

静看花开花落

报告要点

■ 通胀环比回落的带来的预期缓解

在我们1月对于2月的展望总提示到，当这两个通胀推手的效力在节后的2月出现弱化之后，市场的修复将会展开。事实也正如此，农业部公布的批发价格指数和“菜篮子”批发价格指数均在节后出现了持续的下滑。对于2月CPI运行来说，环比也将会出现明显的回落，同比的压力也将会减小。

■ 经济会否下滑

在我们此前的预测中，不管是M2还是M1都将经历一次快速的下滑。而在时间上则主要集中在第二季度。从历史经验来看，M1同比与工业增加值之间存在着明显的正向关系。如果M1在二季度出现快速下行的话，那么我们有理由相信工业生产将再次经历一个向下的调整。

■ 政策会否放松

在二季度可能出现的经济下滑过程中，政策放松的可能性相对较小。只有在通胀显现趋势性回落，并到了一个被认为完全可控的状态，政策的放松才有可能出现。这将会类似于08年通胀调控的后半期。

■ 主题投资掘金：布局摘帽行情

3、4月份是年报披露的集中期，这其中所蕴含的机会也值得挖掘。对于本次策略报告，我们认为在3月值得参与的机会会有摘帽行情。沿着摘帽时间点的进程而展开布局，3月份由布局带来的行情值得期待。在潜在摘帽公司中，重点在于主营是否恢复正常。

■ 三月市场配置策略

三月份的市场会比较平稳。两会的召开会对一些热点板块有刺激，整体市场也有进一步走高的机会，但可能空间不会太大。

在行业配置上，二线蓝筹仍是我们推荐的风格。具体行业上我们看好家电、机械、化工、信息设备、轻纺以及食品饮料、商贸零售中的低估值品种。

主题配置上，我们看好西藏板块额表现。三月ST摘帽的布局行情值得期待。

相关研究

《2011年2月资产配置专题：一年之计在于春》，邓二勇，2011年1月31日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

陈开伟

(8621) 68751691

chenkw@cjsc.com.cn

正文目录

1 关于制约市场的几个核心因素的探讨	5
1.1 通胀环比回落带来的预期缓解	5
1.2 经济会下滑吗？	9
1.3 政策会放松吗？	11
2 行业观察	12
2.1 自主去库存展开的行业	12
2.2 被动去库存显现的行业	13
3 流动性与市场供需	14
3.1 货币市场资金	14
3.2 股票市场供需情况	16
3.3 市场板块资金流动	18
4 主题投资掘金	20
5 三月投资策略	28
5.1 一月市场回顾	28
5.2 二月配置建议	29

图目录

图 1: CPI 环比与同比走势	5
图 2: 农业部监控价格数据出现下滑	5
图 3: CPI 分项价格走势	6
图 4: CPI 八大权重项拟合权重	6
图 5: 猪肉价格波动与 CPI 波动对比	7
图 6: 房价同比与 CPI 居住类同比走势对比	8
图 7: 工业增加值同比与 M1 同比存在趋势上的一致性	9
图 8: M1 运行趋势预测	9
图 9: 工业增加值与工业库存同比变化	10
图 10: 加工类 PPI 的走势	10
图 11: PMI 市场已现下滑信号	11
图 12: 电气机械及器材制造业	12
图 13: 服装鞋帽制造及皮毛羽绒制造业	12
图 14: 化学原料及化学制品制造业	12
图 15: 金属制品业	12
图 16: 通信设备计算机及其他电子设备制造业	13
图 17: 专用设备制造业	13
图 18: 造纸印刷及文教体育用品制造业	13
图 19: 化纤及塑料制品业	14
图 20: 食品价格制造业	14
图 21: 饮料制造业	14
图 22: 货币市场公开市场净投放情况	14
图 23: 货币市场利率走势	15
图 24: 债券市场融资额变化	15
图 25: 债券融资结构	16
图 26: 月度解禁情况	17
图 27: 2 月份市场板块资金（近 20 日）	18
图 28: 近 5 日市场板块资金净流向	18
图 29: 近 20 日资金净流入率前 20 的个股	19
图 30: 近 5 日资金净流入率前 20 的个股	19
图 31: 2007 年以来 ST 板块与上证、沪深 300 季度收益对比	21
图 32: ST 摘帽类公司随摘帽进程的阶段超额收益（相对于沪深 300）	22
图 33: *ST 摘帽类公司随摘帽进程的表现（相对于沪深 300）	22
图 34: 2010 年摘帽公司阶段超额收益表现	23
图 35: 2010 年摘帽公司摘帽日前后表现对比	25
图 36: 1 月市场行业涨跌幅情况（%）	28
图 37: 当前行业估值对历史均值占比（2009 年 1 月以来）	29

表目录

表 1: 月度股票市场发行情况	16
表 2: 审核通过尚未发行的前 20 大公司	17
表 3: 上交所（深交所）股票上市规则中对特别处理原因的规定	20
表 4: 2009 年摘帽公司摘帽日附近表现（红色为负收益）	23
表 5: 2010 年摘帽公司摘帽日附近表现	24
表 6: 潜在摘帽公司盈利预测（红色为已公布年报）	26
表 7: 潜在摘帽公司基本情况介绍	26
表 8: 2011 年 3 月行业资产配置推荐表	30

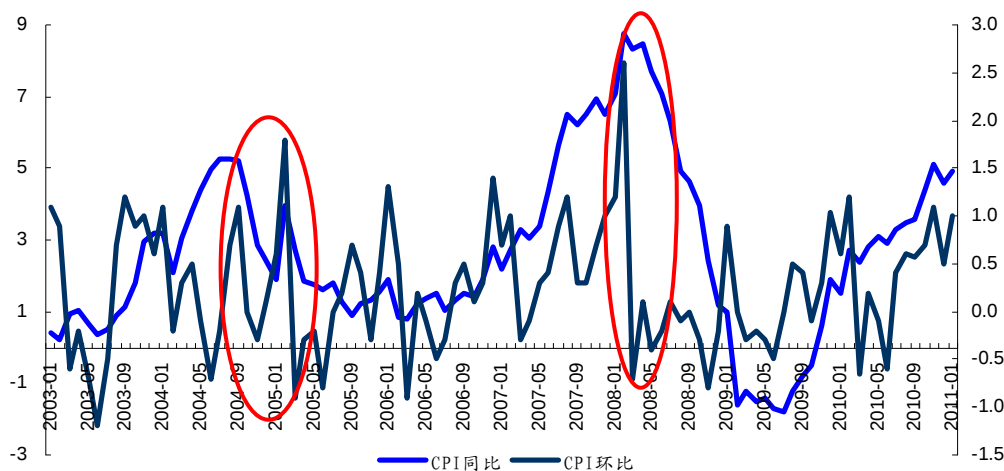
1 关于制约市场的几个核心因素的探讨

2011 年初两个月的市场运行充满了深刻的戏剧性，在我们与机构投资者的交流中也突出感受到了这一点。在通胀预期急剧恶化的 1 月份，加息、收缩等各种预期充斥市场，风险偏好的急剧萎缩导致了市场的大幅下挫，市场悲观情绪浓烈。而到了 2 月份，一方面 1 月的下跌为 2 月提供了修复的空间；另一方面，季节性因素的消除加上 CPI 权重的调整，通胀因素的可控程度明显上升，市场重拾信心。事实上，通胀担忧的缓解本质上是对政策担忧的缓解。我们在这里之所以用“缓解”而不是“消除”来表达通胀，是因为我们认为通胀的压力仍然存在。但是，毫无疑问，通胀对于市场的制约力可能将会减弱，但新的制约因素可能会显现，这也是我们未来所需要重点关注的领域。

1.1 通胀环比回落带来的预期缓解

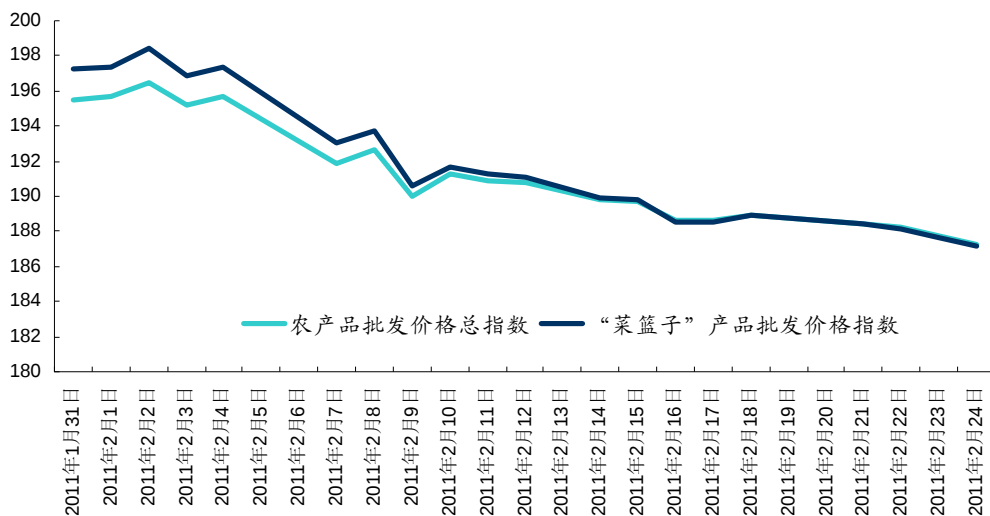
1 月市场的最大制约因素在于通胀，环比的大幅上升是预期恶化的主要根源，春节因素和气候因素是最大的推手。在我们 1 月对于 2 月的展望总提示到，当这两个通胀推手的效力在节后的 2 月出现弱化之后，市场的修复将会展开。事实也正如此，农业部公布的批发价格指数和“菜篮子”批发价格指数均在节后出现了持续的下滑。对于 2 月 CPI 运行来说，环比也将会出现明显的回落，同比的压力也将会减小。

图 1: CPI 环比与同比走势



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

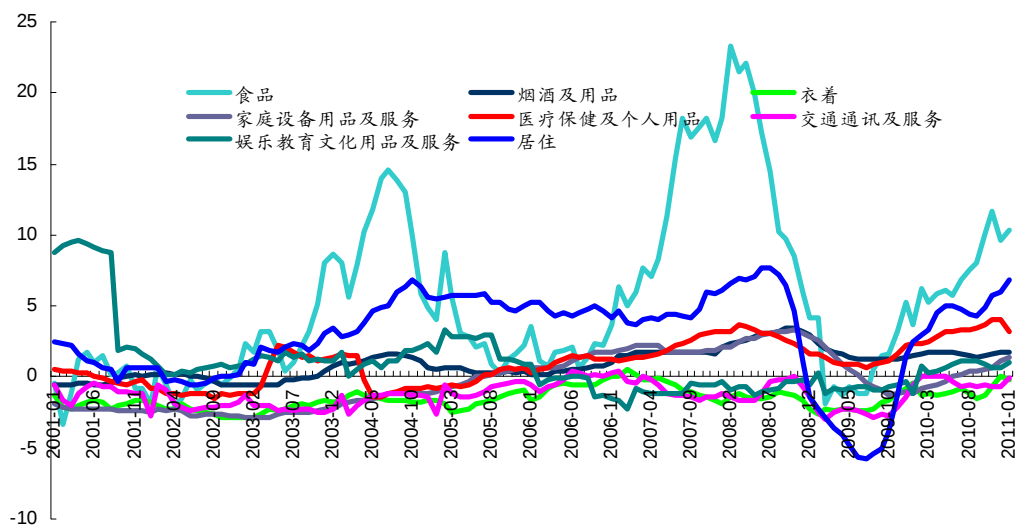
图 2: 农业部监控价格数据出现下滑



资料来源：农业部，长江证券研究部

那么这种下滑是一种单纯的季节性效应呢还是可能蕴含着一种趋势性效应在里面？观察前面两轮的通胀周期运行，CPI 趋势性下行均是以环比的明显回落为起点的。2 月环比的回落提供这样一个条件，或者说这种走势为趋势性回落打下了伏笔。但能否实现真正的趋势性回落，我们仍然要看影响最大的两个分项：食品和居住。

