



## 研究报告

## 齐鲁证券研究所

分析师：尤文静

执业证书编号：S0740208020019

分析师：于立婷

执业证书编号：S0740208020075

分析师：宋家彤

执业证书编号：S0740207010006

联系人：周颖颖 陈强 赵光军

罗春鹏 吴凤芹

Tel：0531-81283879

Mail：qlzq@vip.sina.com

## 相关研究

《齐鲁证券 2010 年 3 月策略报告—政策退出，策略倾向防御；“两会”背景，关注主题投资》

《齐鲁证券 2010 年 2 月策略报告—蓄势夯实增长基础》

《齐鲁证券 2010 年度投资策略报告—经济驱动力转换下中国股市如何演绎》

## 股指期货环境下的策略选择

## ——二季度投资策略

## 【主要观点】

- Ø 2010 年一季度与预期一致：我们在年度投资策略报告中指出，全球经济正处于从失衡向再平衡的回归过程中，我国加快产业结构调整、促进区域协调发展、支持新兴战略产业是当前的重要任务，市场的主要风险在于刺激经济政策退出引发的流动性趋紧。股市的实际表现与预期一致。
- Ø 股指期货带来全新盈利模式：股指期货满足了机构投资者实实在在的套保需求。目前，应重点研究股指期货给市场带来的新盈利模式和对投资理念产生的影响，积极把握制度创新对股市的正面推动作用，挖掘投资机会。
- Ø 关注出口增长和人民币升值预期：虽有刺激政策退出导致流动性趋紧的担忧，我们仍然坚持全球经济继续恢复增长的观点，我国出口增速仍将保持高位。虽然人民币短期内升值的可能性不大，但升值预期将刺激对房地产、股票等投资品的需求，部分受益行业的阶段性投资机会值得关注。
- Ø 投资时钟显示我国经济处于复苏末期：我国的经济周期与货币供应量存在一定的同步性，工业增加值的变动要领先物价水平。2010 年二季度，预计我国经济将进入复苏末期，金融服务、房地产等行业将有出色表现。
- Ø 2010 年二季度股市从震荡至转强：股市资金供求关系较为平衡，在出口增长、升值预期增强、融资融券、股指期货推出背景下，预计我国股市将结束调整，由震荡至转强。上证指数阻力位 3400 点附近，支撑位 2900 点附近。
- Ø 建议从防御策略转向积极策略：对于资产价格相对敏感的房地产、证券、保险和银行业，受益通胀预期的医药、零售百货、农产品、家电、电子信息等消费行业存在一定机会。股指期货推出刺激优质蓝筹股、高杠杆股票、券商及期货概念股走强，世博概念、区域振兴、新兴战略产业等投资主题仍将受到追捧。

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。



## 正文目录

|                            |        |
|----------------------------|--------|
| 一、股指期货带来新盈利模式              | - 5 -  |
| (一) 重在制度创新, 不改中长期趋势        | - 5 -  |
| 1、做空机制、杠杆机制丰富了盈利模式         | - 5 -  |
| 2、有效的风险管理工具, 吸引中长期资金入市     | - 6 -  |
| (二) 股指期货新盈利模式              | - 6 -  |
| 1、套期保值                     | - 6 -  |
| 2、套利                       | - 7 -  |
| 3、投机                       | - 8 -  |
| 二、全球经济复苏拉动出口增长             | - 9 -  |
| (一) 全球主要经济体先后走出低谷          | - 9 -  |
| (二) 各国继续出台刺激经济政策防止二次探底     | - 10 - |
| (三) 我国对外贸易超预期增长            | - 10 - |
| 三、人民币升值刺激投资品需求             | - 12 - |
| (一) 我国经济保持高增长              | - 12 - |
| (二) 人民币升值预期不断增强            | - 12 - |
| 四、投资时钟显示我国经济处于复苏末期         | - 14 - |
| (一) 我国的经济周期                | - 14 - |
| (二) 经济周期变动中的行业表现           | - 15 - |
| (三) 2010 年以来的行业表现          | - 16 - |
| (四) 2010 年二季度行业轮动规律展望      | - 17 - |
| 五、二季度股市由震荡至转强              | - 17 - |
| (一) 流动性环境分析                | - 18 - |
| (二) 二季度资金供求较为平衡            | - 19 - |
| (三) 二季度股市有望震荡上行            | - 21 - |
| 六、投资策略: 守得云开见月明            | - 22 - |
| (一) 2010 年沪深 300 一致性预期仍在提高 | - 22 - |
| (二) 市场波动性与事件的博弈            | - 23 - |
| 1、调结构中关注行业的选择路径            | - 23 - |
| 2、市场的波动与事件博弈               | - 24 - |
| 3、股指期货搅动股市投资风格             | - 25 - |
| 4、世博概念演绎最后的疯狂              | - 27 - |
| 5、区域振兴带动相关板块表现             | - 28 - |
| 6、自主创新新兴战略产业反复活跃           | - 29 - |



## 图目录

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| 图 1 我国与发达经济体 GDP 增速对比图.....      | - 9 -  |
| 图 2 金砖四国 GDP 增速对比图.....          | - 9 -  |
| 图 3 美国供应管理协会 PMI 图.....          | - 10 - |
| 图 4 美国失业率与道琼斯指数对比图.....          | - 10 - |
| 图 5 我国进出口增速图.....                | - 11 - |
| 图 6 我国 07-10 年出口额对比图.....        | - 11 - |
| 图 7 我国外汇储备与外贸顺差对比图.....          | - 11 - |
| 图 8 我国出口、顺差与汇率对比图.....           | - 11 - |
| 图 9 我国 GDP 增速图.....              | - 12 - |
| 图 10 美元兑人民币远期汇率 NDF 图.....       | - 12 - |
| 图 11 热钱与房地产、金融板块对比图.....         | - 13 - |
| 图 12 人民币 NDF 与航空运输业对比图.....      | - 13 - |
| 图 13 我国经济保持高速增长图.....            | - 14 - |
| 图 14 工业增加值中体现出的周期特征图.....        | - 14 - |
| 图 15 经济周期四阶段及行业表现图.....          | - 15 - |
| 图 16 复苏中期各行业表现图.....             | - 16 - |
| 图 17 2010 年以来各行业表现图.....         | - 16 - |
| 图 18 2010 年以来化工子行业表现图.....       | - 17 - |
| 图 19 2010 年二季度的周期表现图.....        | - 17 - |
| 图 20 2010 年二季度的行业表现图.....        | - 17 - |
| 图 21 行业估值水平图.....                | - 17 - |
| 图 22 2006 年初至今的新增人民币贷款季度数据图..... | - 18 - |
| 图 23 2006 年初至今的央行公开操作月度数据图.....  | - 19 - |
| 图 24 限售股解禁季度数据图.....             | - 19 - |
| 图 25 股权分置限售股解禁比例图.....           | - 19 - |
| 图 26 限售股解禁季度数据图.....             | - 20 - |
| 图 27 A 股新增帐户数季度数据图.....          | - 20 - |
| 图 28 基金发行阶段统计图.....              | - 21 - |
| 图 29 2010 年沪深 300 指数 PE 变化图..... | - 23 - |
| 图 30 2010 年沪深 300 指数 PB 变化图..... | - 23 - |
| 图 31 沪深 300 预测调升调降公司数统计图.....    | - 23 - |
| 图 32 上海世博园规划图.....               | - 28 - |



## 表目录

|                                    |        |
|------------------------------------|--------|
| 表 1 2002 年至今我国经济周期变动、CPI 变化表 ..... | - 15 - |
| 表 2 沪深 300 指数综合预期表 .....           | - 22 - |
| 表 3 行业判断和选择路径表 .....               | - 24 - |
| 表 4 可能性事件主题性质及对市场的影响程度判断表 .....    | - 24 - |
| 表 5 沪深 300 前 20 大权重股表 .....        | - 26 - |
| 表 6 可关注具有高杠杆效应的上市公司表 .....         | - 26 - |
| 表 7 控股期货公司的券商股表 .....              | - 27 - |
| 表 8 上海本地股在历次大行情中的市场表现统计表 .....     | - 27 - |
| 表 9 可关注的上海世博概念股表 .....             | - 28 - |
| 表 10 可关注的新疆区域概念股表 .....            | - 29 - |



2010 年一季度，我国股市震荡回调，结构性分化显著。我们在年度投资策略报告中明确指出，**全球经济正处于从失衡向再平衡的回归过程中，我国加快产业结构调整、促进区域经济协调发展、支持新兴战略产业是当前的重点任务，市场的主要风险在于刺激经济政策退出引发的流动性趋紧。**股市实际表现与预期一致，央行两次上调存款准备金率使股市陷入短期调整。调整格局中，受益调结构政策和出口复苏的餐饮旅游、电子元器件、纺织服装等行业大幅上涨，受益区域经济政策的海南、重庆、广西、新疆等板块也逆市走高，而黑色金属、采掘、有色金属等周期性行业则因信贷紧缩领跌大势。

2010 年二季度，融资融券、股指期货的推出为市场带来了新的盈利模式，全球经济复苏拉动我国出口高速增长，人民币升值预期激发了对投资品的需求。我国股市有望结束调整，形成震荡盘升趋势。股指期货受益板块、世博会、区域经济及战略性新兴产业等投资主题有望继续活跃，部分超跌蓝筹股的中长期投资价值有望逐步获得市场认可。建议从防御策略转向积极策略，低配固定收益类资产，增配权益类资产。

## 一、股指期货带来新盈利模式

2010 年 3 月 26 日，证监会批复同意中国金融期货交易所上市沪深 300 股票指数期货合约，首批四个沪深 300 股票指数期货合约 4 月 16 日上市交易。股指期货的推出是通过制度创新增强股市基本功能的具体举措，股市的规模和融资功能必然随着制度创新进入到新的发展阶段。同时，也可以预见，在融资融券、股指期货顺利推出并平稳运行一段时间后，国际板等进一步对外开放的举措也会相继落实。

股指期货给市场带来了全新的盈利模式，满足了机构投资者和上市公司大股东实实在在的套保需求，对股市的长远发展影响深远。在目前阶段，应重点研究股指期货给市场带来的新盈利模式和对投资理念产生的影响，积极把握制度创新对股市的正面推动作用，挖掘波段投资机会。

### （一）重在制度创新，不改中长期趋势

股指期货的推出为机构投资者提供了风险管理工具，为股市引入了做空机制和杠杆机制。市场的自我实现机制强化，期货、现货市场联动将导致股市的短期波动加大。不过，股市的决定因素仍是宏观经济和估值水平等基本因素，股指期货推出不会改变股市的中长期趋势。

#### 1、做空机制、杠杆机制丰富了盈利模式

我国股市长期缺乏做空机制，投资者只有在股票上涨时才能盈利，这种单边的盈利模式导致炒作之风盛行。卖空机制的引入为投机者提供更多交易机会，丰富了套利者可运用的套利策略，通过投机者和套利者的频繁交易提高了市场效率，促进了合理价格的形成。



## 2、有效的风险管理工具，吸引中长期资金入市

股指期货的推出给机构投资者和上市公司大股东提供了有效的风险管理工具，通过股指期货套期保值可以有效对冲股市的系统性风险，增强机构投资者的持股信心，吸引场外中长期资金入市。

沪深 300 股指期货上市后，股票仓位的控制和调整变得不再重要。证券投资基金、社保基金、保险资金、企业年金等持有股票组合的机构投资者可以按照股票组合的  $\beta$  系数，卖空相当数量的沪深 300 股指期货，锁定持仓风险。机构投资者只要用沪深 300 股指期货对股票组合进行了套期保值，就可以终保持较高的股票仓位，专注于研究行业、公司的基本面，着重挖掘有投资价值的高成长企业，进行中长期价值投资。央企等持有大量股权的大型企业集团也可以用沪深 300 股指期货进行套期保值，以规避股市的系统性风险。

股指期货的推出增强了机构投资者的持股信心，有望吸引更多的中长期资金增加对权益类资产的配置比例，扩大证券市场规模。

### （二）股指期货新盈利模式

在股指期货推出初期，参与股指期货交易的资金规模不会很大，最佳的盈利模式是日内交易或“抢帽子”交易。期指投机者可以通过控制指标股的方式引导沪深 300 指数剧烈波动，以增加股指期货波动幅度和日内盈利机会。在股指期货运行一段时间后，参与股指期货交易的资金必然越来越多，市场规模也越来越大。当股市因基本面变化产生趋势性行情时，股指期货的主要投资机会从日内交易转化为短线交易，甚至波段交易，通过股市、期市联做可获得巨大的超额利润。

#### 1、套期保值

所谓套期保值，是指现货交易者为了规避价格风险，利用期货合约作为将来在现货市场进行买卖商品的临时替代物，对其现在买进准备以后卖出或对未来需要买进商品的价格进行保值的行。套期保值的实质就是投资者在现货市场与期货市场做品种相同、数量相等、时期一致的反向交易，由于现货市场价格与期货市场价格在到期日趋于一致，从而实现到对现货市场头寸的保值。

沪深 300 股指期货首批上市 5 月、6 月、9 月和 12 月四个合约，机构投资者可以利用 9 月、12 月合约对下两季持仓进行套期保值。比如，投资者看好股票组合的中长期投资价值，但担心股市下半年会下跌，这时可以卖空与股票组合市值相当沪深 300 股指期货 12 月合约对股票组合进行保值。比如，上市公司大股东对公司长远发展充满信心，但担心股市下半年下跌，这时也可以卖空一定数量的沪深 300 股指期货对持有的股份全部或部分保值。再比如，券商开展融券业务必须持有一定数量的标的证券，但担心股市出现系统性风险，这时可以卖空一定数量的沪深 300 股指期货对持有的标的证券进行保值。



## 2、套利

所谓套利，是指在同一市场同时进行两笔或多笔方向相反、数量相同的交易，或同时在两个或多个市场进行方向相反、数量相同的交易，以锁定无风险收益的交易方式。沪深 300 股指期货上市后，可行的套利策略大体可分为期现套利和价差套利两类。

### （1）期现套利

所谓期现套利，是指在期货市场与现货市场之间进行套利。首先，计算期货合约的理论价格；然后，根据实际交易成本得出无套利区间；当期货价格超出无套利区间时，立即卖出高估资产，买入低估资产构建套利组合，锁定到期利润。

期现套利是股指期货推出初期最受欢迎的套利策略。期现套利中的现货既可以是投资者自己构建的股票组合，也可能是市场已有的股票组合产品，如 ETF 基金、封闭式基金等。期现套利据此可分为股票组合套利、ETF 套利和封闭式基金套利三种。

股票组合套利是指投资者自己构建股票组合复制沪深 300 指数，然后通过买卖股票组合和股指期货实现套利。股票组合套利又包括完全复制和不完全复制两大类，完全复制套利交易不及时，但跟踪误差较小，不完全复制交易具有较大的灵活性。当投资者看好一个行业、主题、风格或地区板块，认为其价值低估或有望超越市场时，可以选择该板块的潜力公司构建股票组合，同时卖空股指期货进行套利。

ETF 套利是指投资者通过买卖 ETF 和股指期货进行套利。除了在超出无套利区间时利用 ETF 和股指期货进行套利交易外，在平衡市中还可以获取该 ETF 代表的行业、板块与沪深 300 指数异常偏离带来的收益。

封闭式基金是指投资者通过买卖封闭式基金和股指期货进行套利。我国封闭式基金长期以较高的折价率运行，这为实现绝对收益提供了可能。利用股指期货实现封基套利具有多种策略：一是基于封基的高折价获得价差收益；二是通过调整套保比例，以股指期货消除封基的相对风险系数  $\beta$ ，并通过组合优化等方式积极获取封基 Alpha 收益；三是利用择时指标，选择套利时机，在市场上涨时获得超额收益，市场下跌时规避风险。

### （2）价差套利

所谓价差套利，是指投资者利用期货市场上不同合约之间的价差进行套利的交易行为，主要包括跨期套利、结算套利和事件套利三种方式。由于人民币汇率以及资金管制的原因，我们不考虑跨市场套利。

跨期套利是指对同一标的、不同交割月份股指期货合约的套利活动。基于对过往历史数据挖掘的跨期套利类似于配对交易，通过预测合约价差的未来趋势进行套利交易。基于“无套利原则”的跨期套利策略，通过计算不同合约间的理论价差边



界来观察是否存在套利机会。若较近合约到期时仍未收敛，则可将近月合约转为现货头寸，转为较远合约与指数现货的期现套利模式。

结算套利是根据中金所交易规则捕捉合约结算价与市价之间的非理性联动，对算法交易和历史高频数据模型的依赖性较高。

事件套利重点挖掘特殊事件，如大规模分红、高权重股资产重组等事项引起的期货或现货价格非理性变化产生的套利机会。

### 3、投机

很多投资者认为股指期货是机构与机构之间博弈的工具，对个人投资者意义不大。其实，股指期货除了价值发现、套利、套保等基本功能之外，也是一项非常优良的投机工具。与国内目前同样具备 T+0（或类 T+0）交易特点的权证业务、ETF 套利（延时套利）业务相比较，保证金结算、以指数作为交易标的以及做空机制令股指期货在短线趋势交易中具有非常明显的优势。

从交易风险与机遇的角度来看，缺少套利束缚的权证价格很容易在短期内严重偏离其内在价值，风险巨大且交易杠杆倍数小；ETF 套利业务给一些资金较大的投资者提供了类 T+0 的交易机会，其优势在于 ETF 价格基本围绕其净值波动，而指数不容易被资金所操控，不失为一种风险适中的短线 T+0 交易品种。但是，它缺乏杠杆效应，获利难度较大。相比而言，股指期货以指数为标的，在套利机制的束缚下，股指期货的价格虽然可能会受未来预期的影响，在短期内偏离其指数，但它基本会围绕内在价值进行波动，是很好的指数交易工具。保证金结算制度为股指期货提供了巨大的交易杠杆，无疑给一些擅长做 T+0 短线趋势交易的投资者提供了一个很好的交易平台。另外，股指期货具备做空机制，这也是权证和 ETF 延时套利无法比拟的，这给短线趋势交易者在指数下跌过程中提供了非常便捷的盈利渠道。

从交易成本的角度来看，交易所对期货公司手续费收取比例为万分之零点五，没有印花税，这也优于权证和 ETF 延时套利，交易成本较低，对于短线交易频繁的交易者无疑具有较大的吸引力。

交易门槛方面，股指期货的进入门槛要高于权证，但是要低于 ETF 延时套利。以 2010 年 4 月 16 日上市交易的 IF1005 为例，假设其开盘价为 3600 点，该合约交易保证金标准为 15%，合约乘数为 300 元/点，单份合约价值为 108 万元左右，需缴纳的交易保证金为 16.2 万元左右，这远低于 ETF 延时套利的门槛水平。

在美国、香港等成熟市场中，股指期货主要以投机交易为主，以套期保值和套利交易为辅。例如，1999 年香港恒指期货投机交易量、以风险对冲为目的的套期保值交易量和套利交易量占比分别为 74%、17.5%、8.5%。但在沪深 300 股指期货早期，管理层对合约的最大持仓量进行了限制，机构无法大规模地参与投机和套利交易。这个局面可能要数年后才能放开。目前，单合约最大持仓量只有 100 手，即机构最多只能用 2000 万保证金进行投机。但套期保值不受限制，所以各机构选择参与期指，大部分也只能使用其套期保值功能。这将会使得沪深 300 股指期货早期，投机的交易量比重不会特别大，并且投机交易的参与者主要以私募、游资和散户为主。



## 二、全球经济复苏拉动出口增长

2010 年，虽然有刺激政策退出导致流动性趋紧的担忧，但在明确的经济转向信号出现前，我们坚持全球经济继续恢复增长的观点。各国对经济回升的持续性和刺激经济政策退出保持谨慎，更倾向于出台新的刺激经济政策保持经济增长。人民币升值不会改变我国出口恢复增长趋势，预计 2010 年我国出口增速仍将保持高位。

### （一）全球主要经济体先后走出低谷

2009 年，在全球各国几乎步调一致的刺激经济政策拉动下，各主要经济体的经济增速纷纷回升，甚至 V 型反转。2010 年，虽然有刺激政策推出导致流动性趋紧的担忧，以及部分国家引爆主权债务危机，但在持续的经济转向信号出现前，我们坚持全球经济继续恢复增长的观点，我国宏观经济的外部环境继续向好。

2009 年一季度，美国经济增速达到本轮经济衰退的最低-6.4%，二季度则大幅收窄到-0.7%。随后，美国经济增速快速回升，2009 年四季度已高达 5.7%，创自 2003 年三季度以来新高。日本与美国相近，经济增速在 2009 年一季度触底之后迅速回升，并于 2009 年四季度达到历史相对高位。相比之下，欧元区经济的复苏进程相对缓慢，仍未从衰退中完全恢复，不过四季度的降幅已大大缩短。

图1 我国与发达经济体GDP增速对比图

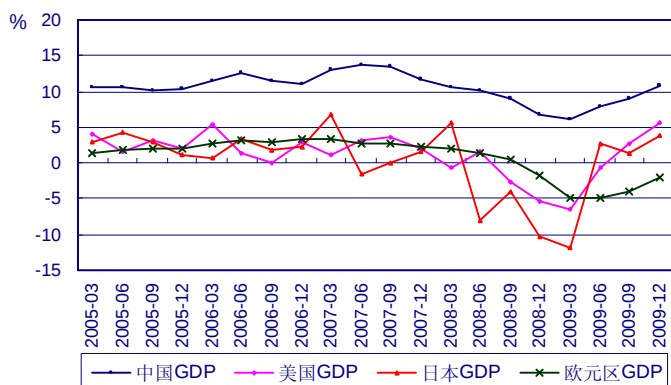
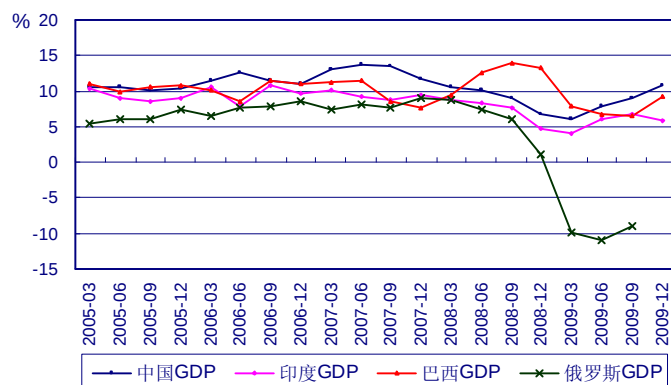


图2 金砖四国GDP增速对比图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

2010 年 2 月，美国供应管理协会 ISM 制造业采购经理指数 PMI 为 56.50%，比 1 月回落 1.9 个百分点；服务业商务活动指数为 53.00%，提高 2.5 个百分点。总体呈震荡盘升态势，预示经济继续保持高增长。

2010 年 2 月，美国失业率为 9.7%，与 1 月持平，连续第 4 个月低于 2009 年 10 月的峰值。美国失业率是宏观经济走向的滞后指标，在历史上与股票指数有很强的负相关性。当前，该指标已经达到历史罕见的 10% 左右的高位，且开始温和回落，这对美国经济走好进行了确认，并预示着股市仍有较大的上涨空间。

2010 年 1 月，日本失业率环比下降 0.3 个百分点至 4.9%，失业情况连续两个月





有所改善。这也是日本失业率自 2009 年 3 月以来首次降到 5% 以下。

图3 美国供应管理协会PMI图

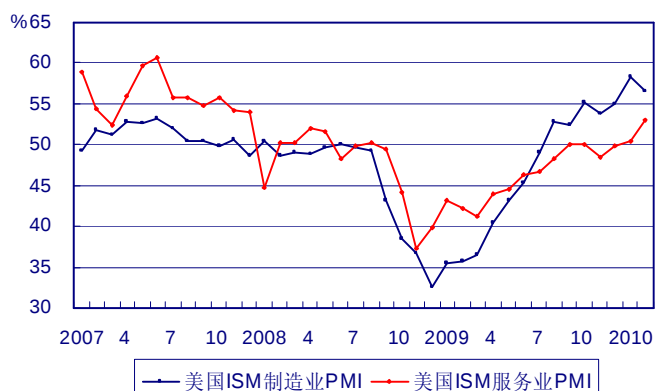
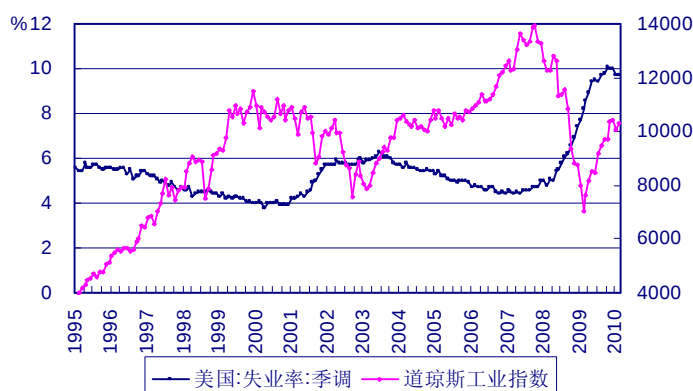


图4 美国失业率与道琼斯指数对比图



数据来源：Wind，齐鲁证券研究所

数据来源：Wind，齐鲁证券研究所

## （二）各国继续出台刺激经济政策防止二次探底

以美国为首的全球主要经济体的经济增速持续回升，但各国政府对经济回升的持续性和刺激经济政策退出保持谨慎。虽然中国上调存款准备金率，美国上调再贴现利率，印度上调存贷款利率，但各国似乎更倾向于出台新的刺激经济政策，以保持经济的持续增长。

美国国会参议院 3 月 10 日批准了总额 1380 亿美元的失业救济法案，延长向失业者提供救济金的规定，还将向美国各州提供额外扶持。美联储 3 月 17 日利率会议决定维持 0-0.25% 的基准利率区间不变，会后发表的政策声明显示，利率将在“较长时间”维持在超低水平。

美国联邦储备委员会主席伯南克 3 月 25 日表示，目前的经济形势仍然需要宽松的货币政策，不过美联储已经开始努力工作以确保在适当时机回收当前的“高水平货币刺激”。

欧洲中央银行 3 月 4 日宣布了新的利率决定，同时公布了新的退出政策时间表。时间表显示，欧洲央行正在减缓退出步伐，继续提供流动性支持，帮助希腊等国应对当前的债务危机。针对希腊债务危机所暴露出来的问题，欧盟将特别成立欧洲货币基金 EMF 来解决相关方面的困难。该项计划正处于最初的筹划阶段，预计 6 月底将公布具体的实施细则。

日本央行政策委员会 3 月 17 日一致通过将基准利率维持在 0.1% 的决定，同时还宣布将银行融资方案规模扩大一倍至 20 万亿日元。

## （三）我国对外贸易超预期增长

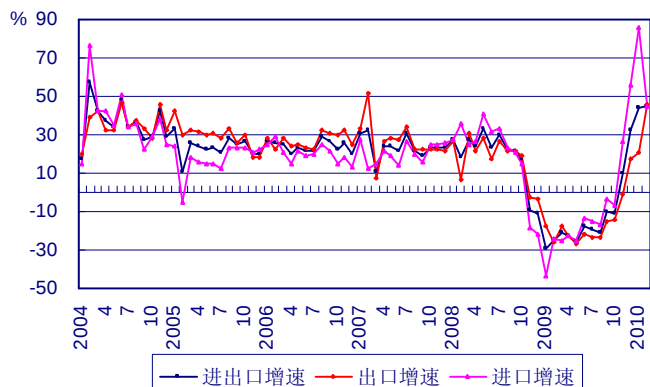
2009 年，我国经济的强劲回升主要由固定资产投资拉动，全年投资增速高达 30.5%。2009 年下半年，在全球经济见底回升拉动下，我国出口开始稳步回升。预计



2010 年全球经济继续回升，人民币升值不会改变我国出口恢复增长的趋势，我国出口增速仍将保持高位。

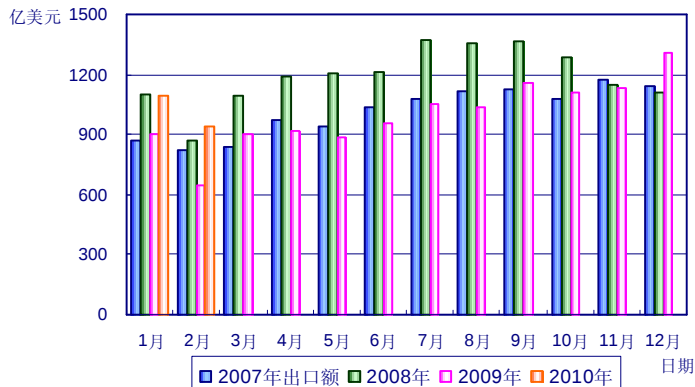
2009 年下半年，随着美国、日本经济回升，我国出口也稳步回升。2009 年 12 月，我国出口额达到 1307 亿元，大大超过 2007 年、2008 年。2010 年 1 月，受益于中国—东盟自由贸易区的正式运行，我国与东盟双边贸易大幅增长 80%。我国进出口继续恢复性增长，目前已经超过 2008 年同期水平。

图5 我国进出口增速图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

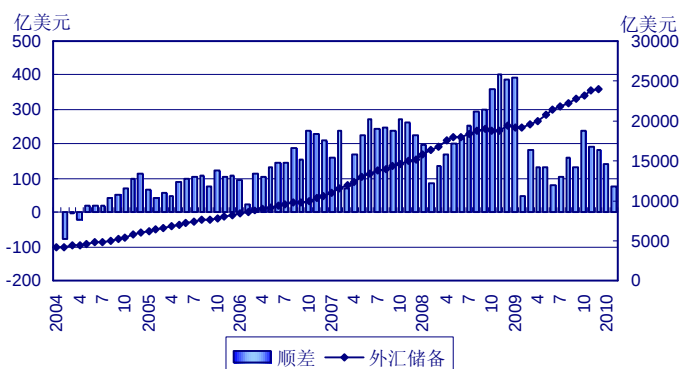
图6 我国07-10年出口额对比图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

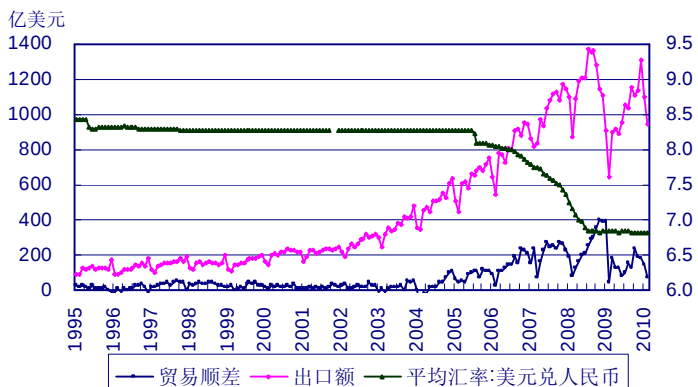
从国际经验来看，本币升值对外贸出口的影响不大，我国经验也是如此。2005 年 8 月至 2008 年 7 月，人民币兑美元汇率从 8.27 升值到 6.83，在此期间，我国外贸出口继续高增长，顺差也继续扩大。不过，为了应对国际上越来越大的人民币升值压力，我国的出口政策从保增长逐步转向维持国际收支平衡。从 2009 年 11 月起，我国进口额和进口增速开始大幅提高，2010 年 1 月进口增速甚至高达历史罕见的 85.5%。

图7 我国外汇储备与外贸顺差对比图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图8 我国出口、顺差与汇率对比图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所



### 三、人民币升值刺激投资品需求

2010 年，我国经济将继续保持高增长。虽然人民币升值压力不断增大，但短期内升值的可能性不大。人民币升值预期将刺激对房地产、股票等投资品的需求，部分受益行业的阶段性投资机会也值得关注。

#### （一）我国经济保持高增长

2009 年，我国经济在中央政府刺激政策推动之下迅速复苏，并保持了高速增长的气势。从反映工业增长的主要指标来看，2010 年 1-2 月，规模以上工业增加值同比增长 20.7%，比上年同期加快 16.9 个百分点，比 2009 年 12 月加快 2.2 个百分点。工业经济的较快增长，一方面是由于国内需求的扩大，另一方面是因为受全球经济复苏的影响。从今年前两个月工业增加值增长情况来看，一季度 GDP 同比增长将在 13% 左右，上半年可望继续保持在 12% 以上。

尽管中美贸易摩擦存在着扩大化的可能，人民币下半年也存在升值的可能，这将对我国出口和相关工商企业不可避免地产生较大冲击，但我们继续维持 2010 年 GDP 同比增长 10.2% 的观点。

图9 我国GDP增速图

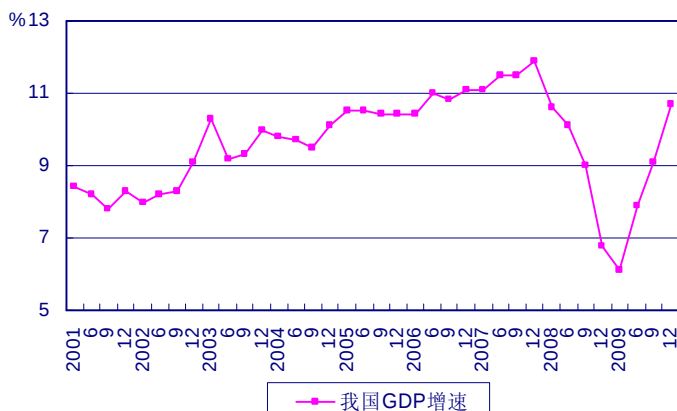
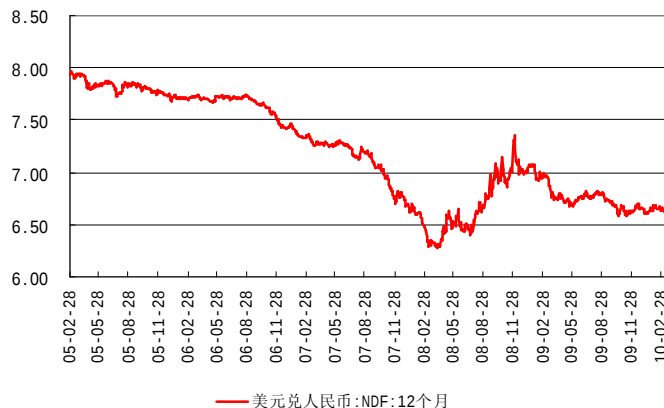


图10 美元兑人民币远期汇率NDF图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

#### （二）人民币升值预期不断增强

人民币的汇率问题，可以认为是我国平衡短期国内贸易出口、国际政治和资金的压力以及远期的人民币国际化战略等各方面力量综合作用的结果。2008 年下半年以来，由于全球金融危机恶化导致中国出口急剧下滑。为了稳定出口，中国政府在多次上调出口退税的同时，实际上将人民币重新盯住美元，这使得人民币汇率在一年多的时间内基本上保持在 1 美元兑 6.83 元人民币附近。而在目前世界经济复苏势头渐趋明朗的形势下，以美国为代表的发达经济体为了促进本国出口，增加就业，要求人民币升值的呼声再现。

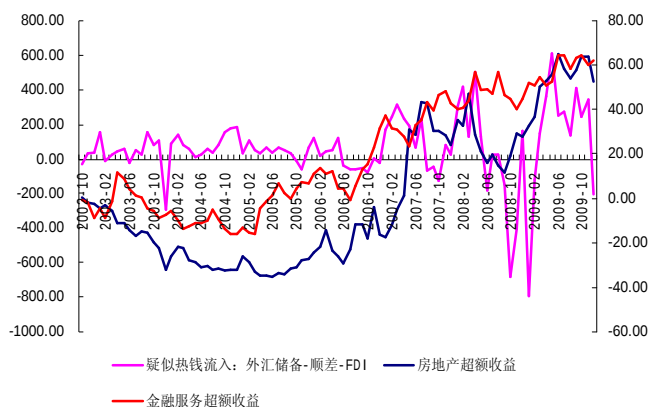


两会期间，中国政府明确表示，中国将坚决保持人民币汇率基本稳定，由此进一步刺激了美国等发达经济体的神经。就在中国两会结束之后的3月15日，一个由130名美国国会议员组成的团体，联名致信商务部长骆家辉和财政部长盖特纳，敦促奥巴马政府对中国的汇率问题采取制裁措施。议员们要求财政部在4月15日的主要贸易伙伴国汇率制度报告中，正式认定中国为“汇率操纵国”，并要求商务部对此类“蓄意操纵汇率”的国家征收反补贴税。3月16日，美国参议院议案草案显示，如果中国不采取措施调整人民币汇率，美国将对部分中国出口商品征收关税。

目前人民币升值压力主要缘于：一是我国贸易顺差和外汇储备持续增加，人民币升值压力上升；二是由于以美国为代表的外部施压，人民币又重新面临着较大的升值压力。从1年期人民币NDF报价（图10）、流入国内的疑似热钱2009年下半年一直处在高位等方面可以看出，国际资本对于人民币升值预期越来越强烈。

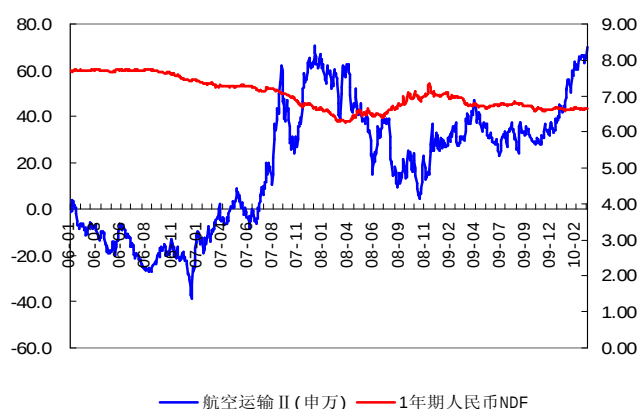
虽然人民币面临较大的升值压力，但考虑到我国的出口还处在复苏阶段的初期，出口企业要求保持人民币汇率稳定的呼声很高，而且，中国是出口主导型经济，持续和稳定的出口对于中国经济至关重要，在内需推动经济发展效应递减的情况下，稳定的人民币汇率有利于减少外需下滑对进出口的不利影响。此外，2009年10月以来，中国贸易顺差呈现环比下降趋势，2010年2月的贸易顺差缩减到76亿，进口增速明显高于出口增速，预计3月将会出现贸易逆差，表明政府为了缓解升值压力也在有意缩小贸易顺差。因此，虽然人民币具有较强的升值压力和升值预期，但实际升值短期内不大可能发生。

图11 热钱与房地产、金融板块对比图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图12 人民币NDF与航空运输业对比图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

随着外部对于人民币汇率的不断施压，升值带来的阶段性行业性投资机会可能会出现。从受益行业来看，房地产和金融服务行业将受益于人民币升值预期的升温，随着升值预期的加剧，国际热钱通过各种渠道进入国内，这些热钱的逐利性和对流动性的偏好，将使得国内的股市和楼市成为他们的主要目标，由此将使房地产和金融服务板块受益。比较疑似热钱流入的累计值和房地产、金融板块超越市场收益累计值之间的关系，可以发现它们之间存在着较强的相关性。另外，受益于人民币升值预期的是航空运输业。由于航空业具有高的资产负债率，并且债务结构中占比最大的是美元负债，五大航空公司的美元占总负债比例平均近50%，且从历史表现来看，航空运输行业超越市场的表现和人民币1年期NDF存在着明显的负相关性。





