

重回中周期起点之动力篇

报告要点

■ 市场运行的核心

对于中期而言，我们将回归到资本场所运行的根本动因——企业盈利。EPS 变动和 PE 的变动是股票价格上行的主要推升动力。在这两大推升因素中，PE 的贡献度更大。但无论是 EPS 提升还是 PE 提升，归根结底在于对盈利增长的预期和实现。因此，中周期逻辑主线的展开在于盈利。

■ 制造业盈利 2011 年中期见底

将微观的“量价”分析方法应用于宏观的总量分析，我们可以得到制造业盈利增速变化与“量价”变化的关系。加工类 PPI 与销量指标所构建的 ROE 预测系统显示，制造业 ROE 增速将在 2011 年中期见底。盈利的见底回升将是支撑中周期实体增长和资本市场运行的核心因素。

■ 制造业投资与设备制造业的崛起

投资中最重要的三大投资领域基建、房地产和制造业投资在结构上将会发生显著的变化。中国制造业投资存在的 10 年运行周期将在 2011 年将进入周期底点。折旧所反映的社会存量资本增长达到了改革开放以来的新低，而在二次去库存与去产能的背景下，制造业投资有可能再次扩张。制造业内部产能从材料类向设备类的转移也预示未来增长的动力将更多的以来设备制造业产业链。

■ 制造业与房地产投资收益的逆转

宏观调控下的房地产价格同比将会在明年上半年回落至政策调控的认可区间 5%~6% 的水平，结合当前的支付杠杆水平，房地产投资资金的 ROE 回报大体与制造业投资 ROE 的平均水平相当。而在实际利率回升的情况下，房地产投资收益将会进一步下行。房地产与制造业投资之间存在流量逆转。

■ 2011 年市场运行的三阶段模式

在工业化后半期依靠制造业投资增长的经济面临增长的平台式下滑，但只要进入新平台的稳定增长期，资本市场所表现出来的就是持续向好。明年制造业盈利见底是核心，而针对市场的策略则应当围绕这个核心而展开。具体而言，2011 年市场将会沿着一个三阶段的路径而展开。

相关研究

《2011 年度投资策略报告之一：政治与经济的再平衡》，李冒余，2010 年 12 月 02
《专题投资策略：通胀视角下的 A 股估值运动》，邓二勇、李冒余，2010 年 11 月 21 日

分析师：

邓二勇、李冒余

(8621) 68751691

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

陈开伟

(8621) 68751691

chenkw@cjsc.com.cn

正文目录

前言	5
市场运行的核心是什么	5
中周期盈利的变化：宏观经济的微观视角	6
微观经济的量与价	7
宏观经济的量与价	8
制造业盈利周期展望	12
中周期的起点	16
供需对比逐步利于总供给	17
一个简单的测算	19
中周期运行的主线：制造业投资与设备制造业	22
制造业的周期运行	22
折旧水平所体现的意义	23
制造业投资的核心变量	25
制造业盈利能力的变更	25
制造业与房地产投资的逆转	27
设备类产能的集聚：转型悄然进行	29
2011 年投资策略	32

图表目录

图 1: 库存周期与资本市场运行	5
图 2: 市场上涨中 PE 贡献度更高	6
图 3: 上市公司 ROE 同比与 EPS 同比存在一致性	6
图 4: 制造业收入增长与 ROE 增长的同步性	7
图 5: 量价之间的非对称性	8
图 6: 销售总收入的倒“U”形变化	8
图 7: A 股流通市值行业占比情况（至 2010 年 11 月）	9
图 8: PPI 分项走势图	9
图 9: 加工类 PPI 走势	10
图 10: 制造业 ROE 与 EPS 同比变动	10
图 11: 库存周期变动	11
图 12: 工业增加值同比-工业库存同比	12
图 13: 中美 PPI 走势图	13
图 14: 中国 PPI 与 CPI 变动	13
图 15: 中美 PPI 相关系数变化	14
图 16: 美元兑人民币走势	14
图 17: 美元指数与商品指数走势	14
图 18: PPI 预测走势	15
图 19: 制造业单季度 ROE 水平变动	15
图 20: 制造业盈利与其量价关系预测（虚线部分为预测）	16
图 21: 金属类产量增速大幅下滑	17
图 22: 非金属材料产量增速大幅消化	17
图 23: 主要行业库存同比增长	17
图 24: 材料类行业与全国固定资产投资增速对比	18
图 25: 中国与主要发达国家人口密度对比（每平方公里人数）	19
图 26: 中国人均资本存量提升空间依然较大（中国=1）	19
图 27: 中国人均大件消费品占有量依然较低	20
图 28: 中国信息化道路漫长（中国=1）	20
图 29: 民生投资空间较大	21
图 30: 固定资产投资的区域格局	21
图 31: 以区域增长方式预测的固定资产投资增速	21
图 32: 固定资产投资结构比重分布	22
图 33: 三大投资领域增速变化（2010 年为前 10 月数据）	22
图 34: 以京沪粤为样本的折旧	23
图 35: 中部六省+川渝折旧增长情况	24
图 36: 制造业平均 ROE 水平	25
图 38: 房价同比涨幅与房价指数走势	27
图 39: 房价上涨与实际利率关系	28
图 40: 不同支付比例下的房地产投资 ROE 回报	28
图 41: 全社会固定资产投资增速-房地产投资增速	29
图 42: 材料投资增速落后于设备类投资增速	30

图 43: 制造业固定资产投资前 10 大行业中的属性占比	31
图 44: 日本转型期主要相关 GDP 占比变化	32
图 45: 日本 76-80 年鉴设备类相关行业市场超额收益情况	32
图 46: 倒“S”形的市场走势	33
表 1: 中国历史库存周期变动	12
表 2: 近 5 年来制造业行业 ROE 变动情况	26
表 3: 工业行业产业链条划分	30

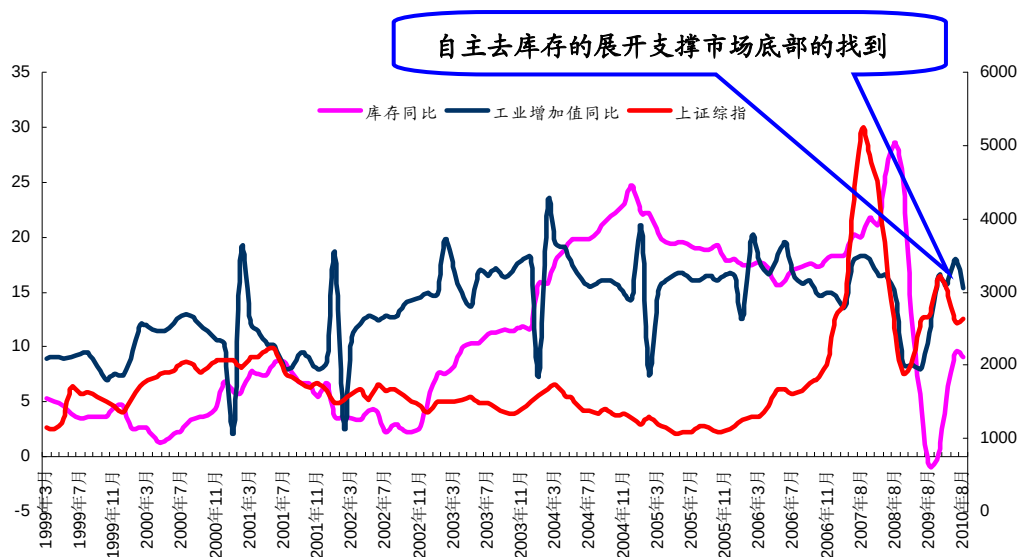
前言

2009 和 2010 年中国经济的运行是在经济危机之后短周期波动下的轨迹，库存波动成为了主要的波动根源。然而，在周期上的“短”向“中”的转变过程中，库存波动逐步退居其次，增量需求的产生成为主导。这个转变的过程也正是作为中周期起点的意义。借用总理的话，2009 年是最困难的一年，2010 年则是最复杂的一年。流动性内与外的涌动、经济运行滞与胀的交替，这都是 2010 年的写照。“转型”是另外一个侧面的写照，消费经济、创新经济都已经在 2010 年的市场中体现得尤为充分。那么未来呢？周期股是从淡出历史舞台还是存在阶段性反转的机会？投资增长在未来的时空上是否还有持续性的机会？当我们从另外一个角度去展开对于中国经济和资本市场的研究之后，这些似乎看得更为清楚。

市场运行的核心是什么

对于 2011 年的整体市场运行，要想在开篇都给出一个明确的方向性答案，这样并不能让人信服。在中期以及后续报告中，我们以宏观小周期和微观库存周期的视角来审视中国经济的运行。从总体上看，实体经济的运行在 2009、2010 年依然处于复苏的路径之上，其受来自外生的政策等因素的影响较大。在复苏期，库存的波动主导了工业行业的生产行为波动。因此，我们用库存周期的范式去分析宏观经济的运行并对资本市场的运行做出研判具有一定适用性。

图 1：库存周期与资本市场运行



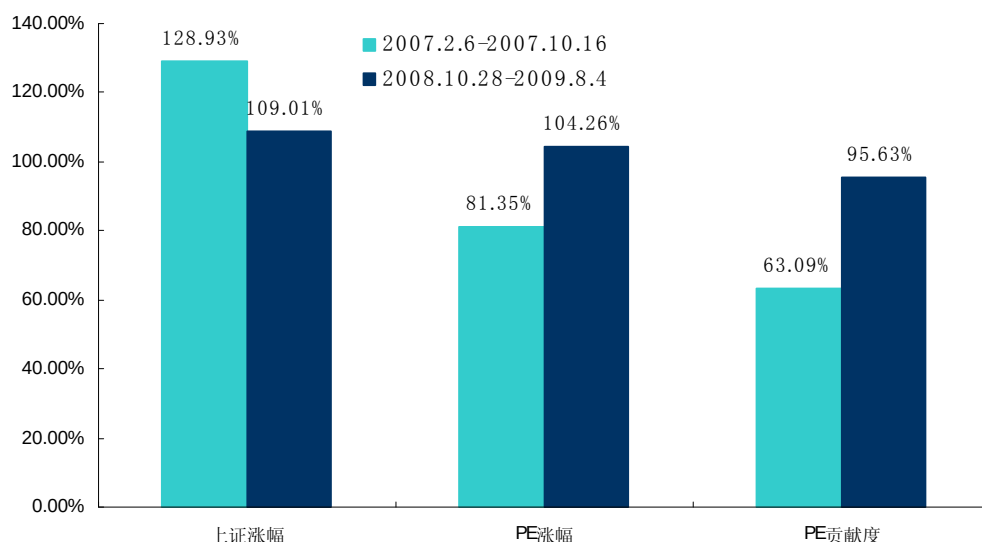
资料来源：长江证券研究部

在实体经济运行迈过复苏期并向中周期演进的阶段，支撑实体经济运行的并不在于库存行为的波动，增量需求产生所带来的持续动力是根本。因此，在本报告中，我们的逻辑主线则是落脚于对中周期支撑因素的探讨。从短期因素来讲，政策、流动性、预期等方面的因素对市场的波动性贡献较大；而从中期因素上讲，企业的盈利更具根本性。在后股改时代，制度性因素的解除使得资本市场的走势与实体增长与盈利的关系更为密切。这也是我们以盈利为主线去考察资本市场运行逻辑出发点。

对于中期而言，我们将回归到资产市场所运行的根本动因——企业盈利。EPS 变动和 PE 的

变动是股票价格上行的主要推升动力。在这两大推升因素中，PE 的贡献度更大。

图 2：市场上涨中 PE 贡献度更高



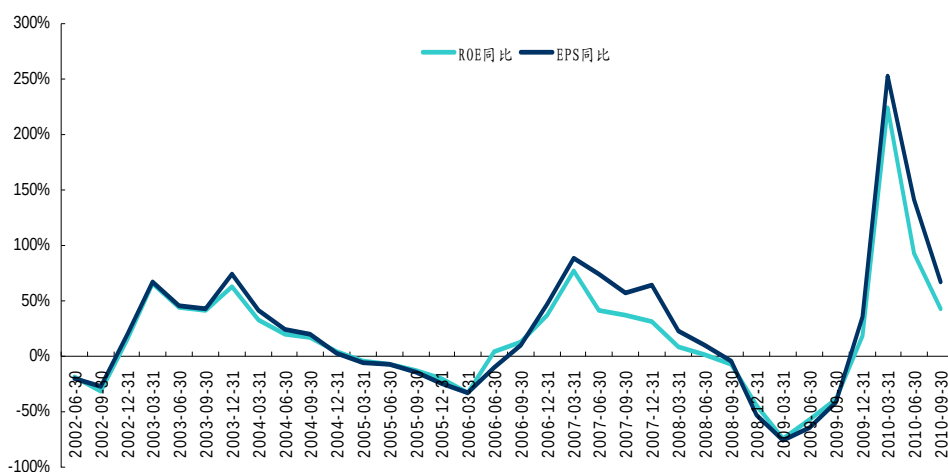
资料来源：长江证券研究部

对于贡献较大的 PE，起决定因素主要由两方面：其一是盈利改善预期所带来的估值提升；其二则是整体流动性改善带来的估值提升。这两个面的因素一个是从内部结构的角度改变估值，另外一个则是从整体上改变估值。盈利预期的改善则要落脚到未来 EPS 的改善，因此对于未来盈利的研判则成为关键，这也是我们所需要解决的第一个问题。

