

新形势 新经济 新机会

—2011 年 A 股投资策略报告

报告要点:

1、展望 2011 年经济增长数据,伴随着“调结构、促民生”政策的逐步落到实处,GDP 增长率可能会呈现年内前低后高的局面,我们对于 2011 年全年的 GDP 增速预期是 8.5~9.5%区间。

2、高层之所以把 2011 年 M2 目标定在 15%左右,信贷量在 7 万亿左右,一方面体现了高层调结构的决心,另一方面高层也看到,2009 年新增中长期贷款 6.7 万亿,而固定资产投资中来源于国内贷款的部分只有 3.9 万亿,占比只有 59% (从 2002-2008 年,这两个数据的比值在 1 上下),两者相差 2.8 万亿,这与 2009 年 A 股上涨 80%的小牛市不无关系。2010 年前三季度这个比例也只有 64%,相差 1.9 万亿。如果这部分资金逐渐被逐渐倒逼回实体经济,将会补充信贷量的压缩对投资的影响,而对证券市场(特别是股市)的负面影响将会比较大。

3、“调结构”意味着结构性的减税和结构性的转移支付。从大的角度来看,在 2005-2007 年,基本上完成了国有企业的股份制改革。下一步棋,中央会怎么走?我们认为国有股减持,是大趋势,必然的。因为社保、产业升级、“三农”等都需要大量资金。至于减多少?什么时候减?只是技术上的小问题而已。如果中央要大力度的进行“调结构、促民生”,那么国有股减持则会尽快提上日程,虽然这是意料之中的必然事件。而国有股减持的陆续开始,对 A 股的影响则是不可小觑的。从“洪都航空事件”,可以看出点迹象了。

总之,2011 年 A 股不具备全面牛市的基础,中枢水平将会在 2010 年的基础上有所下降,上证综指的大概率区间为 2300~3500,不排除短时间的冲高或者探底,震荡幅度相对较大。

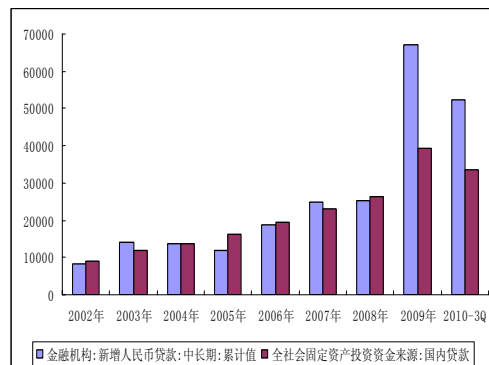
4、2011 年的投资逻辑是“自上而下”的,投资主题是围绕“调结构+促民生+抗通胀”。

5、在调结构的背景下,战略新兴产业在未来的十年面临巨大的发展机遇。七大产业五年后产业规模将占 GDP 比重的 3%提高到 8%,而 2020 年七大产业的增加值占 GDP 的比重将达 15%。也就是说,在未来的 5 年内,这 7 大产业平均复合增长率为 21.67%,未来 10 年内的复合增长率也高达 17.46%,这是历史性的机遇,也是 2011 年行业配置的首发位置。

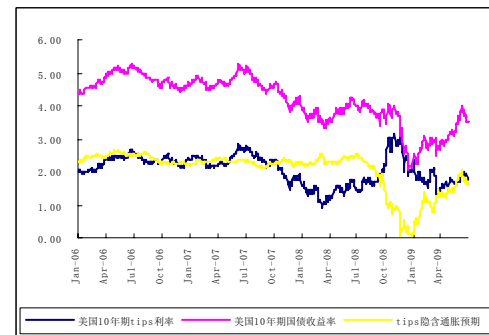
6、2011 年重点推荐公司:中国重工、同方股份、登海种业、烽火通信、恒瑞医药、荣信股份、桑德环境、卧龙电气、天虹商场、中国平安

2010 年 12 月 10 日

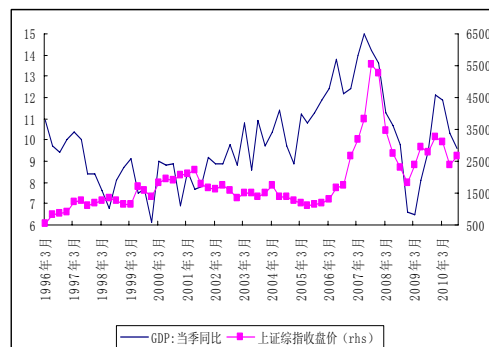
固投来源贷款和新增中长期贷款(亿元)



美国 10 年期国债、tips 利率以及通胀预期



GDP 当季同比与上证综指走势



联系方式

研究员: 李明忠
SAC 职业证书: S0020108051094
电 话: 021-51097188-1835
电 邮: limingzhong@gyzq.com.cn
联系人: 赵喜娟
电话: 021-51097188-1952
电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn

目 录

第 1 部分 2011 宏观经济展望	4
1.1 2011 年经济增速放缓	4
1.1.1 投资对经济的贡献率逐步回落	4
1.1.2 消费触底企稳，2011 年有望小幅回升	6
1.1.3 净出口对经济贡献率将会回落	6
1.2 利率政策展望	7
1.2.1 通胀预期的升温	7
1.2.2 从汇率的角度分析	8
1.2.3 内因：2011 年上半年通胀压力较大	9
1.2.4 2011 年利率政策预期	11
1.3 2011 年 A 股市场总体判断：中枢有所下降，方差较大	11
第 2 部分 2011 年 A 股投资主线	13
2.1 十二五规划对“调结构、促民生”的阐述	13
2.2 2011 年房地产将会“暂时性”的被压制	14
2.3 2011 年投资主线：调结构+促民生+抗通胀	15
2.3.1 战略新兴产业信息挖掘	15
2.3.2 “促民生”下的医疗器械行业	16
2.3.3 CPI 走高利多零售行业	16
2.3.4 农业的发展是农民增收的一个重要途径	17
第 3 部分 2011 年重点推荐公司	19

图表目录

图 1: 人民币贷款余额及同比增速	5
图 2: 人民币当月新增贷款主要组成占比（单位：%）	5
图 3: 贷款增速与固定资产投资增速对比（%）	5
图 4: 固投来源国内贷款和新增中长期贷款对比（亿元）	5
图 5: 本年固投新开工项目计划总投资累计同比（%）	5
图 6: 自有资金占本年新开工计划总投资比重（%）	5
图 7: 中央和地方占城镇固定资产投资比重（%）	6
图 8: 房地产销售价格指数	6
图 9: 居民人均收入实际累计同比（%）	6
图 10: 农产品批发价格总指数和“菜篮子”批发价格指数	6
图 11: 三驾马车对经济增长贡献率（%）	7
图 12: 美国 10 年期国债、tips 利率以及通胀预期（%）	8
图 13: 美国:全部工业部门产能利用率（%）	8
图 14: 美元兑日元汇率	9
图 15: 日经 225 指数	9
图 16: 食品对 CPI 的贡献率（%）	10
图 17: 猪肉价格走势	10
图 18: 农业部食用农产品价格指数以及主要环比（周：%）	10
图 19: CPI 与新涨价因素	10
图 20: CPI 与核心 CPI	10
图 21: CPI 走势与一年定存利率（单位：%）	11
图 22: M1-M2 与 CPI 走势（单位：%）	11
图 23: M2 与上证综指对比	12
图 24: GDP 当季同比与上证综指走势	12
图 25: 热钱与上证综指环比对比	13
图 26: 居民新增中长期贷款与按揭贷款同比走势（%）	14
图 27: 房地产销售与投资关系对比（%）	14
图 28: 美国 CPI 与零售增速（%）	17
图 29: 货币供应与 CPI（%）	17
图 30: 杂交玉米制种面积及产量	18
图 31: 杂交水稻制种面积及产量	18
图 32: 杂交玉米、水稻种子库存（万公斤）	18

前言：“新形势、新经济、新机会”，2011 是十二五规划的元年，是中国政府换届之年（2012 年新一届领导班子将正式上任），更希望是真正的“调结构、促民生”之年。我们认为 2011 年投资 A 股的指导思想是“自上而下”，在把握总体宏观经济的情况下，紧扣“十二五”精神，寻找投资主题。

第 1 部分 2011 宏观经济展望

1.1 2011 年经济增速放缓

衡量经济总体运行状况，还得看 GDP，相对于其他指标来看，GDP 是一个充分统计量。2010 年第一季度 11.9% 是这轮经济触底反弹之后的一个高点，此后逐步回落。通过拆分三驾马车对经济增长贡献率，我们可以清晰第看出消费对经济的贡献率又一次的下降，近两个季度回落到 35% 左右，投资的贡献率保持在 59% 的水平，净出口对经济的贡献率则逐步转正，由第一季度的 -9.9%，上升到 3 季度末的 6.8%。

表 1：2009 年以来三驾马车对 GDP 增长的贡献率和拉动作用（单位：%）

	GDP 累计 同比	对 GDP 的贡献率			对 GDP 增长的拉动作用		
		消费	资本形成总额	净出口	消费	资本形成总额	净出口
2009-1Q	6.2	70	33	-3	4.34	2.05	-0.19
2009-2Q	7.1	53.4	87.6	-41	3.79	6.22	-2.91
2009-3Q	7.7	51.8	94.8	-46.7	3.99	7.30	-3.60
2009	9.1	52.5	92.3	-44.8	4.78	8.40	-4.08
2010-1Q	11.9	52	57.9	-9.9	6.2	6.9	-1.2
2010-2Q	11.1	35.1	59.1	5.8	3.90	6.56	0.64
2010-3Q	10.6	34.4	58.8	6.8	3.65	6.23	0.72

1.1.1 投资对经济的贡献率逐步回落

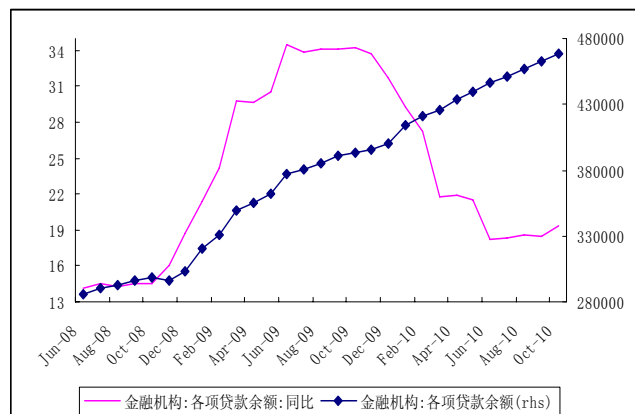
从资金面来看，2010 年以来，投资对 GDP 的贡献率基本上维持在 59% 左右。我们通过对今年信贷数据和房地产数据的分析来对投资进行解释和预测。2010 年贷款增速出现了下降，特别是中长期贷款增速出现了回落，并得到趋势线的确认（图 1、2）。而且，从 2009 年 7 月份以来，在每个月新增贷款中，中长期贷款的占比也出现了明显的下降趋势，相应的，短期贷款和票据融资所占比例则出现了趋势性的上升。

