

融冰之旅渐趋佳境

报告日期：2010年12月31日

——2011年投资策略报告

英大证券研究所：

李大霄

执业证书编号：S0990208070054

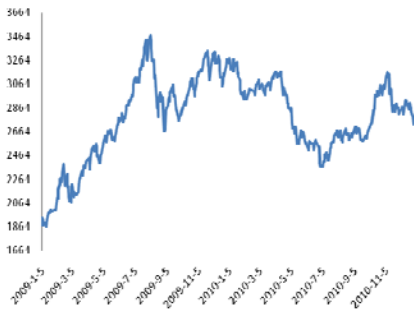
化定奇

执业证书编号：S0990209090064

郑翌

执业证书编号：S0990208120058

2009-2010年中国股市上证指数走势



以往报告

逐步增加权益类资产的配置

2010年7月9日

融冰之旅需要坚持

2009年12月01日

融冰需要勇气，“启程”还得坚持

2009年6月30日

融冰之旅也许崎岖，但已启程

2008年12月29日

A股企稳必须全球金融及国内经济稳定

2008年10月22日

2008年A股市场趋势探讨及投资策略

2008年05月02日

报告概要：

◇ **海外经济：缓慢复苏，量化宽松护航。**美国方面，经济复苏进程虽然较为缓慢，但是总体上来讲处于积极的态势当中。从拉动经济增长的分项来看，私人消费支出对于美国经济的增长的贡献率增稳步提升；美国房地产2010年依然处于较为低迷的状态，销售数量和售价均处于历史底部区域；我们认为2011年美国的房地产市场有望回升，理由如下：1) 房价和房贷利率处于较低水平；2) 近两年来美国居民的可支配收入稳步增长；3) 美国股市上涨使得美国家庭的净资产明显上升。所以，2011年美国在经济和房地产市场的拉动下有望继续缓慢复苏。**欧洲方面**，目前依然处于复苏趋势当中，最大的不确定因素在于欧债危机，但是我们认为欧债危机不会影响复苏的趋势，但是对于复苏的速度无疑会有负面的影响。但是由于欧美国家复苏的速度较慢，失业率居高不下，所以预计2011年仍将保持量化宽松的政策，全球流动性仍将十分宽裕。

◇ **国内经济：稳增长下调结构，货币政策转向稳健应对通胀。**我国是这次经济危机中复苏最快，经济增长最强劲的国家。预计2011年投资增速仍将保持平稳；国家实施积极的财政政策，刺激消费仍然是重要的政策方向，我国“十二五”规划建议提出，要构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变，预计2011年消费仍能保持较快的增长；出口方面，出口方面由于海外经济疲软、人民币小幅升值等因素的影响略有回落；预计2011年我国GDP增速仍能够实现9%左右，较今年略有回落。在经济保持较快增长的前提下，经济结构调整和抑制通胀水平将放在明年经济工作更突出的位置，调节流动性来一直通胀的2011年的重要目标，而调整经济结构则是未来10-20年的战略任务。由于市场预期政府对通胀的容忍度将会适度提高以适应我国较快的经济增速，所以2011年全部紧缩出现的概率很小。总体来讲，2011年我国总体的宏观环境将是经济增速较快、流动性延续今年以来的收缩趋势但总体让将保持相对充裕的局面，经济结构调整在增速保持较快的前提下渐进性推进。

◇ **市场供求平衡分析：2011年大致保持平衡。**资金需求方面，随着银行等大型国有企业上市的基本完成以及银行再融资潮的结束，未来IPO将更多集中在以经济结构调整为出发点的中小企业上，预计2011年融资规模预计较今年略有下降；限售股解禁的规模高峰期集中在2009、2010年，2011年解禁股的数量大幅下降，根据以往解禁股减持的规律来看，2011年减持压力总体不大。资金供给方面，我国货币政策由宽松转为稳健减少了资金的供给，但是随着居民投资意愿增强、国家对房地产市场继续保持严控措施、货币活化趋势以及热钱流入等因素将给资金的供给提供一定的增量。所以综合判断，2011年流动性不是制约市场的变量。

◇ **市场趋势判断：低估值权重股形成市场中流砥柱，市场总体的运行格局将呈现2009年起步、2010年调整、2011年震荡上行的态势。**目前A股市场整体的PE(TTM)估值为18.81倍左右，市净率估值为2.83倍左右，依然处于较低的水平。从风格指数的估值来看，目前大盘指数成分的PE(TTM)仅为15.09倍，接近历史底部区域；从AH股溢价指数来看，目前处于100以下；历史数据显示，AH股溢价指数跌至100点左右均是A股历史上的底部区域。从大盘蓝筹股的估值水平和AH股溢价指数处于历史低位水平来看，2011年市场震荡上行的概率较大。市场总体的运行格局是2009年起步、2010年调整、2011年上行。

◇ **资产配置方向及行业配置。**大类资产配置方面，从股票、债券、现金等大类资产的收益率来看：目前一年期存款利率为2.5%，预期未来加息100bp左右，一年期存款利率上升到3.5%左右。我们预期明年CPI在4%左右，意味着存款的收益率为零或者为负；目前1年期国债的收益率为2.87%，随着我国进入加息周期，债券的收益率仍将上升，债券价格承压；股票方面，目前沪深300的静态PE(TTM)仅为15.54倍，处于相对较低的水平。所以总体来讲，2011年大类资产配置吸引力来讲，股票大于债券和现金。股票类资产配置吸引力比较排序依次为：封闭式基金、B股、A股。**行业配置方面**，建议关注：(1) 包括以海洋工程装备、高铁、地铁等轨道交通为代表的估值低、增长确定的先进制造业；(2) 受益于消费升级而导致收入提升的品牌服装、家具、消费电子、装饰、园林等；(3) 601军团大盘蓝筹股、金融、地产、建筑工程、化工等。**重点关注两条主线**：(1) 传统行业类股票在过度下跌之后估值修复的投资机会；(2) 关注中国经济转型过程中，节能环保、高端装备制造、新信息技术、新能源、新材料、高科技等成长型股票回调后的长期投资机会。

◇ **风险提示**：1、海外经济复苏过于缓慢；2、通胀增长较快，导致我国流动性收缩情况高于预期。

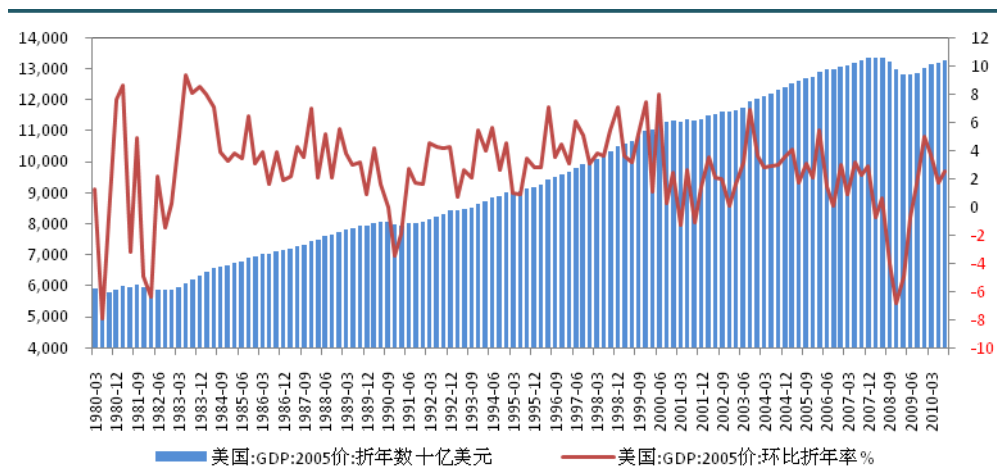
一、海外经济：缓慢复苏，量化宽松护航

1、美国经济：2011 年得益于消费稳步提升及房地产复苏

(1) 消费稳步提升巩固美国经济复苏基础

美国经济复苏进程虽然较为缓慢，但是总体上来讲处于积极的态势当中。今年 11 月 23 日，美国商务部第一次修正了今年三季度美国 GDP，季环比折年率由原来的 2.0% 上修至 2.5%，比二季度 1.7% 的增长高出 0.8 个百分点。

图 1：美国 GDP 及环比折年率

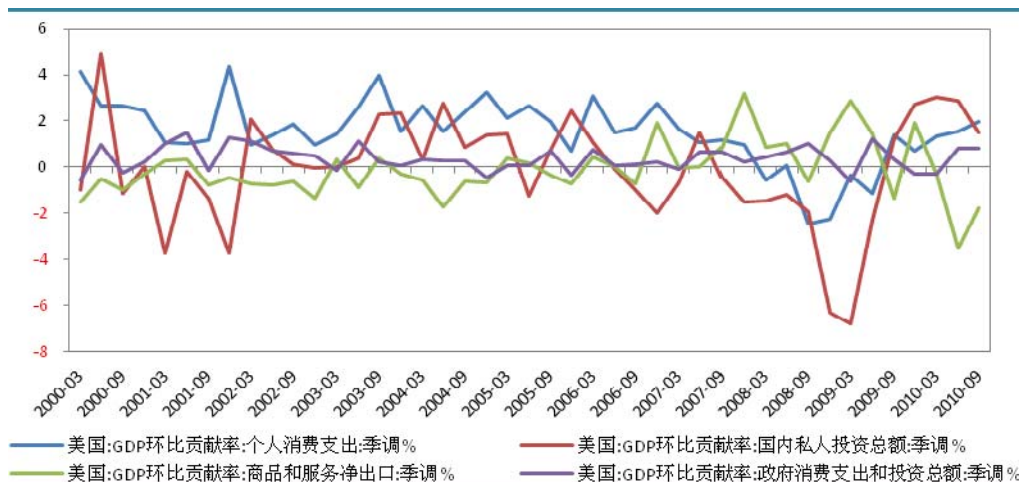


资料来源：Wind，英大证券

从拉动经济增长的分项来看，私人消费支出对于美国经济的增长的贡献率稳步提升。三季度私人消费增长 2.8%，比之前上修了 0.2 个百分点，对 GDP 的贡献达 1.97%，高于二季度的 1.54% 和一季度的 1.33%，说明了美国消费者在经历了家庭去杠杆化之后，重新开启消费。从美国个人储蓄存款占可支配收入比例的比例来看，已经由 2009 年 5 月份的 8.2 下降到目前的 5.7 左右，这将有助于美国经济的进一步复苏。

另外，三季度美国贸易逆差对 GDP 的贡献由二季度的 -3.5% 增加到 -1.76%，和政府的消费和投资对 GDP 的贡献由二季度的 0.8% 增加到 0.81%，也对提升了美国经济的增长。

图 2：私人消费支出等对 GDP 的贡献率



资料来源：Wind，英大证券

图 3: 美国个人储蓄存款占可支配收入比例

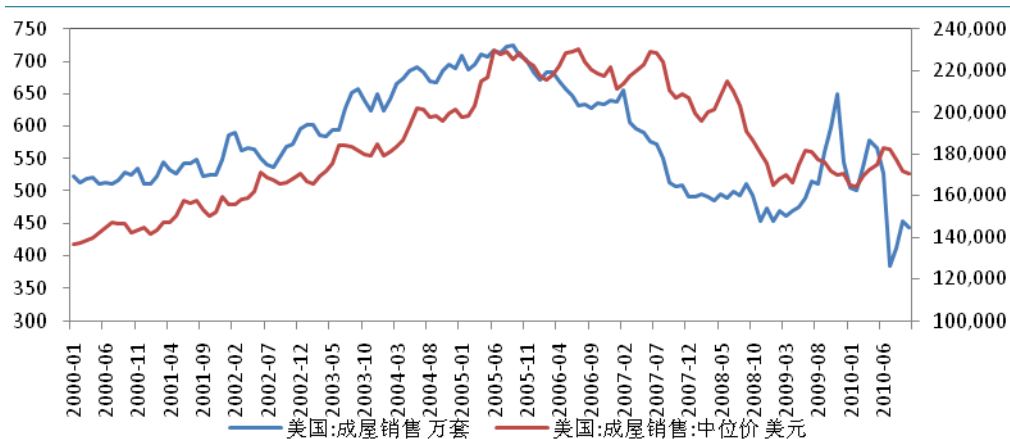


资料来源: Wind, 英大证券

(2) 美国房地产: 2010 企稳筑底, 2011 有望复苏

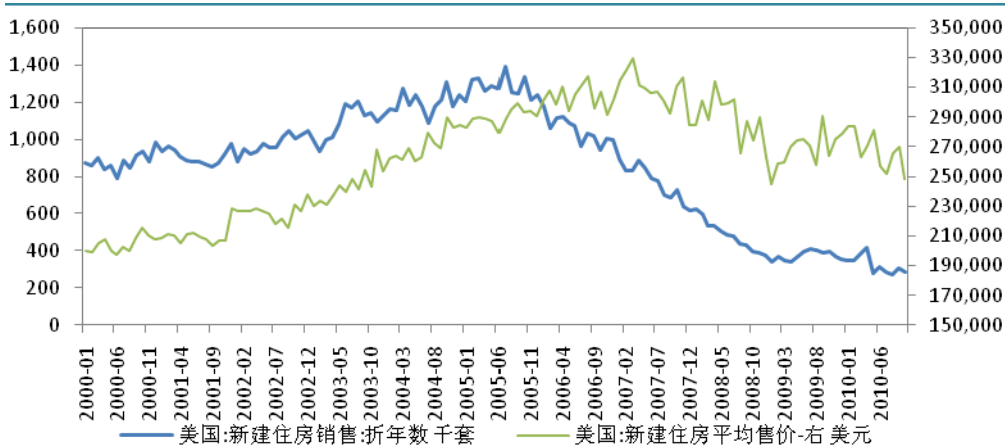
美国房地产目前依然处于较为低迷的状态。美国房地产经纪商协会数据显示, 继 9 月成屋销售数量出现 10% 的强劲环比增长, 10 月成屋销售数量环比下降 2.2%; 经季度调整的年化数量为 443 万幢, 同比下降 25.9%。受到房屋成交不旺盛的影响, 成屋销售价格也处于底部震荡。美国新建住房的销售情况和售价也同样处于较为低迷的状态。

图 4: 美国成屋销售情况及售价



资料来源: Wind, 英大证券

图 5: 美国新建住房销售情况及售价



资料来源: Wind, 英大证券

美国房地产经纪商协会预测，2010 年全年成屋销售数量将达到 480 万幢，环比下降 6.6%；而 2011 年成屋销售数量将回升到 510 万幢。我们也认为 2011 年美国的房地产的市场有望企稳回升：1) 美国的房屋抵押贷款利率依然处于历史的低位水平，截止到目前为止，2010 年 15 年期抵押贷款利率和 30 年期抵押贷款平均利率目前仅 4.09%、4.68%，较 2009 年平均水平分别低 0.48%、0.36%。2) 美国个人可支配收入自 2009 年以来 10 月以来一直处于上升状态，购买能力增加；3) 自 2009 年初以来，美国股市出现了显著上涨，导致美国家庭总资产净值出现了明显增加。所以，总体来说购买成本处于低位而购买力不断增强的背景下，2011 年美国房地产市场企稳回升的概率较大。

图 6：美国 15、30 年期抵押贷款利率



资料来源：Wind，英大证券

图 7：美国主要股指 2009 年以来涨幅明显



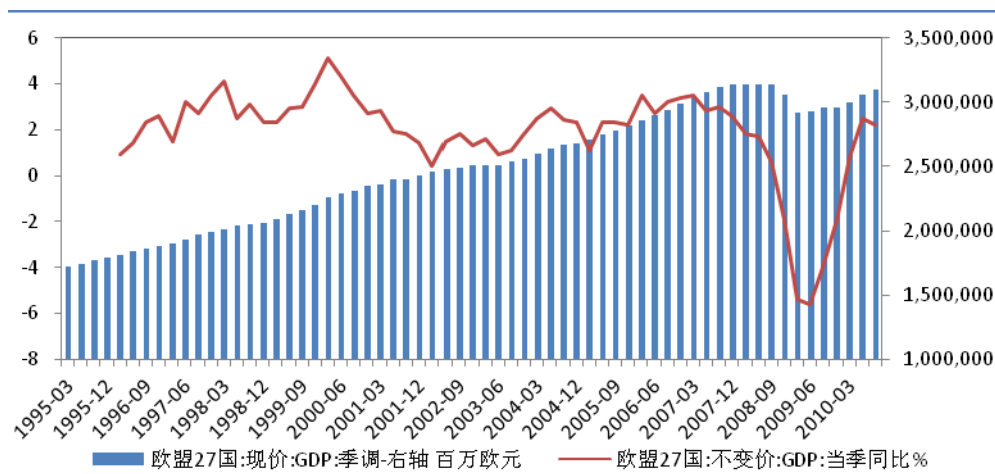
资料来源：Wind，英大证券

综合来看，随着美国个人消费支出的平稳增加，房地产市场的缓慢复苏，美国经济仍能够持续复苏，但是由于美国的失业率仍保持在较高的水平，所以复苏的进程仍将比较缓慢。根据全美企业经济学家协会(National Association for Business Economics, 简称 NABE)近期发布的调查，分析师预计美国明年经济也温和增长 2.6%；芝加哥联储对 30 位经济学家进行调查的预测中值显示，2011 年美国实际国内生产总值(GDP)将增长 3%。

2、欧盟经济：欧债危机无碍复苏趋势，或影响复苏速度

欧盟统计局公布的数据显示，三季度欧盟 GDP 经季节性调整后同比增长 2.2%，高于二季度 2.0% 的增速，环比增长 0.5%，低于二季度 1.0% 的增速；欧元区 GDP 经季节性调整后同比增长 1.9%，低于二季度 2.0% 的增速，环比增长 0.4%，低于二季度 1.0% 的增速。欧盟及欧元区已经连续 3 个季度实现正增长，欧盟经济复苏的趋势逐渐得到确认。

图 8：欧盟 GDP 增长情况

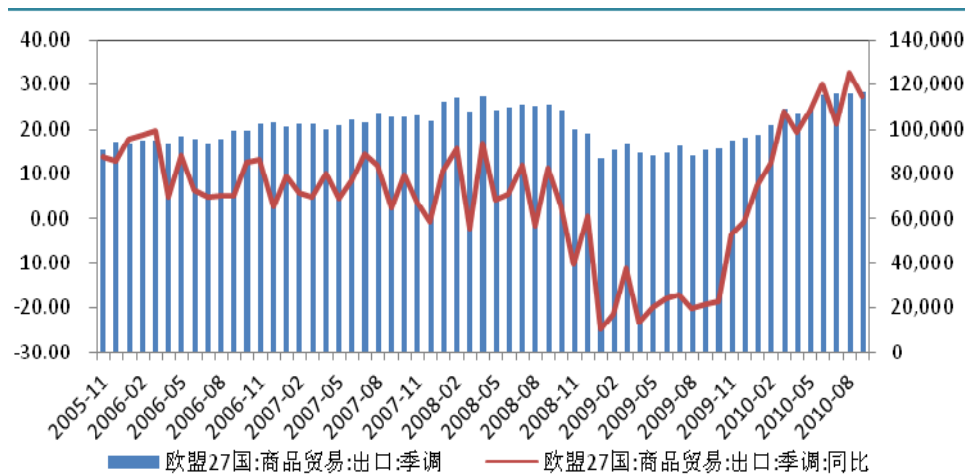


资料来源：Wind，英大证券

近期爆发的爱尔兰债务危机使得投资者对于欧债危机继续向其他国家蔓延并阻碍全球经济复苏的担忧再次升温。但是我们认为爱尔兰债务危机或许只是经济复苏过程中的又一涟漪。实际上自 2008 年底全球主要国家齐力推出经济刺激计划使得全球经济从金融危机的泥潭中摆脱出来并走上复苏之路以来，由于各种负面事件的影响，全球曾多次陷入对于复苏与衰退的争论，从 2008 年底的冰岛破产危机到 2009 年底的迪拜主权债务违约危机、再到 2010 年初的希腊债务危机，全球经济在一路走来虽然走的崎岖，但总体上处于复苏的趋势当中。

不断爆发的欧债危机导致欧元汇率总体上呈现贬值的趋势，从而促进了欧盟国家出口的增加，1-10 月份，欧盟 27 国出口同比增长 27.3%，同比增速处于历史高位水平，有效缓解了经济增长乏力的压力。

图 9：欧盟 27 国出口情况



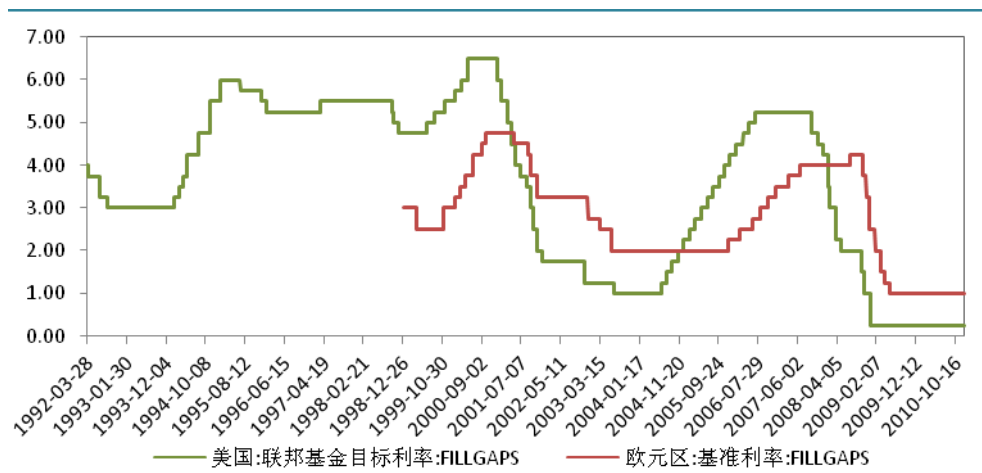
资料来源：Wind，英大证券

虽然欧债危机不会影响复苏的趋势，但是对于复苏的速度无疑会有负面的影响。欧盟委员会及其预测，随着欧元区各国为应对债务危机开始紧缩财政，欧元区明年的经济复苏步伐将受到影响，放缓至 1.5%，2012 年则有望在私人消费的拉动下回升至 1.8%。

3、欧美或将持续量化宽松为缓慢复苏的经济护航

总体来说，欧美国家的经济虽然保持复苏的态势，但是由于复苏的速度较慢，失业率居高不下，导致欧美国家仍将保持量化宽松的政策，保持目前的低利率水平，刺激居民消费及企业投资，从而拉动经济增长，降低失业率水平。

图 10: 欧美史无前例的长时间低利率环境



资料来源: Wind, 英大证券

美国方面，由于失业率高企，通货膨胀率保持在在 1.2% 的低位水平，美联储于 11 月初宣布维持利率在 0-0.25% 不变，同时宣布总额为 6000 亿美元的第二轮量化宽松计划(QE2)，并重申在较长时间内维持异常低的利率不变。

欧洲方面也面临着者失业率高企、经济增长缓慢的问题，甚至还面临着欧债危机从爱尔兰蔓延至葡萄牙和西班牙的威胁，所以保持宽松的货币政策在所难免。欧洲央行行长特里谢于 12 月初宣布继续将其基准利率维持在 1% 的历史最低水平，并还将延长特殊流动性措施至 2011 年。

总体来说，我们认为 2011 年欧美国家整体环境是经济持续缓慢复苏、流动性仍将极度宽松。

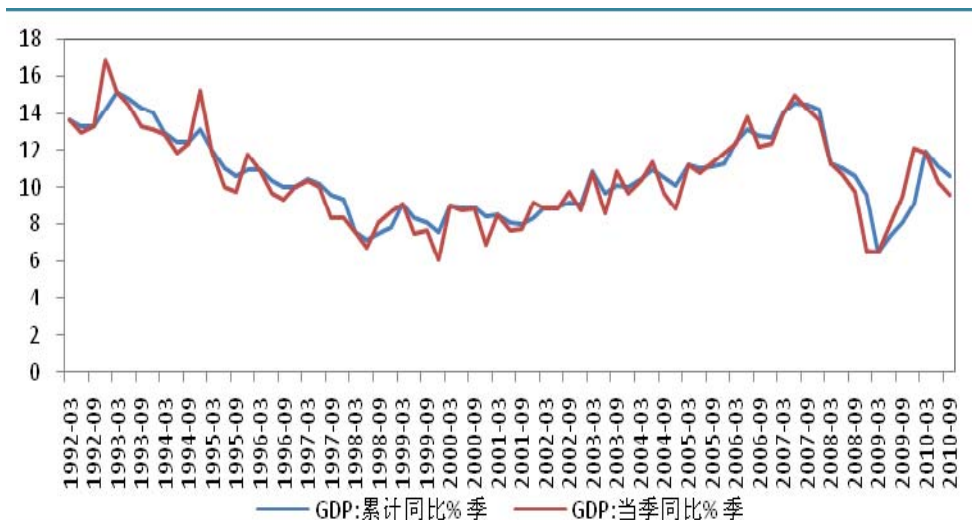
二、国内经济：稳增长下调结构，流动性收紧抗通胀

1、2011 年国内经济仍将保持平稳较快增长

(1) 中国经济增速率先回归常态

受美国次贷危机的影响，2008 年 4 季度当季 GDP 同比增速下跌到 6.6%；2009 年国家大规模的经济刺激措施，特别是中央和地方政府的固定资产投资的增加，使得我国的经济成功实现 V 型反转，2009 年二季度 GDP 同比增长 8.1%，只知道目前为止，已经连续 6 个季度维持在 8% 以上。

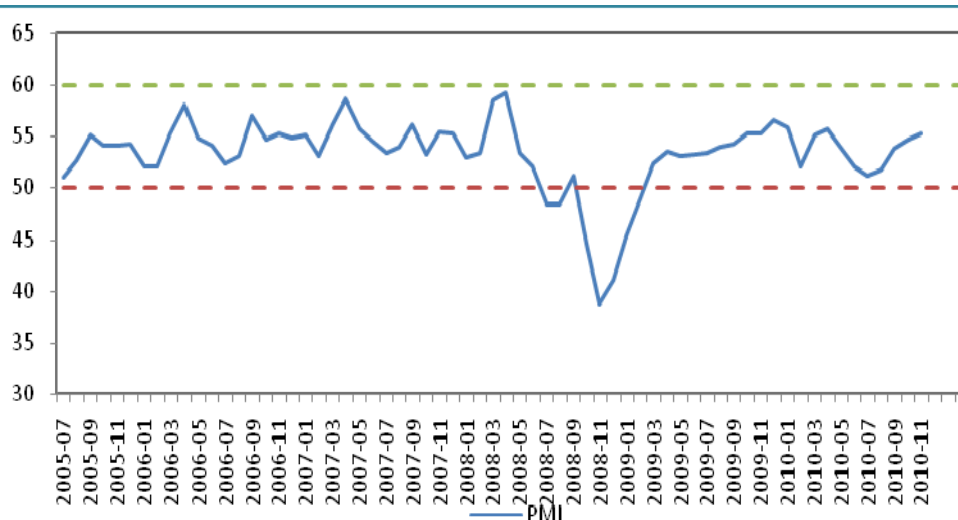
图 11: 我国 GDP 增速



资料来源: Wind, 英大证券

2005-2008 年上半年, 中国的 PMI 指数一直处于 50-60 之间波动, 显示了中国经济持续强劲的内生性增长动力。2008 年下半年 PMI 指数迅速下滑到 50 以下, 2009 年 3 月再次恢复到 50 以上之后, 一直处于 50 之上运行。我们判断, PMI 指数将再次在 50-60 之间波动, 中国经济在摆脱海外金融危机的冲击之后, 已经重新进入经济正常增长的轨道。

图 12: 中国 PMI 指数恢复至合理水平

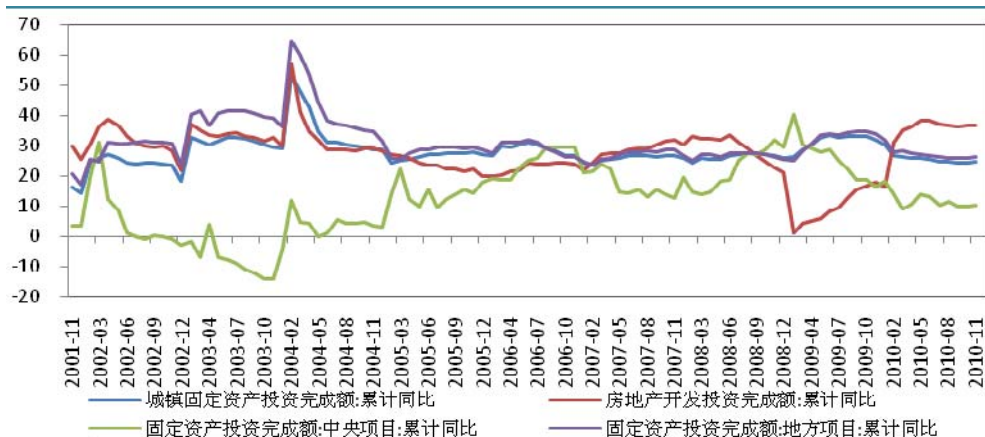


资料来源: Wind, 英大证券

(2) 固定资产投资保持平稳增长

1-11 月份, 我国固定资产投资总体上保持了平稳较快的增长, 城镇固定资产投资 210698 亿元, 同比增长 24.9%。从固定资产的投资结构来看, 由于房地产市场的复苏, 民间投资顺利接过了国家投资的接力棒: 1-11 月份, 中央项目投资 16837 亿元, 同比增长 10.2%, 低于去年同期的 16.4%; 地方项目投资 193861 亿元, 增长 26.4%, 低于去年同期的 33.9。而房地产开发投资 42697 亿元, 增长 36.5%, 远高于去年同期的 17.8%。

图 13: 我国固定资产投资增速



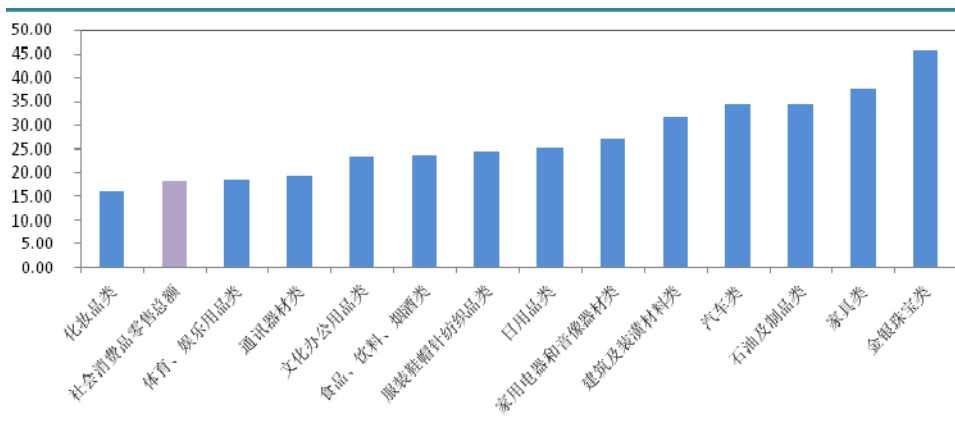
资料来源: Wind, 英大证券

2011 年我国固定资产投资仍能保持稳定增长。1) 我国西部地区的基础设施建设相对来讲仍然较为落后还需要依靠投资来完善西部地区的基础设施建设, 提高西部地区的产业配套设施, 来承接东部地区经济结构转型带来的产业转移。2) 保障房安居工程建设速度加快。住建部日前明确提出, 2011 年计划建设保障房安居工程任务 1000 万套, 相比 2010 年的 580 万套, 增长 72.4%。3) 商品房建设速度有望保持较快增速。我国目前尚未完成城市化进程, 中国房地产的市场需求依然很大, 但是整个保障性住房占商品房的比例也仅在 10% 左右, 即约有 90% 的人的住房需求需要依靠商品房来解决。但是过高的房价抑制了大量的刚性需求, 随着国家抑制房地产价格过快上涨的政策效应在 2011 年逐渐显现, 房地产价格有望保持平稳或者适度回落, 房地产市场的成交量将逐渐放大, 从而拉动经济的增长。

(3) 政策推动及内生性增长确保消费快速增加

1-11 月, 我国社会消费品零售总额同比增长 18.4%, 比去年同期加快 3 个百分点, 保持了平稳较快的增长速度。分类别看, 限额以上批发和零售企业中, 可选消费品, 如汽车、金银珠宝类、及与房地产联系紧密的家具、建筑及装潢材料的零售额均超过了社会消费品零售总额的增长速度, 消费升级趋势明显。

图 14: 我国零售额累积同比增长



资料来源: Wind, 英大证券

随着我国居民收入的不断增长以及社会制度保障的不断完善, 我们内需市场

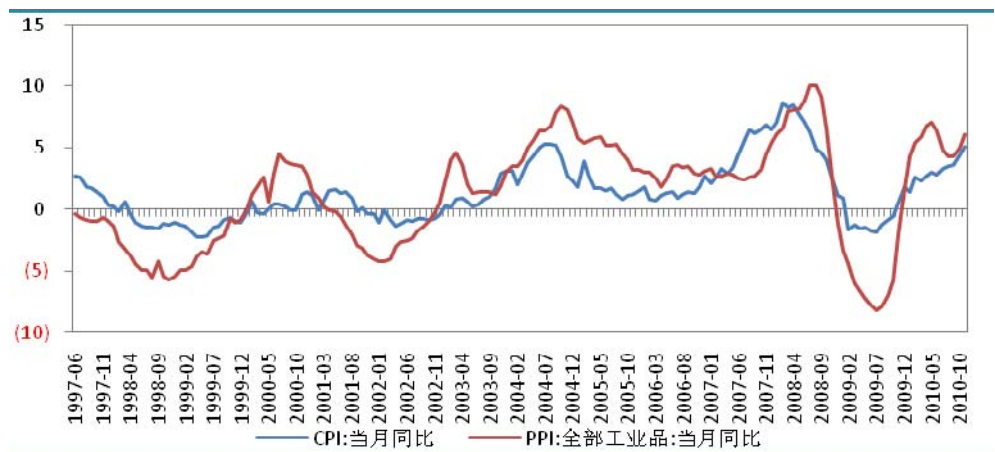
的空间非常大。我国“十二五”规划建议提出，要构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变，消费成为经济发展“三驾马车”的头领。

总体来讲，由于我国固定资产投资和消费仍将保持较快的增速，出口方面由于海外经济疲软、人民币小幅升值等因素的影响略有回落，预计2011年我国经济增长略有回落，但仍将保持9%左右的增长速度。世界银行在最新的《中国经济季报》预计2010年全年GDP增速为10%，而由于欧美经济增速略有放缓及中国宏观经济政策回归正常化，2011年增速下降为8.7%。

2、流动性趋紧应对通胀压力

由于我国经济增长较快及流动性充足，以及海外量化宽松导致的输入性通胀，导致我国的通胀压力也日趋增大。国家统计局11日公布数据显示，11月居民消费价格指数(CPI)同比上涨5.1%，环比上涨1.1%。同比涨幅创28个月以来新高。其中，城市上涨4.9%，农村上涨5.6%；食品价格上涨11.7%，非食品价格上涨1.9%；消费品价格上涨5.9%，服务项目价格上涨2.6%。11月CPI环比上涨1.1%。

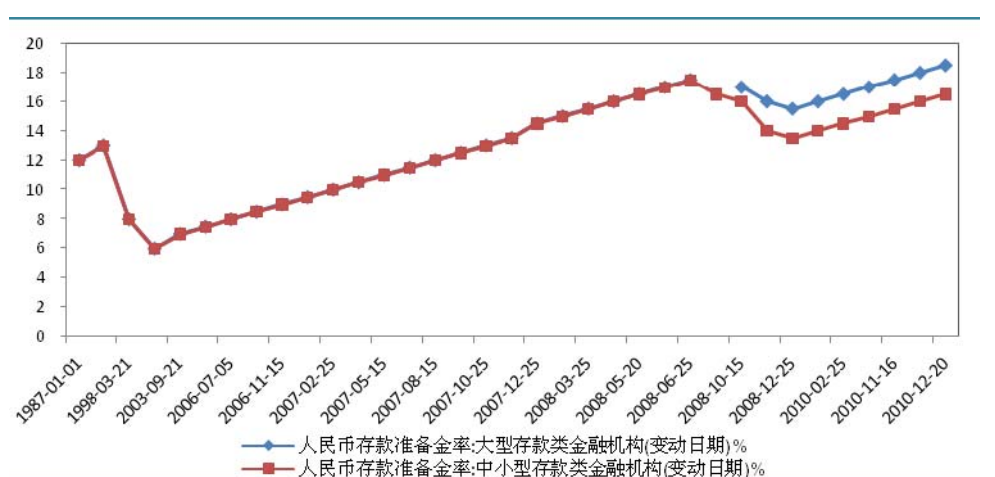
图 15: 我国 CPI、PPI 波动情况



资料来源: Wind, 英大证券

为了抑制通胀水平，管理通胀预期，我国政府今年以来累积上调存款准备金率6次，目前大型存款类金融机构的存款准备金率已经达到18.5%的历史最高水平，中小存款类金融机构的存款准备金率也已经达到16.5%。另外，我国还自2010年10月20日起上调金融机构人民币存贷款基准利率0.25%。

图 16: 我国历年存款准备金率情况



资料来源：Wind，英大证券

2011 年，由于预期欧美等国家的低利率甚至量化宽松的货币政策不会改变，这就给我国带来很大的输入型通胀压力。近期的中央经济工作会议也提出把稳定价格总水平放在更加突出的位置，所以为了抑制通胀水平，改变金融危机以来宽松的货币政策，实行稳健的货币政策将成为明年主要的货币政策基调。预期明年让将通过上调存款准备金率、加息两种手段来调节流动性。

但是我们认为全面紧缩的情况不会发生；1) 目前市场预期由于我国 GDP 增速较快，政府对于通胀的容忍度会有所提高，这意味者流动性紧缩的程度可能会低于预期；2) 2011 年预期新增信贷规模比今年略有减少，但是为了保持投资的连续性，预计 2011 年新增信贷规模在 6.5 万亿至 7 万亿之间，这和历史数据相比仍然处于较高的水平。

3、经济结构调整是长期战略

2009 年以来，全球大规模的经济刺激计划，使得全球经济重新回到增长的轨道，但是全球经济增长模式收到了挑战。美国经济在缓慢复苏的情况下，2005 年至 2008 年低储蓄率的透支消费模式收到制约；欧债危机导致欧洲各国紧缩财政、削减财政赤字也必将导致海外需求。我国经济过渡依靠出口拉动，高能耗、高污染、低技术含量的增长模式也受到挑战，我国的经济转型的势在必行。

为了推进我国经济转型的进程，国务院出台了关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定，根据该《决定》，可以看出我们的经济转型的目标是分步骤的、循序渐进式推进。

表 1：我国新型产业的战略步骤

发展阶段	发展目标
2015 年	战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的推动作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到 8%左右。
2020 年	战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15%左右，吸纳、带动就业能力显著提高。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业；创新能力大幅提升，掌握一批关键核心技术，在局部领域达到世界领先水平；形成一批具有国际影响力的大企业和一批创新活力旺盛的中小企业；建成一批产业链完善、创新能力强、特色鲜明的战略性新兴产业集聚区。
2030 年	战略性新兴产业的整体创新能力和产业发展水平达到世界先进水平，为经济社会可持续发展提供强有力的支撑。

资料来源：中国政府网

表 2：七大新兴战略产业重点突破方向及关键技术

产业	关键技术
支柱 产业	节能环保产业
	<p>高效节能技术装备及产品，实现重点领域关键技术突破，带动能效整体水平的提高。加快资源循环利用关键共性技术研发和产业化示范，提高资源综合利用水平和再制造产业化水平。示范推广先进环保技术装备及产品，提升污染防治水平。推进市场化节能环保服务体系建设。加快建</p>

		立以先进技术为支撑的 废旧商品回收利用体系 ，积极推进 煤炭清洁利用、海水综合利用 。
	新一代信息技术产业	加快建设 宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施 ，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。提升 软件服务、网络增值服务 等信息服务能力，加快重要基础设施智能化改造。大力发展 数字虚拟 等技术，促进 文化创意 产业发展。
	生物产业	大力发展用于 重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药 等创新药物大品种，提升 生物医药 产业水平。加快 先进医疗设备、医用材料 等生物医学工程产品的研发和产业化，促进规模化发展。着力培育 生物育种产业 ，积极推广 绿色农用生物产品 ，促进 生物农业 加快发展。推进 生物制造 关键技术开发、示范与应用。加快 海洋生物技术及产品的研发和产业化 。
	高端装备制造产业	重点发展以 干支线飞机和通用飞机 为主的 航空装备 ，做大做强 航空产业 。积极推进 空间基础设施建设 ，促进 卫星及其应用 产业发展。依托 客运专线和城市轨道交通 等重点工程建设，大力发展 轨道交通装备 。面向 海洋资源开发 ，大力发展 海洋工程装备 。强化基础配套能力，积极发展以 数字化、柔性化及系统集成技术 为核心的 智能制造装备 。
先导产业	新能源产业	积极研发 新一代核能技术和先进反应堆 ，发展 核能产业 。加快 太阳能热利用技术推广应用 ，开拓多元化的 太阳能光伏光热发电 市场。提高 风电技术装备水平 ，有序推进 风电规模化发展 ，加快适应 新能源发展的智能电网及运行体系建设 。因地制宜开发利用 生物质能 。
	新材料产业	大力发展 稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料 等新型功能材料。积极发展 高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料 等先进结构材料。提升 碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维 等 高性能纤维及其复合材料 发展水平。开展 纳米、超导、智能 等 共性基础材料 研究。
	新能源汽车产业	着力突破 动力电池、驱动电机和电子控制 领域 关键核心技术 ，推进 插电式混合动力汽车、纯电动汽车 推广和产业化。同时，开展 燃料电池汽车 相关前沿技术研发，大力推进 高效、低排放节能汽车 发展。

资料来源：中国政府网

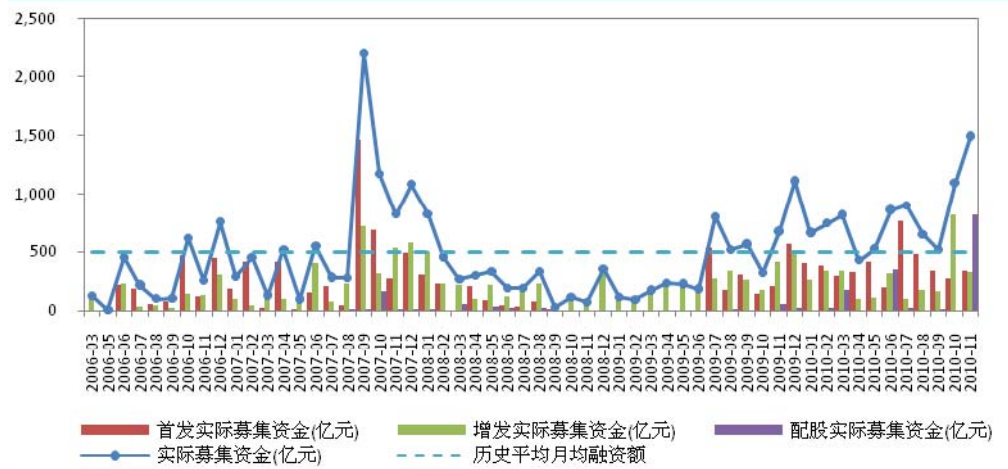
可以看出，我国经济结构调整是一项长期的任务，经济转型的过程是渐进的、循序渐进的，是在经济增长保持合理增速的前提下的。而且只有在经济平稳增长的前提下，经济转型的基础才更坚实，转型成功的概率才更大，放弃经济增长谈经济转型是本末倒置。所以，我们认为经济结构的我国的长期战略，也是资本市场的长期机会。

三、市场供求平衡分析：2011 年市场供求大致平衡

1、2011 年融资规模预计略小于今年

自 2009 年 IPO 重启以来，A 股市场的融资规模一直处于高位。与融资规模基本上都处于历史平均水平之上。今年 1-11 月份，A 股市场募集资金规模月均在 788.83 亿元，远高于历史平均水平 493 亿元左右。

图 17: 历年融资规模波动情况



资料来源: Wind, 英大证券

从 2010 年的融资结构来看, 单笔融资在 100 亿以上的共 16 家, 主要包括农业银行 IPO、上市银行的再融资等, 合计募集资金高达 3698.37 亿元, 平均每月融资 335.4 亿元, 占全部融资金额的 43% 左右。

表 3: 2010 年融资规模较大的公司

名称	发行数量 (万股)	募资合计(亿元)	募集方式
农业银行	2557058.80	685.29	IPO
中国银行	1778189.11	417.86	配股
浦发银行	286976.48	394.59	增发
工商银行	1129330.57	336.74	配股
光大银行	700000.00	217.00	IPO
兴业银行	100000.00	178.64	配股
招商银行	203565.57	177.64	配股
河北钢铁	325070.02	171.96	增发
交通银行	388948.73	171.25	配股
上海医药	142338.89	168.39	增发
大秦铁路	189003.44	165.00	增发
华泰证券	78456.13	156.91	IPO
广发证券	240963.86	130.84	增发
中国一重	200000.00	114.00	IPO
中国西电	130700.00	103.25	IPO
南方航空	150150.00	100.00	增发

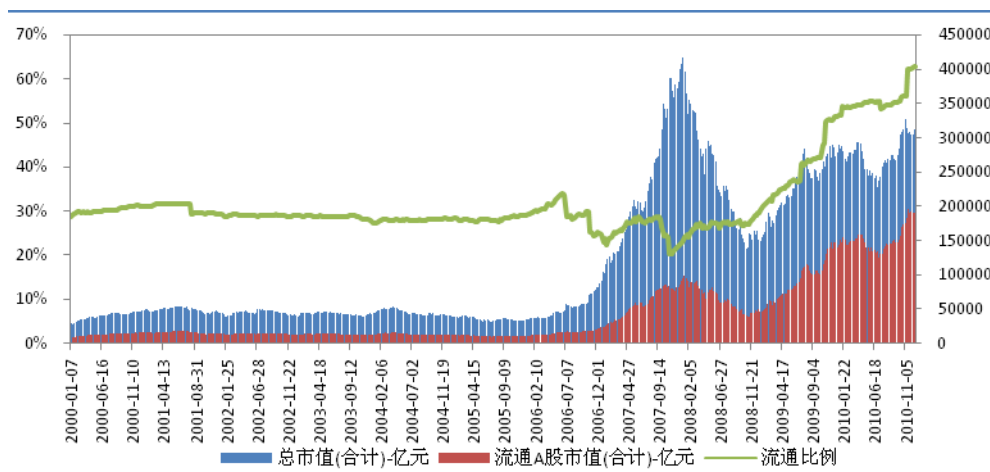
资料来源: Wind, 英大证券

2011年，预计我国将继续扩大直接融资规模，提高直接融资的比例，新股特别是中小板及创业板的IPO会加速，但是我们预计随着银行等大型国有企业上市的完成以及银行再融资潮的结束，2011年融资规模预计较今年有下降，估计在600亿左右。

2、大小非解禁高峰已过

截止到最新数据，目前A股市场流通股占全部股票比例已经上升到63%左右，剔除2009年、2010年上市的新股之外，流通股比例已经上升到70%。考虑到IPO数量增加对于流通比例的稀释，目前全流通进程已经逐渐接近完成。

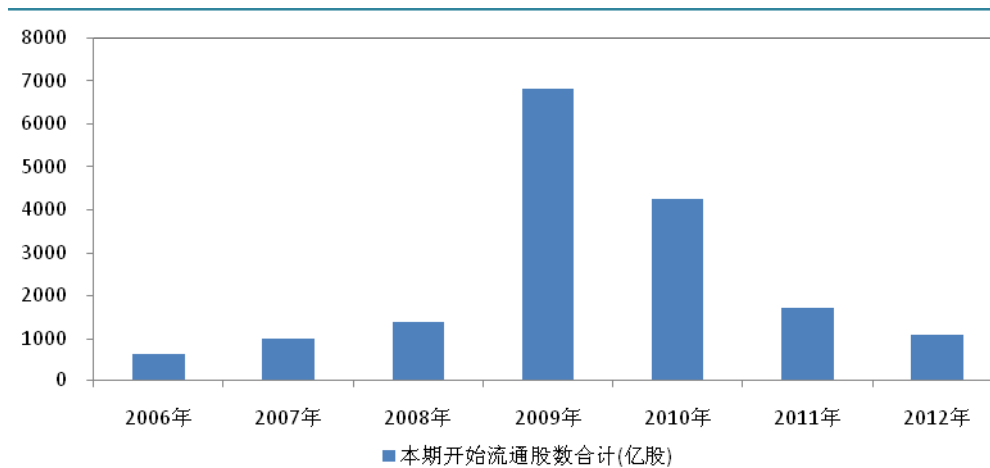
图 18：我国流通股占全部 A 股的比例



资料来源：Wind，英大证券

分年度来看，2009年、2010年是限售股解禁的高峰期，2011年限售股解禁的股数已经大幅下降。

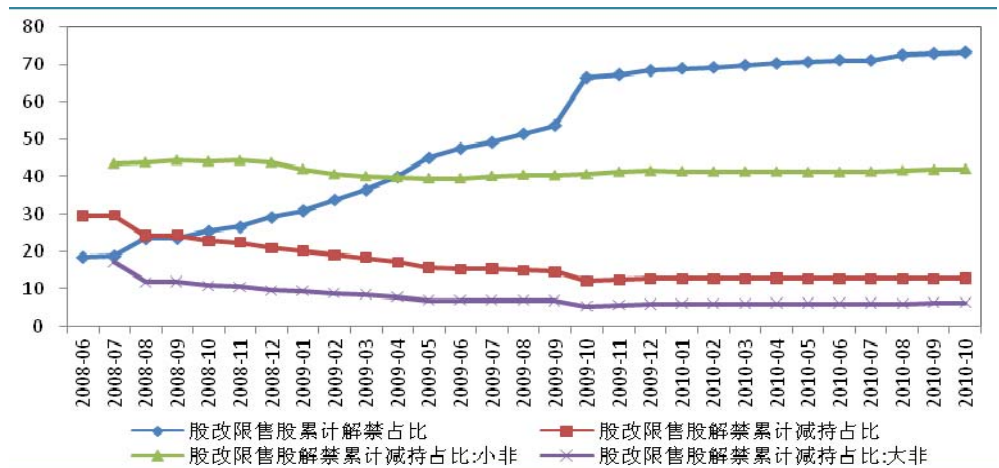
图 19：历年解禁股数量



资料来源：Wind，英大证券

截止到2010年10月，解禁的限售股累计减持460.2亿股，累计减持比例为12.97%；其中，大非累计减持183.01亿股，累计减持比例为6.34%，小非累计减持277.69亿股，累计减持比例为42.07%。粗略按照股改限售股的减持行为比例来计算，2011年解禁的股数为1705.7亿股，市值为23217.11亿元（按照最新市价计算），按照减持比例为13%计算，减持规模为3000亿元左右，月均250亿元。

图 20: 解禁股减持比例情况

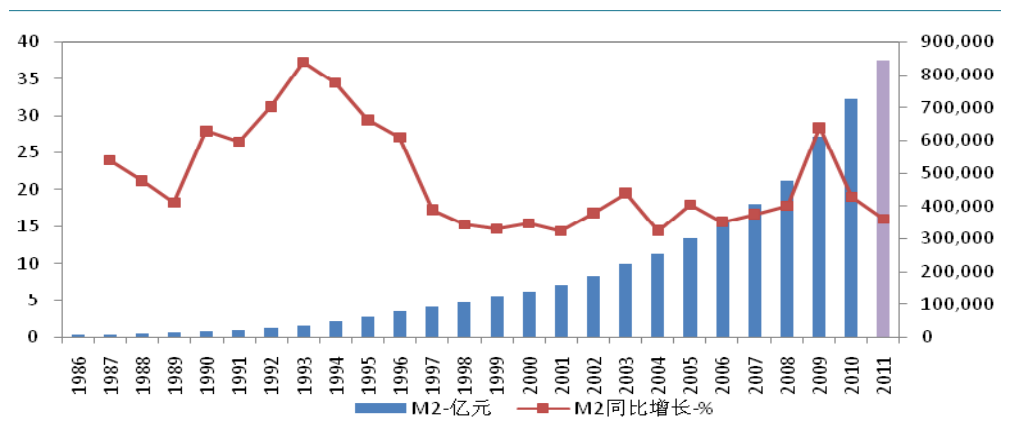


资料来源: Wind, 英大证券

3、明年 M2 增速预计在 15-16%

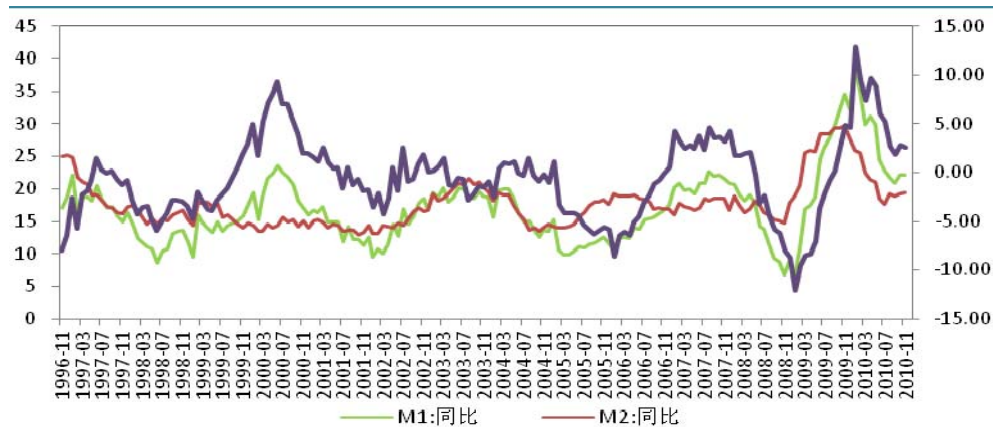
2011 年我国的货币政策将由宽松转向稳健, 市场预期 M2 增速在 16% 左右, 预计新增贷款在 6.5 万亿左右, 总体增速放缓, 资金面比今年相对偏紧。但是由于目前我国依然处于负利率背景下, M1、M2 剪刀差经过回落后将继续扩大, 货币活化程度进一步增强, 有助于弥补 M2 增速下降的负面影响。

图 21: 我国历年 M2 及其增长情况



资料来源: Wind, 英大证券

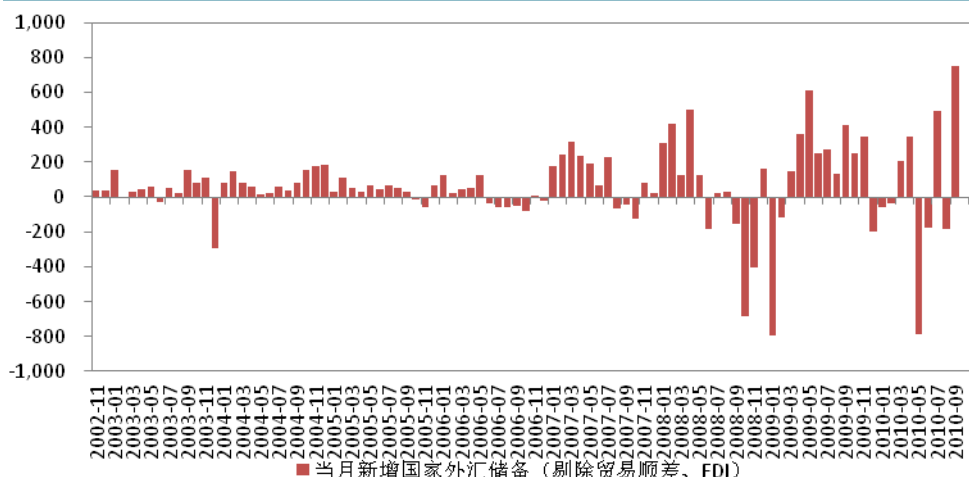
图 22: 我国 M1、M2 增速情况



资料来源: Wind, 英大证券

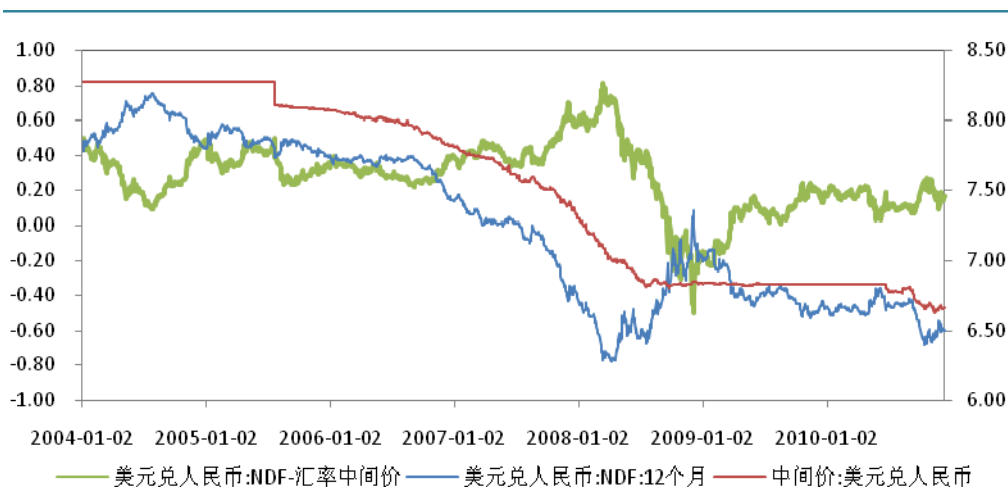
2011 年预计人民币将小幅升值，美元兑人民币 NDF 最新数据为 6.4975，低于美元兑人民币汇率中间价 0.1655，隐含人民币升值幅度 2.48%。人民币升值预期及我国与欧美持续的利率差将促使热钱流入我国（尽管我国目前在严格控制热钱）。9 月份我国新增外汇储备达 1004 亿元，剔除贸易顺差及 FDI 之后，仍有 752 亿元左右，创历史新高。热钱流入将有助于弥补国内货币供应增速的放缓。

图 23: 我国剔除贸易顺差和 FDI 的新增外汇储备情况



资料来源: Wind, 英大证券

图 24: 美元兑人民币 NDF-汇率中间价波动情况



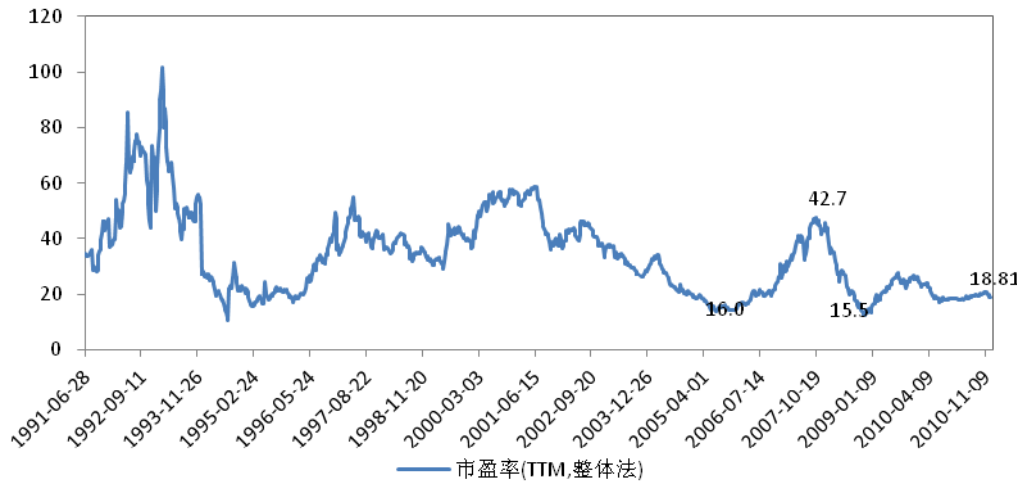
资料来源: Wind, 英大证券

所以，2011 年股票筹码供应的数量将略小于 2010 年，但是我国货币政策由宽松转为稳健也减少了资金的供给，但是货币活化趋势及热钱流入将给资金的供给提供一定的增量。总体来看，我们认为 2011 年市场供求大致平衡。

四、市场趋势判断：低估值权重股形成市场中流砥柱

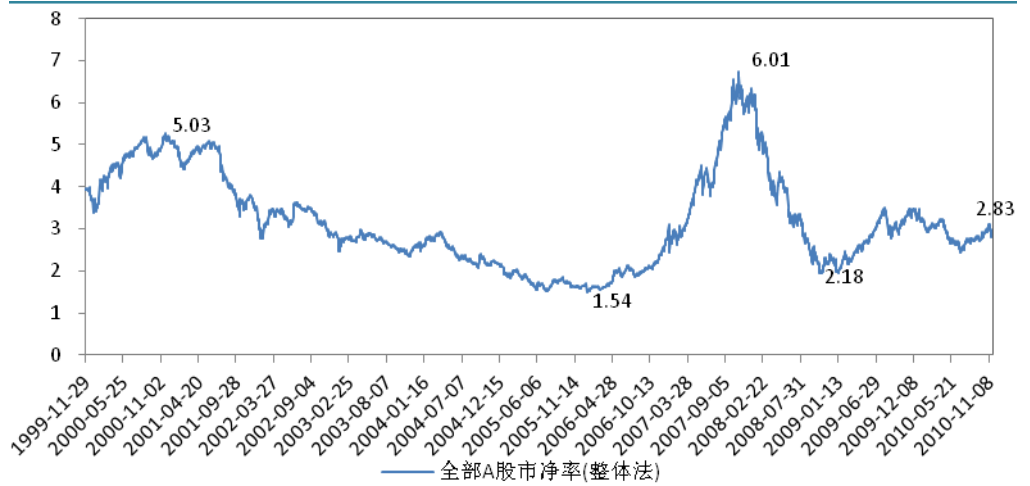
纵向比较来看，目前 A 股市场整体的 PE (TTM) 估值为 18.81 倍左右，市净率估值为 2.83 倍左右。纵向来看，目前 A 股市场整体的 PE (TTM) 估值、PB 估值已经回落到历史均值以下。另外，目前市场对于 2010 年净利润增速预计为 20%左右，对应的动态市盈率仅为 15 倍。所以整体来看，目前的 A 股市场的估值虽然没有达到绝对低估的水平，但依然处于较低的水平。

图 25: A 股历史 PE (TTM) 估值情况



资料来源: Wind, 英大证券

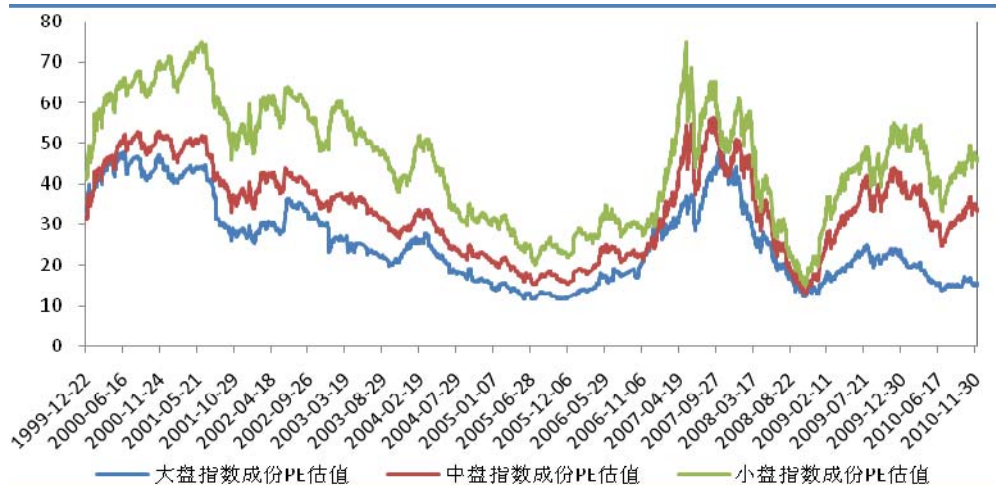
图 26: A 股历史 PB 估值情况



资料来源: Wind, 英大证券

从风格指数的估值来看,目前大盘指数成分、中盘指数成分、小盘指数成分的 PE (TTM) 分别为 15.09 倍、33.29 倍、45.57 倍;从历史的底部区域的估值来看,大盘股的估值已经接近底部区域,这为 A 股市场的提供了较强的支撑。

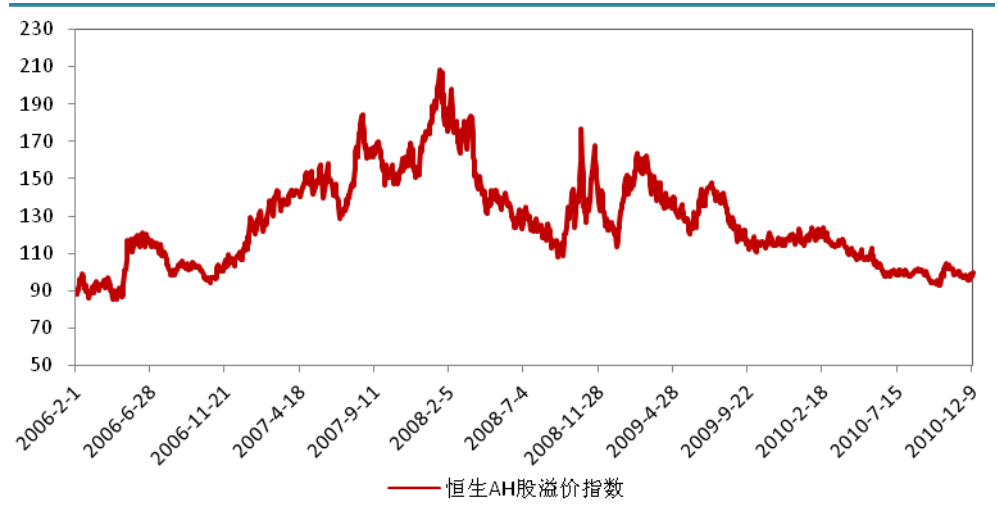
图 27: 不同风格指数历史估值情况



资料来源: Wind, 英大证券

另外一个值得关注的指标是 AH 股溢价指数已经跌破 100，这意味着部分 A 股（以大盘蓝筹股为主）估值已经比 H 股还便宜。历史数据显示，恒生 AH 股溢价指数在历史上有两次跌至 100 点左右，分别是 2005 年 6-7 月以及 2008 年 8-9 月。而这两个阶段均是 A 股历史上的底部区域。

图 28: A-H 股溢价指数历史波动



资料来源: Wind, 英大证券

表 29: A 股/H 股小于 1 的股票名单

名称	A 股最新价格	H 股最新价格	A 股/H 股	H 股/A 股
招商银行	13.36	20.35	0.77	1.31
农业银行	2.66	4.05	0.77	1.3
建设银行	4.78	7.04	0.79	1.26
中国平安	61.48	88.35	0.81	1.23
交通银行	5.7	8.08	0.82	1.21
中国铁建	7.14	9.99	0.83	1.2
中国人寿	23.54	33.05	0.83	1.2
鞍钢股份	8.16	11.38	0.84	1.19
工商银行	4.28	5.88	0.85	1.18
民生银行	5.15	6.89	0.87	1.15
中国中铁	4.67	5.94	0.92	1.09
宁沪高速	6.83	8.56	0.93	1.07
中国神华	24.85	31.15	0.93	1.07
中国南车	8.22	10.36	0.93	1.08
中国银行	3.31	4.17	0.93	1.08
中国太保	24.56	30	0.96	1.05
青岛啤酒	36.52	42.5	1	1

资料来源: Wind, 英大证券

所以，从大盘蓝筹股的估值水平、AH 股溢价指数处于历史低位水平来看，2011 年市场震荡上行的概率较大。

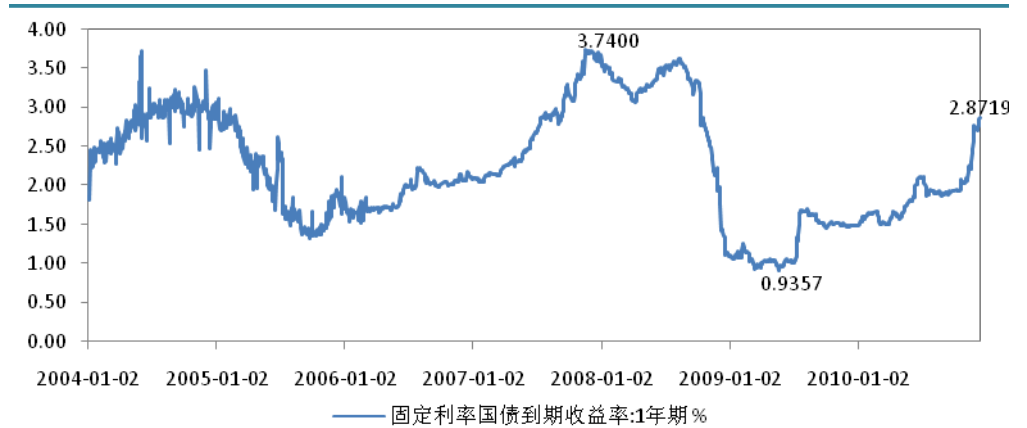
四、资产配置及投资组合

1、股票吸引力仍然相对较高

从股票、债券、现金等各大类资产的收益率来看，未来我国将进入加息周期。目前一年期存款利率为 2.5%，预期未来加息 100-150bp 左右，一年期存款利率上升到 3.5-4%左右。我们预期明年 CPI 在 4%左右，意味着存款的收益率为零或者为负。

随着利率的上调，债券的价格面临较大的压力。目前 1 年期国债的收益率在 2.87%，随着我国进入加息周期，债券的收益率仍将上升，债券价格承压。

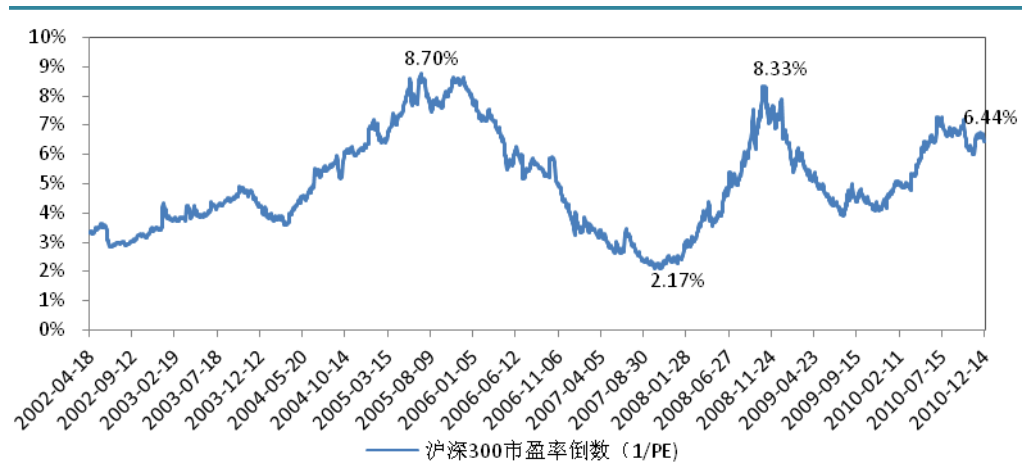
图 30: 1 年期国债收益率变动情况



资料来源: Wind, 英大证券

股票方面,目前沪深 300 的静态 PE(TTM)仅为 15.54 倍,按照市盈率倒数(1/PE)测算的股票收益率在 6.44%, 高于债券和存款利率。

图 31: 沪深 300 市盈率倒数 (1/PE)



资料来源: Wind, 英大证券

所以总体来讲,2011 年大类资产配置吸引力来讲,股票大于债券和现金。建议持有优质股票、好房产,低配现金,债券。资产配置的方面,投资吸引力比较排序依次为:封闭式基金、B 股、A 股。

2、行业配置

行业方面建议关注:

- (1) 包括以海洋工程装备、高铁、地铁等轨道交通为代表的估值低、增长确

定的先进制造业；

(2) 受益于消费升级而导致收入提升的品牌服装、家具、消费电子、装饰、园林等；

(3) 601 军团大盘蓝筹股、金融、地产、建筑工程、化工等。

重点关注两条主线：

(1) 传统行业类股票在过度下跌之后估值修复的投资机会；

(2) 关注中国经济转型过程中，节能环保、高端装备制造、新信息技术、新能源、新材料、高科技等成长型股票回调后的长期投资机会。

3、投资组合

优先组合

股票名称	股票代码	股票名称	股票代码
鲁泰 B	(200726)	招商局 B	(200024)
伊泰 B	(900948)	基金金鑫	(500011)
建信优势动力	(150003)	长盛同庆 B	(150007)
基金天元	(184698)	基金普丰	(184693)
基金裕隆	(184692)	基金兴和	(500018)

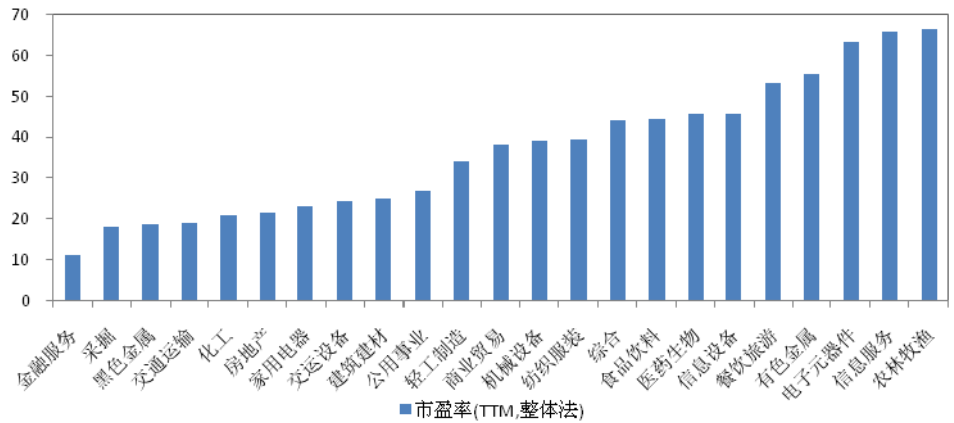
稳健组合

股票名称	股票代码	股票名称	股票代码
中国神华	(601088)	中国建筑	(601668)
宝钢股份	(600019)	万科 A	(000002)
招商银行	(600036)	中国铁建	(601186)
长江电力	(600900)	中国石化	(600028)

激进组合

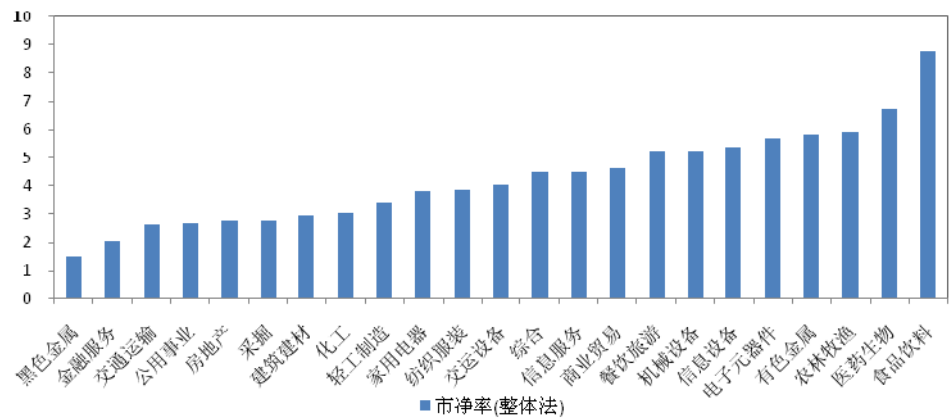
股票名称	股票代码	股票名称	股票代码
中国平安	(601318)	锡业股份	(000960)
海螺水泥	(600585)	西山煤电	(000983)
中兴通讯	(000063)	科华生物	(002022)
兴业银行	(601166)	美的电器	(000527)
首开股份	(600376)	上海汽车	(600104)

图 32：主要行业市盈率估值情况



资料来源: Wind, 英大证券

图 33: 主要行业市盈率估值情况



资料来源: Wind, 英大证券

五、风险提示

- 1、海外经济复苏过于缓慢;
- 2、通胀增长较快, 导致我国流动性收缩情况高于预期。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

强于大市 行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数

同步大市 行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数

弱于大市 行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入 预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上

增持 预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间

中性 预计未来6个月内，股价变动幅度介于± 5%之间

回避 预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

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（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准