

科技股：从 BETA 到 ALPHA

——2010 年第 15 周策略报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国

SAC 执业证书编号:S0930209030186
muqg@lhqz.com

分析师

刘湘宁

SAC 执业证书编号:S1000206110084
liuxn@lhqz.cn

联系人

姚卫巍

021-50106033 yaoww@lhqz.com

联系人

荀玉根

yugenxun@hotmail.com

地产的需求调控和供给增加两方面力度都比较强，说明政策仍在“通胀预期”和“防二次探底”间徘徊，市值占比较大的金融业估值较低，因此市场大概率仍是震荡。长期来看，以周期性行业为代表的大盘股未来的估值和市值占比都将趋势性向下，但本周小盘股的大幅波动也促使投资者开始关注小盘股的高估值问题。我们认为，小盘股的投资未来将从全面普涨将过渡到追寻有业绩的公司，尤其是细分行业的龙头公司，没有基本面支持的中小市值公司可能面临系统性风险。

科技股和小盘股有着密切的关系，科技股往往能够反映小盘股基本面方向，而小盘股往往也能反映科技股的风险偏好，因此本报告着力点是完善科技股投资逻辑。

科技股的投资逻辑：从 BETA 到 ALPHA

科技股的长期前景乐观，基本面仍健康。科技产业是工业化率达到拐点之后产业升级的必然选择，科技股在 GDP 占比和市值占比有望逐步提升。2008-2009 年的经济危机令科技企业普遍减少了投资，而经济复苏令企业科技采购回升；失业率见顶和新的科技应用导致个人需求快速扩张，目前科技行业总体产能利用率处于高位而产能扩张尚未开始，行业利润率向好，业绩并非当前需要担忧的问题。

估值与资金面有回落的风险。小盘股相对收益和估值处于历史高位，一级市场超额认购和溢价发行接近历史新高。A 股市场科技股的超额收益隐含的利润增速 132% 远超一致预期 90%；小盘股和科技股利润占比提高已经反映到市值比提高。

从纳斯达克历史来看，估值偏高的情况下个股收益率分散度开始增加，也就是从全面普涨逐步过渡到精选个股。我们认为，A 股市场没有基本面支持的中小市值公司可能面临系统性风险，以科技股为代表的中小市值股的投资将从 BETA 转向 ALPHA，具有核心技术、盈利增速能大幅超预期的 Tenbagger 将脱颖而出。

目 录

一、基本面的视角：科技股长期趋势乐观	6
科技周期替代房地产周期	6
科技行业的需求持续好转	7
科技行业的供给不足	9
二、寻找科技股基本面变化的领先指标	10
领先指标：经济领先指数与科技股超额收益成正相关	10
科技产业链仍处于景气回升阶段	11
三、估值已体现绝大部分的成长预期	12
小盘股相对收益和估值处于历史高位	13
A 股市场科技股的超额收益隐含的利润增速远超一致预期	15
四、科技股的投资策略：从 beta 向 alpha 转变	18
华泰联合证券策略研究团队推荐的中小市值 4 月份“Tenbagger 组合”	19
五、市场回顾与数据监测	20
A 股市场、行业表现指数回顾	20
国内重要经济指标跟踪	25
A 股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值	27
全球重要经济指标跟踪	31
美股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值	35

图表目录

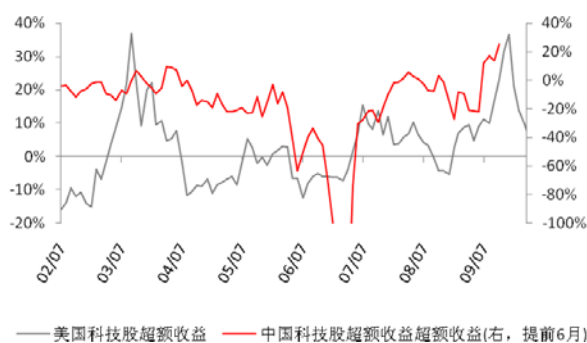
图 1 美国科技股超额收益在回落	6
图 2 科技股超额收益在不同阶段中的催化剂	6
图 3 美国产业升级时 IT 设备业占比提高	6
图 4 日本产业升级时电气电子业占比提高	6
图 5 全球企业 IT 支出分布	8
图 6 全球个人 IT 消费分布	8
图 7 美国企业科技投资额	8
图 8 美国企业的科技投资增速与销售额增速	8
图 9 电子出货量与美国个人消费支出	8
图 10 美国失业率和个人消费支出	8
图 11 电子出货量与中国消费者信心指数	9
图 12 日本电子计算机出货量与东京消费者信心指数	9
图 13 产能利用率处于高位	9
图 14 产能尚未开始扩张	9
图 15 美国 IT 库存及增速	10
图 16 美国电子库存增速与科技股超额收益	10
图 17 美国 PMI 指数与科技股超额收益	10
图 18 OECD 经济领先指数与科技股超额收益	10
图 19 新订单增速领先电子出货增速	11
图 20 电子出货增速领先电子库存增速	11
图 21 新订单增速与科技股超额收益同步	12
图 22 存货量/出货量是科技股超额收益的反向指标	12
图 23 美国经济领先指数与订单出货比 (B/B)	12
图 24 美国订单出货比 (B/B) 与科技股超额收益	12
图 25 美国创业板相对主板收益	13
图 26 日本创业板相对主板收益	13
图 27 中国创业板相对主板收益	13
图 28 中国中小板相对主板收益	13
图 29 小盘相对大盘收益逼近历史最高峰	14
图 30 小盘相对大盘 PE 创历史新高	14
图 31 中证 500 相对中证 100 收益创历史新高	14
图 32 中证 500 相对中证 100PE 位于高位	14
图 33 中小板上市首日涨幅惊人	14
图 34 中小板定价较高	14
图 35 科技股的超额收益及企业净利润	15
图 36 拟合结果图	15
图 37 美国科技股 PE	17
图 38 中国科技股 PE	17
图 39 美国科技股相对于 S&P500 的 PE	18
图 40 中国科技股相对于沪深 300 的 PE	18
图 41 纳斯达克市值占 SP500 比例	19

图 42 纳斯达克的收益率分布(按与标普 PE 比分类)	19
图 43 一周 A 股市场指数表现	20
图 44 大小盘股收益及估值对比	20
图 55 一周行业涨幅	20
图 56 1664 点以来行业涨幅	20
图 57 上周沪深 300 静态 P/E 位于 27.9 倍左右	21
图 58 沪深 300PB 上升至 3.5 倍左右	21
图 59 2010 年一致预期各行业的 PE 分布	21
图 60 2010 年各行业的 PB 分布	21
图 61 2010 年一致预期各行业 P/E 的历史溢价	22
图 62 2010 年各行业 PB 的历史溢价	22
图 63 2010 年各行业相对 P/E 的历史溢价	23
图 64 各行业相对 P/B 的历史溢价	23
图 65 市场风格指数一周涨跌	24
图 66 市场风格指数估值指标	24
图 67 09 年以来的个股市盈率分布变化	24
图 68 09 年以来的个股涨幅分布	24
图 69 A 股市场换手率	25
图 70 A 股市场大宗交易累计成交 10.2 亿元	25
图 71 持仓交易账户比例(数据滞后一周)	25
图 72 新增 A 股开户 24 万, 比前周大幅减少(数据滞后一周)	25
图 73 上周累计投放资金 2280 亿元, 回笼资金 2420 亿元	25
图 74 中国 10 年期国债收益率持续上升至 1.57%	25
图 75 恒生 A-H 溢价指数回升了 2 个点, 收于 111.6 点	26
图 76 Shibor3 月利率维持 1.94%	26
图 77 一年期 NDF 周末收报 6.62 点, 比上周末回升	26
图 78 3 年期 NDF	26
图 79 全球主要农产品期货价格较上周均回落	26
图 80 国内主要化工品期货价格均有所上涨	26
图 81 煤炭价格维持稳定	27
图 82 秦皇岛煤炭库存下降近 80 万吨	27
图 83 近期钢材价格自今年 2 月中旬持续上涨至今	27
图 84 全国钢材库存继续回落(滞后一周)	27
图 85 各行业相对大盘超额收益和估值(图中虚线为相对 PE 的历史均值)	27
图 86 全球主要股市一周涨跌幅	31
图 87 美股行业一周涨跌幅	31
图 88 全球主要市场估值对比(左图为市盈率, 右图为市净率)	31
图 89 上证综指波动率	32
图 90 标普 500 波动率	32
图 91 Tips 利差持续四周扩大	32
图 92 10 年期信用价继续扩大	32
图 93 Ted 利差(3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差)扩大	33
图 94 美国房地美国民抵押贷款协会 30 年房贷固定利率略有回落	33

图 95 美国长短期国债收益率均有所回落.....	33
图 96 三月中旬以来 Libor 美元利率（3 个月）呈持续上升态势.....	33
图 97 汇率走势	33
图 98 美元指数本周有所回落，收于 80.6 美元	33
图 99 CRB 商品指数回升至 279.8 点	34
图 100 原油期货价格继续飙升，已冲破 85 美元	34
图 101 金属价格指数本周均有所上升	34
图 102 BDI 指数近期高位震荡	34
图 103 国际铜价继续上周的上涨态势	34
图 104 本周金价维持在 1150 美元以上	34
图 105 美国首次申请失业救济金人数（最新数据为 4 月 9 日 484）比前周有所上升 ...	35
图 106 持续申请救济金人数（最新数据为 4 月 2 日 4639）比前一周增加	35
图 107 美国 ABC 消费者信心指数	35
图 108 MBA 抵押贷款申请指数	35
图 109 各行业相对大盘的超额收益和相对估值（图中虚线为相对 P/E 的历史均值） ...	36

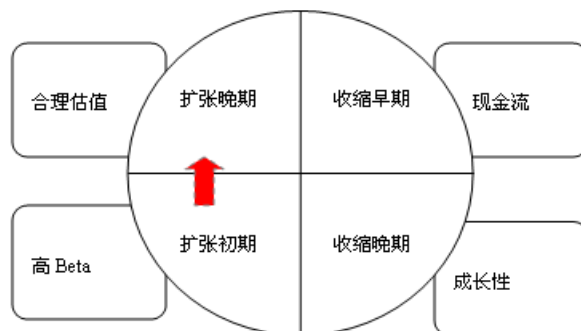
地产需求调控和促进供给两方面力度都比较强，当前政策在“通胀预期”和“防二次探底”间徘徊，市值占比较大的行业估值较低，不支持市场大幅下跌，因此市场大概率仍是震荡。本周小盘股的大幅度波动，投资者开始关注小盘股的高估值问题。我们认为小盘股的投资未来将从全面普涨将逐步过渡到追寻有业绩的公司，尤其是细分行业的科技股龙头公司，而没有基本面支持的传统行业中小市值公司可能面临系统性风险。

图 1 美国科技股超额收益在回落



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2 科技股超额收益在不同阶段中的催化剂



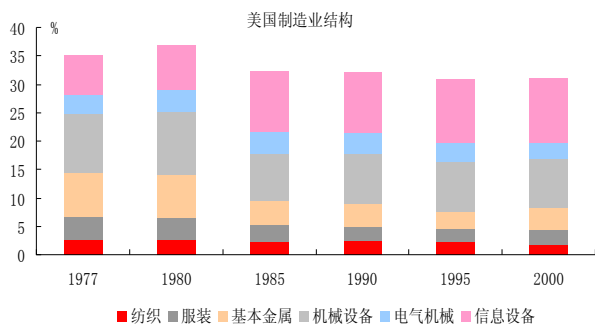
资料来源: 华泰联合证券研究所

一、基本面的视角：科技股长期趋势乐观

科技周期替代房地产周期

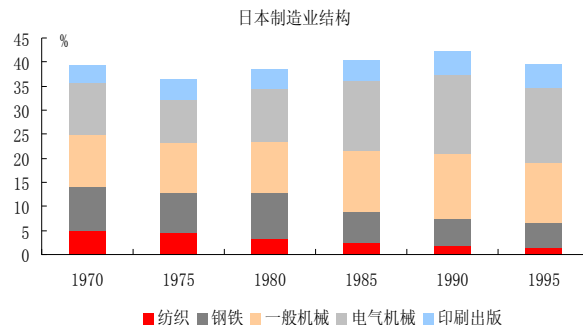
房地产经济周期之后，科技往往会成为一个领先的板块。70年代末，半导体产业引领了经济复苏；90年代初，软件和互联网产业促进了经济复苏。从日美的经验看，工业化率拐点后制造业结构中信息设备等新兴工业比重不断上升。美国信息产业占GDP的比重从1993年的6%到2000年的11.3%，经济增长35%的贡献来源于IT产业的增长。日本自2001年实行国家信息化战略以来信息产业对经济增长的贡献达到了一半左右。

图 3 美国产业升级时 IT 设备业占比提高



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 4 日本产业升级时电气电子业占比提高



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

目前美国信息技术市值占比到了 20%，不仅成为了 SP500 市值占比最高的行业，另外市值占比已经超过 1998 年。我们可以清晰的发现当以科技为主要驱动力的经济周期中，标普 500 信息技术市值占比就排第一，而在以房地产为主要驱动力的经济周期中金融市值占比就排第一。

表 1 美国的行业市值占比

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
非核心消费品	13%	12%	12%	13%	13%	10%	13%	13%	11%	11%	11%	11%	9%	8%	10%	10%
核心消费品	13%	13%	12%	11%	7%	8%	8%	10%	11%	11%	10%	10%	11%	14%	12%	11%
能源	9%	9%	8%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	7%	9%	10%	13%	13%	11%	11%
金融	13%	15%	17%	15%	13%	17%	17%	20%	20%	21%	21%	22%	17%	13%	15%	17%
医疗保健	11%	10%	11%	12%	9%	14%	15%	15%	14%	13%	13%	12%	12%	14%	12%	12%
工业	13%	13%	12%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	10%	11%
信息技术	9%	12%	12%	18%	29%	21%	17%	14%	18%	16%	15%	15%	17%	15%	20%	19%
原材料	6%	6%	4%	3%	3%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
电信服务	9%	7%	7%	8%	8%	5%	6%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	3%
公用事业	5%	4%	3%	3%	2%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	3%

数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所 (黄色底纹代表市值占第一的行业, 2010 年数据截止 4.15)

从 A 股市值来看, 1998-2005 年中国有着强烈的重工业化特征, 因此工业的市值占比最高。2006 年地产驱动的牛市加上银行上市, 使得金融成为占比第一的行业。目前中国科技股比重仅 4%, 远低于 1996 的水平。

表 2 中国的行业市值占比

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
材料	18%	17%	17%	16%	19%	17%	17%	18%	18%	17%	11%	11%	10%	12%	11%
电信服务	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
工业	22%	20%	21%	21%	20%	20%	21%	20%	20%	19%	14%	13%	14%	14%	16%
公用事业	6%	7%	6%	6%	7%	8%	7%	10%	9%	9%	4%	3%	4%	3%	3%
金融	19%	15%	13%	15%	13%	12%	12%	11%	10%	11%	44%	36%	36%	34%	33%
可选消费品	18%	21%	19%	18%	16%	15%	14%	12%	12%	11%	7%	5%	5%	7%	7%
能源	1%	1%	2%	2%	3%	10%	9%	13%	13%	15%	9%	25%	22%	19%	17%
日用消费品	6%	6%	8%	7%	7%	7%	7%	5%	6%	6%	5%	3%	4%	4%	4%
信息技术	7%	8%	9%	10%	10%	8%	7%	6%	7%	6%	3%	2%	2%	3%	4%
医疗保健	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	2%	1%	2%	3%	3%

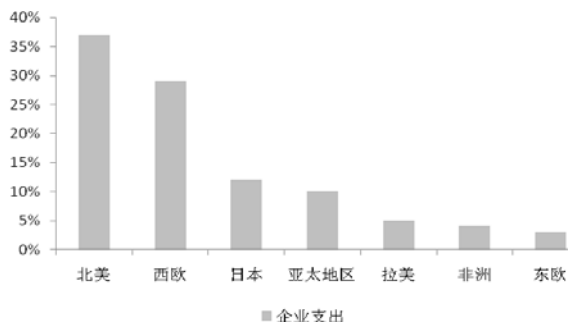
数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所 (黄色底纹代表市值占第一的行业, 2010 年数据截止 4.15)

科技行业的需求持续好转

科技产业需求主要集中在企业用户和居民用户。按照 CLSA 的统计, 2009 年全球企业的 IT 支出主要集中在北美和欧洲, 占全部支出的 66%; 2009 年全球个人消费 IT 产品主要集中在亚太、北美, 占全部消费的 45%。

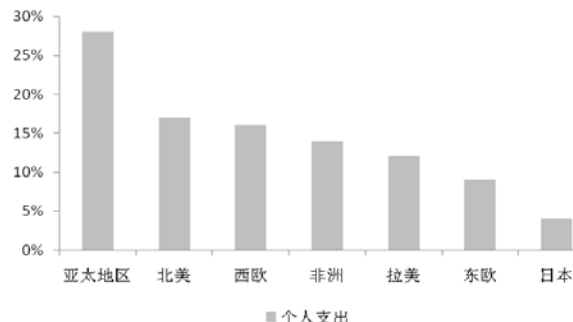
企业对设备及软件的投资依赖于前期的企业盈利。09 年利润好转的情况下, 可以预期 10 年企业的固定资产投资将会快速反弹。而且, 由于 08 年金融危机之后 09 年企业普遍减缓了设备的更新, 企业的办公电脑使用年限将在 2011 年达到 4-5 年, 这将带动电脑的更新需求。据 Gartner 的统计, 2009 年全球企业的资本支出中, 22% 用于采购设备及软件。1991 至 2009 年, 企业的资本支出占销售额的平均比例在 10%, 但是 09 年这一比例下降到只有 3%, 可以确定, 在 2009 年大幅减少资本开支之后, 2010 年至少将重回平均水平。

图 5 全球企业 IT 支出分布



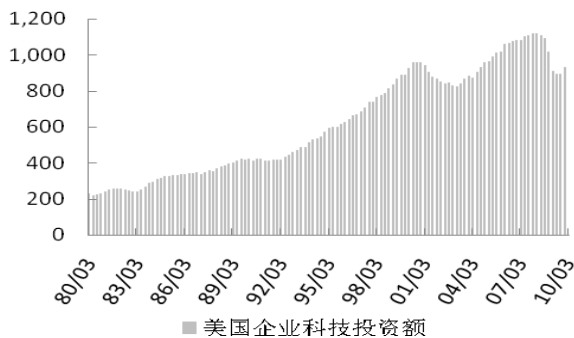
资料来源: CLSA, 华泰联合证券研究所

图 6 全球个人 IT 消费分布



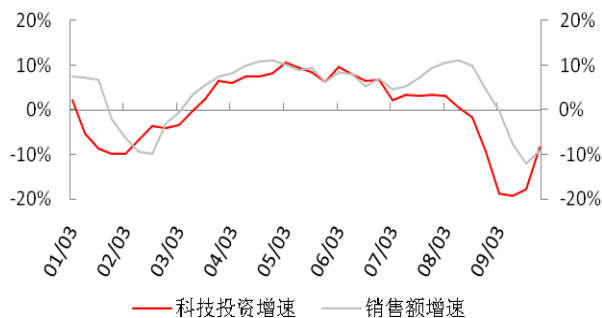
资料来源: CLSA, 华泰联合证券研究所

图 7 美国企业科技投资额



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

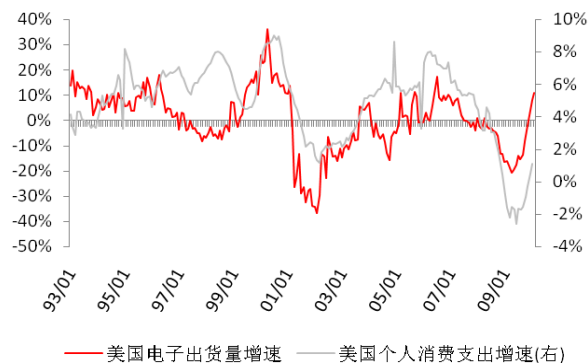
图 8 美国企业的科技投资增速与销售额增速



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

个人消费支出主要在电子数码、电脑等方面, 依赖于人均消费支出以及新产品的推出。历史数据显示, 个人消费支出是电子元件出货量增速一致, 就目前情况来看, 美国电子元件出货量增速已经达到 07 年的水平。

图 9 电子出货量与美国个人消费支出



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

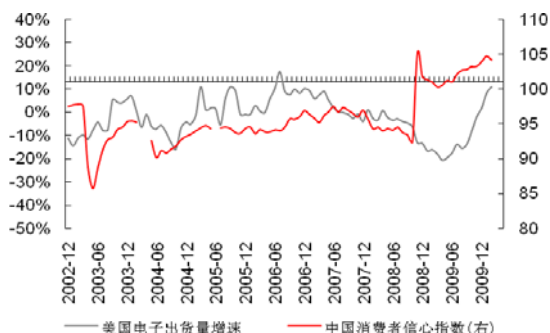
图 10 美国失业率和个人消费支出



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

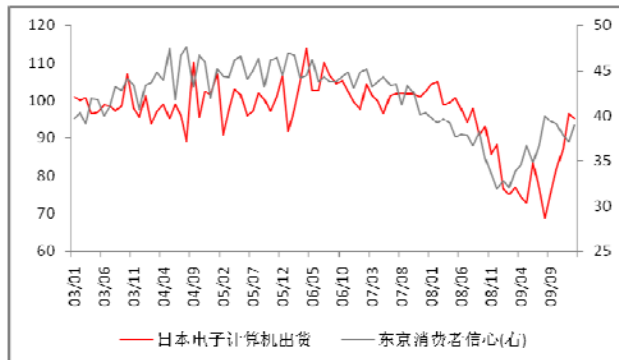
另一方面，考察亚太地区反映消费者消费预期的信心指数，中国消费者信心已经处于平均水平之上，但日本的消费者信心仍在历史平均之下。

图 11 电子出货量与中国消费者信心指数



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 12 日本电子计算机出货量与东京消费者信心指数



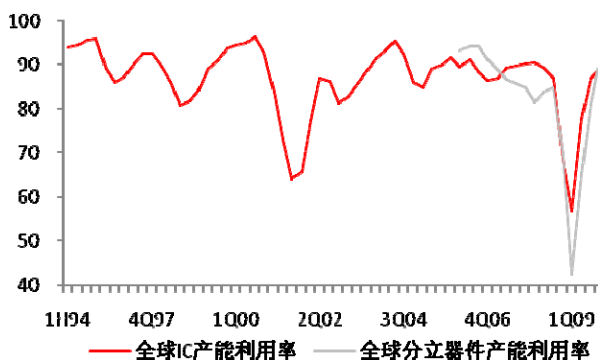
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

科技行业的供给不足

2008-2009 年的经济危机令科技企业普遍减少了投资。以 8 吋晶圆的产能为例，02 年之后进入稳步增长期，但从 08 年到 09 年末，产能已经减少了 14%，对比 01 年科技泡沫破碎之后产能也只减少了 6%。过去一年多以来，已经有 43 家半导体工厂停工，而且停工厂商的产品非常分散，一旦出现供应缺口，将会是全行业的供不应求。另一方面，新增产能很少，2009 年科技类厂商资本支出减少了 44%，导致 10 年几乎没有新的晶圆产能增加。

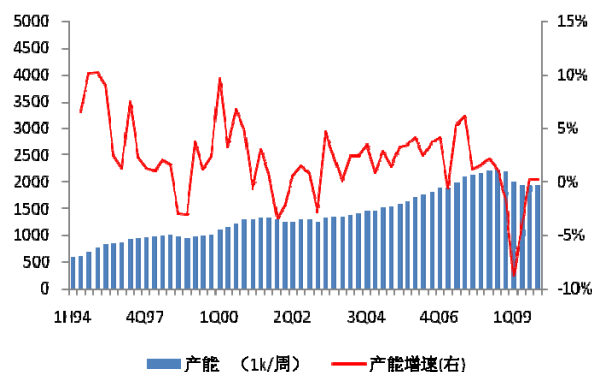
由于需求旺盛而产能不足，目前科技行业总体产能利用率处于高位，行业利润率向好。考察全球 IC 产能利用率，09 年末处于 89% 的利用率水平，高于 94 年至今的平均水平 87%；全球分立器件产能利用率目前处于 91% 的利用率水平，远高于 06 年至今 82.5% 的平均水平。

图 13 产能利用率处于高位



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 14 产能尚未开始扩张



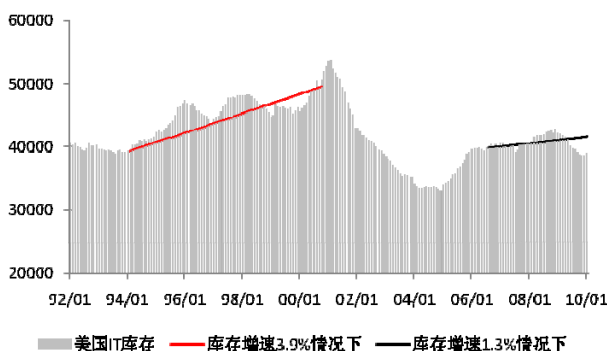
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

库存水平方面，截止 2 月底仍然处于低位，而且增速缓慢。考察 92 年 1 月份以来的美国电子库存，从 94 年 1 月份至 00 年 9 月份，美国电子库存呈现上升趋势，年度增

速为 3.9%，这个时期对应美国 GDP 增速保持在 4% 左右，表明这个库存增速是有真实需求推动的。但是 00 年 9 月份之后的六个月中，库存增速急剧上升，增速达到 16.9%，明显脱离实际需求的增速，随之而来 IT 泡沫的破灭，科技股出现大幅负的超额收益，电子行业进入长达 4 年的去库存阶段。06 年下半年之后，我们认为科技股重新步入一个正常的供需周期。

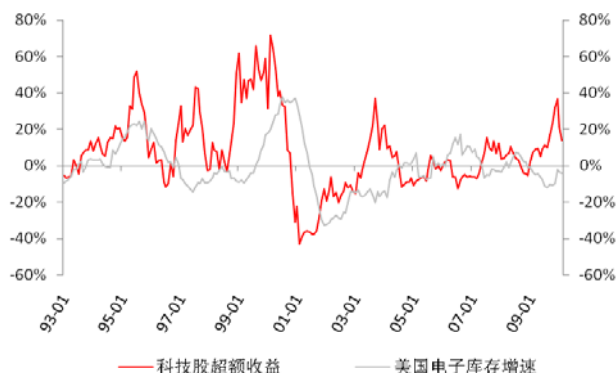
本次金融危机之前，美国的 GDP 增速在 2% 左右，比前一周期增速下滑一半，如果电子库存增速也下滑一半，潜在增速应当在 2% 左右，但实际增速在 1.3%，科技厂商谨慎的心态使得实际增速低于潜在增速。本次金融危机之后，电子库存再一次出现去库存的情况，库存水平持续处于低位。我们认为，09 年末至 10 年中，将是一个补库存的阶段，库存水平将在目前的基础上增加 6.7% 达到正常的库存水平，之后需要关注美国的失业率状况。如果美国制造业复苏，产能利用率从目前的 72% 提高到 00 年以来的平均水平 78%，那么失业率趋势性下降将带动个人消费回暖，启动正常的供需周期。

图 15 美国 IT 库存及增速



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 16 美国电子库存增速与科技股超额收益

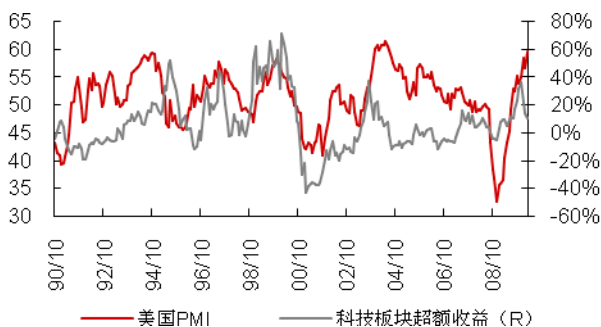


资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

二、寻找科技股基本面变化的领先指标

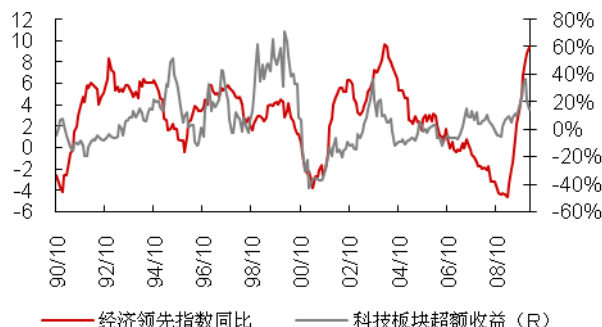
领先指标：经济领先指数与科技股超额收益成正相关

图 17 美国 PMI 指数与科技股超额收益



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 18 OECD 经济领先指数与科技股超额收益



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

经济领先指标可以作为科技投资的参考指标，如 PMI 指数和宏观经济先行指标，经济复苏初期是科技股最佳投资时机。实证分析，美国的经济领先指标 ISM 指数和 OECD 领先指数走势基本与科技板块的超额收益一致。

科技产业链仍处于景气回升阶段

宏观领先指数的改善一定会体现为微观的供应链环节。微观企业的生产流程包括新订单生产、供不应求、库存堆积、去库存 4 个阶段，不同产品的市场容量不同，决定了供不应求阶段的长短，但是即使不考虑经济周期的波动，由于供应链存在牛鞭效应，必然会产生库存，随之产生去库存的过程。数据显示，美国电子库存增速滞后于新订单指数 3-5 个月左右，理解为新订单生产到库存堆积的时间间隔。

我们总结了三个指标来判断当前供应链周期所处的阶段：

表 3 判断供应链周期所处的阶段

	出货量增速	库存量增速	库存量/出货量
新订单生产	↑	↓	↓
供不应求	↑	↑	↓
库存堆积	↓	↑	↑
去库存	↓	↓	↑

资料来源：华泰联合证券研究

利用库存量除以出货量，可以得到科技股超额收益同步的反向指标，科技股超额收益和领先指标新订单增速基本一致。

图 19 新订单增速领先电子出货增速



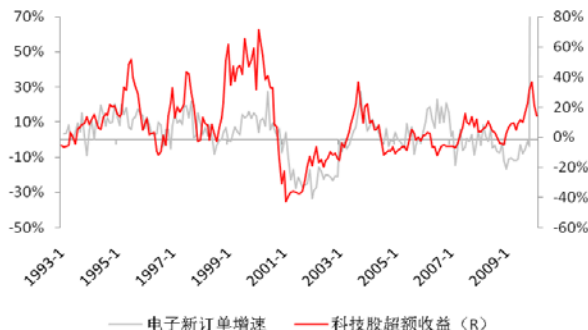
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 20 电子出货增速领先电子库存增速



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 21 新订单增速与科技股超额收益同步



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 22 存货量/出货量是科技股超额收益的反向指标

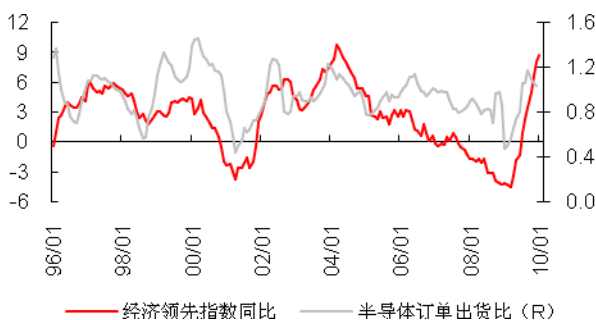


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

权威机构 SEMI (国际半导体设备及材料协会) 发布的 B/B 值 (接单金额/出货金额) 是先行指标, 可反映厂商对未来行业景气的判断, B/B 值大于 1 代表厂商接单良好, 未来景气乐观; 若 B/B 值小于 1 则表明景气将下滑。

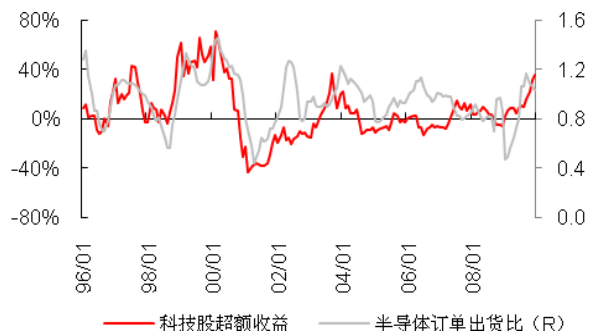
供应链周期视角下, 供不应求阶段是最好的投资时机, 出货增速、库存增速、订单出货比等指数可以作为科技股投资的参考指标。

图 23 美国经济领先指数与订单出货比 (B/B)



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 24 美国订单出货比 (B/B) 与科技股超额收益



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

三、估值已体现绝大部分的成长预期

然而, 由于当前中小市值股票的超额收益和估值水平都较高, 科技股也将面临着短期的回调压力-这一压力的产生则是小盘股的系统性风险造成的。此外, 我们需要提醒的是, 估值无论是 TTM 还是预期, 都仍然是一个静态的指标。

小盘股相对收益和估值处于历史高位

从海外市场创业板的经验来看，中国创业板相对主板的收益中枢合理，但当前值仍偏高。从美国和日本创业板推出后相对主板的收益来看，美国和日本的均值分别为1.47和1.08。截止目前中国创业板相对主板的收益均值为1.1，但创业板相对主板收益的当前值为1.23，已经超过均值加1倍标准差的1.2。

因为A股创业板推出时间较短，考察中小板股票比较具借鉴意义。A股中小板相对主板的收益中枢为1.33，当前值为2.05远高于中枢值，创出历史新高且自2009年9月9日来连续7个月高于均值的1倍标准差1.57。

图 25 美国创业板相对主板收益



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 26 日本创业板相对主板收益



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 27 中国创业板相对主板收益



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 28 中国中小板相对主板收益



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

从大小盘对比关系看，小盘股相对收益和相对估值已经创历史新高或逼近。我们比较大小盘风格指数、中证 100 和中证 500 指数，两组指标的相对收益和估值。小盘指数相对大盘指数 PE、中证 500 相对中证 100 收益均创历史新高，并远超越前次高点。小盘指数相对大盘指数收益、中证 500 相对中证 100PE 虽未创新高，但已经逼近且超过均值的 1 倍标准差。

图 29 小盘相对大盘收益逼近历史最高峰



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 30 小盘相对大盘 PE 创历史新高



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 31 中证 500 相对中证 100 收益创历史新高



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

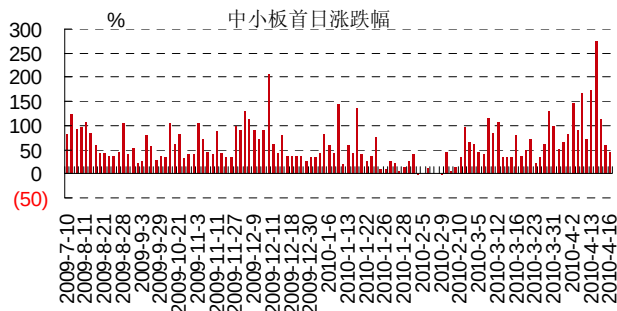
图 32 中证 500 相对中证 100PE 位于高位



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

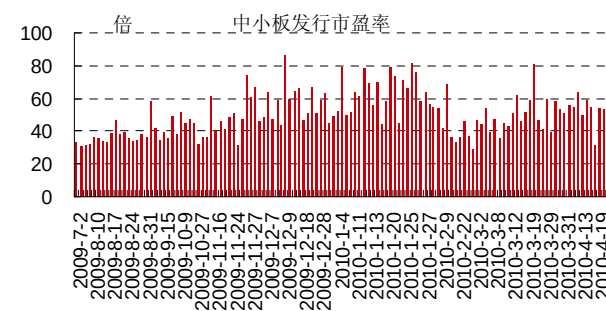
3 月份以来, 中小盘上市首日涨幅惊人, 网上网下认购活跃; 定价方面, 中小板等小盘股发行市盈率较高。但是最近几个交易日的调整或许意味着长达两个月的一级市场好时光将告一段落, 高市盈率将日益为投资者重视。

图 33 中小板上市首日涨幅惊人



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 34 中小板定价较高



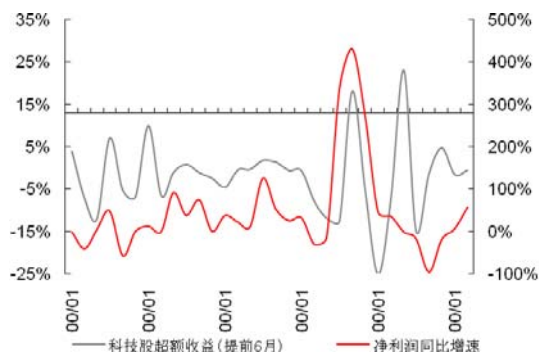
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

A股市场科技股的超额收益隐含的利润增速远超一致预期

目前A股市场科技股的超额收益隐含的利润增速是132%！实证显示，科技股的超额收益提前半年反映科技企业净利润的增速，可以利用科技股的超额收益来测算科技企业的净利润增速。拟合结果显示，两者存在拟合关系，拟合优度为0.07，T检验和F检验均有效。根据3月底科技股21%的超额收益来计算，对应的科技企业10年3季度的利润增速为132%。

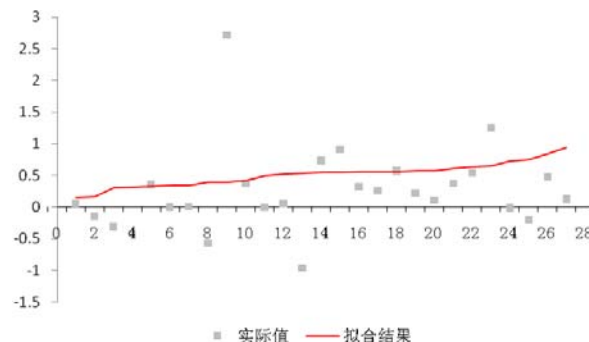
超额收益隐含的利润增速132%远超10年的利润增速一致预期90%。截至4月16日一致预期对科技股10年PE水平的预测是47倍，相对09年预期89倍的PE而言，隐含10年EPS增速达到90%。

图 35 科技股的超额收益及企业净利润



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 36 拟合结果图



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

超额收益隐含的利润增速132%也远超华泰联合行业研究员对科技股10年的利润增速预期85%。华泰联合行业分析师对各行业的盈利预测显示，软件和通信行业10年盈利增速分别为27%和30%，电子行业的盈利增速为250%，利用行业流通市值加权得到科技股的平均盈利增速为85%。

表 4 自下而上行业研究员盈利预测

行业	年度策略报告时预测 (2009年12月)		目前预测(2010年3月底)		变化	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
银行	29.54%	21.00%	29.54%	21.00%	0.00%	0.00%
保险	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	0.00%	0.00%
证券	-10.00%	-5.00%	-10.00%	-5.00%	0.00%	0.00%
地产	30.00%	15.00%	30.00%	15.00%	0.00%	0.00%
建材	15.00%	20.00%	15.00%	20.00%	0.00%	0.00%
化工	31.62%	16.26%	36.54%	17.39%	4.92%	1.13%
钢铁	248.27%	37.64%	298.47%	28.82%	50.20%	-8.82%
有色	203.14%	54.37%	229.46%	54.86%	26.32%	0.49%
煤炭	33.87%	17.89%	25.00%	20.00%	-8.87%	2.11%
电力	-90.00%	15.00%	-70.00%	20.00%	20.00%	5.00%

电力设备	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	-5.00%	-5.00%
机械	22.00%	26.00%	25.00%	28.00%	3.00%	2.00%
汽车	40.00%	20.00%	40.00%	20.00%	0.00%	0.00%
通信运营	17.25%	41.89%	6.08%	49.08%	-11.17%	7.19%
通信设备	30.65%	20.89%	30.32%	25.16%	-0.33%	4.27%
电子	352.60%	38.11%	249.45%	36.08%	-103.15%	-2.03%
软件	25.90%	30.00%	27.00%	30.00%	1.10%	0.00%
传媒	24.24%	14.95%	30.22%	15.85%	5.98%	0.90%
商贸	32.79%	25.78%	27.00%	24.00%	-5.79%	-1.78%
农业	32.70%	24.40%	28.90%	25.00%	-3.80%	0.60%
食品饮料	30.29%	21.00%	33.00%	23.00%	2.71%	2.00%
纺织服装	18.00%	20.00%	19.00%	20.00%	1.00%	0.00%
医药	23.31%	21.01%	32.27%	31.32%	8.96%	10.31%
航空	-0.19%	20.92%	54.15%	9.72%	54.34%	-11.20%
旅游	35.00%	27.00%	35.00%	27.00%	0.00%	0.00%
航运	148.72%	115.12%	180.18%	65.53%	31.46%	-49.59%
新能源	29.00%	22.00%	29.00%	22.00%	0.00%	0.00%
家电	32.70%	20.93%	35.00%	20.00%	2.30%	-0.93%

数据来源：华泰联合证券研究所

科技股的国际公司比较—市值/收入均高于国际公司 2 倍以上

我们分别取 LED 中上游、面板零组件、电连接件、印刷电路板、封测、被动元件、光电产品等 IT 子行业的龙头公司三安光电、彩虹股份、得润电子、生益科技、通富微电、华天科技、法拉电子、大族激光、华工科技与这些子行业的国际代表公司进行比较。

表 4 中国科技股对应国际公司的对比 (A 股/国际)

细分子行业	A 股公司	国际公司	收入比	资产比	市值比	市值/收入比	市值/资产比
LED 中上游	三安光电	晶电	0.9	0.5	1.3	1.5	2.7
		光磊	2.2	2.0	7.6	3.4	3.8
		鼎元	4.4	4.2	11.7	2.7	2.8
		广镓	3.7	2.0	7.8	2.1	3.9
		璨圆	5.8	3.0	7.4	1.3	2.5
		平均				2.2	3.1
面板零组件	彩虹股份	康宁	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6
		旭硝子	0.2	0.6	1.3	5.4	2.1
		坂硝子	1.9	1.8	6.8	3.5	3.8
		平均				3.2	2.2
电连接件	得润电子	浩腾	1.8	0.3	3.4	1.9	11.3
		信邦	1.8	0.2	2.4	1.4	12.2
		连展	0.6	0.2	2.2	3.8	11.6
		詮欣	1.8	0.5	3.7	2.0	7.2
		嘉泽	0.8	0.3	0.7	0.8	2.6
		宣德	1.7	0.3	4.1	2.4	12.7
		今皓	3.9	0.5	6.8	1.8	12.9

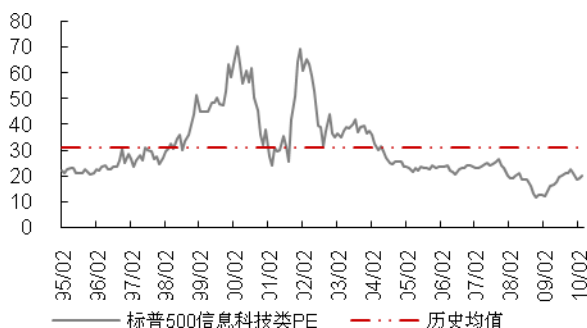
		鸿松	5.2	1.3	37.0	7.0	27.7
		瀚荃	3.1	0.6	3.7	1.2	6.4
		平均				2.5	11.6
印刷电路板	生益科技	联茂	4.3	3.0	4.7	1.1	1.6
		宏泰电工	3.2	3.6	11.6	3.6	3.2
		台光电	1.0	0.7	1.3	1.3	1.8
		建滔化工	0.4	0.3	0.6	1.4	1.7
		平均				1.9	2.1
封测	通富微电	日月光	0.1	0.1	0.1	1.2	2.0
		矽品	0.1	0.1	0.2	1.9	1.5
		平均				1.6	1.7
封测	华天科技	日月光	0.1	0.0	0.1	1.3	2.2
		矽品	0.1	0.1	0.1	2.1	1.7
		平均				1.7	2.0
被动元件	法拉电子	国巨	0.0	0.1	1.0	22.6	9.3
		华新科	0.5	0.3	1.5	3.1	5.9
		平均				12.9	7.6
光电产品	大族激光	COHR US	0.6	0.7	1.5	2.3	2.1
		RSTI US	0.8	1.0	1.8	2.3	1.9
		平均				2.3	2.0
光电产品	华工科技	COHR US	0.5	0.6	1.2	2.4	2.2
		RSTI US	0.6	0.8	1.5	2.4	2.0
		平均				2.4	2.1

数据来源：华泰联合证券研究所

标普 500 中的科技板块估值目前并不高。从绝对估值看，美国科技股 09 年 PE 为 20 倍，低于 1995 年来的历史均值 31 倍。从相对估值看，科技股 09 年 PE 为标普 500 的 1.1 倍，低于历史均值 1.5 倍，科技股 09 年 PE 为小盘股的 0.6 倍，低于历史均值 1.4 倍。

中国科技股的估值已经比较高。从绝对估值看，中国科技股 09 年 PE 为 44 倍，高于 2002 年来的历史均值 38 倍。从相对估值看，科技股 09 年 PE 为沪深 300 的 2.07 倍，高于历史均值 1.7 倍，科技股 09 年 PE 为小盘股的 0.7 倍，低于历史均值 0.72 倍。

图 37 美国科技股 PE



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 38 中国科技股 PE



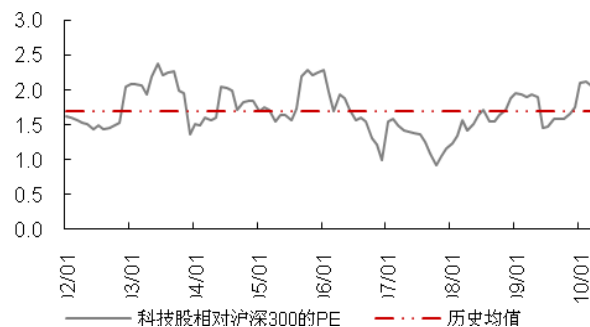
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 39 美国科技股相对于 S&P500 的 PE



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 40 中国科技股相对于沪深 300 的 PE



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

四、科技股的投资策略：从 beta 向 alpha 转变

科技作为唯一有可能在未来成为经济新引擎的行业，在政策扶持和经济景气回升的前提下，我们全年看好科技股的超额收益。但是短期来看，目前的高估值增加了短期股价波动的风险，二季度科技股可能在各项指标达到高点之前进行调整。科技股的投资逻辑已经从全面普涨将逐步过渡到追寻有业绩的公司，尤其是细分行业的龙头公司，建议下跌买入。没有基本面支持的中小市值公司可能面临系统性风险。

表 5 科技股超额收益的监控指标

宏观基本面	当前观点	趋势
经济周期	偏正面	
PMI、经济领先指数	中性	领先指数将在 3、4 月份达到最高后回落，应当动态关注回落趋势
工业增加值	正面	增速已回到历史平均水平之上，关注领先指标回落后的增速变化
CPI	中性	CPI 走高带来紧缩预期
技术周期	正面	
技术更新	正面	进入移动互联网技术周期
产品的更替	正面	新四代 iphone，电子书、智能电视等，win7 推出带来电脑的升级
用户数量	正面	3G 用户加速增加，LED 电视、PC 销量持续增长
供应链周期	偏正面	
新订单	中性	订单增速创新高后能否维持
出货量增速	正面	增速回到 07 年水平，仅次于科网泡沫期
库存量增速	正面	增速温和，没有出现快速增加的情况
库存量/出货量	正面	09 年下半年以来持续走低
订单出货比 (B/B)	正面	全球半导体行业 B/B 值从 09 年 6 月开始持续大于 1
中观行业供需	当前观点	趋势

需求情况 正面

企业资本支出 正面

个人消费支出 正面

供给情况 正面

产能利用率 正面

产能扩张 正面

库存 正面

库存增速 正面

09 年盈利好转的情况下,全球企业加大了 10 年的资本支出用于设备更新等

09 年下半年起美国个人消费出现向上的拐点,但是增速仍处低位,关键看失业率能否下来

已经超过了历史平均产能利用率水平,将出现提价情况

09 年原有产能有减少,10 年几乎没有新建项目投产

库存水平处于低位,达到警惕之前有 6% 的增加空间

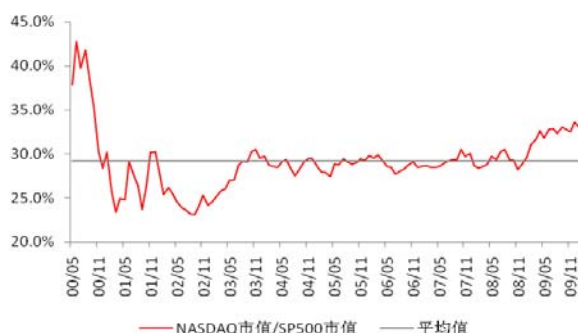
2 月底库存增速仍为负

估值和趋势	当前观点	趋势
股市当前反应的经济增速	负面	A 股隐含 19% 的 GDP 增速过高
科技股隐含的利润增速	负面	科技股 10 年利润增速很难达到 132%
一致预期对科技股业绩预测	负面	对科技股利润增速的估计平均高估 55%
PE 估值	负面	目前 A 股科技股估值高于历史均值,美股科技股估值低于历史均值
整体市值比	正面	工业化率拐点后,科技产业比重将持续上升
市值比利润比	中性	A 股科技股市值占比提高已经反映 09 年下半年以来的利润占比增加
限售股解禁	负面	10 年解禁市值是当前流通市值的 1/5,减持压力大
市场超额收益	中性	A 股科技股 02 年来累计超额收益为负,但是 09 年中期以来超额收益超过 20%

数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

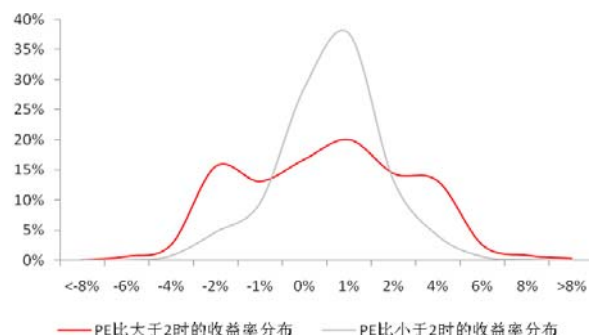
从纳斯达克市场的经验来看,当纳斯达克相对于 SP500 的相对 PE 超过 2 时,股票收益率分散度开始提高,也就是普涨的概率下降,而主要是结构性上涨。在 A 股市场科技股估值大幅上升之际,我们可以预期股票收益率分散度将逐步扩大,部分细分行业龙头的公司可能成为未来的大牛股,而没有业绩支撑的股票面临系统风险。

图 41 纳斯达克市值占 SP500 比例



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 42 纳斯达克的收益率分布(按与标普 PE 比分类)



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

华泰联合证券策略研究团队推荐的中小市值 4 月份“Tenbagger 组合”

表 5 2010 年 4 月 “Tenbagger” 组合中的科技股（详见近期研究报告）

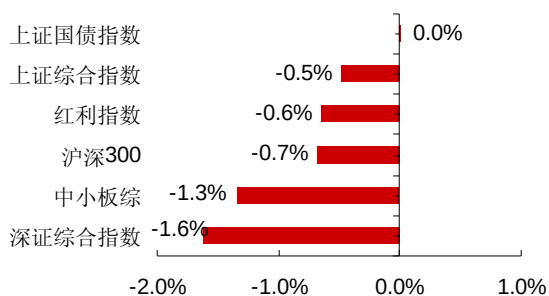
证券代码	证券简称	最新股价	所属行业	EPS09	EPS10	P/E09	P/B
002334	英威腾	77.5	变频器	1.2	1.51	63	6
300032	金龙机电	28.7	微特电机	0.36	0.5	153	5
300045	华力创通	40.51	电子设备和仪器	0.71	0.97	75	5
002369	卓翼科技	41.28	通信设备	0.5	0.76	84	6
300044	赛为智能	39.6	信息技术服务	0.41	0.53	101	6
002352	鼎泰新材	36.19	防腐材料	0.57	0.78	67	4
300020	银江股份	56.88	应用软件	0.57	0.82	95	8
300007	汉威电子	74.25	电子设备和仪器	0.67	0.91	106	9
002312	三泰电子	55.37	电子设备和仪器	0.78	1.03	96	6
300037	新宙邦	47.11	特种化工	0.54	0.7	86	6
002139	拓邦股份	19.45	电子设备和仪器	0.33	0.5	62	8
002168	深圳惠程	18.55	电气部件与设备	0.31	0.26	76	11
300034	钢研高纳	32.93	高温合金材料	0.32	0.39	103	5

数据来源：华泰联合证券研究所整理

五、市场回顾与数据监测

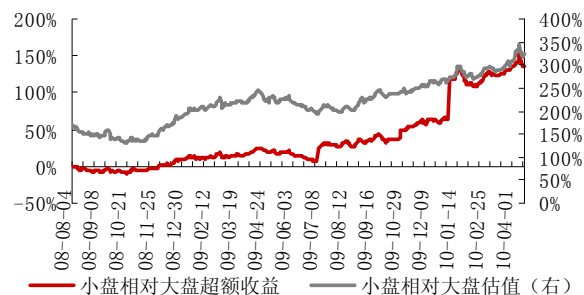
A 股市场、行业表现指数回顾

图 43 一周 A 股市场指数表现



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

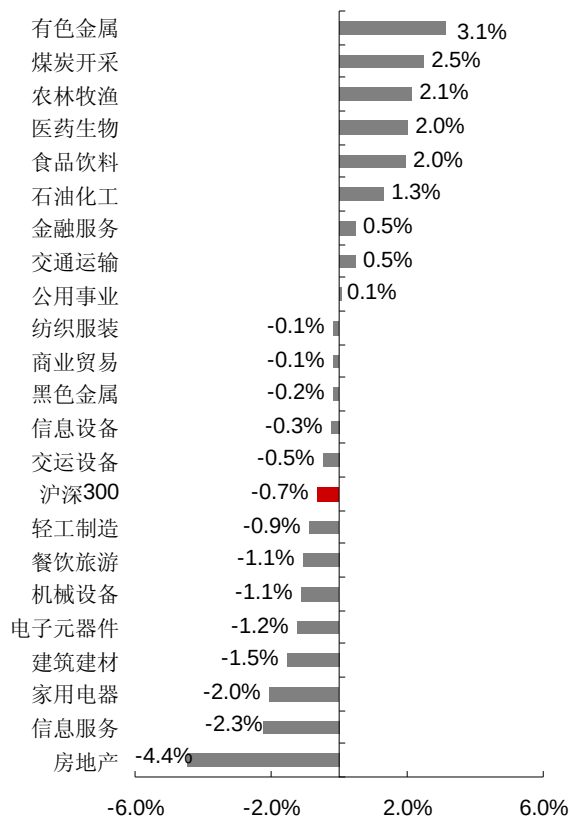
图 44 大小盘股收益及估值对比



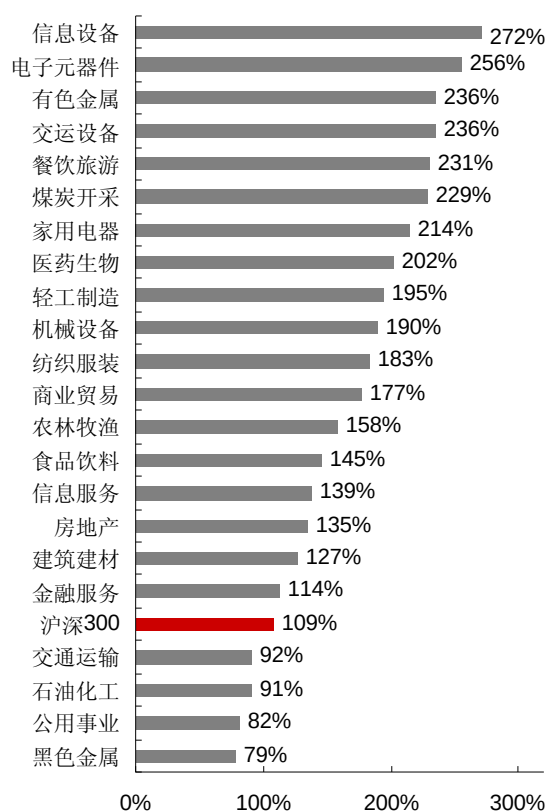
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 45 一周行业涨幅

图 46 1664 点以来行业涨幅

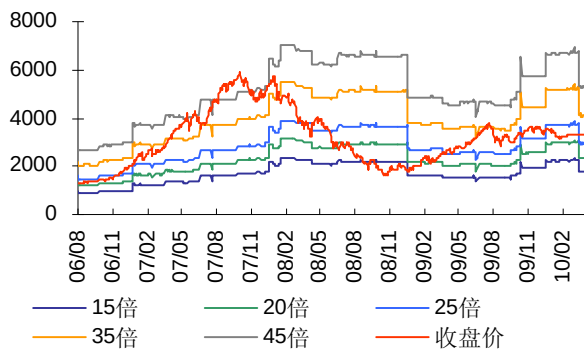


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



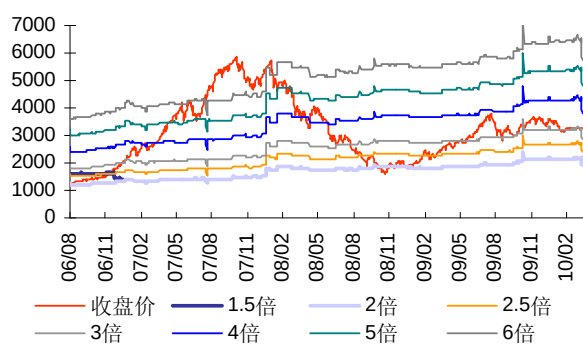
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 47 上周沪深 300 静态 P/E 位于 27.9 倍左右



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 48 沪深 300PB 上升至 3.5 倍左右



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 49 2010 年一致预期各行业的 PE 分布

图 50 2010 年各行业的 PB 分布



资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 51 2010 年一致预期各行业 P/E 的历史溢价



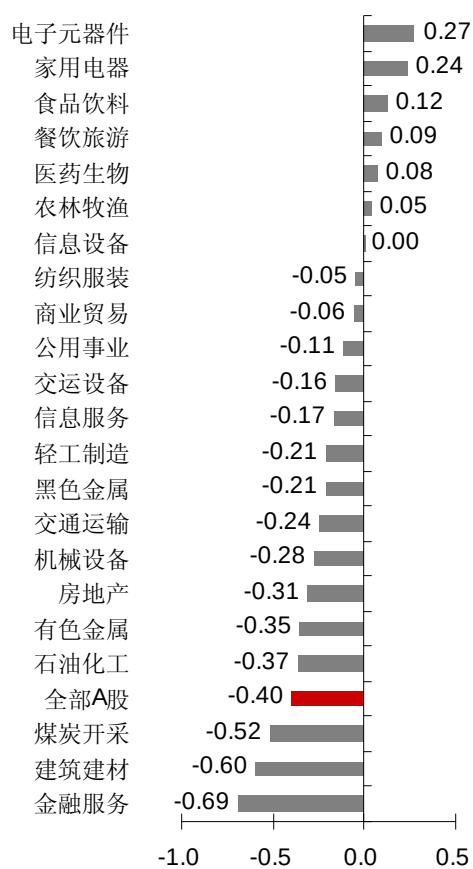
资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 52 2010 年各行业 PB 的历史溢价



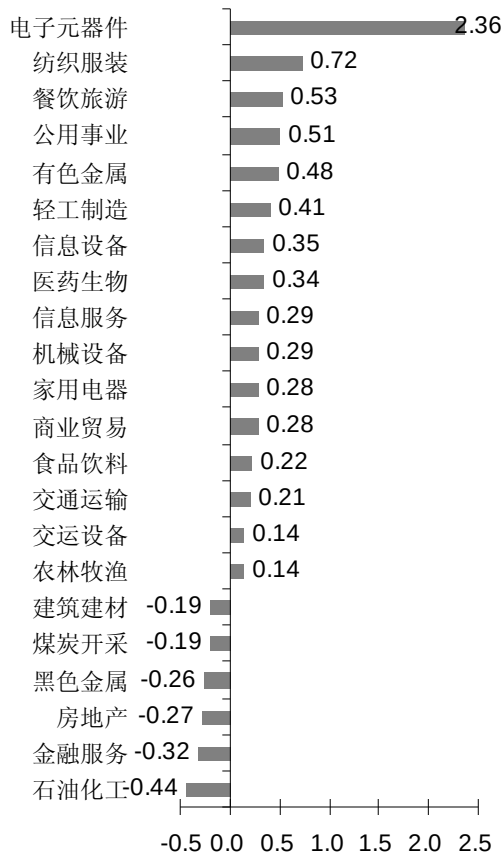
资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 53 2010 年各行业相对 P/E 的历史溢价



资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 54 各行业相对 P/B 的历史溢价

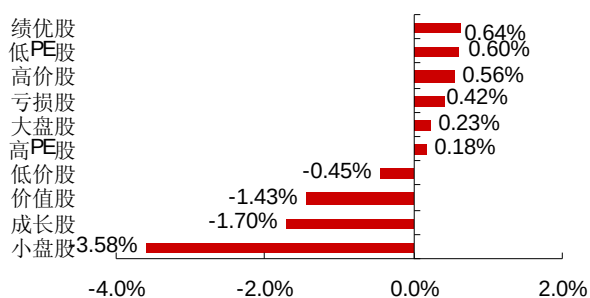


资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰联合证券研究所



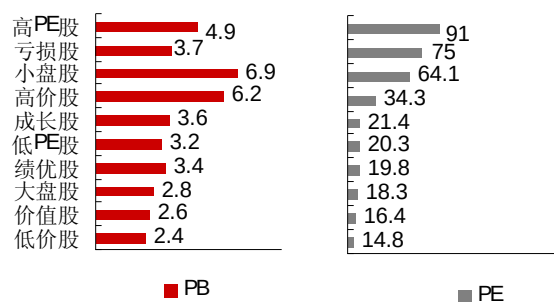
资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 55 市场风格指数一周涨跌



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

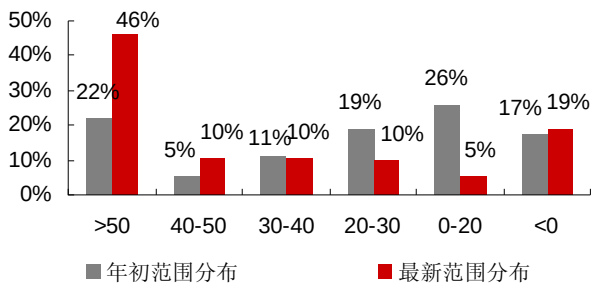
图 56 市场风格指数估值指标



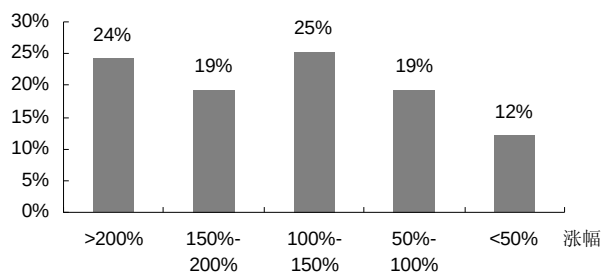
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 57 09 年以来的个股市盈率分布变化

图 58 09 年以来的个股涨幅分布

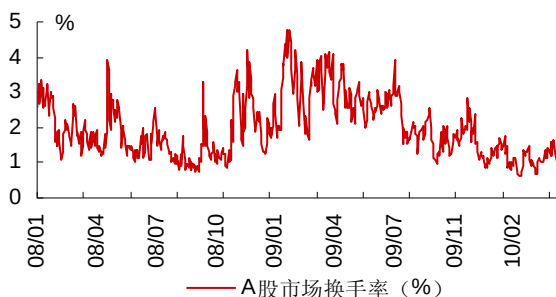


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



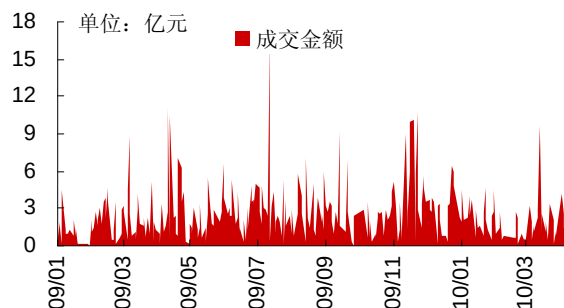
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 59 A 股市场换手率



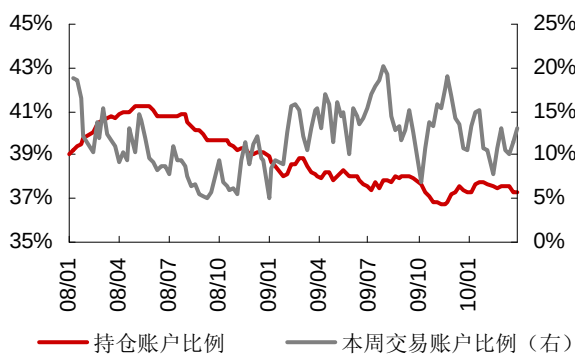
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 60 A 股市场大宗交易累计成交 10.2 亿元



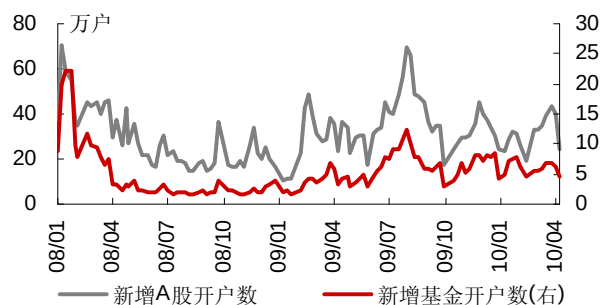
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 61 持仓交易账户比例 (数据滞后一周)



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 62 新增 A 股开户 24 万, 比前周大幅减少 (数据滞后一周)

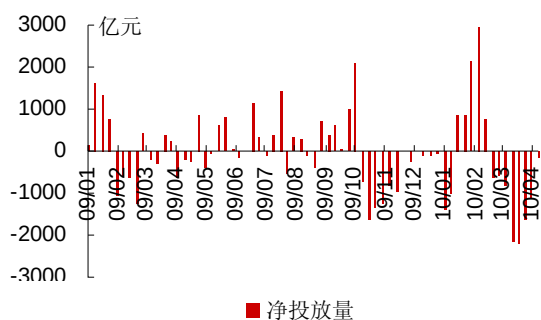


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

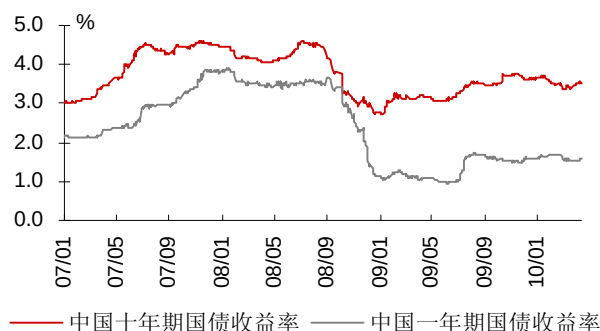
国内重要经济指标跟踪

图 63 上周累计投放资金 2280 亿元, 回笼资金 2420 亿元

图 64 中国 10 年期国债收益率持续上升至 1.57%

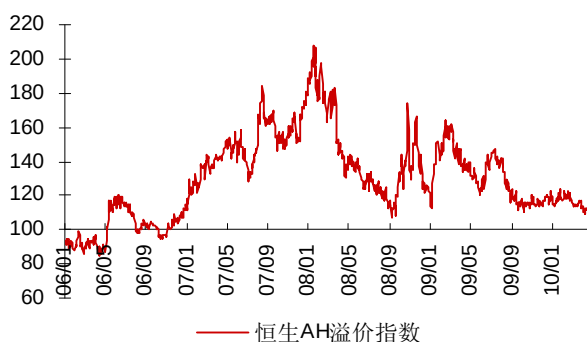


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



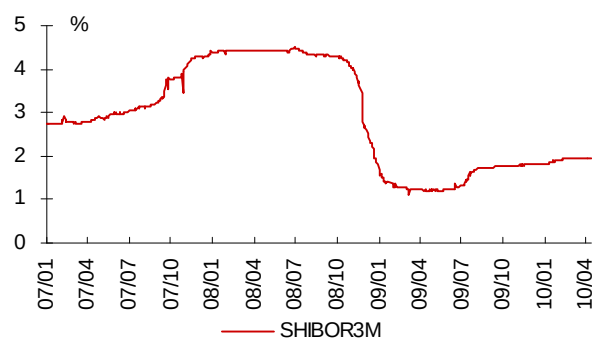
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 65 恒生 A-H 溢价指数回升了 2 个点, 收于 111.6 点



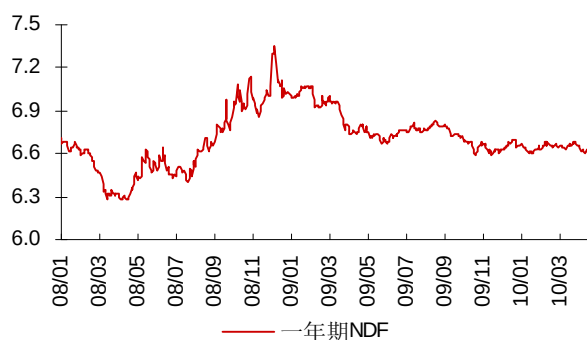
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 66 Shibor3 月利率维持 1.94%



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 67 一年期 NDF 周末收报 6.62 点, 比上周末回升



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

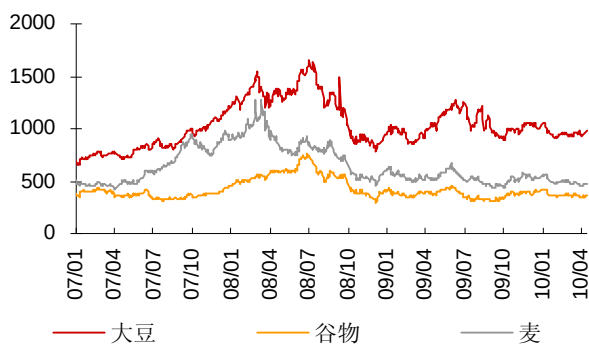
图 68 3 年期 NDF



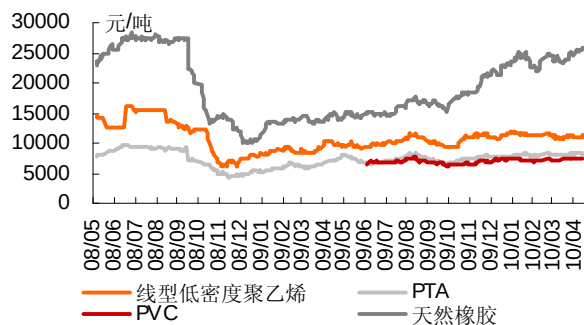
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 69 全球主要农产品期货价格较上周均回落

图 70 国内主要化工品期货价格均有所上涨

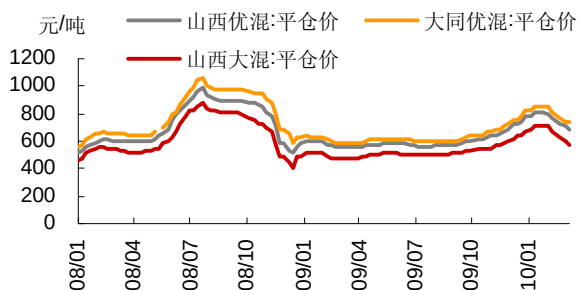


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所



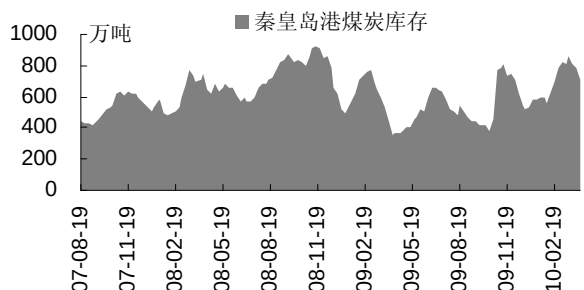
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 71 煤炭价格维持稳定



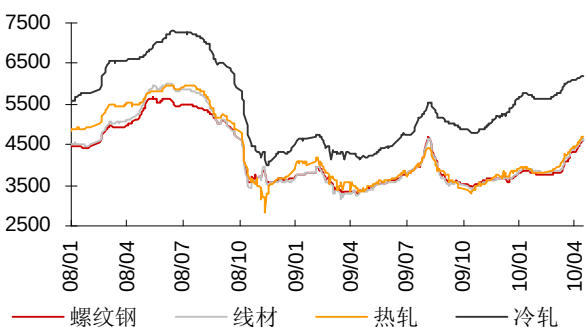
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 72 秦皇岛煤炭库存下降近 80 万吨



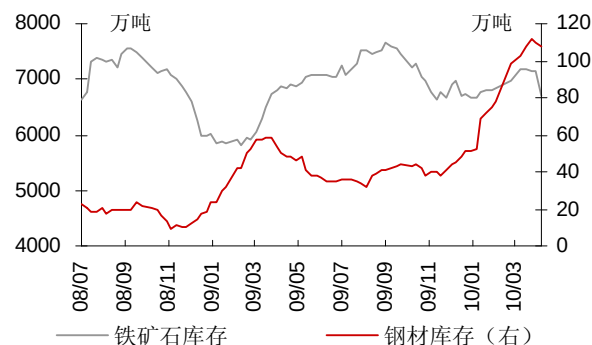
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 73 近期钢材价格自今年 2 月中旬持续上涨至今



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

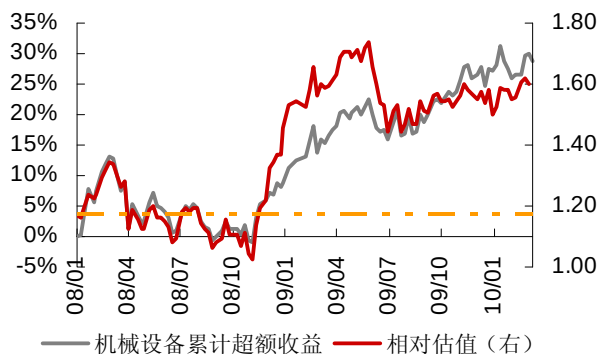
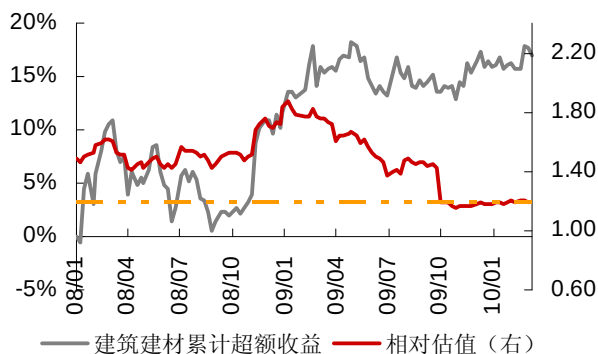
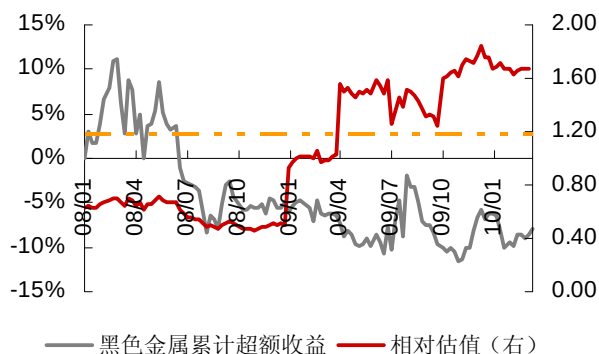
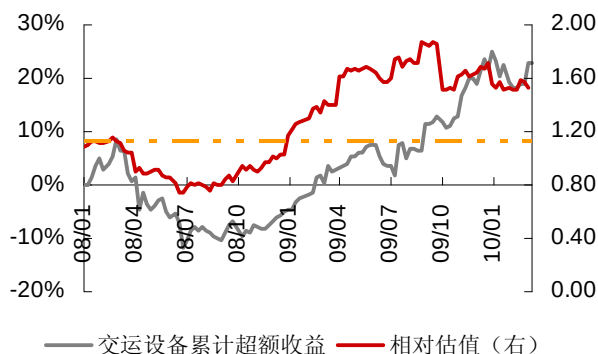
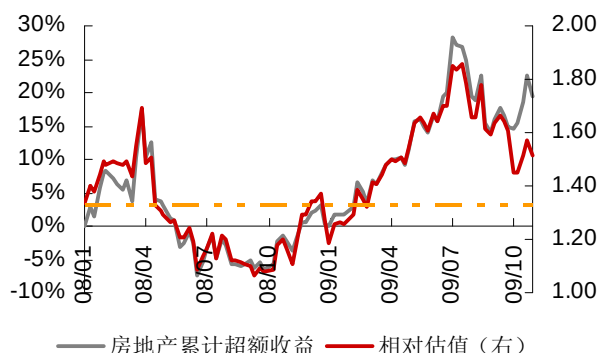
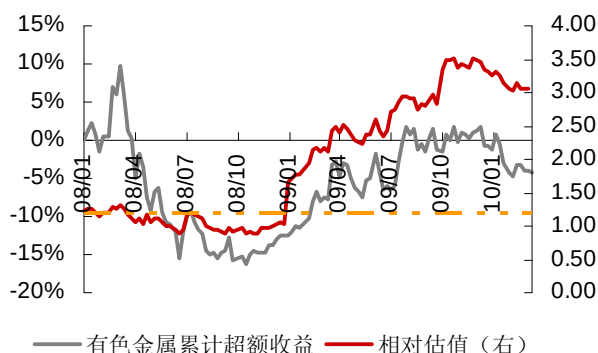
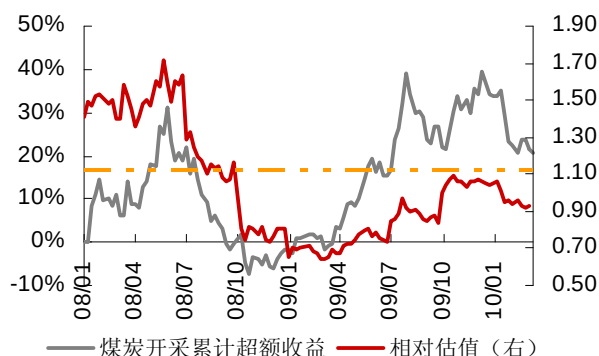
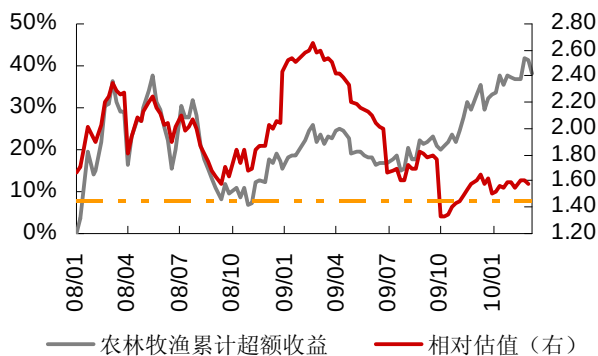
图 74 全国钢材库存继续回落（滞后一周）

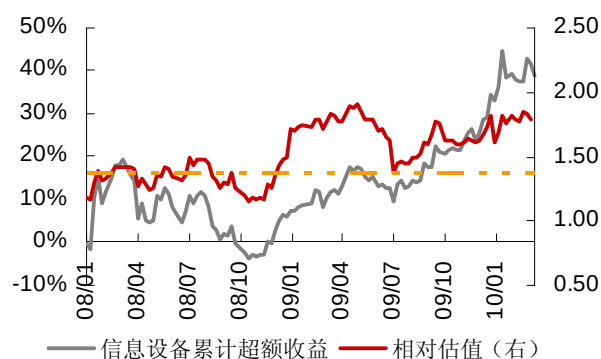
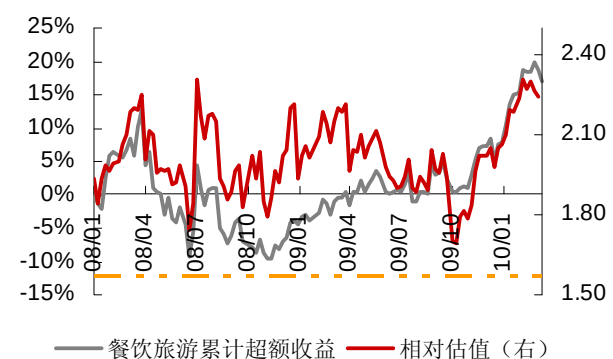
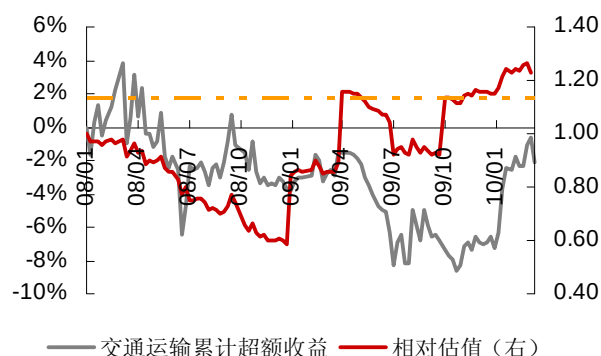
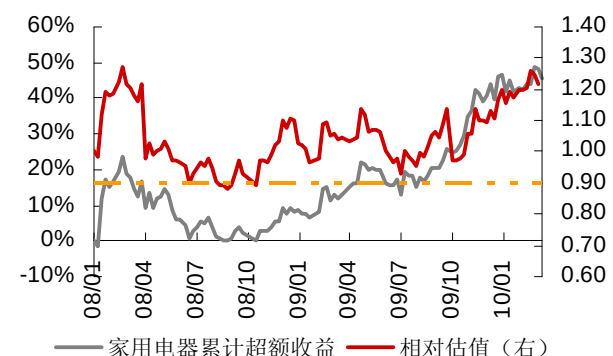
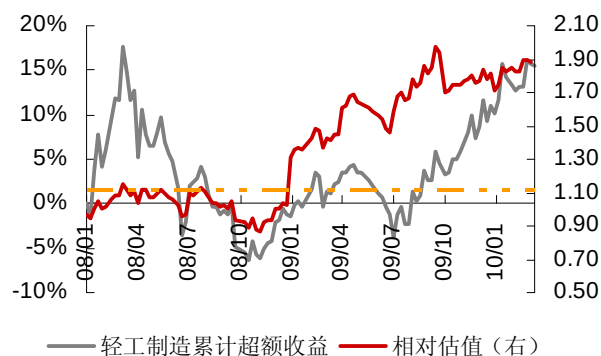
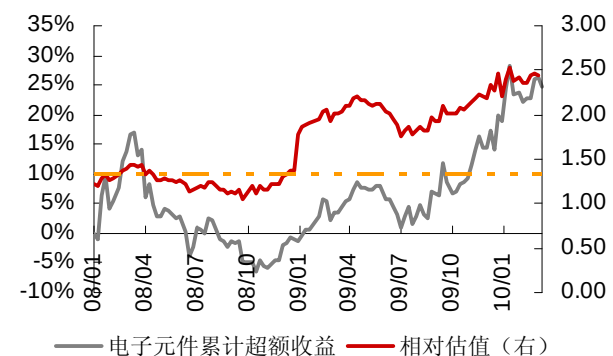
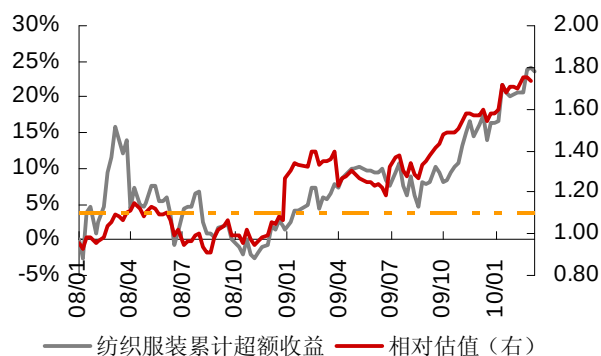
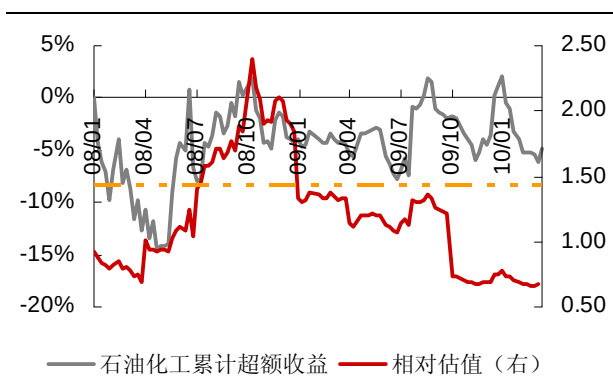


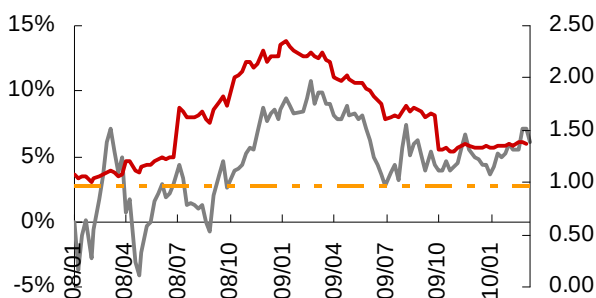
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

A 股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值

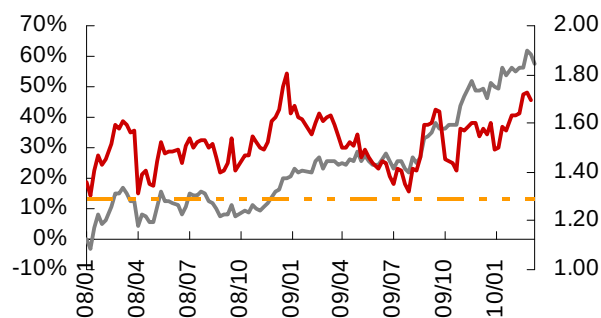
图 75 各行业相对大盘超额收益和估值（图中虚线为相对 PE 的历史均值）



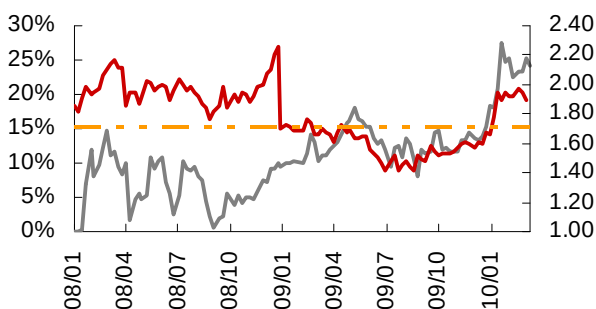




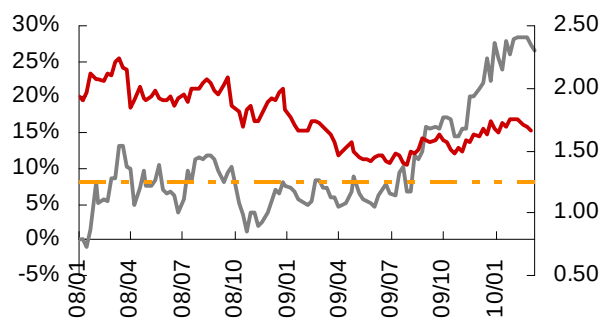
—— 公用事业累计超额收益 —— 相对估值（右）



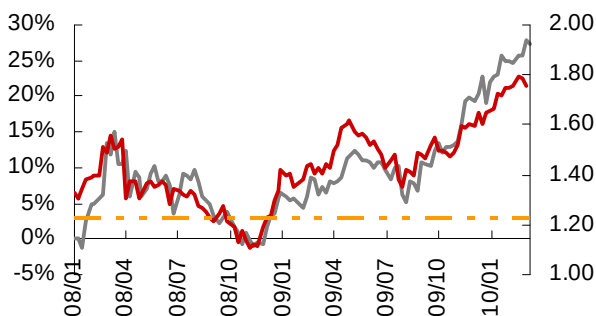
—— 医药生物累计超额收益 —— 相对估值（右）



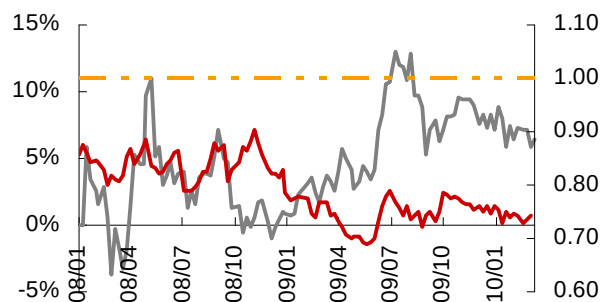
—— 信息服务累计超额收益 —— 相对估值（右）



—— 食品饮料累计超额收益 —— 相对估值（右）



—— 商业贸易累计超额收益 —— 相对估值（右）



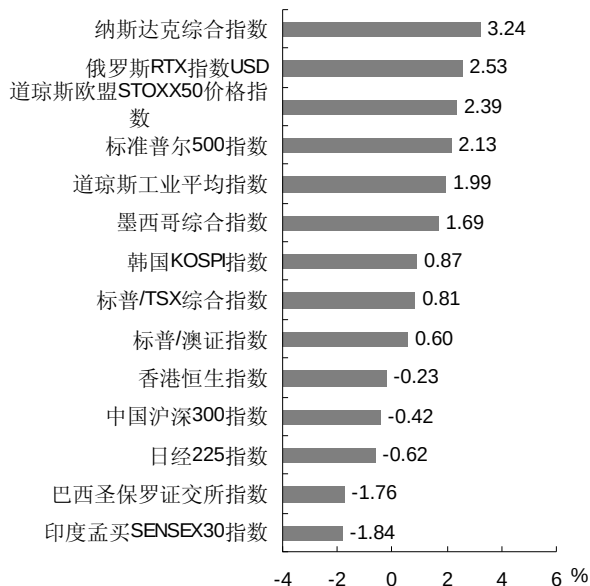
—— 金融服务累计超额收益 —— 相对估值（右）

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

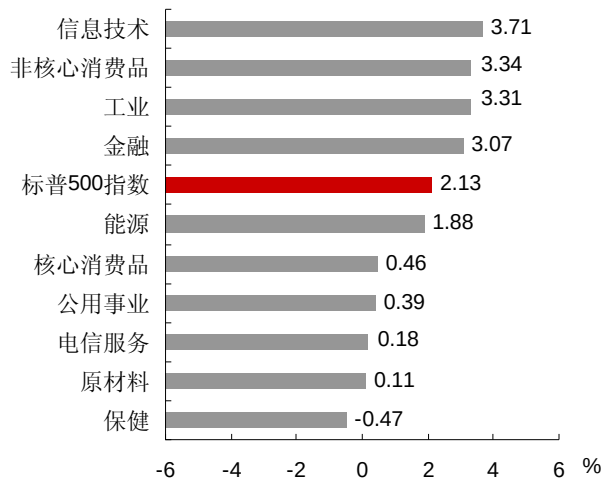
全球重要经济指标跟踪

图 76 全球主要股市一周涨跌幅



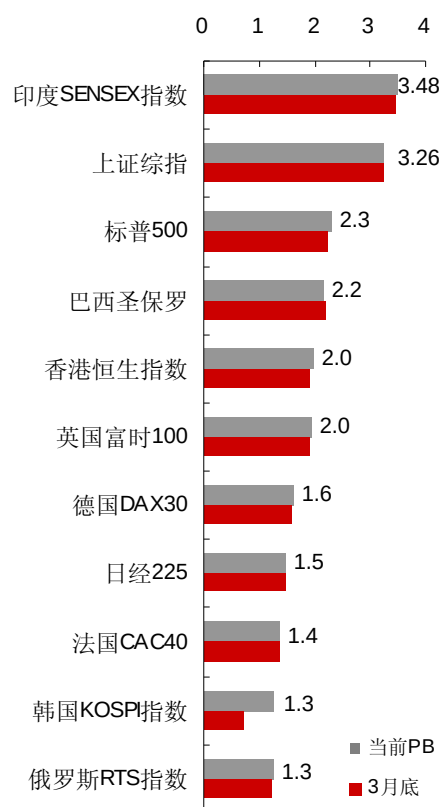
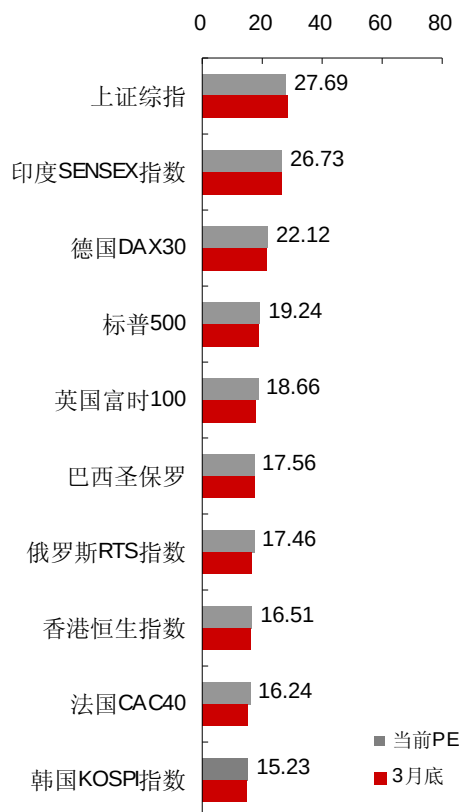
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 77 美股行业一周涨跌幅



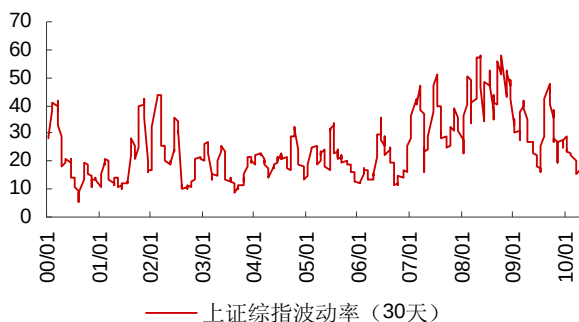
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 78 全球主要市场估值对比 (左图为市盈率, 右图为市净率)



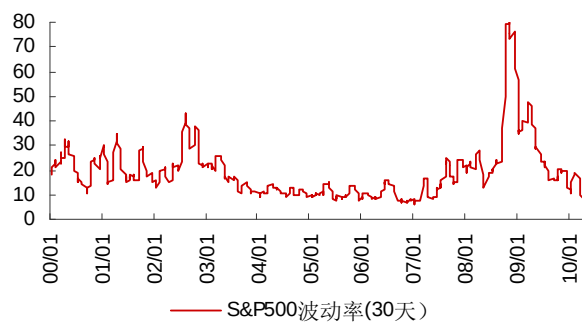
数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所整理

图 79 上证综指波动率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

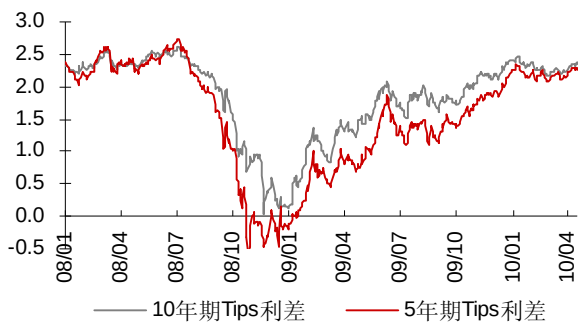
图 80 标普 500 波动率



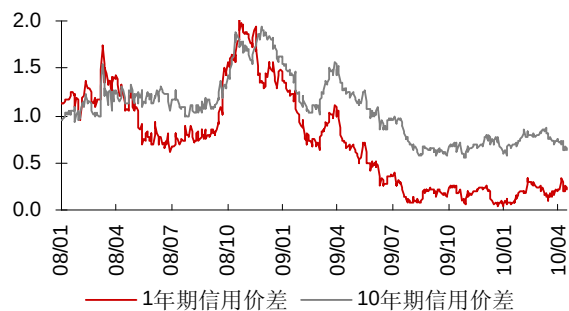
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 81 Tips 利差持续四周扩大

图 82 10 年期信用价继续扩大

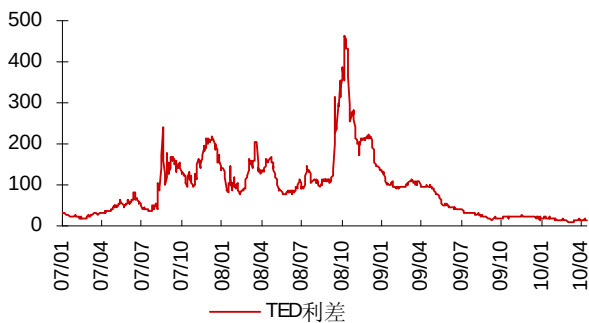


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 83 Ted 利差（3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差）扩大



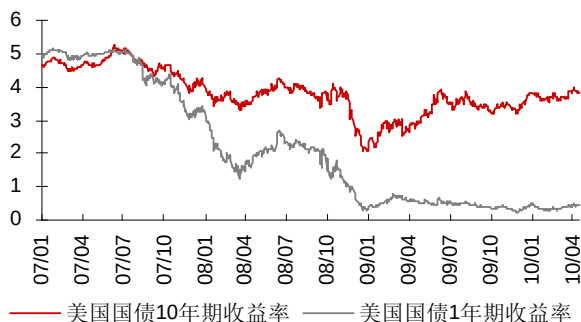
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 84 美国房地美国民抵押贷款协会 30 年房贷固定利率略有回落



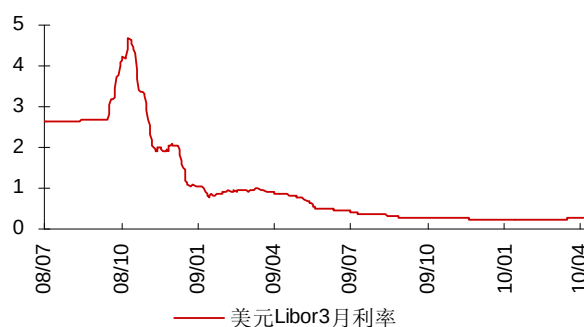
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 85 美国长短期国债收益率均有所回落



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

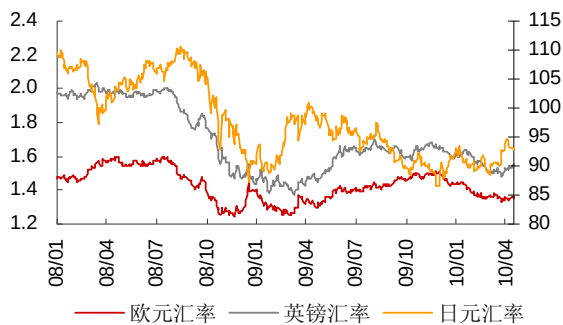
图 86 三月中旬以来 Libor 美元利率（3 个月）呈持续上升趋势



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 87 汇率走势

图 88 美元指数本周有所回落，收于 80.6 美元



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 89 CRB 商品指数回升至 279.8 点



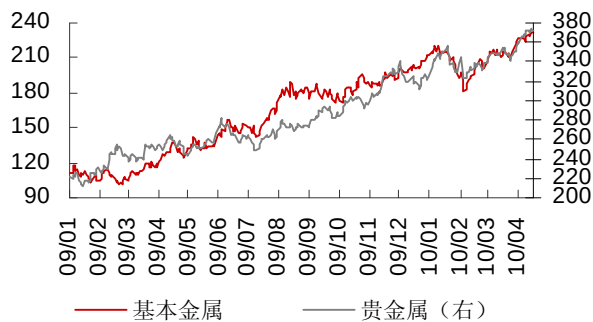
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 90 原油期货价格继续飙升，已冲破 85 美元



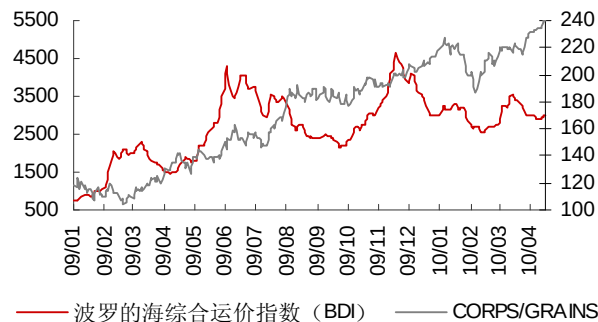
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 91 金属价格指数本周均有所上升



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

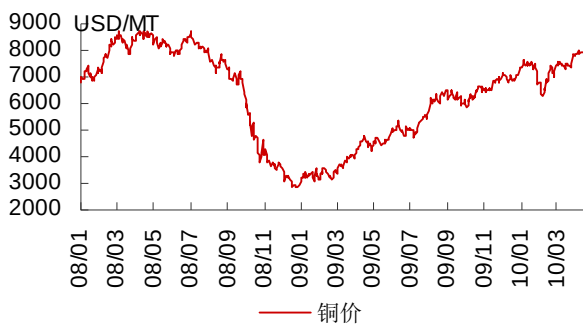
图 92 BDI 指数近期高位震荡



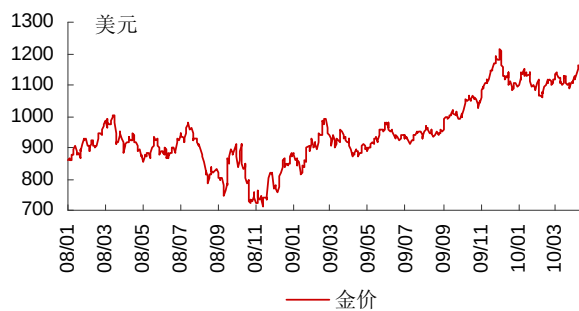
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 93 国际铜价继续上周的上涨态势

图 94 本周金价维持在 1150 美元以上

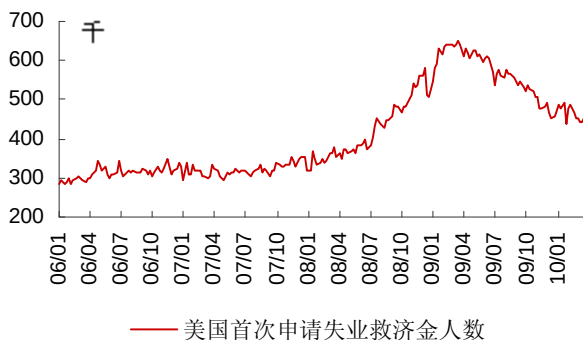


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



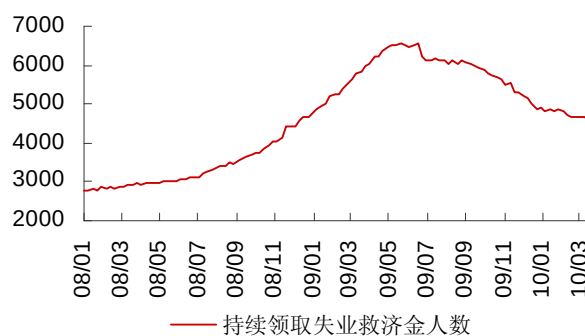
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 95 美国首次申请失业救济金人数 (最新数据为 4 月 9 日 484) 比前周有所上升



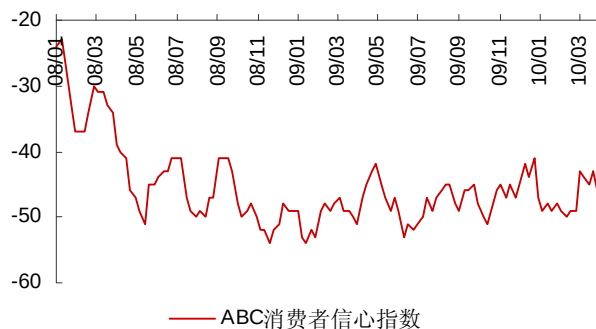
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 96 持续申请救济金人数 (最新数据为 4 月 2 日 4639) 比前一周增加



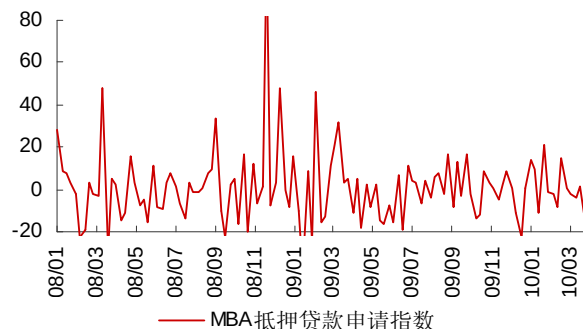
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 97 美国 ABC 消费者信心指数



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

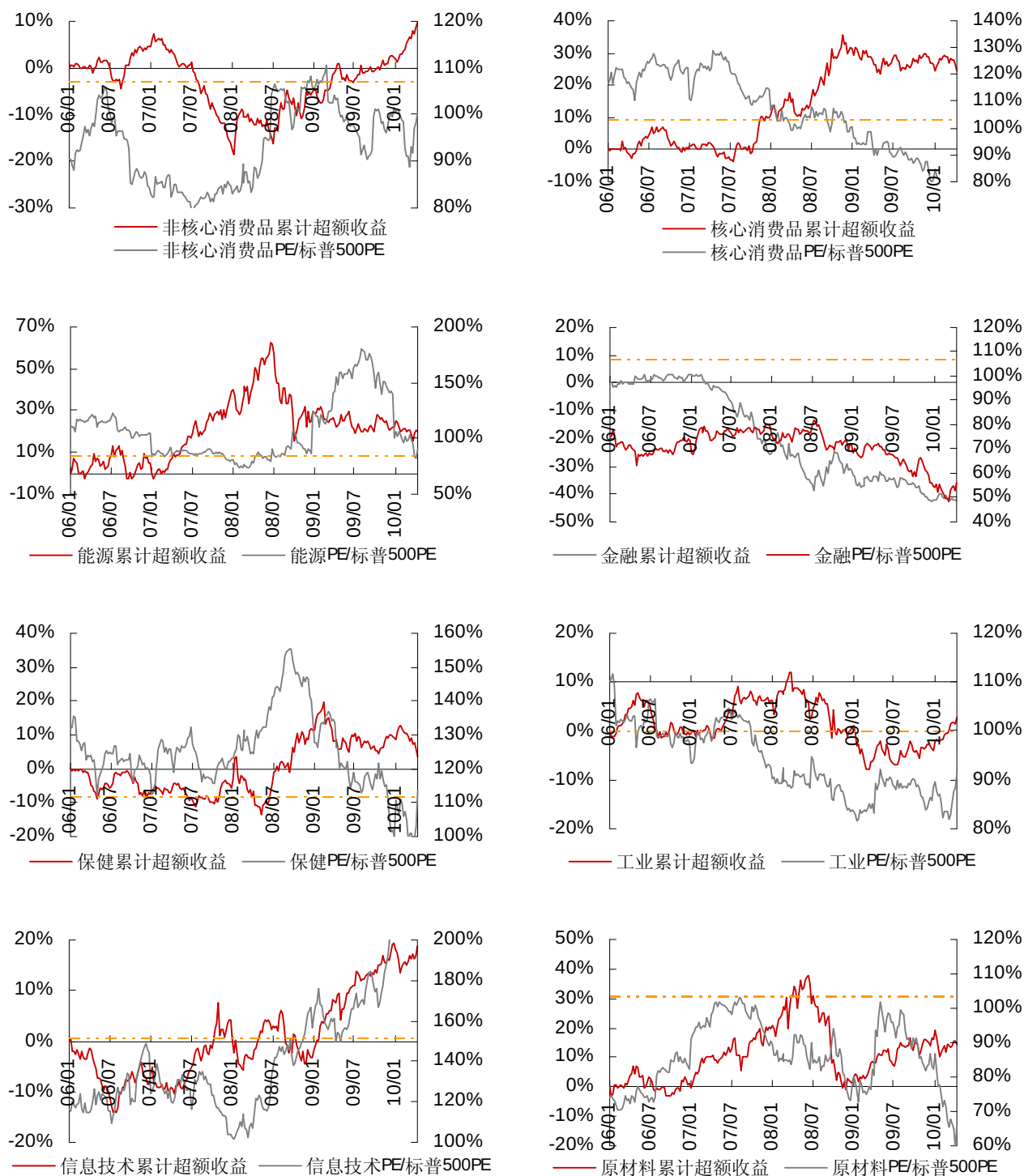
图 98 MBA 抵押贷款申请指数

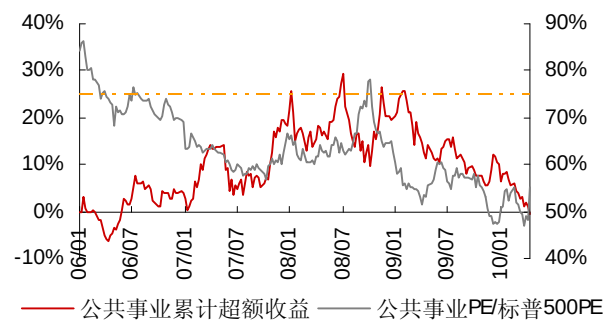
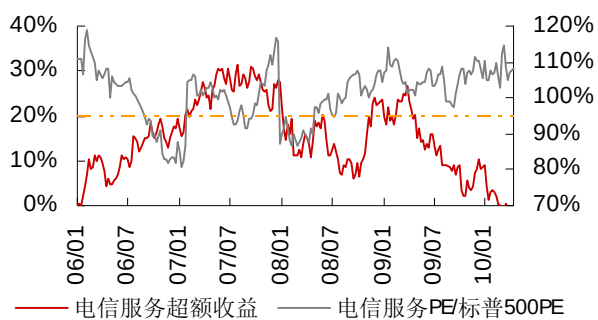


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

美股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值

图 99 各行业相对大盘的超额收益和相对估值（图中虚线为相对 P/E 的历史均值）





资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研

注: 报告中所出现数据的最新更新时间均为 2010 年 4 月 16 日

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

