

三大周期叠加 震荡中把握四维机会

——2011年A股投资策略

□国信证券研究所 黄学军

A股面临三大周期的叠加。一是货币与美元脱钩的周期，重启量化宽松引发了对美元的不信任，人民币试图与美元脱钩，这种金融现象背后的驱动力是人民币升值压力下中国经济模式的变化；二是中国经济转型的周期，“十二五”规划元年，城镇化率提升、保持适当投资率、提升消费率是促进经济增长的重要驱动力；三是从紧政策周期。

具体来说，我们预计2011年A股将呈现震荡市特征，基于目前的估值水平我们谨慎乐观，上半年的机会在于春节后通胀缓解和经济好转。我们认为，沪深300的动态市盈率区间在12-19倍，对应上证指数的核心运行区间在2500-3600点。在投资策略方面，我们认为转型决定行业配置，通胀与从紧政策的博弈、美元和人民币走势决定市场方向和时机。

经济：环比见好

过去两年，中国经济经历了一个较完整的存货周期，2011年是在新周期的起点开创一种新的模式，还是延续已有的经济模式，目前存在一些不确定性。从经济的同比数据看，短期经济周期仍处于小“滞胀”阶段。从公布的2010年三季度数据看，经济（GDP）增速为9.6%，低于第一季度的11.9%和第二季度的10.3%。10月份中国消费者物价指数（CPI）同比上涨4.4%，环比上涨0.7%，即经济增速和通胀走高表明经济处于“量平价涨”阶段。从经济的环比数据来看，三季度的GDP已经出现了回升，二季度是一个低点，工业增加值6月份是一个低点，从最近的数据看，近期出现了持续好转，这从最近公布的中国制造业采购经理指数

（PMI）数据也得到了验证。11月份PMI为55.2%，较上月升0.5个百分点，这是PMI指数连续第四个月出现回升。PMI高于50%时，反映制造业经济扩张。

此外，关于通胀与投资的关系，我们认为不是二选一，即明年是在牺牲经济的基础上控制通胀，还是容忍通胀保持经济增长。我们预计，是在稳健的货币政策基础上实施积极的财政政策。

政策：对通胀说“No”

根据对宏观形势的判断，明年通胀水平会较高，走势上是前高后低。但是，我们认为出现2007-2008年恶性通胀的可能性不大，毕竟全球制造业的产能利用率还处于低位，产能过剩还没完全消化。从另外一个方面说，如果出现恶性通胀会影响投资，作为“十二五”规划起始年，投资还是很重要的变量。

此外，影响明年通胀走势的因素还包括：首先，翘尾因素的作用。CPI在2010年底受翘尾因素影响变小，小幅回落后明年1季度将重新上行，总体的翘尾因素分布表明，明年通胀是上半年高、下半年低。其次，通胀压力非常大，是由货币超发等因素造成的，或者说流动性仍是通胀的重要推手。第三，货币政策稳健下，对流动性的控制和回收使得通胀回落。

从领先指标和通胀压力看，短期货币政策放松难以实现。从通胀的领先指标来看，依据历史经验，当M1和贷款增速超过20%的时候，这时期望货币政策放松不是很现实。另外，房价在限购后近期又开始上升，在这种情形下，政策加码的可能性也存在。

从机构的预期看，短期加息的概率很大。我们看到很多加息的前兆：一是银行间一、二级市场的央票利率出现倒挂现象，表现在央票发行时机构认购的积

极性下降；二是市场化利率在提高，倒逼央行加息，如国债二级市场的收益率在提高，央票二级市场也是。在这种情形下，央行“被”加息的可能性在加大。

沪综指：高位在3500-3600点

我们预计，明年沪深300的动态市盈率中枢波动区间在12-19倍，市场大幅下跌空间有限。这是因为：首先，目前沪深300对应的市盈率在15倍，低于历史的平均水平。从动态市盈率来看，2011年的利润增速可能达到15%左右，动态的估值水平为13倍左右。历史的最低估值水平在10-11倍之间，低于11倍市盈率的情况持续时间很短。

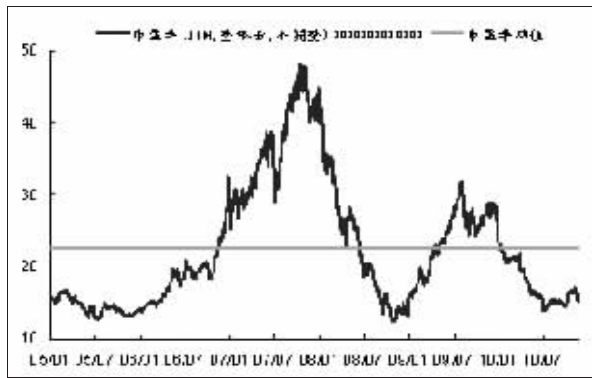
其次，按照998点（2005年）、1664点（2008年）、2319点（2010年）的低点判断，2500点是悲观的点位。2500点对应着2010年的盈利增速是15%，这实际上不可能。另外一种情形就是，2500点反映2011年很悲观的预期，按照自上而下的判断，2010年的盈利增速在33%，2011年出现-15%以下的盈利增速。我们判断，2011年盈利增速在14%-19%的可能性较大，如果出现负的盈利增速，对应的是流动性收缩非常严重，信贷水平要在6万亿以下，甚至更低，从目前看可能性较小。

总体看，历史上沪深300滚动市盈率的平均水平在22倍。考虑市场的流通市值占比处于高位，上市公司减持的动机较强，也就是说，全流通的压力使得整体的估值中枢有所下移，这样我们把市盈率的上限合理水平定在21倍。换算成上证综指，对应的点位可以看到3500-3600点。

行业配置：四个维度寻找机会

在股票配置方面，我们建议基于以下四个维度寻找投资机会：一是看好转型过程中新兴战略产业

沪深300的估值水平



和和技术升级优势的传统产业的投资机会，主要体现在制造业上。我们一直偏好“十二五”规划中投资受鼓励和出口升级的行业，现在很多同行开始认同这种观点，从中期策略报告以来，我们在短期和月度报告中一直认定这是中长期的投资机会。

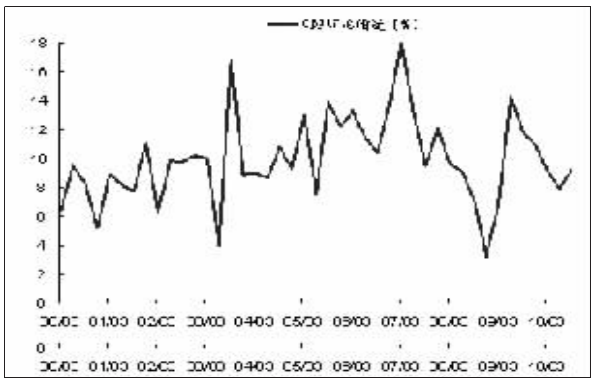
二是受益于收入普遍较快增长的消费品行业，核心是“品质提高”。包括汽车和相关服务，公用事业行业中的节能减排，旅游休闲，医疗保健，食品和服装中的高端产品等值得看好。

三是关注城镇化进程中的保障性住房受益行业。明年的目标是1000万套保障性住房，这将拉动相关投资品行业如水泥和部分化工以及家电。

四是随着通胀缓解，建议把握强周期的资源性行业的投资机会。

综上所述，我们建议投资者当前超配的行业是机械、电力设备、通信设备、建材、计算机、航空、家电、汽配、医药、零售、食品饮料和农业。春节后通胀压力如果缓解，基于政策力度放缓的预期，可配置强周期板块。

中国经济环比增速或见底



行业建议配置比例

申万行业	二级行业	超配与否	配置的简单理由
农林牧渔		超配	农产品价格上涨阶段看好
采掘			美元弱势，可波段操作
化工		超配	主要是新材料等
	石油化工	低配	
黑色金属		低配	
有色金属			美元弱势，可波段操作
建筑材料		超配	千万保障性住房和节能减排驱动
机械设备		超配	投资和出口驱动力下看好
	电气设备	超配	十二五投资驱动看好
电子元器件			
交通运输			
	汽车零部件	超配	收入增长下汽车服务增加，部分配件的竞争力强
信息设备		超配	十二五规划投资驱动
家用电器		超配	受益于收入增加，以及保障房力度加大
食品饮料			通胀上升阶段可看好，回落阶段建议降低配置
纺织服装			
轻工制造		低配	
医药生物			目前估值较高，中长期看好
公用事业			
	环保	超配	节能下看好
交通运输			
	航空运输	超配	行业景气度提升看好
房地产		低配	
金融服务			
	银行		提升到标配，是因为估值低
	证券	低配	
	保险		加息周期下看好
商业贸易		超配	通胀上升阶段可看好，回落阶段建议降低配置
餐饮旅游			
信息服务		超配	十二五规划投资驱动，最近报道称软件行业毕业生薪资较高

投资要关注“协同效应”



□华宝证券研究所所长 李国旺

所谓协同，不仅是从别人的利益角度进行思考，还要顾及上下左右的利益，以达成利益的协调与和谐。比如上市公司、内部和谐才能形成管理的力量，从而形成团队协同效应。协同效应的前提是各就其位，职责定位清晰，投资者可以从以下八个方面考察一家上市公司是否在管理上具备协同效应：

一是公司能否做好与自己定位对应的职责。一个公司在不同的社会角色中职责不同，但总有一个主要职责。只有准确定位公司的职责，才能承担起自己应当承担的历史责任。一个公司与一个人一样，只有勇敢承担自己的历史定位与历史责任，才可能从不同的社会关系中和谐地处理相关方的利益。比如《礼记》提出“义”十戒：父慈，子孝，兄良，弟悌，夫义，妇听，长惠，幼顺，君仁，臣忠”，对现代公司管理就有启发意义。一个公司，既要承担对国家缴纳税收的责任，还得承担与客户相关的责任，如环境保护的责任和产品质量的责任。

二是公司的言行或营销到位但不越位。不在其位，不谋其政。在什么位置说什么话，才能名如其分，在准确定位自己角色的基础上才能发挥企业的潜在能量。如果一个公司想将某座山峰炸了，引入印度洋暖流，改变青藏高原的生态，就大大地越位。有些公司对自己的产品或服务夸夸其谈，混淆视听，引入入歧途，结果是引发不必要的物价或者股价波动，从而影响正常的经济运行。

三是脚踏实地，少说空话。真正踏实做事的企业，做事勤奋敏捷。有些公司面对市场，敢于发表高论，或者过度营销，以达成高调，形成一时的市场效应。随意发表高论，如果产品质量或者服务质量跟不上，就容易出错；过度营销，则容易损害客户利益。

四是讲究信用，树立品牌。人无信不立，处世行事，信义无价。考察企业管理能否持续协调成功，其信用的

历史记录和企业在市场中的品牌价值，可以作为重要参考。如果从劳动价值论和微笑曲线理论讲，公司的信用和品牌具有创造性的价值，是微笑曲线的两端。如果一家上市公司有欺诈骗客户、欺瞒国家、欺詐合作者的记录，如果这样的公司管理层和公司价值观没有改变，公司的诚信价值就是零，如果没有去投资，风险极大。

五是关心客户的利益。孔子提出“己欲立而立人，己欲达而达人”的观点，强调自己要在江湖上站得住脚，首先要使他人也能在江湖上站得住，自己想干事行得通，也应使他人想干事行得通。上市公司持续发展的秘法是：己所不欲，勿施于人”，推己及人，察己知人，关心客户的价值，关心客户之生存与发展，才能真正形成上下左右的协同效应，也是公司价值能否实现的标志。

六是要勇敢担当历史责任，在历史的发展中承担义务。如果面对弘扬正义的时候，公司要有实现仁义的担当。因此，公司承担社会责任和义务，是做好企业对外协同效应的基础。为了全局形成协同效应，实现整体最大的利益，比如在自然灾害和社会灾难面前，公司就得承担相应的责任，通过捐赠等形式，贡献自己的力量。

七是要知人善任，实现优势互补，塑造可持续发展的气氛。公司不必担心客户不知自己，该担心的是不知道客户的真实或潜在需求。因为知道了客户的需求，就能对内做好分工协作，对外做好协同，实现整体利益最大化。因此，企业所有的管理、技术、品种、市场、资源的协同与整合，都要围绕客户的需求和客户的价值提升而进行，而不是为了公司自己所谓的“品牌”而营销，这样的公司不想出名、不想成功都难。

八是要心胸开阔，放大格局。面对其他成功的公司案例，开辟新径成就自己。君子有成人之美，要从此他公司成功经验中，发现新的未发现的成功因素，开辟出新市场或客户还未发现的潜在需求，才能实现新协同下的新效益。

震荡调整提供“冬播”良机

□东方证券 沈阳

因投资者对于地区局势心存担忧，周一A股市场再现跳水行情。我们认为，突发事件虽然导致市场大幅调整，但无法改变今年以来的结构性牛市特征。事实上，11月中旬以来，整体市场已经出现持续调整，但并未降低热点演绎的精彩程度。

所谓“冬种一粒粟，春收万颗籽”，在十二五开局之年来临之际，连续调整有望为投资者提供很好的“冬播”机会。经验告诉我们，只要每一次“冬播”时做好足够的准备，付出足够的投资精力和耐心，就能在将来一年中获取不菲的收益。那么，针对2011年的市场，投资者应该如何“冬播”呢？

大盘股OR小盘股

对于“冬播”大盘股还是小盘股，市场一直存有争议，也许海外市场大小市值板块分化的走势可以给我们提供一些启示。

通过与美国市场比较得知，自上市

纪90年代以来，美股大盘股和小盘股走势方向保持一致；小盘股弹性明显高于大盘股，总体涨幅也高于大盘股；大盘股的超额回报只是阶段性的。在经济处于衰退期时，小市值公司将受高负债和缺少国际业务支持等因素影响，导致表现逊于大市值公司，这从一方面解释了在2000-2002年间，A股大盘股表现相对好于小盘股的原因。但是，2011年的中国经济应该不会处于衰退期。明年是“十二五”开局之年，投资冲动有可能会很强。

从中央经济工作会议精神来看，2011年控制通胀和促进经济转型将是全年经济工作的重点，而经济增长则从重量”转变为重“质”，货币政策将由适度宽松转为稳健，有形之手”已经悄然收紧。在此环境下，小盘股取得超越大盘股的相对收益是大概率事件，所以投资者在择股上应尽量抓“小”放“大”。

新兴产业OR传统产业

身处经济转型阶段，新兴产业和大

消费板块受到政策扶持的力度非常大，细分领域中具有竞争力的中小型企业成长空间巨大，也受到了资本市场的热烈追捧。与此同时，调控预期则令以银行为代表的大盘权重板块举步维艰，银行、地产徘徊在低估值水平，表明投资者对该板块的热情依然寥寥。

我们认为，在中国经济结构转型的大背景下，新兴产业的结构性牛市有望延续。当然新兴产业享受的溢价显然是有边界的，就像弹簧，哪怕弹性再好，超出限度也会失去弹性。战略新兴产业小盘股的两个阶段已持续了一段时间，这就带来了两个相辅相成的副产品：一个是估值渐高，另一个是市场追捧日趋热烈。因此，在看好新兴产业中小公司成长空间的同时，风险意识是不可或缺的。投资者在选择公司时应注重核心竞争力因素，并密切关注公司成长的可持续性。

但值得注意的是，虽然十年前互联网泡沫破灭仍有现实意义，但互联网的发展不仅没有因市场泡沫破灭而止

传统周期性行业的不作为使指数难以有明确的趋势性表现，随着银行再融资高潮过去，地产调控成为市场需要消化的首要因素。但是，目前银行、地产等蓝筹股具有明显的估值优势，即便基本面不发生显著改善，对市场所起正面作用也将逐渐增大，这将对大盘构成强力支撑。在负利率时代，市场相对而言仍具有较强的吸引力，这些将支撑股市继续震荡上行。

主题投资此起彼伏，个股机会丰富。现有的防通胀思路在本质上是立足实体经济来调控流动性，政策实施仍会相对谨慎，实体经济出现改善是一个比较长

市场对短期因素反应过度

□华泰证券 郝国梅

周一沪深大盘整体呈现宽幅震荡态势，地区局势的不稳定对市场形成明显冲击，上证综指再度留下接近40点的阴线。我们认为，近一阶段市场总体还处于对政策面恐慌和敏感之后的观察期中，虽然对通胀和调控的担心导致市场短线缺乏方向感，但低估值的大盘蓝筹股也将对市场构成支撑。由此看，周一市场对突发事件的反映略显过度。

流动性制约上涨空间。目前来看，九月底、十月初出现的流动性宽裕预期，伴随通胀的加剧已经发生改变。未来防通



截止到昨天晚上20点，共有3621人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	50.2%	1818
震荡	18.4%	666
下跌	31.4%	1137

目前仓位状况 (加权平均仓位:66.1%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	47.7%	1728
75%左右	14.6%	530
50%左右	10.7%	388
25%左右	8.1%	295
空仓(0%)	18.8%	680

常用技术分析指标数值表(2010年12月20日)

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
移动均线	MA(5)	↓2996.66	↓12773.76
	MA(10)	↓2878.26	↓12696.00
	MA(20)	↓2864.70	↓12546.56
	MA(30)	↓2902.12	↓12615.03
	MA(50)	↓2942.09	↓12868.73
	MA(60)	↓2892.29	↓12628.22
乖离率	BIAS(6)	↓-0.72	↓-1.86
	BIAS(12)	↓-0.72	↓-0.68
	BIAS(24)	↓-1.93	↓-1.30
	BIAS(48)	↓-1.93	↓-1.30
	BIAS(96)	↓-1.93	↓-1.30
	BIAS(180)	↓-1.93	↓-1.30
MACD线	DIF(12,26)	↓-7.93	↓10.30
	DEA(9)	↓-13.47	↓-15.85
	RSI(6)	↓39.16	↓40.55
	RSI(12)	↓44.38	↓45.33
	RSI(24)	↓44.38	↓45.33
	RSI(48)	↓44.38	↓45.33
相对强弱指标	RSI(6)	↓44.38	↓45.33
	RSI(12)	↓44.38	↓45.33
	RSI(24)	↓44.38	↓45.33
	RSI(48)	↓44.38	↓45.33
	RSI(96)	↓44.38	↓45.33
	RSI(180)	↓44.38	↓45.33
慢速随机指标	%K(9)	↓71.10	↓71.87
	%D(3)	↓71.10	↓71.87
	%K(18)	↓71.10	↓71.87
	%D(6)	↓71.10	↓71.87
	%K(36)	↓71.10	↓71.87
	%D(12)	↓71.10	↓71.87

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
心理线	PSY(12)	↓41.67	↓41.67
	MA(6)	↓52.78	↓55.55
	+DI(9)	↓15.01	↓17.25
	-DI(9)	↓40.76	↓40.34
	ADX	↓25.47	↓21.91
	ADXR	↓30.95	↓30.57
人气意愿指标	BR(6)	↓101.05	↓117.05
	AR(6)	↓125.57	↓120.81
	%W(10)	↓58.78	↓57.30
	%W(20)	↓47.82	↓46.83
	%K(9)	↓63.72	↓63.91
	%D(3)	↓71.10	↓71.87
随机指标	%K(9)	↓48.94	↓49.59
	%D(3)	↓48.94	↓49.59
	%K(18)	↓48.94	↓49.59
	%D(6)	↓48.94	↓49.59
	%K(36)	↓48.94	↓49.59
	%D(12)	↓48.94	↓49.59
动量指标	MOM(12)	↓9.31	↓23.60
	MA(6)	↓47.11	↓62.78
	%K(9)	↓47.11	↓62.78
	%D(3)	↓47.11	↓62.78
	%K(18)	↓47.11	↓62.78
	%D(6)	↓47.11	↓62.78
超买超卖指标	ROC(12)	↓0.33	↓0.75
	%K(9)	↓0.33	↓0.75
	%D(3)	↓0.33	↓0.75
	%K(18)	↓0.33	↓0.75
	%D(6)	↓0.33	↓0.75
	%K(36)	↓0.33	↓0.75

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。