

# 十二五规划开局 机构博弈新时代

2011年上半年A股市场投资策略报告

2010年12月17日

## 投资要点:

- ◇ 2010年股市出现了振荡格局，上证指数主要在3200-2400点范围内大幅波动，年初为高点，二季度持续下跌，三季度筑底反弹，走势有很多超预期的地方，特别是在个股行情方面，小盘股和主题投资板块走出了上升通道，蓝筹股则大起大落整体走势趋弱。
- ◇ 在管理层的推动下股指期货2010年亮相，迈入全流通门槛股市后博弈格局彻底改变，市场进入了机构博弈时代。同时在2010年政策针对股市推行市场化的方针，调控的重心主要在于经济，宏观经济政策在保增长、调结构、控通胀等多个目标之间摇摆，造成了机构围绕政策预期互相博弈。在新的博弈机制作用下，股市的波动规律出现了很多和以往历史不同的特点。
- ◇ 2011年市场全流通体系以及双向交易机制会进一步深化发展，机构博弈格局会进一步延续，由于2011年经济增长面临更加复杂的局面，政策调控的重点依旧在于经济而不是资本市场，缺少政策的直接扶植，股市难以走出整体性、持续性的单边上涨走势。从经济形势看，2011年宏观经济将面临一个减速然后回升的转变，转折点就在年中，在经济回落企稳前2011年上半年股市有很大概率将继续维持振荡格局。
- ◇ 2011年上半年通胀压力居高不下，政策面不确定因素增多，振荡市的演绎会更加曲折。目前市场整体估值水平处于历史低位，由于负利率将会长期存在，市场存在被热钱冲击的机会，2011年上半年股市存在中期行情机会。但另一方面，目前市场结构性泡沫也非常突出，我们判断2011年股市将面临新一轮个股分化，小盘股以及主题投资的泡沫膨胀后会快速收缩，蓝筹股继续维持重心上移的箱体振荡，这两个板块的合力作用决定了指数的运动轨迹和振荡区间。
- ◇ 2011年上半年在投资策略方面我们强调围绕十二五规划寻找价值成长型股票，主要关注新兴产业以及大消费领域，但同时投资者要注意这些个股过分炒高之后的风险。稳健型投资者可以配置低估值的蓝筹股板块。在2011年上半年的振荡格局当中投资者应保持冷静，既要看到机会，也要做好防范小盘股和主题投资风险释放的准备。

撰稿:

俞杰、费小平  
电话: 0769-22119459  
邮箱: [yj@dgzq.com.cn](mailto:yj@dgzq.com.cn)

SAC 执业证书编号:  
S0340200010016  
S0340208070037

数据图表:

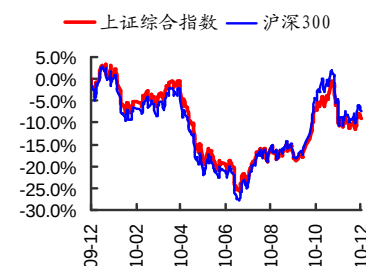
金融工程组、市场策略组  
电话: 0769-22119453

## 市场主要指数 2010 年表现

|        | 收盘点      | 涨幅      |
|--------|----------|---------|
| 上证综指   | 2893.74  | -11.70% |
| 深证成指   | 12759.60 | -6.86%  |
| 沪深 300 | 3225.66  | -9.79%  |
| 中小板    | 7798.77  | 34.12%  |

数据截止: 2010 年 12 月 17 日

## 上证综指一年走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

## 相关报告

2011 年上半年潜力股  
2010 年 12 月 17 日

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 2010 年 A 股市场回顾：非典型振荡市.....       | 4  |
| 1.1 颠覆历史规律的振荡格局 .....               | 4  |
| 1.2 个股行情的结构分化与热点切换.....             | 5  |
| 1.3 暖味的政策面 .....                    | 7  |
| 2. 寻求破解股市矛盾的钥匙 .....                | 12 |
| 2.1 基本面、资金面与市场走势的矛盾.....            | 12 |
| 2.2 市场博弈格局的改变 .....                 | 14 |
| 2.3 博弈的钥匙——政策预期 .....               | 16 |
| 3. 2011 年经济形势展望.....                | 18 |
| 3.1 2010 年宏观经济形势回顾 .....            | 18 |
| 3.2 2011 年上半年经济增速止跌回升.....          | 19 |
| 3.3 通胀防范形势严峻 .....                  | 21 |
| 4. 2011 年上半年股市投资策略：围绕十二五规划布局.....   | 23 |
| 4.1 2011 年上半年股市：振荡格局的进一步深化和延续.....  | 23 |
| 4.2 2011 年：十二五规划的开局之年.....          | 25 |
| 4.3 十二五规划受惠的行业与板块.....              | 27 |
| 4.4 2011 年上半年投资策略：重点布局新兴产业和大消费..... | 30 |

## 插图目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图 1：上证指数 2010 年走势回顾（附 3478 点以来月 K 线图） .....        | 4  |
| 图 2：2010 年初至今以及 9 月 15 日至今两个阶段各行业涨跌幅对照.....        | 5  |
| 图 3：2010 年各主要指数走势对照图 .....                         | 6  |
| 图 4：05 年以来中证 500 指数相对沪深 300 指数溢价走势.....            | 7  |
| 图 5：2005 年以来市场融资情况一览 .....                         | 9  |
| 图 6：2007 年以来股票型基金发行情况一览.....                       | 10 |
| 图 7：2010 新股发行月度规模与家数一览 .....                       | 10 |
| 图 8：06 年以来单季度上市公司净利润总额以及同比增速对照.....                | 12 |
| 图 9：06 年底以来我国新增信贷和 M1、M2 增长 .....                  | 13 |
| 图 10：2008 年以来 A 股持仓帐户以及开户、交易数据一览.....              | 14 |
| 图 11：大小非减持月度数据以及当月大宗交易数据.....                      | 15 |
| 图 12：06 年以来股市流通市值占总市值比例、流通市值占 M2 比例以及总市值增长一览 ..... | 15 |
| 图 13：01 年以来股市季度波动与 GDP、工业增加值波动对照.....              | 16 |
| 图 14：PMI 季度均值与 GDP 季度增速对照 .....                    | 19 |
| 图 15：预警指数、先行指数与 GDP 同比增速对照.....                    | 20 |
| 图 16：2011 年各主要经济指标走势预测.....                        | 21 |
| 图 17：2011 年 CPI 走势预测 .....                         | 22 |
| 图 18：03 年以来 A 股市场市盈率与市净率波动图.....                   | 24 |
| 图 19：12 月 10 日市场不同市盈率区间个股分布比例.....                 | 24 |
| 图 20：06 年以来基准利率和 CPI 以及新增人民币存款（居民户）变动.....         | 24 |
| 图 21：中证 500 以及沪深 300 指数 2011 年走势预测.....            | 25 |

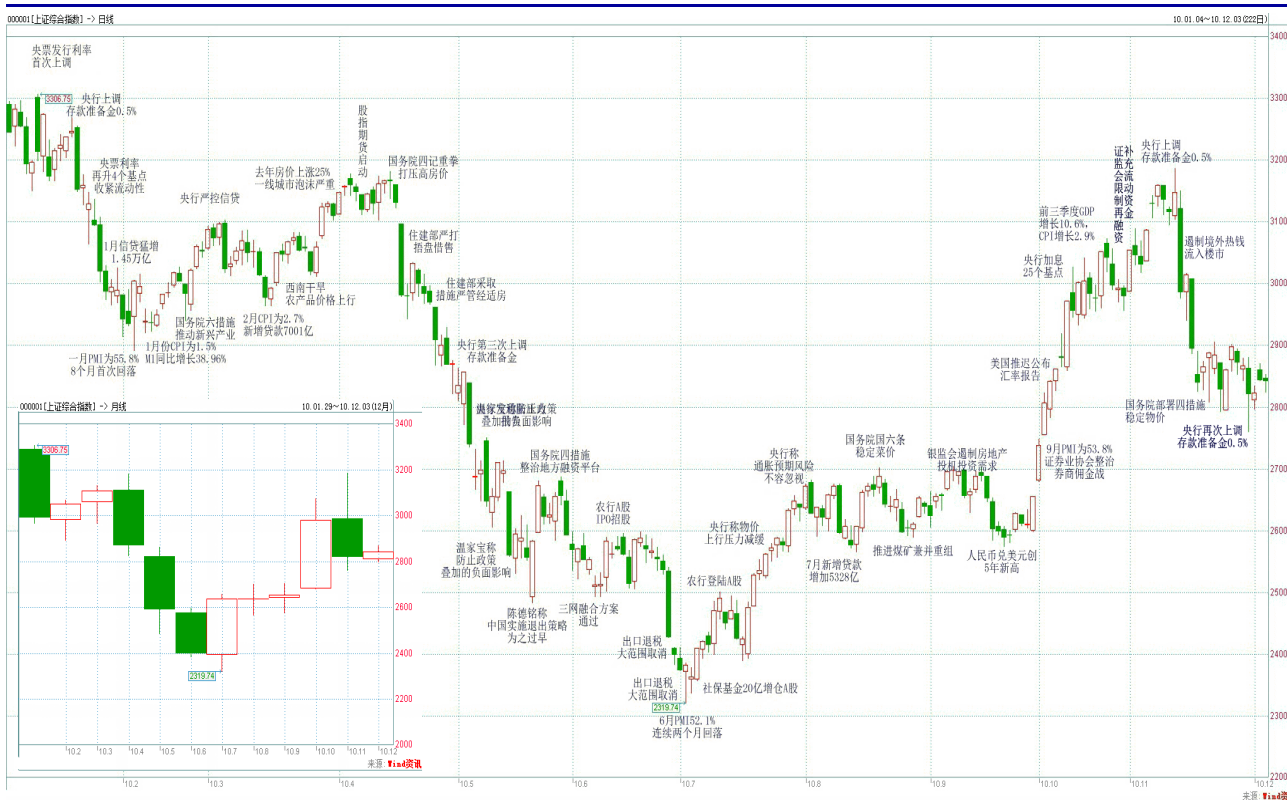
## 表格目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 表 1: 10 年行情的不同阶段特点划分 .....               | 4  |
| 表 2: 2010 年政策面、基本面大事一览 .....             | 7  |
| 表 3: 2010 年各行业三季度业绩增速以及估值水平对照.....       | 13 |
| 表 4: 08 年以来主板、中小板、创业板估值水平和年报业绩增长对照表..... | 17 |
| 表 5: 十二五规划和十一五规划主线和目标对比.....             | 26 |
| 表 6: 大消费各行业涉及十二五规划政策一览.....              | 27 |
| 表 7: 战略性新兴产业中七大产业领域涉及行业和政策动向一览.....      | 28 |
| 表 8: 区域振兴规划中东西部一览 .....                  | 30 |
| 表 9: 2011 年上半年潜力股推荐表.....                | 31 |

## 1. 2010 年 A 股市场回顾：非典型振荡市

### 1.1 颠覆历史规律的振荡格局

图 1: 上证指数 2010 年走势回顾 (附 3478 点以来月 K 线图)



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

2010年股市行情可以说打破了一地眼镜，根据上证报等媒体统计，在去年底大部分机构都看好今年的行情，大型券商更是有八成将今年上证指数高点定在4000点，并且有一半机构认为上半年行情将好过下半年。但是事实是上证指数自1月11日达到3306点的年度高点后，便一路震荡下跌，一直跌了半年时间，其中4月19日指数破位大跌，大盘一直单边下跌到7月2日探至2319点后才开始回升，在这两个半月时间内指数大跌近800点。下半年指数振荡反弹，其中8、9月指数长期横盘一直未能打开反弹空间，然后却在9月底突然在有色金属、煤炭等资源股的拉动下出现一轮暴涨，没过几天就创出历史天量记录，短短半个月內暴涨近500点，几乎完全收复了上半年的失地，但就在市场极端亢奋之时，行情突然刹车，从11月11日3186点开始，短短两周指数就跌回2800以下，然后指数止跌反弹，在2800-2900点的区域又开始横盘整理。

从上图看，2011 年的行情基本可以分为几个阶段：

表 1: 10 年行情的不同阶段特点划分

| 时间             | 指数范围            | 幅度     | 标志事件           | 板块特征                                          |
|----------------|-----------------|--------|----------------|-----------------------------------------------|
| 1月4日<br>——2月3日 | 3306点<br>-2890点 | -12.5% | 央行年初首次上调存款准备金率 | 央行年初就一反常规的收紧流动性，导致地产等蓝筹股板块全面走弱，拖累指数，小盘股相对表现强势 |
| 2月3日<br>——4月15 | 2890点<br>-3181点 | 10%    | 各项产业以及区域振兴规划出台 | 春节前后大盘止跌回升，但蓝筹股只是横盘整理，小盘股以及主题投资加速上涨           |

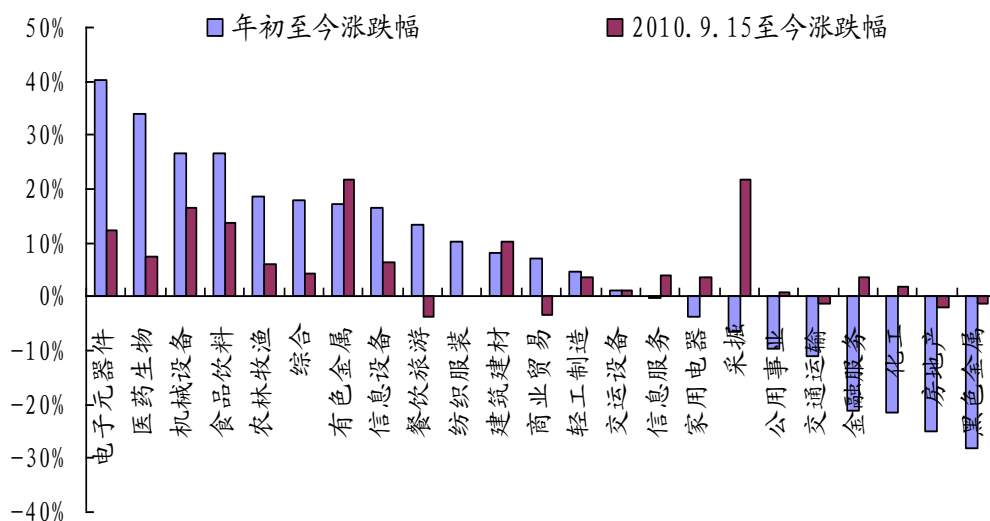
|            |         |       |              |                                                  |
|------------|---------|-------|--------------|--------------------------------------------------|
| 日          |         |       |              |                                                  |
| 4 月 16 日   | 3181 点  | -27%  | 股指期货开始交易，地产  | 单边下跌由地产股的崩盘开始，本来就落后大盘的蓝筹                         |
| ——7 月 2 日  | -2319 点 |       | 新国九条出台       | 股坚决杀跌，以中小板为代表的小盘股在抵抗了一个多月后于 6 月份全面补跌，此时蓝筹股跌幅开始减缓 |
| 7 月 3 日    | 2319 点  | 16%   | 国务院提出加快培育和发展 | 大盘个股行情先是全面超跌反弹，然后消费以及新兴产业                        |
| ——9 月 21 日 | -2704 点 |       | 战略性新兴产业      | 主题开始崛起，以银行股为代表的蓝筹股反弹后走弱，跌回原位，农业银行破发              |
| 9 月 21 日   | 2580 点  | 23.5% | 美联储提出二次定量宽松  | 有色金属、煤炭等资源股短期暴涨，板块指数涨幅超过                         |
| ——11 月 8 日 | -3186 点 |       | 计划           | 50%，同期蓝筹股也否极泰来大幅反弹，而小盘股却几乎没动，但这种二八转换只维持了不到一个月    |
| 11 月 9 日   | 3186-28 |       | 连续提高存款准备金率，  | 资源股、蓝筹股大幅下挫，将前段升幅回吐大半，以创                         |
| ——         | 00 点    |       | CPI 突破 5%    | 业板为首的小盘股持续活跃                                     |

