



从“新兴”到“成长”

研究报告-策略研究

2011 年 1 季度投资策略

市场走势



相关报告

- 《结构性机会，α 策略》
——2011 年年度 A 股投资策略
- 《细察政策微调，回落布局明年》
——2010 年四季度 A 股投资策略
- 《寻找穿越周期的投资机会》
——2010 年中期 A 股投资策略
- 《自细微处见真章》
——2010 年二季度 A 股投资策略

分析师

桑 俊

SAC 执业证书编号: S0350210100013
(0755)83707385
sangj@ghzq.com.cn

邹 璐

SAC 执业证书编号: S0350210090008
(0755)83702524
zoul01@ghzq.com.cn

分析师申明

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **一季度属于政策密集期。**自 2010 年四季度开始,宏观经济政策基调已经发生变化,主要由“适度宽松”的货币政策转向为“稳健”的货币政策。四季度央行货币政策工具已经密集推出,但是考虑到央行货币政策回归“稳健”的中介目标尚未达成,因此**一季度仍然属于央行的政策密集期**,基准利率、存款准备金率存在上调的可能,汇率也存在进一步升值的压力。按照国海宏观策略小组的预测,**二季度有望进入政策观察期**,政策压力阶段性缓解。
- **一季度市场以调整为主**,市场调整结构以中小市值股票的股市收缩为特征。历史上政策密集期证券市场往往以调整为主,趋势性向下。因此在流动性收缩的大背景下,一季度证券市场也将以调整为主,调整的具体形式将表现为中小市值股票估值溢价的收缩。考虑到流动性收缩下,以周期性行业和制造业为代表的沪深 300 相关上市公司估值难以上行,因此**中小市值股票的估值回归将成为一季度市场调整的主要特征**。按照三阶段 DDM 的估值分析模型,当前中小板和创业板 2011 年的动态市盈率仅处于合理水平,这意味着当前的估值水平抹杀了 2011 年中小市值股票获得绝对收益的可能,流动性收缩下中小市值股票估值回归是必然。
- **2011 年的新兴产业:从“新兴”到“成长”。**考虑到一季度市场将以调整为主,反弹回升将出现在二、三季度,因此一季度是布局 and 买入的良好时机。2011 年消费及新兴产业的投资模式将从去年的政策导向转变为业绩推动。我们看好两类新兴行业的潜在“高成长”:1) 关注行业演进的路径已经成熟,行业规模有望快速增长的相关行业和上市公司,包括光伏产业、高端消费产业、锂电池及新能源汽车产业;2) 关注业务已经成熟,竞争力相对明显,未来受益于“经济结构调整”带来行业增长新空间的相关行业和上市公司,包括化工新材料、工业机器人行业。
- **国海重点上市公司重点。**

目 录

政策基调转变是 2011 年宏观经济最大的影响因子	2
1. 三次宏观政策基调的趋紧	2
2. 2011 年 1 季度仍然是政策密集期	3
3. 2 季度将进入政策观察期	4
1 季度市场调整为主，中小市值股票估值溢价显著收缩	5
1. 历史上政策密集期，市场都以调整为主	5
2. 国海市场研判体系也证实 1 季度市场将调整	6
3. 中小市值股票估值溢价达到历史新高	7
4. 估值溢价收缩将以中小市值股票的估值回归为主	8
1 季度策略：买入从“新兴”到“成长”的优势产业	12
1. 一季度市场调整格局类似于 2010 年中期	13
2. 消费及新兴产业是催生成长股的沃土	13
3. 关注从“新兴”到“成长”的优势产业	14
核心股票池	14

政策基调转变是 2011 年宏观经济最大的影响因子

中央经济工作会议对 2011 年的定调为“积极的财政政策”和“稳健的货币政策”。2008 年以来宽松的货币供应不会延续，2011 年货币政策趋紧。从历史上来看，货币政策趋紧往往伴随着一系列的央行政策工具，包括基准利率、存款准备金率、汇率、信贷规模控制等。因此，货币政策趋紧是影响 2011 年宏观经济最重要的因素。

1. 三次宏观政策基调的趋紧

1990 年以来历史上曾经三次货币政策基调趋紧，分别是 1993 年、2007 年和 2010 年。

1993 年宏观经济处于全面过热的状态。金融秩序混乱、消费需求膨胀，财政困难加剧，通货膨胀加速，出口乏力、外汇储备下降。因此，货币政策的转变在 1993 年是最为严厉的，包括基准利率的一次性大幅提高，以及汇率的一次性大幅升值。

2007 年宏观经济同样处于全面过热的状态，贸易顺差规模增长较快，导致流动性过剩压力显现，“猪周期”与大宗商品的高涨共同推动 CPI 持续上升。2007 年的货币政策紧缩也是以“三率”齐发为主，但是紧缩政策遭遇美国金融危机之后，到 2008 年下半年开始转为宽松。

2010 年至 2011 年，宏观经济整体处于经济调整期，并未显著过热，但是此前危机救援带来的货币供应高增长导致名义需求大幅增长，商品和资产价格显著上行，房地产价格高涨以及通胀压力上行成为货币政策转向的主要影响因素。与此前两次货币政策紧缩相比，经济增长仍然处于相对低水平，通胀的货币因素明显，因此本轮货币政策趋紧将主要体现为流动性的“收缩”而非全面“紧缩”。

图表 1 历史上宏观经济政策基调的变迁

时期	财政政策	货币政策	政策变化方向
1993 年中	从紧	从紧	趋紧
1998 年底	积极	稳健	趋松
2007 年底	稳健	从紧	趋紧
2008 年底	积极	适度宽松	趋松
2010 年底	积极	稳健	趋紧

资料来源：国海证券研究所

历史上看，货币政策基调趋紧之后，往往属于政策密集期。一系列货

币政策工具会不断出台，直到货币政策中介目标达到央行预期，之后才会政策密度才会放缓，进入**政策观察期**。

从此前的政策实施的经验来看，政策密集期大约会持续 3-6 个月，具体的政策工具包括**加息**（1993 年基调转变后加息 342bp，另外还有保值贴补率出台；2007 年基调转变后加息 81bp）、**提高存款准备金率**（2007 年基调转变后累计上调 600bp）、**人民币升值**（1993 年基调转变后一次性升值 50%；2007 年基调转变后累计升值 8%），其他措施还包括**信贷控制**、**再贷款利率**、**再贴现率**、**法定存款准备金利率**、**超额存款准备金利率**等。

图表 2 宏观政策基调转变时的货币政策

政策基调转变时间	基调	基准利率	存款准备金	汇率	信贷政策	其他
1993 年中	趋紧	93 年 5 月 15 日提高 162bp 93 年 7 月 11 日提高 180bp 94 年初提出保值贴补率，当前最高达到 8.79%	保持不变	93 年底大幅升值 50%	责令回收信贷	
1998 年底	趋松	98 年 3 月 25 日降息 45bp 98 年 7 月 1 日降息 45bp 98 年 12 月 7 日降息 99bp	98 年 3 月下调 500bp	承诺人民币不贬值		
2007 年底	趋紧	07 年 8 月 22 日提高 27bp 07 年 9 月 15 日提高 27bp 07 年 12 月 21 日提高 27bp	8 月之后至 98 年 6 月累计上调 11 次 600bp	8 月之后累计升值 8%	08 年实行严格的信贷控制	08 年 1 月 1 日上调 1 年期再贷款利率 81bp，上调再贴现率 108bp
2008 年底	趋松	08 年 10 月 9 日降息 27bp 08 年 10 月 30 日降息 27bp 08 年 11 月 27 日降息 108bp 08 年 12 月 23 日降息 27bp	08 年 10 月 15 日下调 50bp 08 年 12 月 5 日下调 50bp 08 年 12 月 25 日下调 50bp	汇率保持稳定在 6.83 左右	鼓励信贷投放，09 年投放 7.35 万亿	08 年 11 月 27 日下调法定准备金 27bp，超额准备金 27bp，一年期再贷款 108bp，再贴现 225bp；

资料来源：国海证券研究所

2. 2011 年 1 季度仍然是政策密集期

货币供应量的历史高水平以及通胀压力的超预期上行是 2010 年货币政策基调趋紧的核心因素。虽然 2011 年上半年央行已经开始提高存款准备金率，但是实际的货币供应仍然处于历史的高位。进入四季度以来，随着通胀的不断超预期，货币政策基调实际已经趋紧。央行的货币政策工具开始密集实行，基准利率两次上调、存款准备金两次上调、人民币升值开始加速。

但是考虑到当前通胀压力仍然较高，货币供应量增速仍未回归常态，我们认为 2011 年 1 季度仍然是政策密集期，货币政策趋紧的“最后一只靴子”尚未落下。

图表 3 货币政策趋紧的“最后一只靴子”尚未落下

政策基调转变时间	基调	基准利率	存款准备金	汇率	信贷政策	其他
2010 年底	趋紧	10 年 10 月 20 日加息 25bp 10 年 12 月 26 日加息 25bp	10 年 11 月 16 日上调 50bp 10 年 11 月 29 日上调 50bp 10 年 12 月 20 日上调 50bp	7 月以来累计升值 3%	差额准备金动态管理控制信贷投放	10 年 12 月 26 日上调再贷款利率 48bp，再贴现 75bp
		继续上调？	继续上调？	继续升值？		

资料来源：国海证券研究所

我们认为 2011 年上半年央行有可能实行的货币政策措施包括：

1) 信贷规模和节奏控制：目前超额准备金动态调整已经成为央行调节商业银行信贷投放的新措施，我们估计去年的信贷规模应该还是在 7 万亿左右，动态调整的超额准备金有利于保障商业银行的放贷节奏回归“3:3:2:2”。历史经验证实整体的指令性调节效果往往较差，因此差异化的量化考核措施应该更具针对性。

2) 基准利率：3 月份会加息一次，上半年共完成 2 次加息，一年期存款利率达到 3.25%，负利率水平会回落至 50 至 100 基点。我们认为 2011 年大幅加息的概率较低，一方面在于经济转型期低利率环境存在必要性，另一方面在于负利率压力的缓解不仅包括基准利率的上调，还要考虑未来通胀水平的下行。

3) 存款准备金率：当前央票的发行量显著收缩，央行通过央票难以有效回收流动性，因此在基准利率再次上调前，央行公开市场操作的效用会不断降低，但是考虑到上半年大规模的央票到期以及升值预期带来的外汇占款高增长，1 季度存款准备金率有望继续上调以对冲额外的流动性。

4) 汇率：预期人民币汇率将重回 2005 年以来的升值趋势，2011 年对美元升值将达到 5%。汇率升值有利于缓解加息压力，小幅渐进的升值步伐也有利于宏观经济结构调整的政策大背景。

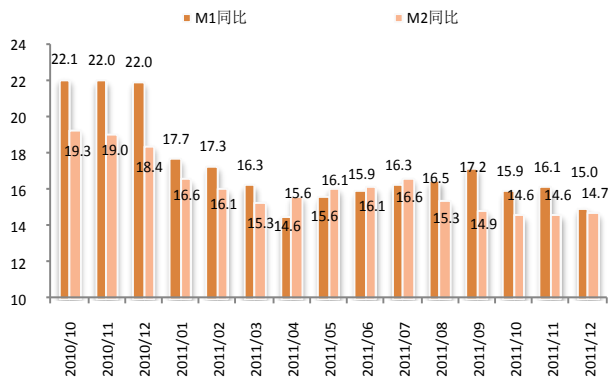
3. 2 季度将进入政策观察期

按照我们的测算，我们初步 2 季度货币政策目标基本达成（货币供应量增速将回归常态，通胀压力将有所缓解），政策进入观察期。

1) M2 增速 4 月份达到阶段性低点：按照新增 7 万亿并均衡投放的假设测算，4 月份 M2 增速 15.6%，央行对于 M2 增速的目标（16%）基本达到。显著的流动性收缩阶段将告一段落。

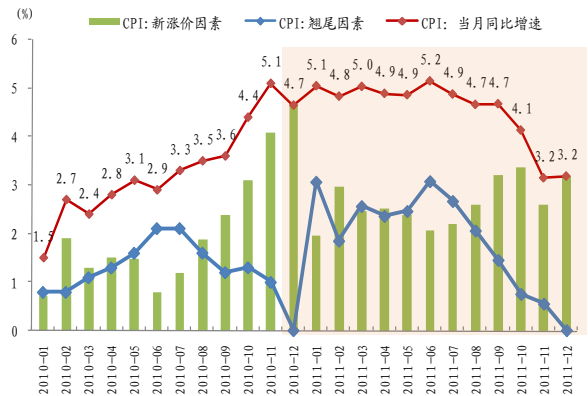
2) CPI4 月份之后新涨价因素开始趋稳：二季度新涨价因素回落，三季度翘尾因素回落，通胀压力二季度将有所缓解。考虑到翘尾因素已经是确定因素，因此新涨价因素成为关键变数，包括海外经济走势对于大宗商品的影响，以及天气等其他不确定因素的扰动。

图表 4 2011 年货币供应量增速预测



资料来源：国海证券研究所

图表 5 2011 年 CPI 同比增速预测



资料来源：国海证券研究所

1 季度市场调整为主，中小市值股票估值溢价显著收缩

延续我们年度策略对于 2011 年宏观经济和证券市场的判断，2011 年仍然是第四周期的初期，经济结构转型仍然是政策重点，宏观经济整体处于平稳增长的态势，季度同比增速“中间高、两边低”。证券市场将延续 2010 年的格局，呈现宽幅震荡，缺乏大牛市的基础。

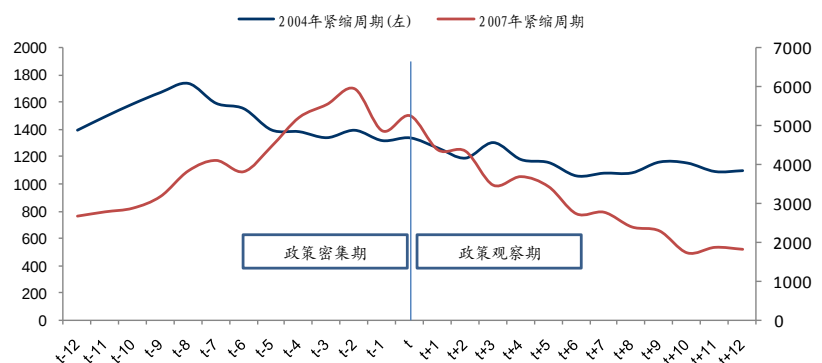
1 季度仍然属于政策密集期，从政策密集期的历史经验以及众多先验指标来看，1 季度的证券市场将以调整为主。考虑到当前证券市场的格局，我们认为 1 季度市场调整将通过中小市值股票估值回落为特征，从而带动中小市值估值溢价显著收缩。

1. 历史上政策密集期，市场都以调整为主

从 2004 年“宏观调控”和 2007 年货币政策紧缩的周期来看，在政策密集期证券市场（以上证综指为例）显著承压，趋势性向下。在进入政策观察期之后，证券市场表现有所回暖（2007 年受金融危机影响略有差异）。

因此，在央行货币政策目标达成之前，也就是进入央行“政策观察期”之前，我们预计 1 季度证券市场仍将以调整为主，趋势性向下。

图表 6 政策紧缩周期与证券市场趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 部分市场领先指标也证实 1 季度市场将调整

根据宏观策略小组《证券市场先行指标体系》的分析,我们认为一些宏观经济指标对于证券市场具备一定的领先性。历史经验证实,M1-M2 增速、CPI-PPI 增速、七年期与一年期国债收益率差、宏观经济景气先行指数等对于证券市场存在一定程度的领先,具备一定的参考性。

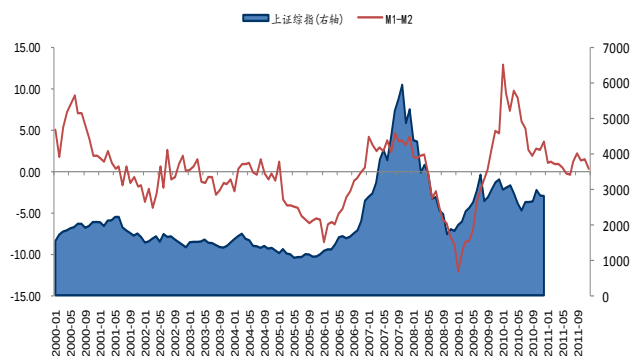
图表 7 指标与上证综指的多阶相关性检验结果

(1) 整体时间段				(2) 分阶段		
上证综指: SZ	时间段	性质	相关系数	时间段 (Q: 指季度)	性质	相关系数
上证综指月同比增速: SZTB						
SZ 与 M1-M2 增速	1996 年 1 月-2010 年 6 月	同步	0.515	2005 年 1 月-2010 年 6 月	滞后 1 个月	0.6286
				2002 年 1 月-2004 年 12 月	滞后 1 个月	0.2366
				1998 年 7 月-2001 年 12 月	领先 3 个月	0.7104
				1996 年 1 月-1998 年 6 月	同步	0.8443
SZ 与 M1 增速	1996 年 1 月-2010 年 6 月	同步	0.508	2005 年 1 月-2010 年 6 月	同步	0.5533
				2002 年 1 月-2004 年 12 月	滞后 1 个月	0.0851
				1998 年 7 月-2001 年 12 月	领先 4 个月	0.6561
				1996 年 1 月-1998 年 6 月	领先 4 个月	0.3557
SZTB 与 GDP 季调环比折年率	1993 年 1Q-2010 年 2Q	领先 2 季度	0.222	2006 年 1Q-2010 年 2Q	领先 2 季度	0.599
SZ 与 GDP 季调环比折年率	1993 年 1Q-2010 年 2Q	领先 2 季度	0.142	2006 年 1Q-2010 年 2Q	领先 2 季度	0.4446
SZ 与宏观经济景气先行指数	1991 年 1 月-2010 年 6 月	领先 1 个月	0.038	2007 年 1 月-2010 年 6 月	领先 2 个月	0.5332
SZ 与 CPI-PPI 增速	1996 年 10 月-2010 年 6 月	领先 3 个月	0.165	2000 年 1 月-2010 年 6 月	领先 2 个月	0.4588
SZ 与 PMI	2005 年 1 月-2010 年 6 月	领先 1 个月	0.222	2008 年 1 月-2010 年 6 月	滞后 1 个月	0.687
SZ 与国债利差: 7Y-1Y	2002 年 2 月-2010 年 6 月	领先 3 个月	0.124	2005 年 1 月-2010 年 6 月	领先 3 个月	0.0187

资料来源: 国海证券研究所

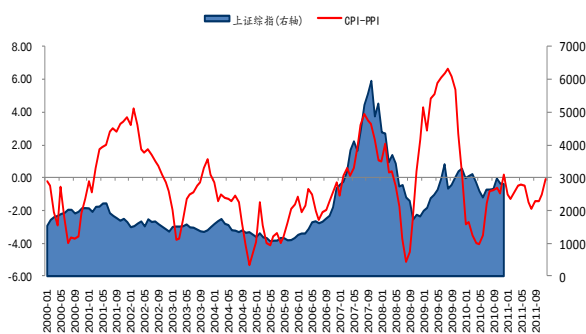
按照我们对于 2011 年货币供应、物价的预测数据,绝大部分指标暗示上证综指在 1 季度缺乏上行的动力,以趋势性向下为主。

图表 8 上证综指与 M1、M2 增速差



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 9 上证综指与 CPI、PPI 增速差



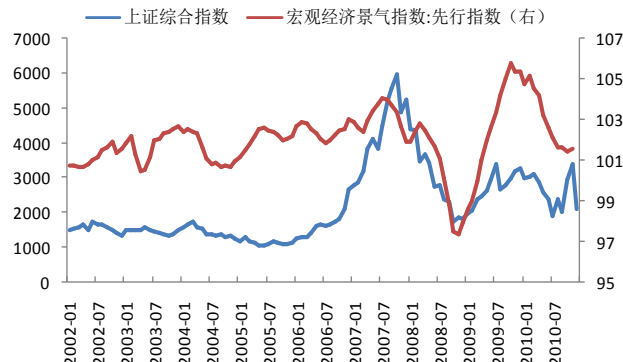
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 10 上证综指与 7 年期、1 年期国债收益率差



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 11 上证综指与宏观经济景气先行指数

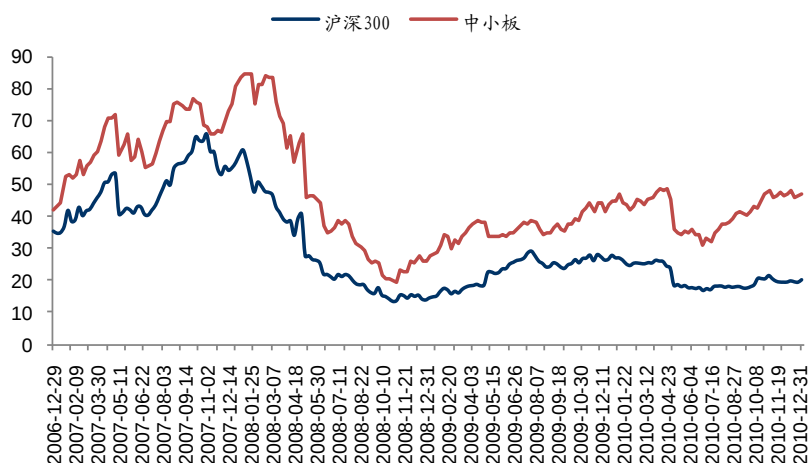


资料来源：WIND、国海证券研究所

3. 中小市值股票估值溢价达到历史新高

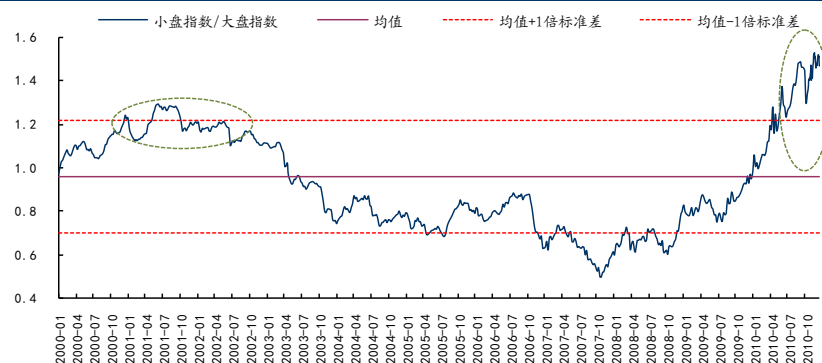
2010 年以来,受国家“经济结构调整”政策导向的影响,消费及新兴产业相关行业得到市场的共识,中小板指数创出历史新高。2010 年,中小市值股票为代表的中小板指数涨幅为 21%,而大盘蓝筹为代表的沪深 300 指数下跌 11.5%。市场风格出现显著地差异化,以申万小盘指数对大盘指数为代表的市场溢价指标已经处于历史高位,而且显著高于 2001 年。

图表 12 沪深 300 与中小板静态市盈率水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 13 以申万小盘指数/申万大盘指数比值反映的市场风格差异达到历史新高



资料来源：WIND、国海证券研究所

“十二五”规划中关于经济结构调整的核心集中于“消费及新兴产业”，但是 2010 年中期以来，市场对于消费及新兴产业的共识过于强烈。从 WIND 概念股板块的估值来看，2010 年受市场追捧最热的板块，如锂电池、太阳能发电、新材料、三网融合、稀土永磁等估值明显过高。

图表 12 概念板块市盈率水平

概念股板块的市盈率水平（WIND 预测）			
板块名称	2009	2010E	2011E
3G 指数	113.98	48.72	36.61
智能电网指数	97.09	63.59	45.25
物联网指数	112.88	59.52	42.93
新能源指数	163.15	42.14	31.79
风力发电指数	109.65	36.15	28.33
氢能指数	170.47	64.36	32.88
锂电池指数	193.94	76.28	48.61
垃圾发电指数	52.72	36.45	28.62
绿色节能照明指数	278.99	53.95	42.94
清洁煤发电指数	61.80	47.11	34.46
太阳能发电指数	222.42	127.68	58.80
核能核电指数	109.03	43.62	30.83
新材料指数	174.91	67.17	52.80
核高基指数	135.75	59.14	40.13
移动支付指数	121.45	56.48	38.12
高铁指数	-136.29	48.51	43.36
新能源汽车指数	82.30	72.82	41.35
三网融合指数	122.12	50.09	46.90
稀土永磁指数	258.85	74.90	64.30
云计算指数	168.66	47.78	42.92
合同能源管理指数	72.04	51.33	35.93
高端装备制造指数	64.10	43.81	30.72

资料来源：WIND、国海证券研究所

4. 估值溢价收缩将以中小市值股票的估值回归为主

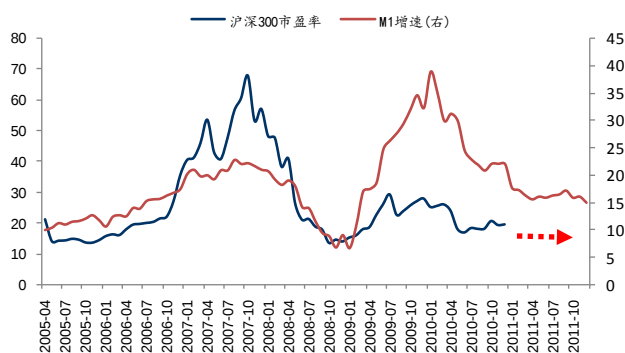
经过 2010 年的上涨，创业板和中小板等中小盘股估值已经反映了 2011 年的合理水平。从整体而言，也抹杀了中小市值股票在 2011 年获取超额收益的机会，因此在整体流动性收缩的大背景下，中小市值股票估值的回归不可避免。

1) 流动性收缩下, 通过“周期复辟”带来估值溢价收缩的可能性较低

从历史上来看, 沪深 300 市盈率水平与 M1 增速呈现较强的趋势性。我们认为有两方面的解释: (1) 如果以 M1 (现金以及企业活期存款) 作为衡量社会名义总需求的指标, M1 同比增速下滑意味着社会名义总需求增速的下降, 那么以周期性行业和制造业为主的沪深 300 上市公司则面临潜在的需求压力, 指数波动反映市场对于名义总需求增速下行的压力; (2) 如果以 M1 衡量证券市场的流动性格局, 那么 M1 增速放缓则意味着证券市场流动性在收缩, 大市值股票相对集中的沪深 300 受流动性收缩的影响, 估值自然会下行。

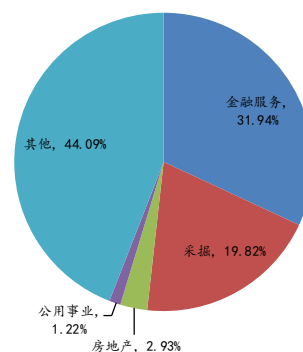
一季度沪深 300 的估值水平将由于流动性收缩而显著承压。考虑到金融和采掘两个行业自由流通市值占沪深 300 超过 50%, 周期性行业估值逆流动性趋势大幅修复从而带动指数持续上扬的可能性较低。

图表 13 M1 增速与沪深 300 静态市盈率水平



资料来源: 国海证券研究所

图表 14 沪深 300 主要行业流动市值占比

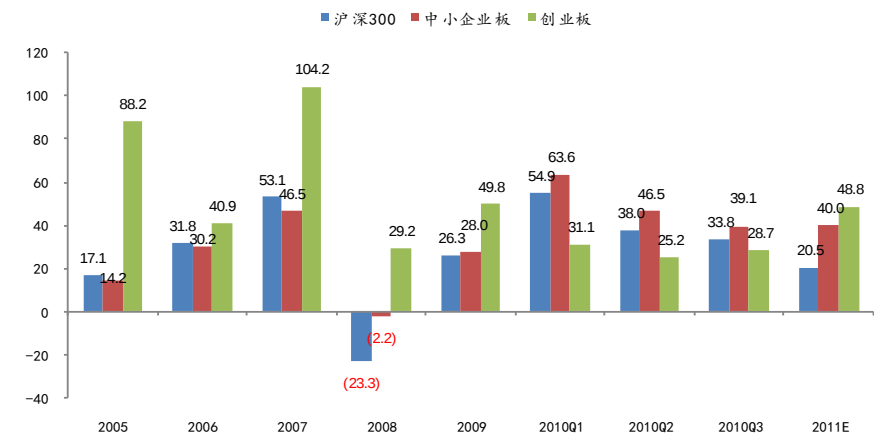


资料来源: 国海证券研究所

2) 中小市值股票估值回归将是估值溢价收缩的主要方式

根据 WIND 的一致预测, 沪深 300 盈利 2011 年同比增速为 20%, 中小板盈利增速同比达到 40%, 创业板盈利同比增速达到 49%。对比 2005 年以来的历史水平, 如果考虑到创业板上市前报告调整因素不可比, 那么当前市场对于中小市值股票潜在盈利增速的预期处于历史高位。

图表 15 三大板块 2005-2010 年盈利增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

根据三阶段 DDM 估值模型，我们分别测算了创业板和中小板的合理估值水平，创业板的合理估值水平，对于 2011 年市盈率 43 倍；中小板的合理估值水平：对于 2011 年市盈率 33 倍。

图表 16 三阶段 DDM 估值模型假设

DDM 三阶段模型假设		
模型假设	创业板	中小板
2011 年盈利增速 G1	49.0%	40.0%
2012 年盈利增速 G2	35.0%	27.5%
稳定增长阶段盈利增速 G3	25.0%	18.0%
盈利增速匀速下降阶段	1.8%	1.3%
永续增长阶段 G4	5.2%	3.7%
2011-2017 年 WACC1	22.0%	13.4%
2017 年之后 WACC2	13.0%	
分红比例	20.0%	20.0%

资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 17 创业板 2011 年市盈率的敏感性分析

DDM 敏感性分析—创业板										
PE		2012 年增速								
		31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%
WACC1	18%	51.60	51.99	52.37	52.76	53.15	53.53	53.92	54.30	54.69
	19%	48.84	49.20	49.57	49.93	50.30	50.66	51.03	51.39	51.76
	20%	46.25	46.60	46.94	47.29	47.63	47.98	48.32	48.67	49.01
	21%	43.82	44.15	44.48	44.81	45.13	45.46	45.79	46.11	46.44
	22%	41.55	41.86	42.17	42.48	42.79	43.10	43.41	43.72	44.03
	23%	39.42	39.71	40.00	40.30	40.59	40.88	41.18	41.47	41.76
	24%	37.41	37.69	37.97	38.25	38.52	38.80	39.08	39.36	39.64
	25%	35.53	35.79	36.06	36.32	36.59	36.85	37.11	37.38	37.64
	26%	33.76	34.01	34.26	34.51	34.76	35.01	35.26	35.51	35.77

资料来源：WIND、国海证券研究所

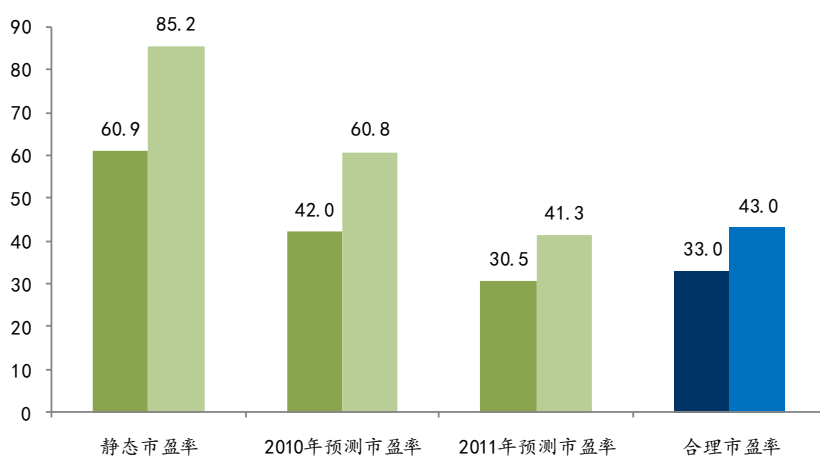
图表 18 中小企板 2011 年市盈率的敏感性分析

DDM 敏感性分析—中小板									
PE	2012 年增速								
	20	21.5	23	24.5	26	27.5	29	30.5	32
WACC	10.1	53.91	54.57	55.23	55.89	56.55	57.21	57.87	58.54
	11.2	43.90	44.43	44.97	45.51	46.04	46.58	47.11	47.65
	12.3	36.62	37.07	37.51	37.96	38.40	38.85	39.29	40.19
	13.4	31.14	31.51	31.89	32.27	32.64	33.02	33.40	34.15
	14.3	27.58	27.91	28.24	28.57	28.91	29.24	29.57	30.24
	15.2	24.64	24.93	25.23	25.52	25.82	26.11	26.41	27.00
	16.1	22.18	22.44	22.71	22.97	23.24	23.50	23.77	24.30

资料来源：WIND、国海证券研究所

当前以中小企板和创业板为代表的中小市值股票所对应的 2011 年动态市盈率基本上处于合理水平，但是这也同样意味着中小市值股票以当前的估值水平在 2011 年难以获取超额收益。我们三阶段 DDM 模型已经相对乐观地考虑了中小板和创业板上市公司的盈利高增长，因此中小市值股票缺乏继续上涨的空间。

图表 19 中小板和创业板的估值水平（2010 年 12 月 31 日）



资料来源：WIND、国海证券研究所

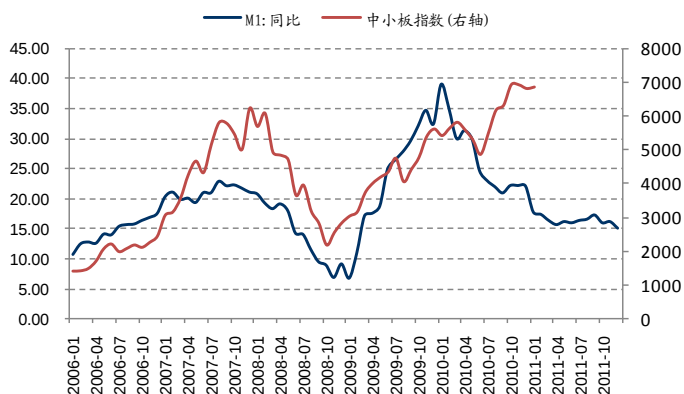
因此，流动性收缩下 1 季度市场调整将以中小市值股票估值溢价的收缩为特征，主要是基于以下两个依据：

1) 流动性收缩下，估值优势并不明显的中小市值股票面临流动性压力。从 2006 年以来中小板指数与 M1 同比增速具有较好的趋势相关性，但在 2010 年中期之后出现显著分化，中小市值股票的逆势上行主要是由于大盘蓝筹估值的逐步回落，在当前大盘蓝筹估值继续回落空间有限的情况下，中小市值股票估值在流动性收缩的背景下将逐步回归。

2) 机构对于中小市值股票的高配置同样是潜在风险。当前机构整体仓

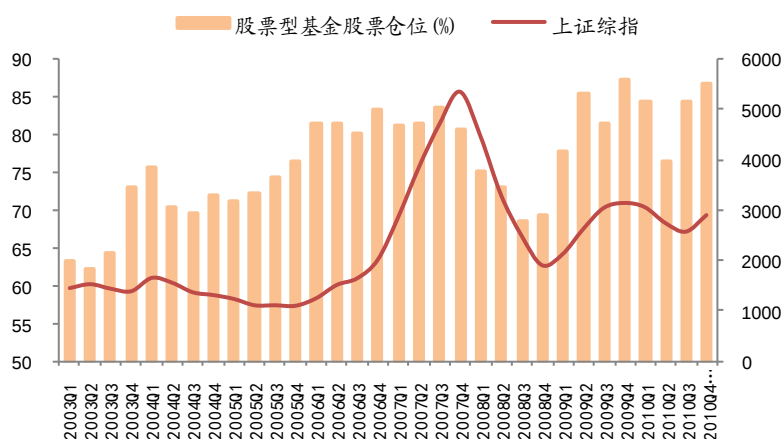
位处于历史较高水平，而且对于中小市值股票的配置也处于历史高水平，在继续持有中小市值股票在 2011 年难以获得超额收益的情况下，机构仓位调整也会导致中小市值股票承压。

图表 20 M1 增速与中小板指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 21 沪深 300 指数与基金股票投资仓位



资料来源：WIND、国海证券研究所

1 季度策略：买入从“新兴”到“成长”的优势产业

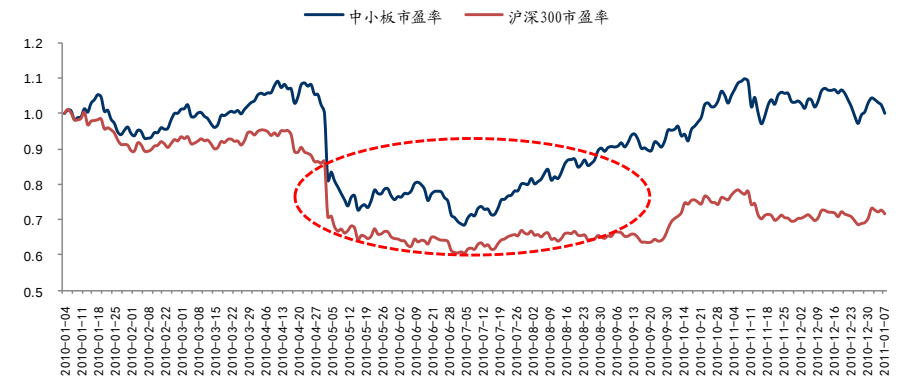
我们认为 1 季度市场的估值溢价将呈现从收缩到分化的过程，包括消费、新兴产业在内的中小市值股票在流动性收缩下将经历估值回归的过程，打破此前市场对于中小市值股票过度追捧所形成的共识。

我们维持在年度策略中对于 2011 年的走势判断，认为一季度市场将以调整为主，反弹回升将出现在二三季度。

1. 一季度市场调整格局类似于 2010 年中期

本次市场调整的格局有望类似于 2010 年 4-6 月的市场调整格局, 只不过大盘蓝筹的估值低位导致大盘股继续下跌的空间不大。但是从整体的结构上来看, 仍然将是估值溢价的收缩和再扩张。

图表 22 中小板和沪深 300 市盈率水平



资料来源: WIND、国海证券研究所

2. 消费及新兴产业是催生成长股的沃土

尽管 2010 年中期以来, 市场对于经济结构转型以及消费和新兴产业的共识达成过于一致, 导致相关行业股票得到市场追捧, 导致当前估值相对较高的状态, 但是, 从“十二五”规划的趋势来看, 消费及新兴产业仍然是政策导向的核心。

图表 23 《“十二五” 规划建议》的重心仍然是消费及新兴产业

目标	要点	相关行业
经济结构战略性调整	扩大内需长效机制	扩大内需——消费
	加强农业基础地位	新兴产业——生物医药
	提升制造业核心竞争力	新兴产业——高端装备制造等
	加快发展服务业	扩大内需——消费
技术进步和创新	增强自主创新能力	新兴产业——高端装备制造等
保障和改善民生	把促进就业放在优先位置	扩大内需——消费
	加大收入分配调节力度	扩大内需——消费
建设资源节约型、环境友好型社会	节约能源	新兴产业——节能环保、新能源
	发展循环经济	新兴产业——节能环保
	推广低碳技术	新兴产业——节能环保

资料来源: 国海证券研究所

3. 关注从“新兴”到“成长”的优势产业

在经过 2010 年对于消费及新兴产业的过度追捧之后，2011 年的超额收益将来自于对经济转型趋势和“新兴”到“成长”转变的公司的把握。

1) 关注行业演进的路径已经成熟，行业规模有望快速增长的相关行业和上市公司。包括：经历金融危机洗礼之后的光伏产业（天龙光电）；处于爆发边缘的高端消费（上海佳豪、瑞贝卡）；路径演进清晰的锂电池和新能源汽车（佛山照明、多氟多、金龙汽车）。

2) 关注业务已经成熟，竞争力相对明显，未来受益于“经济结构调整”带来行业增长新空间的相关行业和上市公司。包括：显著受益于节能环保推进的化工新材料（烟台万华）；制造业核心技术提升必备的高端装备制造（机器人）。

2011 年投资首先仍是顺政策、顺周期的消费及新兴产业。鉴于当前以消费及新兴产业为代表的中小市值股票估值并未低估，未来估值溢价的收缩仍将以中小市值股票为主，但是未来估值溢价再度扩张时，中小市值股票仍将反弹居前。因此，消费及新兴产业的估值溢价收缩提供买入机会。

核心股票池

图表 24 核心股票池

主题	股票代码	股票名称	市价 2011/1/7	EPS				PE				CAGR (10-12)	PEG
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E		
新消费	002286.SZ	保龄宝	25.96	0.59	0.50	0.99	1.29	44.00	51.92	26.22	20.12	60.6%	0.86
	002243.SZ	通产丽星	13.89	0.26	0.41	0.55	0.72	53.42	33.88	25.25	19.29	32.5%	1.04
	600439.SH	瑞贝卡	12.90	0.20	0.30	0.41	0.57	64.08	43.00	31.46	22.63	37.8%	1.14
绿色能源	600969.SH	郴电国际	16.38	0.25	0.36	1.05	1.40	65.52	45.50	15.60	11.70	97.2%	0.47
	600686.SH	金龙汽车	9.55	0.34	0.67	0.81	0.94	28.09	14.25	11.79	10.16	18.4%	0.77
	600309.SH	烟台万华	20.05	0.64	0.89	1.26	1.40	31.33	22.53	15.91	14.32	25.4%	0.89
	300029.SZ	天龙光电	28.85	0.34	0.43	1.1	1.68	84.85	67.09	26.23	17.17	97.7%	0.69
	000541.SZ	佛山照明	16.46	0.22	0.27	0.45	0.89	74.82	60.96	36.58	18.49	81.6%	0.75
	300080.SZ	新大新材	55.82	0.93	1.15	1.92	2.45	60.02	48.54	29.07	22.78	46.0%	1.06
	600423.SH	柳化股份	9.84	0.05	0.32	0.49	0.79	196.80	30.75	20.08	12.46	57.1%	0.54
信息网络	002396.SZ	星网锐捷	39.80	0.61	0.84	1.19	1.72	65.25	47.38	33.45	23.14	43.1%	1.10
	002474.SZ	榕基软件	47.74	0.62	0.83	1.27	1.87	77.00	57.52	37.59	25.53	50.1%	1.15
轨道交通	002296.SZ	辉煌科技	67.85	0.52	0.88	1.45	2.36	130.48	77.10	46.79	28.75	63.8%	1.21
	300041.SZ	回天胶业	61.36	0.77	1.26	1.81	2.30	79.69	48.70	33.90	26.68	35.1%	1.39
新医药	000566.SZ	海南海药	29.10	0.97	0.23	0.80	1.10	30.00	126.52	36.38	26.45	118.7%	1.07
新材料	002324.SZ	普利特	40.39	0.71	0.75	1.43	1.90	56.89	53.85	28.24	21.26	59.2%	0.91
	300135.SZ	宝利沥青	45.00	0.97	1.02	1.55	2.10	46.39	44.12	29.03	21.43	43.5%	1.01
	002407.SZ	多氟多	71.27	0.73	0.48	1.20	2.62	97.63	148.48	59.39	27.20	133.6%	1.11
高端装备	300024.SZ	机器人	65.00	1.08	0.95	1.66	2.12	60.19	68.42	39.16	30.66	49.4%	1.39
	300008.SZ	上海佳豪	33.32	0.86	0.80	1.01	1.24	38.74	41.65	32.99	26.87	24.5%	1.70

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。