



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

投资策略报告

研究报告

2010 年 4 月 26 日

A 股

研究部

高挺

分析师，SAC 执业证书编号：S0080208070085

gaoting@cicc.com.cn

王汉锋，CFA

分析师，SAC 执业证书编号：S0080207120067

wanghf@cicc.com.cn

对房地产调控的思考

投资概要：

地产调控后的地产格局

从“价、量及地产投资”三个地产变量来看，历史上，房地产需求紧缩政策对地产成交量和价格的影响较为直接，而在经济总体平稳的情况下，地产投资则更多受供给调控政策的影响。目前地产需求的总体紧缩力度超过 2007 年 9 月份引入的紧缩政策，其效果可能类似 2007 年 9 月至 2008 年年中出现的状况，在未来 3-6 个月内出现“量缩、价平、投资稳”的格局。更长期演变趋势则需关注可能的进一步政策及经济总体走势。

地产调控对盈利预测的影响

全年自下而上 30% 的盈利增长预测存在一定下调风险，但全年实现 20-25% 盈利增长的概率依然较高，主要是出口好于之前的预期，而对比 2004 年目前产能投资增长相对温和，调控对投资品量及价格的影响不及 2004 年。房地产投资相关板块是业绩不确定性最大的板块。

市场反应了什么样的预期？

对比当前与 2008 年市场低点，受政策调控打压的银行、地产、钢铁等传统行业估值溢价相对较低，部分代表性个股价格回到了 2009 年 4/5 月份价格，而受结构转型等政策支持的板块估值相对较高。当前受政策打压的大盘蓝筹板块持续低迷、受产业升级及转型支持的中小盘屡创新高分化格局，与 1998 年-2000 年间美国大盘蓝筹股平稳、高科技板块持续走高的格局类似，其共同的逻辑是经济环境相对比较平稳，资金追逐新的增长亮点而催生结构性的估值泡沫。

当前地产打压政策可能使得资金继续追逐存在结构性亮点的小盘股而加剧大小盘之间的分化，但根据当时美国高科技泡沫破灭的经验，紧缩政策下整体经济增长预期的调整可能是扭转这种局面的触发因素；另外小盘股业绩难以兑现预期也是可能的诱发因素。

目录

房地产调控的历史告诉我们什么？	3
价、量、地产投资的趋势	3
对盈利及市场的影响	8
房地产调控与上市公司盈利	8
目前市场反应了什么样的预期？	10

图表目录

图表 1：房地产相关的三个变量及其与整体经济的相关关系图	3
图表 2：房地产主要调控政策回顾	4
图表 3：房地产成交量、价格、投资及新开工的变化年度数据对比	5
图表 4：2007 年 9 月份地产需求紧缩政策之后的房价及成交量走势	5
图表 5：2007 年 9 月份地产需求紧缩政策之后地产新开工及投资的走势	6
图表 6：2007 年 9 月份地产需求紧缩政策与当前的需求政策对比	6
图表 7：2007 年地产开发商现金流及负债情况与当前情况对比	6
图表 8：房地产历年销售、新开工和投资情况	7
图表 9：非金融上市公司自上而下盈利增速对出口和投资增速的敏感性分析	8
图表 10：非金融行业收入增长趋势（左）及受房地产投资影响较大的板块收入增长趋势与房地产投资趋势对比(右)	9
图表 11：调控后各行业收入变化：2005 vs 2004	9
图表 12：投资增长的结构与 2004 年相比更健康	10
图表 13：中金覆盖公司各行业盈利增速	10
图表 14：指数的估值	11
图表 15：按照市盈率行业估值相比 2008 年低点的折溢价水平	11
图表 16：行业市净率相比 2008 年低点的溢价水平	12
图表 17：招商银行、宝钢股份、万科A的股价及估值变化	12
图表 18：小盘与大盘走势对比（左），及估值对比(右)	13
图表 19：“结构转型”泡沫（左）与美国纳斯达克高科技泡沫对比(右)	13
图表 20：美国 1998-2001 年的经济增长（左）与当时的通胀及货币政策(右)	13

房地产调控的历史告诉我们什么？

自上周四以来，国家连续出台了自住房商品化以来最严厉的紧缩房地产需求的政策。

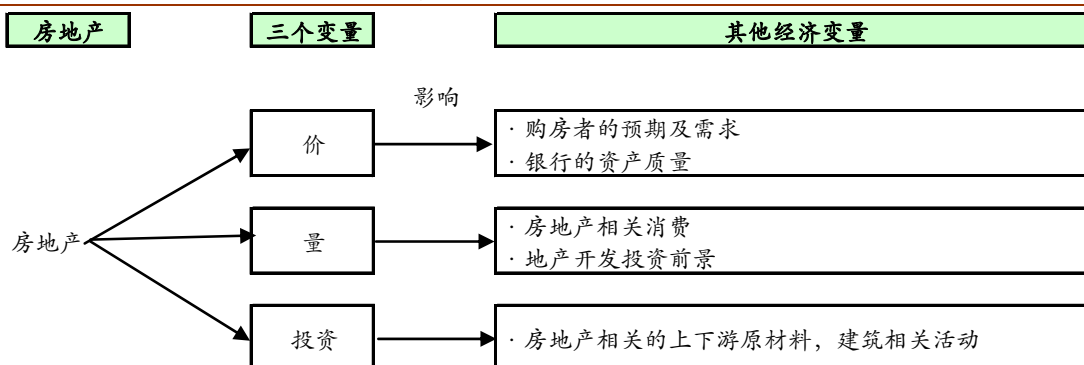
价、量、地产投资趋势

与房地产相关的三个变量“价、量、投资”，即房价、地产成交量以及房地产开发投资后续的趋势又成了市场关注的焦点。我们将自 2003 年以来的中国房地产调控政策做了梳理，来找寻在目前的调控政策下，这三个变量未来可能的趋势。我们的研究有如下几个要点对判断未来这三个方面的趋势具有参考意义：

- 1) “价、量、投资”三者之间及与其它经济变量的基本关系：房地产价格波动影响购房者的预期、购房需求释放进度以及银行资产质量等，房地产成交量影响房地产相关的消费并影响房地产投资，而房地产投资则影响上下游原材料、建筑相关的需求(图表 1)；
- 2) 地产需求紧缩政策对“价”和“量”的影响直接，对“投资”的影响较为间接：地产需求紧缩政策下，一般会出现“量缩、价平”的特征，但对投资的作用则需要一段时间来体现，在经济并没有大幅下滑的预期下，地产投资受需求调节政策影响较小：在 2003-2007 年的地产紧缩周期中，2003-2004 年的政府调控重在调控供给，即限制房地产开发投资过热(图表 2)；而 2005-2007 年的地产调控则多方面措施并举，重点在通过调节首付比例、利率以及对投机性购房的限制来调节需求。2004 年房价上涨的趋势并没有得到很好的控制，地产成交也大幅增加；但在需求调节政策下，2005、2006 年成交量增速明显放缓，房价上涨也趋缓，2007 年经济形势明确好转，房价再次大幅上扬，引发了 2007 年 9 月份后对需求的严厉紧缩措施，此后房价走势持平，成交量明显萎缩，这样的趋势一致持续到 2008 年年中(图表 4)。此后，在金融危机的冲击之下，房价才开始幅度明显的调整，成交量也进一步萎缩(图表 4)，房地产新开工才开始明显下滑(图表 5)。在此期间，房地产投资增长有一定的波动，但除了经济危机的 2009 年之外，投资增速始终保持在 20% 以上，2005-2006 年之间受需求调控政策影响有所下滑，但幅度并不大。
- 3) 在经济整体平稳的情况下，地产投资受供给调节的政策影响更大。房地产新开工增速的大幅下滑，发生在 2004/2005 及 2008 年，前者是因为针对地产投资的调控(2004 年)，而后者则是因为受金融危机的影响，整个经济前景受到较大冲击。

对比来看，在目前的政策框架下，需求紧缩的严厉程度总体上已经超过 2007 年 9 月份出台的政策(图表 6)，但目前开发商现金流及负债情况明显好于 2007 年(图表 7)，面对需求紧缩政策其降价动力比 2007 年当年要弱，因此房地产市场在未来 3-6 个月内整体出现“量缩、价平”的概率较大。面对需求紧缩带来的不确定性，地产新开工和投资增长可能呈现逐步回落趋势，但由于政府在通过加大土地供应的方式来鼓励增加供应，全年地产投资增长大幅低于 20% 的可能性不大。风险因素则在于是否有进一步更严厉调控政策。

图表 1：房地产相关的三个变量及其与整体经济的相关关系图



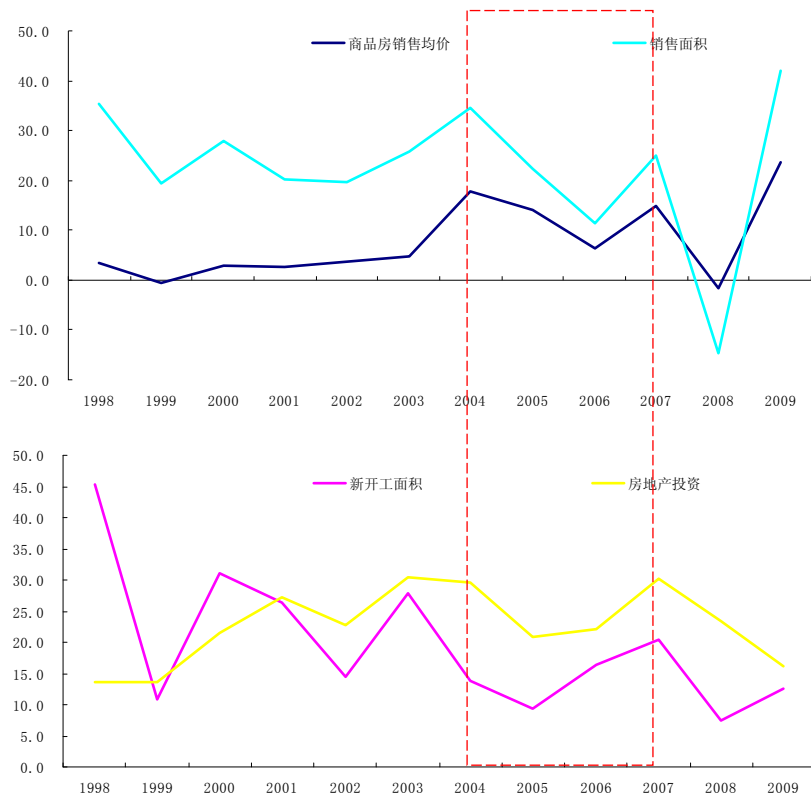
资料来源：中金公司研究部

图表 2：房地产主要调控政策回顾

2003年	对地产调控存在反复心理
Jan-03	《经济适用住房价格管理办法》
Feb-03	国土资源部收紧对高档住宅和别墅用地的供给
Jun-03	中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知,防范房地产信贷风险,促进房地产金融健康发展。
Aug-03	《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》,首次明确房地产已经成为国民经济的支柱产业
2004年	主要在于抑制过热的投资
Mar-04	严令各地须在当年8月31 前将协议出让土地中的“遗留问题”处理完毕,否则国土部门有权收回土地,纳入国家土地储备,中国各地已停止审批新设立和扩大各类开发区
Mar-04	国务院发通知,提高钢铁、电解铝、水泥、房地产开发投资项目的资本金比例,钢铁业由25%提高到40%,水泥、电解铝、房地产开发由20%提高到35%。房地产进入国家宏观调控行业大名单。
Apr-04	土地市场清理整顿、严格土地管理,对高尔夫球场、会展中心、物流园区、大型购物中心等项目进行清理。
Apr-04	三个暂停政策和土地垂直管理:全国暂停农用地转用审批;暂停新批的县改市(区)和乡改镇的土地利用总体规划的修改;暂停涉及基本农田保护区调整的各类规划修改。并且即将实行土地垂直管理。
May-04	城市商品房预售管理办法》,预售的商品房在交付使用之日起90日内,承购人要到有关部门办理权属登记手续,房地产管理部门作出的准予商品房预售许可的决定,应当予以公开,公众有权查阅。
Sep-04	《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》
Dec-04	
2005年	出台针对地产的指导性政策
Mar-05	央行决定从即日起调整商业银行自营性个人住房贷款政策。宣布取消住房贷款优惠利率;对房地产价格上涨过快的城市或地区,个人住房贷款最低首付款比例可由现行的20%提高到30%。
Mar-05	国务院下发了《关于切实稳定住房价格的通知》(旧国八条),稳定住房价格,调整住房供应结构,控制被动性住房需求等
Apr-05	国务院出台《加强房地产市场引导和调控的八条措施》(新国八条),调整住房结构、增加中低价位住房的供应量,并通过税
May-05	七部门《关于做好稳定住房价格工作的意见》,调整住房转让环节营业税政策,严格税收征管,明确享受优惠政策普通住
2006年	调节供给,增加税收
May-06	国务院提出了促进房地产业健康发展的六条指导性措施(国六条),具体六项措施包括重点发展中低价位、中小套型普通商品住房、经济适用住房和廉租住房,合理控制城市房屋拆迁规模和进度,减缓被动性住房需求过快增长以及进一步整顿
May-06	对“国六条”进一步细化,而且在套型面积、小户型所占比率、新房首付款等方面作出了量化规定,提出90 平方米、双70%的标准。2006 年6月1日后,个人将购买不足5 年的住房对外销售全额征收营业税。
Jul-06	建设部《关于落实新建住房结构比例要求的若干意见》,各城市年度新审批、新开工的商品住房总面积中,套型建筑面积90平方米以下住房(含经济适用住房)面积所占比重,必须达到70%以上。
Jul-06	国税总局宣布至8 月1 日起,对二手房交易盈利部分征收20%的个人所得税。
Jul-06	银监会发布关于进一步加强房地产信贷管理的通知,各银行业金融机构要扎实做好房地产贷款“三查”,全过程监控开发商项目资本金水平及其变化,严禁向项目资本金比例达不到35%(不含经济适用房)、“四证”不齐等不符合贷款条件的房
Sep-06	国务院《关于加强土地调控有关问题的通知》,进一步加强对土地的保护和调控,包括保护耕地、限制农转非、建立工业用地最低价标准统一公告制度、调整建设用地有关税费政策等。
2007年	明确的抑制需求
Sep-07	央行、银监会联合颁布《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》,对于贷款购买第二套房,首付不低于四成,利率为基准利率的1.1 倍;严格房地产开发贷款,项目资本金不达35%,不得发放贷款等
Oct-07	国土资源部查处囤地开发商四条措施
Nov-07	建设部、发改委等七部门联合发布《经济适用住房管理办法》,指出只有城市低收入住房困难家庭可以购买经济适用房,并且只能拥有有限产权,转让时政府可以优先回购,单套经济适用住房的建筑面积也被限定在60平方米左右。
2008年	为救经济再次启动房地产
Nov-08	财政部将个人首次购买90 平方米及以下普通住房契税税率暂统一下调到1%;对个人销售或购买住房暂免征收印花税;对个人销售住房暂免征收土地增值税。
Nov-08	住房和城乡建设部计划用三年时间,总投资9000亿元人民币通过廉租住房的方式解决城镇747万户低收入住房困难家庭的住房问题,其中287万户通过实物配租的方式解决,460万户通过货币补贴的方式解决;同时,根据各地经济适用房建设规划,今后三年,全国还将建设400万套经济适用房,并将进行国有林业、煤矿、农垦职工的棚户区危旧房改造,大约解决220万户
Dec-08	国务院常务会议研究部署促进房地产市场健康发展的政策措施。会议提出:对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策
2009年	房地产政策再次转向
Jun-09	《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》,国务院决定自5月25日起对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整,其中保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%,其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%。
Dec-09	国务院常务会议明确提出,要高度重视房价过快增长的态势,遏制房价过快上涨的势头,抑制投资投机性购房。(国四)
2010年	出台严厉的调控措施
Jan-10	国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知(国十一条)
Apr-10	坚决遏制住房价格过快上涨。各城市政府要切实负起维护房地产市场健康发展的责任。加强住房保障工作,增加住房建设用地有效供应。实行更加严格的差别化住房信贷政策,抑制投机性购房。加快研究制定合理引导个人住房消费的税收政策
Apr-10	实行更为严格的差别化住房信贷政策。对购买首套自住房且套型建筑面积在90 平方米以上的家庭,贷款首付款比例不得低于30%;对贷款购买第二套住房的家庭,贷款首付款比例不得低于50%,贷款利率不得低于基准利率的1.1 倍;对贷款购买
Apr-10	国务院《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》,要严格限制各种名目的炒房和投机性购房,房价过高地区可暂停发放购买第三套及以上住房贷款,对不能提供1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。

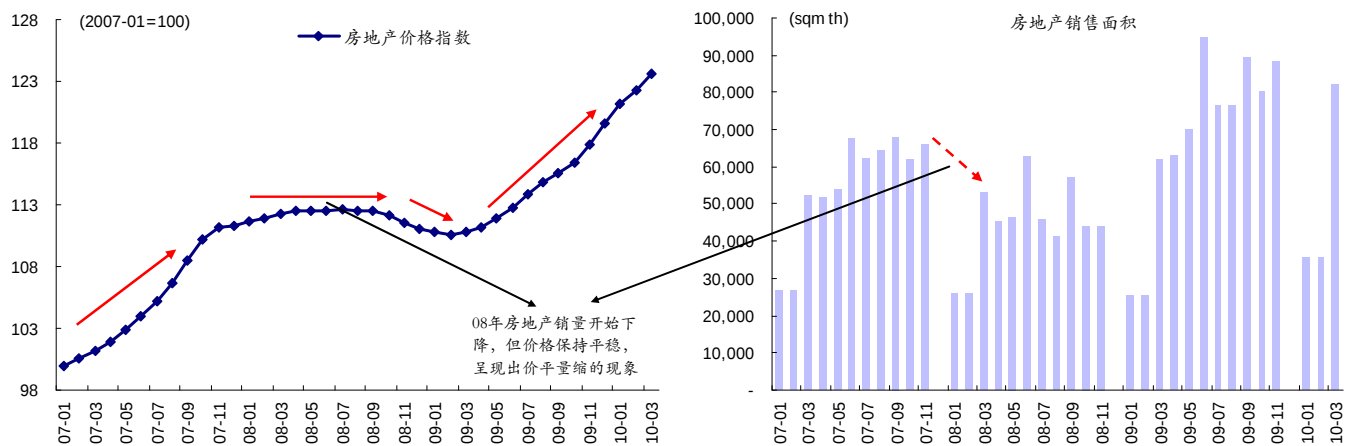
资料来源：中金公司研究部

图表 3: 房地产成交量、价格、投资及新开工的变化年度数据对比



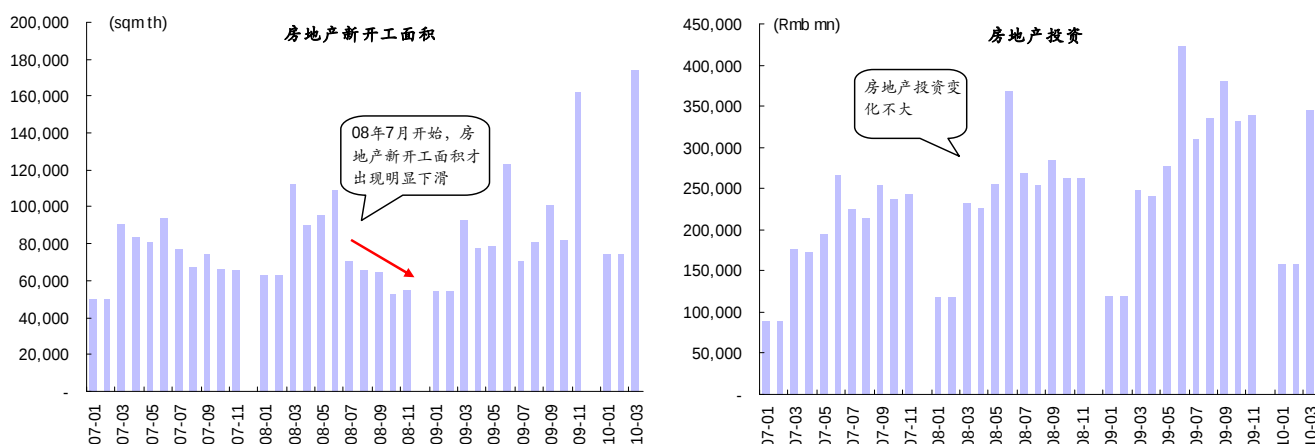
资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 4: 2007 年 9 月份地产需求紧缩政策之后的房价及成交量走势



资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 5：2007 年 9 月份地产需求紧缩政策之后地产新开工及投资的走势



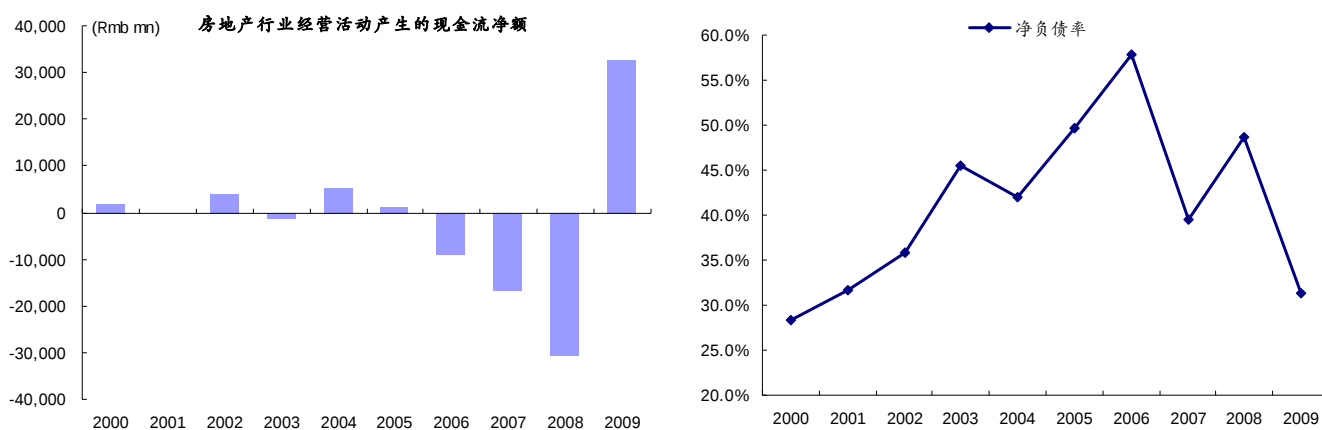
资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 6：2007 年 9 月份地产需求紧缩政策与当前的需求政策对比

	2007	2010
一套房	首付 不得低于30%。考虑到中低收入群众的住房需求，对购买自住住房且套型建筑面积90平方米以下的仍执行首付款比例20%的规定。	首付 不得低于30%
	贷款利率 不得低于基准利率的0.85倍，即6.65%（5~10年期）	贷款利率 不得低于基准利率的0.7倍，即4.16%（5~10年期）
二套房	定义 以贷为限	定义 以房为限，
	首付 应适当提高首付款比例	首付 不得低于50%
三套房	贷款利率 按照中国人民银行公布的同期同档次贷款利率执行，即7.11%（5~10年期）	贷款利率 不得低于基准利率的1.1倍，即6.53%（5~10年期）
	首付	首付 幅度提高首付款比例
	贷款利率	大幅度提高利率水平，房价过高地区可暂停发放购买第三套及以上住房贷款

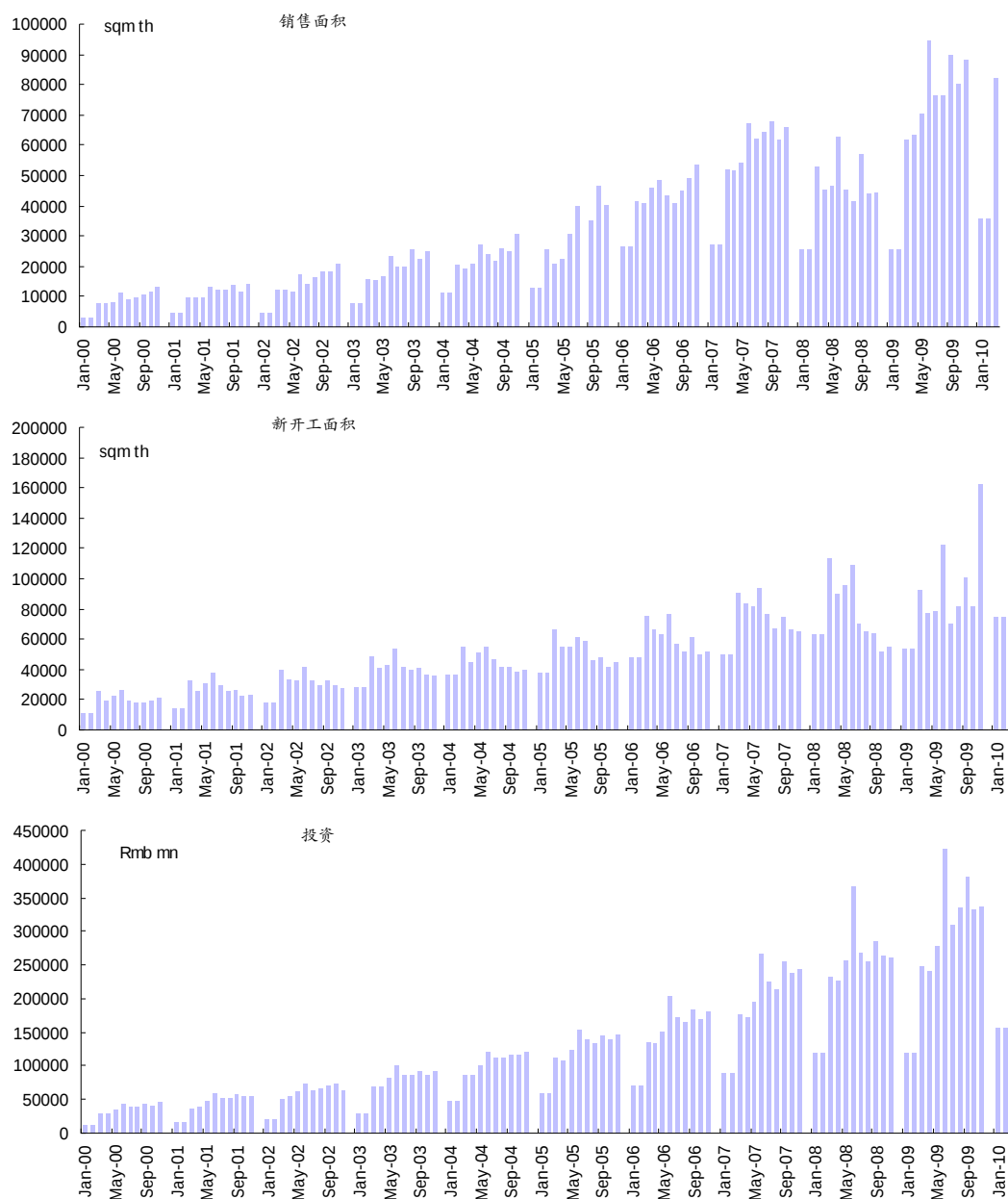
资料来源：中金公司研究部

图表 7：2007 年地产开发商现金流及负债情况与当前情况对比



资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 8: 房地产历年销售、新开工和投资情况



资料来源: WIND、中金公司研究部

对盈利及市场的影响

房地产调控与上市公司盈利

市场关心的另外一个问题是房地产调控对盈利带来的可能的影响。

我们在前期的研究报告中分析过盈利的风险（见 2010 年 2 月 1 日的策略周报），当时的看法是，上市公司 2010 年实现 20-25% 左右增长的概率较大，业绩不确定性主要集中在地产相关的板块。房地产紧于预期的调控政策的确给盈利增长带来了不确定性，但由于出口的表现好于当时的预期（中金宏观组将全年出口增速预测从当时的 10% 左右上调至 15%），我们的基本情形依然认为全年上市公司业绩实现 20-25% 的增长依然是可能的，虽然相对于目前自下而上 30% 的预测增速有下调空间，但总体下调空间不大。我们自上而下的敏感性分析也显示，投资增速下调而出口增速上调的情况下，非金融公司的盈利增速变化不大（图表 9）。

