



2011年11月6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

## 只争朝夕

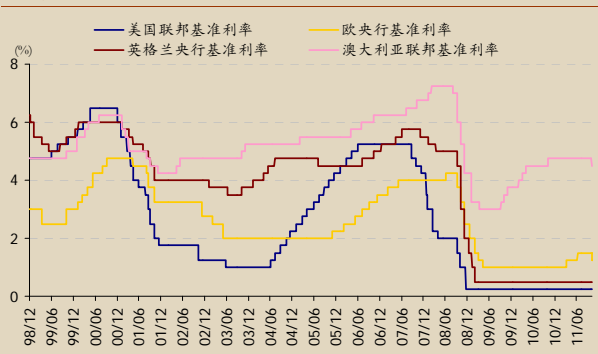
上证综指十日表现



风格指数十日表现



海外主要央行再次降息



资料来源: WIND, 中金公司研究

### 本周 A 股策略观点

- ▶ A 股的持续反弹与市场对于银行信贷的放松传闻有着密切的联系, 而当前影响 A 股市场短期走势的主要因素已经转化为对于银行信贷扩张及其持续性的判断上来了。
- ▶ 政府直接采用刺激信贷投放这种较为激进的方式来实现“政策微调”出乎市场的预料, 因为此前央行曾表态如用 M2+ 来衡量, 当前社会货币增速并未过慢。而中国货币信贷超发的问题人所周知。而银行信贷受制于贷存比监管, 这些监管被市场普遍当作控制银行风险、加强银行金融审慎性的长期措施来理解, 而非短期的宏观调控措施, 所以如果用放松贷存比监管等手段来让银行信贷反弹在市场意料之外。
- ▶ 信贷放松政策凸显了政府对于经济下滑的容忍度, 因此对于市场构成利好, 因此我们认为市场将继续维持强势, 并有望在近期冲击沪指 2600 点。
- ▶ 中期来看, 决定市场走势的重要因素将使本轮信贷投放的可持续性和效果。从心理博弈层面看, 信贷政策放松后必将导致基层分支行短期突击放贷的冲动。由此看, 只 11~12 月均信贷增量在 7000~8000 亿左右对股市最为利好, 太多则反而不利。
- ▶ 从更长周期看, 我们认为当前全球经济仍未走出类滞胀环境。而海外各国货币政策已纷纷再次转向更加宽松。尤其是欧央行在新行长上任后立刻突然降息, 显示其货币政策关注目标已经发生显著改变。而我国政府对于经济下滑和通胀的容忍度都很小, 在外界持续放松的背景下, 实际留给国内货币政策的双边伸缩空间都较小。而国内各经济部门普遍紧盯宏观货币政策而采取顺周期经济行为, 会使得宏观信号在基层不断放大而导致经济的波动更大。而此时继续保持对货币政策的依赖 (无论是紧缩还是放松), 会使得国内宏观经济政策周期变得更短, 目前看这种风险正在增加。
- ▶ 作为宏观政策的被动接受者, 股市投资者将采取只争朝夕的策略, 投资行为将更加短期化。因此本轮行情出现大幅度调整的概率较低, 很可能是一步到位的行情, 所以建议投资者继续操作本轮反弹中的强势板块以及此前跌幅较大板块的反弹。

## 一周市场回顾

### 美股震荡整理，A股继续反弹

上周海外市场震荡整理，A股市场继续反弹。

国际方面，欧美股市受希腊债务问题进展顺利与否的影响而宽幅震荡。周初，由于欧债危机解决方案缺乏有效的细节性内容，使得市场对欧债危机的乐观情绪逐渐消退之际，希腊总理帕潘德里欧突然宣布将针对救援该国的一揽子计划进行全民公投，使刚刚达成的解决欧元区主权债务危机计划处境岌岌可危。法德两国领导人也表示，在希腊决定是否继续留在欧元区之前，暂停向该国拨付最新一笔救援贷款。峰回路转的是，周四晚间，帕潘德里欧准备放弃全民公投计划，原因之一是该国主要的反对党称其不会支持欧盟最新援助计划，欧美股市应声大涨。同时，欧洲央行出于欧元区经济数据不断恶化的考虑意外宣布削减利率至1.25%。欧洲央行新任行长马里奥-德拉吉在新闻发布会上暗示，欧元区经济可能年底时出现温和衰退。美国方面，上周召开的美联储议息会议显示政策无重大改变，在展望未来经济时联储表示，三季度增长加速部分由于上半年的短期不利因素消失，消费投资都在扩张，但就业市场与房屋市场依然承压。通胀已随能源与商品价格有所缓和，长期通胀预期稳定。委员会预期未来几个季度经济温和增长，但实体经济存在显著的下行风险。

国内方面，PMI数据虽意外走弱，但“定向宽松”和“政策微调”继续利好A股市场。中国物流与采购联合会公布的10月PMI为50.4%，比9月下降0.8个百分点，低于市场预期，也大幅低于2005-2010年（除去金融危机的2008年）的10月均值54.4%，意味着制造业扩张强度减弱，未来经济增速可能进一步放缓。值得注意的是，官方PMI与汇丰PMI反向变化，可能由于近期的定向宽松对中小企业产生了正面影响，但对于大企业，前期紧缩政策的累积效果正充分显现，显示政策的定向宽松仍属微调，不改经济增长放缓趋势。货币政策方面，部分银行接到宏观调控部门暗示，允许其在监管指标合格的基础上，在合理范围内适当放松信贷投放。今年的后两个月新增信贷会继续增长，货币政策放松，全年新增贷款规模接近7.5万亿，甚至不排除有超过的可能。但是，这仅仅是差异化的放松，并非所有的银行全面放开，全年的信贷仍是在稳健货币政策指导下的平稳适度增长。这意味着货币政策局部的微调，并非货币政策转向。财政政策方面，财政部11月1日起调高营业税和增值税的起征点。短期看，该政策调整对全国税收总量影响有限，主要针对小微企业，有利于减轻小微企业税负，起到一定的定向宽松作用，是近期政府一系列支持小微企业发展的政策延续。资金方面，央行也进一步释放宽松信号。央行上周停发了三年期央票，共向银行体系净投放960亿元资金，改善了市场的流动性。

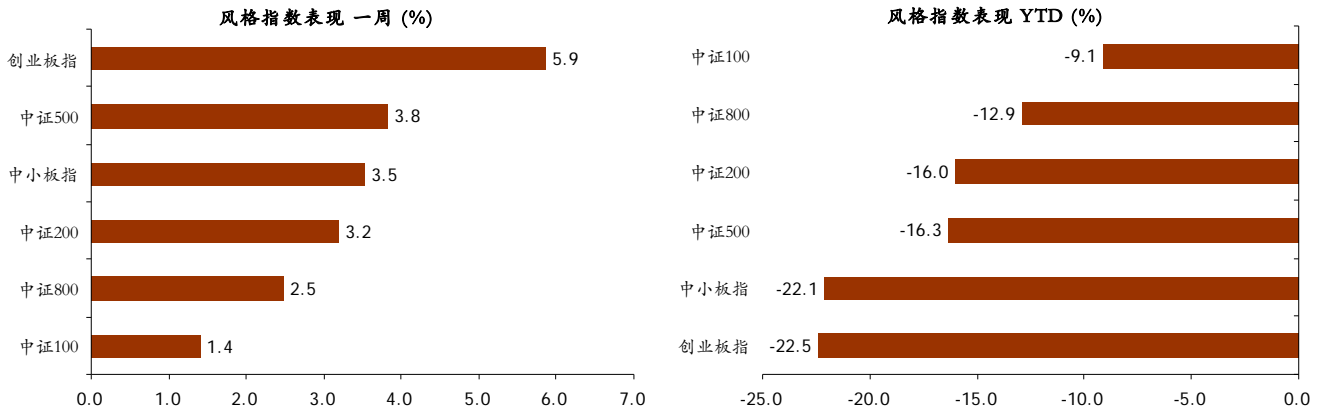
市场方面，周一，两市连续反弹之后震荡整理。中小市值个股走势活跃，传媒股和农业股涨幅居前，两市量能虽较前一交易日有所萎缩但仍有1600亿的规模。周二，隔夜欧美股市再度受挫，拖累A股低开后快速上行，但沪指在逼近2500点关口后遭遇阻力，冲高回落。午后两市窄幅震荡，最终平盘报收。周三，隔夜欧美股市再度重挫，拖累A股低开。两市早盘低位窄幅震荡，午后出现稳步攀升，成交量逐步放大，以接近全日最高点收盘，成交量也放大到2000亿的规模。周四，两市早盘跳空高开，交投活跃，指数逐级上升，双双创下本轮反弹新高。由于涨速过快，午后两市冲高回落，微涨报收，成交量创下近4个月来的新高。周五，隔夜欧央行意外降息刺激全球股市上涨，两市早盘高开并双双刷新本轮反弹新高，随后虽有震荡，但收盘仍取得不错的涨幅，成交量也维持在1900亿以上。

行业方面，所有板块全部上涨。软件及服务板块受到软件产品税负减免细则将陆续推出的利好而涨幅第一，同时带动其他信息和电子产业相关板块涨幅居前。前期抗跌的银行板块涨幅最小。其他周期板块如房地产、煤炭和钢铁也涨幅较小。

风格方面，创业板涨幅最大，大盘股涨幅相对较小。

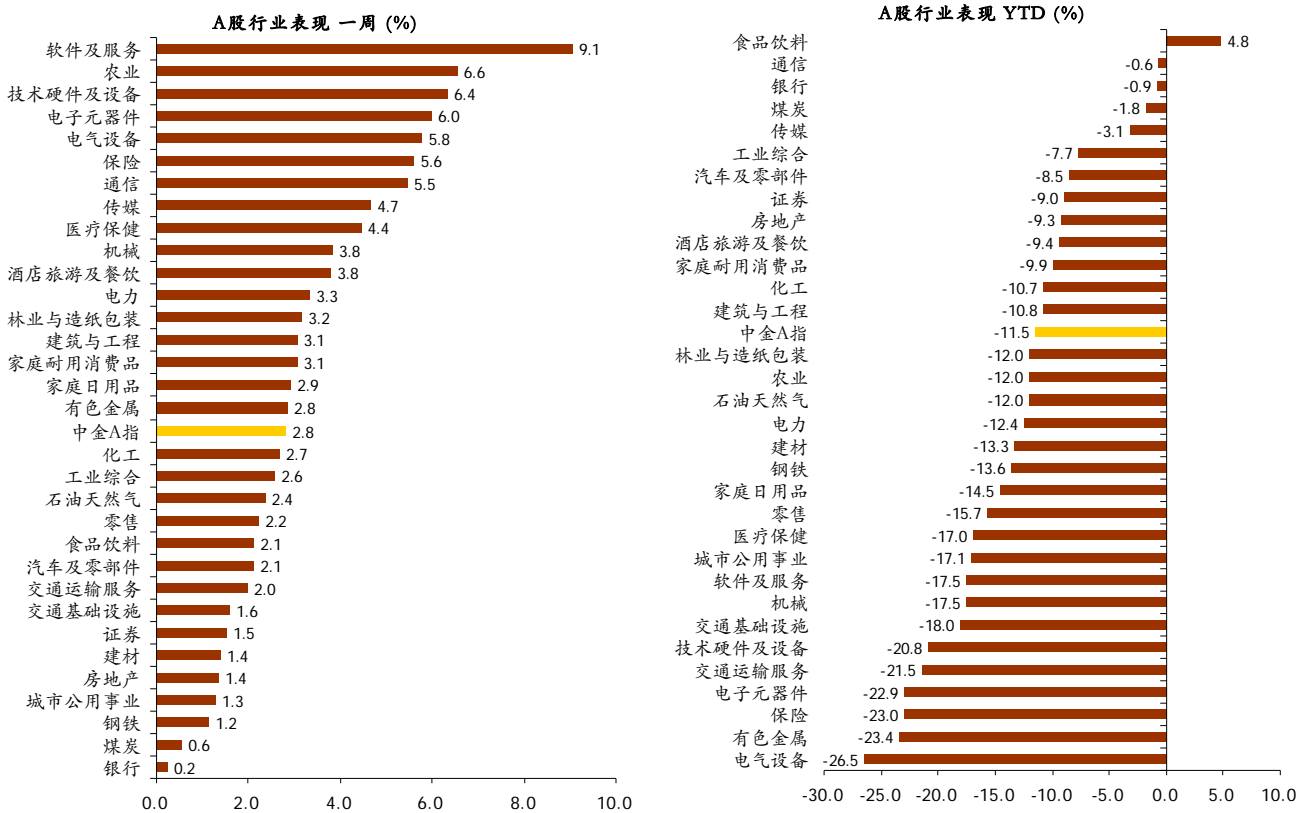
全周来看，上证综指上涨2.2%收于2528点，深证成指上涨1.3%收于10699点，沪深300指数上涨2.0%收于2764点。

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

### 本周 A 股观点

A 股上周继续上涨，全周上证指数上涨 2.2%，中小板和创业板指数分别上涨 3.13% 和 5.86%。从板块看，传媒、农业等题材板块继续活跃，而今年以来跌幅较大的板块，如保险、软件和电气设备等板块也出现显著反弹上涨行情。

我们认为，A 股的持续反弹与市场对于银行信贷的持续放松有着密切的联系。在 10 月中下旬温总理提出宏观政策要预调微调后，银行信贷的增速显著加快，预计 10 月最后一周各银行信贷总额增量接近 2000 亿元，增速陡然上升。在这种情形下，当前影响 A 股市场短期走势的主要因素已经转化为对于银行信贷扩张及其持续性的判断上来了。

### 一. 采用直接刺激信贷投放来作为“政策微调”的手段超越了市场想象

虽然政策在 4 季度略有放松并不出乎我们的预料，但是直接采用刺激信贷投放这种较为激进的方式却是出乎包括我们在内的市场人士意料之外的。这是因为：

首先，此前央行曾多次表示尽管当前的 M2 的增速略低于此前央行年初的目标，但考虑到今年包括信托理财等银行表外业务的大幅扩张，实际的所谓 M2+ 的增速仍高于 16% 的年初目标。如果按照这一说法，那么就不会存在政策直接刺激信贷大幅放松的可能性。而在目前银行表外业务管理或并表要求并未进一步严格控制的前提下，管理层却重提银行信贷增量 7.5 万亿的说法，而不谈 M2+ 增速需控制在 16% 左右的此前说法，其前后差距显然不是所谓“微调”能够涵盖的，自然也出乎大部分市场投资者的预期。

其次，对于银行信贷的放松向市场显示了政策对于经济下滑的容忍度是较低的。因此，市场对于此后经济大幅下滑的忧虑必将有所下降。

最后，此前银行放贷受限的主要制约因素并非没有额度，而是受制于贷存比监管的控制。同时，贷存比的监管对于市场而言，被认为并不是一种宏观调控手段，而是一种加强银行风险控制管理的宏观审慎性政策。因此，即便在宏观政策“预调微调”的条件下，市场也不会预期政策管理层会放松宏观审慎性政策的底线，正如尽管欧债危机越演越烈，但欧洲银行监管当局不会放弃诸如巴塞尔协议 III 这样的对银行风险的监管手段一样。而如果贷存比监管不放松，则信贷增速就很难出现大幅反弹。而此时管理层提出加大年内信贷投放的力度，那么显而易见的推论就是，管理层对于贷存比的监管也必然需要放松。而这又是更大的冲击了市场此前的预期，随之而来的问题就是，是否连控制风险的监管手段其本质也只是一短期的宏观调控手段，其执行与否可以随时发生改变？进而如果贷存比不再需要向此前那么监管，那么其他诸如保证金准备金的上缴更可以轻描淡写的取消。如果上述问题的答案都是肯定的，那么市场的想象就会被打开，因为市场终会明白一切监管和宏观审慎性原则只不过是浮云。那么就此逻辑推演下去，其他限制性政策诸如“房地产限购限贷”，其实也是同样的道理，根本不具备长期执行下去的可能性。

综上所述，由于超越监管条件而直接刺激信贷投放这种放松方式超乎市场预期，因此我们认为短期市场仍有继续上冲动力，尽管此前 2 周市场涨幅较大需要消化部分获利浮筹，但我们认为市场将以强势盘整为主，并且此后仍有望向上攻击沪指 2600 点一带。

### 二. 刺激信贷投放政策的可持续性



目前对于市场更长一些周期（1到3个月）的走势判断，更重要的决定因素是对于本轮“政策微调”，或者更直接的说，本轮“信贷投放”的可持续性的判断。要做这一判断，我们认为，关键是判断政府管理层、银行和市场三者之间的心理博弈。

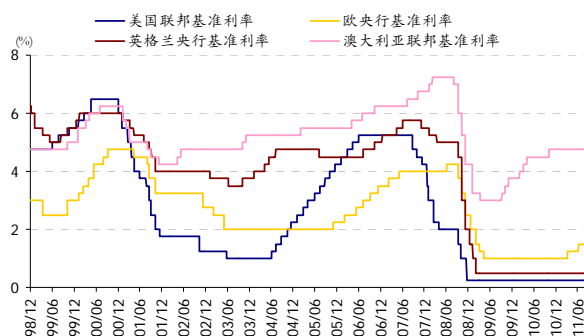
当前首先需要判断银行是否会认为本轮“信贷投放”周期是可以持续的。我们认为，大部分银行都不会这么认为，因此作为银行尤其是基层分支行这一主体而言，其心理博弈的结果就很可能选择短期内突击放贷。这是因为作为单一银行而言，其目前的状况类似“囚徒困境”，即你如果不放贷别人也会放，因此大家都会抢先放。此外，目前银行信贷的需求依然十分高涨，因此只要银行有条件放款，信贷量大幅增长是非常容易的。

所以，市场首先需要观察11~12月份多少信贷量是政府可以接受的。比较理想的状况是月均在7000亿左右。我们认为低于这一水平的可能性很小，但高于这一水平的风险不能排除。因此，对于市场而言，一个中期风险就是如果出现月信贷增量9000~10000亿这样的情形下，是否管理层仍然能够容忍？如果管理层不能容忍，那么届时市场出现一波调整的可能也就会显著增加。所以我们认为11月信贷量在7000~8000亿对于市场是最为利好的，过多或者过少都会存在一定风险。

从长期看，我们认为现在我国经济仍未走出类滞胀环境中，虽然未来几个月的CPI同比增速下降可以确定，但是大幅放松也不是政府所能够容忍的，也就是说，实际上政策对于“经济下滑”和“通胀上升”的容忍度其实都很低。此外，还必须注意的是，我国的政策制定者对于操控经济的能力和信心都是要高于外国政策制定者的，所以在海外经济体出现这种类滞胀经济环境时，政策制定者往往只能放弃一边，而专注于一侧。比如1980年初的美联储主席保罗沃尔克在滞胀环境下就专注于治理通胀而先放任经济一段时间内的衰退。又如现在的美联储，基本专注于保证经济增长，而对于美国目前3.9%的略高通胀基本上不会理睬。而我国政策制定者则需要同时兼顾两者，同时，由于中国的政策制定者掌握着集中的权力，而全国的经济部分无论政府、企业和私人部门，都极大地受到中央政府政策的直接影响，并且往往会跟随着政策而决定自己的经济行为。事实上，这就会使得政策在向下传导的过程中效力会被不断放大的结果，最终使得经济的波动变得更大也更为频繁。而波动加大的一个副作用，就是经济触碰政府可以容忍的双边底线（经济增长和控制通胀）的过程会变得越来越快，从而使得政策往往很快又必须开始方向调整。所以我们认为，未来一段时期内，大抵率事件是政策周期会变得更短。

从海外的情况看，值得投资者注意的是欧央行在更换了行长的首次例行会议上就出人意外的降息，尤其这还是发生在此前欧元区通胀率意外大幅上升至3年以来最高的3%的情况下作出的，预示着在德拉吉这位意大利籍的新行长的带领下，欧央行的政策思路和重点似已出现了显著变化，即原先欧央行主要关注控制通胀的货币政策理念已经开始动摇。此外，近期其他一些央行，包括澳大利亚央行也开始降息。在这一全球货币政策放松的大背景下，一方面为国内放松提供了一致性的支持，也为防范明年全球经济下滑的风险提前做出了准备，但另一方面，全球各国再度同时释放流动性的结果是否会导致新一轮国内的通胀和资产价格泡沫压力提前到来将成为更长一段时期后（3个月以后）的一个风险点。

图表3：欧央行和澳大利亚央行开始降息



资料来源：Wind，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

### 三. 市场策略

作为股市投资者而言，大家只是一个经济部门中的一分子，因此大家无力改变政策取向或者银行行为，因此市场的投资逻辑永远是顺势而为。所以，如果经济政策周期变短，其趋势变换也会加快，所以市场涨跌周期就同样会变短。这种情况导致的一个结果必然是投资者对于中长期政策和经济状况的可预见性越来越低，从而进一步推动市场的投资行为短期化。“只争朝夕，莫管未来”成为了市场走势尤其是短期反弹走势的主要思想基础。在这种思路的指导下，我们认为市场参与者会试图在尽可能短的时间将反弹做到位，因此本轮反弹应该不会出现大幅的调整和整固，而更有可能采取一步到位并且主攻热门板块品种的方式来运作。

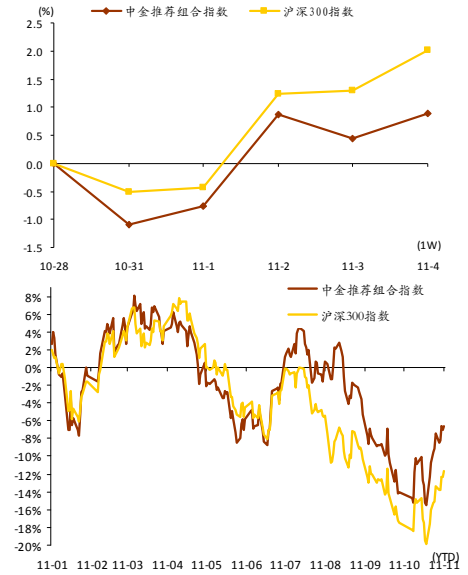
因此，我们认为本轮反弹行情将继续，从板块而言，宜继续操作本轮反弹中的强势板块以及此前跌幅较大板块的反弹。前者包括文化传媒、水利环保、现代服务业等板块，后者包括有色金属、电气设备、交运设备和软件等板块。

## 中金推荐组合及配置建议

图表4: 中金A股推荐组合

本周组合将上海机场和交通银行换成辰州矿业和平高电气

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		
					11-4	一周	YTD	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
柳工	000528.SZ	审慎推荐	3.2%	16.68	1.2	-31.4	12.2	11.5	9.5	2.2	1.9	1.6	0.0%	0.0%	0.0%	
上海汽车	600104.SH	审慎推荐	5.7%	16.63	0.9	14.5	13.3	8.6	7.5	2.8	2.4	2.1	0.2%	2.3%	5.8%	
海通证券	600837.SH	审慎推荐	10.3%	9.36	1.2	-1.2	20.9	23.0	19.1	1.7	1.7	1.6	1.7%	1.5%	2.1%	
老凤祥	600612.SH	推荐	8.3%	34.21	3.7	50.2	51.0	26.4	20.7	9.0	6.7	5.1	0.0%	0.0%	0.0%	
中国玻纤	600176.SH	推荐	3.3%	19.48	3.1	-23.3	55.0	19.4	14.4	8.0	2.4	2.1	0.0%	0.5%	1.5%	
海通集团	600537.SH	审慎推荐	4.1%	27.29	8.1	-32.1	17.8	17.5	13.1	7.2	5.1	3.7	0.0%	0.0%	0.0%	
康美药业	600518.SH	推荐	4.6%	14.23	-1.6	-14.7	41.1	25.7	17.7	6.5	5.5	4.5	0.8%	1.0%	1.4%	
上海机场	600009.SH	推荐	5.0%	13.04	0.3	6.1	19.2	16.8	13.9	1.8	1.6	1.5	0.4%	0.8%	0.9%	
莱宝高科	002106.SZ	推荐	4.3%	27.37	-0.4	-41.9	36.4	19.2	14.2	7.9	6.2	4.8	1.1%	2.1%	2.8%	
泸州老窖	000568.SZ	推荐	5.7%	41.99	0.5	4.9	26.5	19.5	14.8	10.6	9.1	7.7	2.4%	3.6%	4.7%	
海通银行	601328.SH	推荐	3.7%	4.80	0.6	-3.2	7.6	6.1	5.1	1.3	1.1	0.9	2.5%	3.3%	3.9%	
达意隆	002209.SZ	推荐	7.5%	9.82	-2.3	-29.6	40.7	28.9	18.9	3.4	3.1	2.8	1.0%	0.7%	1.1%	
中信银行	601998.SH	推荐	3.4%	4.55	0.9	-8.7	9.8	7.5	6.2	1.7	1.2	1.0	0.0%	2.6%	3.2%	
平煤股份	601666.SH	中性	5.7%	13.99	0.7	-12.8	17.9	15.0	12.9	3.5	3.0	2.5	1.1%	1.3%	1.6%	
海螺水泥	600585.SH	推荐	5.5%	19.88	-3.0	1.3	17.1	8.4	7.7	3.0	2.3	1.8	1.0%	1.8%	1.9%	
雅戈尔	600177.SH	推荐	4.3%	10.51	2.2	0.8	8.8	11.1	8.9	1.7	1.5	1.4	4.8%	3.8%	4.7%	
天立环保	300156.SZ	审慎推荐	4.8%	28.91	-0.3	n.a.	48.6	32.9	21.1	3.3	3.0	2.6	0.0%	0.0%	0.0%	
华夏银行	600015.SH	推荐	2.9%	11.30	-1.4	5.3	12.9	9.4	7.5	2.2	1.2	1.1	1.8%	1.8%	1.8%	
烽火通信	600498.SH	中性	5.2%	32.60	6.9	-20.6	38.1	28.8	23.3	4.1	3.7	3.4	0.5%	0.5%	0.5%	
中国国航	601111.SH	中性	2.7%	8.25	2.5	-38.9	8.7	10.1	11.3	2.6	2.0	1.8	0.0%	1.4%	0.0%	



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表5: 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	15.0%	-28.7	15.9	26.4	4.5	16.9	17.6	15.2	12.0	11.5	9.9	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	2.5	2.4	2.9	3.1	3.7	12.8	13.6	15.5	14.7	15.4
石化	0.0%	-65.2	118.6	74.2	-18.7	19.8	n.a.	32.6	18.7	23.0	19.2	3.8	3.5	3.0	2.7	2.4	-	0.4	1.4	0.7	0.8	-63.4	10.6	15.8	11.8	12.6
煤炭	6.0%	42.6	-0.2	30.4	15.4	12.5	21.2	16.3	14.1	12.6	3.9	3.5	3.0	2.6	2.3	1.6	1.6	2.3	2.4	2.7	18.5	16.4	18.2	18.5	18.2	
钢铁	1.8%	-49.4	-39.6	106.8	-24.2	25.9	15.1	25.0	12.1	16.0	12.7	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	2.9	1.9	2.9	2.1	2.6	7.7	4.4	8.2	6.1	7.3
有色金属	4.0%	-57.3	-56.8	263.4	73.2	18.8	63.3	146.6	40.3	23.3	19.6	5.1	5.0	4.3	3.4	3.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.7	8.1	3.4	10.5	14.8	15.4
建材	1.0%	25.0	49.4	55.2	81.7	14.5	40.5	27.1	17.5	9.6	8.4	4.4	3.7	2.9	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	14.4	11.2	15.8	11.1	8.1	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9	0.7	2.9	1.6	1.6	2.3	9.3	10.0	6.5	8.6	10.7
化工	1.8%	4.7	-44.5	45.8	127.5	39.5	37.5	67.5	46.3	20.3	14.6	6.8	5.8	5.0	3.6	3.0	1.0	0.8	0.7	1.7	2.2	18.0	8.6	10.8	17.6	20.8
电力	3.0%	-102.5	3,566.6	11.2	-10.9	16.7	n.a.	22.2	20.0	22.4	19.2	2.6	2.0	1.7	1.6	1.5	1.3	1.7	1.4	2.5	2.3	-0.3	9.0	8.7	7.2	7.7
城市公用事业	0.3%	-30.0	46.6	21.3	8.3	19.6	47.0	32.1	26.4	24.4	20.4	4.2	3.9	2.9	2.8	2.6	2.0	2.6	2.5	2.7	3.3	9.0	12.1	11.0	11.4	13.0
交通基础设施	2.9%	9.8	0.8	32.3	16.3	10.9	17.5	17.4	13.1	11.3	10.2	2.1	1.9	1.7	1.4	1.3	2.2	2.3	2.7	3.0	3.3	12.1	10.7	12.7	12.4	12.7
交通运输	2.1%	-119.2	28.8	889.9	-54.5	52.2	n.a.	n.a.	10.7	23.4	15.4	2.8	2.7	2.0	1.8	1.6	1.6	0.4	0.2	0.5	0.3	-4.7	-3.3	18.6	7.7	10.6
机械	3.3%	7.1	-4.2	56.9	48.1	28.2	32.6	34.0	21.7	14.6	11.4	5.5	4.3	3.2	2.7	2.3	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	17.0	12.7	14.9	18.7	20.1
电气设备	2.0%	-8.9	50.0	21.7	10.9	24.8	44.1	29.4	24.2	21.8	17.5	6.7	5.2	3.4	3.1	2.7	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	21.4	14.7	28.4	13.1	11.8	9.7	8.5	2.5	1.4	1.3	1.2	1.1	0.6	2.0	2.1	2.6	3.0	9.0	10.9	11.0	12.2	12.6
银行	25.7%	31.0	17.6	33.0	29.2	21.3	14.1	12.0	9.0	7.0	5.7	2.5	2.2	1.6	1.3	1.2	3.0	3.0	3.2	2.5	3.0	17.5	18.0	18.2	19.3	20.0
证券	1.4%	-58.0	63.8	-13.0	-23.7	32.7	26.6	16.2	18.7	24.5	18.4	2.8	2.0	2.0	1.9	1.8	0.5	3.3	2.4	1.5	1.9	10.7	12.5	10.5	7.8	9.7
保险	4.8%	-53.8	134.0	9.9	-4.8	50.5	44.1	18.8	17.1	18.0	12.0	3.4	2.7	2.5	2.6	2.2	1.6	1.2	2.6	1.5	1.5	7.8	14.3	14.7	14.4	18.1
房地产	2.7%	3.5	40.5	37.7	24.6	23.1	24.6	17.5	12.7	10.2	8.3	2.7	2.1	1.9	1.6	1.3	0.7	0.9	1.2	1.3	1.5	11.1	12.2	14.6	15.2	15.9
电信服务	0.8%	250.5	-86.2	-54.6	167.3	156.0	6.1	44.2	97.4	36.5	14.2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.2	1.1	0.5	1.3	3.5	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	32.2	26.8	32.7	27.5	24.5	3.7	2.5	2.8	2.6	2.3	0.0	1.3	0.0	0.1	0.1	11.6	9.3	8.7	9.3	9.4
技术硬件及设备	0.7%	36.6	53.7	33.4	21.0	30.3	47.4	30.8	23.1	19.1	14.7	4.8	3.8	2.9	2.5	2.1	0.5	0.8	1.0	1.2	1.5	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	88.2	55.9	43.1	25.0	17.6	9.4	9.1	6.8	5.4	4.4	0.4	0.5	0.9	1.3	1.8	10.6	16.2	15.8	21.6	24.7
传媒	1.3%	3.0	20.1	6.8	14.9	18.8	60.6	50.4	47.2	41.1	34.6	5.7	4.6	3.8	3.5	3.3	0.2	0.6	0.6	0.7	0.7	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	36.2	24.0	16.6	13.1	10.5	4.7	3.7	2.9	2.2	1.9	0.7	1.0	0.9	1.6	1.9	13.1	15.3	17.7	16.9	18.0
零售	1.7%	20.7	32.0	35.2	27.3	31.2	50.6	38.3	28.4	22.3	17.0	7.2	4.8	4.0	3.3	2.9	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	14.2	12.4	14.0	15.0	17.1
汽车及零部件	2.6%	-39.5	149.2	87.0	27.4	16.6	50.6	20.3	10.8	8.5	7.3	4.6	3.6	2.6	2.1	1.8	0.9	0.9	1.2	2.3	3.9	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	41.4	33.9	29.1	23.3	18.5	4.3	3.2	3.4	3.1	2.9	1.0	2.5	0.9	1.1	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	57.3	45.6	34.0	24.0	18.3	13.0	8.3	6.3	4.3	3.6	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	22.7	18.3	18.4	17.8	19.4
食品饮料	5.1%	6.7	75.1	31.7	45.3	36.2	90.8	51.9	39.4	27.1	19.9	14.1	11.1	8.9	7.2	5.7	0.5	0.5	0.9	1.2	1.7	15.5	21.5	22.7	26.6	28.5
医疗保健	2.6%	26.4	49.7	26.5	35.1	29.9	78.7	52.6	41.6	30.8	23.7	10.0	7.8	5.8	4.9	4.5	0.4	0.4	0.4	0.7	0.8	12.7	14.9	13.9	15.8	17.7
农业	1.0%	-10.4	25.8	15.7	83.8	24.3	83.0	66.0	57.0	31.0	25.0	6.9	5.8	5.2	4.3	3.8	0.4	0.6	0.5	0.7	0.7	8.3	8.8	9.1	14.0	15.1
小盘股	1.0%	21.6	26.0	50.4	58.8	38.2	82.7	65.6	43.6	27.5	19.9	12.3	9.1	5.6	4.5	3.8	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	14.9	13.9	12.8	16.4	19.0
合计	100%	-8.9	23.3	36.4	20.3	22.4	18.2	13.3	11.1	9.0	3.0	2.6	2.1	1.8	1.6	1.8	1.9	2.1	2.0	2.4	13.4	14.2	15.9	16.4	17.5	
金融板块	32%	16.0	24.3	29.7	25.7	23.2	15.8	12.7	9.8	7.8	6.3	2.6	2.2	1.7	1.5	1.2	2.7	2.8	3.1	2.4	2.8	16.3	17.4	17.7	18.7	19.7
非金融板块	68%	-27.8	22.1	44.8	14.2	21.2	30.4	24.9	17.2	15.1	12.4	3.4	2.9	2.5	2.2	1.9	1.2	1.3	1.5	1.8	2.2	11.0	11.5	14.2	14.3	15.4

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。

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。**

**截至报告发布之日前十二个月，中金公司为华夏银行提供过投资银行服务。**



## 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

