

2011-03-12

行业比较月度报告

后“两会”时期，顺藤摸瓜选行业

◆ 2月行业数据受到较大扰动，预计未来3个月经济将环比向上

2月数据在很大程度上受到节假日因素的扰动，当月PMI继续下滑，但仍在50%以上。我们相信随着扰动因素的消除，未来3个月宏观经济将处于向上的趋势之中，这主要是受到投资的推动，而消费也至少能够保持相对平稳。最近几个月中，上游的强势可以为我们的判断提供一定佐证，但更强的证据需要等到3、4月下游数据公布方可获得。

当月下游呈现出的变动趋势相对模糊。虽然春节期间销售数据亮丽，但当月零售总额增速却较上月大幅下滑，汽车销售甚至出现了环比的显著下降，这些都给我们的判断带来了一定的不确定性。地产行业则是另一番景象，1、2月销售、新开工、投资增速均处较高水平，但随着调控的施行，这些指标的下行是可以预见的。与此同时，保障房的建设将部分弥补开发商投资的下滑。

中游与上游基本是在我们预想的轨道上运行。2月粗钢产量迅猛上升，库存创出历史新高，价格冲高后回落，这都是旺季到来之前的正常现象，并且我们认为价格的回落和库存的上行都不会维持太长的时间。虽然煤炭价格总体上仍相当平稳，但受到下游基本面支撑的焦煤和无烟煤价格已有较强的上行预期，涨价应该也只是早晚的问题。

◆ 市场将震荡上行，看好低估值大中盘股

我们认为未来三个月上证指数将处于震荡向上的趋势之中，具体的运行区间为（2700，3150）。通胀的暂时缓和是我们对市场相对乐观的最主要原因，我们相信未来三个月中CPI突破5.1%的概率相对较小，政策过度严厉和资金面大幅收紧的情况很可能不会发生。在此背景下，较好的经济和企业盈利数据以及偏低的估值将发挥更大的作用。

大类板块方面，建议投资者在稳定类和周期类间作相对均衡配置。周期类中，我们看好低估值、具有国际竞争力的优势行业，如高端制造业；稳定类中，我们看好低估值、稳定增长的消费品。风格方面，我们更加看好低估值的大中盘股，这主要是出于风险收益配比的考虑。

◆ 后“两会”时期，顺藤摸瓜选行业

“两会”历来是3月政治、经济生活的头等大事，今年作为“十二五”的开局之年更是如此。与“两会”前预期布局不同，后“两会”时代的投资需要对行业及板块的实际受益程度、成长空间和估值水平作更综合的考量。我们目前推荐如下三条主线：

1、低估值中游板块：建材、工程机械

随着“两会”的闭幕，以保障房建设、各区域发展规划为代表的积极的财政政策将逐步落实到操作层面，这是即将到来的投资旺季中投资增量最主要的来源之一。作为直接受益者，建材和工程机械的行业景气度将明显提升。上述行业业绩增长确定，估值水平尚处较低水平，安全边际充裕，并且已经得到了市场的认同。

2、受政策扶持的行业：券商、电气设备、信息设备

在诸多存在政策利好的行业中，我们最看好券商、电气设备和信息设备。首先，我们认为券商正处于继设立、整合之后的第三次历史性拐点。直接融资占比的大幅提升以及监管层大力推行创新业务将为券商提供巨大的成长空间和全新的业务模式，并在估值上首先得到反映。其次，我们相信作为战略性新兴产业，电气设备和信息设备将获得持续的政策扶持。我们看好智能电网、特高压、农村电网等领域广阔的发展前景，也看好电信运营商对TD-LTE及光纤领域投资带来的机会。相信市场规模的高速扩张有助于缔造具有全球竞争优势的本土企业。

3、高油价主题

这一主题并不与“两会”直接相关，但却是中长期内全球性的大主题、大事件。短期内，中东乱局难以迅速平息；从全年看，美国经济复苏导致原油需求强劲增长，这都将使得油价居高不下。就投资标的而言，我们推荐原油采掘、原油开采勘探设备、煤炭及煤制油和替代能源等领域内的股票。

策略分析师：

冯钦远（执业证书编号：S0930510120014）

021-22169119

fengqy@ebsecn.com

肖超虎（执业证书编号：S0930510120011）

021-22169120

xiaoch@ebsecn.com

开文明（执业证书编号：S0930510120012）

021-22169160

kaiwm@ebsecn.com

薛俊（执业证书编号：S0930510120022）

021-22169045

xuejun1@ebsecn.com

范敏（执业证书编号：S0930510120021）

021-22169039

fanmin@ebsecn.com

联系人：

刘名斌

021-22169170

liumb@ebsecn.com

相关报告：

在震荡中寻找确定性，布局攻守兼备品种

..... 2011-02-20

A股春季特卖，三条线索选年货

..... 2011-01-10

一、自上而下的行业比较

宏观经济与政策

通胀压力有所缓解，中东局势惹人忧

我们最近报告中反复重申的观点是，本轮上涨行情的主要风险仍来自于通胀的走势和政策的收紧。从2月通胀数据看，虽然不能说通胀压力显著好于市场预期，但也不能说显著差于市场预期，我们对于通胀阶段性回落的判断仍然成立。我们相信相对温和的通胀数据将减轻调控的压力，预计未来三个月内央行可能加息和提高准备金率各1-2次，这种力度应当是市场能够接受的。

中东局势骤然紧张是影响最近市场走势的一个新情况。如果目前的动乱进一步蔓延到沙特等主要产油国，国际经济和资本市场都将受到巨大的影响。但我们认为中东失控的机率极小，因为这不符合世界的利益，各国必将竭尽全力避免悲剧的发生。此外，沙特的增产也能够很大程度上抵消动乱对石油供给造成的短期冲击。

经济环比向上，政策刺激效应显现

在天气转暖、节后复工、限电解除效应完全显现、积极的财政政策等因素作用下，未来三个月宏观经济将处于逐步复苏之中。具体来看，开工旺季的来临和政府项目的启动将导致投资出现显著的环比上行；消费的走势总体上将比较平稳，个税改革等政策可能对其构成一定的支持；顺差可能仍处于缩窄的趋势之中，但这主要是由于进口的增长快于出口导致的，我们对此并不悲观。

目前正值“两会”期间，热点政策频出。我们相信，未来三个月政策刺激的效应将持续显现。一方面，积极的财政政策能够刺激投资的高速增长，从而提振相关产业的业绩；另一方面，各种区域和产业发展规划的出台将显著提升相关标的的成长空间和估值水平，预计未来三个月内相关的投资机会将精彩纷呈，令投资者目不暇接。

投资主题

未来三个月中，我们最看好的主题依次为高油价、新三板、水利水电。

第一，高油价。中东政局只是油价上涨的触发因素，根本原因是美国经济增长超预期。我们认为未来油价将维持在高位，受益板块包括石油勘探开采、煤制油、煤化工、新能源等。

第二，“新三板”。酝酿已久的“新三板”改革很有可能在“两会”后正式启动。市场的高速扩容为相关标的提供了巨大的成长空间。我们认为受益最大的标的应该是园区类公司和创投类公司。

第三，水利水电。中央“一号文件”中明确提出要“推动水利实现跨越式发展”，未来10年将投资4万亿进行水利建设，政策支持和财政投入

的持续性高度确定。

除了上述三个主题之外，我们相对看好的还有稀土及新能源车等主题，投资者也可以根据自己的优势选择具有长期投资价值的主题。

大类板块

从近 1 个月的市场表现来看，表现最好的大类板块是上游，其涨幅显著大于新兴和中游。更准确地说，煤炭、有色等上游行业的强劲上涨是 3 月上旬的新情况。下游走势依旧不佳，是涨幅最小的大类板块。实际上，2011 年以来医药、食品饮料等行业持续跑输大盘，有被边缘化的趋势。

