



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

投资策略报告

证券研究报告

2011年6月13日

A股市场

研究部

侯振海

分析员, SAC 执业证书编号: S0080209100102
houzh@cicc.com.cn

王慧

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210030003
wanghui@cicc.com.cn

黄海洲

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010050
huanghz2@cicc.com.cn

“七上八下”的反弹

2011年下半年A股投资策略

要点:

- ▶ 我们对于当前A股所处的经济环境和自身状况的判断可以概括为四句话：**经济增速软着陆、估值水平硬着陆、盈利增速慢着陆、股价水平快着陆。**
- ▶ **经济增速软着陆。**供给面因素是制约当前经济增速的主要原因，需求则总体上仍保持着较快增长。随着一些短期供给面因素，如干旱、电荒、日本地震造成的零部件供给中断等因素逐渐消退，生产增速有望在3季度出现反弹。同时鉴于目前库存的总体水平并不高，在短期供给制约因素化解后，预计本轮去库存将很快在3季度中期完成。经济增速出现大幅下滑的风险不大。
- ▶ **估值水平硬着陆。**市场大多数股票自2010年末至今出现了估值水平的大幅下滑。除了投资者对于中长期经济转型之痛感到疑虑之外，金融脱媒化造成的对于股市资金的挤出效应也是估值水平大幅下降的重要原因。另外，在供给受限导致通胀上升和市场资金成本上升的环境下，估值水平下降而指数弱势横盘震荡是通常会发生的情况。
- ▶ **盈利增速慢着陆。**历史上，A股的盈利大幅下滑都出现在终端需求出现大幅下滑的长周期去库存的情况下。但在当前短周期去库存的条件下，A股难以出现盈利的大幅下滑。此外，由于此新一轮投资中制造业产能投资增速较低，导致本轮周期中制造业产能大幅过剩情况显著低于过去，企业议价能力和维持行业盈利水平的能力显著上升。
- ▶ 根据自下而上统计汇总，中金覆盖股票2011年二季度预计盈利同比增长24.3%，其中金融板块增长31.0%，非金融板块增长15.6%。略好于市场较为悲观的预期。即便在较悲观的假设下，我们认为2011年非金融上市公司也还能维持10%以上的盈利同比增幅。
- ▶ **股价水平快着陆。**我们预计“七上八下”，即7月上旬至8月下旬间，A股有望实现触底反弹。因为通胀水平可能在6月见顶，而PMI等生产指标可能在7~8月间见底。在通胀回落的基础上，市场对于进一步紧缩的预期在3季度也可能得到改善。
- ▶ 我们认为A股下半年的投资策略的要点是：**发现机会、定位时点、发掘价值股、寻找成长股。**发现市场扭转过度悲观情绪的机会、定位通胀见顶去库存周期见底的时点、发掘盈利增长稳定且估值较低的价值股、寻找具备定价能力和长期业绩增长潜力的成长股。
- ▶ 我们维持2011年A股上证指数在2600-3200间箱体震荡的观点不变。按照较为悲观的盈利预测和历史最低估值水平，目前A股进一步下跌的空间在10%左右。2700点以下，投资者可以开始逐渐寻找市场悲观预期中被错杀的股票。“七上”中，建议关注2类股票：一是盈利增长稳定且估值较低的价值股，如：机械、汽车、水泥，二是超跌反弹的股票：科技、通讯设备、航空；“八下”里：可关注具备定价能力和长期业绩增长潜力的成长股，如家纺、品牌服装、零售、医药，以及部分被错杀的中小盘成长股。

目录

当前 A 股的总体展望	3
一. 经济增速软着陆	3
二. 估值水平硬着陆	9
三. 盈利增速慢着陆	11
四. 股价水平快着陆	15
“七上八下”的反弹	16
一. 与历史低点的估值比较	16
二. 反弹出现时间点的判断	17
三. 对于政策面预期发生修正的时间点的判断	18
四. “七上八下”的反弹	19

图表目录

图表 1: 中国居民部门的杠杆化仍在继续	3
图表 2: 政府财政收入增速依然处于高水平	4
图表 3: 当前生产资料和耐用消费品库存指数均未处于高位	4
图表 4: 部分 1 季度产成品库存增速较快制造业行业	5
图表 5: 工业企业产成品库存与工业增加值和工业企业销售收入比重不断下滑	5
图表 6: 银行贷款占社会融资总量的比重不断下滑	5
图表 7: 固定资产投资完成额与资金来源同比增速	6
图表 8: 新建项目占固定资产投资额比重	6
图表 9: 名义消费品零售增速与通胀水平高度正相关 (左) 和居民负债占可支配收入的比例 (右)	7
图表 10: 商品房销售面积与房屋新开工面积同比增速	7
图表 11: 2 季度汽车产销量双双下降	7
图表 12: 美国商业银行资产构成变化	8
图表 13: 美国房价再度探低	8
图表 14: 银行理财产品概览	9
图表 15: 短期票据占企业贷款比重不断降低	10
图表 16: 上证指数各阶段对应的全体 A 股的市盈率中值水平	10
图表 17: 月度平均 IPO 首发市盈率	11
图表 18: 1970 年代美国经济和股市走势 (左) 和标普 500 指数市盈率和上市公司盈利走势 (右)	11
图表 19: A 股上市公司整体收入和盈利增长 (左) 和收入增速与 GDP 相关性很高 (右)	12
图表 20: 当前 A 股非金融类企业整体和各行业毛利率并未处于高位	13
图表 21: 上市公司存货增速略有下滑 (左) 和 PMI 原材料库存指数领先产成品库存 (右)	13
图表 22: 中金覆盖股票 2011 年盈利预测	14
图表 23: A 股上市公司单季盈利占比	14
图表 24: 自上而下压力测试	15
图表 25: 上证指数已经回落至长期支撑线附近	15
图表 26: 影响 A 股股价的因素分析	15
图表 27: A 股下跌空间的情景分析	16
图表 28: 4 月以来非金融企业 2011 年利润一致预期被显著调降 (左) 和各行业盈利一致预期变化情况 (右)	17
图表 29: PMI 指数中的原材料库存和产成品库存指数走势	17
图表 30: 生猪和猪肉价格近期出现加速上扬	18
图表 31: 外汇占款增速将下降 (左) 和当前国内基础货币增速与货币乘数状况 (右)	18
图表 32: A 股行业 ROE 水平: 需求端差异化竞争的行业 (左) 和形成一定竞争壁垒的行业 (右)	19
图表 33: A 股充分竞争型行业 ROE 水平: 景气度较好的行业 (左) 和景气度持续较低的行业 (右)	19
图表 34: 下半年股票投资组合	20

当前 A 股的总体展望

我们对当前 A 股所处的经济环境和自身状况的判断可以用四句话来加以概括，那就是：

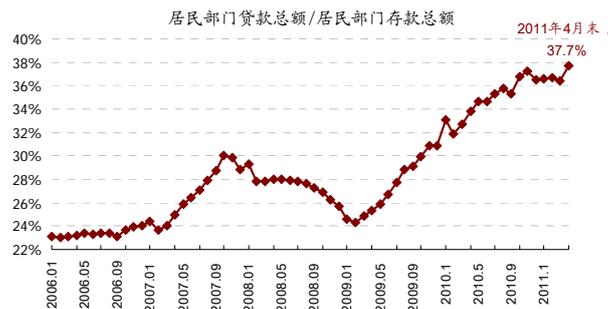
- ▶ 经济增速软着陆
- ▶ 估值水平硬着陆
- ▶ 盈利增速慢着陆
- ▶ 股价水平快着陆

一. 经济增速软着陆

首先，中国经济在经历了金融危机之后的货币和财政政策强刺激后出现这一轮高速增长的高峰已经过去。另一方面，由于国内的劳动力供给要素、原材料成本和海外经济增长乏力导致的出口增速趋势性下降，最终都将使得我们潜在的经济增速较之前的水平出现一定程度的回落。因此，总体经济增速下降的趋势应该是明确的，而且是中长期的。

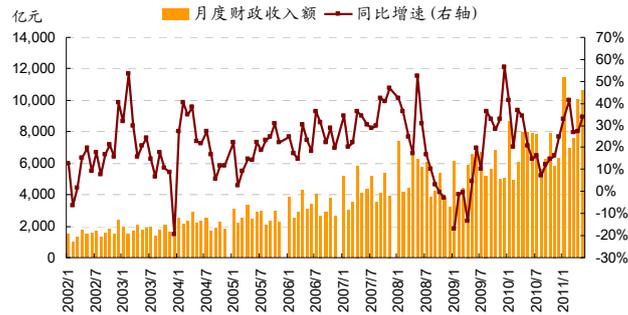
但是，这种经济增速回落的过程将以较为缓慢和渐进的方式的完成，出现类似滑坡式的经济硬着陆的可能性非常小。我们这样判断的理由主要有以下 3 条：一、中国的潜在增长空间依然存在。中国依然存在着巨大的消费增长的空间，中西部仍然存在着巨大的投资空间。从人均投资和消费量，以及人均铁路、公路、汽车保有量等指标看，未来这些地区的现代化和城镇化至少仍能够支撑中国未来 3~5 年以相对较快的增速增长。二、中国的国家、企业和居民财务能力依然强劲。中国拥有巨额的外汇储备，其增长的速度依然较快。另外，中国的居民家庭和中央政府的总体负债水平远低于其掌握的资产。从总体上看，中国的居民家庭、企业和中央政府的信用状况依然较为健康。居民家庭负债与居民家庭存款之比目前为 37.7%，仍处于上升趋势，而且相比发达国家普遍 80%~120% 的水平比值不高，意味居民部门的杠杆化仍有进一步上升的空间（图表 1）。三、本轮经济增长的动力主要在于内需增长而非外需拉动，目前政府拥有足够的财务资源来避免硬着陆。政府财政收入的恶化往往会提前于经济的下滑，比如 04 年 08 年财政收入均先于经济出现了下滑，但目前这一迹象并不明显。

图表 1：中国居民部门的杠杆化仍在继续



资料来源：人民银行，中金公司研究部

图表 2：政府财政收入增速依然处于高水平



资料来源：财政部，中金公司研究部

1. 供给面因素导致库存周期将很快结束

与过去不同的是，当前所出现的许多经济问题更多体现为供给面受限而产生的经济周期波动。对于这些供给面因素的影响，我们大致可以将其分为两类：一类是短期性的影响，另一类是中长期的影响。

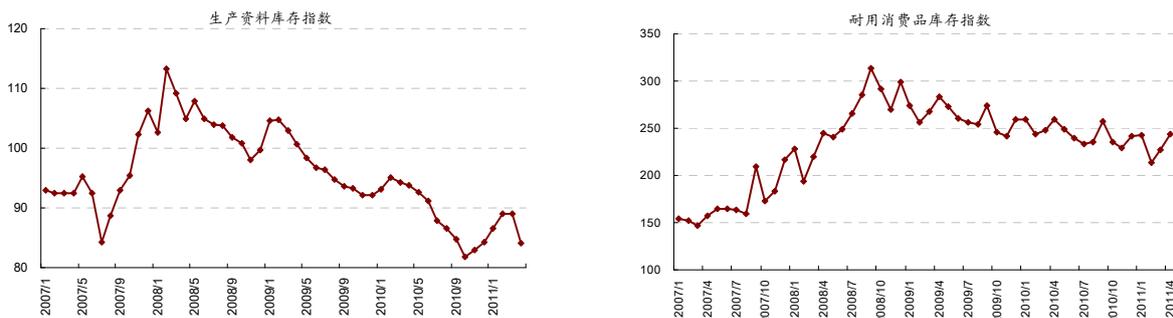
—— 短期供给受限因素主要包括：电荒、干旱、日本地震造成了部分产业国际供应链中断

—— 中长期供给受限因素主要包括：国内劳动力成本上升、国际原材料价格上涨、环保和节能减排导致的国内产能扩张减速

供给受限导致的经济问题更多的体现在供给端的经济指标上，比如 PMI 和工业增加值增速等。因此，我们在 2 季度看到 PMI 和工业增加值下滑速度很快，而固定资产投资增速和零售消费增速却依然维持了较高增长水平。但这种差异对不少国内股市投资者造成了很大的困惑。

2 季度供给增速的回落远大于需求增速，意味着从 2 季度开始，国内制造业企业出现了去库存的现象。但造成这一去库存的主要原因并非是终端需求的大幅下降，而更多是因为部分行业，如汽车电子，受到日本地震影响供应链终端导致的部分配件短缺，以及中间商由于流动资金紧张而出现的“渠道去库存”的行为。但鉴于目前库存水平并不高且需求增速回落有限，在短期供给制约因素化解后，我们预计本轮去库存将在 3 季度中期完成。

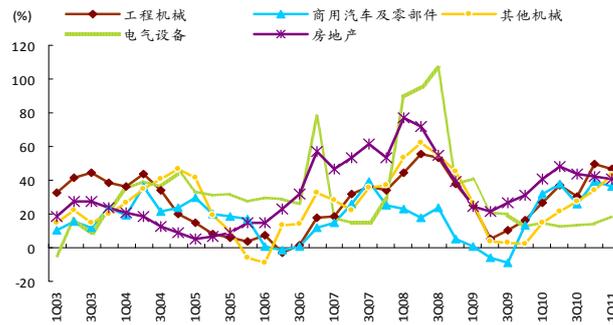
图表 3：当前生产资料和耐用消费品库存指数均未处于高位



资料来源：Wind，中金公司研究部

从我们对上市公司各个分行业 1 季度财务报告中的产成品库存状况的汇总分析情况看，1 季度产成品库存增速较快的制造业企业包括：机械、汽车、电气设备和房地产。但总的来看，目前各制造业企业的库存增速远低于 07~08 年时的水平，基本上处于历史长期均值的水平。

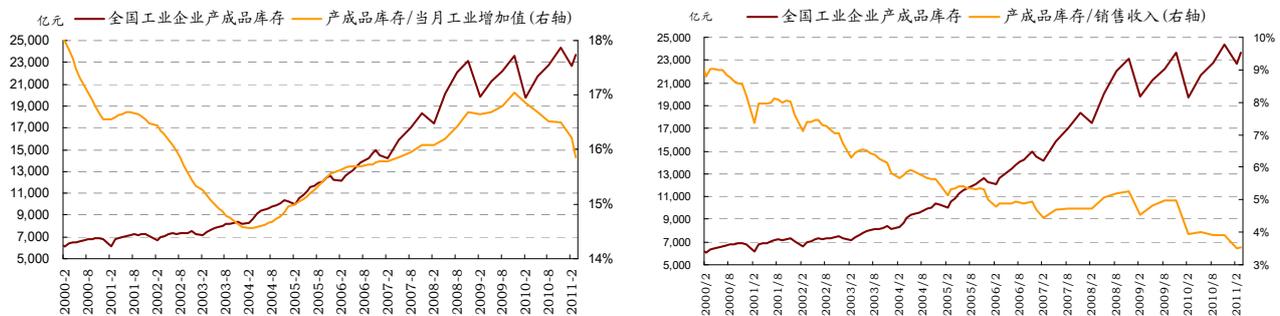
图表 4：部分 1 季度产成品库存增速较快制造业行业



资料来源：Wind, 中金公司研究部

此外，当前全国工业品库存与工业增加值的比重处于不断下降的状况，同时，当前工业品库存与工业品销售额的比重也处于历史低位水平。这意味着，只要下游需求不出现显著恶化、工业企业能够大致维持目前的销售水平，本轮制造业去库存将只会维持较短时间。

图表 5：工业企业产成品库存与工业增加值和工业企业销售收入比重不断下滑

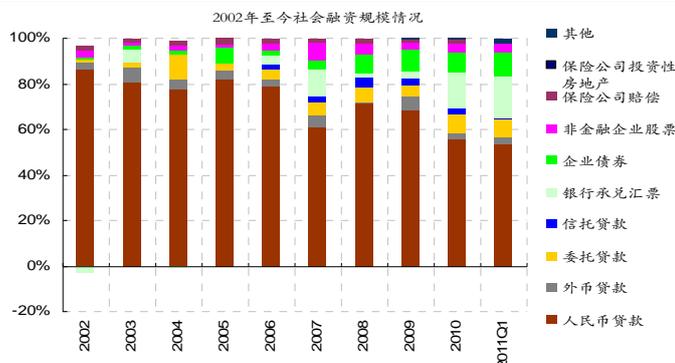


资料来源：Wind, 中金公司研究部

2. 内需仍能维持较快增速

我们此前已经分析了居民和政府的财务状况，这是十分重要的，因为居民和政府是拉动目前经济需求端，也就是国内消费和投资的最主要的力量。而相比 2008 年，目前出口对于我国总体需求得贡献度已经出现了显著的下降。我们认为，在目前居民和政府部门财务水平仍较为健康的状况下，居民和政府部门没有理由也没有迹象出现显著的“去杠杆化”的迹象。虽然今年以来政府加大对于信贷投放额度的控制，但今年上半年以来，银行和信托理财产品、表外信贷业务的超高速发展依然推动了社会融资总量的快速增长。整个社会的信贷需求依然旺盛，虽然信贷增速被控制住了，但是这只是一种融资手段和比例上的变化。最终对于投资和消费产生主要影响的还是信贷需求。

图表 6：银行贷款占社会融资总量的比重不断下滑



资料来源：人民银行, 中金公司研究部

A. 固定资产投资增速仍将相对稳健

从固定投资情况看，市场担心固定资产投资资金来源未来可能存在一定问题——当前固定资产投资资金来源的同比增速仅 20.6%，而固定资产投资完成额增速则更高，达到 25.4%。但我们看到 2009~2010 年间，固定资产投资资金来源的增速大大高于实际固定资产投资的完成额的增速达 10 个百分点左右，这意味过去有大量为固定资产投资而募集的资金尚未投入到固定资产投资中去（图表 7）。因此，虽然当前的新募集资金增速有所下降，但维持全年 20~25% 的固定资产投资完成额增速仍然有较为充裕的资金保障。

此外，我们也看到目前新建项目占固定资产投资额的比重仍呈现上升的态势（图表 8），这反映了目前以政府投资为主导，尤其是中西部地区投资为主导的固定资产投资增速存在一定的刚性，加之下半年保障房投资将进入密集开工期，这也意味着可能近期内，固定资产投资增速出现大幅下降的可能性不大。

图表 7：固定资产投资完成额与资金来源同比增速



资料来源：Wind, 中金公司研究部

图表 8：新建项目占固定资产投资额比重

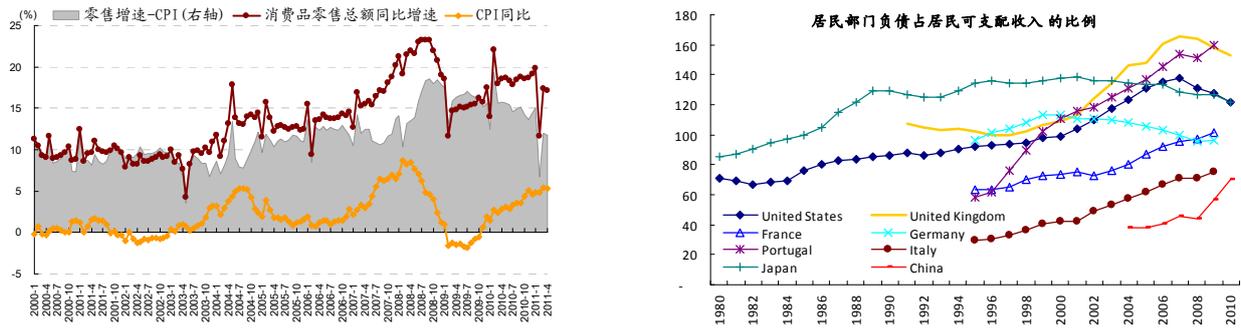


资料来源：Wind, 中金公司研究部

B. 名义消费增速仍将较快增长

从过去数据分析的情况看，拉动名义消费增速，比如社会零售增速的主要驱动力是较快的居民收入增长和较高的通胀水平。而从目前情况看，这两大要素都具备，加之我们在前文中提到的，目前居民部门的杠杆化仍在持续，而且总的杠杆化程度与其他国家相比仍有较大的上行空间，因此目前整体的消费增长仍将维持在 17% 左右这样一个较快的水平。

图表 9: 名义消费品零售增速与通胀水平高度正相关 (左) 和居民负债占可支配收入的比例 (右)



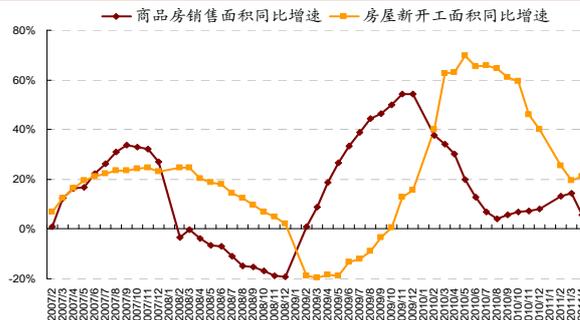
资料来源: Wind, 中金公司研究部

从结构上看, 农民收入上升以及其较低的消费水平将带动中西部的消费增长较快, 而东部发达地区主要看消费升级和细分品牌消费增长。

此外, 中国正在经历其人口周期最后一个集中婚育高峰期, 也将带动部分消费行业产生一次性集中消费机会较大, 如: 家纺、童装、婚庆、旅游等。

从房地产的情况看, 当前一线城市的房地产销量下滑较为明显, 但全国房地产销售面积增速仍然维持了正增长。由于大部分股票投资者都生活在一、二线城市, 我们认为目前实际的房地产销售状况可能要比投资者能够切身感受到的好一些。从房地产的新开工增速看, 其周期往往滞后于商品房销售面积增速的周期约 6 个月左右。根据目前商品房销售状况看, 今年新开工面积增速下半年将进一步回落, 但是基本还是能维持在正增长的水平下。

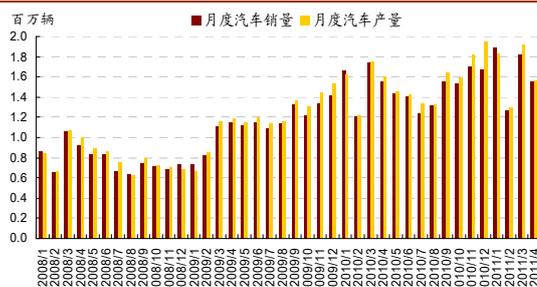
图表 10: 商品房销售面积与房屋新开工面积同比增速



资料来源: Wind, 中金公司研究部

从汽车行业的情况看, 前几年优惠政策下汽车尤其是中小车型销量高增长部分透支了今年的销量, 而今年以来购置税优惠的取消, 以及北京市出台摇号政策, 对汽车消费构成了一定的负面影响。不容忽视的是, 2 季度以来汽车产销量下滑也受到了日系车零部件供应不足的制约。但我们认为, 3 季度以后, 日系车的零部件供应将基本恢复正常, 因此前期积压的一部分需求会得到释放, 从而使得 3 季度的乘用车产销量增速出现反弹。

图表 11: 2 季度汽车产销量双双下降



资料来源: Wind, 中金公司研究部

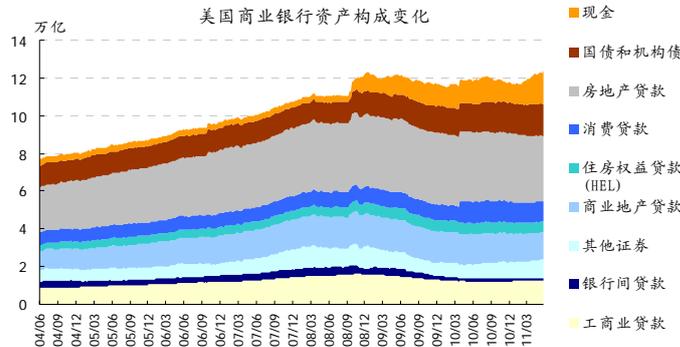
3. 外需仍存隐忧

相比内需，下半年外需的增长可能存在更大的隐忧。这是因为包括欧、美、日在内的发达国家经济普遍缺乏动力。而新兴市场国家由于大多受制于国内通胀高企而不得不实行紧缩性政策，其需求也难以加速（参见：《美国经济再平衡继续，海外股市三季度反弹》，中金公司投资策略报告，2011年6月13日）。

从美国的情况看，尽管美国政府和美联储已经实行极其宽松的财政和货币政策，但是大量的财政货币刺激所起到的实质性效果十分有限，这是因为美国商业银行机构去杠杆化过程仍未结束，资产继续向现金和国债集中。从图表 12 中我们可以看出，自 08 年金融危机以来，尽管美国商业金融机构的总资产规模在美联储的数量型宽松政策支撑下并未出现下降，但是资本增加的部分基本上全部集中于现金和国债，而包括房贷、工商业贷款和消费贷款在内的对于实体经济有意义的贷款量却不增反减。而银行间贷款余额更是接近完全消失，显示银行间拆借流动性基本停摆。除此之外，我们还可以注意到，今年以来，美国的房价正在经历新一波的下跌（图表 13）。1 季度美国居民财富增长的水平为金融危机以来最低的一个季度。

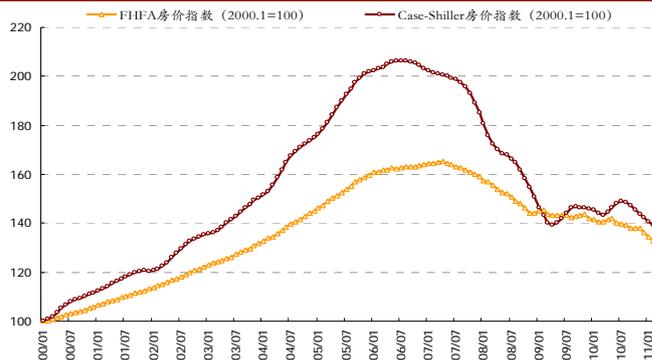
在此背景下，我们认为，信贷紧缩与财富缩水效应对消费增长有较大的抑制作用，从而使得经济增速放缓，就业难以显著改善。同时，由于美国国会两党对出台新的刺激政策以及增加赤字、提高国债发行上限等问题上存在诸多异议，因此很可能 3 季度无法从财政政策上对美国经济进行进一步的刺激。而 6 月份 QE2 结束后，3 季度货币政策刺激也面临真空。所以对外需增长不能过分乐观。

图表 12：美国商业银行资产构成变化



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 13：美国房价再度探低



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

二. 估值水平硬着陆

虽然我们认为整体经济的增速将实现软着陆，但我们也认为，A股整体市场的估值水平会形成硬着陆。之所以产生这种情况，我们认为主要有以下几点原因。

1. 转型之痛

自金融危机及其后的“四万亿”刺激计划出台以来，市场对于我国经济必须找到新的增长模式的呼吁越来越高。然而，中长期的经济模式转型和新经济增长点的出现不是一蹴而就的。在中外历史先例中，我们看到更多情况下，转型和转变往往是在传统的发展模式彻底难以为继后才会发生，因此转型往往总是伴随着一段时期的经济低迷期和阵痛期。从目前我国的经济增速、固定资产投资增速、房价走势、政府财政收入、银行和央企利润增速等多项指标看，原有的经济增长模式还未受到根本性的冲击。反而民营企业受近期紧缩政策影响和冲击更大。

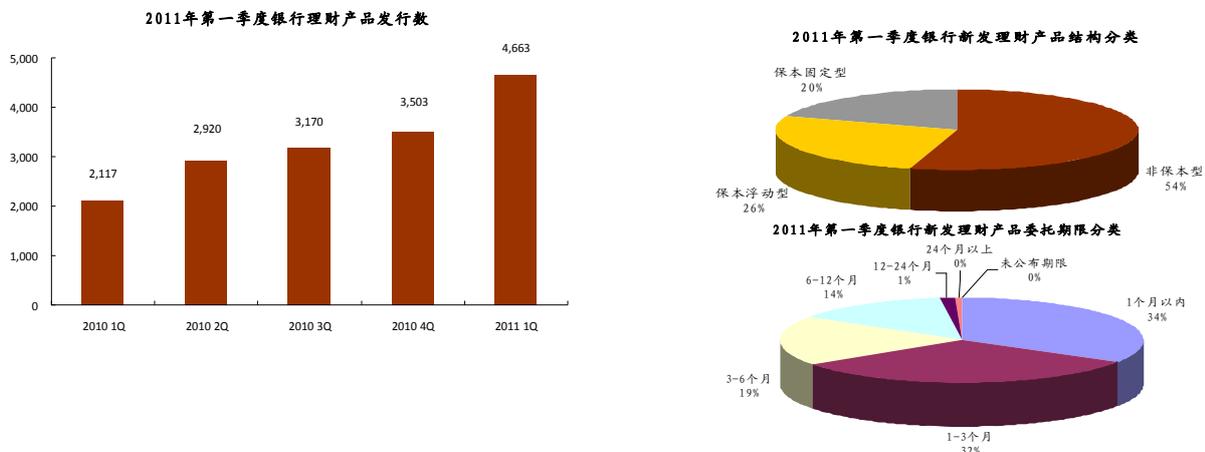
从上市公司数据看，央企和银行占整个市场的盈利比重仍在不断上升。前4个月，政府财政收入增速高达35%以上，规模以上的国有企业的利润增速达25%以上，远高于全社会制造业和服务业的利润增速。从股市情况看，市场对于这些部门的长期增长潜力并不看好，因此给予这部分企业盈利的估值水平相对较低，而给予民营企业和中小企业的估值水平较高。所以由于低估值类企业的盈利占比上升，高估值类企业的盈利占比下降，最后势必导致整个市场的总体估值水平不断降低。

2. 金融脱媒化对股市流动性产生挤出作用

从流动性状况分析，今年以来国内市场最重要的一个新现象是金融脱媒化的加速。金融脱媒化的最直接的结果就是间接融资量的占比不断下降。同时，金融脱媒导致银行贷款占社会融资总量比重不断下滑，而不计入M2的存款数量却不断上升。从居民和企业部门的资产分配状况看，则体现为在普通存款、房产和股票以外的另一类资产，即银行、信托及其它融资渠道发行的非存款类的理财产品数量异军突起，成为吸收资金的重要渠道。其中，1季度仅银行发行的理财产品就高达4663款，数量是2010年1季度发行的2117款的2倍以上。而这还不包括其它诸如信托以及其它融资渠道公开或者地下募集的资金。这些资金共同形成了巨量的银行以外的资金市场。

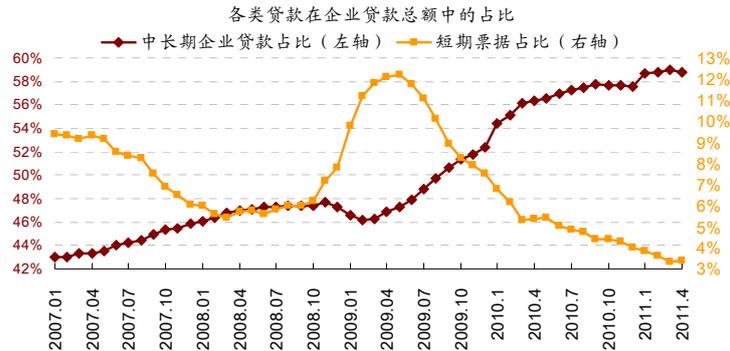
从银行理财产品的类型结构和期限分类上，我们大致可以了解这些资金募集的投向。1季度银行发行的理财产品50%以上为非保本型，也就是属于信用风险类产品。而从发行产品的投资期限上看，几乎99%的产品投资期限在1年以下，其中1个月之内的占34%，1至3个月的占32%，3到6个月的占19%。同时这部分产品的预期年化回报率都显著高于1年期定期存款利率。从这一结构看，这些理财产品的主要募集用途是被用于了企业（尤其是房地产企业）的短期流动资金的补充，以及银行为了满足贷存比监管要求而短期筹集资金的来源。而这与目前银行贷款结构中，短期票据的占比过低（图表15），使得企业通过银行来缓解短期流动资金紧张难度大幅增加密切相关。

图表 14: 银行理财产品概览



资料来源：银行渠道统计，中金公司研究部

图表 15: 短期票据占企业贷款比重不断降低



资料来源：人民银行，中金公司研究部

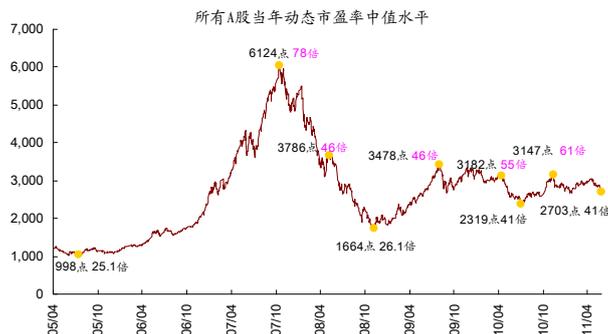
金融脱媒化的蓬勃发展，无疑为部分企业融资找到了一条新的渠道，从而使得经济不至于出现过度下滑。但是从股市的情况看，金融脱媒化无疑为场外资金提供了一条新的投资渠道，而部分风险类银行信托理财产品的预期年化收益率往往高达 5 个百分点以上，部分私募信用产品的预期年化收益率甚至在 10 个百分点以上。从对投资者的吸引程度上而言，只有盈利收益率也大幅上升才能维持股票的吸引力。也就是说，股票市场的整体市盈率就必然会出现大幅向下的压力，尤其对于部分估值水平较高的股票而言。

3. 本轮估值硬着陆更多的反映在高估值板块的下跌中

估值硬着陆在我们通常所用的加权平均 A 股整体市盈率水平上反映的并不充分，因为 A 股的权重股，银行和石油石化，极大的压低了整体市场的市盈率。但如果我们看 A 股整体市场的市盈率中值水平的变化就非常明显了。从图表 16 中，我们可以看到，A 股静态市盈率中值水平的最高点为 2007 年时的 77 倍。而 2009 年以来，尽管 A 股历次反弹的高点依次下移，从 3478 点到 3182 点，再到 3147 点，但是市盈率中值水平却在不断走高，直到去年 3147 点时，整个市场的市盈率中值水平达到历史次高点的 65 倍。而今年以来，虽然指数目前仅 2700 左右，距离 3100 点左右的高点差价仅在 10% 多一些，但是市场的整体市盈率中值已经回落至了 41 倍，与 2010 年最低点 2319 点时的市场市盈率中值基本一致。从市场结构看，以中小板和创业板为代表的高市盈率股票板块，以及以科技和医药股为代表的高市盈率行业板块跌幅居前。估值水平硬着陆的迹象十分明显。

而目前 A 股的市盈率中值距离 08 和 05 年 25 倍左右的历史低位仍有一定距离。这可能意味着尽管指数可能下跌空间不大，但很多高估值个股未来仍将具有较大风险。

图表 16: 上证指数各阶段对应的全体 A 股的市盈率中值水平



资料来源：Wind，中金公司研究部

同样，从一级市场看，估值水平硬着陆的特点也十分显著。

首先，从图 17 中我们可以看到 A 股的大级别历史顶部都伴随着 IPO 发行市盈率的飙升和冲顶。而 A 股的大级别历史底部均是在 IPO 发行市盈率跌破 20 倍并停止发行新股后产生。

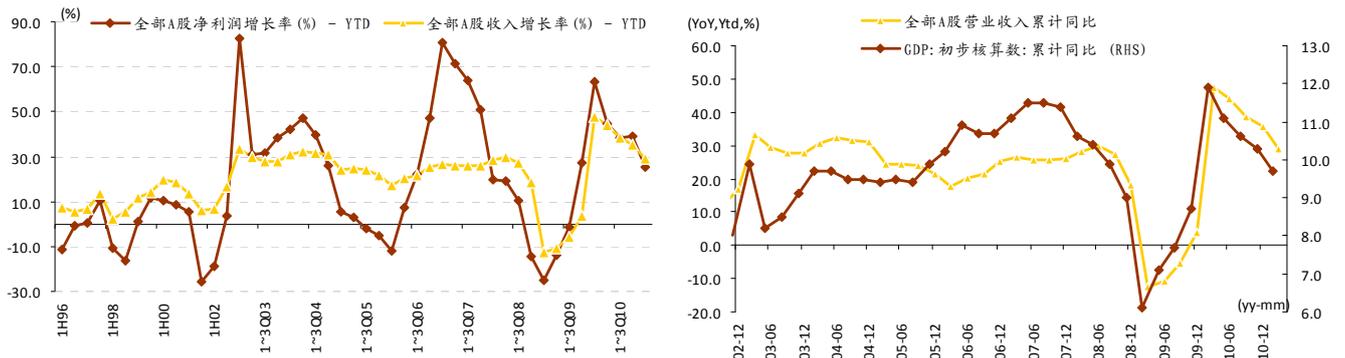
首先，2005年以前，缺乏具有代表性的优质上市公司，当时的市场结构与现在也不同。我们将2005年与2010年的全部A股盈利按照行业分类占比对照，可以发现，当前市场与2005年最大的不同就在于非金融行业的盈利占比已经明显下降。目前金融行业盈利几乎占全部A股的一半，而在2005年时，周期性的钢铁、石油天然气以及煤炭等行业才是贡献盈利的主要力量，非金融行业的盈利占比超过90%。金融行业，尤其是银行业盈利占比的大幅提升，使得整体盈利的稳定性也在提升。由于贷款增速和息差的确定性比较强，银行业盈利的确定性也具有较弱的可预见性，因此，在面对经济趋缓的情况下，上市公司整体的盈利增速的波动性将比之前大幅降低。

其次，本轮经济周期中产能投资增速较慢，产能大幅过剩情况显著低于过去，企业议价能力上升。随着政府对节能和环保的重视程度增加，政府实施了拉闸限电，淘汰落后产能以及加快行业整合等一系列的措施，以期促进经济的健康增长。这些措施一方面使的产能大幅过剩的情况显著低于过去，同时也使得一些行业的供给跟不上需求，从而推动了企业议价能力的上升。以水泥行业为例，受到2009年的限产政策的影响，水泥行业固定资产投资将连续2-3年下降。行业分析员预计2011年和2012年行业有效产能分别增长4%和3%，2011年和2012年需求分别增长7.1%和4.4%，分别出现供应短缺2400万吨和3400万吨。2011年旺季以来，全国水泥平均价格连续上升，水泥销量保持两位数的同比增速。

当前A股非金融类企业毛利率水平并不高，继续挤压的空间有限。通过对A股非金融类企业盈利增速分解，就可以很清楚的看到影响企业盈利的最重要的两大因素就是收入和毛利率。而收入增速通常比较稳定，因此在宏观经济没有出现大起大落的时候，毛利率对企业盈利的影响力甚至要高于前者。而当前A股各行业毛利率并未处于高位，继续挤压的空间并不大。从通胀与毛利率的关系来看，在过去两轮通胀期，通胀的初期和中期，通胀上升会推动非金融类企业毛利的扩张；在通胀的末期，物价上涨带来的人工成本，原材料成本以及能源成本等的压力就开始侵蚀企业的盈利能力，这时企业的毛利率开始下滑。但与前两次不同的是，本轮轮通胀中企业的毛利扩充期较短，在通胀较早的时期就开始缩窄，并且一直在低位徘徊，这主要是由本轮通胀的独特性所决定的，因此未来毛利继续挤压的空间有限。

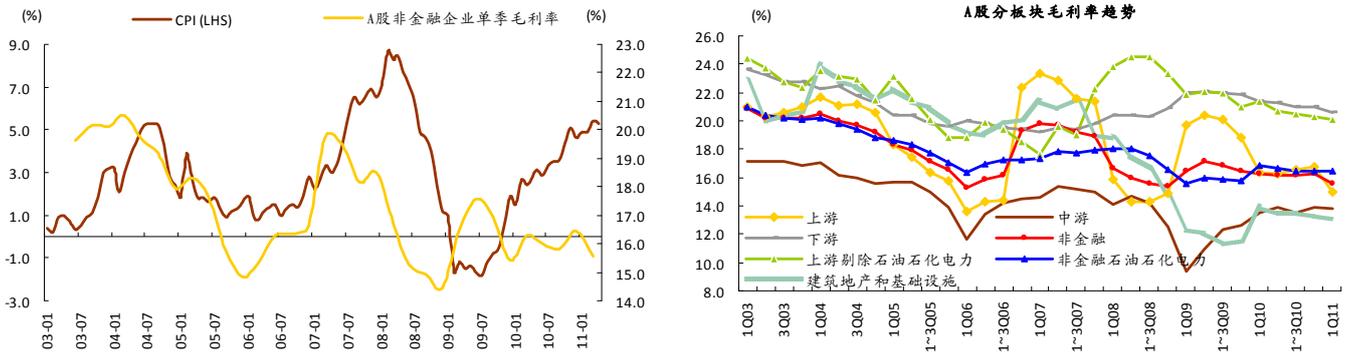
在短周期去库存的条件下，A股难以出现盈利的大幅下滑。历史上，A股的盈利大幅下滑都出现在终端需求出现大幅下滑的长周期去库存的情况下。当经济增速大幅下滑时，经济的超预期减速带来的终端需求下滑使企业成本无法顺利传递，企业只能对原材料计提准备，对产成品降价处理，从而导致企业盈利的加速下滑。2008年经济危机带来的就是企业的长周期去库存，一年之内企业的库存增速从接近50%下滑至在零左右徘徊。随着经济逐渐回暖，从2009年3季度开始，企业开始了逐渐的主动补库存的过程，在工业企业的盈利增速和GDP增速同时在2010年1季度见顶后，2010年2季度，上市公司的库存增速从之前加速增长的态势开始企稳并略有回落。通过观察PMI库存指数可以发现，2010年5月至9月之间企业已经展开过一轮小幅的去库存的过程。另外，当前的高库存也主要集中在地产，机械，建筑工程等个别行业，其他行业的库存水平并不高。因此，我们认为，本轮企业去库存将较快完成，并且由于是企业主动的减库存行为，因此对企业盈利带来的负面影响也会较小。

图表 19: A股上市公司整体收入和盈利增长(左)和收入增速与GDP相关性很高(右)



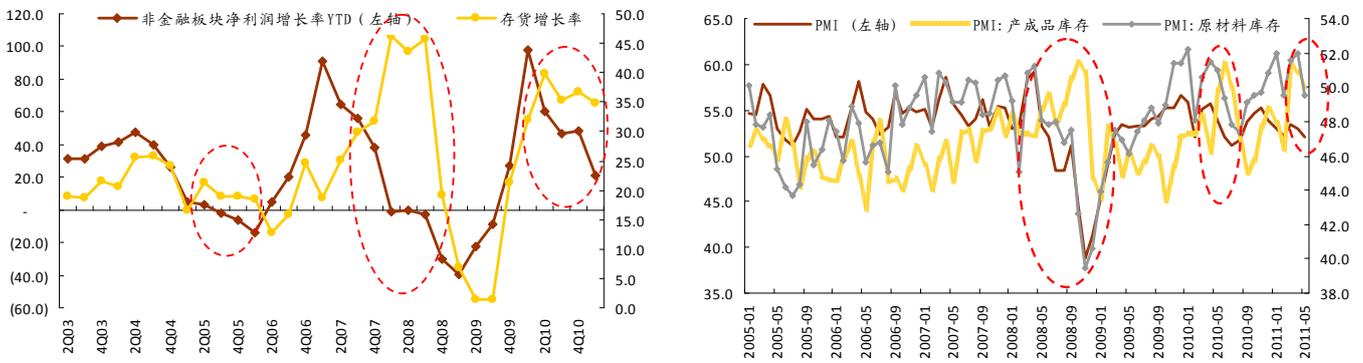
资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 20: 当前 A 股非金融类企业整体和各行业毛利率并未处于高位



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 21: 上市公司存货增速略有下滑 (左) 和 PMI 原材料库存指数领先产成品库存 (右)



资料来源: Wind, 中金公司研究部

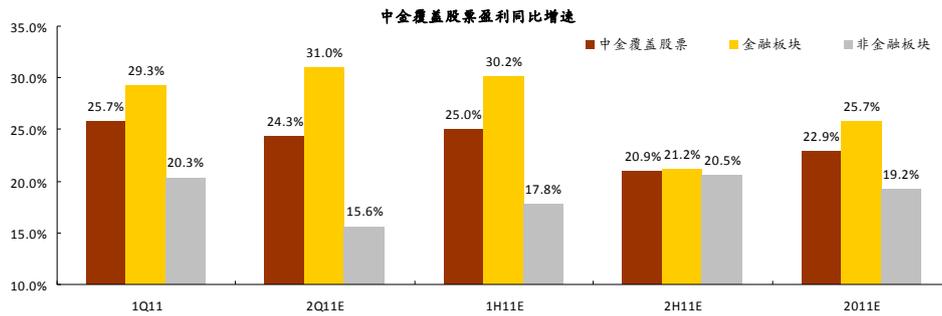
2. 预计 2011 年二季度盈利同比增长 24.3%

2011 年二季度盈利同比增长有望实现 24.3%。基于行业分析员对上半年业绩初步预测的汇总，中金覆盖股票上半年盈利将实现同比增长 25.0%，其中金融板块增长 30.2%，非金融板块增长 17.8%。从二季度单季来看，同比有望实现增长 24.3%，其中非金融板块增长 15.6%。环比一季度增长 4.6%，其中非金融板块增长 12.0%。从行业结构上来看，上游的有色和水泥，中游的化工和机械，下游的汽车、零售、家电和食品饮料，以及金融类的银行等行业依然维持稳定且快速的增长。

2011 年二季度自下而上盈利预测实现概率较大。二季度非金融板块同比增速放缓一方面是由于经济增速放缓而来带的收入放缓，另一方面则是由于去年同期的高基数效应。根据当前自下而上的统计，二季度盈利占全年预测的比例为 24.4%，其中金融板块占比 26.1%，非金融板块占比 22.1%。对于整体上市公司来说，金融行业盈利整体可预见性比较强，盈利的波动最主要来自非金融行业。根据 A 股非金融板块盈利的季节性因素来看，从 2002 年至 2010 年，二季度盈利通常能够实现全年的 30.0%，若剔除 2005 年和 2008 年两次经济衰退期，这一数字是 28.6%。由此可以看出当前行业分析员的初步预测相对谨慎，二季度同比增长 24.3%，上半年同比增长 25.0% 实现的概率较大。

对于 2011 年全年的盈利预测，我们认为总体下调的风险虽然存在，但是幅度不会过大。虽然上半年业绩总体将符合预期，甚至存在超预期的可能性，但是 2011 年全年的盈利下调的风险依然存在。基于中金重点覆盖公司，行业分析员预测 2011 年盈利同比增长 22.9%，其中非金融板块增长同比增长 19.2%。这隐含了下半年企业的盈利水平要与上半年保持一致，其中非金融板块的盈利还要略强于上半年，这对于下半年盈利下滑的预期不够充分。结合自上而下的分析，我们认为 2010 年全年业绩增速下调至 15%~20% 的概率较大。

图表 22：中金覆盖股票 2011 年盈利预测



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 23：A 股上市公司单季盈利占比



资料来源：Wind，中金公司研究部

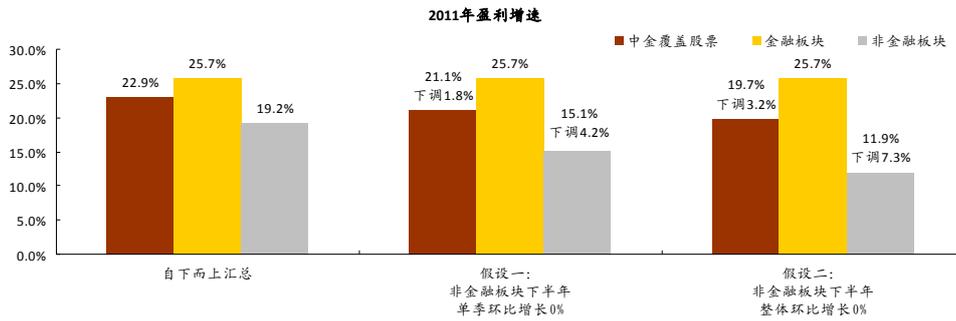
3. 2011 年盈利自上而下增长 15% ~ 20%

中金覆盖股票 2011 年全年同比增长 22.9%，其中金融板块增长 25.7%，非金融板块增长 19.2%。当前盈利预测隐含下半年整体环比增长 0.2%，其中非金融板块环比增长 13.0%。我们前面也提到，对于整体上市公司来说，金融行业盈利整体可预见性比较强，盈利的波动最主要来自非金融行业。我们通过下半年盈利增速做出两种不同的假设，自上而下的对 2011 年全年的盈利进行压力测试。

- ▶ 假设一：非金融板块下半年单季环比增长为零。那么非金融板块 2011 年全年盈利增速将由 19.2% 下滑 4.2 个百分点至 15.0%。结合金融板块，整体增长将由 22.9% 下滑 1.8 个百分点至 21.1%。
- ▶ 假设二：非金融板块下半年整体环比上半年增长为零。那么非金融板块 2011 年全年盈利增速将从 19.2% 下滑 7.3 个百分点至 11.9%。结合金融板块，整体增长将由 22.9% 下滑 3.2 个百分点至 19.7%。

我们的分析发现，即使在相对悲观的假设下（假设二），非金融板块依然能够实现双位数的增长，相比当前自下而上的盈利增速也只有 7 个百分点的下调空间。考虑到金融板块的盈利确定性较强，并且净利润其占比接近整体的一半，这意味着即使在相对悲观的假设下，整体盈利增速也能接近 20%。

图表 24：自上而下压力测试



资料来源：Wind，中金公司研究部

四. 股价水平快着陆

尽管根据我们上述分析，本轮周期中，经济和盈利水平回落速度将较为缓慢，但是本轮股价水平却调整较快。从 A 股指数目前的水平看，上证指数已经再次回落至 1664 与 2319 点之间的长期上升支撑线处。虽然我们认为这并不一定意味着 A 股将马上止跌上涨，但是我们认为，如果经济和企业盈利状况没有出现实质性的走坏，这一支撑线的有效性将依然存在。

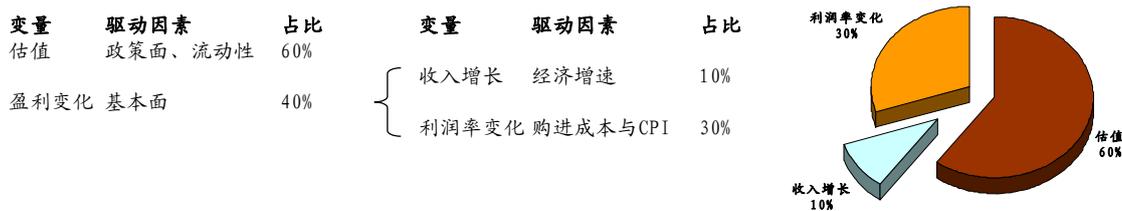
图表 25：上证指数已经回落至长期支撑线附近



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

从影响 A 股股价的因素分析中，我们认为，A 股股价波动较快的主要原因并非经济波动，甚至也不是盈利波动。从图 26 我们归因模型分析中，可以看出影响 A 股股价变动的的主要因素是估值水平波动，而估值水平波动的驱动因素主要是政策面和流动性的变化。与估值相比，盈利波动对于指数影响相对较小，并且在影响企业盈利变化的主要因素中，与经济增速相关只是收入增长的变化，但实际上企业盈利的变化对于成本和 CPI 变化更敏感。事实上，我们观察到 A 股股价与我国 GDP 增速的相关程度一直不高。所以，在虽然目前盈利尤其是经济增速仍然较为较快的情况下，由于政策面和流动性不佳，股价的着陆见底的速度会大大快于经济和盈利的着陆速度。

图表 26：影响 A 股股价的因素分析



资料来源：中金公司研究部

“七上八下”的反弹

所谓“七上八下”的反弹，我们指的是：

1. 预计本轮反弹的可能发生的时间周期是在7月上旬至8月下旬之间。
2. 由于市场存在各种不确定因素和利空传闻，本轮反弹更可能是在投资者普遍处于一种忐忑纠结的“七上八下”的心态中产生的。因此震荡反弹而非趋势性反转的可能性更大。

关于下半年A股投资策略，我们可以用四句话来概括：**发现机会、定位时点、发掘价值股、寻找成长股。**

- ▶ **发现市场扭转过度悲观情绪的机会**
- ▶ **定位通胀见顶、去库存周期见底的时点**
- ▶ **发掘盈利增长稳定且估值较低的价值股**
- ▶ **寻找具备定价能力和长期业绩增长潜力的成长股**

一. 与历史低点的估值比较

发现市场扭转过度悲观情绪的机会要基于当前市场估值水平和历史低位的比较。我们计算得出，当前股市与2005年和2008年当时最低市盈率相比，非金融板块溢价16.4%。

图表27反映的是我们根据不同的盈利情景假设，结合历史估值底部水平，做出的A股极限下跌空间的假设。

图表27：A股下跌空间的情景分析

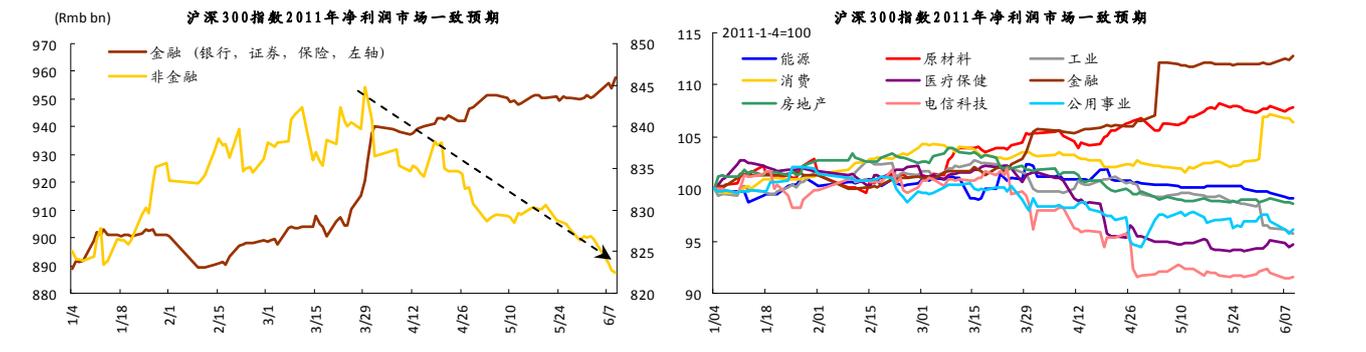
	2011E P/E	2008E P/E	2005E P/E	盈利下调	
	2011-6-2	2008年最低点	2005年最低点	假设一	假设二
上证A股	12.21	12.10	13.37	-1.8%	-3.2%
金融	8.41	10.31	13.92	0.0%	0.0%
非金融	16.44	13.76	13.27	-4.2%	-7.3%
情形一：上证A股整体估值滑落至2008年低点，盈利按假设一下调					
	估值变化	盈利下调	市值变化	市值占比	指数变化
上证A股	-0.9%	-1.8%	-2.7%		-2.7%
情形二：上证A股整体估值滑落至2008年低点，盈利按假设二下调					
	估值变化	盈利下调	市值变化	市值占比	指数变化
上证A股	-0.9%	-3.2%	-4.0%		-4.0%
情形三：非金融板块估值滑落至2008年低点，金融板块维持，盈利按假设一下调					
	估值变化	盈利下调	市值变化	市值占比	指数变化
上证A股					-12.7%
金融	0.0%	0.0%	0.0%	36.3%	
非金融	-16.4%	-4.2%	-19.9%	63.7%	
情形四：非金融板块估值滑落至2008年低点，金融板块维持，盈利按假设二下调					
	估值变化	盈利下调	市值变化	市值占比	指数变化
上证A股					-14.3%
金融	0.0%	0.0%	0.0%	36.3%	
非金融	-16.4%	-7.3%	-22.5%	63.7%	

资料来源：中金公司研究部 *盈利下调幅度假设请参见图表24

基于我们上述对宏观经济和盈利的判断，我们认为出现情景4的概率很小。我们认为A股未来的极限下跌空间可能在10%左右，据此我们认为大盘指数进一步向下的空间在5%~10%，极限位置可能达到2500（可能性较小），而2700点以下已经属于较为安全的区域。

另外，从市场一致盈利预期的调整情况看，非金融股一致盈利预测自4月份以来被显著下调，而与此前的快速上调一样，反映了短期经济预期和市场情绪的波动。我们认为2011年非金融企业盈利增速下滑幅度要小于此当前的一致预测，因此当前前瞻性的短期经济指标如PMI和工业增加值增速止跌反弹时，将为投资者提供了寻找市场扭转这种过度悲观情绪的机会。

图表 28：4月以来非金融企业2011年利润一致预期被显著调降（左）和各行业盈利一致预期变化情况（右）



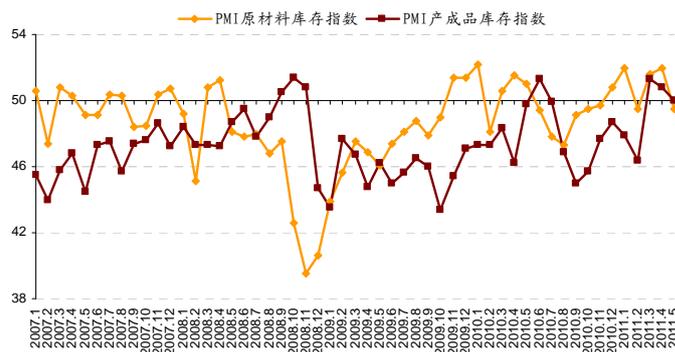
资料来源：Datastream，中金公司研究部

二. 反弹出现时间点的判断

显然，对于反弹出现的时间点做出精确判断是非常困难甚至是不可能的。但是，我们可以遵循其他的指标的拐点出现的时间来大致判断一下这一时间点。

首先，我们预计，7~8月份可能是本轮短周期去库存消化基本结束，PMI和工业增加值数据逐渐见底之时。目前PMI指数中的原材料库存指数已经回落至50以下，从历史情况分析，在需求下滑不明显的小库存周期中（即不出现2008年那样的需求大幅下滑的大周期），通常原材料库存跌至50以下后2~3个月后将PMI指数就将见底，因此7~8月PMI见底并逐渐反弹可能较大。

图表 29：PMI指数中的原材料库存和产成品库存指数走势

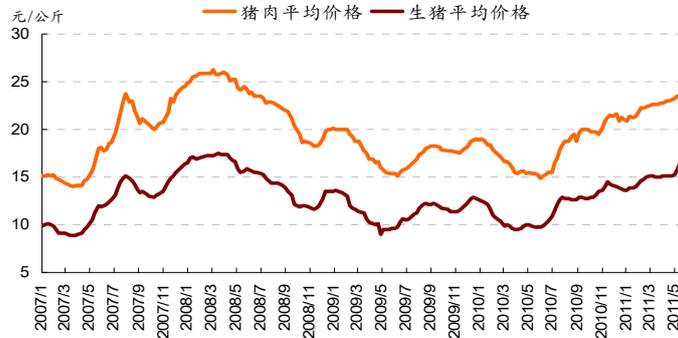


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

此外，中金宏观组的预测认为今年6月通胀见顶的可能性大。6~7月份将是全年通胀水平见顶并开始逐渐回落之时。一方面，这是受到6月份全年翘尾因素最高，且此后下降较快的影响。另一方面，也是我们判断3季度海外经济回落，QE2到期，大宗商品价格难有进一步大幅上升的背景下，输入性通胀压力有所减轻的缘故。从PMI的价格指数看，5月份其水平已经回落至了60，也反映了这一趋势。

而猪肉价格近期出现的快速上涨将是影响通胀在6月还是7月见顶最主要的变量因素。虽然这一风险不可忽视，但是结合中金农业组对于猪肉价格的判断分析，我们认为随着8月份起生猪出栏量开始大幅增加，届时猪肉价格回落趋势将较为显著。

图表 30：生猪和猪肉价格近期出现加速上扬



资料来源：Wind，中金公司研究部

因此，综合看7月中旬前后很可能将是国内宏观数据逐渐由差转好的一个时间拐点。

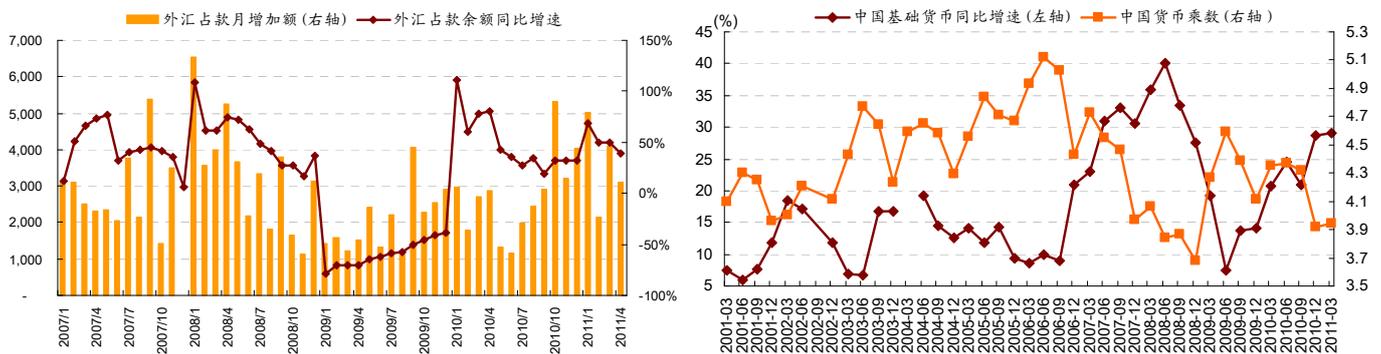
三. 对于政策面预期发生修正的时间点的判断

此外，我们认为，从7月上旬开始到8月份，也是市场对于政策预期发生新的修正的时间拐点，即对于紧缩政策力度不再加大的预期开始形成。

首先，随着6月末美联储量化宽松QE2结束，本轮外汇占款的高速增长下半年或许回落。众所周知，外汇占款对于我国基础货币的增长具有举足轻重的作用。1季度末，受前期外汇占款高速增长和央行公开市场累计大幅净投放资金的影响，我国基础货币的同比增速仍高达29%，而由于存款准备金的利率不断提高，货币乘数则下跌至3.94左右的历史低位，距离2008年底创下的3.68的历史最低货币乘数水平仅咫尺之遥。

在此情景下，即便维持当前的利率和存准水平不变，随着下半年基础货币增速的显著回落，今年的M2增速控制到16%以下的水平当不成问题，甚至存在显著低于这一目标水平的风险。因此，只要通胀开始回落，下半年进一步实施货币紧缩政策的必要性将下降。

图表 31：外汇占款增速将下降（左）和当前国内基础货币增速与货币乘数状况（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

四. “七上八下”的反弹

综上所述，我们认为：A股在7月初可能达到本轮调整的底部，随着在3季度库存调整完成后，企业盈利状况公布时，7-8月A股市场有望上涨。下半年上证指数运行空间2600-3200。

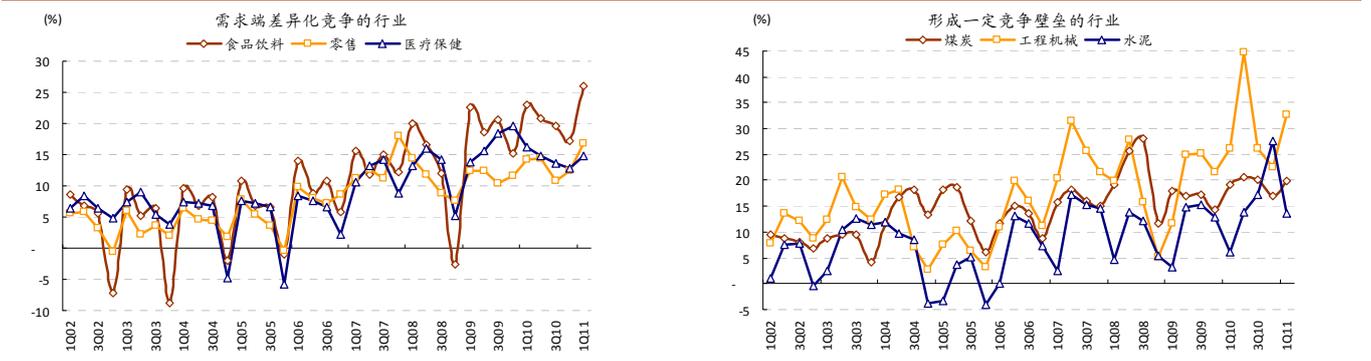
从板块选择的角度看，我们认为，从长期来看，A股并不存在真正的非周期股。几乎所有A股，都是跟随着我们的经济周期、政策周期和流动性周期变化而变化的。只是说，A股不同行业板块之间的周期状况和周期长短是不同的，而且同一行业在不同的竞争阶段，其周期性和周期长度也会发生变化。

从当前的情况分析，A股只存在竞争格局较优的2类行业：

- 形成需求端差异化竞争的行业，如：高端白酒、零售、医药、品牌服装等
- 形成一定竞争壁垒的行业，如：煤炭、工程机械、水泥等

其中，值得注意的是第二类行业，这类行业一般被归于周期性的股票，甚至是强周期性的股票，但是由于其行业集中度的提高或者是新进入壁垒的提高，其行业竞争格局在某一个时间点出现了重大的转变，从而使其行业周期性发生了重要的变化，比如：2005年对于煤炭行业，2009年对于工程机械行业，以及2011年对于水泥行业。这些变化，从这些行业自身的净资产收益率（ROE）的变化情况上可以很清楚的看到。

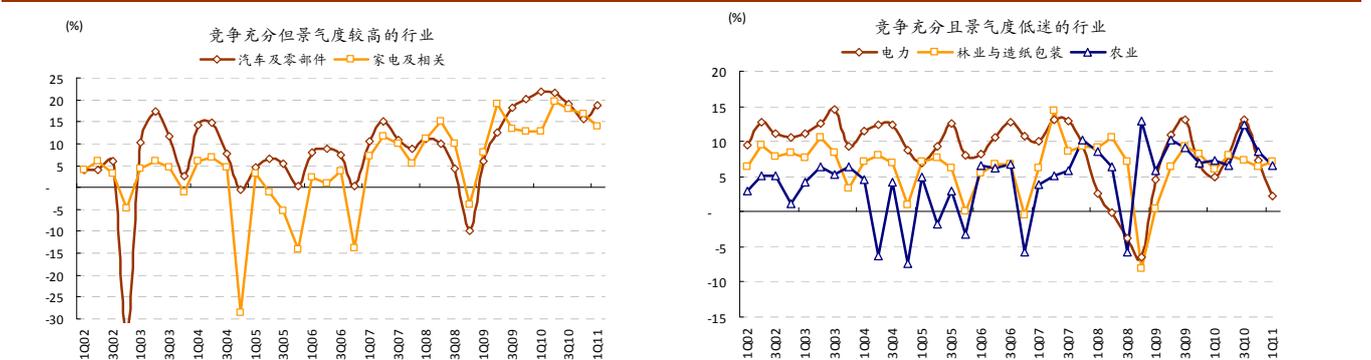
图表 32: A股行业 ROE 水平：需求端差异化竞争的行业（左）和形成一定竞争壁垒的行业（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

除此以外，A股大部分非金融行业均为竞争十分的充分的行业。因此，它们中只有景气度较好和景气度持续低迷两种情况。图 33 中，我们各自选取这两种类型下具有代表性的几个行业。

图表 33: A股充分竞争型行业 ROE 水平：景气度较好的行业（左）和景气度持续较低的行业（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

从选股思路的角度看，我们认为，应该选取：

- A. 前 2 类行业中估值合理的板块
- B. 充分竞争行业中景气度上升的行业
- C. 选取超跌的行业

因此，在行业配置选择中，我们建议：

“七上”：可关注 2 类股票：

—— 盈利增长稳定且估值较低的价值股：机械、汽车、水泥

—— 超跌反弹：科技、通讯设备、交通运输

“八下”：可关注具备定价能力和长期业绩增长潜力的成长股，如家纺、品牌服装、零售、医药，以及部分被错杀的中小盘成长股

在我们的论述观点基础上，我们推出 2 季度的十只股票的推荐组合如下（图表 34）：

图表 34：下半年股票投资组合

公司名称	股票代码	行业	评级	股价(元)			市盈率(x)			市净率(x)			分红收益率		
				11-6-10	一周	YTD	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
广深铁路	601333.SH	交通运输	推荐	4.00	0.5	15.9	18.2	17.1	14.2	1.2	1.1	1.1	2.2%	2.4%	2.9%
上海汽车	600104.SH	汽车及其零部件	审慎推荐	17.07	-2.1	16.3	13.6	8.5	7.4	2.8	2.4	2.1	0.2%	2.2%	5.9%
海螺水泥	600585.SH	建材	推荐	35.10	-5.7	18.3	20.1	9.2	7.5	3.5	2.6	2.0	0.9%	1.6%	2.0%
老凤祥	600612.SH	轻工制造	推荐	33.75	4.9	14.0	38.7	26.3	21.0	6.8	5.4	4.3	0.0%	0.0%	0.0%
中国玻纤	600176.SH	化工	推荐	27.78	-0.9	9.4	57.6	16.3	12.1	8.3	3.2	2.7	0.0%	0.4%	1.8%
柳工	000528.SZ	机械	审慎推荐	21.52	1.9	-11.4	15.7	10.8	8.5	2.9	2.3	1.9	0.3%	0.0%	0.0%
康美药业	600518.SH	医药	推荐	13.21	3.8	-20.8	38.2	23.8	16.4	6.1	5.1	4.1	0.9%	1.0%	1.5%
烽火通信	600498.SH	技术硬件及设备	中性	26.76	-0.7	-35.3	31.2	23.6	19.1	3.4	3.0	2.8	0.6%	0.6%	0.6%
华帝股份	002035.SZ	家电	审慎推荐	11.12	1.6	-26.6	20.4	15.5	12.0	5.3	4.4	3.5	0.9%	2.7%	2.7%
泸州老窖	000568.SZ	食品饮料	推荐	45.19	-2.8	10.5	28.6	21.0	15.9	11.4	9.8	8.3	2.2%	3.3%	4.4%

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。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲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

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

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



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