



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

投资策略报告

证券研究报告

2011 年 1 月 4 日

A 股证券策略研究

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

跨越短周期, 迎接新挑战

2011 年 A 股投资策略

要点:

- 我们认为 2011 年仍困扰 A 股的 3 大核心问题是“后危机时代的全球经济向何处去?”, “中国经济转型是必然还是臆断?”, “A 股现在究竟贵不贵?”
- 后危机时代, 原有的经济结构性问题很多依然未得到充分解决。而从供需两方面加以分析, 我们认为核心的问题解决路径必然需要通过“新科技”或者“新能源”的突破带动新兴经济亮点的出现。但如果在政策短期刺激效果消失或者副作用开始加剧前全球经济无法找到这样的新的亮点, 则 2011 年国与国之间、社会各阶层之间的利益博弈加剧将成为常态。
- 我们认为, 在这种利益博弈格局下, 新兴市场目前所处的位置和潜在的风险相对发达国家要更加不利一些。而货币通胀性的政策使得负债者对于储蓄者的利益侵占还在加剧, 但这一状态的不稳定性日益加剧。大部分国家的货币政策易松难紧, 但一旦真正进入通胀期, 往往对于新兴市场经济和股市造成的负面影响更大。
- 市场对于中国的经济转型存在很多武断的认识。我们认为这一过程将是长期且漫长的, 因为中国这样的人口和经济总量大国的经济转型, 难度和对世界经济格局的影响都是非常巨大的, 远非东南亚的中小型国家转型可比。
- 由于 A 股独特的股权分置结构以及由此产生的问题, 对于中小股东而言, A 股难以产生真正的价值股, 因此 A 股的核心投资逻辑在于中小市值股票的业绩高成长性, 这一点不会发生太大变化。我们认为, 影响 A 股走势的核心问题是资金与股票相对供求关系而非估值, 因此, 仅以上证指数点位与 A 股整体估值的判断方法来判断 A 股贵与不贵存在偏颇。我们更倾向利用对于自由流通市值的变化加以测算: 2011 年的 A 股自由流通市值峰值可达 11.6 万亿元, 上证指数的核心波动区间在 2600~3400 之间。
- 当前 A 股大盘蓝筹股估值水平处于历史最低水平, 跌无可跌之下, 如果估值差距无法继续拉大, 则意味着 2010 年市场资金通过“弃大买小”的策略来战胜指数的模式很难在 2011 年得到复制。而 2011 年往后看的股市资金状况不会比 2010 年更宽松, 因此在这种情形下, 我们认为, 低估值的周期性股票, 尤其是那些中等市值规模的周期性股票在年初出现一轮反弹的机会较大。
- 我们判断 2011 年上半年 A 股走势“前高后低”或者说“先涨后跌”的可能性较大。1 季度经济、政策与资金面的状况相对更有利于与股市上涨, 而 2 季度国内外因素叠加造成的进一步政策收紧预期可能对股市造成不利。
- 1 季度我们相对看好的行业板块包括: 水泥、机械、煤炭有色、房地产, 以及消费板块中的白电、农业以及通讯电子设备等板块。我们认为 1 季度初, 投资品板块的机会要好于非周期类的股票。而 2 月份起, 一些业绩高增长以及存在高送转题材的中小市值个股又将成为市场热点。
- 根据由下至上的盈利预测, 2011 年 A 股非金融业总体盈利增速可望达到 18.2%。但是, 值得指出的是, 目前 A 股总体非金融 ROE 水平处于历史次高点, 且本轮 ROE 水平的提升的主要动力来自于资产负债率的上升和财务费用下降为核心的净利润率的提升。因此, 总体上看, 市场的资金利率成本的上升可能会对股市盈利造成不利的影响。而 2011 年 A 股盈利的增长, 可能更大程度上需要依赖于收购重组兼并等外延式的盈利增长来满足。

目录

2011 年影响 A 股市场的三大核心问题	3
一. 三大核心问题之一：后经济危机时代国际经济向何处去？	3
二. 三大核心问题之二：中国经济转型，必然还是臃断？	8
三. 三大核心问题之三：A 股到底贵不贵？	10
对 2011 年上半年 A 股走势的判断	15
一. A 股 2011 年上半年的走势将“前高后低”	15
二. 板块上更看好投资品板块在 1 季度的机会	16
三. 2011 年大盘指数点位的判断及其依据	16
2011 年盈利增速预测及 1 季度个股组合推荐	19
一. 自下而上盈利 2011 年增长 19.5%，2012 年增长 17.3%	19
二. A 股 ROE（非金融）处于历史次高点，预计 2011 年将略有下降	19

图表目录

图表 1：“欧猪五国（PIIGS）”的主权 CDS 水平	3
图表 2：供给与需求两方推动经济增长的内在动力	4
图表 3：发达国家经济衰退期间间隔拉长、时间缩短	5
图表 4：各国的基尼系数走势	6
图表 5：中国居民资产名义价值分布状况	7
图表 6：中国 GDP 构成	9
图表 7：上证指数与 A 股自由流通市值变动趋势	10
图表 8：每一点上证指数对应的自由流通市值量（左） A 股自由流通市值量与中国广义货币 M2 的比值（右）	10
图表 9：中证 500 指数走势与 A 股自由流通市值变动趋势	11
图表 10：2011 年居民可支配收入配置预测	12
图表 11：A 股市场各年度股票的供应（左） 2010 年分行业股市募集资金量与百分比（右）	12
图表 12：各类企业贷款占比的变化	13
图表 13：中国居民储蓄占比不断下滑	13
图表 14：上证指数的市盈率水平	13
图表 15：2010 年通胀翘尾因素分布（左） 限价措施推动蔬菜价格下滑（右）	15
图表 16：美国私人部门信用卡与房贷坏账率开始回落（左） 美国每月的消费信贷增减额（右）	16
图表 17：乐观假设下的 2011 年二级市场资金需求预测	17
图表 18：对于自由流通市值不同分配情景下股指高点的判断	18
图表 19：最低市净率法估算的 2011 年低点	18
图表 20：全部 A 股收入增速（左）和盈利增速（右）	19
图表 21：2011 年分行业盈利增速	19
图表 22：A 股 ROE（非金融）历史水平（左）和各行业 ROE 均处于历史高位（右）	20
图表 23：非金融 A 股上市公司杜邦三因素分析	21
图表 24：借贷成本上升将推升财务费用（左）和随着通胀预期的加强，毛利率将继续维持低位（右）	21
图表 25：去库存压力不大（左）和虽然借贷成本上升，但负利率环境使企业借贷意愿不会立即消失（右）	21
图表 26：中金覆盖股票行业盈利预测及估值	22
图表 27：中金公司 1 季度看好的 10 只股票	22

2011 年影响 A 股市场的三大核心问题

自 2007 年以来，全球经济经历了各种大的动荡，尽管在全球各国政府对经济采取了大量刺激和扶持政策后，全球经济增长逐渐得以恢复，但是由于很多深层次的矛盾还未得到解决，而且与此同时，一些短期政策所带来的副作用又开始逐渐显现。我们认为，在这种纷繁复杂的局面下，中国股市作为中国经济乃至世界经济中的一个有机组成部分，所面临的挑战与机遇也将体现出复杂性、全球性与新老问题并存且相互影响等特点，使 2011 年影响中国股市的走势的因素更加多元化，同样使得分析和判断其走势的难度有所增加。

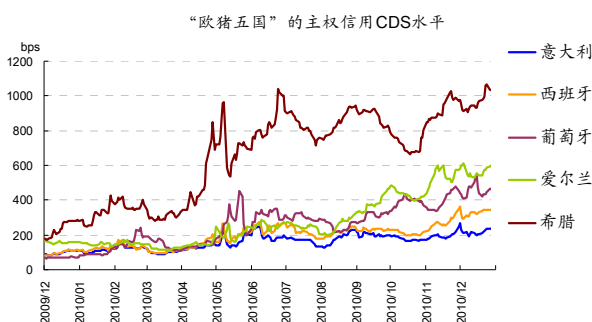
在这一局面下，我们在本报告中主张化繁为简，抓住矛盾的核心与主干，滤除市场噪音的干扰，以期为投资者在 2011 年的 A 股投资带来更好的回报。按照这一思路，我们把我们所认为的 2011 年 A 股市场所面临的三大核心问题和矛盾列出，并且根据我们分析判断所认为的最有可能的未来发展路径和趋势来得出我们对 2011 年 A 股走势的探索成果。

一、三大核心问题之一：后经济危机时代国际经济向何处去？

1. 矛盾核心从对于金融系统信心的下滑逐渐向对于政府和央行维持货币购买力信心的下滑转移

首先，经历了 2008 年的国际经济动荡，此前 10 多年来全球经济发展的核心逻辑和方式受到了重大的置疑和挑战。这种置疑首先体现在对于金融系统稳定性的信心下降上，因此 2008 年的国际经济问题，重点体现在对于金融系统稳定信心的重建上。在各个国家出台了各项核心内容旨在向各自金融系统注入国家和央行信用的政策后，经历 2009 和 2010 两年，市场对于金融系统的信心逐渐有所恢复。然而，这种置疑却并未完全消失，只是这种置疑已经逐渐从对于以银行和证券市场为核心的金融体系向政府和央行信用的置疑转移。而对于政府和央行信用的置疑或者说不信任感的主要有两种表现形式：一是主权信用危机。这种情况多发于那些外债比例较高、外贸持续逆差或政府赤字问题难以解决的国家，最为典型的例子就是欧债危机中的“欧猪五国”。二是对于政府和央行维持货币购买力信心的下滑。相较第一种情况，这一情况出现的范围更广，因为对于更多的国家而言，这要外债占比不高或者拥有储备货币地位（美国），主权信用违约的可能较低，但这并不意味着这些国家大量投放货币或者发债的行为不会对市场产生重大影响。我们认为，这种影响主要就体现对于本国货币购买力信心的下滑上。而这种信心的下滑，又有两种主要表现形式：第一种形式主要见于欧美等发达且资本管制较松的国家，这些国家对于本国货币信心下降导致本币贬值且资本大量流出，进入包括新兴市场 and 大宗商品等其他投资市场。第二种形式主要见于资本管制较严的发展中国家，比如我国，其表现形式就是对于货币购买力下降的忧虑导致一切供应增速较慢且可以保存的商品均成为投资者追捧的对象而出现资产价格泡沫，当这些商品价格的上升传导至消费品，则会引发较高的通胀水平。

图表 1：“欧猪五国 (PIIGS)”的主权 CDS 水平



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

值得一提的是，由于当今世界互联网技术应用的突飞猛进，信息传递速度高度发达，且各国经济金融证券化水平持续加深，因此原来各国政府赖以继续货币信心的一个主要手段，即“控制和引导市场预期”出现了严重的弱化。这使得过去一项短期政策的副作用在金融市场可能需要数月才会反映，而在实际经济中的体现甚至可能需要数年，而如今可能大大缩短到数周甚至几天。而我们知道，任何政策都可能带有一定的副作用，因此这种新情况这就使得政策制定者往往陷入疲于应付、首尾难以两全的不利境地之中。

2. 原有经济发展模式的内在动力和结构缺陷

其次，要研究判断未来的经济局势变化与发展方向，就先必须对此前经济发展的核心推动力以及当前所出现的主要问题进行分析。我们认为，由于经济的增长是建立在供应和需求两者共同增长的基础之上的，而从全球来看，最终供需必须是达到平衡的。因此，经济增长的原动力可以大致分为供应方与需求方的推动力。从历史上看，供应与需求的推动因素往往并不相同，但是又会彼此促进或制约，从而使得经济出现了带有一定周期性的波动。

在图表 2 中，我们将过去一轮全球经济发展的内在动力，从供给和需求两个层面加以罗列。其中，推动供给的主要因素包括“全球化带来的充分劳动力供给”，“科技进步（如：互联网）带来的生产效率提升”、“新材料的运用”和“能源与资源供应的保障”。而推动需求的主要因素包括“全球化带来的新兴市场”、“货币与财政政策的新突破”、“金融化的深入”和“自上世纪 80 年代以来的全球人口高峰期”。

从我们罗列的这些因素看，基本上涵盖了推动经济增长的最根本和最重要的“科技、人口和资本”三大要素。正因如此，此轮经济增长的幅度和持续时间在历史上看都是相对非常突出的。这一突出性主要表现在两个方面：一是新兴市场发展中国家经济的崛起带来了经济全球化的新格局，二是经济危机发生的频率降低，发达国家经济衰退期的时间间隔显著拉长（图表 3）。

而导致此前一轮经济高速增长期逐渐无法持续的首发因素，我们认为在于发达国家科技进步的放缓，大约在 2000 年前后，这一情况已经出现。因此自 2000 年前后起，推动供给增加的各因素之间的权重开始发生变化，即对于全球化带来的新增劳动力供给的依赖日益加深。而为了适应这一变化，需求方的推动因素权重也相应的发生了变化，即对于货币与财政政策的依赖也在日益加深，另一方面，现代金融的高速发展提高了社会的负债水平和财务杠杆率，加快了货币流通的速度和效率，实际上进一步推动了货币因素对于总需求的影响。

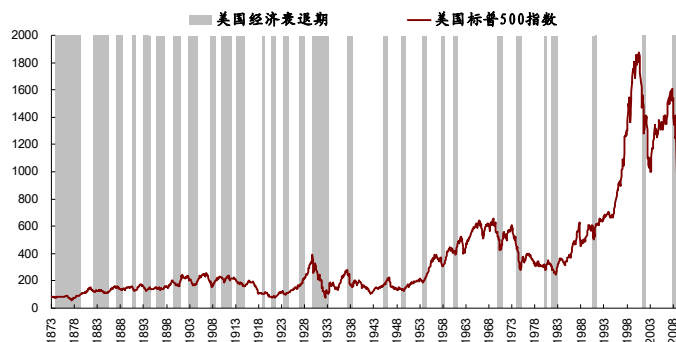
可以说，这一模式在 2000 年代最初数年内收到了不错的经济效果，然而，使得这一模式很快受到新的挑战的因素在于货币的大量超发加之需求的快速增长，使得供给方的一个重要的保障条件，即能源与资源的充分供应开始成为了新的增长瓶颈。事实上，这一问题是相对比较受到忽视的，这是因为自上世纪 80 年代起，供应瓶颈问题随着生产技术的进步和全球劳动力人口的大幅提升就变得相对次要了。但可能大家都忽视的一点是，1980 年代中东石油危机的解决与英国北海大油田的新发现为此后 20 年的经济发展提供了重要的能源供应保障，但这一情况在 2000 年后已经开始发生变化。一方面，原有油田的产量增长开始下降，而新增产能较少且集中于少数国家；另一方面，新兴市场，尤其是人口大国的中国和印度经济的崛起带动了巨大的新增能源需求。因此，自 2004 年起，出现了以大宗商品价格为主要推动力的成本推动型通胀。而通胀的结果则对各国的货币和财政政策造成了制约，随着货币和财政政策逐渐收紧，过度金融化和高负债的问题又开始暴露，从而导致了最终危机的爆发。从当前的情况看，这一问题依然存在，在欧美发达国家需求仍较为疲软且设备利用率尚低的情况下，大宗商品价格已经大多恢复到历史高位。

图表 2：供给与需求两方推动经济增长的内在动力

供给方	需求方
全球化带来的充分劳动力供给	全球化带来的新兴市场
科技进步	货币与财政政策
新材料的运用	金融化的深入
能源与资源供应的保障	全球人口增速的高峰期

资料来源：中金公司研究部

图表 3：发达国家经济衰退期间隔拉长，时间缩短



资料来源：标普，中金公司研究部

根据上述对此前经济发展的内在动力和进程的分析，我们得出了以下的一些判断：

- (1). 科技进步的放缓与能源资源供应保障的难度加大，是导致前一轮经济高速增长长期终结的核心原因。由于这两个因素都属于供应方，因此我们认为最大的问题是供应而非需求。
- (2). 但是，金融危机以来，全球各国的政府和央行均把经济问题归结为需求问题，因此都采用了较为激进的需求刺激政策。对于发达国家来说，这些政策的用意在于对抗市场自发产生的去金融化和去杠杆化动力，对于新兴市场来说，则是步发达国家后尘，加快金融化和杠杆化的速度。因此，我们认为这些政策，基本上都不属于对经济有长效作用的机制。究其原因，因为利用金融杠杆和货币投放所刺激的需求往往缺乏可持续性。
- (3). 很显然，刺激需求的财政和货币政策更类似一种保证短期经济增长的权宜之计。而这一政策的风险与成本在于，如果在短期刺激的效果消退之前，科技进步乏力和能源瓶颈问题都无法得到有效解决，则未来的经济发展可能面临更加复杂与危险的局面。
- (4). 股市将始终纠结于“对新经济的期望”与“对原有经济问题没有得到解决的彷徨”之中。就股市而言，这也是为什么“新科技”与“新能源”两大概念始终成为当今各国股市最大的热点所在，因为除了在这两个方面得到突破，经济的根本问题难以得到解决。

追根溯源，我们认为，在原有的经济结构失衡问题没有得到妥善处理 and 解决之前，我国 A 股资本市场仍将在未来较长一段时间处于这种矛盾交织的期望与彷徨并存局面之中。而这种经济结构失衡，我们大致可以归纳为以下三点：

► 国与国之间的经济失衡

- 发达国家：高赤字、高负债、高逆差
- 新兴市场国家：高储蓄、高通胀、高顺差

► 实体经济与资本市场投资之间的失衡

- 实体经济投资回报率下降 —————> 宽松货币政策和低利率
- 低利率 —————> 推动股票、地产和商品等资产价格上涨
- 资产价格上升 —————> 推升生产与商务成本，实际经济投资吸引力下降资金流出

► 富人与平民阶层之间的失衡

- 通胀性政策有利于富裕的有产阶层，导致社会贫富差距进一步拉大，经济问题向社会矛盾风险演化。
- 发达国家：主要表现为中产阶级队伍的缩水，高福利社会难以为继
- 新兴市场国家：主要表现为贫富差距上升超越警戒水平，通胀上升导致底层平民实际生活水平下滑，威胁社会稳定

3. 如果新的增长亮点短期无法出现，则相互利益博弈加剧将成为2011年的经济常态

我们诚挚的期望在短期经济刺激效果结束前，全球能够找到新的科技进步突破或者寻找一种低价可靠的新能源替代。但是谁也无法保障这一期望一定会变为现实。所以，上到政策制定者，下至普通投资者，都需求为另一种情形，即如果未来数年仍无新技术和新能源突破的情形，做好相应的准备。

这种准备，我们认为，主要体现在两个方面：对于政府而言，是国与国之间的经济利益博弈，而对于社会民众而言，是不同社会阶层和利益群体之间的利益博弈。事实上，我们认为全球的各个利益群体，都存在着在如果出现这种大家所不期望看到的经济局面的情况下，为自身群体利益寻找最有利的位位置的问题。通俗的说，也就是如果“大饼”一时无法做得更大，那么大家努力的方向就会转向保证自己的份额增加或者至少不减少。因此，可以认为，各国之间、各个社会阶层之间的利益博弈在这种局面下将更加复杂多变。

就本报告所能针对的范围而言，普通的A股投资者，所为一个利益群体，也必须为自身寻找到一个更为准确的定位，才能设计相应的投资逻辑和对策，从而保证一定的收益或回避潜在的风险。

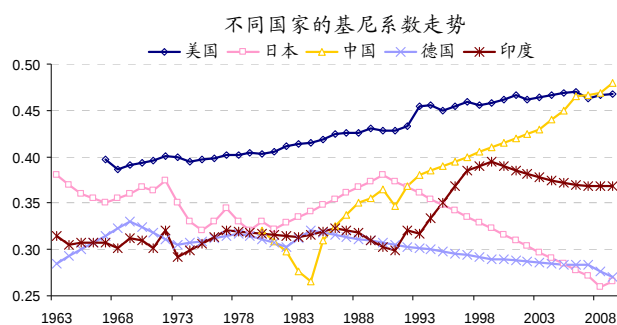
(1). 国与国之间的博弈，谁更有利？

虽然新兴国家的经济和股市复苏速度要显著快于欧美发达国家，但是我们认为，目前无论从经济还是股市上看，发达国家当前所处的位置都要好于新兴市场国家。

首先，采用通胀性的货币与财政政策对发达国家更加有利。这是因为从货币体系的信用程度看，由于发达国家依然掌握着科技、地缘政治与军事的领导权，因此即便其债务水平普遍高于新兴市场国家（这是过去从来没有发生过的），但是其国家货币信用体系的公信力还不至于很快受到挑战，而在此基础上，货币通胀还有利于其暂时缓解高负债的问题。

其次，通胀性的货币与财政加大了新兴发展中经济体的潜在风险。这是由于新兴发展中国家的恩格尔系数和基尼系数都要显著高于大部分发达国家。因此如果生活必需品（其中大部分为农产品）的价格大幅攀升，那么对于那些贫富差距较大，且生活必需品占其低收入人口支出比重较大的发展中国家而言，其社会稳定的风险就会显著加大。另外，通胀性的货币与财政政策使得在首次社会财富分配中的不合理状况在资产市场的二次分配中进一步放大。在新兴市场国家中，主要表现为资产价格的泡沫，但由于这些国家的有产阶层往往只占社会总人口的很小比重，缺乏发达国家那种以中产阶级为主的社会财富分配模式，因此这些国家的资产价格泡沫之后造成更加严重的贫富分配差距问题。

图表4：各国的基尼系数走势



资料来源：联合国，中金公司研究部

最后，通胀性货币与财政政策造成了国际热钱日益泛滥的趋势，使得国际金融市场与经济增长的长期稳定性受到冲击。尤其对于新兴市场而言，由于其市场的深度和广度不足，法规也欠完善，因此热钱的流入流出往往会造成更大的经济冲击。

回顾历史，我们可以看到，发展中国家新兴市场的每一次经济冲击，无论是97东南亚金融危机、98俄罗斯债务危机还是02拉美金融危机，都与新兴市场国家的通胀与热钱的流入流出两大因素如影随形。这些新兴市场国家危机发生的进程大致可以分为四个阶段，即第一阶段：热钱大幅流入，国内债务水平大幅攀升；第二阶段：国内通胀水平上升，资产价格泡沫化严重；第三阶段：国内货币与财政政策趋向紧缩，资金成本上升导致经济活动开始下降；第四阶段：热钱大幅流出，资产价格大跌，经济大幅下滑。根据这四个阶段的分析，我们可以看到，当前很多新兴市场国家已经进入了风险快速积累的第二阶段，且正逐渐向第三阶段过渡。而第三阶段则可以被称之为“进退两难”的

阶段，在这一阶段，如果货币与财政政策显著紧缩，则会推动资金成本上升过快，从而导致经济风险，但是如果货币与财政政策不加以紧缩，则通胀水平就会继续上升，导致社会稳定风险加大。因此，对于新兴市场的货币和财政政策制定者而言，可以说是“进亦忧，退亦忧”。在这种局面下，各新兴市场国家之间的博弈也同样会上升，比如通过行政控制、资源品和农产品出口限制和资本管制的手段，希望把通胀和热钱的“祸水”更多地向其他国家转移。

而这种勉力维持的做法是否能够帮助新兴市场国家度过这一难关，我们认为发达国家的复苏进程非常重要。如果发达国家复苏乏力，则新兴市场国家的外围环境还将尚可；但如果发达国家经济复苏进程加快，则新兴市场国家的外围因素风险将显著提升。这是由于发达国家的需求的复苏将导致新兴市场短期内更严重的通胀，从而迫使新兴市场国家政府加大紧缩力度，而此时热钱流动趋势已经开始逐渐重新向发达国家转移。而一旦这种流动趋势的逆转开始，则会导致大量的利差套利交易的平仓，通常此时我们会看到美元相对新兴市场货币的显著升值。由于美元汇率提升导致的实际融资成本大幅提升，就会推动更多境内外热钱加速逃离新兴市场，从而对新兴市场国家经济造成很大的冲击。我们认为，由于目前新兴市场国家很多已经发展到第二阶段，且逐渐向第三阶段过渡，因此在 2011 年的投资过程中，对于这一潜在风险必须加以警惕。