资料来源：东莞证券研究所

可以看到 2010 年行情当中长期横盘与大起大落互相交织，充满了超预期的变化，整体来看，指数出现了一个在 3200 点至 2400 点左右范围振荡的格局，这种振荡市的格局在沪深股市历史上也曾出现过多次，但是 2010 年股市行情波动之剧烈起伏转变之快可以说颠覆了多条历史规律，像年初就是最高点这种现象在沪深股市历史上只有 08 年这样的单边下跌市才有过，一般而言历年振荡市格局当中年初都是位置都是和箱体重心偏离不远的，还没有 2010 年这种年初就是高位的例子。上半年股市的行情已经出乎意料，而下半年股市的大起大落更是罕见，以资源股、蓝筹股为龙头的短期暴涨行情以前也有过，但这种行情从没有出现过如此急促的刹车。各家机构往往是套用过去行情的经验来研判行情，在这种颠覆历史规律的振荡格局当中自然会大跌眼镜。

## 1.2 个股行情的结构分化与热点切换

图 2：2010 年初至今以及 9 月 15 日至今两个阶段各行业涨跌幅对照



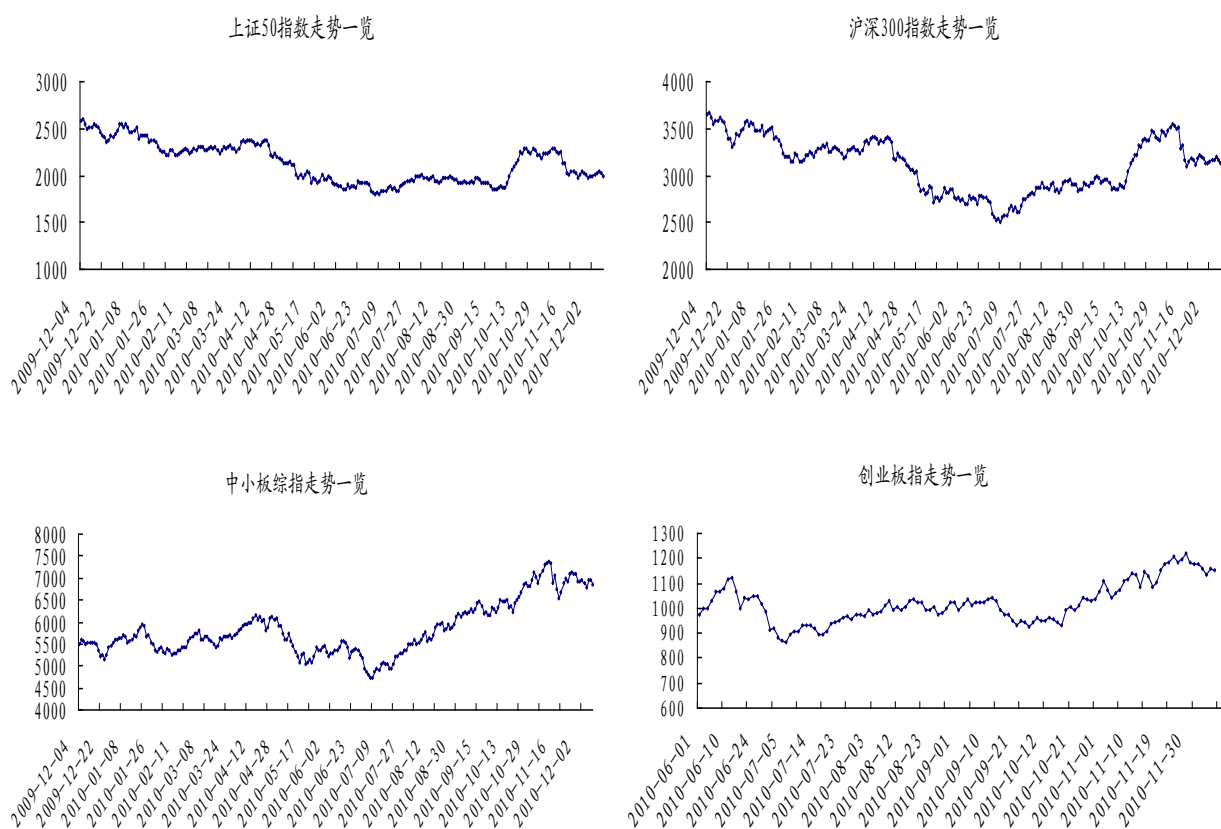
资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

在这种大起大落的振荡行情当中，指数还没有回到年初的高点，但个股行情并不寂寞，从个股涨幅看，从年初截止到 12 月 10 日，个股当中最大涨幅超过 100%的有 140

多家，比例达到 7%，其中不乏广晟有色、成飞集成这样短期暴涨几倍的神话，也有包钢稀土、獐子岛这样长期走牛的个股。

从上图看，2010 年各行业板块当中，升幅居前的有餐饮旅游、商业贸易、农林牧渔医药、食品等大消费板块，以及机械设备、电子元器件、交运设备等和新兴产业相关较多的行业，另外有些板块如信息、综合等板块起伏非常大，特别像有色金属、采掘整体升幅不突出，上半年还曾大幅下跌但是在 9、10 月间却出现了暴涨。而蓝筹股当中钢铁、金融、房地产等长期低迷，只是在 9、10 月间受资源股的带动出现一波快速上涨随后也大多跌回原位。整体来看个股板块 2010 年出现了鲜明的结构分化和剧烈的热点切换，许多板块涨跌也是大起大落，这导致如果从不同的角度看，2010 年的股市完全是不同的格局。

图 3：2010 年各主要指数走势对照



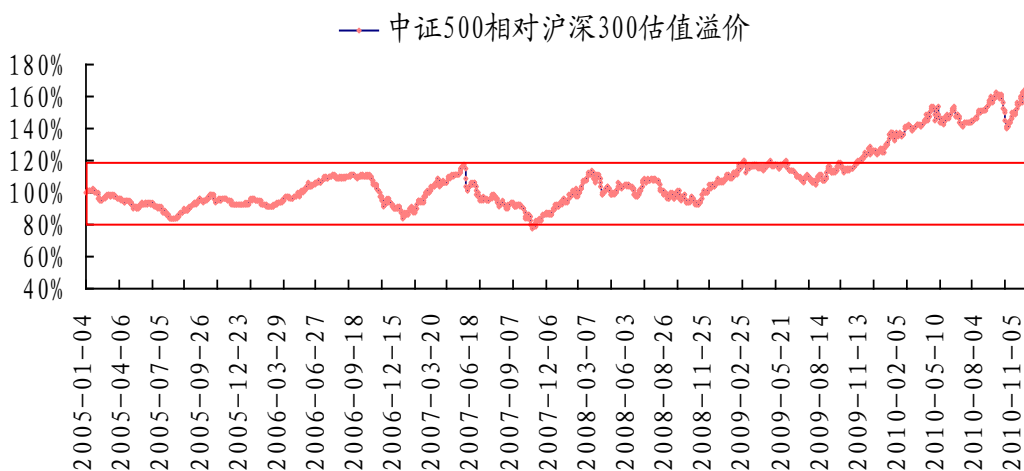
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 12 月

从几个市场主要指数对照就可以看出，2010 年对于中小板个股来说就是牛市，年初开盘在 5500 点左右，上半年强势振荡，中间出现一波洗盘然后就不断创出历史新高，与之类似的就是创业板指数，创业板指数 2010 年 6 月份才亮相，基本保证了振荡走强的格局，而对于像上证 50、沪深 300 这样的指数而言，2010 年就是振荡市格局，而且上证 50 的波动相当大，在 9、10 月间特别明显，如果忽略这一波动的话，这两个指数其实都是振荡走弱的。

2010 年股市这种复杂的振荡格局正是因为上述不同板块个股波动严重分化的结果，从某种意义上说，自 2008 年股市探底 1664 点反弹以来，个股行情的牛市行情一直在持续，因为截止到 12 月初，个股突破 6124 点历史高位价格的家数不断增加，在有可比数据的 1400 多家公司当中，2009 年初有 19 家创了 6124 点以来的新高，到了 2010 年初创

新高个股家数达到 194 家,到了 2010 年 8 月份,1400 多家个股已经有近 40%创出了 6124 点以来的新高,而到最近创新高的个股家数已经快有一半以上了。只是这些创新高的个股集中在小盘股、主题投资等对大盘指数影响不大的板块当中。从下图就可以看到,代表小盘股以及主题投资的中证 500 指数和代表蓝筹股的沪深 300 指数,两者的溢价差距在 2009 上半年之前曾经长期在一个 40%的箱体波动,但是到了 09 年下半年中证 500 指数越走越强,两者的溢价差距不断拉大,不仅突破了原来的箱体,而且溢价差距在 2010 年不断创出新高,尽管其中 9、10 月有过一段两者溢价差距快速缩小的行情,但随后这一差距再度拉开创出新高。

图 4: 05 年以来中证 500 指数相对沪深 300 指数溢价走势



资料来源: 东莞证券研究所、wind 资讯

### 1.3 暖味的政策面

表 2: 2010 年政策面、基本面大事一览

| 分类       | 时间   | 政策面与基本面                                       |
|----------|------|-----------------------------------------------|
| 地区<br>振兴 | 1 月  | 国务院发布《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》; 中央力促西藏跨越式发展      |
|          | 3 月  | 八大沿海区域振兴规划密集推出                                |
|          | 5 月  | 中央召开新疆工作座谈会 一揽子政策强力推动新疆加快发展                   |
|          | 5 月  | 国务院批准长三角区域规划                                  |
|          | 7 月  | 胡锦涛主席: 今后 10 年深入实施西部大开发战略                     |
|          | 8 月  | 广东公布珠三角五个一体化规划; 国务院强调力推东北振兴; 国务院批复前海深港合作区发展规划 |
| 国际<br>财经 | 1 月  | 在“反思”中开幕达沃斯论坛预警第二波金融危机                        |
|          | 2 月  | G7 商定经济刺激计划“不刹车”                              |
|          | 4 月  | 标普: 下调希腊主权信用至垃圾级, 葡萄牙降两级                      |
|          | 5 月  | 欧盟决定推 7500 亿欧元救助机制                            |
|          | 8 月  | 美联储主席伯南克: 尽一切力保经济复苏                           |
|          | 9 月  | 美众议院筹款委员会通过特别关税法案                             |
|          | 9 月  | 美国众议院投票通过人民币汇率特别关税法案                          |
|          | 11 月 | 美联储推出第二轮 6000 亿美元定量宽松货币政策                     |
|          | 12 月 | 美联储主席: 不排除将会推出第三波量化宽松措施                       |
| 宏观       | 2 月  | 胡锦涛提出加快经济发展方式转变八重点; 国务院六措施推动落实产业调整振兴规划        |

|      |      |                                                             |
|------|------|-------------------------------------------------------------|
| 经济   | 3 月  | 商务部：今年拟用五项措施扩大消费 推动经济发展                                     |
|      | 4 月  | 一季度 GDP 同比增长 11.9%                                          |
|      | 5 月  | 央行发通胀压力警告；国务院四措施整治地方政府融资平台                                  |
|      | 7 月  | 温家宝：把握政策实施力度 着力推动经济结构调整；上半年 GDP 同比增 11.1%，CPI 上涨 2.6%       |
|      | 7 月  | 20 多个部委合力落实鼓励民间投资“新 36 条”                                   |
|      | 9 月  | 人民币对美元创 5 年新高                                               |
|      | 10 月 | 前三季度 GDP 涨 10.6%，CPI 涨 2.9%；央行：物价上涨压力不容忽视                   |
|      | 11 月 | 央行：居民存款活期化加快，潜在通胀压力须高度关注；国务院密集出台措施稳定物价                      |
| 上市公司 | 2 月  | 招商银行 A 股 220 亿元配股方案正式过会                                     |
|      | 4 月  | 首超万亿 09 年上市公司净利润增 25%                                       |
|      | 5 月  | 中国银行将发行 400 亿元可转债；交通银行 A+H 配股获证监会通过                         |
|      | 7 月  | 中行宣布 A+H 配股不超 600 亿；农行登陆 A 股，为全球最大 IPO；工行拟 A+H 配股不超过 450 亿元 |
|      | 9 月  | 国务院发布《国务院关于促进企业兼并重组的意见》。农行破发。                               |
| 市场建设 | 1 月  | 国务院同意推出融资融券和股指期货；证监会研讨新股发行改制                                |
|      | 2 月  | 股指期货合约和交易规则正式获批，制度准备完毕，22 日起受理投资者开户                         |
|      | 4 月  | 股指期货启动；证监会：境内上市公司可分拆子公司到创业板上市                               |
|      | 5 月  | 证监会：严查内幕交易老鼠仓等违法违规行为                                        |
|      | 5 月  | 创业板指数 6 月 1 日登场 基点为 1000 点；证监会：加强内幕信息管理                     |
|      | 8 月  | 新股发行体制第二阶段的改革开启                                             |
|      | 10 月 | 证监会推出新股发行四大后续改革措施                                           |
|      | 11 月 | 五部委 5 方面打击资本市场内幕交易 力度空前                                     |
| 突发事件 | 3 月  | 西南干旱影响 农产品价格上行                                              |
|      | 9 月  | 各地冲刺减排目标纷纷现强制性限电                                            |
|      | 1 月  | 汽车以旧换新补贴提高，最高可补 1.8 万                                       |
| 行业政策 | 1 月  | 国务院办公厅出台房市调控“11 条”                                          |
|      | 2 月  | 2010 年“中央一号文件”发布，三农仍是焦点                                     |
|      | 2 月  | 国务院通过《公立医院改革试点意见》                                           |
|      | 3 月  | 政府工作报告：大力发展新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络和高端制造产业                    |
|      | 3 月  | 国土部出台“19 条”房地产用地整治风暴将起                                      |
|      | 4 月  | 国务院公布九大行业近期淘汰落后产能目标；工信部等八部门联合印发 3G 网络建设推进意见                 |
|      | 6 月  | 国务院同意逐步推进房产税改革；认房又认贷 三部门出台最严厉二套房政                           |
|      | 6 月  | 五城市试点新能源汽车补贴；家电以旧换新政策增加 19 个实施省市 期限至明年底                     |
|      | 6 月  | 三网融合方案通过                                                    |
|      | 7 月  | 有色金属十二五规划草案出炉                                               |
|      | 8 月  | 新能源汽车发展规划草案完成 千亿资金扶持新能源汽车                                   |
|      | 8 月  | 《保险资金运用管理暂行办法》发布 放宽险资配置空间                                   |
|      | 9 月  | 国务院通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》                               |
|      | 10 月 | 证券业协会重拳整治券商佣金价格战                                            |
|      | 10 月 | 发改委出台居民用电梯度电价调价方案；六部门启动建材下乡试点；云计算试点启动                       |
|      | 11 月 | 三部委联合发文 五大目标引领医药产业结构调整                                      |
|      | 11 月 | 发改委披露 6 大举措促战略性新兴产业发展                                       |
|      | 11 月 | 财政部长谢旭人：十二五将开征环保税 推进房地产税                                    |
|      | 12 月 | 高铁纳入优先发展战略新兴产业                                              |
| 资金   | 1 月  | 央行担忧升级，存款准备金率意外上调 0.5 个百分点。                                 |

