

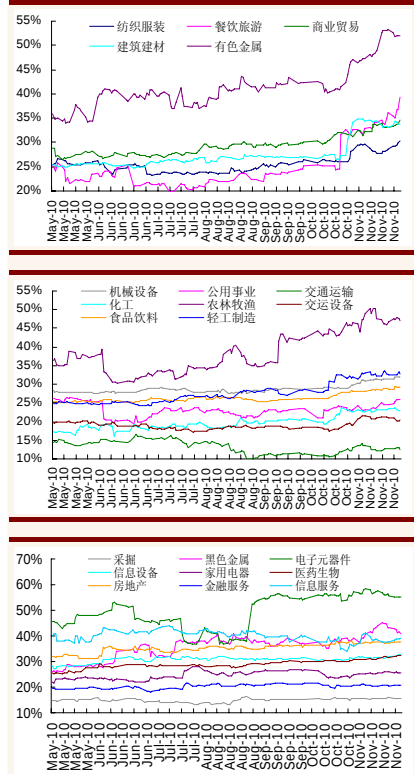
定期报告

天地革而四时成

2010年12月6日

A股2011年度投资策略

四季度以来主要行业业绩预期调整情况



数据来源：朝阳永续

陈文招

021-68407567
chenwz@cmschina.com.cn
S1090208060218

苏舟

021-68407142
suzhou@cmschina.com.cn
S1090210040003

张权

021-68407937
zhangquan@cmschina.com.cn
S1090210050004

高通胀及货币紧缩对市场的冲击通常有两个阶段：估值和业绩预期下调；但因周期类行业估值在调控地产时已大幅下降，故此次控通胀对市场的负面冲击将远小于04年；预计在高通胀压力化解和货币紧缩结束时，市场将进入上升过程；通胀见顶回落的拐点大体发生在明年一二季度之交，届时策略可从防御转向进攻，将配置重点从消费品转向周期性行业。

- 从历史上看，高通胀以及相应的货币紧缩会对股市产生压力，而且影响一般分为两个阶段：估值下降和业绩预期下调。流动性收缩会直接产生估值下降压力，在流动性持续收缩一段时间后市场通常会下调经济增长和业绩增速预期。
- 在通胀冲高回落之前，股市维持弱势震荡是大概率。11月份以来通胀水平超市场预期并达到较高的敏感水平，上述逻辑已开始发挥作用；但预计此次防通胀措施对市场的负面冲击将明显小于04和08年，原因是受货币紧缩负面影响的行业估值水平在上半年调控地产过程中已大幅下降。故我们认为在通胀继续冲高和货币紧缩过程中，市场以弱势震荡为主。
- 在通胀压力化解和货币紧缩结束后，市场有望进入上升过程，这个拐点有望在明年一二季度之交到来。原因在于，货币收缩和行政干预对通胀的效果通常有3-5个月的时滞，在04年和08年都是如此，因此明年一二季度之交是个很值得关注的时间点。
- 在货币紧缩过程中，消费品仍值得配置。由于货币收缩对消费品的估值冲击和业绩冲击都明显小于周期性行业，而新兴产业具有较好的政策导向，所以在明年一季度消费品和新兴产业仍有配置机会。但由于消费品和新兴产业估值较高，预计以震荡小涨为主。
- 明年一季度末布局周期性行业。周期性行业和大盘股估值较低，但受紧缩货币的负面影响，预计明年一季度底前此类行业以震荡盘整或小跌为主；明年二季度通胀回落有望再次保增长，周期性行业将出现系统性估值修复行情，建议在明年一季度底布局周期性行业。但在此之前，上游的资源品如有色、煤炭等受国际价格影响，可能会有间歇性行情。
- 在未来两三个月的配置方面，建议在消费品中寻找估值相对较低、业绩预期出现明显上调的行业和公司。11月份以来旅游、商业、纺织服装行业的业绩预期出现了明显上调，食品饮料的业绩预期出现了温和上调，医药业绩预期稳定，上述行业仍值得配置。另外，在周期性行业里面，建材和有色业绩预期也出现了上调，相对其他周期行业会有比较优势。
- 装备、电子、生物医药和生物农业、航空航天和新材料是新兴产业和产业升级领域最值得重视的。新兴产业的重要性已得到重视，“十二五”期间仍是重点，但我们认为当前关键是要寻找在中国最具潜力、估值仍有优势的子行业和公司，如下行业最值得重视：核电和风电、高压输变电、高铁和轨道交通、节能、信息网络、集成电路及显示设备、生物医药、生物农业、航空航天和新材料等。
- 相应的组合和公司见正文。

内容目录

一、市场趋势：先防通胀后保增长	4
1、通胀制约市场的逻辑：通胀-收缩货币-估值压力-盈利下调	4
2、与历史的不同之处	5
3、结论：通胀走势决定市场节奏先抑而后扬	7
二、基于经济周期的行业配置：从消费过渡到周期	8
1、消费品和周期品配置节奏的基本逻辑	8
2、根据通胀和货币政策演进把握配置节奏：先消费品后周期品	9
3、如何面对估值分化问题	10
三、行业比较和股票组合	11
1、寻找超预期行业和公司	11
2、在产业升级和新兴产业领域寻找最具潜力的子行业和公司	13
3、周期性行业系统机会尚需等待，但个别行业不乏亮点	19
四、总结	19

图表目录

图 1: 通胀以及相应的货币政策收缩会对市场产生下跌压力	4
图 2: 通胀及货币紧缩对股市影响的过程	4
图 3: 2004 年股市下跌过程中估值水平先下降盈利预期后下调	5
图 4: 2008 年股市下跌过程中估值水平先下降盈利预期后下调	5
图 5: 此轮地产价格指数领先于通胀指数	6
图 6: 2003 年初以来钢铁、地产、银行、煤炭行业的 PE	6
图 7: 2003 年初以来钢铁、地产、银行、煤炭行业的 PB	6
图 8: 四个典型周期性行业（银行地产钢铁煤炭等）的流通市值比重出现大幅下降	7
图 9: 通胀的走势决定了明年货币政策和股市的节奏	7
图 10: 在通胀偏高货币政策趋紧的阶段比较适合消费品行业	8
图 12: 煤炭估值对货币供应增速之间的弹性远大于医药和食品饮料	9
图 13: 钢铁估值对货币供应增速之间的弹性远大于医药和食品饮料	9
图 14: 以消费、新兴产业为代表的中小盘估值相对于大盘股估值水平持续上升	10
图 15: 消费品中旅游、食品饮料、商业和医药估值尚合理而电子和农牧估值明显偏高	11
图 16: 11 月份以来业绩预期大幅上调的行业	11
图 17: 11 月份以来业绩预期温和回升的行业	11
图 18: 11 月份以来业绩预期基本没有变化的行业	12
图 19: 四季度以来各行业业绩预期调整幅度比较	12
图 20: “十二五”规划内容概览	14
图 21: 水泥产量和价格	19
图 22: 煤炭和部分有色的价格	19
表 1: 2011 年配置节奏	10
表 2: 消费行业比较和重点公司推荐	12
表 3: 装备制造业十大领域重点工程	15
表 4: 七大战略性新兴产业	16
表 5: 1972-1978 年日本制造业构成变化	18
表 6: 明年一季度行业配置建议和重点公司	20

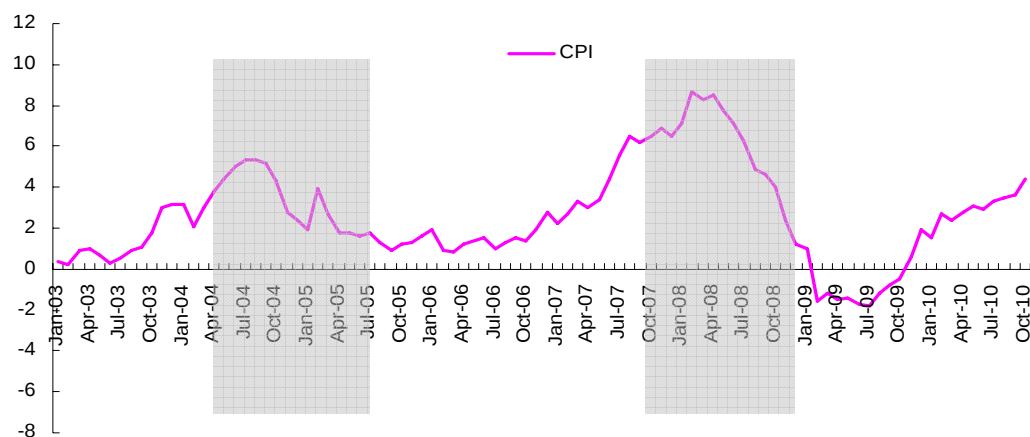
2009 年“保增长”、2010 年“政策退出”和“调结构”，股市在宏观经济和政策基调的变化中跌宕起伏、节奏有序变化，2010 年大约是“防通胀稳增长”，市场的脉络又该如何演绎呢？有古语云：革春而夏，革夏而秋，革秋而冬；革之事唯求其当，不能未春而革夏，未秋而革冬。此一语道破了把握事物周期运行节奏和规律的重要性，我们继续沿着经济波动的脉络分析市场演化趋势、行业配置节奏以及不同行业和投资公司的投资机会。

