



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略周报

证券研究报告

2011 年 1 月 16 日

A 股市场

研究部

侯振海

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080209100102

houzh@cicc.com.cn

王慧

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210030003

wanghui@cicc.com.cn

张博

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080209080100

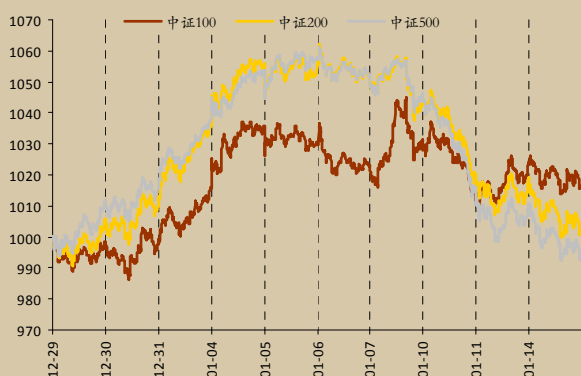
zhangbo@cicc.com.cn

又到博弈通胀时

上证综指十日表现



风格指数十日表现



农产品批发价格指数 1 月以来连续上升



资料来源: Wind, 中金公司研究部

本周 A 股策略观点

- ▶ 对于宏观紧缩政策的预期再度升温导致市场调整,我们认为市场总体震荡盘整的格局未变,对于通胀形势和政策预期的变化仍是短期内推动股市涨跌的主要动力。
- ▶ 我们认为因 12 月份食品价格环比持平或微跌,本周将公布的 12 月份通胀水平大幅超预期的可能较低。但值得重视的是,当前非食品价格出现较快升幅,显示食品价格向非食品价格传导已经开始,且房租上涨较快等本轮通胀中特有的因素可能导致通胀继续攀高。1 月份以来,农产品日均批发价格指数较上月已上涨 3.1%,如全月维持这一趋势,1 月份 CPI 同比可达 5.5% 左右,这将为市场带来央行春节前后进一步加息的预期,从而对市场产生一定影响。
- ▶ 从中期看,市场需要新的因素和预期来打破目前这种盘整的格局,而政策的不确定性是当前抑制市场上行的主要因素。因此,今年宏观政策的可预见性和透明度降低是导致市场风险偏好降低的重要原因,这对于高估值且其前期涨幅较大的股票影响尤甚。
- ▶ 根据今年的宏观状况判断,要维持 9~9.5% 的 GDP 增长、20~23% 左右的固定资产投资增速与控制通胀在 4% 之间存在一定矛盾,而矛盾的集中焦点在于货币与信贷的增速。根据三种情形分析,我们认为要保证经济与投资较快增长的同时又要控制信贷增速和压制通胀的难度较大,而鼓励企业加大股权直接融资力度来缓解这一矛盾的重要性今年可能会被大幅提升。这一变化对于股市的影响来自两个方面,一是政策需要一个稳定的具有融资功能的市場,二是融资量较大抑制市场的资金面活跃程度。在这一背景下,降低高估值且前期涨幅较大的股票配置仍是目前操作的重点。

一周市场回顾

两市震荡整理，场内缺乏热点

美股再创新高，A股继续横盘整理，场内缺乏聚焦人气的热点板块，投资者情绪仍旧谨慎，市场交易点持续低位。

国际方面，美国经济数据向好，西班牙、葡萄牙新国债的成功发行减轻了投资者对欧元区主权债务危机的担忧，以及美股上市公司盈利超预期等因素推动，美股继续高歌猛进，欧洲股市也有较好表现。美联储在周三下午公布了关于1月份美国经济景气状况的褐皮书。褐皮书称，美国全国经济仍在缓慢增长。尽管房地产市场仍然疲软，但报告认为制造业、零售业以及非金融服务业的表现都成为亮点。美联储周三公布了最新的褐皮书报告。报告显示，一些迹象表明美国就业市场可能正在康复，假期购物季节中的消费者支出和制造业的增长推动美国经济在去年11月份和12月份有所增长，美国公司对其2011年的前景持谨慎的乐观态度。另外，为了抵制通胀压力，泰国和韩国均在上周宣布升息。

国内方面，中国海关1月10日公布了2010年12月份贸易数据，其中出口同比增长17.9%，低于市场预期，同比增长25.6%，基本符合市场预期，进出口同比增速均放缓主要是由于去年12月的高基数所致。中国人民银行1月11日公布了12月份和2010全年货币信贷数据，M2同比增长19.7%，略高于市场预期，货币供给依然处于过快的高位。人民币贷款12月份增加4807亿元，高于市场预期的3600亿元，显示内需复苏拉动信贷需求趋于强劲。全年新增贷款累计7.95万亿，略超全年7.5万亿的目标。中央经济工作会议已经明确将从宽松转向稳健，预计未来货币政策仍会保持适度从紧。房产税方案逐渐明朗，新华网报道，正在召开的重庆市“两会”传出消息，重庆市政府将对房地产市场加强财税调节，并确定开征高档商品房房产税。重庆市正抓紧完善相关方案，有望在今年一季度出台文件开征高档商品房房产税。另据《上海证券报》报道，上海市政府高层领导在一部门工作会议上透露，上海房产税政策将于一季度出台，且只对增量房征收。