贷款增速，特别是中长期贷款增速与固定资产投资增速保持了高度的一致（图 3）。1993 年、2003 年和 2009 年，这二者的关系表现的更为明显。由此我们认为在 2011 年，资金面将会制约投资的高速增长，投资对 GDP 的贡献率会逐渐回落。

但是，**投资贡献率的下降幅度可能会变缓**，不像 2009 年第四季度到 2010 年第一季度那么大，投资对 GDP 的贡献率由 92.3% 下降到 57.9%。从统计上来看，2002 年以来，每年全社会固定资产投资资金来源于国内贷款的部分，与每年新增的中长期贷款数量基本上持平，而这两者的比例在 2009 年、2010 年（截止前三季度）出现了较大的差异。2009 年新增中长期贷款 6.7 万亿，而固定资产投资中来源于国内贷款的部分只有 3.9 万亿，占比只有 59%，两者相差 2.8 万亿，差距还是相当的大，2010 年前三季度这个比例也只有 64%，相差 1.9 万亿。反应了自从 2009 年以来，新增的中长期贷款有相当一部分没有进入实体经济（图 4）。随着政策调控的逐步趋紧，这部分资金将会被倒逼逐步回流到实体经济，也会对投资起到一定的支撑作用，延缓了资金面的紧张；其二，固定资产投资具有较强的刚性，即所谓：上马需要钱，下马也要钱。新开工的项目一般较少停工。2010 年以来，虽然固定资产投资本年度新开工计划总投资累计同比继续保持了下滑的态势，但是仍然比去年同期增长 23.8%（图 5），而自有资金占新开工计划总投资的比重则出现了上升，高达 86.4%（图 6），

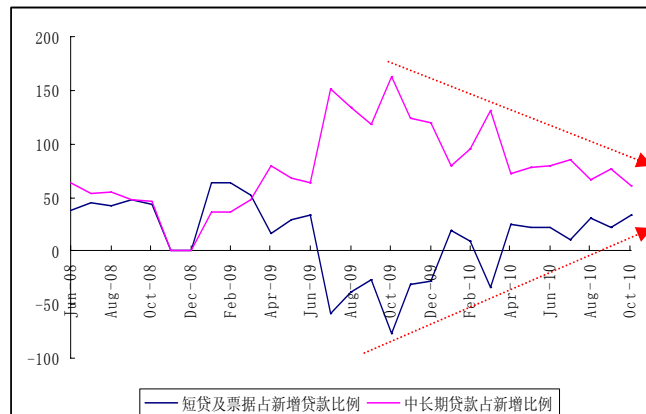
这也从侧面说明投资总的下降幅度会趋缓；其三，截止 10 月底中央项目投资占城镇固定资产投资完成额的比重只有 7.9%（图 7），且出现趋势性的继续下降，在政府主导下，未来可以调控的空间较大。

图 1：人民币贷款余额及同比增速



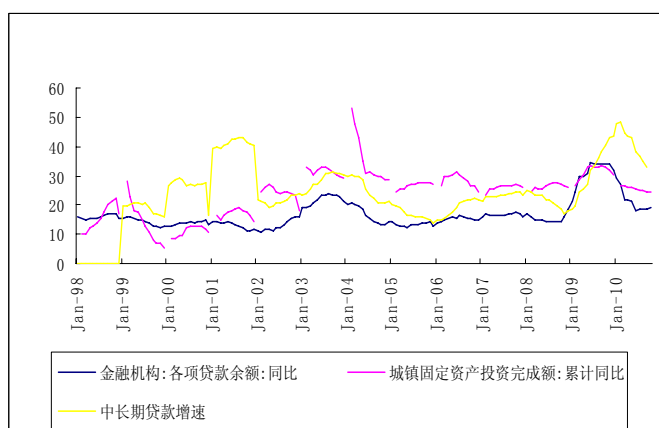
资料来源：WIND、国元证券研究中心

图 2：人民币当月新增贷款主要组成占比（单位：%）



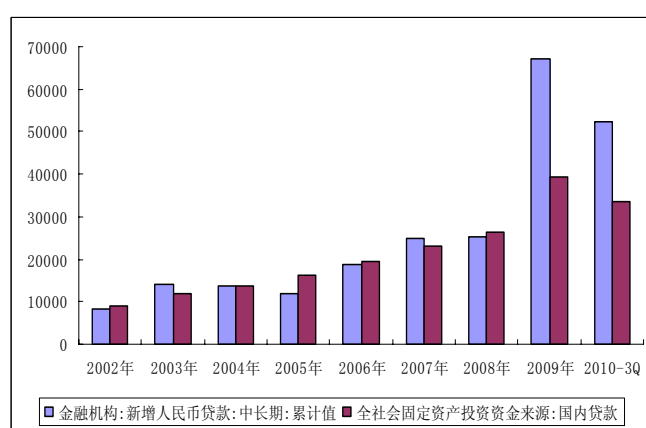
资料来源：WIND、国元证券研究中心

图 3：贷款增速与固定资产投资增速对比（%）



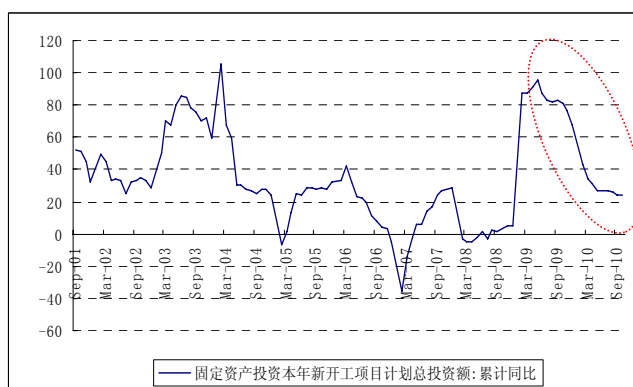
资料来源：WIND、CEIC、国元证券研究中心

图 4：固投来源国内贷款和新增中长期贷款对比（亿元）



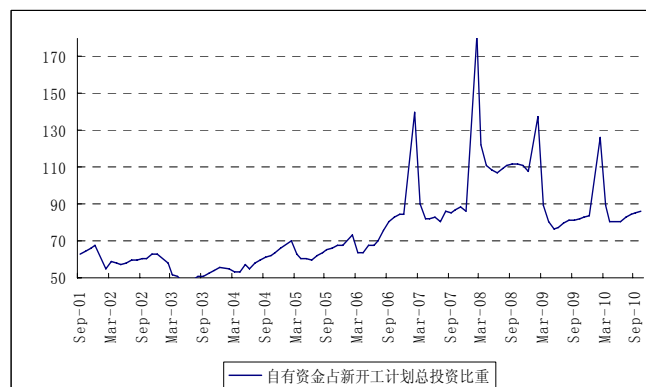
资料来源：WIND、CEIC、国元证券研究中心

图 5：本年固投新开工项目计划总投资累计同比（%）



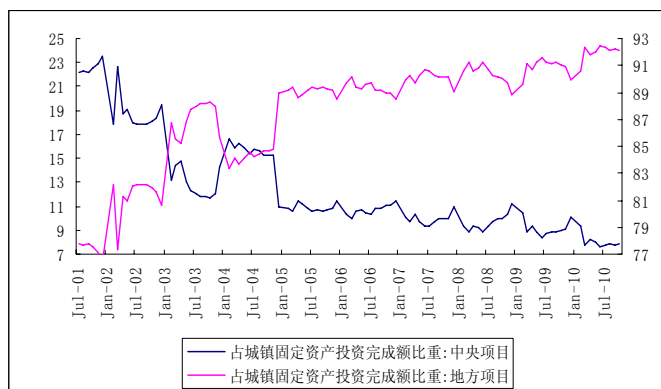
资料来源：WIND、CEIC、国元证券研究中心

图 6：自有资金占本年新开工计划总投资比重（%）



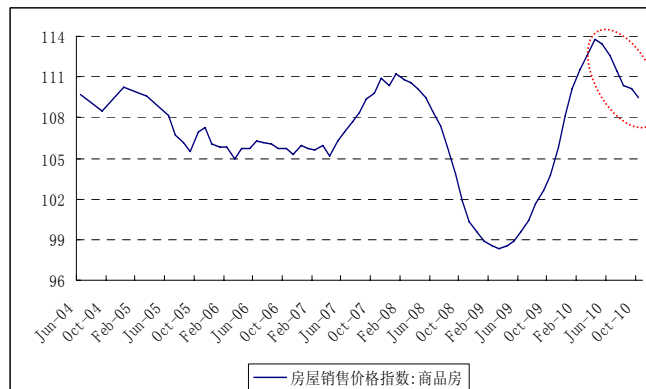
资料来源：WIND、CEIC、国元证券研究中心

图 7：中央和地方占城镇固定资产投资比重（%）



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 8：房地产销售价格指数



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

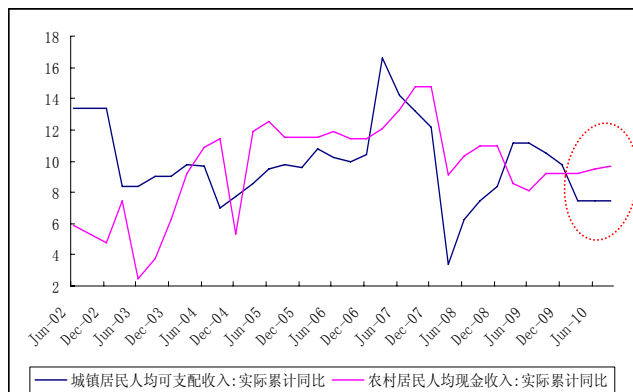
1.1.2 消费触底企稳，2011 年有望小幅回升

2010 年第 2、3 季度，消费对 GDP 的贡献率基本上维持在 35%左右，相对之前 52%的水平有了较大幅度的下降。这与居民人均实际收入同比下降（特别是城镇居民）是一致的。因为影响消费的最主要的变量是人均可支配收入，自从 09 年第二季度以来，城镇居民人均可支配收入实际累计同比就连续下降（图 9）。影响农村居民人均现金收入的因素主要有粮食价格和农民工工资收入的汇回款，其中工资收入占比更大。我国农民工主要从事劳动密集型工作，其中又有相当一部分在出口加工型企业就业，农村居民在第一季度现金收入继续保持企稳与净出口对 GDP 增长的贡献率是一致的。

而自从第 2 季度以来，城镇居民人均收入实际累计同比出现了底部企稳迹象（连续 3 个季度保持在 7.5%的水平），而与此同时，农村居民人均收入实际累计同比已经有了两个季度的上扬。我们可以合理预期，在 2011 年随着“促民生”的政策逐步展开，居民的实际收入将会继续上升，从而带动了消费的上升。

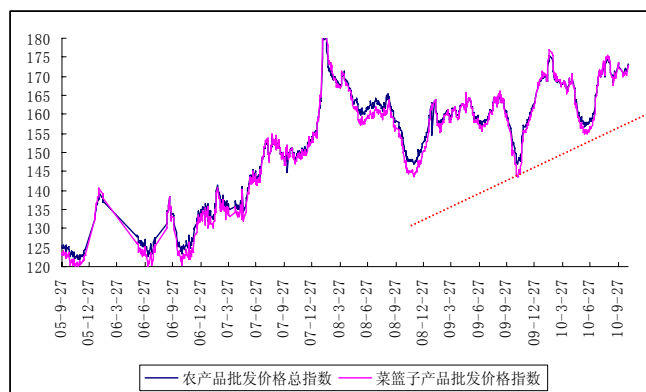
房地产投资对消费有明显的挤出效应，但是房地产的收缩对消费的促进效应却是有限的，一方面房地产平均价格总体上还是处于高位，另一方面与我国居民谨慎的消费习惯有关。

图 9：居民人均收入实际累计同比（%）



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 10：农产品批发价格总指数和“菜篮子”批发价格指数



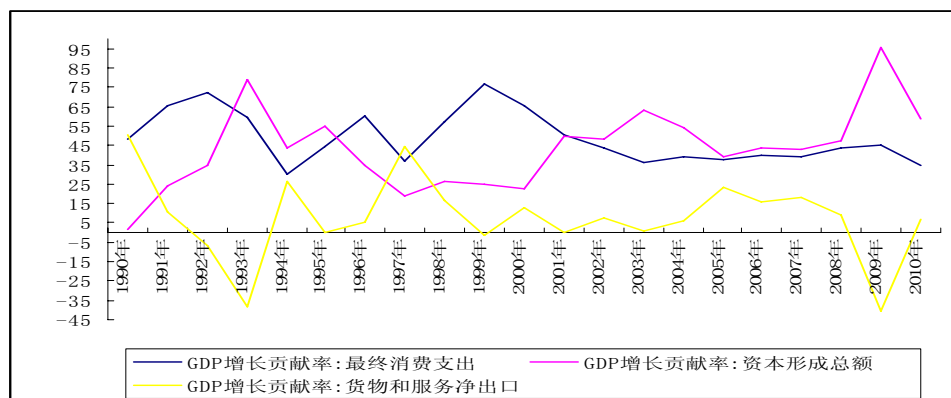
资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

1.1.3 净出口对经济贡献率将会回落

目前欧美日经济还处于不乐观状态之中，同时人民币还有进一步升值的预期。我们对 2011 年净出口对经济的影响也是不乐观的，虽然 2010 年第二季度开始扭转了净出口对经济增长

贡献率为负的状况，但 2011 年将很难继续保持大幅上升的态势，预期贡献率为 5% 水平左右。

图 11: 三驾马车对经济增长贡献率 (%)



资料来源: WIND, 国元证券研究中心 注: 2010 年是到第三季度末

总之，展望 2011 年经济增长数据，我们认为投资对经济增长的贡献率将会出现下降，但出于对“保八”的考虑，投资出现大幅下降的可能性较小，将会在 50% 左右的水平上企稳；消费对经济的贡献率则会出现上升，将会在 45% 水平上企稳；外需具有较大的不确定性，同时还要考虑到大国之间的政治博弈，净出口对经济的贡献率可能继续保持在目前 5% 左右的水平。GDP 相对于 2010 年回落是大概率事件，但是回落的幅度还要看“调结构”的力度，因为“调结构”同时也意味着结构性的减税和结构性的转移支付。伴随着“调结构、促民生”政策的逐步落到实处，GDP 增长率可能会呈现年内前低后高的局面，我们对于 2011 年全年的 GDP 增速预期是 8.5~9.5% 区间。

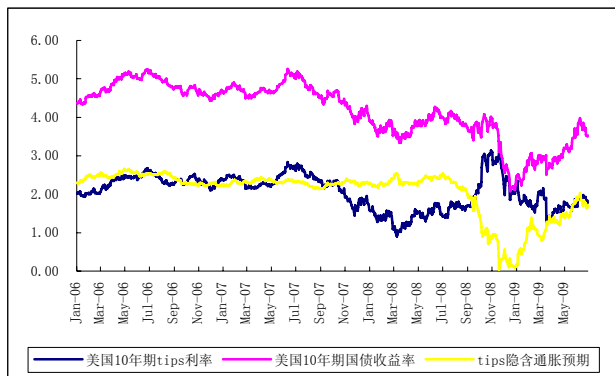
1.2 利率政策展望

1.2.1 通胀预期的升温

从经济周期由衰退走向复苏的过程中,通胀保护债券(TIPS)的价值相对于固定利率债更为占优,从 TIPS 收益率中可以提取关于美国长期通胀前景的信息,其与实际通胀之间的偏差主要由流动性溢价、TIPS 与国债计价的偏差以及机构对冲通胀风险的需求等因素影响。根据我们的计算,美国 10 年期国债和 TIPS 收益率中隐含的通胀预期,在短期内出现了较快的上升趋势,11 月上旬高达 2.16%,而在 8 月份下旬这个数据只有 1.51%。

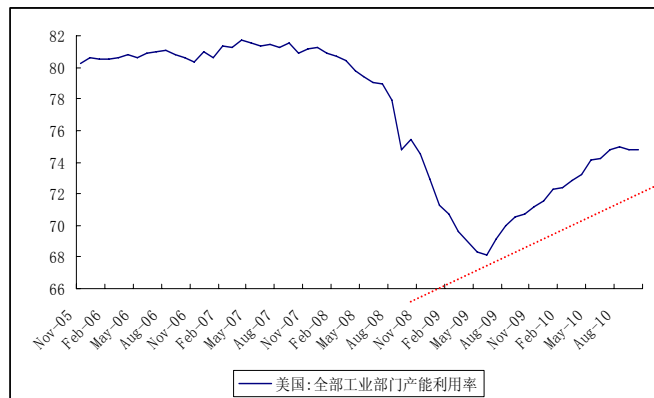
目前各个主要经济体都采取了宽松的货币政策,特别是定量宽松货币政策。美国已经实施了第二轮定量宽松,日本也将紧跟其后。在利率没有下降空间的情况下,央行直接买入债券,间接降低利率。其手段就是央行通过开动印钞机,向流通池中“注资”。我们预期未来美国的通胀水平(相对于目前的 1.1%)将会有较大幅度提高的可能性。

图 12：美国 10 年期国债、tips 利率以及通胀预期 (%)



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 13：美国:全部工业部门产能利用率 (%)



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

1.2.2 从汇率的角度分析

我国目前面临着和日本 80 年代初相似的情况：经常账户顺差，资产价格上涨（股票和房地产），美国施加升值压力等。1985 年 9 月份签订“广场协议”，美元兑日元的汇率，从 1985 年 2 月份的 256 日元兑一美元，下降到 1988 年 5 月份的 124 日元兑一美元。此后日本开始泡沫经济：资产价格快速上涨、经济过热以及货币供给和信贷规模增加。日经指数在 1989 年 12 月 29 日的最高点 38916，是 1985 年 7 月 1 日 12919 点的 3 倍多，而同期土地价格也出现了快速的上涨。众所周知，随着泡沫经济的破灭，日本随后出现了通货紧缩，经济一直停滞不前。

回顾日本的货币政策，我们发现，在广场协议之后，日本为减轻日元快速升值对经济的负面影响，日本采取了扩张性的政策（降低利率+扩大货币供给），试图降低本国货币实际价值，缓解名义汇率升值，其实质也就是政策的目标放在“盯住实际汇率”上，主要途径是通过多投放货币来实现。为了不走日本的错误道路，我国可能更多的采取被动升值的方式，采取紧缩性方式（提高利率+紧缩银根），而该政策不会导致经济衰退的一个前提条件是名义汇率升值过程中，要保持同国外稳定的通胀差距，盯住实际汇率实际上就是盯住通货膨胀。并且在适当时候减轻盯住美元的程度，以增强货币政策的自由度。

理论来源：(1) 假定外汇市场 UIP 成立，得到 $i - i^* = (E^e - E)/E = E \rho$

(2) 假定相对 PPP 成立，得到 $(E^e - E)/E = \pi^e - \pi^*$ 即， $\Delta e = \Delta p - \Delta p^*$

(3) 由费雪效应，得到 $i = R + \pi^e$ 同理， $i^* = R^* + \pi^{e*}$

(4) 假定套利使得国家之间实际利率相等， $R = R^*$ ，由上面条件可得，

$$\pi^e - \pi^{e*} = i - i^* = (E^e - E)/E$$

E^e ：预期汇率； E 、 i ：分别表示名义汇率和名义利率； π^e ：预期通货膨胀率；

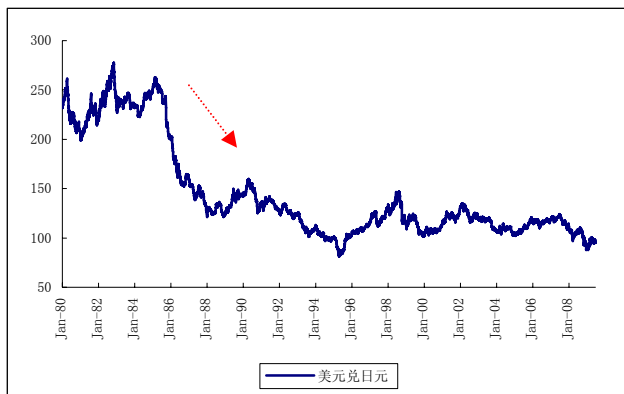
R ：本国实际利率； $*$ 表示国外相应的指标。

通过（4）式，我们可以发现，本国与外国利率之差=预期通胀率之差=预期汇率变动率。

总之，在盯住外汇市场和盯住实际汇率的“双盯住政策”中，利率起主导作用。短期内，提高利率紧缩经济不仅可以实现被动升值，而且能有效地控制通货膨胀率，而主动性的升值则有可能陷入类似日本经历的困境。

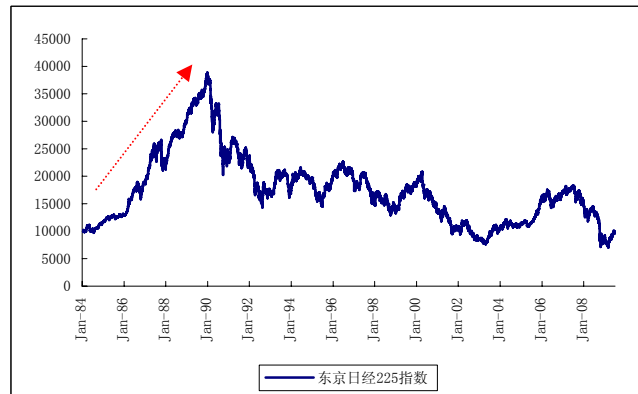
我们在 2010 年上半年，就旗帜鲜明地指出，在下半年“我国在主要经济体中将率先进入加息周期”、“小幅加息+升值”，这些观点的得出也部分是基于上面的逻辑。并进而对 2011 年可能的路径进行预测。当下一观点，“2011 年对通货膨胀的容忍度将会上升”在上面的分析中也可以得到解释，如果明年，特别是下半年，如果美国 CPI 上来的话，我们如果还是继续通过盯住通货膨胀率来盯住实际汇率，那么，届时我国的通胀水平就有可能提高。