|   |      |                                        |
|---|------|----------------------------------------|
| 面 | 2 月  | 央行决定上调人民币存款准备金率 0.5 个百分点               |
|   | 2 月  | 银监会发布流动资金和个人贷款新规，防信贷挪用                 |
|   | 5 月  | 央行上调人民币存款准备金率 0.5 个百分点                 |
|   | 7 月  | 央行：下半年继续实施适度宽松的货币政策                    |
|   | 9 月  | 央行：管理通胀预期任务依然艰巨 信贷将有扶有控                |
|   | 10 月 | 央行上调工行、中行、建行、农行、招行、民生银行存款准备金率 0.5 个百分点 |
|   | 10 月 | 央行加息 25 个基点                            |
|   | 11 月 | 央行上调存款准备金 0.5%                         |
|   | 11 月 | 央行当月再次上调存款准备金 0.5% 调整频率历史罕见            |
|   | 12 月 | 央行年内第六次上调存款准备金率，周小川：适时适度调整货币政策         |

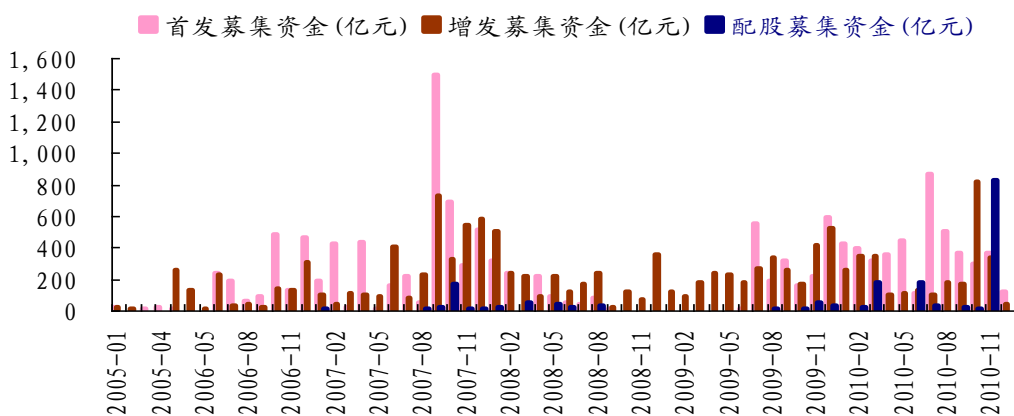
资料来源：东莞证券研究所

从 2010 政策面、基本面大事表可以看出，2010 年股市政策面最重大的事件是股指期货、融资融券的出台，其中股指期货更是市场关注的重点，但是股指期货的交易反而成为上半年股市破位下跌的导火索之一，正如我们在《估值结构分化、行情否极泰来》这篇 2010 年下半年 A 股市场投资报告中所阐述的，由于管理层为了使难产了三年的股指期货能够以快刀斩乱麻的方式推出，不得不在规则上作出了种种中国特色的安排，一方面融资融券这种股指期货制度引入前的制度准备都没有开始，市场原有的单向做多博弈机制突然被改变，另一方面规则限制了机构合理公开股指期货交易参与的门槛，反而给内幕投机留出了空间，这给 2010 年股市的格局造成了深刻的影响。

除此之外在制度方面，管理层再次试图改善新股发行机制，但并没有起到明显的效果，在新股发行体制改革第二阶段推进后，同样是 3000 点，创业板等小盘股发行的平均估值水平反而更高，管理层只能采取严打内幕交易的策略，李旭利等一批在业内有影响的人士接连被牵涉进内幕交易案件。

从上表看 2010 年政策面对股市来说影响最大的是行业政策，可以看到从年初到年尾，房地产行业一直是被政策所调控的行业，房地产行业也成为 2010 年走势最差的板块，而 2010 年表现好的品种，如上半年的区域概念，下半年的新兴产业板块，以及贯穿全年的消费主题投资，这些板块的走势和上表的行业政策出台明显相关的。

图 5：2005 年以来市场融资情况一览

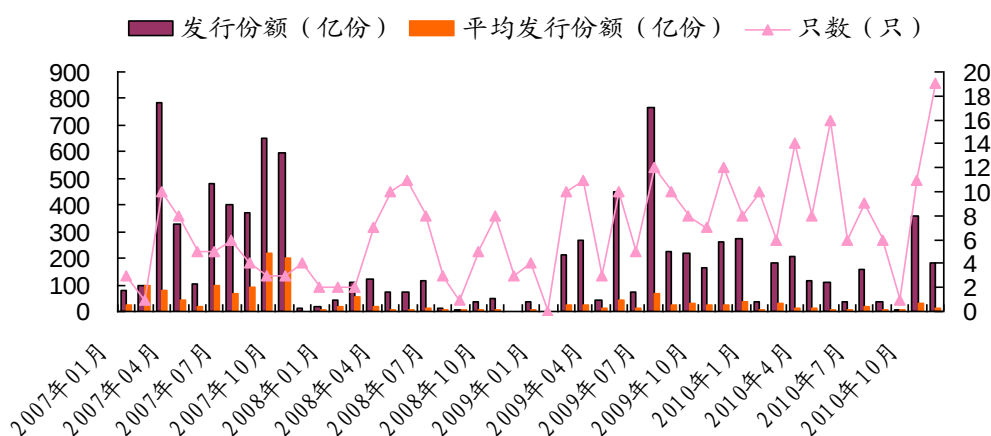


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 12 月

而从资金供给方面看，2010 年政策面货币政策明显转向，由 09 年的适度宽松逐渐过度到 10 年底的稳健，首先年初 1 月份央行提前上调存款准备金率，并利用窗口指导

刹住了商业银行突击放贷的苗头，随后随着通胀的攀升，央行政策逐渐严厉，下半年出现了快速转折，央行刚刚强调下半年保持宽松的货币政策，随后就连续提高存款准备金率，并且加息，而在年底的中央经济工作会议当中明确了货币政策转向稳健的方针。这导致从整体来看，2010 年市场的资金面供给都不充裕。但是在资金需求方面，从上图可以看出，2010 年是近几年融资压力最大的一年，首先是新股发行，前几年当中 IPO 融资规模最大的是 2007 年大牛市顶峰期的 4469 亿元，2009 年股市出现超级反弹行情，当年 IPO 融资规模不过 2000 亿，而截止到 2010 年 12 月，今年 IPO 融资规模已经达到 4693 亿元，创出历史新高；其次在再融资方面，2010 年同样是再创新高，2007 年再融资方面增发融资 3288 亿，配股 226 亿，而 2010 年至今再融资方面增发融资 3220 亿元，配股 1431 亿元，加起来比 07 年的高峰多了近千亿元。与此同时再融资集中在银行等少数几个行业当中，给市场造成了明显的负面影响。

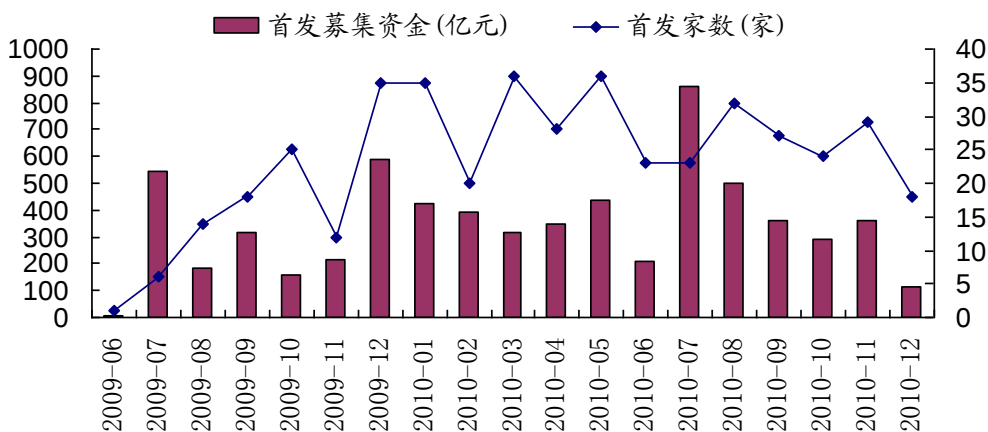
图 6：2007 年以来股票型基金发行情况一览



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 12 月

而在基金发行方面，从上图看，尽管证监会对基金发行大开绿灯，但在整体资金面供给偏紧的情况下，发行情况不佳，基金发是发的多了，但是平均发行份额大大下降，导致 2010 年基金发行的规模还比不上 2009 年，2009 年股票型基金发行规模达到 2500 亿份，2009 年股票型基金发行份额至今只有 1400 多亿份，下降幅度非常明显。

图 7：2010 年新股发行月度规模与家数一览



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 12 月

市场融资规模创历史天量，资金供给却跟不上，一级市场也出现种种乱象，2010 年新股发行出现多只破发，不仅有农业银行这样的超级大盘股破发，小盘股中小板、创业板也都有破发出现，而且一级市场发行市盈率居高不下。即使在行情最低迷，小盘股重挫的 6、7 月间，市场平均发行市盈率也在 40 倍左右，事实上 2010 年的新股发行除了农行等几只大盘股外集中在中小板和创业板市场，而中小板首发市盈率 40 倍，创业板首发市盈率 70 倍几乎成了新股发行估值的低限，由于小盘股指数持续走牛，对创业板等板块个股发行的追捧已经到了失控的边缘，在证监会对新股发行机制进一步改革之后，创业板就爆出连续三个个股发行市盈率上百倍的奇观。

总之从政策面看，首先对于 2010 年股市而言，针对新兴产业以及区域扶植的产业计划成为政策面主要的利好刺激因素，但明显造成了主题投资的过度泛滥。其次从资金面看，2010 年货币政策收紧的节奏也明显超出了市场的预期，央行对加息过分谨慎，而是频繁动用其他手段如提高存款准备金率来回收流动性，但对通货膨胀的调控并没有达到预期的目标。这使市场难以建立稳定的政策预期，给市场走势带来负面影响。而更主要的是我们从上图就可以看到无论大盘涨跌，每月新股发行家数几乎恒定的保持在 20 家以上的规模，扣除农行发行的那个月，就可以发现证监会基本安排了平稳的新股发行节奏，无论大盘在 3000 点还是在 2300 点，节奏都没有改变，这在沪深股市历史上是比较少见的，以前在指数暴跌 20%之后，管理层往往会通过减少发行增加供给来调控股市，但是这种调控在 2010 年没有出现过，2010 年管理层在对股市的政策安排方面可以说坚持执行了市场化的方针，无论是快速启动创业板，还是新股发行抑或是基金发行都坚持了这一点，但是对市场而言，却并没有起到理想的效果，证监会试图利用稳定的发行节奏进一步改革新股发行机制通过市场机制来解决 IPO 中发行价过高等问题，没有起到明显效果。股指期货也没有起到发现价格的市场作用，在股指期货出台后股市在 6 个月内大起大落，幅度和速度都是历史罕见的。

可以说政策面对于 2010 年股市而言是暧昧不明的，对 2010 年股市造成的冲击明显多于扶植。政策面对股市保持了局外中立的态度，沪深股市市场化进程进一步加深，但是这种市场化却带来了阵痛。

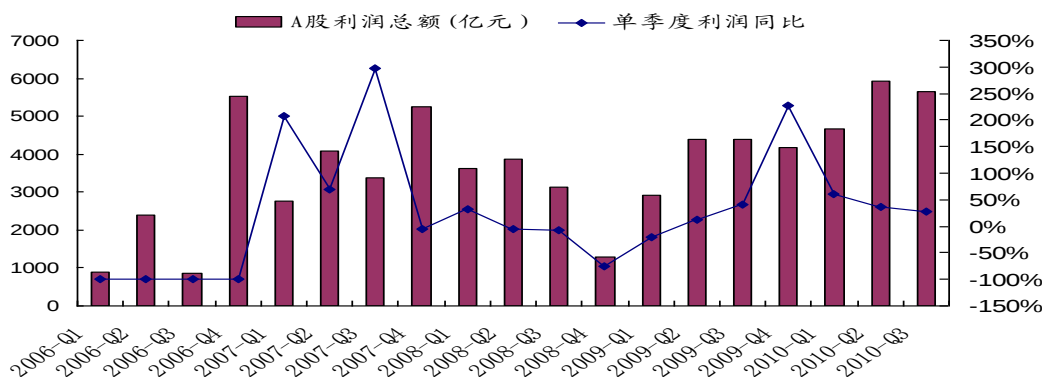
## 2. 寻求破解股市矛盾的钥匙

### 2.1 基本面、资金面与市场走势的矛盾

从上面对 2010 年股市走势的回顾我们可以总结出几个特点：（1）年初就是股市高点，随后股市大起大落，上证指数出现了一个幅度近千点的振荡格局，波动规律异于往年。（2）个股出现明显的结构分化，小盘股以及主题投资成为贯穿全年的热点，特别是以中小板为代表的小盘股已经突破 6124 点新高，走出牛市。（3）蓝筹股板块在有色金属、煤炭等资源股板块带动下于 9、10 月份出现一波罕见的资金推动型暴涨，但二八行情转换并未成功，仅坚持半个多月蓝筹股就大幅回落。

