



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

2007年12月4日

投资策略

中金公司研究部

分析员：高挺 gaoting@cicc.com.cn
 郦彬 libin@cicc.com.cn

高估值将持续

2008年股票市场策略

(8610) 6505 1166

报告要点：

- ◆ 在近年国际经济和金融大背景下，A股市场05年以来的强劲表现有其必然性。许多新兴市场股市2002年后的大幅上涨是在非常有利的国际经济环境下发生的——高增长、低通胀、低利率和弱美元。这些条件在外需上和流动性上推动新兴市场实体经济和股市。80年代中期，日本、台湾、韩国和德国等许多国家股市都是在类似的环境下大幅上升的。展望08年，尽管受美国拖累，世界经济将小幅放缓，但通胀压力得以缓解。美国在全球经济中的重要性今非昔比，包括中国在内的新兴市场将继续推动全球经济高速运行。同时在美国联储减息之下，美元贬值压力增加。支持新兴市场股市的条件依然存在，中国A股市场的高估值状况将在08年持续。
- ◆ 今后全球经济基本面是否会发生明显恶化主要取决于通胀能否得以有效控制。在80年代日本和台湾泡沫破灭前夕，全球高速扩张期已到尽头，通胀压力加剧，世界主要央行纷纷加息，美元企稳，美国经济将步入萧条，全球经济同时大幅放缓。目前这一轮全球经济扩张得益于中国和印度等发展中国家融入世界经济，其低劳动力成本和快速上升的劳动生产率有效抑制了通胀压力。尽管能源和大宗商品价格处在高位，通胀压力今后仍在，但世界主要经济体核心通胀较为温和，短期内对经济增长的威胁不大。
- ◆ A股处于相对封闭的市场，国内流动性过剩而投资渠道有限，导致资金成本偏低等特征，使得A股市场估值水平并不必然受周边市场的制约。目前A股大盘蓝筹股（基于中金研究覆盖股票池）的08年市盈率为28倍，而香港市场中资股的08年市盈率为18倍，两者的比值为约1.5倍。从历史上来看，A-H市盈率比率的平均水平为1.7倍，A股估值水平存在长期持续的系统性偏高。在国内流动性持续充裕的情况下，A股估值水平仍有进一步扩张的可能性。
- ◆ 08年企业所处的盈利环境呈以下变化趋势：政府宏观调控以防止经济过热，控制信贷规模，抑制资产价格膨胀；外部需求放缓；人民币汇率加速升值；资源税、生产要素定价制度改革、节能减排措施等推高国内成本。这些趋势将使得国内经济实现软着陆。根据中金公司研究覆盖的A股公司盈利预测统计，预计08-09年净利润增长分别为32%和18%左右。剔除08年企业所得税改革的一次性效应后，企业利润增长的主要贡献来自于主营业务。当前宏观环境足以支持企业盈利15%以上（相当于1.5倍GDP增速）长期可持续的内生增长。进一步考虑到投资收益的贡献、以及部分企业未来资产注入和实施管理层激励释放业绩等因素，盈利预测未来仍有上调的可能性。尽管盈利增速有所放缓，但是可持续性更高，且有超预期的可能性，因此，估值水平下调的风险不大。
- ◆ 我们基于自上而下的行业分析、行业市盈率/大盘市盈率比值相对于历史平均水平的偏差、PEG值等三个因素出发确定行业配置建议：最看好的五个板块是：**金融、地产、零售、钢铁、电力**。后文给出了量化的行业配置权重，供投资者参考。

目录

A 股上涨背后的全球经济金融环境	5
A 股市场展望	15
盈利环境与趋势展望	24
行业盈利趋势分析	28
资源和原材料板块：轻国际定价，重国内定价	28
服务业板块：“量价齐升”下的盈利增长确定性	33
制造业板块：立足内需，关注具备品牌、提价能力、垄断资源等优势个股	39
投资建议	41
资产配置建议	41
量化行业配置权重	41
重点推荐个股	44
投资主题一：奥运受益板块和个股	45
投资主题二：资产重组带来的投资机会	54

插图

图 1：2000 后全球经济增速、通胀水平和美国联邦经济利率	5
图 2：2000 年后新兴市场股市（印度、中国、香港、越南、MSCI EM）表现	6
图 3：全球经济小幅放缓，通胀压力减轻	6
图 4：新兴市场对全球经济增长的贡献在增加	7
图 5：美国经济放缓，但可能避免萧条	7
图 6：美国减息和美元贬值	8
图 7：美元汇率和国际资本流向	8
图 8：1980 - 1990 年日本、台湾、韩国、德国股指表现	9
图 9：80 年代中期美国通胀和利率下降，美元贬值	10
图 10：日本和台湾 80 年代经济增长和贸易顺差	11
图 11：80 年代日元和台币升值	12
图 12：80 年代日元升值预期	12
图 13：80 年代前期减息和低利率，后期大幅加息	12
图 14：大宗商品价格 80 年代后期大幅上涨	13
图 15：日本和台湾 80 年代期通胀压力剧增	13
图 16：泡沫破灭前夕日本企业利润增速下滑	14
图 17：经济高速增长 08 年持续	15
图 18：实际存款负利率	16
图 19：人民币升值预期增加	16
图 20：零售和固定资产投资增长保持高速	17
图 21：A 股近期回调，但市盈率仍然高企	18
图 22：05 年之后上市公司利润增速大幅提升	18
图 23：在 05 年相对居民储蓄股市规模小	19

图 24: 06 年后居民储蓄的总量和增速	19
图 25: A 股市场 IPO 融资规模	20
图 26: 限售流通股解禁时间表	20
图 27: A-H 平均市盈率比率走势	21
图 28: 日本 80 年代股市市盈率	22
图 29: 台湾 80 年代股市市盈率	22
图 30: 87 年台湾股市随美国大幅调整	23
图 31: 居民收入增速创新高	25
图 32: 08 年盈利预测分解	26
图 33: 电力行业供求变化趋势	31
图 34: 全国商品房销售和竣工面积以及价格变动	36
图 35: 行业市盈率/大盘市盈率比值	42
图 1: 奥运主办国在奥运会前后经济增长表现	45
图 2: 希腊, 韩国和西班牙奥运会举办城市占全国规模较大	46
图 3: 北京各项经济指标占全国比重	46
图 5: 韩国入境人口汉城奥运前后激增	47
图 7: 2008 年北京奥运会境内外游客数目和旅游收入将大大增加	48
图 8: 奥运会对澳大利亚零售业的影响	49
图 9: 2000 年悉尼奥运会和 2004 年雅典奥运会之前, 彭博媒体指数强劲增长	50
图 10: 韩国和澳大利亚建筑指数在奥运前都大幅攀升	51

表格

表 1: 全球经济大周期和日本台湾股市泡沫生成及破灭	9
表 2: 日台股市泡沫前期和后期的国际经济金融环境	10
表 3: 目前的经济环境与日本和台湾股市泡沫破灭时十分不同	14
表 4: 中金宏观组对明后年宏观经济的预测	17
表 5: QDII 额度规模	21
表 6: 中金重点研究公司分行业盈利增长预测及估值水平 (截至 2007 年 12 月 3 日)	27
表 7: 中金重点研究公司资源材料板块盈利增长预测及估值水平 (截至 2007 年 12 月 3 日)	28
表 8: 石油公司 08 年盈利预测对油价和人民币汇率变动的敏感性分析	29
表 9: 石油公司 08 年盈利预测对资源税调整的敏感性分析	29
表 10: 电力企业 08 年盈利预测对利用小时、燃料成本、电价的敏感性分析	32
表 11: 中金重点研究公司服务业板块盈利增长预测及估值水平 (截至 2007 年 12 月 3 日)	33
表 12: 贷款增速放缓对银行盈利的敏感性分析	34
表 13: 净息差扩大对银行盈利的敏感性分析	34
表 14: 坏帐率对银行盈利的敏感性分析	35
表 15: 来自资本市场的手续费收入放缓对银行盈利的敏感性分析	35
表 16: 如果房价和租金 08 年起停止上涨对 08 年盈利预测的影响幅度	37
表 17: 航空公司 08 年盈利预测对油价和人民币汇率变动的敏感性分析	38

表 18: 中金重点研究公司制造业板块盈利增长预测及估值水平 (截至 2007 年 12 月 3 日)	39
表 19: 基于沪深 300 指数的行业配置权重	43
表 20: 重点推荐个股	44
表: 举办奥运会的宏观影响 (变动百分比)	46
表: 2008 年奥运会期间外国旅游者人数估计	47
表: 奥运受益板块及个股	52
表: 奥运受益板块及个股 (续)	53
表: 装备工业 (军工、机械、电气设备、汽车及零部件) 行业重组和资产注入机会	55
表: 电力行业重组和资产注入机会	56
表: 煤炭行业重组和资产注入机会	56
表: 交通运输行业重组和资产注入机会	57
表: 消费板块行业重组和资产注入机会	57
表 22: 中金重点研究的 A 股上市公司 (截止 2007 年 12 月 3 日)	58
表 22 (续): 中金重点研究的 A 股上市公司 (截止 2007 年 12 月 3 日)	59
表 22 (续): 中金重点研究的 A 股上市公司 (截止 2007 年 12 月 3 日)	60
表 22 (续): 中金重点研究的 A 股上市公司 (截止 2007 年 12 月 3 日)	61

A 股上涨背后的全球经济金融环境

主要结论

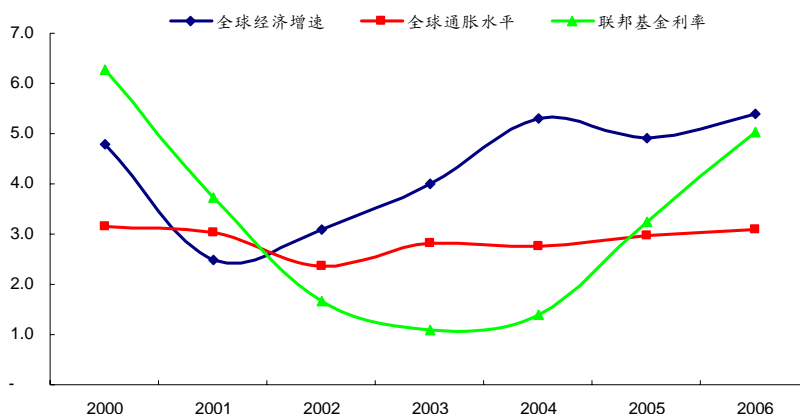
新兴市场股市与国际经济周期息息相关。在低利率和低通胀之下全球经济的扩张推升新兴市场股市，而扩张期结束时通胀压力加剧和利率水平上升则使股市受大幅冲击。展望 08 年，全球高增长，通胀温和以及美联储减息使得支撑新兴市场股市的国际基本面不改。在这个大环境下，A 股高估值将持续。

为什么 A 股高估值在 2008 难改？国际经济金融环境继续支撑新兴市场经济和股市

新兴市场股市的兴衰与国际经济周期关联紧密。通常在全球经济处于上升期时，世界主要经济体通胀温和，利率水平较低。发达国家的经济增长带动新兴市场，同时低利率状况增加国际流动性。实体经济和流动性都对新兴市场股市有利。而在国际经济扩张后期通胀压力加剧的现象经常出现，各国央行以加息应对。低通胀和低利率局面消失，全球经济放缓，新兴市场股市则不可避免地遭受冲击。

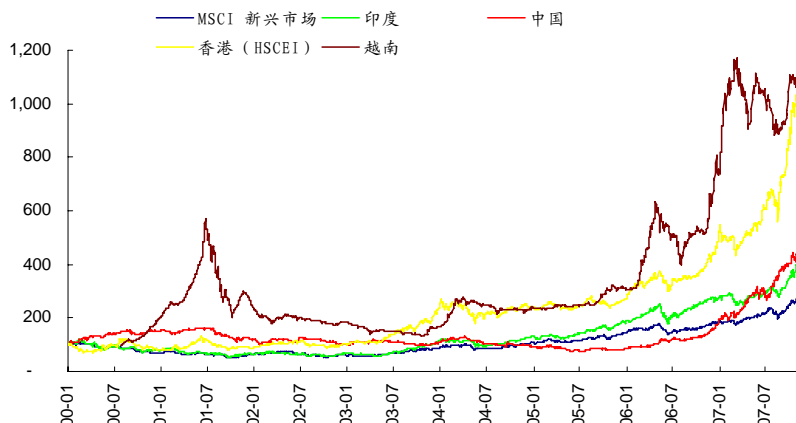
全球经济从复苏到强劲，低利率和低通胀是 2002 年后新兴市场股市开始了新一轮的上涨的主要原因。中国 A 股大幅上升只是近年来新兴市场股市表现中的一个亮点。从印度到越南，2003 年以后新兴市场经济与美国等发达国家一起强劲复苏。在此之前，为了摆脱经济萧条，美联储大幅减息。同时，全球通胀在 2002 年降至 80 年以后的低点。

图 1：2000 后全球经济增速、通胀水平和美国联邦经济利率



资料来源：CEIC，中金公司研究部

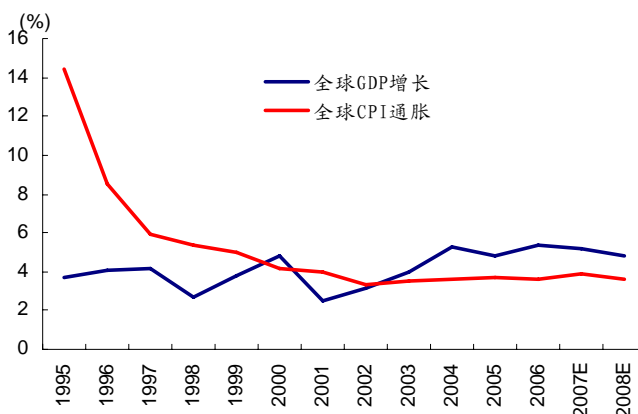
图 2: 2000 年后新兴市场股市 (印度、中国、香港、越南、MSCI EM) 表现



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

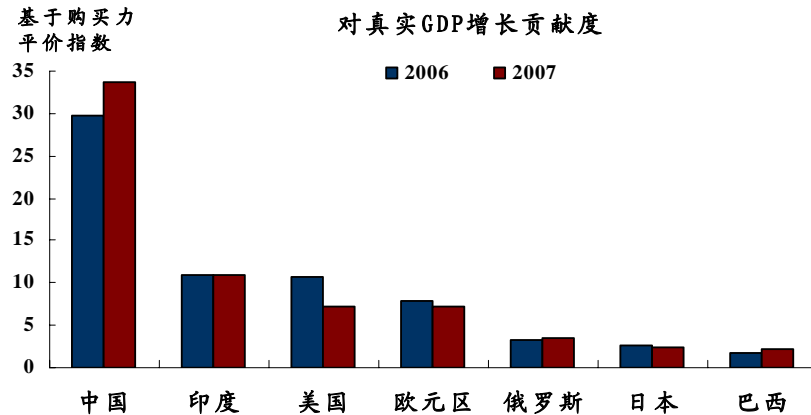
近期美国经济在房价下跌和次级按揭债危机的影响下放缓, 减轻了今后面临的通胀压力, 但美国对全球经济的影响今非昔比, 新兴市场成为推动全球增长的更重要力量, 因此美国经济的困境在一定程度上降低了世界经济硬着陆的倾向, 使这一轮全球经济扩张的可持续性增加。早在 06 年初, 能源和大宗商品价格飞涨, 各国对通胀的担忧增加, 欧洲和许多发展中国家也开始加息。国际投资者担心全球经济将硬着陆, 80 年代末期的通胀-加息-萧条的组合再次发生, 新兴市场的股市也因此大幅波动。但由于美国增速放缓, IMF 预测全球通胀 08 年有所下降, 从 07 年的 3.9% 降至 08 年的 3.6%。世界主要经济体通胀压力都得到不同程度减轻。在此同时, 美联储减息以避免美国经济进入萧条, 美元贬值。国际高增长, 温和通胀和低利率局面将延续, 继续支撑包括中国在内的新兴市场股市。

图 3: 全球经济小幅放缓, 通胀压力减轻



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

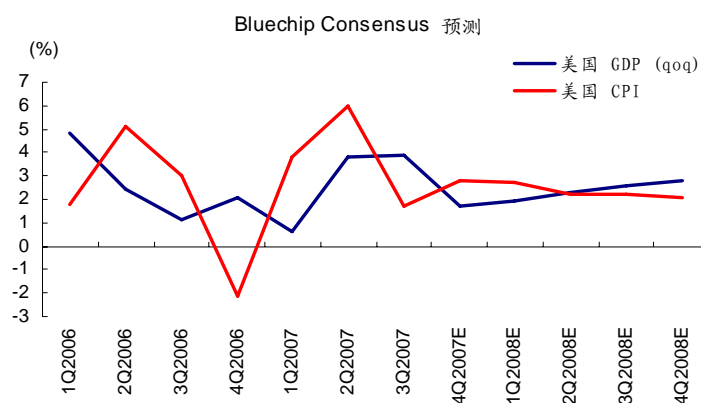
图 4: 新兴市场对全球经济增长的贡献在增加



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

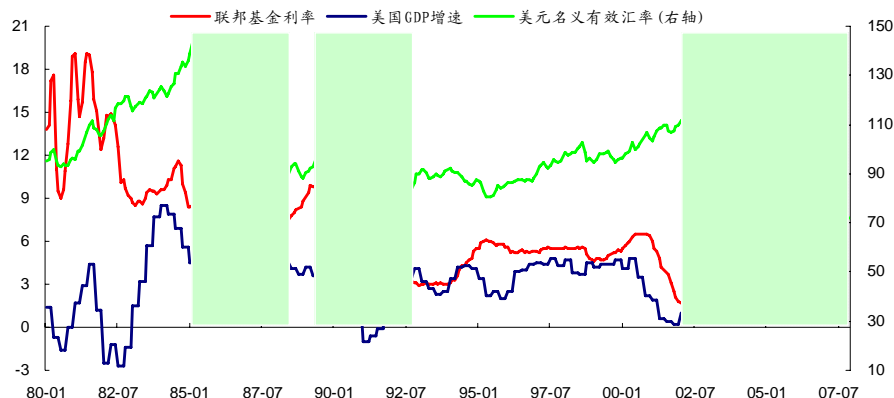
在国际流动性方面, 世界经济在 08 年将再次遇到类似 2001 年的情况。美国经济放缓之下, 美联储以减息来稳定经济。与上次不同的是, 市场预期美国经济这一次很可能避免萧条的命运, 但受房地产萧条的影响, 经济复苏也将更为缓慢。由于新兴市场目前在全球经济增长中的作用比以前高得多, 增长的反差将使包括中国, 印度和其它亚洲新兴市场对国际投资者的吸引力大大增加。一旦美国经济企稳(市场估计在明年年中), 投资者的惧怕风险的态度就会显著改变。尽管国际资金流入中国股市仍受到政府的限制, 但如果周边新兴市场表现良好, A 股投资者的信心将受到鼓舞。

图 5: 美国经济放缓, 但可能避免萧条



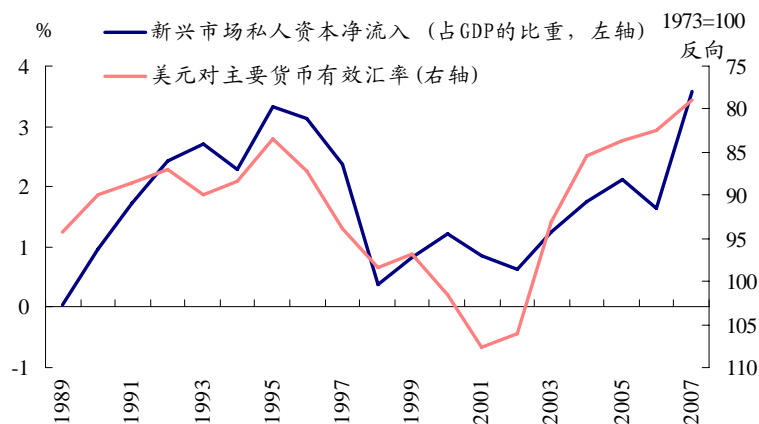
资料来源: Bluechip Consensus, 中金公司研究部

图 6: 美国减息和美元贬值



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 7: 美元汇率和国际资本流向



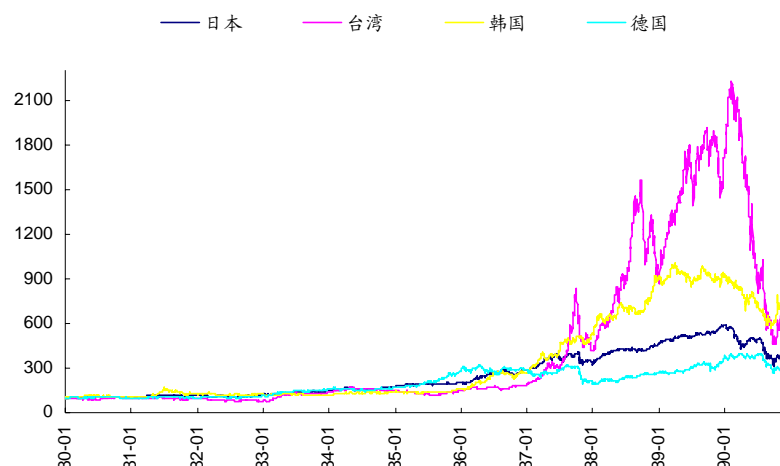
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

再看 80 年代日本和台湾股市兴衰: 国际经济周期下的一个缩影

我们强调的国际经济周期对新兴市场股市的重要性在 80 年代日本和台湾股市经历中表现明显。近来不少投资者对日本和台湾的当时经历表现出越来越多的兴趣，主要是因为中国目前的经济状况和股市表现与它们当时的情况有许多类似的地方。然而，大多数现有的分析集中在讨论日本和台湾本国的经济和货币条件。我们认为，80 年代日本和台湾的经历有很强的国际背景。它们的股市兴衰很大程度上是当时以美国为主导的国际经济周期下的一个缩影。其实，除了日本和台湾，还

有许多别的国家（包括德国，韩国等）在同一时期也经历了股市大幅上涨和下跌。国内外宏观和金融条件对股市的推动和投资者信心的影响在 80 年代日本和台湾股市泡沫的生成和破灭的经历中反映明显。因此，分析当时的国际背景和判断目前的国际国内经济周期对中国今后股市的走向有重要的启示。

图 8: 1980 - 1990 年日本、台湾、韩国、德国股指表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

表 1: 全球经济大周期和日本台湾股市泡沫生成及破灭

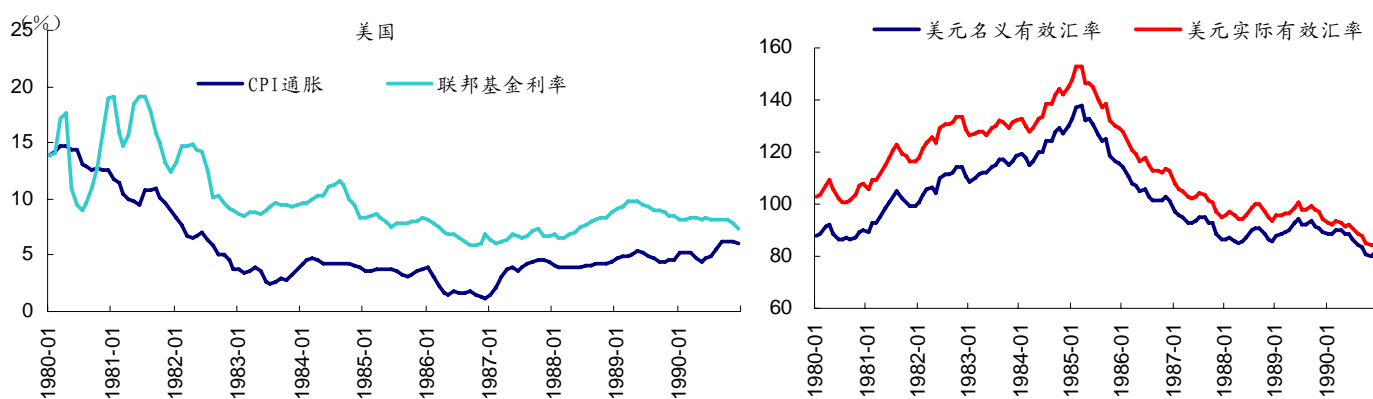
	日本和台湾在股市泡沫生成时的国际和国内经济金融环境 (括号中数字为年份)	日本和台湾在股市泡沫破灭时的国际和国内经济金融环境 (括号中数字为年份)
	1985-1987	1988-1990
全球经济增长 (%)	平稳 3.8 (85), 3.7 (86), 3.9 (87)	放缓 4.7 (88), 3.8 (89), 2.9 (90)
全球通胀 (%)	趋缓 14.3 (85), 11.0 (86), 13.4 (87)	上升 18.5 (88), 24.4 (89), 26.5 (90)
美国经济增长 (%)	平稳 4.1 (85) 3.5 (86) 3.4 (87)	放缓 4.1 (88) 3.5 (89) 1.9 (90)
美国通胀 (%)	平稳 3.5 (85) 1.9 (86) 3.6 (87)	通胀上升 4.1 (88) 4.8 (89) 5.4 (90)
美国联邦基金利率水平	下降	上升
美元走势	贬值	平稳
本国经济增长	加速 (台湾), 放缓至企稳 (日本)	显著放缓
利率变化	下降	大幅提高
经常帐户顺差/GDP	扩大	缩小
本币对美元升值压力	增加	减小

资料来源：CEIC，中金公司研究部

日本和台湾泡沫形成时的国际环境：全球稳健增长，通胀回落，美元贬值和低利率。在日本和台湾股市泡沫的产生和扩张阶段（1985-1988），全球经济和金融条件可以概括为稳健增长，通胀回落和低利率。这种组合对投资者的信心提供了良好的支持。美国刚刚摆脱了经济萧条和 1980-1981 期间两位数通胀的阴影，GDP 增长稳定在 3.5% 左右。美联储在应用紧缩的货币政策征服通胀之

后, 货币条件逐渐放松。联邦基金利率从 81 年中的近 20% 水平不断下调, 在 86 年中期已低于 7% 的水平, 并一直维持到 1988 年上半年。在美国经济向好的推动下, 全球经济也保持着高增长势头。

图 9: 80 年代中期美国通胀和利率下降, 美元贬值



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

表 2: 日台股市泡沫前期和后期的国际经济金融环境

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
美国经济增长 (%)	-0.2	2.5	-1.9	4.5	7.2	4.1	3.5	3.4	4.1	3.5	1.9
美国CPI通胀 (%)	13.5	10.4	6.2	3.2	4.4	3.5	1.9	3.6	4.1	4.8	5.4
美国核心CPI通胀 (%)	9.4	7.7	6.0	5.2	4.1	2.6	1.3	3.0	3.5	3.3	3.4
美元名义有效汇率 (1973/3=100)	95.4	104.7	115.8	120.4	128.8	133.6	109.9	97.2	90.4	94.2	89.9
美元实际有效汇率 (1973/3=100)	90.2	99.6	108.4	110.6	118.1	122.0	99.7	89.2	84.2	88.5	85.1
美国联邦基金利率 (%)	13.4	16.4	12.3	9.1	10.2	8.1	6.8	6.7	7.6	9.2	8.1
美国经常帐户/GDP (%)	0.1	0.2	-0.2	-1.1	-2.4	-2.8	-3.3	-3.4	-2.4	-1.8	-1.4
美国贸易/GDP (%)	-1.5	-1.1	-0.9	-0.9	-1.1	-1.9	-2.9	-2.9	-3.3	-3.4	-2.5
全球经济增长 (%)	2.2	2.2	1.1	3.0	4.8	3.8	3.7	3.9	4.7	3.8	2.9
全球CPI通胀 (%)	17.2	14.4	13.7	13.3	14.8	14.3	11.0	13.4	18.5	24.4	26.5
G7经济增长 (%)	0.5	1.8	-0.1	3.0	4.8	3.8	3.1	3.3	4.7	3.8	2.8
G7CPI通胀 (%)	12.4	10.2	7.2	4.7	4.6	3.9	2.1	2.8	3.2	4.2	4.7

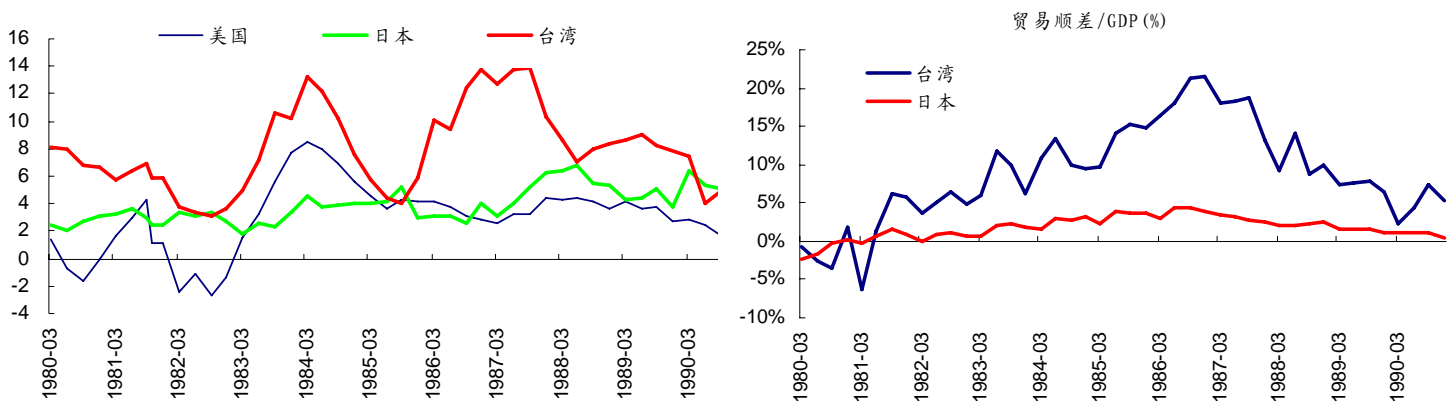
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

在汇率方面，美元在 80 年代前 5 年大幅升值。美元名义有效汇率在 80-85 年期间上升了近 50%。在美元强劲的同时，受助于扩张的财政政策，美国的贸易逆差快速扩大。经常帐户由 1980 年的小幅顺差（0.1% 的 GDP）转向逆差，并不断上升至占 GDP 的比重 3.3%。担忧外部失衡的不可持续性，在美国的带动下，世界主要发达国家在 1985 年的广场协议中声言干预，美元走势迅速发生逆转，在 1985-1988 期间完成贬值近 30%，美元名义有效汇率跌回 80 年初的水平。日本和台湾股市的泡沫就是在全世界经济扩张，利率水平下降和美元贬值之下的生成并扩张的。

日本和台湾泡沫形成的国内环境：经济增长复苏，顺差扩大，本币升值。台湾 GDP 增长在 1985 年底后大幅提升，并在 1986-87 期间持续保持在 10% 以上的增速。日本经济在日元对美元加速升值之后，却在此期间陷入成长萧条，经济增速一度跌至 3%。为抵消贬值的负面影响，日本央行采取扩张的货币政策，大幅减息，意在刺激内需。在扩张的货币政策之下，经济增长在 87 年初开始加速。宽松的货币政策在一定程度上助长了资产泡沫的扩大。

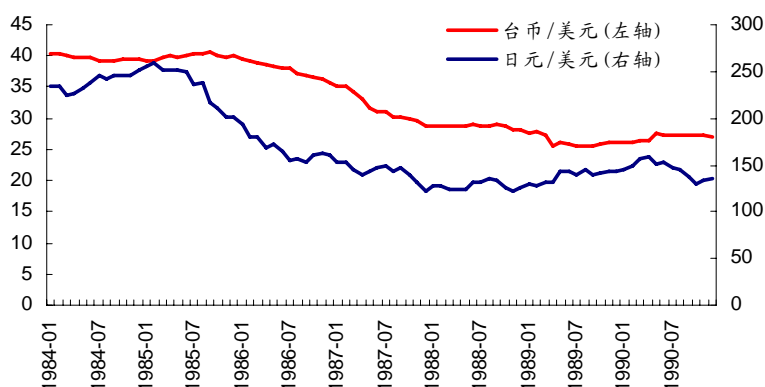
尽管本币升值，但受外部经济增长表现良好的推动，日本和台湾的贸易顺差在 GDP 的占比持续扩大。外贸顺差和国际压力使得市场对日元升值的预期在 86-88 年中不断增加。

图 10：日本和台湾 80 年代经济增长和贸易顺差



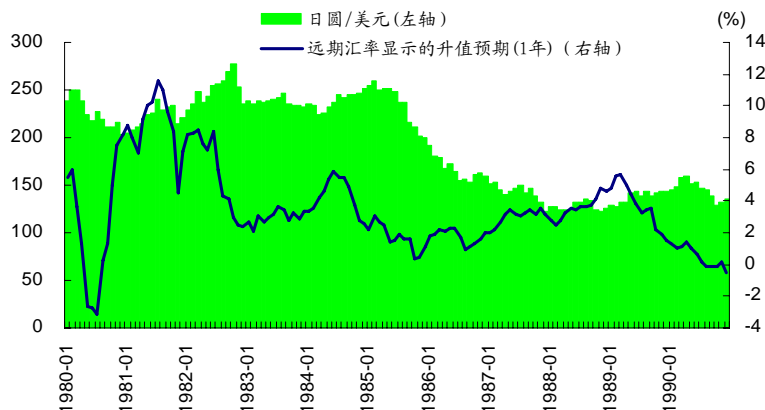
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 11: 80年代日元和台币升值



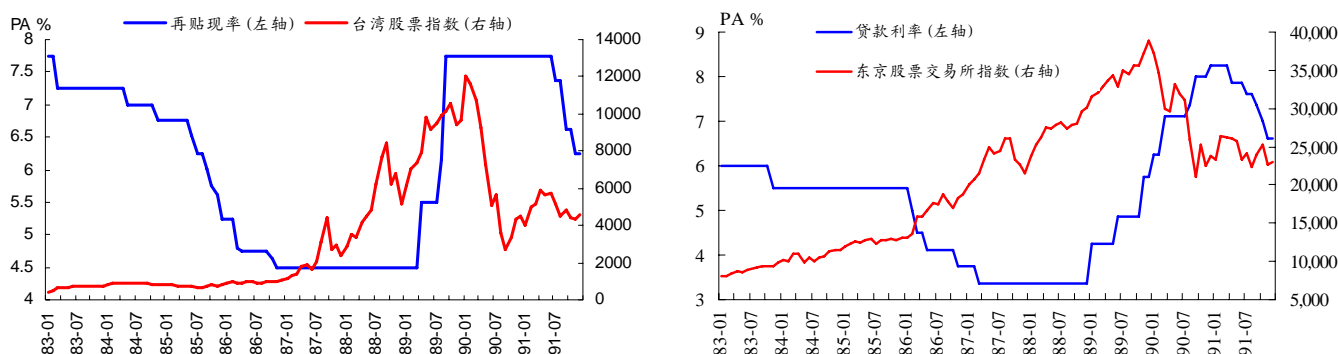
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 12: 80年代日元升值预期



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

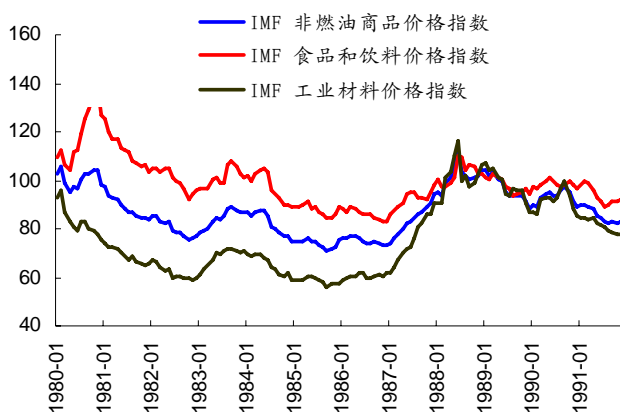
图 13: 80年代前期减息和低利率, 后期大幅加息



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

泡沫破灭之前国际和国内经济环境明显逆转：国际上全球性通胀再成威胁，美国央行收紧货币条件，全球经济放缓。在全球经济高增长和美元大幅贬值持续一段时间之后，大宗商品价格上涨。美国经济从 1988 年之后经济放缓，GDP 增速从 87 年 4 季度的 4.5% 下降到 89 年的 2.7%，核心通胀快速抬头。接任美联储主席职务不久的格林斯潘决定加息，联邦基金利率 88 年初的 6.5% 提至 89 年下半年的 9%。美元 88 年下半年后止跌企稳。美国经常帐户逆差在美元不断贬值之下逐渐改善。

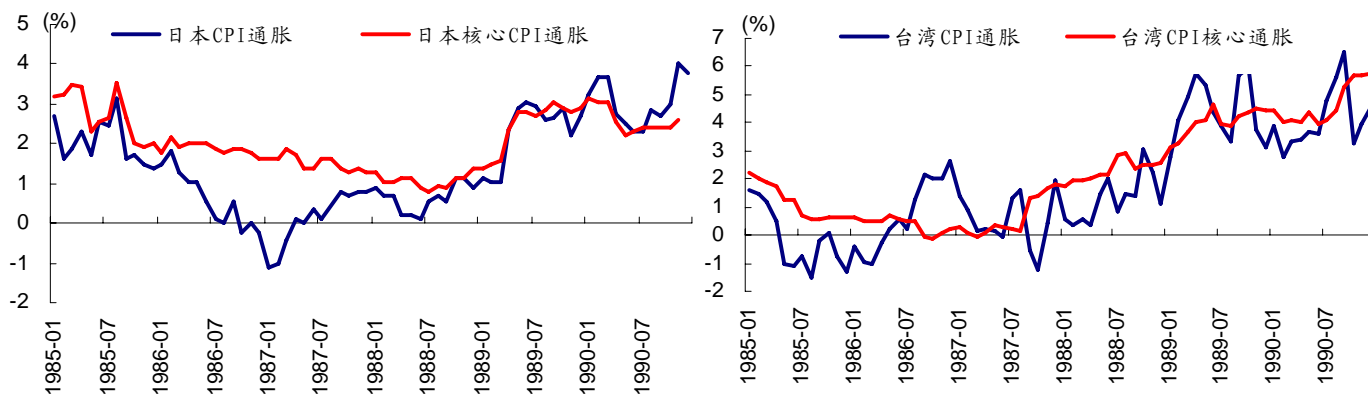
图 14: 大宗商品价格 80 年代后期大幅上涨



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

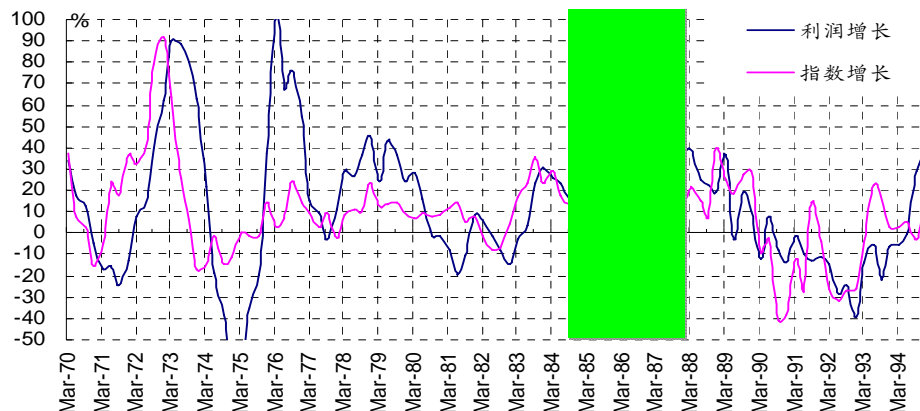
通胀的压力波及日本和台湾。核心通胀 88 年后明显抬头，导致央行大幅加息。日本的贷款利率（prime lending rate）由 3.375% 提高到 8.25%，而台湾的再贴现率也从 4.5% 提高到 7.75%。由于过于依赖美国市场，日本经济与美国经济几乎同步放缓。贸易顺差占 GDP 比重逐渐缩小。美元企稳，日元的升值压力迅速减小。日本经济的放缓十分明显，GDP 增长从 1988 年 2 季度的 6.8% 下跌至 89 年 4 季度的 3.8%。日本企业的盈利增长显著下滑。

图 15: 日本和台湾 80 年代后期通胀压力剧增



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 16: 泡沫破灭前夕日本企业利润增速下滑



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

中国处在经济周期的哪一点上? 08 年全球经济将小幅放缓。但在通胀压力有所缓解之下, 新兴市场将继续推动全球增长, 并在世界经济增长中起到越来越大的作用。中国 GDP 增速在人民币升值和内需的驱动下预计将达到 11%。与 1980 年代末日本和台湾股市泡沫破灭时对比鲜明, 不论是从国际或国内的经济周期来看, 目前的经济扩张期都尚未结束。

表 3: 目前的经济环境与日本和台湾股市泡沫破灭时十分不同

	日本和台湾在股市泡沫破灭时的国际和国内经济金融环境(括号中数字为年份)	中国目前面临的国际和国内经济金融环境(括号中数字为年份)
	1988-1990	2006-2008
全球经济增长 (%)	放缓 4.7 (88), 3.8 (89), 2.9 (90)	小幅放缓 5.4 (06), 5.2 (07), 4.8 (08)
全球通胀 (%)	上升 18.5 (88), 24.4 (89), 26.5 (90)	平稳趋缓 3.6 (06), 3.9 (07), 3.6 (08)
美国经济增长 (%)	放缓 4.1 (88) 3.5 (89) 1.9 (90)	放缓 2.4 (06), 1.9 (07), 1.9 (08)
美国通胀 (%)	上升 4.1 (88) 4.8 (89) 5.4 (90)	下降 3.2 (06), 2.7 (07), 2.3 (08)
美联储利率政策	加息	维持到减息
美元走势	平稳	贬值
本国经济增长	显著放缓	保持高速
利率变化	大幅提高	负实际存款利率将维持一段时间
经常帐户顺差/GDP	缩小	继续扩大
本币对美元升值压力	减小	增加

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

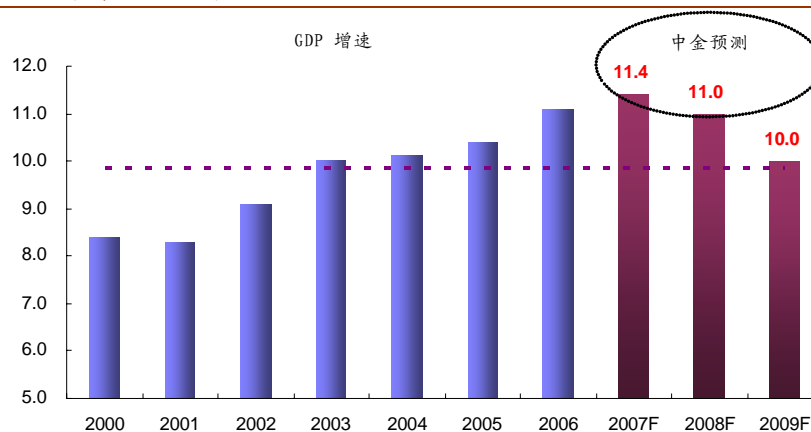
A 股市场展望

主要结论

- **2008 年 A 股高估值将持续。**我们预计，08 年大盘蓝筹股的动态市盈率将在 30-35 倍波动，对应的上升空间为 30%-40%，其中业绩贡献的上升空间大约为 20%。
- **基本面：全球经济小幅放缓，通胀压力得以缓解。**在新兴市场的推动下，世界经济仍处在高速扩张期。中国经济增长依然强劲，企业盈利增速逐渐向长期趋势增长回落，08 年增长的绝对数仍较高。
- **流动性：国内实际利率依然偏低。**中国将是美国减息和美元贬值下的国际资金流向的受益者。

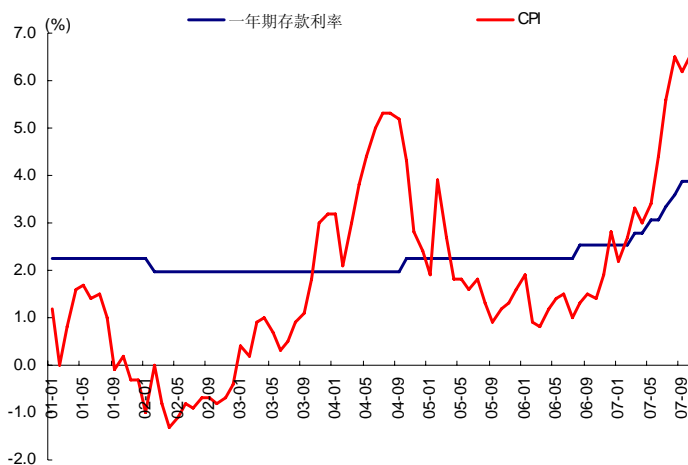
高增长持续，通胀回落，底利率，人民币升值压力增大。08 年中国的宏观和金融条件的变化以及上市公司业绩增长预期对股市有较强支撑。三个基本面趋势不变。首先，经济增速维持在高位，中金宏观组预测 08 年 GDP 增速为 11%，只比今年的 11.4%（预测）略低。其次，在今年 5 次加息之后，通胀见顶回落，并使继续加息的空间有限。低实际存款利率的状况不会显著改变。第三，人民币升值压力加剧，流动性过剩局面持续。低基数效应丧失后盈利增速在 07 年见顶，08-09 年的盈利增速趋缓，逐渐回归长期的趋势增长，但依旧保持在高位上（08 年 32%，09 年 18%）。

图 17：经济高速增长 08 年持续



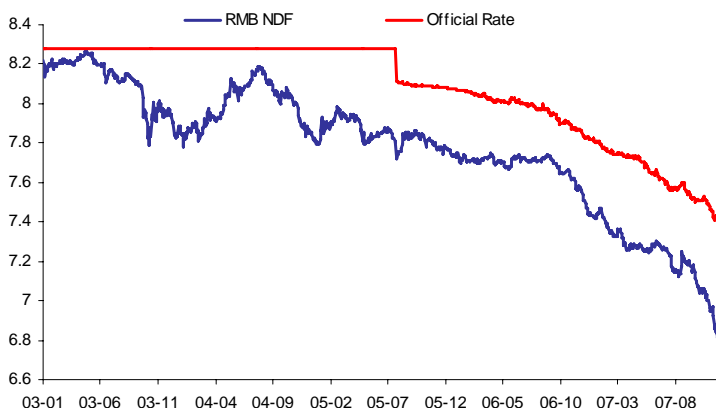
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 18: 实际存款负利率



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 19: 人民币升值预期增加



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

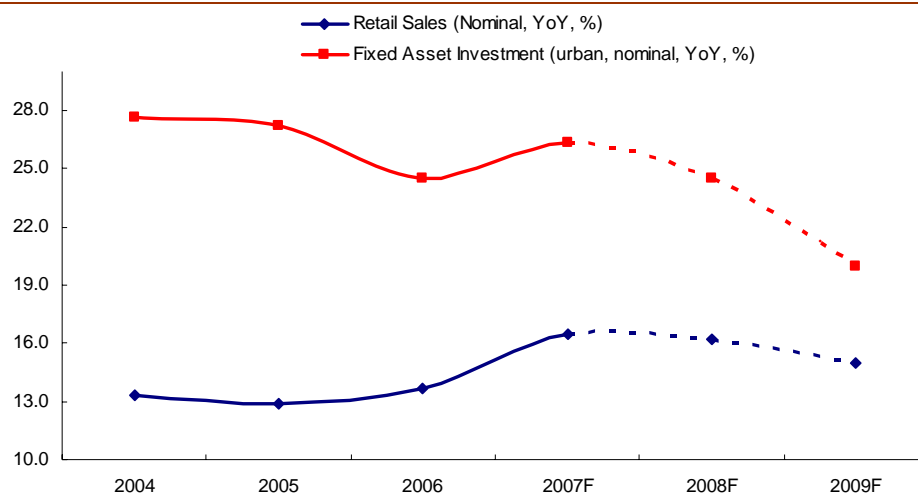
08 年中国经济高增长来自于投资和消费的驱动。尽管受房价下跌和次级债危机的影响, 美国经济预计在今后几个季度中明显放缓, 并会在外需上波及中国, 但在人民币缓慢升值的过程中, 持续扩大的顺差规模和人民币升值预期使得中国的流动性继续充裕, 货币和信贷增速将难以得到有效控制。从过去经验上看, 历次政府换届年也伴随着高投资增长。消费和投资将在 08 年的经济增长中起到更重要的作用。

表 4: 中金宏观组对明后年宏观经济的预测

	2004	2005	2006	2007F	2008F	2009F
实际 GDP (同比增长, %)	10.1	10.4	11.1	11.4	11.0	10.0
社会消费品零售总额 (实际同比增长, %)	10.2	12.0	12.5	12.6	13.4	13.7
城镇固定资产投资 (实际同比增长 %)	20.8	25.2	22.7	22.0	20.3	16.3
城镇固定资产投资 (名义同比增长 %)	27.6	27.2	24.5	26.3	24.5	20.0
出口 (同比增长, 以美元计价, %)	35.4	28.4	27.2	25.6	23.0	19.0
出口 (同比增长, 以人民币计价, %)	35.3	27.6	23.9	17.9	11.8	11.2
进口 (同比增长, 以美元计价, %)	36.0	17.6	20.0	19.8	21.0	20.0
进口 (同比增长, 以人民币计价, %)	35.8	16.9	16.8	12.5	10.0	12.1
贸易顺差 (美元, 十亿)	32.0	102.0	177.5	269.0	349.6	404.6
贸易顺差 (占GDP比例)	1.7%	4.6%	6.7%	8.2%	8.5%	7.8%
CPI (同比增长, %)	3.9	1.8	1.5	4.6	3.5-4.0	3.0
CPI (非食品) (同比增长, %)	0.9	1.3	1.0	1.0	1.0-1.2	1.1
CPI (食品) (同比增长, %)	10.0	2.9	2.3	12.0	8.7-9.8	6.9
人民币汇率 (人民币/美元, 年末值)	8.28	8.07	7.81	7.30	6.57	6.11
人民币汇率 (升值幅度)	0.0%	2.5%	3.2%	6.5%	10.0%	7.0%
货币供应量 (M2, 同比增长, %)	14.6	17.6	16.9	18.0	16.0-16.5	14.5

资料来源: 中金公司研究部

图 20: 零售和固定资产投资增长保持高速



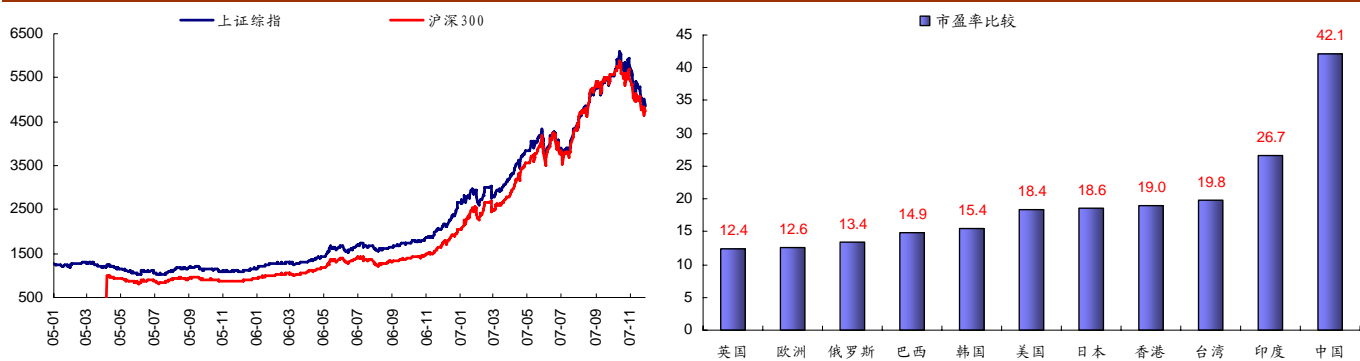
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

国际经济环境: 全球经济小幅放缓, 通胀压力缓解, 美元贬值, 美国央行减息。新兴市场股市在 08 年很有可能成为下一轮的国际资金流向的主要去处, 中国经济作为对冲国际经济放缓的主要力量, 其股市将直接或间接地受益。

A 股高估值是事实

即使在近期的调整之后, 中金研究覆盖的以大盘蓝筹为主的股票池 07 和 08 年的市盈率达到 37 和 28。我们在过去报告中多次指出, 单从上市公司未来盈利增长来看, 现在的股价水平缺乏支持。我们认为大盘蓝筹股的合理市盈率应在 07 年的 25-30 倍, 因此股市总体估值过高, 泡沫特征明显。A 股市场从 2005 年中的低点回升以来, 市盈率不断提升, 现在远高于其他新兴市场。

图 21: A 股近期回调, 但市盈率仍然高企

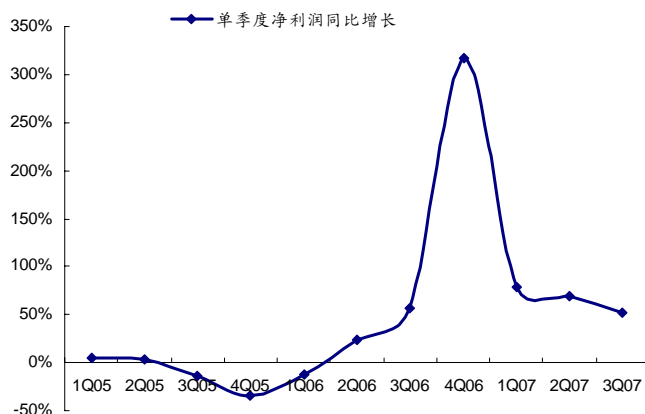


资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部。图中 PE 为 Trailing 12M 的历史市盈率。

高估值从何而来? 强劲的经济基本面和不完善的资本市场

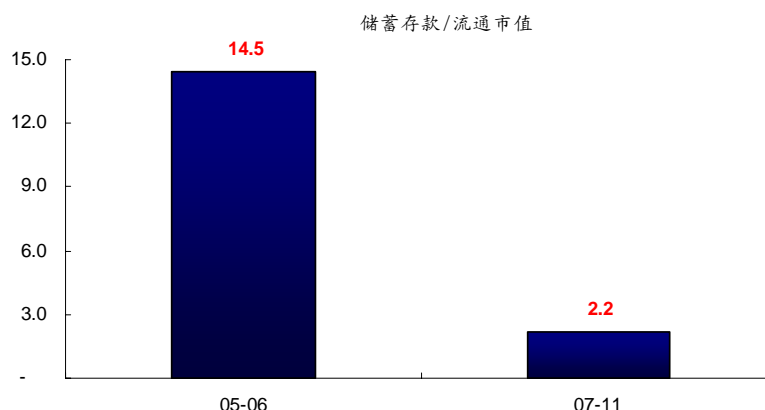
解释 A 股市场 2005 年以来强劲牛市的生成并不需要复杂的科学理论。股改之后投资者对股市恢复了信心。经济高速增长和上市公司业绩表现良好带动了股市上涨。在此之下, 资本市场的完善在不同层次上助长了股价的大幅上扬。首先, 低利率水平增加了股市投资的吸引力。其次, 较封闭的资本市场条件下, 有限的投资渠道和股市赚钱效应不断吸引居民储蓄。再有, 股票市场规模太小, 供需条件快速推高估值水平。这里反映的是中国资本市场在利率市场化, 结构多元化, 规模和开放程度等多方面存在缺陷。

图 22: 05 年之后上市公司利润增速大幅提升



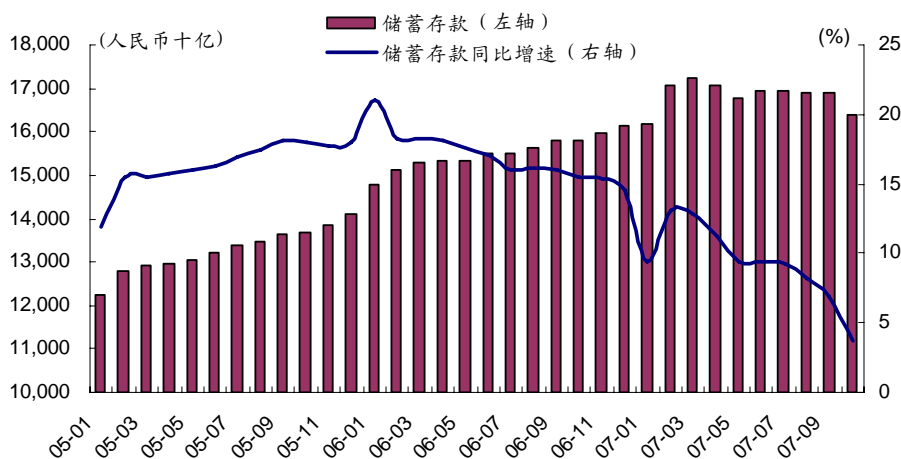
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 23: 在 05 年相对居民储蓄股市规模小



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 24: 06 年后居民储蓄的总量和增速



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

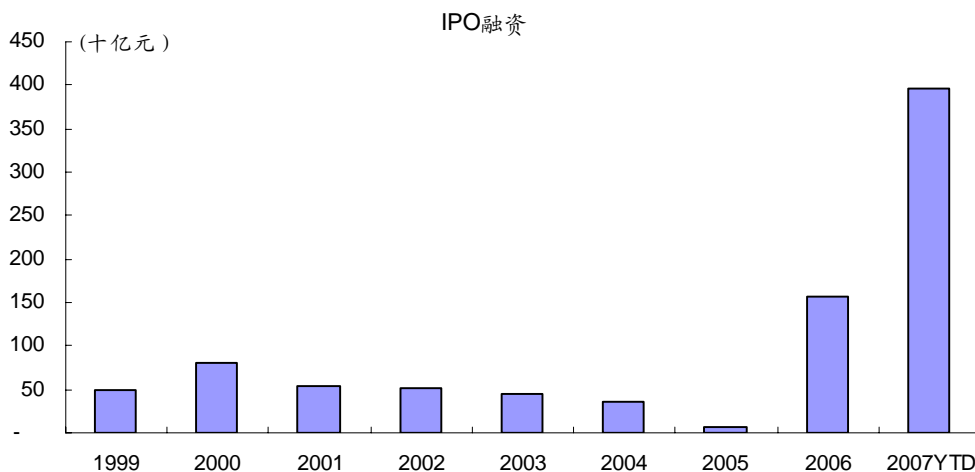
很明显,有两个重要的因素在支撑股市:宏观经济/业绩的基本面和中国资本市场的局限性。目前的估值状态是否能够持续很大程度上取决于(1)宏观和金融基本面是否发生显著逆转,和(2)资本市场的结构性缺陷是否能得以显著改观。宏观和金融条件是支持市场情绪的根本因素,而资本市场的结构性缺陷则导致目前的股市供求现状和高估值水平。

估值上升将遭遇更多阻力: 资本市场逐渐完善和政策抑制

中国资本市场发展和完善(包括利率市场化, 资本帐户的开放, 市场多元化和规模的扩大等)步调缓慢。这是我们认为 A 股高估值情况难改的另一个重要原因。

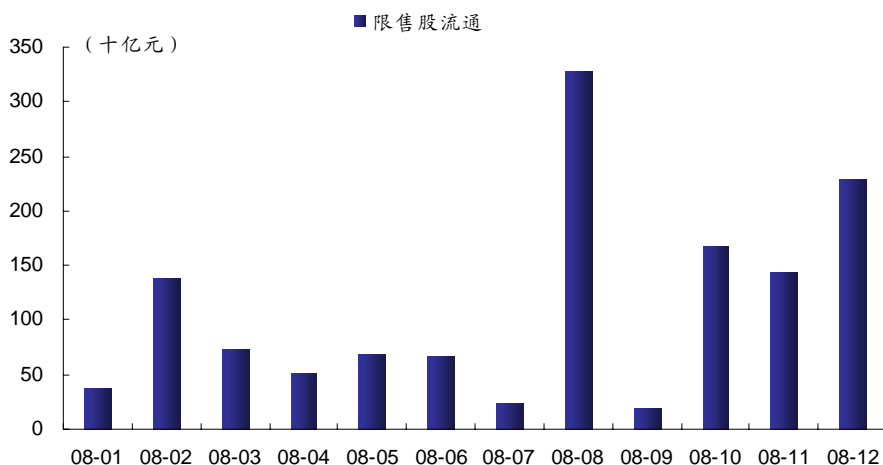
但政府对资产价格的态度, 股市规模的扩大和逐渐加大的资本帐户的开放将将在一定程度上抑制股市估值的继续扩张。政府已经意识到资本市场上不同层次的结构缺陷是造成股市泡沫迅速扩张的重要原因, 并积极努力做大股票市场和增加资本市场的开放程度。至 06 年以来 IPO 的规模不断扩大。同时, QDII 的实施, 可能推出的港股直通车和将要推出的股指期货等都将资金层面上缓解股市泡沫扩张的压力。

图 25: A 股市场 IPO 融资规模



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 26: 限售流通股解禁时间表



资料来源: WIND, 中金公司研究部

表 5: QDII 额度规模

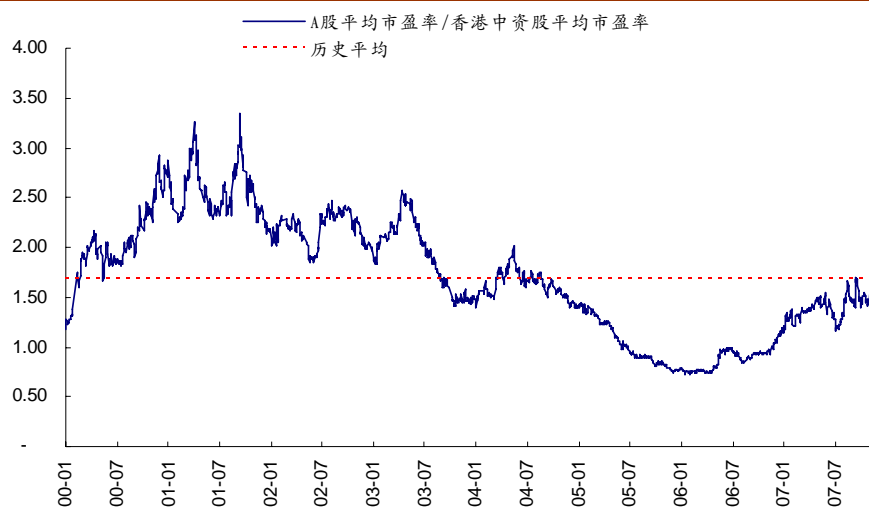
已批准额度	数量	(亿美元)
商业银行	21	166
保险公司	3	35
基金公司	5	195
合计		396
已获资格未获额度		
<u>商业银行</u>		
香港中信嘉华银行		
<u>基金公司</u>		
华宝兴业基金管理有限公司		
海富通基金管理有限公司		
长盛基金管理有限公司		
工银瑞信基金管理有限公司		
汇添富基金管理有限公司		
银华基金管理有限公司		
交银施罗德基金管理有限公司		
<u>证券公司</u>		
中国国际金融有限公司		
招商证券股份有限公司		
中信证券		

资料来源：中国证监会，中金公司研究部

08 年 A 股展望：上下拉锯，A 股估值在动态 30 倍左右持续

A 股大盘蓝筹股（例如沪深 300 指数）的平均动态市盈率约为 30 倍，而香港市场中资股的平均动态市盈率为 20 倍，两者的比值为 1.5 倍。从历史上来看，A-H 市盈率比率平均水平为 1.7 倍，A 股市场估值水平比 H 股市场系统性偏高的主要体现了中国资本市场各种缺陷下的低利率和有限的投资渠道等问题。海内外估值差异的持续存在也反映了国内流动性过剩的状况，在短期内并不会消失。在国内流动性持续充裕的情况下，A 股估值水平仍有进一步扩张的可能性，即便按比值历史平均水平计算，对应 A 股市盈率为 34 倍。

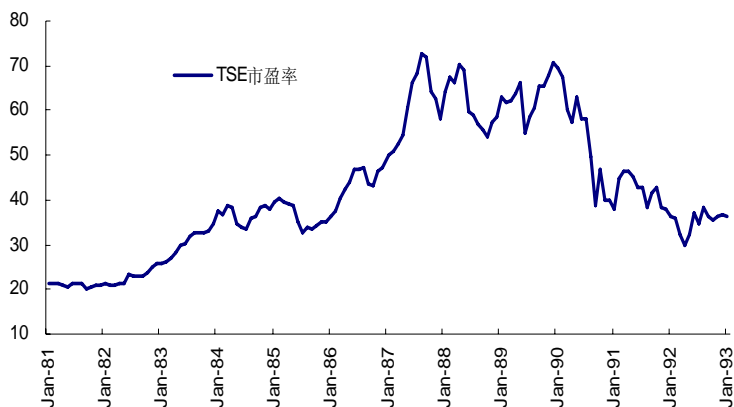
图 27: A-H 平均市盈率比率走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部。注：图中所用市盈率为基于未来 12 个月盈利的动态市盈率。

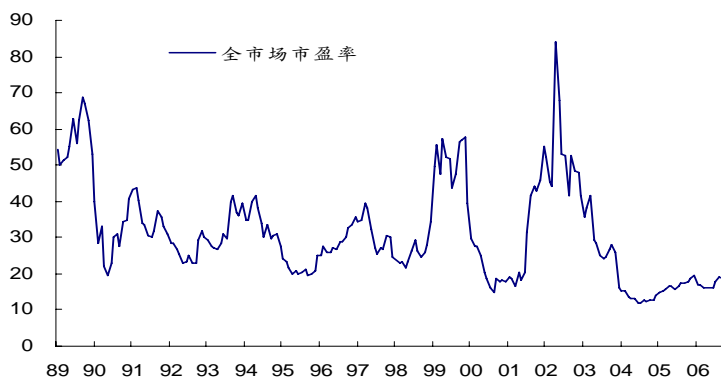
我们基本判断是, 08 年 A 股的动态市盈率可能维持在 30 倍上下。尽管资本市场的条件在政策下逐渐改变(但很缓慢), 但今后企业业绩在资产重组和管理层激励机制的推进下可能得以更多的释放。这也是 A 股市场高估值的原因之一。从前面讨论的中国面临的国内外经济和金融条件看, 推动 A 股估值继续上升的许多因素依然存在。从日本和台湾的股市在泡沫中演化过程来看, 日本股市在估值达到一定程度时(大约在 60-70 倍市盈率时)不再扩张, 却保持了较长时间。股市在此期间由盈利增长推动而上升。而台湾的情况非常不同, 市盈率不断上升直至股市泡沫破灭。虽然 A 股市场表现的特征更类似台湾当时的情况(散户的参与程度, 对国际资金流动的限制等), 但 07 年 4 季度的政策和股市表现使我们对市盈率进一步的大幅提升持有保留。在 A 股这一轮调整前, 08 年动态市盈率曾达到 32 倍, 政府对包括股市在内的资产价格关注程度立刻增加, 并引发各种调控措施。

图 28: 日本 80 年代股市市盈率



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

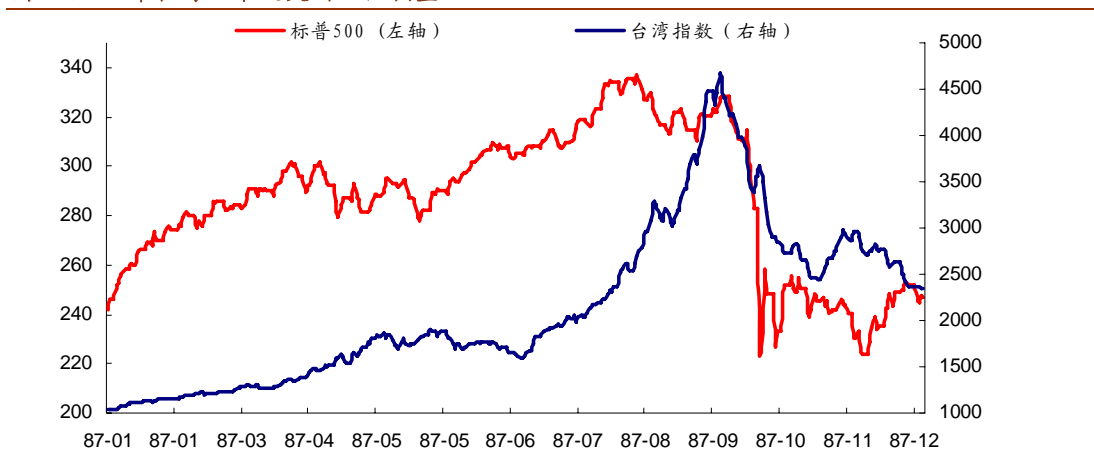
图 29: 台湾 80 年代股市市盈率



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

投资者应该意识到这种市场条件之下，业绩对股价的支撑较弱，股市波动性大将是 A 股市场 08 年的主要表征之一。投资者情绪将受到内部和外部两方面因素的干扰。国外金融市场将继续不断受次级债和信用条件变化的影响，在一定程度上波及 A 股。同时国际经济增长形势不明朗和外需风险也会直接影响到部分 A 股上市公司。从过去的经验看，即使在台湾 80 年代封闭的市场条件之下，美国 1987 年 10 月的股市下跌也导致了台湾股市近 50% 的大幅调整。尽管中国股市在资金层面上较为独立，但难以避免受海外市场波动的影响。影响 A 股的内部因素中包括各种调控政策，股指期货，QDII 和个人投资海外的资金分流。奥运会的来临对投资者心理的影响也不可忽视。

图 30: 87 年台湾股市随美国大幅调整



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

盈利环境与趋势展望

08 年企业盈利环境的变化趋势

与今年相比，08 年企业所处的盈利环境呈以下变化趋势：政府宏观调控以防止经济过热，控制信贷规模，抑制资产价格膨胀；外部需求放缓；人民币汇率加速升值；资源税、生产要素定价制度改革、节能减排措施等推高国内成本。这些趋势使得国内经济实现软着陆的确定性增强，增长的可持续更高。

1. 政府宏观调控意向：防止经济过热和明显通货膨胀，控制信贷规模，抑制资产价格膨胀。

政府已经多次传达了要求控制银行贷款增速的政策意图。人民银行和监管部门将综合使用货币政策工具、窗口指导、以及抑制固定资产投资的指令性措施来控制信贷规模。根据目前市场的预测，明年央行信贷规模指引是以 07 年新增贷款规模为基础，即如果 08 年新增贷款仍然为 3.5 万亿，08 年人民币贷款增速回落到 13.4%，相比 07 年 15.5% 的调控目标回落 2 个百分点。从增速来看，有所放缓，但还不能说是全面的信贷紧缩。

政府对资产价格膨胀的抑制态度主要体现在对股市和房地产市场的调控上。针对股市泡沫的防范上，主要采取行政指导为主的方式。而针对房地产市场的调控，主要是运用对信贷紧缩、廉租房和经济适用房政策、打击开发商囤地行为等多项手段的综合运用，甚至不排除今后更为严厉的税收政策以抑制高端及投资需求。

政府出口政策的调整：包括出口退税和关税调整、配额等政策，力度将主要取决于出口增速的走势，考虑到外部需求放缓以及人民币升值幅度的加快，明年调整力度可能会低于今年。

2. 美国经济和外部需求放缓。

预计美国经济 4 季度及明年 1 季度将会出现放缓，将会对中国出口企业的盈利产生影响。

3. 国内成本上升。

资源和上游生产资料成本上升：（1）资源税改革：资源税将由现在的从量计征，提高到从价征收，占资源类企业销售额的比例将由 1% 提高到 3% 至 4%。影响的上游行业将会涉及：原油、天然气、煤炭、有色金属原矿和黑色金属原矿开采等。资源税改革将提高资源产品价格，从而造成上游生产资料产品价格的上涨。资源税改革意在保持中国经济可持续发展模式，加大节能减排的力度。

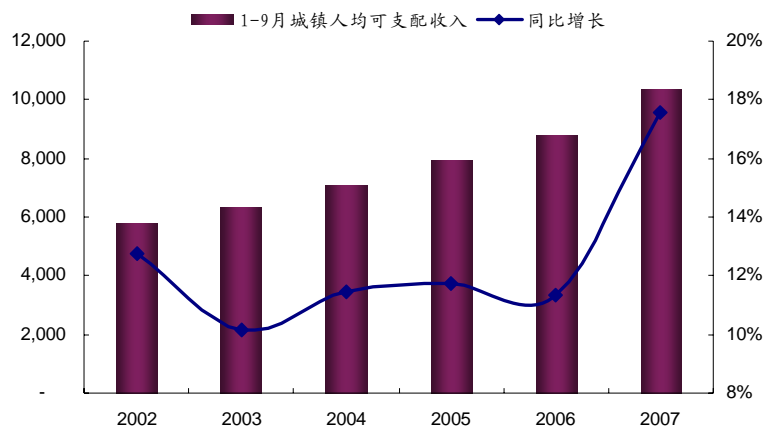
（2）政府对生产要素定价制度改革的推进：将会涉及成品油、天然气、水、电等多种生产要素价格的上调。（3）政府推行节能减排政策：将会加大企业在节能环保上的成本投入。（4）国内需求推动下的原材料涨价，例如，铁矿石和钢铁、煤炭价格上升的压力也较大。（5）供给刚性导致的原材料涨价，例如，国际原油、粮食价格。

资金成本上升：连续加息将加大企业的财务负担，资金成本的上升有助于抑制企业的投资冲动。年初以来 5 次加息，已经使得贷款基准利率上升了 117bps。尽管新增贷款利率已有明显上升，但

是考虑到原有银行贷款利率按年调整的做法，多数企业要到明年将会直接感受到财务成本上升的压力。

劳动力成本上升：政府政策鼓励提高中低阶层的收入水平，而高素质劳动力的短缺也加剧了人员工资上涨的压力。今年 1-9 月份累计居民人均可支配收入达到 10346 元，同比提高 17.6%，远远超过前五年（01-06 年）11.5% 的平均增速，创近年来新高。

图 31：居民收入增速创新高



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

4. 人民币升值加快。

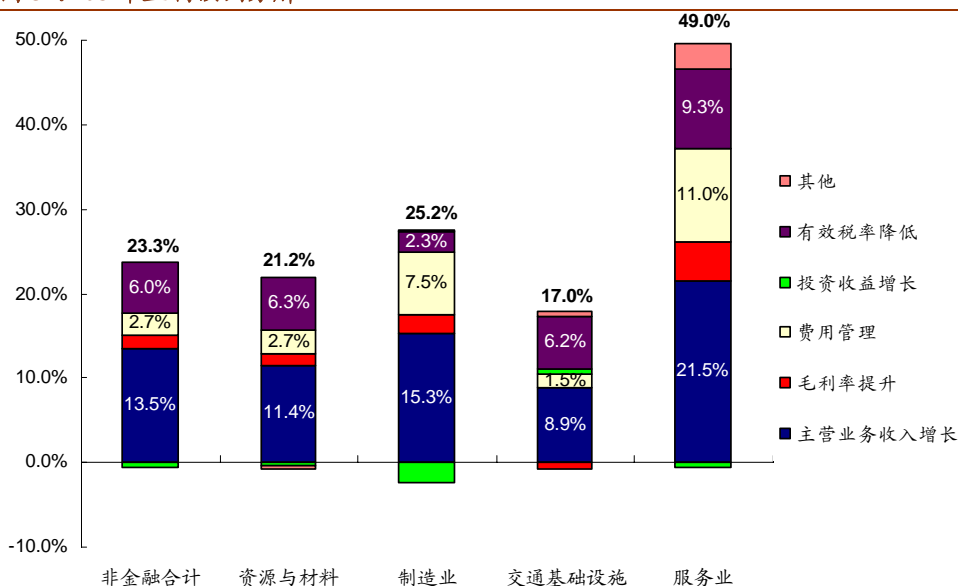
根据宏观组预测，08-09 年人民币升值幅度将分别达到 10% 和 7%。人民币升值加快，一方面挤压了提价和转嫁能力偏弱出口为主的企业的毛利率水平；另一方面，抵消了以国际定价为主导的资源和原材料（例如原油、铁矿石、有色金属等）价格上涨的压力，缓解了部分国内进口企业的成本压力。

08-09 年盈利增速有所放缓，但是可持续性更强

在政府宏观调控、外需放缓、人民币汇率升值和国内成本上升的大环境下，企业盈利增速将有所放缓，但更趋于长期可持续的水平。根据中金公司研究覆盖的 250 多家 A 股上市公司（总市值覆盖率超过 80%）盈利预测统计，预计 08-09 年净利润增长分别为 32% 和 18% 左右，较今年 42% 的增速有所回落。

我们对 08 年盈利预测做了因素分解：

图 32：08 年盈利预测分解



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部。注：图中服务业已剔除银行、保险、证券等金融公司。

1. 企业盈利增长的主要贡献还是来自于主营业务，内生增长的可持续高。

与今年 24% 的增速相比，08 年非金融企业预计盈利增长 23.3%，并没有明显放缓。其中，主营业务收入增长贡献利润增长 13.5%，毛利率提升和费用节省贡献利润增长 4.2%，两者合计接近 18%。企业主营业务的增长动力主要来自于经济增长，因此，只要经济增速不出现大幅回落，盈利高速增长仍可维持。我们预计 08-09 年中国 GDP 将保持在 10-11% 的较高增长，企业内生的盈利将维持在 15%（相当于 1.5 倍 GDP 增速）以上的增速。

2. 08 年企业所得税改革带来的盈利增长一次性效应明显。

对非金融企业合计贡献了约 6% 的盈利增长，如果剔除税改因素，非金融企业 08 年盈利增长 17%；而银行由于目前所得税率高，税率下调（有效税率下降约 9 个百分点）贡献的盈利增长高达 17%，如果剔除税改因素，银行 08 年盈利增长 28%。

3. 我们研究员所做盈利预测中几乎未考虑投资收益的增长，存在低估实际盈利增速的可能性。

我们这里 08 年非金融企业 23% 的盈利增长预测主要贡献来自于主营业务，并没有考虑投资收益的增长，因此实际盈利增速可以超过我们的预期。

4. 部分企业未来资产注入和实施管理层激励存在业绩超预期释放的可能。

进一步考虑到未来资产重组和注入的机会和实施管理层激励后当前隐藏业绩逐步释放出来，我们觉得当前盈利预测出现超预期的可能性还是较大。

表 6: 中金重点研究公司分行业盈利增长预测及估值水平 (截至 2007 年 12 月 3 日)

行业分类	总市值 (百万元)	净利润增长率(%)				净资产收益率(%)			市盈率(X)	市净率(X)	分红收益率	PEG (06-09 CAGR)
		06	07E	08E	09E	06	07E	08E				
石油天然气	7,575,641	12.8	8.7	16.5	5.5	23.5	21.1	21.5	31.1	6.7	1.3%	3.9
石化	109,872	-50.5	63.5	14.4	-23.2	4.4	6.9	7.5	69.6	5.2	0.0%	10.1
煤炭	1,568,727	6.0	27.9	35.3	22.2	18.2	14.7	17.5	41.7	7.3	1.1%	2.5
有色金属	892,940	107.7	3.8	24.7	-7.9	29.3	23.1	24.5	31.5	7.7	0.8%	6.8
钢铁	679,347	22.7	26.1	31.0	14.1	16.5	18.8	21.5	14.5	3.1	3.5%	1.0
建材	134,069	192.8	83.3	50.8	34.9	13.2	21.4	22.0	27.5	6.0	0.1%	1.4
化工	200,783	20.3	46.8	32.7	17.4	19.2	21.3	23.3	26.5	6.2	1.8%	1.6
造纸包装	51,511	5.1	42.2	26.4	35.7	10.3	11.0	10.6	23.6	2.5	1.0%	1.2
电力	626,804	13.2	31.1	21.2	20.4	12.1	12.6	12.1	25.7	3.1	1.8%	1.7
银行	9,517,857	29.1	57.7	45.5	25.7	12.3	15.5	19.2	23.2	4.5	1.9%	1.3
保险	2,453,943	77.2	160.2	30.1	20.8	9.7	15.0	16.4	46.5	7.6	0.6%	2.6
证券	617,638	608.0	481.8	24.0	17.0	15.4	23.8	24.0	21.8	5.2	0.2%	1.5
房地产	569,860	36.7	79.3	60.7	37.5	12.9	13.4	18.2	30.8	5.6	0.9%	1.5
航空	492,172	152.1	524.1	68.0	1.8	2.5	12.8	18.5	38.4	7.1	0.4%	3.3
零售	168,627	70.8	72.9	30.2	34.1	12.7	17.7	19.0	37.0	7.0	0.4%	1.9
传媒	131,709	83.7	5.4	50.3	16.2	8.9	8.8	12.1	45.8	5.5	0.3%	3.2
旅游及酒店	114,430	27.7	35.5	38.3	21.5	12.2	14.2	17.4	53.1	9.2	1.0%	3.2
电信服务	208,151	28.2	20.0	20.0	24.0	7.2	7.9	8.7	39.7	3.4	0.8%	2.7
软件及服务	27,797	37.6	24.5	24.9	33.0	13.7	15.4	17.0	30.7	5.2	1.1%	1.7
机械	371,666	30.7	52.2	24.1	21.2	19.3	19.6	20.2	26.5	5.4	0.7%	1.6
电气设备	97,595	20.6	17.0	14.2	17.2	24.9	22.8	29.5	26.7	7.9	0.2%	2.2
汽车及零部件	313,883	39.9	124.5	28.9	20.7	7.1	16.9	19.3	25.4	4.9	1.4%	1.4
食品饮料	458,410	30.7	37.1	43.3	37.5	14.0	16.9	20.8	47.7	9.9	0.8%	2.4
农业	47,513	26.3	13.3	21.3	12.1	11.6	11.7	13.0	31.8	4.1	1.1%	2.8
家电及相关	125,299	21.6	67.5	28.4	14.2	9.5	13.5	15.3	30.0	4.6	1.5%	1.8
医药	113,971	3.8	46.2	20.1	22.7	11.9	15.4	16.8	36.4	6.1	1.2%	2.2
服装纺织	68,984	22.1	100.4	-29.7	21.9	15.2	25.2	16.3	37.9	6.2	1.3%	2.7
技术硬件及设备	67,505	-22.2	53.0	44.7	37.1	6.4	9.1	11.8	28.6	3.4	0.6%	1.4
电子元器件	63,782	50.2	50.9	-3.3	17.5	9.6	13.3	12.0	33.7	4.0	1.2%	2.5
铁路	349,213	22.7	49.2	30.2	7.7	9.2	12.9	15.5	34.2	5.3	1.7%	2.4
航运	520,396	-29.8	85.1	12.2	21.3	25.8	31.4	28.1	21.2	6.0	1.1%	1.2
机场	97,821	10.5	16.4	12.1	23.3	12.6	12.9	13.3	33.9	4.5	1.0%	2.6
高速公路	46,649	11.6	13.7	12.5	18.3	10.6	11.5	12.3	22.2	2.7	2.5%	1.9
港口	67,001	-7.6	2.3	29.7	5.9	19.9	18.6	21.4	27.5	5.9	1.5%	3.0
城市公用事业	34,204	13.8	18.0	3.2	1.0	7.0	5.8	5.8	54.6	3.2	1.2%	9.3
总计	29,022,978	22.5	41.8	31.6	18.2	15.4	17.1	19.3	28.1	5.4	1.4%	1.7
资源材料板块	11,839,694	17.3	14.0	21.2	8.7	20.9	19.2	20.1	29.8	6.0	1.3%	2.8
服务业板块	14,302,185	36.2	75.0	43.0	24.6	11.7	15.4	18.8	26.6	5.0	1.5%	1.4
制造业板块	1,728,606	25.1	58.6	23.7	24.2	12.2	16.8	18.4	31.7	5.8	1.0%	1.8
交通及基础设施	1,115,283	-13.8	57.4	16.8	16.9	15.2	19.5	20.0	26.1	5.2	1.3%	1.7

资料来源: 中金公司研究部。

注: 表中 ROE 根据年底净资产预测值计算; PEG = PE (06) / growth (06-09 CAGR); 考虑到了更准确的反映行业增长的趋势, 我们剔除了一些特殊原因造成盈利巨幅波动的上市公司。

行业盈利趋势分析

主要结论

资源材料板块中钢铁、建材、电力等行业, 将受益于国内经济的稳定增长, 国内价格上涨足以消化成本上升的压力。

金融、房地产、商业零售、航空、旅游休闲等服务业板块正处于“量价齐升”的盈利持续增长的黄金周期。

以内需为主导的汽车及零部件、食品饮料、医药、机械装备、电气设备等制造业中具有品牌优势、提价能力、垄断资源的企业仍具有足够能力来摆脱成本上升的压力。

资源和原材料板块: 轻国际定价, 重国内定价

资源材料板块中钢铁、建材、电力等行业, 将受益于国内经济的稳定增长, 国内价格上涨足以消化成本上升的压力, 同时这些行业估值水平又具有足够的安全边际。

相反, 价格主要由国际市场决定的原油、有色金属板块, 一方面在美国经济增速趋缓的背景下供求关系面临较多的不确定性; 另一方面人民币升值较快将部分抵消部分国际市场价格上涨带来的收益。08 年资源税可能的上调对原油、天然气、有色金属、煤炭等资源企业盈利有一定的负面影响。另外, 石油天然气、有色金属、煤炭企业的盈利增长并不能长期支持当前的高估值水平。

表 7: 中金重点研究公司资源材料板块盈利增长预测及估值水平 (截至 2007 年 12 月 3 日)

行业分类	总市值 (百万元)	净利润增长率(%)				净资产收益率(%)			市盈率(X)	市净率(X)	分红收益率	PEG
		06	07E	08E	09E	06	07E	08E	08E	08E	08E	(06-09 CAGR)
石油天然气	7,575,641	12.8	8.7	16.5	5.5	23.5	21.1	21.5	31.1	6.7	1.3%	3.9
石化	109,872	-50.5	63.5	14.4	-23.2	4.4	6.9	7.5	69.6	5.2	0.0%	10.1
煤炭	1,568,727	6.0	27.9	35.3	22.2	18.2	14.7	17.5	41.7	7.3	1.1%	2.5
有色金属	892,940	107.7	3.8	24.7	-7.9	29.3	23.1	24.5	31.5	7.7	0.8%	6.8
钢铁	679,347	22.7	26.1	31.0	14.1	16.5	18.8	21.5	14.5	3.1	3.5%	1.0
建材	134,069	192.8	83.3	50.8	34.9	13.2	21.4	22.0	27.5	6.0	0.1%	1.4
化工	200,783	20.3	46.8	32.7	17.4	19.2	21.3	23.3	26.5	6.2	1.8%	1.6
造纸包装	51,511	5.1	42.2	26.4	35.7	10.3	11.0	10.6	23.6	2.5	1.0%	1.2
电力	626,804	13.2	31.1	21.2	20.4	12.1	12.6	12.1	25.7	3.1	1.8%	1.7
资源材料板块	11,839,694	17.3	14.0	21.2	8.7	20.9	19.2	20.1	29.8	6.0	1.3%	2.8

资料来源: 中金公司研究部。

注: 表中 ROE 根据年底净资产预测值计算; $PEG = PE(06) / \text{growth}(06-09 \text{ CAGR})$; 考虑到为了更准确的反映行业增长的趋势, 我们剔除了一些特殊原因造成盈利巨幅波动的上市公司。

石油天然气

高油价趋势有利上游，但严重挤压炼油毛利：我们石油行业研究员预测 08 年 WTI 平均油价将可能达到 80-95 美元/桶（取决于 OPEC 是否提高日产量限额），相对于今年 72 美元的平均油价上涨 11-32%。从需求来看，尽管美国经济放缓可能带来负面影响，但是主要的需求增量来自于中国（占全球新增需求的比重达到 36-37%）、印度等发展中国家。明年中国经济仍将保持 11% 的高速增长，预计原油需求仍然稳定增长 7%；全球增速仍有 2%。而 OPEC 对原油供应的控制力上升和弱势美元等因素将进一步刺激油价的上涨。由于国内短期内成品油定价机制市场化难以实现，油价上行将进一步挤压下游炼油企业的毛利水平。根据我们敏感性分析，油价上涨对国内石油公司盈利的影响都偏负面，中石油由于原油进口和下游炼油业务比重更高，影响更为明显。

人民币升值将抵消高油价的影响：我们宏观组预测 08 年人民币升值幅度将达到 10%，将很大程度上抵消一部分油价上涨的因素。有助于缓解高油价对炼油企业毛利率的挤压。

资源税提高的负面影响：预计原油资源税将由现在的从量计征（14-30 元/吨），提高到从价征收，税率预计为 3-4%。根据我们的敏感性分析（表），3% 的从价征收资源税将使得中石油和中石化 08 年盈利预测下降 5% 和 4%。

表 8：石油公司 08 年盈利预测对油价和人民币汇率变动的敏感性分析

08 年盈利假设：成品油价格不变；原油价格平均 80 美元；人民币升值 10%

盈利预测		敏感性分析				
(人民币)	EPS07E	EPS08E	平均油价上升 1 美元		人民币升值 1%	
			EPS08E	+/-	EPS08E	+/-
中石化	0.702	0.807	0.761	-5.63%	0.841	4.21%
中石油	0.792	0.924	0.920	-0.41%	0.920	-0.39%

资料来源：中金公司研究部

表 9：石油公司 08 年盈利预测对资源税调整的敏感性分析

资源税率	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
2008 年 对净利润的影响					
中国石油	-0.5%	-2.8%	-5.1%	-7.5%	-9.8%
中国石化	-0.7%	-2.4%	-4.1%	-5.9%	-7.6%

资料来源：中金公司研究部

有色金属

有色金属价格中长期有支撑，但短期疲软：有色金属为全球定价，由于供给的相对刚性，使得价格主要直接取决于全球需求的变化。美国经济放缓将对需求产生较明显的负面影响。但是由于中国、印度等新兴市场需求保持强劲，其中，中国消费量占铜铝铅锌的全球份额达到 18-28%；消费增量占全球的份额更是高达 29-68%，08 年中国经济依然保持 11% 的情况下，需求增长依然较快。我们研究员预计，中国将在 08 年底至 09 年初从电解铝的净出口国转为净进口国，中长期来看，将对全球有色金属价格产生一定的支撑；但是短期来看，至少明年一季度前，美国经济趋缓因素将使得有色金属价格难有明显的上涨。

人民币加速升值、生产成本的上升压力将部分挤压企业盈利：人民币升值步伐加快，08 年 10% 的可能升值幅度，将对国内有色金属价格（人民币计价）产生一定的压力。另外，08 年政府从节能减排的角度考虑，将对矿产资源税、水电煤等生产资料价格上调等因素都会挤压以冶炼为主的企业毛利率水平。当然，一体化程度较高的上市公司受到的影响会较小。

资产注入预期难以再现 07 年辉煌：有色金属是 07 年 A 股市场股价表现最为抢眼的板块。但是股价上涨的主要动力来自于大量的资产注入预期，由于有色金属价格（除了黄金）并没有出现上涨，因此，行业盈利增速远远低于股价的上涨幅度。随着大多数公司完成资产注入，08 年资产注入预期难以再现 07 年辉煌，因而对股价的刺激有限。

估值水平偏高难以持续：目前 A 股有色金属企业 08 年的平均市盈率约为 32 倍，甚至超过市场整体市盈率水平，并处于历史水平的高端，已经充分反映了行业和公司的有利因素，我们认为这么高估值难以持续。

钢铁

内需依然强劲，出口放缓不会改变国内供求略紧的情况：基于 08 年国内 FAI 增长 24% 的假设，国内钢铁需求预计保持 16% 以上的增速，敏感性分析表明，FAI 增速每放缓 1% 将导致需求增速下降 0.5%。08 年国内钢材新增产量预计增长 12-13%，考虑到钢铁出口增长可能放缓，值得一提的是出口放缓主要的原因并不是国际市场需求的大幅减少，而是国内钢价上涨导致与国际市场价差的缩小，以及国内限制钢铁出口政策提高国内厂商的出口成本所致，实际供给增长将达到 15%。因此，国内市场供求之间仍存在缺口，有望继续推动未来钢铁价格上涨。即便国内 FAI 增速进一步放缓到 20%，供求也能维持大体平衡，不会出现产能过剩的局面，钢价出现回落的可能性有限。

铁矿石涨价等成本上升压力对大钢厂不是问题：大钢厂通过每年一签的铁矿石订购合同以及长单锁定运费（占 70% 以上），相对于中小钢厂，成本优势明显。钢价的上涨足以消化成本上升的压力。即便在全行业面临成本压力的条件下，大钢厂仍能通过成本优势和高附加值产品的价格优势保持毛利率水平不受到挤压；而小钢厂和落后产能的淘汰，有助于行业整合的加速。

建议增持原材料成本优势，产量增长较多的大钢厂：从成本角度看，武钢、宝钢、鞍钢等大钢厂的铁矿石成本相对于中小钢厂优势有明显的优势；从新增产能上来看，武钢明年有多条生产线

投入生产，产量增长幅度超过 21%。

煤炭

煤价基本面有较强支撑：煤炭消费主要是以内需驱动为主，08 年国内经济增长较快的背景下，煤炭需求增长稳定，依然超过产量 7-8% 的增速。我们研究员预计 08 年动力煤价格上涨 10%，焦煤价格上涨 15%。成本方面，我们也考虑了明年从价征收 3% 的资源税，向山西省煤炭生产企业征收 15 元/吨左右的“矿山环境治理恢复保证金”以及“煤矿转产发展基金”对生产成本的影响。基于上述假设，预计煤炭公司明年的盈利增长将保持在 20-30%。

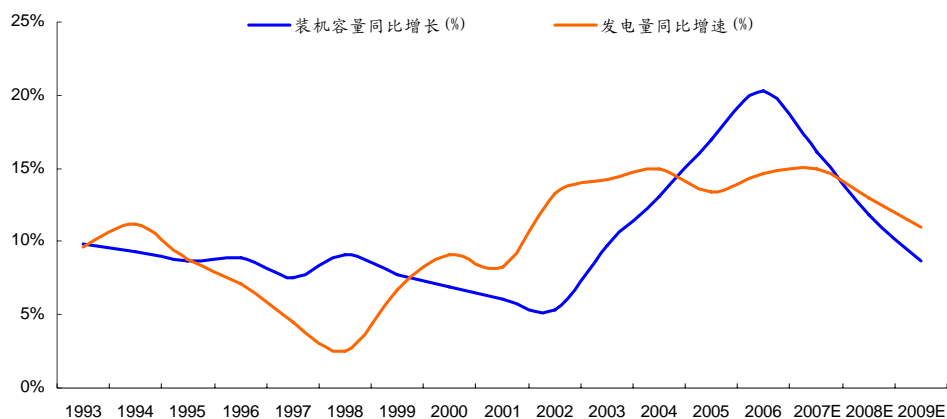
估值水平偏高：目前 A 股煤炭企业 08 年的平均市盈率约为 42 倍，甚至超过市场整体市盈率水平，并处于历史的高端。

行业资产注入和重组机会可能构成盈利超预期因素：很多地方性煤炭公司明年实现从母公司资产注入的预期较强，有望成为明年盈利增长超预期的因素，成为短期股价上行的催化剂。

电力

产能增长压力大幅放缓，利用率下降压力缓解：07 净增产能约为 100GW，同比增长 16.1%；而预计 08 年装机增速将快速放缓至 11.1%（净增产能为 80GW），行业快速放缓的扩容步伐，更为长期机组利用率的改善产生积极推动作用，利用率下滑风险或将持续到明年一季度左右。考虑到电力需求增长依然强劲，预计 08 年增长 13% 以上，因此，明年机组利用小时下降的压力大为减轻（图）。

图 33：电力行业供求变化趋势



资料来源：中金公司研究部

煤电联动等因素有助于改善电力企业的成本压力：电力需求增长将延续强劲态势；尽管短期内火电企业尚需面对燃料成本上升压力，但 08 年或将实施的第三次煤电联动以及行业整合，都将使电力生产商的盈利增速超出我们的预期；敏感性分析显示，考虑半年 1% 的煤电联动因素，火电企业有 2-5% 的业绩增长（表 x）。另外，煤炭价格压力没有今年大，有两方面原因：第一，铁路运能瓶颈出现改善，大秦可能增运 16.7% 约 5000 万吨，华东地区煤炭压力减小；第二，今后的新增火电主要集中在坑口地区，结构性的煤炭供需紧张局势将有所缓解。我们认为行业龙头抵御运营压力的能力更强，业绩更为稳健，长江电力作为水电龙头更是无须担忧成本上升的压力。

表 10：电力企业 08 年盈利预测对利用小时、燃料成本、电价的敏感性分析

2008 年全年盈利预测对因素变动 1% 敏感性分析

	华电国际	华能国际	粤电力 A	国电电力	大唐发电	国投电力	建投能源
利用率敏感度	4.8%	3.3%	3.1%	3.7%	2.0%	0.6%	2.6%
燃料成本敏感度	-5.5%	-3.7%	-3.8%	-2.2%	-2.5%	-2.3%	-2.2%
电价敏感度	10.0%	6.8%	6.7%	5.7%	5.3%	5.1%	4.6%

资料来源：中金公司研究部

估值方面已充分反映行业不利因素：中金重点覆盖电力上市公司的市盈率均值为 08 年 26 倍，低于市场平均市盈率 28 倍的估值水平，并处于历史的低端水平。考虑到我们目前的盈利预测并没有包含潜在的煤电联动，业绩预测有望为真实水平的下限。如若实现收购整合，电力生产商的业绩将体现出跳跃式的增长，估值水平进一步降低。因此，当前电力股偏低价格为投资者提供较大的安全边际。煤电联动前景趋于明朗化的 08 年 1 季度投资机会将会显现。

服务业板块：“量价齐升”下的盈利增长确定性

金融、房地产、航空、旅游休闲、商业零售、广告传媒等服务业板块正处于“量价齐升”的盈利持续增长黄金周期。

所谓“量”，从需求的驱动因素来看，目前中国服务业尚处于以满足国内需求为主导的现状下，受美国经济放缓和人民币升值的负面影响微乎其微。因此，在中国经济保持快速增长的情况下，服务业都会保持快速增长的势头，而且确定性高，不受政府信贷紧缩等宏观调控政策的干扰。所谓“价”，在国内成本（包括资源、原材料、劳动力成本等）显著上升的背景下，有垄断资源、品牌优势的服务企业有足够的提价能力；或者，有竞争力的服务企业可以通过效率的提高足以抵消成本上升的压力，因而企业的毛利率水平不会受到明显的挤压。另外，航空、旅游休闲、商业零售、广告传媒等板块除了来自经济增长的内生驱动因素之外，还将额外受益于“08年奥运会”的景气周期。

表 11: 中金重点研究公司服务业板块盈利增长预测及估值水平（截至 2007 年 12 月 3 日）

行业分类	总市值 (百万元)	净利润增长率(%)				净资产收益率(%)			市盈率(X)	市净率(X)	分红收益率	PEG (06-09 CAGR)
		06	07E	08E	09E	06	07E	08E				
银行	9,517,857	29.1	57.7	45.5	25.7	12.3	15.5	19.2	23.2	4.5	1.9%	1.3
保险	2,453,943	77.2	160.2	30.1	20.8	9.7	15.0	16.4	46.5	7.6	0.6%	2.6
证券	617,638	608.0	481.8	24.0	17.0	15.4	23.8	24.0	21.8	5.2	0.2%	1.5
房地产	569,860	36.7	79.3	60.7	37.5	12.9	13.4	18.2	30.8	5.6	0.9%	1.5
航空	492,172	152.1	524.1	68.0	1.8	2.5	12.8	18.5	38.4	7.1	0.4%	3.3
零售	168,627	70.8	72.9	30.2	34.1	12.7	17.7	19.0	37.0	7.0	0.4%	1.9
传媒	131,709	83.7	5.4	50.3	16.2	8.9	8.8	12.1	45.8	5.5	0.3%	3.2
旅游及酒店	114,430	27.7	35.5	38.3	21.5	12.2	14.2	17.4	53.1	9.2	1.0%	3.2
电信服务	208,151	28.2	20.0	20.0	24.0	7.2	7.9	8.7	39.7	3.4	0.8%	2.7
软件及服务	27,797	37.6	24.5	24.9	33.0	13.7	15.4	17.0	30.7	5.2	1.1%	1.7
服务业板块	14,302,185	36.2	75.0	43.0	24.6	11.7	15.4	18.8	26.6	5.0	1.5%	1.4

资料来源：中金公司研究部。

注：表中 ROE 根据年底净资产预测值计算；PEG = PE (06) / growth (06-09 CAGR)；考虑到了更准确的反映行业增长的趋势，我们剔除了一些特殊原因造成盈利巨幅波动的上市公司。

银行

贷款增速放缓对银行业盈利增长影响有限：08 年信贷增速得到控制可能的，但与 04-05 年调控相比难度在增加，最终的贷款增速不会出现大幅放缓从而导致经济出现硬着陆。当前预计 08 年银行盈利增速 45.5%；其中大银行约为 42%；中小银行约为 61%。我们盈利预测中已经反映了贷款增速在 08 年可能放缓，上市银行加总的贷款增速为 13.9%，和信贷增长目标差别不大。以我们目前的盈利预测作为基准，我们进一步做了敏感度分析，目的在于：如果实际情况和我们的预测发生偏差，对银行的利润影响会有多大。在银行生息资产配置中，贷款的替代产品主要是 3 年期左右的国债，现在收益率为 4.11%。即使考虑到明年 M2 增速和贷款增速差距扩大带来债券收益率下降，我们测算表明生息资产配置的变化对盈利的影响并不大，也就是说贷款增速每下降 1 个百分

点, 对盈利的影响也就是在 0.5-1 个百分点 (表 x)。不过, 严格的信贷控制使得继续上调明年盈利预测的可能性下降。

表 12: 贷款增速放缓对银行盈利的敏感性分析

贷款收益率	a	7.29
营业税率	b	5.50
正常类贷款		0.70
准备金计提比例	c	
债券收益率	d	3.50
有效税率	e	25.00
贷款与债券投资		1.14
税后收益率之差	$f=\{a*(1-b)-c\}*(1-e)-d$	

	工商银行	建设银行	中国银行	交通银行	招商银行	浦发银行	兴业银行	民生银行	华夏银行	深发展	中信银行
07年贷款余额 (人民币, 百万元)	3,994,288	3,261,546	2,808,982	1,017,308	670,357	506,982	405,471	571,226	303,928	204,044	565,064
08年预计贷款增速	9.9%	12.5%	11.0%	17.0%	19.5%	19.0%	24.0%	22.0%	18.5%	27.5%	20.5%
如果08年贷款增速 放缓1个百分点	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
对净利润的影响 (人民币 百万元)	(456)	(372)	(321)	(116)	(77)	(58)	(46)	(65)	(35)	(23)	(65)
相当于原预测的%	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.7)	(0.9)	(0.7)	(0.5)

资料来源: 人民银行, 中金公司研究部估计

净息差将进一步扩大: 07 年 5 次加息, 由于加息结构的不对称性, 使得银行存贷款利率差扩大, 1 年期存贷款利率差上升了 18bps。根据我们的敏感性分析, NIM 每上升 10bps, 对 08 年银行总体盈利的影响在 5-6 个百分点 (表 x)。

表 13: 净息差扩大对银行盈利的敏感性分析

	工商银行	建设银行	中国银行	交通银行	招商银行	浦发银行	兴业银行	民生银行	华夏银行	深发展银行	中信银行
净息差提升10个基点	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
08年净利息收入增长	9,142	6,862	6,149	2,303	1,314	947	988	1,044	608	379	1,039
对08年净利润的影响 (相 当于原预测的%)	5.9	5.0	5.8	5.6	4.5	6.7	5.7	7.9	11.7	8.0	6.3

资料来源: 人民银行, 中金公司研究部估计

高拨备覆盖率给了银行调节利润的空间: 由于信贷紧缩是有保有压的政策, 信贷的突然收紧可能会使一些企业的现金流出现问题, 给资产质量带来一定压力, 如果坏帐率 (credit cost) 上升 10bps, 带来银行拨备计提压力, 对 08 年盈利的负面影响仅为 2-6% (表 x)。而目前 A 股上市银行平均的拨备覆盖率超过 100%, 拨备计提压力不大。

表 14: 坏帐率对银行盈利的敏感性分析

	工商银行	建设银行	中国银行	交通银行	招商银行	浦发银行	兴业银行	民生银行	华夏银行	深发展银行	中信银行
08年预计贷款平均余额(百万元)	4,192,005	3,465,393	2,963,476	1,204,122	735,717	605,613	454,128	634,061	332,041	256,968	622,983
08年预计净利润	115,987	102,694	79,422	31,079	21,695	10,580	12,920	9,929	3,901	3,547	12,408
信用成本上升10bp	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
拨备计提增长(百万元)	4,192	3,465	2,963	1,204	736	606	454	634	332	257	623
税后影响(百万元)	3,144	2,599	2,223	903	552	454	341	476	249	193	467
相对于08年净利润百分比	2.7	2.5	2.8	2.9	2.5	4.3	2.6	4.8	6.4	5.4	3.8

资料来源: 人民银行, 中金公司研究部估计

来自资本市场的手续费收入预期依然乐观: 根据我们的敏感性分析, 即便按零增长假设计算, 对我们当前的 08 年盈利预测的负面影响也比较有限。其中, 大银行较大约为 5-7%; 中小银行更低仅为 1-3% (表 x)。

表 15: 来自资本市场的手续费收入放缓对银行盈利的敏感性分析

	工商银行	建设银行	中国银行	交通银行	招商银行	浦发银行	兴业银行	民生银行	华夏银行	深发展	中信银行
设	35%	36%	35%	42%	47%	30%	55%	30%	40%	30%	30%
资本市场相关手续费收入零增长 对手续费收入影响	5,120	4,615	3,245	1,209	1,490	181	346	339	104	74	243
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
税后影响	3,840	3,461	2,434	907	1,118	135	259	254	78	56	183
相当于08E净利润百分比	-3.3	-3.4	-3.1	-2.9	-5.2	-1.3	-2.0	-2.6	-2.0	-1.6	-1.5

资料来源: 人民银行, 中金公司研究部估计

多样化金融服务公司 (保险、证券)

尽管 08 年保险、证券公司的盈利增速会出现放缓 (主要是低基数效应的丧失), 但在股市高估值持续的背景下, 保险公司来自股票市场的投资收益、证券公司的经纪、投行、资管业务收入上升的空间依然较大。

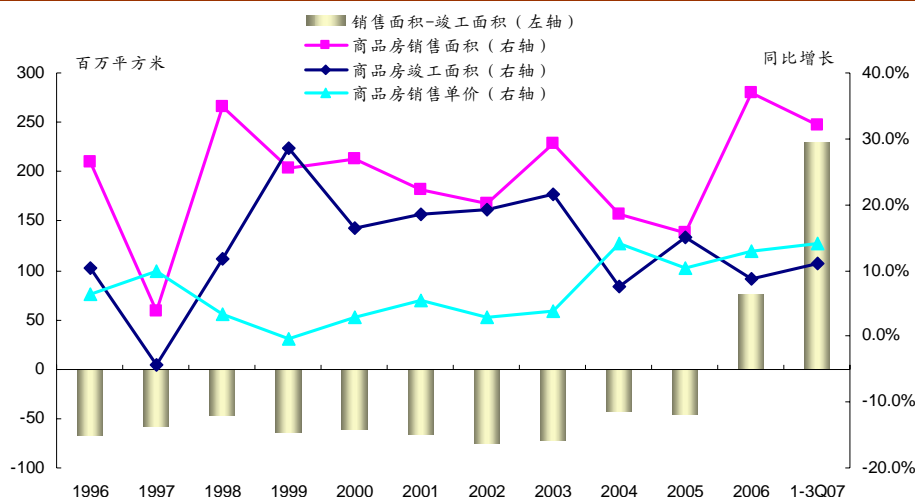
房地产

调控不会逆转供求矛盾, 08 年房价仍将上涨: 房价的根本决定因素是供求关系, 房价上涨的根本原因还是在于目前供给远小于需求。

- (1) **信贷紧缩:** 在抑制需求的同时, 也限制了地产商的开发能力, 减少了市场供给。目前对开发商来说, 银行贷款只占其资金来源的 20%, 企业完全可以通过预售款和自有资金提升弥补贷款减少, 资金压力有限。因此, 出现全国性的开发商低价甩卖房子, 导致房价下跌的可能性几乎没有。即便是大开发商拥有项目较多, 有动力加快周转, 但也仅限于个别项目及区域。

- (2) **政府近期严厉打击开发商囤地行为：**将促使开发商加速土地开发，促进土地存量进入商品房供应市场，从而在未来一段时间内将逐步减缓商品房供应短缺压力。由于潜在供应总量相对有限（据我们研究员测算，存量土地可形成的未来商品房供应建筑面积约为 33 亿平方米。在竣工和销售面积为 10% 年增幅假设下，现有土地储备（含在建面积）最多可供未来 4-5 年之用），并且从新开工到形成真是有效供应尚需 1-2 年时间。考虑到目前销售/预售面积远大于竣工面积（1.8: 1），存量土地加速进入市场有望在未来逐步缓解供应压力但尚不足以逆转供求差，因为不大可能造成房价的大幅下跌。对于上市公司来说，部分土地储备较多的公司必将加快开发步伐以免除缴纳闲置费用等风险，从而有使得公司业绩更快释放的可能。
- (3) **政府推行廉租房、经济适用房政策：**将是缓慢的过程。结构性的调整将带来行业主体的变化，这个过程将主要通过“双 70%”等土地出让、信贷和税收政策逐步调整实现，短期内调整将带来存量土地价值进一步拉升，项目利润率理论上将继续上升。中长期看，行业利润率将会落到合理水平，上市公司未来发展空间更多将通过行业集中度的实现，资金和品牌是胜出关键，国有地产公司将会受益。

图 34：全国商品房销售和竣工面积以及价格变动



资料来源：CEIC，中金公司研究部。

08 年公司盈利预期乐观：仍有望达到 60% 的高增长。企业盈利影响主要来自于售价、销售量和竣工面积的影响，我们 08 年的盈利预测中假设利润率低于 07 年实际状况，所以缓冲了售价与销售量减少因素；结算面积比其计划的竣工面积有 20% 左右的减少量，所以也有调整余地。根据敏感性分析，假设房价从 08 年起不增长，在销售面积维持不变的情况下，我们覆盖的上市公司 08 年的盈利预测有 10% 左右的下降风险（表 x）。此外，公司有可能加快销售应对信贷紧缩，反过来有利于业绩释放。总结来看，除非房价大幅度下跌或者销售量快速萎缩，否则 08 年企业增长速度不会有较大影响，目前的调控将影响 09 年以后盈利，企业长期增速将放缓，尽管如此，我们预计 09 年盈利增速仍将保持在 30-40%。

表 16: 如果房价和租金 08 年起停止上涨对 08 年盈利预测的影响幅度

公司名称	代码	目前假设(目前假设未来5年房价10%增长)		变换假设(假设房价0%增长)		下降幅度(未来房价不增长对目前预测影响)	
		净利润 (百万元) 2008E	每股净资产 (元) 2008E	净利润 (百万元) 2008E	每股净资产 (元) 2008E	净利润 (百万元) 2008E	每股净资产 (元) 2008E
A股上市							
侧重开发类:							
万科A	000002	7,575	17.06	6,849	14	-9.6%	-18.3%
招商地产	000024	1,747	38.01	1,665	31	-4.7%	-18.4%
金地集团	600383	1,506	33.50	1,305	28	-13.3%	-15.6%
华发股份	600325	674	39.74	643	32	-4.6%	-19.6%
保利地产	600048	2,420	40.21	2,213	31	-8.6%	-22.9%
中华企业	600675	820	19.28	739	16	-9.9%	-17.6%
栖霞建设	600533	555	22.40	494	16	-11.0%	-27.2%
亿城股份	000616	376	13.15	343	11	-8.6%	-17.9%
阳光股份	000608	299	10.71	267	7	-11.0%	-30.3%
平均值						-9.0%	-20.9%
开发和持有类:							
金融街	000402	1,038	31.37	948	28	-8.6%	-12.3%
陆家嘴	600663	830	19.63	811	15	-2.3%	-23.6%
浦东金桥	600639	295	19.74	291	16	-1.4%	-17.0%
中国国贸	600007	369	15.45	362	12	-1.7%	-22.2%
平均值						-3.5%	-18.8%
国内B股上市							
		(Rmb)	(Rmb)	(Rmb)	(Rmb)		
万科B	200002	7,575	17.06	6,849	14	-9.6%	-18.3%
招商局B	200024	1,747	38.01	1,665	31	-4.7%	-18.4%
陆家B	900932	830	19.63	811	15	-2.3%	-23.6%
金桥B	900911	295	19.74	291	16	-1.4%	-17.0%
平均值						-4.5%	-19.3%
香港上市							
		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)		
中国海外	688	6,686	19.57	6,050	13	-9.5%	-33.9%
首创置业	2868	1,100	10.01	980	7	-10.9%	-29.0%
华润置地	1109	2,400	16.96	2,250	13	-6.2%	-21.4%
雅居乐	3383	3,170	21.27	2,894	15	-8.7%	-28.6%
绿城中国	3900	2,032	24.77	1,788	16	-12.0%	-36.0%
富力地产	2777	4,543	38.89	4,129	28	-9.1%	-27.8%
世茂地产	813	3,289	28.56	3,060	19	-7.0%	-32.9%
平均值						-9.1%	-29.9%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

建议回避区域性风险, 增持行业龙头: 由于房价涨幅过快, 以深圳广州为代表的一些区域市场出现调整, 我们认为调整幅度有限但可能周期较长, 所以建议投资者短期内回避调整幅度较大的区域; 另外明年高档商品房调控力度将加大, 所以也建议关注开发普通商品房为主的公司; 我们重点关注的龙头企业调整幅度已经很大, 考虑到其未来业绩的确定性, 以及在资金来源、土地储备、品牌知名度、行业整合等方面的优势, 投资价值已经显现。

航空

08 奥运年之下, 航空业经营环境和运营效率继续改善: 今年以来民航需求的增长延续了去年以来加速增长的趋势: 1-10 月份旅客周转量同比增长了 17.2%; 运力投放上, 由于 A380 和波音 787 的推迟交付, 2008 年行业运力增长依然较为温和。根据目前各航空公司公布的机队引进计划来看, 08-09 年的运力增长也就 9-11% 的水平, 行业的客座率仍将会进一步提升, 今年航空业客座率水平同比提升了 1.8 个百分点。改善的供需关系以及旅客行为的变化 - 越来越多的旅客开始选乘头等舱和商务舱 - 也提升了行业的收益率, 年初以来三大航的客运收益率均有着 2%-5% 的改善。未来随着 08 年奥运会的临近, 我们预期民航需求的增长速度仍将保持在 15-17% 的水平, 国内主要航空公司的客座率和平均票价水平仍有继续提升的潜力。

人民币加速升值, 长期高油价不可持续: 航油价格并非想象那么糟糕。虽然原油价格近期已经接近 100 美元/桶的高价, 但由于现有国内成品油定价机制导致了国内航油价格的变化有所滞后。而 100 美元以上高油价持续的可能性有限, 08 年平均油价将达到 80-95 美元, 但人民币升值步伐加快, 根据中金宏观组预测, 08 年全年升值 10%, 将大大抵消国际油价上涨对国内航油价格上调的压力。另外, 由于目前市场的运力紧张, 即使国内成品油价格再度上调 1-2 次, 在较高的客座率水平的支持下, 我们认为航空公司完全有能力通过提高燃油附加费将大部分成本压力传递给终端旅客。此外, 原油价格上涨将使像国航这样具有较大套期保值头寸的航空公司获益。人民币升值加速带来的汇兑收益, 将使得航空公司的财务成本大幅度节约。

行业重组或成股价催化剂: 中国的天空开放是大势所趋, 而中国航空公司的竞争力依然有待提高, 我们认为未来航空业的重组整合将是行业关注的热点, 而基地位于上海的航空公司由于其独特的地理位置, 将会是行业下一轮整合的受益者。

表 17: 航空公司 08 年盈利预测对油价和人民币汇率变动的敏感性分析

假设原油价格下跌1美元 (人民币百万元)		08E	假设人民币升值1% (人民币百万元)		08E
南航			南航		
燃油成本变化		249	新增汇兑收益		545
净利润变化		187	净利润变化		370
原每股收益 (人民币)		0.594	原每股收益 (人民币)		0.594
变化后每股收益 (人民币)		0.637	变化后每股收益 (人民币)		0.679
%		7.2%	%		14.3%
国航			国航		
燃油成本变化		302	新增汇兑收益		264
净利润变化		221	净利润变化		193
原每股收益 (人民币)		0.571	原每股收益 (人民币)		0.571
变化后每股收益 (人民币)		0.589	变化后每股收益 (人民币)		0.587
%		3.2%	%		2.8%
东航			东航		
燃油成本变化		220	新增汇兑收益		167
净利润变化		165	净利润变化		114
原每股收益 (人民币)		0.342	原每股收益 (人民币)		0.342
变化后每股收益 (人民币)		0.363	变化后每股收益 (人民币)		0.357
%		6.1%	%		4.2%
上航			上航		
燃油成本变化		65	新增汇兑收益		33
净利润变化		46	净利润变化		23
原每股收益 (人民币)		0.116	原每股收益 (人民币)		0.116
变化后每股收益 (人民币)		0.159	变化后每股收益 (人民币)		0.138
%		36.4%	%		18.5%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

制造业板块：立足内需，关注具备品牌、提价能力、垄断资源等优势个股

以内需为主导的汽车及零部件、食品饮料、医药、机械装备、电气设备等制造业中具有品牌优势、提价能力、垄断资源的企业仍具有足够能力来摆脱成本上升的压力。

在外需放缓、人民币汇率升值和国内成本显著上升（主要是资源（包括能源、土地、水等）、原材料价格上涨加快、环保节能等措施的加强、高素质劳动力成本上升）的大环境中，传统的制造业类股票面临较大的挑战，尤其是以出口为导向的企业盈利增长不确定性较大，利润率水平受到挤压而且更容易受国家信贷紧缩、出口政策调整等宏观调控的影响。

表 18：中金重点研究公司制造业板块盈利增长预测及估值水平（截至 2007 年 12 月 3 日）

行业分类	总市值 (百万元)	净利润增长率(%)				净资产收益率(%)			市盈率(X)	市净率(X)	分红收益率	PEG (06-09 CAGR)
		06	07E	08E	09E	06	07E	08E				
机械	371,666	30.7	52.2	24.1	21.2	19.3	19.6	20.2	26.5	5.4	0.7%	1.6
电气设备	97,595	20.6	17.0	14.2	17.2	24.9	22.8	29.5	26.7	7.9	0.2%	2.2
汽车及零部件	313,883	39.9	124.5	28.9	20.7	7.1	16.9	19.3	25.4	4.9	1.4%	1.4
食品饮料	458,410	30.7	37.1	43.3	37.5	14.0	16.9	20.8	47.7	9.9	0.8%	2.4
农业	47,513	26.3	13.3	21.3	12.1	11.6	11.7	13.0	31.8	4.1	1.1%	2.8
家电及相关	125,299	21.6	67.5	28.4	14.2	9.5	13.5	15.3	30.0	4.6	1.5%	1.8
医药	113,971	3.8	46.2	20.1	22.7	11.9	15.4	16.8	36.4	6.1	1.2%	2.2
服装纺织	68,984	22.1	100.4	-29.7	21.9	15.2	25.2	16.3	37.9	6.2	1.3%	2.7
技术硬件及设备	67,505	-22.2	53.0	44.7	37.1	6.4	9.1	11.8	28.6	3.4	0.6%	1.4
电子元器件	63,782	50.2	50.9	-3.3	17.5	9.6	13.3	12.0	33.7	4.0	1.2%	2.5
制造业板块	1,728,606	25.1	58.6	23.7	24.2	12.2	16.8	18.4	31.7	5.8	1.0%	1.8

资料来源：中金公司研究部。

注：表中 ROE 根据年底净资产预测值计算；PEG = PE (06) / growth (06-09 CAGR)；考虑到为了更准确的反映行业增长的趋势，我们剔除了一些特殊原因造成盈利巨幅波动的上市公司。

我们关注以下投资机会：

- （1） **内需为主导：** 在美国经济增速放缓导致出口需求不确定性较大的情况下，以内需为主导的制造商销售收入增长的确性更高，而国内居民收入的快速提升、资产价格泡沫带来的财富效应、奥运会等因素将推动内需结构升级。另外，人民币升值将使得以出口为主的生产企业面临较大的汇兑损失，挤压利润率水平。汽车及零部件、食品饮料、医药、机械装备、电气设备等行业中多数上市公司满足以内需为主的条件，需求增长的确性较高。
- （2） **提价及转嫁成本的能力高，利润率稳定上升：**

汽车及零部件：车型储备较多、有市场优势、整车毛利率稳定的小汽车厂商（上海汽车）；国内公交车需求旺盛、性价比优势突出的客车厂商（金龙汽车）；受益于政府严格执行节能减排政策的汽车零部件生产的龙头企业（威孚高科）。

食品饮料：高端白酒（茅台与五粮液）、葡萄酒（张裕）、苹果浓缩汁（国投中鲁）等行业，因其消费对象价格敏感度低而较普通消费品更具产品定价与利润率维持能力；经营模式/现状与原材料价格上涨关联度极低的企业（北大荒和好当家）；短期利润率水平有望保持平稳甚至上升的企业（新农开发和通威股份）。

医药：未来政府在医疗卫生体系投入的加大以及医疗体制改革深入都将推动医疗需求的释放。但考虑到医药生产企业的行业集中度偏低，我们建议关注有品牌、研发技术优势、产品进入壁垒较高的研发型仿制药企业（恒瑞医药）以及现代中药企业（康缘药业）；有流通渠道资源优势的医药流通企业（国药股份）。

机械装备：在国家政策支持下，以国内市场为主、产品结构升级趋势明显、下游需求快速增长的专用设备制造企业（沈阳机床）。

电气设备：受益于国家节能政策和电网投资有较大成长空间、产品竞争优势和行业垄断地位显著的企业（置信电气）；在固定资产投资旺盛和电气化水平提升的背景下，电线电缆行业维持在景气周期，龙头企业将继续受益于行业集中度的提高（宝胜股份）；国内电网投资强劲，高电压等级产品比例上升持续改善公司盈利能力（特变电工）。

投资建议

资产配置建议

- (1) **金融、房地产、零售、航空、旅游休闲**等服务业板块“量价齐升”的盈利增长可持续性较强；相对估值水平处于历史低端，上升空间显著，是我们行业配置的首选。
- (2) 资源材料板块盈利增长不确定因素较多；难以长期支持目前远高于历史平均水平的相对估值水平；但是**钢铁、建材、电力**等行业仍可受益于国内经济的强劲增长，存在一定交易性的投资机会。
- (3) 制造业板块配置，我们建议以个股选择为主。以内需为主导的汽车及零部件、食品饮料、医药、机械装备、电气设备等制造业中具有一定品牌优势、提价能力、垄断资源的企业，具有足够能力来消化成本上升的压力；相对估值水平仍有一定的上升空间；

量化行业配置权重

我们资产配置的基准是沪深 300 指数，行业配置权重主要基于指数自然权重做出调整，以反映我们对行业的投资建议。

我们基于前面对行业盈利趋势的分析，行业市盈率/大盘市盈率比值相对于历史平均水平的偏差，PEG 值等三个因素出发确定行业配置权重：

1. 策略对行业的评级：

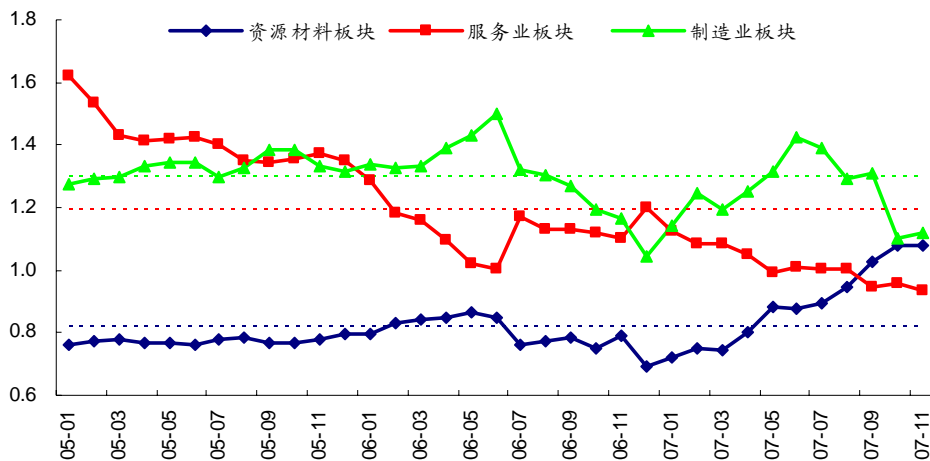
我们根据自上而下的分析，对行业的盈利趋势做出判断，并结合当前的股价水平，给出行业的投资偏好评级：推荐、中性以及回避三个评级。

2. 行业市盈率/大盘市盈率比值相对于历史平均水平的偏差：

行业市盈率/大盘市盈率比值的历史平均值是一个相对稳定的数值，反映了不同行业之间成长性与周期性等特征的差异性。

例如，服务业板块成长性高、周期性弱，所以消费板块市盈率/大盘市盈率比值的平均水平为 1.2 左右；制造业板块成长性较高，但周期性也较强，此比值为 1.3 左右；而资源材料板块周期性强，此比值仅为 0.82 左右。而各个时期行业市盈率/大盘市盈率比值会围绕其均值波动，当比值远低于均值时，反映该行业当前估值偏低，向上回归的概率更高，股价跑赢大盘的可能性较高；反之亦然。目前资源材料、服务业、制造业板块分别为 1.08、0.94、1.12，偏离历史均值 0.26、-0.26、-0.18，表明资源材料板块估值下调风险较高，而服务业和制造业板块估值仍有上升空间。

图 35: 行业市盈率/大盘市盈率比值



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

3. PEG 值:

PEG 值同时考虑了估值(市盈率水平)和未来盈利的成长性这两个因素, 一般认为当 PEG 为 1 时估值合理, 数值越低则意味着股价越被低估。实证也表明, 业绩增长较强而估值相对低的板块(即低 PEG 板块)涨幅明显较高, 股价上涨和 PEG 的负相关性很强(参见我们 07 年 4 季度策略报告中的解释)。

基于上述指标, 我们进行加权标准化处理以后, 得到权重调整参数, 具体配置建议参见下表。

表 19: 基于沪深 300 指数的行业配置权重

	基准自然权重	策略评级	行业市盈率/大盘市盈率				PEG (06-09 CAGR)	权重调整系数	建议配置权重
			当前值	历史均值	偏差	评级			
石油天然气	7.04%	-5	1.13	0.79	0.35	-4	3.88	-1.26%	5.78%
石化	0.25%	-5	2.46	2.69	-0.23	1	10.14	-0.25%	0.00%
煤炭	4.18%	0	1.49	1.04	0.44	-4	2.54	-0.63%	3.56%
有色金属	5.40%	0	1.13	0.72	0.40	-5	6.77	-0.97%	4.42%
钢铁	7.01%	5	0.51	0.52	-0.01	0	1.02	0.43%	7.43%
建材	1.12%	5	0.96	1.02	-0.06	1	1.38	0.49%	1.61%
化工	2.38%	0	0.94	1.13	-0.18	2	1.63	0.06%	2.45%
造纸包装	0.57%	0	0.83	0.91	-0.07	1	1.22	0.00%	0.57%
电力	5.14%	5	0.92	1.19	-0.27	2	1.69	0.56%	5.69%
银行	16.50%	5	0.82	1.00	-0.18	2	1.26	0.60%	17.10%
保险	2.61%	5	1.59	1.74	-0.16	1	2.63	0.36%	2.97%
证券	5.31%	5	0.77	0.68	0.09	-1	1.52	0.28%	5.58%
房地产	8.07%	5	1.07	1.06	0.01	0	1.52	0.37%	8.44%
航空	1.70%	5	1.45	1.48	-0.03	0	3.35	0.19%	1.89%
零售	2.71%	5	1.26	1.49	-0.23	2	1.87	0.54%	3.25%
传媒	1.08%	5	1.73	2.63	-0.90	3	3.21	0.51%	1.58%
旅游及酒店	0.07%	5	1.82	1.93	-0.11	1	3.15	0.31%	0.38%
电信服务	1.77%	0	1.41	1.39	0.02	0	2.68	-0.24%	1.53%
软件及服务	0.58%	0	1.10	1.66	-0.57	2	1.74	0.05%	0.63%
机械	4.23%	0	0.94	1.01	-0.07	1	1.57	-0.03%	4.20%
电气设备	0.91%	0	0.95	0.63	0.33	-5	2.21	-0.69%	0.22%
汽车及零部件	2.21%	5	0.90	1.03	-0.13	1	1.42	0.48%	2.69%
食品饮料	3.70%	5	1.70	1.97	-0.28	1	2.39	0.39%	4.09%
农业	0.52%	0	1.12	1.39	-0.27	2	2.82	-0.05%	0.46%
家电及相关	1.66%	0	1.06	1.14	-0.09	1	1.85	-0.06%	1.60%
医药	1.64%	0	1.30	1.88	-0.58	3	2.19	0.11%	1.74%
服装纺织	0.73%	0	1.27	0.99	0.28	-3	2.71	-0.54%	0.19%
技术硬件及设备	1.30%	0	1.03	2.31	-1.28	5	1.42	0.39%	1.69%
电子元器件	0.39%	-5	1.14	1.78	-0.64	4	2.50	-0.32%	0.07%
铁路	1.84%	5	1.21	1.53	-0.32	2	2.38	0.49%	2.33%
航运	0.82%	0	0.76	0.71	0.06	-2	1.22	-0.30%	0.53%
机场	0.93%	0	1.18	1.66	-0.47	3	2.57	0.07%	1.00%
高速公路	0.83%	0	0.78	1.24	-0.46	4	1.92	0.24%	1.07%
港口	1.70%	0	0.98	1.50	-0.52	3	3.04	0.02%	1.73%
城市公用事业	1.09%	-5	1.90	1.86	0.04	0	9.29	-0.97%	0.11%
其他	2.02%							-0.62%	1.40%
	100.00%								100.00%

资料来源: 人民银行, 中金公司研究部估计

重点推荐个股

表 20: 重点推荐个股

公司名称	评级	股价(元)	总市值	流通市值	每股收益(元)			市盈率(x)			市净率(x)			分红收益率		
		2007-12-3			(百万元)	06	07E	08E	06	07E	08E	06	07E	08E	06	07E
金融(含地产)																
招商银行	推荐	39.73	584,207	187,160	0.46	0.94	1.48	86.0	42.1	26.9	10.6	8.7	6.8	0.3%	0.6%	0.9%
民生银行	推荐	15.15	219,358	183,301	0.32	0.42	0.69	47.8	36.5	22.1	9.5	5.0	4.2	0.0%	0.4%	0.9%
中信证券	推荐	84.57	280,369	236,082	0.80	3.39	4.31	106.3	24.9	19.6	20.5	5.8	4.7	0.1%	0.2%	0.4%
中国平安	推荐	113.52	833,810	91,384	0.81	1.86	2.35	139.3	61.1	48.3	18.4	8.1	7.1	0.2%	0.4%	0.6%
金地集团	推荐	48.25	40,485	28,902	0.53	0.96	1.79	90.9	50.2	26.9	13.1	4.9	4.2	0.4%	0.5%	0.5%
万科A	推荐	32.53	223,546	169,170	0.31	0.69	1.10	103.8	47.1	29.5	15.0	7.9	6.7	0.5%	0.6%	1.0%
消费																
华联综超	推荐	28.43	10,602	6,980	0.45	0.58	0.90	63.3	49.3	31.8	7.0	6.3	5.4	0.7%	0.4%	0.6%
华联股份	推荐	11.79	2,938	1,406	0.07	0.08	0.46	159.8	145.6	25.8	5.3	5.1	3.3	1.1%	0.1%	0.0%
首旅股份	推荐	36.20	8,377	3,294	0.34	0.58	0.98	106.0	62.6	37.1	9.6	8.9	8.0	0.5%	0.8%	1.3%
歌华有线	推荐	24.66	26,144	14,383	0.41	0.37	0.53	60.4	66.3	46.9	7.1	6.4	5.7	0.8%	0.2%	0.3%
贵州茅台	推荐	174.12	164,334	71,029	1.59	2.50	4.34	109.3	69.5	40.1	27.9	21.6	15.4	0.4%	0.6%	1.1%
国投中鲁	审慎推荐	17.82	2,940	1,980	0.25	0.50	0.84	72.7	35.4	21.1	5.8	3.6	3.1	0.0%	0.0%	0.0%
上海汽车	推荐	23.98	157,094	39,436	0.22	0.80	0.96	110.3	30.0	24.9	5.0	6.5	5.7	0.5%	0.7%	1.7%
金龙汽车	推荐	18.57	5,479	3,838	0.52	0.76	1.04	35.8	24.5	17.9	5.7	4.8	3.9	0.6%	0.8%	0.8%
康缘药业	推荐	24.01	3,747	2,404	0.41	0.63	0.93	58.5	38.3	25.9	7.7	7.2	6.3	1.0%	1.3%	1.9%
基础材料																
武钢股份	推荐	14.36	112,554	45,021	0.50	0.87	1.15	28.9	16.5	12.5	5.2	4.3	3.5	2.1%	3.0%	4.0%
海螺水泥	推荐	66.47	104,121	17,467	1.14	1.60	2.30	58.5	41.6	28.9	11.8	10.6	7.8	0.1%	0.1%	0.1%
华鲁恒升	推荐	21.77	10,792	6,096	0.47	0.63	0.86	46.2	34.5	25.4	6.3	5.3	4.5	0.2%	0.5%	0.9%
工业(含交通运输)																
置信电气	推荐	47.67	9,831	6,935	0.33	0.85	1.54	144.6	56.3	31.0	34.0	13.8	10.5	0.3%	0.7%	1.0%
沈阳机床	审慎推荐	17.35	9,464	5,222	0.24	0.49	0.61	71.0	35.2	28.4	8.1	6.7	5.5	0.2%	0.3%	0.3%
大秦铁路	推荐	21.65	280,947	56,338	0.34	0.46	0.62	64.3	47.5	34.8	8.0	7.5	6.9	1.4%	1.3%	1.7%
中国国航	推荐	22.35	273,818	28,809	0.26	0.36	0.55	85.8	61.8	40.5	8.8	8.1	6.8	0.1%	0.2%	0.3%
东方航空	推荐	16.70	81,278	6,613	-0.57	0.12	0.34	n. m.	n. m.	48.8	26.8	8.9	7.5	0.0%	0.0%	0.0%
电信科技																
中兴通讯	推荐	48.90	46,921	23,819	0.84	1.26	1.85	58.1	38.9	26.4	4.4	4.0	3.6	0.3%	0.5%	0.6%
公用事业																
长江电力	推荐	16.84	158,500	82,674	0.44	0.59	0.66	38.1	28.4	25.4	5.7	4.5	2.3	1.7%	1.5%	1.8%

资料来源: 中金公司研究部。

投资主题一：奥运受益板块和个股

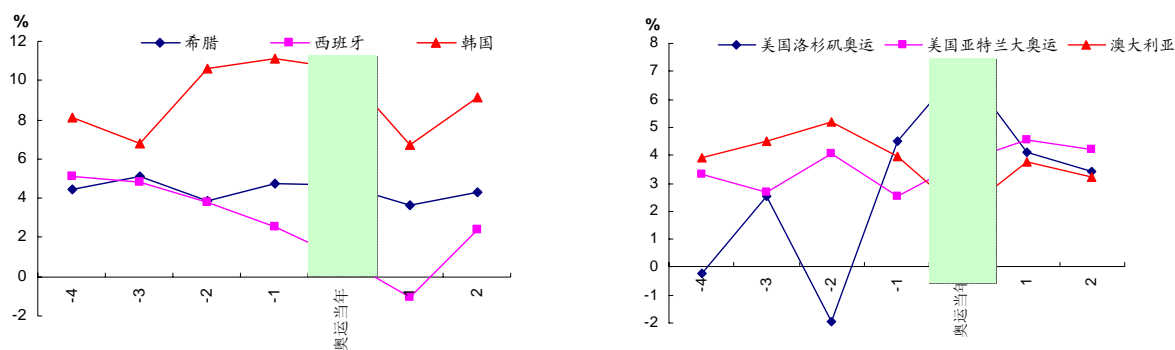
随着 08 年北京奥运会的临近，围绕奥运会展开的投资主题，例如“奥运会是否会成为中国经济的拐点”“哪些板块会从中受益”，越来越成为市场关注的焦点之一。

“2008 年北京奥运会”不会成为中国经济的分水岭

奥运经济是在一定时间和空间范围内围绕举办奥运会所发生的一切直接或者间接的经济活动以及由这些经济活动所衍生的一切经济联系和经济效益的总称。奥运经济具有明显的阶段性和周期性特征，一般分为三个阶段，各阶段呈现不同的经济发展特点。**前奥运阶段**，即 7 年左右的筹备期，以奥运场馆及相关设施投资增长的拉动为主。**奥运阶段**，即奥运会举办当年，以奥运会的举办而增加的各项消费带动为主，消费增势强劲。**后奥运阶段**，即奥运会后的一段时间内，受需求不足制约，可能产生经济下滑，投资下降等低谷效应。随着北京奥运会即将结束前奥运阶段，从而进入奥运阶段及后奥运阶段，在现阶段关注后奥运阶段中国经济表现更具有现实意义。

从历届现代奥运会的举办情况来看，希腊，西班牙和韩国在奥运会举办后或多或少都会呈现出低谷效应引发的经济增长放缓的现象。但这种现象又不必然，美国在 1984 年和 1996 年分别举办过洛杉矶和亚特兰大两届奥运会，两届奥运会结束后，美国经济增长情况各不相同。澳大利亚在悉尼奥运会当年的经济表现并不令人满意，但次年经济却有了较大幅度的增长。

图 1：奥运主办国在奥运会前后经济增长表现



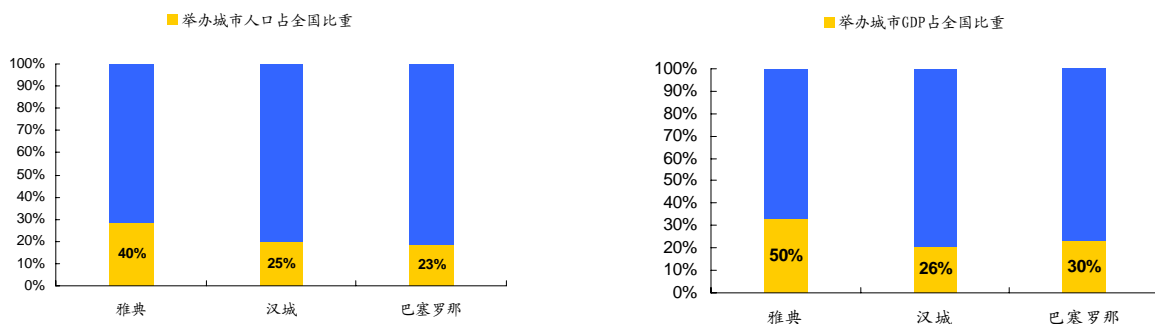
资料来源：世界银行，中金公司研究部

结合对于举办国经济在奥运之后的不同表征，奥运会是否会成为中国经济增长的分水岭。我们认为，由于北京经济规模占全国比重不大，即便北京在后奥运阶段出现经济衰退，也不会对中国经济造成很大影响。

我们发现在奥运会结束后出现经济增长放缓的希腊，西班牙和韩国的经济规模不大，而举办城市经济规模占全国比重却相对较大，奥运经济刺激效应作为拉动举办城市经济增长的外部因素，一旦突然消失，如果举办城市经济规模占所在国家的比重较大，势必会造成举办国的整体经济增长放缓。

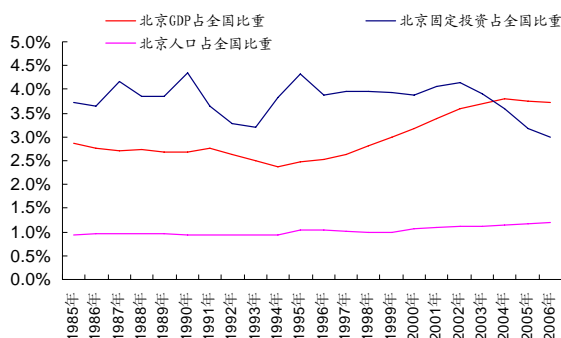
但中国的情况和这些国家有所不同, 中国的经济规模和上述几个国家相比要大得多, 而且各项经济指标上看, 北京的经济规模占全国的比重不高 (图 3)。

图 2: 希腊, 韩国和西班牙奥运会举办城市占全国规模较大



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图 3: 北京各项经济指标占全国比重



资料来源: CEIC, 北京统计局, 中金公司研究部

根据国内学者做的研究结论: 相对于没有奥运会的基准情形, 在 2003-2007 年间, 北京市的 GDP 年均将提高约 2.3 个百分点, 在 2008 年, GDP 增长率将提高约 4.1 个百分点。对总体经济而言, 由于北京市经济总量占全国比重很小, 奥运会在奥运建设期对国内其他地区的经济增长只有 0.07% 的提升作用, 在 2008 年最多也只有 0.23% 的促进作用。反之亦然, 如果在奥运会过后, 北京市经济受到低谷效应的影响开始趋缓, 那也只是局部区域性的经济放缓, 全国其他地区受到的波及将会很小。

表: 举办奥运会的宏观影响 (变动百分比)

增长率%	北京市			国内其他地区		
	2003-2007	2008	2009-2010	2003-2007	2008	2009-2010
GDP	2.35	4.1	0.6	0.07	0.23	0.06
投资	5.6	0.2	-0.2	-0.08	0.12	0.03
居民收入	2.3	3.8	0.4	0.03	0.18	0.09
居民消费	2.7	3.7	0.3	0.04	0.17	0.08
省际调入	3.2	3.4	0.6	-0.02	-0.03	-0.02
省际调出	2.2	3.9	-0.1	0.09	0.16	0.03
进口	2.5	8.7	0.5	0.03	0.13	0.01
出口	1.7	37.6	1.3	-0.04	-0.12	-0.02

资料来源：《奥运经济对北京和国内其他地区的经济影响》，中金公司研究部

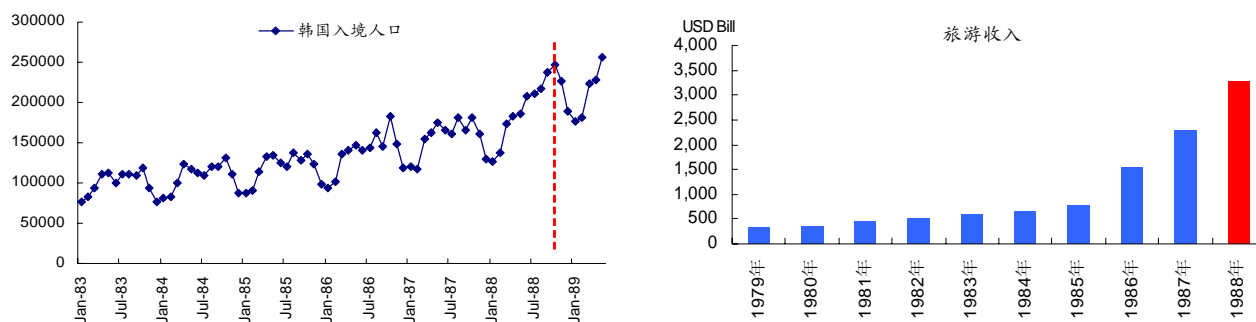
奥运受益板块

虽然我们不把奥林匹克因素对中国未来经济态势看的那么重要，但通常意义上的“奥林匹克景气”的基本特征也会有，从中进行深入挖掘还是会给我们带来结构性经济增长的机会。通过分析我们认为以下4个行业将较大程度受益于北京奥运。

1. 旅游酒店行业

历届奥运会都不同程度地带来举办国的游客入境人数的提升，奥运期间所带来的大量人流会在奥运会当年促成一个需求高峰，旅游酒店板块将成为奥运经济的直接收益者，也会成为奥运景气产生的最大经济效益来源。以韩国为例，汉城奥运会结束前后，韩国旅游入境人口达到阶段的高点，旅游收入也相应有了大幅提升。

图 5：韩国入境人口汉城奥运前后激增



资料来源：CEIC，中金公司研究部

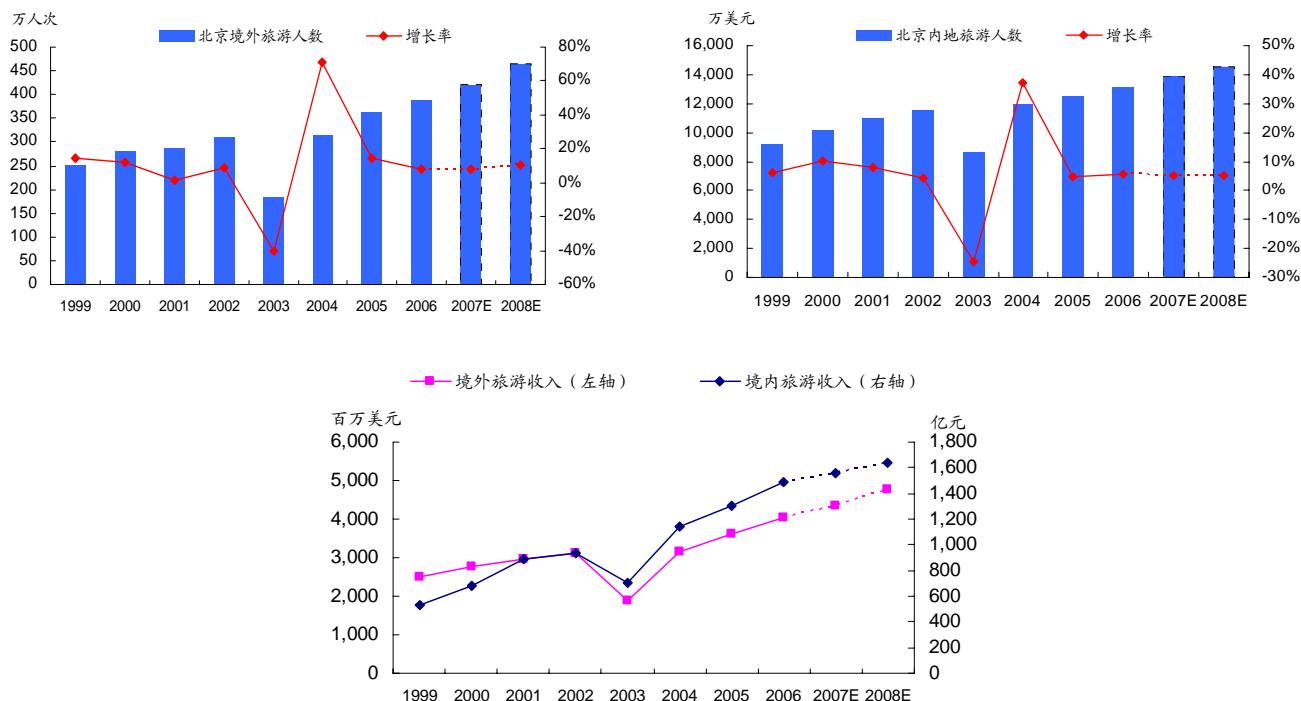
对于北京而言，2008年奥运会为北京旅游酒店业的发展提供了契机。我们估计北京奥运会期间将吸引大约68万人次的外国旅游者以及200多万国内游客，2008年全年将会有大约640万次境外游客，1.6亿次境内游客到京游玩，带来48亿美元和1634亿人民币的旅游收入。

表：2008年奥运会期间外国旅游者人数估计

年份	城市	外国旅游者	参赛人数	外国旅游者和参赛人数比例
1984	洛杉矶	230000	7716	30: 1
1988	汉城	220000	9581	23: 1
1992	巴塞罗那	300000	9368	32: 1
1996	亚特兰大	300000	10360	30: 1
2000	悉尼	440000	11116	40: 1
2004	雅典	-	-	-
2008	北京	680000	17000	40: 1

资料来源：国际奥委会，中金公司研究部估计

图7：2008年北京奥运会境内外游客数目和旅游收入将大大增加



资料来源：北京市统计局，中金公司研究部

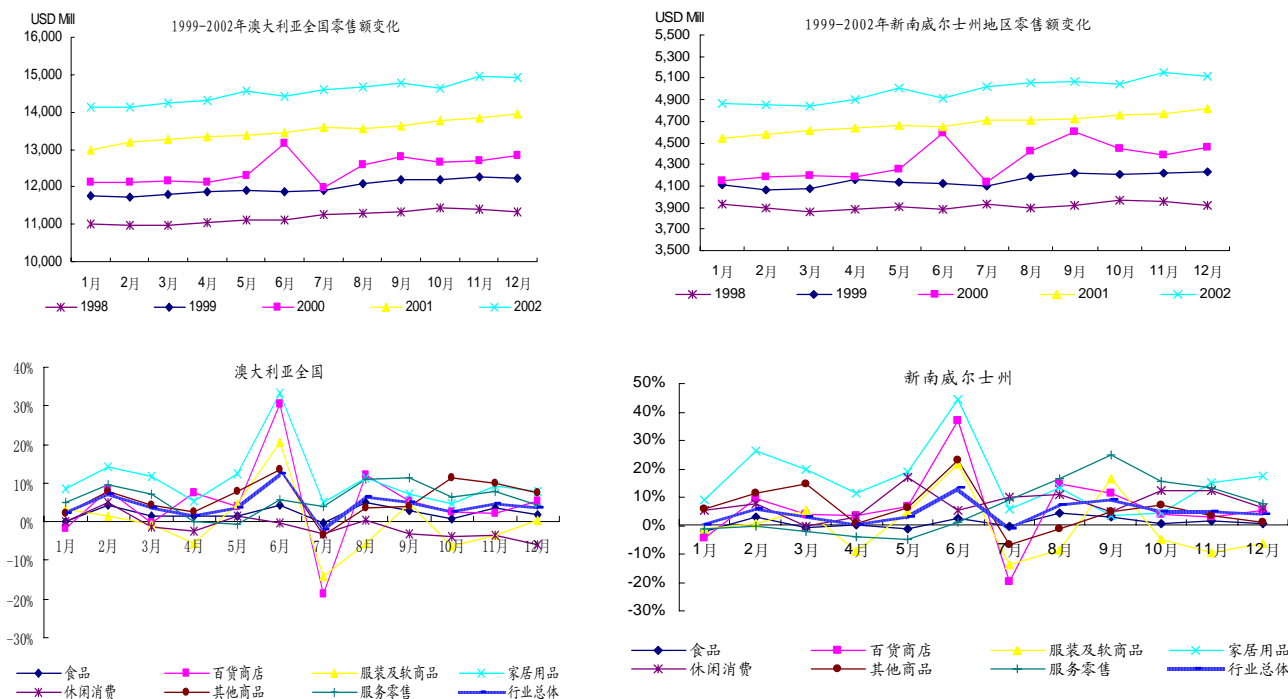
北京的酒店业将直接受益于奥运带来的大量游客。我们预期宾馆客房08年的供不应求将促使北京星级饭店市场上的房价和入住率在奥运景气作用下持续走高。除了酒店业，旅行社和景区将同样收益。北京所有拥有不可复制的自然和人文景观自然会在奥运期间受到广大游客青睐，大量的游客使得国内旅行社行业面临巨大商机。虽然旅行社行业毛利率偏低，但是充足的业务量使其有了更大的经营空间，行业景气度有望在奥运期间得以巨幅提升。

2. 零售批发行业

奥运会带来的巨大人流不但促进了旅游酒店行业的发展，也给零售批发行业带来契机。

悉尼奥运会对于澳大利亚零售业形成了非常明显的冲击效应，澳大利亚全国和举办城市所在地新南威尔士州的零售额增长都在奥运会召开期间达到阶段最高点。

图 8: 奥运会对澳大利亚零售业的影响



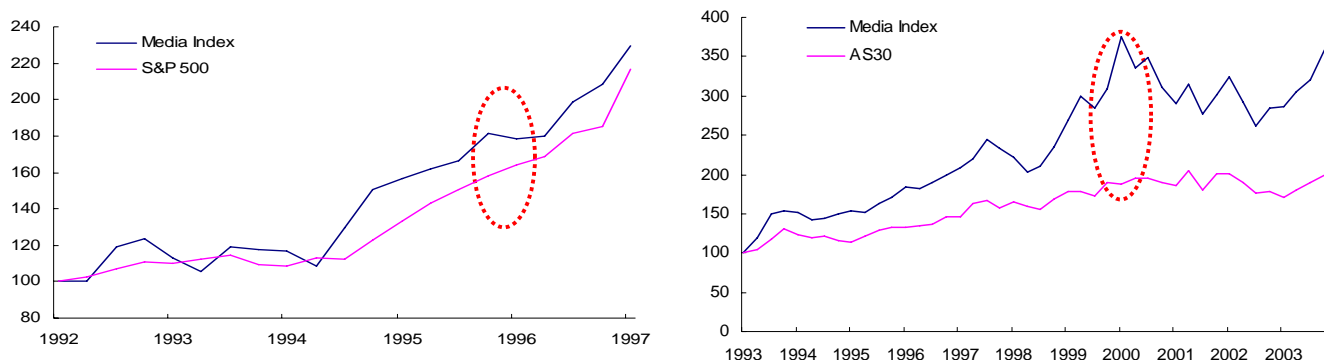
资料来源: AUSTRALIAN BUREAU OF STATISTICS, 中金公司研究部

从澳大利亚全国范围和新南威尔士州看, 家居用品、百货商店、服装、以及其他商品 (包括药品及化妆品零售、花园用品零售、鲜花零售、手表及珠宝零售等) 在奥运期间表现更为突出 (图 17), 都高出行业总体, 和往年相比, 这些商品类别销售额大增并非季节性因素, 我们有理由把这现象归因于奥运会带来的大量境内外游客。目前我国人均 GDP 进入中等发达国家水平, 居民消费结构逐步和国际趋同。和细悉尼奥运会相比, 2008 年奥运会期间, 北京将接待更多的游客 (图 15), 由此给零售板块带来的奥运效应也将比悉尼奥运会大得多。从行业内部看, 比照悉尼奥运会经验, 预期北京奥运会将给百货商店, 手表、珠宝等零售带来更多的惊喜。

3. 广告传媒文化行业

自从洛杉矶奥运会引入商业化运作以来, 广告商加入全球合作伙伴计划 (TOP) 等赞助活动强有力地带动媒体产业走强。出于对奥运会注意力经济带来期待, 举办国在奥运会当年广告支出都会出现突增, 媒体板块在奥运当年表现突出。

图 9: 2000 年悉尼奥运会和 2004 年雅典奥运会之前, 彭博媒体指数强劲增长



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

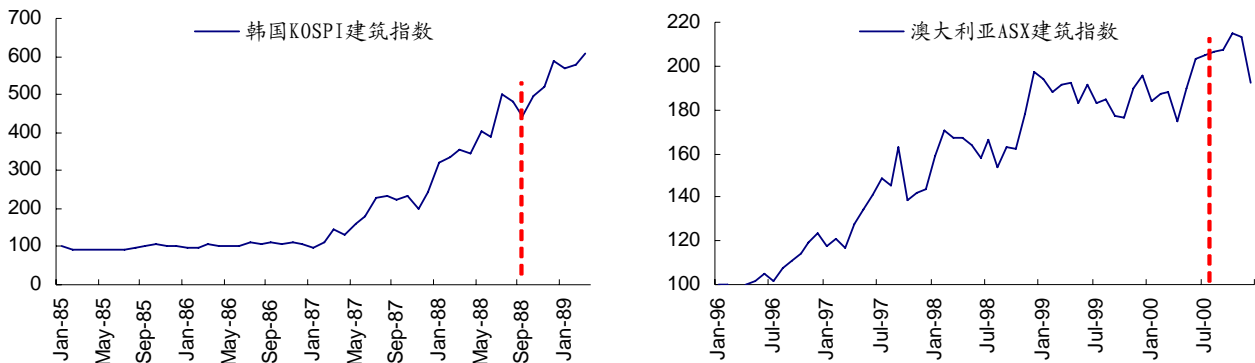
围绕“奥运”主题的内容对广告主来说将极富吸引力, 也将成为新广告中的主导。CTR 市场研究最新监测数据显示, 2006 年, 中国广告市场花费总额为 2875 亿元人民币, 较 2005 年增长 18%, 2007 年, 中国广告市场将同比增长 20%, 2008 年增长将更为乐观。这一预测结果主要根据 2006 年世界杯期间的广告市场表现及 2008 年奥运会的影响推断得出, 消费者会更愿意为奥运相关的内容埋单, 从而带来更大的广告和订阅收入。媒体广告行业兴旺发展的形势对于依托强势媒体经营的上市公司来说无疑是利好。

除了广告传媒, 奥运也将成为中国体育产业的助推器。我们体育产业在 GDP 中的比重和发达国家相比还不高, 美国体育产业的年产值为 2100 亿美元, 是汽车制造业总收入的两倍, 占 GDP 的 2%; 澳大利亚体育产业对 GDP 的贡献超过 1%; 意大利以“足球工业”为主的体育产业自 20 世纪 80 年代末就已成为国民经济的十大支柱产业; 英国体育产业年产值达 70 亿英镑, 超过汽车制造业、烟草业的产值; 而我国体育产业对 GDP 的贡献却不足 0.5%, 借举办奥运的契机促进全民健身消费的增长是我国体育产业获得发展的最有力保障。依赖于我国人口优势, 每扩大一个百分点, 健身消费将给体育产业带来的产值和效益都是十分可观的。另外, 在体育用品制造方面, 奥运会是展示体育用品行业成果的大好时机, 也是提高公司形象和对外宣传产品的绝好机会。目前, 世界著名体育用品商标绝大多数都是通过奥运会来提升知名度的。东京奥运会上的“ASICS”, 慕尼黑奥运会的“ADIDAS”, 洛杉矶奥运会的“CONVERSE”都是很好的例子。如果我们民族体育用品, 例如李宁能够把握住北京奥运契机, 扩大在国际的知名度, 将有望取得长足发展。

4. 建筑工程行业

建筑业是奥运工程建设的主力军, 是首当其冲受益的行业。从历史数据也容易看到, 在奥运会建设期间, 韩国和澳大利亚的建筑指数在奥运前 1 到 2 年都开始启动。

图 10: 韩国和澳大利亚建筑指数在奥运前都大幅攀升



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

基建板块相关公司在奥运前期由于承接各种奥运工程, 对业绩的提升必然有很大的帮助, 但在奥运会结束之后, 失去奥运项目需求, 该板块业绩的可持续发展更加令人值得思考。同样是奥运会后, 日本和澳大利亚建筑行业股指在奥运过后掉头向下, 但韩国 KOSPI 建筑指数依然保持升势, 其中决定该板块后期走势的力量在于奥运结束之后是否有新的建筑项目来维持该行业的业务量。

东京奥运会期间, 日本政府的投资尤其是建筑方面投资的过度集中, 1964 年奥运相关投资占当年总投资额的 19.1%, 奥运会结束后, 一下失去了如此大比重的投资, 而并没有新的投资热点项目出现, 这样就直接影响到日本建筑行业的持续性发展。在投资分散这点上, 韩国的作法要相对明智。韩国 1988 年汉城奥运会将奥运相关投资分散在 7 年间进行, 到 1986 年底完成了 59.1% 的相关投资, 1982-1988 年与奥运会相关的建筑投资只占全国建设总投资的 1.4%, 规模较为有限。而且, 跟日本的情况不同, 奥运会结束以后, 韩国致力于开发西海岸, 相关企业的利润增长点有了新的来源, 从而并没有出现奥运结束后建筑行业企业业绩大幅下降的局面。

和前几届举办过奥运会的国家相比, 中国的城市化、工业化进程尚未在继续, 远未完成, 因此还需要继续进行大规模的基础设施建设, 城市化建设等。北京奥运投资金额达 2700 亿元, 分布在 7 年间完成, 而截至到 2006 年底, 我国固定资产投资额已超过 10 万亿元, 奥运投资占我国投资总额的比例很小, 除非出现大的调控手段, 奥运建设期结束后不会出现中国投资增幅放缓, 经济发展放慢的情况。在后奥运时期, 失去奥运项目作为业务支持我国基建行业不会缺乏业务增长点。

奥运受益个股

根据北京奥运的不同阶段, 可以在不同阶段有相对的投资侧重点。

在投资策略上, 奥运筹备期, 我们认为主要体现为投资需求增加, 建筑行业将受益较大; 在奥运会举办期间, 主要体现为消费需求的增加, 受益行业为消费类行业; 奥运会后期, 主要体现为通过奥运会提升了知名度, 并把握奥运机会, 获得持续发展的公司。

这里我们按照投资驱动、消费驱动和品牌营销驱动的分类试着列举了一些受惠于奥运的 A 股上市公司以投资者供参考, 并不必然表明我们看好这个公司的投资价值。

表: 奥运受益板块及个股

股票名称	股价(元) 2007-11-30	每股收益(元)			市盈率			市净率			涨跌幅(%)			备注
		06	07E	08E	06	07E	08E	06	1周	3月	年初至今			
投资驱动型														
建筑建材														
承德钒钛	15.06	0.37	0.53	0.94	46.1	27.0	22.7	2.5	-4.4	-21.4	214.2		北京奥运重点工程的国家体育场(鸟巢工程), 开始使用承德钒钛股份有限公司生产的新Ⅲ级钢筋。此外北京的基础建设也大量承德钒钛的产品, 北京市场对于承德钒钛的产品有较大的认同和需求, 承德钒钛的产品在北京市场已经树立起了性能的优势。	
鹏博士	24.96	0.04	0.30	0.69	16.7	82.6	36.0	8.3	-0.2	-19.5	327.0		公司正式与北京北控电信通信信息技术公司建立长期战略合作伙伴关系。北京电信通公司作为北京地区的电信基础运营商, 承担着“数字北京”、“数字奥运”的信息化基础建设及其应用系统工程的建设任务, 其中北京内保单位和奥运场馆网络监控项目的系统集成业务和软硬件设备提供业务与公司合作, 由此具备实质的奥运题材看点。	
宝胜股份	30.3	0.67	1.02	1.48	35.0	29.7	20.5	3.4	-5.7	-10.6	138.8		宝胜股份与国华国际工程承包公司签订了2008北京奥运会主场馆国家体育场工程(鸟巢)采购合同, 由此成功进军奥运市场。随后, 公司利用品牌优势、技术优势和产品优势, 继取得北京首都机场等国家重点工程项目订单后, 本次取得2008北京奥运会主场馆国家体育场工程(鸟巢)项目订单, 标志着公司在承接国家重点形象工程方面具有一定优势, 后期有望为公司带来利润上的增长点。	
泰豪科技	13.12	0.31	0.53	0.73	121.7	24.6	18.0	4.0	-1.4	-3.5	39.7		国家体育场“鸟巢”工程柴油发电机组项目投标中, 经过激烈角逐, 泰豪科技凭借综合实力优势, 在国内外19家大公司中脱颖而出, 一举中标该项目, 工程项目位于北京奥运村内。	
太行水泥	8.97	0.09	0.13	0.15	59.5	68.0	58.6	1.7	-9.9	-7.4	179.2		北京金隅集团是太行水泥的实际控制人。金隅集团直属北京市国资委, 主营建材、房地产、现代服务业三大产业, 在全国同行业位居第4位, 目前也是世界建材百强企业之一。金隅集团是北京市重点工程和奥运工程的最主要建材供应商, 其中水泥的供应量占工程需求量的80%。从这一点来说, 公司作为金隅集团旗下主要水泥企业, 在2007年作为奥运之前的一年, 北京的水泥需求将使公司获得很大的发展空间。	
长江精工	14.01	0.26	0.42	0.76	101.1	33.3	18.5	5.2	2.6	-2.5	100.4		承接包括08年奥运会主体育场国家体育场鸟巢钢结构工程(2.85亿元)在内的重大工程	
国栋建设	8.8	0.17	0.13	0.94	71.1	66.7	9.4	0.9	-0.1	-1.7	101.0		奥组委有关负责人已同意公司作为08北京奥运会项目选用国栋牌的中高密度纤维板、秸秆/木质纤维板、刨花板、玻璃、强化地板、全部数十万套办公家具和全世界运动员、官员、工作/服务人员的居住家具、大型会议桌椅等的独家赞助商, 并已通知公司在近期内进行家具报价, 公司有望借助奥运提升公司品牌形象。	
路桥建设	14.21	0.18	0.32	0.71	87.9	44.5	20.0	1.9	-7.2	-2.8	100.7		北京在2008年前为主办奥运将加大城市交通设施和隧道及公路桥梁的建设, 作为注册地在北京的路桥建设无疑将获得大单。	
江南重工	33.89	0.04	0.17	0.27	78.5	194.9	126.3	2.1	-3.7	-23.6	482.3		承接北京奥运会主会场钢结构工程。	
北新建材	9.92	0.25	0.29	0.38	49.1	34.4	25.9	1.8	2.8	-2.6	120.2		数次中标奥运场馆建设。	
首钢股份	7.2	0.21	0.25	0.28	15.2	28.5	25.4	1.3	-1.4	-6.6	116.0		1.公司国内规模最大的线材生产企业, 北京将在2008年奥运会前新建大量体育场馆, 这些体育场馆将全部采用钢结构, 对于作为地处北京的一家大型钢铁企业来说, 北京奥运会将为公司钢铁主业带来巨大的发展机遇, 未来爆发潜力大。2.首钢具备奥运地产概念, 其搬迁题材受世人瞩目。随着2008年奥运会的临近, 公司整体搬迁正在进行之中。河北曹妃甸生产基地正在全面开工建设。	
金融街	26.49	0.49	0.69	0.90	46.6	38.2	29.4	7.2	-7.8	-24.1	59.4		受惠于奥运给北京带来的房价上扬。	
天鸿宝业	28.2	0.03	0.60	0.52	43.2	47.2	54.6	2.1	-16.6	-27.5	358.4		由天鸿宝业参与投标的国家体育馆和奥运村项目系北京市2008年奥运场馆的重要组成部分。	
北京城建	23.96	0.13	0.42	0.74	24.8	57.5	32.3	3.6	-3.3	-14.3	109.2		投资参股奥运场馆及相关设施建设(五棵松文化体育中心、国家体育馆和奥运村两大奥运项目)。	
节能环保														
双良股份	11.23	0.31	0.25	0.35	39.6	45.0	32.0	2.3	-0.2	-7.0	239.5		双良股份将为2008年北京奥运重点配套项目——首都机场3号航站楼提供3台制冷量为2000冷吨(660万大卡)的超大型以天然气为动力的环保节能直燃式溴化锂中央空调。	
首创股份	16.16	0.19	0.23	0.26	48.9	69.1	61.4	2.8	2.0	-6.5	184.5		拥有新大都酒店业务, 作为地处中关村科技园区的一家涉外四星级酒店, 随着北京旅游环境的逐步改善以及2008年奥运会的临近, 公司在酒店经营上的收益将会会有一个大幅度的上升。	
交通运输														
华北高速	7.04	0.23	0.27	0.32	55.0	25.6	22.2	1.2	1.9	-4.2	101.7		公司是华北地区高速公路的龙头企业, 拥有华北地区的主干线京津塘高速公路, 京津塘高速公路作为处于北京周围的黄金通道, 密集的人流和物流使得公司具备典型的奥运概念题材。	
曙光股份	13.13	0.45	0.59	0.72	95.8	22.2	18.2	2.6	-0.4	-3.1	67.0		先期已经获得部分奥运订单, 北京为迎接奥运也开始建设BRT线路, 首条BRT线路已全线贯通。	

资料来源: WIND, 中金公司 研究部整理

表：奥运受益板块及个股（续）

股票名称	股价(元)	每股收益(元)			市盈率			市净率			涨跌幅(%)			备注
	2007-11-30	06	07E	08E	06	07E	08E	06	1周	3月	年初至今			
消费驱动型														
旅游酒店														
首旅股份	35.24	0.34	0.49	0.78	97.5	72.3	45.2	5.4	-4.7	-0.3	137.7		集团下属的民族饭店和京伦饭店为北京组委会指定酒店，两家酒店奥运期间70%客房已经为奥组委预定，房价达到每日275美元。而剩余30%的客房中，70%左右已经被海外客户预订，房价每日约为350至370美元，这相当于07年平均房价的5倍左右。	
中青旅	25.33	0.34	0.52	0.74	43.8	49.1	34.3	2.7	-0.4	6.5	99.0		1.在公司旅游业务收入中，北京地区收入占50%。08年北京奥运会将对公司的业绩带来极大的推动作用。2.酒店和写字楼出租的收入随着北京房价的进一步提升同样会大幅增加。	
中国国贸	17.99	0.24	0.29	0.40	18.2	61.6	45.1	4.0	0.4	4.1	79.0		受益于北京奥运期间大量的游客。	
商品零售														
孚日股份	11.62	0.31	0.33	0.44	62.6	35.6	26.2	6.9	-2.5	-6.1	75.3		2005年，孚日股份成为2008年北京奥运会唯一一家家纺类特许经营商，这为公司进一步提高品牌知名度奠定了良好的基础。	
王府井	41.9	0.49	0.59	0.86	49.5	71.2	48.7	6.0	-4.4	1.3	73.9		王府井作为北京市场百货份额最大的零售商将是奥运的最大受益者，奥运效应将大幅提升北京核心商圈的人气和客流量。	
西单商场	9.92	0.02	0.03	0.01	66.8	300.6	992.0	1.7	-1.4	3.5	108.4		奥运带来的巨大人流对零售业有巨大的推动作用。	
北京城乡	11.96	0.18	0.32	0.39	33.7	36.9	30.3	1.3	-2.4	2.9	66.2		1.公司投资的房地产项目与北京2008年奥运有关比赛场馆毗邻，将分享奥运会给北京房地产市场带来的巨大商机；2.公司是2008年北京奥运商品特许经营十家零售店之一；3.主管仓储连锁超市业务，奥运带来的大量游客将大幅提高营业额。	
通信传媒														
歌华有线	24.67	0.65	0.39	0.53	70.3	63.2	46.2	6.6	-8.0	-8.6	59.3		据2008年奥运行动规划，2002-2008奥运会规划投资在2800亿元人民币左右，其中23%将投资于信息通信领域，近600亿元。	
*ST北巴	18.24	-0.86	0.24	0.59	50.1	76.2	31.1	3.3	-6.3	-6.2	108.2		通过资产重组和定向增发，主业成功转型为广告传媒和旅游业务，是奥运会最热的题材。	
中信国安	27.76	0.54	0.56	0.92	59.6	49.9	30.1	5.7	-1.8	-14.5	22.1		收益与北京奥运带来的数字电视的普及。	
中视传媒	24.98	0.20	0.24	0.45	49.9	102.0	55.7	4.7	-3.0	2.6	67.3		奥运将带动广告业务的飞速发展，许多大的国际性公司将在央视或者各场地投巨资做广告，作为央视唯一的上市公司，公司的广告收入将飞速增长。此外，京奥组委向国际奥委会承诺，2008年北京奥运会将采用高清数字电视技术向全世界进行转播。因此，随着奥运临近，高清频道有望快速发展，而公司作为央视高清频道的内容提供和编排者，未来发展潜力可观。	
营销驱动型														
中国银行	6.45	0.17	0.22	0.31	35.0	28.8	20.8	5.9	-3.7	-10.0	19.7		奥运赞助商。	
青岛海尔	16.68	0.26	0.52	0.69	36.9	32.2	24.2	2.0	-7.3	-17.1	82.7		1.北京奥运赞助商，唯一一个白色家电的赞助商，大大提升海尔在国内外的知名度，有望再造三星2.截至目前，已中标的20个奥运项目中80%的产品选用了青岛海尔全变频中央空调产品。	
青岛啤酒	33.42	0.33	0.50	0.66	120.4	66.6	50.8	3.7	2.6	-6.6	142.4		奥运会指定赞助商资格，国内啤酒行业龙头地位及正在启动的奥运会营销将使公司品牌价值继续提升等因素。	
中国石化	21.12	0.58	0.75	0.94	23.4	28.2	22.4	3.7	-5.4	-19.2	134.0		奥运合作伙伴。	
东方金钰	10.13	0.03	0.29	0.40	47.1	34.6	25.4	8.9	1.3	-4.9	26.8		奥运特许商品生产销售商。	
燕京啤酒	15.83	0.28	0.35	0.42	32.8	45.6	37.6	2.4	-4.4	6.4	63.5		奥运赞助商。	

资料来源：WIND，中金公司研究部整理

投资主题二：资产重组带来的投资机会

我们曾经在07年下半年策略报告中,详细分析过非市场化定价的资产重组给二级市场带来的投资机会:资产重组的机会首先带来企业盈利能力和股票市值的爆发式增长,而且更重要的是在中国当前特殊的制度环境下,非市场化定价的资产重组将不断上演(即以高价进(高价私有化上市公司)、低价出(低价向上市公司注入资产)),这种资产重组方式实际上是“国有大股东”变相向“流通股东”输送了大量利益,因而能大幅刺激股价,甚至成为一种“变相的管理层激励”手段。中国未上市资产规模依然较大。只要“国家对于国有企业收购和转让资产的定价原则并无有效监督,加上内幕交易监管执行力度有限”的现状无根本性改观的情况下,资产重组过程中非市场化定价现象不可能在短期内发生改变,因此,来自资产重组题材的投资机会仍将是未来推动股市上涨的一个重要因素。

从各级国资委和国有企业选取的资产重组路径倾向和可操作性来看,以下路径由“易”往“难”排列:

1. “一对一模式”:即集团公司有大量未上市资产,但旗下只有一家上市公司,且上市公司实际控制人也为该集团公司。由于涉及利益方简单,资产重组思路很清晰,即母公司私有化上市公司实现整体上市,或者上市公司定向增发实现资产整体注入。例如,长江电力,以及多数地方性国有企业。
2. “一对多模式”:即集团公司有大量未上市资产,但主业并不清晰,旗下有多家上市公司,且这些上市公司实际控制人均为该集团公司。整合的思路也并不复杂,集团公司需要按不同主业对旗下的资产进行整合,然后将不同的主业资产分别注入不同的上市公司,这样既可以避免同业竞争,又满足了上市做大做强的要求。例如:一航集团控制力源液压、西飞国际、ST吉生化等多家上市公司,目前已经明确资产整合方向,将重型机械资产全部注入力源液压;民品飞机制造资产注入西飞国际;发动机资产注入ST吉生化等。当然相对而言,实施的难度和周期也有所增加,因为涉及到各个上市公司之间的利益分配与协调。
3. “多对一模式”或者“多对多模式”:上市公司拥有多个较强的控制人,而控制人又分别有多个上市公司的情况下,重组的思路和难度都会复杂很多。例如,盐湖钾肥的大股东为盐湖集团,二股东为中化集团,盐湖集团将先整体资产注入ST数码实现整体上市,然后将在ST数码股改完成后的一个会计年度实施合并盐湖钾肥,由于涉及中化集团的控制力,盐湖钾肥的合并过程必然将受到中化集团的影响,为必能做到一帆风顺。另外,当涉及“多对多模式”的集团公司兼并整合的情况下,上市公司的合并注资行为将更为复杂。

下面我们整理给出了一些我们认为重组和注资思路相对比较清晰、进展更为容易的板块(涉及装备工业、煤炭、电力、交通运输及消费等行业)和个股,仅供投资者参考,并不必然表示我们对这些公司的重组前景和投资价值的看好。

表：装备工业（军工、机械、电气设备、汽车及零部件）行业重组和资产注入机会

集团公司	母公司	上市公司	主营业务	注资进展
中国核工业集团	中国核工业集团	000777 中核科技	工业阀门	N
中国航天科工集团	中国航天科工集团	600271 航天信息	税控系统	N
	贵州航天朝晖电器厂	002025 航天电器	连接器、继电器	N
	南京晨光集团	600501 航天晨光	特种车、压力容器、波纹管	N
	长峰科技工业集团	600855 航天长峰	医疗器械、军用产业、数控机床	股改承诺将注入优质资产
中国航天科技集团	中国航天科工集团	000901 航天科技	汽车仪表、卫星配件	N
	中国航天科工集团	600677 航天通信	纺织、航天通信产品	股东大会通过注资方案
	深圳市中兴新通讯设备有限公司	000063 中兴通讯	通讯设备	N
	中国航天时代电子公司	600879 火箭股份	航天电子设备 和元器件	已完成部分注资
中国航空第一集团	西安航天科技工业公司	600343 航天动力	液力变矩器、特种泵、仪器仪表、机电设备	N
	上海航天工业总公司	600151 航天机电	汽车零部件、新能源	N
	中国航天科技集团公司第五研究院	600118 中国卫星	小卫星制造及卫星服务	已完成部分注资
	中国航天科技集团公司	000901 航天科技	注塑、视听产品	N
中国航空第二集团	西安飞机工业（集团）有限责任公司	000768 西飞国际	飞机零部件、铝合金型材	注入集团飞机整机资产及整合沈飞、成飞民品资产，方案待监管部门批复
	贵州金江航空液压有限责任公司	600765 力源液压	液压件、汽车零部件	股东大会通过注资方案
	中国贵州航空工业（集团）有限责任公司	600523 贵航股份	汽车、摩托车零部件	股东大会通过注资方案
	中国航空救生研究所	002013 中航精机	调解器	N
中国船舶工业集团	华润（集团）有限公司（完成重组前）	600893 S吉生化	西航集团航空发动机业务	董事会通过西航集团注资方案，目前停牌中
	中国航空工业第一集团公司	002179 中航光电	电连接器、光器件及线缆组件	N
	中国航空工业第一集团公司	002190 成飞集成	工模具、计算机集成技术开发	即将上市
	深圳中航集团股份有限公司	000026 飞亚达A	指针式石英表及其机芯、零部件	N
中国船舶重工集团	深圳中航集团股份有限公司	000043 深南光	投资、宾馆服务配套设施、房地产	N
	深圳中航集团股份有限公司	000050 深天马A	液晶显示器	N
	中国航空科技工业股份有限公司	600316 洪都航空	教练机、农用机等	股改完成部分注入，目前定向增发停牌中
	中国航空科技工业股份有限公司	600372 昌河股份	微车及零部件	N
中国兵器装备集团	哈尔滨航空工业（集团）有限公司	600038 哈飞股份	直升机	N
	成都发动机（集团）有限公司	600391 成发科技	航空发动机及零部件	股改承诺将注入优质资产
	中国航空科技工业股份有限公司	600178 东安动力	微车发动机、变速箱等	N
	中国南方航空工业有限责任公司	000738 ST宇航	摩托车及零部件	N
中国兵器工业集团	江南造船（集团）有限责任公司	600072 中船股份	钢结构、船舶配件	N
	中国船舶工业集团公司	600150 中国船舶	民用船舶、船用设备、船用柴油机及配件	已完成第一次注资
	中国船舶工业集团公司	600685 广船国际	船舶及配件	N
	中国船舶重工集团公司	600482 凤帆股份	多用造船、半潜船、杂货船	N
中国兵器工业集团	中国船舶重工集团公司	600990 四创电子	民用雷达	N
	华东电子工程研究所	600850 华东电脑	系统集成	N
	中国南方工业汽车股份有限公司	000625 长安汽车	汽车及发动机	兵器装备集团汽车业务的重要部分，兵装集团也已组建南方汽车工业公司发展汽车业务，因此长安汽车未来会得到更多的集团支持
	中国南方工业集团公司	600877 中国嘉陵	摩托车及发动机	N
中国兵器工业集团	成都天兴仪表（集团）有限公司	000670 S*ST天发	汽车及摩托车仪表	N
	保定天成集团有限公司	600550 天成环保	变压器、互感器、电抗器等输变电设备	N
	湖北华光新材料有限公司	600184 新华光	光学玻璃	N
	内蒙古北方重工集团有限公司	600262 北方股份	矿用汽车占97%	N
中国兵器工业集团	中国万宝工程公司	000065 北方国际	工程承包占93%	N
	北京华北光仪器有限公司	600435 北方天马	电脑刺绣机97%	N
	内蒙古第一机械（集团）有限公司	600967 北方创业	铁路车辆、冶金机械	N
	晋西机器工业集团有限责任公司	600495 晋西车轴	铁路用各种车轴	完成部分车轴资产注资
国家电网公司	吉林东光集团有限公司	600148 长春一东	汽车离合器	董事会通过注资方案
	河北凌云工业集团有限公司	600480 凌云股份	汽车零部件	董事会通过注资方案
	华锦集团	000059 辽通化工	化肥	N
	南京南瑞集团公司	600406 国电南瑞	电力控制系统和设备等	股改承诺资产注入，目前已将农电资产注入
中国东方电气集团公司	哈尔滨电站设备集团公司	000922 *ST阿继	电力控制系统和设备等	股改承诺将优质自动控制资产注入公司
	中国东方电气集团公司	600875 东方电气	电气机械及器材制造业等	已注入部分资产，预期集团公司将通过公司实现整体上市
	东方电气股份有限公司	600786 东方锅炉	电站锅炉、电站辅机等设备和配件	N
	中国福马机械集团有限公司	600290 华仪电气	电器设备研发销售等	N
中国机械工业集团公司	国家电力公司南京电力自动化设备总厂	600268 国电自远	输变电保护等生产和销售	已完成部分注资
	煤炭科学研究总院	600582 天地科技	环保设备、矿山机电产品的生产、销售等	N
	招商局集团有限公司	000039 中集集团	制造修理集装箱及其相关业务等	N
	中国福马机械集团有限公司	600710 常林股份	机械设备的研制、生产、销售及维修等	N
中国钢研科技集团公司	中国福马机械集团有限公司	600099 林海股份	营林机械、喷灌机械、内燃机、摩托车等	N
	冶金自动化研究设计院	600560 金自天正	自动化系统的技术开发等	N
	中国纺织机械（集团）有限公司	000666 经纬纺机	生产及销售纺织机械及其配套件等	N
	中国机械工业集团公司	天津工程机械研究院	600335 鼎盛天工	工程建设机械及高等级公路施工成套设备等
中国交通建设集团公司	洛阳轴承研究所	002046 轴研科技	轴承与轴承单元等	N
	中国交通建设股份有限公司	600320 振华港机	港口设备、工程船舶和大型金属结构件及其部件	N
	中国南方机车车辆工业集团公司	000920 *ST江通	铁路运输设备及锻铸件制品等	N
	东风汽车公司	东风汽车有限公司	600081 东风科技	研发汽车即配件等
中国第一汽车集团公司	东风汽车有限公司	600006 东风汽车	研发汽车即配件等	N
	吉林东光集团有限公司	600148 长春一东	汽车配件等	N
	中国第一汽车集团公司	000800 一汽轿车	汽车整车及汽车零部件	有集团资产注入的预期
	中国第一汽车集团公司（第一汽车制造厂）	600742 一汽四环	汽车改装（除小轿车、轻型车）以及零部件	有集团资产注入的预期
中国化工集团公司	中国第一汽车集团公司	000927 一汽夏利	汽车整车及汽车零部件	有集团资产注入的预期
	青岛黄海橡胶集团有限责任公司	600579 黄海股份	橡胶轮胎的制造、销售等	N
	三一集团有限公司	600031 三一重工	建筑工程设备生产、销售与维修等	集团将上市公司作为工程机械产品生产平台
	非央企			

资料来源：公司数据，中金公司研究部整理。

表: 电力行业重组和资产注入机会

集团公司	母公司	代码	上市公司	主营业务	注资进展
国家开发投资公司	国家开发投资公司	600886	国投电力	以电力生产为主的能源项目; 开发和经营电力配套产品及信息、咨询服务。	获准收购920项目三公司股权, 未来公司有望获得国投公司旗下所有电力资产一次性打包注入, 国投公司目前未上市电力资产规模巨大
中国长江三峡工程开发总公司	中国长江三峡工程开发总公司	600900	长江电力	电力生产、经营和投资, 电力生产技术咨询, 水电工程检修维护。	上市承诺资产注入, 2015年前分批持续收购发电机组, 未来母公司整体上市有望提前完成
中国大唐集团公司	中国大唐集团公司	601991	大唐发电	建设、经营电厂, 销售电力、热力; 电力技术服务等	有集团公司将火电资产注入公司的预期
	中国大唐集团公司	600236	桂冠电力	开发建设和管理水电站、火电厂和输变电工程等	股改承诺资产注入, 预期将水电资产注入公司的可能性较大
	中国大唐集团公司	600744	华银电力	电力生产和销售; 电力服务等	N
中国电力投资集团公司	吉林省能源交通总公司	000875	吉电股份	各种能源的开发、投资、建设、生产与销售等	N
	中国电力投资集团公司	600292	九龙电力	电力生产及电力技术服务等	N
	中国电力投资集团公司	600021	上海电力	电力、热力的生产、建设、经营。	N
	中国电力投资集团公司	000767	漳泽电力	电力商品生产和销售及电力相关服务	N
中国国电集团公司	中国国电集团公司	000966	长源电力	电力及设备生产和技术开发, 新能源开发利用等	
	中国国电集团公司	600795	国电电力	电力销售和电力技术咨询服务等	收购第二大股东股权后达到绝对控股, 未来将以公司作为集团主营资产的整合平台, 集团公司未上市电力资产是以上电力资产的2倍
中国华电集团公司	中国华电集团公司	600027	华电国际	建设、经营发电厂和其他与发电相关的产业。	集团公司计划十一五期间完成整体上市, 公司将成为集团公司电力资产的整合平台, 当前集团为上市电力资产规模2倍于已上市资产
	中国华电集团公司	002039	黔源电力	水、水电站及其他电力工程等	N
中国华能集团公司	华能国际电力开发公司	600011	华能国际	投资、建设、经营管理电厂等	有可能进行资产注入, 注入电厂规模相对于目前规模较小
	北方联合电力有限责任公司	600863	内蒙华电	火力发电	股改承诺支持收购优质资产
非央企	河北省建设投资总公司	000600	建投能源	投资、建设、经营管理以电力生产为主的能源项目等	西柏坡二期等五家电厂股权, 定向增发项目
	云南电网公司	600995	文山电力	发电、供电、电站、电网设计等	滇能控股22.72%股权, 董事会通过
	广州发展集团有限公司	600098	广州控股	从事能源的投资和管理。	整体上市, 不确定
	广东省粤电集团有限公司	000539	粤电力A	电力项目的投资、建设和经营管理, 电力的生产和销售; 电力行业技术咨询和服务。	整体上市, 不确定

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部整理。

表: 煤炭行业重组和资产注入机会

集团公司	母公司	代码	上市公司	主营业务	注资进展
神华集团有限责任公司	神华集团有限责任公司	601088	中国神华	煤矿开采; 煤炭经营等	N
非央企	河南神火集团有限公司	000933	神火股份	煤炭生产, 销售等	已将部分煤炭资产和铝电联产项目置入公司
	大同煤矿集团有限责任公司	601001	大同煤业	煤炭采掘、加工、销售等	公司上市时承诺将逐步将同煤集团全部煤炭生产经营性优质资产注入公司
	阳泉煤业(集团)有限责任公司	600348	国阳新能	煤炭生产、洗选加工、销售等	有将阳煤集团资产逐步注入公司预期
	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	601699	潞安环能	原煤开采(只限分支机构)等	潞安集团已经承诺, 在五至十年内, 逐步把集团全部煤炭生产经营性资产纳入潞安环能, 使潞安环能成为集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体。
	太原煤气化(集团)有限责任公司	000968	煤气化	各种煤炭产品的生产和销售	中煤集团旗下的大煤集团计划未来将资产注入, 整体上市

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部整理。

表：交通运输行业重组和资产注入机会

集团公司	母公司	代码	上市公司	主营业务	注资进展
中国长江航运(集团)总公司	中国长江航运(集团)总公司	000520	长航凤凰	国内沿海、内河普通货船及集装箱班轮内支线运输等	集团将全部干散货资产置入公司,并准备开展远洋刚散货运输业务,成为集团干散货资产整合平台
	南京长江油运公司	600087	南京水运	石油及制品、化学制品及其它货物仓储运输等	定向增发收购集团旗下油船,实现油运主业整体上市
中国诚通控股公司	中国物资储运总公司	600787	中储股份	商品储存、运输等	公司的非公开发行已获得中国证监会的核准,通过定向增发实现资产注入
中国对外贸易运输(集团)总公司	中国外运股份有限公司	600270	外运发展	承办空运进出口货物和过境货物的国际运输代理业务等	N
中国海运(集团)总公司	中国海运(集团)总公司	600026	中海发展	沿海、远洋、长江货物运输等	公司拟发行20亿可转债收购集团42艘干散货船
	中国海运(集团)总公司	600896	中海海盛	从事海南省港口为主的近洋国际航线运输等	集团承诺将适时注入优质资产
中国远洋运输(集团)总公司	中国远洋运输(集团)总公司	601919	中国远洋	国内外船舶集装箱运输等	已注入部分资产
	广州远洋运输公司	600428	中远航运	远洋运输及沿海运输业,水陆空联运等	N
中国航空集团公司	中国航空集团公司	601111	中国国航	国内外航空客、货、邮和行李运输业务等	N
中国东方航空集团公司	中国东方航空集团公司	600115	东方航空	航空速递服务、客货地面运输服务和其他地面运输服务	N
中国南方航空集团公司	中国南方航空集团公司	600029	南方航空	提供国内外航空客、货、邮、行李运输服务等	N
中国华能集团公司	北海市机场投资管理有限责任公司	000582	北海新力	投资兴建港口、码头;装卸管理及服务等	N
非央企	天津港(集团)有限公司	600717	天津港	港口装卸、商品储存、中转联运、汽车运输等	拟定向增发收购集团拥有的码头和主要辅助资产,并有进一步资产注入的可能
	营口港务集团有限公司	600317	营口港	港口装卸、堆存、运输服务等	拟向集团定向增发收购其在鱼圈港区的资产,实现整体上市
	上海机场(集团)有限公司	600009	上海机场	为国内外航空运输企业及旅客提供地面保障服务等	有预期整体上市或增发将集团的主要航空业务资产纳入到公司
	深圳机场(集团)有限公司	000089	深圳机场	航空客货地面运输及过港保障与服务等	公告增发收购集团资产,同时集团承诺将进一步注资
	山东省高速公路集团有限公司	600350	山东高速	对公路、桥梁、隧道基础设施的投资、管理等	股改承诺优质资产注入
	河南高速公路发展有限责任公司	600020	中原高速	公路、桥梁等交通基础设施项目投资等	股改承诺优质资产注入
	福建省高速公路有限公司	600033	福建高速	投资开发、建设、经营公路等	股改承诺优质资产注入

资料来源:公司数据,中金公司研究部整理。

表：消费板块行业重组和资产注入机会

集团公司	母公司	代码	上市公司	主营业务	注资进展
旅游酒店					
非央企	桂林旅游发展总公司	000978	桂林旅游	旅游观光服务等	公告增发将桂林主要酒店及部分景点等旅游资产注入到上市公司
	北京首都旅游集团有限责任公司	600258	首旅股份	旅游服务;饭店经营及管理	有与其通过增发收购集团旗下酒店,实现资产注入
传媒					
非央企	北京北广传媒投资发展中心	600037	歌华有线	广播电视网络的建设开发,经营管理等	目前经营传统电视广告经营以及新媒体业务,其中有可能注入IPTV、手机电视等新媒体业务
	成都博瑞投资控股集团有限公司	600880	博瑞传播	信息传播服务,报刊投递服务等	成都商报广告经营权以及成都日报集团的其他经营性(印刷/广告等)资产
	上海广播电视电影电视发展有限公司	600832	东方明珠	广播电视传播服务等	文广集团新媒体(IPTV、数字电视等)业务以及东方有线网络20%权益
	中信国安有限公司	000839	中信国安	卫星通讯、有线电视网络工程的安装等	集团拥有部分文化类资产未进入上市公司
	中央电视台无锡太湖影视城	600088	中视传媒	影视拍摄基地开发、经营,影视拍摄等	中央电视台广告经营以及部分非新闻类频道内容制作和经营
	湖南广播电视产业中心	000917	电广传媒	影视节目的制作、发行和销售等	湖南广电集团广告经营权以及部分非新闻类频道内容制作和经营
制药与生物技术					
非央企	中国远大集团有限责任公司	000963	华东医药	药品的生产、经营等	股改承诺,注入医药流通领域资产
	浙江海正集团有限公司	600267	海正药业	药品生产	公司的母公司集团公司可能被外资收购,收购后,海正集团有未来整体上市的可能
	天津天士力集团有限公司	600535	天士力	中药加工等	没有集团整体上市的意思,但集团公司下属的天士力帝益公司有被注入上市公司的可能
	连云港天宇医药有限公司	600276	恒瑞医药	药品生产销售	公司有通过定向增发收购豪森药业的可能
	云南云药有限公司	000538	云南白药	药品生产销售	其母公司国药控股拟陆续将北京、天津、沈阳、山西、陕西等地的医药流通网络注入上市公司
商业地产					
非央企	大连大商国际有限公司	600694	大商股份	综百货零售贸易	哈尔滨第一百货等母公司(大商集团)所拥有的门店资源可能注入
	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	000987	广州友谊	综百货零售贸易	长期来看,我们预期该公司有可能在政府推动下对广州国有零售业进行一定的整合
	重庆商社(集团)有限公司	600729	重庆百货	综百货零售贸易	重庆商社可将其优质资产新世纪百货注入重百
	上海九百(集团)有限公司	600838	上海九百	综百货零售贸易	有望注入南京西路的商业楼宇及集团拥有的九百城市广场的股权
	上海世茂企业发展有限公司	600823	世茂股份	酒店管理,物业管理,百货零售贸易	2007年11月30日股东大会将审议定向增发购买资产方案事宜

资料来源:公司数据,中金公司研究部整理。

表 22 (续): 中金重点研究的 A 股上市公司 (截止 2007 年 12 月 3 日)

公司名称	股票代码	评级	股价(元)		总市值 (百万元)	流通市值	每股收益(元)			企业价值/EBITDA(x)			市盈率(x)			市净率(x)			分红收益率			
			2007-12-3	一周			YTD	06	07E	08E	06	07E	08E	06	07E	08E	06	07E	08E	06	07E	08E
农业																						
丰原生化	000930.SZ	回避	6.51	-4.1	14.4	6,278	5,005	-0.40	-0.38	-0.38	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.3	4.0	5.3	0.0%	0.0%	0.0%
福成五丰	600965.SH	减持	7.00	2.8	111.5	1,956	1,079	0.06	0.08	0.11	47.0	35.2	30.2	110.4	86.2	64.5	3.9	3.8	3.6	0.4%	0.3%	0.4%
新五丰	600975.SH	减持	9.51	1.3	155.9	1,714	1,009	0.14	0.07	0.15	37.1	61.4	37.9	68.1	130.8	61.6	3.7	3.9	3.8	2.3%	0.6%	1.3%
通威股份	600438.SH	中性	10.87	-2.2	60.7	7,473	3,732	0.22	0.27	0.32	24.8	18.9	16.3	49.7	40.4	33.9	8.9	7.5	6.3	0.4%	0.5%	0.5%
好当家	600467.SH	中性	11.65	-0.5	129.7	7,381	4,027	0.15	0.26	0.28	46.9	29.5	33.3	79.9	44.1	41.9	8.1	7.0	6.3	0.4%	0.8%	0.8%
国投中鲁	600962.SH	审慎推荐	17.82	2.2	168.4	2,940	1,980	0.25	0.50	0.84	22.6	11.8	7.2	72.7	35.4	21.1	5.8	3.6	3.1	0.0%	0.0%	0.0%
新农开发	600359.SH	中性	8.10	0.5	118.4	2,600	1,279	0.09	0.18	0.24	20.3	11.6	10.5	86.6	45.3	34.1	2.4	2.3	2.3	0.6%	1.2%	1.6%
南宁糖业	000911.SZ	减持	13.84	2.3	53.8	3,967	1,742	0.75	0.28	0.38	10.7	14.8	13.0	18.5	49.9	36.5	3.3	2.7	2.6	4.8%	0.4%	0.4%
北大荒	600598.SH	审慎推荐	11.92	0.7	107.2	19,481	5,750	0.33	0.37	0.41	26.6	23.7	22.1	36.4	32.6	29.0	5.1	4.7	4.4	2.3%	1.5%	1.7%
小盘股																						
广东榕泰	600589.SH	中性	11.68	-2.4	109.6	4,152	2,968	0.25	0.41	0.52	28.1	18.6	15.2	46.0	28.2	22.5	4.2	3.8	3.3	0.3%	0.9%	0.9%
海特高新	002023.SZ	推荐	13.30	6.9	42.9	1,564	801	0.27	0.35	0.40	38.5	28.0	23.1	50.1	38.5	33.4	3.3	3.2	3.1	1.1%	1.5%	1.9%
合加资源	000826.SZ	推荐	16.95	2.5	139.7	3,384	1,515	0.23	0.35	0.46	57.4	30.2	19.6	74.0	48.1	37.2	9.8	8.4	3.5	0.0%	0.0%	0.0%
江西长运	600561.SH	推荐	9.53	2.3	51.7	1,770	1,053	0.25	0.42	0.46	10.8	11.4	7.9	37.4	22.7	20.7	4.0	3.7	2.5	1.2%	2.6%	2.9%
金螳螂	002081.SZ	推荐	44.99	-3.9	88.6	4,229	1,237	0.67	0.94	1.37	35.9	25.8	19.6	67.2	47.8	32.8	8.6	7.8	6.8	0.0%	0.0%	0.0%
东睦股份	600114.SH	推荐	7.98	-2.3	74.4	1,560	859	0.01	0.12	0.28	23.6	14.6	11.1	917.2	64.4	29.0	2.6	2.6	2.5	1.3%	1.3%	1.9%
中科三环	000970.SZ	审慎推荐	11.06	1.8	20.7	5,614	3,211	0.28	0.32	0.46	20.3	18.6	14.5	40.1	34.4	24.2	5.8	5.2	4.4	0.7%	0.7%	0.9%
苏泊尔	002032.SZ	推荐	44.92	-0.6	134.2	9,704	3,256	0.47	0.77	1.10	43.7	30.7	22.6	94.9	58.6	40.8	12.5	10.8	8.9	0.4%	0.4%	0.4%
瑞贝卡	600439.SH	推荐	36.58	-3.9	180.8	8,674	3,446	0.43	0.71	1.05	43.7	29.0	20.3	86.0	51.8	34.8	9.4	8.3	7.0	0.4%	0.5%	0.5%
广州国光	002045.SZ	推荐	12.20	3.4	11.3	2,440	1,306	0.33	0.34	0.56	24.0	18.2	12.5	36.6	35.6	21.9	3.9	3.6	3.2	0.8%	1.0%	1.2%
安琪酵母	600298.SH	审慎推荐	20.02	1.5	84.7	5,433	3,243	0.28	0.42	0.55	30.3	24.9	19.3	71.1	47.9	36.6	7.7	7.0	6.4	0.6%	0.9%	1.2%
中国铅笔	600612.SH	推荐	17.74	-5.1	104.5	4,913	1,143	0.22	0.36	0.58	36.5	22.0	13.8	80.1	49.3	30.6	8.6	7.7	6.3	0.0%	0.0%	0.0%
海鷗卫浴	002084.SZ	推荐	19.43	0.1	-12.2	3,430	865	0.66	0.58	1.01	20.4	21.9	12.7	29.5	33.4	19.3	5.6	5.1	4.4	1.7%	1.2%	2.1%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

要 点

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座6层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海陆家嘴环路证券营业部
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期23楼2314室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳深南大道证券营业部
中国 深圳 518040
深南大道7088号
招商银行大厦25层2503室
电话: (86755) 8319-5000
传真: (86755) 8319-9229



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。