

波动趋缓、分化持续的中国 A 股市场

2011 年 A 股投资策略

上证综指

在“十二五规划”下，随着劳动者报酬比重的提高，企业盈利增速将会放缓，投资增速下降，经济进入平稳运行期，经济波动的下降导致市场估值波动趋缓，而逆周期宏观调控政策使得顺周期的银行板块波动程度下降，因此，我们认为未来中国 A 股市场将进入企业盈利增速下滑和市场估值波动趋缓的新时期。

盈利增速的长期变化决定了未来市场的长期运行轨迹。国内 A 股市场盈利增速放缓和流动性持续回收决定了未来 A 股市场难有大的行情。而宏观盈利增速下降表现到中观行业层面，则是各行业在劳动报酬比重提升的过程中出现成长的分化，这种行业层面的分化表现在 A 股市场，则是代表不同公司的指数的分化，因此，我们认为未来 A 股市场将面临沪深 300 为代表的权重股与中小板指数为代表的成长股的持续分化。

基于对 2011 年各阶段影响市场估值波动的政策因素的分析，我们认为 2011 年一季度在消化了加息的负面影响，市场形成对加息的一致预期后，随着 1-2 季度投资超预期，市场将在此期间迎来阶段性机会，随后，由于紧缩政策的出台，下半年市场将出现调整，在四季度房地产行业管制松动后，权重行业推动指数再度向上。综合考虑政策、经济总量增长和成本上升的影响，我们认为目前市场预期沪深 300 净利润增长率仍有下调的风险。我们认为沪深 300 盈利预期在（19%，24%）内波动。基于对 2011 年沪深 300 盈利增速和估值波动的判断，沪深 300 盈利预期在（19%，24%）内波动，综合 PEG，我们得出沪深 300 动态 PE 在（11，16）内波动，我们认为 2011 年沪深 300 指数波动区间在（2800，4200）点之间，上证综指波动区间在（2600，4000）内。

2010 年是各行业市场表现分化的一年。在未来中国经济转型的推动作用下，各行业将继续延续景气分化的局面。我们认为行业长期表现基于其基本面景气变化，中期表现基于其估值变化，由此我们认为 2011 年应关注两类投资机会：一是持续的景气分化推动持续的行业分化，对应的是大消费类、政府投资类、产业升级、新兴产业及其相关行业，受益于未来景气上升和成长持续，虽然当前估值相对较高，但足以通过成长化解估值；二是政策影响消除后的估值修复，即关注估值优势和逐渐明朗的监管政策的银行板块的阶段性机会，以及价格管制松动产业在政策消除后的机会。

维持**看多**

策略研究小组 鲍庆

投资咨询执业证书编号：

S0630207100035

联系信息：

021-50586660-8642

bq@longone.com.cn

李志兵

联系信息：

010-59707116

lzb@longone.com.cn

王小丹

联系信息：

021-50586660-8631

wangxd@longone.com.cn

日期

分析：2010 年 12 月 29 日

正文目录

一、盈利增速放缓与估值波动收窄：新规划效应下的中国A股市场	5
1、收入分配效应的长期影响	6
2、经济波动下降的长期影响	7
3、逆周期宏观调控政策的影响	10
4、新规划效应影响总结	11
二、新规划效应下中国A股市场走势	12
1、波动趋缓、分化持续的中国A股市场	12
波动趋缓的中国A股市场	12
当前分化的中国A股市场	13
分化持续性研究——美国盈利增长率下降时期的持续风格分化	14
分化持续性研究——日本盈利增长率下降时期的持续风格分化	15
分化持续性研究——中观视角	15
分化持续性研究——中国盈利增长率下降时期的持续风格分化	17
分化持续与周期转换	19
2、2011年A股市场走势	19
“名义紧缩，实质宽松”的流动性现状	19
通胀与超预期的通胀	20
新规划元年对投资的拉动	22
房价调整引发政策松动预期	23
2011年中期因素汇总	23
市场盈利预期未反映多重负面影响	24
2011年市场走势判断	25
三、2011年A股投资策略	26
1、景气分化：大消费类	26
2、景气分化：政府投资类	27
3、景气分化：产业升级	27
4、景气分化：新兴产业及其相关行业	28
5、政策多重影响：银行板块关注估值优势和逐渐明朗的监管政策	28
6、价格管制松动产业	28
7、具体时点投资策略	29

图表目录

图 1.	“十二五规划”效应	5
图 2.	中国收入法GDP收成	6
图 3.	收入法GDP营业盈余与增长率	6
图 4.	上证指数盈利周期	6
图 5.	制造业指数盈利周期	6
图 6.	美国宏观企业盈余比重及增长率 单位: %	7
图 7.	美国宏观企业盈余与微观SPX的EPS增长率	7
图 8.	日本宏观企业盈余比重及增长率 单位: %	7
图 9.	美国企业盈余增长与国内投资 单位: %	8
图 10.	日本固定资产投资与企业营业盈余增长率	8
图 11.	中国近期制造业投资增速较低 单位: %	8
图 12.	美国GDP和标普 500PE变异系数回归拟合	9
图 13.	日本东京证券交易所指数 (TOPIX) PE变异系数	10
图 14.	沪深 300 各行业权重 单位: %	10
图 15.	西班牙主要银行年度相对PE	11
图 16.	西班牙主要银行年度EPS与GDP增长率	11
图 17.	美国SPX盈利周期与指数涨跌幅	12
图 18.	日本上市公司盈利周期与日经 225 指数年度涨跌幅	12
图 19.	中国M2/现价GDP	12
图 20.	日本M2/现价GDP	12
图 21.	中小板指数/沪深 300PE比	13
图 22.	沪深 300 滚动PE	13
图 23.	中小板指数滚动PE	13
图 24.	沪深 300 滚动PEG	14
图 25.	中小板指数滚动PEG	14
图 26.	沪深 300 各行业动态PE	14
图 27.	中小板指数相对沪深各主要指数估值	14
图 28.	1976-1985 年美国企业营业盈余比重及其增长率	15
图 29.	1979 年-1984 年美国两类风格指数表现	15
图 30.	1981-2008 年日本企业营业盈余比重及其增长率	15
图 31.	1989 年-2006 年日本两类风格指数表现	15
图 32.	1961-1977 年日本各行业劳动报酬比重及其变动率	17
图 33.	1961-1977 年日本各行业劳动报酬比重和利润变动率	17
图 34.	各国收入法GDP中劳动报酬比重比较	17
图 35.	中小板和沪深 300 上市公司行业分布 单位: %	18
图 36.	当前各行业净利润增长率一致预期	18

图 37.	1989-1992 年日本小盘股相对大盘股走势	19
图 38.	2000 年-2001 年日本小盘股相对大盘股走势	19
图 39.	M2/现价GDP	20
图 40.	M2 与GDP增速之差 单位: %	20
图 41.	CPI翘尾因素和市场一致预期 单位: %	20
图 42.	CPI中食品环比涨幅与其对CPI的拉动	21
图 43.	中国食品类价格上涨惯性系数	21
图 44.	1987 年美国加息周期与股市表现	21
图 45.	1973 年美国加息周期与股市表现	21
图 46.	1980 年美国加息周期与股市表现	22
图 47.	1977 年美国加息周期与股市表现	22
图 48.	2011 年固定资产投资累计增速一致预期 单位: %	23
图 49.	固定资产投资累计增长率较上年同期提高 单位: %	23
图 50.	住宅新开工面积和竣工面积、施工面积累计增长率 单位: %	23
图 51.	沪深 300 金融服务业一致预期净利润增长	24
图 52.	沪深 300 地产行业一致预期净利润增长率	24
图 53.	非金融地产类行业主营业务收入与GDP累积增长率	25
图 54.	非金融地产类行业 2011 年一致预期净利润增长率	25
图 55.	各行业估值相对市场与相对历史均值	26
图 56.	建筑建材动态估值	27
图 57.	建筑建材PEG	27
图 58.	机械设备动态估值	27
图 59.	机械设备PEG	27
图 60.	银行板块动态估值	28
图 61.	公用事业行业动态PE与盈利预期	29
图 62.	高速公路行业动态PE与盈利预期	29
表 1.	“十二五规划”基本要求和主要目标	5
表 2.	劳动收入比重变动对消费率和投资率的影响	8
表 3.	中国经济周期的峰谷落差	8
表 4.	美国GDP和标普 500PE变异系数	9
表 5.	日本经济周期的峰谷落差	9
表 6.	西班牙主要银行年度相对PE统计分析	11
表 7.	西班牙主要银行年度EPS与GDP增长率相关性	11
表 8.	1961-1977 年日本各行业劳动报酬比重变动和利润增长率	16
表 9.	按要素密集程度和行业产品用途划分的国内各行业受劳动报酬比重提升的影响	18
表 10.	2006 年上半年针对信贷和投资增长过快出台的部分调控措施	22
表 11.	当前市场盈利预期	24

波动趋缓、分化持续的中国 A 股市场

2011 年 A 股市场投资策略

一、盈利增速放缓与估值波动收窄：新规划效应下的中国 A 股市场

党的十七届五中全会通过《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》(简称“十二五规划”),其中政策主线是加快转变经济发展方式,围绕这一主线,提出了基本要求和主要目标。

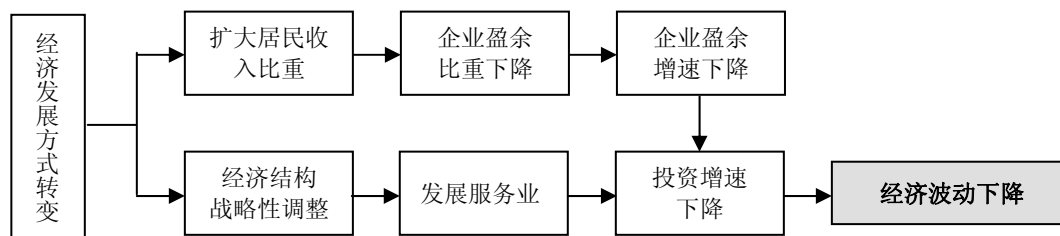
表1. “十二五规划”基本要求和主要目标

基本要求	坚持把经济结构战略性调整作为 主攻方向	构建扩大内需长效机制、促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变。加强农业基础地位,提升制造业核心竞争力,发展战略性新兴产业,加快发展服务业,促进经济增长向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变
	坚持把科技进步和创新作为 重要支撑	深入实施科教兴国战略和人才强国战略、增强自主创新能力、建设创新型国家
	坚持把保障和改善民生作为 根本出发点和落脚点	完善保障和改善民生的制度安排、促进就业放在优先位置、加大收入分配调节力度
	坚持把改革建设资源节约型、环境友好型社会作为 重要着力点	节约能源、发展循环经济、推广低碳、走可持续发展之路
	坚持把改革开放作为 强大动力	坚定推进经济、政治、文化、社会等领域改革
主要目标	经济平稳较快发展。价格总水平基本稳定,就业持续增加,国际收支基本平衡	
	经济结构战略性调整取得重大进展。居民消费率上升,服务业比重和城镇化水平提高	
	城乡居民收入普遍较快增加。实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长与劳动生产率同步,低收入者收入明显增加	
	社会建设明显加强。城乡居民的基本公共服务体系逐步完善,文化事业和文化产业加快发展	
	改革开放不断深化。财税金融、要素价格、垄断行业等重要领域取得明显进展,政府公信力和行政效率进一步提高	

资料来源:东海证券研究所

由此,我们认为随着未来中国经济进入平稳发展期,居民收入增长和服务业比重的提高,未来经济波动幅度和企业盈利增速将趋于下降,这决定了未来中国 A 股市场长期运行轨迹。

图1. “十二五规划”效应



1、收入分配效应的长期影响

按收入法 GDP 核算， $GDP = \text{营业盈余} + \text{劳动者报酬} + \text{折旧} + \text{生产税}$ ，由这一公式，我们可以得到两组引申的公式，分别表示比重和增长率，公式如下：

营业盈余 = $GDP - \text{劳动者报酬} - \text{折旧} - \text{生产税}$ ，营业盈余比重 $\approx 1 - \text{劳动者报酬比重}$

营业盈余 = 营业盈余比重 $\times GDP$ ，营业盈余增长率 $\approx \text{营业盈余比重变动率} + GDP \text{ 增长率}$

由此，我们可以看到营业盈余比重和劳动报酬比重变化对营业盈余增长率的影响。

如果劳动者报酬比重下降，营业盈余比重上升，同时经济增长率变化不大，营业盈余增长率也会提高，这就是中国 2000 年后的情况。中国自 2000 年后，企业营业盈余的比重明显上升，而劳动者报酬的比重则出现明显下降，企业营业盈余比重的上升推动企业营业盈余增长率的提高。

图2. 中国收入法 GDP 构成

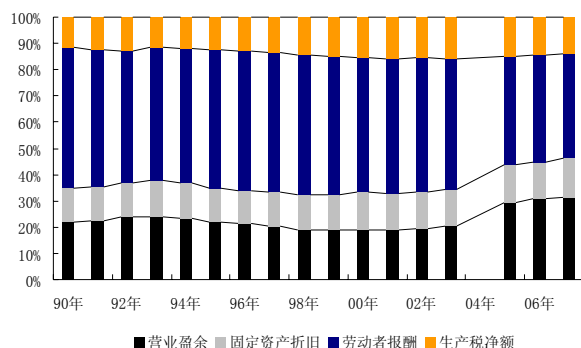
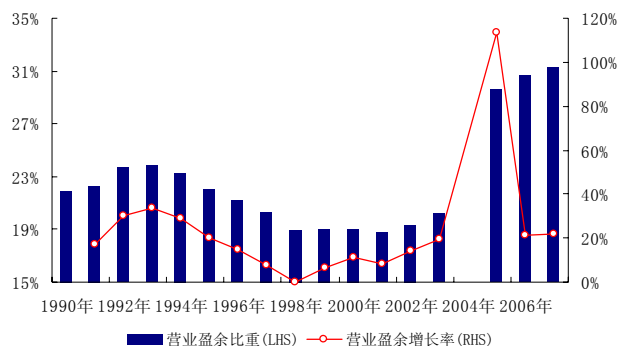


图3. 收入法 GDP 营业盈余与增长率



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

宏观收入法 GDP 的结构变化及其影响也体现在微观企业上。上证指数为代表的上市公司盈利能力自 2002 年后一直处于上升通道，只有 08 年出现回落，制造业的盈利能力虽然在 06、08 年出现回落，但上升趋势也非常明显。

图4. 上证指数盈利周期

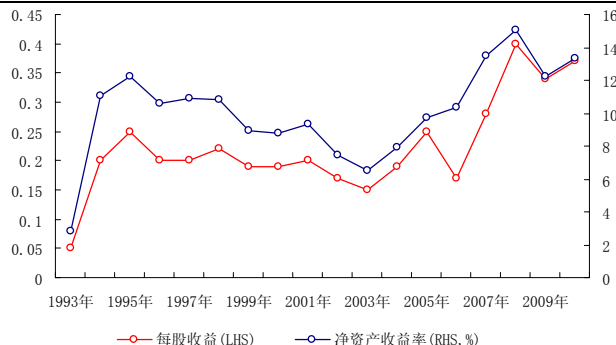
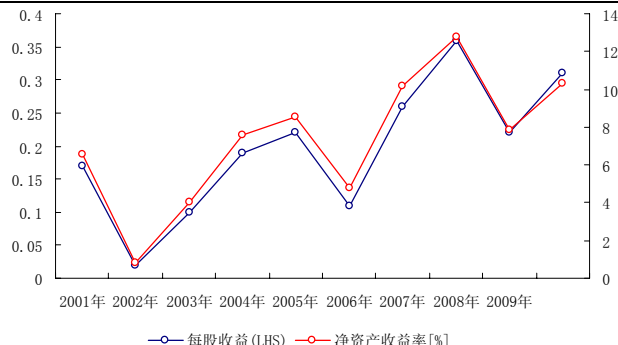


图5. 制造业指数盈利周期



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

相反，如果劳动者报酬比重上升，企业盈余比重下降，那么就会对企业盈余增长率产生负面影响，导致企业盈余增长率的放缓。美国历次初次分配中宏观企业盈余比重下降均伴随着盈余增长率的下降，同样，这一宏观的企业盈利能力变化也反映在了资本市场的上市公司上，在宏观企业盈余增长率放缓的同时，标普 500 的 EPS 增长率也呈下降态势。

图6. 美国宏观企业盈余比重及增长率

单位：%

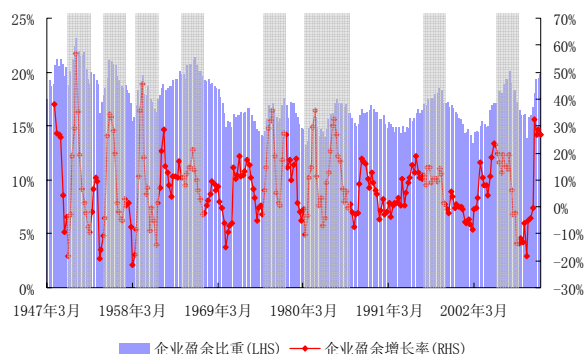
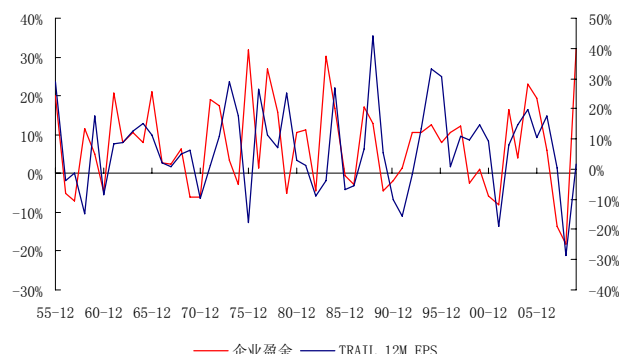


图7. 美国宏观企业盈余与微观 SPX 的 EPS 增长率

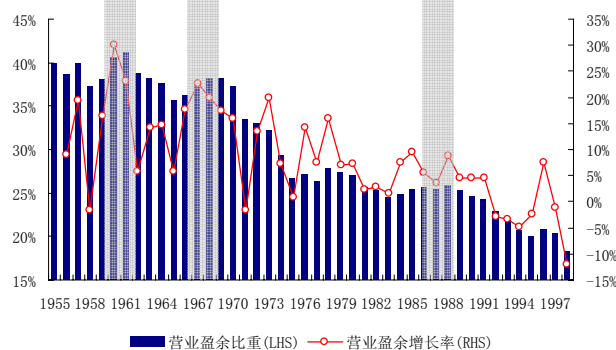


资料来源：CEIC 东海证券研究所

这一规律同样体现在日本历史中。日本宏观企业盈余比重由顶部下降时，企业盈余增长率也出现了下降态势。

图8. 日本宏观企业盈余比重及增长率

单位：%



资料来源：日本统计局 东海证券研究所

因此，我们认为随着“十二五规划”的落实，初次分配中劳动者报酬比重由底部向上提升，企业盈余比重将会相应的出现下降。由于未来中国经济进入平稳增长期(GDP 增长率下降)，营业盈余比重下降必然意味着营业盈余增长率的下降，这种宏观的企业营业盈余增长率的下降也必然体现在微观的上市公司业绩上。

2、经济波动下降的长期影响

企业营业盈余增速的下降导致投资增速的下滑，投资波动一直是宏观经济波动的原因，投资波动的下降，必然导致经济波动下降。

图9. 美国企业盈余增长与国内投资

单位: %

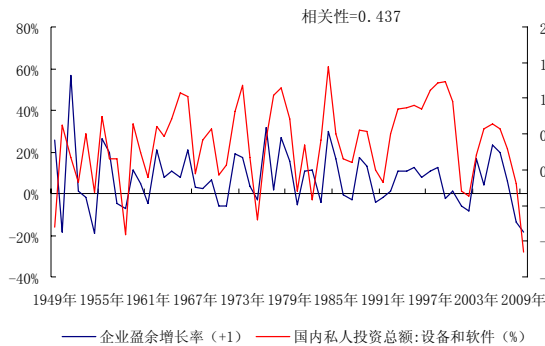
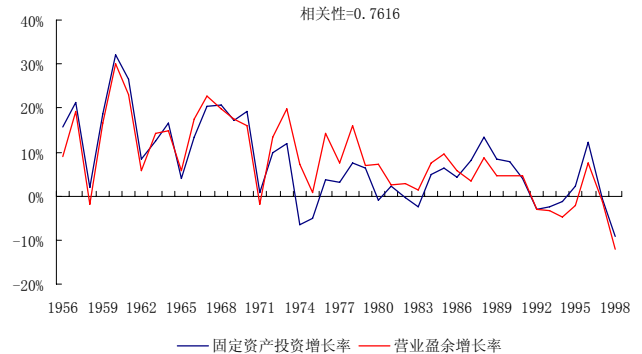


图10. 日本固定资产投资与企业营业盈余增长率



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

针对我们的研究,劳动收入比重每提高1个百分点,消费率(消费占GDP比重)将增加1.88个百分点,而投资率(投资占GDP比重)将减少0.10个百分点。

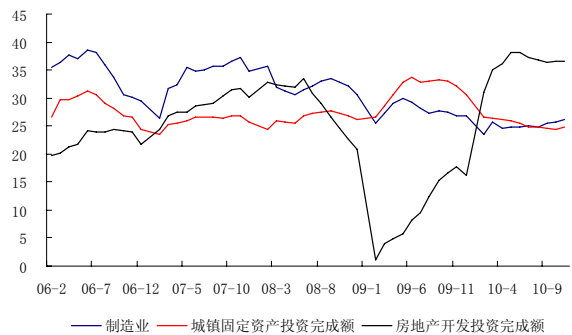
表2. 劳动收入比重变动对消费率和投资率的影响

消费率	投资率
1.88	-0.10

以上计算过程见东海证券研究所与中国人民大学合作成果
《2011年中国宏观经济分析与预测》分报告二《居民收入倍增与中国经济增长》

图11. 中国近期制造业投资增速较低

单位: %



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

投资波动的下降,以及经济结构战略性调整,服务业比重的提高,均将使得经济波动发生变化。我们预计“十二五”期间中国经济增长率将回落至平稳增长水平,经济波动幅度也将从6-7个百分点逐渐收窄回归,并且这一波幅的收窄回归有望在证券市场指数的估值波动上得以体现。

表3. 中国经济周期的峰谷落差

波峰时刻(年)	峰值(%)	波谷时刻(年)	谷值(%)	峰谷落差(%)	增长水平
1978	11.70	1981	5.20	6.50	8.05%
1984	15.20	1986	8.80	6.40	9.35%
1987	11.60	1990	3.80	7.80	7.63%
1992	14.20	1999	7.60	6.60	10.83%
2007	14.20	2009	9.10	5.10	10.94%

资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

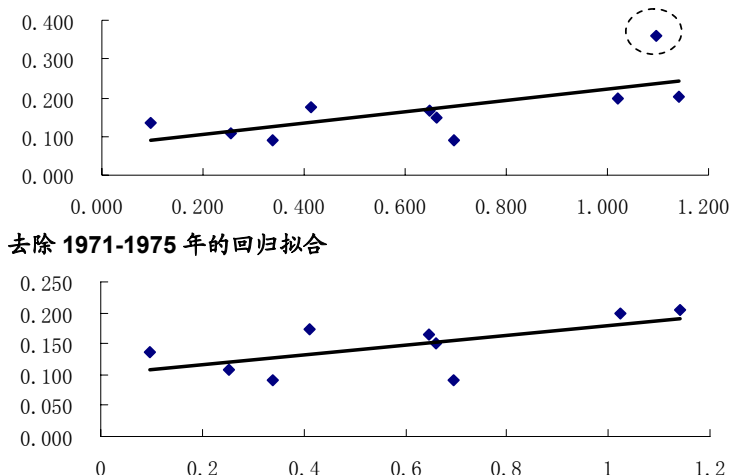
经济波动的下降导致利润波动和风险溢价波动的下降,从而导致指数PE波动的下降,我们分析了1956年以来美国GDP增长率和标普500PE估值波动(我们用变异系数表示波动程度),我们发现经济波动和指

数估值波动存在明显的正相关性，两者拟合效果非常明显，如果去除 1971-1975 年第一次石油危机对经济和指数的影响，那么两者拟合效果更加明显。

表4. 美国 GDP 和标普 500PE 变异系数

	GDP 增长率	PE
1956-1960	1.141	0.203
1961-1965	0.339	0.090
1966-1970	0.697	0.090
1971-1975	1.097	0.359
1976-1980	0.661	0.150
1981-1985	1.022	0.198
1986-1990	0.254	0.107
1991-1995	0.647	0.165
1996-2000	0.097	0.137
2001-2005	0.413	0.173
相关性	0.675	

图12. 美国 GDP 和标普 500PE 变异系数回归拟合



资料来源：BLOOMBERG WIND 资讯 东海证券研究所

进一步，我们通过研究日本经济波动的变化和证券市场指数的相关性。众所周知，日本经济在 1975 年结束了高速增长时期，进入平稳增长时期，经济波动程度明显收窄，峰谷落差由高速增长时期 8.8% 的平均值下降至平稳增长时期的 3.5%，与此同时，日本 TOPIX 指数（东京证券交易所指数）PE 的变异系数也出现下降。

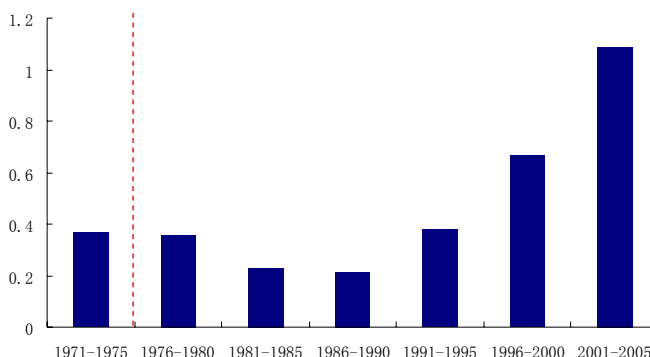
表5. 日本经济周期的峰谷落差

波峰时刻（年）	波谷时刻（年）	峰值（%）	谷值（%）	峰谷落差（%）	增长水平（%）
1952	1954	12.2	4.5	7.7	8.5
1955	1958	9.9	3.4	6.5	7.3
1959	1962	17.4	5	12.4	13
1963	1965	11.9	4.7	7.2	9.2
1968	1971	13.8	4.4	9.4	11.4
1972	1974	8.4	-1.2	9.6	5.1
高速增长期				8.8	9.1
1979	1983	5.5	2.3	3.2	3.7
1985	1986	4.4	2.9	1.5	3.7
1988	1993	6.2	0.3	5.9	3.6
平稳增长期				3.5	3.7
1996	1998	3.4	-1.1	4.5	1.4
2000	2002	2.8	-0.4	3.2	0.7
失去的10年				3.9	1.1

资料来源：日本统计局 东海证券研究所

注：日本“失去的 10 年”一般是指进入 90 年代以后的 10 年

图13. 日本东京证券交易所指数(TOPIX)PE 变异系数



资料来源：日本统计局 东海证券研究所

注：计算 PE 变异系数时以 5 年为一个周期

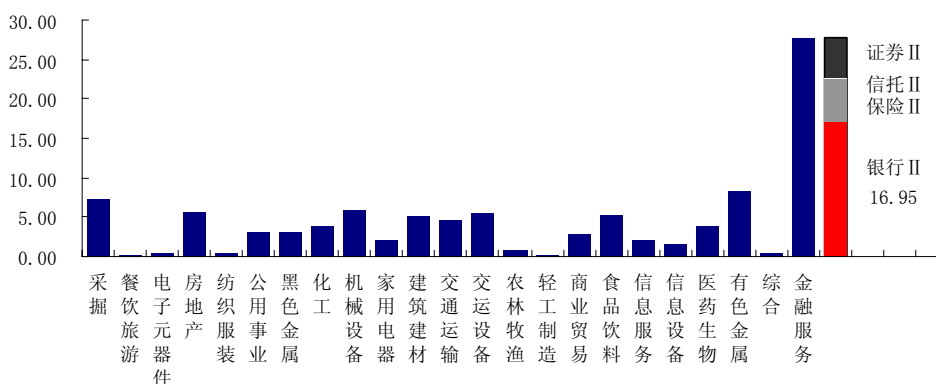
3、逆周期宏观调控政策的影响

《巴塞尔协议III》提出针对银行业的逆周期宏观审慎制度，“十二五规划”中也提到构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架。这一制度对于银行业业绩有着明显的影响，将减弱银行业顺周期的属性。目前沪深 300 权重中银行业为 17%，为影响第一大板块，银行业利润波动的下降，将影响其估值波动。以实施动态拨备制度的西班牙银行业为例，在 2000 年实施动态拨备后，银行业业绩和估值的周期性明显下降，三家上市银行其 PE 的波动性在 2000 年后明显下降，其 EPS 与西班牙 GDP 的相关性也在 2000 年后变为负的。

因此，我们认为随着未来国内银行业开始执行《巴塞尔协议III》，银行业其本来所具有的明显的顺周期性将减弱，银行业绩波动将减小，由此证券市场上银行板块对市场周期性的顶推作用将减弱。

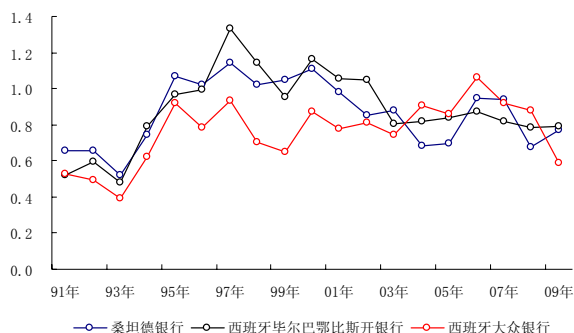
图14. 沪深 300 各行业权重

单位：%



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

图15. 西班牙主要银行年度相对 PE

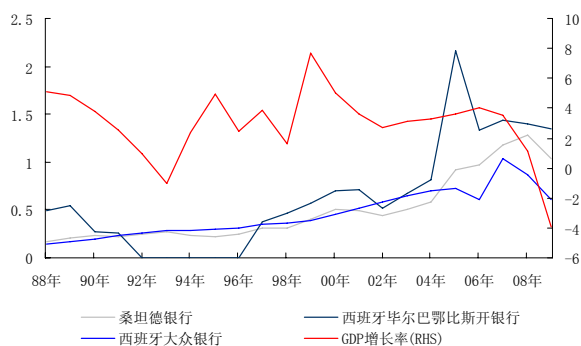


资料来源: BLOOMBERG 东海证券研究所

表6. 西班牙主要银行年度相对 PE 统计分析

		桑坦德 银行	西班牙毕尔巴 鄂比斯开银行	西班牙大 众银行
标准差	1991-1999	0.229	0.291	0.186
	2000-2009	0.145	0.136	0.123
变异 系数	1991-1999	0.262	0.337	0.278
	2000-2009	0.170	0.152	0.147

图16. 西班牙主要银行年度 EPS 与 GDP 增长率



资料来源: BLOOMBERG 东海证券研究所

表7. 西班牙主要银行年度 EPS 与 GDP 增长率相关性

	桑坦德银行	西班牙毕尔巴 比斯开银行	西班牙大 众银行
1991-2009	-0.260	-0.051	-0.138
1991-1999	0.186	0.625	0.004
2000-2009	-0.398	-0.188	-0.063

4、新规划效应影响总结

企业盈利增速下滑。劳动报酬比重的提高意味着企业营业盈余比重的下降，进而导致企业营业盈余增长率的下降。

市场估值波动趋缓。企业营业盈余增长率的下降导致投资增长率下降，同时，经济结构战略性调整，服务业比重的提高，将导致经济波动趋缓，市场估值波动下降。

二、新规划效应下中国 A 股市场走势

1、波动趋缓、分化持续的中国 A 股市场

波动趋缓的中国 A 股市场

盈利增速的长期变化决定了未来市场的长期运行轨迹。股市年度涨跌幅与上市公司盈利增速长期来看呈明显的正相关。从美国标普 500 年度涨跌幅与盈利周期的相关性来看，两者明显正相关，盈利较好的年份指数涨幅较大。这一规律也体现在日经 225 指数与日本上市公司盈利周期的相关性上。

图17. 美国 SPX 盈利周期与指数涨跌幅

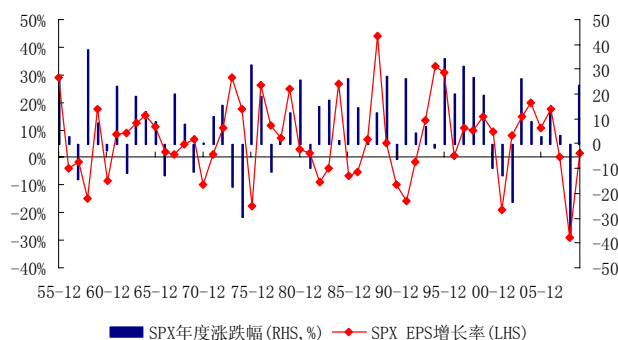
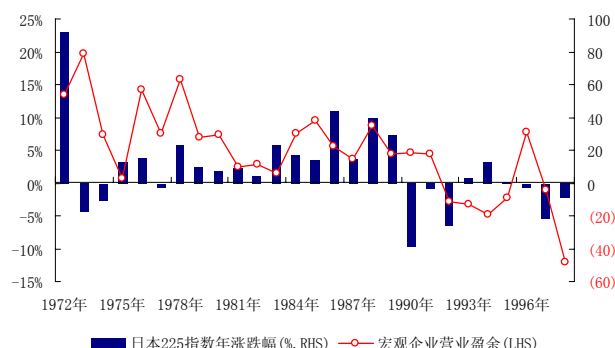


图18. 日本上市公司盈利周期与日经 225 指数年度涨跌幅



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

贯穿未来的另一个长期因素是流动性回收。日本股市在 80 年代后期出现泡沫的原因在于流动性的推动，使得日本股市脱离基本面出现了泡沫，而未来中国面临的是长期的流动性回收局面，现在来看中国不具备泡沫形成的条件，这一点中日存在本质的区别。

图19. 中国 M2/现价 GDP

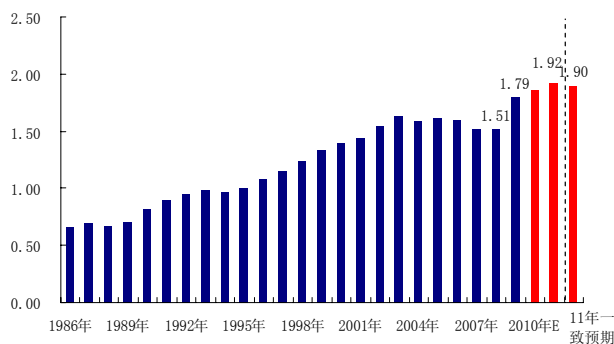
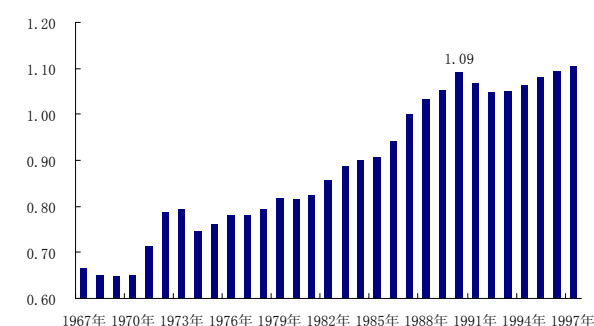


图20. 日本 M2/现价 GDP



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

当前分化的中国 A 股市场

当前市场风格持续分化，沪深 300 指数本年下跌 13.31%，而中小板指数上涨 17.07%，同时，中小板指数相对沪深 300PE 比创出历史新高，且持续居高不下。

图21. 中小板指数/沪深 300PE 比



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

当前沪深 300 滚动 PE12.253X，低于历史平均与历史追溯平均，相反，中小板指数滚动 PE32.278X，高于历史平均与历史追溯平均，可以说沪深 300 较中小板指数具有低估值的优势。

图22. 沪深 300 滚动 PE

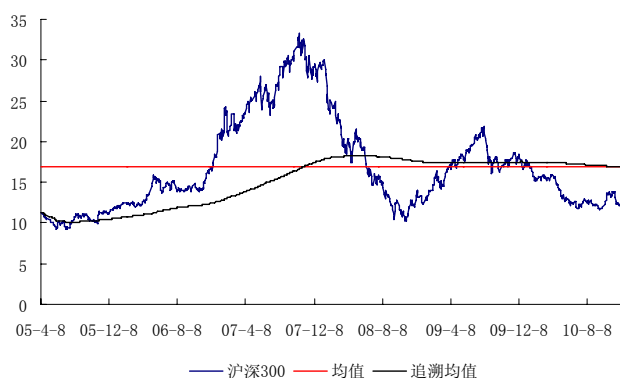
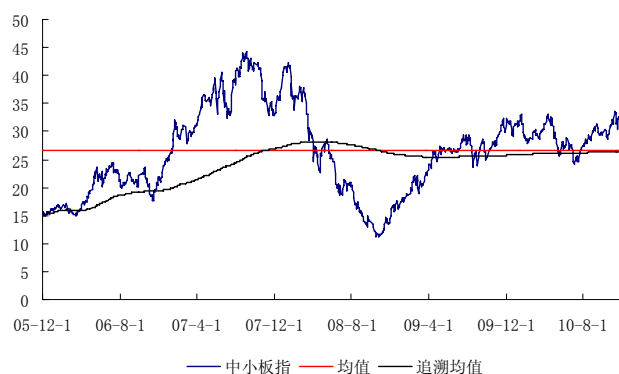


图23. 中小板指数滚动 PE



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

我们认为当前市场低估值反映了市场对未来成长的谨慎态度，特别是对于以权重股为代表的沪深 300，反映在对沪深 300 和中小板指数的 PEG 上，沪深 300 滚动 PEG 低于历史均值和历史众数，这导致两个指数的相关 PE 出现了历史新高。

图24. 沪深300滚动PEG

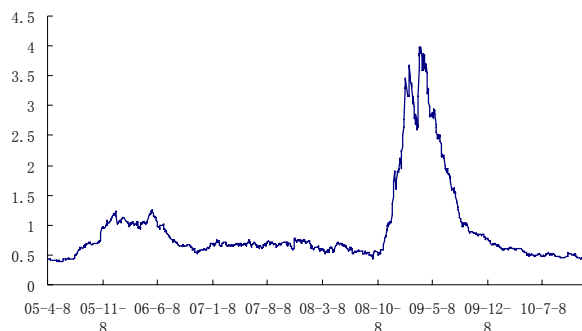


图25. 中小板指数滚动PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

我们认为这主要在于目前占沪深300权重达26.84%的金融服务业的低估值影响了整体沪深300的估值，从而使得中小板较沪深300的相对估值过高。如果我们以沪深300剔除金融服务业后的整体估值与中小板指数估值进行比较的话，可以看出目前中小板指数的相对估值并没有那么高，如果与占沪深300权重34%的制造业估值相比的话，很明显相对估值并没有创出新高。

图26. 沪深300各行业动态PE

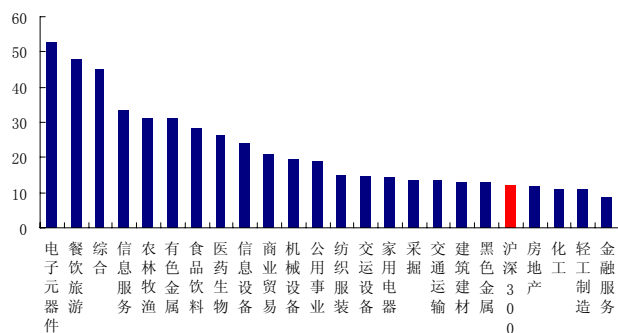
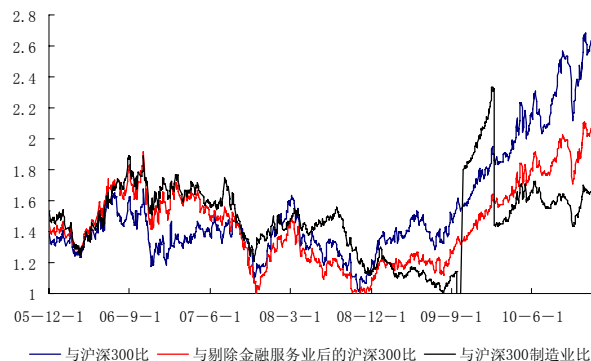


图27. 中小板指数相对沪深各主要指数估值



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

分化持续性研究——美国盈利增长率下降时期的持续风格分化

美国70年代中期到80年代初，中小型股票持续走强于大型股票，因为从79年开始利润增速持续下降，一直到80年代中期。在此期间美国中小盘股明显跑赢大盘股（西格尔，《股史风云话投资》）。由于数据最早为1979年，因此我们选取了这段期间美国以罗素2000为代表的小盘股和以罗素1000为代表的大盘股数据，从图中可以明显看出，在这段期间，美国中小盘股最大涨幅超过300%，而大盘股最大涨幅不到200%。

图28. 1976-1985年美国企业营业盈余比重及其增长率

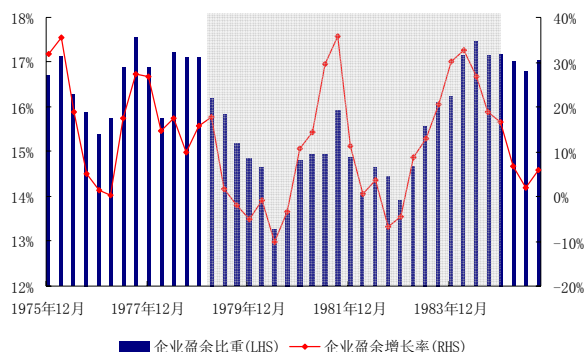
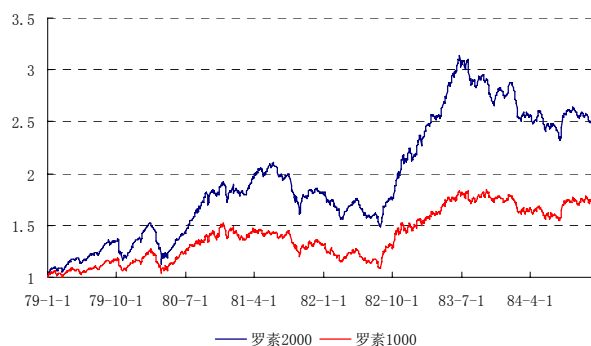


图29. 1979年-1984年美国两类风格指数表现



资料来源：BLOOMBERG 东海证券研究所

注：阴影部分为右图对应的 1979 年-1984 年。罗素 1000 代表大盘股，罗素 2000 代表中小盘股

分化持续性研究——日本盈利增长率下降时期的持续风格分化

日本在 1989-2006 年企业营业盈余比重下降及营业盈余增长率下降的同时，东京证交所小盘指数也多次跑赢东京证交所大盘 70 指数。

图30. 1981-2008年日本企业营业盈余比重及其增长率

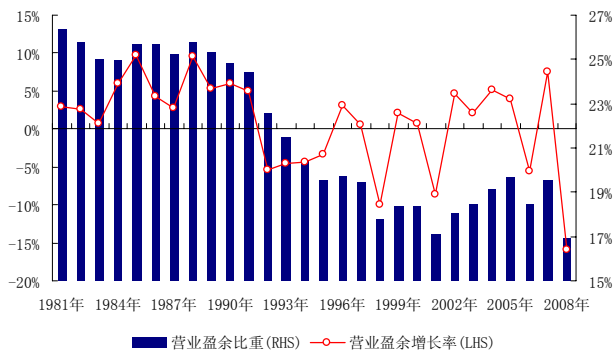
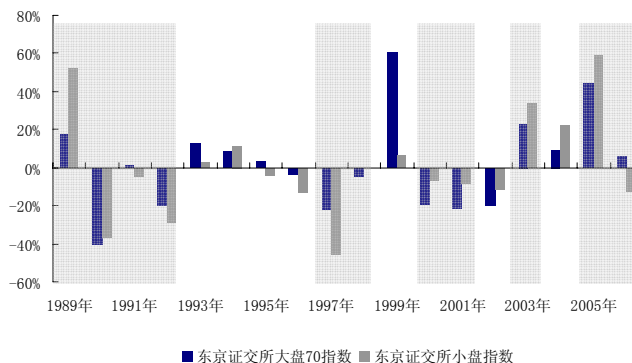


图31. 1989年-2006年日本两类风格指数表现



资料来源：BLOOMBERG 日本统计局 东海证券研究所

注：阴影部分对应右图中盈利增长率较上年下降的年份

分化持续性研究——中观视角

我们认为伴随着美国和日本盈利增长率下降过程中所出现的风格持续分化，主要原因于构成两种风格指数的成份——上市公司基本面的分化。

由宏观层面劳动报酬比重上升对企业营业盈余及其增长率的影响，我们可以得到中观各行业劳动报酬比重上升与企业营业盈余的影响。即：

$$\text{行业营业盈余增长率} \approx \text{行业营业盈余比重变动率} + \text{行业增加值增长率}$$

行业劳动者报酬的提高对行业营业盈余增长率存在负面影响，而行业增加值增长率受 GDP 增长率的影响。

日本在 1961-1977 年劳动报酬比重持续上升，由 40%提高至 56%，主要原因在于 1960 年左右日本通过了刘易斯拐点，劳动力成本上升，而此期间实行的国民收入倍增计划（1960-1970 年）进一步促进了劳动报酬比重的上升。分析这段时期日本各行业劳动报酬比重变动及行业盈利变动，我们发现：

1、初期劳动报酬比重小的行业，未来比重提高较大，

2、行业劳动者报酬的的确对行业营业盈余增长率存在负面影响，如在此期间，日本农林牧渔劳动者报酬比重提高了 96%，导致行业利润仅增长了 227%，远低于整体 GDP 的增长

3、劳动报酬比重提高对行业营业盈余增长率的负面影响可以通过行业增加值（行业需求）的高增长化解。即劳动报酬比重提高大的行业，由于受益于劳动者收入的增长，行业需求出现大幅增长，行业利润增长也出现不俗的增长。以日本食品制造业为例，食品制造业属受益于收入增长的行业，因此虽然在此期间食品制造业的劳动报酬比重提高了 112%，但期间利润增长了 605%。

4、由于 1971-1977 年间日本经济经历了从高速增长（1961-1974）到平稳增长（1975-1977）的过渡，通过比较两个阶段不同行业的变化，我们发现在第一阶段，消费类和周期类行业均受益于收入增长带来的需求增长（消费需求及其引致的投资需求），但是在第二阶段，除受益于当时石油危机的石油加工、炼焦及核燃料加工外，其他工业品周期类行业增加值均增幅明显下降，而消费品（包括周期类消费品）工业增加值增速仍然高于整体 GDP。

表8. 1961-1977 年日本各行业劳动报酬比重变动和利润增长率

	劳动报酬			增加值年复合增长率			营业盈余年复合增长率		
	61 年	74 年	77 年	全部	61-74	75-77	全部	61-74	75-77
全部行业	34%	46%	49%	15.0%	16.0%	10.6%	12.48%	13.7%	7.4%
农林牧渔	10%	16%	19%	9.0%	9.2%	7.8%	7.69%	7.7%	7.5%
采掘业	79%	33%	51%	9.0%	11.1%	0.4%	-	252.0%	-3.1%
制造业	38%	49%	53%	13.9%	15.5%	7.1%	10.80%	13.1%	1.3%
食品制造业 II	15%	36%	32%	12.6%	11.0%	19.8%	12.99%	12.7%	14.2%
纺织业 II	55%	55%	66%	9.6%	12.5%	-2.1%	4.74%	11.1%	-19.0%
造纸与印刷 II	41%	36%	47%	13.5%	17.1%	-1.1%	11.91%	17.9%	-10.6%
化学工业 II	37%	42%	42%	13.4%	14.9%	7.3%	11.81%	12.2%	10.0%
石油加工、炼焦及核燃料加工业 II	7%	28%	9%	13.8%	5.2%	59.6%	12.03%	-	-
非金属矿物制品业 II	45%	46%	59%	13.8%	17.2%	0.1%	9.47%	16.1%	-15.0%
金属冶炼及压延加工 II 业	27%	30%	38%	12.2%	15.5%	-0.8%	8.40%	13.6%	-11.6%
金属制品业 II	60%	61%	81%	15.1%	19.7%	-2.9%	4.48%	18.1%	-38.5%
通用、专用设备制造业 II	40%	63%	70%	13.7%	16.0%	4.4%	6.36%	9.8%	-7.5%
电气机械及器材制造业 II	42%	53%	58%	14.1%	15.8%	7.1%	11.15%	13.4%	1.9%
交通运输设备制造业 II	51%	53%	52%	17.3%	19.0%	10.5%	17.66%	18.0%	16.1%
仪器仪表及文化办公用机械制造业 II	47%	57%	67%	14.9%	17.5%	4.0%	10.67%	15.7%	-8.6%
其他制造业 II	52%	61%	69%	15.8%	17.9%	6.9%	10.18%	14.4%	-6.5%
建筑业	64%	57%	61%	18.2%	20.0%	10.9%	17.51%	21.0%	3.7%

电力、热力的生产和供应业	22%	41%	29%	14.6%	11.7%	27.8%	15.93%	4.9%	78.5%
批发和零售业	39%	51%	59%	16.6%	18.1%	10.2%	13.00%	15.8%	1.7%
金融保险	53%	46%	59%	17.2%	19.2%	8.9%	16.52%	21.4%	-2.5%
房地产	1%	4%	4%	16.4%	16.7%	15.0%	15.14%	15.2%	14.9%
运输、通信业	56%	82%	72%	14.6%	14.1%	16.8%	11.01%	-	-
服务业	30%	45%	51%	18.3%	19.2%	14.4%	15.16%	16.4%	9.7%
GDP 合计	40%	52%	56%	15.2%	16.1%	11.3%	12.62%	12.6%	12.5%

资料来源：日本统计局 东海证券研究所

图32. 1961-1977 年日本各行业劳动报酬比重及其变动率

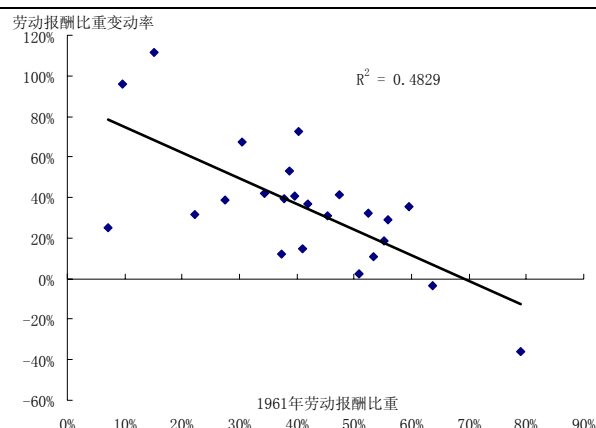
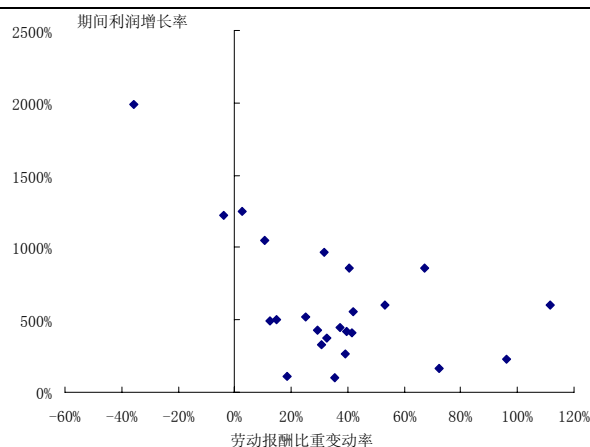


图33. 1961-1977 年日本各行业劳动报酬比重和利润变动率



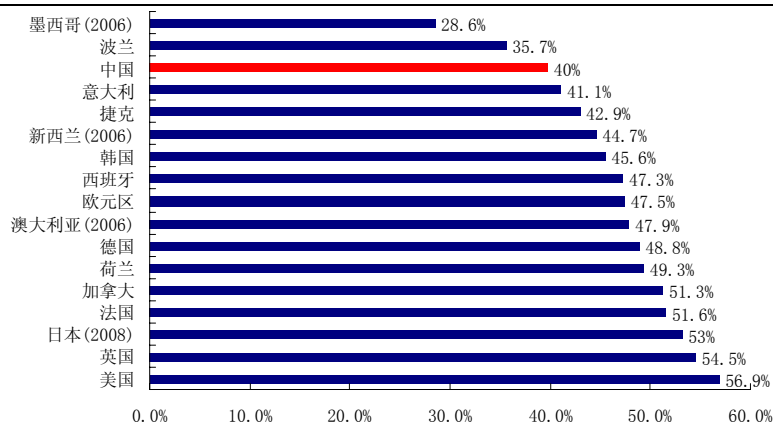
资料来源：日本统计局 东海证券研究所

分化持续性研究——中国盈利增长率下降时期的持续风格分化

1、中国劳动报酬比重上升空间较大

中国目前劳动报酬占 GDP 的比重为 40%（2007），仅相当于日本 1955 年时的水平，不仅远低于发达国家（发达国家均在 50%以上，其中美国为 60%，日本为 53%），更低于中国 90 年代初。

图34. 各国收入法 GDP 中劳动报酬比重比较



资料来源：《国际统计年鉴 2009》 WIND 资讯 东海证券研究所

注：以上数据除标出外均为 2007 年数据

2、行业盈利能力分化

未来中国经济将进入平稳增长期，这一点与日本 74-77 年类似，因此，从中观层面来看，中国较多行业面临产能过剩，劳动报酬比重的提高主要是促进消费类行业需求的增长，而这些行业引致的对资本品行业的投资需求相对较小。因此，我们认为未来中国各行业将面临结构性的分化，各行业中受益的行业有技术密集型服务业类的现代服务业和技术密集型消费类的医药制造业，两个行业受劳动报酬影响小，需求增速的提高将推动行业利润增长，其次是，劳动密集型消费类的食品制造业和纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业，虽然劳动报酬负面影响大，但需求增速加快有助抵消成本的负面影响，受负面影响最深的是劳动密集型中间投入类和劳动密集型资本品类，这两类行业一方面受劳动报酬的负面影响较大，另一方面需求增速也面临着放缓。

表9. 按要素密集程度和行业产品用途划分的国内各行业受劳动报酬比重提升的影响

行业类别	代表行业	所受影响
劳动密集型消费类	食品制造业、纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	劳动报酬负面影响大，需求增速加快
技术密集型消费类	医药制造业	需求提升抵消劳动报酬比重提升的负面影响
劳动密集型中间投入类	农林牧渔业、采掘业、农副食品加工业、纺织业、木材加工及家具制造业、印刷业和记录媒介的复制、文教体育用品制造业、橡胶制品业、塑料制品业、非金属矿物制品业	劳动报酬提升负面影响大，需求增速放缓
资本密集型中间投入类	石油和天然气开采业、造纸及纸制品业、石油加工、炼焦及核燃料加工、化工原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业	劳动报酬提升负面影响小，但需求增速放缓
劳动密集型资本品类	金属制品业、仪器仪表及文化办公用机械制造业	劳动报酬和需求双重负面影响
技术密集型资本品类	通用设备制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业、电气机械及器材制造业、通信设备计算机及其他电子制造业	需求增速放缓的负面影响
劳动密集型服务业类	传统服务业	劳动报酬提升，需求增速提高
技术密集型服务业类	现代服务业	劳动报酬影响小，需求增速提高
资本密集型公用类	电力、热力的生产和供应业、燃气生产和供应业、水的生产和供应业	劳动报酬影响小，但需求增速放缓

资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

我们认为宏观和中观的这种变化与分化将体现在资本市场。由于中小板上市公司和沪深 300 上市公司构成的不同，决定了这两种指数在未来持续的分化。成长性较好的行业占比，中小板明显高于沪深 300，沪深 300 指数中比重最大的金融其成长性明显较差。

图35. 中小板和沪深 300 上市公司行业分布 单位：%

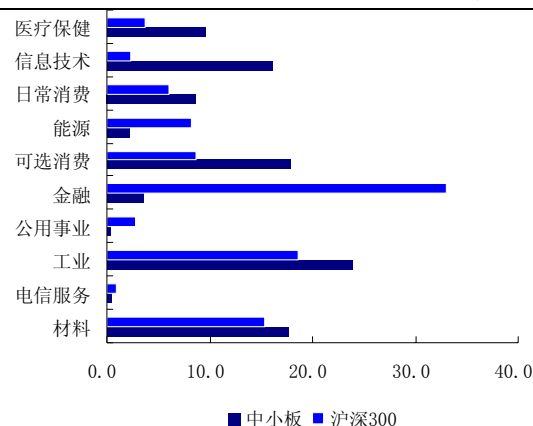
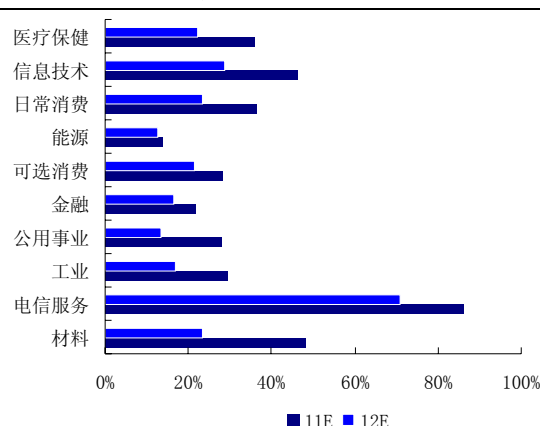


图36. 当前各行业净利润增长率一致预期



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

3、权重股银行板块消极因素长期存在

地方融资平台对银行板块的负面影响在未来几年仍然存在。在 10 年 7 月中国银监会召开的第三次经济金融形势通报会议中披露的存在严重偿还风险的贷款占比为 23%，约 1.5 万亿元，而 10 月地方融资平台清查结果显示 7.66 万亿元地方融资平台贷款中，有问题的地方融资平台贷款 2 万余笔，涉及贷款金额约 2 万亿元，增加了 0.5 万亿元。另一方面，未来几年地方融资平台将面临还本付息的压力，这将使得市场对银行板块业绩的不确定性增大。同时，银行业面临着《巴塞尔协议 III》中对动态拨备计提的要求，具体政策执行方案尚未明确。

4、房地业的长期调控

在年中策略报告中我们明确提出了未来中国房地产行业面临的结构性变化，即在人口老龄化、政策调控影响下房屋向一般消费品回归，从《十二五规划》内容来看，加快转变经济发展方式，构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变等，意味着未来经济结构调整的长期性，同时房地产拉动经济的支柱作用将逐渐被淡化。

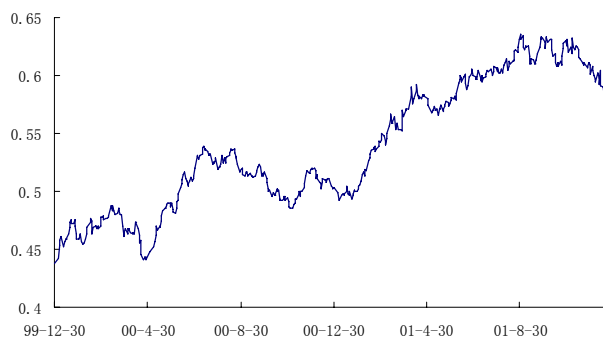
分化持续与周期转换

持续的风格分化并不意味着不会出现短期的周期性的风格转换，投资者获利回吐和风险意识的存在，使得两种风格短期的周期性转换始终存在。1989-1992 年和 2000-2001 年日本小盘股持续跑赢大盘股期间，仍然存在着这种大小盘的风格转换。

图 37. 1989-1992 年日本小盘股相对大盘股走势



图 38. 2000 年-2001 年日本小盘股相对大盘股走势



资料来源：BLOOMBERG 东海证券研究所

2、2011 年 A 股市场走势

虽然未来中国面临着流动性回收和盈利增速下降双重影响，但我们认为这两大因素的负面影响在 2011 年并不会完全发挥。

“名义紧缩，实质宽松”的流动性现状

流动性回收是一个长期问题。根据我们宏观小组对 2011 年 GDP、M2 的预测，我们估算出 M2/现价 GDP、

M2 与 GDP 增速之差，即便以一致预期的 2011 年 M2 同比增长率 15.7% 来估算 M2/现价 GDP，其值仍然高达 1.90。因此，仅就 2011 年而言，市场并不缺少流动性，关键在于流动性的预期，而这种流动性预期由政策所主导。我们认为 2011 年有两大因素将影响政策及其预期。

图39. M2/现价 GDP

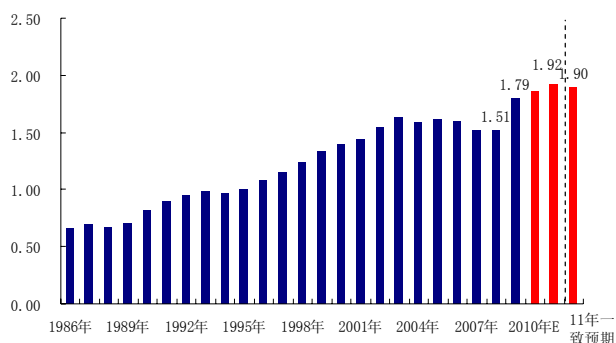
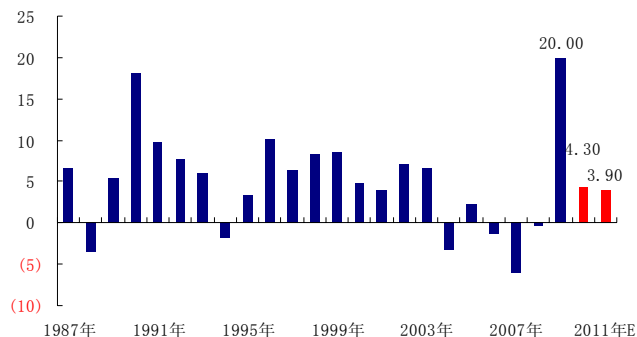


图40. M2 与 GDP 增速之差

单位：%



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

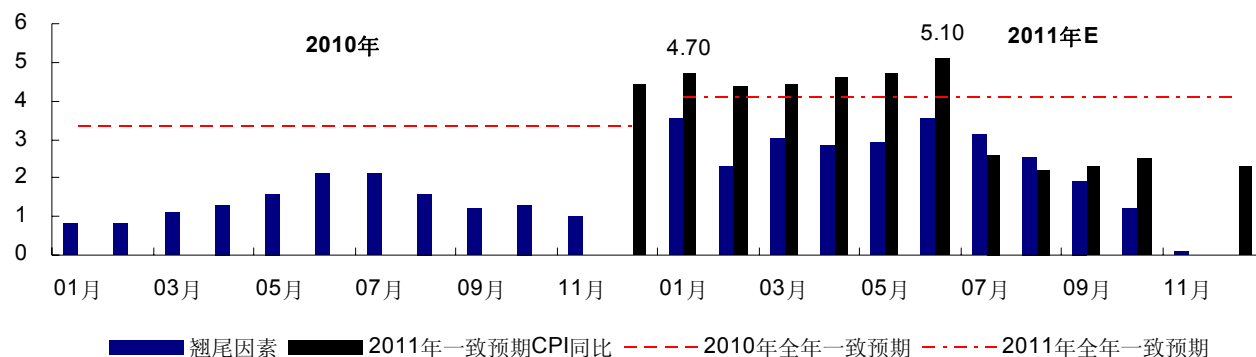
通胀与超预期的通胀

从预测数据来看，当前市场对 2010 和 2011 年度 CPI 的一致预期分别为 3.3%和 4.1%，较我们宏观小组 3.2%和 3.2%的预测值分别高出 0.1 和 1.1 个百分点。我们认为这一结果反映了市场对未来通胀压力的过度担忧，我们倾向于认为 2011 年通胀压力并不会如当前市场所担忧的如此严峻。

从 11 年各月 CPI 走势来看，翘尾因素在 11 年 1 月和 6 月分别是两个高点，市场由此预测了 11 年 1 月和 6 月后 CPI 同比增幅放缓，但是市场预期 3 月 CPI 会出现反弹，我们认为由于食品价格在一季度面临回落，相应的 3 月 CPI 反弹压力并不大。食品价格自今年 7 月以来一直上涨，11 月 CPI 中食品价格环比上涨 2.0%，同比涨幅达 11.7%，对 CPI 的拉动达 3.93%，但是根据我们对食品价格上涨惯性的估算，食品价格对 CPI 的压力在 11 年一季度有望减弱。

图41. CPI 翘尾因素和市场一致预期

单位：%



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

图42. CPI中食品环比涨幅与其对CPI的拉动

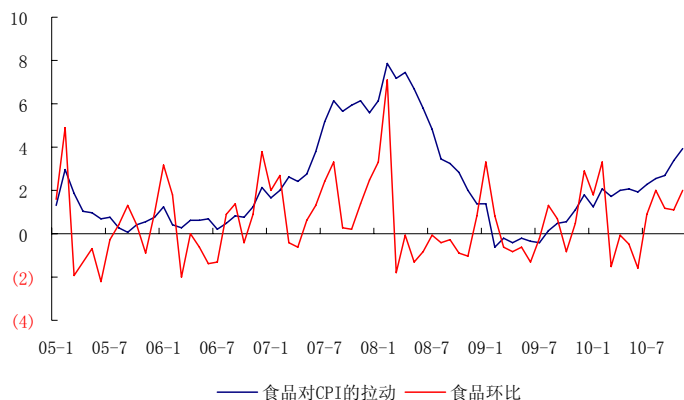


图43. 中国食品类价格上涨惯性系数

粮食	0.68
肉类	0.64
蛋类	0.28
水产	0.28
鲜菜	0.00
鲜果	0.21

注：价格上涨惯性系数（基于环比增长年率计算）

资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

加息：从预期波动到预期稳定

加息对市场的影响分为三个阶段：第一阶段，加息通道尚未完全形成，市场对担忧加息通道的形成，因此波动较大。第二阶段，加息通道形成，市场对加息已经形成一致预期，加息对市场的负面影响下降，市场回归由基本面景气驱动。第三阶段，加息的累积效果对基本面产生影响，基本面景气趋势出现拐点，此时加息导致市场拐点的出现。从美国历次加息周期来看，73、77、87年加息初期均出现了因加息预期不稳定所造成的市场波动，下图阴影部分为加息初期市场出现的波动，唯一的例外是80年，当时基本面景气上行的正面影响强于加息的负面影响。

图44. 1987年美国加息周期与股市表现

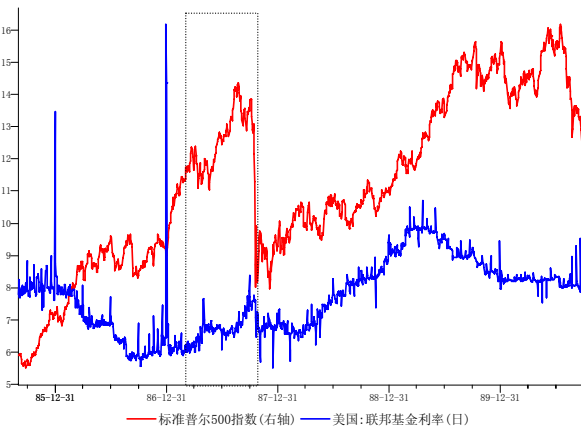
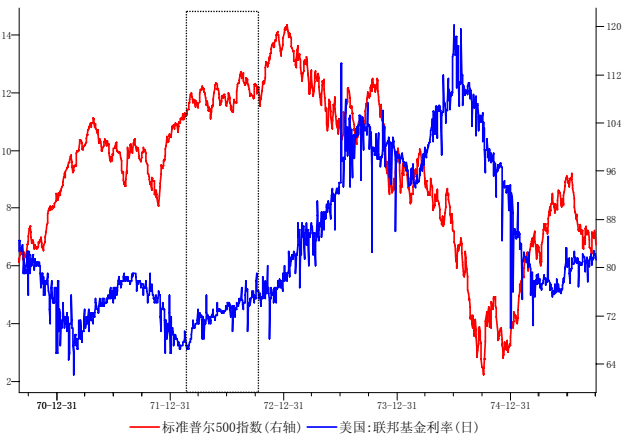


图45. 1973年美国加息周期与股市表现



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

图46. 1980年美国加息周期与股市表现

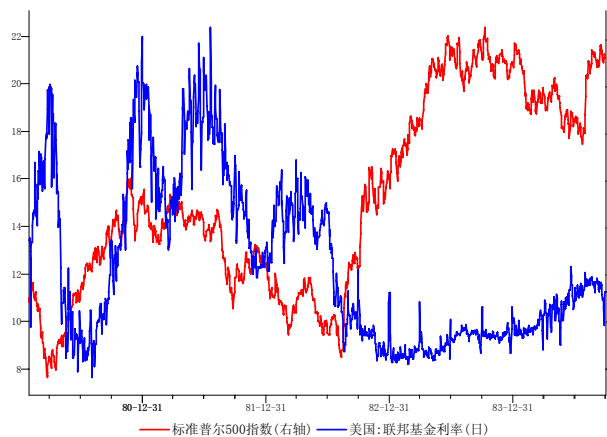
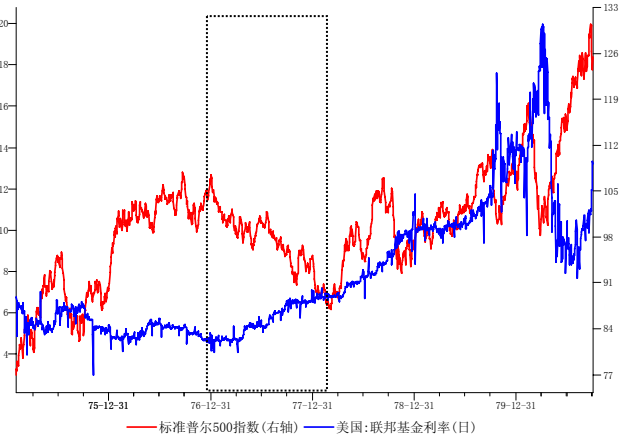


图47. 1977年美国加息周期与股市表现



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

新规划元年对投资的拉动

2011年是“十二五规划”元年,从中央和地方十二五规划来看,潜在的投资冲动较大。从历史上看,规划元年投资特别是1-2季投资有明显的“规划元年效应”,年初投资增速往往较上年同期明显提高,过高的投资增速导致宏观紧缩政策在规划元年二季度开始逐渐出台。下表为2006年“十一五规划”元年投资和信贷反弹所导致的紧缩政策。

表10. 2006年上半年针对信贷和投资增长过快出台的部分调控措施

时间	主要内容
2006年4月28日	央行上调一年期贷款基准利率0.27个百分点
2006年4月28日	央行召开“窗口指导”会议指出严控对过度投资行业的贷款
2006年5月17日	央行先后发行共2500亿元人民币定向票据,对象为今年信贷投放较多的商业银行
6月14日	
7月13日	
2006年6月13日	央行再次召开“窗口指导”会议,要求各银行控制贷款投放,优化贷款结构
2006年7月5日	央行上调金融机构存款准备金率0.5个百分点
2006年8月15日	央行再次上调金融机构存款准备金率0.5个百分点

资料来源: 国研网 东海证券研究所

当前市场一致预期11年3月、6月固定资产投资累计增速趋于下降,9月才出现反弹。因此,我们预计2011年1-2季度投资将超预期。

图48. 2011年固定资产投资累计增速一致预期 单位: %

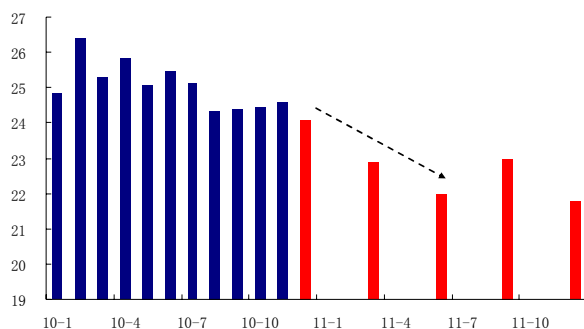
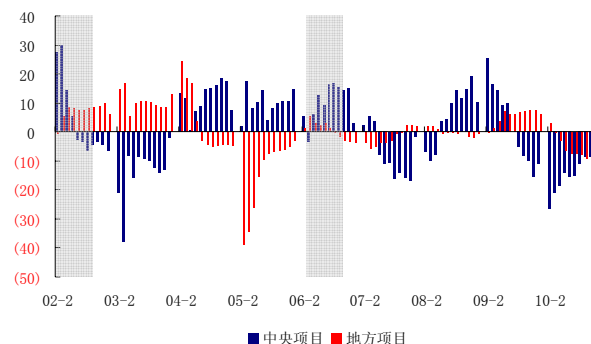


图49. 固定资产投资累计增长率较上年同期提高 单位: %

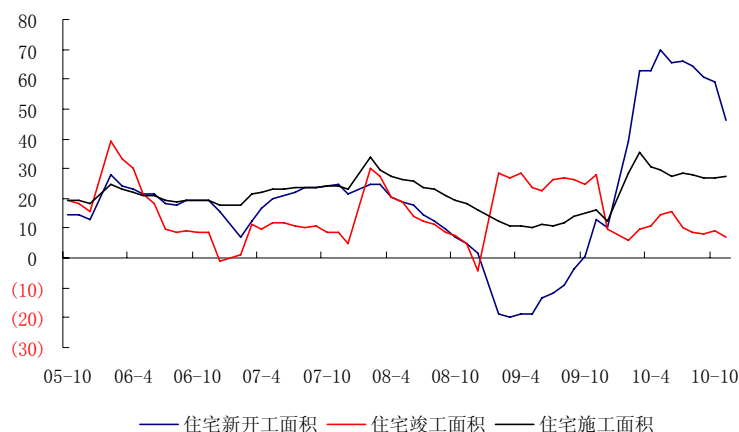


资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

房价调整引发政策松动预期

09年住宅新开工面积累计增长率明显高于住宅竣工面积，按照建设周期1年左右测算，2011年3月份左右住宅供给将大幅度放量，我们宏观小组预计明年3-4月房地产进行全面调整的时点，随着地产价格的调整，预期地产政策相应会出现松动。

图50. 住宅新开工面积和竣工面积、施工面积累计增长率 单位: %



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

2011年中期因素汇总

一季度: 加息预期波动到预期稳定，加息预期的形成导致加息对市场的影响逐渐消化。

二季度: 规划元年投资超预期，激发市场看多情绪，随后引发政府的调控政策，调控效果在年中逐渐显现。

三季度: 房价调整结束后房地产调控政策的减弱。

这些中期因素决定了2011年市场估值的阶段性波动。

市场盈利预期未反映多重负面影响

目前市场预期沪深 300 净利润增长率 11 年为 22%，其中流通市值占比 31.8% 的金融服务业增长 20.72%，房地产增长 36.49%，剔除金融服务和地产后增长 22.7%。但综合考虑政策、经济总量增长和成本上升的影响，我们认为这一预期有下调的风险。

表11. 当前市场盈利预期

	流通市值占比	2010E	2011E
沪深 300	100.0%	33.82%	22.00%
金融服务	31.8%	23.60%	20.72%
剔除金融服务	68.2%	47.09%	23.41%
房地产	3.28%	30.89%	36.49%
剔除金融服务和地产	64.92	48.15%	22.7%
中小板指数	-	42.75%	40.48%

资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

1、金融服务业面临的动态拨备制度对金融服务业盈利预期下调的负面影响。当前市场对金融服务业 10 年的盈利预期自 7 月后出现上调，对 11 年的预期则基本维持在 20% 左右，这一预期并未包含动态拨备制度实施对银行板块的负面影响，因此，存在较大的下调风险。

2、房地产行业调整风险，当前市场对 10 年地产行业的盈利预期自上半年开始一路下调，但对 11 年的预期在 9 月开始上调，我们认为这一预期并未反映地产行业在 11 年面临的价格调整可能，存在下调的风险。

图51. 沪深 300 金融服务业一致预期净利润增长

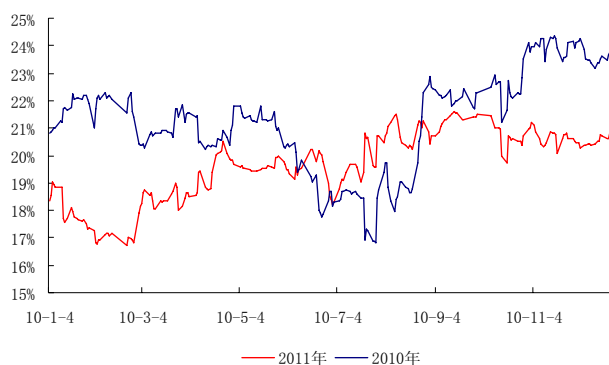
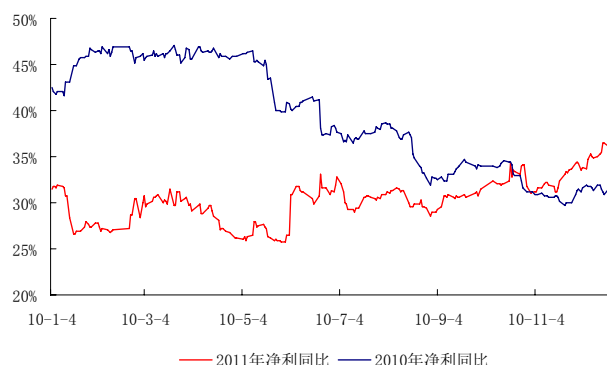


图52. 沪深 300 地产行业一致预期净利润增长率



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

3、非金融地产类行业面临总量增速放缓和成本上升的双重影响。根据我们对 2011 年名义 GDP 增长率的判断，11 年实际 GDP 同比增长 9.6%，名义同比增长 13.1%，增长较 10 年放缓，我们预计 11 年非金融地产类行业主营业务收入增长率将下降。另一方面由于 2011 年原材料成本上升的影响，PPI-PPIRM 将维持目前下降的趋势，这将影响毛利率的提升，同时劳动报酬成本上升也将对行业净利率产生负面影响，因此，我们认为当前市场对非金融地产类行业 2011 年净利润增长率 22.0% 的一致预期仍有下降的可能。

图53. 非金融地产类行业主营业务收入与 GDP 累积增长率

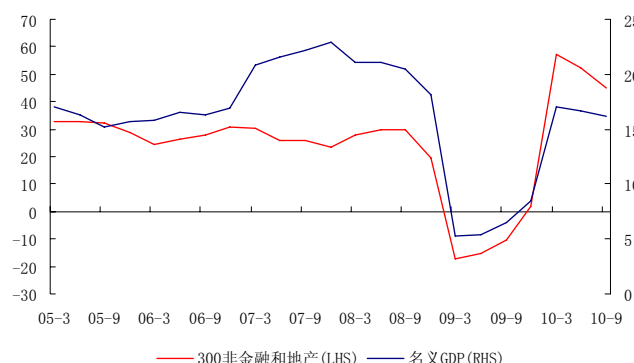
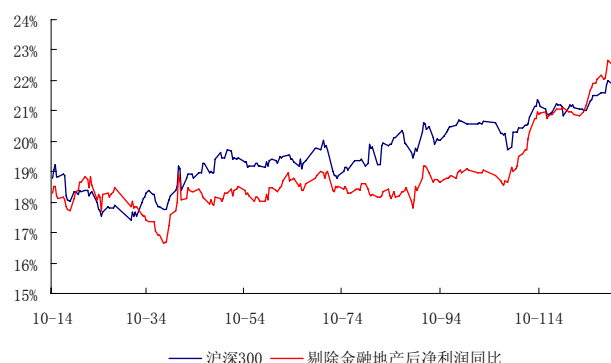


图54. 非金融地产类行业 2011 年一致预期净利润增长率



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

根据我们的研究，我们认为沪深 300 预测仍然较高，考虑到金融服务业面临的动态拨备，沪深 300 盈利有随着金融服务业下调的风险，根据我们宏观小组对 11 年国内 GDP9.6%的预测，我们认为沪深 300 盈利预期在（19%，24%）内波动。

2011 年市场走势判断

因此，我们认为 2011 年一季度在消化了加息的负面影响，市场形成对加息的一致预期后，随着 1-2 季度投资超预期，市场将在此期间迎来阶段性机会，随后，由于紧缩政策的出台，下半年市场将出现调整，在四季度房地产行业管制松动后，权重行业推动指数再度向上。

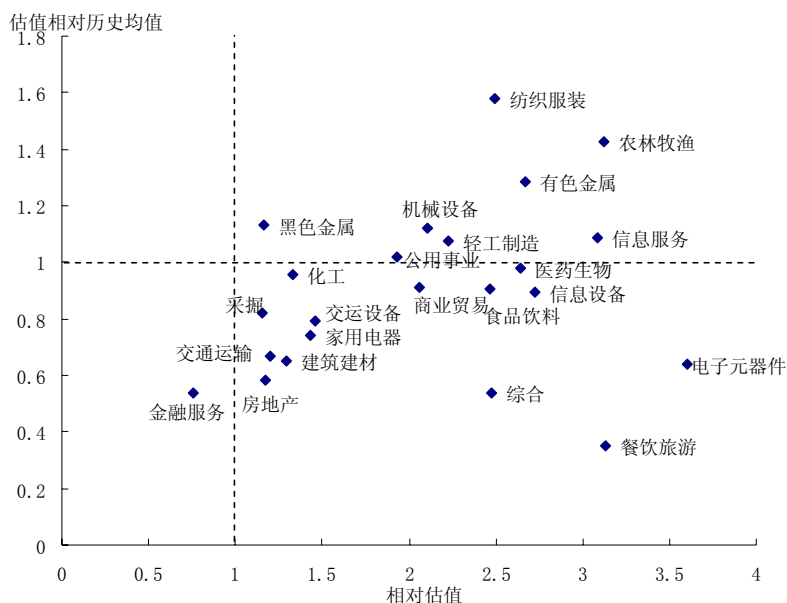
基于对 2011 年沪深 300 盈利增速和估值波动的判断，沪深 300 盈利预期在（19%，24%）内波动，综合 PEG，我们得出沪深 300 动态 PE 在（11，16）内波动，我们认为 2011 年沪深 300 指数波动区间在（2800，4200）点之间，上证综指波动区间在（2600，4000）内。

我们认为影响 2011 年市场运行最大的不确定仍然是政策，包括宏观调控政策和行业政策，如银行动态拨备政策的出台时机与细节。

三、2011 年 A 股投资策略

2010 年是各行业市场表现分化的一年。防御类和中小盘股市场表现强于周期类的大盘权重股，虽然一年中有过几次风格的转化，但持续性有限，未能完成真正的风格转换。市场表现的分化使得当前各行业估值出现分化，市场表现好的行业经过一年的上涨，无论是从行业相对市场估值，还是从行业估值相对其历史均值来看，市场表现好的行业估值均处于高位。

图55. 各行业估值相对市场与相对历史均值



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

正如我们报告中对未来 A 股市场的观点——波动趋缓、分化持续，我们认为未来中国经济转型将导致各行业出现持续的景气分化，从而导致各行业出现持续的市场表现分化。

我们认为行业长期表现基于其基本面景气变化，中期表现基于其估值变化，由此我们认为 2011 年应关注两类投资机会：持续的景气分化推动持续的行业分化、政策影响消除后的估值修复。

我们在第二章从中观层面分析了未来中国面临的行业分化，指出虽然大多数行业均面临劳动者报酬上升对成本的负面影响，但不同行业因需求的变化，其成长会出现分化。需求增速提高的行业，有利于弥补劳动成本上升的负面影响，景气出现上升。

1、景气分化：大消费类

从中观层面来看，中国较多行业面临产能过剩，劳动报酬比重的提高主要是促进消费类行业需求的增长，而这些行业引致的对资本品行业的投资需求相对较小。因此，我们认为未来中国各行业将面临结构性的分化，各行业中受益的行业有技术密集型服务业类的现代服务业和技术密集型消费类的医药制造业，两个行业受劳动报酬影响小，需求增速的提高将推动行业利润增长，其次是，劳动密集型消费类的食品制造业和纺织服装

鞋帽皮革羽绒及其制品业，虽然劳动报酬负面影响大，但需求增速加快有利于抵消成本的负面影响，因此，虽然从当前来看，大消费类中的食品饮料、医药制造业估值较高，但是未来其景气的持续上升可以化解当前较高估值，同时，大消费中的零售业、餐饮旅游虽然相对市场估值较高，但仍低于历史均值，且受益于需求增速提高，未来成长有望延续，其中，零售业更受益于通胀，而餐饮旅游则受益于“十二五规划”对旅游业的大力发展。

2、景气分化：政府投资类

2011 年作为“十二五规划”元年，1-2 季度投资存在超预期可能，特别是 2011 年保障性住房高投入，相关行业如建筑建材将明显受益，特别是中西部地区的相关公司，受益更大，建筑建材行业目前估值相对较低，具备我们看好的“行业景气上行+估值较低”的优势。

图56. 建筑建材动态估值



图57. 建筑建材 PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

3、景气分化：产业升级

装备制造工业列入“十二五规划”重点发展行业，相关行业目前受市场青睐，估值较高，如机械装备业，但目前其估值仍然低于历史均值，11 年在盈利和估值推动下，仍有向上机会。

图58. 机械设备动态估值



图59. 机械设备 PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

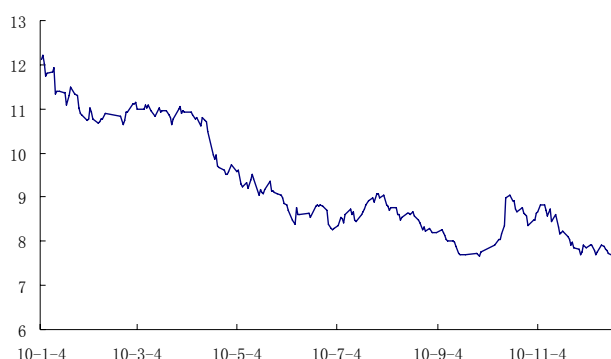
4、景气分化：新兴产业及其相关行业

《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》提出 2015 年增加值占国内生产总值的比重力争达到 8%左右，到 2020 年，这一比重力争达到 15%左右，未来十年节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等新兴行业面临巨大发展空间。我们认为 11 年是新兴产业大步发展的一年，新兴产业相关设备行业将领先新兴产业出现景气上行。

5、政策多重影响：银行板块关注估值优势和逐渐明朗的监管政策

银行板块目前估值优势明显。我们认为 11 年银行板块具备三方面投资机会：一季度加息预期下银行板块盈利预期有望继续提升，从而助推银行板块迎来阶段性机会；二是监管政策逐渐明朗后，银行板块的估值修复行情；三是风格周期性转换带来的阶段性配置机会。

图60. 银行板块动态估值



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

6、价格管制松动产业

价格管制型行业，如交运（高速）、公用事业、地产目前受价格管制影响，其中交运、公用事业等行业景气上行趋势被打断，盈利预期在价格管制政策出台后出现下调，行业 PEG 下降。11 年下半年随着通胀压力减退，行业景气有望恢复上行，而地产行业虽然从长期来看，面临结构性变化，但在价格调整后，随着政策调控力度的减弱，有望出现估值修复的阶段性机会。

图61. 公用事业行业动态 PE 与盈利预期

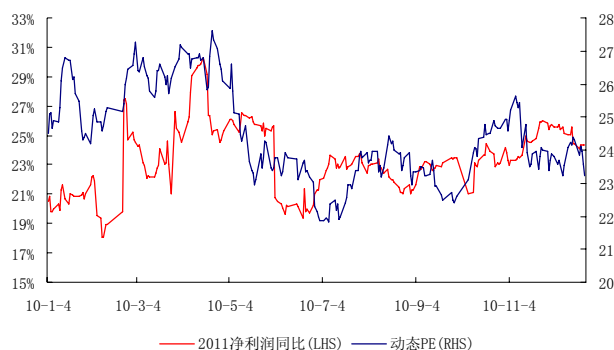
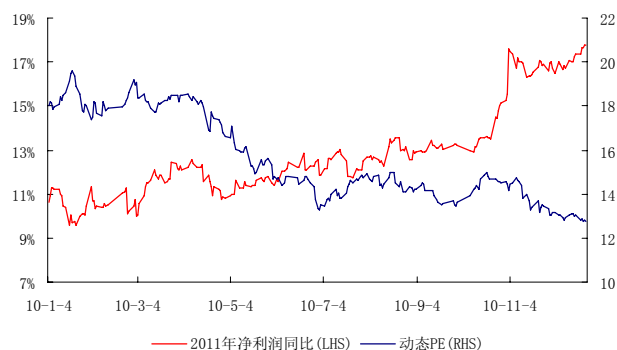


图62. 高速公路行业动态 PE 与盈利预期



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

7、具体时点投资策略

一季度：加息预期波动下防御为主，兼顾银行板块盈利预期提升下的阶段性机会

二季度：加息预期稳定、投资超预期下政府投资类

三季度：政策调控下防御为主

四季度：通胀减弱、地产政策松动，关注价格管制敏感产业

新兴产业类和产业升级类是贯穿全年的主题

作者简介

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 3 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897