而从 2010 年市场的基本面和资金面来看，很难理解上述特点，因为其中存在了种种矛盾。

图 8：06 年以来单季度上市公司净利润总额以及同比增速对照



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

从上图看，10 年其实是上市公司业绩保持高速稳定增长的一年，而且从季度业绩走势来看并没有按照悲观预期的那样增速出现下降，09 年上市公司净利润总和首次突破万亿达到 10847.90 亿元，同比增长 25.23%，10 年一季度上市公司净利润总和 3450.47 亿元，同比增长 63.53%，而到了三季报上市公司净利润总和已经达到 11337.6 亿元，已经超过超过了去年，同比增幅达到 25.15%。从中看到扣除基数因素之外，2010 年上市公司净利润增速恐怕还会稳定在 25%左右的速度，这种增速在沪深股市历史上也是属于高速了，这和 08 年上市公司净利润下降 17%相比可以说是天壤之别，但是股市走势却同样是年初就是高点，这显然是矛盾的。

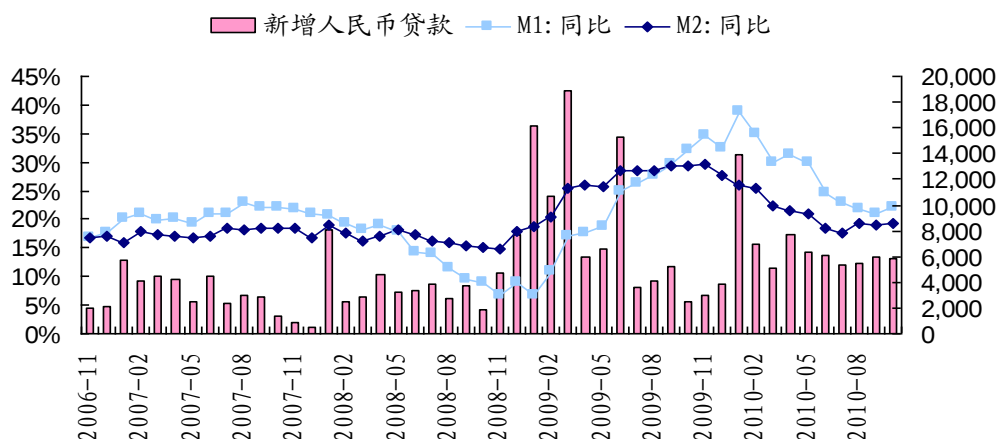
同时从个股行情的特点来看也有矛盾，从上市公司三季报业绩增长的情况来看，增长情况最好的几个行业有有色金属、黑色金属，这和市场热点显然并不相符，今年一直走势较弱的银行股实际上同比增长 32.55%高于市场平均水平，今年一直表现较好的消费概念如医药生物、食品饮料和餐饮旅游的净利润增幅在 30%以下，却低于上市公司整体水平，而市盈率高企的创业板，三季报实际业绩平平，相比去年同期增长仅 30%左右，还低于主板和中小板上市公司，同时从环比数据看创业板三季度环比增速持续下降，业绩增长的稳定性令人怀疑。可以说在上市公司业绩增长当中，蓝筹股依然是占龙头地位，工商银行、建设银行、中国石油、中国银行以及新上市的农业银行等净利润排名前十位的公司占到了全部上市公司净利润总和的近 60%。但是在个股结构分化当中，走出牛市的板块当中很多并不是业绩增速理想的板块。

表 3: 2010 年各行业三季度业绩增速以及估值水平对照

| 行业名称  | 2009 前三季度<br>净利润 (亿元) | 2010 前三季度<br>净利润 (亿元) | 2010 年前三季度<br>业绩增速 | 2010 年 12 月 10 日<br>动态市盈率 |
|-------|-----------------------|-----------------------|--------------------|---------------------------|
| 电子元器件 | -3.96                 | 60.15                 | 1619.34%           | 74.66                     |
| 黑色金属  | 38.41                 | 240.05                | 525.04%            | 16.24                     |
| 交通运输  | 191.14                | 651.88                | 241.05%            | 20.69                     |
| 有色金属  | 57.84                 | 157.04                | 171.53%            | 19.52                     |
| 交运设备  | 211.24                | 401.42                | 90.03%             | 63.21                     |
| 综合    | 12.99                 | 22.94                 | 76.51%             | 25.48                     |
| 家用电器  | 74.34                 | 112.66                | 51.54%             | 38.02                     |
| 机械设备  | 275.29                | 408.78                | 48.49%             | 81.6                      |
| 信息设备  | 52.20                 | 74.00                 | 41.74%             | 22.52                     |
| 商业贸易  | 104.81                | 142.45                | 35.91%             | 56.13                     |
| 轻工制造  | 36.85                 | 48.67                 | 32.09%             | 22.07                     |
| 餐饮旅游  | 13.85                 | 18.20                 | 31.41%             | 41.94                     |
| 金融服务  | 4516.92               | 5896.81               | 30.55%             | 55.18                     |
| 医药生物  | 161.88                | 209.19                | 29.22%             | 44.17                     |
| 采掘    | 1273.81               | 1618.79               | 27.08%             | 48.18                     |
| 食品饮料  | 145.35                | 183.21                | 26.05%             | 28.84                     |
| 房地产   | 228.91                | 281.33                | 22.90%             | 15.42                     |
| 建筑建材  | 305.64                | 371.87                | 21.67%             | 27.54                     |
| 化工    | 632.15                | 748.76                | 18.45%             | 10.43                     |
| 公用事业  | 203.29                | 235.45                | 15.82%             | 37                        |
| 农林牧渔  | 30.69                 | 35.07                 | 14.27%             | 56.33                     |
| 纺织服装  | 50.70                 | 50.18                 | -1.02%             | 67.17                     |
| 信息服务  | 93.89                 | 88.42                 | -5.83%             | 58.63                     |

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

图 9: 06 年底以来我国新增信贷和 M1、M2 增长

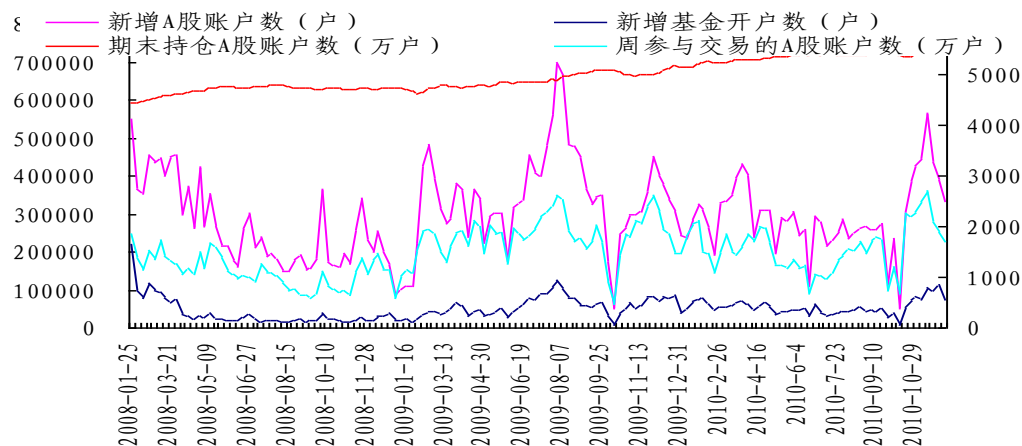


资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯, 数据截止至 2010 年 12 月

另外从资金面看, 应该说 2010 年货币政策整体从紧的趋势是明确的, 但是货币政策的真正转向还是从下半年开始, 特别是从 10 月份 CPI 突破 4% 之后, 央行连续采取上

调存款准备金率以及加息等政策回收流动性，从上图就可以看出，尽管年初央行就开始上调存款准备金率，但上半年流动性供应相对还是比较宽松的，但是 2010 年行情当中唯一带有资金推动型色彩的行情却出现在下半年，出现在央行密集出手调控之前。这显然也是个矛盾。

图 10：2008 年以来 A 股持仓帐户以及开户、交易数据一览



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 12 月

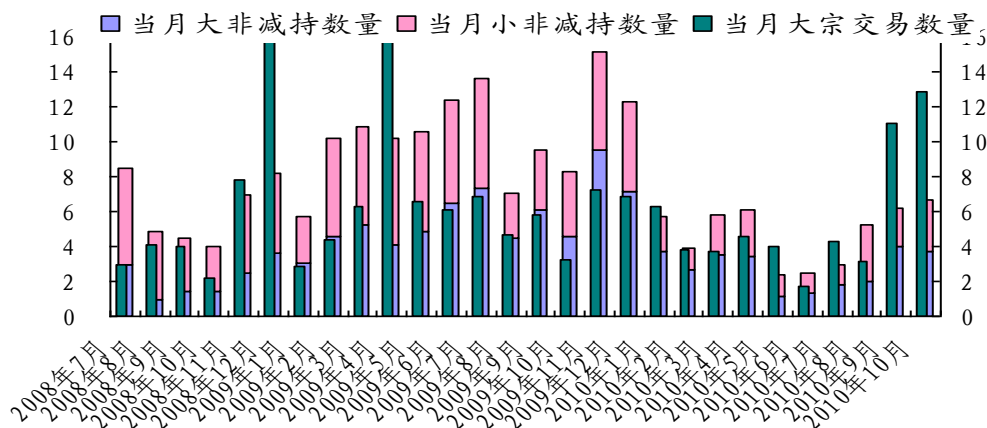
而且如果从 A 股持仓开户以及交易数据看，流动性与行情谁先谁后实际是个先有鸡还是先有蛋的问题，10 月 18 日深沪股市创出历史天量记录，随后 A 股开户数才大增，参与交易的账户数也是随着指数的暴涨而快速放大，与其说资金推动了行情，倒不如说行情吸引了资金。从持仓 A 股账户数来看，这两年不管指数涨跌，一直呈现稳定缓慢增长态势，这和央行政策没有什么相关性。

## 2.2 市场博弈格局的改变

从哪里去寻求解释上述矛盾的钥匙呢？我们必须看到在 2010 年随着股市市场化进程的进一步深化，市场博弈格局发生了深刻的改变。

首先 2010 年之前中国股市的博弈盈利模式从根本上说只有一种，只有做多才能赚钱，做空是为了更好的做多，而在单向做多的博弈模式当中，有实力操纵股价即所谓的庄家也好，还是研究能力强善于把握市场机会的机构也罢，最后的博弈对象实际都是散户，其实就是对行情先知先觉的人赚后知后觉人的钱。但是在 2010 年股指期货出台之后，市场单向做多的博弈模式被彻底打破，现在做空也可以赚钱，这样赚钱模式就不是先来的人赚后来的人钱了，而是市场存量资金的博弈，而这种存量资金之间的博弈很快就会演变成机构对机构的博弈，因为在前一种单向做多的模式当中机构有更强的先知先觉的能力，所以最终会变成机构和散户的博弈，而在后一种双向交易的模式当中，机构和散户都需要选择多空方向，最终博弈只能演变成多空代表的机构之间的博弈。2010 年股指期货的出台，可以说给行情带来了深远的影响，我们看到现在股市上两种博弈盈利模式共存，结果在股指期货标的不相关的板块也就是小盘股这些品种上面，依然上演着传统的单向做多盈利模式，但基金等主流机构受规则所限，对这些品种的参与度有限，于是小盘股、主题投资等等就成了私募等资金的舞台，而在股指期货标的相关的品种也就是沪深 300 成分股上面，双向交易盈利模式开始出现，但另一方面 2010 年管理层为了顺利推出股指期货，对交易制度做出了种种限制，基金等机构反而很难光明正大的进入股指期货市场进行博弈，这造成了蓝筹股反而成为内幕交易做空投机的牺牲品，股指期货未能正确发挥定价功能。

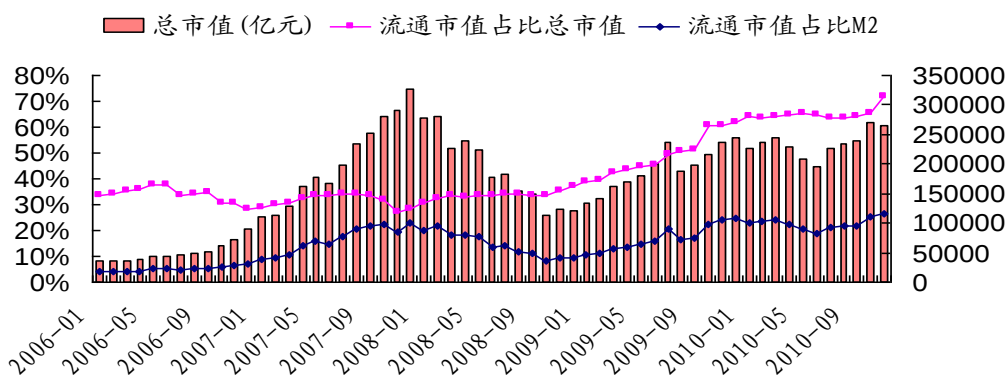
图 11: 大小非减持月度数据以及当月大宗交易数据



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 11 月

其次我们要看到随着股权分置改革的基本结束，市场已经迈进了全流通时代，2005 年股权分置改革启动前，深沪股市只有 1300 多家上市公司，总股本 7600 多亿，流通股本不到 3000 亿，而现在深沪股市已经有 2000 多家上市公司，总股本达到 3.3 万亿，流通股本接近 2.5 万亿，股改前流通市值才 1 万多亿，现在已经近 20 万亿，市场规模已经由量变完成了质变。从上图看，虽然 2010 年大小非减持规模不大，但是累积效应不容忽视，事实上在日积月累的减持浪潮冲击下，市场资金构成已经出现了根本的变化，以前股市上有所谓的基金抱团取暖的说法，而现在基金抱团取暖也不会有什么效果，因为随着越来越多的大小非手中的个股解禁，基金占流通市值的比例已经由 07 年最高的 30% 左右下降到不到 10%，而现在根据万得数据统计的阳光私募产品，市值都接近 1000 亿，这还只是公开的产品，可以说现在市场上，大小非、社保、保险、基金、券商、阳光私募、社会游资等等角色众多，再也不是以前基金一家独大，主导市场的时代了。

图 12: 06 年以来股市流通市值占总市值比例、流通市值占 M2 比例以及总市值增长一览



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 12 月

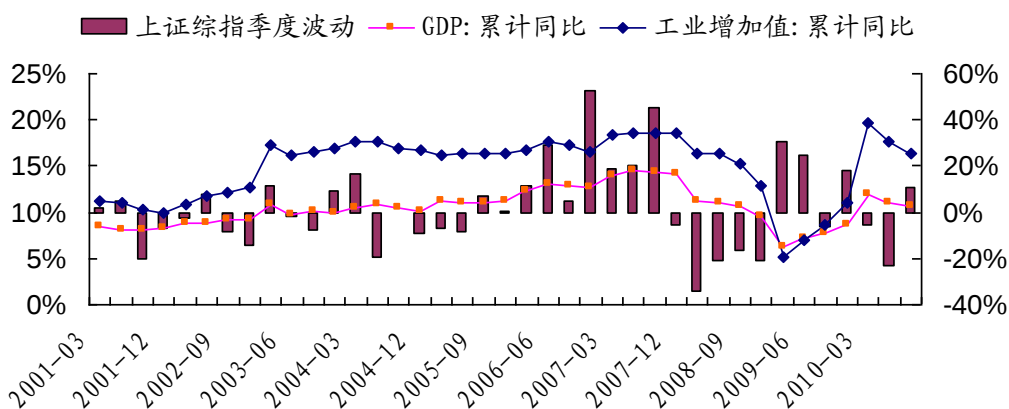
事实上根据上图看，以这几年沪深股市的市值增长速度，目前流通市值比例已经接近三分之二，流通市值和 M2 的比例已经历史高点，可以说尽管这几年货币政策宽松释放了大量的流动性，但是股市市值增长也同样惊人，现在已经根本不是哪一类资金能够主导市场的问题，而是在这么大的市值，市场整体向一个方向运动需要难以想象的比以往大的多的资金，以至于这种整体性的单向运动很难持续。2010 年股市的波动规律很难按照传统的技术分析去理解，其实这是最根本的原因，因为以前的市场是个小水塘，而现在则是大水库，同样强度的一阵风吹过，在两者引起的波浪是截然不同的。

正是因为全流通以及双向交易模式的出现，沪深股市 2010 年的博弈格局逐渐演变成机构之间的多空博弈，大盘未能出现持续性较长的方向性机会，反而是大幅振荡，传统的单向做多的模式只在个股的结构行情当中存在，导致了小盘股以及主题投资走出上升通道。

### 2.3 博弈的钥匙——政策预期

市场博弈格局的改变决定了股市振荡市和结构分化的格局，但是什么决定了股市振荡区间的大小以及波动的转折呢，我们认为这和市场博弈的标的有关，这是把握市场博弈的钥匙。

图 13：01 年以来股市季度波动与 GDP、工业增加值波动对照



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

经济学理论告诉我们，股市是经济的晴雨表，往往是提前反应经济的变化和走势，但是从上图可以看到，我国股市对这一规律体现的并不明显，在股改启动前股市的波动方向和 GDP 的波动方向并不完全一致，而在股改启动后股市波动方向和 GDP 的波动方向虽然趋向一致，当时这种方向一致往往是以按年为级别的周期体现出来，在季度周期的波动当中，股市的波动往往大幅放大了经济的波动，这样就导致股市波动却和宏观经济波动之间充满了无规律的时间错位以及波幅错配的例子，比如说从时间上看 08 年我国股市大概提前宏观经济一个季度见底，但是在 09 年股市 8 月份即见顶 3478 点，之后 10 年宏观经济出现回落的影子是在二季度末，股市提前见顶了近三个季度，可以说股市是经济的晴雨表，但是提前多少时间却没有规律，同样从波幅上看，GDP 增速从 08 年初的 10.9% 降到年底的 9%，股市从 4000 多点跌到 1664 点，随后在政府的 4 万亿刺激经济政策作用下，09 年 GDP 出现报复性反弹，到了 10 年 1 季度回到历史高峰 11.9%，上证指数却还没超过 3000 点，而 2010 年尽管很多经济学家预测下半年宏观经济数据会回落，但现在看 GDP 增长不可能低于 10%，而股市却最低跌到 2319 点，股市波动幅度明显放大了宏观经济的波幅。

这是因为对于中国股市来说，虽然目前已经走在市场化的道路上，但是从根本上来说由于一级市场的供给和选择实际是政府控制的，那么始终不是一个真正的完整的市场化的股市，到现在为止，股指期货等的引进只是使二级市场博弈格局市场化了而已，一级市场还是一个政策市，因此二级市场的博弈从根本上看标的往往不是经济走势，而是政策预期，没有股改的政策，股市的波动基本没有反应中国经济的走势，股改之后大量在国计民生当中占主导地位的企业被引入股市，股市波动方向才和经济走势方向趋向一致，但是对于股市来说，政策这只有有形之手始终是高于经济这只无形之手的。我们看到

在上图的例子当中，当有形之手和无形之手方向一致时，股市往往会发生强烈的波动，比如说 06、07 年，政策资源通过股改等不断的向股市投入市场，而同期恰好是我国上一个经济周期的高峰，股市从而实现了罕见的升幅，同样在 08 年我国货币政策出现了失误，没有预料到全球金融危机的发生，在经济下行的情况下错误使用了从紧政策，导致股市出现罕见的暴跌。但是当两只手方向不一致时，股市在中短期波动当中更多的是反映政策这只手的力量，而在长期来看两只手的力量互相抵消，会使股市的波动趋向一个箱体振荡。

可以说 2010 年股市为什么年初就是高点，为什么蓝筹股在下半年前出现一波暴涨，这是和围绕政策预期的博弈有关系的，之前我们已经总结过，2010 年政策对股市是一个中性偏利空的方向，这导致尽管经济形势不错，上市公司基本面也不错，但股市却未能提高波动的重心，而是降低了波动的重心，因为从季度来看，股市的波动更加倾向于政策的方向，很明显根据之前的总结，今年股市每个拐点都有政策的诱因存在，年初就提前上调存款准备金率导致年初的下跌，对房地产的新国十条以及股指期货推出导致 4 月份的破位下跌，11 月的货币政策转向也导致了股市大幅回吐，而在 9 月份今年管理层重点保驾护航的农行在绿鞋协议失效后跌破了发行价，引起了市场对政策博弈的预期，而这个时候恰好美联储推出二次定量宽松政策，市场机构预期国内政策也将发生变动，这才引发了以资源股为代表的蓝筹股行情。

而从 2010 年政策实践来看，由于目前经济增长面临比较复杂的局面，政策对于股市并没有特别关注，政策调整目标是盯住经济，根据经济发展形势在保增长、调结构和控通胀几个目标来回摇摆，这种摇摆引起了机构之间的博弈，引发了市场波动。对于政策来说，引起股市波动其实并不是目标，但是多空主力都试图通过把握政策预期获得超额收益，在利益驱使下往往会对政策波动进行有意的过度解释为的是放大市场落差。

表 4：08 年以来主板、中小板、创业板估值水平和年报业绩增长对照表

| 板块名称     | 2008 年末<br>市盈率 | 2008 年<br>业绩增速 | 2009 年末<br>市盈率 | 2009 年<br>业绩增速 | 2010 年末<br>市盈率 | 2010 年前三季<br>度业绩增速 |
|----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|
| 上证 A 股   | 16.91          | -11.01%        | 24.8           | 25.00%         | 15.9           | 36.65%             |
| 深证主板 A 股 | 29.26          | -40.00%        | 42.51          | 56.71%         | 33.57          | 61.23%             |
| 中小企业板    | 25.41          | 8.83%          | 45.24          | 29.95%         | 51.6           | 37.57%             |
| 创业板      |                |                | 71.75          | 45.56%         | 76.97          | 32.57%             |

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

### 3. 2011 年经济形势展望

展望 2011 年行情，很明显全流通以及双向交易机制已经是不可逆转了，市场博弈格局的革命还将持续下去，对于研判股市而言，最主要的是判断经济增长的格局，因为经济增长能不能带来比 2010 年更好的基本面，决定着对基本面推动力增强还是变弱的判断，同时在机构博弈当中，政策预期是研判的钥匙，而政策也是根据经济走势来变化的。

#### 3.1 2010 年宏观经济形势回顾

当然展望 2011 年经济形势，首先要对 2010 年宏观经济形势进行一个回顾。

##### （一）前三季度经济增速稳步回落

从数据看，随着国内投资需求强劲增长，2010 年中国经济继续保持较高的增长势头。前三季度国内生产总值按可比价格计算，同比增长 10.6%，比上年同期加快 2.5 个百分点。分季度看，一季度增长 11.9%，二季度增长 10.3%，三季度增长 9.6%。分产业看，第一产业增加值增长 4.0%；第二产业增加值增长 12.6%；第三产业增加值增长 9.5%。尽管三季度 GDP 增速及前三季度 GDP 增速均符合我们的预期，但经济增速逐季回落步伐还是较为明显。前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 16.3%，同比加快 7.6 个百分点，中国物流与采购联合会（CFLP）最近发布的数据显示，11 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 55.2%，比上月上升 0.5 个百分点。其中生产指数录得 58.5% 的近 8 个月新高，表明制造业工业生产步伐继续加快，应该说 2010 年前三季度经济增速稳步回落，但仍保持了较高的增长速度。

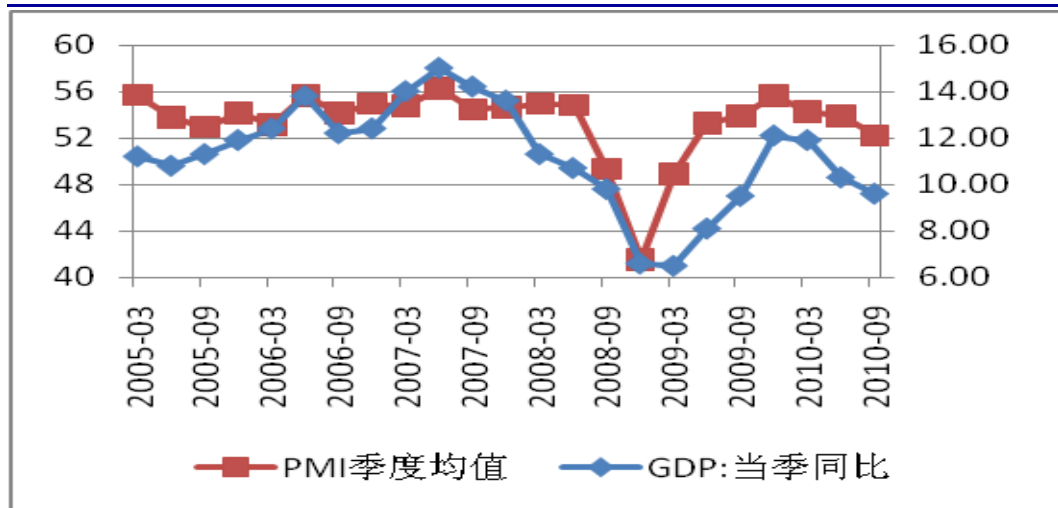
##### （二）经济运行当中矛盾增多，放缓趋势明显

但是应该看到 2011 年我们面临的形势极为复杂，各种积极变化和不利影响此长彼消，短期问题和长期矛盾相互交织，国内因素和国际因素相互影响，经济社会发展中“两难”问题增多，实体经济层面滞胀压力增大。

这表现在从 GDP 增长的贡献来看，2010 年前三季度，在 GDP 增长的三大需求中，投资的贡献率最高，对经济增长的贡献率为 58.8%，拉动 GDP 增长 6.2 个百分点。第二是最终消费，对经济增长的贡献率为 34.4%，拉动 GDP 增长 3.6 个百分点。而“净出口”对经济增长的贡献率仅为 6.5%，拉动 GDP 增长 0.8 个百分点。在延续 2009 年及 2010 年上半年的基础上，投资再次成为拉动经济增长的“救星”，并创自 1993 年来第二新高，而寄予厚望的作为经济内生增长“定海神针”的消费却出现了下滑势头。这主要是由于 CPI 价格大幅上涨、政府消费增加挤压了居民消费以及进口增加，居民增加了对国外产品的消费。影响消费的原因都是和今年经济走势当中暴露出的一些深层次矛盾有关的。而现在来看，年底之前，由于由年初至今，人民币兑美元汇率已升值 2.2%，大大加重了出口企业的成本，同时劳动力成本的不断上升更进一步挤压外贸企业的利润空间，出口形势不会出现根本的好转。而为了防止过度依赖固定资产投资带来的经济增长中出现的泡沫化，化解地方政府融资平台风险，解决高房价带来的社会稳定问题，中央政府审时度势，在遏制房地产价格过快上涨的同时对货币政策进行了调整，在上述政策影响下固定资产投资增速逐月回落，统计局的数据显示，1-10 月份，城镇固定资产投资同比增长 24.4%，比 1-9 月份回落 0.1 个百分点。其中，国有及国有控股投资增长 19.2%；房地产开发投资增长 36.5%，新开工项目同比减少 13136 个。四季度经济增速继续放缓已经成为定局。

具体来看,根据我们对 PMI 与 GDP 的数量分析实证,PMI 季度均值的拐点领先 GDP 大约一个季度,数据显示前三季度 PMI 值持续走低将会带动经济增速进一步放缓。考虑到去年四季度经济增速较三季度出现跳增,预计四季度 GDP 增速降至 8.9%,我们预计全年 GDP 增速至 10.1%。

图 14: PMI 季度均值与 GDP 季度增速对照



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

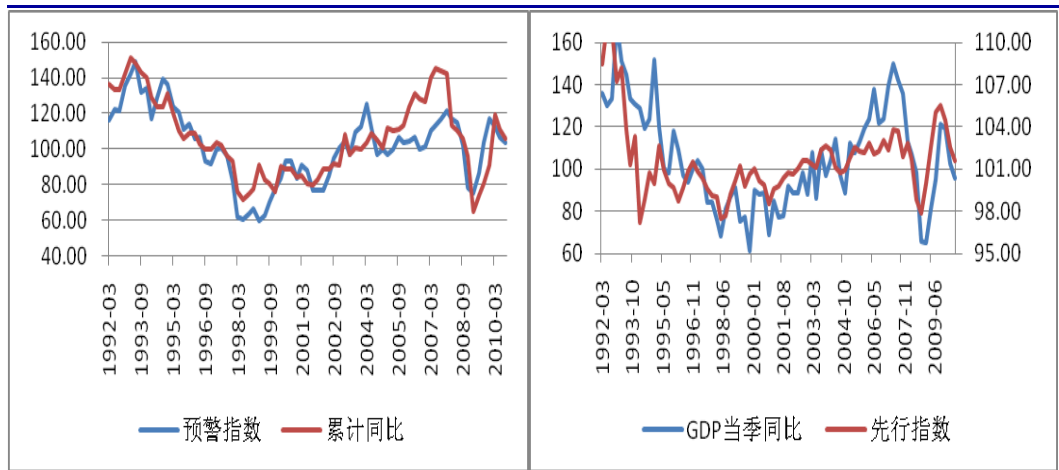
### 3.2 2011 年上半年经济增速止跌回升

2010 年上半年我国政府是以继续应对国际金融危机、保持经济平稳较快发展为主要任务;下半年则是在预防通胀,避免经济陷入滞胀基础上加快转变经济发展方式、加强收入分配调节为主。对于明年的经济基调,12 月 3 日的中共中央政治局举行会议提出,2011 年将以加快转变经济发展方式为主线,实施积极的财政政策和稳健的货币政策,增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性,加快推进结构调整。而中国社科院 2011 年《经济蓝皮书》指出,2011 年我国经济仍将保持高位平稳较快增长态势,与 2010 年增长速度基本持平,GDP 增长率预计可达 10%左右。对此我们基本认同,下面我们从景气指数及 PMI 与 GDP 关系、三大需求对 GDP 拉动等进行阐述。

#### (一) 景气指数显示明年上半年经济将触底回升

经济景气预警指数和先行指数是两个分别表示经济整体走势和经济运行所处位置的定量分析指标,从时间上来看,这两个指标能较好地反映我国经济短期波动特征和长期趋势状态,对我国经济运行规律的刻画较为准确。由于我国 1992 年开始公布 GDP 季度数据,因此我们利用截止 1992 年一季度至 2010 年三季度官方公布的季度统计指标;由于预警指数和先行指数公布的是月度数据,我们取每三个月的均值作为该季度的数值。虽然略有偏差,但这些指数与经济增长(GDP)的走势有明显较强的相关性。根据我们的数据模型,GDP 累计增速与综合预警指数的相关性系数达到 0.71,为显著相关,而 GDP 与滞后两期的领先指数相关性系数达到 0.59,也为显著相关。根据下图,宏观经济景气指数已连续三个季度呈下降趋势,而景气指数走势大约领先于 GDP 一至两个季度,也就是说,从现在至明年一或二季度,我国 GDP 增速将会持续回落,但从领先指数与 GDP 今年的走势来看,GDP 维持强势和弱势的时间与领先指数大致相等,考虑到二者存在 2-3 个季度滞后期,剔除基数因素的影响,四季度 GDP 增速将继续下滑,但 2011 三季度经济增速将止跌回升。

图 15: 预警指数、先行指数与 GDP 同比增速对照



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## (二) 居民消费及外贸形势严峻，投资助经济保持较快增长

### 1. 消费贡献度继续下滑概率加大

2011 年是“十二五”规划实施的第一年，我们认为明年居民消费仍将保持平稳，甚至有所下降的可能。理由如下：

首先，根据经济学理论，未来收入预期是影响居民消费的主要原因。在不同社会阶层利益之间的相互纠缠及缺乏改革的主观能动性使得穷人收入预期并未发生较大改变的情况下，富人收入预期减少将会直接减少居民消费。其次，居民收入分配制度改革为中低收入阶层减税的确能在短期内起到拉动居民消费的效果，但这种消费更多的将体现在对基本生活品的需求上面，而对汽车、娱乐等更高层次的消费影响很小。再次，居民社会保障体系及医疗卫生事业改革的长期性也将短期内制约居民消费，而城镇化及居民住房价格居高不下将进一步挤压居民消费。因此，根据我们的模型，据此我们得出明年上半年的消费增速为 18.1%。

### 2. 内忧外患，进口出口走势出现分化

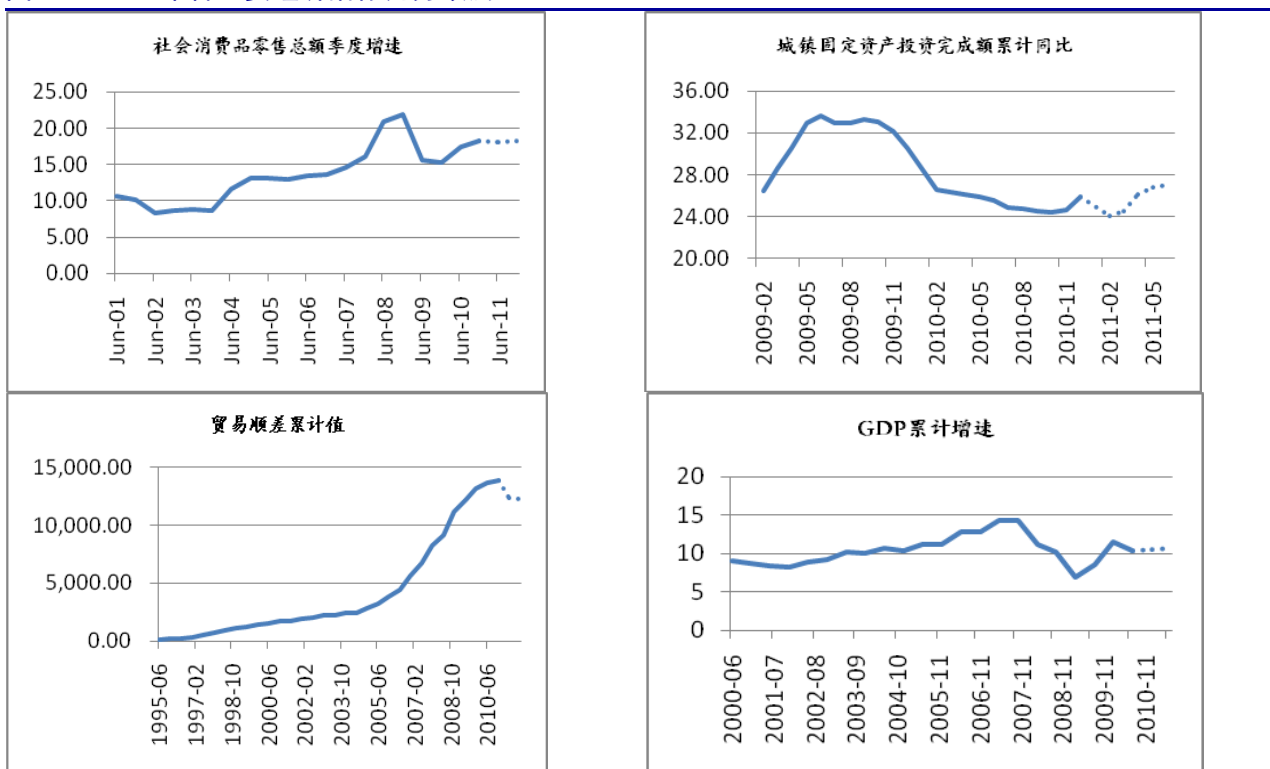
当前，全球经济复苏态势不容乐观。首先，作为美国经济三大标志性指标的就业、房地产市场销售及耐用品订单等数据表现都不尽如人意。欧盟方面，经济情况可谓冰火两重天。作为经济领头羊的德国，经济增速依旧较为强劲，而欧债危机为欧盟经济复苏蒙上阴影。美国经济复苏时间表的不确定性及其欧债危机的肆虐，我们对明年我国出口形势谨慎乐观。其次，受外在压力、QE2 等影响，2011 年人民币升值也几乎板上钉钉，我们预计 2011 年上半年人民币升值压力要大于下半年，预计全年人民币升值幅度将超过 5%，而上半年将升值 3%。根据我们的模型，全年顺差将同比减少 11.5%，上半年出口累计增速将会放缓至 25.2%，而进口累计增速将会小幅放缓至 30.5%，但降幅小于出口。

### 3. 单骑救主，经济增长的投资依赖度不减

根据我们上述的分析，明年的消费和外贸形势将面临前所未有的挑战，其对经济增长的贡献可能进一步走低。我们认为，2011 年固定资产投资仍然会保持高速增长。理由如下：首先，为了吸纳城镇化及结构转型释放出的劳动力，增加就业，以投资维持较高的经济增速尤为必要。其次，我国经济增长模式是自上而下倒逼式的，地方政府在 GDP 政绩考核的指挥棒下，而一味地求速度，并最终成为中央-地方两级政府博弈中的胜利者。

再次，5 年周期的干部轮动制使得地方政府寻找最快增加 GDP 增速的手段，而固定资产投资正好满足这个需求。此外，各地方“十二五”规划仍以 GDP 为主的模式也决定了投资保持较高增速。综上，根据我们的模型，预计上半年固定资产投资将保持 26.5% 的增速。而作为房地产市场开发、基础设施建设及新兴产业开发所需资金的坚实后盾，银行信贷也将保持较高的规模，我们预测 2011 年信贷规模仍会达到 7.5 万亿，而相应的货币供应量 M2 的增速则也将会保持 17% 的增速。对上述 GDP 构成的三大要素分析，我们认为，2011 年全年 GDP 仍将保持在 10% 以上。

图 16：2011 年各主要经济指标走势预测



资料来源：东莞证券研究所

### 3.3 通胀防范形势严峻

今年下半年以来，反映消费领域通胀形势的 CPI 指数逐月攀升，10 月份达到 4.4%，11 月达到 5.1%，年初制定的 3% 的通胀目标已经很难保证。

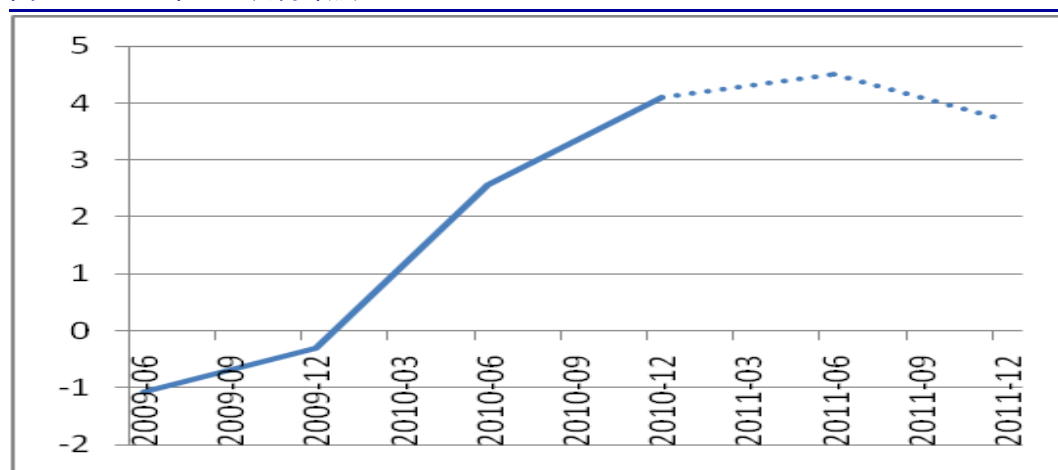
对于 2011 年，我们认为通胀将稳步上扬。首先从国际方面看，毋庸置疑，国际能源资源品、农产品及通胀的汇率传递是影响通胀的重要原因。年初至 10 月底，受美国经济复苏弱于预期的影响，美元汇率持续走软，受其影响，国际能源价格整体上涨，尤其是 5 月份以来，WTI 原油期货结算价格最大上涨幅度达到 27.7%。尽管 11 月至今，美国汇率一直走强，但国际原油价格似乎并未受到太大影响，呈现出止跌回升态势。事实上，长期来看，随着美国政府 5 年期出口翻倍计划及美国量化宽松措施的不断推进，美元汇率走低是大概率事件，以石油为代表的国际能源价格上升也是必然的趋势。农产品方面，受恶劣天气使小麦、玉米等全球谷物产量减少及俄罗斯旱灾后实施谷物出口禁令影响，市场对农作物产量的新担忧，推动农产品价格持续上涨。据联合国粮农组织（UNFAO）近日的报告显示，在 10 月世界主要粮食价格指数同比上涨 25% 的基础上，11 月全球粮食价格又涨 3.6%，接近 2007-2008 年危机期间的峰值水平。UNFAO 发出警告称，全球粮食价格正在上涨，如果主要农作物产量不增加，2011 年粮价可能进一步上涨。而从全球资源品来看，下半年以来其几乎无视美元指数的波动，形成一波连续攀高

的走势。年初至今，以 COMEX 铜为代表的有色金属期货价飙升 20.5%，而 CRB 工业原材料现货指数上涨 15.7%。国际粮价的上涨直接影响到国内消费端的价格，推动 CPI 的上涨；而我国当前基于规模扩张的增长模式及以高能耗求得高收益的现状短期内难以改变的情况下，我国的企业也只能接受能源资源品及工业原材料价格的上涨，从而导致 PPI 价格的上涨，随着生产厂商利润的不断挤压，最终会把原料上涨的价格全部或部分转移给消费者，从而导致 CPI 的上涨。此外，僵化的固定汇率制度及人民币汇率上涨速度过于缓慢导致通胀的输出困难使输入型通胀的压力很难缓和。

然后从国内方面来看，金融危机以来大规模的投资行为导致的货币超发的后遗症将在今后几年内显现出来。货币主义的观点认为，通货膨胀无时无刻都是一种货币现象，发行过多的货币将导致总需求大于总供给，从而导致整体价格的持续的上涨。而更为糟糕的是，人民币并非国际货币，输出通胀的途径欠缺；同时，受资本项目尚未完全放开及人民币个人外汇兑换管制的影响，我国居民对外投资的途径也受阻，这些因素也造成了通胀形势日益严峻而无法宣泄的结果。此外，作为当前经济发展方式转变主要议题的经济结构转型和升级也对通胀的上涨推波助澜。经济结构转型意味着新的具有自主创新的生产关系逐渐对落后的依靠模仿的旧生产关系的替代，但这种替代将以雄厚的人才实力、资金实力及技术实力为依托。我们认为，这些依托需要长时间的积累，短期内难以解决。而随着劳动力价格的不断上涨，企业受利润挤压的影响，对实体经济投资的热情不高，从而游离出巨大的资金寻找炒作的目标。而由于诸如初级农产品市场长期受政府管制，其价格并未向其他商品一样大幅上涨，形成的价值洼地，这也成为这些资金的炒作的重点，从而直接拉高 CPI。此外，这些资金对楼市、和股市炒作所形成的财富效应的显现也将拉动价格的上涨。

综上，我们认为，2011 年总体将呈现上涨的趋势，但随着明年下半年美国失业率的不断降低及经济不断复苏，美元汇率贬值速度放缓将会缓解国内通胀的压力，明年下半年 CPI 指数可能会小幅回落。根据我们的模型，预计明年上半年 CPI 累计同比增速将达到 4.5%。这意味着对于上半年股市而言，通胀防范形势十分严峻，政策很难放松对流动性的调控压力。

图 17：2011 年 CPI 走势预测



资料来源：东莞证券研究所

## 4. 2011 年上半年股市投资策略：围绕十二五规划布局

### 4.1 2011 年上半年股市：振荡格局的进一步深化和延续

2010年沪深股市出现了一个主要在3200-2400点范围内上下波动的振荡格局，并且体现出了和以往历史当中振荡市不同的特点。2011年股市能否摆脱这种振荡市格局，走出新一轮牛市呢？

首先根据我们之前的阐述，我们认为股市出现这种振荡市的深层次原因在于市场博弈格局的改变，2011年市场全流通体系以及双向交易机制只会进一步深化，机构博弈格局会进一步延续，在这种博弈格局下，大盘很难维持长期单边市的机会。

其次在目前的市场格局当中，多空双方博弈的标的主要是政策，在2011年能否有足够影响到股市格局改变的政策事件呢？本届证监会近期几乎每年都会引入一次重要的市场机制改革，如09年的创业板，10年的股指期货，而在11年，在股市的市场建设方面会有重大的措施呢？

从2010年的消息面来看，在政策面提到了2011年有可能出现的制度改革主要是国际板，所谓国际板，简而言之就是指境外企业在A股发行上市，这些企业组成的板块因其“境外”性质被划分为“国际板”。从我国角度看，政府强烈希望能把上海建成一个国际金融中心，而国际金融中心的标志之一就是交易市场向国际开放，因此国际板的开设是中国股市国际化发展必经的一步。但是国际板目前面临很多法律障碍，如在法律法规上我国目前对国外公司境内上市的具体法律法规并没有做出明确的规定，在会计准则方面，我国与国际准则仍有一定差异。只有政策面首先解决这些障碍，国际板才可能推出，考虑到像创业板、股指期货推出之前，各项相关的法律法规的建设是一个长期的过程，而目前对国际板还有很多争议，相关法规还没有调整，因此我们可以预计至少2011年上半年国际板很难成为现实。而即使国际板出现，对于股市而言也是冲击多于利好，因为很明显国际板会对A股市场形成分流效应。从投资角度看，国际板给股市带来的投资机会很可能是在目前市场忽视的B股市场，因为随着经济和制度的演变，B股市场现在已经没有必要存在，而国际板的推出恰恰提供机会来解决此问题。

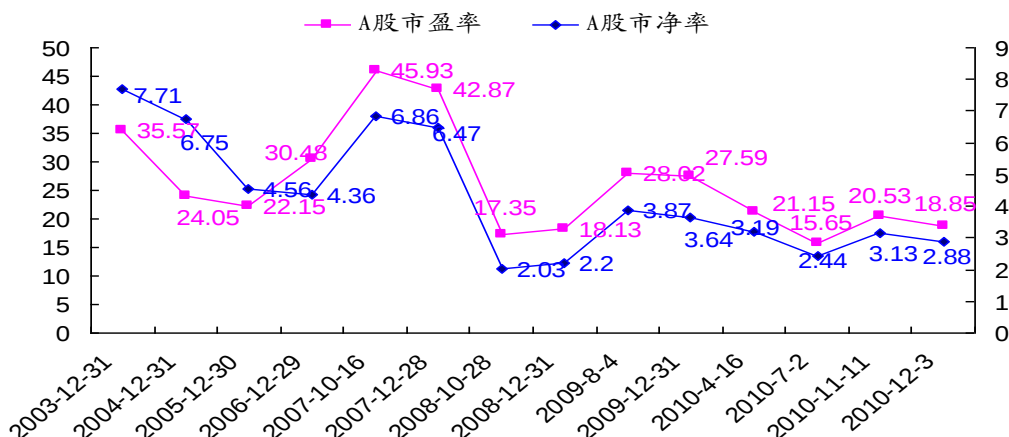
我们认为在2011年上半年政策面将会保持10年这种相对中性的态度，政策调控的重点依旧在于经济而不是资本市场，没有政策资源的直接倾斜，股市走出长期单边上涨格局的机会几乎不存在。

最后从经济形势看，2011年宏观经济将面临一个减速然后回升的转变，转折点就在半年之交，经济增长当中不确定性增多，通胀压力居高不下，政策面将不得不在保增长、调结构、控通胀当中来回摇摆，股市更难得到整体的上升空间。

因此我们认为2011年股市将继续保持10年这种新博弈体系下的振荡格局，而且在上半年由于各种不确定性的增加，这种振荡格局会更加不稳定。

首先如果从估值来看，2010年年报上市公司业绩增长超过25%应该没有悬念，而2011年目前市场一致预期增长也在15%以上，这意味着目前市场的动态估值水平几乎就是历史的最低点。目前市场整体来看按照10年业绩估算的市盈率水平只有18.85倍，考虑到11年的增长，动态估值下降到16倍，而历史最低1664点时也不过15.65倍，因此可以判断如果按照2850点这个点位来看，11年股市的下跌空间是相对有限的。

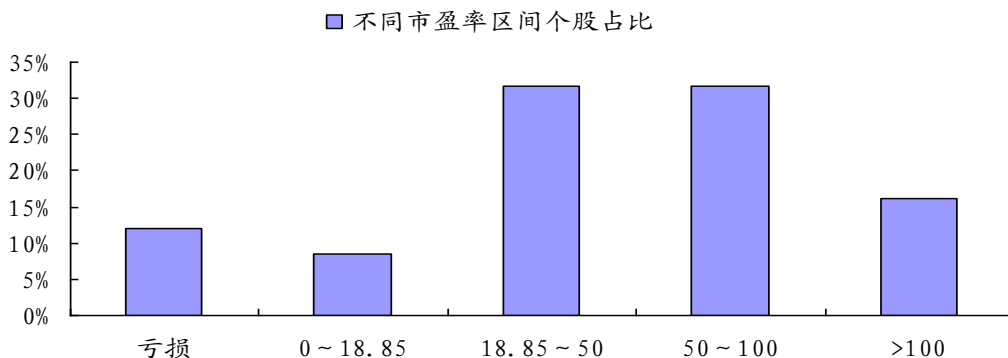
图 18: 03 年以来 A 股市场市盈率与市净率波动图



资料来源: 东莞证券研究所、Wind 资讯

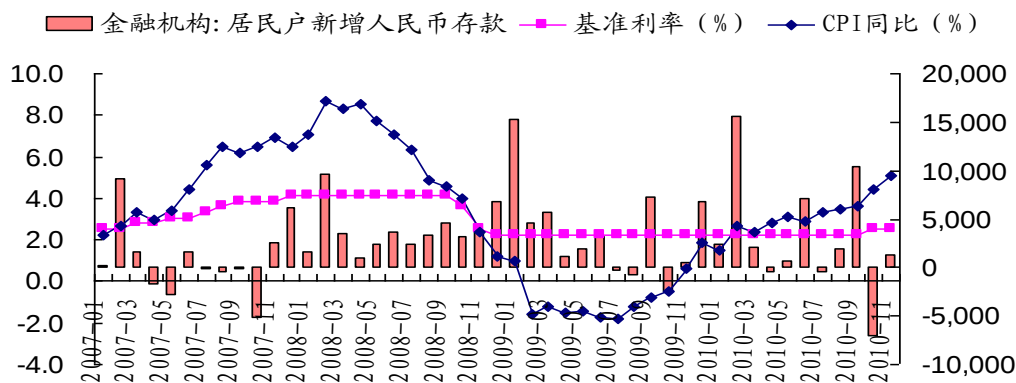
但是我们要看到整体市盈率的偏低并不能掩盖市场结构性泡沫泛滥的现实。根据下图所示, 现在市场平均市盈率为18.85倍, 但是上市公司当中估值小于这一水平的还不到10%, 有近一半的个股股指水平在50倍以上。这种分布状态已经明显超过3478点时的结构性泡沫水平, 2011年这种泡沫很难长期维持, 个股行情势必面临新一轮的结构分化。

图 19: 12 月 10 日市场不同市盈率区间个股分布比例



资料来源: 东莞证券研究所、Wind 资讯

图 20: 06 年以来基准利率和 CPI 以及新增人民币存款 (居民户) 变动



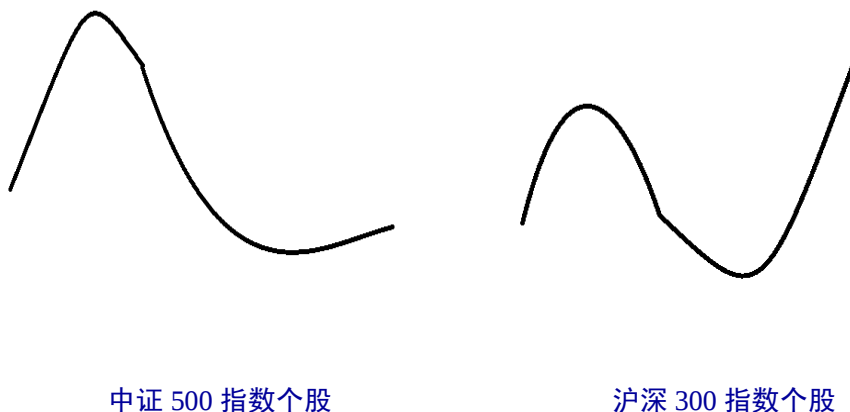
资料来源: 东莞证券研究所、Wind 资讯

另一方面现在通胀将会在很长一段时期内存在, 而政策由于要兼顾保增长、调结构

等多个需求，多半会采取微调的方针，央行很难严厉的加息政策，这使负利率将在很长一段时期内存在，那么对于市场博弈来说，这就存在着机会，有可能在局部或者短期造成热钱冲击效应。从历史上看，在负利率的状态下，股市一旦有行情出现，就有可能引发居民存款从银行留出，从而强化行情。

因此我们对 2011 年股市整体振荡格局的判断是指数振荡的区间和节奏很可能是和个股板块的运动轨迹有关系，我们判断 2011 年股市将面临新一轮个股分化行情，小盘股有可能在热钱冲击效应下泡沫继续膨胀，但随后会破灭收缩，不会在保持 10 年这种上升通道，如果 11 年 1 季报业绩证明像创业板这样的板块业绩增速还是不理想，这种泡沫破灭很可能就会上半年发生，蓝筹股则继续维持箱体振荡，在价值回归左右下重心由可能上移，这两个板块的运动互相重合，从而决定了指数的演绎。

图 21：中证 500 以及沪深 300 指数 2011 年走势预测



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

如上图所示，两个指数板块的波动周期如何重合，将决定 2011 年股市振荡格局的箱体范围，如果两者的上升周期重合，2011 年股市的高点会相应比 2010 年提高，而如果两者的下降周期重合，2011 年股市仍有可能短期回到 2300 点一线。如果两者周期错位，股市振荡的箱体可能会比 2010 年缩小，低点明显上移，但高点也不会比 2010 年高多少。对于 2011 年上半年而言，我们需要防范的是小盘股和主题投资的泡沫提前破灭的风险。

## 4.2 2011 年：十二五规划的开局之年

但是对于 2011 年上半年来说，不管大盘如何振荡，怎样把握振荡格局当中的结构性机会才是投资者操作策略的关键。从 2010 年的例子看，整个个股行情都是围绕产业政策来展开的，可以说选择未来的个股热点，我们必须从 2011 年的政策面出发，而在 2011 年最主要的经济政策是什么呢，无疑就是刚刚颁布的我国国民经济计划的十二五规划了，因为 2011 年将是十二五规划的开局之年，万事开头难，只有开局打好了基础，才能完成延续经济复苏势头，实现经济结构转型的目标。那么 2011 年政策对于十二五规划所重点发展的产业势必会落实各种政策优惠以保证十二五规划开局顺利。

十二五规划共 12 大条，56 小条，而十一五规划是 10 大条，46 小条。与之相比，，十二五规划整体内容更加丰富和详细，涉及到发展方式、内需战略、产业政策、区域发展、公共服务、文化发展等各方面，而且表述明确具体，定位也更为清晰。其中十二五

规划最突出的特点在于主线明确，明确提出加快转变经济发展方式，并进行进一步的细化，最终落实到经济结构战略性调整。对于 GDP 目标则只字未提，只提到经济平稳较快发展、经济结构战略性调整取得重大进展等较为概念性方面，反倒是十一五规划提了一些量化指标，譬如 GDP 在 2010 年要比 2000 年翻一番等等。

表 5：十二五规划和十一五规划主线和目标对比

|    | 十二五规划建议                                                                                                                         | 十一五规划建议                                                                                                           | 点评                                                              |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 主线 | 以科学发展为主题，以 <b>加快转变经济发展方式为主线</b> ，（坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向；坚持把科技进步和创新作为加快转变经济发展方式的重要支撑；坚持把保障和改善民生作为加快转变经济发展方式的根本出发点和落脚点等。） | 全面贯彻落实科学发展观                                                                                                       | 主线更加清晰和具体，进一步突出了加快转变经济发展方式的重要性。而主攻方向则是经济结构战略性调整，并辅以技术创新、改善民生等等。 |
| 目标 | 经济平稳较快发展；经济结构战略性调整取得重大进展；城乡居民收入普遍较快增加；社会建设明显加强；改革开放不断深化                                                                         | 在优化结构、提高效益和降低消耗的基础上，实现 2010 年人均 GDP 比 2000 年翻一番；单位 GDP 能源消耗比“十五”期末降低 20% 左右，国际收支基本平衡，城乡居民收入水平和生活质量普遍提高，价格总水平基本稳定等 | 在经济结构战略性调整的背景下，避免陷入唯 GDP 论。                                     |

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

十二五规划明确指出，要坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向。构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变。加强农业基础地位，提升制造业核心竞争力，发展战略性新兴产业，加快发展服务业，促进经济增长向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变。统筹城乡发展，积极稳妥推进城镇化，加快推进社会主义新农村建设，促进区域良性互动、协调发展。

这意味着，为了实现经济结构战略性调整，管理层从各方位布局，多方面入手。首先是对于拉动 GDP 的投资、消费、出口“三驾马车”进行调整，具体是以扩大内需战略为主。其次，对产业结构，在继续重视农业发展的基础上，重点提出发展战略性新兴产业。最后还有区域结构的调整，继续实施西部大开发战略，同时在对东中西部经济协调发展的基础上，加大对于新疆、西藏等区域的支持力度。值得注意的是，对于消费、农业、现代产业和区域经济等方面，十二五规划都单列为一大条，显示管理层的重视。

