

中国 A 股策略

等待盈利复苏

前言：

随着 A 股的持续上涨，市场主要矛盾已经从“股灾后的估值修复+盈利改善预期”切换到“高估值 VS. 盈利的实质提升”上来。我们在去年年底就明确指出“上半年赚 PE 抬升的钱，下半年赚 EPS 提升的钱”。对于理性的股票策略师而言，继续看好后市则需要企业盈利回升的明显信号。

研究结论

- **我们预计 5 月份的主要经济数据仍保持喜中有忧的格局。**当月投资、消费、货币供应和信贷等同比增速仍将维持高位运行，工业生产增速可能保持平稳，3—5 月份的工业企业盈利同比增速与 1—2 月份相比将明显回升；另一方面，在季节性因素的作用下，PMI 指数小幅回落，出口同比下滑的幅度可能进一步扩大。物价方面通缩尚未结束，但底部正逐步临近，总体而言，经济运行仍处于持续复苏的进程之中。
- **风格转化难以一蹴而就。**5 月份小盘一大盘的风格转换已初见端倪，我们认为这一转换进程将持续深化。小盘题材股的结构风险较为凸出，仍有待释放；另一方面，当前的企业盈利、股票市场资金面等因素的制约使得大盘股全面启动的条件尚不成熟，在机构总体仓位及持仓结构调整的大背景下，市场仍然存在大幅波动的可能。
- **增量资金何在？**09 年前 5 月新发基金规模仅达 07 年同期的 28.31%，新股开户数也远不及从前。本次金融海啸对国民财富毁灭带来的创伤难以在短期内抚平，在通胀明确显现之前储蓄向股市大搬家的可能性也较低。5 月初以来主动型股票基金仓位已从 88% 的历史高位连续三周下降，持谨慎态度投资者开始逐步增加。增量资金的规模使得市场风格顺利向大盘股转换愈加困难。
- **A 股流通市值继续增加将面临流动性和盈利双重压力。**我们使用 M2/流通市值来衡量股票市场潜在的供需关系：比例越高，说明股市资金需求潜在空间越大。当前 M2 为流通市值 6.9 倍，相当于 07 年 4 月 4000 点时的水平；这意味着流通市值的提升过程势必受到流动性增长速度的制约。同时，企业盈利水平拐点还未显现，也使得流通市值快速增加基础并不稳固。
- **美元贬值及外围股市走强可能对市场短期走势造成较大影响。**近期美元走弱导致国际资金有向新兴股市及商品市场转移的迹象，H 股的持续走强及资源股在 A 股总市值中的高比重可能会对 A 股短期走势带来较大影响。
- **行业配置思路：**6 月份我们看好以下三方面机会：1) 景气度回升，且盈利修正潜力大的**房地产**板块；2) A-H 比价大幅缩小，盈利能力将逐步改善的行业，主要是**航运**和**金融、建筑**板块；3) 主题投资方面关注**上海国资重组、智能电网**板块，以及受益于美元走弱及油价走强的**资源类**行业。

**东方证券**
ORIENT SECURITIES

报告日期	2009 年 6 月 2 日
邓宏光	股票策略师 8621-63325888×6058 denghg@orientsec.com.cn
冯玉明	宏观经济首席分析师 8621-63325888×6110 fym@orientsec.com.cn
刘俊	股票策略资深分析师 8621-63325888×6109 Lj1@1.orientsec.com.cn
高义	宏观经济高级分析师 8621-63325888×6106 gaoyi@orientsec.com.cn
毛楠	股票策略高级分析师 8621-63325888×6107 maonan@orientsec.com.cn
王晓李	股票策略分析师 8621-63325888×6108 wangxiaoli@orientsec.com.cn
陈舒薇	策略研究助理 8621-63325888×6089 chenshuwei@orientsec.com.cn

相关研究报告

《复苏进行时——2 季度 A 股策略》	2009 年 4 月 3 日
《力挽狂澜看银行——3 月报策略报告》	2009 年 3 月 2 日
《纠错或试错？躁动或复苏？——策略年会报告》	2009 年 2 月 24 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本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影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一、经济运行状况将基本符合市场预期	4
二、市场运行趋势展望	14
1. 风格轮动新迹象	14
2. 大盘股全线启动条件尚不成熟	15
3. 多因素制约小盘股投机氛围	19
4. 增量资金何在?	21
5. 流通市值——难以承受之重	25
三、行业配置	27

图表目录

图 1-1: PMI 指数的季节性, 单位: %	4
图 1-2 进出口月度的同比增长及贸易顺差	5
图 1-3 季节因素调整后实际出口的月环比增长, 单位: %	5
图 1-4: 美国 GDP 及内需增长 (季环比未折年率), 单位: %	5
图 1-5: 城镇固定资产投资月度的同比增长, 单位: %	6
图 1-6: 施工项目和新开工项目的增长 (累计), 单位: %	6
图 1-7: 工业增加值的同比增长, 单位: %	7
图 1-8: 季节因素调整后工业增加值的季环比增长, 单位: %	7
图 1-9: 工业企业利润及销售收入的同比增长变动, 单位: %	8
图 1-10 : 国有及国有控股企业利润的增长, 单位: %	9
图 1-11 : 国有及国有控股企业销售利润率的变动, 单位: %	9
图 1-12: CPI 和 PPI 当月同比增速, 单位: %	10
图 1-13: 商务部每周食用农产品价格指数 (环比), 单位: %	11
图 1-14: 商务部每周生产资料价格指数 (环比), 单位: %	11
图 1-15: 月度新增贷款及贷款余额同比增速 (5 月为预测数), 单位: 亿元, %	12
图 1-16: 广义、狭义货币供应量同比增速 (5 月为预测数), 单位: %	13
图 2-1: 5 月份大盘指数 VS. 小盘指数	14
图 2-2: 08 年 11 月份以来大盘指数 VS. 小盘指数	15
图 2-3: 第四象限: 大盘与小盘股相对于指数的累计月涨幅 (%)	16
图 2-4: 第四象限: 月度涨幅	16
图 2-5: 第一象限: 大盘与小盘股相对于指数的累计月涨幅 (%)	17
图 2-6: 第一象限: 月度大盘与小盘涨幅之差	17
图 2-7: 大盘与小盘的相对估值	18

图 2-8: 5 月份大盘指数相对于小盘指数表现	18
图 2-9: A 股估值频率分布图	19
图 2-10: 08 年以来开放式股票型基金仓位走势图 (单位: %)	21
图 2-11: 新增股票账户数与上证综指走势	23
图 2-12: 通胀水平与居民存款同比增速变化趋势	23
图 2-13: 国债市场和股票市场活跃程度的变动趋势	24
图 2-14: 08 年以来居民户定期存款同比增速快于活期存款	24
图 2-15: M1 中的活期存款与准货币中的定期存款同比增速变化趋势	25
图 2-16: 流通市值与近 4 个季度上市公司盈利的比值	26
图 2-17: 流通市值与 M2 的比值	26
图 3-1: BDI 指数 VS. 中国远洋 (1919.HK)	27
图 3-2: 美元指数 VS. NYMEX 原油期货价格	28
图 3-3: A/H 溢价指数持续走低	28
表 1-1: 09 年经济增长预测: 单位: %	8
表 2-1: 证监会 4 月份以来明显加大对市场风险和违规行为的监控	20
表 2-2: 07 年上半年基金发行情况	22
表 2-3: 09 年上半年基金发行情况	22
表 3-1: 6 月份行业配置建议	29

一、经济运行状况将基本符合市场预期

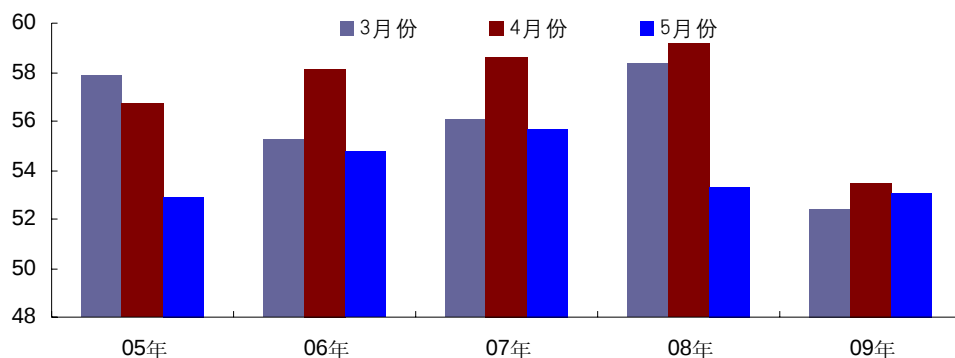
6 月份，市场对经济的关注点仍会集中于当月将公布的 5 月份经济运行数据。我们预期，5 月份的主要经济运行数据将仍保持喜中有忧的格局。一方面，当月投资、消费、货币供应和信贷等同比增速仍将维持高位运行，工业生产增速可能保持平稳，3-5 月份的工业企业盈利同比增速与 1-2 月份相比将明显回升；另一方面，在季节性因素的作用下，PMI 指数小幅回落，出口同比下滑的幅度可能进一步扩大。物价方面通缩尚未结束，但底部正逐步临近，总体而言，经济运行仍处于持续复苏的进程之中。

(1) PMI 指数在季节性因素的作用下小幅回落

中国物流与采购联合会日前公布的数据显示，中国 5 月份 PMI 指数为 53.1，略低于 4 月份的 53.5，不过这种小幅回落完全是季节性因素的影响。观察中国物流与采购联合会公布的 PMI 历史数据可以发现，该指数的变化呈现出非常强的季节性。如 05 年到 08 年 4 年间，5 月份的 PMI 指数总是明显低于当年 4 月份的水平，其差距分别为 3.8、3.3、2.9 和 5.9 个百分点，而今年 5 月份仅比 4 月份回落 0.4 个百分点，意味着如果剔除季节因素，中国物流与采购联合会发布的 5 月份 PMI 指数应该是上升的，5 月份里昂证券中国 PMI 指数为 51.2，高于 4 月份 1.1 个百分点也表明了这一点。但无论如何，5 月份两个指数都高于 50 表明经济仍在持续复苏进程之中。

图 1-1: PMI 指数的季节性

单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

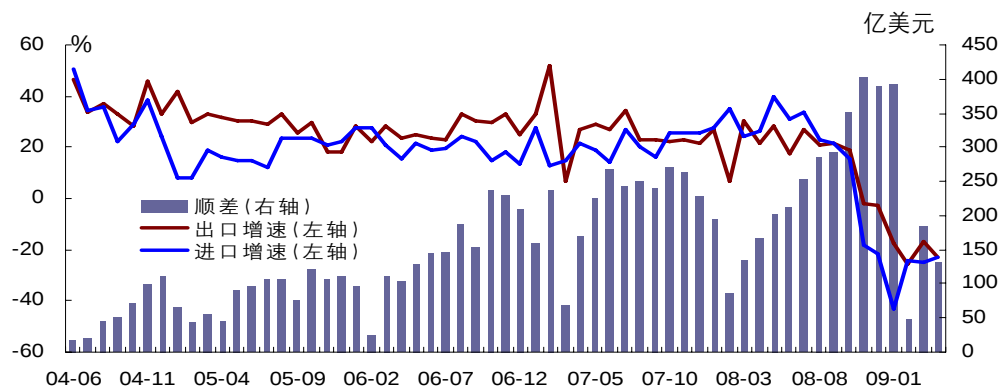
(2) 出口同比下滑的幅度可能进一步扩大

在 3 月份短暂反弹后，4 月份中国出口同比下滑的幅度进一步扩大至 22.6%，较 3 月份扩大 5.5 个百分点。我们预期，5 月份出口同比下降的幅度仍会继续扩大，其理由在于两点：

一是从外部环境看，市场一般预期，二季度欧、美、日等主要发达经济体仍处于衰退之中，如市场预期二季度美国 GDP 增速在 -2% 左右，意味着中国对他们的出口环比仍会负增长。

二是从数据本身看，08 年 5 月份，在季节因素调整后，中国实际出口环比增长 7.7%，由于同比增长是环比增长的累积，意味着只要今年 5 月份出口环比增速低于 7.7%，实际出口的同比增速就会出现下滑。

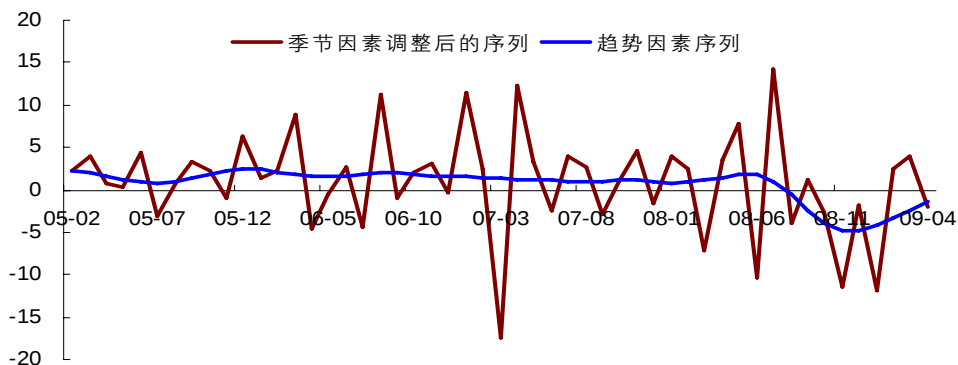
图 1-2 进出口月度的同比增长及贸易顺差



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 1-3 季节因素调整后实际出口的月环比增长

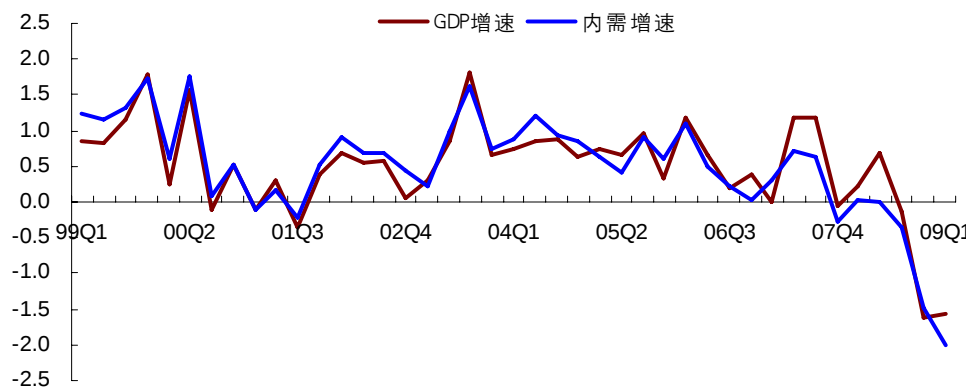
单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 1-4: 美国 GDP 及内需增长（季环比未折年率）

单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

而且, 值得注意的一点是, 尽管今年一季度, 美国 GDP 增速由去年第四季度的-6.3%缩窄至-5.7%, 但今年一季度其内需下滑的幅度超过去年四季度, 其 GDP 降幅缩窄更多是由于贸易逆差的缩窄。由于对中国出口而言, 更有意义的是发达经济体内需的增长, 美国内需下滑幅度进一步扩大预示着中国出口环比增速见底可能晚于美国经济见底的时间, 同时也表明中美贸易不平衡的格局已经在逐步开始调整。

对于 5 月份的进口, 我们也预期其同比增速也会下滑, 贸易顺差则会比 4 月份有所扩大, 但可能低于去年同期水平。

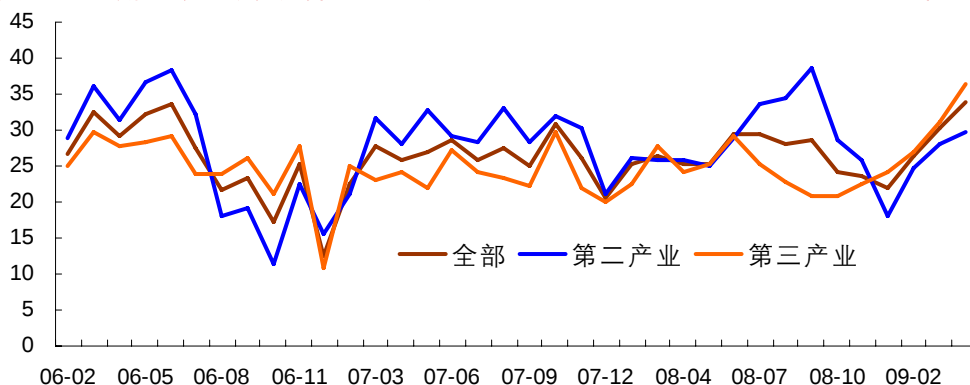
尽管 5 月份出口同比增速可能进一步下滑, 但我们预期, 从环比角度看, 二季度实际出口环比下降的幅度与一季度-15%的水平相比将明显收窄。

(3) 固定资产投资增速有望在高位维持平稳

4 月份城镇固定资产投资增长近 34%, 增速较 3 月份提高 3.6 个百分点, 增速达到近几年来月度增

图 1-5: 城镇固定资产投资月度的同比增长

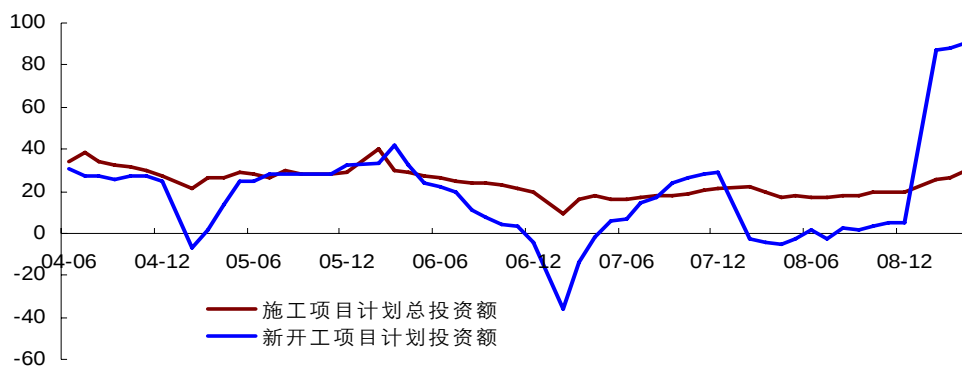
单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 1-6: 施工项目和新开工项目的增长 (累计)

单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

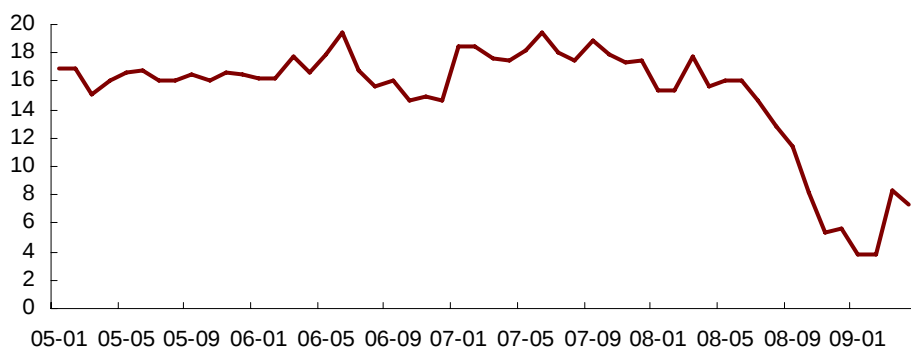
速的最高水平。由于目前施工项目计划总投资额同比增速高达 29.8%，新开工项目计划总投资同比增速高达 90.7%，我们测算，5 月份固定资产投资增速仍然会维持 30%以上。

(4) 工业生产增速可能与 4 月份持平

4 月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长 7.3%，尽管比 3 月份回落 1 个百分点。但明显高于 1 季度 5.1%的水平，国家能源局局长张国宝 6 月 1 日在国新办举行的新闻发布会上表示，1-5 月份的电力需求同比减少了约 4%，这样 5 月份用电量下降的幅度与 4 月份大致相同。据此，我们估计 5 月份规模以上工业企业增加值同比增速大体与 4 月份持平。

图 1-7：工业增加值的同比增长

单位：%

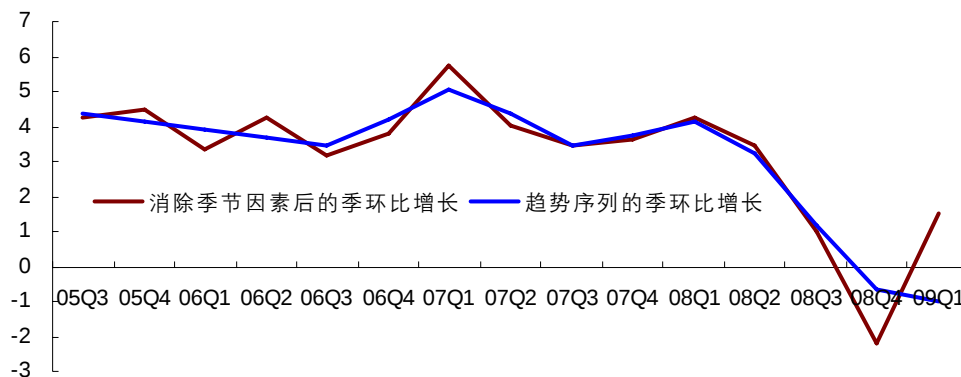


资料来源：CEIC，东方证券研究所

总体而言，5 月份的数据将显示，经济仍处于复苏进程之中。虽然我们无法排除 5、6 月份工业生产增速小幅回落的可能，但整个 2 季度工业生产及总体经济的同比增速将高于一季度，而环比增速更将明显高于 1 季度。2 季度工业生产和经济将进一步复苏的推动力来自于两方面：一是随着 2 季度美欧等发达经济体衰退幅度的减弱，中国出口环比负增长的程度也会继续缩窄，对工业生产环比增长的拖累也会减弱。二是投资对工业生产的拉动作用会进一步增强。1 季度投资需求对经济增长的贡献只有 2 个百分点，其中一个重要的原因是尽管固定资产投资的拉动力非常强，但存货在继续减少。随着 2 季度随着去库存化的完成，投资需求对工业生产的拉动作用会更明显。

图 1-8：季节因素调整后工业增加值的季环比增长

单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

对于全年经济增长，我们仍维持 GDP 增长速度 8% 的预测。

表 1-1: 09 年经济增长预测

单位: %

	2006	2007	2008	2009F
社会消费品零售额实际增长	12.5	12.4	15.0	15.0
最终消费实际增长	8.7	10.6	8.4	8.4
消费对 GDP 增长的贡献	4.5	5.3	4.1	4.3
城镇固定资产投资实际增长	22.3	20.7	16.0	28.0
资本形成增长	11.5	12.0	9.7	10.0
资本形成对 GDP 增长的贡献	4.9	5.1	4.1	4.6
贸易顺差的实际增长	75.4	44.2	25.0	-50.0
净出口对 GDP 增长的贡献	2.2	2.6	0.8	-0.9
GDP 增速	11.6	13.0	9.0	8.0

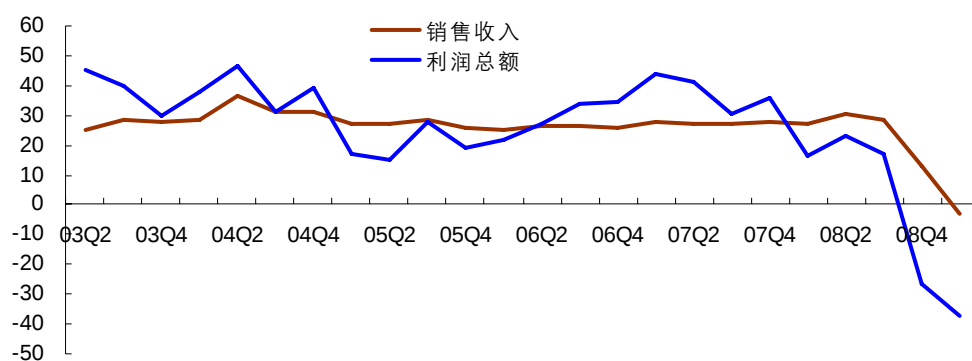
资料来源: CEIC, 东方证券研究所

(5) 工业企业盈利同比增速将见底回升

1-2 月份, 规模以上工业企业利润同比下降 37.3%, 增速较去年同期 9-11 月份继续下滑 11 个百分点。我们预期, 3-5 月份规模以上工业企业利润同比下降的幅度将明显缩窄, 季节因素调整后的环比则会有大幅正增长。这可以从近期国有及国有控股企业、全国 22 个地区工业效益两方面的数据得到验证。

图 1-9: 工业企业利润及销售收入季度的同比增长变动

单位: %



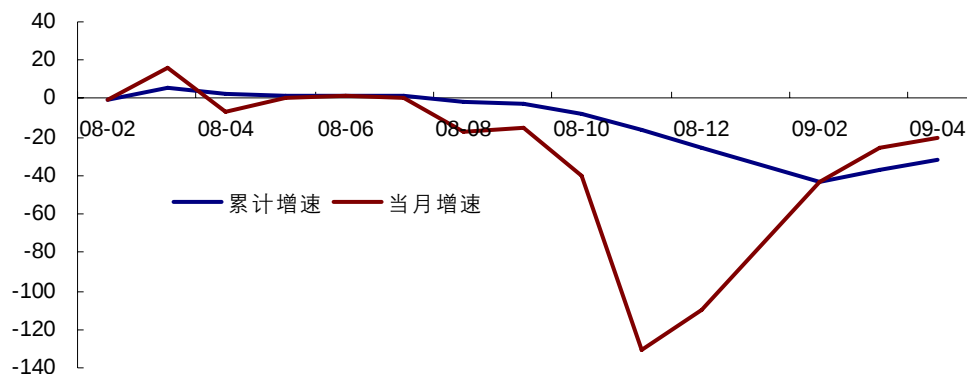
注: 图中 Q1 指 1-2 月, Q2 指 3-5 月, Q3 指 6-8 月, Q4 指 9-11 月。下文同。

资料来源: 国家统计局, 东方证券研究所。

5 月 20 日, 财政部公布的数据显示, 1-4 月份, 全国国有企业实现利润 3236.4 亿元, 同比下降 32.3%, 降幅比 1-3 月缩小 4.5 个百分点, 根据我们的计算, 国有及国有控股企业利润的同比增速在去年 12 月份便开始回升, 今年 4 月当月国有企业利润同比下降 20.7%, 降幅比 3 月份缩窄 4.5 个百分点。虽然同比继续负增长, 但下降幅度明显缩窄意味着季节因素调整后的环比出现大幅正增长。当月销售利润率由上月的 6% 回升至 6.4% 也表明了这一点。

图 1-10：国有及国有控股企业利润的增长

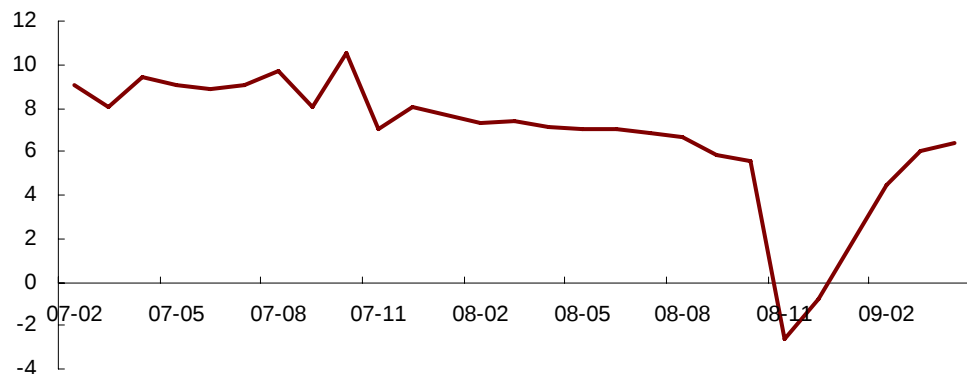
单位：%



资料来源：财政部，东方证券研究所。

图 1-11：国有及国有控股企业销售利润率的变动

单位：%



资料来源：财政部，东方证券研究所。

5月31日，国家统计局公布的数据显示，1-4月份，全国22个地区工业实现利润4873亿元，同比下降27.9%，降幅比一季度减小4.3个百分点。根据我们的计算，4月当月22个地区工业实现利润同比下降的幅度已经缩窄至17.7%。

根据历史数据，全部工业企业利润的同比增速一般会高于国有和国有控股企业，可能也略高于22个地区工业企业利润增速，由此我们估计，3-5月份全部工业企业利润同比下降的幅度将由1-2月份的37.3%缩窄至下降18%左右，而季节因素调整后的环比增速可能高于40%，全年工业企业盈利则可能有10%左右的正增长（包含12月份的数据）。

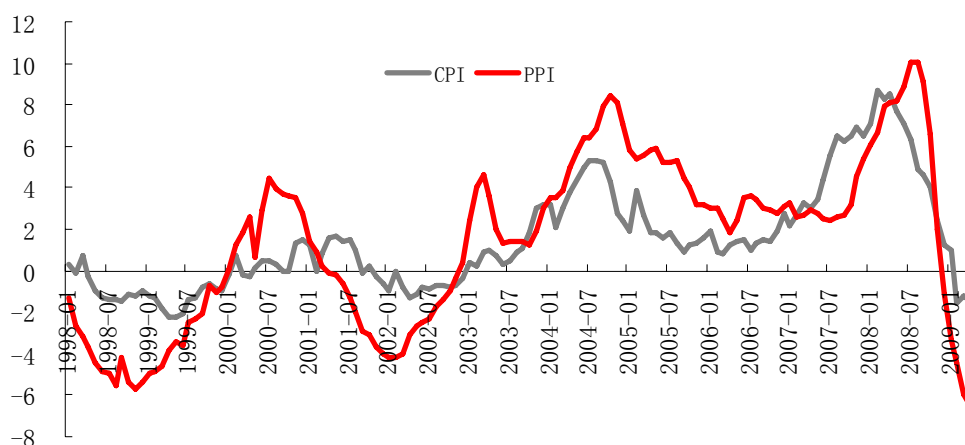
(6) 5 月 CPI 回升、PPI 下探

4 月 CPI 继续下行至 -1.5%，除固有的翘尾因素仍然是主要原因外，季节因素影响下物价环比下降也是重要因素。而造成物价环比下行的主要是食品价格环比下降了 -0.8 个百分点（特别是猪肉价格继续下行），而估计非食品价格环比小幅上涨了 0.1 个百分点。

从 4 月 PPI 来看，尽管 PPI 继续下探至 -6.6，但好于市场普遍预期，我们当期也观察到钢材价格有所上涨。而根据测算，当月的 PPI 环比可能已经出现了一定回升，即使扣除掉季节因素，当月的 PPI 环比已经接近 0 增长，显示 PPI 环比降幅在持续收窄，这和宏观经济回暖能互相印证。

图 1-12: CPI 和 PPI 当月同比增速

单位: %



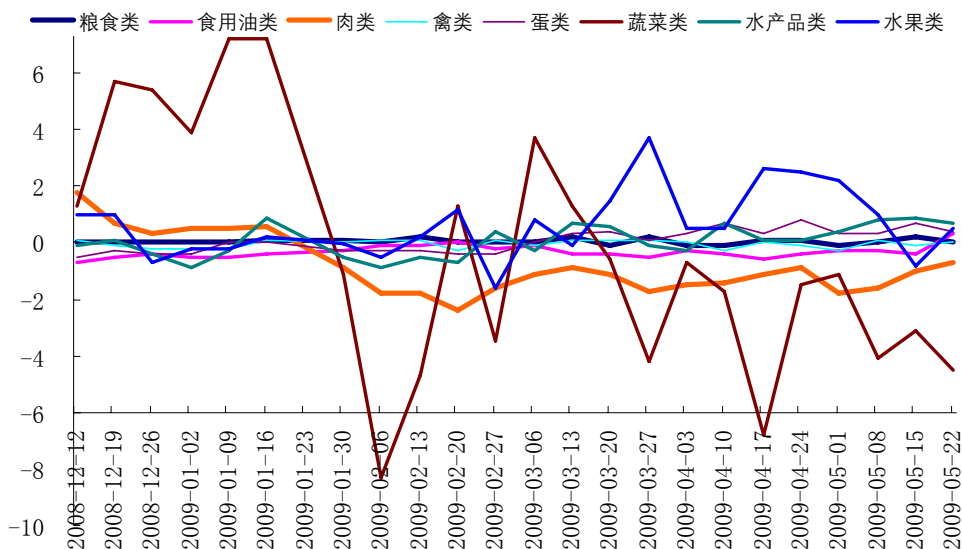
资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

进入 5 月份以后，根据商务部相关数据，粮食、鸡蛋、水产品 and 水果价格略有上升，而食用油、肉类、蔬菜价格环比下降；生产资料方面，矿产品、能源产品、黑色金属、建材产品等价格环比略有上升，有色、化工、橡胶、轻工、农资产品略有下降，总体价格指数维持稳定。因此，结合翘尾因素的原因，我们维持在《物价回落但好于预期——2009 年 4 月物价数据点评》中的预期不变，即估计 5 月 CPI 为 -1.3%，PPI 为 -7.2%。

从全年来看，我们仍然维持二季度策略报告中的判断，即二季度国内物价同比仍将下行，CPI 在 4、5 月维持平稳，6 月份可能下行较多，PPI 更多维持低位震荡态势。从全年看，物价底部的时点和幅度会更加明朗，7 月份可能见底；

图 1-13: 商务部每周食用农产品价格指数(环比)

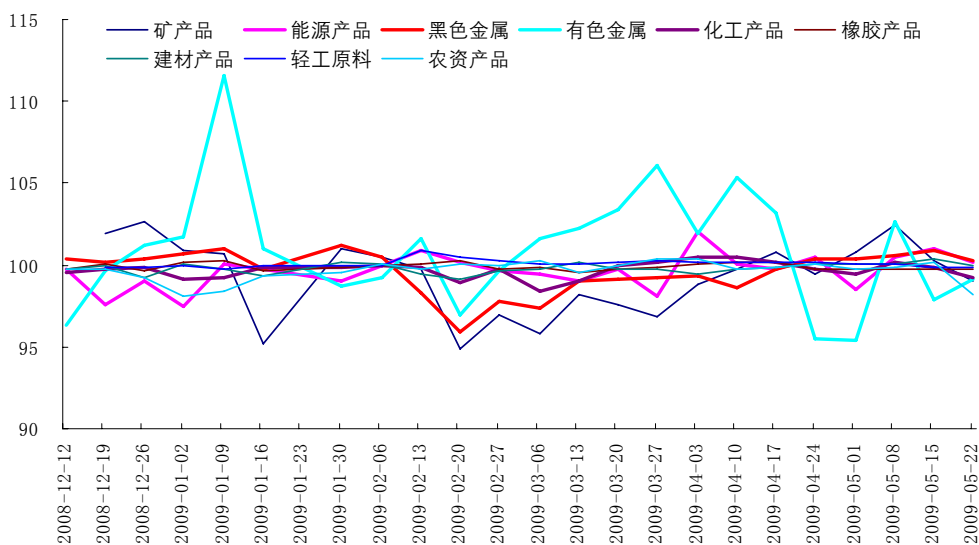
单位: %



资料来源: 商务部, WIND 资讯, 东方证券研究所

图 1-14: 商务部每周生产资料价格指数(环比)

单位: %



资料来源: 商务部, WIND 资讯, 东方证券研究所

(7) 货币信贷增速仍将高企

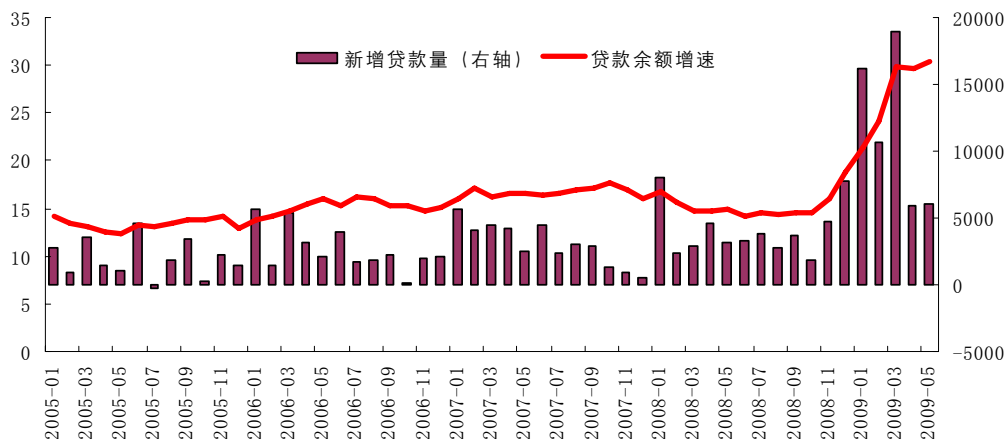
4 月新增贷款环比回落, 但同比多增, 好于市场预期。贷款结构改善中有隐忧。4 月企业新增贷款结构中, 票据融资占比下降, 中长期贷款占比大幅上升, 贷款结构有所改善。但值得注意的是, 短

期贷款出现负增长，这可能与3月份部分商业银行为完成季度业绩指标而出现贷款“冲时点”有关，前期多增的短期贷款需要在后续月份进行“消化”，说明贷款是否投入到实体经济可能存在一定“水分”。这与随后审计署的相关信息可以印证。但尽管如此，我们认为，存在水分的贷款量可能相对比重不大，而随着宏观经济面的进一步复苏，企业生产活动会更加趋于活跃，短期贷款可能会出现一定的恢复。

我们预计5月贷款环比持平，但同比仍可能多增。第一，央行银监会等政府机构对外仍宣称近期不会改变信贷政策，而周小川提到的“微调”仍是“走一步，看一步”。第二，就央行保经济增长和物价稳定两项核心任务来看，经济增长目前仍然占据主要权重（“经济增长的基础并不稳固”）。第三，根据我们最新了解的草根信息，部分国有商业银行近期已提高全年新增贷款目标。借助于票据融资向正常信贷的转换，年内新增贷款可能继续多增，全年累计可能达到7-8万亿元。

图 1-15： 月度新增贷款及贷款余额同比增速（5 月为预测数）

单位：亿元，%



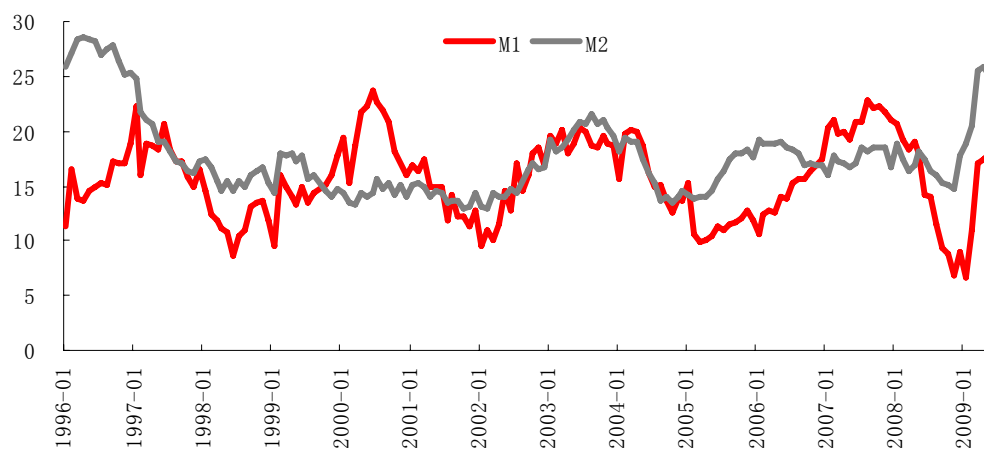
资料来源：WIND，东方证券研究所

在3月的高基数之上，4月货币信贷继续维持了高增长。按照前期的观点，我们认为，同样由于基数大幅抬高的原因，预计5月货币信贷仍将维持较高增速，初步估计M1增速达到18%，M2增速为25%，贷款余额增速为30%。

对于M1增速，实际上上期我们曾预计4月M1增速达到19%，部分市场机构的预测比19%还高。但实际增速在17.48%，扣除掉现金增量后，企业活期存款增量仅为1100亿元左右，因此4月企业存款活期化趋势并不明显，对这种趋势需进一步关注。从乐观角度看，我们认为随着经济复苏，存款活期化趋势应该会很快显现，而这将推动M1增速的继续上升。

图 1-16: 广义、狭义货币供应量同比增速 (5 月为预测数)

单位: %



资料来源: 中国人民银行, WIND 资讯, 东方证券研究所

二、市场运行趋势展望

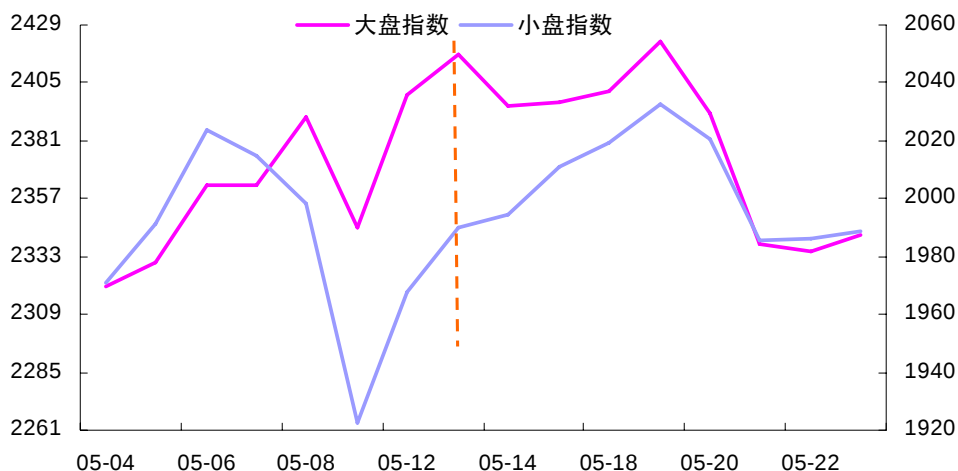
我们5月份的月度策略报告《中短期调整压力增大》的核心思路有以下几点：1、本轮上涨的突出特征是个股平均涨幅超出指数平均涨幅一倍以上，为之前历次表现之罕见，小盘股的超额表现不管从时间上还是从幅度上来看都已经接近了极致，结合估值、盈利水平以及市场博弈因素，市场热点有望切换到大盘蓝筹公司；2、市场主要矛盾已从“股灾后的估值修复+盈利改善预期”转化到“高估值 VS. 盈利的实质提升”上来，下一阶段市场的继续上涨有赖于企业盈利发生实质性回升，大盘股全线上涨的条件目前尚不成熟；3、前期接近88%的仓位水平已经达到了A股历次阶段性顶部的历史记录，公募和私募基金持仓结构调整可能会导致市场的振荡。

沿着以上思路，结合市场最新情况我们进行进一步的分析：

1. 风格轮动新迹象

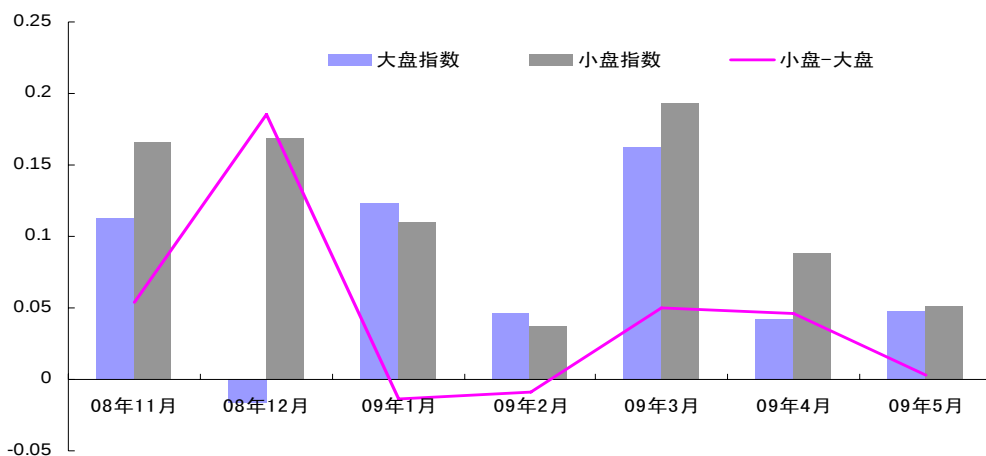
观察5月以来风格指数的走势情况，可以发现从月初到中旬，源自于投资者仓位结构性调整和博弈，大盘指数走势明显好于小盘指数；进入下旬后市场表现为调整态势，大盘指数调整幅度超过小盘指数，全月相对收益接近于零。

图 2-1：5 月份大盘指数 VS. 小盘指数



资料来源：东方证券研究所

自08年11月以来，小盘股走势明显超越大盘股走势，获取累积超额收益高达54.39%个点；分月来看，小盘股获得明显超额收益的持续时间没有超过2个月，5月份风格轮动的新迹象是否表示大盘股接下来会再次获得超额表现的机会呢？

图 2-2：08 年 11 月份以来大盘指数 VS.小盘指数


资料来源：东方证券研究所

在 5 月策略报中，我们针对市场风格提出了如下逻辑和预测：

A：某一风格指数持续获得超额收益的时间和幅度是有界限的。自去年 11 月以来中小市值指数远远领先于大盘指数，无论是超额收益持续的时间还是幅度都居于历史高位，风格转换可能性不断加大；

B：风格指数的表现与其所处的“四象限模型”中的位置有关。小盘股的估值对流动性的改变更为敏感，因而在第四象限（流动性上升，企业盈利下降阶段），其较早经历从流动性折价到流动性溢价的过程，将录得持续的超额收益。权重股的盈利弹性相对较小，其改善与宏观经济的走势更为紧密，因而往往滞后于其他行业回暖；当进入第一象限（盈利增长和流动性双上升）尤其是后半段时，权重股盈利明显改善，市场氛围趋于热烈，此时大盘股的表现将持续优于小盘股。因而，我们预测市场风格真正切换到权重股并持续的时点最早也应在企业盈利出现实质性好转之后，可能是在 3 季度上旬数据基本明朗之时。

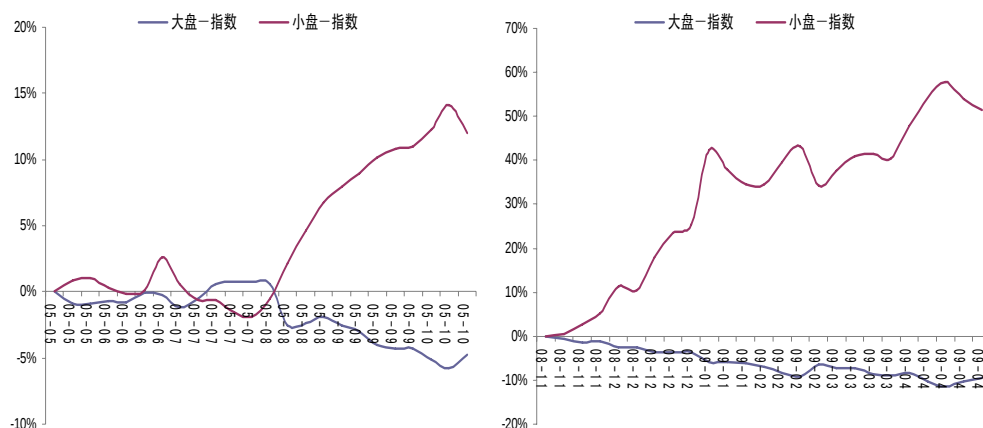
C：风格转换可能以三种方式完成：大盘股的强力上涨导致指数上行，指数窄幅波动中顺利切换热点，以及指数在较大幅度的调整后重新找到上涨动力。我们认为，在企业盈利尚未出现实质性好转之前，即使风格转换是可能的，但也难以一蹴而就，更大的概率是在调整的过程中完成。

2. 大盘股全线启动条件尚不成熟

有必要再度详细解释一下规律 B 中第一象限和第四象限风格指数的特征。

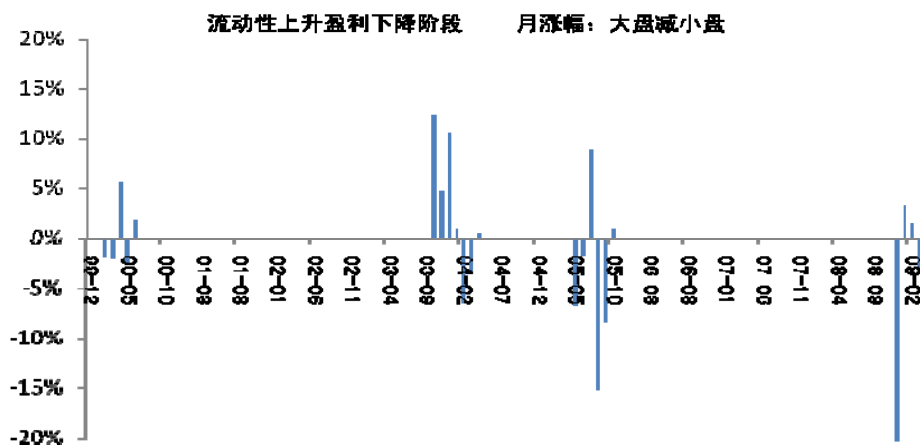
第四象限：流动性上升，企业盈利下降时期：

首先，总体来说，小盘股走势在这一象限强于大盘股，特别是如果结合估值水平来看，2005 年 5 月到 2005 年 9 月和 2008 年 11 月至今两个阶段，整个市场的估值都处在一个比较低的水平，在这种情况下，小盘股出现了非常明显的超越大盘股的上涨行情。当企业盈利下降时，低估值和高流动性对于小盘股的上涨有着非常明显的作用。

图 2-3：第四象限：大盘与小盘股相对于指数的累计月涨幅（%）


资料来源：CEIC, 东方证券研究所

其次，从风格持续的时间看，大小盘风格指数体现出明显的轮动特征，从具体持续时间看，在此阶段小盘股保持强势的时间相对更长，大盘股保持强势的时间相对较短。从单月的相对涨幅情况来看，大盘与小盘在这三个期间也体现出了明显的周期性，大盘板块与小盘板块轮流上涨，只是小盘股强于大盘股的持续时间较长，大盘股涨幅超过小盘股的持续时间一般不超过三个月。

图 2-4：第四项限：月度涨幅


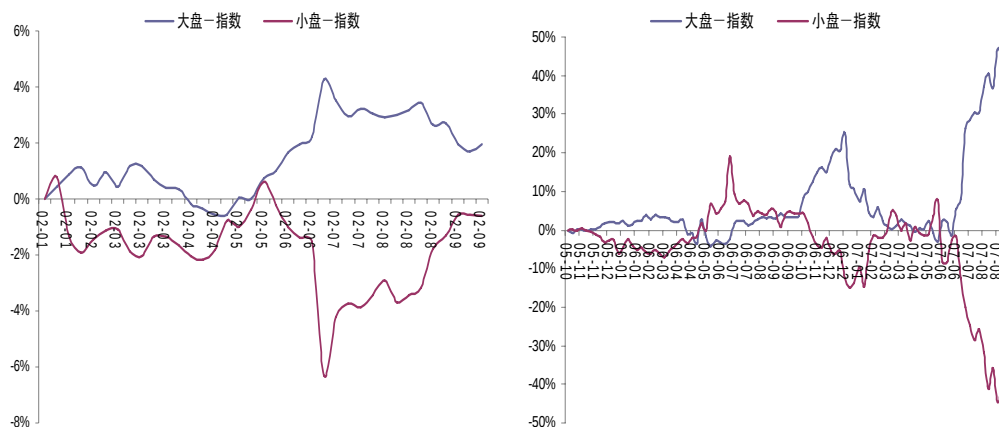
资料来源：MBA，东方证券研究所

从相对估值的角度来看，小盘股在此阶段都会经历由相对大盘估值低估到相对大盘估值溢价的过程，主要原因是因为在此阶段，市场的流动性经历了方向性的转变，由之前的流动性匮乏转移到了流动性充裕的状况，小盘股的估值也经历了从流动性折价到流动性溢价的转变。

第一象限：流动性上升，企业盈利上升时期：

首先，大盘股的总体走势要强于小盘股，从反应的时间看，大盘股获取超额收益的时间点往往比较滞后，由于流动性充裕所导致的估值溢价率先体现在小盘股指数的表现上。从2002年1月到2002年9月和2005年10月至2007年8月，大盘股指数的表现时间都处于此阶段的中后阶段。

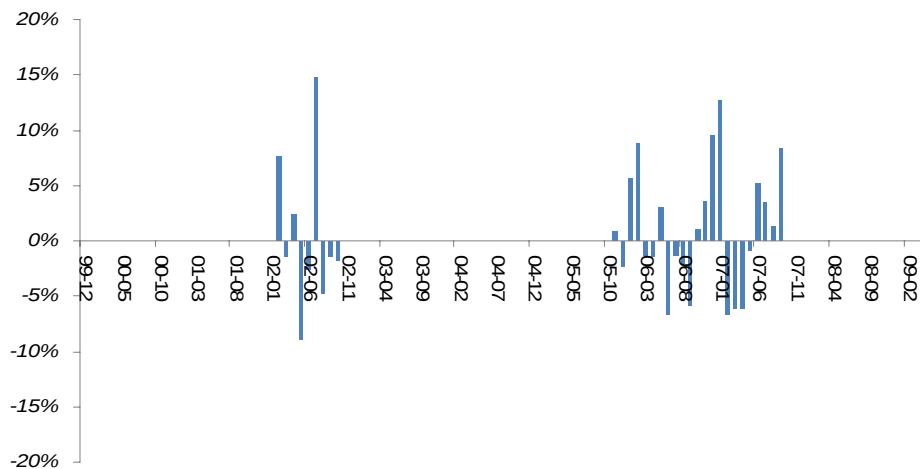
图 2-5：第一象限：大盘与小盘股相对于指数的累计月涨幅（%）



数据来源：WIND，东方证券研究所

其次，从获取超额收益的幅度和时间看，大盘股连续表现强于小盘股的持续时间周期较长，最多达到四个月的时间。而大盘股指数相对于小盘股指数获得的相对超额收益的幅度也较大。在2005年10月至2007年8月的过程中，大盘股指数相对于小盘股指数获取相对较大的超额收益，风格特征极为明显。

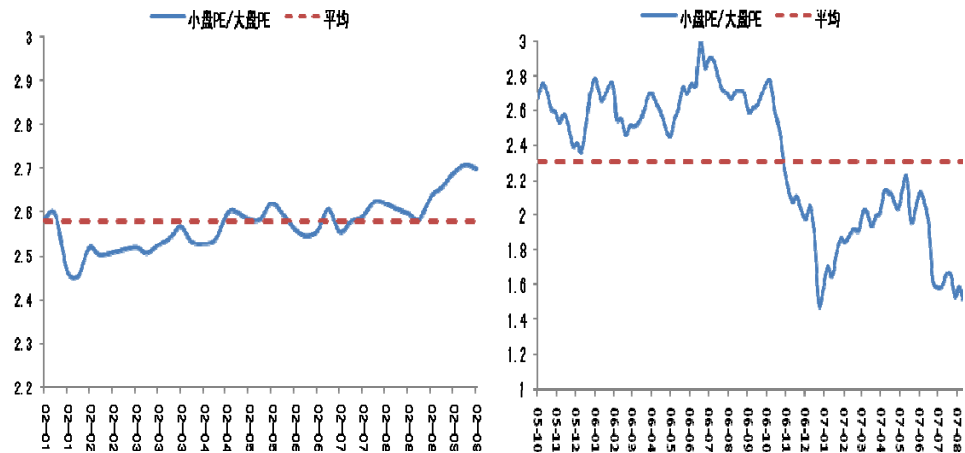
图 2-6：第一象限：月度大盘与小盘涨幅之差



资料来源：WIND，东方证券研究所

此外，大盘股和小盘股的相对估值水平的变化幅度较大，变化的方向和幅度和大盘股盈利变化的幅度密切相关。2007年A股市场一季度和中报上市公司业绩大幅增长，对应大盘股和小盘股的相对估值水平也出现了相应的变化。我们看到：小盘股/大盘股指数的相对估值水平较历史平均水平最多出现了40%的折价。

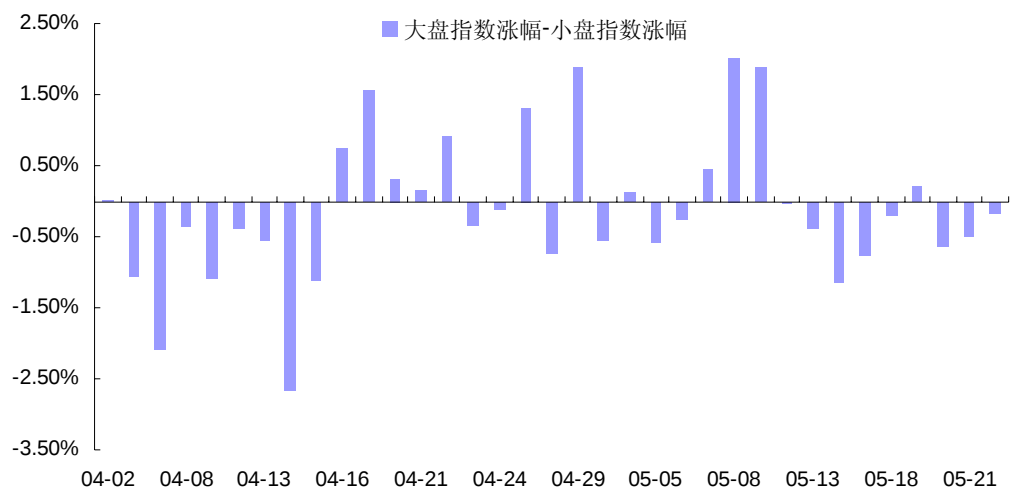
图 2-7：大盘与小盘的相对估值



资料来源：WIND，东方证券研究所

结合上述规律，我们认为，风格转变的关键因素在于企业盈利的变化能否推动市场进入第一象限：如果市场仍处于第四象限中，即使风格轮换到大盘指数，第四象限中较小的波动率以及较短的风格持续时间决定了风格轮换的空间受到局限。而如果A股市场从第四象限转换到第一象限，则风格转化到大盘之后持续的时间和超额收益幅度都会大大提升。

图 2-8：5 月份大盘指数相对于小盘指数表现



资料来源：东方证券研究所

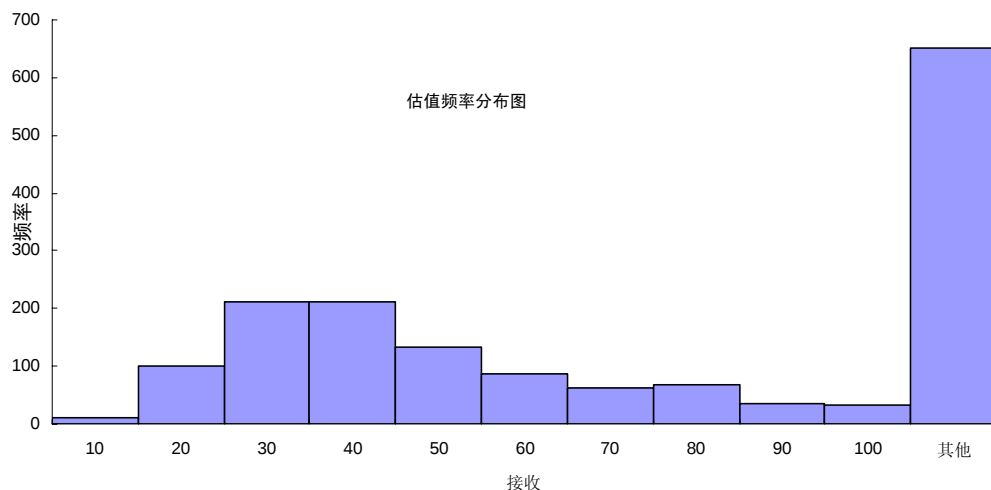
大盘股在 5 月份经历了起伏之后并未能顺利完成风格的切换，短板正是在于企业实际盈利的变化尚未来到。当中小盘股票表现一轮之后，短暂的市场热点缺乏之后，机构也开始转向相对低估值的大盘股，这也是大盘股指数走势在 5 月上旬表现靓丽的原因。然而进入 5 月下旬后，公布的 4 月份宏观数据引起了对中国外部经济复苏步伐的担忧：美国零售额 3 月和 4 月均有所下降，说明美国经济复苏尚有波折，外需恢复不会一蹴而就。同时，企业一季度盈利环比虽然表现不俗，同比压力仍然不减，091Q 接近 -25% 的增速低于大部分投资者预期，对上市公司盈利能力的担忧，也导致市场调整的到来。

5 月份以来的走势基本符合我们之前的四象限逻辑：在第四向第一转换过程中，市场往往存在一个调整或等待盈利确认的过程。要完成小盘指数向大盘指数的风格转换，还需静待实体经济的复苏和上市公司基本面的明朗。

3. 多因素制约小盘股投机氛围

半年来市场上涨超过 60%，很多中小盘题材股更是涨幅惊人，从估值频率分布图来看，按最近 12 个月 EPS 计算，估值超过 100 倍的个股占到了全部 A 股的 40.71%，估值超过 40 倍的个股占到全部 A 股的 66.67%，因此，虽然 A 股当前 09 年动态 PE 为 20.13 倍，但内部估值结构性风险已经较为明显。

图 2-9：A 股估值频率分布图



资料来源：东方证券研究所

结合近期管理层一系列提示市场风险、查处和惩罚相关违规事件以及推出新股发行新政并将重启 IPO 等措施来看，管理层可能已开始有意的通过控制市场投机氛围来避免风险积累，这也将进一步加大高估值题材股的压力。尤其对光大证券、中国建筑等大盘股陆续上市预期，很可能将加速小盘股的调整进程。

4 月份以来，深交所分别针对创投概念、“概念炒作”和盲目“追涨杀跌”提出警示；典型的个案如以达安基因 (002030.SZ) 为代表的异动股进行停牌核实异动原因等。证监会更是多次对市场违规行为进行调查，牵涉面甚广；发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，敲定

IPO 重启时间表；一连串的动作，让我们揣测管理层在“维护股票市场稳定”的基调下，开始担忧资本市场的风险因素：宽松的流动性会否引起市场的过度投机，造成市场大起大落——与之相比，更乐于看到一个健康良性发展，结构有序的市场。尤其是在 5.30 两周年以及建国六十周年的大背景下，股票市场的稳定健康发展无疑是监管工作的重中之重，市场过重的投机氛围显然是管理层所不期望看到的。从这个角度看，如果市场在结构性估值偏高的情形下继续上行，那么管理层有可能通过更多的措施来提示市场风险或改善投资者情绪甚至资金面，从而确保市场理性，实现健康稳定的发展。

表 2-1：证监会 4 月份以来明显加大对市场风险和违规行为的监控

4 月 3 日	为加强对上市证券公司的监管，根据《证券法》、《证券公司监督管理条例》等相关规定，证监会制定了《关于加强上市证券公司监管的规定》，现予公布，自公布之日起施行。
4 月 9 日	深交所投资者教育中心发表《什么样的投资者适合参与创业板市场投资》，提醒投资者在创业板投资上需要注意的主要风险和事项。
4 月 14 日	深交所第二次发文，文章标题即为《深交所专稿历数股市概念炒作骗局》，通过对以往“概念炒作”的案例进行分析，提醒投资者一定要警惕“概念炒作”中的风险和危害
4 月 15 日	中国证监会主席尚福林日前表示，将继续加强期货公司合规监管，在净资本监管基础上，实施期货公司分类监管。
4 月 17 日	深交所再次发表《谨防盲目追涨杀跌的投资风险》的文章，提醒投资者面对市场升温和新市场的开启，在“追”和“杀”的时候更要理性分析。
4 月 13 日	4 月 7 日有媒体报道了关于融通基金涉嫌“老鼠仓”的事件后，证监会高度关注，立刻启动了调查程序，13 日，对此事件就开始正式立案调查。
5 月 12 日	中国证监会就创兴置业、融通基金、渤海证券等所涉案件的调查、处罚和移送情况进行了通报。截至今年 3 月底，2008 年以来证监会依法向公安机关移送涉嫌犯罪案件 19 起，其中上市公司类案件 6 起，内幕交易案 8 起，操纵市场案 2 起，非法经营证券投资咨询业务案 2 起，金融机构工作人员挪用资金案 1 起。据悉公安机关已对其中 15 起案件立案侦查。截至今年 3 月底，2008 年以来证监会对 68 起内幕交易线索开展非正式调查，已经立案 38 起；对 29 起市场操纵线索开展非正式调查，立案 15 起。证监会有关部门负责人表示，目前根据市场出现的新情况新问题，证监会正积极研究打击尾市操纵，开盘价操纵等新型操纵案件，截至今年 3 月底，从 2008 年以来已非正式调查 30 余起。
5 月 13 日	国金证券发布重大事项公告，称公司董事长雷波因个人原因正在接受有关方面调查。
5 月 14 日	中国证监会收到检察机关送出的批捕通知书，称银河证券前总裁肖时庆因涉嫌受贿罪，已于 5 月 13 日下午 17 时被正式逮捕，目前羁押在河南省。
5 月 22 日	证监会通过其官方网站公布了一批上市公司高管以及期货公司高管违规被处罚的通知。显示共有 22 位高管收到了证监会的处罚令。

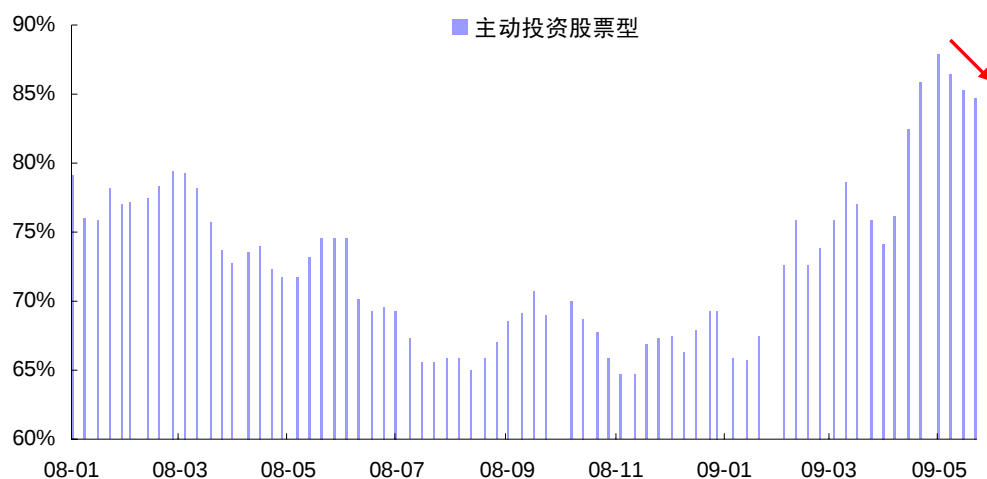
资料来源：东方证券研究所

4. 增量资金何在？

1) 基金：仓位不胜寒，后续或乏力

根据我们金融工程研究员的基金仓位模型显示，08年1季度以来随着指数的暴跌，基金持续减仓，直至08年11月达到近65%的低位，其后由于“流动性推动下的估值修复+经济经济复苏盈利改善预期”基金不断加仓，至09年5月初主动型股票基金仓位已经达到88%的历史高位。由于该仓位水平与07年牛市顶点时的水平不相上下，这可能意味着：1，前期“逼空”之后市场看法趋于高度一致，情绪高涨已达顶点；2，可供加仓的资金空间降到历史低位；3，部分行业的配置程度已经接近法规或契约规定的上限；4，仓位的博弈相对于组合的配置成为更关键的获得相对收益的砝码。在这种情况下，市场预期之外因素的扰动很有可能导致机构投资者的情绪和行为在短期发生转向，进而引起市场一定幅度的振荡。

图 2-10：08 年以来开放式股票型基金仓位走势图（单位：%）



资料来源：东方证券研究所

5月份以来股票型基金仓位连续三周的下降与我们的预测相吻合；但整体来说，基金仓位仍然处于历史的高位区间，混合型基金仓位甚至还出现了上升（73.63%）。这可能说明，仓位上限的限制或资金因素已经开始影响股票型基金，而对混合型基金的影响较小；或者意味着仓位不同的基金对市场谨慎程度的差别正在体现，基金内部分歧正逐步加大。这与我们近期路演交流过程中所感受的氛围相一致：越来越多的机构投资者开始表现出谨慎的情绪，而非两周前一致乐观的乐观看法。

除了现有基金的仓位逼近高点、加仓空间有限外，新发行基金所带来的增量资金空也难以担当风格向大盘股转换的重担。以2007年5.30之后的风格转换为例，时逢基金行业“百年一遇的好光景”，全年共发行39只股票型基金及15只混合型基金，基金发行规模达5800亿；仅上半年的5个月中就发行了2278亿份，无疑为此后大盘股的异军突起提供了充裕的“弹药”。

表 2-2: 07 年上半年基金发行情况

截止日期	股票型		混合型	
	只数(只)	发行份额(亿份)	只数(只)	发行份额(亿份)
2007 年 5 月	4	265.59	1	89.21
2007 年 4 月	5	464.43	3	228.57
2007 年 3 月	5	418.03	5	440.93
2007 年 2 月	0	0	1	96.59
2007 年 1 月	2	166.36	1	108.39
规模总计				2278.10

资料来源：东方证券研究所

再反观近期基金的销售情况：尽管 09 年前 5 个月新发基金数超过两年前，但平均发行规模仅达 26 亿，远远低于 07 年同期 81 亿的水平，全部发行规模也只有 07 年同期的 28% 左右。新增基金规模增长后续乏力，因而是否能通过新增资金来促使大盘股风格轮动的完成，尚存疑问。

表 2-3: 09 年上半年基金发行情况

截止日期	股票型		混合型	
	只数(只)	发行份额(亿份)	只数(只)	发行份额(亿份)
2009 年 5 月	9	146.87	1	0
2009 年 4 月	2	16.40	1	0
2009 年 3 月	7	154.34	4	114.82
2009 年 2 月	6	139.77	4	74.73
2009 年 1 月	0	0	0	0
规模总计				646.935

资料来源：东方证券研究所

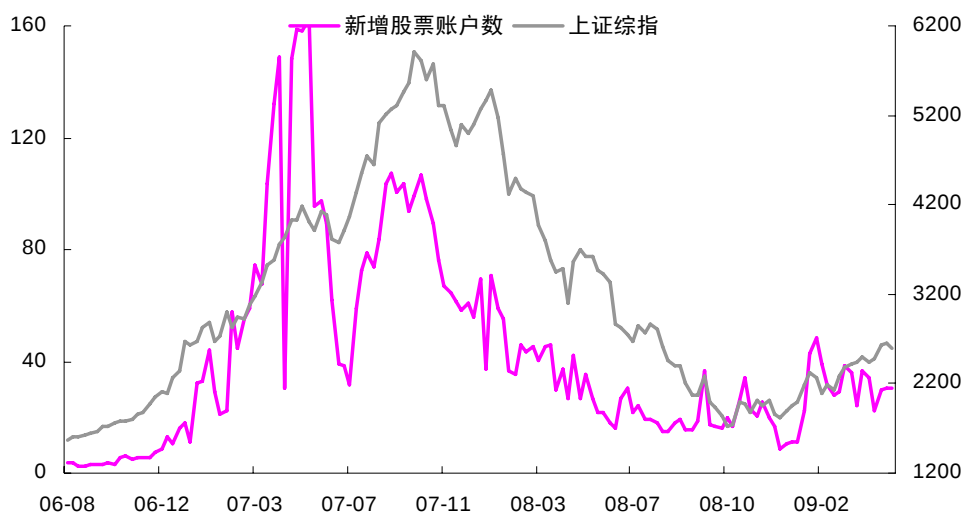
在经历了 2008 年的大跌之后，投资者对股票市场的风险有了充分认识，其投资行为可能会发生改变。2007 年新增 A 股开户数达 3760 万，平均进入点位在 4600 左右；而流通市值方面（可比方法计算），更是“蒸发”了 4.32 万亿，高达指数最高点时的 44% 以上。这对个人股票投资者和基金投资者而言，不论在资产财富方面还是在心理上都带来莫大创伤；要想在短时间内重树投资信心，使其再度将多年积累的财富投入资本市场，恐怕是难以实现的。

2) 新一轮储蓄大搬家条件尚不具备

近期与机构投资者的交流中，多数认同由于基金仓位达到历史高位增量资金不足，在风格转化的巨大压力下，市场可能会出现振荡。但是也有部份投资者认为，虽然基金仓位已高，但新一轮储蓄大搬家可能在近期为市场注入新的增量资金，从而促使市场在持续上涨过程中完成风格结构性转换。

事实上，从06年下半年起储蓄存款的同比增速就有所下滑，这主要源于两大原因：其一，A股市场的大幅上涨引发财富效应，居民开始大规模涌入资本市场，开户数呈现激增态势；

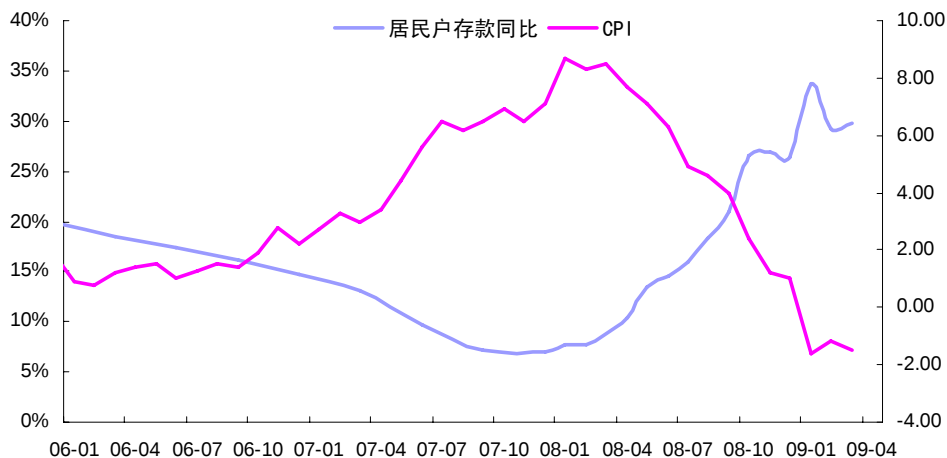
图 2-11：新增股票账户数与上证综指走势



资料来源：东方证券研究所

其二，CPI 上行，通胀加速趋势明显，进而改变了居民大类资产配置的结构，存款增速下滑明显。

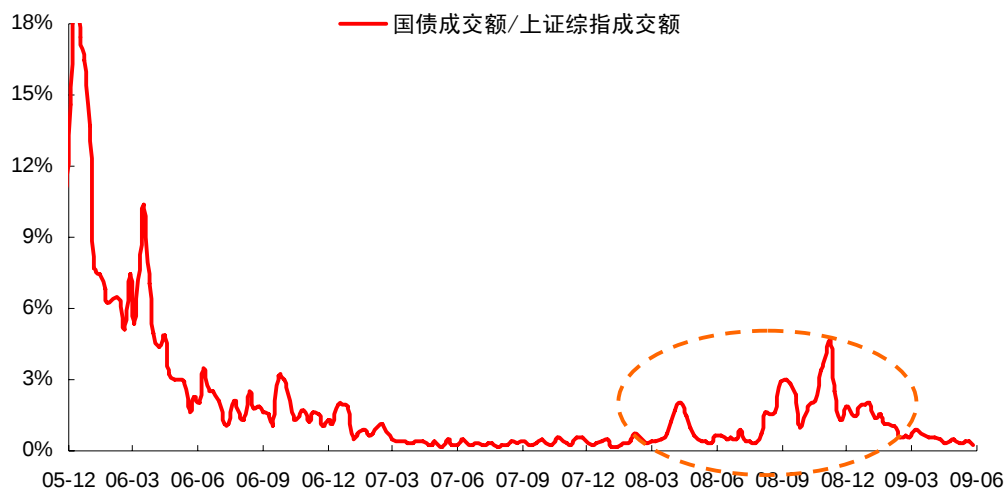
图 2-12：通胀水平与居民存款同比增速变化趋势



资料来源：东方证券研究所

我国居民资产或财富的形式为：储蓄存款、股票和债券等有偿证券、以及房地产业。06-07 年负利率时代资产重估对房地产的影响毋庸赘述；而在有偿证券方面，庞大的资金无疑涌入了股权投资市场而非债券市场。我们可以看到，从 06 年年中开始，国债成交额占股票成交额的比例开始下降并持续维持低位，这说明股市是储蓄搬家的主要目标市场。

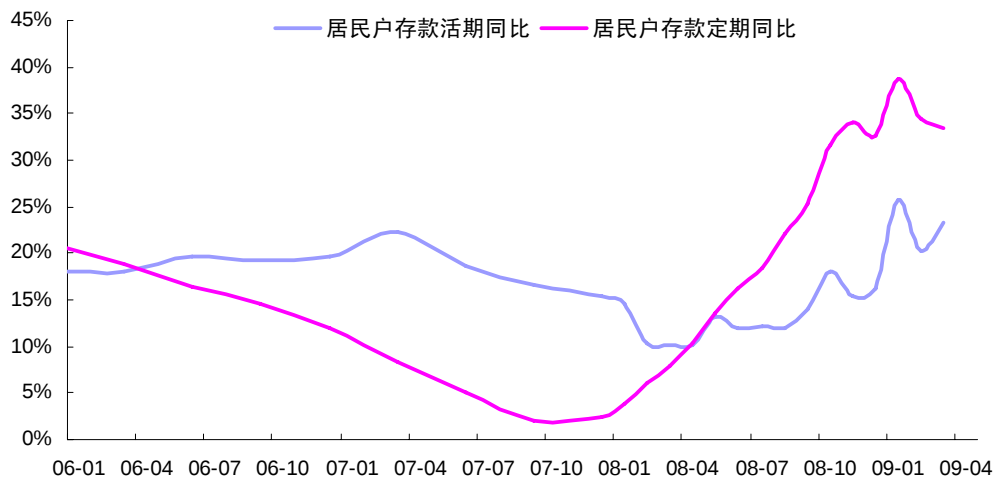
图 2-13：国债市场和股票市场活跃程度的变动趋势



资料来源：东方证券研究所

但随着 07 年下半年货币政策的收紧，利率水平不断上调；受国际金融危机的影响，指数也开始一路下滑。引发储蓄搬家的两大因素发生逆转，资产配置再一次进入动态调整。股市新开户数明显下降，资本市场的热点转向债券；在居民存款同比增速出现反弹的同时，存款定期化的现象开始受到关注。

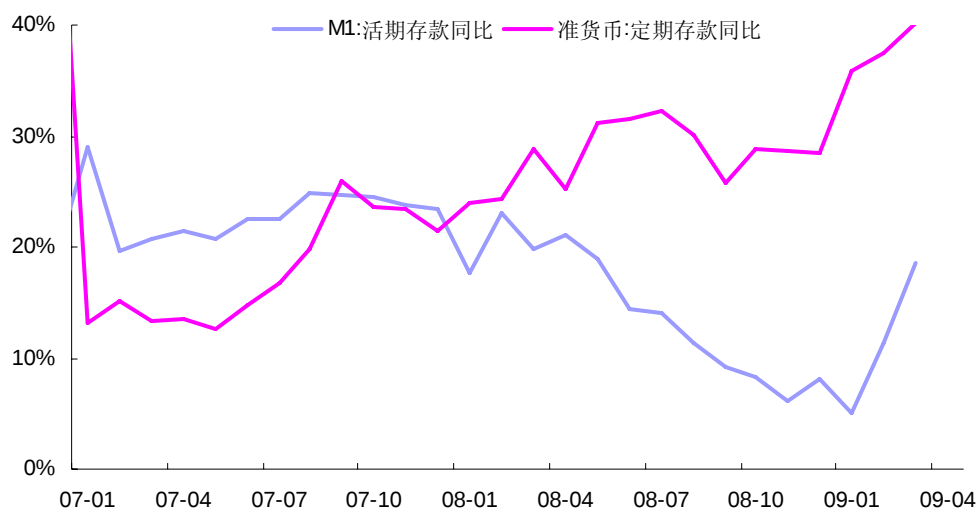
图 2-14：08 年以来居民户定期存款同比增速快于活期存款



资料来源：东方证券研究所

由于企业定期存款的统计口径曾经发生改变，因而我们用 M1 中的活期存款和准货币（M2-M1）中的定期存款来衡量企业活期和定期存款，通过二者的同比增速变化来考察企业“存款定期化”的变动情况。可以看出，07 年 10 月至 08 年底，定期存款同比增速显著上升，而活期存款增速恰好相反。

图 2-15：M1 中的活期存款与准货币中的定期存款同比增速变化趋势



资料来源：东方证券研究所

回到我们最初的问题上来，新一轮的储蓄大搬家能否发生进而为市场注入新的增量资金呢？的确，随着去年 10 月份以来货币政策的转向，流动性快速扩张；反映在储蓄上的一大特点，就是居民和企业的活期存款增速触底反弹。但值得注意的是，存款定期化的趋势并没有得到抑制，**定期存款的增速始终快于活期存款，即定期存款在存款总额中的占比依然是不断扩大的。**

从另外一个方面，即实际利率来看，亦是如此。尽管利率水平较去年年中已经大幅下调，但由于通胀率为负，因而实际利率依然高达 3.75%。这远远高于上一次“储蓄大搬家”时的负利率；因而当前来看，尚无迹象表明资产在储蓄和资本市场投资间大规模的重新配置会于近期发生。

5. 流通市值——难以承受之重

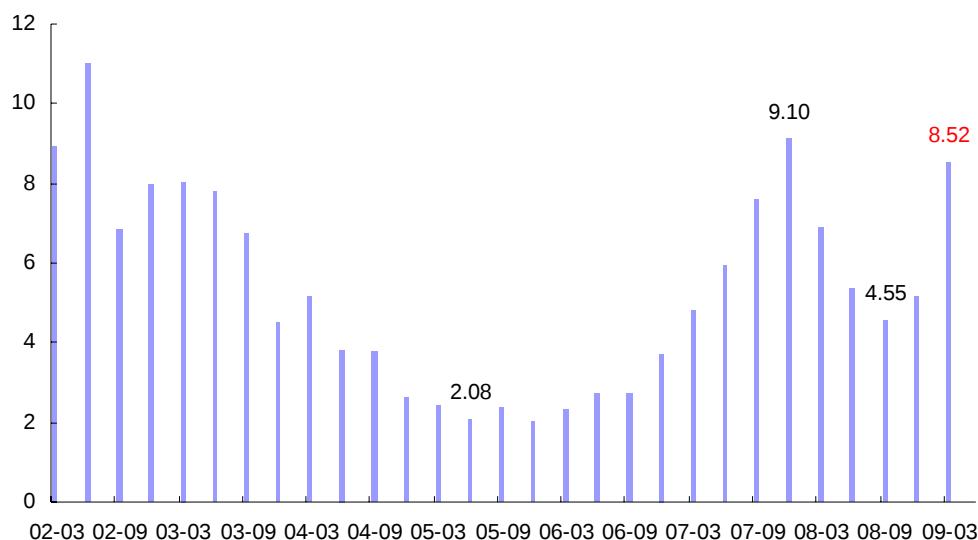
由于历史原因，A 股存在着流通股与非流通股的差别。随着股改完成后限售期逐步解禁，流通股市值的规模不断扩大。尽管在短期内，新解禁的流通股未必会立即进入流通交易，但从长期来看，无疑改变了市场的供求关系，从而对资金面带来潜在的压力。

去年下半年以来，流通市值的增长速度不断加快。如果我们按照以下规则：即 2007 年 10 月 16 日之前上市的股票以当日流通股份数和价格计算，其后上市的股票以首发日流通股份数和价格计算，则指数最高点时上市公司的流通市值为 7.78 万亿，而这些流通股份的最新市值为 4.32 万亿，即缩水了 44.48%；但如果考虑在此期间新流通的股份，那么最新的流通总市值则为 7.90 万亿，即新增的流通市值高达 3.58 万亿。

我们仿照 PE 构造指标：流通市值/企业盈利，可以理解为企业盈利所支撑的流通市值的倍数。这个倍数越高，意味着可交易对象的总值相对于盈利的价格越高。我们发现，该指标的趋势基本与指数走势相吻合：在 2005 年年中指数 998 点时，该指标达到历史低点 2.08 倍；而当 07 年三季度指

数创新高时，该指标高达 9.1 倍，仅次于 02 年 2 季度的高点。而随着近期流通市值的快速增加以及此前企业盈利的快速下滑，尽管指数距离 6124 点甚远，但目前该比值已经达到 8.52，远高于历史平均水平。

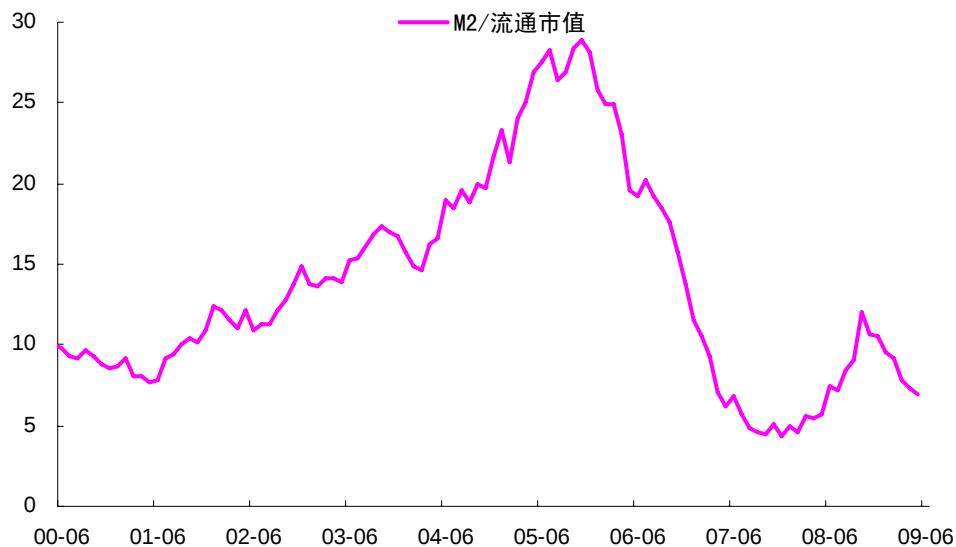
图 2-16：流通市值与近 4 个季度上市公司盈利的比值



资料来源：WIND，东方证券研究所

事实上，用 M2 /流通市值来衡量资金供给的压力更容易理解。从 2001 年开始，央行将证券账户保证金计入 M2，因而可以将 M2 近似的看做股票市场流动性的来源。如果 M2 /流通市值越高，说明流动性支撑股票市场资金需求的潜在空间越大，反之则说明流动性对股票市场的推动潜力越小。

图 2-17：流通市值与 M2 的比值



资料来源：WIND，东方证券研究所

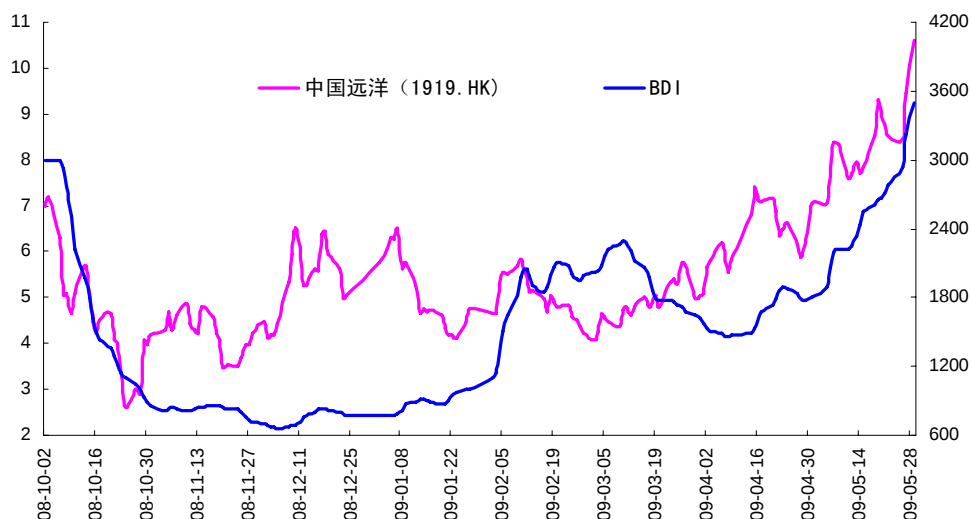
从上图可以看到，M2 最高曾达到流通市值的 30 倍，此时市场见底反弹（2005 年 6 月），最小时仅为流通市值的 4 倍，即 07 年年底，市场出现大幅下跌。而当前，M2 为流通市值的 6.9 倍，相当于 07 年 4 月 4000 点时的水平，低于前一轮牛市顶点 01 年 6 月时 8 倍的水平。因而单从流动性的角度说，流通市值的增加已经给予资金供求面较大的压力；指数继续上涨将进一步提升流通市值，势必受到流动性和企业盈利增长速度的制约。

三、行业配置

5 月中旬以来，机构整体仓位及持仓结构的调整导致市场呈现振荡盘整格局，持谨慎态度投资者逐步增加，个股分化明显加剧，如何调整持仓结构以保持有效仓位成为投资者面临的一大难题。

我们认为，首先，结构性估值风险仍将继续释放，在近期没有实质性盈利或强力政策支撑的题材股将面临较大压力，市场结构性调整压力在 6 月份仍较为明显，IPO 的进程会进一步加剧结构性调整进程；其次，盈利水平能获得达到或者超预期增长的板块，则可以将前期的高估值降低到合理和可持续的水平，从周期错配的角度在实质段仍然会有良好表现，我们继续看好房地产、汽车行业；第三，政策受益这条主线仍然能在 6 月份延续，主要集中在智能电网以及可能受益于进一步出口退税率调升的机电和轻工产品，投资者应密切关注政策变化；第四，银行板块的估值优势依然明显，从相对收益还是绝对收益的角度来看都具有较高配置价值；第五，随着铁矿石价格谈判形势的逐步明朗，航运板块无疑将迎来阶段性机会，BDI 指数和香港航运板块近期的优异表现有望成为催化剂；第六，前期涨幅较小，受益于 IPO 重启的龙头券商品种，其吸引力开始逐步显现。

图 3-1：BDI 指数 VS. 中国远洋（1919.HK）

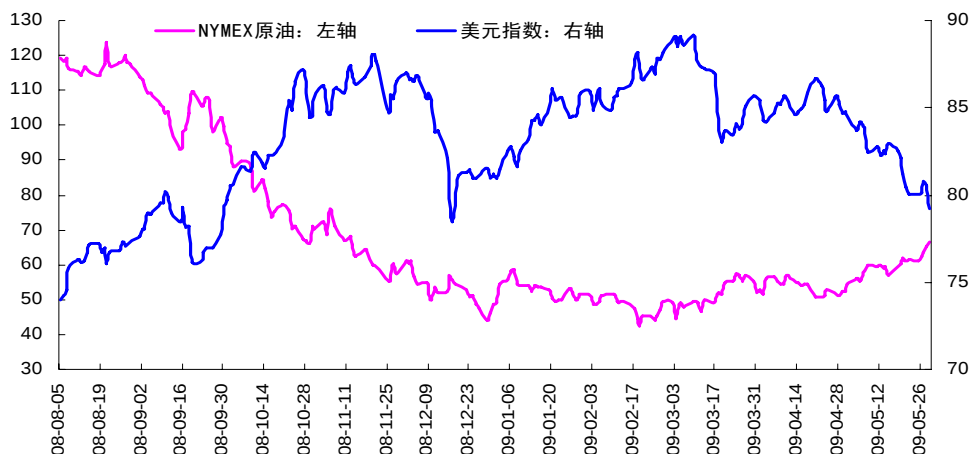


资料来源：WIND，东方证券研究所

我们 6 月份市场判断的扰动因素来自于两大方面：一、美元和大宗商品走势。随着避险情绪的继续减弱，美元供需矛盾可能进一步恶化。3 月以来美元指数与以原油为代表的大宗商品走势呈现明显负相关，4 月下旬以来美元加速贬值，原油价格持续走强，5 月份国际油价共上涨了近 30%，创下自 1999 年以来的单月涨幅新高；有色金属期货价格走势明显弱于原油，从二级市场来看，有色金属及大宗农产品受益个股却并未有良好表现。若美元在 6 月份继续大幅波动，不排除对大宗商

品市场价格带来较大冲击，而从 A 股的市值构成来看，石油石化、有色煤炭、地产金融均与美元走势密切相关，尤其是中石油和中石化近期成品油调价预期强烈，可能加剧市场波动。当然，从美元贬值角度来看，对中国出口企业来说却无疑是重大利好。从这个角度看，中石油、中石化、有色等可能会有阶段性机会。

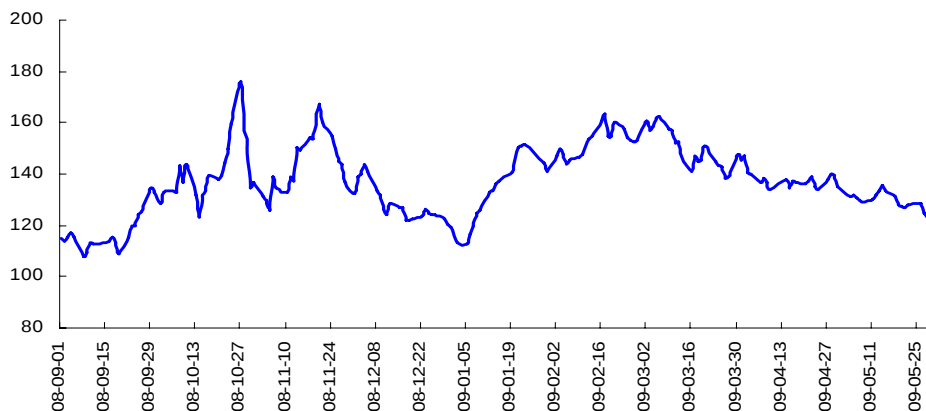
图 3-2: 美元指数 VS.NYMEX 原油期货价格



资料来源：WIND，东方证券研究所

二、外围股票市场的走势，尤其是港股。香港恒生指数距 3 月 9 日低点以来的反弹幅度已经达到 60.17%，很多中资股表现优异，直接的结果之一就是 A/H 溢价率的逐步缩小，A/H 溢价指数目前已进入 100-120 的低值区间，从历史上来看，07 年以来这一区间是 A/H 溢价指数的底部区域，具有较强支撑。个股方面，A/H 汇率调整后比值低于 1.5 的占到了 57 只 A/H 个股中的 40.11%，尤其的大银行的 A/H 比值均处于 1-1.2 区间，若港股进一步上扬，则相关 A 股的上行空间也可能被进一步打开。具体来看，金融、航运及建筑板块 A/H 股溢价率较低，后期景气度向好，A/H 折价或价差小的品种有可能成为资金突破口。

图 3-3: A/H 溢价指数持续走低



资料来源：WIND，东方证券研究所

主题投资方面，我们继续看好上海本地股的投资机会，在区域振兴主题中上海本地股无疑是内涵较为丰富、可持续性较强、实质性影响程度高的主题，其相关支持政策和实质性影响也会持续显现，投资者必须给予上海本地股投资主题以充分认识，我们将对上海本地股专题投资机遇进行持续跟踪，并会根据形势的最新演变推出进一步的专题策略，敬请投资者密切关注。

从风格转化的角度来看，我们认为小盘股向大盘股的风格转化无疑将继续深化，大盘股目前全线启动的条件尚不成熟，股份制中小银行、地产、航运 6 月有望继续良好表现，没有实质性业绩支撑的众多中小盘题材股的结构风险仍然巨大。在市场调整过程中，非周期性行业可能获得阶段性超额收益，我们继续看好有基本面支撑以及潜在政策支持的商业连锁、医药行业。

表 3-1: 6 月份行业配置建议

板块名称	投资评级	板块名称	投资评级
房地产	超配	重卡	标配
家用电器（空调、彩电）	超配	保险	标配
海运	超配	纺织服装	标配
券商	超配	元器件	标配
上海本地股	超配	农业	标配
智能电网	超配	建筑建材	标配
中石油+中石化	超配	工程机械	标配
乘用车及零部件	超配	化工(除中石化)	标配
银行	超配	煤炭	标配
商业贸易	超配	餐饮旅游	低配
医药生物	超配	公用事业	低配
钢铁	超配	食品饮料	低配
有色金属	标配	信息设备	低配

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

宏观策略团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在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惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn