

华融证券股份有限公司市场研究部

2010年12月17日

寻找转型时期的经济增加值

——2011年度策略报告

2011年宏观经济形势判断

经济企稳回升，通胀温和可控：宏观经济是市场中长期走势的决定性力量，预计2011年GDP实际增长9.6%左右，趋势上企稳回升。通胀会沿着中枢趋势水平上移，但政策调控措施会对物价总体走势起到抑制作用，预计2011年CPI同比增长3.8%，呈前高后低走势，全年通胀温和可控。

政策在增长、通胀和转型之间平衡：作为“十二五”规划的开局之年，经济转型的力度将随着经济的好转而加大，经济步入上升通道后的高度及周期长度将受到转型的限制。09年8月份以来市场对政策回归的反应一直极为敏感且负面，实质是市场认为经济内生增长动力不足。随着经济复苏的确立，市场对政策转向的承受力将不断增强。2011年宏观政策基本取向是“积极稳健、审慎灵活”，政策将在稳增长、控通胀和促转型之间平衡。

2011年市场走势判断

沪指核心波动区间在2800-3800点：2011年市场将伴随着经济的回升而呈现重心上移的趋势，但是流动性收缩趋势和流通市值扩大制约市场上升空间，转型力度加大和政策回归常态会造成市场的波动。物价和房价失控、外部环境急剧恶化、股东大规模减持、盈利预期下调等风险集中出现的概率不大。结合估值、盈利增长等，我们认为，沪指核心波动区间在2800点-3800点之间。

上半年机会多于下半年：非周期股票投资机会可能是趋势性的，当然，在趋势性的上涨过程中个别过度炒作的主题投资会存在泡沫破灭的风险，而周期类股票受到转型的负面影响，其投资机会可能是阶段性的，2011年上半年机会较多。

2011年投资主题

寻找转型中的经济增加值：宏观上，经济增加值等于社会创造的财富扣除所有成本（环境、社会成本等）。从经济增长面临的约束条件出发，沿着**资源稀缺性、技术、渠道和品牌**，对上中下游进行梳理，寻找能在经济转型中创造经济增加值，即能降低社会总成本或提高社会总财富的行业和公司。

配置建议：一季度均衡、二季度超配强周期、三四季度重回均衡。重点关注**资源**（有色、煤炭、矿石、新能源）、**机械**（高端装备、电力设备）、**大消费**（TMT、零售）、**环保**。

1年来上证综指走势



1年来深证成指走势



分析师：周隆斌

执业证书号：S1490210030002

电话：010-58568009

邮箱：zhoulongbin@hrsec.com.cn

分析师：肖波

执业证书号：S1490208020001

电话：010-58568163

邮箱：xiaobo@hrsec.com.cn

分析师：范贵龙

执业证书号：S1490109091324

电话：010-58568061

邮箱：fanguilong@hrsec.com.cn

目录

一、经济、物价、转型和政策是影响 2011 年市场走势的关键	4
1、宏观经济是根本	5
2、通胀问题难以回避	6
3、经济转型是大背景	7
4、政策取向是影响市场的重要力量	8
二、2011 年经济、物价、转型和政策形势判断	8
变量之一：经济企稳回升	8
变量之二：通胀温和可控	9
变量之三：经济转型力度加大	10
变量之四：政策平衡增长、物价和转型	11
三、2011 年市场走势判断	12
1、回升的经济和温和的物价决定市场重心上移	13
2、流动性收缩趋势和流通市值的扩大制约上升空间	15
3、转型力度和政策调控决定市场波动	15
4、2011 年市场可能面临的风险	16
四、2011 年投资策略	17
1、转型需要上游资源价格反应其稀缺性	18
2、技术突破引领中游制造业升级	18
3、品牌和渠道是下游消费做大做强的关键	18
4、环境保护上升为公共产品	19

图表目录

图表 1: 2011 年投资逻辑	4
图表 2: 上证综指与 GDP 走势	5
图表 3: 上证综指与 CPI 走势	6
图表 4: PMI 连续 4 个月回升	8
图表 5: 投资和工业增加值增速已经企稳	9
图表 6: 2011 年物价温和可控	10
图表 7: 2011 年 CPI 翘尾因素	10
图表 8: 货币政策回归稳健	11
图表 9: 存款准备金率创历史新高	12
图表 10: 利率开始回归常态	12
图表 11: 2011 年经济、政策及市场走势	12
图表 12: 上证综指估值处在低位	14
图表 13: 2011 年市场估值和盈利增速	14
图表 14: 经济增加值的涵义	17
图表 15: 寻找转型中经济增加值的路径	18

宏观经济走势、物价走势、转型力度以及政策走向将是 2011 年中国资本市场所面临的关键因素。对于这四个变量，我们认为，2011 年经济企稳回升、通胀温和可控、转型刻不容缓、政策平衡增长、通胀和转型。

宏观经济是市场中长期走势的决定性力量，基于 2011 年经济趋势向上和转型刻不容缓的判断，市场在趋势上也将是经济复苏和转型为主导的行情。结合流动性、估值水平、盈利增长等情况，我们认为，2011 年 A 股市场所面临的物价和房价失控、外部环境急剧恶化、股东大规模减持、盈利预期下调等风险因素集中出现的概率不大，市场不存在大幅下行的基础。在经济上行和业绩提高的基础上，A 股重心会出现 20%-30%左右的抬升，市场整体可能呈现“宽幅震荡，重心上移”。

在投资机会上，非周期股票受益于经济回升和经济转型，其在 2011 年的投资机会可能是趋势性的，当然，我们也不否认趋势性的上涨过程中，个别过度炒作的主题投资会出现泡沫破灭的风险，而周期类股票受到转型的负面影响，其投资机会可能是阶段性的，由于 2011 年下半年经济转型力度将加大，此时，该类股票将面临调整压力。因此，我们判断，周期类股票的主要投资机会可能在 2011 年上半年。

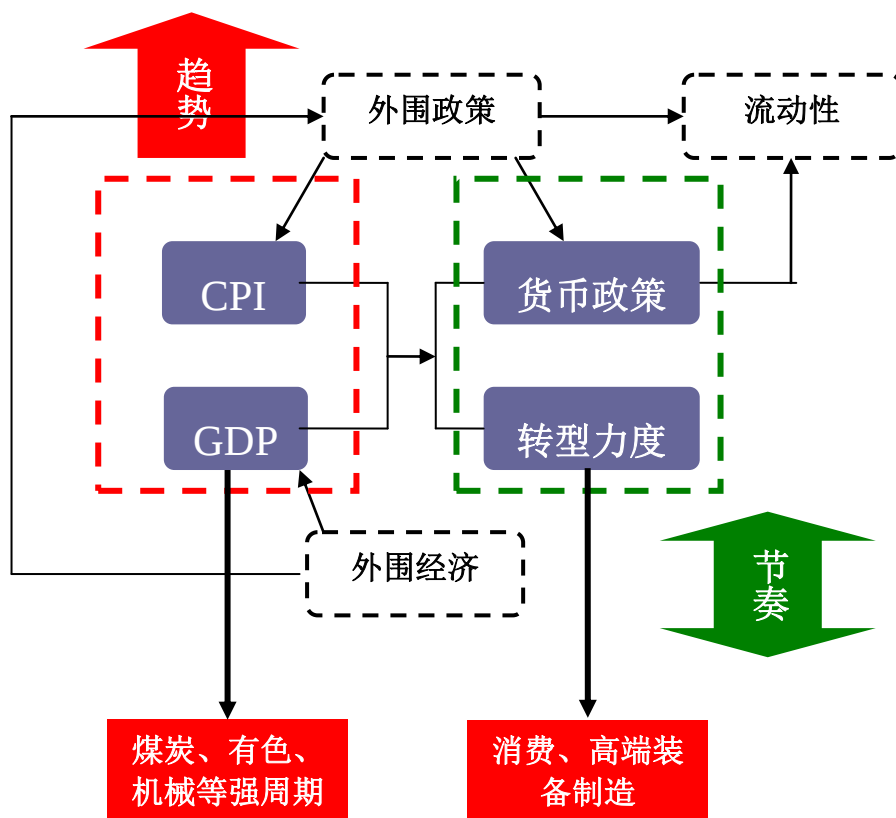
一、经济、物价、转型和政策是影响 2011 年市场走势的关键

又到了总结过去、展望来年的时候了。

总结过去，我们在宏观经济和市场走势的研判上，2010 年在大家都悲观的认为经济可能二次探底时，我们坚定的提出“中国经济不会二次探底”的观点，并认为下半年市场有望探底回升。结合三季度经济形势的发展、政策走向和市场预期的变化，我们在今年四季度策略报告中进一步提出“经济软着陆预期增强”的观点，并给出市场震荡回升的判断；在投资热点上，对区域经济、网络科技、新能源、新医药、新材料、高端装备制造等主题的机会及风险均给出了投资建议，对上半年的医药、食品饮料、商贸等防御板块以及下半年的有色、煤炭、机械设备等强周期板块的投资机会均较早的给出了判断。总体来看，我们对宏观经济趋势、市场走势和投资热点的判断基本得到了市场的验证。当然，我们也清醒的认识到，我们亦存在一些需要改进的地方，比如在 10 月份市场大幅上行的催化因素上，虽然我们判断市场节后可能上行，但对国际量化宽松这一催化剂的认识上不够充分等。

展望未来，又到了我们预判 2011 年市场走势和投资机会的时刻。2011 年在经济企稳回升、通胀压力增加、转型刻不容缓的背景下，政策将在稳增长、控通胀和促转型之间进行权衡。因此，经济走势、物价走势和转型力度以及由此衍生出的政策走向，将是 2011 年中国资本市场所面临的关键因素，我们将以此四个变量为参照，判断 2011 年市场将如何演绎。

图表 1：2011 年投资逻辑



数据来源：华融证券

1、宏观经济是根本

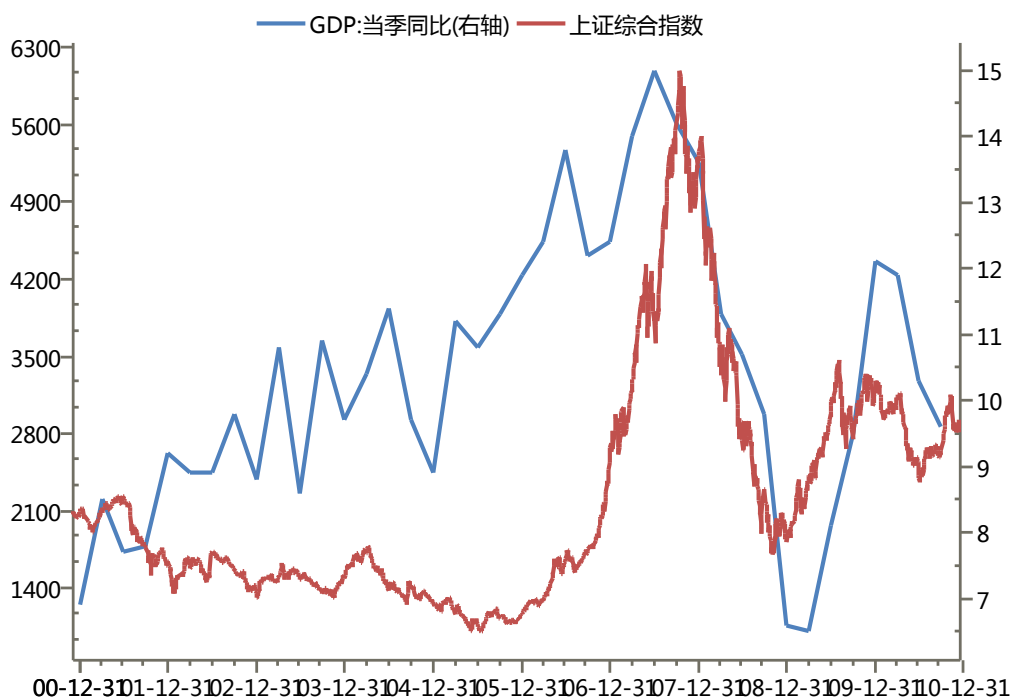
宏观经济是市场中长期走势的决定性力量，它不仅决定着政府调控政策的节奏和力度，也影响各个行业的景气度和盈利环境的重要因素，同时，宏观经济的走势也是影响市场情绪和上市公司业绩预期的关键因素。因此，在展望 2011 年市场行情时，对经济整体走势的预判是我们进行中长期市场分析的根本。

我国的货币政策目标包括稳定币值、经济增长、充分就业和国际收支平衡，货币政策的调整节奏、力度以及着力点，不仅要看物价，同时还要针对经济的增长情况，如果经济发生了预期之外的变化，货币政策也要做相应的调整，股市也会出现相应的波动。

国务院总理温家宝指出，“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行”，因此，经济形势是政府制定转型政策和落实转型力度的前提，在不同的宏观经济的走势下，转型力度也将有所不同，市场也会出现不同走势。

从市场角度看，宏观经济是影响市场判断行业景气度和企业盈利的重要因素，是投资者自下而上进行市场分析的基础。宏观经济是企业经营的大环境，投资者会根据经济形势的变化，对上市公司业绩预期等进行修正，这种预期的变化会造成市场波动。

图表 2：上证综指与 GDP 走势



数据来源:Wind资讯

数据来源：华融证券

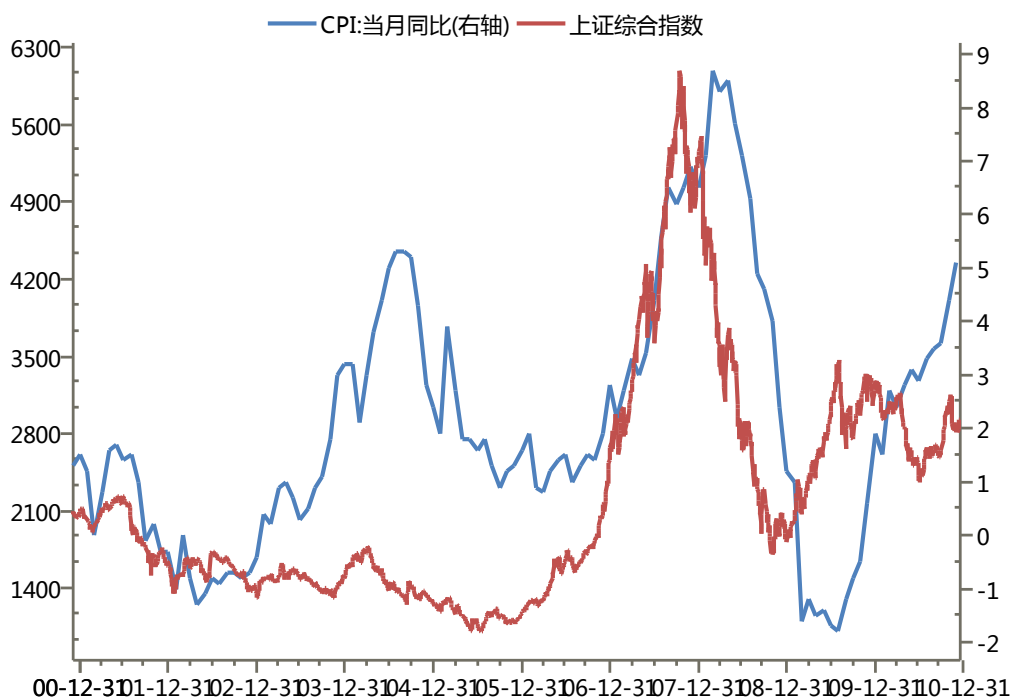
2、通胀问题难以回避

从中长期角度看，以劳动力为主的成本抬升，导致劳动密集的第三产业整体价格上移。同时，农民工工资的趋势性上涨将导致第一产业机会成本上升，增加农产品价格的压力，第二产业整体价格虽然在产能过剩等问题的抑制下不太可能出现大幅上涨，但在成本上升的约束下，其下降空间也较为有限。这种以劳动力供给为代表的结构性因素将推动通胀中枢趋势线抬升。政府调控物价的目标是使物价的短期波动向趋势水平靠近，物价的中长期趋势的抬升，也将使政府提高对通胀的容忍度。过去政府将通胀目标设定在 3%，而 2011 年 CPI 目标值为 4%，这体现了政府对通胀容忍度的提高。

2011 年影响物价的因素除上面指出的中长期因素外，还存在生产周期、国际输入型通胀等因素的影响。2011 年经济增速可能重新步入上升通道，这种周期性因素将使得 2011 年的 CPI 高于未来的平均水平，从而可能使全年 CPI 达到 3.8% 左右的水平。同时，2011 年美国维持量化宽松的货币政策是大概率事件，货币超发将造成美元的疲软，使大宗商品价格面临上涨压力，我国面临较大的输入型通胀压力。

总体上，2011 年，通胀会沿着趋势水平而呈现中枢上移，并且在周期性因素的影响下，围绕这个趋势水平高位运行，但短期内，经济、行政等政策调控措施会发挥效用，对物价总体走势起到抑制作用，同时，价格上涨也将刺激生产周期较短的农产品供给增加，全年通胀形势基本可控。但是通胀在不同阶段的不同变化将引发政府政策的节奏和力度的变化，从而引发股市的波动。因此，我们将通胀纳入分析市场的框架。

图表 3：上证综指与 CPI 走势



数据来源: Wind资讯

数据来源: 华融证券

3、经济转型是大背景

所谓经济转型，是经济结构和经济制度在一定时期内发生的由量变到质变的过程，是主动求新求变的过程，是一个制度优化和创新的过程。主要表现为经济体制的更新、经济增长方式的转变、支柱产业的替换等。从国际经验看，不论是发达国家还是新工业化国家，无一不是在经济转型升级中实现持续快速发展的。

过去 30 年中国经历了从高度集中的计划经济体制向市场经济体制的转变，未来这种转变将继续推进。30 年来，拉动我国经济快速增长的主要因素也面临着发展的上限。中国已经经过了“刘易斯”拐点，人口红利将逐渐减少，所谓的“后发优势”已经不多，高耗能产业面临资源紧张，高污染产业面临环境恶化的拷问。所以，改革开放 30 年来，粗放型的发展模式基本走到了尽头，调整经济结构到了刻不容缓的地步。

为实现经济的转型，改变目前单纯依靠投资和资源投入推动经济增长的模式，实现经济增长动力从外需转向内需、从投资转向消费的转变，实现产业的升级和转移，政府在政策上势必减少对出口企业的扶持力度、减少投资力度、抑制高耗能、高污染企业的发展速度，同时，扶持传统产业的升级和新兴产业的发展。在提升消费对经济增长的贡献、新兴产业形成规模等转型目标尚未实现前，这种削弱出口和投资、抑制“双高”企业发展的政策势必影响经济的增长速度，并在资本市场上呈现出不同的投资机会。

从转型的模式上看，在现有制度和现实条件的约束下，中国更倾向于渐进式转型，这决定中国经济转型的过程是相当漫长的，也决定中国在不同的经济阶段，政府转型的力度也有所不同，市场对经济能否承受转型成本、转型成本何时体现、由谁承担、最终将影响哪些行业等也将有不同的理解，这对市场走势以及投资机会都产生重大影响。因此，我们将转型力度纳入我们的分析框架。

2011 年下半年，经济形势将企稳，内生增长动力进一步增强，在这种经济环境下，作为“十二五”规划的开局之年，经济转型的力度将加大，转型的成本开始显现，经济增速虽然走出下降通道，但重新步入上升通道后的高度及其周期长度将受到转型的限制，并成为制约市场上升空间的重要因素。

4、政策取向是影响市场的重要力量

回顾历史，我们不难发现，中国股市呈现比较明显的政策市特征。从 2009 年 8 月份以来的这一年多，市场对紧缩政策的反应一直极为敏感且负面，几乎成为了一种本能。这种反应的实质是，市场从去年开始逐渐对政策紧缩的效应形成了一个分析逻辑，即认为，强力的宏观政策率先带动中国经济走出了金融危机的影响，并将中国股市自 1664 的低点推升至 3478，那么只要政策方面有什么风吹草动，市场的做多心态就会迅速瓦解。应该说，这种分析逻辑主导了多次的市场的调整，从 2009 年 7 月份央行通过公开操作来收流动性，到 2010 年 11 月的“控通胀”。

然而，这一逻辑得以成立的重要前提是经济内生增长能力的欠缺。我们认为，中国经济的实际走势已经彻底消除了“二次探底”的担忧，经济正在软着陆，并将在 2011 年 1 季度见底回升。随着经济内生增长力量的恢复，市场对经济增长前景的信心逐渐增强，对政策转向的承受力将不断增强，市场对政策紧缩的反应机制将面临调整。

二、2011 年经济、物价、转型和政策形势判断

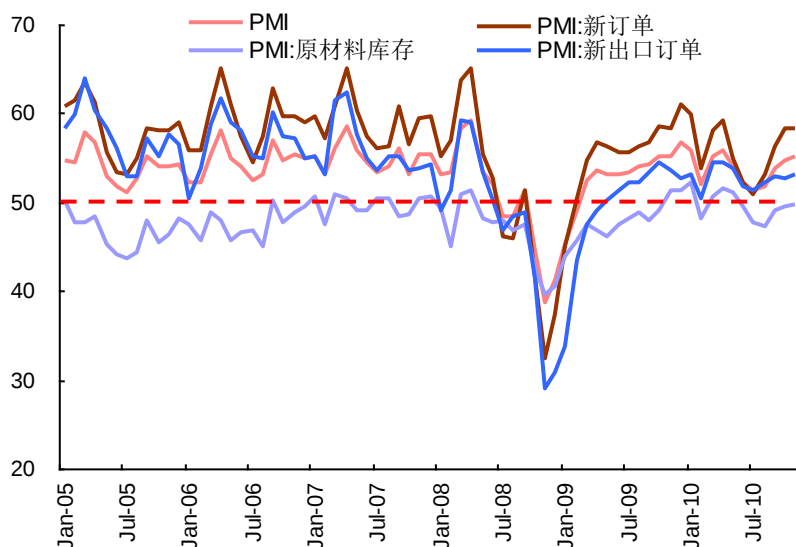
前面我们阐述了选择经济、物价、转型和政策作为定标 2011 年市场走势的原因，那么，这些因素在 2011 年如何演化将是我们判定市场走势和投资机会的关键。

变量之一：经济企稳回升

从需求端来看，2011 年固定资产投资将进一步突出产业结构和区域结构调整的政策导向，但我们清醒地认识到，新兴产业尚未发展到企业开始大规模更新投资阶段，综合紧缩政策和保障房建设对房地产投资的影响，预计 2011 年全社会固定资产投资名义增速为 22% 左右，比 2010 年回落 2-3 个百分点；2011 年，社会消费品零售总额增长 19%，比 2010 年提高 1-2 个百分点；出口同比增长 13% 左右，进口增长 16% 左右，顺差 1600 亿美元，同比下降 11%。从生产端来看，工业增加值增速已在 2010 年下半年趋稳，综合我们水泥、钢铁和有色金属行业分析师观点，预计在节能减排压力缓解的情况下，2011 年工业增长有望稳步回升。据此，我们预计 2011 年我国经济增长速度略低于 2010 年，GDP 实际增长 9.6% 左右，总体上呈前低后高走势。分季度来看，预计一季度 GDP 增长 9%、二季度 9.6%、三季度 9.9%、四季度重回两位数增长，有望达到 10%。

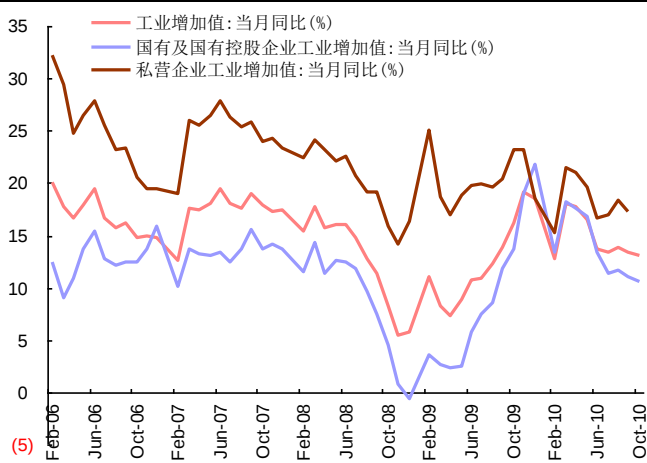
从外部环境来看，世界经济还未进入稳定增长的良性循环，主要经济体自主增长能力尚没有全面恢复。多数机构预测，2011 年世界经济增速可能低于 2010 年。其中，全球最大的经济体——美国仍受高失业率和低通胀率的困扰，但新兴经济体复苏势头仍较强劲。2011 年，世界各国经济表现和货币政策将继续分化。

图表 4：PMI 连续 4 个月回升

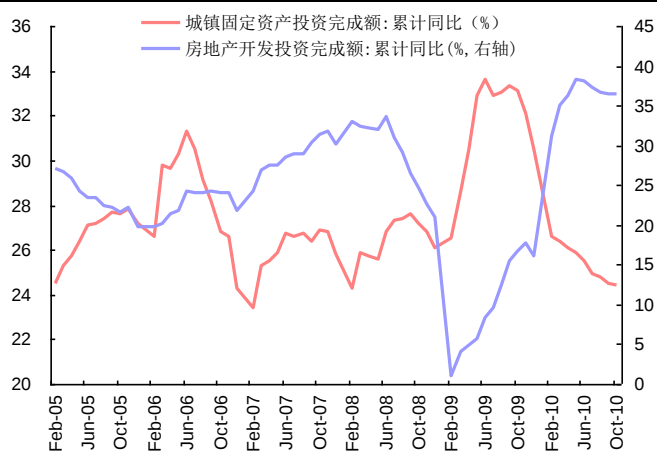


数据来源：Wind、华融证券

图表 5：投资和工业增加值增速已经企稳



数据来源：Wind、华融证券



变量之二：通胀温和可控

在劳动力成本上涨、食品以及资源品价格提升、国内需求旺盛、流动性充裕等因素的推动下，国内经济可能面临物价中枢持续上行的环境。从需求端来看，2011 年国内经济企稳回升是大概率事件，需求回升的趋势将对物价产生推升作用，但 2011 年 GDP 增速仍低于 2010 年，更无法与 06-08 年过热的经济相比，因此，需求拉动的高通胀出现的概率也不大。

从货币因素来看，M1 增速已于 2010 年 1 月见顶回落，从历史情况来看，M1 顶部一般领先 CPI 顶部 6 个月，这意味着货币供应量对于通胀的推动作用已经越过高点。

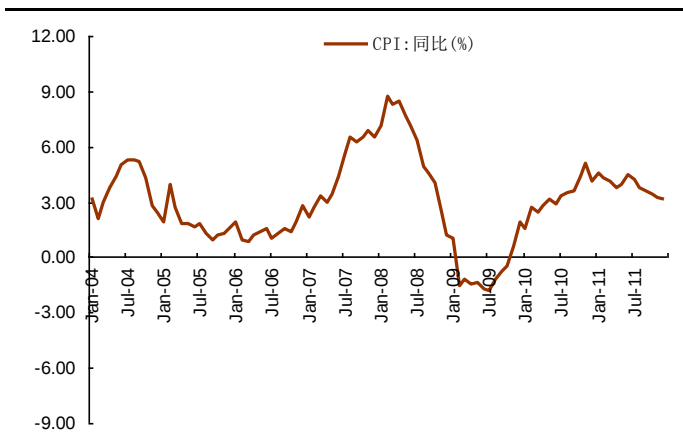
从外部环境看，美日等国量化宽松政策将继续对国际大宗商品价格构成上行支撑，从而给国内带来一定的输入型通胀压力。但从全球总需求角度来看，2011 年美欧日等主要发达经济体的经济持续复苏仍将面临挑战，新兴市场尽管复苏势头强劲，但 2011 年的 GDP 增速可能有所降低。因此，需求导致国际大宗商品价格急剧大幅上升

可能性较小，国内输入型通胀风险不太可能高于 07-08 年。

从政策实施时机来看，央行治理通胀往往是且看且走，相机抉择的特征比较明显，决策层往往是在确认政策收缩不会伤害经济后才会加大政策紧缩力度，这种政策的滞后性可能会延长物价上涨压力的存在时间。

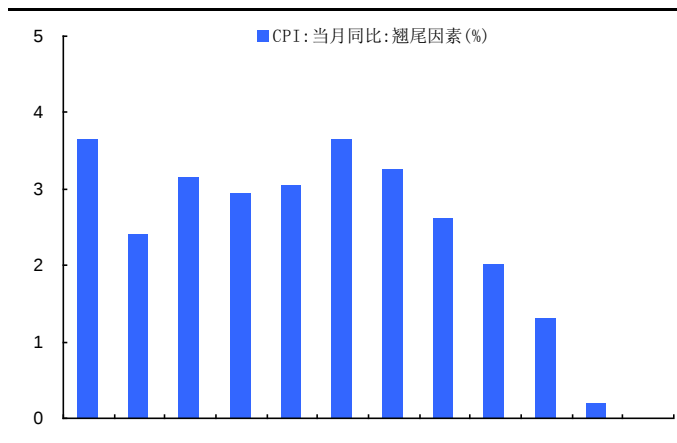
据此，我们预计 2011 年我国 CPI 同比增长 3.8%，趋势上呈前高后低走势。其中，一季度可能达到 4.3%、二季度 4%、三季度 3.8%、四季度回落 3.2%。考虑到翘尾因素以及自然灾害冲击等偶然因素，月度数据可能会出现波动，并对货币政策构成冲击。

图表 6：2011 年物价温和可控



数据来源：Wind、华融证券

图表 7：2011 年 CPI 翘尾因素



变量之三：经济转型力度加大

如我们在 2010 年中期策略报告中所指出的“转型是中国资本市场在很长一段时间将要面临的大背景”。所谓转型首先是增长方式的转型，核心问题是改变目前单纯依靠投资和资源投入推动经济增长的模式，经济增长的动力要从外需转向内需、从投资转向消费、升级传统产业、发展新兴产业，提升使经济增长的效率，但是，这种转型也需要付出一定的代价，比如牺牲一部分 GDP 的增长来实现。

推动转型的内在力量是利润率的变化，利润率的改变主要有两种方式，一是企业主动进行技术创新和盈利模式的转变，从而引导市场需求，二是顺应市场需求，被动调整自身产品。无论那种方式，推动利润率变动的根本力量是终端消费。

从中长期来看，居民收入水平是决定消费水平的根本因素，只有有效提高居民收入在国民收入分配中的比重和劳动报酬在初次分配中的比重，提高中等收入者占比，才能有效提高整体居民的消费能力，经济才能实现成功转型。如何提高普通居民的收入就涉及到国民收入分配制度的改革问题，“十二五”规划提出要“努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步”，我们相信，“十二五”期间居民收入水平将稳步提高，但收入分配制度的改革，尤其是一次分配制度的改革将是一个十分漫长和曲折的过程。

短期内，终端消费的变化还是要靠政策的倾斜，因此，在经济转型的初始阶段，政策的力度和侧重点十分关键，转型对资本市场的影响也主要体现在政策层面上。“十二五”规划把经济转型放在非常重要的位置，2011 年作为“十二五”规划的开局之年，有望出台诸多措施以确保经济转型在“十二五”期间获得实质性进展，但是，“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行”，因此，经济走势是决定转型力度的关键。我们认为，2011 年中国经济有望触底回升，尤

其是二季度 GDP 将出现明显的弹升，有了经济高增长的支撑，转型力度也将逐步加大。

变量之四：政策平衡增长、物价和转型

保持经济平稳较快发展、加快发展方式转变，确保“十二五”规划开好局、起好步，是 2011 年的基本政策取向。2011 年将继续实施积极的财政政策，有望通过减税来启动企业投资和刺激居民消费，为培育经济自主增长动力和实现经济转型打下基础。作为“十二五”规划的第一年，项目规划有望大幅增加，虽然项目的落实可能会在二季度或者今后几年时间，但大规模的投资规划将提振市场信心，尤其是一季度政府工作报告之后，市场对投资的预期将转向乐观。

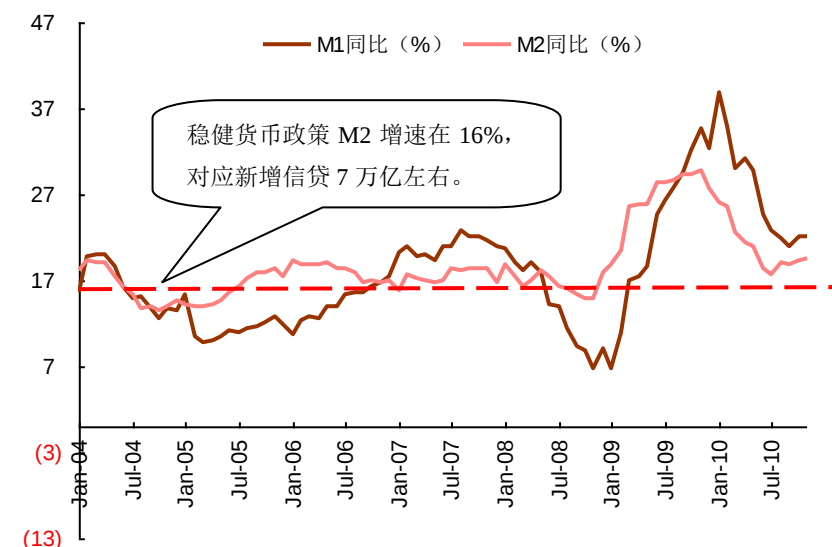
货币政策方面，中央已确定 2011 年实施稳健的货币政策。这一方面显示政府对经济增长前景的信心，同时也显示其对通胀形势的担忧。为治理通胀，央行可能采取数量型工具和价格型工具并用，央行可能降低 M2 目标值，从国内前期实施稳健货币政策的情况来看，M2 增长目标为 16%，且实际数字往往高于目标值。按 2011 年广义货币供应量(M2)余额同比增长 16%左右测算，2011 年新增贷款规模全年保持 7 万亿元左右，国内流动性依然较为宽裕。

2011 年影响整体流动性的因素主要是国际热钱的流入和国内加息。在管理外部资金流入方面，央行行长周小川表示要在总量上进行对冲，我们认为，央行可能主要是通过央票等央行容易控制，且不会对实体经济产生太大影响的数量工具来回收对冲，还可能推出金融创新工具来吸收这些资金。

在加息方面，我们认为，在需求回升、国际定量宽松继续的背景下，食品价格、大宗商品价格、基础原材料价格的轮番上涨，将导致 2011 年国内面临较大的通胀压力，尤其是上半年，货币政策的重点可能偏向“抗通胀”，为此，央行可能加息两到三次，在 2011 年一季度、二季度和三季度 CPI 可能冲高的时期加息的概率较大。与 2005 年起的加息周期不同，本轮加息主要目标不是抑制经济过热，而是治理通胀，因此，本轮加息、紧缩信贷等措施可能导致市场“政策会误伤经济”担忧升温，进而引起市场的波动，这种担忧可能在一季度加息之际最深，随着二季度 GDP 的弹升，市场对经济进入增长的信心增强，再次加息的影响也逐渐趋弱。

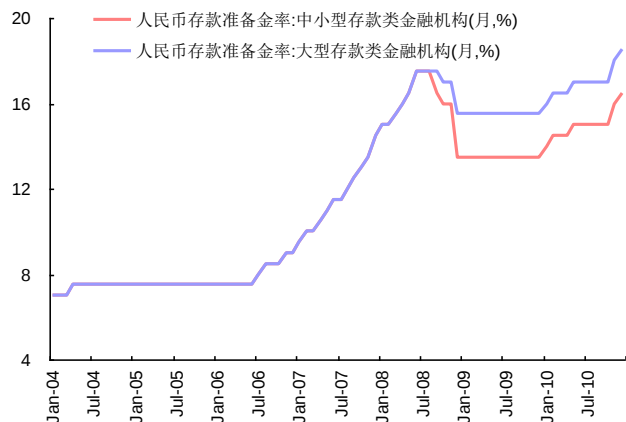
在房地产政策上，坚持遏制投机性需求的政策，继续大量建设保障房，不让房地产调控前功尽弃，不能失信于民。房地产税开征有望逐渐落实，基本住房保障法列入 2011 年立法计划。

图表 8：货币政策回归稳健



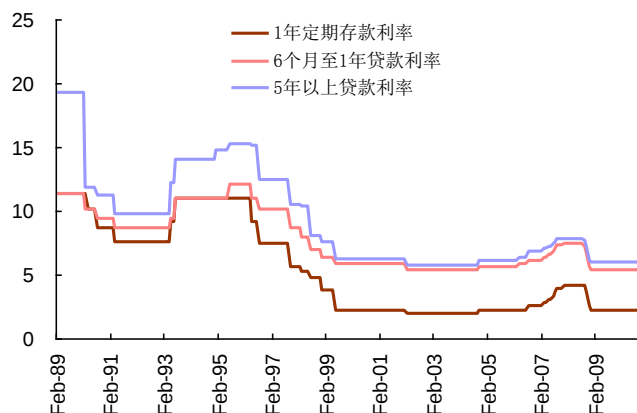
数据来源：Wind、华融证券

图表 9：存款准备金率创历史新高



数据来源：Wind、华融证券

图表 10：利率开始回归常态



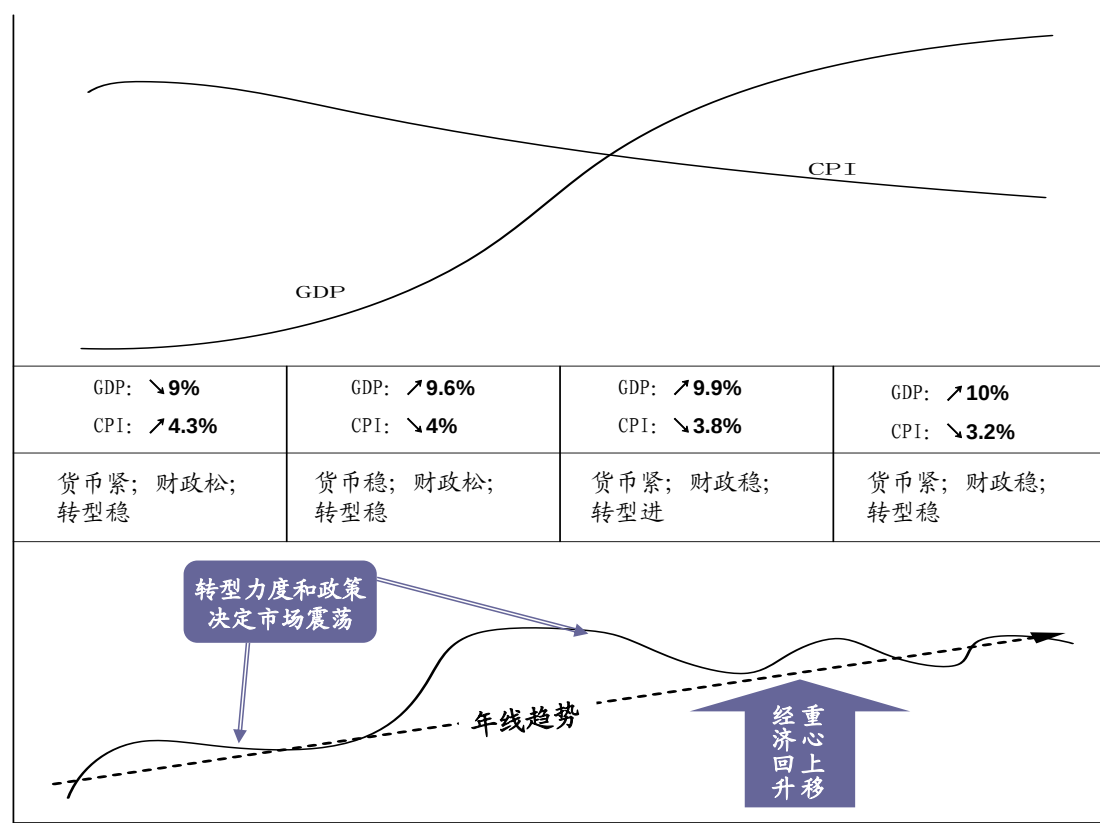
外部政策对中国影响最大的是美联储的政策取向。美联储在 2010 年 11 月维持基准利率在 0-0.25% 区间的同时，推出第二轮“定量宽松”（QE2）货币政策，美联储预计将在 2011 年第二季度结束前购买 8500 亿至 9500 亿美元的国债。这意味着美联储把定量宽松作为货币政策的常规工具，如果 2011 年美国失业率仍维持在 10% 附近、核心通胀率进一步下滑，那么美联储可能会将资产购买计划延长，甚至到 2012 年，市场会逐渐意识到可能会有三次、四次量化宽松。对中国的影响主要是：一、美元泛滥导致“弱势美元”延续，在促进美国出口的同时，以美元计价的商品市场整体将获得提振，增加中国输入型通胀的风险；二、在人民币升值预期、国内经济向好的情况下，全球投机资金将加速流入国内，这不仅给本币币值升值压力，也会推升资产价格，加大国内治理通货膨胀的难度。

三、2011 年市场走势判断

2011 年在经济回升和物价温和可控的大前提下，市场重心有望逐渐上移，但政策回归稳健的速度以及转型的力度将对市场上行的节奏构成扰动，而流动性收缩的趋势也对市场向上的空间构成制约。因此，2011 年 A 股市场所面临的物价和房价失控、外部环境急剧恶化、股东大规模减持、盈利预期下调等风险因素集中出现的概率不大，市场不存在大幅下行的空间。在经济上行和业绩提高的基础上 A 股重心会出现 20%-30% 的抬升，市场整体可能是“宽幅震荡，重心上移”的态势。

在投资机会上，非周期股票受益于经济回升和经济转型，其在 2011 年的投资机会可能是趋势性的，当然，我们也不否认趋势性的上涨过程中个别过度炒作的主题投资会出现泡沫破灭的风险，而周期类股票受到转型的负面影响，其投资机会可能是阶段性的，由于 2011 年下半年经济转型力度将加大，此时，该类股票将面临调整压力。因此，我们判断，周期类股票的主要投资机会可能在 2011 年上半年。

图表 11：2011 年经济、政策及市场走势



数据来源：华融证券

1、回升的经济和温和的物价决定市场重心上移

中国经济的确面临增长效率、增长模式、资源瓶颈、资产价格泡沫以及地方融资平台等众多令人不安的因素，但从国际视野来看，接近 10% 的 GDP 增长速度，3.5% 的通胀率，利率也维持在中等偏高水平，同时财政赤字率不到 3%，这种组合对国际资本仍有较强吸引力。

从封闭市场角度来看，市场的中长期走势是由宏观经济决定，如我们上面所述，2011 年中国经济探底回升，通胀温和可控，从投资时钟来看，这一时期是投资股票的较好时期。因此，2011 年市场将伴随着经济的上行而呈现重心上移的趋势。

对于通胀给市场带来的投资机会和存在的风险，我们认为，这主要是看通胀是否超出了政府的容忍上限，超过上限则政府会把治理通胀置于保持经济较快增长之前，政策紧缩力度的加大可能引起市场对流动性收缩和经济下滑的担忧。虽然容忍度是决策层的主观感受，并且只能通过观测政府对通胀看法的变化才能看出来，但我们认为，从全年角度来看，2011 年 CPI 衡量的通胀水平有望维持在政府可容忍范围之内，但是个别月份物价和经济指标的反向波动，叠加政策冲击，可能引起市场的短期波动。

如我们上面所论述的，2011 年人民币升值的趋势仍将继续，虽然不太可能出现大幅升值，市场反应可能也比较温和，但本币缓慢的升值也将提升国内资产价格和居民的消费能力，有利于股市重心的抬升。同时，人民币小幅升值也有助于遏制国内通胀，减轻货币政策紧缩力度，对市场构成支撑。

从市场估值和盈利增长情况来看，上证综指最新 PE (TTM, 整体法) 为 16.5 倍，而历史均值为 29 倍，历史均值减 1 倍标准差为 17 倍，市场估值处于历史均值减 1 倍标准差之下。

图表 12：上证综指估值处在低位



数据来源：华融证券

图表 13：2011 年市场估值和盈利增速

2011PE	2011 年盈利增速							
	0	3.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%
12	1946	2004	2043	2141	2238	2335	2432	2530
14	2270	2338	2384	2497	2611	2724	2838	2951
16	2595	2672	2724	2854	2984	3114	3243	3373
18	2919	3006	3065	3211	3357	3503	3649	3795
20	3243	3341	3405	3568	3730	3892	4054	4216
22	3568	3675	3746	3924	4103	4281	4459	4638
24	3892	4009	4086	4281	4476	4670	4865	5059
26	4216	4343	4427	4638	4849	5059	5270	5481
28	4541	4677	4768	4995	5222	5449	5676	5903

数据来源：Wind、华融证券

（1）悲观假设情景：假设 2011 年上市公司业绩增长 10%，估值位于目前水平，对应上证综指为 2800 点。

（2）中性假设情景：假设 2011 年上市公司业绩增长 20%，估值在目前的水平上扩张 10%，对应的上证综指为 3500 点。

（3）乐观假设情景：假设 2011 年上市公司业绩增长 25%，估值在目前的水平上扩张 25%，对应的上证综指为 4000 点。

从目前来看，在市场对政策紧缩仍存担忧的情况下，沪指基本稳定在 2800 点附近，显示投资者基本认可该点位的投资价值，即使考虑到加息等偶然事件的冲击，我们认为 2011 年沪指也很难在 2800 点以下运行。

我们认为，2011 年市场所面临的宏观经济形势向好，但转型力度加大以及政策回归稳健仍制约着乐观情绪的

形成。因此，我们判断 2011 年市场整体情绪中性偏乐观，即上市公司业绩增长 20%，估值在目前水平上扩张 15%，对应的上证综指为 3800 点。

综合以上判断，我们认为，2011 年沪指核心运行区间可能在 2800-3800 点。

2、流动性收缩趋势和流通市值的扩大制约上升空间

从存量资金来看，中国 M2/GDP 达到 180%，远高于美国的 65%，11 月末 M2 余额高达 70 万亿，而美国同期 8.7 万亿美元约合 57.7 万亿人民币，中国货币供应量略超美国，但美国的 GDP 却是中国的 7 倍，即使考虑美国经济创造货币能力比中国要强以及统计口径有别等因素，目前我国的存量货币也相当高，再考虑到经济好转过程中货币流通速度的提高。我们认为，2011 年存量的流动性依然较为充裕。

从投资角度，新增流动性以及对流动性的预期对股市的影响可能大于存量流动性，如我们上面所述，2011 年流动性将呈“国内收缩、国际宽松”的格局，全年国内流动性处于适度收缩阶段，而国际热钱的流入受政策监管较严，且热钱本身具有快进快出的特征，因此，外部资金的流入具有较大的不确定性，这对市场整体的上涨幅度会产生抑制。