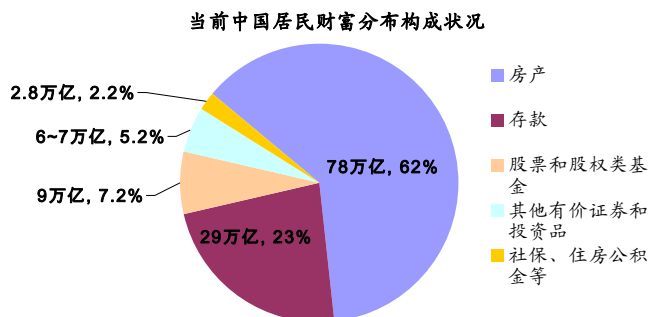
(2). 社会各阶层之间的博弈

相比国与国之间的利益博弈，社会各利益阶层的之间的博弈发生的更为广泛。同样，相比国与国之间的经济失衡，富人与平民阶层之间的财富分配失衡也是最为核心的一个失衡问题。从世界各国历史上看，国家政策更加倾向有产者是一个常态，但是政策过度倾向有产者会导致社会分配的严重失衡，从而危及国家与政权的稳定，因此现代国家往往通过普选和权力分配制衡的一套制度来限制国家政策向有产者的过度倾斜。

但是，从上世纪八、九十年代开始，一种新的模式，即更强调通过“居民财产性收入增加”的经济制度改革而非法律和政治制度改革来加强收入分配的均衡。与之而来的一个结果就是，过去的 30 年，世界各国各自的政治与法律制度都没有发生任何变化，而主要的变化来自于经济制度，比如股份制的建立和推广、资产证券化的日益加深等等。换言之，对于世界各大国家的人民而言，其现在与未来的收入水平，不再更多依赖于法律和政治层面的保障，而更多来自于资产，尤其是其拥有的房产与股票的未来价格。最为典型的一个例子就是过去 30 年很多国家进行了养老金和医疗制度的改革，而改革的方向大多是将未来的养老金和医疗保险支出与政府与企业的承诺脱钩，而与股市等资产市场的未来表现挂钩。可以说，如果原来的政府在养老和医疗保险方面所扮演的角色更像是一家保险公司，那些现在则更像是一家基金公司。

政府的这种社会角色的转变对于投资者理解政府经济政策导向有着很大的帮助。首先，我们可以知道，在这种趋势下，**股票和房产价格的长期稳定上涨，才能实现政府的根本利益诉求**。这是一个核心的判断，所以我们一直认为，那些所谓政府希望房价跌的说法，都是不正确的，恰当的提法应该是：政府不希望房价过快上涨，但是政府更不希望看到房价跌。因为过快的上涨可能透支未来的空间并引发将来的价格下跌，从而对经济造成冲击，也就是说，政府担心房价上涨过快的关键问题不在于“怕其涨”，而是“怕其将来会跌下来”，因此长期稳定上涨才是政府最希望看到的局面。以我国为例，中国居民财富分配状况显示：中国居民的所有资产中，房产占有所有资产名义价值的 62%，而储蓄和股权类资产仅分别占 23% 和 7.2%。同样，在各级政府所拥有的实际资产中，土地使用权是仅次于税收的一块资产，甚至在有些地方府上，短期内土地使用权的出让受益还要高于地方税收收入。在这种资产和税收分配状况下，可以说房地产已经完全属于一个“尾大不掉”的产业，让房价下跌显然不能符合政府自身和经济发展的根本利益。

图表 5：中国居民资产名义价值分布状况



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

其次，我们要分析政府与经济所依赖的股票和房产价值的决定因素。用最普遍运用于股票价值计算的未来现金流折现法（DCF）看，决定股票价格的两大因素分别是未来自由现金流的增长速度和贴现率。虽然各个公司的基本面导致它们各自的增长率和贴现率不尽相同，但是从整个股票市场的宏观角度看，这两大因素分别对应了资金供应的增加与市场的风险利率水平（无风险利率+风险溢价）。因此从股票的角度看，不难理解，政府通过加大资金供应量和压低利率水平可以推升股票的价格上涨。从房产的角度看，作为不动产，其自身供应增加的弹性要小于股票，同时由于按揭贷款的需求很大程度上对于利率和资金供应增量敏感度较高，因此实际上，房产价格同样很大程度上受利率水平和货币供应量的影响。

在这一分析框架下，我们可以发现，利率水平与资金供应增速实际上决定着股票和房产的价格，而股票和房产价格又担负着创造居民财产性收入来转移政府的财政支出和改革压力的使命。从这个典型的三段论式的逻辑推演下，我们就可以得出这样的结论：只有低利率水平与高资金供应增速，才符合各国政府及其社会中的有产者阶层的切身利益。而根据这个判断，我们就能得出另一个分析结果，即：**当前主要国家的总体货币政策大多易松难紧，而在当前一个比较低的利率水平线上，各国对于加息政策与货币紧缩性政策的使用都会非常谨慎。**

而在极低的利率乃至实际负利率的水平下，就形成了一种负债者对于储蓄者的一种剥削和利益侵占。但是，大家都知道，在正常的市场经济环境下，这种利益侵占不会是一个可持续的发展模式。因此，为了延续这一模式的可持续性，发展出了两种新的模式：一是向海外的储蓄者发债，二是限制国内资金外流和投资机会，使其被迫继续沉淀于银行储蓄系统。这两种方式各有优缺点，但其根本的目的和思路是一致的。对于美国这样的储备货币国家而言，显然使用第一种方法的成本更低，而对于我国而言，更加倾向于采用第二种方式。

总结与判断

在这第一个影响股票走势的大问题上，我们的观点总结如下：

1. 中长期突破当前国际经济困局的方向在于“新科技”和“新能源”的运用。
2. 如果在找到新科技或新能源的突破之前，短期经济刺激政策的负面效果就开始出现，则经济问题的核心将向利益矛盾的转移和相互博弈转化，而这种博弈将出现在两个层面：国与国之间和社会不同利益阶层之间。
3. 从国与国之间的利益博弈格局看，当前新兴市场国家看似经济复苏状况要好于发达国家，但实际所处位置和潜在的经济与社会风险要大于发达国家。
4. 从各个阶层的利益角度看，通过房产和股票价格上涨来推动财产性收入已经成为各国政府和掌握财务资源的社会强势群体的核心利益诉求。由于尽量长久的维持低利率和较快货币供应增长成为保证其核心利益的手段，当前主要国家的货币政策大多易松难紧，货币政策在低利率水平下将趋向僵化。

二、三大核心问题之二：中国经济转型，必然还是臃断？

在 2010 年的中国 A 股证券市场上，显然中国经济转型已经成为了市场最大的热点话题和关注中心。而我国政府也在众多重要政策和领导人发言中，提到了关于中国经济转型的问题。

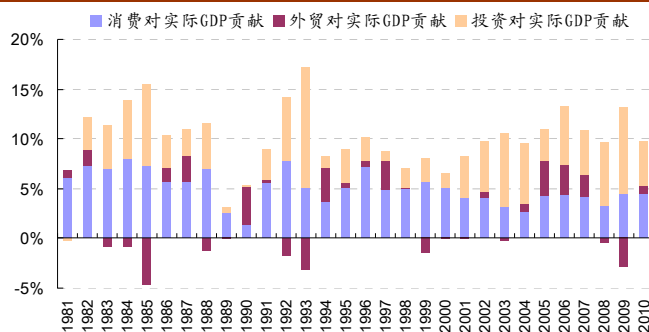
但是，从股市的角度看，这一观点在 2010 年股票市场的板块走势与估值的分化中已经得到了淋漓尽致的体现。其中，以消费医药科技为首的所谓代表未来经济转型方向的新产业板块的 TTM 市盈率在 30 至 40 倍之间，市净率在 4 至 8 倍之间（根据 Wind 数据：可选消费品 4.35 倍、日常消费品 7.33 倍、医药保健 7.79 倍、信息技术 6.06 倍），达到甚至超过了其 2007 年时的最高水平。而代表传统经济增长核心的权重产业板块的 TTM 市盈率在 10 至 15 倍之间，市净率在 2 至 3 倍之间（根据 Wind 数据：银行 1.93 倍、地产 2.75 倍、电信服务 1.68 倍、能源 2.60 倍），接近各自板块 2008 年最低水平。

不但如此，这些低估值权重产业板块不但占整体市场盈利比重很大，而且除了电信服务板块以外，其在 2010 年的盈利能力和增长率并不低于科技消费等产业。同样，从经济层面看，投资也依然是我国经济增长最主要的拉动力，消费则继续维持了此前稳定增长的格局。因此，我们认为有必要对于这种经济转型预期的核心逻辑加以分析和判断，而不能武断的认为中国经济转型在可预见的近期内就将成为事实。

我们认为，各方对于经济转型这一问题高度认可主要来自于两个逻辑：一是对原有经济增长模式潜在问题的充分的认识后所产生的忧虑所致。也就是说，市场普遍认为原有经济发展模式不可持续，因此经济转型寻找到新的发展动力将是一个必然。二是根据其他转型成功国家的研究，发现当这些国家达到人均 3000-6000 美元 GDP 时，往往会出现经济转型的动力，而中国目前人均 GDP 约 4000 美元左右，正处于这个区间之内。

对于这两个逻辑，我们存在一些不同的看法。首先，向高附加值产业转型的问题。对于这个问题，我们认为首先要搞清楚高附加值产生的根源是什么。显然，产生高附加值的原因有很多，最常见的包括科技、品牌、渠道和政府资源倾向等等。而归根结底，可以归纳为对于供给的控制能力的强弱。也就是说，提高产业附加值的关键在于遏制供应，但是这与我国现阶段经济所面临的状况存在着显著的矛盾。目前中国经济的核心问题还是在于扩大就业、并且通过扩大产能规模的方式来满足经济的增长。如果转向高附加值产业，则很可能意味着中国的整体经济增速将有显著的下降，而且就业问题的矛盾会再次显现。因此，我们认为，对于我国现阶段，所谓提高产业附加值，只可能以个别行业为大背景被提出，而不可能成为目前中国整体产业转型的一个方向。其次，向消费转型的问题，毋庸置疑，从人口结构和消费习惯的变化趋势看，中国目前正进入一个消费成长的阶段，但是从 GDP 上讲，这种消费的高增长并不会使得消费取代投资成为 GDP 增长的最大推动力。最后，是与日韩等国的横向对比。我们认为，每个国家的人口地理状况、资源禀赋、社会组织结构、政治制度、科技发展阶段和所处国际环境的不同，决定了各个国家的经济发展和转型也将不尽相同。而且中国作为一个人口和经济总量大国，其经济转型相比日韩东南亚等中小型经济体，无论难度还是影响面都要大得多。因此仅以一个人均美元 GDP 水平来判断中国经济将步入转型，依然缺乏足够的证据。而且，即便从中长期看，中国经济或主动或被动的逐渐转型是大概率事件，但是中国的经济模式由于受到中国本身条件的制约（如：人均资源量狭小，中低素质劳动力就业压力大），可以肯定地一点是：中国的经济转型是一个长期的且具有中国自身特色的模式，而且更可能的方式只是在部分先导产业中得以实现，近期内还不可能成为实体经济中的一个普遍现象。而处于新增就业压力的考虑，在整体社会财富分配模式不可能有大的改变的背景下，中国在未来的一段时期内，仍需要维持较快的经济增长来化解这一压力，而如果中国未来仍需保持 9~10% 的增速，则意味着投资仍将是主要的经济拉动力量。

图表 6：中国 GDP 构成



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

因此，我们认为，在当前股市对于经济转型的预期已经较为充分的转化为市场各板块估值落差的时候。一些在 2010 年普遍并不被市场人士所看好的投资品板块在 2011 年初反而更具有投资机会。

而要继续维持传统的发展模式，并非是没有条件的，我们认为，这些条件包括：

- 高储蓄率、汇率和资本流动管制导致低资金成本
- 压制资源和农产品价格使得低劳动力成本可以维持

因此，政策制定者希望平滑这一经济再平衡过程是需要一定条件的：

- 储蓄率不能过快下滑
- 资本管制不能过早放开
- 农产品和资源价格需要继续加以管制

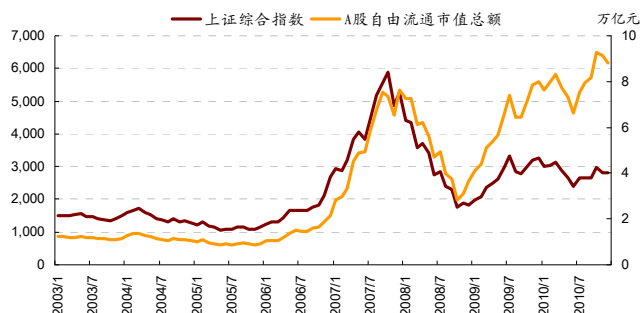
三、三大核心问题之三：A股到底贵不贵？

关于A股到底贵不贵，也是2010年市场颇具争论且莫衷一是的问题。根据我们的总结，主张A股很便宜的观点的主要着眼点是上证指数目前的点位和A股目前的整体市盈率估值较低。而主张A股不便宜的观点主要在于目前大量中小盘个股估值高企，甚至超过了2007年时的估值水平。关于这一问题，我们主要有以下一些观点：

1. 以上证指数点位与A股整体估值的判断方法存在偏颇

我们认为，造成以大盘指数点位与A股整体估值的判断方法出现偏颇的主要原因在于我国股市独特的股权分置与流通结构。众所周知，A股的主要大盘指数，比如上证指数，是以市场总市值为权重加以计算的，而如沪深300指数，则是以大盘权重的300家股票的流通市值为权重加以计算得出的。而实际上对于千千万万股票投资者有着实际意义的，并非总市值或流通市值，而是自由流通市值，即在二级市场上真正会被用来流通换手的那部分股票。以2010年12月31日的收盘股价计算，当前A股的总市值约30.2万亿元，流通市值约19.1万亿元，而自由流通市值仅9.1万亿元。更重要的是，总市值、流通市值与自由流通市值之间并非呈现一个等比例的变化。从下面的图表7中，我们可以非常明显的看到，2009年之前，上证指数的走势与A股自由流通市值总额的变动基本同步，而2009年以后，这种同步的现象则被完全打破，当前A股的自由流通市值已经达到9万亿左右，远超2007年最高时的7.6万亿的水平，但上证指数的2800点左右的水平，却连2007年时创下的6124点的一半都不到。

图表7：上证指数与A股自由流通市值变动趋势

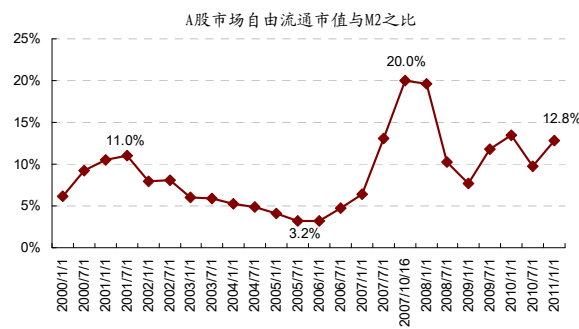
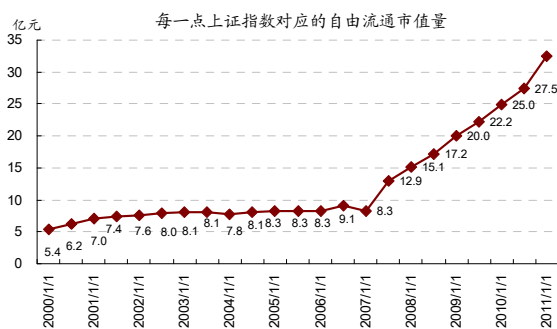


资料来源：Wind，中金公司研究部

之所以在2009年后，原先的这种同步现象被完全打破，主要是由于两大主要原因：一是股票的供应大幅增加。而这种股票供应的增加又主要来源于两个方面，即新股IPO、增发、配股等融资行为大幅增加和原有的限售流通股大量通过大股东减持进入流通。二是大小盘股票走势的分化，中小盘股票占市场总市值的比例很小，因此其上涨对于上证指数几乎没有造成多少影响，但是对于市场自由流通市值的影响却比较大。图表8可以最直观的让我们观察到这种自由流通市值与指数点位的分化状况。事实上我们可以看到，自2007年全流通时代开启，这一情况就已经出现，只是市场在2007年的全民炒股的亢奋中，巨大的新增入市资金托住了市场指数的上行，但是到2007年10月16日A股的自由流通总市值达到当时广义货币M2的20%的时候，市场无法继续支撑如此庞大的自由流通市值，随即A股出现了一波深幅的调整，而当时，市场对于2008年全球的金融危机与经济衰退风险也无多少预期，可以说A股2008年上半年的大跌的主要原因并非海外金融危机，而是国内的货币紧缩政策和自由流通市值在过度膨胀后向均衡水平的自然回归过程。

图表8：每一点上证指数对应的自由流通市值量 (左)

A股自由流通市值量与中国广义货币M2的比值 (右)



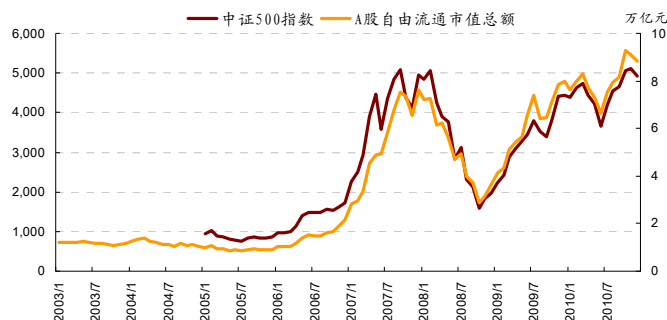
资料来源：Wind，中金公司研究部

同时，我们看到代表中小盘股的中证 500 指数（或者中小盘指数）与 A 股的自由流通市值走势却较为吻合（图表 9）。这一情况显示了市场在股票供应压力较大的情况下，主动放弃了以沪深 300 成份股为首的大盘蓝筹股为主的股票，而将投资重点集中于中小市值的股票，而这种投资策略可以说在过去两年内获得非常好的效果，也就是说，很好的回避了由于股票供应大幅增加所导致的市场风险。

综合这些分析和数据，从 A 股自由流通市值与 M2 的比值这一我们认为最核心的估值指标上看，当前 12.8% 的水平虽远不及 2007 年 10 月创下的 20% 的水平，但也不能说 A 股目前很便宜，因为这一水平甚至高于 2007 年之前 10 年内的最高水平。当然，随着市场证券化率的加深，这一指标未来还有可能稳步上升，但是这将是一个中长期的缓慢过程。

因此，尽管目前 A 股如果看整体市盈率估值或者上证综合指数点位虽然处于较低水平，但这并不意味着 A 股已经到了历史上非常便宜的水平。

图表 9：中证 500 指数走势与 A 股自由流通市值变动趋势



资料来源：Wind，中金公司研究部

2. 影响 A 股走势的核心问题是资金与股票供应的相对关系而非估值

根据上述分析，我们认为，影响 A 股未来走势的核心问题是资金面与股票供应的相对关系而非估值。

这是因为，资金面的状况基本决定了 A 股自由流通市值的增长空间，而股票供应量的多少又决定了这种自由流通市值的增加有多少可以通过股价上涨的形式实现。因此，资金供应量与股票供应量的动态关系决定了股价的总体表现。

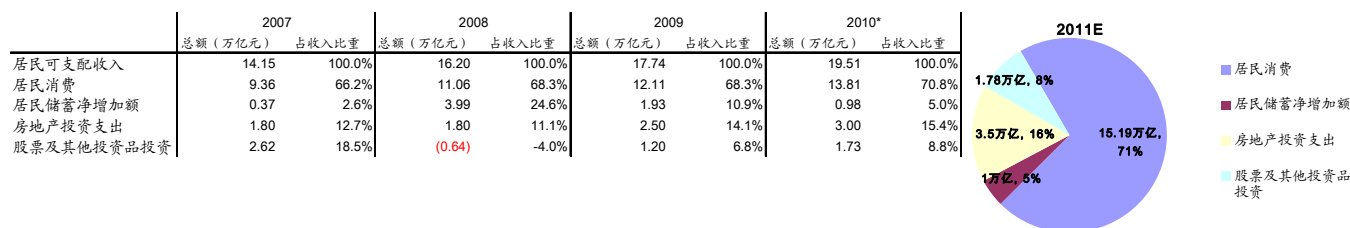
A. 股市资金供应量

对于国内股市这样一个投资群体比较封闭的市场而言，影响其资金面的主要因素有两个，一是货币供应的增速（可以用 M2 的增速为参考标准），二是资金对股市的偏好水平。

关于这两大因素，前者属于宏观经济的研究范畴，我们不想多加赘述，但总体上看，根据中金宏观组的预计，2011 年中国的 M2 增速将维持在 16% 左右，接近过去 10 多年的历史平均水平。在这一判断基础上，我们将分析的重点放在第二大因素，即资金对股市的偏好水平上来。我们认为，图表 8（右）的这张图能够大体反映资金对股市偏好的变化状况。而根据这张图，我们可以看到，资金对于股市的偏好度呈现了中长期缓慢提升与短期脉冲式波动相结合的特征。也就是说，自 2001 年起 A 股自由流通市值占 M2 比重的持续下跌使得市场对股市的投资热情不断的受到压制，而这种近五年的压制在 2006 至 2007 年演变成了一次巨大的脉冲性行情，导致这一比值达到了历史最高水平，但随后便快速回落至均衡水平。而从 2008 年以后的情况看，这一指标显示股票市场不再可能如 2007 年时那般狂热，但也绝非 2002 年至 2006 年时那般凋敝。因此，就目前的情况看，市场不太可能积蓄起如 2007 年大行情前的那种热情和可进场资金，从而使得市场在 2011 年出现那种脉冲式大行情的可能性趋近于无。

而另一个股市资金供应绝对量的计算方法我们在此前 2010 年的四季度报告中曾经有过详细的计算，因此在此不加赘述，有兴趣的投资者可以参阅我们的 2010 年四季度 A 股策略报告《股市“再泡沫化”能否实现？》。根据该测算，我们认为 2011 年国内居民部门可用于股市的投资资金约在 1.78 万亿元左右，大体与 2010 年的 1.73 万亿元水平持平。当然，居民资金虽然是股市新增资金总量中占比最大，但并非是新资金供应的全部，其他如企业资金、社保等国家机构资金以及海外资金也是股市新增资金供应的来源。

图表 10：2011 年居民可支配收入配置预测



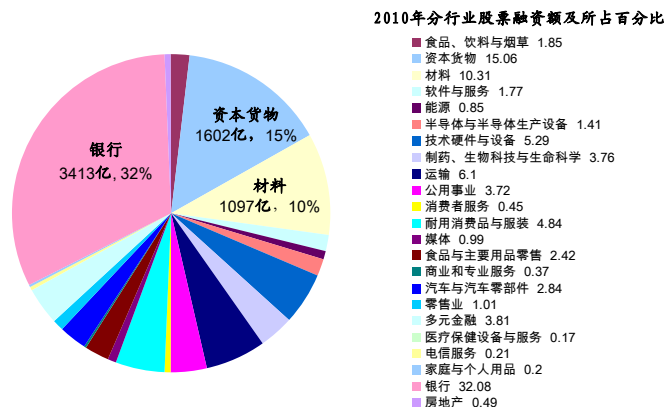
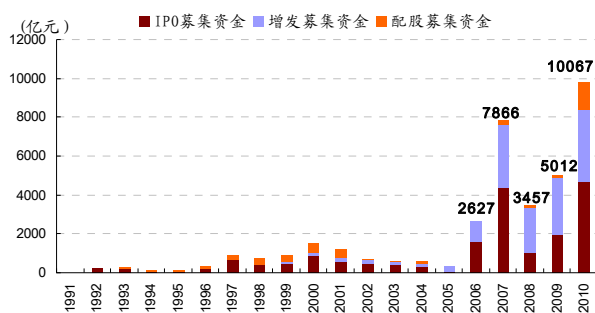
资料来源：中金公司研究部

B. 股票供应量

相对资金的供应量，股票的供应量的不确定和波动往往更大。我们前文中已经指出，事实上，A 股股票供应增速上的重大变化是主导 A 股 2009 年后走出这样巨大的差异化走势的核心推动力。因此，可以预见，在 2011 年的股市走势中，股票的新增供应的变化情况，依然将是影响 A 股走势的一个核心因素。图表 11 显示的是过去各年的新股发行和再融资募集资金量，而由于新股上市价格通常高于发行价且有一批资金专职打新股套利而不会进入二级市场，所以实际上新股对于股市二级市场的资金的分流压力还要大于这张图表中所显示的数据。我们看到，2010 年市场的股票供应量首度超过了 1 万亿元人民币达到了 10067 亿，为历史最高水平，2010 年进行了大幅股权融资的银行占据了全年股票募集资金总额的 32%，而随后的两个资金募集大行业为资本货币和材料，分别占 15% 和 10%。从过往的历史看，银行的大规模股权融资具有周期性，也就是说，理论上说 2011 年银行的股权融资需求将大幅下降。尽管如此，我们预计 2011 年整体市场的股票融资总量依然可能维持在较高水平。

图表 11：A 股市场各年度股票的供应 (左)

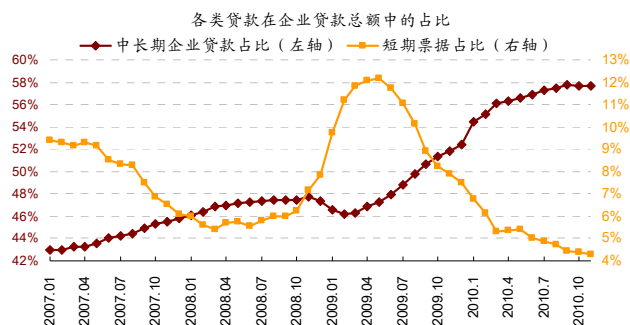
2010 年分行业股市募集资金量与百分比 (右)



资料来源：Wind，中金公司研究部

我们作出这一判断的理由是，从企业贷款的分配情况看，尽管 2009 年下半年开始，信贷增长的速度开始放缓，但是值得注意的是，中长期贷款在总的企业贷款中的比重不断提升，从 2009 年 9 月的 48% 提升至当前的 58%，而相对应的，在 2009 年上半年信贷高速增长中大幅增加的短期票据占比从 12% 回落至当前的 4%。也就是说，银行通过回收短期票据发放中长期企业贷款的方式使得后者在 2010 年的增速继续维持在较高的水平，根据我们的测算，这一通过挤占短期票据为中长期企业贷款所拓展出的增量空间大约在 2 万亿元左右。但是，从现在再往后看，2011 年通过继续挤占其他融资工具而满足中长期企业贷款的空间已经不再具备，这 2 万亿元的存量基本已经消耗殆尽。而从 2011 年的新增贷款总量上看，大约在 7 至 7.5 万亿，还要略少于 2010 年的 7.8 万亿左右的新增总量水平。从这些数据中，我们可以看出，2011 年的新增银行贷款总量已经不敷支持经济尤其是投资的高速增长。而 2011 年作为“十二·五”起始之前，各地投资上项目的冲动将依然十分强烈，因此可预计推动投资高速增长所带来的资金需求与贷款总量控制之间的矛盾在 2011 年将会变得十分突出。在这种矛盾的局面下，我们认为，股市的直接融资，将成为从中央到地方各级政府所鼓励的一种替代银行贷款的融资方式。所以我们认为，尽管 2011 年银行的大规模再融资可以说已经告一段落，但是其他实体经济行业通过股市融资的需求将会有大幅增长。

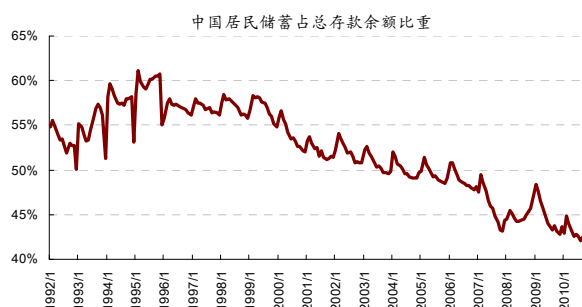
图表 12：各类企业贷款占比的变化



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

而另外一个值得重视的可能对股市资金和股票供应状况产生重大影响的因素，则是居民的储蓄意愿。虽然目前国内的投资渠道依然较少，但是由于经常性的低利率甚至负利率，可以看到，中国居民部门的储蓄意愿自 2000 年以来就出现了较为缓慢的下滑，而 2010 年以来，这种储蓄意愿的下滑呈现了明显的加速迹象。而对于股市来说，首先居民储蓄是最主要的增量资金来源的场所之一，因此居民储蓄意愿的下滑意味着未来可入市资金量的不足。其次，由于我国银行存在着较为严格的贷存比监管要求，因而居民存款增速的持续下降将最终导致银行贷款增长的难度增加。这也会使得更多的企业不得不更多的转向股市融资来筹措资金，从而使得股票的供应压力增加。

图表 13：中国居民储蓄占比不断下滑

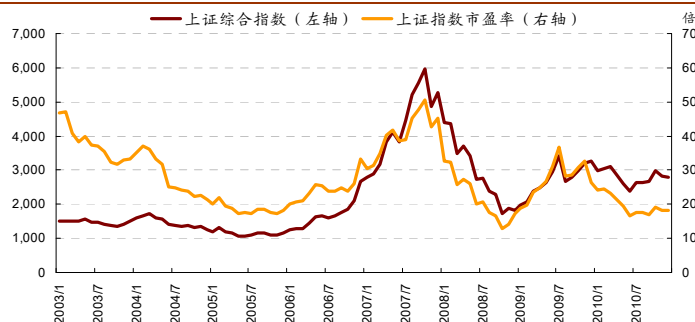


资料来源：Wind，中金公司研究部

C. 股票估值对于 2011 年 A 股走势的影响

股票的估值，尤其是市盈率估值法，在 2010 年的 A 股市场中，扮演了一个非常尴尬的角色。一方面，高市盈率的股票仍在不断上涨，而另一方面，低市盈率的股票却在不断下跌。同时，由于下跌的大多为权重的大盘蓝筹股，对于大盘指数的整体市盈率影响巨大，因此可以看到，A 股当前的整体市盈率已经回落到了仅略高于 08 年时的次低水平。

图表 14：上证指数的市盈率水平



资料来源：Wind，中金公司研究部

结合我们上述对于资金面的判断，我们认为：首先，股票估值水平对于 A 股市场在 2011 年的走势的影响将会有所加大。其次，即便如此，低估值的股票的反弹也将是局部的和短期化的，整体估值大幅修复的可能性较小。同时，由于权重大盘股处于了历史估值最低水平跌无可跌的情况下，资金通过“弃大买小”的方法来推升中小市值股票的空间将大大受限，因此中小市值股票也将在 2011 年出现走势分化。一些确实有未来业绩成长空间的中小市值股票仍可能不断创出新高，而另外一些依赖短期题材和资金炒作的中小市值股票在 2011 年将进入下跌通道。

而从中长期看，我们认为市盈率估值并非衡量中国 A 股股票的最有效手段。这是因为：

(1). 中国股市所具有的独特股权分置结构

股票发行从其本质上讲，是一种原有股东放弃其部分控制权来换取市场资金的一种行为，然而在中国，这一情况有所不同。对于很多大型国有企业而言，即要获取融资，又要保证国有股东的绝对控股权是其上市时的要求。这实际上与现代股票市场制度的核心理念是存在着一定矛盾和冲突的。因此，中国的上市公司很难做到追求所有股东利益最大化这个现代股份制企业设立的基本要求，其结果就是从 A 股创立至今，控股大股东与中小股东之间的利益纷争就经常发生。即便在全流通时代，这一问题还会依然存在。而根据经典的股票估值理论，如果有占据绝对控股权或公司经营决策权的大股东存在，则对于小股东而言，不适用市盈率或者自由现金流折现法 DCF 来衡量一个公司的价值，对他们而言，适用的方法应该是股票红利折现法 DDM。但问题在于，中国的上市公司普遍分红率很低且极不稳定，因此如果用 DDM 的方法去分析，则发现大部分中国 A 股股票对于无法干预公司行为的小股东而言均缺乏长期投资价值。

(2). 中国 A 股只有成长股，缺乏价值股

根据这一情况，我们认为：A 股并非价值投资市场，因此无法用市盈率等估值指标对股票走势加以明确判断。但是，这并不是说 A 股本身是没有投资逻辑的，相反，A 股有着一套具有自身独特逻辑和标准的判断方式。从大盘指数走势上讲，资金与股票的动态供求关系的变化状况是核心逻辑，这一点我们在前文中已经有所阐述。而从个股而言，最大的逻辑在于两点，一曰成长性，二为市值量。由于股权结构使得 A 股上市公司对于小股东而言普遍缺乏长期的投资价值，因此市场关注的中心和重点只能是上市公司业绩的成长性，所以说 A 股投资理念的核心是属于成长股的。对于个股而言，影响其股价的因素如果不是长期成长性的故事，就是短期业绩波动所带来的交易性机会。

但是，值得注意的是，任何上市公司，要保持较长时期的成长性，同样是相当困难甚至于不可能的。因此，这里就引出了市值量这第二个核心理念。由于我国上市公司大多仍不掌握产业的核心技术，而即便有些垄断企业，但也大多是通过政策保护达到的垄断且经常须为这些政策保护付出较高的成本，从而更加无法将股东的利益始终放在首位。这就导致了投资者可以用简单的上市公司市值量与其行业总量占比等一系列指标来判断一家企业业绩的未来成长性。当一家公司经历了高速增长期而进入成熟发展期时，在海外股市，这些股票往往会从成长股演变为价值股，但是由于 A 股的价值股投资逻辑始终难以成立，实际上意味着这些进入成熟期的上市公司就会被市场逐渐边缘化，而市场的热点总会转向那些新上市的中小市值公司，去讲述一个新的成长故事，哪怕其中真正能够成功的案例占比很低。

我们认为，在股东权利结构无法发生本质性改变的基础上，A 股市场这套投资或者说投机逻辑很难发生根本改变。所以对于 A 股而言，业绩成长性与市值量较小想象空间较大将是市场不变的主题。而估值水平，只可能成为个股跌不动的一个理由，却通常不会成为其上涨的理由。

对 2011 年上半年 A 股走势的判断

一、A 股 2011 年上半年的走势将“前高后低”

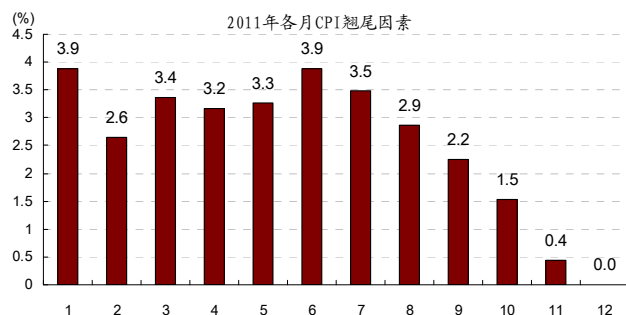
根据我们上面对影响 A 股 2011 年走势的三大核心问题的剖析，我们认为，A 股在 2011 年上半年出现“前高后低”或者说“先升后跌”的走势概率较大。当然，我们必须说明的是，我们所指的 A 股走势，依然是上证综指，而上证综指，很大程度上受大盘权重股的表现影响较大，不一定是整个市场真正走势的最好代表，这一点我们在前文中已指出。

因此，我们必须在这一判断追加另一个判断，即：2010 年上半年来看，个股与板块之间走势的离散分化程度会有所收敛，趋同度会有所上升。

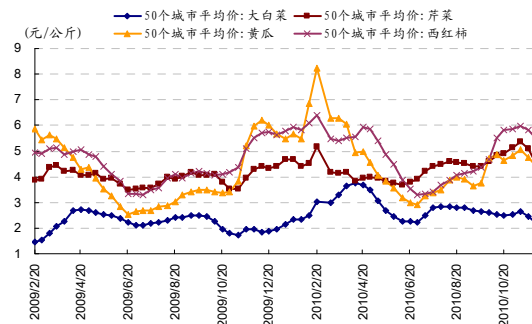
我们这两个判断的核心逻辑和理由在于：

- ▶ 首先，1 季度市场短期资金面紧张的局面可能有所缓解。从 1 季度的情况看，2010 年末的市场资金面极度紧张的状况可能有所缓解。我们注意到，2010 年 12 月末，由于资金回笼和高息揽储的压力，7 天回购利率在银行间市场飙升至 5.7% 的 2008 年以来最高水平，显示短期市场资金压力较大。而随着 1 月份的到来，这一资金面的极度紧张状况很可能得到缓解，从而从资金面上对 A 股有所帮助。
- ▶ 其次，1 季度的宏观经济状况可能对股市较为有利，而 2 季度则可能正好相反。从 1 季度看，部分前瞻性经济指标可能基本处于稳定状态，显示经济过热风险有所下降。更重要的是，由于短期的价格管制政策以及翘尾因素的影响，1 季度的通胀同比水平将有所回落。这将使得市场最为担心的货币政策持续收紧的风险预期有所降低，从而有利于股市的上涨。但到了 2 季度，随着新的投资项目逐渐启动，经济增速将再度反弹，而限价措施的效果也将逐渐效果减退，而由于春节前的限价，通常会看到的春节后农产品价格的回落 2011 年反而可能不会出现，因此届时通胀压力将有所回升，市场对于政策紧缩风险的预期将开始增加，从而不利于股市。

图表 15：2010 年通胀翘尾因素分布（左）



限价措施推动蔬菜价格下滑（右）

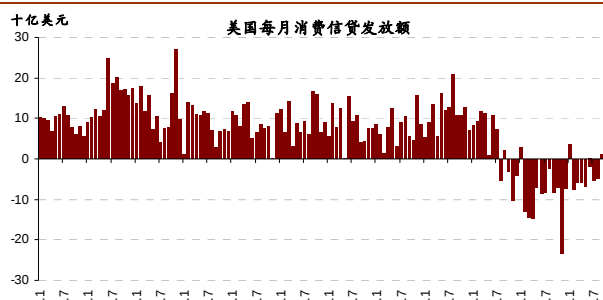
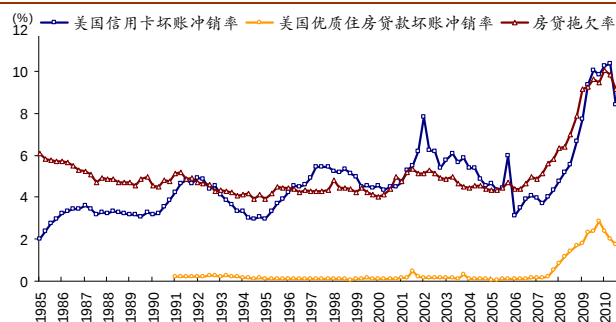


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

- ▶ 此外，值得重视的是，海外尤其是美国经济 2011 年上半年的增速可能会显著好于预期。一方面，我们认为美国的量化宽松政策将会在上半年被美联储坚定不移地足额实行，而奥巴马政府所推出的新一轮减税刺激也将主要在上半得以实施。更重要的是，从美国的私人居民部门的情况看，正在发生一些积极变化。首先，美国私人居民的实际资产负债率已经降低到 1995 年以来的最低水平。此外，从美国的一些信贷指标看，其坏账率水平在 2010 年 3 季度达到峰值后，4 季度出现了显著的回落。而美国的私人消费信贷在经历的历史上最长的 22 个月的负增长之后，也从 9 月份起首次出现连续两个月的正增长。虽然这些指标并不能预示美国的经济和消费从此就将步入上升通道，但是这很可能意味着美国私人部门“去杠杆化”对消费负面影响最大的时段已经逐渐过去。然而，这一情况短期内对 A 股可能偏正面，但是随着到 1 季度末 2 季度出，市场逐渐确认美国经济尤其是私人部门的消费复苏势头，则很可能造成大宗商品尤其是石油价格的新一轮上涨，从而导致国内的输入性通胀压力在 2 季度开始上升。因此，这一海外经济的新状况可能与国内经济与通胀走势的状况叠加，从而导致 2 季度的股市调整压力加大。

图表 16：美国私人部门信用卡与房贷坏账率开始回落（左）

美国每月的消费信贷增减额（右）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

二、板块上更看好投资品板块在 1 季度的机会

综合上面的一些分析判断，我们认为 1 季度的 A 股市场机会要好于 2 季度。而低估值的周期性股票，尤其是那些中等市值规模的周期性股票在年初出现一轮反弹的机会较大。从板块上讲，我们认为 1 季度初，投资品板块的机会要好于非周期类的股票。而 2 月份起，一些业绩高增长以及存在高送转题材的中小市值个股又将成为市场热点。

我们在 1 月份的市场中，比较看好的行业板块分别是：水泥、机械、煤炭有色和房地产。而 2 月份，消费与科技板块中的一些中小市值股票的机会更好一些。其各自的核心推荐逻辑是：

► 水泥：

- 2011 至 2012 年水泥行业供应短缺。预计 2011 年和 2012 年行业有效产能分别增长 4% 和 3%，2011 年和 2012 年需求分别增长 7.1% 和 4.4%，分别出现供应短缺 2400 万吨和 3400 万吨。
- 行业结构和企业行为变革，水泥价格和行业盈利能力整体上移，达到甚至超过历史最好水平。
- 价格环比下跌幅度将小于市场担忧，这意味着明年一季度业绩将同比大幅增长。政府放开限批政策会有原则、有选择的放开，回到 2009 年之前的审批状态的可能性很小。

► 机械：受益于国内外经济活动的回升，以及装备制造升级和高铁等题材带来的个股机会。

► 煤炭有色：政策紧缩预期下降的受益板块。未来两年煤炭供给略微偏紧，煤价将继续上涨。基本金属供需基本面将随海外复苏进一步好转，而结构转型为与新兴产业相关的上游股票带来中长期投资机会。

► 房地产：1 季度通胀的回落，地产股有望迎来系统性机会；建议关注受益于行业整合的龙头地产公司及中西部成长性公司

此外，对于消费股中的白色家电，以及通讯设备和农产品及农业投资相关的概念类股票，我们在 1 季度也相对看好。

三、2011 年大盘指数点位的判断及其依据

根据前文所述，我们认为用市场资金与股票的供求关系来判断 A 股大盘点位的波动区间，相较于用市盈率等估值方法而言，要更加有效一些。而这一分析方法就要求我们首先对 2011 年 A 股的资金供给和需求先做出判断。

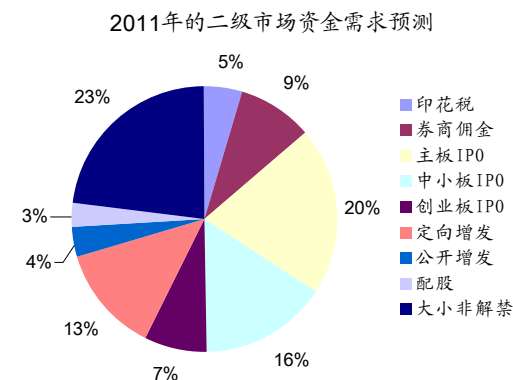
1. 对于 2011 年高点的判断

首先，根据上文，我们预计 2011 年 A 股市场的新增资金供应，以相对比较乐观的方法预计，上限大概在 1.7~1.8 万亿元之间，而对于新增资金需求，我们分析大约至少在 1 万亿元左右。这些新增资金需求，大致来源于以下的假设和判断：

最为保守的股市资金需求量预计：

- ▶ 根据中登公司披露的数据，以往小非减持的累计比率在 40% 左右，大非则在 6% 左右，中小板在 50% 左右，据此假设：大小非解禁与减持造成的全年资金需求约 2000-3000 亿
- ▶ IPO：约 4702 亿
 1. 主板：约 2211 亿
 2. 中小板：约 1685 亿
 3. 创业板：约 806 亿（考虑一二级市场上市首日溢价，对于二级市场资金实际需求会更大）
- ▶ 增发
 1. 定向：约 1422 亿
 2. 公开：约 383 亿
- ▶ 配股：约 329 亿（剔除了对大股东及关联方增发、配股部分）

图表 17：乐观假设下的 2011 年二级市场资金需求预测



资料来源：Wind，中金公司研究部

自由流通市值峰值的判断：

2010 年 A 股自由流通市值的峰值出现在 11 月，约 9.8 万亿元，较 2009 年的自由流通市值峰值 8.2 万亿元提高了 1.6 万亿元左右，相当于 19% 左右。而这一水平与我国 2010 年的 M2 增速十分接近，我们认为这一情况存在一定合理性，在市场配置偏好不出现如 2007 年那样的巨大抬升的情况下（前文中我们已经分析了这种情况为何在 2011 年不太可能出现），我们认为 2011 年的 A 股自有流通市值峰值乐观估计能够达到约 11.6 万亿元左右，对应 2010 年增长继续维持在 18% 左右，净增加约 1.8 万亿元，而相比 2010 年末 A 股 9.1 万亿的自由流通市值水平，净增加 2.5 万亿元。但我们也知道，这 2.5 万亿元中需要剔除由于融资和减持所带来的股本增加引致的虚增因素，根据我们此前所算，这部分的总额约为 1 万亿元，因而可以得出，对比 2010 年末，2011 年 A 股高点时，通过存量股价拉动的市值贡献大约在 1.5 万亿元左右。而这 1.5 万亿元的自由流通市值增加，集中发生在大盘股或小盘股，对于股市点位的影响也会不同，图表 18 中我们列出了不同情形下的上证指数高点的推算水平。

图表 18：对于自由流通市值不同分配情景下股指高点的判断

可分配至自由流通市值的部分最乐观为 1.5 万亿人民币

1) 假设 TOP 50 没有资金流入, 资金全部流入其他股票				
	自由流通市值(亿)	A 股总市值(亿)	总市值增长率	对应上证指数点位
TOP50	23235	96860	0.0%	
其余股票	83207	252922	22.0%	
总合	106442	349783	15.0%	3267
2) 假设 TOP 50 和其他股票各流入 50%				
	自由流通市值(亿)	A 股总市值(亿)	总市值增长率	对应上证指数点位
TOP50	30735	128125	32.3%	
其余股票	75707	230125	11.0%	
总合	106442	358250	17.8%	3346
3) 假设全部流入 TOP 50 的股票				
	自由流通市值(亿)	A 股总市值(亿)	总市值增长率	对应上证指数点位
TOP50	38235	159390	64.6%	
其余股票	68207	207327	0.0%	
总合	106442	366717	20.6%	3425

资料来源：Wind，中金公司研究部

按此推算，我们可以看出，如果 2011 年新增资金仍全部流往中小盘股，则上证指数的最高点仅能达到 3200 点左右。但我们认为 2011 年重复 2010 年模式的可能性不大，因此我们更加倾向于 2011 年的新增资金分配将较 2010 年更为均衡一些。在这一判断基础上，我们认为，2011 年的高点应该在 3400 点附近。

2. 对于 2011 年低点的判断

我们认为，从宏观资金面的角度判断股市低点未必有效，因为在人气极其低迷的情况下，理论上资金可以完全不配置于股市。而我们觉得用最低市净率来判断股市的最低点的有效性可能更好，这是因为，A 股的低点，往往意味着股价已经跌到了产业资本愿意大幅入市的阶段，而对于产业资本而言，低市净率是一个比较有效的股价是否有吸引力的判断。

而从当前的股价情况看，大盘权重的市净率水平已经接近 2008 年时的最低水平。如果我们假设大盘股的市净率不再下跌，而只是其它股票的市净率水平回落至较低水平，得出的相应点位如下：

图表 19：最低市净率法估算的 2011 年低点

假设 TOP 50 总市值不变，如果其它公司回到 2.03 倍的 2010 年 PB	
TOP 50 总市值(亿元)	96860
其它公司总市值(亿元)	87571
市场总市值(亿元)	184431
对应上证指数点位	1993
假设 TOP 50 总市值不变，如果其它公司回到 3.4 倍的 2010 年 PB	
TOP 50 总市值(亿元)	96860
其它公司总市值(亿元)	146670
市场总市值(亿元)	243530
对应上证指数点位	2632

资料来源：Wind，中金公司研究部

也就是说，如果大盘股以外的股票跌回至 2010 年 7 月时的最低市净率水平 3.4 倍，则 2011 年的市场最低点为 2632 点，但如果出现更加恶劣的经济局面，非大盘股整体股价跌回 2008 年时最低的 2.03 倍最低市净率水平，则 A 股的低点可达 1993 点。我们认为，出现后一种恶劣情况的概率较小，因此我们倾向于认为 2011 年的上证指数低点在 2600 点附近。

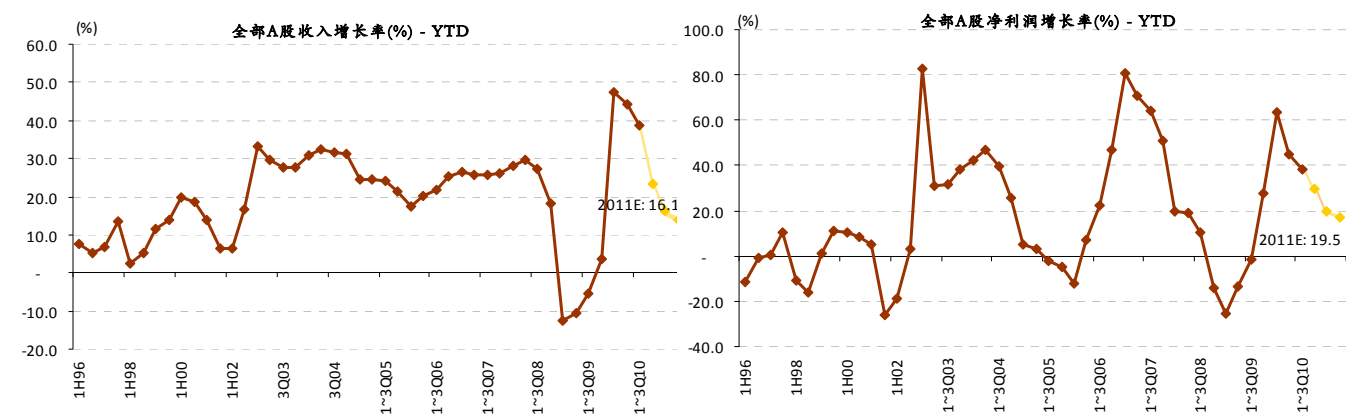
综上所述，我们认为 A 股 2011 年的核心波动区间在 2600 至 3400 点之间。

2011 年盈利增速预测及 1 季度个股组合推荐

一、自下而上盈利 2011 年增长 19.5%，2012 年增长 17.3%

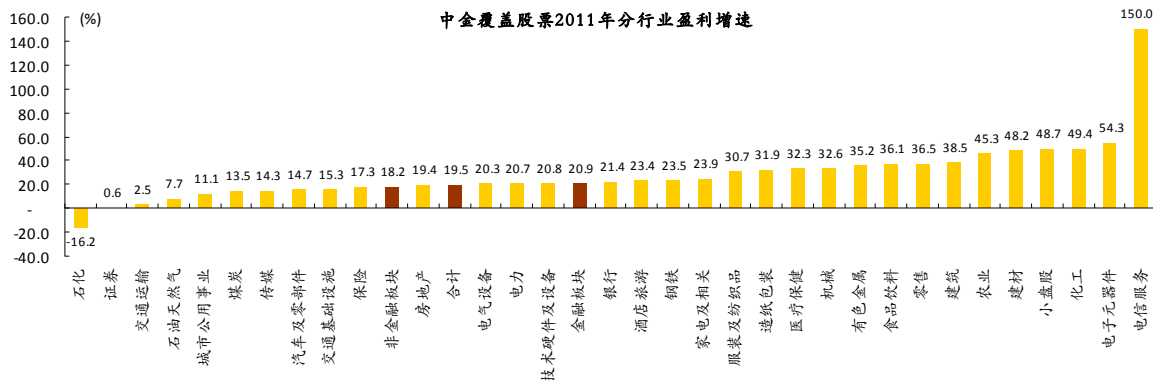
根据中金重点覆盖股票自下而上汇总显示，2011 年上市公司盈利将增长 19.5%，其中金融板块增长 20.9%，非金融板块增长 18.2%，增速从整体上呈现回落的趋势。从结构上来看，金融板块中的证券和保险，以及工业板块中的建材等行业盈利增速出现一定幅度的增长，银行以及消费类行业，包括家电，零售，服装纺织，食品饮料，医疗保健和农业等行业的盈利继续保持平稳增长，而房地产，汽车及零部件以及一些强周期行业，包括石油石化，煤炭，钢铁，有色等盈利增速出现一定程度的回落。整体上看，2011 年盈利增速显示出金融消费稳定增长，周期性行业增速回落的格局。

图表 20：全部 A 股收入增速（左）和盈利增速（右）



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 21：2011 年分行业盈利增速

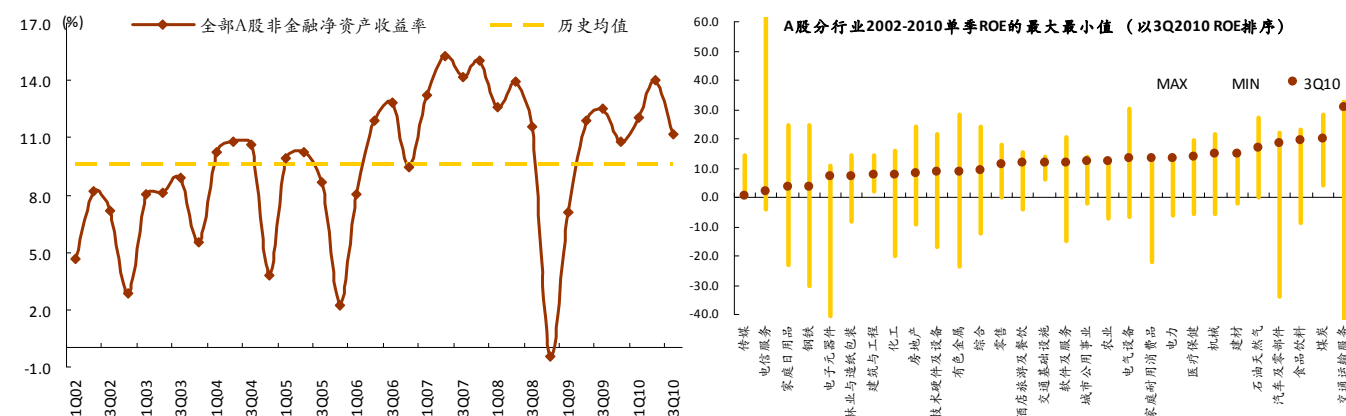


资料来源：WIND，中金公司研究部

二、A 股 ROE（非金融）处于历史次高点，预计 2011 年将略有下降

目前 2010 年全市场非金融 ROE 水平 14.3%，处于仅次于 2007 年的历史第二高位，而本轮 ROE 上升的主要推动因素为三大费用（尤其是财务费用）的大幅降低，以及上市公司资产负债率的大幅提升。我们认为，低利率是推动这两个因素的根本原因，因此，如果利率显著回升，则明年上市公司盈利增速可能面临较大回落。而如果政府能够长期维持低利率，则明年市场盈利增速将可能维持较高水平。因此，明年的宏观货币政策对于股市的作用，可能在估值和盈利两大因素上产生叠加效应。

图表 22：A 股 ROE（非金融）历史水平（左）和各行业 ROE 均处于历史高位（右）



资料来源：WIND，中金公司研究部

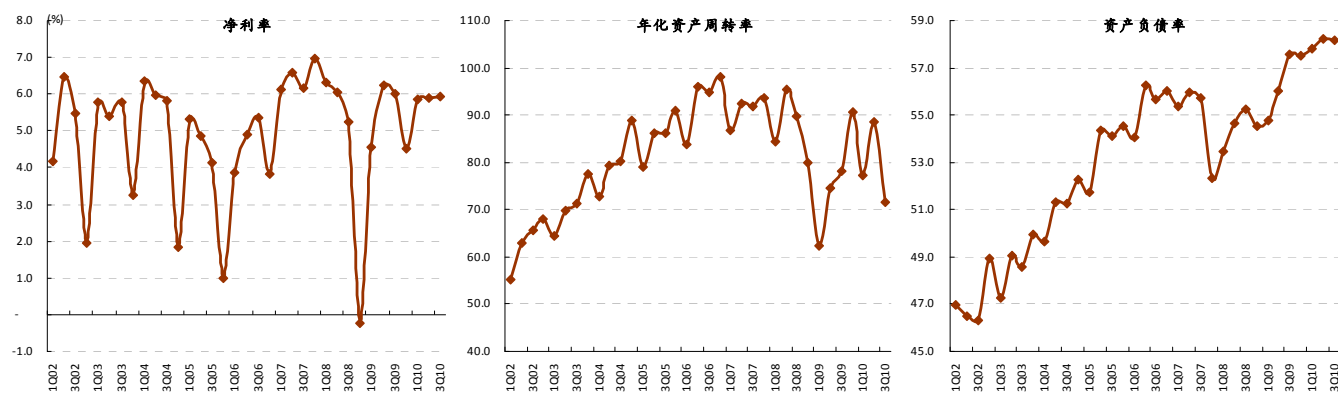
通过对全部 A 股杜邦三因素分析显示，净利率和资产负债率均处于历史高位，年化资产周转率与历史平均水平相近，而由于 2011 年净利率下滑的可能性较大，而资产负债率和资产周转率缺乏上升的空间，因此我们判断 2011 年 A 股 ROE 会有所回调。

- **净利率分析：**当前净利率维持在当前较高水平主要是由于三大费用率不断降低所致，而其实毛利率一直处于下降的趋势。我们判断未来净利率会有所下滑主要基于以下两点：一是三大费用率继续下降的空间有限。2010 年几乎所有省市都上调了月最低工资标准，平均上调幅度在 24% 左右，2011 年北京率先再次上调最低工资标准，上调幅度为 21%。劳动力成本上升趋势几成定局，人工成本增加将成为三大费用率下降的阻力之一。另外，货币政策的收紧已成为市场一致预期，而利率上调将导致借贷成本上升，从而成为费用率下降的又一阻力因素。二是毛利率可能将继续维持低位。从历史上看，毛利率的水平与通胀水平密切相关，从 2004/2005 和 2007/2008 这两个经济周期来看，通胀的增加通常会带来毛利率的下滑。2011 年由于人工成本和原材料成本（可观察 PPI 上升速度）压力，因此未来毛利率水平较难反弹向上。
- **资产周转率分析：**资产周转率主要受应收账款，存货和固定资产的综合作用。固定资产周转率比较稳定，而应收账款和存货的周转率受经济景气周期影响较大。从周期上看，经济和盈利均已在一季度见顶回落，当前处于经济和盈利减速的阶段，2011 年可能会继续延续这一走势。但通过对上市公司库存和现金流的情况分析显示，当前的库存水平已经由二季度的高点下降，即使未来宏观经济增速回落可能使得需求不及预期，去库存的压力也并不大，因此不会对资产周转率带来较大冲击。
- **资产负债率分析：**企业的负债意愿通常与借贷成本密切相关，由于 2008，2009 年低利率水平，企业的负债水平大幅提升。而在未来货币政策收紧的预期下，资金借贷成本将上升，从而降低企业贷款的意愿。但值得注意的是，由于当前仍处于实际利率为负的环境下，所以企业的借贷意愿并不会立刻消失，所以我们判断资产负债率将在未来的一段时间内仍将处于高位，但继续上涨空间不大。

全市场非金融 ROE 整体从 2009 年的 10.6% 上升至 2010 年的 14.3% 的水平，对应盈利则增长 43.0%。而我们前述的杜邦分析显示，2011 年非金融 ROE 水平可能将有所下降。通过内生性盈利增长分析：如果 ROE 回落至 13.5%，则 2011 年内生性盈利增长贡献将下滑至 10%；如果 ROE 回落至 13%，则 2011 年内生性盈利增长贡献将下滑至 6%；如果 ROE 回落至 12.5%，则 2011 年内生性盈利增长贡献将下滑至 2%。因此我们预计，2011 年盈利增速很大程度上将依赖外延式增长，如央企重组，企业并购，中小板、创业板上市公司利用剩余募集资金收购新业务等。

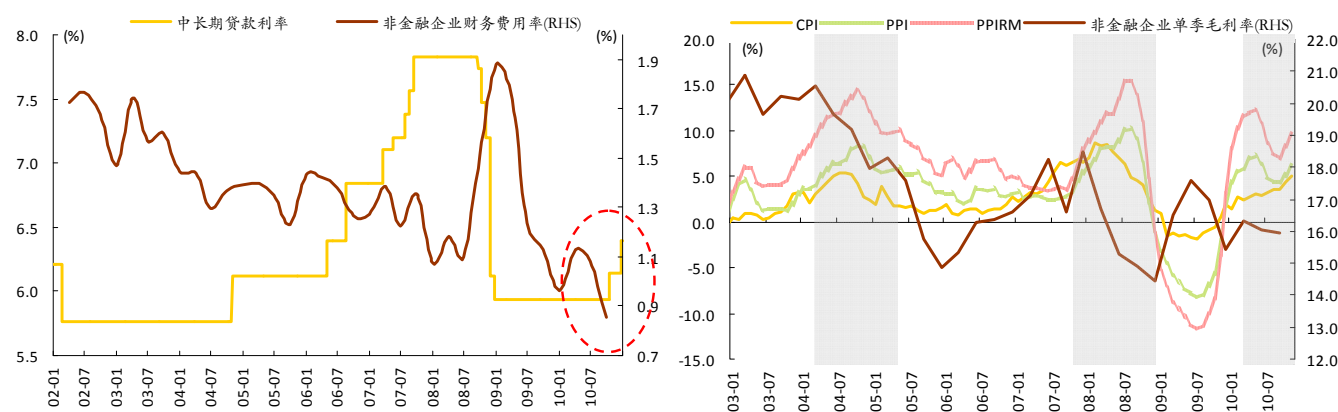
最后，我们在图表 27 种列出了我们 1 季度较为看好的 10 只个股。

图表 23: 非金融 A 股上市公司杜邦三因素分析



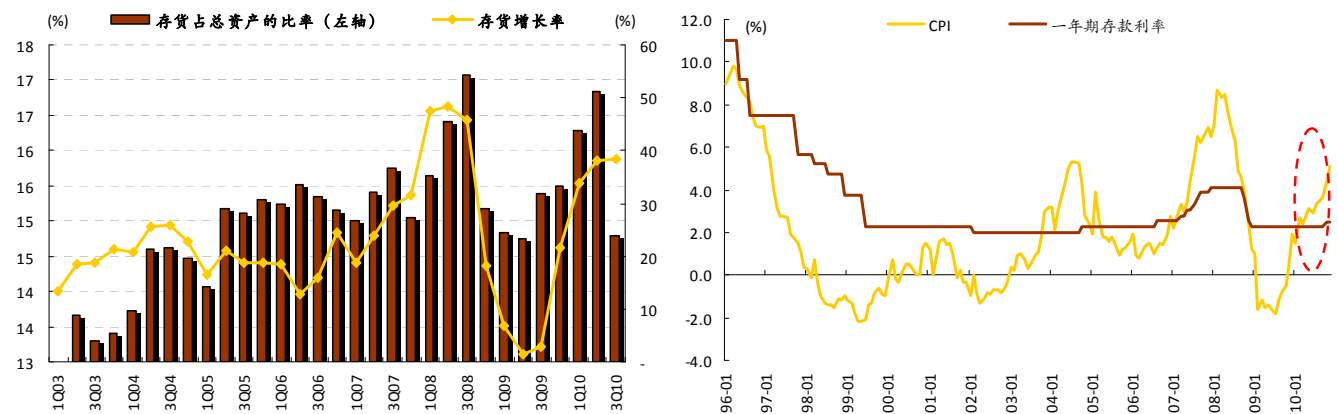
资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 24: 借贷成本上升将推升财务费用(左)和随着通胀预期的加强, 毛利率将继续维持低位(右)



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 25: 去库存压力不大(左)和虽然借贷成本上升, 但负利率环境使企业借贷意愿不会立即消失(右)



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 26：中金覆盖股票行业盈利预测及估值

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	16.1%	-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.	38.4	22.4	26.8	24.4	4.5	4.1	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	5.6%	37.9	1.6	37.4	13.5	13.9	21.7	21.3	15.5	13.7	12.0	3.9	3.4	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	17.4	28.8	13.1	10.6	10.0	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	2.5	1.7	3.1	3.7	3.9	7.7	4.4	9.0	10.5	10.5
有色金属	4.0%	-63.1	-54.0	358.2	35.2	16.6	96.3	209.5	45.7	33.8	29.0	6.1	6.0	5.3	4.6	4.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	6.3	2.8	11.5	13.6	14.9
建材	1.0%	25.0	49.4	44.7	48.2	21.5	43.2	28.9	20.0	13.5	11.1	4.7	3.9	3.1	2.6	2.1	0.5	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	17.8	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	32.2	55.4	33.1	22.2	16.9	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	7,471.0	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	0.4%	-30.0	46.6	17.8	11.1	18.4	54.7	37.3	31.7	28.5	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	18.4	18.9	14.8	12.8	11.1	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5	2.3	2.4	3.0	3.4	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	15.4	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%	6.9	-7.8	65.8	32.6	24.4	37.7	40.9	24.7	18.6	14.9	6.5	5.1	3.7	3.2	2.8	0.4	0.5	0.2	0.2	0.3	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	61.3	40.6	35.7	29.6	25.6	9.2	7.1	4.9	4.2	3.7	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	34.2	16.1	15.1	10.9	9.2	3.1	1.7	1.6	1.4	1.3	0.5	1.6	1.7	2.3	2.7	9.0	10.8	10.6	13.2	14.0
银行	24.5%	31.0	17.6	21.6	21.4	18.4	13.8	11.7	9.7	8.0	6.7	2.4	2.1	1.6	1.4	1.2	3.0	3.0	3.4	2.5	2.9	17.6	18.0	16.8	17.6	18.3
证券	1.4%	-61.9	73.1	-16.6	0.6	6.4	31.8	18.4	22.0	21.9	20.6	3.1	2.2	2.1	2.0	1.9	0.5	3.1	2.2	1.8	1.9	9.7	11.9	9.7	9.0	9.1
保险	3.8%	-38.0	85.4	5.0	17.3	14.5	36.8	19.9	18.9	16.1	14.1	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	15.3	15.5
房地产	2.3%	-3.5	46.4	27.5	19.4	11.9	26.3	18.0	14.1	11.8	10.6	2.9	2.3	2.0	1.7	1.5	0.7	0.9	1.1	1.3	1.4	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	5.7	36.1	102.4	41.0	4.8	1.6	1.6	1.6	1.5	1.3	1.0	0.4	1.1	3.6	28.1	4.4	1.6	3.8	30.5	
技术硬件及设备	0.9%	38.3	49.5	29.2	20.8	38.7	57.7	38.6	29.8	24.7	17.8	7.1	5.8	5.0	4.4	3.5	0.3	0.4	0.4	0.2	1.0	12.2	15.2	16.9	17.7	19.6
电子元器件	0.5%	-35.8	26.0	118.2	54.3	33.0	126.1	100.1	45.9	29.7	22.4	10.1	11.5	10.7	8.6	6.9	0.7	0.4	0.8	1.1	1.5	8.0	11.5	23.3	29.0	30.7
传媒	1.4%	3.0	20.1	10.2	14.3	11.9	66.7	55.5	50.4	44.1	39.4	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	38.5	26.3	18.1	14.6	12.4	5.0	3.9	3.0	2.5	2.1	0.8	0.9	1.3	1.4	1.4	13.0	14.7	16.4	17.3	17.2
零售	1.5%	15.1	23.0	43.5	36.5	31.6	51.2	41.6	29.0	21.2	16.1	7.5	5.5	4.5	3.6	3.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	14.6	13.2	15.5	17.0	18.6
汽车及零部件	2.7%	-42.1	157.8	85.9	14.7	12.7	58.3	22.6	12.2	10.6	9.4	4.8	3.8	3.0	2.5	2.1	0.9	0.8	1.0	1.9	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	46.3	39.5	30.8	24.9	20.9	4.8	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	47.1	37.9	29.3	22.4	17.6	8.2	4.9	4.0	3.4	2.9	0.6	0.8	0.7	0.9	1.1	17.4	12.9	13.6	15.2	16.4
食品饮料	4.4%	6.7	75.1	35.1	36.1	29.0	80.9	46.2	34.2	25.1	19.5	12.5	9.9	7.9	6.4	5.2	0.5	0.5	0.9	1.2	1.9	15.5	21.5	23.2	25.5	26.7
医疗保健	2.8%	30.5	49.6	27.8	32.3	27.6	89.6	59.9	46.9	35.4	27.7	12.4	9.9	7.7	6.5	5.7	0.3	0.4	0.4	0.6	0.9	13.9	16.4	16.3	18.4	20.3
农业	0.9%	-11.2	19.3	52.7	45.3	14.8	82.8	69.4	45.5	31.3	27.3	7.1	6.0	5.4	4.5	4.0	0.5	0.6	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	89.4	75.4	46.7	31.4	24.0	11.1	8.5	6.2	5.3	4.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	12.4	11.3	13.3	16.9	18.6
合计	100%	-7.8	21.6	29.9	19.5	17.3	23.4	19.3	14.8	12.4	10.6	3.2	2.7	2.3	2.0	1.8	1.7	1.8	2.0	2.0	2.6	13.5	14.2	15.3	16.1	16.7
金融板块	30%	20.2	21.7	19.6	20.9	18.0	15.2	12.5	10.4	8.6	7.3	2.5	2.2	1.7	1.5	1.3	2.7	3.0	3.2	2.5	3.6	16.7	17.4	16.4	17.3	17.9
非金融板块	70%	-28.8	21.6	43.0	18.2	16.6	33.8	27.8	19.5	16.5	14.1	3.7	3.2	2.8	2.5	2.2	1.1	1.2	1.3	1.7	2.0	10.9	11.4	14.3	14.9	15.6

资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 27：中金公司 1 季度看好的 10 只股票

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		
				一周	YTD	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
西山煤电	000983.SZ	推荐	26.69	2.1	-12.4	23.5	17.2	14.7	7.1	5.9	4.9	2.1%	2.9%	3.4%
荣盛发展	002146.SZ	审慎推荐	13.59	-3.9	5.6	21.0	15.7	13.5	4.1	3.3	2.7	0.7%	0.7%	0.7%
海油工程	600583.SH	中性	8.10	4.1	-14.7	58.4	28.3	21.3	3.3	3.0	2.7	0.3%	0.5%	0.7%
天山股份	000877.SZ	推荐	31.57	-0.4	51.0	20.2	13.1	10.4	3.7	3.0	2.5	1.2%	1.9%	2.4%
葛洲坝	600068.SH	审慎推荐	11.60	-3.2	49.9	24.3	20.0	17.0	3.8	3.3	2.9	1.2%	1.5%	1.8%
郑煤机	601717.SH	审慎推荐	42.42	-0.2	n.a.	32.7	24.8	19.2	6.0	5.0	4.1	0.5%	0.6%	0.8%
日海通讯	002313.SZ	推荐	57.70	-3.0	41.4									
中海集运	601866.SH	推荐	4.48	8.2	-3.2	13.7	11.8	11.2	1.8	1.6	1.4	0.0%	0.0%	0.0%
科达机电	600499.SH	推荐	23.84	-0.7	42.5	44.5	27.1	17.5	10.1	7.6	5.4	0.0%	0.0%	0.0%
康美药业	600518.SH	推荐	19.71	-4.3	85.8	43.9	27.4	18.9	7.0	5.9	4.8	0.8%	0.9%	1.3%

资料来源：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: (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