如果把考察期限放宽到 3 个月，大类板块之间的排序与 1 个月类似，上游最强，下游最弱，3 个月累计涨幅甚至为负数。最显著的不同则在于新兴板块的异军突起，这一板块代表着中国的高新技术和新经济，受到政策的扶持力度最大，获得“两会”因素的提振完全在情理之中。

总体上说，周期类近 1 个月的表现略好于稳定类，其中既有家电、轻工等低估值行业的功劳，又有有色、煤炭等高贝塔行业最近强势上涨的因素。此外，银行、保险等行业虽然近 1 个月总体表现平平，但 3 月份以来走势却比较强。这一趋势能否延续？如果延续，能够延续多久？这是需要思考的问题。稳定类中，除了上文中提到的新兴板块外，纺织服装、餐饮旅游也取得了较好的收益。

图表 1：中证板块指数近期表现

指数	近 1 个月	近 3 个月	2010 年以来
起始日	2011/2/8	2010/12/7	2009/12/31
截至日	2011/3/8	2011/3/8	2011/3/8
沪深 300	8.45%	4.28%	-6.66%
中证上游	12.32%	8.88%	5.21%
中证中游	9.87%	7.69%	10.48%
中证下游	7.22%	-1.69%	5.37%
中证新兴	9.90%	1.98%	30.71%

资料来源：wind，光大证券研究所

从基本面的角度分析，在即将到来的投资旺季中，上游和中游能够直接受益，其盈利也相应存在超预期的空间。但与此同时，通胀的中长期压力并未解除，货币政策进一步收紧构成了上述板块的主要风险。新兴和下游的基本面相对平稳，但“两会”及其后政策扶持力度较大，确定性强。其股价的风险主要来自较高的估值水平。

周期类中，我们继续看好业绩具有确定性、且估值便宜的行业，比如建材、家电等。稳定类中，我们相对看好可选消费，如家电和汽车。至于必须消费品，我们认为也有部分股票在位置上具有优势，投资者可适当作自下而上的选股。

短期来看，我们认为银行股的行情很有可能持续，这主要是受行业一季度业

绩超预期、监管政策相对宽松以及资金充裕的推动。但从三个月来看，我们仍相对谨慎，毕竟资金面不可能永远像现在一样宽松，且地产调控等负面因素仍然存在。

风格特征

大小盘风格方面，近 1 个月大势上涨的行情中，中小盘表现出了较大的弹性，中小盘与大盘的估值差距再一次被拉开。申万中盘、小盘指数上涨幅度均大于大盘指数，中小板指数也超过了上证 50 及沪深 300。唯一的例外是创业板指数，它在最近 1 个月里并没有跑赢上证 50。但即使是创业板，其近一个月的走势也显著强于之前的两个月。如果从边际的意义上说，也可以认为其趋势强于上证 50。

图表 2：大、中、小盘指数最近的表现

指数	近 1 个月	近 3 个月	2010 年以来
起始日期	2011/2/8	2010/12/7	2009/12/31
截至日期	2011/3/8	2011/3/8	2011/3/8
沪深 300	8.45%	4.28%	-6.66%
申万大盘指数	7.91%	3.35%	-11.14%
申万中盘指数	10.42%	1.48%	16.18%
申万小盘指数	12.72%	3.95%	38.29%
上证 50 指数	7.88%	3.76%	-16.84%
中小板指数	8.69%	-3.08%	19.59%
创业板指数	5.06%	-6.62%	N.A.

资料来源：wind，光大证券研究所

我们认为目前的基本面和市场环境仍相对有利于大中盘股。这些股票在估值和位置上具有优势，但受累于相对较大的市值。虽然弹性不如小盘股，但其确定性更高。因而从风险收益配比来看，要好于小盘股。

二、自下而上的行业比较

行业研究员的行业评级

2 月底光大部分行业研究员调升了对所属行业的评级。其中，造纸、公路由“中性”调为“买入”，零售、旅游由“增持”调为“买入”，医药由“中性”调为“增持”。至此，共有有色、建材、机械、农业、保险、化工、银行、零售、旅游、造纸、公路、环保等 12 个行业为“买入”评级，而地产、电子、公用事业等 3 个行业为“中性”评级，其余行业为“增持”评级。

图 表 3：光大证券研究所行业定期评级汇总

行业	分析师	行业正面因素	行业负面因素	未来催化因素	结论
建材	陈浩武	南部水泥业绩高增长将进一步得到确认			首推南部水泥
银行	沈维	年报超预期；因息差提升幅度大，预计 1 季报业绩超预期，行业平均增长 30%以上，部分银行或近 50%；估值低；监管和政策的边际影响较 2010 年缓和	利率市场化的短期冲击	年报和 1 季报超预期	增加银行配置，布局业绩行情
化工	张力扬	国际油价继续高涨	估值已经偏高	油价继续高涨	短期“买入”，不追高
零售	唐佳睿	社销总额增速仍然维持高位，整体行业销售数据增长平稳	消费者信心指数下降	2011 年个股季报超预期	
农林牧渔	刘晓波	“两会”政策红利	国家调控 CPI	灾害、减产、价格上涨	“买入”
保险	唐圣波	3 月保费增速开始出现转机；年报业绩可能超预期	2 月份保费数据可能仍不够理想	保费恢复高增长；准备金评估利率变化改善财务业绩	“买入”，时点在 3 月中旬
机械	陆洲	煤炭机械未来三年高速增长，板块内主要公司连续推出股权激励方案，产能扩张和资产注入拉动业绩增长。军工方面，“十二五”期间国防开支预算或比“十一五”期间翻一番	短期涨幅较大	“两会”公布军费开支预算可能超预期	“买入”
造纸	姜浩	行业部分企业进军溶解浆，将带来盈利的较大提升；人民币升值；估值存在修复需求		人民币升值；纸价上涨	
有色金属	汪前明	欧美经济超预期复苏		欧美经济超预期，国内政策真空期	
公路、铁路	糜怀清	高速公路盈利稳定，估值低；铁路受益铁路客货分离，货运能力得到提升		铁路客货运增速超预期	

旅游	林玉红	逐步步入旅游旺季		旅游“十二五”规划编制完成, 预计“两会”前后推出; 各省市相继出台旅游“十二五”规划	“买入”
钢铁	胡皓	需求稳步释放	成本过快上涨	库存出现大幅下降	
食品饮料	李卓	销售理想, 行业业绩增长确定	销售旺季已过	销售超预期, 提价	缺乏明显的行业性催化剂, 给予“增持”评级
海运	丁贤达	集运行业供需相对平衡; 油运行业至亚洲航线 VLCC 集中成交, 行情有望延续至三月	散货运、油运运力供过于求; 运价表现低于预期; 燃油价格上涨推高成本		
纺织服装	李婕	估值经过调整, 显现一定的投资价值; 冬装产品处于销售旺季; 年报存在超预期可能	原材料价格维持高位	存在高送配的可能	
医药	姚杰	国家不断推动医改进程, 强调民生	降价风险	“十二五”规划等行业刺激因素推出	维持“增持”评级
汽车	奉玮	3月汽车产销量一般为年内高点	原油价格上涨		
通讯	周励谦	受益全球电信投资回暖、国内光纤到户建设提速			
家电	何伟	家电销售延续较快的增速	原材料压力较大	空调销售超预期	延续稳定的增长
房地产	万知	政策进入观察期	楼市成交快速下滑		谨慎

公用事业	崔玉芹	电力行业发电小时提高；环保行业政策支持，每年“两会”都会提到环保	电力行业煤价上涨。	电力行业电价提高；环保行业政策出台	电力行业“中性”；环保行业“买入”
电子元器件	赵磊	智能手机等部分终端应用增长良好，带动部分子板块业绩提升	大部分传统行业表现一般，产能利用率低于去年四季度水平	传统行业走出周期低谷，产能利用率提升	行业指数难以明显跑赢大盘，但部分子行业存在投资机会

资料来源：光大证券研究所

一致预期的盈利预测及其调整

根据朝阳永续的统计，最近 1 个月中市场对上市公司 2010 年/2011 年的盈利预测略有下滑。其中，研究员所覆盖的中证 700 标的 2010 年盈利一致预期较 1 个月前下降了 3.54 个百分点，至 40.30%；2011 年盈利一致预期较 1 个月前下降了 0.19 个百分点，至 41.15%。即使在下调后，盈利增速仍相当可观。当然，考虑到朝阳永续的统计只覆盖了 532 家上市公司，实际的市场盈利增速将低于上述数值。根据我们自下而上的预测，2011 年上市公司盈利增速可能在 25% 左右。

考察 2010 年的盈利预测，上调比较明显的行业主要是食品饮料和轻工；电子、建材和有色则大幅下调。

图表 4：最近一个月朝阳永续对中证 700 指数 2010 年行业一致预期业绩调整情况汇总

与行业业绩调整与总市值涨幅 算法：朝阳永续一致预期 统计周期：2011-02-08 ~ 2011-03-08									
行业名称	样本数	报告覆盖		2010(E)				总市值涨幅	流通市值占比
		样本数	净利润	净利润占比	净利润同比	净利变化率	PEI 变化率		
	699	532	25493920	100.00%	40.30%	-3.54%	-2.53%	10.31%	100.00%
食品饮料	20	16	869856	3.41%	63.93%	2.95%	2.94%	3.86%	3.79%
轻工制造	19	15	507334	1.99%	23.29%	1.99%	1.99%	16.65%	1.94%
信息服务	31	24	695163	2.73%	30.61%	0.20%	0.20%	6.64%	3.56%
交通运输	45	34	2215710	8.69%	45.20%	0.18%	0.19%	8.05%	4.97%
家用电器	9	8	410015	1.61%	39.15%	0.00%	0.00%	19.33%	1.37%
信息设备	20	15	558320	2.19%	27.12%	-0.20%	-0.20%	10.88%	2.53%
纺织服装	13	3	231276	0.91%	29.53%	-0.94%	-0.94%	18.64%	1.12%
采掘	19	19	1699246	6.67%	40.63%	-1.23%	-1.23%	14.03%	5.26%
医药生物	63	51	2226685	8.73%	22.12%	-1.33%	-1.33%	4.17%	9.77%
房地产	56	39	2762712	10.84%	33.09%	-1.73%	-1.73%	10.59%	6.76%
金融服务	14	8	657600	2.58%	-8.12%	-2.02%	-2.02%	12.46%	2.79%
交运设备	34	28	1950747	7.65%	65.04%	-2.11%	-2.11%	11.24%	5.71%
机械设备	60	51	2512994	9.86%	40.85%	-2.45%	-2.45%	7.20%	9.34%
公用事业	33	19	911670	3.58%	-6.28%	-3.14%	-3.14%	9.67%	3.67%

化工	69	44	1358699	5.33%	43.95%	-3.14%	-3.21%	14.10%	7.71%
餐饮旅游	8	7	192287	0.75%	26.97%	-3.22%	-3.22%	10.49%	0.70%
农林牧渔	20	19	422373	1.66%	61.49%	-3.40%	-3.40%	9.13%	2.81%
商业贸易	42	31	1226774	4.81%	45.06%	-4.30%	-4.30%	11.63%	5.17%
综合	9	5	224135	0.88%	38.13%	-4.57%	-4.57%	15.44%	1.20%
黑色金属	19	18	943481	3.70%	307.94%	-4.95%	-4.95%	10.37%	2.57%
有色金属	29	27	800985	3.14%	60.98%	-8.14%	-9.02%	16.62%	7.39%
建筑建材	34	27	1771752	6.95%	43.63%	-14.24%	-0.54%	12.04%	5.95%
电子元器件	33	24	344107	1.35%	103.48%	-34.39%	-34.39%	10.82%	3.94%

资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

相比之下，我们更关注市场对上市公司 2011 年基本面的看法。考察 2011 年的盈利预测，上调比较明显的行业包括金融、轻工、农业，上调幅度在 5% 以上；食品饮料、商贸、公用事业也有等也有 3% 以上的上调；而建材、信息设备、黑色金属等行业下调幅度相对较大。

图表 5：最近一个月朝阳永续对中证 700 指数 2011 年行业一致预期业绩调整情况汇总

与行业业绩调整与总市值涨幅 算法：朝阳永续一致预期 统计周期：2011-02-08 ~ 2011-03-08									
行业名称	样本数	报告覆盖		2011(E)				总市值涨幅	流通市值占比
		样本数	净利润	净利润占比	净利润同比	净利变化率	PEI 变化率		
	699	532	35983618	100.00%	41.15%	-0.19%	0.91%	10.31%	100.00%
金融服务	14	8	863147	2.40%	31.26%	6.54%	6.54%	12.46%	2.79%
轻工制造	19	15	693831	1.93%	36.76%	5.24%	5.24%	16.65%	1.94%
农林牧渔	20	19	670191	1.86%	58.67%	5.21%	5.21%	9.13%	2.81%
食品饮料	20	16	1174801	3.27%	35.06%	4.49%	4.49%	3.86%	3.79%
商业贸易	42	31	1841166	5.12%	50.08%	3.37%	3.37%	11.63%	5.17%
公用事业	33	19	1235438	3.43%	35.51%	3.18%	3.18%	9.67%	3.67%
信息服务	31	24	969535	2.69%	39.47%	2.21%	2.21%	6.64%	3.56%
交通运输	45	34	2649013	7.36%	19.56%	1.88%	1.88%	8.05%	4.97%
机械设备	60	51	3538456	9.83%	40.81%	1.09%	1.09%	7.20%	9.34%
化工	69	44	2308013	6.41%	69.87%	0.58%	1.37%	14.10%	7.71%
有色金属	29	27	1474179	4.10%	84.05%	0.42%	-0.40%	16.62%	7.39%
医药生物	63	51	3035164	8.44%	36.31%	0.34%	0.34%	4.17%	9.77%
家用电器	9	8	543323	1.51%	32.51%	-0.24%	-0.24%	19.33%	1.37%
交运设备	34	28	2441273	6.78%	25.15%	-0.27%	-0.27%	11.24%	5.71%
房地产	56	39	3921657	10.90%	41.95%	-0.30%	-0.30%	10.59%	6.76%
采掘	19	19	2158519	6.00%	27.03%	-0.76%	-0.76%	14.03%	5.26%
纺织服装	13	3	269938	0.75%	16.72%	-1.99%	-1.99%	18.64%	1.12%
电子元器件	33	24	923004	2.57%	168.23%	-2.15%	-2.15%	10.82%	3.94%
餐饮旅游	8	7	244031	0.68%	26.91%	-2.27%	-2.27%	10.49%	0.70%
综合	9	5	351832	0.98%	56.97%	-2.37%	-2.37%	15.44%	1.20%
黑色金属	19	18	1394050	3.87%	47.76%	-2.43%	-2.43%	10.37%	2.57%
信息设备	20	15	742100	2.06%	32.92%	-2.54%	-2.54%	10.88%	2.53%
建筑建材	34	27	2540957	7.06%	43.42%	-11.93%	1.71%	12.04%	5.95%

资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

总体来看，在经济平稳向上、温和通胀预期明确的背景下，市场相应上调了以必须消费品为代表的通胀受益板块的业绩预测。其他上调较显著的行业包括银行和信息服务。前者主要受到加息和信贷额度紧张的推动，后者更多的来自于市场对政策支持的乐观预期。

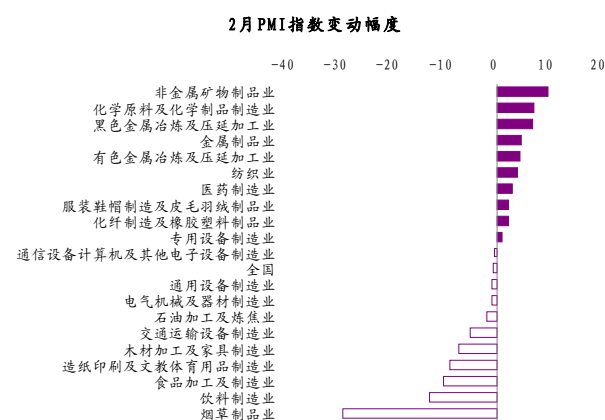
行业 PMI 比较

受政策调控、季节性因素和节假日因素影响，2 月 PMI 指数环比下降了 0.7 个百分点，为 52.2%。目前指数依旧高于 50%，工业生产仍处于扩张之中。在 20 个统计行业中，14 个行业 PMI 指数高于 50%。低于 50% 的行业包括食品加工及制造业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、纺织业、造纸印刷及文教体育用品制造业、烟草制品业、木材加工及家具制造业。总体上，2 月 PMI 数据并未改变我们对未来 3 个月经济的乐观看法，相信 3 月份 PMI 指数将会开始上行。

从行业 PMI 的变动趋势来看，10 个行业的当期 PMI 高于上个月，其中非金属矿物制品业、化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、有色金属冶炼及压延加工业等中游行业（有色实际上可以算作中游）回升幅度最大。随着建筑开工旺季的到来，中游行业将迎来好时光。另一方面，上个月指数加速上升的食品、饮料与烟草等行业出现了大幅回调。春节过后，消费的景气程度将不可避免地下降。

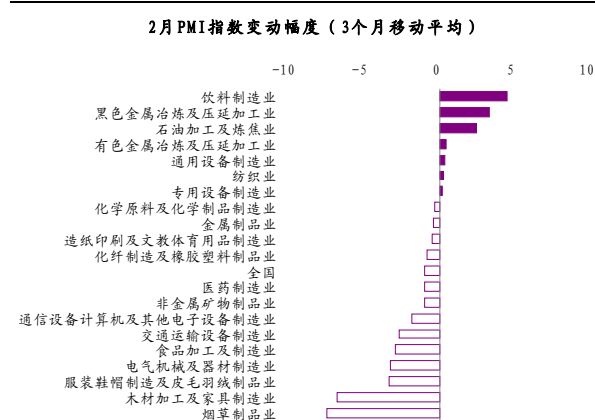
从移动平均数的角度观察，近 3 个月上行趋势最显著的行业包括饮料制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、石油加工及炼焦业、有色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业等。其中饮料制品业应当已经走过了短期内的景气高点，其余四个行业均为与投资密切相关的上、中游行业，这再一次印证了我们对投资及宏观经济走势的判断。

图表 6：10 个行业当期 PMI 指数下降



资料来源：PMI，光大证券研究所

图表 7：13 个行业 3 个月移动平均 PMI 指数下降



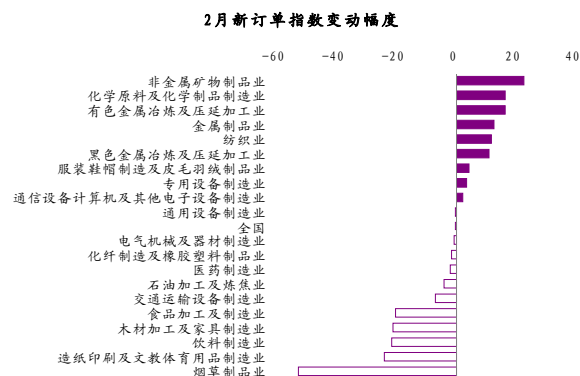
资料来源：PMI，光大证券研究所

新订单方面，2 月份全国指数下降 0.6 个百分点至 54.3%。3 个月移动平均指数降幅为 1.3 个百分点，较 1 月份增加了 0.2 个百分点。从当月新订单降

幅与 3 个月移动平均指数的对比来看，新开工的环比回升也应该为期不远。

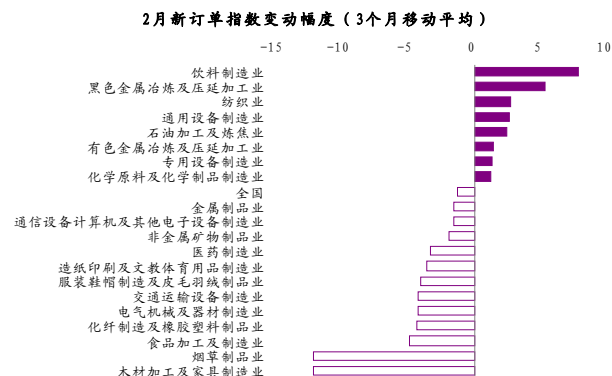
分行业看，11 个行业新订单指数下行，降幅较大的行业包括食品、饮料、烟草、造纸、木材等行业，这些行业的降幅均超过了 10 个百分点，是拖累新订单指数下降的主要因素。相比之下，3 个月移动平均指数更为糟糕，共有 12 个行业指数处于下行状态。

图表 8： 11 个行业新订单指数下行



资料来源：PMI，光大证券研究所

图表 9： 12 个行业 3 个月移动平均指数下行

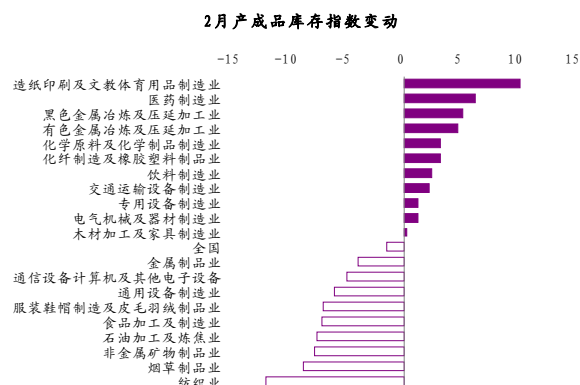


资料来源：PMI，光大证券研究所

产成品库存方面，2 月份全国指数下降 1.5 个百分点至 46.4%，降幅超出上个月 0.7 个百分点，带动 3 个月移动平均指数下降 0.4 个百分点，这也是后者 3 个月来的首次下行。2 月份库存的大幅下降是容易理解的，一方面因为订单的下降，一方面因为假期生产的停顿。

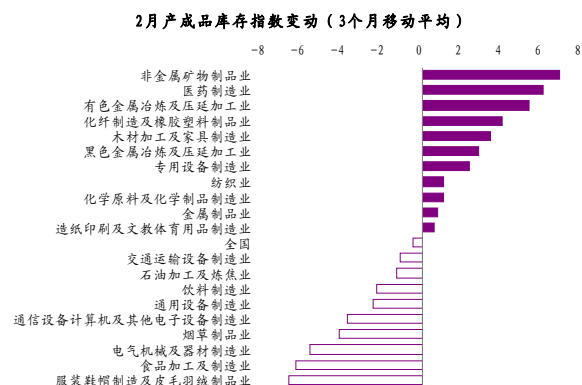
分行业看，共有 11 个行业当期的库存指数上行，其中造纸印刷及文教体育用品制造业、医药制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等行业上行幅度超过 3%。此外，11 个行业的移动平均指数较上期上行，上行幅度最大的行业包括非金属矿物制品业、医药制造业、有色金属冶炼及压延加工业、化纤制造及橡胶塑料制品业、木材加工及家具制造业等。

图表 10： 9 个行业当月产成品库存指数下降



资料来源：PMI，光大证券研究所

图表 11： 9 个行业产成品库存移动平均指数下降



资料来源：PMI，光大证券研究所

总体而言，当月 PMI 下降受到季节性因素的扰动较多，但也不难判断出调控

政策对经济起到了一定的作用。分项来看，在新订单下滑的带动下，库存亦持续下滑，并且后者 3 个月加权平均指数也开始下滑。我们认为导致 PMI 下滑的季节性因素应当即将结束，在 PMI 触底反弹的过程中，以建材、钢铁为代表的中游行业将维持强势。

行业位置比较

从一个月来看，涨幅居前的行业包括家电、轻工、券商、有色、采掘、纺织服装；从三个月来看，涨幅居前的行业包括家电、建材、黑色金属、交运设备、有色、机械；从 2010 年以来的表现看，涨幅居前的行业包括电子、机械、有色、医药、农业、建材。

在周期类内部，近 1 个月表现最好的是家电、轻工、券商、有色和采掘；近 3 个月表现最好的是家电、建材、黑色金属、交运设备和有色。

图表 12：周期类行业近期的涨幅情况

	10 年以来		三个月		一个月
机械设备	33.63%	家用电器	17.52%	家用电器	21.67%
有色金属	26.01%	建材	13.40%	轻工制造	14.67%
建材	21.83%	黑色金属	13.31%	多元金融	14.26%
家用电器	16.20%	交运设备	6.85%	有色金属	13.62%
轻工制造	11.28%	有色金属	6.71%	采掘	13.18%
交运设备	9.86%	机械设备	6.64%	化工	12.17%
采掘	0.28%	房地产	5.61%	房地产	10.22%
交通运输	-5.15%	交通运输	5.34%	黑色金属	9.83%
沪深 300	-6.66%	采掘	4.50%	机械设备	9.75%
公用事业	-7.27%	沪深 300	4.28%	建材	8.77%
化工	-17.27%	化工	3.68%	沪深 300	8.45%
房地产	-17.64%	轻工制造	3.50%	交运设备	8.36%
银行	-17.80%	银行	3.23%	公用事业	8.16%
保险	-18.86%	公用事业	1.70%	交通运输	6.45%
黑色金属	-18.95%	多元金融	1.69%	保险	5.66%
多元金融	-32.10%	保险	-6.79%	银行	5.03%

资料来源：wind，光大证券研究所

在稳定成长类内部，近 1 个月表现最好的行业是纺织服装、信息设备和餐饮旅游；近 3 个月表现最好的行业是纺织服装、餐饮旅游和商业贸易。

图表 13：稳定成长类行业近期的涨幅情况

	10 年以来		三个月		一个月
电子元器件	40.11%	沪深 300	4.28%	纺织服装	12.90%
医药生物	24.64%	纺织服装	3.48%	信息设备	12.81%
农林牧渔	23.54%	餐饮旅游	1.69%	餐饮旅游	11.82%
食品饮料	19.06%	商业贸易	1.34%	电子元器件	11.37%
信息设备	15.69%	电子元器件	1.21%	商业贸易	10.56%

纺织服装	15.46%	农林牧渔	0.74%	农林牧渔	9.85%
餐饮旅游	14.71%	信息设备	0.30%	沪深 300	8.45%
商业贸易	9.18%	信息服务	-1.52%	信息服务	5.70%
信息服务	-2.82%	食品饮料	-7.14%	医药生物	5.56%
沪深 300	-6.66%	医药生物	-7.86%	食品饮料	4.14%

资料来源：wind，光大证券研究所

行业超额收益季节性研究

我们统计了各主要行业 02 年以来历年 3 月的月度超额收益情况。由于市场结构的因素，我们特别重视 07 年以后的数据。从过去 4 年的经验来看，3 月能够取得超额收益的行业数量略超过半数，其中，地产、餐饮旅游、电子、纺织服装、轻工、机械等行业平均超额收益最为显著。实际上，可以观察到，今年 3 月以来，地产、纺织服装、轻工等行业确实表现较好，但电子等行业表现不佳，这是受到其较高的估值和位置的拖累。

图表 14：各主要行业 3 月月度超额收益

	三月超额收益 (%)									07-10 年	
	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	次数	中值
房地产	5.1	-2.8	1.2	-4.2	6.4	8.4	13.3	10.1	2.8	4	9.3
餐饮旅游	2.3	-0.6	1.1	1.9	2.4	4.9	7.6	6.7	-0.3	3	5.8
电子元器件	0.3	-4.7	1.9	-6.7	-0.1	3.8	1.1	7.8	7.4	4	5.6
综合	3.9	-4.2	0.4	-5.8	-1.4	13.8	-0.5	9.5	1.5	3	5.5
纺织服装	1.7	-2.6	0.7	-4.7	-2.3	12.0	1.8	6.4	2.6	4	4.5
轻工制造	3.6	-1.3	1.0	-2.9	-0.6	7.1	1.0	5.7	0.7	4	3.3
机械设备	2.0	-1.3	0.4	-2.2	3.4	1.9	-4.2	2.7	2.0	3	1.9
交通运输	-0.4	1.8	0.6	6.3	-3.0	4.0	-0.6	4.0	-1.5	2	1.7
金融服务	3.0	7.4	-2.3	-0.8	-3.7	0.9	1.6	0.5	2.6	4	1.3
采掘	-1.9	-1.8	5.4	-1.1	2.7	-6.2	0.4	5.6	1.7	3	1.0
化工	2.8	-2.4	2.3	0.4	0.3	6.1	-2.6	0.5	1.3	3	0.9
信息设备	-2.8	-4.4	1.9	-5.3	-1.1	0.8	-1.8	4.9	-0.6	2	0.1
商业贸易	2.1	-2.7	2.5	0.3	7.1	2.9	1.2	-1.2	-1.7	2	0.0
有色金属	1.9	-3.0	3.1	-3.0	11.0	-0.7	-7.9	13.9	0.4	2	-0.1
家用电器	-3.8	-3.7	-0.1	-4.1	-0.3	5.1	-0.9	-1.5	0.5	2	-0.2
信息服务	-3.7	-3.9	-2.4	-7.0	-1.0	-0.6	-1.1	-0.3	-1.5	0	-0.9
建筑建材	1.9	-2.7	1.5	-1.6	2.5	6.1	-2.9	-3.1	0.5	2	-1.2
交运设备	1.1	3.9	-4.8	-6.8	-0.8	0.3	-6.9	3.2	-2.7	2	-1.2
农林牧渔	3.1	-3.9	2.2	-1.8	-4.0	3.8	0.4	-5.7	-3.2	2	-1.4
公用事业	0.5	1.0	2.3	0.1	-4.2	1.8	-2.3	-4.1	-1.0	1	-1.7
医药生物	0.8	-2.2	0.6	0.5	-0.6	4.2	-1.9	-5.4	-3.4	1	-2.6
食品饮料	0.3	-2.3	2.7	5.8	3.5	-2.6	2.6	-9.9	-3.5	1	-3.0
黑色金属	-2.4	0.7	0.2	0.5	-1.0	-0.8	-4.7	-4.3	-3.6	0	-3.9

资料来源：wind，光大证券研究所

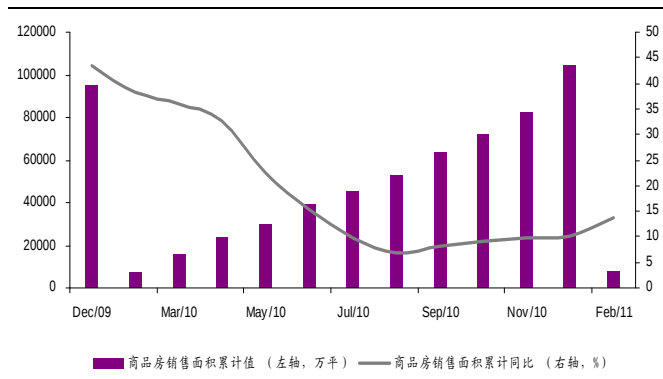
三、重点行业跟踪

房地产：政府主导的市场

1、2月全国商品房销售面积达到 8143 万平方米，同比增速为 13.8%，总体来说仍较为活跃。这完全符合我们的预期，因为 1 月商品房销售相当火爆，部分需求在调控前集中释放。在各项调控政策逐步落实，尤其是限购政策在主要城市推广之后，预计商品房销售会出现同比意义上的下行。

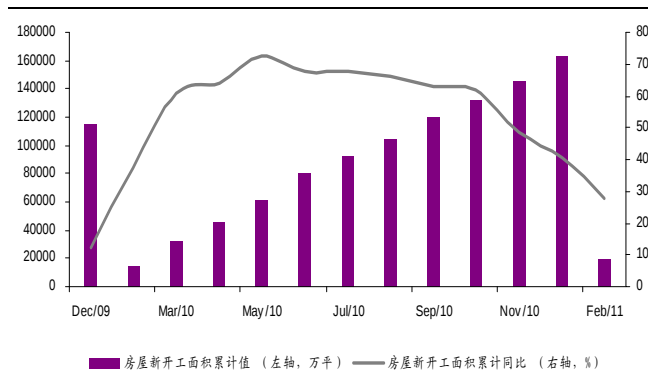
受政府打击囤地等因素的影响，1、2月新开工面积和投资完成额均实现了较高的增速。当月全国房屋新开工面积为 1.9 亿平米，同比增长 27.9%。投资完成额达 4250 亿元，同比增长 35.2%。我们认为，未来几个月中新开工和投资的增速可能显著下行。一方面，政府打击囤地的边际影响将不可避免地减弱；另一方面，销售下滑将导致库存累积和开发商资金面收紧，新开工和投资难以维持在高位。

图表 15：1、2 月商品房销售较为旺盛



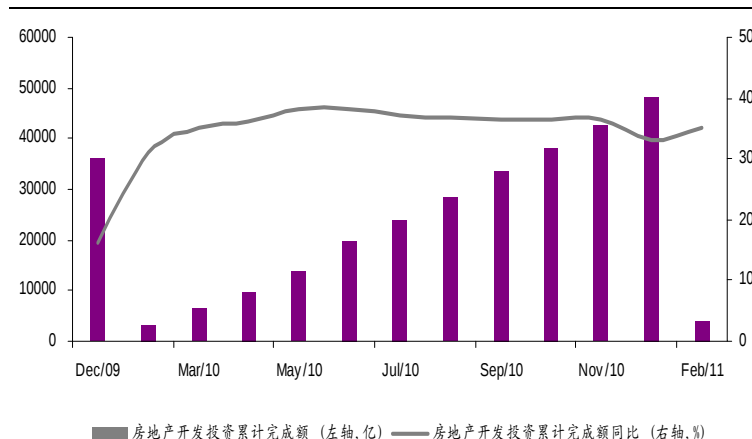
资料来源：wind，光大证券研究所

图表 16：1、2 月新开工增速相对较快



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 17：1、2 月投资完成额增速较快



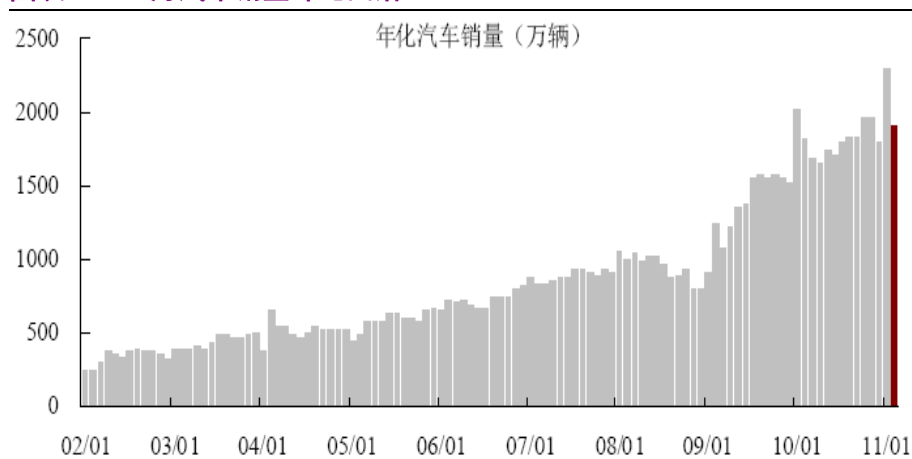
资料来源：wind，光大证券研究所

相比于 1、2 月受各种异常因素影响的数据，我们更重视未来几个月的变化，而后者主要取决于政府的态度。从“两会”的情况来看，政府调控的决心是坚决的，对于保障房建设的投入也是确定的。当然，目前高房价的状况也不容许政策有所放松。因而，2011 年及此后的更长时间内，我们将看到一个在更大意义上由政府主导的市场。在需求端，限购等措施将持续相当长的时间，投机需求及部分自住需求均受到压制，开发商资金也将逐步收紧（虽然对开发商而言资金链在 2011 年尚不会成为最严重的问题）。在供给端，保障房的建设将成为住房和投资增量的主要来源，宏观经济不会因调控受到显著的负面影响。

汽车：2 月销售低于预期，行业趋势还需观察未来数据

汽车工业协会公布的数据显示，2 月份汽车销量低于市场预期，环比降幅达到 33%。其中，乘用车下降了 37%，商用车环比下降了 18%。本来，由于节假日因素，2 月销售略低于预期完全是可以接受的，但在政策负面效应尚不明朗的 2011 年，这样的数据难免会给行业基本面的判断带来一定的不确定性。

图表 18：2 月汽车销量环比回落 33%



资料来源：光大证券研究所

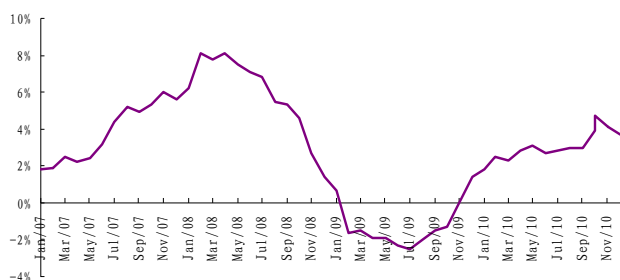
我们维持对汽车行业相对乐观的观点。一方面，我们很难相信百亿元级别的补贴的退出会对万亿元级别的市场造成任何显著的影响，尤其是在宏观经济相当不错的背景下。另一方面，我们也不认为北京限牌的治堵方案会大面积推广，因而行业所受影响有限。此外，新近颁布的车船税对行业整体不大，因为占比达 90% 的中小排量汽车税负反而将有所减轻，受到负面影响的大排量汽车占比较小，且敏感性亦低于中小排量汽车。

由于 2 月数据不尽如人意，我们上述偏乐观的观点不得不留待未来的数据印证。具体而言，节假日因素消除后 3 月销售情况应当好于 2 月，但 2010 年基数较高，当月的同比数据可能仍不太理想，目前预计二季度的数据可能会给市场带来惊喜。

零售：2月零售增速下滑

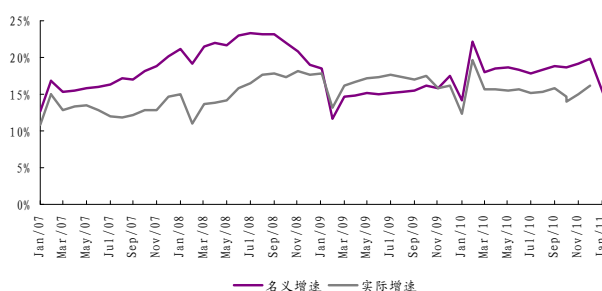
1月消费品零售总额同比增长19.9%，增速较上月提高了0.9个百分点。扣除价格因素后，实际增速为16.2%，较上月回升1.2个百分点，实际增速连续两个月回升。但2月的数据有些令人失望，当月零售总额增速大幅回落至11.6%，这其中除了基数的原因外，也有过高的价格对数量的挤出效应。

图表 19：1月RPI继续回落



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 20：2月消费品零售总额增速大幅回落



资料来源：wind，光大证券研究所

1、2月CPI维持在4.9%的水平，短期来看，物价处于阶段性回落的趋势之中，翘尾因素和季节性因素都对抑制通胀有利；长期来看，我们也相信政策能够将通胀控制在相对温和的水平。因而，从全年来看，估计零售总额的名义增速不会有大的波动，与上年相比降幅应当在2-3个百分点之内。

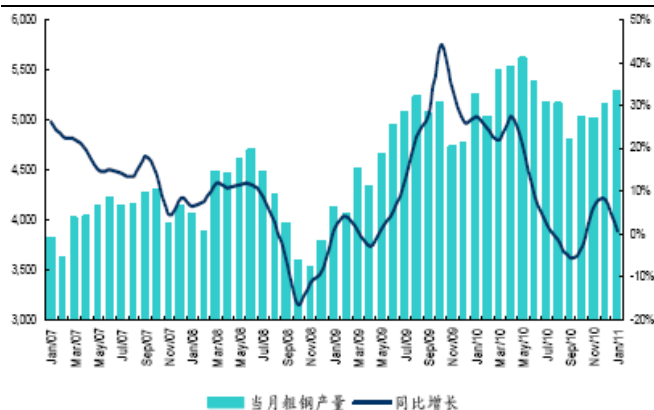
此外，“两会”期间将出台修改后的个人所得税法，个税起征点和级次级距都将作相应调整。这有利于提高中低收入阶层的实际收入，由于这部分人群边际消费倾向较高，零售的增长将由此得到一定的正面推动。

钢铁：钢价或将反转

虽然受天气因素和节假日因素的影响，1月钢铁生产继续上行。当月粗钢产量为5280万吨，环比增长2.5%；但主要由于基数的原因，同比增速回落至0.5%。进入2月后，供给增长十分迅猛。当月粗钢产量为5431万吨，环比增长9.7%，同比增速处于近期高位。

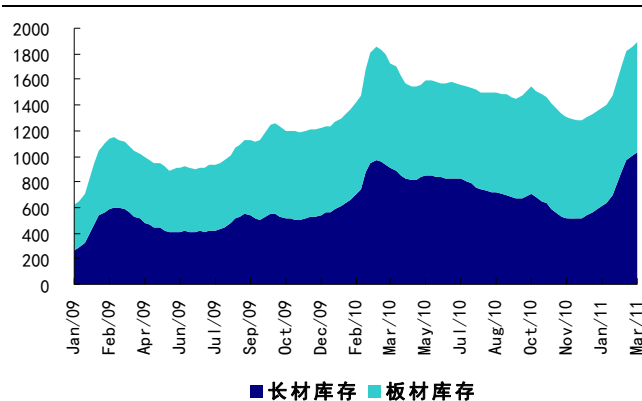
由于下游需求旺季尚未完全到来，供给的增长不可避免地造成了库存的进一步上行。当然，3月高库存从来不是什么新闻。但与1个月前不同的是，目前的库存水平创出了历史性的新高，并且已经导致钢价和企业毛利的下行。

图表 21：1 月粗钢产量同比增速下行



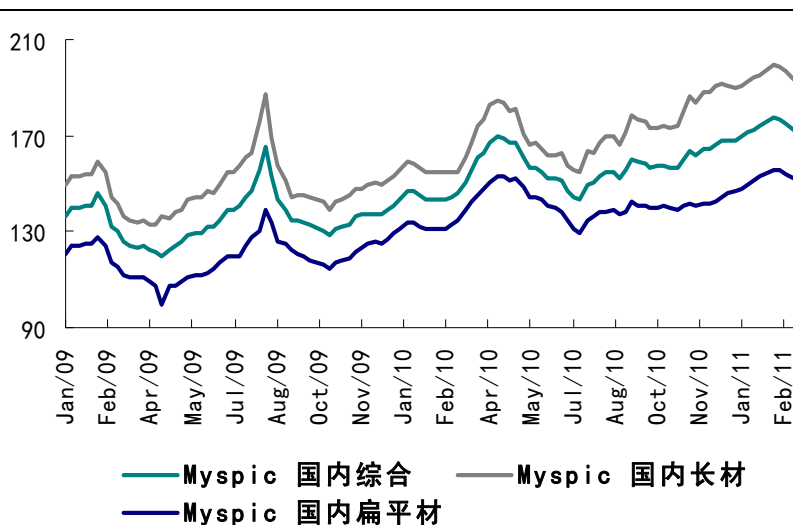
资料来源：wind，光大证券研究所

图表 22：库存创出历史新高



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 23：钢价开始下行



资料来源：wind，光大证券研究所

虽然我们也认为短期内钢价可能继续下跌，但我们继续看好行业三个月的景气度。实际上，钢价的短期下跌完全在我们预期之内，我们认为未来进一步下行的空间和时间都相对有限。

我们的信心主要来自需求的上行。我们已经在多处论述了未来三个月下游的需求将会比较旺盛，尤其是投资将实现较快的增长，需求的增长将逐步消化高企的库存，并将对钢价构成支撑。此外，随着近期钢价的下行，国内外钢材价差持续扩大，加上发达国家经济增长超出市场预期，钢材的出口需求也将有所增长。

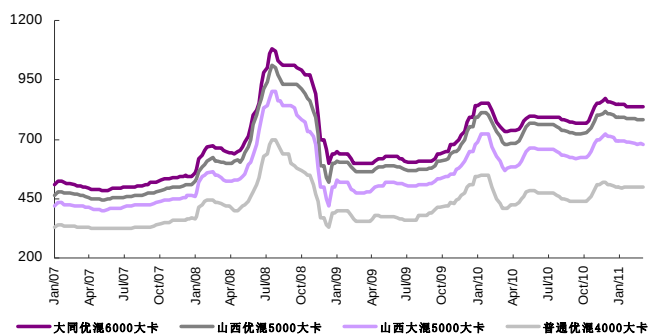
其次，企业毛利的下行也意味着钢价进一步下行空间有限。光大证券拟合的钢企毛利水平处于历史区间中等偏下的水平，相当部分品种如果以现有价格和成本计算已经亏损。在整体供需情况有利于钢企的背景下，我们预计钢价可能在 3、4 月间触底反弹。

煤炭：价格平稳，看好焦煤和无烟煤

最后，我们讨论上游的煤炭行业。整体而言，近一个月主要煤种的价格波澜不惊。实际上，大同动力煤 6000 大卡不含税坑口价及古交 2 号焦煤 5500 大卡坑口价均与 1 个月前持平。但表面的平静中可能蕴含着变化的因子。我们维持前期观点，认为未来三个月煤价趋势将分化，焦煤和无烟煤提价预期较强，而动力煤降幅可能较为有限。

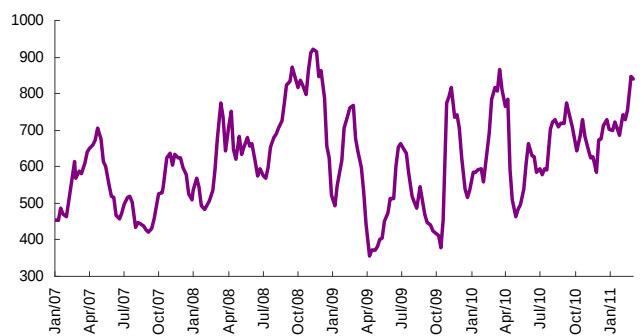
焦煤是我们相对看好的煤种。未来三个月新开工旺季的到来将提升下游需求，二季度国际焦煤合同价格的上升也构成了国内价格上行的推动力量。此外，国家对于稀有煤种开发的保护是长期利好。无烟煤的需求面也相当不错，春耕季节的来临加大了对化肥的需求，而国际油价高企导致化工品的需求也相应提升。至于动力煤，我们认为旺季过后价格下行幅度可能相对有限。一方面，国际油价和煤价均在高位，国内煤价有较强支撑；另一方面，3 月下旬大秦铁路将开始检修，运力不足的因素不容忽视。

图表 24：国内煤价相对平稳：秦皇岛



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 25：港口库存继续攀升：秦皇岛



资料来源：wind，光大证券研究所

库存方面，3 月 5 日秦皇岛存煤 836 万吨，较 1 个月前上升了 44 万吨。从三个月的期限考量，库存应当能够大幅下降到区间偏低的位置。

四、行业层面对宏观经济的佐证

2 月数据在很大程度上受到节假日因素的扰动，要从中得出较强的结论是困难的。当月 PMI 继续下滑，但在 50% 以上。我们相信随着扰动因素的消除，PMI 指数将回复到向上的趋势之中。此外，即使在普遍糟糕的数据中，以建材、钢铁为代表的中游行业仍维持强势，这增强了我们对于未来 3 个月经济的信心。

从我们跟踪的重点行业看，下游需求的变动趋势是相对模糊的。虽然有春节期间亮丽的销售数据，但当月零售总额增速却较上月大幅下滑，而汽车销售甚至出现了环比层面的显著下降。虽然上述不甚理想的数据可以用基数、假期等原因加以解释，但我们并不否认它们带来了一定的不确定性，需要用 3

月甚至更远的数据加以验证。地产行业则是另一番景象，1、2月销售、新开工、投资增速均处于较高水平，但随着调控的施行，这些指标的下行是可以预见的。我们相信，开发商投资的下滑完全可以通过保障房的建设得到弥补，“两会”期间政府的集中坚定表态是最好的证据。

中游与上游基本是在我们预想的轨道上运行。2月粗钢产量迅猛上升，库存创出历史新高，价格冲高后回落，这都是下游旺季到来之前的正常现象，并且我们认为价格的回落和库存的上行都不会维持太长的时间。虽然煤炭价格总体上仍相当平稳，但受到下游拉动的焦煤和无烟煤价格已经有了较强的上行预期，涨价应该也只是早晚的问题。

我们仍然认为未来3个月宏观经济将处于向上的趋势之中，这主要是受到投资的推动，而消费也至少能够保持相对平稳。预计未来3个月通胀的压力将有所减轻，货币政策不会大幅收紧。最近几个月中上游PMI的强势可以为我们的判断提供部分佐证，但更强的证据还需要等待3、4月下游数据公布后揭晓。

五、行业比较结论

自上而下看好中游大中盘股

我们对未来三个月宏观经济走势相对乐观。首先，开工旺季的来临和政府项目的启动将导致投资出现显著的环比上行；其次，消费将保持相对平稳，个税改革等政策可能对其构成一定的支持；第三，顺差可能仍处于缩窄的趋势之中，但这主要是由于进口的增长快于出口导致的。

政策方面，短期内通胀创新高概率极小，调控力度应当在市场能够承受的范围之内。而“两会”后积极的财政政策逐步落实以及各种区域和产业发展规划的出台将显著提升相关标的的成长空间和估值水平，从而提供大量的投资机会。

我们认为未来三个月上证指数将处于震荡向上的趋势之中，具体的运行区间为（2700，3150）。虽然存在政策收紧、资金面恶化等风险，但我们认为当前时点上经济回升和估值偏低显然是更为主要的方面。需要特别指出的是，在看到物价水平出现趋势性下降之前，我们也不认为未来三个月中市场会创出新高。

大类板块方面，我们继续主张在稳定类和周期类间做相对均衡配置。我们目前偏爱业绩具有确定性、且估值便宜的大市值行业，尤其是建材等中游行业。这些行业受益于下游的需求拉动，在目前的市场环境中风险相对较小。大小盘风格方面，继续看好低估值大中盘股。这些股票在估值、位置上具有优势，在风险收益配比上优于小盘股。

自下而上推荐券商、电气设备、水泥、信息设备、工程机械、高油价主题

从2月底光大证券行业研究员给出的评级来看，有色、建材、机械、农业、保险、化工、银行、零售、旅游、造纸、公路、环保等12个行业为“买入”评级，其中近期上调评级的行业为造纸、公路、零售、旅游。

综合近1个月来朝阳永续一致预测对2010和2011年两年各行业盈利预测调整的情况来看，市场普遍上调了食品饮料和轻工等行业的盈利预测。

从PMI指数来看，中期保持最好上升趋势的行业包括黑色金属、石油加工、有色金属、通用设备等行业。

从行业市场表现来看，近一个月中，周期类板块里涨幅居前的行业包括家电、轻工、券商、有色和采掘；稳定增长类中表现最好的行业是纺织服装、信息设备和餐饮旅游。

从行业月度超额收益的角度看，过去4年中，地产、餐饮旅游、电子、纺织服装、轻工、机械等行业3月月度超额收益最为显著。

综合来看，我们主要推荐三条主线选择行业和板块。其一，低估值周期类行业和板块，包括建材、工程机械。其二，受政策扶持的行业，包括券商、电气设备、信息设备。其三，高油价主题。

图表 26：行业盈利增长与估值对比

多行业估值 算法：朝阳永续一致预期 统计截止日：2011-03-08											
行业名称	2年复合增长率	总市值加权 P/E			流通市值加权 P/E			PE/G	PB		
		2009(A/E)	2010(E)	2011(E)	2009(A/E)	2010(E)	2011(E)		2009(A/E)	2010(E)	2011(E)
农林牧渔	65	102	60	38	102	61	38	1.6	7.2	5.7	4.7
采掘	27	24	18	15	23	18	15	0.9	3.1	2.8	2.4
化工	33	29	21	17	27	19	16	0.9	3.5	3.0	2.6
黑色金属	114	71	24	16	49	20	14	0.6	1.7	1.6	1.5
有色金属	113	157	57	35	183	59	35	1.4	6.6	5.8	5.0
建筑建材	37	32	24	17	35	26	18	0.8	3.4	2.9	2.5
机械设备	47	58	37	27	57	36	25	1.2	7.6	5.1	4.1
电子元器件	309	721	96	43	n.v.	98	47	2.3	6.7	5.3	4.7
交运设备	51	43	24	19	40	22	18	0.9	5.2	4.0	3.4
信息设备	38	59	42	31	58	42	31	1.5	6.5	4.8	4.2
家用电器	40	38	25	19	35	24	18	1.0	4.9	4.0	3.3
食品饮料	40	53	38	28	52	38	28	1.3	9.1	7.3	6.0
纺织服装	25	47	38	30	51	41	34	1.9	4.2	3.4	3.1
轻工制造	41	54	38	27	51	38	27	1.3	4.0	3.1	2.9
医药生物	36	55	43	30	54	42	30	1.5	7.6	6.0	4.9
公用事业	23	36	30	24	36	32	25	1.6	2.9	2.5	2.3
交通运输	95	56	17	15	55	17	15	0.6	3.0	2.4	2.1

房地产	39	27	20	14	26	19	14	0.7	2.9	2.7	2.3
金融服务	23	14	11	9	15	12	10	0.6	2.5	2.0	1.7
商业贸易	43	50	35	25	48	34	25	1.2	5.2	4.3	3.7
餐饮旅游	39	76	53	39	71	51	39	2.0	5.9	5.0	4.6
信息服务	34	62	51	35	58	50	34	1.8	4.8	3.9	3.5
综合	90	87	49	27	81	46	29	1.0	5.7	5.0	4.6

资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

分析师介绍

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009年加入光大证券，任银行业分析师，现任策略分析师。此前就职于瑞银证券。

肖超虎，上海交通大学工学学士，复旦大学世界经济专业硕士，曾担任保险、证券行业分析师，目前负责行业配置与行业比较研究。自从2009年7月推出月度十大金股以来，取得了154%的累积收益率，相对沪深300的超额收益为156%，获得广大投资者的广泛好评。

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济专业硕士，2008年新财富交通运输行业入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前负责光大策略研究团队。

薛俊，日本珙玉大学金融学硕士，2006年至今先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名，2010年进入光大证券研究所策略团队。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，2006年在中诚信证券评估公司从事企业信用评级工作，2007年底进入光大，从事传媒研究2年，2010年初转做策略研究。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。