



2011年10月30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

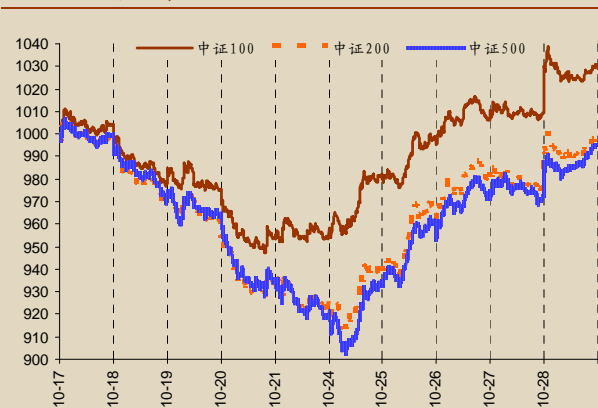
分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010007
wanghui@cicc.com.cn

3 季度企业业绩报告分析

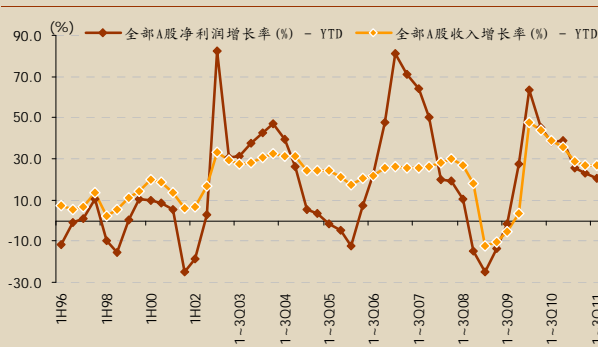
上证综指十日表现



风格指数十日表现



3 季报显示企业盈利增速下滑明显



资料来源: WIND, 中金公司研究

本周 A 股策略观点

- ▶ 受放松预期、税收试点改革和海外利好因素共同推动, A 股出现大幅反弹。总体上, 我们认为对于当前 A 股市场最大的利好因素仍然是“政策放松预期”, 而最主要的利空因素仍是“未来巨大的股票供给量”和“经济及企业盈利增速的放缓”。随着利多因素的增加, 4 季度 A 股市场的这两股力量将更加趋于平衡, 因此, 我们仍然维持 2300-2600 箱体震荡的观点不变, 本轮反弹有望继续向这一箱体的上边冲击。从板块配置上, 稳健的投资者可以继续配置中小银行和券商股, 激进的短线投资者可以配置此前超跌周期股、最近 2 个月内上市的次新股和一些短期的热点板块如环保和传媒。
- ▶ 我们认为有利于市场上涨的因素主要集中于短期, 其核心仍然是对政策放松的预期。翘尾因素和猪肉价格回落带动未来 2 个月的 CPI 同比较快下降有助于这一预期的维持。而证监会领导层的变动也可能使得市场产生短期新股发行节奏暂时放缓的预期, 同样有利于短期市场。
- ▶ 市场潜在的风险主要在于中期, 关键在于市场的放松预期能否切实兑现。这是因为我们认为未来货币和信贷增速能否真正显著加快仍存较大变数。新股发行放缓的预期同样也可能不会维持太长时间。此外, 虽然短期经济增速放缓仍有反复, 但中期看经济和盈利增速继续下行的概率依然较大。
- ▶ 截止 2011 年 10 月 29 日, 2011 年一至三季度盈利同比增长 20.4%, 其中非金融板块同比增长 13.7%。2011 年三季度单季盈利环比下滑 6.3%, 其中非金融板块环比下滑 7.5%, 低于之前预期。3 季报显示: 企业盈利增速放缓主要受费用率增长和毛利率继续缩窄所致, 非金融企业库存偏高, 现金流偏紧, 毛利率缩窄, 费用率上升, 杠杆水平处于历史高位, 由此判断企业盈利增长前景不容乐观。3 季报披露期间, 2011 年和 2012 年全年的市场一致预期被大幅下调, 其中非金融板块分别向下调整了 3.7% 和 4.1%。下调较多的板块包括中小板和创业板、电子元器件、保险、钢铁、造纸包装、交通运输、证券行业等。我们继续维持自上而下 2011 年盈利增长 20% 的预测, 而 2012 年盈利增速将进一步下滑至 10% 左右的判断。当前自下而上 2011 年市场一致预期盈利增速为 23.6%, 预计仍需进一步下调。

一周市场回顾

美股和 A 股双双大幅反弹

上周海外市场 and A 股市场双双大幅反弹。

国际方面，欧债危机解决方案取得重大进展加之美国经济数据总体向好使欧美股市上周继续上涨。经过几周的斡旋和谈判，欧盟领导人最终在 27 日凌晨拿出了一套解决欧债危机的综合方案，具体包括私人持有者所持有的希腊债务将大幅减计 50%、欧洲援助基金的规模也从之前的 4000 多亿欧元扩大到 1 万亿欧元以及尽快对银行进行资本重组。尽管方案的细节还有待于完善，但欧洲为应对危机所迈出的关键一步还是得到了市场的认可，欧美股市当天也取得了大涨。美国方面，经济数据总体向好但隐忧仍存。周四美国商务部宣布，受消费者开支与商业投资增加的推动，第三季度美国国内生产总值增长 2.5%，为一年来最快增速，大大减轻了市场对于美国经济陷入二次衰退的忧虑。9 月美国新屋销售量经季调后为 31.3 万，超出市场预期的 30 万，为该数据 5 个月以来的最高点。然而，10 月消费者信心指数意外下降为 39.8，显著低于市场预期的 46.0，为 2009 年 3 月以来的最低点，表明消费者对于美国就业市场以及宏观经济的前景仍存悲观。

国内方面，在经济走势平稳的情况下，政策预期在逐渐发生变化。周一发布的汇丰 PMI 预览指数为 51.1，比 9 月份终值的 49.9 明显上升 1.2 个百分点，为今年 4 月以来的最大单月增幅。由于汇丰 PMI 指数采集样本更偏重于中小企业，很可能表明针对中小企业经营困境的，以定向信贷支持、专项转移支付和土地税收优惠为主要内容的定向宽松政策已步入实质性实施阶段并取得初步成效。在经济无硬着陆之忧、CPI 见顶的形势下，政策转向的预期开始强烈。首先，温家宝日前表示要把握好宏观经济政策的力度、节奏和重点，适时适度进行预调微调。这是自 2010 年年初我国经济政策从紧以来，官方首度释放变调信号。其次，银监会周二发布银十条补充通知，要求改进小型微型企业金融服务的工作目标，细化小型微型企业金融服务机构的准入标准，细化商业银行发行小型微型企业专项金融债的条件，确定小型微型企业贷款风险权重的计算原则，规范商业银行小型微型企业贷款收费问题。再次，在财政方面，国务院决定开展深化增值税制度改革试点，决定从 2012 年 1 月 1 日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。在现行增值税 17% 标准税率和 13% 低税率基础上，新增 11% 和 6% 两档低税率。这项政策如在全国推广将利于相关服务业并促进经济转型。最后，房地产方面，住建部部长姜伟新表示，“十二五”末以后，住房保障将逐步转向货币补贴为主。待相关信息系统建立后，就不必再采取限购这种行政色彩浓厚的办法。

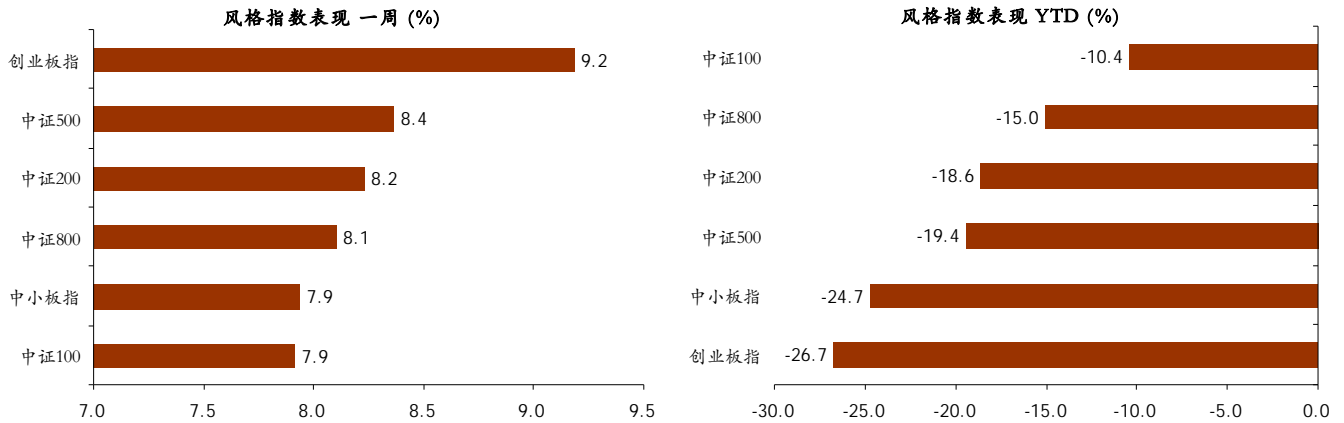
市场方面，周一，两市早盘高开，但在中小板和创业板大幅下挫的影响下双双创下本轮调整新低。午后，两市在汇丰 PMI 数据良好消息的刺激下引发技术反弹，并最终双双以大阳线报收。周二，两市早盘震荡整理后一路上扬，量能也温和放大，双双收于当日高点附近。周三，受温总理“预调微调经济政策”放松信号的利好刺激，两市低开午后震荡上行，午后两市更是一度加速上扬，但随后受到获利抛盘打压，两市回吐日内近半升幅。周四，国务院拟在上海试点税制改革促消费刺激两市高开，但随后一路震荡。多日上攻造成个股抛压较大，午后两市一度翻绿，最终双双小涨报收，成交量略有萎缩。周五，欧债危机露出解决曙光，欧美股市普遍暴涨，受此影响，两市跳空高开，临近午盘虽略有回落，但两点后再次拉升，最终大涨报收，成交量也创下本周新高。

行业方面，所有板块全部上涨。传媒股受中共十七届六中全会“文化”主题的刺激领涨大盘。其他周期股如房地产、煤炭也涨幅居前。前期跌幅较大的保险股本周也取得不错涨幅。而前期抗跌的银行板块则涨幅较小。

风格方面，创业板涨幅最大，大盘股涨幅相对较小。

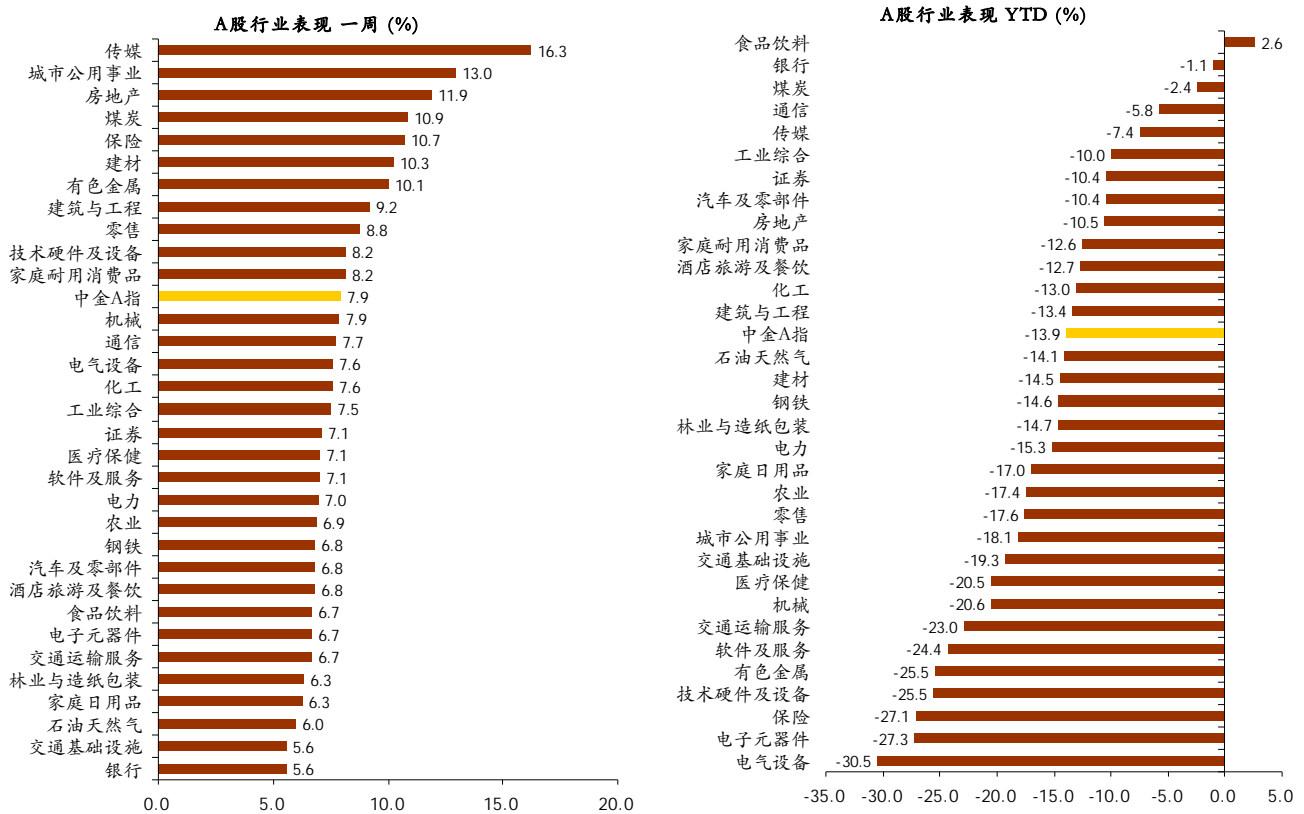
全周来看，上证综指上涨 6.7% 收于 2473 点，深证成指上涨 8.9% 收于 10562 点，沪深 300 指数上涨 8.0% 收于 2709 点。

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

一. 本周 A 股观点

上周 A 股出现大幅反弹，指数走出罕见 5 连阳，上证指数单周涨幅达 6.74%，为 2011 年以来单周涨幅最大的一周。而中小板和创业板指数也分别大涨 7.94% 和 9.19%。究其原因，温总理在天津调研时谈到的政策预调微调给市场带来的放松预期是推动市场反弹的最大动力。此外，国务院常务会议推动营业税改增值税试点改革、欧盟高峰会议出台拯救欧债危机方案以及住建部官员提到限购政策未来将逐渐退出等事件也进一步助推了市场上涨的热情。

总体上，我们认为对于当前 A 股市场最大的利好因素仍然是“政策放松预期”，而最主要的利空因素仍是“未来巨大的股票供给量”和“经济及企业盈利增速的放缓”。整体上看，随着利多因素的增加，4 季度 A 股市场的这两股力量将更加趋于平衡，因此市场下方的承接力逐渐加强。我们仍然维持 2300-2600 箱体震荡的观点不变，本轮反弹有望继续向这一箱体的上边冲击。

当然，市场如要继续向上冲击并非不需要进一步的条件的。我们认为，市场进一步向上的前提就是利好因素的继续增加以及利空因素被暂时得到遏制。

具体而言，就是说，首先市场对于政策放松的预期不能遭到显著打击。在这一方面，需要市场留意的是未来一段时期内央行的动作以及信贷的增长状况。事实上，我们认为目前货币政策大幅转向的可能性仍不是最大，而在目前的货币政策条件下，银行信贷出现大幅增速加快的可能性也不大，所以这可能为本轮反弹的可持续性埋下一定的隐患。而相对有利的因素是未来 2 个月受翘尾因素大幅回落以及猪肉价格回落的影响，国内的 CPI 同比增速将出现较为显著的下降。因此总体上我们认为，虽然短期难以见到太多实际的货币信贷放松迹象，但市场对此的预期仍有望能够保持一段时间。而对于房地产政策放松的预期，我们认为实现的可能性较低。

其次，从潜在利空因素看，未来股票的供给量增加仍是市场潜在的最大风险。但随着证监会领导层换届，我们认为这可能让市场产生新股发行在新领导层上任伊始略有暂缓的猜想。从这个角度而言，对于股市的短期走势也不失为一个利好因素。

最后，从我们对于经济和盈利增速的分析情况看，经济增速在 4 季度到明年 1 季度将继续放缓，但下滑速度将较为温和。而且一些短周期经济指标比如 PMI，月度工业增加值等指标还可能出现走势反复。3 季度已公布的数据显示上市公司盈利增速环比下滑，但总体来看，更为严峻的盈利下滑可能要到年报和明年 1 季报中才会有所体现。

综合上述因素，我们认为，利好市场的因素相对集中于短期，其中主要包括对于政策放松的预期以及短期新股发行节奏可能有所放缓的预期，相对而言，不利于市场的因素主要集中于中期，其中主要包括货币和信贷放松预期是否能够兑现、经济和盈利增速继续回落以及中长期企业股票融资的需求仍十分巨大等。因而从策略上，我们认为投资者仍可继续参与这波反弹，我们依然维持反弹的高度约在 2600 点左右的判断，而且我们认为这波反弹仍将维持此前几波反弹“快涨慢跌”的典型熊市反弹的特征。

从板块配置上，稳健的投资者可以继续配置中小银行和券商股，激进的短线投资者可以配置此前超跌周期股、最近 2 个月内上市的次新股和一些短期的热点板块如环保和传媒。

二. A股2011年三季度业绩回顾¹

截止2011年10月29日,约占全部A股市值的93%的上市公司公布了三季报。2011年一至三季度盈利同比增长20.4%,其中非金融板块同比增长13.7%。2011年三季度单季盈利环比下滑6.3%,其中非金融板块环比下滑7.5%,低于之前预期。盈利增速放缓主要受费用率增长和毛利率继续缩窄所致。主要指标显示非金融企业库存偏高,现金流偏紧,毛利率缩窄,费用率上升,杠杆水平处于历史高位,企业盈利增长前景不容乐观。三季报披露期间,2011年和2012年全年的市场一致预期被大幅下调,其中非金融板块分别向下调整了3.7%和4.1%。继续维持自上而下2011年盈利增长20%的预测,当前自下而上2011年市场一致预期盈利增速为23.6%,仍需进一步下调。

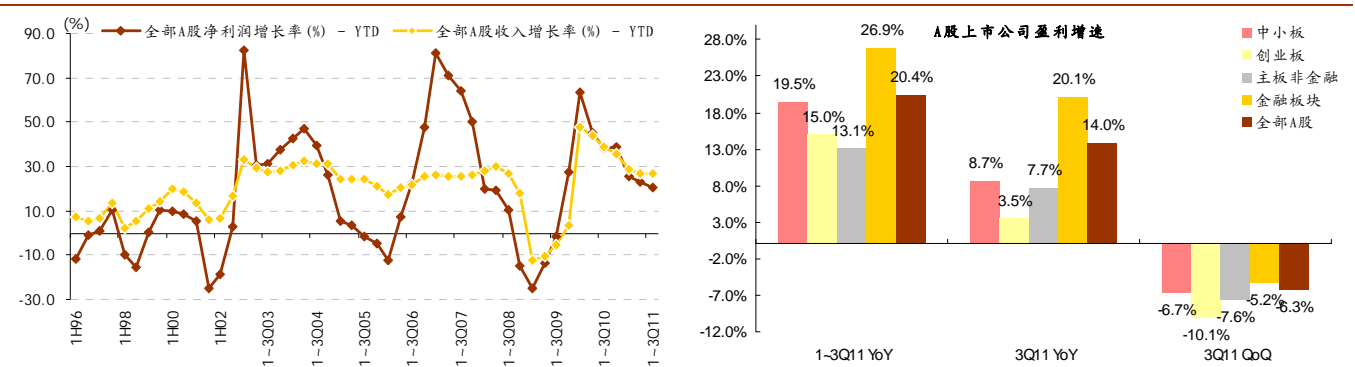
1. 2011年三季报业绩概览

A股2011年一至三季度盈利同比增长20.4%,三季度单季同比增长14.0%,环比下滑6.3%。截止2011年10月29日,已有2100家上市公司公布了三季报,约占全部A股市值的93%。按照可比口径公司数据,2011年一至三季度A股上市公司净利润同比增长20.4%,其中非金融板块净利润同比增长13.7%。2011年三季度单季净利润同比增长14.0%,环比下滑6.3%,其中非金融板块净利润同比增长7.7%,环比下滑7.5%。盈利同比继续放缓趋势,环比出现负增长。从行业上来看,2011年一至三季度盈利增长居前的行业包括水泥、有色金属、化工、家庭日用品、家庭耐用消费品、纺织服装、食品饮料等,三季度盈利环比增速延续二季度正增长的行业包括农业、酒店旅游及餐饮、传媒、医疗保健和交通基础设施。

2011年一至三季度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率增长和毛利率继续缩窄所致。我们将损益表上的各个因素对2011年一至三季度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,收入增长仍然是企业盈利同比增长的最大的贡献要素(贡献度为25.6%,与上半年持平),但毛利率提升依旧是负贡献,且幅度变大(贡献度为由上半年的-7.7%扩大至-8.6%),这主要是受石油天然气、煤炭和交运板块毛利率受挤压所致。另外三大费用率的增长也从零贡献变为负贡献(-2.0%)。

中小板和创业板费用率的大幅上升抵销了收入增长的正贡献。中小板和创业板2011年一至三季度盈利增速分别为19.5%和15.0%,三季度单季环比下滑6.7%和10.1%。从因素分解分析,中小板和创业板三季度收入增长对盈利增长的贡献率为4.4%和1.9%,但由于费用率上升带来的负贡献(-8.7%和-13.3%)幅度更大,最终导致的盈利环比负增长。与主板非金融企业相比,中小板和创业板表现为收入增长较快,但费用率上涨得更快。

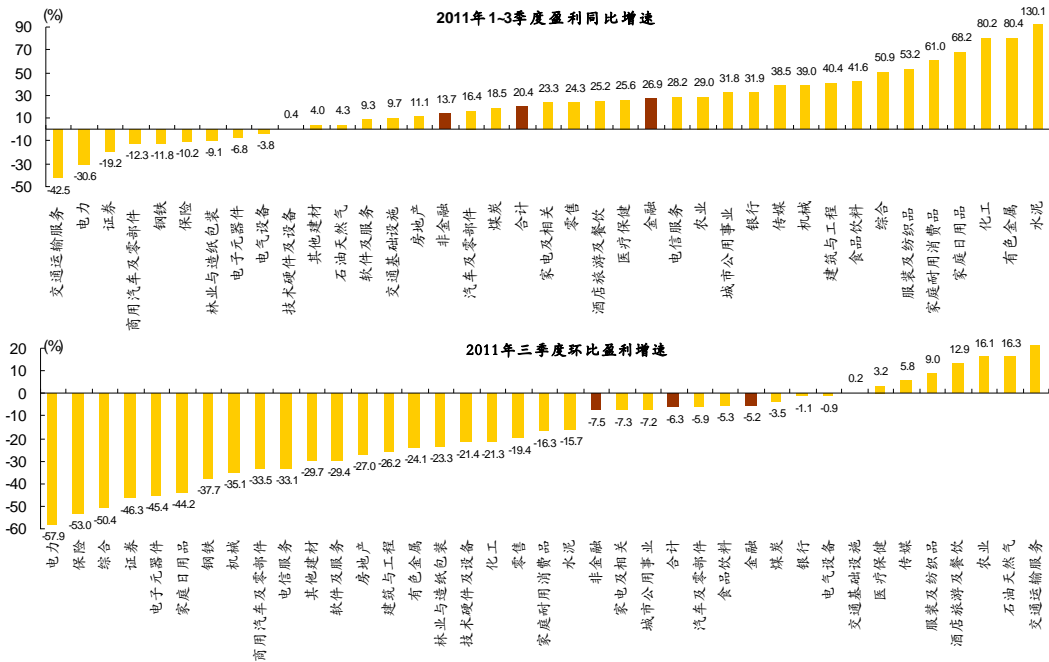
图表3: 全部A股历史盈利增速(左)和分板块盈利增速(右)



资料来源: Wind, 中金公司研究部

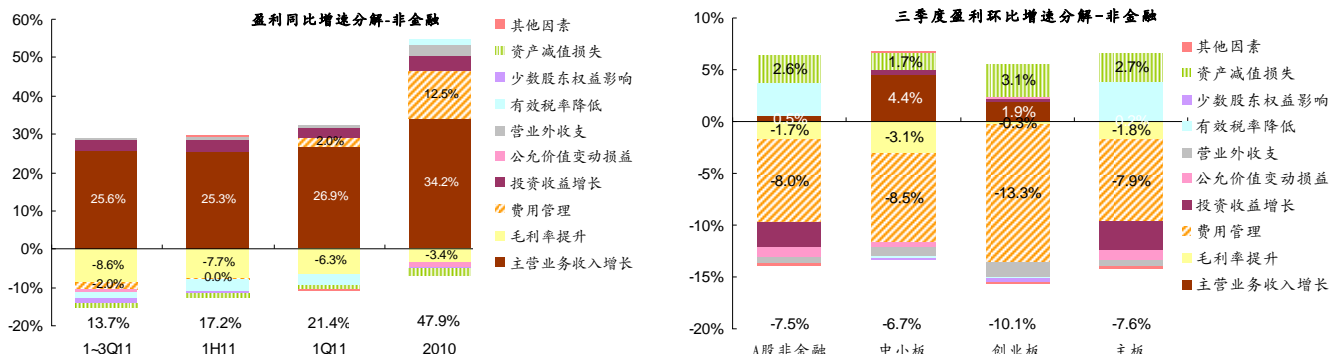
¹ 基于2011年10月29日前公布三季报的公司。报告中提到的增速数据均是可比公司口径,且自上市开始纳入统计范围。

图表 4: 全部 A 股 2011 年一至三季度同比和三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 5: 非金融板块盈利同比增速分解 (左) 和 2011 年三季度分板块盈利环比增速分解 (右)



资料来源: Wind, 中金公司研究部

2. 主要指标显示企业盈利增长前景不容乐观

库存偏高。2011年三季度A股非金融板块存货同比增长32.9%，环比增长5.6%，继续维持二季度的增长水平。从存货占总资产的比例来看，当前这比例为18.0%，仅次于今年二季度的18.3%，库存水平处于历史较高水平。从行业层面来看，对三季度存货环比增长贡献度较高的行业依然是房地产、机械和建筑与工程。

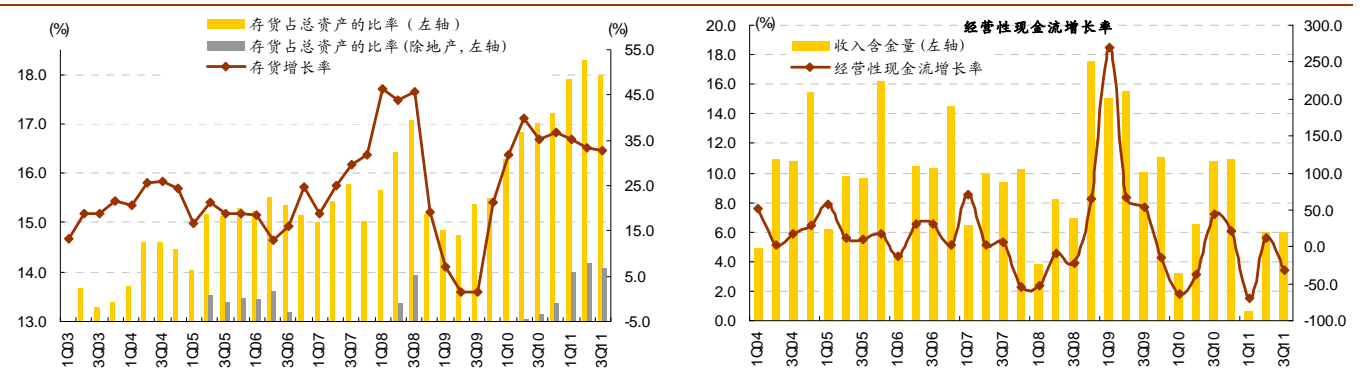
现金流偏紧。2011年三季度A股非金融板块经营性现金流同比大幅下滑31.2%，经营性现金流占收入的比例为6.0，基本与二季度持平。从行业的情况来看，三季度经营现金流净流出的行业包括房地产、机械、建筑与工程、技术硬件及设备、电气设备等行业，并且这些行业在二季度的经营性净现金流已经为负。

杠杆水平处于历史高位。2011年三季度非金融板块的资产负债率为58.1%，仅次于今年二季度的58.9%。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。从板块上看，房地产、公用事业、工业和能源板块的资产负债率仍在提升当中，其中房地产和公用事业板块的杠杆水平位于历史最高点。

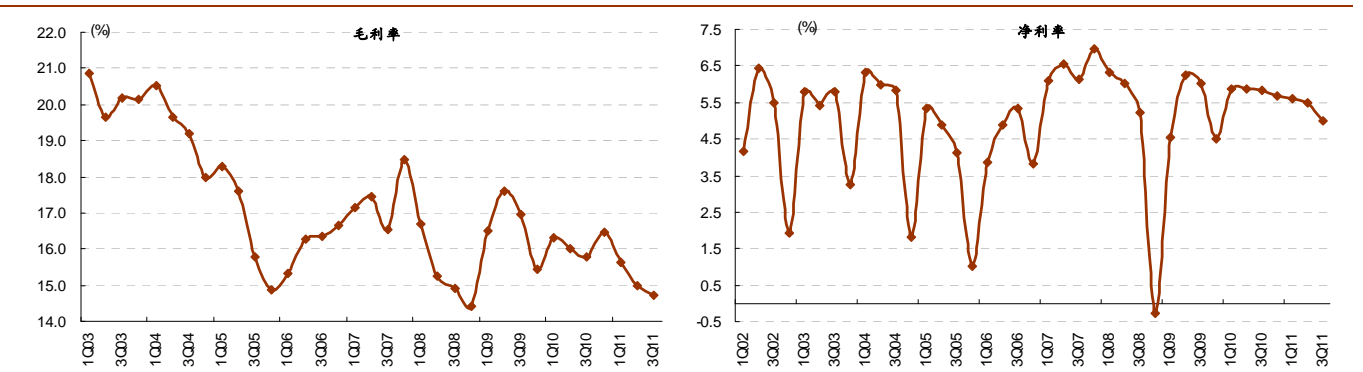
毛利率缩窄，费用率上升。2011年三季度非金融板块的毛利率和净利率分别为14.7%和5.0%，较二季度的15.0%和5.5%出现明显下滑。同时三大费用率也一反之前下降的趋势出现上升，三季度的费用率为8.3%（二季度为7.8%）。其中销售费用率上升了0.20个百分点，管理费用率上升了0.16个百分点，这主要是受到人工成本的上升以及营业收入的下降所致，另外资金成本的上升也推动财务费用率上升了0.07个百分点。

图表6：A股非金融板块在去库存周期（左）和非金融企业现金流仍然较紧



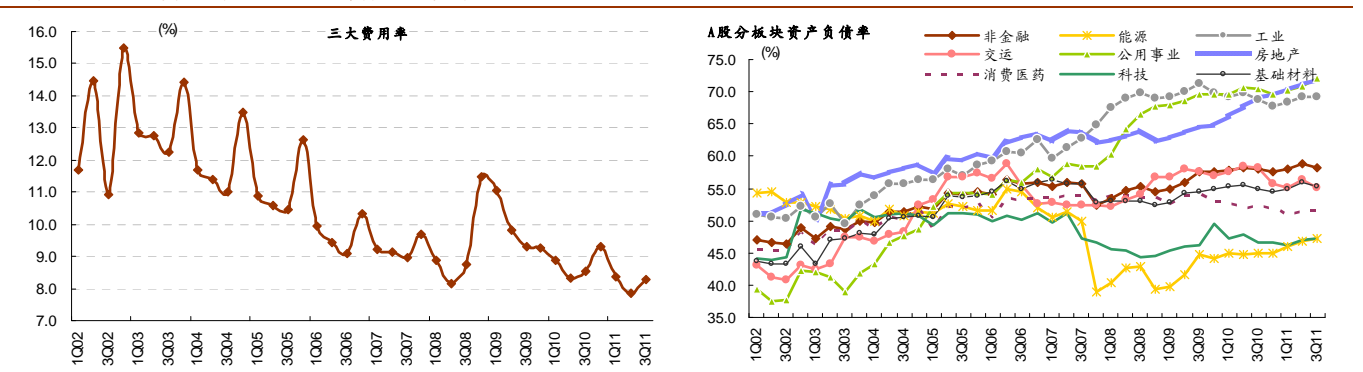
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表7：三季度毛利率继续挤压（左）和净利率大幅缩窄（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表8：三大费用率和分板块资产负债率



资料来源：Wind，中金公司研究部

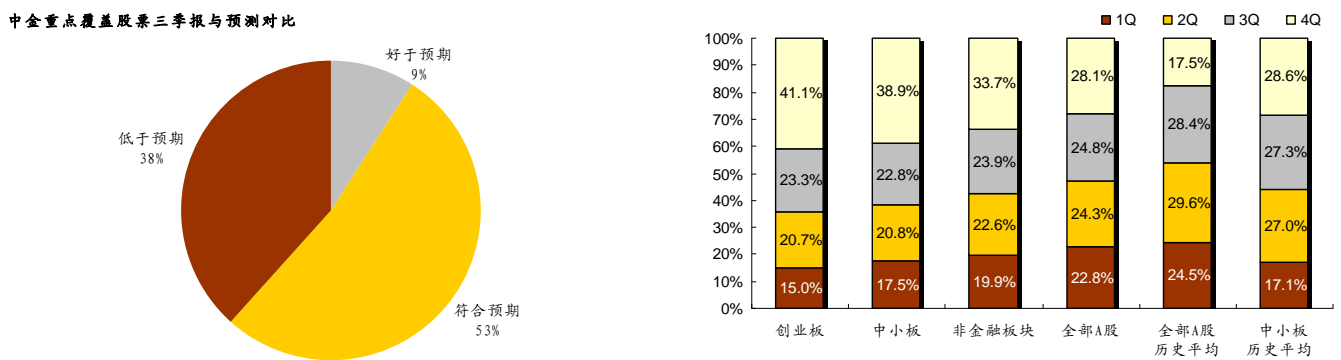
3. 三季度盈利低于预期，市场一致预期仍需下调

2011年三季度盈利低于预期。由于没有单季度的市场一致预期，我们对三季度报告期间中金行业分析员业绩回顾报告进行了分析，其中近40%的中金覆盖公司三季度业绩低于行业分析员的预期，只有9%左右的超出预期。分行业来看，保险、证券和家电行业低于预期的比例最大，而纺织服装、银行、医疗保健、交通设施和食品饮料行业的盈利符合预期的比例较大。从另一个角度也可看出三季度盈利低于预期。全部已公布三季报的A股上市公司2011年一至三季度盈利仅完成全年盈利预测的71.9%，而历史平均水平为83.2%，剔除2005年和2008年两年经济衰退期的平均水平为79.1%。

三季度期间非金融板块市场一致预期大幅下调。三季度披露期间，2011年和2012年全年的市场一致预期被大幅下调，从整体上看，分别向下调整了2.3%和2.4%，其中非金融板块分别向下调整了3.7%和4.1%。分行业来看，家庭耐用消费品、酒店旅游及餐饮、传媒和银行行业的盈利仍在上调，而电子元器件、保险、钢铁、造纸包装、交通运输、证券行业的盈利则在大幅下调，调整幅度超过10%。从个股来看，十月份前二十九天，共有555只股票的盈利预测被上调，合计调整2.5%；549没有调整；1178只被下调，合计调整-6.9%。

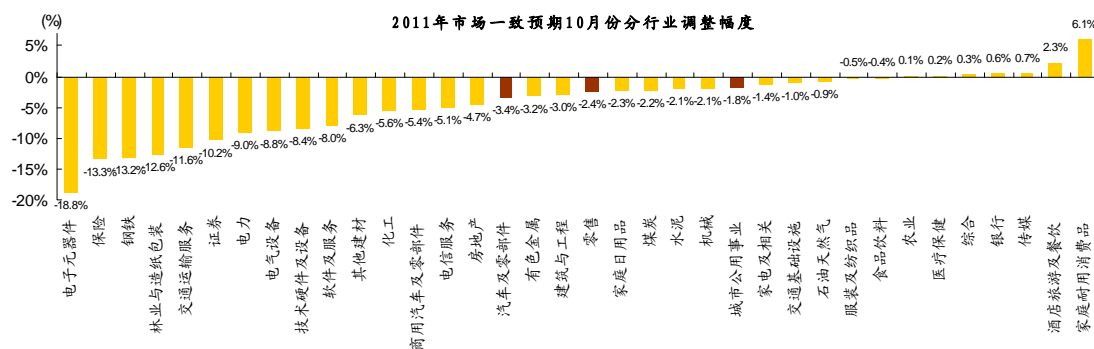
当前2011年市场一致预期盈利增速为23.6%，下调至20%的概率较大。年初至今，全部A股2011年盈利预测下调了1.6%，其中非金融板块下调了8.0%。从板块来看，非金融主板、中小板和创业板下调幅度分别为7.5%、11.3%和13.6%。当前盈利预测隐含四季度盈利需要同比增长32.0%，环比三季度继续增长20.9%。我们认为这一预期实现的难度较大，当前一致预期仍然会进一步下调。根据我们自上而下的模型显示，全部A股2011年盈利增速下调至20%左右的水平的概率较大。

图表9：中金重点覆盖股票三季报与预测对比（左）和盈利分季度占比（右）



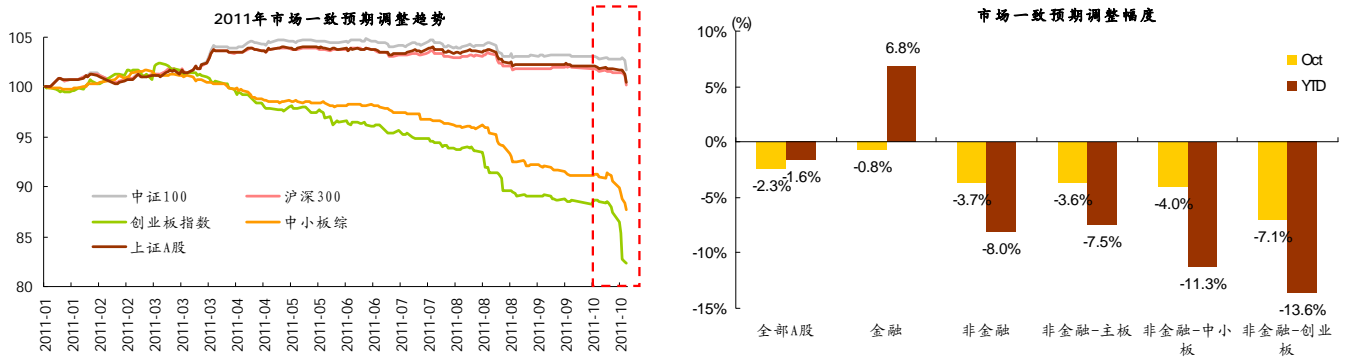
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表10：2011年市场一致预期10月份分行业调整幅度



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 11: 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 12: 全部 A 股分行业盈利预测

行业	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		报告期盈利预测调整		年内盈利预测调整	
	2010	1Q11	1H11	1-3Q11	4Q11E	2011E	2012E	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11E	1-3Q10	1-3Q11	11E	12E	11E	12E
石油天然气	27.7	18.3	5.1	4.3	13.2	6.6	20.0	-0.1	5.8	-14.4	16.3	7.5	74.3%	72.7%	-0.9%	-2.4%	-7.0%	-1.9%
煤炭	35.2	19.2	19.7	18.5	22.8	20.2	19.4	-12.5	21.4	8.7	-3.5	-4.7	76.5%	76.0%	-2.2%	-1.2%	-2.9%	-0.1%
化工	110.0	72.9	73.3	80.2	105.6	87.4	37.1	79.9	-16.8	17.2	-21.3	160.5	59.3%	55.8%	-5.6%	-6.6%	7.9%	11.9%
钢铁	173.1	-11.9	-20.0	-11.8	134.3	16.1	35.1	19.4	64.5	2.8	-37.7	96.3	83.3%	67.9%	-13.2%	-12.1%	-29.0%	-26.6%
有色金属	152.9	30.2	76.5	80.4	74.3	78.3	29.9	34.6	2.2	61.1	-24.1	37.0	69.3%	69.8%	-3.2%	-5.4%	-0.7%	0.4%
水泥	52.5	144.7	156.6	130.1	32.9	87.4	23.3	64.0	-51.3	156.3	-15.7	26.1	54.2%	67.7%	-2.1%	-5.7%	33.1%	30.7%
其他建材	97.9	34.4	21.9	4.0	58.9	32.4	38.5	18.2	-41.1	55.1	-29.7	124.4	67.5%	59.2%	-6.3%	-6.0%	-9.0%	-4.4%
林业与造纸包装	14.4	13.6	0.5	-9.1	141.1	27.2	46.2	-7.8	3.9	-0.8	-23.3	197.6	75.6%	54.9%	-12.6%	-9.3%	-20.4%	-7.6%
建筑与工程	22.9	29.6	15.7	40.4	31.0	30.4	20.1	121.2	-29.0	26.1	-26.2	81.3	64.8%	64.1%	-3.0%	-5.2%	-8.3%	-16.4%
机械	53.6	97.2	67.8	39.0	90.8	53.0	29.1	1.8	28.8	24.5	-35.1	88.9	73.0%	67.4%	-2.1%	-2.3%	3.2%	5.7%
商用汽车及零部件	77.1	3.7	-2.9	-12.3	24.5	-1.8	19.3	14.8	-7.5	-7.2	-33.5	121.3	73.2%	64.9%	-5.4%	-7.7%	-17.2%	-16.1%
电气设备	14.7	-2.7	-9.5	-3.8	54.0	10.0	41.8	1.1	-32.2	30.0	-0.9	65.8	72.5%	62.4%	-8.8%	-4.6%	-23.8%	-18.6%
综合	96.8	40.7	49.4	50.9	64.1	47.5	23.9	158.6	-30.0	20.2	-50.4	289.2	58.6%	53.9%	0.3%	-3.5%	7.0%	7.5%
交通运输服务	1,632.2	-8.4	-29.2	-42.5	-7.3	-30.7	26.1	-53.2	-17.3	-12.2	62.5	-4.1	81.4%	71.3%	-11.6%	-9.5%	-39.2%	-25.0%
交通基础设施	26.4	15.8	5.0	9.7	22.7	11.7	14.5	-3.9	5.1	5.7	0.2	13.2	75.6%	72.3%	-1.0%	-1.3%	-5.5%	-4.4%
电力	12.6	-45.4	-3.4	-30.6	52.5	-3.7	29.5	-30.1	-70.9	258.0	-57.9	275.9	73.8%	50.7%	-9.0%	-4.1%	-23.2%	-18.4%
城市公用事业	71.2	26.7	32.7	31.8	6.6	14.7	16.2	21.9	-40.4	49.4	-7.2	30.1	66.0%	68.3%	-1.8%	-4.8%	6.3%	4.7%
银行	33.5	33.2	34.3	31.9	19.8	29.1	20.2	-15.9	49.2	2.5	-1.1	-20.4	77.5%	79.0%	0.6%	0.5%	10.6%	13.5%
保险	9.9	-2.0	-0.4	-10.2	15.3	-3.0	29.9	54.3	2.0	-17.0	-53.0	189.9	71.6%	66.3%	-13.3%	-6.6%	-20.5%	-13.3%
证券	7.7	-0.4	5.9	-19.0	-11.5	-15.9	15.6	83.6	-49.9	-14.9	-46.3	300.8	58.9%	56.7%	-10.2%	-6.3%	-20.3%	-17.1%
房地产	28.5	-2.3	15.3	11.1	51.1	30.5	29.5	342.0	-64.0	48.0	-27.0	338.5	51.5%	43.8%	-4.7%	-5.2%	-9.9%	-13.1%
电信服务	-55.2	-66.5	6.4	28.2	392.8	81.5	128.6	-26.8	-31.4	494.0	-33.1	80.7	85.4%	60.3%	-5.1%	-2.5%	-37.6%	-31.2%
软件及服务	12.0	33.5	35.7	9.3	62.8	31.3	36.7	46.9	-56.5	81.9	-29.4	176.3	60.9%	54.5%	-8.0%	-7.7%	-16.6%	-16.5%
技术硬件及设备	23.2	5.4	9.6	0.4	64.5	24.5	32.3	59.9	-63.0	73.9	-21.4	229.0	60.7%	47.7%	-8.4%	-6.9%	-7.8%	-6.3%
电子元器件	7,482.1	13.0	14.3	-6.8	310.3	69.6	40.5	-28.6	-12.0	75.0	-45.4	429.1	76.2%	41.3%	-18.8%	-12.4%	-11.6%	-14.5%
医疗保健	15.1	20.3	22.2	25.3	71.0	37.1	20.2	1.8	19.0	8.3	-0.3	37.2	74.5%	67.9%	0.2%	-3.4%	-8.6%	-13.8%
汽车及零部件	73.2	19.9	-2.7	16.4	44.7	12.4	20.7	-6.2	28.8	-9.2	-5.9	44.4	76.2%	69.4%	-3.4%	-4.9%	-5.5%	-3.2%
家电及相关	44.1	39.8	28.9	23.3	63.4	33.9	24.8	-3.5	-9.8	39.7	-7.3	38.6	73.1%	67.3%	-1.4%	-2.4%	1.2%	4.1%
服装及纺织品	47.2	105.6	78.4	53.2	-14.7	14.7	31.8	218.6	-58.1	-4.7	9.0	83.7	45.6%	60.7%	-0.5%	-1.8%	7.8%	11.7%
家庭耐用消费品	35.5	111.2	56.0	61.0	153.7	78.1	31.2	4.5	164.4	-27.4	-16.3	64.4	79.2%	70.4%	6.1%	3.5%	-1.3%	-0.3%
酒店旅游及餐饮	26.8	13.4	18.6	25.2	157.7	47.6	23.2	-43.5	-26.1	171.7	12.9	1.9	80.1%	68.3%	2.3%	0.6%	-6.5%	-7.3%
传媒	38.1	50.9	40.7	38.5	6.2	26.0	22.4	68.9	-34.5	15.2	5.8	33.1	61.4%	67.5%	0.7%	1.9%	2.6%	1.0%
零售	32.9	34.5	29.2	24.3	79.5	42.3	27.7	28.5	30.3	-9.6	-19.4	83.0	72.4%	67.3%	-2.4%	-2.2%	-8.2%	-7.9%
食品饮料	33.9	44.4	45.1	41.6	61.8	47.7	41.5	8.3	44.2	-6.3	-5.3	30.4	73.6%	71.0%	-0.4%	0.6%	0.9%	12.5%
家庭日用品	508.2	67.3	42.3	68.2	232.9	495.4	39.7	-354.6	156.2	155.7	-44.2	238.9	182.7%	50.6%	-2.3%	-2.0%	-9.5%	-1.5%
农业	9.1	16.6	32.3	29.0	187.1	84.7	34.5	-7.8	-14.1	32.7	16.1	112.5	71.3%	54.0%	0.1%	0.6%	-1.1%	3.1%
合计	38.8	25.3	23.4	20.4	32.0	23.6	23.6	3.4	10.1	6.3	-6.4	20.9	73.6%	71.9%	-2.3%	-2.4%	-1.6%	1.1%
金融	29.9	28.8	30.5	26.9	16.8	24.5	20.6	-8.1	36.9	0.7	-5.2	-10.0	76.2%	77.5%	-0.8%	-0.3%	6.8%	10.0%
非金融	47.9	21.4	17.2	13.7	44.2	22.8	26.3	14.2	-9.9	12.6	-7.7	55.8	71.4%	66.3%	-3.7%	-4.1%	-8.0%	-5.4%

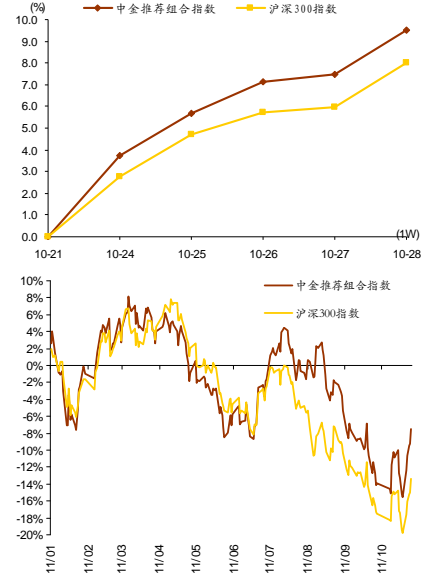
资料来源: Wind, 中金公司研究部

中金推荐组合及配置建议

图表 13: 中金 A 股推荐组合

本周组合将中兴通讯和宝钢股份换成海通集团和天立环保

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		
					10-28	一周	YTD	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
柳工	000528.SZ	审慎推荐	3.2%	16.48	9.3	-32.2	12.0	9.7	7.6	2.2	1.8	1.5	0.0%	0.0%	0.0%	
上海汽车	600104.SH	审慎推荐	5.7%	16.48	9.9	13.5	13.2	8.5	7.4	2.7	2.4	2.0	0.2%	2.3%	5.9%	
海通证券	600837.SH	审慎推荐	10.2%	9.25	8.4	-2.3	20.6	19.8	18.4	1.7	1.6	1.5	1.8%	1.7%	2.2%	
老凤祥	600612.SH	推荐	8.1%	32.99	17.2	44.9	49.2	25.5	19.9	8.7	6.5	4.9	0.0%	0.0%	0.0%	
中国玻纤	600176.SH	推荐	3.2%	18.90	10.8	-25.6	53.4	11.1	8.2	7.7	2.2	1.8	0.0%	0.6%	2.7%	
中兴通讯	000063.SZ	审慎推荐	3.9%	17.83	11.5	-20.8	18.9	16.3	12.3	2.1	1.9	1.6	1.7%	2.0%	2.6%	
康美药业	600518.SH	推荐	4.7%	14.46	7.0	-13.3	41.8	26.1	18.0	6.6	5.6	4.5	0.8%	1.0%	1.4%	
上海机场	600009.SH	推荐	5.0%	13.00	3.8	5.7	19.1	16.7	13.8	1.8	1.6	1.5	0.4%	0.8%	0.9%	
莱宝高科	002106.SZ	推荐	4.3%	27.48	12.5	-41.7	36.6	19.3	14.2	7.9	6.2	4.8	1.1%	2.1%	2.8%	
泸州老窖	600568.SH	推荐	5.7%	41.78	10.1	4.3	26.4	19.4	14.7	10.6	9.1	7.7	2.4%	3.6%	4.7%	
交通银行	601328.SH	推荐	3.7%	4.77	5.8	-3.8	7.6	6.0	5.1	1.3	1.1	0.9	2.5%	3.3%	3.9%	
达意隆	002209.SZ	推荐	7.8%	10.05	9.4	-27.9	41.7	29.6	19.4	3.5	3.2	2.8	1.0%	0.7%	1.0%	
中信银行	601998.SH	推荐	3.4%	4.51	6.4	-9.5	9.7	7.5	6.2	1.7	1.2	1.0	0.0%	2.7%	3.2%	
平煤股份	601666.SH	中性	5.7%	13.89	13.2	-13.4	17.7	14.9	12.8	3.5	2.9	2.5	1.1%	1.3%	1.6%	
海螺水泥	600585.SH	推荐	5.7%	20.49	15.4	4.4	17.6	8.6	8.0	3.1	2.3	1.9	1.0%	1.7%	1.9%	
雅戈尔	600177.SH	推荐	4.2%	10.28	7.9	-1.4	8.6	10.8	8.7	1.6	1.5	1.4	4.9%	3.9%	4.8%	
宝钢股份	600019.SH	推荐	5.0%	5.36	5.7	-12.1	7.3	10.0	8.5	0.9	0.9	0.8	5.6%	5.0%	5.9%	
华夏银行	600015.SH	推荐	2.9%	11.46	3.3	6.8	13.1	9.5	7.6	2.2	1.2	1.1	1.7%	1.7%	1.7%	
烽火通信	600498.SH	中性	4.9%	30.50	7.7	-25.8	35.6	26.9	21.8	3.8	3.4	3.2	0.5%	0.5%	0.5%	
中国国航	601111.SH	中性	2.7%	8.05	6.8	-40.4	8.5	9.1	10.0	2.5	2.0	1.7	0.0%	1.5%	0.0%	



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 14: 中金覆盖 A 股分行业盈利增长预测及估值水平

行业	A股总市值		盈利增速(%)					市盈率(x)					市净率(x)					分红收益率(%)					净资产收益率(%)				
	%	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	08	09	10E	11E	12E	
石油天然气	15.1%	-28.7	15.9	26.4	4.5	16.9	17.3	15.0	11.8	11.3	9.7	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5	2.6	2.4	2.9	3.2	3.8	12.8	13.6	15.5	14.7	15.4	
石化	0.0%	-655.2	118.6	74.2	-10.1	8.7	n.a.	32.0	18.4	20.4	18.8	3.8	3.4	2.9	2.6	2.3	-	0.4	1.4	0.7	0.8	-63.4	10.6	15.8	12.9	12.5	
煤炭	6.1%	42.6	-0.2	30.4	18.8	12.5	21.1	16.2	13.6	12.1	3.9	3.5	3.0	2.6	2.3	1.6	1.6	2.3	2.5	2.9	18.5	16.4	18.2	19.0	18.7		
钢铁	1.8%	-49.4	-39.6	106.8	-15.4	26.8	15.0	24.9	12.0	14.2	11.2	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	2.9	1.9	3.0	2.4	3.1	7.7	4.4	8.2	6.7	8.1	
有色金属	3.9%	-26.7	-14.4	75.3	75.2	18.1	61.7	72.1	41.1	23.5	19.9	8.4	7.6	6.1	4.8	4.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.7	13.6	10.5	14.7	20.6	20.4	
建材	1.0%	25.0	49.4	55.2	81.7	14.5	41.3	27.6	17.8	9.8	8.6	4.5	3.8	3.0	2.3	1.9	0.4	0.5	0.8	1.3	1.5	10.9	13.6	16.7	23.8	22.2	
造纸包装	0.1%	2.5	28.4	-29.0	42.3	37.5	14.2	11.0	15.5	10.9	7.9	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	2.9	1.6	1.7	2.3	9.3	10.0	6.5	8.6	10.7	
化工	1.8%	4.7	-44.5	45.8	136.3	39.7	36.2	65.2	44.7	18.9	13.5	6.5	5.6	4.8	3.4	2.9	1.0	0.8	0.7	1.7	2.3	18.0	8.6	10.8	18.2	21.4	
电力	3.0%	-102.5	3566.6	11.2	-3.4	16.7	n.a.	21.5	19.4	20.0	17.2	2.5	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3	1.7	1.4	2.8	2.7	-0.3	9.0	8.7	7.8	8.3	
城市公用事业	0.3%	-30.0	46.6	21.3	11.2	16.8	47.1	32.1	26.5	23.8	20.4	4.2	3.9	2.9	2.8	2.6	2.0	2.6	2.5	2.8	3.3	9.0	12.1	11.7	11.7	13.0	
交通基础设施	2.9%	9.8	0.8	23.3	16.9	12.9	17.3	17.1	13.0	11.1	9.8	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3	2.3	2.3	2.7	3.1	3.5	12.1	10.7	12.0	12.4	12.9	
交通运输	2.1%	-119.2	28.8	889.9	-51.2	50.2	n.a.	n.a.	10.5	21.5	14.3	2.8	2.7	2.0	1.8	1.6	1.6	0.4	0.1	0.6	0.4	-4.7	-3.3	18.6	8.2	11.1	
机械	3.3%	7.1	-4.2	56.9	50.6	30.5	31.8	33.2	21.2	14.1	10.8	5.4	4.2	3.1	2.7	2.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	17.0	12.7	14.9	18.9	20.7	
电气设备	1.9%	-8.9	50.0	21.7	10.9	24.8	41.8	27.9	22.9	20.7	16.6	6.4	4.9	3.2	2.9	2.5	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	15.3	17.7	14.1	14.2	15.2	
建筑	2.1%	-27.3	117.3	10.8	25.3	15.6	27.6	12.7	11.5	9.1	7.9	2.5	1.4	1.3	1.1	1.0	0.6	2.1	2.2	2.7	3.2	9.0	10.9	11.0	12.5	13.1	
银行	26.1%	34.4	15.3	33.3	30.3	21.6	16.8	14.6	11.0	8.4	6.9	3.1	2.7	2.0	1.7	1.4	2.4	2.4	2.5	1.7	2.1	18.5	18.7	18.7	19.7	20.4	
证券	1.4%	-58.0	63.8	-13.0	-17.4	24.3	26.3	16.0	18.4	22.3	18.0	2.8	2.0	1.9	1.9	1.8	0.5	3.3	2.4	1.7	1.9	10.7	12.5	10.5	8.3	9.8	
保险	4.5%	-53.8	134.0	9.9	-4.6	50.7	40.6	17.3	15.8	16.5	11.0	3.2	2.5	2.3	2.4	2.0	1.7	1.3	2.8	1.7	1.6	7.8	14.3	14.7	14.2	18.0	
房地产	2.8%	3.5	40.5	37.7	25.4	23.7	24.5	17.4	12.7	10.1	8.2	2.7	2.1	1.8	1.6	1.3	0.7	0.9	1.3	1.3	1.5	11.1	12.2	14.6	15.4	16.1	
电信服务	0.8%	250.5	-86.2	-54.6	167.3	156.0	5.8	42.3	93.2	34.9	13.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.2	1.1	0.5	1.3	3.7	28.1	3.8	1.8	4.6	11.3	
软件及服务	0.1%	-8.1	20.1	-18.1	18.9	12.4	29.1	24.2	29.6	24.9	22.1	3.4	2.2	2.6	2.3	2.1	0.0	1.4	0.0	0.1	0.1	11.6	9.3	8.7	9.3	9.4	
技术硬件及设备	0.6%	36.6	53.7	33.4	21.0	30.3	44.3	28.8	21.6	17.9	13.7	4.5	3.5	2.7	2.4	2.0	0.6	0.8	1.1	1.3	1.6	10.1	12.3	12.5	13.3	14.7	
电子元器件	0.8%	-15.2	57.7	29.8	72.3	41.7	84.9	53.8	41.5	24.1	17.0	9.0	8.7	6.6	5.2	4.2	0.5	0.5	0.9	1.3	1.8	10.6	16.2	15.8	21.6	24.7	
传媒	1.2%	3.0	20.1	6.8	14.9	18.8	57.7	48.0	44.9	39.1	32.9	5.4	4.4	3.6	3.4	3.1	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	1.4%	15.6	50.9	44.5	26.9	24.1	35.7	23.6	16.4	12.9	10.4	4.7	3.6	2.9	2.2	1.9	0.7	1.0	0.9	1.7	1.9	13.1	15.3	17.7	16.9	18.0	
零售	1.7%	16.7	24.5	35.2	32.7	33.1	52.7	42.3	31.3	23.6	17.7	7.7	5.6	4.5	3.7	3.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	14.5	13.1	14.2	15.7	17.9	
汽车及零部件	2.6%	-39.5	149.2	87.0	27.4	16.6	49.7	19.9	10.7	8.4	7.2	4.5	3.6	2.6	2.1	1.8	0.9	0.9	1.3	2.4	4.0	9.1	17.9	24.2	25.2	24.8	
酒店旅游	0.2%	1.9	22.1	16.4	25.0	26.0	40.5	33.1	28.5	22.8	18.1	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	0.8%	50.3	25.6	34.2	41.5	31.1	56.8	45.2	33.7	23.8	18.2	12.9	8.3	6.2	4.2	3.5	0.3	0.4	0.6	0.9	1.0	22.7	18.3	18.4	17.8	19.4	
食品饮料	5.2%	6.7	75.1	31.7	45.9	35.7	89.9	51.4	39.0	26.7	19.7	13.9	11.0	8.9	7.1	5.6	0.5	0.5	0.9	1.2	1.8	15.5	21.5	22.7	26.7	28.5	
医疗保健	2.5%	26.4	49.7	26.5	36.9	30.7	75.4	50.4	39.8	29.1	22.3	9.5	7.5	5.6	4.7	4.4	0.4	0.4	0.4	0.7	0.9	12.7	14.9	14.0	16.1	18.2	
农业	0.9%	-10.9	26.0	15.2	88.7	21.7	75.6	60.0	52.1	27.6	22.7	6.3	5.3	4.8	4.0	3.5	0.5	0.6	0.5	0.8	0.8	8.3	8.8	9.2	14.4	15.3	
小盘股	1.0%	21.6	26.0	50.4	58.2	38.2	80.6	64.0	42.5	26.9	19.5	12.0	8.9	5.5	4.4	3.7	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	14.9	13.9	12.8	16.4	18.9	
合计	100%	-9.6	23.3	36.2	20.8	22.6	24.1	19.5	14.3	11.9	9.7	3.3	2.8	2.3	2.0	1.7	1.6	1.7	1.9	1.8	2.2	13.5	14.2	15.9	16.5	17.6	
金融板块	32%	15.9	23.4	29.4	26.1	23.7	18.5	15.0	11.6	9.2	7.4	3.1	2.7	2.1	1.7	1.5	2.2	2.3	2.5	1.7	2.0	16.9	17.8	18.0	18.9	19.9	
非金融板块	68%	-26.3	23.2	43.2	15.9	21.4	29.8	24.2	16.9	14.6	12.0	3.3	2.9	2.4	2.1	1.9	1.3	1.3	1.5	1.9	2.3	11.2	11.8	14.4	14.7	15.7	

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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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
上海市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

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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

