

钟摆再次指向下游



2006 年下半年
A 股投资策略报告

策略研究

2006 年 6 月 1 日

投资要点

- ❖ 流动性泛滥成为影响全球股市、期市的核心因素，并引发了世界各地市场的共振现象。中国市场的流动性增加虽然有着不同的形成机理，但股市上涨同样表现出了强烈的资金推动特征。鉴于日益明确的全球流动性收紧趋势和国内资金在流量与流向上的变化，我们对国内股市可能出现的中短期振荡持谨慎态度。
- ❖ 我们认同中国股市的重估。但这种重估应该来源于市场结构的升级而不是资金供求的变化。在今后相当长的时间里，经济周期的熨平、制度溢价的释放和股市中产业结构优化都是提升中国股市估值水平的基本面因素。因此，重估的过程并非一蹴而就，而是长远的和渐进的。
- ❖ 中国股市处于投资机会最多的历史时期，股改、价改、汇改和税改都会产生众多的投资热点，企业并购、自主创新、新股发行和金融创新等也提供了繁多的投资机会。但我们认为，历史性的投资机遇来自于经济结构转型引发的企业盈利结构和增长结构的大转移。经济驱动因素从投资转向消费，行业景气从上游转向下游，这将成为贯穿整个“十一五”期间的重要主题。
- ❖ 在行业把握层面，我们认为在中国经济的“换档期”，与消费制造和消费服务有关的诸多行业会有良好的表现机会。金融、传媒、地产、食品饮料和社会服务等行业具有良好的发展前景。当然，不少的下游消费类行业会有一个逐步挖掘、渐进复苏和行业转换的过程，不会一拥而上和一成不变，但这保证了消费主题的长期性和延续性。另外，消费行业内的两极分化也是快速成长时期的伴生现象，只有行业内的龙头公司才能实现持续稳定的增长。我们建议投资者遵循增长、升级和垄断的主线来均衡配置。

经济驱动力的转变

五年规划	经济增长的驱动力
“八五”期间：1990-1995	家电、服装和其它制造业的增长驱动
“九五”期间：1995-2000	基础设施建设的驱动，包括高速公路和电信设施建设
“十五”期间：2001-2005	投资品加工制造的驱动，钢材、水泥、电力、煤炭和港口等等
“十一五”期间：2006-2010	消费驱动，经济转型和生产力提升，部分基建的继续

资料来源：中信证券研究部

中信证券策略研究组

徐刚

电话：010-84588185

邮件：xg@citics.com

程伟庆

电话：010-84588671

邮件：cwq@citics.com

邵峰

电话：010-84588032

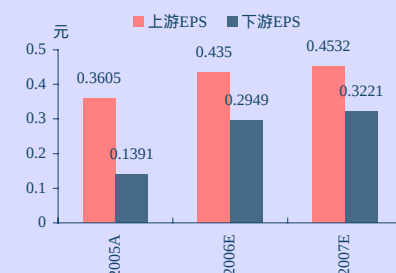
邮件：xif@citics.com

货币扩张推升了股市



资料来源：CEIC 中信证券研究部

上游/下游的 EPS 增长



资料来源：Wind Caihua Financial

中信证券研究部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

一、近期判断：流动性推动正在淡出？	1
1、价值重估成为国际现象	1
2、企业盈利不支持重估	1
3、资金推动成为当前主导	3
4、流动性可否持续？	5
二、远期判断：重估需要新的角度	6
1、宏观经济稳定性增强	7
2、结构因素推升未来股市	8
三、投资判断：机遇指向下游	11
1、经济驱动转向消费	11
2、微观盈利倾向下游	12
3、下游消费类行业孕育投资机会	14
四、行业资产配置与重点行业展望	17
1、中信覆盖行业预测	17
2、重点行业展望	20
3、重点推荐的 12 家上市公司	40
五、数据分析与估值	46
1、市场估值	46
2、宏观因素	48
3、市场及技术因素	50
4、基本面估值预测	52
5、国际估值比较	57
六、图表附录	59
1、股票市场回顾	59
2、宏观经济指标	61
3、重要商品价格	62

一、近期判断：流动性推动正在淡出？

中国的股市正在经历一个重估的过程，但什么因素会导致重估呢？我们认为无非有两个：一个是公司业绩的提升，经济增长和市场制度改善都会最终表现为公司业绩；另一个是流动性推动，过多资金追逐限定的资产，必然导致价格的重新定位。

当前哪个因素是主流？对这个问题的回答至关重要。因为，没有基本面支持的重估难以持久，并最终引发向下的重估。目前市场中的股改引发了人们对未来向好的预期，但股改效应还是一个未知数。在这种情况下，究竟是谁在为重估买单呢？

1、价值重估成为国际现象

中国股市今年以来已经上涨了 43%（截至 5 月 22 日），而沪深两市的成交量也超过了 24300 亿元，这差不多是去年同期的 2.4 倍。与此相对应，上证指数的市盈率从年初的 18 倍上涨到了目前的 24 倍（见图 1）。

其实，不仅是中国，其他市场也发生过类似的市场重估。去年以来，印度、韩国和俄罗斯市场的涨幅均超过了 50%。在短期内如此高的涨幅必然是资金强力推动的结果。我们发现，从去年下半年起，由于美元资金大量流入新兴市场，导致新兴市场指数迅猛上涨（见图 2）。

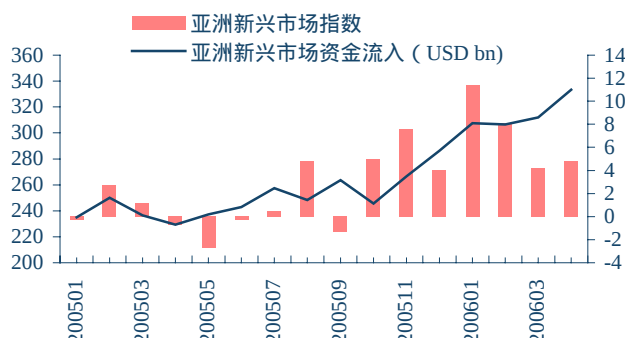
正是因为市场重估具有如此明显的资金推动特征，人们开始担心市场的重估是否有基本面因素的支持。近期新兴市场的高幅震荡更加剧了人们的这种担心。

图 1：中国股市的重估



资料来源：中信证券研究部

图 2：新兴市场的重估



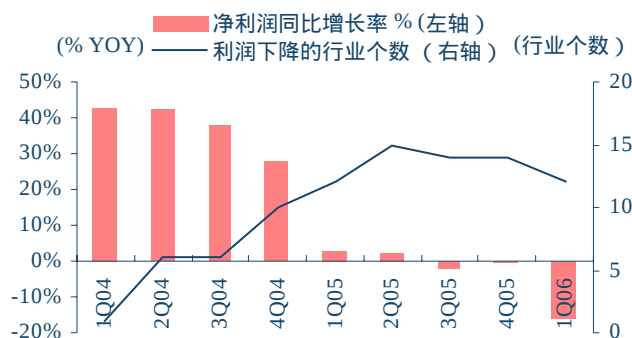
资料来源：中信证券研究部

2、企业盈利不支持重估

我们判断，当前企业的盈利状况没有根本好转，业绩不能成为推动市场的主导因素。尽管市场预期未来盈利有趋暖的迹象，但目前的盈利趋势依然在周期底部，对股票市场依然有很强的压制作用。

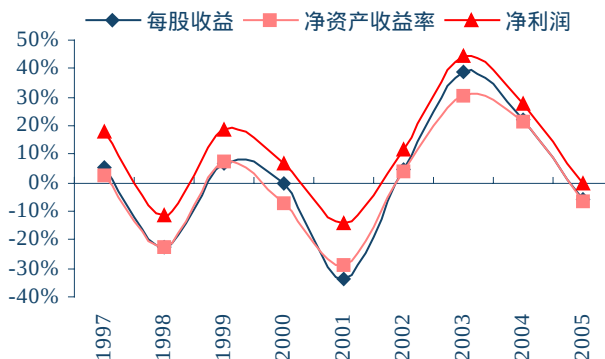
从上市公司的情况看，在经历了 03 年的业绩增长顶峰以后，04-05 年的净业绩同比呈现逐级下降态势，全部上市公司的净利润、每股收益和净资产收益率指标增幅回落。而 06 年 1 季度的净利润更是同比下降 16%。而且上市公司亏损面也开始扩大，盈利下降的行业数量也不断增加，06 年一季度 23 个重点行业中有 12 个出现了盈利下降（见图 3-图 4）。

图 3：A 股出现了 16% 的利润下滑



资料来源：Wind 中信证券研究部

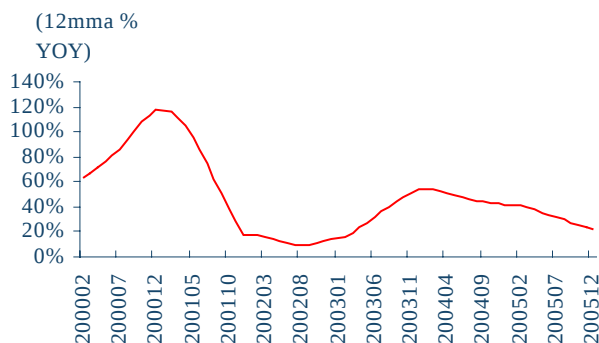
图 4：上市公司业绩历年变化趋势



资料来源：Wind 中信证券研究部

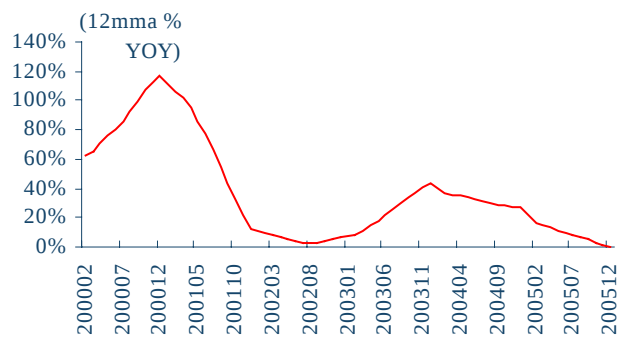
从国家统计局发布的全部工业企业的盈利数据看，我们也可以得到类似的结论。全部工业企业利润总额同比增长（12 个月滚动平均）自 03 年以后始终处于下降态势。不过，对国统局的数据使用需要做一个小的调整。我们发现，2006 年 3 月份的全部工业企业利润同比增长依然保持在 21% 的高位，但仅仅看这个数据是有误差的。因为每个月申报盈利数据的企业数量是不一样的，例如，06 年 3 月的工业企业累计数是 274800 家左右，比 05 年 3 月增长了 14%。如果我们进行调整，计算单个公司平均的利润同比增长，全部工业企业 06 年 3 月的盈利实际增长仅为 1.27%，这就和上市公司的盈利变化趋势基本对应起来（见图 5-图 6）。

图 5：全部工业企业利润增长趋势



资料来源：CEIC 中信证券研究部

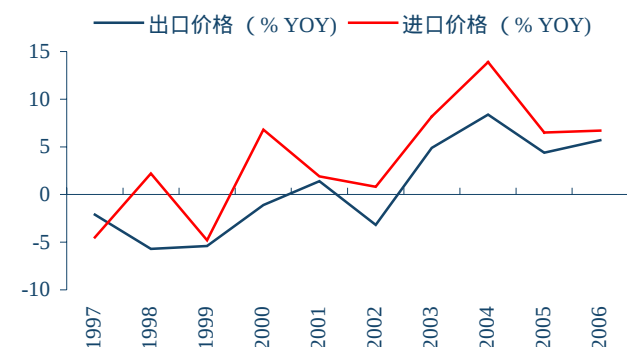
图 6：全部工业企业利润增长趋势（经过调整）



资料来源：CEIC 中信证券研究部

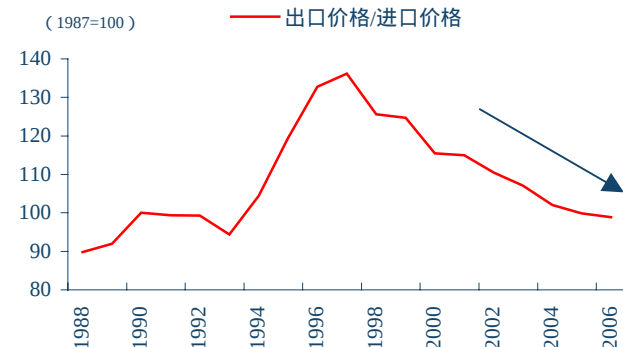
从整体经济的情况看，我们依然可以得到相同的结论。如果把整个国家也看出一个企业，我们发现整个经济的“盈利”状况也不理想。例如，如果把进口看成整体经济的投入，出口看成产出的话，最近 10 年出口的价格增长总体上要慢于进口价格增长。特别是随着中国经济的整体外贸依存度提高，如果这种现象持续，则意味着整体经济的“利润率”下降。如果我们观察中国经济的贸易条件的话（出口价格/进口价格），从 1998 年起，贸易条件逐步恶化，这说明整个经济的盈利状况不佳（见图 7-图 8）。

图 7：出口价格增长小于进口价格增长



资料来源：Datastream 中信证券研究部

图 8：整体经济的“利润率”下滑（贸易条件）



资料来源：Datastream 中信证券研究部

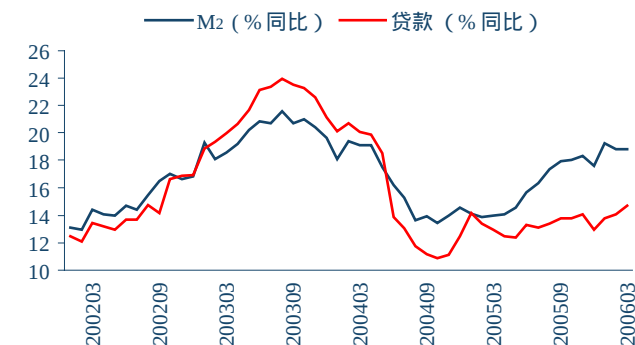
因此，我们认为经济的基本面因素并没有明显改善，难以支持市场的重估。市场的上涨需要寻求别的原因。

3、资金推动成为当前主导

今年以来，流动性增加是最为重要的货币现象。流动性增加与股改在时间上正好重合，因此，人们普遍认为股改的制度溢价和流动性共同推动了市场的上扬。但制度溢价本身是不明确的，谁也无法说清股改究竟在多大程度上提升了市场的投资价值。而 3、4 月份以后市场的资金推动特征是明确的，我们可以清晰地看到货币供给和股票指数的关系。

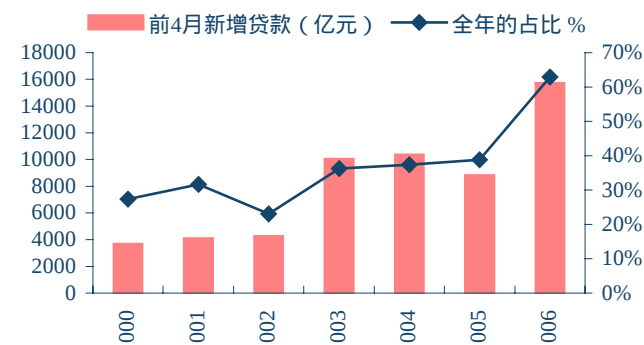
下面需要回答的是，今年以来新增的市场流动性从哪里来的？应该说，外汇占款是导致流动性增加的重要原因，今年以来新增货币流动性的 70% 是由于外汇占款增加导致的。特别 06 年初以来，中国贸易顺差持续扩大，由于当前的出口增速依然快于进口（今年 4 月份出口增长 23%，而进口增长仅 15%），短期内贸易顺差不会减少。另外，在胡锦涛主席访美后，美国未将中国列入“汇率操纵国”，市场因此预期人民币的升值会进一步加快，这也加剧了热钱的流入。高额贸易顺差和热钱的流入，推动了外汇占款的增加。央行虽然也在通过发行央票对冲外汇占款，但也只能对冲掉其中的 60%。

外汇占款的增加导致了过多的流动性，06 年以来，宽货币和宽信贷同时出现。商业银行也在试图摆脱央行的控制，从自身效益出发发放更多的贷款。06 年前 4 个月新增贷款 15700 亿以上，比去年同期增加了 6900 多亿，这个发放量约占全年预期发放贷款的 63%（见图 9-图 10）。

图 9：M₂ 与信贷增长

资料来源：CEIC 中信证券研究部

图 10：前 4 个月的贷款增长



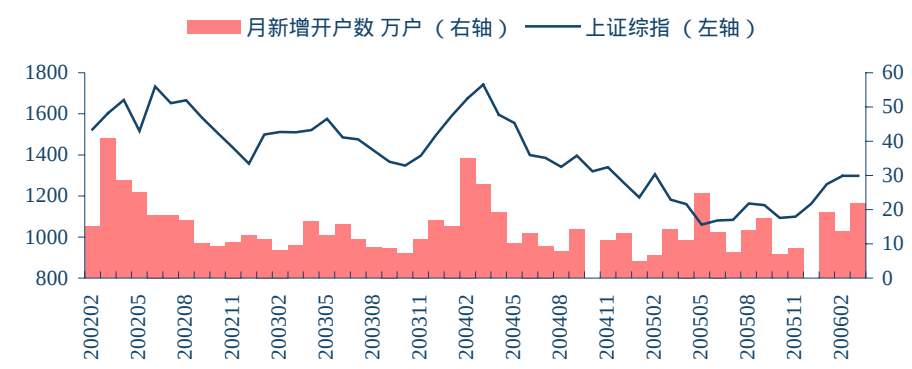
资料来源：CEIC 中信证券研究部

我们相信，部分新增流动性正在通过各种形式流入了股市。例如，今年前 4 个月企业票据贴现数额大幅增加，不排除部分企业利用票据贴现的钱进入股市。特别是为了配合股改、再融资或是其他目的，企业有动机去控制部分筹码。另外，股市的赚钱效应也吸引了大量的民间资金，如果我们关注居民储蓄贷款的增长情况，最近几个月的居民储蓄增长放缓，4 月份的居民储蓄增长竟然为零。而正常情况下，每个月的居民储蓄增长应该在 2000-3000 亿元。结合这几个月股票开户数的增加，我们可以判断相当数量的居民储蓄进入了股票市场（见表 1、图 11）。

表 1：居民储蓄余额“流失”

月份	居民储蓄余额 (万亿)	环比
Oct-05	13.7	NA
Nov-05	13.9	1.46%
Dec-05	14.3	2.88%
Jan-06	14.8	3.50%
Feb-06	15.1	2.03%
Mar-06	15.3	1.32%
Apr-06	15.3	0.00%

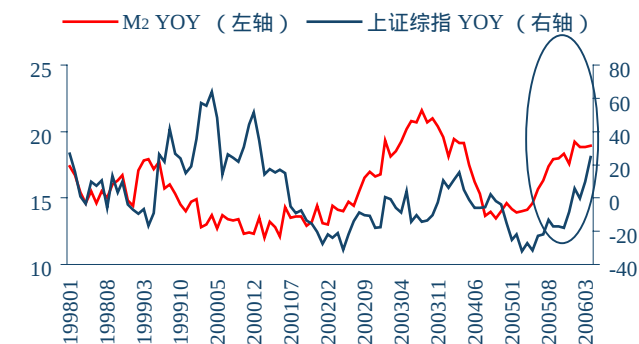
图 11：月新增开户数与股票指数



资料来源：中信证券研究部

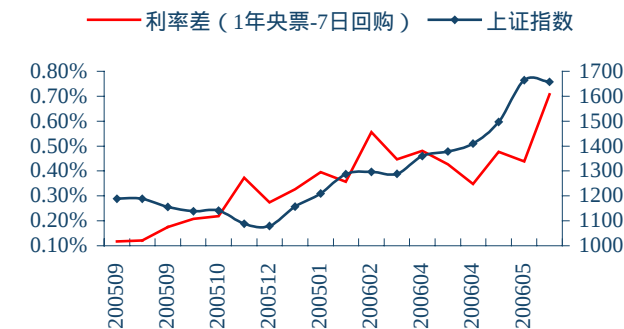
流入市场的资金推动了股指，我们发现 01 年以来股指与货币供应量（ M_2 ）有着明显的相关关系。特别是今年以来，货币供给与股票市场的联动十分明显。另外，1 年期央票和 7 日回购之间的利差也在扩大，这反映了人们对于流动性的偏好，并成为支持股市的因素之一（见图 12-图 13）。

图 12：货币扩张推升了股市



资料来源：CEIC 中信证券研究部

图 13：流动性推动了股市



资料来源：CEIC 中信证券研究部

因为本轮行情表现出了较为明显的资金推动特征，我们对下半年收紧流动性的政策保持谨慎。央行严查票据贴现就是一个明显的信号，央行针对各商业银行定向发行央票和加强对贷款的窗口指导等也是收紧流动性重要的措施，当然更不排除还会有后续措施出台。另外，在上半年的市场行情中基金、保险等机构资金并没有承担主力位置，行情的主要推动力还是来自于民间资本，对其市场情绪的脆弱性也应有所顾忌。总之，尽管我们不改变对股市走向牛市趋势的看法，但短期市场震荡恐难避免。

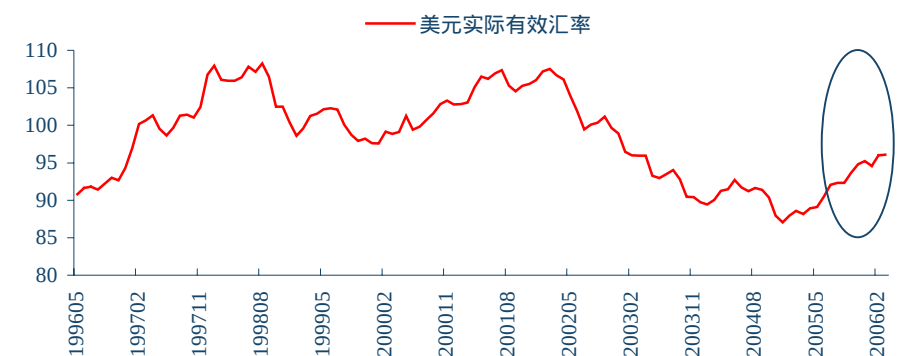
4、流动性可否持续？

流动性过剩并不是中国独有。从 2001 年开始，为了对冲美国科技泡沫破灭和“9.11”恐怖袭击对经济的负面影响，美联储持续实行宽松的货币政策，利率由历史的中轴 4%~8% 降到 1% 的低位，并维持了长达 3 年的时间。同时，日本央行为了应对长期通货紧缩和低迷的经济，实施了超宽松货币政策，将利率下降到零，全球的流动性处于非常宽松的环境。我们利用全球 GDP 增长与全球平均利率的差额来描述流动性状况，这个差额越高意味市场资金更为充裕。经过计算，我们发现流动性泛滥的确推动了股市、房市和大宗商品市场的上涨（见图 14—图 15）。

面对流动性泛滥可能引起的泡沫，美联储两年前转而开始加息，以收紧货币阀门。但由于滞后效应的存在，此前 16 次加息并未引起激烈反应，全球市场仍然是一片欣欣向荣。但经过近两年的加息后，市场对利率的动向已渐渐变得敏感。日本 3 月份结束超宽松货币政策后，日本央行每日投放的货币已从 30-50 万亿日元减少到 15 万亿，接下来还可能加息，同时，欧洲也有进入加息周期的趋势。流动性收紧慢慢产生了效果，涨幅巨大的各大市场对此变得越来越敏感，一旦有风吹草动便有资金获利了结，并引发抛售潮，最近的市场大动荡就是这种局面的一种体现。

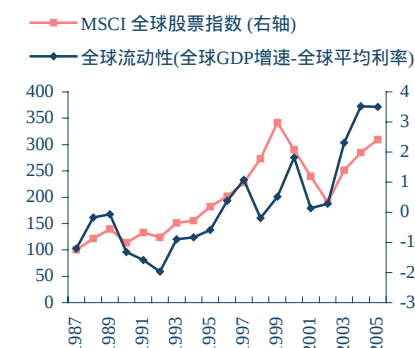
近期由于美国新公布的经济数据（CPI）不理想，进一步强化的美联储进一步加息的预期，而且美元的实际有效汇率也在抬升，这引起国际投资者决定撤离风险较高的商品市场和新兴市场。国际商品期货市场在高位出现了宽幅震荡，印度、香港、巴西等市场都出现近年来少有的深度跌幅。反映全球 26 个新兴市场股票指数的摩根士丹利新兴市场指数，也从 5 月 8 日收市新高下跌了 15%。当然，我们并不认为流动性短期内能够收紧，但市场的反应往往有一个提前量，投资人对流动性问题开始抱有谨慎态度（图 16-图 18）。

图 16：流动性收紧？（美国实际有效汇率抬升）



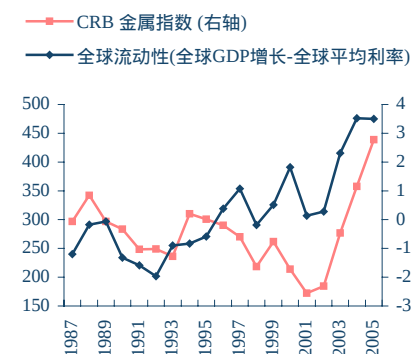
资料来源：Datastream 中信证券研究部

图 14：流动性推动全球股指



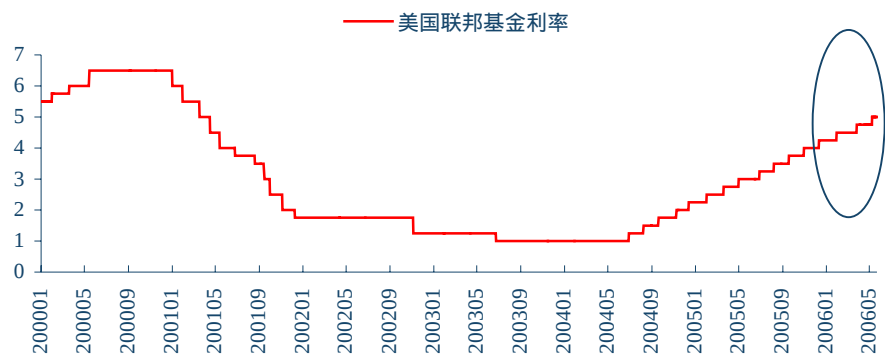
资料来源：Datastream 中信证券研究部

图 15：流动性推动商品价格



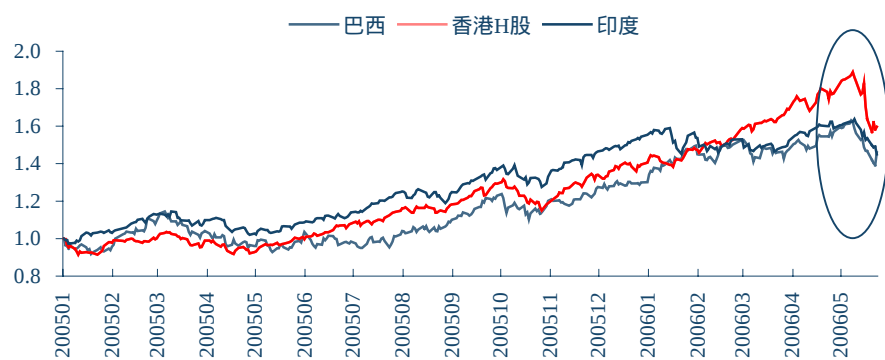
资料来源：Datastream 中信证券研究部

图 17：流动性收紧？（美国是否会继续加息）



资料来源：Datastream 中信证券研究部

图 18：新兴市场的流动性恐慌？



资料来源：中信证券研究部

国际流动性收紧也必然影响到国内股市。一是国际大宗商品价格的（特别是国内有色金属）的波动影响到了国内股市的相关板块。有色板块是国内市场的重要领涨板块，国际有色金属期货的大幅波动会影响国内投资人的持股信心，近期有色板块与大盘走势分离就是一个证明；二是香港股市也受到了美国加息预期的波及，H 股受到很大压制，并进而可能影响国内市场（特别是 H+A 股票）。

当然，国内的流动性成因与国际上并不相同。国内近期的流动性过剩关键原因不在于本国利率，而在于贸易顺差和热钱流入导致的外汇储备增加，这一点短期内不会改变。从货币投放的直接渠道看，较快的外汇储备增长相应导致外汇占款的增长，进而导致流动性的过剩。但是，鉴于上半年流动性增长可能引起的风险（如资产泡沫），央行和银监会基本对下半年的政策导向形成一致意见，一是降低贷款规模的过度增长；二是改善贷款结构，扭转资金过度流向资本市场和房地产贷款，疏导部分资金向急需流动资金的中小企业流动。这会对股市的资金面会产生一定压力。

二、远期判断：重估需要新的角度

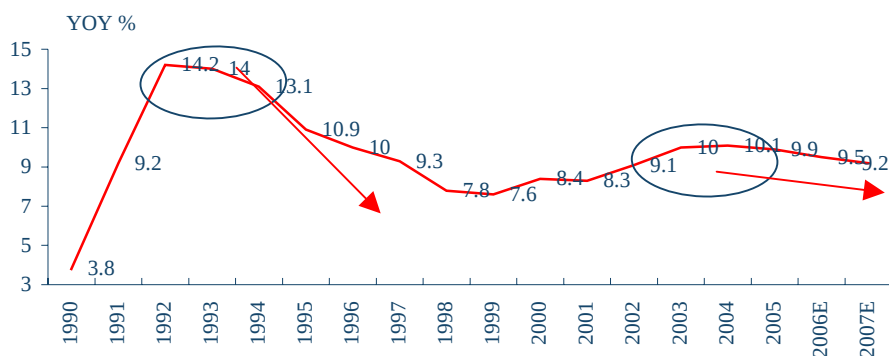
流动性应该只是影响股市的短期因素，长期来看，我们认为对于股市的重估还要回归于基本面因素。宏观经济、市场结构和制度创新才是决定未来股市的核心因素。

1、宏观经济稳定性增强

宏观经济依然是影响股市的重要因素。随着中国股市股改的逐步完成，市场和经济的联动更为加强。当前，中国经济正处于最近一次经济增长高峰的末端，但经济的增长依然有望延续在高位。而当前关注甚多的宏观调控并不会对股市产生过多负面影响。

经济增长依然在高位延续：从历史上看，中国经济的三次经济增长高峰分别发生在 82-83 年、92-94 年和 03-04 年。前两次经济增长高峰分别当时的重大制度变革有关，而 03-04 年的经济增长则表现为一个标准的经济周期。最近这个经济增长高峰与以前最大的不同在于，周期内经济增长波幅减少。我们认为本次周期中整体经济不会出现以前增长高峰后的速降过程，而会在相对高位继续延续较快增长(见图 19)。

图 19：经济周期更为平稳（GDP 年同比）



资料来源：CEIC 中信证券研究部

宏观调控的影响趋于淡化：历次经济增长高峰都会伴随着一轮宏观调控，03-04 年的宏观调控人们还记忆犹新。而 06 年经济中信贷、投资、成本、通胀和利润等各项指标显示当前经济依然保持了较高的热度，今年一季度 10.2% 的经济增长也预示了这一点。在这种情况下，宏观调控似乎再次成为题中之义。但当前经济显然与 03-04 年经济明显不同，这也意味着今年宏观调控的方式和影响也不相同。

第一、今年经济中不存在短缺部门，没有必要出台针对需求的总量调控。03-04 年中国经济经历了一轮投资拉动高峰，当年投资品短缺是经济发展中的最大制约，于是大量的投资集中于投资品制造业，但由此进一步加剧了投资品的短缺，导致了经济中“煤电油运”的全面紧张。为了抑制情况恶化，政府强力收紧银根、地根，并辅以大量行政措施为整个经济刹车。而目前经济中的瓶颈产业基本解除或得到了较大缓解，经济中并不存在明显的短缺部门，各个经济主体的投资冲动可以得到市场需求的有效抑制。在这种情况下，结构调整要优于总量控制，供给管理优于需求管理。

第二、今年固定资产投资结构较为健康（虽然增速略快）。今年一季度，全部行业的固定资产增幅为 29.8%，这也是一个相对较快的增幅。但如果考察投资增幅的行业分布，情况还是较为乐观。投资增长较快的行业主要是部分原材料行业、部分工业装备行业、日常消费品行业、可选消费品行业和金融、医药健康等。

具体来说，部分材料行业（资源品为主）的投资增长很快，这主要是由于在经济增长和大宗商品价格上涨的背景下，实体经济增加了对矿产资源类产品在勘探、采掘和开发上的投入。设备制造业的投资增加也较快，但这符合国家

的装备产业政策。而消费服务类行业（包括各类消费、金融和医药）的投资增长符合未来需求增长的大趋势，也预示着新一轮消费升级的开始。但对于产能已经处于过剩状态的行业（如钢铁、有色加工和部分化工品），今年以来的投资增长率基本处于下降态势。总体来看，我们认为今年以来的较快的固定资产投资增加在结构上基本上是健康的（见表 2-表 3）。

表 2：受鼓励行业固定资产投资增幅较快

	行业	06 年一季度投资增长率 %		行业	06 年一季度投资增长率 %
材料行业 (资源品)	有色金属采选业	96.7	日常消费	食品制造业	88.7
	黑色金属采选业	93.8		饮料制造业	61.4
	非金属矿采选业	131.8		农副食品加工业	54.8
	废弃资源和废旧材料回收加工业	88.7	可选消费	住宿及餐饮业	72.6
	木材加工及木、竹、藤、棕、草加工业	58.8		文化、体育和娱乐业	74
能源行业	石油加工、炼焦及核燃料加工业	41.4		家具制造业	84.8
工业	通用设备制造业	71.7		工艺品及其他	62.6
	电气机械及器材制造业	69.5		纺织服装鞋帽	56.3
	专用设备制造	44.3	金融	金融业	98.9
	交运设备制造	43.8	医药健康	医药制造业	33.9

资料来源：中经网

表 3：过剩行业的投资增长率下降

行业	2006 年一季度增长率	2005 年增长率
全部行业	29.8	27.2
黑色金属冶炼及压延加工业	-2.2	27.5
有色金属冶炼及压延加工业	16.1	32.4
化学原料及化学制品制造业	26.2	33.7
化学纤维制造业	3	2

资料来源：中经网

因为目前的投资结构比以前更为优化。因此，我们判断，不会出台对市场冲击较大的、一刀切的紧缩政策，调控在力度上以微调结构为主，在出台的时机上以相机抉择为主。

今年的结构调整和 2004 年的宏观调控是两个概念。2004 年是调节总量，紧缩宏观需求，国家从行业投资需求等方面采取措施，涉及土地管理、信贷政策等方面；今年则采取的是结构调整，是针对供给而言，通过优化结构压低产能。从这点看，今年似乎不应对调控行为本身过于担忧，而应把重点放在结构的调整上，预期中的宏观调控不会冲击整个经济，对股市的影响也相对较小。

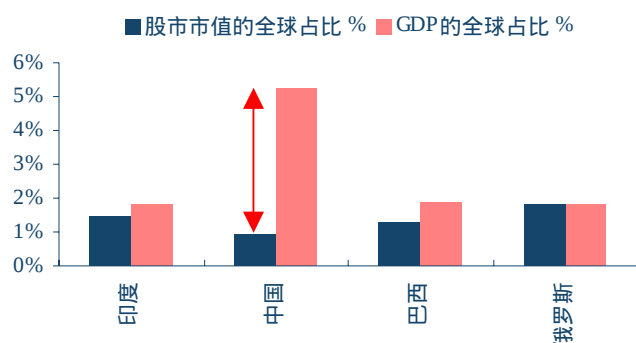
展望未来，我们认为日后经济周期中的市场调节因素会更多地发生作用，宏观调控不再是周期性的刹车行为，而是经济运行管理的常态。宏观调控结构调整的功能大于平抑周期的功能。因此，对于整体经济的影响更为柔和、更为积极。

2、结构因素推升未来股市

中国股市的未来成长，还受益于未来市场结构的良性变化。这主要体现在未来市场发展空间、投资者结构变化和行业结构变化等方面。

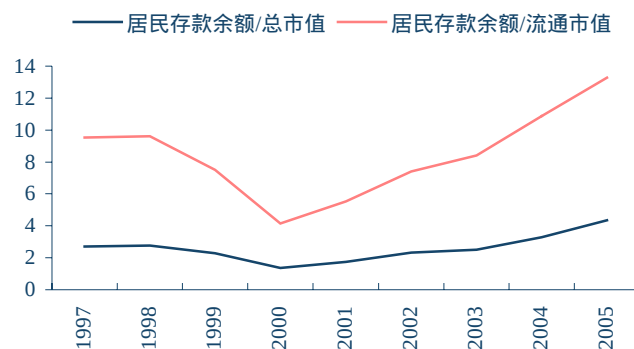
制度溢价推升估值：随着股改有望完成，制度溢价会进一步释放，并有望落到实处。特别是随着新股发行制度改革、交易制度改革（T+0、融资融券）和金融衍生市场的建立，对股市的投资需求会日益增长。目前，股市在我国经济中还有一种稀缺资源，我们比较了“金砖四国”的股市与经济的匹配情况（这四国在资本市场发展上具有较强的可比性），中国经济 GDP 在全球占比为 5.25%，在“金砖四国”中是最高的，但中国股市在全球占比仅为 0.91%，在“金砖四国”中又是最低的，中国经济与股市的失衡最为明显。但这也同时意味着中国股市的发展潜力巨大，背后的经济依托更为强劲。另外，中国经济的发展积累了巨大的社会财富，05 年底居民存款余额达到 14 万亿，这分别相当于 A 股总市值的 4 倍、流通市值的 13 倍。资金面从来不是中国股市的核心问题（见图 20—图 21）。

图 20：“金砖四国”的比较



资料来源：CEIC 中信证券研究部

图 21：居民储蓄/股市资产



资料来源：CEIC 中信证券研究部

投资者机构化推升估值：我们认为投资者结构是影响股市估值的重要因素。从国际经验看，投资机构化程度越高的市场，其估值水平越高。目前，中国股市机构投资者发展较快，机构投资占到股市总市值的 10%（占流通市值的 36% 左右）。而随着未来股改的完成，中国机构化的投资比重（或者持股比重）将会大为上升。除了现有的投资机构以外，包括国有企业、政府单位、上市公司等非金融机构都会成为市场中重要的机构持股人，这将迅速提高市场的机构化程度。

从国际经验看，机构化程度与市场估值水平具有一定的正相关关系。机构管理资产（AUM）越大，越需要投资于资本市场，从而推高资本市场的估值水平（如市盈率）。那些社会保险、养老保险和投资基金十分发达的国家，对资本市场有着很高的投资需求。目前中国股市的机构化程度较低，机构管理的资产仅相当于 GDP 的 17%，而已经入市的机构投资在股市的比重仅为 10%（相对于总市值）。但股改后的中国股市的机构化程度会在较短时间内迅速提高，并推升中国股市的估值水平（见表 4、图 22-图 23）。

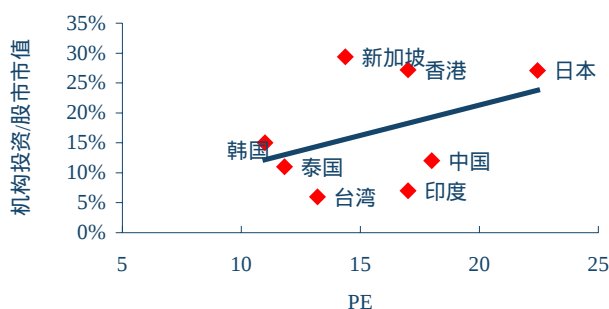
表 4：机构化投资程度的国际比较

	机构管理资产(AUM) \$bn	GDP \$bn	市场总值 \$bn	AUM/GDP (%)	机构投资/市值 (%)
日本	6836	4567	4955	150%	27.1%
台湾	270	346	486	78%	6%
香港	154	177	1040	87%	27.2%
中国（大陆）	382	2225	396	17%	10.1%
韩国	589	788	709	74%	10.5%

	机构管理资产(AUM) \$bn	GDP \$bn	市场总值 \$bn	AUM/GDP (%)	机构投资/市值 (%)
印度	195	730	1091	27%	7%
新加坡	182	117	313	156%	29.4%
泰国	66	176	123	37%	11%
马来西亚	135	131	177	103%	76%

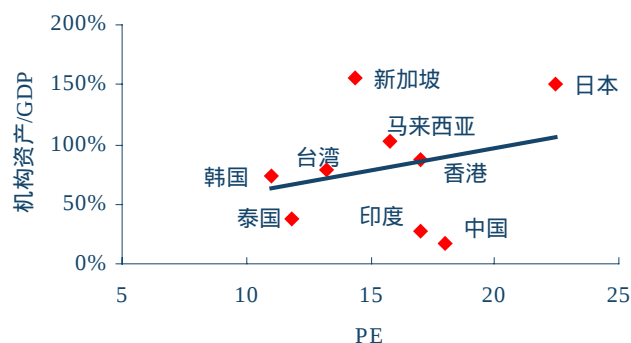
资料来源：亚洲机构投资者研究（2005 年） 中信证券研究部

图 22：机构化程度与市场估值水平（机构投资/股市市值）



资料来源：亚洲机构投资者研究（2005 年） 中信证券研究部

图 23：机构化程度与市场估值水平（机构资产/GDP）



资料来源：亚洲机构投资者研究（2005 年） 中信证券研究部

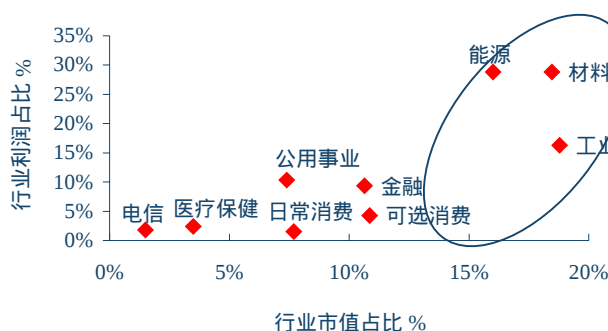
行业结构变迁推升估值：市场结构的变迁也是影响未来市场重估的因素。

下游消费服务类行业的行业估值相对于上游行业来讲具有天然溢价，这是行业属性本身所决定的。从全球行业指数（和美国行业指数）的市盈率和市净率比较看，属于下游的可选消费、大宗消费、医疗健康、电信和金融等行业，其市盈率和市净率水平都要高于上游行业。目前，中国股市的市值和利润主要集中在上游行业，这与美国股市具有较大差别。而随着新老划段的启动，IPO 的重新开启会市场带来更优的优质品种，特别是处于下游的消费服务类行业（如金融、保险、消费制造和消费服务以及信息、医疗等）将会以更快的速度上市，从而改变当前市场的行业结构，这也将成为未来股市的推动性因素之一（见表 5、图 24-图 25）。

表 5：下游行业往往享受较高的估值水平

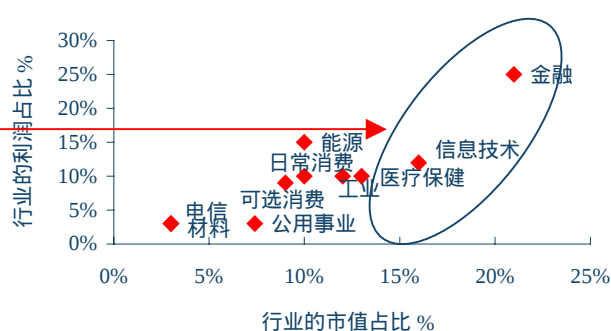
全球	行业 PE/ 市场 PE	行业 PB/ 市场 PB	美国	行业 PE/ 市场 PE	行业 PB/ 市场 PB
能源	0.69	1.85	能源	1.18	1.09
材料	1.05	1.35	材料	0.98	1.04
工业	1.14	1.65	工业	1.10	1.16
可选消费	1.32	2.16	可选消费	1.09	0.91
大宗消费	1.18	3.46	大宗消费	1.44	1.51
医疗健康	1.26	3.59	医疗健康	1.49	1.29
金融	0.83	1.97	金融	0.82	0.73
信息技术	1.51	3.55	信息技术	1.47	1.46
电信	1.14	1.61	电信	0.67	0.73
公共事业	0.95	2.03	公共事业	0.84	0.74

图 24：中国股市的市场结构



资料来源：CEIC 中信证券研究部

图 25：美国股市的市场结构



资料来源：CEIC 中信证券研究部

三、投资判断：机遇指向下游

1、经济驱动转向消费

从 01 年起，中国进入了投资拉动增长的黄金时期，并在 03-04 年达到高峰。但随着各类瓶颈产业的逐步解除，经济的后续增长需要新的推动力。国家“十一五”发展纲要中明确了未来 5 年是经济转型的关键时期，即经济增长方式从投资转向消费驱动（见表 6）。

尽管有不少人质疑这个转变过程可能比较缓慢，但我们注意到政府在为经济转型投入更多的政策资源。核心的政策措施包括提升居民收入、建立社会保障体系和优化消费环境，这将大大加快经济向消费转型的速度（见表 7）。

表 6：经济驱动力的转变

五年规划	经济增长的驱动力
“八五”期间：1990-1995	家电、服装和其它制造业的增长驱动
“九五”期间：1995-2000	基础设施建设的驱动，包括高速公路和电信设施建设
“十五”期间：2001-2005	投资品加工制造的驱动，钢材、水泥、电力、煤炭和港口等等
“十一五”期间：2006-2010	消费驱动，经济转型和生产提升，部分基建的继续

资料来源：中信证券研究部

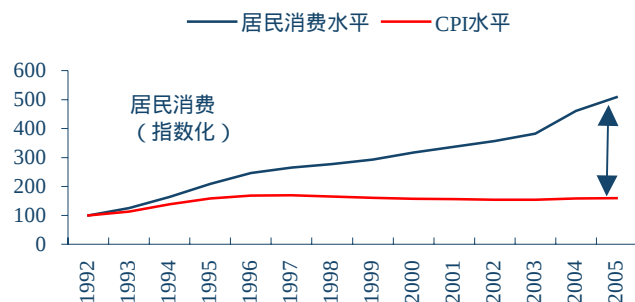
表 7：刺激消费需求的政策

针对农村居民的政策	针对城镇居民的政策
从 2006 年起，将医疗保障体系覆盖到 40%-60% 的农村	在城镇实行最低工资和医保，
在全国范围内取消农业税	个税起征点从 800 元上调到 1600 元
在农村推广免费义务教育	整治教育、医疗等方面的乱收费
	大力发展消费信贷，调整消费税等

资料来源：中信证券研究部

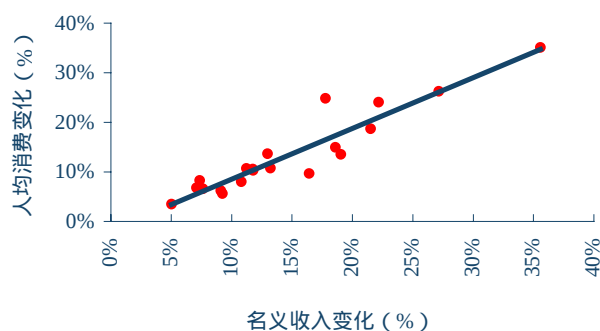
从中国的经济现实看，随着经济增长，居民的消费能力有了很大提高。特别是过去 10 年，居民的消费水平增长了 5 倍。而中国的低通胀环境使得居民的实际消费能力有了很大的提高，居民的可支配收入的增长与消费增长密切相关（见图 26-图 27）。

图 26：居民消费水平加速上涨



资料来源：CEIC 中信证券研究部

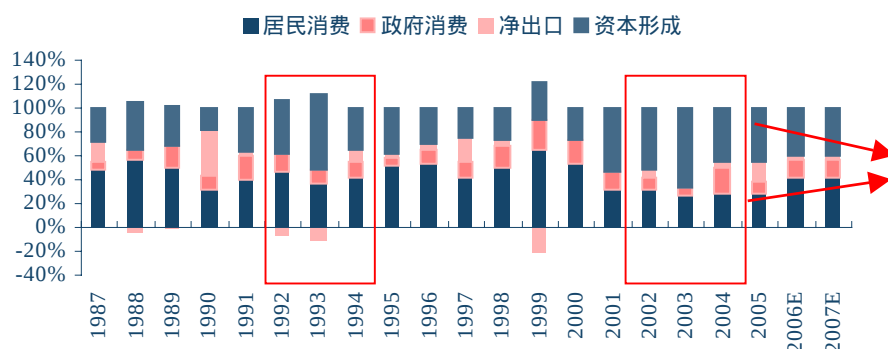
图 27：收入推动了消费增长



资料来源：CEIC 中信证券研究部

03-04 年是投资驱动型经济增长的高峰时期，资本形成（包括固定资产投资增长和存货变化）对 GDP 增长的贡献在 50% 以上。但这是投资拉动周期顶峰的特有现象，这个现象在 92-93 年的经济高峰时期也出现过。但我们认为，尽管未来几年投资依然可能继续扮演重要角色，但随着投资和消费对 GDP 增长的贡献逐步回归到正常水平（上一个峰值到当前峰值的平均数），投资对经济的拉动幅度会逐步回落，而消费（特别是居民消费）对经济的拉动逐步上升（见图 28）。

图 28：经济增长更加依赖消费驱动（GDP 增长的驱动因素）



资料来源：中经数据库 中信证券研究部

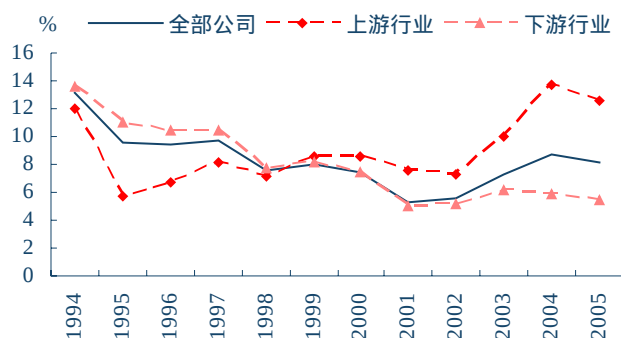
2、微观盈利倾向下游

由于最近一轮经济周期是投资拉动型的，与投资密切相关的上游行业受益匪浅，而下游行业则受到成本上升的制约，盈利增长相对缓慢。但就未来而言，我们认为下游行业的吸引力将会逐步加强。

我们所定义的上游行业包括能源和原材料两大类行业，其中有包括了石油、天然气、煤炭、金属非金属、采矿和建材等 9 个子行业；下游行业包括了耐用消费、经常消费、金融、医药、商业零售、交通运输、电信服务等八大类，共计 45 个子行业。上游公司有 290 家，总市值为 15800 亿元；下游公司有 1050 家，总市值 28800 亿元。

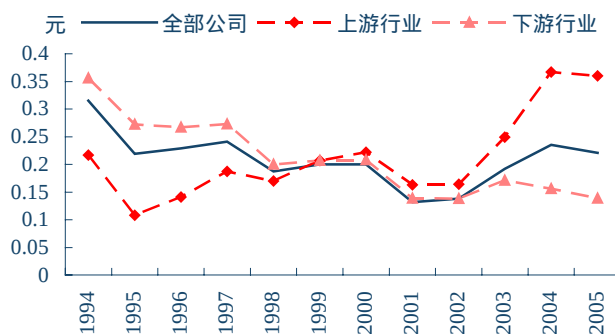
通过计算，我们发现上游行业的净资产收益率和每股收益指标均明显好与下游行业。而且，上下游之间的差距自 2001 年以来逐步拉大，并在 2004 年达到最高值，而这一阶段恰恰是投资拉动型增长的高峰期。但从 2005 年起，上下游的盈利指标差距开始收窄（见图 29-图 30）。

图 29：上游/下游行业净资产收益率



资料来源：中信证券研究部

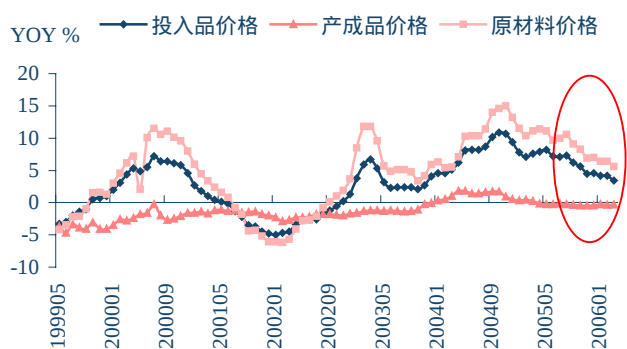
图 30：上游/下游行业的每股收益



资料来源：中信证券研究部

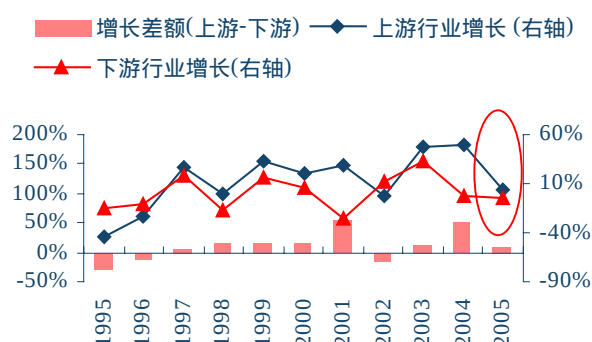
下游行业赢利开始好转的重要原因在于投入成本的降低。今年 4 月份 PPI 指数中原材料价格指数仅增长了 5.4%，投入品价格增长仅为 2.6%，这比 04 年年中的双位数增长下降了很多。虽然产成品价格上涨乏力，但由于投入成本的下降，持续多年的投入品与产成品的“剪刀差”逐步收窄。另外，上游/下游行业的净利增长率的差别也在同期缩小（见图 31-32）。

图 31：投入/产出之间的“剪刀差”收窄



资料来源：Bloomberg 中信证券研究部

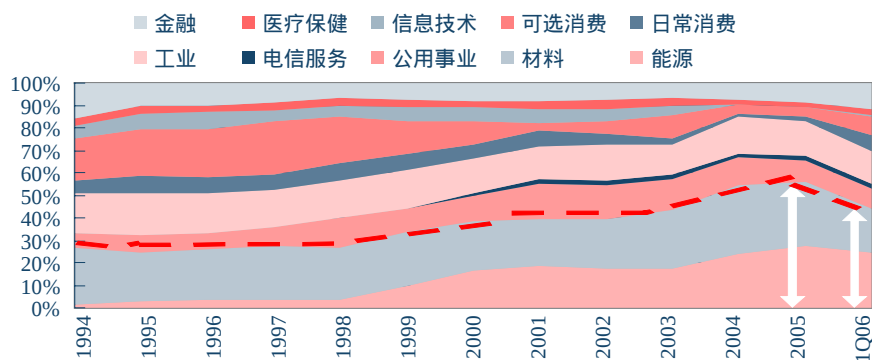
图 32：上游/下游净利增幅差距缩小



资料来源：中信证券研究部

从全部上市公司盈利构成的行业变化上，我们也看到了盈利向下游转移的迹象。2005 年上游行业（主要包括能源和原材料行业）的利润占到全部市场的 52% 以上，但在 2006 年第一季度据则仅占到 43% 左右。鉴于整个 2005 年新发股票数量很少，基本不影响可比基础，所以，可以确定盈利的行业转移趋势（见图 33）。

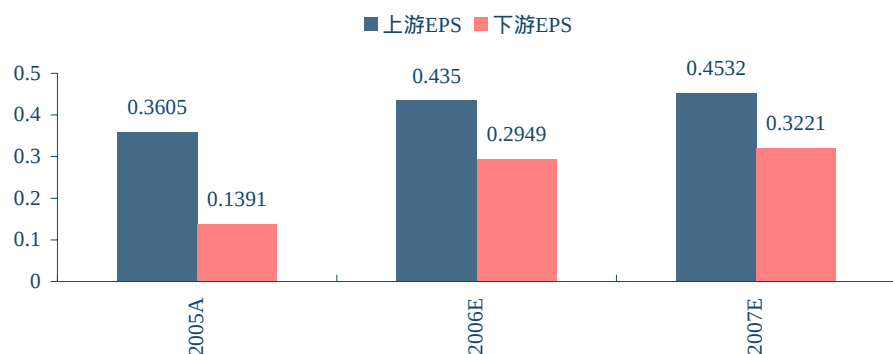
图 33：盈利的行业转移趋势（上游行业的盈利占比在下降）



资料来源：Wind 中信证券研究部

除了成本因素外，下游消费服务类行业的需求增长也会加快，从而推动下游公司的产销和收入。根据分析师的盈利预测数据，下游行业未来的盈利增长要更为乐观。我们根据有盈利预测的部分公司数据，预测下游行业的未来两年 EPS 增长要超过上游行业（见图 34）。

图 34：上游/下游的 EPS 增长

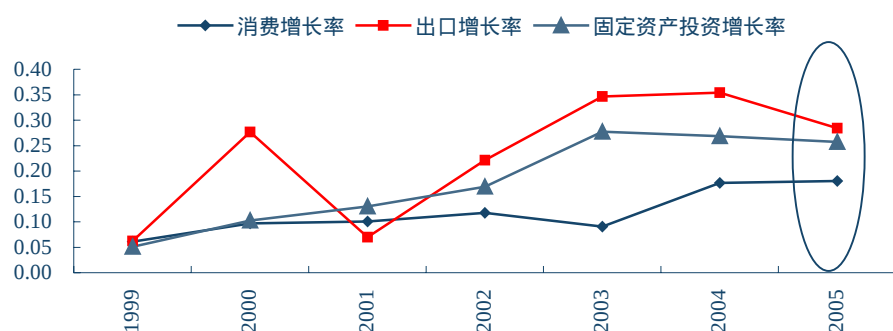


资料来源：Wind Caihua Financial 中信证券研究部

3、下游消费类行业孕育投资机会

经济增长来自与固定资产投资、出口和消费。尽管“十五”期间投资和出口都保持了高速增长，对经济增长起到了相对决定的作用，但从未来趋势看，靠投资拉动实现长期经济增长是有限的，在人民币升值趋势下，贸易摩擦会逐渐增大，出口对经济的拉动作用也将下降，而随着人民币购买力的提升，消费将会出现强劲上扬，在 GDP 中扮演重要角色。从 05 年的增长数据看，投资、出口的增长率在下降，但消费的增长率在上升，消费相关的投资主题也会得到更多投资者的认可（见图 35）。

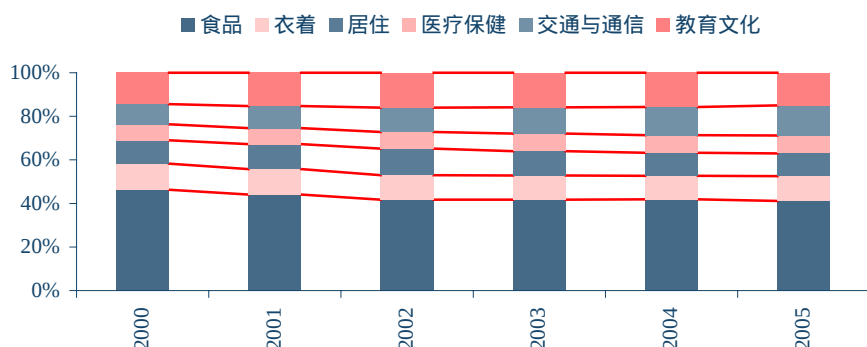
图 35：1999-2005 固定资产投资、出口、消费增长率



“十五”期间消费升级已经启动，住房、汽车成为城市居民消费热点，“十一五”期间城市消费结构将全面扩散，2006 年是“十一五”开局之年，稳健的宏观经济政策，人民币稳定升值，国民经济将保持平稳较快发展，国家进一步重视扩大消费的作用，为消费品市场的稳定增长奠定了良好基础。

在城市居民生活消费支出中，食品、衣着类比重继续下降，医疗保健、交通通讯、教育文化等比重持续增加，城市居民消费开始向服务类发展。

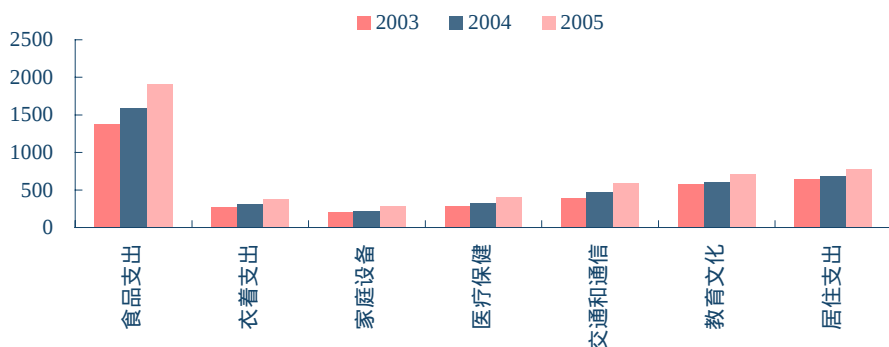
图 36：城市居民主要消费结构



资料来源：中经网、中信证券研究所

而随着农村居民收入水平稳步提高，农村居民加速向温饱小康型消费发展，在全面推进社会主义新农村建设的大环境下，农村居民消费能力将继续提高，也必将过渡到服务类消费。在消费需求不断扩张的过程中，消费品收入增长将出现提速，消费品行业相关上市公司的赢利可能普遍超过市场的预期。

图 37：农村居民主要消费结构



资料来源：中经网、中信证券研究所

中国处于投资型经济向消费型经济的转变过程中，消费增长的空间巨大，消费的持续升温，消费行业上市公司的盈利可能普遍超出市场预期，消费品及消费服务相关行业上市公司必将成为价值发掘的新宠。据商务部最新研究报告估计，2006 年社会消费品零售总额将达到 7.5 万亿元，增长 13% 左右。

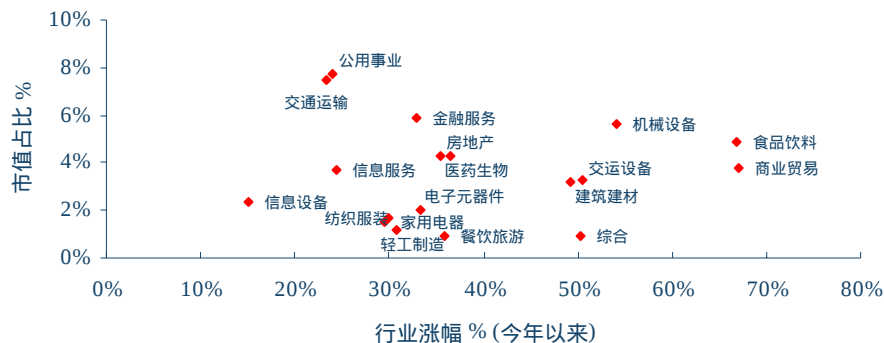
当然，下游消费行业也是一个较为庞杂的体系。随着人民收入的提高和消费结构的升级，不同消费产品和消费服务的增长速度是不一样的。品牌消费和高端消费是未来增长的方向，特别是与居住、医疗、通讯、娱乐、教育文化有关的消费行业具有较高的收入弹性系数。因此，具有品牌效应和发展远景的消费行业具有更为强劲的增长速度。

表 8：部分消费品（消费服务）的收入弹性

	农村	城市
食品	0.64	0.86
服装	0.81	0.47
居住	1.2	1.06
家庭用品和服务	1.09	0.81
医药和医疗卫生	1.19	1.12
交通和通讯	1.71	1.59
教育、文化和娱乐	1.35	1.18
其他消费品和服务	1.19	0.67

资料来源：中经网，中信证券研究所

图 38：中国股市中的消费行业

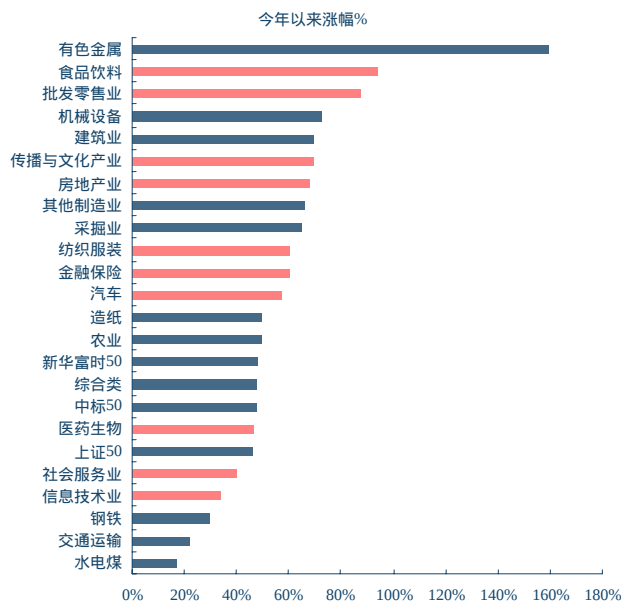


资料来源：中经网、中信证券研究所

自 2005 年以来消费类投资主题就开始受到一些投资者的关注，个别行业也取得了不俗的涨幅，但我们认为市场对消费主题的关注远远没到应有的程度。当前，中国股市中的权重较大的消费类行业包括房地产、食品饮料、金融、医药、旅游等。除了食品饮料和金融行业以外，多数消费类行业累计涨幅并不高，今后行业性的上涨空间依然较大。

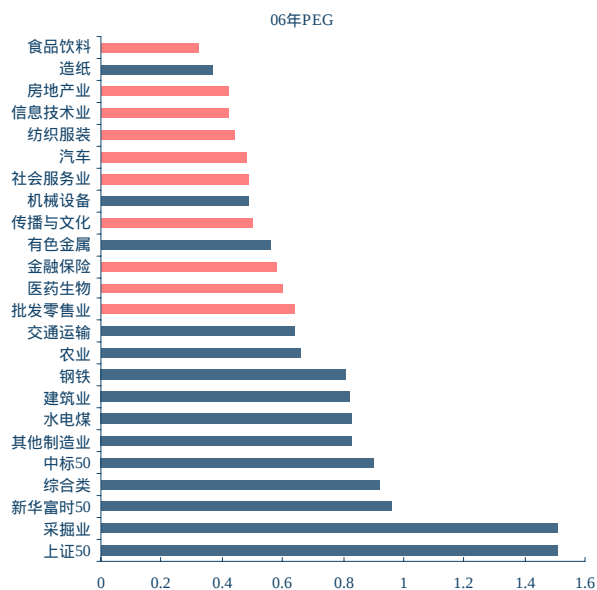
另外，由于各个行业中的个股分化也比较明显，部分优质公司的累计涨幅比较大，但由于这些公司依然具有很高的成长性，其 PEG 依然较低，显示出很好的估值/成长性。为此，我们以全部具有盈利预测的公司为样本，单独计算了各个板块的涨幅和对应 PEG。例如，食品饮料行业共有 68 家公司，其中 28 家有 06 年的盈利预测，我们分别计算了这 28 家公司的加权平均涨幅和对应 PEG，其他板块以此类推。经过计算，我们发现部分下游消费行业（如食品饮料、房地产和金融等行业）即使累计涨幅较高，但对应 PEG 依然很有吸引力（见图 39-40）。

图 39：虽然部分下游行业涨幅较高（仅包括有盈利预测的公司）



资料来源：Caihua Financial 中信证券研究部

图 40：但是多数下游消费类行业估值/成长依然较好 (PEG)



资料来源：Caihua Financial 中信证券研究部

四、行业资产配置与重点行业展望

1、中信覆盖行业预测

根据中信研究所最新预测，2006-2008 年，中信行业研究员覆盖的 20 个行业共 185 家公司盈利将保持年均 22.35% 的增长。从具体行业来看，未来 2 年，传媒、建筑建材、有色金属、房地产、电力设备、金融行业、社会服务利润增长幅度要大于其他行业，煤炭、航线机场、钢铁行业利润增长较慢。

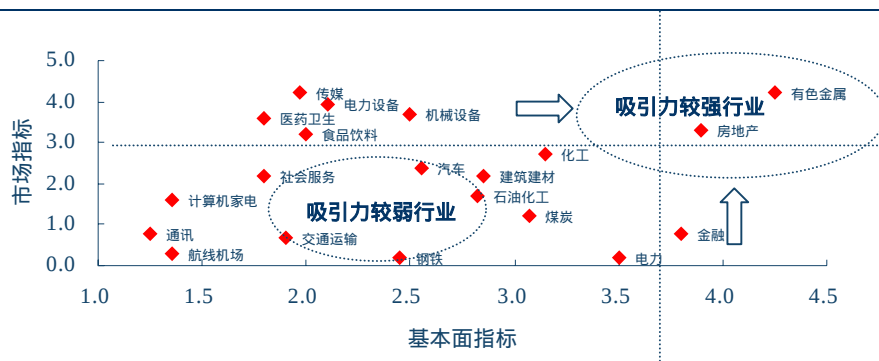
表 9：中信证券覆盖行业盈利预测

	跟踪数	流通市值 (亿)	Eps06	Eps07	2006-08 CAGR%	PE06	PE07	ROE06 %	ROE07 %	PB06	PB07
传媒	5	210	0.43	0.52	43	35	28	7.0	7.8	2.9	2.7
通讯	4	344	0.21	0.24	14	21	17	8.7	9.2	1.6	1.5
电力	9	418	0.49	0.54	16	13	12	25.7	15.7	2.0	1.7
电力设备	8	126	0.50	0.66	33	29	22	13.3	14.7	4.1	3.4
房地产	13	392	0.57	0.75	37	13	10	14.5	16.6	1.9	1.7
钢铁	13	650	0.55	0.59	10	8	7	14.2	13.9	1.1	1.0
航线机场	6	215	0.21	0.41	8	29	17	7.9	11.8	1.4	1.6
化工	12	259	0.63	0.89	24	18	15	28.7	30.6	5.0	4.5
机械设备	13	313	0.78	0.82	10	17	16	18.2	17.3	3.6	3.1
计算机家电	11	254	0.30	0.37	15	25	21	10.8	11.6	2.5	2.4
建筑建材	9	128	0.45	0.63	39	25	18	13.5	16.3	3.3	2.9
交通运输	12	331	0.45	0.52	22	17	14	13.4	13.2	2.1	1.9
金融	5	834	0.46	0.52	26	16	14	15.4	15.9	2.5	2.2
煤炭	3	102	1.08	1.16	8	10	10	25.7	25.8	2.5	2.4
汽车	10	257	0.40	0.42	24	14	14	15.6	26.4	1.7	1.6
社会服务	7	50	0.32	0.40	26	27	22	10.6	12.4	2.7	2.6
石油化工	5	353	0.54	0.59	12	13	12	20.0	19.4	2.6	2.3
食品饮料	11	517	0.61	0.71	22	30	26	15.3	16.1	4.2	3.8
医药卫生	17	235	0.54	0.65	19	28	25	16.8	17.8	5.1	4.6
有色金属	12	375	1.19	1.34	39	15	13	39.2	27.8	4.4	3.8
总计	185	6364									

资料来源：中信数量化分析系统

基于中信行业分析师的盈利预测和市场表现指标，我们选取了八个指标对所覆盖的行业进行了“自下而上”的行业配置分析。在对历史数据进行实证分析的基础上，我们认为，有色金属、房地产、金融、传媒、电力设备、机械设备、食品饮料仍是较有吸引力的行业。

图 41：自下而上行业配置表



注：行业基本面指标包括五个方面：净资产收益率、未来三年复合增长率、盈利价格比、帐面价值价格比和分红率。行业市场指标包括三个方面：行业动量、行业热度指标和行业换手率。

资料来源：中信数量化分析系统、朝阳永续、万得资讯

最终的行业配置权重是我们在结合了“自上而下”与“自下而上”配置方法后决定的。有色金属行业前期暴涨行情有效地拉动了大盘快速上扬的激情，我们认为有色金属的暴涨在一定程度上受制于泛滥的流动性变化，在美元是否持续加息存在较大变数的情况下，流动性变化可能会对国际商品期货走势带来负面影响，造成有色金属振荡走势，因此虽然从自下而上的角度观察，有色是极具吸引力的行业，但我们仍对其采取标准配置。

继续探究未来影响市场的主要因素，我们发现在流动性影响因素淡化后，市场必然向其基本面回归，股改完成制度性溢价的释放也将放缓，因此行业成长性在未来较长时间的投资重点。

经济增长最主要的成分来自与固定资产投资，出口和消费。随着投资拉动实现长期经济增长模式的局限性显露，及在人民币升值趋势下，贸易摩擦会逐渐增大，出口对经济的拉动作用也将呈下降趋势，而随着人民币购买力的提升，消费将会出现强劲上扬，在 GDP 中扮演重要角色，消费相关的投资主题也会得到更多投资者的认可。因此在本期的行业配置中，在结合主题投资和基本面分析的基础上，我们持续看好食品饮料、传媒、社会服务、房地产、金融五个消费相关行业，建议超配。

“十一五”规划将继续推动城市化、工业化的进程，机械设备的需求将保持持续的增长，我们继续关注已经获得和即将获得全球竞争力的机械子行业，包括集装箱制造业、造船业和工程机械行业，预计这些行业中的领先企业下半年仍会有较好的表现；另外，“十一五”期间电网投资翻倍，输变电设备未来长期持续景气，因此给予机械设备行业和电力设备行业超额配置建议。

基于基本面的分析，医药卫生、化工、计算机家电、航线机场、通讯、电力、钢铁行业未来增长较慢，在缺乏主题热点带动的情况下，可能会受到市场冷落，因此，我们建议给予低于标准权重的配置，其余行业保持标准配置。

表 10：中信行业配置权重表

关注行业	重点公司流通市值权重(%)	推荐权重(%)	权重变化(%)	配置状态*
食品饮料	7.1	8.6	1.5	超配
传媒	3.4	4.3	0.9	超配
机械设备	5.2	6	0.8	超配
电力设备	2.3	2.9	0.6	超配
社会服务	0.8	1.3	0.5	超配
房地产	6.3	6.6	0.3	超配
金融	13.3	13.6	0.3	超配
煤炭	1.6	1.6	0	标配
建筑建材	2.1	2.1	0	标配
有色金属	5.9	5.9	0	标配
汽车	4	4	0	标配
石油化工	5.1	5.1	0	标配
交通运输	5.3	5.3	0	标配
医药卫生	3.8	3.5	-0.3	低配
化工	4.2	3.9	-0.3	低配
计算机家电	3.9	3.4	-0.5	低配
航线机场	3.9	3.4	-0.5	低配
通讯	4.8	4.2	-0.6	低配
电力	6.7	5.7	-1	低配
钢铁	10.3	8.6	-1.7	低配
总计	100	100		

*注：推荐权重是根据中信资产配置模型和投资主题确定的，资产配置模型选取基本面和市场面二个维度八个指标构建，基本面指标：净资产收益率、未来三年复合增长率、盈利价格比、帐面价值价格比和分红率；市场指标包括三个方面：行业动量、行业热度指标和行业换手率。行业配置建议中“超配”是指高出行业关注公司流通权重占比配置，“标配”是指按照行业关注公司流通权重占比配置，“低配”是指低于行业关注公司流通权重占比配置，配置建议更多地从投资实战角度考虑问题，是资产配置模型和主题投资综合平衡的结果，并不代替或更改行业研究员对各自行业的评级。行业组合比较以中信重点关注的行业公司组合为基准，该组合长期以来跑赢中标 300 指数，因此，基于稳健原则，我们在各行业流通市值所在权重上进行微调，以期获得更高的低风险回报。

2、重点行业展望

(以下按权重大小变化排序)

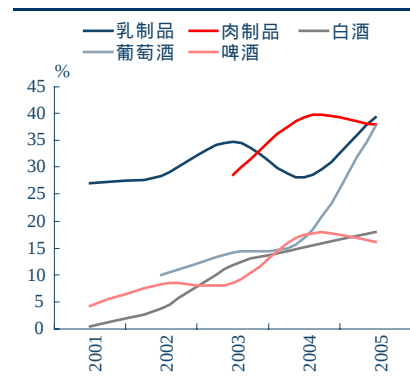
(1) 食品饮料(超配): 龙头企业更具战略投资价值

食品饮料行业在过去的十多年中保持了良好的发展态势。从 1979 年开始,食品饮料行业(包括食品加工、食品制造和饮料制造)销售收入一直保持着 10% 以上的增长速度。而且从 2000 年开始,行业销售收入增长步入快速发展时期,连年超过 GDP 的增长速度。从各个子行业的发展情况来看,乳品、肉制品和葡萄酒等都保持了 20% 左右的复合增长率。

展望 10 年以后的发展,食品饮料行业的发展仍然广阔,发展的空间来自两个方面,首先我国存在农村和城市的二元经济,导致农村和城市居民对同类产品消耗的量有较大的差距(城镇居民消费大概是农村居民的 1 倍);其次是我国居民食品饮料总体消费水平仍然比较低,总体有较大的上升空间。我国食品饮料的人均消费品质虽然已经达到一定的水平,但是从国际比较来看,不仅与经济发达国家差距较大,即使与世界平均水平相比也存在较大的距离,人均消费水平的差距预示了未来发展空间的广阔。而这种快速增长的催化剂包括收入提高导致的消费升级、食品质量的改善和流通渠道的支持。

我国的食品饮料龙头企业是在过去 20 多年竞争中的胜出者,在内部来看,他们拥有良好的管理团队和较高的管理水平,产品质量不断提高。从外部来讲,他们拥有良好的品牌形象,建设了良好的销售网络,产品行销全国。随着规模的不断扩大,龙头公司的竞争力不断增强。我们相信,伴随中国经济增长、居民消费能力提高的食品饮料龙头企业规模和盈利能力会逐渐增强,买入并持有食品饮料龙头企业是恰当的投资选择。在食品饮料各个子行业产业竞争格局来看,我们重点关注葡萄酒、白酒、乳业和肉制品四个行业的龙头企业。

图 42: 食品饮料各个子行业收入增长率

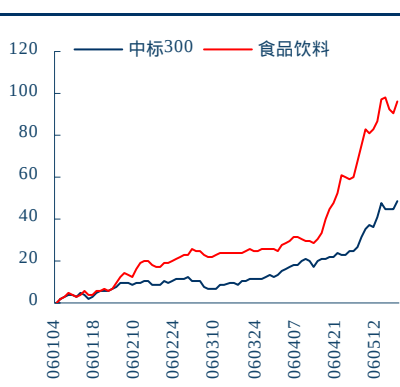


资料来源: 中信证券研究部

中信证券食品饮料行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益(元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
贵州茅台	买入	薄官辉	45	424.35	1.5	1.74	2.00	30
G 食品	买入	薄官辉	15.93	58.23	0.8	0.9	1.12	19.9
G 张裕 A	买入	薄官辉	33.2	175.05	0.82	1.04	1.32	40.5
伊利股份	买入	薄官辉	19.55	100.9	0.67	0.80	0.95	29.2
双汇发展	买入	薄官辉	18.48	94.90	0.89	1.06	1.25	20.8

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.73	27.9	4.2	98350	725585	0.39	4.89
2007E	0.85	24.2	3.8	113963	859153	0.47	5.35
2008E	1.00	20.8	3.4	132491	1026028	0.59	5.88

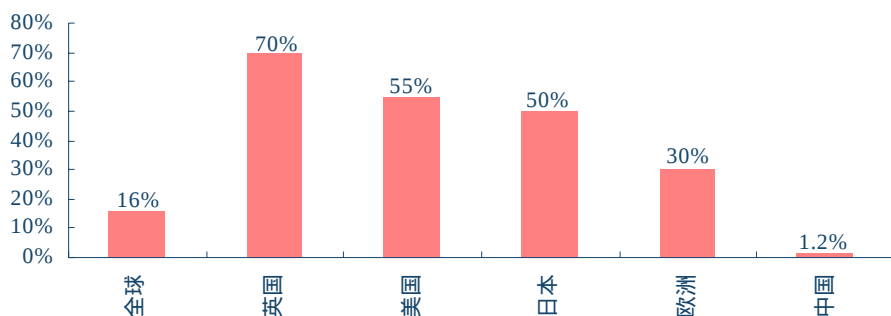


(2) 传媒行业(超配): 产业进展格局奠定 全面看好公司价值

全球数字电视产业快速发展,2005 年平均渗透率达到 16%。2005 年全球数字电视用户达到 1.7 亿户,比 2004 年增加了 4000 万户左右。英国是目前数字电视渗透率最高的国家,已经达到 70%,其次是美国,渗透率为 55%,日

本的数字电视渗透率为 50%，欧洲的数字电视平均渗透率约为 30%。而中国才 0.31%，显然整个产业的差距是非常大的，表明了我国的数字电视产业还处于产业起步期。

图 43：全球数字电视渗透率比较

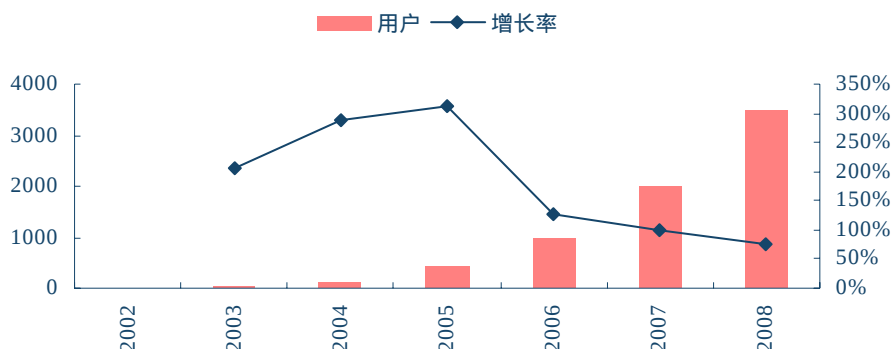


资料来源：《广播电视信息》

2006 年我国数字电视用户将规模化。2002 年中国的数字电视收视用户为 9 万户，2003 年为 27.6 万户，2004 年为 106.7 万户，2005 年为 439.3 万户，预计 2006 年数字电视用户将超过 1000 万户，数字电视用户处在快速增长轨道上。

图 44：国内数字电视用户增长预测

单位：万户



资料来源：中信证券研究部

产业发展格局基本奠定。由于杭州数字电视显著的盈利效益，以及深圳等地区今年全面推广数字电视工作的启动，我们认为数字电视产业的发展格局基本奠定。其中以向用户免费派送机顶盒，并提高收视价格的整体转换的推广方式成为主流。这种主流的推广方式，盈利模式清晰，能够吸引产业各方参与热情，奠定了产业良性发展的基本格局。

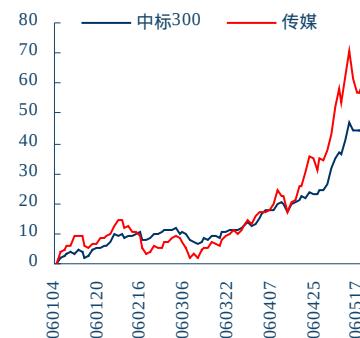
有线网络资源价值将因数字电视产业的发展而逐步提升其价值。如果说 2006 年数字电视产业开始步入收获期，那么有线网络无疑是产业链条中的大赢家之一，有线网络资产价值将因为数字电视产业的发展获得大幅度提升。主要体现在单用户价值将因数字电视产业的发展获得明显提升，以及基于网络资源业务的可拓展性。

基于对产业的发展预期，我们给予有线网络行业强于大市的投资评级。我们认为单用户收入的提高以及丰富的业务可拓展将提升有线网络上市公司的盈利能力，提升有线网络板块整体的投资价值。

中信证券传媒行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 歌华	买入	张兵	16.2	107.06	0.49	0.60	0.73	33.1
东方明珠	买入	张兵	10.98	211.53	0.23	0.27	0.35	47.7
中信国安	买入	张兵	17.36	114.58	0.41	0.50	--	42.3
电广传媒	买入	张兵	9.02	23.5	0.25	0.35	--	36.1
广电网络	买入	张兵	13.64	19.17	0.25	0.60	--	54.6

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.43	34.8	2.9	48794	167706	--	4.71
2007E	0.52	27.8	2.7	57170	196695	--	5.05
2008E	0.63	22.3	2.5	66146	238514	--	5.46



(3) 机械设备行业 (超配): 中国机械工业国际优势的建立和深化

投资要点:

继续关注已经获得和即将获得全球竞争力的机械子行业,包括集装箱制造业、造船业和工程机械行业,预计这些行业中的领先企业下半年仍会有较好的表现。

如果产品的国内市场很大而且行业内技术更新的速度不快,那么中国的厂商就容易获得竞争优势,中国厂商在集装箱和港口机械产品的成功就是例证。而在工程机械行业和造船业,中国也即将获得竞争优势,我们很快将会看到中国厂商在这两个行业前所未有的全球扩张。

中国在世界造船业的份额快速上升,由于对造船基础设施投入增加和生产效率的提高,中国造船业正在迅速缩小与世界先进水平的差距,中国制造成本低的优势未来将会得到充分体现。

中国已经在集装箱制造业取得了巨大的成功,这种成功是中国优势的体现,预计在未来非常长的时期内,中国能够维持这种优势,集装箱行业进入稳定时期,需求量和盈利能力均比较乐观。中集(000039)集装箱业务稳定增长而其他业务肯定能够复制其集装箱业务的成功模式,未来的成长性使其仍然具有较大的投资价值。

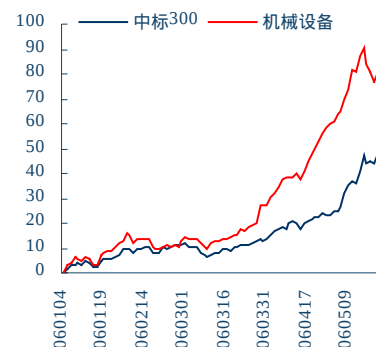
中国正在迅速变成工程机械的净出口国,在很多产品上,中国未来短时间内就能够获得全球竞争力,而且全球市场的规模要远远大于国内市场,盈利能力也好于国内市场,有巨大的发展空间。

关注中国机械行业国际竞争优势不仅要看的量的增长,更重要的是这种竞争优势可以显著改善企业的盈利能力,预计在工程机械、重型矿山机械、造船、纺织机械、机械零部件等行业,毛利率的提高将会是长期的趋势,未来可以持续关注。

中信证券机械设备行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 合力	买入	吴 健	12.4	38.06	0.58	0.70	0.80	21.38
中联重科	买入	吴 健	12.87	65.25	0.74	0.83	0.95	17.39
G 大冷	买入	吴 健	4.13	14.46	0.35	0.44	0.53	11.80
山推股份	买入	吴 健	5.23	28.21	0.23	0.26	0.30	22.74

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.72	17.4	3.6	56647	502099	0.30	4.02
2007E	0.80	15.6	3.1	61349	575139	0.36	4.43
2008E	0.90	13.9	2.8	68610	906174	0.43	4.95



(4) 电力设备行业 (超配): 千红万紫未消尽, 犹有好景看不足

投资要点:

输变电设备未来长期持续景气。“十一五”电网投资翻倍, 预计未来 5 年的电网投资年均增速将高达 20% 左右; 高低端设备行业均有机会; 最为看好垄断程度高、成本压力不大的二次设备行业, 其景气周期更长; 国内制造技术水平快速提升, 预期未来国际市场份额增大。

电站设备国内需求即将见顶, 水电、核电预期好。发电设备需求总量在 07 年后大幅下滑之势已成定局, 参与水电、核电设备生产企业抗风险性相对要好; 国内发电设备制造巨头已经迈入国际先进制造技术行列, 在核电等高难度技术领域市场份额不断增大, 预计伴随未来国际市场份额持续增大, 可部分抵偿国内需求总量大幅下降的负面影响。

电力环保设备行业无序竞争状况尚未改观。订单爆满, 成本压力减弱, 行业趋势向好; 钢材类原料价格回落, 行业谨慎看好。

新能源发电设备需求旺盛, 尚待政策扶持。我国发展新能源主要以风电为主, 现在看来对于新能源发展的政策扶持尚不到位, 短期制约了行业的快速发展; 长期看来, 风电将是国内最具发展前景的新能源产业, 预计未来年均增速将超过 30%。

特高压技术国产化将成为国内输变电领域的市场焦点。从投资看, 到 2020 年特高压交流加直流的投入约为 4060 亿元, 其中交流为 2560 亿元, 直流为 1500 亿元。现在能看到 2009 年之前开工项目金额至少超过 500 亿元。我们认为能够分享特高压这块蛋糕的国内企业并不多, 上市公司中一次设备看好特变电工、天威保变、平高电气; 二次设备看好国电南瑞、许继电气、国电南自。

直流输电即将驶入快车道。未来 5 年年均有 1-2 条直流输电工程开工, 在国家极力倡导提高国产化率的前提下, 云广特高压直流线路国产化率要求达到 60% 以上, 140 亿元的项目招标基本决定了未来直流市场竞争格局。上市公司能分享该市场的二次设备有国电南瑞、许继电气; 直流变压器有特变电工、天威保变。

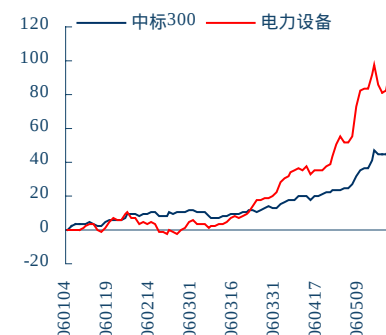
电力市场化势不可挡。国内的六大区域电网电力市场均已提上日程, 全国范围的省级电力市场将全面展开, 部分厂端报价系统已经招标, 国电南瑞竞争优势明显。

投资建议: 坚持高成长才是高溢价的基础, 长期看好输变电设备行业。

中信证券电力设备行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 南自	买入	刘 磊	14.84	17.51	0.58	0.78	0.98	25.63
XR 平高电	买入	刘 磊	12.34	45.06	0.45	0.61	0.79	27.42
国电南瑞	买入	刘 磊	28.83	61.28	0.70	0.94	1.22	41.19
XDG 湘电	买入	刘 磊	10.07	19.64	0.38	0.48	--	26.50
G 许继	买入	刘 磊	7.08	26.78	0.40	0.49	0.57	17.61
思源电气	买入	刘 磊	17.59	18.65	1.05	1.20	1.39	16.75

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.50	29.3	4.1	24442	216659	0.21	4.30
2007E	0.66	21.9	3.4	30673	260701	0.27	4.81
2008E	0.84	17.5	3.0	43235	303828	0.34	5.61



(5) 旅游行业 (超配): 重点投资景区类公司、关注酒店和旅行社龙头公司

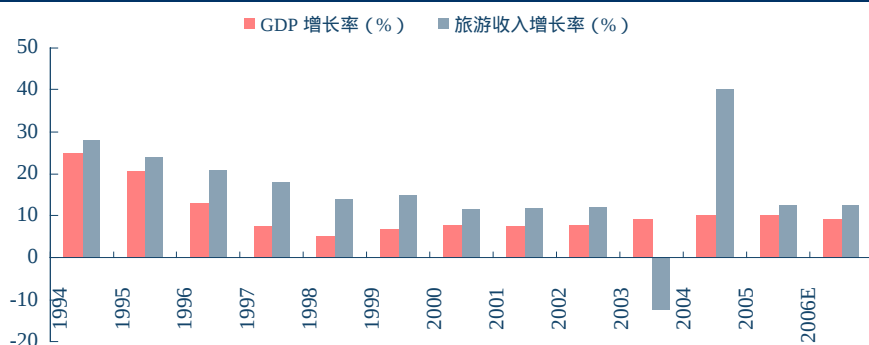
投资要点

根据国际规律,人均 GDP 超过 1000 美元时,国民的旅游消费将进入启动期,中国 2003 年末人均收入首次超过 1000 美元大关;从旅游行业收入数据看,2002 年起中国旅游消费启动的迹象已经比较明显。

旅游消费自身发展的规律:旅游消费将经历一个消费升级的过程,先后经历观光游 - 休闲游 - 度假游三个阶段。目前中国旅游消费整体尚处于启动期,处于旅游消费的初级阶段 - 观光游阶段,因此景区子行业需求最为旺盛,盈利能力最好。

旅游消费作为非必须性消费,其存在的基础是居民收入水平的提高,根据我们的统计,统计表明 1994 年以来的旅游行业收入增长率与 GDP 增长率之间的相关系数为 0.92,说明我国 GDP 的快速增长是旅游行业收入增长的根本动力。同时旅游消费对于战争、瘟疫、国际关系事件等的敏感性较强。

图 45: 1994 年以来旅游行业增长率与 GDP 增长率的比较



资料来源: 中信证券研究所

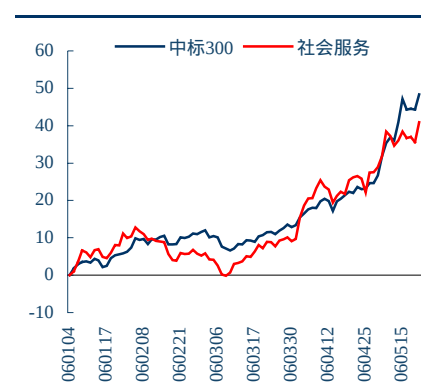
目前旅游行业在中国发展的朝阳特征非常明显。世界中等以上发达国家旅游收入占国民经济的比重已经达到 8% 以上，而我国 2002 年为历史最高水平，占 GDP 的比重也只有 5.44%。我们认为在我国 GDP 高速增长的背景下，随着 GDP 增长速度的逐渐降低，未来若干年旅游行业将继续保持比 GDP 增速更快的增长。根据国家十一五规划，到 2020 年中国 GDP 增长率仍将保持 6.8% 的增速，我们认为旅游行业每年至少超出 GDP 3-5 个百分点，我国旅游业总收入将超过 3.3 万亿元。

针对我国旅游消费启动期的国情，我们认为旅游行业首先受益的就是拥有资源垄断优势的景区类企业，拥有门票何索道收费权的上市公司应该是我们投资的首选，具体包括黄山旅游、峨眉山、丽江旅游、桂林旅游；其次，我们应该关注酒店和旅行社行业龙头公司锦江酒店和中青旅。

中信证券旅游行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 黄山	买入	赵雪芹	9.48	28.71	0.43	0.51	0.61	22.16
首旅股份	买入	赵雪芹	9.58	22.17	0.28	0.41	0.55	34.34
峨眉山 A	买入	赵雪芹	7.59	17.85	0.22	0.26	0.39	33.88

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股 净资产
2006E	0.32	26.6	2.7	16836	102352	--	3.33
2007E	0.40	22.1	2.6	19991	115582	--	3.48
2008E	0.53	18.3	2.5	23627	135311	--	3.64



(6) 房地产行业 (超配): 伟大的成长 1+1+3+X

投资要点

房地产上市公司面临伟大的成长，一是数量多，百家房企中六成以上高成长，二是成长速度惊人，底线为 30%，一批公司超过 50%、100% 以上。

1+1+3+X 分别代表四类房企的伟大成长：第一个“1”是 G 万科，代表产业整合带来的高增长；第二个“1”是 G 金融街，代表投资性房地产龙头；“3”是 G 华桥城、G 中粮地、G 招商局，代表央企地产整体上市；“X”约 60 家，代表股权分置改革、全流通以及股权激励制度背景下的业务释放带来高增长。

伟大成长有四大行业基础：一是城市化创造的旺盛需求；二是产业整合带来行业集中度快速提高；三是开发商对土地资源的占有与垄断；四是人民币升值带动投资需求。

国六条指明了调控政策的方向，力促行业的健康发展，不会对板块产生重大利空：全面提高按揭首付及恢复土地增值税是市场最担心的两个政策，均为国六条化解，指出有区别地适度调整信贷政策，则否定了一刀切提高首付政策，土地增值税则未有提及。房价不再是单纯调控目标，供应结构是调控的首要目标，且仅是少数大城市存在房价上涨过快问题；税收、信贷、土地政策将是最直接的影响。

行业供需看，我们 2004 年提出的供给短缺时代已经基本结束，行业将进行平衡发展格局中，房价涨幅回落到适度范围内，这有利于行业的长期发展。

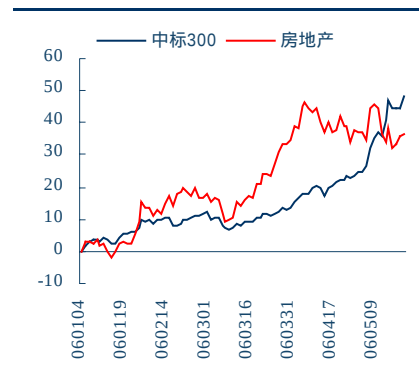
鉴于以上分析,行业发展前景良好,政策调控无重大利空,上市公司快速成长,目前一线地产公司 06 年动态市盈率仅 13 倍左右,股价低于重估净资产值,且明显低于国际市场上地产股估值,维持强于大市投资评级。

推荐 1+1+3+X,其中 1+1+3 是最重点的组合。

中信证券房地产行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
安徽水利	买入	王德勇	6.93	10.81	0.40	0.51	0.60	17.33
中远发展	买入	王德勇	5.85	26.20	0.37	0.52	0.86	15.81
G 金融街	买入	王德勇	8.48	81.76	0.84	1.10	1.45	10.10

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.52	14.1	1.9	59433	284876	0.13	3.84
2007E	0.75	9.9	1.7	84430	415505	0.14	4.46
2008E	0.97	7.6	1.4	98648	517414	0.26	5.24



(7) 煤炭行业 (标配): 面临购并机遇

投资要点:

煤炭产量: 2006 年 1~3 月,全国原煤生产 43148 亿吨(国家统计局),同比增长 13.73%。2006 年 1~3 月份全国商品煤销量 42297 万吨,同比增加 2068 万吨,增长 5.2%。

煤炭价格: 一季度原中央财政煤炭企业商品煤累计平均售价 299.16 元/吨,同比增加 4.07 元,上升 1.4%。原中央财政煤炭企业供发电用煤累计平均售价 210.47 元/吨,同比增加 3.28 元/吨,上升 1.6%。山西坑口煤炭价格二季度小幅度调整。

煤炭业绩: 商品煤销售收入增加: 一季度原中央财政煤炭企业累计商品煤销售收入 553.1 亿元,同比增加 1.9 亿元,上升 0.4%。随着成本的快速上涨,两者差价逐渐缩小,2005 年 12 月差价 81 元/吨,2006 年 1~2 月为 86 元/吨,三月由于成本的快速上涨,差价仅为 27 元/吨。一季度原中央财政煤炭企业(含重点 81 户,以下同)补贴后累计盈利 36.5 亿元,同比减少 9.2 亿元,下降 20.1%。

行业未来供需展望: 近年煤炭行业原煤需求增长率迅速回落到 8.7%,而供给在高毛利率的刺激下依然高涨,预计增速为 12.6%。2006 年煤炭均价回落 7%,2007 年回落 7%。

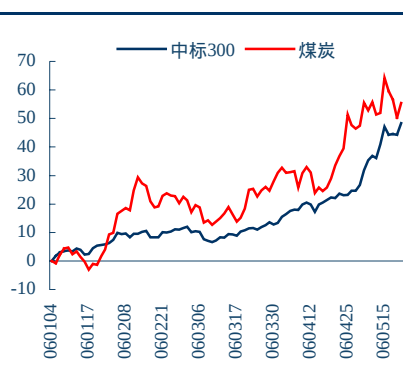
行业价格与利润预测: 煤炭行业总利润经历了 03~05 年 60.65%、122.83%、79%的高增长,预计 2006 年行业利润随煤炭均价下跌 5~8%,将首次由于煤价回落,行业存量资产利润将出现 5.52~11.06%负增长。

投资策略: 煤炭行业作为能源资源型行业,我们认为随着能耗的不断增长,煤炭资源的定价将不断提升,上市公司的定价水平将不断提高。在 06 年重点关注资源储备较高,未来有产能扩张,动态市盈率率水平具有优势的企业。重点关注:兰花科创、国阳新能、西山煤电。

中信证券煤炭行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 兰花	增持	王 野	13.72	50.94	1.35	1.44	1.51	10.16
G 国阳	增持	王 野	14.51	69.79	1.50	1.53	1.61	9.67
G 西煤	增持	王 野	8.75	106.05	0.83	0.92	0.95	10.54

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	1.08	10.2	2.5	127170	564256	0.43	4.50
2007E	1.16	9.5	2.4	135108	615708	0.47	4.87
2008E	1.20	9.1	2.2	137833	681231	0.49	5.21



(8) 建筑建材行业 (标配): 多主题投资选择向纵深演绎

投资要点：

水泥行业景气走向：景气回升迹象已显，回升进程取决于宏观调控走向。我们对宏观和房地产调控可能造成的对水泥行业复苏程度的负面影响保持警惕，但依然认为宏观调控只是防止固定资产投资的过快增长，水泥需求增速回升的市场基础不会改变。

水泥行业投资策略：多主题投资选择向纵深演绎。我们认为下半年在市场趋势总体看好情况下近期渐次展开的并购、区域龙头、节能环保和股改等投资主题有望向纵深演绎。建议重点关注：G 海螺、冀东水泥、G 华新、天山股份、亚泰集团、四川双马。

玻璃行业景气走向：平板玻璃经营压力有所缓解，景气回升压力较大。整体判断是上游平板玻璃原料（纯碱）成本压力会有所缓和，燃料（重油）成本压力仍然较大，持续一年多的价格下滑势头已显扭转，但产能扩张仍然较快，从而压制景气回升。下游加工玻璃因需求前景广阔及附加值较高可以继续看好。

玻璃行业投资策略：关注上下游一体化公司及蕴含节能主题的公司。我们认为玻璃行业下半年投资机会存在于一体化综合实力较强的公司，如 G 福耀、南玻 A，以及在建设节能社会节能题材成为市场关注热点的背景下具有节能概念的公司，如 G 福耀、南玻 A、力诺太阳、新华光。

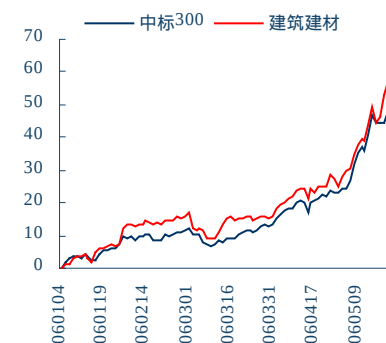
工程建筑行业景气走向：普通建筑施工业务继续保持较高增长，特种建筑施工差异较大。短期内普通建筑施工很难改变行业较快增长，企业盈利普遍不佳的状况。特种建筑施工因所服务行业景气走向及发展空间不同而差异较大。

工程建筑行业投资策略：关注特种建筑施工及优质普通建筑施工公司。我们认为在普通建筑领域拥有强大股东背景的国有控股公司以及管理能力强、机制灵活的优质民营建筑施工公司值得关注，如 G 建工、G 龙元、G 腾达。在特种建筑领域，我们看好所服务行业的景气向好及市场容量空间较大、门槛较高、附加值大、市场占有率高的公司，如中材国际、G 海工。

中信证券建筑建材行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 海螺	买入	潘建平	14.91	187.22	0.56	0.80	0.96	26.63
G 福耀	买入	潘建平	8.16	81.72	0.52	0.66	0.79	15.69
中材国际	买入	潘建平	32.33	54.31	0.78	1.00	1.30	41.45
冀东水泥	买入	潘建平	4.58	44.09	0.26	0.36	--	17.62
南玻 A	买入	潘建平	7.77	78.9	0.39	0.52	--	19.92

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.45	24.7	3.3	18583	547067	0.12	3.61
2007E	0.63	17.8	2.9	21300	680917	0.17	4.09
2008E	0.76	14.5	2.5	21300	811107	0.21	4.64



(9) 有色金属行业 (标配): 金属牛市是如何形成的?

投资要点:

我们认为, 2006 年金属牛市仍将延续, 各金属品种价格普遍上涨。

金属牛市的形成需要两方面因素, 一是全球经济的持续稳定增长拉动对金属的需求; 二是供给瓶颈的存在限制了产量的大幅度增加。而且全球经济方面的因素是主导性因素, 供应方面的因素是适应性调整因素。全球经济的周期决定了金属周期, 从全球经济状况可以判断金属价格是处于牛市还是熊市, 再从是否存在供给瓶颈判断金属价格是处于加速上涨还是减速上涨阶段。

从供给角度判断需要考察加工费的变动, 如果加工费在下跌, 说明供给瓶颈在资源, 而资源的调整非常缓慢, 此时金属价格加速上涨, 一旦经过充分调整后, 资源逐渐充裕, 此时冶炼产能相对不足, 供给瓶颈在冶炼, 利润开始向中下游转移, 冶炼加工费节节走高, 但冶炼加工产能调整速度很快, 很快就可以上马一整套生产线, 只需半年到一年时间, 此时由于资源和冶炼产能充裕, 产量大幅度增加, 金属价格开始滞涨。

流动性过剩不能拉长金属周期, 但可以增加周期的高度, 即把金属价格炒得更高。中国、俄罗斯、巴西等人口大国的人口红利拉动全球经济在 2006 年、2007 年仍将持续高速增长, 决定了金属依然处于牛市。

需要强调的是, 与其说目前的金属牛市是延长的金属周期, 不如说是延长的全球经济周期, 全球经济从 2001 年开始探底回升, 已连续四年高速增长, 根据 IMF 预测, 2006 - 2011 年全球 GDP 增长率仍将高速增长, 将连续 9 年增长率超过 4%, 为历史上所罕见。我们认为, 投资金属实际上就是投资全球经济, 金属不过就是投资工具而已。

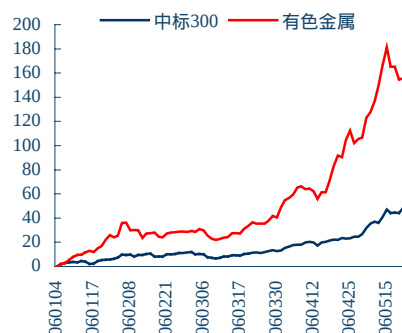
我们在年初提出“看好资源股”的投资策略, 目前资源已经成为市场炙手可热的题材。目前我们仍然看好资源股, 对于加工类公司, 由于金属价格大幅度上涨, 这些公司的业绩也大幅度上升。但加工类公司的市盈率要明显低于资源股, 我们建议配置那些在估值上有优势的加工类公司。

由于我们认为金属牛市将延续到 2007 年, 因此我们维持对行业“强于大市”的投资评级。2006 年下半年我们主推的公司还是集中于资源股, 建议买入中金黄金、G 中金、山东铝业、G 鲁黄金、驰宏锌锗; 对于加工类公司, 我们最看好“G 包铝”。

中信证券有色金属行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
XD 山东铝	买入	汪前明	22.3	149.86	2.00	2.30	2.80	11.15
G 包铝	买入	汪前明	9.25	39.87	1.35	1.80	2.10	6.85
中金黄金	买入	汪前明	28.92	80.98	0.71	1.02	1.00	40.56
驰宏锌锗	买入	汪前明	30.42	48.67	2.50	2.80	2.90	12.17
G 鲁黄金	买入	汪前明	37.96	60.74	1.00	1.30	1.70	37.96
G 中金	买入	汪前明	18.69	113.04	1.30	1.50	1.58	14.38

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	1.09	17	4.4	120209	702075	0.26	3.87
2007E	1.34	13	3.8	180313	882180	0.52	4.70
2008E	1.43	12	3.1	200124	939914	0.56	5.59

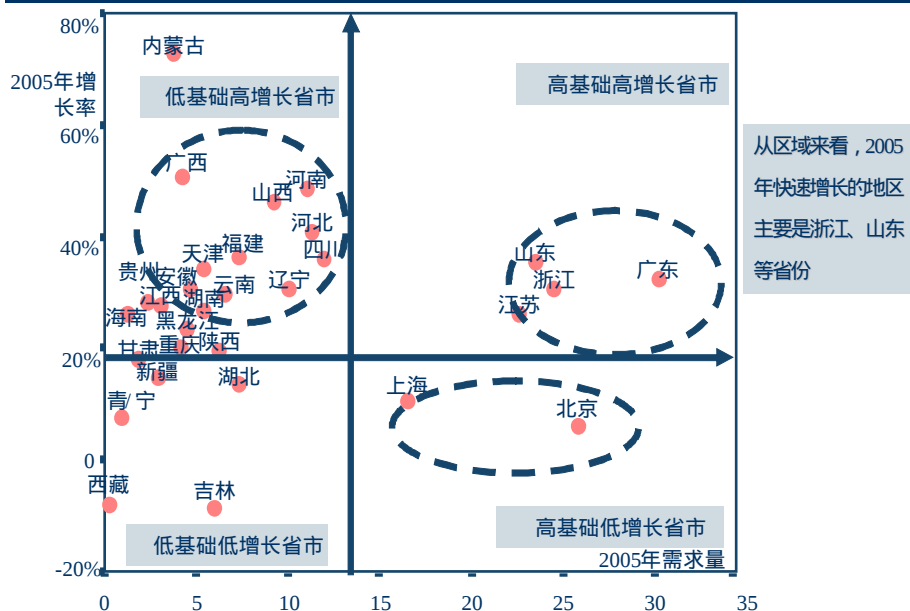


(10) 汽车行业 (标配): 成长型乘用车 + 稳健型商用车

投资要点:

汽车公司的发展和盈利主要驱动力量在于公司自身的核心竞争力,而外部关键影响因素是市场需求、政府政策和行业竞争格局。二三类区域的启动支撑汽车消费持续增长。

图 46: 二三类区域的启动支撑汽车消费持续增长



资料来源: 国家统计局, 国家信息中心, 中信证券研究部

乘用车市场发展至少还将有 20 年左右的快速增长, 未来 10 年有望维持 15 - 20% 左右的增长速度。

06 年的市场将是前高后低的增长格局, 基本型乘用车市场产销量有望达到 380 万辆左右。

利润状况则取决于销量增速、降价幅度、国产化率提高程度等综合因素的影响。2006 年轿车销量增速预计约为 35%，价格下降约为 5%，在这样的情况下，2006 年汽车行业的盈利水平与 2005 年相比将有约 12% 的增长。

中国轿车行业竞争趋向激烈，利润率水平仍有下降空间，预期 2006 年在高速增长速度的影响下，轿车行业利润将略有增长，由此可以提供部分公司业绩增长和估值水平偏低带来的投资机会。我们认为，业绩增长较快、未来发展趋势看好的公司估值水平可以达到 15 - 20 倍市盈率。

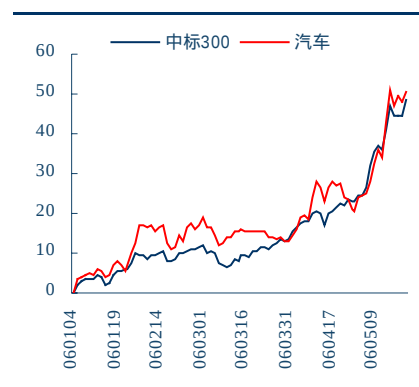
商用车与轿车行业存在非常大的不同，由于客户相对更具品牌忠诚度，市场结构相对稳定，总体上集中度存在提高趋势，处于市场优势地位的龙头公司可以得到长期的稳定回报。商用车细分市场的龙头给予 12 倍 - 15 倍的估值水平是可以预期的。

G 重汽 (000951) \ G 江铃 (000550) 等公司当前估值水平偏低，维持“买入”投资评级，G 长安 (000625) 长期成长性应该获得溢价，维持“买入”评级，G 江汽 (600418) \ G 宇通 (600066) 仍有上涨空间，维持“买入”评级。

中信证券汽车行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 宇通	买入	李春波	7.2	28.79	0.85	0.98	1.07	8.47
G 江汽	买入	李春波	5.71	51.97	0.61	0.62	0.66	9.35
G 江铃	买入	李春波	7.35	63.45	0.74	0.80	0.99	9.93
G 长安	买入	李春波	5.88	95.31	0.35	0.43	0.56	16.80
G 重汽	买入	李春波	11	27.94	0.95	1.12	1.30	11.58

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.36	16.0	1.7	64034	1010756	0.13	3.48
2007E	0.42	13.2	1.6	73334	1096280	0.15	3.75
2008E	0.48	11.3	1.4	79550	1417806	0.20	3.97



(11) 石油化工行业 (标配): 油价之困和股改之痒

投资要点:

我们分别从石油石化行业上游开采、炼油及化工三个子行业的运行状况进行分析，同时对 2006 年的行业运行前景进行展望，其后我们进行了国际比较，重点比较了中国石化同全球六大石油石化公司的经营及估值状况，在全球化的背景下，石化公司在全球资本市场的联动性很强。

2006 年在石油需求迅速而短期内炼油能力增长有限的情况下，全球炼油厂开工负荷继续高位，炼油毛利继续攀升。由于国际市场价格的持续上涨，国内成品油价格在政府的调控下大大低于国际市场价格，导致国内炼油毛利与国际背离。2006 年底国内成品油市场将全面开放，考虑我国成品油定价机制的改革及市场化进程加快，国内炼油毛利在未来几年将有所回升。

提价成必然趋势 由于目前国内国际成品油价差巨大，按照目前中国石化巨大的原油加工能力来看，提价的微小幅度仍会带来公司业绩的巨大提升。目前艰苦的经营环境让公司在降本和管理上炼好了内功，提价效应更能够充分发挥。

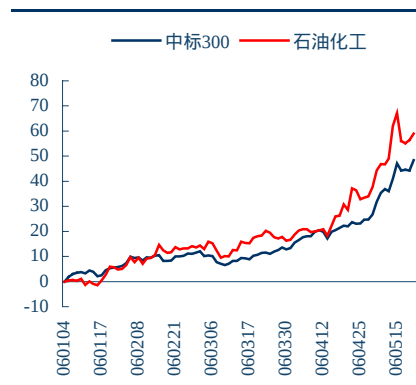
在持续高油价的影响下，2006 年石油和石化业绩演绎冰火两重天，上游开采业务受益高油价业绩持续增长，而下游炼油及化工行业受成本高企影响及国家调价滞后，高成本的压力并未传导至下游，经营状况继续恶化，2006 年石化行业景气高峰结束。

未来催化石化产业继续走强的因素包括；中石化的“股改”、成品油定价体制的改革以及石化产业内部的整合，我们认为整合并不限于对下属子公司的整合，在目前行业高速发展的背景下，公司强强联合、海外并购及专业化公司的资产整合都会带来投资机会。

中信证券石油化工行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
中国石化	买入	殷孝东	7.02	6086.51	0.56	0.61	0.65	12.56
G 中化	买入	殷孝东	5.2	65.40	0.62	0.68	0.71	8.39
G 海工	买入	殷孝东	22.72	179.94	1.75	1.93	2.27	12.98
上海石化	买入	殷孝东	6.62	476.64	0.35	0.43	0.31	18.91
石炼化	买入	殷孝东	5.2	60.03	0.19	0.22	0.31	26.80

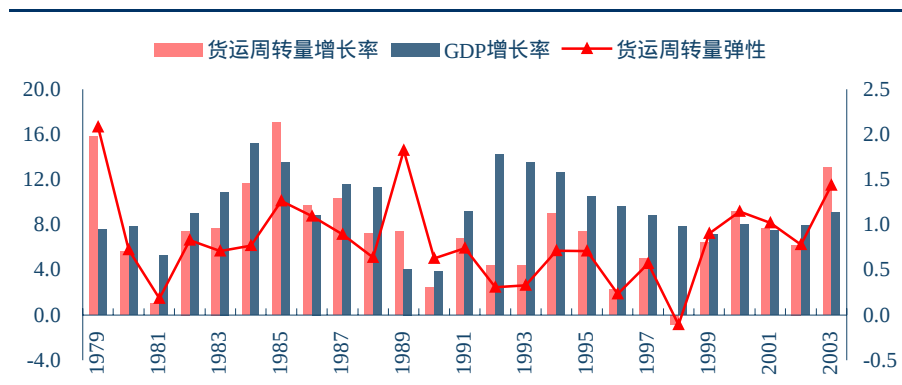
行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.55	13.1	2.6	4870223	14541901	0.27	2.74
2007E	0.60	11.9	2.3	6651827	14733571	0.27	3.08
2008E	0.63	11.5	2.1	8528384	14877547	0.30	3.44



(12) 交通运输行业 (标配)

产业结构优化升级将带动货物运输结构的调整，工业制成品、一般消费品和高附加值产品的运输需求将不断增长。由于第二产业对交通运输的需求强度较高，必然会带来交通运输需求的快速增加。综合近年来国内外多家研究机构和政府部门的预测结果和分析判断，我国经济在未来 15 年将保持年均增长在 7%-9% 的幅度内，平均水平将维持在 8% 左右。运输需求将继续保持至少在未来 15 年的快速增长。

图 47：1978 年以来我国货物运输周转量与经济增长的变化



资料来源：中信证券研究部

高速公路投资要点：

高速公路公司正在恢复对市场的吸引力。我们认为，从四月底开始，公路股正在展开一轮大的行情。

公路板块此前受到投资者的冷遇。主要理由是：（1）油价上涨的影响不明朗；（2）05 年下半年车流量的增长低于预期；（3）公司治理风险。目前这些因素都发生了很大变化。

2006 年 1 季度公路公司盈利增长强劲，超过市场的预期。全国公路客运和货运周转量同比增长率分别为 8.1% 和 11.7%，货运保持强劲的增长态势。2006 年公路公司 1 季报和经营数据显示，车流量较 05 年第 4 季度强劲反弹，业绩都有较大幅度增长。

据经验研究，高速公路形成网络阶段，也将是车流量多年高速增长的时期。我们仍维持公路行业未来 3-5 年的高速增长和未来 15 年快速增长的前期判断。3-5 年的高速增长已经且正在逐期实现。这是支撑公路股行情的基本因素。

2006 年计重收费的普遍推广对公路公司是较大利好。可以提升 10% 左右的收费收入。综合起来，对现代投资和山东基建的收入提升幅度应该在 10-20% 之间，对赣粤高速和楚天高速的提升幅度预计在 5-10% 之间。

高速公路公司股改有利于提升高速公路公司的估值水平，增强了公路股的想象空间。送股普遍高于市场平均水平，其公司治理结构有望有较大的改善。更重要的是通过股改，许多公司都有新的资产注入或资本运作，能够保持公司未来 2 年的业绩增长。

维持高速公路行业“强于大市”的投资评级。重点推荐 G 基建、赣粤高速、G 皖通和现代投资“买入”，楚天高速由“买入”改为“增持”。

港口行业投资要点：

港口行业由高速增长阶段逐步步入平稳增长阶段，但是内贸吞吐量的增长以及装卸费率的提升空间使港口尤其是枢纽港仍然具有极高的战略投资价值。港口公司的投资价值取决于其掌握码头资源的能力。

1 季度全国港口吞吐量增速放缓明显，而多数港口上市公司的吞吐量增速低于全国平均增速。但是 3、4 月份上市公司的吞吐量强劲反弹，一些港口上市公司码头创月产历史新高。

反映航运和港口的各种指数 2006 年头 4 个月都处于窄幅震荡中，并未有明显的回落，预期下行“拐点”并没有如期而至。尤其是前期预测最为悲观的集装箱运输业将于 2006 年快速下滑至今并未得到现实的印证，仍然保持较高的双位数增长，这是港口行业平稳增长的基础。

在港口吞吐量增速放缓和吞吐能力渐现过剩背景下，上市公司没有获得增量码头资源来分享港口吞吐量增长，且由于竞争导致装卸费率难有提升和能力利用率下降，业绩增速将放缓，难具有估值优势和投资价值。

收购集团公司优质资产或集团整体上市，既可以获得增量资产增厚 EPS，又将为公司提供持续增长的新动力，解决了公司的成长性困境。我们估算，G 盐田港收购盐田三期 AB 可以实现收购当年 EPS 翻番。

我们认为，港口上市公司解决了成长性问题后，随着我国经济持续快速增长，主要港口及其岸线作为自然垄断的资源价值将会不断体现出来，在吞吐量增长放缓或趋于稳定的情况也可以保证稳定的盈利增长。

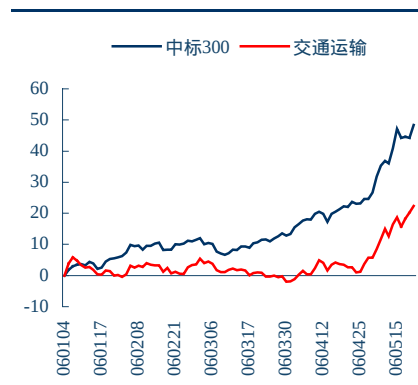
厦门港、大连港和天津港在香港的发行过程中，国际资本对内地完整港口概念公司给予了近 20 倍的市盈率。目前国际港口并购十分频繁，并购交易的估值 P/E 在 20-30 倍之间。国内港口龙头股当前的市盈率基本接近于 H 股和国际港口公司，但是若上市公司完成资产收购或集团整体上市后，业绩将爆发式增长，将极具估值优势和投资价值。

将港口行业的投资评级由“中性”调整为“强于大市”。推荐“买入”G 天津港，将 G 上港、G 盐田港的投资评级由“增持”调整为“买入”。G 天津港、G 上港和 G 盐田港都是值得长期关注的公司。

中信证券交通运输行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 皖通	买入	于军	5.77	95.7	0.43	0.48	--	13.42
赣粤高速	买入	于军	12.4	96.53	0.75	0.83	0.92	16.65
G 基建	买入	于军	3.88	130.52	0.27	0.34	0.40	14.60
G 天津港	买入	于军	7.01	101.56	0.36	0.39	0.46	19.35
现代投资	买入	于军	11.12	44.39	0.69	0.86	1.01	16.06

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.47	16.5	2.1	112359	230151	0.04	3.55
2007E	0.52	14.5	1.9	126844	275320	0.00	3.98
2008E	0.59	12.8	1.6	164362	306575	0.00	4.73

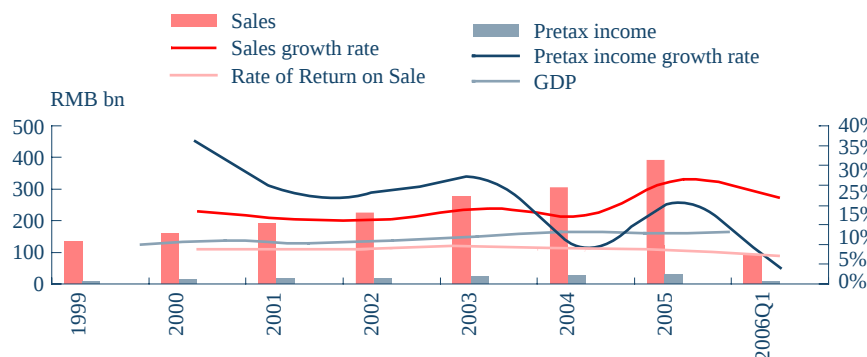


(13) 医药卫生行业 (低配): 依旧聚焦细分行业龙头公司

投资要点:

2006 年一季度医药行业利润增长明显落后于收入增长: 2006 年一季度医药制造业实现销售收入 1003 亿元, 利润总额 74 亿元, 分别同比增长 22% 和 4%。利润总额的增速明显下降, 除与去年基数相对高有关外, 还与医药行业的一些政策实施有关。

图 48: 我国医药行业运行情况



资料来源: 中经网

2006 年医药行业政策从“治标为主”向“标本兼治”转变: “治标”主要指国家直接降低药品最高零售价。“治本”主要指从导致药价虚高的根源入手。通过治理医药购销商业贿赂、公布药品最高零售价和出厂价、调查药品生产成

本等政策的实施，将有可能使药价虚高得到有效地控制。上述政策实施对医药公司及药品的影响将主要表现在：以医院渠道为主的处方药、销售渠道尚未成熟的新产品将受负面影响，以零售药店为主的非处方药、销售渠道已经成熟的老产品价格较低、疗效确切的廉价药受负面影响的程度相对较小。

其它因素对医药行业影响有利有弊：宏观调控有利于医药行业的发展；人民币升值不利于医药企业的出口。

对各子行业的投资观点如下：

中药：品牌中药因成长性和稀缺性而获得更高溢价，现代中药今年受政策影响相对大。

生物制药：行业景气+行业龙头，迎来新的投资热潮。

化学制剂：虽是政策面受损的重灾区，公司仍强者恒强。

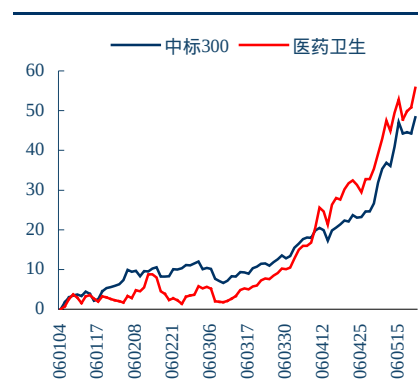
化学原料药：处于盈利低点，未来快速增长尚不明朗。

依旧聚焦细分行业龙头公司：我们推荐云南白药、科华生物、现代制药、广州药业为“买入”评级，天坛生物、恒瑞制药、海正药业、华海药业、千金药业、天士力、益佰制药、江中药业、同仁堂、康缘药业为“增持”评级。

中信证券医药卫生行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 广药	买入	潘知洋	7.85	63.66	0.30	0.37	0.45	26.17
G 现代	买入	姚 杰	14.98	19.59	0.56	0.72	0.85	26.84
云南白药	买入	姚 杰	37.1	107.54	0.95	1.08	1.23	38.91
科华生物	买入	姚 杰	13.82	19.38	0.86	1.03	1.22	16.07

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.52	28	5.1	22470	174228	0.24	3.44
2007E	0.63	25	4.6	29207	221222	0.31	4.04
2008E	0.73	21	4.2	32991	253421	0.36	4.36



(14) 基础化工行业 (低配): 行业表现各异, 寻求多元化投资机会

投资要点：

给予有机硅、钾肥子行业“强于大市”的投资评级；给予纯碱、氮肥子行业“中性”的投资评级；给予磷肥、化学纤维和塑料制品子行业“弱于大市”的投资评级。

全球钾肥市场关注中国和印度进口谈判。2006 年 1 季度进口氯化钾量相对不低是中国谈判进程缓慢的原因。进口氯化钾主要源于俄罗斯，当地钾肥企业停产和需求旺季来临，出口中国数量将减少。中国进口谈判有望近期签订。印度钾肥资源匮乏，库存不高，尽快签订合同动力强。

出口亚洲的氯化钾为长单合同，价格滞后于北美市场价格上涨。2006 年 1 季度价差扩大到 41 美元/吨，中、印进口氯化钾合同价格存在补涨压力。

资源属性决定全球钾肥供应偏紧，垄断铸就供应商定价能力。钾肥供应商

2006 年初减产涨价态度强硬。但减产影响业绩驱动其尽快完成谈判。

钾肥供需双方均有近期签订合同的动力，折中方案预计中国进口氯化钾合同价格将会上涨 20 美元/吨。目前海运费基本稳定，这意味国内氯化钾价格上涨，景气提升。港口批发价和盐湖钾肥提价业已预示该趋势。

2005 年国内有机硅产品价格冲高存在反倾销进程的推动。2006 年 1 月有机硅中间体终裁反倾销税率比初裁下降 5% 至 14%，也是年初有机硅产品价格高位回落的主要原因。价格高位回落也是对金属硅等原料下跌的滞后反映。2 月份以来有机硅价格稳定，并未显现行业拐点。

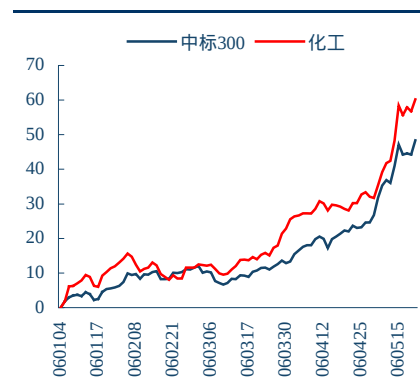
国内投资的有机硅扩产项目缺乏技术来源，试车难成功；外资项目最早在 2009 年才能投产 20 万吨/年的单体装置。2009 年以前新增产能仅能满足新增需求。星新材料和新安股份率先扩张，放大单套规模，提高技术水平，充分享受国内行业增长。

原盐价格产能扩张导致价格下跌，5 月份生产旺季驱动价格进一步下跌。纯碱行业供需基本持平，价格 4 月份开始反弹，行业底部复苏。

中信证券基础化工行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
星新材料	买入	刘旭明	17.28	41.47	1.15	1.85	1.85	15.03
G 万华	买入	刘旭明	20.18	171.26	1.08	1.51	1.52	18.69
G 新安	买入	刘旭明	10.73	30.77	1.10	1.45	2.11	9.76
盐湖钾肥	买入	刘旭明	21.85	167.71	1.05	1.15	1.21	20.81

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营业务收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.78	16.8	5.0	70482	321403	0.29	3.56
2007E	0.94	14.5	4.5	99022	441945	0.33	3.95
2008E	1.03	13.7	4.2	107297	511116	0.36	4.41



(15) 计算机家电行业 (低配)

投资要点：

国家科技政策发生重大转变，偏重于扶持自主创新，科技扶持资源将更多地向企业倾斜，这些对于科技类上市公司的影响深远。

通用硬件市场平平，专用硬件市场如税控市场则继续看好。

软件外包出口正在成为软件类公司的增长引擎，那些在国内业务盈利平平、但是软件出口迅猛增长的软件类公司可以实现盈利增长。

上市公司中，软件外包出口业务规模最大的是东软股份（600718），其次是浙大网新（600797），软件外包出口业务已经成为其主要的利润推动器，其他多家公司也把规模尚不大的软件出口业务做为重点发展。

国内系统集成市场开始逐步转暖，系统集成商开始能够获得更好的利润和更及时的回款。系统集成的内容正在变化，系统集成商能够获得更多的技术附加值。

随着证券市场熊市过去，证券业 IT 需求正在复苏。券商正在重新投资于 IT，以补偿前几年的严重欠债。证券市场不断推出的创新产品及业务也在推动新的 IT 需求，建议关注恒生电子（600570）和金证股份（600446）。

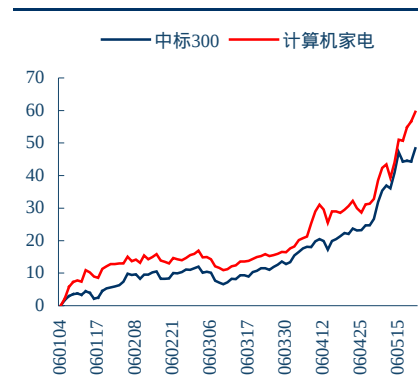
航天信息（600271），国家的长期税务管理政策将推动其防伪税控产品的销售，现在又有军工资产注入，具备更全面的增长潜力，公司还有近 20 亿元的储备现金，维持投资评级：买入。

恒生电子（600570），证券业 IT 的龙头企业，随着证券市场转暖和 IT 投资复苏，公司 2006 年业绩将提升，到 2007 年将实质性转好。维持投资评级：增持。长期给与买入的评级。

中信证券基础化工行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 航信	买入	王家玮	29.77	91.63	1.07	1.14	1.26	27.82

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.36	25.0	2.5	9526	1509408	0.13	3.66
2007E	0.44	19.4	2.4	5469	1753341	0.18	3.74
2008E	0.50	17.2	2.2	5979	1970038	0.21	4.03



(16) 航线机场行业（低配）

投资要点：

预期航空市场需求将继续保持旺盛，2010 年前总周转量 CAGR 为 14%，2010 - 2020 年为 11%。同时，飞机引进速度也在加快，预测 2006 - 2010 年运力 CAGR 为 14 - 15%。我们预测 07 年后可能出现运力过剩的局面，从而导致客座率和票价水平下滑并削弱航空公司盈利能力。

上游供给的垄断性和下游票价市场的激烈竞争导致航空公司处于一个“两头受压”的产业链节点。05 年国际原油价格同比增长 45.3%，预期 06 年国际原油价格将维持在 60 - 70 美元/桶的高位，同比增长 10.5% - 28.9%，燃油成本支出将进一步大幅增加并吞噬航空公司盈利，而燃油附加费只能部分弥补航油价格的上涨。此外，机场收费改革也对航空公司不利。

人民币升值将在长期内提振航空公司业绩，但在油价高企背景下航空公司盈利仍不容乐观。我们认为当前航空股仍不具备投资价值，给予其“落后大市”的行业评级。但存在个股交易性机会，主要表现在股改、国资委注资、外资并购等方面。我们维持上海航空和东方航空“持有”、南方航空“减持”的投资评级。

国内航空运量的快速增长和航空市场的对外开放，保证了机场业务量的稳定、快速增长，预测 06 - 08 年飞机起降架次 CAGR 为 13 - 14%。但是成本增长过快导致机场盈利水平表现平平，预期未来主要机场的净利润增速难以超越业务量增速，而机场资本开支的循环特征将导致上海机场和首都机场的业绩于 08 年出现大幅下降。

从国际机场业发展趋势看，随着非航空性业务的利润占比逐步提升，机场管理方式将从“经营型”向“管理型”转变，管理技能将成为未来机场盈利能力的关键因素。我们给予上市机场管理水平的排序为：深圳机场、首都机场、上

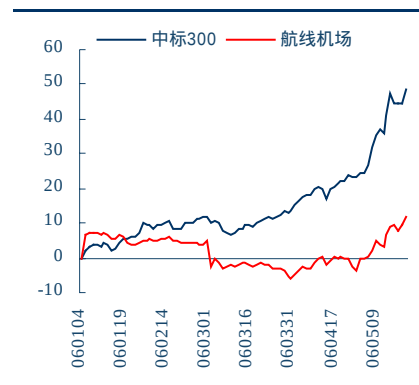
海机场、白云机场。

国际估值比较显示，国内机场普遍较海外同行折价 20%，我们认为主因在于管理水平、信息披露、现金分红等方面的差距。在市场表现向好的背景下，我们预期下半年机场业总体表现难以超越大盘，给予其“中性”的行业评级。维持上海机场和深圳机场“增持”、白云机场“持有”、首都机场“减持”的投资评级，并把上海机场列为首推品种。

中信证券航线机场行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
上海机场	增持	马晓立	13.47	259.56	0.84	0.97	0.81	16.04
深圳机场	增持	马晓立	8.71	69.66	0.52	0.58	--	16.75

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.21	30.0	1.4	93695	1110811	0.07	3.19
2007E	0.41	15.2	1.6	126752	1118053	0.08	4.01
2008E	0.44	13.5	1.4	144112	1256363	0.12	4.35



(17) 通讯行业 (低配): 静待 3G 牌照格局 行业面临不确定性

电信收入和电信投资额将保持双增长趋势。我们预计今年的电信投资将为 2200 亿元，增长率在 8% 以上，预计今年电信收入 6495 亿元，同比增长 12%。

中国 3G 牌照的发放时间和进程存在极大的不确定性。我们估计最可能的时间是九、十月份，目前市场主流看法是中国移动走 WCDMA 的升级路线、中国电信走 TD-SCDMA 的升级路径、中国联通走 CDMA2000 的升级路径。基于这样的升级路径，我们预计未来六年 3G 的投资额在 4000 亿左右。

国内 3G 牌照决策进程及格局的不确定性，影响了上市公司价值的不确定性。但决策进程的滞后对于运营和通信设备企业的影响各不相同。总体上，我们认为牌照晚发将延缓电信运营业的激烈竞争格局，有利于运营企业，但通信设备企业分享 3G 成长的时间将滞后，无疑，其短期业绩将受到一定的影响。

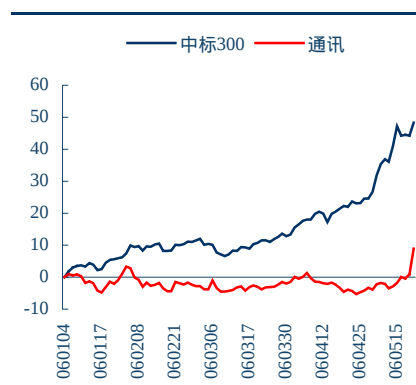
我们维持行业整体中性的投资评级。从子行业看，我们给予电信运营业强于大势的投资评级，对通信设备、手机以及光纤光缆行业的整体评级为中性。

从个股策略看，我们维持中国联通、中兴通讯、中创信测等公司买入的投资评级。中国联通目前的财务状况趋好，盈利能力也正在提升，估值偏低；中兴通讯无疑是分享国内 3G 市场及海外通信设备市场增长的最好选择；中创信测面临业务快速发展的机遇，成长性推动明显。

中信证券通讯行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 联通	买入	张 兵	2.52	534.15	0.15	0.16	0.17	17.03
G 中兴	买入	张 兵	29.07	278.93	1.68	2.02	2.42	17.29
中创信测	买入	张 兵	10.28	14.05	0.31	0.48	0.66	33.16

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.21	20.9	1.6	981769	2901910	--	2.80
2007E	0.24	17.1	1.5	1129034	3193151	--	2.97
2008E	0.27	14.9	1.4	1298389	3525007	--	3.15



(18) 电力行业 (低配): 拨动电价琴弦 将奏响悦人旋律

行业政策与环境变化: 电煤博弈, 2006 年 3 月底结束, 电煤合同价格吨煤平均上涨 5 元左右。相对于 300 元左右的原煤价格, 涨幅较小。自 4 月 10 日起, 国家铁路货物统一运价由现行平均每吨公里 8.61 分调整至 9.05 分, 平均每吨公里提高了 0.44 分, 电力企业成本影响幅度较小。虽然, 在五一长假期间, 非专业记者误将第一煤电联动说成二次联动, 仍然引起市场骚动, 但煤电二次联动的确正向我们走来。

十一五能源消费与中长期电力需求: “十一五”发展规划纲要提出 GDP 能耗要比“十五”末期降低 20% 左右。能源结构调整仍需国民经济保持稳定快速发展前提下进行。为了协调这两个目标, 需要进行国民经济的结构调整, 突出第一产业、第三产业和居民消费在 GDP 中的比重。而这些产业发展必然带动电力需求增长。与发达国家美国的电力需求结构相比, 我国现阶段在第二产业的电力需求占比为 74.80%, 第一产业、第三产业和居民消费的电力需求占比分别为 3.00%、10.70% 和 11.50%。电力不仅是工业品, 更是消费品, 这为电力需求打开空间。

上半年电力行业运行: 2006 年前三个月累计发电量为 6068.26 亿千瓦时, 比 2005 年同期 5449.28 亿千瓦时, 增速为 11.4%, 仍然保持较快增长。整个行业毛利率水平为 18.2%, 比去年同期 15.3% 高出近 3 个百分点。其销售利润增长率, 相对于 2005 年同比 -50.7% 的增长率, 2006 年达到近 73% 的增长率。

下半年电力行业运行: 电力需求仍保持较快增长, 装机容量有望增加 7200 万千瓦, 火电机组利用小时小幅滑落, 和水电机组利用小时平稳。燃料成本保持高位运行, 并略有下降。煤电二次联动, 成为行业最大利好。

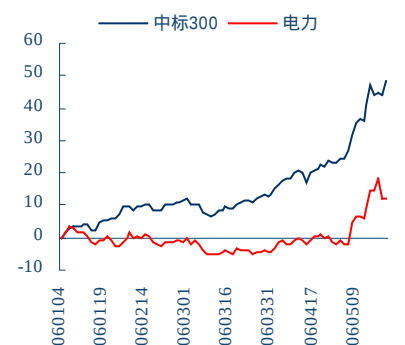
煤电二次联动: 煤电二次联动, 有可能五月末或六月初推出, 幅度虽然不知, 但主要针对火电企业。如果电价上调 0.01 元, 业绩增厚超过 10% 的电力公司有国电, 漳电、G 华靖、G 蒙电、华能、华电国际。

投资建议: 拨动电价琴弦, 我们认为电力行业全面看好, 但应重点关注电价敏感、公司治理先进和有股改题材的上市公司, 和水电装机容量增长上市公司。我们给桂冠电力、长江电力“买入”评级, 黔源电力“增持”评级; G 金山、申能股份、华能国际、国电电力“买入”评级。

中信证券电力行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 华能	买入	王 野	5.24	631.70	0.46	0.53	0.60	11.39
桂冠电力	买入	王 野	5.58	75.37	0.40	0.47	0.56	13.81
G 金山	买入	王 野	8.2	18.12	0.28	0.61	0.87	29.29
G 申能	买入	王 野	6.43	172.94	0.63	0.76	0.91	10.21
G 长电	买入	王 野	7.3	597.63	0.45	0.50	0.54	16.22
国电电力	买入	王 野	7.88	178.83	0.46	0.50	0.52	17.13

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.50	13.1	2.0	338727	986534	0.30	3.34
2007E	0.54	11.8	1.7	473010	1214964	0.34	3.62
2008E	0.62	10.5	1.6	526833	1358161	0.34	3.84



(19) 钢铁行业 (低配): 把握行业复苏和购并重组

投资要点:

中国因素是世界钢铁工业快速增长的重要动力。短期内中国钢铁工业出现了供大于求, 结构调整与钢材消费的持续增长将逐步消化过剩产能。

2005 年 4 月份钢材价格达到高点后持续下跌, 今年 2 月份以来, 钢材价格出现了恢复性上涨, 我们预计钢材价格将维持目前高位, 企业的盈利能力将处于一个合理利润区。大宗原材料的比价使钢材价格下跌动力很小。

受钢材价格上涨的影响, 钢铁上市公司盈利出现拐点。由于去年一季度是盈利高点, 尽管一季报环比已经增长, 但是同比仍然下降 70%。预计下半年将出现同比增长。随着半年报公布, 公司盈利增长将在估值中体现。

购并重组将是“十一五”期间钢铁投资的主线, 国际、国内购并重组, 淘汰落后与结构调整, 企业价值提升不断为投资者创造投资机会。

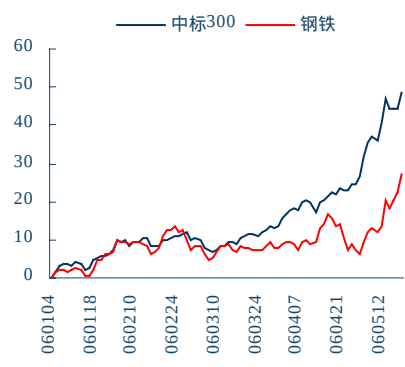
目前全市场市盈率超过 20 倍, 而钢铁上市公司的市盈率只有 6~8 倍。在如果说钢铁行业国际国内比较, 钢铁公司的估值都明显低估。

我们重点推荐太钢股份、鞍钢新轧、宝钢股份。

中信证券钢铁行业“买入评级”公司

公司名称	评级	分析师	收盘价 (05/19)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			PE06
					2006E	2007E	2008E	
G 宝钢	买入	周希增	4.85	849.33	0.60	0.65	0.70	8.08
G 太钢	买入	周希增	5.1	65.86	0.60	1.00	1.20	8.50
G 鞍钢	买入	周希增	6.29	373.18	1.03	1.00	1.20	6.11

行业预测指标	EPS	PE	PB	EBITDA (万元)	主营收入 (万元)	每股 分红	每股净 资产
2006E	0.55	8.1	1.1	616087	3543823	0.30	4.12
2007E	0.59	7.5	1.0	623625	3787439	0.30	4.42
2008E	0.66	6.7	0.9	654706	4048712	0.30	4.78



3、重点推荐的 12 家上市公司

(按股票代码排序)

(1) 万科 A (000002): 利用资本、品牌、管理优势通过产业整合实现快速持续增长

投资要点:

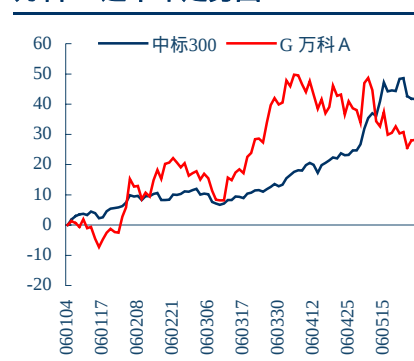
- ❖ 地产行业领跑者, 年增长超过 30%
- ❖ 土地储备丰富
- ❖ 具有优秀的战略管理能力
- ❖ 激励制度的建立, 将管理层、股东利益紧密结合在一起

主要风险点:

- ❖ 宏观政策调控
- ❖ 央企、外资等实力企业的大举进入

万科 A		000002	
投资评级	买入	总市值 (亿)	234.8
收盘价 05.24	5.96	流通市值 (亿)	172.2
目标价	10	52 周最高收盘	6.98
潜在涨跌幅	68%	52 周最低收盘	2.78
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	13.2	1.8	--
2007E	9.9	1.8	--
2008E	7.5	1.4	--

万科 A 近半年走势图



分析师: 王德勇 Email: wangdy@citics.com

(2) G 中集 (000039): 中国制造业优势的集中体现

投资要点:

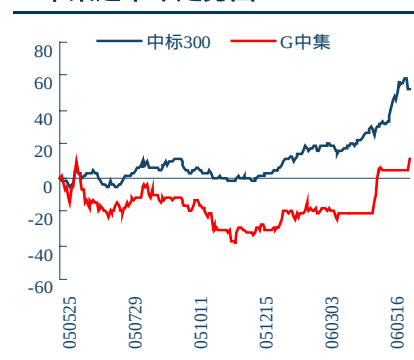
- ❖ 集装箱业务未来稳定增长
- ❖ 半挂车业务进入整合期后盈利快速增长
- ❖ 管理层对市场高超的把握能力能够使公司保持行业中的领先地位

主要风险点:

- ❖ 如果发生对世界经济和全球贸易的严重不利冲击, 集装箱行业会受到较大影响

G 中集		000039	
投资评级	买入	总市值 (亿)	272
收盘价 05.24	12.98	流通市值 (亿)	230
目标价	20.8	52 周最高收盘	14.74
潜在涨跌幅	60%	52 周最低收盘	7.17
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	11.6	1.8	2.3
2007E	9.5	1.8	--
2008E	8.7	1.4	--

G 中集近半年走势图



分析师: 吴 健 Email: wujian@citics.com

(3) 许继电气 (000400): 国内电力二次设备公司市场化程度最好、成套能力最强公司

投资要点:

- ❖ 06 年是转折之年, 业绩止跌反转
- ❖ 直流输电保护是未来最大看点
- ❖ 预计公司中标国内首条特高压直流 (云广项目) 的可能性极大
- ❖ 治理结构即将发生重大转变

许继电气		000400	
投资评级	买入	总市值 (亿)	26.9
收盘价 05.24	7.12	流通市值 (亿)	18.2
目标价	10	52 周最高收盘	8
潜在涨跌幅	40%	52 周最低收盘	2.71
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	17.8	1.3	6.9
2007E	13.4	1.2	6.4
2008E	10.2	1.1	5.8

分析师: 刘 磊 Email: liul@citics.com

(4) 冀东水泥 (000401): “三北”发展战略布局基本完成, 行业趋向复苏

投资要点:

- ❖ 公司内部管理明显好转
- ❖ 外部迎来重大发展机遇
- ❖ 海德堡入驻存有变数, 与外资联姻渐行渐近

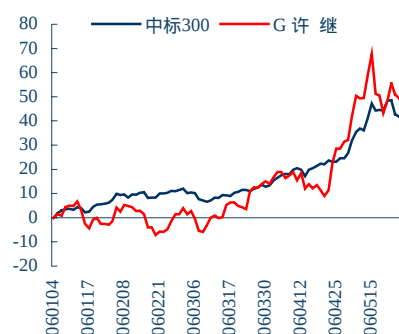
主要风险点:

- ❖ 宏观调控对投资影响超过预期
- ❖ 煤电价格变动超过预期

冀东水泥		000401	
投资评级	买入	总市值 (亿)	35.7
收盘价 05.24	3.71	流通市值 (亿)	17.2
目标价	5.20	52 周最高收盘	3.71
潜在涨跌幅	40%	52 周最低收盘	1.39
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	13.9	1.5	8.5
2007E	10.7	1.3	7.5
2008E	8.2	1.2	8.2

分析师: 潘建平 Email: pjp@citics.com

许继电气近半年走势图



冀东水泥近半年走势图



(5) 金融街 (000402): 投资性房地产龙头, 高成长, 低风险**投资要点:**

- ❖ 全国商务地产第一品牌, 持续高速增长
- ❖ 新增优质项目储备
- ❖ 50 万平方出租物业年内基本竣工, 提供稳定长期租金, 并享受物业升值
- ❖ 不受房地产宏观调控影响

金融街		000402	
投资评级	买入	总市值 (亿)	90
收盘价 05.24	9.38	流通市值 (亿)	61
目标价	15	52 周最高收盘	9.42
潜在涨跌幅	60%	52 周最低收盘	4.08
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	11.2	2.2	9.3
2007E	8.5	1.8	4.8
2008E	6.5	1.6	3.4

分析师: 王德勇 Email: wangdy@citics.com

(6) 五粮液 (000858): 收购集团资产, 减少关联交易, 提振估值水平**投资要点:**

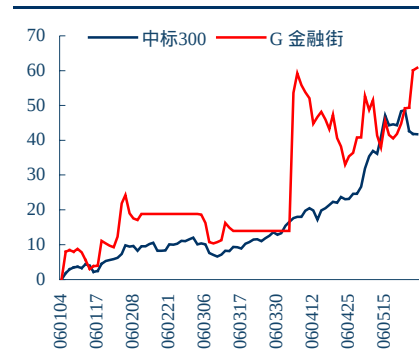
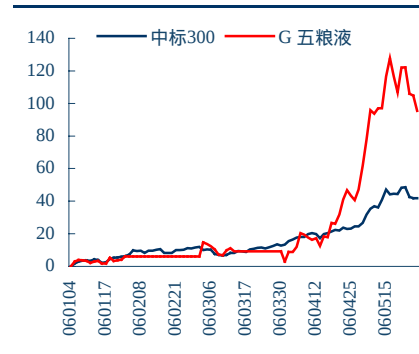
- ❖ 收购集团包装物资产, 提高业绩
- ❖ 成立品牌事业部, 整合品牌
- ❖ 管理层激励制度的推行

主要风险点:

- ❖ 收购集团资产的定价水平

五粮液		000858	
投资评级	买入	总市值 (亿)	363.6
收盘价 05.24	13.39	流通市值 (亿)	119.6
目标价	18	52 周最高收盘	15.84
潜在涨跌幅	34%	52 周最低收盘	6.45
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	28	4.2	14
2007E	23	3.8	10
2008E	19	3.2	8.2

分析师: 薄官辉

金融街近半年走势图**五粮液近半年走势图**

(7) 招商银行 (600036): 最好的银行应有最高的定价

投资要点:

- ❖ H 股发行是一个重新定价的契机
- ❖ 最好的银行 (不一定是最高回报率的银行) 当然可以享有最高 PB
- ❖ 确立最好的银行为上涨领头羊就是确立良性的市场评价机制

主要风险点:

- ❖ 香港股市下半年的动荡可能对招商 H 股定价不利
- ❖ 中国经济泡沫是否已严重化造成对银行资产质量的重大威胁
- ❖ 股市制度创新下的市场投机气氛是否有利于蓝筹股的价值发现

招商银行		600036	
投资评级	买入	总市值 (亿)	882
收盘价 05.24	7.18	流通市值 (亿)	338
目标价	10.00	52 周最高收盘	7.65
潜在涨跌幅	39%	52 周最低收盘	4.19
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	17.09	2.51	6.72
2007E	13.60	2.17	5.75
2008E	10.52	1.87	4.58

分析师: 杨青丽 Email: yql@citics.com

(8) 歌华有线 (600037): 数字电视业务推动公司盈利长期增长

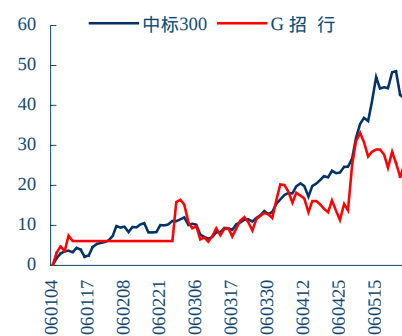
投资要点:

- ❖ 预期歌华有线数字电视将在今年 6 月份启动, 初步将选定 150 个小区, 涉及居民 50 万户
- ❖ 歌华有线作为垄断的网络运营商, 必然能够分享到未来数字电视的高增长, 公司的盈利也将在未来的一段时期有显著上升

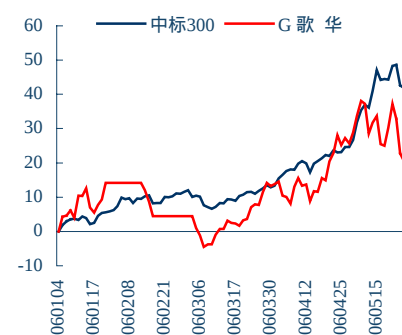
歌华有线		600037	
投资评级	买入	总市值 (亿)	94
收盘价 05.24	14.21	流通市值 (亿)	49
目标价	20	52 周最高收盘	16.3
潜在涨跌幅	41%	52 周最低收盘	6.31
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	29	2.3	--
2007E	23.7	2.1	--
2008E	19.5	2.0	--

分析师: 张 兵 Email: zhangb@citics.com

招商银行近半年走势图



歌华有线近半年走势图



(9) 兰花科创 (600123)

投资要点：

- ❖ 扩建矿井和参股矿井投产为公司提供增长潜力

兰花科创		600123	
投资评级	买入	总市值 (亿)	47
收盘价 05.24	12.68	流通市值 (亿)	23.7
目标价	18	52 周最高收盘	15.3
潜在涨跌幅	42%	52 周最低收盘	5.75
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	9.4	2.9	5
2007E	8.8	2.8	4.8
2008E	8.4	2.7	4.6

分析师：王 野 Email：wye@citics.com

兰花科创近半年走势图



(10) 首旅股份 (600258): 奥运临近, 北京酒店市场房价上升趋势明显

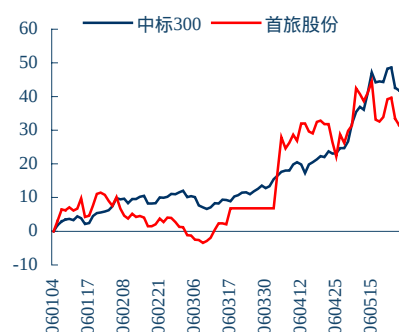
投资要点：

- ❖ 05-06 年装修影响酒店业务盈利增长, 但装修后盈利能力将迅速提高
- ❖ 海南南山门票提价后“减产不减收”, 06 将处于消化调整期
- ❖ 展览广告业务将小幅增长
- ❖ 与嘉云公司股权转让后有可能置入长城饭店, 对公司业绩影响重大

首旅股份		600258	
投资评级	买入	总市值 (亿)	23.1
收盘价 05.24	10.03	流通市值 (亿)	7
目标价	13.45	52 周最高收盘	9.94
潜在涨跌幅	34%	52 周最低收盘	5
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	35.8	2.6	10
2007E	24.2	2.5	8.6
2008E	16.7	2.4	7.3

分析师：赵雪芹 Email：zxq@citics.com

首旅股份近半年走势图



(11) 包头铝业 (600472)

投资要点：

- ❖ 铝价上涨
- ❖ 独特的产品结构，在铝合金领域市场占有率 45%

主要风险点：

- ❖ 铝价波动的风险

包头铝业		600472	
投资评级	买入	总市值 (亿)	35.3
收盘价 05.24	8.19	流通市值 (亿)	11.5
目标价	13.5	52 周最高收盘	11.39
潜在涨跌幅	65%	52 周最低收盘	3.35
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	6	2	2.6
2007E	4.6	1.6	1
2008E	4	1.2	0.7

分析师：汪前明 Email: wqm@citics.com

(12) 中金黄金 (600489)

投资要点：

- ❖ 金价上涨
- ❖ 通过收购集团公司金矿增加资源

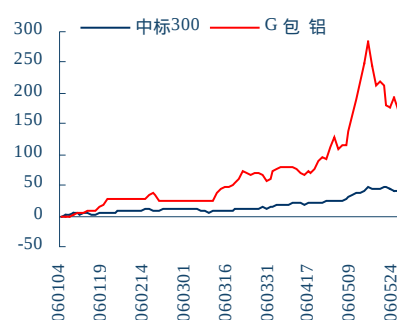
主要风险点：

- ❖ 金价波动的风险
- ❖ 收购进程达不到预期

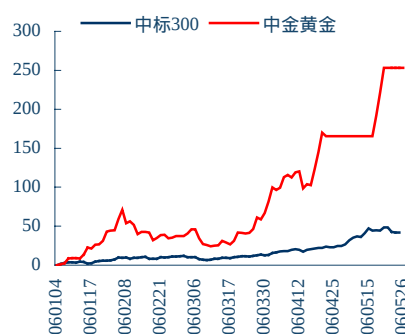
中金黄金		600489	
投资评级	买入	总市值 (亿)	80.98
收盘价 05.24	28.9	流通市值 (亿)	28.92
目标价	40	52 周最高收盘	28.92
潜在涨跌幅	38%	52 周最低收盘	5.94
估值	PE(X)	PB(X)	EV/EBITDA
2006E	40.6	6.1	13.4
2007E	28.5	5	9.9
2008E	28.3	4.3	10

分析师：汪前明 Email: wqm@citics.com

包头铝业近半年走势图



中金黄金近半年走势图



五、数据分析与估值

1、市场估值

隐含股权溢价有所降低，估值压力减轻

图 49：中标 300 股权溢价、债券收益和一年定存



资料来源：中信数量化投资分析系统

图 50：中标 300 指数及股权溢价率



资料来源：中信数量化投资分析系统

图 51：中标 300 指数市盈率水平变化



资料来源：中信数量化投资分析系统

图 52：中标 50 市盈率水平变化



资料来源：中信数量化投资分析系统

截止 5 月 23 日，中标 300 指数的隐含资本成本为 7.62%，股权风险溢价为 4.62%，相比 4 月份下降了 0.39%。中标 300 指数市盈率目前在 18 倍水平，市净率 2 倍。

中盘成长股成为领涨板块

表 11：A 股市场风格指数市盈率、市净率和波动率对比

（截至 2006.5.24）

指数名称	指数代码	收盘价	90 日涨跌%	本年涨跌幅%	90 日内换手率%	流通市值 (亿)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	波动率%
规模									
中信大盘	SH816100	916.36	38	35	189	5550	16	2	27
中信中盘	SH816300	973.14	54	52	248	4450	33	2	34
中信小盘	SH816400	989.2	44	42	263	3967	941	2	34
价值/成长									
中信价值	SH816210	1221.81	39	37	208	4382	17	2	29
中信成长	SH816220	795.06	49	46	220	5618	25	3	30

指数名称	指数代码	收盘价	90 日涨跌幅	本年涨跌幅	90 日内 换手率%	流通市值 (亿)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	波动率%
规模+价值/成长									
大盘价值	SH816110	1273.28	31	29	195	2353	14	2	27
大盘成长	SH816120	640.57	43	39	184	3196	20	3	29
中盘价值	SH816310	1089.7	50	47	223	2029	33	1	35
中盘成长	SH816320	850.53	59	56	270	2421	33	3	34
小盘价值	SH816410	1115.57	46	44	241	2035	-107	1	34
小盘成长	SH816420	860.52	42	40	287	1932	99	3	33
中标 50	SH816050	1048.63	35	32	184	3862	16	2	27
中标 300	SH816000	1075.67	44	42	213	8857	18	2	30

资料来源：中信数量化投资分析系统

从 90 日涨跌幅看，中盘指数显著跑赢大盘。中信大盘股指数上涨 38%，中盘股涨 54%，小盘股上涨 44%。另外，成长股表现强于价值股。

经常消费、贸易零售和投资品行业表现突出

表 12：A 股市场一级行业市盈率、市净率和波动率对比

(截至 2006.5.24)

行业名称	指数代码	收盘价	90 日涨跌幅	本年涨跌幅	90 日内 换手率%	流通市值 (亿)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	波动率%
能源	SH821000	1736.09	45	43	266	692	15	3	36
原材料	SH821500	1179.65	51	50	270	3057	18	2	30
投资品	SH822000	918.7	57	54	249	1721	47	2	33
耐用消费	SH822500	733.23	38	36	193	1240	54	2	36
经常消费	SH823000	1048.91	71	69	225	1022	126	3	33
医药卫生	SH823500	793.85	38	37	219	720	64	2	36
贸易零售	SH824000	1032.95	61	60	184	984	314	3	37
社会服务	SH824500	1066.91	31	29	219	344	38	3	36
运输仓储	SH825000	1251.69	18	17	204	871	22	2	28
金融业	SH825500	991.12	45	37	175	929	23	3	38
房地产	SH826000	817.34	51	47	214	904	63	2	36
信息技术	SH826500	565.73	21	18	193	805	-103	2	30
公用事业	SH827000	1050.91	20	19	182	898	20	2	35
综合类	SH827500	841.83	47	45	206	390	199	3	36

资料来源：中信数量化投资分析系统

过去 90 日，经常消费、贸易零售和投资品行业表现最突出，其中经常消费涨幅为 71%，贸易零售涨幅为 61%，投资品行业涨幅都在 57% 左右。而运输仓储涨幅最小，为 18%，低于大盘表现。

从本年涨跌看，仍旧是经常消费表现最为突出。经常消费累计收益超过 69%。

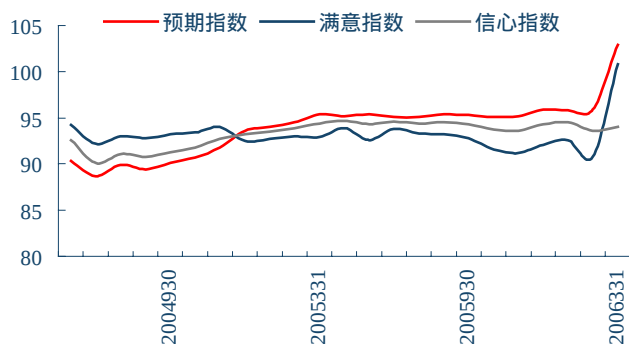
从市盈率看，经过前一段时期大盘的上涨，尤其是低价股的上涨，贸易零售、综合类、经常消费、房地产等行业市盈率处于较高水平。

大盘经过大幅上扬，能源、经常消费、贸易零售、社会服务、金融和综合类行业的市净率超过 2 倍。

2、宏观因素

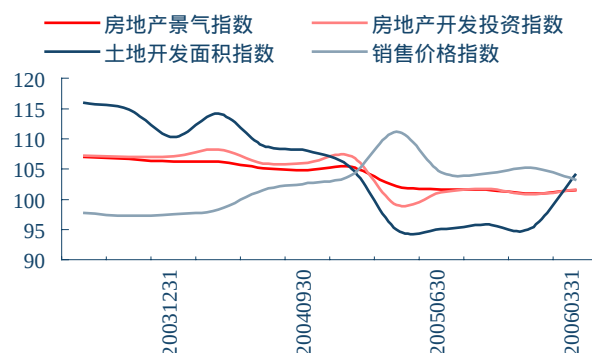
消费者景气指数持续上扬

图 53：消费者景气指数



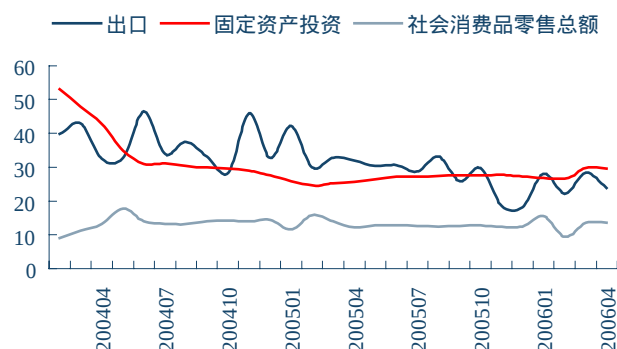
资料来源：Bloomberg

图 54：国房指数走势图



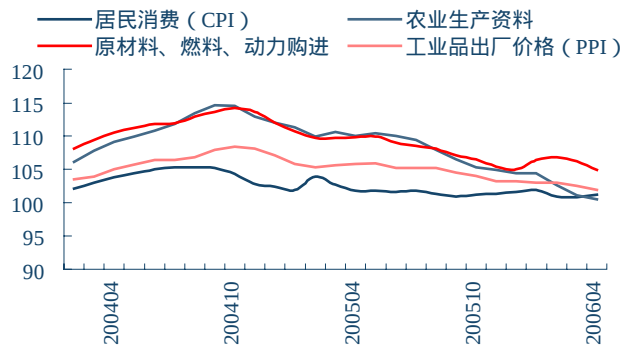
资料来源：Bloomberg

图 55：固定资产投资、零售总额、出口额增长率



资料来源：中经网，中信证券研究部

图 56：消费、生产价格指数



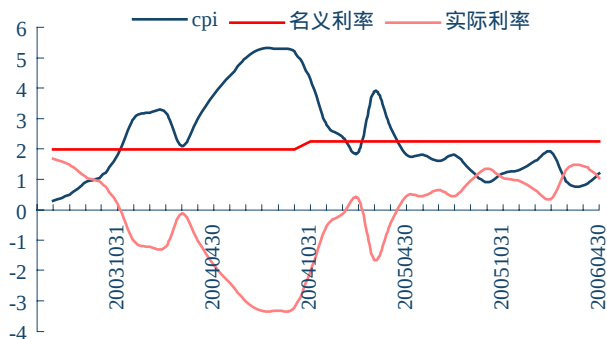
资料来源：中经网，中信证券研究部

消费者预期指数、满意指数和信心指数持续上扬。消费价格走势平稳。以工业品出厂价格、原材料燃料、动力购进价格为代表的上游价格，涨幅回落的趋势仍然在继续。

固定资产投资和社会消费品零售总额在经过前两个月的回落后，又趋于增长，出口增长率受人民币升值影响继续回落，2006 年 4 月份出口、固定资产投资和社会消费品总额比上月分别增长 23.9%、29.6%和 13.6%。

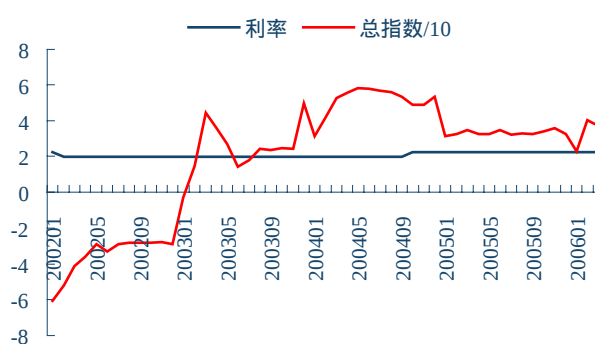
M₂ 增长率增速持平

图 57：CPI、名义利率与实际利率

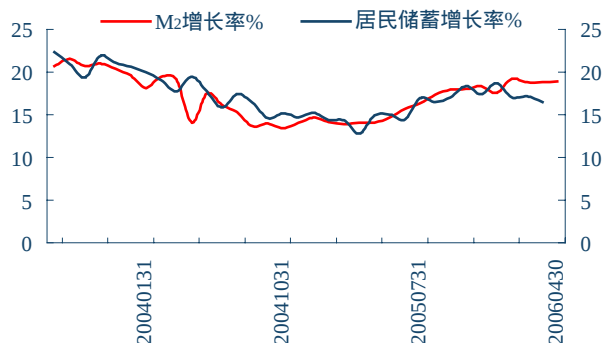


资料来源：Bloomberg

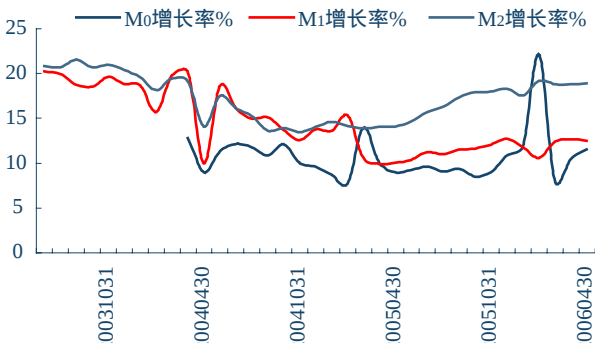
图 58：利率调整压力指数走势



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 59：M₂ 增长率和居民储蓄增长率

资料来源：Bloomberg

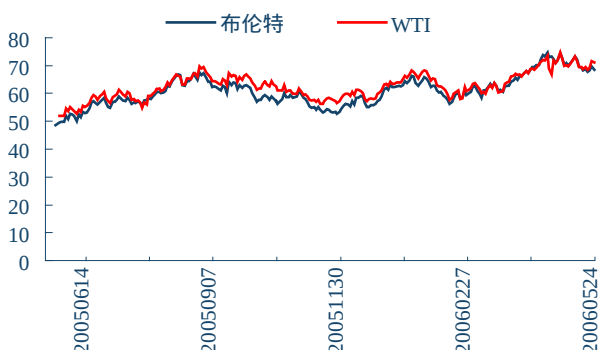
图 60：M₀、M₁、M₂ 增长率

资料来源：Bloomberg

由于 CPI 略升，实际利率水平略有回落，居民储蓄率增速继续走低。M₀ 增长率急增后反跌企稳，M₂ 增长率增速趋缓。

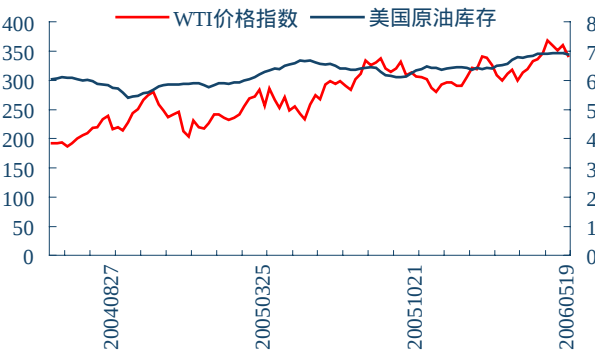
油价高位波动

图 61：国际油价走势



资料来源：Bloomberg

图 62：美国原油库存和油价走势



资料来源：Bloomberg

2006 年 1-5 月份国际油价持续冲高，五月份以来，布伦特和 WTI 石油价格维持在 70 美元左右波动。美国原油库存仍在持续增长，在原油上涨的过程中不断增加战略原油库存实际上是抢夺原油资源，认可当前油价，结果导致供需激化、油价进一步暴涨。

3、市场及技术因素

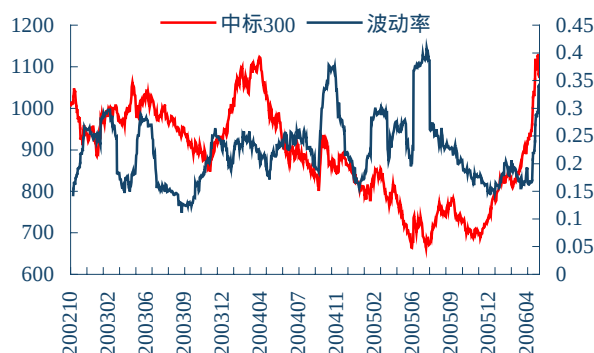
股指进一步上升，伴随换手率和波动率增大

图 63：中标 300 指数换手率变化图



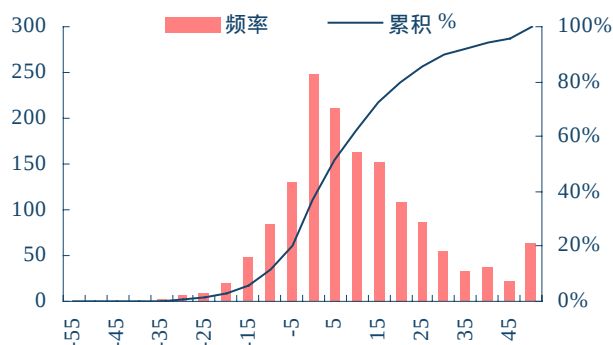
资料来源：中信数量化投资分析系统

图 64：中标 300 指数与波动率变化图



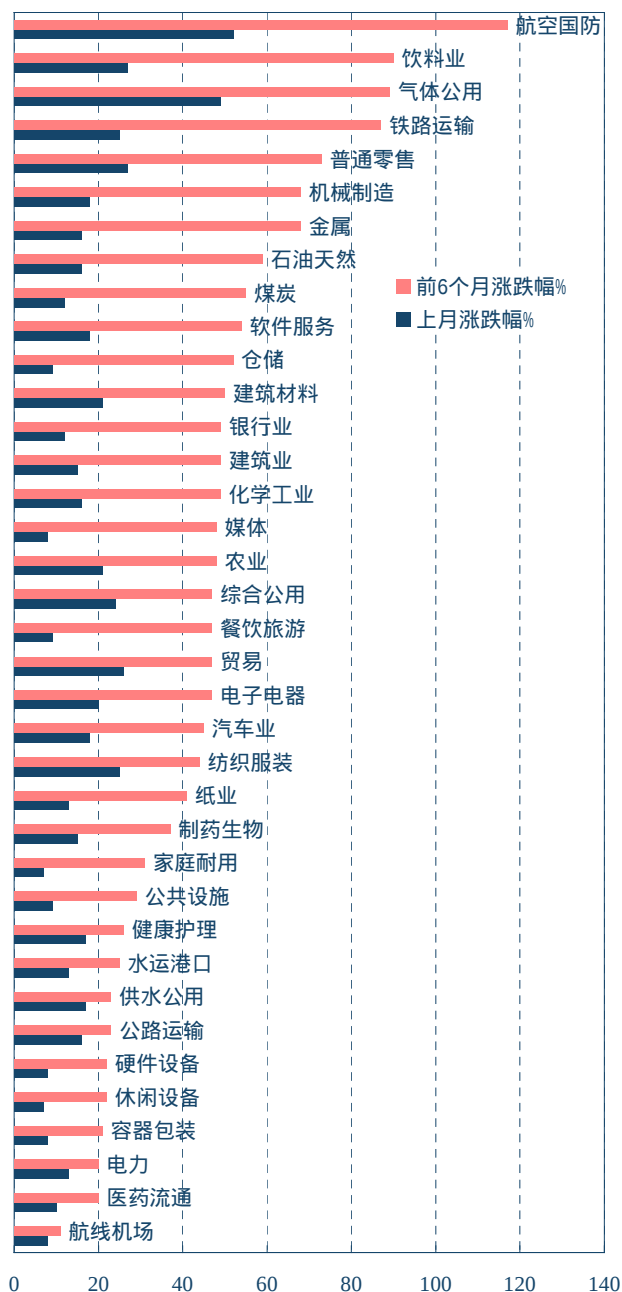
资料来源：中信数量化投资分析系统

图 65：A 股股票 4 月份收益率分布图



资料来源：中信数量化投资分析系统

图 66：A 股股票行业收益率分布图



资料来源：中信数量化投资分析系统

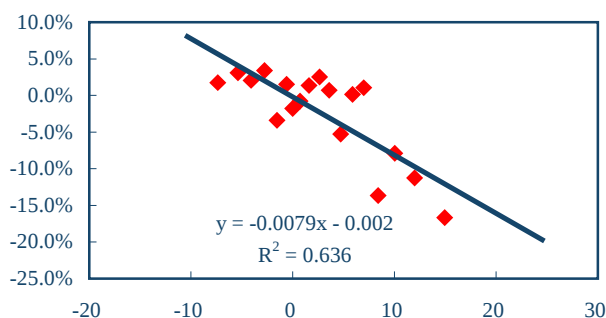
股指持续攀升伴随换手率和波动率的同步增大，显示市场人气高涨，资金进出频繁，后市有振荡加剧的可能。

收益率重心出现向右偏移，显示过去两个月市场总体收益水平上升。

趋势和价格因素对股价解释明显

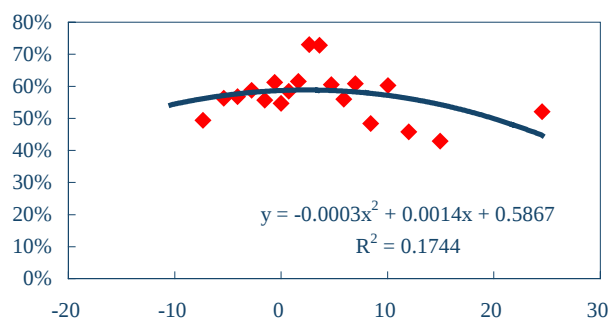
(横轴为涨幅%)

图 67：市盈率（EP）因素



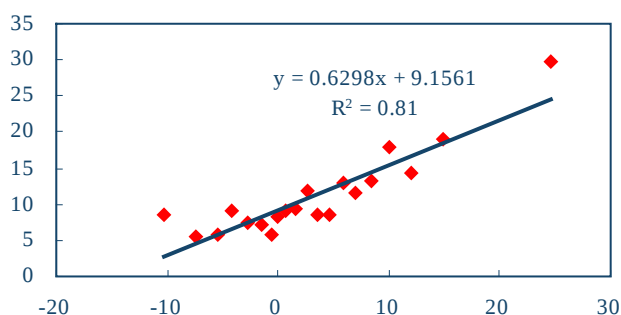
资料来源：中信数量化投资分析系统

图 68：市净率（BP）因素



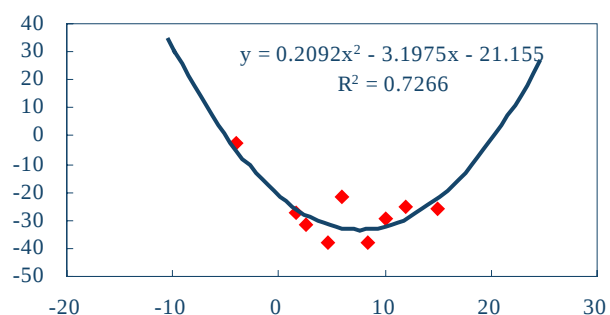
资料来源：中信数量化投资分析系统

图 69：Momentum 因素（过去三个月涨幅）



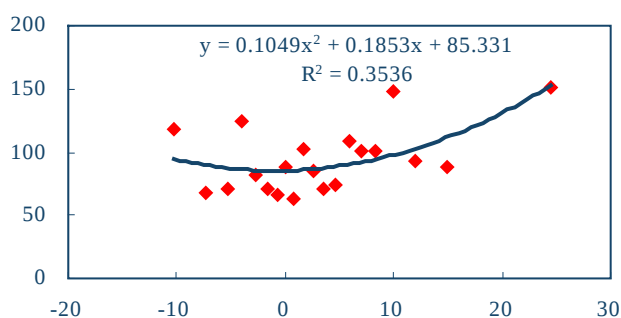
资料来源：中信数量化投资分析系统

图 70：Contrarian 因素（过去三年涨幅）



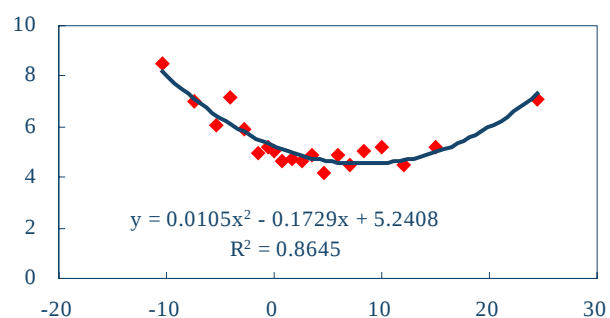
资料来源：中信数量化投资分析系统

图 71：规模因素（流通市值）



资料来源：中信数量化投资分析系统

图 72：价格因素



资料来源：中信数量化投资分析系统

根据股票涨幅把股票分成 20 组，考察其影响因素，以上各图横轴为分组后的股票收益率，纵轴为各因素。结果显示：

Momentum 因素、Contrarian 因素和价格均对收益率有明显解释作用。Momentum 因素和收益率有较强正相关，显示最近走势“强者恒强”特征明显。

4、基本面估值预测

表 13：中信证券跟踪的上市公司未来三年盈利预测（2006.5）

行业分类	公司代码	公司名称	投资评级	主营业务收入（百万元）			净利润（百万元）			每股收益（元）			目标价
				2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
454030	SH600037	G 歌华	买入	1038	1223	1501	324	395	480	0.49	0.60	0.73	16
454030	SH600088	中视传媒	买入	470	549	748	34	52	79	0.14	0.22	0.34	12
751000	SH600832	G 明珠	买入	1504	1729	2075	450	540	648	0.47	0.56	0.67	12
601000	SZ000839	G 国安	买入	3104	3725	4470	317	365	437	0.48	0.55	0.66	--
454030	SZ000917	G 电广	买入	2269	2610	3131	52	68	81	0.20	0.26	0.31	--
653030	SH600050	G 联通	买入	80675	85516	90647	3137	3388	3624	0.15	0.16	0.17	3.2
651020	SH600130	G 波导	持有	758	834	918	54	59	65	0.14	0.15	0.17	--
651030	SH600198	大唐电信	持有	1958	2154	2369	40	80	120	0.09	0.18	0.27	6.4
651030	SZ000063	G 中兴	买入	32685	39222	47066	1613	1936	2323	1.68	2.02	2.42	35
701000	SH600011	G 华能	买入	43869	47817	52121	5576	6416	7178	0.46	0.53	0.60	5.5
701000	SH600236	桂冠电力	买入	2996	3595	4315	546	630	759	0.40	0.47	0.56	6.4
701000	SH600396	G 金山	买入	406	1218	1281	63	135	192	0.28	0.61	0.87	6.5
701000	SH600642	G 申能	买入	8761	10075	12090	1703	2055	2446	0.63	0.76	0.91	7.2
701000	SH600795	国电电力	增持	13863	--	--	11498	--	--	0.66	--	--	--
701000	SH600886	G 华靖	增持	4792	--	--	447	--	--	0.79	--	--	--
701000	SH600900	G 长电	买入	7625	9706	11100	3726	4720	5090	0.46	0.50	0.54	7.9
701000	SZ000027	G 深能源	增持	5982	--	--	741	--	--	0.67	--	--	--
203030	SH600268	G 南自	买入	1356	1722	2066	68	92	115	0.58	0.78	0.98	--
203030	SH600312	G 平高	买入	1988	2585	3102	140	190	248	0.45	0.61	0.79	--
652030	SH600406	国电南瑞	买入	988	1058	1269	149	200	260	0.70	0.94	1.22	25
203030	SH600416	G 湘电	买入	2226	2891	--	74	94	--	0.38	0.48	--	--
203030	SH600590	G 泰豪	增持	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
203030	SZ000400	G 许继	买入	2213	2505	2805	152	187	217	0.40	0.49	0.57	8
203030	SZ002028	思源电气	买入	712	855	1026	111	127	148	1.05	1.20	1.39	18
202020	SH600067	G 冠城	持有	1525	1800	2200	107	123	154	0.33	0.38	0.48	--
601000	SH600383	金地集团	持有	3300	4100	5200	380	530	680	0.57	0.80	1.02	--
205010	SH600502	安徽水利	买入	1700	1900	2300	62	80	95	0.40	0.51	0.60	6.44
601000	SH600533	G 栖霞	持有	1900	2000	2350	190	230	270	0.90	1.10	1.29	--
402030	SH600628	G 新世界	增持	1907	--	--	172	--	--	0.37	--	--	--
601000	SH600641	中远发展	买入	1043	1592	2327	164	235	387	0.37	0.52	0.86	6.66
601000	SH600675	G 中企	持有	1843	--	--	258	--	--	0.37	--	--	--
601000	SZ000002	G 万科 A	持有	13658	17892	23080	1769	2334	3105	0.45	0.60	0.80	--
601000	SZ000024	G 招商局	持有	3100	3920	3800	523	680	880	0.85	1.10	1.42	--
601000	SZ000402	G 金融街	买入	3481	4177	5514	580	754	995	0.84	1.10	1.45	12.2
601000	SZ000608	G 阳光	持有	1250	1470	1970	150	205	250	0.51	0.70	0.86	--
601000	SZ000616	亿城股份	持有	0	--	--	0	--	--	0.00	--	--	--
154010	SZ000926	G 福星	持有	2327	2700	3000	256	307	334	1.21	1.45	1.58	13.07
154010	SH600001	G 邯钢	持有	22555	23683	24867	690	828	966	0.25	0.30	0.35	--
154010	SH600005	G 武钢	增持	34362	36080	37884	4076	4311	4703	0.52	0.55	0.60	--
154010	SH600010	G 包钢	买入	17492	19334	19334	857	886	1000	0.30	0.31	0.35	2.5
154010	SH600019	G 宝钢	买入	132616	139247	146209	10507	11383	12258	0.60	0.65	0.70	5.7

行业分类	公司代码	公司名称	投资评级	主营业务收入（百万元）			净利润（百万元）			每股收益（元）			目标价
				2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
154010	SH600102	莱钢股份	增持	20809	21850	22942	369	415	461	0.40	0.45	0.50	6
154010	SH600307	G 酒钢	增持	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5.52
154010	SH600808	G 马钢	买入	30627	32158	33766	2388	2711	3228	0.37	0.42	0.50	3.5
154010	SZ000629	G 新钢钒	增持	14474	15198	15958	765	781	849	0.45	0.46	0.50	5
154010	SZ000709	G 唐钢	持有	23101	24256	25469	1178	1201	1133	0.52	0.53	0.50	--
154010	SZ000778	G 铸管	买入	10384	10494	11019	497	534	559	0.80	0.86	0.90	7.5
154010	SZ000825	G 太钢	买入	33104	44104	55904	775	1291	1550	0.60	1.00	1.20	6
154010	SZ000898	G 鞍钢	买入	58627	59627	62608	6111	5933	7120	1.03	1.00	1.20	7
154010	SZ000932	G 华菱	持有	27107	28463	29886	725	769	878	0.33	0.35	0.40	--
501020	SH600004	G 穗机场	中性	2421	2822	3244	368	485	602	0.37	0.47	0.53	--
501020	SH600009	G 沪机场	增持	--	3547	4540	--	1869	1554	--	0.97	0.81	14
501010	SH600029	南方航空	中性	43670	49569	54724	219	437	875	0.05	0.10	0.20	--
509900	SH600270	外运发展	增持	5661	6991	8332	451	528	551	0.50	0.58	0.61	--
452010	SH600386	G 北巴	增持	2626	2912	3232	84	110	134	0.21	0.27	0.33	--
501020	SZ000089	G 深机场	增持	1162	1242	1310	413	470	486	0.52	0.59	0.61	8.3
151050	SH600074	中达股份	持有	2663	2796	2936	86	86	94	0.23	0.23	0.25	--
151020	SH600096	G 云天化	增持	2903	--	--	599	--	--	1.14	--	--	--
151050	SH600143	G 金发	增持	4652	6048	7559	210	273	341	0.91	1.20	1.50	--
151040	SH600299	星新材料	买入	2918	5018	4998	276	444	444	1.15	1.85	1.85	22.43
151060	SH600309	G 万华	买入	5669	7324	7354	918	1281	1290	1.08	1.51	1.52	--
151040	SH600352	G 龙盛	增持	2253	2703	3244	207	248	297	0.35	0.42	0.50	--
151010	SH600409	G 唐三友	增持	2588	2721	2730	152	182	190	0.36	0.43	0.45	4.81
151020	SH600423	G 柳化	增持	933	--	--	124	--	--	0.65	--	--	--
151020	SH600426	G 恒升	增持	1651	--	--	175	--	--	0.70	--	--	--
151030	SH600596	G 新安	买入	2612	2856	4750	251	331	481	1.10	1.45	2.11	13.05
151020	SZ000792	盐湖钾肥	买入	2206	2358	2490	805	881	929	1.05	1.15	1.21	18.36
151010	SZ000822	G 海化	持有	7521	7951	9939	349	392	399	0.49	0.55	0.56	--
203020	SH600031	G 三一	持有	2659	--	--	271	--	--	0.56	--	--	--
203020	SH600150	G 重机	增持	2021	2397	2588	171	208	245	0.71	0.86	1.02	--
203020	SH600302	G 标准	增持	1260	1450	1682	125	145	166	0.36	0.42	0.48	--
203020	SH600320	G 振华	增持	15037	15789	16262	1252	1315	1378	1.22	1.28	1.34	--
154010	SH600477	G 杭萧	持有	1671	2255	29308	59	77	125	0.23	0.31	0.50	--
203020	SH600761	G 合力	买入	1741	2167	2340	179	215	246	0.58	0.70	0.80	--
203020	SZ000039	中集集团	增持	23508	25023	30860	1514	1653	1934	0.75	0.82	0.96	--
203020	SZ000157	中联重科	买入	3700	4070	4802	377	421	484	0.74	0.83	0.95	--
203020	SZ000528	G 柳工	持有	4175	4496	5395	241	259	300	0.51	0.55	0.64	--
203020	SZ000530	G 大冷	买入	1606	1847	2124	124	153	187	0.35	0.44	0.53	--
203020	SZ000617	石油济柴	持有	924	1109	1386	138	160	182	0.69	0.80	0.91	--
203020	SZ000680	山推股份	买入	1950	2665	2931	124	142	163	0.23	0.26	0.30	--
651010	SH600100	G 同方	持有	11216	--	--	150	--	--	0.26	--	--	--
652030	SH600271	G 航信	买入	3525	3993	4531	329	352	387	1.07	1.14	1.26	35
652030	SH600289	亿阳信通	增持	--	--	--	--	--	--	--	--	--	10.14
652030	SH600536	G 中软	增持	1517	1821	2013	60	73	80	0.40	0.48	0.53	12.14
652030	SH600570	G 恒生	增持	--	--	--	--	--	--	--	--	--	7.15

行业分类	公司代码	公司名称	投资评级	主营业务收入 (百万元)			净利润 (百万元)			每股收益 (元)			目标价
				2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
652030	SH600588	G 用友	持有	1270	1588	1984	122	148	181	0.70	0.86	1.05	--
651010	SH600797	G 网新	持有	5580	5930	6820	123	139	154	0.15	0.17	0.19	--
651010	SZ000021	深科技 A	持有	8916	10075	11385	359	399	443	0.49	0.54	0.60	--
254010	SZ000100	TCL 集团	持有	59063	65343	71233	212	412	483	0.08	0.16	0.19	--
254010	SZ000527	G 美的	增持	22930	26882	31183	425	468	505	0.67	0.74	0.80	--
254010	SZ000651	G 格力	增持	21830	24636	28454	559	616	681	1.04	1.15	1.27	14.43
152010	SH600449	赛马实业	持有	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
152010	SH600585	G 海螺	买入	12545	15300	17727	703	1005	1205	0.56	0.80	0.96	15
251030	SH600660	G 福耀	买入	3360	3707	4420	523	665	791	0.52	0.66	0.79	9
152010	SH600801	G 华新	增持	3200	3600	4380	113	170	207	0.35	0.52	0.63	--
152010	SH600970	中材国际	买入	5850	7180	9254	131	168	218	0.78	1.00	1.30	--
152010	SZ000401	冀东水泥	增持	3369	5488	6675	202	356	433	0.21	0.37	0.45	--
152040	SZ000619	G 海型材	增持	4500	5580	6210	180	223	248	0.50	0.62	0.69	6.5
152010	SZ000877	天山股份	持有	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
152010	SZ000935	四川双马	持有	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
504040	SH600018	G 上港	增持	5540	6316	7074	1444	1677	1904	0.80	0.93	1.06	13
503010	SH600033	福建高速	增持	1400	1540	1663	459	511	564	0.47	0.52	0.57	--
503010	SH600035	楚天高速	买入	626	726	857	197	312	342	0.21	0.33	0.37	4.5
503010	SH600269	赣粤高速	买入	1434	1692	1861	580	642	713	0.75	0.83	0.92	12
504040	SH600317	G 营口港	增持	838	905	996	158	184	217	0.63	0.73	0.86	--
503010	SH600350	G 基建	买入	2914	3451	3995	894	1157	1334	0.27	0.34	0.40	4.31
503010	SH600377	G 宁沪	增持	3976	4453	4898	1406	1607	1807	0.28	0.32	0.36	--
504010	SH600428	G 中远	增持	4191	4610	5071	637	716	837	0.97	1.09	1.28	--
504040	SH600717	G 天津港	买入	2713	2848	3190	525	566	669	0.36	0.39	0.46	6.5
504040	SZ000022	深赤湾 A	增持	2116	2370	2607	693	786	874	1.08	1.22	1.36	--
504040	SZ000088	G 盐田港	增持	644	--	--	922	--	--	0.75	--	--	8.1
503010	SZ000900	现代投资	买入	1228	1375	1513	276	344	404	0.69	0.86	1.01	6.5
551010	SH600000	G 浦发	增持	28053	33524	28880	3103	3425	4150	0.79	1.06	1.06	--
551010	SH600015	华夏银行	持有	16312	17529	18504	1595	1755	2119	0.38	0.42	0.51	--
551010	SH600016	G 民生	增持	31334	37383	31299	3360	3819	4010	0.33	0.38	0.55	--
551010	SH600036	G 招行	买入	34308	42005	52175	5288	6614	8364	0.54	0.54	0.68	10
551010	SZ000001	深发展 A	持有	11493	12881	13347	380	422	902	0.20	0.22	0.46	--
101010	SH600123	G 兰花	增持	2183	2321	2439	579	617	647	1.35	1.44	1.51	--
101010	SH600348	G 国阳	增持	8203	8300	8734	722	736	774	1.50	1.53	1.61	15
101010	SZ000983	G 西煤	增持	6542	7850	9263	1003	1114	1145	0.83	0.92	0.95	--
251010	SH600006	东风汽车	持有	9200	10500	12000	460	496	498	0.23	0.25	0.25	2.8
251010	SH600066	G 宇通	买入	5450	5843	6427	227	260	285	0.85	0.98	1.07	--
251030	SH600104	G 上汽	持有	7100	8200	9200	890	1100	1300	0.27	0.34	0.40	3.56
251010	SH600166	福田汽车	增持	16970	--	21020	62	--	146	0.14	--	0.32	--
251010	SH600418	G 江汽	买入	10898	12532	14412	556	5611	602	0.61	0.62	0.66	--
251010	SZ000550	G 江铃	买入	7348	8745	10056	635	687	853	0.74	0.80	0.99	9.6
251030	SZ000581	G 威孚	增持	3875	4275	--	250	275	--	0.43	0.47	--	6.3
251010	SZ000625	G 长安	买入	23294	28185	33000	574	695	903	0.35	0.43	0.56	8.5
251010	SZ000800	G 轿车	增持	9865	10865	11865	374	407	427	0.23	0.25	0.26	--

行业分类	公司代码	公司名称	投资评级	主营业务收入 (百万元)			净利润 (百万元)			每股收益 (元)			目标价
				2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
251010	SZ000927	一汽夏利	增持	7383	8483	8800	421	551	710	0.29	0.38	0.48	--
251010	SZ000951	G 重汽	买入	9800	12000	15000	240	285	330	0.95	1.12	1.30	--
453030	SH600054	G 黄山	买入	789	847	949	129	154	186	0.43	0.51	0.61	10.75
453030	SH600138	G 中青旅	持有	3093	3726	4808	84	144	267	0.32	0.54	1.00	6.3
453020	SH600258	首旅股份	买入	1403	1500	1552	65	96	127	0.28	0.41	0.55	10.75
453020	SH600754	G 锦江	持有	1066	1117	1190	202	220	243	0.33	0.37	0.40	8.35
453030	SZ000888	峨眉山 A	买入	357	417	462	53	80	93	0.22	0.26	0.39	7.3
453030	SZ000978	G 桂旅	增持	335	354	378	50	55	62	0.28	0.31	0.35	6.65
453030	SZ002033	丽江旅游	增持	122	130	132	40	42	37	0.41	0.43	0.37	10.36
102040	SH600028	中国石化	买入	649863	656361	662925	48438	52454	56372	0.56	0.61	0.65	7.2
401020	SH600500	G 中化	买入	14285	14999	15749	778	854	887	0.62	0.68	0.71	--
102030	SH600583	G 海工	买入	3992	4352	4613	693	766	898	1.75	1.93	2.27	33.66
151010	SH600688	上海石化	买入	47963	49095	47770	2492	3083	2196	0.35	0.43	0.31	--
102020	SZ000783	石炼化	买入	10992	11871	12821	224	253	362	0.19	0.22	0.31	--
302510	SH600298	G 安琪	持有	868	1068	1302	75	95	118	0.55	0.70	0.87	--
301020	SH600519	贵州茅台	买入	4652	5350	6206	1406	1628	1911	2.98	3.45	4.05	72
301040	SH600597	光明乳业	增持	8360	9447	10864	336	369	413	0.32	0.35	0.40	--
301010	SH600600	青岛啤酒	增持	11280	13085	15702	406	479	579	0.31	0.37	0.44	--
401010	SH600616	G 食品	买入	4384	5059	5818	244	276	342	0.80	0.90	1.12	12.5
301020	SH600809	G 汾酒	增持	1526	1907	2289	187	235	287	0.43	0.54	0.66	--
301040	SH600887	G 伊利	增持	15922	20062	25679	343	411	494	0.88	1.05	1.26	18.5
301010	SZ000729	G 燕啤	增持	6064	6646	7444	338	365	403	0.33	0.36	0.40	--
301020	SZ000858	G 五粮液	增持	7726	8422	9222	1068	1179	1297	0.39	0.43	0.48	--
301020	SZ000869	G 张裕	买入	2337	2972	3750	429	546	698	1.06	1.35	1.72	32.4
302020	SZ000895	双汇发展	增持	16695	20490	24588	460	545	618	0.90	1.06	1.20	--
351020	SH600085	G 同仁堂	增持	2971	3416	3929	347	405	473	0.80	0.93	1.09	17
351010	SH600161	天坛生物	增持	419	503	578	90	111	131	0.28	0.34	0.40	--
351020	SH600267	G 海正	增持	2520	3024	3478	153	176	200	0.34	0.39	0.45	6.3
351020	SH600276	恒瑞医药	增持	1393	1566	1738	194	227	258	0.76	0.89	1.01	16.4
353000	SH600332	G 广药	买入	10779	12579	14465	243	303	364	0.30	0.37	0.45	7.72
351020	SH600420	G 现代	买入	659	787	905	73	94	111	0.56	0.72	0.85	13
351020	SH600436	片仔癀	持有	449	494	543	96	106	120	0.69	0.76	0.86	--
351020	SH600479	G 千金	增持	0	--	--	75	--	--	0.89	--	--	13.35
351020	SH600488	G 天药	持有	698	735	816	84	89	102	0.33	0.36	0.40	5.3
351020	SH600521	G 华海	增持	562	679	780	168	206	235	0.72	0.88	1.00	--
351020	SH600535	G 天士力	增持	1783	2140	2568	209	244	291	0.73	0.85	1.02	--
351020	SH600557	G 康缘	增持	1040	1256	1479	62	76	76	0.40	0.49	0.59	7.35
351020	SH600594	G 益佰	增持	867	954	1054	81	98	109	1.01	1.21	1.35	18.15
351020	SZ000423	东阿阿胶	持有	892	1026	1159	147	171	192	0.36	0.42	0.47	--
351020	SZ000538	云南白药	买入	3159	3597	4029	276	314	358	0.95	1.08	1.23	24
351020	SZ000989	九芝堂	持有	1058	--	--	52	--	--	0.20	--	--	5.3
351010	SZ002022	科华生物	买入	371	427	491	71	85	100	0.86	1.03	1.22	13.41
154020	SH600205	山东铝业	买入	7370	9286	10493	1344	1546	1882	2.00	2.30	2.80	24
154020	SH600296	兰州铝业	增持	4612	5027	5580	249	271	315	0.46	0.50	0.58	--

行业分类	公司代码	公司名称	投资评级	主营业务收入 (百万元)			净利润 (百万元)			每股收益 (元)			目标价
				2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
154020	SH600362	G 江铜	增持	24841	25851	24951	3197	3330	3120	1.20	1.25	1.23	--
154020	SH600472	G 包铝	买入	4711	5333	6410	582	776	905	1.35	1.80	2.10	13.5
154020	SH600489	中金黄金	买入	7175	8045	8305	200	248	281	0.71	1.02	1.00	22
154020	SH600497	驰宏锌锗	买入	3134	4288	4675	400	448	464	2.50	2.80	2.90	37.5
154020	SH600547	G 鲁黄金	买入	6353	8259	10794	160	208	272	1.00	1.30	1.70	24.9
154020	SH600549	G 厦钨	增持	4381	5293	5402	288	348	355	1.20	1.45	1.48	--
154020	SZ000060	G 中金	买入	5244	6051	6143	562	648	683	1.30	1.50	1.58	19.5
154020	SZ000630	G 铜都	增持	9770	10785	11238	6651	734	769	0.77	0.85	0.89	--
154020	SZ000807	云铝股份	持有	3485	--	--	118	--	--	0.22	--	--	--
154020	SZ000960	G 锡业	持有	3174	--	--	311	--	--	0.58	--	--	--

表 14：中标 50 样本公司估计隐含股权溢价

股票代码	股票名称	收盘价 (4.21)	流通市值 (亿元)	指数中的 权重%	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	隐含资金成本	隐含股权溢价 (Rf=4.15%)	行业名称
SH600000	浦发银行	10	117	3.0	15.8	2.5	9.89%	6.90%	银行业
SH600004	G 穗机场	6.46	31	0.8	25.7	1.6	13.54%	10.55%	航线和机场
SH600005	G 武钢	3.02	72	1.9	4.9	1.2	10.25%	7.26%	钢铁和其他金属
SH600009	G 沪机场	13.05	118	3.0	18.1	2.8	9.21%	6.22%	航线和机场
SH600011	G 华能	4.95	32	0.8	12.5	1.5	8.92%	5.93%	电力公用事业
SH600016	G 民生	4.39	179	4.6	16.5	2.9	8.88%	5.89%	银行业
SH600018	G 上港	13.99	72	1.9	21.2	3.4	15.18%	12.19%	水运和港口
SH600019	G 宝钢	4.82	228	5.9	6.7	1.1	7.29%	4.30%	钢铁和其他金属
SH600026	G 中海	6.52	29	0.8	8.0	2.0	8.68%	5.69%	水运和港口
SH600028	中国石化	6.84	192	5.0	15.0	2.8	8.96%	5.97%	石油和天然气
SH600029	南方航空	2.42	24	0.6	-5.9	1.1	8.34%	5.35%	航线和机场
SH600030	G 中信	14.55	79	2.0	90.3	6.4	15.22%	12.23%	证券业
SH600036	G 招行	7.18	338	8.7	22.4	3.6	6.99%	4.00%	银行业
SH600050	中国联通	2.36	196	5.1	17.6	1.1	10.07%	7.08%	电信服务业
SH600085	G 同仁堂	15.07	29	0.8	21.7	2.8	7.99%	5.00%	生物、制药
SH600104	G 上汽	4.03	53	1.4	12.0	1.1	7.42%	4.43%	汽车业
SH600177	雅戈尔	6.30	48.49	1.26	18.3	2.7	9.60%	6.61%	纺织、服装和鞋业
SH600309	G 万华	20.47	67	1.7	28.1	9.8	9.93%	6.94%	化学工业
SH600320	G 振华	16.5	90	2.3	21.1	5.6	9.40%	6.41%	机械、设备制造
SH600519	贵州茅台	45.56	123	3.2	37.9	8.3	10.65%	7.66%	饮料业
SH600583	G 海工	21.06	66	1.7	28.5	7.1	7.29%	4.30%	石油和天然气
SH600601	方正科技	3.72	36	0.9	21.0	2.0	8.53%	5.54%	硬件和设备
SH600642	G 申能	6.48	53	1.4	13.0	1.8	9.89%	6.90%	电力公用事业
SH600649	G 原水	5.04	34	0.9	25.2	1.6	7.91%	4.92%	供水公用事业
SH600688	上海石化	6.51	47	1.2	27.5	2.4	6.27%	3.28%	化学工业
SH600690	青岛海尔	4.49	33	0.9	22.5	1.0	7.30%	4.31%	家庭耐用消费品
SH600717	G 天津港	6.25	41	1.1	12.6	2.3	7.32%	4.33%	水运和港口
SH600795	国电电力	7.74	46	1.2	18.9	2.4	6.21%	3.22%	电力公用事业
SH600811	东方集团	7.22	38	1.0	56.9	1.7	--	--	普通零售业
SH600832	G 明珠	9.92	61	1.6	53.7	5.5	0.00%	0.00%	综合性公司

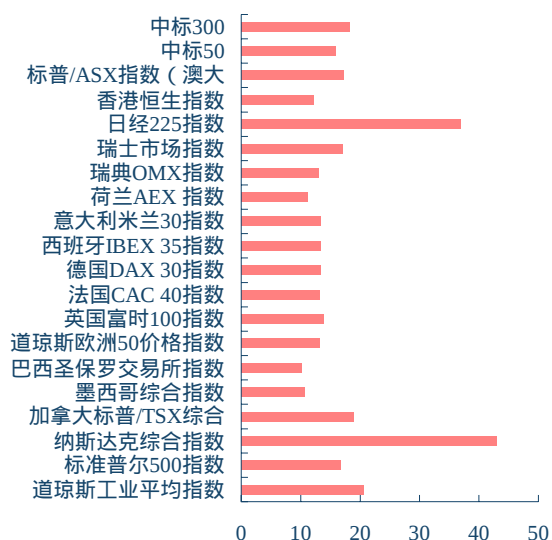
股票代码	股票名称	收盘价 (4.21)	流通市值 (亿元)	指数中的 权重%	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	隐含资金成本	隐含股权溢价 (Rf=4.15%)	行业名称
SH600839	G 长虹	3.39	43	1.1	25.7	0.7	6.11%	3.12%	家庭耐用消费品
SH600887	G 伊利	18.45	68	1.8	32.5	4.2	12.25%	9.26%	饮料业
SH600900	G 长电	7.23	196	5.1	17.7	2.7	7.56%	4.57%	电力公用事业
SZ000002	G 万科 A	5.96	159	4.1	16.4	2.7	8.82%	5.83%	房地产开发与经营业
SZ000027	深能源 A	6.95	38	1.0	11.5	1.9	13.39%	10.40%	电力公用事业
SZ000039	中集集团	12.98	79	2.0	9.8	2.8	8.87%	5.88%	机械、设备制造
SZ000063	G 中兴	26	98	2.5	20.9	2.5	7.29%	4.30%	硬件和设备
SZ000069	G 华侨城	13.2	66	1.7	30.5	5.6	10.22%	7.23%	餐饮、旅游
SZ000088	G 盐田港	8.19	33	0.9	14.9	3.0	11.12%	8.13%	水运和港口
SZ000100	GTCL 集团	2.3	29	0.7	-18.6	1.2	6.82%	3.83%	家庭耐用消费品
SZ000402	G 金融街	9.38	61	1.6	22.1	4.0	10.28%	7.29%	房地产开发与经营业
SZ000625	长安汽车	5.29	24	0.6	36.2	1.3	12.10%	9.11%	汽车业
SZ000717	G 韶钢	2.81	22	0.6	27.7	0.8	--	--	钢铁和其他金属
SZ000800	G 轿车	3.16	23	0.6	15.2	1.0	12.53%	9.54%	汽车业
SZ000825	G 太钢	4.98	39	1.0	8.3	1.2	10.41%	7.42%	钢铁和其他金属
SZ000839	G 国安	15.73	53	1.4	46.2	3.4	9.65%	6.66%	房地产开发与经营业
SZ000858	G 五粮液	13.39	120	3.1	45.9	4.9	8.21%	5.22%	饮料业
SZ000898	G 鞍钢	6	57	1.5	17.1	3.1	0.33%	-2.66%	钢铁和其他金属
SZ000932	G 华菱	3.88	34	0.9	15.6	1.0	11.49%	8.50%	钢铁和其他金属
SZ000983	G 西煤	8.28	46	1.2	10.3	2.2	6.30%	3.31%	煤炭
平均							8.98%	6.05%	

资料来源：中信数量化投资分析系统

5、国际估值比较

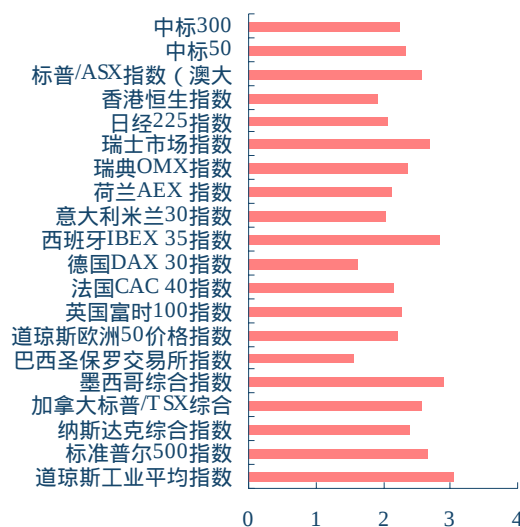
主要市场的市盈率/市净率比较

图 73：主要市场指数市盈率比较



资料来源：中信数量化投资分析系统

图 74：主要市场指数市净率比较



资料来源：中信数量化投资分析系统

A 股和港股股权溢价比较

表 15：A/H 股溢价比较表

(2006.5.24)

名称	A 股代码	收盘价 (人民币)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	H 股代码	收盘价 (港元)	市盈率	市净率	A/H 股溢价率
海螺水泥	600585	13.66	44.06	3.11	914 HK	15.15	50.58	3.56	-12.5%
中兴通讯	000063	26	19.40	2.43	763 HK	27	20.85	2.62	-6.5%
青岛啤酒	600600	11.83	47.32	3.12	168 HK	9.1	37.37	2.49	26.2%
鞍钢新轧	000898	6	8.39	1.58	347 HK	6.85	9.91	1.87	-15.0%
中国石化	600028	6.84	14.55	2.65	386 HK	4.7	10.35	1.89	41.3%
华能国际	600011	4.95	12.38	1.49	902 HK	5.25	13.58	1.64	-8.5%
兖州煤业	600188	7.15	12.12	2.00	1171 HK	5.9	10.47	1.7	17.7%
皖通高速	600012	5.27	12.74	1.55	995 HK	5.5	13.76	1.68	-7.0%
马钢股份	600808	3	6.65	1.05	323 HK	2.825	6.49	1.02	3.1%
南方航空	600029	2.42	--	1.06	1055 HK	2	--	0.91	17.5%
中海发展	600026	6.52	8.06	2.00	1138 HK	5.5	7.03	1.74	15.1%
宁沪高速	600377	5.2	40.00	1.98	177 HK	4.575	36.42	1.81	10.4%
江西铜业	600362	12.57	18.57	4.37	358 HK	7.4	11.31	2.66	64.9%
科龙电器	000921	2.42	--	0.87	921 HK	0.89	--	0.33	164.0%
上海石化	600688	6.51	25.04	2.49	338 HK	3.675	14.63	1.45	72.0%
深 高 速	600548	4.01	16.04	1.38	548 HK	3.875	16.04	1.38	0.5%
北人股份	600860	3.15	23.16	1.03	187 HK	1.62	12.33	0.55	88.8%
经纬纺机	000666	4.35	17.40	0.98	350 HK	2.05	8.49	0.48	106.0%
仪征化纤	600871	4.12	--	2.04	1033 HK	1.49	--	0.76	168.5%
东方电机	600875	14.1	11.87	3.74	1072 HK	12.85	11.19	3.52	6.5%
广州药业	600332	6.9	28.28	2.05	874 HK	4.325	18.34	1.33	54.9%
新华制药	000756	3.66	1220.00	1.22	719 HK	1.22	420.85	0.42	191.3%
ST 吉 化	000618	--	--	--	368 HK	--	--	--	--
南京熊猫	600775	6.27	44.79	3.19	553 HK	1.77	13.08	0.93	243.9%
广船国际	600685	5.62	20.59	3.15	317 HK	4.25	16.12	2.46	28.4%
ST 东北电	000585	2.78	89.68	3.03	42 HK	0.82	32.16	--	229.1%
华电国际	600027	3.14	17.54	1.50	1071 HK	2.025	11.77	1	50.5%

注：1、A/H 股溢价率=A 股收盘价/(H 股收盘价*1.03)-1。

海螺水泥、中兴通讯、鞍钢新轧、华能国际、皖通高速的 H 股股价超过 A 股。A 股市场经过 4，5 月份的大幅走高，与 H 股市场之间的折价降低，显示目前 A 股市场投资者信心充足。

六、图表附录

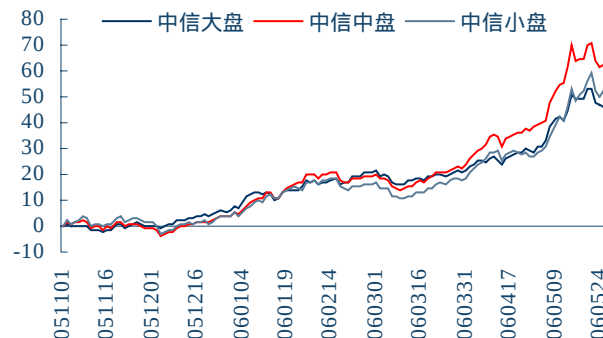
1、股票市场回顾

图 75：过去半年主要股票指数走势图



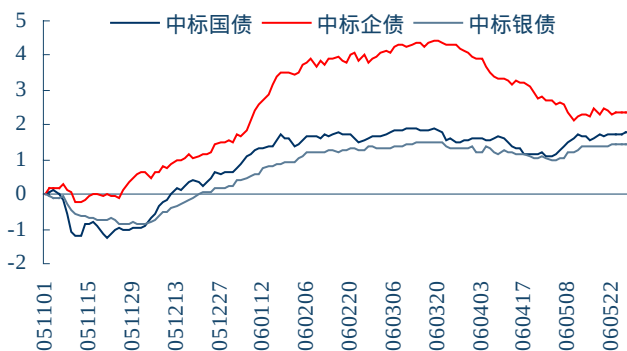
资料来源：中信数量化投资分析系统

图 76：过去半年风格指数走势图



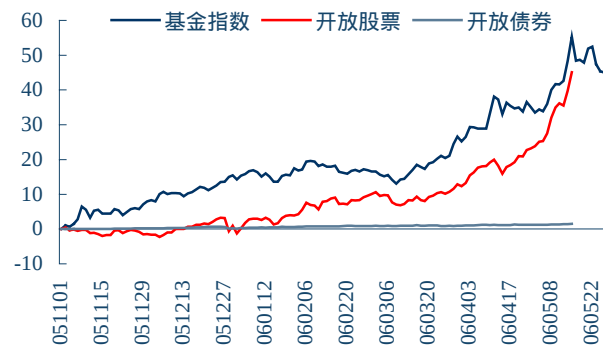
资料来源：中信数量化投资分析系统

图 77：过去半年主要债券指数走势图



资料来源：中信数量化投资分析系统

图 78：过去半年封闭式/开放式基金指数走势图



资料来源：中信数量化投资分析系统

股指在从 12 月初出现攀升以来，目前已涨至 1600 点左右。最近一个月，中盘股表现优于大盘股和小盘股。与此同时，债券指数开始走低。受大盘上涨带动，基金指数和开放式股票基金指数均出现明显的大幅上扬。

表 16：中信行业指数表现回顾表

(2006.5.24)

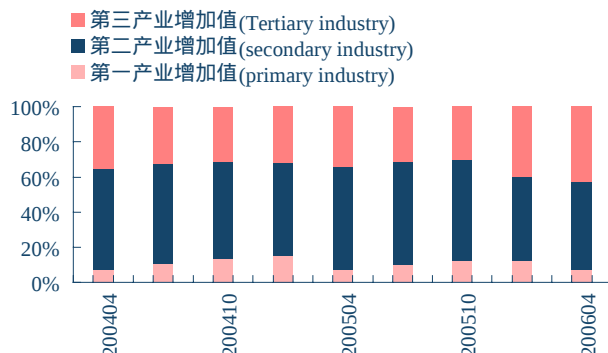
行业名称	指数代码	收盘价	90 日涨跌%	本年涨跌%	90 日内 换手率%	流通市值(亿)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	波动率%
能源	SH821000	1736.09	45	43	266	692	15	3	36
煤炭	SH821010	1354.96	42	40	386	284	13	2	49
石油天然	SH821020	2144.7	47	45	178	408	16	3	39
原材料	SH821500	1179.65	51	50	270	3057	18	2	30
化学工业	SH821510	1063.89	44	43	247	1054	31	2	28
建筑材料	SH821520	1140.44	50	48	256	291	-19455	2	31
纸业	SH821530	753.81	35	33	272	149	-365	2	36
金属	SH821540	1424.02	61	58	291	1512	12	2	36
容器包装	SH821550	755.87	18	16	250	38	31	2	44
投资品	SH822000	918.7	57	54	249	1721	47	2	33

行业名称	指数代码	收盘价	90 日涨跌%	本年涨跌%	90 日内 换手率%	流通市值(亿)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	波动率%
航空国防	SH822010	1666.44	107	98	236	137	68	4	63
电子电器	SH822020	713.48	44	41	276	472	-88	2	40
机械制造	SH822030	1034.65	63	58	251	910	29	3	30
建筑业	SH822050	753.48	45	42	183	203	29	1	29
耐用消费	SH822500	733.23	38	36	193	1240	54	2	36
汽车业	SH822510	991.67	43	42	210	528	41	2	44
纺织服装	SH822520	811	42	39	215	378	64	2	34
家庭耐用	SH822540	548.55	26	25	136	299	75	1	34
休闲设备	SH822550	471.59	23	21	237	21	169	7	37
经常消费	SH823000	1048.91	71	69	225	1022	126	3	33
饮料业	SH823010	1376.09	84	84	178	624	73	4	41
农业	SH823020	639.96	48	45	205	232	-82	2	27
医药卫生	SH823500	793.85	38	37	219	720	64	2	36
制药生物	SH823510	858.25	39	38	215	626	54	2	37
健康护理	SH823520	361.24	32	31	312	38	37	2	49
医药流通	SH823530	583.47	26	25	196	57	-71	2	25
贸易零售	SH824000	1032.95	61	60	184	984	314	3	37
贸易	SH824010	793.96	49	47	224	337	-216	2	38
普通零售	SH824020	1227.01	68	67	162	647	135	3	40
社会服务	SH824500	1066.91	31	29	219	344	38	3	36
公共设施	SH824520	788.81	21	19	207	84	28	2	32
餐饮旅游	SH824530	1252.77	34	33	200	146	37	3	43
媒体	SH824540	1001.54	37	35	258	92	63	4	53
运输仓储	SH825000	1251.69	18	17	204	871	22	2	28
航线机场	SH825010	1241.18	9	8	186	256	225	2	30
铁路运输	SH825020	1041.21	69	70	180	28	37	4	54
公路运输	SH825030	1016.19	21	22	145	254	22	2	27
水运港口	SH825040	1555.12	18	18	270	289	13	3	37
仓储	SH825060	899.3	54	53	187	17	52	2	59
金融业	SH825500	991.12	45	37	175	929	23	3	38
银行业	SH825510	895.85	37	30	164	815	20	3	37
房地产	SH826000	817.34	51	47	214	904	63	2	36
信息技术	SH826500	565.73	21	18	193	805	-103	2	30
硬件设备	SH826510	548.57	17	14	210	412	-31	2	34
软件服务	SH826520	559.85	48	44	222	196	-37	4	41
公用事业	SH827000	1050.91	20	19	182	898	20	2	35
电力	SH827010	1092.93	19	18	187	742	19	2	36
气体公用	SH827020	1166.56	81	77	117	23	90	2	73
供水公用	SH827030	973.99	17	15	151	110	25	2	43
综合公用	SH827040	453.54	48	47	234	23	-233	1	37
综合类	SH827500	841.83	47	45	206	390	199	3	36

资料来源：中信数量化投资分析系统

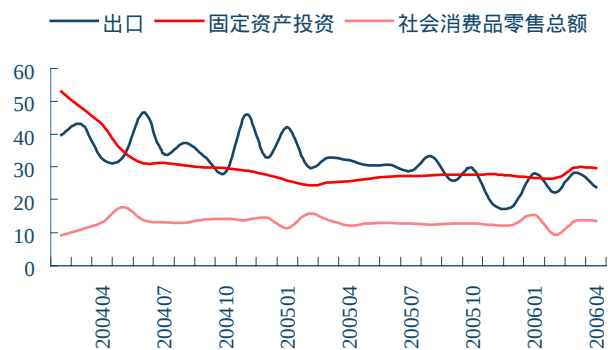
2、宏观经济指标

图 79：增加值结构图 Added-value Breakdown



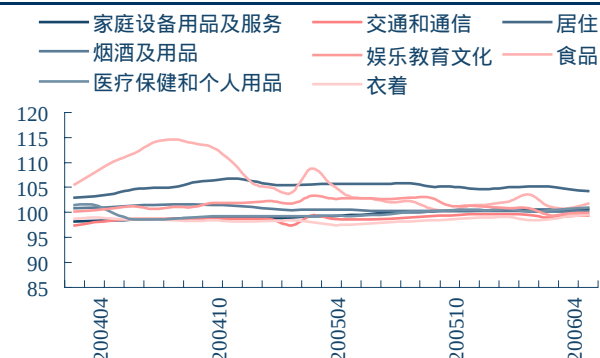
资料来源：中经网，中信证券研究部

图 81：固定资产投资、零售总额、出口额增长率



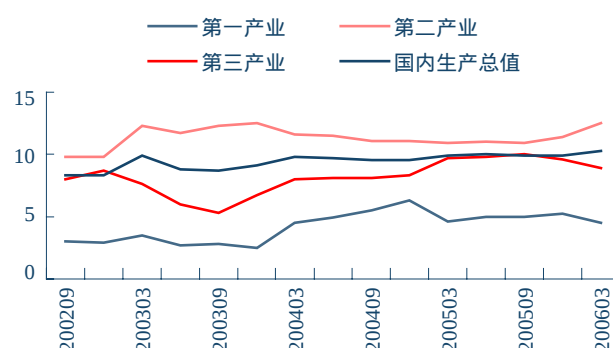
资料来源：中经网，中信证券研究部

图 83：消费价格指数比较（细目）



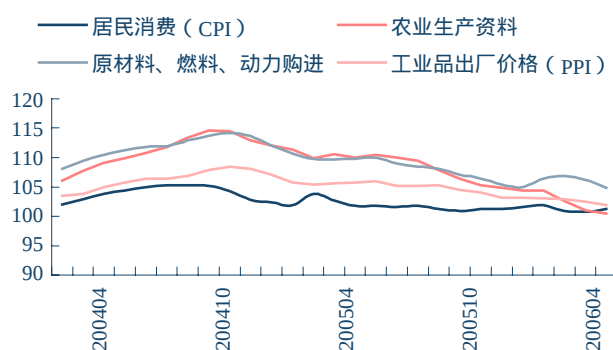
资料来源：中经网，中信证券研究部

图 80：GDP 增长率比较图



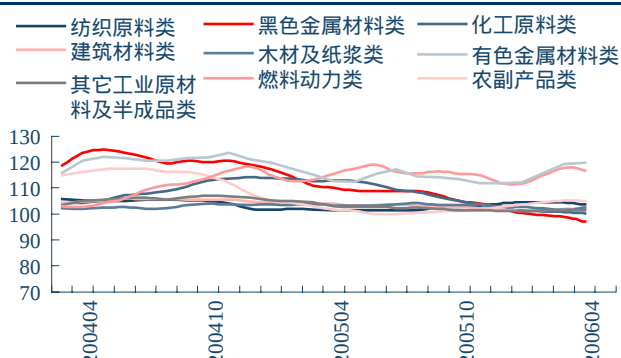
资料来源：中经网，中信证券研究部

图 82：消费、生产价格指数



资料来源：中经网，中信证券研究部

图 84：生产价格指数比较（细目）



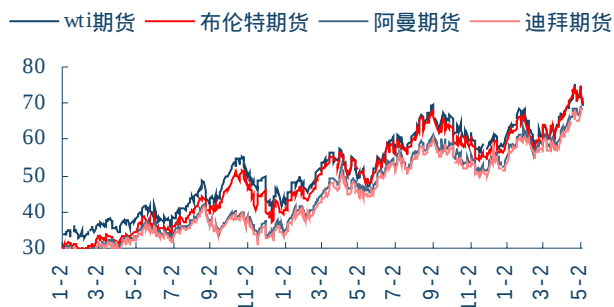
资料来源：中经网，中信证券研究部

3、重要商品价格

石油

图 85：2004 年 1 月以来国际原油期货价格

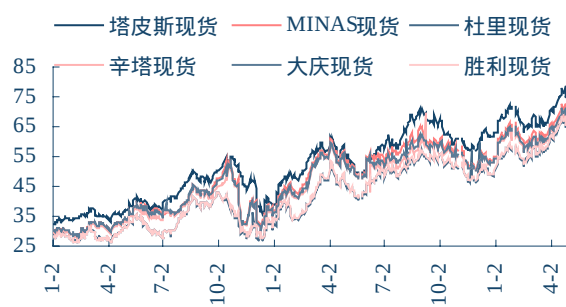
单位：美元/桶



资料来源：中信证券研究部

图 86：2004 年 1 月以来国际原油现货价格

单位：美元/桶



资料来源：中信证券研究部

图 87：2004 年 1 月至今国际成品油价格

单位：美元/桶

新加坡市场 92 号无铅汽油价格走势



资料来源：中信证券研究部

图 88：2004 年 1 月至今国际成品油价格

单位：美元/桶

新加坡市场 0.25% S 柴油价格走势



资料来源：中信证券研究部

2006 年 4 月份国际油价继续上涨，纽约商品交易所轻质原油首月期货突破每桶 75 美元，持续刷新历史纪录。而伦敦洲际交易所北海布伦特原油首月期货突破每桶 74 美元。伊朗核问题与西方冲突加剧，尼日利亚形势进一步紧张，国际石油市场受到有力的支撑。然而美国总统布什要求能源部暂停向战略储备补充石油，让更多的石油进入市场，抑制油价进一步上涨。美国石油库存总量增加也缓解了市场气氛，油价进入了短期回调阶段。

鉴于当前欧佩克维持产量配额不变、伊朗在核问题上与西方对恃的情况，后期油价走低的可能性很小，除非地缘政治紧张缓解，或石油需求大幅度下降。当然也有不确定的因素，因为当前一些石油消费国的原油库存已经较为充裕，油价中的政治溢价过高，后期继续上涨有一定的压力。

化工

图 89：东南亚聚丙烯价格走势



资料来源：中信证券研究部

图 90：东南亚 LDPE 价格走势



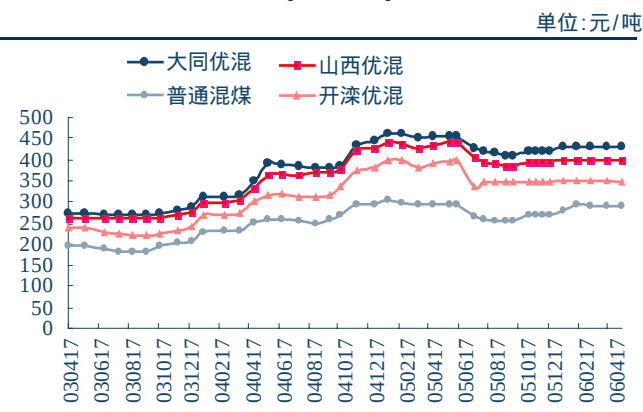
资料来源：中信证券研究部

2006 年 4 月份，PP 价格维持平稳的走势，月中略有反弹，成本推动终端产品价格上涨。

LDPE 价格在 2006 年 4 月份有所反复，先跌后涨，目前市场价格在 11000 - 12000 元/吨之间，成本推动因素显现。

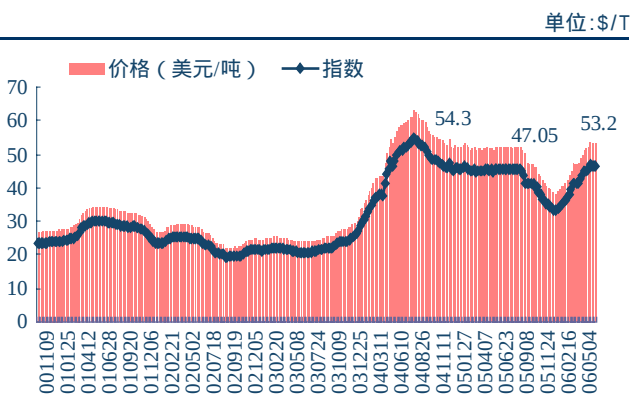
煤炭

图 91：秦皇岛不同煤炭（平仓价）价格走势



资料来源：中信证券研究部

图 92：澳大利亚 BJ 煤炭现货交易价格趋势



资料来源：中信证券研究部

06 年 4 月份，秦皇岛不同煤种的平仓价价格相对上月同期基本持平，普通混煤秦皇岛平仓价、大同优混秦皇岛平仓价 5 月 8 分别为 310 元/吨和 460 元/吨；山西优混秦皇岛平仓价为 420 元/吨，相对上月还略为下降 5 元/吨。

国际煤炭价格 5 月份继续出现反弹。澳大利亚 BJ 煤炭现货交易价格 2006 年 5 月 4 日达到为 53.2 美元/吨，相对于上月同期每吨上涨 1.2 美元，上涨幅度为 2.3%。

有色金属

图 93：LME 铜价走势图



资料来源：中信证券研究部

图 94：LME 铝价走势图



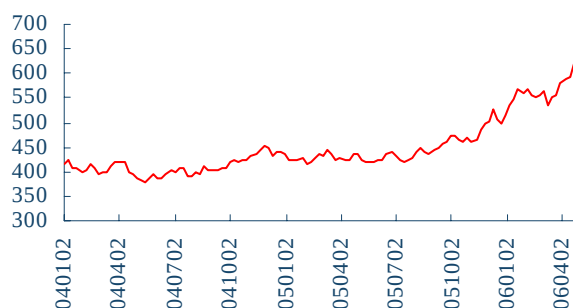
资料来源：中信证券研究部

图 95：LME 锌价走势图



资料来源：中信证券研究部

图 96：LBMA 黄金下午定盘价



资料来源：中信证券研究部

LME3 个月期货价格在 4 月份一路上涨，继续创出历史新高。4 月底上海期货交易所库存为 31117 吨，比 3 月底的 32097 吨下跌了 980 吨；4 月底伦敦 期货交易所库存为 117725 吨，比 3 月底的 121925 吨下跌了 4200 吨；两者相加，下跌 5180 吨。

LME3 个月期铝价格在 4 月份走势强劲并创出新高。4 月底上海期货交易所库存为 167857 吨，比 3 月底的 173890 吨下跌了 6033 吨；4 月底伦敦 期货交易所库存为 741625 吨，比 3 月底的 779225 吨下跌了 37600 吨；两者相加，下跌 43633 吨。

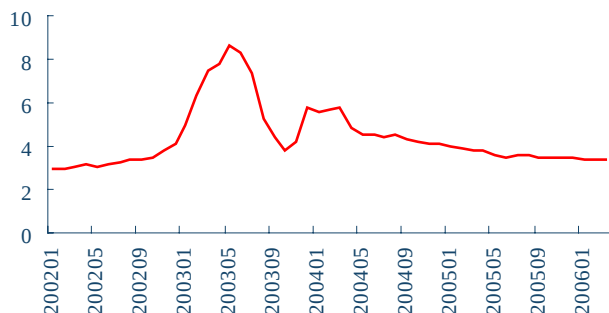
4 月份锌价走势强劲，继续创出新高。4 月底伦敦 期货交易所库存为 260700 吨，比 3 月底的 285100 吨下降了 24400 吨。

4 月份黄金价格继续创出新高，4 月 21 日收于 623 美元/金衡盎司。

医药

图 97：维生素 C 原料药价格走势

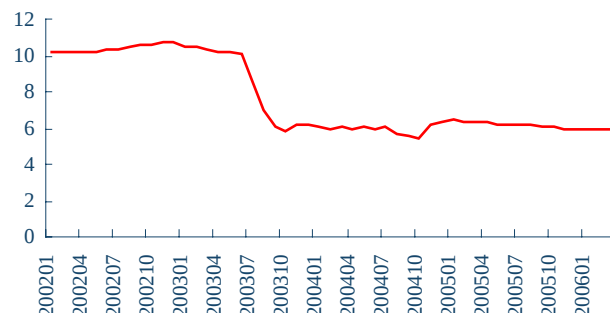
单位：\$/kg



资料来源：中信证券研究部

图 98：青霉素工业盐价格走势

单位：\$/BOU



资料来源：中信证券研究部

维生素 C 原料药三月出口单价为 3.35\$/kg，和二月相比略有下降。但是出口量环比上升 33%，超过了一月份 6256 吨的出口量，恢复到正常水平。

青霉素工业盐价格本月价格为 5.93\$/BOU，基本保持稳定。3 月 15 日中国青霉素生产企业向印度商工部提交了青霉素工业盐反倾销诉讼的调查问卷。中印两国已形成良好的青霉素产业链，印度胜诉会造成中国生产企业和印度进口企业两败俱伤，因此最终的裁决结果很可能会采用中、印双方协商价格的形式。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司(合称“中信证券”)违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下,不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠,但中信证券不能担保其准确性或完整性,而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任,除非该等损失因明确的法规或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易,向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断,可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖,同样地阁下可能难以以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下,我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨为派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户,应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2006 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅:

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上;
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间;
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间;
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上;
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上;
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上;

	北京	上海	深圳	中信证券(香港)有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海复兴中路 593 号民防大厦 4 层(200020)	深圳市笋岗路 12 号中民时代广场 B 座 33 层(518029)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)64720792	(0755)82485094	(852) 2237 6409
传真:	(010)84865894	(021)64720732	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.citicindex.com			