

布局消费 深挖转型

——2011 年 A 股投资策略

核心观点

经济转型亟待推进

在内外环境发生深刻变化、原有红利消耗殆尽的背景下，支撑经济高增长的动力正逐步消退。在内外因素的“倒逼”机制之下，经济转型的动力或许会明显加大，以积极释放新的增长动力。

未来调结构、扩内需将着力于以下五个方面：提振消费、推进城镇化、区域经济均衡发展、加快发展新兴产业、放开受限制的传统行业。

2011 年宏观环境：转型初期的烦恼

经济温和减速：出口面临较大的减速压力，消费基本平稳，投资增速小幅下滑，2011 年中国经济温和减速。

政策趋紧：应对通胀压力及房地产泡沫，政策趋紧不可避免。不过，宏观调控将兼顾“稳增长”与“抑通胀”，政策收紧不会以牺牲经济平稳增长为代价。预计上半年政策偏紧，下半年适度放松的可能性较大。

企业盈利增速下滑：经济减速及政策退出将制约周期性行业业绩表现，而成本转嫁能力较弱的中游制造业将处于不利境地。未来两年上市公司整体盈利增速将逐步回落。

趋势展望：震荡为主，重心上移

就资金面而言，海外资金流入值得期待，而国内负利率仍将刺激居民投资意愿，资金面向好趋势有望延续。不过，大规模直接融资与全流通机制决定了 A 股流动性不足以推动市场估值显著提升。

目前 A 股整体估值略有低估，行业之间估值差异十分明显。作为第一大权重行业，银行业估值偏低，但未来估值修复力度不会太大。

A 股重心有望上升至 3300 点附近。鉴于经济处于新一轮上升周期来临之前的转型阶段，市场整体运行格局仍将表现为宽幅震荡，难有系统性机会。就具体运行节奏而言，明年 A 股市场或呈现先抑后扬的态势。

投资策略：深挖转型，精选个股

经济转型是导致行业分化的根本原因。基于传统增长模式的周期性行业将在很长时间内难以出现具备持续性的机会。

展望 2011 年，行业分化、局部行情演绎仍将是行情的主旋律。投资者应围绕大消费、新兴产业与城镇化提速进行战略性布局。

大消费：重点关注医药及医疗服务、食品饮料、水产养殖、服装、商业零售与旅游行业；新兴产业：重点关注高铁、节能环保、新一代信息技术、新材料、新能源与高端装备制造；城镇化提速：重点看好工程机械、建材、装饰与园林行业。

国都证券重点公司

代码	名称	10EPS	11EPS
300029	天龙光电	0.51	1.07
002405	四维图新	0.58	0.83
000826	桑德环境	0.51	0.72
000978	桂林旅游	0.20	0.39
002345	潮宏基	0.71	0.95
002293	罗莱家纺	1.48	1.93
002266	浙富股份	1.00	1.35
600765	中航重机	0.40	0.56
600428	中远航运	0.25	0.56
002511	中顺洁柔	0.81	1.05
002254	烟台氨纶	0.98	1.34
300082	奥克股份	1.10	2.12
000581	威孚高科	1.75	2.08

研究员：张翔

电话：010-84183370

Email：zhangxiang@guodu.com

执业证书编号：S0940208050098

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一	经济转型亟待推进	5
1	内外因素倒逼经济转型	5
2	期待转型释放增长潜力	8
二	2011 年宏观环境：转型初期的烦恼.....	9
1	经济温和减速	9
2	应对通胀，政策趋紧	10
3	企业盈利增速明显回落	12
三	趋势展望：震荡为主，重心上移	13
1	市场估值：整体小幅低估，内部分化明显	13
2	资金面仍有改善空间	15
3	重心小幅上移，大盘或先抑后扬	17
四	投资策略：深挖转型，精选个股	18
1	经济转型决定行业分化	18
2	紧抓消费与新兴	20
3	主题投资：城镇化提速	21

图表目录

图表 1	出口依存度	5
图表 2	房地产依存度（商品房销售额/GDP）	5
图表 3	美国成屋销售量与中间价	5
图表 4	美欧日失业率	5
图表 5	美国、日本政府债务占 GDP 比例	6
图表 6	欧元区部分国家债务占 GDP 比例	6
图表 7	美欧日 OECD 领先指标同比	6
图表 8	入世以来的出口高增长或难重现	6
图表 9	部分省份月最低工资标准:最低一档	7
图表 10	人民币对美元历年升值幅度	7
图表 11	职工工资与财政收入增速对比	7
图表 12	农村收入与城镇收入对比	7
图表 13	中国居民最终消费在 GDP 中占比	7
图表 14	美国、德国个人消费在 GDP 中占比	7
图表 15	我国房价收入比远超合理水平	8
图表 16	城镇居民可支配收入区域差距较大	8
图表 17	中国经济扩大内需的空间十分广阔	9
图表 18	名义与实际消费增速	9
图表 19	汽车销量累计增速逐步回落	9
图表 20	国有与非国有单位累计投资增速	10
图表 21	4 大重点行业累计投资增速	10
图表 22	CPI 与 PPI 同比增速	10
图表 23	食品价格上涨对 CPI 构成显著推动	10
图表 24	流动性泛滥推升全球大宗商品价格	11
图表 25	我国住宅平均价格及销售面积增速	11
图表 26	央行货币投放（回笼）统计	11
图表 27	存款准备金率及与存款利率	11
图表 28	08 年货币当局容忍了较长时间的负利率	12
图表 29	沪深 300 公司预期业绩增速	12
图表 30	沪深 300 重点行业预期 11 年业绩增速	12
图表 31	沪深 300 公司 2011 年预测净利润的行业构成	13
图表 32	沪深 300 银行类公司历年业绩增速	13
图表 33	沪深 300 采掘类公司历年业绩增速	13
图表 34	A 股各季及最新市盈率（剔除负值）	14
图表 35	A 股各季度末及最新市净率	14
图表 36	全球主要市场 PEG	14
图表 37	沪深 300 指数各行业权重及 11 年动态市盈率	15
图表 38	主要经济体均维持较低官方利率	15
图表 39	各国 10 年期国债收益率处于历史低位	15
图表 40	1 年期 NDF 隐含升值预期	16
图表 41	亚洲新兴经济体 GDP 增速	16
图表 42	新增外汇占款中的无法解释部分	16
图表 43	恒生 AH 股溢价指数与深证 B 指走势	16
图表 44	居民户定存比例及各月新增存款	17
图表 45	近一年住宅销售额达到 4.2 万亿元	17
图表 46	06 年三季度以来 IPO 融资	17

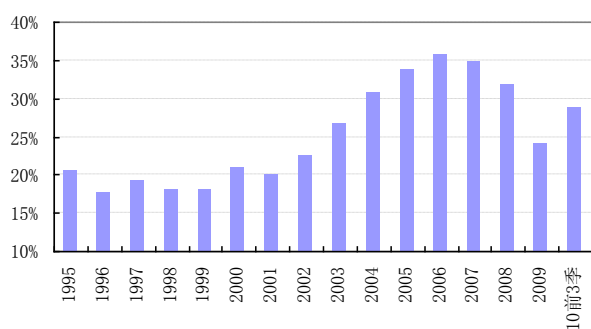
图表 47	各月公告减持与增持数量	17
图表 48	沪深 300 成份股 2011 年动态 PE 与 PEG	18
图表 49	申万行业指数近一年及近半年涨跌幅	19
图表 50	近一年周期股明显跑输非周期股	19
图表 51	标普 500 与日经 225 指数的行业权重	20
图表 52	沪深 300 指数的行业权重	20
图表 53	主要消费类行业及重点公司	21
图表 54	主要新兴产业及重点公司	21
图表 55	中西部省份城镇化率明显低于东部省份	22
图表 56	受益于城镇化提速的投资相关类行业	22

一 经济转型亟待推进

1 内外因素倒逼经济转型

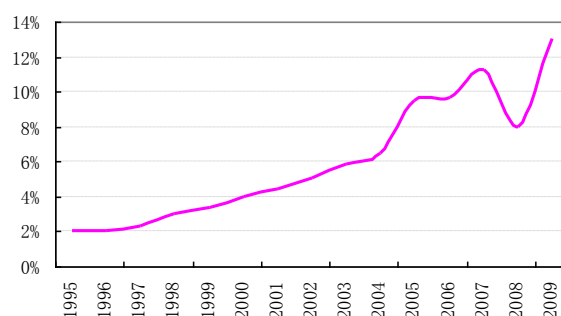
十余年来，经济体制改革、对外开放、房地产市场化所带来的制度红利，以及被透支利用的人口红利、资源红利，有效推动了中国经济的高速增长。但是，在内外环境发生深刻变化、原有红利消耗殆尽之际，特别是在出口依存度已经高达 29%、房地产依存度（商品房销售额/GDP）也达到 13% 的背景下，支撑经济高增长的动力正逐步消退，GDP 两位数增长很可能将成为过去时。

图表 1 出口依存度



资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 2 房地产依存度（商品房销售额/GDP）



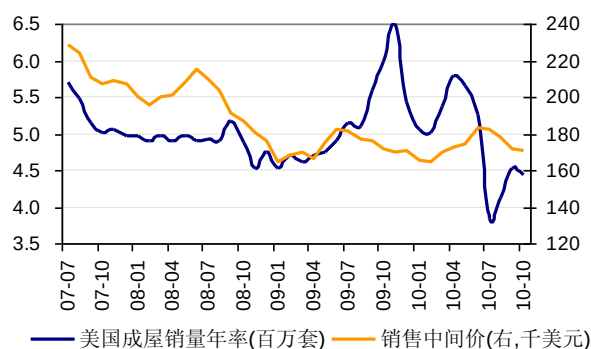
资料来源：Wind、国都证券研究所

1.1 出口或难现高增长

“入世”之后我国出口连续多年高增长，有效拉动了经济。不过，在我国晋升为全球第一大出口国后，出口继续高增长的动力却开始减弱。美国、欧盟、日本等主要经济体虽然均已走出了金融危机的泥潭，但除了延续宽松货币政策之外，仍未找到有效的经济驱动力。美国房地产市场持续疲弱，以及各国失业率居高不下，都拖累了经济复苏的步伐。特别是美国、日本及部分欧元区国家的政府均背负沉重的债务压力，给未来经济复苏带来了较大的不确定性。

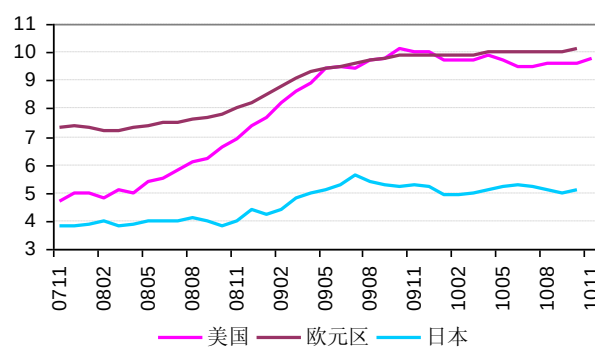
全球经济很可能延续缓慢复苏的态势，我们难以指望外需在短时间内明显转强。

图表 3 美国成屋销售量与中间价



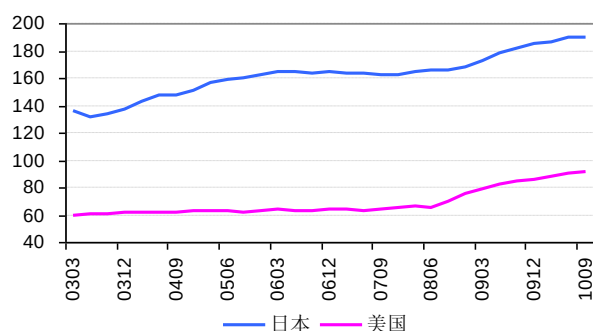
资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 4 美欧日失业率



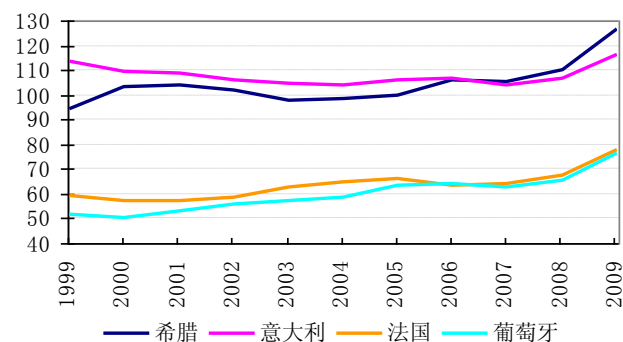
资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表5 美国、日本政府债务占GDP比例



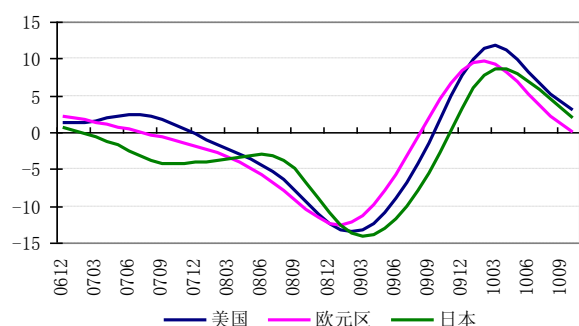
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表6 欧元区部分国家债务占GDP比例



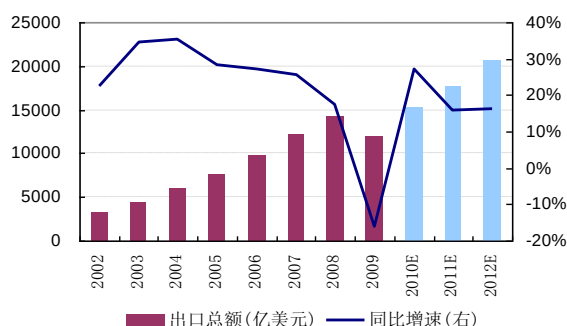
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表7 美欧日 OECD 领先指标同比



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表8 入世以来的出口高速增长或难重现



资料来源: Wind、国都证券研究所

1.2 企业竞争力面临严峻挑战

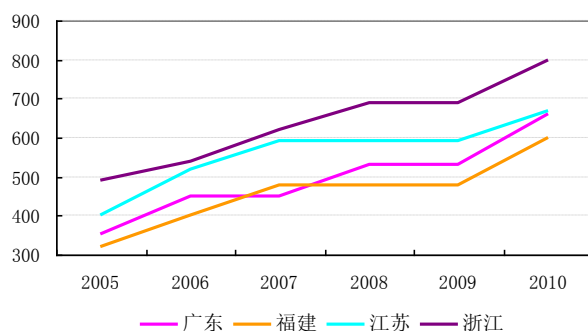
在过去的非正常环境中,粗放式发展的中国制造业获得了快速成长的机遇。但随着经济环境的正常化,企业的竞争力面临严峻挑战。

首先,生产成本开始“恢复性”上升。这一方面是由于水、电、气等基础性资源及原材料价格的上升,另一方面则是随着相关政策的完善,劳动力、环境保护、知识产权等长期以来被压制或外部化的成本开始显现。

其次,人民币重新进入升值通道,以及国际市场上贸易摩擦增多,给企业的国际竞争力带来考验。

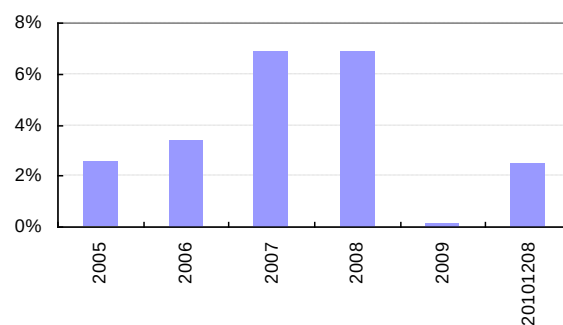
在此背景下,中国制造业不能再仅仅以价低来取胜,而必须通过产业升级,借助技术优势来确立高壁垒的国际竞争力。

图表 9 部分省份月最低工资标准:最低一档



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 10 人民币对美元历年升值幅度

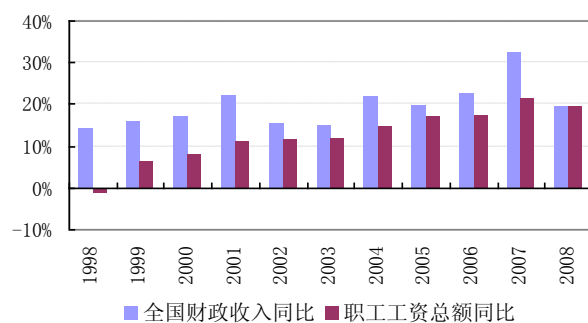


资料来源: Wind、国都证券研究所

1.3 国富与民富未能同步

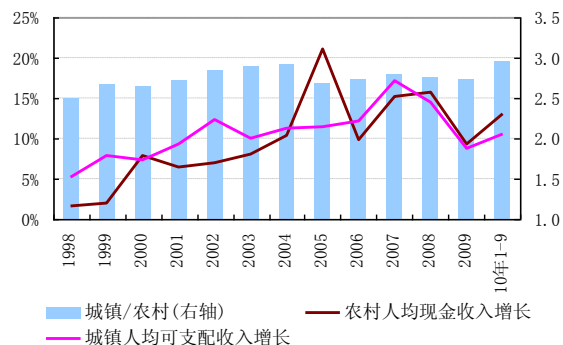
经济增长的本质目的是追求国民富裕与民生改善。但以往经济工作的重心偏向 GDP 增速, 且财富大量集中于国家及国有企业, 而居民、特别是农村居民未能充分分享经济增长的成果。长期以来职工工资收入增速低于财政收入增速, 而且农村居民与城镇居民的收入差距不减反增。国富与民富未能同步发展使得消费对经济的贡献远低于应有的水平。我们注意到, 经济强国美国与出口大国德国居民消费在 GDP 中的比例近年分别稳定在 70%和 58%的较高水平, 而我国居民消费所占比例不足 36%。

图表 11 职工工资与财政收入增速对比



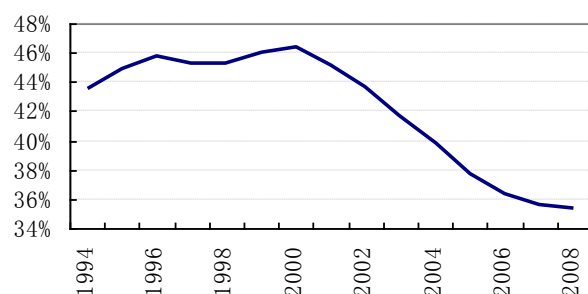
资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 12 农村收入与城镇收入对比



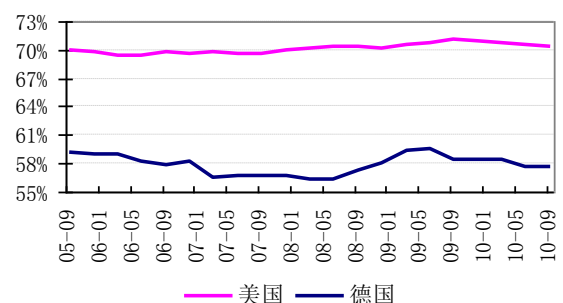
资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 13 中国居民最终消费在 GDP 中占比



资料来源: Wind、国都证券研究所

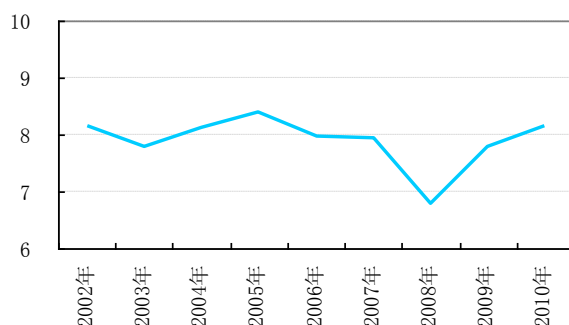
图表 14 美国、德国个人消费在 GDP 中占比



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

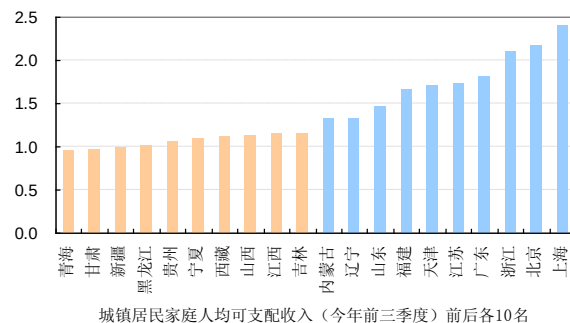
对 GDP 增速的片面追求，相应导致了对民生改善的忽视，进而引发了房地产泡沫失控、生态环境恶化、企业员工福利缺失、教育医疗负担加剧等负面后果。此外，区域之间的经济增长也明显失衡，东部与西部地区居民收入差距较大。

图表 15 我国房价收入比远超合理水平



资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 16 城镇居民可支配收入区域差距较大



资料来源：Wind、国都证券研究所

2 期待转型释放增长潜力

为培育新的经济驱动力，经济转型已成为全社会共同关注的话题。而拟定之中的“十二五”规划也凸显“转型”这一核心线索，充分反映出决策层对经济转型的高度重视。

经济转型需要对原有制度进行全面深入改革，也会触动既得利益集团的利益，因此面临重重阻力。不过，在内外因素的“倒逼”机制之下，特别是若出现出口持续不振、房地产投资下滑等不利情形，经济转型的动力或许会明显加大，以积极释放新的增长动力。

从目前的政策导向来看，未来调结构、扩内需将着力于以下几个方面：

一、为刺激消费增长，必须调整收入分配结构，提高居民收入在国民收入分配中的比重，同时缩小城乡差距；增加教育、医疗、保障性住房、就业保障等民生方面的投入，为居民减负。

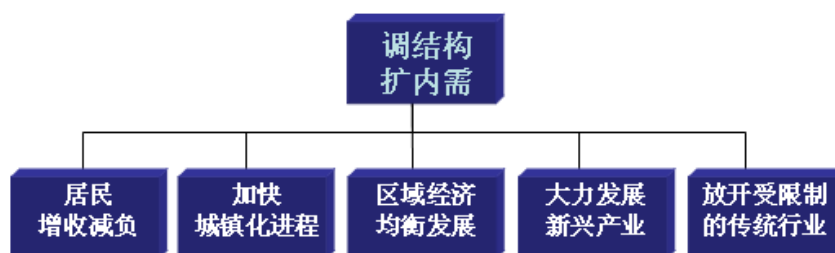
二、深化户籍、土地、社会保障等制度改革，推进城镇化进程。

三、加快发展西部、东北等欠发达地区，培育一批新的增长极。

四、积极发展节能环保、新能源、高端装备制造等新兴产业，推动产业升级，提升中国制造业的竞争力。

五、逐步放开过去受限制的行业，例如文化体制改革支持民间资本涉足传媒行业，低空空域开放打开了通用航空业巨大的发展空间，新医改方案明确提出鼓励社会力量参与医疗卫生服务。未来还有望支持民间资本进入长期以来被国有资本垄断的金融服务、石油、电信、铁路等传统行业。

图表 17 中国经济扩大内需的空间十分广阔



数据来源：国都证券研究所

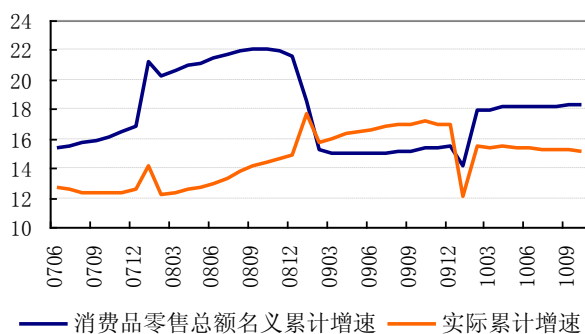
二 2011 年宏观环境：转型初期的烦恼

1 经济温和减速

由于外需复苏十分缓慢，2011 年我国出口面临较大的减速压力。预计出口增速将由 2010 年的 27% 下滑至 16%。不过，鉴于消费基本平稳、投资仍有较大潜力可挖，2011 年经济减速压力较为有限，GDP 增速仍有望达到 9.5% 左右的较高水平。

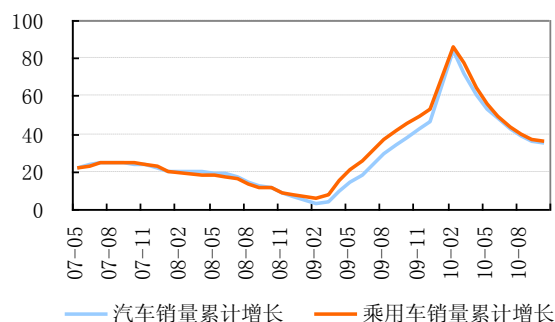
首先，实际消费增速将稳中趋降。在实施“增收减负”政策的背景下，消费的中长期前景值得看好。但政策效力短期内不可能充分释放，同时考虑到消费刺激政策的边际拉动能力递减、资源价格调整和温和通胀导致实际购买力下降，2011 年消费难有突出表现。预计名义消费增速稳中略升，但实际消费增速会延续 2010 年开始的小幅下降趋势。

图表 18 名义与实际消费增速



资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 19 汽车销量累计增速逐步回落

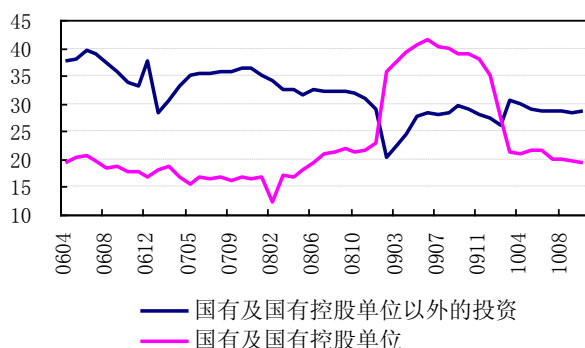


资料来源：Wind、国都证券研究所

其次，投资不会明显减速。预计房地产调控政策将持续保持高压状态，随着楼市成交逐步缩量，商品房投资增速持续下滑难以避免。不过，在固定资产投资上政府拥有灵活的调控余地，大规模的保障房建设以及城镇化所带来的大量基础设施建设仍将带来大量的投资需求。而且随着国家支持新兴产业政策的逐步落实，民间资金在相关

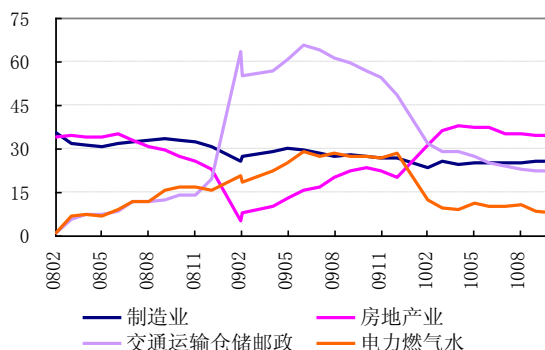
领域的投资意愿也将有所提升。我们预计 2011 年城镇固定资产投资增速将小幅下滑至 23%。

图表 20 国有与非国有单位累计投资增速



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 21 4 大重点行业累计投资增速



资料来源: Wind、国都证券研究所

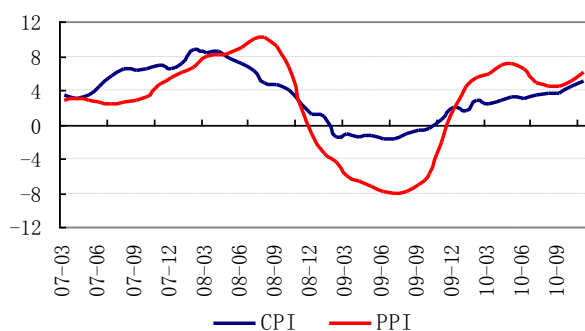
2 应对通胀，政策趋紧

在全球流动性泛滥的背景下，管理层面临的主要挑战是管理通胀预期及防范资产泡沫。

通胀压力来自于内外两方面：内部因素主要是劳动力成本、房价或租金、原材料价格上涨带来的成本推动，以及流动性泛滥引发的投机炒作；外部因素则体现为全球宽松货币政策及弱势美元推高原油、有色金属、农产品等大宗商品价格，进而带来输入性通胀。

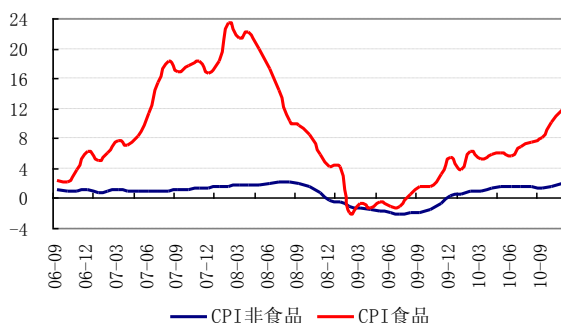
资产泡沫的风险则主要来自房地产。保障房供应不足、贫富差距扩大、投资渠道有限、地方财政过度依赖房地产等因素决定了明年房价上涨压力依然较大。

图表 22 CPI 与 PPI 同比增速



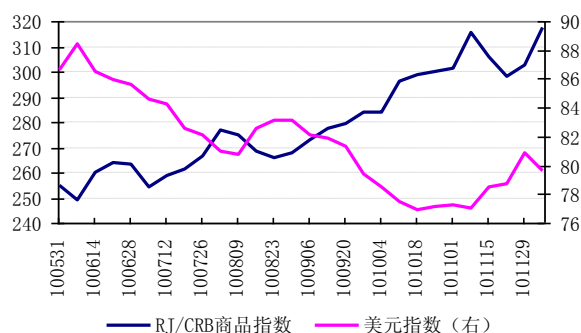
资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 23 食品价格上涨对 CPI 构成显著推动



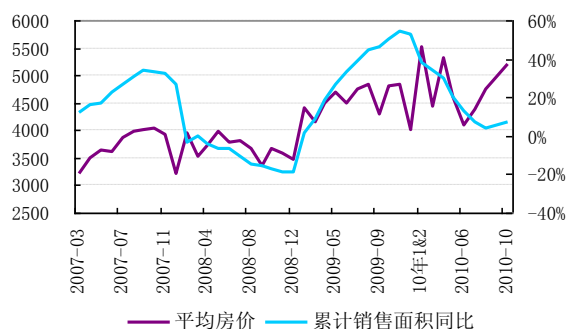
资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 24 流动性泛滥推升全球大宗商品价格



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 25 我国住宅平均价格及销售面积增速

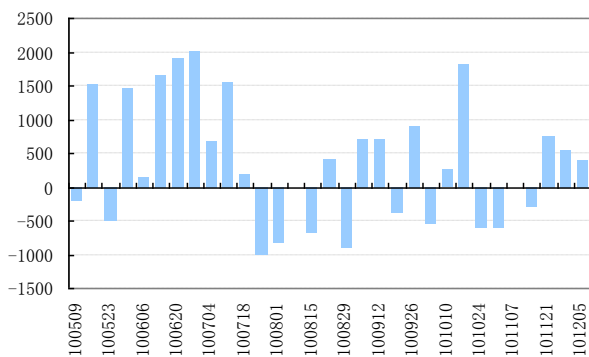


资料来源: Wind、国都证券研究所

应对通胀压力及房地产泡沫,行政手段可以起到一定作用,但若有效诊治,货币政策仍是重要手段。有鉴于此,中央已确定货币政策的基调由适度宽松转为稳健,这意味着 2011 年政策趋紧将不可避免。为收缩流动性,“数量+价格”工具将组合出击。公开市场操作力度将明显加大;虽然准备金率已处于历史高位,但仍存在上调空间;加息周期已经到来,不排除非对称加息的可能性。

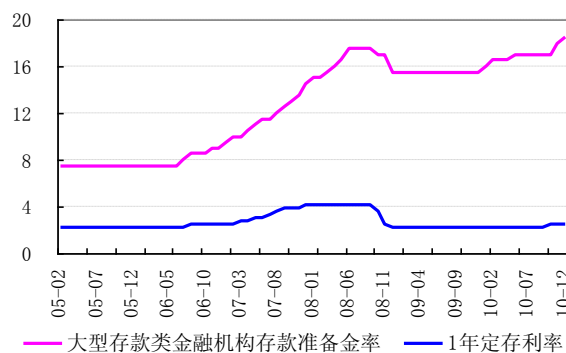
就房地产政策而言,若房价快速上涨的势头再度显现,房产税试点很可能于 2011 年较早时候推出,而且房贷利率也可能进一步上浮。

图表 26 央行货币投放(回笼)统计



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 27 存款准备金率及与存款利率

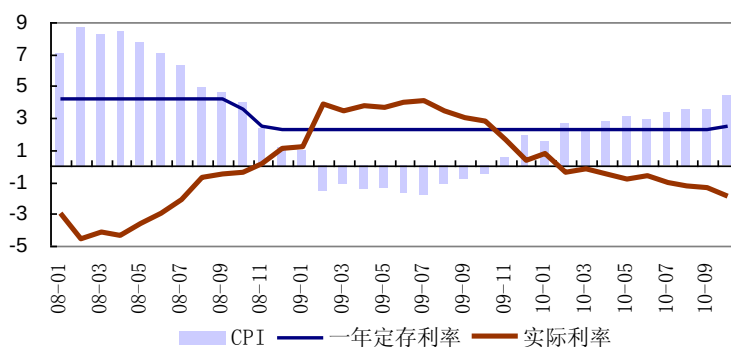


资料来源: Wind、国都证券研究所

当然,我们也应看到,政策基调强调的是“稳健”,而非“紧缩”,并且明确要“增强宏观调控的针对性与灵活性”。这表明宏观调控将兼顾“稳增长”与“抑通胀”,政策收紧不会以牺牲经济平稳增长为代价。

鉴于经济仍处复苏阶段,特别是出口仍存在较大的不确定性,而且地方融资平台背负了大量负债,预计管理层在加息的力度与节奏上会较为谨慎。回顾 08 年可以看到,当预期高通胀不会持续太长时间的情况下,管理层并不会贸然加息,而是容忍了较长时间的负利率。与此同时,为保证“十二五”良好开局,商业银行仍需积极应对各项重大投资的融资需求,明年信贷规模难以明显压缩,预计新增信贷仍将达到 7.5 万亿元。

图表 28 08 年货币当局容忍了较长时间的负利率



数据来源：Wind、国都证券研究所

具体而言，2011 年上半年通胀翘尾因素较高，且年初货币投放量一般较大、节日期间食品价格存上涨压力，预计上半年政策偏紧；而进入下半年后，通胀压力有望缓和，同时为配合“十二五”开局之年的投资需求，调控政策适度放松的可能性较大。

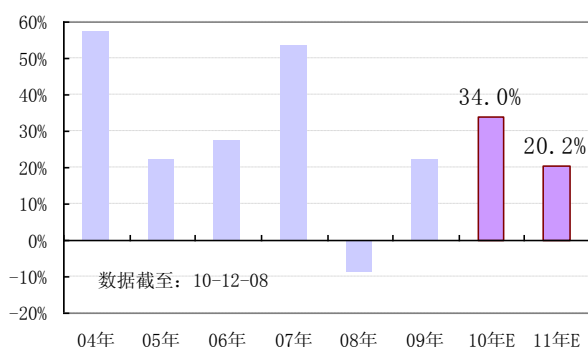
3 企业盈利增速明显回落

经济减速及政策退出将制约周期性行业业绩表现，特别是依赖于外需的行业，业绩增速面临较大的下行压力。与此同时，企业普遍面临劳动力成本上升、原材料价格上涨等不利因素，成本转嫁能力较弱的中游制造业将处于不利境地。

目前市场一致预期显示，沪深 300 公司 2011 年整体业绩增速约在 20%，明显低于 2010 年 34% 的预期增速，而 2012 年业绩增速将进一步下降至 17%。

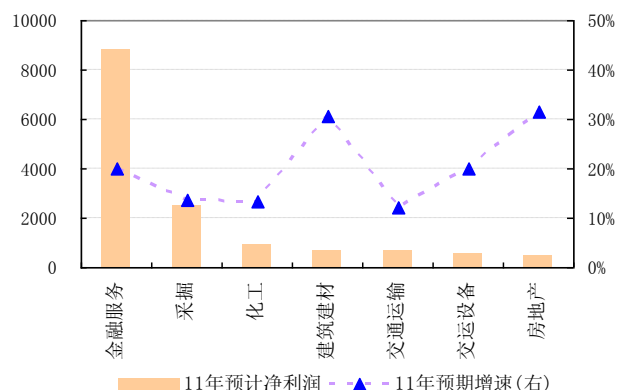
目前银行、工业、材料、能源等周期性行业在沪深 300 指数中占据过大权重，这一特征决定了经济减速及转型将对 A 股整体盈利表现产生显著拖累。从净利润贡献最大的两个行业来看，银行业在沪深 300 指数中净利润比重为 46%，其盈利表现与宏观经济相关性较高，未来两年预期业绩增速将连续下滑；采掘业的比重为 15%，未来两年的预期增速将回落至 14% 左右。不容忽视的是，未来若通胀压力较大，政府有可能对成品油与煤炭进行价格管制，导致采掘行业利润低于预期。

图表 29 沪深 300 公司预期业绩增速



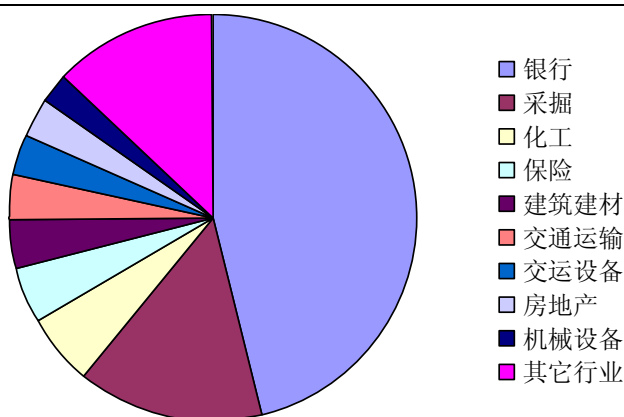
资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 30 沪深 300 重点行业预期 11 年业绩增速



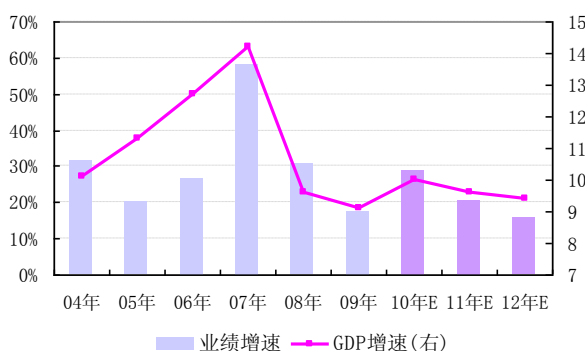
资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 31 沪深 300 公司 2011 年预测净利润的行业构成



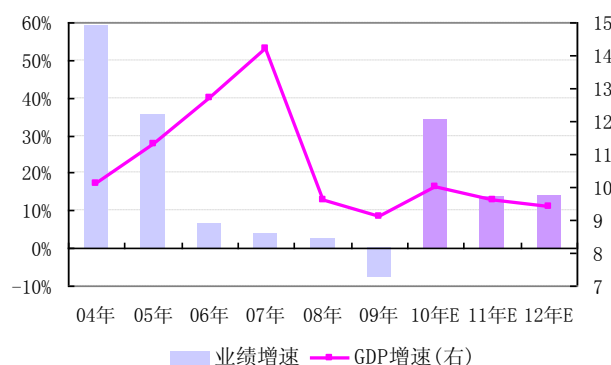
数据来源: Wind、国都证券研究所

图表 32 沪深 300 银行类公司历年业绩增速



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 33 沪深 300 采掘类公司历年业绩增速



资料来源: Wind、国都证券研究所

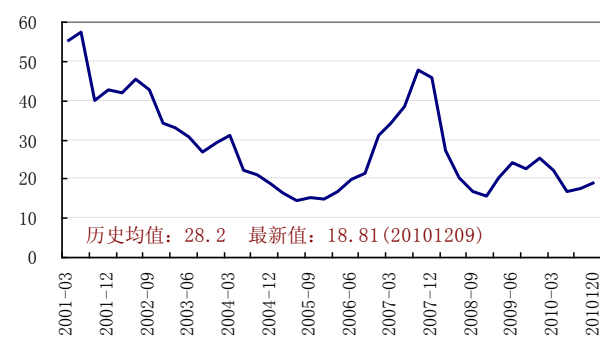
三 趋势展望: 震荡为主, 重心上移

1 市场估值: 整体小幅低估, 内部分化明显

截至 12 月 9 日收盘, 全部 A 股静态市盈率 (剔除负值) 为 18.8 倍, 远低于 2001 年以来的历史平均水平 28.2 倍; 全部 A 股市净率为 2.8 倍, 低于 2000 年以来的历史平均水平 3.3 倍。

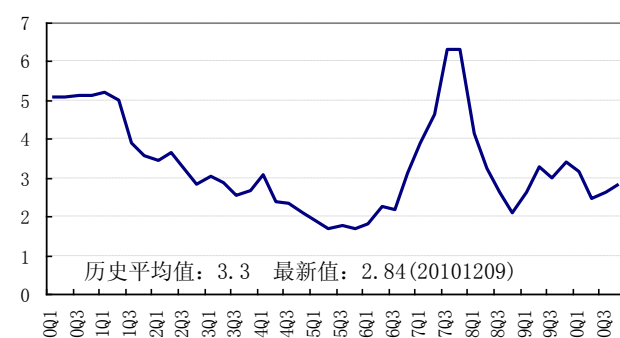
不过, 上述比较并不表明 A 股大幅低估。事实上, 伴随全流通的到来, 以及业绩增速的趋势性下滑, A 股市场享有较高估值的基础已不复存在。

图表 34 A 股各季及最新市盈率（剔除负值）



资料来源: Wind、国都证券研究所

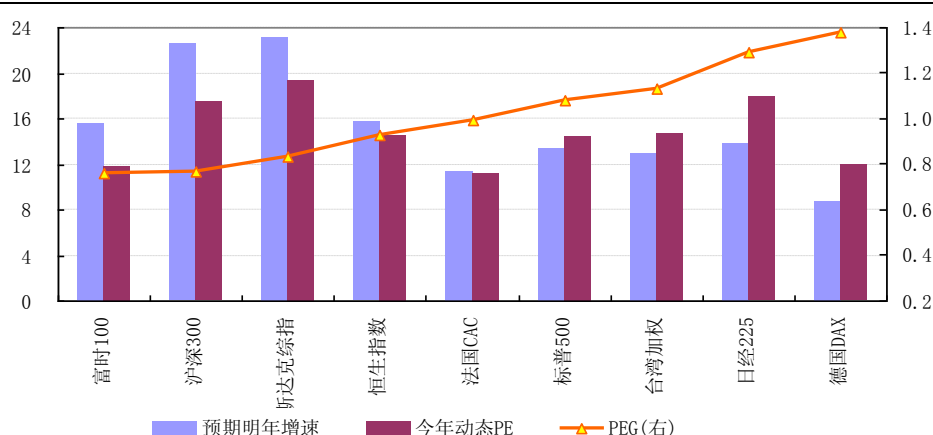
图表 35 A 股各季度末及最新市净率



资料来源: Wind、国都证券研究所

横向对比表明，目前 A 股估值水平小幅低估。考察全球主要市场的 PEG（基于 2010 年动态 PE 及预期 2011 年业绩增速）可以发现，沪深 300 指数为 0.77 倍，低于绝大多数海外市场。像标普 500、台湾加权、日经 225 和德国 DAX 指数的 PEG 均在 1.0 倍-1.4 倍之间。

图表 36 全球主要市场 PEG



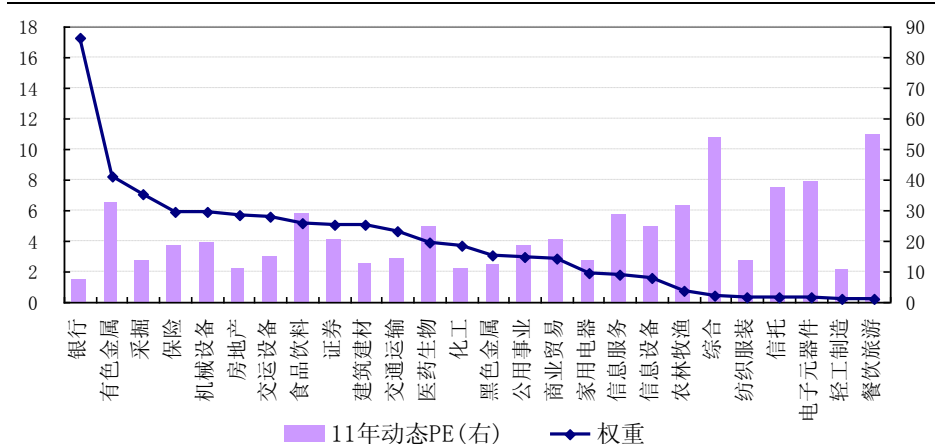
数据来源: Bloomberg、国都证券研究所

就 A 股市场内部而言，行业之间估值差异十分明显。

在沪深 300 指数中占据 17.3% 权重的银行业，其 2011 年动态市盈率仅有 7.5 倍。在权重超过 5% 的其它 9 个行业中，采掘、房地产、交运设备与建筑建材的动态市盈率在 11 倍-15 倍之间。而估值较高的行业包括餐饮旅游、综合、电子元器件、信托、有色金属和农林牧渔，动态市盈率均超过 30 倍。

很显然，之所以沪深 300 指数的 2011 年动态市盈率低至 12.0 倍，银行板块起到了较大作用。剔除银行板块后，则沪深 300 指数其他成份股的动态市盈率为 15.9 倍。

图表 37 沪深 300 指数各行业权重及 11 年动态市盈率



数据来源: Wind、国都证券研究所

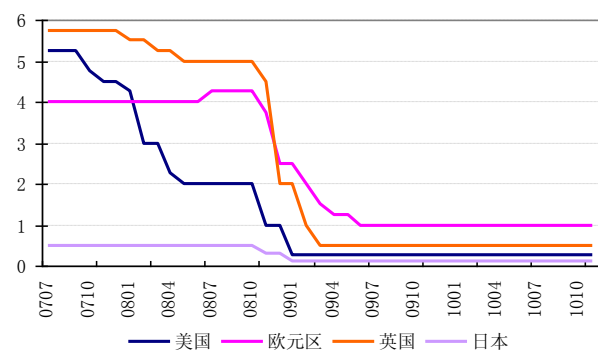
2 资金面仍有改善空间

资金供应方面的不利因素主要在于,央行通过上调存款准备金率、加息、公开市场操作等方式积极收缩流动性。不过,利好资金面的积极因素同样不能忽视。

首先,外部资金供应值得期待。海外主要经济体经济复苏十分缓慢,失业率居高不下,各国央行均倾向于长时间维持宽松货币政策,至少未来半年内海外市场流动性泛滥的格局不会改变。与此同时,人民币小幅渐进升值预期逐步确立,而且包括中国在内的众多亚洲新兴经济体复苏态势相对良好,因此海外资金的流入乃大势所趋。

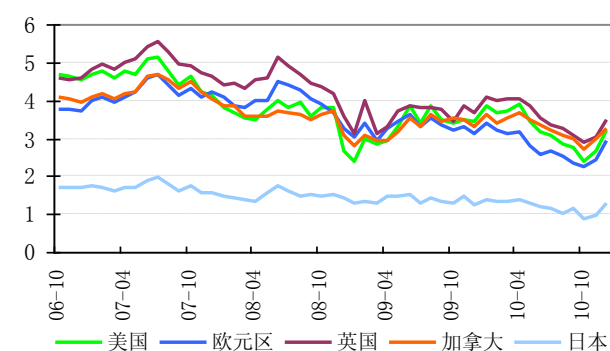
我们注意到,9月、10月新增外汇占款中无法解释部分连续上升,表明海外热钱流入动力有所增强。此外,观察外资可以直接投资的H股与B股市场,A股相对H股持续折价、深证B股指数刷新07年高点等现象均反映出外部资金对人民币资产的青睐。

图表 38 主要经济体均维持较低官方利率



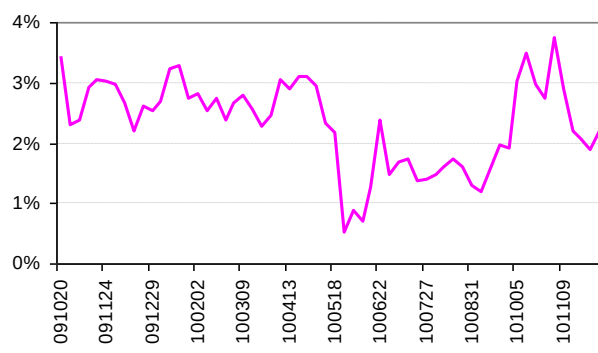
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 39 各国 10 年期国债收益率处于历史低位



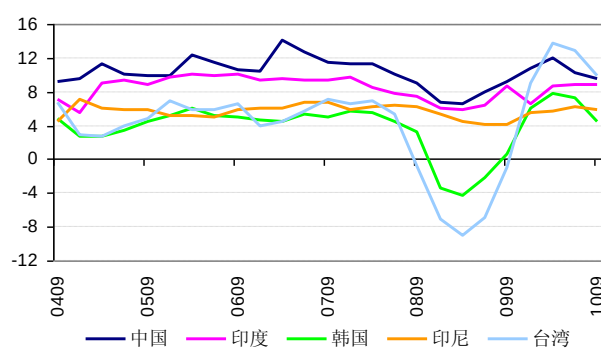
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 40 1 年期 NDF 隐含升值预期



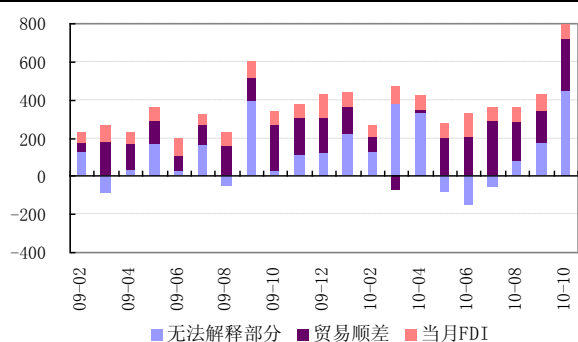
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 41 亚洲新兴经济体 GDP 增速



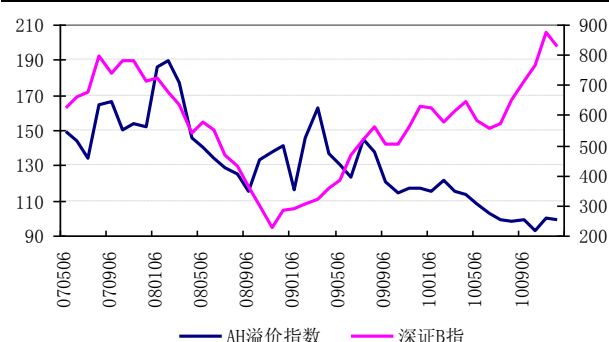
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 42 新增外汇占款中的无法解释部分



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 43 恒生 AH 股溢价指数与深证 B 指走势

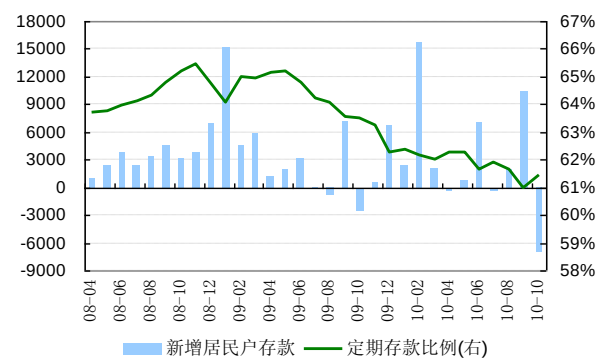


资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

其次,就国内而言,居民入市的积极性依然较高。预计明年会有 3 次 25 个基点的加息,这显然无法扭转负利率的状况,居民投资意愿依然较高。预计居民储蓄活期化及储蓄搬家的趋势会继续发展。

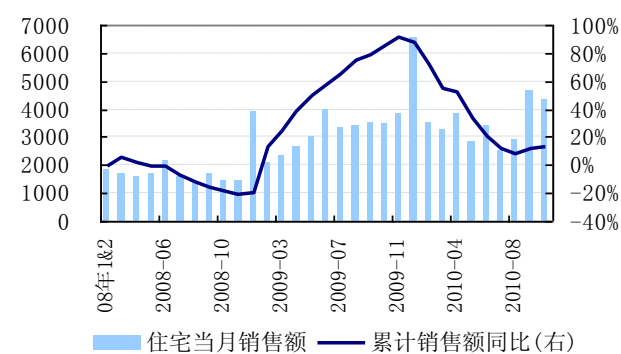
值得注意的是,民间资金的投资渠道依然狭窄,一方面投资海外市场的途径并不通畅,另一方面,国内实业资本很难进入国资垄断的行业,而股票与房地产是仅有的两个易被投资者接受、流动性与资金容纳能力较好的市场。近一年 A 股成交额达到 54.5 万亿元,住宅销售额也达到 4.2 万亿元。不过,对房地产投资的政策限制很可能进一步加强,这预示着股市将成为大量资金的首选投资渠道。

图表 44 居民户定存比例及各月新增存款



资料来源: Wind、国都证券研究所

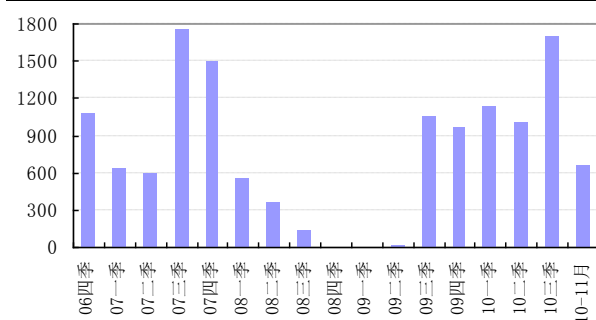
图表 45 近一年住宅销售额达到 4.2 万亿元



资料来源: Wind、国都证券研究所

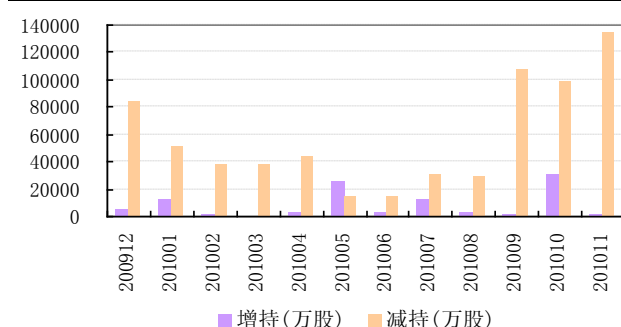
从资金需求来看,市场机制可以很好地起到对冲流动性的作用。一方面管理层仍将保持较大规模的直接融资,尤其是鼓励成长性良好的中小企业上市,以支持经济转型。预计明年 IPO 融资规模仍将保持在 4500 亿元以上的较高水平;另一方面,在全流通的市场环境中,实业资本的减持压力将成为制约市场泡沫化的长效机制,而且在特定情况下,也不排除政府减持国有股以充实社保的可能。

图表 46 06 年三季度以来 IPO 融资



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 47 各月公告减持与增持数量



资料来源: Wind、国都证券研究所

综合以上关于资金供需状况的分析,我们对 A 股资金面持谨慎乐观预期。资金面向好趋势有望延续,但大规模直接融资与全流通机制决定了 A 股流动性不足以推动市场估值显著提升。

3 重心小幅上移, 大盘或先抑后扬

就沪深 300 成份股中的非银行股而言,其 PEG(基于 2011 年动态市盈率与 2012 年预期增速)为 0.87 倍,假定 1 倍是 PEG 的合理水平,则其估值提升空间较为有限,约为 15%。

再看沪深 300 成份股中的银行股,其 PEG 仅有 0.48 倍。以更适合于银行股的 PB 指标来看,其 2011 年 PB 也低至 1.5 倍左右,同样低于行业研究员普遍认同的合

理估值下限。观察 AH 同步上市的 8 只银行股，除中信银行 A 股相对 H 股溢价外，其它银行股均有较大幅度的折价，平均折价 18%。银行股估值显著偏低，已成为业内讨论的焦点话题。一般认为，目前银行股较低估值已在很大程度上反映了短中期与长期面临的不利因素，包括货币政策回归稳健、监管指标收紧、房地产与地方政府融资平台贷款质量下降、经济增长放缓、利率市场化等。

我们认同银行股估值偏低的判断，但并不认为主流资金对银行股谨慎心理会有明显改观。首先，影响银行股盈利预测不确定性因素太多，特别是其中的政策性因素很难把握，投资者更愿意选择前景相对明朗的行业；其次，中国经济的高增长阶段已经过去，未来能否稳定在中速增长水平，取决于经济转型成功与否，投资者对银行股的谨慎心理正是对经济转型前景持观望态度的体现；第三，2011 年 A 股资金面有望进一步改善，但远远谈不上充裕，这显然不利于银行这样的权重板块的估值提升。

在中性情境下，银行板块估值水平或有机会上升 20%，大致对应 2011 年 PB 上升至 1.8 倍，AH 股价差消失。

综合上述分析，A 股市场重心或有望由 2010 年的 2800 点上升至 3300 点附近。鉴于经济处于新一轮上升周期来临之前的转型阶段，市场整体运行格局仍将表现为宽幅震荡，难有系统性机会。

就具体运行节奏而言，明年 A 股市场或呈现先抑后扬的态势。上半年市场将承受政策趋紧的压力，震荡筑底的可能性较大；而下半年通胀压力有所缓和，且全球经济复苏趋势有望渐强，因此 A 股表现将强于上半年。

图表 48 沪深 300 成份股 2011 年动态 PE 与 PEG

板块	指数中所占权重	2011 年动态市盈率	2012 年预期增速	PEG
沪深 300 成份中的银行股	17.3%	7.5 倍	15.6%	0.48 倍
除银行股外的其他成份股	82.7%	15.9 倍	18.3%	0.87 倍

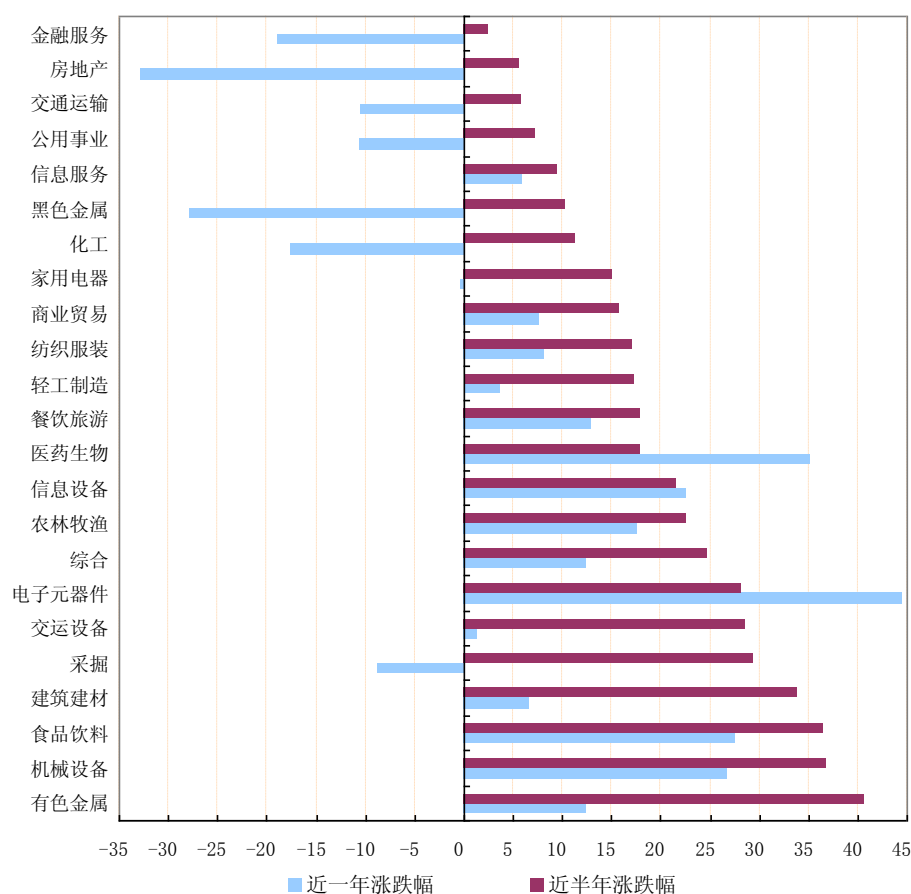
资料来源：Wind、国都证券研究所

四 投资策略：深挖转型，精选个股

1 经济转型决定行业分化

行业走势分化已成为 A 股市场一个显著特征。回顾近半年行情，上证指数上涨 11%，但有色金属、机械设备、食品饮料等 7 个行业涨幅超过 25%，同时也有金融服务、房地产、交通运输、公用事业等 4 个行业涨幅不足 8%。若回顾近一年行情，行业表现的分化态势更是显著，房地产、黑色金属、金融服务等 8 个行业下跌，但同时也有电子元器件、医药生物、食品饮料等 5 个行业涨幅超过 20%。

图表 49 申万行业指数近一年及近半年涨跌幅



数据来源: Wind、国都证券研究所

经济转型是导致行业分化的根本原因。对于银行、房地产、钢铁、传统化工、交通运输、电力等基于传统经济模式的周期性行业,在出口、房地产等旧有驱动力减弱,且经济增速放缓的背景下,其盈利能力趋于下降,而新的盈利空间或模式有待开拓。因此这些板块将在很长时间内难以出现具备持续性的机会,即便像银行、房地产、钢铁等估值偏低的行业,也仅有阶段性的交易机会而已。

图表 50 近一年周期股明显跑输非周期股

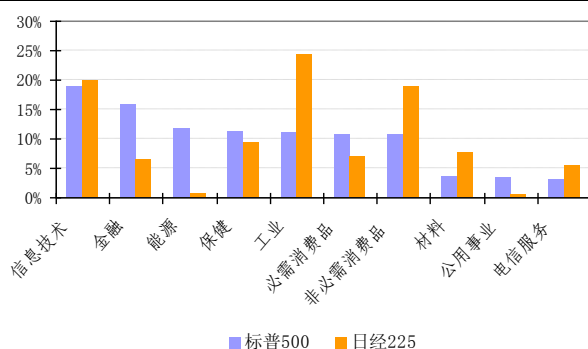


数据来源: Wind、国都证券研究所

与此同时，内外因素的“倒逼”作用将推动相关政策不断拓展新的经济驱动力，与消费崛起、新兴产业壮大、城镇化相关的行业面临前所未有的发展机遇。

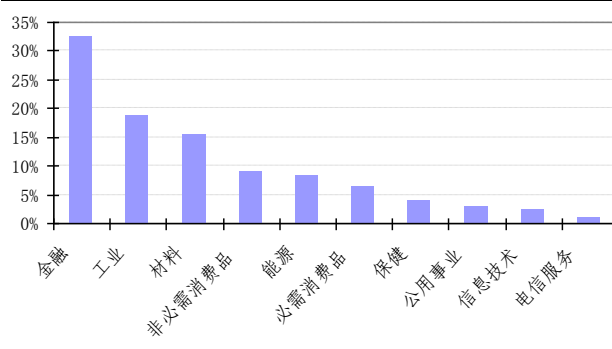
观察沪深 300 指数的 GICS 行业权重可以看到，金融（房地产行业包含在内）、工业与材料行业占据的权重高达 66%，这正是传统经济模式在证券市场中的反映。对照标普 500、日经 225 指数这些成熟市场来看，未来金融、材料行业的权重将大幅降低，而信息技术、保健、必需消费品、非必需消费品行业权重存在显著的提升机会。

图表 51 标普 500 与日经 225 指数的行业权重



资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 52 沪深 300 指数的行业权重



资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

展望 2011 年，行业分化、局部行情演绎仍将是行情的主旋律。投资者仍应主动放弃传统周期性行业，战略性围绕大消费、新兴产业与城镇化进行布局。

当然，我们也应当看到，2010 年上述投资主题已得到深入挖掘，未来整体性机会相对有限，投资者需要精选成长性突出、政策扶持力度大、业绩增长可能超预期的优质个股。

2 紧抓消费与新兴

由于政策的积极扶持，消费的战略地位将超越投资，成为推动中国经济增长的核心动力。在此背景下，大消费行业值得投资者中长期关注。建议重点关注医药及医疗服务、食品饮料、水产养殖、服装、商业零售与旅游行业的龙头企业。

此外，在通胀压力温和上升的宏观背景下，防御通胀将是明年市场的重要投资主题。消费行业是防御通胀的首选品种，建议关注高端白酒、高档海产品、独家中药品种、品牌服装、百货等行业。上述行业或者具备良好的成本转嫁能力，或者具备奢侈品属性，消费群体对价格不敏感。

图表 53 主要消费类行业及重点公司

行业	重点公司
医药	东阿阿胶、誉衡药业、海翔药业、中恒集团、新华医疗
食品饮料	贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒
高档海产品	东方海洋、好当家、獐子岛
商业零售	潮宏基、海宁皮城、王府井、苏宁电器
纺织服装	罗莱家纺、美邦服饰、搜于特
旅游	桂林旅游、中国国旅、丽江旅游、峨眉山、中青旅

资料来源：Wind、国都证券研究所

发展新兴产业是我国实现产业升级的必由之路，因此国家政策给予高度重视。《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》明确提出，“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，比重力争达到 15% 左右”。这意味着未来十年新兴产业将迎来历史性的发展机遇。

我们重点看好高铁、节能环保、新一代信息技术、新材料、新能源、高端装备制造等行业。

图表 54 主要新兴产业及重点公司

行业	重点公司
高铁	中国南车、时代新材、辉煌科技
节能环保	华光股份、桑德环境、科达机电、碧水源、万邦达、龙净环保、九龙电力、三聚环保、威孚高科
新能源	天龙光电、奥克股份、浙富股份
三网融合	日海通讯、烽火通信
新型显示技术	莱宝高科、长信科技、福晶科技
行业信息化	软控股份、启明信息、银江股份、榕基软件、四维图新
新材料	金发科技、普利特、回天胶业、康得新、安泰科技

资料来源：Wind、国都证券研究所

3 主题投资：城镇化提速

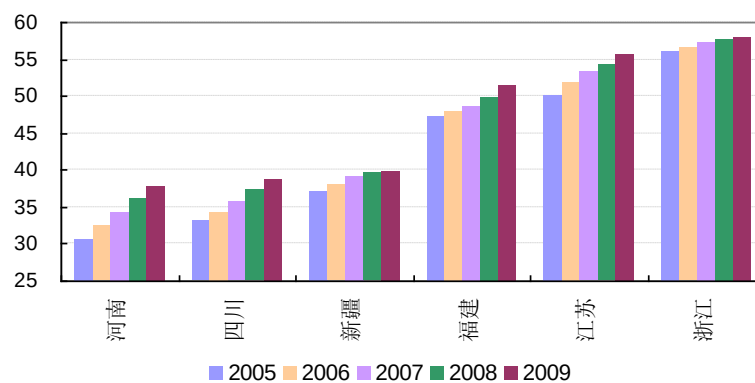
提高城镇化水平已被国家确立为扩大内需的核心手段之一。户籍、社会保障等配套制度的渐进改革，将为城镇化进程提供良好的制度环境，“十二五”期间我国城镇化进程有望加速推进。

截至 2009 年我国城镇化率为 46.6%，预计到 2015 年将超过 50%。分区域来看，目前中西部省份的城镇化水平明显落后于东部省份。未来随着政策的倾斜，中西部省份城镇化水平的提升空间将显著高于东部省份。

在城镇化提速的背景下，除商业、家电、食品饮料等消费行业长期受益外，与固定资产投资相关的行业也面临较好的阶段性成长机遇。我们重点看好工程机械、建材、

装饰与园林行业。

图表 55 中西部省份城镇化率明显低于东部省份



数据来源：Wind、国都证券研究所

图表 56 受益于城镇化提速的投资相关类行业

行业	重点公司
工程机械	三一重工、中联重科
建材	天山水泥、海螺水泥、冀东水泥、东方雨虹
装饰与园林	亚厦股份、金螳螂、广田股份、洪涛股份、棕榈园林

资料来源：Wind、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com