具体来说，房地产调控将通过如下三个途径来影响上市公司总体盈利增长：

- 1) 房地产开发投资的放缓，可能使得房地产建筑相关的原材料及投资品受到影响；
- 2) 房地产销售的趋缓，使得房地产相关的消费，如家庭耐用品的消费直接受到影响；
- 3) 房地产市场的低迷带来对银行资产质量的担心，银行可能加大拨备力度，业绩上调的空间被限制；由于股票市场可能受调控影响而低迷，使得保险和证券行业的业绩也受到负面影响。

我们参考了 2004-2005 年的房地产调控给企业收入增长带来的影响。房地产调控的背景下，地产投资相关的板块受到的负面影响是最大的（图表 10）。从收入增长来看，2005 年地产投资相关板块收入增速下降幅度是最大的，包括煤炭、有色、钢铁、建材、房地产、机械等（图表 11）；与房地产相关度不大的板块，增长趋势受到地产调控的影响相对较小，如除家庭耐用消费品之外的消费、通信及科技、医药、石油石化等。

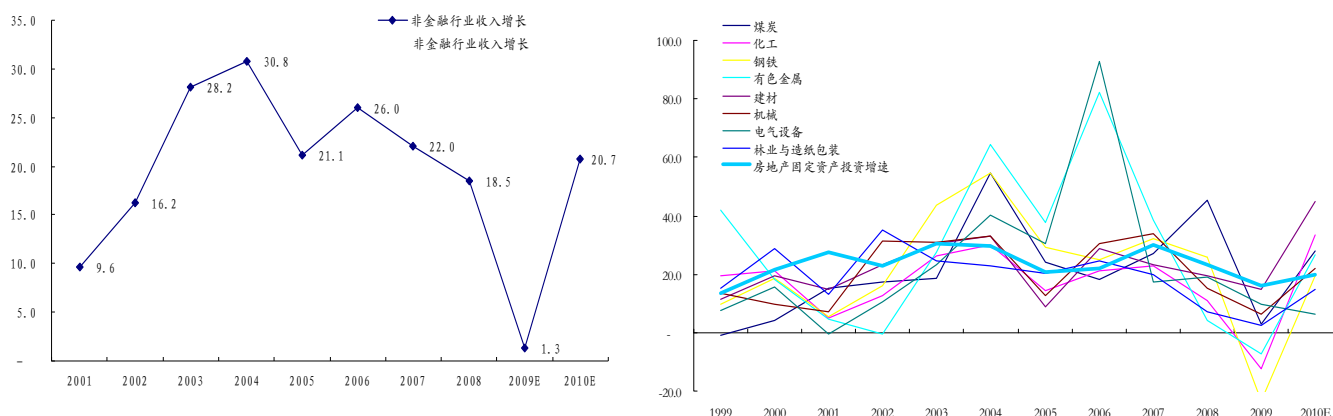
目前的房地产调控政策与 2004 年相比，最大的不同在于紧缩需求而不在于限制开发投资，并且目前经济中产能扩充的情况也显著好于 2004 年（图表 12），因此地产调控给地产投资相关板块盈利带来的影响将弱于 2004 年。按照目前的中金公司所覆盖公司的盈利预测，地产投资相关板块占整体上市公司盈利 18%，2010 年盈利增长在 74% 左右（图表 13）。我们的测算显示，即使假设房地产投资相关的板块盈利全年无增长，上市公司整体盈利增速仍有 20%，而这是比较悲观的情况。

综合来看，虽然房地产调控使得我们目前 2010 年自下而上的盈利增长 30% 有些乐观，但出口好于预期，同时对比来看调控对房地产投资的影响将小于 2004 年，使得我们相信全年上市公司业绩实现 20-25% 增长的概率依然较高。业绩不确定性最大的板块则依然集中在房地产及投资相关的板块。

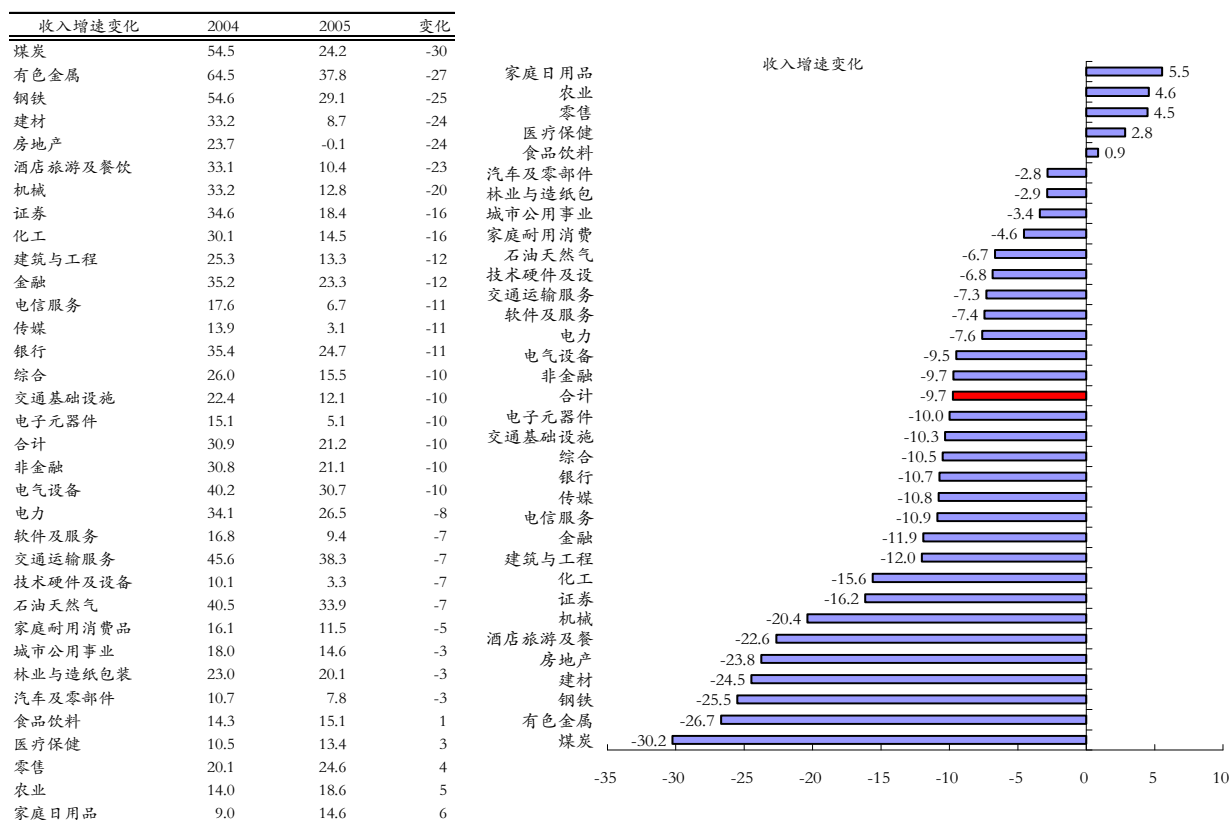
图表 9：非金融上市公司自上而下盈利增速对出口和投资增速的敏感性分析

		出口增速 (%)								
		0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0	13.0	15.0	16.0
固定投资	29.9%									
	12	18.9%	20.8%	22.6%	24.4%	26.2%	28.0%	30.8%	32.6%	33.5%
	13	19.4%	21.2%	23.0%	24.9%	26.7%	28.5%	31.2%	33.1%	34.0%
	15	20.3%	22.1%	24.0%	25.8%	27.6%	29.4%	32.2%	34.0%	34.9%
	17	21.2%	23.1%	24.9%	26.7%	28.5%	30.4%	33.1%	34.9%	35.8%
	20	22.6%	24.5%	26.3%	28.1%	29.9%	31.8%	34.5%	36.3%	37.2%
	22	23.6%	25.4%	27.2%	29.0%	30.9%	32.7%	35.4%	37.2%	38.1%
	25	25.0%	26.8%	28.6%	30.4%	32.3%	34.1%	36.8%	38.6%	39.5%
	27	25.9%	27.7%	29.5%	31.4%	33.2%	35.0%	37.7%	39.6%	40.5%
	30	27.3%	29.1%	30.9%	32.8%	34.6%	36.4%	39.1%	41.0%	41.9%

资料来源：WIND、中金公司研究部

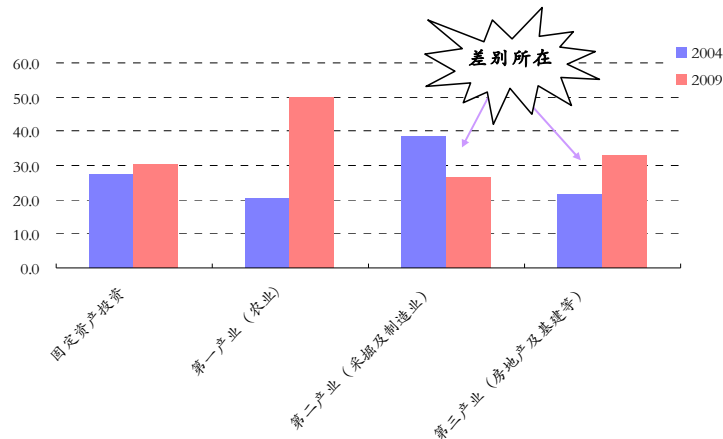
图表 10: 非金融行业收入增长趋势 (左) 及受房地产投资影响较大的板块收入增长趋势与房地产投资趋势对比(右)


资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 11: 调控后各行业收入变化: 2005 vs 2004


资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 12：投资增长的结构与 2004 年相比更健康



资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 13：中金覆盖公司各行业盈利增速

大行业组	二级行业	CICC Universe 占比 2010E	2010 自下而上行业增 速	CICC Universe 净利润 2009E	2010E	大行业组盈利 增速	占比
消费相关 板块	食品饮料	1.8%	38.2%	15,776	21,799	27.6%	7.6%
	汽车及零部件	1.6%	42.8%	13,891	19,831		
	家庭耐用消费品	1.2%	24.6%	11,740	14,622		
	零售	0.6%	37.7%	5,695	7,839		
	医疗保健	0.5%	18.8%	5,522	6,562		
	技术硬件及设备	0.4%	28.6%	4,169	5,361		
	酒店旅游及餐饮	0.3%	23.7%	2,479	3,067		
	传媒	0.2%	3.0%	2,866	2,951		
	电信服务	0.2%	-29.3%	3,916	2,767		
	林业与造纸包装	0.2%	0.0%	2,194	2,195		
	软件及服务	0.2%	21.1%	1,711	2,072		
	农业	0.2%	32.4%	2,087	2,764		
	电子元器件	0.0%	20.6%	225	271		
房地产投 资相关密 切板块	家庭日用品	0.0%	146.8%	124	306	74.1%	18.2%
	煤炭	5.0%	26.5%	47,867	60,534		
	钢铁	2.8%	209.1%	10,980	33,942		
	建筑与工程	2.6%	31.0%	24,395	31,955		
	机械	2.6%	31.0%	23,940	31,362		
	交通运输服务	2.2%	661.1%	3,538	26,926		
	有色金属	1.7%	217.6%	6,477	20,570		
	建材	0.7%	43.1%	6,281	8,988		
电力及基 础设施等	化工	0.6%	92.6%	4,115	7,927	18.3%	4.1%
	电力	1.9%	22.3%	18,923	23,137		
	交通基础设施	1.1%	14.8%	11,734	13,475		
	电气设备	1.0%	11.6%	10,524	11,749		
	城市公用事业	0.2%	45.1%	1,268	1,840		
金融相关	综合	0.0%	n.a.	-	-	25.7%	53.6%
	银行	45.1%	27.4%	432,894	551,636		
	保险	4.5%	15.7%	47,556	55,045		
	证券	1.8%	9.8%	20,522	22,523		
	房地产	2.2%	28.6%	20,502	26,367		
石油天然气		16.5%	18.2%	171,114	202,200	18.2%	16.5%
合计		100.0%	30.8%	935,028	1,222,582	30.8%	
金融		51.5%	25.6%	500,973	629,204	25.6%	
非金融		48.5%	36.7%	434,056	593,378	36.7%	

资料来源：WIND、中金公司研究部

目前市场反应了什么样的预期？

从整体上看，市场（沪深 300 指数）相比 2008 年年底的低点上涨 98%，市场估值从当时的前向 11.6 倍市盈率扩充到当前的 14.8 倍（图表 14），估值提升到当时的 1.3 倍，而业绩这两年增长了约 50%，这两者共同解释了指数的涨幅。

从结构上看，受政策打压比较大的银行、地产及地产投资相关的板块（如钢铁）等，以及增长预期不高的石油石化行业，估值相比 2008 年年底低点溢价程度相对较小。而通信、科技、航空、工业、可选消费、医药等行业则受“结构转型”等预期的支持，估值溢价程度相对较高（图表 15）。按照市净率估值的折溢价情况也具有类似的特征（图表 16）。

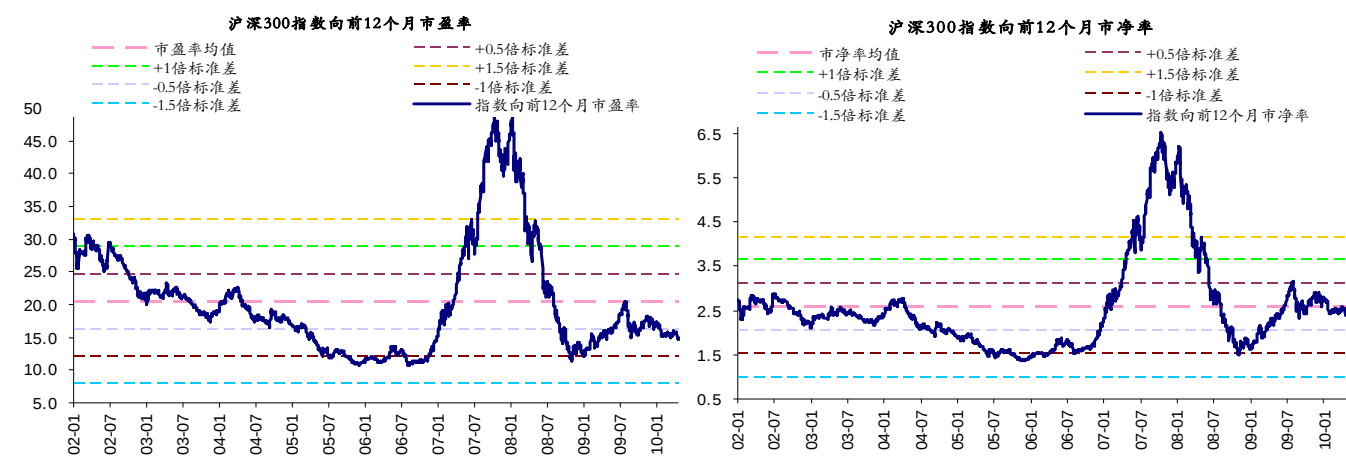
受政策打压板块的持续低迷和受政策影响不大或者支持的板块的持续高涨，两者分化不断加剧，是市场当前的特征，表现为大盘股（中证100指数）在区间震荡，而受各种转型及产业政策支持的中小盘股（中证500指数）屡创新高，两者的估值差异也创历史新高（图表18）。传统的行业，如银行、地产、钢铁等估值持续受到压制，万科股价已经回到2009年3/4月份的价格，宝钢及招商银行的价格接近2009年5月底的价格（图表17）。

这种结构上的分化，与美国1998-2000年之间美国蓝筹股与高科技股之间的表现分化具有类似性。1998年当时美国长期资本公司倒闭造成市场动荡，风波平息后，市场在寻找持续增长的亮点并在互联网应用为代表的高科技板块看到了希望，在经济表现总体平稳的情况下，蓝筹股表现平平，但电信及互联网领域过度投资，高科技股票屡创新高并形成泡沫（图表19）。高科技泡沫最终在货币紧缩导致经济增长预期下滑的情况下破灭。

目前A股市场表现反应的是，对整体经济增长的担心虽然存在，但二次探底的担心并不大，在中国寻求结构转型、转变增长方式的背景下，对传统行业缺乏兴趣，而对代表转型升级方向、增长相对确定性较强的部分中小盘表现出强烈的兴趣，并在赚钱效应的吸引下，资金驱动使得中小盘估值已经明显高企。

我们认为，目前对房地产的打压可能使得社会投机资金更加充裕，且市场对经济二次探底的担心并不重，在这种格局下，市场由于需要继续消化房地产政策的调整而仍将缺乏对大盘蓝筹股的兴趣，对受产业结构升级和增长转型支持的中小盘有可能表现出持续的兴趣，中小盘估值高企的状况有继续扩大的趋势。但如果房地产政策调整带来经济增长预期的改变，这种局面将得到纠正。另外，小盘股业绩未达预期也可能是诱发因素之一。

图表14：指数的估值



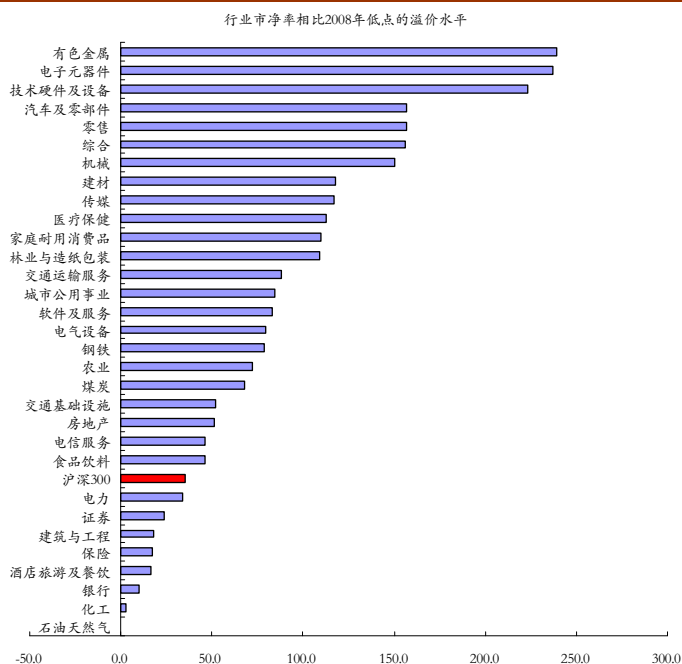
资料来源：WIND、中金公司研究部

图表15：按照市盈率行业估值相比2008年低点的折溢价水平

	市盈率		市净率		市盈率溢价 (%)	市净率溢价 (%)
	2008-11-4	2010-4-23	2008-11-4	2010-4-23		
能源	13.4	15.8	2.2	2.5	18.0	12.4
基础材料	8.5	20.9	1.1	2.5	146.6	134.5
工业	11.5	18.5	1.5	2.8	61.3	86.9
交通运输	11.2	23.2	1.5	2.7	106.6	76.4
公用事业	80.4	24.9	1.9	2.6	-69.1	39.8
金融	10.8	11.8	1.9	2.1	9.4	13.0
房地产	12.6	15.3	1.5	2.2	21.0	51.1
通信	12.0	37.9	1.2	1.8	216.3	46.3
科技	15.0	27.1	1.4	4.0	80.8	175.6
医疗保健	21.1	27.6	2.7	5.8	30.7	112.6
可选消费	13.1	19.0	1.4	3.1	44.9	122.4
日常消费	23.2	26.9	4.1	6.1	16.2	48.3
沪深300	12.0	15.4	1.8	2.5	28.1	35.6

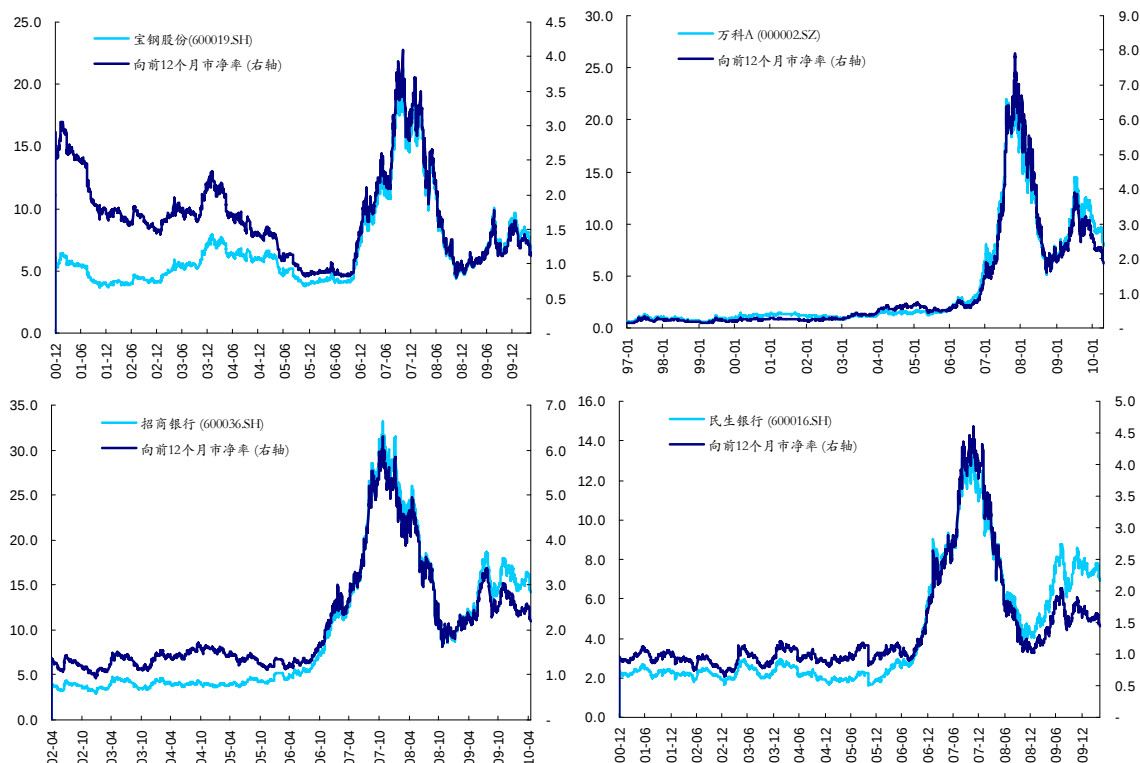
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 16：行业市净率相比 2008 年低点的溢价水平



