



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6月26日

A股市场

研究部

侯振海¹

分析师，SAC 执业证书编号：S0080511010025
houzh@cicc.com.cn

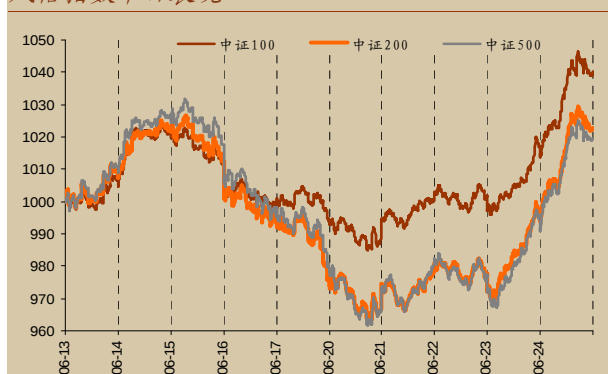
王慧

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

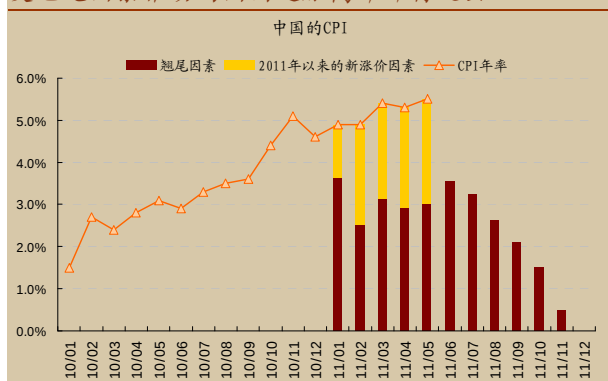
上证综指十日表现



风格指数十日表现



受翘尾因素推动的国内通胀高峰即将过去



资料来源：WIND，中金公司研究

中国政策转守为攻？

本周 A 股策略观点

- ▶ 受紧缩预期放缓影响，大盘触底反弹，对于未来的走势，我们维持在三季度初将有一波有操作意义的市场行情的观点，我们认为 2950 点左右可以暂时作为一个中期的目标位。从短期走势看，市场在 2790 点的年线和 2810 点附近的 600 天均线处会遭遇较大的阻力，在部分获利筹码兑现的压力下，短期市场可能仍有震荡。我们认为本轮板块主线依然是我们在此前策略半年报中提出的以受益于政策紧缩预期下降和保障房等保证经济增长政策的板块，包括：机械、水泥、房地产和汽车等。此外，短期可以关注超跌和有触发因素的几个板块，包括：军工概念、航空、科技和软硬件设备等。
- ▶ 对于温总理关于通胀可控的表述，其发表的时间点和方式地点较其内容更值得关注。我们认为，在全球“再平衡”的这场政策博弈和角逐中，当前出了一个中国政策由守转攻，由后手变先手的时机。
- ▶ 从通胀形势看，中国最难熬的 2 季度已经过去，而美国最难熬的 3 季度还未到来。而且中国控通胀需要防范的只是通胀环比不出现大涨的“稳物价”，而美国需要的是环比下跌的“降物价”。而在经济增长方面，美国面临的风险也要大于中国。而且美国国内政治纷争国会掣肘导致财政政策难有作为。因此，急需打压油价为消费者减负，为美联储未来施行宽松货币政策“松绑”。
- ▶ 如果中国继续紧缩，牺牲自身增长和需求所换来的通胀和油价加速下跌而创造出的政策空间只可能被发达国家所享用，而一旦这些国家推行进一步宽松政策，我国通胀风险仍会重来。所以从国际背景上分析，我国进一步紧缩已经有害无益。而如果政策由守转攻，变后手为先手，不但降低国内经济增长过快下滑风险，而且中国需求反弹可以托住美国的通胀水平，封杀其出台宽松政策的空间，使得“再平衡”无法发生。
- ▶ 从国内的实际情况看，市场利率超预期上升已经反应了过紧的资金面，从上市公司角度看，大型企业也首现经营性现金流的恶化。政策微调应该只是时间问题。从市场利率，如果回购利率 7 月后回落并稳定在 4-5% 的水平，将是对 A 股最有利的局面。

¹报告贡献人：忻子煊，zihuan.xin@cicc.com.cn

一周市场回顾

A股超跌反弹

上周美股依旧弱势整理，A股出现超跌反弹。

国际方面，周中美联储下调美国经济增长预期一度拖累美国股市，但周四欧盟与IMF批准希腊紧缩计划主权债务危机暂缓缓解之后，欧美股市出现了一定的企稳。美国方面，在周三的议息会议上，美联储维持现行联邦基金利率不变，QE2将如期在6月30日结束，而伯南克对于是否将启动新一轮的定量宽松政策美联储并没有明确表态。同时，美联储维下调了美国经济增长预期，认为近来劳动力市场的疲软度超出预期，经济的复苏势头也慢于预期。展望未来，美联储表示，到期证券的回笼本金将进行再投资，仍将“较长时间”维持超低利率政策，通胀将维持在低水平，失业率将逐步下降，美国经济的复苏势头将上升。欧洲方面，希腊主权债务危机在各方经过连续数周的斡旋和谈判下本周终于出现了一定的实质性进展。周三，希腊政府赢得信任投票，为希腊政府推动紧缩支出方案争取国际社会对该国进一步援助赢得了宝贵的时间。周四，欧盟与IMF批准希腊紧缩计划，主权债务危机暂缓缓解。大宗商品方面，受国际能源署(IEA)将向市场投放6,000万桶原油库存以确保市场供给充裕的影响，原油期货创出今年2月以来的新低。

国内方面，长期通胀预期下降，短期通胀压力犹存。温家宝总理在6月23日的英国《金融时报》上发表署名文章，认为“中国的通胀可控，中国遏制通胀的努力已经奏效，消费者物价涨幅将放缓”。但短期看，6月CPI或创35个月来的新高。22日国家发改委价格司负责人表示，预计今年6月份价格总水平同比涨幅将高于5月份达到全年最高值。该负责人称，不排除下半年个别月份CPI涨幅将创新高，但总体态势可控。此外，上周持续的强降雨给南方大部地区造成汛情和洪涝灾害，农产品减产已成定局，而农产品产量下降或使短期通胀形势趋于严峻。经济增速则进一步放缓，汇丰中国6月23日发布制造业PMI的预览数据显示，6月份中国制造业PMI录得50.1，制造业产出指数录得50.0，均创11个月新低，其中新出口订单和成品库存都加速萎缩；出厂价格和投入价格上涨减速。资金方面，迫于短期流动性压力，本周央票暂停发行。为了应对准备金缴款和银行月末的“中考”压力，资金需求井喷，短、中、长三类期限资金价格全线飙升，1天、7天等短期回购利率一度升至9%以上，并持续数个交易日在8%以上。周中市场亦有传闻²，央行开始向一些大行进行逆回购操作，以解市场资金紧张的燃眉之急。

市场方面，周一，沪指跳空低开。早盘市场虽有微弱抵抗，但受制于资金面紧张，股指一路缓慢下挫，收盘创出新低，成交金额亦创出今年以来的地量。周二，受保障房政策利好的消息影响，沪指早盘小幅高开，建筑、水泥、城建等板块引领市场反弹；午后，周期性板块纷纷发力展开上攻，沪指回补昨日的向下跳空缺口，几乎收于全日高点。周三，沪指虽早盘小幅高开，但全天维持弱势震荡格局，最终沪指仅微幅收红，成交金额再度创出新低。周四，沪指早盘低开，但10点左右在创业板指数快速反弹的带动下，市场逐渐开始活跃。午后，市场在保障房概念股飙升的带动下一路走高，沪指收盘成功收复10日均线，成交量也重新回升到800以上的水平。周五，受温总理在金融时报文章称预期国内通胀将回落的消息刺激，大盘低开后在建材、水泥、汽车、券商等板块的轮番带领下大幅反弹，成功攻克30日均线，尾盘略有回吐，两市成交金额均创出了自今年4月份见顶以来的新高。

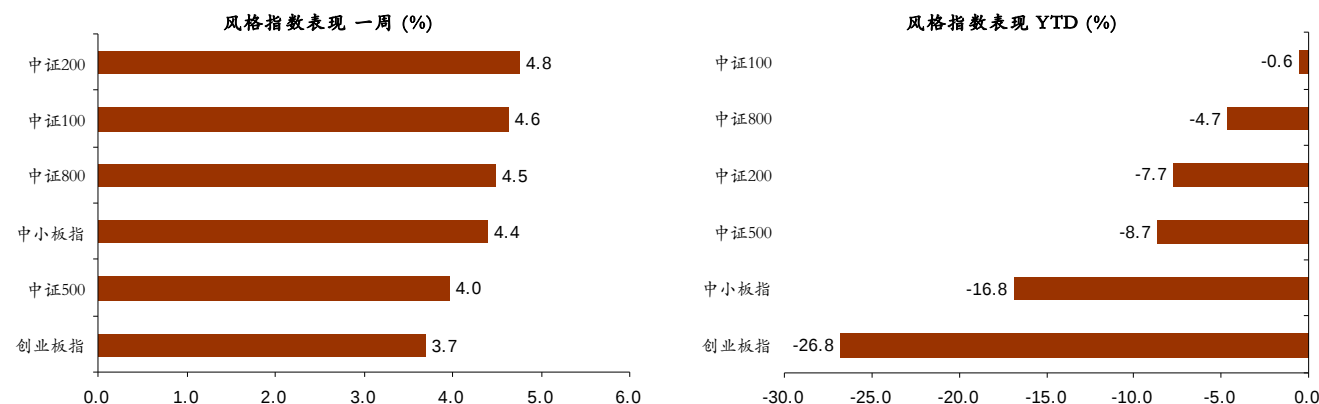
行业方面，发改委制定新规明确允许投融资平台公司申请发行企业债券筹措资金，增强了市场对于下半年保障房建设提速的预期。受此影响，保障房建设相关的建材、机械等板块涨幅居前。证券、保险、保险、汽车等前期超跌股也取得较大涨幅。通信板块成为本周唯一下跌的板块。

风格方面，大盘股表现好于中小盘股。

² <http://biz.cn.yahoo.com/yphen/20110623/430564.html>

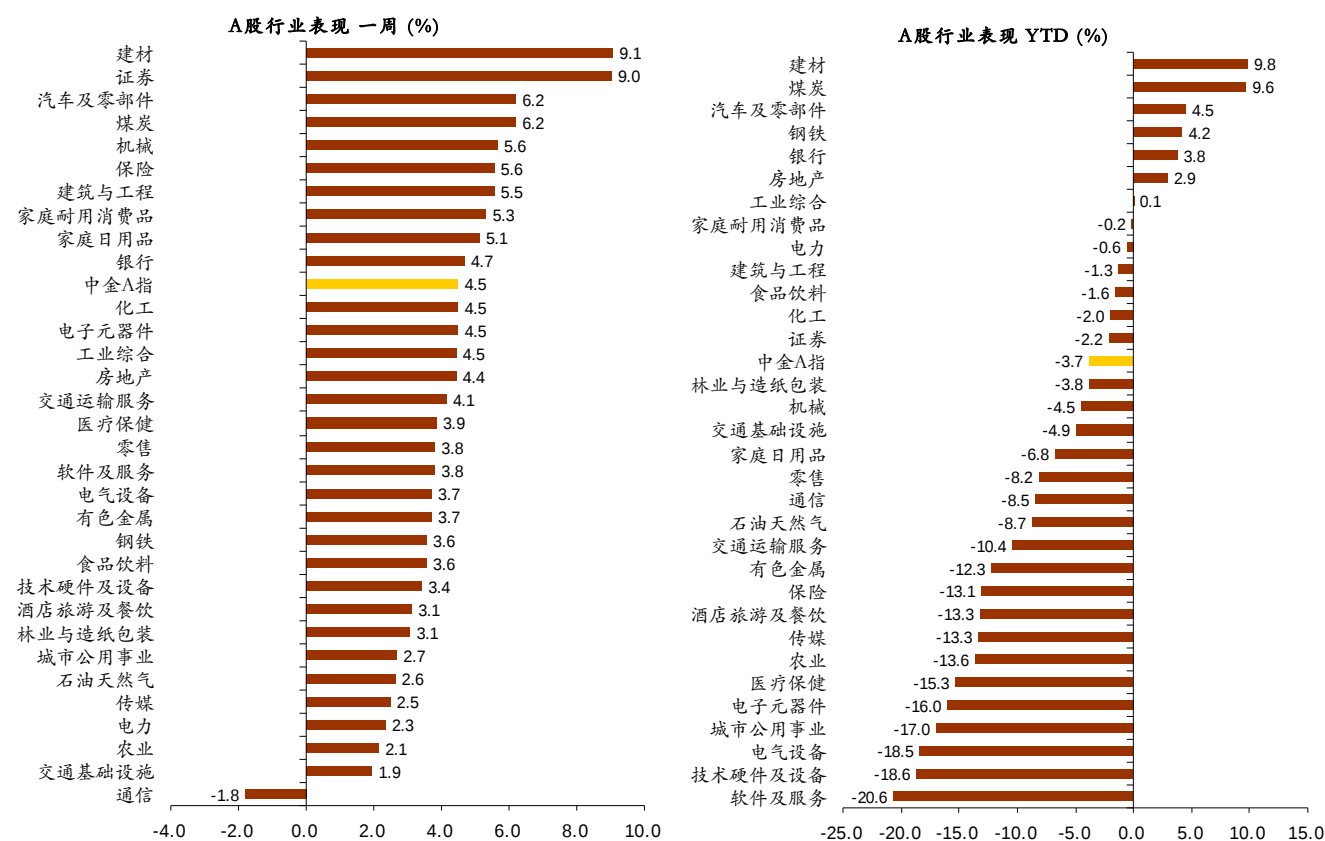
全周来看，上证综指上涨3.9%收于2746点，深证成指上涨5.1%收于11996点，沪深300指数上涨4.7%收于3027点。

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 股市场触底后快速反弹，上证指数连续向上突破多条阻力均线，并伴随成交量逐步放大。

正如我们前期周报中所指出，市场此前已经大部分消化了一些负面的因素，而从估值水平看市场也已经跌到了历史的底部，因此我们认为在基本面没有出现新的重大负面因素的背景下，上证指数有效跌破 2600 点的概率很大。但从推动市场向上的因素看，我们认为事实上市场一直在等待这样的一个信号，而能够推动市场向上的信号只可能来自政策面或者资金面。因为目前来看，虽然对于经济和盈利的预测没有大幅下调的空间，显著上调的空间其实也没有，所以市场反弹只可能出现在政策或者资金这两个影响市场投资者情绪进而影响市场估值水平的因素上。从上周看，市场出现的一些对不要进一步紧缩的各方呼声使得市场有所企稳，而周五温家宝总理发表于英国财经时报的文章中指出的“中国控制通胀获得成功”这一判断更是被市场视作政策紧缩接近尾声的信号，从而推动市场出现一波快速反弹。

对于未来的走势，我们维持在下半年度策略报告中的观点，即认为在三季度初将有一波有操作意义的市场行情，投资者可较为积极的参与这波行情。虽然目前对反弹的高度依然很难判断，但是我们认为 2950 点左右可以作为一个中期的目标位。从短期走势看，市场在 2790 点的年线和 2810 点附近的 600 日均线处会遭遇较大的阻力，在部分获利筹码兑现的压力下，短期市场可能仍有震荡。但我们认为，短期市场如果进行一些整固，可能对中期上行的走势及其高度更为有利。从市场的热点来看，我们认为主线依然是我们在此前策略半年报中提出的以受益于政策紧缩预期下降和保障房等保证经济增长政策的板块，包括：机械、水泥、房地产和汽车等。此外，短期可以关注上半年以来跌幅最大的几个板块，包括：航空、科技和软硬件设备等，以及有一定概念性题材的军工概念股等。

之所以温家宝总理的文章引发了市场如此剧烈的反应主要在于发表文章的时间点和地点均出乎市场意料。首先，众所周知，目前国内通胀面临的形势依然非常严峻，6 月份 CPI 同比创出 3 年以来的新高的可能性极大，而近期以猪肉价格为主的食物价格也有所反弹，加之蔬菜价格目前处于低位，未来仍有上涨的空间，因此，在此情况下，宣布控制通胀已取得成果的确出人意料。其次，温总理选择在出访欧洲之际通过境外主流财经媒体来发表这一观点也十分引人注目。因此，我们不得不将这一观点放置于当前的国际经济形势大背景下加以分析，才可能得出对于 A 股未来走势更有意义的判断结论。

国际大背景的分析

当前的国际背景，依然显得十分复杂。但尽管如此，我们认为，整个国际经济局势的变化，并未超出我们自金融危机以来的总体逻辑分析的判断之外。首先，我们在 2008 年底时就写报告指出了后危机时代全球经济的发展逻辑，即 2009 年的全球同心协力进行“再通胀”，这一努力将使得全球经济从金融危机的阴霾下得以摆脱，但是我们也明确指出这一政策并非长久的解决问题之道。一方面，作为发达国家，欧美面临的资产负债表萎缩的债务问题仍将长时间存在，美联储极端宽松的货币政策会使得股市和大宗商品收复失地，但在受到资产负债表去杠杆化影响最严重的美国房地产市场上将难有建树，使得美联储的政策被迫长期化。而这一政策所导致的通胀上升，尤其大宗商品价格导致的成本推动型通胀在 2010 年后将成为拖累经济进一步发展的重要因素。因此，可以说，宽松货币政策的红利实际上只存在于 2009 年。此后，美国经济的问题依然是“再通胀”，而全球经济的问题已经过度成为了“再平衡”的问题了。

也就是说，在这种情况下，宽松货币政策对于全球经济的总体边际作用已经基本衰竭，发达国家采取持续宽松的政策的结果已经逐渐变成让新兴市场国家主动或被动的放缓自身的经济增长，以便为发达国家的进一步复苏腾挪出更多的空间（这种空间包括资源消耗、资金占用、就业机会、产品市场份额等多个方面），这就是我们所说的“再平衡”。而“再平衡”的

方式存在着主动和被动的两种。主动的是指新兴市场国家主动的大幅升值本币，但这种做法并不被大部分主要新兴市场国家所接受，因此更为普遍的“再平衡”途径是通过利用通胀压力，推动新兴市场国家不断的财政和货币紧缩来实现的。因为，大部分新兴市场国家的最致命弱点就是要么粮食无法自给自足，要么国内贫富差距过大。而粮食价格上涨，对于普遍存在这两个弱点的新兴市场国家而言，无疑是一击必中的要害。

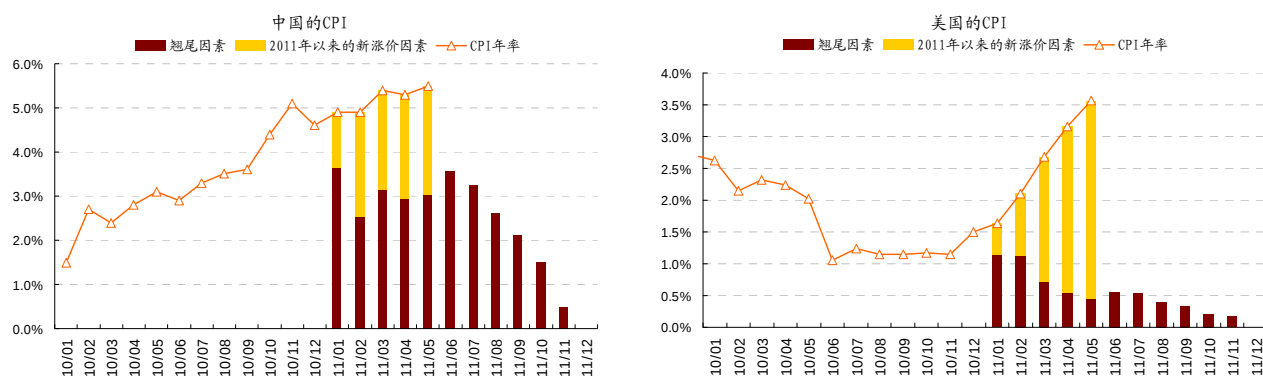
中国经济政策：从落于后手到抢得先手？

在这种背景下，从2010年下半年起，新兴市场国家尽管经济增速依然高于发达国家，但在政策制定方面看，已经处于十分被动的受制局面之中了。一方面，粮食价格的大幅上涨使得通胀水平不断上升，而另一方面，不断紧缩的政策导致生产增速放缓，供应更加紧张，而外部的国际资金又加速流入，使得通胀和资产价格泡沫的风险积聚。从我国的实例看，情况也十分类似，因此，实际上从去年下半年以来，国内的宏观政策一直处于两难的境地之中。在这场国际经济政策博弈的棋局中，一直落于后手。

但是，我们也必须看到，利用通胀来推动“再平衡”对于发达国家也并非是没有风险的。这是因为尽管发达国家对于粮食价格上涨的敏感度不大，但是石油价格的大幅上涨，却会对其经济增长产生重大的阻碍。一方面，汽油和燃料油作为发达国家居民需求最为刚性的产品，其价格的大幅上涨势必挤占其本就不太宽裕的消费购物预算，从而导致占发达国家经济最大的居民消费增长进一步遭到遏制。另一方面，油价连续上涨导致的成本上升，最终也将引发发达国家自身的通胀，比如，美国现在的CPI年率也高达3.6%，为3年多以来最高水平，而英国的CPI甚至已经超过了4%。而须知，这些国家的10年期国债的收益率都不到其当前的通胀水平。

而且，从我国和美国的通胀水平的因素分析，我们不难发现，尽管我国当前的通胀水平（5月份5.5%）高于美国（5月份3.6%），但从图表3中，我们可以看到，中国当前的5.5%的CPI同比水平中，2011年以来的新涨价因素的贡献为2.5%，大部分为翘尾因素的贡献3%，而从翘尾因素的走势看，从6月份起，翘尾因素就将大幅的下滑，因此，只要控制住目前国内物价的增速不再提速，加之我们预期8月份以后猪肉价格回落将部分缓解食品价格上涨的压力，下半年通胀水平逐渐回落的确定性还是非常大的。但从美国的CPI情况看，2011年以来新涨价因素的贡献高达3.11%，甚至超过我国的水平，而翘尾因素的贡献仅0.46%，也就是说，美国今年以来的环比通胀水平，甚至环比的核心通胀水平都比较高。这意味着美国面临的不是控制未来物价增速不再加快的问題，而是只要保持其当前的物价水平不回落，到年底前，美国的通胀水平也很难回落到3%以下。

图表3：中国和美国的CPI



资料来源：Bloomberg，WIND，中金公司研究部

虽然3%的CPI看似不是一个非常高的数字，但是对于下半年的美国经济乃至政治格局而言，都可能产生举足轻重的影响。这是因为，对于美国而言，其目前的经济正面临着新一轮的增速下滑风险。作为美国最有效的中周期的领先经济指标，由多项美国经济指标汇总得出的美

国 ECRI 的每周经济领先指标自今年 4 月份起,已经明确的显示出了经济增速回落的指向(图表 4)。

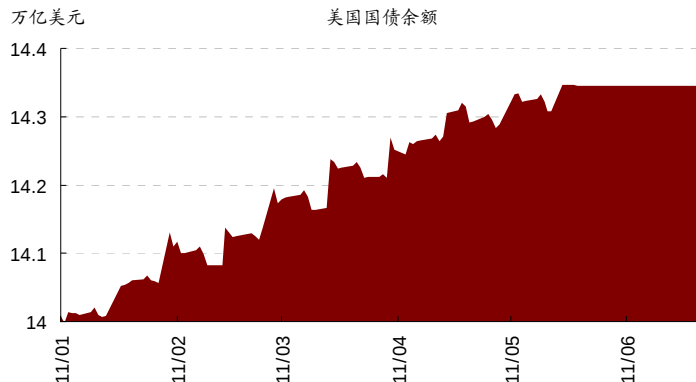
图表 4: 美国 ECRI 经济领先指标显示美国经济开始走软



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

而更为棘手的问题在于,美国国会就提高下半年进一步财政刺激的问题始终无法达成一致。甚至在最基本的提高美国国债发行额上限的问题上,由于两党对于减税和医疗改革等多项议案意见无法统一而一再被搁置,使得美国财政部自 5 月 16 日国债余额达到 14.35 万亿美元的法定上限后,再也没有发行过哪怕一个美元的新的国债。这使得美国在经济增速已经放缓的局面下,面临着包括失业救济金和住房解困资金在内的财政资源枯竭,甚至连国债利息偿付都可能暂时难以为继的局面。

图表 5: 美国国债余额



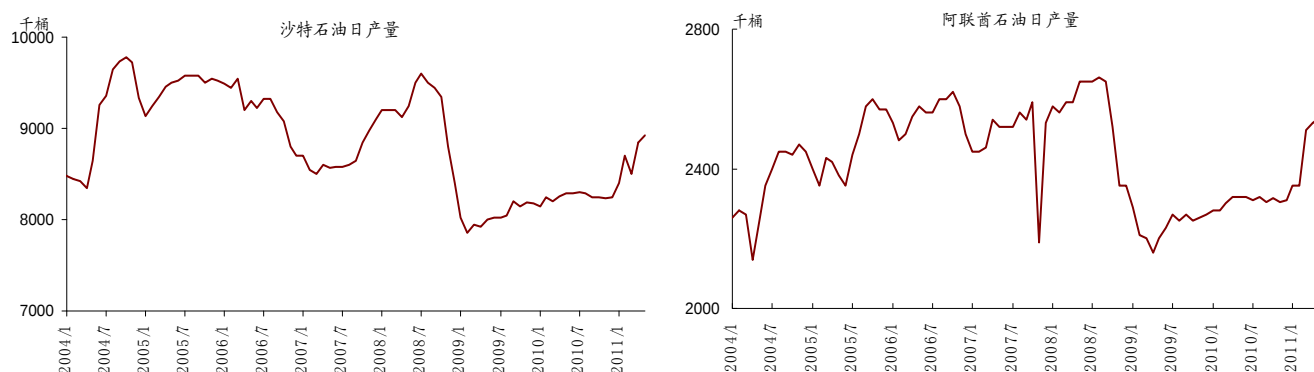
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

在此背景下,尽管奥巴马政府可能会加快撤军和对其他一些政府支出的截留,但新的财政支持对于美国下半年经济走势的影响很可能处于杯水车薪和远水解不了近渴的局面。在此背景下,为美联储保留进一步实行宽松货币政策的空间就显得尤为重要了,因为这几乎是下半年如果美国经济出现超预期的恶化的不利情景下,最有可能也是最容易(因为无需国会表决通过)被实行的刺激政策了。但美联储也并非全无顾忌,可能束缚住美联储手脚的最大威胁就是当前过高的通胀水平,或者更直接的说,就是当前的高油价。因此,在目前的这种局面下,美国的当务之急是遏制油价,从而推动通胀环比出现下跌。

因此,从通胀情况看,目前的局势已经逐渐转向了对中国有利的方向了。这是因为,中国只要控制住通胀环比不大涨,随着翘尾因素的跌落,下半年通胀水平向下的趋势就会确立,从而不必进一步紧缩。而美国需要的是通胀环比显著下跌,才能为进一步货币宽松创造政策条件。显然,对于中国而言,最困难的 2 季度已经过去了,而美国最困难的 3 季度还没到来。中国在政策博弈上的后手已经逐渐转变为了先手! 转守为攻的时机已经到来!

但是显然，美国已经在为达到其经济政策目标而使出新的招数了。首当其冲的，就是推动油价的下跌。此前，美国已经宣布对石油期货交易进一步加强监管控制（近期还宣布了对黄金期货交易的限制），此外，此前还大力推动 OPEC 国家石油的增产，但是由于伊朗、委内瑞拉和利比亚等反美国家的全力阻挠，6 月 4 日的 OPEC 会议最终不欢而散，并未达成增产协议。但是我们注意到，以沙特、科威特和阿联酋为首的亲美 OPEC 成员国，实际上早在 4 月份，就因为利比亚等国的供给中断为由，增加了额外的产量。而且沙特已经宣布可能在 OPEC 协议外单方面增产。而在目前国际原油市场并未出现严重的供不应求，且 OPEC 多国已经实际增产的情况下，国际能源局 IEA 上周仍以利比亚石油供应（约 150 万桶日产量）中断为由，宣布一个月内释放战略石油储备达每天 200 万桶。而且如果需要，这一时间还会被延长（注：IEA 目前共拥有石油储备共 16 亿桶）。

图表 6：沙特等亲美 OPEC 国家，自今年 4 月份以来已经显著增产



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

因此，从国际局势看，美国需要油价下滑带动通胀压力回落，从而为美联储和美国消费者解困的心情是非常迫切的。而这个时刻，我们认为，对于中国而言，是为我国经济政策制定从落于后手转而变成抢得先手的一个天赐良机。

中美经济和通胀周期“置换”带来的机会

由于短期内，经济下滑和通胀上升的双重压力可能从中国向美国发生置换。这是自去年下半年以来一直没有出现过的局面。如果我们大胆假设，中国政策制定者在当前的情况下停止紧缩，使得中国经济和需求增速再次出现反弹，将会出现何种国际经济局面？

一方面，中国的总体通胀水平仍会冲高回落，只是回落的速度和幅度可能小一些。但是，另一方面，中国需求的再度反弹，一定会封杀油价大幅下跌的空间，从而进一步推高美国的通胀压力。在这种情况下，甚至不排除直接会封杀美联储实行进一步宽松货币政策的空间。

而反之，如果中国继续紧缩，那么通胀也一定会回落，而且可能回落的更快，并且在供给和需求的双重压力下，油价也很可能很快回落到 80 甚至 70 美元以下。但这对于中国并不一定是好消息，因为那样的情况下，美联储推出进一步宽松政策的概率必定大增，而一旦其出手，油价便会再次回升至目前水平附近，国际粮食价格甚至会创出新高，中国国内的通胀水平一定会再度升高。也就是说，通过中国牺牲自身需求和经济增长所换来的“控通胀”成果，一定是会被发达国家所享有的。在这种分析框架下，那么中国怎么可能还有进一步紧缩的意愿和动力？

我们知道，国际金融和大宗商品市场瞬息万变，因此，在国际经济局势和政策出现重大变化的时刻，审时度势、快速应变，是优秀政策制定者必须的素质。从这个角度，去理解国内外一些近期看似“超乎预期”的政策表态，也就不难理解其内中深意了。无论如何，我们认为，在目前中国面前，的确存在着一个政策应变的先手机会，如果掌握好了就可能扭转前期的被动局面。

国内局势显示政策调整也已经不可避免

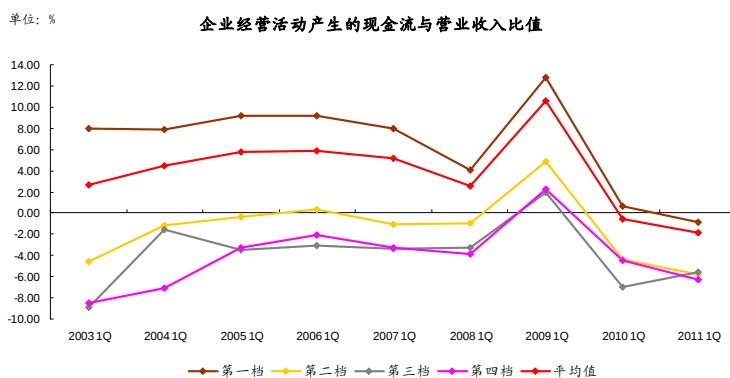
我们认为，国际局势的变化，更多的是会影响到国内政策的变化时间点和力度这些问题。但是，真正推动其发生转变的，还是国内经济的实际状况，因此，即便6月末，总理就表态控通胀取得胜利的确出人意料，但就从国内经济的实际情况看，国内政策出现微调也已经只是时间问题了。

首先，我们看到近期的市场回购利率大幅飚升到了9%左右的水平，尽管季度末资金面紧张导致利率上升并不令人惊讶，但是我们认为，市场回购利率9%左右的水平显然还是出乎于管理层的预料的。因此，央行近期已经基本停止央票发行和正回购。对于市场资金面为何超预期紧张的问题，市场存在多种猜测，包括银行表外贷款和票据卖断的规模过大，外汇占款增速急速下滑等等。但我们认为，对于央行而言，保持一个较高但又不是过高的市场利率，仍是其主要的政策目标。从其这一思路看，显然无论市场利率过高还是过低，对于股市预期都不太有利。如果利率低于3.5%，央行就可能采取进一步上调RRR的手段来收流动性，而如果利率上至5%以上，则会吸引股市资金遭到分流。所以，对于A股而言，最好的情景是7月份以后回购利率回落并稳定在4~5%之间的水平。

此外，今年持续的货币紧缩政策已经给企业的日常经营带来困难，尤其是资金链的断裂已经迫使一些中小企业破产。而根据我们的分析，大企业的现金流状况今年一季度起也面临了从未有过的困境，由于大企业对于政府的游说和影响能力更强，这将使政府重新审视现行的货币紧缩政策，尽快进入政策观察期或对紧缩政策的使用工具进行一定的调整。

下面，我们将全部A股上市公司（剔除ST、金融和石油天然气板块）归属母公司的所有者权益自大到小排序，按照上市公司数量平均分成四档，再对各公司每年一季度经营性现金流与营业收入的比值进行分析（图表7），发现排名前25%的大企业首次发生了一季度经营性现金流为负的情况，且-0.89%的比值与前几年8%左右的比值相比有明显的下滑；而那些规模稍小的上市公司每年一季度的现金流状况其实一直不好，今年的状况只能算是更差一些。

图表6：企业经营活动产生的现金流与营业收入比值

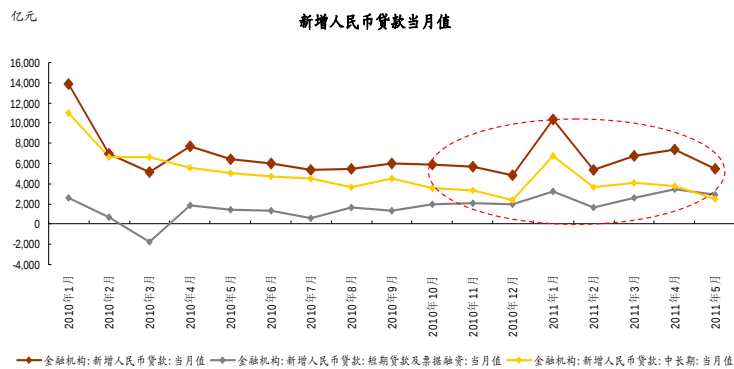


资料来源：WIND，中金公司研究部

第一档的企业多为央企或各个地方的大型国企，且从没有经历过现金流如此紧张的情况，所以他们对于短期资金的需求十分旺盛，而他们的深厚背景也容易取得银行的贷款以及信托公司的青睐，这可能也是为什么今年小企业贷款难大企业贷款易，短期高年化收益率信托理财产品层出不穷的原因之一。我们从人民银行公布的贷款数据来看，新增短期贷款占总新增贷款的比例自本轮调控以来不断上行，而新增长期贷款占总新增贷款的比例一直在下降，5月甚至出现了新增短期贷款多于新增长期贷款的情况（图表8）。但往前看，如果存款准备金率继续不断上调加之银监会对银行的表外信贷业务不断密切关注，那么大企业的资金情况会进一步恶化。但是，不同于缺乏话语权的中小企业，这些大企业可以凭借着自己的深厚背景通过地方政府或者直属国家部委给中央决策层施加一定的影响，使高层重新审视当前的货币政策，至少在预期CPI下半年会见顶回落的情况下，使货币政策先进入观察期或采用加息

而非上调存款准备金率的方式进行调控。考虑到目前国内利率双轨制的实际情况，加息对企业的影响程度应当小于上调存款准备金率对企业的影响程度。

图表 7：新增人民币贷款当月值



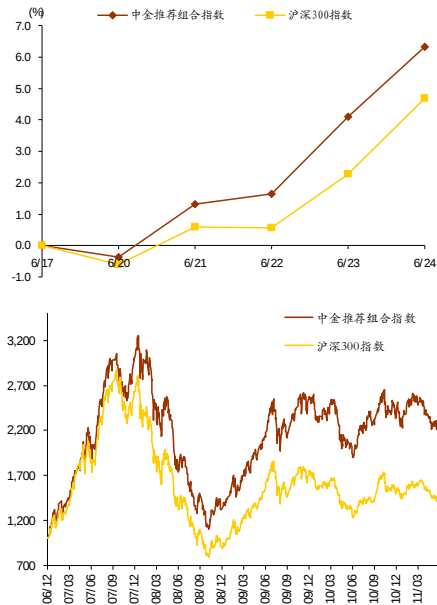
资料来源：WIND，中金公司研究部

中金推荐组合及配置建议

图表8: 中金A股推荐组合

本周将友好集团、民生银行、青岛啤酒和中国联通替换成华帝股份、中南建设、中集集团和烽火通信

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		
			11-6-24	一周	YTD	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
华帝股份	002035.SZ	推荐	12.06	11.5	-20.4	22.2	16.9	13.0	5.7	4.8	3.8	0.8%	2.5%	2.5%			
中南建设	000961.SZ	推荐	10.90	7.9	-3.7	13.5	11.4	7.6	2.8	2.2	1.7	0.0%	0.0%	0.0%			
中集集团	000039.SZ	审慎推荐	21.17	11.0	-6.3	18.8	12.3	10.5	3.4	2.8	2.3	0.9%	1.4%	1.7%			
烽火通信	600498.SH	中性	24.45	-5.1	-40.9	28.6	21.6	17.5	3.1	2.7	2.6	0.6%	0.6%	0.6%			
华夏银行	600015.SH	审慎推荐	11.17	5.5	4.1	12.8	9.3	7.4	2.2	1.2	1.1	1.8%	1.8%	1.8%			
八一钢铁	600581.SH	推荐	14.90	8.0	33.4	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	32.30	6.2	-9.7	81.1	31.9	26.6	9.0	7.7	6.6	0.0%	0.0%	0.0%			
江西铜业	600362.SH	推荐	34.79	6.9	-23.0	24.5	18.0	17.0	4.3	3.5	3.1	0.0%	0.0%	1.8%			
盐湖股份	000792.SZ	推荐	57.72	2.2	-12.9	82.9	23.4	18.3	6.6	5.6	5.6	0.0%	2.6%	3.3%			
中国玻纤	600176.SH	推荐	29.69	7.9	16.9	61.6	17.4	12.9	8.9	3.4	2.9	0.0%	0.4%	1.7%			
海螺水泥	600585.SH	推荐	27.28	8.6	39.0	23.4	10.8	8.7	4.1	3.1	2.3	0.7%	1.4%	1.7%			
中国建筑	601668.SH	推荐	4.03	3.1	19.8	13.1	9.9	7.8	1.6	1.4	1.2	1.9%	2.5%	3.2%			
上海汽车	600104.SH	审慎推荐	18.97	14.6	29.2	15.2	9.5	8.3	3.1	2.7	2.3	0.2%	2.0%	5.3%			
广深铁路	601333.SH	推荐	4.04	6.0	19.8	18.4	17.2	14.3	1.2	1.1	1.1	2.2%	2.4%	2.9%			
中国国航	601111.SH	中性	9.88	6.2	-26.8	10.4	11.1	17.5	3.1	2.4	2.2	0.0%	1.2%	0.4%			
柳 工	000528.SZ	审慎推荐	22.20	8.9	-8.6	16.2	11.1	8.7	3.0	2.4	2.0	0.3%	0.0%	0.0%			
郑煤机	601717.SH	审慎推荐	35.38	14.8	-16.6	28.1	20.6	16.0	5.0	4.1	3.4	0.0%	0.7%	0.9%			
老凤祥	600612.SH	推荐	34.09	3.3	15.2	39.1	26.6	21.2	6.9	5.5	4.4	0.0%	0.0%	0.0%			
泸州老窖	000568.SZ	推荐	44.71	2.5	9.3	28.3	20.8	15.8	11.3	9.7	8.2	2.2%	3.4%	4.4%			
康美药业	600518.SH	推荐	13.16	7.5	-21.1	38.0	23.7	16.3	6.1	5.1	4.1	0.9%	1.1%	1.5%			



资料来源: 天相, 中金公司研究部

图表9: 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	15.2%	-28.7	15.9	26.4	4.6	17.0	19.0	16.4	13.0	12.4	10.6	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	2.3	2.2	2.7	2.9	3.5	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.	39.2	22.5	33.1	27.9	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	5.8%	37.9	1.6	30.0	18.0	14.5	23.3	22.9	17.6	14.9	13.0	4.1	3.7	3.2	2.8	2.4	1.4	1.5	2.0	2.2	2.6	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	29.3	14.2	10.6	8.9	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	73.2	17.4	47.1	31.2	26.2	5.6	5.5	4.8	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	1.3%	25.0	49.4	55.2	101.3	25.4	55.5	37.1	23.9	11.9	9.5	6.0	5.0	4.0	3.0	2.4	0.4	0.4	0.6	1.2	1.5	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	16.5	12.9	18.1	12.7	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	1.9%	4.1	-46.3	52.1	133.6	38.3	42.1	78.5	51.6	22.1	16.0	7.6	6.5	5.6	4.0	3.4	0.9	0.8	0.6	1.5	2.0	18.1	8.3	10.9	18.0	21.0
电力	3.1%	-102.5	3,566.6	12.7	14.9	11.9	n.a.	24.2	21.5	18.7	16.7	2.8	2.2	1.9	1.7	1.6	1.2	1.4	1.3	2.6	2.6	-0.3	9.0	8.7	9.2	9.6
城市公用事业	0.3%	-30.0	46.6	21.3	11.2	16.8	51.6	35.2	29.0	26.1	22.3	4.6	4.3	3.2	3.1	2.9	1.8	2.3	2.3	2.6	3.0	9.0	12.1	11.0	11.7	13.0
交通基础设施	3.0%	9.8	0.8	32.4	22.1	13.5	19.4	19.3	14.6	11.9	10.5	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4	2.0	2.1	2.4	2.9	3.3	12.3	10.8	12.9	13.2	13.8
交通运输	2.3%	-119.2	28.8	894.6	-24.1	-8.9	n.a.	n.a.	12.4	16.3	17.9	3.3	3.2	2.3	2.0	1.8	1.4	0.4	0.1	0.5	0.5	-4.7	-3.3	18.6	12.4	10.3
机械	3.6%	6.7	-4.5	56.6	46.5	29.2	38.5	40.3	25.7	17.6	13.6	6.7	5.2	3.9	3.3	2.8	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	17.4	12.9	15.2	18.9	20.6
电气设备	1.9%	-8.3	49.6	20.2	24.9	23.7	46.6	31.1	25.9	20.8	16.8	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	2.4%	-27.3	117.3	10.8	36.4	17.8	34.2	15.7	14.2	10.4	8.8	3.1	1.7	1.6	1.4	1.3	0.5	1.7	1.8	2.4	2.8	9.0	10.9	11.0	13.5	14.2
银行	25.0%	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	17.3	-16.2	-4.1	7.4	30.1	17.4	20.8	21.6	20.2	2.9	2.0	2.0	1.8	1.8	0.5	3.3	2.4	2.1	2.0	9.6	11.8	9.6	8.5	8.7
保险	4.8%	-53.8	134.0	9.9	16.4	18.0	47.3	20.2	18.4	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	14.3	14.7	14.5	14.9
房地产	2.7%	3.2	40.4	37.5	26.4	21.5	26.8	19.1	13.9	11.0	9.0	3.1	2.5	2.1	1.8	1.5	0.7	0.9	1.2	1.2	1.4	11.8	12.9	15.3	16.0	16.4
电信服务	0.7%	250.5	-86.2	-54.6	167.3	156.0	5.6	40.5	89.2	33.4	13.0	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2	0.5	1.4	3.8	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	49.6	33.3	25.1	21.2	17.1	6.3	4.9	3.8	3.3	2.7	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	12.6	14.8	15.1	15.7	16.0
电子元器件	0.3%	-35.8	26.0	102.9	54.3	33.7	97.0	76.9	37.9	24.6	18.4	9.8	9.1	7.1	5.7	4.5	0.6	0.5	1.0	1.6	2.1	10.1	11.8	18.8	23.3	24.7
传媒	1.1%	3.0	20.1	6.8	14.9	18.8	55.4	46.1	43.2	37.6	31.6	5.2	4.2	3.5	3.2	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	1.6%	15.6	50.9	44.7	29.8	22.0	44.1	29.2	20.2	15.6	12.8	5.8	4.5	3.6	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	34.5	32.1	49.8	40.0	29.6	22.0	16.7	7.3	5.3	4.2	3.5	3.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	14.6	13.2	14.3	16.0	18.2
汽车及零部件	2.8%	-39.5	149.2	87.0	33.9	16.7	58.2	23.4	12.5	9.3	8.0	5.3	4.2	3.0	2.5	2.1	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	39.0	31.9	27.4	21.9	17.1	4.1	3.0	3.2	3.0	2.7	1.1	2.6	1.0	1.2	1.5	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	54.6	43.5	32.6	22.9	17.1	12.4	8.0	5.7	4.6	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	4.4%	6.7	75.1	31.8	44.1	34.4	82.5	47.1	35.8	24.8	18.5	12.8	10.1	8.1	6.6	5.2	0.5	0.6	1.0	1.3	1.9	15.5	21.5	22.7	26.5	28.1
医疗保健	2.3%	32.8	47.8	28.0	39.7	29.6	78.4	53.0	41.4	29.7	22.9	9.7	7.8	5.7	4.8	4.3	0.4	0.4	0.4	0.7	0.9	12.4	14.7	13.8	16.2	18.3
农业	0.8%	-11.2	19.2	8.7	100.0	17.2	72.9	61.2	56.3	28.1	24.0	6.3	5.3	4.8	4.0	3.5	0.5	0.6	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	71.6	57.2	39.7	24.7	18.7	8.9	6.7	5.0	4.2	3.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	12.4	11.8	12.5	17.0	18.9
合计	100%	-9.1	23.4	36.6	23.6	20.1	23.9	19.4	14.2	11.5	9.5	3.2	2.7	2.3	1.9	1.7	1.7	1.7	2.0	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	16.4	13.2	10.2	8.1	6.7	2.7	2.3	1.8	1.5	1.3	2.6	2.6	3.0	2.3	2.7	16.3	17.4	17.7	18.7	19.4
非金融板块	69%	-28.2	22.2	45.2	20.9	19.3	33.1	27.1	18.7	15.4	12.9	3.6	3.1	2.7	2.3	2.1	1.2	1.2	1.4	1.7	2.1	11.0	11.5	14.3	15.1	16.0

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，中金公司为江西铜业、中国建筑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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