## 四、投资时钟显示我国经济处于复苏末期

我国的经济周期与货币供应量存在一定的同步性，工业增加值的变动要领先物价水平。2010 年二季度，预计我国经济将进入复苏末期。在这段时期，工业增加值出现短暂的调整，CPI 继续保持上升趋势，金融服务、房地产等行业将有出色表现。

### （一）我国的经济周期

近年来，经济波动或者说经济周期得到了前所未有的重视，人们将经济周期、资本市场波动和经济政策广泛联系起来，希望在经济周期的不同阶段能够选择合适的资产进行配置。美林证券的投资时钟理论是最引人注目的理论。其体现的是实体经济运行与投资策略的基本联系，可以揭示大致的资产配置规律。

从美国等全球主要成熟市场经济体和资本市场的研究来看，投资时钟理论基本成立。但对于中国来说，由于还存在政策干预和价格管制等非市场化行为，加上资本市场不完善，大市值股票影响过大，股票市场不断扩容等因素，投资时钟理论的应用需更多地考虑国内自身因素的影响。

图13 我国经济保持高速增长图

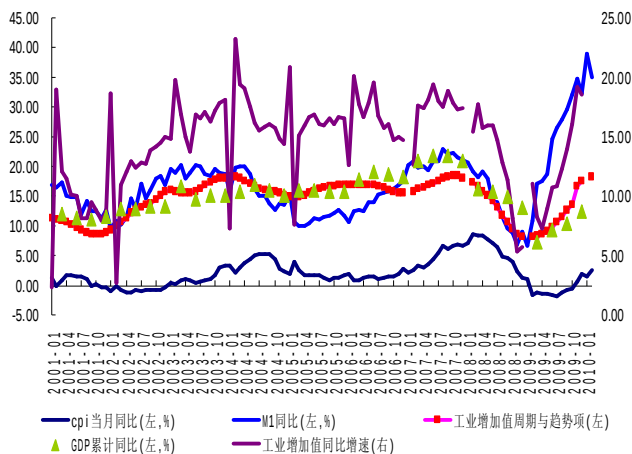
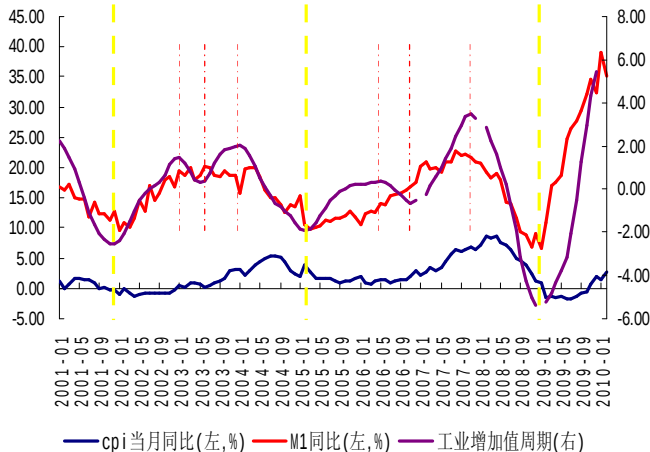


图14 工业增加值中体现出的周期特征图



数据来源：Wind，齐鲁证券研究所

数据来源：Wind，齐鲁证券研究所

我们通过对工业增加值进行分析，发现中国经济存在明显的周期特征，从2001年以来，中国经济已经历了两个完整的周期，分别为2002年1月至2005年3月，2005年4月至2008年12月。从2009年初至今又进入一个新的周期，每一个周期3-4年左右。

我国的经济周期与货币供应量存在一定的同步性，而且工业增加值的变动要领先物价水平的变化。结合工业增加值的四个阶段以及CPI的变化，我们可以分析不同时期各行业的表现，并能给出行业轮动的规律。

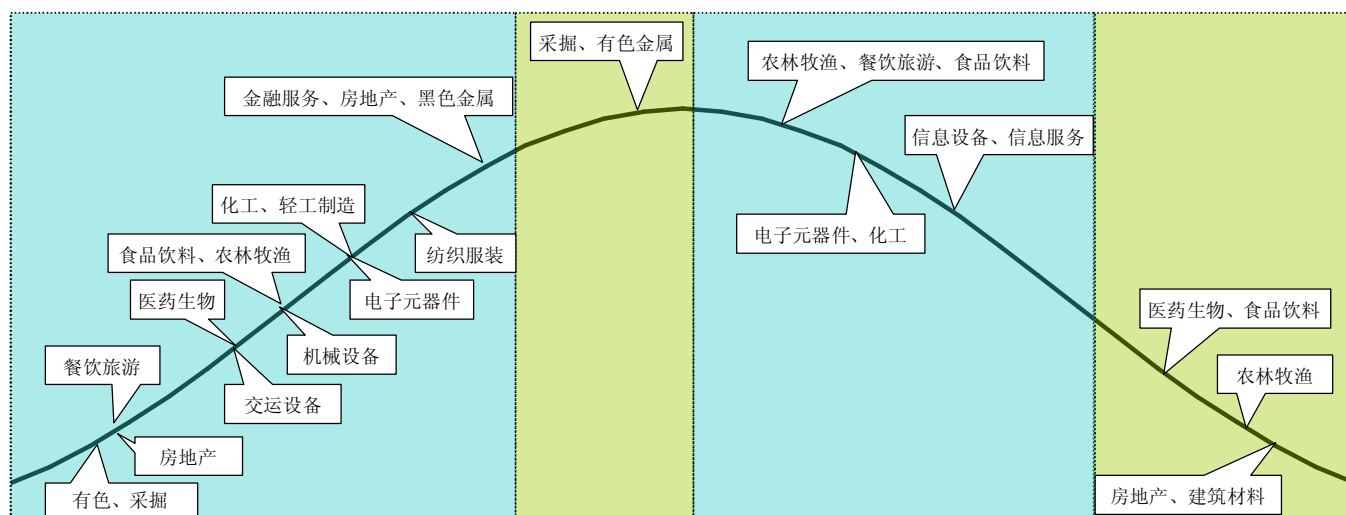

**表 1 2002 年至今我国经济周期变动、CPI 变化表**

| 经济周期 | 工业增加值同比增速 | CPI 方向 | CPI 程度                      | 时期                          |
|------|-----------|--------|-----------------------------|-----------------------------|
| 复苏   | 上升        | 下降     | 通缩                          | 2002Q1 2009Q1-2009Q2        |
|      |           |        | 低通胀                         | 2005Q2-2006Q1               |
|      |           | 上升     | 通缩                          | 2002Q2-2002Q4 2009Q3-       |
|      |           |        | 低通胀                         | 2006Q2                      |
|      | 中途震荡      | 上升     | 低通胀                         | 2003Q1-2003Q2 2006Q3-2006Q4 |
| 扩张   | 继续上升      | 上升     | 低通胀                         | 2003Q3-2003Q4 2007Q1        |
|      |           |        | 低通胀—高通胀                     | 2007Q2                      |
|      |           |        | 高通胀                         | 2007Q3                      |
| 放缓   | 下降        | 上升     | 低通胀—高通胀                     | 2004Q1                      |
| 高通胀  |           |        | 2004Q2-2004Q3 2007Q4-2008Q1 |                             |
| 衰退   |           | 下降     | 高通胀                         | 2004Q4 2008Q2-2008Q3        |
|      |           |        | 低通胀                         | 2005Q1 2008Q4               |

数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

## (二) 经济周期变动中的行业表现

我们采用中银万国一级行业指数相对沪深 300 指数的月超额收益来评估行业表现, 通过历史数据分析, 我们发现以下规律:

**图 15 经济周期四阶段及行业表现图**


数据来源: 齐鲁证券研究所

在经济好转的时候, 首先能够观察到房地产和交运设备为代表的下游行业领涨市场; 然后是中游的机械设备、电子元器件、化工行业开始回升; 在经济复苏的末期, 钢铁行业也表现较好。

当经济处于扩张期时, 处于上游的煤炭行业表现强劲。同时, 由于强烈的通胀预期, 有色金属表现出色。



当经济放缓时，属于下游行业的交运设备（包含汽车业），其表现远远落在其它行业后面。处于中游和上游的企业由于受经济冲击较小，其表现要好于下游企业。

当经济步入衰退初期后，交运设备和房地产两者表现最差。在经济衰退末期，防守型行业表现较好，此时，由于经济复苏的预期存在，房地产和交运设备已开始受到市场关注，收益率好于沪深 300 指数。

历史表明，有色金属及煤炭板块在经济复苏初期和扩张期往往跑赢大盘，这与该行业的强周期性和高预期性密切相关。在经济放缓和衰退时，防守性行业，如农林牧渔、餐饮旅游、医药生物、食品饮料，表现较好。

银行和保险类股票往往对债券和权益价格十分敏感，是利率敏感性行业，在经济复苏末期，其收益率会超越沪深 300 指数。

图16 复苏中期各行业表现图

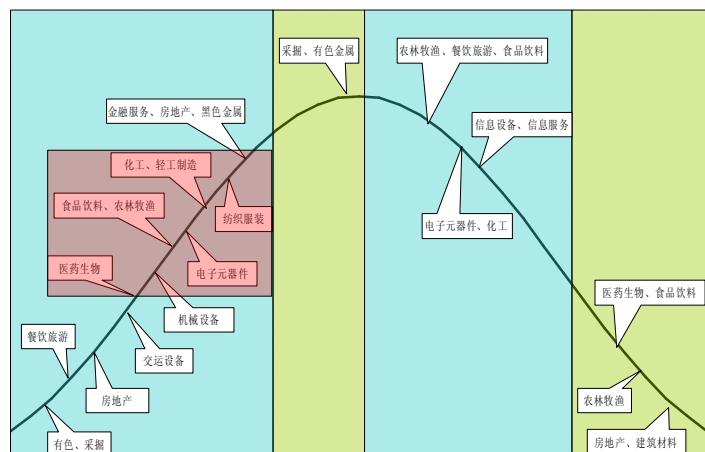
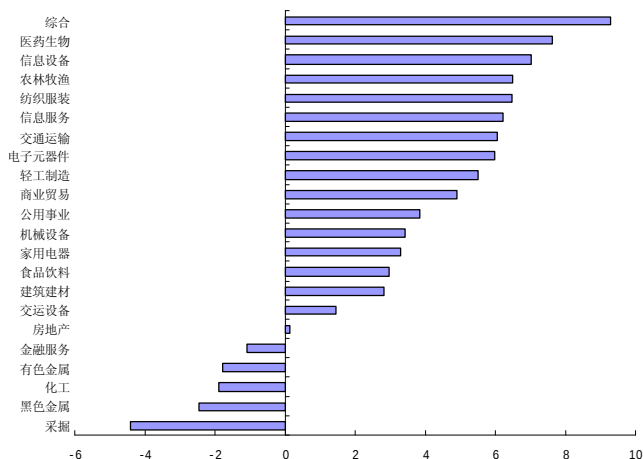


图17 2010年以来各行业表现图



数据来源：Wind，齐鲁证券研究所

### （三）2010 年以来的行业表现

2009 年以来，中国又进入新一轮经济周期。2009 年上半年，工业增加值增加，而 CPI 处于下降通道，属于复苏初期；2009 年下半年，工业增加值和 CPI 都保持上升趋势，经济步入复苏中期通道。

2010 年以来，工业增加值仍处于上升过程，但增速减缓，且已有高位调整的迹象，此时 CPI 也已进入低通胀区域，表明经济已处于复苏中期的末端，即将进入复苏末期。

从 2010 年以来各行业的表现来看，农林牧渔、纺织服装、电子元器件、轻工制造、大幅领先沪深 300 指数，与图 16 揭示的规律基本相同。但化工行业的表现与行业轮动规律并不一致。通过数据分析，发现化工行业的表现受到权重股中石化的拖累。在化工行业中，除石油化工外，其它子行业都有超越沪深 300 的表现（图 18）。



图18 2010年以来化工子行业表现图

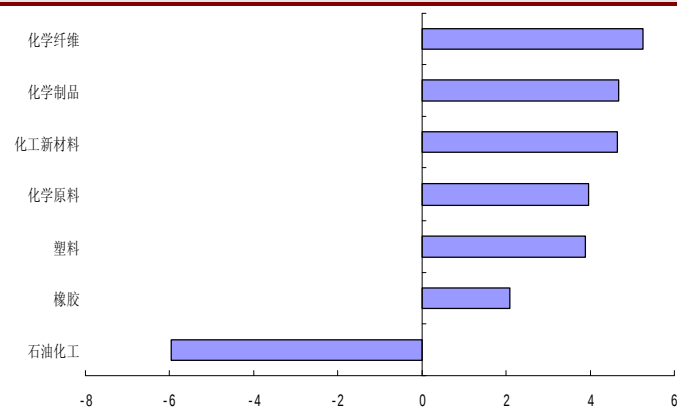
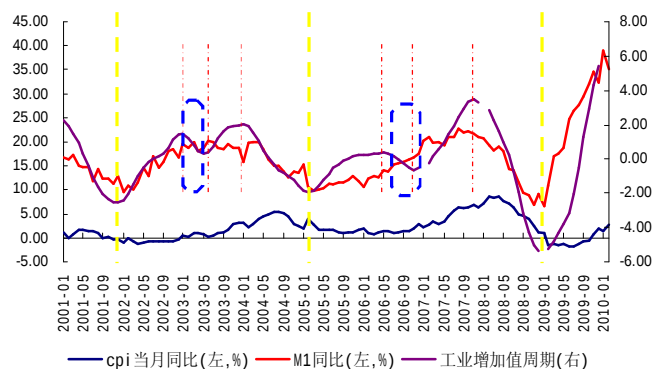


图19 2010年二季度的周期表现图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

#### (四) 2010 年二季度行业轮动规律展望

2010 年二季度, 预计我国经济将进入复苏末期。由于通胀预期强烈, 国家会继续采取一定的紧缩措施, 这会导致工业增加值出现短暂的调整, 而 CPI 则将继续保持上升趋势。

根据历史数据统计, 在经济复苏末期, 金融服务、房地产、黑色金属将表现出色。从当前的估值水平来看, 房地产和金融服务的估值处于历史低位, 而黑色金属的估值已接近历史高位。因此推荐二季度关注房地产和金融服务行业。

图20 2010年二季度的行业表现图

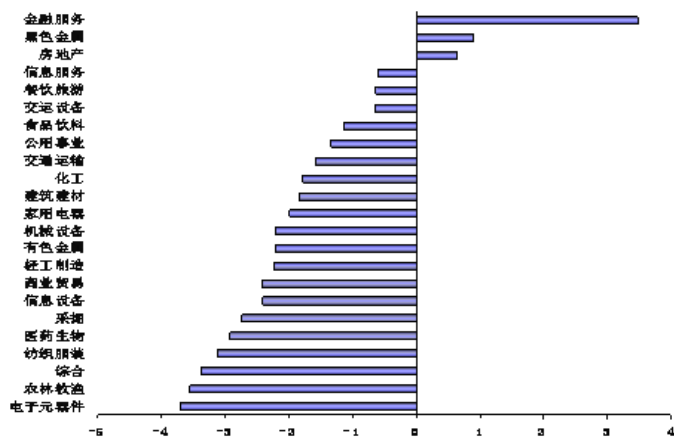
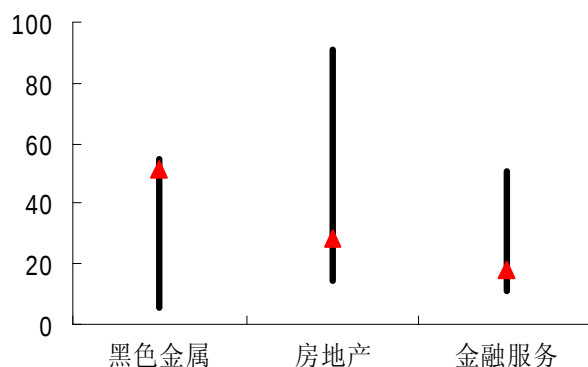


图21 行业估值水平图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

#### 五、二季度股市由震荡至转强

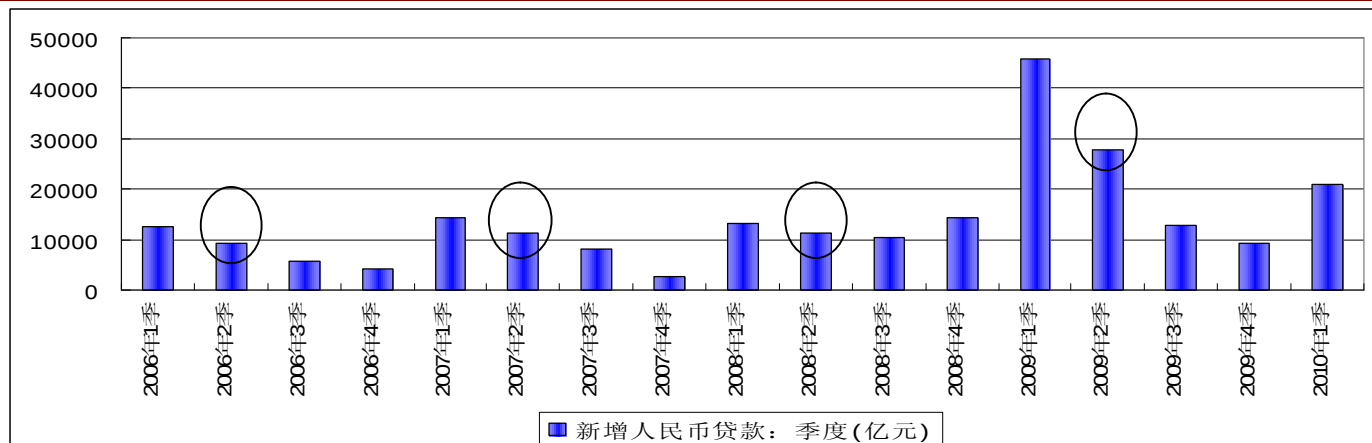
2010 年二季度, 我国经济将继续保持高增长, 央行控制信贷均匀投放的努力取得了一定成效, 市场资金供求关系较为平衡。在出口增长、人民币升值预期增强、融资融券、股指期货推出背景下, 预计我国股市将结束调整, 由震荡至转强, 上证指数阻力位在 3400 点附近, 支撑位在 2900 点附近。



### （一）流动性环境分析

近期股指持续窄幅震荡，对未来货币政策不确定性的担忧压制了股指进一步上涨的空间。目前看来，央行控制信贷均匀投放的努力已经取得了一定成效，一季度投放规模处于合理范围内。继连续两次上调存款准备金率之后，央行更多地通过公开市场操作回收市场流动性。在国内经济持续向好的背景下和加息政策出台之前，随着宏观经济数据的阶段性披露，加息预期将会成为持续笼罩在 A 股市场上的疑云。因此，我们认为二季度的流动性环境将延续一季度的收紧态势。

图22 2006年初至今的新增人民币贷款季度数据图

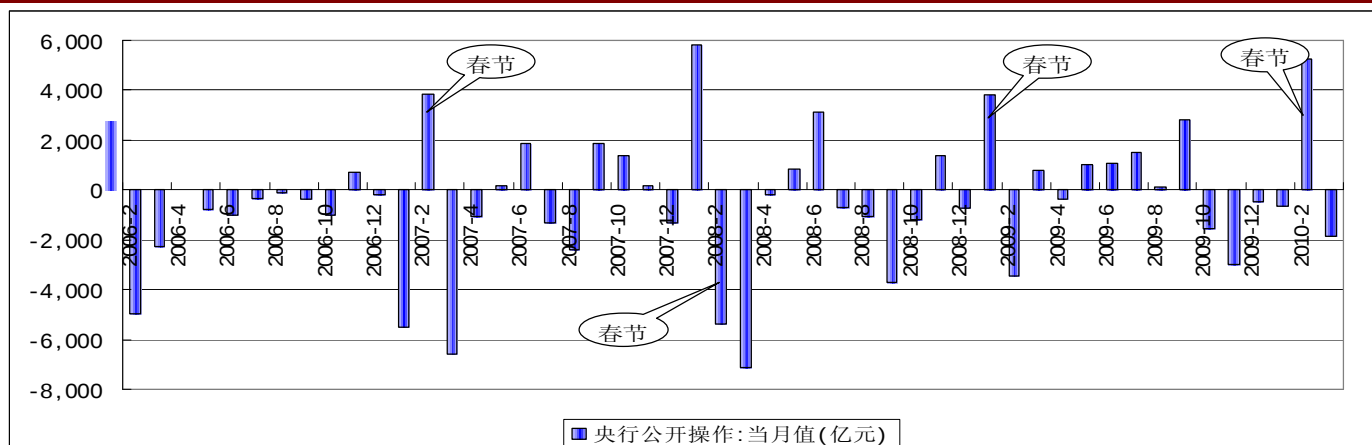


资料来源：Wind，齐鲁证券研究所

一季度新增信贷投放规模仍处可控范围内。2010 年 1、2 月，人民币新增贷款分别为 1.39 万亿元和 7001 亿元。按照全年信贷投放目标 7.5 万亿元计算，前两个月份已累计投放全年新增信贷的 27.9%。相关人士表示，商业银行在 3 月份的新增贷款仍然保持较快增速。四大行在 3 月前两周的新增贷款投放近 2000 亿元，略高于上月同期，因而银行业 3 月新增贷款规模可能在 8000 亿至 10000 亿元之间。假设 3 月份的新增贷款达到 8000 亿元，那么 2010 年的一季度的贷款投放将达到 2.89 万亿，占全年信贷投放目标的 38.5%。2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年的一季度信贷投放占全年信贷总额的比例分别是 39.5%、39.2%、27.1%和 47.8%。监管层在年初控制信贷投放节奏的努力取得了较为满意的成果。

目前，2010 年一季度的信贷投放规模仍然控制在合理范围内。历史数据表明，二季度新增信贷规模较一季度都会有一定程度的下降。我们估计 2010 年的下降幅度的合理估计在 22%，那么 2010 年的二季度的新增信贷总额约为 2.25 万亿。

与我们在 3 月投资策略中的分析一致，央行在春节之后已经连续五周在公开市场实现货币净回笼，累计回收 6330 亿元的流动性。春节后的资金回收规模大约已经相当于两次上调 0.5 个百分点的存款准备金率。公开市场操作既达到了回收流动性的效果，同时也尽量减轻对于市场信心的打击。央行行长周小川近期表示部分特别的刺激措施可以逐步淡出，但前提是需要看到确切数据显示复苏态势良好。我们应该密切关注 3 月份宏观经济数据，从中得到一些经济政策将如何演变的端倪。经济政策的淡出过程应当是稳步有序的，不太可能突然使用加息这一剂“猛药”。

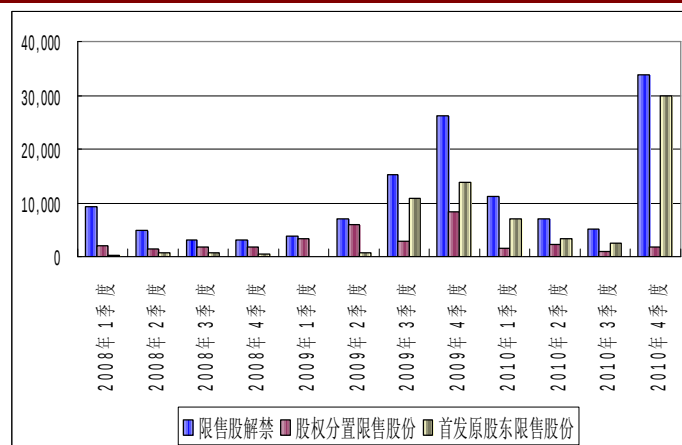
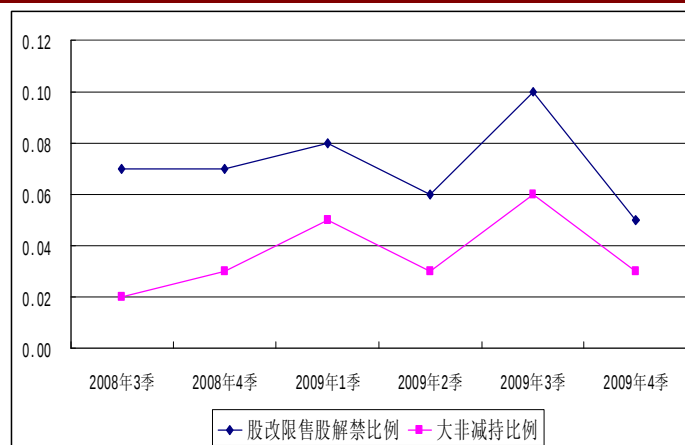

**图23 2006年初至今的央行公开操作月度数据图**


资料来源: Wind, 齐鲁证券研究所

## (二) 二季度资金供求较为平衡

目前的市场处于横盘整理阶段, 货币政策可能进一步紧缩的预期压制了大幅上升的空间, 另一方面, 宏观经济基本面向好对目前的股价形成了有力的支撑。在这种情况下, 从股票、资金供求关系的角度来分析一下目前的市场环境可能有助于我们判断市场在下一步的突破方向。

2010 年二季度的限售股解禁市值规模为 7036 亿元, 这个数据低于本年度的第一季度和第四季度。在 2010 年二季度的 3 个月份中, 以 4 月限售股解禁数最多, 占整个季度的 54%。限售股解禁包括很多种不同的细分类型, 如股权分置限售股份、股权分置对价股份、首发原股东限售股份、首发一般股份、定向增发机构配售股份、公开增发机构配售股份和公开增发一般股份。通过对历史数据的分析, 我们发现股权分置限售股份和首发原股东限售股份占解禁市值的绝大部分。从 2010 年第二季度看, 股权分置限售股份和首发原股东限售股份占解禁市值的 80%。我们主要考虑这两种解禁类型的减持情况。

**图24 限售股解禁季度数据图**

**图25 股权分置限售股解禁比例图**


数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

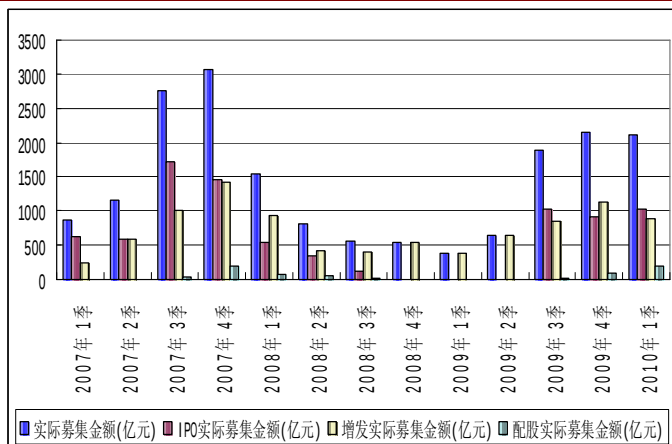


**股权分置限售股份减持约 160 亿元。**从历史数据来看，股权分置限售股份的解禁比例一直在 7% 上下波动。我们取 2008 年 3 季到 2009 年 4 季的解禁比例的均值 7% 作为 2010 年 2 季解禁比例的合理估计值。2010 年 2 季的股权分置限售股解禁市值为 2289.4 亿元，因而股权分置限售股减持可能提供的股票总体市值为 160 亿元。

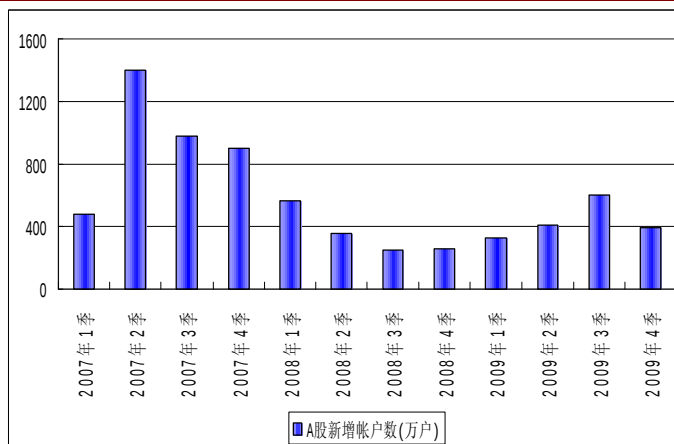
**首发原股东限售股份减持约 122 亿元。**由于首发原股东限售股份减持没有历史数据，我们可以参考“大非”的减持情况。从 2008 年 3 季度到 2009 年 4 季度之间，“大非”的季度减持比例在 2%-6% 之间变动，取其均值 3.67% 作为 2010 年 2 季首发原股东减持比例的合理估计。按这种方法计算，二季度首发原股东限售股份减持的市值约为 122 亿元。

**IPO 与再融资募集市值约为 991 亿元。**自 2009 年 7 月份 IPO 重启以来，A 股市场的实际募集金额连续三个季度保持在较高水平。2009 年 3 季、2009 年 4 季和 2010 年 1 季的实际募集金额的平均值是 991 亿元。预计 2010 年 2 季度将会延续较快的新股发行和再融资实施速度，取前三个季度的平均值作为合理估计，2010 年 2 季的 IPO 与再融资规模约为 991 亿元。

**图 26 限售股解禁季度数据图**



**图 27 A 股新增帐户数季度数据图**

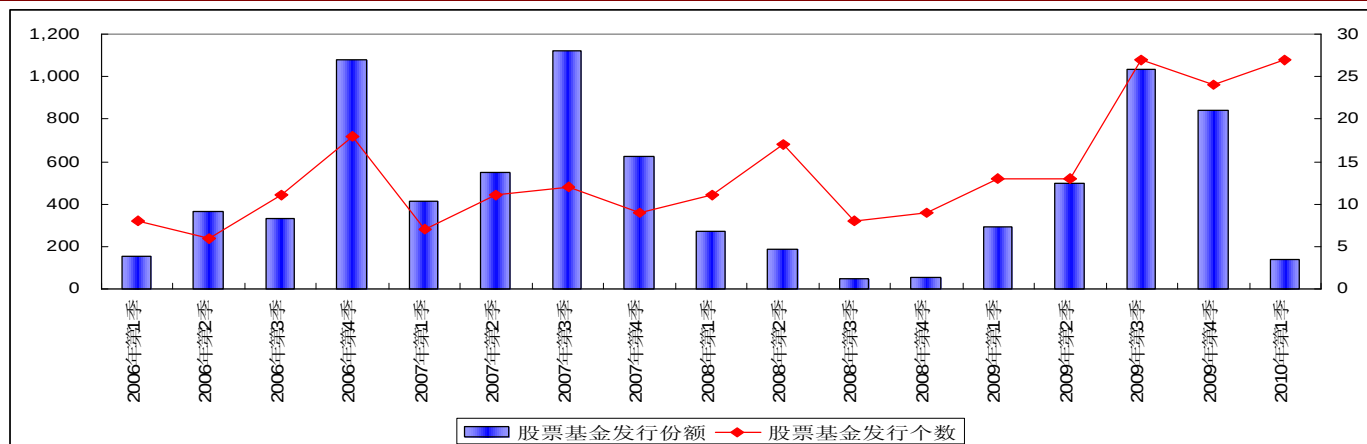


数据来源：Wind，齐鲁证券研究所

**非机构资金新增约 1000 亿元。**据 wind 统计，截至目前，A 股帐户数已经达到 1.4 亿户。按照人均拥有沪深两个帐户计算，目前的 A 股开户人数已经达到 0.7 亿。按照目前 A 股流通市值 10 万亿元计算，单个帐户的平均资产为 7.1 万元。预计 2010 年 2 季度 A 股新增开户人数约为 300 万户。假设每个帐户初始资金按 5 成计算，预计 2010 年非机构资金大约新增 1000 亿元。

**基金新增约 480 亿元。**一般来说，股票基金发行的高峰往往出现在市场上升阶段。2008 年在市场大幅下探的过程中，股票基金的发行量是很低的。在目前的横盘整理阶段，估计 2010 年 2 季的股票基金发行可能较 2009 年有一定程度的下降。

我们的统计结果表明 2010 年 1 月份正在募集的股票型基金份额合计为 200 亿元，2010 年二季度的股票型基金粗略估计为 600 亿元。按照股票型基金 80% 的仓位来计算，2010 年新基金建仓将为市场带来新增资金 480 亿元。


**图28 基金发行阶段统计图**


资料来源: Wind, 齐鲁证券研究所

其它来源新增约 200 亿元。除非机构投资者和基金投资机构外，市场上还存在着专户理财、券商集合理财、信托、QFII 等，我们这些投资渠道在 2010 年二季度可能带来的新增资金约 200 亿元。

**资金和股票供求关系较为平衡。**从以上分析可以看出，2010 年二季度的股票供给市值约为 1273 亿元，可能的资金来源为 1680 亿元。我们认为资金和股票的之间的供求关系处于较为平衡的阶段。

### （三）二季度股市有望震荡上行

2010 年 3 月，上证指数窄幅震荡整理，股指的波动区间从 2009 年 8 月的 600 多点逐步收敛到不足 200 点（2963-3132 点）。导致行情上下两难的原因是股市整体不足 18 倍的动态估值对峙着政策面逐步收紧的压力，经济和公司盈利增长数据对峙着处于收敛状态的流动性，蓝筹权重股估值修复要求对峙着题材概念股潜在的风险释放压力，2950 点一线的年线支撑对峙着 3250 点一带囤积的历史天量。

加息预期悬而未决，增量资金不敢入市；业绩增长迅猛，估值优势明显，存量资金不甘心退场。上证指数不足 200 点的空间已经不足以容纳资金进行波段操作，股市窄幅震荡的时间不会太长，已经到了进行方向选择的时候。我们对于二季度市场的观点是震荡上行。

技术上看，10 日、30 日均线抬头走高，将对股指构成支撑；周线图上，上证指数正在形成一个“W”形态的右底，受到了 2639 点以来形成的低点连线支撑，上证指数连续两周收在了 10 周、30 周及 120 周均线之上。不过，从 3478 点以来，大盘前期不少于两次收在 120 周均线之上，但紧跟着就出现回落，所以技术隐患依旧存在。但可喜的是相比而言，本次有所不同的是，周 KDJ 出现金叉，5 周均线呈现出震荡走高的态势，为二季度的震荡上行打下了较好的基础。



二季度市场的技术阻力来自两个方面。第一是下降趋势线，此线开始于 2009 年 11 月的高点 3361 点，这条线使用了 2009 年 12 月和 2010 年 1 月的高点，下降趋势线当前位置在 3200 点附近。第二是在 3300 点到 3400 点之间的强历史压力位，在过去的九个月时间里，市场没有能够运行至这个压力区域以上，这是一个强压力位。

二季度市场的技术支撑也来自两个方面。第一是上升趋势线，此线以 2009 年 9 月低点 2639 点至 2010 年 2 月低点 2890 点，这两点连线随着时间的推移与年线逐步粘合，对股指构成支撑；第二是 2009 年 8 月、9 月，上证指数三次分别下探 2761 点、2639 点、2712 点止跌回升，2700-2800 点区域将对大盘构成强支撑。我们认为二季度市场震荡上行，支撑点位在年线位置附近。

对于二季度市场，随着银行股再融资压力减弱，我们认为在经济持续复苏，上市公司盈利保持较快增长背景下，市场将震荡上行。上证指数阻力位在 3400 点附近，支撑位在 2900 点附近。

## 六、投资策略：守得云开见月明

根据对二季度股市运行趋势的判断，建议从防御策略转向积极策略。在行业选择上，对于资产价格相对敏感的房地产、证券、保险和银行业，受益通胀预期的消费行业医药、零售百货、农产品、家电、电子信息等存在一定机会。股指期货推出刺激优质蓝筹股、高杠杆股票、券商及期货概念股走强，世博概念、区域振兴、新兴战略产业等投资投资仍将受到追捧。

### （一）2010 年沪深 300 一致性预期仍在提高

按照沪深 300 指数综合预期，2009 年净利润增长率为 20.44%，净资产收益率为 14.14%；而 2010 年 ROE 增长率为 16.21%，净利润增长目前提高到 31.5%。沪深 300 一致预期净利润组合预期变动指数在过去的一个季度中提升了 0.109%。

**表 2 沪深 300 指数综合预期表**

| 项目             | 2008A    | 2009E    | 2010E     | 2011E     |
|----------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 指数一致预期 PE/G(倍) | 0.981    | --       | --        | --        |
| 指数一致预期总市值 PE   | 25.370   | 21.055   | 16.093    | 13.583    |
| 指数一致预期 PB      | 3.315    | 2.981    | 2.609     | 2.285     |
| 指数一致预期 ROE     | 13.415%  | 14.140%  | 16.212%   | 16.823%   |
| 指数一致预期净利润(万元)  | 79681654 | 95972565 | 126205807 | 149577676 |
| 指数一致预期净利同比(%)  | -8.655%  | 20.440%  | 31.500%   | 18.520%   |

资料来源：Wind，齐鲁证券研究所

从沪深 300 预测调升和调降公司数统计，维持盈利预期不变的家数持续大幅上升，而调升公司家数有所降低。这显示分析师对蓝筹股未来盈利变化持谨慎态度居多。





图29 2010年沪深300指数PE变化图

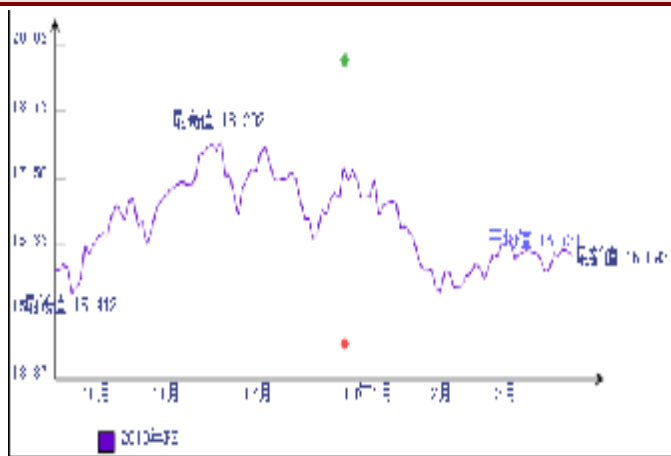
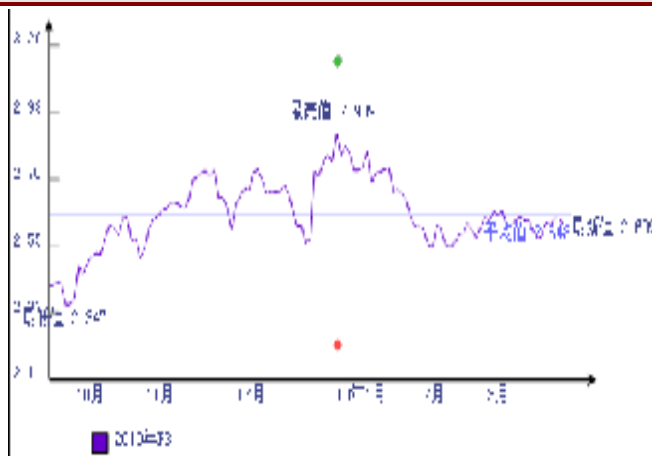
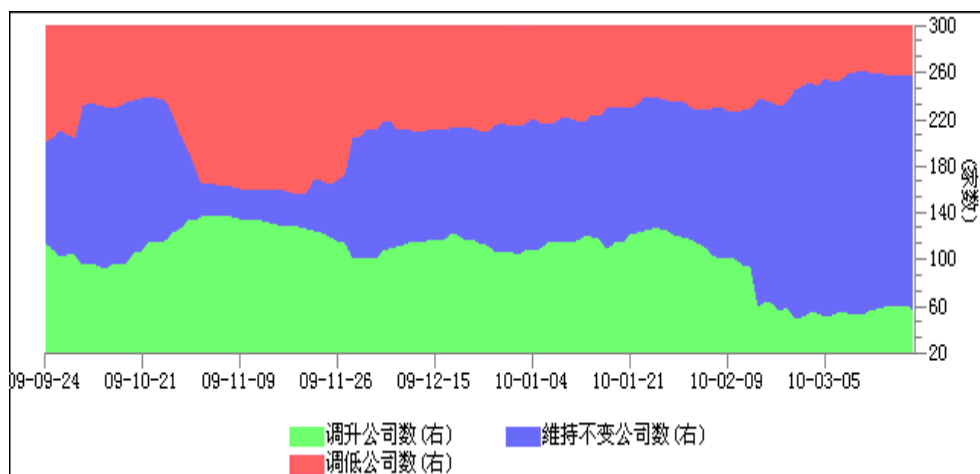


图30 2010年沪深300指数PB变化图



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图31 沪深300预测调升调降公司数统计图



资料来源: Wind, 齐鲁证券研究所

## (二) 市场波动性与事件的博弈

### 1、调结构中关注行业的选择路径

温家宝总理说 2010 年是中国经济最为复杂的一年。这种复杂性不仅表现在宏观经济走向上, 同样也反映在政策的调控力度和手段上。由于 2009 年政府大力主导实施了强有力的政策, 引发了此轮经济复苏, 因此 2010 年更多的揣测和讨论集中在政策调整的力度, 以及政策退出引发的流动性担忧。在这样的背景下, 市场对政策或者政策事件的敏感度相对较高。

在保增长之后的调结构环境下, 我们更多应该把目光转到行业选择的路径和影



响行业的敏感度因素上。房地产、证券、保险和银行业对于资产价格相对敏感；受益通胀预期的弱周期内需消费行业如医药、零售百货、农产品、家电、电子信息等存在一定机会。

**表3 行业判断和选择路径表**

| 划分标准        | 行业分类                                 | 选择路径                              |
|-------------|--------------------------------------|-----------------------------------|
| 资产价格敏感行业    | 房地产、银行、证券、保险等行业                      | 机会较大                              |
| 弱周期内需消费服务行业 | 食品饮料、农产品、医药、家电、电信服务、零售百货、传媒旅游、IT软硬件等 | 受益通胀预期的防御行业                       |
| 大宗商品价格敏感的行业 | 能源和原材料行业                             | 以价格敏感路线为依据：石油化工——金属——煤炭、钢铁等原材料    |
| 对电价敏感的行业    | 电力发电企业、供水公用事业、采矿业、钢铁、有色行业            | 发电企业对水的生产和供应业、其他采矿业、钢铁和有色利润总额影响较大 |
| 对外需敏感的行业    | 造船、航运、港口、出口工业、能源、有色金属、电子元件等          | 随国际经济逐渐复苏，出口缓升，机会次第出现             |
| 对投资敏感行业     | 机械制造、电力、煤炭、钢铁、建材、电力设备、电信设备等          | 2010年投资保持相对稳定，以投资政策驱动的力度会降低       |
| 对人民币升值敏感的行业 | 造纸、航空、纺织服装、家电、机电产品等出口行业              | 对于美元升值预期有所加强，这类行业将出现一定机会          |
| 对油价敏感的行业    | 汽车、交通运输、炼油、石油化工等                     | 成品油定价机制保证了炼油企业合理的利润空间             |

资料来源：齐鲁证券研究所整理

## 2、市场的波动与事件博弈

我们一直希望从影响市场的重大事件中找出相类似的规律性，无论是同比还是类比。同样事件在不同的市场环境中表现的方式不同，影响的力度也有所不同，这是因为存在市场波动和事件之间的博弈。

单纯从一事件中寻求规律性的特征相对来说比较容易，但是寻找政策、市场、预期和事件等综合性因素影响的博弈就非常困难。尤其是在相对不稳定的市场环境中，由于宏观经济数据出台，甚至对某一项数据预测或者公布都有可能引起市场产生过度敏感的反应。

**表4 可能性事件主题性质及对市场的影响程度判断表**

| 事件                   | 主题性质 | 影响程度   | 风险           | 市场机会        |
|----------------------|------|--------|--------------|-------------|
| 股指期货                 | 博弈主题 | 利好因素较大 | 短期做空对冲       | 指标股的机会      |
| 区域振兴计划陆续出台           | 主线主题 | 利好因素较大 | 前期涨幅较大个股回落风险 | 区域个股和板块轮动   |
| 加息等紧缩性政策出台           | 博弈主题 | 利空因素适中 | 存在一定整体性风险    |             |
| 经济数据同比下降             | 博弈主题 | 利空因素适中 | 存在整体性风险      |             |
| 以旧换新政策持续、节能补贴等政策有望落实 | 主线主题 | 利好因素较大 | 政策的持续性风险     | 家电、汽车等消费概念  |
| 世博会召开                | 博弈主题 | 利好因素较大 |              | 世博板块交易性机会   |
| 旱灾                   | 博弈主题 | 利空因素较大 |              | 抗旱主题个股投机机会  |
| 三网融合                 | 主线主题 | 利好因素适中 |              | 广电有线板块机会    |
| IPO融资                | 博弈主题 | 利空因素较大 | 存在整体性风险      |             |
| 保障房建设规划进一步推行         | 博弈主题 | 利好因素较大 |              | 建筑建材、机械、房地产 |
| 大小非减持                | 主线主题 | 利空因素适中 | 存在整体性风险      |             |

资料来源：齐鲁证券研究所整理



在全球市场经历了经济刺激方案和宽松的货币政策之后，引发市场担忧的是一旦经济内生性增长动力不足，或者刺激性政策淡出市场的节奏超出预期，再或者提前出现之前刺激政策引发的后遗症，那么经济的不确定性就会加大，进而提升市场对政策的敏感度。

对于当前二级市场，我们需要判断的不仅仅是影响事件，更重要的是要分析对于今年的市场什么是主线主题，什么是博弈主题。相对而言，主线主题影响市场的时间更长，扩散效应更大。我们列举了第二季度将有可能的事件主题、主题性质、影响程度和相关的市场机会。

### 3、股指期货搅动股市投资风格

股指期货上市前后总体经济因素和市场结构对市场的影响问题，国外已经有了广泛的研究，普遍认为不能将股指期货上市前后现货市场的波动简单归因于股指期货的影响。市场的趋势性走势不会因为股指期货的上市而改变。中国 A 股市场走势的关键影响因素是：全球及中国的经济增长状况、汇率、利率、企业利润增长率和宏观经济政策的变化，以及关于这些重要因素的预期。

股指期货推出后首先带来的是投资模式的转变，特别是大资金可以灵活运用股指期货实现套期保值和套利，新的模式将对 A 股市场施加局部的短期影响，甚至成为某些板块异动的催化剂。出于以上的逻辑，我们建议重点关注两个受益于股指期货概念的板块。

#### （1）沪深 300 指数中的优质蓝筹股

从国际市场经验来看，股指期货推出后，标的指数成份股的波动性和平均收益相对于非成分股都会有显著的增加。占权重较大的大盘蓝筹股事实上拥有了做空机制，能够得到机构投资者的垂青，对大盘蓝筹股形成实质性的配置需求。我们认为，这一逻辑在我国 A 股市场同样成立，大盘蓝筹股，特别是沪深 300 指数中的优质蓝筹股的波动性和平均收益同步上升的场景会在我国 A 股市场重演。

沪深 300 指数权重股将成为市场重点关注对象。由于股指期货具有双向交易获利的机制，真正的蓝筹股的筹码意味着市场话语权。对于机构大资金来说，控制蓝筹股筹码的重要性不言而喻。统计表明，深证 100 和上证 50 指数的组合与沪深 300 指数的相关性已高达 99% 以上，而沪深 300 成份股总市值的覆盖率已超过了 76%。因此，股指期货开设后市场将再次迎来权重股时代。

目前金融服务、采掘、化工这三大行业总市值占比已经高达全部市场的 45%，而流通市值居前的交通运输、房地产、化工和金融服务行业占流通市值总和的 50% 以上。这几个行业的动向对市场影响度较大。沪深 300 构成的权重股中石化、工行、建行、中行、中石油等，其波动将显著影响沪深 300 指数以及上证指数运行。

沪深 300 指数是以实际流通市值为权重，而作为市场风向标的上证综合指数是以总市值为权重的，因此对于流通股本/总股本比重低的上市公司，在二级市场上对上证综指的影响可以放大数倍，这也意味着主力机构可以运行相对较少的资金，运



作具有高杠杆效应的股票，以此来影响上证综合指数和市场预期。因此我们在沪深300权重股中，选择出具有高杠杆效应的股票，它们有望成为股指期货博弈事件的被追逐者。

**表5 沪深300前20大权重股表**

| 排名 | 代码     | 简称   | 权重   | 总股本    | 排名 | 代码     | 简称   | 权重   | 总股本     |
|----|--------|------|------|--------|----|--------|------|------|---------|
| 1  | 600036 | 招商银行 | 3.53 | 211.27 | 11 | 601398 | 工商银行 | 1.35 | 3340.19 |
| 2  | 601328 | 交通银行 | 2.77 | 489.94 | 12 | 000001 | 深发展A | 1.34 | 31.05   |
| 3  | 600016 | 民生银行 | 2.65 | 222.62 | 13 | 601169 | 北京银行 | 1.33 | 62.28   |
| 4  | 601318 | 中国平安 | 2.6  | 73.45  | 14 | 600837 | 海通证券 | 1.32 | 82.28   |
| 5  | 600030 | 中信证券 | 2.43 | 66.3   | 15 | 600519 | 贵州茅台 | 1.14 | 9.44    |
| 6  | 601166 | 兴业银行 | 2.36 | 50     | 16 | 600900 | 长江电力 | 1.05 | 110     |
| 7  | 600000 | 浦发银行 | 2.21 | 88.3   | 17 | 000858 | 五粮液  | 1.03 | 37.96   |
| 8  | 601088 | 中国神华 | 1.77 | 198.9  | 18 | 600050 | 中国联通 | 1.02 | 211.97  |
| 9  | 000002 | 万科A  | 1.72 | 109.95 | 19 | 002024 | 苏宁电器 | 0.98 | 46.64   |
| 10 | 601601 | 中国太保 | 1.49 | 86     | 20 | 601939 | 建设银行 | 0.95 | 2336.89 |

资料来源: Wind, 齐鲁证券研究所

沪深300指数是以实际流通市值为权重，而作为市场风向标的上证综合指数是以总市值为权重的，因此对于流通股本/总股本比重低的上市公司，在二级市场上对上证综指的影响可以放大数倍，这也意味着主力机构可以运行相对较少的资金，运作具有高杠杆效应的股票，以此来影响上证综合指数和市场预期。因此我们在沪深300权重股中，选择出具有高杠杆效应的股票，它们有望成为股指期货博弈事件的被追逐者。

**表6 可关注具有高杠杆效应的上市公司表**

| 证券代码      | 证券简称 | 总股本<br>亿股 | 流通A股<br>亿股 | 杠杆率      | 证券代码      | 证券简称 | 总股本<br>亿股 | 流通A股<br>亿股 | 杠杆率      |
|-----------|------|-----------|------------|----------|-----------|------|-----------|------------|----------|
| 601857.SH | 中国石油 | 1830.21   | 40         | 0.021855 | 601107.SH | 四川成渝 | 30.5806   | 5          | 0.163502 |
| 601939.SH | 建设银行 | 2336.891  | 90         | 0.038513 | 601727.SH | 上海电气 | 125.0769  | 21.2569    | 0.169951 |
| 601998.SH | 中信银行 | 390.3334  | 23.0193    | 0.058973 | 601099.SH | 太平洋  | 15.0331   | 2.593      | 0.172486 |
| 600188.SH | 兖州煤业 | 49.184    | 3.6        | 0.073195 | 601618.SH | 中国中冶 | 191.1     | 35         | 0.18315  |
| 601088.SH | 中国神华 | 198.8962  | 18         | 0.090499 | 600029.SH | 南方航空 | 80.0357   | 15         | 0.187416 |
| 601808.SH | 中海油服 | 44.9532   | 4.9998     | 0.111222 | 000046.SZ | 泛海建设 | 22.7866   | 4.4452     | 0.19508  |
| 601898.SH | 中煤能源 | 132.5866  | 15.1782    | 0.114478 | 600350.SH | 山东高速 | 33.638    | 6.666      | 0.198169 |
| 600362.SH | 江西铜业 | 30.2283   | 3.5328     | 0.116871 | 601186.SH | 中国铁建 | 123.3754  | 24.5       | 0.198581 |
| 600648.SH | 外高桥  | 10.1078   | 1.2729     | 0.125932 | 600369.SH | 西南证券 | 19.0385   | 3.794      | 0.19928  |
| 600376.SH | 首开股份 | 11.4975   | 1.8016     | 0.156695 | 601866.SH | 中海集运 | 116.8313  | 23.3663    | 0.2      |

资料来源: Wind, 齐鲁证券研究所

## (2) 券商及期货概念股

股指期货和融资融券的推出，券商及期货概念股可能受益最大。一方面，融资融券业务的推出为券商拓展了新业务，增加了融资利息收入、融券费、手续费等新





的收益，扩大了收入来源和规模；另一方面，部分券商已经获得 IB 业务资格，并控股期货公司。如中信证券、光大证券、广发证券、海通证券、宏源证券等旗下均有控股的期货公司。券商系期货公司资本实力强、客户资源丰富，可以便利的使用券商的网点资源，在股指期货上具有天然的竞争优势，个别大券商本身还是指数标的。

股指期货和融资融券的推出，不同券商受益程度不同。融资融券业务对大客户的比重和数量、股指期货的 IB 业务对券商的网点数量和大客户的数量，套利业务对证券公司的自由资金规模，等等都提出了较高的要求。这决定了规模大、网点多、自由资金充足的大型券商受益程度更大。此外，参股券商及期货公司的上市公司也间接受益，受益程度与其参股的券商和期货公司的持股比例、被参与公司的经营规模和业务扩展潜力等因素有关。

**表7 控股期货公司的券商股表**

| 证券简称 | 证券代码   | 控股期货公司 | 控股比例   |
|------|--------|--------|--------|
| 宏源证券 | 000562 | 华煜期货   | 100%   |
| 东北证券 | 000686 | 渤海期货   | 96%    |
| 国元证券 | 000728 | 国元期货   | 55%    |
| 长江证券 | 000783 | 长江期货   | 100%   |
| 中信证券 | 600030 | 金牛期货   | 100%   |
| 国金证券 | 600109 | 国金期货   | 95.50% |
| 海通证券 | 600837 | 黄海期货   | 56.67% |
| 光大证券 | 601788 | 光大期货   | 100%   |

资料来源：齐鲁证券研究所

#### 4、世博概念演绎最后的疯狂

随着 2010 年上海世博会的日益临近，上海市的现代服务业发展目前已经全面提速，一些新兴服务业发展势头强劲，而区域经济结构的转型、能级的提升也显现出世博会的集聚效应。上海正在积极打造一个服务平台，让全国各地都能充分利用这一共同的舞台全面展示发展成果，充分展示中国改革开放的成就和中国的文明。世博会的召开将在中短期内促进上海服务业的升级，上海不可避免将成为持续关注的区域主题。

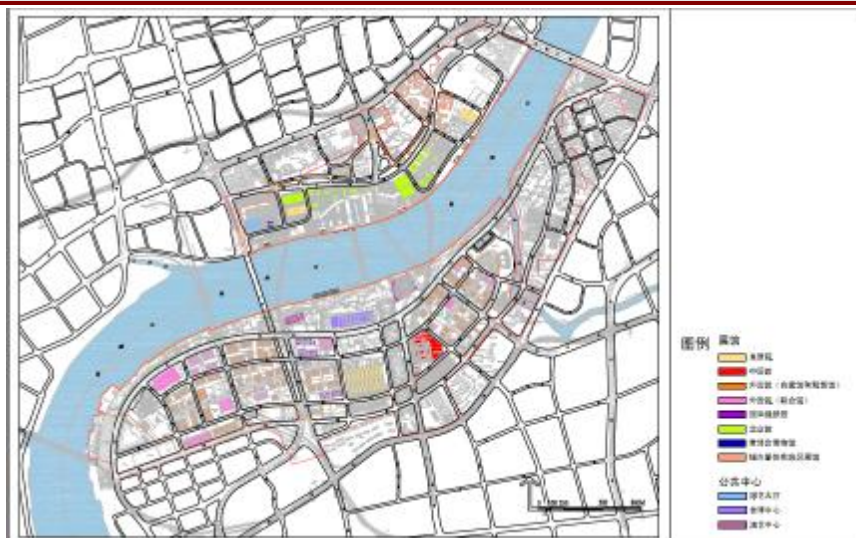
**表8 上海本地股在历次大行情中的市场表现统计表**

| 时 间             | 主题或概念            | 市场机会       |
|-----------------|------------------|------------|
| 94.7 ~ 95.5     | 浦东概念             | 陆家嘴，浦东金桥   |
| 96.1 ~ 97.5     | 绩优行情             | 爱建股份，华联商厦等 |
| 98.4 ~ 98.6     | 资产重组             | 上实联合，金丰投资等 |
| 99 年 5.19 行情    | 网络概念股            | 东方明珠，广电电子等 |
| 2000.1 ~ 2001.6 | 个股轮动行情           | 个股的全面上扬    |
| 2006.1 ~ 2007.9 | 牛市行情（迪斯尼概念、世博概念） | 个股行情       |
| 2009.2 ~ 2009.7 | 上海本地股            | 全面反弹       |

资料来源：齐鲁证券研究所整理



图32 上海世博园规划图



资料来源：上海世博会网站，齐鲁证券研究所

长达半年的世博会将拉动上海地区经济，而长江三角洲区域也有望借此机会进一步融合发展。借助世博展会的举办，围绕上海的产业升级，随着更多推动措施的出台，涉及的上市公司也将面临更好的发展契机。

表9 可关注的上海世博概念股表

| 证券简称 | 证券代码      | 所属行业 | 主营产品类型                      | 2010预测PE | PB市净率 |
|------|-----------|------|-----------------------------|----------|-------|
| 浦东建设 | 600284.SH | 建筑建材 | 民用建筑                        | 15.82    | 2.08  |
| 锦江投资 | 600650.SH | 交通运输 | 出租汽车、航空物流                   | 28.08    | 5.05  |
| 陆家嘴  | 600663.SH | 房地产  | 民用建筑商业地产、土地开发销售与批租          | 37.46    | 4.79  |
| 豫园商城 | 600655.SH | 商业贸易 | 百货商场、进出口贸易、酒店、奢侈饰品          | 28.91    | 5.93  |
| 外高桥  | 600648.SH | 房地产  | 进出口贸易、酒店、开发区园区              | 32.69    | 3.96  |
| 新黄浦  | 600638.SH | 房地产  | 拆迁改建、国内贸易、商业地产、物业出租和管理、住宅楼盘 | 38.47    | 3.46  |
| 新世界  | 600628.SH | 商业贸易 | 百货商场、酒店、连锁药店、医药电子商务、游乐园     | 37.08    | 5.35  |
| 上海机场 | 600009.SH | 交通运输 | 机场代理业务、机场旅客服务、机场设施服务        | 32.21    | 2.76  |
| 锦江股份 | 600754.SH | 餐饮旅游 | 酒店、连锁餐饮                     | 46.28    | 4.75  |
| 上海家化 | 600315.SH | 化工   | 纯净水、国内贸易、美发用品、美容产品          | 38.45    | 9.24  |
| 东方明珠 | 600832.SH | 信息服务 | 出租汽车、度假村、公共服务、广播电视塔、广告代理    | 69.79    | 6.23  |
| 友谊股份 | 600827.SH | 商业贸易 | 百货商场、便利店、大卖场、大型购物中心         | 34.20    | 3.36  |
| 百联股份 | 600631.SH | 商业贸易 | 百货商场、大型购物中心、服装零售店、酒店        | 36.97    | 3.45  |

资料来源：Wind，齐鲁证券研究所

## 5、区域振兴带动相关板块表现

2009 年国家陆续出台了 12 个区域的振兴规划，加快发展区域经济发展与振兴被提升到一定的高度；而今年“两会”上，大力调整经济结构和发展区域经济也成为主要议题。





区域经济是一个国家经济的空间系统，是经济区域内部社会经济活动和社会经济关系或联系的总和，是经济区域的实质性内容。缩小地区发展差距，推进区域协调发展，既是中国经济发展所面临的关系全局的重要任务，也是转变经济发展方式的重要内容之一。区域经济增长已经成为中国经济增长的新亮点和突破方向。

国家发改委地区经济司副司长陈宣庆日前透露，2010 年我国还要研究制定一些区域发展规划和政策性文件，最近正在研究制定长江三角洲区域发展规划、京津冀都市圈发展规划和成渝经济区发展规划。在区域经中，我们在第二季度重点关注新疆等区域的振兴。2009 年 11 月 5 日，中央调研组赴新疆调研，旨在研究出台有助于新疆经济平稳发展的举措；12 月，中央经济工作会议讨论了新疆区域振兴规划，而且国务院在召开新疆经济发展专项会议之后，有望将该区域振兴规划 5 月份上报国务院。随着市场对新疆区域振兴规划预期的提升，新疆板块在市场的表现也非常抢眼。

对于新疆、西藏等地区的振兴规划来说，更多偏向基础设施建设、资源开采，农产品等优势产业，以及对外贸易。因此基础设施建设领域、能源和农业领域的相关个股会成为关注焦点。

**表10 可关注的新疆区域概念股表**

| 证券简称 | 证券代码      | 所属行业 | 主营产品类型                     | 2010预测PE | PB市净率  |
|------|-----------|------|----------------------------|----------|--------|
| 天山股份 | 000877.SZ | 建筑建材 | 混凝土及砂浆、水泥                  | 17.6778  | 6.402  |
| 天利高新 | 600339.SH | 化工   | 催化剂及化学助剂、高分子聚合物、有机化工原料     | 20.4521  | 5.0603 |
| 金风科技 | 002202.SZ | 机械设备 | 发电机及附属设备                   | 21.9501  | 8.856  |
| 八一钢铁 | 600581.SH | 黑色金属 | 钢板类、钢丝类、型钢类                | 22.176   | 3.6982 |
| 国际实业 | 000159.SZ | 采掘   | 煤制品、原煤、住宅楼盘                | 22.8298  | 3.9861 |
| 青松建化 | 600425.SH | 建筑建材 | 磷肥、水泥、无机化工原料               | 25.0298  | 5.0625 |
| 新疆众和 | 600888.SH | 有色金属 | 电解铝、铝加工材                   | 25.3848  | 3.3392 |
| 天康生物 | 002100.SZ | 医药生物 | 禽畜养殖、肉制品、兽药、饲料、疫苗          | 26.2954  | 5.2026 |
| 中泰化学 | 002092.SZ | 化工   | 催化剂及化学助剂、高分子聚合物、无机化工原料     | 28.542   | 4.1138 |
| 友好集团 | 600778.SH | 商业贸易 | 百货商场、家电零售与连锁、酒店、热力         | 34.5739  | 3.8362 |
| 伊力特  | 600197.SH | 食品饮料 | 白酒、果酒、水泥                   | 34.7005  | 5.8088 |
| 新中基  | 000972.SZ | 农林牧渔 | 调味品、蔬菜加工制品                 | 35.7991  | 4.1506 |
| 美克股份 | 600337.SH | 轻工制造 | 家具、连锁超市                    | 38.672   | 3.3938 |
| 天富热电 | 600509.SH | 公用事业 | 工业用纸、火电、热力、水电、无机化工原料、住宅楼盘  | 40.8027  | 4.3031 |
| 广汇股份 | 600256.SH | 化工   | 国内贸易、开发区园区、商业地产、石材石料       | 45.278   | 8.6585 |
| 西部建设 | 002302.SZ | 建筑建材 | 混凝土及砂浆                     | 47.6165  | 5.2292 |
| 新疆天业 | 600075.SH | 化工   | 调味品、高分子聚合物、工业建筑、食品添加剂      | 50.0724  | 3.5093 |
| 北新路桥 | 002307.SZ | 建筑建材 | 公路建设                       | 64.5604  | 7.6619 |
| 新农开发 | 600359.SH | 农林牧渔 | 粮食、其他纺织品及原料、其他农产品、人造纤维、乳制品 | 69.8826  | 5.9346 |

资料来源: Wind, 齐鲁证券研究所

## 6、自主创新新兴战略产业反复活跃

以高新科技为主导的工业革命以来，世界经济的发展始终与科技革命、科技创新相伴而行。我国“十一五”规划，就一直将推进自主创新作为我国经济转变发展





方式的中心环节。从全面启动和组织实施大型飞机到水体污染控制与治理，从着力突破新能源汽车到高速轨道交通、工农业节水等一批重大关键技术都得到了突破和启动。自主创新、自主研发、产业升级等涉及的高新技术产业和装备制造业也一直受到政策的大力支持。

在经济企稳回升的时候，科技正在逐步发挥出新的力量。目前更多的措施集中在注重结构调整、增长收入和降低失业率方面。在推动传统产业转型升级、鼓励企业技术改造的同时，国家把低碳经济主导的新能源、生物医药、第三代移动通信、“三网融合”、节能环保等确立为战略性新兴产业，支持其技术研发和产业化，目的是创造新的市场需求，培育新的经济增长点。从当前的政策重点上我们已经能够看到，结构性调整已经在逐步推行了，而创新型的高新技术产业如通信和符合市场需要的服务业会大力发展。相关的公用事业、新能源、节能环保类、水处理行业及相关上市公司仍将面临更大的发展机遇。


**投资评级说明**

| 类别     | 级别   | 定义                                     |
|--------|------|----------------------------------------|
| 公<br>司 | 推荐   | 预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上       |
|        | 谨慎推荐 | 预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%     |
|        | 中性   | 预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为 -10%—10% |
|        | 回避   | 预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上      |
| 行<br>业 | 推荐   | 预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数          |
|        | 中性   | 预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平         |
|        | 回避   | 预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数          |

**重要声明:**

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**齐鲁证券有限公司研究所**

地址：山东省济南市经十路 17703 号 华特广场 B 座 501 室

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海市浦电路 438 号 双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843