

## A 股市场策略专题报告——2011 年上市公司业绩展望

# 下行有底线，上行有空间

### 中信证券研究部 策略组

|                        |                        |                        |                        |
|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 邵峰                     | 陈华良                    | 刘浩波                    | 刘津                     |
| 电话: 010-84588032       | 电话: 010-84588072       | 电话: 0755-83174403      | 电话: 010-84588281       |
| 邮件: xif@citics.com     | 邮件: chl@citics.com     | 邮件: lhb@citics.com     | 邮件: liujin@citics.com  |
| 执业证书编号: S1010510120025 | 执业证书编号: S1010510120069 | 执业证书编号: S1010510120038 | 执业证书编号: S1010510120034 |

### 摘要:

- ❖ **2010 年业绩判断:** 预计 A 股全行业利润增长 32%，传统行业以及大市值公司超预期。我们用自上而下和自下而上两种方法估计 2010 年全市场净利润增长率中枢在 32%。年中对于房地产市场崩溃、汽车严厉政策、资产质量恶化以及流动性管控的担忧并未实现，使得多数传统周期行业保持 30%以上的增速。相反，上年普遍预计增长率较高的新兴产业以及小市值公司在年末增速小于先前预期。从近期业绩调整以及预增公告比例来看，2010 年超预期的行业可能较大概率分布在银行、家电、汽车、建材等传统行业。
- ❖ **2011 年业绩展望:** 全年利润增长率中枢为 21%，波动范围为 16%-25%。原材料价格上升、高库存、信贷以及产品价格管控是制约利润增长的四大因素。工业企业方面，2010 年四季度原材料价格上涨造成下游制造业成品增加，而目前高库存的现状又使得下游企业不能完全有效实现价格传导，因此毛利率有下滑趋势。从营业收入增长来看，由于 10 年高基数以及流动性紧缩因素，预计今年营业收入增速将下滑至 23%。此外，银行受制于新增信贷管控，预计今年增速在 20%左右。而非银业绩增速受权益市场影响波动范围较大，预计波动范围在 10%-25%之间。地产业绩取决于结算速度增速最为确定，预计在 30%以上。
- ❖ **动态路径: 增长和通胀下的业绩调整可能路径。** 过去盈利预测调整规律显示，A 股分析师盈利预测调整因素中通胀的敏感性要大于增长；在由油价（或大宗商品）引起的通胀过程（需求拉动型）中盈利预测调整剧烈；在由农产品引起的通胀过程（成本推动型）中盈利预测调整温和；通胀趋势比较平稳的时候，对经济增长的预期决定了盈利调整的方向。据此逻辑，我们判断一季度农产品价格带动通胀，加息对银行盈利预测有利，能源和其他行业表现温和，整体可能会有小幅上调。如果一季度油价上涨超预期，将有可能带动上市公司业绩在二季度下调。
- ❖ **压力测试: 业绩预测中的“黑天鹅”及冲击。**（1）油价暴涨可能伤及炼油利润率并使得下游毛利率下降，在其他因素不变情况下使得 A 股净利润下降增长率下降至 20%左右；未来 5-10 年，我国农产品价格的综合上涨速度将由过去 10 年每年 5%左右提高到 8-10%，对 CPI 继续构成压力但对 A 股盈利预测影响甚微；若石油价格、农产品价格超预期上涨，则银行净息差提升倾向于提升 10-20bp。此种情况下预计 2011 年银行业绩增速将提升至 21%左右，A 股业绩增速提升至 21.5%。（2）如果 2011 年出现商品房市场极端萎缩的情况，房地产开发投资将降至 23%左右，业绩增速下滑至 20%，如考虑到银行信用成本提高至 0.8%以上，A 股业绩增速将下滑至 19%；（3）投资方面，影响投资增速的是制造业以及房地产固定资产投资，而制造业固定资产投资主要取决于行业对于未来需求的信心，表现在数据上则是 PMI 指数的走势。
- ❖ **投资建议: 下行有底线，上行有空间。** 按 2011 年预测市盈率目前市场整体 PE 水平仍在 14 倍左右，而之前对于 2011 年业绩增速 16%-25%的估计来看，当前 A 股估值在 13 倍-15 倍之间，处于历史底部，接近 08 年底以及 2010 年 5 月份水平。市场下降空间有限，2700 点为估值底。短期看，10 年年报和 11 年季报超预期的可能包括银行、建材、机械、汽车、家电、石油石化等行业；而全年来看，业绩较为确定的行业为消费、银行、石油石化、地产等，而增长超预期的行业可能发生在银行、石油石化、建材等领域。

## 目 录

|                                               |           |
|-----------------------------------------------|-----------|
| <b>1、2010 年业绩判断：预计 A 股全行业利润增长 32%，传统行业超预期</b> | <b>1</b>  |
| 1.1 预计 2010 年 A 股年报全市场净利润增速中枢 32%             | 1         |
| 1.2 主要板块利润从下至上法估算 2010 年全年业绩增长 31.5%          | 1         |
| 1.3 传统周期行业超预期概率更大                             | 3         |
| <b>2、2011 年业绩展望：预计业绩增速为 21%</b>               | <b>5</b>  |
| 2.1 毛利率下滑背景下 2011 年工业利润增长放缓                   | 5         |
| 2.2 各行业汇总 2011 业绩增长在 16%-25%之间波动，中枢 21%       | 6         |
| <b>3、动态路径：增长与通胀交织下业绩调整的可能路径</b>               | <b>8</b>  |
| 3.1 为什么总是会犯错——卖方一致预期调整回顾                      | 8         |
| 3.2 2011 年业绩预测调整的可能路径                         | 10        |
| <b>4、压力测试：业绩预测中的“黑天鹅”及冲击</b>                  | <b>11</b> |
| 4.1 通胀失控：加息压力和上游成本增加                          | 11        |
| 4.2 商品房市场崩溃：上下游产业链四面楚歌                        | 15        |
| 4.3 投资下滑：关注 PMI 指数变化                          | 17        |
| <b>5、投资建议：有业绩支撑低估值蓝筹进可攻，退可守</b>               | <b>18</b> |

## 插图目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 1：产能利用率与利润—营业收入比                              | 1  |
| 图 2：库存与利润—营业收入比的逆向关系                            | 1  |
| 图 3：2010 我国 CPI 与国内煤价均有所上涨                      | 2  |
| 图 4：国内成品油价格 2010 年有所上涨                          | 2  |
| 图 5：各行业预增股票占相应行业股票数量比例                          | 3  |
| 图 6：大宗商品价格上涨推动了国内工业成本上升                         | 5  |
| 图 7：中信预测 PPI 数据波动维持高位                           | 5  |
| 图 8：未来工业利润增长率及毛利率预测                             | 5  |
| 图 9：2011 年 WTI 原油期货价格走势预测：将宽幅，高频振荡向上，全年 85 美元/桶 | 7  |
| 图 10：从下至上预测 2011 年各板块增速情况                       | 7  |
| 图 11：增长、通胀与分析师盈利预测调整                            | 9  |
| 图 12：金融和能源板块盈利预测、通胀、油价                          | 10 |
| 图 13：盈利预测调整与市场指数走势                              | 11 |
| 图 14：今年的通胀趋势预测                                  | 11 |
| 图 15：原油下游行业一览                                   | 12 |
| 图 16：粮食生产的雇工单价大幅提高                              | 13 |
| 图 17：三种粮食亩均人工成本涨至历史高点                           | 13 |

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 18: 食品在 CPI 中占有较大的权重 .....                 | 14 |
| 图 19: 蔬菜、粮食、肉类价格变化.....                      | 14 |
| 图 20: 房地产相关产业链 .....                         | 15 |
| 图 21: 商品房极端情况下房地产开发投资增速将降至 23%左右 .....       | 15 |
| 图 22: 固定资产形成额占资本形成总额 90%以上 .....             | 17 |
| 图 23: 制造业固定资产投资和 PMI 走势图.....                | 17 |
| 图 24: 估值基准从 2010 年转为 2011 年后多数行业估值优势显现 ..... | 18 |

## 表格目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 表 1: 2010 年各行业一致预期情况.....                    | 2  |
| 表 2: 各板块盈利预测变化情况.....                        | 3  |
| 表 3: 中信证券部分行业研究员 2010 年年报观点及预测 .....         | 4  |
| 表 4: 2011 年银行业预测数据.....                      | 6  |
| 表 5: 各煤种产量增速 .....                           | 7  |
| 表 6: 目前卖方机构对沪深 300 公司 2011 年业绩一致预测 .....     | 8  |
| 表 7: 石油产业利润占全市场 22.13% (以 2010Q3 计算) .....   | 12 |
| 表 8: 加息测算下对于净息差和净利润提升幅度.....                 | 14 |
| 表 9: 房地产相关产业链占 A 股利润比例在 14% (不考虑银行情况下) ..... | 16 |

# 1、2010 年业绩判断：预计 A 股全行业利润增长 32%，传统行业超预期

## 1.1 预计 2010 年 A 股年报全市场净利润增速中枢 32%

我们可通过两种方式估算 2010 年上市公司业绩：（1）自上而下方法：利用已公布 11 月工业利润增速估算出利润占比 47%左右的上市公司工业企业全年利润增速，再通过对非工业企业的金融服务业、农业、旅游业等估算整体测算出 2010 年业绩增速；（2）自下而上方法：将各个板块利润增速汇总，最终得出全市场业绩增长情况。

### 2010 年工业利润增速预计为 36%

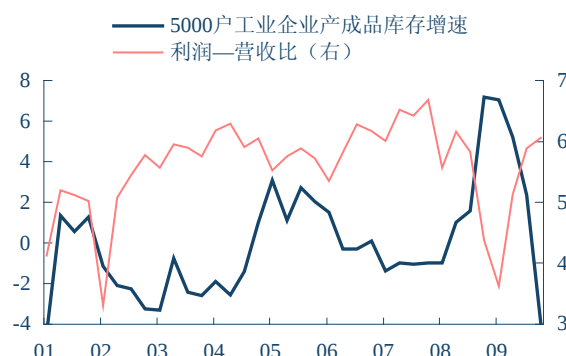
截至去年 11 月份，2010 年 1-11 月工业企业收入同比增长 31.6%，预计全年增长 32%左右。工业利润=利润率增速+主营收入增速。而影响企业利润率的具体因素包括：产能利用率、库存变化以及原材料价格变化。以目前中国的产能利用水平来看，产能利用率每提高 1 个百分点，大约可以导致利润率提高 0.05 个百分点。随着中国经济增长继续回升，2010 年中国产能利用率将回升至 88%-90%，那么，这将导致利润率水平上升 0.1-0.15 个百分点。考虑到 10 年产能利用率提升，预计全年利润率从 09 年的 6.4% 上升至 6.6%，对应利润增速为 36%。

图 1：产能利用率与利润—营业收入比 (%)



资料来源：国家统计局，中国人民银行，中信证券研究部

图 2：库存与利润—营业收入比的逆向关系 (%)



资料来源：国家统计局，中国人民银行，中信证券研究部

考虑到非工业企业增长情况下，综合测算 2010 年 A 股全行业利润增长为 32%。工业企业在 09 年 A 股利润占比为 47.5%，而非工业板块主要为金融板块（利润占比为 48.9%），以及其他板块（主要为农业和旅游）。中性预期下，在给定银行、非银行金融、地产 2010 年为 30%/15%/30% 增长情况下，通过利润加权最终可得出 A 股全行业 2010 年增长为 32%。而工业企业、金融服务企业以及其他企业分别贡献 17.1%、13.68%、1.42% 的业绩增长率。

## 1.2 主要板块利润从下至上法估算 2010 年全年业绩增长 31.5%

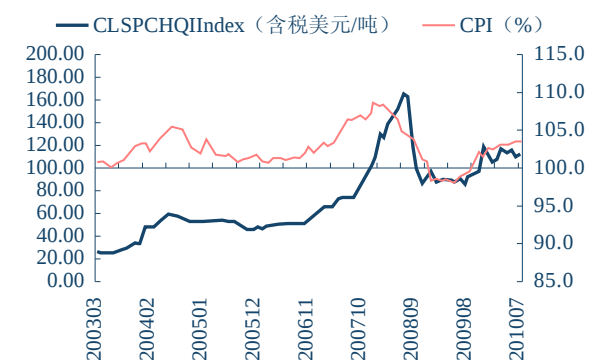
A 股上市公司利润结构中，银行、石油石化、非银行金融、煤炭、房地产五大板块占总利润的 80% 左右。因此我们可以通过对于五大板块利润增速分别估计来计算全市场利润增速情况。

金融服务板块中预计银行、非银、地产 2010 年行业分别增长 30%、6%、40%。根据近期所出具业绩预告以及研究员至下而上判断，2010 年股份制银行增长均值在 50% 以上，而农行预计增长 35% 左右，其他

国有商业银行增长 25%-30%，因此综合来看银行 2010 年业绩将超预期增长，在 30%左右。非银行金融板块主要取决于三大保险公司的盈利增长，而保险公司盈利增长取决于权益市场收益，预计 2010 年非银板块增长为 6%。由于地产公司业绩主要取决于前两年销售情况以及公司的结算进度，由于 09 年、10 年商品房的旺销，因此地产板块业绩增长最为确定，预计增长 40%左右。

石油石化板块和煤炭板块盈利主要取决于成品油价格和煤炭价格的上涨。由于 2010 年成品油价格上涨 13%左右，而焦煤、动力煤等煤种亦有所上涨，因此预计 2010 年石油石化以及煤炭板块分别增长 20%和 40%。

图 3：2010 我国 CPI 与国内煤价均有所上涨



资料来源：wind, Bloomberg, 中信证券研究部整理

图 4：国内成品油价格 2010 年有所上涨



资料来源：wind, 中信证券研究部整理

在给定五大板块 2010 年业绩增速后，我们根据三季报业绩情况，大致估计其他板块全年增速在 52%左右，其中周期类板块（钢铁、机械、汽车、有色等）受益于部分行业 09 年基数较低以及 2010 年价格上涨等因素增长 75%，稳定类（交运、医药、农业、公用事业）板块增长 66%。最终可计算出全行业 2010 年业绩增长大约在 31%左右，和从上至下方法估算大体相当。

中信证券研究部行业研究员目前给出盈利预测的 712 家上市公司净利润 20103Q 占全部 A 股 89.6%，具有很强代表性。而跟据研究员预测，712 家上市公司 2010 年业绩增长 32%。结合我们先前的估算，最终我们认为 2010 年业绩增长中枢在 32%左右，与市场一致预期的 A 股业绩增长率 32.07%较为一致。

表 1：2010 年各行业一致预期情况

|        | 行业一致预期总市值<br>PE | 行业一致预期 PB | 行业一致预期净利润<br>(万元) | 行业一致预期净利润同比<br>(%) | 占比    |
|--------|-----------------|-----------|-------------------|--------------------|-------|
| 金融     | 10.709          | 1.861     | 74851989          | 25.42%             | 45.1% |
| 采掘     | 16.268          | 2.533     | 21875312          | 34.32%             | 13.2% |
| 化工     | 19.756          | 2.751     | 10528837          | 37.21%             | 6.3%  |
| 交通运输   | 15.656          | 2.251     | 8398748           | 238.58%            | 5.1%  |
| 机械设备   | 33.321          | 4.693     | 6761452           | 58.12%             | 4.1%  |
| 建筑建材   | 22.894          | 2.652     | 6072473           | 35.77%             | 3.7%  |
| 交运设备   | 21.951          | 3.63      | 5906244           | 81.15%             | 3.6%  |
| 房地产行业  | 17.424          | 2.388     | 5838150           | 37.83%             | 3.5%  |
| 公用事业   | 27.88           | 2.294     | 3195046           | 19.42%             | 1.9%  |
| 医药生物   | 39.343          | 5.584     | 3138866           | 33.56%             | 1.9%  |
| 钢铁     | 20.634          | 1.466     | 3137106           | 217.35%            | 1.9%  |
| 有色金属   | 55.76           | 6.003     | 2629413           | 191.88%            | 1.6%  |
| 食品饮料行业 | 37.178          | 7.063     | 2616020           | 43.26%             | 1.6%  |
| 商业贸易   | 31.041          | 3.76      | 2225994           | 48.58%             | 1.3%  |
| 信息服务   | 48.265          | 3.837     | 1653511           | 25.29%             | 1.0%  |
| 家电     | 21.062          | 3.361     | 1587557           | 50.22%             | 1.0%  |
| 信息设备行业 | 38.698          | 4.299     | 1265533           | 36.93%             | 0.8%  |
| 纺织服装行业 | 36.656          | 3.116     | 920182            | 16.14%             | 0.6%  |

|       | 行业一致预期总市值<br>PE | 行业一致预期 PB | 行业一致预期净利润<br>(万元) | 行业一致预期净利同比<br>(%) | 占比   |
|-------|-----------------|-----------|-------------------|-------------------|------|
| 电子元器件 | 68.087          | 4.689     | 870025            | 952.57%           | 0.5% |
| 轻工制造  | 34.547          | 2.795     | 794861            | 38.72%            | 0.5% |
| 农林牧渔  | 52.868          | 5.332     | 729014            | 81.65%            | 0.4% |
| 综合    | 30.93           | 4.707     | 568093            | 153.71%           | 0.3% |
| 餐饮旅游  | 47.978          | 4.645     | 279217            | 46.38%            | 0.2% |
| 合计    |                 |           | 165843643         | 32.07%            |      |

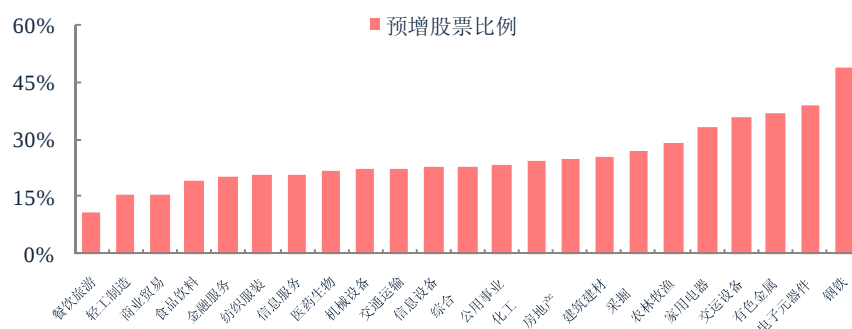
资料来源：一致预期，中信证券研究部

### 1.3 传统周期行业超预期概率更大

#### 预增股票显示家电、地产、建材板块 10 年年报增长稳定

而从公布预增股票比例来看，钢铁、电子、有色、家电、交运、医药、农林牧渔、地产、建材板块所公布预增股票数占相关行业股票数比例较大。而餐饮、商贸、食品饮料等比例较少。但在预增比例较高的行业当中，钢铁、有色、电子元器件属于因 09 年基数较低使得 2010 年增速较高。而其中交运一方面是由于 2009 年增速较低，另一方面也受益于 10 年世博、亚运等非常规因素而引发的增长。剔除因 09 年基数低因素引发 10 年高成长的板块，我们认为从预增角度来看，2010 年业绩增长较为确定的是家电、地产、建材、农林牧渔等板块。

图 5：各行业预增股票占相应行业股票数量比例



资料来源：wind，中信证券研究部，2011 年 2 月 18 日更新

#### 食品饮料、通讯、地产、机械、家电盈利 2010 年报预测接连上调

从一周、四周、十三周 PEI（市场盈利一致预期变化）来看，化学原料、纺织服装、轻工制造、建筑装饰连续上调盈利预测，而电子、钢铁、有色则盈利连续下调，下调盈利预测的板块多为前期预测增速较大的行业。

从最近一周 PEI 指数来看，大幅上调盈利预测的是化学原料、纺织服装、轻工、建筑装饰等轻资产制造业。而大幅下调盈利的是钢铁、有色和电子元器件。

表 2：各板块盈利预测变化情况

|        | 行业一致预期<br>净利同比(%) | 区间净利预期<br>变化率(%) | 组合预期变动指数变<br>化率(PEI 变化率) | 1 周 PEI 变化率<br>(%) | 4 周 PEI 变化率<br>(%) | 13 周 PEI 变化率(%) |
|--------|-------------------|------------------|--------------------------|--------------------|--------------------|-----------------|
| 化学原料   | 218%              | 5%               | 5%                       | 6%                 | 4%                 | 11%             |
| 纺织服装行业 | 23%               | 8%               | 8%                       | 6%                 | 7%                 | 7%              |
| 轻工制造   | 42%               | 3%               | 3%                       | 2%                 | 4%                 | 1%              |
| 建筑装饰   | 25%               | 4%               | 3%                       | 2%                 | 4%                 | 1%              |
| 化学纤维   | 132%              | -2%              | -2%                      | 0%                 | -2%                | 7%              |

|           | 行业一致预期<br>净利同比(%) | 区间净利预期<br>变化率(%) | 组合预期变动指数变<br>化率(PEI 变化率) | 1 周 PEI 变化率<br>(%) | 4 周 PEI 变化率<br>(%) | 13 周 PEI 变化率(%) |
|-----------|-------------------|------------------|--------------------------|--------------------|--------------------|-----------------|
| 金融        | 26%               | 0%               | 0%                       | 0%                 | 0%                 | 1%              |
| 通讯设备      | 33%               | 5%               | 4%                       | 0%                 | 3%                 | 5%              |
| 石油化工      | 23%               | -1%              | -1%                      | 0%                 | -1%                | 0%              |
| 食品饮料行业    | 45%               | 1%               | 1%                       | 0%                 | 1%                 | 8%              |
| 石油开采      | 30%               | -1%              | -1%                      | 0%                 | -1%                | -1%             |
| 房地产       | 38%               | 1%               | 1%                       | 0%                 | 0%                 | 3%              |
| 餐饮旅游      | 46%               | -1%              | -1%                      | 0%                 | -1%                | 0%              |
| 家用电器      | 50%               | 2%               | 0%                       | 0%                 | 0%                 | 1%              |
| 建筑材料      | 82%               | -4%              | -4%                      | 0%                 | -4%                | 1%              |
| 机械设备      | 58%               | 6%               | 0%                       | 0%                 | 0%                 | 2%              |
| 交通运输      | 237%              | 0%               | 0%                       | 0%                 | 0%                 | 1%              |
| 煤炭开采      | 41%               | -2%              | -2%                      | 0%                 | 0%                 | 1%              |
| 商业贸易      | 48%               | 0%               | 0%                       | 0%                 | 0%                 | -1%             |
| 汽车及其他交运设备 | 81%               | 0%               | -1%                      | 0%                 | 0%                 | 1%              |
| 公用事业      | 19%               | 0%               | 0%                       | -1%                | -2%                | 0%              |
| 生物医药      | 34%               | 0%               | -1%                      | -1%                | -1%                | -2%             |
| 化工新材料     | 143%              | 3%               | 2%                       | -1%                | 1%                 | 3%              |
| TMT       | 24%               | 1%               | -1%                      | -1%                | -1%                | 0%              |
| 计算机       | 43%               | 1%               | 1%                       | -1%                | 1%                 | -3%             |
| 农林牧渔      | 78%               | -2%              | -2%                      | -2%                | -2%                | 0%              |
| 塑料        | 78%               | -2%              | -2%                      | -2%                | -2%                | 0%              |
| 电子元器件     | 812%              | -13%             | -14%                     | -2%                | -14%               | -19%            |
| 有色金属      | 184%              | -1%              | -2%                      | -2%                | -2%                | -5%             |
| 钢铁        | 206%              | -5%              | -5%                      | -3%                | -5%                | -5%             |
| 化学制品      | 31%               | -3%              | -5%                      | -3%                | -4%                | -9%             |

资料来源：朝阳永续，中信证券研究部。2011 年 2 月 18 日更新

表 3：中信证券部分行业研究员 2010 年年报观点及预测

|      |                                                                                                                                            |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 工程机械 | 2010 年钢价维持低位，销量增长，行业收入大幅上升，净利率上升，但明年可能上升速度有所下滑，基本没有超预期                                                                                     |
| 传媒   | 今年由于重组效应，因此上市公司业绩大幅增长，但刨去此因素传媒行业业绩增长应该在 15%-20%左右                                                                                          |
| 港口航运 | 港口基本符合一直预期，而航运受益于出口大幅增长，可能增长会达到 80%左右，超出市场先前预期                                                                                             |
| 航空机场 | 预计机场增长在 40-50%，而航空由于世博等因素增长了 10 倍，去年基数较低                                                                                                   |
| 汽车   | 预计大汽车增长 30%-50%，基本超预期，而小汽车低于大家的预期，重卡受益于新开工等超预期增长                                                                                           |
| 钢铁   | 预计 09 年基数低上市公司净利润增长 100%以上，但股价未反应，由于汽车限购大家预期明年钢铁销量会下滑                                                                                      |
| 银行   | 超预期，预计净利润增长 30%以上                                                                                                                          |
| 食品饮料 | 预计净利润 25%左右，没有超预期                                                                                                                          |
| 煤炭   | 由于行业有重组情况，因此净利润基本增速较大                                                                                                                      |
| 农业   | 种子净利润大幅增加                                                                                                                                  |
| 石油   | 预计收入 15%-20%，利润接近 20%，受益于油价上涨。油田服务大约增长 30%-50%                                                                                             |
| 家电   | 预计行业收入增长 18%-20%，净利润 22%，相对乐观，10 年增长比较高。年初没有预计到今年高增长，但中间不断上调预期。                                                                            |
| 纺织服装 | 预计品牌类有 40%左右增长，制造类 30%。应该没有超预期                                                                                                             |
| 有色   | 2010 年有色金属行业营业收入预计将达到 580 亿元左右，增长 51%左右；净利润将达到 250 亿元左右，同比增长 155%左右。其中黄金利润增长 50%，工业金属增长 470%，稀有金属增长 150%。利润增长的主要原因在于金属价格 2010 年上涨和金属产量的增长。 |
| 环保   | 预计行业增长在 27%左右                                                                                                                              |
| 房地产  | 收益 10 年房价及销量齐升，预计年报结算好于之前预期                                                                                                                |
| 保险   | 2010 年保险股净利润增速较低，主要是因为权益市场表现不佳影响保险公司盈利水平；预计 2011 年行业利润增速将较 2010 年加快，主要考虑 2010 年的低基数（投资收益），以及具有产险业务的保险公司总体盈利偏好                              |
| 基础化工 | 化工原材料端收益 2010 年价格上涨年报较高，而化工制品端需求和价格上涨相对缓慢                                                                                                  |

资料来源：中信证券研究部

综合而言，从之前年报分析结果来看，我们认为之前以金融、建材为首的传统周期行业，尤其是其中的大公司在年报上将好于预期，而新兴行业以及小市值公司被赋予较高的增长率预期可能无法如期兑现。例如 wind 口径中，目前 3 个月以来盈利预测不断调高公司平均市值为 250 亿，而不断调低公司为 170 亿。

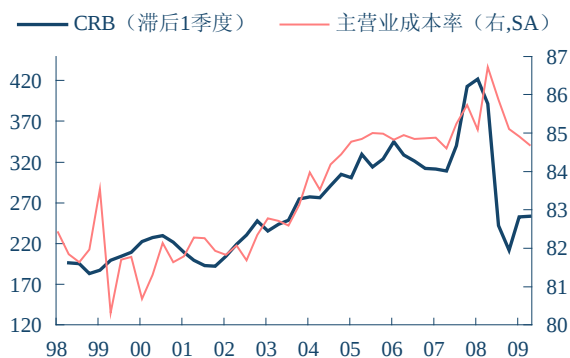
## 2、2011 年业绩展望：预计业绩增速为 21%

在之前对 2010 年业绩方法的基础上，我们对 2011 年全行业业绩再进行判断。从宏观上判断，2011 年面临毛利率下降以及存货上升的预期，工业利润将从 2010 年的 6.6% 下调至 2011 年的 6.4%。并且营业收入增长率将下滑至 23%，最终工业企业净利润增速下降至 20% 左右。分结构看，受信贷监管影响，占市场净利润 45% 左右银行板块在 2011 年业绩普遍预测降至 20% 左右，而其他周期行业由于受 10 年基数上升等因素，总体利润增速都有所下降。综合来看，预计 2011 年全行业增速为 21%，波动范围在 16%-25%。

### 2.1 毛利率下滑背景下 2011 年工业利润增长放缓

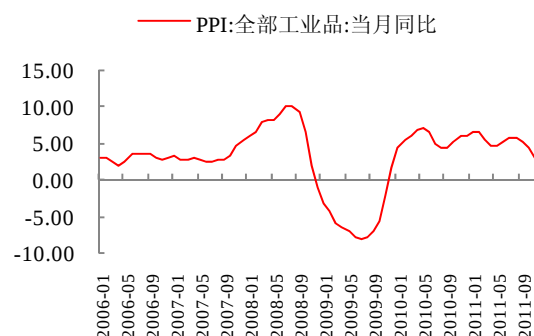
2011 年工业利润增长率预计为 20%。工业企业从 2011 年名义 GDP 增速预测以及工业企业收入对应名义 GDP 弹性来算，2011 年工业部门主营业务收入增长在 23% 左右。考虑到目前企业库存增加以及原材料价格上涨预期，预计 2011 年 6.4%，对应工业利润增长为 20%。

图 6：大宗商品价格上涨推动了国内工业成本上升 (%)



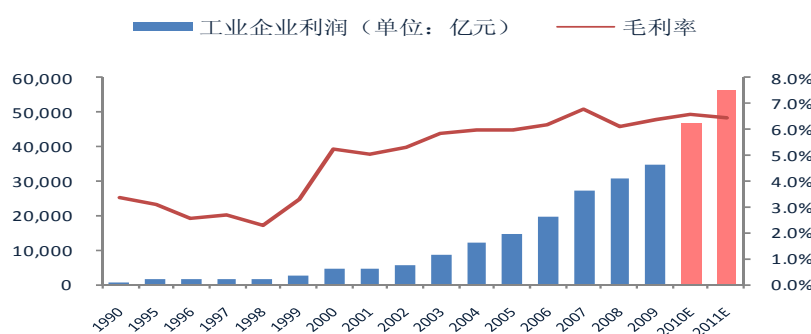
资料来源：国家统计局，CRB，中信证券研究部

图 7：中信预测 PPI 数据波动维持高位 (%)



资料来源：国家统计局，中国人民银行，中信证券研究部（注：2011 年 2 月起为预测数）

图 8：未来工业利润增长率及毛利率预测



资料来源：wind，中信证券研究部

## 2.2 各行业汇总 2011 业绩增长在 16%-25%之间波动，中枢 21%

**信贷管控、息差上行预期下预计银行 2011 利润增速为 20%。**2011 年银行业绩取决于信贷的监管以及息差的变化。按照央行 2011 年 M2 16% 的增长规模，对应 7.5 万亿新增信贷。息差方面，在加息预期下，11 年息差有比 10 年继续扩大的趋势。综合全年看，2011 年银行业绩增长中枢为 20% 左右。

从业绩上增速上限来看，一方面，考虑到目前银行信贷需求依然充足以及银行可采取措施绕过监管，全年实际新增信贷可能达到 8 万亿以上；另一方面，一季度银行信用成本有下降趋势，若全年维持一季度趋势，全年信用成本较 10 年有所下调；最终看业绩增速上限为 23%。业绩增速下限则是在考虑央行信贷监管、存款准备金监管进一步严厉，商品房成交下滑导致银行计提拨备等情况下，可设定为 18% 左右。

表 4：2011 年银行业预测数据

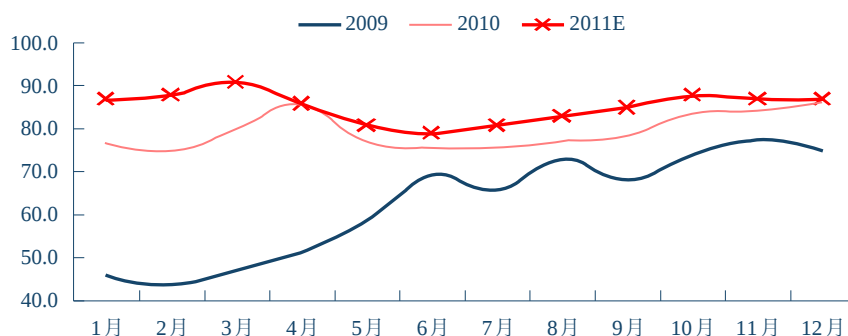
|             | 贷款增速          | 净息差          | 中间业务收入增速      | 拨贷比          | 信用成本         | 净利润增速         |
|-------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| 农行          | 16.29%        | 2.53%        | 25.00%        | 3.62%        | 0.74%        | 29.57%        |
| 浦发          | 16.00%        | 2.24%        | 20.00%        | 1.92%        | 0.28%        | 24.58%        |
| 光大          | 15.85%        | 2.44%        | 30.00%        | 2.28%        | 0.45%        | 24.23%        |
| 股份制银行       | 16.31%        | 2.47%        | 25.36%        | 2.03%        | 0.44%        | 20.83%        |
| 民生          | 17.43%        | 2.84%        | 40.00%        | 1.97%        | 0.53%        | 20.56%        |
| 南京          | 19.00%        | 2.68%        | 25.00%        | 2.57%        | 0.60%        | 20.51%        |
| 中信          | 16.00%        | 2.44%        | 20.00%        | 1.64%        | 0.41%        | 20.00%        |
| 招行          | 16.09%        | 2.52%        | 25.00%        | 2.25%        | 0.40%        | 19.97%        |
| <b>上市银行</b> | <b>15.85%</b> | <b>2.45%</b> | <b>20.57%</b> | <b>2.59%</b> | <b>0.53%</b> | <b>19.56%</b> |
| 大型银行        | 15.74%        | 2.44%        | 19.74%        | 2.77%        | 0.55%        | 19.35%        |
| 交行          | 14.53%        | 2.39%        | 10.00%        | 2.30%        | 0.54%        | 19.16%        |
| 北京          | 18.94%        | 2.34%        | 30.00%        | 2.12%        | 0.32%        | 18.18%        |
| 深发展         | 17.00%        | 2.40%        | 20.00%        | 1.65%        | 0.54%        | 18.15%        |
| 兴业          | 16.17%        | 2.41%        | 15.00%        | 1.72%        | 0.38%        | 18.12%        |
| 建行          | 16.00%        | 2.62%        | 20.00%        | 2.68%        | 0.54%        | 18.11%        |
| 中行          | 16.00%        | 2.20%        | 20.00%        | 2.60%        | 0.56%        | 17.57%        |
| 城商行         | 19.30%        | 2.49%        | 25.81%        | 2.16%        | 0.41%        | 17.37%        |
| 华夏          | 16.38%        | 2.41%        | 15.00%        | 3.27%        | 0.77%        | 17.00%        |
| 工行          | 15.59%        | 2.43%        | 18.00%        | 2.62%        | 0.42%        | 15.57%        |
| 宁波          | 20.00%        | 2.83%        | 20.00%        | 1.80%        | 0.55%        | 11.36%        |

资料来源：中信证券研究部

非银行金融板块主要取决于三大保险公司的盈利增长，而保险公司盈利增长波动取决于权益市场收益。保费收入方面三大保险公司增长稳定在 15% 到 20%，而权益市场收入往往较难预计。因此，2011 年保险板块增长 20% 左右，假设权益市场表现较差，增长率下限可调整为 10%，如果权益市场表现较好，可提高到 25%。

石油石化板块及煤炭板块产能增长较为稳定，超预期因素主要来自于价的变化，预计石油石化 2011 年增长分别为 15%，煤炭为 19.5%、17.5%。石油化工方面，根据中信证券研究部石油化工行业研究小组判断，11 年 WTI 原油期货在 70-100 美元/桶之间波动，全年均值在 85 美元/桶，比 10 年油价整体上涨 13% 左右；另一方面，假使国内成品油定价改革在今年有所推进，以中石化、中石油为主的炼油加工企业利润增速有望进一步提升。煤炭方面，目前焦煤价格以比年初上涨 10% 左右，而动力煤价格受制于重点电气企业合同价，整体来说，在 11 年产量增长 12%，价格增长 10% 的情况下，全年增长在 21% 左右。而考虑到资源税的退出可能使得煤炭开采毛利率下降，我们将煤炭增长中枢从 21% 下调至 17.5%。煤炭 11 年业绩的超预期来自于焦煤价格的超预期增长，预计煤炭板块 2011 年业绩在 22%-15% 之间。

图 9：2011 年 WTI 原油期货价格走势预测：将宽幅，高频振荡向上，全年 85 美元/桶



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

表 5：各煤种产量增速

(单位：%)

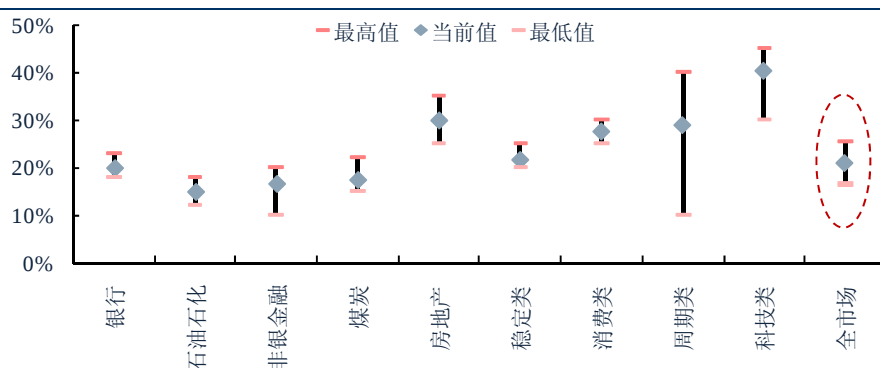
|     | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 无烟煤 | 21.83% | 52.52% | 4.99%  | -9.23% | -0.63% | 1.70%  | 2.13%  | 4.52%  | 5.05%  | 4.00%  |
| 动力煤 | 19.83% | 9.67%  | 14.87% | 25.88% | 16.34% | 11.95% | 15.06% | 13.34% | 9.52%  | 8.63%  |
| 褐煤  | 19.50% | 26.73% | 22.48% | 7.64%  | 39.29% | 34.10% | 30.78% | 25.11% | 21.50% | 23.21% |
| 炼焦煤 | 23.81% | 5.08%  | 3.19%  | 5.33%  | 1.93%  | 5.44%  | -4.80% | -1.00% | 3.12%  | 2.00%  |

资料来源：中国煤炭资源网，中信证券研究部预测

房地产板块业绩取决于报告期前两年销售收入的结算情况，由于全行业在 2009 年、2011 年销售旺盛，在地产企业平滑业绩周期的需求下，我们认为地产板块 2010 年、2011 年业绩确定性较高，复合增长率保持为 30% 左右。

其他板块中，消费类板块业绩增速较为稳定，我们预计 2011 年增速在 25%-30% 之间，科技板块利润占比较少，预计增速在 30%-45%。因此，在从下至上结构式业绩分析方法来看，2011 年全市场业绩增速为 21%。预计 2011 年 A 股全市场业绩增速在 16%-25% 之间。在银行信贷进一步收紧，房地产新开工迅速下滑导致建材、建筑、PVC 等产业链需求下滑，最终导致我们预测 2011 年业绩增速可能下滑至 16%。但如果信贷、商品房调控平稳进行，全行业业绩增速预期可能提升至 25%。

图 10：从下至上预测 2011 年各板块增速情况



资料来源：中信证券研究部

### 3、动态路径：增长与通胀交织下业绩调整的可能路径

目前市场上卖方研究机构对沪深 300 上市公司 2011 年业绩预测在 18%-26%之间，均值在 21.6%。事实上，从一致预期建立卖方分析师预测数据起，观察这 4 年来的预测，很少有预测准确的年份，最为接近的也是 2010 年。对业绩的预测与宏观和微观诸多因素有关，无法预测准确是大概率事件，但有助于投资判断的是，最近几年来分析师如何调整业绩预测，宏观数据在业绩预测调整中起到什么作用。本节将重点研究增长与通胀交织下分析师业绩调整的规律，及对今年的判断。

表 6：目前卖方机构对沪深 300 公司 2011 年业绩一致预测

| 机构   | 预测覆盖数 | 预测市值占比% | 2010(E)      |       |      | 2011(E)      |       |      |
|------|-------|---------|--------------|-------|------|--------------|-------|------|
|      |       |         | 净利润(万元)      | PE    | 净利同比 | 净利润(万元)      | PE    | 净利同比 |
| 申银万国 | 249   | 95%     | 142158084.00 | 15.04 | 36%  | 171978637.00 | 12.44 | 21%  |
| 国泰君安 | 205   | 70%     | 140818365.00 | 15.13 | 35%  | 172523975.00 | 12.35 | 23%  |
| 国金证券 | 144   | 77%     | 139006604.00 | 15.28 | 33%  | 169311086.00 | 12.59 | 22%  |
| 中投证券 | 112   | 58%     | 143444473.00 | 14.90 | 38%  | 174448337.00 | 12.24 | 22%  |
| 中金   | 170   | 85%     | 140551981.00 | 15.22 | 35%  | 166778016.00 | 12.82 | 19%  |
| 招商证券 | 176   | 83%     | 144630420.00 | 14.78 | 39%  | 174908396.00 | 12.22 | 21%  |
| 海通证券 | 139   | 55%     | 142343858.00 | 14.98 | 37%  | 171441731.00 | 12.43 | 20%  |
| 中信证券 | 193   | 85%     | 140343711.00 | 15.27 | 35%  | 173751073.00 | 12.36 | 24%  |
| 国信证券 | 143   | 75%     | 142705178.00 | 14.98 | 37%  | 178493108.00 | 12.01 | 25%  |
| 中信建投 | 157   | 80%     | 140633877.00 | 15.17 | 35%  | 173039509.00 | 12.35 | 23%  |
| 天相投顾 | 234   | 73%     | 142366125.00 | 14.86 | 37%  | 176350454.00 | 12.01 | 24%  |
| 兴业证券 | 127   | 56%     | 147188856.00 | 14.41 | 41%  | 185547675.00 | 11.45 | 26%  |
| 长江证券 | 147   | 57%     | 143570356.00 | 14.81 | 38%  | 177158778.00 | 12.03 | 23%  |

资料来源：一致预期，中信证券研究部，统计日期截至 2011 年 2 月 20 日

#### 3.1 为什么总是会犯错——卖方一致预期调整回顾

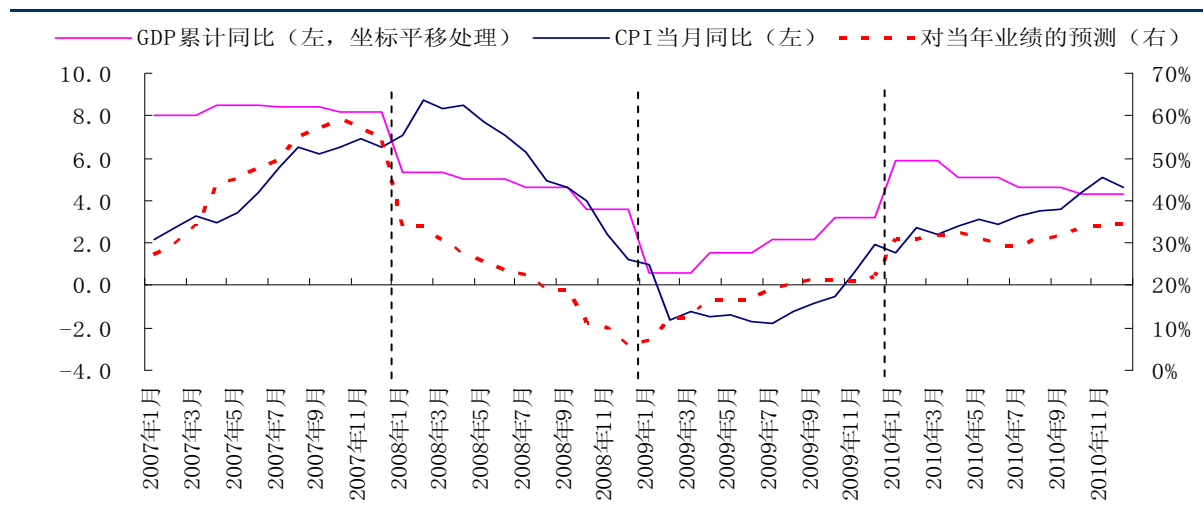
每一年新年伊始的时候，主要卖方研究机构都会对当年市场上市公司做出盈利增速预测，从而结合估值水平判断指数走势。下图即是每一年分析师对沪深 300 指数盈利增速的预测。

从年初和年尾的对比来看，这几年基本上卖方分析师都没能准确把握盈利增速的预测，2007 年大幅超预期，2008 年大幅低于预期，2009 年也超预期，仅有 2010 年基本预测准确。

市场总体盈利增速预测与宏微观因素密切相关，对于未来的预知都有不确定性，因此盈利预测显著偏离无可厚非，这背后意味着分析师在做盈利预测的时候更多是结合短期因素判断，并持续观察关键指标来调整。

因此，这其中更值得探究的是分析师如何在每个年份中调整盈利预测，与哪些因素密切相关。为了进行因素相关分析，我们加入了增长和通胀两个最为基本的宏观指标，将三者趋势共同展现于同一图中。

图 11：增长、通胀与分析师盈利预测调整



资料来源：国家统计局，一致预期，中信证券研究部

2007 年：增长数据基本平稳，当年的季度 GDP 增速都在 14% 以上，但通胀趋势上升明显，当年看盈利预测调整与通胀大致相关；

2008 年：增长与通胀双下降，盈利预测也是持续性的下调；

2009 年：增长持续上升，而通胀先走稳后回升，这个过程中盈利预测上半年调整较快，而下半年小幅上调；

2010 年：增长趋势下降，通胀趋势上升，但盈利预测基本前后结果一致，只是上半年有过明显的上调，下半年有过明显的下调。

归纳这其中的规律，可以发现：

1、通胀对盈利预测调整的意义要优先与增长：可以看到这四年来盈利预测调整的趋势与通胀大致相当，并且在增长比较平稳的情况，预测调整仍然受通胀影响明显，比如 07 年和 10 年的下半年；

2、在通胀见顶和见底的情况下，盈利预测对增长变化也敏感：08 年初和 09 年初通胀相对变化不大，分别在高位和低位，但盈利预测调整来源于对经济趋势看法的变化；

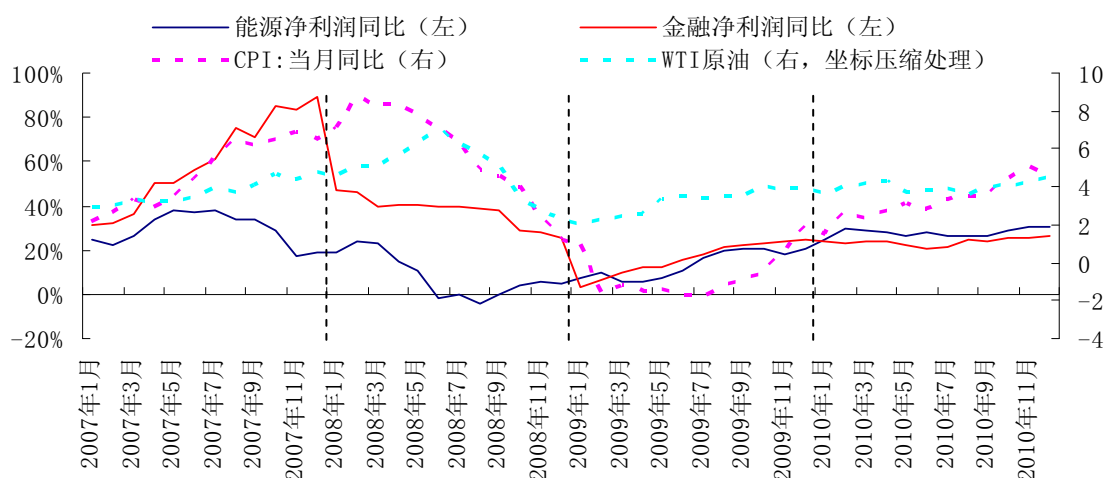
3、盈利预测见顶和见底的时间与增长变化的时间大致相近，明显提前于通胀趋势：比如 07-09 年盈利预测见顶和见底都要早于通胀见顶和见底；

4、从单月盈利预测调整的幅度来看，跟年报、季报披露事件并无显著关系。

为何 A 股市场的盈利预测体现出这样的规律性，特别是与通胀的关系更为敏感，一个容易接受的逻辑就是与 A 股公司的利润结构有关，按照 GICS 的行业分类，2007-2009 年金融和能源两个行业净利润占到沪深 300 全部公司的 80%，其中金融行业占 50% 左右，能源行业占 30% 左右，意味着全部公司的盈利预测调整几乎等于这两个行业的调整。

而金融行业中以银行为主，其盈利预测的三大驱动因素信贷规模、息差和资产质量中，信贷规模的超预期与国家政策相关，息差则与利率有关，利率的调整显然跟通胀有关；能源板块中主要是煤炭和石油石化，这两者的趋势都与油价相关，而油价又会传导到通胀中。

图 12：金融和能源板块盈利预测、通胀、油价



资料来源：wind，一致预期，中信证券研究部

这两个行业的一些特性将会影响市场盈利预测调整，包括：（1）通胀上行引发的加息有利于银行息差，但息差见顶的预测提前与利率见顶，反之亦然；（2）增长在顶部和底部的时候，中国通常直接采用信贷控制的方式来调整经济，使得信贷规模变量在通胀平稳后成为银行业绩预测的关键因素；（3）油价上行传导到通胀有滞后，但国内两大石油公司业绩测算需要油价在一个平稳位置，油价过高和过低都会影响业绩。由此推论下去，如果是由农产品价格引起的通胀（不考虑与油价的相互影响），将不会引起能源板块盈利预测调整，但可能引起银行业盈利预测调整。

最后，我们总结上述逻辑的研究结论：

1) A 股分析师盈利预测调整因素中通胀的敏感性要大于增长，这是由于可供观察的价格数据更有利于分析师的判断，银行和能源构成了盈利总量的 80%，银行与通胀带来的加息过程有关，而能源与带来通胀的油价有关；

2) 在一个由油价（或大宗商品）引起的通胀过程（大致为需求拉动型通胀）中，盈利预测调整路径是：油价上行——能源盈利预测上调——油价冲高、通胀上行——加息——银行预测调高——通胀冲高、利率见顶——能源和银行盈利预测下调，盈利预测调整剧烈，这就是 07-08 年的逻辑解释；

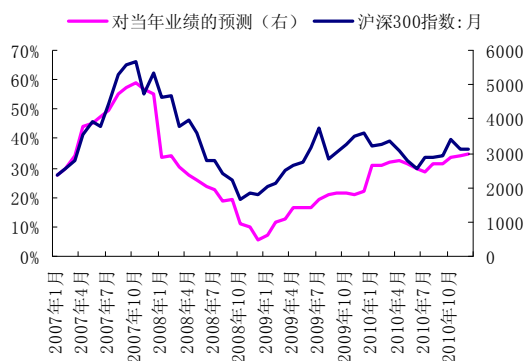
3) 在一个由农产品引起的通胀过程（大致为成本推动型通胀）中，盈利预测调整路径是：农产品价格上行——通胀上行、加息——银行预测调高，其他行业变动温和——通胀见顶、利率见顶——银行盈利预测下调，逻辑上不能影响能源行业而通过通胀带来的加息影响银行业，并且由于农产品本身盈利占比小，这种盈利预测调整相对温和，这就是 2010 年后期的逻辑解释；

4) 在通胀趋势比较平稳的时候，对经济增长的预期决定了盈利调整的方向，这其中主要是对银行盈利预测中的信贷规模与资产质量的变化，并且这种弹性要明显大于经济本身的弹性（情绪作用），这就是 08 年顶部、09 年底部和 10 年 2Q 的逻辑解释。

### 3.2 2011 年业绩预测调整的可能路径

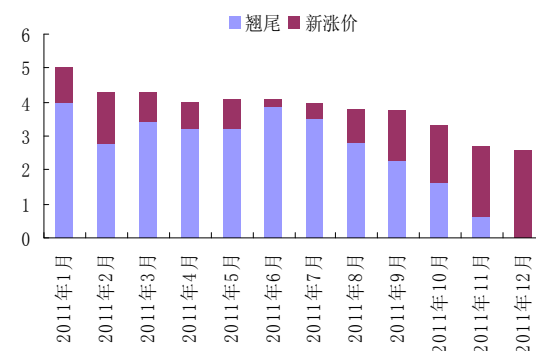
运用上述研究的逻辑，我们可以对 2011 年盈利预测调整做一个情景假设分析。目前测算 2011 年沪深 300 盈利预测增速为 21%，目前影响这个盈利预测的因素是通胀和增长，其中通胀的主要风险因素是农产品和油价。

图 13: 盈利预测调整与市场指数走势



资料来源：中信证券研究部

图 14: 今年的通胀趋势预测



资料来源：中信证券研究部

农产品引起的是成本推动型通胀，对能源和银行影响较小，不会引起盈利预测大幅调整；而油价引起的是需求拉动型通胀，如果油价突破 100 美元，对石油石化行业影响负面；而从加息周期来看，利率可能在下半年见顶并维持，考虑这三者的结合，猜测 2011 年的盈利预测调整节奏为：

一季度：农产品价格带动通胀，1-2 次加息，对银行盈利预测有利，能源和其他行业表现温和，整体可能会有上调，但幅度不大；

二季度：油价趋势上行，能源也可能上调，1-2 次加息，但由于通胀已经在高位稳定，此时盈利预测可能对经济增长更敏感，增长的预期变动会引起盈利预测下调，幅度也可能会较大；

三季度：油价可能仍然高位，通胀下行，加息停止利率稳定，能源和银行的盈利预测停止下调；

四季度：通胀和油价都下行，经济增长复苏，盈利预测可能小幅上调，并且全年看由于通胀波动和经济增长复苏，盈利预测可能最终小幅高于年初预测。

当然，盈利预测的调整是实际经济运行的“三阶导数”，首先要判断实际经济运行，其次判断对经济运行的盈利预测；再次判断这种预测的变化情况，因此“三层误差”的重叠可能使这个研究更多趋于一种逻辑演绎，其作用更多是帮助投资者在观察到油价、农产品、通胀、加息这些因素时如何相应考虑分析师盈利预测的调整。

## 4、压力测试：业绩预测中的“黑天鹅”及冲击

### 4.1 通胀失控：加息压力和上游成本增加

通胀失控主要指油价、农产品价格的超预期上涨。而两类价格上涨的逻辑及因果关系均有不同。油价主要是输入型价格上涨最终造成下游炼油产品及相关石油化工产品涨价；农产品一方面取决于天气变化造成的产量变化，另一方面取决于是否有游资炒作等人为因素。

#### （1）油价暴涨可能伤及炼油利润率并使得下游毛利率下降

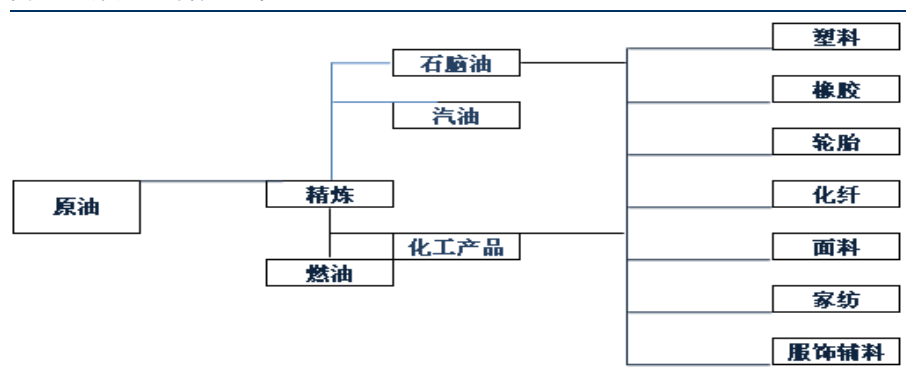
若 2011 年油价均价上涨到 110 美元/桶以上将使中石油、中石化净利润增长下滑至 15%、9% 左右。目前中信证券研究部石油化工研究员预测 2011 年油价将在 70-110 美元/桶范围内波动，并且在均价 85 美元/桶前提下预测中石油、中石化 2011 年利润分别增长 19%、12%。但若石油价格均价上涨到 110 美元每桶以上将分别收取两家公司 300 亿、150 亿左右特别收益金，最终将使得两家公司利润增长率分别下滑至 15%、9%

以下，在其他因素不变情况下使得 A 股净利润下增长率下降至 20%左右。但我们认为这类情况发生概率很小，必须全年价格上涨至 08 年 7-8 月份极端情况水平才能满足。

原油价上涨对于 A 股业绩不仅体现在油气勘探开发以及炼油业务上，更体现在石油下游产品成本的影响。一方面，我国原油对外依存度高达 55%，原油价格的上涨将传导到下游多种产品价格，最终对 CPI 构成向上压力。表现为原油价格上涨→成品油及相关石油化工产品价格上涨→其他更多产业成本增加→PPI→CPI。另一方面，尽管炼油企业调价机制正向更加灵活的方向改进，但炼油调价的幅度和频率往往赶不上原油价格的提价速度，因此如果 2011 年油价处于上升通道，炼油业务毛利率倾向于下降。最后，进口工业企业存货正处于上升阶段，上游价格上涨往往不能及时有效转嫁，因此相关塑料、橡胶、化纤等工业企业利润率下降，最终利润增速下降。

原油价格上涨大概影响 A 股净利润占比 22%左右的行业。以 20103Q 数据来看，其中石油开采、石油化工（大部分为石油冶炼）、下游行业分别占 8.54%、12.31%、1.08%。而下游行业综合毛利率为 14.52%。因此，即使下游产业上市公司综合毛利率下降至 10%以下，对相关产业增速有所影响，但放在 A 股中影响不大。

图 15：原油下游行业一览



资料来源：中信证券研究部

表 7：石油产业利润占全市场 22.13%（以 20103Q 计算）

|                | 板块名称       | 净利润(合计)<br>[报告期] 20103Q<br>[单位] 亿元 | 营业收入(合计)<br>[报告期] 20103Q<br>[单位] 亿元 | 毛 利 率<br>(20103Q) | 净 利 润 占 全<br>市 场 比 例 | 点评                                                                |
|----------------|------------|------------------------------------|-------------------------------------|-------------------|----------------------|-------------------------------------------------------------------|
|                | 全部 A 股     | 12862.6                            | 122812.7                            | 16.71%            | 100.00%              |                                                                   |
| 开采冶炼环节<br>(上游) | CS 石油开采 II | 1079.4                             | 10483.2                             | 34.13%            | 8.54%                | 原油价格若上涨过快，开采环节特别收益金的收取将对行业净利润起负面作用，但经测算只有原价价格上涨到 110 美元以上的时候对业绩开始 |
|                | CS 石油化工    | 654.8                              | 15373.9                             | 18.40%            | 12.52%               | 若油价进入上涨通道，成品油价格调整的滞后将使炼油企业毛利率下降                                   |
|                | CS 炼油      | 627.3                              | 15118.4                             | 18.39%            | 12.31%               |                                                                   |
| 中间材料<br>(中游)   | CS 合成纤维及树脂 | 20.0                               | 464.5                               | 10.47%            | 0.38%                | 这几项行业基本原材料部分来至石油提取物，若原油价格上涨，上涨价格因高库存无法有效传导，则相关行业毛利率下降             |
|                | CS 涤纶      | 10.5                               | 153                                 | 10.18%            | 0.12%                |                                                                   |
|                | CS 氨纶      | 5.7                                | 35.4                                | 27.80%            | 0.03%                |                                                                   |
|                | CS 锦纶      | 0.9                                | 121.5                               | 4.85%             | 0.10%                |                                                                   |
|                | CS 树脂      | 1.8                                | 31.4                                | 15.78%            | 0.03%                |                                                                   |
|                | CS 印染化学品   | 11.8                               | 91.6                                | 25.53%            | 0.07%                |                                                                   |
|                | CS 橡胶制品    | 1.7                                | 22.4                                | 18.95%            | 0.02%                |                                                                   |
| 中下游产品          | CS 塑料制品    | 11.2                               | 224.3                               | 14.47%            | 0.18%                | 中游产品价格最终传导到                                                       |
|                | CS 纺织      | 22.5                               | 522.6                               | 16.01%            | 0.43%                |                                                                   |

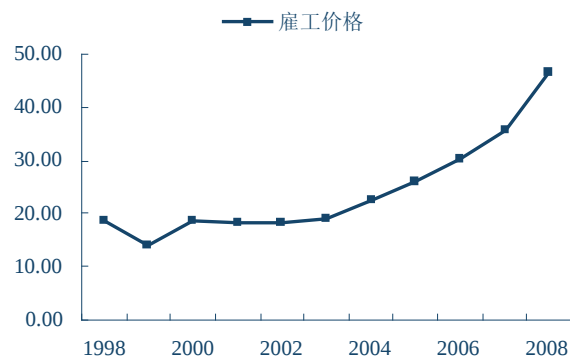
|    | 板块名称      | 净利润(合计)<br>[报告期] 20103Q<br>[单位] 亿元 | 营业收入(合计)<br>[报告期] 20103Q<br>[单位] 亿元 | 毛 利 率<br>(20103Q) | 净利润占全<br>市场比例 | 点评   |
|----|-----------|------------------------------------|-------------------------------------|-------------------|---------------|------|
|    | CS 服装用纺织品 | 15.6                               | 423.7                               | 14.57%            | 0.34%         | 下游商品 |
|    | CS 家用纺织品  | 3.9                                | 54.4935                             | 28.23%            | 0.04%         |      |
|    | CS 产业用纺织品 | 3.0                                | 44.4575                             | 14.73%            | 0.04%         |      |
| 合计 |           |                                    |                                     |                   | 22.13%        |      |

资料来源: wind, 中信证券研究部

## (2) 极端天气造成农产品价格上涨对 CPI 继续构成压力

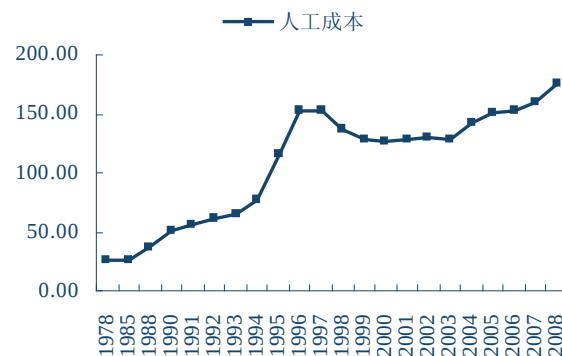
根据中信证券研究部农林牧渔行业分析师判断, 目前农产品市场进入加速上涨期。目前我国农村人口红利正在逐年小时, 农民工工资的上涨使得农村劳动力机会成本不断增加。另外, 农业生产资料在逐年涨价。为抵御自然灾害而追加的投入的年景也越来越多。未来 5-10 年, 预计我国农产品价格的综合上涨速度将由过去 10 年每年 5% 左右 (过去 10 年累计上涨 70%) 提高到 8-10% (未来 10 年累计涨幅或将超过 150%)。

图 16: 粮食生产的雇工单价大幅提高 (单位: 元/日)



资料来源: 国家发改委, 中信证券研究部

图 17: 三种粮食亩均人工成本涨至历史高点 (单位: 元/亩)

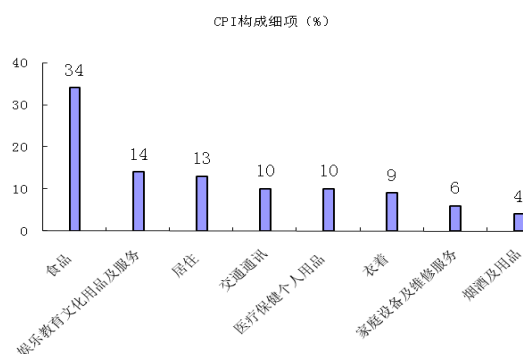


资料来源: 国家发改委, 中信证券研究部

而短期来看, 在需求没有太大变化的情况下, 2011 年农产品价格上涨一方面取决于供给, 而供给取决于天气情况, 另一方面取决于是否有资金进行炒作。而目前来说, 国家加强对农产品的调控并平滑了市场波动, 类似于 2010 年部分农产品炒作的现象在 2011 年将大幅减少。因此, 是否出现像 09、10 年极端天气情况对未来一年农产品价格走势显得尤为重要。

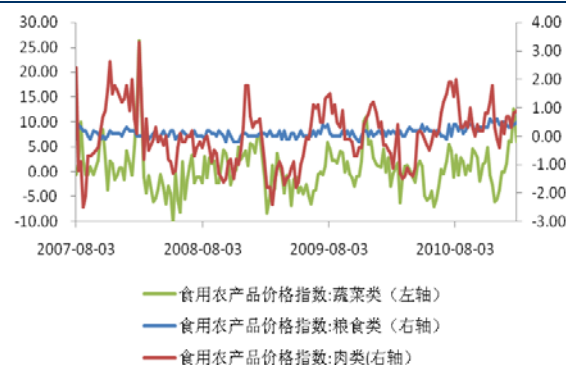
对于天气我们无从判断, 但假设出现农产品价格继续暴涨的情况, 我们认为更多是对于 CPI 权重中食品价格的压力, 进而对于加息频率和加息幅度的进一步提高的预期。而对于农林牧渔行业本身企业, 收益的更多是糖类、种业等农产品公司, 而多数加工企业实际营业收入影响较少。并且, 农林牧渔板块占 A 股净利润不到 1%, 影响甚微。

图 18: 食品在 CPI 中占有较大的权重 (%)



资料来源: 媒体公开信息, 中信证券研究部

图 19: 蔬菜、粮食、肉类价格变化



资料来源: wind, 中信证券研究部

### (3) CPI 超预期对金融服务业短期业绩构成利好, 长期利空

假设出现农产品、原油价格持续上涨两类情况均会对加息频率以及加息幅度造成影响。从直观上来说, 加息后对于银行、保险、地产三大金融板块业绩有所影响。银行方面, 法定利率的调整将通过影响银行业净息差 (NIM) 进而影响银行业盈利水平。观察发现, 在上一轮升息周期 (2006.8~2007.12) 利率调整过程中, 由于活期存款利率基本稳定、利率曲线平行移动、规模管控提升议价能力等因素共同作用, 对银行业净息差构成了正向贡献。因此, 若加息超出目前市场预期, 将对银行业绩初期构成正面贡献。同时, 加息对于保险行业资产中新增固定收益产品收益率构成利好, 但由于权益市场多变, 因此整体来说只能中性偏利好。对于地产来说, 加息增加了商品房购房者购置成本及企业融资成本, 因此对行业基本面构成利空, 但由于地产业绩取决于前两年业绩销售结算, 因此对 2011 年业绩不构成影响。

根据中信证券研究部宏观组判断, 2011 年还将有两次加息, 并认为明年上半年加息概率大于下半年。中信证券研究部银行组测算: 1) 2010 年净息差提升 1—3bp, 净利润提升 1%—4% 左右; 2) 2011 年净息差提升 10—20bp, 净利润提升 5%—11%。若石油价格、农产品价格超预期上涨, 则银行净息差提升倾向于提升 10-20bp。此种情况下预计 2011 年银行业绩增速提升至 21% 左右, A 股业绩增速提升至 21.5%。

表 8: 加息测算下对于净息差和净利润提升幅度

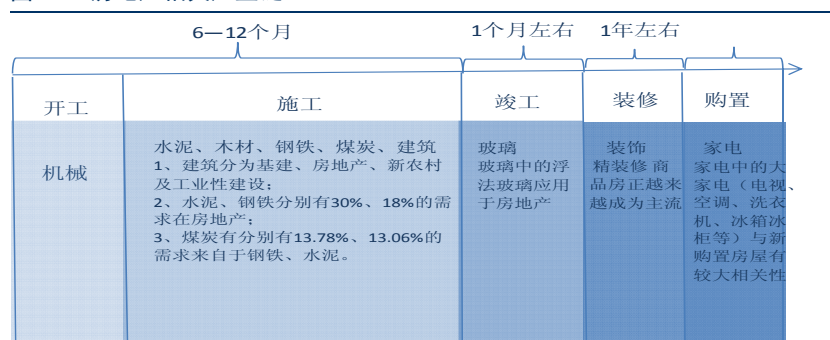
|             | 工行    | 建行    | 农行    | 中行    | 交行    | 中信    | 招行    | 民生    | 兴业    | 浦发    | 华夏    | 深发展   | 北京    | 宁波    |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2010E       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| NIM-原预测     | 2.39% | 2.52% | 2.49% | 2.04% | 2.32% | 2.38% | 2.50% | 2.79% | 2.37% | 2.16% | 2.38% | 2.31% | 2.31% | 2.62% |
| 净利润增速-原预测   | 18.4% | 24.7% | 39.3% | 25.3% | 24.8% | 33.2% | 37.5% | 32.3% | 21.0% | 26.8% | 39.9% | 23.3% | 30.9% | 31.9% |
| NIM 变动 BP 数 | (0)   | (0)   | 1     | 0     | 1     | 1     | 2     | 3     | 0     | 3     | 3     | 0     | (0)   | (1)   |
| 净利润变动百分比    | -0.1% | -0.1% | 1.1%  | 0.3%  | 0.7%  | 1.1%  | 1.5%  | 2.6%  | 0.3%  | 2.8%  | 3.7%  | 0.1%  | -0.3% | -0.7% |
| 净利润增速-变动后   | 18.3% | 24.6% | 40.8% | 25.7% | 25.6% | 34.6% | 39.6% | 35.8% | 21.3% | 30.3% | 45.1% | 23.4% | 30.6% | 31.0% |
| 2011E       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| NIM-原预测     | 2.41% | 2.60% | 2.51% | 2.18% | 2.37% | 2.42% | 2.50% | 2.82% | 2.39% | 2.22% | 2.39% | 2.38% | 2.32% | 2.64% |
| 净利润增速-原预测   | 15.5% | 18.1% | 29.6% | 17.6% | 19.2% | 18.9% | 17.3% | 20.5% | 17.3% | 19.9% | 17.2% | 18.2% | 18.0% | 20.0% |
| NIM 变动 BP 数 | 8     | 9     | 13    | 12    | 14    | 16    | 22    | 20    | 13    | 20    | 15    | 6     | 9     | (5)   |
| 净利润变动百分比    | 4.3%  | 4.8%  | 7.5%  | 6.8%  | 8.4%  | 10.2% | 11.6% | 11.3% | 8.0%  | 13.4% | 14.4% | 3.8%  | 5.6%  | -2.6% |
| 净利润增速-变动后   | 20.6% | 23.9% | 37.7% | 25.3% | 28.3% | 29.6% | 29.0% | 30.7% | 26.3% | 32.2% | 29.3% | 22.5% | 25.0% | 17.7% |

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

## 4.2 商品房市场崩溃：上下游产业链四面楚歌

相比原油、金属价格、农产品价格上涨，曾作为上一轮经济周期引擎的商品房市场崩溃对于经济的影响更加直接也更加剧烈。我们可以将商品房市场崩溃理解为几个步骤：成交锐减→价格松动→缩量下跌→新开工减少→土地市场流拍→下游产业链需求锐减→银行贷款坏账增加。

图 20：房地产相关产业链

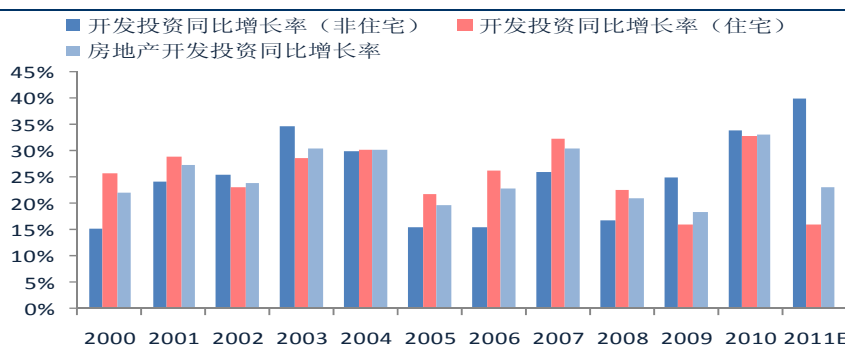


资料来源：中信证券研究部

如果 2011 年出现商品房市场极端萎缩的情况，房地产开发投资将降至何种规模呢？房地产开发投资分为住宅类开发投资以及非住宅开发投资（主要为商业营业用的建设）。而在过去 11 年中，住宅开发投资占房地产开发投资比例一直稳定在 70%左右，06 年之前在 70%以下，之后提升至 71-71%。从 08 年-09 年下跌周期来看，08 年住宅开发投资同比从 32%下降至 23%，非住宅从 26%下降至 17%。

分析完 08 年情况后，我们可以判断 11 年商品房市场极其清淡下可能发生的情况。假设 11 年住宅市场同比增长率下降至 09 年水平，即 16%。而非住宅部分由于不是调控主要对象，但考虑到非住宅建设者和住宅建设者常常是同一主体，也会受到影响而减少开工量，但下降幅度趋缓。同时，2011 年保障房建设力度将高于历史任何年份，中性预期下这部分投资预计将达到 1.3 万亿，有效弥补商品房开发投资下滑。综合以上几个因素，预计在商品房市场极端清淡情况下房地产开发投资将降至 23%左右。

图 21：商品房极端情况下房地产开发投资增速将降至 23%左右



资料来源：wind，中信证券研究部预测

在不考虑银行板块情况下，房地产调控影响板块利润占 A 股（以 2009 年报数据为准）14%左右。其中房地产板块业绩为结算制不受调控影响。在房地产开发投资从 33%下降至 23%情况下，假设相关产业平均 1/3 需求受房地产影响，其余 10%左右净利润将影响 A 股全市场 1%左右业绩增长率，使 A 股增速下滑至 20%。

表 9：房地产相关产业链占 A 股利润比例在 14%（不考虑银行情况下）

| 板块名称                 | 营业总收入(合计)<br>[报告期] 2009 年度<br>[单位] 亿元 | 营业利润(合计)<br>[报告期] 2009 年度<br>[单位] 亿元 | 净利润(合计)<br>[报告期] 2009 年度<br>[单位] 亿元 | 毛利率 | 净利润占 A 股比例 |
|----------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|-----|------------|
| 全部 A 股               | 127909.1                              | 15427.0                              | 12559.2                             | 12% |            |
| CS 住宅地产 <sup>a</sup> | 2631.9                                | 516.2                                | 401.2                               | 20% | 3.2%       |
| CS 商业地产 <sup>a</sup> | 117.3                                 | 33.8                                 | 25.0                                | 29% | 0.2%       |
| CS 房地产服务III          | 7.4                                   | 1.9                                  | 1.5                                 | 26% | 0.0%       |
| CS 长材                | 1793.3                                | 29.0                                 | 24.8                                | 2%  | 0.2%       |
| CS 板材                | 7731.1                                | 89.9                                 | 72.1                                | 1%  | 0.6%       |
| CS 动力煤               | 2581.5                                | 672.0                                | 523.4                               | 26% | 4.2%       |
| CS 炼焦煤               | 871.4                                 | 124.7                                | 94.6                                | 14% | 0.8%       |
| CS 建筑施工III           | 13669.8                               | 430.9                                | 358.8                               | 3%  | 2.9%       |
| CS 建筑装饰III           | 106.5                                 | 7.2                                  | 5.3                                 | 7%  | 0.0%       |
| CS 工程机械III           | 901.5                                 | 94.7                                 | 84.2                                | 11% | 0.7%       |
| CS 家用纺织品             | 58.0                                  | 4.9                                  | 4.3                                 | 9%  | 0.0%       |
| CS 家电                | 3016.8                                | 131.6                                | 127.8                               | 4%  | 1.0%       |
| CS 白色家电 II           | 1615.1                                | 86.6                                 | 84.5                                | 5%  | 0.7%       |
| CS 白色家电III           | 1615.1                                | 86.6                                 | 84.5                                | 5%  | 0.7%       |
| CS 黑色家电 II           | 1188.5                                | 24.6                                 | 24.7                                | 2%  | 0.2%       |
| CS 黑色家电III           | 1188.5                                | 24.6                                 | 24.7                                | 2%  | 0.2%       |
| CS 小家电 II            | 160.0                                 | 15.1                                 | 13.8                                | 9%  | 0.1%       |
| CS 小家电III            | 160.0                                 | 15.1                                 | 13.8                                | 9%  | 0.1%       |
| CS 照明设备及其他           | 53.1                                  | 5.2                                  | 4.7                                 | 10% | 0.0%       |
| CS 照明设备              | 53.1                                  | 5.2                                  | 4.7                                 | 10% | 0.0%       |
| CS 水泥III             | 714.9                                 | 89.2                                 | 84.8                                | 12% | 0.7%       |
| CS 玻璃III             | 128.4                                 |                                      |                                     | -2% | 0.0%       |
| 合计                   | 34329.8                               | 2223.6                               | 1804.6                              | 6%  | 14%        |

资料来源：wind，中信证券研究部

目前市场上对于商品房市场崩溃的担忧，除因新开工下降造成下游需求减少之外，还有对银行信贷资产恶化的预期。据中信证券研究部银行组统计，房地产市场的景气程度与房地产相关贷款（主要是开发贷与住房按揭贷）增量呈明显正相关。2005 年以来各季度的开发贷与住房按揭贷增量占当季总信贷增量的比例表明，历史均值为 8.5%（开发贷）和 11%（住房按揭贷）。当房地产市场比较景气的 06、07、09Q3、09Q4 和 10Q1，开发贷新增占比可以达到 10%—12%，住房按揭贷新增占比可以达到 35%—50%；当房地产市场比较低迷的 08 年，这两项占比分别为则大大降低，甚至为负数。

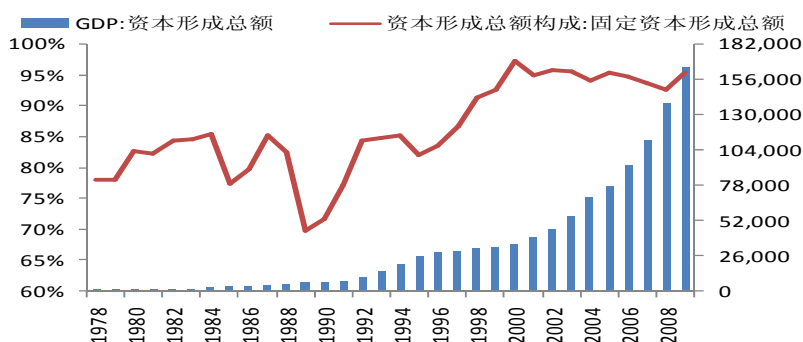
由于今年信贷管控、银行贷款处于供不应求状况，房地产市场崩溃并不影响新增贷款增速。但是却影响存量贷款信用成本。而信用成本中，风险点将集中在开发贷而非按揭贷。由于按揭贷主要是长期贷款，因此决定不良的是长期的存量而非增量，即使房价下跌 20%回到 2010 年初的水平，2010 年全年按揭贷款增量在银行贷款存量中占比很小。此外，由于国家一些列调控措施，使用按揭贷款购房者占全部购房者已经不到 50%。与此相反，开发贷一般是中短期贷款，并且由于地产企业高杠杆属性，一旦资金链断裂，银行将面临较大开发贷计提不良贷款所产生的业绩风险。

据消息，今年央行对于各银行拨贷比要求是 2.5%。假设商品房市场崩溃，大量开发企业贷款由正常转为不良。信用成本提高至 0.8%以上，将使得银行业绩同比增长率下滑至 18%左右。综合对其他产业链利润影响，在其他因素不变的情况下，A 股业绩增速将下滑至 19%。

### 4.3 投资下滑：关注 PMI 指数变化

在 GDP 投资一项中，目前固定资产投资形成的资本新增额已经占全年投资总额的 90% 以上。而在固定资产投资中，从 2010 年底来看，制造业、房地产业、交通运输仓储邮政业、水利环境公共设施以及电力燃气水为占比前五位的行业，分别占 31%、24%、12%、9% 和 6%。

图 22：固定资产形成额占资本形成总额 90% 以上

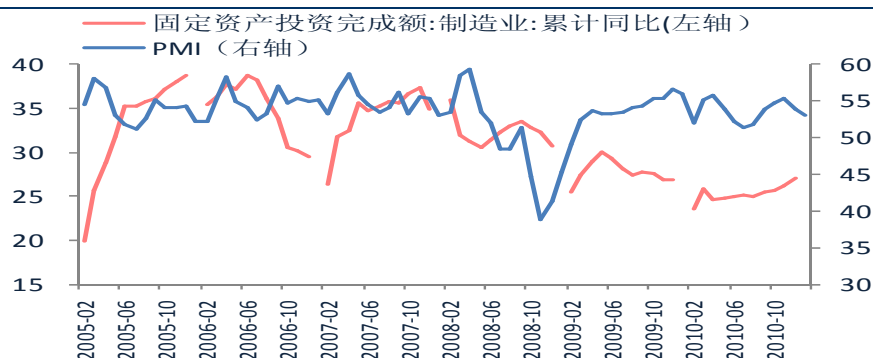


资料来源：wind，中信证券研究部

在前五大行业中，交通运输、水利环境公共设施、电力燃气水生产供应主要是国家主导的固定资产投资，而从目前政策来说，三大行业固定资产投资不会发生明显下滑。因此在我们的小概率分析中，主要分析并不以国家主导的制造业和房地产行业固定资产投资。

房地产行业属于强周期行业，而制造业部分属于周期行业，部分（如医药制造）等属于抗周期行业。房地产行业固定资产投资已在前文分析过不再累述。而制造业当期固定资产投资增长率主要取决于前一起制造业行业管理人员对未来预期好坏，也就是说，如果前期行业预期较为乐观，则当期制造业固定资产投资则会增加，从而增加下一期产能，反则反之。表现在数据上则是制造业 PMI 的变化和制造业固定资产投资的关系。

图 23：制造业固定资产投资和 PMI 走势图



资料来源：wind，中信证券研究部

从图中我们可以看到，从 2005 年到 2008 年，PMI 指数基本维持高位，在 50-55 之间反复震荡，而此时制造业固定资产投资同比增速也基本维持在 30% 以上。而随着 08 年 2 月份以后 PMI 指数下滑，固定资产投资持续下降。

到 08 年 10 月份，经济预期好转，PMI 指数迅速反转，而固定资产投资同比增速继续下滑。我们认为，此时下滑的原因主要是金融危机造成制造业大量企业库存积压，新增产能需求较少。而到 2010 年 2 月份以后，固定资产投资增速随着 PMI 指数持续走高出现上涨。

对于 2011 年，我们判断制造业固定资产投资出现大幅下降必然影响当年 GDP 增长率，可能影响上游以及中游行业全年利润率。但从目前全球经济恢复情况来看，我们认为这种事件出现的概率较少。投资者也可密切关注 PMI 这一先行指标的变化，从而判断接下来制造业固定资产投资增速变化。

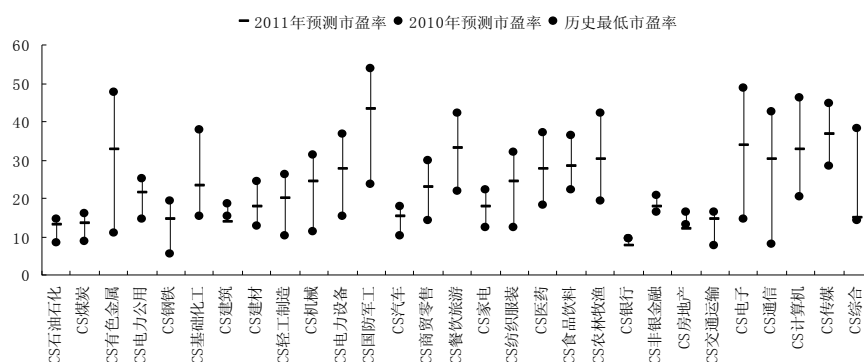
## 5、投资建议：有业绩支撑低估值蓝筹进可攻，退可守

**下行有底线，上行有空间。**按 2011 年预测市盈率目前市场整体 PE 水平仍在 14 倍左右，而从之前对于 2011 年业绩增速 16%-25% 估计来看，当前 A 股估值在 13 倍-15 倍之间，处于历史底部，接近 08 年底以及 2010 年 5 月份水平。下降空间有限，2700 点为估值底。短期看，10 年年报和 11 年季报超预期的可能包括银行、建材、机械、汽车、家电、石油石化等行业，而全年来看，业绩较为确定的行业为消费、银行、石油石化、地产等，而增长超预期的行业可能发生在银行、石油石化、建材等领域。

### 估值处于历史底部，安全中孕育机会

从盈利增速一致预期下市场估值来看，由于从 2010 年到 2011 年，投资者对业绩预测的基准年份都发生了跳跃，原来看 2010 年业绩估值变为 2011 年后都处在历史的底部区域。从 2011 年预测市盈率来看，目前市场整体 PE 水平仍在 14 倍左右，而从我们之前对于 2011 年业绩增速 16%-25% 估计来看，当前 A 股估值在 13 倍-15 倍之间，处于历史底部，接近 08 年底以及 2010 年 5 月份水平。预计市场下降空间有限，2700 点为估值底。一方面，而决定市场底部的行业，如银行、石油石化、煤炭 PE 分别只有 8 倍、13 倍、13.5 倍；另一方面，高增长且在转型期有防御性的行业，如商业零售、农业、医药也回调至 30 倍以内，大部分行业都处在历史底部区域。

图 24：估值基准从 2010 年转为 2011 年后多数行业估值优势显现



资料来源：中信证券研究部

### 长期看好消费，短期看好业绩超预期的传统周期行业

全年来看，业绩较为确定的行业为消费、银行、石油石化、地产等，而增长超预期的行业可能发生在银行、石油石化、建材等领域。长期来看，我们依然看好业绩增长稳定以及符合经济转型方向的消费领域，以及“十二五”规划新兴产业。

短期来看，一季度总体情况保持平稳增长，全行业增长率预计将达到 25% 以上。分行业来看，银行因息差上行以及信用成品下降，预计季度同比增长率将达到 30%；石油化工保持较高景气，业绩平稳增长 20%

左右；一季度焦煤价格较去年同期均价上涨 10%左右，预计全行业一季度增长 30%以上；此外，汽车销量略超预期、钢铁价格上涨、水泥等建材价格保持低位，都为较好的一季报业绩奠定基础。

尽管 1 月份家电、汽车、通信等销售数据良好，但 2 月份由于春节因素，数据同比会滑落许多。投资者在观察 2 月份数据时，也较难依此判断经济情况。因此，一季度实际情况将有待 3 月份生产数据出炉以后才能确定。但目前来看，传统制造业超预期的概率相对较大。

上月是年报预增集中披露时期，也是市场对于各行业业绩的验证时间窗口。在这种前提下，一些业绩增长确定、估值较低的板块如汽车、家电得到相应股价修复。尽管我们对于 2 季度市场走势持谨慎态度，但从目前估值和业绩增长预测来说，目前估值依然过度反应前期对于通胀以及房地产市场的悲观情绪，依然存在估值修复空间。

### 关注成品油调价机制改革、极端天气、3、4 月份房地产销售数据以及 PMI 指数

CPI 方面，假设海外原油价格上涨，成品油调价机制改革将使得原油价格传导速度更快，极端天气的出现将影响今年农产品供给，这两类因素均对 CPI 指数有重大影响。房地产方面，目前处于政策高频期，开发商对于新开工面积的计划要等到 3、4 月份销售数据出炉，如果销售相对平稳，则新开工数据会好于预期，如果成交急转直下，则全年新开工数据不容乐观。

## 分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；以及 2）研究报告中所涉证券或发行人是分析师本人通过自上而下研究、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论。

## 免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 评级说明

| 1. 投资建议的比较标准                                                                  | 评级     | 说明                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 投资评级分为股票评级和行业评级。                                                              |        |                                                                                                                     |
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准； | 股票投资评级 | 买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上；<br>增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；<br>持有 相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5%之间；<br>卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上； |
| 2. 投资建议的评级标准                                                                  | 行业投资评级 | 强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上；<br>中性 相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；<br>弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；                            |
| 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：                            |        |                                                                                                                     |

|        | 北京                           | 上海                                  | 深圳                                | 中信证券国际有限公司               |
|--------|------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------|
| 地址:    | 中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004) | 上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122) | 深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040) | 香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼     |
| 电话:    | (010)84588720                | (021)68761565                       | (0755)83196279                    | (852)22376409            |
| 传真:    | (010)84868307                | (021)68761669                       | (0755)82485240                    | (852)21046580            |
| 服务热线:  | (010)84868367                |                                     |                                   |                          |
| Email: | service@citics.com           |                                     |                                   | hkresearch@citics.com.hk |
| 网址:    | http://www.citics.com        |                                     |                                   | http://www.citics.com.hk |
|        | http://www.spcitic.com       |                                     |                                   |                          |