

两会预期下 A 股的独立行情

报告要点

■ 舆情显示市场处于彷徨期

本周舆情前低后高。受到上一周市场低迷的影响，本周上半周舆情都在 50 上下，随着下半周行情走强，舆情在周五超过了 70。这种情况下，我们对次周的收益率做了 t 检验，其结果显示，从统计意义上来讲，下一周涨跌的可能性差不多，而且预期收益率应该就在 0 左右。

■ 美国糟糕的经济数据拖累了股市的表现

截至 2009 年 2 月，制造业部门已经连续 13 个月出现了收缩，这反映了目前经济糟糕的程度。不过，从我们对历史数据的对比来看，PMI 最糟糕的时候一般也是 GDP 经济增速的低点。就业方面同样不容乐观，PMI 就业指数下滑了 3.8，从 29.9 下滑到 26.6，这是连续第七个月出现收缩，尤其是去年下半年雷曼破产后，美国劳动力市场出现了近几十年罕见的大幅恶化。

■ 两会期间区域经济发展问题将被提上日程

两会期间，A 股市场表现平稳，从历届两会的召开日程以及资本市场表现来看，两会之后的月份以普遍性的上涨为主，这更多的是基于两会中所提及的实体经济今后发展方向，考虑到之前国家已经公布相应的十大振兴规划，而医药、农村体制性的改革也已经被持续的提及，因此此届两会的关注焦点可能是在于区域经济振兴规划，重点如西海岸和北部湾建设以及重庆的两江新区建设。

■ 实体经济 V 的右侧延展

在年度报告中，我们已经从围绕长波周期的角度提出了中国实体经济存在“V”字反弹的可能性，这种可能性来源于通胀水平的大幅波动，当然，从产业角度所衍生出的一个现象就是我们在去年四季度以及今年初所看到的，在经历了大幅去库存化之后，生产部门、中间渠道开始逐步将库存水平由超低位像正常水平过渡，而这种过渡也恰恰决定了资本市场在流动性充裕的背景下主导的投资逻辑。可见，未来的市场趋势以及配置方向也将进一步由此展开。

相关图表、数据

表：历年两会期间证券市场表现

年份	两会日期	2 月	两会期间	3 月
1998	3.3-3.19	-1.34%	0.03%	3.02%
1999	3.3-3.16	-3.93%	6.00%	6.23%
2000	3.3-3.15	11.70%	-1.84%	4.99%
2001	3.3-3.15	-5.15%	1.89%	7.84%
2002	3.3-3.15	2.21%	7.88%	5.59%

数据来源：长江证券研究部

分析师：张凡

8621-63290499

zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

8621-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

舆情指标：市场在彷徨中前行

本周舆情前低后高。受到上一周市场低迷的影响，本周上半周舆情都在 50 上下，随着下半周行情走强，舆情在周五超过了 70。

表：舆情指标本周数据

日期	舆情	分歧	沪深 300
2009-3-2	47.01	43.43	2164.666
2009-3-3	53.29	43.86	2142.154
2009-3-4	51.27	43.18	2285.149
2009-3-5	63.41	42.14	2304.919
2009-3-6	73.8	39.38	2260.76
平均	57.76	42.40	

资料来源：长江证券研究部

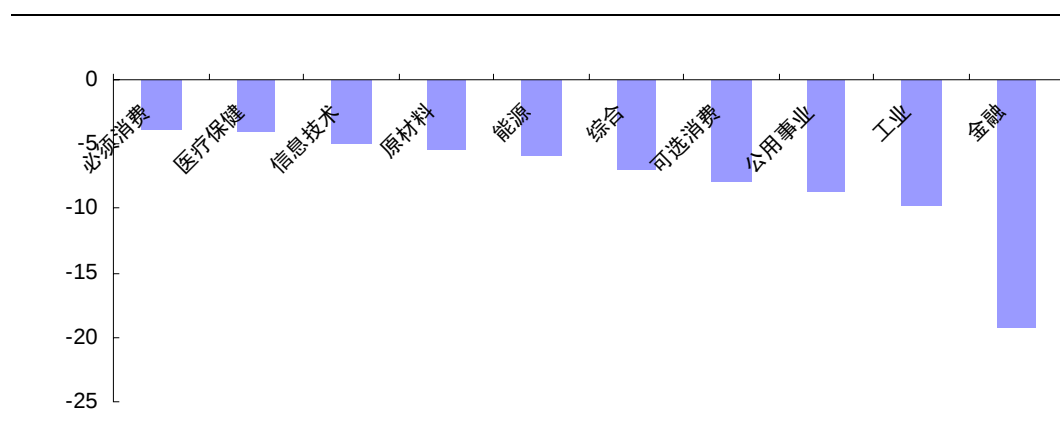
注：2009-3-6 沪深 300 数据为开盘价。

这种情况下，我们对次周的收益率做了 t 检验，零假设是未来一周收益率均值=0，备选假设是未来一周收益率均值<>0，结果是无法拒绝原假设，也就是说从统计意义上来讲，下一周涨跌的可能性差不多，而且预期收益率应该就在 0 左右。

对世界股市和 A 股市场的思考

本周美国股市在金融股的不利影响下，创出本轮调整的新低。另外，美国糟糕的经济数据也是使得市场调整的主要原因之一。

图：本周美股行业指数涨跌幅（%）-- 金融板块领跌，工业与公用事业大幅下挫



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

数据显示，截至 2009 年 2 月，制造业部门已经连续 13 个月出现了收缩，这反映了目前经济糟糕的程度。不过，从我们对历史数据的对比来看，PMI 最糟糕的时候一般也是 GDP 经济增速的低点。美国四季度 GDP 修正至-6.2%之后，我们也相应下调了一季度增速的预期，至 6-6.5%左右，这里面也考虑了存货投资的进一步下滑以及出口的进一步大幅放缓，而政

府大规模经济刺激计划则最早将在二季度显现效果。那么撇开金融机构的稳定性暂且不说，现在究竟是否是美国最黑暗的时候呢，从本周的 PMI 数据中，我们来看一下美国制造业的现状。在生产活动的各个阶段，新订单是最能代表未来需求和生产复苏的领先指标，但本月新订单指数仍然小幅下滑，至 33.1，1 月份为 33.2，这一收缩的趋势已经持续了 15 个月，一般而言，新订单指数超过 48.8 则代表了统计局订单数据的回升；就业方面同样不容乐观，PMI 就业指数下滑了 3.8，从 29.9 下滑到 26.6，这是连续第七个月出现收缩，尤其是去年下半年雷曼破产后，美国劳动力市场出现了近几十年罕见的大幅恶化。

表：库存预期

库存预期 %	认为太高	认为合适	认为太低
2009-02	28	46	26
2009-01	31	49	20
2008-12	30	54	16
2008-11	31	48	21

数据来源：长江证券研究部

不过，有些迹象表明，经济似乎正在探底过程中，美国 GDP 社会库存自 2007 年起就开始逐渐削减，PMI 制造业库存已连续 34 个月显现收缩，2 月份已经降到 37，比 1 月份下滑了 0.5，对于库存的预期则显示，未来一段时间内库存仍将下滑，但这一趋势似乎有所改善，2 月份认为库存太高的人数下降到了 28%，而认为库存太低的人数则上升到了 26，相比此前三个月认为库存太高和太低的人数均有改善，这一百分比水平的变化和反转似乎预示着美国在二季度或者最晚三季度将迎来库存回补的可能，这必将对带动生产回升起到一定的推动作用。

此外，PMI 生产活动指数增长了 4.2，从 1 月的 32.1 上升到 36.3，尽管这仍然连续了六个月以来的收缩态势。而物价指数在遭遇油价暴跌并起稳后，似乎人们看到了通缩迹象得到缓解的一些迹象，因而 PMI 价格指数仍然维持在 29，但这一趋势显然还有极大不确定性。

表：各发达经济体 PMI 指数

	各发达经济体制造业采购经理人指数					
	09-2 月	1 月	12 月	3 个月平均	6 个月平均	1 年平均
美国	35.8	35.6	32.9	34.76	37.16	43.18
欧元区 13 国	33.55	34.42	33.87	33.95	37.25	43.41
德国	32.14	31.96	32.66	32.25	37.11	44.84
法国	34.81	37.90	34.91	35.87	38.08	43.75
意大利	34.99	36.06	35.54	35.53	37.61	42.55
西班牙	31.85	31.51	28.49	30.62	32.37	37.65
英国	34.68	35.79	34.94	35.14	36.94	42.26

资料来源：长江证券研究部

从 2 月份已经公布的主要发达国家 PMI 的表现来看，美国仍然好于预期，也好于欧洲各国。在我们密切跟踪的 6 个欧美发达国家以及欧元区 13 国总体的已公布 PMI 数据来看，仅有美国 2 月份 PMI 高于 3 个月平均值，我们认为在金融市场在不进一步恶化的前提下，美国 PMI 回升至 6 个月平均水平即 37.5 上方时，将带来明显的经济未来可能的探底信号，但这一判断在金融体系仍不确定的条件下似乎又变得更为模糊，因此寻找更多的数据来支持这一结论则变得尤为重要。

两会的相关投资机会

两会期间，A股市场表现平稳，摆脱了世界股市的拖累走出了独立行情。从历届两会的召开日程以及资本市场表现来看，两会之后的月份以普遍性的上涨为主，这更多的是基于两会中所提及的实体经济今后发展方向，考虑到之前国家已经公布相应的十大振兴规划，而医药、农村体制性的改革也已经被持续的提及，因此此届两会的关注焦点可能是在于区域振兴规划，重点如西海岸和北部湾建设。

表：历年两会期间证券市场表现及相关关键词

年份	两会日期	2月	两会期间	3月	两会关键词
1998	3.3-3.19	-1.34%	0.03%	3.02%	农业、国企改革、宏观调控。
1999	3.3-3.16	-3.93%	6.00%	6.23%	扩大内需、农业、国企改革、金融风险、可持续发展
2000	3.3-3.15	11.70%	-1.84%	4.99%	扩大内需、减轻农民负担、教育改革、西部大开发、国企改革
2001	3.3-3.15	-5.15%	1.89%	7.84%	“十五”计划、农业、产业结构升级、西部大开发、社会保障制度、可持续发展
2002	3.3-3.15	2.21%	7.88%	5.59%	扩大内需、农业、经济体制改革、入世、完善社会保障体系、可持续发展战略

资料来源：公开资料，长江证券研究部

西海岸建设

海峡西岸经济区，是指台湾海峡西岸，以福建为主体包括周边地区，南北与珠三角、长三角两个经济区衔接，东与台湾岛、西与江西的广大内陆腹地贯通，具有对台工作、统一祖国，并进一步带动全国经济走向世界的特点和独特优势的地域经济综合体。它是一个涵盖经济、政治、文化、社会等各个领域的综合性概念，总的目标任务是“对外开放、协调发展、全面繁荣”，基本要求是经济一体化、投资贸易自由化、宏观政策统一化、产业高级化、区域城镇化、社会文明化。经济区以福建为主体涵盖浙江、广东、江西3省的部分地区，人口约为6000~8000万人，预计建成后的经济区年经济规模在17000亿元以上。

依据福建省建设海峡西岸经济区概要中的产业支撑体系可见其未来的发展方向：产业发展是建设海峡西岸经济区的重要依托。要以市场为导向、高新技术为支撑、产业转型升级为重点，大力推进农业产业化和新型工业化，积极发展服务业，加快培育特色优势产业，不断推动产业集聚，着力培育产业集群，形成主导产业、特色产业、高新技术产业相互配套、协调发展、具有较强竞争力的现代产业体系。

一、大力发展现代农业。加强对农业的支持和保护，巩固和加强农业基础地位。坚持市场导向，注重科技进步，运用工业化理念，大力发展高产、优质、高效、生态、安全农业，促进农业区域化布局、专业化生产和产业化经营，加快传统农业向现代农业转变。**二、打造先进制造业基地。**坚持加快发展与提升水平并举，产业集聚与优化布局互动，创新管理方式，分产业梳理，按行业推进，着力建设海峡西岸信息产业、石化、汽车及零部件生产、船舶工业、电机产业、工程机械、纺织机械、纺织服装鞋业、农林产品加工等优势产业及配套产品生产基地。**三、提升服务业发展水平。**把服务业发展放在突出位置，加大力度推进服务业发展。坚持市场化、产业化和社会化方向，完善服务业发展政策，制定有效的措施，扩大和引导消费需求，加快拓展生产性服务业和充实消费性服务业，提高服务业在国民经济中的比重，提高服务业从业人员在全社会从业人员中的比重。**四、建设海洋经济强省。**坚持陆域和海域开发联动，加快建设现代化海洋产业体系，积极发展海洋科技，有效利用和保护海洋资源，逐步增强海洋经济实力，使海洋经济发展达到全国先进水平。

相关的公司涵盖：厦门港务、厦门港贸、建发股份

北部湾建设

北部湾是南海西北部的一个半封闭海湾，湾顶(北面)是广西壮族自治区，东面为广东省的湛江市(雷州半岛)和海南省(海南岛)，西面为越南，面积约 12.93 万平方公里。北部湾有明显的区位优势。该海湾面向东南亚，背靠大西南，邻近港澳，毗邻越南。沿海港口既是我国滇、黔、蜀、桂四省区向南出海的最近通道，又是我国距东南亚各国以及南亚海湾区最近的口岸。

北部湾海洋资源丰富。(1) 海底油气资源。北部湾具有良好的储油条件，蕴藏着丰富的石油天然气资源。(2) 海洋生物资源。北部湾是我国著名的渔场，由于它属于热带、亚热带内海，有利于各种海洋生物的快速生长和繁殖。据调查资料表明，北部湾鱼类有 900 多种，主要经济鱼类有 50 多种，鱼类资源达 70--80 万 t；有虾类 200 多种，主要经济虾类有 10 多种，仅据广西沿岸调查虾类资源量约 7000t；沿海经济贝类很多，主要经济贝类有马氏珠母贝、牡蛎、日月贝、文蛤、鲍鱼等；主要蟹有锯缘青蟹、梭子蟹；还有许多有科学、药用价值的海洋生物和珍贵稀有资源，如中国鲎、海蛇、河豚、海马、儒艮和文昌鱼等等。(3) 海底砂矿资源。在北部湾海底沉积物中含有丰富的砂矿，主要有钛铁矿、金红石、锆英石、独居石、磷钇矿、板钛矿等

良好的地理位置使得北部湾中的重点省市广西即使在金融危机的背景下仍存在着良好的发展机遇，广西北部湾经济区基础建设风潮方兴未艾，仅南宁市二 00 九年‘项目建设年’重点建设项目就有一百个。这些项目包括城市轨道交通工程、快速铁路、城市电网改造和邕江梯级工程、物流园区等一批重大基础设施项目建设，计划总投资一千二百多亿元人民币，年度计划投资二百多亿元，这些投资必将带动相关行业的发展，产生大量的工作岗位。而 09 年下半年，钦州千万吨炼油项目将建成投产，其上下游产业亦将有大批企业开工建设；钦州保税港区今年底也将封关运作；钦州市作为中国西部重点的东部产业转移基地，其四个园区，密集型产业的企业已爆满。防城港的钢铁项目、核电项目，及北海市的林浆纸项目，也在加紧推进。

另一方面，随着全球石油危机的加剧，近年来，新兴产业生物质能源越来越受到各国的重视。依托独特的自然条件和地缘优势，位于我国西南边境的广西，将生物质能源产业作为支柱产业来发展，并与毗邻的东盟国家开展了广泛的合作。有关专家指出，广西与东盟国家的生物质能源产业合作前景乐观，需要进一步加强合作的深度和广度，实现能源多元化以达到能源安全。2008 年，广西中粮生物质能源有限公司年产 20 万吨木薯原料燃料乙醇生产装置正式投产，成为我国第一条乃至全球最大的非粮木薯原料燃料乙醇生产线，标志广西生物质能源产业跨上一个新台阶。目前，中国木薯酒精原料 30%来源于越南，采用木薯原料生产酒精或燃料乙醇的木薯干片约 30%产于泰国。

相关的公司涵盖：北海港、柳钢股份

此外，长江证券研究部还准备专门针对重庆两江新区进行专题研究，相关报告近期发出，敬请关注。

投资参考：为什么实体经济 V 的右侧延展能实现（三月资产配置报告）

在年度报告中，我们已经从围绕长波周期的角度提出了中国实体经济存在“V”字反弹的可能性，这种可能性来源于通胀水平的大幅波动，当然，从产业角度所衍生出的一个现象就是

我们在去年四季度以及今年初所看到的，在经历了大幅去库存化之后，生产部门、中间渠道开始逐步将库存水平由超低位像正常水平过渡，而这种过渡也恰恰决定了资本市场在流动性充裕的背景下主导的投资逻辑。可见，未来的市场趋势以及配置方向也将进一步由此展开。

“V”的展现依托于去库存之后的补库存

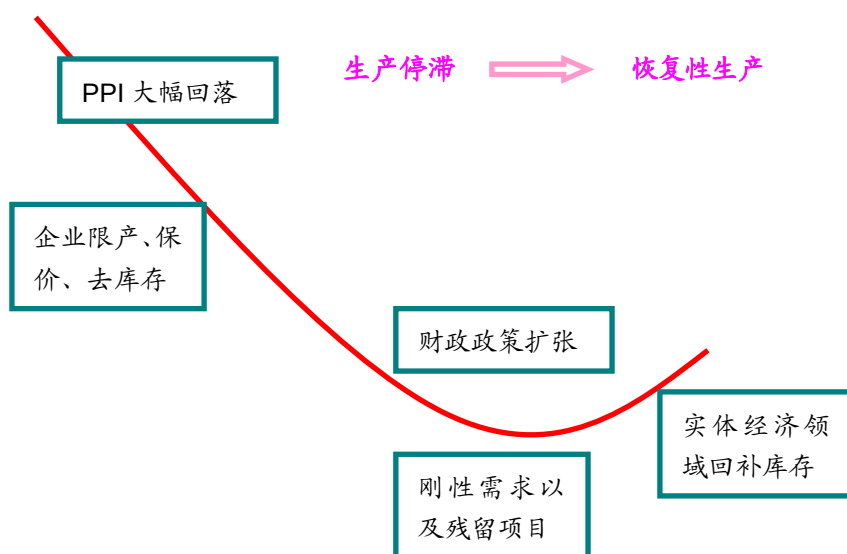
关于“V”字的形成，我们在今年年初的月度资产配置报告《09牛年初——凯恩斯主义赋予希望的阶段》中已经有所阐述，内在的主导是在于围绕通货膨胀大幅波动之后的库存调整：

中国实体经济自去年9月份以来可能形成的第一个低点，从表现形式上与处在起飞萧条期的日本75年、韩国1981年极其类似，PPI大幅回落的过程映衬着实体经济中生产单位原材料成本与产品销售收入的不匹配，边际利润的丧失意味着企业限产、快速清理原有高价原材料生产的产成品更具经济价值，这也就是我们所看到的去库存化过程中发电量增速与实际GDP环比大幅下滑的本质，毕竟在这个阶段，生产部门的唯一操作方式是在于限产保价以及降低产成品库存。

伴随着企业大规模的限产活动，生产过程有望在低位形成新的平衡机制，较低位置的弱平衡其需求不仅源于衰退期之前的残留项目，也源于当通胀成为经济周期的主导调整因素时，价格也就是所谓的成本回落将会激发新的需求产生，当然，低位的弱平衡仅仅是形成资本市场第一个低点的核心因素，此时的促发契机还来源于货币政策放松所带动的流动性释放，以及凯恩斯主义扩张所带动的经济复苏预期。

这其实从本质上就是一个简单的价格调整形成供需新平衡的机制，由于在初始阶段的降库存过程中，生产部门往往在经济拐点初期积累了大量的原材料包括产成品库存，所以价格的回落在初始阶段往往呈现急剧的下跌速度，企业处于盈亏平衡之下的局面展现的是尽快兑现前期利润或者避免更大损失的心理，而经济学中价格促成供需平衡的逻辑则决定了这种过程的短暂性，阶段性的财政扩张以及需求刚性使得生产部门在消耗过多的产成品库存之后，价格出现反弹而生产也由此延续，归结而言，库存由高到低再逐步向均值水平回归的过程，体现的是企业生产由停滞向恢复性生产的过渡，也就是实体经济的“V”的右侧初始推动力量。

图：实体经济“V”的右侧初始推动力量



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

金融危机与通货膨胀引导的存货调整差异

通过对于实体经济“V”的右侧初始推动力量探讨，我们实际上已经基本了解了这一过程，而接下来的问题则是在于了解决定这一过程的必然性以及持续性，凭借我们对于日本以及美国工业化进程的了解，“V”字反弹并不是在每一次经济周期的调整过程中都会展现，决定存货调整的逻辑基础在金融危机与通货膨胀的大背景下，展现出来的完全是另外一种现象。

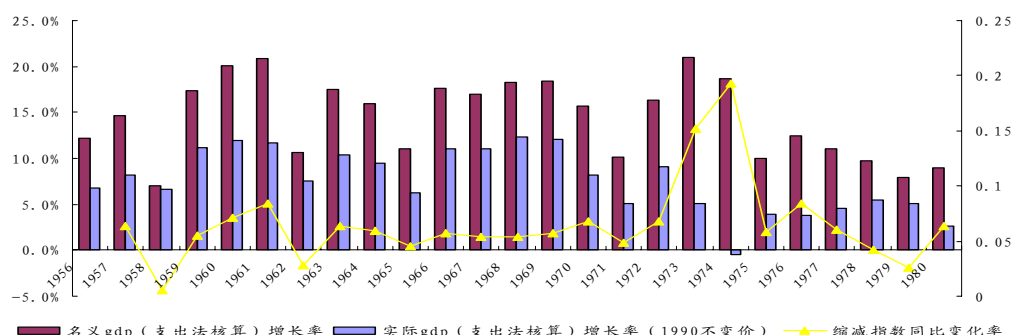
考虑到调整过程的典型性才能体现出 V 字反转的内在动力，我们比较了日本在 70 年代以及 90 年代两次经济调整中，GDP 增速与缩减指数的时滞对比，可以发现，在 74 年的四季度，当缩减指数所代表的通货膨胀处于最高位时，而月度的 PPI 增速呈现见顶回落之时，实际 GDP 创下此轮经济周期的最低点，但是这个过程仅仅持续了一个季度之后，实际 GDP 呈现 V 形反转，也就是跟中国在去年四季度到现在更为类似的情况。

另一方面，在 1990 年初发生资产价格泡沫破灭之后的经济调整过程中，我们可以发现在 1985-1990 年的平成泡沫中，日本国内的通胀水平依然出现了缩减指数大幅上升的迹象，但是伴随着 PPI 的回落，实际 GDP 并没有呈现触底的过程，相反，他在 0 增长的水平维持将近 2 年左右的时间，也就是说，在出现金融危机的背景下，价格的回落并不是决定生产部门恢复生产的核心。

两方对比，究其内在的关键原因，我们认为在于，中国在去年的四季度和日本在 1974 年四季度当价格回落之后，暂且不考虑财政扩张，因为日本在 90 年代初期的时候也有大幅的扩张行财政政策，而残留项目在一定意义上也会存在更多的类似性，那么，价格大幅波动引导存货大幅调整从而引致 V 形的核心其实就在于收入支撑的刚性需求变化。

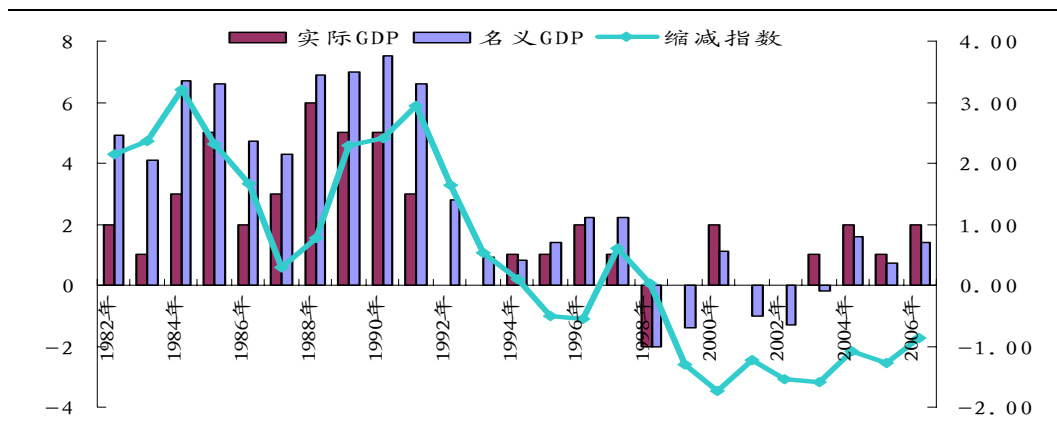
因此，在资产价格泡沫破灭的背景下，企业包括个人的资产负债表迅速恶化，而代表刚性需求的消费者支出中，中国和日本一样都是更多的基于可支配收入，消费贷款的占比一直很低，因此，当出现泡沫破灭时，收入的迅速下降使得基于刚性需求的库存调整，也就是我们一直强调的“V”形反转很难呈现，螺旋式的需求下滑过程决定这是一种 L 型或者 U 型模式。可见，决定“V”的关键虽然从形式上呈现的是存货的大幅波动，但是根本的决定因素却在于收入支撑的刚性需求与产成品价格回落后的博弈。

图：日本 70 年代 GDP 增速与缩减指数同比增速比较



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图：90 年双泡沫破灭后日本 GDP 增速与缩减指数同比增速比较



资料来源：《日本长期统计年鉴》，长江证券研究部

“V” 的后续在于消费部门对生产部门的逆向传导

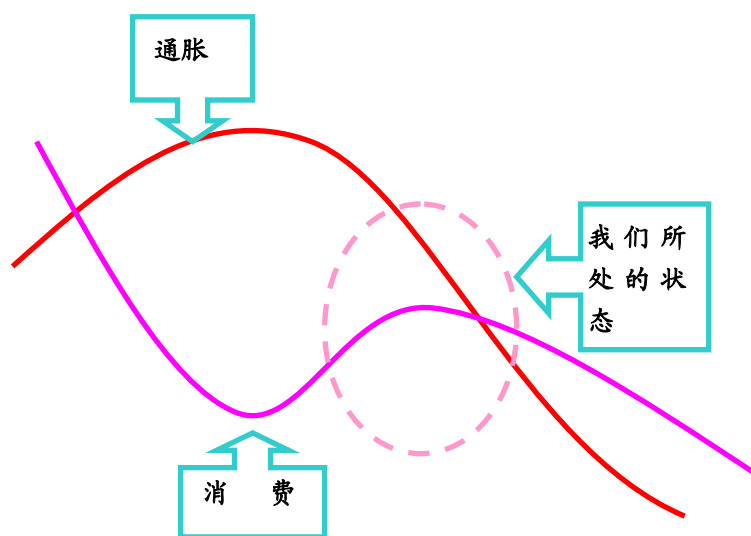
从金融危机与单纯的通胀调整因素分解中，我们可以理解到收入的稳定性对于实体经济“V”形反转的意义，联想到海外经济在受到资产价格泡沫之后仍然处在降低库存的过程中，不得不暗自庆幸收入占比中财富效应的低比例。以目前相关行业的回补库存情况来看，起码在1-2 季度我们应该可以体会到由库存回补形成的“V”字反转，但是这并不意味着中国此轮实体经济调整的真正结束。

在“V”右侧反转的延展中，的确一开始所形成或者说我们所看到的是生产部门的恢复性生产，而这种生产过程所带来的社会库存水平由低位向均值回归的过程，取决于收入增长带来的刚性需求，遵循此逻辑出发，即使将外需回落的因素排除在外，鉴于经济扩张期中由于库存效应所带动的产能投放都意味着在经济调整的后期，落后产能的淘汰仍将延续，也就是一个最为简单的基钦周期。这种调整方向的存在也进一步明确了滞后于生产部门调整的收入下降只是一个时间段的滞后，那么，在没有出现新的经济增长点背景下，V 的右侧必然会比原有的经济高峰左侧要低。

不过，恰如我们在策略报告开头部分就已经提及的，证券市场的持续投资者并不是能够在每一个阶段直接展望到所处周期的末端，我们期盼的是在原有悲观中可能的超预期因素，而收入滞后于投资调整的消费部门投资价值规避逻辑显然一开始就已经被定性，那么恰恰是在这种已经存在的估值差距中，伴随着3 月份可能到来的消费反弹，消费部门的超配价值正在体现。

其实，这种消费的反弹本质上是通胀高点与之后的收入低点间的过渡，收入的滞后性使得消费在短期的主导因素取决于产品价格，当通胀水平大幅回落时，收入的增长虽然在未来某一时点存在由于经济回落导致的下滑，但是就短期而言，由于财政政策扩张以及原有的需求刚性，使得生产部门出现恢复性生产，而这种类似河北钢铁厂 80%小企业复产的过程本身就意味着，过剩产能淘汰从而引导失业率上升的节奏被延后，或者说至少被减轻了，那么，生产部门经营的阶段性乐观也将给予消费部门相应的扩张冲动，可以说，中国在3 月份的“V”字形形势决定于消费部门向生产部门的逆向传导幅度，而此过程才是一种过剩产能淘汰的真正验证。

图：中国“V”的延伸在于消费部门向生产部门的逆向传导



资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
隋立勇	销售经理	(8621) 33130450	13564994177	suily@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。