



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4月17日

A股市场

研究部

侯振海

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010029
houzh@cicc.com.cn

王慧

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010007
wanghui@cicc.com.cn

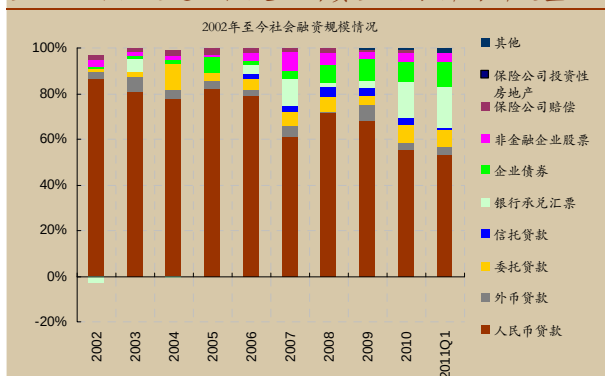
上证综指十日表现



风格指数十日表现



金融脱媒化迅速加快是当前资金面分析的新变量



资料来源: WIND, 中金公司研究

认识 A 股分析中的新变量因素

本周 A 股策略观点

- 从上周公布的各项经济数据看,与我们在 2 季度策略报告中所提出的经济将维持“高增长高通胀”态势的判断基本一致,而且我们认为未来几个月中,这种趋势将得到延续。在此宏观背景不发生改变之前,市场近期仍将维持震荡向上的趋势。
- 市场震荡上扬的根本不在于政策转向,而在于经济与价格的双高增长,因此目前只有盈利推动,而没有估值提升的机会。因此投资者可以继续持有低估值权重股或轮动操作周期股。
- 今年影响 A 股基本面、资金面和政策面的因素中都出现了一些新的变量,因此需要投资者深入分析。
- 从基本面看,当前经济与通胀的核心问题是供给冲击而非需求冲击,具体体现在劳动力增速下降、原材料与粮食瓶颈、节能减排和内部经济结构化矛盾四个方面。其结果是更多行业逐渐从自由竞争向少数寡头垄断过渡,产业集中度提升。这使得企业传导通胀能力加强,从而推高了通胀水平。另一方面也延长了周期股的业绩景气持续性,削弱了其周期性,而由于压力被转移至下游以及政策性价格管制,非周期股面临的风险上升。这是与我国过去数个经济周期情况不同的。
- 资金面上,全社会融资总量的概念最近被央行引入,反映了当前社会金融脱媒化程度迅速加快的现实。这使得过去常用的诸如银行贷款、存款和 M2 等指标的实际与政策意义下降。
- 政策面上,政策核心依然是适度缓步紧缩并着重于控制市场通胀预期。但在金融脱媒化加快的背景下,央行缺乏足够的工具和能力来对全社会融资量加以调控。因此单纯数量型调控措施难以扭转高增长高通胀的趋势。全社会整体资金流动性并不紧张,利率双轨制仍将延续。因此短期小幅加息或者上调存款准备金率不会对市场构成重大打击。A 股市场面临的真正风险在于一旦普通民众也意识到高通胀会持续出现通胀预期失控风险的话,可能迫使政府最终使用更为有效但也是经济杀伤力更大的紧缩手段。

一周市场回顾

股指震荡整理

上周美股略有回调，A 股呈现震荡整理走势。

国际方面，上周美股略有回调，经济数据好坏不一。就业数据使市场担心美国经济复苏路途坎坷。美联储在褐皮书中认为日本现在的危机对美国经济存在一定的影响，但美国经济的整体状况有所好转。经济数据方面，美国政府发布的 3 月零售销售报告显示，3 月零售额的环比增长 0.4%，略低于预期的 0.5%，整体而言，美国 1 季度消费的增速有比较明显的下降，消费下滑的原因一方面可能来自油价上升，这对于消费者可支配收入和信心都有打击；另一方面也由于自去年 8 月份开始的股市上涨所带来的财富效应，已经呈递减的状态。美国劳工部宣布，在截至 4 月 9 日的一周中，初次申请失业金人数环比上涨 2.7 万，经季调的总数增至 41.2 万，不降反增完全出乎市场预料。3 月的 PPI 环比增 0.7%。这一涨幅低于市场的普遍预期，明显低于 2 月的 1.6%，是过去四个月来最低的环比增幅。

国内方面，3 月份和一季度的宏观经济运行数据公布，通胀和经济增速均超预期。3 月 CPI 通胀 5.4%，高于市场预期的 5.2%。一季度 GDP 同比增长 9.7%，也高于市场预期的 9.4%。在通胀居高不下的同时，经济仍保持了较快增长，先行指标预示的放缓尚不明显。央行也首次发布社会融资总量了这个新指标，2010 年社会融资规模 14.27 万亿元，今年一季度 4.19 万亿元，同比下降 7.1%。从结构上看，人民币贷款部分已经从 2002 年 92%下降到了今年一季度的 53%，直接融资比例大幅上升。13 日的国务院常务会议提出“千方百计保持物价总水平基本稳定，巩固和扩大房地产市场调控成效”，政府仍在严控通胀预期。宏观组预计二季度央行再次提高基准利率的可能性显著增加。继上月约谈方便面、日化企业后，日前，发改委价格司再次会同国家发改委经贸司、商务部市场运行司，大规模约谈全国工商业联合会、中国食品工业协会、百货商业协会、饮料行业协会、奶业协会、家用电器协会、糖业协会、中国酿酒工业协会、中国酒类流通协会、粮食行业协会、肉类协会、蔬菜协会等 17 个行业协会的会长，抑制涨价。

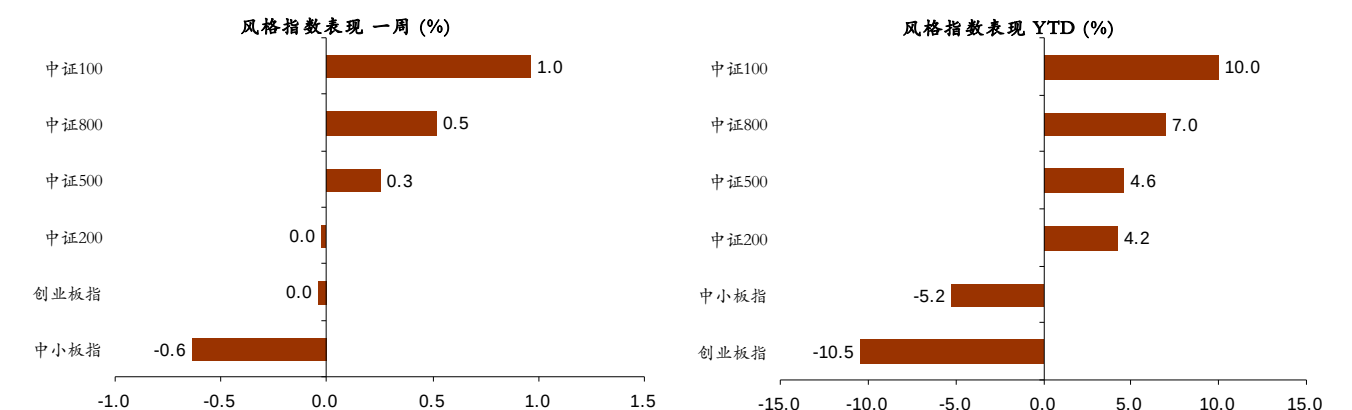
市场方面，周一，两市早盘延续周五的强势表现，周期类的煤炭、钢铁、有色以及金融板块轮动上扬，表现强势，但地产、建材、中小市值股等多数板块均出现明显调整，午后两市出现整体回落，双双在低位收跌。周二，两市早盘小幅低开后延续周一调整，中小盘股开盘表现活跃，钢铁股盘中发力则带动股指稳步走高，午后航空、电力股补涨明显，股指则在两点后再度出现快速跳水，部分题材股纷纷加速下跌，但终盘跌幅明显收窄。周三，两市整体呈现探底企稳、逐步回升格局。创业板、中小板为首的部分中小市值股和医药、旅游板块则轮动上涨较多，重组题材股保持活跃；午后煤炭、地产、金融等权重板块在尾市均有明显拉抬，股指报收日内高位。周四，两市整体呈现区间震荡态势，沪深股指维持在短期均线上方窄幅整理，临近收盘出现小幅跳水收低，盘中热点散乱，权重股多数陷入盘整格局。周五，指数早盘低开后快速冲高，伴随数据的出炉呈现逐级回落，但本周以来市场已对此数据信息有充分消化，使得股指维持在短期均线附近回档整理，午后做多气氛得到恢复，大盘探底回升。

行业方面，保险行业上周表现最好。3 月份用电量增速超预期，多个工业行业的用电需求在复苏，电力行业上周也受到市场追捧。受钢铁下半年产能控制，淘汰落后产能可能超预期，钢铁行业出现持续性的供不应求的局面的可能性在加大，推动钢铁股本周涨幅最大。另外，化工、银行、交通运输服务、交通基础设施等行业亦涨幅居前。而前期涨幅较大的建材和有色出现获利回吐，汽车及其零部件、机械、电气设备以及家庭耐用消费品亦跑输大盘。

风格方面，大盘股表现好于中小盘股。

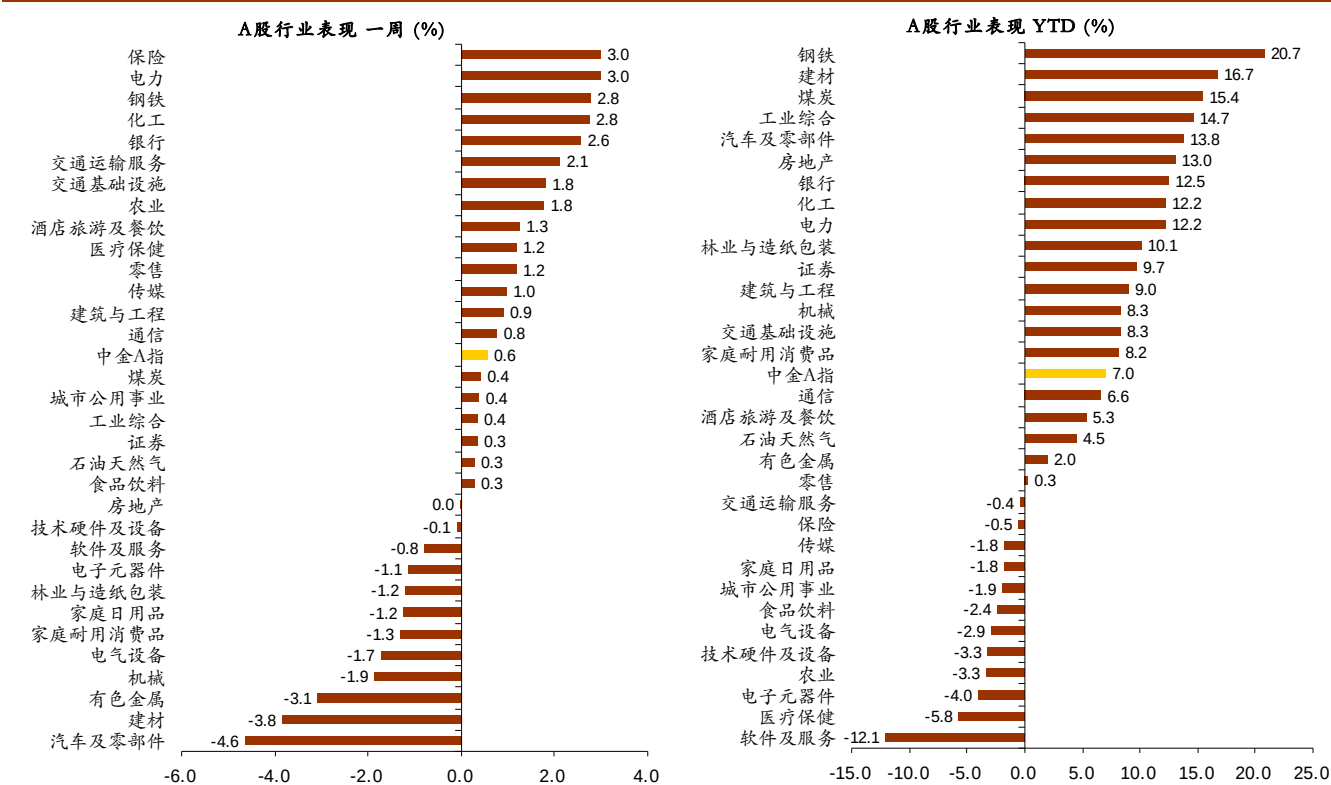
全周来看，上证综指上涨 0.8% 收于 3054 点，深证成指上涨 0.2% 收于 13060 点，沪深 300 指数上涨 0.6% 收于 3373 点。

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

上周 A 股继续震荡上扬，全周上证指数小幅上涨 0.68%，沪深 300 指数上涨 0.17%，而中小板和创业板指数分别下跌 1.24% 和 0.89%。我们在 4 月初发布的 2 季度 A 股策略报告中指出，2 季度权重股周期股上涨，而中小盘股以及消费医药类股下调的结构分化走势仍可能持续。从上周市场走势看，这一趋势的确仍在延续。

从上周公布的各项经济数据看，经济增速、投资增速、消费增速和货币供应增速都略高于市场预期。而通胀同比水平则进一步上行。尽管环比看 3 月通胀水平回落 0.2%，但与过去 10 年 3 月通胀平均回落 0.6% 的水平，回落幅度显然较低，因此如果去除季节性因素，3 月份的环比通胀水平依然较高，这显示未来数月通胀上升的压力仍将较大。从这些经济数据的情况看，与我们在 2 季度策略报告中所提出的经济将维持“高增长高通胀”态势的判断基本一致，而且我们认为在未来几个月中，经济数据上的这种趋势也很可能将得到延续。

在这一大的宏观背景不出现改变之前，我们认为，市场仍将维持目前的大体运行趋势，震荡向上仍是市场未来一段时间的主要趋势。而从板块和个股的走势上看，我们认为行情的性质也不会发生改变，热点板块仍将在各周期股和权重股之间轮动。因此，投资者近期可以采取的投资策略包括：持有低估值权重股不动，或者选择近期有所回调的周期股买入等待新一波轮动机会这两种操作策略。

我们认为目前市场投资者的情绪未必出现过度乐观的迹象，相反，从盘面走势看，下跌的股票家数多于上涨的家数，显示投资者情绪实际上仍较为谨慎。这预示着目前市场出现急涨的可能性较低，但同时出现连续深幅回调的更小，因此震荡盘上仍是大概率事件。我们认为，困扰市场的仍是对于政策进一步紧缩的忧虑。由于经济数据和通胀高于预期，对于政策将进一步收紧的忧虑将难以消退。但另一方面看，只要通胀和经济高速增长持续，企业盈利的高增长也会保持，导致市场整体估值水平将进一步走低，所以市场也难以出现大幅回调。目前市场震荡上扬的的根本不在于政策转向，而在于经济与价格的双高增长，因此目前只有盈利推动，而没有估值提升的机会。

市场对于 A 股分析框架的新变量

我们认为，未来一段时间 A 股的投资机会不在于对于政策进一步收紧忧虑的下降，因为可以看到，在可预见的未来一段时间内，这种机会几乎不可能出现。相反，我们认为，如果用过去较为行之有效的一些分析逻辑来分析当前的 A 股市场走势，很可能得出结论上的偏差，陷入投资的误区。而这也很可能是今年 A 股投资分析和策略制定中的最大难点。比如，过去在宏观政策紧缩期，很难出现周期股行情，但今年却是例外。再比如，市场曾经高度认同的新经济和消费提升这两大今年的主题，相关股票今年以来的走势却十分疲弱。

A 股投资分析框架发生变化的根本关键在于我们所认为的决定 A 股投资判断的三大基础，即基本面、资金面和政策面，今年以来都发生显著的新的变化。而这些变化的直接后果就是导致利用原有一些指标来进行判断市场的方法出现了偏差。从而使得市场整体投资逻辑进入了较为分化乃至混乱的状态。而我们预计这种混乱状况仍将在未来的一段时期内维持下去。

在这一大背景下，我们认为有必要将我们对于分析框架的修正和新变量因素加以进一步的阐述。而我们也认为，只有更多更早的掌握这些新的分析因素，才能对未来的 A 股市场走势做出更为深入和准确的判断。而我们也希望在这一方面进行更多的探索，并且希望与更多的投资者进行交流。

一. 基本面分析的新变量

从基本面分析上看，最主要也是最重要的是对于宏观经济走势的分析判断。其中最重要的两个分析判断是经济增长和通胀走势。目前，我们的首要判断是我国经济处于“高增长高通胀”阶段，并且很可能进一步保持这种状态至下半年。其次，对于通胀的走势，我们认为除非我国经济出现较为显著的下滑，否则通胀水平很难出现趋势性的回落。甚至说，即便我国经济增速出现小幅的回落，也无法改变的通胀水平较高的态势。

我们得出这一分析结论主要是因为我们判断认为，目前我国出现的通胀更多的是因为供给冲击而非需求冲击而产生的。而无论从经济学原理还是国内外实例看，由于供给冲击而导致的通胀往往更难消除，除非经济增速出现显著大幅的下滑。事实上，我们在去年 4 季度的策略报告中就提出由于供给不足而导致的通胀将是我们面临的重大经济风险。而现在这种风险仍在进一步上升。因为，从供给面看，我国目前面临着四大供给面的风险。

1. 劳动力供给逐渐紧张

充沛的劳动力供给是过去 30 年我国经济高速增长的原动力之一，也是过去我国通过加大供给抑制通胀的根本保证。而目前我国的劳动力增速正在放缓，尤其是与制造业密切相关的技术人员和蓝领工人出现了显著的供不应求的现象。因而，可以说，劳动力供给格局的改变将对我国经济和通胀走势的中长期格局发生长久且深刻的影响。

2. 原材料和粮食供给瓶颈

无论是石油等国际大宗商品，还是粮食等主要靠国内供给的商品，都存在一定的供应瓶颈，导致难以跟上全球快速增长的需求。而且全球的石油和铜矿的开采能力以及国内的耕地面积都存在着一定的瓶颈。而且随着我国城市化的推进，农村土地资源的再利用和价格市场化程度的提升，未来土地成本（直接成本和机会成本）上升推动的粮食价格的上涨也仍将持续。

3. 节能减排的影响

全球目前仍难以找到比传统化石能源更为廉价高效的能源提供方式。相对而言，核能是最为高效廉价的替代能源，但核能的潜在风险和破坏力过于巨大。不幸的是，由于今年日本核泄漏事件，从政府到民间的反核能呼声日益高涨，这必然将影响到全球核能装机容量未来一段时期的增速。因此，节能减排的任务将变得更加繁重。而节能减排将直接导致能源供应的紧张和产能扩张受到限制，从而形成新的供给面的抑制因素。实际上，我们看到，这一因素对于我国许多产业的产能供给增加所产生的抑制影响正在越来越多地显现。

4. 我国经济的结构化矛盾

经过近几年的经济发展，我们注意到，我国经济正在从过去的“自由竞争市场”逐渐向“寡头垄断市场”过渡。过去，寡头垄断市场仅在少数政府设有明确准入限制的产业内出现，比如石化、电信等。（而由于各地方政府对于土地供给资源的天然垄断性，我国的房地产市场实际上也属于寡头垄断市场，这也是我国房价易涨难跌的重要原因之一。）但是，随着近年来“国进民退”的加剧，这种趋势正在更多的行业中出现。另一方面，由于政府更倾向于使用数量型调控政策来应对通胀，使得目前的市场利率与基准利率分化的趋势日益明显，而从中受益更多的都是大型企业和国企央企。利用低得多的资金成本，这些企业不但可以挤占更多的市场份额，甚至也会直接并购中小企业，最终的结果就是产业集中度的不断提升。而无论从与地方政府的关系远近还是从交纳税收数量的高低看，地方政府对于这一行业趋势都乐见其成。

而这一趋势造成的直接影响有二。一是行业集中度的提升导致了企业的定价能力提升，从而向下游传导通胀压力的能力加强。使得过去实际上通过牺牲企业利润水平来抑制通胀的模式难以为继。二是当行业集中度上升达到一定水平后，其导致的生产效率的提升将放缓，从而使得压缩成本的空间逐渐消失，企业将转向限产保价的方式来维持其利益。而这两种影响的最终结果都将导致通胀水平的上升。

从这个意义上说，在基准利率和市场利率分化的趋势下，当前实施紧缩的数量型货币政策实际上不但不会降低通胀水平，反而可能进一步推升通胀水平。因为这些政策将导致更多的小企业退出生产，使得行业集中度进一步提升，从而导致更高的通胀水平。

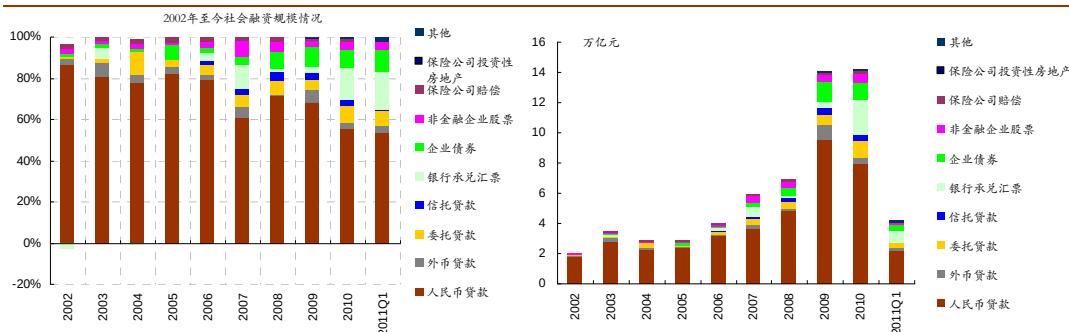
而这一变化对于 A 股投资也有着更深层次的影响。这是因为行业集中度的提升导致大企业的定价权上升，由于大企业在 A 股上市公司总体盈利中占比较大，因此会导致 A 股整体盈利水平的持续高增长。另外，这也将导致周期股的业绩景气周期变长。在较为充分自由竞争的市场环境下，周期股由于全行业的产能增长无法控制，导致其业绩景气周期很难超过 2 个季度，这也是过去多年来 A 股市场的总体情况。但如果进入寡头垄断的市场环境，周期股的盈利波动将大幅减小，增长周期也会被拉长。而这也意味着通胀周期的延长，而最终结果无非是要么终端消费者无法忍受通胀水平导致下游需求的下滑，要么中央政府出于对通胀影响社会稳定的忧虑而实行消费品日用品的价格管制。但无论是哪一种情况，最先受到冲击的将是下游的企业，尤其是直接与终端消费者见面的消费品日用品。因而，在寡头垄断的时代，大型周期股的景气周期会被拉长，消费股的景气周期会被相应缩短。鉴于这种情况在过去 A 股几乎没有出现过，从而形成 A 股周期股对非周期股的大幅估值折让，因此这一趋势很可能导致这种估值折让水平的不断下降，从而对未来 A 股的整体投资逻辑和走势产生重大影响。

二. 资金面分析的新变量

我们注意到，本月央行在资金供应数据中首次引入了全社会融资总量的数据。我们认为，这无论对于我国经济和股市的现实意义还是未来政策的隐含意味上都有着深远的影响。

首先，引入全社会融资总量概念与当前出现了金融脱媒化快速发展密切相关。我们在 2 季度策略报告中就提出，今年以来，金融脱媒化的快速发展是判断我国未来经济发展的一个重要新变量，其影响将十分深远。其次，全社会融资总量概念的引入，导致 M2 和银行信贷增速无论在政策指示还是实际影响中的重要性都有所下降。中金银行组分析认为：伴随着脱媒化深入，银行需要不断提供各种高收益率的创新产品以留住客户的金融资产，而这些创新产品的特性必然是频繁的在银行表内存款和表外资产间转换，从而令银行体系存款时点数的大幅波动成为常态。而一季度银行理财产品的净增加额超过 6000 亿元，而其他通过信托甚至地下融资渠道而形成的资金流量更加难以计算。这一情况的结果就是随着直接融资、银行表外业务以及其他地下融资渠道不断活跃导致实体经济的总体资金面并非十分紧张。而更重要的是，在目前我国央行所具有的实际职权和实施能力范围下，缺乏调控全社会融资总量的有效手段和能力。从图表 3 中我们可以看到，无论从比例还是总额看，包括股票和企业债等直接融资在内的非银行信贷融资量自 2010 年起开始不断提升，至今没有停止。从 1 季度的数据看，银行信贷仅占全社会融资总量的 53.5%，不但低于 2010 年 55.5% 的水平，更是大幅低于 2002~2009 年间平均的 74.6% 的水平。

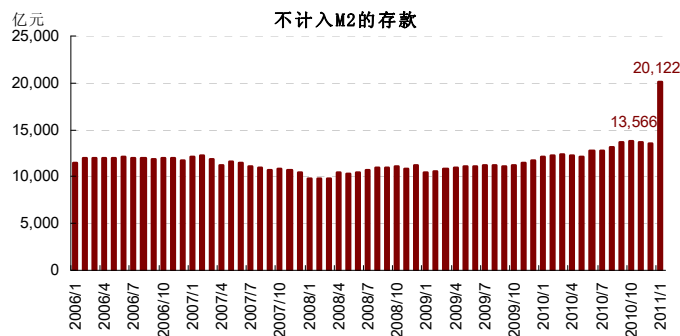
图表 3: 全社会融资总量分类比例与数额



资料来源：人民银行，中金公司研究部

于此对应的是，我们看到今年以来，不计入 M2 的存款（如银行同业存款）大幅增加超过 6500 亿元。这些金融脱媒化快速提速的情况使得目前通过银行贷款、存款和 M2 增速的 A 股固有的社会资金面分析方法可能出现一定偏差。

图表 4：不计入 M2 的存款今年以来大幅增加



资料来源：人民银行，Wind，中金公司研究部

三、政策面分析的新变量

从政策面看，新变量可能来自以下三点：

首先，伴随着金融脱媒化程度的快速提高，央行用以控制通胀的工具和效果将更多的受到社会质疑。对 A 股内部而言，这将会导致市场对于加息和提存款准备金率的实际市场影响降低。当然，这一情况不会在一夜之间发生，而更可能是一个循序渐进的过程。

其次，对于各级地方政府而言，出于其对于经济高增长的追求以及其高负债率的现实压力，仍需要较高的通胀水平和相对宽松的社会资金环境。在这一大背景下，中央政府也较难做到全面紧缩，因此也就不太可能出现政策措施来严厉遏制当前出现的快速金融脱媒化的趋势。而其目前能够做到的更多是对于市场通胀预期的调控，主要的手段包括对于一些过去关注度较高的资金面指标，比如 M2 和银行信贷的控制，甚至范围更加广泛的物价管制。

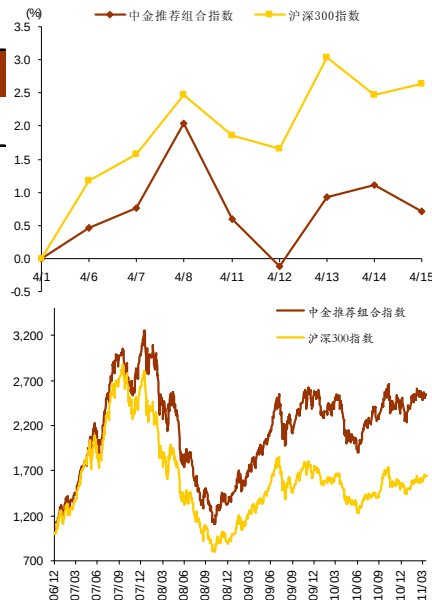
最后，如果市场投资者发现实际资金面并未像一些数据和政策语气中显示那样紧张的话，对于股市短期可能是利好。但实际上市场面临的最大政策风险在于一旦这一判断开始被广大民众和普通消费者所认识，政策对于通胀预期的调控就会面临风险，从而迫使政府最终使用更为有效但也是经济杀伤力更大的紧缩手段。我们认为，相比加息或提高准备金率一到二次，这是未来一段时间更直接和更重要的政策风险。

中金推荐组合及配置建议

图表5: 中金A股推荐组合

本周将西部建设与荣盛发展替换成中南建设与民生银行

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		
			11-4-15	一周	YTD	10A/E	11E	12E	10A/E	11E	12E	10A/E	11E	12E
中南建设	000961.SZ	推荐	12.75	-5.0	11.5	15.7	13.3	8.9	3.2	2.6	2.0	0.0%	0.0%	0.0%
民生银行	600016.SH	推荐	6.10	2.9	21.5	9.2	7.0	5.9	1.5	1.2	1.0	1.6%	0.0%	0.0%
华夏银行	600015.SH	审慎推荐	13.67	0.2	25.4	11.4	8.3	6.8	1.9	1.1	0.9	1.5%	1.5%	1.5%
陆家嘴	600663.SH	中性	17.93	-1.2	6.7	28.1	25.6	25.1	3.3	2.9	2.6	0.9%	0.9%	1.0%
八一钢铁	600581.SH	推荐	14.87	-4.6	31.1	22.0	13.3	11.6	3.4	2.7	2.2	0.0%	0.0%	0.0%
辰州矿业	002155.SZ	推荐	40.67	-4.4	13.2	102.1	40.2	33.5	11.3	9.7	8.3	0.0%	0.0%	0.0%
海油工程	600583.SH	中性	8.11	-5.7	0.1	374.0	355.3	81.0	3.5	3.3	3.3	0.0%	0.0%	0.1%
海螺水泥	600585.SH	推荐	40.15	-5.2	35.3	23.0	13.4	10.0	4.1	3.2	2.5	0.7%	1.1%	1.5%
葛洲坝	600068.SH	审慎推荐	11.91	-3.5	2.7	30.2	22.3	17.0	4.1	3.6	3.1	1.0%	1.3%	1.8%
晨鸣纸业	000488.SZ	审慎推荐	8.23	-0.6	16.6	14.6	11.6	9.0	1.3	1.2	1.0	2.1%	1.7%	2.2%
中集集团	000039.SZ	推荐	25.12	-4.9	9.3	22.7	15.8	13.1	4.0	3.3	2.8	0.8%	1.2%	1.4%
科达机电	600499.SH	推荐	20.28	-0.0	-14.5	54.2	26.6	17.4	8.8	6.8	5.0	0.0%	0.0%	0.0%
柳工	000528.SZ	审慎推荐	39.60	-5.9	7.0	19.2	13.2	10.4	3.5	2.9	2.4	0.2%	0.0%	0.0%
鲁泰A	000726.SZ	审慎推荐	10.89	6.1	16.7	14.1	11.2	9.2	2.3	1.9	1.6	2.5%	3.1%	3.8%
康美药业	600518.SH	推荐	14.08	1.4	-15.9	40.7	25.4	17.5	6.5	5.4	4.4	0.8%	1.0%	1.4%
友好集团	600778.SH	推荐	12.20	2.0	-8.4	36.2	24.3	16.7	3.7	3.2	2.7	0.0%	0.0%	0.0%
建发股份	600153.SH	推荐	9.69	7.5	47.9	12.4	9.7	7.8	3.6	2.7	2.1	1.0%	1.3%	1.6%
泸州老窖	000568.SZ	推荐	43.65	3.1	6.7	27.6	20.3	15.4	11.0	9.5	8.0	2.3%	3.5%	4.5%
中国联通	600050.SH	推荐	5.96	-0.5	11.4	102.1	38.2	14.9	1.8	1.8	1.7	0.4%	1.2%	3.4%
科大讯飞	002230.SZ	n.a.	43.66	2.6	-16.9	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6: 中金覆盖A股分行业盈利增长预测及估值水平

行业	A股总市值		盈利增速(%)				市盈率(x)				市净率(x)				分红收益率(%)				净资产收益率(%)							
	%	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E
石油天然气	15.3%	-28.7	15.9	26.4	4.6	17.0	21.0	18.2	14.4	13.7	11.7	2.7	2.5	2.2	2.0	1.8	2.1	2.0	2.4	2.6	3.1	12.8	13.6	15.5	14.7	15.4
石化	0.3%	-655.2	118.6	74.2	-32.1	18.7	n.a.	45.5	26.1	38.4	32.4	5.4	4.8	4.1	3.9	3.5	-	0.3	1.0	0.4	0.5	-63.4	10.6	15.8	10.1	10.8
煤炭	5.7%	37.9	1.6	31.0	16.9	13.9	25.1	24.7	18.8	16.1	14.1	4.5	4.0	3.4	3.0	2.6	1.3	1.3	1.9	2.1	2.4	17.9	16.1	18.1	18.6	18.6
钢铁	2.2%	-49.4	-39.6	103.4	26.5	18.1	21.7	35.9	17.7	14.0	11.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	2.0	1.3	2.0	2.8	3.3	7.7	4.4	8.4	9.9	10.9
有色金属	4.3%	-57.9	-58.2	272.3	51.0	18.8	82.5	197.4	53.0	35.1	29.6	6.4	6.2	5.4	4.5	4.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	7.7	3.1	10.3	12.9	14.1
建材	1.2%	25.0	49.4	55.2	73.8	31.1	58.0	38.8	25.0	14.4	11.0	6.3	5.3	4.2	3.3	2.6	0.3	0.4	0.6	1.0	1.3	10.9	13.6	16.7	22.9	23.8
造纸包装	0.1%	2.5	28.4	-28.3	41.3	38.3	19.4	15.1	21.0	14.9	10.8	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2	0.5	2.1	1.2	1.2	1.7	9.3	10.0	6.5	8.6	10.7
化工	1.8%	4.1	-46.6	54.6	76.7	41.9	43.4	81.3	52.6	29.8	21.0	7.9	6.8	5.8	4.7	4.0	0.9	0.7	0.6	1.1	1.4	18.1	8.3	11.0	15.8	19.2
电力	3.2%	-102.5	3572.0	14.4	12.1	12.2	n.a.	27.2	23.8	21.2	18.9	3.1	2.5	2.1	1.9	1.8	1.1	1.4	1.1	2.5	2.5	-0.3	9.0	8.8	9.1	9.7
城市公用事业	0.3%	-30.0	46.6	21.3	11.2	16.8	58.2	39.7	32.7	29.4	25.2	5.2	4.8	3.6	3.4	3.3	1.6	2.1	2.0	2.3	2.6	9.0	12.1	11.0	11.7	13.0
交通基础设施	3.1%	9.8	-1.5	31.4	19.0	9.2	21.7	22.0	16.8	14.1	12.9	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7	1.8	1.9	2.4	2.9	3.1	12.1	10.9	12.7	13.1	13.3
交通运输	2.4%	-119.2	28.8	894.8	-11.8	-15.2	n.a.	n.a.	14.4	16.3	19.2	3.9	3.7	2.7	2.3	2.1	1.2	0.3	0.1	0.5	0.4	-4.7	-3.3	18.6	14.1	10.8
机械	3.7%	6.9	-3.5	54.6	41.3	26.8	43.1	44.7	28.9	20.4	16.1	7.4	5.8	4.3	3.7	3.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	17.2	12.9	15.0	18.1	19.8
电气设备	2.1%	-8.3	49.6	20.2	24.9	23.6	56.0	37.4	31.1	24.9	20.2	8.7	6.7	4.4	3.9	3.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	15.6	17.9	14.1	15.8	16.6
建筑	2.4%	-27.3	114.3	8.6	35.0	15.6	37.9	17.7	16.3	12.1	10.4	3.4	1.9	1.7	1.6	1.4	0.5	1.5	1.5	2.1	2.4	9.0	10.9	10.7	13.0	13.6
银行	24.4%	31.0	17.6	32.9	22.5	18.0	15.5	13.2	9.9	8.1	6.9	2.7	2.4	1.8	1.5	1.3	2.7	2.7	2.9	2.3	2.6	17.6	18.0	18.2	18.9	19.3
证券	1.4%	-61.9	73.1	-13.1	-4.6	6.1	35.3	20.4	23.5	24.6	23.2	3.4	2.4	2.3	2.2	2.0	0.4	2.8	2.1	1.6	1.7	9.6	11.8	10.0	8.8	8.8
保险	5.0%	-53.8	134.0	9.9	19.5	15.5	54.1	23.1	21.0	17.6	15.2	4.2	3.3	3.1	2.6	2.3	1.3	0.8	2.0	1.4	1.6	7.8	14.4	14.8	15.0	15.0
房地产	2.6%	3.2	40.4	37.5	25.9	21.8	28.6	20.4	14.8	11.8	9.7	3.4	2.6	2.3	1.9	1.6	0.6	0.8	1.1	1.1	1.2	11.8	12.9	15.3	16.3	16.6
电信服务	0.7%	250.5	-86.2	-54.6	167.3	156.0	6.3	45.8	101.0	37.8	14.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.1	1.0	0.4	1.2	3.4	28.1	3.8	1.8	4.6	11.3
技术硬件及设备	0.8%	37.4	49.2	32.4	18.5	23.8	56.7	38.0	28.7	24.2	19.6	6.8	5.4	4.2	3.7	3.0	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	12.1	14.2	14.6	15.2	15.4
电子元器件	0.3%	-35.8	26.0	102.9	54.3	33.7	105.1	83.4	41.1	26.6	19.9	8.4	9.5	8.0	6.4	5.1	0.8	0.4	1.0	1.5	2.0	8.0	11.4	19.5	24.1	25.4
传媒	1.2%	3.0	20.1	8.2	15.6	16.7	63.7	53.0	49.0	42.4	36.3	6.0	4.8	4.0	3.7	3.4	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6	9.4	9.1	8.1	8.8	9.4
家电及相关	1.4%	15.6	50.9	44.0	30.3	20.4	44.9	29.8	20.7	15.9	13.2	5.9	4.6	3.7	2.7	2.3	0.7	0.8	0.7	1.2	1.3	13.1	15.3	17.8	17.2	17.4
零售	1.4%	16.7	24.5	36.1	35.3	31.9	51.8	41.6	30.5	22.6	17.1	7.6	5.5	4.4	3.7	3.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	14.6	13.2	14.4	16.2	18.3
汽车及零部件	2.8%	-42.1	157.8	86.2	22.0	15.6	67.0	26.0	14.0	11.4	9.9	5.5	4.4	3.2	2.7	2.2	0.7	0.7	0.9	1.8	2.7	8.2	16.9	23.1	23.4	22.5
酒店旅游	0.2%	1.9	22.0	16.4	33.5	23.9	47.5	38.9	33.4	25.0	20.2	5.0	3.7	3.9	3.6	3.3	0.9	2.2	1.4	1.1	1.3	10.5	9.5	11.8	14.5	16.3
服装及纺织品	0.7%	50.3	25.5	33.7	41.9	33.7	57.6	45.9	34.3	24.2	18.1	13.1	8.4	6.1	4.9	3.9	0.2	0.4	0.3	0.5	0.6	22.7	18.3	17.6	20.2	21.5
食品饮料	3.7%	6.7	75.1	33.5	37.1	32.4	77.2	44.1	33.0	24.1	18.2	11.9	9.5	7.6	6.2	5.1	0.6	0.6	1.1	1.4	2.2	15.5	21.5	23.1	25.9	27.7
医疗保健	2.3%	32.9	48.4	28.0	38.6	29.2	84.4	56.9	44.5	32.1	24.8	11.4	9.0	6.4	5.5	4.9	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8	13.5	15.9	14.5	17.0	19.2
农业	0.8%	-11.2	19.3	44.8	50.1	17.2	79.8	66.9	46.2	30.8	26.2	6.8	5.8	5.2	4.4	3.8	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	8.6	8.6	11.3	14.2	14.6
小盘股	2.1%	16.3	24.2	47.3	60.3	31.8	82.1	66.1	44.9	28.0	21.2	10.2	7.8	5.7	4.8	4.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.5	12.5	11.8	12.7	17.3	19.1
合计	100%	-9.1	23.3	36.7	20.5	18.0	26.1	21.2	15.5	12.9	10.9	3.5	3.0	2.5	2.1	1.9	1.5	1.6	1.8	1.8	2.1	13.4	14.2	15.9	16.6	17.2
金融板块	31%	15.9	24.3	29.7	21.9	17.7	17.7	14.3	11.0	9.0	7.7	2.9	2.5	1.9	1.7	1.4	2.4	2.8	2.1	2.4	16.3	17.4	17.7	18.3	18.7	
非金融板块	69%	-28.3	22.0	45.4	18.8	18.3	36.5	29.9	20.6	17.3	14.6	4.0	3.4	2.9	2.6	2.3	1.0	1.1	1.3	1.6	1.9	11.0	11.5	14.3	15.0	15.7

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/或机构投资者提供。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。

截至报告发布日前十二个月，中金公司为民生、联通提供了投资银行服务。

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