



# A 股策略：重回现实

## 过去 6 个月以来 A 股已回调一半

A 股市场（沪深 300 指数）已经从 2007 年 10 月时的历史峰值回落了逾 51.5%，今年以来回落了 46.6%，预期估值倍数较去年峰值收缩了 50%以上，这体现出投资者对于各种宏观因素、政策风险以及外部冲击的担忧。

## 盈利前景依然黯淡

我们认为，在不断恶化的商业环境中，市场对于盈利的共识预测过于乐观。企业盈利能力正面临着严峻的成本压力，而经营性现金流出现负增长。我们预计今年和明年的每股盈利增长将分别恢复到 17%和 13%的正常水平，较市场预期低 10 个百分点。

## 估值已经变得合理

我们的情景假设分析表明，目前的估值已经在相当大的程度上计入了周期性及盈利下行风险，并为那些能够承受短期市场震荡的投资者提供了长期投资机会。我们将沪深 300 指数的 12 个月目标点位下调至 2820 点，意味着 0.9%的下行空间。

## 选股是关键

我们更新了高盛/高华的 10 大 A 股首选股（去年十一月以来表现较沪深 300 指数高出 7.6 个百分点），以强调在目前动荡的市场中寻求超额收益的重要性。

邓体顺, CFA

+852-2978-1062 | thomas.deng@gs.com  
高盛（亚洲）有限责任公司

刘劲津

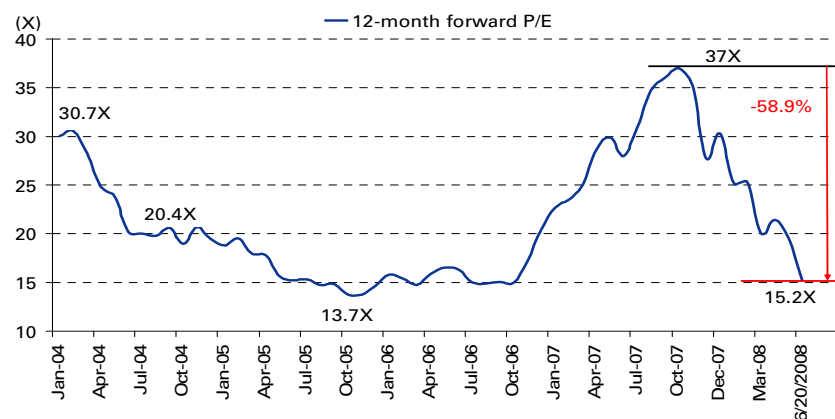
+852-2978-1224 | kinger.lau@gs.com  
高盛（亚洲）有限责任公司

常宇亮

+86(10)6627-3072 | yuliang.chang@ghsl.cn  
北京高华证券有限责任公司

### 去年 10 月以来市盈率已经收缩了近 60%

沪深 300 指数 12 个月预期市盈率



资料来源: CSI、FactSet、I/B/E/S、高盛策略研究

高盛集团与本研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明，见信息披露之前的部分，其他重要披露信息请参阅 [www.gs.com/research/hedge.html](http://www.gs.com/research/hedge.html)。由非美国附属公司聘用的分析师无须参加纳斯达克/纽约证券交易所的分析师考试。

## A 股策略：重回现实

过去两年 A 股市场（沪深 300 指数）曾是全球表现最佳的股票市场，但现在已经从 2007 年 10 月的历史峰值回落了逾 51.5%，今年以来回落了 46.6%。估值倍数也从去年的峰值收缩了 58.9%，今年以来收缩了 50%。

尽管市场普遍对各种宏观因素、政策以及市场问题感到担忧，但中国的长期增长前景基本保持完好，因此我们认为现在是一个良好的时机来评估全球市场系统性风险以及中国所面临的特有风险在多大程度上已经被计入估值。

在本文中，我们对 A 股市场的盈利前景、内在价值、流动性、市场情绪以及潜在的政策格局进行了分析。我们的主要发现/结论如下：

- 尽管结构性增长潜力强劲，但中国面临的周期性风险依然较高。我们认为，我们仍然处在一个难以捉摸的周期当中。
- 由于企业收入增长可能会放缓、利润率面临压力，同时现金流出现负增长，盈利面临的下行风险即将显现。我们认为，市场共识预测对于日益严峻的商业环境的看法过于乐观。
- 我们的三阶段市场股息贴现模型分析显示，随着投机活动的逐渐减弱，目前 A 股市场的估值处于合理水平。当前估值看上去已经在相当大的程度上计入了宏观和盈利风险。
- 投资者目前的情绪容易急剧起伏，我们强调了在动荡市场环境下控制介入点的重要性。
- 我们认为，当前股价为那些能够承受短期市场波动的投资者提供了长期投资机会。
- 我们将沪深 300 指数的 12 个月目标点位下调至 2820 点，意味着 0.9% 的潜在下行空间。
- 我们看好那些盈利可预见性较高、估值较低的股票以及 A 股股价较其 H 股股价存在折让的部分公司。
- 我们更新了我们的 高盛/高华十大 A 股首选股（见图表 1），自去年 11 月以来这十只股票总体表现较基准高 7.6%。

**图表 1： 这个投资组合代表了高盛/高华 A 股研究范围内的首选股**

高盛/高华十大 A 股首选股

Ticker	Stock name	Rating	Price 06/20/2008	12-month target price	Potential upside to target	Market cap (US\$ mn)	6M ADVT (US\$ mn)	P/E (X) CY08E	EPS growth (%) CY08E	EPS growth (%) CY09E	P/B (X) CY08E	ROE (%) CY08E	D/Y (%) CY08E
601398 CH	Industrial and Commercial Bank of China (A)	B	Rmb5.18	Rmb7.57	46.1%	251,482	129.0	13.8	60.2%	21.5%	2.9	22%	3.6%
601628 CH	China Life Insurance Company (A)	N	Rmb25.54	Rmb37.80	48.0%	104,923	126.2	20.7	-10.1%	13.4%	3.0	16%	1.5%
601328 CH	Bank of Communications (A)	B	Rmb7.70	Rmb12.99	68.7%	54,833	61.6	12.3	48.4%	18.3%	2.5	21%	3.3%
601006 CH	Daqin Railway	N	Rmb12.36	Rmb26.70	116.0%	23,313	58.0	18.6	29.1%	15.1%	3.9	22%	2.9%
600519 CH	Kweichow Moutai	B	Rmb143.91	Rmb262.00	82.1%	19,741	37.3	33.9	41.7%	42.8%	11.9	41%	1.0%
601186 CH	China Railway Construction (A)	B*	Rmb9.52	Rmb15.40	61.8%	17,071	200.3	27.5	85.6%	53.3%	2.5	16%	0.9%
600585 CH	Anhui Conch Cement (A)	N	Rmb43.51	Rmb66.00	51.7%	7,941	20.7	20.8	24.1%	29.8%	4.8	26%	0.8%
000869 CH	Yantai Changyu Pioneer Wine (A)	N	Rmb66.00	Rmb76.60	16.1%	5,058	5.6	36.7	49.0%	32.6%	13.4	39%	2.5%
600377 CH	Jiangsu Expressway (A)	N	Rmb6.18	Rmb9.00	45.6%	4,525	4.7	14.5	30.6%	12.3%	2.1	14%	5.7%
600600 CH	Tsingtao Brewery (A)	N	Rmb19.69	Rmb28.50	44.7%	3,744	10.2	32.3	47.8%	30.7%	4.3	14%	2.0%

\* 表明该股位于我们的亚太强力推荐名单。注：我们将万科、华能(A)、鞍钢(A)、福耀玻璃、皖通高速(A)和宇通客车从我们原先的十大 A 股首选股当中剔除，并将之替换为中国人寿(A)、交通银行(A)、大秦铁路、中国铁建(A)、海螺水泥(A)和青岛啤酒(A)。

重要的信息披露请参见 <http://www.gs.com/research/hedge.html>。

有关目标价格的计算方法以及相关风险因素，请参阅我们的分析师在之前所发表的研究报告。

资料来源：Quantum、高盛研究预测、高华证券研究预测

## A股市场回顾：过快、过于激烈的走势

---

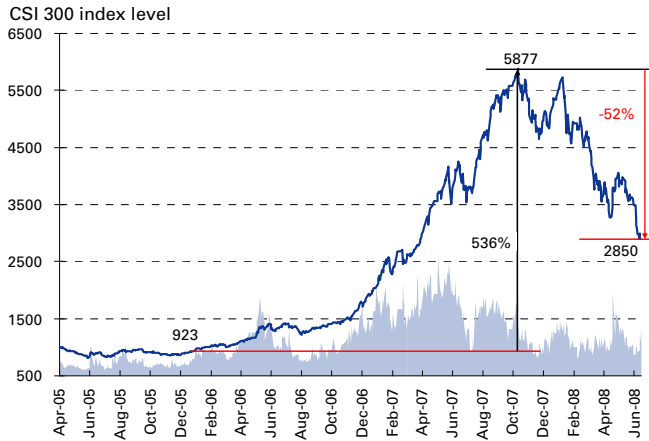
虽然自2007年5月我们一直维持对于A股市场谨慎的投资观点，但过去6个月来市场下挫的幅度的确超出了我们的预期。

2006年以来A股市场一直处于大幅波动中，由于投资者对于宏观面和市场基本面改善的乐观情绪，沪深300指数从2006年初时的水平到2007年10月的历史峰值（5877点）上涨了近5倍。然而，牛市行情在2007年第四季度急转直下。沪深300指数目前较2007年10月时的历史高点回落了逾50%。

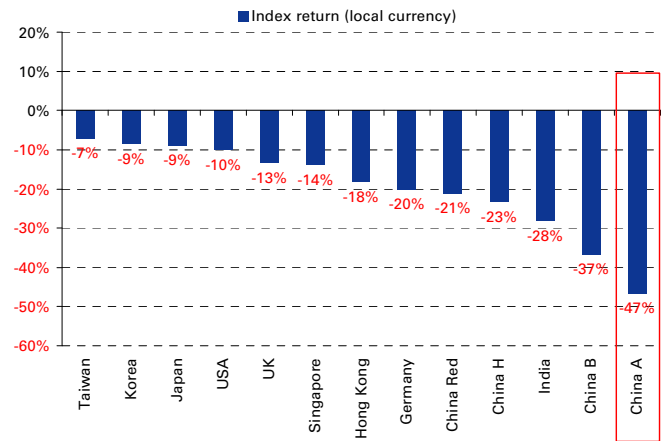
中国政府出台了一系列救市措施，但我们认为这些政策的影响充其量也只是短暂的。4月22日上证综指轻松跌破3,000点心理支撑位（相当于沪深300指数3,200点），而且此后一直未能超过该点位。我们认为，近期的下挫体现出投资者对于一系列不利因素的担忧情绪：

- **全球/美国经济增长放缓：**由于信贷杠杆下降和通胀/成本压力上升，发达经济体增长放缓，这可能会损害中国的净出口，而出口对于2007年中国11.9%的GDP增长的贡献为3.2个百分点。
- **大宗商品价格攀升环境下全球市场对于通胀的担忧：**通胀目前已经成为全球现象，而且已经引发了新兴市场甚至部分发达经济体社会秩序的紊乱。虽然中国5月份CPI已经从8%以上的高位有所下降，但PPI继续小幅上升，这导致投资者对于中国出现全面通胀感到担忧。
- **外部事件：**1月中旬的严重雪灾以及5月份四川省发生的大地震给中国经济带来了供应面冲击/紧张。
- **中国的政策风险：**政府对于一系列工业品和消费品的限价措施、加之市场预期已久的电信行业重组，已经在一定程度上改变了各行业的相对竞争力，并提高了股票市场面临的短期政策风险溢价。
- **市场估值缺乏支撑：**2008年初时，A股市场的12个月预期市盈率为28.7倍，在全球主要股市当中处于最高水平。
- **企业盈利可预见性的恶化：**08年一季度A股公司以人民币计的总体每股盈利同比增幅为14.5%；这个数字低于盈利增长趋势（07年全年每股盈利增长51%）和市场共识预测（08年全年每股盈利增长26.6%）。
- **限售股的出售压力：**由于限售股持有者的成本较低，限售股出售一直是、而且可能仍将是一个主要的市场不确定因素。

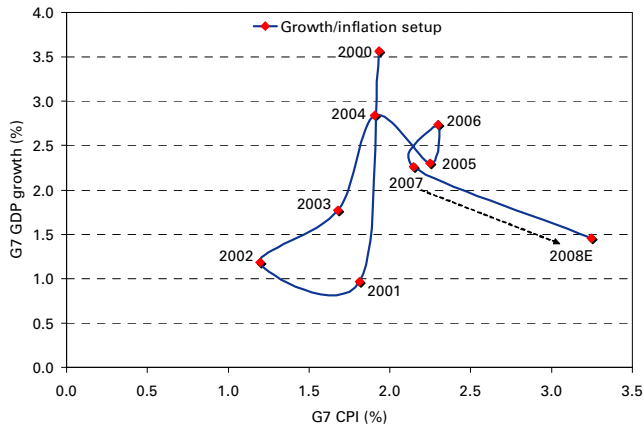
**图表 2：过去几年来 A 股市场经历了大幅波动**  
 沪深 300 指数的表现，2005 年 4 月至 2008 年 6 月



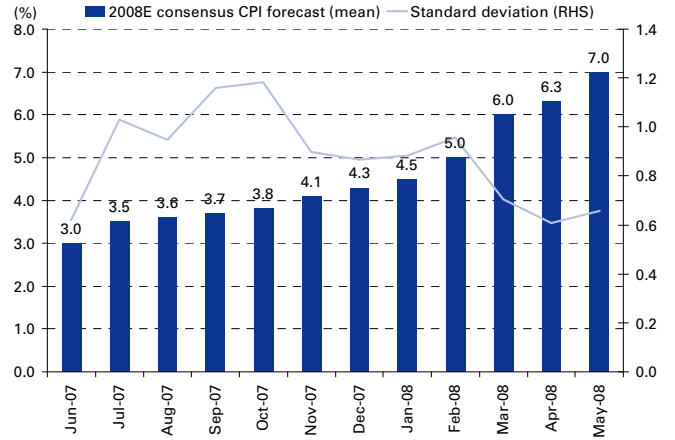
**图表 3：过去两年中 A 股市场曾经是全球表现最出色的股票市场，但今年以来的表现一直落后于其他市场**  
 今年以来全球主要市场的表现（当地市场指数）



**图表 4：发达经济体的经济增长/通胀权衡关系恶化**  
 G7 经济体的 GDP 和 CPI



**图表 5：中国的高通胀已经基本上成为了市场共识预期**  
 市场对于 2008 年通胀的共识预测



资料来源：彭博、CEIC、Consensus Economics、CSI、FactSet、MSCI、I/B/E/S、高盛经济研究、高盛策略研究预测

## 宏观经济：中国没有偏离长期增长轨道

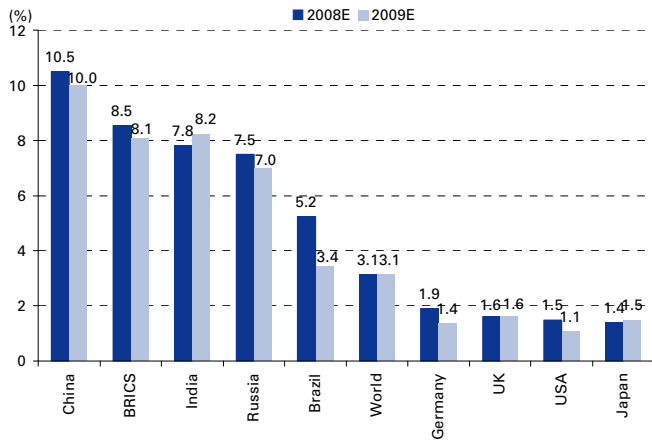
毋庸置疑，过去几年中国宏观经济经历的黄金时期（即 GDP 高增长、低通胀）似乎已经暂时成为历史。随着中国的增长率继续高于趋势水平而且系统内闲置产能紧张，可能出现的后果是经济的增长/通胀权衡取舍状况恶化，以及在通胀率回落至央行设定的目标区间内之前中国政策制定者将持续面临两难境地。

此外，美国消费疲软推动全球需求放缓、全球原材料和能源价格攀升、中国近期发生了自然灾害以及中国 2008 年首次举办夏季奥运会，所有这些因素实际上都为中国的政策制定者的增长/通胀/决策机制增添了变数。

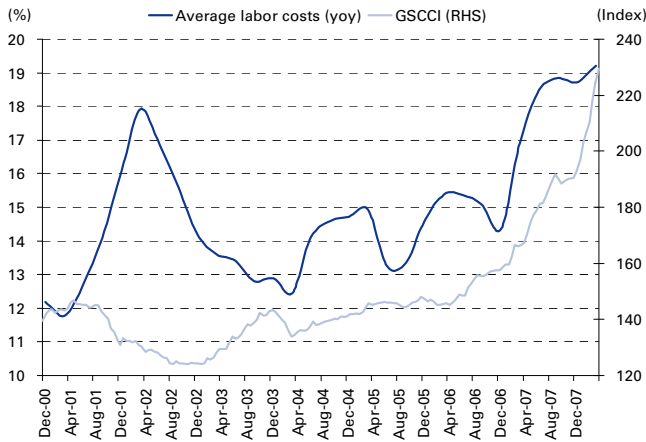
但是，在我们看来，尽管存在这些短期宏观不确定因素，投资者在制定中国股市投资策略时不应忽视中国依然具吸引力的基本面以及长期增长潜力。我们的观点如下：

- **长期增长前景完好。** 根据我们的全球经济团队的预测，在可预见的将来，中国在发展中国家以及较发达国家中仍将是增长最迅速的国家之一。我们认为，中国以及其他迅速增长的新兴市场长期内将对推动全球增长发挥越来越重要的作用。投资者的看法也与我们的观点相吻合：中国在全球影响力的上升是不可逆转的，中国仍是全球少数几个投资者可能继续寻求长期增长机会的地区之一。
- **增长可能更持久：** 全球需求的走软，尤其是美国消费的下滑，引发了投资者对中国中期增长前景的大量悲观情绪，因为 2007 年净出口为中国 GDP 增长贡献了近 3.2 个百分点。我们认同市场的这种担忧，即如果全球经济、尤其是发达国家的经济衰退程度比预期更严重，中国将会受到负面影响。我们的经济学家在其 2008 和 2009 年 GDP 预测中已经计入了净出口增长的悲观假设，但他们预计，国内需求的稳步上升（往往会变得更稳定、更持久）将在一定程度上抵消净出口增长的放缓。
- **通胀率可能已经触顶：** 可能已经广为人知的是，在投入成本（原材料、能源和劳动力）上涨，新兴市场需求增长、金融环境相对宽松（尤其是美国）的情况下（如较低的利率），中国乃至（一定程度上讲）全球经济都在面临通胀问题。尽管如此，我们的中国经济学家仍重申其观点：中国的通胀走势仅仅是一个货币政策推动的现象，如果中国央行继续通过实施贷款配额、提高法定存款准备金率和货币升值来抑制整体货币增长，通胀率将会逐渐回落。具体而言，我们的经济学家预计，08 年第二、第三和第四季度、09 年 CPI 平均增幅分别为 7.9%、6.1%、5.2% 和 3%。但他们同时也指出，如果未来几个月货币供应增长、特别是境外资金流入重新加速，通胀率可能再次上升。
- **中国的财政状况看起来良好：** 从财政实力来看，若不包括经济高度依赖于第三产业的小型经济体，中国在大规模大陆经济体中表现出众，拥有较高的外汇储备/GDP 比率。在其他所有条件相同的情况下，国家资产负债状况的强劲应有助于中国更好地抵御内部的经济动荡以及外部的冲击。
- **人民币进一步升值：** 汇率变动反映了两个货币国经济的相对强弱以及投资的吸引力。尽管不可交割远期(NDF)市场显示，人们所预期的人民币兑美元升值幅度最近有所回落，但远期市场仍预计未来 12 个月内人民币兑美元将升值 6% 左右。我们认为，人民币的走强不仅为中国政府提供了控制国内通胀压力的有效工具，也有助于央行降低未来经济增长的周期性。

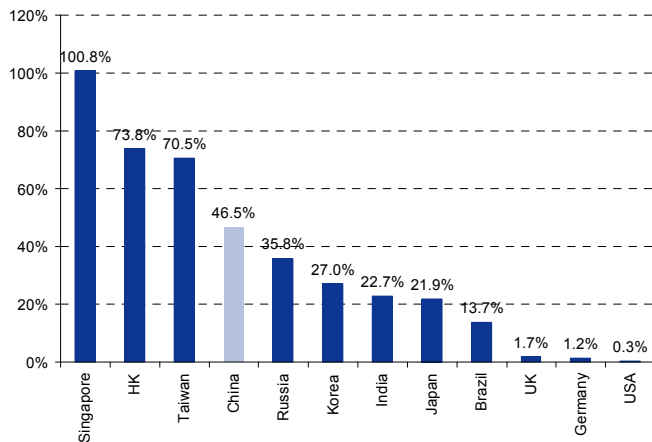
**图表 6： 高盛经济学家预计中国经济的绝对增长将保持在较高水平**  
实际 GDP 增长



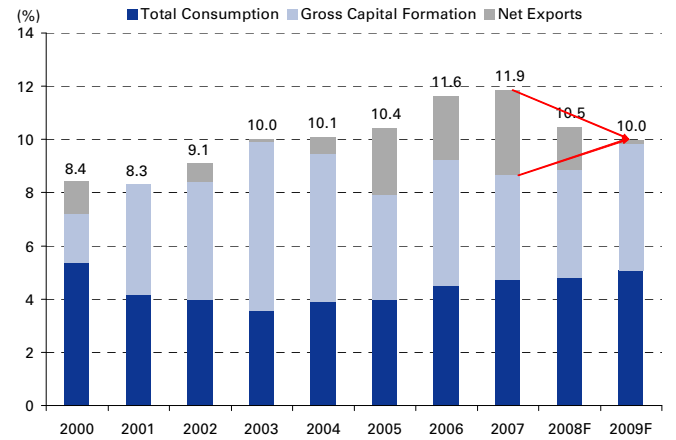
**图表 8： 投入成本正在显著上升...**  
劳动力成本和高盛中国大宗商品指数(GSCCI)



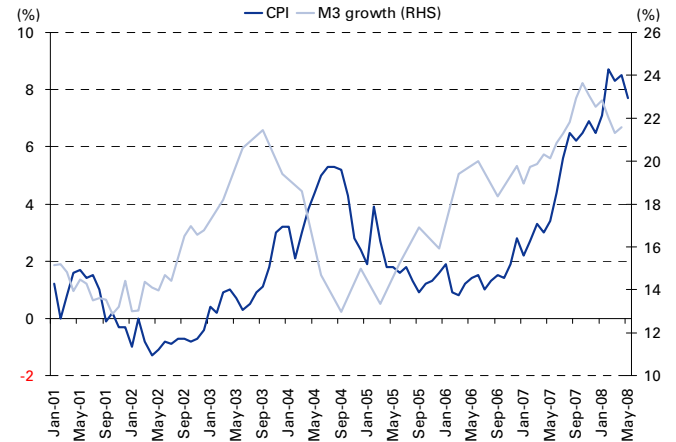
**图表 10： 中国拥有雄厚的财政实力**  
外汇储备占 GDP 的比例%



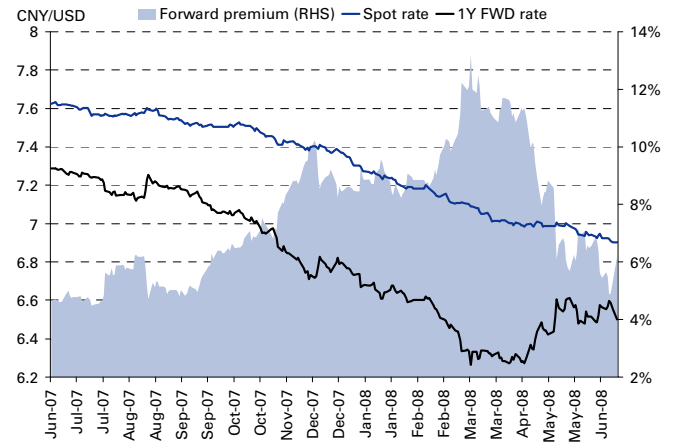
**图表 7： 国内需求在推动持续经济增长中扮演着越发重要的角色**  
GDP 构成的增长明细



**图表 9： ...但由于广义货币增长受到抑制，通胀率可能已经触顶**  
CPI 和 M3



**图表 11： 市场预期人民币兑美元将进一步升值**  
人民币兑美元， 现汇汇率和 12 个月 NDF 汇率



资料来源：彭博、CEIC、IFS、高盛经济研究、高盛策略研究

## 盈利：周期性凸现；盈利的下行风险迫在眉睫

自去年 11 月以来，我们在不断强调市场 A 股盈利共识预测的下行风险；事实上，这一直是去年以来我们对市场基本面持谨慎看法的重要决定因素。

虽然市场估值已经显著收缩，风险回报状况看起来更为均衡，但与我们认为过于乐观的市场共识预测相比，我们对整体 A 股市场的 2008 和 2009 年盈利前景仍持较为谨慎的态度。

具体而言，我们认为市场的共识预测目前仍计入了非常良好的盈利和利润率趋势，我们认为这是缺乏支撑的，因为中国公司整体上面临严峻的运营环境。以下几点可以支持我们的观点：

- **一个充满挑战的开端：** A 股企业以人民币计算的 08 年一季度每股盈利同比整体增幅为 14.5%，低于 26.6% 左右的 08 年全年增长率市场共识预测，并显著低于 51% 的 07 年每股盈利增幅。销售收入同比增幅从 07 年的 21.1% 放缓至 12.6%，利润率从 7.7% 小幅收缩至 7.4%。此外，国家统计局公布的年销售收入在人民币 500 万元以上的所有工业企业 2008 年前两个月税前利润同比增长 16.5%，较 2007 年全年 37% 的增长有所放缓。税前利润率也下滑了 0.4 个百分点，从一年前的 6% 降至 5.6%，较 2007 年底的 6.5% 下降了近 1 个百分点。关于 08 年一季度盈利和相关投资启示的更详细分析，请参见我们 5 月 5 日发表的报告“*中国策略：08 年一季度盈利追踪：一个充满挑战的开端*”
- **第二季度业绩预警显示未有复苏迹象：** 中国证交所建议 A 股企业当预计即将公布的业绩公告中净利润出现同比显著变动(+/-50%)的时候发布业绩预告（预减或预增）。图表 14 反映出 2007 和 2008 年发布了中期预告的 A 股公司的自由流通市值占总自由流通市值的比重；据国内证交所提供的信息，756 家公司发布了 2007 年中报报告，519 家发布了 2008 年中报报告。总体而言，占 A 股自由流通市值一半以上的公司在 2007 年中报公布之前发布了业绩预增公告，但今年至今为止这一数字降至 14.5%。这印证了我们对 A 股公司盈利增长正在放缓的感觉，而且意味着 2008 年剩余时间里整体市场的盈利增长恐怕难以复苏。
- **销售收入遭受压力；利润率被挤压：** 总体经济增长的回落可能会带来企业收入增长的减缓。事实上，我们注意到 A 股市场 08 年一季度销售收入同比增长明显回落，这可能意味着经济增长的放缓已经影响到企业的收入增长。在企业利润率方面，2007 年盈利能力上升至多年高点，但随着外部需求减弱，而且很多中国企业面临着成本的普遍增长，我们预计总体利润率趋势至少会在未来几个季度进一步回归至正常水平（图表 13）。
- **投资收益正在减少：** 基于整体 A 股公司的财务报表，投资收益（主要包括证券投资的已实现损益以及联营公司未并表收益）占 08 年一季度 A 股净利润的 21.7%，低于 07 年全年水平（23%）。鉴于 A 股公司在季报中通常不披露其证券投资损益，根据已公布的 07 年年报数据，我们估计约 15% 的 A 股净利润来自于证券投资。股市的艰难环境意味着 A 股公司能够提升整体盈利的证券投资收益减少，如果我们看到投资收益对 2008 年盈利增长的贡献为零或者为负，我们并不会感到惊讶。
- **欠佳的现金流亮起红灯：** 虽然投资者在做投资决策时通常会关注于盈利增长，但我们认为在分析一家公司核心增长真实状况时，现金流即使不是更重要也是同等重要。图表 16 反映出 A 股整体市场的经营现金流增长以及相应的每股盈利增长。我们注意到，自 2007 年以来每股盈利与现金流增长之间的趋势分化；08 年一季度差异进一步扩大。我们将这种现象归因于：1) 投资收益对盈利增长的高贡献；2) 由于应收账款和库存应收款增加而应付账款下降，现金转换周期可能延长。不一致的增长率终会在某一时刻合拍，我们会在未来几个季度密切关注经营现金流增长以更好地判断商业环境及由此产生的投资启示。
- **油价的攀升可能会侵蚀企业利润：** 中国是石油净进口国；因此，国际油价的上涨意味着整体经济领域的成本上升。基于 13.3 亿桶的折年原油总进口量预期以及所预期的进口价较 2007 年平均上涨 30 美元/桶（中石化的原油平均进口价），我们估计中国需要额外支付 398 亿美元的原油成本。我们估计此等规模的成本增长占 2007 年 GDP 的 1.1%，占当年企业净利润总额的

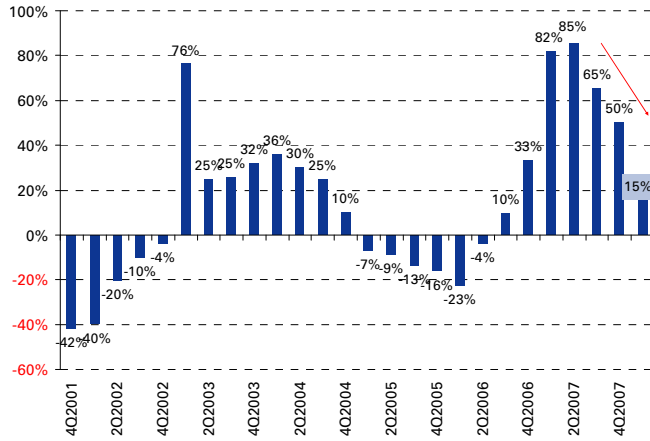
9.5%。我们认为，在高通胀/增长放缓的环境下，中国企业可能难以转嫁这部分上涨的成本，更有可能是自行承担而不是由广大消费者来承担。

- **市场共识盈利预测正在下调：**就其对股价的影响而言，我们认为盈利增长是一个相对概念。简而言之，据我们分析，当市场的盈利增长预期过于乐观时，股价跑赢大市的空间很小，即便盈利增长绝对水平较高也不例外。另一方面，高预期往往导致盈利低于预期的风险增大，因此当预期与实际出现严重偏差时估值倍数将会收缩。就A股市场而言，市场对2008年盈利增长的共识预测已被大幅下调，从去年的市场见顶时的35%左右缩减至目前的27%左右。我们还看到，市场目前预计2009年盈利的整体增幅约为22.5%，我们认为这并未充分反映宏观和商业周期的恶化。



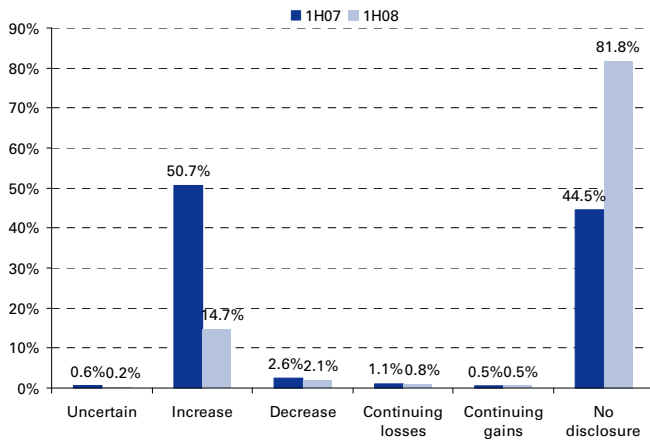
**图表 12: 盈利增长趋势令人失望**

A 股票计每股盈利季度同比增长



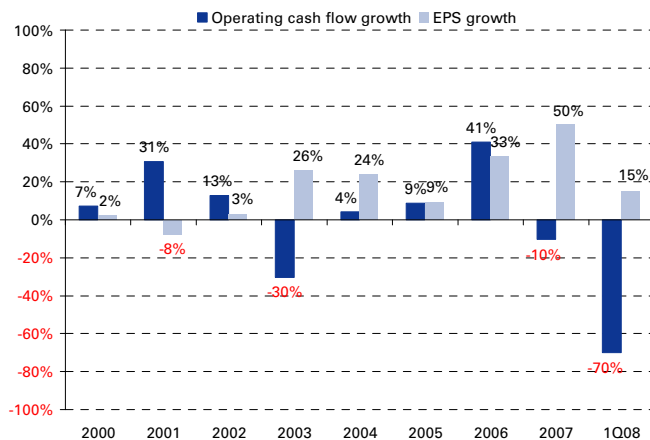
**图表 14: 报告业绩预增的公司数量减少**

A 业绩预告分类(占总市值的%)



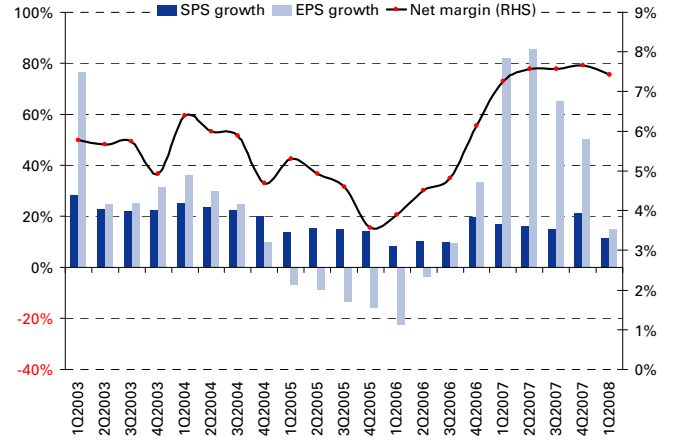
**图表 16: 每股盈利增长与经营现金流增长之间差异的扩大令人担忧**

沪深 300 指数每股盈利和经营现金流增长



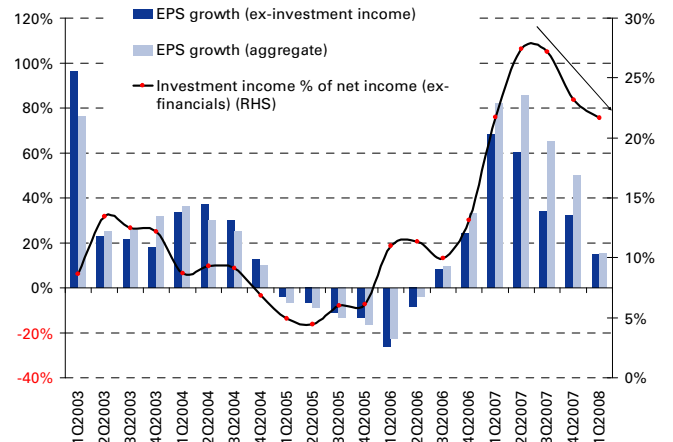
**图表 13: 销售额和利润率也在回归正常水平**

A 股票计销售额季度同比增长和净利润率趋势



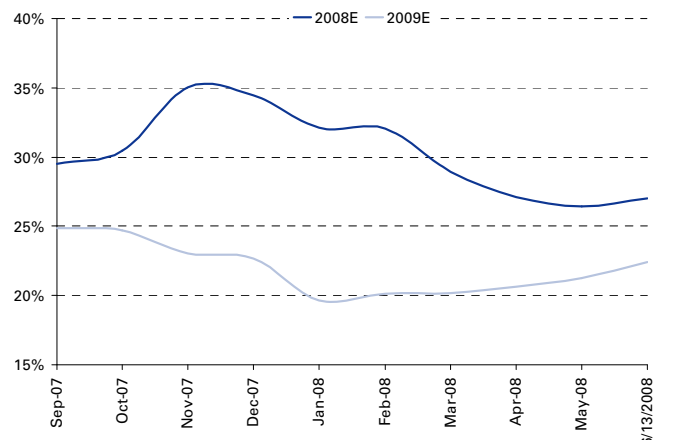
**图表 15: 股票投资的负回报可能拖低总体每股盈利增幅**

每股盈利增长和不包括投资收益的每股盈利增长(同比)、投资收益占净利润的比例% (不包括金融股)



**图表 17: 分析师正在下调 2008 年盈利预测**

市场对沪深 300 指数 2008 和 2009 年每股盈利增长的共识预测



资料来源: CEIC、CSI、FactSet、国家统计局、I/B/E/S、万得、高盛策略研究

## 我们对整体 A 股市场自上而下的盈利假设

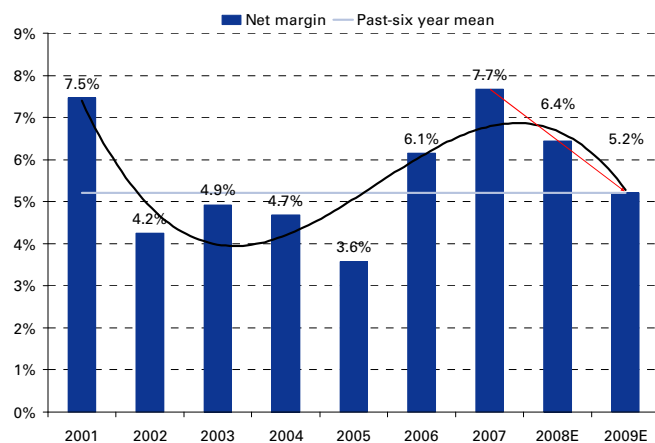
鉴于数据的质量和可用性问题的市场结构和行业格局所发生的显著变化，我们并没有基于常规的多因素回归模型得出自上而下的整体 A 股市场盈利假设。事实上，我们采用了更加直观的方法，进而形成对市场盈利的预期。

1. **均值回归过程：** 鉴于中国公司面临的商业环境更加严峻，我们认为预计企业利润率将从近年来高点回落是合理的。为了尽量客观，我们假设整体 A 股公司的净利润率将在 2008 年和 2009 年逐步回归至上个周期（2002-2007 年）均值（5.2 个百分点）的水平（见图表 18）。我们根据这个均值回归假设以及我们认为销售收入增幅将持平于名义 GDP 增幅的假设推算出今明两年 A 股市场盈利增幅分别为 0.4% 和 -7%。
2. **用自上而下的方法假设盈利与 GDP 同步增长，然后再进行自下而上的调整：** 理论以及事实证明，企业盈利增长在长期内往往持平于 GDP 增长。尽管过去几年里中国企业盈利增长超过了名义 GDP 的增长，但鉴于我们前文提到的种种宏观挑战，中国企业盈利增长继续强于名义 GDP 增长的可能性相对较低（见图表 19）。我们将我们经济学家对中国 GDP 的假设作为 2008 年和 2009 年市场盈利增长的基本假设，同时考虑到了以下因素：从 2008 年开始的企业所得税改革给企业盈利带来的调整，以及投资收益回报低于预期对盈利造成的潜在拖累影响。

综合上述两个步骤，我们得出基本假设下 2008 年和 2009 年每股盈利增长假设分别约为 17% 和 13%。

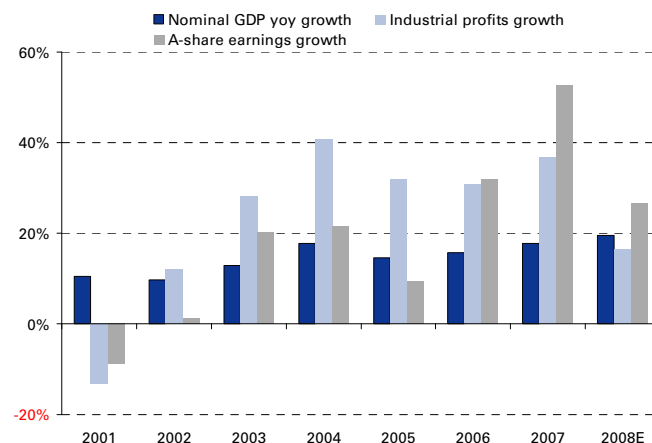
**图表 18: 我们假设整体利润率在 2008 年和 2009 年将逐步正常化**

我们对沪深 300 指数净利润率的预期



**图表 19: 企业盈利增幅近年来一直高于名义 GDP 增幅，但这种趋势在 2008 年可能逆转**

名义 GDP 增幅和盈利增幅，2001 -2008E



资料来源：CEIC、FactSet、国家统计局、I/B/E/S、Worldscope、万得、高盛经济研究预测、高盛策略研究

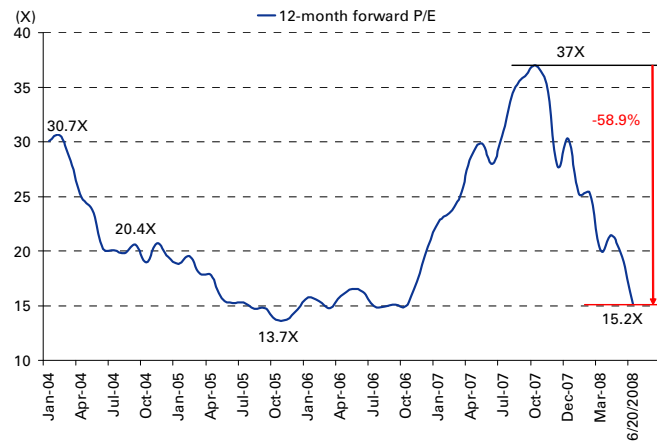
## 估值：重回现实

在2007年一季度创下全球主要股市最高估值水平之后，中国A股市场目前的估值倍数已较去年高点下跌了50%以上（见图表20-21）。整体A股市场相对于H股市场的溢价水平也从2008年1月时的最高点130%降至目前的38%（见图表22）。

我们认为估值倍数的急剧收缩反映了一个基本的金融规律，即预期回报受当前价格的影响，在估值倍数较高时仍有买盘盲目跟进势必会带来巨大风险。正如我们已经看到的那样，它还表明在估值倍数紧绷和宏观/政策可预见性较低时估值支撑位是多么的弱不禁风。

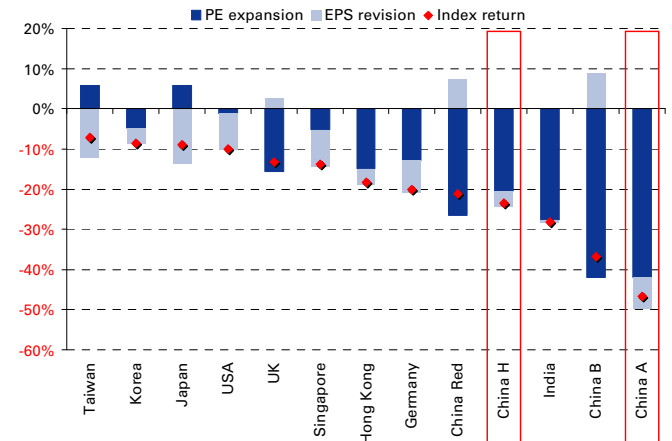
**图表 20: A 股预期估值倍数较去年高点已下跌一半以上**

沪深 300 指数 12 个月预期市盈率走势



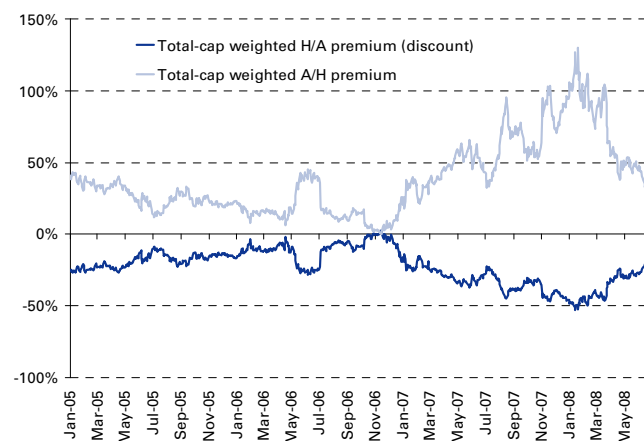
**图表 21: 估值倍数收缩是 A 股市场走势疲软的主要原因**

今年以来各国/地区股值表现明细



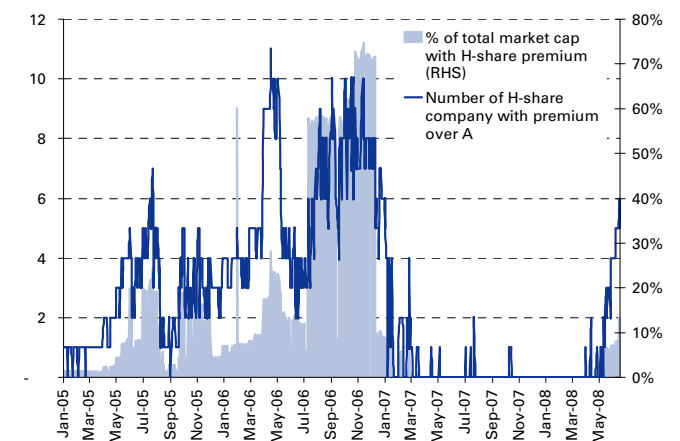
**图表 22: A 股市场较 H 股市场的溢价水平已显著收缩**

2005 年至今，所有两地上市股票的 A 股溢价和 H 股折让



**图表 23: 越来越多公司的 H 股较之 A 股存在溢价**

公司数量



资料来源：CSI、FactSet、I/B/E/S、高盛策略研究

### 重新审视 A 股估值

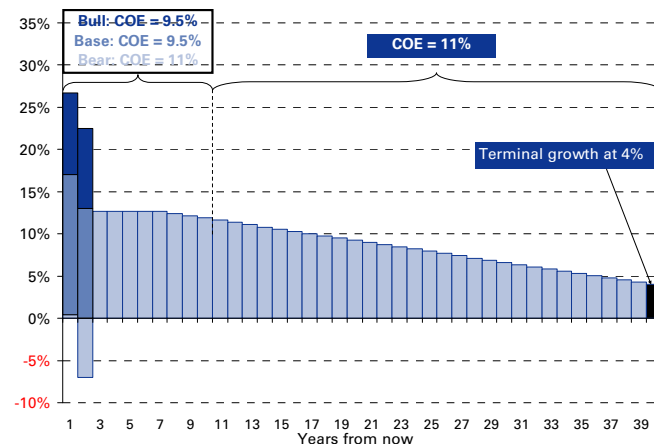
虽然我们承认当前投资者风险偏好的大起大落造成估值论断的相关性（即市场表现与估值的相关性）可能较低，但我们认为如果在投资框架内采用谨慎的估值原则，大多数情况下应会使投资者从中受益。

随着 A 股市场的估值倍数约收缩了一半（整体市盈率在 6 个月内跌去一半），我们认为目前正是用我们对企业盈利的最新观点重新审视 A 股市场内在估值的适当时机。我们再次使用三种不同情景假设下的股息贴现模型来对 A 股市场（沪深 300 指数）的基本面进行估值分析：

- **基本假设：**我们为今明两年计入了最新的基本假设每股盈利增长预测（分别为 17%和 13%），并假设未来 37 年每股盈利增幅持平于名义 GDP 的增幅、永续增长率为 4%（名义值），以估算整体 A 股市场正常化的长期增长率。我们对未来 10 年及之后分别使用 9.5%和 11%的贴现率，以反映资本账户处于半封闭状态所导致的 A 股市场投资效率较低的状况（即在风险一定的情况下 A 股市场所需的投资回报率低于效率较高的全球市场）。
- **乐观假设：**我们将市场当前对未来 2 年的盈利预测（我们认为这个预测即使不是不合理的也是偏乐观的）作为变量输入股息贴现模型。我们依然对未来 10 年使用了 9.5%的股权成本，这是我们得以对 A 股估值区间高端进行压力测试所需的最低的股权成本/最高的溢价。
- **悲观假设：**假设整体利润率恢复至先前周期的均值，我们估算 2008 年和 2009 年的每股盈利增幅应分别约为 0.4%和-7%。我们用 11%的股权成本（我们对海外上市中国股票应用同样的最低回报率，并且实际上假设在市场情绪低迷时 A 股溢价不复存在）对未来所有的股息进行贴现处理。

**图表 24：我们分段应用贴现率以反映 A 股市场有效性较低的情况**

我们的盈利增幅和股权成本假设



资料来源：CSI、FactSet、I/B/E/S、高盛策略研究

**图表 25：合理预期市盈率可能在 15 倍-20 倍之间**

我们的股息贴现模型的主要假设

GS assumptions						
GS scenario	2008 EPS growth (%)	2009 EPS growth (%)	COE in first 10 years	COE in after next 10 years	Implied 12M forward P/E	DDM implied +/- for CSI 300
Base	17.0%	13.0%	9.5%	11.0%	18.2	-0.9%
Bull	26.7%	22.5%	9.5%	11.0%	19.7	15.3%
Bear	0.4%	-7.0%	11.0%	11.0%	14.8	-30.8%

**-31% to +15% from current levels**

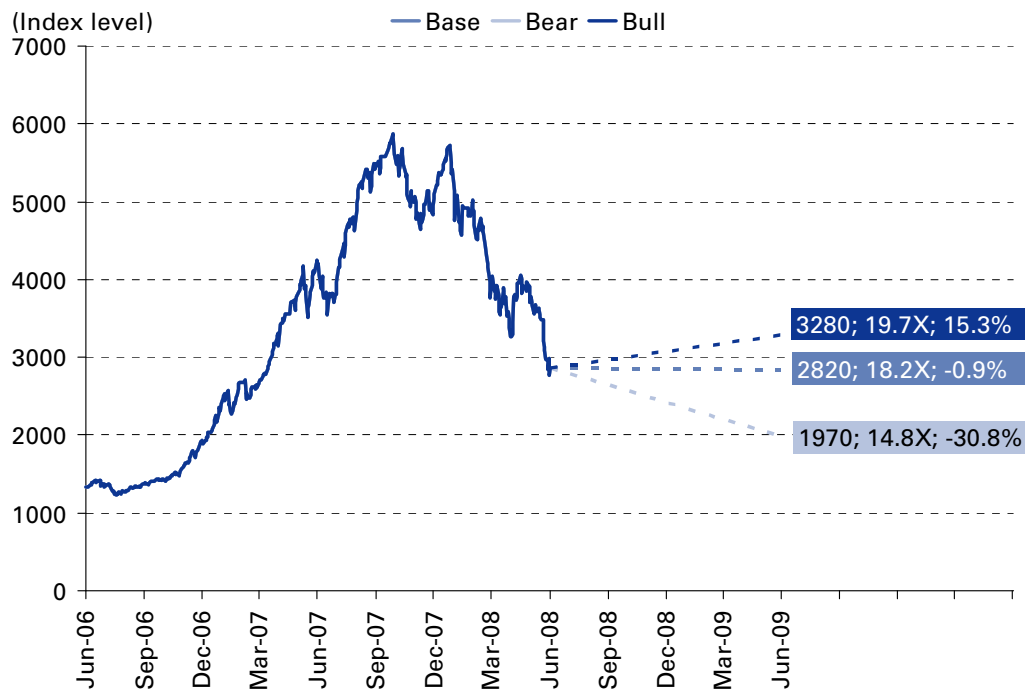
### 下调我们的 A 股目标点位

通过应用我们根据情景假设分析得出的最新整体市场盈利预测，我们得出我们的 A 股市场 12 个月股指目标点位。要点如下：

- 将我们对盈利预测的基本假设与我们预测区间前十年 9.5%的股权成本相结合，我们得出沪深 300 指数的 12 个月目标点位为 2820 点。
- 基于我们最新的假设，我们将我们的沪深 300 指数目标点位由先前的 4700 点下调至 2820 点。
- 我们的模型表明当前的市场估值是合理的，意味着短期内市场上行空间有限。

- 基于我们的乐观和悲观假设，我们得出沪深 300 指数的波动区间上限可能在 3280 点附近（15.3%的上涨空间）、下限可能在 1970 点附近（30.8%的下跌空间），具体点位取决于盈利前景和市场情绪。

**图表 26: 我们的最新市场盈利预测和股息贴现模型表明 A 股市场短期内的上行空间有限**  
 沪深 300 指数的 12 个月目标点位



资料来源: DataStream、高盛策略研究

## 流动性：仍然是价格预期的体现

我们从很多市场参与者听到了很多这样的说法，即由于投资者因为种种原因对于股票市场失去信心，国内市场的流动性已经显著收紧。

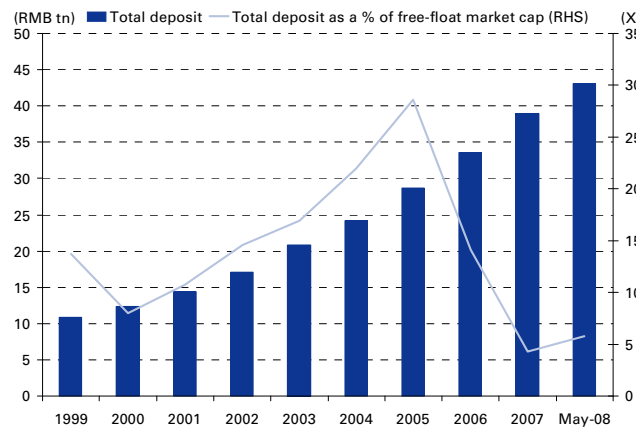
我们认为上述观点在一定程度上是正确的，因为我们认为投资者信心是投资者对于未来价格预期的体现。我们重申我们的观点，即：“**流动性是投资者情绪、未来回报预期以及可供投资的金融资产数量的综合体现**”。

按照这种观点，我们对一系列影响流动性的因素进行了研究，并对国内市场的流动性状况进行了评估：

- **体系内的“硬流动性”依然稳健：**图表 27 显示出，截至 5 月底存款总额约为 A 股市场自由流通总市值的 5.8 倍，并且股价大幅上涨和新股发行导致存款/市值比率急剧收缩。尽管这个比率下降，但中国的存款相对于自由流通市值的规模在各主要经济体中仍处于较高水平，因为金融资产在居民平均资产当中仅占较小比例。
- **股票发行安排更加有利于市场发展：**在 2007 年新股发行募集资金总额创历史纪录之后，2008 年前 5 个月新股发行势头有所消退。根据我们从本地数据提供商万得资讯获得的数据，2008 年剩余时间内等待发行的新股总额约为 648 亿美元。考虑到低迷的市场情绪以及政府对股票供应的配给制，我们认为 648 亿美元的目标过高，并预计新股发行带来的流动性需求并不会很大。
- **出售压力实际上可能并不是很大：**在图表 29 中，我们汇总了来自于限售股解禁的潜在股票供应量，包括非流通股解禁、IPO 股份解禁以及定向增发股的解禁。我们能够明显地看到，在可预见的未来，来自所有限售股解禁的潜在出售压力可能仍然较高，但我们认为持有者出售其所持股份的动力主要受他们对于这些股票的价格回报预期的影响。具体而言，当市场估值较高时（意味着未来预期回报较低），投资者似乎更加愿意降低风险集中程度并出售其所持股份，反之亦然（见图表 30）。虽然并不能进行直接比较，但已经解禁的限售股持有者的 A 股出售总量仅占限售股解禁总量非常小的比例，这表明限售股的短期出售压力似乎较小（见图表 31）。我们认为，非流通股股东或新股锁定期持有者的出售权不受干扰是金融资产和实际基础资产之间的平衡机制（例如：钢铁类股票和铁矿石/铁矿），而且是中国向市场经济发展、改善资产配置效率过程中不可或缺的前提。
- **负的实际利率可能会刺激投资需求：**我们一直认为，在达到某个临界值之前（根据我们原先的研究约为 2%），较低的实际利率有利于经济增长而且通常会有利于风险类资产。鉴于央行未大幅上调基准利率同时通胀在高位徘徊，实际利率仍然为负值并应会刺激投资需求（见图表 32）。我们认为，当股票的绝对估值以及相对于其他资产类别的估值达到合理水平时，投资者最终将会在股票市场上寻求机会以保护他们的实际财富。

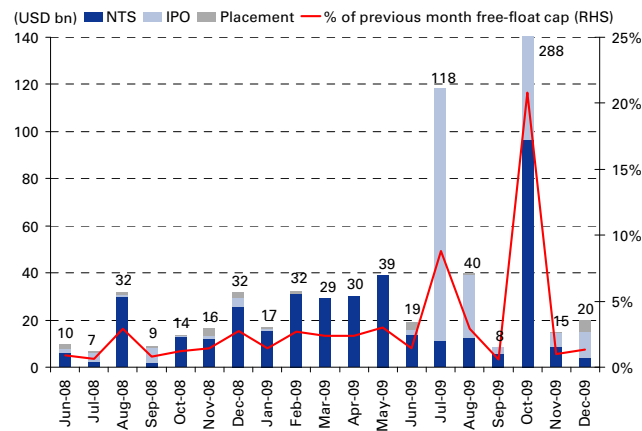
**图表 27: 存款与市值比率逐渐下降, 但相对于其他国家仍处于较高水平**

储蓄总额以及储蓄与市值比率



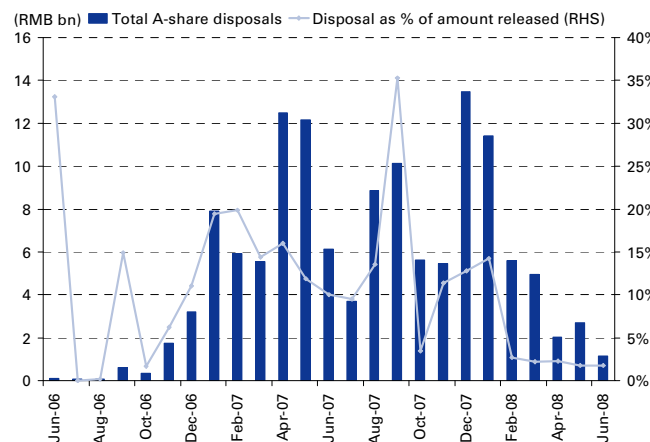
**图表 29: 理论上讲出售压力较大...**

限售股解禁时间表 (大小非、新股和增发股)



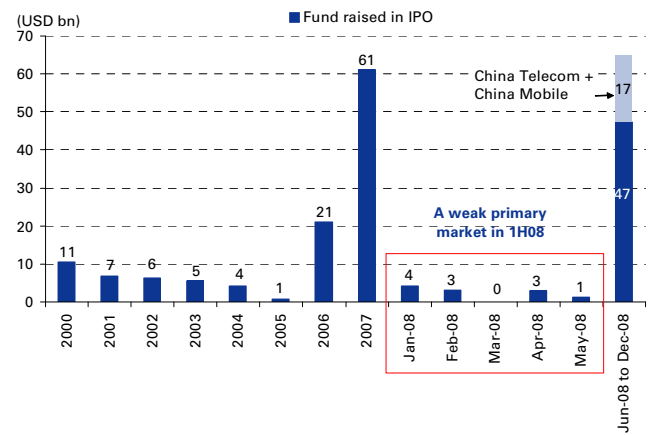
**图表 31: 限售股的短期出售压力应较小**

减持金额总量 (来自解禁、大小非和增发股解禁) 及其占到期限售股解禁总量的比例



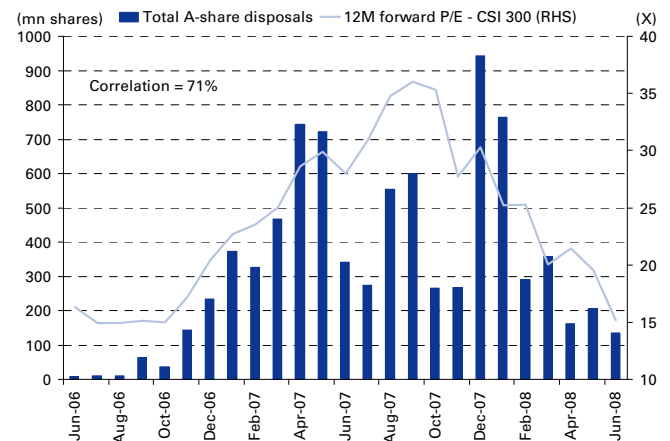
**图表 28: 市场预期中的等待发行股票看来规模庞大**

企业和居民储蓄总额以及储蓄与市值比率



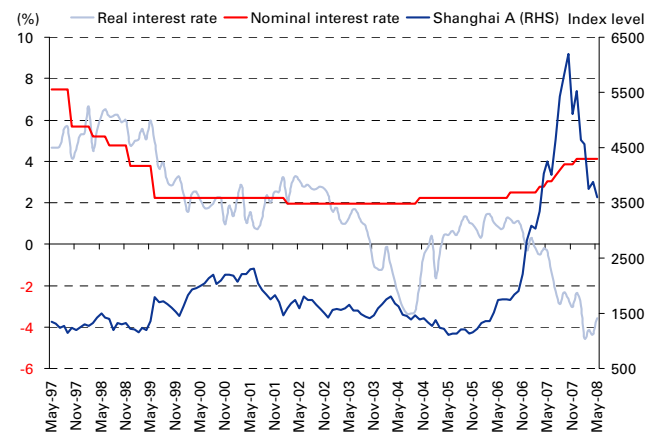
**图表 30: ...但出售压力似乎与市场估值正相关**

减持股份数量 (来自新股解禁、大小非和增发股解禁) 和预期市盈率



**图表 32: 当估值达到合理水平时, 较低的实际利率应会刺激投资**

实际利率 (1 年名义存款利率减去通胀率)



资料来源: CEIC、万得、高盛策略研究预测

## 市场情绪：投机活动似乎已经减退

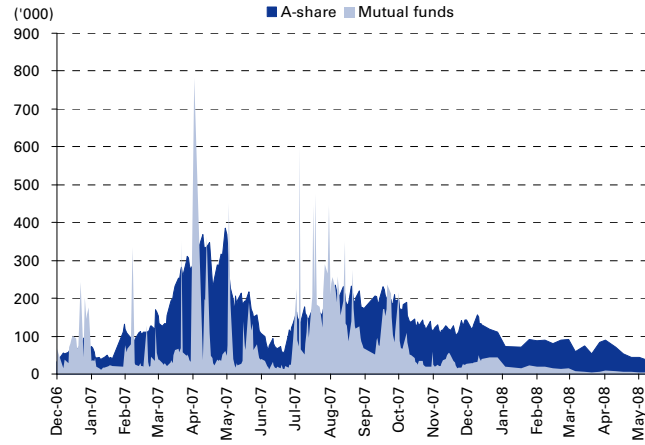
在我们于2007年5月10日发表的A股策略报告《A股市场：绷紧的估值》中，我们研究了六项常用的技术指标及交易统计数据来评估A股市场上投资者的情绪。硬性数据和传闻表明，A股市场已经进入了非理性阶段，市场泡沫可能处于破裂的边缘。

这次，我们更新了所有这些市场情绪指标，并将主要看法总结如下：

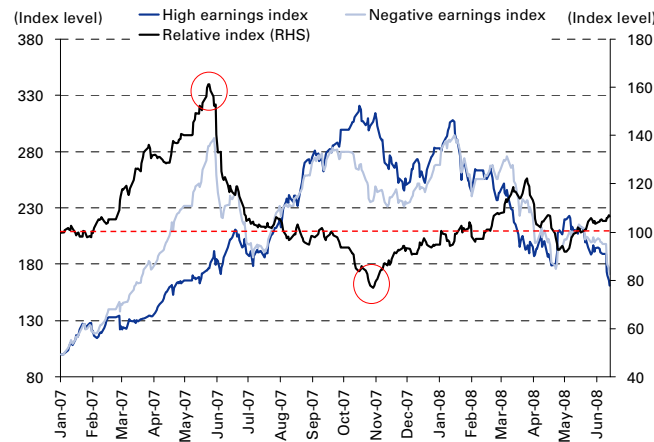
- **散户投资者的热情正在消退：**我们认为，新开交易账户（A股或基金）的数目是反映散户投资者对市场信心的明确指标。图表33显示，市场表现惨淡的形势下散户投资者新开账户的数目正在逐步下降，反映出将新资金投入股市的热情极低。此外，在投资者对低风险、低回报的货币市场基金的兴趣走低多年之后，我们发现基金总规模出现了显著回升。我们认为，这也显示出投资者目前回避风险更高的资产，倾向于低风险工具，以降低其面临的市场风险。
- **投机活动减少：**折年换手率（折年日均成交额/流通市值）是我们最偏爱的反映市场中投机活动的指标之一，已经从去年的1572%大幅降至目前的429%，平均持有期间分别相当于18.5天和60天（图表34）。投资平均持续期间的显著上升表明当日交易者(day traders)正处于下风和/或投资者正在采用较长期的投资态度。
- **良好的基本面重新占领上风：**我们将高盈利指数定义为基本面相对较好的企业的指数，将低盈利指数定义为基本面相对较差的企业指数。2007年下半年，盈利/基本面平平的企业股票的表现显著好于盈利具有可预见性的企业，但是2007年10月之后这一势头出现逆转（图表35）。我们认为，这两类企业股票相对表现的变化表明：(1)当整体市场的盈利可预见性较低时，投资者的注意力转移至企业盈利；(2)熊市中对市场传闻、消息及其他非基本面因素的投机活动减退；(3)随着投资者设法降低流动性和风险溢价，持股对象从小盘股向蓝筹股大规模转移。
- **机构投资者投资不足：**根据各企业08年一季度季报，机构投资者的资金占A股总流通市值的30%左右，低于2007年底时（约为40%）。我们将这一降幅归因于投资者的大量赎回（实际赎回及基金经理预期中的赎回）和保守持仓，导致了整体现金比率的反弹（图表38）。



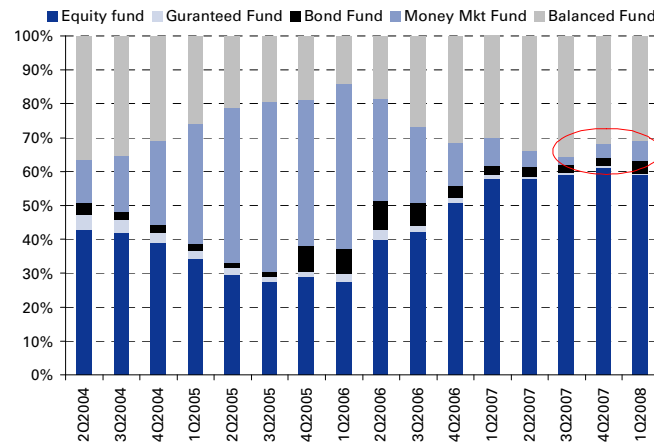
**图表 33: 投资者对股市的热情已经消退**  
A股和基金新开账户



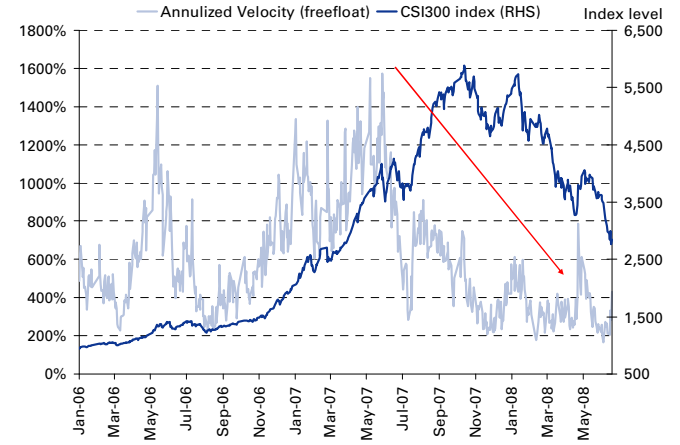
**图表 35: 投资者再次开始关注基本面**  
低盈利指数与高盈利指数



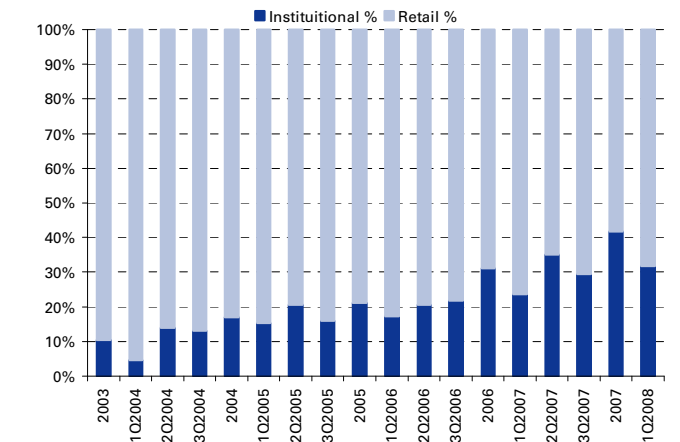
**图表 37: 风险较低的资产的受欢迎程度正在增加**  
占基金资产管理规模的比例, 截至 2008 年一季度



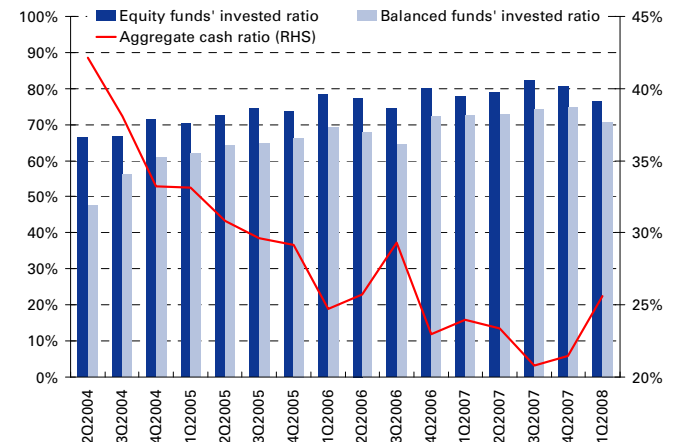
**图表 34: 投机活动已经出现下降**  
沪深 300 指数及其折年换手率 (流通市值)



**图表 36: 机构投资者的市场份额最近出现了下降**  
机构投资者与散户投资者的持股比例, 截至 2008 年一季度



**图表 38: 机构投资者现金持有比例提高**  
股票相关基金的投资/现金仓位, 截至 2008 年一季度



资料来源: CEIC、CSDCC、万得、高盛策略研究预测

## 政策支持：我们还能期待什么？

过去几个月中，中国政府实施了一系列的有利政策以逆转 A 股市场的下行势头，明确显示出其创建稳定的股市环境的决心。

然而，历史证据似乎表明，政府行政干预措施对市场的影响往往是短暂的。最近的一个典型例子是 4 月 23 日收市后政府宣布将印花税下调 20 个基点。沪深 300 指数对这一救市举措反应积极，接下来一周的涨幅超过 16%，而在后来几周回落了 25%（图表 39）。

我们认为，行政干预措施的无效再次证实了我们长期以来的观点：在全球化形势下经济开放程度越来越高的同时，股市越发受到市场基本面的推动。

简而言之，我们认为股价表现是由估值变动及实际/市场预测的盈利增长水平决定的。由于某些群体获益的代价可能由政策制定时未考虑到的群体来承担，我们认为干预政策无法改变整体市场的长期增长前景。此外，由于政策不确定性较高（即政策风险溢价较高），市场估值可能会被抑制。总之，我们认为，**行政措施往往会破坏自由市场机制，给社会造成无谓损失并带来道德风险，并引起不必要的市场波动。**

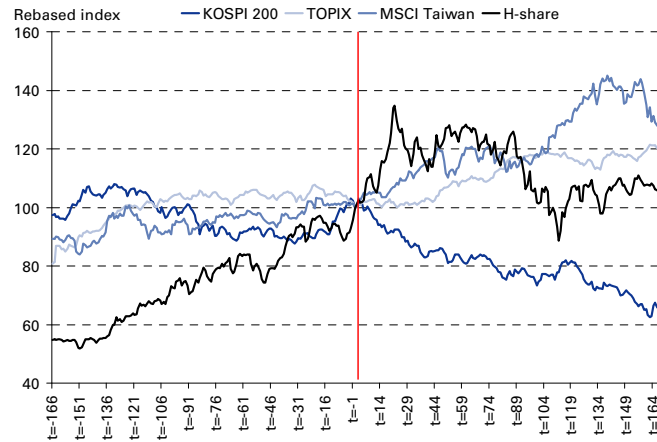
我们注意到，可能出台的支撑政策是市场人士的焦点话题，因此我们列出了几条最常提及的政策支撑措施以及我们对其各自有效性的看法，具体如下：

- **市场平准基金：**国内媒体广泛报道，政府已经和香港、台湾一样建立了市场平准基金，以帮助市场渡过难关。如果市场平准基金被采纳，我们认为在短期内可能会支撑投资者信心。然而，这一做法与政府做出的国有企业自由化的承诺背道而驰，而且较大的 A 股流通市值（8,515 亿美元）会使得执行方面存在着较大的困难。此外，各国经验表明，市场平准基金可能是无效的政策手段并且在全球主要的发达市场上很少采用（香港除外，我们认为 1997 年的系统性风险太危险以致于不能被忽视）。
- **股指期货：**我们向来并不认同增加金融产品种类可以从根本上改变市场表现的观点。我们认为，股指期货能够通过允许投资者采取方向性策略并更好地管理其投资组合的风险来增强市场效率，但是市场基本面仍取决于宏观经济及其他市场因素。其他国家的事实证据也表明，股指期货的推出与股指走势之间的相关性并不明确（图表 41）。
- **融资融券：**与股指期货相似，我们认为，如果强劲的交易基础设施到位，允许投资者融资融券的机制无疑将提高市场效率和流动性。然而我们认为，当估值处于合理期间时，没有根本原因表明这些机制将对股价表现产生实质性影响。
- **暂停新股发行：**（由一级市场发行、二级市场增发及非流通股解禁导致的潜在股票供应而造成的）股市供需失衡一直是解释最近市场大幅回调的原因之一。正如在流动性部分所述，我们认为系统中的“硬流动性”依然稳健，而对未来股价预期的恶化才是阻止投资者进入市场的真正原因。在这种形势下，我们认为任何干预资本市场供给的举措都不大可能解决根本问题，并会进一步扭曲资本配置。
- **进一步下调印花税：**下调印花税已被证明是一项无效的政策。由于中国目前已经是印花税最低的主要国家之一，监管者进一步下调印花税的空间可能有限（图表 42）。

**图表 39: 根据事实证据, 印花税调整的影响似乎短暂**  
印花税的调整与之后的市场表现

Announcement Date	Change in stamp duty	Shanghai Composite Index performance			
		Post 1-day (%)	Post 1-week (%)	Post 1-month (%)	Post 3-month (%)
1997-5-10	Stamp duty for both A-share and B-share increased to 0.5% from 0.3%	-0.2	-10.3	-13.1	-17.8
1998-6-11	Stamp duty for both A-share and B-share decreased to 0.4% from 0.5%	2.6	1.7	1.0	-11.6
1999-5-31	Stamp duty for B-share decreased to 0.3% from 0.4%	2.5	3.7	32.1	26.6
2001-11-15	Stamp duty for both A-share and B-share decreased to 0.2% from 0.4% and 0.3%, respectively	1.6	5.8	3.6	-6.8
2005-1-23	Stamp duty for both A-share and B-share decreased from 0.3% to 0.1%	1.7	-3.5	6.1	-6.2
2007-5-29	Stamp duty for both A-share and B-share increased to 0.3% from 0.1%	-6.5	-13.1	-4.5	20.6
2008-4-23	Stamp duty for both A-share and B-share decreased from 0.3% to 0.1%	9.3	12.7	10.7	NA
<b>Average return in stamp duty increase episodes</b>		<b>-3.4</b>	<b>-11.7</b>	<b>-8.8</b>	<b>1.4</b>
<b>Average return in stamp duty decrease episodes</b>		<b>3.6</b>	<b>4.1</b>	<b>10.7</b>	<b>0.5</b>

**图表 41: 根据其他国家的经验, 股指期货的推出对市场的影响似乎为中性**  
股指期货对市场的影响

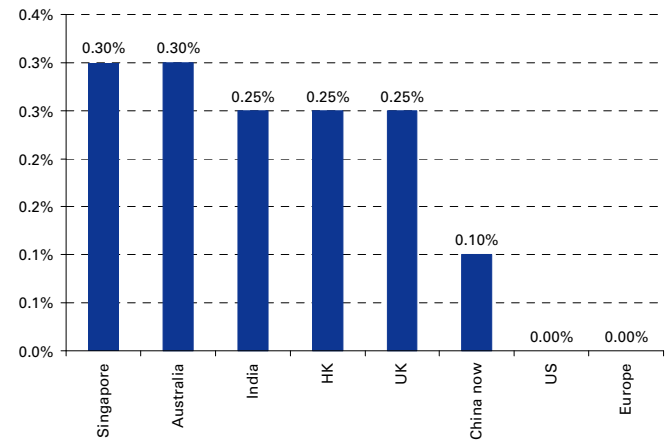


资料来源: 彭博资讯、DataStream、各地股票交易所、高盛策略研究预测

**图表 40: 中国经常使用调控政策**  
过去 5 年主要调控政策的时间轴



**图表 42: 中国是印花税最低的主要国家/地区之一**  
主要股票交易所的印花税



# 投资启示：高盛/高华十大 A 股首选股

**图表 43：该组合是我们在高盛/高华 A 股研究范围内的强力推荐股票**

高盛/高华十大 A 股首选股，按市值降序排列

Ticker	Stock name	Rating	Price 06/20/2008	12-month target price	Potential upside to target	Market cap (US\$ mn)	6M ADVT (US\$ mn)	P/E (X) CY08E	EPS growth (%) CY08E	EPS growth (%) CY09E	P/B (X) CY08E	ROE (%) CY08E	D/Y (%) CY08E
601398 CH	Industrial and Commercial Bank of China (A)	B	Rmb5.18	Rmb7.57	46.1%	251,482	129.0	13.8	60.2%	21.5%	2.9	22%	3.6%
601628 CH	China Life Insurance Company (A)	N	Rmb25.54	Rmb37.80	48.0%	104,923	126.2	20.7	-10.1%	13.4%	3.0	16%	1.5%
601328 CH	Bank of Communications (A)	B	Rmb7.70	Rmb12.99	68.7%	54,833	61.6	12.3	48.4%	18.3%	2.5	21%	3.3%
601006 CH	Daqin Railway	N	Rmb12.36	Rmb26.70	116.0%	23,313	58.0	18.6	29.1%	15.1%	3.9	22%	2.9%
600519 CH	Kweichow Moutai	B	Rmb143.91	Rmb262.00	82.1%	19,741	37.3	33.9	41.7%	42.8%	11.9	41%	1.0%
601186 CH	China Railway Construction (A)	B*	Rmb9.52	Rmb15.40	61.8%	17,071	200.3	27.5	85.6%	53.3%	2.5	16%	0.9%
600585 CH	Anhui Conch Cement (A)	N	Rmb43.51	Rmb66.00	51.7%	7,941	20.7	20.8	24.1%	29.8%	4.8	26%	0.8%
000869 CH	Yantai Changyu Pioneer Wine (A)	N	Rmb66.00	Rmb76.60	16.1%	5,058	5.6	36.7	49.0%	32.6%	13.4	39%	2.5%
600377 CH	Jiangsu Expressway (A)	N	Rmb6.18	Rmb9.00	45.6%	4,525	4.7	14.5	30.6%	12.3%	2.1	14%	5.7%
600600 CH	Tsingtao Brewery (A)	N	Rmb19.69	Rmb28.50	44.7%	3,744	10.2	32.3	47.8%	30.7%	4.3	14%	2.0%

\* 表明该股位于我们的亚太强力推荐名单。

注：我们将万科、华能(A)、鞍钢(A)、福耀玻璃、皖通高速(A)和宇通客车从我们原先的十大 A 股首选股当中剔除，并将之替换为中国人寿(A)、交通银行(A)、大秦铁路、中国铁建(A)、海螺水泥(A)和青岛啤酒(A)。

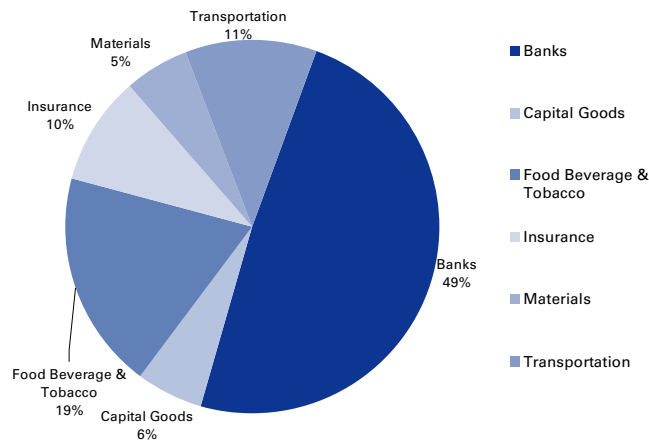
重要的信息披露请参见 <http://www.gs.com/research/hedge.html>。

有关目标价格的计算方法以及相关风险因素，请参阅我们的分析师在之前所发表的研究报告。

资料来源：Quantum、高盛研究预测、高华证券研究预测

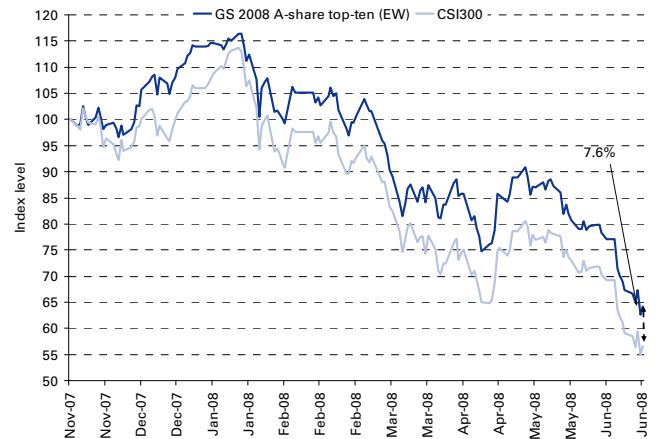
**图表 44：我们的投资组合主要偏重于国内消费型股票**

流通市值分布，按高盛行业分类划分



**图表 45：在上半年艰难的市场环境中我们的 2008 年十大 A 股首选股的表现优于基准指数**

投资组合今年截至目前的表现，相同权重



资料来源：FactSet、Worldscope、DataStream、高盛策略研究预测

## 高盛/高华十大 A 股首选股

### 工商银行(A) (601398 CH), 买入 中国/银行

分析师: 马宁  
ning.ma@gs.com

**概述:** 工行是国内总资产规模最大的银行。

**盈利推动力:** (1) 手续费及佣金收入的强劲增长; (2) 有效的成本控制; (3) 资产质量的持续改善。

**风险:** 中国恶性通胀/硬着陆; 工行盈利弱于预期。

**估值:** 在 3.58 倍 2008 年预期市净率基础上应用 28% 的流动性溢价, 我们得出 12 个月目标价格为人民币 7.57 元。

**推动因素:** (1) 盈利增长强劲且可预见, 而估值相对较低; (2) 存款和个人银行业务实力较强; (3) 低风险的消费者贷款和基础设施行业贷款的比重较高, 也是房地产和出口行业比重最低的银行之一。



Stock data		Fundamental data	CY07	CY08E	CY09E	Performance	1M	3M	12M
Price (Rmb)	5.18	Sales (Rmb mn)	243,361	304,112	354,375	Abs. perf (%)	-13.8	-8.2	1.4
Px target/ Implied chg	7.57 /46%	Net income (Rmb mn)	77,486	124,478	151,372	Rel. to MXCN (%)	-0.5	-16.5	-1.1
Full market cap (US\$ mn)	251,482	EPS (Rmb)	0.23	0.38	0.46	<b>Valuation</b>	<b>CY07</b>	<b>CY08E</b>	<b>CY09E</b>
Freefloat (%)	27%	EPS growth (%)	56.0	60.2	21.5	P/E (X)	22.1	13.8	11.4
Foreign ownership	--	NIM (%)	2.7%	2.9%	2.8%	P/B (X)	3.4	2.9	2.6
6M ADVT (US\$ mn)	129.0	ROE (%)	16%	22%	24%	Dividend yield (%)	2.4%	3.6%	4.4%
Beta (local benchmark)	--	Revenue growth (%)	31.7	25.0	16.5	EV/EBITDA (X)	--	--	--

### 海螺水泥(A) (600585 CH), 中性 中国/建筑

分析师: 沈松  
song.shen@gs.com

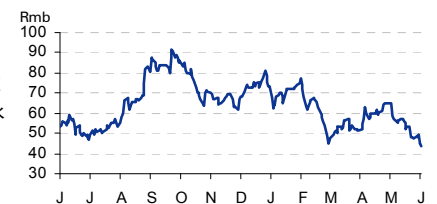
**概述:** 海螺水泥是国内最大的水泥和熟料生产商。

**盈利推动力:** 海螺水泥的盈利受水泥价格潜在上涨的影响很大。

**风险:** 国内建筑相关活动出人意料的大幅放缓。

**估值:** 在 H 股估值的基础上应用 37.5% 的流动性溢价, 我们计算出该股 12 个月目标价格为人民币 66 元。

**推动因素:** (1) 铁路运输瓶颈和政府污染整治使得供应面趋紧; (2) A 股相对 H 股有折让, 而市场平均 A-H 溢价水平为 35%。



Stock data		Fundamental data	CY07	CY08E	CY09E	Performance	1M	3M	12M
Price (Rmb)	43.51	Sales (Rmb mn)	18,776	23,449	27,217	Abs. perf (%)	-33.0	-8.0	-18.2
Px target/ Implied chg	66.00 /52%	Net income (Rmb mn)	2,480	3,278	4,254	Rel. to MXCN (%)	-22.7	-16.3	-20.2
Full market cap (US\$ mn)	7,941	EPS (Rmb)	1.69	2.09	2.72	<b>Valuation</b>	<b>CY07</b>	<b>CY08E</b>	<b>CY09E</b>
Freefloat (%)	17%	EPS growth (%)	42.9	24.1	29.8	P/E (X)	25.8	20.8	16.0
Foreign ownership	--	EBITDA margin (%)	26%	27%	29%	P/B (X)	6.3	4.8	3.8
6M ADVT (US\$ mn)	20.7	ROE (%)	28%	26%	27%	Dividend yield (%)	--	0.8%	1.0%
Beta (local benchmark)	--	Net debt/equity (%)	119%	109%	70%	EV/EBITDA (X)	13.7	11.1	8.7

### 青岛啤酒(A) (600600 CH), 中性 中国/饮料

分析师: 邓一凡  
yifan.deng@ghsl.com

**概述:** 青岛啤酒从事啤酒的酿造和销售以及其他相关业务。

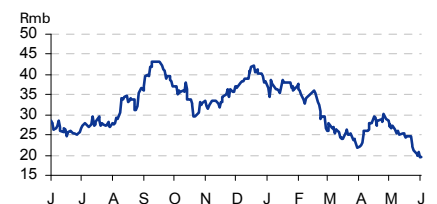
**盈利推动力:** 由于产品结构持续优化, 我们预计青岛啤酒的平均售价将在 2008 年下半年进一步改善。

**风险:** 投入成本高于预期, 竞争形势比预期更加激烈。

**估值:** 基于贴现现金流得到的 12 个月目标价格为人民币 28.50 元。

**推动因素:** 旗下四大品牌销量增长带动收入强劲增长, 有利的产品结构升级促使利润率提高。

**风险:** 投入成本高于预期, 竞争形势比预期更加激烈。



Stock data		Fundamental data	CY07	CY08E	CY09E	Performance	1M	3M	12M
Price (Rmb)	19.69	Sales (Rmb mn)	13,530	17,115	20,128	Abs. perf (%)	-27.4	-24.7	-31.1
Px target/ Implied chg	28.50 /45%	Net income (Rmb mn)	539	796	1,041	Rel. to MXCN (%)	-16.2	-31.6	-32.8
Full market cap (US\$ mn)	3,744	EPS (Rmb)	0.41	0.61	0.80	<b>Valuation</b>	<b>CY07</b>	<b>CY08E</b>	<b>CY09E</b>
Freefloat (%)	41%	EPS growth (%)	21.2	47.8	30.7	P/E (X)	47.8	32.3	24.7
Foreign ownership	--	EBITDA margin (%)	11%	11%	11%	P/B (X)	4.7	4.3	4.0
6M ADVT (US\$ mn)	10.2	ROE (%)	10%	14%	17%	Dividend yield (%)	1.4%	2.0%	2.6%
Beta (local benchmark)	--	Net debt/equity (%)	-1%	3%	1%	EV/EBITDA (X)	17.0	13.9	11.2

资料来源: FactSet、高盛研究预测

## 贵州茅台(A) (600519 CH), 买入

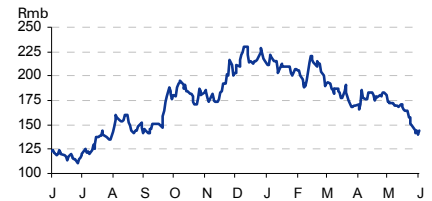
中国/饮料

分析师: 邓一凡  
yifan.deng@ghsl.com

**概述:** 贵州茅台是国内知名的白酒生产商, 以高质量产 **估值:** 基于贴现现金流得到的 12 个月目标价格为人民币 262 元。

**盈利推动力:** 由于客户预付款余额且平均售价较高, 我 **推动因素:** 收入和盈利继续强劲增长; 有效税率降低; 高 们预计贵州茅台今年剩余时间收入将加速增长。 端品牌带来的强大定价能力。

**风险:** 过剩现金的不当使用导致回报率低下; 劳动力成本 上升; 环保开支增加。



Stock data		Fundamental data			Performance				
		CY07	CY08E	CY09E	1M	3M	12M		
Price (Rmb)	143.91	Sales (Rmb mn)	7,237	9,632	12,986	Abs. perf (%)	-16.9	-25.4	16.6
Px target/ Implied chg	262.00 /82%	Net income (Rmb mn)	2,831	4,011	5,729	Rel. to MXCN (%)	-4.0	-32.2	13.7
Full market cap (US\$ mn)	19,741	EPS (Rmb)	3.00	4.25	6.07	Valuation			
Freefloat (%)		EPS growth (%)	82.9	41.7	42.8	CY07	CY08E	CY09E	
Foreign ownership	--	EBITDA margin (%)	63%	63%	66%	P/E (X)	48.0	33.9	23.7
6M ADVT (US\$ mn)	37.3	ROE (%)	40%	41%	42%	P/B (X)	16.5	11.9	8.6
Beta (local benchmark)	--	Net debt/equity (%)	-56%	-61%	-68%	Dividend yield (%)	0.6%	1.0%	1.7%
					EV/EBITDA (X)	28.6	21.3	14.5	

## 中国铁建(A) (601186 CH), 买入\*

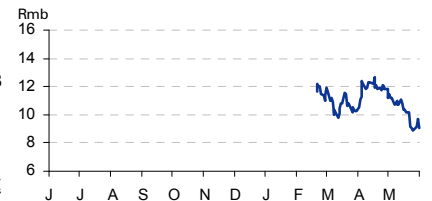
中国/建设

分析师: 馮曉峰  
michael.feng@ghsl.com

**概述:** 中国铁建是国内基建市场的主要建设商之一, 在 **估值:** 基于贴现现金流得到的 12 个月目标价格为人民币 15.40 元。

**盈利推动力:** (1) 在利润丰厚的高速铁路市场的主导地 **推动因素:** (1) 2008 年尼日利亚铁路项目的进展; (2) 2008 年 下半年铁道部可能上调高速铁路建设预算; (3) 更多高速 铁路建设合同和其他国际合同。

**风险:** 中国和非洲国家 GDP 增幅低于预期; 人民币升值速 度快于预期; 原材料成本上涨。



Stock data		Fundamental data			Performance				
		CY07	CY08E	CY09E	1M	3M	12M		
Price (Rmb)	9.52	Sales (Rmb mn)	171,997	200,203	237,205	Abs. perf (%)	-14.6	-19.9	N/A
Px target/ Implied chg	15.40 /62%	Net income (Rmb mn)	2,301	4,270	6,545	Rel. to MXCN (%)	-1.5	-27.2	N/A
Full market cap (US\$ mn)	17,071	EPS (Rmb)	0.19	0.35	0.53	Valuation			
Freefloat (%)		EPS growth (%)	86.5	85.6	53.3	CY07	CY08E	CY09E	
Foreign ownership	--	EBITDA margin (%)	5%	5%	6%	P/E (X)	51.1	27.5	17.9
6M ADVT (US\$ mn)	200.3	ROE (%)	51%	16%	13%	P/B (X)	15.1	2.5	2.2
Beta (local benchmark)	--	Net debt/equity (%)	53%	-69%	-64%	Dividend yield (%)	--	0.9%	1.4%
					EV/EBITDA (X)	15.2	8.2	6.0	

## 宁沪高速(A) (600377 CH), 中性

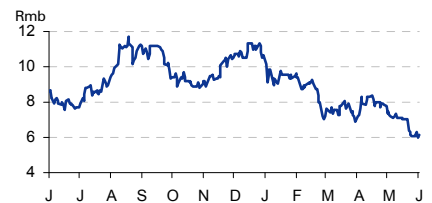
中国/基础设施

分析师: 王騰杰  
tommy.wong@ghsl.com

**概述:** 宁沪高速主要经营江苏南部的 5 条收费公路。 **估值:** 基于贴现现金流得到的 12 个月目标价格为人民币 9.00 元。

**盈利推动力:** 我们认为, 长江三角洲强劲的长期经济发 **推动因素:** (1) 股息收益率和自由现金流收益率高; (2) 强 展以及汽车保有量的增长将继续支撑宁沪高速的盈利增 劲的盈利增长; (3) 车辆分流的风险低于同行。

**风险:** (1) 车流量增长低于预期, 车流量构成不利; (2) 长 期监管风险。



Stock data		Fundamental data			Performance				
		CY07	CY08E	CY09E	1M	3M	12M		
Price (Rmb)	6.18	Sales (Rmb mn)	5,069	5,781	6,282	Abs. perf (%)	-15.8	-18.7	-28.2
Px target/ Implied chg	9.00 /46%	Net income (Rmb mn)	1,642	2,145	2,409	Rel. to MXCN (%)	-2.8	-26.1	-30.0
Full market cap (US\$ mn)	4,525	EPS (Rmb)	0.33	0.43	0.48	Valuation			
Freefloat (%)		EPS growth (%)	41.7	30.6	12.3	CY07	CY08E	CY09E	
Foreign ownership	34%	EBITDA margin (%)	72%	70%	69%	P/E (X)	19.0	14.5	12.9
6M ADVT (US\$ mn)	4.7	ROE (%)	12%	14%	15%	P/B (X)	2.2	2.1	2.0
Beta (local benchmark)	--	Net debt/equity (%)	48%	36%	27%	Dividend yield (%)	4.4%	5.7%	6.4%
					EV/EBITDA (X)	10.5	9.1	8.2	

资料来源: FactSet、高盛研究预测

## 张裕(A) (000869 CH), 中性

中国/消费品

分析师: 邓一凡  
yifan.deng@ghsl.com

**概述:** 张裕是国内第二大葡萄酒生产商, 在国内市场上拥有高端的品牌形象。

**估值:** 基于贴现现金流得到的 12 个月目标价格为人民币 76.60 元。

**盈利推动力:** 我们预计, 受销量增加、利润率提高以及税率降低推动, 张裕 2007-2010 年盈利的年均复合增长

**推动因素:** (1) 强劲的盈利增长势头; (2) 受益于产品结构优化的优化以及营销推广开支带来的规模效应, 公司利润率将进一步扩张。

**风险:** 高端产品销售增长意外放缓以及竞争加剧。



Stock data		Fundamental data	CY07	CY08E	CY09E	Performance	1M	3M	12M
Price (Rmb)	66.00	Sales (Rmb mn)	2,730	3,410	4,249	Abs. perf (%)	-16.5	-10.6	3.1
Px target/ Implied chg	76.60 / 16%	Net income (Rmb mn)	636	947	1,256	Rel. to MXCN (%)	-3.6	-18.7	0.6
Full market cap (US\$ mn)	5,058	EPS (Rmb)	1.21	1.80	2.38	<b>Valuation</b>	<b>CY07</b>	<b>CY08E</b>	<b>CY09E</b>
Freefloat (%)	50%	EPS growth (%)	41.8	49.0	32.6	P/E (X)	54.7	36.7	27.7
Foreign ownership	--	NIM (%)	36%	39%	41%	P/B (X)	15.6	13.4	11.6
6M ADVT (US\$ mn)	5.6	ROE (%)	30%	39%	45%	Dividend yield (%)	1.6%	2.5%	3.2%
Beta (local benchmark)	--	Revenue growth (%)	36.4	24.9	24.6	EV/EBITDA (X)	33.8	25.3	19.0

## 中国人寿(A) (601628 CH), 中性

中国/保险

分析师: 林达威, CFA  
darwin.lam@gs.com

**概述:** 中国人寿主要面向个人和团体提供各类保险产品 & 服务。

**估值:** 基于内含价值得到的 12 个月目标价格为人民币 37.80 元。

**盈利推动力:** 强劲的保费增长, 受到银行保险销售和新产品 (投连险和万能险) 的推动。

**推动因素:** (1) 我们预计利润率还有很大上升空间; (2) 财险业务比重大 (该领域面临定价压力) 而且没有筹资方面的不确定性。

**风险:** 中国恶性通胀; A 股市场暴跌; 盈利和新业务价值不及预期。



Stock data		Fundamental data	CY07	CY08E	CY09E	Performance	1M	3M	12M
Price (Rmb)	25.54	Sales (Rmb mn)	--	--	--	Abs. perf (%)	-15.5	-19.9	-36.3
Px target/ Implied chg	37.80 / 48%	Net income (Rmb mn)	38,879	34,948	39,626	Rel. to MXCN (%)	-2.5	-27.2	-37.9
Full market cap (US\$ mn)	104,923	EPS (Rmb)	1.38	1.24	1.40	<b>Valuation</b>	<b>CY07</b>	<b>CY08E</b>	<b>CY09E</b>
Freefloat (%)		EPS growth (%)	83.4	-10.1	13.4	P/E (X)	18.6	20.7	18.2
Foreign ownership	0%	EBITDA margin (%)	--	--	--	P/B (X)	3.5	3.0	2.6
6M ADVT (US\$ mn)	126.2	ROE (%)	23%	16%	15%	Dividend yield (%)	1.6%	1.5%	1.6%
Beta (local benchmark)	--	Net debt/equity (%)	--	--	--	EV/EBITDA (X)	--	--	--

## 交通银行(A) (601328 CH), 买入

中国/银行

分析师: 马宁  
ning.ma@gs.com

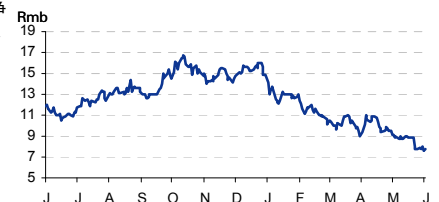
**概述:** 交通银行在国内提供金融和银行服务。

**估值:** 基于市场相对估值法, 并在 3.70 倍 2008 年预期市净率基础上应用 14% 的流动性溢价, 我们得出 12 个月目标价格为人民币 12.99 元。

**盈利推动力:** 管理层近期侧重于改善贷款定价、资金业务和资金结构, 因此净息差有上升潜力。

**推动因素:** (1) 与合理估值水平相比, 交行盈利增长强劲; (2) 与汇丰的合作。

**风险:** 恶性通胀、严厉的宏观调控政策、盈利和资产质量弱于预期。



Stock data		Fundamental data	CY07	CY08E	CY09E	Performance	1M	3M	12M
Price (Rmb)	7.70	Sales (Rmb mn)	--	--	--	Abs. perf (%)	-15.1	-26.9	-35.1
Px target/ Implied chg	12.99 / 69%	Net income (Rmb mn)	20,077	30,088	35,592	Rel. to MXCN (%)	-2.0	-33.5	-36.7
Full market cap (US\$ mn)	54,833	EPS (Rmb)	0.42	0.63	0.74	<b>Valuation</b>	<b>CY07</b>	<b>CY08E</b>	<b>CY09E</b>
Freefloat (%)	12%	EPS growth (%)	56.7	48.4	18.3	P/E (X)	18.2	12.3	10.4
Foreign ownership	--	NIM (%)	2.9%	3.0%	2.9%	P/B (X)	2.8	2.5	2.2
6M ADVT (US\$ mn)	61.6	ROE (%)	18%	21%	22%	Dividend yield (%)	2.0%	3.3%	3.9%
Beta (local benchmark)	--	Net debt/equity (%)	--	--	--	EV/EBITDA (X)	--	--	--

资料来源: FactSet、高盛研究预测

## 大秦铁路(A) (601006 CH), 中性

中国/铁路

分析师：金範相  
tom.kim@gs.com

**概述：** 大秦铁路总部设在山西省，是主要的煤炭铁路运输供应商之一。

**估值：** 基于贴现现金流得到的 12 个月目标价格为人民币 26.70 元。

**盈利推动力：** 主要收入推动力是山西煤炭经大秦线运抵秦皇岛港口，主要的成本构成是折旧、电力和燃料以及劳动力成本。

**推动因素：** (1) 可能会有更多政策举措来鼓励行业重组及/或资产注入；(2) 运费意外提高。

**风险：** (1) 维修相关问题意外出现或者时间延长；(2) 政策改革的倒退。



Stock data		Fundamental data	CY07	CY08E	CY09E	Performance	1M	3M	12M
Price (Rmb)	12.36	Sales (Rmb mn)	20,860	24,485	29,204	Abs. perf (%)	-26.5	-29.4	-25.9
Px target/ Implied chg	26.70 /116%	Net income (Rmb mn)	6,676	8,620	9,921	Rel. to MXCN (%)	-15.1	-35.8	-27.8
Full market cap (US\$ mn)	23,313	EPS (Rmb)	0.51	0.66	0.76	<b>Valuation</b>	<b>CY07</b>	<b>CY08E</b>	<b>CY09E</b>
Freefloat (%)	16%	EPS growth (%)	31.9	29.1	15.1	P/E (X)	24.0	18.6	16.2
Foreign ownership	--	EBITDA margin (%)	56%	53%	51%	P/B (X)	4.3	3.9	3.5
6M ADVT (US\$ mn)	58.0	ROE (%)	18%	22%	23%	Dividend yield (%)	2.4%	2.9%	3.3%
Beta (local benchmark)	--	Net debt/equity (%)	-21%	-23%	-27%	EV/EBITDA (X)	13.1	11.5	9.9

资料来源：FactSet、高盛研究预测



# 高盛和高华中国 A 股研究范围 (总计 74 只 A 股, 37 只 A/H 两地上市股票)

图表 46: 公司基本情况

Ticker	Company	Rating	Analyst	Last Price as of 06/20/2008	Potential +/- (%)	20D AVDT (US\$mm)	52 wk High	52 wk Low	Market cap. (US\$mm)	Free float (%)	Abs Price Δ1W (%)	Abs Price Δ1M (%)	Abs Price Δ3M (%)	Abs Price Δ1Y (%)	Abs Price ΔYTD (%)	EPS 2007E (Quoted Currency)	EPS 2008E (Quoted Currency)	EPS 2009E (Quoted Currency)	EPS 06-09 CAGR (Quoted Currency)
<b>Airlines</b>																			
60111 CH	Air China (A)	Sell	Hino Lam	7.81	(14.2)	34.6	29.7	7.8	14,361	30.7	(20.2)	(43.0)	(51.0)	(27.3)	(71.5)	0.19	0.10	0.20	238%
600298 CH	China Southern Airlines (A)	Neutral	Hino Lam	6.90	70.8	42.1	28.7	8.8	8,251	49.0	(18.8)	(41.3)	(54.3)	(21.5)	(75.7)	0.20	0.30	0.10	NM
600115 CH	China Eastern Airlines (A)	NR	Hino Lam	6.29	NA	13.8	22.8	6.3	6,096	63.0	(21.0)	(41.2)	(48.0)	(34.5)	(70.5)	(0.33)	(0.49)	(0.32)	NM
<b>Banks</b>																			
601388 CH	Industrial and Commercial Bank of China (A)	Buy	Ning Ma	5.19	46.1	52.7	8.8	5.0	251,482	26.9	2.0	(13.9)	(8.2)	1.4	(36.3)	0.23	0.30	0.46	72%
601988 CH	Bank of China (A)	Neutral	Ning Ma	4.20	23.0	16.0	7.5	4.1	154,588	14.1	0.2	(12.1)	(17.0)	(19.5)	(36.6)	0.22	0.30	0.36	39%
601939 CH	China Construction Bank (A)	Neutral	Ning Ma	6.10	42.6	38.0	11.3	6.0	207,192	11.4	(2.1)	(14.4)	(15.0)	NA	(36.1)	0.30	0.47	0.55	64%
601328 CH	Bank of Communications (A)	Buy	Ning Ma	7.70	88.7	48.4	16.8	7.6	54,833	11.8	0.1	(15.1)	(26.9)	(35.1)	(50.7)	0.42	0.63	0.74	86%
600036 CH	China Merchants Bank (A)	Buy	Ning Ma	24.69	48.3	108.9	45.5	23.3	52,685	49.3	5.7	(19.2)	(19.5)	7.1	(37.6)	1.04	1.54	1.63	89%
600000 CH	Shanghai Pudong Development Bank	Neutral	Ning Ma	24.40	18.8	93.7	47.4	23.0	20,078	29.9	2.2	(14.7)	(8.6)	(10.2)	(39.9)	0.97	1.83	2.15	91%
600015 CH	Hua Xia Bank	Sell	Ning Ma	9.71	(11.1)	32.1	23.2	9.1	5,928	26.6	4.1	(23.2)	(34.0)	(22.0)	(49.3)	0.50	0.89	1.02	72%
600001 CH	Shenzhen Development Bank	Buy	Ning Ma	21.00	57.2	36.9	48.1	20.2	7,009	73.0	(0.0)	(19.2)	(27.6)	(32.2)	(45.0)	1.27	1.73	2.02	71%
002142 CH	Bank of Ningbo	Sell	Ning Ma	11.18	(13.6)	6.4	31.5	10.7	4,062	20.6	(0.1)	(16.3)	(25.3)	NA	(48.0)	0.43	0.54	0.67	47%
601998 CH	China CITIC Bank (A)	Neutral	Richard Xu,CFA	5.23	24.3	7.4	12.6	5.1	29,671	5.9	(3.5)	(18.0)	(28.9)	(46.7)	(48.5)	0.22	0.36	0.44	70%
601188 CH	Industrial Bank	Neutral	Richard Xu,CFA	23.57	55.3	19.2	67.1	24.8	18,883	9.0	(2.5)	(25.5)	(23.8)	(13.7)	(50.7)	1.66	2.39	2.88	70%
601009 CH	Bank of Nanjing	Sell	Richard Xu,CFA	11.48	9.8	10.6	24.7	11.1	3,065	34.3	(2.5)	(20.4)	(22.6)	NA	(39.9)	0.62	0.73	0.85	31%
601189 CH	Bank of Beijing	Neutral	Richard Xu,CFA	14.13	9.7	31.8	24.6	13.1	12,790	14.5	5.0	(9.8)	(1.9)	NA	(30.6)	0.63	0.94	1.10	62%
600105 CH	China Minsheng Banking	Neutral	Richard Xu,CFA	5.89	35.8	58.3	13.5	5.7	16,114	83.6	(0.8)	(22.5)	(36.6)	(33.2)	(48.3)	0.36	0.48	0.59	51%
<b>Brokers</b>																			
600030 CH	CITIC Securities	Neutral	Richard Xu,CFA	26.95	21.4	376.0	58.3	23.6	26,008	42.1	(5.7)	(24.3)	(11.9)	(16.5)	(41.9)	1.87	1.85	2.18	123%
000562 CH	Hong Yuan Securities	Sell	Richard Xu,CFA	19.20	(37.5)	30.0	51.1	17.2	4,078	33.4	0.9	(23.4)	(20.9)	(46.8)	(51.0)	1.39	0.99	1.23	176%
<b>Capital Goods</b>																			
000088 CH	China International Marine Containers (A)	Neutral	Michael Feng	10.91	87.0	11.5	34.1	10.4	3,452	66.6	(5.5)	(27.4)	(43.1)	(64.7)	(57.8)	1.19	0.94	1.03	-11%
000528 CH	Guangxi Luogong	Buy	Michael Feng	19.45	131.9	5.3	45.3	19.5	1,338	N/A	(11.5)	(35.1)	(28.5)	(26.3)	(53.3)	1.20	1.57	2.02	63%
600031 CH	Sany Heavy	Neutral	Michael Feng	31.09	39.3	25.4	64.0	27.7	4,463	31.0	12.2	(25.0)	(29.2)	(24.1)	(65.5)	1.69	1.97	1.97	30%
601186 CH	China Railway Construction (A)	Buy*	Michael Feng	9.52	61.8	78.3	12.7	8.9	17,071	N/A	7.1	(14.6)	(19.9)	NA	(18.2)	0.19	0.35	0.53	132%
601390 CH	China Railway Group (A)	Sell	Michael Feng	5.19	17.5	55.7	12.4	5.0	16,068	N/A	0.0	(26.8)	(36.0)	NA	(54.8)	0.11	0.16	0.22	17%
600875 CH	Dongfang Electrical Corporation (A)	Neutral	Franklin Chow, CFA	27.67	(10.0)	43.6	36.0	25.2	3,286	N/A	(9.2)	(22.9)	(34.5)	(37.9)	(68.9)	2.72	0.89	1.06	-26%
<b>Chemicals</b>																			
600888 CH	Sinopac Shanghai Petrochemical (A)	Sell	Kevin Koh, CFA	7.53	(27.0)	11.9	61.9	6.8	8,817	30.9	(2.7)	(8.9)	(25.7)	(46.2)	(55.2)	0.23	0.37	0.50	106%
600821 CH	Sinopac Yixiang Petrochemical (A)	Sell	Kevin Koh, CFA	4.93	(41.2)	2.1	14.4	4.8	3,645	39.0	(5.6)	(18.3)	(35.3)	(61.0)	(53.7)	0.01	0.01	0.00	-56%
<b>Consumer Discretionary</b>																			
002024 CH	Suning Appliance Co.	Neutral	Joshua Lu	39.39	8.9	15.9	17.3	39.0	8,253	47.4	(5.8)	(27.0)	(24.7)	(26.0)	(45.2)	1.02	1.61	2.27	113%
<b>Food and Beverage</b>																			
600519 CH	Kweichow Moutai	Buy	Yifan Deng	143.91	82.1	20.2	230.0	111.3	19,741	N/A	(3.7)	(16.9)	(25.4)	16.6	(37.4)	3.00	4.25	6.07	93%
000869 CH	Yantai Changyu Pioneer Wine (A)	Neutral	Yifan Deng	66.00	16.1	2.2	96.6	55.0	5,958	49.6	(9.1)	(16.5)	(10.6)	3.1	(22.9)	1.21	1.80	2.38	88%
600050 CH	Tangbao Brewery (A)	Neutral	Yifan Deng	19.89	44.7	5.8	43.3	19.4	3,744	41.1	(7.0)	(27.4)	(24.7)	(31.1)	(48.7)	0.41	0.61	0.80	82%
000723 CH	Yanling Brewery	Neutral	Yifan Deng	14.48	24.3	11.1	25.4	12.2	2,316	28.8	(3.5)	(26.5)	(23.7)	(15.1)	(31.2)	0.37	0.45	0.55	37%
600887 CH	Yili Industrial	Neutral	Yifan Deng	15.88	20.7	13.9	30.2	14.7	1,845	N/A	5.8	(7.0)	(12.2)	(45.4)	(35.0)	(0.18)	0.57	0.72	14%
600597 CH	Bright Dairy	Sell	Yifan Deng	6.88	(21.5)	3.4	15.6	6.5	1,042	23.0	(2.3)	(25.7)	(45.2)	(46.3)	(46.4)	0.20	0.18	0.19	15%
<b>Insurance</b>																			
601828 CH	China Life Insurance Company (A)	Neutral	Darwin Lam, CFA	25.54	48.0	44.7	75.1	23.9	104,923	N/A	1.2	(15.5)	(19.9)	(36.3)	(55.9)	1.38	2.24	1.40	37%
601318 CH	Ping An Insurance Group (A)	Neutral	Darwin Lam, CFA	50.36	45.0	116.6	145.0	47.9	53,763	21.4	2.7	(11.7)	(10.0)	(28.7)	(52.5)	2.61	2.48	2.54	42%
<b>Metals and Mining</b>																			
601088 CH	China Shenhua Energy (A)	Buy	Song Shen	38.09	57.5	61.1	38.1	110,116	9.0	(3.4)	(21.6)	(22.0)	NA	(41.9)	1.11	1.69	2.06	46%	
601888 CH	China Coal Energy (A)	Buy	Song Shen	16.16	67.1	88.7	24.4	16.2	31,142	8.9	(2.1)	(16.9)	(20.7)	NA	(27.2)	0.51	0.81	1.07	99%
601018 CH	Yanzhou Coal Mining (A)	Neutral	Song Shen	23.57	29.3	28.0	29.3	29.0	12,300	7.3	(0.0)	(11.2)	(3.2)	(3.0)	(1.0)	0.31	0.66	1.19	33%
600019 CH	Baoshan Iron & Steel	Buy	Song Shen	9.83	103.5	65.9	21.3	9.8	25,020	32.0	(8.6)	(25.0)	(30.5)	(11.8)	(43.6)	0.73	0.95	1.07	20%
600005 CH	Wuhan Iron and Steel	Neutral	Song Shen	11.34	23.5	69.3	22.9	9.4	12,919	36.2	(11.1)	(30.8)	(31.5)	2.6	(42.4)	0.83	1.04	1.15	52%
000888 CH	Angang Steel (A)	Buy	Song Shen	14.47	141.9	22.5	34.8	14.5	15,218	17.7	(11.9)	(33.0)	(27.4)	(33.4)	(52.1)	1.12	1.52	1.65	14%
600088 CH	Maanshan Iron & Steel (A)	Neutral	Song Shen	5.66	59.0	18.9	15.1	5.7	5,560	42.4	(5.8)	(29.9)	(20.9)	(27.4)	(43.6)	0.38	0.50	0.59	26%
601600 CH	Aluminum Corporation of China (A)	Neutral	Song Shen	13.03	114.9	33.9	57.4	12.9	24,406	10.6	(10.0)	(37.3)	(43.6)	(43.5)	(66.9)	0.82	0.79	0.76	-14%
600362 CH	Jiangsu Copper (A)	Neutral	Song Shen	21.21	46.2	26.6	75.2	20.1	9,319	9.4	(5.9)	(33.8)	(42.0)	(24.7)	(58.4)	1.40	1.75	1.71	4%
600565 CH	Anhui Conch Cement (A)	Neutral	Song Shen	43.51	51.7	33.6	91.3	43.5	7,941	16.8	(8.2)	(35.0)	(6.0)	(18.2)	(40.2)	1.69	2.09	2.72	52%
600489 CH	Zhongjin Gold	Neutral	Song Shen	42.51	78.8	23.3	151.2	41.3	2,220	43.6	(8.3)	(35.6)	(53.3)	(11.2)	(62.8)	0.92	1.88	1.84	87%
<b>Oil and Gas</b>																			
601857 CH	PetroChina (A)	Sell	Kevin Koh, CFA	15.86	(12.4)	105.5	44.0	15.0	412,679	10.0	5.8	(5.3)	(27.6)	NA	(48.8)	0.81	0.77	0.80	0%
600298 CH	China Petroleum & Chemical (A)	Neutral	Kevin Koh, CFA	12.83	(1.8)	189.7	28.5	9.9	161,883	N/A	13.9	12.4	(9.4)	(10.4)	(45.2)	0.65	0.85	1.12	34%
601988 CH	China Offshore Services (A)	Sell	Chris Shiu, CFA	22.22	(4.1)	17.2	61.7	20.2	14,518	45.3	0.5	(10.3)	(11.2)	NA	(35.3)	0.54	0.63	0.87	75%
<b>Property</b>																			
000002 CH	China Vanke (A)	Neutral	Yi Wang, CFA	9.35	(6.2)	142.5	24.7	9.2	29,170	87.4	(9.3)	(25.4)	(39.9)	(25.4)	(48.1)	0.55	0.69	0.71	43%
000024 CH	China Merchants Property (A)	Sell	Yi Wang, CFA	14.75	6.0	17.2	100.0	14.6	1,564	66.0	(12.6)	(20.5)	(67.6)	(72.8)	(75.1)	1.21	1.60	1.81	41%
<b>Railroads</b>																			
601006 CH	Dagui Railway	Neutral	Tom Kim	12.36	116.0	28.6	28.1	12.0	23,313	16.0	(5.4)	(26.5)	(29.4)	(25.9)	(51.8)	0.51	0.66	0.76	40%
601333 CH	Guangshen Railway (A)	Sell	Tom Kim	4.00	55.0	12.1	11.1	3.8	4,118	32.0	(6.8)	(24.5)	(39.8)	(54.5)	(57.4)	0.20	0.27	0.32	34%
<b>Shipping</b>																			
600028 CH	China Shipping Development (A)	Neutral	Tom Kim	20.34	36.2	18.7	43.4	19.7	10,066	N/A	0.9	(36.0)	(28.7)	(17.2)	(45.1)	1.20	2.00	2.49	80%
601919 CH	China COSCO Holdings (A)	Sell	Tom Kim	20.09	24.4	86.0	63.6	16.4	29,832	100.0	3.8	(33.9)	(28.7)	NA	(52.9)	1.64	2.28	1.50	277%
<b>Technology</b>																			
000003 CH	ZTE Corporation (A)	Neutral	Donald Lu	59.80	5.4	42.1	79.6												

图表 47: 利润率

Ticker	Company	EBITDA margin (%) 2007E	EBITDA margin (%) 2008E	EBITDA margin (%) 2009E	EBIT margin (%) 2007E	EBIT margin (%) 2008E	EBIT margin (%) 2009E	Net margin (%) 2007E	Net margin (%) 2008E	Net margin (%) 2009E	Net-debt-to-equity Ratio (%) 2007E	Net-debt-to-equity Ratio (%) 2008E	Net-debt-to-equity Ratio (%) 2009E	
<b>Airlines</b>														
60111 CH	Air China (A)	18.4%	13.5%	15.5%	7.5%	3.7%	6.5%	4.3%	2.0%	3.5%	120.6%	86.3%	71.2%	
60029 CH	China Southern Airlines (A)	11.3%	9.5%	11.1%	2.7%	0.1%	2.9%	-1.2%	-2.5%	-2.7%	376.1%	331.8%	242.8%	
60015 CH	China Eastern Airlines (A)	11.3%	7.9%	9.1%	0.1%	-2.7%	-0.4%	-3.8%	-4.9%	-2.8%	1476.0%	1097.3%	807.2%	
<b>Banks</b>														
601398 CH	Industrial and Commercial Bank of China (A)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	31.8%	40.9%	42.7%	NA	NA	NA	
601988 CH	Bank of China (A)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30.8%	34.8%	35.2%	NA	NA	NA	
601899 CH	China Construction Bank (A)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
601328 CH	Bank of Communications (A)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
600036 CH	China Merchants Bank (A)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
600000 CH	Shanghai Pudong Development Bank	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
600015 CH	Hua Xia Bank	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
600001 CH	Shenzhen Development Bank	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
002142 CH	Bank of Ningbo	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	42.4%	45.2%	45.9%	NA	NA	NA	
601988 CH	China CITIC Bank (A)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	29.8%	36.5%	37.8%	NA	NA	NA	
601166 CH	Industrial Bank	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	38.8%	39.3%	39.3%	NA	NA	NA	
601009 CH	Bank Of Nanjing	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	46.6%	50.7%	50.8%	NA	NA	NA	
601169 CH	Bank of Beijing	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	44.1%	49.1%	49.6%	NA	NA	NA	
600016 CH	China Minsheng Banking	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25.0%	26.8%	27.3%	NA	NA	NA	
<b>Brokers</b>														
600030 CH	CITIC Securities	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
600562 CH	Hong Yuan Securities	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
<b>Capital Goods</b>														
000039 CH	China International Marine Containers (A)	6.0%	5.9%	7.3%	4.8%	4.6%	6.0%	6.5%	4.4%	4.1%	45.8%	61.3%	62.1%	
000528 CH	Guangxi Luyong	10.0%	10.4%	11.2%	8.9%	9.3%	10.0%	7.5%	7.7%	8.3%	-8.2%	-0.7%	-8.2%	
600031 CH	Sany Heavy	20.1%	19.5%	19.4%	18.4%	17.9%	17.6%	18.4%	13.3%	13.1%	20.5%	6.2%	-3.3%	
601186 CH	China Railway Construction (A)	4.6%	5.2%	5.8%	2.5%	3.2%	3.7%	1.3%	2.1%	2.8%	62.6%	-69.1%	-64.3%	
601390 CH	China Railway Group (A)	4.2%	4.2%	4.6%	2.5%	2.7%	3.1%	1.4%	1.7%	1.9%	-30.6%	-16.9%	-13.9%	
600075 CH	Dongfang Electrical Corporation (A)	11.3%	5.8%	7.5%	10.1%	3.8%	5.3%	3.2%	3.1%	3.6%	-86.1%	37.5%	-3.5%	
<b>Chemicals</b>														
600688 CH	Sinopec Shanghai Petrochemical (A)	4.8%	6.6%	7.9%	1.6%	3.7%	5.1%	3.0%	4.1%	5.3%	18.6%	24.2%	12.4%	
600871 CH	Sinopec Yizheng Chemical Fibre (A)	3.8%	3.9%	4.5%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-5.6%	-8.8%	-5.1%	
<b>Consumer Discretionary</b>														
002024 CH	Suning Appliance Co.	6.0%	6.1%	6.4%	5.4%	5.6%	5.8%	3.8%	4.1%	4.5%	-67.5%	-54.7%	-53.6%	
<b>Food and Beverage</b>														
600519 CH	Kweichow Moutai	63.4%	62.8%	66.3%	61.9%	61.1%	64.7%	39.1%	41.6%	44.1%	-57.4%	-62.5%	-69.5%	
000869 CH	Yantai Changyu Pioneer Wine (A)	36.2%	38.8%	41.2%	33.8%	36.4%	38.9%	23.3%	27.6%	29.6%	-59.3%	50.8%	48.7%	
600600 CH	Tsingtao Brewery (A)	11.2%	10.9%	11.5%	7.3%	7.2%	7.9%	4.0%	4.7%	5.2%	-0.7%	3.7%	1.3%	
000729 CH	Yangjing Brewery	15.1%	13.6%	13.4%	7.7%	7.4%	7.8%	5.5%	5.2%	5.4%	21.7%	16.0%	13.1%	
600887 CH	Yili Industrial	5.2%	4.9%	5.3%	3.1%	2.5%	2.9%	2.3%	2.0%	2.1%	-17.3%	-12.3%	-1.5%	
600597 CH	Bright Dairy	1.3%	5.0%	6.8%	-1.9%	1.2%	3.2%	2.6%	2.5%	2.3%	-20.4%	-19.4%	-23.7%	
<b>Insurance</b>														
601628 CH	China Life Insurance Company (A)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
601318 CH	Ping An Insurance Group (A)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	NA	NA	
<b>Metals and Mining</b>														
601088 CH	China Shenhua Energy (A)	49.3%	52.8%	50.2%	39.6%	44.8%	42.2%	25.1%	29.8%	28.5%	6.1%	33.9%	19.3%	
601898 CH	China Coal Energy (A)	28.1%	30.2%	33.7%	23.8%	26.4%	29.4%	16.5%	18.9%	20.5%	20.6%	-15.7%	-14.4%	
600188 CH	Yanzhou Coal Mining (A)	38.6%	43.9%	41.9%	30.0%	36.7%	34.9%	22.2%	29.7%	28.5%	-17.5%	-21.9%	-27.7%	
600019 CH	Baoshan Iron & Steel	17.1%	17.1%	17.0%	10.5%	11.0%	11.0%	6.6%	7.6%	7.7%	31.5%	10.8%	-1.0%	
600005 CH	Wuhan Iron and Steel	24.0%	21.3%	21.1%	18.7%	16.2%	15.9%	12.5%	12.0%	11.9%	26.9%	14.0%	-1.4%	
000898 CH	Angang Steel (A)	23.5%	23.5%	19.2%	17.1%	17.2%	13.7%	11.5%	12.6%	10.1%	22.0%	24.1%	21.1%	
600808 CH	Maanshan Iron & Steel (A)	14.3%	14.7%	15.0%	7.7%	8.4%	8.5%	5.0%	5.4%	5.7%	95.5%	63.9%	40.6%	
601600 CH	Aluminum Corporation of China (A)	26.6%	23.3%	21.0%	19.6%	17.4%	14.6%	13.4%	13.0%	11.4%	26.0%	17.6%	14.4%	
600362 CH	Jiangsu Copper (A)	13.7%	16.0%	15.9%	12.2%	14.4%	14.0%	10.0%	10.2%	10.0%	28.1%	33.5%	21.7%	
600585 CH	Anhui Conch Cement (A)	26.4%	27.1%	28.6%	20.3%	21.1%	23.1%	13.2%	14.0%	15.6%	123.9%	113.4%	73.3%	
600489 CH	Zhongjin Gold	6.6%	15.7%	18.0%	5.5%	13.1%	14.1%	2.3%	5.3%	5.3%	-30.4%	-44.1%	-58.9%	
<b>Oil and Gas</b>														
601957 CH	PetroChina (A)	31.9%	27.7%	27.5%	23.9%	19.4%	18.4%	17.4%	13.9%	13.0%	19.9%	-1.8%	6.7%	14.5%
600028 CH	China Petroleum & Chemical (A)	10.7%	7.5%	8.9%	7.1%	4.8%	5.7%	4.7%	4.6%	5.4%	60.3%	56.9%	46.4%	
601808 CH	China Oilfield Services (A)	42.8%	43.1%	44.3%	31.3%	29.8%	32.4%	24.7%	25.5%	28.5%	-45.3%	-30.7%	-31.9%	
<b>Property</b>														
000002 CH	China Vanke (A)	25.2%	30.2%	25.5%	24.8%	29.9%	25.3%	15.7%	18.6%	14.0%	23.3%	7.0%	14.5%	
000024 CH	China Merchants Property (A)	21.8%	26.7%	18.6%	18.5%	25.5%	17.8%	20.1%	17.6%	10.2%	67.6%	111.1%	96.1%	
<b>Railroads</b>														
601006 CH	Dagin Railway	55.6%	53.4%	51.4%	46.9%	47.4%	45.6%	32.0%	35.2%	34.0%	-20.8%	-23.4%	-27.2%	
601333 CH	Guangshen Railway (A)	26.0%	30.7%	33.3%	16.3%	21.1%	22.1%	13.7%	16.1%	17.2%	2.4%	-7.7%	-14.4%	
<b>Shipping</b>														
600026 CH	China Shipping Development (A)	46.4%	62.6%	63.7%	39.1%	55.4%	57.2%	33.0%	42.2%	44.0%	31.3%	-11.2%	-13.6%	
601919 CH	China COSCO Holdings (A)	21.8%	26.7%	19.9%	18.0%	22.9%	15.6%	13.6%	18.0%	12.4%	-37.4%	-18.8%	-12.9%	
<b>Technology</b>														
000093 CH	ZTE Corporation (A)	7.6%	8.1%	8.3%	5.8%	6.2%	6.7%	3.6%	3.8%	3.9%	25.8%	14.7%	18.7%	
<b>Telecom Services</b>														
600050 CH	China United Telecommunications	33.2%	33.2%	28.3%	10.4%	11.8%	7.9%	9.3%	8.7%	5.5%	-3.6%	9.7%	26.6%	
<b>Toll Roads</b>														
600112 CH	Anhui Expressway (A)	87.8%	89.3%	90.3%	72.5%	72.2%	72.2%	28.8%	44.2%	44.1%	17.4%	21.5%	22.9%	
600377 CH	Jiangsu Expressway (A)	71.9%	70.1%	69.2%	55.7%	55.8%	55.9%	32.4%	37.1%	38.3%	48.2%	36.0%	36.0%	
600548 CH	Shenzhen Expressway (A)	81.2%	89.9%	83.5%	64.0%	63.0%	62.0%	61.1%	53.0%	38.6%	64.8%	97.5%	98.3%	
600269 CH	Jiangxi Ganxue Expressway	76.1%	74.3%	73.6%	63.8%	62.9%	62.9%	44.4%	42.4%	44.0%	21.5%	17.4%	9.8%	
600350 CH	Shanghai Expressway	56.8%	52.5%	52.3%	33.6%	31.9%	31.7%	43.1%	52.9%	50.3%	-23.8%	-24.0%	-18.5%	
600033 CH	Fujian Expressway	81.6%	88.8%	100.8%	70.3%	68.0%	66.1%	35.2%	37.8%	32.3%	20.2%	90.6%	193.4%	
<b>Utilities</b>														
601991 CH	Datang International Power Generation (A)	38.9%	31.3%	31.8%	23.6%	16.4%	15.3%	10.4%	6.1%	5.4%	197.2%	248.8%	285.9%	
600027 CH	Huadian Power International (A)	28.6%	19.8%	20.0%	14.5%	8.5%	9.3%	5.9%	1.5%	2.6%	200.7%	220.8%	205.0%	
600011 CH	Huaren Power International (A)	30.6%	19.8%	22.4%	16.0%	7.7%	9.3%	12.4%	5.4%	5.4%	102.4%	157.0%	150.5%	
600874 CH	Tianjin Capital Environmental Protection (A)	62.8%	59.5%	57.3%	42.6%	36.8%	33.0%	18.7%	15.0%	10.8%	71.9%	105.0%	97.4%	
000539 CH	Guangdong Electric Power Development	25.8%	18.6%	18.6%	14.6%	7.3%	7.0%	6.3%	3.0%	2.4%	54.2%	57.7%	63.9%	
600795 CH	GD Power Development	31.5%	26.5%	27.9%	19.3%	13.0%	14.2%	3.8%	6.5%	6.5%	150.9%	173.0%	178.7%	
600849 CH	Shanghai Chengtou Holding	54.5%	52.5%	52.3%	33.6%	31.9%	31.7%	43.1%	52.9%	50.3%	-23.8%	-24.0%	-18.5%	
600642 CH	Shengery	30.1%	25.1%	23.5%	19.3%	18.1%	17.1%	22.5%	14.7%	12.9%	19.1%	29.8%	26.1%	
600900 CH	China Yangtze Power	84.6%	84.6%	84.6%	64.6%	63.5%	62.8%	61.5%	48.8%	45.9%	29.3%	45.1%	55.0%	
600008 CH	Beijing Capital	61.5%	54.8%	51.5%	40.9%	33.2%	30.2%	38.2%	24.4%	27.8%	6.8%	20.4%	17.1%	

注：以下分析师所研究的股票属于高华证券研究范围：唐青青、邓一凡、冯晓峰、王腾杰、王逸、周刚、徐然、邵康麒和吕东风。

上述表格中的估值均为 12 个月估值水平。有关上述目标价格的计算方法和相关风险，请参阅我们的分析师过去发表的研究报告。

资料来源：Quantum、高盛研究预测、高华证券研究预测

图表 48: 估值

Ticker	Company	P/E (X) 2007E	P/E (X) 2008E	P/E (X) 2009E	P/E PEG	P/B (X) 2007E	P/B (X) 2008E	P/B (X) 2009E	P/S (X) 2007E	P/S (X) 2008E	P/S (X) 2009E	Div Yld (%) 2007E	Div Yld (%) 2008E	Div Yld (%) 2009E	ROE (%) 2007E	ROE (%) 2008E	ROE (%) 2009E	EV/EBIT DA (X) 2007E	EV/EBIT DA (X) 2008E	EV/EBIT DA (X) 2009E
<b>Airlines</b>																				
601111	CH Air China (A)	41.8	76.8	99.0	0.3	3.0	2.5	2.3	1.9	1.7	1.4	0.9	0.9	1.0	7.0	3.2	5.9	13.9	16.3	12.2
600029	CH China Southern Airlines (A)	NA	NA	NA	NA	2.4	2.3	1.8	0.8	0.7	0.6	NA	NA	NA	6.0	(10.2)	(2.8)	12.3	14.6	10.4
600115	CH China Eastern Airlines (A)	NA	NA	NA	NA	10.1	8.5	7.1	1.0	0.9	0.8	NA	NA	NA	(44.9)	(56.6)	(32.2)	16.8	21.2	16.0
<b>Banks</b>																				
601398	CH Industrial and Commercial Bank of China (A)	22.1	13.8	11.4	0.2	3.4	2.9	2.6	7.1	5.7	4.9	2.4	3.6	4.4	15.0	20.5	22.2	NA	NA	NA
601988	CH Bank of China (A)	19.0	14.0	11.9	0.4	2.5	2.3	2.1	5.8	4.9	4.2	2.4	3.2	3.8	12.5	15.6	16.8	NA	NA	NA
601939	CH China Construction Bank (A)	20.1	13.0	11.0	0.2	3.4	3.0	2.6	N/M	N/M	N/M	3.4	3.5	4.1	16.4	23.3	23.6	NA	NA	NA
601328	CH Bank of Communications (A)	18.2	12.3	10.4	0.2	2.8	2.5	2.2	N/M	N/M	N/M	2.0	3.3	3.4	15.1	19.9	20.7	NA	NA	NA
600036	CH China Merchants Bank (A)	23.8	16.0	13.5	0.2	5.3	4.3	3.5	N/M	N/M	N/M	1.1	1.8	2.2	22.4	27.0	25.2	NA	NA	NA
600000	CH Shanghai Pudong Development Bank	25.1	13.4	11.3	0.1	4.9	3.7	3.3	N/M	N/M	N/M	0.7	1.1	4.0	19.4	27.5	27.4	NA	NA	NA
600015	CH Hua Xia Bank	19.4	10.9	9.5	0.2	3.1	2.7	2.3	N/M	N/M	N/M	1.1	3.7	4.2	15.8	24.3	24.0	NA	NA	NA
000001	CH Shenzhen Development Bank	16.6	12.1	10.2	0.2	3.7	2.6	2.1	N/M	N/M	N/M	NA	NA	NA	20.4	21.3	20.6	NA	NA	NA
002142	CH Bank of Ningbo	26.0	20.8	16.7	0.4	3.5	3.1	2.8	12.5	9.4	7.7	1.8	1.7	2.1	11.9	15.1	18.7	NA	NA	NA
601988	CH China CITIC Bank (A)	23.9	14.6	11.9	0.2	2.6	2.2	1.9	7.7	5.3	4.5	1.0	2.1	2.5	9.9	15.0	16.2	NA	NA	NA
601166	CH Industrial Bank	15.4	10.7	8.9	0.2	3.5	2.7	2.3	6.1	4.2	3.5	1.2	2.0	2.4	22.1	25.6	25.9	NA	NA	NA
601009	CH Bank Of Nanjing	18.5	15.8	13.8	0.5	2.1	2.0	1.8	10.8	8.0	6.9	2.6	1.3	1.8	9.1	12.8	13.6	NA	NA	NA
601189	CH Bank of Beijing	22.6	15.0	12.8	0.2	3.3	2.9	2.5	11.6	7.4	6.3	0.8	2.1	2.5	12.6	19.1	19.5	NA	NA	NA
600016	CH China Minsheng Banking	16.2	12.4	10.0	0.2	1.7	2.0	1.8	4.4	3.3	2.7	8.5	1.7	2.1	12.6	16.0	17.6	NA	NA	NA
<b>Brokers</b>																				
600030	CH CITIC Securities	13.9	14.1	11.9	0.1	3.3	2.9	2.5	N/M	N/M	N/M	1.0	1.4	1.6	22.9	20.1	20.0	NA	NA	NA
000562	CH Hong Yuan Securities	13.8	19.3	15.6	0.1	4.7	3.8	3.0	N/M	N/M	N/M	0.4	NA	NA	34.0	19.5	19.5	NA	NA	NA
<b>Capital Goods</b>																				
000039	CH China International Marine Containers (A)	9.2	11.6	10.6	NM	1.8	1.7	1.5	0.5	0.4	0.4	3.9	2.8	3.0	18.0	13.1	13.0	12.0	10.7	7.3
000528	CH Guangxi Lulong	16.2	12.4	9.6	0.2	3.9	3.2	2.6	1.2	1.0	0.8	2.3	3.0	3.9	24.1	25.7	26.8	12.0	9.2	7.1
000531	CH Sany Heavy	18.4	15.8	15.4	0.7	2.8	4.9	3.7	3.4	2.4	2.1	4.0	3.9	4.7	33.2	24.4	23.2	17.0	12.7	10.8
601186	CH China Railway Construction (A)	51.1	27.5	17.9	0.2	15.1	2.5	2.2	0.7	0.6	0.5	NA	0.9	1.4	43.6	9.1	12.5	10.7	8.2	6.1
601390	CH China Railway Group (A)	45.6	32.2	23.7	1.9	2.0	1.9	1.8	0.6	0.5	0.5	NA	0.8	1.1	4.1	5.5	7.0	13.8	11.6	9.1
600875	CH Dongfang Electrical Corporation (A)	10.2	31.2	26.0	NM	8.9	7.0	5.6	0.9	1.0	0.9	0.4	0.1	0.2	65.4	17.1	16.6	8.9	17.6	13.4
<b>Chemicals</b>																				
600588	CH Sinopec Shanghai Petrochemical (A)	33.2	20.6	15.1	0.2	2.6	2.6	2.4	1.1	0.9	0.9	1.2	1.9	2.6	7.8	12.3	15.3	25.2	15.4	12.3
600871	CH Sinopec Yizheng Chemical Fibre (A)	NA	NA	NA	NA	2.4	2.4	2.4	1.5	1.5	1.6	NA	NA	NA	0.3	0.3	0.1	37.2	37.5	35.5
<b>Consumer Discretionary</b>																				
002024	CH Suning Appliance Co.	38.7	24.5	17.4	0.2	12.3	8.8	6.2	1.5	1.0	0.8	0.5	0.8	1.1	30.4	34.1	34.3	23.2	15.3	11.3
<b>Food and Beverage</b>																				
600519	CH Kweichow Moutai	48.0	33.9	23.7	0.4	16.5	11.9	8.6	18.8	14.1	10.8	0.6	1.0	1.7	33.8	34.3	35.5	28.0	21.3	14.9
000869	CH Yantai Changyu Pioneer Wine (A)	64.7	36.7	27.7	0.5	15.6	13.4	11.6	12.7	10.2	8.2	1.6	2.5	3.2	27.5	35.3	40.6	33.8	25.3	19.1
600600	CH Tsingtao Brewery (A)	47.8	32.3	24.7	0.6	4.7	4.3	4.0	1.9	1.5	1.3	1.4	2.0	2.8	9.0	12.3	14.7	17.2	13.9	11.3
600729	CH Yanjing Brewery	38.0	32.0	26.1	0.9	2.9	2.7	2.6	2.1	1.7	1.4	0.9	1.1	1.3	6.2	7.1	8.1	15.0	13.0	11.2
600887	CH Yili Industrial	NA	27.7	22.1	2.0	2.5	2.7	2.6	0.7	0.5	0.5	NA	2.3	2.9	9.3	8.8	10.4	12.0	10.6	8.3
600597	CH Bright Dairy	33.7	28.2	35.8	2.6	3.0	2.9	2.8	0.9	0.9	0.8	1.6	1.3	1.5	8.6	7.4	7.5	61.9	17.6	11.1
<b>Insurance</b>																				
601628	CH China Life Insurance Company (A)	18.6	20.7	18.2	0.6	3.5	3.0	2.6	N/M	N/M	N/M	1.6	1.5	1.6	18.8	14.4	14.0	NA	NA	NA
601318	CH Ping An Insurance Group (A)	19.3	20.3	19.9	0.5	3.3	2.8	2.4	N/M	N/M	N/M	1.4	1.4	1.6	16.4	13.4	11.8	NA	NA	NA
<b>Metals and Mining</b>																				
601088	CH China Shenhua Energy (A)	34.3	22.5	18.5	0.5	5.4	5.8	4.9	9.9	6.7	5.3	4.6	2.2	1.9	13.7	20.8	21.2	19.8	13.5	11.1
601898	CH China Coal Energy (A)	21.5	20.1	15.1	0.2	6.9	3.4	2.9	6.9	3.9	3.1	0.6	0.4	0.5	19.9	16.1	17.7	20.0	11.9	8.8
600188	CH Yanzhou Coal Mining (A)	30.9	17.1	15.4	0.3	4.7	3.9	3.3	6.8	5.1	4.4	1.0	1.8	2.0	15.0	22.8	21.5	16.7	10.9	9.9
600019	CH Baoshan Iron & Steel	13.5	10.4	9.2	0.5	1.9	1.7	1.6	0.9	0.8	0.7	3.6	4.3	4.9	13.4	14.9	14.5	5.6	4.9	4.4
600005	CH Wuhan Iron and Steel	13.6	10.9	9.8	0.2	3.4	2.9	2.5	1.7	1.3	1.2	3.6	4.5	5.0	25.1	26.4	25.1	7.4	6.5	5.8
600898	CH Ansteel (A)	12.9	9.7	9.7	0.9	1.9	1.7	1.6	1.6	1.2	1.0	4.6	3.9	4.7	13.9	17.9	15.6	7.8	5.9	5.6
600808	CH Maanhan Iron & Steel (A)	14.9	11.2	9.6	0.4	1.7	1.5	1.3	0.8	0.5	0.5	2.3	3.2	3.7	10.5	13.0	13.8	5.1	5.3	4.7
601600	CH Aluminum Corporation of China (A)	15.9	16.5	17.0	NM	3.0	2.7	2.4	2.2	2.1	1.8	2.3	1.2	1.2	16.8	15.1	12.9	9.2	9.5	9.4
600362	CH Jiangxi Copper (A)	15.1	12.1	12.4	3.5	3.5	2.8	2.4	1.6	1.2	1.2	1.4	1.8	1.8	22.5	23.1	19.2	12.7	8.7	8.8
600585	CH Anhui Gomech Cement (A)	25.8	20.8	16.0	0.4	6.9	4.8	3.8	2.9	2.3	2.0	NA	0.8	1.0	22.2	23.3	23.0	14.3	11.1	9.1
600489	CH Zhongjin Gold	46.4	22.6	23.1	0.3	10.9	2.7	2.5	1.4	1.2	1.2	0.7	1.4	1.3	17.5	19.2	8.6	17.2	6.4	5.7
<b>Oil and Gas</b>																				
601857	CH PetroChina (A)	19.6	20.7	19.9	85.3	3.9	3.5	3.2	3.4	2.9	2.6	2.3	2.2	2.3	18.8	15.8	14.8	10.9	10.6	9.6
600028	CH China Petroleum & Chemical (A)	19.7	15.1	11.4	0.4	3.8	3.1	2.6	0.9	0.7	0.6	1.3	1.7	2.2	17.0	18.8	20.8	10.2	10.9	8.2
601899	CH China Oilfield Services (A)	41.0	35.2	25.6	0.5	5.8	4.9	4.3	11.0	9.0	7.3	0.5	0.6	0.8	13.0	14.0	16.6	24.2	19.6	15.4
<b>Property</b>																				
000002	CH China Vanke (A)	16.9	15.9	13.2	0.4	3.4	3.4	3.5	6.4	4.1	2.3	0.8	2.5	3.0	14.5	20.4	21.8	25.7	13.9	9.0
000024	CH China Merchants Property (A)	12.2	9.2	8.1	0.2	1.4	1.2	1.1	2.6	1.7	0.9	2.0	2.7	3.1	9.0	10.7	10.8	24.6	13.3	9.9
<b>Railroads</b>																				
601006	CH Daqin Railway	24.0	18.6	16.2	0.5	4.3	3.9	3.5	7.7	6.6	5.5	2.4	2.9	3.3	17.8	20.8	21.5	13.0	11.5	10.0
601333	CH Guangshen Railway (A)	19.6	14.8	12.6	0.4	1.3	1.3	1.2	2.7	2.4	2.2	2.0	2.7	3.1	6.8	8.5	9.3	9.7	7.3	6.1
<b>Shipping</b>																				
600026	CH China Shipping Development (A)	16.9	10.2	8.2	0.1	4.2	2.6	2.1	5.6	4.3	3.6	2.5	3.9	4.9	25.3	25.1	25.2	11.5	6.6	5.4
601919	CH China COSCO Holdings (A)	12.3	8.8	13.4	0.0	3.9	3.1	2.7	1.9	1.6	1.7	0.9	2.8	1.8	25.7	29.6	17.4	8.2	5.6	7.9
<b>Technology</b>																				
000663	CH ZTE Corporation (A)	45.8	33.7	24.7	0.5	6.2	5.5	4.8	1.7	1.3										

## 分析师申明

我们，邓体顺, CFA、刘劲津，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资摘要

高盛投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

## Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

## 高盛信息披露

### 主要分析师负责的股票研究范围

信息披露摘要：请参阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 的披露信息。本摘要中所涉及公司适用的披露信息也可参见最近出版的相关研究报告。

### 与公司有关的法定披露

信息披露摘要：请参阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 的披露信息。本摘要中所涉及公司适用的披露信息也可参见最近出版的相关研究报告。

### 评级分布/投资银行关系

高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	28%	57%	15%	51%	44%	41%

截至 2008 年 4 月 1 日，高盛全球投资研究部对 2,975 种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据纳斯达克 / 纽约证券交易所的披露要求，这些评级分别对应买入，持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究行业及评级和相关定义”部分。

### 目标价格与评级历史图

信息披露摘要：请参阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 的披露信息。本摘要中所涉及公司适用的披露信息也可参见最近出版的相关研究报告。

### 法定披露

#### 美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发行，担任董事、做市及 / 或专家的角色。

以下为额外要求的披露：**股权及重大利益冲突**：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。**分析师薪酬**：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。**分析师担任高级职员或董事**：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任

任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事、顾问委员会成员或雇员。**评级分布**: 见上文评级分布披露。**价格表**: 见上文价格表, 其中包括之前的评级变化和价格目标的变化, 若为电子报告, 或本报告分析对象包含多家公司, 请参阅高盛网站: <http://www.gs.com/research/hedge.html>。高盛是美国证券投资者保护基金组织的成员(<http://www.sipc.org>)。

## 美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。**澳大利亚**: 本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发给根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”。**加拿大**: 如果本报告与加拿大股票发行人有关, 高盛加拿大公司已批准本报告, 并同意承担有关责任。分析师可进行实地考察, 但不可收受公司对此等差旅支付的任何款项或偿付。**香港**: 可从高盛(亚洲)有限责任公司获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。**印度**: 有关本研究报告中的研究对象或所提及的公司的进一步信息可能来自高盛(印度)证券私人有限公司。**日本**: 见下文。**韩国**: 可从高盛(亚洲)有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的证券的额外资料。**俄罗斯**: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告, 而是不以产品推广为主要目的的信息和分析, 也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。**新加坡**: 可从高盛(新加坡)私人公司(公司编号: 198602165W)获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。**台湾**: 本信息仅供参考, 未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险, 投资结果由投资者自行负责。**英国**: 在英国根据金融服务局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告, 并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料副本, 以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

**欧盟**: 与欧盟指令 2003/126/EC 第四章(1)(d)和第六章(2)有关的披露信息可参阅 [http://www.gs.com/client\\_services/global\\_investment\\_research/europeanpolicy.html](http://www.gs.com/client_services/global_investment_research/europeanpolicy.html)。

**日本**: 高盛证券株式会社是依据《金融工具与交易法》、在 Kanto Financial Bureau 注册(注册号: No. 69)的金融工具交易商, 同时也是日本证券业协会和日本金融期货业协会的会员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露, 请参见与公司有关的法定披露部分。

## 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**: 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单; 但是, 在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。区域买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**: 代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级**: 每个行业研究的所有股票名单可登陆 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**: 未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**: 未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**: 未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR)**: 在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格(如有的话)已经根据高盛的政策予以除去。**暂停评级(RS)**: 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**: 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**: 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**: 此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**: 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

## 2006年6月26日以前的公司评级, 行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的股票进行排名, 并且给予每种股票三级投资评级中的其中一级(见下文定义部分)。评级需要根据评级分布指引进行, 该指引规定领先评级的股票不应超过 25%, 而落后评级的不应少于 10%。分析师也应给与每种股票三个研究看法中其中一项(见下文定义部分), 这代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象投资前景的看法。每名分析师的研究范围所包含股票详列于 <http://www.gs.com/research/hedge.html>。

定义

**领先(OP)**: 我们预期这种股票在未来 12 个月内的回报超越分析师研究范围中总回报的中位数。**持平(IL)**: 我们预期这种股票在未来 12 个月内的回报与分析师研究范围中总回报的中位数持平。**落后(U)**: 我们预期这种股票在未来 12 个月内的回报落后分析师研究范围中总回报的中位数。

**行业评级**: **具吸引力(A)**: 未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**: 未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**: 未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**当前推荐名单(CIL)**: 我们预期此名单上的股票在未来 12 个月可获得大约 15%-20% 的绝对总回报。此名单只包括获得“领先”评级的股票, 并且必须有 12 个月的目标价格。此名单中的股票在 90 天后会自动被除名, 除非负责的分析师及相关地区投资监察委员会进行更新。

## 全球产品; 分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户并根据某些合同安排制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的股票研究, 以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。

本研究报告在澳大利亚由高盛 JBWere 私人有限公司 (ABN 21 006 797 897) 代表高盛分发; 在加拿大由高盛加拿大公司分发加拿大股票研究, 由高盛集团分发所有其它研究; 在德国由高盛集团德国公司分发; 在香港由高盛(亚洲)有限责任公司分发; 在印度由高盛(印度)证券私人有限公司分发; 在日本由高盛证券株式会社分发; 在韩国由高盛(亚洲)有限责任公司首尔分公司分发; 在新西兰由高盛 JBWere (新西兰) 有限公司代表高盛分发; 在新加坡由高盛(新加坡)私人公司(公司号: 198602165W); 在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国和欧盟分发。

**欧盟：**高盛国际（由英国金融服务局监管）已批准本研究报告在英国和欧盟分发；高盛集团德国公司（由联邦金融监管局监管）可能也会在德国分发。

## 个别司法管辖区特殊披露以外的一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。高盛全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易战略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

我们以及我们的关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权和认股权证）持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。

目前的期权披露文件可以向高盛销售代表取得或通过以下网址取得，<http://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp>。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

我们的研究报告主要以电子版的形式分发，有时也会以印刷品的形式分发。所有客户均可同时获得电子版的研究报告。

披露信息可以查阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 或向研究合规部索取，地址是 One New York Plaza, New York, NY 10004

© 版权所有 2008 年 高盛集团公司

未经高盛集团公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。

# 高华证券信息披露

## 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有具体公司的信息披露。

## 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易战略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权和认股权证）持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

© 版权所有 2008 年 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。