



# 消费新兴为矛，传统周期为盾

## ——东吴基金 2011 年投资策略报告



(2010 年 12 月 28 日)

**主 编** 刘元海  
王维诚

### 行业研究

TMT、保险 刘元海  
新能源汽车 赵世光

茅玉峰

房地产、家电 薛和斌

食品饮料商业

纺织服装 邹国英

医药 张寅

有色煤炭 张能进

化工 茅玉峰

电力太阳能 宫在轶

**监 审** 徐建平  
王炯  
黎瑛

地址：

上海浦东源深路 279 号

邮编：200135

客服热线：021-50509666

网址：www.scfund.com.cn

### 消费新兴为矛，传统周期为盾

重化工业周期已临末端，新经济周期尚未开启。在这一特殊过渡时期，2010 年 A 股市场选择了消费服务行业和新兴产业，周期性行业表现较差。

我们判断，通胀走势和防通胀政策将是 2011 年 A 股市场运行的主要影响因素。预计全年 CPI 维持在 4% 以上，翘尾因素可能会使通胀呈现出前高后低的走势。因此，防通胀政策会在上半年密集出台，如继续加息、收紧流动性等，这将对上半年 A 股走势有较大抑制作用。

从经济增长动力看，2011 年固定资产投资受益于保障房、农田水利和轨道交通等基础设施建设而保持稳定增长。消费继续得益于居民收入上升和人口结构的变化而增长稳定。2011 年 1 季度，出口增速会有所下滑，但海外经济超预期复苏会使出口增速在 2 季度后回升。2011 年中国经济将呈现前低后高走势，预计全年 GDP 增速在 9%-9.5% 左右。

从流动性看，预计 2011 年 A 股市场融资需求与 2010 年基本持平，而 2011 年的信贷规模预计为 7-7.5 万亿，低于 2010 年。综合来看，我们判断 2011 年 A 股市场的流动性条件应为中性。

2011 年 A 股上市公司盈利增速一致预期为 23% 左右，业绩平稳增长。

由于 2011 年宏观经济和上市公司业绩增长相对平稳，高通胀背景下政策收紧的预期又始终存在，因此 A 股市场缺少爆发性上涨的可能。但目前 A 股市场估值处于历史下限，下行空间也相对有限，我们判断，2011 年 A 股市场将呈现震荡向上的格局。2011 年上半年政策趋紧将不利 A 股市场走势，如果下半年通胀压力减缓，经济企稳回升，市场上行概率会相应提高，但仍然需要防范由大宗商品价格上涨所带来的输入性通胀风险。

2011 年，在经济平稳增长背景下，我们看好业绩快速增长的消费服务类行业，寻找具有真实业绩的新兴产业。中国经济结构转型是一个中长期过程，因此稳定经济增长的一些周期行业有望受益于政策推动和通胀上升，业绩存在超预期可能。2011 年，重点关注以下三条投资主线：

- (1) 消费服务类行业，重点看好：医药、食品饮料、商业零售、品牌服饰、家电、建筑装饰和保险等。
- (2) 新兴产业，重点看好：TMT、新能源及电力设备、新能源汽车、环保、铁路装备、海上石油钻采和新材料等。
- (3) 受益保增长的周期行业，重点看好：工程机械和房地产。



## 目 录

一、新周期催化市场热点 .....	3
(一) 大小盘分化明显, 消费服务和新兴产业受热捧.....	3
(二) 估值水平分化反映市场预期.....	4
二、经济前低后高, 通胀前高后低 .....	6
(一) 投资: 长期趋势下行、短期依然平稳.....	6
(二) 消费平稳向上.....	8
(三) 出口短期向下, 但存在反弹可能.....	9
(四) 通胀形势严峻, CPI 前高后低.....	10
三、政策将在管理通胀和经济转型之间寻求平衡 .....	11
(一) 管理通胀属当务之急.....	11
(二) 信贷政策中性, 全年边走边看.....	12
(三) 数量工具与价格工具双管齐下.....	12
四、2011 年股市总体震荡, 结构性投资机会为主 .....	14
(一) 上市公司业绩整体稳定增长.....	14
(二) 估值: 具有安全边际.....	14
(三) 流动性中性.....	16
(四) 2011 年 A 股市场区间震荡.....	17
五、消费新兴为矛, 传统周期为盾 .....	18
(一) 消费服务得益于收入增长.....	19
(二) 新兴产业任重道远.....	19
(三) 周期性产业稳定经济增长.....	19
(四) 高通胀环境下资源类行业的阶段性机会.....	19
(五) 消费新兴为矛、传统周期为盾.....	20
(六) 投资主题和重点行业.....	21
东吴基金管理有限公司旗下基金: .....	38



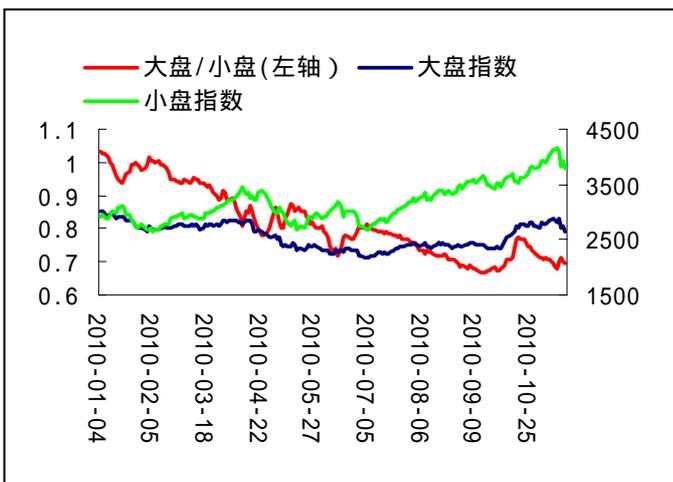
# 一、新周期催化市场热点

## (一) 大小盘分化明显，消费服务和新兴产业受热捧

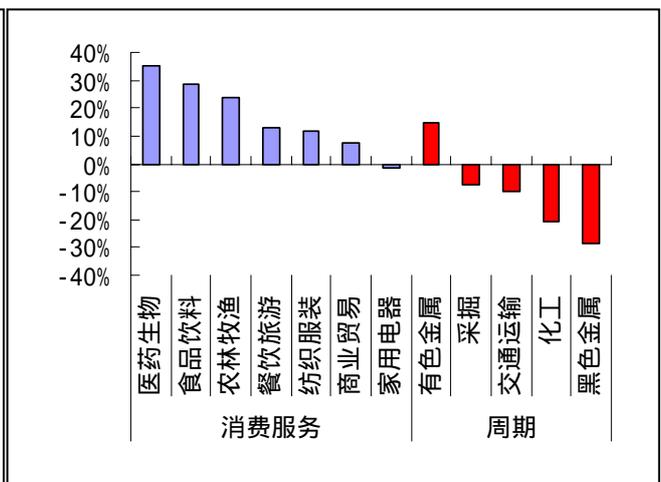
从市场风格看，2010年大小盘股分化明显。截止12月3日，今年以来申万小盘股指数上涨31.9%，大盘股指数却下跌13.8%。

从行业表现看，消费服务类行业如医药生物、食品饮料等跑赢大盘获得正收益，而大部分周期性行业是负收益。并且许多消费类行业指数创出自2007年10月以来的新高，如：医药、食品饮料和农林牧渔。

图表1 大小盘指数比价趋势性向下



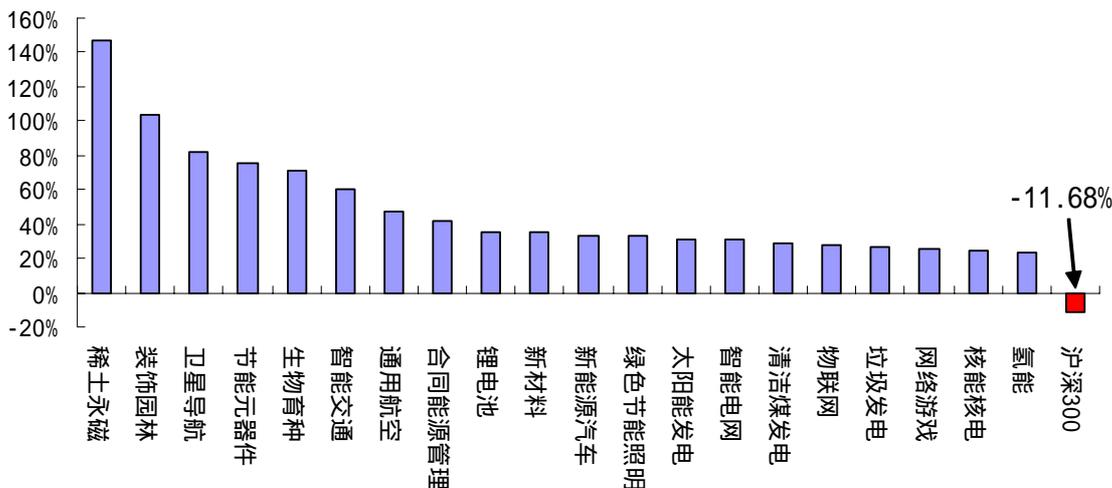
图表2 消费服务行业表现优异



数据来源：东吴基金，Wind。

另外，与新兴产业密切相关的各种概念板块也普遍跑赢大盘。其中稀土永磁、装饰园林、卫星导航、节能元器件和生物育种年初至今收益率超过60%，显著跑赢沪深300指数。

图表3 各种新兴产业概念板块普遍跑赢大盘



数据来源：东吴基金，Wind。



2010 年市场风格和行业的分化与中国经济所处周期密切相关。始于 2000 年的重化工业周期已接近尾声，作为这轮经济周期的支柱——钢铁、化工等周期性行业逐步失去市场的关注。相比之下，代表未来新经济周期方向的新兴产业和消费服务类行业则成为市场的宠儿。

## (二) 估值水平分化反映市场预期

从业绩和估值看，2010 年前 3 季度大盘股净利润同比增长 32.9%，PE 为 15 倍，大盘股指数下跌 21.13%。小盘股净利润同比增长 26.57%，PE 为 61 倍，小盘股指数上涨 21.53%。另外，从中小板和创业板 2010 年业绩预测看，我们判断，2010 年净利润低于预期可能性很大。

从行业看，以家电、商业、餐饮旅游、食品饮料、医药生物、农林牧渔和纺织服装为代表的消费类行业前 3 季度盈利同比增速中值 24.53%，年初以来指数平均上涨 10.24%；而以黑色金属、有色、交运设备、采掘和化工为代表的传统周期类行业的平均盈利增速远高于消费类，但年初以来指数平均却下跌了 23.49%。

图表 4 真实业绩与市场表现对比

		2010 年前 3 季度净利润同比(%)	前三季度涨跌幅(%)	市盈率
风格	大盘指数	32.90%	-21.13%	15
	小盘指数	26.57%	21.53%	61
消费	家用电器	46.92%	-9.17%	23
	商业贸易	34.41%	9.92%	37
	餐饮旅游	32.23%	10.56%	56
	食品饮料	24.53%	13.75%	41
	医药生物	21.34%	23.92%	48
	农林牧渔	13.00%	14.17%	81
	纺织服装	-2.06%	4.48%	56
	中值	<b>24.53%</b>	<b>10.24%</b>	<b>48</b>
周期	黑色金属	521.38%	-29.60%	20
	有色金属	165.15%	2.12%	65
	交运设备	89.64%	-3.08%	24
	采掘	25.91%	-23.49%	17
	化工	17.46%	-24.77%	21
中值	<b>89.64%</b>	<b>-23.49%</b>	<b>21</b>	

数据来源：Wind，东吴基金。

传统周期行业真实业绩比消费服务类高，但受到今年以来政策调控不确定性的影响，这些行业的估值中枢水平下了一个台阶。对比之下，消费服务行业业绩稳定增长而且受到政府政策的支持，估值水平水涨船高。





## 二、经济前低后高，通胀前高后低

从经济增长动力看，2011 年固定资产投资受益于保障民生（保障房建设，农田水利、轨道交通）和经济转型（新兴产业）而保持稳定，消费继续保持平稳增长，出口增速短期有所回落，但 2 季度后可能会反弹。全年中国 GDP 增速将呈现前低后高走势，GDP 同比增速将于 1 季度见底，然后企稳回升，预计全年 GDP 增速在 9%-9.5% 左右，处于温和增长态势。

2011 年 CPI 在 4% 以上，上半年通胀形势比较严峻，年初和年中有可能出现两次峰值。下半年 CPI 翘尾因素明显回落，如果物价环比压力有所减缓，预计 2011 年下半年通胀压力可能会有所缓和，但仍然需要防范由大宗商品价格上涨所带来的输入性通胀风险。

### （一）投资：长期趋势下行、短期依然平稳

中国过去 20 年的经济增长高度依赖于投资和出口。固定资本形成占 GDP 的比重从 1995 年的 35% 一路提高到 2009 年的 45%。对比之下，日本和韩国分别在 1975 年和 1990 年到达固定资本形成的最高峰，但其固定投资占 GDP 的比重也都没有超过 40%。从国家比较来看，中国的这种依靠超高比例的固定资产投资来拉动经济的做法无法长时间延续。

图表 7 中国固定投资占 GDP 的比重逐年上行



数据来源：Wind，东吴基金。

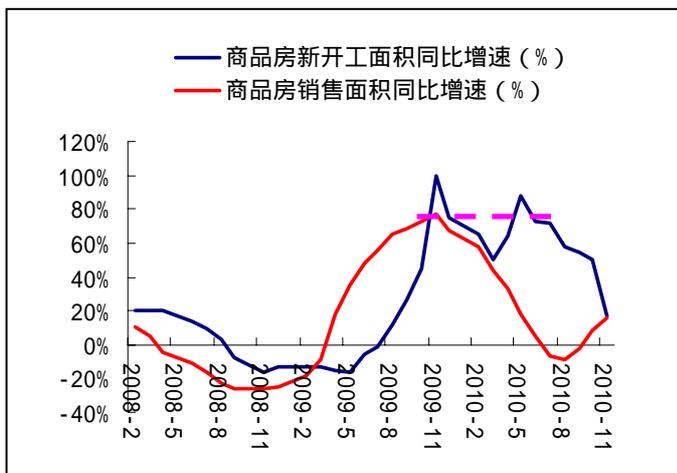
但是从短期来看，2011 年的投资仍然将比较平稳。这主要得益于保障房、轨道交通和农田水利等基础设施建设所带动的增量投资。

#### 1、保障房投资弥补商品房投资下滑

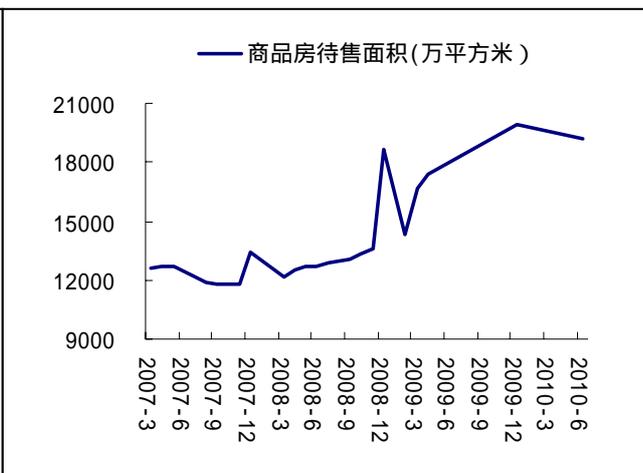
2009 年 4 季度和 2010 年上半年的商品房新开工面积同比增速平均在 70% 左右，远高于历史平均（十年中值为 30%）。按照商品房 12-15 个月的建设周期，2011 年上半年将会有大量新增商品房供给。与此同时，商品房库存仍然居高不下。即使明年销售情况较为乐观，商品房投资也仍然可能受制于高库存而下滑，这一点在 2011 年的上半年可能会体现得尤其明显。但是商品房投资的下滑可能会被 1000 万套的保障房投资所部分抵消。预计 1000 万套保障房投资需要 1 万亿，2010 年房地产投资规模在 4.7 万亿左右，因此总体看，保障房投资能够很大程度上弥补商品房投资增速下滑，2011 年房地产投资增速能够保持在 20% 左右增长。



图表 8 09 年 4 季到 10 年上半年新开工面积增速极高



图表 9 商品房库存处于高位



数据来源：Wind，东吴基金。

## 2、轨道交通建设兴起

作为未来轨道交通的主要类型之一，同时又是优先发展的新兴产业，高铁在“十二五”期间将继续大力发展。《铁路中长期发展规划》计划到 2020 年高铁里程达到 1.6 万公里以上，铁路快速客运网将达到 5 万公里以上，连接所有省会城市和 50 万人口以上的城市，覆盖内地九成以上人口。而根据目前的开工情况来看，预计在 2012 年高铁投运里程将达到 1.3 万公里，高铁建设将远远超出预期。

中长期规划还计划在 2013 年实现京沪、京港、京哈、杭福深这“四纵”以及徐兰、沪昆、青太和沪汉蓉这“四横”的客运专线通车。如果再考虑其他城际和市内轨道交通建设，预计“十二五”期间，铁路基建总投资将在 3.5 万亿左右，比“十一五”高出 70%。假设投资将均匀分配于 2011-2015 期间，那么明年的铁路基建投资将达 7000 亿元左右，但考虑到铁路建设的周期较长，预计 2011 年的实际投资将远远高于这个数字。

图表 10 “十二五”期间轨道交通里程测算

时速 200 公里以上高速客运铁路	
新建跨省高铁里程 (公里)	2695
新建省内城际铁路里程 (公里)	9845
<b>合计</b>	<b>12540</b>
2010 年新建里程 (公里)	2192
<b>2011-2015 年新建里程年均复合增速</b>	<b>14.87%</b>
城市轨道交通	
新建城市轨交里程 (公里)	3189
2010 年新建里程 (公里)	268
<b>2011-2015 年新建里程年均复合增速</b>	<b>30.45%</b>

数据来源：申万，东吴基金。

从各省市上报的十二五铁路发展规划可以看到两大趋势：(1) 建设周期提速：原来计划在十三五期间甚至 2020 年后建设的线路被普遍提前到十二五期间；(2) 建设标准提高：200 公里设计时速的线路普遍提高到 300-350 公里，客货混线变客运专线。而这些趋势都会势必加大十二五期间的轨道交通建设投资，从而在



某种程度上对冲由房地产投资下滑所带来的负面影响。

### 3、水利水电建设超预期增长

十一五期间我国水利水电建设历史欠账颇多，自然灾害和物价上涨使得政府十二五期间加大水利水电投资成为必然。从 2002 年以来中国的水利建设投资一直停滞不前，甚至出现负增长。从国家的战略角度考虑，水利建设的滞后带来了农业减产、粮食安全等更深层次的问题，而这些问题在过去两年因全国范围内的旱涝自然灾害和粮食价格大幅上涨而变得更加明显。我们有理由相信，从国家长远发展的战略角度来看，水利建设投资具有不容忽视的重要性和必要性，十二五期间加大对水利水电投资的规模将成为政府的必然选择。

2010 年 11 月 30 日，中电联宣布由该协会牵头编制的《电力工业“十二五”规划研究报告》已经完成，待国家部门审议通过后，将于 12 月下旬对外发布。“十二五”电力开发基调已定：优先开发水电；优化发展煤电；大力发展核电；积极推进新能源发电；适度发展天然气集中发电；因地制宜发展分布式发电。我们预期的“十二五”期间新一轮水利水电建设高峰将至，未来十年合并后总投资将高达 6 万亿。而 2011 年作为“十二五”第一年可能会有接近 1 万亿元的水利水电投资，这同样会帮助投资维持相对平稳。预计 2010 年城镇固定资产投资规模大约 24 万亿，而 2011 年保障房、高铁和水利水电投资规模各在 1 万亿左右，考虑其它行业投资增长，因此，2011 年城镇固定资产投资可以实现 20% 以上增长。

## (二) 消费平稳向上

近年来，中国的人力成本由于人口结构的改变而逐渐上升。体现在中低端劳动力的收入上，农村外出务工人员的平均月工资逐年上升。拿最近一次的中国统计局农调队的调研数据来看，从 2003 年到 2009 年外出务工人员的平均工资基本翻了一番（东部上涨 91%，中部和西部上涨近 1.5 倍），年复合增长率在 10% 以上。

图表 11 外出务工员工工资（月：元）

	2003	2004	2006 年 10 月	2009 年 3 季度	年复合增长率
东部	760	798	1090	1455	11.4%
中部	570	724	880	1389	16.0%
西部	560	701	835	1382	16.2%

数据来源：中国统计局农调队历年统计公报，安信证券，东吴基金。

收入的提高直接导致了消费的稳步上升。从 2000 年以来的社会消费品零售总额来看，月同比数据体现出非常明显的向上趋势。08 年底和 09 年初受金融危机的影响，这一趋势曾经被一度打断，但随即又恢复稳定向上的趋势。可以预期，随着 2011 年各项收入分配体制改革的陆续出台和个人所得税制的改革，居民可支配收入将继续上升，从而推动社会消费。

图表 12 消费执着向上



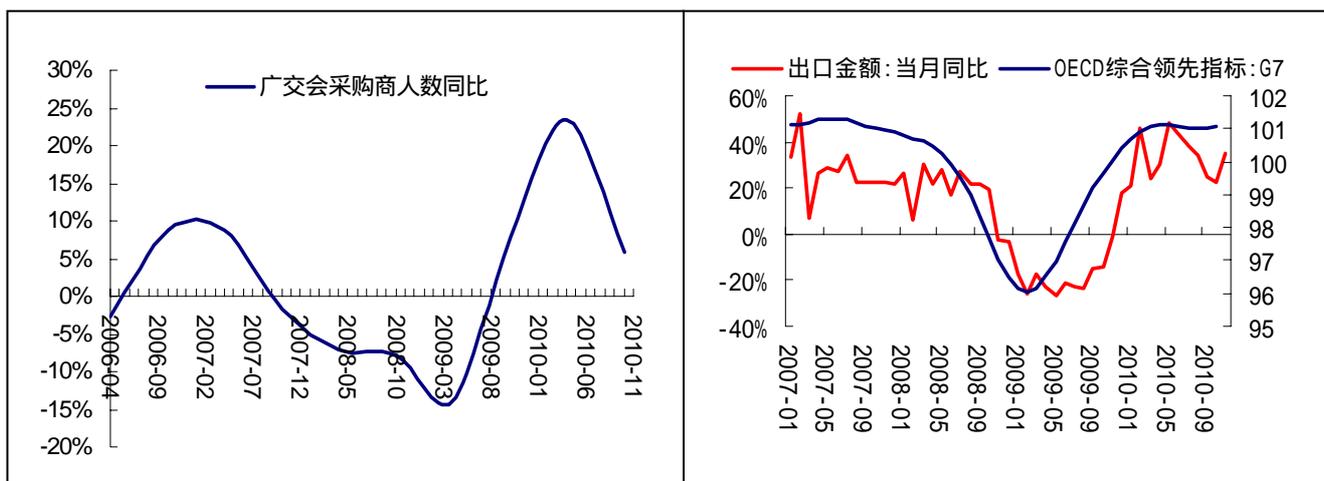
数据来源: Wind, 东吴基金。

### (三) 出口短期向下，但存在反弹可能

秋季广交会采购人数的变化往往领先于第二年 1 季度的出口。从 2010 年秋季广交会的人数变化看，2011 年 1 季度的出口可能面临比较明显的下滑。但 OECD-G7 领先指标仍然比较稳定，根据历史上该指标的领先程度（一般领先出口 6 个月左右）来看，2011 年二季度之后，出口可能会有一定程度的反弹。

图表 13 秋季广交会采购商人数同比下降

图表 14 OECD-G7 领先指数预示对 G7 出口可能反弹



数据来源: Wind, 东吴基金。

2011 年出口的不确定性主要在于美国经济。近期美国的经济数据都比较乐观，但这种复苏是否会在 2011 年得以持续，站在目前的时点上，我们无法确定。

一方面失业率居高不下，而高失业率就意味着消费力不足。对于美国这样高度依赖私人部门消费的国家来说，消费力不足就意味着经济复苏无法持续。另一方面，美国的家庭负债比率自次贷危机之后一直在下降，目前已经下降到了十年来最低的水平。这意味着家庭去杠杆化的过程可能会告一段落，而私人消费能力可能正在恢复。因此，目前的数据使我们无法判断美国的进口需求在 2011 年到底会如何变化，这对中国的出口是最大的风险点之一。

图表 15 美国经济的：高失业与去杠杆并存





数据来源：Wind，东吴基金。

## （四）通胀形势严峻，预计 CPI 前高后低

根据 2010 年各月 CPI 环比的数据，我们计算了 2011 年各月 CPI 同比中的翘尾部分。由于今年 12 月份的 CPI 环比数据尚未公布，我们假设了三种情景：(1) 乐观情景下，物价得到有效控制，价格总体不涨不跌，CPI 环比为零；(2) 中性情景下，我们取过去十年中所有 12 月 CPI 环比的中值 (0.35%)；(3) 悲观情境下，物价仍然没有得到控制，12 月 CPI 环比继续上升甚至超过 11 月的 1.1%。

从 2011 年翘尾数据看，无论 12 月份 CPI 环比是哪种情景，2011 年 CPI 的峰值最有可能出现在明年的 1 月和 6 月。中性情景下，2011 年上半年几乎所有月份（除 2 月）光翘尾一项 CPI 水平就在 3% 以上，如果考虑新涨价因素，我们可以比较确定 2011 年上半年的绝大部分时间 CPI 同比都会在 4% 以上，个别月份可能会摸高到 5%-6%，而下半年随着翘尾部分的逐渐降低，通胀形势可能将有所好转。但考虑到下半年仍然存在输入性通胀超预期的可能，因此需要密切跟踪并防范由此带来的风险。

图表 16 2011 年 CPI 同比翘尾部分的预测

	乐观(12 月 CPI 环比=0%)	中性 (12 月 CPI 环比=0.35%)	悲观 (12 月 CPI 环比=1.2%)
2011-01	<b>3.43%</b>	<b>3.80%</b>	<b>4.67%</b>
2011-02	2.21%	2.56%	3.43%
2011-03	2.93%	3.29%	4.16%
2011-04	2.72%	3.08%	3.95%
2011-05	2.82%	3.18%	4.06%
2011-06	<b>3.45%</b>	<b>3.81%</b>	<b>4.69%</b>
2011-07	3.03%	3.39%	4.27%
2011-08	2.42%	2.78%	3.65%
2011-09	1.81%	2.16%	3.03%
2011-10	1.10%	1.45%	2.31%
2011-11	0.00%	0.35%	1.20%
2011-12	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，东吴基金。



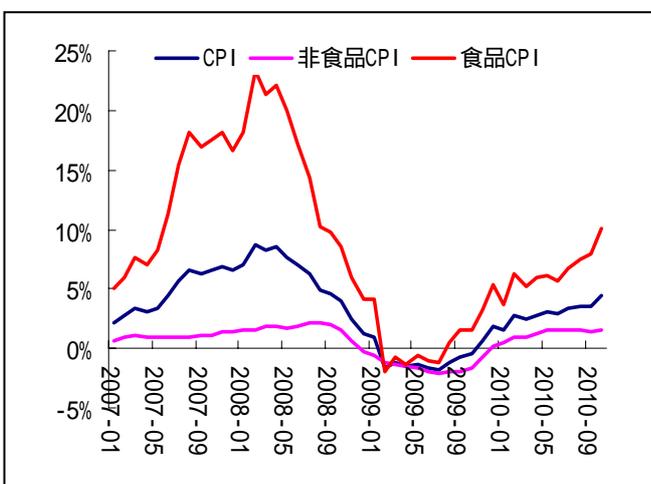
### 三、政策将在管理通胀和经济转型之间寻求平衡

我们判断，2011年中国经济很有可能出现这种组合：经济平稳增长，但通胀维持高位。在经济平稳增长背景下，2011年防通胀将是政府政策的首要目标。

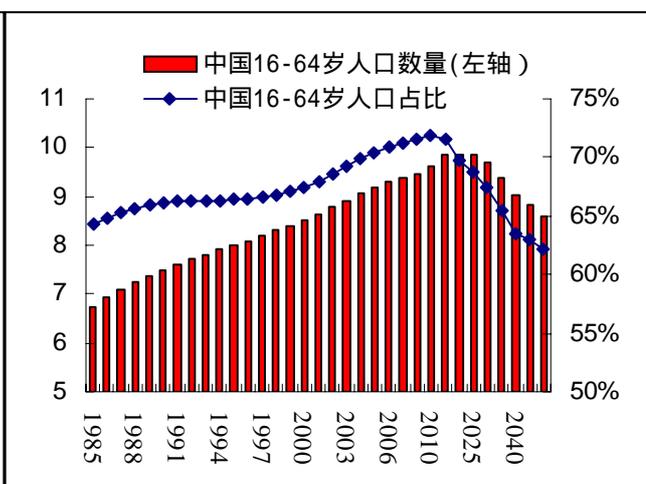
#### (一) 管理通胀属当务之急

流动性过剩和劳动力成本上升共同推动了此次的通胀周期。从构成CPI的细分项目看，食品尤其是农产品价格的涨幅最大，从而直接对社会民众的日常生活产生影响。这种直接的通胀感受进一步强化了民间对未来通胀的预期，使得通货膨胀成为当前中央政府最为重要的调控目标。

图表 17 CPI 快速抬升，食品价格扮演主要角色



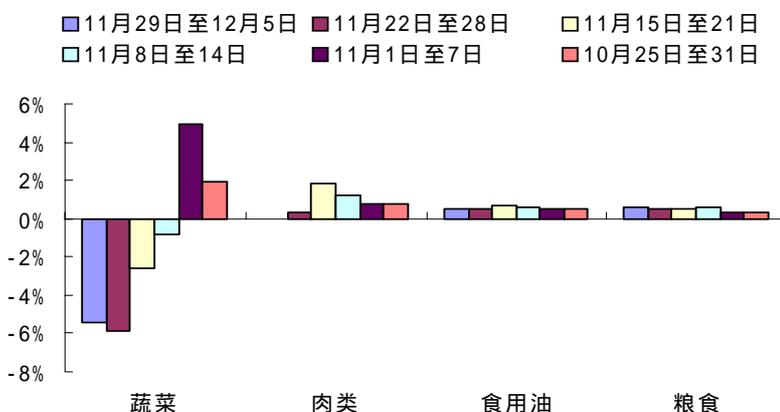
图表 18 人口结构拐点将至，劳动力成本被动抬升



数据来源：Wind，世界银行，东吴基金。

从目前国家的政策措施来看，打压通胀的态度是坚决的，环比的效果也正在逐渐显现出来。以食品为代表，蔬菜类价格对短期通胀预期的变化最为敏感，而商务部的食品价格数据显示，蔬菜价格近期已经出现了较大幅度的调整，其他大类食品的价格上涨也趋于缓和。

图表 19 主要食品价格出现出现回调或涨幅下降



数据来源：商务部，东吴基金。



然而，2011 年的通胀形势仍然会非常严峻，政策一定会将管理通胀作为首要任务，通过不同的政策工具进行持续的打压，这对明年的股市始终会形成压制。

## （二）信贷政策中性，全年边走边看

明年货币政策的基调将回归“稳健”，然而稳健并不一定意味着紧缩。从历史看，稳健的货币基调可以对应于 M2 增速在 13%-17% 的任意水平。同样道理，仅从货币政策的定调也无法得知明年信贷投放的实际情况。

图表 20 历年货币政策基调与 M2 增速的对应关系

时间	M2 增长目标	政策目标
2001 年	13%-14%	实施 <b>稳健</b> 的货币政策,进一步运用多种货币政策工具,巩固和发展国民经济回升的良好势头
2002 年	13%	坚持 <b>稳健</b> 的货币政策,进一步加大对经济发展的支持力度
2003 年	16%	坚持 <b>稳健</b> 的货币政策,保持信贷平稳增长
2004 年	17%	实施 <b>稳健</b> 的货币政策,适度从紧,应对固定资产投资过快和通胀压力
2005 年	15%	实施 <b>稳健</b> 的货币政策,松紧适度,不失时机地推进改革
2006 年	16%	实施 <b>稳健</b> 的货币政策,综合运用货币政策工具保持利率、汇率基本稳定
2007 年	16%	实施 <b>稳健</b> 的货币政策,保持宏观经济调控的连续性和稳定性
2008 年	N/A	实施 <b>从紧</b> 的货币政策,应对通货膨胀
2009 年	17%左右	实施 <b>适度宽松</b> 的货币政策,货币政策要在促进经济增长方面发挥更加积极的作用
2010 年	17%左右	实施 <b>适度宽松</b> 的货币政策,保持货币信贷合理充裕

数据来源：东吴基金整理

但是我们可以确定的是政府不会愿意看到控制通胀和控制流动性过剩的过度紧缩政策最终以经济增长显著下降和“十二五”开门黑为代价，这事关新一届政府上台前的起点，也会影响经济向新周期过度的速度。但是流动性过剩和通货膨胀的现状会对信贷投放产生很强的约束性。政府需要在增长和管理流动性之间寻求平衡，始终保持政策调控上的灵活性和弹性空间。我们认为这才是“稳健”货币政策的真正含义，即既不偏左也不偏右，边走边看。这样的大环境决定了 2011 年宏观经济中的总体流动性可能是中性偏紧的，但在某些阶段会出于保增长的需要而得到适当改善。

## （三）数量工具与价格工具双管齐下

央行已经在 2010 年 10 月 20 日和 12 月 26 日分别加息一次，将存贷款基准利率分别提高了 25 个基点。但比较目前的 CPI 水平（10 月为 4.4%,11 月为 5.1%），所有年限的存款利率都还处于实际负利率的状况。

图表 21 2010 年四季度两次加息

	10月20日加息前	10月20日加息后	12月26日加息后
城乡居民和单位存款			
（一）活期存款	0.36	0.36	0.36
（二）整存整取定期存款			
三个月	1.71	1.91	2.25
半年	1.98	2.2	2.50

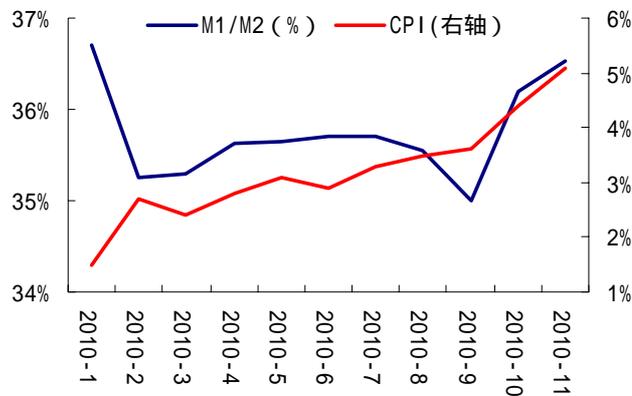


一 年	2.25	2.5	2.75
二 年	2.79	3.25	3.55
三 年	3.33	3.85	4.15
五 年	3.6	4.2	4.55

数据来源：人民银行，东吴基金。

根据我们对 CPI 走势的分析，2010 年 12 月的 CPI 会由于翘尾因素的消失而略降，但是 2011 年的整体通胀水平都将高于 4%，上半年的形势更加严峻。如果不加息，负利率状态将长期存在，会加剧资产泡沫，影响实体经济健康发展。

图表 22 存款活期化趋势明显



数据来源：Wind，东吴基金。

因此，我们判断加息周期已经打开，2011 年上半年可能会在一季度和二季度分别再加息一次。另外，存款准备金率也仍有继续上调的空间。尽管不同投资者对加息时点的判断可能略有不同，但对 2011 年上半年再次加息和提高准备金率的预期非常强烈，这种预期势必会对市场形成压制并造成震荡。



## 四、2011 年股市震荡向上，结构性投资机会为主

2011 年 A 股市场动态 PE 处于历史估值下限，当前点位具有安全边际，但是由于 2011 年宏观经济和上市公司业绩增长相对平稳，高通胀背景下政策收紧的预期又始终存在，因此 A 股市场缺少爆发性上涨的可能。我们判断，2011 年 A 股市场将呈现震荡向上的格局。

### （一）上市公司业绩整体稳定增长

可比口径下，2010 年 A 股上市公司预测净利润同比增长 30%，2011 年为 23%，业绩保持稳定增长态势。

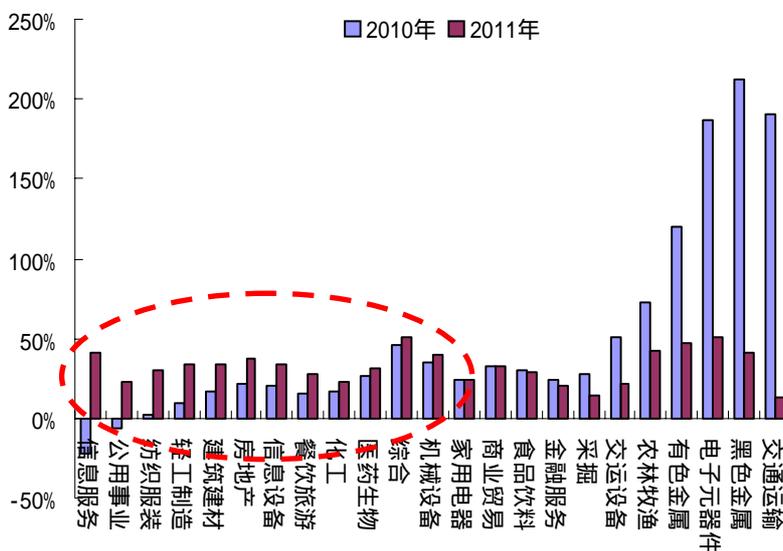
从行业看，2011 年相比 2010 年净利润增速出现加速增长趋势的行业有：信息服务、公用事业、纺织服装、轻工制造、建筑建材、房地产、信息设备、餐饮旅游、化工、医药生物以及机械设备。

2011 年相比 2010 年净利润增速保持稳定快速增长的行业有：商业、食品饮料和家电。

2011 年相比 2010 年净利润增速有所下降的行业有：金融服务、采掘、交运设备、农林牧渔、有色、电子元器件、黑色金属和交通运输，但其中农林牧渔、有色、电子元器件和黑色金属 2011 年净利润同比增速超过 40%。

从行业净利润增速看，大部分行业 2011 年净利润呈现加速增长趋势或者稳定快速增长。大部分行业基本面向好的趋势将为 2011 年市场企稳或上涨奠定基础。

图表 23 不同行业预测盈利增速比较



数据来源：Wind，东吴基金。

### （二）估值：具有安全边际

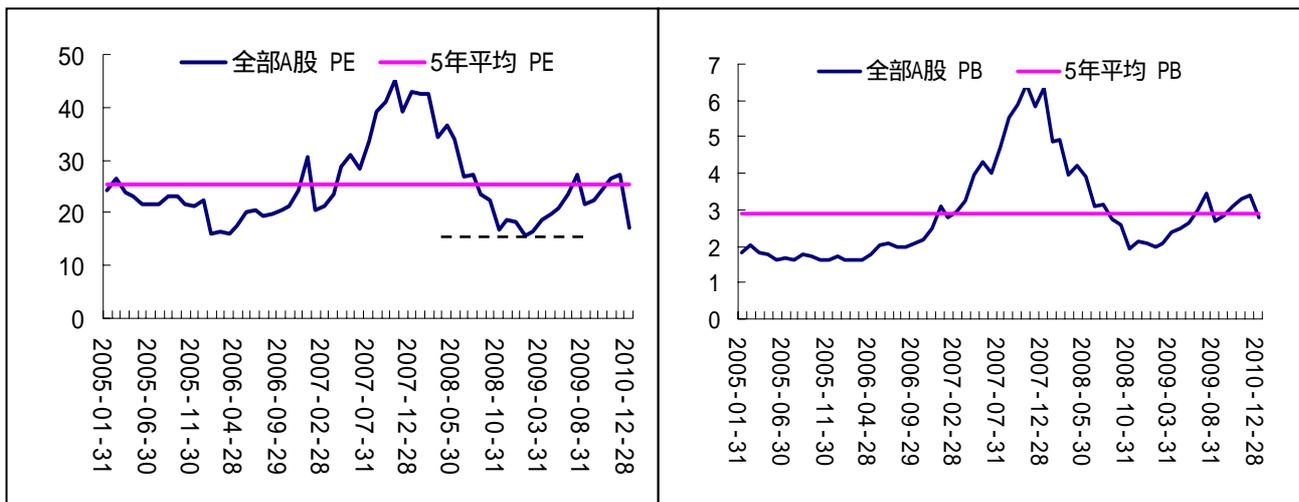
2010 年 12 月 28 日全部 A 股上市公司 2010 年动态 PE 为 17 倍，2011 年动态 PE 为 14 倍，2011 年动态 PE 低于历史估值下限 15 倍。



从市净率看，当前全部 A 股上市公司 PB 为 2.78 倍，低于历史平均。

图表 24 市盈率接近历史下限

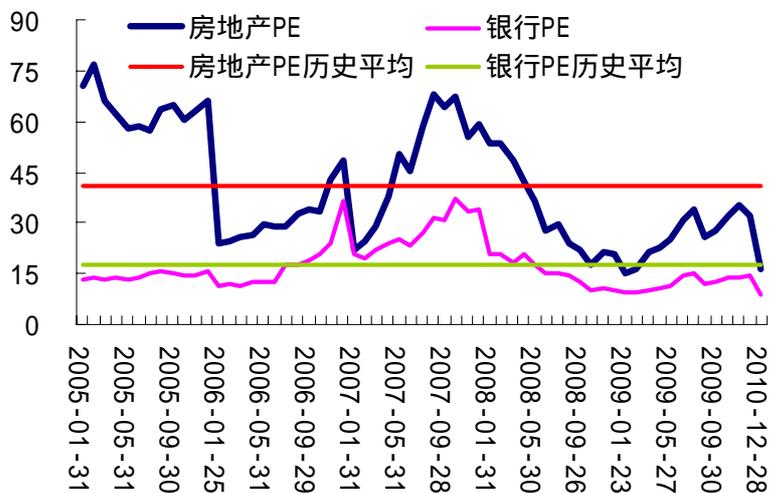
图表 25 市净率低于历史平均



数据来源：Wind，东吴基金。

权重板块如房地产和银行 2011 年动态市盈率分别为 16 倍和 9 倍，都已经接近或者低于历史估值下限。权重板块如此低的估值水平限制了指数水平进一步下行的空间。

图表 26 权重板块估值水平接近或低于估值下限



数据来源：Wind，东吴基金。

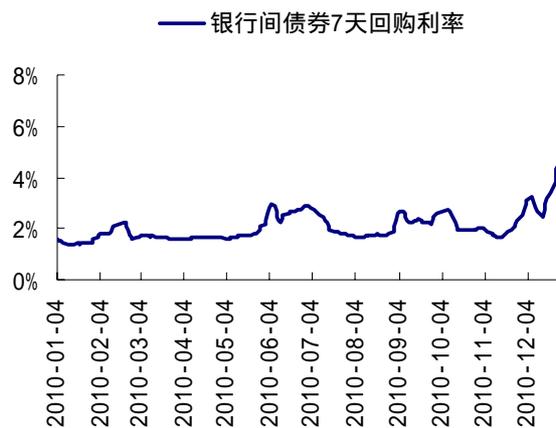
总的来看，目前 A 股市场整体估值处于历史下限，当前点位具有一定安全边际。



### (三) 流动性中性

从目前银行间债券市场的情况看，7 天回购利率从 12 月中旬开始就迅速上升，显示流动性条件短期比较紧张。近期各银行上缴存款准备金、财政部存款投放比往年推后和银行年底存贷比考核等因素是导致这种情况的主要原因。随着这些因素的逐渐消失，预计 2011 年 1 月份市场流动性条件将显著改善，目前的这种流动性紧张局面只是短期现象。

图表 27 银行间市场流动性短期紧张



数据来源：Wind，东吴基金。

分解 2010 年的资金需求可以发现，IPO 募集资金近 5000 亿，增发配股 3800 亿，总共募集规模近 9000 亿，限售股解禁（剔除中石油）总市值 3.2 万亿。2011 年待实施的增发配股项目共 325 个，预计资金需求 7600 亿。如果明年 IPO 募集资金与 2010 年持平，那么 2011 年 A 股市场融资金额至少为 1.25 万亿，要大于 2010 年。同时，2011 年 A 股市场还将面临市值 2.6 万亿左右的限售股解禁，但规模小于 2010 年。

图表 28 A 股市场融资需求对比

	2011 待实施	2010 年已实施	
	预募金额 (万亿)	募金额 (万亿)	
IPO	0.49	0.49	
增发	0.68	0.23	
配股	0.08	0.15	
融资需求总计	1.25	0.87	
		含中石油	剔除中石油
限售股解禁	2.6	5.3	3.2
总计	3.85	6.13	4.07
信贷规模	7-7.5	7.8	

数据来源：Wind，东吴基金。

从资金总需求看，2011 年共需 3.85 万亿，略低于 2010 年的 4.07 万亿，但是考虑到国际板和新三板可能会在 2011 年推出，因此市场整体对资金的需求可能会加大。总体而言，我们估计 2011 年的资金需求将与 2010 年基本持平。



从资金供给的情况看，预计 2011 年信贷规模可能为 7-7.5 万亿，低于 2010 年。但是，负利率状况持续存在的现状可能会使储蓄存款活期化的趋势继续，部分资金可能会流入股市。一旦股市出现阶段性的上涨行情，这种资金流入的现象将更加明显。

综合资金总供给，总需求和可能影响这些方面的因素看，我们判断 2011 年的市场流动性条件应为中性。

#### **(四) 2011 年 A 股市场震荡向上**

2011 年 A 股市场大部分行业净利润呈现加速增长趋势或者稳定快速增长，同时 2011 年 A 股市场整体动态 PE 只有 14 倍，处于历史估值下限，因此，当前市场点位具有安全边际。

自 2008 年 11 月份以来，上证指数最高点位是 3500 点左右，在近两年市场运行过程中，市场都无法突破 3500 点。我们判断，2011 年中国经济和 A 股上市公司业绩总体平稳增长，在经济和业绩缺乏爆发增长可能的背景下，预计 2011 年上证指数比较难突破 3500 点，除非经济超预期增长。

我们判断，2011 年上半年通胀压力很大，防通胀政策会在上半年密集出台，如继续加息、收紧流动性等，预计对上半年 A 股市场走势会有比较大的抑制作用。下半年如果通胀压力减缓，经济企稳回升，市场上行概率较大，但仍然需要防范可能超预期的输入性通胀。



## 五、消费新兴为矛，传统周期为盾

2011 年 A 股市场整体趋势性向上的可能较小，投资主线来源于“攻与守”的平衡，这也是源于当前新老周期之间的阶段特征。新周期的增长动力将来自于消费服务和新兴产业的成长，而在希望成为现实之前，周期产业将起到稳定经济增长的作用。

对比 2010 年和 2011 年的盈利增速以及不同行业的估值水平，我们发现在消费服务类板块中，如农林牧渔、食品饮料、商业贸易、纺织服装、家电和医药生物等行业在估值基准切换之后，其 2011 年的市盈率都在 30 倍或 30 倍以下，而对应的预测盈利增速普遍接近或高于 30%。稳定的业绩增长配合 2011 年相对合理的估值水平使我们仍然非常看好消费服务类板块。

对比之下，传统周期类行业如黑色金属、交运设备、房地产、采掘等，其估值水平普遍较低。但市场对这些行业的盈利增速预期并不低。如黑色金属、机械设备、房地产等，这些行业的 2011 年盈利增速都接近 40%。如此业绩和估值水平的不匹配一方面反映了经济周期阶段性的特征，但也提示我们在这些行业中可能存在较好的投资机会。

图表 29 分行业预测盈利增速与估值水平

		2010 年盈利增速	2011 年盈利增速	2010 PE	2011 PE
消费服务	农林牧渔	72.87%	42.26%	42	30
	食品饮料	30.71%	29.12%	36	29
	商业贸易	32.37%	32.26%	29	22
	纺织服装	2.57%	29.97%	31	25
	餐饮旅游	15.58%	28.13%	42	35
	电子元器件	186.44%	51.31%	52	37
	家用电器	24.11%	24.26%	20	16
	医药生物	26.44%	31.72%	38	29
	信息服务	-21.91%	41.20%	47	34
	信息设备	21.00%	33.90%	38	29
	轻工制造	9.10%	33.89%	29	22
	周期类	有色金属	119.95%	46.65%	48
黑色金属		212.80%	40.51%	19	13
机械设备		34.64%	39.71%	31	24
交运设备		50.24%	21.19%	19	17
房地产		22.17%	37.67%	16	12
金融服务		23.85%	20.07%	11	9
采掘		27.55%	14.32%	16	14
化工		17.37%	22.79%	18	15
	建筑建材	16.86%	33.45%	19	14

数据来源：Wind，东吴基金。



## （一）消费服务得益于收入增长

政府已经明确提出要在“十二五”期间明显改善人民生活水平，提高居民消费水平。近期，全国人大财经委，民盟中央和全国工商联就收入分配制度改革提出了五个方面的改革内容：（1）国民收入倍增计划，建立工资的正常增长机制；（2）建立独立工会组织，增强工人的工资谈判能力；（3）通过转移支付改善社会保障；（4）通过税收调节改变垄断行业的收入格局；（5）降低竞争性行业的税收水平。

我们判断，以上改革内容一旦通过并实施，居民收入水平有望显著提升，市场对消费性行业看好观点将会更加坚定。与此同时，中国劳动力供给即将进入拐点，劳动人口（16-64岁）占比在2010年达到顶峰，其后逐年下降，中国人口红利将释放殆尽。由此带来的结果就是劳动力成本的上升，今年以来许多省市出现招工难、招工荒现象，并且开始上调最低工资水平，如江苏、浙江，广东，福建，上海，天津，山西，山东等，调整幅度都在10%以上，一些省份甚至超过20%。

具体而言，我们最为看好**食品饮料、商业零售、医药生物、品牌服饰、家电、建筑装饰**等

## （二）新兴产业任重道远

2010年9月8日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，把节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车七个产业培育成为国民经济的先导产业和支柱产业。从此之后，一夜之间梨花开，众多与这些新兴产业和概念相关的版块和个股受到市场的轮番热捧，估值高企。

泡沫往往都是在这种时候产生的。我们看好新兴产业代表的主流产业方向，但是需要强调的是对实际业绩的重视。2010年新兴产业的行情几乎完全是政策推动的，市场热情将估值推高到了与真实业绩不匹配的高度。我们认为2011年将是新兴产业分化的一年，那些在技术上相对成熟，盈利模式比较稳定，有真实业绩的新兴产业个股将继续受到市场追捧，而那些没有业绩匹配的个股可能会被逐渐边缘化。从不同新兴产业在技术上的成熟度和盈利模式上考虑，我们最为看好**TMT（光通信、物联网、移动互联网、触摸屏、LED照明）、新能源（核能、特高压设备）、新能源汽车、环保、高端装备（高铁装备、海上石油钻采设备）、新材料（小金属、化工新材料）**等。

## （三）周期性产业稳定经济增长

2010年市场几乎一边倒地倾向于新兴产业和消费服务业，因为这些行业代表着新经济周期的主流方向。但这绝不代表着传统周期行业就没有投资机会了。从估值的角度看，一些传统行业的估值水平已经处于历史估值的低端，具有安全边际。从企业业绩看，仍然有产业具有可观的盈利能力，对股票价值能提供基本面的支撑。从政策看，政府要稳定明年的经济增长仍然需要这些传统行业的贡献。

其中最值得重视的是由保障房建设和其他基础设施建设所带来的机会。住建部近期明确提出把2011年保障房（包括经济适用房和棚户改造）的目标提高到1000万套，这几乎等于前三年保障房建设数量的总和。更为重要的是，这一规划所带来的保障房建设投资能够有效缓冲由商业房地产投资下滑所带来的对经济增长的负面影响。我们最为看好：**工程机械和房地产**。

## （四）高通胀环境下资源类行业的阶段性机会

美国的量化宽松政策导致大量资本流入新兴市场。与此同时，美国经济在2011年可能会超预期复苏，而



经济的复苏将迅速带动对能源和金属资源的需求，这必然会推动能源类和金属类等大宗商品的价格。流动性泛滥和经济复苏所导致的需求反弹有可能会加剧中国国内的通货膨胀，但同时也会给以有色和煤炭为代表的资源类行业以阶段性机会。我们看好有色金属和煤炭。

## （五）消费新兴为矛、传统周期为盾

又是新的一年，市场是否会如 2010 年一样继续追捧新兴消费而放弃传统周期行业呢？这取决于 2011 年的增长、通胀和政策。可以预期，通胀会继续维持高位，增长则基本平稳，而政策则会在守住增长底线的同时对通胀常抓不懈。业绩增长稳定的消费服务可以抵御通胀、让人浮想联翩的新兴产业可以享受远高于实际业绩的高估值、而周期行业将因为其成熟的产业基础而为稳定经济增长做出贡献。与此同时，高通胀的现实也提示我们不能忽视资源类行业的阶段性机会。

（1）消费服务类行业。消费服务类行业业绩比较确定，在收入分配制度改革和居民收入逐步提高的基础上，这类行业盈利能力和利润增速有望持续稳步增长，重点看好：**医药、食品饮料、商业零售、家电、品牌服饰、建筑装饰和保险。**

- **医药**：行业基本面持续向好，把握业绩增长确定性，精选个股。
- **食品饮料**：消费的稳定高增长将继续利好食品饮料行业，我们仍重点看好二、三线拐点型白酒公司，大众消费品公司受益收入分配制度改革，但需关注其在通胀环境中的成本传导能力。
- **商业零售**：受益于通胀环境以及持续的消费升级，对于渠道价值日益突出的零售行业有利，看好同店增长率高的超市公司、业绩释放与快速扩张进程匹配的百货公司和竞争优势显著的家电连锁龙头。
- **品牌服饰**：品牌服饰继续受益国内消费的高景气，看好基数低增速高的户外用品、稳定高增长的休闲服以及家纺龙头公司。
- **家电**：2011 年城市消费升级与农村需求增长推动家电行业高增长仍将是亮点。
- **建筑装饰**：伴随中国经济的快速增长以及相关行业的蓬勃发展，建筑装饰市场需求急剧膨胀，社会投入持续上升，目前正是这个行业发展的黄金阶段。
- **保险**：A 股保险股股价安全边际很高。同时，通胀有利保险公司投资收益率上升和保费增长。

（2）新兴产业代表着新经济周期的主流方向，2011 年我们注重技术的突破和盈利模式的发掘。重点看好：**TMT（光通信、物联网、移动互联网、触摸屏、LED 照明）、新能源（核能、特高压设备）、新能源汽车、环保、高端装备（高铁装备、海上石油钻采设备）和新材料（小金属、化工新材料）。**

- **TMT**：2011 年在政策和新需求驱动下，TMT 中部分子行业景气有望持续甚至爆发增长，从而产生投资机会。2011 年重点看好以下五大投资主线：(a) 光通信；(b) 物联网；(c) 移动互联网；(d) 触摸屏；(e) LED 照明。
- **新能源**：(a) 核电：最具竞争力的低碳发电，经济性可与火电相媲美，成本有望继续下降；(b) 特高压设备：特高压网架建设将是未来 5 年电力设备板块的最大发展机遇，行业竞争壁垒高、盈利水平显著占优，将促进输配电龙头企业业绩爆发。
- **新能源汽车**：2011 年新能源汽车将进入业绩释放期，应从技术（资源）突破、市场潜力、业绩增长潜力 3 个标准来考察证券市场新能源汽车产业链上市公司的投资价值。
- **环保**：国务院将节能环保定位为七大战略性新兴产业之首。预计“十二五”期间在环保领域的投资有望



达到 3 万亿以上，到 2020 年成为国民经济的支柱产业之一。

- **高端装备**：(a) 高铁装备：2010 年高铁建设将远超预期；(b) 海上石油钻采设备：未来十年海洋石油的探索和挖掘将进入黄金发展期。
- **新材料**：(a) 小金属：未来稀有金属行业发展规划逐渐清晰、行业整合加速以及加快培养和发展战略性新兴产业的政策倾斜，都将在“十二五”开局之年给稀有金属带来良好的发展机遇和发展空间。(b) 化工新材料：国家十二五新兴产业规划将新材料定为重点发展目标，产品技术突破将对企业利润非常有利。

(3) 周期性行业技术基础成熟，体量大，2011 年将得益于保障房和其他基础设施建设从而有效拉动投资，稳定经济增长。重点看好：**工程机械、房地产**。

- **工程机械**：国家的房地产调控政策以及货币政策的制定，并不是以牺牲经济发展为代价，而是要保证经济的平稳增长。因此，当政策达到控制房价、通胀水平快速上涨的目的后，仍将以确保经济平稳增长为主。GDP 同比增速有望在明年一季度见底，届时工程机械需求将逐步回升。
- **房地产**：保障房建设加速，多层次的住房供应体系逐步建立，预计 2011 年保障性住房投资占比进一步提高。

(4) 2011 年的高通胀环境将给资源类行业以阶段性的投资机会。重点看好：**有色金属、煤炭**。

- **有色金属**：金属需求已基本恢复至次贷危机前水平，未来有望继续提升。
- **煤炭**：煤价易涨难跌。

## (六) 投资主题和重点行业

### 1、食品饮料——坚定看好转折型二、三线白酒公司 行业评级：推荐

以食品饮料为代表的消费类行业之所以成为贯穿 2010 年全年的投资热点之一，原因在于：拉动经济增长的三驾马车中，固定资产投资增速下滑，出口不稳，而消费继续保持了平稳较快增长；对国家将推行的收入分配制度改革预期日趋明朗化；公司的业绩维持较好增长势头，大部分公司业绩符合预期甚至超预期；食品饮料行业的长期成长性也对高估值有一定支撑作用。截至 12 月中旬，食品饮料行业指数跑赢沪深 300 指数近 40 个百分点。

食品饮料行业的股价表现也具有结构性特征，白酒、葡萄酒这两个盈利能力强、成长性相对更优的子行业，股价表现最好。其中，业绩增速高的拐点型二、三线白酒公司股价涨幅整体遥遥领先；乳制品等饮料类、速冻食品类等大众消费品股价表现次之；业绩增速放缓的一线白酒公司股价表现一般；啤酒类个股则全年负收益。期间，如伊力特等受益区域振兴类个股股价虽然也有一定表现，但业绩增长始终是股价的最主要决定因素。

展望 2011 年，我国经济仍处于复苏进程中，但在货币紧缩政策和通胀预期管理不放松之前，投资增速难言回升；欧美经济的艰难复苏也使我国出口不乐观，因此，消费仍将是拉动经济增长的最可靠力量。并且，中共关于十二五规划建议明确提出要实现居民收入与经济发展同步，进行收入分配制度改革；明年我国有望通过税改来增加个人可支配收入，进而促进消费。

因此，食品饮料面临的发展环境仍然是有利的，市场担心之处主要在于目前行业估值相对溢价偏高，不过，我们仍然用结构性差异来看待这一问题。估值较高的二、三线白酒公司，可能会出现去伪存真的过程，



即业绩或治理结构改善进程达不到预期的个股会出现股价下行风险，而真正处于转折期、业绩持续高增长的个股不仅能化解高估值而且还继续享受估值溢价；一线白酒比如贵州茅台由于同比的原因，消费税对业绩增速的影响将减弱，渠道的高价差也使得提价预期明确，2011年不到30倍的PE使其仍具有投资机会；葡萄酒行业受益国民健康意识的提升，不管是人均消费量还是全国消费总量，均有较大增长空间，作为行业龙头并且体制和营销明显占优的张裕，5年经营规模翻一番的目标及措施清晰明确，仍将是稳健类投资组合中不可或缺的一员；对于目前我国城市居民消费量已经接近全球平均水平的乳制品行业，我们仍看好具有差异化竞争优势、体制和成长性较好的公司；我们即看好大众消费品公司受益收入分配制度改革带来的投资机会，同时也关注其在通胀环境中的成本传导能力，比如啤酒公司可能出现的提价行为。

## 2、商业零售——受益温和通胀和收入分配制度改革

行业评级：推荐

2010年在我国消费继续保持了平稳较快增长的宏观背景下，消费品零售总额逐月回升，截至2010年11月累计同比增长18.4%，增速较上年同期增加3.1个百分点。零售类上市公司前三季度的毛利率、销售净利润率略有上升，业绩增幅与宏观经济复苏及CPI敏感性相关，由高到低依次为家电及数码连锁、百货和超市。尽管上市公司的业绩基本符合预期，超预期的不多，但在消费板块整体估值水平抬升的环境下，A股零售板块从年初至12月10日，股价上涨9.5%，获得超越沪深300指数21个百分点的超额收益。

中共十二五规划建议中重点突出消费对经济增长的作用，增加居民收入，相关具体措施有望在2011年出台。零售行业作为消费的终端通路，将直接受益。

受CPI上升的影响，消费者信心指数自9月份略有回落，但国家出台的抑制农产品价格上涨、打击价格炒作的针对性措施已经显现效果，削弱居民购买力的高通胀乃至恶性通胀局面难以发生，而温和通胀的环境对零售行业有利。因为在通胀环境下，零售企业由于相对于上游供应商具有较强议价能力，毛利率能保持稳定甚至略有上升，而销售商品单价的上升能明显提升单店收入的同比增速，从而带来盈利的增长。

单店收入增长对通胀敏感度高的首先是超市，百货业其次。此外，如武汉中百、人人乐等主要大型超市企业的物流中心建设有望在2011年初具规模，将摆脱依靠供应商配送的现状，有利于实现规模效应、提高周转率及开店效率，从而真正体现连锁零售中物流配送的核心竞争力。

由于我国已经处于并将在较长时间里处于消费升级阶段，以品牌服装、鞋帽、高档化妆品等可选消费品作为主要销售品类的百货业也具有长期投资价值，我国的城市化发展中不断涌现的新商圈以及老城改造，为百货企业提供了网点发展空间。不过，百货业的经营规模扩张虽然有助于提升其招商能力，但就经营而言，规模效应体现较弱，每个新开网点面对的是一个新的市场，其培育期的长短也主要取决于此，因此，我们即要看到新开门店带来成长性的同时，也需要关注开店风险，特别是对于开店数量多、规模大的百货公司，须注意业绩释放进程和投资时点的把握。家电连锁行业龙头的苏宁电器，由于同比基数的原因，明年的业绩增速会略有下降，但目前处于行业最低端的估值水平为中长期投资者提供了安全边际。

## 3、品牌服饰——品牌化消费维持高景气度

行业评级：推荐

2010年纺织服装行业在国内消费的拉动下，景气度回升。1~10月份限额以上纺织品、服装、鞋的零售额同比增长25%左右，增幅较上年同期提升6个百分点；重点大型百货商场的纺织品、服装销售额前9个月同比增长20%，增速较上年同期也有明显提升。相对发展快速的国内品牌服饰公司，业绩增速一般在30%左右，高的达40%以上。受基本面的推动以及消费板块整体估值的提升，纺织服装行业年初至12月10日的累计涨幅为11%，超越沪深300指数23个百分点。

作为十二五规划起始年的2011年，收入分配制度改革中增加居民收入的相关政策将为品牌服饰消费提供



支撑，资产价格上升形成的财富效应将推升行业景气度，行业增长将维持 2~3 倍 GDP 增速的水平。

由于棉花等原料价格已经显著上涨，那些品牌竞争力强的服饰企业，其通过提价的成本转嫁能力势必会更强，从而保持毛利率的稳定。目前已经有部分服装和家纺企业进行了提价，覆盖成本的上升。

品牌服饰各子行业由于所处发展阶段的不同而表现出不同的增速，由高到低依次为户外用品、家纺、休闲装及正装等。

其中户外用品行业，随着高消费群体追求生活品质意识的增强，加上外来导入式消费，2005 年以来进入爆发式增长期，09 年的行业零售额规模为 49 亿元，但与美国 06 年 460 亿美元的规模相比，再考虑到人口总数差距，预示着该子行业仍将有较大的增长空间。

休闲装经历 90 年代后期以来的高增长，目前已经处于稳定发展期，行业市场容量相对较大，品牌数量最多，未来几年该行业仍有望保持 20% 左右的年增长水平。以后会有更多的品牌企业上市，为投资者提供更多的优质投资标的。

家纺虽然属于传统纺织行业，但随着居民收入的提高，品牌化、个性化消费意识增强，行业处于品牌竞争的初期阶段。不过，相对于更新需求和婚庆消费这两大稳定因素，乔迁消费与房地产景气周期有一定关联，构成该行业波动的主因。相对而言，行业前三位企业由于先后上市，雄厚的资本实力将带来更强的竞争优势和更快的发展速度。

#### 4、医药——精选个股，关注政策

行业评级：推荐

经济发展、人们生活水平以及诊疗、用药水平的提高、人口老龄化加剧等因素均推动医疗保健需求不断增长。近年来，随着我国医改政策的推进，新型农村合作医疗、城镇职工和城镇居民基本医疗保险覆盖面和报销比例不断提高，支付能力的增加也使得以往被压抑的医疗需求释放，市场扩容加速。另一方面，从全球医药产业来看，近年来仿制药的增长速度始终快于专利药，未来几年也是重磅专利药专利到期的高峰，这也给仿制药企业带来较大的发展机遇。中国医药企业本身成本优势较为明显，随着在研发、质量控制、规范市场认证等方面的进步，已经逐渐具备了承接全球医药产业转移的能力，制剂出口面临突破。过去十年，医药工业总产值复合增长率达到 20%。预计未来几年，在国内外需求的拉动下，我国医药行业总体增速将超过 20%。

医药行业的发展变革与国家政策密切相关，在国家调结构、保民生的大背景下，医药行业也能够持续享受政策红利。十二五规划建议医改围绕保基本、强基层、建机制，明确提出增加财政投入，进一步明确把基本医疗卫生制度作为公共产品向全民提供。近期国务院常务会议研究部署了建立健全基层医疗卫生机构补偿机制的政策措施，有利于提高基层医疗机构使用基本药物的积极性，将改变由于地方财力不足导致的基本药物制度执行不力的情况。生物产业被列为国家重点发展的战略性新兴产业，其核心在于鼓励创新。国家将加大财政支持力度，投入巨资支持重大新药创制，还将完善税收激励政策，建立健全创新药物价格形成机制。在医保覆盖广度和深度都不断加大的情况下，药品降价将成为常态，尤其是由医保基金买单的医保和基本药物品种。表面上看，降价将压缩药品生产和流通环节的利润水平，但从以往我国的多次药品降价来看，行业利润率并未受到大的影响，降价打击了低水平重复，促进了行业优胜劣汰。而且，近期国家发改委取消了原研药的单独定价，使国内企业与欧美原研药企的市场竞争在更加公平的层面上展开，这也有利于国内医药企业的发展。从一系列的行业政策导向来看，整合和创新将是未来医药行业发展的主旋律。此外，医疗服务领域的利好政策也频频出台，国家明确鼓励和支持社会资本举办各类医疗机构，参与公立医院改制，也明确了社会资本医院将与公立医院享有同样的税收优惠政策和相关运营费用标准，符合条件的非公立医疗机构将纳入医保定点范围，民营医疗机构的发展面临前所未有的机会。

2010 年，在宏观经济形势不明朗、而医药行业又实现快速增长的情况下，医药股改变了以往防御性为主



的特征，走出一波进攻行情，大幅跑赢大盘，医药板块相对于大盘的估值溢价也一直处于历史高位。目前医药板块 2011 年预测市盈率 31 倍（整体法计算），相对于市场的估值溢价在 100%以上。我们认为在经济转型的大背景下，持续享受政策红利的医药股能够维持这样较高的估值溢价，但要继续向上突破也有难度，2011 年医药板块整体可能很难走出类似今年的行情。医药股的投资机会向来大多来源于自下而上，这种情况在 2011 年可能会表现得更加突出，精选个股显得尤为重要。建议关注：1、具有研发创新优势的企业；2、具备承接全球仿制药生产转移能力的企业；3、全国或区域医药商业龙头；4、具有渠道优势的 OTC 企业；5、医疗服务相关企业。

## 5、家电——需求增长依然乐观

行业评级：推荐

2010 年家电行业实现高增长，空调及冰箱内销增速大超预期，洗衣机略超预期。10 月产销同比增速提升，1~10 月产销量普遍超过去年全年，全年市场规模将再创新高。总结起来，2010 年家电行业增长驱动因素主要包括：(a) 政策推动下的需求释放，包括“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”等利好政策持续刺激；(b) 城镇家电逐渐步入更新期，更新需求旺盛；(c) 农村居民家电购置条件逐步具备，家电消费潜力逐步释放；(d) 海外经济复苏，家电出口增速明显；(e) 09 年上半年行业基数较低。

2011 年家电行业的需求增长依然比较乐观，我们预计内需将增长 20%，出口将增长 18%。虽然相比 2010 年家电行业内需增长 28%，出口增长 40%有所回落，但是 2011 年城市消费升级与农村需求增长推动家电行业高增长成为亮点。

当前，城市高端家电销量占比已经达到 25%以上，未来高端产品销量占比每提高一个百分点带动城市家电销售额增长一个百分点。当前城市家电销售占国内市场 70%，预计 2011 年该市场将增长 15%。同时在家电下乡政策的持续推动下，农村消费需求已经被完全激活，当前农村市场正处于家电行业的黄金增长期，家电下乡销售屡超市场预期。当前农村家电销售占国内市场的 30%，预计 2011 年该市场将增长 30%。

此外，出口市场虽然面临人民币升值的不利影响，但预计明年将继续增长 18%。原因在于全球经济复苏，特别是新兴经济体的经济增长带动家电需求的增长。同时，日本等家电强国正在遭受本币快速升值的压力，家电产能加快向中国转移。

房地产调控对城市家电新购需求实质影响有限，城市家电新购需求占国内家电需求总量仍不到 30%。新房装修对该部分需求的购买时机有直接影响。当前房地产调控对商品房销售有一定程度影响，市场担心房地产销量陷入调整将直接影响城市家电新购需求。目前来看，2011 年商品房竣工面积依然将保持稳步增长，我们预计 2011 年家电销量受房地产的影响不大。同时大量的保障性住房将于 11 年开始推出，一定程度上可弥补部分商品房销量下降的影响。此外，中国适婚人口稳步增长，家电需求增长具备人口基础。而家电下乡和以旧换新在 2011 年依然会起到可观的刺激作用。

## 6、建筑——部分子行业可能超预期

行业评级：推荐

十二五期间，政府明确把转变经济增长方式作为贯彻落实科学发展观的重要目标，调整经济结构，鼓励内需消费和培养支持发展 7 大战略新兴产业发展是中国的战略转变。因此 2011 年我们看好建筑行业中与我国消费升级、新兴产业战略和经济增长结构转型密切相关的，有独特竞争优势和行业壁垒，未来行业集中度可能提高，增长速度可能超预期的子行业，主要包括建筑装饰子行业，园林建筑子行业，水利水电工程子行业，给予这些子行业推荐评级。对于其它以房建为代表的建筑子行业，给予中性评级。

**(1) 建筑装饰子行业市场空间持续增长，行业集中度加快上升，龙头企业竞争力强，持续看好**



我国建筑装饰行业是一个资源永续、业态常青的行业，伴随中国经济的快速增长以及相关行业的蓬勃发展，市场需求急剧膨胀，社会投入持续上升，目前正是这个行业发展的黄金阶段。

十一五期间，建筑装饰行业市场增长空间以平均每年 14.34% 左右的速度递增，预计 2010 年我国建筑装饰行业总产值将达到 2.1 万亿左右。在未来 5~10 年，行业仍处于一个高速发展期，行业需求持续而强劲，装修规模仍将保持大规模增长。

十二五期间仍是我国城市化快速推进时期，城市化率每年提高 1 个百分点将有 1300 万人口转移到城市，直接拉动建筑需求 6 亿平米以上；产业结构调整、工业化水平提高及新型工业的发展也将带来巨大的工业建筑和商业建筑装饰需求；消费升级和酒店旅游业的快速发展，直接增加酒店装修的新增和更新需求；体育场馆，文化中心等提高城市文化生活和居民生活质量的公共设施日趋增多，高铁和城际铁路车站的建设装修空间巨大；我国现有城市建筑面积 400 亿平米，存量建筑的改造性装饰任务量十分巨大；初步预计十二五期间我国建筑业年复工面积维持在 20 亿平米水平，作为配套的建筑装饰行业，每年新建建筑装饰工程量将保持较快增长。我们初步预计，2015 年装饰行业总产值将达到 3.8 万亿，较 2010 年新增 1.7 万亿，总体增长率 81%，年均复合增速 12.3%。其中，公装（含开发商整体成品住宅精装修）产值达到 2.6 万亿，较 2010 年市场容量新增 1.5 万亿，增长幅度 136%，年均复合增速 18.9%。

随着行业发展，优质公司的品牌优势逐渐体现，行业集中度在加快提高，利润率开始稳定上升。一些领先企业已经逐步完善了产业链，形成由建筑装饰工程设计、施工，景观园林绿化工程设计、施工，艺术品、家具、幕墙的设计、生产，建筑部品部件工厂化生产等组成的装饰产业链，形成“大装饰”的经营模式。随着“大装饰”产业链的日益成熟和完善以及经营管理能力的不断提高，行业领先公司的品牌效应将进一步放大，并进一步成为装饰装修公司最重要的成长因素之一。

未来行业快速增长的新亮点还有房地产住宅精装修市场的蓬勃发展。由于我国大力推进建筑节能与环保，以及房地产市场调控促使开发商提高住宅品质来促进销售，未来房地产开发产品将多以住宅精装房为主。2010 年开始，不仅大的开发商不断提高自己精装房的比例，政府也已开始强制规定精装修比例，比如江苏 2010 年就发布了江苏省《成品住房装修技术标准》，这是全国第一部确定有强制性条文的住房装修标准，明确了江苏省全装修商品房的推进时间表：到 2012 年，苏南中心城区新建住宅“成品房”比例达到 50%，其他地区为 30%，由于装修房的各种优势，我们认为，未来将有更多的省市加入到强制推行装修房的行列。我们根据公开市场数据粗略估计，未来几年恒大地产住宅精装修市场年均将达到 150 亿元左右，滨江地产将达到 20 亿元左右，万科地产也将达到 100 亿元以上。

## （2）园林建设子行业空间广阔，资本市场先发优势对行业龙头企业助推作用明显

随着国民经济持续快速增长、城市化进程加快和房地产业兴起、旅游及休闲度假产业崛起、环境保护意识提高，再加上重大基础设施建设如交通建设对园林绿化和环境建设等配套项目的拉动，园林建设子行业中，包括以公共投资为主的市政园林也包括以私人投资为主的地产园林，均出现快速发展态势。

根据不完全统计统计，2009 年全行业市场容量约为 1500 亿元，预计 2010 年将达到 1800 亿元，其中市政绿化 970 亿，地产景观 725 亿，休闲度假项目 50~80 亿，生态湿地项目约 20 亿元。此外，未来市政绿化预计带来 1283 亿的存量投资需求和每年 883 亿的增量投资需求，地产景观和湿地度假项目也将继续稳步增长。估计今后 5~10 年，我国园林产业将以 25% 至 30% 左右的年增长速度快速发展。

随着人民生活水平的提高，人们对居住环境越来越重视，景观效果出色的房地产项目受到人们的欢迎，对开发商来说，景观园林单位成本的投入产出比最高，越来越多的开发商开始加大园林景观的投入。根据以往数据粗略统计，地产项目配套园林占销售收入的比例为 1~4%，其中高层、小高层住宅投资比例为 1~3%，别墅类或类别墅为 2~4%。保守估计我国地产园林设计和工程的市场容量约为 724.63 亿元。而随着房地产业



竞争的日益激烈，园林工程在提升房地产项目价值方面的作用日益凸显，房地产开发商在园林景观方面的投入越来越大，该项投入占项目销售收入的比例也将不断提高。

国内园林建设行业与建筑装饰行业类似，具有两个较为明显的特征：一是市场容量巨大，且具备“存量+增量”的加速扩张条件；二是行业集中度极低、分布极不均衡，小体量、中低端项目竞争激烈，大体量、高端项目竞争相对缓和。园林建设行业也具有轻资产、智力密集型等特点，行业公司未来增长的核心要素可简单归为人才和资金。目前已上市的两家园林企业利用资本市场先发优势将加快公司的人才聚集，可通过提供股权和股权激励等其他公司不具备的方式，聚集行业优秀技术、管理人才，随顶尖人才的不断聚集，公司品牌形象也将得到进一步提升，企业的竞争优势也得到进一步加强。

### （3）水利水电建设行业将是十二五建设的重点，相关企业可能面临爆发式增长机会

十一五期间我国水利水电建设历史欠账颇多，自然灾害和物价上涨使得政府十二五期间加大水利水电投资成为必然。从历史上来看，中国水利建设投资经历了两个高峰点：一个是 1998 年长江特大水灾引致的当年水利建设投资加大；另一个是 2001 年发生的旱涝灾害损失巨大，所引发的 2002 年水利大投资。从 2002 年以来中国的水利建设投资一直停滞不前，甚至出现负增长。从 2007 年开始，国家加大水利建设投资的步伐开始有了明显的提速，更是在 2009 年实现了 74% 的投资增长，达到了 1997 年以来的最高值。

从国家的战略角度考虑，因水利建设的历史性滞后，带来农业减产、粮食安全更深层次的关系国家发展安危的问题，而这一问题在过去两年因全国范围的旱涝自然灾害和粮食价格主导的物价大幅上涨而更加明显。我们有理由相信，从国家长远发展的战略角度审视水利建设投资的重要性和必要性，十二五继续加大对水利水电投资的规模成为政府的必然选择。

水利建设投资的 70% 为建筑工程，水利相关工程商最先和最大程度受益。从 2009 年的情况来看，全年水利建设完成投资 1894.0 亿元，较上年增加 805.8 亿元，增幅达 74.0%。其中，建筑工程完成投资 1297.2 亿元，各类安装工程完成投资 113.4 亿元，机电设备及各类工器具购置完成投资 125 亿元，其他完成投资（包括移民征地补偿等）358.4 亿元。依次计算，纯粹的建筑工程投资占比接近 70%（历年度的统计计算符合这一比例），从这一角度来看，水利相关工程商是最先和最大程度的受益的主体。

12 月 1 日，21 世纪经济报道发布新闻《电力十二五规划：水电发展居首，电改重启》，报道指出：11 月 30 日，中电联副秘书长、行业发展规划部主任欧阳昌裕说，由该协会牵头编制的《电力工业“十二五”规划研究报告》已经完成，待国家部门审议通过后，将于 12 月下旬对外发布。“十二五”电力开发基调已定：优先开发水电；优化发展煤电；大力发展核电；积极推进新能源发电；适度发展天然气集中发电；因地制宜发展分布式发电。我们预期的“十二五”新一轮水利水电建设高峰将以发电企业为投资主体，未来十年合并后总投资将高达 6 万亿，相关公司受益匪浅。

我们认为，选择投资标的可以从政府的投资倾向和先后顺序着手，考虑工程的紧迫性、区域、项目性质、持续时间，四个维度来选择受益的投资标的，相关受益板块：水利水电工程板块：葛洲坝，粤水电，安徽水利；大型供排水管道供应商板块：国统股份，青龙管业；农业用水及灌溉板块：大禹节水，利欧股份，新疆天业；水电设备板块：浙富股份；水文环境信息化企业：先河环保。

## 7、高端装备——引领未来机械行业发展趋势

行业评级：推荐

高端装备被列为国家层面七大战略性新兴产业之一，预计“十二五”期间将受到重点扶植。预计未来有望大力发展的“高端装备”，除了高铁、节能环保、新能源、航空、造船等产业需要的专用高端装备外，还包括高档基础件和关键零部件、智能测控仪器和工业自动化系统、高档数控机床与基础制造装备、以及在上述基础支撑下发展的各种典型智能化装备和高效生产线。



2011 年我们看好铁路装备行业、海上石油钻采行业、通用航空行业及工程机械上半年需求。

### (1) 轨道交通将加速发展

中国的高铁发展占据多个世界第一。全球高铁运营里程近 2.5 万公里，而截止 11 月中国高速铁路的运营里程已经达 7,531 公里，居世界第一。另外，中国目前在建的高铁里程超过 1 万公里，规模居世界第一位。目前中国的高铁技术水平和专利总数也均达到世界第一。高铁作为优先发展的新兴产业，“十二五”期间将继续大力发展。《铁路中长期发展规划》原计划到 2020 年高铁里程达到 1.6 万公里以上，加上其他新建铁路和既有线提速线路，铁路快速客运网将达到 5 万公里以上，连接所有省会城市和 50 万人口以上城市，覆盖内地九成以上人口。而根据目前开工情况，预计在 2012 年高铁投运里程将达到 1.3 万公里，高铁建设将远远超出预期。预计“十二五”期间，铁路基建总投资在 3.5 亿元左右，比“十一五”高 70%。同时中国将确定高速铁路作为优先发展的战略性新兴产业，“十二五”期间国家将在财政投入、建设用地、技术创新、经营环境等方面加大支持力度。另外，中国政府鼓励国内铁路企业“走出去”开拓国际市场，在积极参与其他国家铁路建设的同时扩大高速铁路行业的对外开放与其他国家分享技术成果并加强合作。

从各省市上报的十二五铁路发展规划可以看到两大趋势：1、建设周期提速：原来计划在十三五期间以致 2020 年后建设的线路提到十二五期间，在 2008 年的调整规划中均为待研究的虚线，现在均有望提前到十二五期间来建设；2、建设标准提高：200 公里的提高到 300-350，客货混线变客运专线。

预计“十二五”期间，快速铁路网(时速 160 公里以上)将达到 4 万公里，比“十一五”的 2 万公里目标翻一番，未来五年内年高铁设备需求年复合增长率达到 32%。我们认为 2011 年开始机车车辆购置投资占比有望逐步恢复到 20%左右的占比。主要来源于：1) 大批线路陆续建成通车，对机车车辆的需求；2) 后续线路通车后，随着客运量的增加，车辆开行密度增加，需要增配车辆。我们对高铁装备行业的投资逻辑是短期看好一次性投入设备相关企业，随高铁建设进度，设备交付高峰的可能带来业绩刺激，推荐中国南车、中国北车。中长期看好易耗品设备相关企业，易耗品需求会随着高铁保有量的提升而大幅提升，推荐太原重工和晋西车轴。另外相关高铁配件公司新筑股份、时代新材、中鼎股份也值得关注。

### (2) 石油钻采景气度将回升

目前国际海洋工程装备市场的年需求量约 400 亿到 500 亿美元，我国“十一五”期间用于海上油气资源开发投入约 1200 亿元，预计海洋工程“十二五”规划投资翻倍。我国石油对外依赖度已经达到 50%以上，能源安全已经引起国家高度重视。根据第三次石油资源评估结果，我国海洋石油资源达到 246 亿吨，但由于受深海装备技术和勘探能力不足影响，我国海洋石油资源探明率仅为 12.1%，远低于世界 73%的平均水平。“十二五”期间海洋工程装备发展规划即将出台，预计中国的近海大陆架和大陆坡将会再建设 5000 万吨的产能，带动的海工装备总投资将超过 2500 亿元。中国海上石油储量高、探明率低，未来十年海洋石油的探索和挖掘将进入黄金发展期，并将拉动海上钻井平台、工程船舶、辅助船舶等需求。

全球海洋工程设备制造主要集中在：韩国、新加坡、巴西几个国家的船舶制造企业。我国海洋工程的设计与制造与国外相距甚远，仍主要停留在设计消化吸收制造阶段。但是收购烟台莱佛士的中集集团、中远船务、外高桥造船厂、海洋石油工程股份有限公司、上海振华港机和中国重工旗下的大连船舶重工等都具备了一定的实力。明年是“十二五”的第一年，预计上述公司将有望获得更多发展机遇。

### (3) 工程机械龙头企业仍有超越行业的发展空间

由于 2009 年我国采取了四万亿的经济刺激计划，而固定资产投资的 60%左右会在第二年形成采购。因此，2010 年工程机械行业出现了快速的增长，主流工程机械产品销量均创历史新高。根据协会的预测，2010 年全行业也有望实现 30%左右的增长，行业收入将达到 4000 亿元。



工程机械主要与固定资产投资中的房地产、采矿业以及基建类关系较为密切。随着房地产调控政策效应的逐步显现,房地产新开工面积从5月份的72.4%下降到10月份的61.9%。未来政策的效应仍将进一步释放,从而使房地产新开工面积进一步降低。同时,随着CPI的不断攀升,国家货币政策趋紧的可能性在不断加大。这些都将对工程机械需求造成影响。但是我们认为,国家的房地产调控政策以及货币政策的制定,并不是以牺牲经济发展为代价,而是要保证经济的平稳增长。因此,当政策达到控制房价、通胀水平快速上涨的目的后,仍将以确保经济平稳增长为主。GDP同比增速有望在明年一季度见底,届时工程机械需求将逐步回升。预计2011年工程机械行业有望实现约20%的增长。

由于龙头类企业在综合实力、抵御风险能力和竞争实力上都较为强大,因此,我们认为应该重点关注。同时在估值上,也具有一定的优势。目前工程机械行业的平均市盈率为21倍,而主流工程机械公司今年的平均估值为19倍,明年为15倍。三一重工、中联重科、徐工机械、柳工等龙头企业仍有超越行业的发展机会。

#### (4) 政策为机床行业发展保驾护航

机床是装备制造业的工作母机,实现装备制造业的现代化,取决于我国的机床发展水平。发展先进装备制造业,必须要振兴机床工业,大力发展国产数控机床。按照《高档数控机床与基础制造装备重大专项》规划,到2020年,我国将形成高档数控机床与基础制造装备主要产品的自主开发能力,总体技术水平进入国际先进行列,部分产品国际领先;建立起完整的功能部件研发和配套能力;航空航天、船舶、汽车、发电设备制造所需要的高档数控机床与基础制造装备80%左右立足国内。

2011年,随着我国产业升级、结构调整的不断深入,来自航空航天、汽车、造船、电子、兵器等高端制造业对机床的需求,特别是高端数控机床的需求将不断提升。目前A股上市的几家企业中,秦川发展、华东数控等在细分子行业均具有较强的竞争优势,而沈阳机床由于存在较强的业绩改善预期,也可以予以关注。

## 8、TMT行业——关注政策驱动和新需求投资机会

行业评级：推荐

我们判断,2011年在政策和新需求驱动下,TMT中部分子行业景气有望持续甚至爆发增长,从而产生投资机会。从政策导向看,根据政府“新一代信息技术”发展规划,“十二五期间”政府将会加快宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施建设,推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备和智能终端的研发及产业化,加快推进三网融合,促进物联网、云计算的研发和示范应用。着力发展集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。大力发展数字虚拟等技术,促进文化创意产业发展。从需求角度看,2011年智能手机、平板电脑、LED照明和移动互联网等有望爆发增长,从而带动相关产业链需求。

根据政策导向和市场需求,我们判断,2011年TMT行业重点关注以下5大投资主线:(1)光通信;(2)物联网;(3)移动互联网;(4)触摸屏;(5)LED照明。

### (1) 光通信行业景气持续

2011年,中国光通信行业景气将会持续。在三网融合背景下,为了加强竞争力,2011年三大运营商将会继续加快FTTX建设,宽带建设将从2010年沿海城市往内地和农村拓展。同时,广电运营商也会加快加大网络改造和宽带投入规模,从而推动光通信行业景气持续。

系统设备领域的烽火通信、光迅科技,光配线领域的日海通讯、新海宜将会受益于行业景气带来的增长,应予以重点关注。

### (2) 物联网关注新应用



在政策驱动下，2011 年我国物联网将进入大力发展阶段。从应用领域看，重点关注城市智能交通、数字医疗和城市安防等领域的拓展。

如何利用智能化手段缓解城市交通拥堵问题已成为许多城市亟需解决的重大课题之一，预计未来三年我国城市智能交通投资将保持一个较快增速。在这一产业链中，从终端到汽车零部件生产厂家、芯片厂商，再到网络硬件、系统集成、软件、方案提供商，都有望受益。重点关注：银江股份、四维图新、启明信息和东软集团等。

中国已出现老龄化的趋势，并且政府特别重视提高广大农村的医疗水平，我们判断，未来远程数字医疗将会快速发展，远程数字医疗面临巨大发展空间。东软推出在线健康服务“熙康”：用户自主使用远程监护设备，建立健康档案、让医生了解用户的当前和历史的健康状况，实现随时随地，轻松管理健康。预计远程数字医疗将是未来医疗发展方向之一，看好东软健康城市发展前景。

从产业链角度看，重点关注：(a) 传感器提供商，包括 RFID、安防产品提供商，重点关注远望谷、海康威视和大华股份等；(b) 具有全面解决方案能力的软件服务提供商，包括华胜天成、东软集团等。由于物联网是由硬件、软件组成的系统，因此，具有全面解决方案能力的软件服务提供商将会最大受益于物联网应用的推广。

### (3) 2011 年移动互联网业务进入发展年

随着 3G 网络完善和用户增加以及智能手机普及，未来几年基于手机等移动终端的移动互联网发展速度要超越桌面互联网，将有更多的用户通过移动设备而非台式机接入互联网，移动互联网相关业务有望爆发增长，重点关注手机电子商务、手机游戏等投资机会。

由于传统互联网位置固定，移动电子商务将是传统电子商务企业未来努力拓展的一个方向。随着移动电子商务发展，将会越来越多涉及移动电子支付，看好手机支付未来发展。中国人民银行与三家电信运营商已于 10 月 28 日就“手机支付的标准”问题进行商讨，并最终达成共识——由中国移动牵头，将手机支付标准统一调整为“基于 13.56MHz 的、符合金融行业标准的技术标准”。未来手机支付模式是中国银联在各商业银行的支持下，与移动运营商联合为持卡人提供的、通过手机对银行卡账户进行操作以完成支付交易的一种新型服务。2010 年是手机支付标准和发展模式确定年，预计 2011 年中国手机支付将进入快速发展阶段，重点关注手机支付芯片厂商、POS 终端生产厂商以及支付安全厂商。

2010 年工信部和中移动出台手机涉黄和增值业务乱收费整顿，影响了 SP 增值业务发展。随着行业规范，预计 2011 年整治力度会减弱，在 3G 时代里，许多手机增值服务会快速成长起来，重点看好手机游戏。

### (4) 触摸屏爆发式增长

随着智能手机渗透率提高、iPad 需求快速增长以及产能短缺，2011 年触摸屏行业有望爆发式增长。

目前每年全球手机出货量有 13 亿只，而电容式触摸屏只有 1 亿只左右，电容式触摸屏手机渗透率还很低，未来市场空间很大。从产能看，2010 年 3 季度 3.5 寸触摸屏产能 800 万片不到，而需求却达到 1380 万片，产能严重不足。另外，预计 2011 年苹果 iPad 出货量为 4000 万台左右，而台湾厂家 2011 年产能也就 4000 万片，产能仅够苹果 iPad 需求，而 2011 年三星、黑莓等厂商都在力推平板电脑，因此 2011 年大尺寸触摸屏产能也不足，大尺寸触摸屏产能无法转移到中小尺寸。在供给需求严重失衡背景下，2011 年触摸屏行业继续维持高利润率，保持快速增长趋势。

### (5) LED 照明将启动

2010 年 11 月改革委、住建部、交通部联合组织开展半导体(LED)照明产品应用示范工程，旨在进一步



推动绿色照明，促进我国 LED 照明节能产业健康有序发展。11 月 10 日，三部委组织公开招标，选择 20 个半导体室内照明应用项目、15 个半导体路灯应用项目和 15 个半导体隧道灯应用项目开展示范。预期此一 LED 照明示范应用工程将使 LED 的产品特性能够更快被市场接受，从而推动 LED 照明的快速启动。

另外，随着外延产能扩张，预计 2011 年芯片价格将趋于下降。上游成本下降一方面利于 LED 照明推广；另一方面利于下游封装厂商毛利率稳定甚至提高，看好高端封装和下游应用领域。

## 9、新能源——特高压和核电进入大规模建设期

行业评级：推荐

《十二五能源规划》中提出，加快核电、水电等非化石能源发展，2015 年非化石占比 11%；《新兴能源产业发展规划》中表示：到 2020 年将要实现两个重要目标，即非化石能源占比要达到 15%，碳减排 40%-45%。从提升传统能源利用效率和降排放的角度分析，我们看好电力设备和新能源行业在“十二五”元年 2011 年的发展前景。结合《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中，高端装备制造作为七大战略新兴产业之一，我们最为看好特高压装备制造业和核电行业。

### （1）坚强智能电网建设将突出特高压的大规模启动建设

我国能源资源分布不均，目前输电占比低；未来东部可能实行煤炭消费总量控制，因此需要建立特高压电网大规模输送西部电力资源。

“十二五”智能电网将进入全面建设阶段，特高压作为坚强智能电网的骨干网架预计也将进入建设高峰期。根据国家电网的规划，2009-2010 年是智能电网规划试点阶段，“十二五”智能电网将进入全面建设阶段，特高压作为我国坚强智能电网的骨干网架，因此也将进入建设高峰期。

我国锡盟送华东的特高压线路于 10 月 27 日获得路条，意味着特高压网架建设已经正式获得国家认可，即将于明年初全面开始。通过对电网投资的预测，我们预计十二五期间高端电网投资（特高压+超高压）投资额将达到 7500 亿元，是十一五的 2.5 倍。而全国电网总投资将达到 2.5 万亿元，较十一五大幅增长，增量部分完全来自于特高压建设投资。“十二五”特高压投资预计将达 5000 亿元，其中特高压交流投资达 3000 亿元，特高压直流线路投资将达 2000 亿元。

特高压网架建设，将是未来 5 年电力设备板块的最大发展机遇。相对于整体电力设备行业，特高压行业的竞争壁垒高、盈利水平显著占优。特高压网架投资的井喷，将促进输配电龙头企业业绩爆发。

### （2）核电是确定性最强的发展方向

核电是最具竞争力的低碳发电：核电具有容量大、波动性小和利用小时数高（7000-8000 小时）；核电经济性可与火电相媲美，成本有望继续下降，最具竞争力的低碳发电。

国际比较方面，我国已建设 4 个核电站，12 台核电机组，共 970 多万千瓦核电总装机容量。截止 2009 年底，我国核电装机占比约 1.1%，电量占比约 2.2%。全球有个国家 16 的核电发电量占比超过 25%，其中法国高达 76.2%，韩国 35.6%，欧盟为 35%，日本为 24.9%，美国达 19.7%，未来核电发展空间巨大。

核电装机规划或将大规模提升：国务院已核准 41 台核电机组，装机容量 4511 万千瓦，其中开工在建 24 台、超过 2700 万千瓦。按 2020 年核电装机占总装机达到 5%来计算，预计 2020 年我国核电装机容量将达 8500 万千瓦，在建装机容量将达 3000 万千瓦。

以核电站单位投资 11000 元/千瓦来计算，在建装机按 50%设备交货，则未来十年核电投资近 1 万亿，其



中设备总投资将达 5000 亿元；国产化率按 80% 计算，国内核电设备市场总容量达 3965 亿元。

## 10、新能源汽车——2011 年新能源汽车蓄势待发

行业评级：推荐

2011 年新能源汽车蓄势待发，部分零部件企业已经可以体现业绩，当前可关注介入新能源汽车业绩有较大弹性的公司。应该从技术（资源）突破、市场潜力、业绩增长潜力 3 个标准来考察证券市场新能源汽车产业链上市公司的投资价值。新能源汽配企业应从电池模组和电驱两方面考虑，关注子行业龙头公司。（1）新能源汽车发展已列入国家重点发展战略性新兴产业。

新能源汽车发展已列入国家重点发展战略性新兴产业。《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中，新能源汽车等七个产业已被确定为现阶段重点扶植产业。可以预见汽车产业调整和振兴规划及转变方式的总体要求是以结构调整和资源优化配置为主线，以节能与新能源汽车发展为突破口。另外《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020)》已经进入部委会签阶段，会签完毕后将上报国务院。在产业路线图的设计方面，《规划》明确界定了纯电动汽车和插电式混合动力汽车为新能源车范畴，并将纯电动汽车作为未来产业发展的主攻方向，对其给予更多的政策扶持。

国家将新能源汽车（主要是电动车）提升到国家战略产业地位，在我们与 863 项目专家和相关上市公司的调研中都可以确定这一点。我们判断国家全力支持新能源汽车产业发展取决于以下考虑：1、经济结构调整的需要。传统经济发展路径不可持续已达成共识，劳动力成本上升和房地产的调控的背景下，国家迫切需要通过产业结构升级，寻找新的发展。新能源汽车的发展正契合了这样的需要。2、国家希望在新产业中引领而不是追随。传统汽车产业格局已经确立，中国是国外技术的转移和接受方。同样，镍氢电池混合动力电动车日本也已经技术成熟，国内技术也多从国外进口。而锂电池电动车现在正处于起步阶段，中国与美、日之间差距不大，中国非常有可能成为产业的引领者。3、节能减排的压力。中国对国际社会是有节能承诺的，在既要保证经济发展又要保证排放达标的情况下，消减交通运输行业的碳排放是一个有效的选择。

我们认为国家对新能源电动车的产业战略是清晰的，未来国家将会给予新能源电动汽车持续的政策和资金扶持。持续性政策和巨大的潜在市场预期，给新能源电动汽车产业提供了巨大的成长空间。

2011 年新能源汽车蓄势待发。我们认为应该从技术（资源）突破、市场潜力、业绩增长潜力 3 个标准来考察证券市场新能源汽车产业链上市公司的投资价值。短期内新能源汽车对整车企业的业绩贡献力度较低，当前可关注介入后新能源汽车业绩有较大弹性的公司，如海马股份，江淮汽车。新能源汽配企业业绩释放能力较强，该类企业应从电池模组和电驱两方面考虑。万向电池模组在 A 股上市公司中有较高评级，电动车公司注入上市公司概率较大，具有长期投资评级。多氟多电解液上游六氟磷酸锂技术已取得实质性突破，未来能为公司带来巨大的成长空间。当升科技是锂电池正极材料龙头，在该领域具有技术领先优势。电驱上市公司中，宁波韵升参股的电驱动、大洋电机已有订单，2011 年将确定性释放业绩。新能源汽车电机技术的壁垒较高，研发和与整车厂商的适配需要前期深入的积累，因此先期进入并确定领先优势的公司有能力保障较高的盈利空间。新能源汽车电机的发展趋势将是直流永磁，这将直接拉动对中国的高性能钕铁硼永磁材料的需求，因此宁波韵升和三环有长期投资价值。另外具有产业链垂直化渗透和上游资源的公司如佛山照明和中国保安也值得关注，佛山照明与盐湖集团合作从卤水中提取碳酸锂有望获得进展，中国保安正加大盐湖综合开发力度和国内外资源整合速度。

## 11、环保——政策扶持下的潜在支柱型产业

行业评级：推荐

环保行业正面临前所未有的发展机遇。十二五规划明确提出了要加快战略性新兴产业的发展，国务院更是将节能环保定位为七大战略性新兴产业之首。环保行业正面临着一个政策扶持的黄金期。



预计“十二五”期间在环保领域的投资有望达到 3 万亿以上，确保行业未来 15-20 年间复合增长率保持在 15%以上，产值在 2015 年达到 GDP 的 7-8%，到 2020 年成为国民经济的支柱产业之一。

引导产业方向的具体办法之一是提高治理标准，以行政手段刺激需求。预计“十二五”规划将重点对氮氧化物和氨氮化物两项指标进行控制，同时进一步提升各子行业的达标标准。例如北京市已经公布了新版《城镇污水处理厂水污染物排放标准》的征求意见稿，其中对污水排放的具体指标甚至超过了国家标准中最严格的一级 A 一倍以上。另外，云南省的新版标准也已经提上议事日程。

具体到各子行业中，水处理依然是十二五期间最重要的投资引导方向，3 万亿中预计约有 1 万亿以上会投向这个行业。主要原因在于：(1) 水资源的紧缺是现实而迫切的问题；(2) 涉及国计民生，与老百姓生活息息相关；(3) 存量资产大，更新需要大量投入；(4) 相对来说技术比较成熟，争议小，风险可控。水处理行业的发展可能出现以下几个趋势：

在广大中西部地区、二三线城市加快新建污水处理产能，提高污水处理率；(2) 水价改革，减轻财政负担。因此具有自来水业务且管网一体化的水务运营企业弹性就比较大；(3) 加大技术改造力度，在发达地区以及重点流域地区以新技术提高处理标准，满足十二五期间对水质氨氮的提标要求。结合同为战略性新兴产业之一的新材料行业的表述来看，建立在膜材料基础上的膜技术将是未来最具看点的技术方向之一；(4) 深度处理，展开对包括污泥、渗滤液等伴生污染物的处理。

水处理之外，固废处理弹性更大。因为相比较水处理，这一行业尚处于起步阶段，基数小。但这一领域技术路径上还存在一定争议。目前比较普遍的还是采取焚烧然后发电的技术路径。固废处理的空间来自城市土地资源的稀缺，尤其是一线城市，已经不可能再延续传统的填埋式处理。因此我们看到在东部发达地区纷纷上马新的固废处理项目，并且这样的势头还在进一步延续。

综合比较相关上市公司的盈利能力、增长潜力和估值，我们较为看好的品种包括：桑德环境、南海发展、碧水源、兴蓉投资、钱江水利和武汉控股。

未来股价的催化剂在于有望在明年上半年密集出台的各类环保相关政策，例如有望近期公布的《节能环保产业振兴规划》，以及《国民经济和社会发展规划“十二五”规划》、《环境保护“十二五”规划》、《电力行业“十二五”规划》等，从而带来相关环保类上市公司的主题性投资机会。

## 12、保险——通胀利于投资收益回升和保费收入增长

行业评级：推荐

11 月 CPI 同比上涨 5.1%，达到今年的最高值，创 28 个月来新高。在流动性和劳动力成本推动下，预计 2011 年我国 CPI 中枢水平将上行。按市场主流观点，2011 年 CPI 很可能达到 4%以上。目前一年期存款利率 2.5%，三年前存款利率 3.85%，都低于当前通胀水平，中国当前处于明显负利率状态。

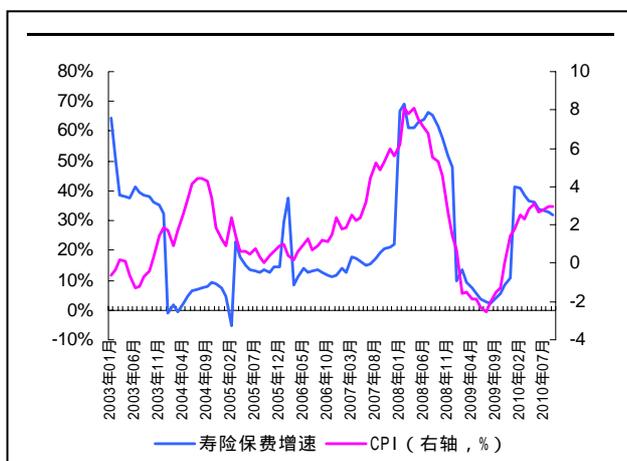
在负利率背景下，预计 2011 年中国将继续加息。假设 2011 年中国加息两次，将至少提高债券投资收益率 50BP。按新增投资及到期再投资占原有投资的 30%计算，2011 年的债券投资收益率总体将上升 15 个 BP。截至 12 月 10 日，2010 年上证指数下跌 13%。在全球经济持续复苏背景下，预计 2011 年 A 股市场总体表现要好于 2010 年。总体来看，2011 年保险公司投资收益率要高于 2010 年。

从寿险保费增速与通胀关系来看，寿险保费增速与 CPI 呈现正相关性。即通胀起来的时候，寿险保费也将保持加快增长趋势。其中，具有投资功能、被视为有防通胀功能的万能险和分红险保费增长更快。

寿险评估利率基准 750 日移动平均国债收益率将于 2010 年末见底，2011 年前 3 季度将基本持平，但 4 季度 750 日移动平均国债收益率便开始加速上升。根据 2010 年上半年数据，中国人寿、中国平安和中国太保税前利润对评估利率 1 个 BP 变动的敏感度分别为 5.52 亿、4.76 亿、3.71 亿，预计 2011 年评估利率上升将显

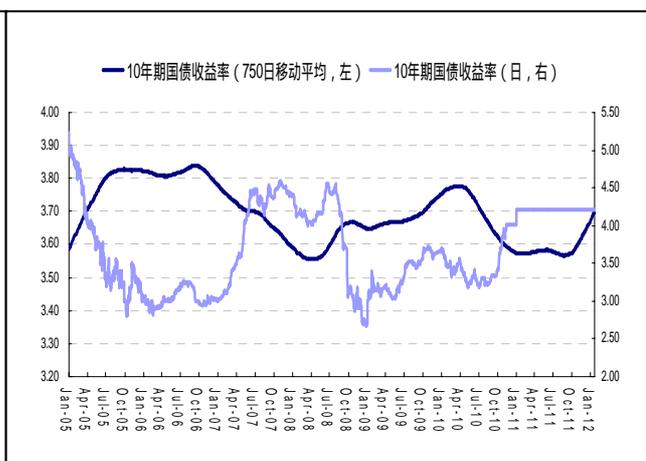
著提高三大寿险公司利润。

图表 30 寿险保费增速与 CPI 呈现正相关性



资料来源：国泰君安。

图表 31 2011 年寿险评估利率企稳回升



数据来源：东吴基金。

11 月 17 日 s\*st 北亚在北京产权交易所 43 元左右拍卖所持有的 6849 万股新华人寿，对应一年新业务价值倍数为 8 倍，目前平安和太保 2011 年新业务倍数只有 10 倍左右。另外，平安和人寿 H 股股价比 A 股股价要溢价 20% 以上。当前 A 股保险股股价安全边际很高，2011 年新业务倍数很低，并且通胀背景下有利保险公司投资收益率上升和保费增长，给予“推荐”评级。

在品种选择上，看好平安和太保。平安 A—H 股折价率达到 20%，是国内三大保险公司折价率最大的，2011 年公司新业务倍数只有 11 倍，估值很低，安全边际高。2011 年综合金融优势继续显现，业绩高成长：银行业务由于收购和并表业绩爆发、财险业务业绩继续非常良好、信托业绩进入高成长。平安还是保险股中的首选。中国太保股价弹性好；产险保费增长快，盈利能力行业第一；最受益于养老保险税收优惠政策。

### 13、有色——新兴产业带领小金属进入长期景气周期

行业评级：推荐

**(1) 基本金属：**需求角度看，新兴市场国家经济的发展为金属需求提供了有力的支持，是主要增量所在。发达国家经济的复苏虽然缓慢，但我们判断趋势也在向好，不会构成金属需求增长的负面因素。整体来看，金属需求已基本恢复至次贷危机前水平，未来有望继续提升。

供应端的刚性未来或被强化。资源瓶颈将再度引起市场重视，资源走向垄断、供应趋于集中、环保成本提升、落后产能淘汰、首个基本金属实物支持的市交易产品（ETPs）的推出，以及资源国开征或提高矿产税等等，未来均有望成为强化供应刚性的因素。

下游分行业看，房地产投资增速存在下降风险，汽车产量增速下滑，电网仍将保持较高的投资增速。全球交易所库存分化，铜锡镍库存今年显著下降，锌铅库存是所有基本金属中最高的，08 年以来一直持续攀升。综合来看，全球金属消费中铜锡最优，铅锌较差。

由于高额的财政赤字，美国财政政策能施展的空间很小，经济的进一步复苏还需要货币政策的支持，在房地产和失业率还没有走出实质性的低迷前，宽松的货币政策不会轻易退出。宽松的流动性也将对金属价格形成强有力的支撑。

**(2) 贵金属：**从供给面看，黄金的开采难度越来越大，开采的品位逐步降低，开采成本逐步增加，另外



每年的产量增速也非常的慢。而与此同时，欧洲各国几乎完全停售黄金，一个非常重要的黄金供应源撤离了市场；中国将在长期增加黄金储备，以提高黄金占外汇储备的比例。在货币贬值、通胀预期共同作用下，黄金的保值功能将得以强化。在当前全球经济没有明朗，美国经济复苏缓慢的宏观背景下，黄金的避险情绪仍然高涨。我们判断，黄金价格总体有望呈现易涨难跌格局。

**(3) 小金属：**国家对稀有战略金属的重视程度逐渐增强，从供给角度看，对黄金、钨、锡、锑、稀土、钼等实行保护性开采和资源整合，将分别对稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锆、镓、钽和铈进行战略收储。而“十二五”期间将大力发展节能环保、高端装备制造业、新一代信息技术、新能源、新能源汽车、新材料、生物等七大新兴产业。战略性新兴产业是引导未来经济社会发展的重要力量。培育和发展战略性新兴产业也是推进产业结构升级、加快经济发展方式转变的重大举措。未来稀有金属行业发展规划逐渐清晰、行业整合的加速以及加快培养和发展战略性新兴产业的政策倾斜，都将在“十二五”开局之年给稀有金属带来良好的发展机遇和发展空间，有利于进一步推升稀有金属的价格水平和需求量的爆发式增长。我们相对看好供给端有序收紧，而需求端是未来有可能呈现爆发式增长的新兴产业所需的材料。

**风险点：**美国经济强劲复苏、欧债危机进一步恶化，国内政策持续紧缩。

## 14、煤炭——紧缩预期下的阶段性机会

行业评级：推荐

在经济转型和降低碳排放的驱动下，国家将通过开发新能源减少煤炭消费量和控制煤炭产量（拟设置产量天花板），煤炭需求和供给增速将成双下降趋势，我们预计“十二五”末消费量达到 40.8 亿吨，年度复合增速为 4.5%；“十二五”末煤炭产量达到 39.8 亿吨，年度复合增速 4.4%。再考虑进口和库存变化，“十二五”期间煤炭供求基本维持低位均衡。

“十二五”期间，煤矿总数控制在 4000 家以内，较 10 年下降 56%。规划建成 10 个亿吨级和 10 个 5000 万吨级煤炭企业，煤炭行业 CR4 和 CR8 将提高到 33%和 46%，较 09 年分别提高 13 和 22 个百分点。煤炭行业将从竞争型过渡到寡占型，行业定价能力增强。

10 年三西煤炭产量占全国的 53%，增量占全国的 88%。“十二五”期间将进一步开发西部。这将加大西煤东运的铁路压力。我们预计 10 年三大通道外运增量 1.5 亿吨，而 11 年、12 年和 13 年外运增量只有 1.04 亿吨、0.3 亿吨和 0.5 亿吨，14 年后随着新铁路建成，铁路瓶颈才有所缓解。

上市煤炭公司作为当地的龙头，一般都会作为资源整合的主体，内生性增长和外延式扩张都将使得产量的增速远远高于行业平均水平。地方政府出于对税收的考虑、集中度提高后的煤炭公司对利润最大化的追逐，以及环保要求提高，资源税改革等等，都将使得煤价易涨难跌，并且煤价上涨的幅度将超过成本的上涨，增厚单位利润。

全球经济逐步复苏以及印度等新兴市场国家的快速发展，都将明显增加对煤炭的需求，推高全球的煤炭价格。石油开采难度的加大，使得全球的油价呈现上涨的趋势，比价效应也将抬高煤炭价格。石油的逐步枯竭也将推动煤制油的发展，带动对煤炭的需求。

就 2011 年来说，山西整合小矿最快从 11 年底开始释放产能，预计形成规模要到 12-13 年；即使产能释放出来了，也未必能超过在整合之前的产能，主要是因为整合后产能公开化，更易于监督，实际产量与产能相差不大。而整合之前的产量要远大于实际的产能。比如，2007 年山西报出的产量是 7 亿吨，但事实上，从不同角度加总的产量却有 9 亿多吨；且山西省政府规定 10 年过渡性生产的矿井 11 年关闭，预计 11 年上半年山西供给难有显著增长，部分过渡性产能将逐步退出。

11 年西煤东运预计新增铁路运力 6000-7000 万吨，明年西煤东运运力增量主要来自大秦线（2kwt）神



朔黄（2kwt）、包西接太中银（1kwt）、石太线（2kwt），较 10 年 1.5 亿吨运力增量显著减少。

1000 万套保障房建设、节能减排告一段落以及“十二五”开年的固定资产投资都将支撑 11 年的需求将比较旺盛。基于 11 年 GDP 增速 9% 的假设，我们对于东部耗煤行业给出了悲观、中性、乐观三种情景下的产量增速。在中性假设下，我们得到 11 年上半年净进口量 5700 多万吨，11 年全年需净进口 9000 多万吨，在进出口调节下供需基本平衡。区域和季节性偏紧情况依然存在。

当前合同煤同现货价价差 200 元/吨左右，我们认为如果政府不直接干预市场，合同价最终涨幅应在 8%-10%。总体看好 2011 年煤炭行业的基本面。

## 15、化工——油价上行和精细化工产业转移带来机会

行业评级：中性

石化行业 2011 年看点在于两个，一是油价反复震荡后上行趋势基本确立，相关替代行业和会有较大机会，二是精细化工品向中、印等发展中国家转移的速度在加快，国内精细化工类企业有望获得更多的订单和转移的技术。

### （1）油价上涨预期下的机会

油价上涨直接刺激中国油气资源的开采力度，据悉中国海外油气投资近两年已经激增五倍，在此情形下，油气开采相关企业将是最直接的受益者。其中包括直接为海洋油气开采提供服务的中海油服和杰瑞股份。此外，有页岩油开采概念的辽宁成大也将是其中的受益者。与中石油、中石化相比，这些公司股本小，弹性更大。

油价上涨同样会提升下游石化产品的价格，国内煤化工路线企业的相对成本优势就将体现出来。从此逻辑上，我们更加看好的是具有煤炭资源，能实现一体化产业链的企业，例如新疆资源类的中泰化学、广汇股份等。这类企业的机会主要在于替代性机会。

油价上涨与农产品价格上涨之间有一定的带动效应。我们看好油价的同时也看好农产品价格的上涨。相应的相关农化行业在 2011 年也有望有较好的表现，特别是在冬储和春耕的带动下，农用化肥价格将会上涨，一般对股价会有直接的刺激。在化肥股中，我们比较看好钾肥，因为钾肥是进口品种，不受淡旺季关税的影响，而且具有很强资源属性。相关品种为盐湖钾肥和冠农股份。磷肥股中，看好云天化，主要理由也是其较高的资源属性。

### （2）精细化工国际转移间的机会

化工领域另一值得关注的就是精细化工生产从欧美发达国家向中印转移过程中带来的机会。受环保、人工成本等影响，国外医药、农药和化工巨头，正逐步将其精细化工生产技术和产品向国内转移。特别是在一些中间体领域，国内企业的发展很快。其中上市公司包括联化科技、天马精化、永太科技等。这些企业已经获得国外大型农药、医药企业认可，并为其生产定制中间化学品。其主要模式，是外企将技术转让给国内企业，并收购这些企业生产的产品。这种模式下，为保密技术，一般外企不会轻易更换与其合作的国内企业。同时，也会逐渐将更多的品种交由他们认可的企业生产。从这一点说，这种企业之间的合作具有足够的黏性。先期获得认可的企业具有很强的先发优势。而从趋势看，联化科技和天马精化等的订单也在不断增多之中，我们预计未来他们获得爆发式增长的机会很大。

此外，氟化工领域下游高附加值的精细氟化工产品技术的提升和转移也在不断进展中。而氟化工规划出台后，对萤石资源的整合已经成为市场的共识。萤石有被“稀土化”的特征，未来萤石价格将会进一步提升。谁能抢先获得萤石资源将成为市场的优胜者。萤石资源最有可能整合的企业为巨化和多氟多。而多氟多的六氟磷酸锂据悉中试产品已经下线，并且送给下游客户试用后，反应良好，值得重点关注。



### (3) 化工新材料行业

化工新材料是新材料领域的重要分支，通过材料革新，能显著改变下游产品的性能，提高产品的实用性。在国家十二五新兴产业规划中，高性能膜材料、工程塑料、碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等均是重点发展目标。这些产品技术的突破对相关企业的利润将有非常大的促进。

**高性能膜材料：**关注佛塑股份。其子公司金辉高科是国内最有希望突破动力电池隔膜材料技术的企业。对锂动力电池，隔膜是其中技术难度最大的部分。目前，主要由美国和日本的企业提供。金辉高科是佛塑与比亚迪合资建立的子公司，比亚迪作为下游电池厂商，一旦金辉高科技术突破，有天然的下游客户优势。

**芳纶：**关注烟台氨纶。公司芳纶 1313 已经实现产业化，更高端的芳纶 1414 正在进行厂房建设，预计明年 5 月份能够出产品。应用领域主要是光缆、摩擦密封材料，轮胎子午线和防护服，产品性能和价格都远高于一般纤维，将成为公司新的盈利点。

**聚亚酰胺：**关注深圳惠程。公司聚亚酰胺材料具有耐高低温、轻质、吸声、阻燃、低烟、无毒等特点，可应用于耐高温纤维、电池隔膜及光电器件，发展前景广阔。实现工业化生产后，将使公司基本面发生根本性改变。

**碳纤维**是目前已大量生产的高性能纤维中具有最高的比强度和最高的比模量的纤维。国内现已实现 T300 的量产，但由于 09 年大幅扩产和日本恶意压价，目前 T300 产品基本亏损。未来这一行业将主要关注更高端的军用品碳纤维的技术拓展。主要关注公司博云新材、中钢吉炭、大元股份、金发科技

## 16、房地产——调控政策依然严厉，短期内不存在放松可能 行业评级：中性

2010 年商品房销售情况依然增长，得益于流动性充沛和通胀激发的资产保值需求。2010 年前 11 月商品房销售面积 8.25 亿平米、同比增长 9.8%、增速较前 10 月提升 0.7 个百分点（自 8 月份触底以来连续第三次环比回升）；销售金额 4.23 万亿元、同比增长 17.5%，增速较前 10 月提升 0.2 个百分点；前 11 月销售均价 5127 元/平米。从细分行业来看，商业地产表现依然亮丽，前 11 月销售金额同比增速较前 10 月提高 3.1 个百分点，增速跃居三大细分行业首位，凸现住宅领域调控背景下的投资分流效应。我们初步预计 2010 全年商品房销售面积将超过 10 亿平米、同比增速接近 10%，销售均价将超过 5000 元/平米。

从 2010 年的情况来看，尽管政府出台史上最严厉的调控政策和行政手段，房地产的销售仍然坚挺，主要得益于低利率与过于宽松的货币供应，这是形成房地产资产价格泡沫的主因，缺乏弹性的利率制度，也给热钱留下投机套利空间，同时通胀的不断走高，也激发出一定的资产保值需求。

调控政策依然严厉，短期内不存在放松可能。从政府的调控思路来分析：短期内房地产泡沫未得到实质性抑制前，紧缩性的政策难以放松；中长期内力求建立有利于行业发展的长效机制，逐步取代简单的行政干预手段，实现保障的归政府，市场的归市场，促进行业健康稳定发展是调控的长期目标。

未来一段时间的调控政策主要包括：

a. 货币政策持续收紧。新增信贷额度特别是房地产信贷和融资将明显放缓，通胀压力下，进一步加息难以避免，购房贷款的首付比例和利率或将进一步调高。

b. 保障房建设加速。多层次的住房供应体系逐步建立，预计 2011 年保障性住房投资占比进一步提高，房地产投资增速可能回落到 20%。

c. 预售资金监管将进一步加强。过去预售资金占房地产开发资金来源的比重在 40% 左右，预售资金监管将使开发商将预售款用于拿地和开发其他项目的难度变大，降低开发商资金周转效率，使其资金链进一步趋



紧。浙江、广州、深圳、天津、青岛、武汉、北京等地都出台了预售资金监管的相关规定，未来可能在全国推广。该政策的市场影响关键在于地方政府的执行力度。

d. 限购令政策在时间上是否延续、空间上是否扩大、执行力度上的收放，取决于房价上涨势头是否有效控制。基于房价短期难降的判断，限购令在明年上半年放松的可能性不大，预计范围将扩展至更多二线城市。目前已出台限购令的 15 个城市，约占全国房地产开发投资的 24%、商品住宅销售面积的 11%，若严格执行，政策效果将逐渐体现。

e. 房产税的征收尽管受到众多的关注和讨论，但我们认为短期实施的可能性还不大。未来征收房产税是房地产税收体系改革的方向，但即使开始试点征收房产税，预计初期开征力度会较为温和，更多体现为信号作用，如对于房价超过一定范围的三套以上住房征收，这也是基于未来调整的空间和灵活性的考虑。

行业将维持供需双紧缩、房价弱平衡的局面，房价下行风险略大于上行风险。我们预计，2011 年房地产行业将维持供求双紧缩，房价弱平衡的局面，而通胀加剧将使得政府持续收货币，可能是未来打破这一平衡的重要风险因素。

从需求面来看：从房价收入比、租金收益率等指标来判断，目前部分城市房价有高估的成分，但是在流动性过剩，以及人民币升值预期加强的大背景下，需求面仍可得到一定层面的支撑。

从供给面来看：目前总体库存处于低位，尽管从在建面积、新开工等潜在供给指标来看，未来供给有增加的趋势，但不会有大幅度的增加。

对于 2010 年的房价，我们的大体判断是：小幅波动、基本持平、下行风险略大于上行风险。

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



## 东吴基金管理有限公司旗下基金：

### 1、东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 唐祝益

基金代码： 580001

基金托管人： 中国工商银行

东吴嘉禾基金自 2005 年 2 月 2 日成立以来,业绩表现良好。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,2006 年东吴嘉禾基金净值增长率为 128.15%,在同类 39 只偏股混合型基金中排名第 7。截至 2007 年 12 月 28 日,基金单位净值为 1.0484 元,2007 年以来嘉禾净值增长率为 99.35%,在所有偏股型基金中过去两年排名第 12。截至 2008 年 12 月 31 日,嘉禾基金累计净值为 2.2772 元,2008 年以来在所有 59 只偏股混合型基金中排名第 18 位。2010 年嘉禾基金净值增长率 17.88%,在所有偏股混合型基金中排名第 8。嘉禾基金自成立以来,累计分红 7 次,每 10 份单位累计分红为 17.20 元,为投资者带来丰厚回报。

### 2、东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 王炯

基金代码： 580002 (前端); 581002 (后端)

基金托管人：中国农业银行

东吴双动力基金自 2006 年 12 月 15 日成立以来,业绩表现优异。荣获新民晚报、东方财富网联合评选的“2007 年十大最具潜力基金”。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴双动力基金累计单位净值为 1.4250 元,2008 年以来在所有股票型基金中排名第 13。2010 年东吴双动力基金净值增长率为 23%,在同类型基金中排名第 6。

### 3、东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮

基金代码： 580003

基金托管人：华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴行业轮动基金单位净值为 0.7344 元,成立以来净值增长率为-26.56%。2010 年东吴行业轮动基金净值增长率为 19.05%,在同类型基金中排名第 13。

### 4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 徐嵩、韦勇

基金代码： 582001 (A 类)

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(A 类)于 2008 年 11 月 5 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴优信稳健基金(A 类)单位净值为 1.0244 元,成立以来净值增长率为 2.44%。2009 年 6 月 25 日,东吴优信稳健基金(A 类)第一次分红,每 10 份基金份额派发现金



红利 0.12 元。2010 年东吴优信稳健债券基金（A 类）净值增长率为 3.58%。

#### 5、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金  
基金经理： 徐嵩、韦勇  
基金代码： 582201（C 类）  
基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金（C 类）于 2009 年 6 月 15 日成立以来，业绩稳定。2009 年 6 月 25 日，东吴优信稳健基金（C 类）第一次分红，每 10 份基金份额派发现金红利 0.12 元。2010 年东吴优信稳健债券基金（C 类）净值增长率为 3.14%

#### 6、东吴进取策略灵活配置基金

基金类型： 混合型基金  
基金经理： 朱昆鹏  
基金代码： 580005  
基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略灵活配置基金于 2009 年 3 月 31 日开始发售，募集期间本基金共募集 10.49 亿份。本基金为混合型基金，在适度控制风险并保持良好流动性的前提下，以成长股作为投资对象，并对不同成长类型股票采取不同操作策略，追求超额收益。投资理念是以成长为导向，策略操作提高投资收益。2010 年东吴进取策略基金净值增长率为 21.24%，在同类型基金中排名第 2。

#### 7、东吴新经济基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 吴圣涛  
基金代码： 580006  
基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，通过投资于引领经济发展未来方向的新兴行业的上市公司，享受新经济发展带来的高成长和高收益。2010 年东吴新经济基金净值增长率为 14.99%。

#### 8、东吴新创业基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 王少成  
基金代码： 580007  
基金托管人：中国工商银行

本基金为股票型基金，主要投资于市场中的创业型股票，包括创业板股票、中小板股票和主板中的中小盘股票。通过精选具有合理价值的高成长创业型股票，追求超越市场的收益。截至 2010 年 12 月 31 日，成立以来东吴新创业基金净值增长率为 14.03%。

#### 9、东吴货币市场证券投资基金

基金类型： 货币型基金



基金经理： 韦勇

基金代码： 583001 (A 级) / 583101 (B 级)

基金托管人：中国农业银行

本基金为货币市场基金，在所有证券投资基金中，是风险相对较低的基金产品。在一般情况下，其风险与预期收益均低于一般债券基金，也低于混合型基金与股票型基金。本基金于 2010 年 4 月 7 日开始发售，截止 2010 年 12 月 31 日，A 级基金净值增长率为 0.9152%，B 级基金净值增长率为 1.0718%。