一、市场趋势：先防通胀后保增长

1、通胀制约市场的逻辑：通胀-收缩货币-估值压力-盈利下调

通胀是影响股市的重要因素，一般来说，在通胀温和攀升过程中股市是牛市，而通胀到了较高阶段之后，货币政策开始收缩，货币缺口（货币增速与名义 GDP 增速之差）收敛，股市开始出现拐点；当通胀回落至较低水平、货币政策可以再次放松之时，股市开始转好。这一逻辑其实反映了股市随经济周期以及流动性周期波动而波动的特征和基本规律。

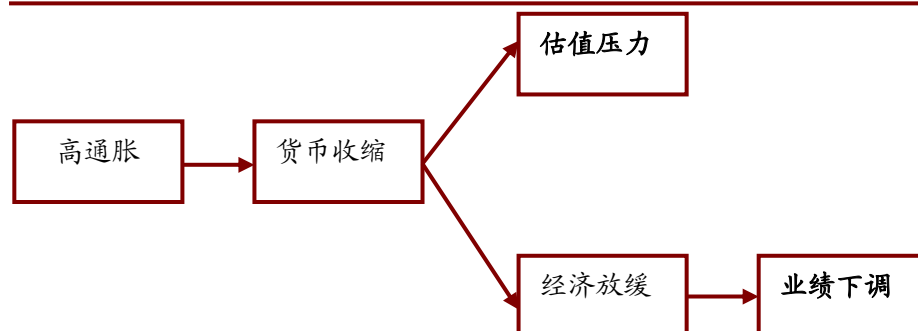
图 1：通胀以及相应的货币政策收缩会对市场产生下跌压力



数据来源：WIND，招商证券研发中心

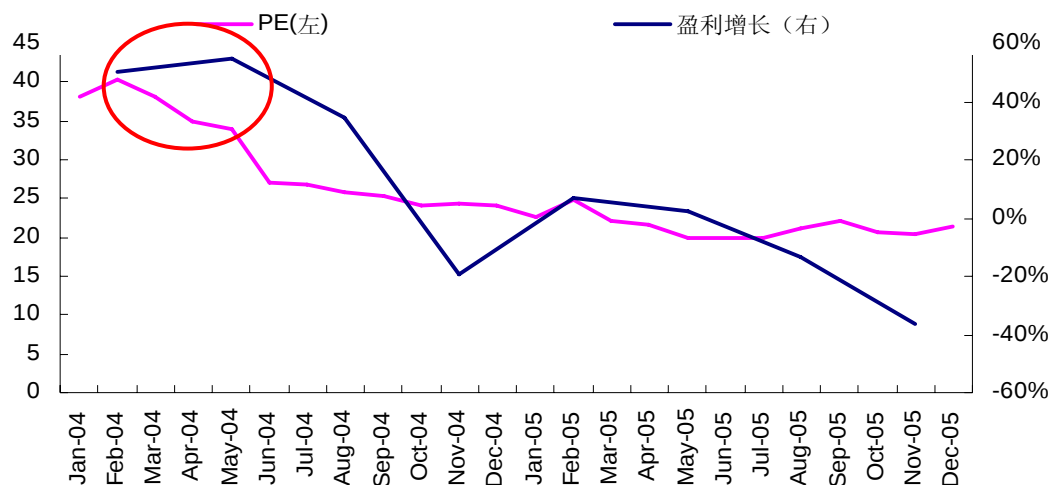
从过往的经验看，高通胀及相应的货币政策收缩对股市的影响一般经历两个阶段，先是流动性紧缩产生估值压力；紧随其后的是盈利预期下调对股市产生压力，原因在于货币政策收缩会对经济增长产生下滑的影响。

图 2：通胀及货币紧缩对股市影响的过程



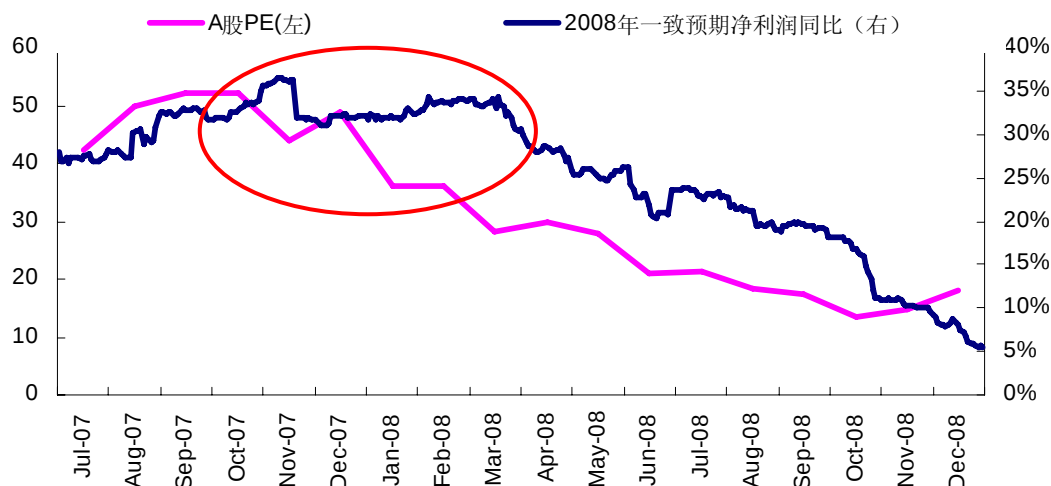
资料来源：招商证券研发中心

图 3：2004 年股市下跌过程中估值水平先下降盈利预期后下调



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 4：2008 年股市下跌过程中估值水平先下降盈利预期后下调



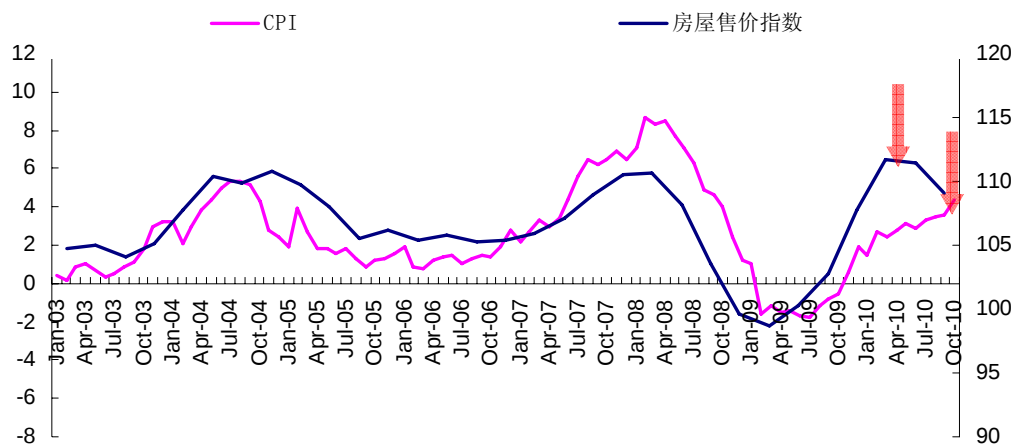
数据来源：WIND，招商证券研发中心

2、与历史的不同之处

但必须注意的是，此次调控也与上两次控制通胀时有所不同。图 5 显示了房地产价格指数和通胀指数之间的关系，在以往，房价指数和通胀指数基本是同步的，而此次经济复苏以来，房地产价格指数上升速度远高于通胀上升速度，所以在今年年初国家调控地产之时通胀并不高。

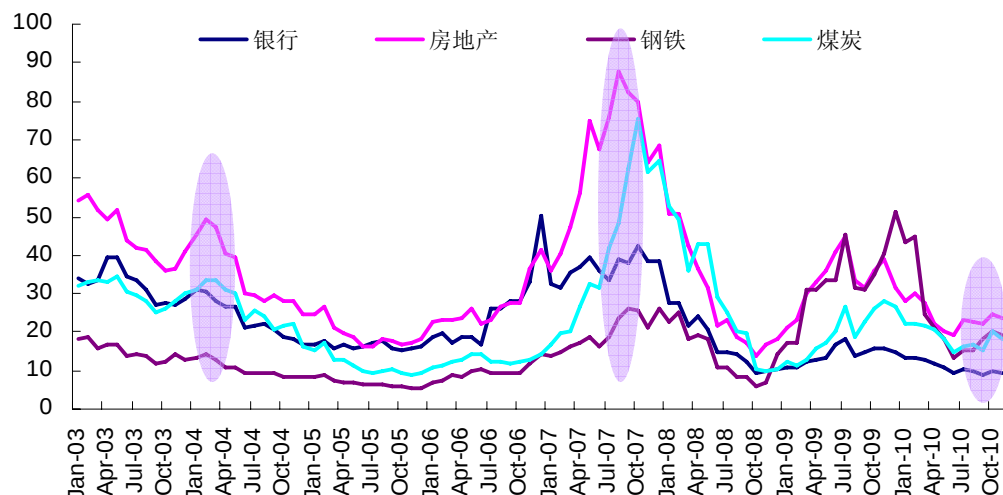
由于调控地产和调控通胀受打击的行业都是地产产业链这样的周期性行业，而周期类行业估值在上半年已经大幅下跌，除非未来通胀失控、货币紧缩加剧，否则此类行业下跌空间将很有限，这意味着此次调控通胀对股市的整体影响将远不如 04 年和 08 年大。

图 5：此轮地产价格指数领先于通胀指数



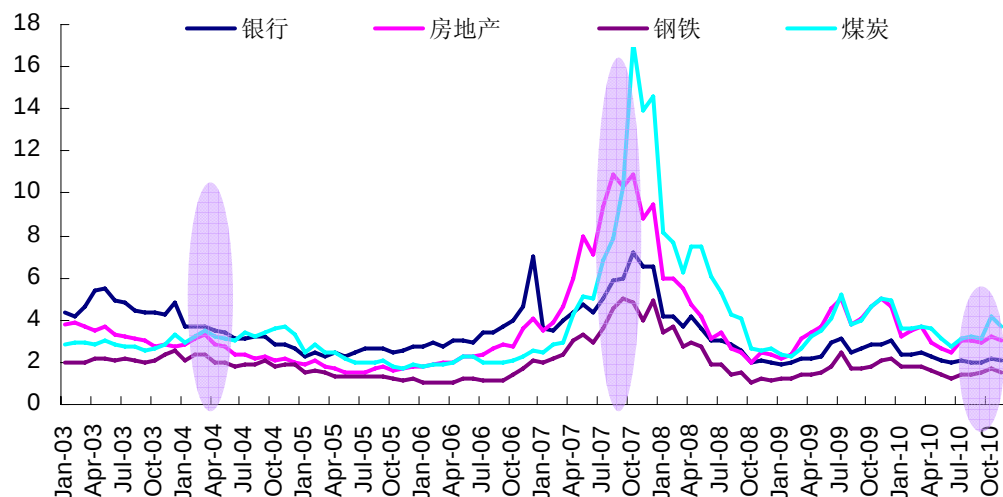
数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 6：2003 年初以来钢铁、地产、银行、煤炭行业的 PE



数据来源：WIND，招商证券研发中心

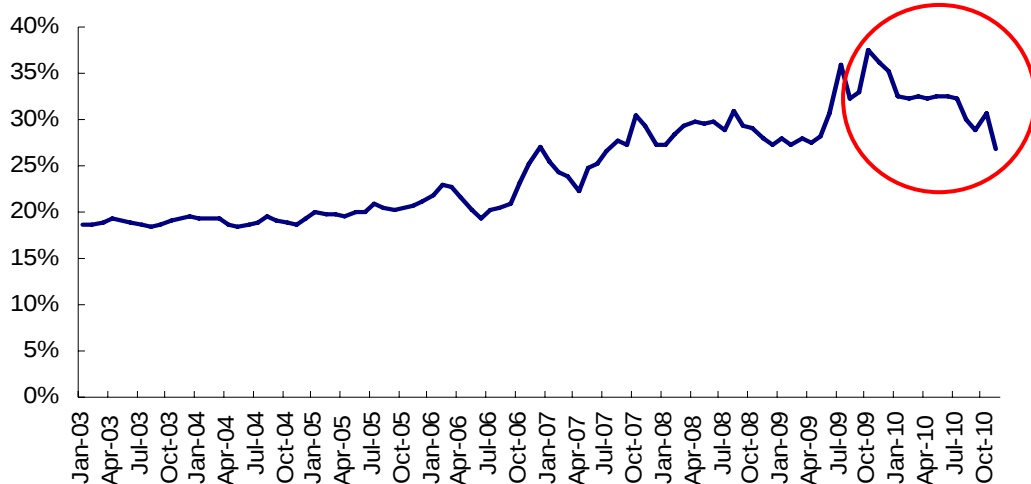
图 7：2003 年初以来钢铁、地产、银行、煤炭行业的 PB



数据来源：WIND，招商证券研发中心

另一方面，市场结构也在发生变化，周期性行业的市值持续缩小而消费品行业市值在持续扩大，这意味着收缩政策对整体市场的打击将不如过去几年大。

图 8：四个典型周期性行业（银行地产钢铁煤炭等）的流通市值比重出现大幅下降



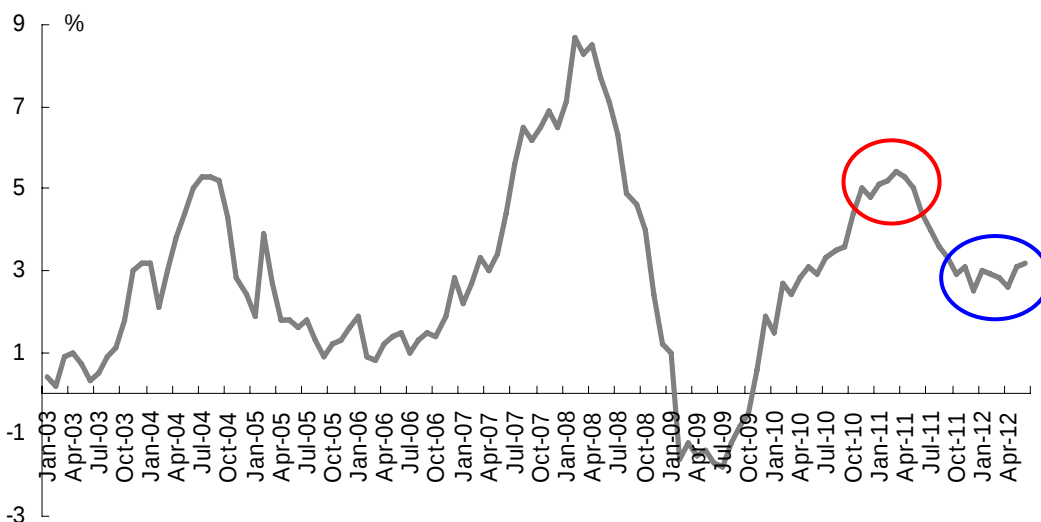
数据来源：WIND，招商证券研发中心

3、结论：通胀走势决定市场节奏先抑而后扬

通胀以及货币政策收缩对股市产生负面影响先是估值下降后是业绩预期下调，在这种背景下股市通胀会受到压制而以下跌为主；不同于以往的是，此次受调控压制的行业估值水平因为上半年调控房地产均已大幅下跌，预计后续下跌空间不大（在通胀可控的前提下），因此我们对大盘的判断是偏负面但下跌空间不大，以弱势震荡为主；等待通胀见顶回落而政策再次为保增长而放松时，市场将见底回升。如果通胀失控，上述的逻辑依然正确，但从市场调整的时间和空间上看，会更长、更深，从目前看这种概率尚不大。

至于通胀何时见顶回落，我们预判大致会在明年一二季度之交。从过往经验上看，从政府控制通胀的手段出台至通胀见顶回落，一般需要 3、4 个月时滞，2004 年和 2008 年均是如此，因此，明年一季度底二季度初对于通胀和股市趋势而言都是值得关注的时点。

图 9：通胀的走势决定了明年货币政策和股市的节奏



数据来源：WIND，招商证券研发中心

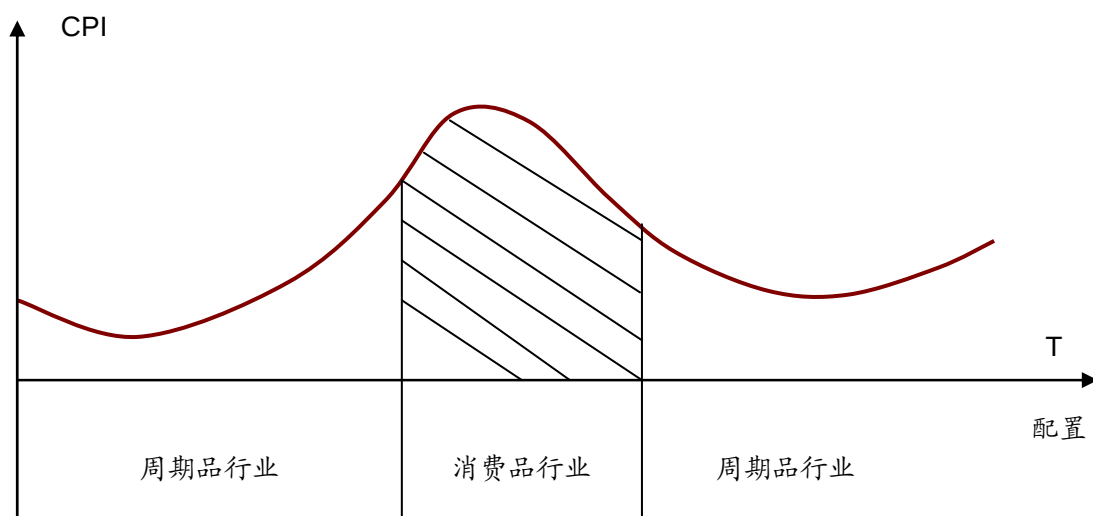
二、基于经济周期的行业配置节奏：从消费过渡到周期

我们先来分析消费品和周期性行业的配置规律。

1、消费品和周期品配置节奏的基本逻辑

如果以通胀作为衡量经济周期位置的一个重要指标，在通胀达到较高位置后继续攀升过程和通胀回落初期，消费品行业通常跑赢市场，此阶段的特征是高通胀、货币收缩、经济增速和盈利增速预期有下调可能；在通胀下滑的后期和通胀见底回升过程中，周期性行业通常跑赢市场，此阶段特征是流动性放松、经济增速回升、盈利预期有上升趋势。

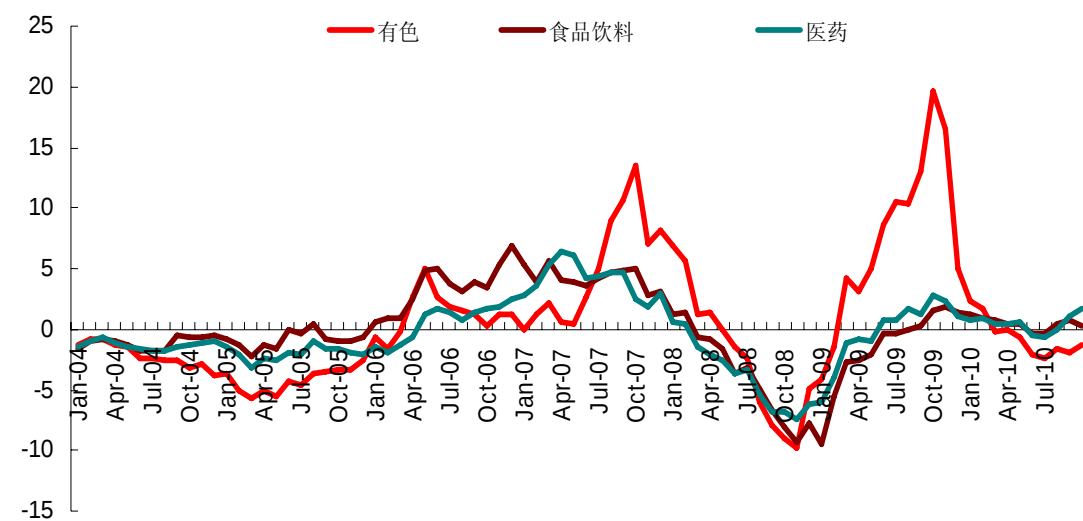
图 10：在通胀偏高货币政策趋紧的阶段比较适合消费品行业



资料来源：招商证券研发中心

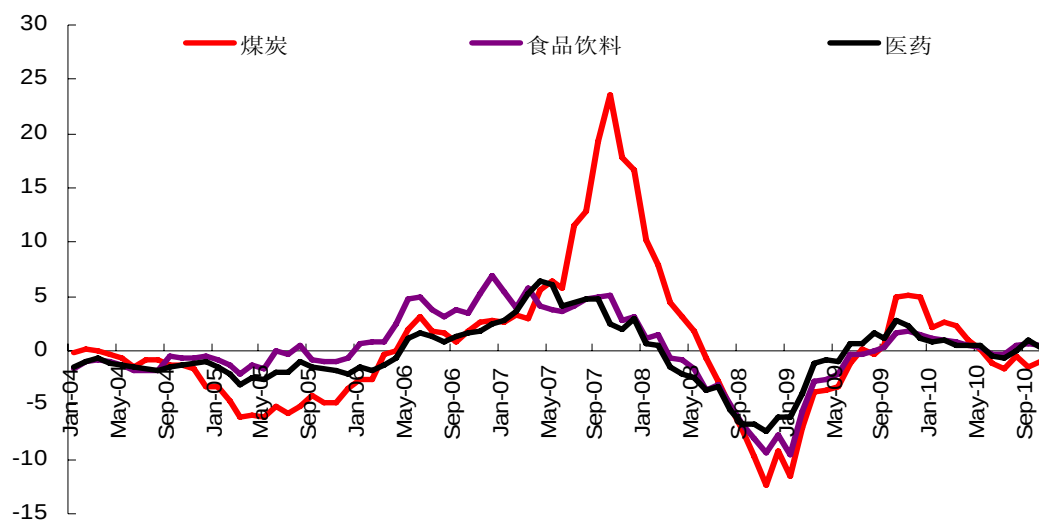
究其原因，周期性行业受流动性波动的弹性要明显大于非周期性的消费品行业，所以当货币政策放松时，周期性行业受益较大；而当流动性收缩时，消费品受的负面影响较小。

图 11：有色估值对货币供应增速之间的弹性远大于医药和食品饮料



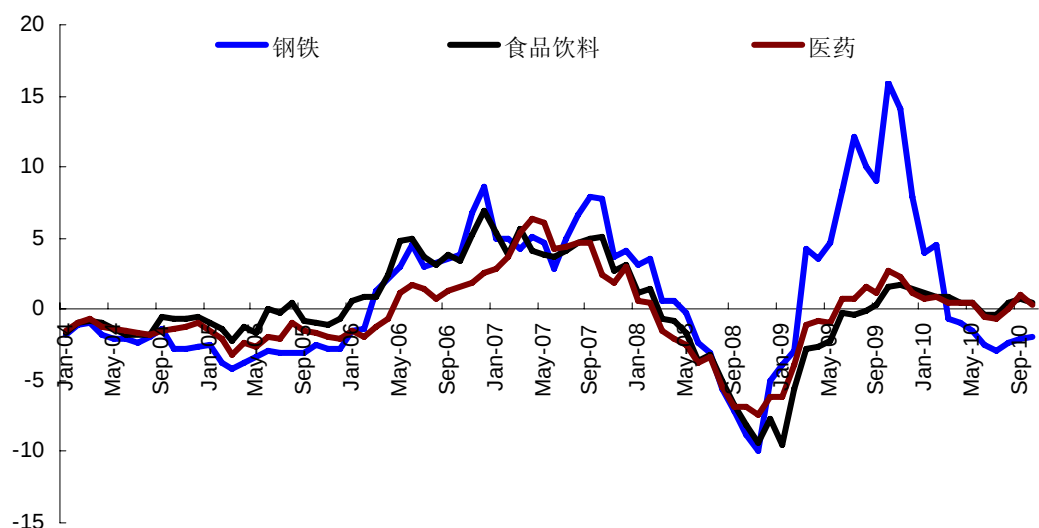
数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 12: 煤炭估值对货币供应增速之间的弹性远大于医药和食品饮料



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 13: 钢铁估值对货币供应增速之间的弹性远大于医药和食品饮料



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

2、明年上半年的配置节奏：先消费品后周期品

在经济周期见底和通胀温和上升阶段，周期性行业受益，这正是 10 月份周期性行业产生一波行情的基础条件，尽管也有国际货币现象的影响；

但是当通胀一旦进入偏高的敏感阶段，货币政策也有收缩预期时，周期性行业的机会变化迅速面临挑战，这正如我们 11 月份看到的那样；

当高通胀和货币政策持续紧缩的过程中，周期性行业始终面临压力和不确定性，先是流动性压力后是盈利预期调整的压力，相应的，在此阶段，非周期的消费品行业会有相对收益；

当通胀问题解决，货币收缩过程结束或者再次释放货币政策时，周期性行业将迎来见底回升的机会。

从中国过往的历史经验看，从政府干预通胀开始，一般滞后 3-5 个月通胀就会出现高点并回落，因此我们预计通胀趋势的拐点大致在明年一季度底或者二季度初，基于这样的规律，我们对明年的行业配置动态节奏建议是：先消费品后周期品。

表 1：2011 年配置节奏

大概时间	2010 年 11 月至 2010 年一季度底前后	大约从 2011 年一季度底二季度初往后
通胀	震荡上行	见顶回落
货币政策	收缩	观望、停止收缩
市场	震荡回调但下跌空间不大	震荡上行
配置	消费品+主题投资（新兴产业等）	周期性行业回升

注：时间点仅供参考，重点是关注通胀和货币政策的变化。

资料来源：招商证券研发中心

3、如何面对估值分化问题

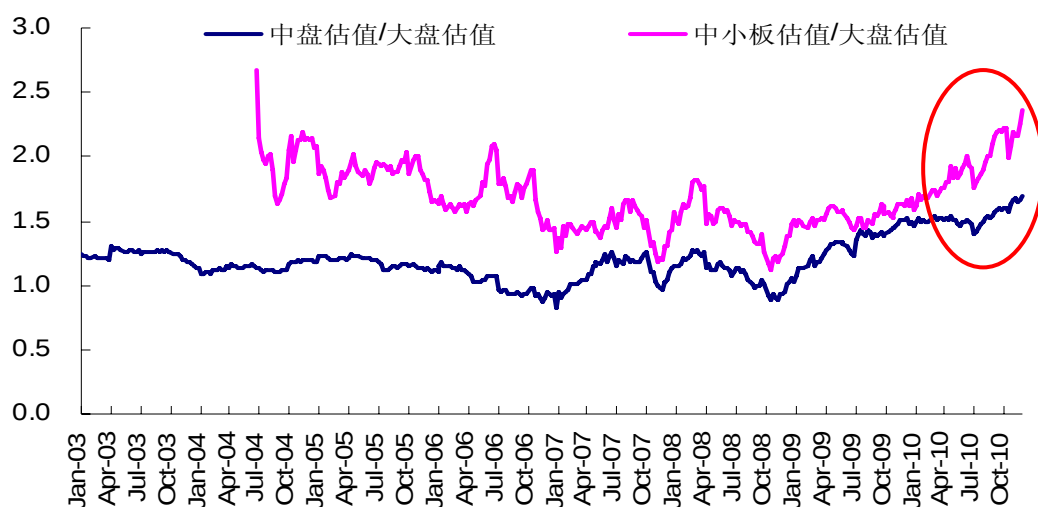
从定性的角度看，在通胀见顶回落和货币政策紧缩过程中，仍适宜于配置消费品，但消费品的估值相对于周期性行业来说明显偏高，当前面临比较显著的估值分化问题。对此，我们的理解如下：

其一，在通胀不再显著恶化、货币政策收缩但不特别严厉的情况下，消费品会有震荡上行的空间但短期内的空间越来越有限；相应的周期性行业仍会面临紧缩的压力但是往下空间也有限。待到通胀见顶回落和货币政策停止收缩时，周期性行业开始筑底回升。

其二，如果通胀超预期引起货币政策更加严厉紧缩，消费品和新兴产业会补跌，但补跌之后市场的热点仍会回归这些行业，原因在于超预期的紧缩会引起经济担忧和对周期性行业的恐慌。

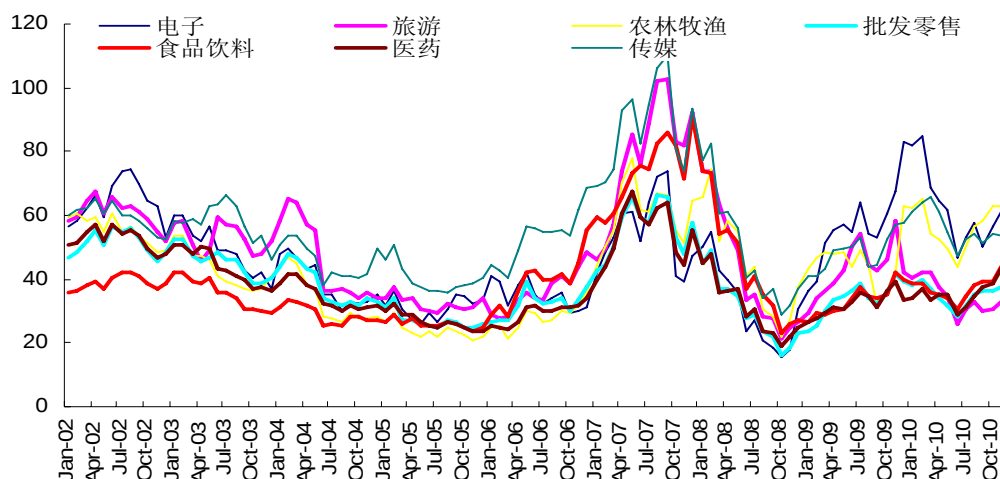
根据上面的分析，我们的判断是在明年一季度底之前，消费品震荡小涨、周期品震荡小跌或盘整，当通胀见顶回落货币政策有放松预期时，周期品有望大涨。

图 14：以消费、新兴产业为代表的中小盘估值相对于大盘股估值水平持续上升



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 15: 消费品中旅游、食品饮料、商业和医药估值尚合理而电子和农牧估值明显偏高



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

三、行业比较和股票组合

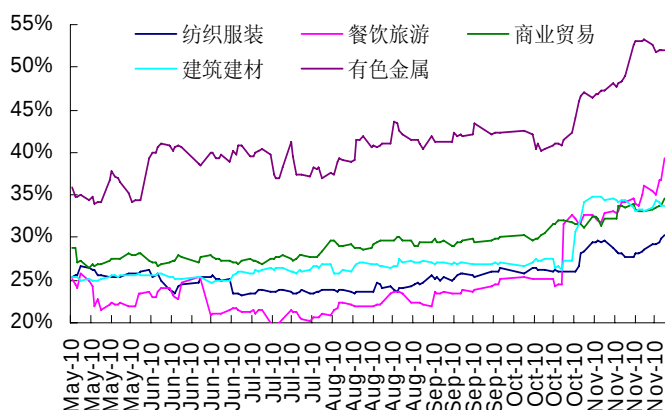
按照我们前述的策略和配置逻辑, 在通胀见顶回落初期之前(时间上有可能是明年一、二季度之交)仍需要重点配置消费品和新兴产业的股票; 到了通胀回落、货币政策有较强的放松预期时才是系统性配置周期性行业的时间。

对于当前来说, 需要思考的问题是, 在消费品行业里还有哪些子行业或者公司具有较高的成长性而需要重视、新兴产业里面有哪些公司或者子行业仍具有估值优势; 在周期性行业里面哪些行业相对更好而值得提前布局。

1、寻找超预期行业和公司

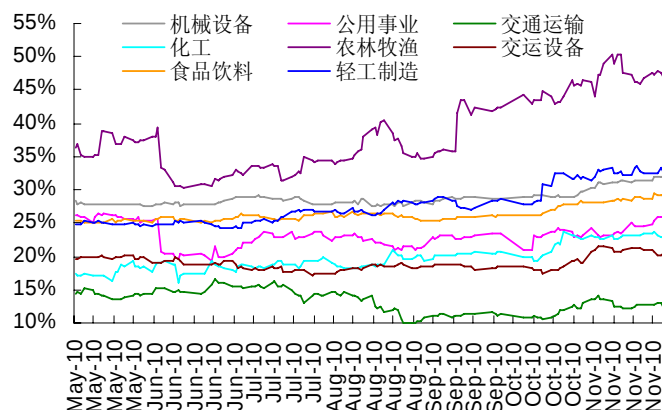
为此, 我们跟踪和统计了朝阳永续的行业盈利增长预期, 当市场对某一个行业的盈利预期出现持续上调时, 这些行业就值得重视。据数据显示, 对于明年的业绩增长, 最近明显上调的消费品行业有餐饮旅游、纺织服装、商业贸易, 温和上调的有食品饮料; 医药和电子行业预期稳定。在周期性行业当中, 建材和有色行业业绩预期出现大幅上调, 机械设备、化工温和上调。

图 16: 11 月份以来业绩预期大幅上调的行业



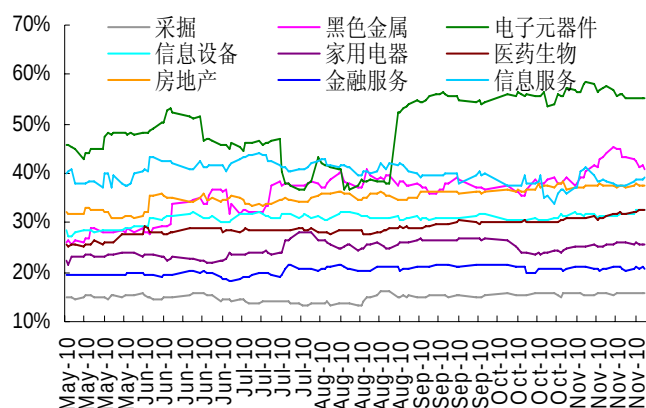
数据来源: 朝阳永续, 招商证券研发中心

图 17: 11 月份以来业绩预期温和回升的行业



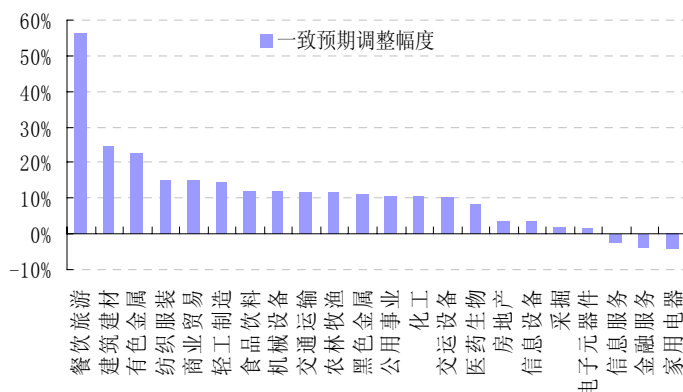
数据来源: 朝阳永续, 招商证券研发中心

图 18: 11 月份以来业绩预期基本没有变化的行业



数据来源: 朝阳永续, 招商证券研发中心

图 19: 四季度以来各行业业绩预期调整幅度比较



数据来源: 朝阳永续, 招商证券研发中心

找到了业绩预期上调幅度较大的行业之后, 我们进一步梳理了各行业子行业的情况盈利、估值情况以及相应公司, 如表 2。考虑到盈利前景与估值的安全边际, 我们相对看好旅游、纺织、零售、食品、农产品加工、饲料、渔业、医药生物、电子元器件等行业, 这些行业在年底和明年一季度的配置中仍值得重点关注。

表 2: 消费行业比较和重点公司推荐

行业	盈利前景	估值	PEG	推荐公司
餐饮旅游	旅游: 世博会冲击消除, 明年景气大幅提升	偏低	0.75	丽江旅游、中国国旅、首旅股份、中青旅
	餐饮: 盈利增长稳中有升 (>30%)	合理	1.24	湘鄂情
	酒店: 09 年基数较高, 明年增速相对较低	偏高	--	金陵饭店
纺织服装	纺织: 盈利增长稳中有升 (>30%)	偏低	0.77	罗莱家纺
	服装: 盈利增长基本稳定	合理	0.95	美邦服饰、伟星股份、七匹狼
商业贸易	零售: 盈利增速不断上调, 受益于扩大内需 (>30%)	偏低	0.66	天虹商场、广州友谊、南京新百
	贸易: 盈利增长基本稳定	合理	0.83	
轻工制造	包装印刷: 景气高位, 盈利增长基本稳定	偏低	0.78	合兴包装
	造纸: 盈利增长稳中有升, 受益于人民币升值	偏高	0.48	岳阳纸业
	其它轻工: 盈利增长稳中有升 (>30%)	偏低	0.93	瑞贝卡
食品饮料	食品加工: 景气上升, 但总体增速不高	偏低	1.31	双汇发展
	食品制造: 盈利增长保持稳定 (>40%)	合理	0.91	安琪酵母、佳隆股份、伊利股份
	饮料制造: 盈利增长稳中有升, 通胀背景下受益于产品提价	合理	1.12	贵州茅台、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、沱牌曲酒
农林牧渔	农产品加工: 总体景气程度较高, 波动明显 (>50%)	偏低	0.59	中粮屯河、新中基、东陵粮油
	农业综合: 总体景气程度较高, 有下滑趋势	偏低	0.70	新希望
	饲料: 景气程度维持高位 (>40%)	偏低	0.70	大北农、正邦科技
	渔业: 景气程度维持高位 (>40%)	偏低	0.80	好当家、獐子岛、开创国际
	种植业: 景气程度维持高位	偏低	1.19	登海种业、敦煌种业
医药生物	林业: 景气程度较高	偏高	--	
	化学制药: 盈利增长持续上升 (>30%)	合理	0.85	华北制药、恩华药业、浙江医药、信立泰
	生物制品: 盈利增长相对稳定, 受益于战略性新兴产业规划	偏高	1.10	双鹭药业、天坛生物、华兰生物、上海莱士
	医疗器械: 盈利增长相对稳定, 受益于战略性新兴产业规划	合理	1.17	鱼跃医疗、乐普医疗、新华医疗
	医药商业: 盈利增长相对稳定	合理	1.23	国药股份、一致药业
	中药: 盈利增长相对稳定	合理	1.14	东阿阿胶、贵州百灵、片仔癀、康美药业、益佰制药
	医疗服务: 景气维持高位、稳定 (>50%)	偏低	0.79	爱尔眼科

电子元器件	半导体：行业景气稳步上升（>60%）	偏低	0.65	乾照光电、华微电子
	元件：景气回升，增速较快快（>30%）	偏低	0.99	超声电子、生益科技
	显示器件：景气趋势下滑，	合理	--	莱宝高科、彩虹股份
	其它：增长较为稳定，增速较快（>30%）	偏低	0.95	大族激光
信息服务	传媒：盈利增长相对稳定	偏低	1.94	博瑞传播、天威视讯、奥飞动漫
	计算机应用：增长较为稳定，增速较快（>30%），	偏低	1.21	川大智胜、浪潮信息、广电运通、华胜天成
	受益于战略性新兴产业规划			
	通信运营：处于景气高位	偏低	0.27	中国联通
	网络服务：景气趋于下滑	偏低	0.87	歌华有线、武汉塑料
交运设备	汽车：基本稳定，增速相对较慢	合理	0.73	宇通客车
	汽车零部件：景气回升	偏高	1.13	中鼎股份、松芝股份、潍柴动力、天润曲轴、一汽富维
	非汽车交运设备：景气持续稳步上升	合理	0.85	中国南车、中国北车、西飞国际
	汽车服务：景气回升，但波动较大	偏低	0.65	
家电	白电：景气程度小幅下滑	合理	0.65	格力电器、九阳股份
	视听器材：基本稳定	偏低	0.73	

注：保守起见，估值水平以 11 年预测 PE 与 10 年 7 月份低点相比。

数据来源：招商证券研发中心

2、在产业升级和新兴产业领域寻找最具潜力的子行业和公司

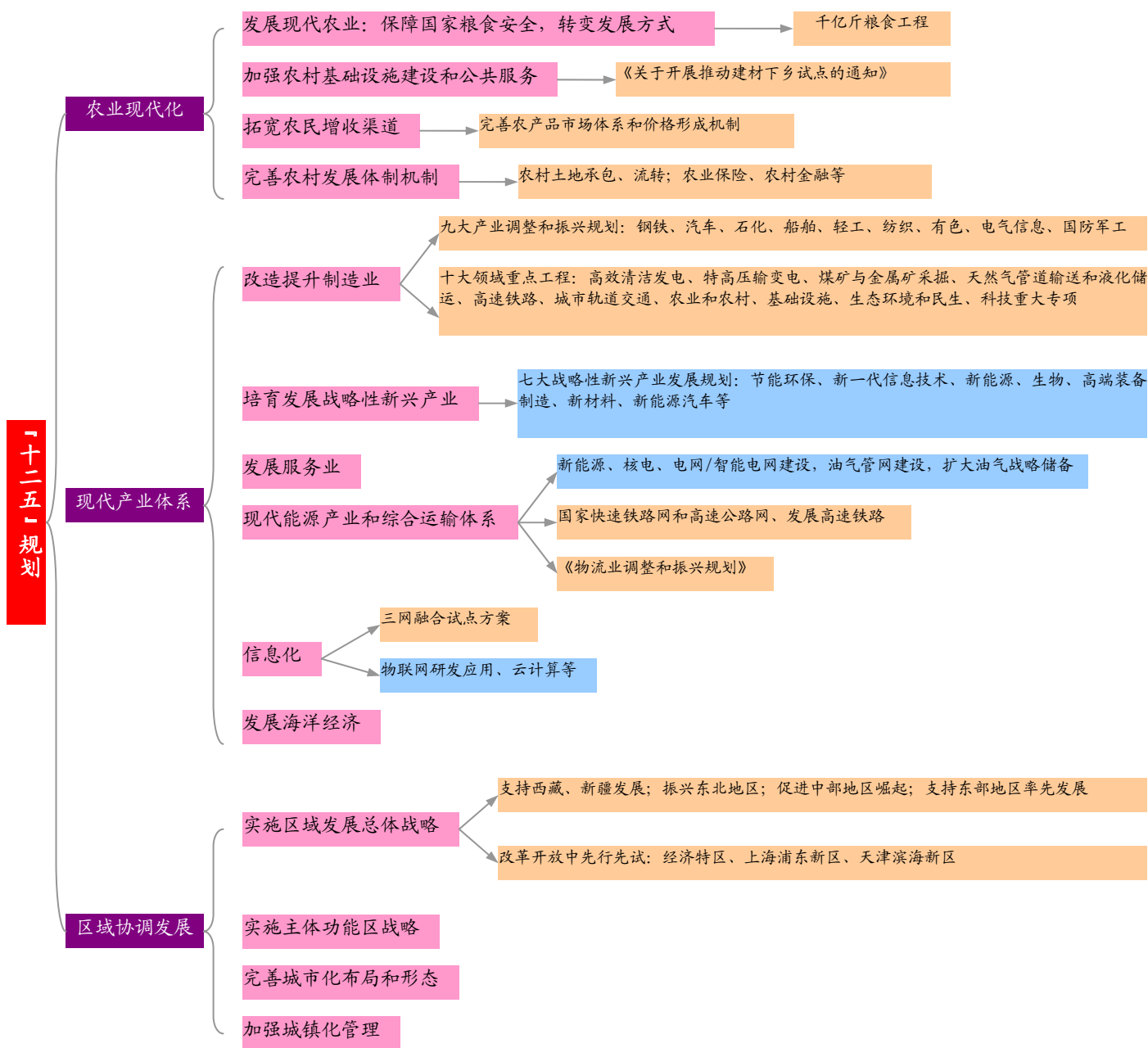
2009 年以来，国务院出台的各种政策性规划文件多达数十个，这些规划主要集中在农业与农村、产业结构以及区域经济发展等方面。而即将出台的“十二五”规划在全面梳理这些已有政策地同时，又提出了新的重点发展方向，即改造提升制造业和培育发展七大战略性新兴产业，这些规划对于中国制造业实现“由大变强”至关重要，我们相信产业升级和新兴产业等仍将成为未来比较长时间内的投资热点。

我们按照“改造提升制造业”、“培育新兴产业”、“加强现代能源产业和综合运输体系建设”等三个方面对“十二五”规划涉及的重点行业及相应的上市公司进行了梳理，以便把握投资机会。

值得一提的是，新兴产业和产业升级行业已经被市场充分认识和炒作，我们认为，随着时间的推移，更重要的事情是从中甄别出最具潜力的、最有可能发展壮大行业和公司。毕竟一个国家的产业发展既需要国家政策的扶持，也要符合产业结构的发展规律，更要结合自身的条件，只有符合具备综合优势的产业才最具有发展空间和投资机会。

为此，我们结合国家政策导向、历史上发达国家产业结构发展变化的规律、以及当前中国各个相关行业的发展条件和基础综合分析认为，**在众多行业中如下几个领域值得重点重视：核电、风电、高压输变电、高铁、轨道交通、节能、信息网络、集成电路及显示设备、生物医药、生物农业、航空航天以及新材料等，这些重点行业和公司在下文的表格中我们特意用加粗表示。**

图 20: “十二五”规划内容概览



资料来源：招商证券研发中心

(1) 改造提升制造业

“十二五”规划将改造提升制造业放在发展现代产业体系的首位，凸显在全球经济新格局以及人民币升值背景下发展先进制造业的紧迫性和重要性。

“发展先进装备制造业，调整优化原材料工业，改造提升消费品工业，促进制造业由大变强。”

2009 年，国务院提出国产装备国内市场满足率稳定在 70%左右的规划目标，并确定十大领域重点工程，包括：高效清洁发电、特高压输变电、煤矿与金属矿采掘、天然气管

道输送和液化储运、高速铁路、城市轨道交通、农业和农村、基础设施、生态环境和民生以及科技重大专项等。

表 3: 装备制造业十大领域重点工程

重点领域	规划目标*	重点工程	重点开发设备或技术	受益公司
高效清洁发电	到 2020 年,核电、水电和风电装机规模将分别达到 8600 万千瓦、3 亿千瓦和 1 亿千瓦,是目前的 8.6 倍、1.5 倍和 2.5 倍。	辽宁红沿河、福建宁德和福清、广东阳江、浙江方家山和三门、山东海阳等核电站;东北、西北、华北北部和沿海地区大型风电场工程	核电设备: 压力容器、蒸汽发生器、控制棒驱动机构、核级泵阀、应急柴油机 风电设备: 变频控制系统、风电轴承、碳纤维叶片 水电设备: 70 万千瓦以上水电设备、大型抽水蓄能机组 火电设备: 百万千瓦级超临界/超超临界火电设备、大型燃气机组、垃圾焚烧发电设备	东方电气、上海电气、中国一重、二重重装 金风科技 长江电力
特高压输变电	“十二五”期间,特高压总投资将高达 4000 亿元,其中设备投资将达到 2500 亿元左右。	特高压交直流输电示范工程	交流变压器、直流换流变压器、电抗器、电流互感器、电压互感器、全封闭组合电器	中国西电、许继电气、平高电气、特变电工、天威保变
煤矿与金属矿采掘		平朔东、胜利东二号、白音华、朝阳等十个千万吨级大型露天煤矿,酸刺沟等十个深井煤矿,大型金属矿建设	新型采掘、提升、洗选设备及电牵引采煤机、液压支架、大型矿用电动轮自卸车、大型露天矿用挖掘机等	柳工、郑煤机
天然气管道输送和液化储运		西气东输二线、陕京三线等天然气管道输送工程,浙江、江苏、珠海、青岛等液化天然气接收站工程	长距离输送管道燃压机组、大型管线球阀和控制系统、大型液化天然气运输船及接收站等设备	
高速铁路	到 2020 年,建设客运专线 1.6 万公里以上。	京沪、京广、京沈、沪昆等高速铁路客运专线,西部干线铁路,煤运通道建设项目	高速动车组、大功率交流传动电力/内燃机车、重载货车、大型养路机械等装备	中国南车、中国北车
城市轨道交通	预计到 2020 年,中国城市轨道交通线路总长将超过 3000 公里。	北京、上海、广州、深圳等 17 个城市近 70 条线路工程项目	城市轨道交通车辆、信号系统、列车网络控制系统、制动系统、主辅逆变器机电设备等	中国南车、中国北车、国电南瑞、上海电气
农业和农村		千亿斤粮食工程	耕作机械: 大功率拖拉机及配套农具、节能环保中型拖拉机、免耕播种机 收获机械: 通用型谷物联合收割机、新型半喂入式水稻联合收割机、高效玉米联合收割机、自走式采棉机 其他: 节水型喷灌设备、灌溉和排涝设备、农产品精深加工成套设备、沼气除料设备、农村安全饮用水净化设备	全柴动力 大禹节水
基础设施			大型、新型施工机械: 大型隧道全断面掘进机、大型履带吊和全路面起重机、架桥机、沥青混凝土搅拌和再生成套设备	三一重工、中联重科

生态环境和民生

机场专用装备：空管设备和空管自动化系统、行李和货物高速分拣系统、安检设备与智能化监测系统、航显综合系统及设备、机场信息集成系统及设备	川大智胜
港口机械：大型斗轮堆取料机、翻车机、装卸船机。	振华重工、中船股份
生态环境：污水污泥处理设备、脱硝脱硫设备、余热余气循环再利用设备、环境在线监测仪器仪表	桑德环境、龙净环保、先河环保
社会民生：食品、药品、煤矿瓦斯等安全检测设备，重大事故应急救援设备，数字化医疗设备	华测检测、阳普医疗

注：*数据为估计值。

数据来源：中国政府网，招商证券研发中心

（2）培育发展战略性新兴产业

“积极有序发展新一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等产业，加快形成先导性、支柱性产业，切实提高产业核心竞争力和经济效益。”

2010 年 10 月，国务院下发《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，其中明确了发展七大战略新兴产业的目标和任务。

- 到 2015 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 8%左右；
- 到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15%左右；
- 再经过十年左右的努力，战略性新兴产业的整体创新能力和产业发展水平达到世界先进水平；
- 节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。

表 4：七大战略性新兴产业

产业	规划目标	细分行业	受益公司
节能环保产业	中国环保产业在未来较长时间内仍将保持年均 15%-20% 的增长速度。“十二五”期间，我国的环保投资需求将比过去的五年增加一倍以上，超过 3 万亿元。	在节能产业方面，发展高效节能技术和装备，包括锅炉窑炉、电机及拖动设备、余热余压利用装备、节能监测技术和装备，重点示范推广稀土永磁无铁芯电机、基于吸收式换热的新型热电联产集中供热技术等。 在环保产业方面，发展先进环保技术和装备，包括污水、垃圾处理，脱硫脱硝，高浓度有机废水治理等。 循环利用产业	卧龙电气、湘电股份、合康变频、荣信股份、宁波韵升、泰豪科技 桑德环境、龙净环保、龙源技术
新一代信息技术产业		信息网络基础设施：推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备和智能终端的研发及产业化，加快推进三网融合，促进物联网、云计算的研发和示范应用。 着力发展集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。 提升软件服务、网络增值服务等信息服务能力，加快重要基础设施智能化改造。 大力发展数字虚拟等技术，促进文化创意产业发展。	中兴通讯、烽火通信、国民技术、海康威视、武汉塑料、浪潮信息、东软集团 莱宝高科、超声电子、乾照光电 浪潮软件 华谊兄弟、奥飞动漫

生物产业

到 2015 年左右,生物产业总产值达到 1.5 万亿元,其中现代生物产业产值达到 8 千亿元。2020 年全国生物产业增加值突破 2 万亿元,占 GDP 比重达到 4%以上

大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种,提升生物医药产业水平。

加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化,促进规模化发展。

着力培育生物育种产业,积极推广绿色农用生物产品,促进生物农业加快发展。推进生物制造关键技术开发、示范与应用。

加快海洋生物技术及产品的研发和产业化。

重点发展以干线飞机和通用飞机为主的航空装备,做大做强航空产业。

积极推进空间基础设施建设,促进卫星及其应用产业发展。

依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设,大力发展轨道交通装备。

面向海洋资源开发,大力发展海洋工程装备。

强化基础配套能力,积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备。

积极研发新一代核能技术和先进反应堆,发展核能产业。

加快太阳能热利用技术推广应用,开拓多元化的太阳能光伏光热发电市场。

提高风电技术装备水平,有序推进风电规模化发展,加快适应新能源发展的智能电网及运行体系建设。

因地制宜开发利用生物质能。

大力发展稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料。

积极发展高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料等先进结构材料。

提升碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料发展水平。

开展纳米、超导、智能等共性基础材料研究。

着力突破动力电池、驱动电机和电子控制领域关键核心技术,推进插电式混合动力汽车、纯电动汽车推广应用和产业化。

开展燃料电池汽车相关前沿技术研发,大力推进高效、低排放节能汽车发展。

华北制药、恒瑞医药、华兰生物、双鹭药业、浙江医药、片仔癀、天坛生物、天士力、云南白药、乐普医疗、鱼跃医疗

登海种业、晨光生物、星河生物

东方海洋、开创国际

西飞国际、中航精机

中国卫星、北斗星通

中国南车、中国北车

中国船舶、中集集团、海油工程、中海油服

沈阳机床、陕鼓动力、日发数码

东方电气、上海电气、二重重装、中国一重

天威保变、南玻 A、风帆股份、拓日新能、孚日股份

长园集团、百利电气、置信电气

北大荒、荣华实业、包钢稀土、宁波韵升、佛塑股份、云天化、

太钢不锈、大冶特钢、宝钛股份、锡业股份、厦门钨业、金发科技、普利特、烟台万华、红宝丽、烟台氨纶、中钢吉炭

博云新材、爱仕达

科力远

高端装备制造产业

新能源产业

新材料产业

新能源汽车产业

数据来源:中国政府网,招商证券研发中心

(3) 加强现代能源产业和综合运输体系建设

“加快新能源开发,推进传统能源清洁高效利用,在保护生态的前提下积极发展水电,在确保安全的基础上高效发展核电,加强电网建设,发展智能电网,完善油气管网,扩大油气战略储备。”

“推进国家运输通道建设，基本建成国家快速铁路网和高速公路网，发展高速铁路，加强省际通道和国省干线公路建设，积极发展水运，完善港口和机场布局，改革空域管理体制。”

（4）日本在产业结构调整方面的一些经验

“十二五”规划建议中的很多表述，实际上也是 70 年代日本制造业结构升级的真实写照。回顾日本的制造业升级路径，我们看到如下特点，可供我们参考：

- 组装加工业的快速发展。日本汽车凭借着低能耗和低成本等优势不断开拓国际市场，产业规模迅速扩大；以精密仪器为代表的先进制造业通过技术引进和本土创新相结合获得增长迅速；在生产要素、生产销售网络等优势支撑下，家电产业开始跻身国际先进行列。
- 原材料产业结构进一步优化。高能耗、高污染型的钢铁、石化、水泥和有色金属等产业在石油危机后进入衰退时期；低附加值产品的生产开始向国外转移，技术含量更高的产品则保留在国内生产。
- 消费制造业不断发展壮大。食品饮料、家具和服装服饰等行业产值比重均有不同程度的提高，其中，食品饮料行业的比重（GDP）由 1972 年的 9.9% 上升至 1978 年的 11.8%。

表 5：1972-1978 年日本制造业构成变化

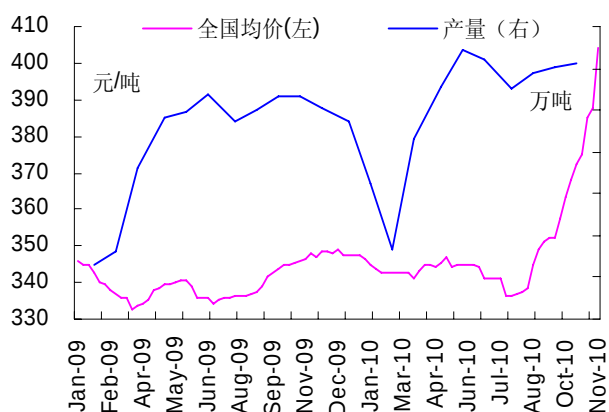
	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
制造业（占 GDP）	36.0%	36.4%	35.3%	32.3%	32.7%	32.1%	31.8%
食品饮料	9.9%	9.2%	9.0%	11.2%	11.4%	12.6%	11.8%
纺织	4.8%	5.2%	5.1%	4.8%	4.2%	3.9%	3.7%
造纸	2.6%	2.7%	3.6%	3.1%	3.0%	2.9%	2.7%
化工	8.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.7%	8.2%
石油及煤炭	4.7%	4.5%	1.4%	3.6%	4.2%	4.6%	5.2%
非金属矿产品	4.4%	4.6%	4.9%	4.3%	4.1%	4.0%	4.2%
钢铁	9.0%	9.7%	10.0%	8.6%	8.4%	7.0%	8.7%
非铁金属	2.2%	2.4%	2.6%	2.4%	2.7%	2.9%	2.7%
金属制成品	5.9%	6.4%	6.5%	5.6%	4.7%	4.9%	5.0%
一般机械	9.5%	9.2%	10.1%	9.9%	9.1%	9.3%	9.0%
电气机械、设备与供应	11.1%	10.6%	10.2%	9.2%	10.1%	10.2%	10.1%
运输设备	11.5%	11.8%	11.9%	12.9%	13.6%	13.1%	11.8%
精密仪器	1.7%	1.8%	2.1%	1.7%	1.7%	1.9%	1.9%
服装及附属物	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%
木制品	2.3%	2.7%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
家具	1.4%	1.4%	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
出版印刷	3.4%	3.1%	3.3%	3.8%	3.6%	3.6%	3.7%
皮革及其制品	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
橡胶	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其它	3.5%	3.7%	4.3%	3.7%	4.0%	3.9%	3.8%

数据来源：日本国家统计局，招商证券研发中心

3、周期性行业系统性机会尚需等待，但个别行业不乏亮点

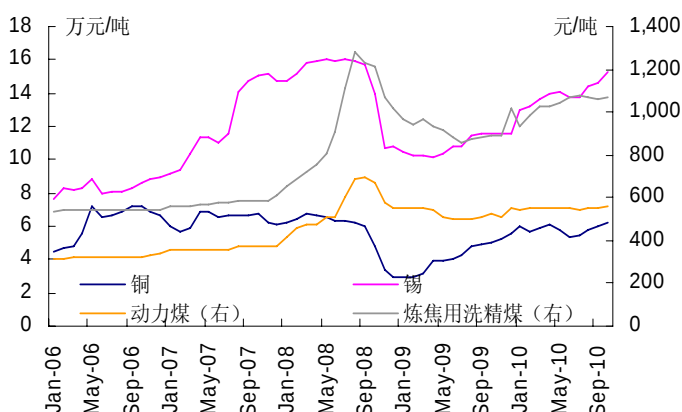
由于周期性行业的体系性机会尚需等待，而且周期性行业的机会通常是系统性和行业性机会，我们在此处不再推荐股票组合。但从近期行业盈利预期调整和行业价格情况看，**水泥和有色、煤炭**等行业相对于其他周期性行业具有比较优势，由于煤炭有色等资源品在通胀上升过程中相对有利且受国际大宗商品价格影响，预计会有间歇性、波动性行情。

图 21：水泥产量和价格



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 22：煤炭和部分有色的价格



数据来源：WIND，招商证券研发中心

四、总结

由于当前通胀已经到了比较敏感的位置，在通胀见顶回落之前，受制于高通胀预期及相应的货币政策紧缩压力，市场会感受到压抑的气氛；但是由于受货币政策紧缩影响的行业在上半年房地产调控过程中估值水平已大幅下跌，所以市场整体也不具备大幅下跌空间，以弱势震荡为主；预计在明年一二季度之交，通胀有望见顶回落，此后货币政策收缩将告一段落甚至有放松可能，届时市场出现回升的概率较大。

明年上半年配置先消费后周期，从消费逐渐过渡到周期。在货币政策收缩过程中，周期性行业暂时受负面影响，虽然估值较低但缺乏系统性机会，相反消费品行业和新兴产业因为具有稳定增长的特征、受流动性负面冲击较小、良好的政策预期等，仍值得继续坚持配置；等明年上半年通胀回落、货币政策紧缩预期消除之后，周期性行业将会出现系统性上涨机会。

在年底至明年一季度底的行业配置方面，关键是从消费、新兴产业、产业升级等高估值领域中选择业绩增长预期有上调、估值仍有空间的子行业和公司；而从低估值周期性行业中把握个别热点的脉动。我们建议超配旅游、纺织服装、商业、食品饮料、农林牧渔、电子等行业和军工、电力设备等装备制造业。周期品中现在看来水泥和有色、煤炭业绩上调较多，相对于其他周期行业会有比较优势，估计会有间歇性机会。

表 6: 明年一季度行业配置建议和重点公司

行业	状况	重点公司
旅游	超配	丽江旅游、中国国旅、首旅股份、中青旅
纺织服装	超配	美邦服饰、伟星股份、罗莱家纺
食品饮料	超配	安琪酵母、星湖科技、佳隆股份、双汇股份、贵州茅台、张裕 A
批发零售	超配	天虹商场、广州友谊、新华百货
医药	超配	华北制药、贵州百灵、双鹭药业、南京医药、爱尔眼科、鱼跃医疗、东阿阿胶
电力设备	超配	湘电股份、科陆电子、东方电气、百利电气
航天军工	超配	中航精机、博云新材、航空动力
农林牧渔	超配	獐子岛、登海种业、新希望、圣农发展
建材	标配	伟星新材、南玻 A、塔牌集团、北新建材
有色金属	标配	中色股份、锡业股份、包钢稀土、厦门钨业、山东黄金
煤炭	标配	鲁润股份、山煤国际、国阳新能、潞安环能
电子	标配	莱宝高科、乾照光电、海康威视、大族激光
建筑施工	标配	金螳螂、中工国际、东华科技、东方园林
化工	标配	浙江龙盛、新纶科技、海利得、霞客环保、彩虹精化、鼎龙股份、多氟多
航空机场	标配	南方航空、厦门空港、中信海直
保险	标配	中国平安
机械	标配	潍柴重机、三一重工、中国北车、中国一重
传媒	低配	博瑞传播、武汉塑料、奥飞动漫
家电	低配	格力电器
汽车	低配	中鼎股份、鼎盛天工、松芝股份
电力	低配	京能热电、国电电力
公用事业	低配	桑德环境
计算机	低配	长城电脑
通信设备	低配	中兴通讯
通信服务	低配	中国联通
银行	低配	兴业银行、浦发银行
房地产	低配	福星股份、中国国贸、北京城建
钢铁	低配	新兴铸管、八一钢铁
石油石化	低配	中海油服、沈阳化工
水陆运输	低配	铁龙物流、长航凤凰、珠海港、海峡股份
造纸印刷	低配	岳阳纸业
证券信托	低配	宏源证券、海通证券
综合	低配	

资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈文招：南开大学经济学硕士。曾工作于国家发改委经济运行局。2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、投资策略、产业比较和选择等方面的研究。2007 年 9 月加盟招商证券研发中心，目前负责策略研究。

苏舟：上海交通大学经济学硕士，2008 年进入招商证券研发中心，从事策略研究。

张权：武汉大学经济学硕士，2 年宏观研究经验，2010 年进入招商证券研发中心，从事宏观策略研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。