



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

投资策略报告

2009 年 12 月 11 日

投资策略

研究部

王汉锋 CFA

分析员

wanghf@cicc.com.cn

高 挺

分析员

gaoting@cicc.com.cn

通胀逐步上升，你该如何选股？

投资亮点：

- 中国通胀率将在年底由负转正，并逐步上升。目前市场预期 2010 年通胀在 2% 左右，中金宏观组预测明年通胀将在 3%。我们认为通胀走势存在超市场预期可能。企业盈利与通胀的关系及敏感度带来的投资机会值得关注。
- 2002-04 及 2005-07 的两次通胀周期显示，4-5% 的通胀是通胀对中国企业盈利影响的临界点。我们的量化分析显示，在临界点之前，非食品通胀每提高 1 个百分点，非金融企业盈利增速提高 4 个百分点。而在临界点之上，通胀的上升将损害企业盈利。
- 两类企业可能受益或者克服通胀的影响：1) 金融类企业受益于通胀趋势下收益率曲线的陡峭化或者实际利率下降趋势带来的资金的活跃；2) 资源性企业，这里的资源性企业既指有实物资源的上游行业，包括基础金属、煤炭、部分农产品及相关行业、部分化工行业如化肥（“硬”资源），也指有分销网络或者品牌优势等资源的行业，包括具有分销网络的百货、超市、品牌零售、旅游与酒店以及具有品牌资源的食品饮料如高端白酒、葡萄酒（“软”资源）。这些资源属性带给企业的是在物价上升趋势下的定价能力或者转移成本上升压力的能力。
- 最近两次的通胀周期中各行业盈利和股市表现印证了上述“金融+资源”的选股标准。我们依据该选股原则建立的组合在 2002-04 及 2005-07 两个通胀周期中均显著跑赢市场。
- 依据上述原则，在通胀的主题下我们推荐金融（含地产）、基础金属、煤炭、部分农产品、化肥、零售、超市、高端白酒及酒店旅游，建议投资者采用下面组合在未来 6-12 个月内来抓住通胀主题下的投资机会。

通胀主题推荐组合

公司名称	股票代码	评级	股价(元)		市盈率(x)					市净率(x)			分红收益率		
			09-12-10	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
招商银行	600036 CH Equity	审慎推荐	17.49	12.3	18.3	14.5	11.6	3.2	3.5	2.9	2.4	0.6%	1.1%	1.4%	0.0%
北京银行	601169 CH Equity	推荐	18.30	21.0	18.7	13.6	10.4	3.6	2.9	2.5	2.1	1.0%	1.1%	1.5%	0.0%
中信证券	600030 CH Equity	推荐	30.30	27.5	23.6	21.3	20.6	3.6	3.3	3.1	2.8	0.5%	1.9%	2.1%	2.2%
中国人寿	601628 CH Equity	审慎推荐	31.74	89.1	33.6	26.6	23.2	6.6	5.5	4.4	3.5	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%
中国平安	601318 CH Equity	推荐	57.08	633.5	41.9	32.8	28.0	5.3	4.5	4.0	3.6	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%
金地集团	600383 CH Equity	推荐	15.65	46.2	28.5	21.0	16.2	4.2	3.4	3.0	2.7	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
招商地产	000024 CH Equity	推荐	31.56	44.1	34.1	26.2	20.2	3.6	3.3	2.9	2.6	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
首开股份	600376 CH Equity	推荐	23.82	48.0	33.8	23.8	18.4	7.4	3.0	2.7	2.3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
海油工程	600583 CH Equity	推荐	11.99	32.6	26.8	19.3	15.6	4.7	4.1	3.5	2.9	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%
西山煤电	000983 CH Equity	推荐	41.35	28.7	37.4	22.2	17.8	10.8	9.1	7.2	5.7	1.2%	0.9%	1.6%	2.0%
平煤股份	601666 CH Equity	推荐	33.31	17.5	29.5	19.0	15.5	5.0	4.4	3.9	3.4	1.2%	1.4%	2.1%	2.6%
江西铜业	600362 CH Equity	审慎推荐	41.67	55.1	48.5	31.4	27.6	6.1	5.6	5.0	4.4	0.5%	0.6%	1.0%	1.1%
华鲁恒升	600426 CH Equity	推荐	22.91	30.1	26.6	20.3	16.2	4.8	4.1	3.5	3.0	0.4%	0.9%	0.9%	1.3%
广州友谊	000987 CH Equity	推荐	28.00	39.1	34.3	27.4	22.2	8.7	7.8	6.8	5.9	1.2%	1.5%	1.8%	2.3%
大商股份	600694 CH Equity	审慎推荐	40.04	50.8	n.a.	39.0	29.6	3.8	3.8	3.4	3.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
华联综超	600361 CH Equity	中性	10.31	42.7	50.0	33.8	27.2	2.8	2.7	2.6	2.5	1.0%	0.8%	1.2%	1.5%
广州酒店	000428 CH Equity	推荐	8.70	36.1	40.5	24.2	21.5	4.0	3.6	3.2	2.9	0.8%	0.1%	0.6%	1.1%
五粮液	000858 CH Equity	审慎推荐	29.96	62.8	36.1	29.0	27.4	10.0	7.9	6.3	5.2	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
张裕A	000869 CH Equity	审慎推荐	68.79	40.5	33.0	27.8	22.7	14.3	12.0	10.2	8.6	1.7%	2.1%	2.5%	3.1%
獐子岛	002069 CH Equity	审慎推荐	32.50	58.7	46.1	26.9	21.0	5.9	5.5	4.8	4.2	1.1%	0.9%	1.9%	2.4%

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

目录

中国通胀将转正并逐步回升	3
市场预期了多少通胀?	3
为什么通胀走势可能超出市场预期?	3
通胀下的主题投资	10
自上而下看通胀对企业盈利的影响	10
通胀对企业盈利影响临界在 4-5%	11
通胀主题下的行业选择	12

图表目录

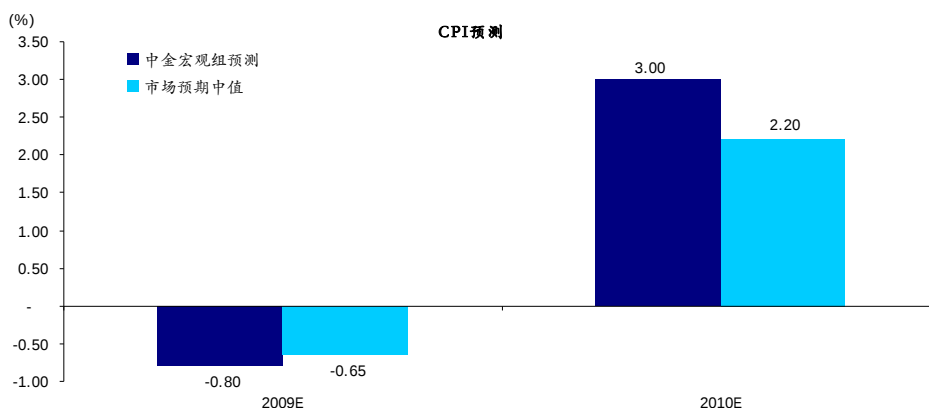
通胀主题推荐组合	1
图表 1: 中金和市场对明年通胀预测的对比	3
图表 2: 全球范围的宽松货币政策前所未有	4
图表 3: 美国名义GDP增长与实际GDP增长	4
图表 4: 中国货币发行增长与通胀水平走势	5
图表 5: 对农村剩余劳动力的测算显示农村剩余劳动力已经大幅降低	5
图表 6: 劳动力供需趋紧使得农村劳动力供给的工资弹性显著下降(左), 农民工工资增长有加速趋势(右)	6
图表 7: 农产品价格在国家提高最低收购价的政策下普遍开始上升	6
图表 8: CPI按照成分在 2001-2008 年间的变动排序	7
图表 9: 产能过剩情况汇总	8
图表 10: 工业企业数目下降显示部分制造业产能可能受金融危机冲击而销毁	8
图表 11: 出口总额有望恢复到接近 2008 年的高点的水平(左)和工业品出厂价格涨跌与出口增速密切相关(右)	9
图表 12: 近期有关各种物价上涨的报道	9
图表 13: 猪肉价格重回上升通道	9
图表 14: 上市公司盈利增速与货币流通速度的变化	10
图表 15: 中国CPI通胀与货币流通速度的变化	11
图表 16: 4-5%的通胀是通胀对企业盈利影响的临界点	11
图表 17: 通胀上升会导致政府的宏观调控, 特别是货币政策的紧缩	12
图表 18: 非金融公司盈利增速对非食品通胀的敏感度	12
图表 19: 自上而下的盈利预测	13
图表 20: 当通胀逐步上升时, 银行净息差逐步扩大	14
图表 21: 行业分类	14
图表 22: 上中下游企业净利润率水平的变化	15
图表 23: 不同行业在两个通胀周期(2002-2004/2005-2007)中的毛利率水平的变化	16
图表 24: 以“杠杆+资源”原则构建的组合在 2002-2004(左)及 2005-2007(右)的周期中最终均跑赢指数	17
图表 25: 通胀主题推荐组合	17

中国通胀将转正并逐步回升

市场预期了多少通胀？

中国通胀很有可能在年底由负转正并逐步上升。从我们的简单抽样来看，市场预期明年的通胀水平中值在 2.2% 左右。中金宏观组预测明年全年通胀是 3%，已经高于市场的预期。近期众多的提价事件以及大家通胀预期的抬升，使得我们相信最终的通胀水平很有可能像中金宏观组所预期的那样，高于市场多数人的预期，以通胀为主题的投资机会值得关注。

图表 1：中金和市场对明年通胀预测的对比



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

为什么通胀走势可能超出市场预期？

我们相信中国的通胀可能高于市场预期的中长期因素有如下几点：

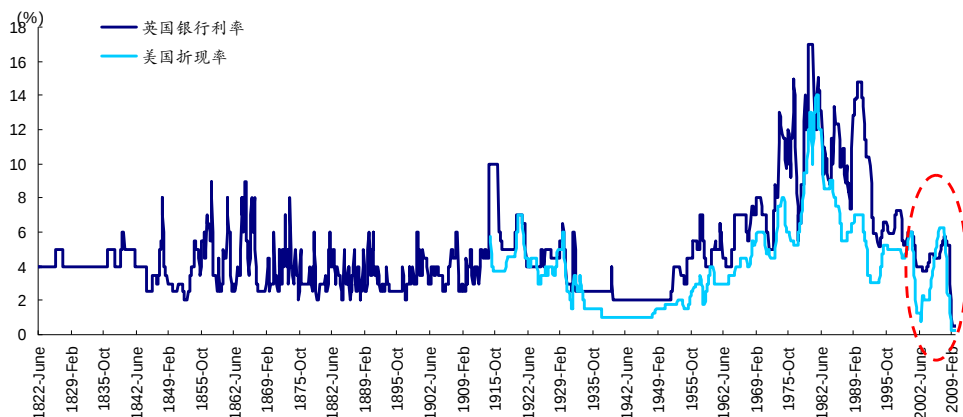
- 1) 历史经验表明，货币的加速增长带来的必然是中长期物价的上升，自 2008 年下半年以来实施的前所未有的宽松货币政策必将使得通胀有上升趋势；
- 2) 中国劳动力成本上升的趋势将在物价上升的趋势中体现得更加明显；
- 3) 普遍担心的制造业产能过剩问题可能没有想象的那么严重。

通胀上升短期推动因素包括：1) 国际资源品价格正在上升通道中，来自新兴市场的需求可能继续推高国际资源品的价格；2) 国内农产品及食品价格的上涨推动整体物价水平上扬；3) 国内水、电、天然气等方面的生活资源品价格上调以及部分经济部门的工资上调也将在短期内提高通胀，抬高通胀预期。

宽松货币政策前所未有

在全球主要经济体均在零利率的边缘开始实施数量型放松货币政策背景下(图表 2)，我们在 2009 年 3 月 23 日发表题为《数量型放松货币政策的前景——来自大萧条时代的启示》，认为：根据大萧条时代的经验与教训，数量型放松货币政策在美国、欧洲、日本及英国等全球主要经济体的盛行，必将避免全球进入流动性陷阱而带来再通胀的效果，会导致货币的竞争性贬值和货币对实物资产的贬值，贵金属价格依然具有上升空间，大宗商品价格已经见底并将迎来回升趋势。时隔近三个季度，黄金等贵金属的价格已经创出新高，全球大宗商品价格已经强劲反弹。全球多数国家走出通缩阴影，通货膨胀率在逐步迈向正的区域。中国自身的通胀水平(CPI)也将面临转正，并逐步上升的阶段。中国正在从通胀预期逐步过渡到实际通胀。

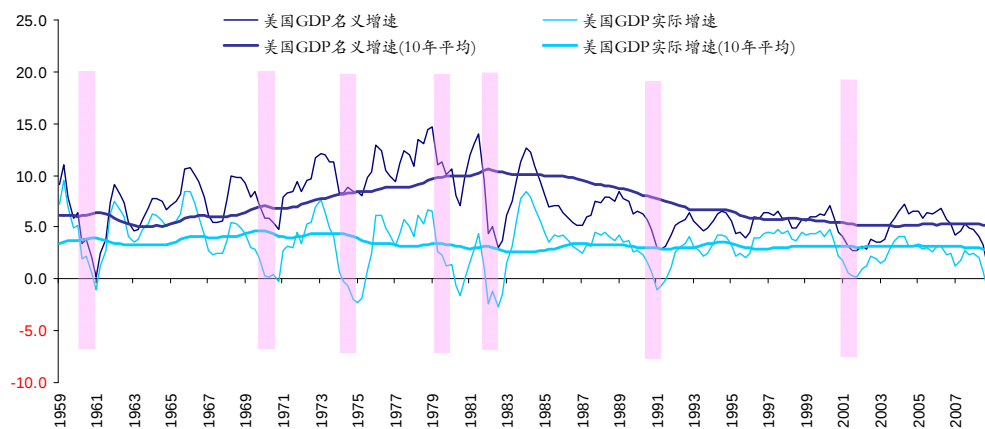
图表 2: 全球范围的宽松货币政策前所未有



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

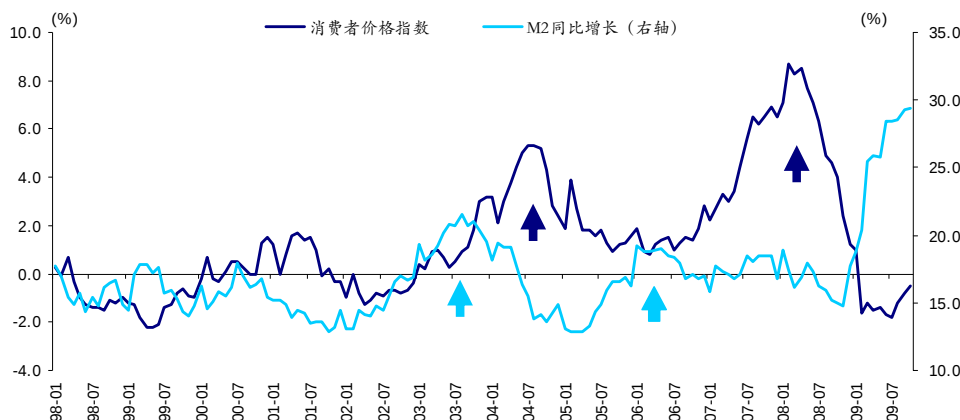
历史经验表明, 宽松货币政策短期刺激名义需求, 中长期推高通胀。无论是从中国自身还是从海外的历史经验来看, 货币发行的加大在短期内一般能够刺激名义需求, 在中长期内必将提高通胀水平。从美国战后几十年的历史来看(图表 3), 每一次货币的加速增长在短期内刺激名义需求, 在中长期内都推高了通胀的水平。中国也没有例外, 自有数据以来几次高的货币加速增长带来的都是其后的通胀的上升。在 2002-2004 及 2005-2007 年的通胀周期之前都出现了货币的加速增长(图表 4)。年初至今中国的货币供应量增长速度是有数据以来的历史中最高的, 其对物价的推升作用也将在今后的一段时间内逐步体现出来。在年初我们讨论的是通胀预期, 随着时间的流逝, 我们相信真正的通胀正在逐步到来。

图表 3: 美国名义 GDP 增长与实际 GDP 增长



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 4: 中国货币发行增长与通胀水平走势



资料来源: CEIC、中金公司研究部

中国通胀中的结构性因素—劳动力成本上升压力逐步加大

我们认为,劳动力成本上升与技术进步两大因素是左右中国物价上升的最重要的两个方面。随着中国劳动力市场从供过于求逐步向供需平衡甚至结构性缺乏过渡,劳动力成本上升的因素在普遍物价因素中将起到更大的作用。这一点从物价上升的长期趋势来看将更加明显。

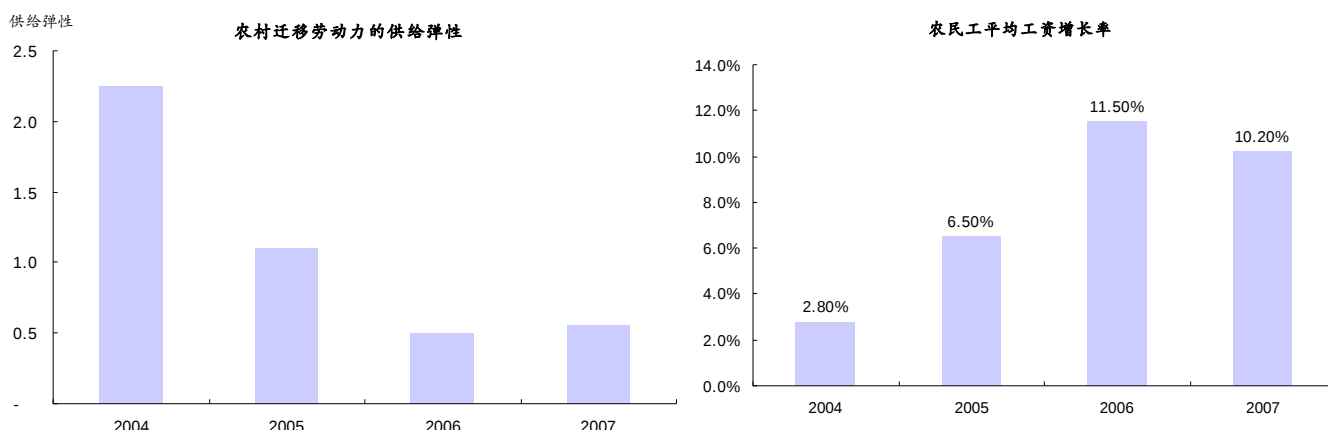
劳动力供求状况决定劳动力成本上升趋势。第一,中国劳动力已经面临结构性的短缺,这是推升劳动力成本上升的长期因素。边际劳动力成本决定总体劳动力成本,我们认为中国劳动力市场的边际在农村剩余劳动力。一直以来的看法认为,中国人口的巨大基数使得中国的劳动力资源还非常充沛。但从2003年中国首次出现“民工荒”开始至今,有关劳动力供给出现结构性不足的说法逐渐增多。根据社科院蔡昉等《中国人口与劳动问题报告 No.9》的研究结果,截止2007年,中国农村可转移的劳动力资源从1990年末的1.7-1.8亿左右下降到只有4000万左右(图表5)。中国的劳动力过剩的状况已经开始在转变。我们认为2007年出台、在2008年开始实施的《劳动合同法》是标志性事件,它标志着中国劳动力市场从过剩的状况开始向结构性的缺乏过渡,劳动力成本上升的趋势将更加明显。在劳动力供需趋紧的情况下,劳动力供给的工资弹性大大减小。根据蔡昉的测算,农村劳动力的供给工资弹性已经从2004年的2.24下降到2007年的0.57左右(图表6)。第二,国家提高对农产品收购的价格,中长期来看,实际上是提高了农村劳动力继续向非农行业转移的机会成本,提高了劳动力的边际成本。为了提高农民的收入,中国政府在去年2008年宣布提高部分农产品的最低收购价格,今年以来国内主要农产品的价格开始明显上升(图表7)。农产品价格的上升,一方面会增加农民收入,增加农村剩余劳动力向非农行业转移的机会成本,中长期将整体提高劳动力的成本;另一方面,农产品价格的上升也会提高以农产品作为投入品的制造业或者养殖业的成本,推高这些产品的价格。