中周期盈利的变化：宏观经济的微观视角

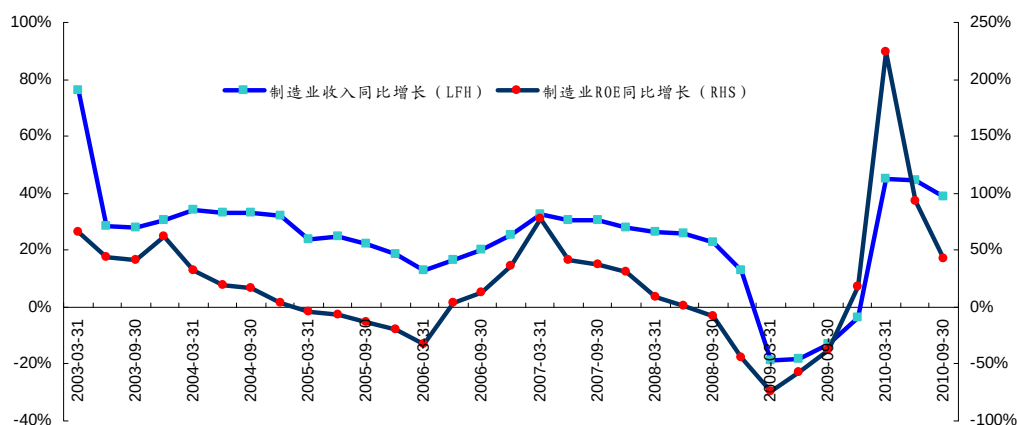
从微观的角度来讲，EPS 的变动是衡量盈利的最终指标。那么又是什么因素决定了企业或者行业的盈利水平呢？我们认为 ROE 起到了关键的作用。ROE 的变动不仅可以直接影响企业最终盈利的变动，也是影响资本要素流动的最核心因素。对资本要素而言，杠杆、收入并不是其关注的核心，关注的核心是以一定的资本投入最终能获取多大的回报。ROE 正是反映了这一点。从上市公司的财务状况来看，ROE 对于 EPS 的决定性作用一目了然。因此，对于未来盈利的变化，我们必须对于上市公司未来 ROE 的可能变动作出一定的展望。

图 3：上市公司 ROE 同比与 EPS 同比存在一致性



资料来源：长江证券研究部

图 4：制造业收入增长与 ROE 增长的同步性



资料来源：长江证券研究部

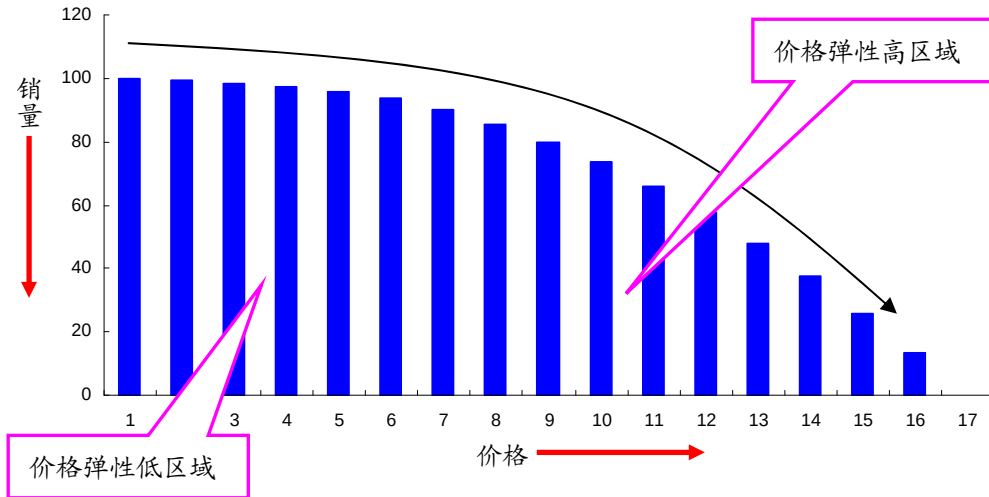
从财务公式上看，ROE 的决定因素可以划分为销售净利率、总资产周转率和权益乘数。在这三大因素中，权益乘数相对稳定，总资产周转率与销售净利率的变动对于 ROE 的变动起到了决定性作用。而这两者波动的根本动因则在于销售收入的波动。于是为了研判 ROE 的变动趋势，我们不得不对收入的变动作出研判。为了对宏观层面 ROE 的变动有一个更好的理解，我们首先从微观的角度去理解收入的变动。

微观经济的量与价

从微观的角度理解，对于一家上市公司而言，其盈利水平决定于其所提供的产品或服务的量与价的关系。价与量之间的同向变动对于 ROE 的影响比较直接，其也会与这两个因素维持一种同向的关系；在价与量之间出现背离运动的时候，对 ROE 的影响则更要采用经济学上所讲的价格弹性的概念去理解了。当价格本身处于一个不太高的情况下，价格水平的上涨对于销量的抑制情况并不太明显，这种局面下的价格弹性相对较低；而当价格水平继续上升的时候，其对销量的抑制作用会愈加明显，也就是说价格弹性会跟随价格的上涨而逐步上升。

这种微观上量与价之间的非对称性可以用图 4 来诠释。随着横轴价格水平的逐步攀升，代表销售量的柱状出现了加速的下跌。

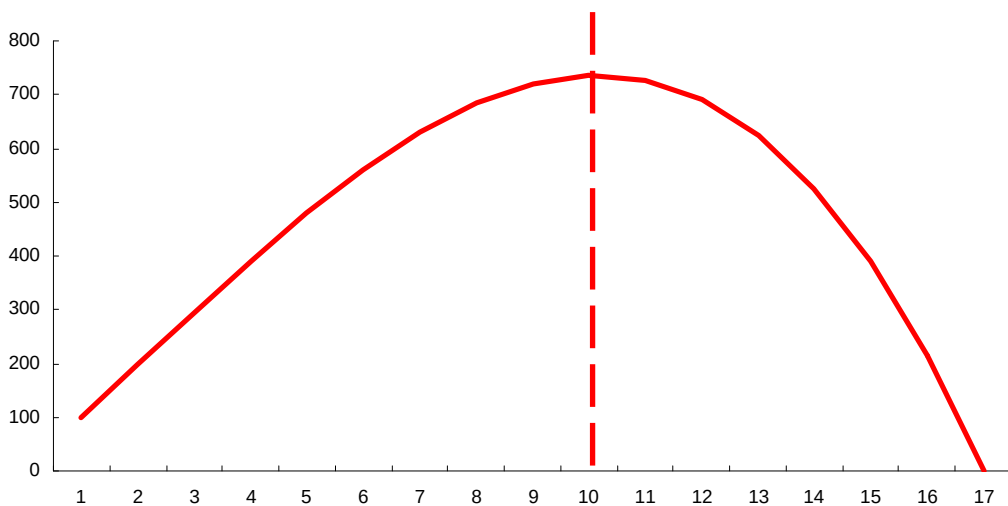
图 5: 量价之间的非对称性



资料来源: 长江证券研究部

量价之间的这种非对称性关系反映在销售总收入上则是一条倒“U”形曲线。这也就意味着，价格水平的变动对于销售收入以及 ROE 的变动存在着一种临界点关系，当价格水平越过这个水平（如图 5 中的第 10 个价格节点）之后，价格水平的上涨则会带来收入与 ROE 水平的下滑。

图 6: 销售总收入的倒“U”形变化



资料来源: 长江证券研究部

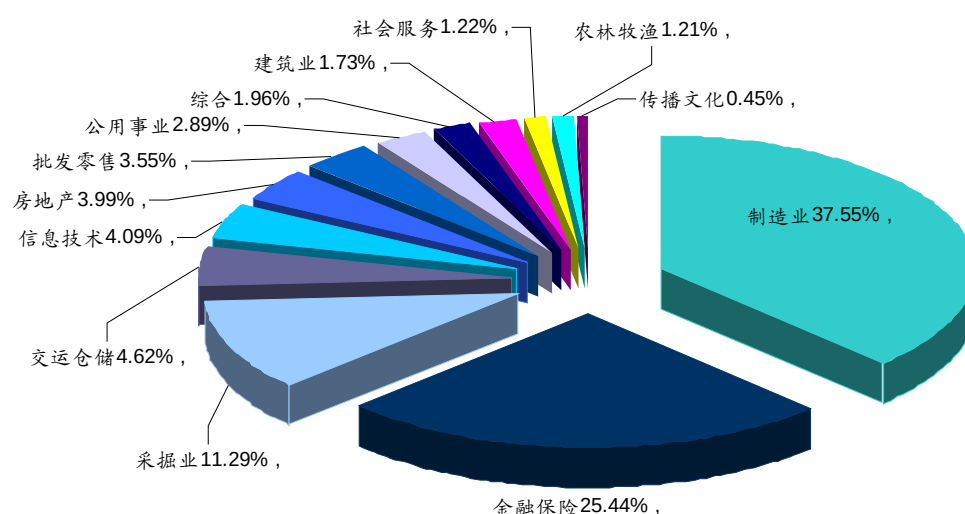
宏观经济的量与价

我们之所以从微观的角度去阐述量与价的关系，是因为我们也试图用这种简单的视角去理解

宏观经济背景下总量经济的盈利状况。当然，量与价的代表性指标并不是简单的销售价格与销售量了。

宏观上可供参考的指标主要是 CPI 和 PPI，而对于占据工业行业主导地位的制造业而言，PPI 的变动对于其盈利的影响更为直接。由于资本市场市值结构与实体经济产值结构并不一致，如果用上市公司整体的盈利情况与宏观经济的总量指标进行研究可能存在着不对接。在市值结构中，工业行业（采掘业、制造业、公用事业）市值占比为 51.73%；在实体结构中，工业行业在 GDP 中的占比 2009 年为 39.62%，之前一直稳定在大约 40% 的水平。因此，以工业行业尤其是制造业为主线展开对于盈利的探讨具有现实意义。

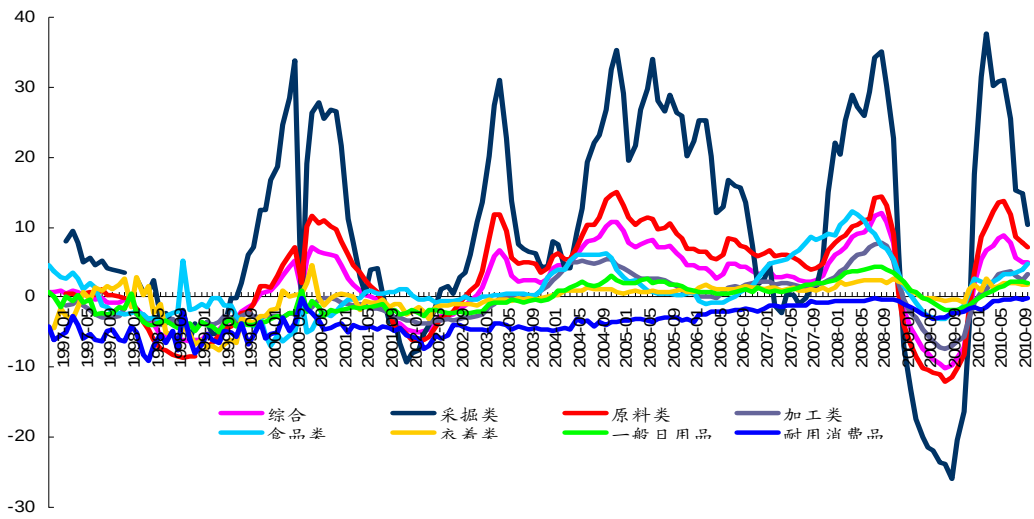
图 7：A 股流通市值行业占比情况（至 2010 年 11 月）



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

工业行业内部也存在着本身的链条划分，基本上可以划分为上游采掘类、原料类、设备类、消费类以及具备支持性质的公用事业类。PPI 的七大项构成中，采掘类、原料类和加工类占比比重大约在 70% 左右，而这其中原料类比重最高，其次是加工类。偏下游的消费类以及上游的采掘类对 PPI 的波动贡献较小。在各类分项数据中，与制造业相关度最高的当属其中原料类和加工类。以这两个指数去分析制造业 ROE 变动应当说更加合理。

图 8：PPI 分项走势图



资料来源：长江证券研究部

图 9: 加工类 PPI 走势

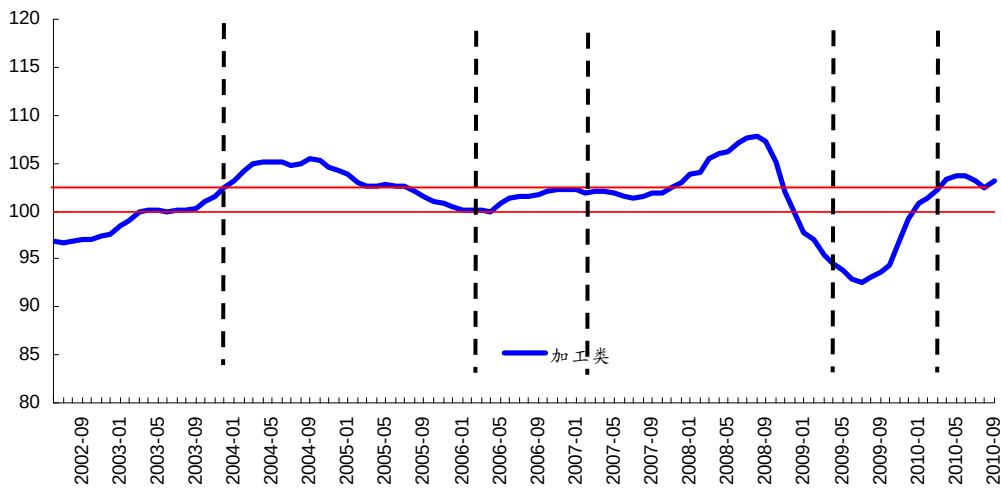
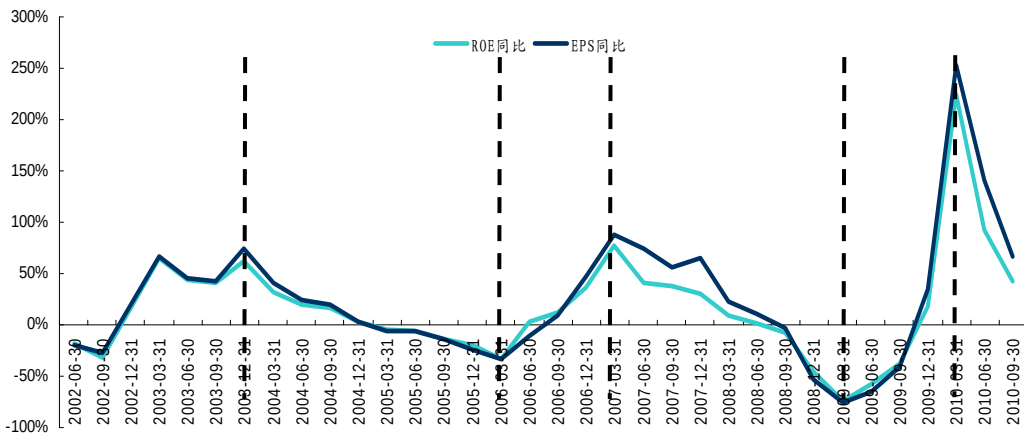


图 10: 制造业 ROE 与 EPS 同比变动



资料来源：长江证券研究部

在加工类 PPI 与 A 股市场制造业 ROE 变动存在着趋势上的一致性,这是从价格上支撑 ROE 变动的基础。图 10 中制造业 ROE 自 02 年以来的变动中,波动低点分别出现在 02 年 3 季度, 06 年一季度和 09 年一季度;波动高点分别出现在 03 年四季度, 07 年一季度和 10 年 1 季度。

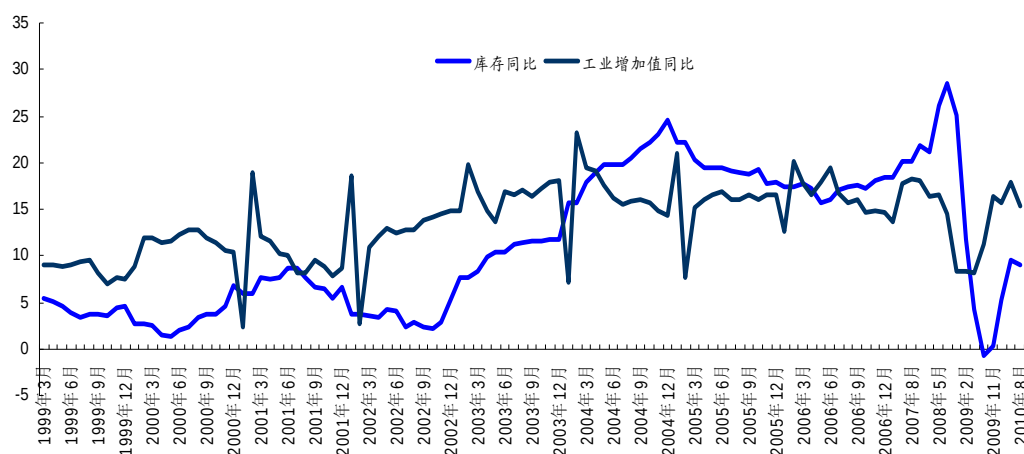
对照图 9,我们可以发现,加工类 PPI 的波动在很大程度上可以解释制造业 ROE 的变动,但其中却出现了三次的对应错位。2004 年 1 季度之后,制造业 ROE 同比水平出现了持续的下滑,而 PPI 却出现了一个走高而后逐步回落的阶段。同样的情况在 2007 年 1 季度之后发生。而在 2009 年,制造业 ROE 见底时间相较于 PPI 提前一个季度左右。很显然,对于 ROE 水平的决定并不在于价格水平这个单一因素。上面在分析微观经济运行时候也提到了量和价的关系,而在宏观层面 ROE 变动中也存在着这样的关系。在一个市场机制运行健康的环境下,价格水品的变动本身内含了供给与需求在量上的平衡关系。但这种内含的关系可能并不完全,或者说并不稳定。因此,在价格水平大幅波动的阶段,量价之间原本稳定的替代关系可能被迫变更,并最终影响到实体 ROE 本身。温和通胀对实体经济而言是有利的,量与价之间的关系维持一种相对平衡的态势,正如 06 年初到 07 年上半年的这段时间,温和通胀与实体 ROE 的持续提升并存。但通胀往上的蹿升甚至是恶性通胀必然会破坏之前相对稳定函数关系,04 年与 07-08 年的通胀是很好的实例。

有了在微观层面的铺垫,我们对于 04 年,07-08 年通胀所带来的影响就更好理解了。价格水平的上涨使得宏观层面的价格弹性向高位区域过渡,这样的直接后果就是“量”上的急剧萎缩。实体运行的数据更是支持了这一论断。

如何来观察工业企业在“量”上的行为呢?产量是一个指标,但在价格水平上涨的过程中,开工情况一般都不会太坏,这在工业增加值数据上也可以明显看到。同时,对于最终销售收入具有决定意义的是销量,而不是产量。但是我们也很难找到一个比较全面的指标去衡量工业行业的销量情况。但是我们在库存周期框架下却可以延伸出一个近似可以表现工业行业销售走势的指标。

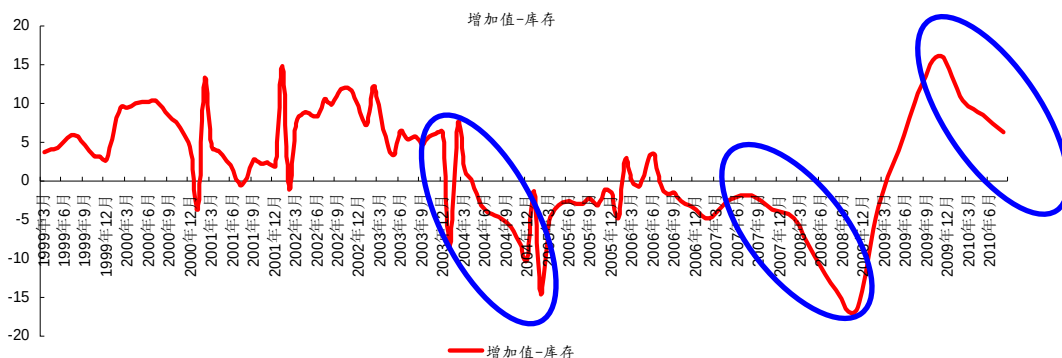
在图 11 中的库存周期图中,04 年,07-08 年,以及 10 年的工业生产与库存水平均出现了较大异变关系,即库存的增长速度远远超越了工业生产的增长速度。我们以工业增加值同比减去库存同比构建一个销量指标来近似的反映工业行业的销售情况,如图 12。

图 11: 库存周期变动



资料来源：长江证券研究部

图 12：工业增加值同比-工业库存同比



资料来源：长江证券研究部

在图 12 中，我们可以清晰的看到我们上面所提到的 PPI 与 ROE 背离的三个阶段均出现了销量指标的大幅下滑。这说明了一个情况，高涨的开工产量被没有被实体需求所真正消化，库存的逐步积压所带来的生产过剩必然面临一次经济危机。价格的上涨已经抑制了实体的需求。但是我们所希望知道是价格水平上涨到什么时候才会带来一种如图 6 中倒“U”形曲线的顶点呢？结合上几次价格水平与 ROE 背离的触发点，我们认为加工业 PPI 同比的 2.5%~3%可能正是这一零界区域。

这里有另外一个问题了，2004 年，2007-2008 年的 PPI 的大幅上行抑制了实体需求，这个很好理解，但 2010 年 PPI 并没有出现如前述两轮那样的大幅上涨，为何需求指标却出现了快速的下滑？我们认为，出现这种情况的原因还是在于复苏期这个背景下的实体经济特征。库存周期的波动主导了复苏阶段实体经济的波动，在内生性动能不足的情况下，企业家对于未来增长的预期并不明朗。因此，其在面对高价上游来货的时候便会变得更加谨慎。于是，在这个阶段价格波动所带来的销量边际影响是较大的。正是由于今年上半年价格水平的持续攀升并越过了零界区域，销量下滑所带来的 ROE 增速的持续走低成为了必然。

量价之间的关系是 2010 年制造业 ROE 增速反转的根源，对于其未来的走势我们同样要落脚于对量价的判断，具体而言则是要对 PPI 和库存周期的延展做出一个展望。

制造业盈利周期展望

要对占据实体经济以及资本市场最大份额的制造业盈利走势做出一个预判，对于库存周期变动和价格水平变动的判断成为关键。

库存周期的变动所反映的是整体工业在生产 and 需求力量对比下的情况写照。我们构建的销量指标显示 2010 年其出现了持续的下滑。在库存周期中，这种下滑可以划分为两个阶段，被动补库存和自主去库存。2010 年的前两个季度工业行业的被动补库存明显，而从三季度开始，自主去库存展开。自主去库存阶段往往面临着量价之间的同时下跌，企业盈利增长则会出现明显下滑，这正是在 ROE 水平上所体现出来的。

表 1：中国历史库存周期变动

周期划分	被动去库存	自主补库存	被动补库存	自主去库存
------	-------	-------	-------	-------

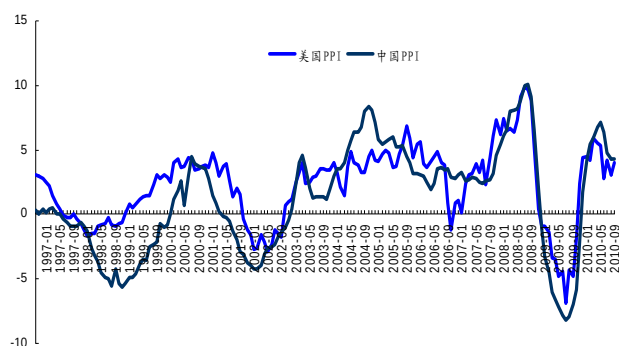
第一轮	1999.11-2000.5	2000.6-2000.8	2000.9-2001.6	2001.7-2001.12
第二轮	2002.2-2002.10	2002.11-2004.3	2004.4-2004.12	2005.1-2005.2
第三轮	2005.3-2006.6, 政策压制下的滞涨 2006.7-2007.1	2007.2-2007.9	2007.10-2008.9	2008.10-2008.12
第四轮	2009.1-2009.9	2009.10-2009.12	2010.2-2010.5	2010.6-?

资料来源：长江证券研究部

那么这种自主去库存阶段会延续多久呢？在库存周期的四个阶段中，自主去库存最为剧烈，其所跨越的时间也是最短的。从中国的经验上看，在之前的三轮库存周期中，自主去库存所跨越的时间没有超过两个季度。因此，如果单纯从周期轮转的角度考虑的话，自主去库存可能将在明年 1 季度确认结束。自主去库存的结束在量价之间的量上为工业企业盈利增长找到了底部的支撑。从另外一个角度来看，我们所构建的销量指标的下行周期也大约在 15 个月左右。因此，实体盈利在明年 1 季度左右得到量上的支撑是大概率事件。

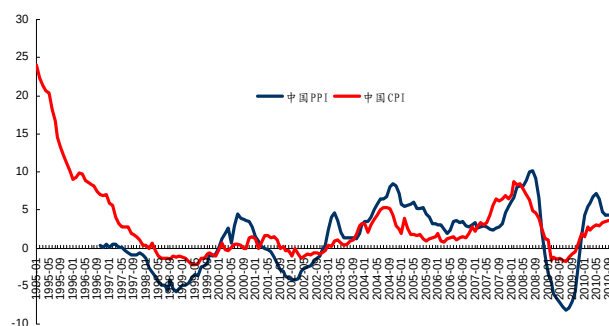
然而，量仅仅是一个因素。价格层面所隐含的风险也是不容忽视的。在内外因素的影响中，国际因素对于 PPI 的影响似乎更为关键。国内 CPI 与 PPI 之间走势的关联度并不那么的直接，而中美之间 PPI 的走势在近年来则保持高度的一致性。

图 13：中美 PPI 走势图



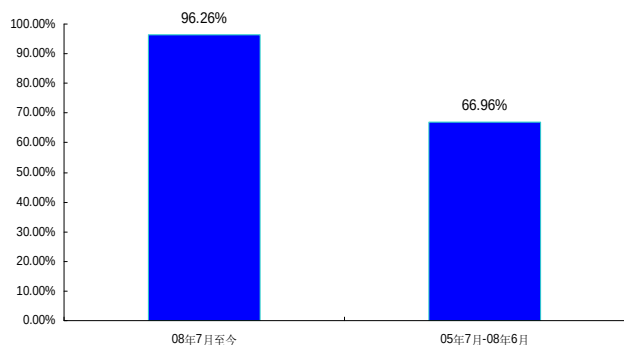
资料来源：长江证券研究所

图 14：中国 PPI 与 CPI 变动

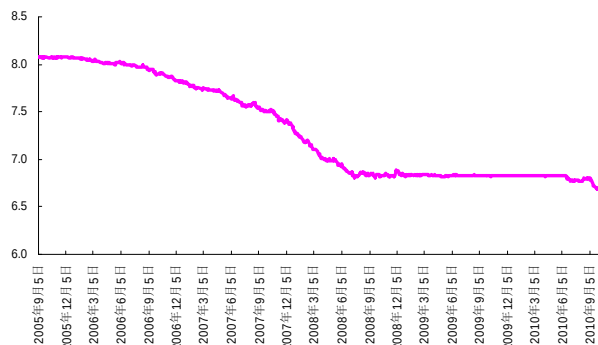


资料来源：长江证券研究所

中美 PPI 走势的高度一致性背后的逻辑则在于中国对于国际市场的依赖性更强，而在美元-人民币类固定汇率的联系下，输入性通胀的影响主导了国内 PPI 的走势。2008 年 7 月之后，人民币开始再次盯住美元；而在盯住美元的时间段内，中美 PPI 之间的相关系数明显上升。