在十一五规划中还没有“战略性新兴产业”这样的表述，而十二五规划中表示，“培育发展战略性新兴产业。加强政策支持和规划引导，强化核心关键技术研发，突破重点领域，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。”实际上在十二五规划出台之前，战略性新兴产业的发展已经被管理层多次提及并列入未来发展计划，而着重写入十二五规划还是显示出管理层的极度重视之意。而战略性新兴产业所涉及的七大领域也将是我们未来关注的重点。

十二五规划将文化产业单独列为一大条，提出“推动文化大发展大繁荣，提升国家文化软实力”，“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”，首次将文化产业提升到前所

未有的重要高度。

### 4.3 十二五规划受惠的行业与板块

从十二五规划的内容来看，其所涉及的行业板块非常广泛，受益的相关领域也是非常之多。而且，从十一五规划推出的经验来看，十二五规划的出台必然带动各地区、各行业推出相关的十二五规划细则，有望对各行业板块带来持续的利好支持。

由于范围广泛，我们需要对其进行适度分类，考虑到管理层政策的侧重点不同，受益的程度也不同。我们对各领域的受惠程度、中长期政策持续性、行业成长前景等方面进行了整理分类，我们认为，受惠最为明显的领域主要将涉及到三大方面：大消费领域、新兴产业领域以及区域板块领域。其中以新兴产业和大消费为重，区域板块为辅。

#### 1. 大消费领域

十二五规划第二大条专列出扩大内需战略，凸显出管理层对于消费的重视程度，也是调整经济结构、实现经济发展方式转变的重要一环。

在大消费概念下，涉及的行业也不少，包括家电、汽车、医药、商业零售、食品、酿酒、旅游、农业等等。实际上近几年已经出现了以住房和汽车消费为代表的消费升级，而未来，我们认为在家电、商业、食品饮料、医药、旅游、农业等领域依然存在较大的成长空间。

表 6：大消费各行业涉及十二五规划政策一览

| 行业   | 政策动向                                                                                                                                  | 说明                                                                       |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 家电   | 十二五规划：发展节能环保型消费品。中国家用电器协会制定《中国家用电器工业“十二五”发展规划的建议》提出中国从家电大国向家电强国的转变。未来将加强中国家电行业的国际化，发展 5 个左右具有综合竞争实力的国际化企业集团及 3-5 个国际知名品牌              | 节能将成为主题，另外国际化也是重要突破，预计家电行业将保持良性增长。                                       |
| 商业   |                                                                                                                                       | 还没有直接政策，但商业在消费中的地位较高，最终消费率的提升将直接带动商业零售的增长。                               |
| 食品饮料 |                                                                                                                                       | 还没有直接政策，但收入分配改革带来消费结构升级，中高端食品饮料和功能保健食品的需求将增长。随着农村消费和二三线城市消费启动，大众消费品将有望受益 |
| 医药   | 十二五规划：战略性新兴产业中提到新医药，即生物医药，重点包括基因药物、单抗、治疗性疫苗、中药制剂等。加快医疗卫生事业改革发展                                                                        | 新医药是重点。而医疗行业的发展也值得关注，一方面是医改和医保体系的推动，一方面是老龄化的加重对医疗行业的需求增加。                |
| 旅游   | 十二五规划：积极发展旅游业。《国民旅游休闲纲要》推出，根据十二五规划的目标，到 2015 年，国内旅游人数将达 33 亿人次，年均增长 10%；旅游业总收入年均增长 12% 以上，旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%，占服务业增加值的比重达到 12%。 | 旅游行业成长空间不小。                                                              |

**农业** 十二五规划：加快发展现代农业，实施全国新增 种业和粮食增产仍是重点，还将加大对水产品、畜 产品、畜产品、水产品规模种养 产品的扶持，而明年的一号文件预计会加强政策的 力度。

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 2. 战略性新兴产业

十二五规划明确提出发展战略性新兴产业，随后《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》出台，将新兴产业的发展思路进一步的细化。从管理层思路来看，培育和发展战略性新兴产业，是参与国际经济技术合作的需要，是我国可持续发展和产业结构调整优化的需要。

《决定》提出了培育和发展战略性新兴产业“分三步走”的目标。

第一阶段，到 2015 年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右。

第二阶段，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，吸纳、带动就业能力显著提高。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车成为国民经济的先导产业。

第三阶段，到 2030 年左右，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，为经济社会可持续发展提供强有力的支撑。伴随着这一目标的逐步实现，我国在未来十年内将经历发展方式和产业结构的重大转变。

而在发展过程中，管理层也要为企业营造良好的市场环境，在政策上予以支持。

这意味着在未来的十年，将迎来新兴产业发展的黄金成长时期。按照其占 GDP 比重的逐步提升，我们进行了粗略的计算，预计战略性新兴产业在 2011 至 2015 年间要实现 24.1% 的年均增长速度，而 2016 至 2020 年要实现 21.3% 的年均增长速度，整个成长速度是非常之快。在此期间，必将涌现出大量出色的龙头企业，对投资者而言，意味着丰富的投资机会，而 2011 年则是布局新兴产业的开始。

当然，具体到行业个股的选择仍是我们重点关注的。从行业的分布来看，整个新兴产业涉及到节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车七大产业领域，每一个领域又可以有非常多的细分行业，可谓是博大精深。我们也对其进行细化和分类，让投资者在投资的过程中更加明了。

表 7：战略性新兴产业中七大产业领域涉及行业和政策动向一览

| 细分   |                       | 政策动向                                                                                                      | 说明                                                                       |
|------|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 节能环保 | 工业节能（余热发电、锅炉改造、电机节能等） | 重点开发推广高效节能技术装备及产品。加快资源循环利用关键共性技术研发和产业化示范。示范推广先进环保技术装备及产品，提升污染防治水平。推进市场化节能环保服务体系建设。加快建立以先进技术为支撑的废旧商品回收利用体系 | 预计“十二五”期间，我国节能环保投入将达到 3.1 万亿元，比“十一五”期间的增长一倍以上。“十二五”期间环保产业行业增速将达 15%-20%。 |
|      | 建筑节能（绿色照明等）           |                                                                                                           |                                                                          |
|      | 节能服务                  |                                                                                                           |                                                                          |
|      | 环保                    |                                                                                                           |                                                                          |
|      | 固废处理、污水处理、烟气脱硫、废品回收等  |                                                                                                           |                                                                          |

|         |         |              |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|---------|---------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 新一代信息技术 | 三网融合    | 涉及通讯、传媒      | 加快建设信息网络基础设施，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、云计算研发和示范应用。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、网络增值服务等信息服务能力。大力发展数字虚拟等技术，促文化创意产业发展    | 预计十二五电信投资规模预计超过两万亿，整体成长空间仍较大。而其涉及的行业和个股也较多，包括通讯、传媒、电子信息、软件等行业。看好三网融合、物联网和高端软件等。                                 |
|         | 物联网     | 涉及电子信息、通讯    |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|         | 下一代通信网络 | 通讯           |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|         | 云计算     | 软件           |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|         | 高端软件    | 软件           |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
| 生物      | 生物医药    | 生物、医药        | 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。着力培育生物育种产业，促生物农业加快发展。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                                 | 主要是生物医药和生物农业，其中重点是在生物医药，包括基因药物、单抗、治疗性疫苗、中药制剂等领域。                                                                |
|         | 生物农业    | 生物、农业        |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
| 高端装备制造  | 高铁      | 铁路、机械        | 重点发展以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业。促卫星及其应用产业发展。大力发展轨道交通装备。大力发展海洋工程装备。积极发展智能制造装备。即将出台的高端装备"十二五"规划主要分为五个部分，航空、航天、高速铁路、海洋工程、智能装备，要求提升产业集中度，打造、培育行业的龙头企业 | 高端装备几个细分领域都有巨大的市场容量。其中将优先发展高铁，未来三年铁路总投资将至少维持在 8000 亿元的水平；而航空装备产业，由于有大飞机项目、发展支线飞机、低空开放等机会，前景广阔。海洋工程和智能电网也有非常大机会。 |
|         | 海洋工程    | 机械装备         |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|         | 航空航天    | 航空、军工        |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|         | 智能装备    | 智能电网         |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
| 新能源     | 核能      |              | 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                               | 最早提及，很多针对新能源领域的政策已经逐步推出，预计在政策扶持下仍有较大成长空间，中线可关注核能、风电、水电等。                                                        |
|         | 风能      |              |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|         | 光伏      |              |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|         | 水电      |              |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
| 新材料     | 金属新材料   | 稀土、合金材料、特种钢等 | 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                             | 高新产业的发展需要新材料的发展相支撑，重点关注化工新材料。                                                                                   |
|         | 化工新材料   | 碳纤维、芳纶等      |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|         | 其他新材料   |              |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
| 新能源汽车   | 锂电池     | 电池、隔膜、正负极    | 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，大力推进高能效、低排放节能汽车发展                                                           | 《节能与新能源汽车产业规划（2010-2020）》草案中财政将安排千亿资金扶持纯电动及自主电动车零部件发展，未来潜力仍较大。                                                  |
|         | 电控系统    |              |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |
|         | 整车      |              |                                                                                                                                                   |                                                                                                                 |

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

从管理层对于七大战略性新兴产业的表述和重视程度来看，我们认为，节能环保、

新一代信息技术、高端装备制造等领域更值得看好，而新能源、新能源汽车实际上在 09 年的政策上已经大力支持，虽然未来仍有机会，但在受益程度上会有所减弱了。

### 3.区域板块

自国际金融危机以来，在 09-10 年的两年间，管理层出台多项区域振兴规划，力图通过区域振兴规划拓展经济增长空间，同时实现经济结构在区域上的调整。

短短两年间已经出台多达 20 项涉及区域振兴的政策，从珠三角、海西、江苏沿海等区域规划，到最近的东北振兴、内蒙古规划等等，可以看到管理层对其重视程度。

表 8：区域振兴规划中东西部一览

|    | 区域振兴规划                                     | 说明              |
|----|--------------------------------------------|-----------------|
| 东部 | 珠三角、长三角、京津冀、江苏沿海、辽宁沿海、海西经济区、黄河三角洲经济区、东北    | 关注长三角、珠三角、江苏、海西 |
| 中部 | 皖江城市带、海南国际旅游岛、鄱阳湖流域、中部地区、内蒙古               | 关注皖江城市带、海南国际旅游岛 |
| 西部 | 关中天水经济区、成渝经济区、重庆两江新区、广西北部、图们江区域、横琴新区、西藏、新疆 | 关注西藏、新疆、成渝经济区   |

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

而十二五规划也在区域振兴方面单列一大条，指出要坚持把深入实施西部大开发战略放在区域发展总体战略优先位路，给予特殊政策支持。加大支持西藏、新疆和其他民族地区发展力度。全面振兴东北地区等老工业基地。大力促进中部地区崛起。积极支持东部地区率先发展。加强和完善跨区域合作机制。更好发挥经济特区、上海浦东新区、天津滨海新区在改革开放中先行先试的重要作用。

我们认为，十二五规划将继续延续最近两年的区域振兴规划，有望是对细则内容的逐步深化，整个区域振兴如新疆等板块 2011 年仍有机会。

#### 4.4 2011 年上半年投资策略：重点布局新兴产业和大消费

我们认为 2011 年在对投资机会的把握上，应该将遵循十二五规划的主线，从三方面入手：新兴产业；消费领域；区域板块。

我们认为，在十二五规划中，管理层提到最多，也是最为重视的就是新兴产业的发展。未来的投资力度将非常之大，预计达到年均 20% 的增速。高速成长必然带来大量企业的飞速发展，也将给投资者带来巨大机会。在该领域，节能环保、新一代信息技术、高端装备制造等是我们最为看好领域。其中节能环保领域中，环保和工业节能等可重点看好；新一代信息技术中则可关注物联网、三网融合、下一代通信网络等。高端装备制造则看好高铁、海洋工程、智能电网。

而大消费领域也是非常值得投资者去把握的。在扩内需政策引导下，随着收入水平的提高和最终消费率的提升，未来的消费需求将进一步扩大，消费升级对大消费板块带来业绩持续提升值得关注。我们相对看好家电、商业、食品饮料、医药、旅游、农业等领域。

区域振兴板块总体仍有机会，但我们同时也要注意的是，区域振兴炒作最为激烈的时机已经过去，即使未来仍会有新的区域振兴政策，但对市场的影响不会太大。我们并

不建议投资者主要配置区域板块

我们根据以上思路，我们对大消费和新兴产业中看好的细分行业进行了筛选，选出了部分潜力股，同时我们认为低估值蓝筹等板块在明年依然有价值回归的机会，稳健型投资者也是必须配置的品种，按照以往的例子，我们选出 2011 年上半年 30 只潜力股供投资者参考，具体介绍可参阅相关报告。

值得注意的是，今年我们对个股新增了风险评级，风险评级仅仅是衡量个股品种的波动幅度，风险高意味着股价波幅将远远超出市场指数波幅，并不意味着我们不看好，投资者应该根据自己的风险偏好选择适合自己的品种。

表 9：2011 年上半年潜力股推荐表

|      | 投资主线      | 潜力股                                                             |
|------|-----------|-----------------------------------------------------------------|
| 大消费  | 商业、旅游     | 锦江股份（600754）、友阿股份（002277）                                       |
|      | 农业        | 新希望（000876）、圣农发展（002299）                                        |
|      | 医药与医疗设备   | 兰生股份（600826）、国药股份（600511）、双鹭药业（002038）、乐普医疗（300003）             |
| 新兴产业 | 节能与循环经济   | 格林美（002340）、浙江阳光（600261）、九龙电力（600292）                           |
|      | 新材料       | 佛塑股份（000973）、西部材料（002149）、普利特（002324）、回天胶业（300041）、烟台氨纶（002254） |
|      | 高端装备制造    | 郑煤机（601717）、中海油服（601808）、中信海直（000099）、太原重工（600169）              |
|      | 信息技术      | 立讯精密（002475）、国民技术（300077）、焦点科技（002315）                          |
|      | 智能电网、电力设备 | 智光电气（002169）、中国西电（601179）、许继电气（000400）、浙富股份（002266）、            |
|      | 低估值蓝筹     | 金地集团（600383）、中国平安（601318）、华鲁恒升（600426）                          |

资料来源：东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系:**

| 公司投资评级 |                                         |
|--------|-----------------------------------------|
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上             |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间          |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间              |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上              |
| 行业投资评级 |                                         |
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上           |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间        |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间            |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上            |
| 风险偏好评级 |                                         |
| 高风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上         |
| 较高风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间 |
| 一般风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间  |
| 低风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内      |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺:**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**免责声明:**

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn