

从梦想到现实，从朦胧到确定 ——2011 年投资策略报告

研究员：王佩艳 李晶
执业证书编号：S0570200010038
电话：025-84457777
E-mail: wpy1970@sina.com
地址：南京市中山东路 90 号

投资要点：

- 2011 年发达国家经济体弱势复苏。主要发达经济体经济动力上升，经济复苏的态势较为明确。中国经济在货币政策正常化和通胀的抑制下，固定资产投资将继续回落，房地产投资的大幅回落加大了投资回落速度；消费支出在通胀上行中增速趋稳并略有下滑；出口拉动力量预计对经济增长的贡献有限。
- 2011 年仍是世界经济结构再平衡的一年，经济发展和结构调整的不同步加大了各国宏观政策的冲突和调控的难度。由于发达经济体的弱势复苏仍面临较多的不确定性，宽松的政策和充裕的流动性刺激仍是发达国家的政策特征，国际市场低利率环境有望得到保持。
- 发达国家的刺激政策加大了新兴市场的通胀压力。中国物价上行压力全年预计较大，中枢有上移趋势。一方面物价上涨是转轨和调整结构的内在要求，另一方面 2009-10 年大量的超发货币对物价的推动具有一定的滞后效应。预计全年物价中值在 4.5%。
- 调控政策的力度和节奏是决定市场的主要因素。2011 年宏观政策将在增长和通胀中寻求微妙的平衡：管理层使用调控工具时不仅仅考虑物价，还要考虑增长就业，因此固定资产投资、新开工项目以及不同政策的效果都是管理层考虑的因素。信贷总体偏紧的一年，加息节奏往往在物价高峰到来之前，经过 2010 年年底的系列紧缩后，调控力度有望阶段性放缓。市场预期的加息预计主要分布在一季度末和二季度。
- 历史经验表明，趋势性机会必须有大量的资金推动，在宏观流动性紧缩的背景下我们预计市场资金整体难有宽松环境。储蓄的活期化和房地产投资资金转移往往需要股市赚钱效应为前提。总体判断我们认为资金对市场的推动力是继续弱化的。
- 上市公司业绩继续增长，但增速会较 2011 年有显著的回落。业绩重心的上移有利于支撑股价，但是实证表明业绩增速的回落会同时导致估值倍数的下滑。
- 两市 A 股 2010 年的动态市盈率水平 19 倍左右，市净率水平 3.4 倍左右，整体估值处于历史较低水平。2010 年的市场结构性特征被演绎至极致，大小盘估值差异创了历史高点。2011 年估值结构整体提升缺乏必要的资金和业绩条件，而估值结构的纠偏有望成为整体估值上升的阶段性动力。
- 总体上我们判断市场没有趋势性的机会，2011 年市场将呈现震荡走势。信贷和货币投放的节奏决定市场运行的节奏，而欧美经济事件性的冲击在一个震荡的市场中有可能被放大。宏观调控阶段性的紧缩后，2011 年一季度前期市场有望表现活跃，其后在再次的紧缩中市场将展开调整震荡，预计随着四季度紧缩的放松，市场才有望重拾升势。
- 2010 年在转轨和结构调整为主线的投资逻辑面临业绩支撑的考验，2011 年有望从主题投资回归业绩的确定性。2011 年自下而上的选股策略似乎更有效。我们建议关注业绩继续增长的周期性行业的估值修复行情，选择性的关注业绩增长非常确定的新兴产业，关注传统产业新的增长机会，关注重新获得防御功能的大消费。

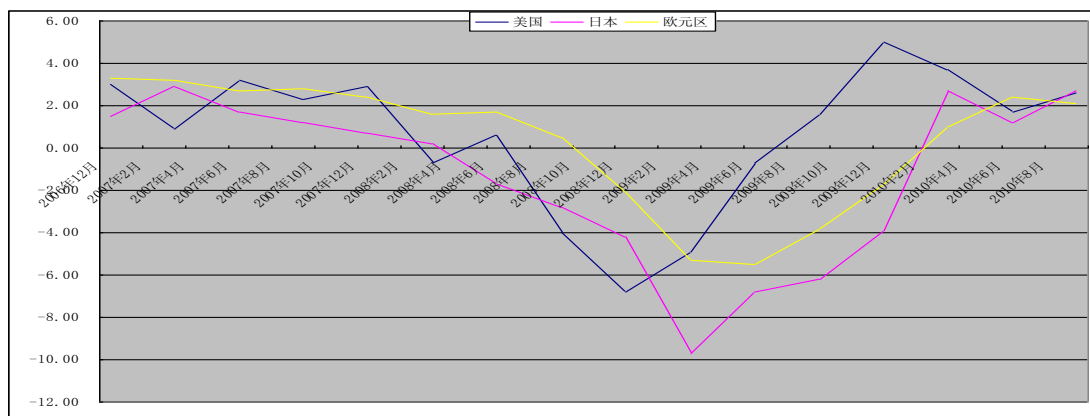
一、内外迥异：发达国家弱势复苏，国内经济减速运行

2010 年发达经济体经济增速从高位逐步回落，在宽松的货币政策支持下，以美国为主的发达经济体二季度以来探底回升，经济复苏迹象较为明显。而中国宏观经济受货币政策收紧以及固定资产投资增速下滑的影响，增长速度从一季度的高点持续向下，增长动力有所减弱。展望 2011 年，作为十二五规划的第一年经济运行以平稳为主，全年经济在调结构和货币正常化的大方向中高位继续减速运行。

1、海外经济弱势复苏

在大规模政策刺激下，企业库存回补、新兴市场需求拉动及消费等因素推动下，2010 年前 3 个季度美国经济增长总体上明显好于预期。在政策刺激下，消费稳步回升，同时上半年库存回补成为主要的拉动力量。下半年，在弱势美元的刺激下，出口明显改善，政府支出增加。从目前的情况看，美国经济似乎已经完成了二次探底，经济在消费、投资和出口的拉动下继续复苏。而欧元区经济在德国的快速增长的带动下也走出低谷。

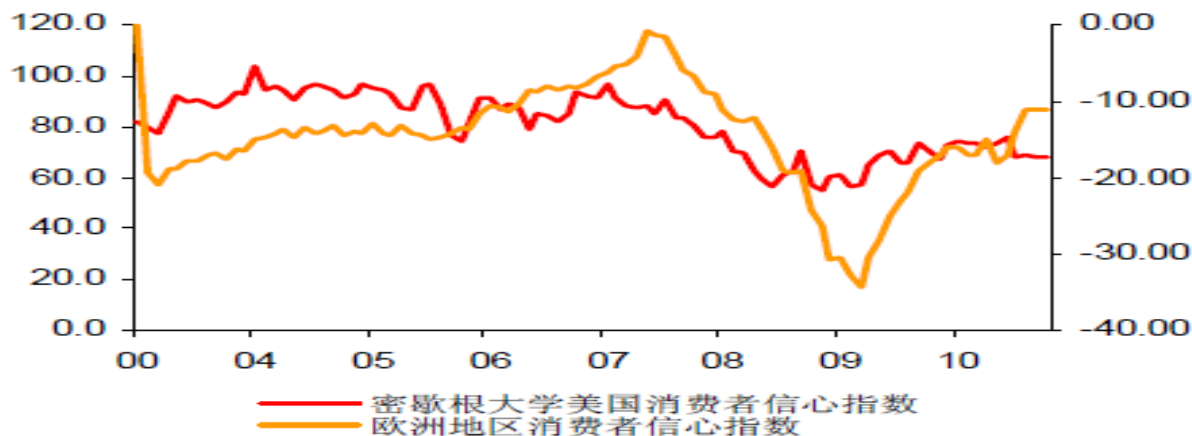
图 1：发达国家经济探底回升



资料来源：wind

消费者信心正在回复。随着各国经济的企稳，欧美国家可支配收入快速增长，消费者信心也从谷底回升，消费支出对经济的贡献日趋稳定，而一般消费品支出也有继续向上的趋势。2010 年来成为复苏的稳定力量。

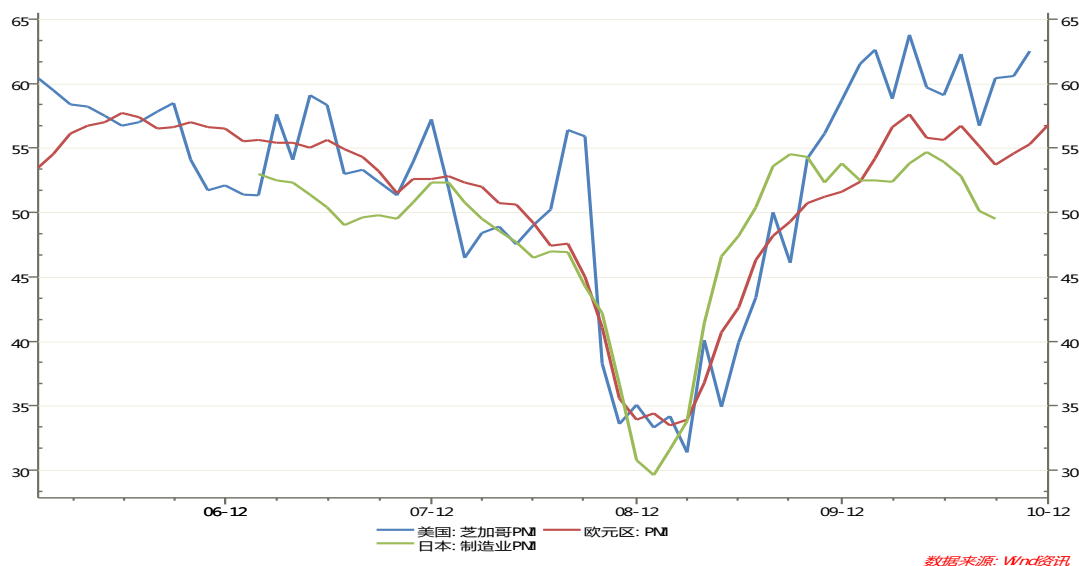
图 2：欧美消费者信心指数回升



资料来源：wind

生产方面，欧元区和美国的生产领先指数显示欧美经济稳步向上。先行指标显示，新订单、生产和出口新订单指数都处于扩张中；产能利用率持续提升，工业生产继续恢复。

图 3：发达国家 PMI



资料来源：wind

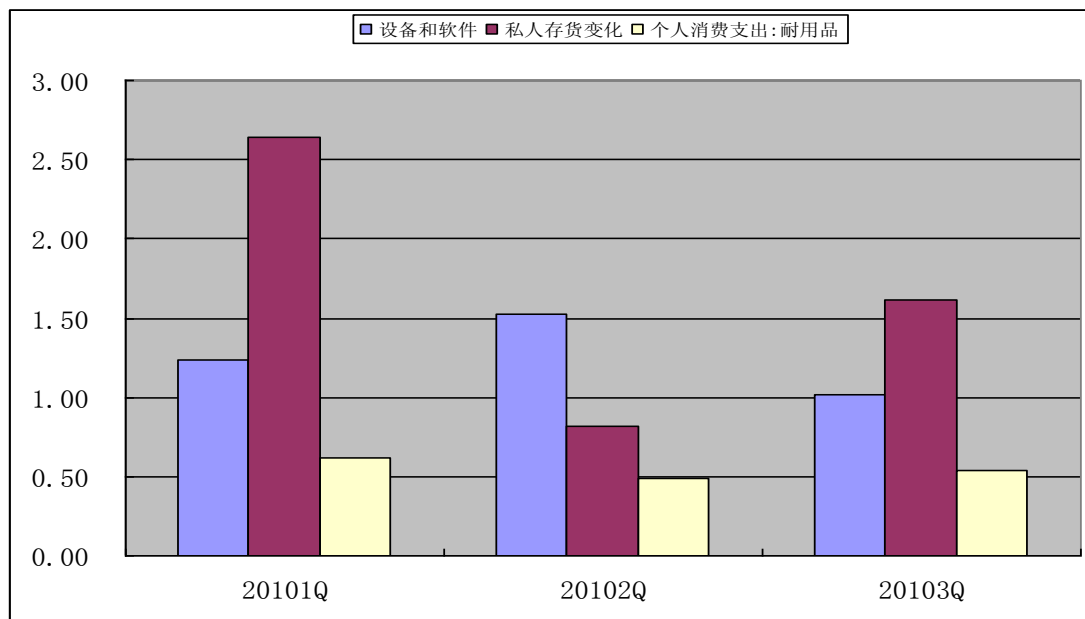
在失业率居高不下，存货拉动效应递减的背景下，2010 年四季度，美联储继续推出了定量宽松政策和大规模的减税计划。从以往的刺激政策效果看，大规模的注入流动性和增加居民可支配收入的财政政策有助于美国经济在 2011 年保持复苏的步伐。

图 4：美国产能利用率回升，但仍处于低位



资料来源：wind

图 5：设备及软件投资对经济拉动仍然不大



资料来源：wind

2、中国经济减速运行

(1) 信贷控制抑制固定资产投资

固定资产投资增速小幅趋缓。从总体来看信贷增速下滑基本上伴随固定资产投资的下滑，在稳健货币政策下，预计信贷增速进一步下调。市场普遍预期新增信贷规模大致在 7 万亿，对应增速 15%，相对于 2010 年下滑 3 个百分点以上。考虑到财政政策相对于 GDP 的规模远低于货币政策规模，积极的财政政策难以弥补货币政策收紧带来的影响（参照图 20）。

2010 年 1-11 月固定资产投资累计增幅 24.9%。从投资结构看，政府投资减速较快，民间投资成为投资的主要动力。而民间投资中，房地产投资显然起到了重要的作用。2010 年以来房地产投资一直保持了 30%以上的高速增长。2011 年对房地产调控的方向预计不会发生根本的变化。从新开工面积看，房地产投资速度可能出现下滑。考虑到地方政府的资金困难和积极性，预计政府在房地产方面的投资难以弥补商品房投资下降。总体预计固定资产投资继续小幅下滑。

图 6：固定资产投资

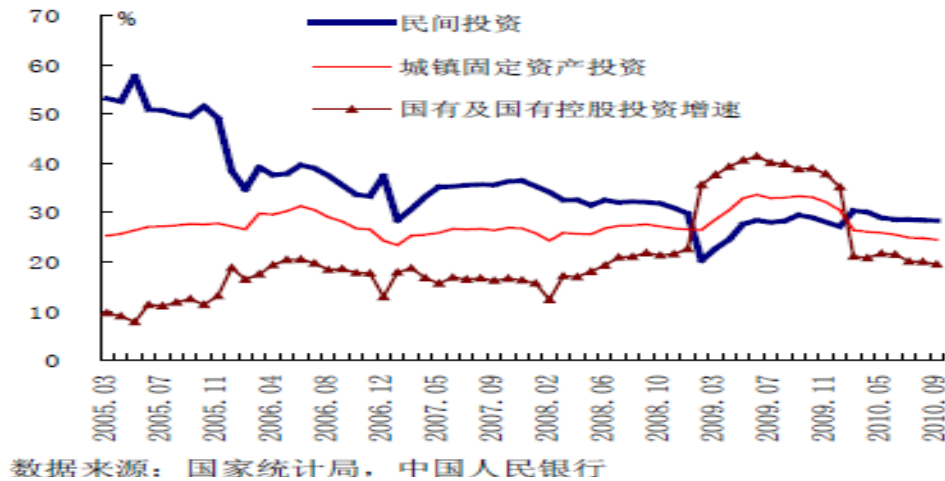


图 7：信贷和固定资产投资

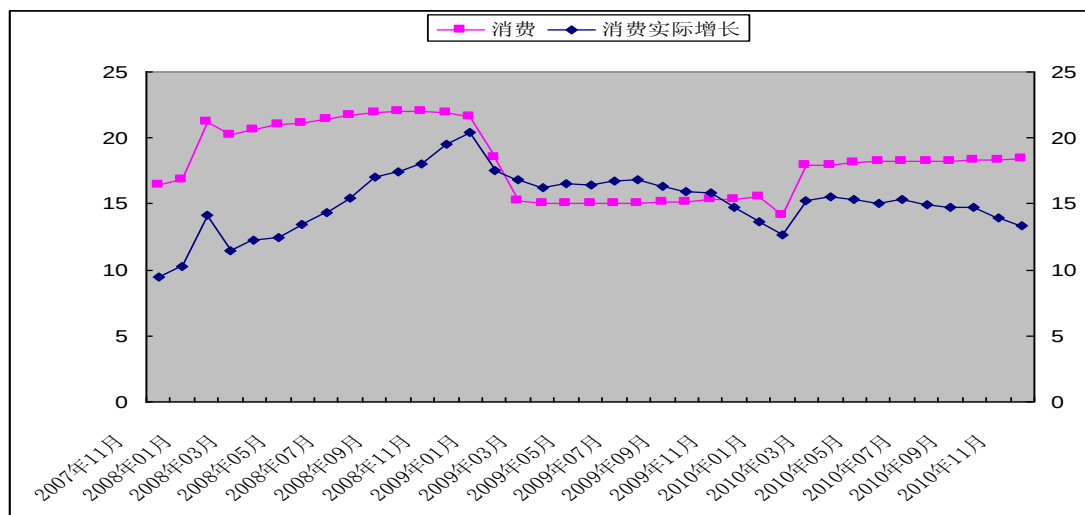


资料来源：wind

（2）消费需求稳定，但受物价水平影响明显

明年消费需求仍将在稳定经济增长中发挥中坚力量，延续近两年来的稳中有升势头。《十二五规划建议》中明确提出将“居民消费率上升”作为“十二五”经济结构战略性调整的重要目标之一。但我们注意到随着物价指数的上涨，消费的实际增长速度有下降的迹象。作为十二五的开局之年，我们认为增加居民收入提高消费水平更多的是在政策规划阶段，实质性的措施有待来年，因此全年的消费增长速度有望维持而不会出现阶梯式的上涨，预计全年社会消费品零售额增速预计在 18%—19% 的增长区间。

图 8：消费扣除物价后有所下滑迹象



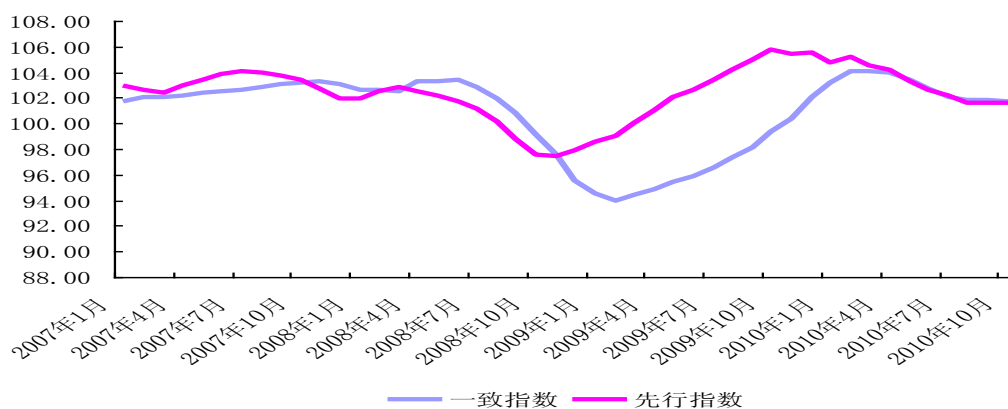
资料来源: wind

(3) 出口拉动作用有限

出口方面,随着世界经济进入低位徘徊的缓慢复苏期,国际市场需求增长空间也相对有限,而各国争夺国际市场的竞争又更加激烈,这使得我国企业面临的竞争压力有所增大。另外,复苏进程的分化,各国政策取向上自顾倾向强化,协调性难度增大,贸易保护主义升温,我国企业面临的贸易摩擦形势明年将更为复杂。人民币升值也挤压了出口增长的速度,预计出口拉动较为有限。

观察宏观先行指数的变化,自2009年11月份震荡回落的先行指数在今年9、10月份止住跌势,连续两个月保持稳定。从一致指数看,今年10月份为101.7,回落速度放慢,但仍没有止住下跌态势。由于宏观先行指数的变化一般领先一致指数6-7个月的时间,由此预计,自今年二季度开始震荡回落的一致指数还将在明年一季度继续延续,明年一季度的经济增速预计是全年经济运行的相对低位。

图9: 宏观经济一致指数和先行指数

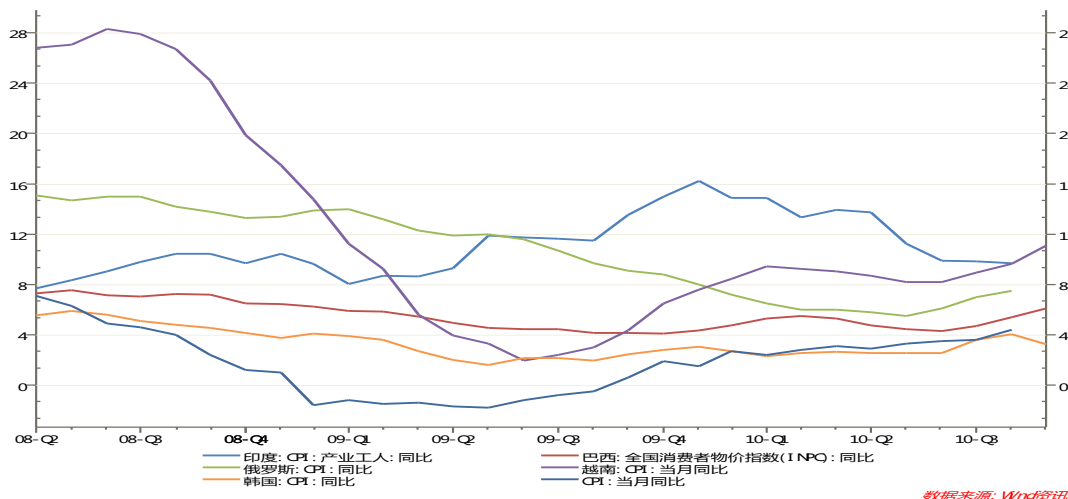


资料来源: wind

二、外松内紧：政策在增长和通胀中谨慎平衡

经济增长的不同步造成了各国宏观政策的冲突并加大了宏观调控的难度：发达国家的低增长和新兴市场国家的通胀并存，发达国家尤其是美国的宽松政策迫使新兴市场国家不断紧缩应对。

图 10：发展中国家纷纷加息



资料来源：wind

1、外部流动性宽松加大通胀压力

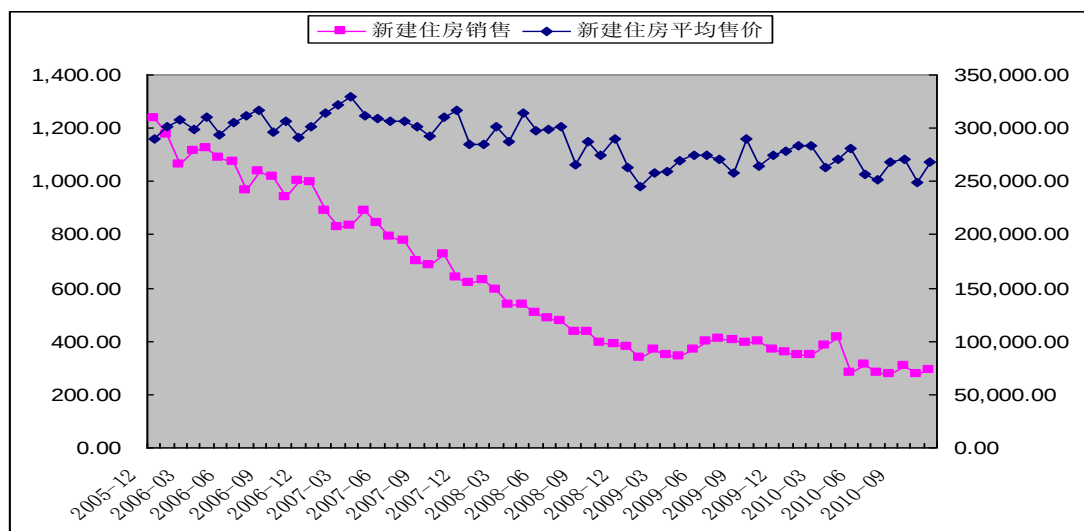
（1）欧美经济面临众多不确定性

目前全球经济新的增长点还不明朗，战略性新兴产业尚未取得实质性的技术突破，短期内难以引领并支撑世界经济的发展，经济恢复较快增长可能性也不大。为此，世界经济的缓慢复苏态势预计将持续较长时间。国际货币基金组织（IMF）预测明年全球经济增长率为 4.2%，比今年回落 0.6 个百分点。其中，美国、欧元区、日本、新兴市场与发展中经济体经济增长率分别为 2.3%、1.5%、1.5%、6.4%，增速均较今年水平略低，总体仍处于缓慢复苏阶段（参见图 24）。

虽然欧美经济都处于复苏中，但应该看到，发达经济体的复苏仍面临较多的不确定性。

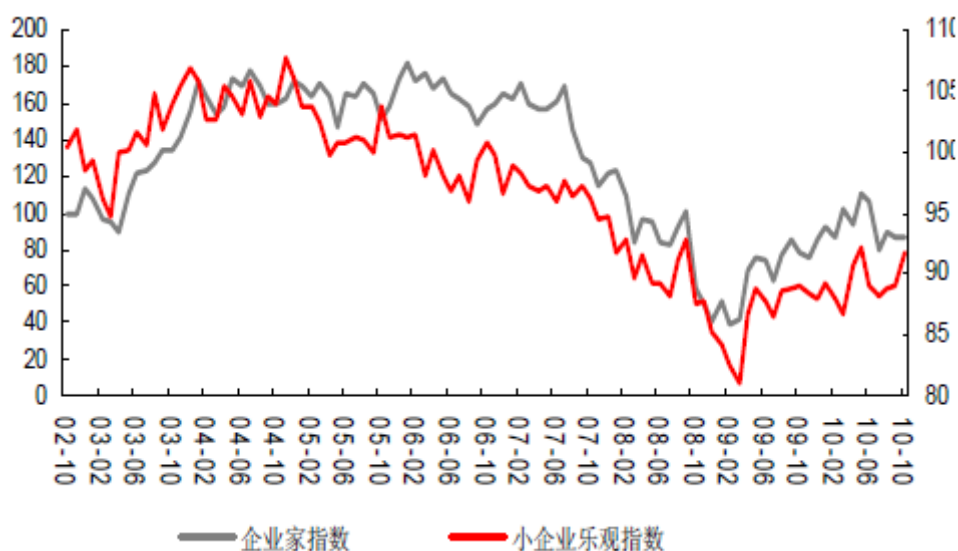
就美国而言，房地产的低迷仍是美国复苏障碍。2008 年的金融危机对美国实体经济的最大冲击就是房地产市场的深度衰退，至今尚无复苏迹象。其销售价格仍处于下降之中，新屋销售折年率甚至创了危机以来的新低。这既影响金融体系健康运行，也影响居民的消费能力；其二，企业信心不足，设备投资和耐用品消费动力不足。2010 年上半年存活投资成为拉动经济的重要的动力，但设备和软件投资仍未有大的起色，表明企业的信心仍然不足。其三，失业率居高不下，由于产能利用率较低，短期看即使需求有一定程度的增长，对劳动力的需求也相对较弱，因此失业率在短期内将维持较高的水平。

图 11：房地产：销售量和价



资料来源: wind

图 12: 企业家信心不足



资料来源: wind

就欧元区经济来看,首先是欧债危机危机的阴影挥之不去。随着债务国的评级被调低,其融资成本大幅度上升。更为重要的是,欧元区缺乏协调一致和及时的解决成员危机的成熟机制。

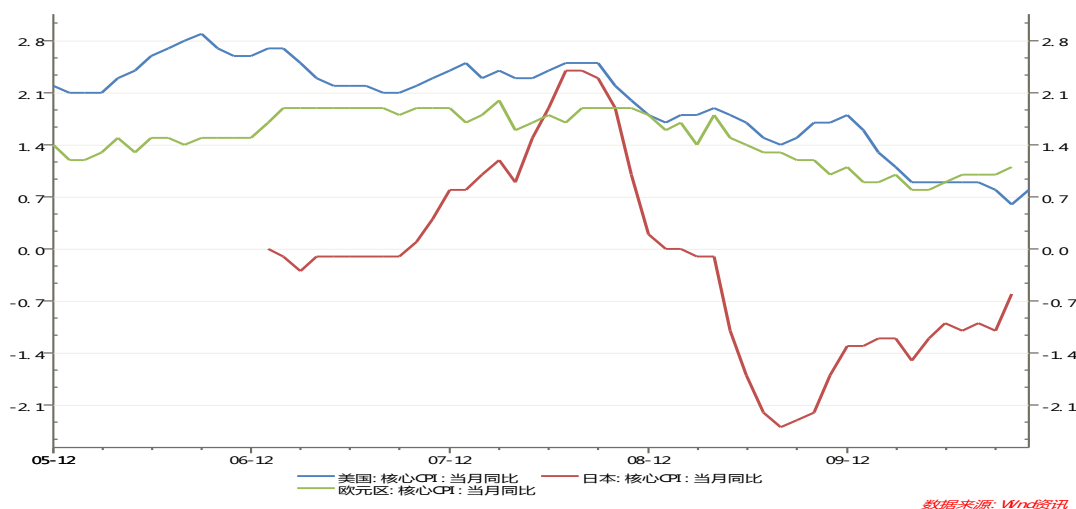
其次,欧洲央行更注重物价稳定而谨慎采取宽松的货币政策,在财政被收紧的背景下使欧元区经济缺乏必要的刺激;其三即使欧洲央行考虑采取宽松货币政策,但区域内的物价水平已经接近其政策上限,空间不大。

(2) 扩张的货币政策和低利率环境有望全年保持

按照伯南克的逻辑——用宽松的货币政策降低利率,提高资产价格从而推高投资冲动,并且资产价格的上升产生的财富效应有利于提高消费水平,从而将物价提高至目标水平,可见对美联储来说,核心 CPI 的上升 2%附近才会考虑退出定量宽松。弱势美元显然也有利于出口拉动和失业率的降低。由于房地产低迷,而房租价格占其物价指数的比重较大,因此可以预计美国核心 CPI2011 年仍将保持较低的水平;而失业率短期也难以快速回升;

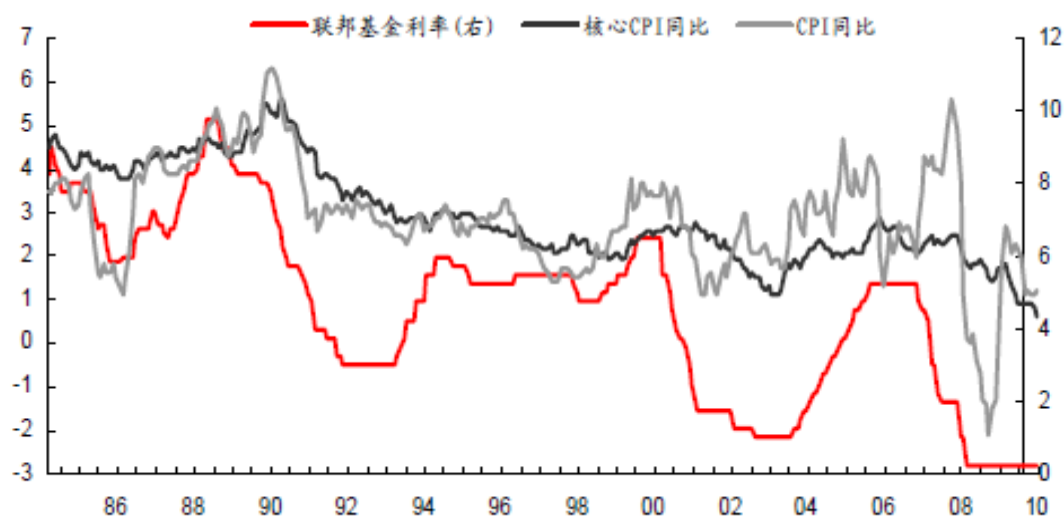
因此我们判断扩张的货币政策以及由此导致低利率环境有望保持。

图 13: 发达国家核心 CPI



资料来源: wind

图 14: 美国联邦基金利率和物价

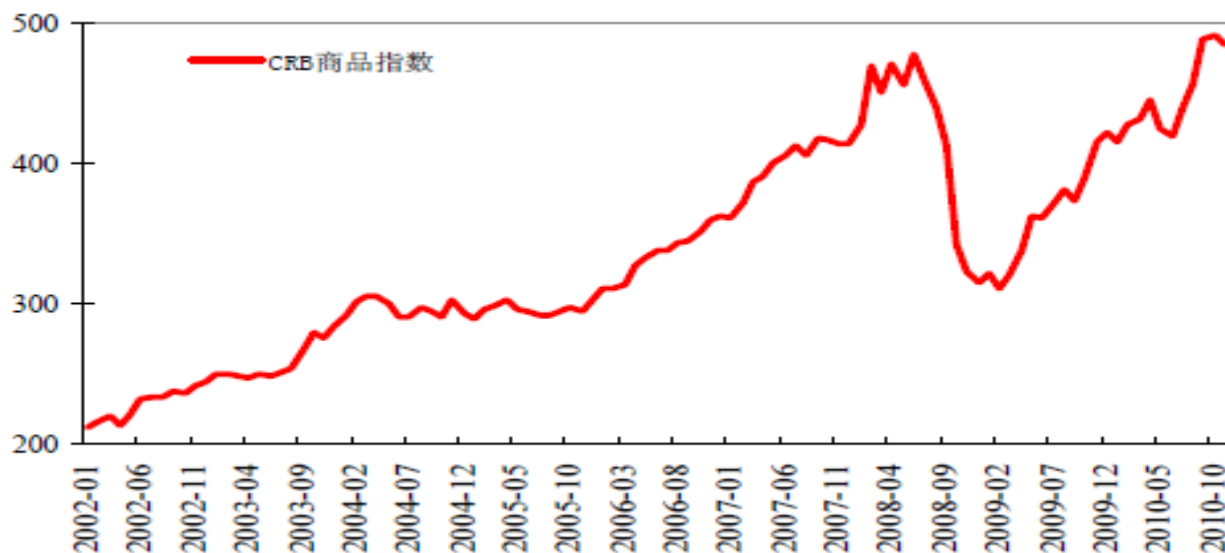


资料来源: wind

(3) 通胀压力

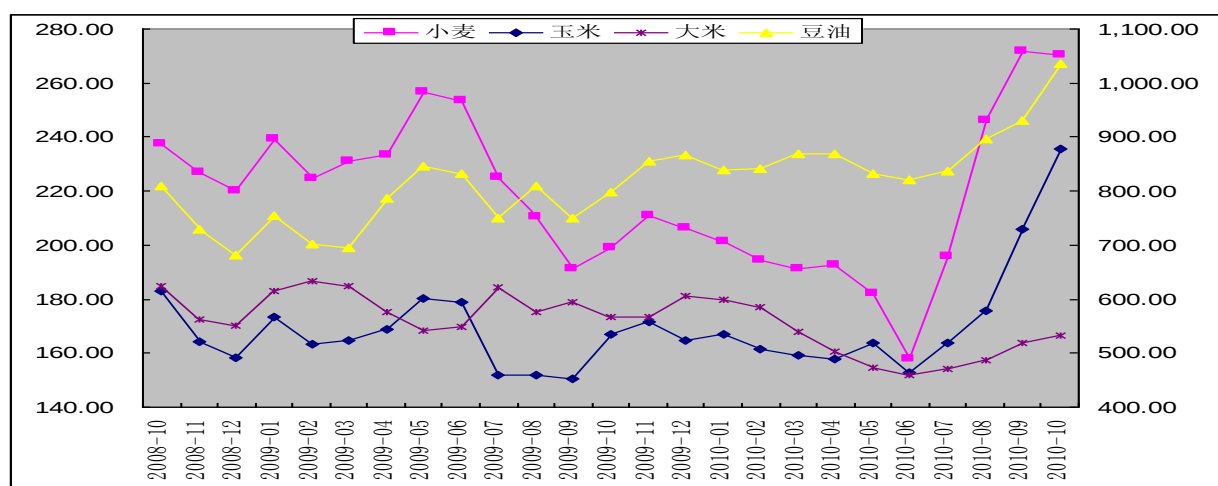
持续的宽松货币政策继续加大新兴市场的通胀压力。2010 年资金流入新兴市场引发通胀持续上升，新兴国家以升值和紧缩应对。2011 年在美联储的继续宽松政策下，大宗商品价格将继续上行，从而继续推高通胀水平。

图 14: 商品指数



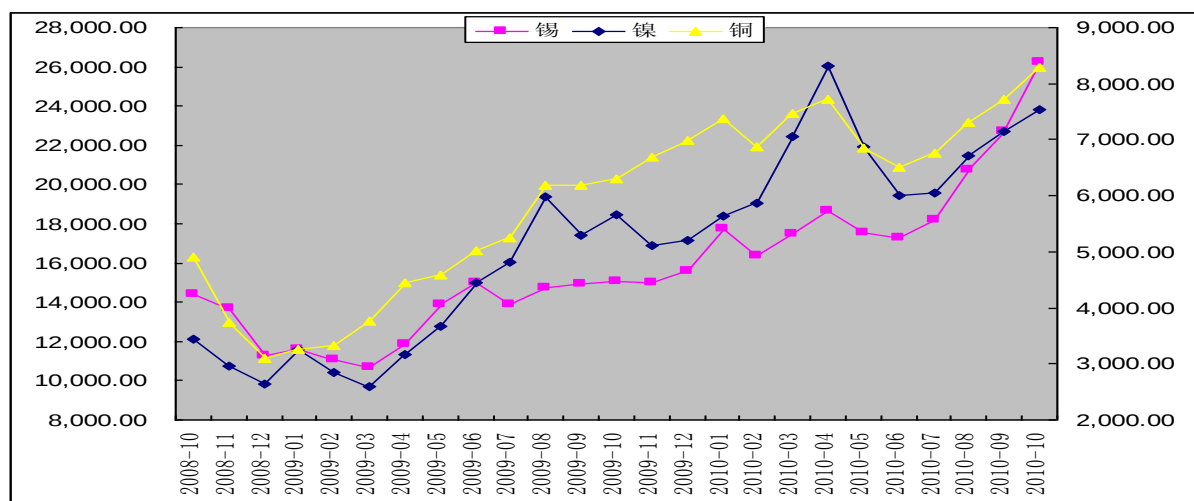
资料来源: wind

图 15: 农产品价格



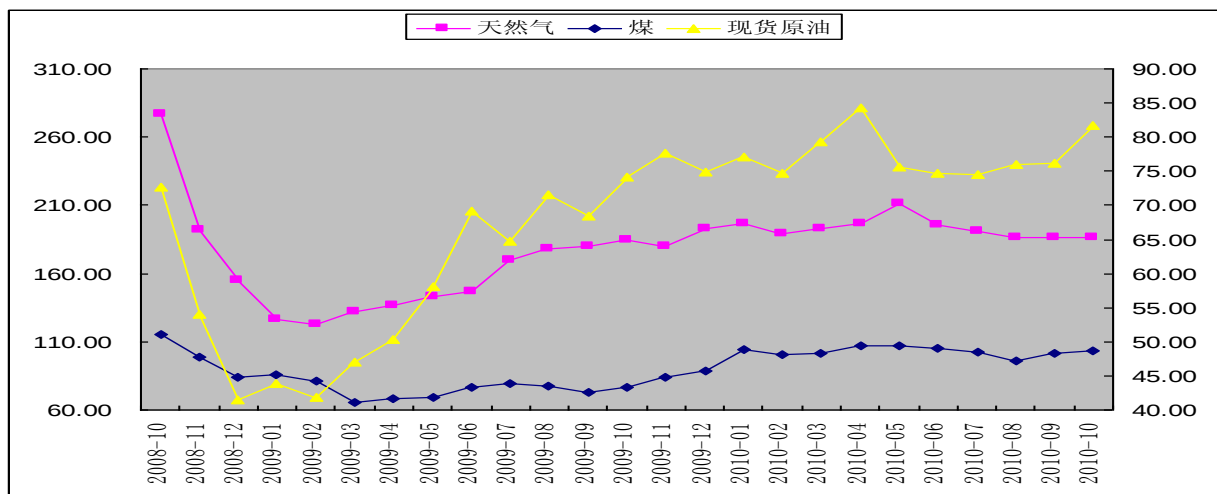
资料来源: wind

图 16: 有色金属价格



资料来源：wind

图 17：能源价格



资料来源：wind

2、物价中枢上行，调控政策在增长和通胀中寻求平衡

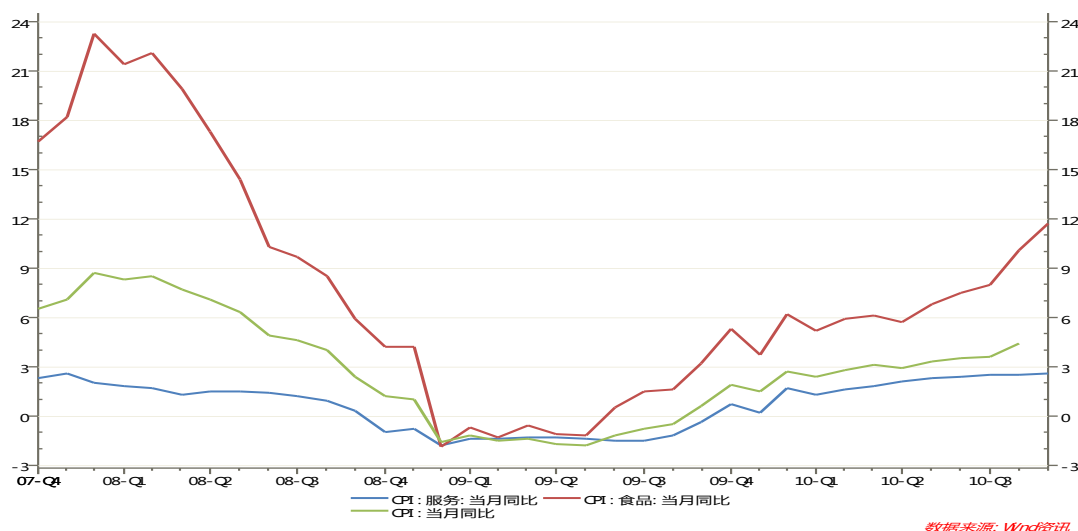
(1) 物价中枢继续上行，压力加大

中国物价上行具有一定的趋势性意味，是转轨的伴生产品：1、调整增长结构，提高消费在增长中的作用推高需求，对物价有助推作用；2、过低的资源价格、劳动力价格等要素价格是高投资和高出口的重要原因，改变这种局面意味着要素价格的上涨，这显然将助推物价。

目前充裕的流动性是助推物价的中短期原因。从明年的物价形势看物价上涨压力将不断加大，年度 CPI 涨幅将在 4%-5% 的区间运行，其中上半年物价上涨压力在翘尾因素和新涨价因素的叠加影响下将显著大于下半年。一方面，当前国内外充裕的流动性对物价推动的时滞效应还将继续持续，并对国内物价造成压力，推动国内原材料购进价格持续攀高。国内信贷联系高速增长，创了历史新高。考察信贷余额与 GDP 的比例看，2009 年以来迅速飙升。M2 增速虽然今年以来逐步高位回落，但仍明显高于 2000 年-2008 年 16.5% 的平均水平。

另一方面，资源产品价格改革的推进以及劳动力和服务业等价格的趋升对物价的推动作用将不断显现。今年前三季度，全国城镇单位在岗职工月度平均工资同比增长 16% 左右，劳动报酬继续较快增长。2004 年以来整体处于上升通道中%，经过 2008 年短暂的回调后 2010 年开始又重回上升通道，11 月份涨幅达 8%，是近两年来的新高。

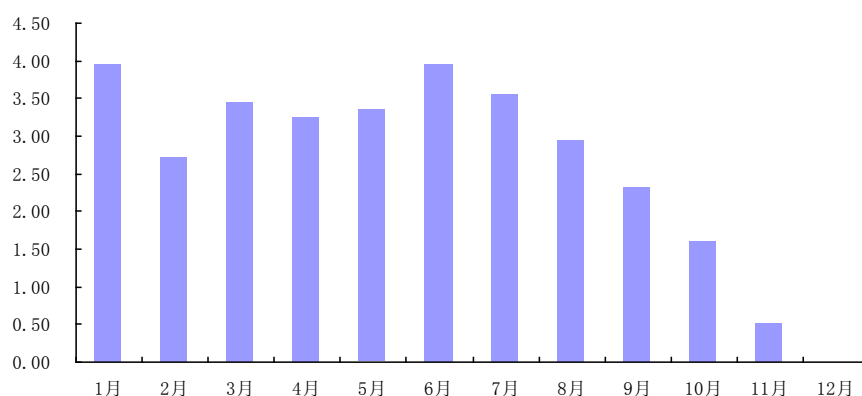
图 18：服务价格处于上升通道中



资料来源: wind

结合翘尾因素的预计, 明年年度 CPI 涨幅预计在 4%-5%的区间, 中值 4.5%左右。

图 19: 明年 CPI 月度翘尾因素的分布 (单位: %)



(4) 调控政策在增长和通胀中寻求平衡

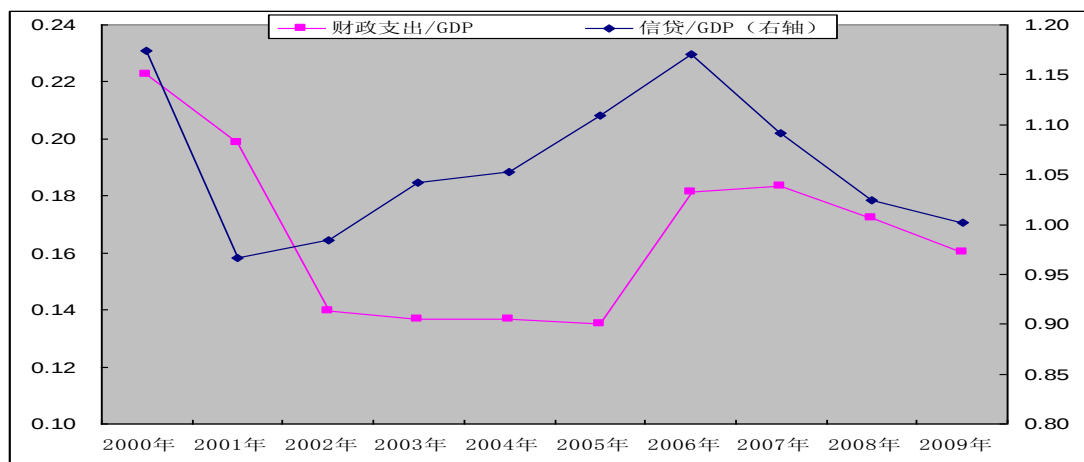
中国经济在未来一段时期面临的新课题是经济减速运行和通胀压力同时存在。中央经济工作会议和十二五规划都强调了结构转型弱化经济增速, 但是就业对中国来说不仅仅是经济问题, 更是政治问题和社会问题。尤其是在全球经济减速的大背景下, 管理层将在两难中谨慎平衡通胀和增长问题。

积极的财政政策和稳健的货币政策是寻求平衡药方。

财政政策积极基调的保持主要是基于稳定经济增长的考虑, 但积极的方向和重点则是侧重于结构调整和推动转型。更加突出三个方面, 一是重点加大民生领域的支持力度。如养老、失业、就业、住房保障、医疗卫生体系等。二是重点支持战略新兴产业、现代服务业、三农产业、传统企业改造、重大基础设施项目等, 落实好各项财税扶持政策。三是加大对中西部和欠发达地区的的财税支持。整体来看, 明年积极的财政政策将在加快发展方式

转型中发挥重要作用。

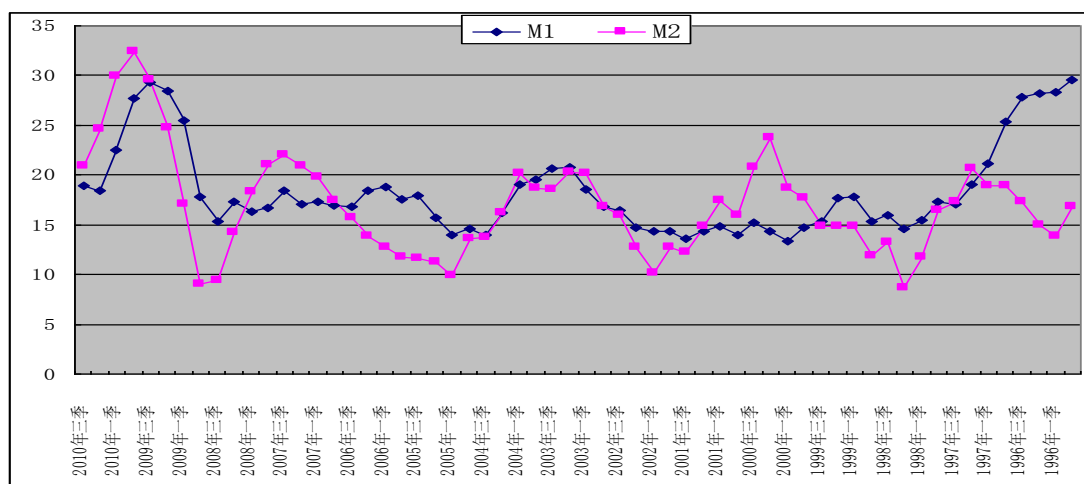
图 20：财政政策刺激作用远小于货币政策



资料来源：wind

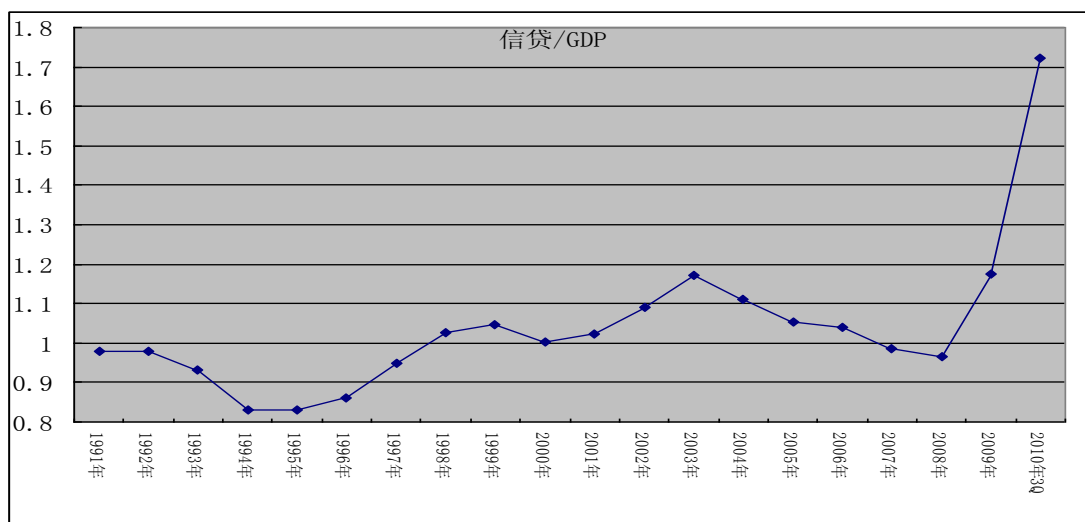
货币政策仍将延续 2010 年货币正常化的方向，2010 年信贷相对于 GDP 规模大幅上升，创出了历史新高，而 2010 年货币投放量市场普遍预期 2011 年新增信贷 6.5-7 万亿。预计 M2 增速预期目标预计有望在 15%-17% 的区间，这也是 2002 年到 2006 年期间稳健货币政策基调下对 M2 增速预期目标的定位区间。新增信贷规模预计不低于 7 万亿元，对应的信贷增速预计在 15% 左右。

图 21：货币投放



资料来源：wind

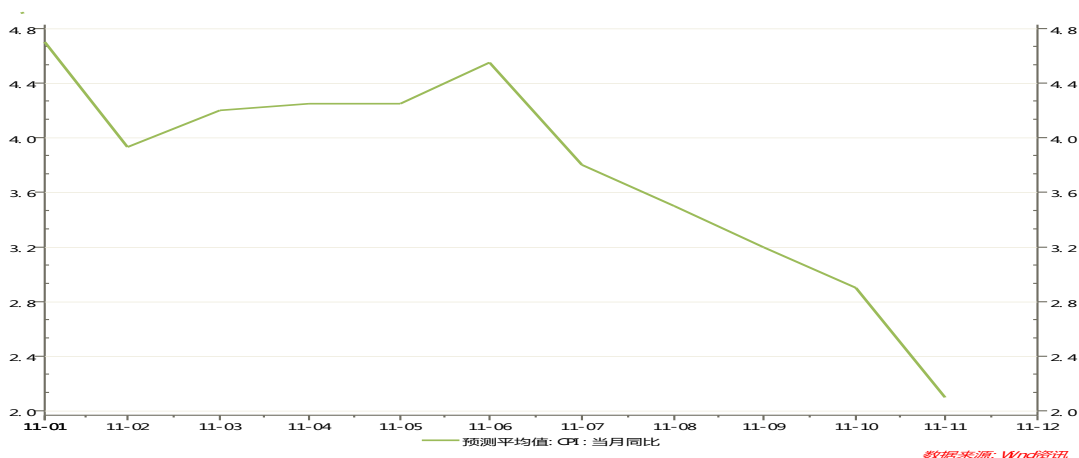
图 22：信贷/GDP 大幅攀升，远超历史高点



资料来源: wind

目前的问题是紧缩轻重缓急。市场基于对物价指数的判断,认为在物价上涨压力较大的一季度,管理层紧缩力度较大。下半年随着物价指数的趋缓,预计紧缩力度会放松。与市场预期略有不同,我们认为管理层使用调控工具时不仅仅考虑物价,正如我们分析指出的,管理层将在增长和通胀中寻求微妙的平衡。

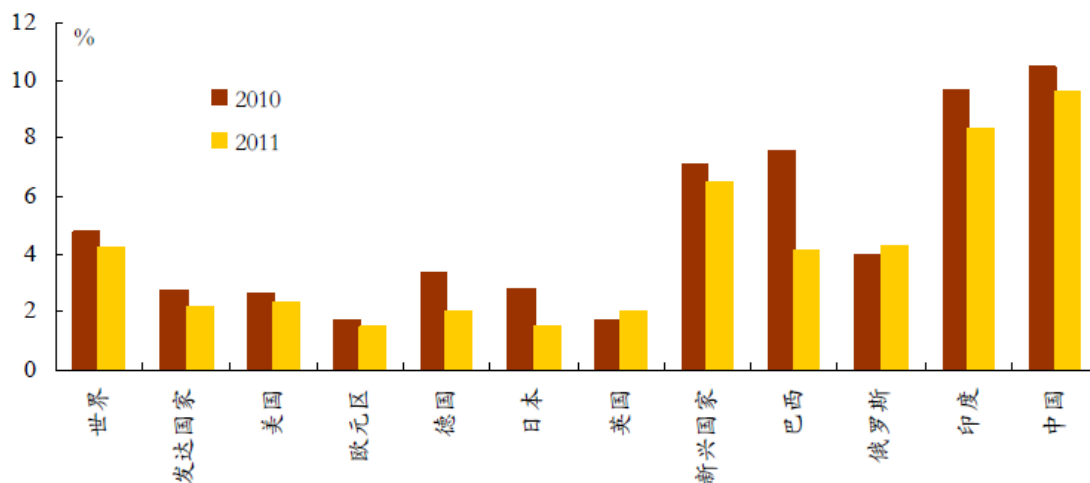
图 23: 市场对 2011 年物价走势的预测



资料来源: wind

一方面全球经济增长放缓,欧洲和日本经济复苏乏力,整个经济复苏的基础仍不牢固;另一方面固定资产投资(尤其是房地产投资)下滑的趋势仍在继续,民间投资扣除房地产后并没有显著的内生动力;其三,季节性的物价上涨尤其是食品价格上涨难以用货币政策控制,行政性手段从历史上看似乎更加有效,2004 年快速的物价上涨中行政手段起到了显著的作用;其四,2010 年四季度控制的新开工项目在一季度继续投入;因此连续的加息和调整准备金后,一季度可能面临调控阶段性的放松。随着二季度增长速度的加快,物价指数继续上扬,紧缩力度有望加大。

图 24: 世界经济 2011 年增速趋缓



我们判断作为信贷总体偏紧的一年，加息节奏往往在物价高峰到来之前，经过 2010 年年底的系列紧缩后，调控力度有望阶段性放缓。市场预期的加息预计主要分布在一季度末和二季度。

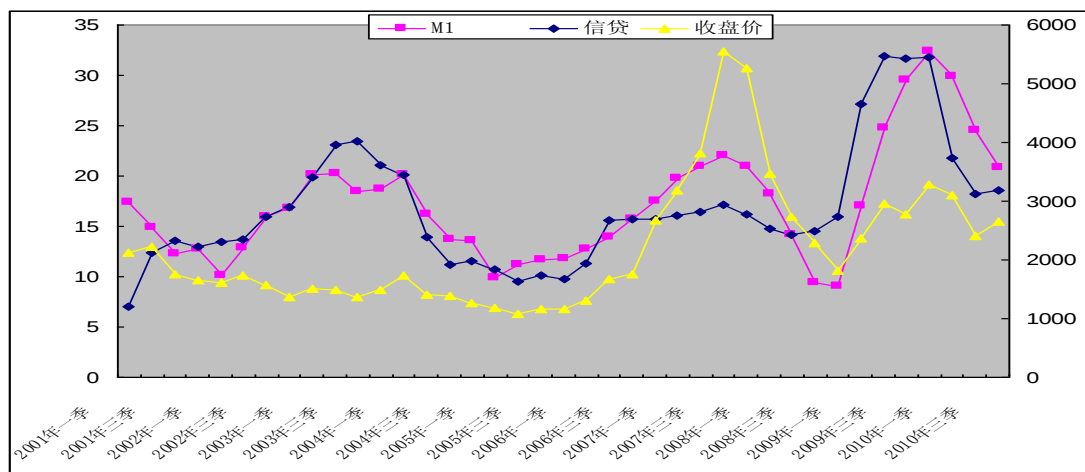
三、股市动力学：流动性、业绩与估值

1、动力之一：资金偏紧

(1) 宏观流动性是趋势性机会的必要条件

趋势性机会必须有大量的资金推动，从历史上看 A 股市场指数表现与 M1 和信贷的拟合度较好，2006-07 年和 2009 年的趋势性上涨都是在大量信贷和货币投放的推动下展开的。2010 年货币投放和信贷存量巨大而增量下滑，市场指数也表现为整体下跌而结构性炒作的特征。展望 2011 年货币投放和信贷都将向平均水平靠拢。也许这样理解稳健和灵活的货币政策恰当：趋势稳步收紧，节奏谨慎灵活。因此宏观流动性的推动力继续减弱。

图 25：股票市场指数与信贷和 M1 拟合度较好



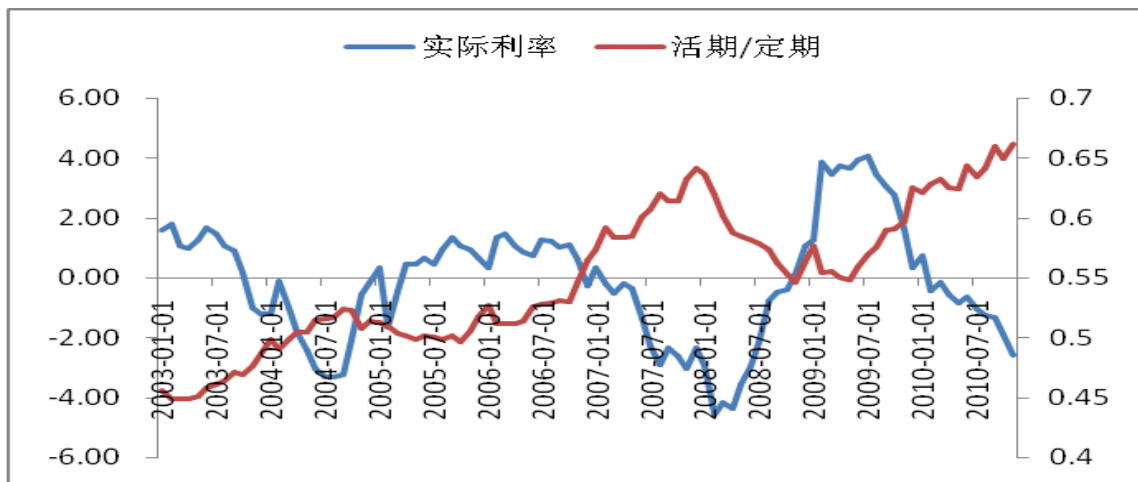
资料来源：wind

(2) 市场资金供求

2011 年可能进入市场的增量资金包括：a 储蓄活化。在通胀压力和负利率环境尚无法扭转的背景下，储蓄活期化有望继续向上，成为市场的新增资金重要来源。

从历史上看，实际利率下降的时期基本上都伴随着储蓄活期化现象，而储蓄的活期化伴随着证券市场走高，在 2011 年上半年国内物价指数继续上行的压力仍较明确的背景下，如果负利率环境得以持续，那么储蓄活期化有望继续维持高位。

图 26：负利率环境引致存款活期化状态有望延续



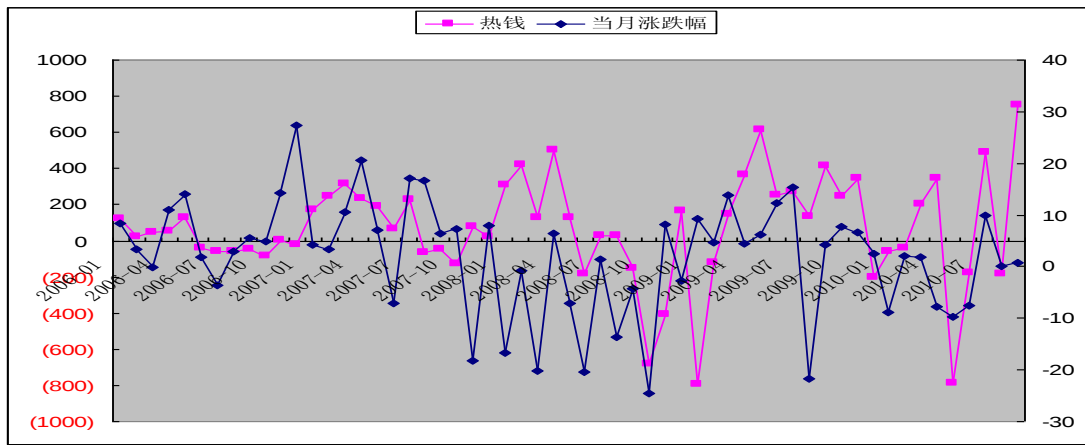
数据来源：WIND，华泰证券研究所

b 房地产投资受到抑制而转移到股市的资金；但是这两点似乎都要有股市的赚钱效应才能持续，不具备较好的解释力。但是投资渠道收缩带来的可能效果是当股价大跌时更容易吸引新增保证金入场。

c 热钱流入

2011 年发达国家的资金环境仍然宽裕，低利率环境有望保持至 2011 年年底。市场普遍预期 2011 年人民币升值 5%附近，加息 50-100bp，人民币升值预期和加息显然提高了热钱的盈利水平。热钱流入对股市波动具有一定的解释力。历史数据显示，热钱大量流入的月份指数往往有一定幅度的上扬，但热钱不是趋势的决定力量。而且我们预计央行在选择加息的同时将进一步加强资本流动的监管和对冲。

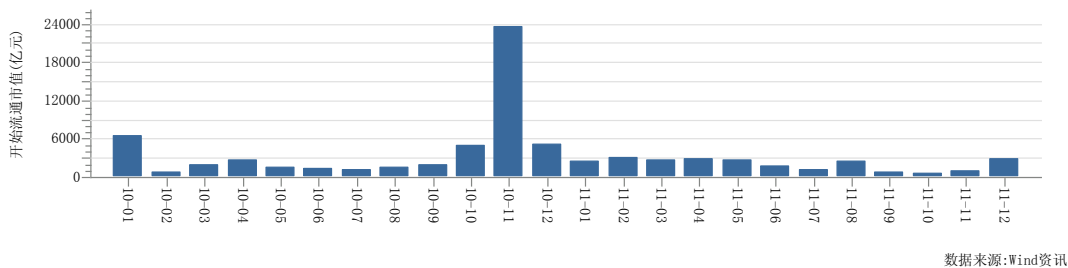
图 27：热钱影响股票市场



资料来源: wind

➤ 需求方面，2011 年全年的解禁压力将较 10 年减小，但融资规模未见降低。2010 年延续了 2009 年来的限售股解禁高峰，全年解禁市值达 5.29 万亿元，而 2011 年这一数字将为 2.43 万亿，整体解禁压力将有所减小。但是考虑到 2010 年解禁市值中大部分是国资委持有的银行股权，2011 年整体解禁压力没有太多的减缓。

图 28: 限售股解禁时间表

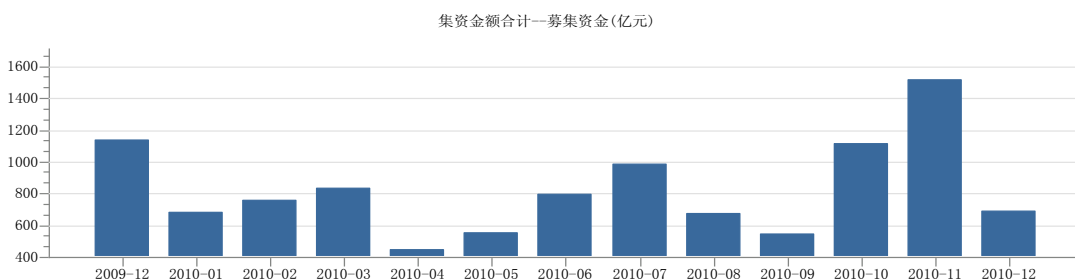


数据来源: Wind 资讯

数据来源: WIND, 华泰证券研究所

2010 年以来，A 股市场募集资金总额达 1.04 万亿元，是近几年来融资压力最大的一年，其中 IPO 基本上保持了月均近 30 家的首发频率，全年 IPO 融资规模达到 5366 亿元，创出历史新高，再融资方面增发融资 3894 亿元，配股 1462 亿元。从当前带发行情况看，至 2010 年末的的新股发行频率仍保持着加快的趋势。

图 29: 2010 年 A 股市场募集资金情况



数据来源: Wind 资讯

数据来源：WIND，华泰证券研究所

总体看我们认为在宏观流动性趋紧的背景下，总体市场资金将偏紧。2011 年的市场政策难以对资金面产生根本的影响，资金面对市场的推动力整体是减弱的。

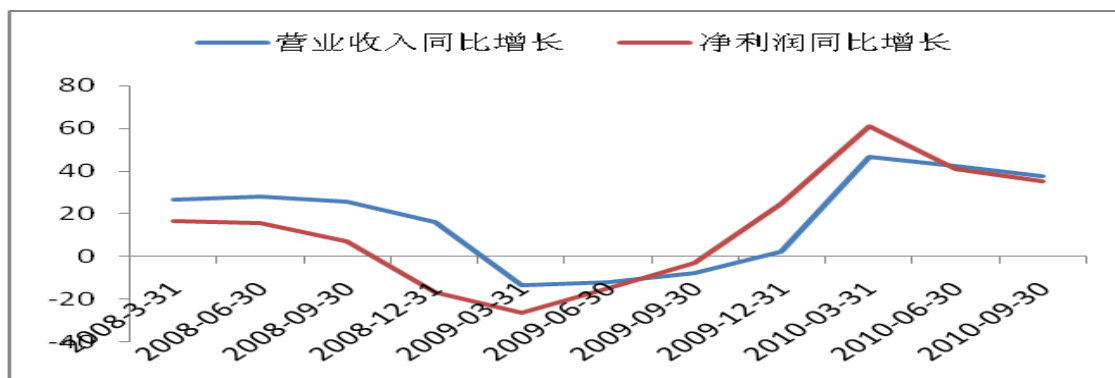
2、动力之二：业绩增速下滑

(1) 上市公司业绩增速降幅趋缓

在低基数效应减退及经济减速的大背景下，上市公司在经历了一季度盈利高点后，二、三季度的盈利增速明显下滑，上市公司 10 年三季报业绩情况显示，全部 A 股可比公司的净利润同比增速为 35.21%，比二季度下降了 5.87 个百分点。从分季度数据来看，上市公司第三季度净利润同比增长 27.01%，比二季度下降了 4.73 个百分点，整体降幅趋缓。

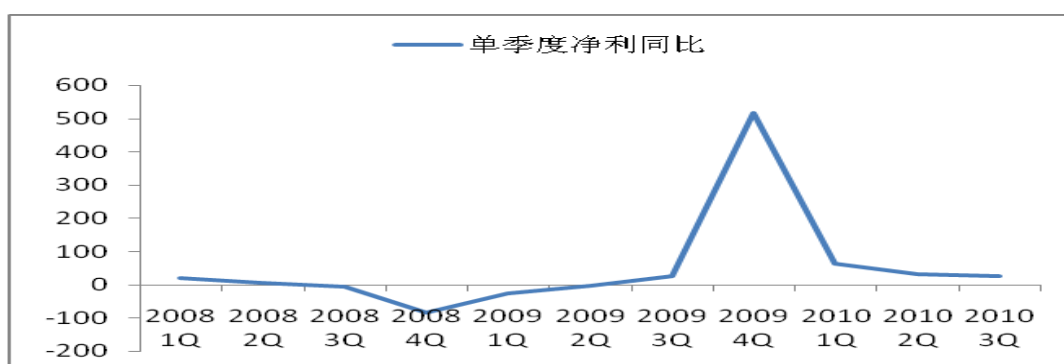
但随着经济企稳，四季度企业经营状况良好，盈利有望保持稳定，市场对于上市公司全年业绩预期也较前期乐观，从沪深 300 一致预测看，10 月底市场也再次调高了盈利预测，目前一致预期上市公司 2010 年净利润增长幅度为 30%左右。

图 30：A 股总体利润情况



数据来源：WIND，华泰证券研究所

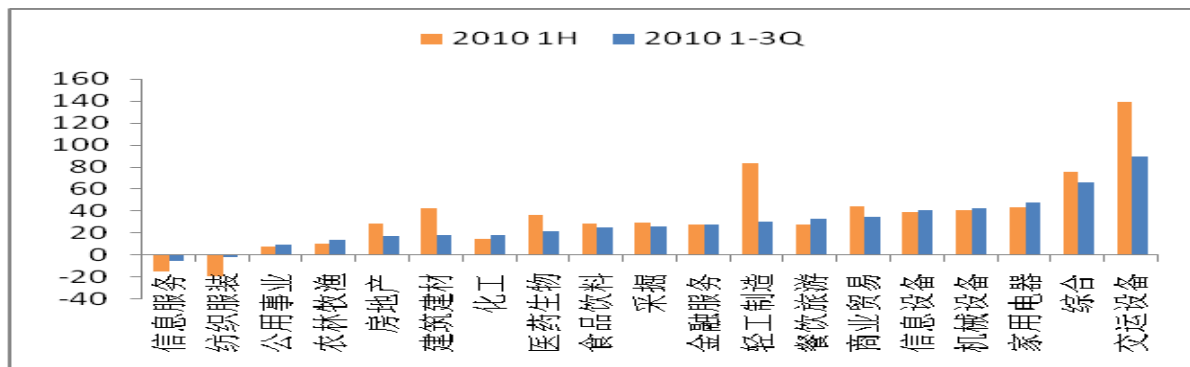
图 31：A 股单季度利润情况



数据来源：WIND，华泰证券研究所

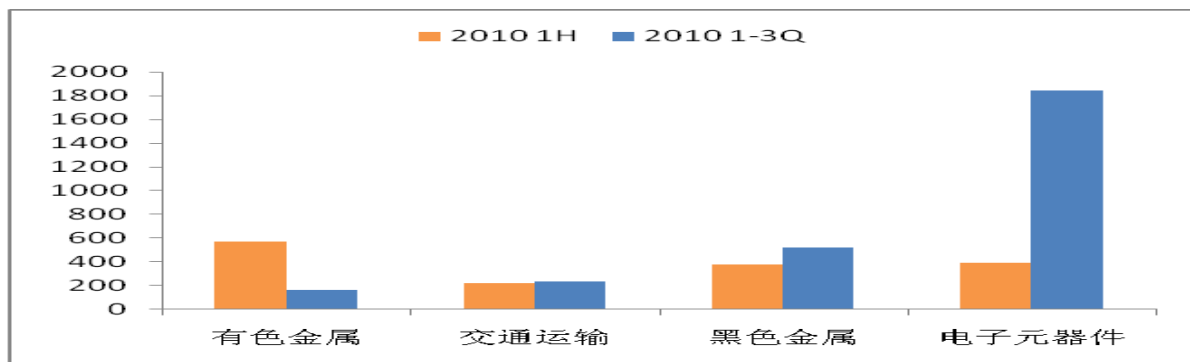
从主要行业上市公司三季报业绩情况来看，前期盈利增速下滑的有色金属、黑色金属和电子元器件行业由于其低基数而利润增幅较大，而与中期业绩相比，有色金属、交运设备、建筑建材、医药生物、房地产净利润增速较二季度出现回落，信息设备、机械设备、农林牧渔、家用电器、餐饮旅游三季报净利润增速较为稳定且略有回升。

图 32：A 股分行业三季报业绩情况（200%以下增幅）



数据来源：WIND，华泰证券研究所

图 33：A 股分行业三季报业绩情况（200%以上增幅）

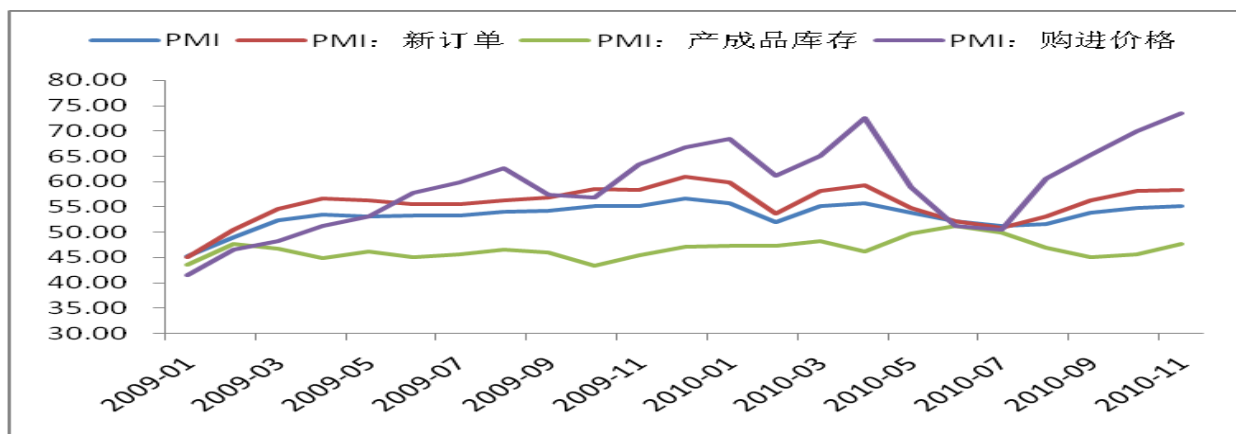


数据来源：WIND，华泰证券研究所

（2）2011 年业绩增速正处于寻底过程

从中国制造业采购经理指数（PMI）来看，11月份PMI为55.2%，较上月继续提升0.5个百分点，连续四个月的回升表明中国制造业经济总体仍呈现增长态势。11个分项指数中，采购量、进口、从业人员和供应商配送时间指数回落，而购进价格和产成品库存指数大幅上行，分别比上月上升3.6和2个百分点。PMI数据维持在景气线上运行且持续回升，显示目前经济运行状态依旧良好，但从衡量内需变化的新订单等分项指标看，需求升势有所减缓，而购进价格指数的持续大幅上行也显示了物价压力的持续存在。

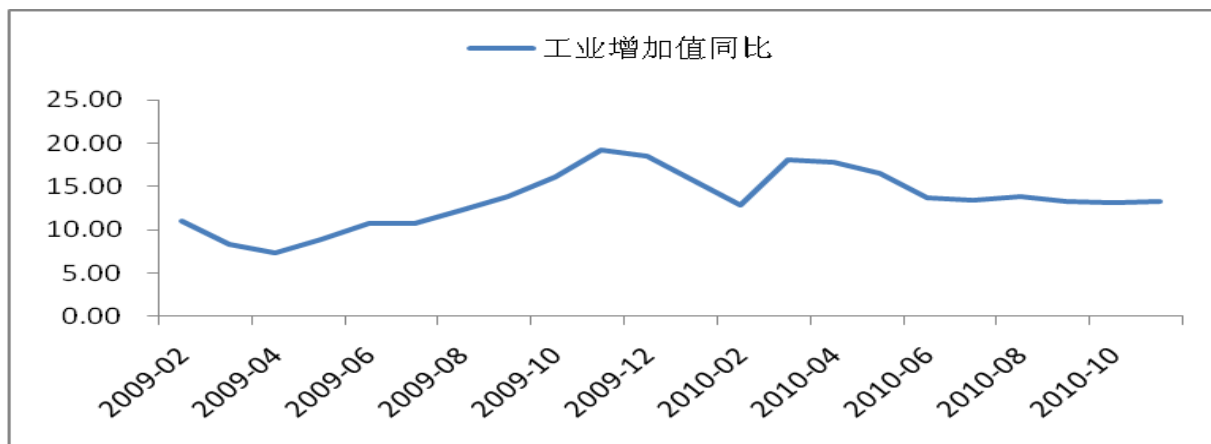
图34：PMI数据维持在景气线上运行且持续回升



数据来源: WIND, 华泰证券研究所

11 月份, 规模以上工业增加值同比增长 13.3%, 比 10 月份上升 0.2 个百分点, 为连续四个月回落以来的首次回升。明年是十二五规划的开局, 从过去的情况看, 新的五年计划开局往往伴随投资增速的显著上行, 这将是支撑工业生产企稳的动力, 而促进新兴产业投资、加大淘汰落后产能、节能减排达标将继续优化工业生产的结构。PMI 数据也显示, 当前国内需求仍然处于高位, 补库存的过程还在延续, 再加上基期数据走低, 预计短期内工业增加值增速进一步下滑的可能性已经大大降低。

图35: 工业增加值增速四个月来首次小幅回升

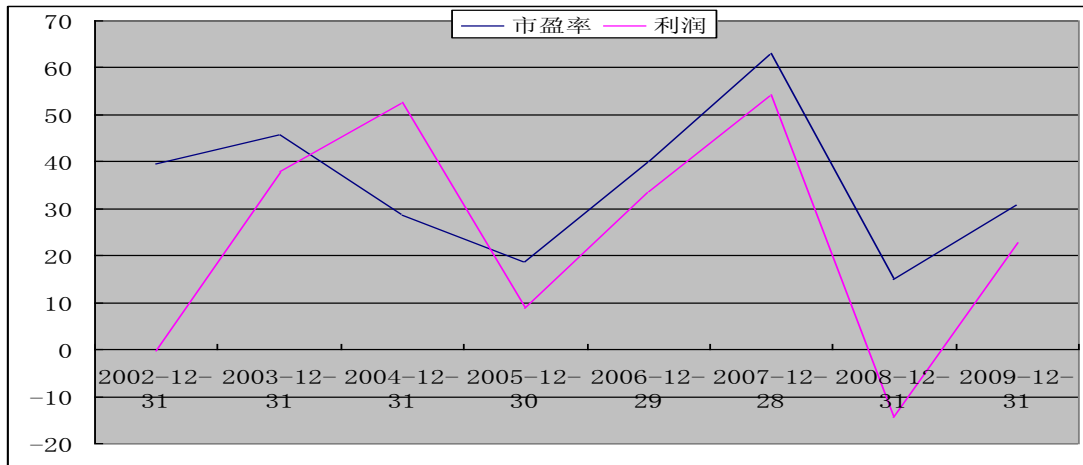


数据来源: WIND, 华泰证券研究所

结合工业增加值和投资增速的企稳态势, 加之基数效应的考虑, 我们认为上市公司的整体利润增速下滑的趋势虽在短期内仍将延续, 但有望在 2011 年上半年企稳, 一至二季度可能是盈利增速的低点, 其后整体利润增速将有望逐步上行。但从 2011 年全年业绩增速预期来看, 伴随着我国经济结构的调整、经济增速和投资增速的放缓, 与 2010 年相比, 2011 年全年的上市公司整体净利润增速也将放缓。

市场一致预期 2011 年上市公司业绩增长 22%。从历史上看, 利润增幅与估值倍数基本上同方向运动: 当业绩上升加速也同时会带来估值倍数上升, 反之亦然。因此我们认为总体上业绩增速不具备推动市场整体估值倍数上涨的条件。

图 36: 上市公司利润增速与估值倍数



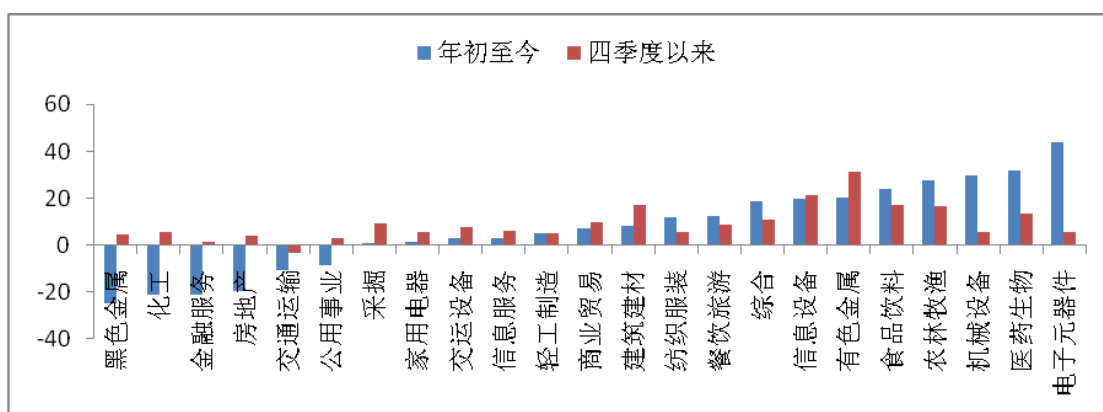
资料来源: wind

3、动力之三：估值倍数难以提高，但估值差异有望纠偏

(1) 整体估值处于历史较低水平

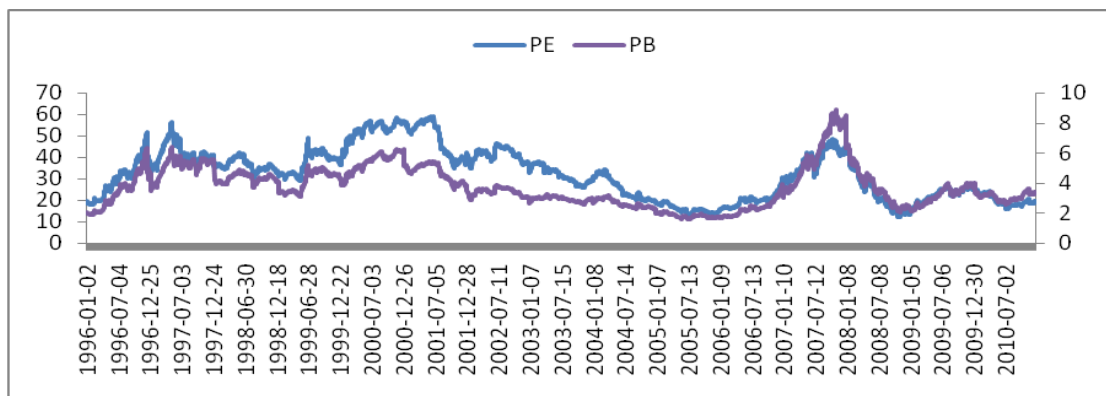
年初以来 A 股市场整体跌 4.62%，而四季度以来涨幅 8.19%。分行业看，电子元器件、医药生物、机械设备、食品饮料行业年初以来涨幅居前，但值得注意的是，四季度以来，市场经历了从消费到资源类到新兴产业的行情轮动，以采掘、电子元器件、机械设备、有色金属板块为代表的周期类行业涨幅居前。目前沪深两市 A 股 2010 年的动态市盈率水平（TTM，剔除负值）在 19 倍左右，市净率水平 3.4 倍左右，整体估值处于历史较低水平。

图 37：2010 年以来各行业涨跌幅情况



数据来源: WIND, 华泰证券研究所

图 28：A 股整体估值处于历史较低水平

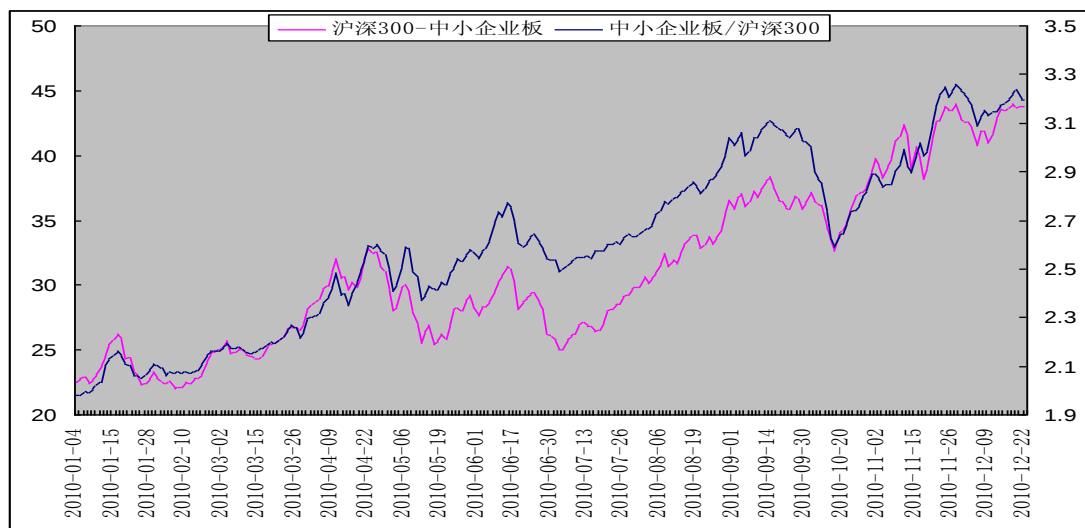


数据来源：WIND，华泰证券研究所

(2) 大小盘估值差异仍处历史高位

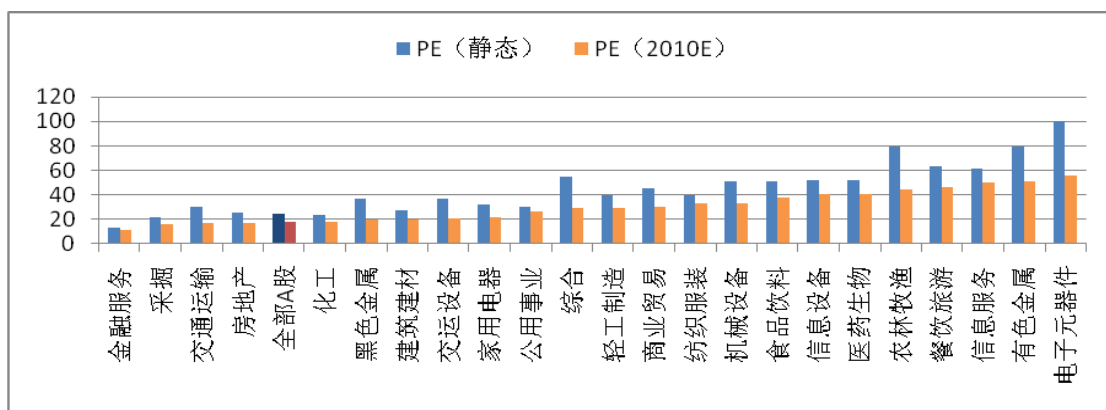
从目前的估值情况看，结构性差异并没有因为周期性行业的上涨而减少，12月以来，大盘股和小盘股的估值差异仍处历史高位。行业结构方面，金融服务、采掘业、房地产、化工等行业的估值水平仍低于市场平均水平，信息服务、有色金属和电子元器件等行业的估值水平仍然偏高，远超过市场平均水平。

图 39：大小盘估值差异全年上升



数据来源：WIND，华泰证券研究所

图 40：金融、采掘、地产等权重板块拉底市场整体估值



数据来源: WIND, 华泰证券研究所

四、趋势判断：震荡的市场中寻找波段性机会

1、市场缺乏趋势性机会的动力

增长减速和通货膨胀可能是中国经济转轨过程中必将伴生的现象,宽松货币谨慎灵活的退出和积极财政搭配决定了 2011 年宏观流动性的偏紧;在经济增长减速的背景下,2010 年上市公司业绩高位下滑,净利润逐季度增速递减。2011 年预计上市公司净利润将继续减速,根据华泰证券研究所覆盖公司的业绩预测看,业绩增速大约 20%。在业绩增速下滑的市场环境中,业绩难以成为推动估值倍数上涨的动力。我们判断如果没有超预期的增长,上市公司估值水平仅靠业绩增长提高幅度有限;2010 年估值的严重分化,结构性特征演绎到极致。创业板和中小企业板的估值提升有限,而市场估值水平提高来自低估品种的估值修复;总体上我们判断市场没有趋势性的机会,2011 年市场将呈现震荡走势。

2、市场波段性机会来自于紧缩力度与预期的博弈

市场的主流观点认为:增长不是管理层所担忧的,通胀是主要参照的宏观变量。由于上半年物价水平继续攀升,紧缩政策持续压制市场;下半年物价水平回落,紧缩力度放缓,市场才能够重拾升势。市场走出 V 型走势。

我们的观点认为:管理层不仅仅考虑通胀一个变量,在经济内生增长动力尚未起来,增长处于下滑阶段的一季度,管理层更愿意采取行政控制而非价格控制的手段控制通胀水平,一季度的收缩力度低于预期,二季度收缩力度强于预期。下半年,物价水平回落但货币放松的也将有限。市场在紧缩力度和预期博弈的变化中波动:我们判断在宏观调控阶段性的紧缩后,2011 年一季度前期市场有望表现活跃,其后在再次的紧缩中市场将展开调整震荡,预计随着四季度紧缩的放松,市场才有望重拾升势。

3、投资节奏

建议配置节奏:周期(不包括金融服务)——新兴产业(部分)——消费——周期(包括金融服务)

五、投资策略：从梦想到现实，从朦胧到确定

2010 年是自上而下的主题投资和梦想业绩的年份,2011 年将是自下而上回归业绩确定的年份。

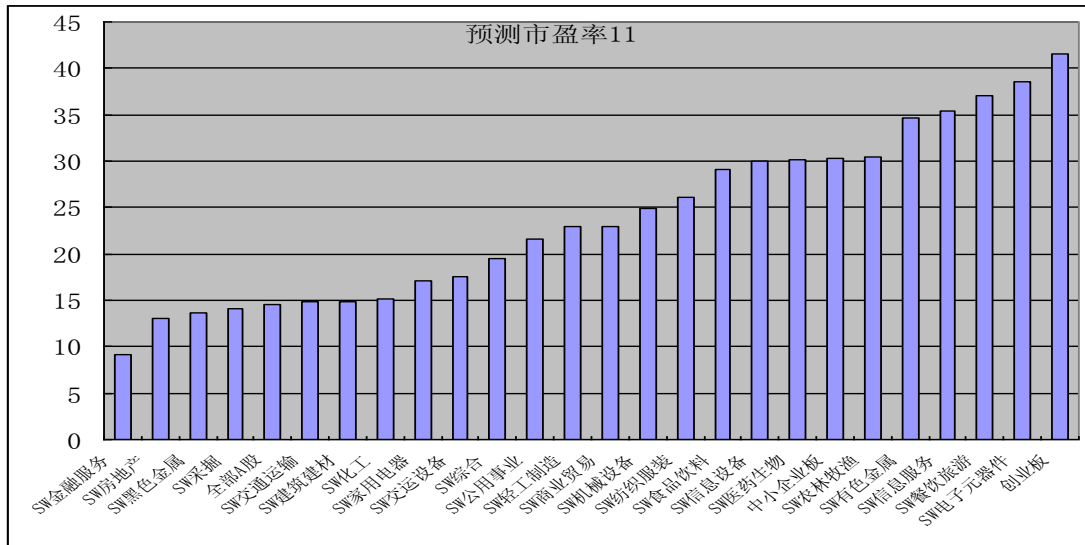
1、由主题推动回归业绩推动,关注估值修复

2010 年是主题投资的一年,是结构性演绎到极致的一年。市场投资风格以成长为主,随着股价的大幅攀升,在成长股的业绩预期没有得到验证的情况下,估值的继续攀升面临较大的压力。随着估值结构的两极分化,市场有望向其反面演化:从主题炒作到关注业绩。

其一、目前低估的周期性品种在很大程度上反映了结构性下滑的预期,金融服务、房地产、黑色金属、建筑

建材以及化工等行业的估值水平几乎创了历史新低。2000 年以来的经验表明，市场中估值（PE）最低的行业，次年战胜市场的概率为 75%，而估值最高的五个行业输给指数的概率为 78%。

图 41：各行业预测市盈率



资料来源：wind

其二、周期性行业上半年业绩有望超过预期。首先市场对周期性行业预期普遍悲观，其次通胀背景下上游行业受益。从 11 月的 PPI 细项中看，采掘工业上涨 14.6%，原料工业上涨 9.8%，加工工业上涨 4.7%，生活资料出厂价格上涨 3.3%，而燃料、有色金属的原材料购进价格指数上行幅度较小，显示出煤炭和有色金属行业从本轮物价上升中受益较大，盈利有望维持回升态势。

其三、经济适用房建设使房地产链条的周期性品种受益。2009 年以来，伴随“四万亿”投资项目的开展，保障房建设成为国家投资倾向的主要方向。2010 年全年保障房建设目标为 580 万套廉租房、经济适用房和棚户区改造，120 万套农村危旧房改造。预计“十二五”期间各类保障房建设接近 3000 万套，总投资规模接近 3 万亿。如果乐观估计，2011 年有望成为保障房建设的又一个高峰年，建设套数可能达到 1000 万套。

业绩的超预期和估值的持续低估是周期性行业估值修复的主要动力：建议关注：房地产、机械、建筑建材、煤炭、有色金属。

2、选择性的关注新兴产业：关注高铁、核电、节能减排

虽然从长期来看，以创业板和中小企业板为主的新兴产业仍有可能有较好的表现，历史数据也表明，中小市值和成长股长期内能够战胜市场，但是这并不意味着这些行业能够持续上涨。我们认为目前创业板和中小企业板面临着估值压力，其 2010 年动态市盈率分别为 61 倍和 41 倍，而且蕴含的 2011 年的业绩增速分别为 30%和 50%。随着两会产业政策密集期之后，对于新兴产业来说，市场的预期将难以出现进一步的向上提升，新兴产业将从预期推动转向验证真实业绩，届时这些板块将从趋势性上升的行情过渡到震荡的行情，风格内部将再度分化，板块中没有业绩支撑的题材类股票或业绩远低于之前预期的股票将面临较大的风险。因此必须关注业绩增长确定性较强的新兴行业：高铁、核电、风电

高铁：铁路领域“十一五”总投资约 2.2 万亿，预计国内的快速客运铁路网里程 2.2 万公里，城际铁路达 2.4 万公里，改造和提速 0.6 万公里，规模较 1.6 万公里的规模大幅度提高。从完工进度上看，2010 年高铁投资进入

爆发期。预计 2011-2013 年的投资处于快速增长。受益于高铁快速增长的设备和信息化技术都将获得确定性高速增长。

表 1：铁路建设

计划完工时间	总投资（亿元）	里程（公里）	累计	完工进度
2003	160.0	405.0	405.0	
2008	595.0	649.0	1054.0	
2009	2216.0	2662.4	3716.4	
2010	1252.0	1075.1	4791.5	21.34%
2011	3435.0	2839.7	7631.2	33.99%
2012	6742.0	5356.3	12987.5	57.85%
2013	5397.8	5521.7	18509.2	82.45%
2014	4529.0	3941.0	22450.2	100.00%
合计	24326.8	22450.2		18733.7

核电：我国规划到 2020 年可再生能源占比达到 15%（目前是不到 10%），同时我国已经承诺“2020 年中国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%”，大力发展核电是达到上述两个目标的重要手段。考虑到建设周期较长，“十二五”期间将是核电开工的集中期。预计“十二五”期间将是核电领域开工的高峰期。

节能减排：2010 年四季度的拉闸限电再次提升节能减排行业的预期。预计“十二五”期间新增污水处理能力大幅增长，将在“十一五”4500 万吨/日的目标基础上翻一番，总投资有望超过 5000 亿元。同时对综合节能服务领域的扶持力度会非常大：国家将重点扶持少数大型节能综合服务的企业。今年以来发改委和工信部陆续公布了合同能源管理企业审核名单和首批重点扶持名单，预计未来的节能服务的龙头企业将从中诞生。

3、看好传统产业的新增长：钢结构和旅游

钢结构行业：钢结构作为我国建筑领域的新兴产业，受到了国家的高度重视，被列为建设部十大新技术之一。由产业升级以及产业区域转移带来了对于钢结构厂房需求的增长，利好应用于各类工业建筑、仓储、超市、多层钢结构等建筑的轻钢产业。由消费升级带来对于文体中心、体育场馆等的建设，大规模基建投资带来了对于地铁、火车站、机场等钢结构基建项目的建设力度。

旅游：国务院《关于加快发展旅游业的意见》明确提出了要把旅游业培育成为国民经济战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业。作为经济复苏滞后品种，旅游业成为消费升级的受益行业，旅游行业正处于观光游向休闲度假游的产业升级阶段。

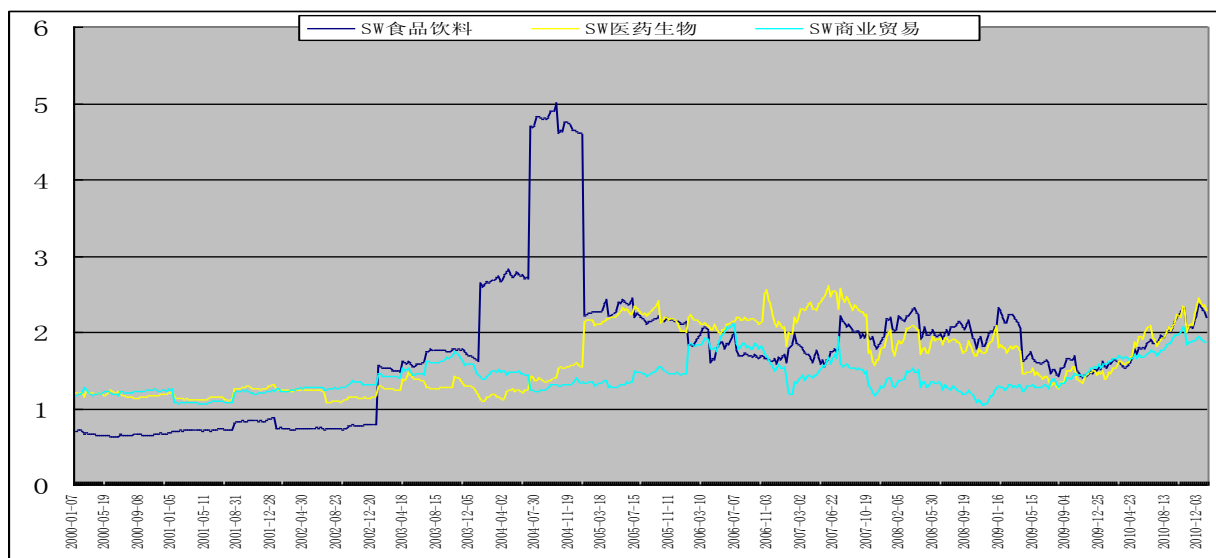
4、关注重新获得防御功能的大消费

大消费行业作为经济结构调整和防御类品种在 2010 年受到众多资金的追捧，下半年以来股价持续表现，其相对与大盘的估值水平溢价达到了 10 年以来的高位，另外基金的超配也不利于消费类公司的继续上涨。虽然目前看消费类上市公司仍能保持较好的稳定增长，但是其防御作用已经不再。

消费类行业作为经济结构调整的受益行业，其未来的增长仍将保持稳定并有可能提高，我们建议持续关注消费类公司的估值水平，当消费类公司重新获得防御功能时，再度积极配置。

建议关注食品饮料、商业贸易和旅游。

图 42：消费类行业相对于大盘估值溢价处于历史高位



资料来源：wind

附表：行业评级、投资逻辑和看好公司

行业	评级	投资逻辑	11 年最看好的公司
电 器 行 业 — 家 电	增持	一方面家电主要公司目前的估值是消费行业中比较低,另一方面该行业目前的增长势头依然强劲	格力电器和青岛海尔
电 器 行 业 — 电 力 设 备	中性	该行业的子公司众多,且差异很大,整体来看,估值已无优势。但其中一些战略性产业的公司成长性不错,仍可关注。	金风科技
交通运输	中性	水运处于行业低谷,未来景气度有望恢复;航空业快速成长,公司管理能力较强;公路稳定增长的基本面与二级市场表现形成强烈反差。	中海发展、中国国航、皖通高速
纺织服装	增持	产品价格提高,毛利增加	烟台氨纶, 华孚色纺, 星期六
零售	增持	商业大盘股目前估值较低,行业明年处于景气度趋稳的阶段,大市值商业股估值有上升空间。	中兴商业(业绩拐点)、苏宁电器(低估值)、南京新百(业绩拐点)、新世界(资产重组预期)
石油化工	中性	下游行业需求缓慢恢复,产品价格稳步回升	湖北宜化、烟台万华、中泰化学
汽 车 及 零 部 件	增持	预计 2011 年汽车销量增长 10%~15%,行业利润增幅为 10%。目前汽车行业主板 2010 年 PE 为 13 倍,估值较低。	悦达投资、福耀玻璃、一汽轿车
农业	中性	农产品涨价预期下,产量扩张明确的企业	圣农发展, 敦煌种业, 东方海洋
房地产	中性	政策因素会导致行业全年仍有较大的波动。由于地产公司 10 年业绩普遍有较大增长,短期内会有估值修复。但战略看多行业应该在政策面基本明朗后。	万科、保利地产、滨江集团
煤炭	中性	下游需求释放,基本面好于 2010 年,但面临发改委严控煤价、资源税出台等因素制约,难有独立于大盘的机会,一季度是最佳投资时点。重点关注喷吹煤、炼焦煤上市公司,挖掘产量增长明确、具有资产注入和高送转可能性的个股。	潞安环能、恒源煤电、昊华能源
工程机械	增持	短期内投资拉动经济增长模式难以改变,行业将依然保持景气	柳工、三一、中联
煤机行业	增持	行业需求保持稳定增长,煤炭行业整合加快为煤机公司带来机遇	郑煤机、山东矿机、天地科技
电子元器件	中性	负面因素: 2011 年行业整体增速较 2010 回落,行业估值水平处于各行业中最高水平 正面因素: 12 五规划中国对高新技术产业必然更加重视,元器件在电子信息产业中的关键作用也越来越受重视。 1. 节能减排、新能源对相关元器件需求的提升(大电容、功率器件、锂电铜箔)(江海股份、法拉电子、华微电子、中科英华) 2. 畅销消费电子产品如触摸屏对公司提升相关公司业绩提升(华东科技);畅销品牌苹果、微软供货商继续受市场的	华东科技、江海股份、恒宝股份

		关注（莱宝高科、水晶光电） 3.移动支付对移动支付卡的需求增长（恒宝股份）	
有色金属	增持	经济的逐步复苏将促使全球金属需求有效增长，同时美元中长期贬值趋势不改，建议关注行业龙头及基本面即将发生重大改变的公司。	600362 江西铜业、 600888 新疆众和、 000426 富龙热电
食品饮料	增持	食品饮料价格上涨通常滞后于成本上升，在通胀中后期，行业中大多数公司能够转移成本上涨的压力，表现出较强的盈利增长稳定性。而居民收入底部的抬高，将促进大众消费品市场需求的增长，使得行业市场空间不断扩大。目前行业的相对估值处于历史高位，我们认为上半年行业可能会有一定的调整，但行业的成长性将逐步消化高估值，全年仍有望具有较好的表现。	五粮液、双汇发展、安琪酵母（完成定增后，2011年下半年或四季度回会有较好表现，上半年预计表现较差）、青岛啤酒
计算机软件	中性	下游行业需求是软件公司发展的基础。2011年，建筑行业信息化、轮胎橡胶行业信息化、出口外包的复苏将对相关上市公司的产品和服务产生较大需求。	软控股份、东软集团、广联达
电力	中性	目前高企的煤价使得火电行业经营困难，虽然政府控制煤价意愿强烈，但整体而言火电企业的盈利水平缺乏制度性的保障，同时政府宏观调控降低了煤电联动的预期，而水电行业成长性略显不足，事件性驱动难以延续，维持行业“中性”评级。同时，我们也应注意到，企业经营陷入困境必将增强资产重组预期，新能源的发展也值得我们憧憬，行业依然存在资产重组、新能源带来的交易性投资机会	金山股份、内蒙华电、富春环保
钢铁行业	中性	“十二五”期间中国经济面临转型，钢材需求强度下降，钢铁行业整体增速预期放缓，行业面临增长极限。	常宝股份、凌钢股份、新兴铸管
旅游酒店	增持	选择受益于政策利好、或业绩在11年有所改善、基本面较好的公司。	中国国旅、丽江旅游、中青旅
建材	增持	固定资产投资稳定增长拉动水泥和玻璃的总体需求，水泥行业的产能限制政策将大幅减少未来三年水泥新增产能，水泥价格进入稳步上升区间，行业龙头企业受益明显。平板玻璃行业在11年整体景气度会出现下降，主要由于今年产能大幅增长及生产成本的快速增长。值得看好的是大型玻璃深加工企业，随着平板玻璃价格的见顶，玻璃制品的毛利率水平有望进一步提高。	海螺水泥，冀东水泥，南玻A
建筑	增持	把握基建投资热点，及建筑节能等政策的推广，看好水利水电及钢结构行业	葛洲坝、杭萧钢构、精工钢构
保险	增持	价值低估；加息初期有利于利差提升；股权投资风险释放，投资收益有望缓步上升。	中国平安，中国太保
造纸	增持	未来我国宏观经济有望继续稳健向上，造纸行业需求会呈现增长态势，而行业内落后产能淘汰的推进有利行业集中度的提高，目前新增产能集中在行业内龙头公司，因此上市龙头公司利润会保持增长。推荐具有优势纸种白卡纸的公司太阳纸业和博汇纸业，以及毛利率相对稳定、且明年业绩有望大幅增长的公司-合兴包装。	太阳纸业，博汇纸业，合兴包装
银行业	增持	业绩较为稳定，估值处于历史低位；不过各类监管政策风险仍将可能制约股价表现，大幅上行缺乏驱动力	招商银行、浦发银行和南京银行
医药行业	推荐	医疗资源下沉、基层医药需求高增长及国内制剂出口海外	云南白药、恒瑞医

			药、恩华药业
通信	增持	十二五规划预期加大电信业投资约 30%，网络规模扩大和服务外包趋势使网络优化服务公司受益，11 年运营商加大宽带投资力度，关注光通信和网络优化相关公司	中天科技，亨通光电、世纪鼎利

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为:Z23032000。