2011 年 A 股市场将进入全流通时代，股份制银行 IPO 也可能进入冲刺阶段，届时，A 股流通市值的规模将是前所未有的大，如果用 M2/流通市值来衡量流动性充裕程度，目前这一比例为 368%，而 2005 年-2009 年这一比例平均为 1298%，最低为 406%。因此，扩大的流通市值也对市场上行的幅度形成制约。

当然，我们也认识到，资金永远是动态的，随着经济的活跃，货币流通速度有望提高，派生货币有望增加，而股市回报率的提升也会吸引更多资金流向资本市场，这些因素也会对市场构成支撑。

3、转型力度和政策调控决定市场波动

如我们上面所论述的，经济走势决定政策取向和转型力度，在经济日趋好转的背景下，政策有望逐步回归稳健，转向的力度也将逐渐增大。虽然经济触底回升对市场构成上升动力，但如同历次政策由松入紧一样，2011 年政策回归稳健也将不可避免的触发市场的波动。

一季度均衡配置

分季度来看，我们认为，一季度宏观经济有望同比见底，但 CPI 仍处在高位，此阶段的货币政策仍以控通胀为主。为遏制年初放贷冲动，央行可能加大流动性的回收力度，不排除再次加息的可能，这可能重燃市场对房地产市场的担忧，但考虑到节假日因素，预计季末回收流动性的力度有望缓和。为减少货币政策趋紧对实体经济的影响，经济转型的力度可能比较温和，同时，财政政策保持积极的态势，即一季度政策保持“货币趋紧以控制通胀、转型力度温和、财政政策积极”的态势。

资本市场上，在转型力度温和、财政政策积极的情况下，市场可能对货币政策进一步趋紧所造成的流动性收缩更加敏感，市场总体可能出现震荡走势。同时，强周期行业的个股在经过两个月的调整后，出现了再次配置的机会，春节因素可能使消费板块出现投资机会，但是，鉴于 GDP 逐级回升的判断，尤其是二季度 GDP 同比大幅反弹的确认将再次激发市场对周期类股票的偏好，因此，从目前至一季度市场回调可能是再次布局周期类股票的机会。

二季度超配强周期

二季度，虽然房地产投资增速会继续下降，但“十二五”规划的重大项目有望陆续公布、节后新开工增加、民间投资放宽政策有望进一步落实、2011 年保障房建设规划等对冲投资下滑的因素逐渐积累，房地产紧缩政策对

投资的影响逐渐明朗，市场对投资下滑的担忧减弱。宏观经济见底确认，CPI 可能仍维持高位，但快速攀升的势头也将在二季度以后结束，市场对通胀加速的预期得到缓解，货币政策继续维持趋紧态势，但随着 CPI 回落预期的形成，市场对政策紧缩力度的预期可能趋弱。

在 GDP 向上、CPI 可控的宏观背景下，存在上调上市公司业绩预期的可能，周期类股票有望重拾升势，此次周期股的上升更多的是来自经济重新步入上升轨道预期下的业绩上调，而不再是估值由低向合理水平靠拢时的估值修复，在权重较大的周期板块的带领下，市场有望出现向上走势。

三季度、四季度重回均衡配置

随着宏观数据对 GDP 增速见底回升的确认，在这种经济环境下，作为“十二五”规划的开局之年，经济转型的力度将加大，转型的成本开始显现，经济增速虽然走出下降通道，但重新步入上升通道后的高度及其周期长度将受到转型的限制，并成为制约市场上升空间的重要因素。高耗能、高污染、产能过剩等行业的政策压力将对部分周期行业形成制约，周期股出现震荡态势，受益于经济转型的消费、新兴产业等受到市场关注，市场可能出现弱势震荡。

从技术上看，市场在经过上半年上扬之后，也会出现回调压力，产业资本减持冲动也将对市场构成压力，但在经济维持高增长的情况下，市场下调的空间可能不大。

4、2011 年市场可能面临的风险

物价和房价失控风险

如上面所述，近期推动 CPI 上涨的因素逐渐增多，通胀预期日益强烈，这使市场担忧通胀恶化，甚至出现物价失控，对此，我们上面分析了制约物价大幅上涨的客观条件。从政府治理通胀的决心和手段来看，我们相信，政府坚定的抗通胀决心以及通过市场手段和行政手段共同治理通胀的方式，将对通胀预期形成有效管理，通胀水平持续超出政府容忍度，甚至失控的风险较小。

全国大范围的住房限购令虽然是利空落地，但大范围的限购势必引起房屋成交量的进一步下滑，影响未来房地产投资增速和房价走势，目前市场并未对此作出反应，从今年 4 月房地产政策加码以来，政府打压房地产的政策并未在房价上得到充分体现，近两年来，大量建设的新房将陆续入市，对供求关系形成冲击。因此，未来房地产市场存在的不确定性可能是经济和市场面临的重大不确定性，一旦房价或房地产投资出现异常变化，可能给市场造成较大冲击。但是，我们认为，房价的大涨面临政策压力，大跌又存在需求支撑和政策放松的空间，房价失控的上涨或下跌都是小概率事件。

外围环境急剧恶化

一是美日欧等发达经济体出现二次探底，导致贸易摩擦的不断增加和中国出口的快速恶化；二是欧债危机继续蔓延。这一方面会导致中国对欧出口的大幅下滑；另一方面，为从根本上解决债务危机问题，政府可能大范围削减支出、增加税收，财政政策的大范围收缩可能造成欧洲经济再次陷入衰退，还可能引发大范围的罢工等社会问题，并拖累全球经济；同时，欧元的疲软会导致美元升值，对大宗商品价格构成压力。我们认为，在美日欧等经济体继续保持宽松政策、欧盟以及市场对欧债危机有所预期和准备，相应的救助机制已经建立的情况下，这种风险发生的概率不大。

股东大规模减持风险

2011 年是股权分置改革第三年，全流通对于市场将是巨大的考验。特别是在经济结构调整过程中，有进有退的调整，必将伴随上市公司的有进有退。行政方式退出对于市场影响甚微，但市场化退出则意味着上市公司大股东的减持。在市场上行阶段，进会助涨上市公司股价，退则对上市公司股价构成压力。若按我们对于 2011 年市

场走势的预计，高点可能达到 3800 点，但该点位对于市场化退出公司的大股东应有较强的吸引力。因此，一旦大股东减持形成势头，市场看空预期将迅速上升，市场下跌动力会陡增。

大涨后部分公司高估值和盈利预期下调风险

基于我们前述判断，2011 年一、二季度可能是市场上涨的主要阶段。随着市场大涨，市场整体估值可能趋于合理，但是剔除银行之后，部分行业和上市公司的估值或将偏高。如果 2011 年下半年上市公司业绩增长预期出现下调，高估值与基本面将产生背离，这可能会导致市场做空压力，从而导致市场出现较大幅度的回落。

四、2011 年投资策略

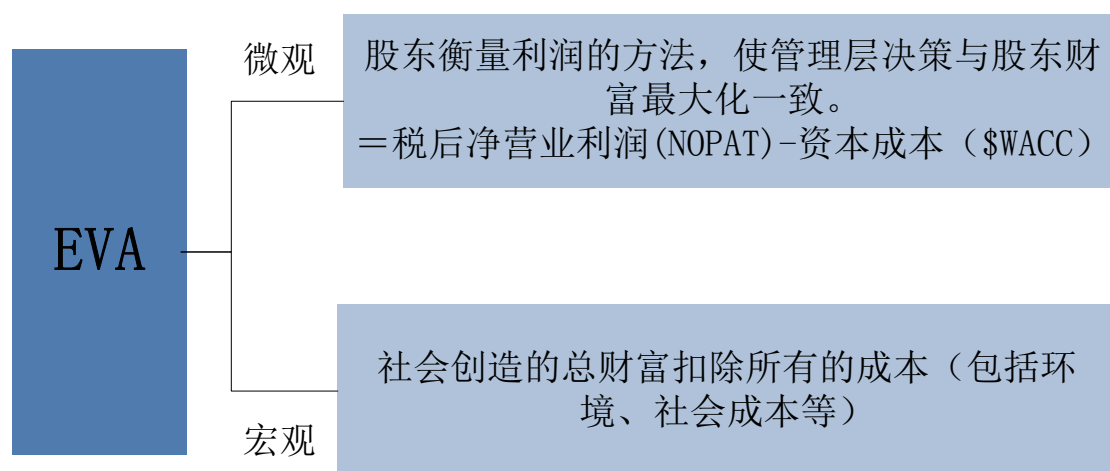
在经济学的意义上，“转型”意味着一国经济增长方式随着生产要素的变化而进行的主动优化过程。中国所面临的生产要素约束主要在：资源的稀缺性、环境的可承受能力、社会公平对效率的制约。这些因素决定了经济增长的成本，进而决定了一国经济增长模式的可持续性。

我们认为，政府主导下的经济转型，也将围绕上述约束条件加以展开。如我们上面所述，2011 年宏观经济有望触底回升、物价温和可控，这为政府推动经济转型提供了良好的宏观环境，政策在稳增长、控通胀的同时，将更加积极的为经济转型服务。我们相信，作为“十二五”规划的开局之年，2011 年有望出台诸多措施以确保经济转型在“十二五”期间有序推进，转型将成为中国经济的主题。

成功转型将为经济奠定坚实的可持续增长基础，对投资而言，关键是寻找转型过程中可以创造更多经济增加值的行业。

经济增加值在财务管理角度，指扣除所有成本（包括机会成本）后，企业能为股东创造的利润，它等于税后净营业利润扣除全部资本成本。从宏观经济角度理解，是指公司或行业以最小的成本为国民创造最大的财富，即等于社会创造的财富扣除所有的成本（包括环境、社会成本等）。

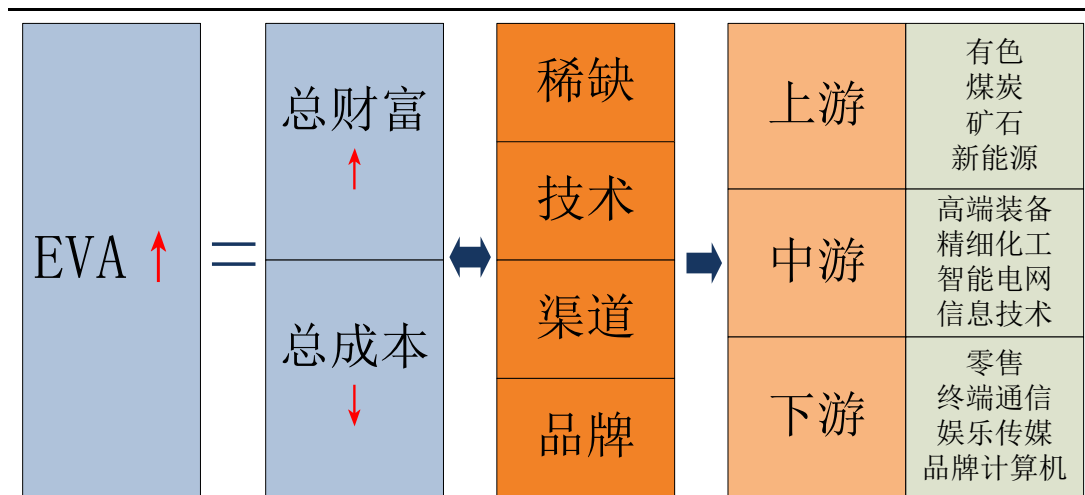
图表 14：经济增加值的涵义



数据来源：华融证券

我们从经济增长面临的约束条件出发，沿着资源稀缺性、技术突破、渠道和品牌，对上中下游各个行业进行梳理，寻找能在经济转型中创造更多经济增加值的行业。

图表 15：寻找转型中经济增加值的路径



数据来源：华融证券

1、转型需要上游资源价格反应其稀缺性

如上面所述，约束我国经济增长的一大因素是资源的稀缺性，如果资源丰富到足以支撑中国经济继续按照粗放的增长方式推进，转型也不会到刻不容缓的地步。为保持高增长、低通胀的这种最有组合，国内资源价格在政府管控下并没有完全反映出其稀缺性。如果资源价格仍被压在低位，高耗能、高污染的行业就存在高利润，就无法通过市场来实现经济的转型。我们认为，实现经济转型需要资源价格反应其稀缺性，这样才能通过压缩传统的高耗能高污染利润率，迫使资金向新兴产业转移。

“十二五”期间可能是经济转型的初始阶段，中国渐进的转型模式以及仍在推进的工业化和城镇化进程，使其对资源的需求总量仍将上升。世界经验表明，在人均 GDP 达到 7000 到 9000 美元之间的区间以后，单位 GDP 的能耗和矿产资源消耗会下降，我国距该区间还有一定距离。因此，中国经济转型初期对资源需求的增加相对于资源的稀缺性，使资源品价格长期趋势面临上升态势。

从未来 3-5 年的角度，国内经济可能进入新一轮的增长期，国际经济也将陆续走出低迷状态，需求的增加将导致资源品价格处在趋势水平之上。

2011 年可能是中国经济再次进入新一轮增长期的起点，而通胀仍处在温和可控的状态，这将给有色、煤炭、矿石以及新能源等资源品带来投资机会，目前至一季度市场发生震荡时可能是吸纳周期类股票的机会。

2、技术突破引领中游制造业升级

在经济转型初始阶段，政府对传统的制造业会采取压的措施，这就会压缩相关行业的利润空间，为攫取更高利润，企业只有通过技术创新对传统的制造业进行升级换代，这就能给经济创造更多增加值。

我们认为，中游行业中能通过技术突破创造更多增加值的主要是智能制造、绿色制造和服务性制造等。包括以高端装备制造为代表的部分机械、技术壁垒较高的精细化工制造、以智能电网为主的智能制造、以新一代信息技术为主的绿色制造和提高安全性和效率为目的的服务性制造（工业安全和工业 IT）。

3、品牌和渠道是下游消费做大做强关键

从产业链的角度看，消费行业处于产业链的最下游。按照尽量接近消费者这一量度，我们认为大消费涵盖：

计算机、通信、传媒、家用电器、食品饮料、纺织服装、商业贸易、餐饮旅游八个行业。

“十二五”期间国内经济将以扩内需为主，把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。在经济转型的大背景下，随着国内消费水平的提高，消费市场将出现整体的消费升级和部分区域快速发展的格局。消费板块中，我们选择可以通过渠道和品牌来获取增值的行业：

一是通过渠道来创造增值的行业：**零售、通信（终端）、家电（品牌）**。

二是通过品牌来创造增值的行业：**娱乐传媒、计算机（终端）**。

4、环境保护上升为公共产品

根据世行报告，大陆每年因空气污染和水污染所造成的经济损失相当于 1,000 亿美元，大约是 GDP 的 5.8%，环境约束成为继资源约束后又一束缚我国经济发展的重要因素。在国家层面上，治理环境污染实际上也是通过降低社会总成本来提高经济增加值。

在“十二五”规划建议中，提出“单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放大幅下降，主要污染物排放总量显著减少，生态环境质量明显改善”。中国在哥本哈根会议上的承诺：到 2020 年，中国单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年降低 40-45%；非化石能源占一次能源消费 15%。“十二五”期间环境税的开征是大概率事件，征收环境税会提高企业环保成本，促使其转型。

在大气、水、土地等产权具有公共属性的情况下，中国的环保问题存在一定的社会性，单靠市场可能难以解决日益严重的环境污染问题，最终环保问题可能上升为公共产品。在中国，政府有着强大的资源配置能力，在环保成为公共产品后，其投资力度将大为增加，落实也将更有保障，水、大气、固废等子领域的相关公司将从中受益。环保行业所带来的投资机会主要遵循以下几个主线：

污水处理：一体式膜生物反应器（MBR）技术将迅速推广。

固废处理：随着城镇化的推进，固废也会随之呈现加速增加态势，固废的处理也将获得快速发展。

废气及其他：火电厂烟气脱硝有望成为强制指标，核废料处理市场空间广阔。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn