



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 9 日

A 股

研究部

侯振海

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080209100102
houzh@cicc.com.cn

王慧

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210030003
wanghui@cicc.com.cn

张博

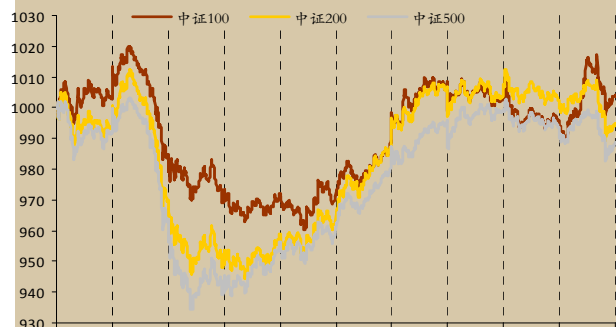
分析员, SAC 执业证书编号:
S0080209080100
zhangbo@cicc.com.cn

继续看好低估值周期股

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再创新高, 但同比增速回落



资料来源: Wind, 中金公司研究部

本周 A 股策略观点

- 2010 年末发生的股市调整主要源自于短期资金回笼带来的市场资金利率的上升, 新年以来, 随着短期回购利率的回落, 我们认为这一风险已经大为下降。
- 从全年看, 我们认为, 1 季度的市场资金面状况相对而言更为宽松一些。从信贷角度看, 贷款者与银行的倾向都会导致信贷前高后低是大概率情况。而从市场最为担忧的通胀情况看, 12 月农产品批发价格指数环比和同比增速均有所回落, 而去年春节前后三个月内农产品价格的大幅攀升使得今年 1 至 2 月的通胀翘尾因素向下趋势明显, 因此尽管通胀总体上仍会维持高位, 但春节前出现再创新高的可能仍较低。至于大宗商品, 尽管 11 年上半年美国经济增长可能超预期, 但是由于目前各国普遍加强对期货市场资金的管制以及资金回流美元等原因, 其价格很难出现类似 08 年那样的大幅通胀。
- 从市场情绪看, A 股投资者预期仍普遍较谨慎甚至悲观, 因此指数进一步大幅下跌的空间反而不大。而从市场资金配置讲, 存量资金仓位继续挪向高估值中小股票的可用资金量已经很小, 而新增资金又难以认同高位接盘这些高估值股票, 因此打破这种僵持局面的最终结果更有可能是各板块估值离散度的收敛。在这一思路指导下, 我们认为 1 季度低估值且业绩增长趋势确定型较强的股票是首选的投资标的, 诸如水泥机械和房地产等。
- 我们继续看好房地产持续反弹的机会。从基本面上看, 一年多的房地产政策打压并未改变房地产企业业绩和现金流较好的状况。而尽管各界大肆宣传房地产将不再成为支柱产业, 但实际上, 目前房地产业对于支撑我国经济发展、政府财政收入乃至居民消费的支柱地位仍在进一步提升。除了房地产建设对于投资的拉动外, 本轮消费增长的几大推动力, 即政府消费的大幅增长、居民负债率的显著提升和财产性收入占可支配收入比重的不断上升, 其背后的根本逻辑支撑点仍是由于房地产价格的上扬。根据我们的测算, 目前大量房地产上市公司的市值已经跌至其土地储备的清算价值减去负债后的净值以下, 即便从实业资本投资的角度, 这一价格也是非常具有投资吸引力的。
- 我们推出了 2011 年新的股票投资推荐组合, 其中有 10 家新加入组合的股票。

一周市场回顾

A 股实现开门红

美股延续去年强势，A 股市场实现开门红。上周 A 股走出先涨后平的走势，表现了市场的氛围还是偏谨慎，投资者认为当前环境下不确定性较大，于是想寻求一些相对确定的投资。

国际方面，美股经历了 2010 年的强劲上扬之后，于 2011 年实现开门红，三大股指在上周继续创出新高。经济数据对股市上涨起到了极大的推动作用。美国 ISM 公布的 12 月 ISM 制造业指数环比增至 57，制造业增长速度创下去年 5 月以来新高，该指数中的新订单指数从 11 月份的 56.6 攀升至 60.9，令投资者感到振奋。12 月的非制造业指数环比增至 57.1，超出市场预期，同时创下 4 年半来新高，这一指数已连续 12 个月高于 50 点，这表明美国服务业已连续一年保持增长。美国政府发布的 11 月工厂订单报告显示，11 月份美国制造业获得的新订单环比意外上涨 0.7%，不计运输产品的订单增幅创下 8 个月新高，这进一步表明美国制造业的基本状况在好转。美国劳工部公布的上周首次申请失业救济人数增加了 1.8 万，稍低于市场平均预期的增加 2.2 万，一度增强了投资者对美国劳动力市场状况正在好转的信心。

国内方面，12 月份 PMI 下降 1.3 个百分点至 53.9%，低于市场预期的 55%，结束了自 8 月份以来的持续升势，也与季节性因素相背离。而另一季节性调整较好的 HSBC PMI 在 12 月份也同样下滑 0.9 个百分点至 54.4%，为 3 个月以来最低。显示经济的回升势头出现放缓，可能由于近期一系列抗通胀的紧缩调控政策导致。分行业来看，饮料、造纸、钢铁、金属、机械设备、交通运输等行业 PMI 指数涨幅居前；而烟草、水泥、化纤、化学材料、食品及服装等行业 PMI 下滑明显。央行正着力推进一系列货币政策工具改革，新浪网报道，央行已制定一套规范的差别存款准备金率计算方法，2011 年起央行将对各银行按月测算及实施差别存款准备金措施。另外，央行还拟下调超额存款准备金利率。2011 年起央行将对各银行按月测算及实施差别存款准备金措施，考虑到商业银行调整业务结构需要一定时间，前三季度将给予商业银行依次递减的容忍度。此外，央行有意下调超额存款准备金利率以降低支出成本。

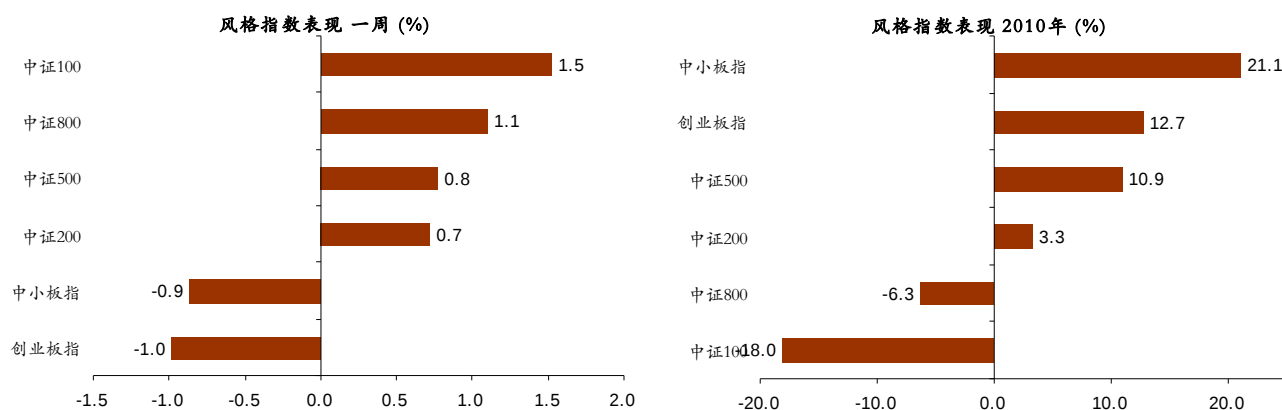
市场方面，周一，元旦假期，休市一天。周二，元旦期间周边市场造好，市场憧憬资金压力将会缓解，沪深股市新年迎来良好开局，两市大盘双双高开高走，其中有色、煤炭、地产等周期性板块全力上扬。周三，受昨夜稀贵金属大幅下挫和中国平安再融资传闻影响，沪深股市早盘低开，随后强势整理，虽然煤炭、核电、造船、高铁等多个热点保持活跃，但在有色、消费、保险等板块回调之下，做多力量稍显不足，股指终以小跌报收。周四，受隔夜美股高收影响，沪深股市早盘高开，并且一度尝试上攻，然而买盘依然不足，促使股指很快转为下行，且全天呈现下跌整理态势。盘面来看，电力设备、军工、地产等板块有所活跃；创业、消费、能源等板块跌幅居前。周五，两市大盘延续近期纠结走势，继地产板块之后，多方试图发动银行股攻势，一度刺激股指急升，但是场外资金流入有限，导致中小、创业反受失血之困，终使沪深股指红绿各异。

行业方面，房地产板块强势反弹，主要是受近期房地产交易量大幅上涨，房价有所上浮，以及有报道称房产税征收出现分歧等因素推动。与房地产板块关联较大的建筑与工程，钢铁，建材板块亦涨幅居前。另外，汽车，机械，以及金融板块中的银行证券也有不俗表现。而保险行业受到部分个股再融资传闻袭扰，上周跌幅较大。另外，有色、软件及服务、食品饮料等行业跌幅居前。

风格方面，大小盘表现差别不大，大盘股略好于小盘股。

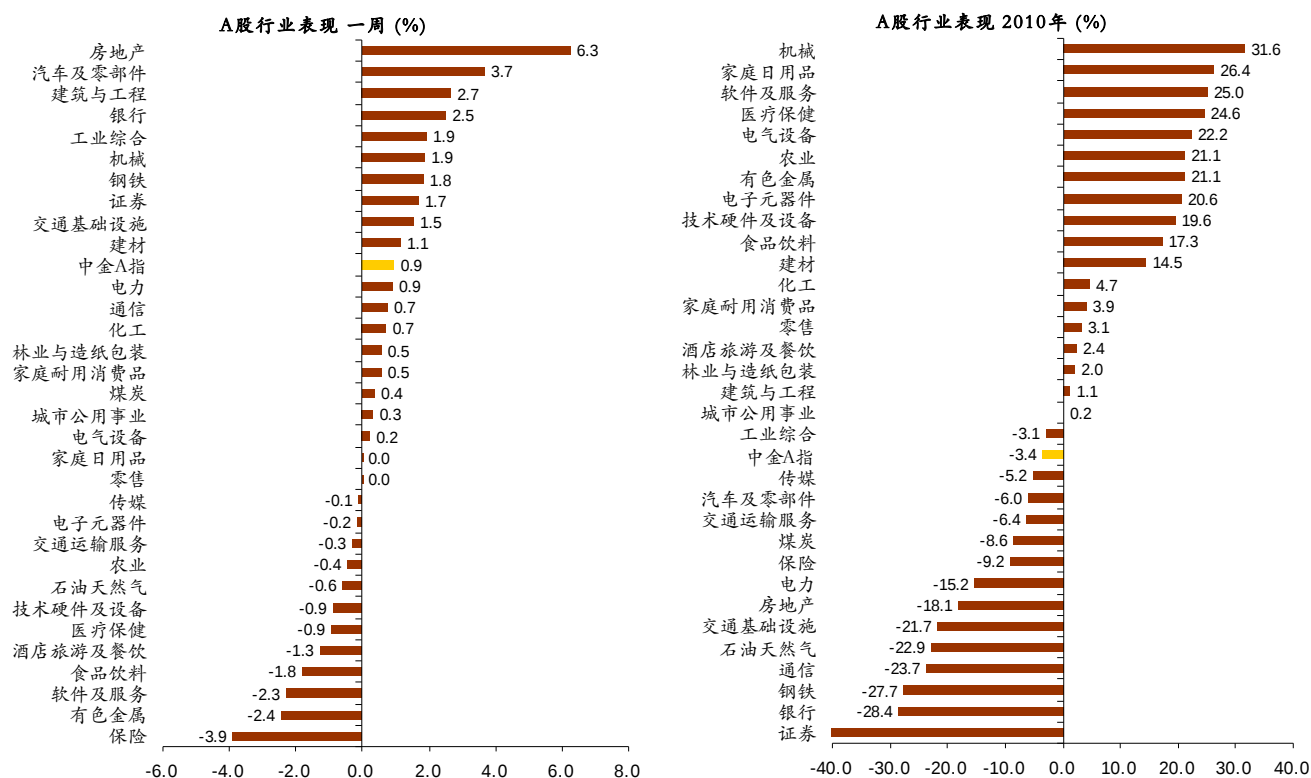
全周来看，上证综指上涨 1.1% 收于 2839 点，深证成指上涨 0.9% 收于 12574 点，沪深 300 指数上涨 1.2% 收于 3167 点。

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

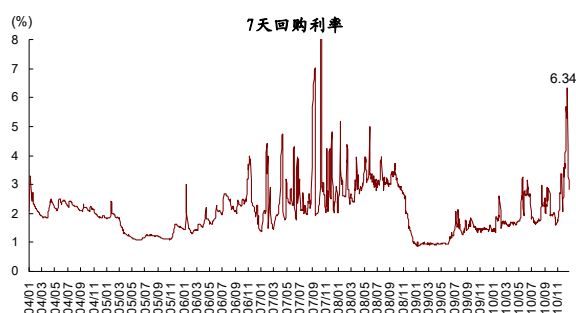
未来市场观点

一、继续维持 1 季度看好低估值周期类股票的观点

新年伊始，A 股整体上一改去年年末不断下行的局面，在第一时间出现了反弹。从板块上讲，房地产、水泥建材、机械钢铁等低估值周期股涨幅居前，这与我们在 2011 年度策略报告中 1 季度重点看好的板块推荐较为一致。

我们认为，2010 年末的这轮市场调整的核心原因在于银行等金融机构在年底通过压缩短期信贷和/或高息吸引短期储蓄的方式回笼资金，以符合监管层对于贷款量和贷存比等指标的监管要求。而随着年底结算期的度过，这一原因导致的资金面压力将得到较大的缓解，资金逐渐回流至各类投资与实体经济领域，从而使得市场资金成本高企的情况告一段落。以最有效代表市场短期资金成本的 7 天回购利率为例（图表 3），可以看到，去年末 7 天回购利率持续攀高，在 2010 年 12 月 31 日达到 6.34% 的最高点，而这一水平，仅在 2007 年 9、10 月份大盘新股集中发行导致银行存款分流压力较大且流动资金成本大幅上升时才出现过。而随着新年的到来，7 天回购利率一周内已经下滑至 2.82%，而央行公开市场操作也已经维持了连续 8 周的资金净投放。因此，我们认为，投资者对于短期资金压力导致市场向下调整的风险不必过分忧虑。

图表 3：7 天回购利率走势



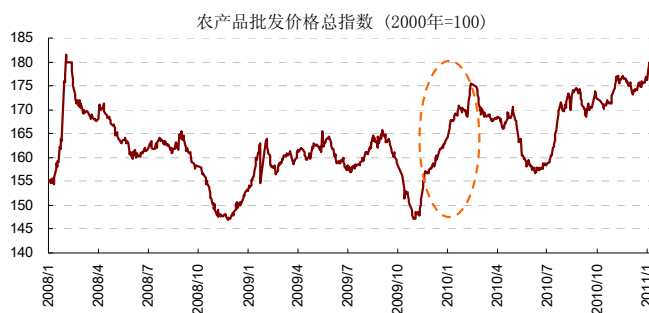
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

而从全年看，我们认为相对而言，1 季度的市场资金面状况还是要更为宽松一些的。首先，从信贷投放的角度看，央行今年首次没有提出一个明确的信贷增量的总额目标，这显示管理层对于 2011 年银行信贷的监管将采取一个更为市场化也更为灵活的调控方式。而从市场化参与各方的角度分析：从银行看，各家银行均对未来信贷收紧和进一步调控存在一定预期，因此依然会倾向于早放贷来稳定自身年度贷款总量和份额增速的基本要求。而从贷款者角度看，由于进入加息周期和信贷额度未来将逐渐紧张是一个大概率事件，因此也会倾向于早贷款来获得资金面的保障。所以 2011 年银行贷款增速前高后低仍将是大概率的情形。

其次，从通胀的角度看，我们认为去年以来这轮通胀的成因是较为复杂的，可以说既有周期性原因，也有结构性原因；既有国内原因，也有海外原因；既有货币性的原因，也有实体经济的原因。正因如此，也可以认为，本轮通胀的治理难度是较大的。因为，无论何种宏观政策，要做到有选择性、有针对性地打击和抑制通胀，又不使经济增速受到很大抑制，将是非常困难的。从未来一段时期内看，通胀仍将维持在较高的水平，但 CPI 同比增速将有所回落。以农业部公布的农产品批发价格总指数看，其于价格临时限制措施出台后有所回落，但在 12 月 3 日触底 173.2 后，很快重新又开始的一轮盘升的走势，至 1 月 6 日，该指数已经上摸至 180.2 的新高，但是总体上，该指数 11 月的日平均值为 176，而 12 月的日均值仅 175.02，因此根据这一情况看，12 月份的同比和环比通胀水平将很可能出现一定下降。从目前情况看，农产品环比价格在 1 月份重新出现较大涨幅的可能性较大，但是这未必会导致 1 月份由于农产品价格导致同比通胀水平的大幅攀升，这主要是因为，12 月末至 1 月份的农产品价格升幅

并未显著超过历年平均水平，而去年春节前后的三个月（图表 4 中圈内所示时间段），即 2009 年 12 月至 2010 年 2 月的农产品价格曾经出现过一波很大的涨升，12 月、1 月、2 月农产品批发价格指数的日均值月度环比涨幅分别为 5.5%、4.7%和 2.0%。因此，去年同期农产品价格高增长基数所导致的翘尾因素下降将使得今年 1、2 月份农产品价格上升对 CPI 产生的上升压力得到较大程度的对冲。

图表 4：农产品批发价格指数走势



资料来源：农业部，Wind，中金公司研究部

而从境外因素看，我们在全年 11 月的 A 股策略周报中就提示了美国经济可能超预期带来的一轮大宗商品价格显著上升的机会（同样也是经济风险），此后至今，我们看到，大部分国际大宗商品价格在最近的 1 个多月内均出现了 10~20%左右的上升。但我们认为，2011 年大宗商品价格震荡盘升仍是大概率事件，但是出现 2007 至 2008 年那样的大幅暴涨的概率仍较低。这主要是出于三方面的原因，一是全球需求增速还未恢复到 07 年时的水平，二是目前各国普遍加强了对于大宗商品期货市场投机资金的控制，三是随着美国经济的复苏前景超预期，国际资本回流美国的力度将有所上升，从而导致美元反弹，进而对大宗商品价格过快上涨会产生一定的对冲作用。这与 07 和 08 年初，美国经济面临衰退而新兴市场普遍高速增长导致资金大幅流向包括大宗商品等非美元资产的趋势有所不同。而从另一个方面讲，即便美国经济增速会略超预期，但是其房地产市场今年全年仍将处于消化库存阶段，从而使得其建筑业制造业结构性失业问题很难得到显著缓解，因而美联储的量化宽松政策力度不可能出现缩减。这意味着美元出现大幅飙升，大宗商品价格暴跌的格局也很难出现。

综上所述，我们认为，除非出现非正常的不可预估事件，比如地缘政治冲突或大规模自然灾害等，我国 1、2 月份 CPI 虽继续维持较高水平，但同比不创新高仍将是大概率事件。然而，在 1 季度之后，目前我们也很难看到通胀水平显著回落的推动因素。在此判断基础上，我们认为 2011 年 A 股出现趋势性地大规模牛市或熊市行情的条件都不具备。因此，投资者只有通过市场普遍悲观时买入，而在普遍乐观时抛出的波段性操作方法，才有可能在 2011 年获得超越指数的收益。

而目前市场投资者的总体投资情绪总体上是偏向于谨慎和悲观的，这与海外市场 and 投资者总体上偏向于较为乐观的情绪恰好形成一定的对照。在不出现超预期的基本面恶化（比如经济出现大幅下滑或者通胀大幅超预期上升）的情况下，我们认为，目前市场总体的下跌空间相对有限。因此，逢低买入依然是目前市场比较好的一个投资方式。

而从市场资金配置的层面看，2010 年市场较为活跃的资金大都严重低配低估值和周期类的股票，而大幅高配非周期类的小盘成长股。但在目前情况下，存量资金仓位继续挪向这些高估值股票的可用资金量已经大幅缩小（因为他们普遍仓位较高但可供抛售的低估值股票的仓位又基本耗竭），而新增资金又很难在如此高估值的情况下认同这批股票在目前这种价位下有很大的进一步上涨的投资价值。因此，从资金配置的角度上看，与去年恰好相反，市场各板块的估值离散度降低是今年 1 季度更有可能发生的一种情形。

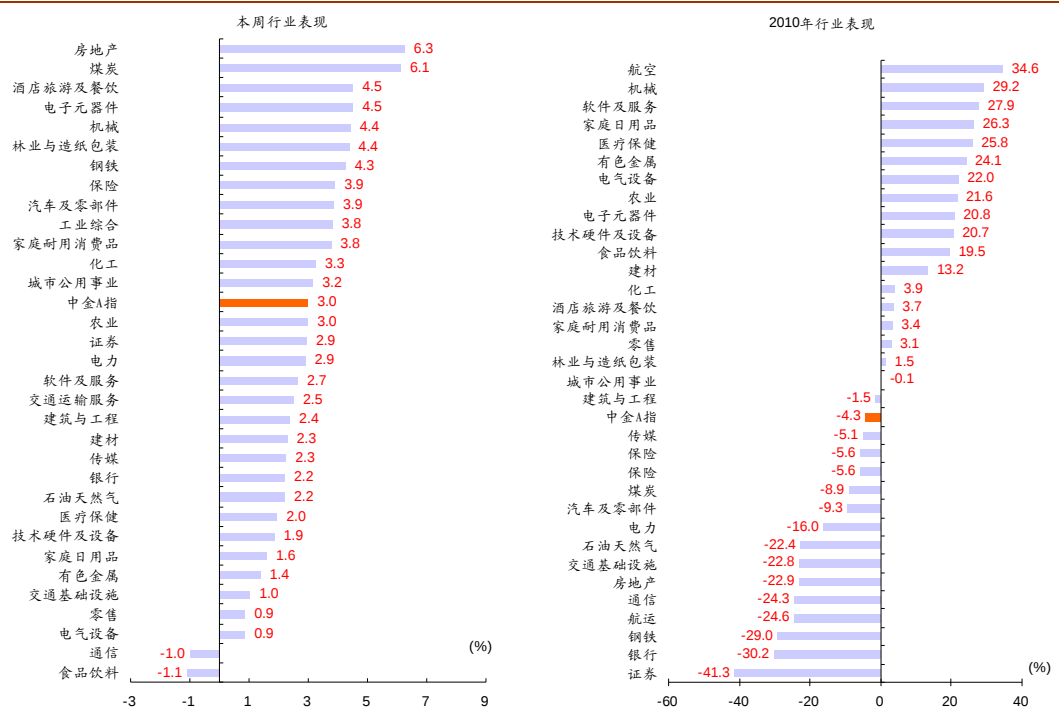
在这一思路指导下，我们认为 1 季度低估值且业绩增长趋势确定型较强的股票是首选的投资标的，这也是我们相对更加看好诸如水泥机械房地产等相对低估值的周期性股票的原因。

二、房地产股反弹，短期看消息面，中期看基本面

本周房地产股票出现明显上涨，全周涨幅达到 6.3%，在各行业指数当中排名第一，而我们 2011 年度策略报告中也提出相对看好房地产股的观点（一季度前期周期股将表现出色，地产、水泥、煤炭、有色和白电公司是我们的重点推荐行业）。从事件性上，本周初市场上投资者预期房地产税将很难在短期内推出，实施的执行难度很大，地产股随之快速启动。但是我们认为在这一轮地产股的反弹当中政策面预期的变化只是一个触发因素，未来能够继续推动地产股的投资机会还是出于基本面的原因。

首先，由于刚刚过去的 2010 年当中政府对楼市价格空前的政策性打压，房地产股票都出现了大幅下跌，同时各地产股的再融资纷纷叫停。投资者对于房地产股非常悲观，各主流投资机构也显著低配了地产行业。从全年来看，中金地产指数一共下跌了约 23%，在所有行业当中排名倒数第六，而去年全年下跌最多的十大熊股中地产行业占居了三席，仅次于钢铁行业的四席。所以经过大幅下跌之后，地产股的进一步杀跌动力已经逐渐减少。

图表 5：中金行业指数表现



资料来源：WIND，中金公司研究部

其次，从基本面来看，去年房地产市场与房地产股走出恰好背离的走势，销售额、投资额、销售面积、新开工面积和购地面积等各种主要指标都显著上升并创出历史新高。而从企业的业绩和现金流也没看出市场所预期的问题，龙头公司万科全年的销售额甚至超过了 1000 亿大关，而 WIND 统计的全地产行业上市公司 2010 年的净利润增长预期将达到 33% 左右。

另外从政策角度看，限制贷款甚至限购政策都没有挡住老百姓购房的热情，政府在四月和九月的两次调控只减缓了楼市的上涨速度和幅度，但是趋势并未发生变化。经过无数次传闻和讨论之后，大家对房产税的影响已经显著消化，即使 2011 年在少数城市试点出台也不会显著超出大家的预期。所以投资者对各种坏的政策传闻已经变得不再敏感，而对任何基本面的利好情况的反映逐渐开始增加。

当然，目前大部分投资者对房地产公司仍较为谨慎，认为房地产行业未来已经不是支柱产业，行业的好日子已经到头了，在市场上将长期边缘化。虽然很多政府部门的宣传中也多次提及

了这一说法,但是从各级政府部门的行为中,我们却看到这并不符合事实。国土资源部统计表明,2010 年全国各级政府卖地同比收入大幅增长 70.4%至 2.7 万亿元,而全年仅商品房的销售总额就将达到 5 万亿元左右,而全年居民房贷的净增长额将达到 1.5 万亿元左右。这些数据无不显示:房地产对于中国经济增长、政府财政乃至居民消费增长的支柱地位仍在进一步加深。无论对于投资还是消费,中国房地产走势的影响目前都是举足轻重的。房地产建设对于投资的影响市场论述已经颇多,在此我们不想多加赘述。而我们认为,市场还没有完全认识到的是:房地产对于消费也有着巨大的影响。首先,房地产对政府消费有着巨大的拉动作用,这是由于卖地收入已成为地方财政的核心支柱。而政府消费占中国总体消费的比重近几年又一直处于上升状态。其次,本轮居民消费高增长期的一个重要特点就是居民负债率和金融化率的提升,或者说通过负债和财产性收入来支持消费的比例显著提升,这一趋势是 2007 年之前所未见的。而无论负债还是财产性收入,其根源实际上都是房地产,一方面,房地产是金融机构向居民发放消费信贷的核心抵押品,另一方面,房价上升也会提高社会总体财产性收入水平,当然由于房地产所有权分布并不均衡,因此这部分收入增加对于富裕阶层的消费帮助更大,但这也非常符合当前国内奢侈品消费比大众化商品增速更快的趋势。诚然,有人认为,房价上升会导致居民购房成本上升,从而抑制消费,但我们的研究发现,这并不是事实,因为居民购房更多是一种收入转移的行为(居民之间的转移,以及居民向政府的转移),而只要获得收入方也是境内的消费主体,这种行为就不会产生所谓的消费抑制。房地产存量总市值的上涨和由此带来的负债率提升的条件,才是刺激消费增速可以高于经济增速和居民工资性收入增长的最关键原因,这一情况与美国上一轮经济周期中消费、房价、居民负债率齐升共跌的情况将完全一样。所以说,如果房地产业真的出了大问题,则消费也会有大问题。

此外,从基本面看,我们认为当前的股价下地产股相对已经有比较强的基本面支撑。我们认为,地产股的估值底部不是用 PE 来看,也不是用 NAV 来算,而是应该从产业资本的角度来考虑。我们简单测算了一下当前地产股的价值,此前市场上有投资者用地产股的市值/权益土地面积,我们认为这样只是代表投资者可以用什么价格来控制上市公司的土地,但是这样的考虑并非极端保守。我们认为最保守的情况应该是假设将地产公司就地清盘,即不考虑任何土地资源在地产商手中的增值部分,在这种情况下,地产公司的土地价值加上现金应该等同于公司的全部负债加市值(按最保守的假设地产公司除了现金和土地没有任何其他资产)。按照此法,根据上市公司当前的市值和 2010 年三季报披露的负债、现金和权益土地面积进行了测算,当前股价下 A 股上市的主要地产公司的隐含权益土地价格在 2000 元/平米到 11000 元/平米之间,特别是全国布局的大型房地产公司如:万科、保利和金地的隐含权益土地价格仅 4500-5000 元/平米。根据国土资源部下属的中国城市地价监测网披露,截止到 2010 年三季度,全国 105 个监测城市的平均商业土地和居住用地的土地拍卖价格分别达到了 5018 元/平米和 4085 元/平米,而大型地产公司土地储备分布集中的渤海湾、长三角和珠三角地区的地价更是显著高于全国水平。所以可以说,现在很多地产股已经跌至了其土地直接清盘的价值以下,我们认为在地王频出的时代,当前的房地产公司股价对产业资本而言也是具有一定吸引力的。

图表 6: A 股地产行业上市公司隐含土地单价

公司	代码	权益储备(百万平方米)	总市值(百万元)	总市值/权益储备(元/平方米)	2010年三季度末总负债(百万元)	2010年三季度末现金(百万元)	隐含土地价值(百万元)	隐含土地单价(元/平方米)
中华企业	600675	2.10	10,269	4899	16,934	3,844	23,359	11144
滨江集团	002244	3.65	17,035	4662	22,986	3,467	36,554	10004
冠城大通	600067	1.87	7,083	3791	9,527	1,294	15,316	8198
北京城建	600266	3.18	11,871	3731	12,683	2,153	22,401	7040
招商地产	000024	7.99	30,688	3842	33,883	10,888	53,683	6721
广宇集团	002133	1.45	3,346	2305	5,392	817	7,921	5458
首开股份	600376	7.76	21,454	2764	30,801	12,720	39,535	5093
金融街	000402	8.44	21,432	2540	30,548	8,728	43,252	5125
保利地产	600048	32.27	65,843	2040	107,951	13,687	160,108	4962
亿城股份	000616	1.96	5,353	2735	6,063	2,037	9,379	4792
万科 A	000002	44.34	97,747	2205	138,599	31,543	204,803	4619
金地集团	600383	14.47	31,435	2172	47,371	12,967	65,839	4549
栖霞建设	600533	2.06	5,481	2656	5,400	2,134	8,747	4239
大龙地产	600159	1.35	4,391	3257	828	80	5,139	3812
阳光股份	000608	2.09	5,684	2718	3,082	926	7,840	3749
华发股份	600325	5.66	8,751	1546	14,096	3,827	19,020	3360
荣盛发展	002146	15.64	21,289	1361	13,313	1,844	32,758	2094

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 7：全国主要城市土地拍卖价格

全国 105 个监测城市		(元/平方米)			
时间	综合	商业	居住	工业	
2000 年	993	1599	918	451	
2001 年	1028	1650	961	461	
2002 年	1074	1735	1015	465	
2003 年	1129	1864	1070	472	
2004 年	1198	1988	1166	481	
2005 年	1468	2371	1582	469	
2006 年	1544	2480	1681	485	
2007 年	1751	2742	1941	561	
2008 年	2526	4465	3543	588	
2009 年	2653	4712	3824	597	
2010 年三季度	2805	5018	4085	623	
2010 年三季度	综合	商业	居住	工业	
环渤海地区	3088	5384	4784	638	
长三角地区	4342	7426	7178	800	
珠三角地区	3766	11861	6271	754	

资料来源：中国城市地价监测网，中金公司研究部

对于地产股而言，目前的风险仍然主要来自于政策方面，但是随着上海、重庆等地区的房产税政策出台的预期逐步落实，我们认为房地产政策的密集出台期将告一段落。一方面，房产税政策很难在全国广泛推行，另一方面，2011 年政府房地产政策重心将向保障房建设和低收入群体居住供应保障方面转化。因此可以说，对于地产来说政策面最不利的阶段已经逐渐过去，在目前地产股的价位和估值水平下，房地产股票估值修复的行情有望持续。

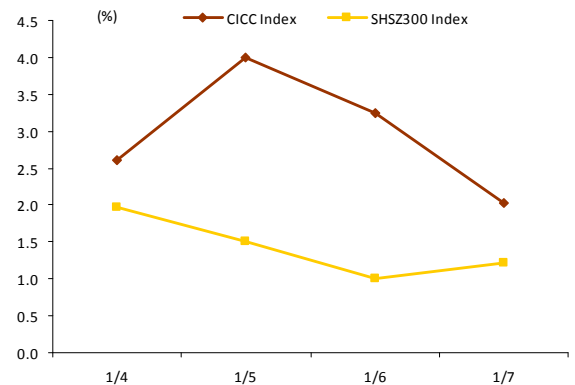
中金推荐组合及配置建议

图表8: 中金A股推荐组合

我们推出了11年新的投资组合, 下表为中后10家为新加入股票

公司名称	股票代码	评级	股价(元)	股价变化(%)		市盈率(x)			市净率(x)			分红收益率		
				11/1/7	YTD	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
海油工程	600583.SH	中性	8.08	-0.2	-14.9	58.3	28.3	21.2	3.3	3.0	2.7	0.3%	0.5%	0.7%
天山股份	000877.SZ	推荐	33.03	4.6	58.0	21.1	13.7	10.9	3.8	3.2	2.6	1.2%	1.8%	2.3%
中铁二局	600528.SH	推荐	9.59	5.6	-25.8	13.9	10.9	9.4	2.8	2.3	1.9	1.4%	1.8%	2.1%
葛洲坝	600068.SH	审慎推荐	12.31	6.1	6.1	25.8	21.2	18.0	4.0	3.5	3.1	1.2%	1.4%	1.7%
郑煤机	601717.SH	审慎推荐	41.65	-1.8	-1.8	32.1	24.3	18.9	5.9	4.9	4.0	0.5%	0.6%	0.8%
中海集运	601866.SH	推荐	4.72	5.4	5.4	14.4	12.5	11.8	1.9	1.6	1.4	0.0%	0.0%	0.0%
康美药业	600518.SH	推荐	16.55	-1.2	-1.2	47.8	29.9	20.5	7.6	6.4	5.2	0.7%	0.8%	1.2%
上海医药	601607.SH	审慎推荐	21.51	-1.5	-1.5	28.7	23.4	19.2	4.5	3.8	3.3	0.4%	0.6%	0.8%
友好集团	600778.SH	推荐	13.15	-1.3	-1.3	41.8	26.3	18.0	4.0	3.5	3.0	0.0%	0.0%	0.0%
泸州老窖	000568.SZ	推荐	38.71	-5.4	-5.4	26.0	20.7	15.4	11.1	9.6	8.1	2.7%	3.4%	4.5%
科达机电	600499.SH	推荐	23.18	-2.8	-2.8	43.2	26.3	17.1	9.9	7.4	5.3	0.0%	0.0%	0.0%
中国北车	601299.SH	推荐	8.13	14.7	14.7	34.1	21.9	17.5	3.0	2.7	2.5	0.0%	0.0%	0.0%
泰德环境	000826.SZ	推荐	35.25	5.6	5.6	69.9	47.6	34.0	11.8	10.0	8.1	0.0%	0.0%	0.0%
格力电器	000651.SZ	审慎推荐	17.70	-2.4	-2.4	12.6	10.6	9.4	4.0	3.2	2.5	2.8%	3.0%	3.0%
海螺水泥	600585.SH	推荐	30.78	3.7	3.7	19.3	13.4	11.0	3.2	2.6	2.2	0.8%	1.1%	1.4%
西山煤电	000983.SZ	推荐	27.60	3.4	3.4	24.3	17.7	15.2	7.3	6.1	5.1	2.1%	2.8%	3.3%
荣盛发展	002146.SZ	审慎推荐	14.85	9.3	9.3	23.0	17.2	14.8	4.5	3.6	3.0	0.7%	0.7%	0.7%
平高电气	600312.SH	审慎推荐	13.91	2.1	2.1	n.a.	40.1	33.1	4.2	3.8	3.5	0.2%	0.2%	0.2%
日海通讯	002313.SZ	n.a.	56.45	-2.2	-2.2	77.8	n.a.	n.a.	6.8	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%
科大讯飞	300078.SZ	n.a.	73.50	-1.1	-1.1	82.4	n.a.	n.a.	35.1	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 天相, 中金公司研究部



图表9: 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	15.8%	-28.7	14.9	17.8	7.7	10.7	19.7	17.1	14.5	13.5	12.2	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8	2.3	2.1	2.3	2.8	3.3	12.8	13.5	15.0	14.6	14.6				
石化	0.3%	-655.2	118.6	71.1	-16.2	9.6	n.a.	39.5	23.1	27.5	25.1	4.7	4.2	3.6	3.2	2.9	-	0.3	0.7	0.5	0.6	-63.4	10.6	15.5	11.8	11.6				
煤炭	5.5%	37.9	1.6	37.4	13.5	13.9	21.8	21.5	15.6	13.7	12.1	3.9	3.5	3.0	2.6	2.3	1.4	1.6	2.1	2.4	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	17.9	29.7	13.5	11.0	10.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	2.4	1.6	3.0	3.6	3.8	7.7	4.4	9.0	10.5	10.0				
有色金属	4.6%	-57.9	-58.3	297.9	35.3	19.0	78.6	188.5	47.4	35.0	29.4	6.1	5.9	5.2	4.6	4.2	0.1	0.2	0.3	0.4	7.7	3.1	11.0	13.0	14.4					
建材	1.0%	25.0	49.4	44.7	48.2	21.5	44.6	29.8	20.6	13.9	11.4	4.9	4.1	3.2	2.7	2.2	0.4	0.5	0.7	1.1	1.3	10.9	13.6	15.6	19.1	19.3				
造纸包装	0.2%	2.5	28.4	-22.8	31.9	36.2	17.9	13.9	18.1	13.7	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	32.5	56.0	33.4	22.4	17.1	5.9	5.0	4.5	3.9	3.3	1.2	1.0	1.1	1.5	1.7	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	7,464.2	22.9	20.6	17.1	16.5	2.7	2.1	1.8	1.6	1.5	1.3	1.7	1.5	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	54.8	37.3	31.7	28.6	24.1	4.9	4.5	3.3	3.2	3.1	1.7	2.1	2.2	2.5	2.9	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	18.6	19.2	15.0	13.0	11.3	2.2	2.1	1.8	1.6	1.5	2.3	2.4	2.9	3.3	3.9	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	15.5	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%	6.9	-7.8	65.8	32.6	24.4	38.7	42.0	25.3	19.1	15.4	6.7	5.2	3.8	3.3	2.9	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2	17.2	12.4	15.2	17.4	18.9				
电气设备	2.5%	-9.6	50.8	14.0	20.3	16.0	61.1	40.5	35.6	29.6	25.5	9.2	7.1	4.8	4.2	3.6	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	15.1	17.5	13.6	14.2	14.3				
建筑	2.4%	-27.3	112.9	6.5	38.5	18.1	35.2	16.6	15.6	11.2	9.5	3.2	1.8	1.6	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	24.6%	31.0	17.6	21.6	21.4	18.4	14.1	12.0	9.9	8.1	6.9	2.5	2.2	1.7	1.4	1.3	2.9	2.9	3.3	2.4	2.9	17.6	18.0	16.8	17.6	18.3				
证券	1.4%	-61.9	73.1	-12.1	-5.1	5.9	32.5	18.8	21.4	22.5	21.3	3.2	2.2	2.2	2.0	1.9	0.5	3.0	2.2	1.7	1.8	9.7	11.9	10.2	8.9	8.9				
保险	3.8%	-38.0	85.4	5.0	17.3	14.5	37.4	20.2	19.2	16.4	14.3	3.6	2.8	2.8	2.5	2.2	0.9	2.8	2.4	2.8	8.7	9.5	14.1	14.6	15.3	15.5				
房地产	2.5%	-3.5	46.4	27.5	19.4	11.9	28.7	19.6	15.4	12.9	11.5	3.2	2.5	2.2	1.9	1.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	11.2	12.7	14.0	14.4	14.0				
电信服务	0.7%	250.5	-84.1	-64.7	150.0	755.5	5.8	36.6	103.7	41.5	4.8	1.6	1.6	1.6	1.5	1.2	1.0	0.4	1.1	3.5	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	55.8	37.3	28.9	23.9	17.2	6.8	5.7	4.9	4.2	3.4	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	121.3	96.2	44.1	28.6	21.5	9.7	11.0	10.3	8.3	6.6	0.7	0.4	0.8	1.2	1.6	8.0	11.5	23.3	29.0	30.7				
传媒	1.3%	3.0	20.1	10.2	14.3	11.9	66.4	55.3	50.2	43.9	39.3	6.3	5.0	4.2	3.9	3.6	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	9.4	9.1	8.3	8.8	9.2				
家电及相关	1.4%	15.6	46.7	45.4	23.9	17.9	38.3	26.1	18.0	14.5	12.3	5.0	3.8	2.9	2.5	2.1	0.9	1.0	1.3	1.4	1.4	13.0	14.7	16.4	17.3	17.2				
汽车	1.4%	15.1	23.0	43.5	36.5	31.6	50.8	41.3	28.8	21.1	16.0	7.4	5.4	4.5	3.6	3.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	14.6	13.2	15.5	17.0	18.6				
汽车零部件	2.7%	-42.1	157.8	85.9	14.7	12.7	59.7	23.2	12.5	10.9	9.6	4.9	3.9	3.1	2.5	2.1	0.8	0.8	0.9	1.8	2.6	8.2	16.0	24.7	23.4	22.0				
纺织服装	0.2%	1.9	17.1	28.4	23.4	19.6	46.5	39.7	30.9	25.1	21.0	4.9	4.2	3.9	3.7	3.4	0.9	0.8	1.6	1.4	1.7	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	46.1	37.1	28.6	21.9	17.2	8.0	4.8	3.9	3.3	2.8	0.6	0.9	0.7	0.9	1.1	17.4	12.9	13.6	15.2	16.4				
食品饮料	4.3%	6.7	75.1	35.1	36.1	29.0	79.5	45.4	33.6	24.7	19.1	12.3	9.7	7.8	6.3	5.1	0.6	0.5	0.9	1.2	1.9	15.5	21.5	23.2	25.5	26.7				
医疗保健	2.7%	30.5	50.0	26.8	32.9	27.6	89.1	59.4	46.8	35.2	27.6	12.0	9.5	7.5	6.4	5.6	0.3	0.4	0.5	0.6	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	81.5	68.3	44.8	30.8	26.8	7.0	5.9	5.3	4.4	3.9	0.5	0.7	0.6	0.8	0.8	8.6	8.6	11.9	14.4	14.6				
小盘股	2.6%	-15.9	18.6	61.4	48.7	30.7	89.1	75.1	46.5	31.3	23.9	11.0	8.5	6.2	5.3	4.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	12.4	11.3	13.3	16.9	18.6				
合计	100%	0.8	21.3	30.0	19.5	17.4	23.7	19.6	15.0	12.6	10.7	3.2	2.8	2.3	2.0	1.8	1.7	1.8	2.0	2.0	2.6	13.5	14.1	15.3	16.0	16.7				
金融板块	30%	20.2	21.7	19.7	20.7	18.0	15.5	12.7	10.6	8.8	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%	-28.8	20.8	43.0	18.2	16.7	34.0	28.2	19.7	16.7	14.3	3.7	3.2	2.8	2.5	2.2	1.1	1.3	1.7	2.0	11.0	11.4	14.2	14.9	15.5					

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