图 14: 美元兑日元汇率



资料来源: bloomberg, 国元证券研究中心

图 15: 日经 225 指数



资料来源: bloomberg, 国元证券研究中心

1.2.3 内因: 2011 年上半年通胀压力较大

第一, 同过最近月份 CPI 来看, 10 月份 CPI 为 4.4%, 是 2008 年 10 月份以来的高点, 总体上是超出我们之前的预期。通过表 2, 我们发现: 10 月份 CPI 高企的一个最重要因素是食品价格涨幅较大。10 月份食品价格同比上涨了 10.1%, 对 CPI 的贡献率高达 77.13%。食品对 CPI 的贡献率在 6 月份见底以来, 已经连续 4 个月保持了上述的态势, 得到了趋势性的确认。

第二, 农业部两大批发价格指数, 在 10 月份总体上呈现了上升的态势, 商务部食用农产品价格指数在 10 月份也是连续上升, 这些都导致了 11 月份 CPI 继续冲高。

第三, 此次食品价格上涨的幅度与跨度都显示出这是一轮中期的价格上涨, 而不是暂时性的价格波动。这与我国经济结构的转型是一致的, 消费逐步占主导的 GDP 增长, 必然会带来整个社会价格中枢的总体上扬。

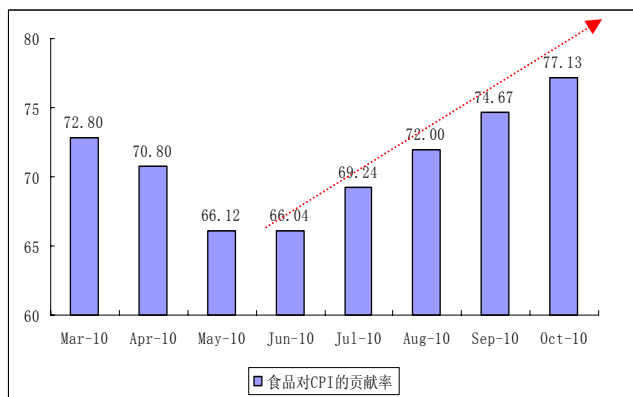
第四, 核心 CPI 的波动幅度明显小于 CPI, 一般较为平缓的, 在 8、9 月出现了连续两个月的下降之后, 10 月份同比也出现了上升。这可能预示着全面通胀的压力正在加大。

表2: 10月份CPI各分项指标变动及对CPI的贡献率和拉动

	CPI	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及服务	医疗保健及个人用品	交通通讯及服务	娱乐教育文化用品及服务	居住
9 月份 (%)	3.60	8.00	1.40	-1.50	0.40	3.40	-0.70	1.20	4.30
10 月份 (%)	4.40	10.10	1.50	-1.30	0.50	3.70	-0.50	0.90	4.90
权重	1	0.336	0.144	0.09	0.062	0.094	0.093	0.045	0.136
9 月贡献率	103	77.13	4.91	-2.66	0.70	7.90	-1.06	0.92	15.15
9 月拉动 (%)	4.53	3.39	0.22	-0.12	0.03	0.35	-0.05	0.04	0.67

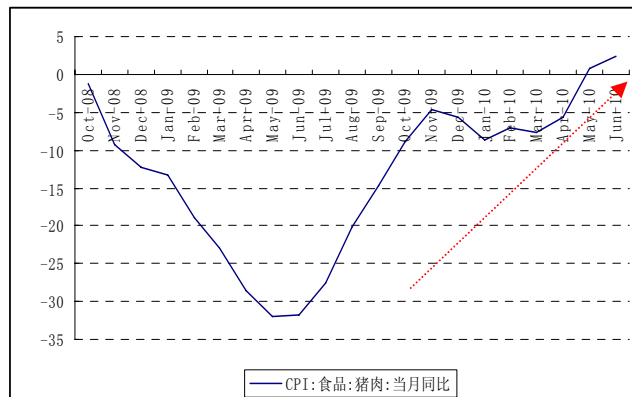
资料来源: wind, 国元证券研究中心 注: 各分项权重采用 2005 年的数据

图 16: 食品对 CPI 的贡献率 (%)



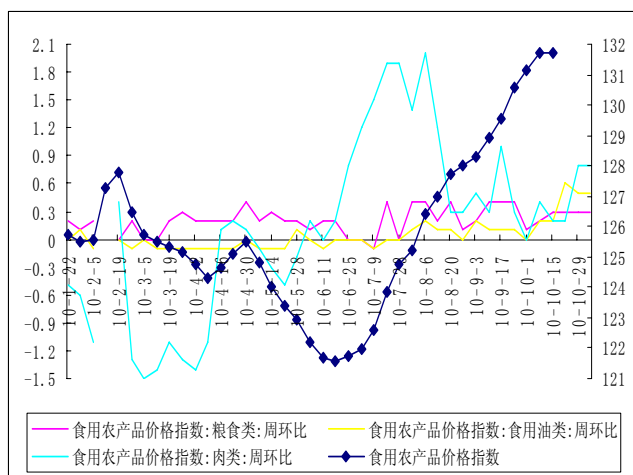
资料来源: bloomberg, 国元证券研究中心

图 17: 猪肉价格走势



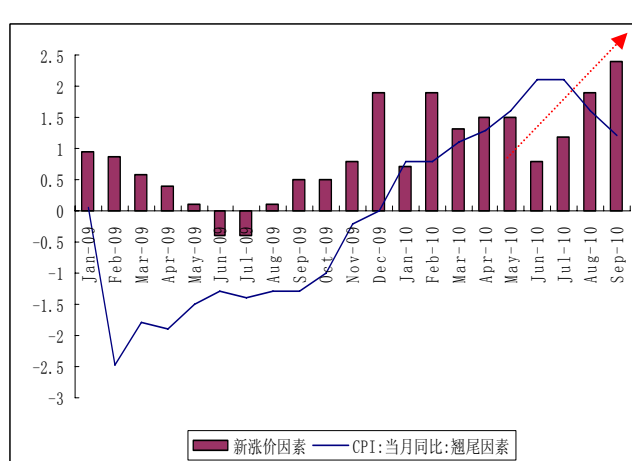
资料来源: bloomberg, 国元证券研究中心

图 18: 农业部食用农产品价格指数以及主要环比 (周: %)



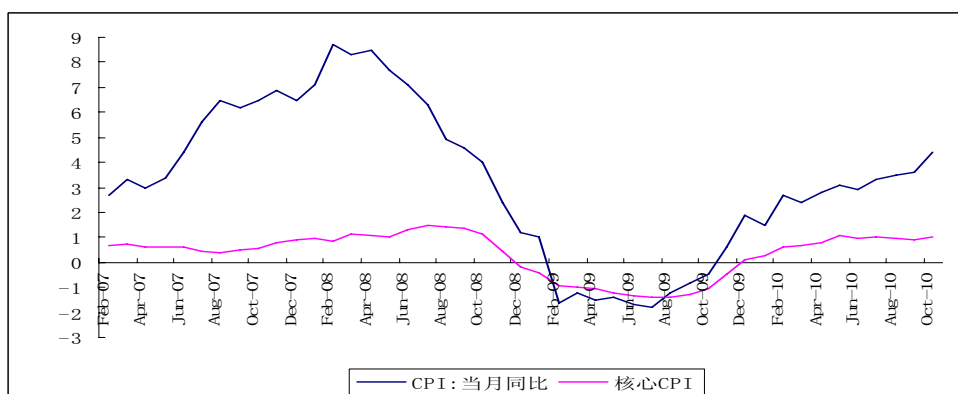
资料来源: bloomberg, 国元证券研究中心

图 19: CPI 与新涨价因素



资料来源: bloomberg, 国元证券研究中心

图 20: CPI 与核心 CPI

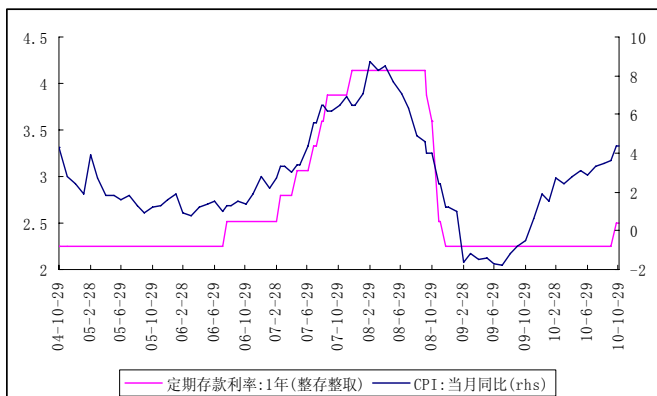


资料来源: bloomberg, 国元证券研究中心

由图 21, CPI 与一年期定存的走势保持较好的一致性, 随着 CPI 中枢的上扬, 未来利率有较大的上升压力与空间。通过对比 M1-M2 与物价指数我们发现, M1-M2 与 CPI 保持了很

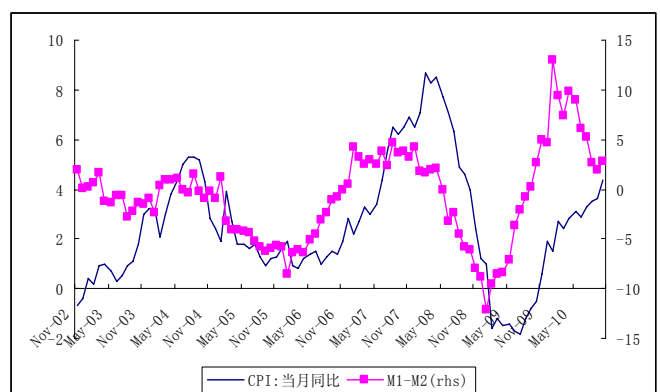
好的同步性，且是一个较好的领先指标，时间宽度大约为 3、4 个月左右。从而也可以得出 2011 年通胀在年内也将是前高后低。

图 21: CPI 走势与一年定存利率（单位：%）



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 22: M1-M2 与 CPI 走势（单位：%）



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

1.2.4 2011 年利率政策预期

考虑到我国的国情，我国的利率政策其实弹性较小。例如在 08 年的金融危机中，国外主要经济体都把利率下调到 0~1% 的水平，而我国下降到 2.25% 就打住了。一个主要原因可能就是我国居民（特别是农村居民）财产主要的投资渠道只有银行存款，同时我国目前的贫富差距较大，如果农村居民财富大幅缩水，势必会加剧这种贫富差距。调整收入分配政策，缩小贫富差距，对社会稳定时非常有意义的，必然是政府宏观调控的重要目标。通过图 22，可以看出 CPI 基本上是围绕 CPI 扰动，幅度不会太大，时间也不会太长。

总之，2011 年 CPI 将会在 4% 左右的水平，而第一季度将会达到 5% 左右，年内呈现前高后低的态势。整个 2011 年将会加息 2~3 次左右，幅度在 100~200BP 左右。加息将会主要集中在上半年完成，我们预期 2011 年第一次加息将会在 1 月份（或者说春节前后），幅度不低于 50BP。

1.3 2011 年 A 股市场总体判断：中枢有所下降，方差较大

通过上面的分析，我们基本得出：2011 年经济增速前低后高，全年增速落在 8.5~9.5% 区间概率较大；CPI 前高后低，全年平均水平将会在 4% 左右，加息幅度在 100~200BP，加息将会集中在 2011 年上半年完成。

与市场有别的看法：第一，高层之所以把 2011 年 M2 目标定在 15% 左右，信贷量在 7 万亿左右，一方面体现了高层调结构的决心，另一方面高层也看到，2009 年新增中长期贷款 6.7 万亿，而固定资产投资中来源于国内贷款的部分只有 3.9 万亿，占比只有 59%（从 2002-2008 年，这两个数据的比值在 1 上下），两者相差 2.8 万亿，这与 2009 年 A 股上涨 80% 的小牛市不无关系。2010 年前三季度这个比例也高达 64%，相差 1.9 万亿。如果这部分资金逐渐被逐渐倒逼回实体经济，将会补充信贷量的压缩对投资的影响，而对证券市场（特别是股市）的负面影响将会比较大；

第二，“调结构”意味着结构性的减税和结构性的转移支付。那么，钱从什么地方来？从大的角度来看，在 2005-2007 年，基本上完成了国有企业的股份制改革。下一步棋，中央会怎么走？我们认为国有股减持，是大趋势，必然的。因为社保、产业升级、“三农”等都需要大量资金。至于减多少？什么时候减？只是技术上的小问题而已。如果中央要大力度的进行“调结构、促民生”，那么国有股减持则会尽快提上日程，虽然这是意料之中的必然事件。而国有股减持的陆续开始，对 A 股的影响则是不可小觑的。从“洪都航空事件”，可

以看出点迹象了。

总之，2011 年 A 股不具备全面牛市的基础，中枢水平将会在 2010 年的基础上有所下降，上证综指的大概率区间为 2300~3500，不排除短时间的冲高或者探底，震荡幅度相对较大。

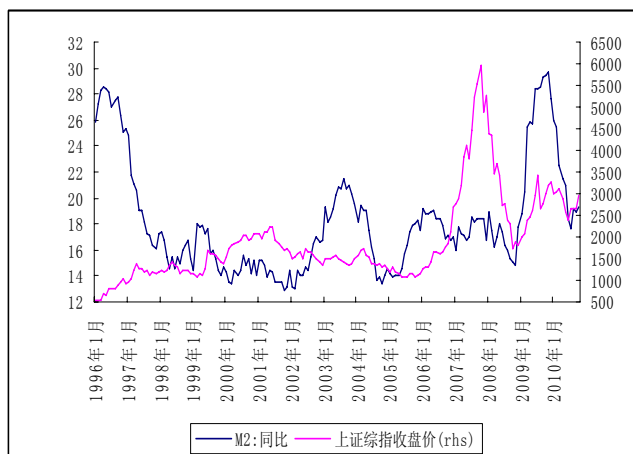
A 股市场自 2008 年 10 月份的 1665 点上涨到 2009 年 8 月份的 3478 点的推动力是流动性，2009 年我国新增 9.78 万亿的贷款产生了巨大的流动性，从而推动股市一路上行。3478 点下跌到 2320 点是由于流动性驱动因素效果减弱，市场由流动性驱动向宏观面驱动的切换没有成功，导致了 A 股市场的下跌回调，此间的国际背景是对美国经济二次探底的忧虑。2320 点反弹的主要驱动力还是流动性，流动性增强的背景是美国的第二次量化宽松，美元贬值。加息是为了改变房价的升值预期，阻止热钱大规模涌入。

现在的情景就是：场外大量的热钱虎视眈眈盯着中国的资产价格，而央行在拿着加息大棒阻止中国资产价格升值的预期。在国内流动性已经泛滥，生活必需品不断上涨的情况下，中国是断然不能承受泛滥的国际热钱大规模进入中国的。因此，调控房价，打消房价的升值预期应该是 2011 年中央工作重点之一。进一步分析，场外热钱在看到炒房无望的情况下，是否会退而求其次，选择股市或者货币市场作为栖身之地，这是有可能的。这让我联想到了周小川的表态，要建一个池子，把热钱放在池子里，来去都不会对实体经济造成太大的波动。这个池子是什么不知道，但一定是货币市场的东西，不会是股市。

打消房地产升值预期和修池子这两件事是央行为应对热钱大规模涌入应该做的，做不好热钱推动下的资产泡沫就会出现，我们会迎来一波股市上涨，但之后对实体经济会产生巨大的负面影响。

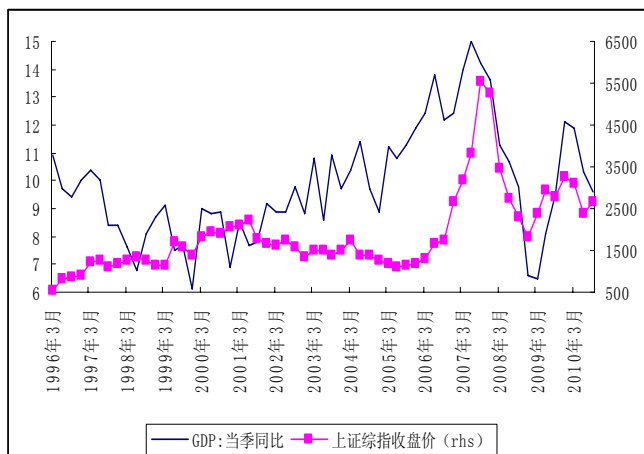
热钱对楼价最为敏感，其次是利差和汇差。从目前情况看，2011 年利差和汇差发生转向，导致热钱出逃的可能性极小。不确定性来自楼价，楼价下跌会导致存量热钱大规模出逃。这只是孤立的从中国情况来看，如果联系到美国，美国的房地产价格出现趋势性上涨的话，也会吸引热钱回流美国本土，毕竟美国房地产价格仍处在低位，上涨空间更大。在我们对美国经济滞涨的判断前提下，这种可能性发生的概率很小。

图 23: M2 与上证综指对比



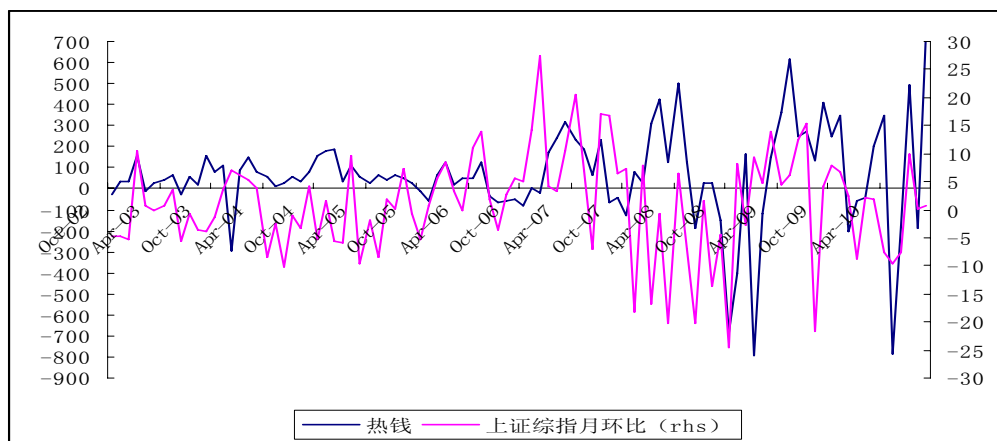
资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 24: GDP 当季同比与上证综指走势



资料来源: WIND、CEIC, 国元证券研究中心

图 25：热钱与上证综指环比对比



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

第 2 部分 2011 年 A 股投资主线

2.1 十二五规划对“调结构、促民生”的阐述

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》（以下简称“建议”）对“调结构”的阐述如下：

第3条提到“以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线”、“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”。

第12条提到“改造提升制造业，发展先进装备制造业，调整优化原材料工业，改造提升消费品工业，促进制造业由大变强”。

第13条提到“培育发展战略性新兴产业。科学判断未来市场需求变化和技术发展趋势，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。”

第 14 条提到“加快发展服务业。把推动服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，大力发展生产性服务业和生活性服务业，积极发展旅游业。”

第 18 条提到“实施区域发展总体战略，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置，给予特殊政策支持……”

第 10 条提到“拓宽农民增收渠道。提高农民职业技能和创收能力，多渠道增加农民收入。鼓励农民优化种养结构、提高效益，完善农产品市场体系和价格形成机制，健全农业补贴等支持保护制度，增加农民生产经营收入。引导农产品加工业在产区布局，发展农村非农产业，壮大县域经济，促进农民转移就业，增加工资性收入。”

第 31 条提到“促进就业和构建和谐劳动关系。实施更加积极的就业政策，大力发展劳动密集型产业……”

第 34 条提到“加快医疗卫生事业改革发展。……健全覆盖城乡居民的基本医疗保障体系，逐步提高保障标准。建立和完善以国家基本药物制度为基础的药品供应保障体系，确保药品质量和安全，加强城乡医疗卫生服务体系建设”。

.....

