

因时而变

报告日期

2011-01-28

报告关键点：

- 股票估值中枢进入下降趋势；
- 建议以低估值的一线大盘蓝筹、高成长股票作为防御品种；
- 资源板块具备阶段性防御价值。

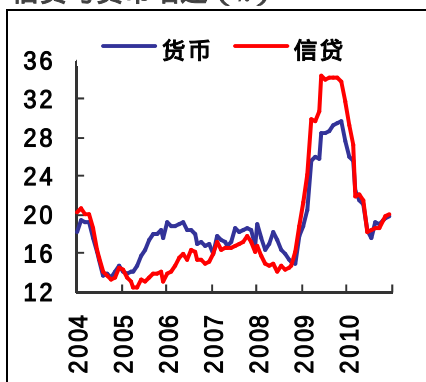
报告摘要：

- 在利率水平抬升、流动性收紧的背景下，我们预期未来指数仍然处于估值下移的大趋势之中。由于银行、地产、交通运输、石油石化等大市值板块的估值水平较低，指数整体下行的空间有限。但个股尤其是对风险溢价高度敏感的高估值、小市值股票，依然具备较大的调整空间。
- 除了大小盘风格的切换，分行业来看，各行业风险溢价也发生了明显的分化。我们否认在正常的景气循环周期中，由高增长高通胀向低增长低通胀切换的背景下，出于对于盈利前景的悲观预期，强周期行业风险溢价上升的更快。比如2004年和2008年政策紧缩周期，使得经济迅速由过热转向冷却，强周期行业的估值调整幅度要显著大于医药、食品饮料、商业零售等板块。
- 但更为现实的问题是，目前的经济状态是否与2004年和2008年有可比性。本轮通货膨胀并没有伴随经济的过热，目前工业增速处于13%的平台，年末固定资产投资增速也已经下降至20%左右。而2004年、2008年进行宏观调控时，工业增加值同比增速在20%的平台，单月固定资产投资增速在30%-40%。由于所处经济周期的位置不同，周期性行业的盈利前景并不一定弱于下游板块。
- 对比2004年，同样是在国外温和复苏、国内宏观调控的背景下，大宗商品价格上涨，煤炭、有色等上游行业实现了超过50%的净利润增长；中游行业受到原材料价格上涨和下游需求下降的双重挤压，业绩下滑甚至亏损；下游行业中除了医药行业的需求相对刚性，其它行业也将受到内需下滑的挑战。
- 目前市场一致预期消费类行业2011年的净利润增速在30%-40%，银行、煤炭等周期性行业的净利润增速在20%以内，从业绩能否实现的角度来看，消费类行业可能比强周期行业更具不确定性。
- 从估值和盈利两个角度来选择防御标的，我们建议首选低估值的一线蓝筹股；其次是自下而上的选择盈利能大幅增长对冲估值下滑的个股；最后在中度通胀中度经济增长的假设下，可以选择一些资源类板块，这类板块的盈利弹性也可以对冲估值的下滑。
- 风险提示：1、如果海外货币政策比我们预期的提早紧缩，资源类股票面临的下跌风险更大。2、国内政策的摆动使得经济预期变得极为悲观。

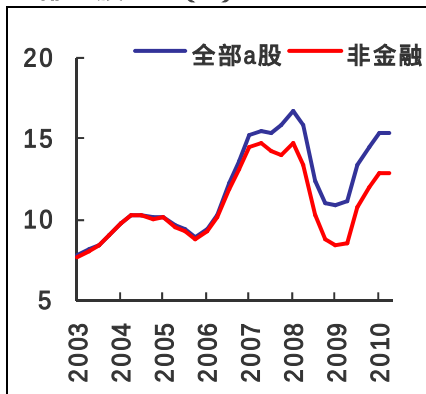
指数表现 (%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	(7.09)	(8.02)
上证综指	(5.56)	(6.76)
上证 50	(5.06)	(5.31)
深成指	(8.84)	(8.71)

信贷与货币增速 (%)



全部 a 股 ROE (%)



范妍

021-68765053

执业证书编号

程定华

021-68766193

执业证书编号

诸海滨

021-68766170

执业证书编号

策略分析师

fanyan@essence.com.cn

S1450210010313

首席策略分析师

chengdh@essence.com.cn

S1450209070222

高级策略分析师

zhuhb@essence.com.cn

S1450208090169

前期研究成果

《敢令东海变桑田——水利专题投资》

2011-01-13

《一元复始 万象更新》

2010-12-31

1. 资金面抽紧

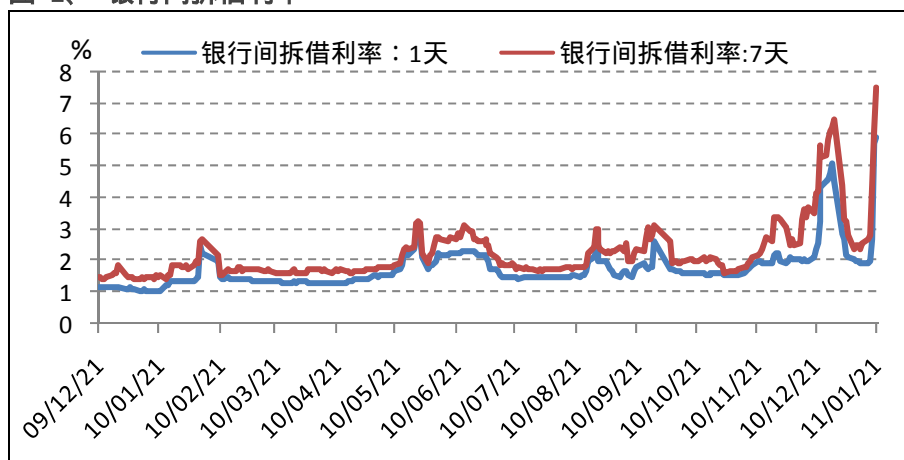
1.1. 无风险收益率和风险溢价抬升

出于对流动性系统性抽紧的担忧，自 1 月 14 日央行选择节前上调存款准备金率开始，我们对于大盘指数的看法再次转向谨慎。

12 月底，银行间拆借利率曾出现过大幅度的上升，当时我们猜测这可能与财政存款没有及时下拨或美元升值背景下热钱回流有关。但是，从 1 月份公布的数据来看，12 月财政存款净减少 9600 亿（2008 年、2009 年 12 月财政存款减少量在 9000 亿-10000 亿），新增外汇占款 4000 亿（2010 年平均月均外汇占款增量在 2700 亿左右），并不能用来解释银行资金面的系统性紧张。从事后来看，当时的银行资金面紧张并不是由季节性、临时性的因素造成的，央行不断上调存款准备金率已经对银行间流动性产生了全面的影响。

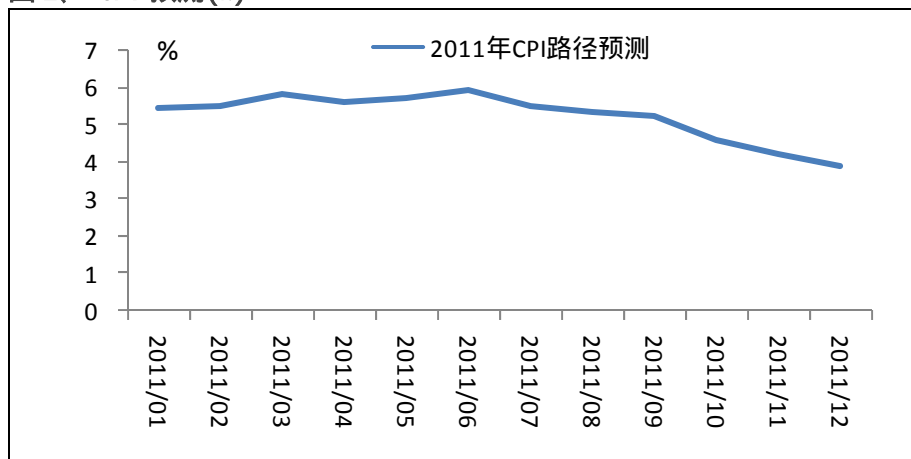
在春节因素以及央行再次上调准备金率的影响下，近期银行 7 天拆借利率的水平再次上升至 7.5% 左右，甚至超过了 2010 年 12 月底的高点（见图 1）。如果按照安信固定收益小组的预测，通货膨胀继续延续目前的轨迹，在 2 季度上升至 5%-6% 的高点（见图 2），那么短期内存款利率以及存款准备金率的上调过程仍然没有结束，无风险收益率处于上升通道。另一方面，政策收缩使得投资者对于经济增长的前景也趋于谨慎，风险溢价水平同时抬升。在两者的影响下，股票的估值中枢处于下降通道之中。

图 1、 银行间拆借利率



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 2、 CPI 预测(%)



数据来源：安信固定收益小组预测

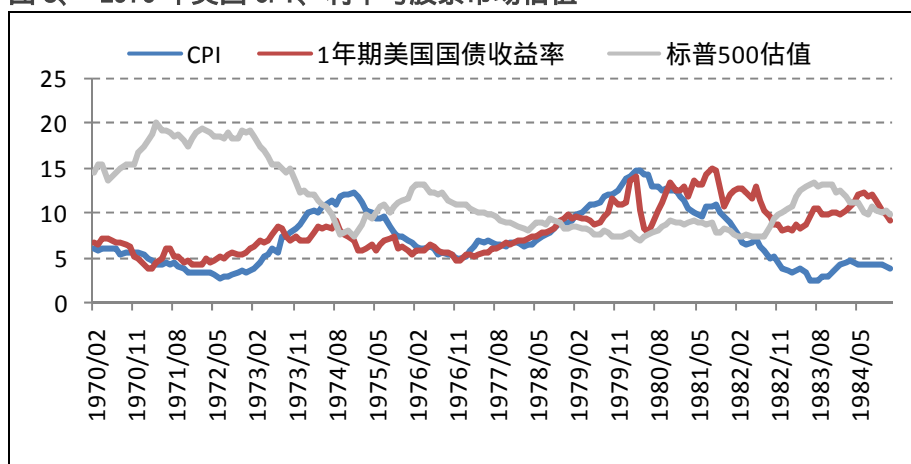
1.2. 估值的底部

市场估值的底部对应着无风险收益率和风险溢价的顶部，风险溢价由通货膨胀的演变路径决定，风险溢价的变化受到政策摆动与经济预期变化的影响，但最终政策的路径也是由通货膨胀的趋势决定。

考虑到本轮通货膨胀有很多外生性的因素，比如结构性的劳动力紧缺、南半球灾难性天气带来的粮食价格上涨以及发达国家经济复苏推高的工业品价格，内生性的政策调控很可能无法逆转这样的趋势。我们认为通货膨胀的演变可能有两种路径：

一种是叠加向上的经济周期，呈现高增长高通胀的格局。如果国内经济进入新一轮增长周期，同时海外经济好转，再加上常态化的灾难性气候，通货膨胀在个别月份甚至有可能达到两位数的水平。在这样的情况下，无风险收益率将大幅度抬升，股票的估值中枢将呈现出剧烈下降。比如美国在 1970 年代末期，通货膨胀一度达到两位数的水平，1 年期国债收益率为 15%，股票的估值中枢由 1970 年代初的 20 下降至 8，除了资源股以外，所有的股票都没有绝对收益。

图 3、 1970 年美国 CPI、利率与股票市场估值

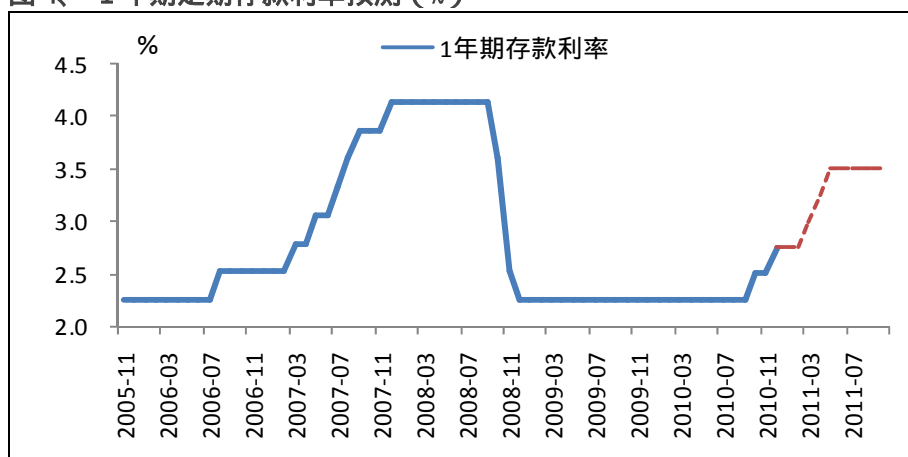


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

另一种情况是温和的经济增长与适度的通货膨胀，这也是我们倾向性的看法。如果通货膨胀的高点在 5%-6% 的区间，我们认为 1 年期定存利率可能上升至 3.5%-4% 左右（见图 4）。

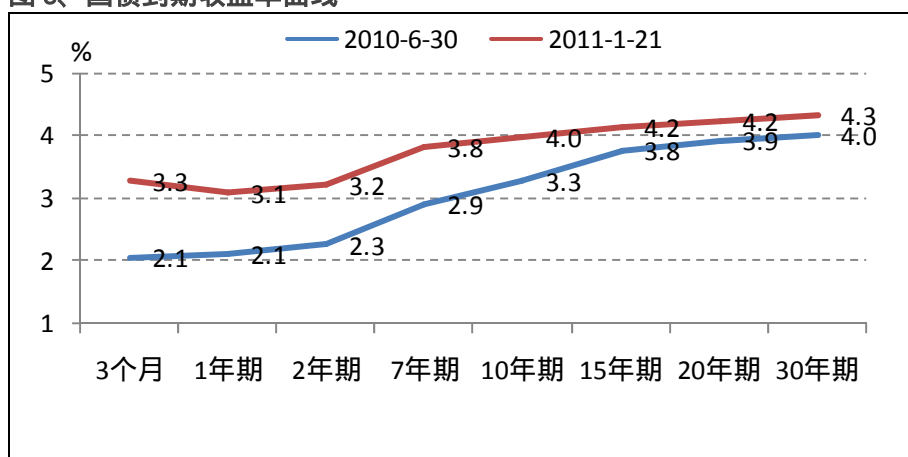
同时，按照安信固定收益小组对于存款准备金率变动的测算，在法定存款准备金率上升至 20%-22% 左右的极端情况下，商业银行可能不再会具有债券配置的新增资金（见《沧海横流，英雄本色——2011 年债券市场策略报告》2010 年 12 月 27 日），国债收益率曲线也将继续上移（见图 5）。随着无风险收益率的上升，我们认为大盘的估值中枢将温和下降，无风险收益率的顶部将对应上证指数估值的底部。

图 4、1 年期定期存款利率预测 (%)



数据来源：安信证券研究中心

图 5、国债到期收益率曲线



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

2. 防御

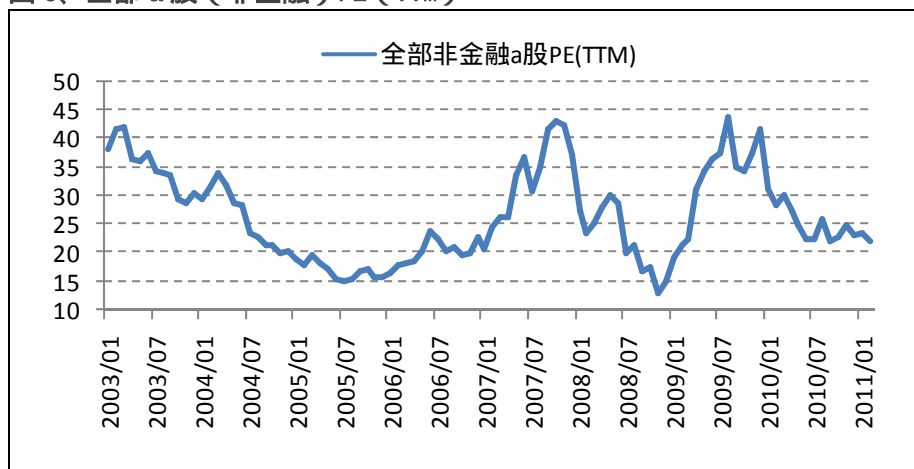
2.1. 成长股与小盘股的分化

在股票估值中枢整体下移的背景下，我们建议降低仓位，同时以低估值的大盘蓝筹股做为防御品种。由于高估值的中小盘、创业板股票对于风险溢价水平变化的敏感性更高，同样是在市场估值中枢整体下移的 2004 年和 2008 年，小盘股整体跑输大市值股票、高估值的股票整体跑输低估值的股票（见图 6-图 8）。

除了低估值的板块，自下而上选择盈利高速增长个股也可能对冲估值下滑的趋势。例如从 2003 年至 2005 年，全部 A 股估值中枢由 40 倍下降至 15 倍，这三年间仍有 15% 左右的股票具有 10% 以上的绝对涨幅，这类股票通常具有相对较低的估值和相对较高的盈利增速。如果用 PEG 指标选择，有 75% 的绝对收益股票 2003 年年初的 PEG 小于 1.2（见图 9）。

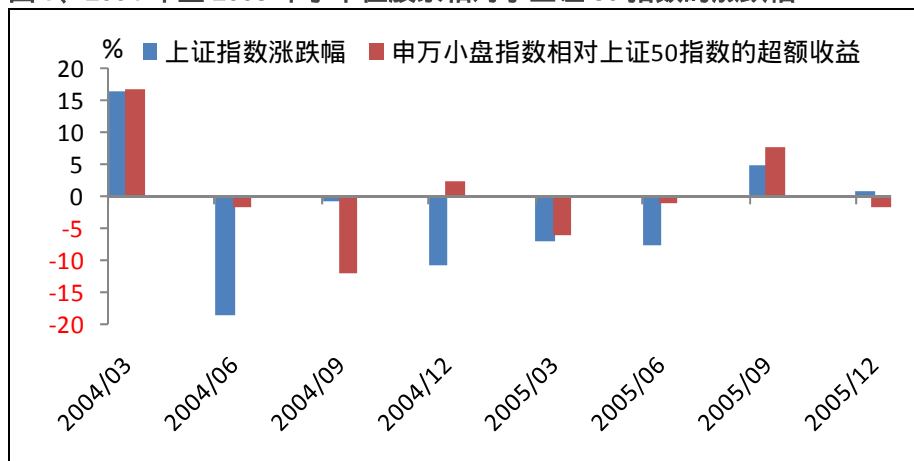
如果将时间距离拉近，仅从 2004 年二季度和三季度两个季度的角度看自下而上的个股机会，当时两个季度内股票市场的估值中枢下降了近 33%，700 多家上市公司中仅有 34 个个股存在 10% 以上的绝对收益，而其中 75% 的股票初始 PEG 小于 0.5（见图 10）。

图 6、全部 a 股（非金融）PE（TTM）



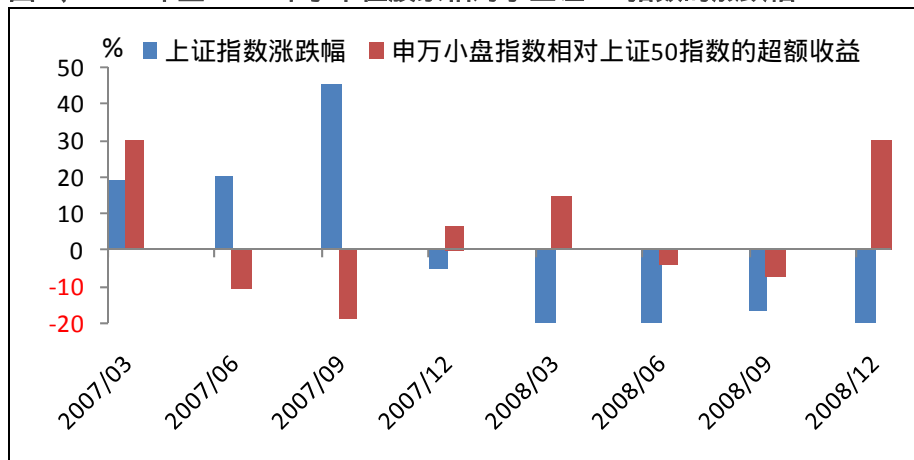
数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 7、2004 年至 2005 年小市值股票相对于上证 50 指数的涨跌幅



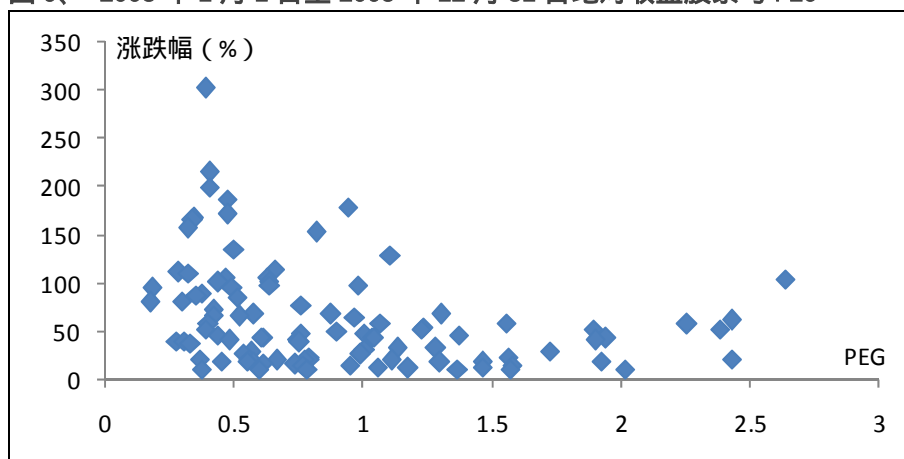
数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 8、2007 年至 2008 年小市值股票相对于上证 50 指数的涨跌幅



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 9、 2003 年 1 月 1 日至 2005 年 12 月 31 日绝对收益股票与 PEG



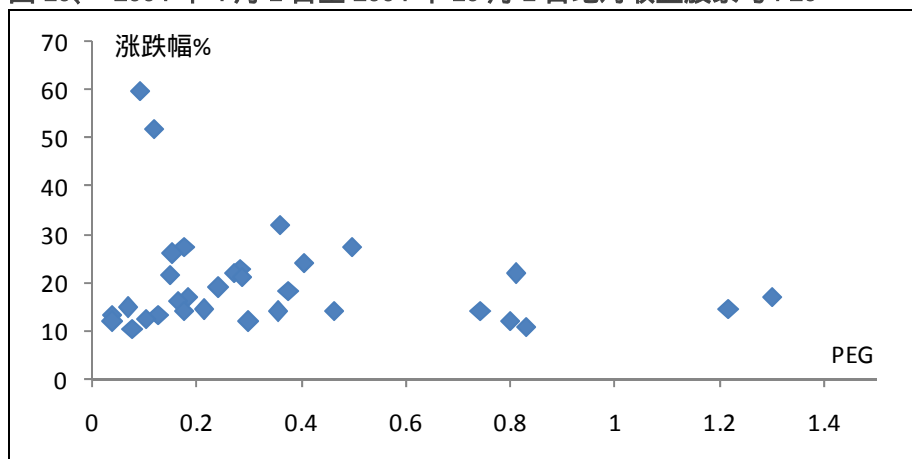
数据来源：WIND, 安信证券研究中心

注：PE=股票 2003 年 1 月 1 日总市值/过去 4 个季度净利润

G=2005 年净利润/2002 年净利润^{1/3}*100-100

涨跌幅=股票 2003 年 1 月 1 日至 2005 年 12 月 31 日涨跌幅

图 10、 2004 年 4 月 1 日至 2004 年 10 月 1 日绝对收益股票与 PEG



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

注：PE=股票 2004 年 4 月 1 日总市值/过去 4 个季度净利润

G=2004 年前 3 季度净利润/2003 年前 3 季度净利润*100

涨跌幅=2004 年 4 月 1 日至股票 2004 年 10 月 1 日涨跌幅

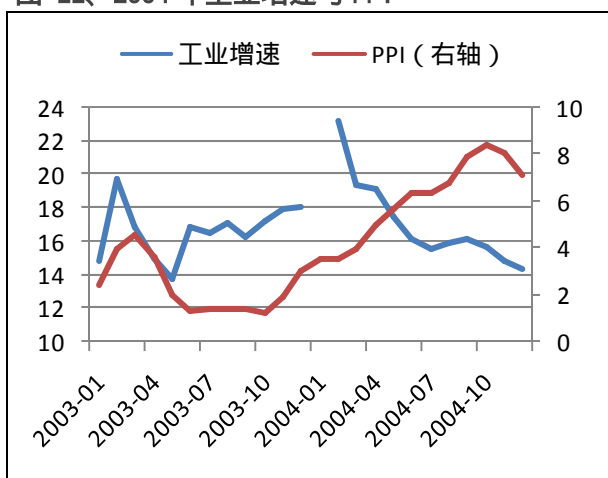
2.2. 行业风险溢价的分化

除了风格的切换，在政策紧缩的背景下，行业的风险溢价也出现了显著的分化。强周期的煤炭、有色等行业在大宗商品价格上涨的预期下估值出现了剧烈的调整。我们不可否认在正常的景气循环周期中，由高增长高通胀向低增长低通胀切换的背景下，弱周期行业比强周期行业具有更佳的防御性。比如 2004 年和 2008 年政策紧缩周期，使得经济迅速由过热转向冷却（见图 11、图 12），医药、食品饮料、商业零售等行业的业绩更具稳定性。

但更为现实的问题是，目前的经济状态是否与 2004 年和 2008 年有可比性。本轮通货膨胀是过去三十年来中国仅见的没有经济过热伴随的通货膨胀。目前的工业增速处于 13% 的平台，年末固定资产投资增速也已经处于 20% 左右的低位。而 2004 年、2008 年 CPI 超过 3% 的水平时，工业增加值同比增速在 20% 左右，单月固定资产投资增速同比增速超过 30%。从微观行业的情况来看，以钢铁、水泥、化工为代表的传统产业在经历了两年多的产能调整之后，盈利也出现了明显的恢复。在十年新旧周期更迭之际，

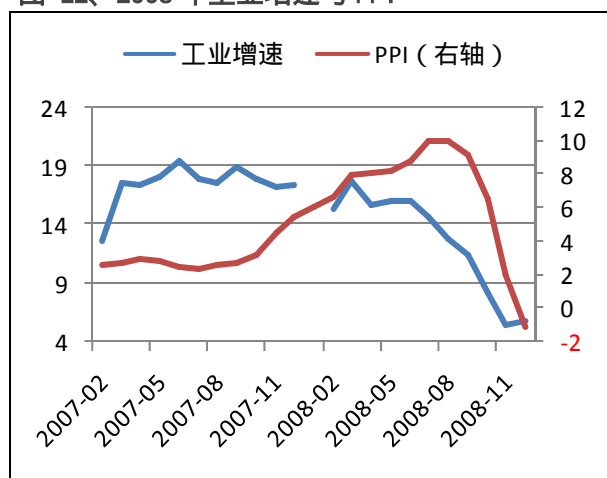
我们预期强周期行业的盈利能力并不一定弱于中上游行业。

图 11、2004 年工业增速与 PPI



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

图 12、2008 年工业增速与 PPI



数据来源：WIND, 安信证券研究中心

退一步来说，2008 年我们同时遭遇了海外的经济衰退，而从欧美目前的状况来看，2011 年欧美的经济至少是温和复苏的。上游资源品的价格是否具备充分的调整空间？

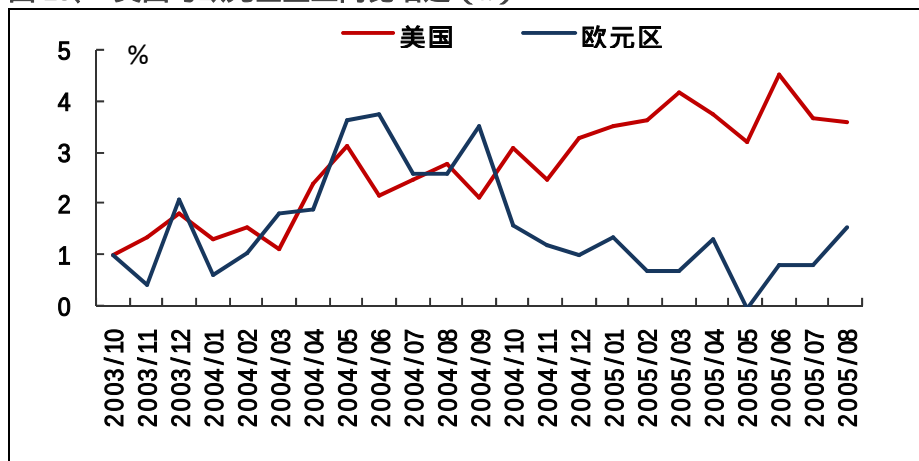
比如在 2004 年，虽然我国的经济出现了大幅度的调整，但当时主要发达国家刚刚从 2000-2003 年的互联网泡沫危机中复苏，大宗商品价格在海外需求的支撑下并没有下跌，反而节节攀高。（见图 13-图 15）

在这样的背景下，即便是我国经济周期向下，上游板块的盈利也不需要过分担心。从 2003 年下半年开始宏观经济调控后，我们可以看到上游板块的盈利能力并没有显著的下降（见表 2），煤炭行业 2004 年上市公司的净利润增速在 100% 以上，有色行业的净利润增速在 60%，显著高于下游行业。

在上游涨价，下游需求紧缩的压力下，除了白电行业，机械、汽车、黑电等中游行业的业绩受到了冲击，有些甚至出现全行业亏损。

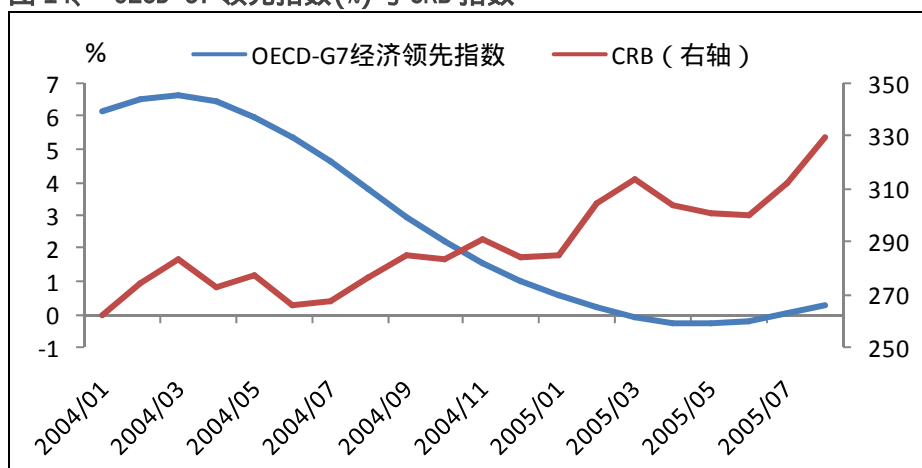
在这样一轮紧缩周期下，业绩相对稳定的防御性板块值的调整要小于上游板块，但在不同的盈利弹性下，煤炭、有色、钢铁等行业的涨跌幅并不比下游板块落后（见表 1）。

图 13、美国与欧元区工业同比增速（%）



数据来源：OECD, 安信证券研究中心

图 14、OECD-G7 领先指数(%)与 CRB 指数



数据来源：OECD, 安信证券研究中心

表 1 2003 年 4 季度至 2005 年 2 季度分行业相对上证指数涨跌幅 (%)

	2003-4Q	2004-1Q	2004-2Q	2004-3Q	2004-4Q	2005-1Q	2005-2Q
上证指数	9.5	16.3	-19.7	-0.2	-9.3	-6.7	-8.5
房地产	-15.7	11.1	-8.5	-0.1	-1.0	-0.5	-3.9
银行	-1.6	-7.4	3.7	2.2	-6.4	2.2	16.6
证券	-8.3	4.3	-6.2	-1.8	-4.0	-22.3	39.3
白电	-10.4	2.7	6.5	0.7	-2.9	-2.7	5.5
黑电	-15.7	8.7	6.1	-19.4	-11.9	-4.9	9.6
建筑建材	-10.9	4.4	-2.5	-5.2	-4.2	-2.0	-3.4
化工	-3.9	5.2	0.1	2.0	-2.3	-0.8	-4.1
机械设备	-12.6	3.5	-4.7	-2.4	-1.5	-2.0	-3.6
汽车整车	-2.9	-15.9	-15.8	-6.5	-15.8	-7.2	10.5
汽车零部件	-20.7	4.7	-2.8	-0.4	-5.9	-0.7	-5.6
轻工制造	-21.1	4.0	-4.5	0.9	0.9	-7.4	0.2
电子元器件	-12.0	14.5	-0.6	-4.4	3.0	-7.6	-6.5
信息设备	-18.6	14.3	-1.6	-3.5	4.0	-3.8	-10.9
电力	8.2	-5.8	3.4	-3.7	-2.9	-4.1	6.6
有色金属	7.2	3.1	-6.4	4.2	-4.2	-0.3	-4.9
黑色金属	14.7	-1.3	-2.0	10.4	1.8	4.5	-4.4
煤炭	20.4	3.1	2.8	11.4	13.0	-1.8	-11.1
零售	-20.1	8.8	0.0	0.5	1.7	-0.7	8.2
餐饮旅游	-26.4	11.6	-6.5	7.6	-0.5	7.6	-1.7
食品饮料	-13.0	3.3	-6.2	9.1	0.0	9.7	7.3
农林牧渔	-16.3	7.2	-6.2	-1.7	-5.1	-3.6	-3.6
医药生物	-19.5	0.7	-3.5	-1.6	1.3	-1.2	1.6
纺织服装	-16.0	1.6	-0.9	2.0	-6.2	-6.4	-5.6
信息服务	-7.8	9.4	-5.6	-0.6	4.7	-7.3	0.5
港口	1.5	-6.8	5.4	15.1	10.7	14.2	0.6
航空	9.1	1.9	-4.7	4.1	16.1	-17.3	-7.5
机场	1.2	2.9	9.0	18.1	9.8	8.3	11.8
高速	-7.1	-7.6	3.9	-3.2	10.0	10.7	8.8
航运	8.3	-0.7	2.5	13.1	-1.5	11.2	-11.8
铁路	-10.6	9.7	-6.6	17.6	-3.5	-2.5	-1.3
物流	203.4	-7.3	27.5	1.0	-5.4	0.6	-16.1

数据来源：WIND, 安信证券研究中心

表 2 2004 年调整时期分行业估值与盈利的变化

	PE (TTM)				净利润增速 (%)	
	2004-4-1	2004-10-1	期末比期初下降 (%)	初始相对大盘的估值水平	2004年3Q (TTM) /2003年	2004年 /2003年
全部A股	27	19	(31)	1.0	27	33
房地产	26	19	(26)	1.0	24	52
银行	28	18	(34)	1.0	32	34
白电	20	18	(12)	0.7	26	36
黑电	50	48	(4)	1.9	(19)	亏损
机械设备	33	22	(33)	1.2	36	27
汽车整车	22	13	(44)	0.8	(2)	2
有色金属	36	20	(44)	1.3	47	59
黑色金属	12	8	(36)	0.5	34	39
煤炭	29	20	(31)	1.1	85	121
零售	35	28	(20)	1.3	24	29
食品饮料	46	38	(17)	1.7	38	88
医药生物	30	26	(13)	1.1	2	(3)
港口	21	22	7	0.8	14	18
航空	-	18	-	-	扭亏	扭亏
机场	30	24	(18)	1.1	74	75
航运	30	23	(25)	1.1	56	83

数据来源：WIND, 安信证券研究中心

注：除了黑电和航空以外，绝大部分行业剔除当年亏损的企业。

与 2004 年相比，除了经济周期的差异，行业估值的差异也不容忽视。目前 A 股市场上下游行业的相对估值的差异要比当年大很多。比如 2004 年相对估值最高的食品饮料行业比大盘整体的估值水平高 70%，而截止 2011 年 1 月 21 日，医药生物、纺织服装、电气设备、农林牧渔、食品饮料、电子元器件等行业的 TTM 估值水平至少比全部 A 股估值水平高出 140%（见表 3）。如此巨大的估值水平差异是建立在对行业盈利前景差异的预期之上，但是在国内调控的背景下，下游行业同样面临需求下降的风险，除了医药行业的需求相对刚性，其它下游行业能否实现市场一致预期的 30-50% 的盈利增长也是充满挑战的。

与之相比，煤炭、钢铁、航运、航空、汽车、银行、地产等传统行业估值较低，银行的估值水平只有全部 A 股的 0.5 倍。除了钢铁和地产以外，市场预期这些行业 2011 年能够实现的净利润在 15%-20%。

从盈利能否实现的角度来选择行业，业绩弹性高、估值已经大幅下跌的周期性行业也具备相当的防御性，而在我们看来，这样的防御性未必就不如传统的防御板块。

3. 行业配置

总体来看，指数已经下跌至 2700 左右的平台上，短期风险并不是非常大。虽然利率水平上升以及资金面收紧对指数有负面的压力，但是银行、交通运输、石油石化等大市值板块的估值处于历史低点，继续下行的空间有限。但是随着无风险收益率和风险溢价水平的上升，高估值股票仍具有调整的空间。

从行业配置上，我们建议：第一，以低估值大盘蓝筹股作防御，这类股票的估值处于历史低位，估值弹性相对较小。第二，煤炭、钢铁、水泥、集运等周期股。我们认为虽然通胀处于高位，但经济增速处于低位。在适度增长中度通胀（通货膨胀的高点在 5% 左右）的情景下，周期性行业的盈利弹性也很好，如果周期股的盈利弹性能够抵消估值的下降，那么这样的周期性板块也可以做防守。（具体行业配置见表 4）。

表 3 2011 年分行业估值水平及预期盈利增速

	PE				净利润增速 (%)
	2010年预期值	2011年预期值	预期PE的变化	初始相对大盘的估值水平	2011年/2010年
全部A股	17	14	(19)	1.0	23
信托	59	27	(55)	3.5	120
电子元器件	48	32	(33)	2.8	49
农林牧渔	45	31	(31)	2.7	45
信息服务	44	32	(29)	2.6	40
有色金属	44	28	(36)	2.6	55
餐饮旅游	44	31	(29)	2.6	41
信息设备	35	27	(25)	2.1	33
医药生物	35	26	(25)	2.1	33
电气设备	35	26	(26)	2.1	35
纺织服装	34	25	(25)	2.0	33
基础化工	34	21	(37)	2.0	59
食品饮料	33	25	(24)	2.0	31
轻工制造	30	22	(26)	1.8	34
公交	28	26	(7)	1.6	8
商业贸易	27	20	(25)	1.6	34
机械设备	27	20	(24)	1.6	32
公用事业	24	20	(15)	1.4	17
园区开发	22	17	(21)	1.3	27
物流	21	16	(25)	1.3	33
建筑材料	20	14	(30)	1.2	43
建筑装饰	20	15	(28)	1.2	39
证券	20	19	(5)	1.2	6
家用电器	19	15	(21)	1.1	27
保险	19	15	(20)	1.1	26
港口	19	16	(13)	1.1	14
黑色金属	18	13	(28)	1.1	38
航运	18	16	(10)	1.1	12
机场	17	16	(10)	1.0	11
汽车零部件	17	15	(12)	1.0	14
房地产开发	17	12	(28)	1.0	38
煤炭开采	15	13	(15)	0.9	17
铁路运输	14	13	(11)	0.9	12
石油化工	14	12	(11)	0.8	13
高速公路	14	12	(14)	0.8	16
汽车整车	13	11	(16)	0.8	19
航空运输	12	11	(9)	0.7	10
银行	9	8	(17)	0.5	21

数据来源：WIND, 朝阳永续，安信证券研究中心

注：1、盈利预测的一致预期为朝阳永续一致预期数据。

2、全部样本中剔除了 2010 年或者 2011 年预期亏损的企业。

3、PE=行业总市值（2011 年 1 月 25 日）/行业预期净利润

表 4、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.31	1.57			新希望
采掘	14.66	17.59			中国神华、西山煤电、兖州煤业
化工	7.31			5.85	中国石化、双龙股份、佛山照明、南都电源、江苏三友、青岛金王
黑色金属	2.43		2.43		新兴铸管、八一钢铁、凌钢股份
有色金属	4.29	5.15			江西铜业、云南铜业、中金岭南、锡业股份、神火股份
建筑建材	4.16	4.99			彩虹股份、帝龙新材、金刚玻璃、塔牌集团、亚厦股份、中国建筑、中国化学
机械设备	6.11	9.16			国电南瑞、平高电气、海通集团、中环股份、龙源技术、中国南车、中国北车、中国一重、柳工、中集集团、中

电子元器件	1.84	1.84	国重工、徐工机械、中国船舶
交运设备	4.12	4.12	华天科技、法拉电子、顺络电子
信息设备	1.62	1.62	华域汽车、江铃汽车、上海汽车、威孚高科、潍柴动力
家用电器	1.24	1.24	中兴通讯、盛路通信、华星创业、卓翼科技、天源迪科
食品饮料	3.61	2.89	美的电器、合肥三洋、格力电器
纺织服装	1.00	1.00	五粮液、贵州茅台、泸州老窖
轻工制造	0.90	0.45	鲁泰 A、搜于特、瑞贝卡
医药生物	4.24	4.24	永新股份、宜华木业、东港股份
公用事业	2.82	1.41	莱美药业、双鹭药业、益佰制药、双鹤药业
交通运输	4.67	4.67	长江电力、京能热电、内蒙华电
房地产	4.19	6.28	大秦铁路、广深铁路、中远航运、上海机场
金融服务	23.17	17.93	保利地产、万科、金地集团、荣盛发展、世联地产
商业贸易	2.62	2.62	农业银行、民生银行、南京银行、华夏银行、中国平安、经纬纺机
餐饮旅游	0.41	0.41	苏宁电器、王府井
信息服务	2.54	2.54	西藏旅游、峨眉山 A、首旅股份
综合	0.73	0.00	中国联通、软控股份、用友软件、东华软件、华策影视、博瑞传播、歌华有线

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2011 年 1 月 26 日行业流通市值为基准计算

分析师简介

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。
程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。
诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

分析师声明

范妍、程定华、诸海滨分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68766067

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

胡珍

0755-82558073

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方禅

021-68765913

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034