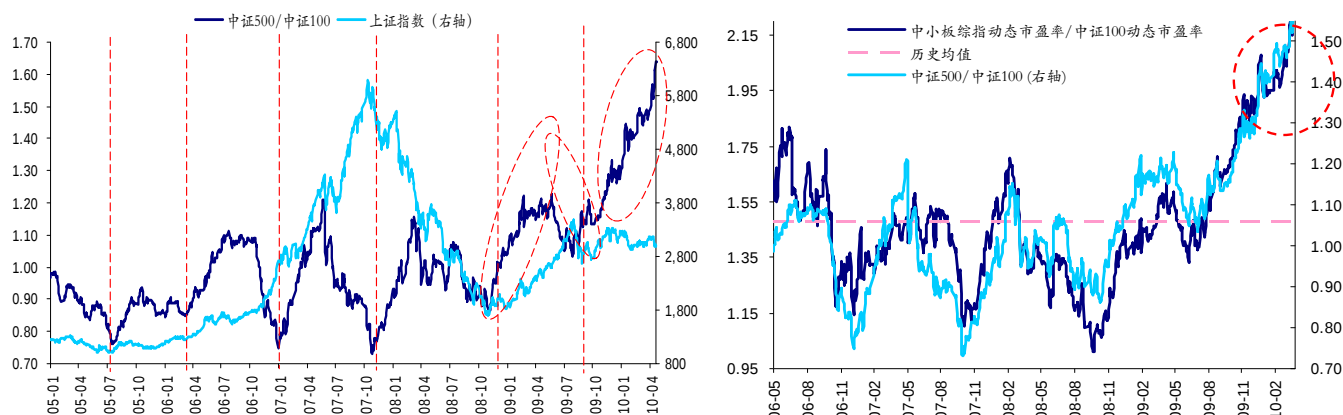
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 17：招商银行、宝钢股份、万科 A 的股价及估值变化



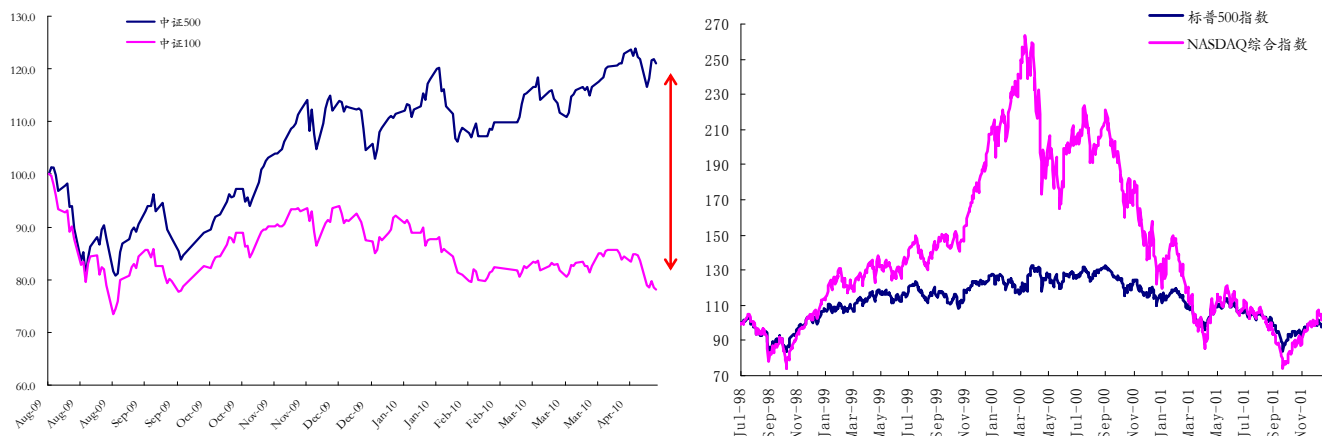
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 18: 小盘与大盘走势对比 (左), 及估值对比(右)



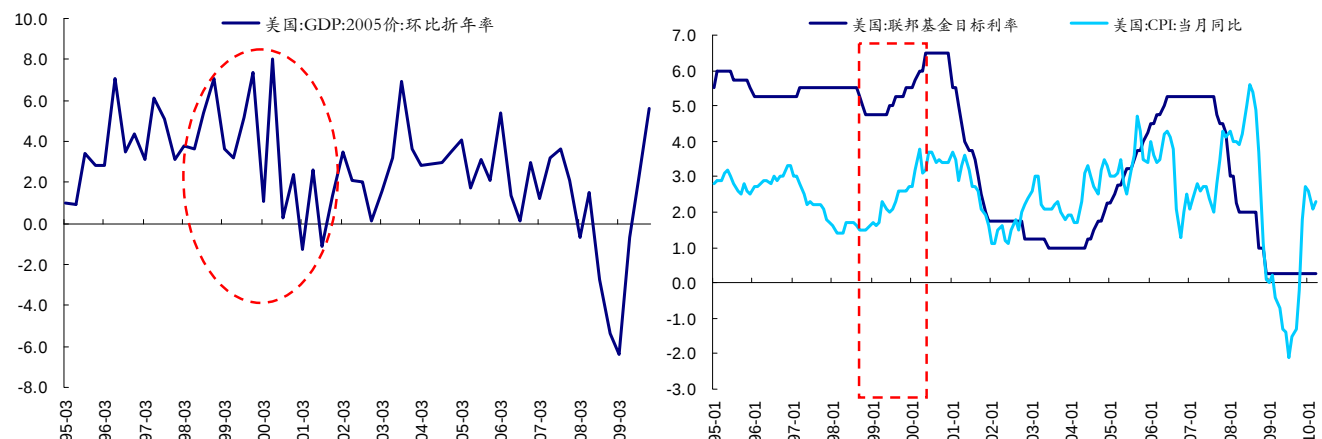
资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 19: “结构转型” 泡沫 (左) 与美国纳斯达克高科技泡沫对比(右)



资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 20: 美国 1998-2001 年的经济增长 (左) 与当时的通胀及货币政策(右)



资料来源: WIND、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
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act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，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。