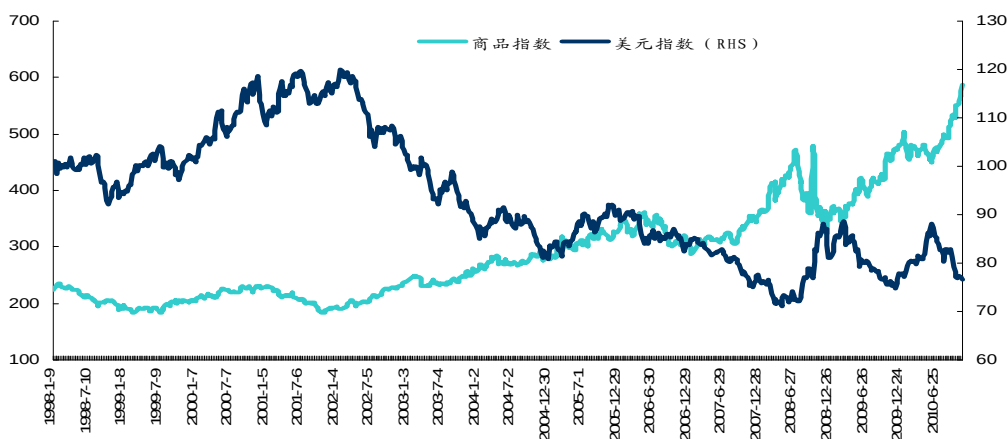
图 15: 中美 PPI 相关系数变化


资料来源：长江证券研究所

图 16: 美元兑人民币走势


资料来源：长江证券研究所

因此，要对影响工业行业 ROE 的 PPI 进行预判，对于汇率和国际通胀的判断成为了关键。国际大宗商品的变化与美元汇率的变动存在着反向的关系，但这种反向的关系却是一种非对称的关系。美元的上涨与大宗的下跌往往并存，但在幅度上却不同。在最近的三年，美元是一个宽幅波动的格局，但大宗却是一个在震荡中不断走高的势头，这背后的逻辑则是商品对于货币相对价值的提升。

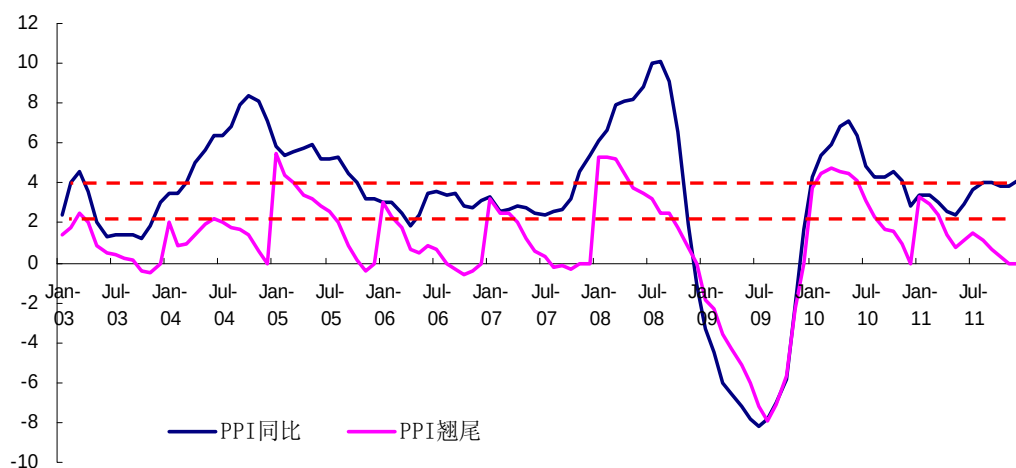
图 17: 美元指数与商品指数走势


资料来源：长江证券研究部

美元的走势在这里又成为了一个重要的影响因素。从长期来看，美元汇率走势与美国国内投资回报率与利率相关，这其实又回到了美国国内的经济增长。美国私人投资在明年的恢复所带来的美元走强过程则会对大宗商品的上涨带来一定的抑制。但在需求的支撑下，大宗商品的走势更多的将会是一种高位震荡略有走高的可能（详细的分析请参阅我们宏观组的研究报告）。美国 PPI 走势出现如 05 年、08 年那样的上涨可能性比较小。国际工业品价格的走势也决定了国内 PPI 出现大幅上涨的概率较小。

其次，人民币汇率的升值对于国内外 PPI 的传导则具有一定的隔离作用。每年 3%~5% 左右的升值幅度则可以在部分程度上抵消大宗商品上涨所带来的价格冲击。于是对于 PPI 的走势我们可能要更多的去考虑国内的因素。综合 PPI 翘尾因素的影响，我们预测 PPI 在 2010 年将主要在 2%~4% 左右波动，而在上半年则会出现同比的下滑。

图 18: PPI 预测走势

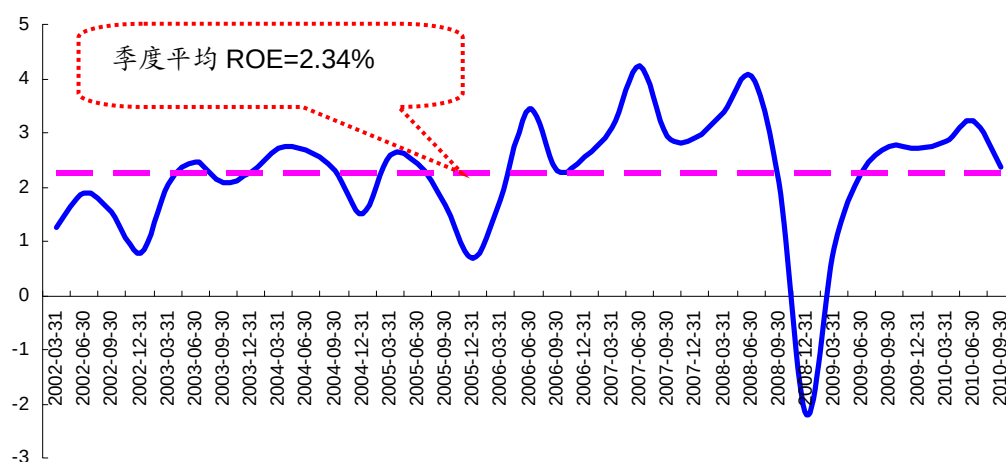


资料来源：长江证券研究部

结合 PPI 与加工类 PPI 之间的关系，我们认为加工类 PPI 在明年上半年的下行是大概率事件。这种下行对于加工类制造业“量”上的释放更加有利。因此，制造业 ROE 同比增速在 2010 年上半年见到底部是大概率事件。

ROE 同比增速仅是一个相对指标，从绝对水平上衡量 ROE 的上升空间同样重要。2010 年制造业 ROE 水平已经回落到了历史平均水平。而从历史经验上看，单季度 ROE 低于均值的情况没有超过三个季度。因此，简单的用历史周期变动来看，制造业单季度见底也将在明年上半年之前显现。而这也是趋势性上升的第一步。

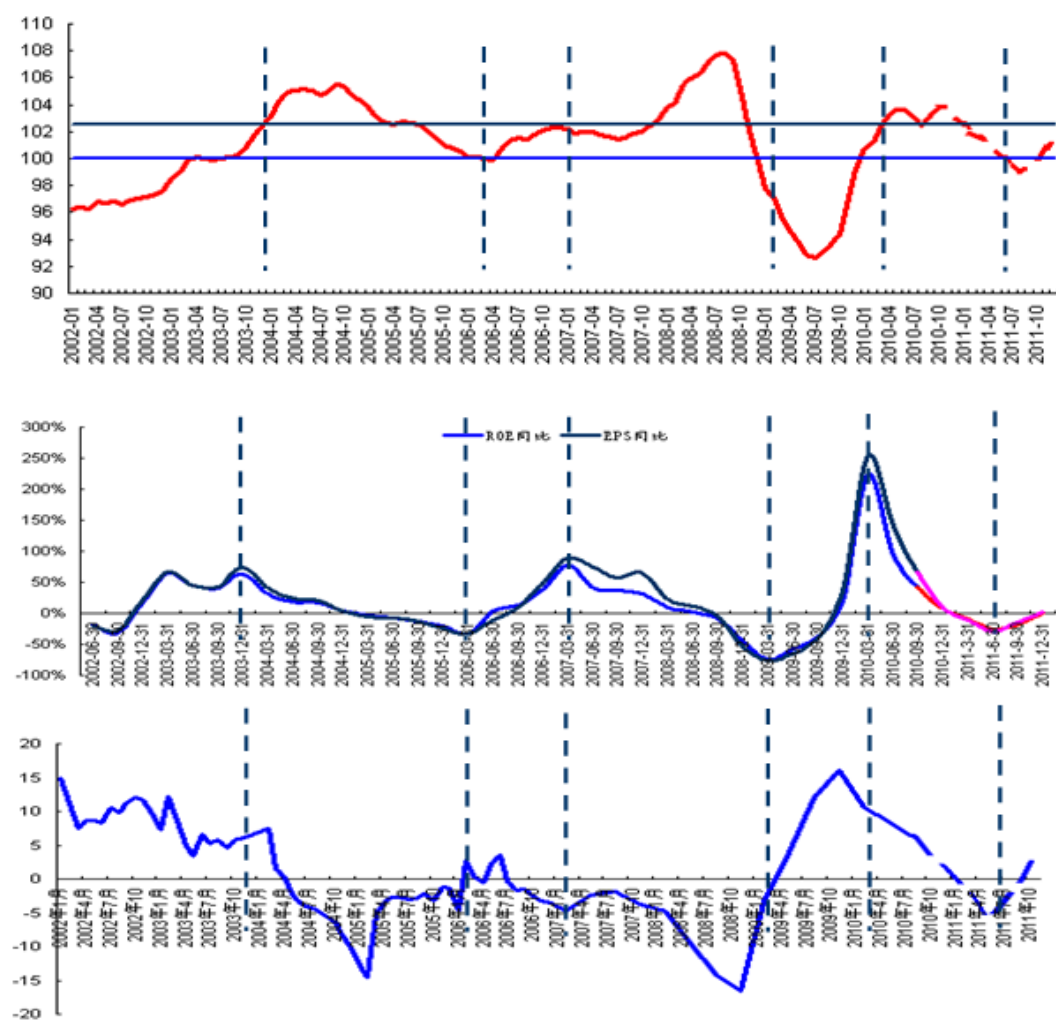
图 19: 制造业单季度 ROE 水平变动



资料来源：长江证券研究部

综合上面的分析，量价两方面的因素的支撑将会使得制造业盈利增速在明年中期左右见底底部。制造业盈利增速的见底是支撑中周期经济增长和资本市场运行的根基。这里需要说明的是，PPI 的变动至关重要。明年上半年 PPI 从高位的回落过程会从量的角度去释放需求；但如果从现在开始的价格水平出现了恶性上涨，这将拉长制造业盈利的见底时间。这对于资本市场而言，趋势性最大支撑点则将后移。

图 20：制造业盈利与其量价关系预测（虚线部分为预测）



资料来源：长江证券研究部

中周期的起点

库存波动仅仅是经济短期波动的触发因素，而对于中周期来讲，库存重建本身并不会推升持续的经济增长动力。我们可以这样设想，即使实体经济盈利增长下滑势头得到止住，但没有增量需求产生的话，盈利更多的可能是一种低位的徘徊。然而，这种低位的曲折性徘徊并不能成为推升资本市场的持续因素。那么，当前的宏观经济格局内含一种中期内的增长动力吗？对于这个问题的回答，我们必须立足于宏观经济总供给与总需求的分析。

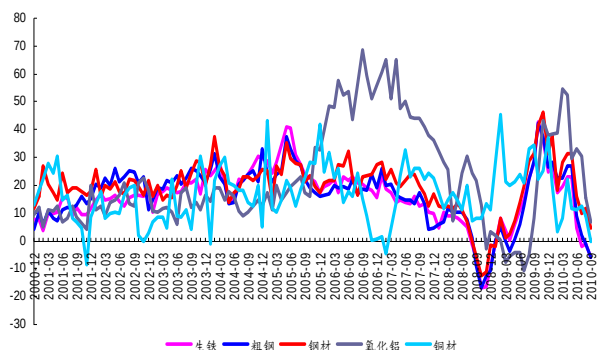
供需对比逐步利于总供给

在对总供需进行分析的过程中,我们认为抓住双方最为核心的构成部分进行对比则能起到事半功倍的效果。在总供给一方,工业尤其是其中的制造业是主体,其是我们分析的重点对象。在总需求一方,三家马车中,消费应当算一个加分项;净出口在此时点用一个持平来预测或略有下滑应当说相对合理;最大的变数仍然在投资这一领域了。投资增长速度能否维持则成为了分析总需求一方最为关键的地方。

在总供给与总需求的对比中,一个直观的印象是中国的城市化、工业化依然还有空间,因此投资的空间依然存在;但另外一方面,产能过剩、库存积压则是制造业所面临的普遍问题。在供给和需求的对比中,库存成为了重要的中间指标。2010年3季度开始的去库存显示总供给与总需求的调整将逐步有利于总供给。

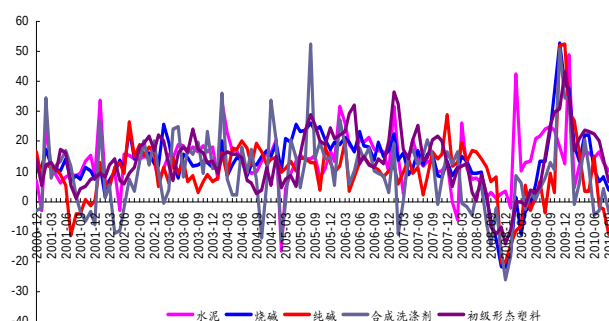
3季度去库存的展开与外生性的政策调控密不可分。中国的高产能和高库存主要集中在材料类行业,重点是钢铁和化工两大行业。在政策性的外力调控下,材料类行业的产量不仅在增速上出现了下滑,在绝对量上也出现了下降。在需求尚可维持的情况下,产量的下滑所带来的必然是对高库存的消耗。在整体工业库存中,占比最高的两大行业分别是黑色金属冶炼及压延加工业和化学原料及化学制品制造业,而这两个行业在09年的去库存中最为剧烈,三季度开始的去库存也比较明显。在4季度,这种去库存仍将展开,工业行业高库存的诟病将会缓解。

图 21: 金属类产量增速大幅下滑



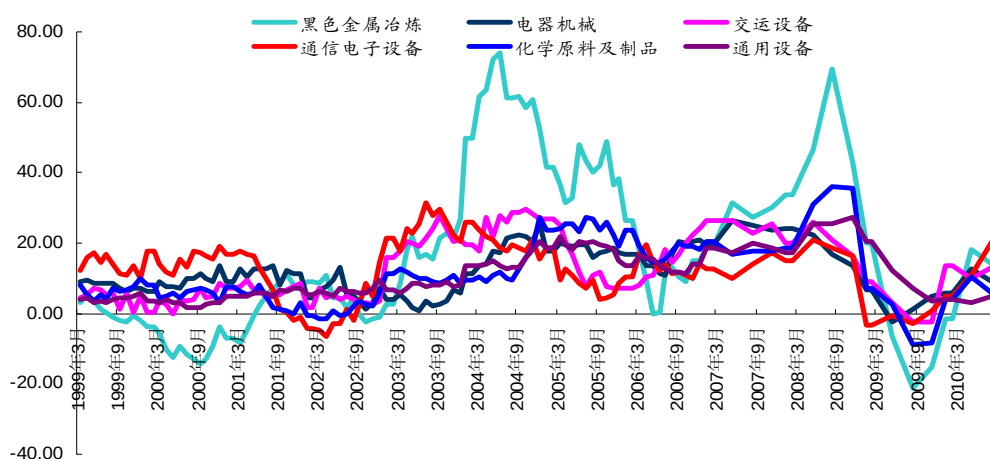
资料来源: 长江证券研究所

图 22: 非金属材料产量增速大幅消化



资料来源: 长江证券研究所

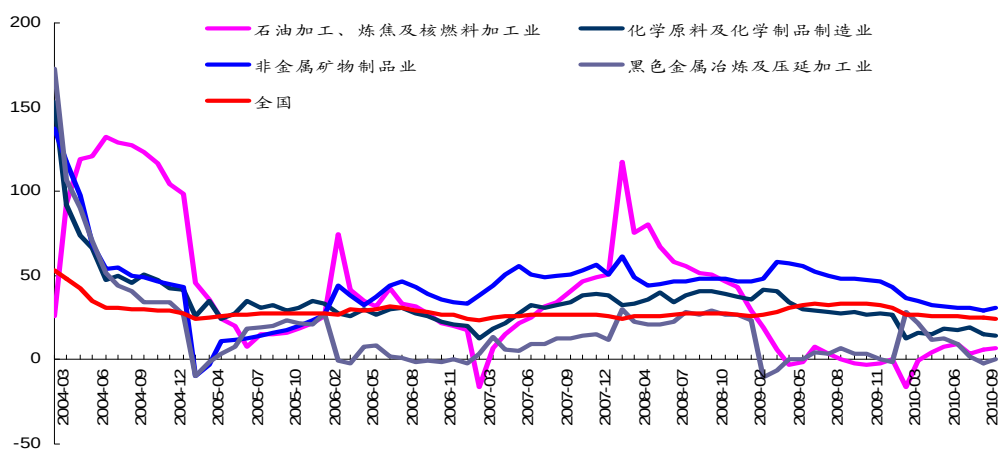
图 23: 主要行业库存同比增长



资料来源：长江证券研究部

与高库存类似，困扰工业行业的另一个问题是产能过剩。2004 年的制造业投资高峰所带来的后果是工业行业严重的产能过剩，而其中最为严重的同样是材料类行业。然而，这种产能严重过剩的局面也出现了扭转的曙光。

图 24: 材料类行业与全国固定资产投资增速对比



资料来源：长江证券研究部

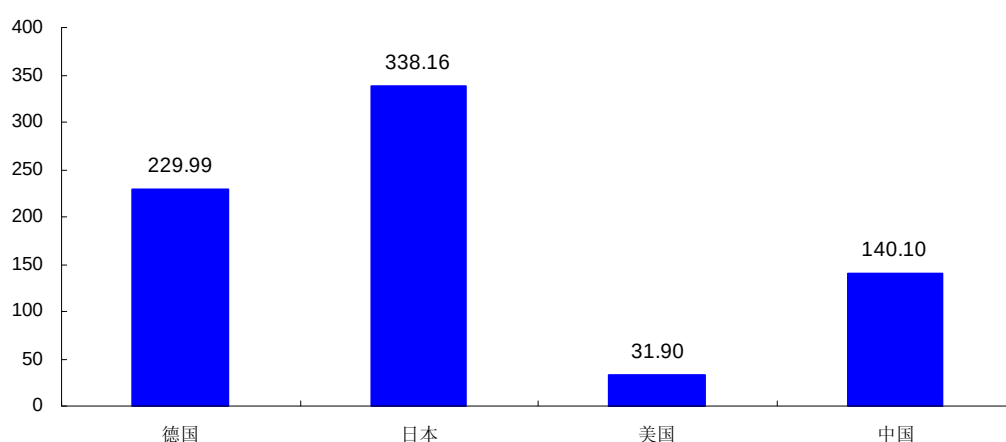
在去年以及今年的投资高峰中，基建和房地产成为了主要支撑，制造业投资并没有扩张。产能最为过剩的材料类行业中，除去非金属矿物制品依然有着较大的固定资产投资外，化学原料、石油加工、黑色金属的固定资产投资相对较低，尤其是石油加工和黑色金属冶炼，其实现的几乎是零增长。当前在各地出现的油荒有很大程度上是由于过去两年石油加工行业新增产能过低的原因所造成的。而在 2010 年为实现节能减排目标对于高耗能行业发展的限制也制约了材料类行业在明年的产能投放。

总体来看，供给方库存的消耗以及产能增长的限制使得供需对比逐步有利于供给方。这在根本上制约了 PPI 的下行空间，这也是制造业 ROE 水平不会出现类似 08、09 年那样下滑的根源。然而，对于存量的消耗仅是提供了一个增长的底部，而对于影响中周期的关键因素——增量需求的探讨必然要落脚于中国的总需求空间。

一个简单的测算

投资的走向依然是中周期走向的关键因素。中国投资增长的空间还有多少，还有哪些成长领域可能对于中周期的增长更具关键意义。事实上，中国城市化工业化的动力已然强劲，投资增长的空间依然巨大。在衡量投资空间的时候，国际化的比较有较强的展望性。但在国际化比较的过程中，我们必须考虑到国土面积与人口密度的情况。由于人口密度的不同，我们不可能与美国的人均车辆保有量相比拟。如果我们与美国的人均车辆保有量相一致的话，中国的国土上可能会塞满了汽车。因此，在与发达国家相比时，选择人口密度比我们高的日本、德国更有意义。

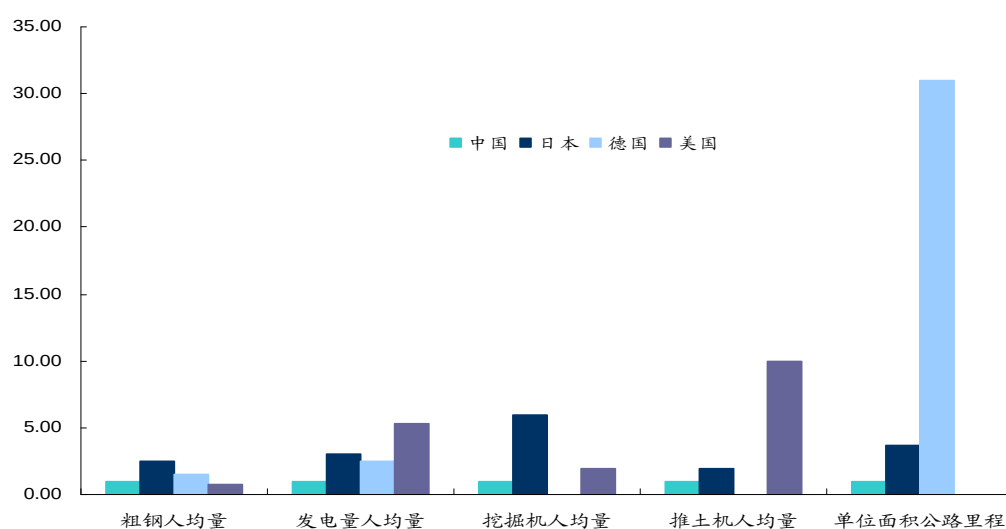
图 25：中国与主要发达国家人口密度对比（每平方公里人数）



资料来源：联合国 FAO 数据库、世界银行 WDI 数据库，长江证券研究部

首先，中国人均资本存量与发达国家相比仍然处于较低水平。当前投资过剩所带来的产能过剩更多的是一种短期内扩张过快的结果，并不意味着增长空间的缺失。当这种短期内的失衡问题得到缓解之后，经济增长将会回归于中长期的增长动力之上。

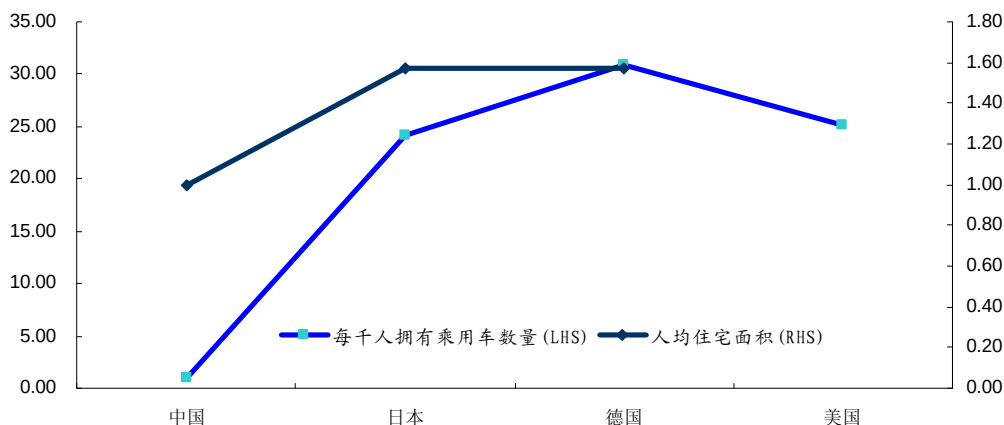
图 26：中国人均资本存量提升空间依然较大（中国=1）



资料来源：联合国统计月报数据库，长江证券研究部

其次，大件消费品人均占有率的提升空间是投资增长的重要支点。大件消费品的保有量基本上表达了一国居民生活质量的所处层次。与典型的发达国家相比，有典型代表的住宅和汽车人均保有水平处于一个非常低的水平。这也就意味着无论是从需求角度还是供给角度来看，中期内的提升空间是巨大的。

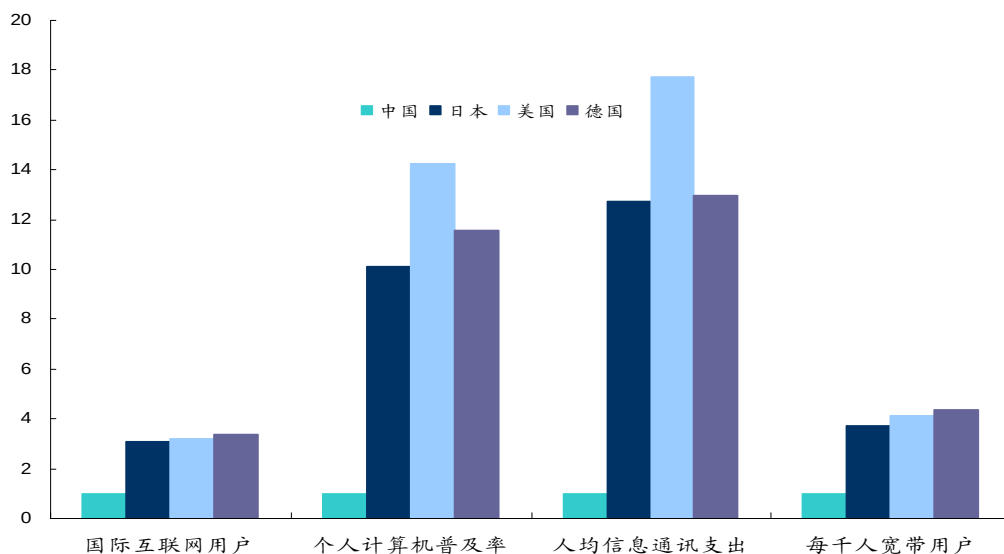
图 27：中国人均大件消费品占有量依然较低



资料来源：长江证券研究部

第三，信息化在中国依旧处于高速增长期。信息化是中国发展战略上的重要一环，在提法上也是与工业化比肩的。一个简单的图就足以说明我国的信息化程度如何了，这里不再多说。

图 28：中国信息化道路漫长（中国=1）

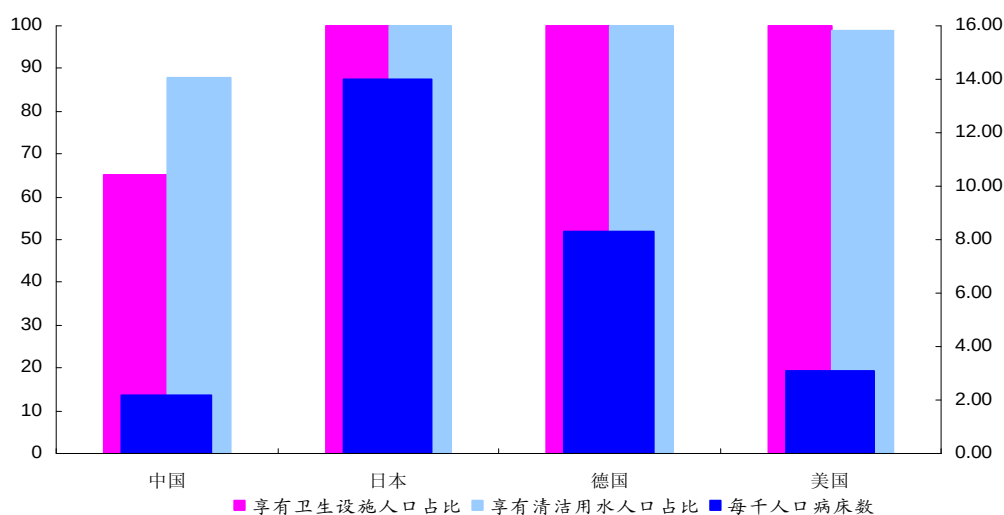


资料来源：世界银行，长江证券研究部

第四，民生投资增长空间巨大。在普通民众和官方都逐步意识到要对民生倾斜更多的资源时，

民生投资的增长会逐步加快。以卫生设施、清洁用水、医疗设施的人均保有水平来看，中国的改善空间依然巨大。除了这些，对于资源、环境的保护和改善也具备相当的空间。当前的情况与日本 70 年代的情况类似。日本在经历了快速的工业化之后，也积累了众多的“公害”问题，典型的就环境问题；其在 70 年代也集中展开了一系列的除公害行动，民生环境得到了巨大的改善。

图 29：民生投资空间较大



资料来源：世界银行，长江证券研究部

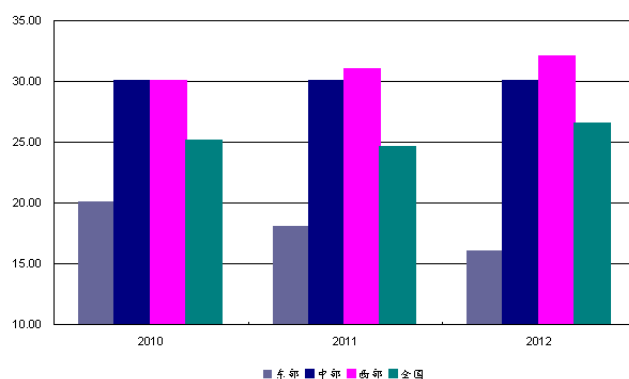
第五，区域增长差距的缩窄所蕴含的投资空间可以弥补东部地区投资的可能下滑。当前的区域投资格局是东北占比约为 50%，东部地区的投资下滑会对全国的投资增长带来多大的影响呢？我们从区域结构的角度展开预测，假定东部地区投资增速持续明显下滑、中部地区持平、西部地区略有上升，我们所看到的情形是全国的投资增速依然能保持一个较高的增速。

图 30：固定资产投资的区域格局



资料来源：长江证券研究所

图 31：以区域增长方式预测的固定资产投资增速



资料来源：长江证券研究所

上述几个方面是从增长空间的角度说明了总需求的空间依然巨大，短期产能过剩与高库存问题的缓解则将使整体制造业由短期内的不平衡向中期内的均衡稳定增长过渡。这是中周期增

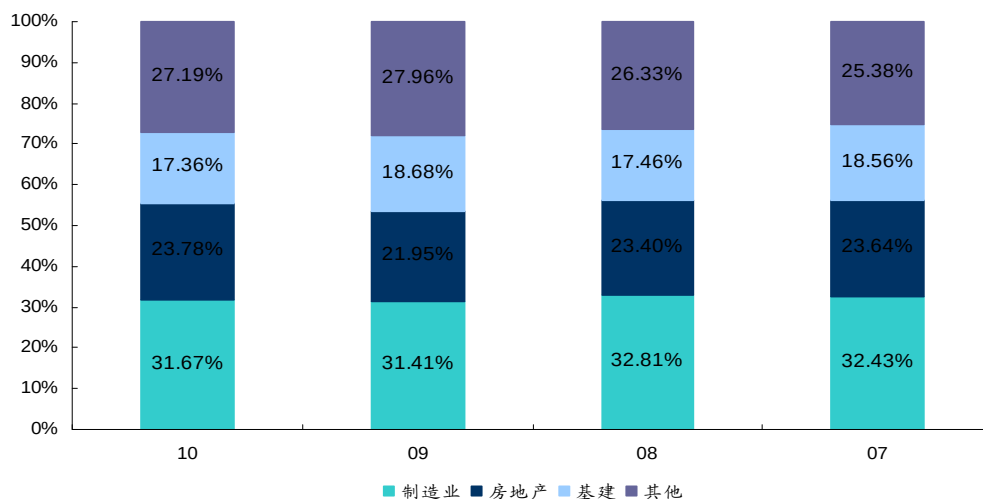
长的持续推升力量。

中周期运行的主线：制造业投资与设备制造业

对于处在转型期的中周期而言，投资的增长是我们不得不考虑的地方。一方面，中国经济在此阶段的增长无法脱离投资；另一方面，不管是新增投资还是固定资本的更新在当前阶段并没有达到一个江河日下的阶段。显然，2009 年投资的亮点在于基建，2010 年则在于房地产。基建投资已经度过了其最为高速的增长年代，而房地产投资则将迎来转型期的变革年代，其未来的投资增长面临很大的不确定性。那么 2011 年之后的投资增长还有什么支撑吗？

从投资的构成上，我们将其主要划分为四块：制造业、房地产、基建和其他。制造业投资则会新一轮中周期的亮点和支撑。

图 32：固定资产投资结构比重分布

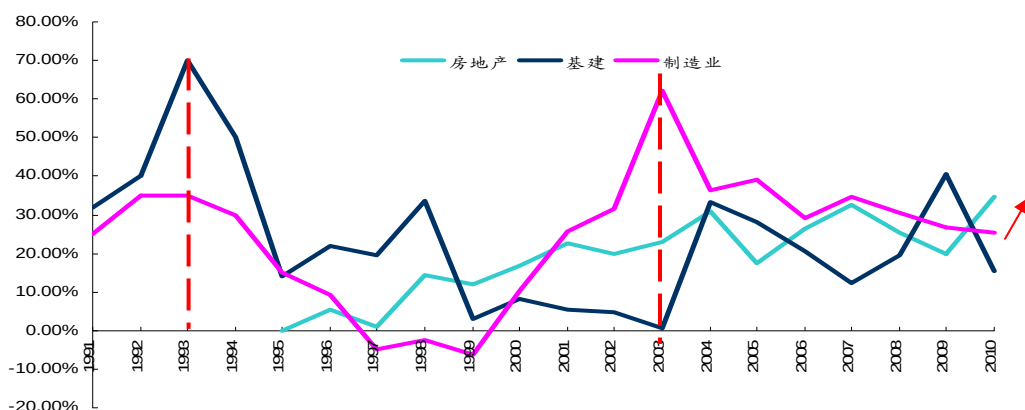


资料来源：长江证券研究部

制造业的周期运行

以制造业为核心的周期变动在经济周期上可以称为朱格拉周期，这是一种大约以 10 年为轮回的周期运转。这种 10 年是从高点到高点或者低点到低点的时间距离，也就是其上升周期或下降周期大约则在 5 年。自 1991 年以来的数据显示，中国的制造业投资明显存在着这样一种周期运行（造成这一周期变动的原因一方面有折旧政策的使然，另一方面也有中国特色的政府换届因素推动）。中国的制造业投资从 1991 年以来的数据也显示了这一周期。

图 33：三大投资领域增速变化（2010 年为前 10 月数据）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

在 1993 年制造业投资高峰之后，其底部在 98 年前后达到，而新一轮的高峰则在 2003 年显现。2005 年以来，制造业投资增速一路下滑。单纯从周期运转的角度考虑，到 2010 年这一下滑过程已经持续了 6 年时间，其底点位置也具备了周期性上的意义。

2003 年的制造业投资高峰直接导致了从 2005 年开始的产能和库存的过剩，这也是中国制造业特别是重化工行业一直的诟病。这种生产过剩的状况也只能由一次经济危机来消化，从 2008 年下半年开始的危机正是这一过程。2009 年和 2010 年中国的固定资产投资实现了高速增长，但是制造业投资本身并没有出现明显的加速。这样的直接结果就是高库存得到很大缓解。此外，2010 年政府主导的去产能行为对于制造业本身供需的格局而言也是具备很大的积极意义的。

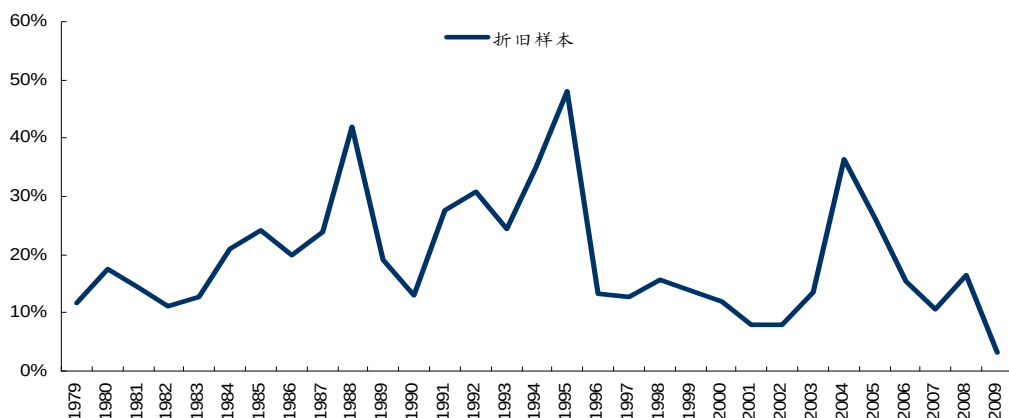
折旧水平所体现的意义

制造业投资的本质是补设备的需求。从微观的角度看，企业的生产会对固定资本形成消耗；当这种消耗达到一定程度时候，企业就会产生设备更新的需求。那么如何用数据去刻画这种补设备的需求呢？我们把目光转向了折旧。

与资本存量相对应的资本的折旧，资本存量与资本折旧存在着一种对应的关系。我们将微观的视角扩展到一个经济体，当一个经济体资本存量较大是，那么其折旧水平也会比较大；反之亦然。由于我们并没有找到一个很好的指标去衡量整个经济体存量资本如设备的情况，我们选择了用折旧去间接反映资本存量情况。

为了更好的反映制造业本身的资本存量情况，我们则对折旧样本有了筛选。由于制造业最为集中的地区分布在东部地区，我们首先选择的样本区域则是东部地区，为了拉长时间序列，以京沪粤为代表样本，如图 34。到去年，这三地的折旧水平已经降到了改革开放的最低点。这说明了与之相对应的资本存量增速也降到了改革开放以来的最低点，于是内涵也就具备了重新上升的内在动力。由于 2010 年是一个调整之年，固定资产投资和政府主导的节能减排政策都压制了制造业投资的增长，折旧的增长则可能再次创下新低。这种低点则为 2011 年的起点创造了条件。

图 34：以京沪粤为样本的折旧



资料来源：长江证券研究部

当然，这里我们还需要考虑到另外一个问题，那就是中国内部制造业区域之间的转移会带来多大的影响。因为如果东部地区折旧水平的下降是由于产业转移到中西部地区而引起的，那么这种制造业补设备的需求反转就不存在逻辑上的支撑。基于此，我们去观察中西部地区同样的指标。

我们以承接东部地区产业转移最为主要的区域中部六省以及川渝两地的折旧情况来反映这一情况。这 8 省市的折旧增长显示出了与东部地区不一样的特征（这与其本身的经济体量和后发增长背景有关），但其在 09 年同样出现了大幅的下滑。因此，从 09 年来看的话，折旧的下滑是一种全面性的下滑，这对应着整个经济体资本存量增长的下滑。对于 2010 年，由于受到宏观调控的影响，可以预期的是这种增速并不会出现明显的回升。

图 35：中部六省+川渝折旧增长情况



资料来源：长江证券研究部

全国范围内的存量资本增速都降到了一个低位，从制造业本身的周期运行来看，回补资本品的动力将会日趋强烈。

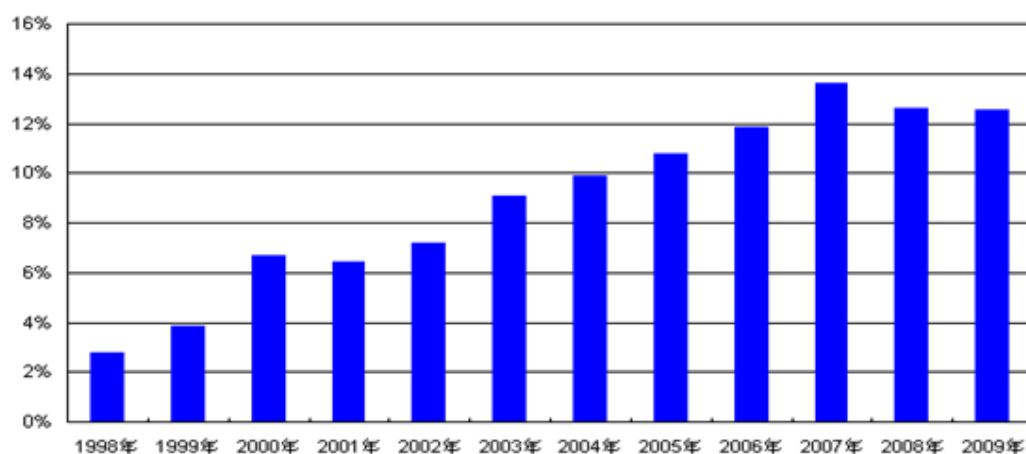
制造业投资的核心变量

对于投资而言，具备效率可行性的或者说资金吸引力的永远都是这项投资所能带来的收益情况。除开基建投资具备很大的政策主导性外，制造业投资和房地产投资都具备很大效率约束性。也就是，投资回报率对于资金的选择具有根本性。那么制造业投资在 2011 年会对资金形成较大的吸引力呢？这是本部分所要解决的主要问题。我们将主要考察最大的两个投资领域制造业投资和房地产投资，其中最核心的变量则是 ROE。

制造业盈利能力的变更

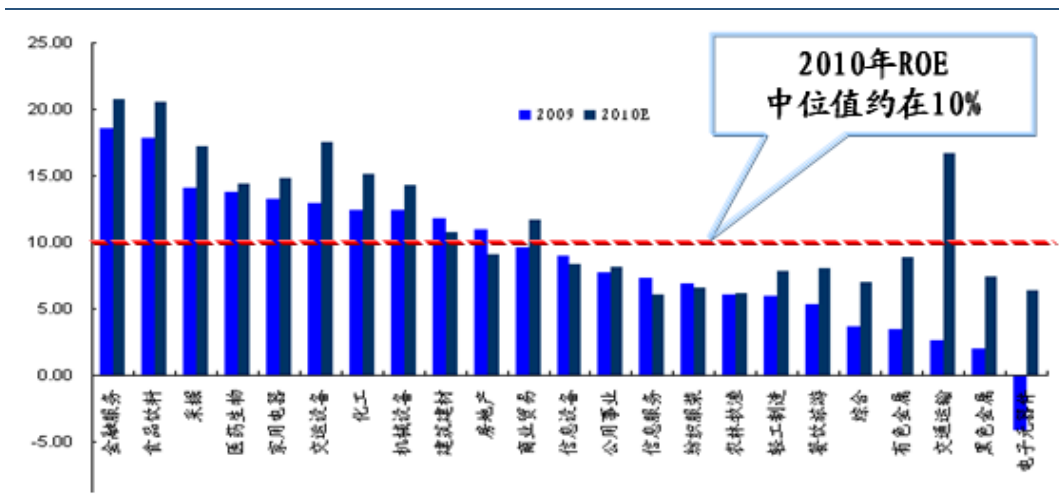
中国的制造业 ROE 水平自 1998 年以来出现了持续的上升，在经济危机的影响下有所下滑。2009 年，制造业平均 ROE 水平接近 13%。制造业 ROE 水平的提升一方面是因为中国经济的持续向好，另一方面则在于中高端制造业对与低端制造业的逐步替代所带来的整个 ROE 提升。2010 年，我们预计制造业 ROE 水平的中位值在 10% 左右，加权值要高于这一水平。

图 36：制造业平均 ROE 水平



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 37: 2010 年 A 股行业 ROE 中位值在 10%左右



资料来源: wind, 长江证券研究部

从 1998 年开始, 由于新一轮周期的开始, 以钢铁、化工等重化工行业为代表的行业盈利能力持续上升, 而这些行业是制造业中权重最大的行业, 这也造成了整体制造业 ROE 水平的持续攀升。但从 2007 年开始, 制造业内部的盈利结构再次发生变革, 重工业中的设备制造业盈利能力持续改善, 而钢铁、化工的材料类行业盈利却持续恶化。这种内部的分化在后面我们也会进行分析。

表 2: 近 5 年来制造业行业 ROE 变动情况

行业	2005	2006	2007	2008	2009	5 年平均
家具制造业	12.72%	14.33%	22.16%	20.99%	25.44%	19.13%
废弃资源和废旧材料回收加工业	13.68%	17.83%	15.39%	16.96%	22.83%	17.34%
烟草制品业	13.96%	14.38%	16.12%	15.83%	12.98%	14.66%
有色金属冶炼及压延加工业	15.25%	23.66%	19.70%	6.04%	4.75%	13.88%
饮料制造业	8.94%	10.16%	13.87%	14.65%	14.83%	12.49%
电气机械及器材制造业	9.13%	9.96%	12.42%	10.96%	13.00%	11.09%
通用设备制造业	9.63%	10.88%	10.29%	11.42%	10.47%	10.54%
交通运输设备制造业	6.37%	8.17%	11.87%	11.95%	14.07%	10.48%
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	4.32%	12.86%	10.20%	13.86%	11.04%	10.46%
农副食品加工业	8.03%	10.71%	13.76%	7.82%	9.55%	9.98%
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	8.05%	10.11%	10.51%	8.18%	10.05%	9.38%
医药制造业	7.59%	6.81%	9.00%	10.94%	11.75%	9.22%
金属制品业	6.15%	8.17%	9.67%	9.62%	9.96%	8.71%
专用设备制造业	4.75%	6.44%	9.93%	9.40%	9.73%	8.05%
印刷业和记录媒介的复制	4.37%	6.10%	9.54%	10.08%	8.99%	7.81%
食品制造业	7.46%	6.78%	7.04%	5.99%	10.53%	7.56%
纺织服装、鞋、帽制造业	2.44%	4.66%	8.07%	9.47%	12.34%	7.39%
黑色金属冶炼及压延加工业	10.47%	10.23%	9.94%	3.11%	2.13%	7.18%
工艺品及其他制造业	5.32%	5.11%	7.45%	9.10%	8.23%	7.04%
橡胶制品业	4.74%	3.79%	6.40%	1.63%	12.70%	5.85%

化学原料及化学制品制造业	6.97%	5.99%	9.90%	2.72%	3.43%	5.80%
非金属矿物制品业	1.15%	2.71%	6.59%	7.34%	9.97%	5.55%
文教体育用品制造业	3.55%	3.66%	4.84%	2.99%	5.88%	4.18%
造纸及纸制品业	3.96%	3.65%	4.93%	4.59%	3.21%	4.07%
塑料制品业	2.99%	-5.39%	4.99%	10.59%	6.97%	4.03%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	2.48%	2.30%	5.13%	5.47%	4.38%	3.95%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	1.79%	1.52%	4.82%	4.35%	4.66%	3.43%
化学纤维制造业	-0.43%	1.68%	2.82%	-6.15%	7.87%	1.16%
纺织业	-0.47%	1.10%	2.81%	0.34%	1.37%	1.03%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-6.83%	-13.21%	-1.32%	-32.16%	14.48%	-7.81%

说明：红色行业为近几年盈利状况持续改善的行业

资料来源：CEIC，长江证券研究部

制造业与房地产投资的逆转

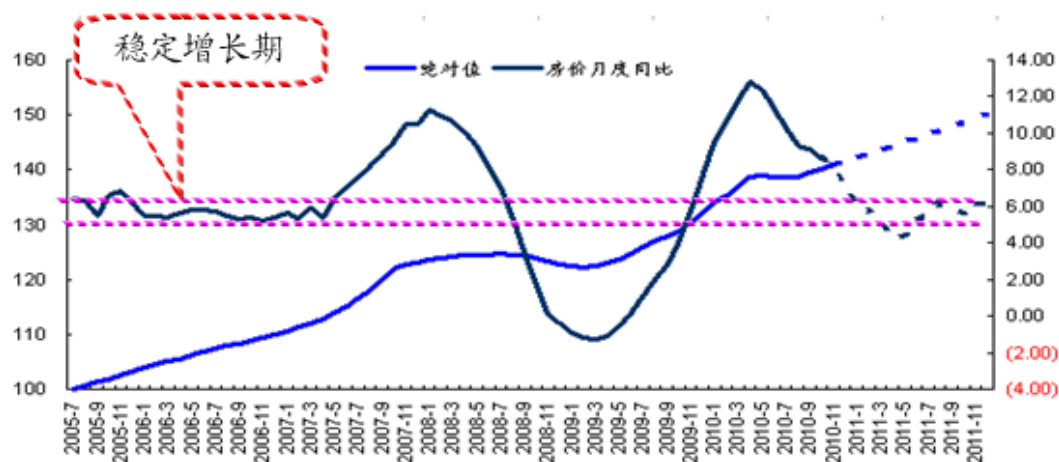
在这里，我们讲的制造业逆转除了上面所提到的盈利增速见底之外，更重要的是制造业与房地产业之间投资回报率之间的逆转。从中国资本的流动情况来看，房地产市场与实体经济是最大的两个聚集地。研究资本在这两大领域之间的流动具备特殊的意义。资金选择去投资制造业还是房地产，关键的变量还是在于 ROE 的回报水平。上面我们分析制造的 ROE 水平，下面我们则要分析房地产市场。

房地产市场具有很大的特殊性，它既是一个商品市场，又是一个资本品市场。因此，这个市场的投资资金则可以分为房地产开发投资和房产投资。但无论是那种投资，影响投资回报的最大因素是价格因素（由于房地产市场的资本品属性，一般商品市场的“负反馈机制”弱化，“量”的意义处于从属地位，价格弹性的意义也就不明显了）。于是对于房地产市场价格的变化成为了关键。

房价上涨加上高杠杆带来的直接影响是无论投资房地产开发还是单纯的炒房都能获得巨大的收益。基于此，对于房地产投资收益我们要综合考虑房价同比上涨和杠杆水平。

考虑到对于房地产市场的调控，我们以过往几年房价的平均增长速度来预测明年的房价情况。2005 年以来，房价的平均环比上涨约为 0.5%。如果明年维持这一平均上涨速度，那么房价同比将会回落到最低 4% 左右，总体在 5%~6% 这样一个水平。

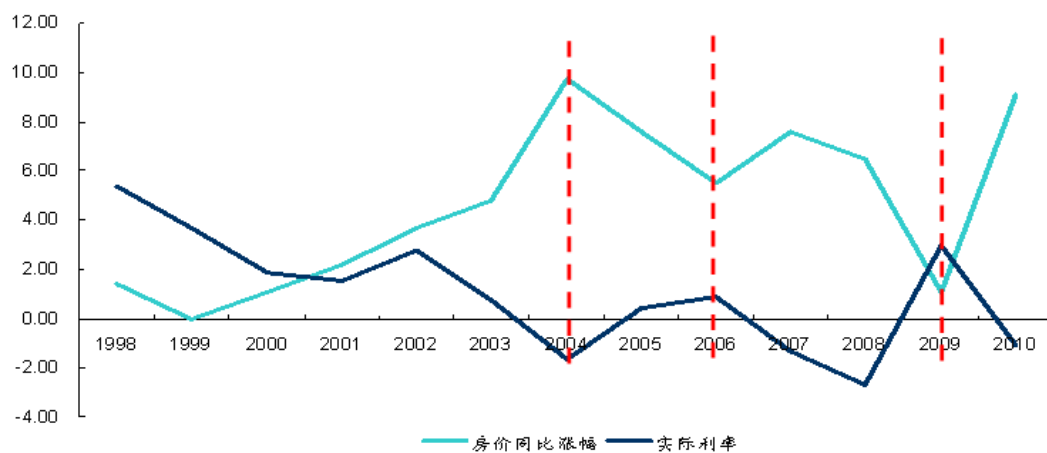
图 38：房价同比涨幅与房价指数走势



资料来源：长江证券研究部

中国的房价上涨看似杂乱无章，但本质上还是与实际利率有关系。在下图中我们可以清晰的看到这种反向的变动关系。因此，在明年通胀回落与加息可能并存的情况下，房价涨幅的大幅回落是一个大概率事件。

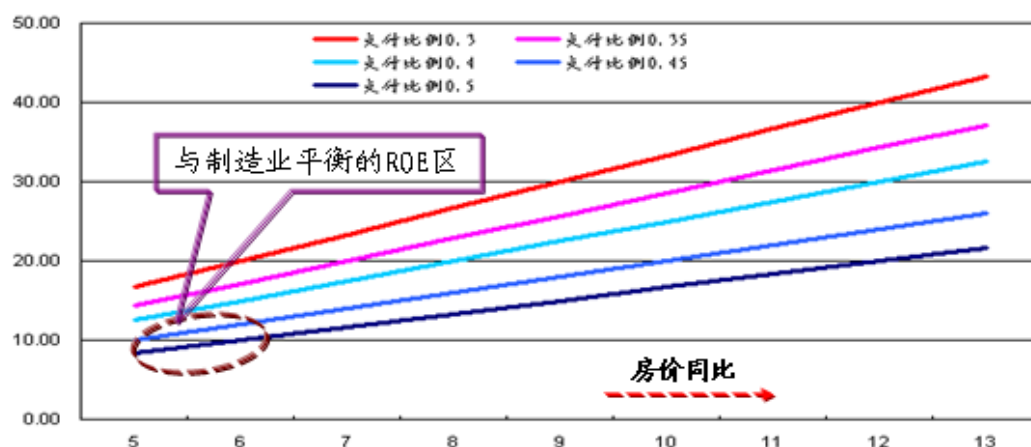
图 39：房价上涨与实际利率关系



资料来源：长江证券研究部

同比 5%~6%的房价上涨意味着什么呢？考虑到目前整个购房的杠杆比率大约在 2.2 左右（平均支付比例 0.45），那么房地产投资的回报大约也在 12%左右，这其实与制造业之间也有着相当的平衡。房价大幅上涨的最大危害则在于当其同比在 10%以时，其投资收益基本上已经超越了任何实体产业。

图 40：不同支付比例下的房地产投资 ROE 回报

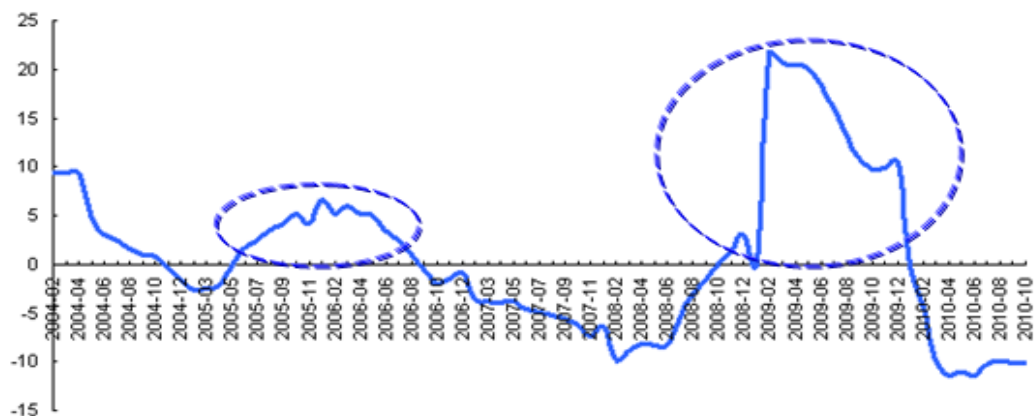


资料来源：长江证券研究部

房地产投资收益回落到 12%左右的水平应当说只相当于制造业的平均水平，也就是说还有相当部分产业的 ROE 回报是高于这一水平的。如果房价回落幅度更大的话，这种收益的逆转将会更加明显。

房价的回落一方面会使社会资金在偏好上更加乐于选择以制造业为代表的事业投资；另一方面，房价的回落对于房地产开发投资也会有一个方向的抑制。历史上房价同比低于 6%的主要在 2005 年下半年-2007 年上半年的两年时间，以及 2008 年四季度开始房价回落。在这两个时间段内，我们也看到了全社会固定资产投资是要明显快于房地产开发投资的。这也就是说，资金是更加偏好于非房地产业的。

图 41：全社会固定资产投资增速-房地产投资增速



资料来源：CEIC，长江证券研究部

因此，我们可以预期的是宏观调控背景下房价同比的回落将会使得制造业投资与房地产投资之间的收益发生逆转，更多的资金将会偏好以制造业为主的实体。这对于中周期中国经济的增长来说是一件好事。

设备类产能的集聚：转型悄然进行

在上面一些列分析中，我们得到的一个基本判断是：从 2011 年开始，中国经济所迎来的将

是一个新的中周期起点；而这个周期的根本动力则在于制造业投资的所引致的资本扩张和产业升级。中国在从制造业大国向制造业强国转型的过程中，我们也已经看到了其内部所发生的显著结构性变化。

工业行业可以划分为采掘业、制造业和公用事业，制造业内部则有可以划分为材料类、设备类和消费类三大板块。

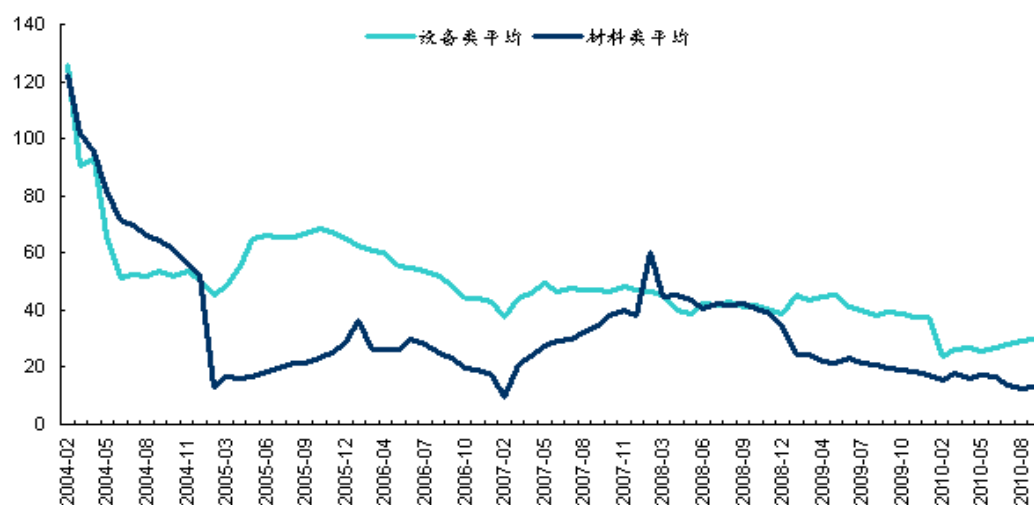
表 3：工业行业产业链条划分

大类	涉及行业
采掘类	煤炭开采和洗选业
	石油和天然气开采业
	非金属矿物制品业
	黑色金属矿采选业
	有色金属矿采选业
	非金属矿采选业
	其他采矿业
原料类	黑色金属冶炼及压延加工业
	有色金属冶炼及压延加工业
	石油加工、炼焦及核燃料加工业
	化学原料及化学制品制造业
	化学纤维制造业
	橡胶制品业
	塑料制品业
	非金属矿物制品业
	通用设备制造业
	专用设备制造业
设备类	交运设备制造业
	电气机械及器材制造业
	金属制品业
	仪器仪表及文化、办公用机械制造业
	轻工类
消费类	电子信息类
	生物医药类等
公用事业	电力、蒸汽、热力和水的生产和供应业
	煤气生产和供应业
	自来水的生产和供应业

资料来源：长江证券研究部

在制造业上一轮的投资高峰中，材料类行业成为主导，原因则在于材料类行业是三大投资领域基建、房地产和制造业直接攻击方。然而在上一轮投资高峰之后，材料类行业的供给过剩显现，其后的投资水平一路下滑。在材料类行业与设备类行业的对比中，其增速远远落后。

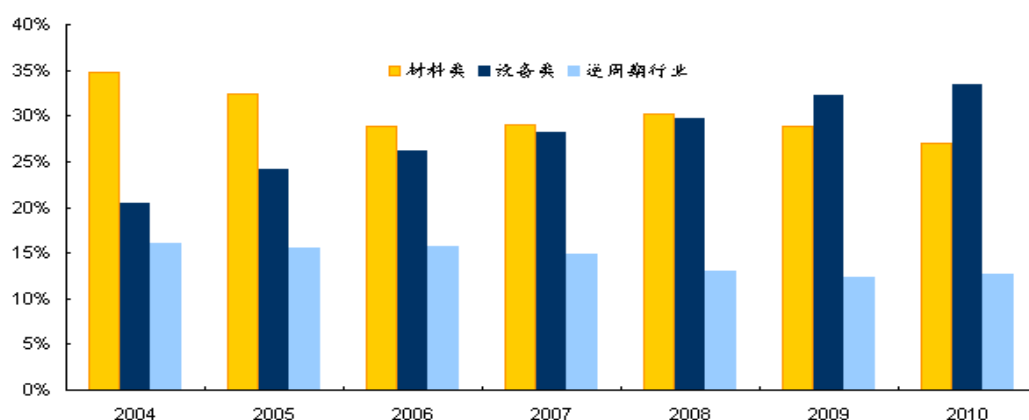
图 42：材料投资增速落后于设备类投资增速



资料来源：长江证券研究部

在这种增速差异情况下，制造业内部的投资结构已经发生了深刻的变化。如果说 2008 年材料类投资占比还略占优势的话，那么 2009 年，2010 年设备类投资已经将材料类投资远远甩在了身后。

图 43: 制造业固定资产投资前 10 大行业中的属性占比

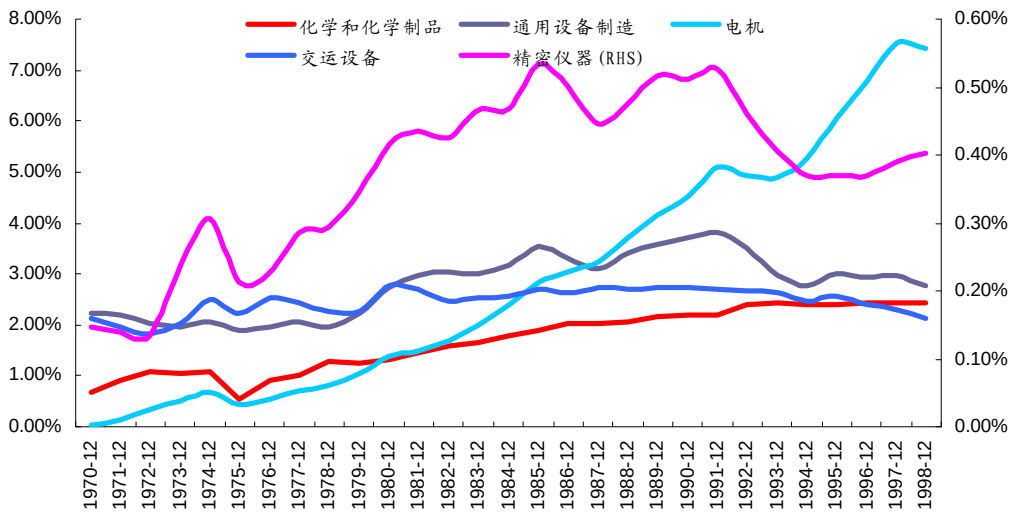


资料来源：长江证券研究部

制造业固定资产投资会形成相应的产能。产能从材料类行业转向设备类行业正是我们悄然进行的经济转型。设备类产能的集聚不仅对于实体经济还是对于资本市场都应当是一个系统性的机会。

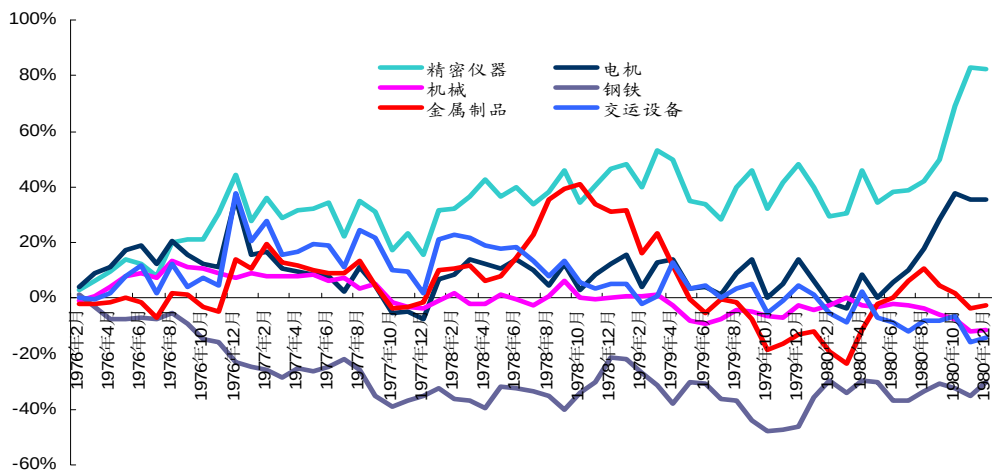
那么设备类产能的集聚会带来那些机会呢？可以借鉴的是日本的经验。在日本 70 年代之后的产业升级过程中，GDP 产值占比出现持续上升行业可以划分为三大类：设备制造业本身（交运设备、通用设备等）、设备制造业材料类（工业钢、化学材料等）和辅助设备内类（精密仪器、电机等）。这三大类行业在 GDP 占比均出现了持续的攀升，尤其是电机行业。电机行业 1970 年在 GDP 中的占比仅为 0.2% 左右，但其最终成为了日本第一大行业，成为了真正的支柱性行业。这些行业在资本市场也获得非常好的收益（超额收益）。

图 44: 日本转型期主要相关 GDP 占比变化



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 45: 日本 76-80 年间设备类相关行业市场超额收益情况



资料来源: 长江证券研究部

在日本 76-80 年间的市场表现中，与设备类相关的行业在 76-79 年之前都有较好的收益，仅有钢铁比较落后。其中表现最好的是精密仪器和电机两大行业。这对于当前中国设备制造业的崛起有很大的借鉴意义。

2011 年投资策略

上面我们花了相当大的篇幅去论述中周期增长的问题、制造业增长的问题和设备制造业的崛起问题，目的无非就两个：未来的整体市场会怎么走，哪些行业有机会。

对于第一个问题，基于对周期的判断，整体市场的走势会呈慢牛的态势。在工业化后半期依

靠制造业投资增长的经济面临增长的平台式下滑，但只要进入新平台的稳定增长期，资本市场所表现出来的就是持续向好。关于增长平台下移之后资本市场的表现请参阅我们后续的专题研究报告。

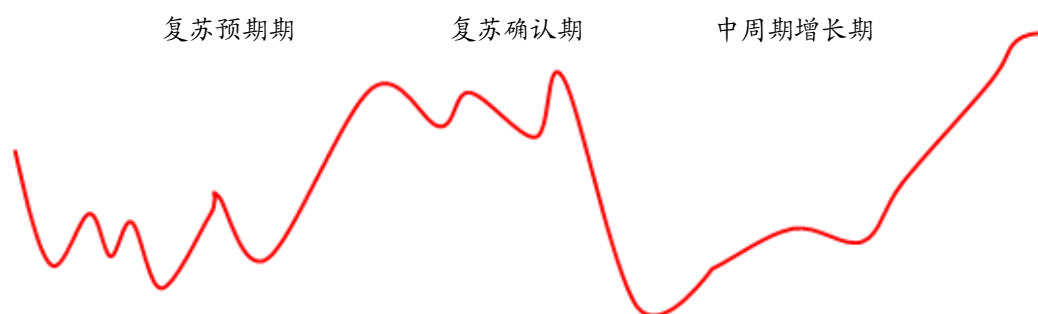
在我们的框架下，明年制造业盈利见底是核心，而针对市场的策略则应当围绕着这个核心而展开。具体而言，2011 年市场将会沿着一个三阶段的路径而展开。

第一阶段，从现在开始到明年 2 季度之前，基于工业增加值即将见底的复苏预期，整体市场的走势将呈一个震荡走高的格局。在配置上，基于复苏预期的前周期行业如房地产、汽车、资源品将有较好的表现。

第二阶段，复苏确认期 A 股可能会面临增长动力的进一步刺激的等待期，其时，汇率市场和商品市场波动会给整体市场带来较大的估值调整压力。在配置上，注重低估值的防御品种。

第三阶段，在中周期增长期真正确立的阶段，资本市场将会重归基本面的增长态势，资本市场的持续向好将会显现。这个阶段的配置则是基于我们上面所说的中周期核心动力而展开，如设备制造业、设备制造材料类以及设备辅助设备类行业。

图 46：倒“S”形的市场走势



资料来源：长江证券研究部

关于中周期复苏初期阶段实体经济、汇率市场、商品市场波动所带来的对资本市场运行的影响及相应的配置路径展开，我们在随后的专题报告中会有详细的研究。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。