我们对“调结构、促民生”的理解：第一，消费的升级。消费对 GDP 的贡献率将会上升，

一方面有空间，2010年上半年和前三季度消费对GDP增长的贡献率都处于35%左右的地位，有回归平均水平的引力 and 空间，从“建议”中的表述也可以看出，此次把消费排在了投资和出口之前了；第二，制造业的升级。关于此点，在“建议”中已经多次被提及了；第三，促民生，更多的是促进农民的生活水平，促进城市低收入人群的生活水平，减小城乡差距，由此可以大体看出“三农”问题会再一次提上日程，城市保障房建设和分配也会逐步落到实处。

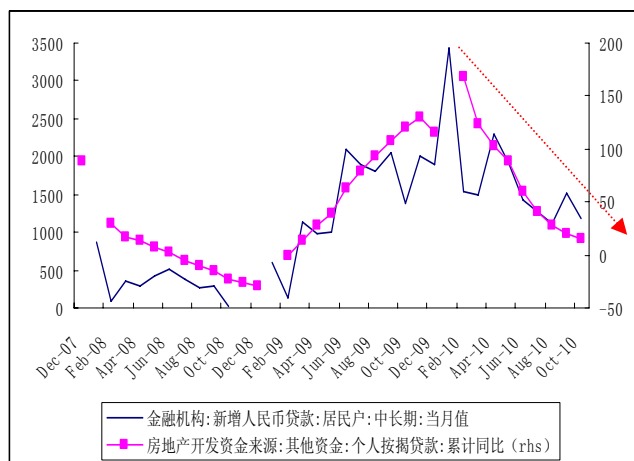
2.2 2011年房地产将会“暂时性”的被压制

近年来，房地产投资一般要占到投资总额的20%，由于地产行业的前连锁和后连锁效应非常明显，也直接带动了其他产业的发展，房地产一直是经济增长的引擎。这个现象可能在明年，甚至整个十二五期间出现一定程度的变动。一方面，2009年房价出现了大幅度的上涨，房地产销售价格指数一路上扬，并在2010年4月份达到历史高点113.8，在5月份出现了回落的迹象。因为房价上涨速度高于居民收入上涨的速度，从而，导致了居民的购买力不足以维系销售面积的继续大幅增长。

另一方面，自从2010年4月17日，国务院出台了《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（即“新国十条”），这是近几年最严厉的地产调控政策，到目前为止已经出台了多项打压政策，“调结构、促民生”将是2011年，乃至整个十二五计划的主旋律。房价（相对收入）过快、过猛的增长将会得到根本性的抑制，这也是“调结构、促民生”的核心。从信贷数据看，在今年信贷政策日趋紧缩的情况下，房地产上市公司资金来源增速整体放缓，新“国10条”出台后更无一家房企获得银行大额授信，融资难度不断加大。今年以来信贷政策日趋紧缩，销售回款放缓，房企资金来源增速持续放缓。

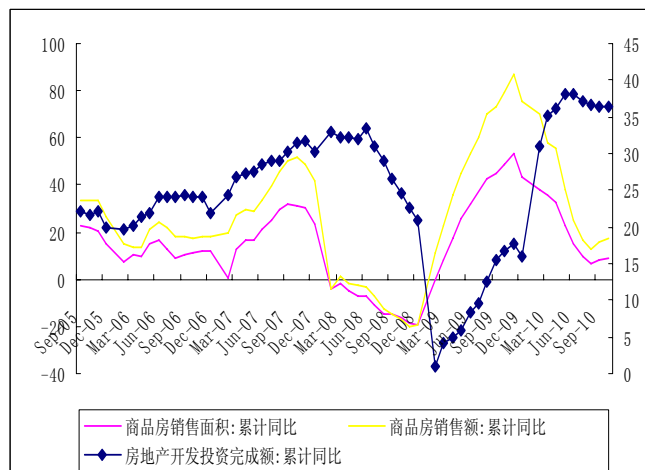
信贷数据的中长期贷款由居民户和非金融性公司的中长期贷款组成，居民户中长期贷款下降的幅度要更大。通过图26，可以看出居民户中长期贷款与按揭贷款累计同比保持一致性，目前来看，二者都保持了下降的态势，并得到趋势性的确认。随着房地产调控政策趋紧预期，2011年居民户中长期贷款还很难出现增长的态势。

图 26：居民新增中长期贷款与按揭贷款同比走势（%）



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 27：房地产销售与投资关系对比（%）



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

为什么是“暂时性”的？房价未来将是调节农村、城市人口流动的主要手段（户籍制度逐步放开是大的趋势），起到了“交易费用”（杨小凯，2000）的作用，而我国经济发展过程中，伴随的城市化过程既是内生的，也是必要的。强大的需求是维持房价高企的直接动力；同时，必须要直面我国的土地制度，美国在1900-2000的100年间，GDP增长了15倍-20

倍，其间土地价格只涨了 30-40%。我国近几年每年都有新的“地王”出现，这是推高房价的一个重要原因。这两点是我国房价高企的微观基础，只要这两点微观基础没有变，行政性的调控对房价的影响都是暂时的，所以说 2011 年房地产价格将会被暂时性的压抑。

美国的前财长、哈佛大学的经济学家萨默斯警告过这种金融诱导的增长（finance-led growth），房地产诱导的经济有同样的效应。日本长期的经济萧条就是这种金融诱导的增长的一个典型例子，在日本出现流动性过剩之后，由于银行主导的集中的金融体系不能很好地将资本导向有发展前景的项目，也由于经济中的创新不足（从而缺少投资收益高的好项目），过剩的资金开始流向房地产业，经济出现了泡沫化，破坏了整个经济的结构。经济一旦崩溃，不是马上就可以恢复过来的，日本的萧条已经有十多年了。不同的是，日本的萧条是在经济已经很发达的情况下出现的（当时日本居民的收入水平已达 3 万美元左右），而中国在经济发展的过程中（城镇人均收入刚刚跨过 3000 美元）就出现了这种现象，政府一定要相当警惕。中国在现阶段出现问题是谁都输不起的；不要被房地产挟持了中国的经济发展，土地市场的改革势在必行。如果一个国家的经济发展主要是靠房地产来支撑，这个国家的经济一定出了严重的问题。（这也是我们对我国中期经济持谨慎态度的一个理由）

2.3 2011年投资主线：调结构+促民生+抗通胀

我们认为 2011 年的投资逻辑是“自上而下”的，通过前面对“上”的分析，自然得出 2011 年的投资主题是围绕“调结构+促民生+抗通胀”，下面就这个主题展开相关行业的分析。

2.3.1 战略新兴产业信息挖掘

在调结构的背景下，战略新兴产业在未来的十年面临巨大的发展机遇。国务院 2010 年 10 月 18 日公布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，为七大产业订立目标，即五年后产业规模将占 GDP 比重的 3%提高到 8%，而 2020 年七大产业的增加值占 GDP 的比重将达 15%。

也就是说，在未来的 5 年内，这 7 大产业平均复合增长率为 21.67%，未来 10 年内的复合增长率也高达 17.46%，这是历史性的机遇，也是 2011 年行业配置的首发位置。

7 大战略新兴产业涵盖的 49 个子行业，在这 49 个子行业中，发展有快有慢，有先有后。我们需要做的就是：具体到 2011 年，找出那些有优先发展、快速发展潜力的子行业。

表3：7大新兴产业归纳

战略性新兴产业	相关子行业
高端装备制造	智能装备、高端电力设备、航天航空、海洋工程、先进运输设备
节能环保	建筑节能、排放处理、节能设备、环保、智能电网、效率设备
新一代信息技术	三网融合、物联网/传感网、下一代通讯网络、新型平板显示、高性能集成电路、高端软件、云计算、核高基产品
生物	创新药物、生物医药、先进医疗设备、生物育种、干细胞、转基因
新能源	核电、风力、太阳能、氢能、沼气、地热、天然气、洁净煤、生物质能
新材料	特种功能材料、高性能复合材料、稀土永磁、化工新材料、金属新材料、光电子、微电子、纳米材料
新能源汽车	电动汽车、混合动力车、氢能源动力车、充电设备、锂电池、新能源汽车配件

在《决定》中关于高端装备制造产业的表述为“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。积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展。依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设，大力发展轨道交通装备。面向海洋资源开

发，大力发展海洋工程装备。强化基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备。”概括起来，高端装备制造业主要包括航空装备工业、卫星产业、轨道交通设备制造业、海洋工程装备制造业、智能制造装备业等 5 大细分领域。

我们首推高端装备的另一个理由是，涉及的上市公司大部分是军工企业。今年 11、12 月以来，我国的大门口非常的不平静，朝韩摩擦起火、美韩演习、美日演习，之前还有南海、钓鱼岛事件等，如果说以前伊拉克、阿富汗战争离我们较远的话，近期的事件则是在中国的大门口了，已经直接影响到我国的国防安全了。我们认为下一步加大军工企业的投入和研究是大概率事件，而相关军工企业将会迎来一个发展契机。

表4： 高端装备制造业及受益上市公司

高端装备制造业	受益上市公司
航空装备--干支线飞机和通用飞机	西飞国际、航空动力、哈飞股份、中航精机、中航动控、洪都航空、贵航股份、中航电子、中航重机
空间基础设施建设，促进卫星及其应用	中国卫星、北斗星通、国腾电子
轨道交通装备	中国南车、中国北车、时代新材、晋西车轴、晋亿实业、新筑股份
海洋工程装备	中集集团、中国重工、中国船舶、振华重工、杰瑞股份、上海佳豪、中南重工
智能制造装备-数字化、柔性化及系统集成技术	机器人、智云股份

数据来源：国家电网公司

2.3.2 “促民生”下的医疗器械行业

医疗器械行业作为生物医药产业的一朵奇葩，具有科技成果密集、盈利更快更好、市场进入壁垒、先发优势明显等特点。

我国医药产品结构中医疗器械比例仅有 10%，这与发达国家药品市场与医疗器械市场规模比例介于 1:1 和 1:2 之间相比有较大差距，我们认为随着国家对基层医疗机构的投入加大、高端医疗器械市场进口替代、以及新兴市场对中低端器械需求加大，医疗设备行业将迎来跨越式发展机会。

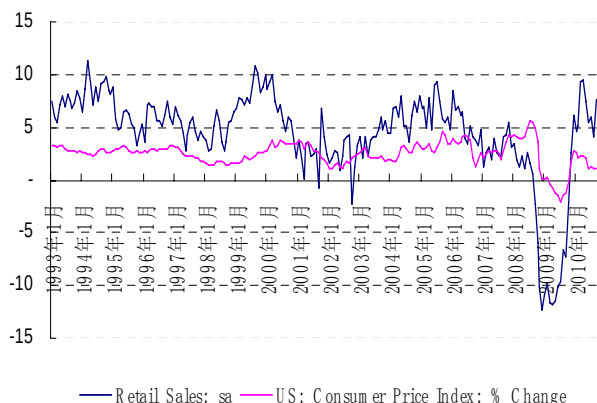
预计 2010 年销售收入将突破 1000 亿元，在新医改政府投资和建立基层医疗卫生体系的推动下，基层医疗市场的医疗器械需求有望增加 1000 亿元，整个行业将迎来新的黄金十年。提升关键、核心医疗器械的数字化水平，推进医学影像、放射治疗、微创介入、外科植入、体外诊断试剂等产品核心部件、关键技术的国产化是未来发展的方向。目前国内医用设备材料无法在高端产品方面与外资企业抗衡，但在中低端产品领域有一定优势，能凭借相对较低廉的成本和良好的销售渠道占据市场，并不单进行产业升级和提高市场份额。

2.3.3 CPI 走高利多零售行业

从美国的数据经验来看，CPI 的增速与零售总额的增速是呈明显的正相关的。CPI 走高的成因是多种多样的，在现代货币体系下，CPI 的高企大部分原因是由于流动中的货币增速过快，导致了物价增速的走高。流动性的释放本身就是刺激经济的手段之一，在交换媒介充裕的情况下，消费金额的增长是顺理成章的。二级市场反应的正是消费金额增长的预期，因此 CPI 的高企反映了未来消费数据相好的预期。