图表 5: 对农村剩余劳动力的测算显示农村剩余劳动力已经大幅降低

作者	年份	估计方法	数据来源	剩余数量
邓一鸣	1991	劳均耕地法等	全国资料	1987年1亿左右
钟甫宁	1995	简单计算法	全国资料	1990年大于2亿
卡特等	1998	劳均耕地法	全国资料	1990年为1.39亿~1.72亿
章铮	1995	劳均耕地法	全国资料	1992年9000万
罗斯基等	1997	劳均耕地法等	全国资料	1993年大于1亿
刘建进	1997	生产函数法	农户资料	1994年1.1亿
王红玲	1998	生产函数法	农户资料	1994年1.2亿
杜鹰等	2000	劳均耕地法	分省资料	1998年1.52亿, 2000年1.8亿
国家统计局	2002	生产函数法	全国资料	1999年1.7亿
王检贵、丁守海	2005	混合方法	农业部数据	2000年为3500万~4600万
章铮	2005	劳均耕地法	全国数据	2003年为7700万
蔡昉	2007	总量分解方法	全国数据	2007年4000多万

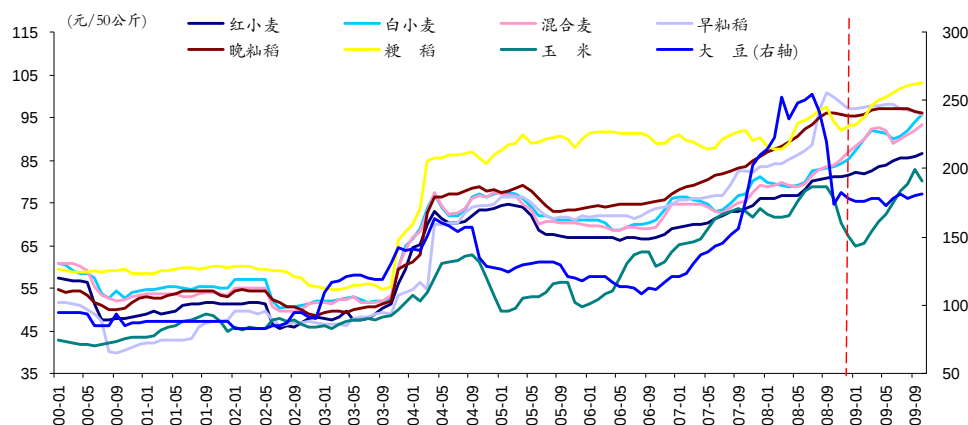
资料来源:《中国人口与劳动问题报告 No.9》、中金公司研究部

图表 6: 劳动力供需趋紧使得农村劳动力供给的工资弹性显著下降(左), 农民工工资增长有加速趋势(右)



资料来源:《中国人口与劳动问题报告 No.9》、中金公司研究部

图表 7: 农产品价格在国家提高最低收购价的政策下普遍开始上升

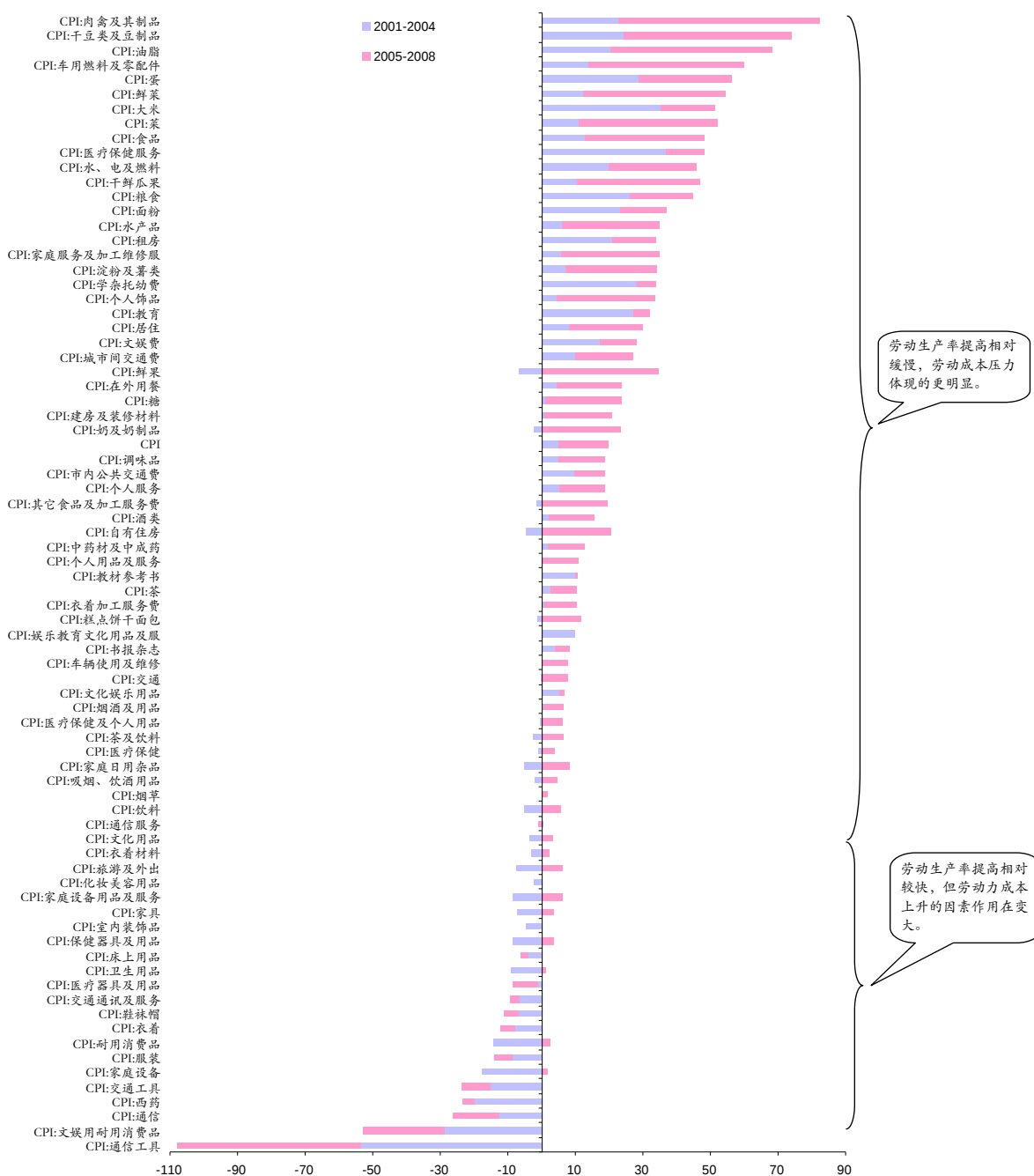


资料来源: WIND、中金公司研究部

如果将 CPI 的各成分在 2001 年至 2008 年之间的涨跌幅进行排序(图表 8), 我们会更加明显地看到劳动力成本对物价的长期影响。从 2001-2008 年的长期趋势来看, 主导中国长期物价水平的有两个对立的因素: 一个是劳动力成本的变化, 一个是技术进步导致的劳动生产率提高的因素, 在物价的上涨中各自体现得比较明显。除了国际资源品的物价上涨输入因素之外, 劳动力相对密集以及劳动生产率提高相对缓慢的农业及服务业相关的项目是在过去的物价上涨最快的项目, 包括粮食、蔬菜、水果、肉类、食用油等大部分类别农产品以及保健医疗服务、加工服务及维修服务、文娱服务、外出就餐、个人服务等劳动相对密集的服务性项目。而物价下降较多或者上升相对较小的是项目是技术进步因素相对较快行业, 主要是制造业, 包括通讯工具、家庭耐用消费品、交通工具、服装鞋帽, 等等。

如果我们将 2004 年作为中间点, 将过去的八年分为两个阶段并进行对比, 我们会更加明显地发现劳动力成本上升对普遍物价的影响。选择 2004 年作为分界点的理由主要在于 2003 年开始中国开始出现“民工荒”, 此后劳动力成本上升的趋势越发明显。将 CPI 的各成分变化程度进行排序, 我们发现, 一方面, 2005-2008 年的几年中, 劳动力成本上升趋势体现的更加明显的项目加速更多, 主要体现为农产品和服务的价格上升速度明显加快, 同时在 2002-2004 年中由于技术进步而使得产品物价呈下降趋势的项目, 其下滑趋势也开始减缓。这些趋势表明, 在劳动力成本上升以及技术进步及劳动生产率提升这两股对物价起相反作用的力量中, 劳动力成本上升的因素占的分量越来越大。

图表 8: CPI 按照成分在 2001-2008 年间的变动排序



资料来源: WIND、CEIC、中金公司研究部

总体产能过剩的担忧可能没有预期的那么严重

在众多认为通胀不会大幅上升的理由中, 产能过剩是最经常被提及的一个。我们认为, 虽然根据官方的统计, 部分行业产能过剩的程度是比较严重 (图表 9), 但制造业总体产能过剩的程度可能没有市场担心的那么严重。这也会使得在需求逐步恢复, 特别是出口逐步复苏的情况下, 整体制造业产能利用的情况进而工业品出厂价格并不像现在部分投资者预期的那么糟糕。

图表 9: 产能过剩情况汇总

行业	2008年产能	2008年产量或需求	产能利用率	2009年上半年情形
六大行业				
钢铁	6.6亿吨	需求5亿吨		2009年上半年全行业完成投资1405.5亿元, 目前在建项目粗钢产能5800万吨, 多数为违规建设, 如不及时加以控制, 粗钢产能将超过7亿吨, 产能过剩矛盾将进一步加剧。
水泥	18.7亿吨	14亿吨	74.9%	目前在建水泥生产线418条, 产能6.2亿吨, 另外还有已核准尚未开工的生产线147条, 产能2.1亿吨。这些产能全部建成后, 水泥产能将达到27亿吨, 市场需求仅为16亿吨, 产能将严重过剩。
平板玻璃	6.5亿重箱	5.74亿重箱	88.3%	2009年上半年新投产13条生产线, 新增产能4848万重箱, 目前各地还有30余条在建和拟建浮法玻璃生产线, 平板玻璃产能将超过8亿重箱, 产能明显过剩。
煤化工		产能过剩30%	70.0%	在进口产品的冲击下, 2009年上半年甲醇装置开工率只有40%左右。目前煤制油示范工程正处于试生产阶段, 煤制烯烃等示范工程尚处于建设或前期工作阶段, 但一些地区盲目规划现代煤化工项目, 若不及时合理引导, 势必出现“逢煤必化、遍地开花”的混乱局面。
多晶硅	2万吨	0.4万吨	20.0%	08年在建产能约8万吨, 产能已明显过剩。我国光伏发电市场发展缓慢, 国内太阳能电池98%用于出口, 相当于大量输出国内紧缺的能源。
风电设备	已安装风电机组11638台, 总装机容量1217万千瓦。			近年来风电产业快速发展, 出现了风电设备投资一哄而上、重复引进和重复建设现象。目前, 我国风电机组整机制造企业超过80家, 还有许多企业准备进入风电装备制造行业, 2010年我国风电设备产能将超过2000万千瓦, 而每年风电装机规模为1000万千瓦左右, 若不及时调控和引导, 产能过剩将不可避免。
其他				
电解铝	1800万吨	1317.6万吨	73.20%	目前, 全球范围内电解铝供过于求, 我国电解铝产能为1800万吨, 占全球42.9%, 产能利用率仅为73.2%
造船	6600万载重吨	需求1000万载重吨		我国造船能力为6600万载重吨, 占全球的36%, 而2008年国内消费量仅为1000万载重吨左右, 70%以上产量靠出口
大型压铸				大型铸件存在着产能过剩的隐忧
化肥				化肥行业氮肥和磷肥自给有余, 钾肥严重短缺, 产业结构亟待进一步优化。

资料来源:《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》、中金公司研究部

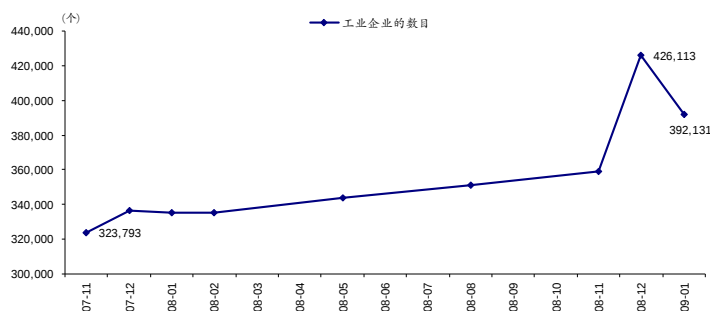
我们认为, 产能的销毁和出口的复苏结合可能使得整体制造业产能过剩并不严重。从总量上粗略地估算, 中国出口总额在2008年达到最高点, 2009年比2008年下滑15%左右, 但市场普遍预计2010年出口将比2009年增长8-10%左右, 这意味着出口总额在2010年将只比2008年低约5%左右。考虑到2008年金融危机的冲击之下, 不少制造业的产能可能永久性地被销毁而无法恢复, 总体制造业产能过剩的程度可能更加没有那么严重。这方面很难找到数据支持, 但我们注意到国家对于工业企业数目的统计, 2008年年底到2009年年初, 总企业数据从42.6万家下降到39.2万家, 下降约了8% (图表10)。

从另外一个角度看, 中国工业品出厂价格指数与出口增速在历史上也是密切相关的 (图表11)。出口的增速一定反应了制造业产能的利用情况, 因此也能够反应价格压力, 这是历史上这两个序列密切相关的原因。如果明年出口如市场普遍预期的那样有8-10%的增长, 那么工业品出厂价格可能并没有部分投资者预期的那么悲观。

除了上述的这些中长期因素可能使得通胀回升的幅度超出市场预期之外, 我们也看到一些短期的物价上升因素。最近我们看到各地有关水、电、煤气、出租车、成品油、食用油、蔬菜以及肉类涨价的消息不断 (图表12), 这些因素会推高短期的通胀水平, 也会提高人们的通胀预期。而且我们也注意到, 自从去年年底国家为了增加农民收入提高了最低收购价格之后, 主要农产品价格从今年年初开始进入了新一轮的上升; 国家除了提高农民收入之外, 也在提高公务员以及军人等部门的工资。

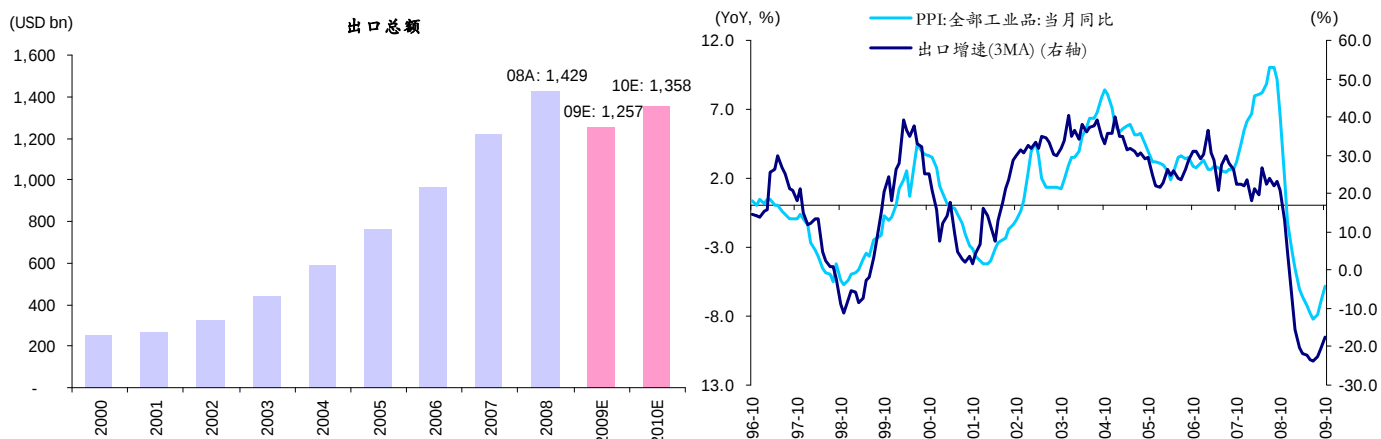
另外, 面对通胀中国政府的调控手段一般都是行政手段在先, 利率及汇率政策在后的方式。历史上政府宏观调控的经验表明, 虽然政府应对通胀的调控手段可能带来一些短期的波动, 但很难在不改变基本面走势的情况下改变物价的趋势。

图表 10: 工业企业数目下降显示部分制造业产能可能受金融危机冲击而销毁



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 11: 出口总额有望恢复到接近 2008 年的高点水平 (左) 和工业品出厂价格涨跌与出口增速密切相关 (右)



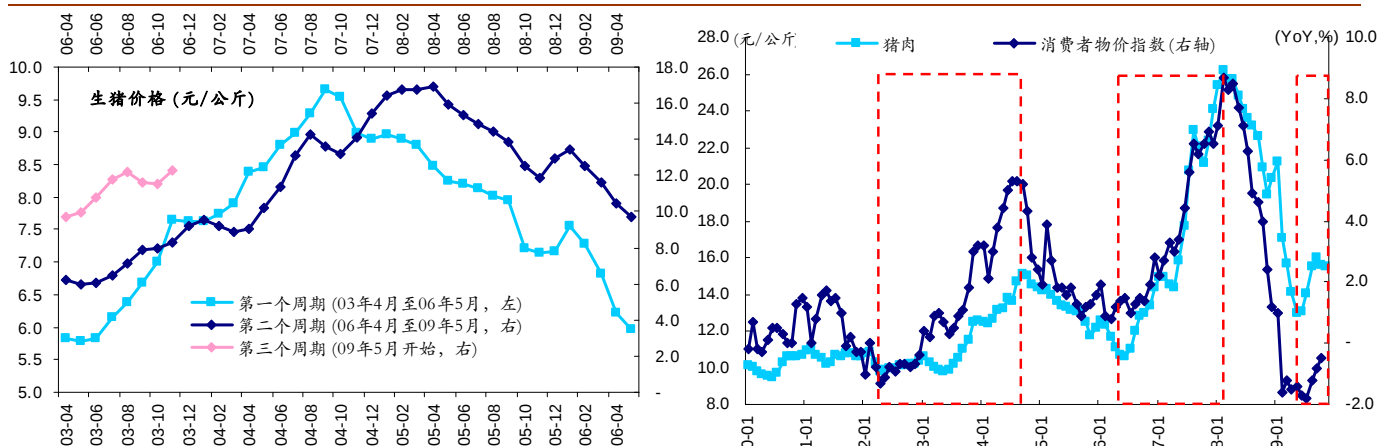
资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 12: 近期有关各种物价上涨的报道

日期	项目	最近各地关于价格上涨的公开报道或政策调整
2009-12-7	白酒	贵州茅台酒公司发布公告, 宣布茅台酒2010年元旦开始涨价, 平均上调幅度约13%。这一公告或会引动国内白酒新一轮涨价
2009-12-5	食用油	厂家上调食用油价格, 福临门、金龙鱼两大食用油品牌已通知全国经销商, 部分食用油品种价格上调10%左右。
2009-12-5	大米面粉	黑龙江稻花香米(25公斤)由每袋145元上涨到160元, 上涨10.34%; 辽宁盘锦大米(25公斤)由每袋88元上涨到90元, 上涨2.27%。古船面粉(25公斤)由每袋66元涨到68元; 五得利面粉(25公斤)由每袋65元至66元涨到68元。
2009-12-1	水	北京市发展和改革委员会向社会公布居民水价调整听证方案要点, 居民水价每立方米拟上调0.9元。目前, 北京市居民用水价格为每吨3.7元。最近几个月以来, 包括上海、天津、沈阳、广州、南京等多个大中城市都已经举行了水价上调的听证会。其他多个城市则正处于酝酿准备阶段, 而12月2日起宁波水价正式上调, 每立方米上调0.55元。
2009-11-30	蔬菜	新发地市场11月的监测数据显示, 46种蔬菜中, 有42种蔬菜价格上涨。其中, 不少蔬菜价格涨幅翻番, 包括白菜、油菜、茴香、蒿子秆儿、芹菜等, 占到蔬菜种类的近一半。市场相关负责人表示, 本市11月菜价月末比月初上涨36.31%, 比去年同期上涨了63.57%, 是今年各月涨幅最高的1个月, 这种情况是近年比较罕见的。
2009-11-24	天然气	中石油、中石化、中海油三大油气公司已向国家发改委提出了天然气价格调整的申请。中国天然气定价机制正在酝酿新一轮改革, 天然气价格将实现上下游同步联动, 并形成“一省一价”。业内人士预计, 根据新的定价机制, 明年天然气出厂发改委宣布, 自本月20日起全国非居民电价每度平均提高2.8分钱, 暂不调整居民电价, 未来居民用电将逐步推行阶梯式递增电价, 用电越多电价越高。
2009-11-10	成品油	11月10日零时起, 汽、柴油价格每吨均提高480元。测算到零售价格90号汽油和0号柴油(全国平均)每升分别提高0.36元和
2009-10-11	出租车	从十一日凌晨起, 上海市区出租汽车小型客车起步价从人民币十一元调整为十二元, 夜间起步价调整为十六元, 且每公里的单价也提高了零点四元。

资料来源: 新华网、中金公司研究部

图表 13: 猪肉价格重回上升通道



资料来源: WIND, 中金公司研究部

通胀下的主题投资

自上而下看通胀对企业盈利的影响

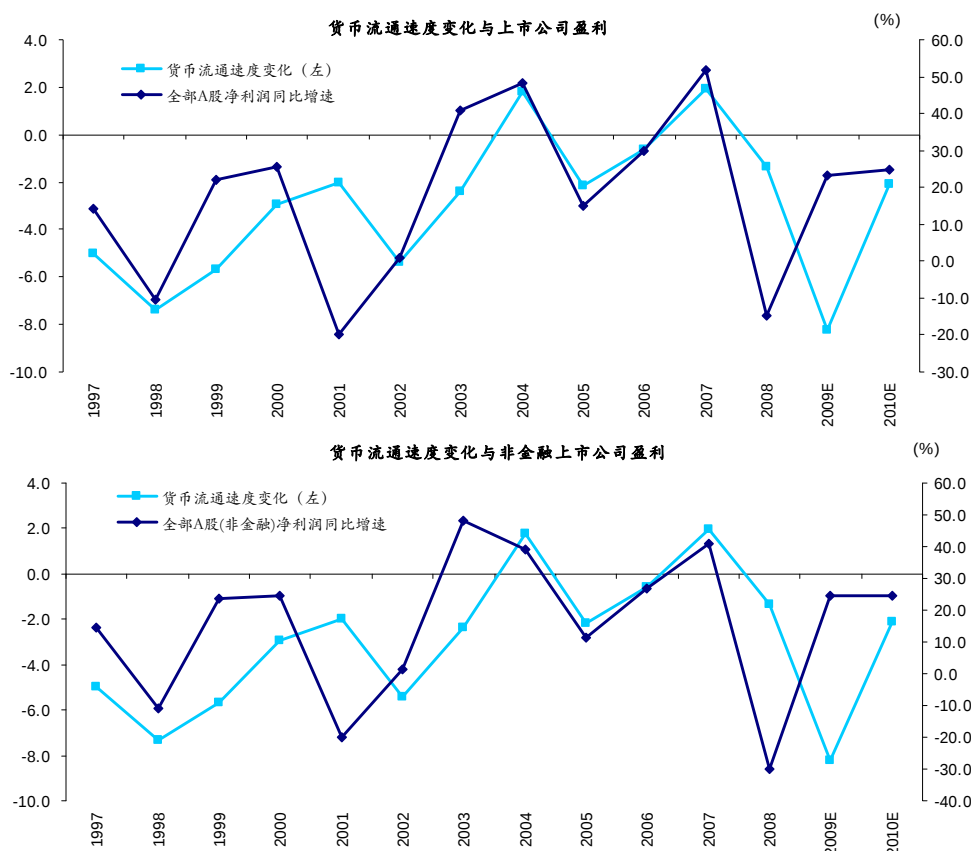
通胀上升最直观的作用就是使得名义的收入和利润趋于“好看”。从宏观层面的通胀，过度到微观层面的企业盈利，我们认为有两个并行的途径：其一，随着经济活动趋于活跃，通胀逐步由负转正，企业资产周转会趋于加快，表现为收入增速会有变化；其二，随着物价水平的上升，企业获利能力会受到影响，表现为毛利率和净利率会随产品价格的波动而出现变化。收入增速及利润率的变化最终会影响企业盈利增长。

这两个途径其实也可以从上市公司盈利增速与中国货币流通速度的变化量之间较为明显的相关关系得到印证。我们注意到，中国的上市公司盈利增速（包括金融类和非金融类）与中国货币流通速度关系较为密切。一方面，货币流通速度加快，说明经济活动活跃，企业周转加快，收入增长趋势应该在提升；另一方面，货币流通速度加快反应的是物价提升趋势，不同行业企业的获利能力（利润率）会受到影响，在通胀到达一定水平之前，总体利润率会随着通胀逐步由负转正而扩大。

同时，收入增长与利润率水平其实也有一定内在的正相关性。一般企业具有定价能力、利润率能够获得提升，往往也说明对企业产品或者服务的需求也比较旺盛，此时收入增速往往也比较理想。所以在通胀的周期中，企业毛利这个指标往往对收入增速和利润率水平两方面具有统一的代表性。

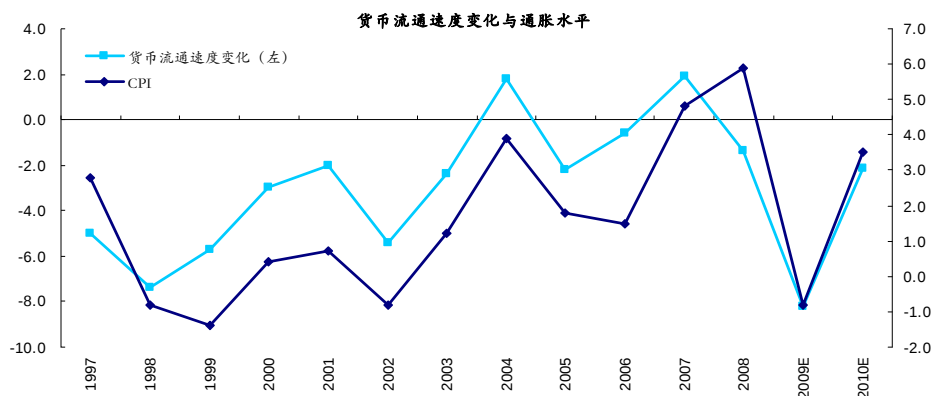
但是通胀的上升对企业盈利影响一定是正面的呢？通胀对企业盈利的影响是否存在一个临界点？

图表 14：上市公司盈利增速与货币流通速度的变化



资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 15: 中国 CPI 通胀与货币流通速度的变化



资料来源: WIND、中金公司研究部

通胀对企业盈利影响临界在 4-5%

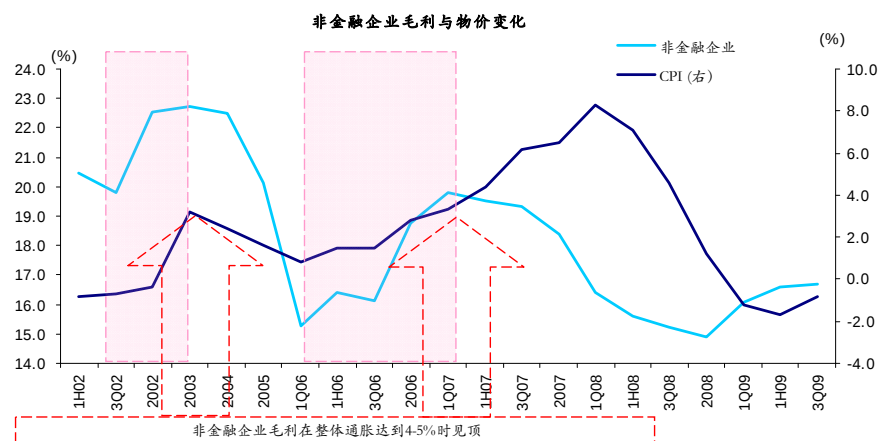
我们对历史上通胀周期的研究显示, 通胀背景下产品价格提高与投入成本上升这两股力量在通胀的不同时期对总体盈利的重要性是不同的。

在物价逐步停止下滑趋势、开始企稳到逐步回升的阶段, 非金融企业的盈利能力总体是提升的。但一旦物价进入全面上升阶段, 物价上升带来成本压力将侵蚀企业利润率水平。也就是说通胀水平与企业盈利改善的关系并非是线性的, 这两者之间的关系有一个临界点。根据对 2002-2004 及 2005-2007 年的通胀上升周期的分析, 我们发现这个通胀水平的分界约在 4-5% 左右, 也就是在整体通胀(CPI)从负的区域逐步上升到达 4-5% 之前, 非金融企业的毛利整体是提升的; 而在这之后, 物价的上升带来的更多是对企业毛利的侵蚀, 非金融企业的毛利水平也迅速回落。也就是说, 物价水平与企业盈利变化之间实际上是非线性变化的, 而这个变化临界点在 4-5%。

为什么这个临界点是在 4-5%? 我们认为原因来自两个方面: 1) 物价上升到达一定程度本身会抑制需求, 另一方面会招致国家对可能加剧通胀的上游行业的物价进行管制, 使得企业盈利受到负面的影响; 2) 物价上升过快往往表明经济过热的趋势, 政府会出台针对整个经济体的宏观调控措施, 包括货币政策的紧缩。这些都会对企业盈利造成负面的影响。在 2002-2004 的通胀周期中, 国家在 2003 年开始出台房地产的调控政策, 特别是在 2004 年 4 月份集中出台了针对固定资产投资的严厉限制措施。这对上、中游行业的盈利是比较严厉的打击。而在 2005-2007 年的通胀周期中, 2007 年 2 月份开始加快收缩货币政策的步伐, 在 2008 年年初出台了系列的物价管制措施。

根据上一章的分析, 我们看到中国的通胀目前正在逐步回升, 并从负的区域转到正的区域。物价上升依然处于利好非金融企业盈利提升的阶段, 还远未到达临界点。在这样的背景下, 通胀对企业盈利的影响如何量化, 行业层面上, 哪些行业从通胀中受益较多? 我们将在下一节中讨论这些问题。

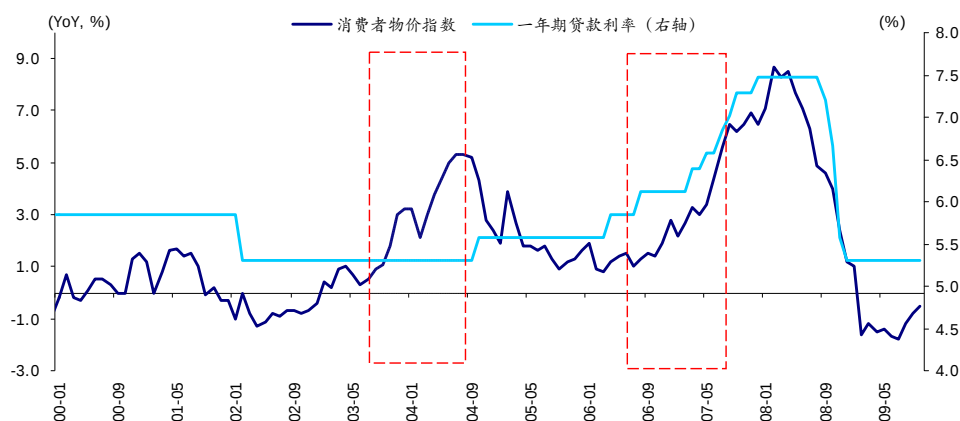
图表 16: 4-5%的通胀是通胀对企业盈利影响的临界点



资料来源: WIND、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 17: 通胀上升会导致政府的宏观调控, 特别是货币政策的紧缩



资料来源: WIND、中金公司研究部

通胀主题下的行业选择

非食品通胀每提高 1 个百分点, 非金融企业盈利增速提升 3.8 个百分点

企业盈利对通胀水平的敏感度如何? 我们在 2010 年年度策略会中采用定量模型在预测收入和利润率的基础上对非金融类公司 2010 年的盈利进行了估算。我们的模型分析显示, 非金融公司 2010 年盈利增速有望达到 29.9%, 这与我们自下而上汇总的盈利增速比较接近 (图表 19)。我们基于此模型, 来对盈利进行敏感性分析, 结果显示 (图表 18), 非金融企业的盈利增速对非食品通胀是比较敏感的, 非食品通胀每提升 1 个百分点, 非金融企业盈利增速提升 3.8 个百分点。

值得注意的是: 由于我们的模型设定是线性的, 模型并不能体现出非金融企业盈利对通胀水平的非线性变化的特性。所以单从这个模型是没有办法体现出通胀对企业盈利影响的临界点。

图表 18: 非金融公司盈利增速对非食品通胀的敏感度

盈利增速		非食品通胀 (%)								
	29.9%	0.3	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7
WTI 原油全年的平均价格	60	37.8%	38.9%	40.1%	41.2%	42.4%	43.5%	44.7%	45.9%	47.0%
	65	34.7%	35.8%	37.0%	38.1%	39.3%	40.4%	41.6%	42.7%	43.9%
	70	31.5%	32.7%	33.9%	35.0%	36.2%	37.3%	38.5%	39.6%	40.8%
	75	28.4%	29.6%	30.7%	31.9%	33.0%	34.2%	35.4%	36.5%	37.7%
	80	25.3%	26.5%	27.6%	28.8%	29.9%	31.1%	32.2%	33.4%	34.5%
	85	22.2%	23.4%	24.5%	25.7%	26.8%	28.0%	29.1%	30.3%	31.4%
	90	19.1%	20.2%	21.4%	22.5%	23.7%	24.9%	26.0%	27.2%	28.3%
	95	16.0%	17.1%	18.3%	19.4%	20.6%	21.7%	22.9%	24.0%	25.2%
	100	12.9%	14.0%	15.2%	16.3%	17.5%	18.6%	19.8%	20.9%	22.1%

资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 19: 自上而下的盈利预测

2009年11月底的预测更新						
当前自下而上盈利预测汇总结果						
A股	非金融企业盈利增长	毛利率	收入增长	金融企业盈利增长	上市公司整体盈利增长	
2008A	-27.4%	15.2%	18.8%	24.6%	-10.2%	
2009E*	27.1%	16.8%	-3.8%	21.8%	24.3%	
2010E*	32.0%	18.3%	21.0%	24.9%	28.3%	
基本假设（同比变化）						
	固定资产投资（名义）	出口(RMB)	零售（名义）	CPI非食品	WTI国际油价	一年期贷款基准利率（年平均）
2008A	26.3	8.5	17.4	1.5	100.0	7.2
2009E	33.0	-12.0	16.7	-1.2	58.0	5.3
2010E	20.0	8.0	15.0	1.5	80.0	5.5
自上而下的盈利量化模型预测						
A股	非金融企业盈利增长	毛利率	收入增长	金融企业盈利增长	上市公司整体盈利增长	
基本情景						
2008A	-27.4%	15.2%	18.8%	13.6%	-11.0%	
2009E	19.2%	16.8%	11.4%	21.8%	20.4%	
与自下而上方法的差别	-7.9%	0.0%	15.2%	0.0%	-3.9%	
2010E	29.9%	18.4%	15.3%	24.9%	27.3%	
与自下而上方法的差别	-2.1%	0.1%	-5.7%	0.0%	-1.0%	

资料来源：中金公司研究部

通胀主题下的行业差别

确定对企业盈利影响的通胀水平临界点，接下来的问题就是哪些行业从逐步上升的通胀中受益最大。

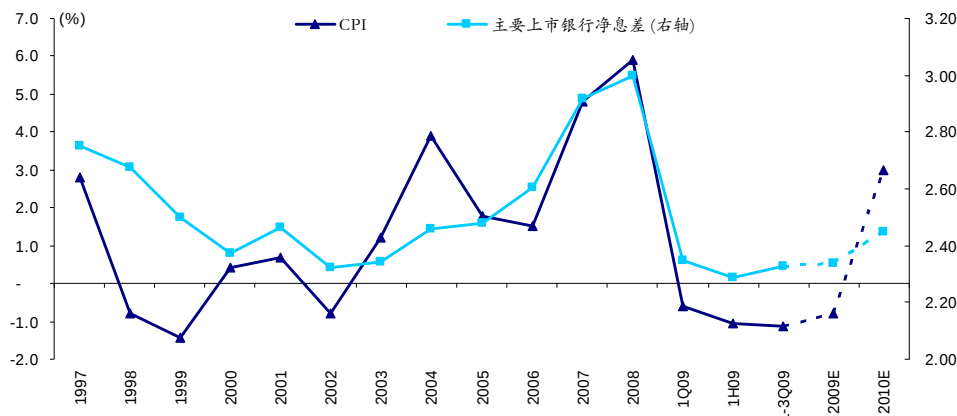
我们认为，从通胀中获益或者能够抵御通胀将是两类企业：

一是金融行业。在通胀逐步上行的背景下，金融业将受益于收益率曲线的陡峭化或者实际利率下降的趋势下投资活动的活跃。

另一类是资源性的企业。这里的资源性具有比较广的含义，不仅包括具有“硬”资源（如基础材料、房地产等），也包括通过企业经营积累的分销渠道、品牌优势等“软”资源。这种“资源”属性给企业带来的是在物价上升的情况下的“定价能力”或者转移成本压力的能力。

金融行业从通胀中受益比较直观。我们以银行业为例，在历史上的几个通胀周期中，银行的净息差都随着通胀的波动而波动，当通胀逐步上升时，银行净息差逐步扩大。

图表 20: 当通胀逐步上升时, 银行净息差逐步扩大



资料来源: WIND、中金公司研究部

我们来具体分析哪些非金融类的行业将从通胀中受益较多。按照中金公司的行业分类(一共 95 个子行业), 将各个非金融行业根据物价传导机制和在生产和消费中所处的链条分为上、中、下游行业。总体上说, 为生产提供原材料的行业处于上游, 基于原材料进行加工提供生产资料和耐用消费品的行业被分为中游, 为工业生产提供服务的也被分为中游, 而被消费者消费的最终产品和服务被划分为下游行业。具体行业分类见下表。

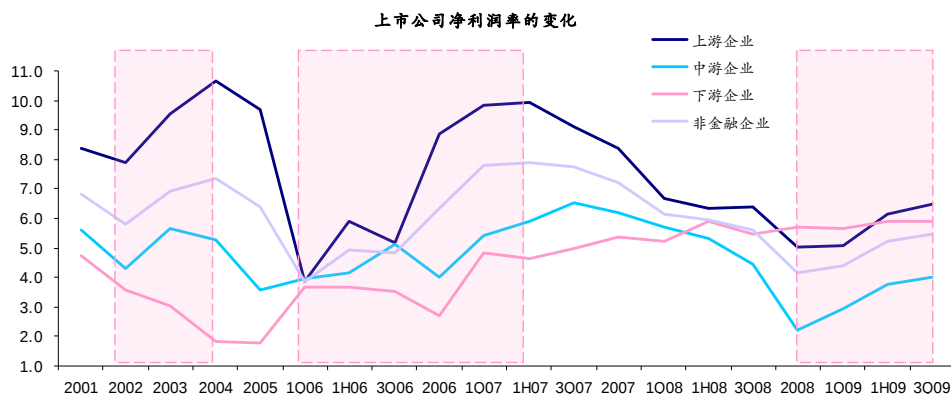
图表 21: 行业分类

非金融行业			金融行业
上游行业	中游行业	下游行业	金融类
石油天然气勘探与生产	铁路	酒店	保险
贵金属	水电	通信设备	证券
石油天然气设备与服务	市政与环保	出版	房地产开发
综合性石油天然气企业	航空	软件产品及应用	城市商业银行
玻璃	电子仪器与元件	广告	股份制银行
化纤	工程机械	软件外包	国有银行
石油天然气炼制与营销	燃气与水	家庭日用品	信托
煤炭开采	半导体	酒类	房地产经营
钢铁	摩托车	旅游	房地产服务
焦炭加工	火电	家电零售	
水泥	家电及相关	超市	
石化	建筑与工程	百货及购物中心	
其他建材	汽车零部件	休闲设备及饰品	
造纸包装	输配电设备	医药流通	
基础大宗化学制品	公路运输	医药制造	
基础金属	其他机械	专营零售及其他	
特殊化学制品	造船及港口机械	批发贸易	
石油天然气储存与运输	公路	纺织品	
化肥与农药制剂	综合	计算机设备	
其他有色金属	汽车	服装	
林业	仓储物流	乳品	
	发电设备	广播电影电视	
	其他电气设备	电信服务	
	供暖供汽	互联网软件及服务	
	机床工具及零部件	农业	
	电网	家具及装潢	
	机场	餐饮	
	铁路设备	食品	
	城市交通	有线网络	
	铁路运输	软饮料	
	商用车及零部件	医疗服务	
	港口		
	航天航空与国防		
	航运		

资料来源: 中金公司研究部

我们发现, 非金融企业的净利润率随着通胀起落呈现明显的波动特征, 利润率水平的波动从上中下游依次递减。我们在前面的分析中提到过, 企业利润率水平其实包含有收入和获利能力两方面的信息, 因此我们从利润率水平的变化来看哪些行业从通胀中获利最明显。

图表 22：上中下游企业净利润率水平的变化



资料来源：WIND、中金公司研究部

我们对在 2002-2004 及 2005-2007 的通胀周期中利润率获得提升的行业打分，并按照最终得分进行排序。我们的分析显示（图表 23）：

- 1) 在上、中、下游三类非金融企业中，上游行业和下游行业在两个周期中均获得净利润率提升的行业是最多的，中游只有一个行业在两个周期中获得利润提升。
- 2) 观察在上、下游中利润率均获得提升的行业，能够从通胀中获益的行业具有一般“资源性”的特征。上游行业的资源性特征比较直接（“硬”资源），比如基础金属、石油、部分农产品、化工中的化肥等行业；
- 3) 下游行业中，具有“资源性”特征的行业（“软”资源），一般是拥有较强的分销网络资源或者品牌资源的行业（如百货、超市、家电零售等）。这种“资源性”给企业带来的是定价能力，使得企业在面临物价上升的压力中，能够直接提价或者将成本的上升转嫁出去从而维持甚至提升自身的盈利能力。

结合上述对历史情况的分析以及当前各行业基本面的特征，我们认为能够抵御或者受益于通胀的行业将是以下两类企业：

- 1) 金融类企业，包括银行、保险、券商及地产：通胀逐步上升，存款活期化的趋势有望强化，银行资金成本降低，净息差可能扩大；保险将受益于息差的扩大以及资本市场投资收益的提升；券商将受益于在实际利率下降的趋势下投资及投机活动的活跃；地产行业将受益于通胀预期的提升和实际资金成本的下降；
- 2) 非金融企业中受益或者能够抵御通胀的行业主要是上、下游行业中的“资源性”企业，中游行业能持续受益或者抵御通胀的行业较少。这里的资源性企业是广义的“资源”概念，主要包括部分上游的行业（“硬”资源），如基础金属、煤炭、部分农产品及相关行业、部分化工行业如化肥，以及
- 3) 下游的具有分销网络或者品牌优势等资源的企业（“软”资源），如百货、超市、品牌零售、旅游与酒店以及具有品牌优势的食品饮料如高端白酒、葡萄酒。

根据历史的经验，中游行业在通胀的环境中往往是两头受压并受损的品种。如果通胀持续上升，我们相对看淡中游行业的表现。但是在中游行业中，我们也看好汽车、家电以及工程机械等品种。我们预计这些行业龙头公司市场地位在逐步巩固，整体行业需求依然保持强劲，同时在需求相对旺盛的情况下，即使成本有上升的压力，其定价能力并不一定会削弱。

图 23: 不同行业在两个通胀周期(2002-2004/2005-2007)中的毛利率水平的变化

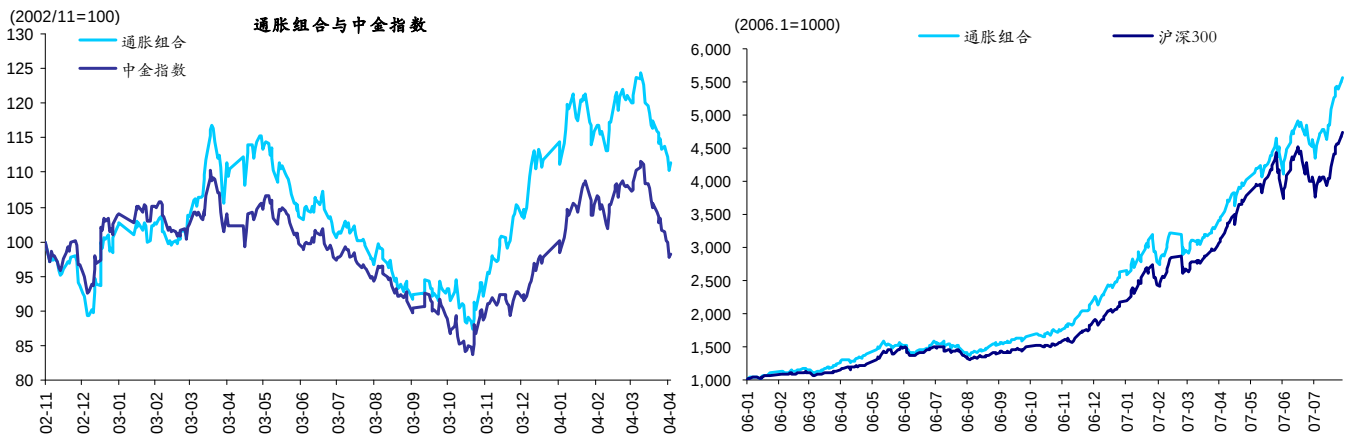
行业	行业	2008-2009YTD	2002-2004	2005-2007	得分	总得分
上游行业	贵金属	-1.2	n.a.	14.58	1	1
	石油天然气设备与服务	1.7	3.35	13.76	1	1
	综合性石油天然气企业	6.3	12.73	12.22	1	1
	玻璃	-0.8	2.65	10.18	1	1
	化纤	6.7	0.03	7.77	1	1
	石油天然气炼制与营销	17.9	2.97	7.73	1	1
	基础金属	-2.6	7.87	0.94	1	1
	化肥与农药	-5.0	2.03	0.38	1	1
	煤炭开采	-3.7	-0.56	6.66	0	1
	钢铁	-2.2	-0.53	6.02	0	1
	焦炭加工	-7.1	-2.91	5.38	0	1
	水泥	1.7	-3.14	2.41	0	1
	石化	5.4	-1.58	2.20	0	1
	其他建材	-1.8	-3.94	2.14	0	1
	造纸包装	1.5	-4.24	1.33	0	1
	基础大宗化学制品	-1.5	-0.24	1.19	0	1
	特殊化学制品	0.3	-4.28	0.88	0	1
	石油天然气储运与运输	2.3	-1.58	0.39	0	1
	其他有色金属	-4.2	1.98	-0.51	1	0
	林业	-2.0	-2.00	-2.11	0	0
中游行业	水电	1.4	12.60	9.03	1	1
	半导体	-3.7	0.58	1.37	1	1
	市政与环保	0.8	-5.59	4.99	0	1
	航空	8.7	-2.54	3.58	0	1
	电子仪器与元件	-1.7	-1.15	3.03	0	1
	工程机械	0.9	-1.44	2.63	0	1
	燃气与水	1.4	-4.90	1.45	0	1
	摩托车	4.6	-0.64	1.28	0	1
	火电	10.9	-4.14	1.20	0	1
	家电及相关	2.7	-1.58	0.83	0	1
	建筑与工程	-0.7	-1.05	0.43	0	1
	汽车零部件	4.3	-2.60	0.37	0	1
	输配电设备	2.7	-2.64	0.30	0	1
	公路运输	2.5	-0.36	0.21	0	1
	造船及港口机械	-1.3	4.32	-0.07	1	0
	公路	2.6	1.67	-0.14	1	0
	发电设备	-1.7	1.69	-1.08	1	0
	电网	-2.4	12.67	-1.81	1	0
	航天航空与国防	1.4	3.20	-8.12	1	0
	航运	-26.3	1.33	-11.39	1	0
	其他机械	-0.2	-4.04	-0.02	0	0
	综合	-0.5	-1.47	-0.31	0	0
	汽车	1.7	-0.44	-0.35	0	0
	仓储物流	2.1	-21.21	-0.83	0	0
	其他电气设备	3.3	-2.66	-1.32	0	0
	供暖供汽	1.8	-1.69	-1.41	0	0
	机床工具及零部件	0.4	-4.19	-1.65	0	0
	机场	-1.7	-2.45	-2.00	0	0
	铁路设备	-0.5	-18.08	-2.01	0	0
	城市轨道交通	3.9	-4.53	-2.98	0	0
	铁路运输	1.1	-3.25	-3.05	0	0
	商用汽车及零部件	2.6	-2.11	-3.27	0	0
	港口	-1.1	-2.33	-4.36	0	0
下游行业	通信设备	2.6	4.13	5.15	1	1
	旅游	1.0	1.49	1.04	1	1
	家电零售	0.2	3.00	0.88	1	1
	超市	-0.1	0.16	0.50	1	1
	百货及购物中心	-0.3	0.31	0.44	1	1
	酒店	-1.0	-17.74	25.13	0	1
	出版	5.2	-3.41	5.05	0	1
	软件产品及应用	1.6	-5.32	3.49	0	1
	广告	-10.2	-11.60	3.28	0	1
	软件外包	-1.0	-4.91	3.27	0	1
	家庭日用品	-0.5	-3.21	3.13	0	1
	酒类	5.1	-0.25	1.30	0	1
	休闲设备及饰品	-0.6	-4.00	0.32	0	1
	医药流通	-0.1	-3.50	0.07	0	1
	电信服务	-2.0	14.08	-0.94	1	0
	互联网软件及服务	3.2	4.54	-1.41	1	0
	餐饮	1.9	4.48	-2.27	1	0
	有线网络	1.9	4.20	-4.16	1	0
	软饮料	-3.5	4.85	-4.31	1	0
	医药制造	-0.3	-1.83	-0.28	0	0
	专营零售及其他	-0.3	-4.41	-0.30	0	0
	批发贸易	4.2	-0.90	-0.34	0	0
	纺织品	1.6	-3.34	-0.36	0	0
	计算机设备	-0.9	-1.45	-0.41	0	0
	服装	0.3	-2.15	-0.44	0	0
	乳品	6.7	-3.70	-0.64	0	0
	广播电影电视	-3.7	-15.37	-0.74	0	0
	农业	-0.6	-4.26	-1.54	0	0
	家具及装潢	6.2	-12.27	-1.95	0	0
	食品	0.7	-3.73	-3.73	0	0

资料来源: WIND、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

我们根据上述原则，基于沪深 300 现有的成分股构建组合，在 2002-2004 及 2005-2007 的两个通胀周期中，最终均显著跑赢指数。

图表 24：以“杠杆+资源”原则构建的组合在 2002-2004（左）及 2005-2007（右）的周期中最终均跑赢指数



资料来源：WIND、中金公司研究部

我们依据此选股原则结合当前基本面的趋势，选择了包括 20 只个股的通胀组合，个股市值基本在 50 亿人民币以上。我们相信这样的组合在通胀逐步回升并有可能超预期的情况下有望获得超额收益。

图表 25：通胀主题推荐组合

公司名称	股票代码	评级	股价(元)		市盈率(x)			市净率(x)			分红收益率				
			09-12-10	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
招商银行	600036 CH Equity	审慎推荐	17.49	12.3	18.3	14.5	11.6	3.2	3.5	2.9	2.4	0.6%	1.1%	1.4%	0.0%
北京银行	601169 CH Equity	推荐	18.30	21.0	18.7	13.6	10.4	3.6	2.9	2.5	2.1	1.0%	1.1%	1.5%	0.0%
中信证券	600030 CH Equity	推荐	30.30	27.5	23.6	21.3	20.6	3.6	3.3	3.1	2.8	0.5%	1.9%	2.1%	2.2%
中国人寿	601628 CH Equity	审慎推荐	31.74	89.1	33.6	26.6	23.2	6.6	5.5	4.4	3.5	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%
中国平安	601318 CH Equity	推荐	57.08	633.5	41.9	32.8	28.0	5.3	4.5	4.0	3.6	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%
金地集团	600383 CH Equity	推荐	15.65	46.2	28.5	21.0	16.2	4.2	3.4	3.0	2.7	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
招商地产	000024 CH Equity	推荐	31.56	44.1	34.1	26.2	20.2	3.6	3.3	2.9	2.6	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
首开股份	600376 CH Equity	推荐	23.82	48.0	33.8	23.8	18.4	7.4	3.0	2.7	2.3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
海油工程	600583 CH Equity	推荐	11.99	32.6	26.8	19.3	15.6	4.7	4.1	3.5	2.9	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%
西山煤电	000983 CH Equity	推荐	41.35	28.7	37.4	22.2	17.8	10.8	9.1	7.2	5.7	1.2%	0.9%	1.6%	2.0%
平煤股份	601666 CH Equity	推荐	33.31	17.5	29.5	19.0	15.5	5.0	4.4	3.9	3.4	1.2%	1.4%	2.1%	2.6%
江西铜业	600362 CH Equity	审慎推荐	41.67	55.1	48.5	31.4	27.6	6.1	5.6	5.0	4.4	0.5%	0.6%	1.0%	1.1%
华鲁恒升	600426 CH Equity	推荐	22.91	30.1	26.6	20.3	16.2	4.8	4.1	3.5	3.0	0.4%	0.9%	0.9%	1.3%
广州友谊	000987 CH Equity	推荐	28.00	39.1	34.3	27.4	22.2	8.7	7.8	6.8	5.9	1.2%	1.5%	1.8%	2.3%
大商股份	600694 CH Equity	审慎推荐	40.04	50.8	n.a.	39.0	29.6	3.8	3.8	3.4	3.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
华联综超	600361 CH Equity	中性	10.31	42.7	50.0	33.8	27.2	2.8	2.7	2.6	2.5	1.0%	0.8%	1.2%	1.5%
华天酒店	000428 CH Equity	推荐	8.70	36.1	40.5	24.2	21.5	4.0	3.6	3.2	2.9	0.8%	0.1%	0.6%	1.1%
五粮液	000858 CH Equity	审慎推荐	29.96	62.8	36.1	29.0	27.4	10.0	7.9	6.3	5.2	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
张裕A	000869 CH Equity	审慎推荐	68.79	40.5	33.0	27.8	22.7	14.3	12.0	10.2	8.6	1.7%	2.1%	2.5%	3.1%
獐子岛	002069 CH Equity	审慎推荐	32.50	58.7	46.1	26.9	21.0	5.9	5.5	4.8	4.2	1.1%	0.9%	1.9%	2.4%

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

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: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

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: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。