



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9月4日

A股市场

研究部

侯振海

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

王慧

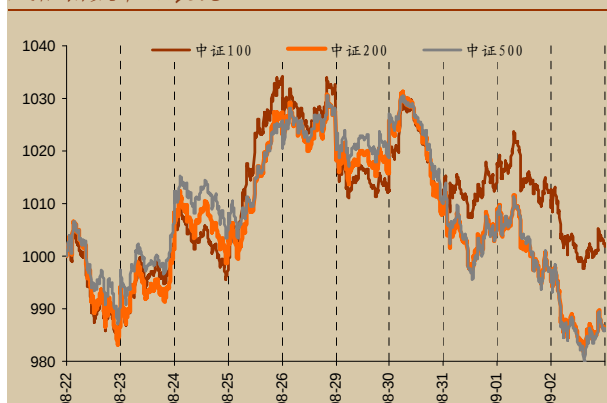
分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010007
wanghui@cicc.com.cn

半年报业绩符合预期难改市场颓势

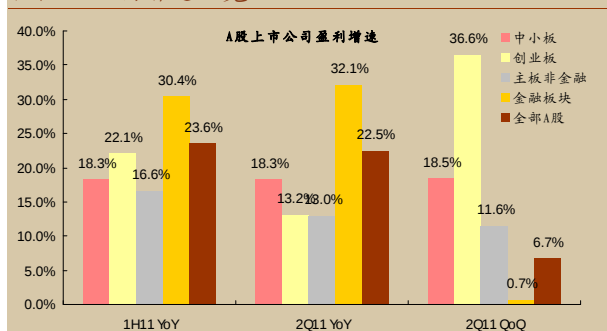
上证综指十日表现



风格指数十日表现



各板块盈利增速一览



资料来源: WIND, 中金公司研究

本周 A 股策略观点

- 存准基准扩大的影响打压股市下行, 资金面紧张仍是抑制当前股市最核心的因素。从短期看资金面, 未来两周公开市场到期量较大, 且 9 月存准基准调整的实际冲击还未完全体现, 因此市场资金面或有短期改善。但如果市场因此有所反弹, 我们建议投资者仍保持谨慎并继续控制仓位。因为我们预期由于受 10 月保证金存准上缴额将翻倍、季度末银行考核、十一长假期间居民企业大量提取现金以及公开市场到期量快速下降等因素的共同影响, 9 月下旬开始市场资金面将显著抽紧。
- 从中期看资金面, 我们预计年内市场资金面状况将持续紧张。7 月份外汇占款增量已经显著下降, 低于外贸顺差和外商直接投资额之和, 显示已出现“热钱”外流现象。由于去年外汇占款增加前低后高, 而今年为前高后低, 同样央票到期量也是显著的前高后低, 因此下半年基础货币增速显著下行不可避免。而存准基准上调压制银行的超储率, 进而会抑制银行的放贷意愿甚至放贷能力, 因此货币乘数也将继续下行。我们此前周报中提示过的流动性双杀局面将在 4 季度出现。8 月份 M2 同比增速就有望下破至 13% 左右。
- 从影响流动性的其他因素看, 由于经济还未出现显著下滑, 距离政策实际放松的时间点仍有较长距离。市场能否靠存量资金维持当前点位的关键在于后 4 个月股市直接融资量的规模。如果今年仍像过去几年最后 4 个月占全年融资额比重达到 40% 的话, 市场继续向下的可能性就不能排除。
- 本周报对半年报做了一定的归纳与分析。2011 年上半年盈利同比增长 23.6%, 其中非金融板块同比增长 17.2%, 基本符合预期。盈利增速继续放缓主要受费用下降空间有限和毛利率受到挤压影响。但非金融企业的主动去库存使得存货增速下降, 经营性现金流趋紧的状况好转。杜邦分析显示非金融板块的负债水平进一步上升至历史最高水平, 从结构来看, 流动负债占比上升, 对企业未来流动性状况有所警示。中报披露期间, 2011 年市场一致预期下调了 1.9%, 其中非金融板块下调了 4.0%。结合上半年的盈利状况以及全年市场一致预期, 我们认为 2011 年全年盈利增速将进一步下调至 20% 左右。从行业来看, 电信服务、零售、纺织服装、食品饮料等行业上半年盈利增长较快且超出预期。

一周市场回顾

美股先扬后抑，A股单边下挫

上周海外市场先扬后抑，A股市场单边下挫。

国际方面，欧美股市上周先抑后扬。周初海外市场受欧美领导人对于经济前景乐观态度的利好刺激取得不错的涨幅，但下半周公布的经济数据差强人意使海外市场再次出现大跌。欧洲央行行长特里谢8月29日在欧洲议会发表讲话时表示，欧元区整体经济基本面状况良好，经济仍将以温和速度增长。美国总统奥巴马周二表示准备向国会提交新的就业方案，为美国创造至多100万个就业岗位，并将经济增长率提高1.5个百分点。受此影响，欧美股市上半周连续反弹。然而，下半周美国公布的一系列经济数据令人担忧。制造业方面，8月ISM制造业指数为50.6，低于7月的50.9，创下该指标自2009年7月来的最低值。房地产方面，7月的二手房签约销售指数环比下降1.3%，差于市场预期的1.0%。就业方面，美国8月非农就业人数环比持平，为近一年以来最差水平，远低于预期的增长8.0万人。美国8月份失业率维持于9.1%不变。欧洲方面，希腊财长称希腊与欧盟、欧央行和IMF的磋商将暂停10天，希腊对其经济数据进行技术性研究，据路透报道，希腊可能无法达到赤字和私有化目标，80亿欧元援助资金恐面临危险。受此影响，希腊2年期国债收益率一度飙升至46.88%，欧债危机的阴影进一步加重了股市的震荡。

国内方面，控通胀仍然是未来宏观经济的首要任务，产业政策最近密集出台有保有压，资金面受存款准备金范围扩大的影响而趋于紧张。温总理在9月1日出版的《求是》杂志上撰文称，总的看，我国经济运行情况是好的，一些突出矛盾正在逐步缓解。经济增速略为放缓，在很大程度上是主动调控的结果，处在合理水平，没有超出预期。文章强调了稳定物价总水平仍是宏观调控首要任务，同时须根据形势变化，提高宏观经济政策的针对性、灵活性、前瞻性。此外，文章还强调坚定不移地把房地产调控落到实处，确保见到实效，以及推进结构调整和节能减排。经济数据方面，8月PMI为50.9%，比7月上升0.2个百分点，结束了该指数持续3个月的季节性下跌，但上升幅度明显低于过去6年同期0.7个百分点的平均升幅，显示在持续的紧缩政策影响下经济活动仍在继续放缓。产业政策方面有保有压。农业部最新出台的《全国农业和农村经济发展“十二五”规划》，提出扩大农机装备总量，并明确未来五年发展目标，此外，其他一系列促进农业机械化发展的规划也将会陆续出台。而住建部正与一些地方政府就实施住房限购令进行磋商，约20个二、三线城市已经同意从下月起实施限购令。资金方面，受存准率范围扩大影响，SHIBOR利率有所上升，尤其是2周SHIBOR利率8月31日一度攀升至5.44的高位，向前看，资金面的紧张程度短期内恐难化解。

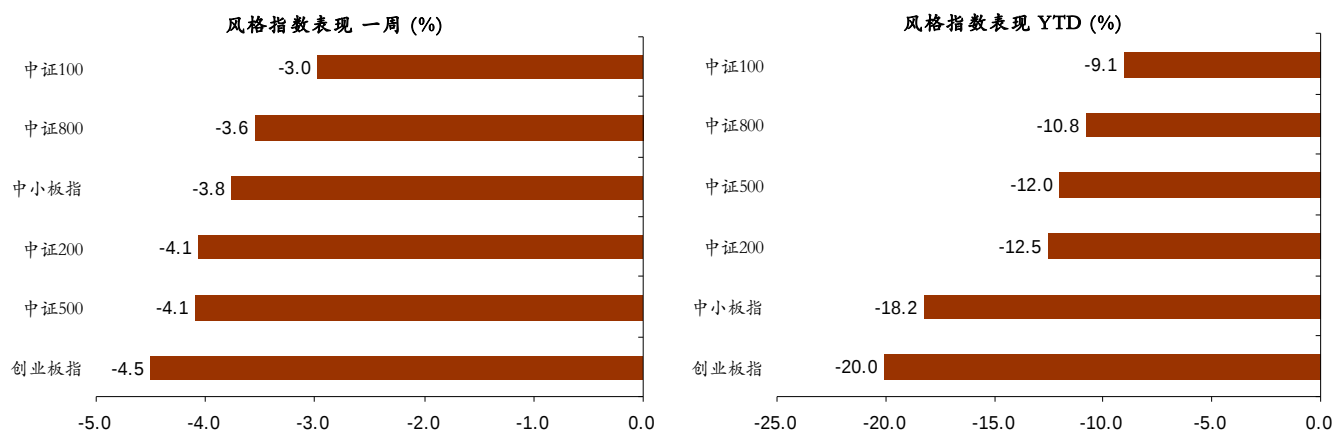
市场方面，周一，受央行扩大准备金上缴范围影响，两市低开低走，银行、证券、建材等权重股表现低迷，两市最终大跌报收。但创业板逆势上涨。周二，受欧美股市反弹影响，A股早盘高开，但前期逆势上涨的中小盘股出现回落，打击人气，资金开始谨慎，两市逐级下行，2点后翻绿，最终小跌报收。周三，两市高开后逐级走弱，中小盘股抛压较重，午后权重股逐步盘升，带动指数反弹，最终两市小涨报收，量能有所萎缩。周四，外围股市造好，两市早盘小幅高开并一度冲高，临近中午开始震荡下行，午后走势愈加疲软，最终绿盘报收。周五，两市低开低走，个股行情依旧惨淡，场内人气涣散，两市最终再度收阴，成交量创下近一年来的新低。

行业方面，所有板块全部下跌。前期跌幅较大的通信板块上周相对抗跌。防御类板块如酒店旅游及餐饮、食品饮料和农业等跌幅较小。周期类板块如交通运输服务、证券、地产、机械和建材跌幅较大。

风格方面，大盘股相对抗跌。

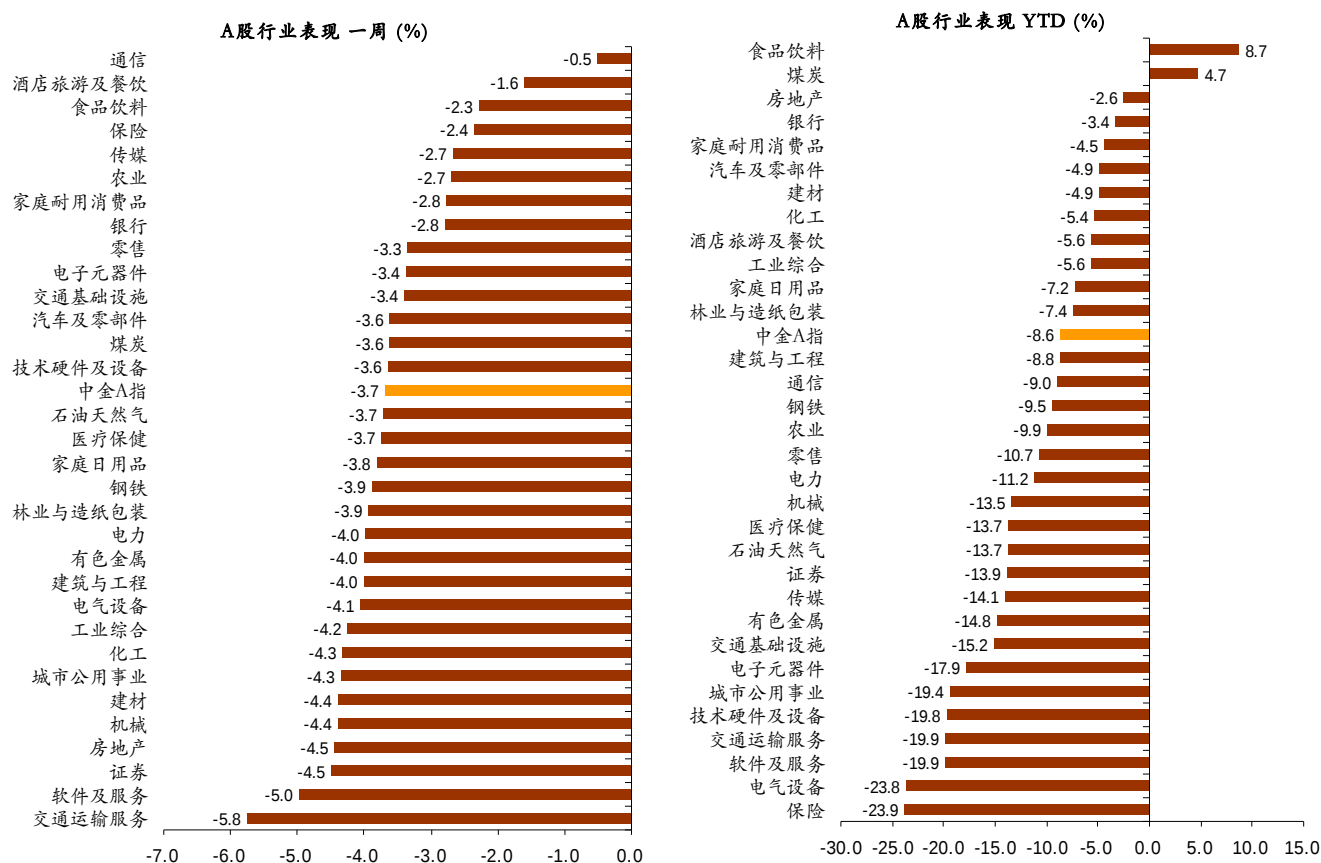
全周来看，上证综指下跌3.2%收于2528点，深证成指下跌2.9%收于11228点，沪深300指数下跌3.4%收于2804点。

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 股全线下挫，上证指数一周跌幅达到 3.21%，各子行业指数全部下跌，中小板和创业板指数跌幅也分别达到 3.76% 和 4.51%。同时，市场成交量也呈现继续萎缩的态势。究其原因，我们上周周报中提到的存准基准上调对市场投资者预期造成了较大的冲击。政策放松的预期落空，加之对于政策进一步紧缩情况下经济可能出现进一步向下风险的预期大幅升温，使得市场走势进一步的趋向弱势。

一、资金面决定年内市场弱势走势难以改观

1. 短期资金面状况分析

我们在上周周报中提出，虽然存准基准的调整对于当前短期资金面的压力不会很大，但这对未来直至年底前市场资金面的压力都不可小觑。事实上我们看到上周中短期回购利率并未出现显著飙升，而长期回购利率上升相对较多，正反映了我们的这一观点。

从资金面的未来情况看，年内市场的弱势走势将较难改变。当然由于其他因素，诸如公开市场到期量的不同，以及月初月末时间点不同，未来各周资金面情况仍会有起伏，但整体更加趋紧的大趋势不会改变。从未来一段时间看，未来 2 周，也就是从 9 月 5 日到 17 日的两周内，仍属年内资金面相对宽松的一段时间。这是因为，未来两周，公开市场到期量将分别达到 1760 亿和 1190 亿元，也就是说，央行可以通过公开市场操作向市场投放的资金仍较充裕。而过了这两周，除了 10 月中旬的一周外，周公开市场到期量就会大幅下降。另外，存准基准的上调对于 9 月份银行资金面的紧缩作用仅有 1000 多亿元，因此，只要未来两周央行发行对冲的规模不大，未来两周资金面相对比较宽松的可能性较大。

但这并不意味着如果未来两周市场出现一定反弹，投资者就能对其后市场走势更加乐观。相反，我们觉得如果未来两周市场反弹，反而是投资者继续控制仓位的机会。这是因为，我们认为从 9 月下旬开始，市场资金面紧张的程度将急剧提升，因为看 9 月末，三大因素将共同抽紧市场资金。首先，从 10 月份起，存准基准的调整所导致的准备金补缴量将成倍增加。其次，季度末的银行贷存比等考查将大幅增加银行对存款资金的需求，最后由于“十一”长假到来，将导致居民和企业向银行大量提取现金，使得银行的存款额下降，这将进一步抽紧银行和整个市场的资金面状况。

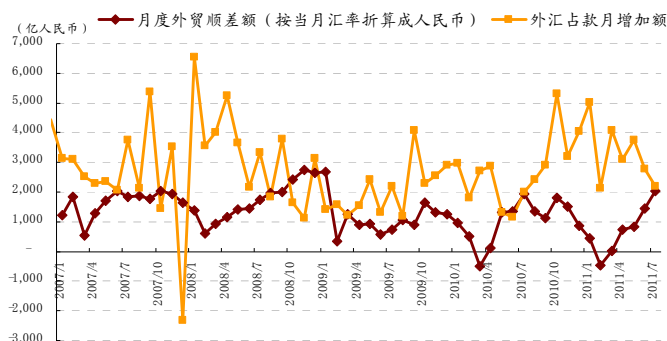
2. 中期资金面状况分析

从现在到年底的中期资金面状况看，我们认为 4 季度整体市场资金面状况将持续紧张。

首先，从基础货币增速角度看，4 季度基础货币增速的放缓已经基本确定。这是因为去年外汇占款的增量呈前低后高的态势，尤其是由于美联储实施了 QE2，4 季度三个月平均月均的外汇占款增量高达 4177 亿元人民币。而今年外汇占款增加额的趋势将是前高后低，1、2 季度的月均外汇占款增加额分别为 3747 和 3215 亿元。而 3 季度我们预计这一月均水平将回落至 2500 亿元左右的水平，而 4 季度可能更低至 2000 亿元左右。需要指出的是，这一外汇占款的变化情况与我国外贸顺差的变化状况的趋势不同。从图表 3 中我们可以看到，去年 4 季度外贸顺差额呈下降趋势，而外汇占款额则出现大幅跳升的状况，显示有大量资金从其他渠道流入我国。而今年 2 季度以来，外贸顺差呈不断攀升的态势，而外汇占款月增加额却呈现了不断下滑的趋势。从近期公布的数据看，7 月份的外汇占款增加额仅 2196 亿元，而 7 月份的外贸顺差额已达 2026 亿元，而 7 月份的实际利用外资投资额增加了 518 亿元人民币，两者相加已经超过了当月的外汇占款额。这显示了实际上所谓的“热钱”，已经一改自去年 3 季度以来的净流入态势，变成了净流出。而从外贸顺差本身的情况看，4 季度的外贸顺差额受季节性因素影响，一般都会呈现逐渐回落的态势。因此综合来看，今年下半年的外汇占款月增加额能够维持在 2000~2500 亿元左右水平已属乐观。

可能部分投资者会认为,影响年内外汇占款额变化的一个潜在因素是美联储年内是否会推出 QE3。对此我们认为,今年美联储是否能够推出 QE3 仍存较大争议,而即便年内美联储推出了 QE3,对于我国外汇占款额增加的影响也将远小于去年推出 QE2 时的情形。这是因为,去年的 QE2 其核心是一轮大规模的资产购买计划,从流动性上将是绝对的净增加。而潜在的 QE3 成为美联储又一轮资产负债表的大幅扩张的可能性不大,更有可能的是改变投资结构,比如抛售短期债券购买其他债券和长期债券等措施,这对于资金的净增加的帮助将远低于 QE2,因此对于国内外汇占款增加的帮助也将小得多。因此,从现在到年内,我们很可能看到外汇占款增速将出现较明显的下滑。加之 4 季度以后公开市场到期量的大幅减少,因此基础货币增速的大幅下滑基本可以确定。

图表 3: 外汇占款额的变化与外贸顺差额的变化情况

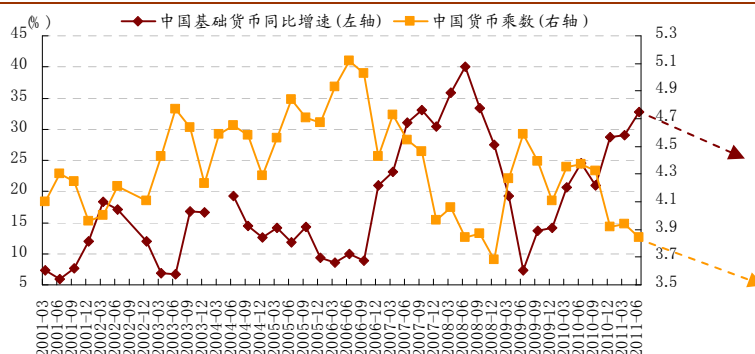


资料来源: Wind, 中金公司研究部

其次,从货币乘数的情况看,尽管近期央行没有继续上调存款准备金率的举措,但是由于存准率的调整会大幅增加银行超额准备金的压力,使得银行超额率降低,使得银行不得不将更多的存款资金储备起来。这样一来,我们认为事实上银行的信贷规模会受到进一步的压制,从而使得货币乘数水平进一步有所回落。

综上所述,我们认为,今年 4 季度,国内市场资金面状况将自 2008 年 4 季度以来首次出现基础货币增速和货币乘数双双下滑的双杀局面。而在这种局面下对于市场乃至实体经济流动性的紧缩影响,甚至要超过上半年。从 M2 的同比增速看,8 月份的 M2 同比增速可能就会下跌至 13% 左右,其后也难有显著回升。

图表 4: 4 季度基础货币增速和货币乘数将双双下降



资料来源: Wind, 中金公司研究部

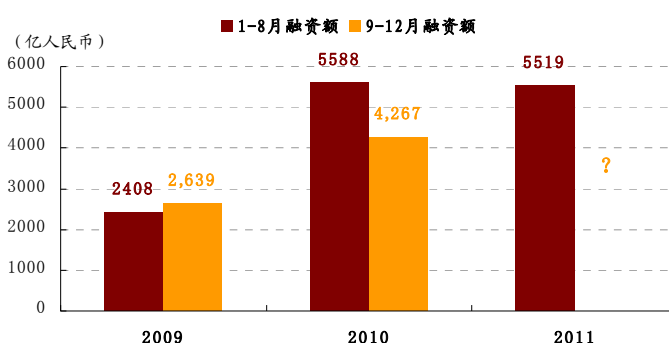
3. 其他因素

影响中期资金面走势的很重要的因素仍是政策,尤其是货币政策和信贷政策。但从目前的情况看,由于通胀同比水平才刚刚见顶,另外从近期公布的 PMI、工业企业利润增速和就业状况看,国内经济增速回落的幅度并不大,因此很快政策放松的可能性也不大。从历史上的经

验看，往往要等通胀从高位回落半年左右，经济才会下滑到较冷的状态并使得宏观政策的取向出现较大的转变。如果以这个时间段来分析的话，那么真正的政策放松很可能要到明年上半年才能看到。

在政策面基本不会转向，而市场流动性将逐渐越来越紧的大背景下。对于股市而言，尽管当前的估值水平已经很低，而且从更长的跨度，比如3到5年的时间来看，当前股市处于一个低位水平。但决定中短期股市走势的关键问题仍是仅依靠存量资金显然并无法发动一轮有效的上攻。在这个前提下，要分析股市还有多大的下跌空间的这个问题，我们认为取决于未来4个月的A股的融资规模。根据Wind统计，今年前8个月，A股通过IPO、增发和配股共实际融资达5519亿，与去年前8个月的5588亿融资量基本持平。而从2009和2010年的情况看，每年后4个月的股市融资量往往要占到全年融资额的40%以上，如果今年A股维持这一趋势，即融资节奏到9月份以后开始显著加快，那么A股在整体资金面已经很紧张的情况下继续下跌的可能性就无法排除。

图表5：A股的融资额分布状况



资料来源：Wind，中金公司研究部

二. A股2011年上半年业绩回顾¹

全部A股2011年半年报均已公布完毕，2011年上半年盈利同比增长23.6%，其中非金融板块同比增长17.2%，基本符合预期。盈利增速继续放缓，主要受费用下降空间有限和毛利率受到挤压影响。但非金融企业的主动去库存使得存货增速下降，经营性现金流趋紧的状况好转。杜邦分析显示非金融板块的杠杆水平进一步上升至历史最高水平，从负债结构来看，流动负债占比上升，对企业未来流动性状况有所警示。中报披露期间，2011年市场一致预期下调了1.9%，其中非金融板块下调了4.0%。结合上半年的盈利状况以及全年市场一致预期，我们认为2011年全年盈利增速下调至20%左右的可能性较大。从行业来看，电信服务、零售、纺织服装、食品饮料等行业上半年盈利增长较快且超出预期。

1. 2011年上半年业绩概览

A股2011年上半年盈利同比增长23.6%，2011年二季度同比增长22.5%，环比增长6.7%。全部A股半年报已于8月底公布完毕，按照可比口径公司数据，2011年上半年A股上市公司净利润同比增长23.6%，其中非金融板块净利润同比增长17.2%。2011年二季度单季净利润同比增长22.5%，环比增长6.7%，其中非金融类公司净利润同比增长14.3%，环比增长13.4%。盈利同比继续放缓趋势，环比增长较一季度有所恢复。从行业上来看，2011年上半年盈利增长居前的行业包括水泥、纺织服装、化工、有色金属、机械、食品饮料、家庭日用品等，二季度盈利环比改善居前的行业包括电信服务、电力、酒店旅游及餐饮、家庭日用品、软件及服务、电子元器件、技术硬件及设备。

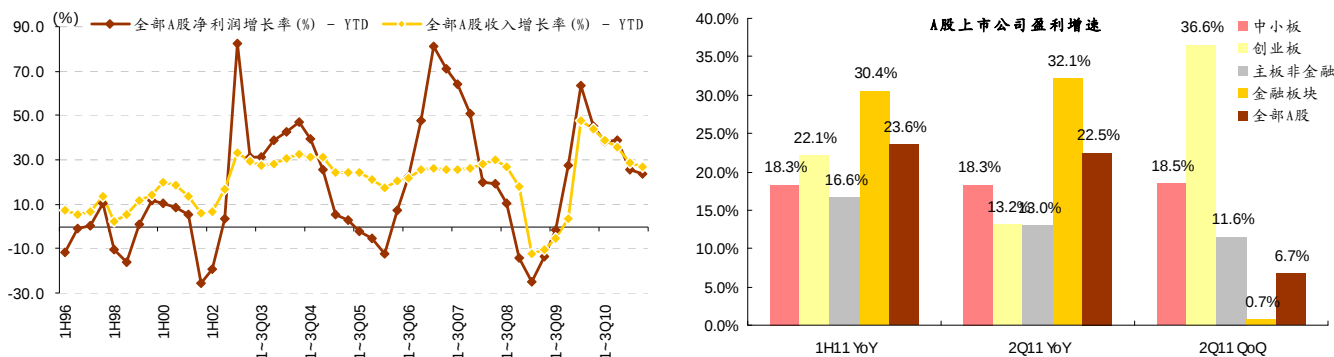
¹ 报告中提到的增速数据均是可比公司口径，且自上市开始纳入统计范围。

2011 年上半年非金融板块盈利增长主要源于营业收入的增长, 增速放缓主要受费用管理和毛利率变化贡献度降低影响。我们将损益表上的各个因素对 2011 年上半年净利润增长的贡献进行了分解 (为了便于比较分析, 我们对全部 A 股公司净利润增长的分解均剔除金融行业)。分解发现, 收入增长是上半年盈利同比增长的最大的贡献要素 (贡献度为 25.3%), 但毛利率提升依旧是负贡献 (贡献度为-7.7%), 且幅度变大, 这主要是二季度石油天然气和交运板块毛利率受挤压所致。

中小板和创业板上半年盈利增长较快。中小板和创业板 2011 年上半年盈利增速分别为 18.3% 和 22.1%, 强于主板非金融的 16.6%。2011 年二季度环比增长 18.5% 和 36.6%, 也强于主板非金融的 11.6%。从因素分解分析, 中小板和创业板二季度盈利环比增长强于主板非金融的主要原因是收入增长, 费用管理以及毛利率提升的贡献度均高于主板非金融。创业板这三项的贡献度分别为 25.5%、13.6% 和 0.3%, 中小板为 16.2%、4.4% 和 -2.8%, 而主板非金融仅为 14.1%、2.5% 和 -5.0%。

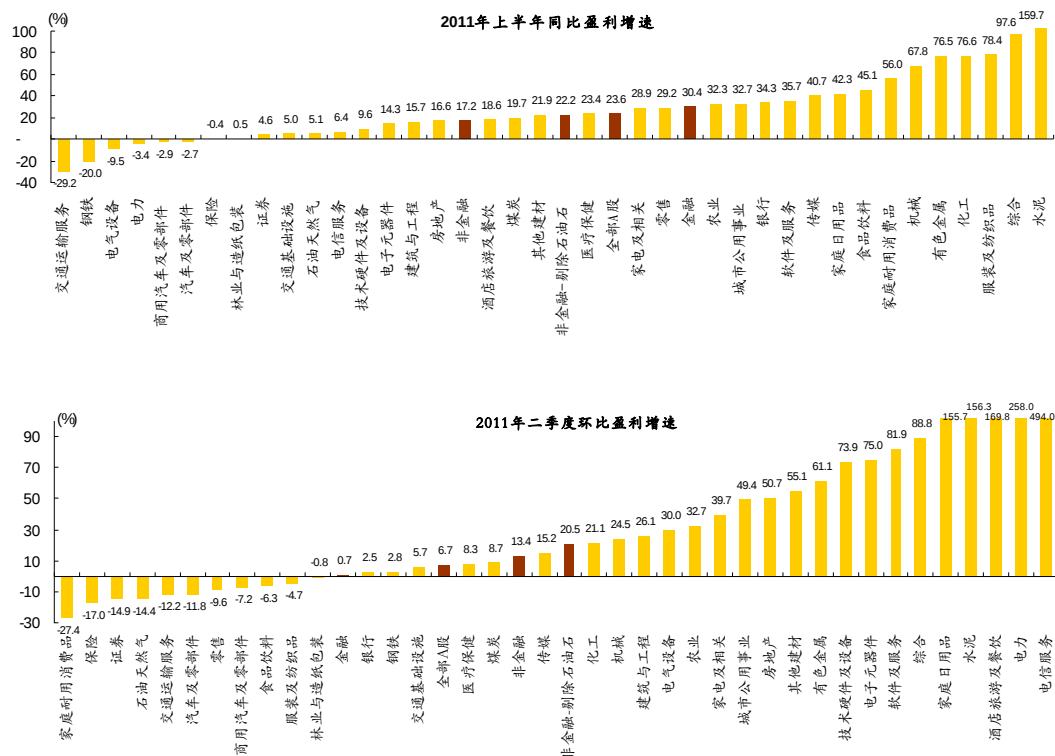
基于中金重点覆盖公司, 2011 年上半年盈利基本符合预期, 中报期间 2011 年和 2012 年盈利预测分别向下调整了 1.3% 和 0.5%。根据中金公司重点覆盖公司自下而上汇总, 2011 年上半年净利润同比增长 22.9%, 略低于预期一个百分点, 但剔除石油天然气行业之后, 与预期一致。从行业层面上看, 业绩高于预期的行业包括大消费板块 (电信服务、传媒、零售、纺织服装、食品饮料、医药), 以及机械和电力行业, 而低于预期的行业为石油天然气、航运港口、建筑、保险、技术硬件及设备等行业。中报披露期间, 行业分析员对 2011 年和 2012 年全年的盈利预测进行了一定调整, 从整体上看, 分别向下调整了 1.3% 和 0.5%, 其中非金融板块分别向下调整了 2.1% 和 0.8%。分行业来看, 机械、证券、航空机场、家电及相关、食品饮料、纺织服装等行业对 2011 年盈利预测有小幅的上调, 而航运港口、钢铁、保险、化工等行业则有一定的下调。

图表 6: 全部 A 股历史盈利增速 (左) 和分板块盈利增速 (右)



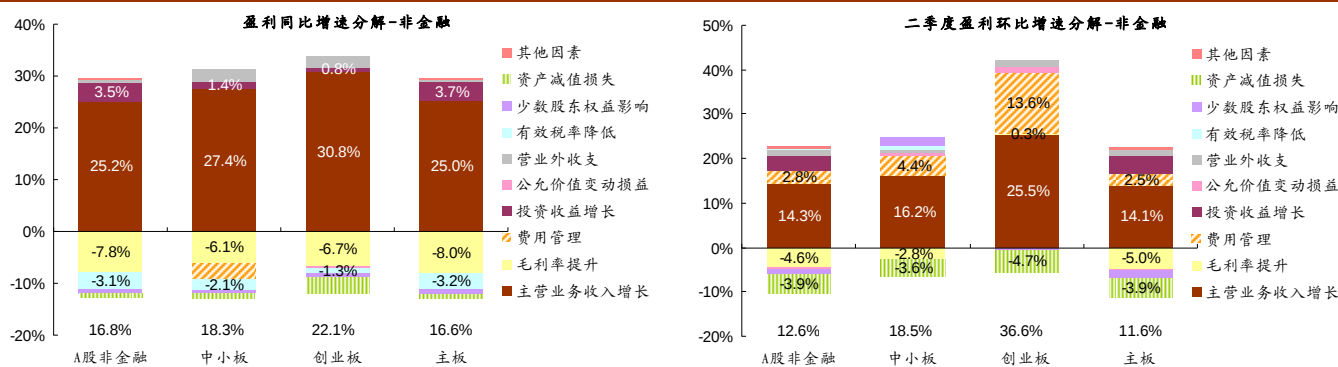
资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 7：全部 A 股 2011 年上半年同比和二季度环比分行业盈利增速



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 8：2011 年上半年盈利同比增速分解（左）和 2011 年二季度盈利环比增速分解（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 9: 中金覆盖股票分行业盈利预测

行业	主营收入同比增长率(YoY, %)							净利润同比增长率(YoY, %)							净利润环比增长率(QoQ, %)				净利润 全年占比		E vs. A %	CICC vs. Consensus %	报告期盈利预测调 整	
	10A	1Q11	2Q11	1H11	2H11E	11E	12E	10A	1Q11	2Q11	1H11	2H11E	11E	12E	2Q10	2H10	2Q11	2H11E	1H10	1H11E			11E	12E
石油天然气	42.2	36.2	33.0	34.5	7.2	20.3	6.4	27.8	17.9	-7.5	4.7	4.3	4.5	16.9	8.3	8.1	-15.0	7.7	48.1	48.2	-6.8%	-3.0%	-0.2%	-0.2%
煤炭	31.3	43.8	35.5	39.3	6.4	22.1	16.5	30.8	17.6	24.4	21.1	17.9	19.5	12.6	4.1	0.6	10.2	-2.0	49.9	50.5	-0.7%	-0.1%	0.8%	0.3%
钢铁	31.7	22.5	20.5	21.4	5.3	13.1	6.8	106.6	-23.1	-42.2	-33.5	31.4	-12.6	26.2	19.0	-52.8	-10.6	-6.7	67.9	51.7	-1.4%	-9.7%	-34.6%	-30.4%
有色金属	48.1	20.1	33.4	27.5	3.1	15.1	12.8	263.5	39.3	90.5	66.8	58.6	62.6	15.3	15.9	5.7	58.5	0.5	48.6	49.9	2.9%	-7.1%	-0.1%	0.4%
建材	38.2	53.0	59.4	57.1	37.4	45.2	22.0	54.7	157.5	162.3	160.9	70.9	99.1	24.9	158.9	118.6	163.8	43.2	31.4	41.1	1.0%	1.1%	-1.4%	-1.8%
造纸包装	20.6	18.9	18.1	18.5	29.8	24.5	20.6	-31.8	24.6	-26.3	-8.3	109.5	48.2	37.5	82.5	-7.8	8.0	110.5	52.0	32.2	-14.8%	21.6%	0.0%	0.0%
化工	28.0	38.7	41.3	40.1	22.0	30.6	23.6	41.8	72.7	137.6	105.8	177.5	141.3	39.7	3.9	-2.0	42.9	32.2	50.5	43.1	0.1%	1.4%	-6.2%	-4.8%
电力	33.9	23.4	23.0	23.2	13.3	17.9	8.6	11.4	-12.1	12.1	3.5	21.4	14.2	17.9	80.2	49.7	129.9	75.6	40.1	36.3	7.3%	6.8%	-1.8%	3.4%
城市公用事业	17.4	22.4	13.0	17.1	9.4	12.5	19.9	21.3	51.7	13.1	26.7	-0.2	11.2	16.8	82.7	35.9	36.2	7.0	42.4	48.3	0.0%	-8.2%	0.0%	0.0%
航空机场	56.9	26.5	19.4	22.6	10.5	15.8	12.7	235.5	-6.8	22.3	7.8	-3.0	1.1	-5.4	-0.0	62.6	31.1	46.4	38.1	40.6	-6.8%	-2.3%	1.9%	18.2%
航运港口	38.6	2.9	-6.2	-2.0	-8.5	-5.4	17.3	704.3	-31.3	-92.9	-73.6	-56.7	-64.9	148.0	119.8	6.5	-77.4	75.1	48.4	36.4	-33.7%	-8.6%	-39.8%	-8.3%
公路铁路物流	50.7	34.2	27.7	30.6	12.2	20.0	14.5	38.8	27.6	15.3	21.3	23.9	22.6	12.0	7.4	13.1	-3.0	15.5	46.9	46.4	-3.4%	2.2%	-2.0%	-2.1%
机械	44.6	64.7	32.2	45.8	19.3	31.1	21.5	63.6	113.1	60.6	81.1	28.2	52.7	30.1	56.7	15.7	18.1	-18.1	46.4	55.0	4.7%	1.4%	2.9%	2.8%
电气设备	16.2	11.5	4.8	7.7	24.5	16.8	17.8	15.6	0.5	-11.3	-6.4	42.1	19.9	24.8	39.5	18.3	23.1	79.5	45.8	35.8	n.a.	4.9%	0.0%	0.0%
建筑	34.5	23.6	21.8	22.5	17.3	19.4	13.3	13.1	22.0	-2.0	7.8	65.2	35.8	17.7	45.1	-4.7	16.6	46.0	51.2	40.6	-8.5%	5.2%	-0.5%	-0.5%
银行	25.9	30.6	31.0	30.8	22.7	26.5	19.5	33.0	33.4	35.1	34.3	20.8	27.6	21.1	1.5	-2.5	2.8	-12.3	50.6	53.3	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
证券	10.9	-0.3	12.4	5.6	-18.7	-10.2	-5.8	2.0	-0.3	29.5	11.9	-13.3	-4.9	-15.4	-30.0	101.1	-9.1	55.7	33.2	39.1	-3.9%	10.2%	2.7%	-3.6%
保险	21.2	18.2	15.7	17.2	16.0	16.6	21.5	9.9	-2.0	1.5	-0.4	18.8	8.6	31.3	-19.9	-12.1	-17.0	4.8	53.2	48.8	-9.4%	-2.0%	-7.8%	-3.0%
房地产	34.8	-8.9	28.9	11.2	25.9	20.5	27.2	36.3	-22.7	35.0	6.0	42.2	27.1	23.6	-0.9	39.5	73.1	87.1	41.8	34.8	-5.0%	-1.9%	0.0%	1.8%
电信服务	11.2	21.6	25.8	23.7	-1.7	10.5	24.7	-60.9	-86.9	80.1	5.3	510.3	169.5	156.0	23.3	-51.8	1,598.2	179.3	67.5	26.4	53.5%	26.9%	0.0%	0.0%
软件和服务	16.2	21.7	14.2	17.6	-0.1	7.4	11.5	-18.1	144.7	-7.5	26.2	14.8	18.9	12.4	251.6	74.3	32.9	58.5	36.5	38.7	0.0%	-0.7%	0.0%	0.0%
技术硬件及设备	17.2	17.0	31.2	25.1	26.0	25.6	21.0	31.4	2.4	-6.7	-4.4	30.8	19.3	21.7	194.3	106.4	168.1	182.5	32.6	26.1	-26.4%	-3.4%	0.0%	0.0%
电子元器件	61.2	34.4	30.6	32.2	72.3	54.3	31.4	25.9	38.3	22.1	28.2	91.9	63.2	38.7	64.3	21.9	45.0	82.4	45.1	35.4	-5.1%	8.7%	0.0%	0.0%
传媒	24.3	-0.8	-0.6	-0.7	22.2	11.9	15.5	17.1	33.5	22.7	27.5	-11.0	4.7	18.8	25.3	44.8	15.2	1.1	40.8	49.7	10.9%	-10.7%	0.0%	0.0%
家电及相关	41.5	38.9	31.2	34.7	20.0	26.8	18.6	48.6	43.1	30.8	35.5	29.6	32.2	23.3	60.7	24.6	46.9	19.2	44.5	45.6	-1.6%	1.8%	1.9%	2.8%
零售	28.3	26.6	24.6	25.6	20.5	22.9	24.9	42.2	51.8	28.6	40.3	28.5	34.3	32.5	-2.4	3.4	-17.3	-5.3	49.2	51.4	3.9%	-12.0%	0.5%	1.0%
汽车及零部件	68.6	31.0	3.8	16.0	66.0	41.5	15.9	78.9	18.8	-0.1	9.2	53.9	31.5	17.3	3.9	-0.4	-12.7	40.4	50.1	41.6	-2.4%	17.0%	-1.3%	-1.1%
旅游及酒店	21.0	26.6	5.7	14.0	18.8	16.7	3.9	21.5	-7.0	-9.6	-8.9	60.8	25.0	26.0	177.0	-5.2	169.1	67.5	51.3	37.4	n.a.	17.0%	0.0%	0.0%
服装及纺织品	36.1	39.8	40.2	40.0	28.4	32.8	29.5	33.1	69.2	68.9	69.1	30.9	43.2	31.3	-12.4	110.3	-12.6	62.9	32.2	38.0	3.7%	-0.4%	1.3%	1.5%
食品饮料	22.4	33.5	32.7	33.1	17.4	25.2	21.6	30.5	43.7	59.4	51.0	43.8	47.6	35.6	-13.4	-11.9	-4.0	-16.0	53.1	54.4	12.4%	0.1%	1.6%	2.5%
制药与生物技术	39.7	27.0	31.4	29.2	15.8	22.2	23.8	45.7	51.8	33.4	42.0	35.4	38.6	30.2	14.1	2.2	0.3	-2.6	49.5	50.7	9.2%	-0.6%	-1.2%	-1.3%
农业	21.1	33.1	49.7	42.5	1.6	18.4	17.0	18.9	-18.8	16.7	0.5	162.2	89.2	21.7	18.8	21.6	70.7	217.3	45.1	24.0	0.5%	18.7%	0.0%	0.0%
小盘股	38.0	39.1	43.8	41.6	42.5	42.1	33.7	53.1	28.8	53.2	43.6	70.0	58.6	40.4	53.0	32.4	82.0	56.8	43.0	38.9	0.0%	2.3%	1.2%	0.6%
合计	35.8	29.5	26.2	27.8	16.5	21.7	14.2	36.8	24.8	21.1	22.9	21.2	22.1	21.2	7.1	3.7	3.9	2.2	49.1	49.5	-1.1%	0.0%	-1.3%	-0.5%
非金融板块	38.9	30.6	26.1	28.2	15.7	21.5	12.9	45.9	18.9	8.6	13.3	23.3	18.5	21.5	18.0	9.7	7.8	19.4	47.7	45.6	-2.7%	0.0%	-2.1%	-0.8%
金融板块	24.1	25.7	26.5	26.1	19.8	22.9	19.7	29.7	29.3	32.5	30.9	19.3	25.2	21.0	-1.2	-1.4	1.2	-10.1	50.4	52.7	0.2%	0.0%	-0.5%	-0.3%

资料来源: Wind, 中金公司研究部

2. 杜邦分析: 杠杆水平提升是二季度净资产收益率反弹的主因

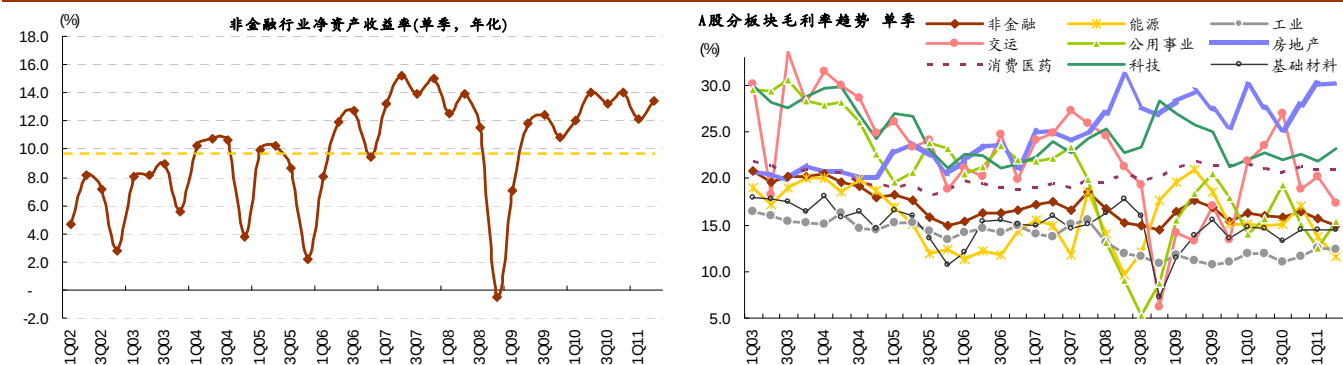
2011 年二季度 A 股非金融板块的年化净资产收益率为 13.4%，较一季度的 12.2% 有所反弹，且处于历史较高水平。净资产收益率的反弹的主要原因是资产周转变快和杠杆水平的提升，而净利率水平继续缓步下滑。通过三因素分析，我们认为 A 股上市公司下半年依然能够保持较高的净资产收益率水平。

净利率: 非金融板块的净利率水平从 2010 年二季度开始逐季缓慢下滑，从 5.9% 下滑至 2011 年二季度的 5.5%，幅度很小。但毛利率下滑的幅度相对较大，相比 2011 年一季度的 15.6%，二季度的毛利率在下滑 0.6 个百分点至 15.0%。分行业来看，毛利率下滑主要受石油天然气和交运这两个板块影响，其他板块的毛利率能够继续维持一季度的水平。下半年随着通胀的逐步回落，企业的盈利能力恶化的可能性较小，因此净利率也不会出现大幅下滑。

资产周转率: 2011 年二季度的资产周转速度变化，表现为企业主动去库存的行为使得存货周转速度变快，同时应收账款和应付账款的周转速度都有了提升。但周期性的因素也不可忽视，2002 年以来二季度的资产周转速度较一季度均有一定的提升，历史提升的平均水平为 8.7 个点，而 2011 年二季度比一季度提升了 8.3 个点，低于历史平均水平。在企业去库存将要结束，四季度一些企业可能进入有计划的补库存周期，因此下半年的存货周转速度或有可能下降。但另一方面，由于现金流偏紧的局面，企业可能会降低信贷销售的比例，从而加快应收账款的周转。因此，总体来看，下半年资产周转速度下降的幅度有限。

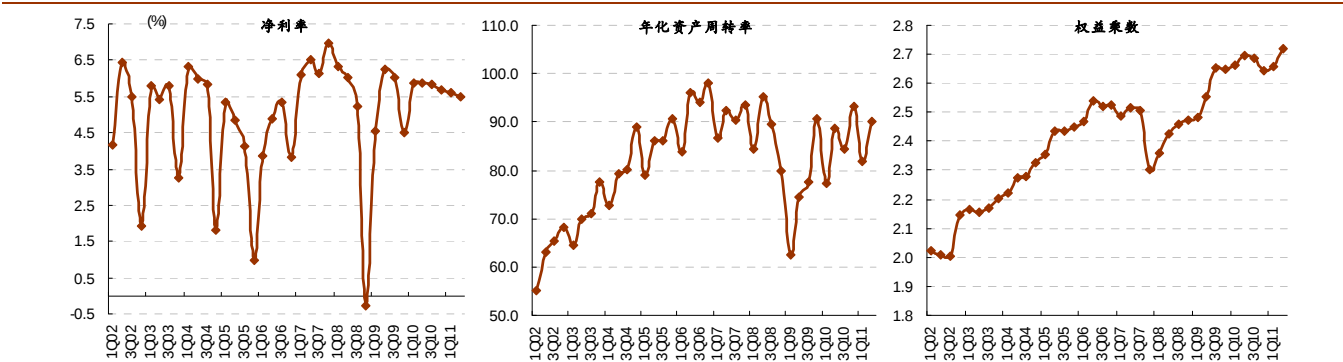
权益乘数: 2011 年二季度非金融板块的权益乘数为 2.7%，资产负债率为 58.9%，再创历史新高。与 2010 年三季度的原历史高点 58.1% 相比，主要是上游的能源和基础材料板块以及房地产板块的负债水平提升所致。从负债结构来看，短期和长期借款占总负债的比例在趋势性的下降，但从去年四季度以来又有所回升，且主要表现为短期借款的提升。而杠杆水平的提升也主要是由于流动负债的增加，也反映了企业的运营压力。下半年，融资环境和融资成本并不会比上半年有太多改善，因此非金融板块的杠杆水平维持，或者有所回落的概率较大。

图表 10：二季度 A 股非金融类公司净资产收益率有所反弹（左）和石油天然气和交运板块是毛利率下滑的主因



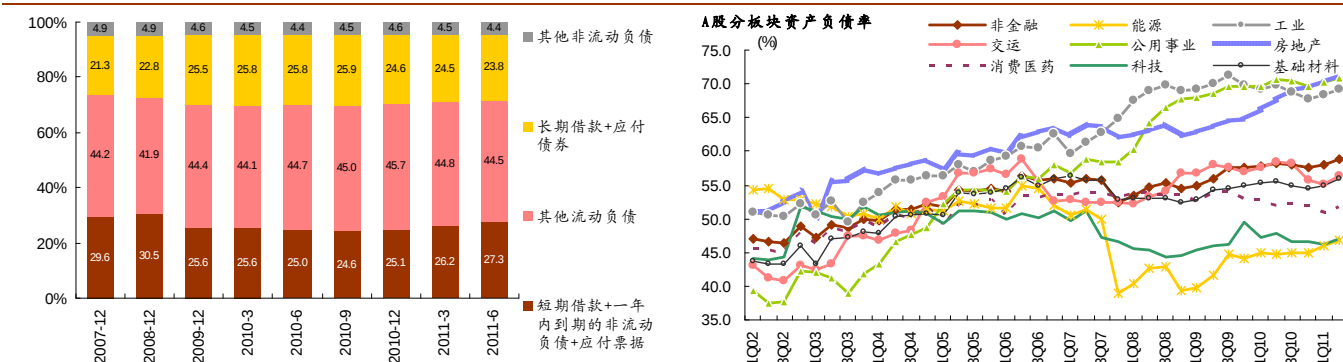
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 11：杜邦分析：资产周转变快和杠杆水平提升是二季度非金融板块净资产收益率反弹的主因



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 12：分行业杠杆水平（左）和非金融企业负债结构（右）



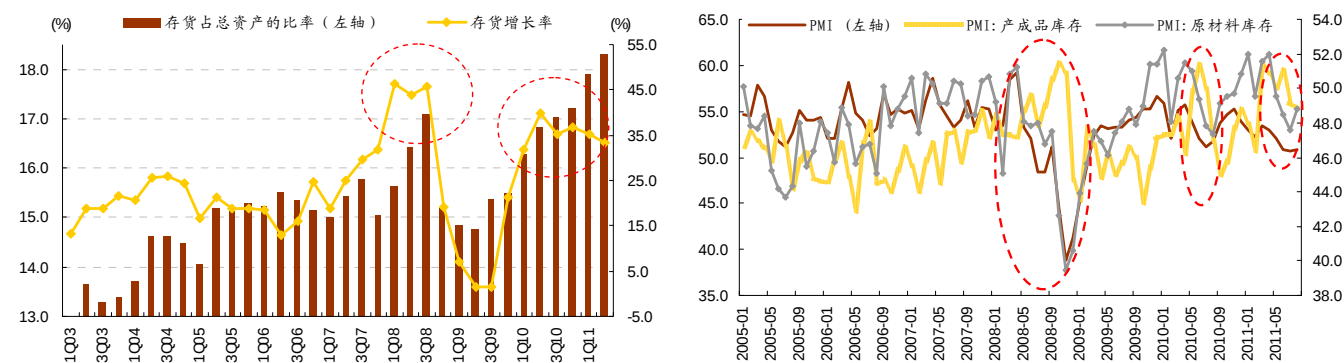
资料来源：Wind，中金公司研究部

3. 库存增速回落，现金流状况好转

2011 年二季度 A 股非金融板块存货同比增长 33.4%，环比增长 6.5%，增速较一季度的 35.1% 和 9.6% 均有明显回落，显示了二季度企业已经开始主动去库存。从存货的绝对值水平，以及存货占总资产的比例来看，库存水平依然偏高。但存货的周转速度已经提升，并且经营现金流情况的好转，使得企业去库存的风险不大。另外，从 7 月和 8 月的 PMI 指数来看，产成品库存和原材料库存指数均在 50 以下低位运行，显示企业去库存活动在三季度仍在进行中。从行业层面来看，对二季度存货环比增长贡献度较高的行业依然是房地产、建筑与工程、石油天然气和机械，但从周转速度来看，这几个行业的存货周转率均有一定的提升。

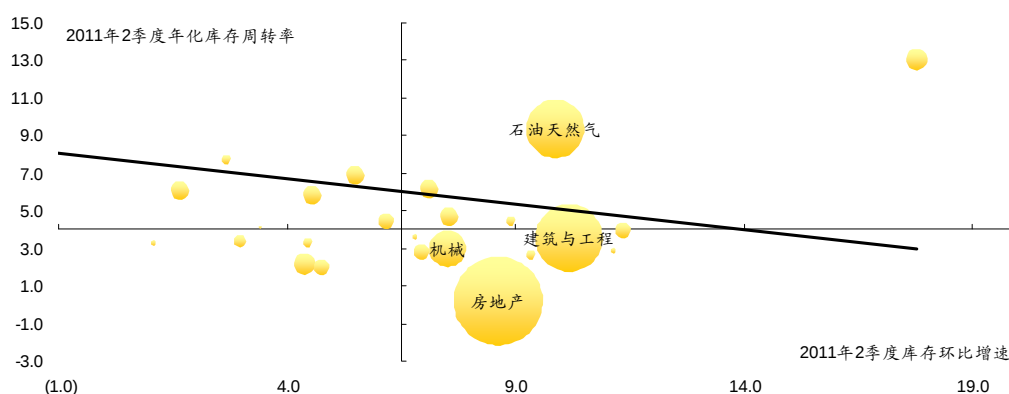
2011 年二季度 A 股非金融板块经营性现金流同比增长 11.3%，经营性现金流占收入的比例从一季度的 0.7 上升至 5.9%。现金流回暖的主要原因是企业主动去库存的活动，同时企业加强了信贷管理。从企业的应收账款周转率，存货周转率，应付账款周转率推算出的企业现金周转率上升至 5.9，周转速度变快。从行业的情况来看，二季度经营现金流净流出的行业包括建筑与工程、电气设备、房地产、技术硬件及设备行业，而二季度经营现金流改善明显的行业是机械和基础材料板块。

图表 13：A 股非金融板块在去库存周期（左）和 PMI 数据显示企业去库存周期临近结束



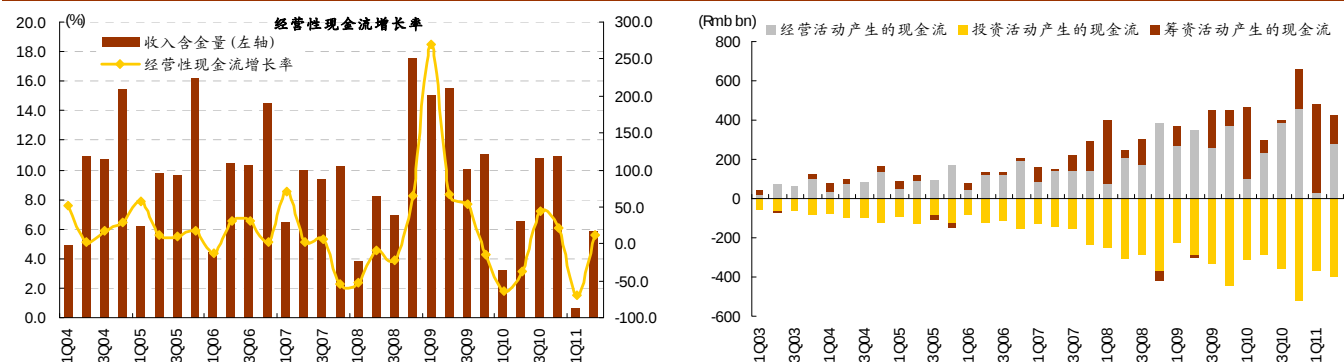
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 14：二季度分行业库存情况



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 15：A 股非金融类公司现金流有所好转



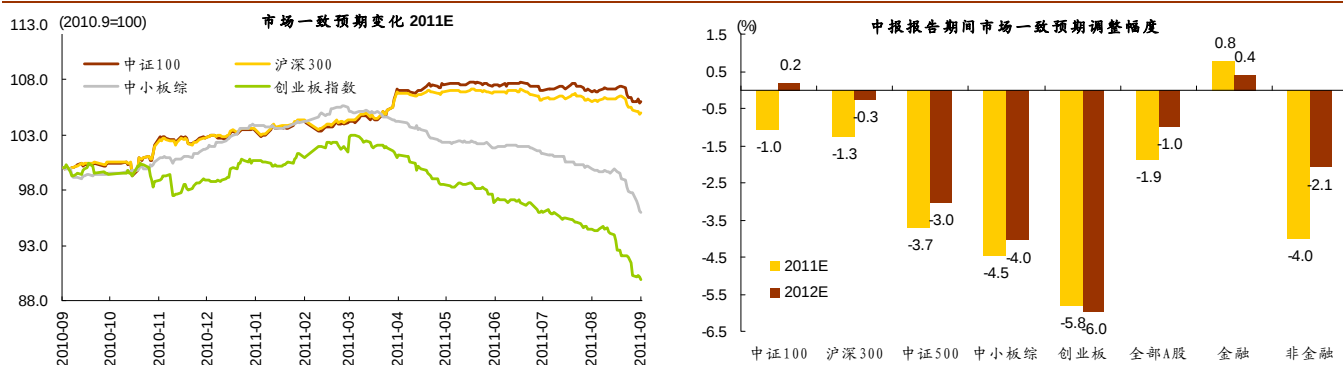
资料来源：Wind，中金公司研究部

4. A 股 2011 年盈利增速 20% 的概率较大

从今年 3 月底开始，市场对中小板和创业板的 2011 年的一致预期不断下调，在中期业绩报告期内，下调的幅度更大、速度更快。而对中证 100 和沪深 300 的盈利预测在今年 3、4 月份则有一定的上调，其实主要是对银行板块的上调，但中报期间也开始下调。中报报告期间，全部 A 股 2011 年盈利预测下调了 1.9%，中证 100、沪深 300、中小板和创业板下调幅度分别为 1.0%、1.3%、4.5% 和 5.8%。这一调整趋势反映了之前市场的预期过于乐观，也符合我们之前的判断。具体分行业看，贸易、家电、民航、有色、农业、银行、食品等行业的盈利预测仍有一定的上调，而航运业下调幅度最大，达到 47.3%，钢铁、城市交通仓储和元器件行业也有超过 10% 的下调。

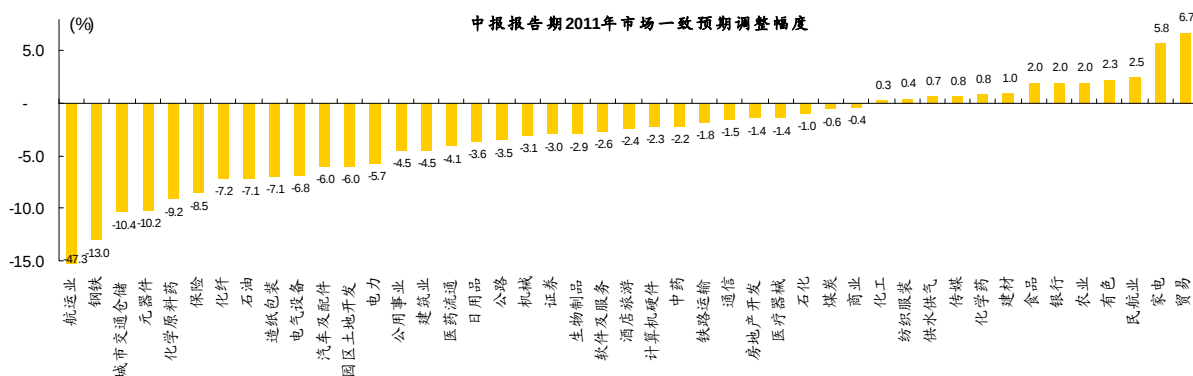
全部 A 股 2011 年上半年盈利完成全年盈利预测的 47.1%，而历史平均水平为 54.1%，剔除 2005 年和 2008 年两年经济衰退期的平均水平为 50.7%。当前 2011 年市场一致预期增速为 26.5%，隐含下半年盈利需要同比增长 29.3%，环比上半年增长 12.5%。中小板和创业板 2011 年上半年盈利仅完成全年的 38.3% 和 35.6%，而剔除 2005 年和 2008 年两年经济衰退期的平均水平为 41.4%。当前市场一致预期隐含下半年盈利同比增长 54.5% 和 62.5%，环比上半年分别增长 60.8% 和 80.8%。我们认为这一预期实现的难度较大，当前一致预期仍然会进一步下调，全部 A 股 2011 年盈利增速从当前的 26.5% 下调至 20% 左右的水平的概率较大。

图表 16：市场一致预期调整趋势（左）和调整幅度（右）



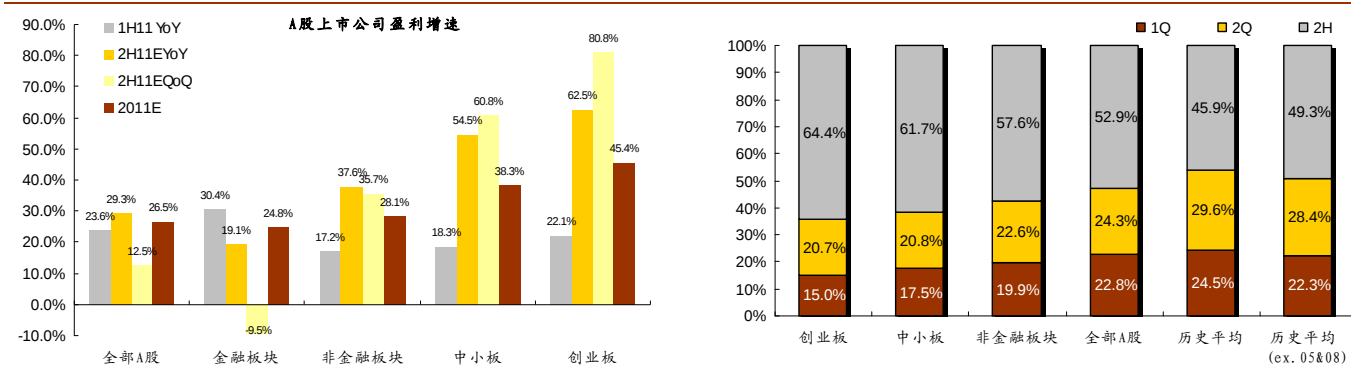
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 17：中报报告期间盈利调整幅度



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 18：当前市场一致预期隐含下半年增速（左）和盈利分季度占比（右）



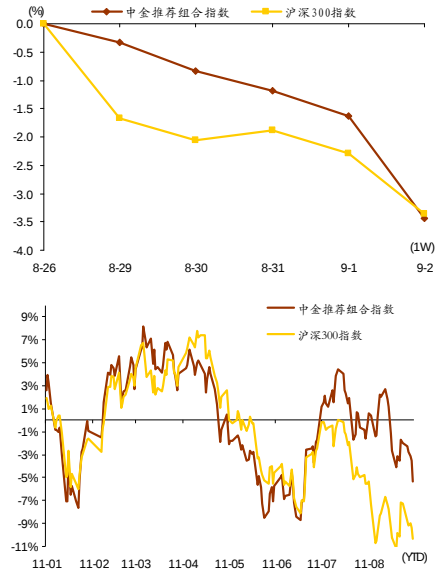
资料来源：Wind，中金公司研究部

中金推荐组合及配置建议

图表 19：中金 A 股推荐组合

本周组合将棕榈园林和梦洁家纺替换成上海机场和宝钢股份

公司名称	股票代码	评级	权重	股价	股价变化(%)			市盈率(x)			市净率(x)			分红收益率		
					9-2	一周	YTD	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
柳 工	000528.SZ	审慎推荐	3.5%	18.45	-6.6	-24.1	13.4	9.3	7.4	2.5	2.0	1.7	0.3%	0.0%	0.0%	
上海汽车	600104.SH	审慎推荐	5.2%	15.40	-3.6	6.0	12.3	7.7	6.7	2.6	2.2	1.9	0.2%	2.4%	6.5%	
海通证券	600837.SH	审慎推荐	8.6%	7.96	-4.1	-15.9	17.8	17.1	15.8	1.5	1.4	1.3	2.0%	2.0%	2.5%	
老凤祥	600612.SH	推荐	7.9%	33.00	-4.8	44.9	49.2	27.8	21.8	8.7	6.6	5.1	0.0%	0.0%	0.0%	
中国玻纤	600176.SH	推荐	3.8%	22.76	-9.5	-10.4	64.3	13.4	9.9	9.3	2.6	2.2	0.0%	0.5%	2.2%	
中国建筑	601668.SH	推荐	3.9%	3.45	-3.4	2.5	11.2	8.5	6.7	1.3	1.2	1.1	2.2%	2.9%	3.7%	
康美药业	600518.SH	推荐	4.9%	15.49	-1.4	-7.2	44.7	27.9	19.2	7.1	6.0	4.8	0.7%	0.9%	1.3%	
棕榈园林	002431.SZ	审慎推荐	5.0%	33.80	-4.0	-25.6	77.1	39.4	25.6	7.8	6.6	5.4	0.1%	0.3%	0.4%	
鄂武商 A	000501.SZ	推荐	4.4%	19.14	-1.6	4.1	33.1	25.9	19.3	5.2	3.0	2.7	0.0%	0.0%	0.0%	
泸州老窖	000568.SZ	推荐	6.0%	44.70	-4.4	11.6	28.3	20.8	15.8	11.3	9.7	8.2	2.2%	3.4%	4.4%	
交通银行	601328.SH	推荐	3.6%	4.73	-2.3	-4.6	7.5	6.0	5.0	1.3	1.1	0.9	2.5%	3.3%	4.0%	
七匹狼	002029.SZ	推荐	7.9%	36.80	-0.2	12.1	36.8	25.8	19.1	6.5	5.4	4.4	0.5%	0.8%	1.0%	
新华医疗	600587.SH	推荐	3.7%	32.82	-5.4	17.4	73.1	40.9	26.7	6.3	5.6	4.7	0.0%	0.0%	0.0%	
王府井	600859.SH	推荐	5.9%	41.99	-5.1	-18.6	51.6	27.5	20.9	5.5	3.3	3.0	0.6%	1.2%	1.9%	
海螺水泥	600585.SH	推荐	6.0%	21.91	-2.8	11.6	18.8	8.7	7.0	3.3	2.5	1.9	0.9%	1.7%	2.1%	
江西铜业	600362.SH	推荐	4.9%	32.41	-2.8	-27.8	22.9	13.8	12.6	3.3	2.7	2.4	0.0%	0.0%	1.9%	
梦洁家纺	002397.SZ	推荐	4.7%	31.80	-4.8	22.5	52.1	33.6	23.9	4.7	4.3	3.9	1.0%	1.2%	1.7%	
南宁糖业	000911.SZ	中性	3.0%	17.73	-3.6	-24.2	27.6	14.0	16.4	3.6	3.0	2.9	2.0%	4.3%	3.6%	
烽火通信	600498.SH	中性	4.3%	27.59	-5.0	-32.8	32.2	24.3	19.7	3.5	3.1	2.9	0.5%	0.5%	0.5%	
中国国航	601111.SH	中性	2.8%	8.72	-8.6	-35.4	9.2	9.9	10.8	2.7	2.1	1.8	0.0%	1.4%	0.0%	



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 20：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
石油天然气	14.7%	-28.7	15.9	26.4	4.5	16.9	17.0	14.6	11.6	11.1	9.5	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5	2.6	2.5	3.0	3.2	3.9
石化	0.0%	-655.2	118.6	74.2	-32.1	18.7	n.a	34.4	19.7	29.1	24.5	4.1	3.6	3.1	2.9	2.6	-	0.4	1.3	0.5	0.6
煤炭	6.2%	42.6	-0.2	31.0	19.1	12.6	21.5	16.5	13.8	12.3	4.0	3.5	3.0	2.6	2.3	1.5	1.6	2.2	2.5	2.8	18.4
钢铁	1.8%	-49.4	-39.6	106.8	-12.7	26.2	15.3	25.4	12.3	14.1	11.1	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	2.9	1.9	2.9	2.4	3.1
有色金属	4.6%	-57.3	-56.8	263.4	62.5	15.3	71.0	164.3	45.2	27.8	24.1	5.4	5.3	4.5	3.7	3.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
建材	1.1%	25.0	49.4	55.2	98.5	24.9	44.0	29.5	19.0	9.6	7.7	4.8	4.0	3.2	2.4	1.9	0.4	0.5	0.7	1.5	1.9
造纸包装	0.1%	2.5	28.4	-29.0	42.3	37.5	14.9	11.6	16.3	11.5	8.3	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9	0.7	2.8	1.6	1.6	2.2
化工	2.0%	4.7	-4.7	45.8	136.3	39.7	41.1	74.1	50.8	21.5	15.4	7.4	6.3	5.5	3.9	3.3	0.9	0.7	0.6	1.5	2.1
电力	3.0%	-102.5	3,566.6	11.2	14.3	17.9	n.a	21.3	19.2	16.8	14.2	2.5	1.9	1.7	1.5	1.4	1.4	1.8	1.5	2.8	3.1
城市公用事业	0.3%	-30.0	46.6	21.3	11.2	16.8	46.3	31.6	26.0	23.4	20.0	4.2	3.8	2.9	2.7	2.6	2.0	2.6	2.6	2.9	3.3
交通基础设施	3.0%	9.6	-0.1	32.1	20.6	14.0	17.9	17.9	13.5	11.2	9.9	2.2	1.9	1.7	1.4	1.3	2.2	2.2	2.6	3.1	3.5
交通运输	2.2%	-119.2	28.8	889.9	-44.4	41.3	n.a	n.a	11.1	19.9	14.1	3.0	2.9	2.1	1.9	1.7	1.5	0.4	0.1	0.5	0.4
机械	3.4%	7.1	-4.2	56.4	53.1	30.1	32.8	34.2	21.9	14.3	11.0	5.6	4.3	3.2	2.7	2.3	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3
电气设备	2.0%	-8.9	50.0	21.7	25.3	23.0	44.0	29.3	24.1	19.2	15.6	6.8	5.2	3.4	3.1	2.6	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
建筑	2.1%	-27.3	117.3	10.8	35.8	17.7	27.6	12.7	11.5	8.4	7.2	2.5	1.4	1.3	1.1	1.0	0.6	2.1	2.2	3.0	3.5
银行	25.1%	31.0	17.6	33.0	27.3	21.1	13.5	11.4	8.6	6.8	5.6	2.4	2.1	1.6	1.3	1.1	3.1	3.2	3.3	2.6	3.1
证券	1.2%	-61.9	73.1	-16.2	-7.3	9.7	26.0	15.0	17.9	19.3	17.6	2.5	1.8	1.7	1.6	1.5	0.6	3.8	2.8	2.4	2.3
保险	4.5%	-53.8	134.0	9.9	8.6	31.3	40.9	17.5	15.9	14.6	11.2	3.2	2.5	2.3	2.1	1.8	1.7	1.3	2.8	1.6	1.6
房地产	2.7%	3.2	40.4	37.6	26.3	23.6	25.1	17.8	13.0	10.3	8.3	2.9	2.3	2.0	1.7	1.4	0.7	0.9	1.2	1.3	1.5
电信服务	0.7%	250.5	-86.2	-54.6	167.3	156.0	5.4	38.8	85.5	32.0	12.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	0.5	1.4	4.0
软件及服务	0.1%	-8.1	20.1	-18.1	18.9	12.4	30.6	25.5	31.2	26.2	23.3	3.5	2.4	2.3	2.4	2.2	0.0	1.3	0.0	0.1	0.1
技术硬件及设备	0.7%	36.6	53.7	33.4	17.5	21.7	46.3	30.1	22.6	19.2	15.8	5.5	4.3	3.7	2.9	2.1	0.4	0.4	0.4	0.1	0.1
电子元器件	0.6%	-21.0	68.0	26.1	62.9	38.7	84.7	50.4	40.0	24.5	17.7	9.8	8.8	7.2	5.8	4.6	0.5	0.5	0.9	1.4	1.9
传媒	1.2%	3.0	20.1	6.8	14.9	18.8	54.2	45.2	42.3	36.8	31.0	5.1	4.1	3.4	3.2	2.9	0.2	0.6	0.7	0.7	0.8
家电及相关	1.5%	15.6	50.9	44.5	32.2	23.3	38.9	25.8	17.9	13.5	11.0	5.1	4.0	3.2	2.4	2.0	0.8	0.9	0.8	1.4	1.6
零售	1.7%	-1.2	16.9	32.3	41.8	37.1	99.9	85.4	64.6	45.6	33.2	10.8	8.5	6.8	5.8	5.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
汽车及零部件	2.6%	-39.5	149.2	87.0	32.1	16.8	50.4	20.2	10.8	8.2	7.0	4.6	3.6	2.6	2.1	1.8	0.9	0.9	1.2	2.3	4.0
酒店旅游	0.2%	1.9	22.1	16.4	25.0	26.0	43.0	35.2	30.2	24.2	19.2	4.5	3.4	3.5	3.3	3.0	1.0	2.4	0.9	1.1	1.3
服装及纺织品	0.9%	50.3	25.6	34.2	41.9	31.3	59.6	47.5	35.4	24.9	19.0	13.6	8.7	6.5	4.4	3.7	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0
食品饮料	5.3%	6.7	75.1	31.7	46.5	35.6	92.7	52.9	40.2	27.4	20.2	14.3	11.4	9.1	7.3	5.8	0.5	0.5	0.9	1.2	1.7
医疗保健	2.7%	26.4	50.0	26.0	36.4	30.2	81.1	54.1	42.9	31.5	24.2	10.2	8.2	6.0	5.1	4.7	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8
农业	1.0%	-10.9	26.0	15.2	88.7	21.7	81.0	64.3	55.8	29.6	24.3	6.7	5.7	5.1	4.3	3.7	0.4	0.6	0.5	0.7	0.7
小盘股	1.0%	21.6	26.0	50.4	58.6	40.4	83.5	66.3	44.1	27.8	19.8	12.4	9.2	5.6	4.6	3.8	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
合计	100%	-9.0	23.2	36.5	22.0	21.6	22.1	17.9	13.1	10.8	8.9	3.0	2.5	2.1	1.8	1.6	1.9	1.9	2.2	2.1	2.5
金融板块	31%	15.9	24.3	29.7	25.3	21.7	15.0	12.1	9.3	7.4	6.1	2.5	2.1	1.6	1.4	1.2	2.9	2.9	3.2	2.5	2.9
非金融板块	69%	-28.2	21.8	44.9	18.3	21.4	30.8	25.3	17.4	14.7	12.1	3.4	2.9	2.5	2.2	1.9	1.2	1.3	1.5	1.8	2.3

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。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司及其关联机构为江西铜业、中国建筑、中国国航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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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



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