

潜伏，只为下一轮泡沫

策略研究报告

2009 年 04 月 27 日

——2009 年 5 月 A 股策略报告

相关研究报告

《心中拥有春天》
《金融股领涨，政策预期促反弹》
《两会行情如何走：向左 or 向右》
《春回大地暖人心》
《警惕经济飞鞋，期盼政策红包》
《荆棘路上觅阳光》
《风险溢价修正，反弹仍可期待》
《去杠杆化浪潮下的低估值格局》
《后泡沫时代的政策性反弹》
《望穿秋水且拿反周期政策取暖》
《A 股静待突破，转型梦何时圆》
《奥运情结孕希望，反弹高度难乐观》
《安得五月展“红”图？》
《四月迷思：穿行在股改下半场的估值乱象里》
《烽火连三月：后峰值时代狼烟四起》

报告作者：

高级研究员 肖彦明
电话：021-58766036-205
E-mail: xiaoym@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- **结构性泡沫需要结构性调整来化解。**政策真空期的红利衰减使得估值繁荣背后的政策创建力遭遇质疑，信贷周期向股市流动性的有限传导难以成就金融脱媒式的估值驱动，预计贷款增速的环比放缓将对市场信心构成冲击。
- **睁眼看业绩，从政策红利、宏观趋暖、流动性预期向微观基本面回归。**政策预期逐渐被透支，资金推动力也在减弱，市场开始寻找微观基本面的支撑，但并不乐观的 A 股业绩难以维持高企的估值（23 倍 09 动态 PE），大盘调整至 20 倍 PE（对应上证指数 2250 点）成为可能。
- **新一轮泡沫在调整中酝酿。**当本轮估值泡沫被阶段性释放之后，A 股吸引力上升，而高信贷投放、货币政策的滞后、内外经济的改善会降低通缩预期与实际利率，“不差钱”故事依然会主导市场，估值泡沫可能卷土重来。
- **潜伏是强势调整市况下的生存秘籍。**5 月股市会续写“sell in May”的历史规律吗？上述的逻辑支持着我们谨慎的市场判断，新一轮泡沫值得期待但并非一蹴而就。因此，短期内，站在防御的角度，我们将超配的资金放在消费类的估值洼地，涉及的行业主要包括：酒类、旅游、医药、家电。中期看，为迎接新一轮泡沫，高风险偏好的投资者可在 5 月调整中寻找好的买点，潜伏于一些强周期消费品如金融、汽车、地产；受益于出口回暖的航运、纺织服装；资源类的有色金属、煤炭。

目 录

目 录	2
1. 调整进行时：结构性泡沫的释放.....	3
1.1 微观流动性，传导有限重在预期.....	3
1.2 红利衰减，政策真空期的烦恼.....	7
1.3 估值紧绷，微观基本面的回归.....	8
3. 新一轮泡沫还在酝酿	12
4. 防御，潜伏期的生存之道	13

“有一种胜利叫撤退，有一种占领叫失败”——热播剧《潜伏》

那个前几天还处在狂欢状态的 A 股派对，有一天，突然发现一只脚站在了悬崖边上，烽烟四起，十面埋伏。曾经炙手可热的概念涨停股率先蹦极，强周期热门品种纷纷遭遇“生死劫”，大盘蓝筹股诡秘地按兵不动，一切都变了！机构们守望着自己的资产，静观市场的变数；套牢盘捏着手中的筹码，无奈地憧憬股市的上扬；看客扣着腰间的钱袋，迷茫地欣赏着 A 股的潮起潮落。但迷一样的市场又有谁看得懂呢？或许这是一个变革的月份，同时也是危险与机遇并存的时期，如何危中掘机、变危为机，是目前投资者们共同的命题。

1. 调整进行时：结构性泡沫的释放

从 08 年 11 月的 1664 低点反弹至今年 4 月份高点，上证指数累计涨幅超过 50%，09 年动态 PE 最高达 23 倍，而 A 股业绩很难支撑这一估值水平，泡沫化现象日趋明显，但全面化泡沫尚未形成，其中中小盘、题材股泡沫相对严重，一些滞涨的大盘蓝筹还处于估值洼地，因此，结构性泡沫需要结构性调整来化解。我们认为，导致市场调整的因素主要包括：政策红利的出尽、新增贷款环比放缓对市场信心的冲击、估值偏贵带来的大小非减持压力、经济数据的波动以及管理层可能重启 IPO 平抑过度投机的尝试。政策真空期的红利衰减使得估值繁荣背后的政策创建力遭遇质疑，信贷周期向股市流动性的有限传导难以成就金融脱媒式的估值驱动，预计贷款增速的环比放缓将对市场信心构成冲击。

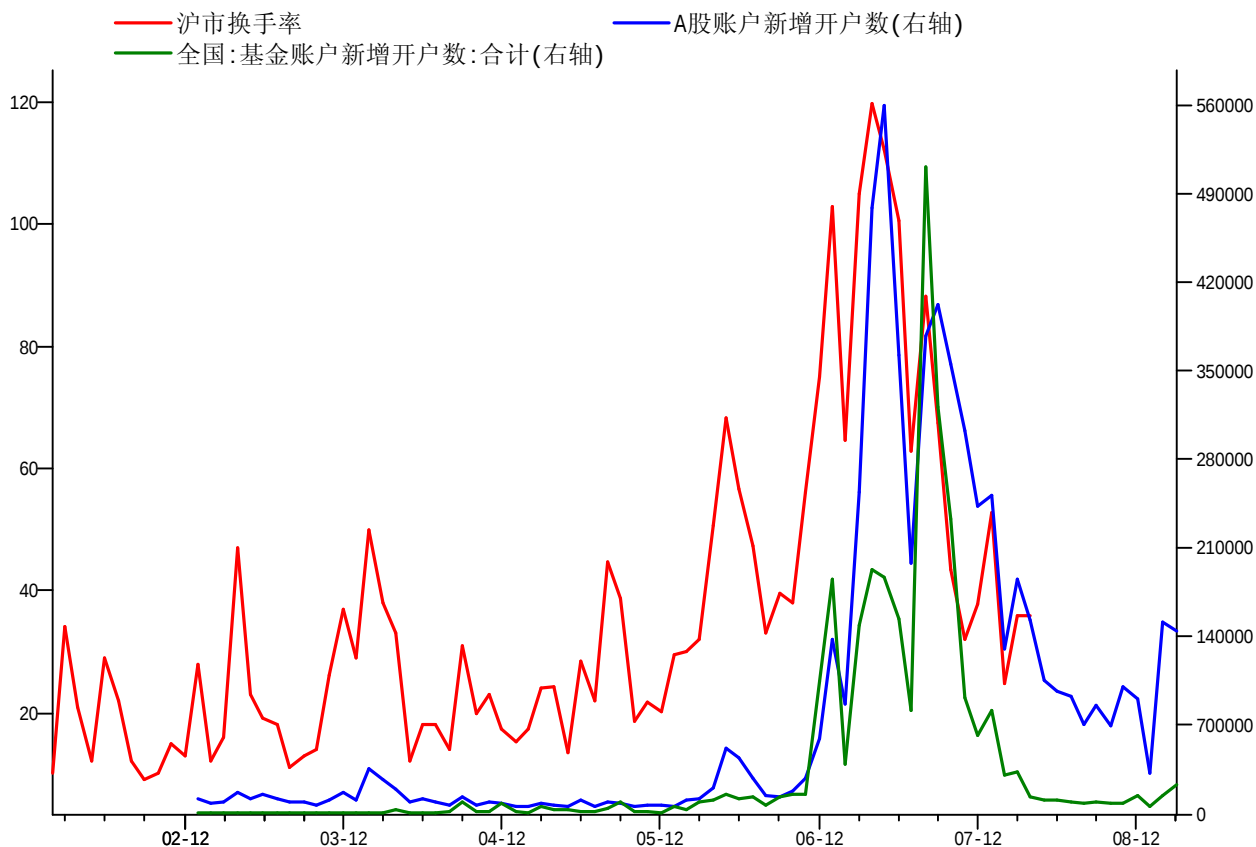
1.1 微观流动性，传导有限重在预期

从 08 年 11 月开始，政策红利、流动性、超跌反弹是市场走出低迷的主要驱动因素。A 股去年年底以来的跨年度行情就体现为强烈政策预期下的资金推动型行情。为了实现经济保 8 的目标，央行实施了宽松的货币政策，试图将货币之“水”从央行和商业银行的“堤坝”中释放出来，载动“经济之舟”平稳前行，宽松的政策催生了一季度以来的信贷天量增长。继 1 月份信贷规模创出 1.62 万亿的巨量之后，3 月新增贷款再创新高，达到 1.89 万亿元，整个一季度的新增贷款几乎相当于 08 年全年的信贷规模。可以说中国央行的适度宽松货币政策已经带来了信贷爆发性增长，货币环境目前达到了非常宽松的水平。

信贷资金会大面积进入股市吗？数据显示，目前看，信贷周期向股市流动性的传导有限，信贷主要通过改善股市的流动性预期来驱动市场估值。央行平

衡表中"其他存款"反映了进入股市的信贷资金，1-2 月份进入股市的钱大概为 3000-4000 亿，3 月份可能更多一些，但是和一季度 4.58 万亿的贷款比起来相对较小，股市流动性主要是由投资者情绪、股市赚钱效应、实际利率决定。

图 1: 投资者情绪活跃度不及 06-07 年，新增开户数有所下降。



数据来源: Wind 资讯

信贷周期主要对股市流动性预期产生影响，而流动性预期则会通过改变投资者风险偏好来调整风险溢价进而对市场估值产生驱动。信贷大规模创造无疑增加了宏观流动性，银行系统大量的货币供给会带来社会消费和投资情绪的高涨，扩大了总需求，导致通胀预期的产生，由于利率来不及灵活前瞻性调整，导致真实利率不断下降。居民储蓄增长率也大幅下降，甚至出现负增长。存款实际利率和居民储蓄率的双降催生了“金融脱媒”现象，从目前的数据看，金融脱媒还不明显，虽然贷款规模在不断增加，但实际利率和居民储蓄增长却还在攀升中。而且随着指数不断攀升，A 股估值高企，股票资产吸引力下降，我们可以观察到 PE 倒数趋势下降，并低于实际利率。从理论上说，风险溢价、通胀预期和财富效应直接影响着股市流动性的宽裕程度，而目前这三个方面的因素偏负面，一同制约着股市流动性的扩张。

图 2: A 股吸引力下滑, 金融脱媒现象并不明显。

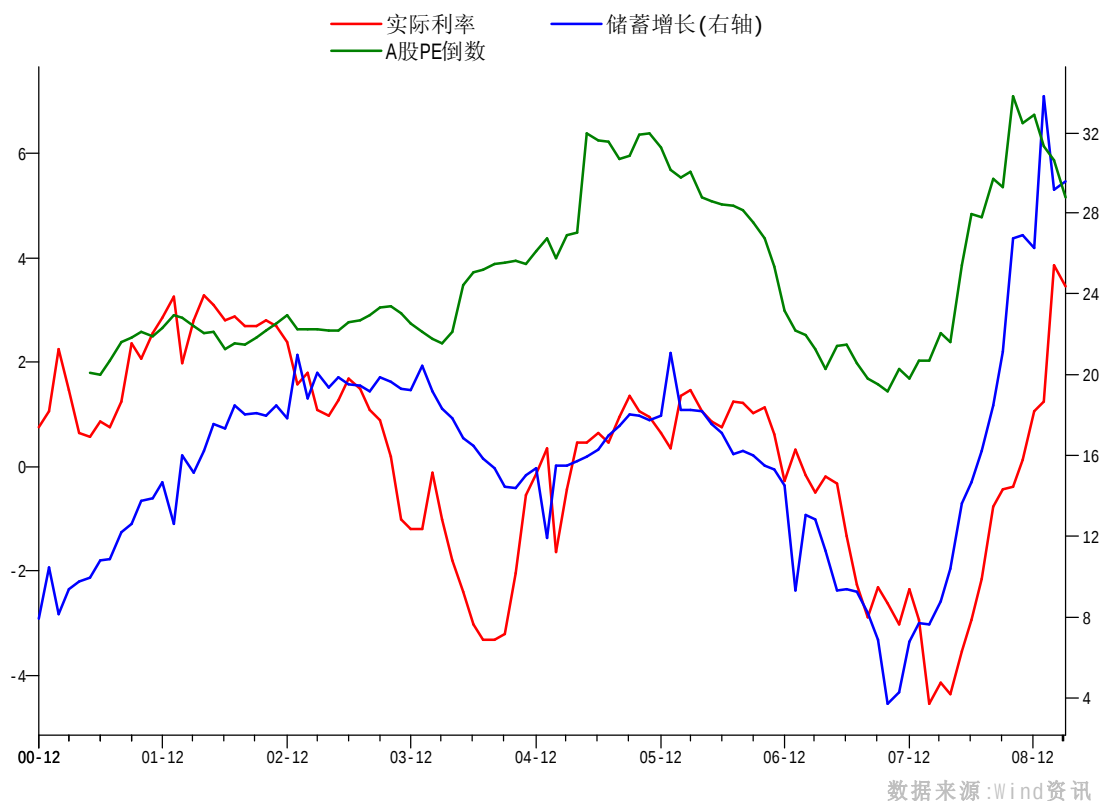
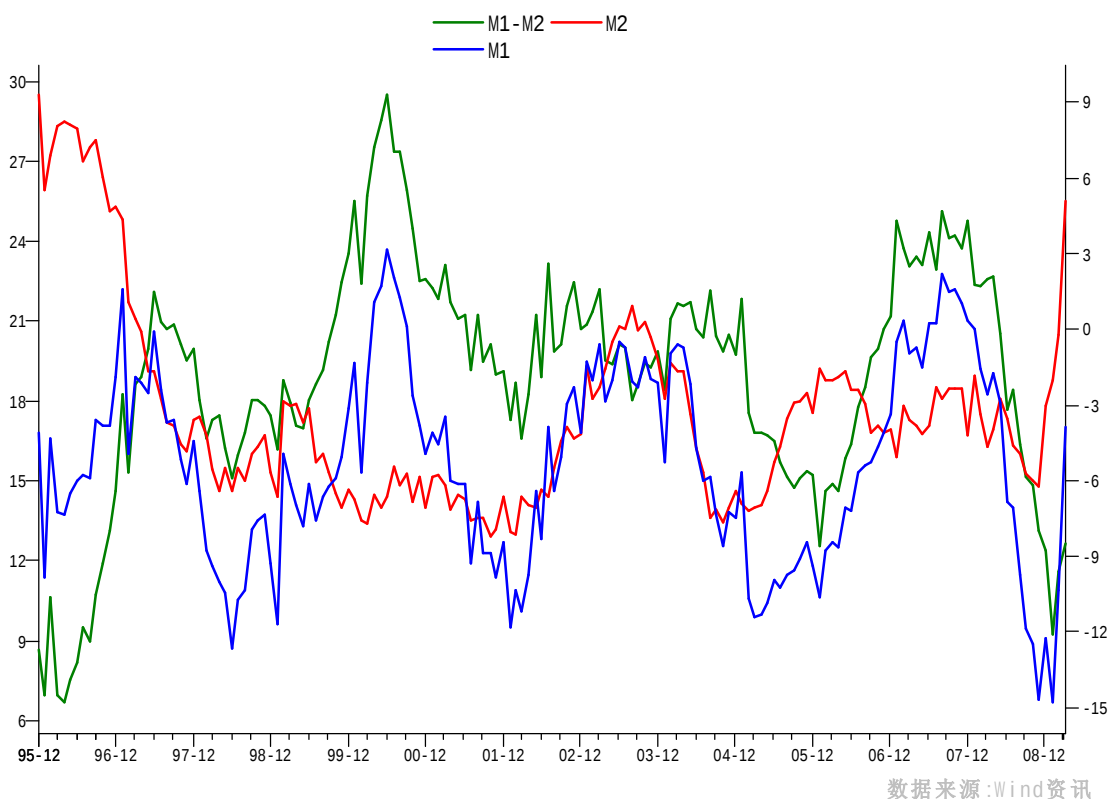
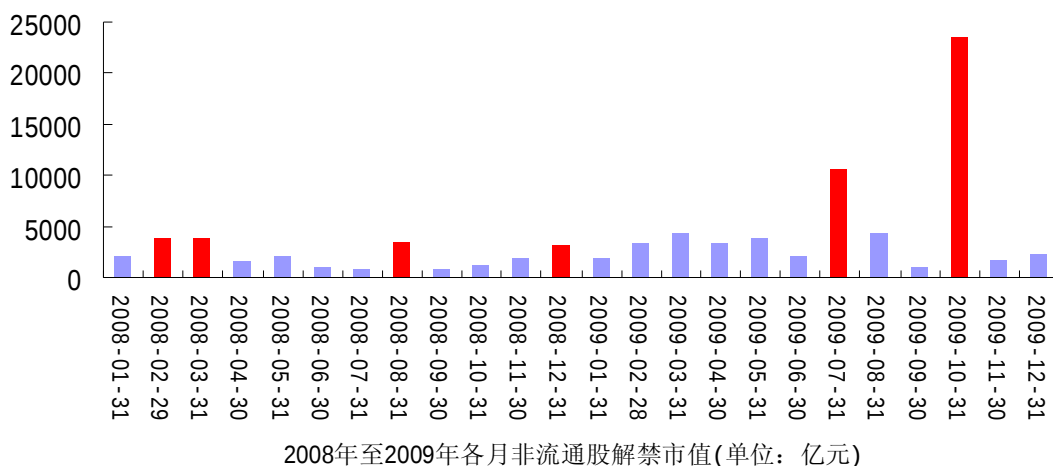


图 3: M1、M2 之差出现反弹显示风险溢价略有下降



再来看资金需求。5 月份 A 股市场限售股解禁数量 251.14 亿股,略低于前两个月。其中 240.83 亿股是股权分置改革中解禁的限售股,当中有 87 家“小非”股东股份解禁,合计解禁数量达 4.07 亿股,占整体解禁数量的 1.62%。相比 4 月份,5 月份限售股解禁总量减少了 10.85%,不过股改限售股的解禁数量则较 4 月份增加了 10 亿股、约 4.21%,显示 5 月份持有成本较低的“大小非”解禁压力可能并不小于 4 月,这会对市场流动性构成压力。

图 4: 2008-2009 年限售股解禁情况示意图

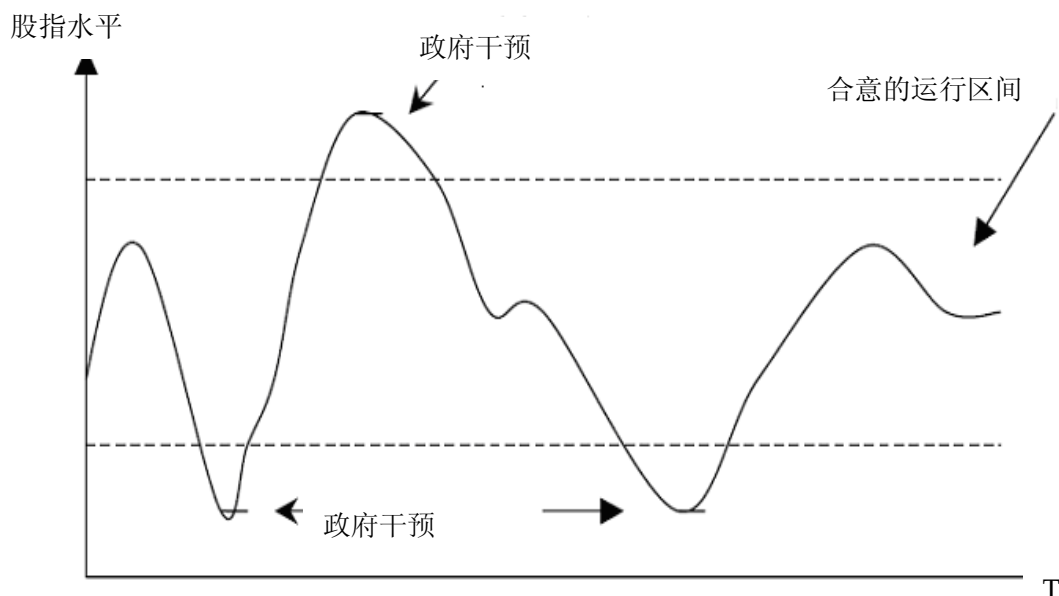


2008年至2009年各月非流通股解禁市值(单位: 亿元)

数据来源: wind 国联证券研究所

另一个可能对市场资金构成压力的是IPO重启。众所皆知,中国股市从诞生之日起就与政府的政策有着千丝万缕的联系,政策性因素在股市中占有极其重要的地位,而且政策影响几乎无处不在,政府不仅运用法律和政策手段调节股票市场的运行,而且还经常地对股票市场实施供给干预。在市场估值偏高、过度投机的情况下,管理层往往会引发重启IPO的尝试以挤压市场泡沫。恢复股市融资功能、改革新股发行乃是众望所归、人心期盼之事,但考虑到发行制度改革尚未完善,前期排队的已经过会的企业必须再行准备材料,因此我们预计5月份重启IPO为小概率事件。最大可能的时间窗是,在下半年某个时间,推出创业板以及重启主板IPO,而且出于维护股市、维护股市融资功能的考虑,如果主板IPO重启,估计不会立马批准大盘股的发行。

图5: 政府对股市的合意区间



对于市场所关注的 4 月份信贷规模, 我们认为, 相对一季度, 4 月份信贷环比增速会有所放缓, 一方面是由于 4 月份储备项目少于 3 月份, 另外也由于民间投资尚未有效启动, 政府投资之外的有效信贷需求并不充分, 信贷数据的下滑将对未来流动性预期产生负面影响, 至少短期内对市场信心产生冲击。但从总量上看, 不至于大幅萎缩, 因为前期商业银行投放的项目并非一次性投放资金, 大部分的政府以及信贷项目均是分次投放, 后续项目仍会推出, 目前央行的货币政策仍保持稳定性和连续性, 暂无政策转向的可能。因此, 我们预计信贷投放高增长有可能持续半年的时间, 但二季度将明显低于一季度。总的来说, 存量流动性为股市提高了充足的弹药, 对估值水平构成一定支撑, 使得增量流动性的减少不至于诱发大盘的深幅调整, 但流动性预期的变化则导致了估值驱动力的弱化, 带来大盘上涨动力的减弱。

1.2 红利衰减, 政策真空期的烦恼

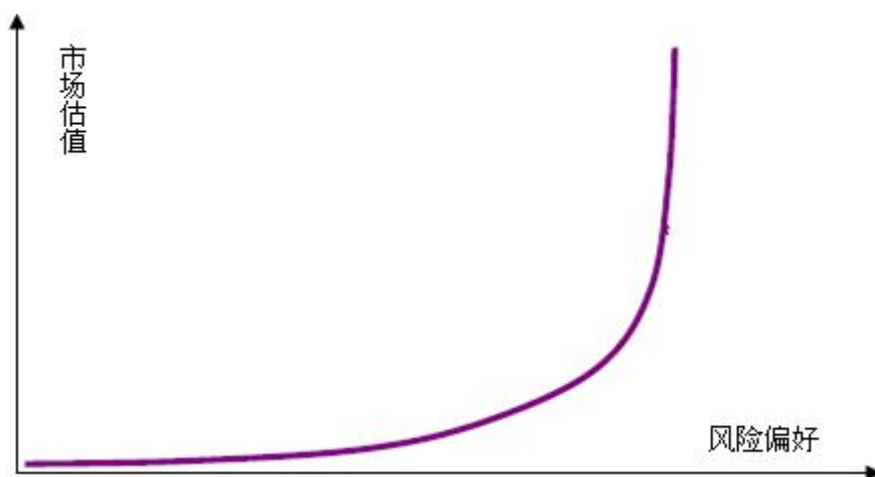
从国家宣布 4 万亿投资计划到紧接着推出的十大产业振兴计划, “家电下乡、汽车下乡”等财政刺激方案, 政策预期成为 A 股反弹的重要催化剂。有人把 4 万亿国家投资比作政策超预期之好的黑天鹅, 这轮政策刺激力度之大, 内需受政策的驱动也比我们之前的预测来得更早更强, 一季度经济环比出现显著改善, 许多先导和同步指标显示经济复苏的迹象, A 股市场也是 09 年以来全球

表现最好的股市。然而 4 月份以来，政策一直处于平静期，从前不久公布的经济数据看，政策预期落空的概率增加了，3 月份的数据已经表明经济呈现出回暖的迹象。在这种情形下，政府出台更加激进的财政政策并不迫切，从历史经验来看，政府一般会通过观察半年来刺激经济政策实施后的效果再来对政策进行恰当调整。

与盈利预测调整一样，政策预期调整是影响 A 股市场估值水平的重要因素。当刺激经济的政策预期被证实，政策幻觉与乐观情绪蔓延，政策风险溢价被排除在风险溢价之外，估值中枢逐步抬升；而当新一轮政策剧变或幻觉破灭时，估值水平又会从峰顶回落。可以说，政策周期对估值中枢形成了一个影响周期。

由于本轮行情对政策的过度依赖，估值推升很大程度上靠政策驱动，高启的估值缺乏实质性业绩支撑，这使得政策预期的落空难免对市场造成冲击。因为在估值紧绷（高估值）的环境下，估值相对政策预期的弹性陡峭化，任何导致政策预期的轻微变动都会带来市场的大幅下修。

图 6：风险偏好与市场估值



资料来源：国联证券研究所

1.3 估值紧绷，微观基本面的回归

正如我们在上期策略报告中所阐述，宏观热微观冷，从价值链角度看，一般的逻辑顺序是，从订单到生产，再到价格与盈利，微观基本面相对宏观基本面滞后，特别是企业盈利。可以明确的是，二三季度经济回暖的趋势将较为确定。政府投资的拉动效应持续发酵，3 月份越来越多的指标显示中国经济开始步入复苏之路，譬如工业增加值、固定资产投资、M2、社会消费品零售总额（实际）等同步指标。这些指标的 3 月录入值均较 1-2 月份显著回升，许多领先指标如发电量、PMI、汽车及房地产销售量也呈现反弹，信贷规模依然维持高增

长。我们抛开经济复苏是否可持续的争执，暂且界定一个短期的时间窗，我们总的观点是“二三季度经济回暖的趋势较为确定”。

从同步指标来看，超预期的有固定资产投资、工业增加值和消费。3 月份城镇投资增速达到 30.3%，继续攀升，超出我们的预期。从结构上来看，中西部投资快速东部，一三产业快于第二产业。这应当是政府投资的结果，这类投资在地域上主要投向中西部，在行业上较少涉足制造业。特别值得关注的是，房地产投资增速反弹，去库存加速有望缩短调整周期。

其次是工业增加值，从 3.8%大幅反弹至 8.3%，这是一个非常强劲的数字，2008 年 3 月份基数非常高（同比增幅和月环比增幅分别为 17.8%和 2.1%），可以解释的理由是，1-2 月份由于是在春节期间，开工不足，3 月份开工后恶补，搞大生产运动。因此，该数据的异常可能在 4 月份获得向下修正，我们从近期的发电量数据可以窥得一斑，3 月下旬同比下降 2.08%，至 4 月上旬同比下降了约 3%，这意味着工业生产可能再次反复。

消费方面的数据也值得玩味。3 月份零售的名义增速为 14.7%，比 1-2 月下滑 0.5 个百分点；但实际增速为 16.4%，比 1-2 月上升 0.7 个百分点，似乎居民的消费仍然十分强劲。这个数据的回暖可能是受到家电下乡、汽车下乡等财政刺激的影响所致，还有一部分原因是房地产成交量回暖对消费的贡献。但在名义工资增长下降、失业率上升以及出现负财富效应的情况下一旦财政政策的刺激效果减弱，零售增速的可持续性有待观察。

图 7：一季度 GDP 同比增幅创新低

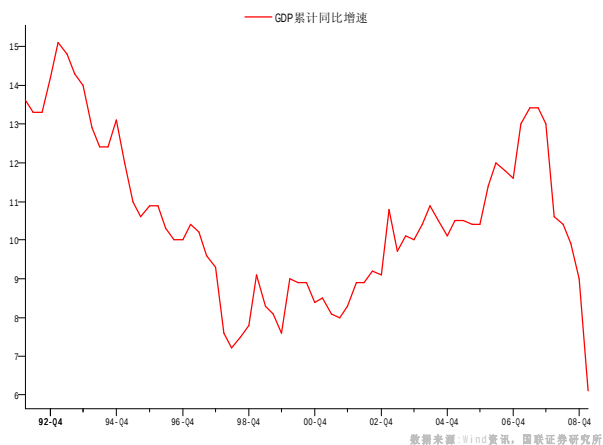


图 8：工业生产显著恢复

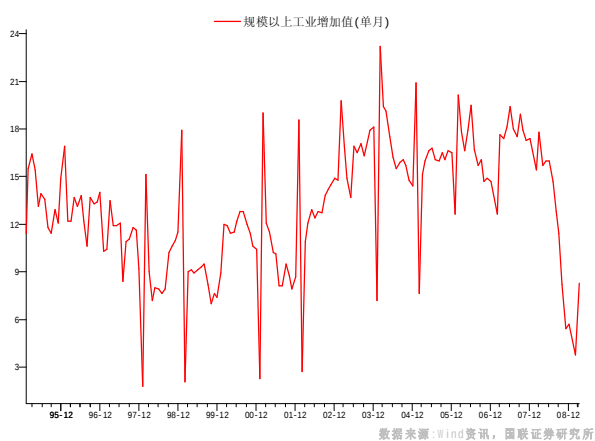


图 9: 固定资产投资维持强劲增长

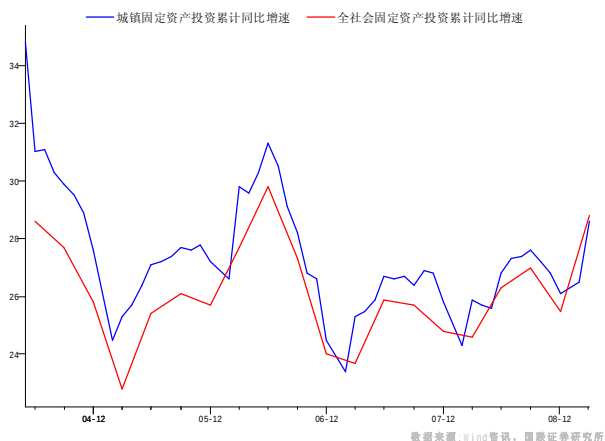


图 10: 出口降幅收窄

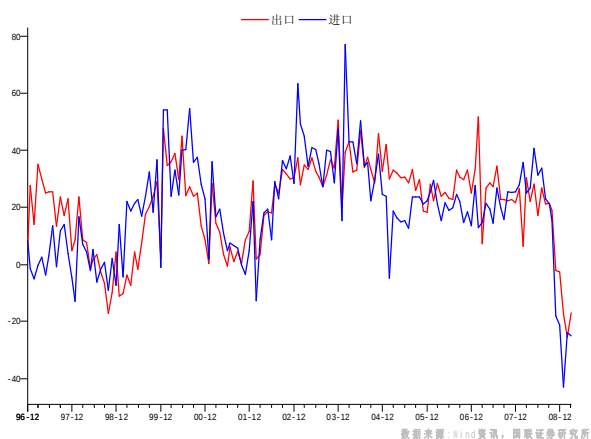


图 11: 社会消费品零售总额出现反弹

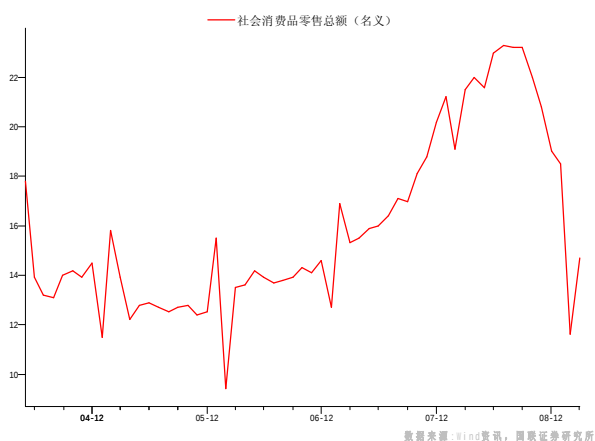
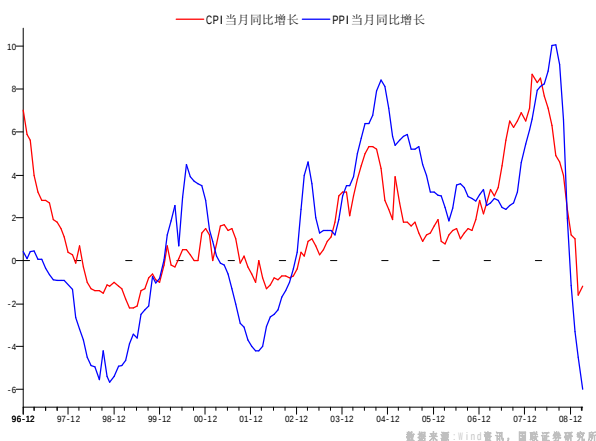


图 12: 通缩压力有所减轻



随着政策预期逐渐被透支，资金推动力也在减弱，做多的理由和逻辑日益苍白，使得市场尝试睁眼看业绩，寻找微观基本面的支撑。

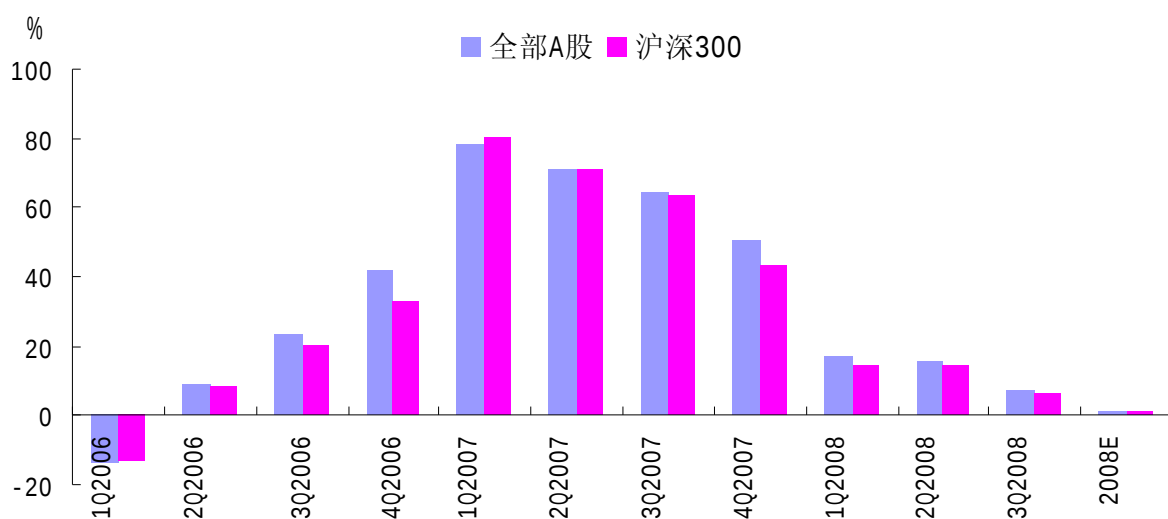
基本面的复苏路径一般是：存货消化→固定资产投资反弹→出口回暖→订单复苏→企业盈利复苏，也就是说，基本面的复苏基本上是由宏观逐步向微观传递，目前尚处在出口回暖阶段。因此，从逻辑上讲，我们很难在一季度看到企业利润显著改善。

这里我们不妨用 08 年年报和 09 年一季度数据来佐证上述观点。截止 4 月 22 日，共有 1255 家 A 股上市公司披露了 2008 年度业绩，占全部 A 股上市公司约八成的比重。合计实现净利润约为 7060.9 亿元，较 2007 年度 8169.9 亿元的水平相比，同比下降约 13.6%。其中，1255 家公司 08 年第四季度合计实现净利润约为 534.0 亿元，较 2007 年第四季度 1941.7 亿元的水平相比，同比大幅下滑约 72.5%。另外，上市公司一季度业绩也陆续发布，据统计，截至 23 日，共有 519 家上市公司公布一季报，这些公司实现营业总收入 3239.4 亿元，同比、环比分别下降 11.91% 和 15.07%，共实现归属于母公司所有者的

净利润 217.17 亿元，同比减少 21.56%。全部 A 股公司 2009 年第一季度业绩延续同比负增长的可能性很大，且 2009 年第二季度业绩同比增速也可能为负数。

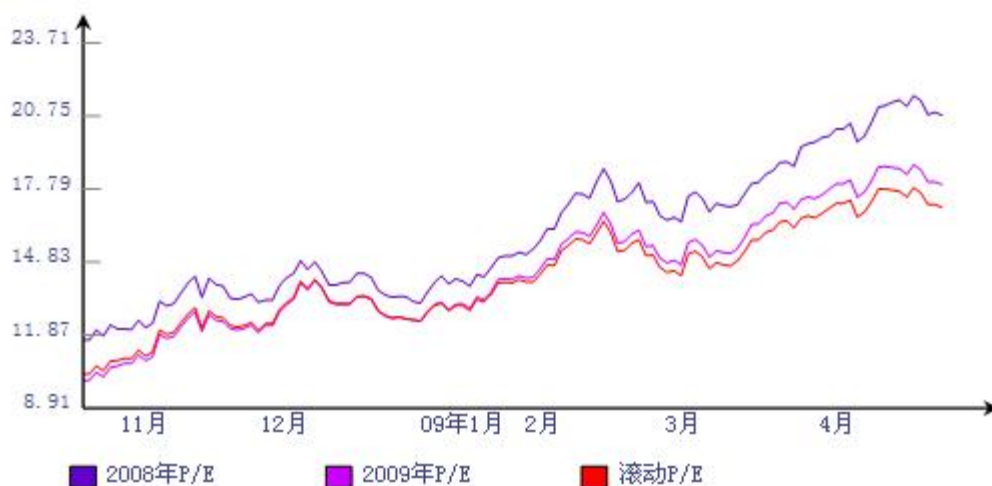
由上可以看到企业利润并未出现明显的复苏迹象，这也引发了市场的担忧。并不乐观的 A 股业绩难以维持高企的估值（23 倍 09 动态 PE，假设 09 年 -1.5% 的业绩增长），大盘调整至 20 倍 PE（对应上证指数 2250 点）成为可能。

图 13: 08 年 A 股年报业绩显著下滑



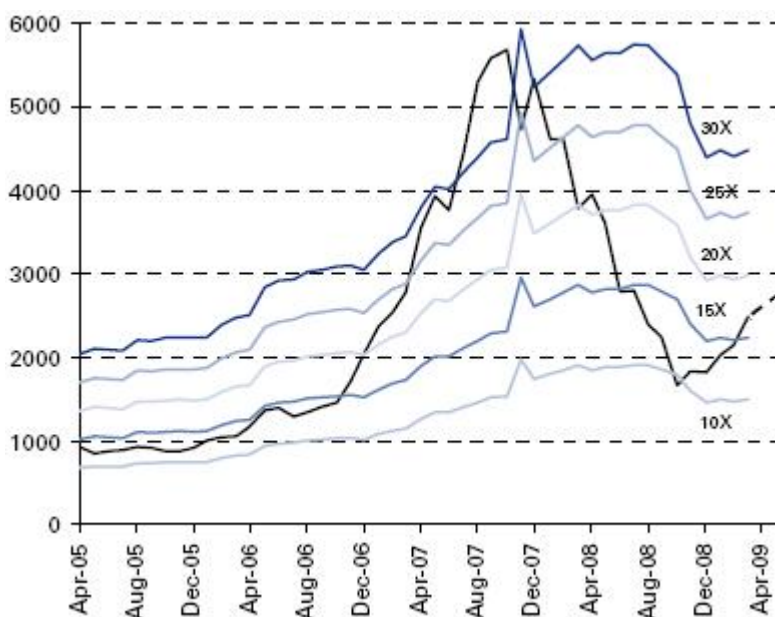
数据来源: wind 国联证券研究所

图 14: 沪深 300 指数 PE 变化图



数据来源: 国联证券研究所

图 15: 沪深 300 指数 PE-Bands 图



资料来源：国联证券研究所

3. 新一轮泡沫还在酝酿

我们认为新一轮泡沫将在调整中酝酿。当本轮估值泡沫被阶段性释放之后，A 股吸引力上升，而高信贷投放、货币政策的滞后、内外经济的改善会降低通缩预期与实际利率，“不差钱”故事依然会主导市场，估值泡沫可能卷土重来。

根据前不久央行一副行长“信贷高增长利大于弊”的表态，我们认为货币政策仍然会保持相对的稳定性和连续性，暂时政策转向的可能性较小，最多只是结构性微调，也就是说，短期不会进行额度控制，这样 09 年信贷规模完全可能持续强劲增长，上半年商业银行主动信贷创造进入尾声，下半年随着经济转暖，民间投资会被政府投资拉动起来，相信私人部门的投资变得活跃起来，这样新增贷款在今年下半年仍能保持较高增长，全年信贷规模极有可能超预期。

近期，我们从汽车销量回暖，房地产成交量大幅超预期可以推断，我们对私人投资似乎可以乐观起来，而一旦私人部门投资一旦活跃并进入白热化，国际泛滥的流动性必将进入中国资产市场，这样会推高国内资产价格。另外已经投放的巨大存量流动性（一季度 4.58 万亿），日益明朗的经济复苏预期（同比 V 型反弹，环比未来 2 个季度依然强劲反弹），我们对估值泡沫卷土重来并不怀疑。

这里我们的核心假设是：保增长令货币政策滞后；内外经济改善国内民间投资特别是房地产投资启动。核心假设面临的风险：民间投资启动乏力，房地产

投资依然疲软。

4. 防御，潜伏期的生存之道

5 月股市会续写“sell in May”的历史规律吗？上述的逻辑回答了这个问题，为此，我们作出谨慎的市场判断，激进的倾向短期不可取，虽然新一轮泡沫值得期待，但并非一蹴而就。因此，短期内，站在防御的角度，我们将超配的资金放在消费类的估值洼地，涉及的行业主要包括：酒类、旅游、医药、家电。中期看，为迎接新一轮泡沫，高风险偏好的投资者可在 5 月调整中寻找好的买点，潜伏于一些强周期消费品如金融、汽车、地产；受益于出口回暖的航运、纺织服装；资源类的有色金属、煤炭。

附：重点品种

金融：

交通银行：交通银行对于IT设备和银行网点的大规模投入基本告一段落，员工费用的增速也得到一定控制，对于费用率的良好控制能力将为2009年业绩提供支撑。而作为一家总部在上海的银行，国际金融中心的建设将带来更多潜在的发展机遇。

建设银行：建行净息差降幅水平中等，不良贷款生成率较低，在风险控制上显示出防御性价值。2009年建行在基金、银行卡、票据等业务方面收入增长稳定，目前估值有一定优势。

中国人寿：公司权益类投资成本在业内相对较低，未来继续提取减值准备的压力不大，预计收益率将会有所提高，未来业绩表现可能好于同业。

中信证券：由交易量推动的轻资本业务反弹基本已过，未来资本雄厚，业务条线丰富的大型券商存在更多投资机会。并且中信证券是券商板块中估值相对最低的品种，目前减持压力消退，将显现龙头真正实力。但券商股的高BETA性质决定了投资节奏的重要性。

地产：

金融街：公司积极立足商业地产，立足京津地区的战略将为其发展带来广阔空间。商业地产发展确定性更高，而环渤海地区的经济发展增速目前领袖全国，都对公司发展形成利好。目前公司资产负债表健康，估值优势明显。

保利地产：公司一季度销售业绩出色，总体销售情况好于去年，09年业绩

在预售情况表现较好因素推动下，增长可期，高成长性比较明确。

火电：

国电电力：电力板块至今尚未有所表现。基本面看，虽然煤价未回落到位及火电发电小时数下滑明显，但比较08年四季度最坏时候，电力行业盈利情况在向转好的方向前行。优质项目陆续投产，资产注入可期。

新能源：

金风科技：三大风电寡头之一，向风电场端的延伸进展顺利，产能释放受制零部件制约情况有效缓解。

拓日新能：设备自给能力高的薄膜电池生产商、行业低谷时新进的晶硅电池生产商。公司自主知识产权的设备工艺有望成为核心竞争力，募投资金建设项目进展也颇为顺利，目前公司负债结构稳健，抗风险能力强。

通信设备：

武汉凡谷：需求稳定，具备规模和一体化生产优势，成本控制优秀，而且其资产质量相对较好，抗金融风险能力强。

烽火通信：光缆和光通信设备需求均饱满，受益未来3-5年带宽消费普及与升级，是光通信领域的龙头，股权激励下业绩增长确定性更大。

汽车：

一汽轿车：公司在中级轿车及高级轿车市场上具有优势，奔腾系列和马自达西业轿车销量增速很快，生产规模效应迅速体现，而公司现金流、负债率、周转率等指标也都表现良好，未来充分受益行业景气度的进一步提升。

中国重汽：1季度，重汽集团从重卡结构性复苏中受益明显，市场占有率得到提升，预计全年销量也将在行业内领先。且重汽毛利率基数低，09年业绩弹性更大。

饮料：

青岛啤酒：国内啤酒市场销量持续增长，市场集中度和地区垄断利润在上升，公司作为啤酒行业中有代表性的上市公司，盈利能力会有所改善。而盛夏将至，啤酒销售进入旺季也带来一定交易性的机会。

泸州老窖：泸州老窖的核心竞争力在于品牌文化的深厚底蕴优势和成熟的营销体系。这构成其独特的优势，在白酒行业内独树一帜。市场对白酒行业估值修复热情很高，泸州老窖将充分受益。

伊利股份：国务院常务会议提出扩大奶粉收储规模，并将原料奶收购贷款贴息政策延长至2009年12月底。公司作为乳业巨头，受益政策明显。公司目前

产能恢复较快，同时抢占三鹿的奶粉市场及OMP的高端市场份额受益也很大，2009年业绩增长明确。

旅游：

峨眉山A：游客数量快速回升，未来景区索道尤其是金顶索道的提价可能性比较大，业绩在08年低基数下有望出现快速上升，索道提价和资产注入预期强烈。

锦江股份：酒店龙头将充分受益2010年上海世博会，两个中心建设和迪斯尼将给2011年后的上海星级酒店带来利好。

商业：

武汉中百：作为区域超市连锁巨头，公司发展战略清晰，管理优秀，能够在2009年维持快速扩张的能力，其可持续发展的空间巨大。作为稀缺的超市公司，配置价值也很大。

王府井：国内优质零售连锁商，具有先进的物流体系和信息系统，其异地扩张能力将成为核心竞争力。

益民商业：公司已从单一的传统百货零售商调整发展为专业特色连锁商业、房地产业、酒店业等多元业态经营，目前公司在淮海中路拥有近8万平方米的商业物业，重估价值高，而上海市政府积极推动并购重组的行为给公司未来的资产注入带来一定的想象空间。

医药：

益佰制药：公司主打产品销售收入增长稳定，健康产业新的赢利点值得期待，目前在中药类上市公司中估值较低，有进一步上涨的动力。

上实医药：上实集团医药工业的整合平台，未来资产注入的预期以及上海板块的效应可能出现交易性机会。

家电：

格力电器：白电龙头股，公司立足空调业务，技术品质带来牢固行业龙头地位。09年家电行业景气度前低后高，有望构筑一个U型的周期性底部。龙头企业将在其中“强者恒强”。

苏泊尔：小家电龙头，在研发、销售、管理等多层次上提升自身经营效率，长期增长稳定。

九阳股份：豆浆机作为公司明星产品继续推动销售网的扩张，其他产品也得以受益。未来公司仍能取得高于行业的成长速度。

传媒：

电广传媒：关注创投业务为公司带来的投资机会。主营有线网络，收入稳定且有外延式发展的预期；影视制作产业在行业中拥有优势，并且其海外的影视制作业也于 08 年开始正式运营并取得较好的成果，随着全国影视产业的发展，我们看好未来该业务的发展空间。

（感谢李斌研究员对重点品种的整理）

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话：0510-82833507

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话：021-58766036

传真：021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款：

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。