



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5月15日

A股市场

研究部

侯振海

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

王慧

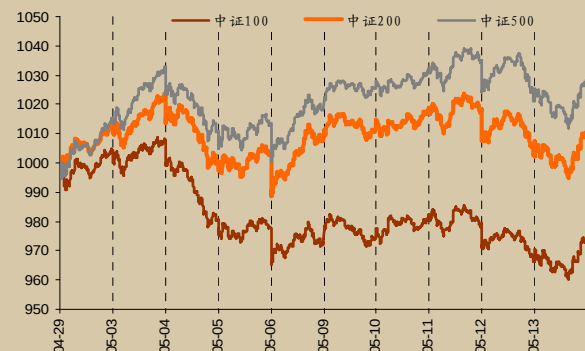
分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010007
wanghui@cicc.com.cn

高增长高通胀仍将持续, 库存风险可控

上证综指十日表现



风格指数十日表现



新建占固定资产投资额比重处于高位



资料来源: WIND, 中金公司研究

本周 A 股策略观点

- ▶ 从上周公布的经济数据看, 金融脱媒化进一步加速, 固定资产投资与货币供应增速差距扩大。这一趋势将是的一些货币指标如 M2 和银行贷款增量对于经济增速的指导意义下降。
- ▶ 固定资产投资增速进一步加快, 4月单月同比增速高达 37%, 接近 09 年 5 月时的最高水平。本轮固定资产投资增速高企呈现四个特征: 本轮固定资产投资高峰带有四个明显的特征: 地方政府投资成为主体、中西部投资比重大幅上升、私人部门投资进一步萎缩、新建项目占比再度高企。综合而言, 由于新建比重较大, 房地产占比并未过高, 本轮投资的持续性可能较强, 但由于地方政府主导下的基建和房地产投资比重过大, 而私人部门和产能投资增速很低, 可能会导致将来整体投资效率和回报率较低, 但通胀持续较高的状况。
- ▶ 总体上看, 我国经济在投资拉动下的“高增长高通胀”态势在未来一段时间内仍将持续, 甚至不排除经济增速高出目前市场较为悲观的预期的可能。但与此同时, 通胀压力仍将持续, 甚至一直到下半年。市场对于政策紧缩的忧虑仍会挥之不去, 市场整体估值水平也难以出现上升。因此目前具有安全边际和较好投资价值的仍是低估值和盈利增长确定性的板块和股票, 比如: 银行、化工、地产、电力和食品饮料等。
- ▶ 一季度上市公司库存增加较快, 显示自去年 8 月以来的库存上升周期仍在延续。但目前 A 股非金融公司库存同比增长 34.8% 的水平低于 2010 年二季度的 39.8%。按照目前的投资与消费增速, 如果下游需求不出现严重恶化且通胀水平不出现大幅下降, 预计企业能够较快且较为平稳地实现去库存。
- ▶ 从分行业情况看, 对于库存增加贡献率最大的 6 个行业是房地产、建筑与工程、机械(所有类型)、石油天然气、钢铁和有色金属。但目前钢铁有色行业的库存增速已经开始下降, 而石油天然气的库存水平仍低于历史水平。当前, 库存风险较大的是机械和房地产行业。其中, 重卡与电力设备行业产能过剩, 工程机械库存增速接近历史高点。房地产业的风险主要是如果下半年成交量大幅下滑, 去库存的压力会显著增加。

一周市场回顾

股指窄幅振荡

上周美股和A股市场都呈现振荡整理格局。

国际方面，上周大宗商品期货价格巨幅波动，欧洲主权债务危机波澜再起，激起了市场忧虑气氛。同时，美国新公布的经济数据暗藏隐忧，加之投资者对已经连续上涨了8个月的美股后续走势感到担心，美股上周继续震荡走势。经济数据方面，美国劳工部宣布，在截至5月6日的一周中，首次申领失业救济人数为43.4万，高于市场平均预期为42.3万；4月生产者价格指数环比增长0.8%，高于市场平均预期的0.5%。美国商务部宣布，4月零售额环比增长0.5%，不及0.6%的市场平均预期。3月商业库存环比增长1.0%，高于市场平均预期为环比增长0.9%。总体看，美国消费增速仍在下滑，通胀压力略有加剧，这些都给后市带来不确定。欧洲主权债务危机再度引起市场担忧，标准普尔评级服务公司称希腊长期信用评级从BB-下调至B，短期信用评级从B下调至C，并双双维持负面展望。市场预计希腊仍然有220亿欧元的债务缺口，该国债务重组的可能性大增。

国内方面，4月宏观经济运行数据公布，多项经济数据超出预期，经济增长放缓，通胀压力加大，货币政策偏紧，人民币升值压力犹存。工业增加值增速和社会消费品零售总额增速都大幅低于市场预期至13.4%和17.1%，经济增长放缓迹象进一步显现。价格指数方面，4月CPI同比上涨5.3%，处于2008年7月以来的第二高位，说明短期内通胀压力依然持续。值得注意的是，非食品价格继续超常增长，达到2.7%。货币信贷方面，4月M2同比增长15.3%，显示货币条件维持从紧态势。4月新增贷款7396亿，增速17.2%，较3月放缓。贸易方面，4月份出口同比增长29.9%，进口同比增长21.8%，进出口增速均出现回落，显示国内需求开始出现疲弱，外需复苏势头尚不稳固。回落幅度进口大于出口，使得4月份贸易顺差扩大至114.3亿美元，显示人民币升值压力犹存。在此情况下，政府继续出台紧缩政策。5月12日央行宣布5月18日起提高准备金率0.5个百分点至21%，再创历史新高，反映了央行继续调节市场流动性以控制货币和信贷增长速度的决心。3年期央票也在时隔近半年之后重启发行，央行于12日发行400亿元，中标利率为3.8%。此外，银监会主席刘明康表示，要对当前房地产市场出现的一些新苗头密切监测、加强研判，加强房地产信托业务的监管。总体看，经济增速虽有隐患，但未来几个月货币政策仍将从紧，控制通胀是政策调控首要目标。

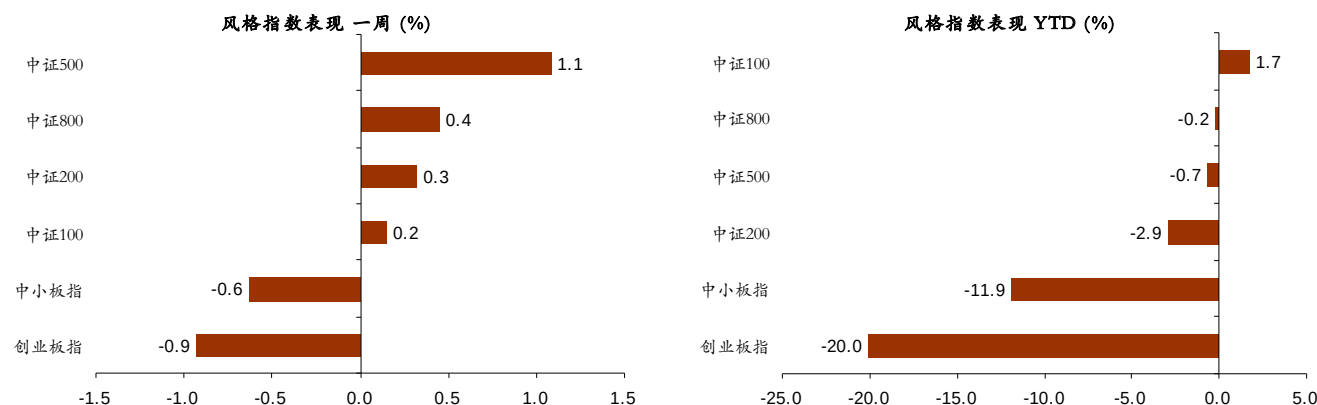
市场方面，周一，受周末消息面平静和外围股市反弹和的影响，两市A股小幅高开，但市场的谨慎情绪限制了反弹高度，大盘走出了缩量振荡走势，高铁、核能和电力和传媒等题材股活跃。周二，两市A股延续上一交易日缩量振荡格局，有色、化工、金融和地产等板块轮番走强，两市指数以红盘报收。周三，宏观数据公布，显示经济增速放缓，通胀压力犹存，指数出现一波杀跌，之后在地产股带动下有所反弹，但动能不足，反弹乏力，最终两市以阴十字线收盘。周四，受隔夜美股收低及大宗商品大跌影响，两市双双低开，之后家电、酿酒、农药、地产、电力等板块连番发力翻红大盘，但多头力度始终不足，午后空头发力，银行、保险和有色等板块放量下挫，带动股指一路下行，两市最终以全日最低点报收。周五，尽管隔夜晚上央行意外宣布上调准备金率，但两市逆势高开，随后围绕2850点震荡，券商、煤炭成做多主力，之后股指有所回落，但下午地产、金融和有色又接连发力，带动股指再次上扬，两市双双以接近全日最高点收盘。

行业方面，家庭日用品取得最大涨幅。受涨价因素影响，周期类的煤炭、化工涨幅居前。地产板块经过前几周调整本周也有所反弹，取得不错的涨幅。而钢铁、汽车和交通运输服务板块跌幅较大，前期表现较好的建材板块本周也跌幅靠前。

风格方面，中小盘表现好于大盘股，但中小板和创业板股票继续调整。

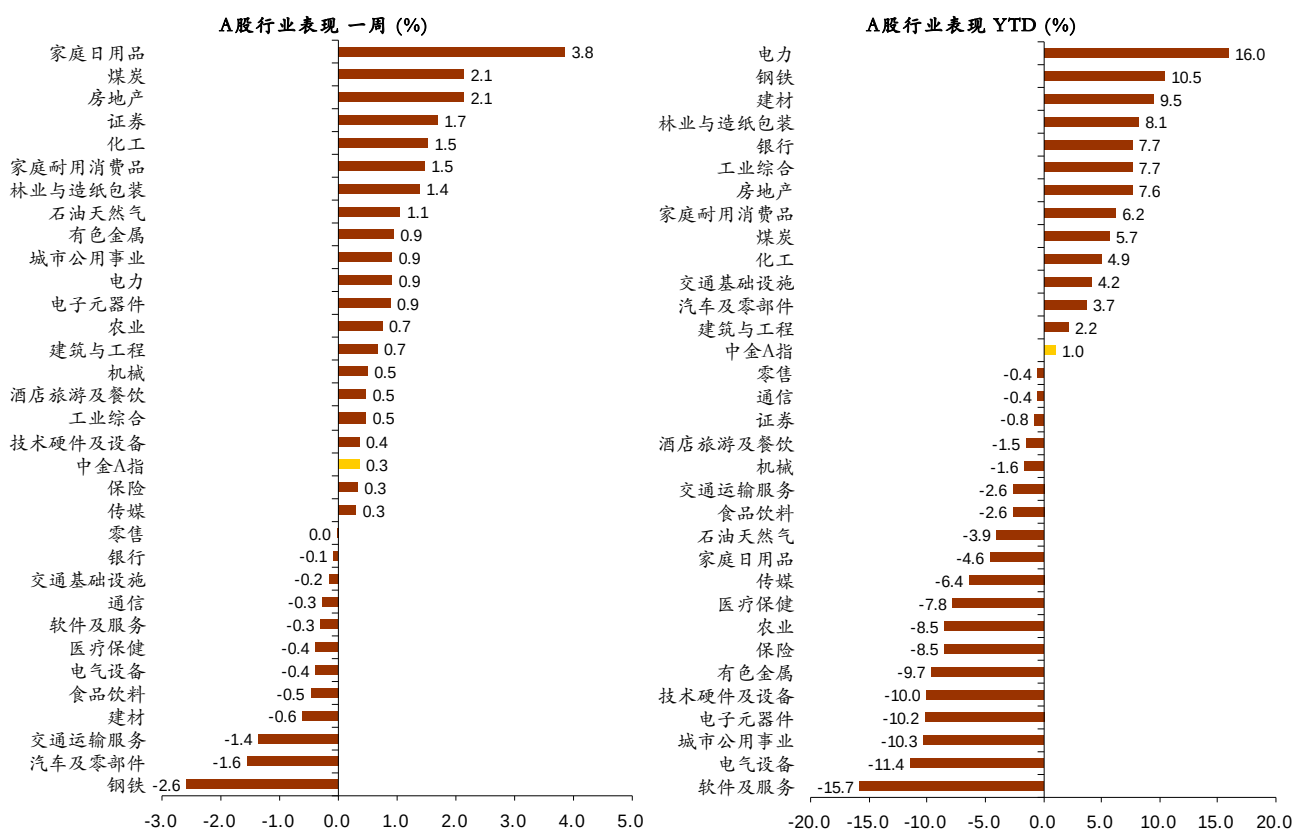
全周来看，上证综指上涨0.2%收于2871点，深证成指上涨0.7%收于12157点，沪深300指数上涨0.2%收于3128点。

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: WIND, 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

上证指数上周五在跌破前期低点后获得支撑反弹。在四月经济数据公布后，央行再度提高存款准备金率并且重启3年期央票的发行。这与我们预计的央行货币政策逐渐缓步从紧的态势基本一致。市场对于政策放松的预期难以得到实现，所以市场很难出现大幅上涨的行情，但从市场的整体估值看，目前A股的2011年整体动态市盈率仅不到14倍，因此，只要经济增速不出现显著放缓，上市公司盈利不出现下滑的话，整体市场下行的空间也不会很大。我们认为，目前市场的调整仍将是结构性的，所以高估值板块以及盈利增速较差的板块的反弹很可能缺乏持续性，投资者目前仍宜坚定持有那些低估值和盈利增长确定性高的板块。

一. 4月经济数据对于后市走势的指示

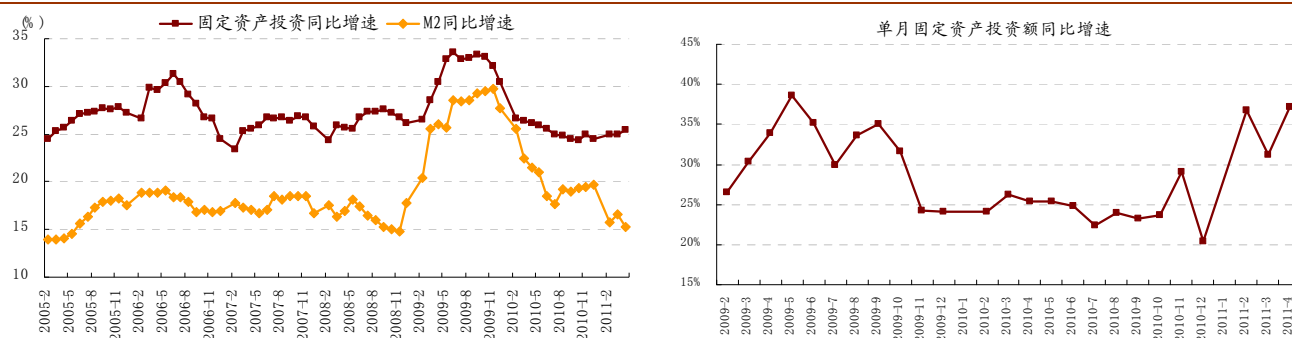
上周统计局和人民银行公布了4月份国内各项经济数据，这些数据对于我们判断未来的经济趋势以及对股市走势的影响都存在一定的意义。

1. 金融脱媒化加速，固定资产投资与货币供应增速差距扩大

首先，我们看到，4月国内广义货币增速M2和狭义货币M1同比增速分别继续下行至15.3%和12.9%。同时，4月储蓄仅增加3377亿元，如果扣除财政性存款的增加，住户和非金融企业的存款较上月下降了1159亿元。由于4月份人民币贷款余额增加了7396亿元，而外汇占款增加额也在4千亿元左右，因此，人民币存款增加额大幅低于正常水平。而我们注意到3月份人民币存款余额大幅增加2.68万亿元，大大高出了贷款与外汇占款增加额的总和。从这些数据情况看，银行业存款在表内表外的转移应该是导致统计中存款数据剧烈波动的主要原因。也就是说，4月份又有大量存款转向了表外，从而不在M2的统计范围之内，使得M2的增速出现大幅下降，而这些资金，很可能又通过委托贷款、理财产品等各种金融脱媒化手段流入了实体经济。

对于这一情况所带来的影响，我们在此前周报中曾有提及，也就是说，在当前金融脱媒化加速不变的背景下，M2增速和银行贷款增量对于实体经济特别是固定资产投资增速的指导意义将不断减弱。从数据上看，这就反映在M2与固定资产投资增速之间的差距正在脱离过去的高度正相关性，而且两者差距正在逐渐拉大。从同比增速上看，2011年以来M2同比增速不断下行，但固定资产投资增速却逐级上行，从去年底的24.5%上升到了4月份的25.4%。如果看敏感度更高的月度固定资产投资额同比增速，这一情况更为明显，4月单月固定资产投资额同比增速高达37.2%，已经接近2009年5月上一轮投资高峰期时最高的38.7%的水平。从图表3的右图中，我们可以明显看到，我国自年初以来，又进入了一轮投资的高峰期。

图表3：固定资产投资增速与M2增速脱钩



资料来源：人民银行，统计局，Wind，中金公司研究部

2. 政府投资仍是本轮投资高峰期拉动的主要因素

从数据分析，本轮固定资产投资高峰带有四个明显的特征，分别是“地方政府投资成为主体、中西部投资比重大幅上升、私人部门投资进一步萎缩、新建项目占比高企”。

a. 从固定资产投资数据中分析，政府投资仍是本轮投资高峰的主要推动因素。但是与 2009 年“四万亿投资计划”不同，中央政府投资项目占比已经大幅下降，目前政府投资超过九成成为地方政府投资项目。

b. 从图表 4 各省区市固定资产投资增速看，明显可以发现中西部省区市的增速要大大快于东部。其中，上海、北京和广东等国内发达地区分列固定资产投资增速最慢地区。我们认为，由于国内的股市投资者群体主要分布于东部沿海发达地区，因此股市投资者群体对于本轮地方投资高企可能相对缺乏切身感受，最终可能使得实体经济增速，尤其是投资增速超出股市投资者的一致预期。

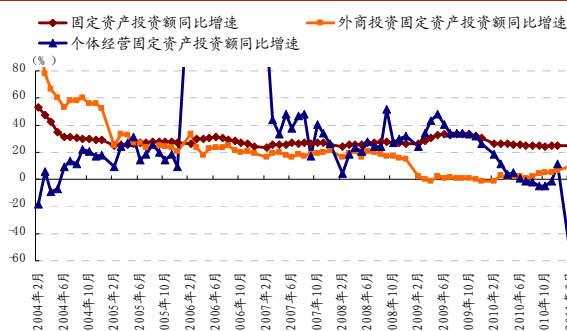
图表 4：1 至 4 月全国各省区市固定资产投资完成额同比增速

排名	省区名	2011年4月固定资产投资完成额累计同比(单位: %)	2011年4月固定资产投资完成额累计值(单位: 亿元)	各省固定资产投资完成额全国占比(单位: %)	排名	省区名	2011年4月固定资产投资完成额累计同比(单位: %)	2011年4月固定资产投资完成额累计值(单位: 亿元)	各省固定资产投资完成额全国占比(单位: %)
1	西藏	54.3	57	0.1	17	浙江	27.1	3,445	5.5
2	贵州	48.5	769	1.2	18	河北	26.1	3,102	4.9
3	甘肃	44.3	609	1.0	19	山西	25.2	822	1.3
4	福建	34.4	2,253	3.6	20	云南	24.0	1,480	2.4
5	江西	33.2	1,822	2.9	21	内蒙古	23.6	1,256	2.0
6	湖北	32.2	2,732	4.4	22	江苏	23.5	7,648	12.2
7	湖南	32.2	2,297	3.7	23	重庆	23.4	1,630	2.6
8	海南	32.1	398	0.6	24	四川	23.1	3,707	5.9
9	广西	31.6	1,691	2.7	25	宁夏	22.1	224	0.4
10	辽宁	31.3	2,518	4.0	26	山东	21.8	5,630	9.0
11	安徽	31.3	3,112	5.0	27	新疆	21.3	420	0.7
12	天津	30.0	1,730	2.8	28	黑龙江	20.2	381	0.6
13	吉林	29.7	485	0.8	29	广东	15.5	3,614	5.8
14	青海	29.2	184	0.3	30	北京	9.6	1,162	1.9
15	河南	29.0	3,471	5.5	31	上海	-6.3	1,193	1.9
16	陕西	28.7	1,658	2.6					

资料来源：统计局，Wind，中金公司研究部

c. 但与此同时，我们发现本轮固定资产投资中的结构性问题变得更加突出。也就是说，政府作为投资的主体地位非但没有因为中央投资项目的减少而下降，反而由于地方投资项目的进一步加快建设而得到的增强。从图表 5 中可以看出，05 年之前的固定资产投资高峰期，外商企业投资提供了重要的贡献。而 06 至 07 则是私营经济投资的高峰，09 年的投资高峰以政府投资为主，私营经济也有所参与，外商投资则十分低迷。而本轮投资上升主要由政府主导，私人部门的投资不但没有上升，甚至跌落至了十年以来未见的大幅负增长。

图表 5：不同投资主体的固定资产投资完成额同比增速



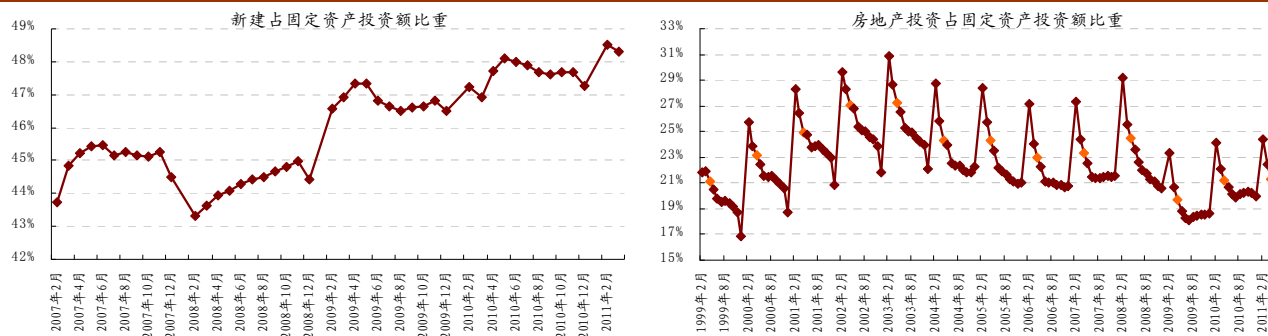
资料来源：统计局，Wind，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

这一不均衡的投资模式预示着本轮投资高增长显然带有鲜明的结构性问题。由于政府作为投资主体的项目大多集中于基础建设和房地产，而外商和私人部门投资则比较集中于产能扩张。因此，当前这种投资主体结构严重失衡的状况将会导致产能的扩张相对滞后，这一情况可能带来两个后果，一是由于产能供给增长不足，导致通胀压力持续的时间加长；二是由于大量基础建设（比如道路桥梁和工业园区）完成后，由于私人部门投资并未跟上，导致实际的使用效率较低，基建投资回报率低下的问题。

d. 但是，即便有诸多问题，我们也发现，本轮固定资产投资增速的高增长期可能还会延续。这是因为，相比其他投资主体，政府投资主体由于缺乏明确的信用风险认定机制，而且具有更多的政治经济资源，因此政府投资对于各种限制政策和紧缩政策的敏感度要低很多。从数据上看，这反映在目前的固定资产投资额中，新建的固定资产投资额占比仍在进一步上升（图表6左）。事实上，当前新建占固定资产投资总额48.3%左右还要高出09年上半年时的水平。

图表6：新建占固定资产投资总额的比重创出新高（左）房地产占固定资产投资额比重（右）



资料来源：统计局，Wind，中金公司研究部

同样值得注意的是，目前房地产投资占固定资产投资总额的比重仅21.3%，从过去十年的4月份的可比数据看（图表6右），这一比例仍属于较低水平。因此，可以说，房地产投资并非本轮投资增速再度高企的主导力量。从下半年的情况看，尽管商品房投资增速将下滑，但保障房投资将有所加速，房地产整体投资增速将放缓但不会出现过快下滑。加之其占固定资产投资总量并不十分突出，因此商品房投资增速下滑对于我国下半年经济增速的冲击将较为有限。

3. 通胀可能存在进一步上行风险

同样由于金融脱媒化的加速，当前M1、M2货币增速的下降以及银行信贷额的控制并未引起总需求增速的明显下滑，因此其对于通胀压力下降的指导意义也就变得不再明确了。此外，工业增加值的同比增速进一步下降显示供给面偏紧的状况仍未好转，在这一状况下，未来通胀压力进一步上升仍存在较大的风险。4月份食品CPI在蔬菜价格环比大跌11%的情况出现0.4%的下跌。但是非食品CPI接近0.5%的环比上升却创出了近期新高。由于非食品CPI不具有季节性和周期性，很难出现环比下降。而蔬菜价格由于已经跌至成本价格附近，农民“卖菜难”的现象已经屡见于报端，未来其价格也很难进一步大幅下降，而中金农业组预计未来原粮和猪肉价格仍将进一步上涨，因此从目前的情况看，通胀未来进一步攀高仍是大概率事件。唯一的利好是近期大宗商品价格出现了显著回调，但是目前的国际国内情况与08年十分不同，因此我们预计大宗商品价格出现08年那样的崩盘性下跌可能性较小。因此国际大宗商品价格回落对于缓解当前我国通胀压力的作用仍较为有限。

4. 小结

我们认为，上周公布的这一系列的经济数据的总体显示我国经济“高增长高通胀”的态势在未来的一段时间内仍将持续。而这与我们前期对于经济的判断仍是基本一致的。所以，虽然市场投资者近期对于国内经济增速过快下滑出现了一定的担忧，但是我们仍坚持认为我国经济二、三季度出现大幅下滑的风险较小，甚至不排除经济增速高出目前市场较为悲观的预期

的可能。但与此同时，通胀压力仍将持续，甚至一直到下半年。市场对于政策紧缩的忧虑仍会挥之不去，市场整体估值水平因此也难以出现上升。所以，目前具有安全边际和较好投资价值的仍是低估值和盈利增长确定性的板块和股票，比如：银行、化工、地产、电力和食品饮料等。

二. 存货风险可控

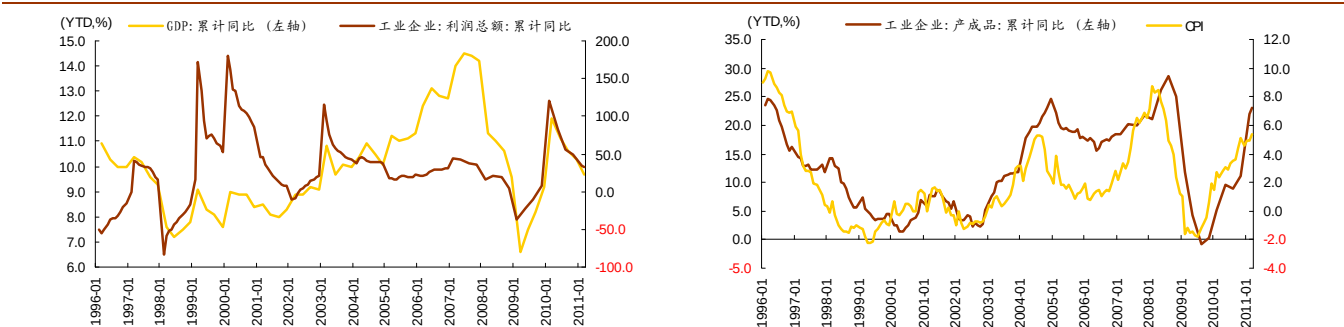
近期不少投资者对于一季报显示了上市公司库存增加较快的现象产生了一定的忧虑，因此我们认为有必要对此情况以及其对企业未来盈利状况可能产生的影响分行业做出进一步的分析。

1. 库存周期解析

企业的库存周期和通胀周期存在很大的相关性，而企业的盈利周期和经济周期也存在很大的相关性，这两者之间又相互作用，相互影响。通常在经济企稳回暖的时期，企业盈利也会随之回暖，经济增长带来的通胀预期又会推高企业库存，从而加速企业盈利增长，强化经济增长和通胀预期。反过来看，当经济增速下滑时，企业盈利增长几乎是同时减速。经济减速带来的终端需求下滑使企业开始减缓甚至停止工业生产，从而使经济环境更加严峻。由于企业成本无法顺利传递，企业只能对原材料计提准备，对产成品降价处理，从而使得企业盈利加速下滑。通常企业库存周期滞后于盈利周期，而产成品库存周期滞后于原材料库存周期。

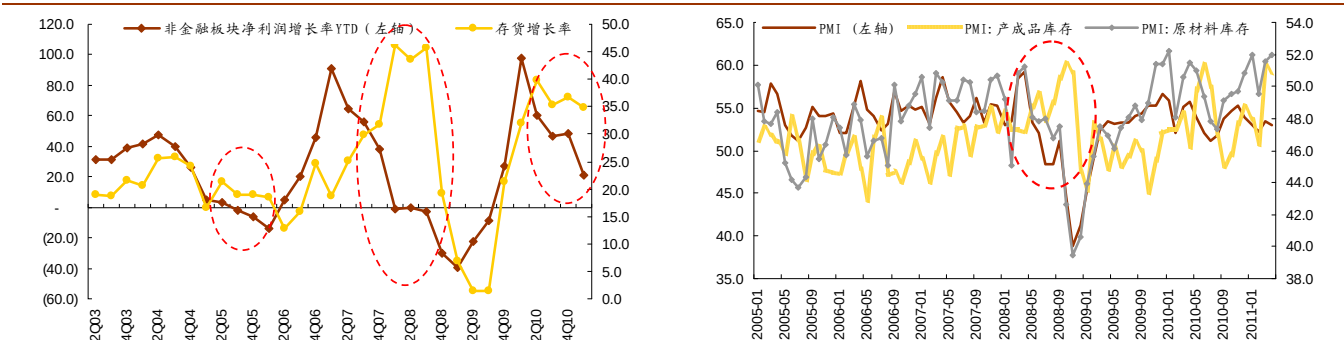
2008 年经济危机带来了企业的大规模去库存，企业的库存增速在零左右徘徊。随着经济逐渐回暖，从 2009 年 3 季度开始，企业开始了逐渐的主动补库存的过程，这同时也是本轮通胀开始抬头的时期。在工业企业的盈利增速和 GDP 增速同时在 2010 年 1 季度见顶后，2010 年 2 季度，上市公司的库存增速从之前加速增长的态势开始企稳并略有回落。但工业企业产成品增速略有不同，在 2010 年 8 月底工业企业产成品增速短暂回落后，一直上涨至今（最新数据到 2011 年 3 月底）。

图表 7：企业的盈利周期和经济周期相关（左）和企业的库存周期和通胀周期相关（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 8：上市公司存货增速略有下滑（左）和 PMI 原材料库存指数领先产成品库存（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

2. 上市公司库存情况：风险集中在地产和机械

从存货增速、存货占比以及存货周转率三方面来看，上市公司目前存货水平处于历史较高水平，企业面临去库存压力。从上市公司 2011 年一季度库存的增速来看，一季度 A 股非金融行业库存同比增长 34.8%，环比增长 9.7%。当前库存增速仍处于高位，但当相对于 2010 年二季度 39.8% 的同比增速已经略有回落。从库存占总资产的比例来看，这一比例在一季度的时候迅速从 17.2% 上升至 17.9%，突破了前期的高点。从库存周转率来看，存货周转速度变慢，下降了 0.62 至 3.71，周转率低于历史均值，但不能忽略的是季节性因素（一季度存货周转率较去年四季度通常都是下滑，下滑的历史均值为 0.58）。

从行业上来看，对 2011 年一季度 34.8% 的同比高增长率的贡献度较大的分别是房地产、建筑与工程、机械（所有类型），石油天然气，钢铁和有色金属，贡献率分别是 11.3%，6.3%，2.9%，2.7%，2.1%，1.3%，这六大行业就贡献了全部增速的 26.6%。这六大行业也存在一定的分化，房地产、建筑与工程以及机械行业库存增长较快和周转较慢，因此相对风险也较大。而石油天然气、钢铁和有色金属库存增速和周转都处于相对健康的水平，风险也较小。下面我们分别对能源及材料，机械，消费以及房地产和建筑四个主要的大行业的库存做分析。

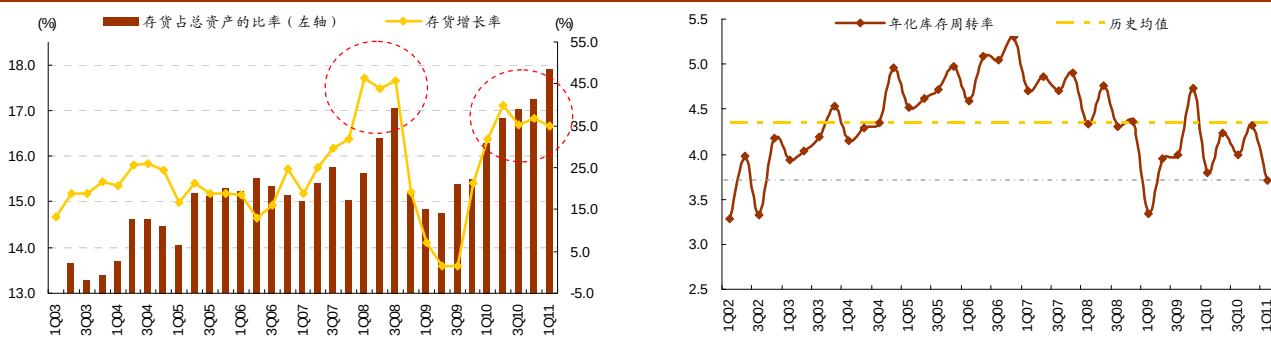
能源及材料行业 2011 年一季度存货同比增长 25.5%，环比增长 12.9%，存货增长速度与历史平均水平（25.8%）持平。一季末库存占 A 股非金融的 27%。从子行业来看，钢铁，煤炭，化工，有色金属的存货增速已经开始下滑。石油天然气行业存货上涨则是因为前期库存水平较低，上市公司出现了一个主动补库存的行为，不论从库存占总资产的比例，还是从存货周转天数来看，石油天然气行业当前的库存都还处于历史平均水平之下。而建材行业库存增长较快就是水泥，但是这主要是有价格因素引起的。以海螺水泥为例，当前的季度平均价格是 2004 年的高点，比去年同期高了 14%。

工业行业库存较大的就是机械和电气设备两个行业，这两个行业 2011 年一季度存货同比增长 34.4%，环比增长 15.9%，存货增长速度大幅高于历史平均水平（25.9%）。一季末库存占 A 股非金融的 10%。从子行业来看，工程机械和商用车及零部件（主要是重卡）的存货增速已经接近历史高点，一季度的增速有所企稳，其他机械和电力设备的增速继续上涨。并且基本所有子行业在一季度都出现了周转变慢的情况。重卡和电力设备行业都出现了一定的产能过剩。当前固定资产投资增速还在增长，工程机械的旺季在二季度，这对当前的高库存也会有一定的缓解作用，但是风险在于固定资产投资增速放缓，需求不及预期，这样则会带来去库存的风险。

消费类行业 2011 年一季度存货同比增长 29.1%，环比增长 4.7%，存货增长速度高于历史平均水平（14.7%）。一季末库存占 A 股非金融的 14%。存货增长速度较高主要是受乘用车和家电两个子行业带动，但这两个行业从去年年中开始存货增速就开始出现明显的下滑。从另外几个重点子行业来看，农业，食品饮料，纺织服装的当前的存货增速处于历史平均水平。零售行业存货增速略高于历史水平主要是终端零售商扩展销售网络的结果。当前消费类行业库存的风险并不大。

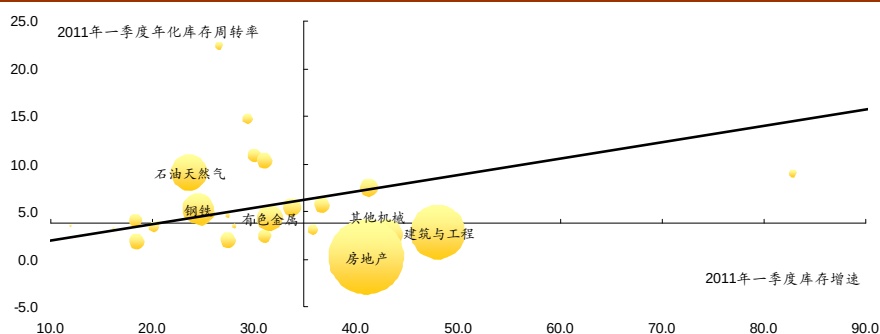
房地产和建筑行业 2011 年一季度存货同比增长 43.3%，环比增长 7.9%，存货增长速度高于历史平均水平（33.9%）。一季末库存占 A 股非金融的 43%。这两个行业也是推动 A 股非金融行业一季度高增长的主要因素。房地产行业的高库存主要源于终端销售的疲弱，如果下半年销售进一步萎缩，并且大幅低于预期，房地产行业则面临较为严重的去库存风险。

图表9：上市公司存货增速略有下滑（左）和存货周转速度变慢，略低于历史均值（右）



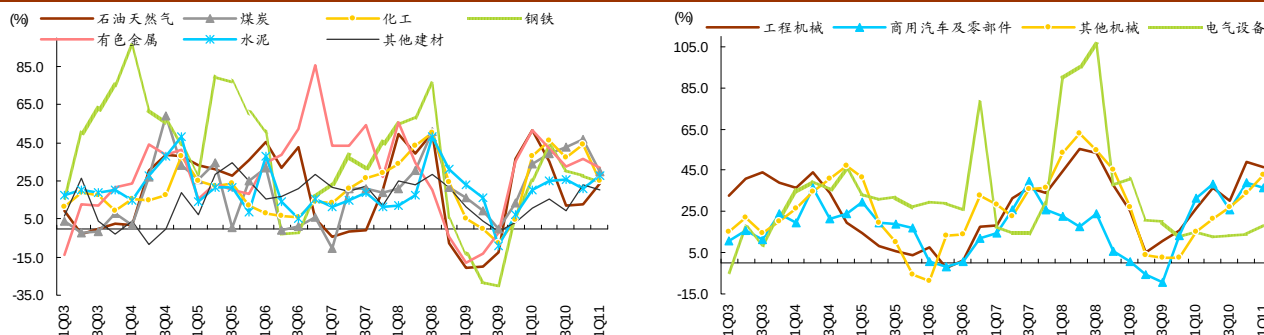
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表10：2011年一季度分行业库存情况



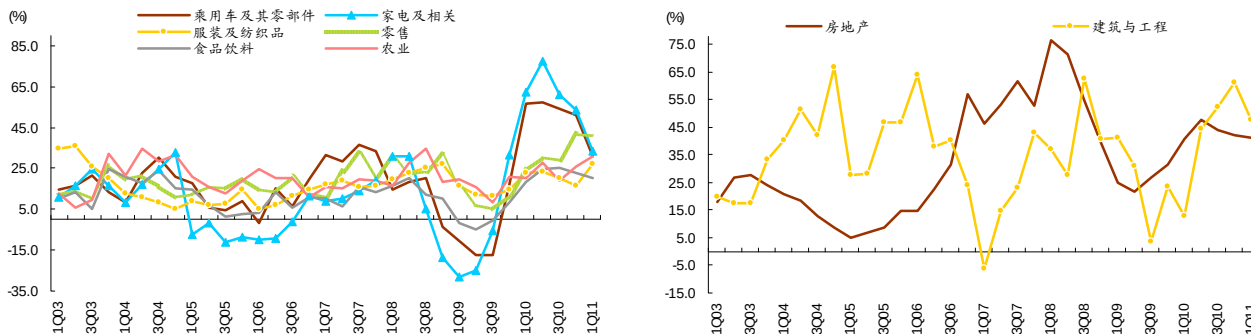
资料来源：Wind，中金公司研究部 *直径越大代表对一季度存货同比增速的贡献率越高

图表11：存货增速：能源和材料行业（左），机械和电气设备行业（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表12：存货增速：下游行业（左）和房地产及建筑行业（右）



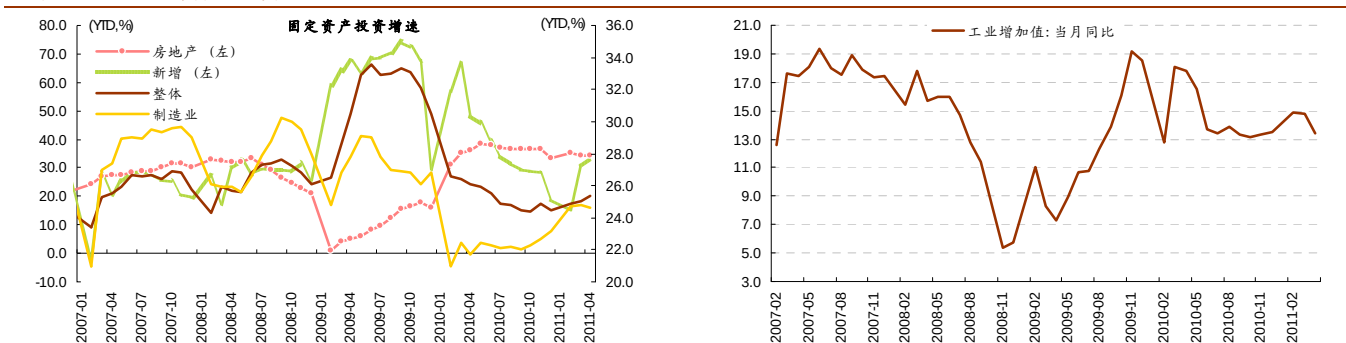
资料来源：Wind，中金公司研究部

3. 企业去库存或较快完成

从4月份的经济数据来看，一方面是工业增加值同比增长13.4%，低于市场预期的14.6%。显示了工业生产的增长的放缓。显示了工业企业已经预期经济放缓，继续增加库存的动力在下降。而另一方面，累计固定资产投资同比增长25.4%，高于市场预期的24.9%，新增固定资产投资增速33.6%，延续年初以来的上涨趋势。显示了固定资产投资依然较强，对能源，资源品以及设备的需求并没有减少。另外，社会消费品零售总额同比增长17.1%，较3月的17.4%略有回落，但环比增长1.35%，高于3月的1.34%，显示消费增长保持稳定，下游行业的库存压力较小。

从这三方面来看，去库存将进一步演化为微观企业的行为。并且由于是企业主动的减库存行为，因此对企业盈利带来的负面影响也会较小。我们认为，如果不出现宏观经济突然恶化使需求不及预期，那本轮企业去库存将较快完成。

图表 13：固定资产投资增速（左）和工业增加值同比增速（右）



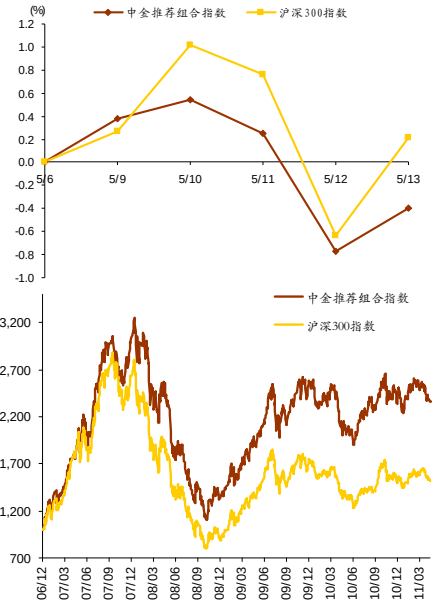
资料来源：Wind，中金公司研究部

中金推荐组合及配置建议

图表 14：中金 A 股推荐组合

本周将柳工、科达机电替换成中国建筑和盐湖股份

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		
			11-5-13	一周	YTD	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中国建筑	601668.SH	推荐	3.98	2.8	16.4	12.9	9.8	7.8	1.5	1.4	1.2	1.9%	2.6%	3.2%
盐湖股份	000792.SZ	推荐	56.50	7.0	-14.7	81.1	22.9	17.9	23.3	6.5	5.4	0.0%	2.6%	3.4%
民生银行	600016.SH	推荐	5.93	1.2	18.1	9.0	6.7	5.3	1.5	1.2	1.0	1.7%	0.0%	0.0%
华夏银行	600015.SH	审慎推荐	12.14	0.5	13.1	13.9	10.1	8.0	2.3	1.3	1.2	1.6%	1.6%	1.6%
中南建设	000961.SZ	推荐	12.72	5.3	11.3	15.7	13.3	8.9	3.2	2.6	2.0	0.0%	0.0%	0.0%
八一钢铁	600581.SH	推荐	14.30	-4.7	26.1	21.1	12.8	11.1	3.2	2.6	2.1	0.0%	0.0%	0.0%
辰州矿业	002155.SZ	推荐	33.03	-0.1	-7.6	82.9	32.6	27.2	9.2	7.9	6.7	0.0%	0.0%	0.0%
江西铜业	600362.SH	推荐	33.56	-0.3	-25.7	23.7	17.4	16.4	4.2	3.4	3.0	0.0%	0.0%	1.8%
海螺水泥	600585.SH	推荐	36.67	-1.3	23.6	21.0	9.7	7.8	3.7	2.7	2.1	0.8%	1.6%	1.9%
国电电力	600795.SH	审慎推荐	3.32	-2.6	8.5	21.3	17.5	15.9	2.1	2.0	1.8	0.8%	3.0%	2.9%
建发股份	600153.SH	推荐	9.16	6.3	39.8	11.7	9.2	7.3	3.4	2.6	2.0	1.1%	1.4%	1.7%
上海汽车	600104.SH	审慎推荐	16.57	-3.1	12.9	13.2	8.3	7.2	2.7	2.4	2.0	0.2%	2.3%	6.0%
老凤祥	600612.SH	推荐	31.30	-2.2	5.7	35.9	24.4	19.4	6.3	5.0	4.0	0.0%	0.0%	0.0%
友好集团	600778.SH	推荐	13.07	-0.6	-1.9	38.7	26.0	17.9	3.9	3.4	2.9	0.0%	0.0%	0.0%
鲁泰A	000726.SZ	审慎推荐	11.44	5.9	22.6	14.8	11.7	9.7	2.4	2.0	1.7	2.4%	3.0%	3.6%
泸州老窖	000568.SZ	推荐	47.14	-0.9	15.3	29.8	21.9	16.6	11.9	10.2	8.6	2.1%	3.2%	4.2%
青岛啤酒	600600.SH	审慎推荐	35.00	-1.0	0.9	31.1	25.7	21.4	4.9	4.2	3.6	0.5%	0.6%	0.7%
康美药业	600518.SH	推荐	14.27	-1.2	-14.8	41.2	25.7	17.7	6.6	5.5	4.5	0.8%	1.0%	1.4%
中国联通	600050.SH	推荐	5.60	-1.2	4.7	95.9	35.9	14.0	1.7	1.6	1.6	0.5%	1.3%	3.6%
科大讯飞	002230.SZ	n.a.	42.18	-6.8	-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 15：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	15.1%	-28.7	15.9	26.4	4.6	17.0	19.5	16.8	13.3	12.7	10.9	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7	2.3	2.1	2.6	2.8	3.4	12.8	13.6	15.5	14.7	15.4
石化	0.0%	-655.2	118.6	74.2	-32.1	18.7	n.a.	43.6	25.0	36.8	31.0	5.1	4.6	3.9	3.7	3.4	-	0.3	1.0	0.4	0.5	-63.4	10.6	15.8	10.1	10.8
煤炭	5.4%	37.9	1.6	30.0	18.0	14.5	22.4	22.0	16.9	14.4	12.5	4.0	3.5	3.0	2.7	2.3	1.5	1.5	2.1	2.3	2.7	17.8	16.1	17.9	18.6	18.7
钢铁	2.0%	-49.4	-39.6	106.8	33.5	18.6	19.2	31.7	15.4	11.5	9.7	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	2.3	1.5	2.3	3.3	3.9	7.7	4.4	8.2	10.3	11.3
有色金属	4.1%	-57.9	-58.3	272.7	51.0	18.8	73.6	176.5	47.4	31.4	26.4	5.7	5.5	4.9	4.0	3.7	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	7.7	3.1	10.3	12.9	14.1
建材	1.2%	25.0	49.4	55.2	101.3	25.4	52.1	34.8	22.5	11.2	8.9	5.7	4.7	3.8	2.9	2.2	0.4	0.4	0.6	1.3	1.6	10.9	13.6	16.7	25.6	25.1
造纸包装	0.2%	2.5	28.4	-29.0	42.3	37.5	18.6	14.5	20.4	14.3	10.4	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1	0.5	2.2	1.2	1.3	1.7	9.3	10.0	6.5	8.6	10.7
化工	1.8%	4.1	-46.6	52.2	129.6	38.9	41.5	77.8	51.1	22.2	16.0	7.5	6.5	5.6	4.0	3.3	0.9	0.8	0.6	1.5	2.0	18.1	8.3	10.9	17.8	20.9
电力	3.5%	-102.5	3572.0	14.4	12.1	12.2	n.a.	28.3	24.7	22.1	19.7	3.3	2.6	2.2	2.0	1.9	1.0	1.3	1.1	2.4	2.4	-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	55.4	37.8	31.2	28.0	24.0	5.0	4.6	3.4	3.3	3.1	1.7	2.2	2.1	2.4	2.8	9.0	12.1	11.0	11.7	13.0
交通基础设施	3.2%	9.8	-1.5	31.3	19.3	9.2	21.1	21.4	16.3	13.7	12.5	2.5	2.3	2.1	1.8	1.7	1.9	1.9	2.4	2.9	3.0	12.1	10.9	12.7	13.1	13.3
交通运输	2.4%	-119.2	28.8	894.6	-15.4	-13.8	n.a.	13.6	16.1	18.7	3.7	3.5	2.5	2.2	2.0	1.2	0.3	0.1	0.6	0.5	-4.7	-3.3	18.6	13.6	10.7	10.7
机械	3.5%	6.9	-3.4	54.6	44.7	28.8	37.7	39.1	25.3	17.5	13.6	6.5	5.0	3.8	3.2	2.8	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	17.2	12.9	15.0	18.5	20.4
电气设备	2.1%	-8.3	49.6	20.2	24.9	23.6	51.5	34.4	28.6	22.9	18.6	8.0	6.2	4.0	3.6	3.1	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	117.3	10.8	36.4	17.3	35.8	16.5	14.9	10.9	9.3	3.2	1.8	1.6	1.5	1.3	0.5	1.6	1.7	2.3	2.7	9.0	10.9	11.0	13.5	14.2
银行	25.1%	31.0	17.6	32.9	27.3	21.1	15.0	12.8	9.6	7.6	6.2	2.6	2.3	1.8	1.5	1.3	2.8	2.8	3.0	2.3	2.8	17.6	18.0	18.2	19.4	20.2
证券	1.3%	-61.9	73.1	-16.2	-4.1	7.4	31.3	18.1	21.5	22.5	20.9	3.0	2.1	2.1	1.9	1.8	0.5	3.2	2.3	2.0	1.9	9.6	11.8	9.6	8.5	8.7
保险	4.9%	-53.8	134.0	9.9	16.4	18.0	49.3	21.1	19.2	16.5	14.0	3.9	3.0	2.8	2.4	2.1	1.4	0.9	2.3	1.5	1.7	7.8	14.4	14.8	14.7	15.0
房地产	2.6%	3.2	40.4	37.5	26.4	21.5	27.4	19.5	14.2	11.2	9.2	3.2	2.5	2.2	1.8	1.5	0.7	0.9	1.2	1.2	1.3	11.8	12.9	15.3	16.2	16.5
电信服务	0.7%	250.5	-86.2	-54.6	167.3	156.0	6.0	43.5	95.9	35.9	14.0	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.2	1.1	0.5	1.3	3.6	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	51.5	34.5	26.1	22.0	17.8	6.0	4.8	3.7	3.2	2.6	0.4	0.5	0.5	0.3	0.4	11.8	13.8	14.1	14.6	14.8
电子元器件	0.3%	-35.8	26.0	102.9	54.3	33.7	96.1	76.3	37.6	24.4	18.2	7.7	8.7	7.3	5.9	4.6	0.9	0.5	1.0	1.7	2.2	8.0	11.4	19.5	24.1	25.4
传媒	1.2%	3.0	20.1	6.8	15.0	18.3	60.7	50.5	47.3	41.1	34.8	5.7	4.6	3.8	3.5	3.3	0.2	0.6	0.6	0.6	0.7	9.4	9.1	8.0	8.6	9.4
家电及相关	1.5%	15.6	50.9	44.7	29.8	22.0	44.8	29.7	20.5	15.8	13.0	5.9	4.6	3.7	2.7	2.3	0.7	0.8	0.7	1.2	1.4	13.1	15.3	17.8	17.2	17.7
零售	1.5%	16.7	24.5	35.3	35.0	32.0	52.9	42.5	31.4	23.3	17.6	7.7	5.6	4.5	3.7	3.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	14.6	13.2	14.3	16.1	18.2
汽车及零部件	2.6%	-39.5	149.2	87.0	34.1	16.6	57.0	22.9	12.2	9.1	7.8	5.2	4.1	3.0	2.4	2.0	0.8	0.8	1.1	2.1	3.5	9.1	17.9	24.2	26.3	25.6
酒店旅游	0.2%	1.9	22.1	16.4	25.0	26.0	44.3	36.3	31.2	24.9	19.8	4.6	3.5	3.6	3.4	3.1	1.0	2.3	0.9	1.1	1.3	10.5	9.5	11.6	13.5	15.5
服装及纺织品	0.7%	50.3	25.5	33.7	41.9	33.7	57.5	45.8	34.3	24.2	18.1	13.1	8.4	6.0	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	4.2%	6.7	75.1	33.5	37.1	32.4	81.2	46.4	34.8	25.4	19.1	12.6	10.0	8.0	6.6	5.3	0.5	0.6	1.1	1.3	2.1	15.5	21.5	23.1	25.9	27.7
医疗保健	2.4%	31.1	50.5	25.4	39.4	28.3	80.7	53.6	42.8	30.7	23.9	10.9	8.7	6.4	5.3	4.8	0.4	0.4	0.4	0.7	0.8	13.6	16.2	14.9	17.4	19.6
农业	0.8%	-11.2	19.2	8.7	100.0	17.2	76.4	64.1	59.0	29.5	25.2	6.6	5.5	5.1	4.2	3.7	0.5	0.6	0.5	0.8	0.8	8.6	8.6	8.6	14.3	14.7
小盘股	2.1%	16.3	25.2	43.9	61.6	31.8	75.6	60.4	42.0	26.0	19.7	9.4	7.1	5.2	4.5	3.7	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	11.8	12.5	17.1	18.9	18.9
合计	100%	-9.1	23.3	36.6	23.6	19.8	24.7	20.0	14.7	11.9	9.9	3.3	2.8	2.3	2.0	1.8	1.6	1.7	1.9	1.9	2.3	13.4	14.2	15.9	16.9	17.7
金融板块	31%	15.9	24.3	29.7	26.0	20.8	17.0	13.7	10.5	8.4	6.9	2.8	2.4	1.9	1.6	1.3	2.5	2.5	2.8	2.2	2.6	16.3	17.4	17.7	18.7	19.4
非金融板块	69%	-28.2	21.1	45.2	20.9	18.7	34.2	28.0	19.3	15.9	13.4	3.8	3.2	2.8	2.4	2.1	1.1	1.1	1.3	1.7	2.1	11.0	11.5	14.3	15.2	16.0

资料来源：WIND，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，中金公司为中国建筑、民生银行、国电电力提供过投资银行服务。

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