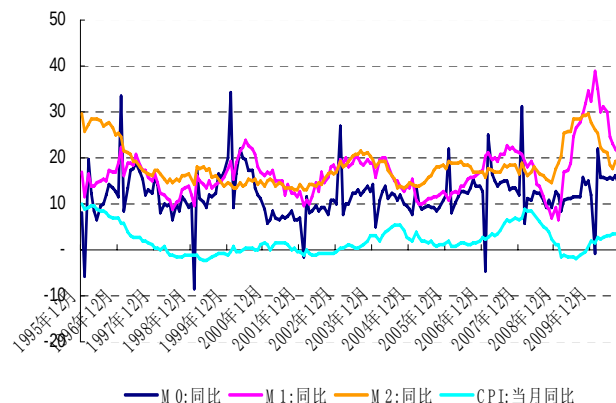
从我国目前的经济状况来看，流通环节的货币充裕已是不争的事实。我们消费的向好，一方面是城市化新增的城市人口消费数量的增长，一方面是消费档次提升导致的消费价格的增长带动的零售总额的增长。

图 28：美国 CPI 与零售增速 (%)



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 29：货币供应与 CPI (%)



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

2.3.4 农业的发展是农民增收的一个重要途径

“推进农业现代化，加快社会主义新农村建设”在十二五规划中有了具体的阐述：“加快发展现代农业。坚持走中国特色农业现代化道路，把保障国家粮食安全作为首要目标，加快转变农业发展方式，提高农业综合生产能力……，实施全国新增千亿斤粮食生产能力规划，加大粮食主产区投入和利益补偿……”

可以看出，推进现代化农业的发展过程中，大型农业公司（以上市公司为代表的企业）将在行业的规范化，规模化和集约化的过程中受益，低效率的，粗放式的小型农业企业将在行业的发展中逐步被淘汰出市场；同时具有优秀管理能力，适应行业发展战略趋势的企业将最终脱颖而出。

种子在农业种植中占有重要地位：中国内农产品价格除反映供需面的基本情况外，流通渠道不畅，环节过多也是重要原因。长期来看，农产品价格上涨将是趋势，1）近几年，农业耕种面积在逐年减小，后期难以有大幅度增加，2）农业生产成本中，劳动力占了 32%，在国家农民增收和农业生产安全背景下，成本难以有效下降，3）疏导流通缓解，降低流通成本是稳定物价的重要条件，如西方国家交流行的农超对接，但作为系统性工程，属长期规划范畴。

种子关系到粮食安全，属民生问题，政府关注度较高，尤其是面对国际大型种子公司进入，对种业的扶持提出了更高要求，近年来除提高粮食收购价格，对良种补贴力度不断加大，“中央一号文件”多次提及对种业的关注，“十二五规划”再次提到对生物育种的扶持，后期将提升市场准入门槛，以发展一批规模较大的育、繁、销为一体化的综合性品牌企业，预计未来几年，产业规模将迅速提升，市场份额和竞争实力将迅速集中于少数大型种子公司，形成 8-10 个大型种子公司主导市场的竞争格局，《种子产业规划》预计将在明年初出台，将带动种业进入新一轮增长周期。

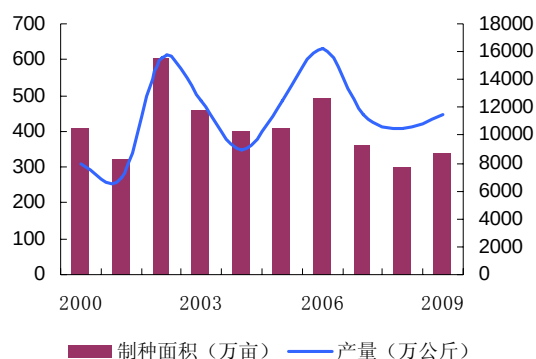
因供应量减小，08-09 年两杂种子价格涨幅均在 10%以上，天气影响到了今年生产，产量仍将有一定幅度下滑，预计提价幅度保持在 10%以上。中长期内，受益于农产品价格上涨，以及种子质量提升带动，种子价格仍有较大提升空间。

表5：近期政府出台的扶持政策

颁布时间	政策名称	主要内容
2009-12	《种子执法年活动方案》	淘汰不合格种子企业，提升种子企业实力，维护公平竞争秩序，提高农业部门执法水平和公共服务能力，进一步提高种子管理水平，确保农业生产安全
2009-12	中央农村工作会议	抓好农村科技创新和推广能力建设，力争在关键领域和核心技术上实现重大突破，切实把加快良种培育、做大做强种业作为战略举措来抓
2010-01	中央一号文件	增加良种补贴，扩大补贴范围，加快农业生物育种创新和推广应用体系建设，继续实施转基因新品种派与恶疾重大专项，推动国内种业加快企业并购和产业整合，抓紧培育有核心竞争力的大型种子企业
2010-04	《育繁推一体化农作物种子经营许可证核发条件》	提高种业进入门槛，自由品种的经营量占公司经营总量的比重达到 50%以上，科研实验室面积 300 平方米以上，长期稳定的育种场所面积 100 亩以上，对种子繁育基地规模有严格量化
2010-10	十二五规划	加快农业现代化，加大生物育种产业扶持力度

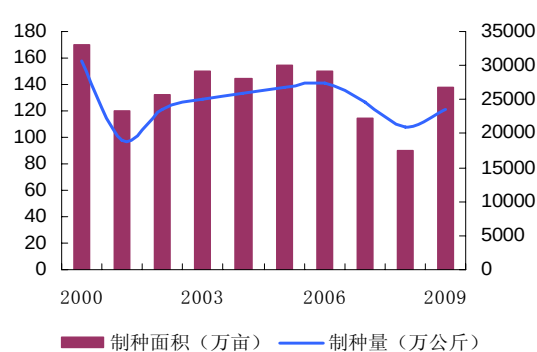
资料来源：国元证券研究中心整理

图 30：杂交玉米制种面积及产量



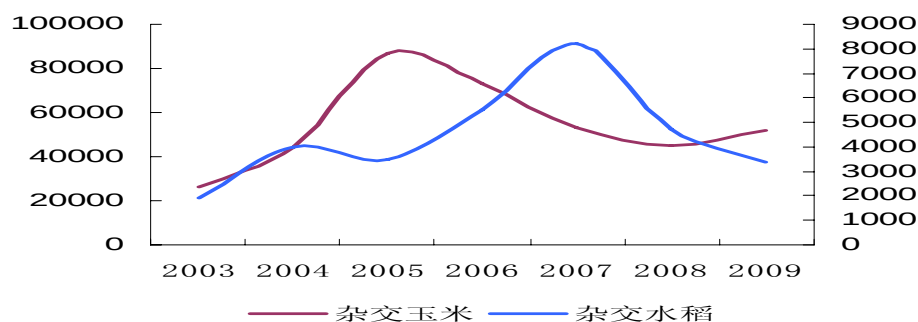
资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 31：杂交水稻制种面积及产量



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

图 32：杂交玉米、水稻种子库存（万公斤）



资料来源：WIND、CEIC，国元证券研究中心

第3部分 2011年重点推荐公司

一、中国平安：综合金融优势凸显、有望在通胀周期中腾飞

受益通胀加息周期。处于经济转型中的中国经济将会长期呈现高增长和高通胀特征。预期2011年至少加息两次。加息将提升保险公司的投资收益率、减少准备金提取增加利润释放空间以及提高新业务价值。

综合金融优势凸显，公司业务将实现质的腾飞。中国平安综合金融框架基本形成，三大支柱产业共享平台、协同发展、齐头并进。

1、平安寿险稳步发展，同时完善的培训体制和产品结构保证个人产能大幅提升，新业务价值持续增长潜力大；产险处于快速超越期；平安计划未来5年内产、寿利润相当；新管理层到任后将有望借助其他业务平台的团体客户资源，进一步突破产险业务并大幅提高效益；

2、“平深整合”后，将提升集团银行业务的规模和核心竞争力；并且有利于交叉销售，进一步提升集团各业务协同发展；

3、证券、信托等投资业务近年发展迅猛；另一些PE、VC等股权投资项目进入实质操作期，收益目前还未体现到财务报告中；

保险股估值长期偏低。基本没有大的非系统性风险；A-H股溢价长期倒挂；是受益通胀加息预期的价值洼地股。投资业绩是保险股业绩主要来源之一，将直接受益大盘上涨，业绩弹性大，BETA较高。

公司盈利预测：公司2010年-2012年每股收益分别为2.30元、2.90元、3.00元，对应12月10日收盘价，PE分别为27.7倍、21倍、20.3倍。

中国平安未来将受益集团协同发展，大幅提升各业务市场竞争力，尽管规模大，但仍然具有很强的成长性。大盘趋势向上，平安业绩超预期增长等因素综合作用下其股价有望在通胀周期中实现腾飞。另中国平安重大投资项目进展也会触发市场更大的想象空间。

风险提示：可能有再融资要求以及员工股减持的阴影。

二、中国重工

重工装备龙头，公司是中船重工集团的上市旗舰，是国内研发生产体系最完整、产品门类最齐全的船舶配套设备制造企业，是国内海军舰船装备的主要研制和供应商，中国重工舰船配套与舰船装备价值量占整体舰船造价的比例提升到50%以上。

海洋工程装备面临巨大的市场空间，“十二五”期间我国将在近海大陆架和大陆坡再建设5000万吨的产能，这将带动的海工程装备总投资超过2500亿元。在海洋工程领域，公司拥有并正在研发多项具有自主知识产权的新型海洋工程产品、在自升式、半潜式、坐底式钻井平台、海工特种船及FPSO等领域处于国内领先地位。

未来资产注入仍可期，中船重工表示已将公司作为中国船舶重工的上市旗舰，将充分整合中船重工集团内相关业务和资产，将中国重工打造成为国内最强最大、国际一流的船舶制造机舰船配套、船舶修理及改装、舰船装备、海洋工程和能源交通装备企业。力争在上述重大资产重组完成后3年内注入中国重工的企业包括：武昌船舶重工、天津新港船舶重工等公司。

经测算，预计公司2010、2011年每股收益分别为0.36元、0.44元，当前股价下，对应2010年、2011年动态市盈率水平分为32、26倍，考虑到公司的行业地位及未来的成长空间，给予公司“推荐”的投资评级。

三、同方股份

业务结构发生重大变化。传统PC业务比重下降，进入多个符合国家政策扶植的战略新兴产业，并且是多个细分子行业的龙头。

- 1、通过智能城市进入物联网业务。联合中移动，布局M2M基础平台，参与平台标准制定，为未来业务发展奠定先行优势。
 - 2、通过百事通介入三网融合业务。公司IPTV具有先行优势，牌照壁垒必将使得在未来IPTV大规模阶段，享受高成长。
 - 3、LED项目前景广阔。公司已经在LED终端照明方面承接了多项大型工程。目前，沈阳生产线已经投产，规模化效益指日可待。
 - 4、多个子公司存在分拆上市预期。公司已经完成分拆上市第一单，未来的子公司分拆上市预期，将成为股价的催化剂。
- 预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.8 元和 1.1 元，目前股价对应 2011-2012 年动态市盈率分别为 35X 和 25X，考虑到公司未来业绩具有持续高成长性的预期，给予强烈推荐评级。

四、天虹商场

天虹商场的 115 名公司管理层以控股公司的形式实现了间接持股。其所持股份约占公开发行人后总股本的 7.95%。其管理层的持股比例在上市公司中比重较高，我们认为这可以保证管理层与股东利益的一致，最大化的实现股东的利益。

公司战略“立足珠三角、拓展长三角、辐射闽三角、面向全国”。目前公司已经在珠三角地区确立了优势地位，并计划未来每年开出 6-8 家新商城，确保全国布局的进行。

“百货+超市+X”的业态组合模式，提高了超市和其他相关业态在百货商场的地位和作用，将超市打造成为可与百货共享顾客群体的精致超市，并根据顾客需求和竞争对手情况灵活配置“X”部分（如电器、家居、餐饮等）。弹性定制的业态组合模式，强化了业态间的协同效应，利于满足顾客的“一站式”购物需求。同时，公司的扩张方式主要以轻资产为主，上市后可能适度的增加自有物业的比重，但是不会改变轻资产扩张的主线。我们认为其扩张的可复制性强。

给予推荐的投资评级。预计 2010/2011 年 EPS1.20/1.58 元，考虑公司的持股结构成长动力强，增长性高。给予 2011 年 35 倍的估值水平，目前市场状况合理价位 55.30 元。

五、登海种业（002041）：“业绩+政策”带动估值提升

1、子公司登海先锋热销产品“先玉 335”采用单粒播种模式，销售体系先进，因抗性佳、出芽率高、试验单产超出对照品种“郑单 958” 11.3%，市场保持热销，毛利率可保持在 75%左右。

2009 年 9 月份完成四期工程改造，年产能达到 2250 万公斤，实际产能可达到 2450 万公斤，10/11 年销售季产能增加在 30%左右，预计销量可达到 2000 公斤，在黄淮海区域市场份额达到 11.5%。随着产品优势继续提升，预计后期产能将进一步扩大，短期内“先玉 335”仍是公司盈利主要来源，业绩贡献率将在 70%以上。

2、公司自主培育 10 个“超试玉米”系列品种，2009 年有 3 个通过国家及地方审定，2010 年 11 月“登海 605”通过国审，在抗性方面表现更优，为明年主推品种，超试系列将支撑公司未来几年盈利增长。

“超试玉米”在性状方面均优于目前的主流品种“郑单 958”、“浚单 20”，市场反应良好，经营模式逐步向“先玉 335”靠拢，毛利率将维持在 60%以上，预计 2010 年销售量达到 1400 万公斤，较 09 年提升 100%。

3、预计 10/11 年，公司实现每股收益 1.01 元、1.50 元，目前股价 63.32 元，对应动态 PE 为 63X、42X，较大盘的溢价水平不算高，作为繁、育、推一体化的龙头企业，研发能力突出，将受益于政府相关扶持政策，凭借良好的业绩成长性，估值仍有提升空间，维持“推荐”评级。

六、烽火通信

1、光通信投资，尤其是接入网在 2011 年加速。加速动力来自三个方面：

第一，政策指引。工信部等7大部委下发的《关于推进光纤宽带网络建设的意见》明确指出：到2011年光纤宽带端口超过8000万，城市用户接入能力平均达到8兆比特每秒以上，农村用户接入能力平均达到2兆比特每秒以上，商业楼宇用户基本实现100兆比特每秒以上的接入能力。而我国2009年互联网平均接入速率只有1.77Mbps，与工信部提出的8Mbps速率仍有较大的差距。

第二，电信运营商业务增长的需要。传统语音业务已经没有增长空间，未来语音资费还有下降的趋势，未来电信运营商发展的重点在数据业务。三网融合、移动互联网、物联网等应用模式的逐步兴起，为电信运营商数据业务带来巨大的市场空间。投资光纤接入，解决制约用户宽带消费的瓶颈问题，是电信运营商从自身利益出发的必然选择。

第三，广电成为新进光纤接入投资者。国务院决定加快三网融合之后，将在光通信行业引入一个新的建设主体——广播电视网络。基础网络差是广电的短板，广电开始加速建设其NGB网络，充分利用三年非对称政策过渡期，来应对三网融合后电信运营商的竞争。预计2011年广电接入网投资将大规模提速。

2、在光通信投资加速背景下，光通信设备行业保持高景气度。总体来说，在接入和传输旺盛需求带动下，光通信系统设备行业将维持2010年的景气程度，并有一定幅度的增长。我们预计2011年光通信系统设备行业总体投资将达到900亿元，其中包含：三大通信运营商光纤接入网共700亿元，骨干网共100亿元；广电网络中12个试点城市接入网和骨干网共100亿元。

3、新增光通信投资主要在接入网，从业务结构来看，烽火通信最为受益。，公司产品主要为光纤接入产品（OLT、ONU等）、光纤传输产品（40G/10GDWDM）等、光纤光缆产品、数据网络产品。在通信运营商大力发展光纤通信网络的驱使下，相比其他通信设备厂商，公司的完整的光通信产品线受益弹性最大。

4、预计11-12年摊薄EPS分别为1.24元和1.43元，目前股价对应的动态PE分别为38X和29X，相对低估，给予强烈推荐评级。

七、恒瑞医药

公司是国内抗肿瘤药领域的龙头企业，通过专注于抗肿瘤药和手术用药(主要是麻醉药),公司充分享受了行业的高成长,目前 10 多个产品过亿,强大的产品优势和营销能力是公司能够成功培育大产品的核心竞争优势.未来两年在仿制药领域包括培门冬酶,盐酸右美托咪定,替加氟复方制剂以及碘克沙醇等,这些产品相继上市,在抗肿瘤与手术用药领域产品群进一步丰富.

公司是国内创新药的典范,艾瑞昔布和卡曲沙星近期将拿到批文,中远期看,多个新药申请全球专利,预计 10-12 年 EPS 分别为 1.05,1.35,1.71 元

八、荣信股份：

07 年上市初期主要做无功补偿装置 SVC，之后产品线日益丰富。目前公司及控股子公司主要从事节能大功率电力电子设备的设计和制造业务，产品包括三大块：

1、电能质量与电力安全：高压动态无功补偿装置（SVC）、高压静止无功发生器（SVG）、串补(FSC)、电力滤波装置（FC）、有源滤波装置（APF）。

2、电机传动与节能：高压变频装置（HVC）、高压软启动装置（VFS）、智能瓦斯排放装置（MABZ）、新能源控制装置及矿井传动和自动化控制设备。

3、余热余压节能发电系统：高炉炉顶余压发电节能系统（TRT）、余热节能发电系统等。

三个业务板块均为国家政策支持业务，而公司在各个领域都有很强实力。

SVC 是公司传统产品，目前公司采取 SVC 和 SVG“二选一”的销售模式，为客户提供 SVC

和 SVG 两套解决方案。目前助攻方向由冶金转向煤炭、高铁、电力行业保持了 30%左右的增长速度。

高压变频器是公司电机传动领域主要产品，重点发展 10kV 超大功率变频器，为“西气东输”加压机配套，由于产品定位不同于通用高压变频器，受到高压产品价格战的影响较小。收入有望实现 50%增长。

余热余压利用主要是信力筑正公司在做，符合政策导向，保持了快速增长（今年上半年已经超过 09 年全年，达到 1.34 亿元）

除了以上产品，公司的产品储备比较丰。比如光伏逆变器和风电变流器、直流输电装置等等应用前景广阔的产品，保证了未来公司持续增长的动力。

业绩预测：2010、2011、2012 三年 eps 分别为 0.8 元、1.1 元和 1.45 元，并存在超预期的可能。

九、桑德环境：

发展战略清晰。2010 年 3 月公司与大股东桑德集团及其控股的桑德国际（已在新加坡上市、香港上市）签署《战略发展备忘录》，明确了各自的定位和发展方向，公司形成水务运营加固废业务的业务结构，固废是公司核心业务和发展重点。

1、水务业绩稳定，是“现金牛”业务。公司水务以运营为主（包括污水处理和自来水供应），具有稳定的现金流和盈利能力。未来公司水务业务的发展将主要集中于湖北境内，继续的挖掘县级、镇级供水、污水处理项目的潜力。在建的约 21 万吨/日的污水处理产能今年将陆续投产，水务运营的规模进一步扩大。

2、公司致力于固废处理的全产业链业务。目前公司主要从事技术咨询、设计和设备集成、制造。08 年配股融资的咸宁固废设备制造项目已经于 2010 年 8 月投产，10 年达到产能的 20-30%，2012 年预计全面达产。2-3 年内可能收购大股东的固废运营项目，未来很可能自己投资建设固废处理项目。

3、固废发展前景看好。环保越来越受到政府和民众的重视，“十二五”期间固废行业作为环保领域增长潜力最大的一个分支，未来的前景非常光明。目前行业仍然较为分散，行业集中度不高，但从水务行业的发展经验来看，未来行业集中度的提高是大趋势。我们相信，桑德凭借技术和资本市场优势，将能够脱颖而出，始终站在行业的最前端。

业绩预测：2010、2011、2012 三年 eps 分别为 0.54 元、0.77 元和 0.95 元。

十、卧龙电气

1、业务多元化，变压器业务占比大幅增长。在收购银川卧龙和北京华泰后，公司业务进一步多元化，业务涵盖电力变压器、铁路牵引变压器、城市轨道交通整流/变压器、干式变压器等，并成为国内牵引变压器龙头。变压器业务收入从 08 年的 2.1 亿元增长到 09 年的 4.6 亿元，占营业收入的 21%。

2、牵引变压器业务受益于高铁/轨道建设高速增长。银川卧龙是公司铁路牵引变压器的生产主体，先后承接了武广线、郑西线、沪宁线等高铁的牵引变压器订单，生产份额达 40%，营业收入和利润快速增长。北京华泰是城市轨道交通牵引整流变压器的生产主体，且是国内唯一能生产牵引整流设备的企业，占据了北京地铁 90%市场和全国 30%以上的市场份额。未来随着高铁和城市轨道交通的建设，牵引变压器业务有望保持较快增长。

3、募投项目“高压超高压变压器”是未来增长点。2010 年 5 月公司通过增发募集 9.7 亿元，募投项目“高压、超高压变压器项目”计划投入 5.2 亿元，新增 500kV 变压器产能 1004 万 kVA，220kV 变压器产能 693 万 kVA，项目达产后，变压器业务将实现跨越式发展。

业绩预测：2010、2011、2012 三年 eps 分别为 0.55 元、0.70 元和 0.92 元。

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强 烈 推 荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn