



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29日

A股市场

研究部

侯振海

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

王慧

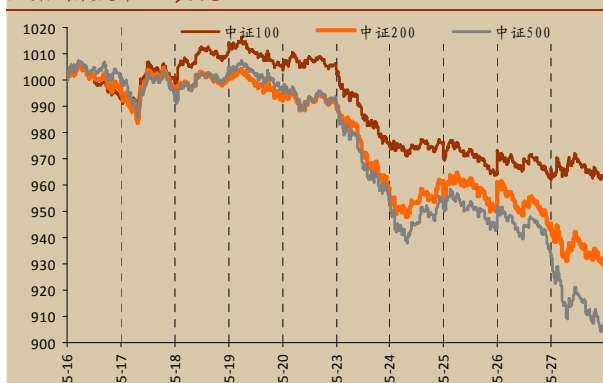
分析师, SAC 执业证书编号: S0080210030003
wanghui@cicc.com.cn

对市场估值底部的分析

上证综指十日表现



风格指数十日表现



A股过去12个月TTM市盈率走势



资料来源: WIND, 中金公司研究

本周A股策略观点

- 出于对一些短期经济问题的忧虑加深, A股破位下跌, 连续跌破技术支撑线引发恐慌性抛盘。
- 我们认为需要区分困扰市场短期与长期的问题。干旱电荒等问题可能造成通胀高于预期, 而经济增速受供给限制而放缓, 使得经济似乎陷入类“滞胀”的环境, 这对投资者无疑有一定打击。但我们认为由于下游需求依然较好, 且库存相对水平不高, 市场对于未来经济增长的预期在6、7月份以后存在改善的可能。至于其他一些利空传闻, 我们认为其真正性存在一定变数, 而市场预期已经十分悲观, 因此对股市进一步向下的拉动作用有限。
- 从中长期问题看, 经济结构性问题对于市场的困扰将长期存在。从目前政府财政收入、大型国企和国有银行业绩大幅增长的情况看, 作为当前体制下的受益者, 要求其主动改变目前状况缺乏动力。中小企业的问题在进一步积累后也只能通过通胀、负利率和加大直接融资等出让居民部门部分利益的渠道来解决。在此大背景下, 股市投资者主要作为被融资者的输出大于输入的地位不会发生改变。这将导致股市吸引力持续下降和估值继续滑落的可能。
- 从估值判断, 目前大盘静态估值距离2005和2008年底部水平约有20%的溢价。考虑到今年15%左右的ROE和利润增长水平, 我们认为大盘指数进一步向下的空间在5%~10%, 极限位置可能达到2500, 但2600点附近已经属于较为安全的区域。然而, 虽然我们认为指数整体的下行空间有限, 但以中小盘为首的很多板块距离历史估值底部仍有很大的距离, 因此投资者需要关注个股风险, 而且这种风险目前已经从小盘股向部分中盘股扩散。
- 从板块情况看, 目前能源、金融、电信和公用事业基本接近历史市净率估值底部, 而信息技术、材料、医药和日常消费品等板块则仍存在较大的溢价。
- 我们认为市场短期仍以弱势震荡为主。投资者可以关注超跌个股和盈利增长较为确定的个股, 但整体性的市场机会可能仍需等待市场对中期经济走势预期更加明朗以后才会出现。

一周市场回顾

股指破位下跌

上周美股继续走弱，A股市场破位下跌。

国际方面，欧债危机继续压制国际股市。继惠誉评级机构下调了希腊的信用评级之后，标准普尔公司又下调了意大利信贷评级的前景。标普评级机构表示，如果意大利不能控制政府预算、促进经济增长，那么该国的债务评级就有被下调的风险。同时，惠誉又将比利时的信用评级前景下调至负面。受此影响，欧洲股市自周一大跌之后就一直在低位盘整。而美股也继续受困于国内经济复苏前景的不明朗。房屋销售方面，4月美国新屋销售量仅为32.3万套，是过去10年同期的最低值，显示房市尚未有反弹迹象。周二公布的里士满联储制造业指数继续下滑，表明美国制造行业仍在继续萎缩。消费方面，4月耐用品订单环比下降3.6%，降幅超过市场预期的-3.0%。就业方面，上周首次申请失业救济金人数上升了1万人至42.4万，高于市场预期的40.4万，四周移动平均值为43.9万，较一个月前高3万，该指标目前已经连续7周超过40万的门槛，反映就业复苏并非一帆风顺。

国内方面，汇丰周一公布的“中国制造业采购经理人指数预览”的5月初值数据下滑至51.1，为10个月最低位，其中产出指数亦创10个月新低，进一步验证在抗通胀背景下，经济增长动力有所削弱。国家统计局周五公布数据，1至4月份，全国规模以上工业企业实现利润14869亿元人民币，同比增长29.7%，比一季度放缓2个百分点。企业盈利增速已随经济增速的放缓略有放缓，但是当前增长速度仍然较快。资金面方面，三年期央票复出才一周，便暂停发行，本周三年期央票没有出现在周一的公开市场一级交易商的央票申报书上，原因可能是因为年内五次上调存准率、公开市场到期量下降、财政存款季节性上升以及商业银行月末考核等因素叠加，导致近日银行间市场资金利率出现飙升，而公开市场回笼缩量则体现出央行维护资金面稳定的意图。行业政策方面，住建部住房改革与发展司司长倪虹24日表示，国务院出台的一系列加强房地产市场调控的政策措施已取得初步成效，但成果尚需巩固。发改委周三突然上调了国内航空煤油价格，分析认为发改委意在用航空煤油价格的上涨来减轻炼厂的亏损压力，进而减少上调汽柴油价格的压力。此次航煤价格的调整也可能预示着未来价格调整的逐步市场化。

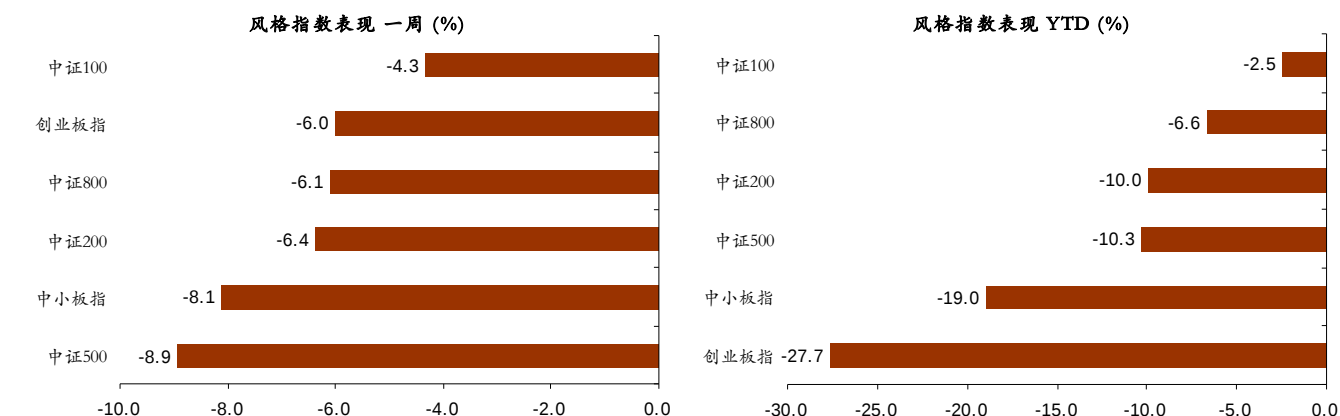
市场方面，周一，受欧债危机以及“汇丰中国制造业采购经理人指数预览”的5月初值数据下滑影响，两市低开低走，沪指一路跌破2800以及2779的年线，市场悲观情绪弥漫。周二，早盘市场惯性下跌近30点，午后，前期跌幅较大的创业板突然发力拉升带动大盘止跌反弹，但沪指受压于5日均线后横盘整理，沪指终盘微跌0.27%，但成交量仍然萎靡；而创业板指数则收涨3.57%，创出近3个月以来的单日最大升幅。周三，两市早盘低开后虽然小幅回升并一度翻红，但孱弱的人气和强大的资金流出压力再度打压指数。周四，受隔夜海外市场走稳的带动，两市早盘高开，中石油早盘再度出现1%以上的升幅，但无奈股指依然乏力，资金逢高出货迹象明显，开盘即成为全日最高点，午后沪指逐级下跌，两市几乎以全天最低点收盘。周五，大盘继续前一交易日的颓势。早盘小幅高开后一路下行。虽有银行、煤炭等权重板块护盘，但两市在许多前期强势股补跌的效应下，午后破位向下，创出了近期调整的新低。盘中跌停个股更是达到了50多只，成交量也略有放大。沪指全周跌幅达5.2%，创下今年以来的单周跌幅纪录。

行业方面，本周无一板块上涨。银行、证券、保险和煤炭等权重股跌幅较小。造纸、化工、消费零售和医疗保健跌幅较大。

风格方面，权重股相对抗跌。

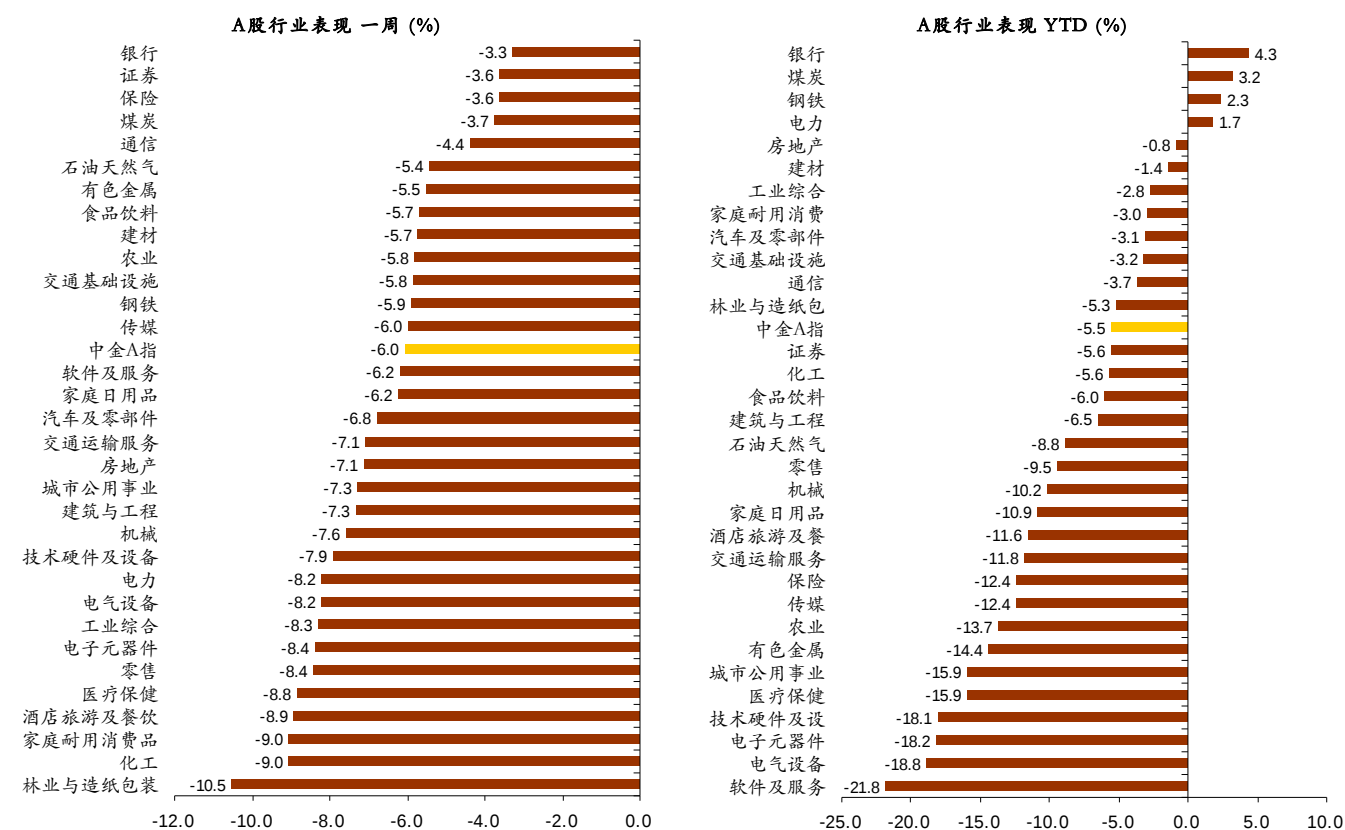
全周来看，上证综指下跌5.2%收于2710点，深证成指下跌5.5%收于11493点，沪深300指数下跌5.1%收于2963点。

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

上周 A 股大幅破位下跌，除金融、煤炭和石化等低估值大盘蓝筹股跌幅较小以外，其它板块呈现普遍大幅下挫格局。上证指数连破年线和 600 日均线两条支撑线，使得部分技术派投资者止损离场，市场出现恐慌性抛售。最终，上证指数全周下跌 5.2%，中小板指数暴跌 8.1%，创业板指数下跌 6%。

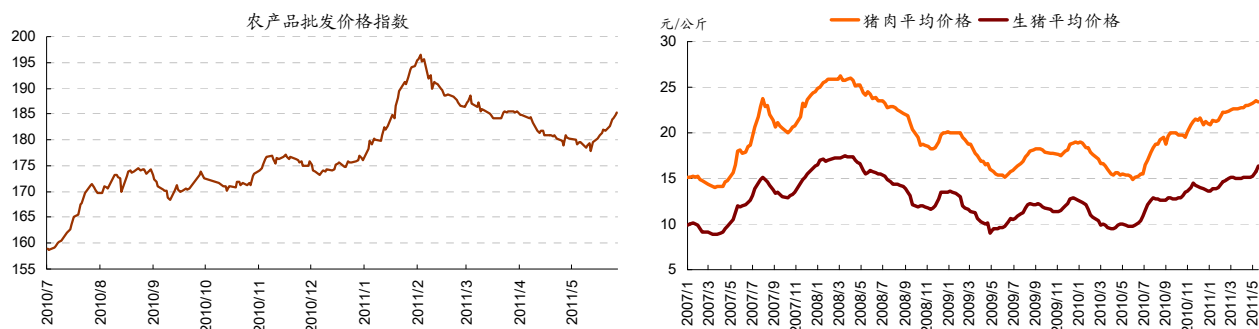
一、对于 A 股市场暴跌的分析评论

我们认为，A 股本轮的下跌是基于一些中短期因素，主要包括：1. 干旱电荒可能导致的经济出现“滞胀”环境。2. 国际板即将开设传闻。3. 市场预期 6 月份银行日均贷存比监管要求将开始实施并对市场资金面构成一定的压力。而我们认为市场难以趋势性走强是因为中长期以来一直困扰 A 股市场的核心问题，主要包括：1. 经济增长的模式问题（如：消费转型和新兴经济是否有可能，国进民退的问题等），2. A 股二级市场投资者的地位问题，或者说，管理层对于 A 股市场的融资功能和投资功能的侧重程度不同的问题（一直以来，A 股二级市场投资者似乎总是被定位在“被融资者”的地位上没有发生任何变化）。在近期的陆家嘴金融论坛上，多位金融部门高官谈到了大力拓展资本市场融资尤其是债券市场融资功能的问题，虽然近期券商类股票受此消息鼓舞得到了一定提振，但是，在今年以来增量资金有限的背景下，管理层对于融资功能的一再强调，加之近期新股破发不断，但发行节奏仍然维持高速的情况下，这一消息对于股市整体而言并非利好。

对于这些问题，我们认为短期问题随着时间的推移，市场的担忧会有所缓解。但上述长期问题确实是短期内得不到解决的。首先，经济转型将是一个长期的过程，而且对于原有经济体制下的政府和大型国企而言，目前其生存状况可谓十分良好，这一点从当前增速越来越快的政府财政收入和大型国企的利润水平中就可以看出。政府目前唯一需要担心的就是银行信贷的过快扩张可能增加其将来的信用风险，而大力发展直接融资市场的目的也是在不增加银行风险的情况继续为投资推动提供充沛的资金来源。但是在这一过程中，股市二级市场投资者的利益显然会处于相对弱势的水平，因此我们也一直倾向认为，只要那些长期问题得不到解决，A 股就不可能出现整体性的大牛市。

从短期问题看，干旱电荒造成的主要是短期供给面的问题，所以虽然对二季度的经济数据会有一些的负面影响，但是不会对全年经济有很大冲击。最后投资者很可能看到的状况仍旧是投资保持相对高增速，推动 GDP 仍维持在较高增长水平。但是通胀可能一直会高于市场投资者感觉到舒服的水平。从统计局公布的食物价格走势以及农业部的农产品批发价格指数看，5 月以来，农产品价格上升明显。我们认为，受供给和天气因素影响，5、6 月份农产品价格再次大幅走高已成定局。加上 6 月份全年最高的翘尾因素，6 月份 CPI 接近甚至超过 6% 的风险不能排除。

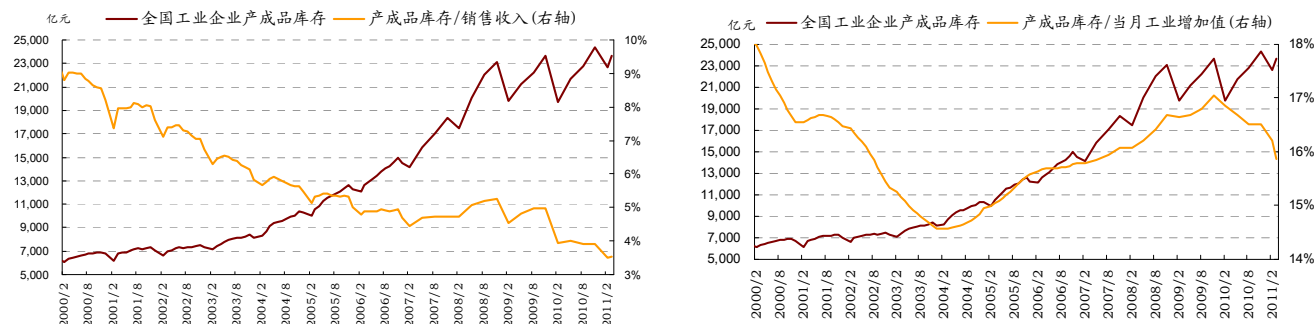
图表 3：农产品批发价格指数进入 5 月后反弹显著（左图）猪肉价格加速上行（右图）



资料来源：统计局，农业部，Wind，中金公司研究部

另外，由于供给受限因素，一些对于供给敏感的经济指标，比如 PMI 和工业增加值，存在进一步走低的可能。整个二季度，供给增速回落会显著快于需求增速的回落，这是一个比较典型的由于“去库存”而导致的经济增速放缓。这些我们在此前周报中已经有过论述。但是，我们同样认为，由于目前市场总体库存水平并不高，在下游需求没有明显回落的基础上，去库存的速度会比较快，很可能发生的情况是，进入 3 季度以后，工业品库存将跌至较低水平，企业将再度进入到库存周期。

图表 4：当前工业产成品库存与工业企业销售收入以及工业增加值的比重处于较低水平



资料来源：统计局，Wind，中金公司研究部

所以，从时间点上讲，当前短期经济基本面状况的确存在一定风险，主要是目前到 6 月份的经济数据可能非常差，即通胀最高而经济增长类数据最差。不过，我们依然认为很有可能，经济状况尤其如 PMI，工业增加值等在 3 季度会有改善，但是通胀可能依然是一个长期威胁。对于股市而言，目前的下跌也反映了部分投资者对于下半年政策放松预期落空的失望，虽然中金策略组从年初以来一直认为下半年政策放松是不太可能出现的。因此，从大的逻辑上看，今年只有波段做多的机会，而没有趋势性看涨的机会。时间点上，我们认为 6 月末到 7 月初，当经济数据达到最糟糕的状况以后，市场的预期将开始改善，市场就会存在一定的反弹做多机会。这也是我们相对看好届时出现一波上涨机会的主要理由。而看好的板块，依然是那些低估值的周期性股票，比如水泥、煤炭、化工、汽车零售等周期性消费品。

至于另外一些利空传闻，比如国际板的推出，我们认为短期内发生的概率不大。而对于 6 月份银行实行日均贷存比监管，根据我们分析，目前这项政策是否会在 6 月份推出并被强制贯彻执行仍存在一定的变数。因此，我们可以认为当前市场对于一些短期的不利因素的预期已经转向十分悲观，因而这些问题对市场造成进一步利空的影响力已经不会很大，相反，如果事实结果要好于市场目前悲观的预期，则可能在未来对市场产生一定的利好支撑作用。

从中长期因素看，当前经济暴露出的结构性问题较多，而且使得投资者去年以来对于经济转型和新兴经济的崛起的期望有所落空，从而更加悲观。虽然从年初策略报告开始，中金策略组就明确提出了今年不看好经济转型和新兴经济产业，并且趋势性看空高估值股票和中小盘股的观点，但是市场投资者消化这一预期的变化仍需时间。所以我们认为，对于中小盘股，目前仍不能轻言见底。在目前的经济背景下，我们认为，实际上地方政府和大型国企包括国有银行的信用风险并不会出现大幅恶化，更可能的情况是通过长久的通胀和负利率，以及畸高的市场利率来逐渐向居民和中小企业分摊化解。在目前的体系下，它们仍是主要的受益者，因此并不存在急切改变现状的想法。因此，政府对于经济问题所感受到压力和急切性并不大，而且由于上市公司盈利主要来自于大型国企和银行，其利润增速会仍维持在较好水平，但是由于居民和中小企业承受了几乎所有压力，因此从草根调研的情况看，反映其对于经济的感受极差。而这种鲜明的反差也造就了经济和企业盈利数据尚可的情况下，市场投资者对于经济反而容易变得更加悲观。所以，我们认为，由于最有能力改变状况的权力部门目前实际上对于改变现状的紧迫感和压力最低，所以这一状况反而可能更长久的维持下去，从而形成市场越来越悲观，使得股市估值下跌变得更久，而企业盈利继续维持稳定增长的状况。

这一状况所造成的现实性结果，在我们在此前周报中对于上世纪 70 年代美国滞胀时期股市和板块的投资逻辑加以分析的时候，就已经指出：那就是，指数可能长期在某个区域内横盘震荡，但市场整体估值水平会不断下跌，企业盈利则继续维持较为稳定的增长，通胀则长期维持在较高水平。需要指出的是：在过去中国劳动力供给十分充沛，而民营经济十分蓬勃发展的时期，由于供给的大量过剩，这种股市和经济情况是不会出现的，经济那个时候更多表现是强烈的周期性，股市则表现为暴涨暴跌，但是由于经济背景的逐渐变化，民营企业对于产能投资的热情大幅降低，加之政府严格的产能和环保条件限制，中国粗放型的供给过剩经济正在发生改变，从而导致经济和股市运行规律和节奏的变化。

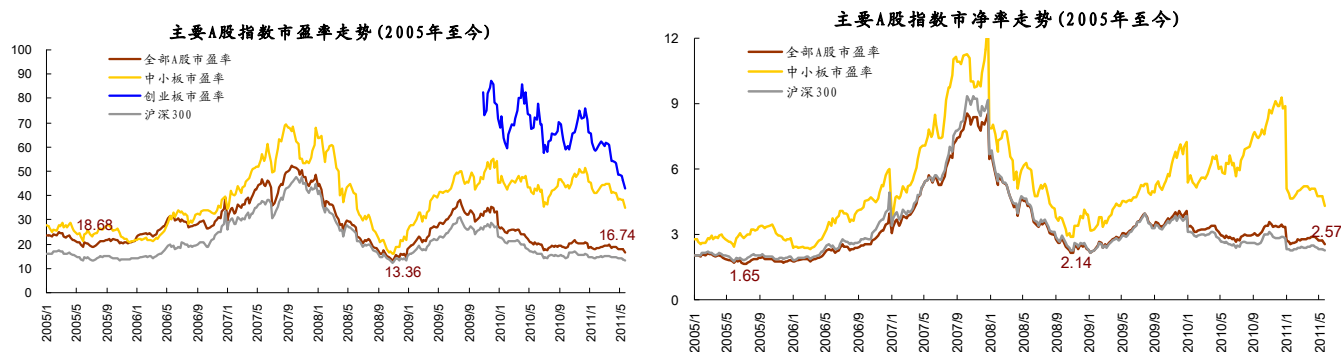
总体上讲，我们认为我们策略今年以来的一些分析（包括季报和周报），主要目的并不是让投资者抓住一些短期的波动，而是向投资者传递中国经济和股市运行模式正在发生的一种运行规律变化的信息。而这种运行规律的变化，很可能是中长期的（比如美国股市，就曾经出现过长达 6、7 年的连续横盘）。而我们年初以来一直推荐的股票选择逻辑也没有发生过重大变化，那就是低估值和估值合理且盈利增长确定性强的股票。这样的策略虽然看上去很不性感，而且在到底是进攻性还是防御性策略存在争议（因为这其中很多板块是周期性的，所以被习惯性地认为是进攻性的，但我们认为，如果经济从严重过剩向供给瓶颈转化后，市场未来的盈利周期性会大幅降低。例如：银行、地产、煤炭，本质上是非常周期性的行业，但是由于其对供给端的高度垄断性，其盈利并未表现出十分明显的周期性。大家可以设想如果未来越来越多的行业进入寡头垄断竞争状态后会怎么样。）但从年初至今的回报上看，这些垄断性加强，周期性变弱的低估值行业，比如银行、化工、水泥，仍然是显著跑赢大盘的。而这种趋势可能会更长久的持续下去。

二、对于市场估值底的分析判断

鉴于目前市场的显著调整，我们认为有必要对市场的估值底部做出分析并加以判断。在 2011 年度的策略报告中，我们就提出今年 A 股的箱体震荡的底部可能是在 2600 附近。我们也看到 2 月份时上证指数也曾接近过这一区域。我们依然认为，这一下限点位目前依然有效。我们认为这是基于整个宏观背景不出现情况严重恶化的条件下的一个重要点位，而我们目前依然倾向于认为当前宏观经济中，除了通胀可能继续维持较高水平外，由于总需求并未出现显著恶化，而且央行的货币紧缩政策的效果也主要局限在 M2 和银行贷款增速控制方面，对于社会融资总量以及与之相关的投资增速实际并未产生很大的约束，因此经济出现类似“硬着陆”那样的大幅恶化的风险并不大。

在这一基础上，我们可以分析目前的估值水平下，市场继续下行的风险和空间有多大。从图表 5 的 A 股主要指数的 12 个月的 TTM 市盈率和市净率看：当前全部 A 股的 TTM 市盈率和市净率分别为 16.74 倍和 2.57 倍。而我们看到，A 股在 2005 年和 2008 年最低的市盈率水平分别为 18.68 倍和 13.36 倍，而最低的市净率水平分别为 1.65 倍和 2.14 倍。

图表 5：A 股的 TTM 市盈率和市净率



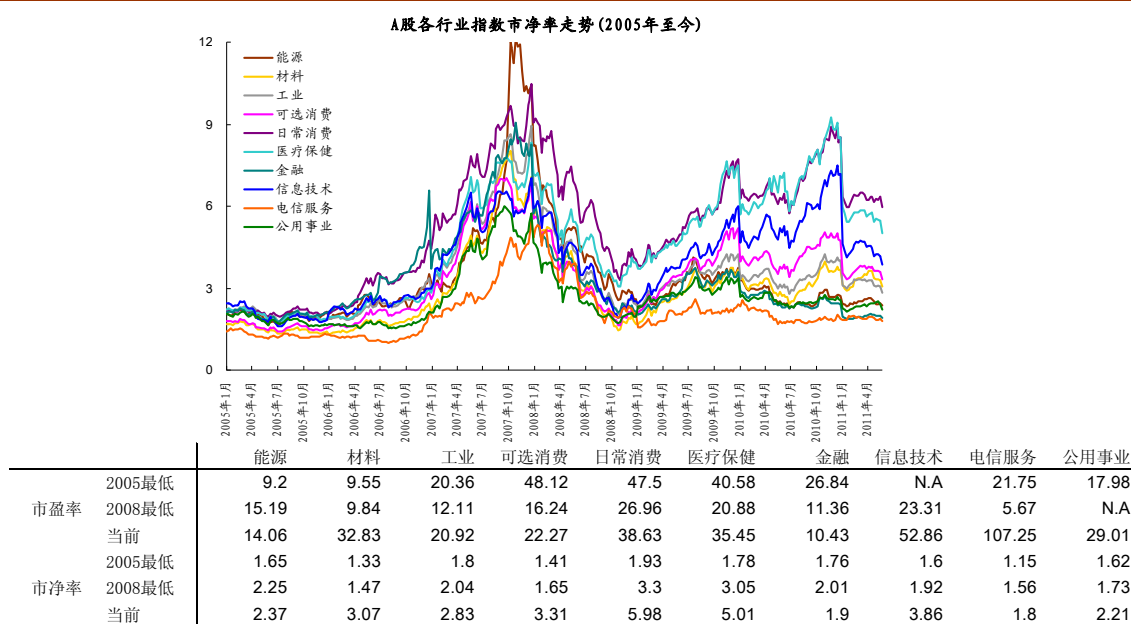
资料来源：Wind，中金公司研究部

从当前的静态市盈率和市净率水平看，距离 2008 年最低水平时仍有近 20%左右的溢价，但是值得考虑的是，当前的经济状况显然较 2008 年时要好很多；另外，考虑目前 A 股 2011 年 15%左右的 ROE 水平和盈利增长水平，我们认为，当前市场向下的空间在 5%~10%左右是一个相对合理的假设。因此，我们认为在上证 2600 点左右将可能是本轮市场调整的低点，而极限低位也比较难以跌破 2500 点。

但值得注意的是，目前 A 股中小板股的 TTM 市盈率和市净率仍分别高达 34.84 倍和 4.32 倍，而 2008 年最低时仅为 16.2 倍和 2.89 倍。因此，仅从估值水平看，中小盘股进一步大幅下挫的风险依然无法排除，而且目前风险可能从小盘股进一步向中盘股扩散。

从各行业的估值水平看，我们认为市净率是相对较好的判别指标，从图表 6 中我们可以看到：大部分权重板块，比如金融、能源、电信和公用事业，目前的市净率水平与 2008 年最低水平已经较为接近，但信息技术、材料、医药和日常消费品则仍存在较大的溢价。

图表 6：A 股各行业指数的市净率



资料来源：Wind，中金公司研究部

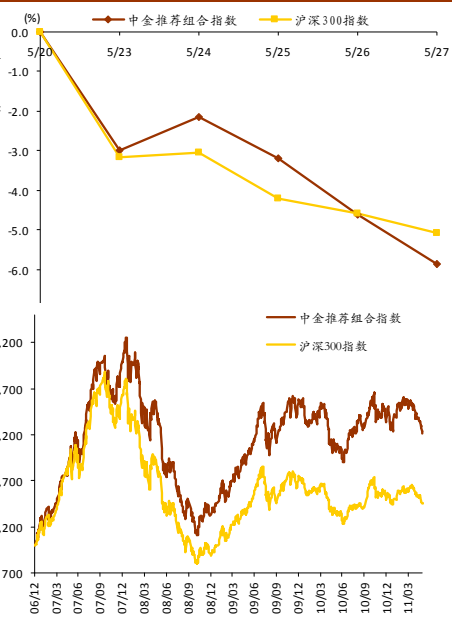
因此，可以说目前尽管大盘指数可能下跌的空间不会非常大，但是有相当多的板块和个股，仍存在有一定的下跌风险，尤其是中小盘个股。另外，从时间点上看，市场对于 5、6 月份较为不利的经济数据和可能的加息时间窗口仍会存在一定的忧虑，因此短期看，指数弱势震荡仍会市场的主流，目前看市场的风险更多的将集中于个股，尤其是高估值以及今年以来经过大幅炒作的个股的补跌。

中金推荐组合及配置建议

图表7: 中金A股推荐组合

本周将建发股份替换成郑煤机

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		
			11-5-27	一周	YTD	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	
郑煤机	601717.SH	审慎推荐	32.62	-9.3	-23.1	25.2	19.0	14.8	4.6	3.8	3.1	0.6%	0.8%	1.0%	
民生银行	600016.SH	推荐	5.91	-2.5	17.7	8.9	6.6	5.3	1.5	1.2	1.0	1.7%	0.0%	0.0%	
华夏银行	600015.SH	审慎推荐	12.01	-3.1	11.9	13.7	10.0	7.9	2.3	1.3	1.1	1.7%	1.7%	1.7%	
八一钢铁	600581.SH	推荐	12.60	-5.5	12.8	18.6	11.3	9.8	2.9	2.3	1.9	0.0%	0.0%	0.0%	
辰州矿业	002155.SZ	推荐	30.51	-7.4	-14.7	76.6	30.1	25.1	8.5	7.3	6.2	0.0%	0.0%	0.0%	
江西铜业	600362.SH	推荐	32.60	-3.7	-27.8	23.0	16.9	16.0	4.1	3.3	2.9	0.0%	0.0%	1.9%	
盐湖股份	000792.SZ	推荐	52.80	-4.3	-20.3	75.8	21.4	16.7	21.8	6.1	5.1	0.0%	2.8%	3.6%	
中国玻纤	600176.SH	推荐	26.59	1.0	4.7	55.2	15.6	11.6	8.0	3.1	2.6	0.0%	0.4%	1.9%	
海螺水泥	600585.SH	推荐	35.14	2.6	18.4	20.1	9.3	7.5	3.5	2.6	2.0	0.9%	1.6%	2.0%	
中国建筑	601668.SH	推荐	3.69	-5.6	7.9	12.0	9.1	7.2	1.4	1.3	1.1	2.1%	2.8%	3.5%	
国电电力	600795.SH	审慎推荐	3.04	-5.6	-0.7	19.5	16.0	14.6	1.9	1.8	1.7	0.9%	3.3%	3.1%	
上海汽车	600104.SH	审慎推荐	15.96	-3.6	8.7	12.8	8.0	7.0	2.6	2.3	2.0	0.2%	2.4%	6.3%	
老凤祥	600612.SH	推荐	30.13	-7.6	1.8	34.6	23.5	18.7	6.1	4.8	3.8	0.0%	0.0%	0.0%	
友好集团	600778.SH	推荐	11.68	-15.5	-12.3	34.6	23.3	16.0	3.5	3.1	2.6	0.0%	0.0%	0.0%	
鲁 泰 A	000726.SZ	审慎推荐	10.77	-5.7	15.4	14.0	11.1	9.1	2.3	1.9	1.6	2.5%	3.2%	3.8%	
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	17.45	-6.7	-16.5	29.7	21.7	15.7	7.1	6.3	5.4	3.4%	2.8%	3.8%	
泸州老窖	000568.SZ	推荐	44.30	-8.8	8.3	28.0	20.6	15.6	11.2	9.6	8.1	2.3%	3.4%	4.5%	
青岛啤酒	600600.SH	审慎推荐	33.96	-4.4	-2.1	30.2	24.9	20.8	4.8	4.1	3.5	0.5%	0.6%	0.8%	
康美药业	600518.SH	推荐	12.17	-11.8	-27.1	35.1	22.0	15.1	5.6	4.7	3.8	0.9%	1.1%	1.7%	
中国联通	600050.SH	推荐	5.58	-2.1	4.3	95.6	35.8	14.0	1.7	1.6	1.6	0.5%	1.3%	3.6%	



资料来源: 天相, 中金公司研究部

图表8: 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	15.5%	-28.7	15.9	26.4	4.6	17.0	19.1	16.5	13.0	12.4	10.6	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	2.3	2.2	2.6	2.9	3.5	12.8	13.6	15.5	14.7	15.4	
石化	0.0%	-65.2	118.6	74.2	-32.1	18.7	n.a.	39.3	22.5	33.2	28.0	4.6	4.2	3.6	3.3	3.0	-	0.3	1.2	0.5	0.5	-63.4	10.6	15.8	10.1	10.8	
煤炭	5.6%	37.9	1.6	30.0	18.0	14.5	22.1	21.8	16.8	14.2	12.4	3.9	3.5	3.0	2.6	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	17.7	29.4	14.2	10.6	9.0	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	2.5	1.6	2.5	3.6	4.2	7.7	4.4	8.2	10.3	11.3	
有色金属	4.2%	-57.9	-58.3	272.7	51.0	18.8	70.5	168.9	45.3	30.0	25.3	5.4	5.3	4.6	3.9	3.6	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	7.7	3.1	10.3	12.9	14.1	
建材	1.1%	25.0	49.4	55.2	101.3	25.4	48.3	32.3	20.8	10.4	8.3	5.3	4.4	3.5	2.7	2.1	0.4	0.4	0.7	1.4	1.8	10.9	13.6	16.7	25.6	25.1	
造纸包装	0.1%	2.5	28.4	-29.0	42.3	37.5	16.6	13.0	18.2	12.8	9.3	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	0.6	2.5	1.4	1.4	2.0	9.3	10.0	6.5	8.6	10.7	
化工	1.7%	4.1	-46.6	52.2	133.5	38.2	38.2	71.6	47.0	20.1	14.6	6.9	5.9	5.1	3.6	3.1	1.0	0.8	0.6	1.7	2.2	18.1	8.3	10.9	18.1	21.1	
电力	3.2%	-102.5	3,572.0	14.4	12.1	12.2	n.a.	24.7	21.6	19.3	17.2	2.9	2.2	1.9	1.8	1.7	1.2	1.5	1.2	2.7	2.7	-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	52.7	36.0	29.6	26.7	22.8	4.7	4.4	3.3	3.1	3.0	1.7	2.3	2.3	2.5	2.9	9.0	12.1	11.0	11.7	13.0	
交通基础设施	3.1%	9.8	0.8	32.5	22.2	13.3	19.7	19.5	14.7	12.1	10.6	2.4	2.1	1.9	1.6	1.5	2.0	2.0	2.4	2.9	3.2	12.2	10.8	12.8	13.1	13.7	
交通运输	2.3%	-119.2	28.8	894.6	-15.4	-13.7	n.a.	n.a.	12.3	14.5	16.8	3.3	3.2	2.3	2.0	1.8	1.4	0.4	0.1	0.6	0.5	-4.7	-3.3	18.6	13.5	10.6	
机械	3.4%	6.9	-3.4	54.6	44.7	28.8	35.2	36.4	23.6	16.3	12.6	6.1	4.7	3.5	3.0	2.6	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	17.2	12.9	15.0	18.5	20.4	
电气设备	2.0%	-8.3	49.6	20.2	24.9	23.6	47.0	31.4	26.1	20.9	16.9	7.3	5.6	3.7	3.3	2.8	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	15.6	17.9	14.1	15.8	16.6	
建筑	2.3%	-27.3	117.3	10.8	36.4	17.3	33.4	15.4	13.9	10.2	8.7	3.0	1.7	1.5	1.4	1.2	0.5	1.7	1.8	2.5	2.9	9.0	10.9	11.0	13.5	14.2	
银行	25.5%	31.0	17.6	32.9	27.3	21.1	14.5	12.3	9.3	7.3	6.0	2.5	2.2	1.7	1.4	1.2	2.9	2.9	3.1	2.4	2.9	17.6	18.0	18.2	19.4	20.2	
证券	1.3%	-61.9	73.1	-16.2	-4.1	7.4	29.8	17.2	20.5	21.4	19.9	2.9	2.0	2.0	1.8	1.7	0.5	3.3	2.4	2.1	2.0	9.6	11.8	9.6	8.5	8.7	
保险	4.9%	-53.8	134.0	9.9	16.4	18.0	47.2	20.2	18.3	15.8	13.4	3.7	2.9	2.7	2.3	2.0	1.5	0.9	2.4	1.6	1.8	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	25.5	18.1	13.2	10.4	8.6	3.0	2.3	2.0	1.7	1.4	0.7	0.9	1.2	1.2	1.4	11.8	12.9	15.3	16.2	16.5	
电信服务	0.8%	250.5	-86.2	-54.6	167.3	156.0	6.0	43.3	95.6	35.8	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	48.7	32.7	24.7	20.8	16.8	5.7	4.5	3.5	3.0	2.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	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	88.9	70.6	34.8	22.5	16.9	6.3	6.9	5.8	4.7	3.7	1.1	0.6	1.4	2.2	2.8	7.0	9.8	16.7	20.6	21.8	
传媒	1.1%	3.0	20.1	6.8	14.9	18.8	55.8	46.4	43.5	37.9	31.9	5.3	4.2	3.5	3.3	3.0	0.2	0.6	0.7	0.7	0.8	9.4	9.1	8.0	8.6	9.5	
家电及相关	1.5%	15.6	50.9	44.7	29.8	22.0	41.1	27.3	18.8	14.5	11.9	5.4	4.2	3.4	2.5	2.1	0.8	0.9	0.8	1.3	1.5	13.1	15.3	17.8	17.2	17.7	
零售	1.4%	16.7	24.5	35.3	35.0	32.0	48.3	38.8	28.7	21.3	16.1	7.1	5.1	4.1	3.4	2.9	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	53.5	21.5	11.5	8.6	7.3	4.8	3.8	2.8	2.3	1.9	0.8	0.9	1.2	2.3	3.7	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	40.6	33.3	28.6	22.9	18.2	4.2	3.2	3.3	3.1	2.8	1.1	2.5	1.0	1.2	1.4	10.5	9.5	11.6	13.5	15.5	
服装及纺织品	0.7%	50.3	25.5	33.6	42.2	33.6	55.0	43.8	32.8	23.1	17.3	12.5	8.0	5.8	4.7	3.7	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	22.7	18.3	17.6	20.3	21.6	
食品饮料	4.3%	6.7	75.1	33.1	37.1	32.3	79.3	45.3	34.0	24.8	18.7	12.2	9.7	7.8	6.4	5.2	0.6	0.6	1.1	1.3	2.1	15.4	21.4	23.0	25.8	27.6	
医疗保健	2.3%	31.1	50.5	25.4	39.4	28.3	75.3	50.0	39.9	28.6	22.3	9.6	7.6	5.7	4.7	4.3	0.4	0.4	0.4	0.7	0.9	12.7	15.3	14.2	16.6	18.6	
农业	0.8%	-11.2	19.2	8.7	100.0	17.2	71.3	59.9	55.0	27.5	23.5	6.1	5.1	4.7	3.9	3.5	0.5	0.7	0.5	0.8	0.8	8.6	8.6	8.6	14.3	14.7	
小盘股	2.0%	16.3	25.2	43.9	60.8	31.8	69.0	55.1	38.3	23.8	18.1	8.6	6.5	4.8	4.1	3.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	12.4	11.8	12.5	17.0	18.9	
合计	100%	-9.1	23.4	36.6	23.7	19.9	23.5	19.1	14.0	11.3	9.4	3.2	2.7	2.2	1.9	1.7	1.7	1.7	2.0	2.0	2.4	13.4	14.2	15.9	16.9	17.7	
金融板块	32%	15.9	24.3	29.7	26.0	20.8	16.4	13.2	10.2	8.1	6.7	2.7	2.3	1.8	1.5	1.3	2.6	2.6	2.9	2.3	2.7	16.3	17.4	17.7	18.7	19.4	
非金融板块	68%	-28.2	22.2	45.2	21.1	18.9	32.3	26.4	18.2	15.0	12.6	3.6	3.0	2.6	2.3	2.0	1.2	1.2	1.4	1.8	2.2	11.0	11.5	14.3	15.1	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/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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