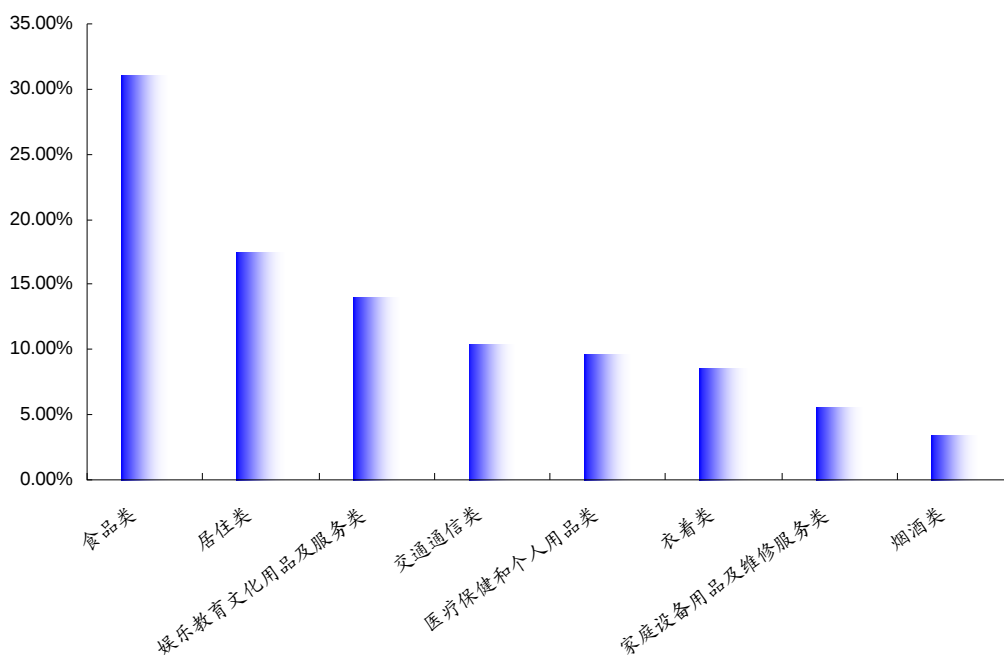
图 3: CPI 分项价格走势



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

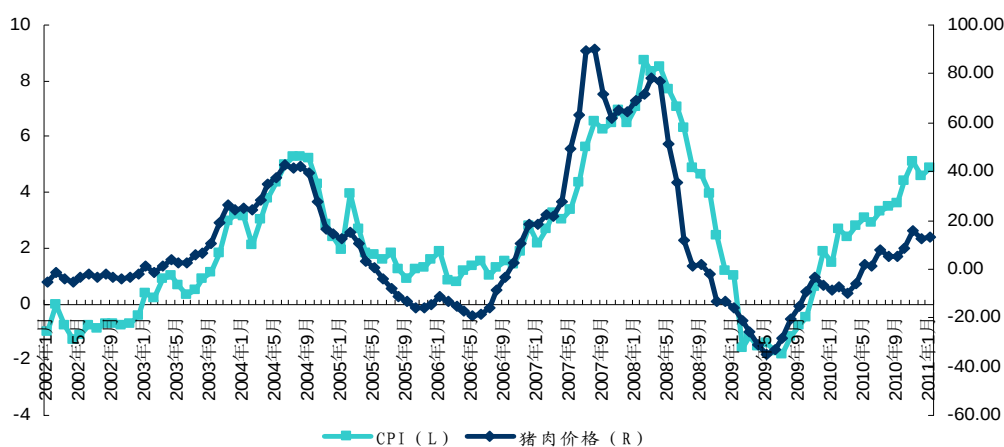
在调整权重之后，食品和居住的权重仍然是最大的。权重第三、第四的娱乐文化类和交通通信类价格的波动弹性较低，其对 CPI 的影响较为微弱。前期上升较快的医疗保健类在 11 月创下新高后则开始下行，其对 CPI 上行的拉动不会太大。我们进一步细分，对最大的两个权重食品类和居住类走势可以说有根本影响的是猪肉价格和房地产价格的走势。

图 4: CPI 八大权重项拟合权重



资料来源：长江证券研究部

图 5：猪肉价格波动与 CPI 波动对比



资料来源：CEIC，长江证券研究部

猪肉价格在 CPI 中的权重约为 9%，其走势也基本主导了 CPI 的走势。然而，生猪市场目前的供需情况却不乐观。农业部最新的数据显示，1 月份的生猪存栏环比下降 1.92%，同比降低 2.18%；能繁母猪存栏环比降低 0.17%，同比降低 2.67%。出现环比、同比双降除了有春节因素所带来的影响之外，前期疫情的影响和猪价调控政策对于价格打压抑制了生猪养殖的补栏热情。在供需问题并没有真正解决的情况下，猪肉价格很难会出现一种趋势性的回落，至少在上半年，猪肉价格仍将维持高位并有可能出现进一步的上升。

我们刚刚在湖北（中部最大的生猪养殖省份）调研的信息显示，目前的头猪盈利在 150-200 左

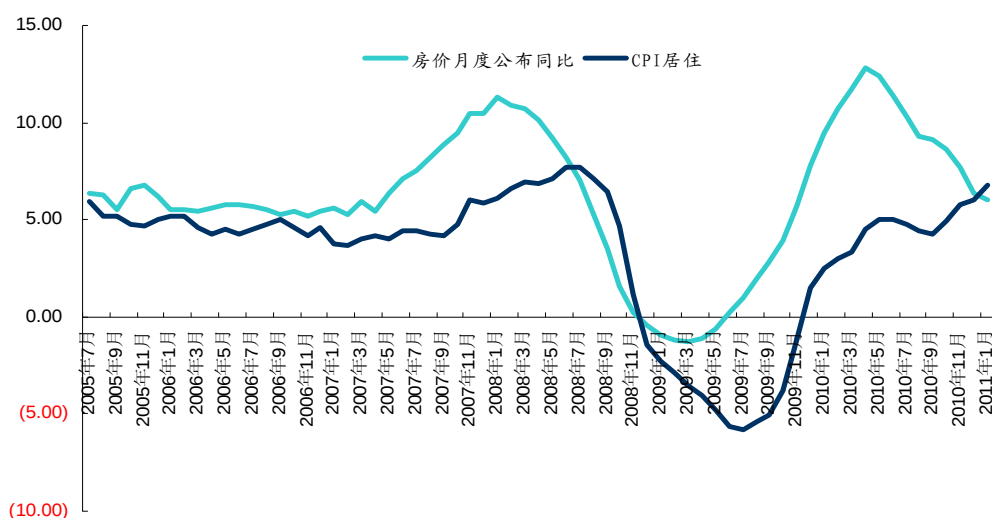
右的水平应该说是处在正常盈利区间，既不亏损也不非常高盈利。微观来看，大多数专家和企业厂主都愿意进行在目前的实际选择补栏，前提是疫情仍旧得到控制。前期的口蹄疫目前已近得到较好的控制，我们所调研的地方也有养猪场开始结束封场。这样来看，三季度后猪价上升趋势得到控制应该非常明确，但之前仍需要进一步的补栏以增加供给。

对于猪肉价格，支撑其可能继续上行的因素主要包括农产品价格特别是玉米价格的高企、劳动力成本的上升（我们调研的养猪场表示现在很难找到熟练的养猪工）以及一些防疫、环保投入带来的成本上升。因此，对于 2 季度，一旦调控放松，猪肉价格上涨是一个大概率事件；3 季度之后猪肉价格则可能会伴随着供给的释放而得到控制。

在此前的 CPI 上行中，对于居住类的关注并没有上升到现在的高度。在 1 月份的权重调整中，居住类权重被提高了 4.22 个百分点，其对 CPI 的影响也加大了。这里，我们也想简单的探讨一下居住类价格变动一些规律。

居住类价格的最重要构成是租金，租金的上涨与房价的上涨之间存在着一定的规律性关系。从以往几轮的价格变动来看，房价的变动要领先于租金市场的变动，这个时间大约在 6-7 个月左右。因此，居住类价格在目前可能也是在一个顶部区域位置了。如果从年初开始的新一轮调控能够持续进行下去的话，居住类价格上行的压力可能并不会太大。

图 6：房价同比与 CPI 居住类同比走势对比



资料来源：长江证券研究部

对于房价而言，同比增速上的进一步下滑应当是一个较为确定的趋势。这对于租金市场的带动也会有一定的作用。

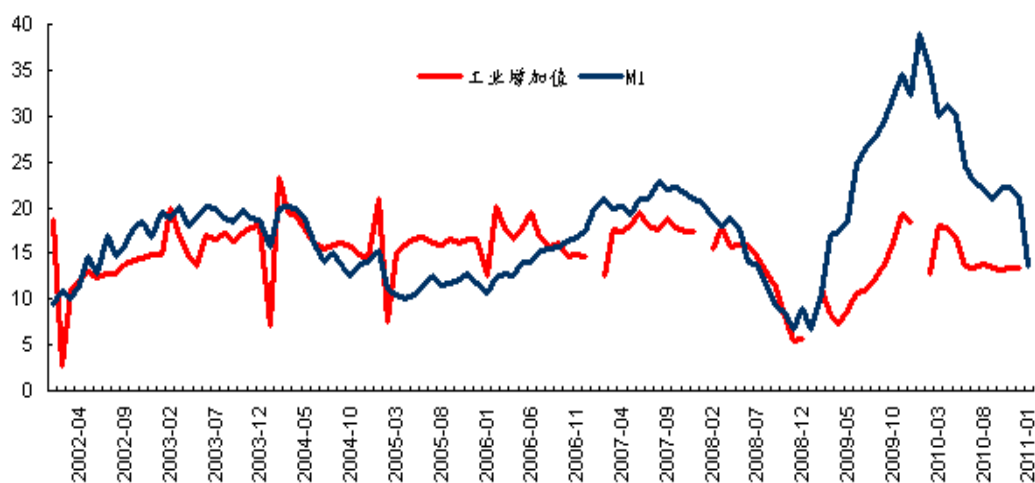
事实上，通胀的本质是一个货币现象。货币超发所带来的通胀压力在中国首先就体现在了房价上，由房价上升所带来的对于其他资源占用以及城市生活成本的上升最终带来了 CPI 的上升。

总体上，我们对于 CPI 的判断是 1 季度相对较好；2 季度由于猪肉价格的上行风险可能会带来 CPI 的再次上冲。综合多方面考虑，我们持对 CPI 二季度末三季度初（6、7 月份）见顶的判断，顶点大致在 5.5-5.8% 之间。

1.2 经济会下滑吗？

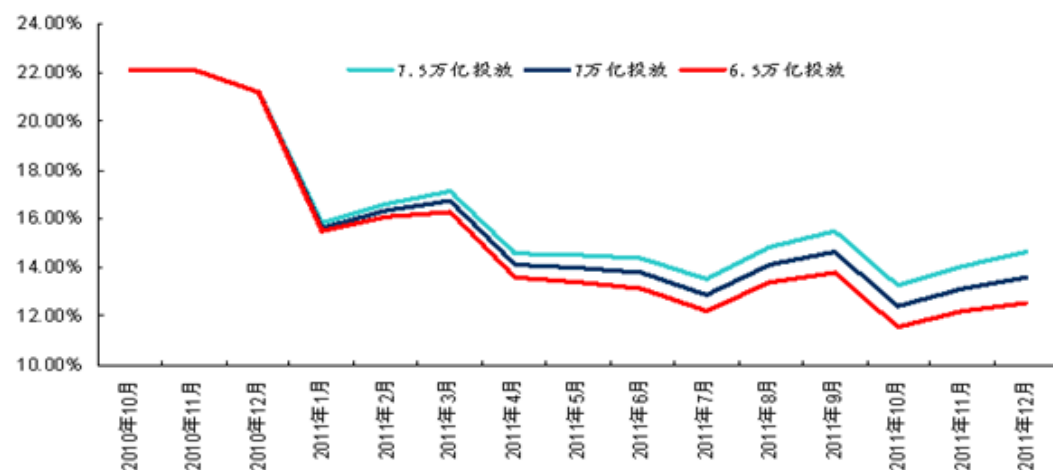
我们一直也在思考这样一个问题：这轮宏观调控能否实现在价格下来的时候而经济不受影响呢？个人认为，实现这种两全齐美的结果难度很大。对于通胀的调控，最关键的是对于货币供给的控制。而在我们此前的预测中，不管是 M2 还是 M1 都将经历一次快速的下滑。而在时间上则主要集中在第二季度。从历史经验来看，M1 同比与工业增加值之间存在着明显的正向关系。如果 M1 在二季度出现快速下行的话，那么我们有理由相信工业生产将再次经历一个向下的调整。

图 7：工业增加值同比与 M1 同比存在趋势上的一致性



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 8：M1 运行趋势预测

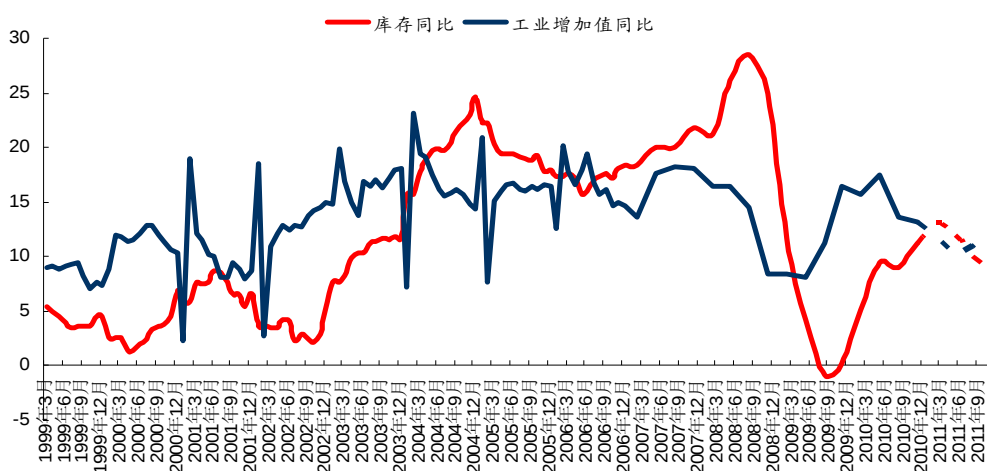


资料来源：长江证券研究部

如果是紧缩所带来的工业生产调整还是一种被动性的调整的话，那么价格高企本身对于需求的抑制已经使得工业行业产生了调整的必要性。我们用库存周期的视角去看待工业生产，被动型的库存上升再次显现，工业生产的调整可能无法避免。

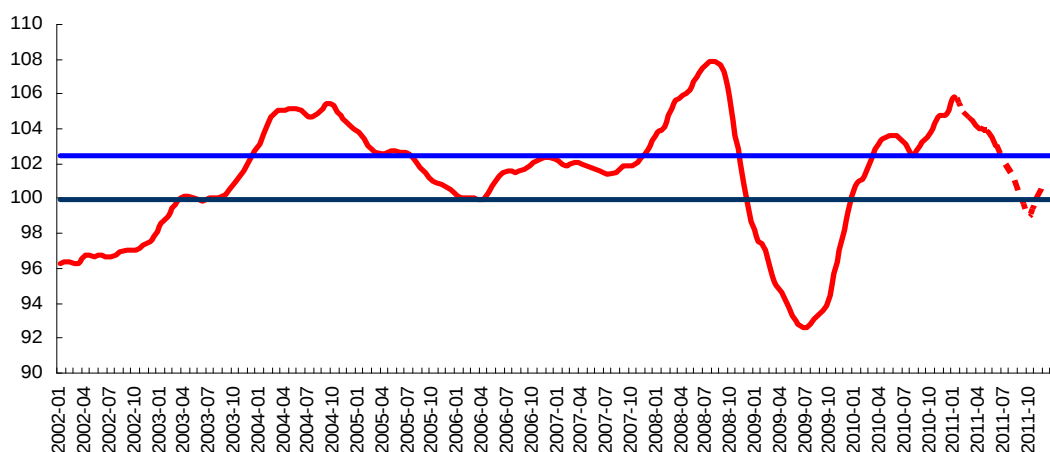
由于去年下半年货币政策实质上的再次放松，PPI 再次出现加速上行的态势，这样的结果就是实体需求被抑制的状况非常明显。去年四季度，工业增加值同比从季度上看依然出现了小幅下滑，但库存同比却出现了意外的上升，这就说明了实体需求的进一步被抑制。在我们 2011 年的年度策略中，专门论述了制造业盈利与 PPI 价格和实际出货量的关系。从跟踪数据上来看，PPI 创下的新高可能会拉成整个制造业盈利增速的下滑周期。在此前的两轮通胀周期中，08 年的价格下滑较快，这主要是内外因素的共振所引起的；05 年价格的下滑速度较慢。我们认为本轮通胀周期的走势可能将会与 04-05 年更为接近。

图 9：工业增加值与工业库存同比变化



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 10：加工类 PPI 的走势



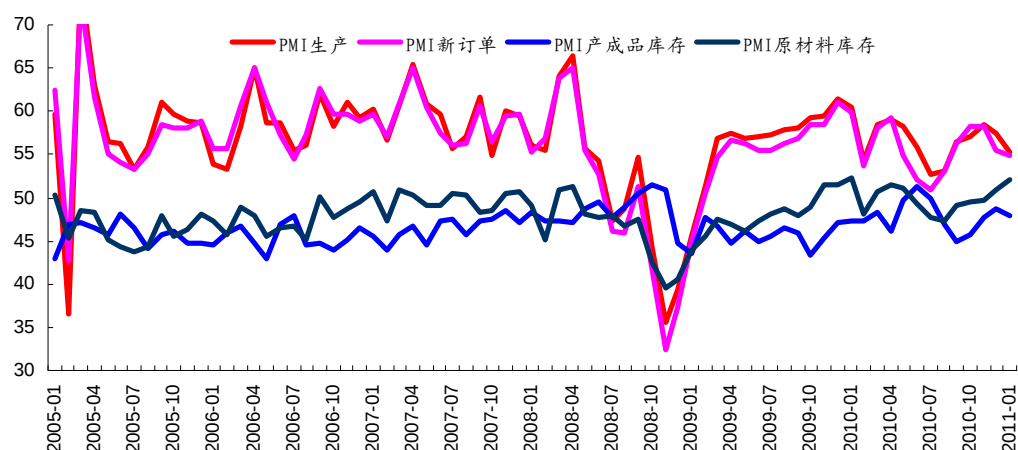
资料来源：CEIC，长江证券研究部

在 04-05 年那轮通胀周期中，加工类 PPI 从最高点回落到类似价格弹性线的 3% 左右花了 5 个月的时间，而从价格弹性线再到底部的时间大约又花了 5 个月的时间。对于本轮 PPI 的周期，其在 2011 年中的时候有可能回落到价格弹性线以下，而到年底的时候则有可能会触底。这也就意味着到年底的时候制造业 ROE 增速才有可能触底。一般而言，资本市场会在提前

ROE 增速见底 1~2 个季度左右见底。于是，对于 A 股市场而言，趋势性机会的显现可能将在中期。而在此之前，市场的机会可能仍是一种阶段性的机会。

工业行业需求的被抑制所带来的库存上升必然面临一个开工趋缓以下滑库存的阶段，同时伴随着价格下滑、需求释放，二次去库存展开。工业增加值同比的继续下滑可能将会在 2 季度显现。而从目前的领先指标上看，工业生产的下滑信号已经显现。

图 11: PMI 市场已现下滑信号



资料来源：CEIC，长江证券研究部

汇丰预览 PMI 的大幅下滑预示着 2 月 PMI 可能也将大幅下滑。如果说单个月份的下滑有季节性因素额影响的话，那么从 11 月以来的联系 4 个月的下滑似乎就可能以为这工业生产真面临压力了。

在库存上，原材料库存要领先于产成品库存。目前，原材料库存已经上升到了接近历史新高的位置，成品库存的在未来几个月的上升将是一个大概率事件。而从以往的市场经验来看，产成品库存的高点对应了市场的低点。因此从这个角度上看，市场真正的起点还没有到来。

但对于经济下滑的集中显现期可能在三月公布的数据中还会集中显现，因为货币供给在 1 季度仍会相对较好。但是对于 2 季度，不确定性将会增加很多。

1.3 政策会放松吗？

我们可以这样设想，如果经济下滑，政策会不会放松呢？我们认为至少在短期内，政策的主导方向还是在于控通胀。

首先，当前的实体运行，最突出的矛盾不是经济下滑，依然是通胀的持续高位。去年四季度 9.8% 的单季度 GDP 增速应当说是一个不错的增速水平，这也就使得紧缩调控有着一定经济下滑的承受能力。

其次，去年中期的时候，紧缩对于通胀的影响已经显现。但重新放松的政策可以说是断送了调控成果。从经验和教训上来看，这次调控将会与去年的调控不同。而从 1 月所发出的政策信号来看，决策层的体现出了更大的决心。

第三，去年之所以在中期的时候会放，从基本面情况来看，工业生产趋势出现快速的下滑，而 CPI 虽然出现了快速的上升，当并没有远离 3% 的水平。至少在当时来看，通胀是可控的、

而且尚在决策层认可的范围之内。但是目前的这个状况却不一样了，通胀已经处在一个相当高的位置，如果不进行严格的治理，恶性通胀随时可能会带来。这是必须要考虑的地方，这里的退路几乎没有。

最后，近期中东出现了较大的动荡，其根源在于通胀对于底层人民福利的侵蚀。这个事件对于决策层而言只可能加大对于通胀包括房价在内的治理决心。

因此，在二季度可能出现的经济下滑过程中，政策放松的可能向相对较小。只有在通胀显现趋势性回落，并到了一个被认为完全可控的状态，政策的放松才有可能出现。这将会类似08年通胀调控的后半期。

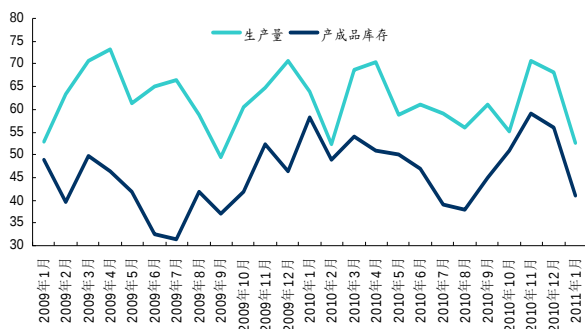
2 行业观察

按照惯例，我们这里将主导产业链的基本情况梳理一下。由于1月份很多行业并没有及时公布数据，我们对于PMI中分行业的数据将倚赖更多。对于PMI的分析，我们也将主要借鉴库存周期的分析方法，结合生产与库存两个指标来表征行业的基本面状况。如果某个行业生产下滑而库存也在下滑，那么这个行业的去库存则在展开；如果某个行业生产上升而库存下滑，那说明这个行业所面临的需求面是正在复苏的。我们将优先选择这两大类行业进行配置。

2.1 自主去库存展开的行业

从去库存的角度看，电气机械、服装鞋帽、通信电子和造纸印刷的力度较大。但是由于PMI仅是一个扩散指数，起更多的反映的是一种短期内企业家的预期状况，并不一定代表实际的库存或者说开工状况有多高。这是需要区别的问题。

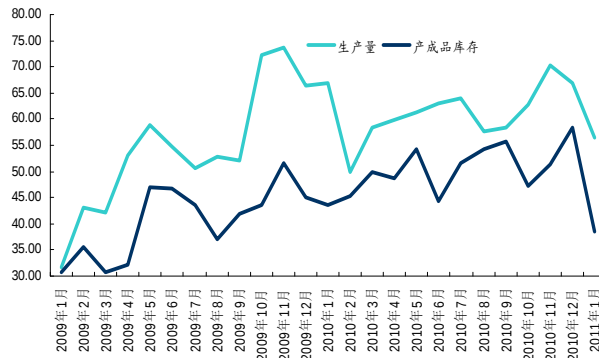
图 12：电气机械及器材制造业



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 14：化学原料及化学制品制造业

图 13：服装鞋帽制造及皮毛羽绒制造业



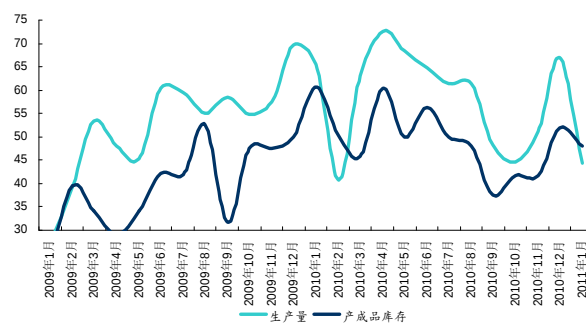
资料来源：长江证券研究所

图 15：金属制品业



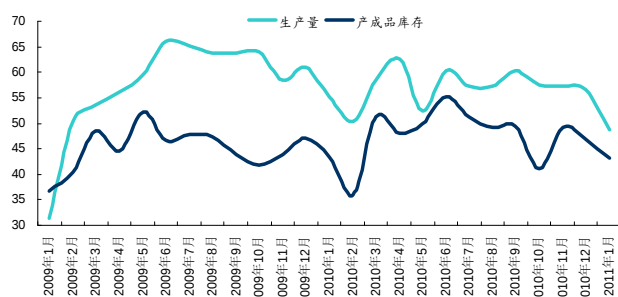
资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 16: 通信设备计算机及其他电子设备制造业



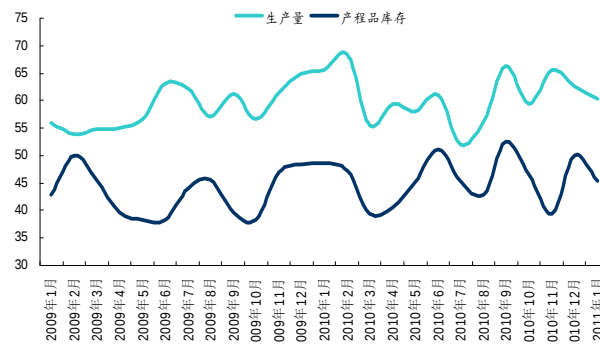
资料来源：长江证券研究所

图 17: 专用设备制造业

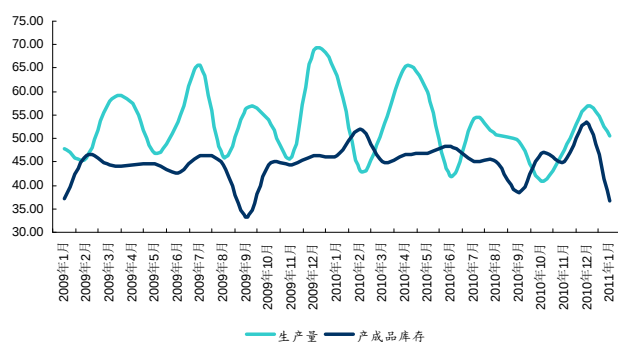


资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 18: 造纸印刷及文教体育用品制造业



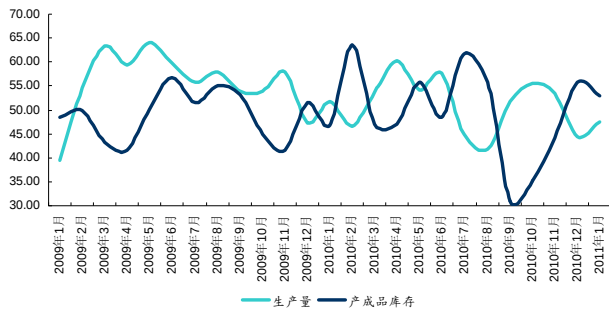
资料来源：长江证券研究所



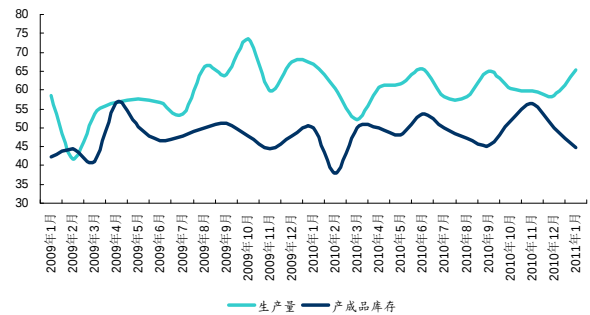
资料来源：中汽协，长江证券研究所

2.2 被动去库存显现的行业

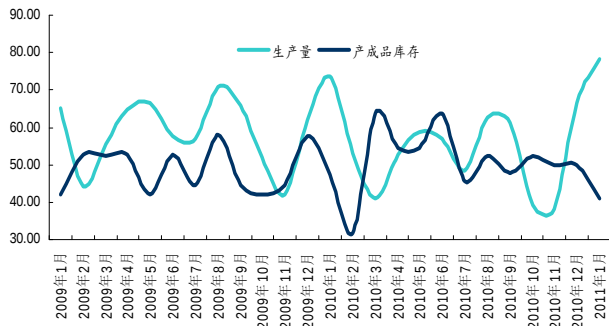
化纤和塑料行业的需求的复苏状况开始显现，这在实际数据上也可以看到。食品制造和饮料制造的需求景气度的提升有季节性因素的支撑。

图 19：化纤及塑料制品业


资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 20：食品价格制造业


资料来源：长江证券研究所

图 21：饮料制造业


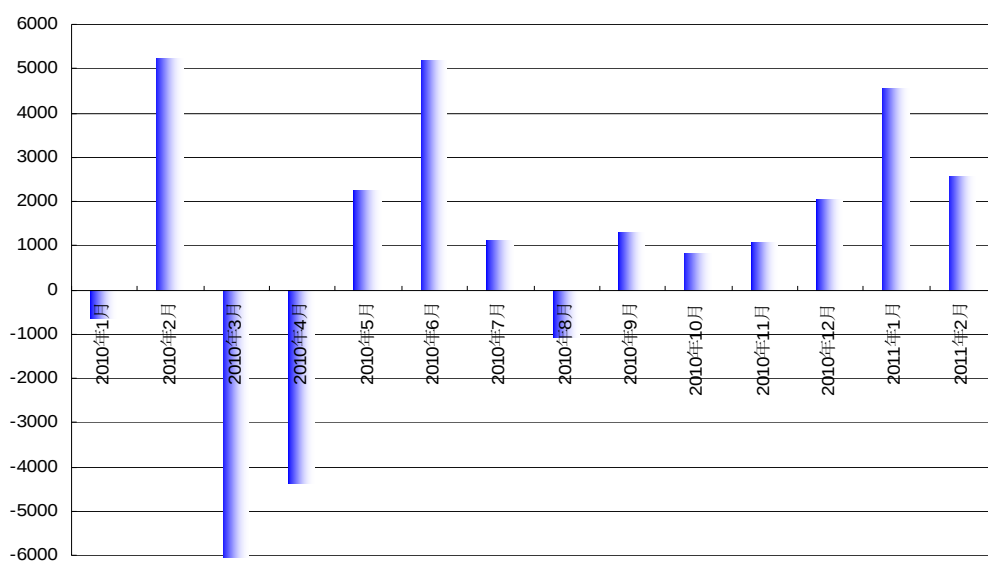
资料来源：中汽协，长江证券研究所

3 流动性与市场供需

3.1 货币市场资金

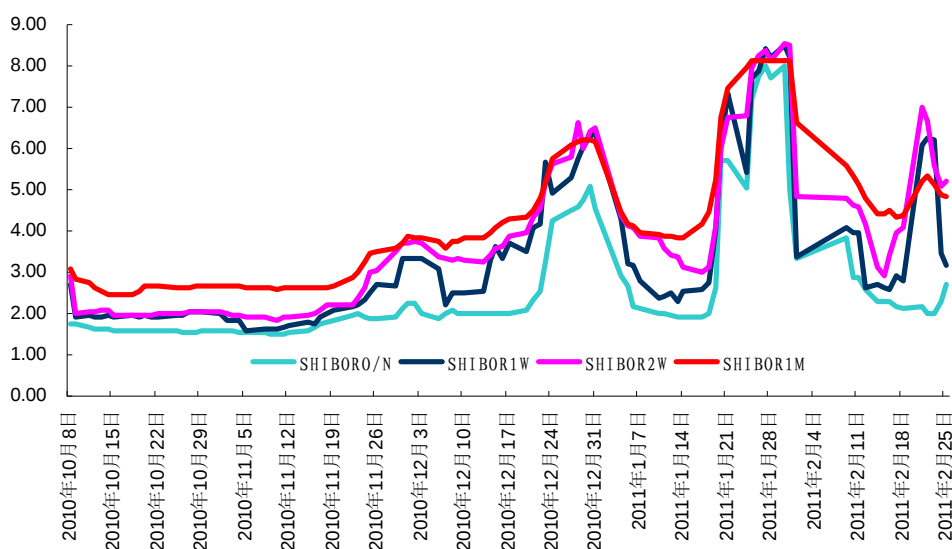
为缓解节前市场对于资金的需求，央行实现了大幅的净投放。节后资金的回流也带来金融系统的资金充裕，货币市场利率应声而下。存款准备金率的上调对货币市场带来了冲击，股市也出现了大幅的波动。但是上交准备金之后利率的再次下行说明当前的资金面状况还是较为宽松的，这位市场的反弹提供了较好的环境。

图 22：货币市场公开市场净投放情况



资料来源：wind，长江证券研究部

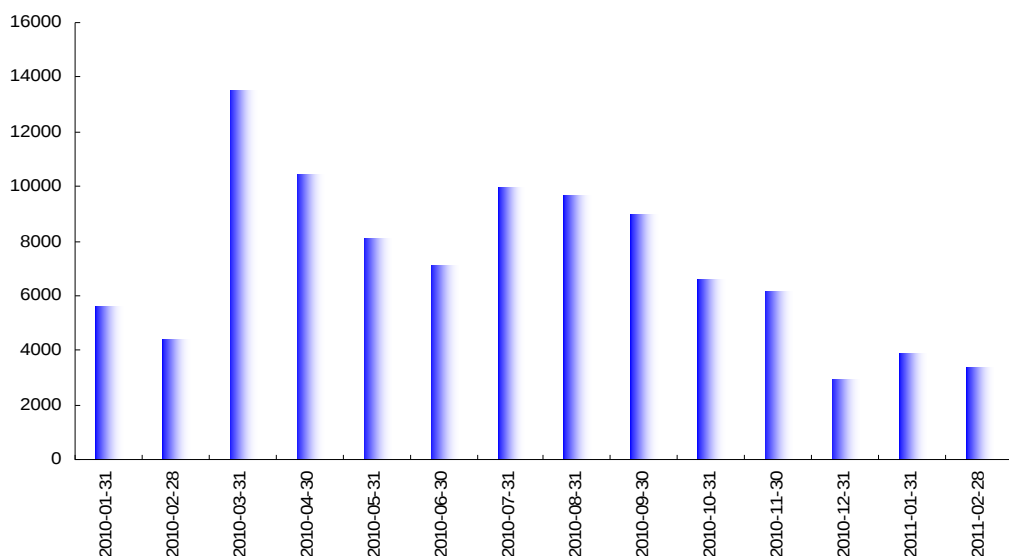
图 23: 货币市场利率走势



资料来源：wind，长江证券研究部

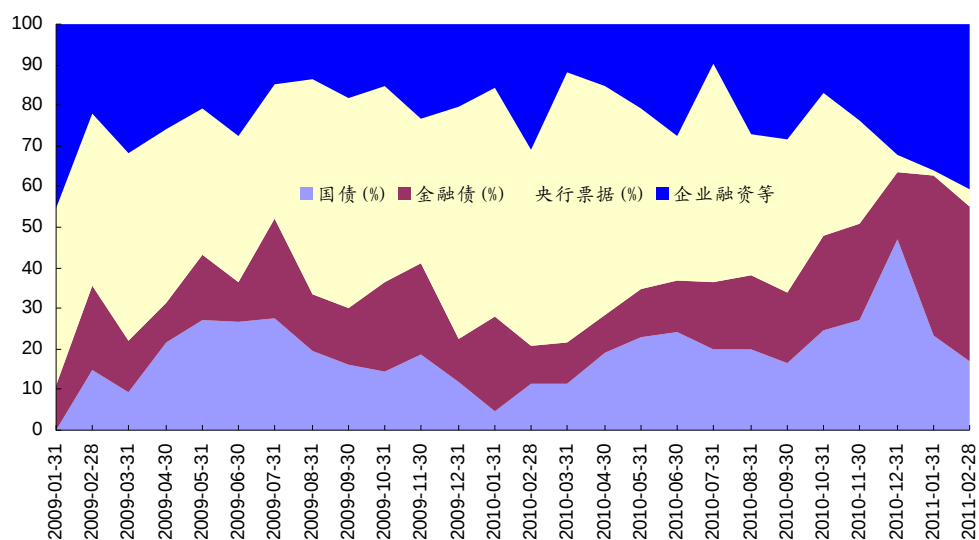
债市的融资在年初也出现了明显的下滑，但这与季节性因素有关。从银行的资产配置角度来看，年初对于信贷资产而不是债券的配置是银行的主要选择。从结构上来看，调控性质的央行票据发行量骤降是另外一个原因。