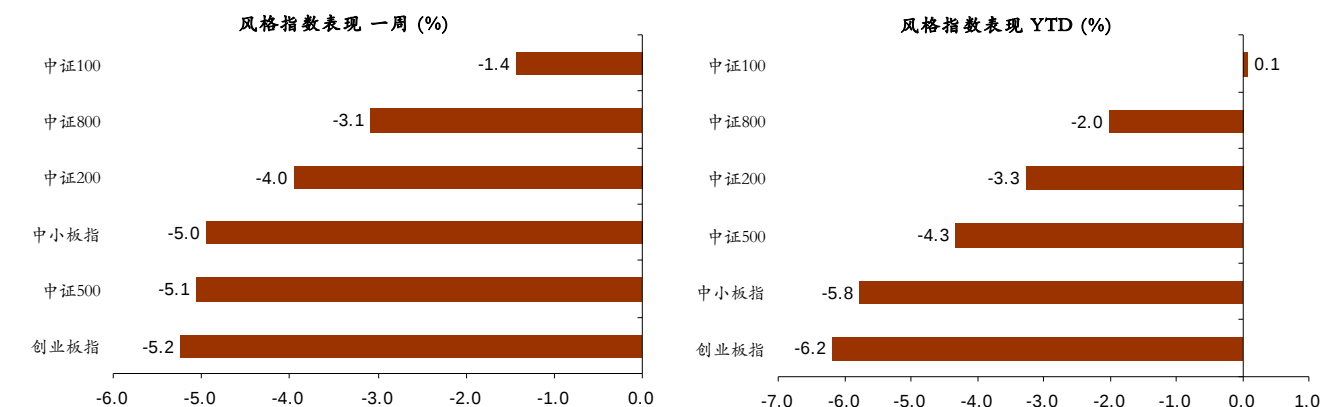
市场方面，周一，上证指数低开后弱势震荡，下午两点之后加速下行，个股普跌，总成交额较上一交易日明显萎缩。周二，承接昨日跌势，两市低开，之后展开二八行情，地产、金融和石化等权重板块轮番带动大盘振荡上扬，使上证指数收复2800点大关，中小盘股依旧表现不佳，创业板和中小板指数下跌超过1%，两市总成交额进一步萎缩。周三，上证指数高开后震荡走低，下午两点之后一路回调，两市超过六成个股上涨，总成交额较上一交易日继续萎缩。周四，沪深两市全日震荡，11点后有上升行情，但随后回落。食品饮料股在经历长时间调整后终于反弹，涨幅居市场前列。石油股午后拉升。周五，沪深两市低开低走，全天未有像样反弹，个股处于普跌格局。

行业方面，石油天然气板块表现最好，在市场下跌的情况下还上涨了1.1%。低估值的银行股在上周也起到了稳定大盘的作用，微涨0.2%。沉寂已久的航运股上周也有不俗表现。另外，钢铁、通信、房地产、保险、汽车及其零部件行业表现均强于大盘。而有色金属、电气设备、建材、电子元器件、软件与服务、技术硬件与设备行业均有6%以上的跌幅。

风格方面，中大盘股表现好于小盘股。

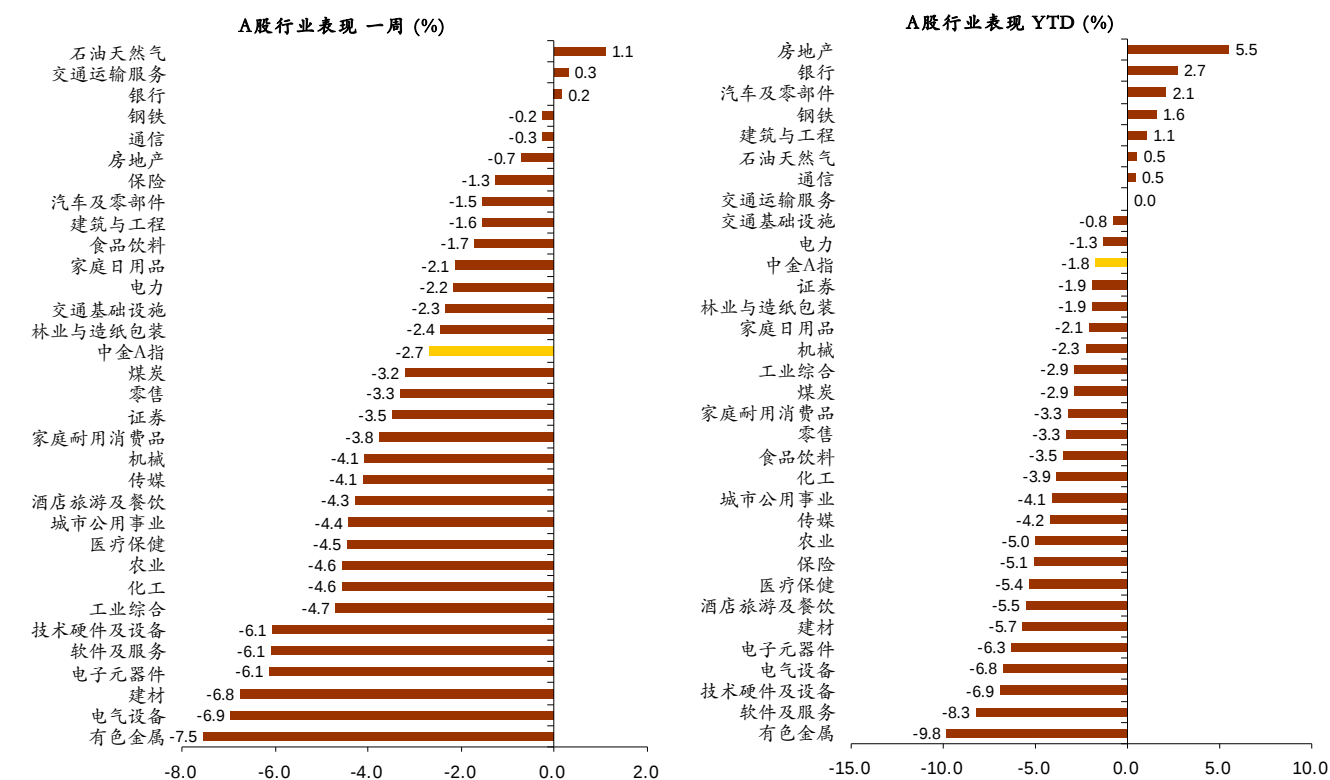
全周来看，上证综指下跌1.7%收于2791点，深证成指下跌2.2%收于12294点，沪深300指数下跌2.4%收于3092点。

图表 1: A 股风格指数一周表现 (左) 和年初至今表现 (右)



资料来源：天相，中金公司研究部

图表 2: A 股行业一周表现 (左) 和年初至今表现 (右)



资料来源：Wind，中金公司研究部

未来市场观点

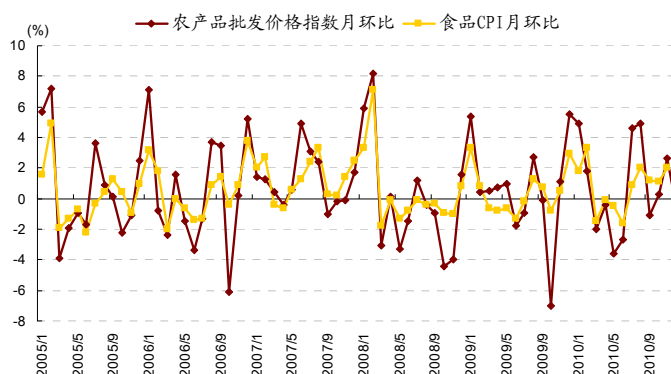
一、又到博弈通胀时

上周 A 股市场总体呈震荡回落态势，与我们观点类似，低估值的权重股表现相对较好，而高估值的中小盘股票和前期涨幅较大的股票跌幅较大。市场未能承接前期反弹向上趋势的重要原因之一在于发改委价格司官员上周表态称：“如果一季度物价上涨压力过大，不排除出台新的调控举措的可能。”这一表态使得市场较为脆弱的心态再次受到冲击，随之在周五展开一轮调整。而周五收盘后，人民银行宣布上调银行存款准备金率 0.5 个百分点，似乎也印证了市场对于进一步流动性调控的预期并非空穴来风。我们认为：通胀走势仍将是今年尤其是上半年对于股市影响较大的因素，因此对于通胀形势的进一步准确判断，对于在今年可能出现的区间震荡性市场中获取波段操作收益有着重要的价值。

本周即将公布的 12 月各项经济数据中，通胀数据将十分引人关注。而随着部分官员表态和政策调整，市场对于通胀进一步上升的预期正在逐渐升温。我们认为，CPI 同比水平在今年上半年维持在 4~5% 的水平高位运行是大概率事件。但是，其中通胀水平可能发生的一些波动以及对于投资者预期产生的影响，将是推动股市上升或者下跌的主导力量之一。因此，有必要对于近期的 CPI 水平进行进一步的分析和判断。

首先，市场目前对于 12 月份通胀水平会有所回落的判断产生了一定怀疑，甚至不少投资者认为 12 月的同比通胀水平仍将维持在 5% 左右。那么，是否存在这种可能？我们认为，这种可能出现的概率是较低的。我们可以将 CPI 分解为食品（权重约三分之一）和非食品（权重约三分之二）的 CPI 来分别加以分析。从食品价格 CPI 走势看，我们看到其与农业部发布的农产品批发价格指数的月度涨跌幅有着较强的一致性（图表 3）。相比之下，农产品批发价格指数的环比波动要稍大于食品价格波动幅度，但总体趋势正相关性较强。从已公布的 12 月农产品批发价格指数看，较 11 月环比下降了 0.6%。因此，我们认为 12 月份的食品价格 CPI 月度环比走势很可能是趋于零到微负的水平之间。

图表 3：农产品批发价格指数月环比与食品 CPI 月环比

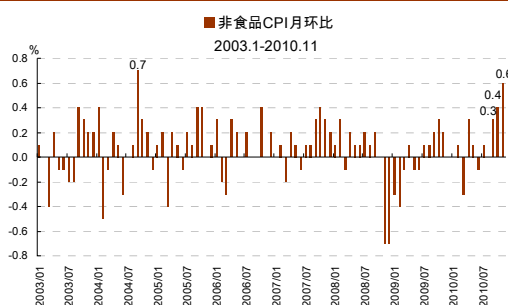


资料来源：Wind，中金公司研究部

相比食品 CPI，12 月份的非食品价格 CPI 的上升可能蕴含着潜在的风险。首先，12 月份大宗商品价格出现了较快的上升，会对非食品价格存在一定的向上拉动作用。而大部分股市投资者对于食品价格的波动较为关注和敏感，但对于非食品价格则由于相对缺乏有效的跟踪指标且由于非食品 CPI 通常较为稳定而往往有所忽视。但我们看到，事实上非食品 CPI 自去年下半年起出现的一轮快速上行却是投资者需要密切关注的。

去年 9、10、11 月份，非食品环比通胀水平分别为 0.3%、0.4%、0.6%。而 11 月份 0.6% 的非食品环比通胀水平达到了 2004 年 9 月份的 0.7% 以来的最高水平（图表 4）。这显示了本轮通胀并非仅仅出现在食品领域，而从过去的历史数据看，食品价格通胀往往先于非食品价格通胀出现且会向后者逐渐传导。本轮通胀中，情况也不会例外。此外，我们注意到，房租价格的上涨对于本轮非食品 CPI 上升也起到了较大的拉动作用，这与当前房价高企且居住需求仍较旺盛的背景下，前期过低的居民房屋租金收益率推动房租产生一轮修复性上涨的大背景有关。

图表 4：非食品价格 CPI 月环比



资料来源：Wind，中金公司研究部

但是，在此前非食品价格大幅上升的基础上，我们认为 12 月非食品价格出现过快上涨（如接近 1% 左右）的可能性依然较低。假设 12 月非食品 CPI 环比涨幅仍维持在 0.6% 左右的高位，加之食品 CPI 环比为零或者微负，则 12 月整体 CPI 环比水平趋向 0.4% 左右的可能更大，而 12 月环比 0.4% 的 CPI 水平所对应的同比水平大约在 4.5% 左右。因此，我们认为 12 月份的 CPI 环比和同比水平较 11 月出现回落的可能性依然较大。

而从今年 1 月份上半月的情况看，食品价格自 1 月以来上升速度较快，1 月上半月的日均农产品批发价格较 12 月已经有了 3.1% 的上升，由于临近春节，1 月下旬食品价格仍存在进一步上升的可能，因此 1 月份的食品 CPI 环比应该较高。如果维持这一上升水平，则 1 月份的食品 CPI 月环比可能上冲至 4.5% 的高位。在这种情况下，中金宏观组测算认为 1 月份的整体 CPI 可能快速上升至 5.5% 的水平，而这就将为央行在春节前后再度加息提供了可能性。

图表 5：1 月份以来，农产品价格再度出现较快上涨趋势



资料来源：Wind，中金公司研究部

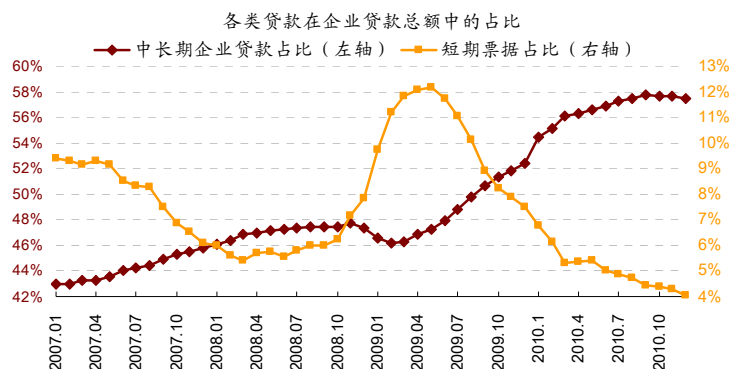
从股市层面看，农产品价格的快速上升推动通胀与货币政策进一步紧缩预期的上升，在这种预期尚未打消之前，市场难以出现较大的上升机会。但同时，由于 2010 年企业盈利增长较为确定导致当前市场的整体市盈率已经回落至 17 倍左右的低位。因此，市场处于上下两难的状态之中。我们认为，尽管通胀与货币政策预期存在不确定性，但是市场仍很难走出目前震荡的总体格局，而在总体流动性预期不利局面尚未得到改观之前，场外投资者入场意愿不会很强，而具有较大安全边际的低估值股票仍是场内投资者配置选择的重点。

二、信贷政策与资金面的情景分析

从中期看，市场需要新的因素和预期来打破目前这种盘整的格局。从当前的市场看，政策的不确定性，而非对于经济和企业盈利的悲观，是压制市场向上的最主要原因。当前，在国际国内经济局势较为复杂的大背景下，我国政府宏观政策转向增加灵活性本无可厚非，但这一做法对股市产生的一大副作用就是由于宏观政策透明度的降低，投资者的预期无法稳定下来。比如，央行今年并未制订明确的信贷增长目标，而对于通胀及利率走势的判断也未明确向市场有所表述，这就使得股票市场投资者无法获得一个稳定的政策预期，从而使得市场整体的风险偏好逐渐下降。可对比的是，美联储的货币政策取向，尽管存在众多非议，但一直非常明确和透明，并且一直注重对于市场预期稳定性的关注，这也是美国股票市场走势相对稳健的一个重要制度保证。

从中国当前的实际看，2011 年的货币政策的确可以用“扑朔迷离”来加以形容。但是，其中一些基本的因素，投资者完全可以运用一些倒推的方法加以分析。首先，2011 年，我国 GDP 维持 9~9.5% 的增速可能性较大，在这一预测基础上，可以推论得出，2011 年我国的固定资产投资增速将继续维持 20~23% 之间的增长水平，否则 GDP 增速可能就会低于 9%。而如果固定资产投资增速需要维持在 20% 以上，则意味着信贷总额增速应该维持在 16% 以上，按照 2010 年末 47.9 万亿的信贷总水平，即 2011 年的新增信贷量需维持在 7.66 万亿以上水平。而同时我们看到，信贷中对于投资增速影响最大的中长期企业贷款在 2010 增长了 26.5% 至 21.1 万亿，而中长期企业贷款之所以能够增速大幅高于信贷总量增速的原因是去年各大银行大幅缩减了短期票据的信贷额，并将这部分额度转移给了中长期企业贷款的需求方。从当前情况看，12 月末银行信贷数据显示：各大银行的短期票据总额仅 1.48 万亿，较 2009 年峰值的 3.6 万亿和 2010 年初的 2.2 万亿已经有大幅下降，已基本回到 2008 年 9 月时的水平，占企业贷款总额的比例更是下降到 4% 的历史最低水平。从这一角度上分析，可以认为，即便是 7.6 万亿的总信贷增量，都可能无法满足全年固定资产投资增速和 GDP 增长的需求。

图表 6：中长期企业贷款和短期票据占企业贷款总额的比重变化



资料来源：人民银行，中金公司研究部

这意味着，如果要维持全年 GDP 增长 9~9.5%，且投资增速不出现较快回落的话，2011 年全年的信贷增速仍将保持较高水平，而这与控制通胀的宏观政策目标之间又是存在一定矛盾的。因此，我们分析认为这也是为何今年央行很难确立一个非常明确的信贷增速目标的原因。而如何化解这一矛盾，我们认为大致有几种情形的可能性：

情景一：降低 GDP 增速，削减投资增速。这种情形下，信贷增速将得到抑制，通胀风险将降低，但是 GDP 与投资增速将面临下滑风险。我们认为这不是一个大概率的情形，因为如果 GDP 和投资增速降低较为明显，可能导致地方政府财政和银行信用风险的暴露，因此很难成为政府的主体共识。

情景二：容忍较高通胀水平，从而继续允许较快的信贷增速并保证投资和经济的较快增速。这一情景的风险在于在当前的信息化和市场化社会中，通胀预期传递速度很快且除货币政策外，政府基本没有其他有效手段来阻断和干涉这种预期的蔓延。同时，引发通胀的另外一些因素，比如天气因素、输入性通胀因素并非政府可控，因此，政策性的容忍通胀存在着很大的风险，且可能导致未来很严重的通胀风险。

情景三：压制信贷增速，同时寻找其他的融资渠道来弥补投资和经济增速所需资金的缺口。我们认为，这一情形发生的可能性较大，至少从政府的主观意愿上，这一情形也能够符合各级政府不同的利益诉求。根据我们的分析，如果要在压制信贷增速的同时保持经济和投资的高增长，2011 年则可能产生 5000 至 10000 亿元的资金需求缺口。对于地方政府而言，弥补资金缺口的主要方式是卖地收入，而对于企业而言，弥补资金缺口的主要方式很有可能是加大股权融资的力度。

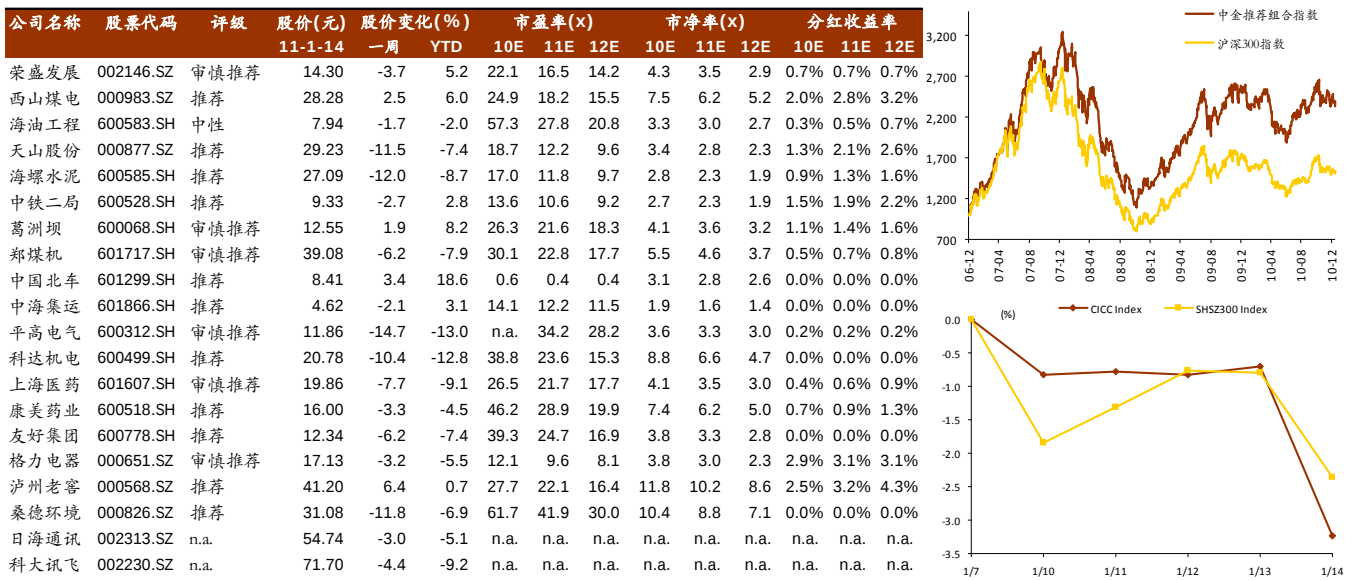
根据上述分析，我们认为在当前较为不确定的宏观政策背景，相对可以确定的是，2011 年的股票市场融资需求将依然较大。而这可能产生两方面的影响：一是管理层需要维持一个较为稳定的市场环境以便满足融资需求，如果市场连续大幅下跌导致融资能力丧失则不符合政策要求；二是从市场自身情况，大量的融资导致市场资金面紧张状况可能长期存在，而由于大盘权重股已经跌至历史最低估值水平附近且市场活跃资金普遍配置很少，因此再如同 2011 年那样只要抛弃大盘股就能保证中小盘股这一小区域内“资金活跃推动估值抬升”的行情难以在 2011 年重演。因此，在这种情况下，2011 年出现指数收平甚至略涨，但个股普跌的可能性较大。

从投资者的角度看，主动回避 2011 年涨幅较大且估值仍远远高于自身板块的历史平均水平的一些板块，仍是当前操作过程中需要关注的问题。当前，整体对应 2010 年市盈率仍高于 35 倍的板块包括：休闲消费品、媒体、食品饮料、医疗设备、生物医药、软件服务、电子设备和半导体。我们认为：在资金面预期改善之前，这些板块中部分去年涨幅较大的个股仍存在继续调整的可能。

中金推荐组合及配置建议

图表7: 中金A股推荐组合

本周组合不做调整



资料来源: 天相, 中金公司研究部

图表8: 中金覆盖A股分行业盈利增长预测及估值水平

行业	A股总市值		盈利增速(%)					市盈率(x)					市净率(x)					分红收益率(%)					净资产收益率(%)				
	%	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	
石油天然气	16.4%	-28.7	14.9	22.3	1.9	13.9	20.2	17.5	14.3	14.1	12.4	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8	2.2	2.1	2.4	2.7	3.3	12.8	13.5	15.5	14.3	14.7	
石化	0.3%	-655.2	118.6	71.1	-16.2	9.6	n.a.	38.1	22.2	26.5	24.2	4.5	4.0	3.5	3.1	2.8	-	0.4	0.7	0.6	0.6	-63.4	10.6	15.5	11.8	11.6	
煤炭	5.4%	37.9	1.6	37.4	13.5	13.9	21.2	20.9	15.2	13.4	11.8	3.8	3.4	2.9	2.6	2.3	1.4	1.6	2.2	2.5	2.8	17.9	16.1	19.3	19.2	19.1	
钢铁	2.0%	-49.4	-39.6	119.2	23.5	6.4	18.0	29.9	13.6	11.0	10.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	2.4	1.6	3.0	3.6	3.8	7.7	4.4	9.0	10.5	10.5	
有色金属	4.3%	-57.9	-58.3	297.9	35.3	19.0	73.3	175.9	44.2	32.7	27.5	5.7	5.5	4.8	4.3	4.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	7.7	3.1	11.0	13.0	14.4	
建材	0.9%	25.0	49.4	44.7	48.2	21.5	39.7	26.5	18.3	12.4	10.2	4.3	3.6	2.9	2.4	2.0	0.5	0.5	0.8	1.2	1.4	10.9	13.6	15.5	19.1	19.2	
造纸包装	0.2%	2.5	28.4	-22.8	31.9	36.2	17.8	13.9	18.0	13.6	10.0	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1	0.6	2.3	1.4	1.3	1.8	9.3	10.0	7.0	8.6	10.6	
化工	1.4%	5.4	-41.9	67.3	49.4	31.1	30.8	53.1	31.7	21.2	16.2	5.6	4.8	4.3	3.7	3.2	1.3	1.1	1.1	1.6	1.8	18.2	9.0	13.5	17.5	19.5	
电力	2.7%	-99.7	32,487.3	11.0	20.7	3.7	7,386.2	22.7	20.4	16.9	16.3	2.6	2.1	1.7	1.6	1.5	1.3	1.8	1.6	2.9	3.2	0.0	9.2	8.5	9.5	9.4	
城市公用事业	0.3%	-30.0	46.6	17.8	11.1	18.4	52.4	35.8	30.4	27.3	23.1	4.7	4.3	3.2	3.1	2.9	1.8	2.2	2.3	2.6	3.1	9.0	12.1	10.5	11.2	12.7	
交通基础设施	2.7%	2.1	-2.9	28.2	15.3	15.4	18.8	19.4	15.1	13.1	11.4	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	2.3	2.3	2.9	3.3	3.8	12.1	10.7	12.3	12.7	13.6	
交通运输	2.7%	-120.4	19.2	717.6	2.5	-13.3	n.a.	n.a.	15.8	15.4	17.8	4.0	3.8	2.7	2.3	2.1	1.1	0.3	0.4	0.6	0.6	-5.1	-3.9	17.2	15.1	11.8	
机械	3.7%	25.7	12.9	39.4	43.4	17.4	7.6	6.8	4.8	3.4	2.9	6.5	5.1	3.8	3.2	2.8	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	85.3	75.5	77.5	96.1	98.3	
电气设备	2.3%	-9.6	50.8	14.0	20.3	16.0	57.3	38.0	33.3	27.7	23.9	8.6	6.7	4.5	3.9	3.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	15.1	17.5	13.6	14.2	14.3	
建筑	2.5%	-27.3	112.9	6.5	38.5	18.1	35.4	16.6	15.6	11.3	9.5	3.2	1.8	1.7	1.5	1.3	0.5	1.6	1.6	2.2	2.6	9.0	10.8	10.6	13.2	14.0	
银行	24.8%	31.0	17.6	21.6	21.4	18.4	14.2	12.1	9.9	8.2	6.9	2.5	2.2	1.7	1.4	1.3	2.9	2.9	3.3	2.4	2.8	17.6	18.0	16.8	17.6	18.3	
证券	1.4%	-61.9	73.1	-12.1	-5.1	5.9	31.5	18.2	20.7	21.8	20.6	3.1	2.2	2.1	2.0	1.8	0.5	3.1	2.3	1.8	1.9	9.7	11.9	10.2	8.9	8.9	
保险	3.8%	-38.0	85.4	5.0	16.4	13.6	37.1	20.0	19.0	16.4	14.4	3.5	2.8	2.8	2.5	2.2	0.9	2.8	2.4	2.8	8.8	9.5	14.1	14.6	15.1	15.3	
房地产	2.6%	-3.5	46.4	27.5	19.4	11.9	28.9	19.7	15.5	13.0	11.6	3.2	2.5	2.2	1.9	1.6	0.6	0.8	1.0	1.1	1.3	11.2	12.7	14.0	14.4	14.0	
电信服务	0.8%	250.5	-84.1	-64.7	150.0	755.5	6.0	37.6	106.4	42.6	5.0	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.2	1.0	0.4	1.1	3.4	28.1	4.4	1.6	3.8	30.5	
技术硬件及设备	0.8%	38.3	49.5	29.2	20.8	38.7	53.1	35.5	27.5	22.7	16.4	6.5	5.4	4.6	4.0	3.2	0.3	0.4	0.4	0.2	1.1	12.2	15.2	16.9	17.7	19.6	
电子元器件	0.4%	-35.8	26.0	118.2	54.3	33.0	110.1	87.4	40.0	26.0	19.5	8.8	10.0	9.3	7.5	6.0	0.8	0.4	0.9	1.3	1.7	8.0	11.5	23.3	29.0	30.7	
传媒	1.3%	3.0	20.1	10.2	14.3	11.9	63.0	52.4	47.6	41.6	37.2	5.9	4.8	4.0	3.7	3.4	0.2	0.5	0.5	0.5	0.6	9.4	9.1	8.3	8.8	9.2	
家电及相关	1.3%	15.6	46.7	48.9	27.7	20.7	37.5	25.5	17.2	13.4	11.1	4.9	3.7	2.9	2.4	2.0	0.9	1.0	1.3	1.4	1.5	13.0	14.7	16.7	18.0	18.0	
零售	1.6%	16.7	22.9	42.4	37.1	32.1	52.5	42.7	30.0	21.9	16.6	7.8	5.7	4.4	3.6	3.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	14.8	13.3	14.7	16.4	18.1	
汽车及零部件	2.8%	-42.1	157.8	85.9	14.7	12.7	59.2	23.0	12.4	10.8	9.6	4.9	3.9	3.0	2.5	2.1	0.8	0.8	0.9	1.8	2.7	8.2	16.9	24.7	23.4	22.0	
酒店旅游	0.2%	1.9	17.1	28.4	23.4	19.6	44.6	38.1	29.7	24.0	20.1	4.7	4.0	3.8	3.5	3.3	1.0	0.8	1.7	1.5	1.8	10.5	10.5	12.7	14.7	16.2	
服装及纺织品	0.3%	21.1	24.3	29.5	30.7	27.5	44.0	35.4	27.3	20.9	16.4	7.7	4.6	3.7	3.2	2.7	0.6	0.9	0.7	0.9	1.1	17.4	12.9	13.6	15.2	16.4	
食品饮料	4.2%	6.7	75.1	35.1	36.1	29.0	78.1	44.6	33.0	24.2	18.8	12.1	9.6	7.7	6.2	5.0	0.6	0.6	0.9	1.2	2.0	15.5	21.5	23.2	25.5	26.7	
医疗保健	2.6%	30.5	50.0	26.8	32.9	27.6	83.9	55.9	44.1	33.2	26.0	11.3	9.0	7.0	6.0	5.3	0.3	0.4	0.5	0.7	1.0	13.5	16.1	16.0	18.1	20.2	
农业	0.9%	-11.2	19.3	52.7	45.3	14.8	79.5	66.6	43.6	30.0	26.2	6.8	5.7	5.2	4.3	3.8	0.5	0.7	0.6	0.8	0.8	8.6	8.6	11.9	14.4	14.6	
小盘股	2.4%	15.9	18.6	61.4	48.7	30.7	83.8	70.6	43.7	29.4	22.5	10.4	8.0	5.8	5.0	4.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	12.4	11.3	13.3	16.9	18.6	
合计	100%	-5.8	21.1	31.0	20.6	17.6	21.7	18.0	13.7	11.4	9.7	3.2	2.7	2.3	2.0	1.8	1.7	1.8	2.0	2.0	2.6	14.7	15.3	16.6	17.6	18.4	
金融板块	30%	20.2	21.7	19.7	20.7	17.9	15.6	12.8	10.7	8.9	7.5	2.6	2.2	1.8	1.5	1.3	2.6	2.9	3.2	2.5	3.5	16.7	17.4	16.5	17.3	17.9	
非金融板块	70%	-23.3	20.4	43.2	20.6	17.4	28.3	23.5	16.4	13.6	11.6	3.7	3.2	2.8	2.4	2.2	1.1	1.2	1.4	1.7	2.1	13.0	13.5	16.8	18.0	18.8	

资料来源: 天相, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED