

证券研究报告—深度报告

投资策略

2011 年中期投资策略

2011 年 6 月 9 日

相关研究报告:

定期策略

证券分析师: 黄学军

电话: 021-60933142

E-mail: huangxjun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120018

投资周期演变下的股市布局

● 构建以价格为传导变量的实体和资金存货的分析框架

实体和资金的存货(库存)对基本面和股市的影响,如同一个硬币的两面,波动来自于总需求(如出口)。在此分析框架下,存货投资对基本面的影响,中间变量是价格(如 PPI)和成本。资金存货对基本面(政策)的影响,传递变量是资金价格,最后对股市产生影响。如价格回落下去存货,体现在毛利的回落上。资金存货上升(存款准备金率)导致资金价格上涨,对股市产生负面影响。

● 经济短期面临去存货的压力,中期看投资无须过度担心

当前股市面临着去存货投资短周期的影响,成本上升,毛利回落,体现在一季度上市公司盈利下降。中期看,投资依然主导经济,无须过度担心。一是受到出口升级相关的制造业投资,全球的制造业景气较高,出现 04 和 08 年的可能性小。二是企业的提前应对和价格和需求的波动幅度较小,去存货的压力反应在基本面上也比较平缓。三是民间投资的设备更新周期中期起主导作用,及下半年保障性住房投资对冲部分商品房投资回落。维持年报判断全年 A 股盈利增速在 15%左右。

● 下半年的机会来自于政策力度的放松

买点在于实体经济去存货周期进入尾声,资金去库存开始。实体经济去库存的周期比较短,预计未来二个季度去存货结束。随着 QE2 的结束,外汇占款的流动性缓解,预计出现在 6 月份。如果按照通胀同比和环比回落趋势判断,预计出现在 7-8 月份。

● 对于估值和市场趋势:沪深 300 的估值目标在 12-19 倍之间

维持年度报告的判断 2011 年总体看是一个震荡市,基于目前的估值水平我们谨慎乐观。年度报告中提示上半年看好春节后的攻势,提醒 QE2 结束之际美元反弹给新兴市场资产价格和大宗商品价格带来的波动风险。下半年的机会在于 7-8 月份。基于估值底(相对于 05 和 08 年)的接近,对指数的底部不过于悲观。全流通、减持和快速的扩容压力使得估值中枢有所下移,沪深 300 的高点估值应低于历史平均水平,给 19 倍的市盈率水平,对应着上证的运行区间在 2500-3500 点。

● 行业配置:寻找转嫁成本的行业

基于以下三个方面寻找投资机会,一是寻找转嫁成本的行业。主要体现在成本上升,而毛利不受影响的行业,从一季报看机械设备、食品饮料、零售和纺织服装行业毛利上升。二是受到供给冲击但是需求不受影响的行业如电力、煤炭、建材和部分化工等。三是低估值+需求不受影响的行业如受益于保障性住房估值偏低的行业如家电,医药中的受降价影响不大的公司等。如果下半年通胀压力缓解,基于政策力度放松的预期,超配新兴产业和部分强周期行业。

● 风险提示

需要提示投资者的是,并没有考虑国际板推出以及政策过度紧缩导致的经济硬着陆风险。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

内容目录

中国经济：投资周期（存货和设备投资）的演变	5
短期需求：先行指标回落，经济和通胀环比回落	5
需求冲击：去存货导致的基本面波动较小	6
中期需求：中长期看经济依然靠投资	7
供给-受到成本上升和电力不平衡短缺的冲击	10
美国经济：景气度高到低排序，制造业-消费-房地产	12
美国经济：制造业景气度高，但是房地产仍低迷	12
美国政策：美元因基本面的改善有反弹，但不具备长期走强条件	12
国内政策：等待资金面去库存	14
从资金库存的角度，QE2 结束时存款准备金率的上调就会停止	14
从紧的政策结束需要通胀的环比和同比增速回落，预计 7-8 月	14
通胀下半年回落但仍不低	14
流动性：M1 定估值底，但难定绝对底部	15
紧缩对冲外部流动性，流动性处于持续收缩中	15
M1 难定左侧交易点	16
盈利：年度判断的 2011 年盈利增速为 15% 不变	16
工业企业利润增速放缓	17
上市公司的全年盈利增速预计 15% 左右	17
市场趋势：沪深 300 估值目标为 [12 19]	18
沪深 300 的估值中枢目标在 [12 19] 之间	18
扩容和减持压制估值	18
A 股全流通的压力依然较大	19
行业配置：寻找转价能力行业+供给冲击+低估值	20
消费行业毛利率的变化-食品饮料和零售受益涨价，医药受累降价	21
中游机械制造业的成本消化能力较强，但 TMT 较弱	22
石油石化毛利影响整体盈利，受油价影响较大	23
电力供应冲击下的行业选择	23
低估值+需求不受影响下的行业选择	23

图表目录

图 1: 工业增加值环比增速回落	5
图 2: 中国制造业 PMI	5
图 3: 汽车销量同比回落明显	6
图 4: 房地产市场也在回落	6
图 5: PPI 与美国 ISM 制造业指数的关系	6
图 6: 上市公司制造业存货增速与 PPI 的关系	6
图 7: 剔除金融业的毛利与 PPI 关系	7
图 8: 上市公司毛利与净利的关系	7
图 9: 上市公司剔除资本支出占主营业务收入比例	7
图 10: 上市公司剔除金融服务的资本支出增速	7
图 11: 美英日等国 PMI 有所回落	7
图 12: 德中巴法等国 PMI	7
图 13: 美国制造业景气度较高	8
图 14: 美国制造业产能利用率	8
图 15: 中国的出口结构	8
图 16: 韩国的出口结构	9
图 17: 制造业依然独步天下	9
图 18: 固定资产投资以地方政府项目为主	9
图 19: 制造业投资占比	9
图 20: 上市公司制造业资本支出增速	9
图 21: 上市公司的机械设备行业资本支出增速	10
图 22: 上市公司的交运设备行业资本支出增速	10
表 1: 全国保障房计划及完成情况 (单位: 万套)	10
图 23: 房地产的毛利率	10
图 24: 工资与通胀的关系并不密切	10
图 25: 日本制造业毛利与劳动力成本的关系	11
图 26: 日本制造业毛利与石油进口价格的关系	11
图 27: 中国历年发电设备平均利用小时	11
图 28: 电力与产能周期的演变 (1)	11
图 29: 电力与产能周期的演变 (2)	11
图 30: 美国制造业景气度较高	12
图 31: 美国制造业产能利用率	12
图 32: 美国汽车销量目前还在恢复中	12
图 33: 美国房地产仍处于低迷期	12
图 34: 美国现房销售还一波三折	12
图 35: 美国通胀水平较高	13
图 36: 美国出口走强	13
图 37: 欧债危机下美元起到避险功能	13
图 38: 资金库存与存款准备金率的关系	14
图 39: 国外净资产 (外汇) 与基础货币的关系	14
图 40: 2004 年和 2008 年的宏观调控 (提存款准备金率)	14

图 41: 2004 年和 2008 年的宏观调控 (加息)	14
图 42: 通胀的翘尾因素	15
图 43: 粮食和猪周期明显	15
图 44: “人”周期的因素显现	15
图 45: 国外净资产和国内信贷的关系 (增速)	16
图 46: 国外净资产和国内信贷的关系 (占比)	16
图 47: M1 与指数估值的关系	16
图 48: M1 与上证综指的关系	16
图 49: 工业企业利润增速处于回落过程中	17
图 50: 工业企业盈利能力	17
图 51: 沪深 300 的估值水平	18
图 52: 扩容的压力困扰 A 股市场 (上海市场)	18
图 53: 扩容的压力困扰 A 股市场 (深圳市场)	18
图 54: 上市公司减持的压力很大	19
图 55: 上市公司减持的家数和金额	19
图 56: 2011-2012 年解禁市值 (亿元) 明细	19
图 57: 2011-2012 年解禁市值	19
图 58: 历年新股破发率	19
图 59: 2010.05-2011.05 年每月新股破发率	19
图 60: A 股全流通比例创出新高	20
图 61: 流通市值与储蓄存款的占比 (%)	20
表 4: 建议的行业配置比例 (%)	20
图 62: 食品饮料行业的毛利率	21
图 63: 酒类出厂价	21
图 64: 医药生物行业的毛利率	21
图 65: 零售行业的毛利率	21
图 66: 纺织服装食品饮料行业的毛利率	22
图 67: CPI 中的服装类价格出现上涨	22
图 68: 机械设备行业的毛利率	22
图 69: 电子元器件行业的毛利率	22
图 70: 家用电器行业的毛利率	22
图 71: 信息服务行业的毛利率	22
图 72: 信息设备行业的毛利率	23
图 73: 石油石化的毛利与油价的关系	23
图 74: 原油进口价格与上游行业的毛利的关系	23
图 75: 行业的 PE (预测) 和 PB 的关系	23

中国经济：投资周期（存货和设备投资）的演变

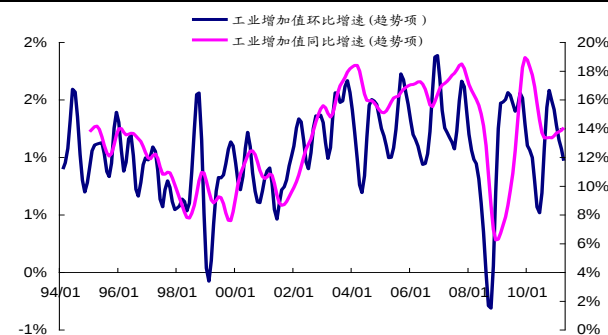
投资周期的演变包括存货投资，以及固定资产投资（包括设备投资）周期，这两个周期一个是短周期，一个是长周期，为了表述的方便，下面提到的存货是指存货投资，固定资产投资（设备投资）是狭义的投资。一提到投资，大家首先想到的是固定资产投资，把投资和固定资产划上等号的原因，可能在于固定资产投资一般占投资总额的 80%甚至更多。因此在经济分析中，大家做分析喜欢把投资对经济波动的作用视为固定资产投资的变化。从某种意义上讲，这是一种对投资的误解，事实上除了固定资产投资之外投资还包括存货投资。而且存货投资在经济周期中的波动幅度大于固定资产投资的波动幅度。

我们判断二季度经济受到去库存的影响而产生波动，中长期看固定资产投资（设备投资）还将起主导作用。市场担心目前的经济会演绎 04 年和 08 年那时总需求下滑的情形。04 年的宏观调控导致投资增速剧烈的下降，增速从年初的 53%在一个季度内剧烈下降了 20 个百分点，标志性事件是 04 年 4 月宣告对江苏铁本项目违规建设的处理，解决“两高一资”行业的民间违规投资过热的问题。随后工业增加值出现了较大幅度的波动，从 2 月份的 23%增速在一个季度内快速下降 5 个百分点。金融危机的 08 年，是因为全球次债危机带来的出口急剧下滑和国内宏观调控的叠加，受影响的领域包括房地产销售和消费，消费也未能幸免，总需求全面萎缩。

短期需求：先行指标回落，经济和通胀环比回落

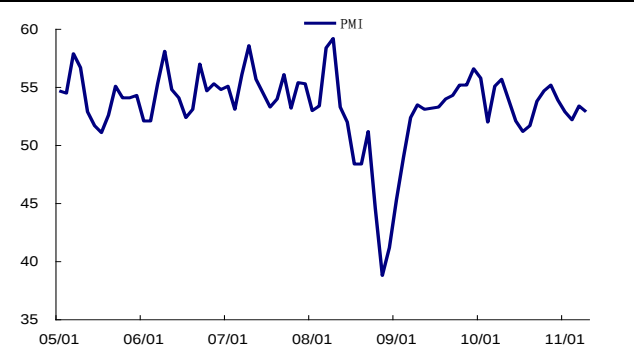
从同比看，经济二季度处于类滞胀的状态，即通胀还在往上走，经济增速在回落。这是因为短期经济面临去库存的压力和宏观调控的叠加效应，经济和通胀的环比增速处于回落过程中。经历过 2011 年一季度经济的热度，经济到了一个回落的轨道。4 月份的 PMI 回落进一步加剧这种担心。记得 2010 年中期路演的时候，与今天一样，担心中国经济增速下台阶，结果发现经济并没有想象中的悲观。

图 1：工业增加值环比增速回落



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

图 2：中国制造业 PMI

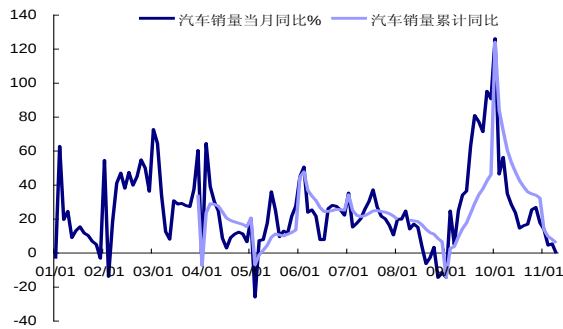


资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

首先，工业增加值无论从同比还是环比的数据看，增速有所回落。从同比看，从 2 月份的 14.9%回落到目前的 13.4%。从环比看，按照我们测算的工业增加值趋势项环比增速为 0.97%，延续了去年 10 月份的回落。

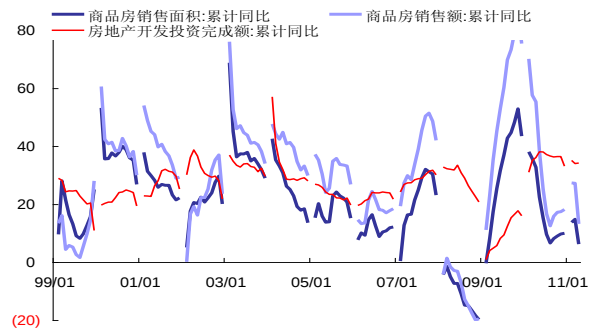
其次，经济回落的同时，通胀的环比也在回落，但同比还继续维持在高位，不排除 6 月份创出新高的可能性。从同比看，通胀从 1 月到 4 月均超过 4.9%。但是从环比看，CPI 的趋势项也一直处于回落态势中。

图 3: 汽车销量同比回落明显



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 4: 房地产市场也在回落



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

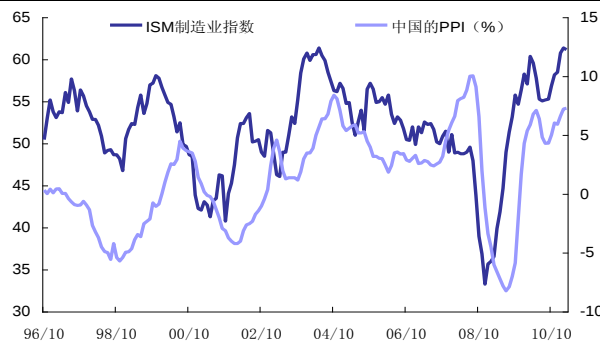
最后从先行指标来看,房地产的销售面积和销售额出现了明显回落。汽车销量下降,类似的是 2004 年也出现过同样的回落,只不过起落的幅度比现在小。

需求冲击: 去存货导致的基本面波动较小

存货周期的波动会放大基本面的波动,中间传导变量是工业品出厂价格(PPI)。如果工业品价格越高,企业加库存的压力越大,会放大需求,如果价格下降和需求回落,企业将面临去存货的压力。

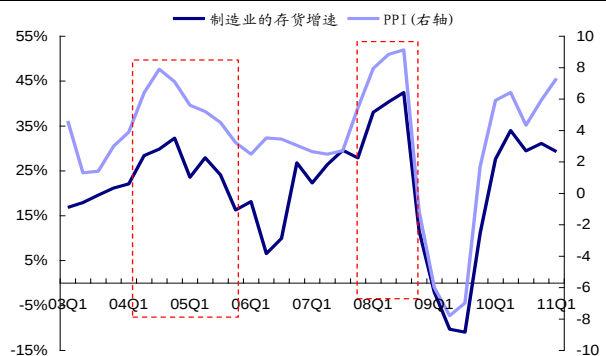
我们认为当前的去存货的压力存在但较小。首先,按照宏观的判断,PPI 至少到 7 月份将维持高位,因此去存货的行为将是平缓的。其次企业主动去存货使得经济波动较小。我们发现 PPI 维持在高位,但是制造业并没有出现 04 年和 08 年的加存货的行为,因此即使价格出现较大波动,企业的提前应对也会平缓存货带来的基本面波动。最后,主导海外需求的全球制造业的景气度高涨,需求大幅回落导致的强烈去库存不会发生。我们发现美国的 ISM 制造业指数大概领先中国的 PPI 三个月左右的样子,目前 ISM 制造业指数尽管有波动迹象,但还比较平缓且在高位。

图 5: PPI 与美国 ISM 制造业指数的关系



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

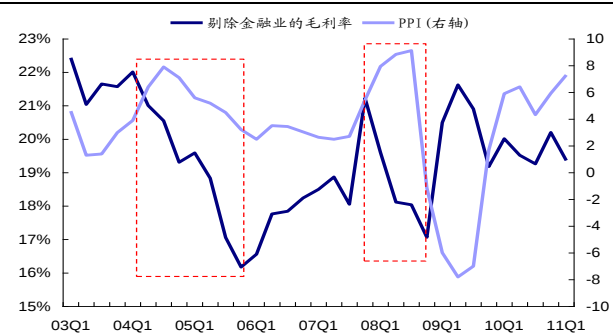
图 6: 上市公司制造业存货增速与 PPI 的关系



资料来源: Wind 国信证券经济研究所

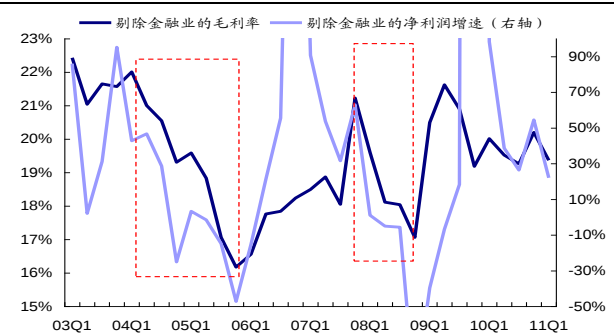
由于今年一季度上市公司的毛利下滑,市场担心出现 04 年和 08 年的情形,最后盈利出现下滑,导致所谓的双杀。首先需要确定的是,去存货阶段,制造业为主的毛利出现回落,确实是担心所在。加存货阶段,制造业为主的毛利上升,这时价格也会出现上升。其次,通过上面的分析,这次不同于 04 和 08 年需求的大幅回落下价格的阶梯式下滑,这样企业的去库存行为比较温和。

图 7: 剔除金融业的毛利与 PPI 关系



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 8: 上市公司毛利与净利的关系

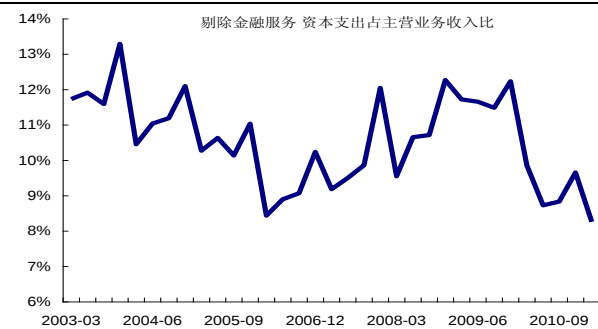


资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

中期需求: 中长期看经济依然靠投资

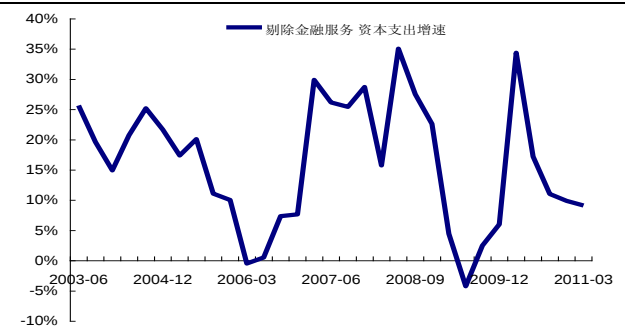
从上市公司的资本支出来看, 10 年的投资增速出现在 03 年以来的最低点, 资本支出 (设备更新) 周期或许将开启。截至 10 年 3 季度, 上市公司的资本支出占收入的比例已达到历史低位, 仅 8% 左右, 比 05 年产能过剩时期还要低。资本支出或将在 11 年启动。尽管这也是以私人投资 (民间) 为主导, 但经济过热的风险不大, 这点不同于 03-04 年。

图 9: 上市公司剔除资本支出占主营业务收入比例



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

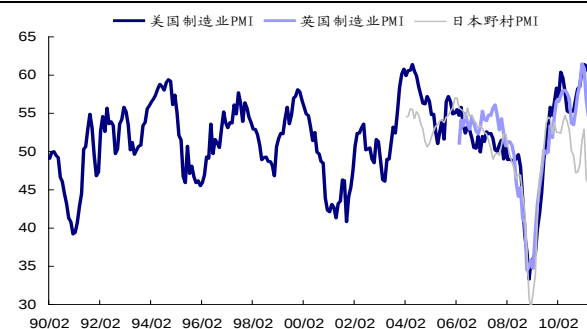
图 10: 上市公司剔除金融服务的资本支出增速



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

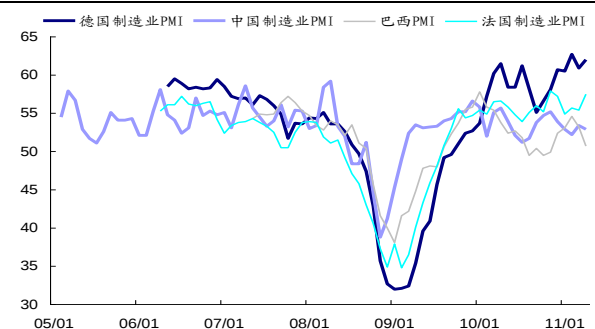
目前全球制造业景气度较高, 出现 08 年的情形较小。尽管海外经济总体景气度稍有回落, 中长期看还处于复苏过程中。从 PMI 看, 主要经济体稍有回落, 但并不是 08 年那么强烈的全球萎缩。而一些制造业大国如美国和德国并没有出现明显的回落, 这是 08 年金融危机后的全球设备投资周期的深化, 如同 01 年网络股泡沫后出现的投资周期。

图 11: 美英日等国 PMI 有所回落



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所整理

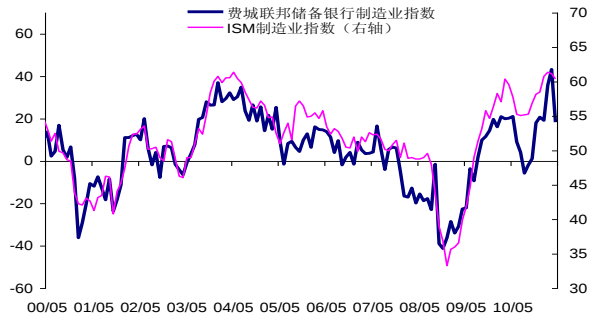
图 12: 德中巴法等国 PMI



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所整理

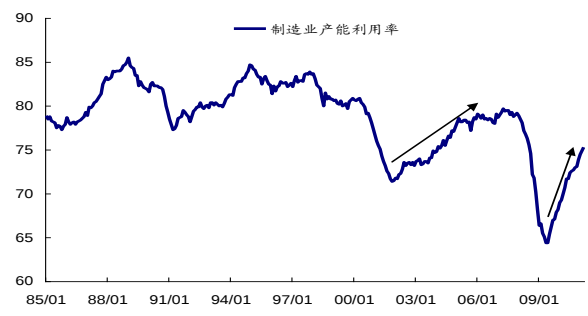
回顾 02-04 年的美国的制造业景气度，我们发现上轮景气度的起点是 01 年网络科技泡沫破灭导致制造业的景气度处于谷底，随后随着经济复苏，拉动全球制造业景气度回升的就是消费电子和重化工业。而这轮的景气度的起点是 08 年的金融危机导致的制造业处于的谷底。

图 13: 美国制造业景气度较高



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所整理

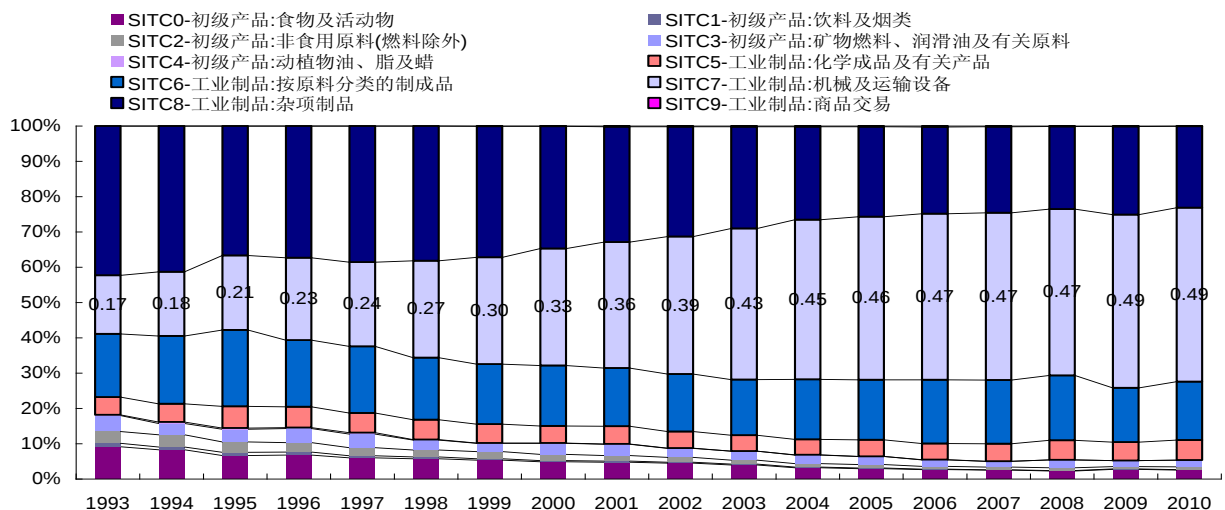
图 14: 美国制造业产能利用率



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所整理

全球制造业景气度高涨切合中国的制造业升级。中长期看，中国的工业品（资本和技术密集型）行业 5-10 年仍被看好。中国的工业水平相当于韩国的 90 年代中后期。我们出口的产业升级的初期体现在工业品中的机械设备产品在出口占比就越大，表明产业的升级体现在第二产业中。无论是从中国的出口结构占比，还是从韩国出口结构占比来看（日本也是），在类这一级别的产品结构中，机械和运输设备的出口占比越来越大。

图 15: 中国的出口结构

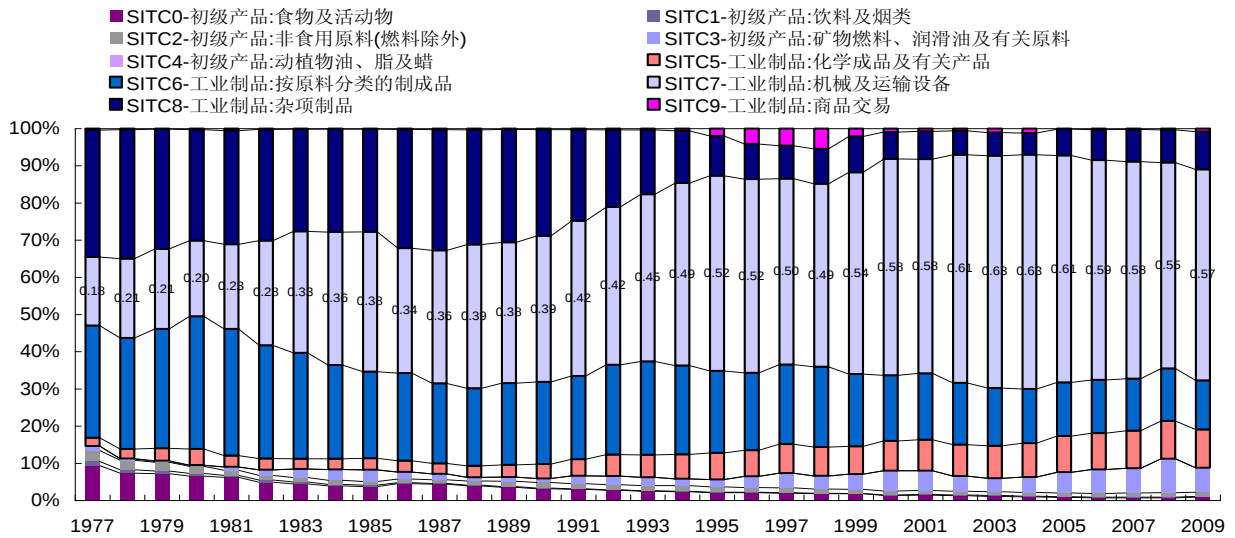


资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

中国制造业投资同步全球制造业景气度和中国产品的出口升级。

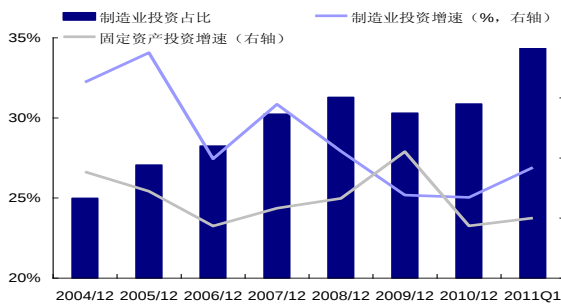
从投资周期来看，以制造业为主的投资周期启动。从占比来看，以前基建、房地产和制造业基本三分天下，现在制造业投资占比已经超出了三分之一，达到了 35%。

图 16: 韩国的出口结构



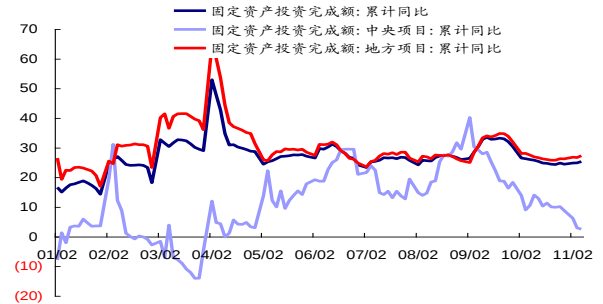
资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

图 17: 制造业依然独步天下



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 18: 固定资产投资以地方政府项目为主

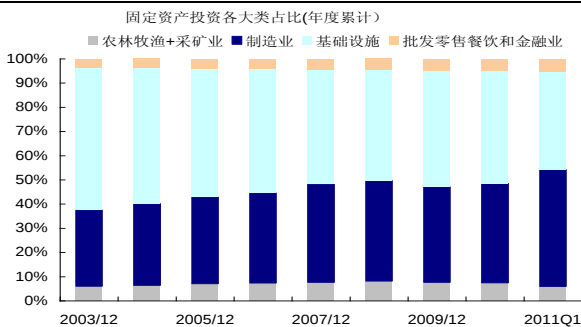


资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

从投资增速看，制造业投资增速都超过了固定资产投资增速，除了09年。这是为应对金融危机，四万亿的投资计划主要是投向基础设施，这一年的基础设施投资占比达到36%，中央项目投资增速相当快。

投资增速与上市公司的资本支出增速相互呼应，进一步验证了制造业资本支出（设备更新）周期不断同步全球化，而且还处于深化过程中。

图 19: 制造业投资占比



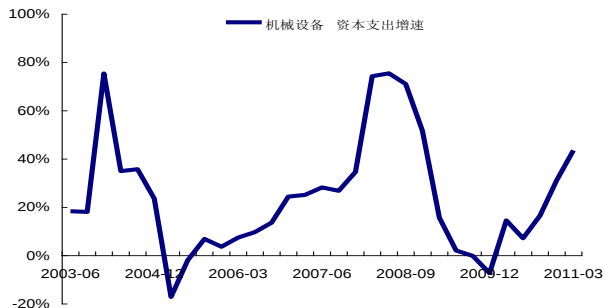
资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 20: 上市公司制造业资本支出增速



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 21: 上市公司的机械设备行业资本支出增速



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 22: 上市公司的交运设备行业资本支出增速



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

房地产下半年保障性住房对冲部分商品房投资的下滑

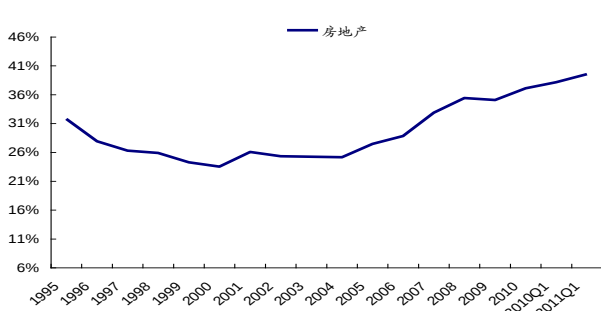
房地产的毛利还维持在高位,并没有出现下滑。从与房地产相关的家具和建材的消费来看,房地产并没有出现 08 年那种萎缩的情形。

表 1: 全国保障房计划及完成情况 (单位: 万套)

年份	棚改房	公租房	廉租房	限价房	经济适用房	计划合计	实际开工	计划的增长率
2008			63			63	100	
2009	80	0	177	0	130	387	330	
2010	280	0	180	0	120	580	590	49.9%
2011	400	220	160		200	1000		72.4%

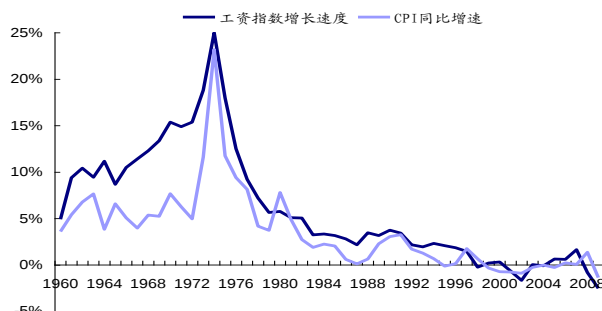
资料来源: 中国指数研究院

图 23: 房地产的毛利率



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 24: 工资与通胀的关系并不密切



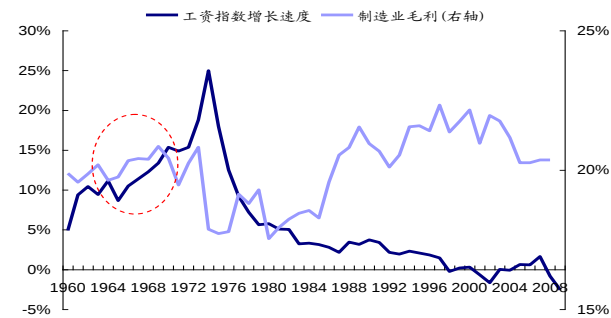
资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

供给-受到成本上升和电力不平衡短缺的冲击

劳动力成本和油价上升对制造业的冲击不同

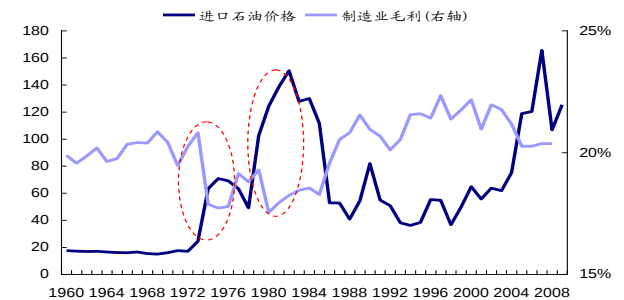
传统的观点认为制造业的毛利受到成本上升的影响会下降,要区别看待劳动力成本和油价等的冲击。从实证的角度看,劳动力成本上升影响小,油价外部冲击等影响大,主要是工资上涨并不是物价上涨的主要推手。日本 60 年代曾经出现过劳动力成本上升,但是对制造业的冲击较小。就是出现工资上涨,但并没有出现毛利下滑。但是油价上涨对制造业的冲击比较大,两次石油危机,石油价格大幅飙升都对日本的制造业出现冲击,最严重的时候出现在 80 年代的石油危机。当油价涨,工资涨,这时对制造业冲击较大。

图 25: 日本制造业毛利与劳动力成本的关系



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

图 26: 日本制造业毛利与石油进口价格的关系

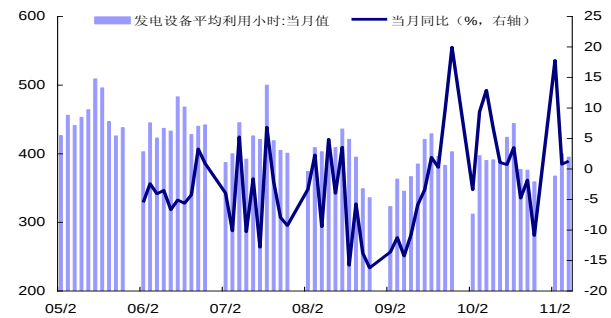


资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

电力供给的冲击对传统产业的影响依然存在

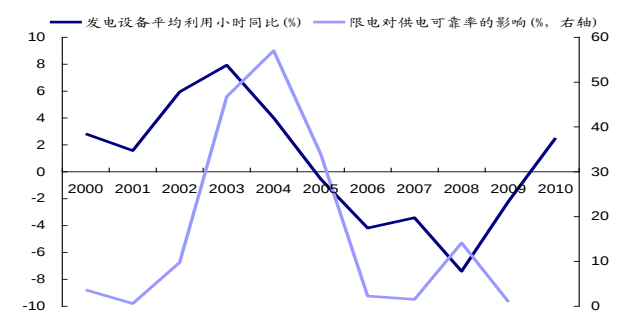
传统产业的产能利用率较高说明传统产业的景气度在提升。用发电设备利用小时来衡量传统产业的产能利用率。从数据上看，10年的发电设备利用小时已经接近02年的水平，进入11年2月，发电设备利用小时同比增速迅速提升。这说明传统产业产能利用率较高，也证明其去产能化已经接近尾声，原因在于“十一五”规划中两高一资产业的投资放缓，以及完成节能减排的目标主动去产能所导致的供给减少。而在保障性住房、出口等因素的拉动下需求并没有下降。

图 27: 中国历年发电设备平均利用小时



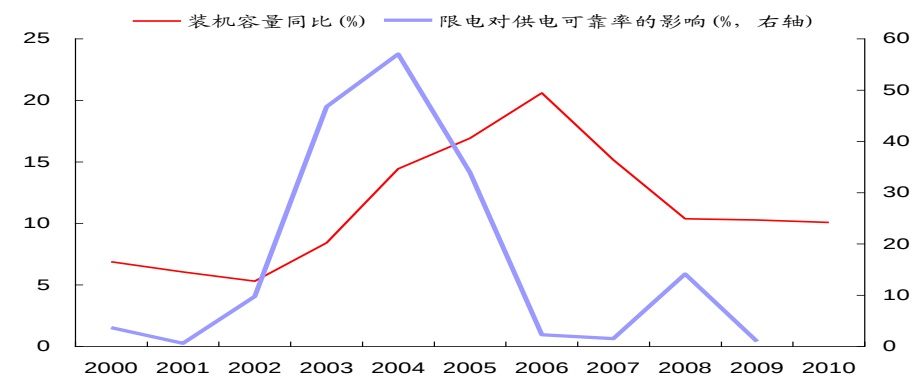
资料来源: Wind 国信证券经济研究所

图 28: 电力与产能周期的演变 (1)



资料来源: Wind 国信证券经济研究所

图 29: 电力与产能周期的演变 (2)



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

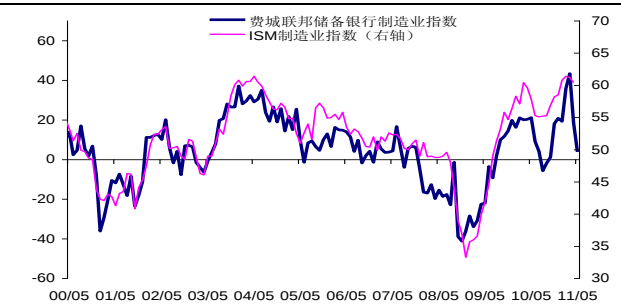
在《内外景气度作用下的回归传统》的报告中，我们看到一些传统产业的产出缺口比较紧张，同时受到供给的冲击，受影响的主要是一些传统高耗能产业。

美国经济：景气度高到低排序，制造业-消费-房地产

美国经济：制造业景气度高，但是房地产仍低迷

对于美国经济的判断，我们认为其处于从存货周期向设备投资周期的切换过程中，美国经济仍处复苏进程中，短期有一些波动，且房地产有一些企稳。

图 30：美国制造业景气度较高



资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

图 31：美国制造业产能利用率



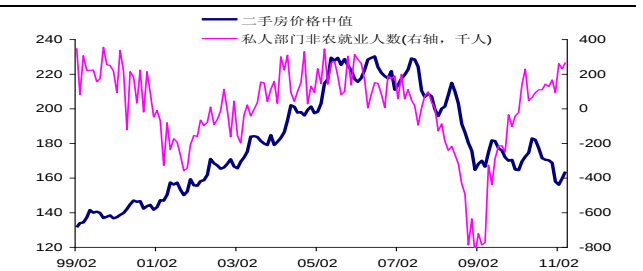
资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

图 32：美国汽车销量目前还在恢复中



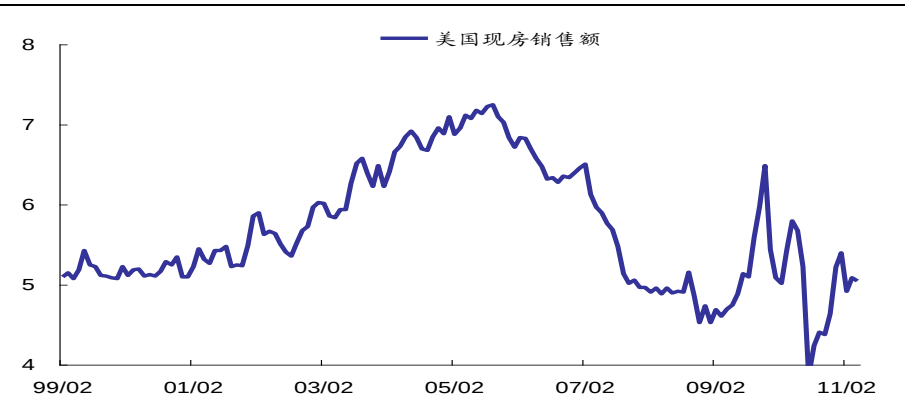
资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

图 33：美国房地产仍处于低迷期



资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

图 34：美国现房销售一波三折



资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

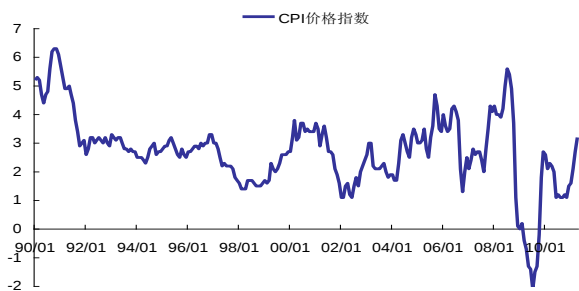
美国政策：美元因基本面的改善有反弹，但不具备长期走强条件

通胀水平迅速攀升，美国出口有所改善

美国 4 月份的通胀水平在 3.2%，通胀增长率已经超过了达成物价稳定、充分就业的目标水平。美联储明确提出容忍通胀的上限水平为 2%。因此美国结束量化宽松货币政策（QE2）的可能性在增加。

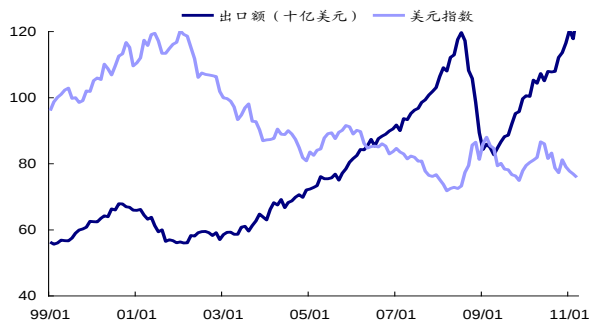
美国的出口总额恢复到了危机前的水平，失业率有所回落但仍在高位，原来我们判断美元维持弱势是基于美国的“国家出口倡议”，目标是出口五年翻一倍，以增加就业人数，改善目前高达 9% 的失业率。

图 35: 美国通胀水平较高



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

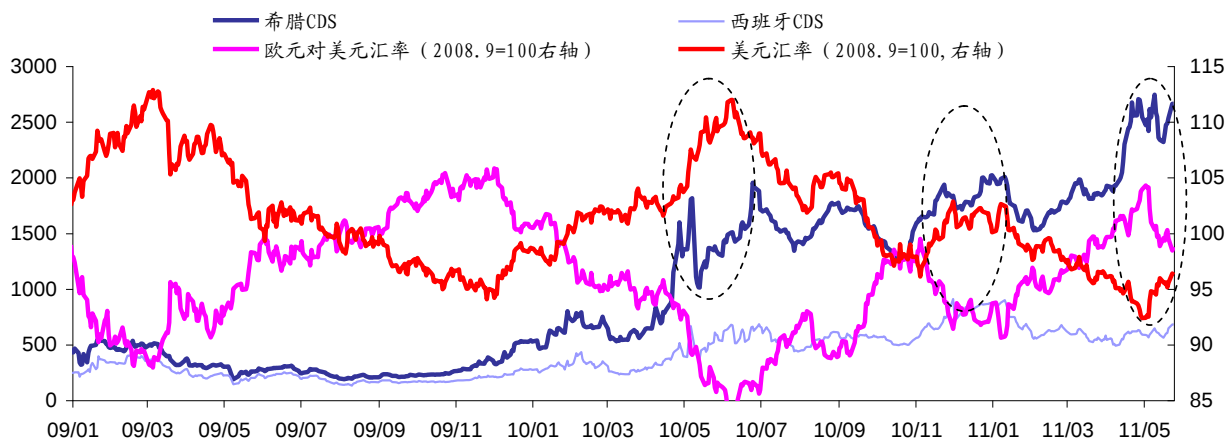
图 36: 美国出口走强



资料来源: IMF 国信证券经济研究所

美元的避险功能-相对其它经济体的安全性

图 37: 欧债危机下美元起到避险功能



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

美元的走势与欧洲的债务危机如同跷跷板。在 10 年的 5 月份，欧元区的主权债务危机爆发，我们发现美元基本上是跟随希腊的信用违约互换（CDS）走势。而 10 年 11 月到 11 年 1 月美元是跟随西班牙和希腊的 CDS 走势。最近美元还是追随希腊而出现了反弹，表明对欧洲市场的恐慌情绪仍没有缓解，美元走势每每这时由于避险情节而变化。随着欧元区风险的释放，今年的 5 月-6 月份由于一些国债到期的因素，美元将止住升势，未来重新出现调整的可能性较大。

美元走势还取决于欧美加息的差别，今年 5 月，欧洲加息使得美元没有跟随希腊 CDS 同步。从目前来看，美国 QE2 结束时期即将到来，出现加息的概率不大。

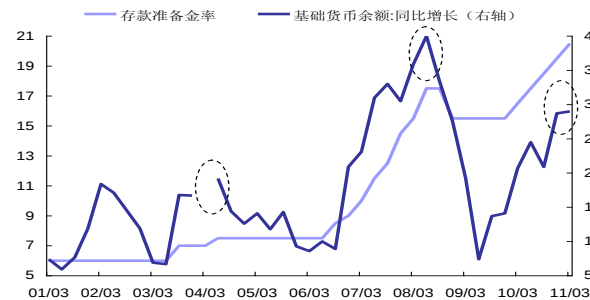
结合前面的分析，美元维持一个震荡走势，具体的走势还取决于两点：一是美国经济好转，尤其是消费支出的好转和失业率下降，这将带动美元走强；二是欧洲经济更差，美元的避险功能加强，如果欧元抑制通胀加息，美元会走弱。三是 11 年 6 月份，量化宽松的货币政策到期，如果美国经济出现好转，美元再次升值的可能性加大，这对于新兴市场的资产价格，尤其是股市压力较大。

国内政策：等待资金面去库存

从资金库存的角度，QE2结束时存款准备金率的上调就会停止

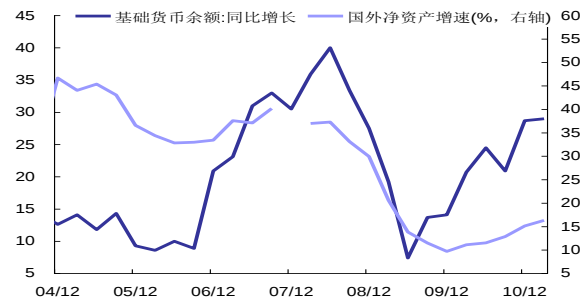
今年以来 5 调存款准备金率至 21%，2 次加息，使得央行的资金库存水平处于高位，对应的整个社会出现了资金紧张，一些扩张企业资金断档。我们判断基础货币的增速出现高位回落，存款准备金率才有下调的可能，如果美国在 6 月份结束量化宽松的货币政策，来源于外汇占款的基础货币就会减少，这样对冲基础货币的从紧政策就会停止。

图 38：资金库存与存款准备金率的关系



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

图 39：国外净资产（外汇）与基础货币的关系

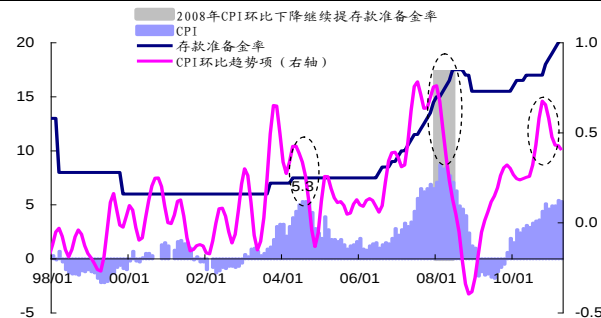


资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

从紧的政策结束需要通胀的环比和同比增速回落，预计 7-8 月

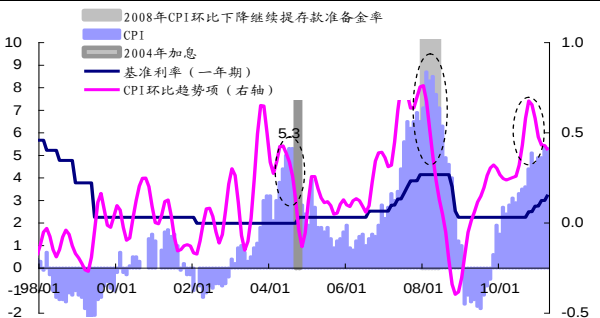
我们预计政策处于中后期，为了更好的判断时机，我们试图找出决定的变量并给出时机的判断。通过对 04 年和 08 年央行实施从紧货币政策的分析发现，结束从紧政策的标志是通胀的环比出现负增长和通胀同比回落：一、04 年 5-9 月，CPI 从 5 月份的 4.4，到 6-9 月连续 3 个月超过 5%，但 CPI 环比趋势项自 5 月开始下降，在 9 月降至 0.13%，10 月份出现负增长。央行却选择了 10 月 29 日加息，标志着这一轮从紧的结束。工业增加值从同比 17.5% 下降到 10 月的 15.9%，环比趋势项从 03 年 11 月就开始出现下降，一直到 05 年 5 月的 0.69%。二、08 年 1-4 月，1 月份 CPI 为 7，随后 CPI 连续 3 个月超过 8%，5 月 7.7%，但环比趋势项自 1 月起就开始下降，6 月降至 0.05%，7 月出现负增长，工业增加值从 1 月的 17.07% 下降到 6 月的 15.02%；工业增加值季调环比趋势折年自 07 年 10 月就开始下降，08 年 5 月降至 0.6%。央行 6 月 7 日却宣布于 15 日和 25 日连续两次上调准备金率。

图 40：2004 年和 2008 年的宏观调控（提存款准备金率）



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

图 41：2004 年和 2008 年的宏观调控（加息）



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

三、对照现在，工业增加值环比趋势项从去年 10 月份的高点开始，到目前一直是回落，工业增加值同比增速从 2 月的 14.9% 到目前是下降的。通胀的环比趋势项

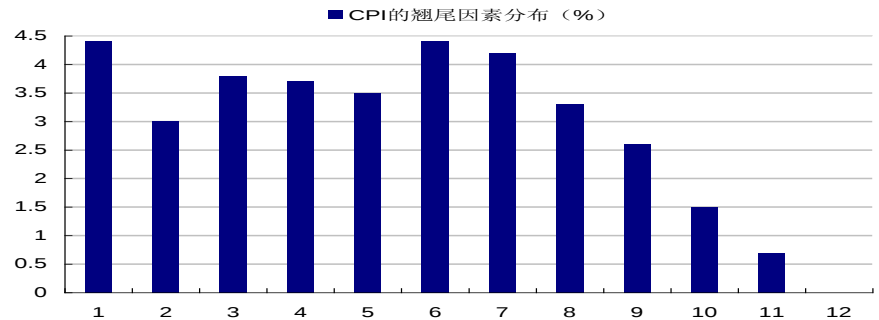
也从去年 10 月份一直到目前都是下降的，目前通胀的同比水平 3 月到 4 月都是超过 5%，可能会持续到 6-7 月份。现在看到经济和通胀数据已经开始放缓的背景下，央行并没有放松，预计放松要到 7 月后。

通胀下半年回落但仍不低

根据宏观的判断，11 年通胀水平前高后不低，主要是：

翘尾因素的作用。总体的翘尾因素表明通胀是上半年高，下半年低。

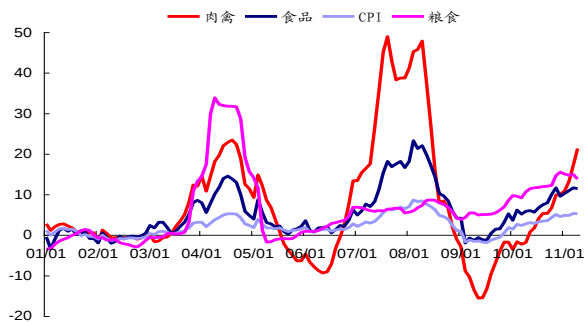
图 42：通胀的翘尾因素



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

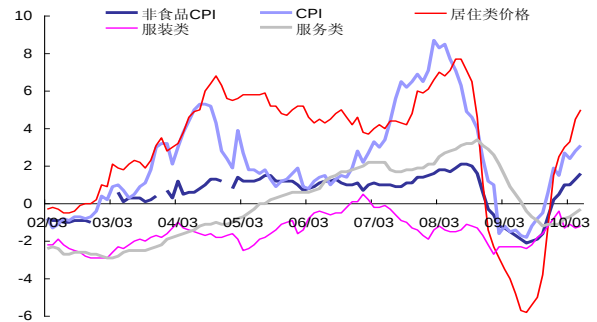
但是通胀回落的速度不会很快，因为“人”的因素也较大。不低的原因在于“人”的价格还没出现趋势回落。此轮通胀与过去通胀的相同之处在于：一是过去的 10 年通胀都主要受食品价格的推动，二是流动性最为推手功不可没。不同之处：04 年的通胀是“粮食”主导，08 年的通胀是“猪”主导，今年下半年“人”的价格上涨因素使得通胀回落较慢。

图 43：粮食和猪周期明显



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

图 44：“人”周期的因素显现



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

流动性：M1 定估值底，但难定绝对底部

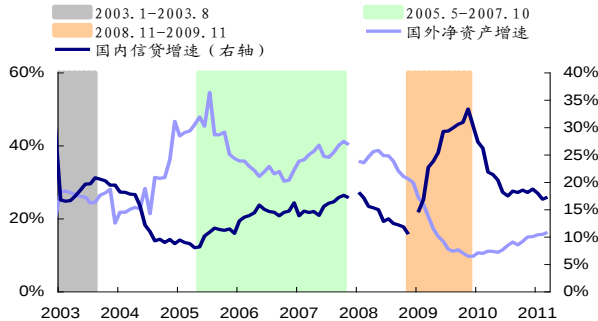
紧缩对冲外部流动性，流动性处于持续收缩中

由于外部流动性出现了趋势性的上升，从紧的货币政策没有松动，这时的国内信贷出现了小幅波动，经历了 09 年快速释放的流动性，10 年和 11 年的持续收缩，目前流动性比较紧。

回顾历史，我们发现信贷的紧缩主要受三个主要因素的影响，一个是宏观调控的影响，如存款准备金的上调，信贷的窗口指导等。一个是经济周期的影响，如投资、

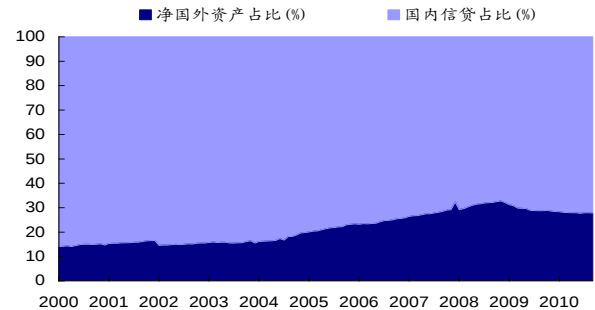
出口等景气度持续的向好。还有一个就是金融机构自身的约束，如拨备比、银行资本充足率的影响。目前来看，流动性的紧缩主要是受到第一个因素的影响。

图 45: 国外净资产和国内信贷的关系 (增速)



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

图 46: 国外净资产和国内信贷的关系 (占比)



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

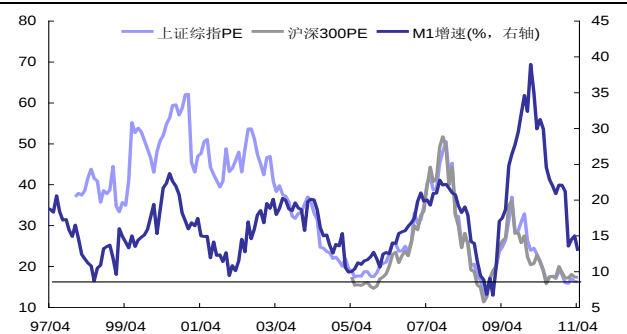
M1 难定左侧交易点

根据 M1 定股市的高点和低点的可行性下降。从目前来看，(1) 股市与 M1 的关系在减弱。上次 A 股的顶点出现在 09 年 7 月份，但是 M1 见高点在 10 年 1 月。这次是 4 月份 M1 出现 12.9% 的增速低点，但是股市并不是在趋势性的下跌中。(2) 但是不可否认 M1 与股市的关系在 07 年前能决定高点和低点。随后从 09 年初到 7 月的反弹市场关心的是贷款的增加。今年我们关注的货币市场利率的变化，我们也曾在报告中较早使用这一指标来预测过市场。(3) M1 与估值的起伏比较一致。这个比 M1 来预测指数更合适一些。

从估值的角度来说，市场具有投资价值，目前的估值水平接近 10 年 6 月和 11 年 1 月的水平，以及 05 年的低点水平。从过去的经验来看，(1) M1 与估值同时见底，出现趋势上涨的可能性更大。(2) 如果 M1 没有见底，估值会主导特定时期的反弹。如 10 年 6 月上证综指的估值 16 倍，沪深 300 估值 16 倍，处于底部。

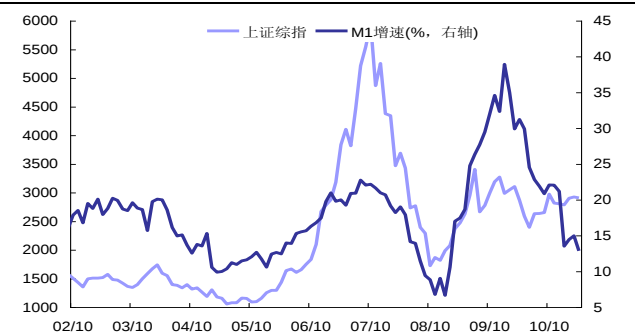
经验表明调控政策对 M1 的影响起主导作用。央行进行调控（如提存款准备金率），M1 增速反向回落。另一方面调控受到基础货币的影响。从 04 年和 08 年的调控来看，最后都是看到基础货币的增速出现明显的回落才看到存款准备金率调整的结束，目前基础货币的增速还没有出现回调，从这个角度看还有调存准率的可能。

图 47: M1 与指数估值的关系



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所整理

图 48: M1 与上证综指的关系



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

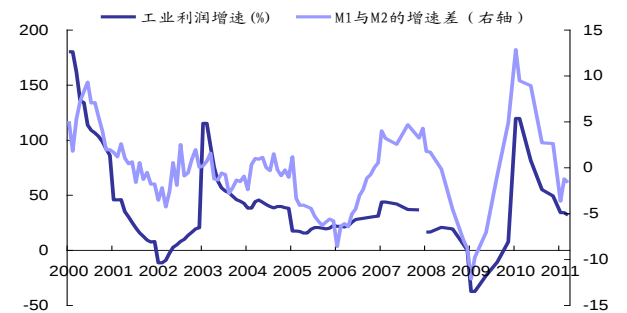
盈利: 年度判断的 2011 年盈利增速为 15% 不变

今年的物价水平上涨，从紧的政策必然影响流动性，这样流动性释放难以超越 09 和 10 年，对应股权回报比今年稍低，在这种情形下，我们判断全年 A 股盈利增速在 13-18% 左右。

工业企业利润增速放缓

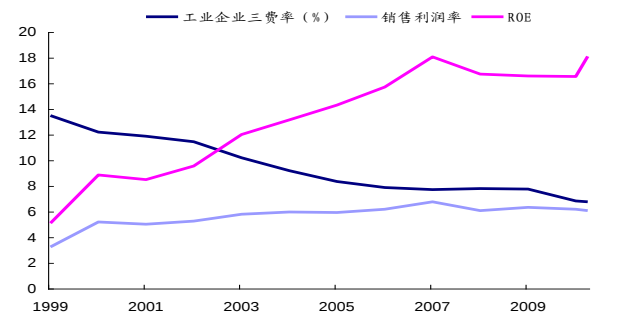
从工业企业的利润看，由于成本的上升以及存货的影响，从 10 年以来增速持续的回落，到 3 月份，增速 31%。估计二季度还将有所回落。从工业企业利润增速与流动性的关系看，4 月份 M1-M2 的增速降低为-2.4%，比三月份的-1.6%低。趋势上继续处于回落中，工业企业利润的增速将放缓。

图 49: 工业企业利润增速处于回落过程中



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

图 50: 工业企业盈利能力



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

上市公司的全年盈利增速预计 15% 左右

尽管 11 年一季度的 ROE 水平继续攀升，但是我们认为 11 年全部 A 股上市公司 ROE 水平将会持平于 10 年 14-15% 左右的水平，对应 11 年实现净利润约 1.9-2.9 万亿，同比增长 14%-18%。在 11 年度报告中，我们预计是 15% 的增速，基本上没有变化，11 年一季度的净利润增速达到 24%，估计二季度略有下滑。

按照朝阳永续沪深 300 的一致预期来看，显示 11 年的盈利增速为 24%，略高于我们的预期水平。

表 2: 全部 A 股公司 11 年盈利预测

单位: 亿元

	2010A	% YOY	ROE	
净利润	17408	39.21%	14.20%	
净资产	122447	33.60%	假设 ROE	09 年末净资产
	17512	0.60%	13.0%	134705
	19761	13.51%	14.5%	136279
10 年预测利润	20522	17.89%	15.0%	136812
	21289	22.30%	15.5%	137349
	22063	26.74%	16.0%	137891

资料来源: 国信证券经济研究所

表 3: 全部 A 股公司 12 年盈利预测

	2011E	%YOY	ROE	
净利润	19761	13.51%	14.50%	
净资产	136279	11.30%	假设 ROE	10 年末净资产
	19490	-1.37%	13.0%	149922
	21993	11.30%	14.5%	151674
11 年预测利润	22840	15.58%	15.0%	152267
	23694	19.91%	15.5%	152865
	24555	24.26%	16.0%	153468

资料来源: 国信证券经济研究所

市场趋势：沪深 300 估值目标为[12 19]

沪深 300 的估值中枢目标在[12 19]之间

市场高点的判断要考虑基本面和股票的供求关系等因素。历史的沪深 300 滚动市盈率的平均水平为 22 倍。考虑市场的流通市值占比处于高位，上市公司减持的动机较强，也就是全流通的压力使得整体估值中枢有所下移，这样把市盈率的上限合理水平定在 19 倍，换算成上证综指，对应的点位可以看高到 3400-3500 点。

目前沪深 300 对应的市盈率在 14 倍，远低于历史的平均水平。从动态市盈率来看，11 年的利润增速可能达到 15% 左右，动态的估值水平为 12.2 倍左右。我们预计沪深 300 的估值中枢在[12 19]之间，历史的最低水平在 10-11 之间，低于 11 倍市盈率的时间很短。

图 51：沪深 300 的估值水平

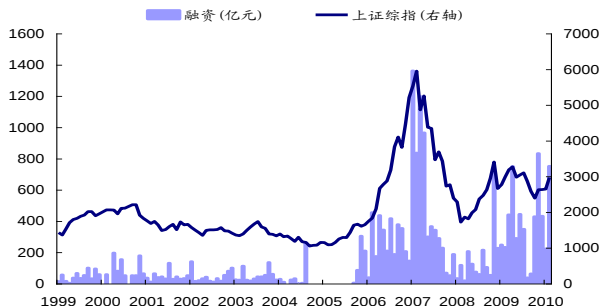


数据来源：Wind 国信证券经济研究所

扩容和减持压制估值

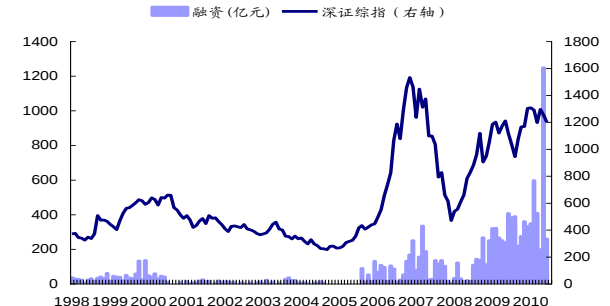
市场的供求关系是影响 A 股市值的重要因素。短期来看，A 股的扩容节奏并没有发生改变，尤其是深市比沪市融资规模更大，这些都是制约市场的因素。最近国际板推出的呼声很大，这对于供求关系影响最大。

图 52：扩容的压力困扰 A 股市场（上海市场）



资料来源：Wind 国信证券经济研究所

图 53：扩容的压力困扰 A 股市场（深圳市场）

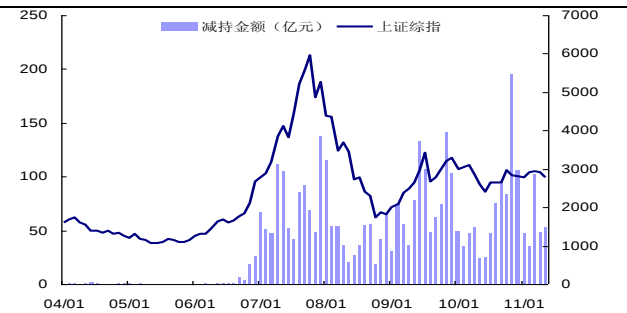


资料来源：Wind 国信证券经济研究所

从最近的数据看，上市公司减持的力度相对于 10 年第 4 季度有所回落，但依然还处在较高的水平。从公告的情况看，11 年 3 月份减持的力度是今年以来最大的月份，共有 141 家公司公告减持，减持金额为 94 亿元。4 月份减持的家数为 86 家。

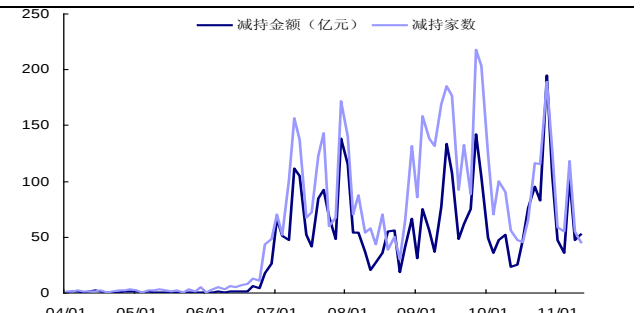
减持的金额是 98 亿元。

图 54: 上市公司减持的压力很大



资料来源: Wind 国信证券经济研究所

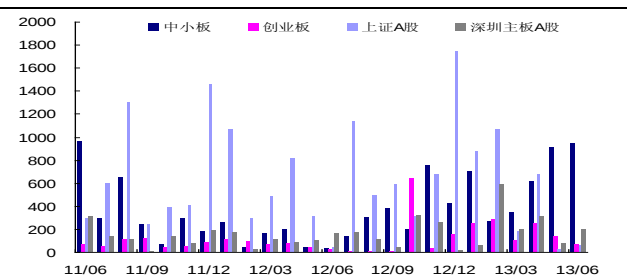
图 55: 上市公司减持的家数和金额



资料来源: Wind 国信证券经济研究所

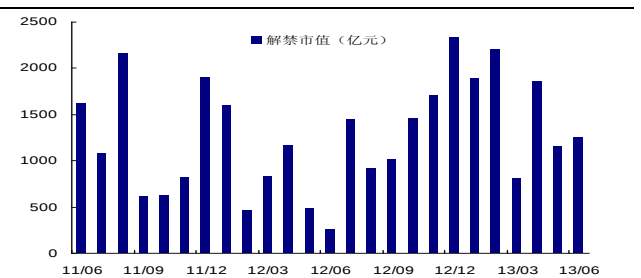
11 年下半年三季度的解禁压力大于四季度。从解禁市值来看，6 月和 8 月的解禁市值基本上都在 1500 亿元以上，在全年的比重都比较大。需要提示的是中小板股票解禁压力体现在 6 和 8 月，解禁市值超过 600 亿元；以及上证 A 股 8 月份的解禁市值高达 1297 亿元。另外 11 年 12 月和 12 年 1 月又会引来一波解禁高潮。

图 56: 2011-2012 年解禁市值（亿元）明细



资料来源: Wind 国信证券经济研究所 价格日期: 2011.05.24

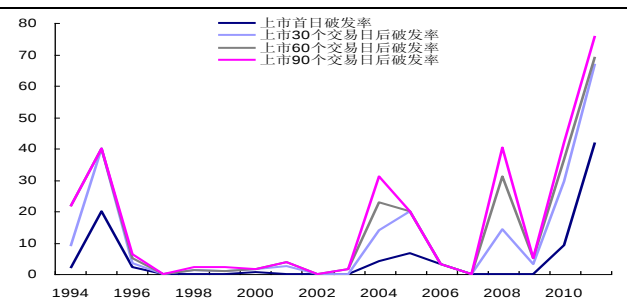
图 57: 2011-2012 年解禁市值



资料来源: Wind 国信证券经济研究所

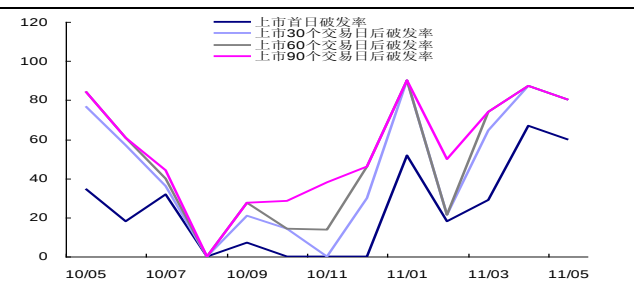
10 年和 11 年至今新股首日收盘价破发的案例数创历史新高。10 年总共 28 家、11 年 49 家。其中庞大集团首日破发幅度最为厉害，首日跌幅为 -23.2%，10 年 5-7 月份期间 79 家公司首日上市，这段时间里有 22 家新股公司上市首日区间最低价低于发行价，18 家新股公司上市首日收盘价低于发行价，另有 39 家公司在上市后 7 天内区间最低价跌破发行价。今年年初以来 124 只新股中，有 52 只上市首日破发，上市后 7 个交易日内 68 只最低价跌破发行价，新股破发率达到 54.8%。

图 58: 历年新股破发率



资料来源: Wind 国信证券经济研究所日期: 2011.05.24

图 59: 2010.05-2011.05 年每月新股破发率



资料来源: Wind 国信证券经济研究所

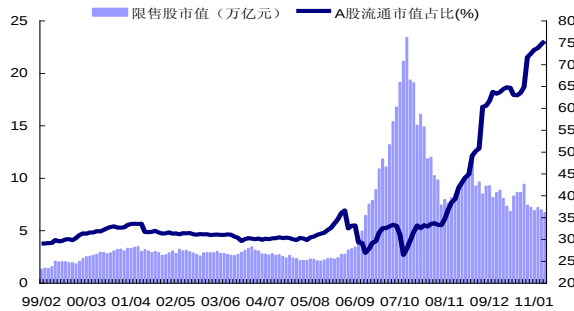
A 股全流通的压力依然较大

随着 A 股进行股权分置改革以来，整个 A 股市值将迎来全流通，4 月底的数据表明流通市值占整个市值的比例达到 75%，处于历史最高水平。

从整个流通市值与储蓄存款的占比来看，截至到 4 月末，目前整个流通市值在 20 万亿，创下历史新高，而储蓄存款在 37 万亿，目前的流通市值与储蓄存款的占比超过了大牛市的 07 年的顶点时期，但是低于 10 年初的水平。

A 股在全流通之前，市场的估值难现 07 年大牛市的疯狂，估值中枢相对稳定，沪深 300 要超过历史的平均水平也比较难。从目前来看随着股市上涨减持的压力也非常大。

图 60: A 股全流通比例创出新高



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

图 61: 流通市值与储蓄存款的占比 (%)



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

行业配置:寻找转价能力行业+供给冲击+低估值

基于以下三个方面寻找投资机会，一是寻找转嫁成本的行业。主要体现成本上升，而毛利不受影响的行业，从一季报看机械设备、食品饮料、零售和纺织服装行业毛利上升。二是受到供给冲击但是需求不受影响的行业如电力、煤炭、建材和部分化工等。三低估值+需求不受影响的行业如受益于保障性住房估值偏低的行业如家电，医药中的受降价影响不大的公司等。如果下半年通胀压力缓解，基于政策力度放松的预期，超配新兴产业和部分强周期行业。

根据上述看法，建议配置比例如下：

表 4: 建议的行业配置比例 (%)

申万行业	二级行业	标准配置	建议配置	超配与否	配置的简单理由
农林牧渔		0.82	0.82	标配	
采掘		7.66	9	超配	由于发电产能利用率提升，煤炭价格上涨预期
化工		3.34	4	超配	主要是一些供给冲击的子行业和新材料等
	石油化工	1.27	0	低配	
黑色金属		2.85	0	低配	
有色金属		7.63	7.63	标配	受美元等不确定性较大的影响
建筑建材		5.07	6	超配	前期调整幅度较大，供给冲击+下半年保障性住房对冲经济下行
机械设备		6.53	9	超配	出口驱动力下看好
	电气设备	2.79	3		
电子元器件		0.51	0	低配	
交运设备		5.2	5.2	标配	估值非常低，从季调环比看 4 月份增速止跌回升，提升配置
信息设备		1.31	1.31	标配	成本压力下毛利没有受损，但估值相对较高
家用电器		2.32	3.5	超配	估值低，如空调等增速还维持在高位
食品饮料		5.39	6	超配	通胀下毛利提升，后续关键在于销量
纺织服装		0.4	2	超配	通胀下毛利提升，CPI 中的服装价格出现上涨
轻工制造		0.13	0	低配	

医药生物	3.92	5	超配	前期调整过大，但回避受发改委降价影响的公司以及一些次新股 电荒不排除部分电价上调带来的投资机会
公用事业	2.32	3.3	超配	
交通运输	4.41	2		
房地产	6.11	6.11	标配	考虑近期个别地产借壳重组的政策适度放开，尽管行业景气度不高，但维持标配
金融服务	29.2	24.86	低配	
银行	18.95	18.95		估值接近历史较低水平，维持标配
证券	5.18	1		
保险	4.91	4.91		
商业贸易	2.5	4	超配	前期调整幅度较大，维持标配 前期调整幅度较大，毛利率没有受到成本上升等影响
餐饮旅游	0.12	0.12	低配	
信息服务	1.88	0	低配	
综合	0.41	0		

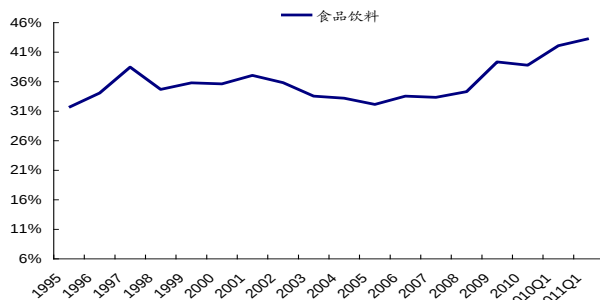
资料来源：Wind 国信证券经济研究所 日期：2011-5-27

消费行业毛利率的变化-食品饮料和零售受益涨价，医药受累降价

同是消费行业，我们看到食品饮料和零售出现了毛利的增长，而生物医药行业出现了下滑，这个可以从微观上得到证据。

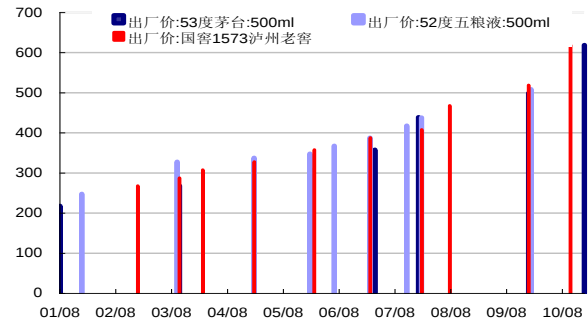
拿白酒来说，以贵州茅台为例，11年1月其终端零售价与同期相比上涨了约75%，公司提高出厂价至619元/瓶，与同期相比上涨24%。在贵州茅台涨价的带动下，其它厂家也进行了涨价。

图 62：食品饮料行业的毛利率



资料来源：Wind 国信证券经济研究所整理

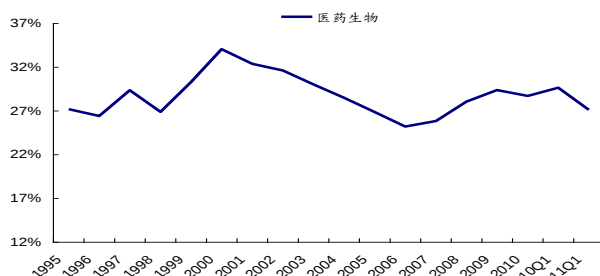
图 63：酒类出厂价



资料来源：Wind 国信证券经济研究所整理

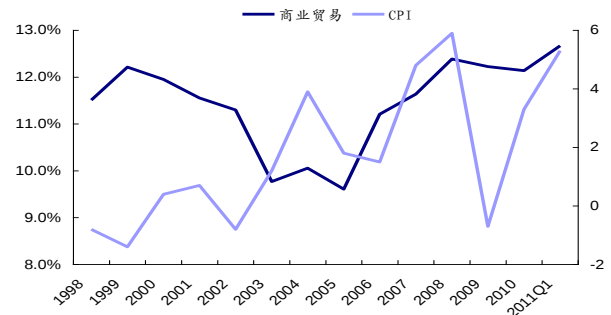
通胀的环境下，零售行业的毛利基本上是受益的，只有在 03 年有所不同。

图 64：医药生物行业的毛利率



资料来源：Wind 国信证券经济研究所整理

图 65：零售行业的毛利率



资料来源：Wind 国信证券经济研究所整理

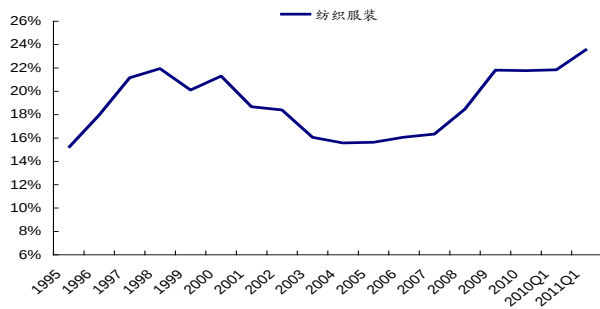
医药行业受到新股上市，以及降价等影响，毛利出现了下滑。

新股毛利和利润下滑影响行业整体，去年医药行业上市的公司数目众多。拿刚上市

没多久海普瑞来说，上市后成市值最大的医药生物行业的公司之一。公司一季度业绩下降的主要原因是产品销售价格下跌。毛利率下降原因：药品降价、原材料价格上涨、能源、人工等成本提高。

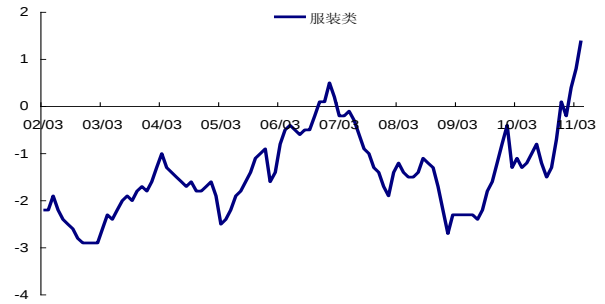
受到降价的影响，尤其是普药企业受到降价影响。11年3月份发改委降低部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格，共涉及162个品种，近1300个剂型规格。平均降幅21%，涉及用药金额在100亿元左右，金额算历史最大。

图 66: 纺织服装食品饮料行业的毛利率



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 67: CPI 中的服装类价格出现上涨

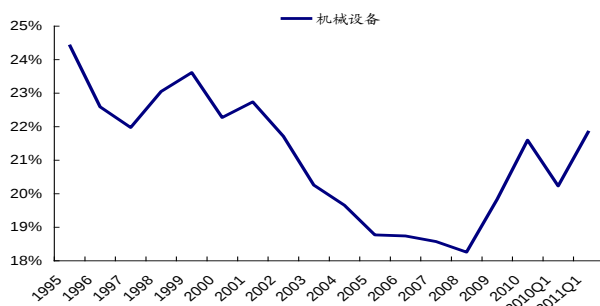


资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

中游机械制造业的成本消化能力较强，但 TMT 较弱

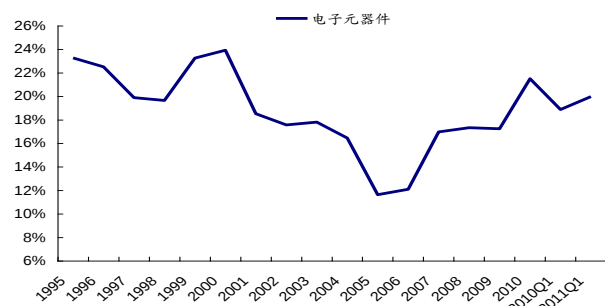
受到成本上涨的压力，大部分中下游行业的毛利受损。只有一些竞争力较强的行业的需求比较稳定。如机械设备行业受到出口升级和全球景气等影响，毛利还略有上升。而一些制造业行业如电子元器件和信息服务等出现了毛利的回落。

图 68: 机械设备行业的毛利率



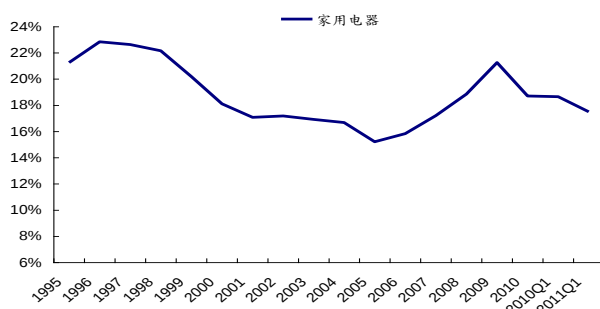
资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 69: 电子元器件行业的毛利率



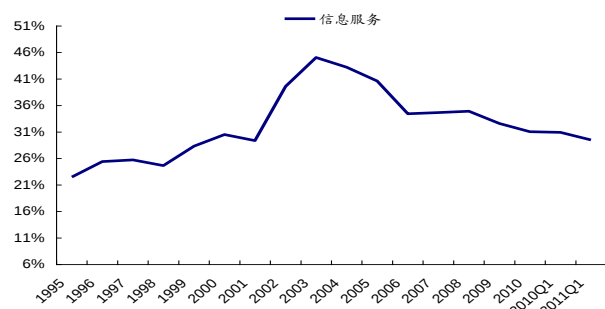
资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 70: 家用电器行业的毛利率



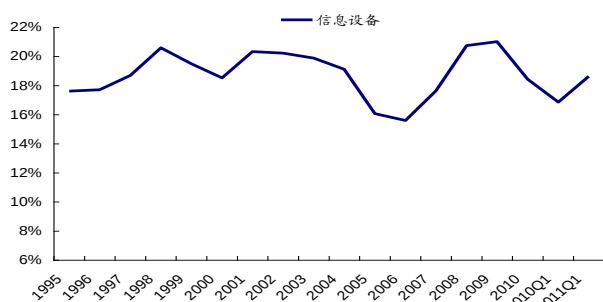
资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 71: 信息服务行业的毛利率



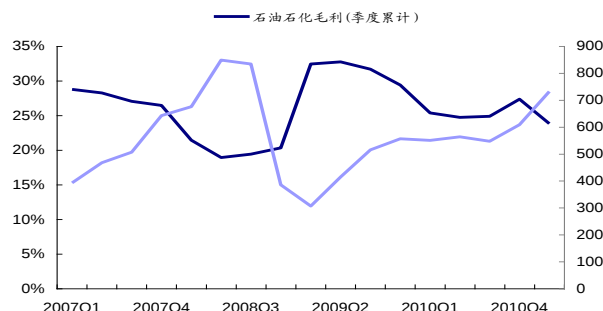
资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 72: 信息设备行业的毛利率



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 73: 石油石化的毛利与油价的关系

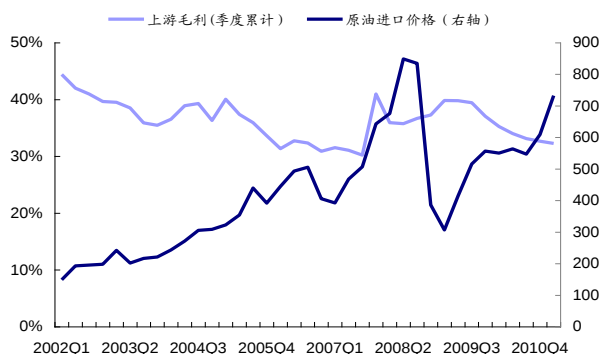


资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

石油石化毛利影响整体盈利, 受油价影响较大

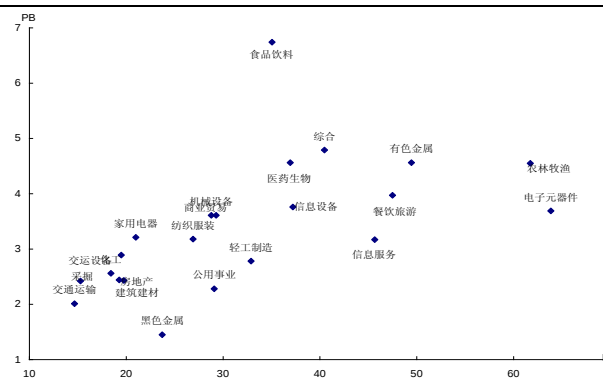
比较发现, 石油进口价格和石油石化以及上游公司毛利率之间存在明显的负相关的关系。09 年以来随着原油进口价格的逐步上升, 石油石化以及上游公司毛利率水平呈逐渐下降的趋势。

图 74: 原油进口价格与上游行业的毛利的关系



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

图 75: 行业的 PE (预测) 和 PB 的关系



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

电力供应冲击下的行业选择

在《内外景气度作用下的回归传统》的报告中, 我们看到一些传统产业的产出缺口比较紧张, 同时受到供给的冲击, 受影响的主要是一些传统高耗能产业。

从我们的比较来看, 电荒不排除部分电价上调带来的投资机会; 传统产业本身的供求紧平衡带来的上游投资机会, 如煤炭等; 传统产业本身的紧平衡会给其它下游行业带来供给冲击而因此受益的行业, 如水泥建材, 部分化工等。

低估值+需求不受影响下的行业选择

从这个角度可选择受益于保障性住房, 且估值偏低的行业如家电等。医药中的受降价影响不大且估值偏低的公司等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观			固定收益			策略		
周炳林	0755-82130638		李怀定	021-60933152		黄学军	021-60933142	
林松立	010-66026312		侯慧娣	021-60875161		林丽梅	021-60933157	
崔 嵘	021-60933159		张 旭	010-66026340				
						技术分析		
						闫 莉	010-88005316	
交通运输			银行			房地产		
郑 武	0755-82130422		邱志承	021-60875167		方 焱	0755-82130648	
陈建生	0755-82133766		黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678	
岳 鑫	0755-82130432		谈 煊	010-66025229		黄道立	0755-82133397	
高 健	0755-82130678							
周 俊								
机械			汽车及零配件			钢铁		
郑 武	0755-82130422		左 涛	021-60933164		郑 东	010-66025270	
陈 玲	0755-82130646					秦 波	010-66026317	
杨 森	0755-82133343					郭 莹	010-88005303	
商业贸易			基础化工			医药		
孙菲菲	0755-82130722		张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396	
祝 彬	0755-82131528		陈爱华	0755-82133397		丁 丹	0755-82139908	
			罗 洋	0755-82150633		杜佐远	0755-82130473	
			吴琳琳	0755-82130833-1867		谭权胜	0755-82136019	
			梁 丹	0755-82134323				
石油与石化			电力设备与新能源			传媒		
			杨敬梅	021-60933160		陈财茂	021-60933163	
			张 弢	010-88005311				
有色金属			电力与公用事业			非银行金融		
彭 波	0755-82133909		徐颖真	021-60875162		邵子钦	0755-82130468	
谢鸿鹤	0755-82130646		谢达成	021-60933161		田 良	0755-82130513	
						童成敦	0755-82130513	
通信			造纸			家电		
严 平	021-60875165		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
			邵 达	0755-82130706		黄海培	021-60933150	
计算机			电子元器件			纺织服装		
段迎晟	0755-82130761		段迎晟	0755-82130761		方军平	021-60933158	
欧阳仕华			高耀华	0755-82130771				
农业			旅游			食品饮料		
张 如	021-60933151		曾 光	0755-82150809		黄 茂	0755-82138922	
建材			煤炭			建筑		
马 彦	010-88005304					邱 波	0755-82133390	
						刘 萍	0755-82130678	
新兴产业			研究支持			数量化投资产品		
陈 健	010-66022025		沈 瑞	0755-82132998		焦 健	0755-82133928	
李筱筠	010-66026326		雷 达	0755-82132098		阳 瑾	0755-82133538	
			袁 剑	0755-82139918		周 琦	0755-82133568	
			余 辉	0755-82130741		赵学昂	0755-66025232	
			王越明	0755-82130478		邓 岳	0755-82150533	
基金评价与研究			量化投资策略			量化交易策略与技术		
杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332		戴 军	0755-82133129	
康 亢	010-66026337		董艺婷	021-60933155		黄志文	0755-82133928	
刘舒宇	0755-82133568		程景佳	010-88005326		秦国文	0755-82133528	
彭甘霖	0755-82133259		郑 云	021-60875163		赵斯尘	021-60875174	
李 腾	0755-82130833-6223		毛 甜	021-60933154		徐左乾	0755-82133090	
刘 洋	0755-82150566					李杨之		
潘小果	0755-82130843							

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	