图 24: 债券市场融资额变化



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 25: 债券融资结构



资料来源: wind, 长江证券研究部

3.2 股票市场供需情况

1月股票市场融资情况同样出现了下滑。由于市场的下行，首发适应力也出现较为明显的下滑。

表 1: 月度股票市场发行情况

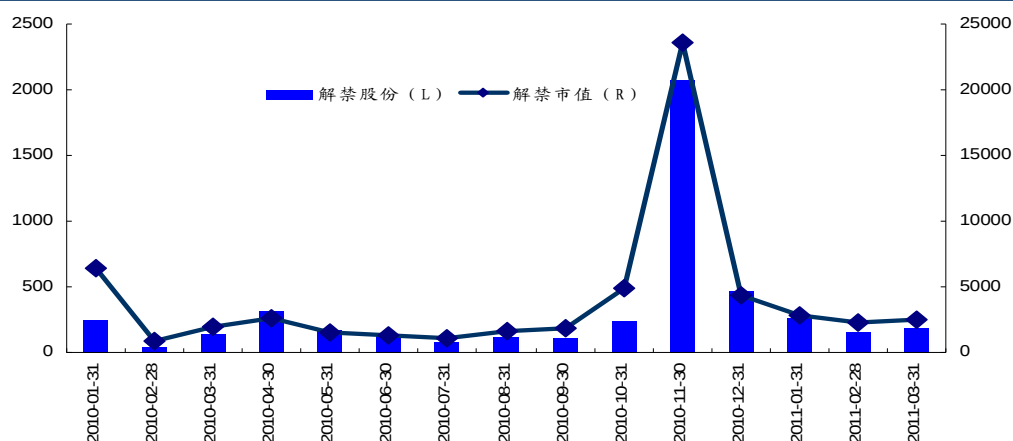
月份	募集资金	首发家数	首发募集资金	首发 PE	增发家数	增发募集资金	配股家数	配股募集资金
2011-02	466.11	26	259.41	55.42	6.00	199.95	1.00	6.75
2011-01	670.02	35	431.94	72.91	14.00	138.35	5.00	99.73

2010-12	1168.75	36	420.64	75.88	34.00	737.05	2.00	11.05
2010-11	1454.61	29	361.15	67.46	14.00	267.83	4.00	825.62
2010-10	1282.06	24	290.20	59.26	19.00	985.72	1.00	6.14
2010-09	470.77	27	359.83	61.48	12.00	94.50	2.00	16.44
2010-08	617.51	32	497.60	55.48	5.00	119.91	0.00	0.00
2010-07	1022.45	23	859.61	42.83	9.00	133.90	3.00	28.93
2010-06	816.00	23	210.15	45.25	21.00	255.95	2.00	349.89
2010-05	564.10	36	439.60	54.91	15.00	124.50	0.00	0.00
2010-04	449.07	28	349.41	62.90	11.00	99.65	0.00	0.00
2010-03	643.15	36	313.61	52.68	11.00	149.05	2.00	180.49
2010-02	823.03	20	394.79	57.38	7.00	408.60	2.00	19.64
2010-01	819.80	35	424.71	66.87	12.00	395.09	0.00	0.00

资料来源: wind, 长江证券研究部

在解禁规模上, 3月解禁股份数量和解禁市值规模略高于2月份。

图 26: 月度解禁情况



资料来源: wind, 长江证券研究部

已通过证监会审核尚未发行的公司中, 大盘股仅有庞大汽贸一家。融资额最大的 20 家公司融资总额将近 80 亿, 其对市场的冲击不会太大。

表 2: 审核通过尚未发行的前 20 大公司

公司名称	审核通过会议日期	上市板	预计发行股数(万股)	预计募集资金(万元)	交易所
庞大汽贸集团股份有限公司	2011-1-14	主板	14000	185115.56	上海
上海绿新包装材料科技股份有限公司	2011-1-17	中小企业板	3350	47676.96	深圳
大连电瓷集团股份有限公司	2010-11-5	中小企业板	2500	46970.00	深圳
宁波建工股份有限公司	2010-12-27	主板	10000	42376.00	上海
重庆福安药业(集团)股份有限公司	2010-11-26	创业板	3340	40827.20	深圳
深圳市佳士科技股份有限公司	2010-12-14	创业板	5550	38473.70	深圳
聚光科技(杭州)股份有限公司	2010-12-21	创业板	4500	35318.00	深圳
唐人神集团股份有限公司	2010-11-15	中小企业板	3500	34422.33	深圳
北京君正集成电路股份有限公司	2010-11-16	创业板	2000	32661.00	深圳

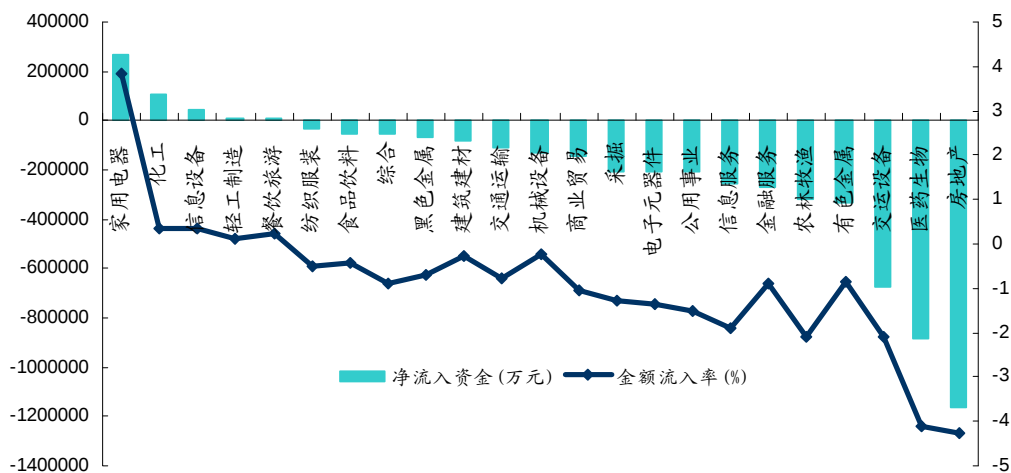
江苏江南水务股份有限公司	2011-1-24	主板	5880	32355.64	上海
深圳翰宇药业股份有限公司	2011-1-25	创业板	2500	31430.00	深圳
浙江花园生物高科股份有限公司	2010-8-31	创业板	2300	29221.40	深圳
吉林省集安益盛药业股份有限公司	2011-2-21	中小企业板	2760	27632.74	深圳
天津长荣印刷设备股份有限公司	2010-12-29	创业板	2500	27516.00	深圳
安徽德力日用玻璃股份有限公司	2011-1-26	中小企业板	2200	26512.00	深圳
北京高盟新材料股份有限公司	2011-1-25	创业板	2680	25000.00	深圳
山东日科化学股份有限公司	2011-1-24	创业板	3500	24344.00	深圳
深圳市恒波商业连锁股份有限公司	2009-11-20	中小企业板	3400	23647.00	深圳
浙江步森服饰股份有限公司	2010-7-12	中小企业板	2334	22900.00	深圳
舒泰神(北京)生物制药股份有限公司	2011-1-24	创业板	1670	22128.00	深圳

资料来源: wind, 长江证券研究部

3.3 市场板块资金流动

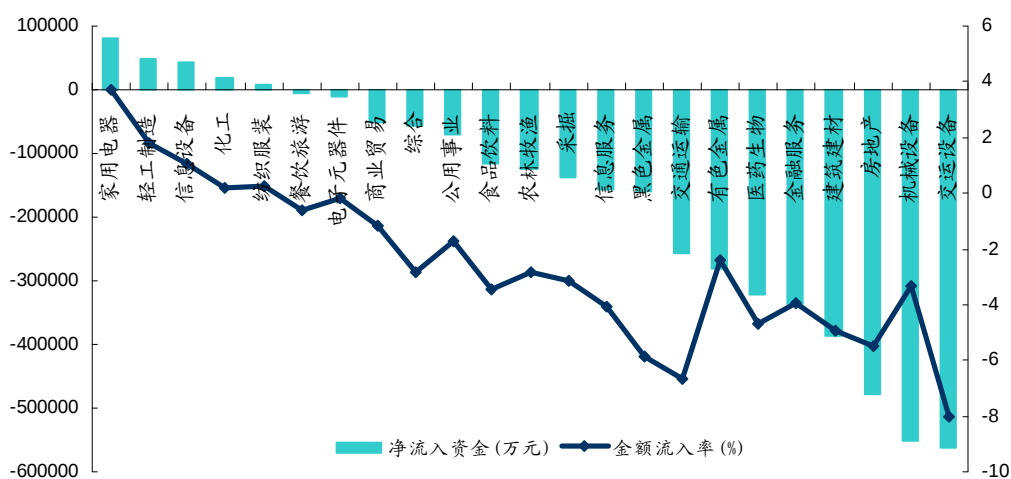
在板块资金流动上, 市场出现了较为明显的资金净流出。地产、汽车、生物医药等净流出较大。资金面较为青睐的行业主要是家电、化工、信息设备以及餐饮旅游、食品饮料、纺织服装等轻工行业。

图 27: 2 月份市场板块资金 (近 20 日)



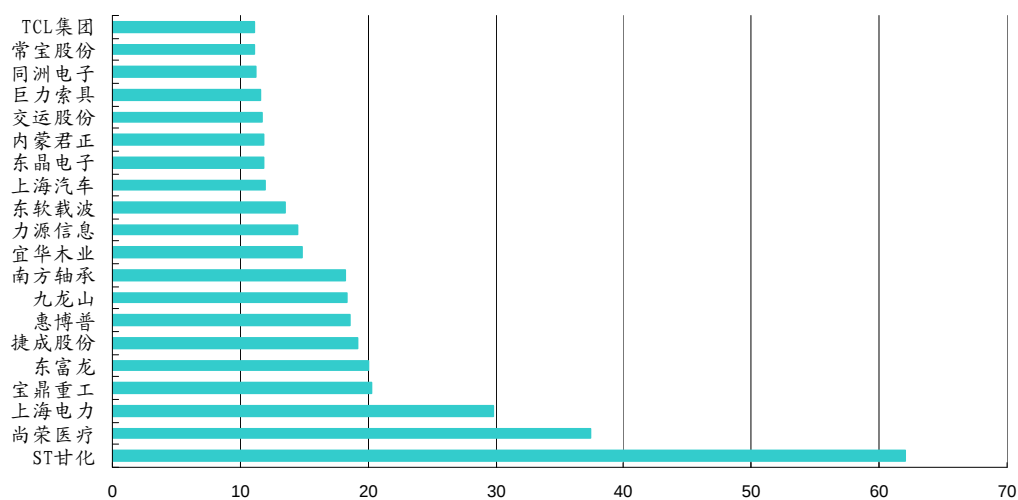
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 28: 近 5 日市场板块资金净流向



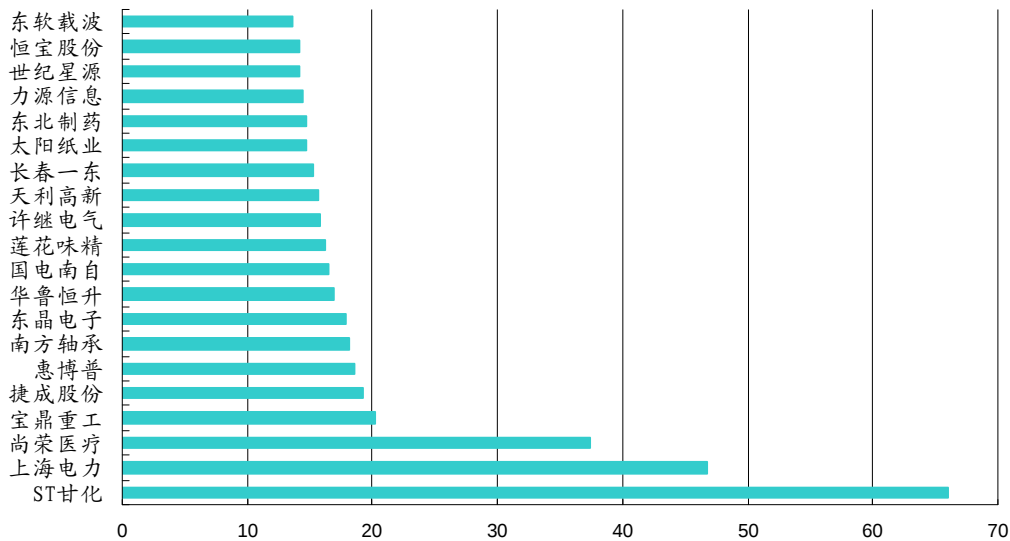
资料来源：wind，长江证券研究部

图 29: 近 20 日资金净流入率前 20 的个股



资料来源：wind，长江证券研究部

图 30: 近 5 日资金净流入率前 20 的个股



资料来源：wind，长江证券研究部

4 主题投资掘金

对于整个上半年，我们的基本判断是趋势性机会的起点可能很难看到。所以对于一些阶段性、局部性机会的把握是获取超额收益的一大砝码。在我们的主题性机会掘金中，我们先后推荐了西安板块和西藏板块，这两个板块的交易性机会依然存在。但毫无疑问，这两个板块的市场容量有限，其对市场的吸引力必然有一定的折扣。于是，对于较大市场容量的选择成为了我们又一个方向。

3、4 月份是年报披露的集中期，这其中所蕴含的机会也值得挖掘。对于本次策略报告，我们认为在 3 月值得参与的机会在于摘帽行情。

特别处理的规则

ST 是英文 Special Treatment 的缩写，中文就是特别处理。按照上交所和深交所股票上市规则规定，特别处理分为警示存在终止上市风险的特别处理（以下简称“**退市风险警示**”）和**其他特别处理**。退市风险警示在股票简称前冠以 *ST 以示区别，其他特别处理在简称前冠以 ST。在股票特别处理期间，二者的涨跌幅均为 5%。

在众人的印象中，被冠以 ST 是因为上市公司业绩亏损而导致的。事实上，上市股票被冠以 ST 有很多原因，并不仅仅是因为业绩亏损而导致的。比如此前的 ST 东北高，其连续三年的净利润均为正，其被 ST 的原因则是其公司治理状况存在重大问题；又如当前的 ST 康达尔，2008、2009 年公司均实现盈利，但由于其存在未决诉讼，其一直被冠以 ST 名号。下表则列示了被冠以 *ST 或 ST 的各种原因，其中 *ST 有七大类原因，而 ST 则有八大类原因。

表 3：上交所（深交所）股票上市规则中对特别处理原因的规定

	(一)	最近两年连续亏损（以最近两年年度报告披露的当年经审计净利润为依据）
--	-----	-----------------------------------

被 *ST 原因	(二)	因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载,公司主动改正或者被中国证监会责令改正后,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近两年连续亏损
	(三)	因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载,被中国证监会责令改正但未在规定期限内改正,且公司股票已停牌两个月
	(四)	未在法定期限内披露年度报告或者中期报告,且公司股票已停牌两个月
	(五)	公司可能被解散
	(六)	法院受理关于公司破产的案件,公司可能被依法宣告破产
	(七)	本所认定的其他情形
被 ST 原因	(一)	最近一个会计年度的审计结果表明其股东权益为负值
	(二)	最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告
	(三)	按照《上(深)交所股票上市规则》第 13.2.6 条向本所提出申请并获准撤销对其股票交易实行的退市风险警示后,最近一个会计年度的审计结果表明公司主营业务未正常运营,或者扣除非经常性损益后的净利润为负值
	(四)	由于自然灾害、重大事故等导致公司生产经营活动受到严重影响且预计在三个月以内不能恢复正常
	(五)	主要银行账号被冻结
	(六)	董事会会议无法正常召开并形成决议
	(七)	中国证监会根据《证券发行上市保荐制度暂行办法》的有关规定,要求本所对公司的股票交易实行特别提示
	(八)	中国证监会和本所认定的其他情形

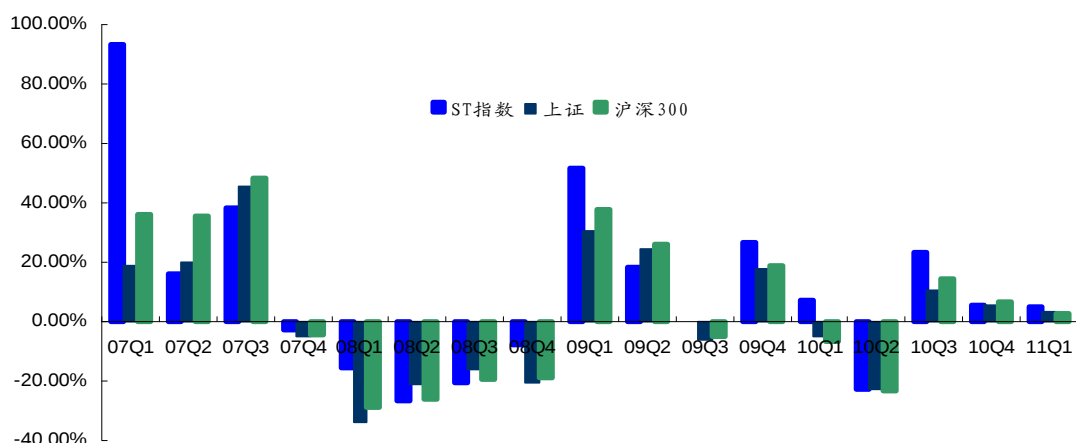
资料来源:上(深)交所股票上市规则,长江证券研究部

上表中所提到的《上(深)交所股票上市规则》第 13.2.6 条指的是上市公司最近一个会计年度审计结果表明导致产生退市风险警示的第(一)项、第(二)项情形已经消除,公司在董事会审议通过年度报告后及时向交易所报告并披露年度报告后,同时可以向交易所申请撤销对其股票交易实行的退市风险警示。

摘帽行情的市场特征

ST 类股票的表现往往围绕着一个时间段而展开,那就是每年的 1 季度,以最近三年 ST 类股票整体与全部 A 股整体的表现对比来看,ST 类股票在 1 季度的表现远远超越了同期的整体市场。

图 31: 2007 年以来 ST 板块与上证、沪深 300 季度收益对比

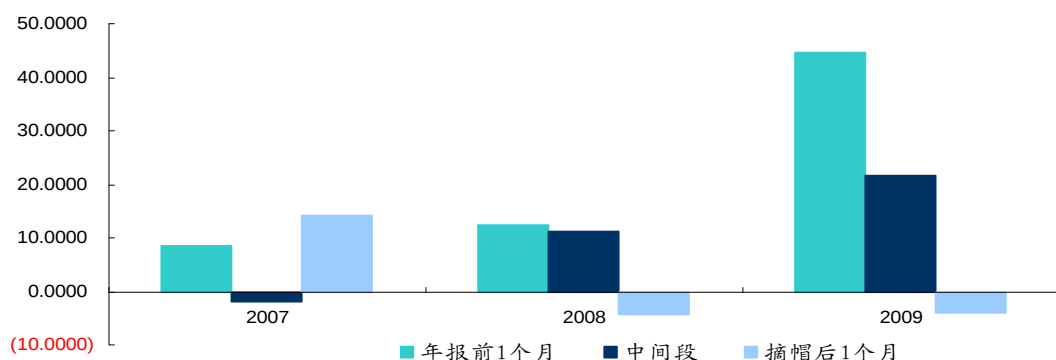


资料来源：长江证券研究部

由于 ST 板块中拥有众多的重组类公司，这类公司在年报期的较好表现对 ST 指数有较大的贡献。然而这类公司的特点是，公司自身的确定性程度不够、二级市场的把握上也具备一定的难度。对于摘帽公司而言，通过观察已有财务报表和即时披露情况，我们可以观察到这类公司的经营情况是否正常，这为布局摘帽行情提供了确定性依据。

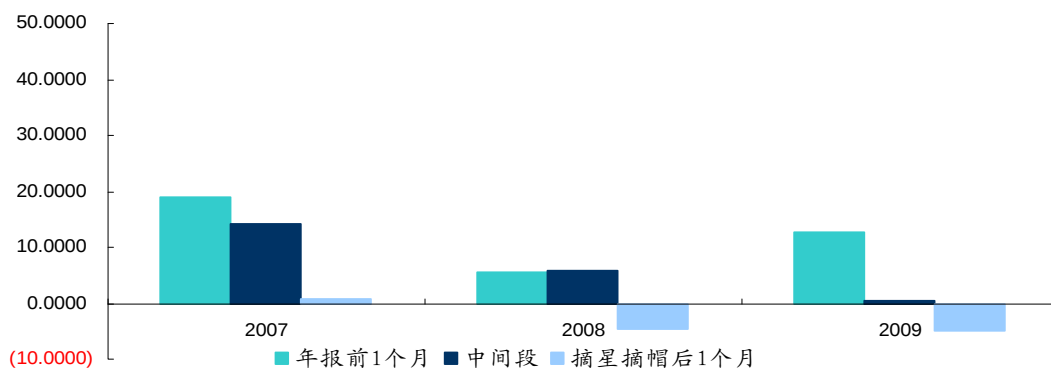
2007、2008、2009 年的市场运行是单边市，而在单边市中，摘帽类公司均获得了较大的超额收益。这也就意味着无论是从进攻性还是防御性上来讲，摘帽类公司均具备较大的配置价值。对于摘帽类公司，我们可以划分为两类：第一类是由 ST 公司摘帽，第二类则是由 *ST 公司摘帽。这两类公司在年报披露前，年报披露至摘帽实现之间和摘帽实现后的三个阶段具有不同的表现。

图 32：ST 摘帽类公司随摘帽进程的阶段超额收益（相对于沪深 300）



资料来源：长江证券研究部

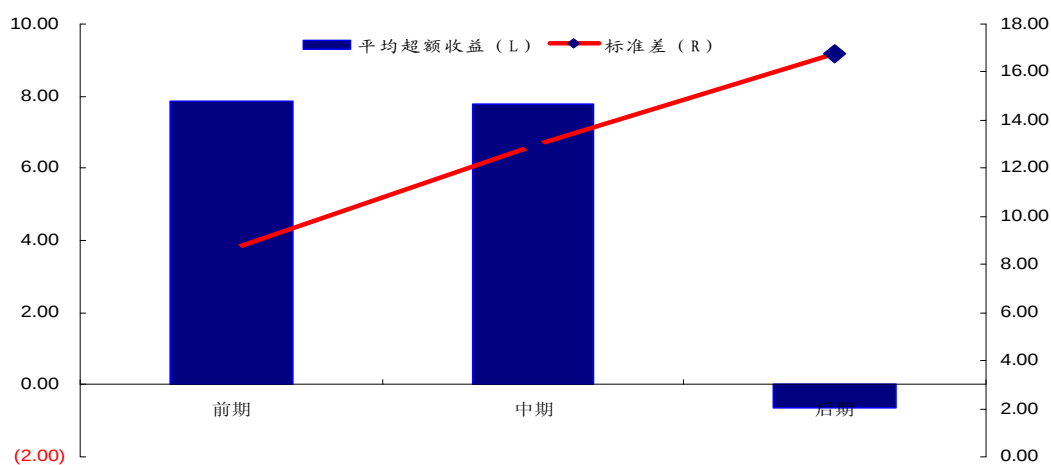
图 33：*ST 摘帽类公司随摘帽进程的表现（相对于沪深 300）



资料来源：长江证券研究部

在 2010 年 1 季度的震荡市场中，摘帽类公司同样获得了较大的超额收益。2010 年，符合我们筛选标准（基于业绩改善）的摘帽公司共有 19 家，其中 ST 类有 9 家，*ST 类有 10 家。在这 19 家公司中，年报披露前一个月无论超额收益还是波动率情况都要好于年报披露后摘帽前和摘帽后。

图 34：2010 年摘帽公司阶段超额收益表现



资料来源：长江证券研究部

从 07 年-10 年的经验来看，在年报披露前一个月与摘帽前一个月，摘帽公司获取的超额收益均是明显的。前期的获益程度略大；但从波动率上来看，中期的波动率要明显大于前期。从事件投资的角度来看，前期是事件的布局器；中期则是一个事件的实现期。因此，在对事件实现有所预期的情况下，风险偏好略低的资金会提前离场，这也是中期波动率较大的原因。既然参与者可能都知道在事件实现之后可能会面临较大的风险，那是什么原因使一部分参与者坚持到事件的最后实现呢？对于摘帽而言，摘帽实现的前后可能会出现股价大幅上涨是最大的吸引力。以 09、10 年为例，摘帽附近几个交易日的股价表现成为了最大的亮点。

表 4：2009 年摘帽公司摘帽日附近表现（红色为负收益）

公司名	摘帽时间	摘帽当日		摘帽前五日		摘帽后五日	
		公司表现	沪深 300	公司表现	沪深 300	公司表现	沪深 300
迪康药业	2009-3-19	9.9500	2.1400	6.3500	3.6400	16.7800	4.0800
华远地产	2009-3-26	7.9400	0.7700	23.7600	5.5700	(8.9300)	2.8600
信达地产	2009-4-10	4.0800	3.0900	12.0900	1.1300	13.4000	2.1300
延长化建	2009-4-10	9.9800	3.0900	27.6700	(1.1300)	12.4300	2.1300
中茵股份	2009-4-22	10.0200	(3.7100)	8.5100	1.9300	(20.7900)	1.1300
西部资源	2009-5-20	6.9100	(0.9600)	(2.2500)	0.2500	(6.1400)	(1.8900)
实达集团	2009-5-21	10.0400	(2.2300)	3.0100	3.1300	(12.7700)	3.9400
大唐电信	2009-6-5	9.9800	(0.4900)	0.5000	3.9400	(7.5500)	(1.1200)
道博股份	2009-8-19	10.0400	(4.9600)	(15.8200)	(11.4100)	32.9800	0.3800
中珠控股	2009-8-27	10.0000	(0.5100)	(3.0900)	(1.9600)	(18.7500)	(3.3100)

资料来源：长江证券研究部

表 5：2010 年摘帽公司摘帽日附近表现

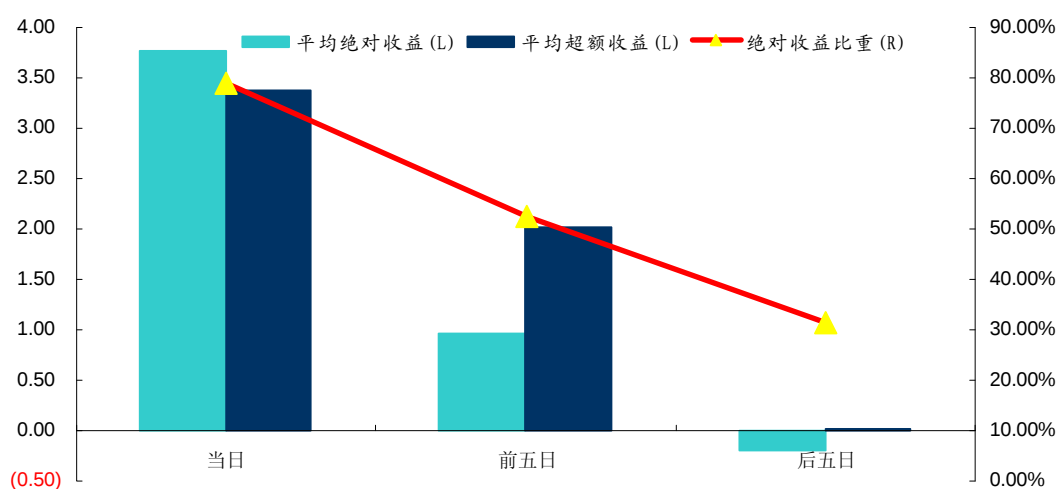
公司	摘帽时间	摘帽当日			摘帽前五日		摘帽后五日	
		公司表现	当日最高涨幅	沪深 300	公司表现	沪深 300	公司表现	沪深 300
中润投资	2010-4-2	0.57	9.53	0.45	4.01	2.10	(8.01)	(1.64)
荣安地产	2010-4-14	(4.80)	5.28	0.35	(5.48)	(1.64)	(19.93)	(4.91)
惠天热电	2010-4-23	5.95	4.86	(0.36)	2.32	(4.91)	(19.20)	(3.84)
东方航空	2010-5-28	2.03	8.60	(0.34)	10.20	1.87	(1.40)	(3.72)
国中水务	2010-8-23	9.96	9.96	(0.07)	(6.80)	(0.89)	3.52	2.50
鲁商置业	2010-3-11	0.54	7.83	(0.09)	5.51	(0.16)	(4.12)	(0.28)
天津松江	2010-5-19	10.01	10.01	(0.33)	3.30	1.10	1.77	3.54
广晟有色	2010-5-19	(0.77)	4.96	(0.33)	(1.19)	1.10	8.69	1.87
凤凰股份	2010-4-2	10.03	10.03	0.45	(2.10)	(1.40)	(7.43)	(1.64)
华联控股	2010-6-4	1.86	8.07	0.30	(3.67)	(2.00)	(1.02)	0.53
四环生物	2010-6-24	10.00	10.00	(0.04)	(5.19)	1.23	9.31	(8.39)
东北电气	2010-4-14	9.94	9.94	0.35	6.71	(1.64)	2.36	(4.91)
锌业股份	2010-5-24	9.96	9.96	3.78	(11.15)	(5.57)	9.06	(3.49)
中弘地产	2010-3-17	2.29	10.01	2.18	4.41	(3.13)	(3.64)	0.08
格力地产	2010-2-12	(6.51)	(1.20)	0.96	6.79	(0.51)	(1.04)	(0.93)

天方药业	2010-4-27	3.40	8.45	(2.00)	8.36	0.29	(7.55)	(2.32)
工大高新	2010-7-1	(10.02)	(1.67)	(1.44)	5.69	(2.30)	11.75	1.97
西藏城投	2010-3-16	9.97	9.97	0.65	(1.22)	(0.82)	24.75	2.23
伊利股份	2010-6-9	7.12	9.47	3.07	(2.23)	(2.80)	(1.56)	(0.05)

资料来源：长江证券研究部

摘帽公司在摘帽当日一般都会出现大幅超越市场的表现，涨停现象也是非常常见。除非出现大盘暴跌等异常现象，摘帽当日的表现是值得期待的。

图 35：2010 年摘帽公司摘帽日前后表现对比



资料来源：长江证券研究部

春季布局

上面我们从时间划分的角度考察了 ST 摘帽股票市场表现特征，在参与摘帽行情的时候，我们建议把握以下几方面：

- 年度业绩预增预盈的公告往往是一只具有摘星摘帽前景股票市场良好表现的开始，但要把握这个点具有很大的不确定性。
- 年报披露前一段时间（我们选取 1 个月）是三个时间段里面表现最好的时期，尤其是近年的表现最为突出；中间时间段则次之，而后期的表现往往不佳。
- 在摘星摘帽当日以及当日前面的短期内，股价往往会有不俗的表现，尤其是当日的表现。
- ST 类股票所具备的壳资源概念使其成为并购重组事件的密集区，而并购重组类股票的表现也是远远超越同期指数的表现的。因此，发掘可能被并购重组的 ST 类公司是另外一个方向。

- 单个 ST 类公司的风险可能会很大，而以组合的方式参与 ST 类公司则往往能获取超额收益。

在经过上面的分析之后，剩下的任务就成为了择时和择股的问题了。

首先，在择股上，选择摘帽可能性最大的股票。根据上面的摘帽规则，我们选取最具摘帽可能性的公司，目标力求最大程度缩小选择范围。在上面的数据分析中，我们也可以看到，摘帽公司在三个阶段至少有一个阶段会出现明显的超额收益表现。因此，如果某个摘帽公司在前期或者中期没有什么表现的话，那么其后期的表现就值得期待了。

在时间策略上，从现在开始布局，到摘帽前后的大幅表现开始卖出应当是一个较好的策略。但在这个过程中要密切跟踪上市公司的变化和股价是否已经充分反映了这种摘帽预期。

表 6：潜在摘帽公司盈利预测（红色为已公布年报）

代码	证券名称	总股本	流通 A 股	3 季度 EPS	预计 2010 年 EPS
600728.SH	ST 新太	3.2480	1.5413	0.9273	0.9500
000921.SZ	ST 科龙	13.5405	2.8215	0.3500	0.4374
600372.SH	ST 昌河	4.8463	4.1000	0.2055	0.2700
000732.SZ	ST 三农	10.1718	1.4985	0.1253	0.3146
000004.SZ	ST 国农	0.8398	0.8388	0.1127	0.13-0.20
000505.SZ	ST 珠江	4.2675	3.6045	0.0900	0.0469-0.0703
600714.SH	ST 金瑞	2.7340	1.5094	0.0800	0.10
600721.SH	ST 百花	2.6885	0.9407	0.0235	0.1900
600711.SH	ST 雄震	1.6322	0.7947	-0.0100	0.2190
600131.SH	*ST 岷电	5.0413	3.6305	0.1777	0.2900
600299.SH	*ST 新材	5.2271	5.2271	0.1500	0.2200
000976.SZ	*ST 春晖	5.8664	4.0871	0.0403	0.1100

资料来源：wind，长江证券研究部

表 7：潜在摘帽公司基本情况介绍

证券名称	主营概述	备注
------	------	----

ST 新太	在资产重组之后，获得重整收益 3 亿元。甩掉历史包袱之后，公司业务获得较快发展。公司成功跻身广州亚运会安保服务商，实现亚运安保服务零失误，成功跻身安保服务商，这对未来业务扩展打下较好基础。公司公告称，由于积极拓展视频安防业务、企业呼叫中心、高增值分销与一站式供应链服务，2010 年主营收入大幅提升，销售收入增加、盈利能力增强。 从最新的财务数据上看，公司营业利润已经走出亏损或低利情况，1、2、3 季度单季度营业利润分别为-560 万，913 万和 967 万，4 季度营业利润约在 1000 万左右，相对于 08、09 年的亏损或微利，工业主营已经逐步恢复正常，符合摘帽条件。	2011 年 1 月 17 日公司公告拟定向增发 4000 万股，募集资金净额不超过 4 亿元投资四个项目：1 移动互联网业务平台的研发及行业应用推广项目；2 新一代融合智能安防平台整体解决方案；3 云计算 IT 服务外包项目；4 智能交通系统及行业解决方案 投资项目预计税前财务收益率为 25%，每年新增净利润在 8000 万左右，2012 年开始贡献业绩。
ST 科龙	2010 年 3 月海信白电资产完成注入，公司主营步入正轨。资产重组的完成不仅预示着历史遗留问题的彻底解决，也打开了新的发展空间。公司收入、利润跟随家电市场实现快速增长，摘帽较为确定。	2010 年 12 月 3 日，公司公告了股权激励方案。有效期为期权授予日之后的五年，限制期为两年；后三年行权比例为 33%，33%，34%；权价格为 7.65 元；行权条件为行权期内每年扣除非经常性损益后净利增长率不低于 20%，ROE 不低于 12%。
ST 昌河	经过 2009 资产注入后，公司成功转型为中航工业旗下机载照明制造公司。1 月 11 日公告 2010 年下半年以来，由于受国际市场需求回暖影响，旗下上海行锐电源科技有限公司订单大幅增加，收入利润大幅提高。公司主营快速增长，符合摘帽条件。	公司拟定向增发 3.37 亿股，收购中航工业、中航科工、中航系统公司和汉航集团公司持有的华燕仪表 80%、千山航电 100%、宝成仪表 100%、太航仪表 100%、凯天电子 86.74% 和兰州飞控 100% 的股权，评估值合计为 255240 万元。6 家公司预计 2010 年净利润总额约为 1.7 亿。考虑到增发之后 8.2 亿左右的股本，2010 年潜在 EPS 约为 0.37 元。
ST 三农	定向增发收购房地产资产，2010 年房地产项目收入结算大幅增长，公司主营增长正常，符合摘帽条件。	
ST 国农	制药业务出现大幅增长，应收账款的回收和房地产销售收入的确使主营向好。在公司业务出现实质扭转的情况下，摘帽可期。	公司是较好的壳资源，实际控制人 2010 年出现变更，潜在重组者有意进入。
ST 珠江	公司房地产项目结算导致收入和利润大增，主营收入增长 100% 以上，扣除投资收益后的利润增长 200% 以上。主营已无明显瑕疵，符合摘帽条件。	

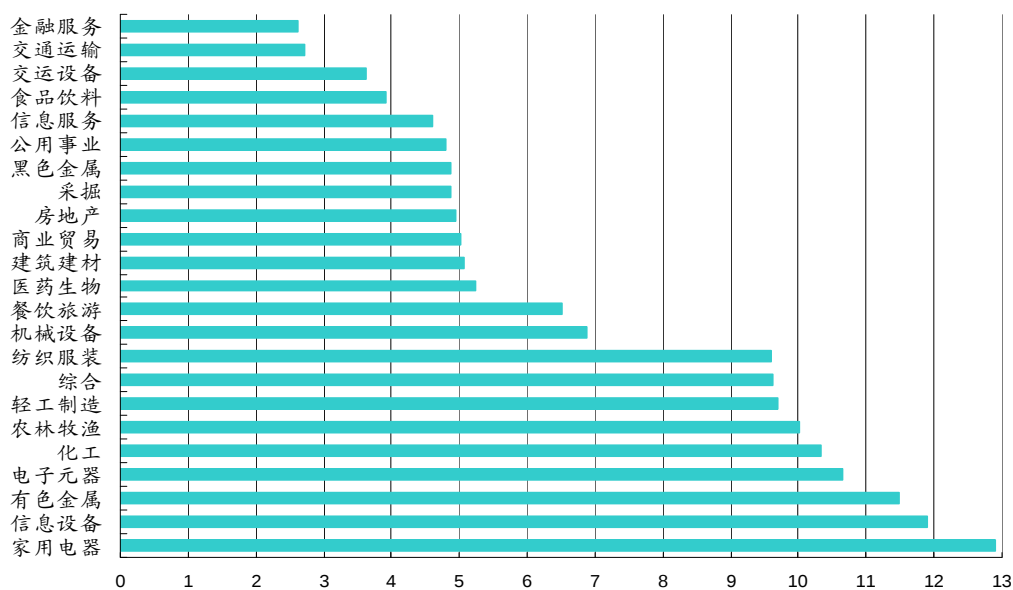
ST 金瑞	2009 年 11 月定向增发完成煤炭资产注入，2010 年煤炭业务增长正常，摘帽可能性较大	控股股东拟设立青海能源发展（集团）有限公司，公司未来业务中心在于煤炭业务，董事会表示会持续督导控股股东解决同业竞争问题。
ST 百花	2010 年 10 月完成定向增发收购煤化工资产，公司成功转型。符合摘帽条件。	
ST 雄震	2010 年 12 月完成定向增发收购铜矿资产，公司成功转型为矿业开采、加工公司，符合摘帽条件。	
*ST 岷电	下半年水电行业回暖，同时公司 2010 年多次收购水电资产提升主营规模，业务发展步入良性通道。符合摘帽条件。	
*ST 新材	下半年化工产品价格回升，公司产品开工上升，盈利能力得到恢复。主营逐步归于正常，符合摘帽条件。	
*ST 春晖	行业景气的回升，产品价格的上涨使得公司盈利能力大幅提升；公司新产品的投放为后续增长打下基础。主营逐步归于正常，符合摘帽条件。	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

5 三月投资策略

5.1 一月市场回顾

图 36：1 月市场行业涨跌幅情况（%）



资料来源：wind，长江证券研究部

在 1 月对于 2 月的资产配置报告中，我们重点看好的是二线蓝筹的持续反弹行情，在风格和行业上我们更偏重了风格。

在对 2 月的配置中，我们超配了家电、化工、信息设备、机械、建材和交运。其中家电排名市场第一、信息设备排名第二、化工第四，机械排名较为靠前。建材和交运表现一般。

鉴于汽车市场的不确定性，我们主动降低了此前一贯的超配行业交运设备至标配，其在上月的表现倒数第三。房地产也是我们降低配置的行业，上月表现较差，有大量资金涌出。

我们低配的金融、食品饮料、信息服务等表现较差。

总体上，我们上月行业组合收益为 5.87%，高于沪深 300 指数收益的 3.94%。

5.2 二月配置建议

通胀在 1 月份是制约市场的核心因素，市场对其进行了激烈的反映；2 月，这个因素消退也促成了市场的反弹。在 CPI 权重调整 and 食品环比价格下滑的背景下，2、3 月份 CPI 很难再创新高。而且，这种可能已经为市场所预期到了。因此，对于 3 月份而言，CPI 的走势将不会成为市场的最核心因素。

在价格上需要注意的是油价的变化。利比亚占世界石油出份额的 2% 左右，其对整体供给面的影响较小。但如果利比亚的局势蔓延到中东其他国家的话，影响就会变大。当然，具体的走势我们也很难预料。从美欧目前的状况来看，其也很难接受油价的大幅上涨。我们倾向于油价相对可控，但如果冲破 120 美元的话，我们的判断势必需要调整。

实体需求会否出现下滑，目前也成为了局部预期探讨的问题。对于工业生产，我们认为，在紧缩效应凸显的二季度，会经历一个下滑。但在 3 月份，实际的下滑可能不会看到。目前，领先指标已经出现了回落，价格高企对于实体需求的抑制已经明显显现。

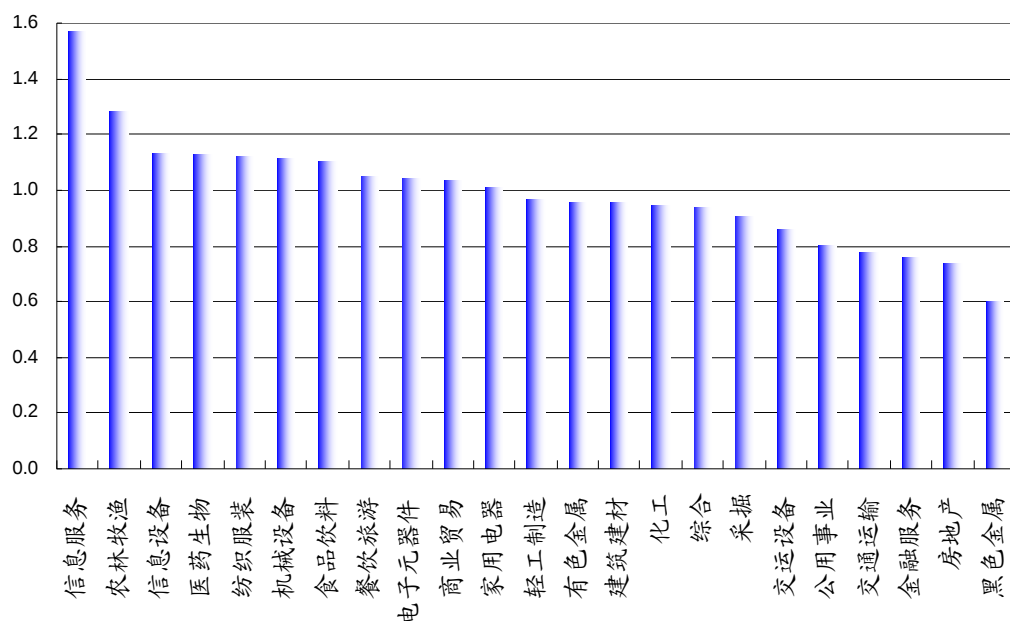
如果经济出现下滑，政策会不会立即放松？我们认为这只是市场预期的一厢情愿，决策者并不会跟随市场的预期走。去年出现了经济下滑之后的政策放松，但那时的通胀环境和目前完全不一样。这次政策调控的决心更大，如果通胀没有到一个决策层认可的区间，放松很难看到。至少 5% 的左右的波动在今年上半年是大概率时间，这在政策面是一个不敢乱动的区间。

总体上，我们认为，三月份的市场会比较平稳。两会的召开会对一些热点板块有刺激，整体市场也有进一步走高的机会，但可能空间不会太大。

在行业配置上，二线蓝筹仍是我们推荐的风格。具体行业上我们看好家电、机械、化工、信息设备、轻纺以及食品饮料、商贸零售中的低估值品种。

主题配置上，我们看好西藏板块表现。三月 ST 摘帽的布局行情值得期待，具体分析请参阅上面的内容。

图 37：当前行业估值对历史均值占比（2009 年 1 月以来）



资料来源: wind, 长江证券研究部

表 8: 2011 年 3 月行业资产配置推荐表

行业	建议评级	建议比重	主要逻辑
采掘	标配	14.51%	行业基本面向上支撑不足, 石油价格上涨对价格有一定刺激。
餐饮旅游	标配	0.43%	旅游业面临政策性利好, 但涨幅不小、估值不低。
电子元器件	低配	1.00%	行业基本面一般, 估值仍不具备吸引力。
房地产	标配	3.98%	前景不明朗, 但估值很低。
纺织服装	标配	1.06%	服装行业基本面向积极信号, 估值不便宜。
公用事业	标配	2.83%	两会期间存在政策利好, 估值尚可。
黑色金属	标配	2.36%	低估值品种, 跟随策略。
化工	超配	10.00%	化纤行业和橡胶制品行业基本面良好, 估值较低。
机械设备	超配	13.48%	中期受益品种, 政策利好、估值合理, 涨幅滞后, 短期数据强劲。
家用电器	超配	2.00%	出口良好, 维持看好。
建筑建材	标配	4.27%	基本面良好, 但涨幅较大。
交通运输	标配	4.45%	海外局势动荡有负面影响。
交运设备	标配	4.29%	行业基本面向上动力不足。
金融服务	标配	21.98%	低估值品种, 跟随策略。
农林牧渔	低配	0.50%	估值太高。
轻工制造	超配	1.50%	行业较好, 尤其是造纸印刷类。
商业贸易	标配	2.63%	稳定增长行业, 估值已回落至合理水平。
食品饮料	低配	1.50%	估值较高, 可配置其中低估值品种。
信息服务	低配	0.50%	估值太高。
信息设备	超配	3.00%	估值一般, 需求面超预期支撑。
医药生物	低配	1.00%	估值过高。
有色金属	低配	2.00%	美元存在走强可能, 工业金属上涨趋缓。
综合	标配	0.73%	跟随策略。

合计

100.00%

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，从事宏观策略研究。主要的研究方向为战略及战术资产配置、数量投资、上市公司价格行为特征分析等。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。