



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24日

A股市场

研究部

侯振海

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

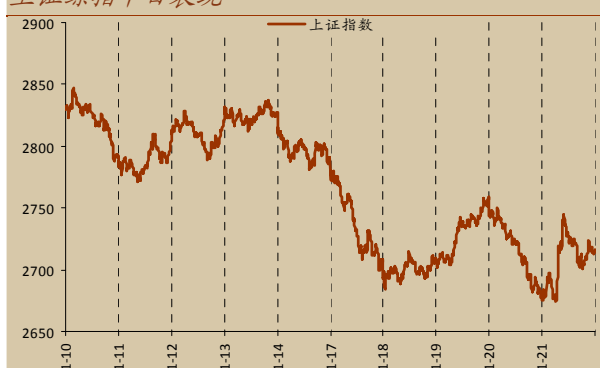
王慧

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

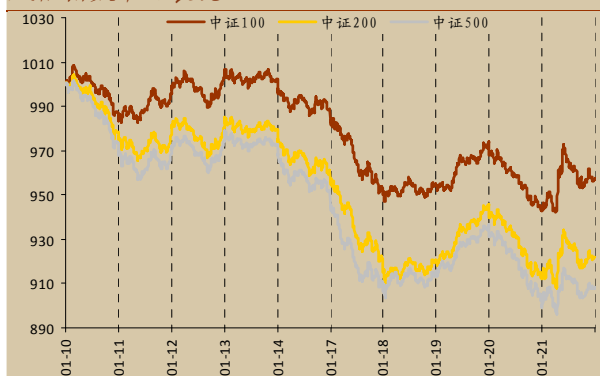
张博

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

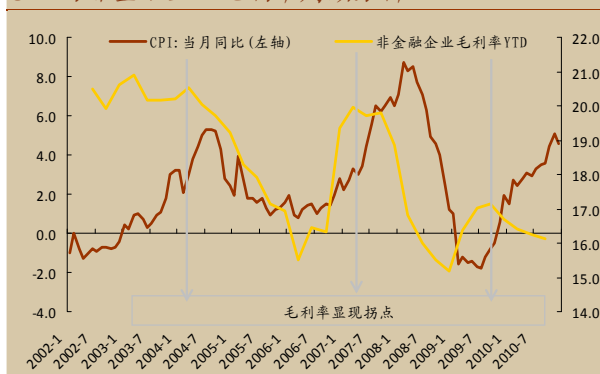
上证综指十日表现



风格指数十日表现



CPI 与非金融企业毛利率周期分析



资料来源: WIND, 中金公司研究

大盘下跌空间有限, 估值收敛仍将继续

本周 A 股策略观点

- ▶ 近一周以来的市场调整, 主要受市场短期资金面大幅收紧因素导致。至上周五, 银行间 7 天回购利率已超越去年底的最高水平, 创出 7.3% 的新高。如果未来一段时间内, 市场资金面紧缩程度有所缓解, 则股市有望出现修复性反弹。
- ▶ 我们认为, 今年的宏观调控将“早而缓”而非“晚而急”, 因此投资者对于大盘指数不必过分悲观, 但是对于仍处于的高估值的部分中小盘股和次新股仍需谨慎。
- ▶ 与过去几年内大盘股快速扩容状况不同, 未来几年, 中小盘股将成为市场扩容的主力。而无论从估值分化程度, 还是机构资金的仓位配置分化程度来看, “弃大盘抓小盘”这一投资模式已经在去年底接近其极限水平。因此, 我们认为, 去年不少投资者所认为的只要抓住个股就可以规避系统性风险的想法在今年将是相当危险的。与去年相反, 今年各板块估值之间将出现收敛性走势。中小盘整体的估值回归过程可能才刚刚开始, 除了盈利增长和题材兑现确定性非常强的股票外, 投资者可以采取逢反弹减仓的方式继续减少这部分股票的配置。同时, 建议投资者未来在市场的震荡下跌中不断逢低布局低估值的地产、银行、汽车、白电等行业, 以及一些股价已经出现大幅回落的具有确定盈利增长空间且估值水平已经合理的消费、医药股。
- ▶ 我们将通胀对企业盈利波动的影响分为两个阶段, 而当前, 我们认为已经进入了价格全面上涨的第二阶段。实证分析显示: 通常在 CPI 由负转正, 开始企稳回升的阶段, 非金融企业的毛利率是在扩充的。但在物价开始全面上涨, 通常是通胀的中后期, CPI 到达顶点前的 5-6 个月, 物价上涨带来的人工成本, 原材料成本以及能源成本等的压力就开始侵蚀企业的盈利能力, 这时企业的毛利率开始下滑, 而在通胀绝对水平较高时, 政府加强货币紧缩力度导致资金成本上升乃至政府直接干预价格实行价格管制都是使得企业利润增速受到抑制的重要原因。从行业看, 较容易转移成本压力的行业包括: 金融地产以及具有较强定价权的企业, 上游有石油煤炭, 下游包括高端白酒、品牌零售和旅游等行业。

一周市场回顾

股指跌宕起伏

上周美股走势震荡。国内央行上调存款准备金率的政策加重了投资者的紧缩预期，打破了 A 股横盘震荡整理的格局，指数出现放量下跌，上证综指跌至去年 10 月以来的最低点。

国际方面，美股受上市公司盈利不及预期影响，上周走势震荡。周三部分金融类公司四季度盈利低于市场预期，导致金融板块普遍下跌，拖累股指出现 11 月以来的单日最大跌幅。经济数据好坏参半。美国劳工部发布的数据显示，在截至 1 月 15 日的一周中，首次申请失业救济人数环比下降 3.7 万至 40.4 万，后者低于市场的普遍预期，扭转了此前一周人数大幅攀升的不利势头。美国房地产经纪商协会(NAR)发布的二手房销售报告显示，12 月的二手房销量环比大涨 12.3%，经季调并年化的总量增至 528 万幢，超出市场预期。而美国政府发布的 12 月新屋开建报告显示，12 月房屋开建量的环比降幅超出预期，总量创下了一年多以来新低。这表明美国疲软的房地产市场依然是经济复苏的主要障碍之一。另外，为期两天的欧盟 27 国财政部长会议并未达成实质性决议，仅决定在今后几个月对欧洲银行业实施更严格更透明的新一轮压力测试，将流动性等因素纳入测试范围，对于此前市场关注的扩大救助基金规模 and 降低对爱尔兰贷款利率两大问题，均无果而终。

国内方面，国家统计局公布了 2010 年 4 季度的 GDP 增速以及 12 月的经济运行数据。4 季度 GDP 增速从 3 季度的 9.6%加速至 9.8%，高于市场一致预期，经济增速保持持续强劲。CPI 和 PPI 分别从 11 月份的 5.1%和 6.1%回落至 4.6%和 5.9%，显示了价格调控政策的短期效用，但未来反复的可能性很大。商务部监测的食用农产品价格比之前的一周全面上涨，近几周在天气和春节因素的综合作用下，该数据已经连续上涨，多数蔬菜，猪肉和粮油价格都出现上扬，这也显示了 1 月份的通胀压力仍存。另外，据和讯网报导，按照银监会与人民银行协商的意见，今年货币信贷总量调控由人民银行负责，银监会主要从审慎监管角度予以支持和配合。央行并推出了差别准备金动态调整措施，采用更市场化的手段调控货币信贷总量。银监会发布的《中国银监会关于进一步规范银信理财合作业务的通知》，要求各商业银行应当在 2011 年底前将银信理财合作业务表外资产转入表内，并于今年 1 月 31 日前向银监会或其省级派出机构报送资产转表计划，原则上银信合作贷款余额应当按照每季至少 25%的比例予以压缩。这些调控政策均是从控制信贷角度出发，反映了今年收紧的货币政策。

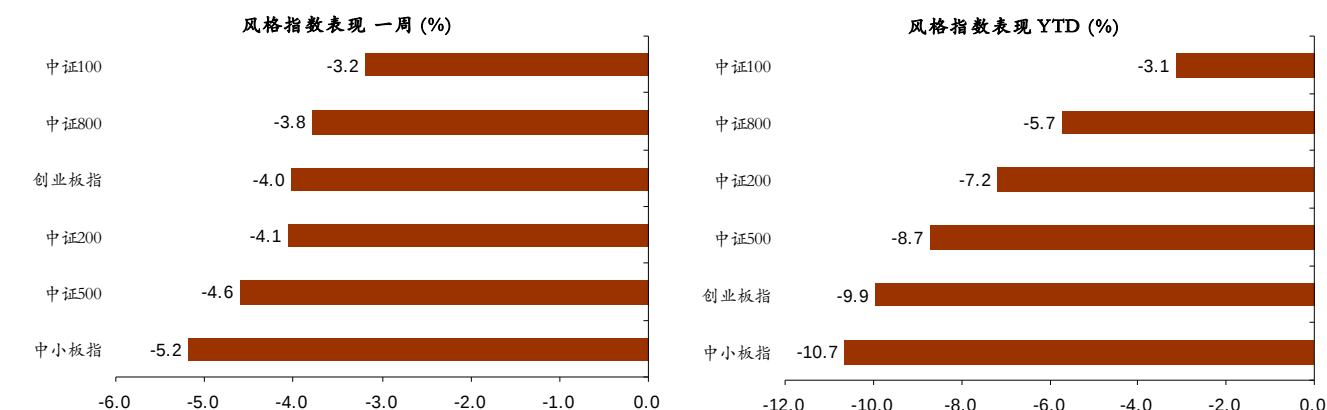
市场方面，周一，受央行上调存款准备金影响，沪深两市低开低走，出现大幅下跌行情，各路板块出现竞相杀跌，地产板块跌势最为惨重。周二，承接周一弱势，沪深两市低开，上证指数开盘跌破 2700 点，之后大盘先抑后扬，小幅震荡逐步回升。防御性板块整体走强，金融地产以及周期性板块相对较弱。成交量出现较大幅度萎缩，制约了股指的反弹力度。周三，在消息面相对平静的情况下两市展开了一轮报复性反弹行情，在高铁概念带动下，个股普涨，上证指数几乎收复 5 日均线。周四，宏观经济数据公布，4 季度 GDP 增速超出市场预期，市场担心政府或出台更为严厉的货币政策以防止经济过热，沪深股市双双大幅下滑。周五，早晨权重股突然启动，地产，金融和石化等行业带动上证指数重返 2700 点，成交也迅速增加，下午指数有所回落，但总体依旧保持了上扬态势。

行业方面，建筑与工程成为上周唯一正收益行业，高铁概念推动部分机械和交通基础设施行业走势好于大盘，另外通信，汽车及其零部件等行业也表现较好。而房地产，技术硬件及设备，软件及服务，农业，医疗保健，传媒，煤炭等行业表现落后。

风格方面，中大盘股表现好于小盘股。

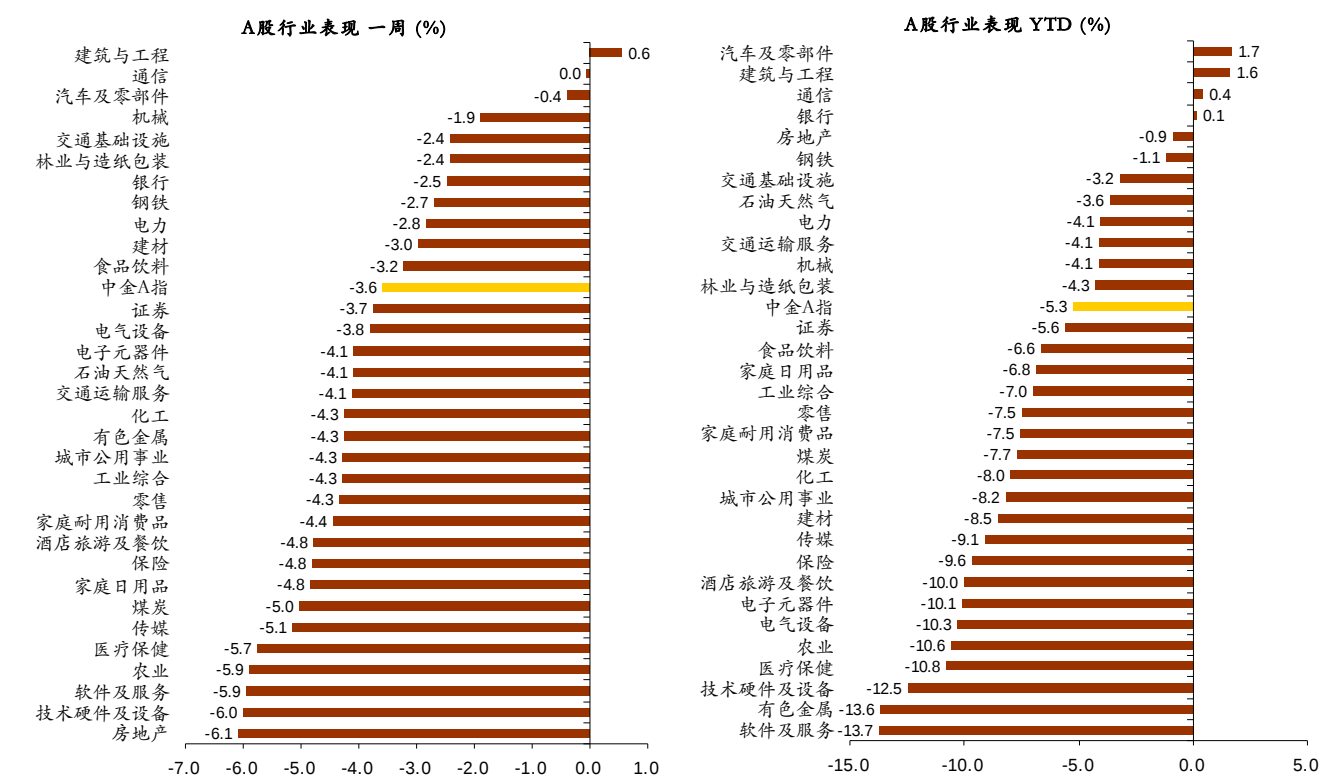
全周来看，上证综指下跌 2.7%收于 2715 点，深证成指下跌 5.3%收于 11640 点，沪深 300 指数下跌 3.5%收于 2983 点。

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

本周 A 股市场受央行突然上调准备金率和春节前资金面紧张的影响（7 天回购利率和 Shibor 均再次跳升至 6% 以上）出现了向下大幅震荡和调整，年初至今上证综指、中证 100 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数、中小板指数和创业板指数的跌幅分别达到了 3.3%、3.1%、4.6%、8.7%、10.7% 和 10.0%。从风格上来看，大盘股显著跑赢小盘股，从行业角度看，所有主要行业无一上涨，跌幅最大的是去年涨幅靠前的信息设备，跌幅最小的是去年显著下跌的房地产行业。目前市场恐慌情绪尚未缓和，投资者普遍谨慎。A 股市场震荡剧烈，显示了市场在此点位上多空分歧显著加大。我们认为，在目前这个点位，不宜轻言大幅看空股市指数，因此有必要对于投资者当前所担心的问题以及可能导致股市继续调整的空间进行更深入的分析 and 测算。

1. 大家在担心什么？

我们认为大家的很多恐慌情绪完全是在大盘下跌过程中逐渐放大的，市场担心的核心问题是通胀未来可能再度上行，楼市价格可能再度上涨，财政和货币紧缩力度会显著加大，企业盈利将受损，银行坏帐可能显著增加。

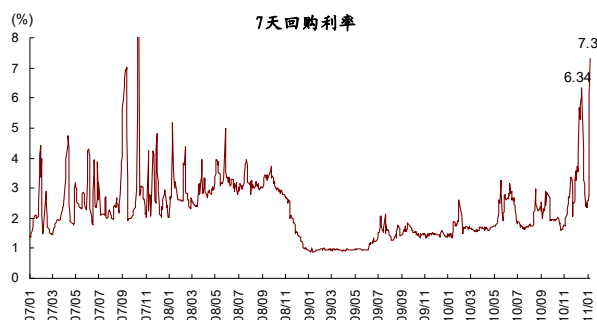
- ▶ 首先，我们认为今年的通胀风险相对往年来说会显著提高，而且我们一直认为本轮通胀结构性因素是不容忽视的。未来几年如果 GDP 的增速仍然保持在 9-10% 的话，4-5% 的 CPI 可能会是常态。主要逻辑在于人口拐点导致劳动力成本提升，农产品价格长期扭曲，未来几年供应增长不足的情况下农产品价格将显著上涨，能源和材料的增长瓶颈已经导致中国这样大规模的固定资产投资不能再以过去的速度增长，否则能源和材料的价格将显著增加。这些问题在我们的年度策略中已经有详细的阐述了。
- ▶ 虽然通胀风险会显著上升但是我们并不认为今年通胀就会有完全失控的风险，原因在于政府对控制通胀的行动早于市场预期，央行在去年年底的加息和春节前的上调准备金率都说明政府还是有意愿“早而缓”的控制通胀。在贷款投放方面 7 万亿的放贷规模虽然不足以让需求显著下降使得 CPI 同比回落到 3% 以下，但是这样的规模已经比过去两年明显减少，不会成为推动通胀上升的刺激因素。我们认为市场对“早而缓”的政策转变不必反应过度，真正应该担心的是政府迟迟不动导致通胀失控最后不得已采取“晚而急”的策略，这是本轮通胀的政策应对与上轮通胀政策方面的显著不同之处。2008 年通胀达到 8% 以上，显著高于目前水平，而政府又在海外经济已经出现风险的情况下继续紧缩，形成了顺周期的政策与经济因素叠加，最终导致股市崩盘。我们认为，宏观调控本身不会导致股市暴跌，只有“晚而急”的过激政策导致了经济和企业盈利硬着陆的情况下股市才会出现大幅下跌。当前中国经济已经从金融危机中复苏企稳但并未明显过热，海外经济疲弱、需求不足，这的情况不可同日而语，且本轮调控起步较早，所以政府不会采取过激措施来让经济急刹车。
- ▶ 在此基础上，市场进一步担忧的问题是在社会总体流动性收紧的大背景下，产业资本从股市撤出回归实业的速度在 2011 年可能将有所提速，而同时，由于银行新增信贷额度收紧，社会资金成本和机会成本都会有所抬升，从而推动更多的产业资本转向股票直接融资市场来筹集资金，因此同时也会增加了市场股票供应的压力。我们认为，这种担忧不无道理，但在上周周报中，我们也提出对于这个问题需要一分为二的进行分析。一方面，市场资金面收紧与银行贷款获得难度的增加无疑将会对股市产生一定的压力；但是，从另一方面看，由于 2011 年产业资本乃至各级政府对于直接融资的需求较大，所以管理层也更能容忍股市的过度下跌乃至对于直接融资市场造成了冲击。在这种分析情况下，我们看到，当前 A 股新股发行的节奏依然偏快，而从本周即将发行的高达 14 只的新股的平均发行价格看，其静态市盈率普遍在 50 倍以上。很显然，市场投资者对于新股的过度追捧还没有完全降温，我们认为，只有在新股悉数频发并导致未来新股发行市盈率大幅下降、发行难度大幅提升的情况下，本轮股市调整，尤其是以高估值中小盘股为核心的调整才会基本结束。因此，我们认为，在对于大盘指数总体不必过度悲观的情

况下，投资者对于中小盘股也需要一分为二来加以分析：一方面，对于估值仍显著偏高部分个股和高发行价的次新股的继续下跌仍需保持高度警惕。但同时，对于一些经过本轮大幅调整，其估值已经逐渐回归至合理水平以下且基本面状况维持健康增长确定性较高的股票，也可以考虑逐渐开始吸纳。

2. 未来的下跌空间还有多少？

我们认为，市场目前的恐慌情绪有所过度，因此短期内可能孕育着一定的修复性的反弹机会。当然，市场出现反弹的契机在于短期市场资金利率是否能够有所回落。以 7 天回购利率为例，我们看到，在 2010 年 12 月 31 日创下了 6.34% 的 3 年来最高水平后，7 天回购利率在 1 月初大幅下降，而随着资金面压力的缓解，股市活跃度也有所恢复。但是随着新年前两周的贷款大幅发放，监管部门很快大幅加强了对于信贷的控制，因此市场资金面在 1 月中旬又骤然紧张起来，从 1 月 19 日，市场资金成本出现了大幅飙升，至 21 日，7 天回购利率已经上升至 7.3%，超过了去年年底的水平创出了新高，显示目前银行间市场的资金面状况十分紧张。我们认为，这种极度紧张的资金面状况能否得到较快的缓解，是短期内 A 股能否企稳反弹的关键。

图表 3：7 天回购利率上周再创新高

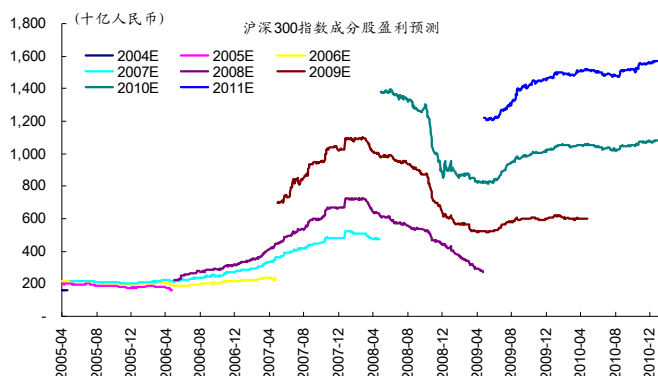


资料来源：WIND，中金公司研究部

从中期看，我们维持在年度策略中已经提出全年 A 股市场既不会出现像 2007 年那样的显著上涨行情，也不会出现像 2008 年那样的显著下跌的判断。最有可能的情况是：未来数年 A 股市场的波动空间将有所缩窄。在年度策略当中我们测算过 2011 年的 A 股市场底部在 2600 点左右，这隐含了大盘股估值大致不变，小盘股市净率回落到 2010 年 7 月最低点的水平。当市场出现恐慌性下跌之后，很多投资者开始对市场的方向和逻辑产生混乱。我们尝试从盈利和估值两个纬度来分析市场的风险。

- ▶ 2008 年沪深 300 指数从年初最高的 5756.92 点回落至最低 1606.73 点，跌幅最大为 72.1%。根据朝阳永续的数据，年初市场对沪深 300 指数成分股的盈利预测是大约 7270 亿元，到年底大家的预期是 4180 亿元，而实际的年报数据只有 2736 亿元，也就是说大家全年将盈利预测下调了 42.5%，而实际数据比年初卖方分析师预计的数据低了 62.4%。从估值角度看，2008 年年初市场对应的 2008 年盈利预测的 PE 值是 29.4 倍，经过大幅下跌到了 2008 年年度市场对 2008 年盈利预测的 PE 值已经降到了 12.3 倍，盈利估值下调的幅度达到了 58.1%。所以这种“戴维斯双杀”效应导致了 2008 年的 A 股暴跌。
- ▶ 当前的情况与 2008 年显著不同，从估值角度看，经过了 2009-2010 两年结构化的行情之后，市场中大盘股的估值已经显著回落，像银行等行业已经创下了历史新低，所以这些行业未来不存在估值继续大幅下移的空间。以银行为例，当前的整体市净率已经回落到 1-1.5 倍之间的水平，银行属于垄断行业，政府保护的盈利空间是显而易见的，在经济不出现像 2008 年那样的全球金融危机的情况下，1 倍左右的市净率显然是有吸引力的。再比如房地产公司，目前的以破产清盘的角度看像万科、金地、保利这样的全国性地产龙头手中的权益土地储备以当前的市值计也仅仅隐含了 4500-5000 元/平米的水平。这样的价格以产业资本的眼光看也是有投资价值的。

图表 4：市场盈利预测调整情况



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

图表 5：A 股主要房地产上市公司当前市值隐含的权益土地价格

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	9,349	4461	16,934	3,844	22,439	10706
滨江集团	002244	3.65	15,142	4144	22,986	3,467	34,661	9486
冠城大通	600067	1.87	6,597	3531	9,527	1,294	14,831	7938
北京城建	600266	3.18	10,813	3398	12,683	2,153	21,343	6707
招商地产	000024	7.99	28,421	3558	33,883	10,888	51,416	6437
广宇集团	002133	1.45	3,141	2165	5,392	817	7,716	5317
首开股份	600376	7.76	18,971	2444	30,801	12,720	37,052	4773
金融街	000402	8.44	19,979	2367	30,548	8,728	41,799	4953
保利地产	600048	32.27	61,680	1911	107,951	13,687	155,944	4833
亿城股份	000616	1.96	4,787	2446	6,063	2,037	8,813	4503
万科 A	000002	44.34	92,140	2078	138,599	31,543	199,195	4493
金地集团	600383	14.47	32,150	2221	47,371	12,967	66,554	4598
栖霞建设	600533	2.06	5,072	2458	5,400	2,134	8,338	4040
大龙地产	600159	1.35	4,150	3078	828	80	4,899	3634
阳光股份	000608	2.09	5,377	2571	3,082	926	7,533	3602
华发股份	600325	5.66	8,301	1466	14,096	3,827	18,570	3280
荣盛发展	002146	15.64	19,139	1223	13,313	1,844	30,608	1957

资料来源：WIND，中金公司研究部

但是与大盘股相反当前市场的小盘股还有非常显著的估值风险。目前中小板的 539 家和创业板的 136 家上市公司 2010 年预测市盈率的中指都高出了中证 100 指数和沪深 300 指数成分股一倍以上。影响股票的价格和估值最根本的因素就是供求关系，2004 年以来，A 股超过 300 亿元市值的大盘股已经从 10 家跳升到了 132 家，而且这些公司特别是银行股在 2010 进行了巨额再融资，另外 2005 年股改以来大小非的解禁也增加了二级市场的股票供给。这是导致大盘股在 2010 年估值大幅回落的重要驱动因素。事实上，如果投资者将股市不涨简单归咎于宏观调控的话，又如何解释 A 股市场上存在的大量业绩常年不佳的小盘公司可以长期维持极高的估值？所以大盘股的供应过剩是其估值下台阶的首要原因之一。

而反观当前的中小盘股公司由于市值特别是自由流通市值相对较少，所以得到了增量资金和从大盘股流出的存量资金的追捧，但无论从估值分化程度，还是机构资金的仓位配置分化程度来看，这种模式已经接近极限（大盘股估值跌至 2008 年最低水平，去年年终前后各类投资机构几乎很少配置大盘股），因此如果市场进一步调整，则意味着去年走强的中小盘股将出现很大的下跌风险。但是，中小盘股票的活跃程度，很大程度上决定了 A 股市场的赚钱效应，而当前 A 股对于场外资金的吸引力，尤其是对于占据流通市值达 70% 左右的散户投资者而言，赚钱效应是其投资股票市场最重要推动力，很显然，中小盘股下跌导致的赚钱效应的丧失将会很快导致市场活跃度的下降。因此，我们预计，大多数小盘公司的估值水平在未来几年都会显著回落。而这种估值水平的回落，可以通过两种方式来完成。如果一部分中小盘股未来的盈利增长水平能够达到或超过预期，则

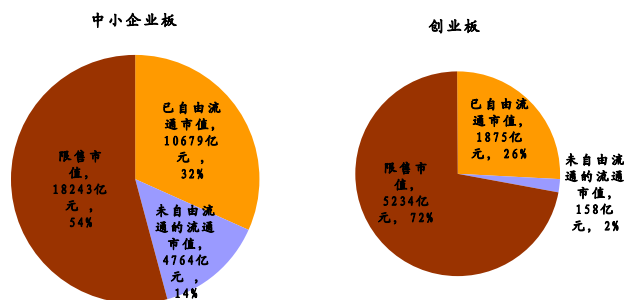
其股价还能维持基本稳定，只是通过盈利增长来化解估值水平下降的压力。但对那些盈利增速不快或不能达到预期的中小盘股而言，其估值水平的回归只能通过股价的大幅调整来完成。

从供求关系上看，2010 年一年上市的中小板和创业板公司几乎相当与 2004 年到 2009 年全部上市的公司之和。以目前每年 300 只以上中小板和创业板公司 IPO 的速度来看，未来 2 年中小板和创业板公司的数量还将翻一番。而这些公司目前的自由流通盘只占总市值的很小部分（加权平均：中小板占 32%，创业板占 26%），未来几年高管和风投在市场上大量减持似的流通盘达到总股本的 40-50%是大概率事件，这将导致小盘股供给严重过剩，无业绩和题材支撑的小盘股将会边缘化，目前大量小盘股对大盘股 1 倍以上的估值溢价将不复存在。我们认为，**去年不少投资者所认为的只要抓住个股就可以规避系统性风险的想法在今年将是相当危险的，去年投资者规避的其实不是大盘的系统性风险而是大盘股风险**，而真正的系统性风险是不可能如此简单而轻松的规避的。我们认为目前相对安全的是已经完成估值下移的大盘股，风险聚集的是未来几年将要重蹈 2010 年大盘股覆辙的小盘股。

图表 6：A 股主要指数和板块估值

	2010年预测市盈率中值	2011年预测市盈率中值
中证100成分股	21.8	16.6
沪深300成分股	22.7	17.4
中证500成分股	33.7	24.5
全部A股	38.4	27.3
中小板	43.7	30.5
创业板	51.6	34.9

板块市值分布状况



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 7：A 股大小盘股供给情况

单位：家	新增中小板公司数量	累计上市的中小板公司数量	新增创业板公司数量	累计上市的创业板公司数量	累计中小板和创业板公司数量合计	总市值超过300亿元的大盘股公司数量
2004	38	38			38	10
2005	12	50			50	9
2006	52	102			102	34
2007	100	202			202	127
2008	71	273			273	55
2009	54	327	36	36	363	132
2010	204	531	117	153	684	132

资料来源：WIND，中金公司研究部

- 从企业盈利的角度看，投资者总认为小盘股盈利确定而大盘股与宏观经济相关性高容易受到宏观调控的显著影响。果真如此吗？我们看到的情况并非如此。2010 年年中以来市场不断上调的是大盘股的盈利预测而不断下调的则是小盘股的盈利预测。中证 100 指数和沪深 300 指数 2010 年的盈利预测增长速度累计被上调了 7.0 个和 6.0 个百分点，而中证 500 指数、创业板指数和中小板指数则累计被下调了 23.4 个、6.1 个和 6.7 个百分点。这说明投资者对小盘股的盈利预期过高，而如我们四季度策略报告中的测算中小板和创

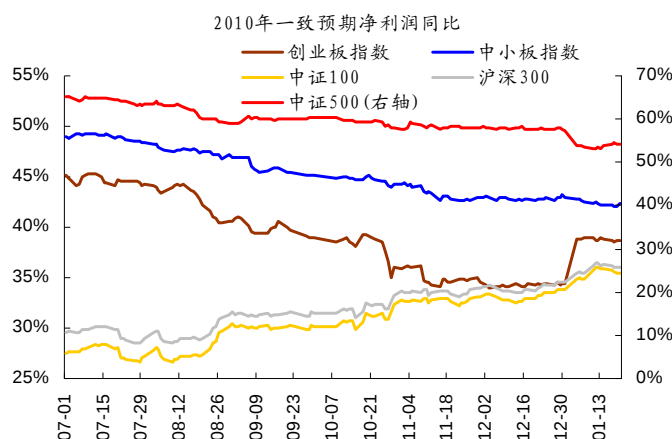
业板公司的实际盈利预测还很可能明显低于当前的预测水平。所以投资者不能过于盲目的迷恋小盘股所谓的高成长性，未来只有少部分能不断释放业绩，盈利不断超预期的小盘股才可能享受高成长带来的高溢价。

图表 8：A 股主要指数盈利预测调整情况 2010 年 6 月 30 日至今

	中证100指数	沪深300指数	中证500指数	创业板指数	中小板指数
2010年中业绩增长预期	28.4%	30.0%	77.7%	44.9%	49.0%
当前业绩增长预期	35.4%	36.0%	54.4%	38.7%	42.3%
业绩增速下调/上调百分点	7.0	6.0	-23.4	-6.1	-6.7

资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

图表 9：A 股主要指数盈利预测变化趋势

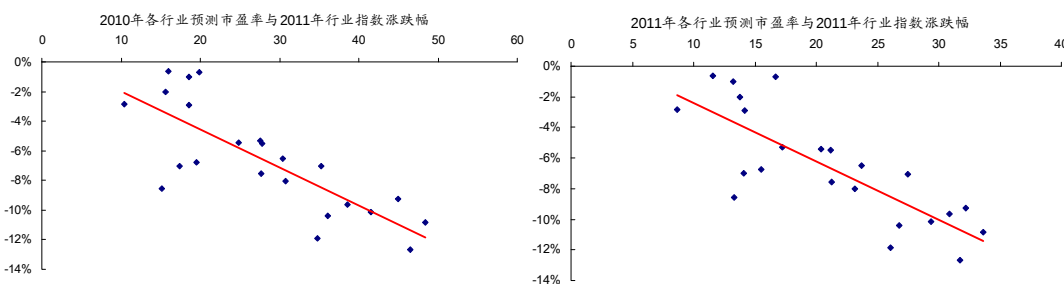


资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

3. 未来的操作方向和行业配置方向是什么？

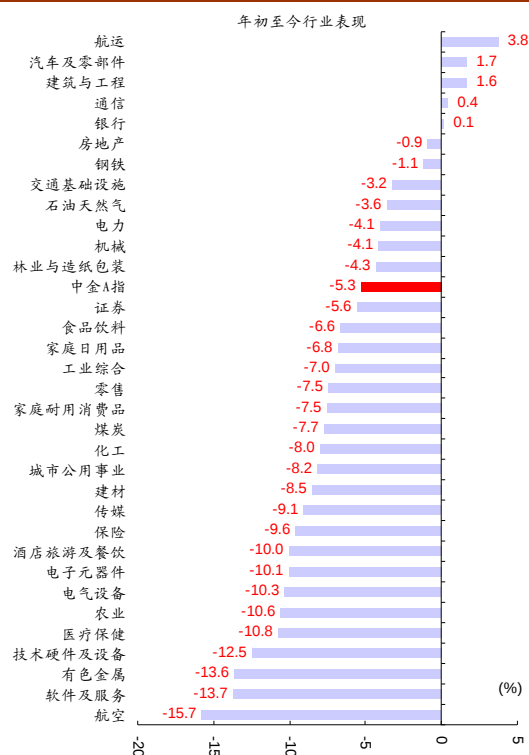
我们发现今年以来下跌较多的行业都是估值较高的行业，而估值较低的行业则显著跑赢大盘，估值与行业表现的线形关系非常明显。我们认为这完全符合我们年报分析的逻辑框架。鉴于市场指数（特别是大盘股）的下跌空间非常有限，建议投资者未来在市场的震荡下跌中不断逢低布局低估值的地产、银行、汽车、白电等行业，以及一些股价已经出现大幅回落的具有确定盈利增长空间且估值水平已经合理的消费、医药公司。鉴于大量投资者的思维惯性，今年小盘股的估值回落将会是一个渐进的过程，期间将会不断反复，这将为聪明的投资者提供在反弹中减仓小盘的机会。

图表 10：年初至今各行业涨跌幅和估值关系



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 11：年初至今各行业涨跌幅

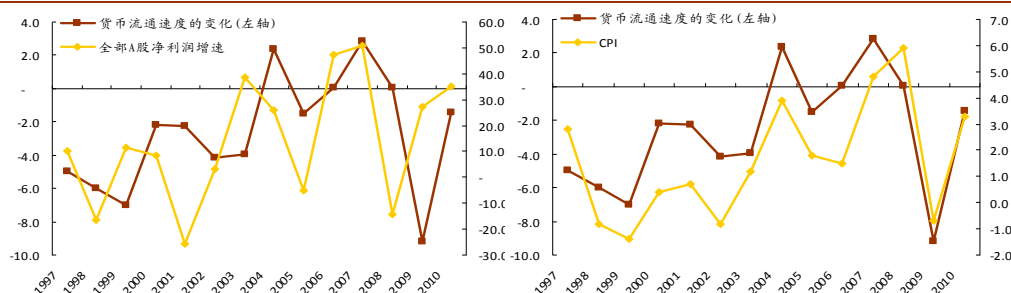


资料来源：WIND，中金公司研究部

4. 通胀周期内各个阶段企业盈利波动状况分析

通胀问题已成为当前讨论的热点问题，我们认为，从宏观层面上的通胀过渡到微观层面上的企业盈利一般存在两个阶段：第一个阶段是通胀初期，CPI 由负转正，经济活动趋于活跃，企业销售向好，周转速度变快，收入增加，从而带动盈利快速增长；第二个阶段则通常发生在通胀中期，CPI 高企，各种价格全面上涨，企业成本和费用上升，从而遏制了盈利继续上涨的空间。货币流通速度与上市公司盈利增速之间的关系也从侧面印证了这一点。货币流通速度加快，反映的是经济向好，从而企业周转变快，盈利增速增加；而货币流通速度加快同时也反映了通货膨胀的趋势，在通胀达到一定水平时，也会对一些行业的盈利带来负面影响，从而引起整体盈利的回落。当前基本上已经处于通胀的第二个阶段。

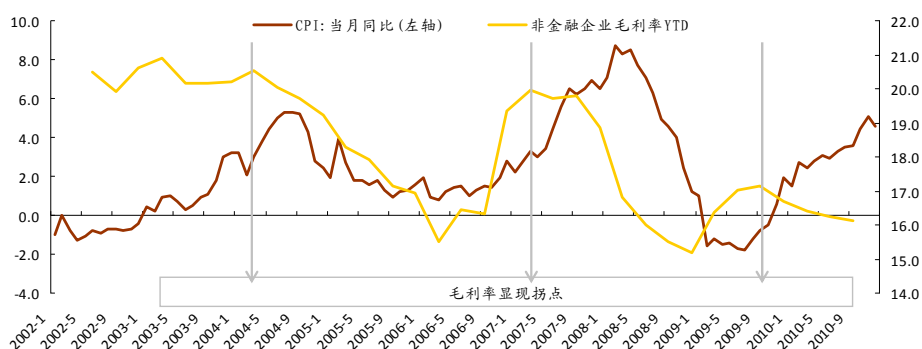
图表 12：货币流通速度的变化与盈利增速（左）和 CPI（右）



资料来源：WIND，中金公司研究部

通胀对企业盈利的影响是多方面的，但主要是通过收入和成本作用于企业的盈利能力，但两者对企业盈利能力的作用相反，在通胀的不同时期，这两者对盈利的影响的重要程度存在差别。通过观察历史上 2004/2005 和 2007/2008 年的两轮通胀可以发现，**通常在 CPI 由负转正，开始企稳回升的阶段，非金融企业的毛利率是在扩充的。但在物价开始全面上涨，通常是通胀的中后期，CPI 到达顶点前的 5-6 个月，物价上涨带来的人工成本，原材料成本以及能源成本等的压力就开始侵蚀企业的盈利能力，这时企业的毛利率开始下滑。**这个拐点的出现除了物价上涨到一定程度本身就会抑制需求以外，一般是由两方面作用：一方面是政府的作用，政府在面对经济过热或者物价高企的时候，会出台相应的宏观调控政策，比如采取紧缩的货币政策，甚至直接管制物价；另一方面是价格的传导机制，当所有原材料价格开始全面上涨时，议价能力比较弱的行业的盈利空间就会开始缩小。与前两次不同的是，这一轮通胀中企业的毛利扩充期较短，在通胀较早的时期就开始缩窄，这主要是由本轮通胀的性质所决定的。本轮通胀的本质是流动性泛滥环境下的劳动力成本上升和消费结构升级所致，从而影响了企业盈利能力。

图表 13：非金融类上市公司毛利率在通胀中后期显现拐点

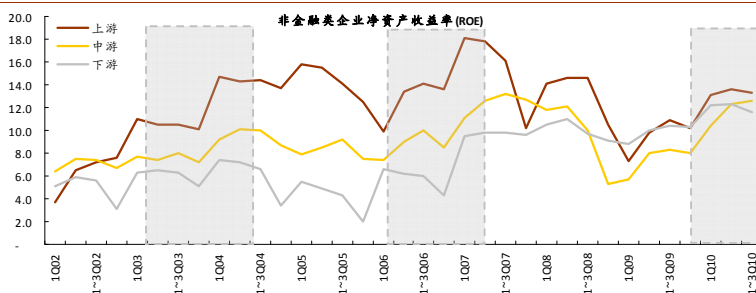


资料来源：WIND，中金公司研究部

从行业上来看，对原材料依赖程度低，或者在市场上定价能力强，能够将价格上涨转移的行业通常能够从通胀中受益或者说可以抵制通胀。

- ▶ 一类是金融地产。以银行业为例，在通胀上升的环境下，银行业将受益于存贷利息差的扩大，以及实际利率下降，甚至为负的借贷活动的活跃。而对房地产行业而言，伴随通胀的是房价的上涨，在住房刚性需求的环境下，房地产行业完全可以把上游产品价格的上涨转嫁出去，并且受益于房价的高企。
- ▶ 还有一类就是处于上游和下游定价能力较强的行业，比如上游的石油天然气，煤炭，有色，以及下游的品牌零售，高端白酒，旅游酒店等，而中游的行业同时受到上游的成本挤压和下游的定价控制，通常难以在通胀中受益。通过观察非金融企业的净资产收益率随着通胀起落呈现明显的波动特征，而波动从上中下游依次递减，说明上游行业通常能够整体受益于通胀的逐步上升。

图表 14：上中下游的盈利水平随通胀波动



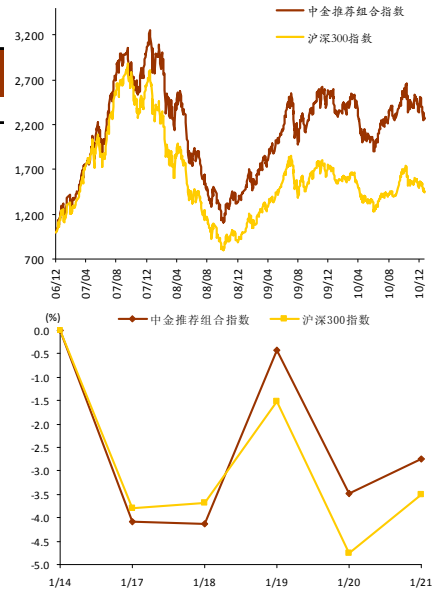
资料来源：WIND，中金公司研究部

中金推荐组合及配置建议

图表 15：中金 A 股推荐组合

本周我们将平高电气与日海通讯替换成中集集团

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		
			11-1-21	一周	YTD	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
中集集团	000039.SZ	推荐	23.90	8.2	4.0	26.8	21.3	16.0	3.8	3.5	3.1	0.0%	0.0%	0.0%
荣盛发展	002146.SZ	审慎推荐	13.35	-6.6	-1.8	20.7	15.4	13.3	4.0	3.3	2.7	0.7%	0.7%	0.7%
西山煤电	000983.SZ	推荐	25.54	-9.7	-4.3	22.5	16.4	14.0	6.8	5.6	4.7	2.2%	3.0%	3.6%
海油工程	600583.SH	中性	7.80	-1.8	-3.7	56.3	27.3	20.5	3.2	2.9	2.6	0.3%	0.5%	0.7%
天山股份	000877.SZ	推荐	30.34	3.8	-3.9	19.4	12.6	10.0	3.5	2.9	2.4	1.3%	2.0%	2.5%
海螺水泥	600585.SH	推荐	26.77	-1.2	-9.8	16.8	11.6	9.6	2.8	2.3	1.9	0.9%	1.3%	1.6%
中铁二局	600528.SH	推荐	9.68	3.8	6.6	14.1	11.0	9.5	2.8	2.3	2.0	1.4%	1.8%	2.1%
葛洲坝	600068.SH	审慎推荐	13.03	3.8	12.3	27.3	22.4	19.0	4.2	3.8	3.3	1.1%	1.3%	1.6%
郑煤机	601717.SH	审慎推荐	37.86	-3.1	-10.7	29.2	22.1	17.2	5.3	4.4	3.6	0.5%	0.7%	0.9%
中国北车	601299.SH	推荐	8.97	6.7	26.5	0.7	0.5	0.4	3.3	3.0	2.8	0.0%	0.0%	0.0%
中海集运	601866.SH	推荐	4.94	6.9	10.3	15.1	13.1	12.3	2.0	1.7	1.5	0.0%	0.0%	0.0%
科达机电	600499.SH	推荐	19.63	-5.5	-17.7	36.6	22.3	14.4	8.4	6.3	4.5	0.0%	0.0%	0.0%
上海医药	601607.SH	审慎推荐	19.52	-1.7	-10.6	26.0	21.3	17.4	4.1	3.5	3.0	0.4%	0.6%	0.9%
康美药业	600518.SH	推荐	14.51	-9.3	-13.4	41.9	26.2	18.0	6.7	5.6	4.5	0.8%	1.0%	1.4%
友好集团	600778.SH	推荐	12.30	-0.3	-7.7	39.1	24.6	16.8	3.8	3.3	2.8	0.0%	0.0%	0.0%
格力电器	000651.SZ	审慎推荐	16.21	-5.4	-10.6	11.5	9.1	7.6	3.6	2.8	2.2	3.1%	3.3%	3.3%
泸州老窖	000568.SZ	推荐	40.45	-1.8	-1.1	27.2	21.7	16.1	11.6	10.0	8.4	2.6%	3.2%	4.3%
桑德环境	000826.SZ	推荐	29.50	-5.1	-11.6	58.5	39.8	28.5	9.9	8.4	6.8	0.0%	0.0%	0.0%
科大讯飞	002230.SZ	n.a.	63.40	-11.6	-19.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.



资料来源：天相，中金公司研究部

图表 16：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	16.6%	-28.7	14.9	22.3	1.9	13.9	19.8	17.3	14.1	13.8	12.2	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8	2.2	2.1	2.4	2.8	3.3	12.8	13.5	15.5	14.3	14.7	
石化	0.3%	-65.2	118.6	71.1	-16.2	9.6	n.a.	37.2	21.7	25.9	23.7	4.4	3.9	3.4	3.1	2.7	-	0.4	0.7	0.6	0.6	-63.4	10.6	15.5	11.8	11.6	
煤炭	5.3%	37.9	1.6	37.4	13.5	13.9	20.0	19.7	14.3	12.6	11.1	3.6	3.2	2.8	2.4	2.1	1.5	1.7	2.3	2.6	3.0	17.9	16.1	19.3	19.2	19.1	
钢铁	2.0%	-49.4	-39.6	119.2	23.5	6.4	17.6	29.2	13.3	10.8	10.1	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	2.5	1.6	3.0	3.7	3.8	7.7	4.4	9.0	10.5	10.5	
有色金属	4.3%	-57.9	-58.3	297.9	35.3	19.0	71.3	170.9	42.9	31.7	26.7	5.5	5.3	4.7	4.1	3.8	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	7.7	3.1	11.0	13.0	14.4	
建材	1.0%	25.0	49.4	44.7	48.2	21.5	39.1	26.1	18.1	12.2	10.0	4.3	3.6	2.8	2.3	1.9	0.5	0.5	0.8	1.2	1.4	10.9	13.6	15.5	19.1	19.2	
造纸包装	0.2%	2.5	28.4	-22.8	31.9	36.2	17.1	13.3	17.2	13.1	9.6	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0	0.6	2.4	1.5	1.4	1.9	9.3	10.0	7.0	8.6	10.6	
化工	1.3%	5.4	-41.9	67.3	49.4	31.1	28.7	49.4	29.5	19.8	15.1	5.2	4.4	4.0	3.5	2.9	1.4	1.2	1.2	1.7	2.0	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	7,251.2	22.3	20.0	16.6	16.0	2.6	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4	1.8	1.6	3.0	3.3	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	49.8	33.9	28.8	26.0	21.9	4.5	4.1	3.0	2.9	2.8	1.9	2.3	2.5	2.7	3.2	9.0	12.1	10.5	11.2	12.7	
交通基础设施	2.8%	2.1	-2.9	28.4	15.2	15.4	19.0	19.6	15.3	13.2	11.5	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6	2.2	2.3	2.9	3.3	3.8	12.1	10.7	12.3	12.7	13.6	
交通运输	2.6%	-120.4	19.2	722.0	4.4	-15.9	n.a.	n.a.	14.9	14.3	16.9	3.8	3.6	2.6	2.2	2.0	1.2	0.3	0.4	0.6	0.6	-5.1	-3.9	17.3	15.5	11.7	
机械	3.8%	25.7	12.9	39.4	43.4	17.4	7.6	6.7	4.8	3.4	2.9	6.5	5.1	3.8	3.2	2.8	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	85.3	75.5	77.5	96.1	98.3	
电气设备	2.3%	-9.6	50.8	14.0	20.3	16.0	55.1	36.5	32.0	26.6	23.0	8.3	6.4	4.4	3.8	3.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	15.1	17.5	13.6	14.2	14.3	
建筑	2.6%	-27.3	112.9	6.5	38.5	18.1	36.4	17.1	16.1	11.6	9.8	3.3	1.9	1.7	1.5	1.4	0.5	1.5	1.6	2.2	2.5	9.0	10.8	10.6	13.2	14.0	
银行	25.0%	31.0	17.6	21.6	21.4	18.4	13.9	11.8	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	-12.1	-5.1	5.9	30.4	17.6	20.0	21.1	19.9	2.9	2.1	2.0	1.9	1.8	0.5	3.3	2.4	1.8	1.9	9.7	11.9	10.2	8.9	8.9	
保险	3.8%	-38.0	85.4	5.0	13.8	14.6	36.0	19.4	18.5	16.2	14.2	3.4	2.7	2.7	2.6	2.3	0.9	2.9	2.5	2.8	8.9	9.5	14.1	14.6	15.8	15.9	
房地产	2.4%	-3.5	46.4	27.5	19.4	11.9	26.9	18.4	14.4	12.1	10.8	3.0	2.3	2.0	1.7	1.5	0.7	0.9	1.1	1.2	1.4	11.2	12.7	14.0	14.4	14.0	
电信服务	0.8%	250.5	-84.1	-64.7	150.0	755.5	6.1	38.4	108.9	43.6	5.1	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.2	0.9	0.4	1.0	3.3	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	49.1	32.9	25.4	21.1	15.2	6.0	5.0	4.3	3.7	3.0	0.4	0.5	0.5	0.3	1.2	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	102.1	81.0	37.1	24.1	18.1	8.2	9.3	8.6	7.0	5.6	0.8	0.4	0.9	1.4	1.9	8.0	11.5	23.3	29.0	30.7	
传媒	1.2%	3.0	20.1	10.2	15.1	11.9	59.7	49.7	45.1	39.2	35.0	5.6	4.5	3.8	3.5	3.2	0.2	0.6	0.6	0.6	0.6	9.4	9.1	8.3	8.9	9.2	
家电及相关	1.3%	15.6	46.7	48.9	27.7	20.7	35.7	24.3	16.3	12.8	10.6	4.6	3.6	2.7	2.3	1.9	0.9	1.0	1.4	1.5	1.5	13.0	14.7	16.7	18.0	18.0	
零售	1.5%	16.7	22.9	41.3	37.1	32.1	49.9	40.6	28.7	21.0	15.9	7.4	5.4	4.2	3.4	2.9	0.1	0.2	0.2	0.3	14.8	13.3	14.6	16.3	18.0		
汽车及零部件	2.8%	-42.1	157.8	85.9	14.7	12.7	58.8	22.8	12.3	10.7	9.5	4.8	3.9	3.0	2.5	2.1	0.8	0.8	1.0	1.8	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	42.9	36.6	28.5	23.1	19.3	4.5	3.9	3.6	3.4	3.1	1.0	0.9	1.8	1.6	1.9	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	41.1	33.1	25.6	19.6	15.3	7.2	4.3	3.5	3.0	2.5	0.7	1.0	0.8	1.0	1.2	17.4	12.9	13.6	15.2	16.4	
食品饮料	4.2%	6.7	75.1	35.1	36.1	29.0	75.7	43.2	32.0	23.5	18.2	11.7	9.3	7.4	6.0	4.9	0.6	0.6	1.0	1.3	2.0	15.5	21.5	23.2	25.5	26.7	
医疗保健	2.5%	30.5	50.0	26.8	32.9	27.6	79.7	53.1	41.9	31.5	24.7	10.8	8.5	6.7	5.7	5.0	0.4	0.4	0.5	0.7	1.1	13.5	16.1	16.0	18.1	20.2	
农业	0.9%	-11.2	19.3	52.7	45.3	14.8	75.3	63.1	41.3	28.4	24.8	6.5	5.4	4.9	4.1	3.6	0.5	0.7	0.6	0.8	0.9	8.6	8.6	11.9	14.4	14.6	
小盘股	2.4%	15.9	18.6	61.4	48.7	30.7	79.1	66.7	41.3	27.8	21.3	9.8	7.5	5.5	4.7	3.9	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	12.4	11.3	13.3	16.9	18.6	
合计	100%	-5.8	21.1	31.1	20.6	17.6	21.1	17.5	13.3	11.1	9.4	3.1	2.7	2.2	2.0	1.7	1.7	1.9	2.1	2.0	2.6	14.7	15.3	16.6	17.7	18.4	
金融板块	30%	20.2	21.7	19.7	20.5	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	3.3	2.5	3.6	16.7	17.4	16.5	17.3	17.9	
非金融板块	70%	-23.3	20.4	43.2	20.7	17.2	27.5	22.8	15.9	13.2	11.3	3.6	3.1	2.7	2.4	2.1	1.2	1.2	1.4	1.7	2.1	13.0	13.5	16.8	18.0	18.8	

资料来源：天相，中金公司研究部

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