

日期: 2009 年 03 月 30 日



屠骏

021-53519888*1931

tujun@sigchina.com

李剑峰

021-53519888*1972

lijianfeng86@hotmail.com

俞佐杰

021-53519888*1932

yuzuojie@sigchina.com

“业绩底”与“流动性”的双轮驱动

——2009 年 4 月份 A 股市场投资策略

主要观点:

宏观流动性: 依旧充裕

我们预计 3 月份信贷投放的绝对数量会有所下降,但仍然会保持至少 8000 亿元的规模。同时在季节性因素消失后,3 月份央行在公开市场上的回笼力度减弱。预计 3 月份 M1 同比增长 11.4%,高于 2 月份的 10.87; M2 同比增长 20.5%,与上月的 20.48%基本持平;两者的缺口进一步缩小,交易性货币增长较快,国内市场的宏观流动性继续保持充裕。

对前期预期的修正: 美国经济亮点闪现、投资高增长仍可维持

好于预期的数据明显改善了市场此前的悲观预期,这从美股市场的近期表现可以看出。综合考虑美国系列经济刺激措施以及其在国际金融体系中的地位,我们认为美国会先于日本和欧元区走出经济衰退。

国内去年 11 月份公布 4 万亿投资计划,三个月后就效果显现,预期投资反弹的时间窗口提前将使市场对投资保增长的效率重新做出评估。

业绩底部: 即将得到数据支持

上市公司 08 年业绩下滑的主要源头在 2008 年第四季度。我们预测 08 年四季度净利润同比增幅-40%-42%,08 年净利润同比增幅-4%--5%。09 年一季度利润增速环比将有所回升。银行业 09 年 1 季报将呈现年内最低的利润同比增速,约为-15%,之后才会逐步回升至全年的 3%左右。

市场趋势: 重心上移是主调

结构性通胀预期的出现使得股票投资的收益诉求趋于上升,这将增加股票资产的潜在投资需求。流动性充裕弥补了估值动力下降的负面影响。就 4 月份市场运行基调而言,在业绩底与交易活跃的双轮驱动下,重心上移可以预期。

投资策略及建议:

4 月份建议采取调整仓位、主动出击热点的相对积极投资策略。重点把握年报、季报披露过程中的结构性价值发现亮点,以及各类主题投资机会。通胀预期的长久性与短期过于强劲的价格上涨之间的矛盾,将使得资源类个股在 4 月份存在分化的可能,注意回避其中的结构性风险。4 月份我们将运用“交集策略”的行业配置方法。超配: 化肥、建材、通讯设备、软件行业; 标配: 房地产、医药、机械设备、电力设备行业。主题投资重点关注区域经济振兴、产业振兴规划细则、新能源、结构性资源价格重估。

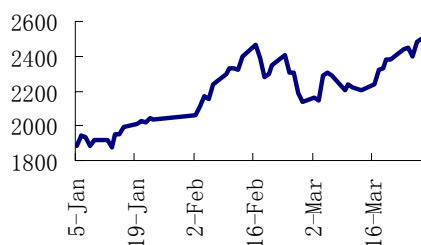
报告编号

TJ09-M0104

相关报告

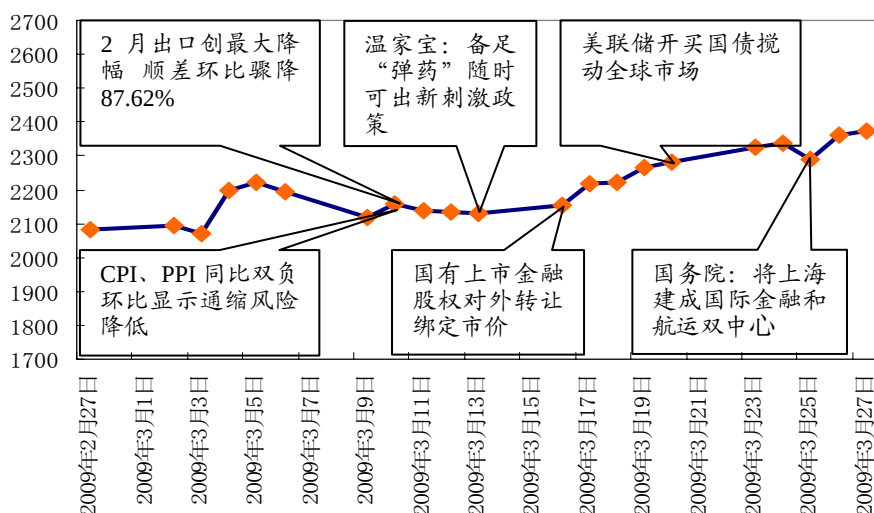
流动性“躁动”后的理性回归

最近 3 个月沪深 300 指数表现



一、三月市场回顾：资金推动、先抑后扬

图 1 2009 年 3 月份 A 股市场运行状况



数据来源：Wind 上海证券研究所

前期我们认为反弹行情在偏离估值修复的流动性“躁动”后，市场已经形成局部的估值修正泡沫，因此需要一个回归理性的调整阶段。3 月份大盘先抑后扬，得益于流动性继续保持充裕与周边市场强劲反弹，大盘结束调整的时间早于我们的预期。

3 月份 A 市场只在有限的时间内延续前期的调整趋势，更多的时间处于震荡回升过程中，月收盘离前期高点 2402 仅一步之遥。市场易涨难跌特征显示了投资者对中线趋势的谨慎乐观预期。

■ 周边市场转变为正面因素

3 月下旬美国公布的经济数据大多好于预期，同时美联储实施量化宽松的货币政策，有效缓解了市场对美国经济过度悲观的预期。目前道琼斯指数 08-10 年预测 PE 分别为 14.72、20.57、11.95 倍，恒生指数分别为 12.16、12.37、10.80 倍，周边市场反弹回升缓解了 A 股的估值压力，周边市场的波动在 3 月份从负面因素转变为正面因素。

■ 资金推动特征依旧

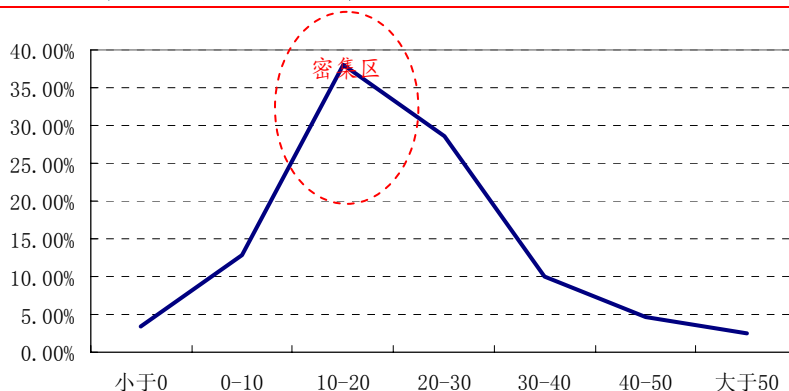
2 月份人民币贷款增加 1.07 万亿元，同比多增 8273 亿元，超过市场一致预期的 5000-8000 万亿左右，这强化了市场对宏观流动性充

裕局面依然维持的预期。2 月份沪深两市月成交金额虽然较 1 月份有所萎缩，但是依然保持在历史高位区域。基本面的不确定性并未阻止市场的持续反弹，资金推动特征依然在延续。

3 月份市场运行特征：风格模糊、强势扩散

3 月份绝大部分个股出现上涨。35% 以上的个股月涨幅在 10%-20% 之间，约 25% 的个股月涨幅在 20%-30% 之间。3 月份市场盈利效应较 2 月份有所加强。

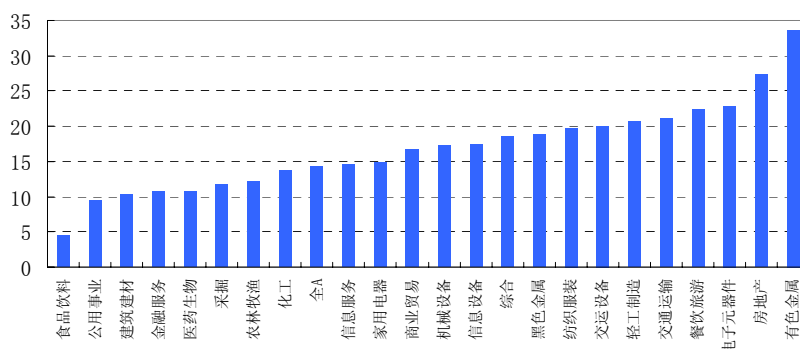
图 2 2009 年 3 月份个股涨跌幅分布



数据来源: Wind 上海证券研究所

3 月份行业指数均出现不同程度上涨。其中有色金属、房地产、电子元器件等行业涨幅居前，显示了经济复苏与通胀预期成为强势行业的主导因素。同时，食品饮料与公用事业等行业涨幅明显落后大盘，显示业绩稳定的防御性行业受到市场的关注度降低。

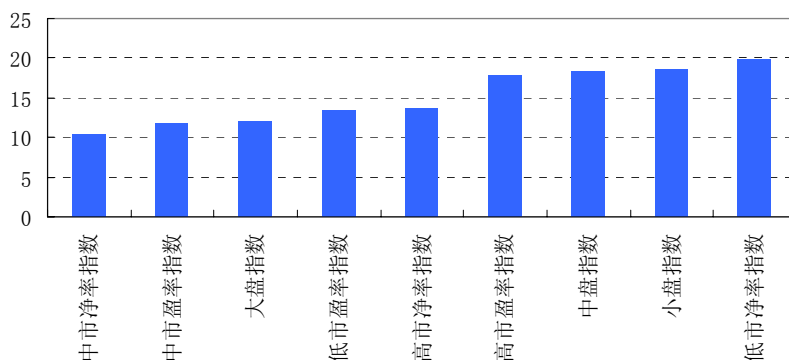
图 3 2009 年 3 月份行业指数表现



数据来源: Wind 上海证券研究所

3 月份风格指数全面上涨，低市净率与小盘股指数涨幅领先。题材炒作与追求安全边际共存。低市盈率与大盘股指数涨幅依然相对落后，市场预期的风格转换并未成为现实。3 月份市场缺乏明显的风格特征。

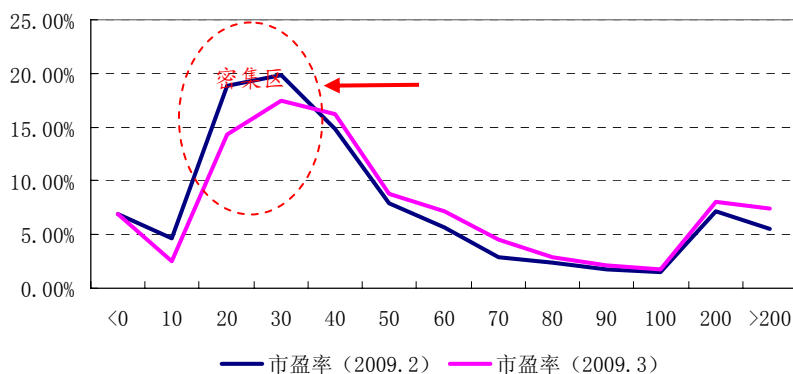
图 4 2009 年 3 月份风格指数表现



数据来源: Wind 上海证券研究所

3 月份市场市盈率分布特征与 1 月份相差不大。但是在 10-40 倍市盈率区间中的个股数量较 2 月份有所下降，显示市场市盈率分布有向高端扩散的趋势。

图 5 2009 年 3 月份市盈率分布



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、4 月市场环境：流动性充裕与业绩底形成

4 月份来自宏观面的影响主要是外部压力改善与流动性充裕预期增强。在全球近忧通缩远虑通胀的背景下，股票资产的吸引力逐步增强。4 月份宏观与市场的关键视角在于：投资反弹的时间窗口提前预期中，市场对投资保增长效果重新评估；流动性充裕弥补估值吸引力下降的过程。在市场环境影响的事件节点上，4 月初 G20 会议召开、4 月 10-15 日经济数据披露窗口以及 4 月下旬年报、季报披露密集期三个敏感时段需要重点关注。业绩底与交易活跃将成为 4 月份市场趋势谨慎乐观的重要依据。

整体来看，4 月份 A 股面临的市场环境动力大于压力，市场的关注焦点将从经济政策预期回归到上市公司业绩预期。

1、宏观流动性充裕下的预期修正

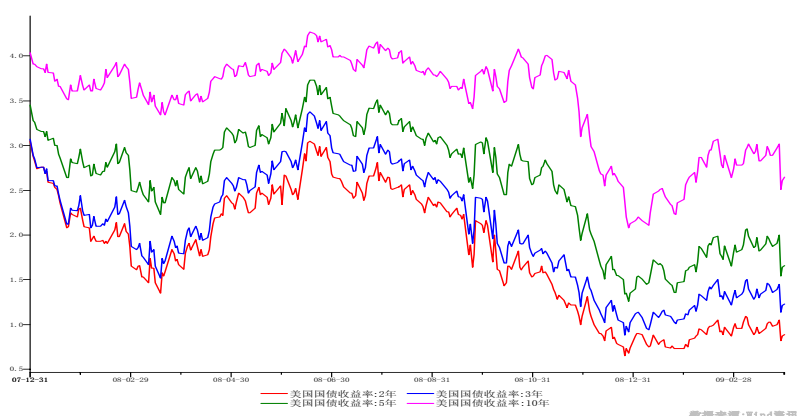
■ 大类资产配置：股票吸引力继续增强

由于基准利率已经接近于零，本月美联储和日本央行不出意料地维持基准利率不变。目前 G3 中只有欧元区尚有继续下调基准利率的空间，不过现行 1.5% 的基准利率水平已经处在历史最低，继续大幅降息的空间也有限。美国和日本收购国债的行动，进一步推低了市场利率，而且这种量化宽松的货币政策必将增加流动性规模。当前中国同等类型的利率水平与发达经济体相近，继续降息的空间也不大。在适度宽松的基调下，国内流动性也将继续保持充裕。

2 月份，欧元区和英国的 CPI 环比都出现了较大幅度上升，美国的 CPI 更是连续两个月环比上涨，加上美、日、英收购国债增发基础货币以及近期大宗商品价格上涨，市场对未来通胀的担忧陡然升温。受经济全球化的影响，国内市场也在重新评估是否会陷入长期、深度的通缩。

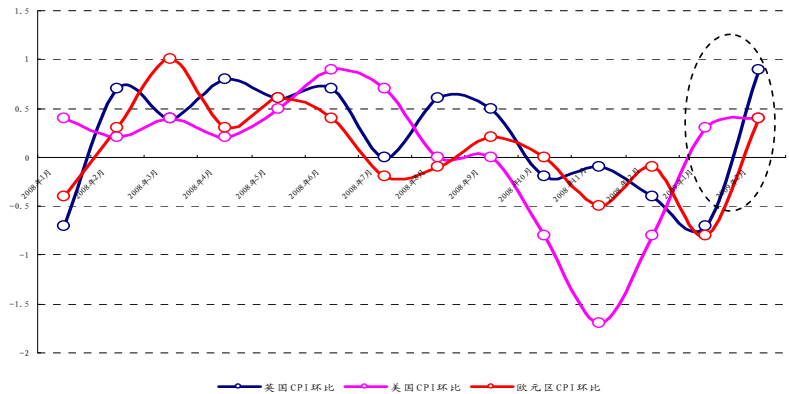
受降息空间有限、流动性充裕以及通缩风险减缓的影响，股票投资会愈发吸引力，这延续了我们上月策略报告中的观点。

图 6 美国收购国债计划推低长债收益率



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 7 美、英、欧 CPI 环比上升



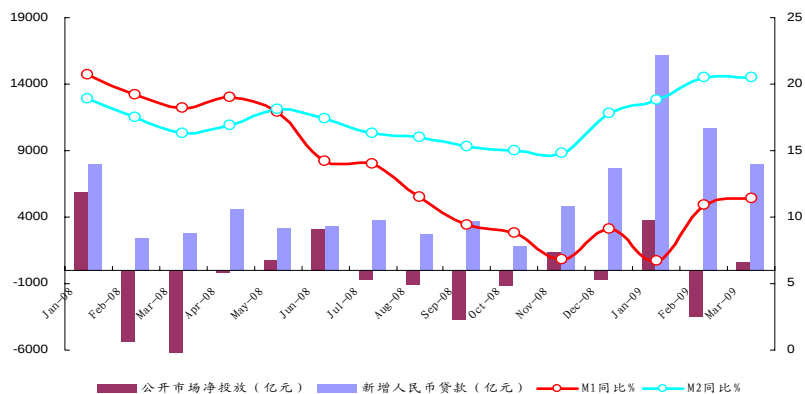
数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

■ 宏观流动性依旧充裕

1) 国内宏观流动性继续保持充裕

继前两个月的高增长之后, 预计 3 月份信贷投放的绝对数量会有所下降, 但仍然会保持至少 8000 亿元的规模。同时在季节性因素消失后, 3 月份央行在公开市场上的回笼力度减弱。预计 3 月份 M1 同比增长 11.4%, 高于 2 月份的 10.87; M2 同比增长 20.5%, 与上月的 20.48% 基本持平; 两者的缺口进一步缩小, 交易性货币增长较快, 国内市场的宏观流动性继续保持充裕。

图 8 国内宏观流动性继续保持充裕



注: 灰色区域表示预测值; 公开市场净投放数据截至 3 月 26 日。

数据来源: Wind 上海证券研究所

2) 外部宏观流动性有望增长

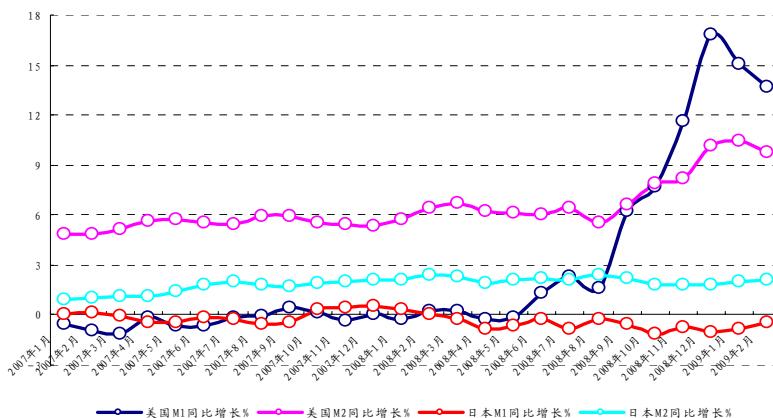
日本的货币供应量保持稳中有升, 继去年 12 月增加长期国债购入量之后, 本月日本银行再次扩大 29% 的收购规模, 其后期货币供应的增速会有所加快。

美国近期的货币供应增速有所下降, 但仍远远高于 2008 年 8 月之前的水平。随着美联储开始实施收购长期国债的“猛药”, 基础货

币增加将导致后期美国的货币供应出现增长。

总体来看，随着以美、日为代表的发达经济体的货币政策进入量化宽松时代，外部的宏观流动性会保持充裕。

图9 外部宏观流动性有望增长



数据来源: Wind Bloomberg 上海证券研究所

3) 中国仍有投资吸引力

本月，几大国际组织纷纷下调了对中国2009年的经济增长预测：经合组织（OECD）由前期的8%下调至6-6.5%；世界银行由前期的7.5%下调至6.5%；国际货币基金组织（IMF）由前期的8.5%下调至6.7%。同时，这些组织也下调了对全球和其他经济体的预测，如世界银行将全球经济增长率由之前的1%下调至-1.5%，IMF也将全球经济增长率由2.2%下调至0.5%，其中将发达经济体的增长率由-0.3%下调至-1.6%。虽然下调后的经济增长率低于中国制定的8%的目标水平，但是相比其他经济体，尤其是国际资本主要流出地的发达经济体来讲，中国的经济增长率仍是非常高的，总体而言，中国对于国际投资者仍具有吸引力。

表1 最新2009年世界经济增长率预测

经济体	最新预测	前期预测	差值
全球	0.5	2.2	-1.7
发达经济体	-2.0	-0.3	-1.7
美国	-1.6	-0.7	-0.9
欧元区	-2.0	-0.5	-1.5
日本	-2.6	-0.2	-2.4
其他发达经济体	-2.4	1.5	-3.9
新兴及发展中经济体	3.3	5.1	-1.8
中国	6.7	8.5	-1.8

数据来源: IMF 上海证券研究所

■ 对前期预期的修正

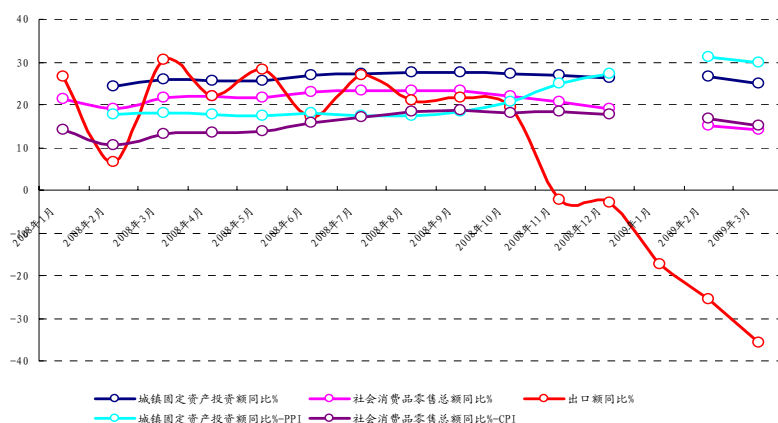
1) 美国经济亮点闪现

近期美国公布的经济数据大多好于预期,尤其是与住房市场相关的一些数据,如营建开支、新屋动工、二手房销售、新屋销售、建筑许可以及MBA抵押贷款申请等。由于建筑许可是反映建筑活动的一个先行指标,预计后期新屋开工和营建开支数据还会保持增长。而耐用品订单超出预期大增,预示后期生产的下滑压力将有所减缓。我们一直认为,住房市场实现稳定是美国金融体系实现企稳并带动实体经济走向复苏的关键。由于房价指数还尚处于下降通道,现在还不能据此判断美国住房市场已经见底,但这些好于预期的数据明显改善了市场此前的悲观预期,这从美股市场的近期表现可以看出。综合考虑美国的种种经济刺激措施以及其国际金融体系中的地位,美国会先于日本和欧元区走出经济衰退。

2) 投资高增长仍可持续

受外需减少和贸易保护影响,我国的出口增速将继续下滑,而内需的表现要远好于外需。由于收入增速下降,今年前两个月,我国的消费增速有所放缓,预计3月份消费增速会继续放缓至14%,但考虑到CPI变动的影响,3月份的实际消费将增长15.2%,高于去年同期13.2%的水平。1-2月份,城镇固定资产投资增速远超出市场预期,考虑到前期增值税转型带来的投资确认影响,预计3月份的投资增速会小幅回落至25%,但用PPI平滑的实际投资增速将达到30%,远远高于2008年的19.2%。这说明投资作为保增长的最直接、最有效的手段,还将继续发挥威力。同时,去年11月份公布并实施4万亿投资计划,不到三个月就效果显现,快于之前预计的3-6个月,预期投资反弹的时间窗口提前将使市场对投资保增长的效率重新做出评估。

图 10 内部需求好于外部需求



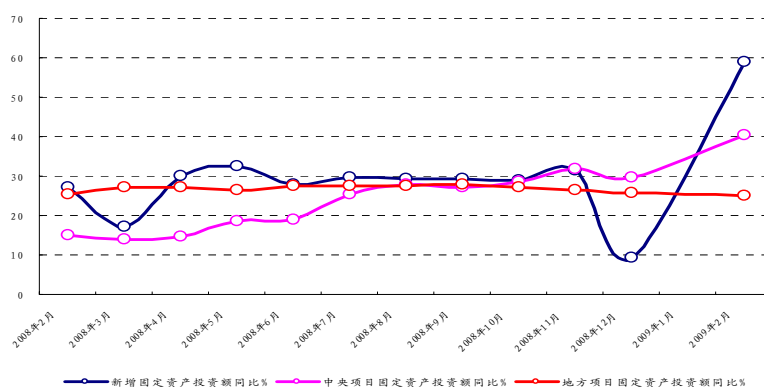
注: 灰色区域表示预测值

数据来源: Wind 上海证券研究所

2月份的投资当中,新增投资大幅增长,在地方项目投资保持基

本稳定的同时，中央项目投资增速显著，这主要是由于去年末中央新增 1040 亿元投资所致。而今年中央将新增投资 4875 亿元，同时地方债的发行也已经开始实施，预计上半年主要由财政支出带动的投资高速增长还可以维持。

图 11 中央项目投资增长强劲



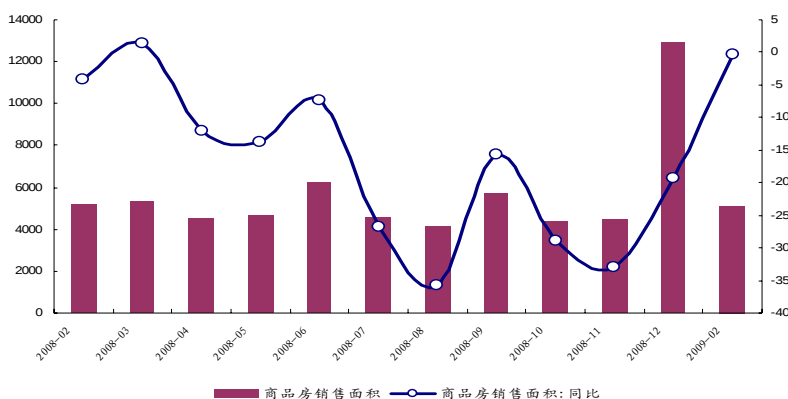
数据来源: Wind 上海证券研究所

3) 终端需求行业面临市场型需求恢复和政策型需求恢复

2 月份，房地产行业的需求出现反弹，商品房销售情况好于预期，市场之前预计的销售反弹时间窗提前。根据我们房地产行业分析师的研究判断，这主要是因为价格下降激发了购房者的刚性需求所致，具有较明显的市场型恢复特征。我们的房地产行业分析师认为，虽然后期存在由于价格上涨导致需求再次回落的风险，但需求再跌至前期低点的可能性不大，总体上看，房地产行业的这种市场型需求恢复虽有波动但在一段时期内尚可以延续。

近期，类似的需求反弹情况同样出现在汽车和家电行业。根据我们汽车和家电行业分析师的研究，这两个行业的需求反弹主要受产业振兴规划和“汽车下乡”、“家电下乡”等政策的推动，具有较明显的政策型恢复特征。同时，家电需求反弹还受到季节性因素影响。由于这些因素的影响力在短期内将继续存在，预计短期内汽车和家电的需求较前期还会有所增长。

图 7 商品房销售情况好于预期



数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 4 月份关注的政策热点

1) G20 峰会: 外部经济走向及国内政策调整

4 月 2-3 日, 二十国集团 (G20) 峰会将在伦敦召开, 此次会议最大的悬念在于欧盟能否在美、日的压力下扩大经济刺激规模, 这将影响世界经济的复苏速度, 对中国外需的恢复也有重要影响。而且, 如果欧盟能够扩大刺激规模, 刺激效果外溢的担忧减弱后, 中国将有更大的政策调整空间。但就目前情况看, 欧盟能否同意扩大刺激规模尚有很大的不确定性, 这会影响世界及中国经济的复苏进程。

2) 产业结构调整规划细则: 关注结构调整与技术创新

截至目前, 物流、钢铁和汽车产业结构调整规划的细则已经出台, 其他七大行业的规划细则有望在 4 月份陆续颁布, 相关扶持措施将得到更加细致地确认。十大产业规划都涉及到结构调整和技术创新的内容, 同时在新的 4 万亿投资计划中, 此部分的投资规模由之前的 1600 亿增加至 3700 亿, 占比由 4% 提高到 9.25%。因此, 相关行业涉及的结构调整和技术创新值得期待。

1、业绩底与交易活跃的双轮驱动

■ “业绩底”助推 4 月行情

截至 3 月 27 日, 已有 621 家上市公司披露年报, 整体业绩同比微增 0.56%。2008 年上市公司前三个季度单季利润增速依次为 16.87%、3.08%、-10.27%, 上市公司 08 年业绩下滑的主要源头在 2008 年第四季度。我们预测 08 年四季度净利润同比增幅-40%-42%, 08 年净利润同比增幅-4%--5%。09 年一季度在前期积极财政政策支持下, 部分先行指标好转, 企业库存消化回补需求, 工业生产及大宗商品价

格触底反弹，并伴随着高价库存出清毛利率水平略有改善，利润增速环比将有所回升。

上海证券金融行业研究员认为，银行业 08 年全年整体净利润增速在 40% 左右，略低于早先市场 45%-50% 的预期。09 年 1 季报将呈现年内最低的利润同比增速，约为 -15%，之后才会逐步回升至全年的 3% 左右。

结合全部 A 股与银行业在 08 年、09 年一季度的净利润同比、环比变化趋势，我们认为在 08 年年报、09 年一季报密集披露的 4 月份，市场对 A 股业绩底已经形成的判断将得到数据的支持，并成为市场持续反弹的重要推动因素。

图 13 全部 A 股 ROE、毛利率预测 (%)

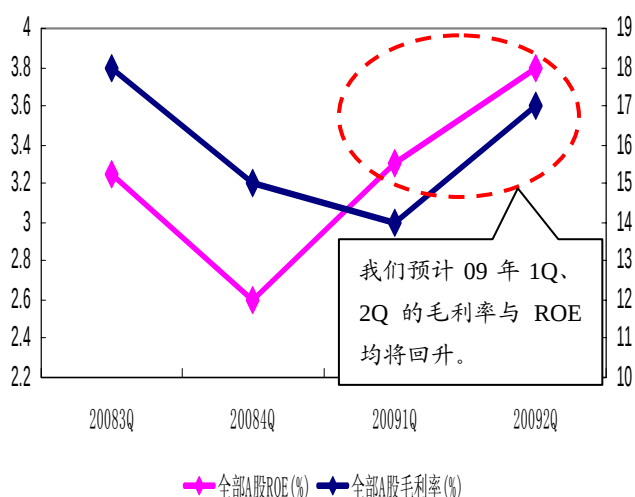
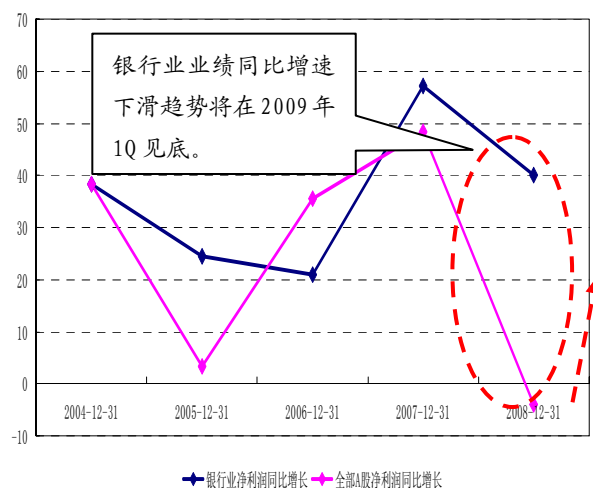


图 14 银行业与全部 A 股业绩同比增长趋势 (%)



数据来源：Wind 资讯上海证券研究所

图 15 A 股市场交易活跃度统计市场

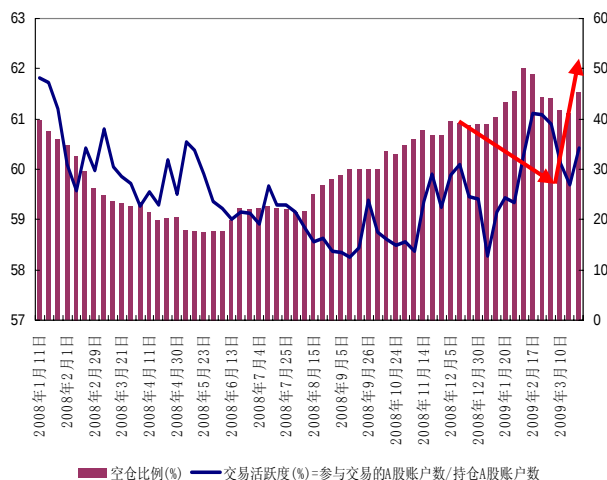
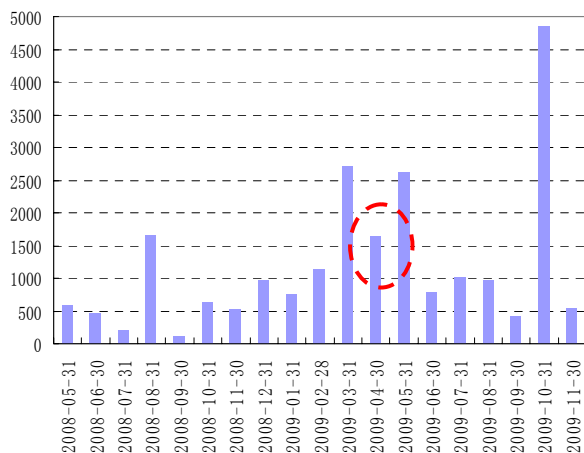


图 16 股权分置股份开始流通月度统计 (亿元)



数据来源：中登公司 Wind 资讯 上海证券研究所

■ 交易活跃度指标仍将“高位震荡”

根据我们统计的 A 股市场交易活跃度指标显示：3 月份四周内 A 股市场的空仓比例分别为 61.42%、61.18%、61.11%、61.53%，交易活跃度分别为 39.04%、31.18%、26.96%、34.2%。空仓比例的相对稳定与交易活跃度的先抑后扬，结合前面对宏观流动性充裕的判断，我们认为 4 月份市场交易活跃度指标依然将“高位震荡”，大盘的强势表现可以预期。

4 月份限售股解禁总量为 197.15 亿股，解禁市值 1865 亿元，环比下降 31.82%。只要 4 月份 IPO 不提前开闸，我们预计 4 月份市场的供给压力不大，这对市场的持续活跃也构成支持。

三、A 股估值现状和预期

A 股估值比较：横向压力减小、纵向动力下降

■ 估值横向比较：相对估值压力减轻

3 月份周边市场虽仍受困于经济衰退趋势，但美联储实施量化宽松货币政策与美国部分经济指标好于市场预期，使得周边市场受有利因素刺激的估值弹性加大。目前 2008 年 A 股 PE18.53 倍，道琼斯指数 08-10 年预测 PE 分别为 14.72、20.57、11.95 倍，恒生指数分别为 12.16、12.37、10.80 倍，世界主要股市平均 PE11.35 倍。如果 4 月份经济数据进一步对周边市场的反弹趋势构成支撑，周边市场估值的回

升将有效缓解前期 A 股在独立反弹中承受的相对估值压力。

3 月份 A-H 溢价指数跌破 150-160 的高位震荡箱体，主要原因是 H 股的反弹幅度后来居上，尤其是对于中资银行 08 年年报体现的价值认同，香港市场优于 A 股市场。这种趋势的形成将在 4 月份进一步降低 A 股前期的股权风险溢价。

表 2 全球主要市场市盈率趋势及表现 (截止 2009 年 3 月 27 日)

全球主要指数	08PE	09PE	10PE	涨跌幅 (%)		
				1W	1M	YTD
上证综合指数	18.71	17.07	14.80	4.09	14.00	-33.68
沪深 300	17.71	18.00	15.41	5.00	16.75	-36.22
道琼斯工业平均指数	14.72	20.57	11.95	6.84	10.10	-36.35
法国巴黎 CAC40 指数	9.51	9.78	8.21	1.77	5.11	-39.51
伦敦金融时报 100 指数	17.39	10.30	8.99	1.46	1.80	-31.51
德国法兰克福 DAX 指数	16.45	10.92	8.99	3.31	9.36	-35.92
恒生指数	12.16	12.37	10.80	10.02	10.21	-39.36
圣保罗 IBOVESPA 指数	10.38	9.84	6.73	4.57	9.75	-30.68
纳斯达克综合指数	21.74	19.83	14.99	6.03	12.15	-31.66
墨西哥 MXX 指数	13.12	11.39	9.52	4.92	14.44	-32.49
东京日经 225 指数	27.22	273.39	37.33	8.57	13.99	-32.71
俄罗斯 RTS 指数	3.93	6.55	4.72	3.48	32.43	-64.81
印度孟买 Sensex30 指数	10.39	11.88	11.60	12.06	13.01	-38.62
标准普尔 500 指数	12.44	13.98	11.04	6.17	11.00	-37.96
瑞士苏黎士市场指数	47.19	11.13	9.72	1.78	3.87	-32.70

数据来源: Bloomberg 资讯 Wind 资讯 上海证券研究所

■ 估值纵向比较: 动力减弱

目前全部 A 股估值: PE=18.53 倍 (上年 3 季*4/3), PB=2.84 倍 (去年年报)。上述估值状况显示, 当前 A 股整体的估值水平已经远远偏离 0.95 的置信区间, 徘徊于历史估值的低位区域。根据我们 2008 年策略报告中对 2009 年盈利增长预测-10%, 假设 2010 年同比增 10%, 永续增长 4%, 目前股权成本为 9% 左右, 三阶段 DDM 模型的合理估值为 17 倍, 对应上证指数为 2080 点。因此目前 A 股依然具有一定的安全边际。但相对于 3 月份而言, A 股市场的估值动力有所减弱。

表 3 A 股整体静态 PE 和 PB 数据历史分布统计

估值方式	历史高值	历史低值	中值	0.95 置信区间	最新值
PE 估值	84.34	11.19	42.80	37.37~49.58	18.53
PB 估值	18.86	1.62	4.01	2.84~7.01	2.84

数据来源: 上海证券研究所 Wind 资讯

剔除 PE 大于 100 的数值

全部 A 股的 PE、PB 在 3 月份先抑后扬。A 股的估值回升趋势已经基本反映了市场对经济回暖的预期。在 A 股估值对正面因素的弹性将有所减弱的情况下，仅从估值的角度而言，大盘持续反弹需要经济刺激政策与经济数据的进一步支持。

图 17 全部 A 股 PE、PB

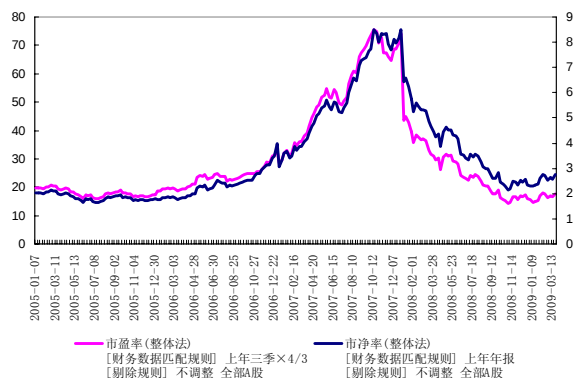
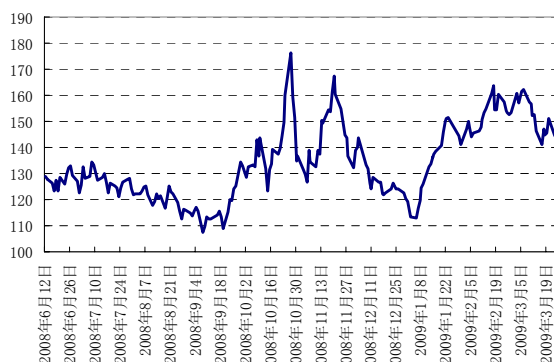


图 18 A-H 股溢价指数



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

三、市场趋势判断：重心上移是主调

我们认为 3 月份推动市场上涨的两大因素：流动性充裕与外围市场转暖仍有望延续。另外，结构性通胀预期的出现也使得股票投资的收益诉求趋于上升，这将增加股票资产的潜在投资需求。流动性充裕弥补了估值动力下降的负面影响。

在 4 月份影响大盘波动的敏感因素方面，我们建议关注 4 月初 G20 会议召开、4 月 10-15 日经济数据披露窗口以及 4 月下旬年报、季报披露密集期三个敏感时段。其可能对大盘短期波动形成重要影响。就 4 月份市场运行基调而言，在业绩底与交易活跃的双轮驱动下重心上移可以预期。

四、行业配置建议

1、投资策略：调整持仓结构 主动出击热点

在 2009 年度投资策略报告中我们认为，经济周期与企业盈利变化的长周期特征决定了 A 股整体性投资机会在 2009 年难以实现。盈利预期回升导致的行业结构性反弹将成为市场的主要的投资机遇。目前来看，行业复苏预期、产业政策、区域经济政策以及事件催化剂所

导致的结构性机会仍在层出不穷。

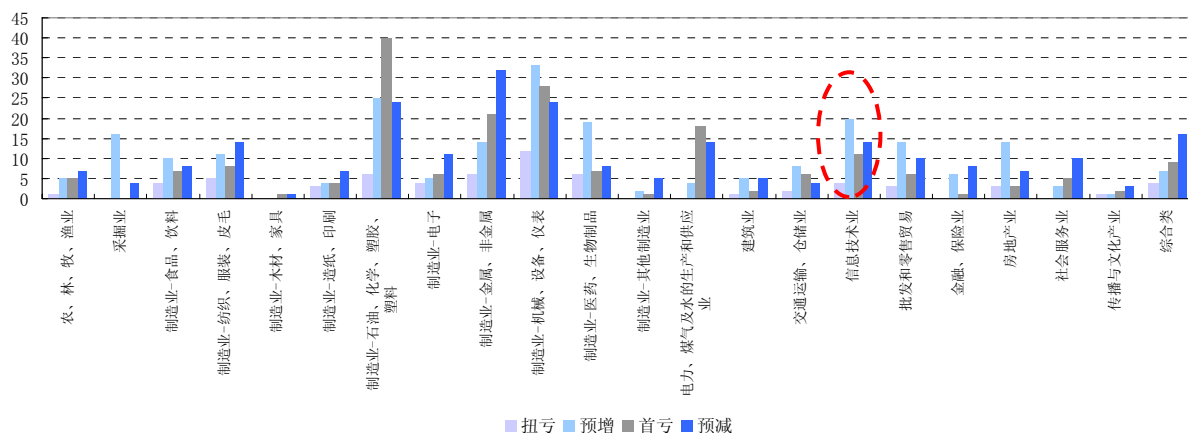
基于以上现状与 4 月份大盘重心上移的预期，4 月份我们建议采取调整持仓结构，主动出击热点的相对积极投资策略。重点把握年报、季报披露过程中的结构性价值发现亮点，以及各类主题投资机会。通胀预期的长久性与短期过于强劲的价格上涨之间的矛盾，将使得资源类个股在 4 月份存在分化的可能，注意回避其中的结构性风险。

2、行业业绩和估值趋势

■ 信息技术行业预增公司数量上升

从 2008 年上市公司最新业绩预告情况看，行业景气特征前期相差不多。但石油化学塑胶塑料、金属非金属、机械设备仪表行业首亏公司数量有所上升。值得注意的是信息技术行业预增公司数量本期出现显著上升。由于信息技术行业内公司预增均基于主营业务收入增长，因此我们对信息技术行业的整体业绩预期持正面判断。

图 19 2008 年行业业绩最新预告情况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 4 A 股及行业指数 2007 年和 2008 年前三季度业绩增长统计

行业及指数	每股收益 (元)		净资产收益率 (%)		毛利率 (%)		主营业务利润同比增长 (%)		净利润同比增长 (%)	
	2007Q3	2008Q3	2007Q3	2008Q3	2007Q3	2008Q3	2007Q3	2008Q3	2007Q3	2008Q3
全部 A 股	0.29	0.33	12.52	11.67	18.53	18.51	34.52	12.75	66.54	10.2
沪深 300	0.33	0.36	13.66	12.62	19.26	18.91	35.29	11.84	59.57	9.41
综合	0.07	0.12	3.52	6.80	13.73	21.12	-7.36	78.16	72.50	136.52
商业贸易	0.27	0.34	9.74	10.75	11.34	12.27	34.11	34.80	61.12	48.70
家用电器	0.22	0.28	7.54	10.10	16.79	18.46	30.12	27.62	250.94	42.56
医药生物	0.19	0.25	7.66	9.80	24.49	27.47	15.71	26.96	60.70	42.40
房地产	0.19	0.19	7.21	7.23	35.22	38.03	50.73	40.74	84.85	37.07
交通运输	0.27	0.32	10.84	11.53	26.59	23.13	25.18	27.13	48.83	35.25
信息设备	0.10	0.13	3.36	4.23	16.58	19.87	16.76	26.26	-6.40	34.83

食品饮料	0.31	0.39	11.30	12.71	33.33	34.57	22.79	23.57	42.70	31.46
金融服务	0.28	0.35	14.33	15.13	8.68	19.67	45.56	21.40	86.42	28.93
建筑建材	0.25	0.21	8.87	7.19	15.12	12.77	39.12	23.28	109.58	28.56
纺织服装	0.18	0.20	7.16	7.27	17.69	21.15	20.65	25.40	85.46	24.54
信息服务	0.16	0.18	6.66	7.17	35.32	34.87	8.16	-11.58	42.16	22.19
黑色金属	0.51	0.56	13.37	12.98	14.20	12.55	41.84	19.74	40.74	19.34
机械设备	0.37	0.34	12.83	10.98	17.93	17.06	28.81	30.98	49.52	15.02
轻工制造	0.21	0.21	7.90	7.13	19.00	19.30	27.18	19.95	45.59	13.21
采掘	0.50	0.58	13.31	14.29	30.78	36.74	28.46	13.34	29.05	4.55
交运设备	0.37	0.29	12.50	10.18	15.67	14.73	92.71	10.32	173.38	1.45
电子元器件	0.11	0.09	4.85	4.02	15.07	17.67	52.35	17.64	1769.61	-16.86
农林牧渔	0.06	0.05	3.14	2.47	14.46	13.91	5.20	27.08	-30.87	-17.12
餐饮旅游	0.20	0.14	8.17	5.28	41.24	40.64	23.15	-3.01	48.75	-20.66
有色金属	0.62	0.44	17.70	10.93	18.13	15.15	34.01	-10.03	43.43	-24.92
化工	0.42	0.20	14.33	6.28	16.67	9.03	34.64	-49.95	50.14	-50.02
公用事业	0.27	0.02	9.32	0.56	23.79	9.97	17.08	-50.33	42.82	-93.31

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 政府投资依然是主要看点

三季度行业指数的业绩统计显示,电子元器件、农林牧渔、餐饮旅游、有色金属、化工和公用事业(电力)六大行业的净利率同比增长呈负增长。

我们宏观分析师判断,投资作为保增长的最直接、最有效的手段,还将继续发挥威力。去年 11 月份公布 4 万亿投资计划并新增中央投资 1040 亿元,不到三个月就效果显现,快于之前预计的 3-6 个月,预期投资反弹的时间窗口提前将使市场对投资保增长的效率重新做出评估。今年中央将新增投资 4875 亿元,同时地方债的发行也已经开始实施,预计上半年主要由财政支出带动的投资高增长还可以维持。因此基建需求相关的建筑建材、电力设备、机械设备等行业依然是 4 月份的关注重点。

表 5 行业盈利状况及估值水平(截至 2009 年 3 月 27 日)

行业分类	总市值 (亿元)	总市值 比例(%)	净利润同比增长率(%)			PE		PB
			2008Q1	2008Q2	2008Q3	TTM	2009 年	
采掘	1799.03	1.12%	70.38	175.98	245.12	41.66	28.37	4.34
餐饮旅游	26508.77	16.46%	-1.83	-10.83	-34.37	17.12	14.36	2.76
电子元器件	12260.44	7.61%	43.06	32.91	-80.18	27.92	16.81	2.73
房地产	5548.7	3.45%	70.63	30.78	8.76	9.81	12.8	1.43
纺织服装	6898.05	4.28%	-30.11	135.53	-16.76	31.01	36.12	3.84
公用事业	6011.39	3.73%	-64.94	-97.48	-110.25	25.9	18.56	2.87
黑色金属	7420.29	4.61%	13.52	37.46	0.72	25.29	20.87	3.99
化工	1553.45	0.96%	-44.13	-58.62	-49.37	32.4	27.11	2.58

机械设备	4761.4	2.96%	33.27	8.99	7.8	22.27	19.63	2.91
家用电器	1756.37	1.09%	127.07	14.61	3.13	32.11	23.44	3.13
建筑建材	1613.88	1.00%	55.02	2.93	-35.82	22.64	16.82	3.06
交通运输	3851.52	2.39%	70.72	3.21	-41.84	31.56	22.94	5.23
交运设备	1652.93	1.03%	63.72	25.5	-3.8	21.12	18.75	2.71
金融服务	1248.69	0.78%	176.51	80.05	-221.38	21.77	15.96	2.11
农林牧渔	4773.39	2.96%	62.15	12.03	-7.08	32.17	21.17	4.3
轻工制造	6778.01	4.21%	71.55	71.22	8.27	39	26.08	2.67
商业贸易	9096.86	5.65%	48.53	54.77	-4.47	11.55	18.69	2.4
食品饮料	7742.51	4.81%	12.1	134.28	-13.83	28.56	18.57	3.3
信息服务	39675.24	24.64%	-30.66	106.35	52.24	14.28	12.51	2.44
信息设备	3508.08	2.18%	36.09	56.76	35.39	23.24	18.39	3.27
医药生物	579.18	0.36%	15.2	-8.79	-56.21	40.1	30.34	3.29
有色金属	3960.1	2.46%	111.9	35.44	2780.22	28.78	20.73	3.35
综合	2045.9	1.27%	70.38	175.98	245.12	49.46	21.28	4.58

3、行业配置策略

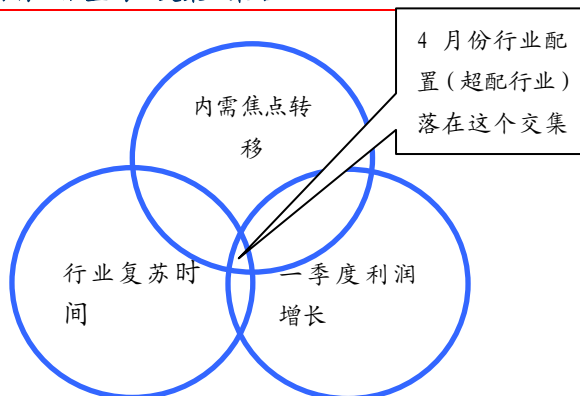
寻求需求复苏曾经是我们对 3 月份行业配置的主要思路。根据目前宏观经济数据与行业微观面的最新变化，4 月份我们将运用“交集策略”的行业配置方法。

首先，基于 09 年一季度业绩预期。09 一季度利润增速同比将大幅负增长行业：有色金属（一季度环比增长）、航运、钢铁、造纸、电子元器件等；09 一季度业绩同比增速将大幅增长行业：石化、电力、通信设备、医药等；

其次，基于政策创造需求→终端需求行业复苏→外需改善预期的反弹驱动路径以及资源价值的结构性重估。我们认为量化宽松货币政策形成的通胀预期是长久的，短期过于强劲的价格上涨将使得资源类行业产生结构性的泡沫，即使行业的基本面有所转暖也无法支撑价格的快速上涨。因此我们认为资源类个股在 4 月份存在分化的可能。有色金属行业受制于下游需求依然低迷，存在估值压力。而煤炭等估值合理的矿产资源类行业依然具有被结构性重估的可能。

最后，根据投资时钟理论：投资钟将经济周期划分为四个不同的阶段。在每个阶段，标识的资产类和行业的表现倾向于超过大市，而处于对立位置的资产类及行业的收益会低过大市。据此，投资钟所揭示的衰退向预期复苏阶段过渡的行业复苏时间序列是：可选消费→生物医药和主要消费、信息高科技基础原材料→金融、电信

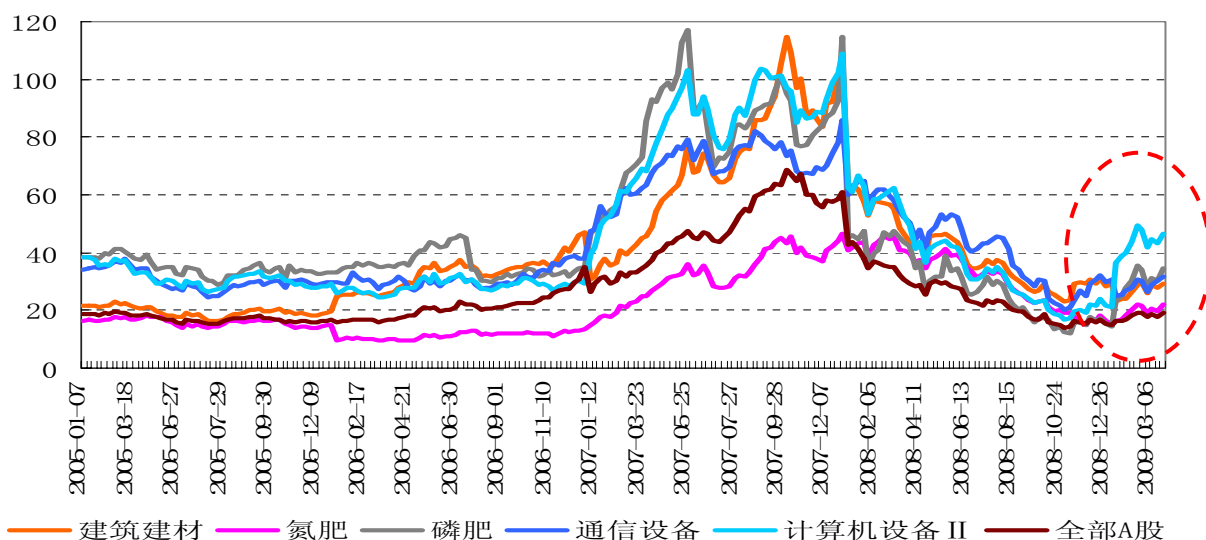
图 20 4 月份行业配置的“交集”策略



数据来源：上海证券研究所

基于以上“交集”策略，4 月份我们建议超配：化肥、建材、通讯设备、软件行业；标配：房地产、医药、机械设备、电力设备行业。

图 21 4 月份超配行业与全部 A 股的估值比较



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

具体配置评级如下：

表 6 2009 年 4 月份行业配置评级

行业分类	配置评级	理由
电信设备	超配	受 3G 建设推动，行业景气度维持，但因重复建设严格监管会制约增速持续上升。
建筑建材		2009 年 1-2 月固定资产投资增速超预期，显示基本建设投资已经启动，并促使了固定资产投资的高企，建筑建材行业估值重心存在上移可能。
化肥（子行业）		4 月份化肥价格面临回升，化肥行业面临季节性需求回升
计算机软件（子行业）		不易受宏观调控影响、行业信息化发展过程中对软件产品和服务需求不断加大、优质企业不断涌现推动行业向前发展。

银行、证券、保险		息差下降不改行业盈利增长趋势，金融屏障降低信贷冲击，行业在政策调整预期下存在机遇。
港口、高速公路、航运		具有良好的防御性且流充裕，但受进出口贸易回落影响，适当规避航运板块。
化工、石油开采		受国际石油价格回落影响，尽管上游成本回落，但成品油价格也面临压力。
电子元器件、家用电器		消费需求趋于平稳，行业增长潜力不足。
轻工制造、纺织服装		外需回落难以扭转，内部政策扶持还需观察后效，景气度持续回落。
煤炭		资源优势的持续体现，具有长期的投资价值。临时价格干预临近结束面临新的价格调整空间。
汽车及零配件	标配	需求回落将导致行业面临经营压力，规避轿车行业的短期压力。
商业贸易、医药、电信服务、食品饮料		抗周期性消费类行业，在经济增速放缓预期下依然能够保持稳定的增长。
基建（铁路建设）、机械设备		投资需求将继续维持行业的稳定增长。
农林牧渔、餐饮旅游		成本上升、需求回落降低行业毛利率。
电力、水务		要素价格改革的直接受益行业，估值面临向上调整。
房地产		房地产行业虽然处于明显回暖过程中，但从行业整体看销量的回升还难以弥补利润水平的下降，目前还看不到全行业业绩的拐点。
钢铁、有色金属	低配	国家收储与国际有色金属价格反弹有利于有色金属行业业绩回稳，但需求依然不容乐观，未来行业趋势仍持谨慎判断。
航空		经济回落导致客座率上升，行业竞争降低盈利能力，负面效应还待释放。

资料来源：上海证券研究所

4、4 月份重点推荐股票组合

■ 2009 年 4 月份投资组合

4 月份投资选股思路主要是基于以下线索：

（1）借鉴上述行业配置的分析结论，我们认为整体而言，市场对需求复苏的焦点依然集中在政府投资与终端需求行业的复苏预期上。因此，建筑建材、房地产、汽车等行业内的个股结构性机会依然值得期待。而 IT 设备子行业中的个股中线投资机会正在浮出水面。

（2）由于实体经济依然处于萧条期导致行业景气周期轮动的无序化，因此积极把握主题投资机会仍将是主要的选股思路。其中区域振兴、产业振兴规划细则、新能源、资源价格重估主题投资范畴内的个股机会将层出不穷。

（3）4 月份是上市公司年报、季报披露的密集期，个股价值突变的机遇将会逐步展现，其中 ST 板块将成为 4 月份高贝塔值个股的集中地。激进型投资者可关注。

综合上述分析，上海证券 2009 年 4 月份股票组合是：

表 6 上海证券 2009 年 4 月份投资组合

股票代码	股票名称	推荐理由
600141	兴发集团	属于矿电磷一体化，竞争力较强，成长性较高，可以给予较高评级。
600078	澄星股份	08 年 4 季度大幅存货计提并不影响公司长期价值，拥有食品磷酸出口资格，可以享受出口溢价，未来磷矿资源增值空间较大。
600986	科达股份	逐步占领工程设计咨询和电子产品研发设计等高端环节，近年有望在公路桥梁设计、咨询和功率半导体、新型建筑材料研究等方面取得突破。
000024	招商地产	公司销售情况较好，持有的物业优质，房地产项目皆为位置良好销售前景可看好，09 年业绩有保障。
000789	江西水泥	成本控制和区域市场整合已体现成效，未来业绩将受益于政府投资拉动
002161	远望谷	公司是铁路超高频射频识别技术(RFID)开发商，今年以来业绩保持超预期增长，能够分享铁路建设扩张。
002177	御银股份	公司独特的 ATM 合作运营业务性质决定了公司业务费用支出较靠前，而收益稍滞后，目前公司价值有所低估。
002253	川大智胜	公司现正处在一个市场需求加大、政策支持以及上市后技术资金具备实力的市场环境，公司势必会把握这个市场加快成长的机遇。
600320	振华港机	受益于上海“两个中心”建设，并进入轨道交通建设设备市场及铁路建设设备市场，将进一步拓展公司产品线。
000951	中国重汽	受益于财政4万亿投资拉动，上半年需求回暖可能超出预期。

■ 2009 年上海证券投资组合表现回顾

2009 年我们推出了政策驱动和价值优势二个投资组合，分别是：

政策驱动投资组合：

华新水泥（600801）、安泰科技（000969）、海尔电器（600690）、中材科技（002080）、远望谷（002161）、民和股份（002234）、澄星股份（600078）、宝钛股份（600456）、八一钢铁（600581）、东方电气（600875）

价值优势投资组合：

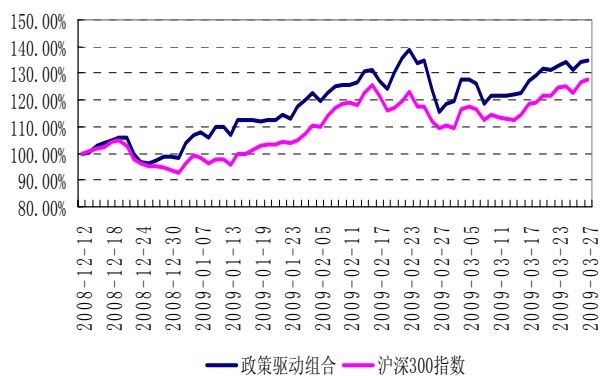
三一重工（600031）、北大荒（600598）、九芝堂（000989）、恒源煤电（600971）、中兴通讯（000063）、潍柴动力（000338）、青岛啤酒（600600）、一汽轿车（000800）、中金黄金（600489）、苏宁电器（002024）

表 7 2009 年度上海证券研究所投资组合表现统计（2008.12.12-2009.3.27）

投资组合	期间表现	期间最大涨幅
政策驱动投资组合	34.83%	38.87%
价值优势投资组合	40.77%	44.92%
沪深 300 指数	27.47%	27.47%

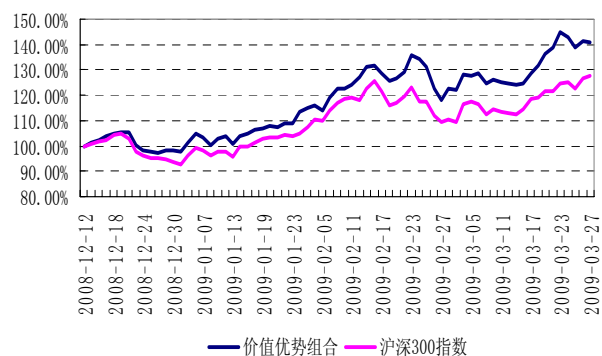
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 22 2009 年政策驱动投资组合表现



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 23 2009 年价值优势投资组合表现



五、2009 年度上海证券研究所重点关注股票

表 8 2009 年度上海证券研究所重点关注股票组合

序号	股票代码	股票名称	最新股价	行业	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	PB	投资评级
1	002253	川大智胜	29.39	IT	0.67	0.71	0.83	1.04	58.42	50.16	40.34	32.89	4.38	跑赢大市
2	002161	远望谷	23.80	IT	0.51	0.55	0.77	1.06	56.06	43.54	30.23	21.47	8.03	跑赢大市
3	002230	科大讯飞	27.78	IT	0.67	0.74	0.91	1.25	55.65	42.07	31.00	23.47	5.94	跑赢大市
4	600598	北大荒	13.90	农业	0.33	0.35	0.48	0.61	43.41	38.02	32.77	28.72	5.25	跑赢大市
5	002234	民和股份	15.34	农业	0.79	0.98	1.15	1.40	19.47	22.50	19.22	13.28	2.68	跑赢大市
6	002216	三全食品	29.25	食品加工	0.77	0.90	1.21	1.77	38.13	33.41	27.45	22.20	3.26	跑赢大市
7	000063	中兴通讯	33.47	通信设备	1.30	1.60	2.10	2.50	35.91	26.58	20.05	16.18	3.16	跑赢大市
8	002194	武汉凡谷	21.00	通信设备	0.54	0.82	1.09	1.47	39.21	29.48	22.81	18.24	4.74	跑赢大市
9	600485	中创新测	15.65	通信设备	0.2	0.35	0.6	0.94	79.40	46.67	28.96	22.08	5.99	跑赢大市
10	600600	青岛啤酒	20.53	酿酒	0.43	0.63	0.84	1.10	48.12	36.08	26.48	21.22	4.42	跑赢大市
11	600519	贵州茅台	113.98	酿酒	3.00	4.60	5.70	6.60	38.00	24.05	21.25	17.71	9.57	跑赢大市
12	000568	泸州老窖	20.48	酿酒	0.55	1.04	1.30	1.60	36.92	20.26	16.22	13.22	8.65	跑赢大市
13	600543	莫高股份	19.97	酿酒	0.21	0.42	0.61	0.85	124.63	54.94	43.98	41.91	3.69	跑赢大市
14	000800	一汽轿车	12.35	汽车及配件	0.34	0.65	0.88	1.23	36.36	18.87	16.90	13.91	3.19	超强大市
15	000338	潍柴动力	31.17	汽车及配件	3.88	4.64	4.16	5.32	12.86	11.97	12.78	11.09	3.22	跑赢大市
16	600166	福田汽车	9.99	汽车及配件	0.42	0.48	0.54	0.68	23.57	27.52	25.39	16.85	2.86	跑赢大市
17	000951	中国重汽	23.02	汽车及配件	1.71	1.28	1.5	1.92	13.46	17.88	16.87	13.36	3.85	跑赢大市
18	600690	海尔电器	9.80	家电	0.48	0.65	0.75	0.92	20.38	14.19	12.11	9.69	1.93	跑赢大市
19	601009	南京银行	13.29	银行	0.5	0.78	0.82	0.86	26.84	15.97	15.25	13.99	2.27	跑赢大市
20	600036	招商银行	15.93	银行	1.04	1.59	1.61	1.62	15.37	10.01	9.47	8.80	2.80	跑赢大市
21	601169	北京银行	11.97	银行	0.54	0.83	0.84	0.88	22.26	13.61	12.53	11.45	2.38	跑赢大市

续表:

序号	股票代码	股票名称	最新股价	行业	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	PB	投资评级
22	600030	中信证券	24.19	证券	3.74	1.1	1.32	1.55	12.95	22.57	23.03	18.13	3.04	跑赢大市
23	601318	中国平安	38.87	保险	2.05	0.2	1.1	1.45	18.93	(191.20)	30.18	21.42	3.59	跑赢大市
24	600489	中金黄金	59.27	有色金属	0.72	1.54	1.99	2.58	83.03	37.41	31.96	26.20	5.53	跑赢大市
25	600547	山东黄金	81.33	有色金属	0.54	2.35	2.6	2.67	150.04	35.80	31.86	25.87	12.80	跑赢大市
26	600456	宝钛股份	20.40	有色金属	1.25	0.81	1.02	1.5	17.24	23.78	29.65	21.88	2.30	跑赢大市
27	600236	桂冠电力	7.95	电力	0.24	0.02	0.21	0.35	35.18	298.87	44.46	27.50	2.98	跑赢大市
28	600795	国电电力	6.44	电力	0.63	0.02	0.24	0.32	20.51	142.16	27.88	20.53	2.46	跑赢大市
29	600517	置信电气	21.31	电力设备	0.86	0.64	1.01	1.34	49.58	33.37	20.67	15.80	9.96	跑赢大市
30	002028	思源电气	29.80	电力设备	1.57	1.29	1.65	2.05	30.06	24.12	19.82	15.38	3.81	跑赢大市
31	000400	许继电气	14.97	电力设备	0.31	0.32	0.63	0.78	48.82	57.64	30.82	24.05	2.66	跑赢大市
32	600875	东方电气	35.96	电力设备	2.44	0.54	2.08	2.39	15.94	97.51	18.64	14.21	19.43	跑赢大市
33	600141	兴发集团	17.54	磷化工	0.30	1.20	1.00	1.20	58.00	14.34	22.68	18.07	3.92	超强大市
34	600078	澄星股份	7.79	磷化工	0.13	0.68	0.81	0.97	59.76	11.83	20.19	17.39	3.44	超强大市
35	600031	三一重工	23.70	工程机械	1.08	1.01	1.46	2.13	21.96	24.69	17.44	14.38	6.20	超强大市
36	000680	山推股份	11.88	工程机械	0.59	0.86	1.1	1.41	20.22	14.59	13.41	11.07	3.12	超强大市
37	002037	久联发展	12.65	化工材料	0.34	0.3	0.6	0.7	40.79	33.71	13.93	11.53	3.24	超强大市
38	002080	中材科技	26.28	化工材料	0.5	0.65	1.15	1.3	52.51	40.39	24.32	16.58	5.62	跑赢大市
39	600636	三爱富	6.76	化工材料	0.27	0.12	0.5	0.65	27.98	6.27	(4828.57)	62.59	3.26	跑赢大市
40	002215	诺普信	20.45	农药	0.7	0.55	0.75	1.05	50.26	35.35	26.65	20.72	6.12	跑赢大市
41	000553	沙隆达A	8.11	农药	0.05	0.45	0.8	1.05	162.72	33.99	21.32	14.41	4.58	超强大市
42	002078	太阳纸业	10.78	造纸	0.76	0.99	1.02	1.05	14.19	12.23	10.21	8.89	2.01	跑赢大市
43	000488	晨鸣纸业	7.30	造纸	0.47	0.75	0.64	0.66	15.56	9.36	9.20	8.64	1.21	跑赢大市
44	600581	八一钢铁	8.74	钢铁	0.52	0.72	0.97	1.45	16.79	9.58	16.80	15.83	2.37	跑赢大市
45	600005	武钢股份	7.64	钢铁	0.83	0.93	1.12	1.34	9.19	8.31	10.30	8.75	2.02	跑赢大市
46	000969	安泰科技	18.28	冶金	0.34	0.34	0.65	0.97	58.38	58.07	39.69	22.80	4.09	跑赢大市
47	600801	华新水泥	22.39	水泥	0.72	1.2	1.32	1.5	31.13	20.62	16.52	12.47	2.22	跑赢大市

48	600350	山东高速	5.29	公路运输	0.346	0.39	0.46	0.52	15.28	13.74	11.75	10.49	2.06	跑赢大市
49	600269	赣粤高速	9.52	公路运输	0.94	0.9	0.92	0.98	10.14	10.14	10.33	9.61	1.59	跑赢大市
50	600395	盘江股份	16.57	煤炭	0.26	1.23	1.43	1.5	101.91	8.61	6.69	5.57	5.09	跑赢大市
51	600971	恒源煤电	21.81	煤炭	1.07	1.45	1.73	1.75	20.42	15.52	13.31	11.71	2.53	跑赢大市
52	600048	保利集团	22.28	房地产	1.21	1	1.51	1.72	36.69	22.79	18.48	14.76	3.88	跑赢大市
53	000024	招商地产	22.12	房地产	1.37	0.85	1.5	1.76	32.81	30.47	22.59	17.80	3.41	跑赢大市
54	000002	万科A	8.33	房地产	0.7	0.46	0.56	0.7	18.91	17.89	18.33	15.52	2.87	跑赢大市
55	000759	武汉中百	8.57	商业零售	0.22	0.31	0.42	0.53	38.18	27.42	22.05	17.39	3.07	跑赢大市
56	600858	银座股份	15.35	商业零售	0.50	0.61	0.80	1.00	30.84	24.16	21.19	16.59	3.02	跑赢大市
57	002024	苏宁电器	18.59	商业零售	0.49	0.81	1.07	1.39	37.94	24.10	20.11	16.23	6.34	跑赢大市
58	000989	九芝堂	11.13	医药	0.72	0.91	1.02	1.15	25.92	28.45	21.40	22.88	2.72	跑赢大市
59	000538	云南白药	35.49	医药	0.8	0.92	1.08	1.2	56.28	42.58	33.14	24.54	6.33	跑赢大市

数据来源: Wind 上海证券研究所行业公司部

分析师承诺

分析师 屠骏 李剑峰 俞佐杰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

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）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。