使得本轮物价管控压力增大



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

同时，无论提高准备金率还是直接加息最终都会传导到利率市场，增加企业的财务费用。相对而言，建筑建材、公用事业(电力)、房地产等行业的负债率较高，其中公用事业、钢铁、轻工制造、服装等行业的营业利润对加息的敏感度最高。

表 3：利率对不同行业营业利润的敏感度分析

板块名称	资产负债率 2010 三季%	营业利润 2010 三季	财务费用 2010 三季	财务费用/营 业利润	利率对营业 利润的敏感 度(50BP)
建筑建材	74.19	513	86	16.84%	1.51%

公用事业	70.77	298	246	82.44%	7.41%
房地产	69.2	414	44	10.54%	0.95%
家用电器	66.42	95	8	8.37%	0.75%
商业贸易	66.02	206	21	10.17%	0.91%
黑色金属	62.13	302	115	38.01%	3.42%
交运设备	58.93	588	18	2.98%	0.27%
交通运输	58.05	814	70	8.65%	0.78%
机械设备	56.74	488	44	9.01%	0.81%
轻工制造	56.05	64	25	38.95%	3.50%
化工	54.75	1023	129	12.60%	1.13%
有色金属	54.1	227	63	27.79%	2.50%
信息设备	53.64	73	12	16.51%	1.48%
农林牧渔	53.19	34	15	43.82%	3.94%
纺织服装	51.37	62	16	25.79%	2.32%
信息服务	44.71	120	14	11.82%	1.06%
医药生物	42.01	259	23	8.80%	0.79%
餐饮旅游	40.54	26	3	11.11%	1.00%
采掘	40.15	2265	76	3.34%	0.30%
食品饮料	39.87	245	3	1.28%	0.11%
电子元器件	39.85	67	12	18.62%	1.67%

数据源自 WIND，东北证券

三、转型期孕育新周期是重务

1、转型期“守”经济平稳增长

A、加大保障房体系建设力度

以抑制房价过快上涨、促进房地产健康发展的房地产调控将会持续。保障房体系的建设，惠及民生，也将有效对冲由于地产调控引发的投资增速回落。

未来住房的供应体系，以廉租房、公租房、商品房为主要构成部分，并逐步提升廉租房尤其是公共租赁住房比例。廉租房制度是对低收入住房困难家庭的住房保障。公共租赁住房的供应对象是中等偏下收入住房困难家庭，这些家庭收入比住廉租房低收入可能稍微高一点，故称作中等偏下收入租房困难家庭；适合该住房体系的主要还有新就业职工、新毕业大学生、外来务工人员。廉租房和公租房，这两个都属于保障性住房，未来公租房可能会成为保障性住房的主体。中高收入家庭则主要通过市场来购买商品房，

加大保障房体系建设力度，有利于固定资产投资增速保持在 20% 左右。2009 年受金融危机影响、房地产投资增速大幅回落至最近五年来的低位、房地产投资增速仅为 16%。我们认为，16% 是房地产自然投资增速的低位。因此，如果说 2010 年 580 万套保障房、大约投入 8000 亿；那么如果 2011 年 1000 万套保障房，则大致投入 1.4 万亿元。2011 年房地产自然投资金额以 2010 年约 4.9 万亿投资基础上增长 16%，同时，考虑 2011 年保障房新增 420 万套、约 6000 亿投资、贡献 2011 年地产投资增速的 12%；因此，2011 年房地产投资规模有望在 6.2 万亿、增速在 28% 左右——2010 年预计房地产投资增速为 34%、对应 2010 年城镇固定资产投资增速为 24%——对应 2011 年城镇固定资产投资增速有望在 20% 以上。

表 4：保障房建设对房地产投资增速测算表

指标名称	房地产投资额	住宅投资额	城镇固定资产投资额	房地产投资增速	固定资产投资增速	住宅占房地产开发比	住宅占固定资产投资比例
2005 年	15759	10768	75095	19.80	27.20	68.3%	14.3%

2006 年	19382	13612	93369	21.80	24.30	70.2%	14.6%
2007 年	25280	18010	117465	30.20	25.80	71.2%	15.3%
2008 年	30580	22081	148738	20.90	26.10	72.2%	14.8%
2009 年	36232	25619	194139	16.10	30.50	70.7%	13.2%
2010 年预测	48807	33616	240765	34.71	24.02	68.9%	14.0%
2011 年预测	62616	43028	288918	28.29	20.00	68.7%	14.9%

数据源自 WIND，东北证券

因此，保障房建设力度的加大，对于住房规划承建、建材装饰、包括电器在内的装修配套产业有显著的拉动作用。

表 5：保障房建设超预期增长之相关受益板块及个股

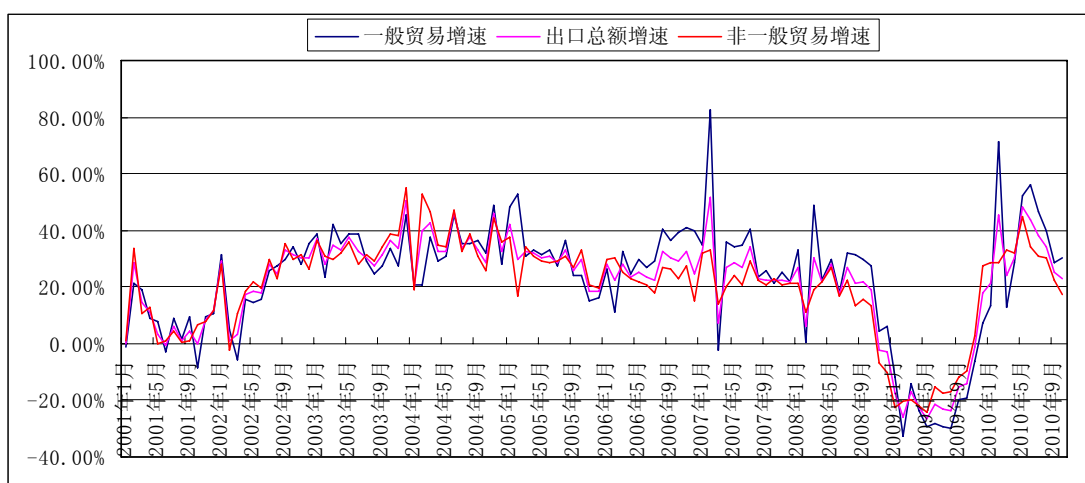
安居工程	规划承建	中天城投、黑牡丹、上海建工等
快速增长	建材装饰类	塔牌集团、海螺型材、大亚科技、建研集团等
相关受益	装修配套	金螳螂、洪涛股份、广田股份等
板块	电器及配件等	康力电梯、巨星科技、三花股份、禾盛新材等

数据源自东北证券

B、出口增速略有回落

中国一般贸易占比在 45%左右、一般贸易的增长波动率要略大于加工贸易(一般贸易增速的标准差为 20.6%、加工贸易的标准差为 16.6%)，但是总体而言，无论是一般贸易还是加工贸易，中国出口与全球经济增长紧密相关。就指标而言，中国出口增速尤其与美国制造业新增订单的正相关性密切，这体现着全球化的特征。

图 13：一般贸易与出口总额增速序列图



数据源自 WIND，东北证券

出口增速与制造业订单紧密相关。2010 年预计全年出口增速 27%-28%。考虑美国经济处于缓慢复苏阶段，美国制造业新增订单规模持续增长、虽然新增订单的增速有所波动、但增速在 10%左右。因此，基于中国出口金额与美国制造业新增订单之间的经验回归模型以及两者增速之间的经验规模，我们认为，2011 年中国出口增速虽有回落、但依然可以实现 20%左右的增长，略高于目前市场预期的 17%左右的增长。

图 14：全球经济缓慢复苏下中国出口增速略有回落



数据源自 WIND，东北证券

出口增速的高位回落、但能保持在 20% 左右，我们认为这主要是全球经济缓慢复苏、中国制造与全球(美国)制造业是相互关联的同一系统；当然其中不排除人民币升值预期下的虚假贸易。

总体而言，明年出口以及投资增速虽有回落、但总体稳健的状态，可以有效防止中国经济的二次探底，也为稳健货币政策、管控通胀，推动战略新兴产业等结构转型，奠定了基础。

2、转型期“望”消费+产业升级

A、人均 GDP4000 美元，消费升级有基础

日韩等成功转型、加入高收入行列的国家在人均 GDP 进入 3000、4000 美元后，人均消费快速增长，为经济发展的提供了原动力；在消费扩张的同时，消费升级、偏向汽车地产、偏向于各类中高端产品的消费，相对而言普通消费品的增长弹性要小些。

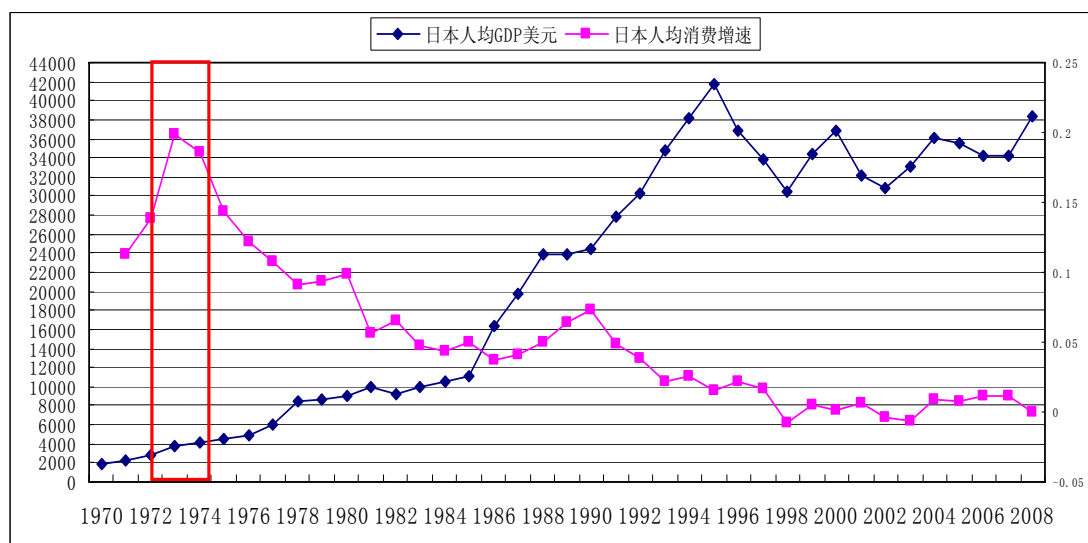
我们坚信，中国经济也将能够成功跨越中等收入陷阱，十二五期间以美元计价的人均 GDP 也将进入持续的增长阶段。

因此，我们有理由相信在国家收入分配改革以及人均收入进入中高水平后，收入带动消费、内在的需求将助推中国消费保持较高的增速。

经验看，1970 年代当日本人均 GDP 超过 3000 美元、4000 美金时人均消费的增速大约在 15%-20%，是 1980 年代日本转型成功后消费增速(5%)的 3 倍左右。

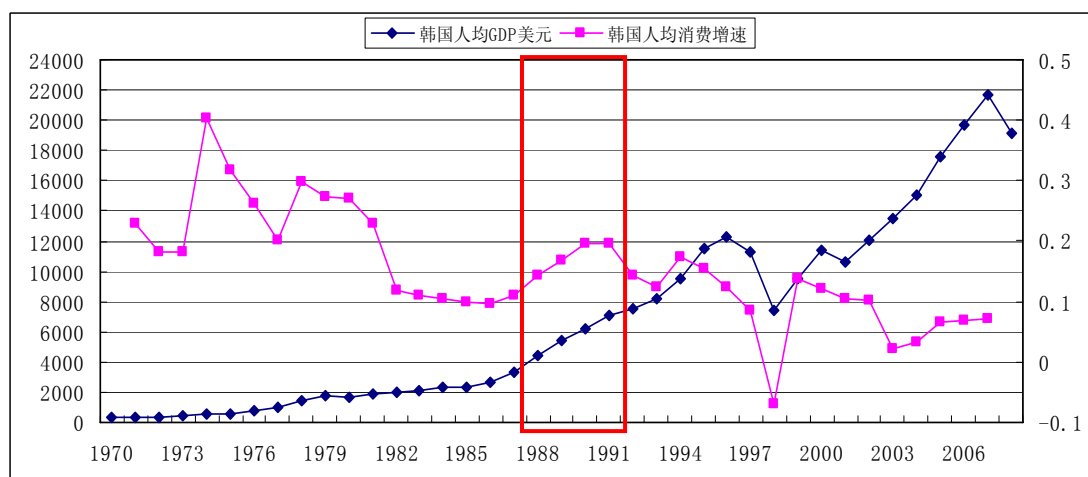
韩国 1980 年代中后期经济转型、人均 GDP 从 3000、4000 美元向上的过程中，人均消费增速在 15-20% 左右，保持着较高且增长率持续上升的趋势，在进入高收入国家序列后消费增速则有所下降。

图 15：日本在人均 GDP4000 美元、转型期消费有较快增长。



数据源自世界银行，东北证券

图 16：韩国在人均 GDP4000 美元、转型期消费有较快增长。



数据源自世界银行，东北证券

因此，日韩经验表明未来中国消费需求将会保持持续较快的增长速度。

就中国经验而论，中高端的百货消费要高于普通的超市消费，近年来百货销售的增速维持在 20%左右、要高于超市的 16%左右的增速；整个消费的增速要高于 GDP 的增速，消费增长快于 GDP。2008 年金融危机后，地产及相关建材装潢家具、汽车以及金银珠宝、高端烟酒的零售增速要远高于以肉禽蛋等食品类的增速，显示了消费升级的动力。贝恩在 2010 年 11 月对中国奢侈品的分析中也指出，中国以高端服装、箱包、手表、珠宝、化妆品等的消费在金融危机后出现了快速增长，预计复合增长在 23%左右。

表 6：消费扩张下更偏好消费升级

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 10 月
建筑及装潢材料类增速	27.68%	24.57%	25.15%	43.63%	-12.00%	86.23%	65.69%
家具类增速	23.23%	26.13%	32.49%	43.23%	22.60%	50.66%	62.97%
金银珠宝类增速	28.33%	22.22%	27.16%	41.69%	38.54%	26.84%	53.41%
汽车类增速	25.56%	72.81%	29.55%	36.92%	25.27%	61.47%	44.21%
烟酒类增速	16.34%	21.26%	14.89%	25.64%	26.30%	12.11%	36.74%

限额以上零售总额增速	21.87%	40.95%	22.77%	26.22%	24.07%	27.13%	34.27%
食品类增速	20.33%	28.78%	14.82%	25.95%	19.26%	18.89%	19.69%
书报杂志类增速	10.29%	18.02%	8.87%	8.55%	4.23%	13.56%	16.59%
肉禽蛋类增速	23.36%	18.94%	10.70%	40.92%	22.27%	8.44%	13.46%

数据源自 WIND，东北证券

图 17：人均收入的提升、消费的升级，消费热点迭出

2009年中国奢侈品市场规模，按产品品类划分
(亿 人民币)



数据源自贝恩，东北证券

以人均 GDP 上大台阶为基本背景的中国消费群体，在中高端层次消费的增速得到了快速的增长。我们认为，中国的消费升级还在继续。因此，对于改善性需求以及信心驱动的中高端需求在消费升级的逻辑下会表现的更好些；其较高的转移成本和定价能力、较高的需求增速是亮点，所以相关涉及的衣食住行等行业将受益于消费升级。

需要说明的是，通货膨胀下基础消费品的价格管制压力，受购置税优惠取消预期以及较高基数的影响汽车等增速显著下降，资产价格泡沫下商品房价格管制以及销量回落压力对房地产行业也将产生压力，因此，这些板块的业绩在享受消费升级的大逻辑下受政策调控敏感度及负面影响要大些。

表 7：消费升级受益相关行业个股

消费升级	服装皮鞋类	杉杉股份、希努尔、星期六、凯撒股份、华斯股份、海宁皮城、天虹商场等
	食品饮料	沱牌曲酒、贵州茅台、张裕 A、獐子岛、壹桥苗业等
	保健用品	太极集团、紫鑫药业、东阿阿胶、云南白药、海南椰岛等
	康复医疗	爱尔眼科、通策医疗、万东医疗、乐普医疗、新华医疗、鱼跃医疗等
	家居用品	梦洁家纺、罗莱家纺、富安娜、美克股份、宜华木业等
	休闲户外旅游	探路者、浙江永强、三特索道等
	文化娱乐	博瑞传播、华策影视、星辉车模等
	汽车及配件	江淮汽车、万里扬、四维图新、启明信息等
	游艇飞机	太阳鸟、上海佳豪、哈飞股份、海特高新、威海广泰、川大智胜等
	珠宝首饰藏品	潮宏基、东方金钰、老凤祥、飞亚达 A、长城集团、冠福家用等

数据源自东北证券

B、政策导向，新产业有推动

后危机时代加快中西部地区建设、产业转移与升级，加快培育战略新兴产业，已经成了社会各参与主体的共识。

B1、空间结构调整有利于产业转移及升级

区域建设看点在跨越式发展的新疆、西藏以及中西部地区人口稠密的河南、四川、湖北、湖南、安徽以及重庆等地区。这些地区在国家政策扶持以及承接产业转移、产业升级中具有外生以及内生性增长的巨大潜力。这一点可以从富士康内迁以及内地新建的案例中可以看出。

同时，我们也可以看到，金融危机后，这些省份地区的人均 GDP 接近 3000 美元、且地区 GDP 占全国 GDP 总额的占比也多呈现上升态势、比如安徽、湖北、湖南、重庆、四川等。我国内陆省份人均收入已经上升至较高的水平，具备了产业转移和升级的条件。

表 8：中西部地区 GDP、固定资产投资增长较快

	2007 年 GDP 占比	2009 年 GDP 占比	2009 年人 均 GDP 美 元	2007 年固 定资产投 资占比	2009 年固 定资产投 资占比	2010 年 10 月 固定投资 占比
全国	100.00%	100.00%	3858	100.00%	100.00%	100.00%
安徽	2.77%	2.92%	2450	3.80%	4.09%	4.43%
河南	5.65%	5.65%	3065	5.63%	5.90%	5.58%
湖北	3.59%	3.84%	3455	3.34%	3.70%	3.89%
湖南	3.46%	3.79%	3043	3.07%	3.54%	3.54%
重庆	1.62%	1.89%	3409	2.50%	2.50%	2.39%
四川	3.95%	4.10%	2580	4.30%	4.67%	4.83%
西藏	0.13%	0.13%	2272	0.20%	0.17%	0.18%
新疆	1.33%	1.24%	2957	1.41%	1.25%	1.28%

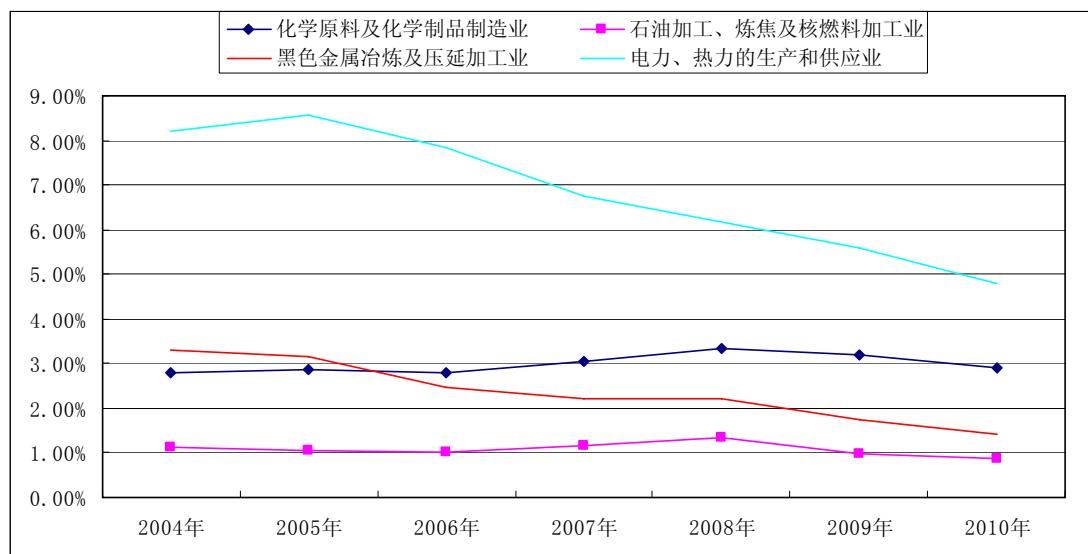
注：2009 年人均 GDP 美元之汇价以 6.7 计算。数据源自 WIND，东北证券

B2、加大新产业投入，孕育新周期

重化工时代在股票市场上诞生了石化、电力、钢铁、银行、汽车等五朵金花，构成了传统蓝筹的主体。这些行业在 2003-2004 年以及 2006-2007 年的行情中表现优秀，即使在 2005 年熊市中也多跑赢大盘，其背景恰恰是彼时中国内外需旺盛、加速重化工业的时代背景。

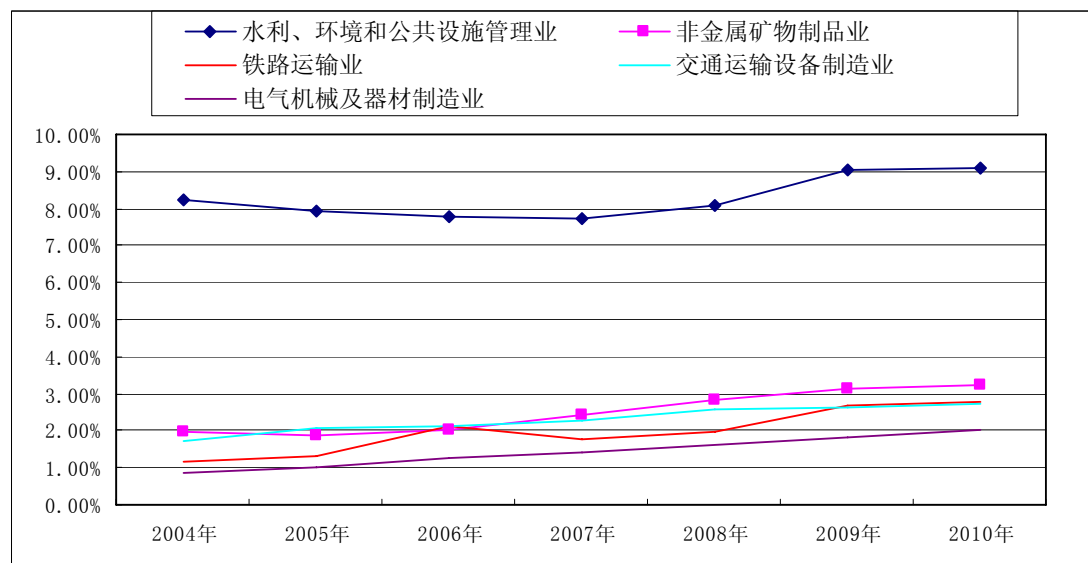
但是，金融危机后，钢铁、电力、石化等传统行业投资与总投资的比例呈现出下滑趋势。相反，以环保、公共设施、金属及非金属材料、高铁、电气机械等行业的投资呈现出了连续的增长态势，产业升级正在进行中。

图 18：钢铁、石化、电力等重化工投资占比在下降



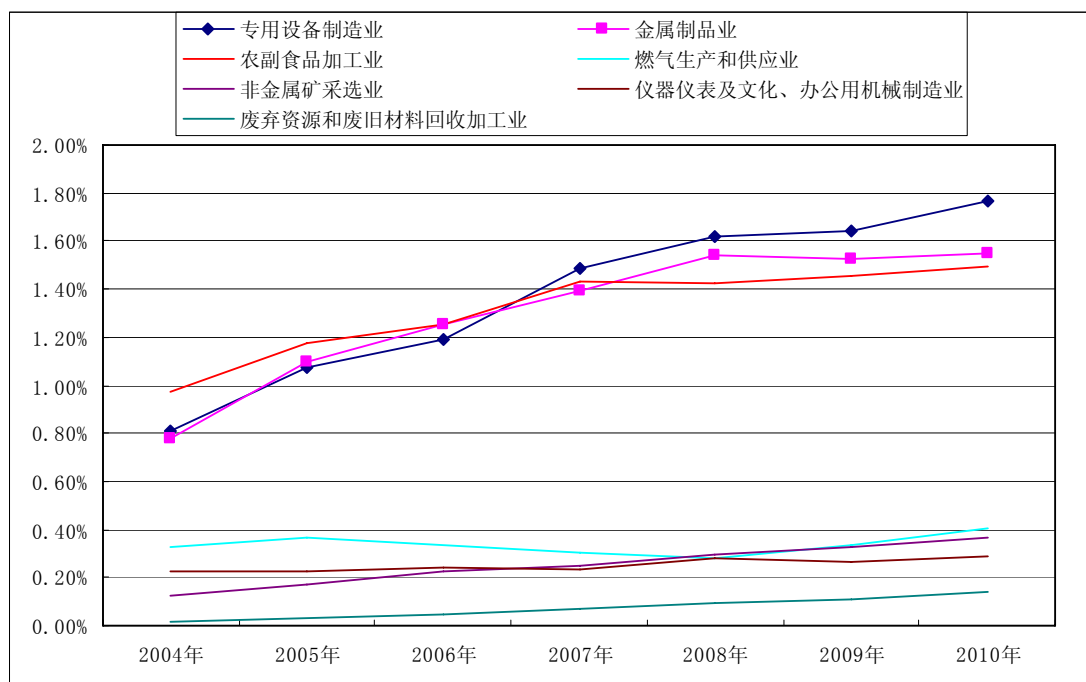
数据源自 WIND，东北证券

图 19：新兴产业投资占比在增长 1



数据源自 WIND，东北证券

图 20：新兴产业投资占比在增长 2



数据源自 WIND，东北证券

以新兴战略产业为例，5年后产值占 GDP 的 8%、10年后达到 15%；而目前发改委高技术产业司统计的高技术产业占规模以上工业产值的 10%、工业占 GDP 的 40%、即高技术产业占 GDP 的比重接近 4%。因此，目前以新兴战略产业与 GDP 的占比近似为 4%为基准，推定以未来中国名义 GDP12%的增速，则未来 5-10 年新兴战略产业的增速能保持在 28%左右；2015 年战略新兴产业的产值将超过 4 万亿，成长性高、发展空间巨大。

表 9：战略新兴产业政策导向

产业	政策导向
新一代信息技术	三网融合：2010 年至 2012 年试点阶段，以推进广电和电信业务双向阶段性进入为重点；2013 年至 2015 年为推广阶段，全面推进三网融合，宽带通信网、数字电视网、下一代互联网的网络承载能力进一步提升。 物联网：预计到 2015 年中国物联网产业市场规模将达到 7500 亿，五年内复合增产率超过 30%。
节能环保	2020 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%(约束性指标)；按照中长期规划，2020 年非化石能源占一次能源的比重重要达到 15%；2020 年新能源将占能源消费总量的 20% (2010 年约为 10%)。
新能源	“十二五”清洁能源装机将超过 30%，预计“十二五”规划将计划太阳能发电装机规模在 2011 年、2020 年分别达 200 万千瓦和 2000 万千瓦；核电产业 2011 年、2020 年发展目标分别为 1200 万千瓦、8600 万千瓦 (2009 年为 907.8 万千瓦)；风电分别为 3500 万千瓦、1.5 亿千瓦 (2009 年为 1760 万千瓦)。
生物	生物医药：确定以生物医药为主的自主研发重点领域、推进医药产业升级。医药流通领域将出台《2010-2015 年全国医药流通行业发展规划》。 生物育种：将在十二五规划中上升为重要位置。
高端装备制造	工程机械：预计 2010 年收入规模超过 4000 亿元，2000-2010 年 11 年间年均增速超过 21%。工程机械行业“十二五”规划预测，到 2015 年我国工程机械行业的销售规模将达到 9000 亿元人民币，未来 5 年年平增长率大约为 17%，其

	中出口占 200 亿美元左右。 《机械基础零部件产业振兴实施方案》：2012 年前，掌握一批拥有自主知识产权的核心技术，重大装备基础零部件配套能力提高到 70%以上；调整产业和产品结构，发展一批高附加值产品，培育一批具有国际竞争力的专业化强的基础零部件企业及知名品牌。目前，我国有 8000 多家规模以上机械基础零部件企业，国内市场占有率为 65%左右。 海洋工程装备发展规划：在中国近海大陆架和大陆坡建设 5000 万吨的产能，带动海工装备总投资约 2500-3000 亿元。 智能电网：第一阶段(2009 年-2010 年)预计投资 5500 亿元；第二阶段(2011 年-2015 年)预计投资 2 万亿元，其中特高压电网投资 3000 亿元；第三阶段(2016 年-2020 年)预计投资 1.7 万亿元，其中特高压投资 2500 亿元。 特高压“十二五”投资规划：十二五期间特高压投入 2700 亿元，到 2015 年将建成华北、华东、华中特高压电网，形成“三纵三横一环网”。
新材料	“十二五”期间将重点发展特种功能和高性能复合材料，尤其是与大飞机、国防军工、核电、高速列车、电动汽车、节能环保等相关的新材料，其中尤其要重视化工新材料。
新能源汽车	中国汽车业“十二五”规划，将提出到 2015 年，中国国内新能源汽车的年销量达到百万辆的目标；国家工信部最近宣布，中国未来 10 年将投入超过 1000 亿元的资金，用于扶持新能源汽车生产。2011 年-2015 年，是节能与新能源汽车产业的培育期，2016 年-2020 年，则为发展期；据城市公共交通“十二五”规划，2015 年新能源城市公共交通车辆使用比例要达到 5%以上，按照“十二五”末公共汽车保有量 60 万辆估算，新能源公交车要达到 3 万辆以上

数据源自东北证券

我们认为，产业的转移与升级是具备条件的，目前的中国相对美国等发达国家更具有产业转移与升级的潜力。提升新兴战略产业占 GDP 的比重，是大有希望的。中国加快经济发展方式转变，以新兴战略产业为代表的新产业的发展并带动中国新一轮经济周期的启航是大有希望。

首先，中国人均 GDP 上升至 4000 美元，恰似日本 1970 年代以及韩国 1980 年代中后期，具备了转型的内生性动力，其终端消费对于高效、节能、舒适等的追求使得以新兴战略产业以及传统产业的升级拥有了市场。

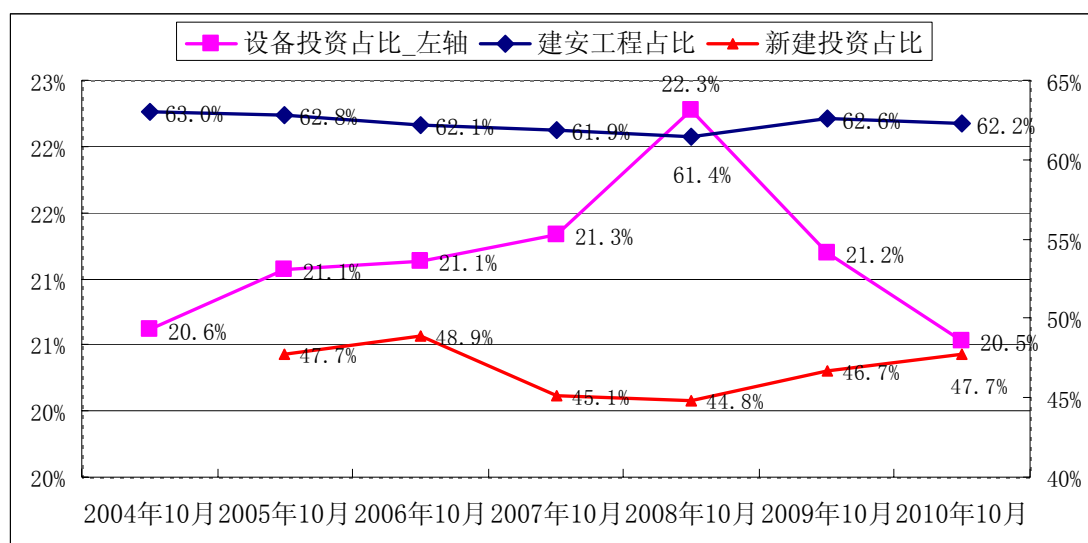
其二，政府对于区域建设、城乡统筹，以及对于新兴产业的大力培育与扶持，使得中国的产业转移与升级具备了空间与产业维度的条件。

其三，中国作为后起国家，以进口替代、技术模仿、技术创新为代表的发展中国家在技术进步上具有后发优势。相反，美国等发达国家再次启动一轮以新技术为带动的新周期，则需要更多的时间进行积累。

其四，金融危机后国家强调经济发展方式转型，已经取得了较明显的成果。以水利环境、各类专用装备、电气机械、金属非金属制品为代表的相关产业的投资占比出现了明显的增长。

产业转移及升级，对应与企业的新开工、新建投资占比提升，对应于企业建安投资的增长，然后是设备工器具购置的增加。因此，新一轮朱格拉中周期的启动，以设备投资增速及占比的上升作为确认，我们期待设备投资增速的底部提升，同时基于多个子行业投资占比的持续提升，2011 年设备投资上升应该是大概率事件。

图 21：以设备投资为代表的新一轮朱格拉中周期正在孕育



数据源自 WIND，东北证券

改革开放 30 年后，新周期的启航，依旧将以改革为主线，以收入分配改革、要素改革为制度改革特征，以消费升级、区域建设及产业升级牵引更具科技含量的新兴产业为新产业特征，国家政策扶持、民间投资兴起跟进，最终完成经济结构调整。

因此，新周期，将改造提升制造业、培育发展战略性新兴产业、加快发展服务业、加强现代能源产业和综合运输体系建设、全面提高信息化水平、发展海洋经济，发展现代产业体系、提高产业核心竞争力。其中，以战略新兴产业为产业载体，相关行业的发展潜力较大。

表 10：战略性新兴产业相关主题及个股

1	新一代信息技术	银江股份、新北洋、广电运通、超图软件、
2	节能环保	桑德环境，创元科技、华光股份，合康变频等
3	新能源	东方电气、中国一重，葛洲坝，杉杉股份、新宙邦等
4	生物	敦煌种业、隆平高科、海大集团、华兰生物等
5	高端装备制造	神开股份、中集集团、中联重科、沈阳机床，中国卫星等
6	新材料	永太科技、中科三环，新疆众和，奥克股份等
7	新能源汽车	安凯汽车、法拉电子、奥特迅等

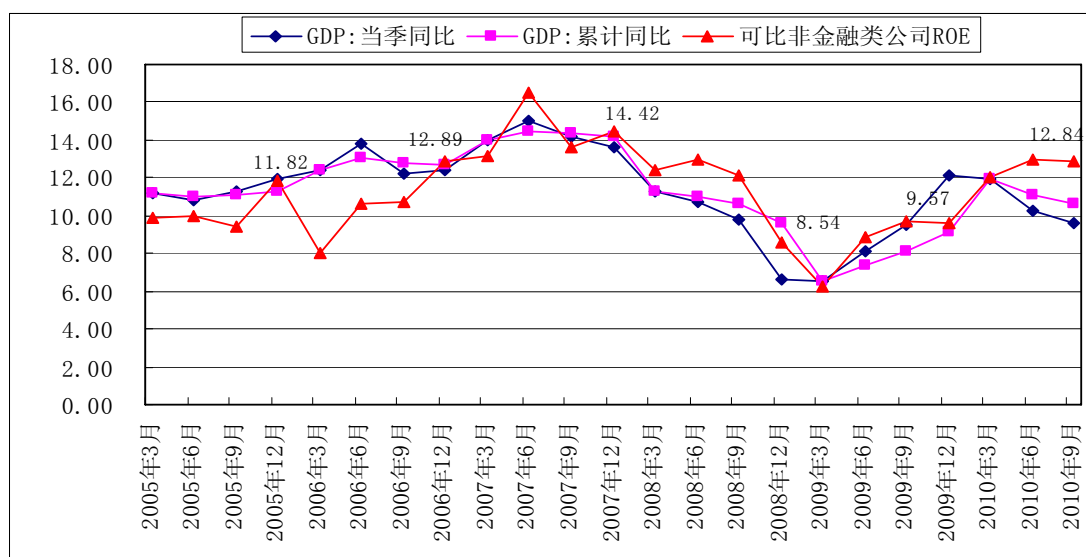
数据源自 WIND，东北证券

四、转型期市场面在变化

1、经济回落、信贷趋紧下明年业绩增速在 15-20%

上市公司业绩总体与经济增速密切相关，体现在企业 ROE 与 GDP 增速的相关。GDP 增速越高，对应着非金融类可比公司的 ROE 也较高（2003 年来可比公司，1392 家；下同）、两者大致满足“ROE=0.79GDP 增速+2.35”的简单线性关系，但存在着一定的扰动。

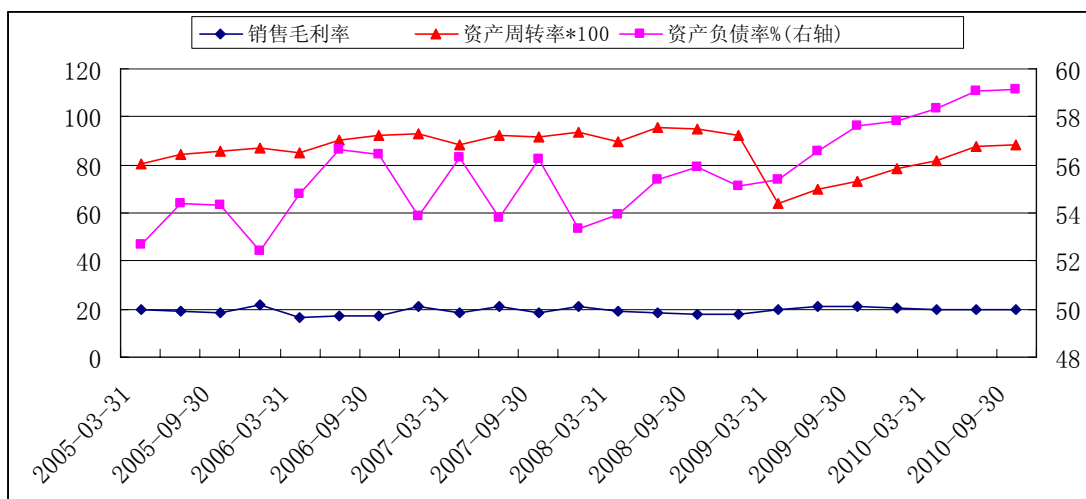
图 22：业绩分析 1：非金融类 ROE 与 GDP 关系



注：可比非金融类公司 ROE=0.79GDP 增速+2.35；数据源自 WIND，东北证券

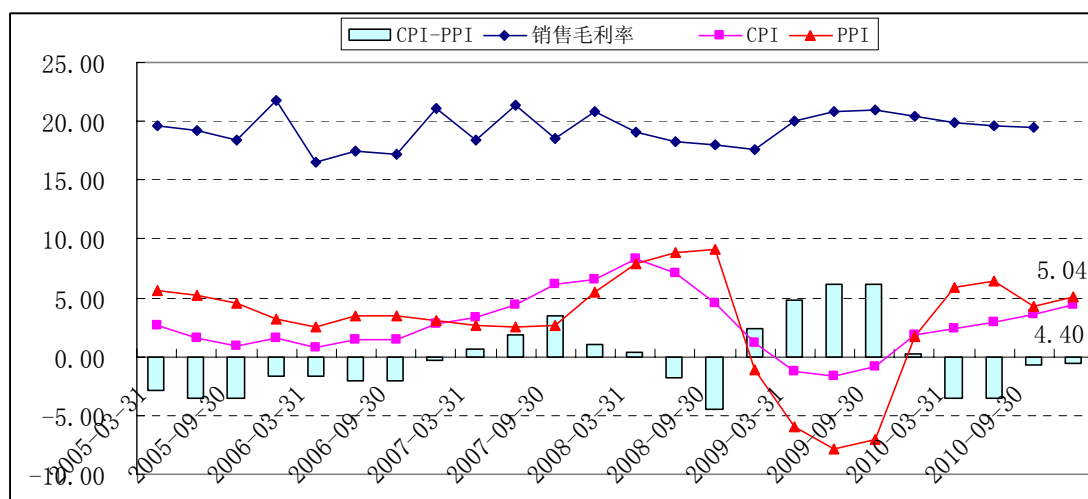
因此，细究 ROE 与 GDP 回归中的扰动项，即 GDP 增速相同的情况下，对应的货币、物价背景不同也会影响 ROE。由于宽松的货币政策，超额的信贷，债务增速明显大于来自于股权融资及内生性增长的净资产的增速，因此，从杜邦分析的视角，考察资产负债率、周转率、毛利率(净利率)的变动影响。企业的资产负债率呈上升态势、尤其是金融危机之后，目前非金融类企业的资产负债率创出近年来新高、在 59.16%（2010 年第三季度），增杠杆的过程中也提升了 ROE 水平。另外，物价上涨，尽管对上中下游行业的毛利率影响不同，但是，总体而言，CPI 上升且(CPI-PPI)上升的过程中企业毛利率略有上升。

图 23：业绩分析 2：非金融类 ROE 之杜邦分解分析



数据源自 WIND，东北证券

图 24：业绩分析 3：非金融类毛利率与 CPI、PPI 关系分析



数据源自 WIND，东北证券

我们假定 2010 年 GDP 增速为 10.2% 左右、第四季度单季度为 9% 左右，2011 年 GDP 增速在 9.5% 左右；假定资产周转率稳定，资产负债率略有修正平稳在 59%。根据非金融类企业与 GDP 的经验规律以及当前企业高负债率下的杠杆作用，2011 年可比非金融类 ROE 大致在 11%-11.5% 之间。因此，对应的可比非金融类企业 2011 年业绩增速在 14%-19%。

同时，自下而上推断金融类企业 2011 年业绩增速在 20% 左右；同时，其他非金融类企业的业绩比重在 10%，其业绩增速用全部 A 股业绩增速的均值来模拟。

汇总可知，2011 年上市公司业绩正在在 15-20% 左右。

表 11：金融与非金融类上市公司 2011 年业绩预测表

	家数	总市值	市值比例	净利润 2010Q3	净利润比例	2011 年业绩增速 TTM
金融类公司	45	65999	24%	5897	49%	20% 左右
非金融类可比公司	1392	157061	57%	4909	41%	14%(ROE11%)、 19%(ROE11.5%)
其他公司	567	52612	19%	1241	10%	均值
合计	2004	275672	100%	12047	100%	15-20%

注：其它公司多属于后上市的次新股，其 2010 年第三季度的利润占比仅为 10%，因此以全部 A 股的均值替代，对所有 A 股的业绩增速影响极小。数据源自 WIND，东北证券

2、股市供求关系趋紧、看社会财富再配置

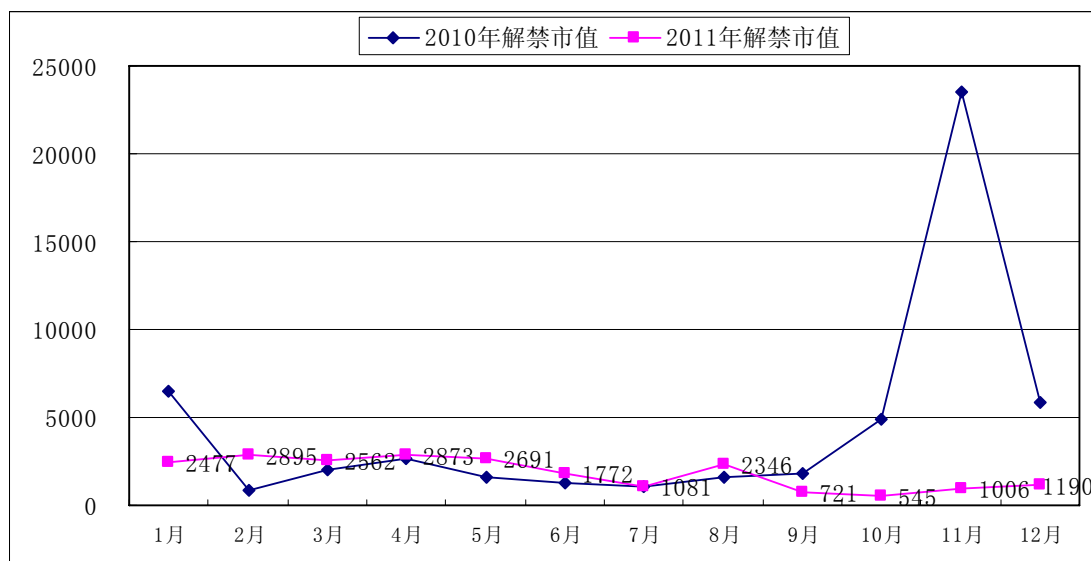
明年股市的资金需求主要来自于新股发行、限售股解禁以及可能的国际板融资；资金的供给主要来自于理财观念改善后社会资金以个人投资者及机构投资者形式入市的自然增长资金、热钱、地产持续调控下财富再配置的资金。

A、资金需求：融资、解禁、国际板

2010 年股票募集资金 9000 亿以上、其中 IPO 募集资金 4500 亿以上、增发 3000 亿、配股 1500 亿；剔除 2010 年银行再融资因素，预计 2011 年股票融资 8000 亿，略低于 2010 年。

2010 年限售股解禁规模在 5.4 万亿左右、其中中石油以及大银行等 601 板块解禁市值在 3 万亿左右，因此，2010 年非 601 板块解禁规模大致在 2.5 万亿。根据目前的解禁数据统计，2011 年解禁市值在 2.2 万亿，考虑明年指数或有涨幅，与 2011 年实际规模与 2010 年并无明显的区别；同时，从 2011 年解禁的月度序列来看，2011 年 2-6 月的解禁市值均比 2010 年同期要多些。因此，2011 年解禁压力总体与 2011 年持平，但 2011 年上半年的压力要大些。

图 25：2011 年限售股解禁与 2010 年对比序列图



数据源自 WIND，东北证券

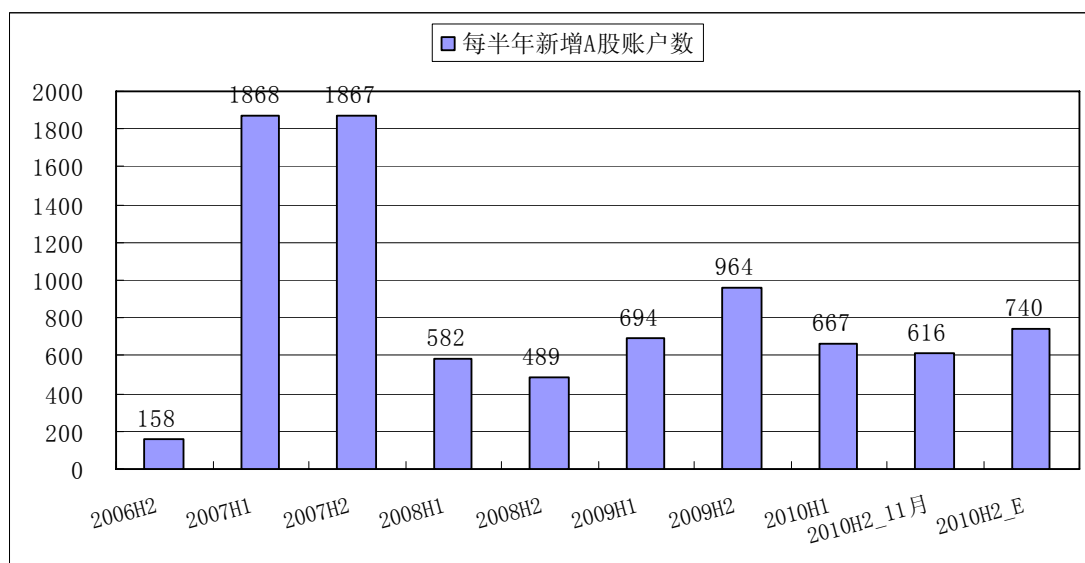
国际板，作为建设国际金融中心、引导国内资金全球股权配置的组成部分，具有较强的推出预期。但是基于国际板初期上市数量的关系，国际板的推出及其预期，更多的在于对市场估值水平的修正预期，对实际的资金压力不会很大。

需要说明的是，国际板对估值水平的冲击更大于对资金的影响，鉴于国际板推出时点的不确定性，我们保持关注。如以目前的估值水平论，国际板对权重蓝筹的估值冲击不大。

B、资金供给：自然增长、热钱、再配置

资金自然入市规模：随着社会财富的增加，社会资金对于股权配置有“自然”的比例。根据 2006 年以来历年(半年)的新增 A 股账户数统计来看，截止 2010 年 11 月末各类型 A 股账户共有 1.5 亿户，以存量 18 万亿流通市值计算，则每户约 12 万元。同时，根据最近几年 A 股新增账户数计算，预计明年新增 A 股账户 1300 万户，这对应应有 1.56 万亿资金自然入市。其背后的数据支撑在于 2006 年以来每年均有数个月份出现储蓄资金的负增长(2008 年金融危机时没有出现储蓄负增长，是为特例)，即每年储蓄局部入市将是常态。

图 26：历年(半年)新增账户数规模



数据源自 WIND，东北证券

境外热钱的涌动，根据前文对热钱与人民币升值预期的相关分析，我们认为，热钱在全球流动性泛滥的

背景下对中国市场的冲击将是必然的，但是由于人民币升值将是缓慢的，因此经验看热钱的流动将是脉冲性的，且管理层以“池子”对冲热钱。因此，我们认为明年热钱对于市场的影响力将不会超过 2010 年。

地产调控下社会财富的再配置，将是主要看点。相对于社会财富的“自然”入市规模，随着房地产调控的深入和持续，修正股市与房市的配置比例是必然的。但是，我们认为，这个规模是有上限的。根据 1999 年来商品住宅的销售规模用现价来折算每年的商品房总市值。例如 1999 年至 2010 年 10 月累计商品住房销售面积为 51 亿平米、2010 年 10 月全国销售均价为 4811 元，因此，截止 2010 年 10 月商品房市值约为 24.56 万亿。彼时对应的 A 股总市值为 27 万亿，股市与房市的比值为 1.1 倍。考虑到地产调控，房地产预期的波动，我们认为，2011 年股市与房市的市值比值有望修复至 2009 年的 1.24 倍(2008 年金融危机股市暴跌，股市与房市的市值比跌至 2006 年来的最低值、0.92 倍)。因此，以 1.24 倍为第一目标，则股市与房市的市值比有望向上修复至 12% 左右。

表 12：地产调控下社会财富具有再配置空间

指标名称	市价总值	流通市值	商品房销售面积:住宅	单价	房地产累计金额(现价)	股票市值/地产	流通市值/地产
2004-12	37056	11689	33820	2549	33120	1.12	0.35
2005-12	32430	10631	49795	3010	54097	0.60	0.20
2006-12	89404	25004	54392	3132	73343	1.22	0.34
2007-12	327141	93064	69104	3665	111126	2.94	0.84
2008-12	121366	45214	55886	3655	131247	0.92	0.34
2009-12	243939	151259	86185	4427	197157	1.24	0.77
2010-10	270134	175985	65096	4811	245560	1.10	0.72

数据源自 WIND，东北证券

假定明年股票融资 8000 万亿，新股在二级市场上市增值 6 千亿，则静态看二级市场股票总市值增长 2 万亿以上；即股票的总市值 2010 年自然增长率 8%。

同时，假定房价稳定、2011 年以 8.6 亿平米销售面积、4400 元均价，则房地产市值增加 4 万亿，相对 2010 年 10 月的 24.56 万亿增长了 16%。

因此，如果股票总市值对房地产总市值的比值提升 12%，则考虑地产市值增长 16%、股票总市值自然增长率 8%，那么从房地产与股市再配置角度看，股市整体的提升幅度在 20% 左右(16%-8%+12%)，恰如 2010 年国庆后飙升行情的幅度。当然，如果说国庆行情的催化剂在于美国二次量化宽松以及房地产限购令的话，那么明年出现股市与房地产市场再配置的趋势机会，将更可能在于通胀回落、房地产环比或同比的负增长，确定房地产投机的负收益率，这将是催化剂。

综合市场资金的供求关系，不考虑今年大银行的融资以及大盘股的解禁因素，明年市场资金的需求大致与今年接近、略低些；但存在国际板的不确定性以及货币趋紧的压力；资金的供给面，我们认为热钱由于管理层的对冲，影响可能不会比今年大，最大的亮点将社会财富在地产与股市间的再配置，但可能需要物价及房价回落的配合。

因此，明年市场资金的供求关系相对 2010 年并未改善，甚至由于国际板、政策紧缩而有所紧张，所以市场整体估值水平提升空间不大。市场基于流动性的系统性机会应该来自于地产资金的搬家，但这需要催化剂，其力度估计如今年国庆行情的幅度。

3、A 股估值与投资主体、转型预期相关

A、A 股估值比较分析

沪深 300 指数目前估值水平在 19 倍，整体估值水平略高于欧美成熟市场、也略高于金砖四国中的其它三国；但远低于印尼等新兴市场的估值水平。AH 溢价指数为 97，表明 AH 股整体估值水平接近、但结构

性特征依然明显，A 股金融股估值要比 H 股低些。因此，A 股在国际资金的视野里，属于估值合理，并未低估，只是金融股等蓝筹股的估值相对较低，这也是境外热钱偏好国内金融股等大蓝筹的原因。即一旦热钱等境外资金涌入，首先吸纳的将是金融等大盘股。

表 13：A 股估值水平的国际比较

1201	收盘价	市盈率	市净率	股息率%
道琼斯工业	11256	13.66	2.60	2.54
纳指	2549	33.22	2.83	0.94
英国富时 100	5643	16.83	1.86	3.23
日经 225	10169	19.79	1.34	1.72
俄罗斯 RTS	1636	8.88	1.21	1.55
巴西圣保罗	69346	13.96	1.83	3.37
印度 SENSEX	19850	18.21	3.38	1.25
雅加达综指	3619	31.42	3.32	1.84
斯里兰卡科伦坡指数	6560	22.60	2.96	1.31
土耳其 ISE 全国 100 指数	66156	11.91	1.83	1.87
上证指数	2860	18.40	2.65	1.46
沪深 300	3186	18.89	2.80	1.17
深圳成指	12310	24.66	3.82	0.83
香港恒生	23250	14.35	1.97	2.68
AH 溢价	97			

数据源自彭博，东北证券

但是，就 A 股主要指数的纵向比较来看，国内资金更加偏好以中小板为代表的“内需+新兴产业”类成长型个股。

体现在估值水平上，以 2004 年至今的估值序列做分析，上证 180 指数目前为 14 倍、依然处于历史最低位（12.37 倍）与历史估值下四分位数（15 倍）之间；其中金融类估值为 11.17 倍、与历史最低位（10.39 倍）只有 5%左右的距离。

相反，中小板估值目前为 50 倍、高于历史估值的中位数（24 倍）、也高于历史估值的上四分位数（47 倍）；同时，最新推出的上证 380 新兴蓝筹指数也享受着市场的较高估值溢价，目前估值为 37 倍、高于历史估值的中位数（32 倍）、略低于历史估值的上四分位数（41.7 倍）。

表 14：不同类型 A 股指数估值水平的纵向比较

市盈率 (TTM)	非金融类 可比公司	金融服务 类	中小板指 数	上证 180	上证 380 新兴蓝筹 指数	全部 A 股
最小值	15.16	10.39	16.20	12.37	17.20	13.44
下四分位数	24.15	16.53	27.67	15.05	24.07	21.59
中位数	28.80	23.42	37.06	19.44	32.04	26.73
平均值	32.12	24.79	38.26	21.75	34.32	28.39
上四分位数	39.77	30.31	46.87	26.04	41.72	33.56
2010-11-29	27.55	11.17	50.81	14.15	37.68	20.33

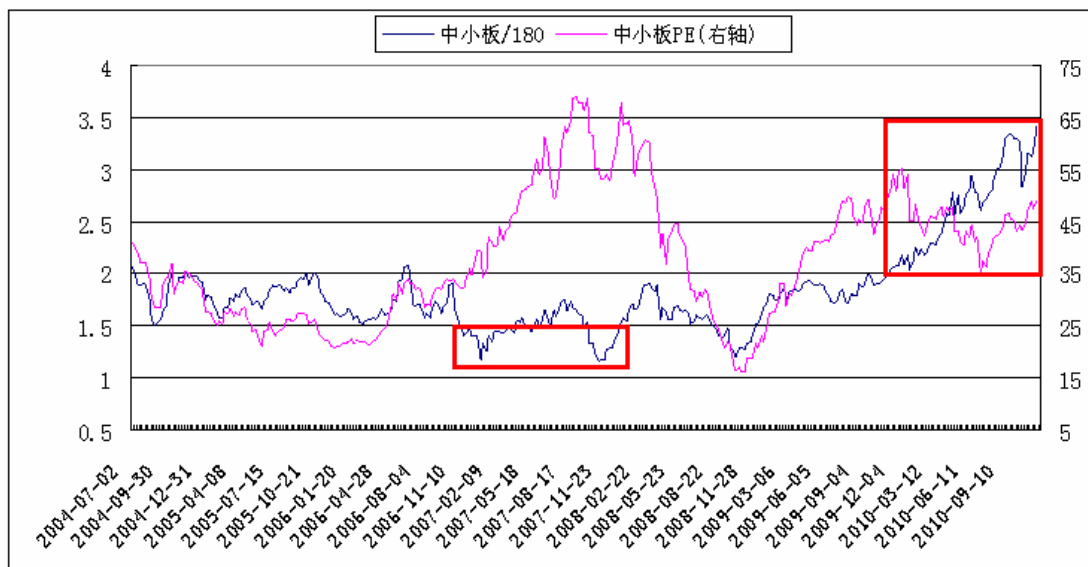
数据源自 WIND，东北证券

B、风格背离：探寻穿越政策调控及短周期的风格

风格出现了显著的偏移。国内资金主导的 A 股市场，更加偏好与中小板等板块。目前中小板估值与上证 180 指数的市盈率(TTM)估值比在 3.5 倍左右。因为 2004 年以来中小板与上证 180 的市盈率(TTM)比值

一般在 1.5-2 倍之间；中小板估值溢价小于 1.5 倍，出现在 2007 年的蓝筹股泡沫行情；而进入 2010 年后中小板估值溢价突破 2 倍、目前已经上升至 3.5 倍左右。

图 27：转型期以内需+科技为代表的中小板估值溢价率大幅提升



数据源自 WIND，东北证券

对于当前 A 股估值的结构性特征，我们认为：

首先，目前中小板的高溢价需要修正。

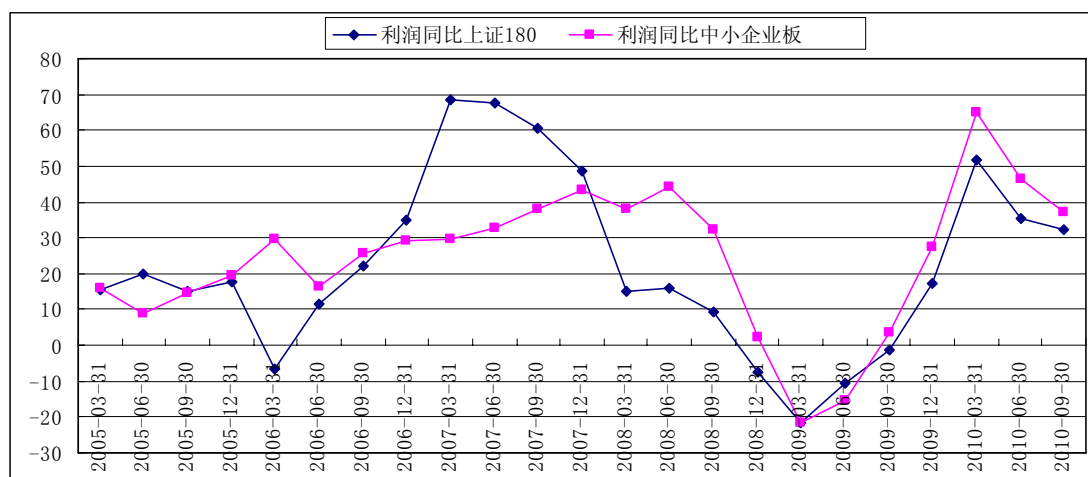
其次，目前内需与新兴产业为代表的中小板股溢价反映了在市场流动性中性而非泛滥的资金面情况，更反映了中国经济转型下消费升级与产业升级下中小板等新兴板块未来较好的盈利预期。从转型、新周期的角度来看，当前的消费及科技股的溢价，是中国人均 GDP 进入 4000 美元左右并继续上升阶段、中国经济转型的要求，反应了国内资金更加青睐、信赖中国经济转型成功的预期。

再次，风格的背离，反映着行业的取向，也与 10 年左右中周期有关，与中周期对应的产业驱动有关。以重化工业为代表的五朵金花代表着 2003-2007 年行情的主动脉，尽管 2005 年熊市，五朵金花也有调整，但多数跑赢指数。这显示出每轮朱格拉中周期的主导行业，其对应的股票，往往能够穿越政策调控周期、穿越库存波动的短周期。

因此，中国经济在消费升级、区域建设及产业政策推动下，最终将转向有别与传统重化工业为主导的传统产业模式。对应与 A 股，传统产业估值大幅提升甚至出现如 2007 年蓝筹泡沫阶段中小板对上证 180 指数溢价大幅回落，这种情形在新周期内将更多的是脉冲性的而非持续性的。

其次，针对中小板的高溢价，短期将有压力，且不排除阶段性业绩不支撑估值的情形，但是，中小板相对与上证 180 的估值溢价水平只存在阶段性修正（比如溢价倍数在 3-3.5 倍）而不会出现大幅度回落至 1.5-2 倍。

图 28：中小板估值溢价率提升的业绩归因



数据源自 WIND，东北证券

4、追寻转型期之新蓝筹

所谓转型期之新蓝筹，是指有别上轮朱格拉中周期中所孕育诞生的以重化工业为主、以五朵金花为代表的传统蓝筹，新蓝筹在行业属性上更具终端消费特征、行业属性上更具技术壁垒特征、资源利用上更能发挥未来本国比较优势即更能发挥人力资本的行业。比如日本的佳能、武田药品，韩国的三星电子，中国台湾的台积电等。

我们认为，经济转型伴随着新一轮周期的启航，新周期的启航、以新兴行业为主导；新兴行业的兴起，在资本市场上则会形成新的蓝筹。

经验看，日本、韩国等结构转型阶段，新兴行业在股市中多受追捧。日本 1970 年代石油危机后经济转型，更加主要技术创新。丰田、本田、佳能、武田药品工业等股票涨幅较大、远高于市场平均指数。以 2010 年对 1974 年比较，丰田上涨 8.8 倍、本田 13 倍、佳能 37 倍、武田药品工业 17 倍，而同期日经 225 指数上涨近 2.5 倍。

表 15：日本经济转型中技术创新类股票表现突出(佳能、武田药品等)

	丰田汽车	本田	日经指数	佳能	武田药品工业
股价：1974-9-30	366	227	3950	106	220
股价：1980-1-31	661	309	6768	299	524
股价：1989-12-29	2060	915	38916	1218	2317
股价：2010-11-30	3220	3010	9937	3945	3890
1980 年比 1974 年	1.81	1.36	1.71	2.82	2.38
1989 年比 1974 年	5.63	4.03	9.85	11.49	10.53
2010 年比 1974 年	8.80	13.26	2.52	37.22	17.68
股票占指数比重%	3.59	2.25	100.00	2.14	1.31

数据源自彭博，东北证券

韩国在 1980 年代中后期转型，目前权重最大的三星电子，2010 年相对 1985 年上涨了 290 倍、而同期韩国 KOSPI 指数上涨了 13 倍。

表 16：韩国经济转型中技术创新类股票表现突出(三星电子)

	三星电子有限公司	KOSPI 指数
--	----------	----------

股价：1985-1-31	2846	139
股价：1990-1-31	21648	896
股价：1995-1-31	59477	926
股价：2010-11-30	826000	1905
1990 年比 1985 年	7.61	6.45
1995 年比 1985 年	20.90	6.66
2010 年比 1985 年	290.23	13.71
股票占指数权重%	15.71	100

数据源自彭博，东北证券

因此，把握消费升级与产业升级主线，寻找新兴产业中的新蓝筹要比传统重化工业中探寻成长性要来得简易的多。A 股市场而言，我们认为反映这种蓝筹变迁的情景正在发生、并将动态中继续。以深成指权重股变迁为例，2007 年排名第二的鞍钢股份，目前已经回落至 12 名；相反更多反映消费及技术创新的五粮液、云南白药、中联重科、中兴通讯等的排名则大幅的上升。

表 17：转型期深成指权重股的变迁

证券简称	行业	2010 年市 值	2010 年排 名	2009 年排 名	2008 年排 名	2007 年排 名
西山煤电	采掘	770	4	5	8	7
冀中能源	采掘	375	17	25	31	38
中联重科	机械设备	701	6	15	20	22
金风科技	机械设备	535	10	21	10	8
中集集团	机械设备	434	16	32	28	19
潍柴动力	交运设备	757	5	20	30	28
西飞国际	交运设备	328	20	23	26	37
中兴通讯	信息设备	633	8	7	6	20
五粮液	食品饮料	1535	1	1	3	3
泸州老窖	食品饮料	664	7	8	9	12
云南白药	医药生物	457	15	26	17	39
苏宁电器	商业贸易	1003	2	4	2	4
美的电器	家用电器	528	11	12	24	21
格力电器	家用电器	485	13	9	11	24
深发展 A	金融服务	582	9	6	7	5
宁波银行	金融服务	359	19	14	21	17
万科 A	房地产	911	3	2	1	1
华侨城 A	房地产	367	18	11	12	10
鞍钢股份	黑色金属	492	12	3	5	2
盐湖钾肥	化工	472	14	13	4	13

数据源自 WIND，东北证券

我们认为，以新周期、新产业的视角看待已经出现并将持续出现的领域，新蓝筹必将更多的诞生本轮新周期的动力源中、即消费升级及产业升级逻辑下；新蓝筹也必将更多的诞生在以内需消费及战略新兴产业之中。因此，未来 A 股更多的新蓝筹将更多的立足于国内巨大的内需市场，立足于发展国家先进技术的行业，将更多的出现在医药生物、高端装备等以战略性新兴产业为载体的行业中。

在投资视角上，我们将未来把更多的注意力放在中小板、新兴蓝筹。11 月 29 日上市的上证 380 新兴蓝筹指数可以说应时而生。我们以此为参照但不以此为限，探寻未来市场的运行及投资机会。

五、市场运行及点位分析

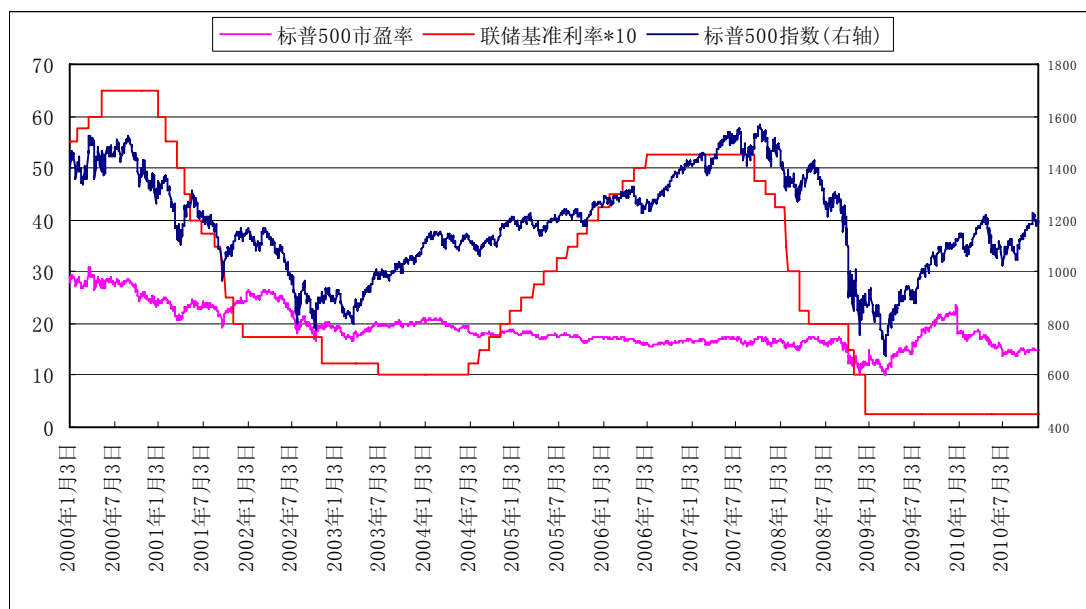
1、市场运行逻辑

A、估值整体水平难以大幅提升、估值分化将延续

市场整体的估值水平在紧缩周期下难以提升。美国 2004 年开始加息，标普 500 指数股价以震荡盘升、年涨幅不足 10%，对应的市盈率则呈现震荡回落、幅度在 5% 左右。这表明，在美国利率市场化的国家，加息意味着市场整体资金成本的上升、社会财务成本的上升，因此利率的上调压低了市场的估值水平。而中国 2007 年的加息周期，股指与估值双双上扬，我们认为主要源于利率管制下加息对银行息差的扩大、使得银行股的估值水平大幅度提升，从而整体提高了市场估值。

因此，我们认为，本轮以抑制通胀、非对称加息的紧缩模式，使得银行股息差难有显著扩大、估值水平难有显著提升。市场上行空间将主要来自于业绩的提升而非估值水平的提高来实现，以社会财富再配置、储蓄的波动以及热钱的扰动为市场拓展空间的主要资金源。

图 29：紧缩通胀下市场估值水平难有提高(美国经验)



数据源自彭博，东北证券

市场估值将保持分化特征。货币趋紧、经济转型格局下，传统蓝筹股的估值水平将维持较低水平；新兴产业的估值溢价将保持。市场的估值波动来自于新兴产业与传统产业估值大幅背离后的修正以及业绩修正下对估值、估值差的动态调整。从正负反馈理论来看，如果说 2007 年蓝筹股大牛市，体现的是大盘股的信心与股价的正反馈，那么 2010 年结构性牛市的行情中，中小板盘股恰如 2007 年的蓝筹股体现了信心与股价的正反馈（追涨杀跌）、而以银行为代表的传统蓝筹则以信心与股价的逆反馈（高抛低吸）来体现。

在明年估值水平整体难以显著提升的背景下，2011 年可能依然以大平衡市的格局运行。因此，以消费升级与产业升级为主体的新兴蓝筹有望延续信心与股价的正反馈机理，对传统蓝筹保持较高的估值溢价。

当前上证指数 2850 点，市盈率 TTM 为 20 倍，未来 1 年的估值波动区间为 15-21 倍（21 倍为历史估值值的下四分位数）、紧缩预期下估值整体有下降风险。上证 380 新兴蓝筹指数目前为 4500 点、市盈率(TTM) 为 37 倍，基于新兴蓝筹在转型期的制度溢价，市盈率(TTM)估值水平有望提升至 41 倍（41 倍为历史估值的上四分位数）、未来 1 年的估值波动区间为 24-41 倍、新兴蓝筹有望演绎业绩与估值的双轮驱动。

B、市场运行区间模拟测算

上证指数目前 2850 点、估值 20 倍；以 2011 年业绩增速 15-20%、估值低点在 15 倍、高点在 20-21 倍为测算基准即上证指数整体估值水平难以大幅度提升，则未来一年上证指数可能的低点在 2450 左右、高点在 3420-3590。

表 18：上证指数运行区间模拟测算表

2850、20 倍 PE (TTM)		2011 年业绩增速 (TTM)				
		13%	15%	17%	20%	23%
估值水平	13	2093	2130	2167	2223	2279
	15	2415	2458	2501	2565	2629
	20	3221	3278	3335	3420	3506
	21	3382	3441	3501	3591	3681
	26	4187	4261	4335	4446	4557

数据源自东北证券

表 19：上证 380、上证指数等的估值权重分析

上证指数	市值	权重
金融服务	54127	30.01%
中国石油	17779	9.86%
中国石化	5727	3.17%
中国神华	4149	2.30%
金融+神油石化	81781	45.34%
上证 380	31298	17.35%
合计	180389	

数据源自 WIND，东北证券

上证 380 新兴蓝筹指数目前 4500 点、估值 37 倍；以 2011 年业绩增速 15%-28%(上证 380 指数市场乐观的一致预期业绩增速为 28%)、估值水平为 24-41 倍为测算基准，则未来一年上证新兴蓝筹指数运行区间可能在 3400-6400 点。

表 20：上证 380 新兴蓝筹指数运行区间模拟测算表

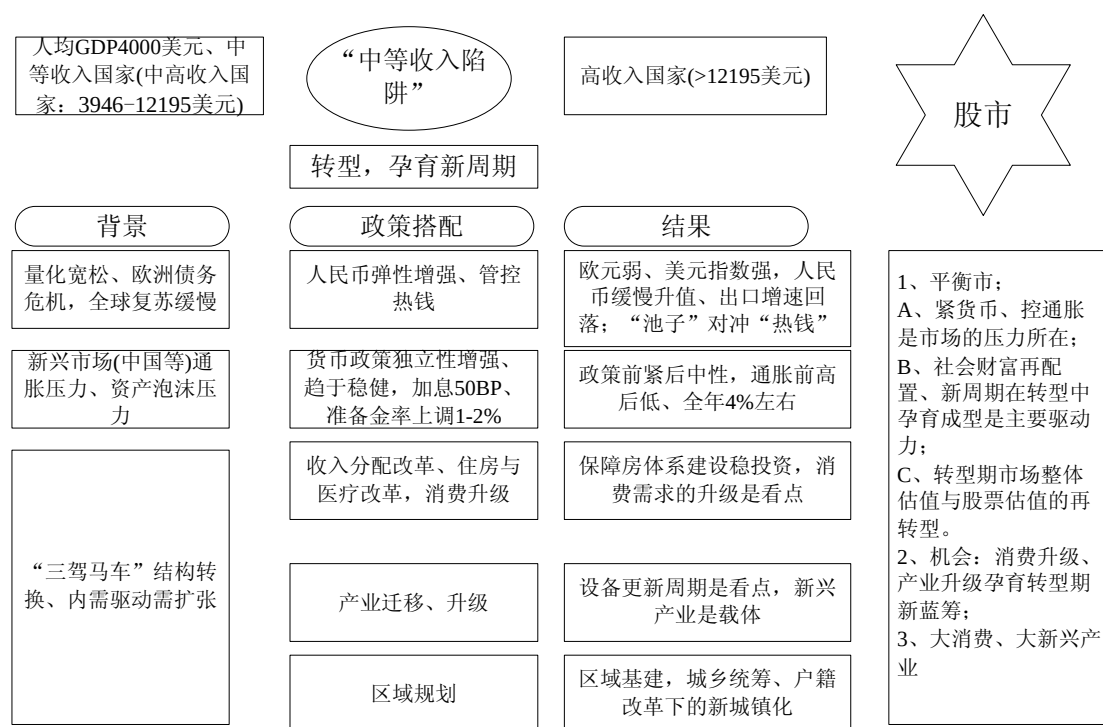
上证 380 指数 4500 点、 PE37 倍；11 月 29 日		2011 年业绩增速 (TTM)					
		15%	20%	25%	28%	30%	35%
估值水平	24	3357	3503	3649	3736	3795	3941
	32	4476	4670	4865	4982	5059	5254
	34	4755	4962	5169	5293	5376	5582
	41	5734	5984	6233	6383	6482	6732

数据源自东北证券

C、市场运行趋势

管控通胀及资产价格泡沫，货币政策回归稳健，加息、上调准备金率是应有之义。但是，“十二五”元年，保障房及区域建设，将有利于投资稳定；全球缓慢复苏下出口增速略有回落，中国经济二次探底的风险较小。明年货币趋紧预期下，市场整体的资金供求关系并不比 2010 年乐观，因此市场整体估值水平难有提升，“消费+科技”为代表的新兴产业估值溢价将以高位震荡形式体现，结构机会及结构行情将依然是主流，市场明年依然适宜定义为平衡市。

图 30：股市运行逻辑分析图



数据源自东北证券

当前至明年早期，市场一方面担忧通胀压力下的政策紧缩，另一方面市场需要修正中小盘股四季度业绩可能低于预期所引致的估值差修正。该阶段，市场以结构性机会而非结构性行情来体现，机会主要源于中小板估值压力下的价值股脉冲式修正机会，同时，逐渐布局年报高送转板块，高送转行情往往在年报披露前 1 个半月左右即展开而在信息披露前 2-3 个交易日趋于平均化。之所以强调中小盘股的估值压力，因为，就业绩的季度时序来看非金融类企业四季度业绩正常年份占全年的比例不超过 25%，考虑到 2009 年四季度业绩的高基数，我们认为，今年非金融类可比企业四季度的业绩占全年的比重约 21%比较符合规律，同比无明显增长。但目前市场给予 2010 年估值水平内涵了 2010 年四季度单季度同比有 40%左右的增长，因此，以中小板、创业板等非金融类企业为代表的上市公司四季度业绩兑现压力较大，该类板块的估值水平未来有调整压力。

表 21：非金融类企业单季业绩分布序列表

	剔除金融、石油后的可比样本数	季度净利润（亿元）				季度净利润占全年之比				净利润合计
		1-Q	2-Q	3-Q	4-Q	1-Q	2-Q	3-Q	4-Q	
2004	1216	415	445	446	143	28.60%	30.70%	30.80%	9.90%	1449
2005	1292	447	464	400	83	32.10%	33.30%	28.70%	6.00%	1394
2006	1393	407	607	655	535	18.50%	27.50%	29.70%	24.30%	2204
2007	1529	889	1078	1052	1043	21.90%	26.50%	25.90%	25.70%	4062
2008	1559	1109	1327	928	-325	36.50%	43.70%	30.50%	-10.70%	3039
2009	1706	682	1166	1318	1260	15.40%	26.30%	29.80%	28.50%	4426
		前 6 年净利润的季度分布均值				25.50%	31.30%	29.20%	13.90%	
2010	1848	1471	1821	1760	1320	23.09%	28.58%	27.62%	20.72%	6372

数据源自 WIND，东北证券

表 22：各主要板块估值水平及内涵增长率表明给予中小盘股的业绩预期有修正要求

板块名称	市盈率 (TTM)	预测市盈率 2010	内涵 TTM 增长率	预测市盈率 2011	内涵 2011 年 增长率
全部 A 股	20.06	17.61	13.91%	14.59	20.70%
中小企业板	49.1	42.01	16.88%	30.91	35.91%
创业板	71.03	61.38	15.72%	42.05	45.97%
上证 180	14.12	13.36	5.69%	11.19	19.39%
沪深 300	15.35	14.46	6.15%	12.04	20.10%
非金融类来可比	27.18	21.67	25.43%	17.87	21.26%

数据源自 WIND，东北证券

明年中后期，随着地产调控、紧缩政策的出台，物价环比出现负增长、由于 2010 年全国房价高位在 4 月左右房地产价格可能在 4 月份后出现同比负增长，物价的回落有利于降低政策紧缩预期、房地产价格同比的负增长有利于强化社会财富在股市与房市中再配置的信心，市场有望出现估值修复行情。并且伴随着经济企稳回升，民间投资介入，新兴产业投资增长，新周期下新产业将再度活跃。

我们认为，明年上证指数可能的低点在 2450 左右、高点在 3420-3590。短期将更多的关注通胀及紧缩政策，市场有压力。当市场回落至下轨区间时，投资者就不宜继续悲观，因为，中国经济内生性的增长动力不可忽视，同时，管理层有较多的政策选择来平衡经济增长与通货膨胀、比如房地产信托基金(REITS)等既可稳定投资增长又可避免直接的过量信贷的金融创新工具。

因此，市场以平衡市的格局运行比较合理，机会恰恰来自于紧缩之下市场回落后的机会。

2、市场投资策略

新周期的启航、新兴产业日益成为市场的共识，新兴蓝筹将不断出现在以消费升级、产业升级为驱动的新周期的驱动产业中。因此，从穿越政策紧缩周期以及经济短周期回落的角度出发，以消费升级及新兴产业为全年的投资主线；期间，伴随着紧缩力度的波动、业绩预期的波动，以风格阶段性转换为平衡市下波段运作的操作逻辑。

表 23：明年投资主线的逻辑拆解表

第一阶段	第二阶段	第三阶段
性质：调整压力下的结构性交易机会	性质：财富再配置行情	性质：结构性行情
时空情景：当前时点至政策紧缩趋缓时点	时空情景：明年物价环比、房价同比出现回落	时空情景：明年中后期设备投资比重提升、民间投资活跃
逻辑：受制于紧缩压力以及风格过度背离下的估值压力	逻辑：政策趋缓预期及地产价值下降下的财富再配置	逻辑：新兴产业业绩与估值的双提升
操作：控制仓位，增仓时点取决于政策是否趋缓或者市场是否运行至合理区间的下轨；以结构性交易机会为主。在 2-3 月对高送转主题的配置。	操作：经济指标信号以及政策信号的释放后，增加仓位。平衡配置下把握风格的阶段性比例，其中大盘股的逻辑在于估值的修复，小盘股的逻辑在于估值的修复及开始提升。财富再配置行情的空间在 20%左右。	操作：挖掘电子信息设备、高端装备、医疗等战略新兴产业及消费升级下的中高端消费品产业链；是为结构性行情而非仅仅主题投资
新周期投资主线：看好中高端消费品产业链以及战略新兴产业的中长期机会，是为新蓝筹的首选发祥地。		

数据源自东北证券

3、重点个股(略)：

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。