

A 股市场 2011 年 1 月投资策略

时间窗口开启 增加周期配置

中信证券研究部 策略组

邵峰

电话: 010-84588032

邮件: xif@citics.com

执业证书编号: S1010510120025

陈华良

电话: 010-84588072

邮件: chl@citics.com

执业证书编号: S1010510120069

刘浩波

电话: 0755-83174403

邮件: lhb@citics.com

执业证书编号: S1010510120038

刘可

电话: 010-84588091

邮件: lk@citics.com

执业证书编号: S1010510120053

刘津

电话: 010-84588281

邮件: liujin@citics.com

执业证书编号: S1010510120034

摘要:

- ❖ **市场回顾: 国内资金收缩误伤 A 股市场。**进入 12 月份海外市场假期效益明显, 资金头寸按惯例发生了调整, 此前布局新兴市场的资金回流。受通胀预期上升影响, 全球债券市场进入小熊走势, 预示资产周期轮换进入后期的股票和商品阶段。
- ❖ **一月份关键经济事件一: 抓住通胀回落窗口。**宏观分析结论的差异主要在时滞和速度上, 纵览本轮周期也不例外, 股市商品类资产周期从复苏轮回“现金为王”也是必然的规律。一般周期结束都以商品价格上涨, 通胀快速上升为标志, 因此, 悲观乐观的差别应该是时间。当前 CPI 预测一季度是阶段回落窗口。
- ❖ **一月份关键经济事件二: 胡锦涛主席访美。**一月份全球博弈为中美问题为主, 军演、欧债影响将淡化, 随着中国采购团访美, 预计国际局势稍显和谐, 美元指数倾向弱势, 人民币升值将加快。
- ❖ **政策与市场判断: 一季度政策环境总体偏暖, 股市上升时间窗口打开。**差别存款准备金政策将成为 2011 年抑制商业银行放贷冲动的利剑, 而且作为更加市场化的手段, 减少了每次货币当局通过行政指令压制而引发的市场恐慌, 一季度又是对市场最好的时间窗口。有几个风险点需要密切关注: 一是通胀超预期引发的更严厉货币紧缩; 二是针对地产的新一轮调控; 三是经济恢复迅猛引发政策退出过快。在我们年度策略报告所列的策略时间表中, 1 月份以后将明确物价、经济增长、制度改革、外汇博弈等诸多方面的信号, 市场上行的关键窗口将打开。
- ❖ **投资建议: 在新的经济趋势形成之前, 我们对结构配置的逻辑主线依然是沿着经济结构调整方向寻找结构性的长期成长机会, 关注“十二五”规划相关成长领域和成长股。**对 1 月份及延续一季度的行业配置, 我们建议在上述基础上增加传统周期性品种的配置, 主要支持逻辑在于: 1、进入 1 月份信贷和项目投资回归正常化将释放流动性压力; 2、节能减排项目放松后部分产能恢复和原有产能补库存支撑投资品需求; 3、汇率波动有助于支撑海外大宗商品价格; 4、一季度节日效应对能源、资源和消费需求提升; 5、进入 1 月份以后市场将会逐步关注业绩超预期行业和高送配个股; 6、市场机构基于全年的结构调整将推动风格向更均衡方向转换, 大盘/小盘、周期/科技消费的比例将有调整。综合来看, 建议增配资源型和周期型的煤炭、有色金属、航空、水泥和农业。继续推荐“十二五规划长期成长组合”, 传统周期行业推荐关注: 厦门钨业、*ST 钒钛、兰花科创、冀中能源、中金岭南、南方航空、隆平高科、南宁糖业、中南建设。

目 录

1、市场回顾：黎明前的黑通常比较黑	1
2、关键经济事件：通胀回落窗口与胡锦涛主席访美	3
2.1、通胀形态仍是国内最关键的因素	3
2.2、中美战略博弈：一月份进入和谐期	5
2.3、产业政策时间表	6
3、市场走势分析：持仓紧缩担忧与货币贬值担忧博弈	9
3.1、什么会改变资金预期：资金面会从 1 月份逐步缓解	9
3.2、什么情况会改变政策预期	10
3.3、走势判断：1 月份开始是上升的时间窗口	12
4、行业配置：增加周期配置	13
4.1、一季度现周期性行情的概率与条件	13
4.2、重点行业展望：金融地产凸显安全性，资源周期体现进攻性	15

插图目录

图 1：2010 年最后一月假期效益体现	1
图 2：月历效益再现	1
图 3：年底新兴市场资金出现回流	1
图 4：全球股票市场 12 月份仍是 A 股最差	1
图 5：12 月出现全球债券熊市	2
图 6：12 月份农产品上涨卷土重来	2
图 7：中国银行间市场年底资金成本大幅上升	2
图 8：大盘股和周期股已具估值免疫力	2
图 9：传统经济周期中大类资产轮换规律	3
图 10：当前中信宏观与市场预期的通胀走势月图	3
图 11：2010 年 CPI 翘尾因素走势	3
图 12：2011 年 CPI 翘尾因素走势预测	3
图 13：M2 增速回落领先 CPI 回落	4
图 14：大宗商品价格是助推短期通胀的风险点	4
图 15：2010 年各月原材料库存指数高于历史水平	4
图 16：2010 年各月食品行业库存指数高于历史水平	4
图 17：生猪存栏低点 6 个月后猪价下跌	5
图 18：蔬菜价格涨幅将逐步回落	5
图 19：各经济体通胀态势（2010 年 10 月）	5
图 20：各大宗商品涨跌幅存在一定的不同步性（2010 年 12 月）	5

图 21: 我们判断一季度美元指数趋于弱势.....	6
图 22: 一季度人民币升值可能加快.....	6
图 23: 7 天回购利率水平上升到 2007 年下半年水平.....	9
图 24: 2010 年底央行公开市场连续净投放.....	9
图 25: 央票到期额度会从 2011 年 1 季度逐渐增多.....	9
图 26: 年初往往是银行放贷的重要时间.....	9
图 27: 工业利润维持高位增长.....	11
图 28: 进出口形势表现良好.....	11
图 29: 11-12 月 PMI 总指数的行业结构.....	11
图 30: 11-12 月 PMI 新订单指数的行业结构.....	11
图 31: 历史上一季度主要周期性行业的绝对涨幅.....	14
图 32: GDP 单季增长形态.....	15
图 33: 大盘股/小盘股风格转换.....	15
图 34: 估值水平 (PE-TTM, PB).....	15
图 35: 资金市场利率情况.....	15
图 36: 逆周期监管风险释放提升银行估值.....	16
图 37: 每年 1 季度贷款规模通常都较高.....	16
图 38: 地产行业的增速预测持续上调.....	16
图 39: 房地产板块季节效应集中体现在一季度.....	16
图 40: CRB 现货指数接近历史新高.....	17
图 41: 访美可能继续促成对人民币的贬值.....	17
图 42: 冶金环节库存低位支撑焦煤需求.....	17
图 43: 煤炭板块对原油价格敏感性较高.....	17

表格目录

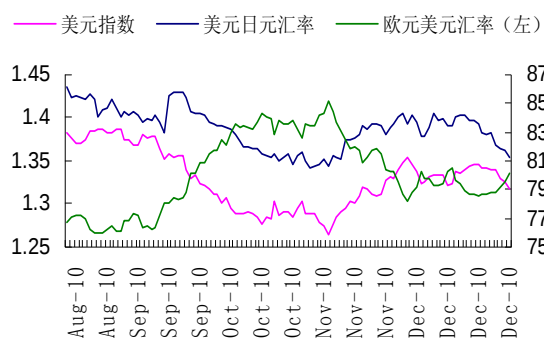
表 1: 27 个省及直辖市关于制定当地“十二五”规划建议中主要经济目标概览.....	7
表 2: 2011 年策略投资时间表.....	12
表 3: 各行业利润增速和估值水平.....	18

1、市场回顾：黎明前的黑通常比较黑

进入 12 月份海外市场假期效益明显，资金头寸按惯例发生了调整，此前布局新兴市场的资金回流。受通胀预期上升影响，全球债券市场进入小熊走势，预示资产周期轮换进入后期的股票和商品阶段。

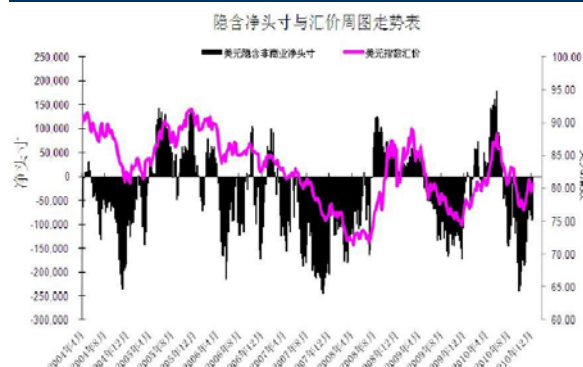
每年 12 月份通常是外汇市场资金头寸重新调整的月份，之前的单边趋势愈强，反向调整的幅度也越大。11 月初美元隐含净空头寸最高达到 24.1 万份，创下历史极值，之后两个月走势显示极度情绪下的修正行情，至 12 月份净空头调整至 7.15 万份。

图 1：2010 年最后一月假期效益体现



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

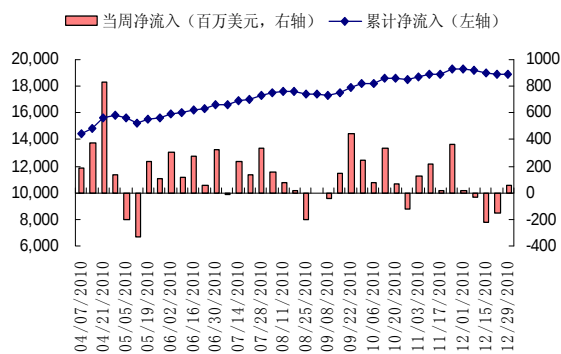
图 2：月历效益再现



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

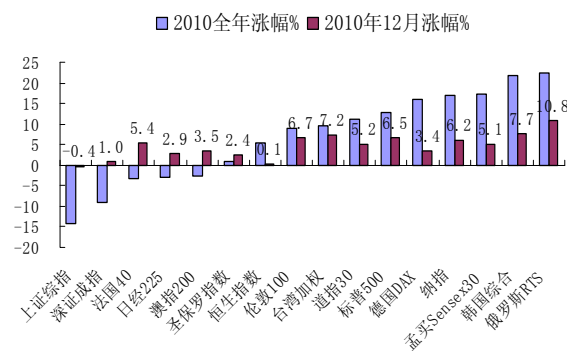
股票市场上也出现资金回流走势，随着 12 月份韩美军演的推进，12 月中亚洲市场上中国相关股票资产连续三周资金净流出。

图 3：年底新兴市场资金出现回流



资料来源：EPFR，中信证券研究部

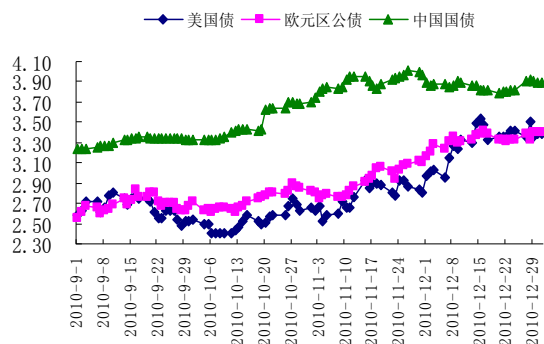
图 4：全球股票市场 12 月份仍是 A 股最差



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

从债券市场看，周期的力量开始显现。12 月份农产品价格上涨卷土重来，伴随通胀预期上升，12 月全球债券市场进入熊市，预示着周期轮换进入最后的股票和商品阶段。其中，以 10 年期国债收益率变化来看，美国债从 2.97% 上升至 3.5% 附近，欧元债从 3.1% 上升至 3.4%，中国十年国债走势相对平缓。

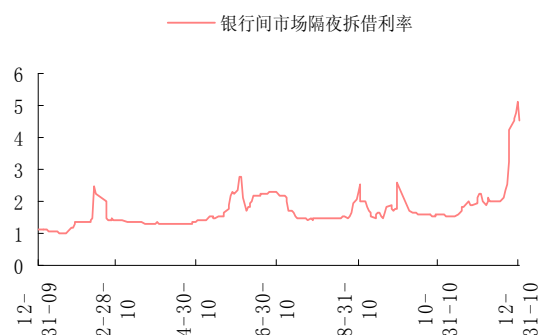
图 5：12 月出现全球债券熊市（单位：十年期国债%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

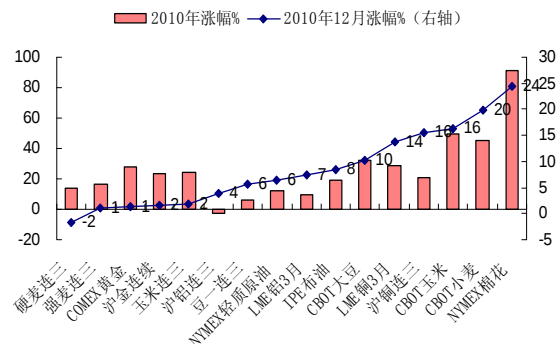
年底资金收缩误伤 A 股市场，但周期股和大盘股已具备估值免疫力。由于之前 11 个月银行放贷规模接近全年目标值，最后一个月在信贷管控目标下，银行资金面出现极度收缩，但从影响的股票行业结构看，对资金面敏感的周期股大盘股反而表现强势，说明目前的估值水平封杀了股价的下跌空间。

图 7：中国银行间市场年底资金成本大幅上升



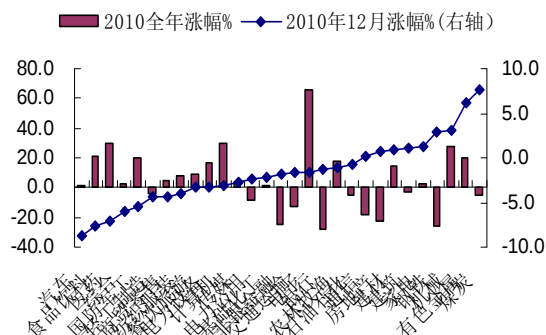
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：12 月份农产品上涨卷土重来



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 8：大盘股和周期股已具估值免疫力



资料来源：Wind，中信证券研究部

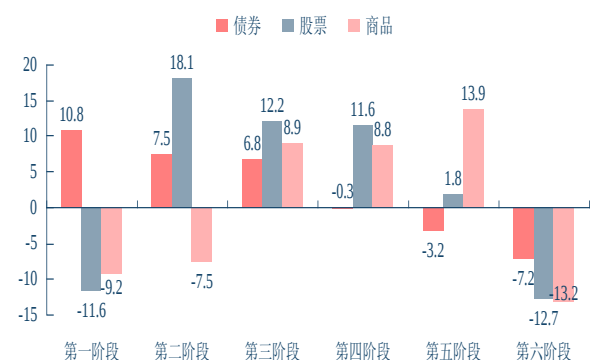
2、关键经济事件：通胀回落窗口与胡锦涛主席访美

2.1、通胀形态仍是国内最关键的因素

宏观分析结论的差异主要在时滞和速度上，纵览本轮周期也不例外，股市商品类资产周期从复苏轮回“现金为王”也是必然的规律。一般周期结束都以商品价格上涨，通胀快速上升为标志，因此，悲观乐观的差别应该是时间。

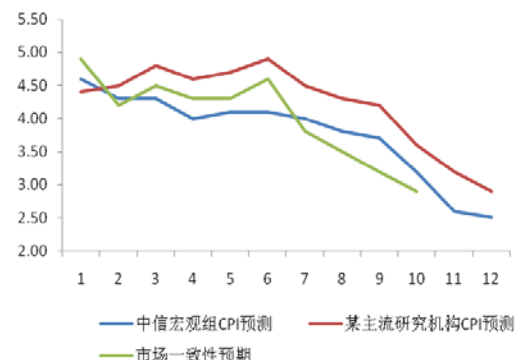
资产周期轮换的规律决定当前股票市场最关注的经济事件就是通胀，周期的结束只是时间问题：第一阶段，信贷开始放松，但由于信心不足，资金主要进入债券市场，股票表现比较差；第二阶段，利率见底，商品见底，经济预期有所改善，股票资产开始有良好表现；第三阶段，资金进入实体经济，每个市场都是牛市；第四阶段，通胀上升，债券开始下跌，而股票和商品保持牛市；第五阶段，通货膨胀压力迅速加大，只有商品市场是牛市；第六阶段，信贷紧缩，需求下降，通胀回落，没有一个市场处于牛市，现金为王。

图 9：传统经济周期中大类资产轮换规律



资料来源：马丁《积极资产配置》，中信证券研究部

图 10：当前中信宏观与市场预期的通胀走势月图



资料来源：媒体公开信息，Wind，中信证券研究部

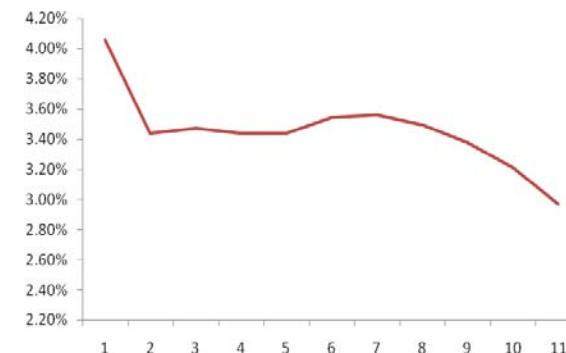
翘尾因素。虽然翘尾因素属于已经发生的情况，对未来 CPI 的实质走势没有任何影响，但是由于基期的原因，其对 CPI 读数存在影响：基于 2010 年前 11 个月 CPI 走势以及中信证券研究部宏观组对 12 月 CPI 的预测（环比上升 0.6%），我们预测 2011 年里 CPI 中的翘尾因素呈现前高后低的走势，其中一月份的翘尾因素达到 4.05%，二月份之后下降较快，到 3.44%，到六、七月份略微上升到 3.56%，其后下滑趋势明显，到十一月降到 3% 以下。

图 11：2010 年 CPI 中翘尾因素走势



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 12：2011 年 CPI 中翘尾因素走势预测



资料来源：CEIC，中信证券研究部

对于新涨价因素，中信宏观组判断短期通胀因素的重要假设为：流动性、成本冲击、制度因素。

回落的流动性制约通胀上涨的动力：流动性对通胀有明显的影响，市场认为此次通胀的明显上升与流动性密切相关。从我国流动性与通胀的相关走势来看，M2 增速领先 CPI 大约 12 个月（2003-2004 年的通胀周期）到 24 个月（2006-2008 年上半年的通胀周期）。此轮扩张中 M2 增速已经在 09 年 4 月见顶，我们认为 CPI 见顶出现在 2011 年一季度是大概率事件。

图 13: M2 增速回落领先 CPI 回落



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 14: 大宗商品价格是助推短期通胀的风险点

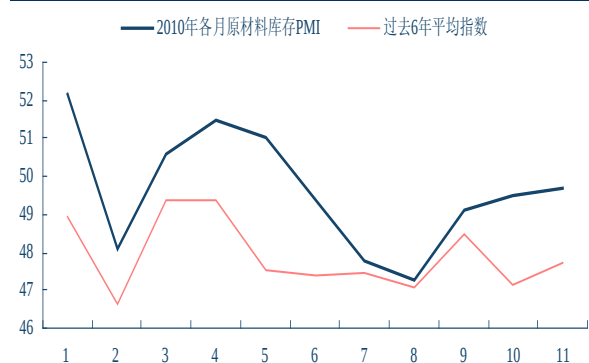


资料来源: CEIC, 中信证券研究部

成本冲击为通胀走势的最显著风险。通常大宗商品价格主要由全球经济增长和美元汇率决定。如果目前的大宗商品价格不变，那么预计 2011 年大宗商品价格将平均上升约 8.3%，因此，2011 年经济增长对大宗商品价格支持有限。但从资产周期运行规律来看，大宗商品走势往往波动剧烈，一旦大幅上升，通胀风险将显著增加。

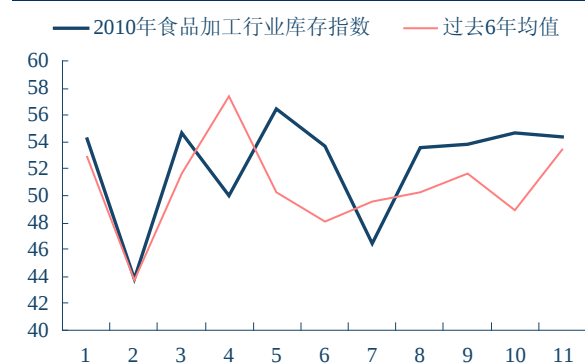
库存可能起到暂时缓冲作用。另外，目前国内原材料库存依然充足，相对于历史平均水平略好。从 PMI 的库存指数来看，由于存在通胀预期，今年原材料库存比历年平均水平更高，这有助于未来原材料价格回落，最终带动 PPI 回落。预计食品价格上升压力短期加强，春节后将减弱。

图 15: 2010 年各月原材料库存指数高于历史水平 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 16: 2010 年各月食品行业库存指数高于历史水平 (%)



资料来源: 中采咨询, 中信证券研究部

行政干预等制度因素短期起作用。从部分食品周期来看，部分食品价格进入涨价周期的后期。猪肉价格上升是本次食品价格周期的一个重要推动因素，从其变化的周期来看，其价格已经进入涨价周期的后期，2011 年春节后，其价格难以继续快速上升。近期，由于养猪的盈利水平明显提高，生猪存栏明显恢复，未来供给将明显增加，肉类价格将下降。蔬菜价格也将进入价格回落时期，由于蔬菜价格持续上升的时间和幅度均比较大，这将吸引更多的生产投入，近期涨幅加大了对蔬菜生产的补贴，因此，预计未来蔬菜的供应也将增加，其价格也可能回落。

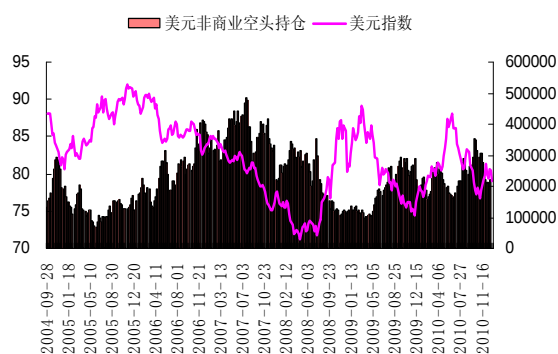
- 2) 加大对美采购和投资：除了传统的飞机和大豆、小麦采购外，预计美国将进一步解除对华出口限制，先进技术和敏感设备将成为采购的重点。而扩大中国公民在美国的旅游也将会是一个热点话题。除此之外，扩大中方在美国的投资，尤其是非敏感行业（中低端制造业）的投资也可能成为 2011 年中美经贸关系的一个热点话题。
 - 3) 进一步开放国内部分行业 and 市场的承诺：除了传统的制造业外，在金融、文化和媒体产业方面，我们预计中方有可能做出进一步开放产业和市场的承诺。
 - 4) 加强在温室气体排放谈判以及节能环保方面的合作：作为全球最大的发达国家和发展中国家，中美在温室气体排放谈判方面有合作的需求，在具体实施节能环保方面，中国对美国的成熟技术也存在巨大需求，预计这一领域将是双方经贸互动的热门领域。
- 2、朝韩冲突升级：预计美国国防部长 1 月初访华除了讨论如何防止朝韩冲突升级外，还将重点讨论中美两军建立军事互信事宜，以免双方因误会而卷入冲突从而引发地区动荡。

欧盟和日本潜在的对中国示好的可能：搜狐网 2010 年 12 月 31 日报道：法国《费加罗报》分析认为最早在 2011 年初对华武器禁运令可能就会取消。同日搜狐网还报道：“日首相菅直人欲修复日中关系，考虑明年春天访华。”在与美国的博弈中，欧盟和日本的示好有利于中国增加和美国博弈的砝码，比如利用欧盟解除对华武器禁运的预期，中国在向美国购买先进技术和敏感设备方面将具有更大的谈判空间。

我们认为，未来影响美元指数走势的因素归结到三个核心问题上：1、经济复苏是哪种方式推动的（资本或技术）；2、资产周期的阶段，欧债危机带来经济二次探底的分析与美联储 QE2 推动通胀上行的速度；3、大国博弈的方式（2010 年一季度是丰田事件，二季度是欧债危机，三季度是美国联合军演，四季度是人民币汇率问题）。

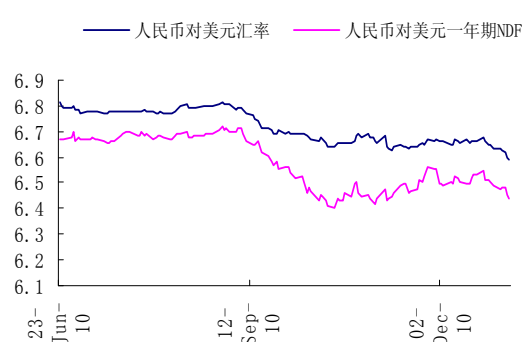
整体而言，我们认为欧债风险与 QE2 退出风险在二季度，一季度中中美战略博弈可能呈现和谐态势，人民币可能出现加快升值，这将从全球资金流向与估值模型双重提升 A 股价值。

图 21：我们判断一季度美元指数趋于弱势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 22：一季度人民币升值可能加快



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

2.3、产业政策时间表

2011 年 1 月份是各省两会召开的时间。同 3 月份全国两会一样，此次各省两会的主要任务之一也是审议本省（市）的“十二五”规划。我们搜集了目前已经公布的 27 个省及直辖市关于制定当地“十二五”规划的建议，有两点可以重点关注：

1) 虽然国家“十二五”规划已经淡化经济增长指标的表述，但地方政府依旧把发展 GDP、拉动投资作为重要任务。27 个省市中有 12 个公布了经济增长或者固定资产投资的量化指标，交通枢纽建设、大型石油石化工程、快速铁路网建设、江河治理工程依旧是地方政府固定资产投资的重点。

2) 几乎所有的地方政府都将发展战略新兴产业作为经济发展的重点，其中东部地区多倾向发展现代服务业、高科技、海洋经济等，中西部地区多倾向发展现代工业、新型化工、高端装备制造等。各地方还围绕战略新兴产业提出符合当地实际条件的重大项目。

按照我们一贯以来观察地方政府“政治锦标赛”的视角，我们认为地方政府投资的冲动是难以在短期改变的，2011 年作为“十二五”的开局之年，地方上“抢项目、抢资金”的冲动难以避免，因此市场不必对投资不足过于担忧，只要信贷资金允许，投资就会很快恢复。此外，各地“十二五”出现的新变化在于对战略新兴产业的高度重视，所以未来地方政府投资冲动依旧，但投资的重点将逐渐向战略新兴产业倾斜。在资金支持上，我们在 2011 年策略报告中提到，预计未来国家会鼓励地方政府和城投平台发债募集资金支持新兴产业发展。

表 1：27 个省及直辖市关于制定当地“十二五”规划建议中主要经济目标概览

公布部门	公布时间	主要经济目标
中共北京市委	12 月 2 日	经济平稳较快发展。率先形成创新驱动的发展格局，首都经济综合实力和竞争能力显著增强，为国家发展的服务功能进一步完善。中关村国家自主创新示范区初步建成具有全球影响力的科技创新中心，产业结构优化升级，单位地区生产总值能耗、水耗持续下降，战略性新兴产业的支柱地位初步形成，“北京服务”、“北京创造”品牌和影响力明显增强。
中共上海市委	11 月 9 日	经济发展质量和效益明显改善，服务经济为主的产业结构基本形成，全市生产总值年均增长率预期为 8% 左右，第三产业增加值占生产总值比重达到 65% 左右，单位土地产出率和社会劳动生产率进一步提高。
中共天津市委	10 月 31 日	综合实力显著增强，主要经济指标增幅保持全国前列，节能减排指标全面完成，经济增长质量和效益进一步提高；经济结构显著优化，自主创新能力和经济增长的科技含量明显提高，城乡区域发展更加协调，高端化、高质化、高新化产业结构基本形成。
中共重庆市委	11 月 17 日	到 2012 年，地区生产总值迈上万亿元新台阶；到 2015 年，在 2010 年基础上地区生产总值翻一番，人均地区生产总值翻一番，农民人均收入翻一番，城镇居民收入增长 75%。地区生产总值年均增速保持在 12.5% 左右，建成西部地区现代产业高地和重要增长极。经济增长质量和效益明显提高，经济结构战略性调整取得重大进展，非农产业和高技术产业增加值比重提高，城镇化水平提高，抑制物价水平过快增长，保持价格总水平基本稳定。
中共浙江省委	11 月 25 日	产业升级实现新突破。自主创新能力大幅提高，战略性新兴产业形成规模，传统产业竞争优势显著增强，服务业比重明显提高，民营经济实现新飞跃，开放型经济达到新水平，海洋经济成为具有战略意义的新增长点，经济保持平稳较快发展，综合实力得到大提升。
中共江苏省委	11 月 20 日	综合经济实力大幅提升。全省经济年均增长 10% 左右，发展质量和效益明显提升，人均地区生产总值超过 10000 美元。
中共黑龙江省委	11 月 1 日	到 2015 年，全省地区生产总值和地方财政收入分别比 2010 年翻一番，实现经济持续快速健康发展，使“十二五”成为我省改革开放以来发展最快时期。结构调整实现新突破。高新技术产业、服务业增加值比重和居民消费率、城镇化率明显提高，自主创新能力增强，非公有制经济快速发展，使“十二五”成为经济发展方式实现重大转变时期。
中共吉林省委	12 月 6 日	经济保持平稳较快发展。继续保持较快发展速度，增长质量和效益明显提高，财政收入高于 GDP 增长，物价水平控制在合理区间。
中共辽宁省委	12 月 8 日	综合经济实力再上新台阶，力争经济增长速度不低于振兴以来平均水平，不低于东部地区平均水平，经济结构战略性调整取得重大进展，经济增长的科技含量和质量效益明显提高。
中共内蒙古区委	11 月 16 日	主要发展指标继续保持高于全国平均水平的增速，与发达地区的差距进一步缩小，经济发展的综合水平、经济增长的质量和效益明显提高。
中共云南省委	12 月 29 日	经济发展迈上新台阶。经济平稳较快发展，经济增长的质量和效益明显提高，就业持续增加，价格总水平保持基本稳定，全省生产总值和人均生产总值确保实现两位数增长，力争实现翻番。
中共四川省委	12 月 1 日	经济实力显著增强。经济平稳较快增长，人均生产总值与全国平均水平差距明显缩小。财政收入稳步增长，经济发展质量和效益不断提高。西部经济发展高地地位基本形成，加快向全国经济强省迈进。
中共贵州省委	11 月 4 日	经济又好又快、更好更快发展，全省生产总值确保实现 8000 亿元，力争翻一番、突破 10000 亿元，人均生产总值接近 3000 美元。
中共西藏区委	11 月 12 日	经济保持跨越式发展，地区生产总值年均增长 12% 以上，固定资产投资大幅度增长，居民消费率逐年提高，地方财政一般预算收入持续增加，第二产业增加值占地区生产总值比重不断提高，工业增加值占第二产业增加值比重大幅度提高，特色优势产业快速发展，经济结构进一步优化，转变经济发展方式取得实质性进展，发展的质量和效益明显提升，自我发展能力明显增强。

公布部门	公布时间	主要经济目标
中共陕西省委	12 月 30 日	保持经济社会又好又快发展，人均生产总值达到或超过全国平均水平
中共广西区委	11 月 16 日	经济保持较快经济增长速度，经济增长质量和效益明显提高，就业持续增加，价格总水平基本稳定，力争到 2015 年实现地区生产总值比 2010 年翻一番、财政收入翻一番以上。经济结构调整取得重大进展。工业化城镇化水平明显提高，千亿元产业发展目标基本实现，服务业比重提高，基础设施支撑能力较大提升，城乡区域发展的协调性增强，经济增长的科技含量提高，投资结构优化，居民消费率有较大幅度上升。
中共甘肃省委	11 月 11 日	全省生产总值增速高于“十一五”水平，全社会固定资产投资稳定较快增长，工业万元产值能耗和污染物排放低于“十一五”水平，财政收入增速高于全国平均水平。
中共宁夏区委	12 月 6 日	经济平稳快速发展。经济增长速度预期目标年均保持在 12%以上，固定资产投资增速保持较高水平，到“十二五”末，经济总量比“十一五”末翻一番，地方财政一般预算收入翻一番以上。
中共湖北省委	12 月 3 日	经济又好又快发展。价格总水平基本稳定，就业持续增加，经济增长质量和效益明显提高。在优化结构、提高效益、降低能耗的基础上，加快经济发展。地区生产总值年均增长 10%以上。
中共湖南省委	12 月 14 日	保持经济又好又快发展。经济实力进一步增强，经济发展速度保持全国前列，经济总量迈上新台阶。人均地区生产总值力争接近全国平均水平，经济增长的质量和效益显著提高。
中共山西省委	12 月 3 日	经济快速健康发展。主要经济指标翻番，就业持续增加，经济增长质量和效益明显提高，市场竞争力和抵御风险能力显著增强。
中共山东省委	12 月 29 日	综合竞争力显著提升。经济保持平稳较快发展，三次产业比例调整优化，服务业比重有较大提升，地方财政收入保持较快增长，金融生态环境更加优化，自主创新能力明显提高，发展活力进一步增强，人均经济指标明显提高。
中共河南省委	11 月 30 日	经济发展水平明显提升。经济保持平稳较快发展，主要经济指标年均增速高于全国平均水平、力争高于中部地区平均水平，经济增长质量和效益显著提高。
中共河北省委	11 月 18 日	经济平稳较快发展。全省经济增长速度和效益高于全国平均水平，全部财政收入占生产总值的比重明显提高，生产总值、一般预算收入、城乡居民收入等人均主要经济指标在全国位次前移，物价总水平保持基本稳定。
中共安徽省委	11 月 29 日	综合实力再上新台阶。经济保持又好又快发展，增长质量和效益明显提高，力争到 2015 年生产总值、财政收入比 2010 年翻一番，主要指标增速位居中部前列。确保 2015 年皖江城市带人均生产总值超过全国平均水平，全省人均生产总值与全国平均水平差距进一步缩小。
中共福建省委	11 月 27 日	努力实现又好又快发展，围绕“两个力争”落实发展的速度、质量和效益，努力实现地区生产总值比 2010 年翻一番，人均地区生产总值赶超东部地区平均水平，实现财政总收入翻番，综合实力进一步提升。大幅度提高城乡居民收入，努力实现居民收入增长与经济发展同步、劳动报酬增长与劳动生产率提高同步。
中共海南省委	12 月 27 日	实现经济更好更快发展。全省生产总值年均增长 13%左右；人均生产总值年均增长 12%左右。

资料来源：各省、直辖市政府主页，新华网，中信证券研究部

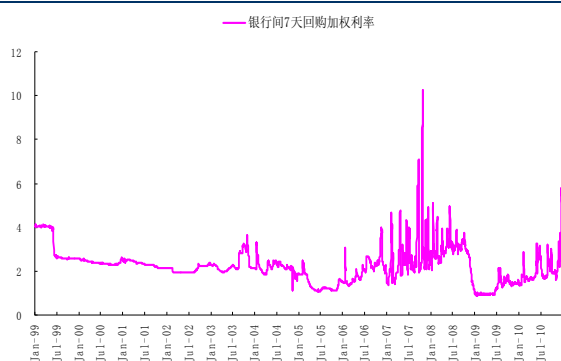
战略新兴产业方面，我们依旧维持“节能环保，新能源汽车，新能源，高端装备制造，新信息技术，新材料、生物”的政策出台顺序。一季度推出节能环保产业政策的概率较大。新能源汽车领域，预计购置税大幅减免会成为再度引发相关板块投资机会的关键因素。

3、市场走势分析：持仓紧缩担忧与持币贬值担忧博弈

3.1、什么会改变资金预期：资金面会从 1 月份逐步缓解

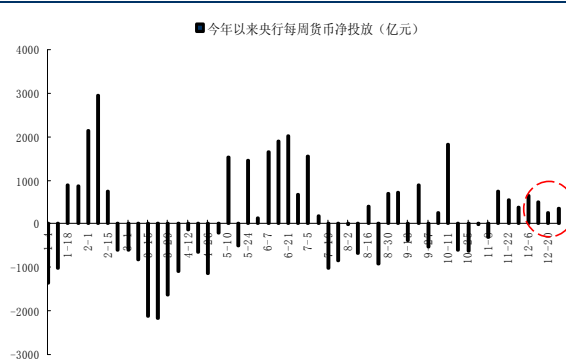
12 月份市场的下跌主要是资金面紧张造成的。12 月以来银行间 7 天回购利率上升到 2007 年下半年的水平，表明市场资金非常紧张。我们分析主要有几个主要原因：下半年以来两次加息和多次提高存款准备金率，对资金面的紧缩作用开始显现；接近年底，事业和企业单位面临结算需求；11 月和 12 月央票到期金额处在今年最低水平，尽管央行为保证元旦节日期间现金需求连续几周在公开市场净投放，但仍难以挽回资金偏紧的局面。更为重要的是全年新增信贷额度的目标提前完成，可贷额度很少，加之商业银行面对差别存款准备金的奖惩措施，年底惜贷情绪严重。

图 23：7 天回购利率水平上升到 2007 年下半年水平



资料来源：wind，中信证券研究部

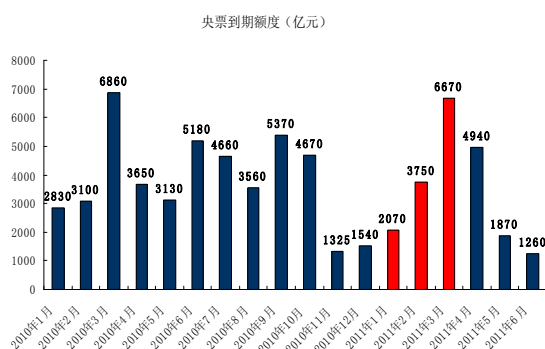
图 24：2010 年底央行公开市场连续净投放



资料来源：wind，中信证券研究部

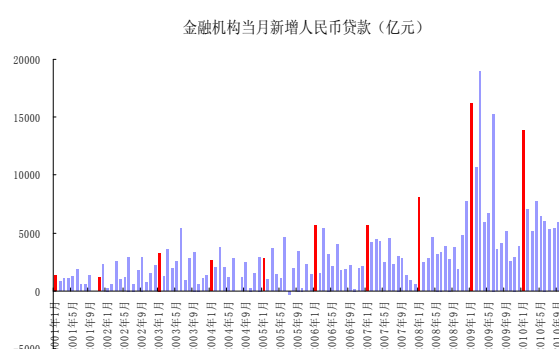
当前导致资金面趋紧的诸多因素会从 1 月份开始逐步缓解。首先年底因素会逐步消除：企事业单位在年初不再有集中结算需求，商业银行也会开始实施新的一年放贷计划。同时，一季度的到期央票额度会逐渐增多，走出 2010 年最后两个月的低谷。而且两次加息之后，我们认为 1 月份再度加息的概率大为减少，活期转定存的压力减小，货币乘数会有所提高。

图 25：央票到期额度会从 2011 年 1 季度逐渐增多



资料来源：wind，中信证券研究部

图 26：年初往往是银行放贷的重要时间（红色为 1 月份）



资料来源：wind，中信证券研究部

3.2、什么情况会改变政策预期

一季度政策环境趋暖，三大风险需密切关注

一季度政策环境总体偏暖。我们在 2011 年度策略报告中描绘了 2011 年策略时间表，从一季度的事件来看，政策环境总体偏暖，主要体现在几个方面：“十二五”开局之年，政府对重大投资项目的扶持力度很大；各省两会陆续召开，地方也会公布当地重大项目和 2011 年主要投资方向；胡锦涛主席 1 月将访问美国，人民币可能再度迎来升值预期，对国内相关板块构成利好；三月初全国两会召开，会进一步坚定市场对经济转型的信心；两会前后，围绕战略新兴产业和“十二五”专项规划的新闻会再度成为市场关注焦点。

目前市场担心一季度的政策风险主要是年初信贷增长过快和通胀高居不下可能引发的更为严厉的政策紧缩。我们认为当前理解这一问题的关键是 2011 年开始实行的差别存款准备金政策。该政策在 2004 年宏观调控时期曾提出，但没有细则，内容模糊，仍停留在行政指令层面，实施效果很有限。此次央行明确规定了差别存款准备金率的计算公式，并且每个月都会根据相应指标计算各商业银行的放贷情况。该办法反映出人行利用差别准备金、贷款增速和资本充足率相互制衡，如银行不希望被差别对待，则必须降低贷款增速或再融资补充资本。该公式的核心是测算匹配银行贷款增长的资本充足率需要与目前该银行的资本充足率之差，进而根据此差计算银行需缴纳的差别存款准备金额。比如我们测算交行、工行可能需要缴纳的差别准备金率为 0.77% 和 0.93%。如果不希望缴纳，则需降低贷款增速至 14.3% 或 13.05%，或者提升资本充足率至 13.3% 或 12.5%。

所以，差别存款准备金政策将成为 2011 年抑制商业银行放贷冲动的利剑，而且作为更加市场化的手段，减少了每次货币当局通过行政指令压制而引发的市场恐慌，一季度又是对市场最好的时间窗口。商业银行 2011 年将持续处在防止被差别和放贷获利的纠结之中，而一季度是对市场最好的时间窗口：银行还会在年初通过相对快速放贷来抢项目、争市场，放贷动力较强；同时受制于差别存款准备金政策难以放的太“出格”，也就不会招致政策的打压。

政策方面有几个风险点需要密切关注。

一是通胀超预期引发的更严厉货币紧缩。中信宏观组预计 2011 年一季度通胀向下拐点将现，市场也有预测二季度是拐点，预测幅度多在 4-5% 之间。但如果一季度经济复苏过猛、春节消费需求旺盛等因素导致通胀超出预期，可能引来政府的再度紧缩政策，而连续的紧缩可能让市场认为政策“过紧”从而伤害实体经济。

二是针对地产的新一轮调控。针对地产市场的调控在持续近一年之后，效果不甚理想。胡锦涛、温家宝的国家领导人在近期也多次考察保障房建设，并表态政府一定有信心调控房价。如果 2011 年一季度出现地产价格的失控，可能引发地产政策的新一轮调控风暴，也将对市场造成负面影响。

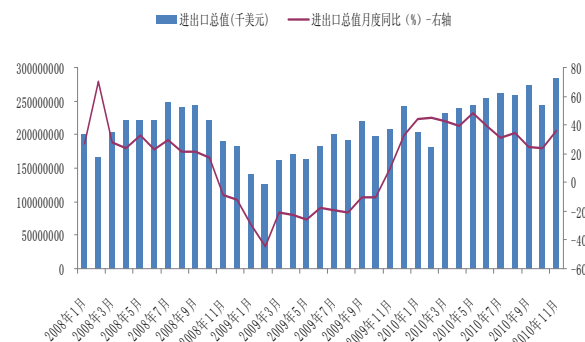
三是经济恢复迅猛引发政策退出过快。1-11 月份全国规模以上工业企业利润同比增长 49.4%，增幅比 1-8 月回落 5.61 个百分点，但 9-11 月工业企业利润月环比增长 20.8%，环比增速较 6-8 月提高 20 个百分点，超出市场预期。同时 11 月的进出口数据也表现强劲，PMI 数据也开始企稳回升。目前有研究机构认为上半年甚至可能出现过热的风险，我们目前还看不到这一迹象。但经济基本面如果出现快速好转，可能给政策推出更充分理由，政策收紧的速度加快会在短期引发市场的担忧。

图 27：工业利润维持高位增长



资料来源：wind，中信证券研究部宏观组

图 28：进出口形势表现良好



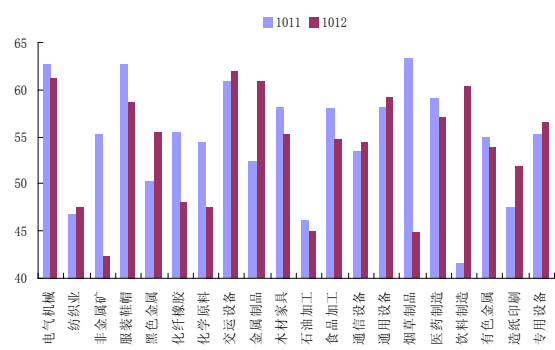
资料来源：wind，中信证券研究部

四是经济下滑风险。12 月份 PMI 下滑与货币紧缩同步并反映结构性因素。12 月份最新的全国 PMI 指数为 53.9，较上个月 55.2 下降 1.3，但仍在 50 以上，反映生产活动依然强劲。对于 12 月份的 PMI 下滑，可以反映 11 月份以来的货币紧缩与价格控制的政策效果。观察 PMI 总指数和新订单指数的变动情况，可以看到发生明显下滑的行业有四个：非金属矿物制品业、化纤制造及橡胶塑料制品业、化学原料及化学制品制造业和烟草制品业，其中前三者在工业生产中意义较大。

其中，非金属矿物制品业的下滑反映了今年全国范围内入冬天气变寒滞后，水泥行业在 11 月份依然需求强劲，而在 12 月份下滑是季节性因素所致；化纤制造及橡胶塑料制品业反映了四季度以来棉花价格的大幅上涨之后在价格控制措施下导致的需求回落；化学原料则是由于节能限电导致供给短期紧张之后由于政策的放松导致供需偏紧局面放缓。这三类行业的生产放缓体现了近一段时间内结构性因素。

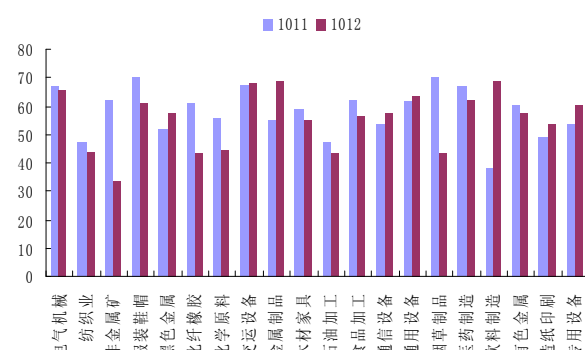
而其他的行业，如黑色金属冶炼及压延加工业、交通运输设备制造业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、通用设备制造业和专用设备制造业等都有比较明显的增长。进入新的一季度以后，工业生产将面临全年的季节性淡季，预计 2 月份 PMI 指数依然在低位，而 3 月份将迎来新的一年春季开工旺季，工业生产将会有所恢复。因此，从结构性分析看，目前的 PMI 下滑并不是反映经济需求的跳跃式下降，而是近期包括价格上行、节能限电、季节性因素等结构性条件的反映，迎来新的需求旺季后 PMI 指数仍会继续上行。

图 29：11-12 月 PMI 总指数的行业结构



资料来源：wind，中信证券研究部宏观组

图 30：11-12 月 PMI 新订单指数的行业结构



资料来源：wind，中信证券研究部

3.3、走势判断：1 月份开始是上升的时间窗口

依据我们在年度策略报告中预计的策略时间表，1 月份开始将是明确市场诸多重要因素的关键时间窗口，包括：

- 物价回落幅度将在 12 月份、1 月份的 CPI 公布后有所明朗；
- 胡锦涛主席访美将明确两国未来大的战略合作方向，以及外汇市场新的博弈特征；
- 两会召开将明确新的推动经济结构调整的制度改革框架；
- 1-2 月份新的开工项目与信贷投放特征决定了全年的政策调控基调将逐步明朗。

依据我们上文对这些关键因素的判断，1 月份将是明确市场关键因素、扭转悲观预期的重要时间窗口，市场将在一季度中迎来上升趋势。

表 2：2011 年策略投资时间表

时间	事件	主要议题	预计主要内容
一季度，政策会着重解决紧货币宽财政带来的资金问题，通胀相对可控，市场看好。	2010 年 12 月中	中央经济工作会议	判断当前经济形势和定调第二年宏观经济政策
	2010 年 12 月中	11 月经济数据公布	重点关注 CPI
	2010 年 12 月	节能环保产业政策	节能环保产业发展规划
	2010 年 12 月	新能源汽车产业政策	新能源汽车发展规划
	2010 年 12 月	中央一号文件	继续加大对三农的投入
	2011 年 1 月中旬	12 月经济数据公布	重点关注 CPI，信贷数据和增速
	2011 年 1 月 19 日	胡锦涛主席访美	战略会谈
	2011 年 1 月	各省两会召开	地方主要经济发展指标
	2011 年 1 月	上市公司开始年报披露	关注业绩超预期和高送转
	2011 年 2 月	春节	
	2011 年 2 月中旬	央行 2010 货币政策报告	提出 2011 年（主要是一季度）货币政策方向
	2011 年 3 月初	两会召开	当年全面的政府工作目标，涉及经济、文化、社会发展等多个领域。
	2011 年 3 月	中美经贸发展论坛	给双方经济学者和商务人士提供交流平台
二季度 通胀压力导致货币政策收紧，市场调整。	4 月	发改委工作会议	落实两会提出的各项政策措施
	2011 年 3-6 月	“十二五”专项规划	“十二五”期间主要领域投资规模和方向
	2011 年 3-6 月	其它战略新兴产业规划	各战略新兴产业规划陆续出台
	2011 年 4-5 月	欧债风险	西班牙、意大利的债务
	2011 年 5 月	中美高层战略对话	就双方关心的实质性政治经济问题展开对话
	2011 年 5-6 月	CPI 创年内高点？	货币政策会收紧

时间		事件	主要议题	预计主要内容
三四季度 通胀回落，经 济复苏推动市 场企稳反弹	2011 年 6 月底	美国 QE2 即将 截止	是否继续	遇过继续实行，则可能再度对上游资源品构成支撑。目前市场普遍预期不再继续。如果相反出现紧缩，则可能对上游资源品价格造成负面影响。
	2011 年 7 月中旬	上半年经济数 据公布	重点关注 CPI 和经济增长 指标	目前预测经济增速逐步回升，但担忧一季度政策紧缩可能导致经济增速的下滑，如果出现下滑，对市场负面影响较大。
	2011 年下半年	全国金融工作 会议	金融领域重大改革	原先预计 2010 年底召开，但可能时间推后，2011 年一季度重点应在筹备两会，预计会推迟到 2011 年下半年。根据往次惯例，会议主要方向是推进政策性金融改革、进一步加强金融国资的管理、如何监管在综合经营情况下“大而不倒”的金融机构、加快债券市场的制度建设和完善、加快发展新型农村合作金融机构、进一步改进中小企业金融服务、探索地方金融管理模式、信用评级机构的监管和发展等方面。
	2011 年 10 月	三季度经济 数据	判断二季度调控效果	当前预计第三季度经济继续上行，通胀回落至 3%。

资料来源：中信证券研究部

4、行业配置：增加周期配置

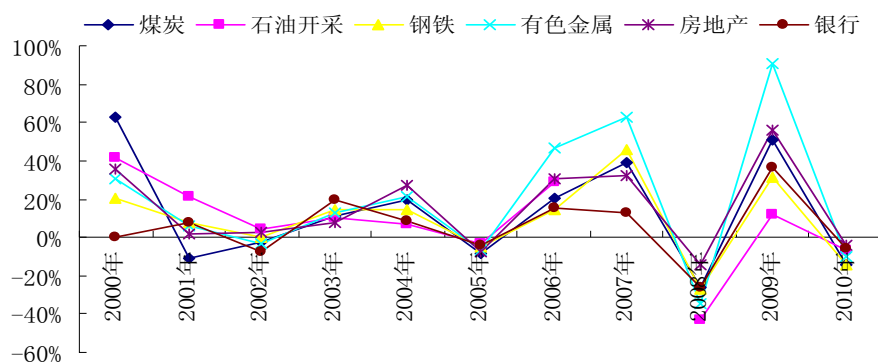
在新的经济“十二五”规划相关成长领域和成长股。但对 1 月份及延续一季度的行业配置，我们建议在上述基础上增加传统周期性品种的配置，主要支持逻辑在于：

- 1、进入 1 月份信贷和项目投资回归正常化将释放流动性压力，提升基本投资品需求；
- 2、节能减排项目放松后部分产能恢复和原有产能补库存支撑投资品需求；
- 3、胡主席访美带来汇率波动的机会，有助于支撑海外大宗商品价格；
- 4、一季度节日效应对能源、资源和消费需求提升，如煤炭、农产品以及航空；
- 5、进入 1 月份以后市场将会逐步关注业绩超预期行业和高送配个股，目前业绩预增集中的机械、房地产、建筑建材、有色金属等偏周期性行业；
- 6、市场机构基于全年的结构调整将推动风格向更均衡方向转换，大盘/小盘、周期/科技消费的比例将有调整。综合来看，建议增配资源型和周期型的煤炭、有色金属、航空、水泥和农业。重点关注公司：厦门钨业、*ST 钒钛、冀中能源、中金岭南、南方航空、徐工机械、隆平高科、南宁糖业、中南建设。

4.1、一季度现周期性行情的概率与条件

尽管历史不能完全重演，但通过历史可以得到一些经验性的判断。从近十年的数据来看，一季度主要周期性行业表现都比较趋同，出现较好绝对涨幅的是 2004、2006、2007、2009 四个年份，出现较差涨幅的是 2002、2005、2008、2010 四个年份，并且从数据上看，一季度大幅下跌的概率比较小，仅出现在 2008 年，其他时候上涨的可能性更大一些。

图 31：历史上一季度主要周期性行业的绝对涨幅



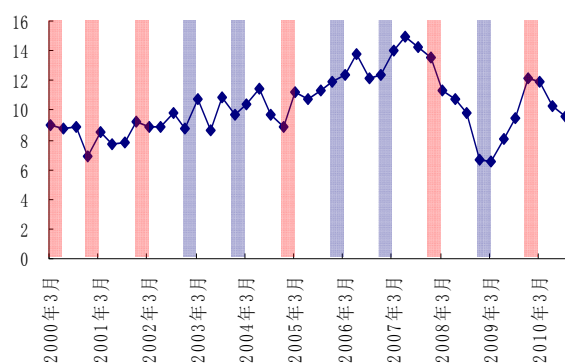
数据来源：Wind，中信证券研究部

简单的数据统计不能替代逻辑分析，可以从几个方面简单比较一季度出现大行情的影响因素和条件：

- **经济增长因素：**从历年的 GDP 单季度增长来看，一季度行情较好年份都是 GDP 拐点向上的时候，尤其在 07 年和 09 年更为明显，07 年一季度单季增幅为 14%，明显超出上一季度的 12.4%，当时国内投资旺盛，房地产投资加速上行，外需增长也很强劲，奠定了后来三个季度连续走高并最终形成经济过热的基础。
- **风格转换因素：**近几年一季度出现行情都伴随着此前小盘股持续走强，大盘股/小盘股的比较效应出现大幅下行，这在 06、07 和 09 年都非常明显，特别是在 09 年，当时 08 年四季度 4 万亿投资出台之前市场已经基本见底，一些增长形势相对明朗的通信、医药、电力设备等行业涨幅较大，而在一季度的行情中，与 4 万亿投资相关的周期性品种出现比较明显的上扬。
- **估值因素：**一季度出现周期性行情时的估值背景比较难测算，我们通过 TTM 的 PE 估值和上年年报的 PB 估值来大致验证。可以看到，出现较好行情的时候，PE 估值都在 15 倍左右，06 年甚至低至 10 倍。由于周期股的 PE 波动较大，可以看 PB 估值差不多都在 2-2.2 倍左右，历年几次一季度出现周期性行情的 PB 水平差不多都以此为底线。
- **资金因素：**市场目前担忧资金因素是影响周期品行情的症结，用银行间 7 天债券加权回购利率来观察资金市场的宽裕程度，可以看到一季度通常都跨农历春节，资金市场经历了元旦之后逐步宽松，到春节之前逐步紧张，再到春节之后重新宽松的节奏，并且历年来看这种变动都存在，与周期性行情好坏并无直接关系。

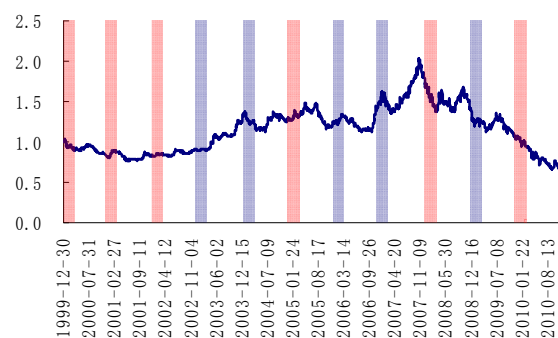
从上面这些简单的经验性判断，再看 2011 年一季度的可能支持因素，包括：2011 年的 1-2 季度 GDP 增长为 8.7%和 9.1%，为逐季回升态势；截至 2010 年 4Q 大小盘的风格折价以及基金的仓位配置都明显过于偏重中小市值和消费股，基于全年机会来看周期股出现价值底线；目前估值水平以 TTM 看处在历史中值偏低，而以 P/B 估值看，银行钢铁明显低于 2 倍，石油石化、房地产在 2.2 倍左右，而煤炭、有色金属估值略高在 2.5 倍以上。我们认为，尽管 2011 年各种经济环境和市场环境不是那么完美地倾向于周期性行业，但以细节分析来看周期性行业出现超额收益应当概率较大。

图 32: GDP 单季增长形态



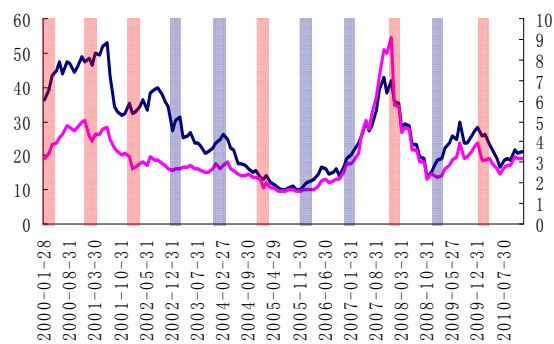
资料来源：中信证券研究部

图 33: 大盘股/小盘股风格转换



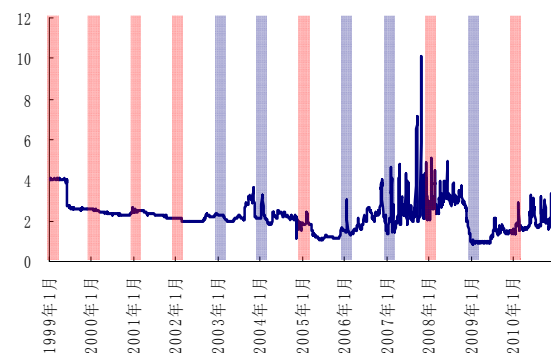
资料来源：中信证券研究部

图 34: 估值水平 (PE-TTM, PB)



资料来源：中信证券研究部

图 35: 资金市场利率情况



资料来源：中信证券研究部

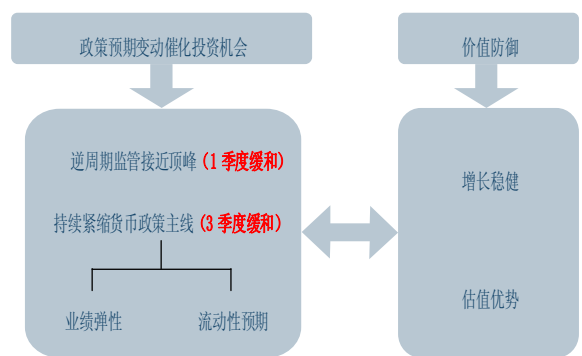
4.2、重点行业展望：金融地产凸显安全性，资源周期体现进攻性

■ 银行：逆周期监管退去，信贷节奏恢复正常

银行监管中那些针对贷款质量的拨备计提政策，可以称之为审慎监管政策，这类政策的出发点是强调银行体系的稳健，具有逆周期特征，往往有以丰补歉、平滑波动的动机。对于审慎监管政策而言，已经在今年看到了银行价值增长的高点，因而在这个时点推出较为严格的逆周期政策是合理的，包括资本充足率、拨备管理、地方融资平台等指标。但在 2011 年一季度，基本可以确认全年信贷规模的下降以及加息周期之后银行经营转为稳健，此时审慎监管政策的力度就有必要减小，例如资本充足率已经明确，拨备覆盖率已经确定，而地方融资平台风险将由原先的房地产、高耗能产业等领域逐步向新兴产业重点项目转移，这意味着这类政策的压力在 1-2 季度将得到充分释放。

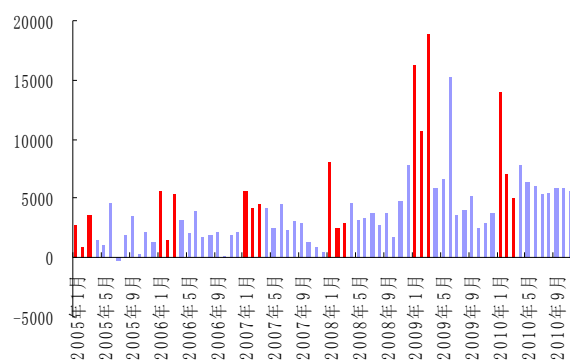
另外一方面，一月以后信贷规模也有望恢复正常。今年 4 季度预计信贷规模在 2000-3000 亿左右，较大部分信贷项目都可能拖后至新的年份发放。尽管我们也相信监管部门针对全年信贷规模和资本充足监管，将会在一季度有意识地控制信贷节奏，但也有两个因素值得重视，一是 2011 年依然 7.5 万亿左右的信贷规模，在一季度大约保持在 30% 左右比例，则一季度信贷规模只要在正常的 6000-8000 万亿也将对市场形成明显的流动性支撑；二是 1-2 月份将会有个信贷观察时期，一旦监管部门意识到 1-2 月份信贷冲动过快，则在 3 月份以后才会有政策压制，也就是说一季度初期的政策监管可能是较弱的。

图 36：逆周期监管风险释放提升银行估值



资料来源：中信证券研究部

图 37：每年 1 季度贷款规模通常都较高



资料来源：中信证券研究部

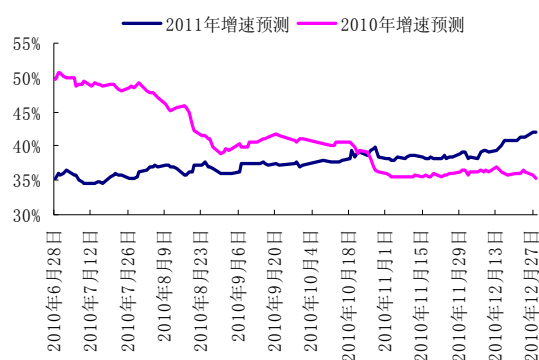
■ 房地产：季节效应可能仍有体现，预计年报业绩将显亮丽

对于房地产板块，市场一致的共识是行业始终受到政策压制，会有估值恢复但难以形成大行情。我们的逻辑是，在未来 1-2 年内可能房地产政策监管的难度都非常大，情绪压制也会比较明显，板块本身对于市场的吸引力也比较弱，所以我们不妨抛开长期压制因素的影响，更多将房地产本身作为一个正常运行、短期变化的行业去考虑，那么从历史十年的数据去看，房地产板块的季节效应集中体现在一季度，一季度的超额收益为 9.07%，而其他季度基本上缺乏明显趋势。从细分年度去看，这种规律在大概率上也是存在的。因此，我们对 2011 年一季度房地产行业的判断是，即便难有大行情也可能有季节性超额收益。

值得关注的是，房地产行业的盈利预测在一致预期中出现 2010 年略有调低，但 2011 年持续调高的趋势，在一季度市场公布年度业绩时，预期房地产在 2010、2011 年度业绩增速分别为 35.2% 和 42.1%，对于估值提升也会形成正面支撑。

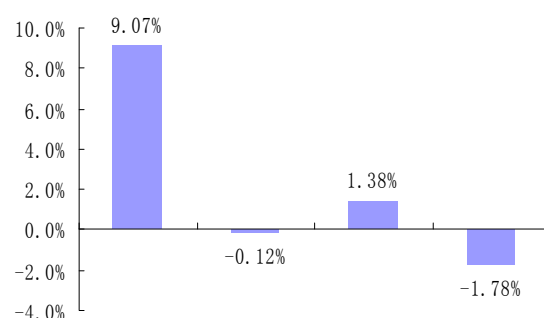
同时，我们判断，房地产和金融两大市值板块对指数的贡献在 10%-15% 左右，按照目前对应 2011 年的盈利预测，房地产和银行的 2011 年估值分别为 12.6 倍和 7.5 倍，预计有 10-15% 的上升空间，奠定指数上行的基础。

图 38：地产行业的增速预测持续上调



资料来源：中信证券研究部

图 39：房地产板块季节效应集中体现在一季度



资料来源：中信证券研究部

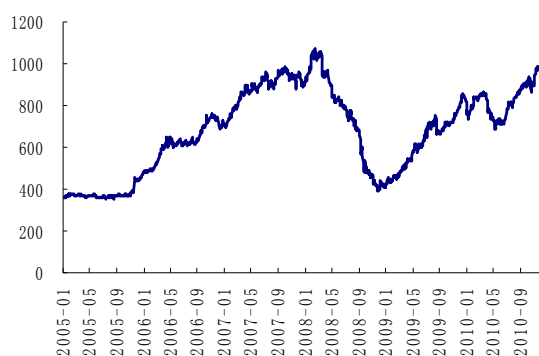
■ 有色金属：从汇率因素过渡到需求因素

可能支撑有色金属板块的逻辑是一季度前期看汇率博弈小波动，后期看需求支撑。目前看 CRB 的现货指数又接近前期高点。前文我们已经提及，1 月份胡主席访美可能在汇率方面会有波动，目前看美元兑人民

币已经走弱，对欧元是有所走强，美元兑人民币的 12 个月 NDF 已经有贬值趋势，我们判断有色金属行业（主要是工业金属）第一个上行台阶是访美事件带来汇率因素的波动。

第二个台阶则是 2 月份中国农历新年之后，实际开工需求的提升带来对实际价格的支撑。我们在年度报告中强调的观点依然成立，即在货币体系变动、资本流动重新分配推动的大宗商品价格提升之后，未来的决定因素就是经济增长的需求支撑，美元在广场协议之后在整个 80 年代后期和 90 年代都保持幅度并不大的波动，但大宗商品价格经历了大幅上升后保持平稳（1988-1991 年）、小幅走低（1991-1993 年）、重新走强并创出新高（1993-1997 年）的过程。如果将 2010 年看作是流动性推动资产价格上升的一年，那么 2011 年的关键因素是美国及全球经济增长的复苏态势能否支撑金属价格维持高位，在空间上可能难以超出预期，预计波动空间将会小于 2010 年。

图 40：CRB 现货指数接近历史新高



资料来源：中信证券研究部

图 41：访美可能继续促成对人民币的贬值



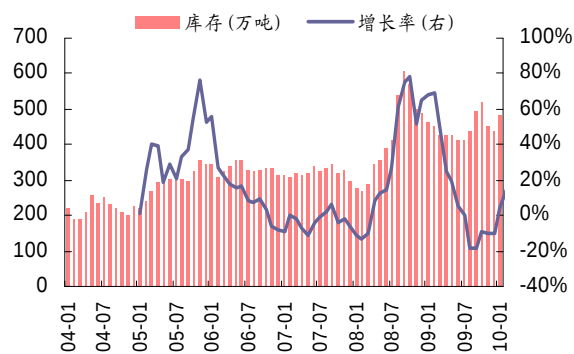
资料来源：中信证券研究部

■ 煤炭：油价继续上行的投资替代品

供需层面看，动力煤的库存相对合理，而冶金煤的库存增速已经明显下降。新年之后，由于节能减排的限制措施会逐步缓和，使得部分钢铁企业有开工复产的需求，对需求有拉动。而促成煤炭股价上行的另一个因素，可能来自于油价的上行。目前原油的非战略储备库存有明显的下降，而原油价格持续创出近期年内新高。我们判断，随着北半球天气继续进入寒冷季节（今年亚洲地区寒冷季节相对于欧洲北部和美洲北部较晚），对原油的需求仍然持续上升，油价可能触及 100 美元的高位。

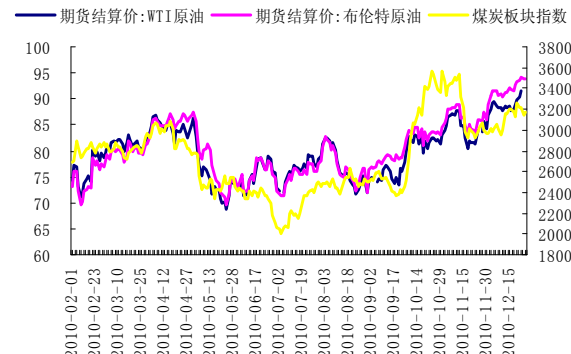
从股价表现上看，原油价格与煤炭股价往往有一定的关联性，煤炭的能源属性使得市场往往将其作为原油价格上行的一个投资替代品。如果在一季度两会召开前后，有关于资源税改革的信息落定，那么煤炭板块的超额收益可能在一季度会更加明确。

图 42：冶金环节库存低位支撑焦煤需求



资料来源：中信证券研究部

图 43：煤炭板块对原油价格敏感性较高



资料来源：中信证券研究部

表 3：各行业利润增速和估值水平预测

行业名称	中信预期 10 增速%	一致预期 10 增速%	中信预期 11 增速%	一致预期 11 增速%	2010 年 PE (E)	2011 年 PE (E)
CS 石油石化	25.80%	28.00%	16.13%	15.03%	14.51	12.31
CS 煤炭	18.43%	35.66%	27.39%	17.17%	17.72	13.95
CS 有色金属	219.78%	215.38%	41.31%	52.67%	35.26	25.35
CS 电力及公用事业	3.92%	23.98%	17.50%	13.75%	31.18	18.69
CS 钢铁	221.51%	180.28%	18.54%	40.76%	20.63	16.72
CS 基础化工	6.96%	36.32%	59.03%	48.90%	34.81	22.26
CS 建筑	12.45%	24.21%	49.07%	37.27%	14.56	10.08
CS 建材	32.79%	49.96%	33.74%	39.96%	26.04	18.25
CS 轻工制造	-11.94%	-0.45%	26.34%	30.64%	37.97	24.78
CS 机械	48.13%	63.03%	33.05%	33.62%	30.73	21.81
CS 电力设备	24.15%	24.05%	33.68%	35.62%	41.03	27.85
CS 汽车	65.11%	84.85%	18.25%	19.38%	24.88	20.95
CS 商业零售	38.00%	51.38%	30.90%	31.15%	31.16	24.08
CS 餐饮旅游	2.21%	27.87%	22.12%	26.29%	49.05	38.25
CS 家电	23.44%	48.08%	15.83%	24.22%	32.45	27.57
CS 纺织服装	-9.34%	-6.88%	27.59%	32.73%	33.37	25.65
CS 医药	38.50%	44.63%	27.54%	29.24%	43.93	33.92
CS 食品饮料	23.66%	37.84%	27.28%	31.42%	35.85	27.61
CS 农林牧渔	43.30%	63.99%	32.84%	36.73%	44.32	33.54
CS 银行	17.83%	28.22%	21.03%	21.29%	10.22	8.36
CS 非银行金融	6.14%	4.82%	16.69%	22.97%	21.48	18.15
CS 房地产	25.10%	36.16%	42.28%	34.90%	14.95	10.13
CS 交通运输	202.33%	262.74%	10.57%	10.82%	16.83	15.41
CS 电子元器件	27.05%	42.00%	47.20%	45.84%	50.24	32.29
CS 通信	-46.59%	-6.21%	50.33%	49.37%	53.33	27.45
CS 计算机	20.93%	21.20%	36.59%	34.70%	45.75	32.64
CS 传媒	37.54%	36.47%	26.89%	19.28%	44.14	35.28
全部公司	26.85%	36.57%	22.51%	22.46%	16.35	12.72

资料来源：中信证券研究部

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；以及 2）研究报告中所涉证券或发行人是分析师本人通过自上而下研究、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上； 增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间； 持有 相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5%之间； 卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上； 中性 相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间； 弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852)22376409
传真:	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852)21046580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			hkresearch@citics.com.hk
网址:	http://www.citics.com			http://www.citics.com.hk
	http://www.spcitic.com			