

[2010.04.06]

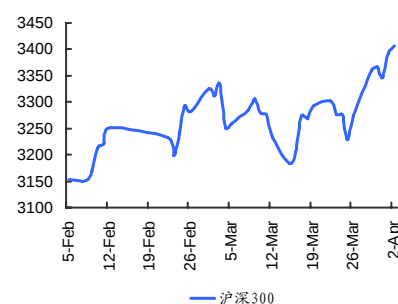
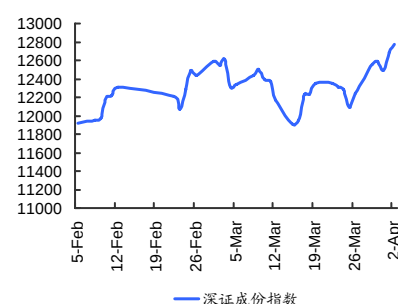
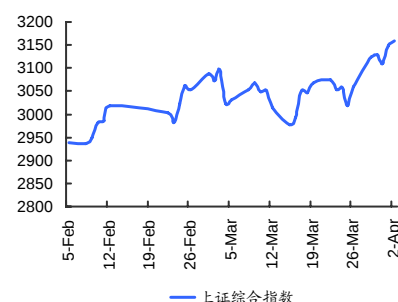
双线作战应对震荡 配置主题灵活转换

---2010 年二季度 A 股投资策略报告

房振明 周 喜 何 翔
S1150208020105 S1150208030107 S1150208030106

投资要点:

- 鉴于经济形势与政策调控二者互为因果，我们必须将其置于一个系统中加以考虑，而非相互割裂的两个部分。“相机抉择”成为管理层灵活平衡“稳增长、调结构、控通胀”三个核心目标的关键所在。二季度国内经济小幅回落与通胀稳步上行并存，“相机抉择”无疑令政策调控亦步亦趋，这样进入观察期的政策调控将为 A 股市场提供一定的喘息之机。
- 虽然政策退出使流动性充裕度较 2009 年有所下降，但站在历史的角度，流动性只是从过度充裕向充裕回归，导致 A 股市场调整的原因主要是 A 股市场有效资金供给的不足，这是因为政策退出及调结构改变了投资者对市场的预期，陷入“迷茫”的投资者，一部分退出战斗选择观望，而另一部分则以“游击战”的形式游走于各题材板块之间。
- 股指期货和融资融券业务的推出为中国的 A 股市场掀开了崭新的一页，其一改 A 股市场的单边盈利模式，双边盈利模式不仅将大大丰富投资者的投资策略，而且还将进一步推动投资者的多元化。而就短期看（特别是 4 月 16 日前），我们认为创新业务的推出则将为 A 股市提供上涨动力。
- 综合来看，我们认为季度初市场有望延续反弹，但政策紧缩的趋势并未改变，政策压力仅仅是得到了短暂的减缓，而不是彻底消除，加之经济增长和通胀等仍存不确定，市场在二季度初的反弹后将重回震荡。根据历史上 M1 见顶后的市场走势判断，二季度 A 股市场的震荡区间应在 2800-3400 点之间。就市场风格而言，我们认为，二季度市场估值可能面临结构性转化的过程，小盘股相对于大盘股的估值溢价将会有所收窄。
- 鉴于有所回暖但不改震荡的市场整体环境，我们认为投资者在二季度的市场操作中仍可立足两条战线，其一是关注低估值蓝筹股的配置价值，其二则是继续关注题材板块的轮动机会，特别是既具有题材概念，同时又拥有估值优势的个股最值得投资者关注。在行业配置方面，我们建议投资者超配采掘、化工、建筑建材、电子元器件、黑色金属、机械设备、交通运输以及家用电器等，标配金融服务、房地产和农林牧渔等。



相关报告

- 《政策知道投资 主题仍是热点》
——2010 年 2 月 A 股投资策略报告
- 《弱势震荡探底 防御主题双中心》
——2010 年 2 月 A 股投资策略报告
- 《震荡中“稳”字当头
确定性乃投资重点》
——2010 年 1 月 A 股投资策略报告
- 《后危机时代的投资变奏三步曲》
——2010 年 A 股投资策略报告

目 录

1. 经济政策互为因果 调控必须相机抉择	5
1.1 经济增长平稳回落 通胀压力缓步上行	5
1.2 相机抉择令政策调控亦步亦趋	7
2. 区别看待流动性充裕及A股市场资金供给不足	9
2.1 流动性总体充裕度下降	9
2.2 “迷茫”预期令A股市场所获流动性配比下降	10
2.3 跨步前进的IPO步伐	12
3. 整体合理与结构高估并存的市场估值	14
3.1 A股估值国际比较	14
3.2 A股板块估值比较分析	16
4. 关注创新业务的市场影响	19
4.1 创新业务推出开启A股市场新纪元	19
4.2 股指期货对A股市场影响分析	19
4.3 融资融券业务对A股市场影响分析	22
5. 反弹可期待	25
5.1 进入政策观察期令市场暂获喘息	25
5.2 流动性仍是市场压力所在	25
5.3 CPI与PPI剪刀差二季度触底回升可能对市场形成支持	28
5.4 季初反弹不改震荡格局	29
6. 蓝筹的配置价值 主题的交易机会	30
6.1 行业估值比较凸显蓝筹板块配置机会	30
6.2 风格转换中把握主题轮动机会	32
6.3 行业配置	32

图 目 录

图 1: 2009 年四季度以来国有及国有控股投资下滑	6
图 2: 2009 年底和 2010 年初新开工项目快速回落	6
图 3: 2009 年底以来商品房销售已经有所回落	6
图 4: 商品房销售、新开工和开发投资间的动态关系	6
图 5: 近期工业企业利润同比增速快速好转	6
图 6: 我国出口持续复苏有赖于世界经济持续复苏	6
图 7: 新兴市场经济强劲回升对我国出口形成支撑	7
图 8: 2009 底和 2010 年初货币供量 1996 年以来新高	7
图 9: 食品和居住价格是近期CPI快速上涨主要原因	7
图 10: 以 2004 年环比估算出的 2010 年CPI月度值	7
图 11: 货币信贷增速回落	10
图 12: 人民币升值促使热钱流入	10
图 13: 热钱流入并不必然促使A股上扬	10
图 14: 工业企业盈利能力明显回升	11
图 15: 中长期贷款比例持续回升	11
图 16: 人民币升值促使热钱流入	11
图 17: 热钱流入并不必然促使A股上扬	11
图 18: 2008 年人民币升值并未遏制A股市场的下行之路	12
图 19: 二季度中 4 月份解禁压力较大	13
图 20: 国际市场市盈率比较	14
图 21: 国际市场市净率比较	14
图 22: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较	15
图 23: A股相对美股估值溢价历史趋势比较	15
图 24: AH溢价历史走势图	16
图 25: 主要A股板块当前市盈率与历史比较	16
图 26: 主要A股板块当前市净率与历史比较	16
图 27: 主要A股板块当前市盈率与 2010 盈利增长预期散点分布图	17
图 28: 主要A股板块当前市盈率与历史比较	18
图 29: 主要A股板块当前市净率与历史比较	18
图 30: 股指期货推出后不改标普 500、恒生及富时 100 指数上扬趋势	20
图 31: 股指期货不该日经 225 指数泡沫化进程	21
图 32: 股指期货推出不改韩国及台湾指数调整之势	21
图 33: 香港市场卖空交易额时间序列 (百万港元)	23
图 34: M1 同比增速与上证指数走势比较	26
图 35: M1 同比增长与上证指数走势 (92.01-96.06)	26
图 36: M1 同比增长与上证指数走势 (96.01-97.12)	26
图 37: M1 同比增长与上证指数走势 (98.01-01.12)	27
图 38: M1 同比增长与上证指数走势 (02.01-04.12)	27
图 39: M1 同比增长与上证指数走势 (05.01-07.12)	27
图 40: M1 同比增长与上证指数走势 (08.10-10.03)	27
图 41: M1-M2 与上证指数走势图	28

图 42: CPI-PPI与上证指数的波动比较	28
图 43: 分行业当前市盈率与历史比较	30
图 44: 分行业当前市净率与历史比较	31
图 45: 各行业市盈率与 2010 盈利增长预期散点分布图	31

表 目 录

表 1: 我国刺激政策退出及调控路线图	8
表 2: 2010 年以来IPO数量周统计	12
表 3: 2010 年以来IPO融资额周统计	13
表 4: 股指期货上市前后股指先扬后抑	22

经过 8 个月调整的 A 股市场即将迈入 2010 年的第二个季度，是延续调整，还是结束调整重拾升势，必然成为每一位投资者的关注焦点。特别是在“顺势而为”投资理念深入人心的当下，“趋势”判断就显得更为重要，只有知晓了“趋势”，方能做到“顺势而为”。我们认为，影响二季度市场“趋势”演变的关键，依然是经济形势及与之或为因果的政策环境，同时二者的博弈将成为市场资金有效供给充裕与否的主要决定因素，另外股指期货及融资融券等创新业务的发展则是二季度中我们必须时刻关注的重要事件。

1. 经济政策互为因果 调控必须相机抉择

鉴于经济形势与政策调控二者互为因果，我们必须将其置于一个系统中加以考虑，而非相互割裂的两个部分。“相机抉择”成为管理层灵活平衡“稳增长、调结构、控通胀”三个核心目标的关键所在。二季度国内经济小幅回落与通胀稳步上行并存，“相机抉择”无疑令政策调控亦步亦趋，这样进入观察期的政策调控将为 A 股市场提供一定的喘息之机。

上证综指 200 点的降幅无情地宣布了投资者之前对于 2010 年一季度行情乐观预期的落空，对此有人茫然于“经济回升中股市的回落”，有人无奈于“政策调控下股市的疲弱”，总之在“经济进、政策退”的博弈中，逐步收紧的政策调控在一季度占据了上风。

那么，二季度经济与政策又将如何，其对于 A 股市场的影响又将怎样，是我们必须思考的问题。但是，在此之前我们有必要厘清经济与政策二者之间的关系。我们认为，当期或者近期的经济数据是政策调控的依据，而政策调控的实施则将成为未来一段时期内经济数据的重要影响因素。简言之，经济形势与政策调控二者互为因果，我们必须将其置于一个系统中加以考虑，而非相互割裂的两个部分。无论是 2009 年底结束的中央经济会议，还是温总理在“两会”期间的发言，都不止一次地强调了“相机抉择”在 2010 年政策调控中的重要性，管理层必须以灵活的方式实现“稳增长、调结构、控通胀”三个核心目标的平衡。

1.1 经济增长平稳回落 通胀压力缓步上行

2010 年初经济的快速增长与 2009 年过低的基数密切相关，GDP 环比增速已连续多个季度保持平稳，于是随着时间的推移，二季度国内经济将在小幅回落后趋于平稳。

在投资方面，虽然节奏明显放缓的政府投资和密集政策调控下可能减速的房地产开发投资，使投资稳步回落趋势得以确立，但是考虑到去年大量的新开工项目和近期企业利润大幅好转可能带动的私人投资，投资增速将呈现稳步回落态势。

另外两架马车中消费将保持平稳，而出口的复苏则将成为决定我国经济前景的关键因素，考虑到目前世界经济的稳步回升，2 季度我国出口增速有望快速恢复到

二季度经济稳中有降，其中投资稳步回落，消费保持平稳，而出口则继续恢复

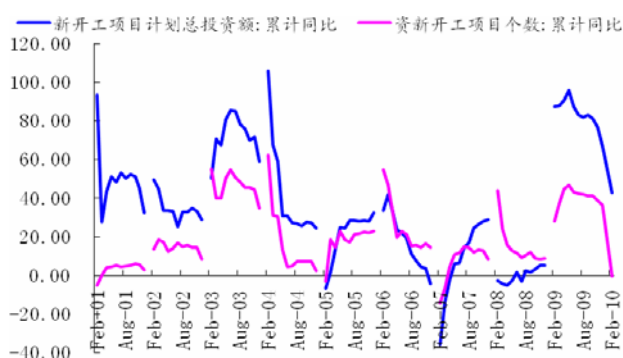
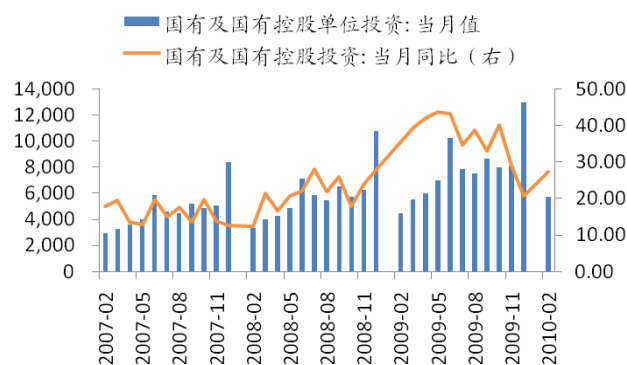
虽然按照历史经验，二季度 CPI 的走高不改全年温和通胀预期，但 2009 年创纪录的信贷投放及价格改革等存在推高新涨因素的可能，进而加大通胀压力。

22%左右。虽然与出口一起快速恢复的进口增速令顺差对经济增长的贡献仍较低，但出口快速回升对私人投资的刺激将在一定程度上抵补政府投资的退潮，于是出口增速的恢复不仅有力地支持了经济的回升，同时也将为政策退出及经济结构调整提供更大的腾挪空间。

在通胀方面，随着经济增速趋于平稳，2010 年的通胀仍有望保持相对温和，考虑到 2004 年也是处在宏观调控之中，与当前经济环境相似，我们利用 2004 年 CPI 环比增速，估算了 2010 年 CPI 同比数值。结果显示，全年 CPI 增速有望保持在 3.2%，但是 2 季度 CPI 同比增速则将达到 3.5% 左右，较 1 季度提高约 1.2 个百分点左右。然而值得注意的是，始于 2009 年底的刺激政策令信贷投放达到了创纪录的程度，加之食品、资源品价格改革等因素，2 季度 CPI 可能在新涨因素的推动下出现更高的 CPI 增速，而这则可能导致更为严厉的政策收缩。

图 1：2009 年四季度以来国有及国有控股投资下滑

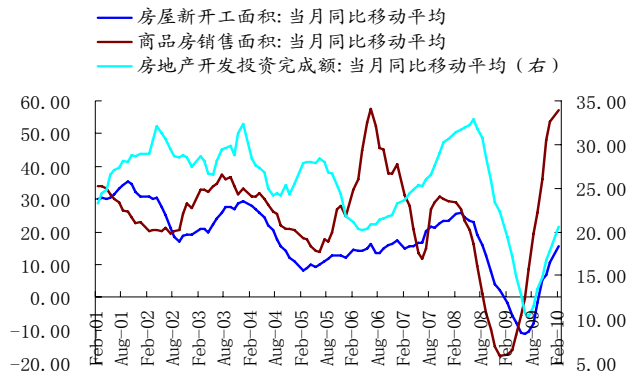
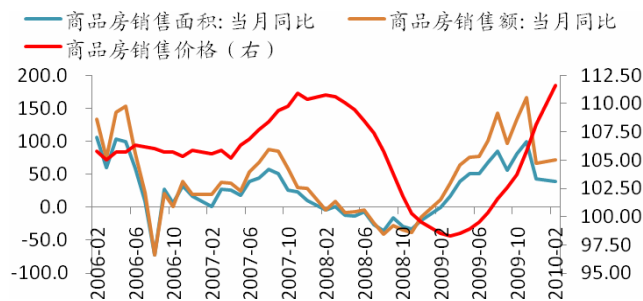
图 2：2009 年底和 2010 年初新开工项目快速回落



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 3：2009 年底以来商品房销售已经有所回落

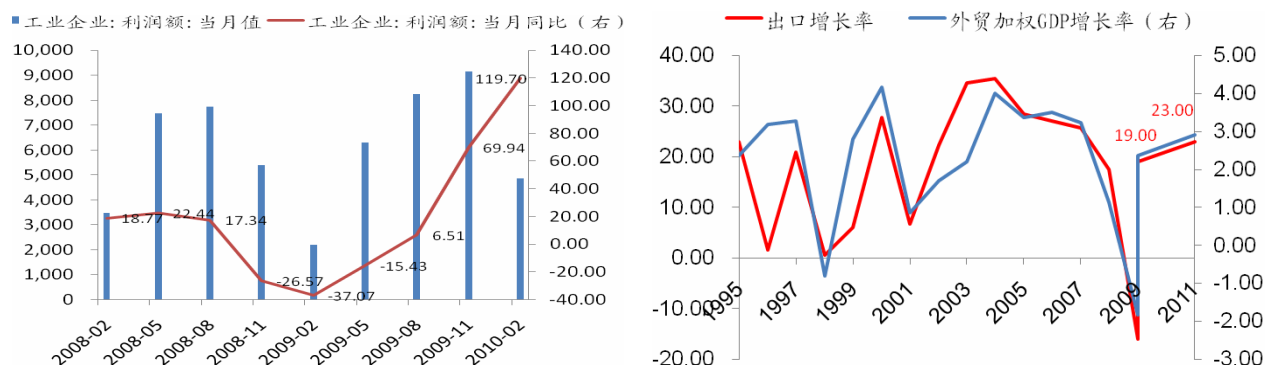
图 4：商品房销售、新开工和开发投资间的动态关系



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

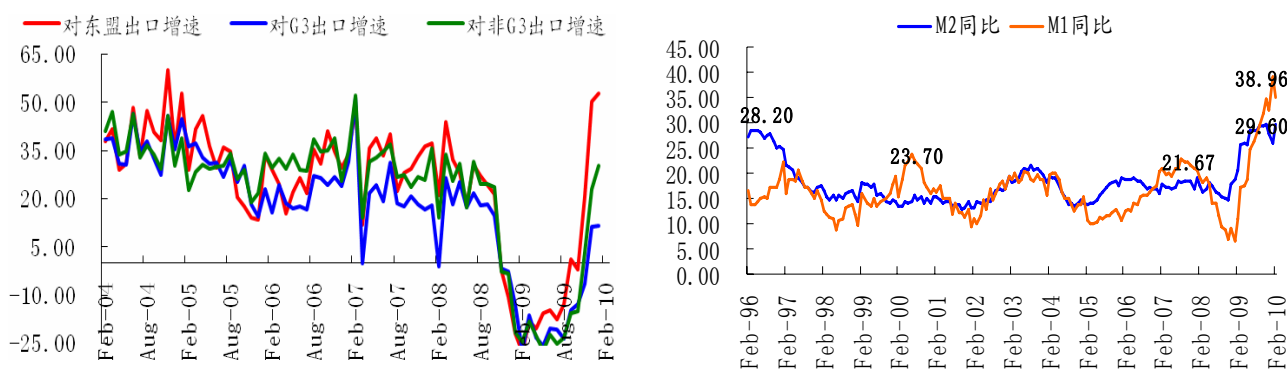
图 5：近期工业企业利润同比增速快速好转

图 6：我国出口持续复苏有赖于世界经济持续复苏



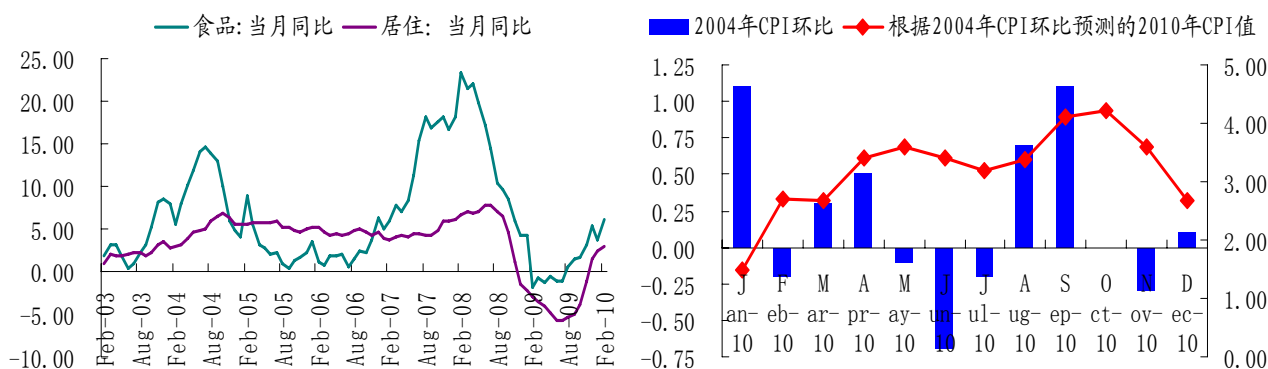
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 7: 新兴市场经济强劲回升对我国出口形成支撑 图 8: 2009 年底和 2010 年初货币供应量 1996 年以来新高



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 9: 食品和居住价格是近期 CPI 快速上涨主要原因 图 10: 以 2004 年环比估算出的 2010 年 CPI 月度值



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.2 相机抉择令政策调控亦步亦趋

正如温总理所言, 2010 年中国经济将面临更为复杂的国内外环境, 于是政策方面的相机抉择令调控必将亦步亦趋。虽然目前世界经济整体复苏依然缓慢, 但我国

等新兴经济体的经济恢复则十分强劲，实际产出甚至已经超过潜在产出水平，这令我国面临相当的通胀风险，同时 2010 年大幅投放的信贷资金则进一步推升了国内的房地产泡沫。因此，相对于众多发达经济体，我国必需更早地实施政策退出措施。

面临复杂的国内外经济环境，二季度国内政策调控将更趋谨慎，其中信贷均衡投放仍是调控重点，数量型工具的实施呈现常态化，而季度末则是敏感的加息窗口。

对于二季度，我们认为信贷均衡投放仍然是政策调控的核心，而上调存款准备金率等数量型工具则有可能常态化，考虑到随着出口持续复苏得到印证和通胀可能高企的情况下，2 季度末将成为敏感的加息窗口。而对于人民币升值，我们依然认为目前的时机尚不成熟，其原因在于：（1）近期我国出口增长只是一种恢复性的增长，出口复苏前景依然脆弱；（2）大部分出口企业生产经营仍然较为困难，特别值得注意的是人民币升值将大大压缩众多出口型企业的盈利空间，这既不利于我国经济的恢复，同时也不利于国内就业市场的稳定；（3）实际上从人民币名义有效汇率的角度看，人民币近期也一直在升值。

另外在财政政策方面，2010 年复杂的经济形势决定，坚持积极的财政政策是主基调，实施中是保持而不是继续增加政府支出，并要科学安排支出节奏和方向。在全球经济增长还存在不确定性和国内投资趋势性下滑情况下，财政政策积极基调下的灵活性以及其最后退出，将为我国经济持续平稳快速增长提供强有力保障。

表 1: 我国刺激政策退出及调控路线图

大致顺序	退出内容	启动时间	进展
第一步	加强公开市场操作的力度	2009 年 6 月底	货币政策动态微调主要工具
第二步	以窗口指导或银行信贷额度管理为主的信贷调控	2009 年 3 季度	2010 年 1 月中旬后力度明显加大，3 月份已见成效
第三步	放缓财政刺激，控制政府投资规模、节奏和方向	2009 年 4 季度	新开工项目已经受到严格控制，针对房地产和地方融资平台贷款的监管加强
第四步	上调存款准备金率	2010 年 1 月	已经上调 2 次，未来可能常态化
第五步	加息	尚未启动	2010 年 5、6 月份是一个时间窗口，但是上半年可能性较小
第六步	人民币恢复紧盯一揽子货币的汇率安排	尚未启动	2010 年 3 季度可能性较大
第七步	积极财政政策完全退出	尚未启动	2010 年底或 2011 年初

资料来源：渤海证券研究所

2. 区别看待流动性充裕及 A 股市场资金供给不足

在 2009 年初的策略报告中，每当论及流动性对 A 股市场的推动作用时，我们都会强调指出，充裕的“流动性”是在改善的“预期”指挥之下转战于 A 股市的各个行业或主体之间，这成为推动 09 年初市场上涨的关键所在。对于市场，良好的“预期”和充裕的“流动性”缺一不可，没有改善的“预期”作为向导，充裕的“流动性”也只能如散兵游勇般难以形成有效的攻势；但另一方面，如果“流动性”仍显匮乏，那么改善的“预期”也只能感慨于“巧妇难为无米之炊”。

进入 2010 年，虽然公开市场回笼力度加大、信贷调控及准备金率上调使流动性充裕度较 2009 年有所下降，但站在历史的角度，流动性只是从过度充裕向充裕回归。因此，导致 A 股市场调整的原因并不是整体流动性的不足，而是 A 股市场资金供给的不足。我们认为，刺激政策的退出及调结构的实施更为主要地是改变了投资者对市场的预期，陷入“迷茫”之中的投资者，一部分退出战斗选择观望，而另一部分则以“游击战”的形式游走于各题材板块之间。

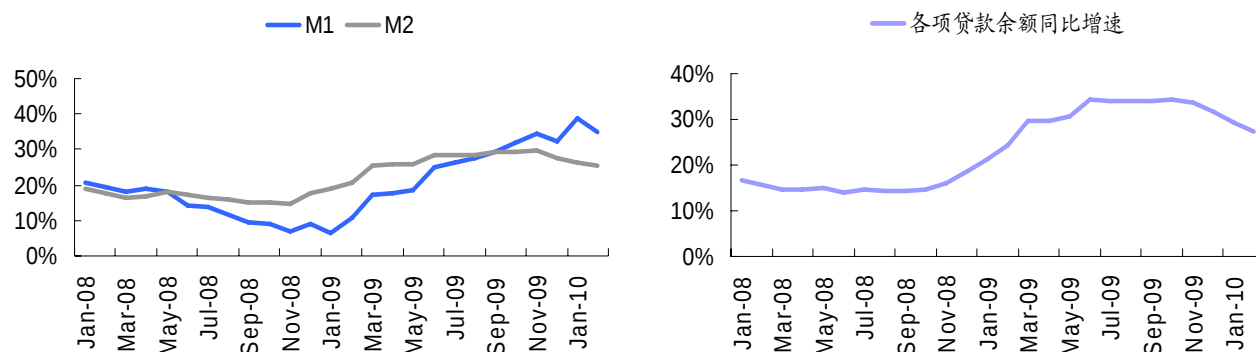
A 股市场的资金供给不仅取决于整体经济的流动性情况，还极大地受制于市场预期。

基于以上分析，我们必须区分流动性与 A 股市场资金供给间的不同。简单的看，我们可把国内总储蓄等资金潜在供给认为是国内经济（包括实体和虚拟经济）的总流动性，其既可以用于支持实体经济的增长，同时也可投资于虚拟经济；而 A 股市场的资金供给则是参与 A 股市场的所有资金的总和。由此看来，流动性为 A 股市场提供了资金的潜在供给，但并不意味 A 股市场资金供给会随着流动性的充裕而得到实质性提升。如果我们将现金、股票、债券、大宗原材料、房地产以及实业等均视为一种投资途径，那么因其安全性、流动性以及收益性的不尽相同，不同的预期将直接影响到流动性（或可以说是资金）的配比比例。

2.1 流动性总体充裕度下降

为了有效管理通胀预期，2009 年下半年开始的政策退出在 2010 年有增无减，但所采取的措施仍以数量型工具为主，除信贷窗口指导外，管理层在两次上调存款准备金率的同时，还加大了公开市场的货币回笼力度。受此影响，市场利率有所走高，但总体流动性依然充裕。

图 11: 货币信贷增速回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 12: 人民币升值促使热钱流入

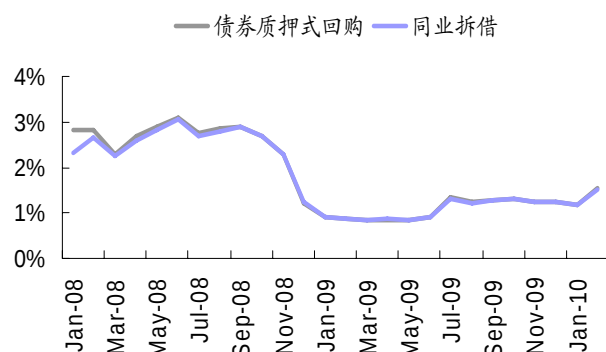
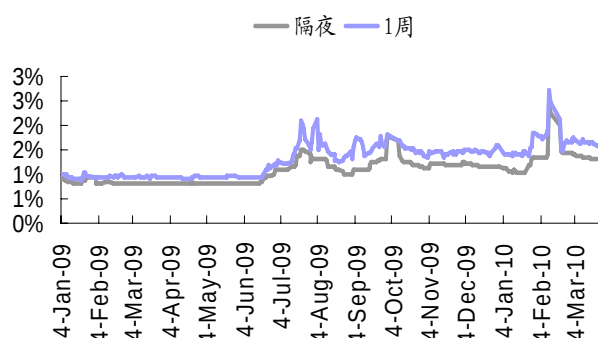


图 13: 热钱流入并不必然促使 A 股上扬



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.2 “迷茫”预期令 A 股市所获流动性配比下降

2.2.1 实体经济资金需求上升

在流动性充裕度因货币政策收缩而有所降低的同时, 实体经济对于资金需求的上升也压缩了流动性对于 A 股市场等虚拟经济的配置比例。

在国内外大力度经济刺激政策的推动下, 国内经济形势明显好转, 虽然过剩产能依然存在, 但是工业企业盈利能力较 2009 年初已然显著回升, 2010 年 1-2 月份利润总额与主营业务收入的比值已由 2009 年 3.62% 的最低点回升至 5.69%, 虽其回升势头及稳定性仍需时间观察, 但实体经济对流动性 (或者说是资金) 的吸引力显著提升。这可以从各项贷款中中长期贷款占比的持续提升得到印证, 数据显示, 中长期贷款在贷款余额中的占比在 2009 年 3 月份见底后快速回升, 到 2010 年 1 月份, 这一比值已上升至 57.69%; 在新增贷款方面, 虽近期其比例有所下降 (原因在于 2009 年底票据融资的大幅减少), 但依然是 2009 年初比值的 2 倍多。由此看来, 在流动性充裕度下降的同时, 实体经济对流动性的分流则进一步压缩了流动性对于 A 股市场等虚拟经济的配置。

图 14: 工业企业盈利能力明显回升

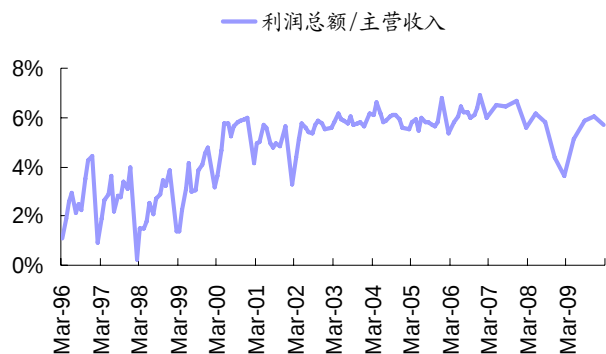
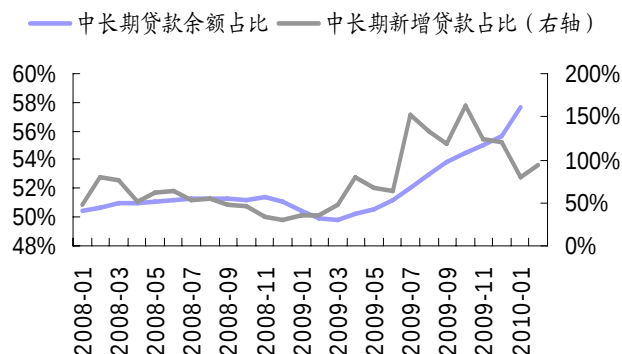


图 15: 中长期贷款比例持续回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

人民币升值预期虽可吸引热钱流入, 并为 A 股市场提供潜在可用资金, 但必须有良好的预期作为指导, 否则其并不必然转化为市场上涨的动力。

2.2.2 人民币升值预期下的流入热钱并不必然提升 A 股市场资金供给

我们在前文的讨论中指出, 人民币升值的时机尚不成熟, 但存在一定的升值预期, 而这将会促使国际热钱的流入, 某些投资者认为热钱的流入将成为推动 A 股市场上涨的又一动力。对于这个问题, 我们认为应当一分为二的看, 首先热钱流入的确为 A 股市场提供了潜在的可用资金, 但必须有良好的预期作为指导, 否则其并不必然转化为市场上涨的动力。

图 16: 人民币升值促使热钱流入

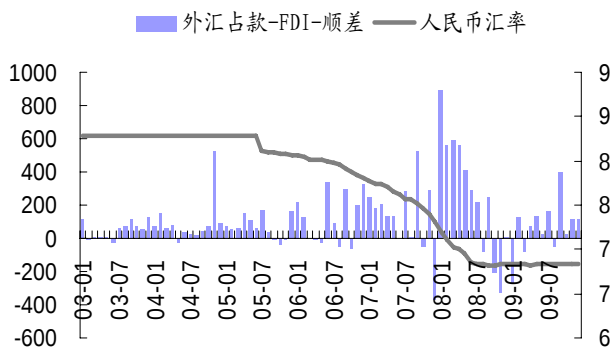
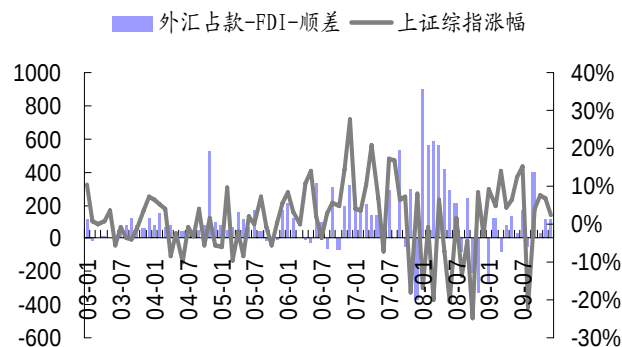


图 17: 热钱流入并不必然促使 A 股上扬

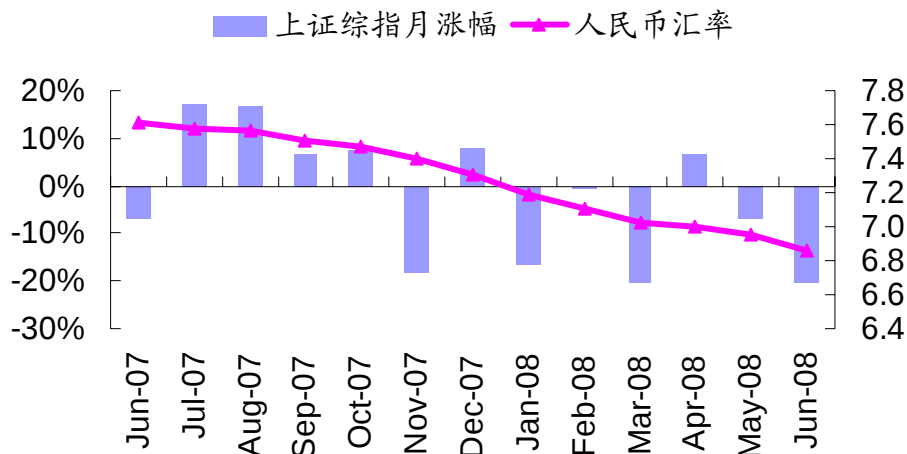


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

回顾历史, 我们看到, 2005 年 7 月 22 日人民币的一次性升值后, 随着人民币汇率的走高, A 股市场的确走出了有史以来 A 股市场最为壮观的牛市行情; 然而, 2008 年 7 月份之前人民币汇率依然走高, 但 A 股市场的回落步伐却并未因此有任何的停滞, 甚至 2007 年 11 月、2008 年 1 月、3 月和 6 月, 上证综指的跌幅均超过 15%, 分别达到 18.19%、16.69%、20.14% 和 20.31%。而此时, 因人民币升值而流入的热钱数量却十分可观, 这表明尽管人民币升值将促使热钱流入,

但因 A 股市场预期较差，流入的热钱并不会流入其中并成为其上涨的支撑力量。

图 18: 2008 年人民币升值并未遏制 A 股市场的下行之路



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.3 跨步前进的 IPO 步伐

在潜在资金入市意愿不足的情况下, IPO 等融资步伐依然我行我素。2010 年 1-3 月份, A 股市场 IPO 融资额达到 1133.11 亿元, 而 IPO 重启后 2009 年年内的融资额为 2021.97 亿元。另外 2 季度限售股解禁量为 660 亿股, 合计解禁市值为 7400 余亿元, 其中 4 月份解禁压力相对较大, 当月解禁市值占二季度的 55%。

表 2: 2010 年以来 IPO 数量周统计 (单位: 个)

	新股数量	主板	中小板	创业板
1.4-1.10	14	1	8	5
1.11-1.17	7	1	0	6
1.18-1.24	7	1	0	6
1.25-1.31	7	1	0	6
2.1-2.7	12	1	8	3
2.8-2.14	5	2	0	3
2.22-2.28	3	0	0	3
3.1-3.7	6	0	0	6
3.8-3.14	10	0	4	6
3.15-3.21	8	1	3	4
3.22-3.26	4	1	3	0
3.29-4.4	6	0	6	0

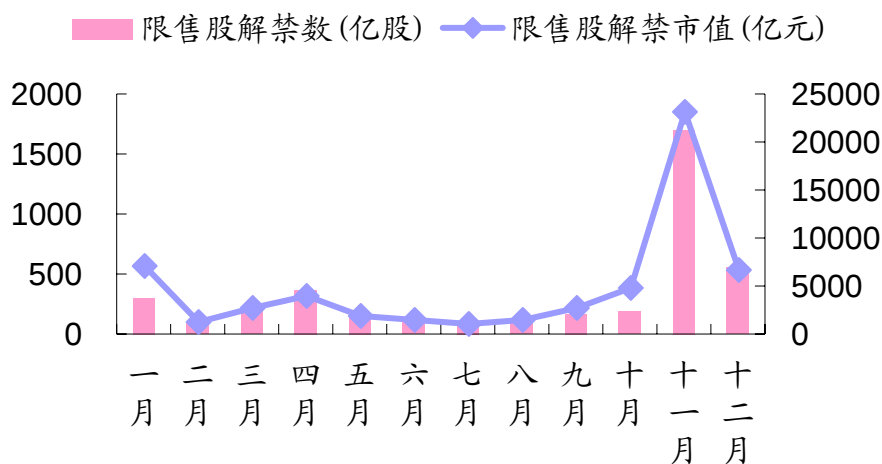
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 3: 2010 年以来 IPO 融资额周统计 (单位: 亿元)

	融资额	主板	中小板	创业板
1.4-1.10	124.47	12.98	57.79	53.69
1.11-1.17	76.26	25.18	0.00	51.09
1.18-1.24	144.76	103.25	0.00	41.51
1.25-1.31	79.21	25.50	0.00	53.71
2.1-2.7	182.23	114.00	54.69	13.53
2.8-2.14	196.12	177.81	0.00	18.31
2.22-2.28	16.44	0.00	0.00	16.44
3.1-3.7	37.26	0.00	0.00	37.26
3.8-3.14	76.22	0.00	50.32	25.90
3.15-3.21	77.47	34.90	18.66	23.91
3.22-3.26	57.28	32.78	24.50	0.00
3.29-4.4	65.39	0.00	65.39	0.00

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 19: 二季度中 4 月份解禁压力较大



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3. 整体合理与结构高估并存的市场估值

3.1 A 股估值国际比较

当前 A 股整体市盈率 (TTM) 为 31.87 倍, A 股估值水平相对于全球市场而言仍然较高, 不过从各市场估值与其历史比较来看, 绝大部分市场估值水平仍处于历史均值之下, A 股市盈率也低于过去 10 年的平均值 40 倍, 与过去 4 年的均值 31.54 倍相当。目前 A 股市净率为 3.2 倍, 仍低于过去 10 年 3.8 倍的历史均值水平, 从与其他市场来看, A 股市净率也是相对较高, 但略低于印度市场 3.46 倍的市净率水平。

图 20: 国际市场市盈率比较

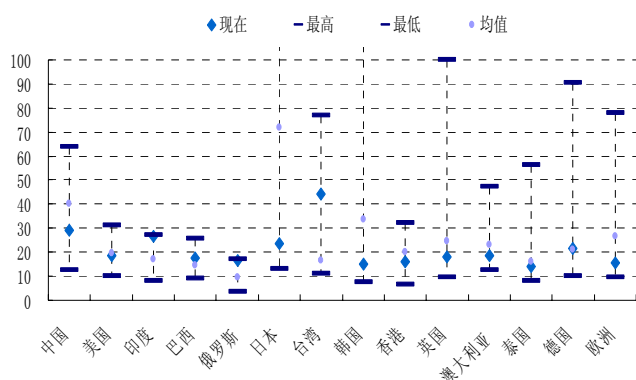
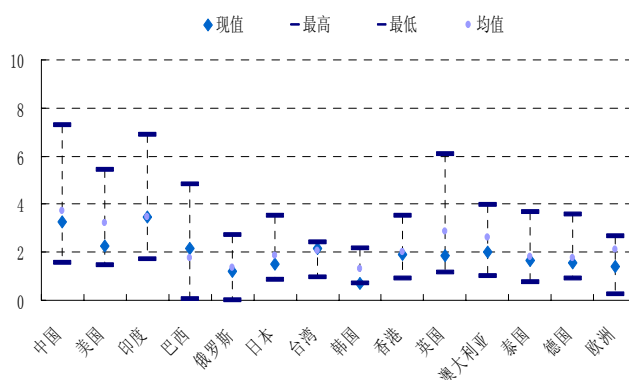


图 21: 国际市场市净率比较



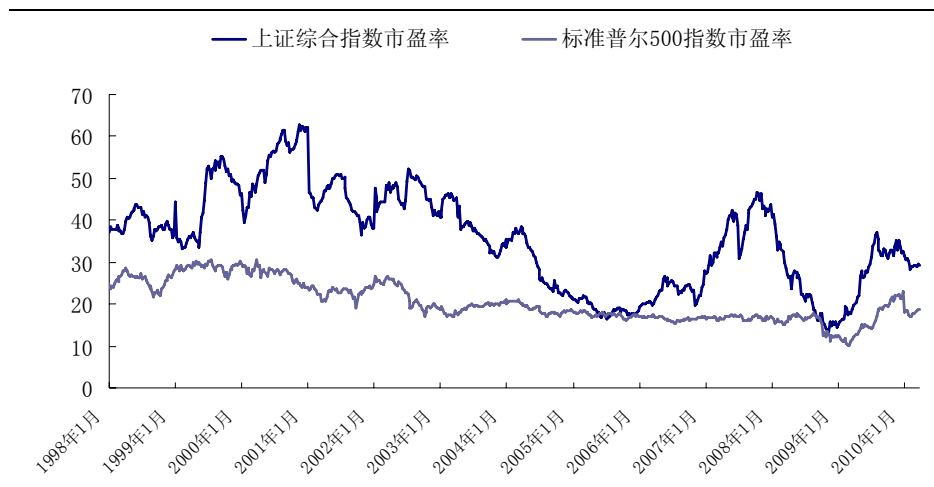
资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

尽管 A 股估值水平仍普遍高于全球各主要市场, 但 PE 和 PB 均低于历史均值, 且 A 股相对于美股和 H 股的溢价亦在历史均值以下, 整体估值合理。

3.1.1 A 股对美股估值溢价处在历史均值之下

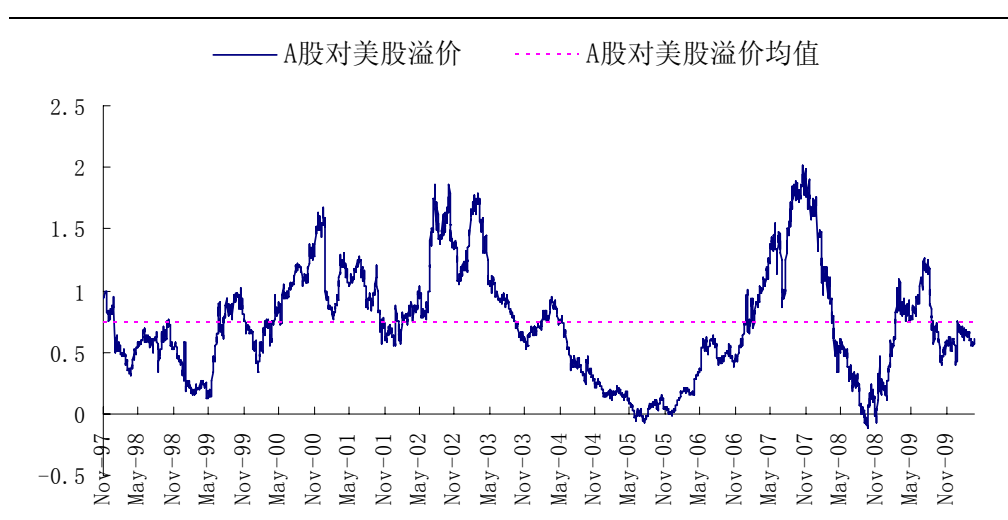
从与国际比较来看, 近期美国市场又不断创下新高, 导致美股估值持续上升, 而 A 股则一直处于调整阶段。相对来看, 由于美股也持续保持着强势特征, 并且因 A 股的前期调整, A 股与美股的估值差有所回落。通过 A 股与美股估值的历史比较, 我们可以发现 A 股估值长期高于美股估值, 98 年以来的历史平均溢价约为 73%。在 05 年年底与 08 年年底, 该溢价两次接近零值, 05 年之后出现了 A 股的一轮大牛市, 而 08 年之后至今, A 股市场也出现了一轮不错的上升行情。目前的 A 股相对美股估值溢价处于较为适中的水平, 并且略低于历史溢价均值, A 股相对美股的估值溢价显示出 A 股整体估值较为合理。

图 22: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较 (截止 2010.3.30)



资料来源: Wind, Bloomberg, 渤海证券研究所

图 23: A 股相对美股估值溢价历史趋势比较 (截止 2010.3.30)



资料来源: Wind, Bloomberg, 渤海证券研究所

3.1.2 AH 溢价显示 A 股估值处于相对低位

当前的 AH 溢价仅为 15% 左右, 处与近一年来的低位水平, 并且低于 30% 的历史均值。表明 A 股整体并未有明显泡沫, 估值应当是处在相对合理的位置。

图 24: AH 溢价历史走势图 (截止 2010.03.30)



资料来源: Wind, Bloomberg, 渤海证券研究所

3.2 A 股板块估值比较分析

3.2.1 A 股估值历史比较: 当前估值依然合理

当前全部 A 股静态市盈率在 33 倍左右, 沪深 300 静态市盈率 27 倍左右, 都处在历史均值之下。全部 A 股市净率 3.4 倍, 也低于历史均值水平。

图 25: 主要 A 股板块当前市盈率与历史比较

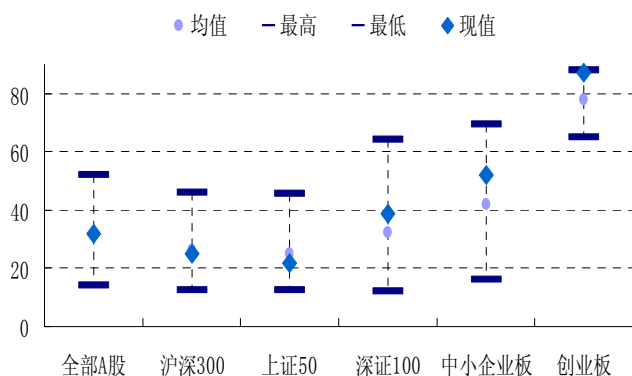
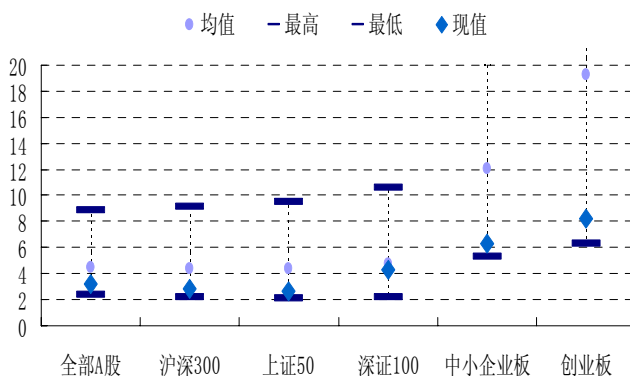


图 26: 主要 A 股板块当前市净率与历史比较



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

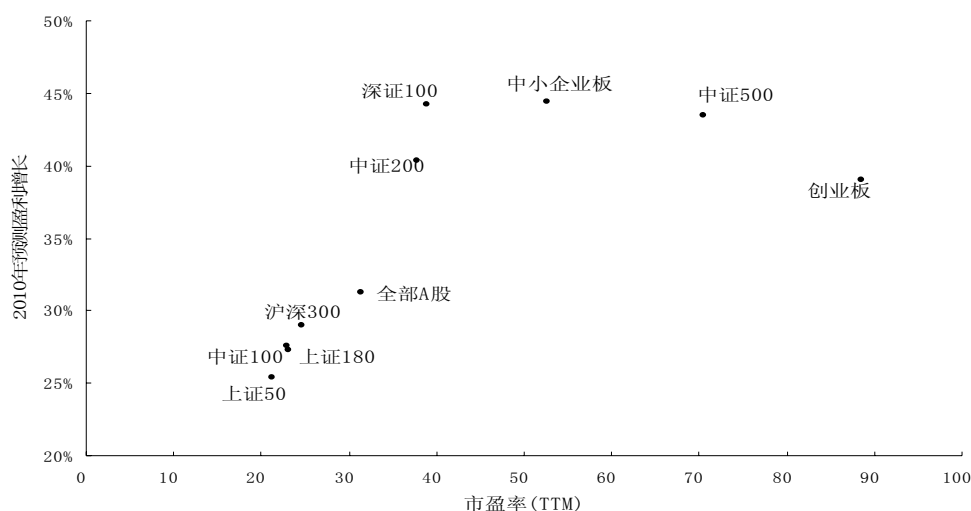
3.2.2 从 PEG 看二线蓝筹具有估值比较优势

根据 Wind 的盈利预测统计, 2010 年全部 A 股的盈利增长预期是 31.23%, 沪深 300 的盈利增长预期是 28.97%。考虑全部 A 股以及各主要板块的 2010 年盈利增长预期, 再结合各板块的市盈率, 我们可以从其 PE/G 散点分布图发现, 创业板的估值比较优势最低, 而深 100、中证 200 都具有较好的相对估值优势。因此,

相对于中小盘股，一些二线蓝筹股在考虑盈利增长预期后呈现相对估值优势，这对其未来走势形成较为有利的支持。

除了上证 50 这样具有绝对低估值的大盘蓝筹股板块之外，一些二线蓝筹股在考虑盈利增长预期后体现出的相对估值优势也可能对其未来走势形成较为有利的支持。

图 27：主要 A 股板块当前市盈率与 2010 盈利增长预期散点分布图



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

3.2.3 估值分化显著，中小盘股估值风险高企

将市场分解来看，用中证 100、中证 200 和中证 500 可以分别代表大盘股、中盘股和小盘股，而这三者的估值差异当前已十分显著，中证 200 与中证 500 分别较中证 100 溢价 63%和 202%，均处于近几年的历史高位。并且中证 500 的估值水平也已经处于历史高位，而中证 100 的估值水平相对较低。这表明当前 A 股市场中小盘股估值风险已然较大，而大盘蓝筹股估值安全边际相对较好。

当前 A 股市场中小盘股估值风险已然较大，而大盘蓝筹股估值安全边际相对较好。虽风格转换依然艰难，但中小盘股可能面临风险释放过程。

我们判断，大盘股的低估值或许与股指期货、融资融券等创新业务推出有关，由于这些带有做空机制的创新业务的推出，会使其现货主要标的大盘蓝筹股的估值更趋合理，而小盘股则因现有模式下做空较难，因此会出现一定的相对估值溢价。

虽然当前市场风格转换依然艰难，但从中小盘股的估值顶可以判断未来中小盘股极可能面临风险释放的过程，小盘股相对大盘股的估值溢价在二季度应会有所收窄，但高溢价的局面在未来一段时间内仍会持续。

图 28: 主要 A 股板块当前市盈率与历史比较

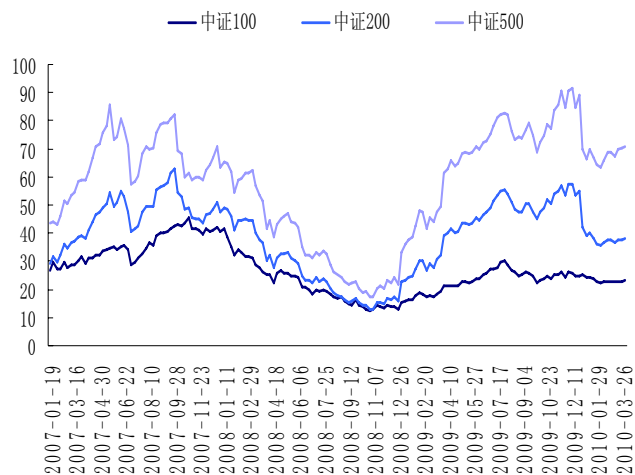
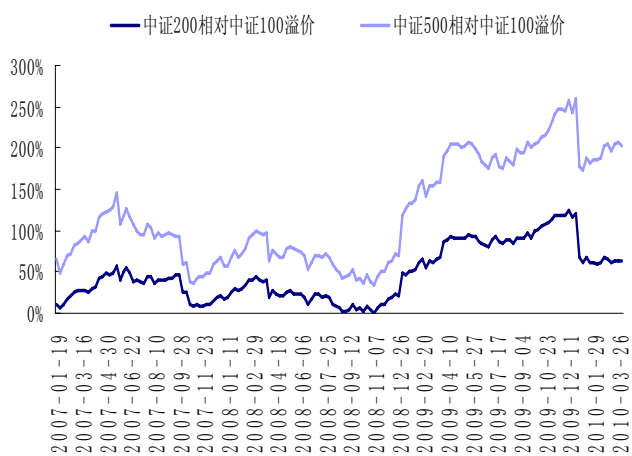


图 29: 主要 A 股板块当前市净率与历史比较



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

4. 关注创新业务的市场影响

对于 2 季度，除经济及与之互为因果的政策外，股指期货及融资融券等创新业务的推出与演进则成为影响 A 股市场的重要事件。3 月 26 日，中金所宣布首批四个沪深 300 指数期货合约将于 4 月 16 日正式登陆中金所上市交易，上市品种分别为 5 月、6 月、9 月和 12 月合约。此外，沪深两个交易所在 3 月 30 日宣布，从 3 月 31 日开始正式接受券商的融资融券交易申报，经过 4 年准备的融资融券交易正式进入市场操作阶段。

创新业务推出一改 A 股市场的单边盈利模式，双边盈利模式不仅将大大丰富投资者的投资策略，而且还将进一步推动投资者的多元化。

4.1 创新业务推出开启 A 股市场新纪元

股指期货和融资融券业务的推出为中国的 A 股市场掀开了崭新的一页，有人说 A 股市场由此前的 1.0 时代迈入了 2.0 时代。总体来看，创新业务推出后，A 股市场一改之前“只能做多才能赚钱”的单边盈利模式，新的“即可做多，也可做空”的双边盈利模式不仅将大大丰富投资者的投资策略，而且还将进一步推动投资者的多元化。

分别来看，我们认为股指期货将在其正式上市交易前的一段时期内为市场上涨提供动力，而 4 月 16 日之后则会成为市场的短期压力。就融资融券业务而言，我们则认为在目前标的股估值水平较低的情况下，融券卖空的动力不足，融资买入将成为业务开展初期的主要参与方式，从而为标的股股价上涨增添动力。

4.2 股指期货对 A 股市场影响分析

4.2.1 股指期货推出后不改股指中长期趋势

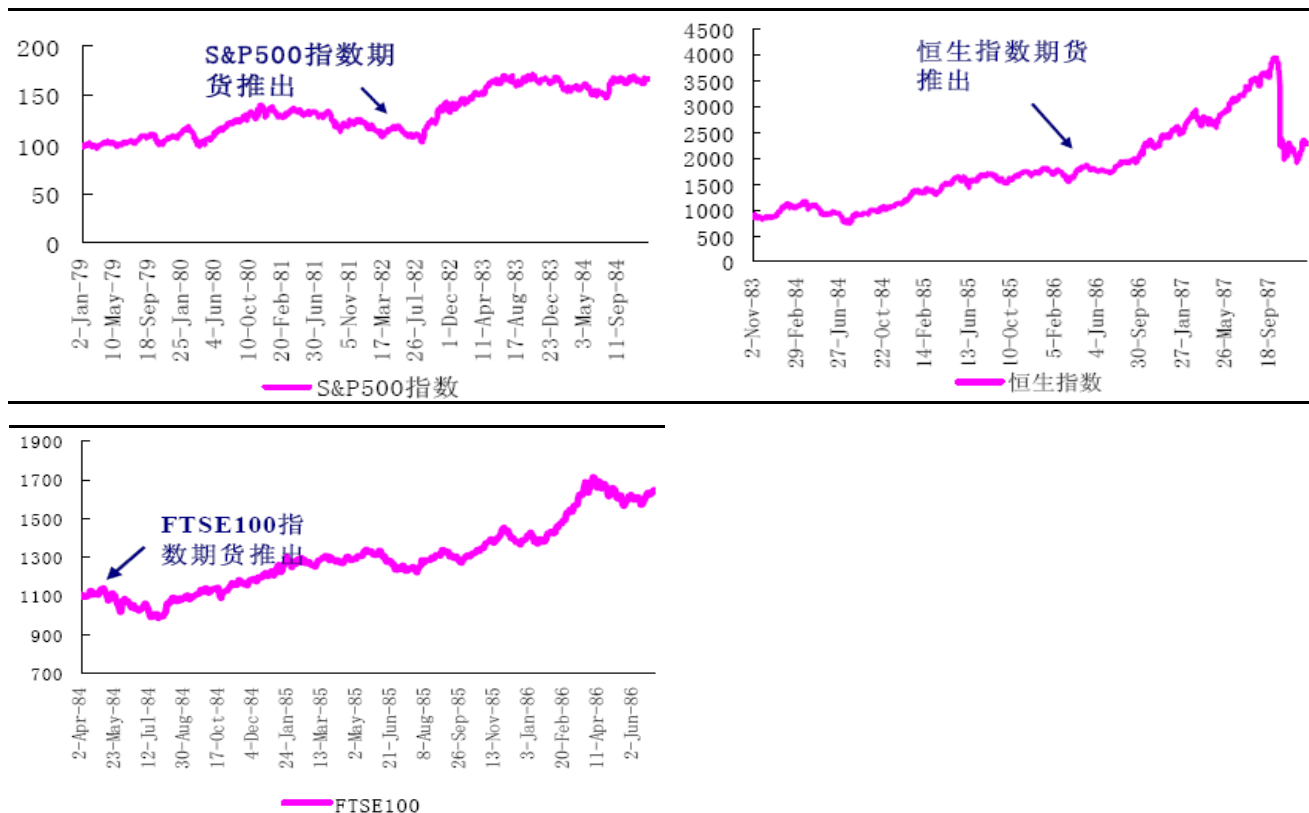
海外经验表明，股指期货推出并未影响股票市场的运行规律，决定资本市场长期上涨和下跌的最终力量依然是宏观经济和股票市场基本面情况。理论上，股指期货推出对市场长期走势的影响主要有三种路径：当前股票市场泡沫程度、中短期内宏观经济基础和上市公司基本面情况以及当前股票市场中的投资者类型。而股指期货推出对股票市场未来走势的影响则主要包括以下三种类型：

第一种类型以美国、香港、英国、德国、印度等为代表，股指期货推出时，宏观经济基础良好，经济运行模式正处在由工业化时代向金融化时代跨越，资本市场处于牛市阶段。股指期货推出后，虽然造成了有些市场的振荡和下跌，但并未对股市的长期趋势产生影响，股票市场以宏观经济为依托，在长期展现出稳步上扬

股指期货推出并不会改变股指的中长期走势，决定资本市场长期上涨和下跌的最终力量依然是宏观经济和股票市场基本面情况。

走势。

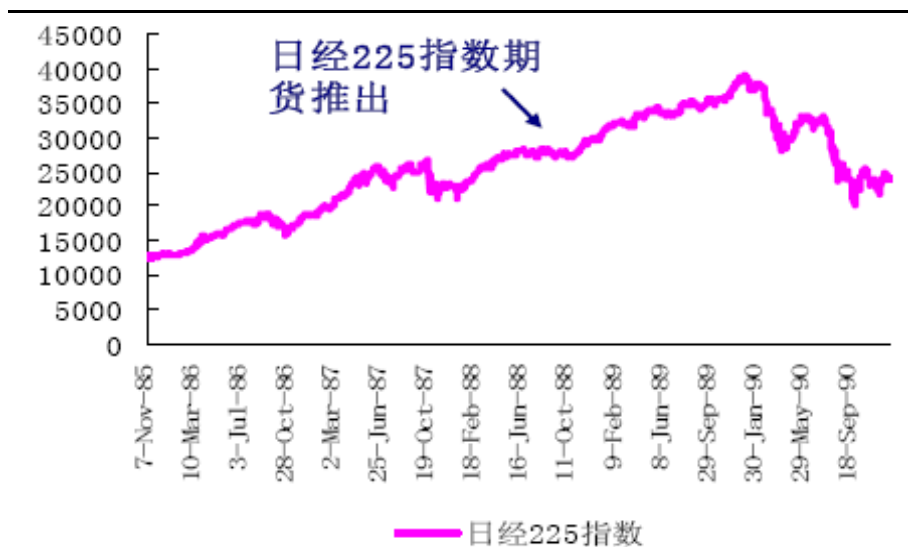
图 30：股指期货推出后不改标普 500、恒生及富时 100 指数上扬趋势



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

第二种类型以日本为代表，新加坡已经提前日本本土两年推出了以 Nikkei225 指数为标的的股指期货产品。当日本本土股指期货产品推出时，日本国家宏观经济和资本市场均处于本币大幅度升值后的急速膨胀期，整个国家资产虚高，资本市场泡沫大幅度增加。股指期货推出后，当时投资者对日本经济和资本市场的良好预期（实际上是错误的预期）促使股票市场继续持续上扬，资产泡沫继续吹大。但是当资产泡沫破裂，整个市场陷入了巨大的危机，股指期货并未真正解救日本资本市场，自然也无法起到规避长达十年的系统性风险。

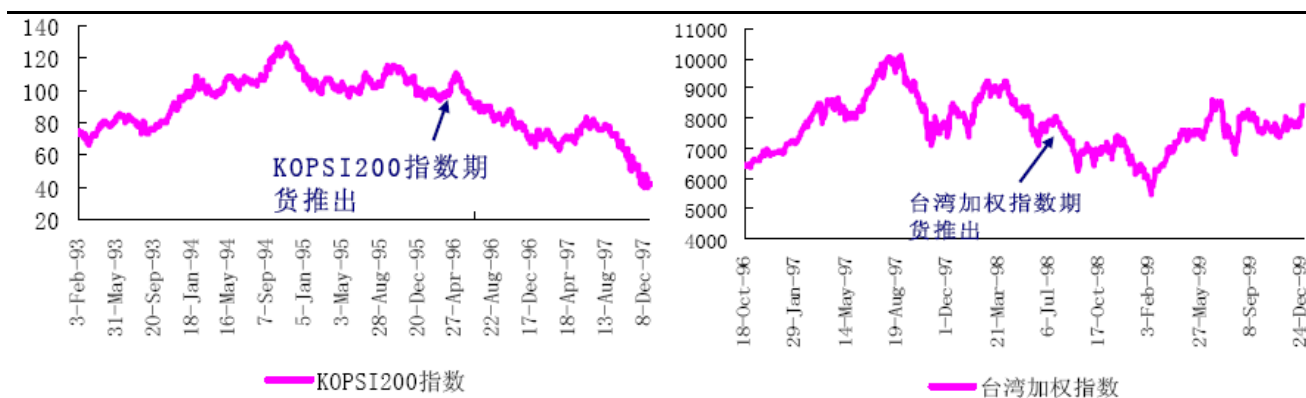
图 31: 股指期货不该日经 225 指数泡沫化进程



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

第三种类型以韩国和台湾为代表。韩国和台湾的股指期货分别在 1997 年亚洲金融危机前后推出, 股指期货推出时, 整个宏观经济运行出现了巨大危机, 资本市场处于熊市下跌阶段。1995 年, 韩国的总外债达到了 784 亿美元, 而当时韩国的外汇储备才 327 亿美元。巨额外债使得指数从 1995 年下半年开始下跌, KOSPI200 指数在 1996 年全年下跌超过 20%。韩国在熊市中推出股指期货, 原本想借此摆脱颓市, 推出前也的确促使股市上涨了 17%, 但推出后股市并未由熊转牛, 甚至加速了原有的下跌趋势, 股指期货成了做空套利工具。台湾市场情形与此非常类似。

图 32: 股指期货推出不改韩国及台湾指数调整之势



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

4.2.2 股指期货推出令指数短期内“先涨后跌”

短期来看，股指期货推出前后，股票市场大都演绎了“先上涨，后下跌”态势，股指期货的上市点形成了指数短期头部。

短期来看，股指期货推出前后，股票市场大都演绎了“先上涨，后下跌”态势，股指期货的上市点形成了指数短期头部。这一趋势在香港、韩国、台湾市场和新加坡日经 225 指数过程中表现尤为显著，唯一例外的是日本本土推出 Nikkei225 指数的情况。我们认为这种“先上涨，后下跌”的短期趋势是正常市场交易行为造成的，是完全合理的。股指期货上市前，机构投资者为了在未来能够参与股指期货的套利交易以及根据市场变化调整投资组合和资产配置，标的指数中的权重成分股成为必然选择，买进持有权重成分股并推高指数成为股指期货上市前的正常交易行为。

表 4：股指期货上市前后股指先扬后抑

股指期货	股指期货上市日期	期货上市前 1 个月指数变化率	期货上市后 1 个月指数变化率
S&P500 指数期货	1982.04.21	1.66%	-0.48 %
香港恒生指数期货	1986.05.06	6.6%	-3.28 %
NKii225 指数期货(新加坡)	1986.09.03	6.64%	-6.84%
NKii225 指数期货(日本)	1988.09.05	-2.94%	0.23 %
FTSE100 指数期货	1984.05.03	4.27%	-5.55%
KOPSI200 指数期货	1996.05.03	9.78%	-8.31%
台湾加权指数期货	1998.07.21	2.93%	-7.26%

资料来源：渤海证券研究所

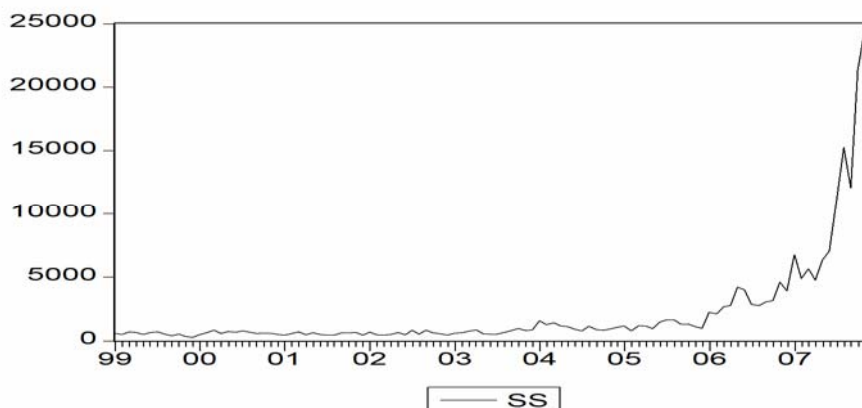
4.3 融资融券业务对 A 股市场影响分析

4.3.1 融资是利好，融券是利空，很长一段时间内融券的利空还无法真正释放

融资融券短期利好 A 股市场，虽然融券会对市场产生压力，但经验表明，很长一段时间内融券的利空无法真正释放

香港市场的经验，卖空限制使得股票价格高估，当股票允许卖空后呈现负的超额收益。根据对香港市场买空、卖空的实证研究，我们认为融资买入是绝对的利好，而融券卖出是很大的利空。但是，我们的研究也表明，在开展卖空交易后的很长时间内香港市场的卖空交易额一直保持很低，且卖空交易额远低于买空交易额。我们判断我国股票市场的融券交易也会出现类似的情况，从获批 6 家券商给出的可融券股票名单可清晰看出，券商提供融资交易的股票包含了沪深交易所列出的全部股票名单，但提供融券交易名单却大大缩水。即使股指期货推出后融券组合可以进行套期保值，但真正融券的数量也不会出现根本性变化。因此融券交易虽然是利空，但在很长一段时间内该利空不会真正释放。

图 33: 香港市场卖空交易额时间序列 (百万港元)



注: 图中研究期间为 1999 年 1 月至 2007 年 12 月, 共计 108 个月

资料来源: 渤海证券研究所

融资融券虽然是利好, 但是很难推动市场在短期内出现较大行情

4.3.2 融资融券虽然是利好, 但是很难推动市场在短期内出现较大行情

虽然推出融资融券对市场是一种利好, 但是在目前市场不温不火的状态下, 融资所能撬动的市场资金还是相当有限的, 即使全部资金都流入市场也不会对市场的走势形成实质性的影响。各家券商研究人员对融资可能提供的资金数额估计不一, 我们以 6 家券商平均可提供 40 亿元的融资额度为基准, 融资最多可为市场提供 240 亿元资金。240 亿元的资金用于平均购买 90 只标的股票的话, 几乎不可能推动市场出现整体上涨的局面。

4.3.3 融资者与券商通常是利益冲突双方, 券商热衷推荐融资时通常是市场趋势并不明确时刻

券商在资金运用上也将遵循风险收益匹配和收益最大化的原则。在目前股票市场走势并不明朗的状态下, 券商拿出巨额资金开展融资业务, 获取 8% 左右稳定回报率, 这将大大提高券商净资本的使用效率和收益率, 是一种不错的选择。但是, 一旦市场出现了趋势性向好的逆转, 券商用于融资融券资金的机会成本将大大增加, 如果按照目前的收费比例, 券商机会成本调整后的资金收益率的吸引力将大打折扣。因此, 券商能够提供大量融资资金的时候是股票市场并不十分看好的时刻, 而当市场变得非常火爆时投资者也比较难从券商处借到大量资金。因此, 在市场基本面和资金面没有显著变化的情况下, 市场期待依靠融资的资金来改变市场的预期比较困难, 将市场推高的难度更大。

4.3.4 融资融券推出后, 某些个券开始出现投资机会

融资融券的资金数量虽然有限，但有限的资金用于购买某些个股的话却很有可能形成较好的投资机会。能够利用杠杆去购买股票的投资者一定对某些个股的价值有了更为深入的挖掘，并形成了有别于市场的判断，这种发掘和判断对提升个股的价值是巨大的利好。因此融资融券推出后某些个股可能出现很大的结构性机会。

5. 反弹可期待

5.1 进入政策观察期令市场暂获喘息

我们在前文先后分析了影响二季度市场走势的关键因素，究其根本，“经济”与“政策”的组合形式无疑是其中的决定力量。尽管我们认为经济增速在小幅回落后将趋于平稳，二次探底的概率很低，但历史经验表明在经济增速的下降阶段研究员倾向于下调上市公司的盈利预测，这将抑制上市公司股价的提升。

在国内外经济形势依然复杂的情况下，为了避免经济出现超调可能，政策的实施将进一步谨慎，政策的观察期将为市场赢得相应的喘息之机。

对于政策，我们不应仅把目光局限于加息及人民币升值等政策工具层面，而应更进一步地深入到调控思想层面。立足于当前经济形势，并考虑去年中央经济工作会议及今年总理政府工作报告的精神，我们认为，二季度乃至全年政策将呈现“确定”和“不确定”并存的局面：无论是否加息或升值，政策退出的趋势是“确定的”，“不确定的”的则是政策退出的力度。因此，政策退出下可能引起的经济阵痛及对上市公司估值的压力依然是二季度必须时刻关注的重点。

分别论述后，我们十分必要将二者融合入一个有机的分析体系，即以二者互为因果为前提对其加以讨论。既然二季度随着低基数对经济增长推升作用的减弱，GDP 同比增速将小幅回落，那么在国内外经济形势依然复杂的情况下，为了避免经济出现超调可能，政策的实施将进一步谨慎，政策的观察期将为市场赢得相应的喘息之机。

5.2 流动性仍是市场压力所在

5.2.1 M1 增速拐点将体现市场压力

从历史来看，流动性对于 A 股市场的影响是极为显著的，而且我们根据历史比较可以判断 M1 同比总是比股市提前见顶：

- 1) 97 年 M1 同比增速见顶时间较股市提前了 4 个月，M1 见顶后，市场继续上涨了 40% 左右；
- 2) 2000-2001 年 M1 见顶时间提前了大约 1 年，不过 M1 见顶之后，近 1 年的时间里，市场处于震荡盘整阶段，在一年的时间里震荡攀升了 10% 左右的幅度之后市场见顶回落；

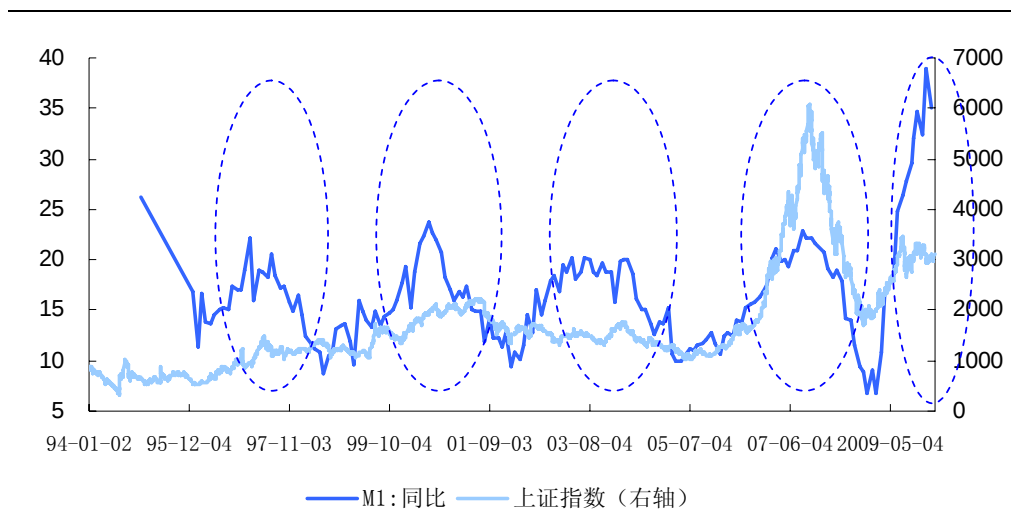
3) 03-04 年 M1 见顶较股市见顶提前了 8 个月，在这段时间里，M1 增速始终在高位震荡徘徊，而股市是先跌后涨，调整幅度大约为 15%，此后再度上涨幅度大约为 30%；

4) 07 年 M1 见顶则是较股市见顶提前了仅 2 个月，M1 见顶后市场上涨了 10%-15% 左右就开始了较大的调整。

二季度 M1 增速见顶回落后将对 A 股市场走势形成一定压力，根据历史经验，我们估计二季度上证指数的震荡区间可能会在 2800-3400 点之间。

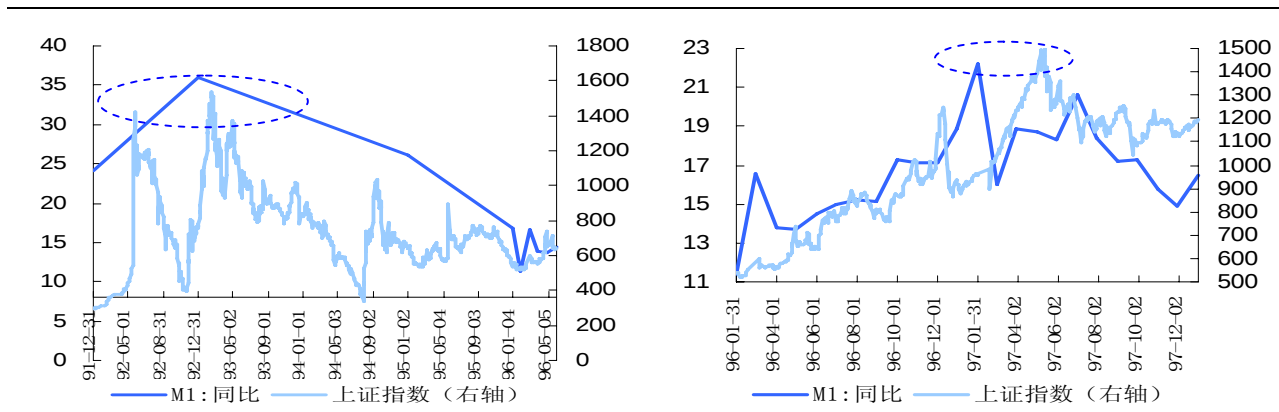
当前 M1 增速已经见到历史高点，可以预见，二季度 M1 增速见顶回落后将对 A 股市场走势形成一定压力。从历史情况来看，如果 M1 见顶后市场继续上涨，那么一般至少会有 10% 左右的涨幅，如果是出现调整，其调整幅度也可能在 10% 左右。因此我们估计二季度上证指数的震荡区间可能会在 2800-3400 点之间。

图 34: M1 同比增速与上证指数走势比较



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 35: M1 同比增长与上证指数走势 (92.01-96.06) 图 36: M1 同比增长与上证指数走势 (96.01-97.12)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 37: M1 同比增长与上证指数走势 (98.01-01.12)

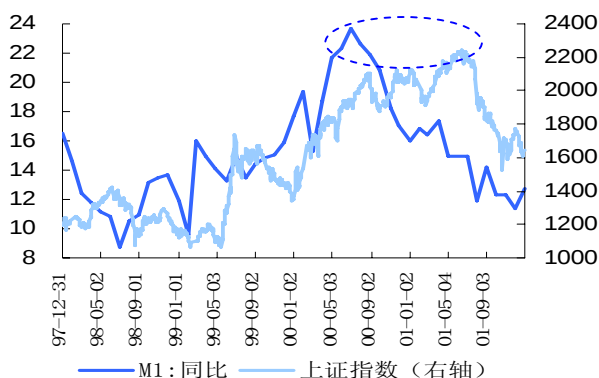
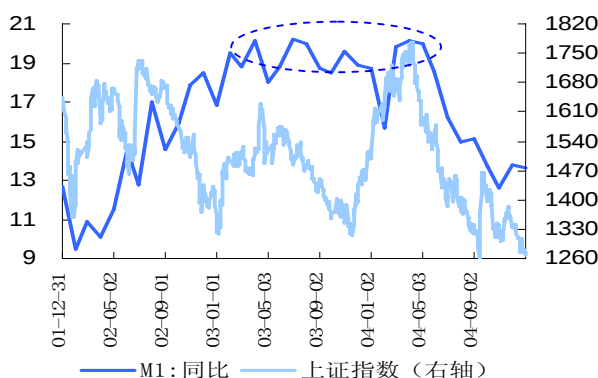


图 38: M1 同比增长与上证指数走势 (02.01-04.12)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 39: M1 同比增长与上证指数走势 (05.01-07.12)

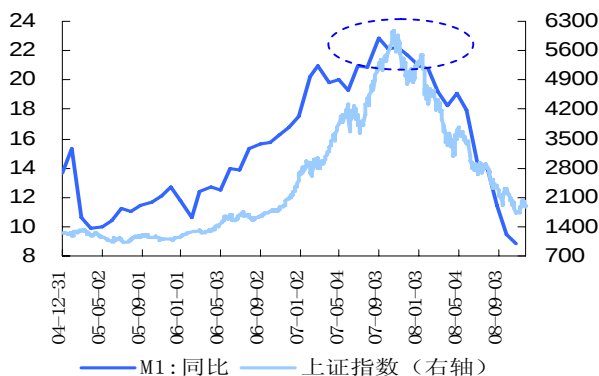
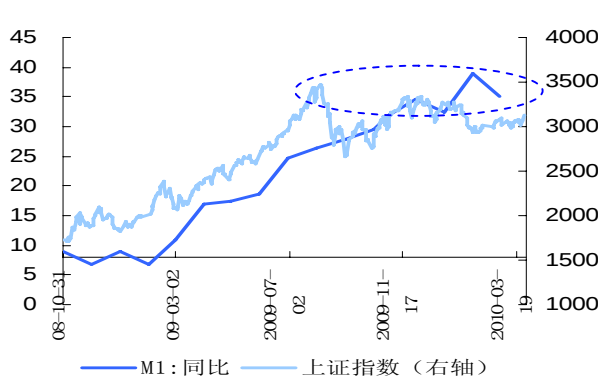


图 40: M1 同比增长与上证指数走势 (08.10-10.03)



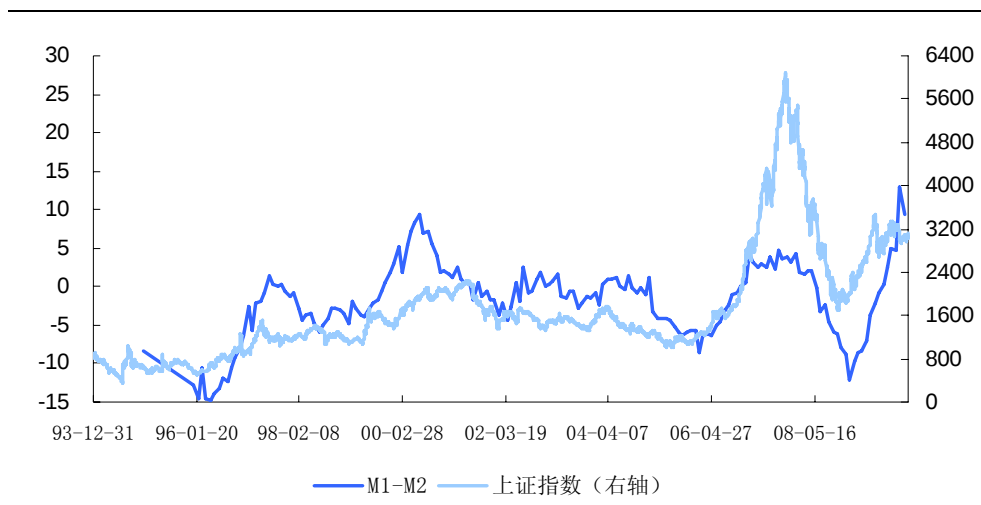
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

5.2.2 M1-M2 二季度见顶回落同样给市场带来压力

在 M1-M2 见顶回落阶段, 市场大部分是处于调整或者滞涨走势, 当前 M1-M2 已经处于历史高点, 二季度可能会逐步回落, 因此这个趋势应当会对估值形成一定压力。

从我们对市场的历史统计来看, M1-M2 剪刀差的波动基本就是估值走势的翻版, 并在很多阶段也与市场走势有较强的相关性。在 M1-M2 见顶回落阶段, 市场大部分是处于调整或者滞涨走势, 当前 M1-M2 已经处于历史高点, 二季度可能会逐步回落, 因此这个趋势应当会对估值形成一定压力。

图 41: M1-M2 与上证指数走势图



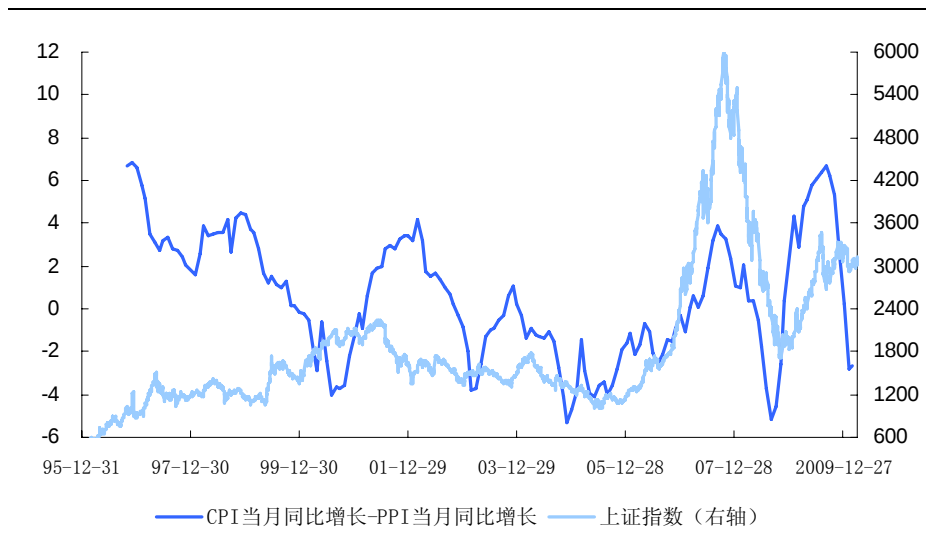
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

5.3 CPI 与 PPI 剪刀差二季度触底回升可能对市场形成支持

二季度 CPI-PPI 应当会触底反弹, 进而对市场估值可能形成支持。

在近 10 年的大部分时间段, CPI 与 PPI 剪刀差的走势与市场走势都是正相关。其实 CPI 增速快于 PPI 增速有利于企业利润的上升, 反之亦然。并且在最近几年, CPI-PPI 的趋势也较市场有一定的领先性。而当前 CPI-PPI 已经快速升至高位, 并略有回落, 这给市场估值带来一定压力, 这个压力的过程我们在 09 年年中时曾经判断会在 3300 点以上体现, 市场从去年 8 月份以来的调整实际上对此压力已经有了阶段性的释放。二季度 CPI-PPI 应当会触底反弹, 进而对市场估值可能形成支持。

图 42: CPI-PPI 与上证指数的波动比较



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

5.4 季初反弹不改震荡格局

我们认为季度初市场有望延续反弹，但市场在二季度初的反弹后将重回震荡，震荡区间为 2800-3400。就市场风格而言，我们认为，二季度市场估值可能面临结构性转化的过程，小盘股相对于大盘股的估值溢价将会有所收窄。

综合来看，由于进入政策观察期，二季度初的政策压力有所减缓，而此时经济增速虽有回落，但幅度有限，所以经济与政策的组合为市场创造了有利的环境，另外考虑到股指期货推出也将为 A 股市场增添一定的做多力量，同时当前市场估值水平整体合理，所以我们认为季度初市场有望延续反弹，但政策紧缩的趋势并未改变，政策压力仅仅是得到了短暂的减缓，而不是彻底消除，加之经济增长和通胀等仍存不确定，市场在二季度初的反弹后将重回震荡。根据历史上 M1 见顶后的市场走势判断，二季度 A 股市场的震荡区间应会在 2800-3400 点之间。

就市场风格而言，我们看到在市场整体估值依较为合理情况下，估值的结构性分化较为严重，小盘股的估值风险高企，大盘蓝筹股则具有较好的估值安全边际，在考虑业绩成长的情况下，二线蓝筹股具有相对估值优势，由此我们认为，二季度市场估值可能面临结构性转化的过程，小盘股相对于大盘股的估值溢价将会有所收窄。

6. 蓝筹的配置价值 主题的交易机会

我们认为投资者在二季度的市场操作中仍可立足两条战线，其一是关注低估值蓝筹股的配置价值，其二则是继续关注题材板块的轮动机会，特别是既具有题材概念，同时又拥有估值优势的个股最值得投资者关注。

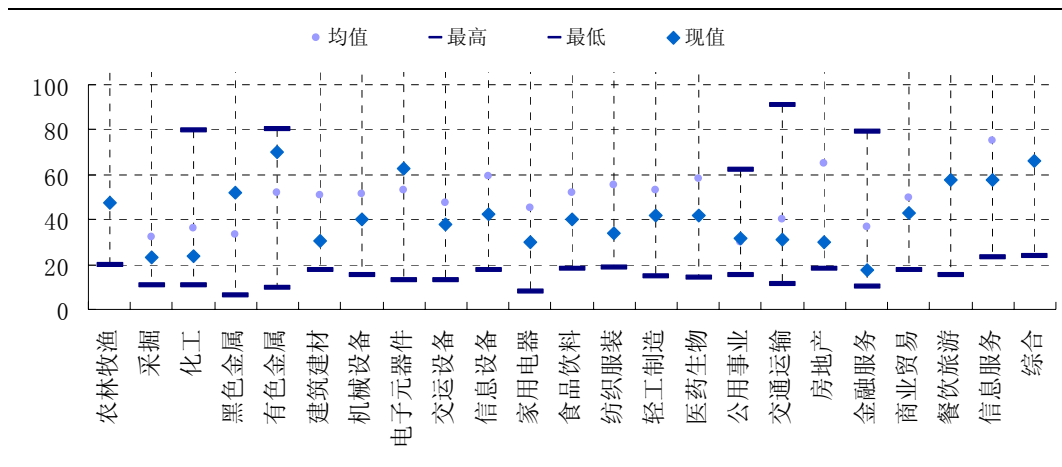
鉴于有所回暖但不改震荡的市场整体环境，我们认为投资者在二季度的市场操作中仍可立足两条战线，其一是关注低估值蓝筹股的配置价值，其二则是继续关注题材板块的轮动机会，特别是既具有题材概念，同时又拥有估值优势的个股最值得投资者关注。

6.1 行业估值比较凸显蓝筹板块配置机会

6.1.1 行业估值比较：金融服务估值最低

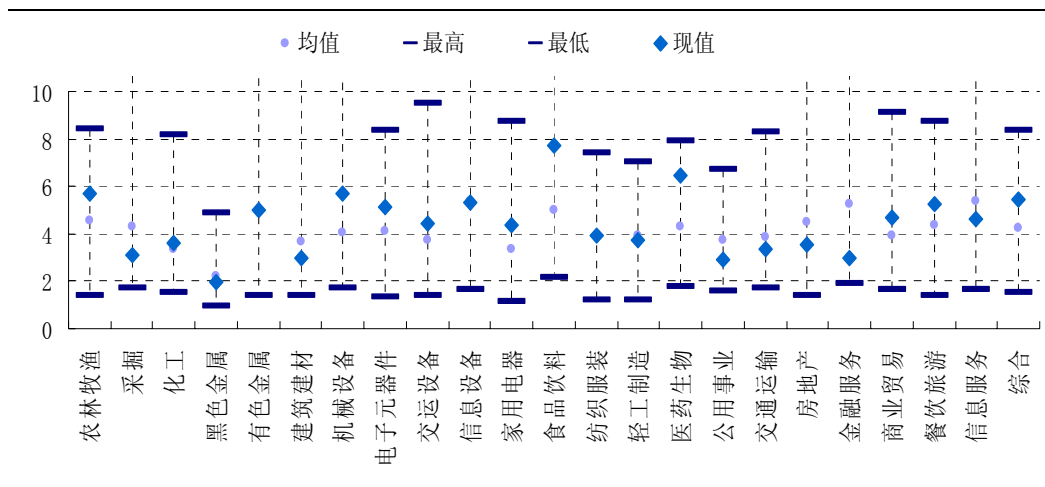
根据各行业估值比较，当前市盈率估值处于相对较低的行业有采掘、化工、建筑建材、家电、公用事业、交通运输、房地产、金融服务等；市净率估值处于相对低位的有采掘、化工、黑色金属、建筑建材、公用事业、交通运输、房地产、金融服务等。

图 43：分行业当前市盈率与历史比较（96 年以来）



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 44: 分行业当前市净率与历史比较 (96 年以来)



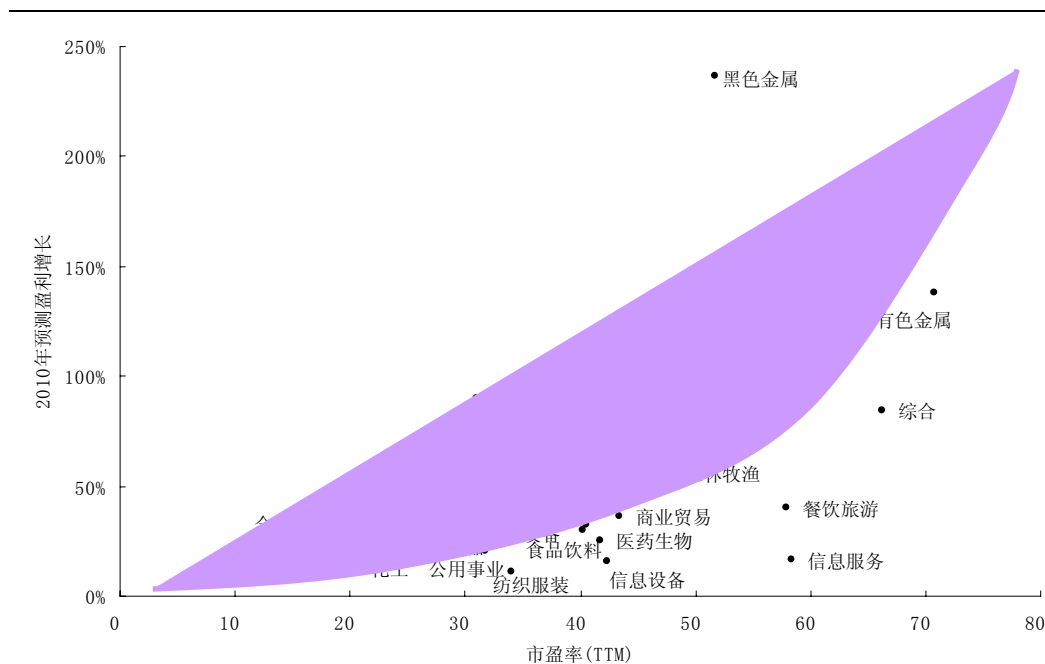
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

从 PEG 对比来看, 金融服务、采掘、化工、建筑建材、房地产、交通运输、电子元器件、黑色金属、机械设备、农林牧渔以及家用电器等具有相对估值优势。

6.1.2 从 PEG 看各行业估值比较优势

考虑各行业 2010 年的盈利增长预期(根据 Wind 统计), 结合市盈率的估值比较, 我们可以构造出行业 PEG 散点分布图, 在行业 PEG 散点分布图中, 靠近左上方的行业是考虑了盈利预期增长后具有相对估值优势的行业(见图中阴影部分), 这些行业包括金融服务、采掘、化工、建筑建材、房地产、交通运输、电子元器件、黑色金属、机械设备、农林牧渔以及家用电器等。

图 45: 各行业市盈率与 2010 盈利增长预期散点分布图



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

6.2 风格转换中把握主题轮动机会

二季度虽然会出现结构性转化，但题材板块在调整后仍将存在反复轮动的机会，其中我们首先关注随世博会临近而逐步走强的世博概念股，同时新能源等新兴产业的相关个股也将在轮动中的保持活跃。

在估值对比中，我们指出小盘股估值风险高企，相对于此，大盘蓝筹股则具有较好的估值安全边际，随着 4 月份一季报工作的结束，高送转主导下的业绩行情将告一段落，这无疑会降低中小盘股的想象空间，预期将逐渐向现实回归，这也许会成为导致结构性转化的因素之一。但考虑到震荡的市场环境及谨慎情绪下资金参与度难以在短期内明显改观，所以题材板块在调整后仍将存在反复轮动的机会，其中我们首先关注随世博会临近而逐步走强的世博概念股，同时新能源等新兴产业的相关个股（如广泛受益于三网融合、物联网及手机支付的 TMT 相关个股）也将在轮动中的保持活跃。

6.3 行业配置

以震荡的市场环境为基础，综合考虑行业估值比较及题材轮动，我们建议投资者超配采掘、化工、建筑建材、电子元器件、黑色金属、机械设备、交通运输以及家用电器等，标配金融服务、房地产和农林牧渔。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2：本报告PDF版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602-603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn