

日期: 2010 年 4 月 29 日

# 的结构性机会

## ——2010 年 5 月份 A 股市场投资策略



李剑峰

021-53519888\*1972

lijianfeng86@hotmail.com

执业证书编号: S0870208090140

### 主要观点:

#### 我们的判断

经济“过热”和通胀风险导致的趋紧性政策调控将延续,来自政策面的压力仍将存在,但货币政策退出实际步伐放缓引发的趋势性压力有所减弱,对市场影响最大的当属“定点调控”下的加息和地产政策,尤其是地产政策。上市公司的年报和一季报既反映出基本面对估值有支撑,也透露出未来存在总体业绩下滑导致的估值弱化风险以及行业盈利分化的重要信息,而这也能够从宏观数据当中得到印证。股指期货在启动伊始并没有发挥出应有的“熨平效应”,政策面的压力和基本面的风险可能通过期指加剧股市的波动。在政策调控的背景下,经济“过热”的另一重要后果——结构失衡——将导致战略性新兴产业发展、产业整合和区域经济发展等经济结构调整进程的加速。我们对于 5 月份 A 股市场的趋势判断是:震荡格局中仍存结构性机会。

#### 我们的策略

在投资策略方面,建议在防御中寻找结构性机会。一方面采用防御策略规避由于政策面和基本面变化可能出现的系统性风险,另一方面灵活积极地寻找和布局以经济结构调整为主的结构性投资机会。行业配置主要遵循防御性和结构性两条主线。建议超配:医药、电力设备、IT设备及服务、电子元器件、文化传播、餐饮旅游和农林牧渔行业;建议低配行业:房地产、钢铁和建筑建材行业。

#### 我们的逻辑

在当前管理层定调经济“过热”和通胀风险的形势下,趋紧的政策调控将延续,会继续对市场构成总体性压制。由于二季度货币和信贷的降速将趋缓,政策的趋势性压力减弱。不过市场仍将感受到主要来自加息和地产政策,尤其是地产政策的“定点调控”压力。虽然销量的下降使地产调控进入阶段性的观察期,但对税收政策的担忧将使得观察期内市场会继续承受来自政策面的压力。上市公司业绩虽然延续增长态势,但没有超预期因素出现;业绩对估值虽有支撑,不过缺乏总体推动力;而数据中透露出未来业绩增长乏力的迹象使得业绩对估值的支撑存在弱化风险。虽然基差的收窄和公募基金等机构“主力军”的介入有助于后期期指效应的显现,但伊始阶段在政策面存在“定点调控”压力以及基本面存在估值支撑弱化风险的情况下,股指期货对现货市场的助跌作用尤其值得引起投资者警觉。

### 报告编号

LJF10-M04

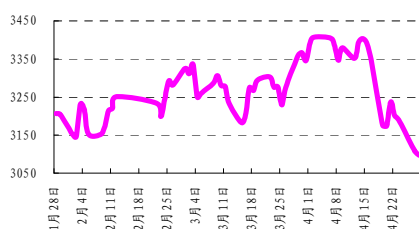
### 相关报告

《2010 年春季投资策略报告:从“转型”到“转折”》

《2010 年度投资策略报告:新经济 新动力 新财富》

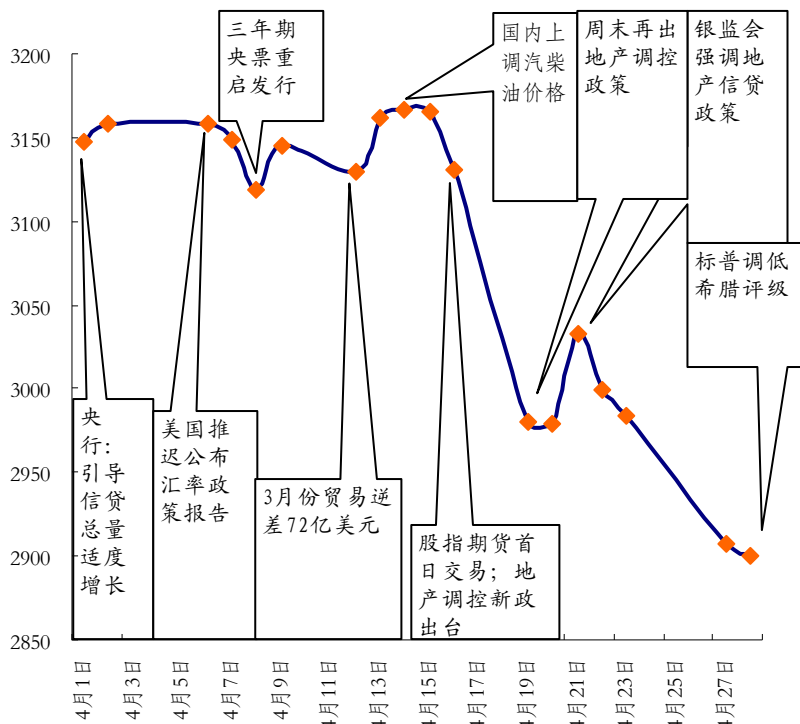
报告首发日期: 2010 年 4 月 29 日

### 最近 3 个月沪深 300 指数表现



## 一、4 月份市场回顾：股指期货助推地产调控效应

图 1 2010 年 4 月份 A 股市场运行状况



注: 数据截至4月28日。

数据来源: Wind, 上海证券研究所

在经历了3月份的震荡上升之后,4月份A股市场在地产调控政策的打击下在后半个月出现快速的大幅下跌,上证综指由3150点附近回落至2900点左右。纵观全月,宏观经济层面的地产调控政策的超预期出台无疑是影响市场的最重要因素,而市场层面的股指期货的正式交易则加剧了政策调控效应在市场上的演绎。

### ■ 地产调控政策“横空出世”

虽然前期市场当中关于房地产税收的传言很多,但管理层选择在一季度宏观经济数据公布的当日就出台了一系列以信贷为主的地产调控政策,这些政策无论是在出台时间还是在力度方面还是有些超预期,直接导致房地产及其相关性极高的金融、建筑建材、钢铁等权重板块的暴跌。由于此次地产调控是在管理层定调经济“过热”和通胀风险的背景下出台的,在房价未出现回落之前,预计还有进一步调控的可能,房地产市场及其政策将成为近期影响A股市场的关键变量。

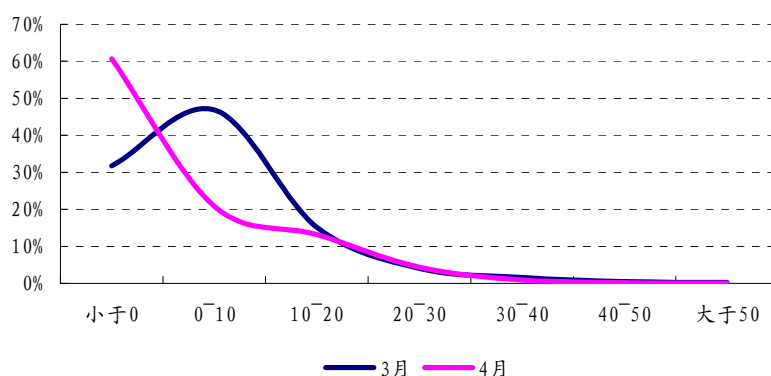
## ■ 股指期货遭遇地产调控

在地产调控政策公布的当日，中国证券市场迎来了股指期货。由于缺少以套保交易为主要目的的机构投资者的参与，首日的期指市场基本是投机交易的乐土，期指和股指也走出了相背离的走势。随着基差的迅速缩窄，在投机交易的驱动下，期指市场成了现货市场的“先行指标”。在地产调控政策的打压下，在加上股指期货的推波助澜，A股市场破位下行。

## 4 月份市场运行特征：“防御+转型+通胀”特征明显

图 2 2010 年 4 月份个股涨跌幅分布

4 月份 A 股市场明显弱于 3 月份。下跌的个股占比由 3 月的 32% 大幅升至 4 月份的 61%。虽然 4 月份 A 股市场明显转弱，但仍有三分之一的个股实现了 0-20% 的涨幅，结构性行情特征较明显。

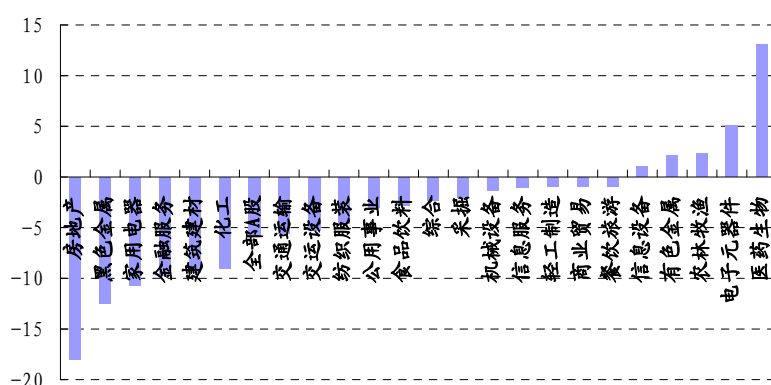


注：数据截至 4 月 28 日。

数据来源：Wind，上海证券研究所

4 月份在市场指数表现不佳的情况下，行业表现呈现出“防御+转型+通胀”的特征。传统的具备防御特征的医药行业表现亮丽；与经济转型相关的电子元器件、信息设备行业也表现不错；涨幅居前的农林牧渔、有色金属行业则可归为通胀主线下的投资逻辑。受地产调控政策打击，房地产行业居于跌幅榜首，与之相关的黑色金属、金融服务、建筑建材行业都出现大幅下跌。

图 3 2010 年 4 月份行业指数涨跌表现（%）

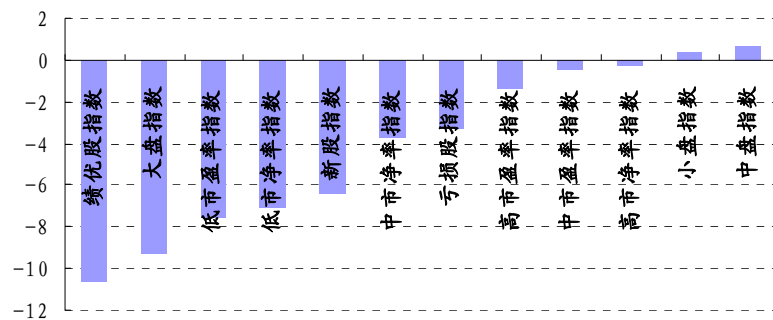


注：数据截至 4 月 28 日。

数据来源：Wind，上海证券研究所

虽然 4 月份期间中小盘股曾出现较大地整体性回落,但依然取得正收益,表现远好于大盘股,市场热议的风格转换并未出现。绩优股、低市盈率板块的表现与高市盈率板块相比存在较大差异,表明目前市场关注的焦点仍是高成长性和主题投资,而业绩和估值的投资逻辑继续弱化。

图 4 2010 年 4 月份风格指数涨跌表现 (%)

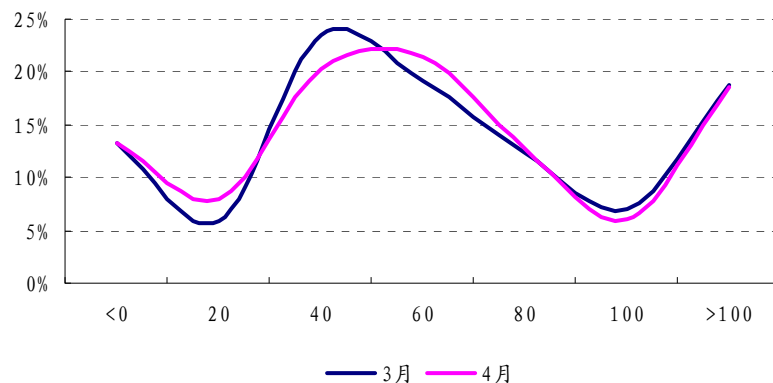


注:数据截至 4 月 28 日。

数据来源: Wind, 上海证券研究所

随着 4 月份 A 股出现的调整,市场的估值重心出现一定程度地下移。全部 A 股中 0-20 倍的市盈率分布占比由 3 月份的 6% 增加至 8%。同时从市盈率分布的变化也可以看出未来盈利不容客观的事实。40-60 倍的市盈率分布占比由 3 月份的 19% 升至 21%,表明一方面价格的下跌,另一方面盈利也在下降。

图 5 2010 年 4 月份市盈率分布



注:数据截至 4 月 28 日。

数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 二、退出放缓 VS 定点调控: 来自政策面的压力有多大?

在当前管理层定调经济“过热”和通胀风险的形势下,趋紧的政策调控将延续,会继续对市场构成总体性压制。由于一季度货币调控初见成效,且贷款投放也基本符合货币当局理想的节奏,二季度货币和信贷的降速将趋缓,货币政策退出的实际步伐将放慢,在市场对货币政策的预期转换完成之后,政策的趋势性压力减弱。不过市场仍将感受到主要来自加息和地产政策,尤其是地产政策的“定点调控”压力。虽然销量的下降使地产调控进入阶段性的观察期,但对税收政策的担忧将使得观察期内市场会继续承受来自政策面的压力。在“调结构”的推动下,市场将在政策调控的压制中寻找新兴战略产业、产业调整和区域经济等方面的结构性机会。

## 1、经济“过热”与通胀风险下政策调控将延续

### ■ 管理层定调当前经济形势：“过热”与“通胀”

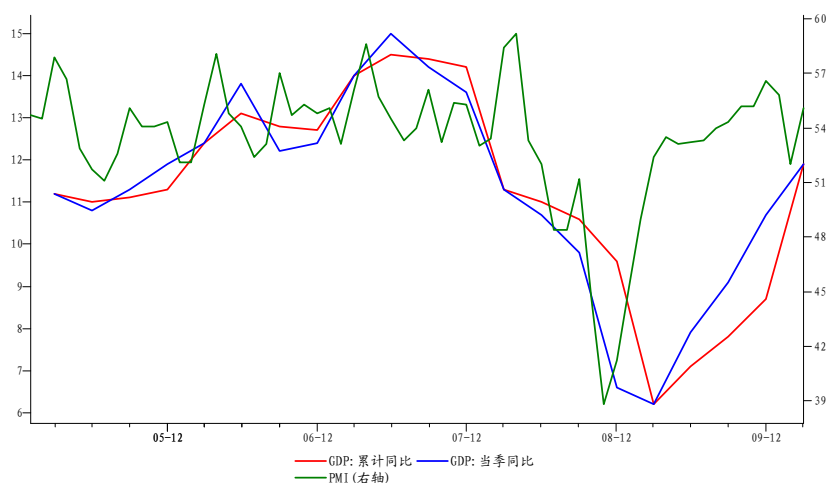
一季度宏观经济数据公布当周召开的国务院常务会议分析了当前经济形势，管理层认为，“当前经济发展环境仍极为复杂，经济快速增长较大程度上还是政策刺激的结果，也有去年同期基数较低的原因，经济回升向好过程中还存在许多矛盾和困难，一些新情况、新问题也在显现”。

我们对这句话进行三方面的解读。首先，管理层认为一季度经济增长是“快速”的。与保持经济“平稳较快”发展的调控目标相比，这个定调意味着管理层认为目前经济存在“过热”迹象。在全年“好字当头”8%的增长目标指引下，后期政策存在继续调控空间。其次，导致当前经济“过热”的原因主要来自两方面，主要是政策刺激，其次才是去年的低基数原因。虽然后期随着低基数效应的减弱，经济增长速度会逐渐放缓，但如果刺激政策不退出，“快速”增长或将演变为经济的全面“过热”，因此，政策方面存在继续调控的必要性。最后，由于当前经济环境仍极为复杂，为了应对可能出现的困难和新情况，在政策调控方面将是渐进和谨慎的。

对于通胀问题，国务院常务会议认为，“一些推动价格上涨的因素在显现”，并将通胀问题主要归咎于房价上涨过快。在此次会议之后我们就看到了一系列超预期的房地产调控政策的出台，这显然表明管理层并不认为3月份CPI和PPI数据的低于预期是未来通胀风险不严重的表现。除高企的房价外，原材料价格的继续大幅上涨，也是导致未来通胀风险的重要原因。

综合判断，管理层已经对经济是否过热和是否存在通胀风险的问题上有了较为明确的定调，而且也快速出台了一系列调控措施，未来政策的趋紧方向业已明朗，这将继续对市场构成总体性的压制。

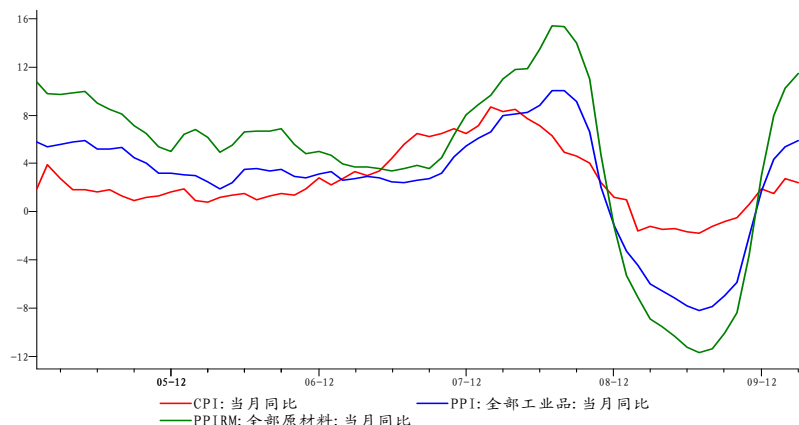
图6 一季度GDP增速创2008年来单季新高 经济已有“过热”迹象



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind, 上海证券研究所

图7 原材料价格快速上涨下存在通胀风险



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind, 上海证券研究所

### ■ “过热”后遗症：通货膨胀与结构失衡

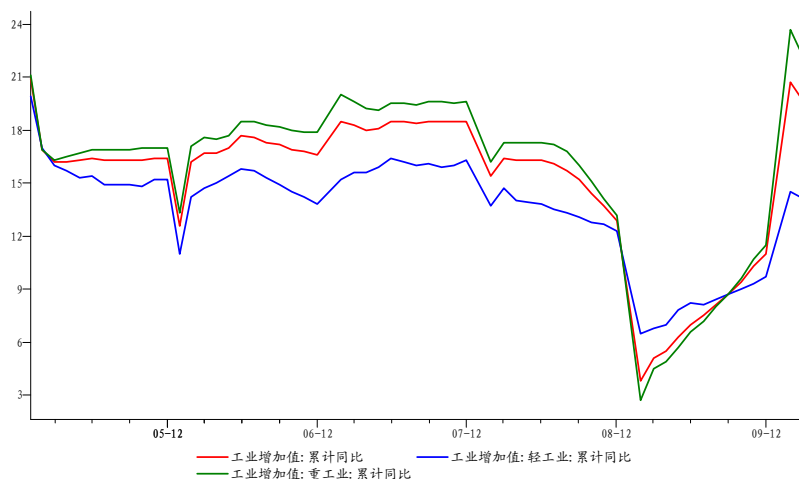
之所以管理层对经济过热“深恶痛绝”，主要是忌惮经济过热的两项后遗症——通货膨胀和结构失衡——损害经济运行基础。2007-2008年高通胀的情景还历历在目，而在经济复苏之后，以及管理层对结构调整日益重视的当下，重工业和轻工业增速的不一致反映出的结构失衡问题显然有悖于经济发展目标。

国务院常务会议明确了下阶段的宏观调控核心：**处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系**。我们将之归纳为“稳增长、调结构和防通胀”。“稳增长”是为了抑制经济“过热”，而“调结构”和“防通胀”则是为了消除经济过热后遗症。

在为“防通胀”出台了地产调控政策之后，预计“调结构”政策

出台的进程也会加速。在“调结构”的推动下，市场将在政策调控的总体压制中寻找新兴战略产业、产业调整和区域经济等方面的结构性机会。

图 8 重工业增长快于轻工业显示结构失衡



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind, 上海证券研究所

## ■ 5 月份数据焦点: 工业增加值和价格

根据上述分析，近期宏观经济层面的关注焦点仍然集中于经济过热、通货膨胀和结构失衡问题上。因此，在 5 月份即将公布的 4 月份各项经济数据当中，我们建议重点关注两组数据：工业增加值和价格。其中，关注工业增加值（包括月初公布的 PMI 数据）用来分析经济过热与结构失衡，而对价格的关注无疑还是集中在通胀问题上，不过需要指出的是，此处的价格并非单指 CPI，而是包括 PPI、原材料价格在内的一揽子价格，而且对于管理层特别指出的房价要尤其关注，以判断地产调控政策的效果。

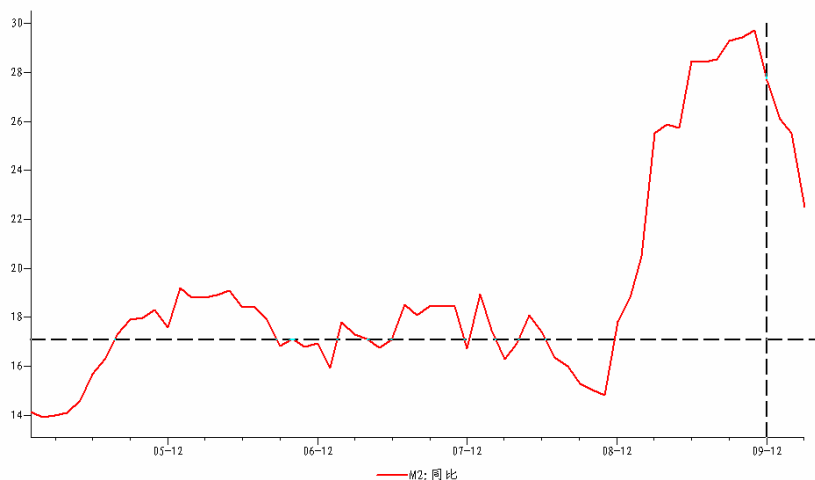
## 2、趋势性压力减弱：货币政策退出实际步伐放缓

### ■ 一季度货币调控初见成效

央行 2010 年货币政策的主要目标是要实现广义货币增速（M2）17% 的增长目标。从目前情况看，一季度广义货币增速降势迅猛，已经由年初的 28% 降至 3 月末的 22.5%，距离 17% 的目标并不遥远，一季度货币调控初见成效。

相对于前三个月 M2 增速下降 5.5 个百分点来讲，后面 9 个月要完成 M2 增速下滑 5.5% 的任务并非十分困难，这也意味着二季度货币增速放缓的趋势将有所放缓，宏观流动性收缩带给市场的趋势性压力将减弱。

图9 一季度广义货币增速降势迅猛



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind, 上海证券研究所

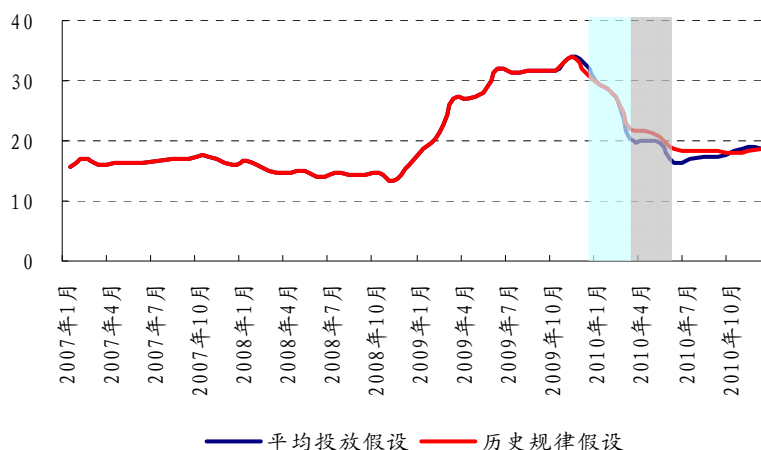
## ■ 二季度信贷增速降势将趋缓

自年初以来,我们在报告中多次强调,相对于一季度而言,二季度信贷增速的降势将趋缓,目前的实际情况正在逐渐验证我们之前的判断。

之前我们根据平均投放和历史规律投放两种情景,模拟了全年的信贷增速,得出上半年信贷增速下滑,但二季度降势趋缓的结论。当前的实际情况时,一季度新增信贷 2.6 万亿元,贷款余额增速由年初的 32% 骤降至 3 月末的 22%。我们再按照目前市场普遍认同的“3322”的全年信贷投放节奏重新对全年的信贷增速进行模拟,依然得出与我们之前一致的结论。根据模拟测算,二季度信贷增速会降至 18%, 4 个百分点的降幅显然小于一季度 10% 的降幅。

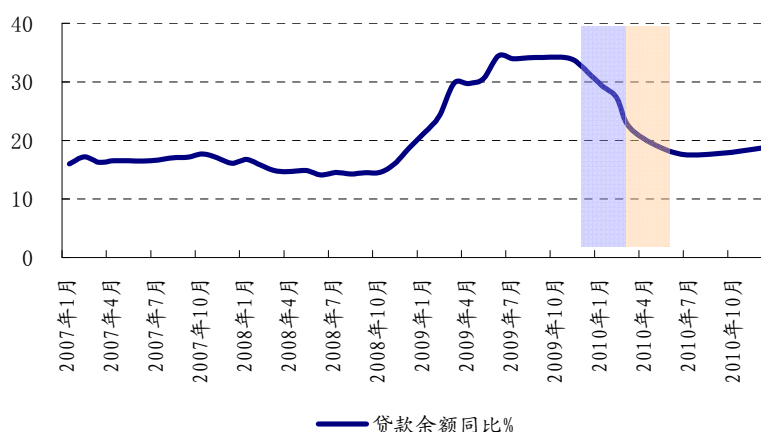
与贷款增速降势趋缓相对应,二季度货币增速的降势也将趋缓,这也印证了我们前面的分析判断。总体而言,二季度的信贷和货币增速的降势将较一季度趋缓,尤其是在市场对货币政策的预期已经转换完成之际,货币政策退出实际步伐的放缓带给市场的趋势性压力减弱。

图 10 两种情景假设下二季度信贷增速降势趋缓



数据来源：Wind，上海证券研究所

图 11 “3322” 假设下二季度贷款增速降势趋缓



数据来源：Wind，上海证券研究所

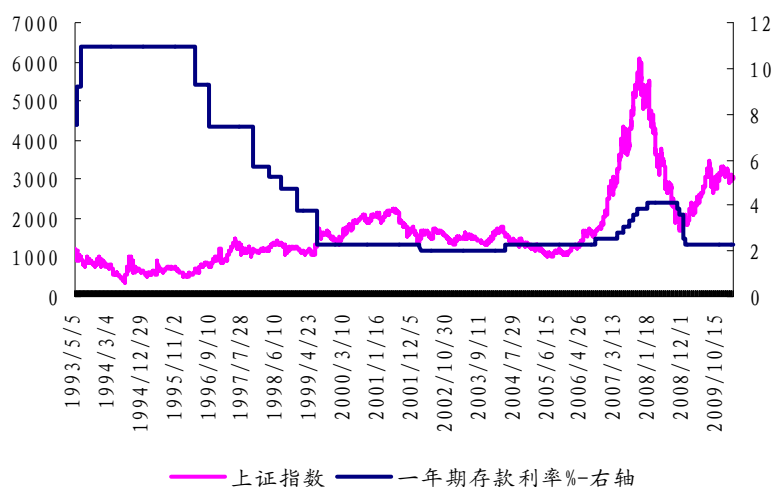
### 3、“定点调控”：政策压力的主要体现

#### ■ 加息并不足虑

在政策调控延续以及货币政策退出实际步伐放缓的背景下，虽然政策面带给市场的趋势性压力减缓，但市场将继续感受到政策“定点调控”带来的压力。“定点调控”的措施主要包括加息和地产调控。

对于加息问题，我们认为，并不足虑。一方面，自 2 月份 CPI 超越一年期定期存款利率从而进入负实际利率区间之后，加息的时间窗口已经打开，而且在经过这段时间的消化之后，市场对于加息已经有较充分预期；另一方面，根据历史经验，利率调整对市场趋势影响有限。

图 12 利率变化与上证综指表现



数据来源: Wind, 上海证券研究所

#### ■ 地产调控是关键 观察期内压力仍存

相比较加息而言,对房地产市场的“定点调控”政策更值得关注。通过国务院常务会议精神的解读,我们认为,管理层之所以能够果断地对房地产市场“痛下杀手”的主要原因在于管理层认为高房价是未来通胀风险的主要推手,因此,遏制高房价应该是地产调控的主要目标。从上海的情况看,到目前为止,地产调控对房价的遏制作用并不明显。虽然内外环间的房价略有下降,但内环以内的房价维持了前期的快速上涨态势。因为地产调控政策的实施才不过一周时间,所以,据此就认为当前调控无效、会再度出台新的调控政策的观点还有失片面。

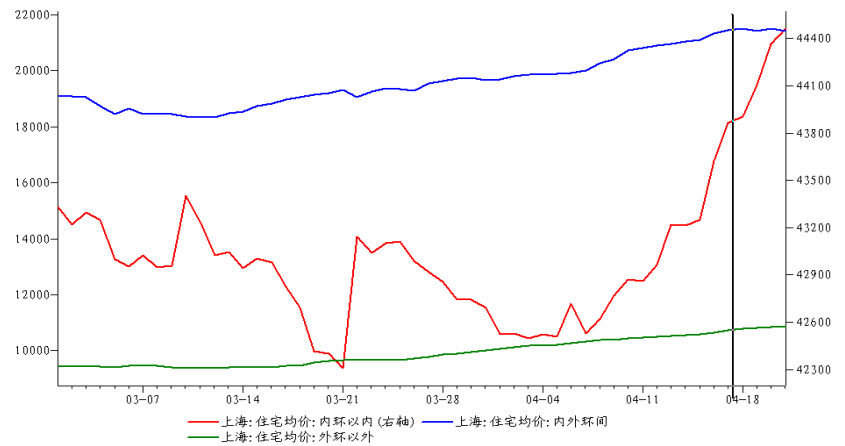
由于房地产市场的销量情况领先于房价而变化,因此将销量作为考察地产调控政策有效性的阶段性指标是合理的。从几个一、二线主要城市在调控前后的销量情况看,除武汉的销量略有上升外,上海、北京和南京的销量基本稳定,而深圳、杭州、重庆和青岛的销量在调控政策出台后出现大幅回落。

由此可见,已经出台的地产调控政策基本取得了阶段性成果。由于房价相对于销量的滞后特征,我们认为后期将进入到地产调控政策的阶段性观察期,以观察能否达到遏制房价的主要目标,而目前就出台进一步严厉调控政策可能性并不太大。

虽然地产调控将进入到阶段性的观察期,政策压力会略有减缓,但这并不意味着政策压力的完全释放。根据国务院常务会议,我们认为,房地产的税收政策出台是必然的,不确定的只是出台的时间和政策细节。对税收政策的担忧将使得观察期内市场继续承受来自政策面的压力,而且伴随着消息面的变化,市场会阶段性的感受到政策预期

的巨大压力。

图 13 调控前后的上海房价



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind, 上海证券研究所

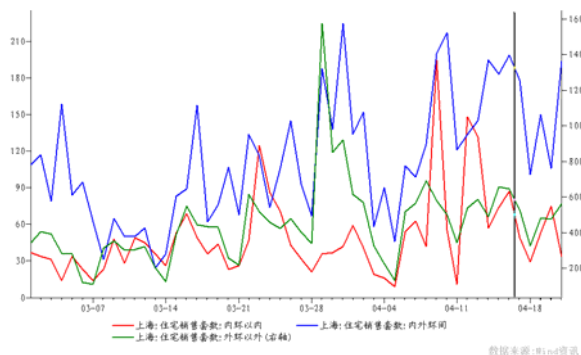
图 14 房地产销量领先于房价和投资变化



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind, 上海证券研究所

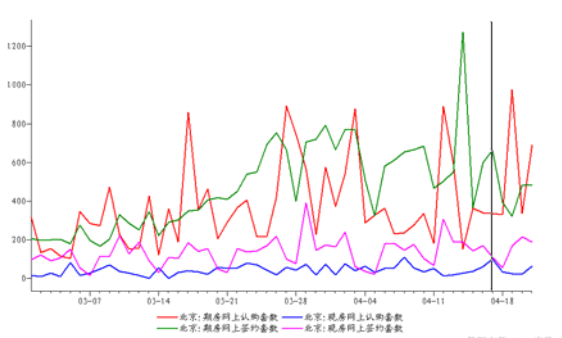
图 15 上海地产销售情况



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 16 北京地产销售情况



数据来源: Wind 资讯

图 17 深圳地产销售情况

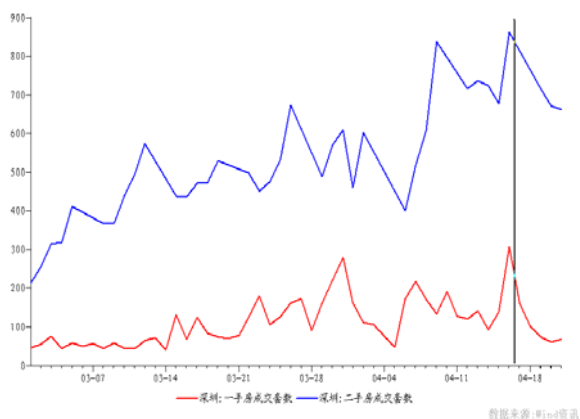
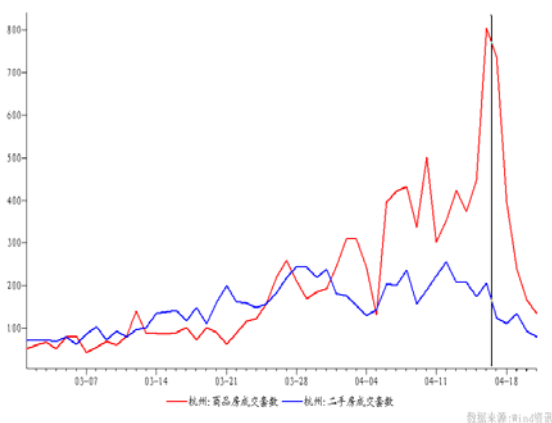


图 18 杭州地产销售情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 19 南京地产销售情况

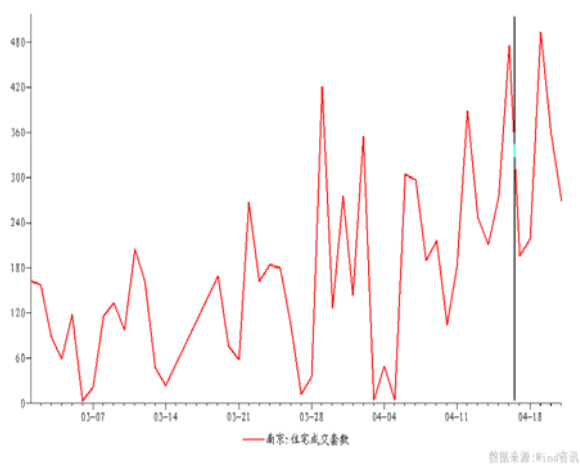
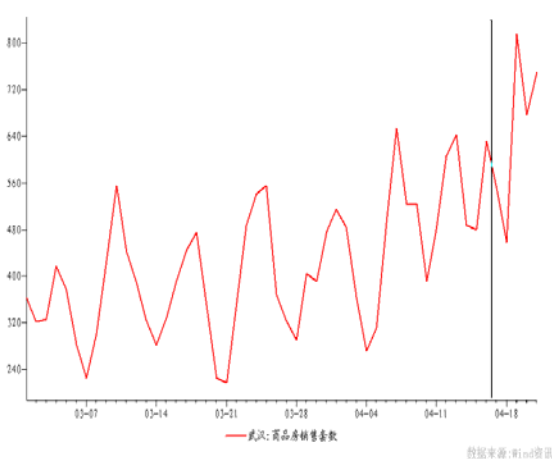


图 20 武汉地产销售情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 21 重庆地产销售情况

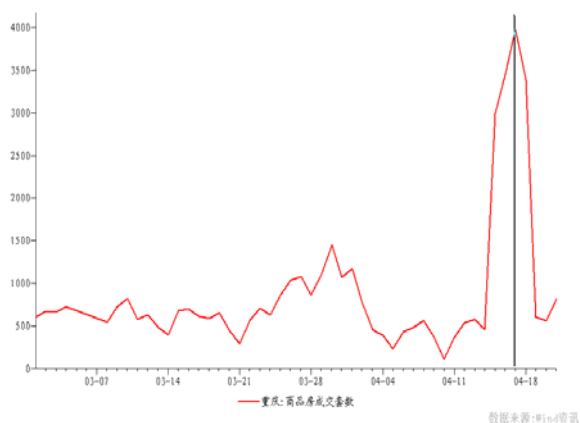
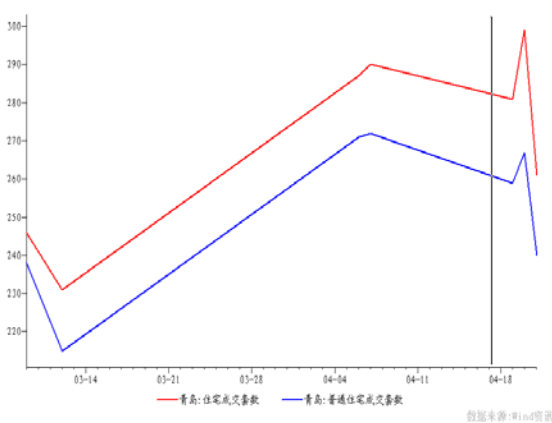


图 22 青岛地产销售情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

### 三、前景不容乐观&行业盈利分化：来自基本面的支撑有多强？

上市公司年报和一季报中透露出总体盈利前景不容乐观和行业盈利分化的重要信息，而且这也可以从宏观层面的工业增加值和投资数据得到验证。总体而言，上市公司业绩虽然延续增长态势，但没有超预期因素出现；业绩对估值虽有支撑，不过缺乏总体推动力；而数据中透露出未来业绩增长乏力的迹象使得业绩对估值的支撑存在弱化风险。

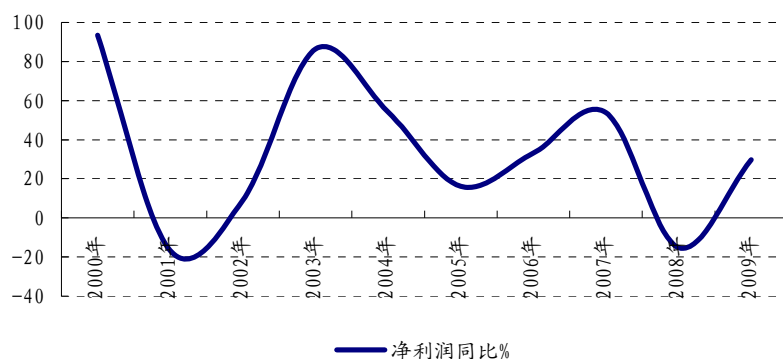
#### 1、总体盈利前景并不乐观

##### ■ 基于年报和一季报的分析

截至4月21日，沪深两市共有1448家上市公司公布了2009年年报，并有306家上市公司公布了2010年一季报（其中有20家公司未公布三季报）。通过可比数据分析，2009年上市公司净利润同比增速约为30%，并没有超预期因素出现。虽然四季度和一季度上市公司单季净利润同比增速都超过200%，但由于受金融危机影响，2008年四季度和2009年一季度同期基数很低，同比增速并不能很好地说明问题。从净利润环比增速来看，虽然一季度净利润环比增长15%，但由于样本公司较少，尚不足以说明问题，而四季度32%的环比降速却能够说明后期业绩增长乏力的困境。这从盈利能力指标也可以得到验证，全部A股上市公司的净资产收益率和毛利率都出现一定的下滑苗头。

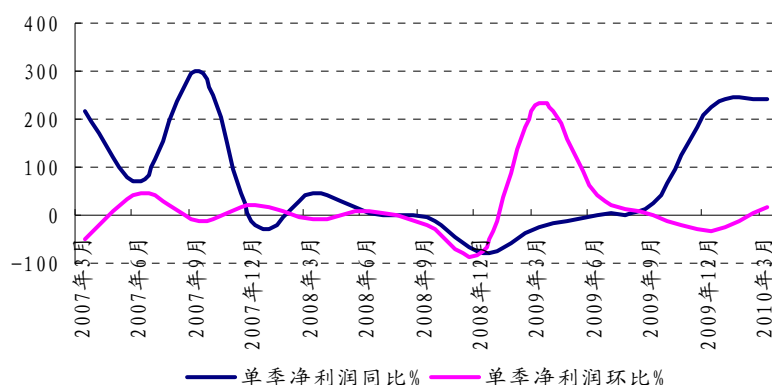
通过对年报和一季报的分析，总体而言，上市公司业绩虽然延续增长态势，但没有超预期因素出现，上市公司的业绩对估值虽有支撑，不过缺乏总体推动力。而且数据中透露出未来业绩增长乏力的迹象，未来业绩对估值的支撑存在弱化风险。

图 23 全部 A 股年度净利润同比增速



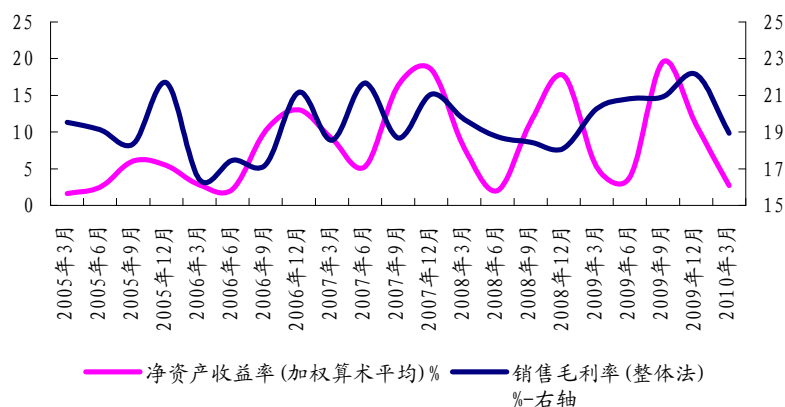
数据来源：Wind，上海证券研究所

图 24 全部 A 股单季净利润同比与环比增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 25 全部 A 股净资产收益率和销售毛利率



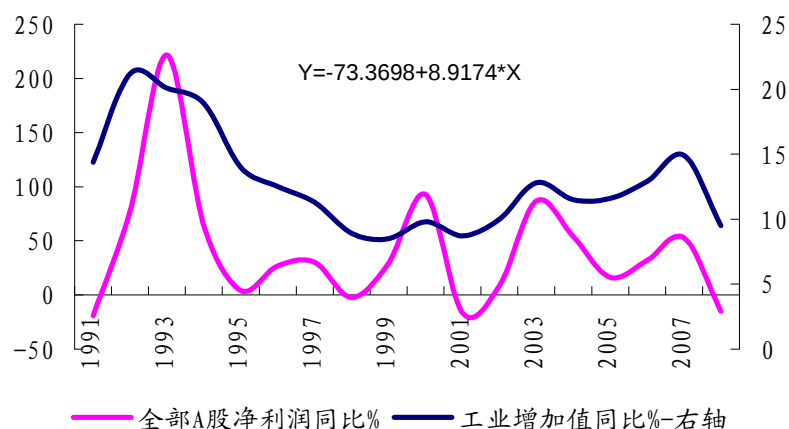
数据来源: Wind, 上海证券研究所

## ■ 基于宏观数据的分析

上述从年报和一季报透露出的整体业绩前景不容乐观的信息也能够从宏观层面的数据得以反映。我们在此前的多次报告和春季投资策略报告中都曾论述过，根据今年规模以上工业增加值增长 11% 的目标，2010 年全部 A 股净利润同比增速约为 24%。目前市场超过 30% 的盈利预期有些偏乐观，后期存在盈利预期下调的风险。

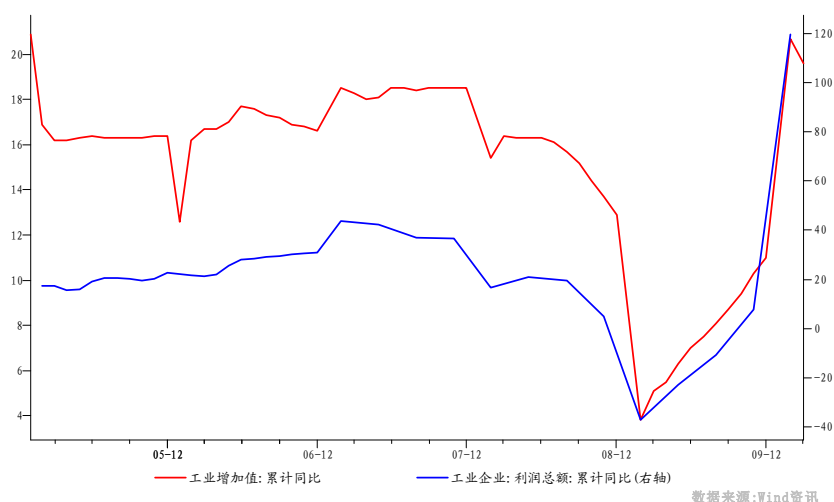
另外，虽然今年前两个月工业企业利润的累计同比增速达到了 120%，但随着工业增加值增速的高位回落，工业企业利润增速的下滑在所难免。宏观层面工业企业利润增速的回落反映在 A 股市场当中就是上市公司业绩的下滑。基于宏观层面工业增加值数据的分析进一步验证了总体盈利前景不容乐观的判断。

图 26 全部 A 股净利润与工业增加值增速正相关



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 27 工业增加值与工业企业利润增速走势相关



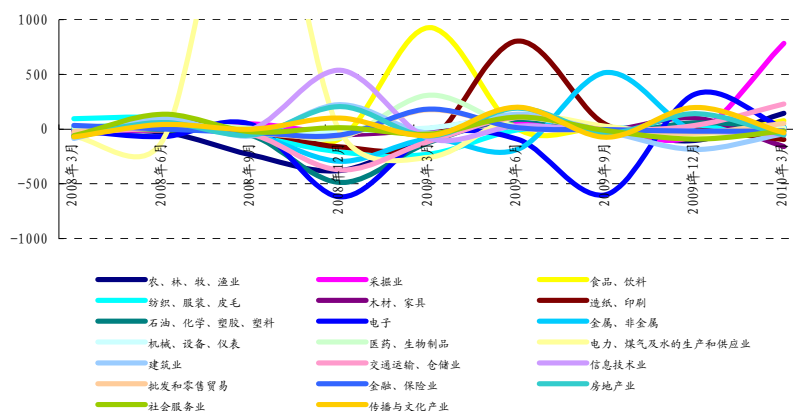
数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 2、行业盈利出现分化

### ■ 基于年报和一季报的分析

除总体业绩前景不乐观外, 年报和一季报还透露出行业盈利分化的重要信息。我们根据已经公布的年报和一季报, 分别考察了各行业单季的净利润和毛利率情况。综合考虑当前业绩和未来盈利能力, 纺织、服装、皮毛制造业、电子制造业和金属、非金属制造业的业绩前景较好, 而木材、家具制造业、电力、煤气及水的生产和供应业和社会服务业的业绩前景欠佳。

图 28 分行业的净利润增长情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 1 分行业的净利润环比增长情况

| 项目       | 行业                                                             |
|----------|----------------------------------------------------------------|
| 连续两个季度增长 | 纺织、服装、皮毛制造业; 石油、化学、塑胶、塑料制造业; 电子制造业; 交通运输、仓储业                   |
| 一个季度增长   | 批发和零售贸易业; 机械、设备、仪器、仪表制造业; 金属、非金属制造业; 食品、饮料制造业; 采掘业; 农、林、牧、渔业   |
| 一个季度下滑   | 传播与文化产业; 房地产业; 木材、家具制造业                                        |
| 连续两个季度下滑 | 造纸、印刷制造业; 医药、生物制品制造业; 电力、煤气及水的生产和供应业; 建筑业; 信息技术业; 金融保险业; 社会服务业 |

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 2 分行业的毛利率提升情况

| 项目       | 行业                                                    |
|----------|-------------------------------------------------------|
| 连续两个季度提升 | 纺织、服装、皮毛制造业; 电子制造业; 金属、非金属制造业; 医药、生物制品制造业; 建筑业; 信息技术业 |
| 一个季度提升   | 农林牧渔业; 机械、设备、仪器、仪表制造业; 批发和零售贸易业; 房地产业; 传播和文化产业        |
| 一个季度下滑   | 食品、饮料制造业; 造纸、印刷制造业; 石油、化学、塑胶、塑料制造业; 交通运输、仓储业          |
| 连续两个季度下滑 | 采掘业; 木材、家具制造业; 电力、煤气及水的生产和供应业; 社会服务业                  |

数据来源: Wind, 上海证券研究所

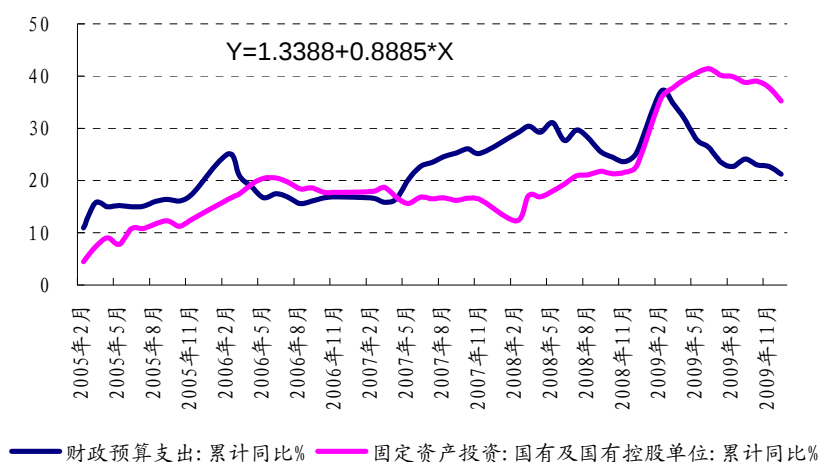
## ■ 基于宏观数据的分析

我们在春季投资策略报告中指出，根据预算草案，2010 年的财政预算支出增速将下滑约 10 个百分点至 11.3%。对应于减速的预算支出，2010 年的国企固定资产投资增速将降至约 11%，城镇固定资产投资增速将降至约 25%。这意味着民间投资的增速在今年有望提高。

根据人民银行发布的《2010 年一季度中国宏观经济形势分析》报告，一季度我国民间投资增速加快，并自 2009 年以来首次超过国有及国有控股投资增速。一季度，我国民间投资（非国有及国有控股投资）增长 30.4%，比前两个月高 4.3 个百分点，创出 2008 年 12 月以来累计增速的新高；而同期总的固定资产投资增速下滑 4.1 个百分点，国有及国有控股单位投资增速下滑 14.1%。

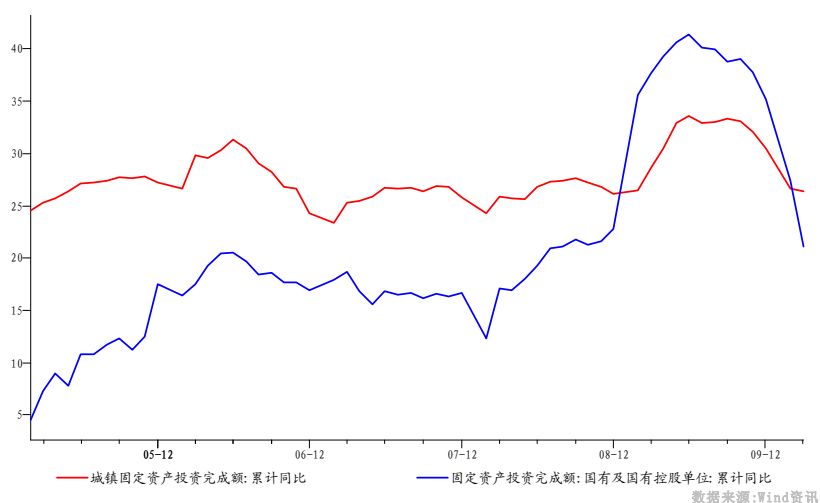
经济结构调整的一个重大变化是固定资产投资增速的下滑，尤其是国有投资增速的下滑更甚。从净利润、营业收入和毛利率三个角度，我们考察了投资（尤其至国企投资）增速下滑对二级子行业业绩的影响。通过数据分析发现，业绩不受投资（尤其是国企投资）增速下滑影响的行业主要包括：金属新材料、化工新材料、电气设备、通信设备、网络服务、显示器件、化学制药、航运、电力、港口、高速公路和酒店，大多数涉及战略性新兴产业。由此可知，投资增速下滑有助于提升新兴产业的吸引力。基于宏观层面投资数据的分析进一步验证了行业盈利分化的判断。

图 29 财政预算支出与国企固定资产投资增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 30 国企投资增速回落速度快于总投资增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 四、启动伊始效应尚待考验：来自股指期货的影响有多大？

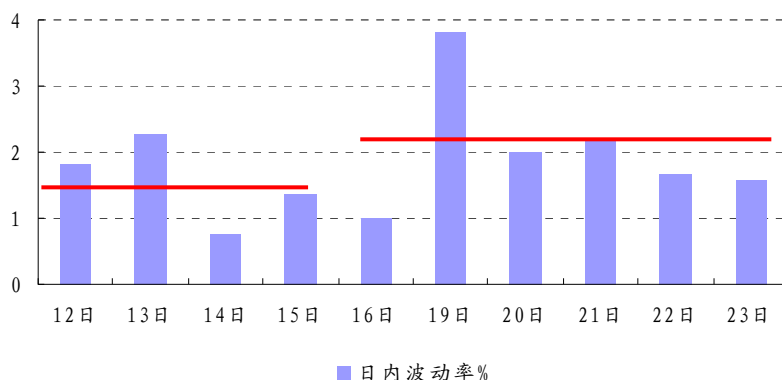
从上市首周的表现看，之前期待的股指期货对现货市场的“熨平效应”并没有得到发挥，期指市场浓重的投机氛围反而加剧了股指的波动性，并对股市产生了助涨助跌的作用。虽然基差的收窄和公募基金等机构“主力军”的介入有助于后期期指效应的显现，但在伊始阶段还有待观察。在政策面存在“定点调控”压力以及基本面存在估值支撑弱化风险的情况下，股指期货对现货市场的助跌作用尤其值得引起投资者警觉。

### 1、交易首周股市波动加剧

根据海外市场的经验，股指期货推出后，股票市场的波动性呈现下降趋势，这也成为国内期待利用股指期货“熨平”股票市场高波动性的重要原因。

但从股指期货上市首周的表现来看，这种期待有所落空，股票市场的波动性并没有得到改善，反而出现一定程度的恶化。通过计算股指期货上市前后几个交易日股票市场的日间波动率发现，股票市场平均日间波动率由股指期货上市前的 1.5% 上升至股指期货上市后的超过 2%，市场波动性不降反升。这其中当然有股指期货推出时遭遇地产调控政策出台导致股市出现大幅调整的原因，但往往就是在这种震荡市中才能体现出股指期货的稳定作用，而从首周的表现来看，股指期货在降低波动性方面的作用不免有些让人失望。

图 31 期指上市首周股市日内波动加剧



数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 2、股指期货对现货市场助涨助跌

根据海外市场经验,股指期货对现货市场“熨平效应”的另一重要体现就是可以避免股市暴涨暴跌,使市场运行更加平稳。作为风险对冲工具,参与股指期货的多空双方可以平等地表达市场预期:在股市非理性上涨时,投资者能够通过股指期货做空来平衡股价;在股市非理性下跌时,又能通过期货做多给予市场支撑。

但从国内股指期货上市首周的表现来看,这一“熨平效应”也没有很好地体现出来,股指期货反而对股票市场产生了助涨助跌的作用。通过对上周首周内每分钟高频交易数据进行分析,发现股指期货合约与沪深300指数之间具有很强的正相关性,两者的相关系数高达0.95,而且每个交易日内两者间也具有很强的正相关性,相关系数分别为0.98、0.70、0.94、0.94和0.91。这说明股指期货合约与股票市场标的指数之间的运行趋势是高度一致的。

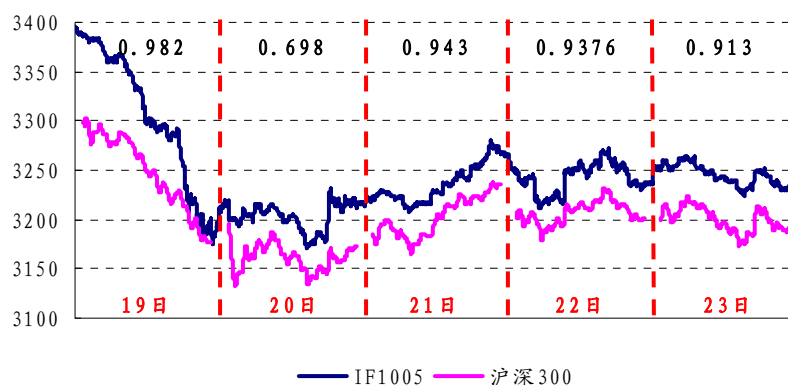
进一步地,我们运用格兰杰因果检验的方法对上述高频数据进行因果检验后发现,股指期货合约是沪深300指数变动的原因,而沪深300指数不是股指期货合约变动的原因。结合两者之间高度的正相关关系,也就是说,股指期货合约的变动能够导致股票市场标的指数发生同方向变动。综合考虑以上对于股票市场日内波动率的分析,上市首周股指期货在一定程度上对股票市场产生了助涨助跌的作用,人们期待的“熨平效应”并没有得到体现。

表 3 股指期货与沪深 300 指数的因果检验

| 原假设                 | 观测值  | T 统计量   | P 值    | 结论    |
|---------------------|------|---------|--------|-------|
| 沪深 300 指数不是期指变动的的原因 | 1206 | 1.3892  | 0.2497 | 接受原假设 |
| 期指不是沪深 300 指数变动的的原因 | 1206 | 21.7603 | 0.0000 | 拒绝原假设 |

数据来源：上海证券研究所

图 32 上市首周期指对股指助涨助跌



数据来源：Wind，上海证券研究所

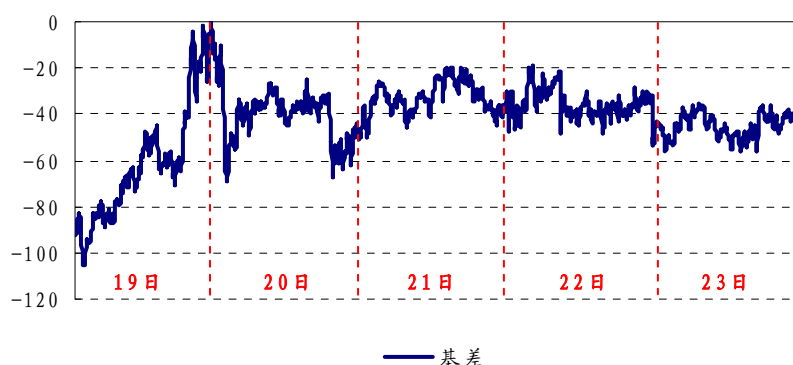
### 3、期指收窄有利后续效应发挥

股指期货上市首周效用发挥欠佳的原因或许与参与交易主体的投资行为有很大关系。上市首日股指期货与标的指数走出了相反的走势，而且两者之间存在巨大的基差，这表明参与股指期货交易的主体主要是投机者。

现货市场与期货市场间巨大的基差显然带来了套利机会，随着套利者的涌入，套利交易使得 5 月合约与沪深 300 指数间的基差迅速收窄。

4 月 23 日，证监会公布新规允许公募基金和券商进入股指期货市场参与交易，这将改变目前以个人投资者和私募基金为主的博弈格局。随着基差的迅速收窄，一方面，套利交易的空间缩窄，另一方面，证监会明确券商自营业务必须以套期保值为主，而公募基金也被要求必须以套期保值为目的，这样一来，随着“主力军”的进场，套期保值将成为未来股指期货的主要交易模式，股指期货的“熨平效应”在后期有望逐渐发挥。

图 33 上市首周基差迅速收窄



数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 五、市场趋势判断：震荡格局中的结构性机会

经济“过热”和通胀风险导致的趋紧性政策调控将延续，来自政策面的压力仍将存在，但货币政策退出实际步伐放缓引发的趋势性压力有所减弱，对市场影响最大的当属“定点调控”下的加息和地产政策，尤其是地产政策。在紧锣密鼓地超预期调控之后，地产政策将会进入到阶段性的观察期，但消息面仍会不断对市场带来压力。上市公司的年报和一季报既反映出基本面对估值有支撑，也透露出未来存在总体业绩下滑导致的估值弱化风险以及行业盈利分化的重要信息，而这也能够从宏观数据当中得到印证。股指期货在启动伊始并没有发挥出应有的“熨平效应”，反而对现货市场形成助涨助跌，政策面的压力和基本面的风险可能通过期指加剧股市的波动。在政策调控的背景下，经济“过热”的另一重要后果——结构失衡——将导致战略性新兴产业发展、产业整合和区域经济发展等经济结构调整进程的加速。综上所述，我们对于 5 月份 A 股市场的趋势判断是：震荡格局中仍存结构性机会。

## 六、投资策略及行业配置建议

### 1、投资策略：防御中寻找结构性机会

基于对 5 月份 A 股市场震荡格局中仍存结构性机会的市场趋势判断，在投资策略方面，我们建议在防御中寻找结构性机会。一方面采用防御策略规避由于政策面和基本面变化可能出现的系统性风险，另一方面灵活积极地寻找和布局以经济结构调整为主的结构性投资机会。

## 2、行业估值趋势

表 4 各行业市盈率及与沪深 300 指数市盈率比较

| 指数        | 各行业市盈率 (TTM, 剔除负值) |       |       | 与沪深 300 指数市盈率偏离度 |      |      |
|-----------|--------------------|-------|-------|------------------|------|------|
|           | 历史均值               | 标准差   | 现值    | 历史均值             | 标准差  | 现值   |
| 农林牧渔      | 47.35              | 17.43 | 45.36 | 1.81             | 0.27 | 2.51 |
| 采掘        | 30.27              | 15.21 | 19.69 | 1.10             | 0.24 | 1.09 |
| 化工        | 29.08              | 13.96 | 22.00 | 1.09             | 0.24 | 1.22 |
| 黑色金属      | 19.08              | 10.10 | 26.30 | 0.73             | 0.37 | 1.46 |
| 有色金属      | 37.52              | 17.58 | 48.47 | 1.46             | 0.67 | 2.68 |
| 建筑建材      | 40.18              | 14.00 | 21.40 | 1.55             | 0.23 | 1.18 |
| 机械设备      | 38.97              | 16.18 | 37.02 | 1.46             | 0.27 | 2.05 |
| 电子元器件     | 45.99              | 14.03 | 66.74 | 1.83             | 0.47 | 3.69 |
| 交运设备      | 31.77              | 11.56 | 24.74 | 1.23             | 0.27 | 1.37 |
| 信息设备      | 45.33              | 17.38 | 38.87 | 1.74             | 0.27 | 2.15 |
| 家用电器      | 33.23              | 10.85 | 24.94 | 1.30             | 0.29 | 1.38 |
| 食品饮料      | 40.69              | 14.20 | 36.61 | 1.62             | 0.40 | 2.03 |
| 纺织服装      | 35.28              | 12.06 | 34.97 | 1.36             | 0.22 | 1.94 |
| 轻工制造      | 36.91              | 13.87 | 33.54 | 1.41             | 0.26 | 1.86 |
| 医药生物      | 45.03              | 15.70 | 41.80 | 1.74             | 0.22 | 2.31 |
| 公用事业      | 29.92              | 8.56  | 30.57 | 1.21             | 0.39 | 1.69 |
| 交通运输      | 34.00              | 14.11 | 28.62 | 1.28             | 0.26 | 1.58 |
| 房地产       | 46.20              | 21.36 | 22.13 | 1.69             | 0.27 | 1.22 |
| 金融服务      | 33.79              | 15.17 | 14.36 | 1.26             | 0.27 | 0.79 |
| 商业贸易      | 42.14              | 15.54 | 38.55 | 1.60             | 0.19 | 2.13 |
| 餐饮旅游      | 56.16              | 17.56 | 56.32 | 2.21             | 0.48 | 3.12 |
| 信息服务      | 46.50              | 22.60 | 57.67 | 1.73             | 0.44 | 3.19 |
| 综合        | 60.44              | 16.64 | 48.25 | 2.42             | 0.55 | 2.67 |
| 沪深 300 指数 | 26.63              | 10.45 | 18.07 | -                | -    | -    |

数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 3、行业配置策略

5 月份的行业配置主要遵循防御性和结构性两条主线:

### ■ 防御性主线

推荐传统型的防御行业: 医药行业。

### ■ 结构性主线

经济结构调整相关行业: 电力设备 (包括节能减排设备)、IT 设备及服务、电子元器件和文化传播行业;

通胀相关行业: 农林牧渔和煤炭行业, 适当关注有色金属行业;

主题投资: 产业整合和区域经济。

### ■ 建议超配行业

医药、电力设备、IT 设备及服务、电子元器件、文化传播、餐饮旅游和农林牧渔行业。建议低配行业：房地产、钢铁和建筑建材行业。不过仍然建议关注在政策进入阶段性观察期后低配行业可能出现的波段性反弹机会，尤其是保障性住房建设计划出台对建筑建材行业的刺激效应。

表 5 上海证券研究所最新行业配置评级

| 行业分类      | 配置评级 | 理 由                                                                                      |
|-----------|------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 医药生物      | 超配   | 随着事件性因素的消退，医药生物行业短期估值优势减弱，但我们看好具有新药专利和中医药优势的龙头企业。                                        |
| 电力设备      |      | 预计电力行业净利润增速继续加大；电网投资加快，电力设备行业利润环比好转。                                                     |
| IT 设备及服务  |      | IT 设备和服务是 2010 年增长潜力最大的行业，短期的调整更加行业的估值优势，建议继续超配。                                         |
| 电子元器件     |      | 我们看好电子元器件行业在 2010 年的行业增长空间。                                                              |
| 餐饮旅游      |      | 在全国范围内明确提出将旅游业培育成国民经济的支柱产业的提法，对整个旅游业的发展将起到非常积极的作用。未来旅游行业的业绩弹性将显著增加。                      |
| 文化传播      |      | 受益于经济结构转型、新型消费提升等，在政策驱动下未来发展空间广阔。                                                        |
| 农林牧渔      |      | 旱情对多数农产品行情的支撑有限，农业公司估值虽变得缺乏吸引力，但受益于消费复苏进程，以及通胀预期将会为行业带来显著交易性机会。                          |
| 煤炭        | 标配   | 通胀预期以及煤炭价格与石油价格的回升使得煤炭行业短期存在提升空间。                                                        |
| 机械设备      |      | 2010 年机械设备行业尤其是专用机械设备行业依然具有增长空间，我们看好受益于基础设施建设、且具有扩张潜力的龙头企业。                              |
| 化肥、农药     |      | 惠农政策以及季节性农资需求的提升，石化行业中化肥、农药类公司存在业绩推动的估值上升动力。                                             |
| 商业贸易      |      | 随着出口复苏以及季节性消费的增长，商业零售、出口贸易在短期将获得业绩增长预期带来的估值动力。                                           |
| 交通运输      |      | 随着季节性因素推动，以及 2010 年物流业的增长，防御性特征较强的交通运输行业存在比较估值优势。此外，对城镇一体化建设的政策推动，区域交通类公司将会受益，存在长期的利好推动。 |
| 轻工制造、纺织服装 |      | 轻工制造和纺织服装行业在出口复苏下的业绩逐步回升，未来的不缺性在于人民币升值对业绩的影响。                                            |
| 家用电器      |      | 我们继续看好“家电下乡”、“以旧换新”和“节能产品惠民工程”等政策将在 2010 年继续得到推广，因经过 2009 年下半年的大幅上涨，短期估值较高。              |
| 有色金属      |      | 虽缺乏估值推动力，但未来的通胀预期及美元近期高位震荡提升行业吸引力。                                                       |
| 汽车        |      | 政策扶持效应趋弱，景气周期有从高点下滑趋势，政策优惠措施或出                                                           |

金融（银行、  
保险、证券）

现结构性调整。

虽然板块相对估值仍具优势，但与地产行业相关性较强，且银行业不良资产风险仍存。

建筑建材

关注房地产新开工面积和房地产投资的变化，以及产业政策出台的具体情况。

钢铁

低配

地产调控以及铁矿石涨价将给行业运行带来较大不利因素。

房地产

房地产调控政策还未结束，房地产市场交易量急剧萎缩，行业趋势有下行风险。

资料来源：上海证券研究所

## 4、5 月份重点推荐股票组合

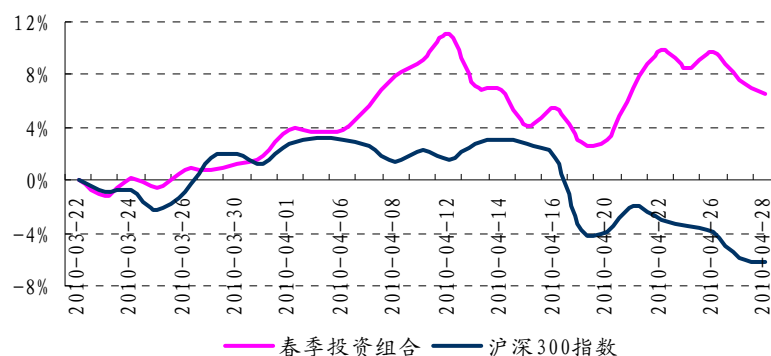
### ■ 5 月份推荐投资组合

鉴于对市场和行业配置的判断，并根据我们的春季投资策略报告，我们构建了 5 月份投资组合，分别是：亚宝药业（600351）、思源电气（002028）、双良股份（600481）、泰豪科技（600590）、光迅科技（002281）、太极股份（002368）、天威视讯（00238）、中青旅（600138）、敦煌种业（600354）和盘江股份（600395）。

### ■ 春季投资组合表现跟踪

第二季度我们在上海证券 2010 年重点关注股票池的基础上构建了 10 只股票的投资组合，分别是：同洲电子（002052）、光迅科技（002281）、焦点科技（002315）、思源电气（002028）、荣信股份（002123）、宁波韵升（600366）、双良股份（600481）、鑫富药业（002019）、中天城投（000540）和光大证券（601788）。截至 4 月 28 日表现明显强于市场整体水平，并继续看好其后期表现。

图 34 2010 年春季投资组合表现



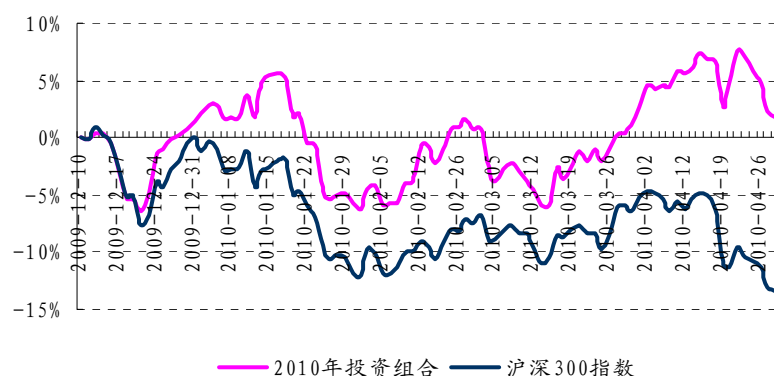
数据来源：Wind，上海证券研究所

### ■ 2010 年上海证券投资组合表现跟踪

我们基于 2010 年“关注新的经济增长极、新的驱动力”的投资

策略，推出了 2010 年 A 股投资组合，其中包括：中国平安(601318)、神火股份（000933）、华峰氨纶（002064）、特变电工（600089）、川大智胜（002253）、徐工机械（000425）、鄂武商 A（000501）、恒瑞医药（600276）、大秦铁路（601006）、拓维信息（002261）。截至 4 月 28 日，上海证券 2010 年推荐的投资组合总体优于市场表现，我们继续维持年度投资组合，并看好其未来的表现。

图 35 2010 年上海证券研究所投资组合表现



数据来源：Wind，上海证券研究所

## 七、2010 年上海证券重点关注股票

表 6 2010 年上海证券重点关注股票池( 单位：元)

| 序号 | 证券代码   | 证券名称 | 行业           | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 投资评级 |
|----|--------|------|--------------|-------|-------|-------|------|
| 1  | 000969 | 安泰科技 | 其他制造业        | 0.34  | 0.40  | 0.95  | 跑赢大市 |
| 2  | 600425 | 青松建化 | 非金属矿物制品业     | 0.33  | 0.60  | 0.90  | 跑赢大市 |
| 3  | 600019 | 宝钢股份 | 黑色金属冶炼及压延加工业 | 0.37  | 0.31  | 0.51  | 跑赢大市 |
| 4  | 002149 | 西部材料 | 有色金属         | 0.21  | 0.17  | 0.44  | 跑赢大市 |
| 5  | 600219 | 南山铝业 | 有色金属         | 0.48  | 0.37  | 0.50  | 跑赢大市 |
| 6  | 601958 | 金钼股份 | 有色金属         | 0.87  | 0.24  | 0.46  | 跑赢大市 |
| 7  | 600888 | 新疆众和 | 有色金属         | 0.28  | 0.51  | 0.58  | 跑赢大市 |
| 8  | 000933 | 神火股份 | 煤炭           | 1.53  | 0.87  | 1.29  | 跑赢大市 |
| 9  | 601699 | 潞安环能 | 煤炭           | 2.48  | 2.16  | 2.61  | 跑赢大市 |
| 10 | 000983 | 西山煤电 | 煤炭           | 1.44  | 1.08  | 1.25  | 跑赢大市 |
| 11 | 002064 | 华峰氨纶 | 化纤           | 0.44  | 0.30  | 0.76  | 超强大市 |
| 12 | 002215 | 诺普信  | 农药           | 0.60  | 0.72  | 0.96  | 超强大市 |
| 13 | 600141 | 兴发集团 | 化肥           | 1.17  | 0.58  | 0.88  | 超强大市 |
| 14 | 600089 | 特变电工 | 电力设备         | 0.53  | 0.90  | 1.18  | 跑赢大市 |
| 15 | 002028 | 思源电气 | 电力设备         | 0.79  | 2.05  | 1.04  | 跑赢大市 |
| 16 | 002123 | 荣信股份 | 电力设备         | 0.58  | 0.88  | 1.23  | 跑赢大市 |
| 17 | 600517 | 置信电气 | 电力设备         | 0.34  | 0.51  | 0.67  | 跑赢大市 |

|    |        |        |           |       |      |      |      |
|----|--------|--------|-----------|-------|------|------|------|
| 18 | 000425 | 徐工机械   | 机械        | 0.20  | 1.83 | 2.34 | 超强大市 |
| 19 | 600815 | 厦工股份   | 机械        | 0.27  | 0.18 | 0.38 | 超强大市 |
| 20 | 600862 | 南通科技   | 机械        | 0.20  | 0.24 | 0.54 | 跑赢大市 |
| 21 | 600118 | 中国卫星   | 航空航天器制造业  | 0.50  | 0.60 | 0.72 | 跑赢大市 |
| 22 | 600038 | 哈飞股份   | 航空航天器制造业  | 0.29  | 0.32 | 0.38 | 跑赢大市 |
| 23 | 600523 | 贵航股份   | 航空航天器制造业  | 0.24  | 0.65 | 0.77 | 跑赢大市 |
| 24 | 600009 | 上海机场   | 交通运输      | 0.45  | 0.38 | 0.54 | 跑赢大市 |
| 25 | 600269 | 赣粤高速   | 交通运输      | 0.94  | 0.47 | 0.51 | 跑赢大市 |
| 26 | 600650 | 锦江投资   | 交通运输      | 0.59  | 0.46 | 0.59 | 跑赢大市 |
| 27 | 002100 | 天康生物   | 食品业       | 0.39  | 0.66 | 0.85 | 跑赢大市 |
| 28 | 600506 | *ST 香梨 | 农业        | -0.78 | 0.10 | 0.19 | 跑赢大市 |
| 29 | 002124 | 天邦股份   | 食品业       | 0.65  | 0.46 | 0.62 | 跑赢大市 |
| 30 | 000568 | 泸州老窖   | 酿酒        | 0.91  | 1.30 | 1.55 | 跑赢大市 |
| 31 | 600519 | 贵州茅台   | 酿酒        | 4.03  | 5.31 | 6.38 | 跑赢大市 |
| 32 | 000869 | 张裕 A   | 酿酒        | 1.70  | 2.04 | 2.46 | 跑赢大市 |
| 33 | 000651 | 格力电器   | 家电、电子     | 1.05  | 1.32 | 1.61 | 跑赢大市 |
| 34 | 000527 | 美的电器   | 家电、电子     | 0.50  | 0.86 | 1.02 | 跑赢大市 |
| 35 | 600690 | 青岛海尔   | 家电、电子     | 0.57  | 0.86 | 1.02 | 跑赢大市 |
| 36 | 600983 | 合肥三洋   | 家电、电子     | 0.34  | 0.69 | 0.93 | 跑赢大市 |
| 37 | 600050 | 中国联通   | 通信及相关设备制造 | 0.93  | 0.31 | 0.40 | 跑赢大市 |
| 38 | 002148 | 北纬通信   | 通信及相关设备制造 | 0.61  | 0.80 | 0.85 | 跑赢大市 |
| 39 | 002281 | 光讯科技   | 通信及相关设备制造 | 0.47  | 0.67 | 0.85 | 跑赢大市 |
| 40 | 002261 | 拓维信息   | 通信及相关设备制造 | 0.79  | 0.86 | 1.20 | 跑赢大市 |
| 41 | 002230 | 科大讯飞   | IT        | 0.47  | 0.56 | 0.79 | 跑赢大市 |
| 42 | 002253 | 川大智胜   | IT        | 0.53  | 0.62 | 0.95 | 跑赢大市 |
| 43 | 002232 | 启明信息   | IT        | 0.26  | 0.35 | 0.64 | 超强大市 |
| 44 | 300024 | 机器人    | IT        | 0.93  | 1.18 | 1.33 | 超强大市 |
| 45 | 601601 | 中国太保   | 保险业       | 0.17  | 0.70 | 0.96 | 跑赢大市 |
| 46 | 601318 | 中国平安   | 保险业       | 0.09  | 1.26 | 1.78 | 跑赢大市 |
| 47 | 600030 | 中信证券   | 证券业       | 1.10  | 1.34 | 1.61 | 跑赢大市 |
| 48 | 600785 | 新华百货   | 零售业       | 0.63  | 1.11 | 1.32 | 跑赢大市 |
| 49 | 000501 | 鄂武商 A  | 零售业       | 0.36  | 0.48 | 0.62 | 跑赢大市 |
| 50 | 600858 | 银座股份   | 零售业       | 0.58  | 0.70 | 0.86 | 跑赢大市 |
| 51 | 000888 | 峨眉山 A  | 旅游业       | 0.09  | 0.31 | 0.51 | 跑赢大市 |
| 52 | 600754 | 锦江股份   | 旅游业       | 0.45  | 0.48 | 0.55 | 跑赢大市 |
| 53 | 002019 | 鑫富药业   | 医药        | 0.22  | 0.24 | 0.27 | 跑赢大市 |
| 54 | 600422 | 昆明制药   | 医药        | 0.10  | 0.18 | 0.29 | 跑赢大市 |
| 55 | 000963 | 华东医药   | 医药        | 0.38  | 0.59 | 0.77 | 跑赢大市 |
| 56 | 600276 | 恒瑞医药   | 医药        | 0.82  | 1.10 | 1.34 | 跑赢大市 |
| 57 | 600648 | 外高桥    | 房地产       | 0.24  | 0.19 | 0.78 | 超强大市 |
| 58 | 000002 | 万科 A   | 房地产       | 0.37  | 0.44 | 0.61 | 跑赢大市 |
| 59 | 000024 | 招商地产   | 房地产       | 0.71  | 1.00 | 1.20 | 超强大市 |

资料来源：上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 李剑峰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定 义                       |
|------|---------------------|---------------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定 义                           |
|------|-------------------|-------------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。