

2011 年 5 月份投资策略报告

宏观策略部

徐海洋 首席策略分析师

电话: 021-61735961

邮箱: xuhy@rxzq.com.cn

执业证书编号: S0070510120002

联系人: 陈一博

电话: 010-88086830-715

邮箱: chenyb@rxzq.com.cn

近期策略报告

《短期有休整需求》策略周报

04. 25

《三顾三千为哪般》策略快评

04. 20

《政策压力有所增加》策略周报

04. 18

《再度临近窗口期》策略周报

04. 11

《防御中等待进攻号角》二季度

策略报告 04. 01

通胀治理的代价

- 重申二季度策略观点, 货币政策持续紧缩对经济增长的负面影响和通胀治理的复杂性将压制市场的上行空间, 而整体估值水平处于历史可比低位也将对市场构成支撑, 指数下行空间有限。市场继续在纠结中窄幅震荡、上下两难。维持二季度上证综指核心波动区间在2800-3100点的判断, 市场脱离箱体震荡格局的可能性较小。
- 持续6个月有余的抗通胀之战仍处于久攻不克的僵局。市场对通胀的关注焦点将逐渐由担忧通胀转为担忧治理通胀的代价。二季度政策面的重点仍是抑制通胀, 政策放松预期弱化。但由于本轮通胀并非经济过热导致的需求拉动型通胀, 紧缩货币政策抑制总需求的手段副作用较大。容忍可控的通胀或将成为下半年现实的政策选择, 但政策调整的时点具有较大的不确定性。
- 4月中旬上调存款准备金率以来, 银行间市场处于低位的隔夜拆借利率、7天回购利率出现大幅飙升。而银行间市场的中期流动性一直都不乐观。在实体经济内流动性偏紧、民间金融交易活跃的情况下, 存量资金向股市转移的预期恐将落空, “存款搬家” 还很遥远, 期待场外资金仍是望梅止渴。
- 去年四季度以来对抗通胀的政策紧缩, 已经显示对国内经济增长的抑制作用, 经济回落趋势逐步显化将是市场面临的又一重要考验。微观层面成本上升、资金紧张的现象进一步突出, 企业经济效益有下滑的风险。在经济增速下滑趋势逐步显现的环境下, 需要注意通胀预期可能正从上涨初期的刺激市场的利好因素, 变为打破市场良性循环的破坏因素。
- 市场预期在剧烈下跌中发生明显变化, 我们主张在5月份继续维持稳健防御状态。业绩因素对周期类权重股的支撑作用逐步消退, 指数有



可能继续向箱体下沿寻求支撑。建议维持谨慎，前期持仓较重的投资者应逢高减持。行业配置从景气改善和估值安全角度出发，建议超配建材、家电、公用事业、轻工、交运行业，调低有色配置系数，适度增加对消费类防御品种的关注度。

■ 风险提示

经济增速回落幅度超预期；政策“超调”。

一、治理通胀的代价

1、抗通胀之战久攻不克

通胀压力显著高于 CPI 读数。3 月份的 CPI 食品价格涨幅显著被低估。3 月份商务部食用农产品价格指数同比上涨 17.9%，而 CPI 食品价格涨幅仅为 11.7%。根据历史数据，二者之间具有较强的一致性，这意味着统计局数据显著低估了食品价格的真实涨幅。而商务部食用农产品价格指数的同比增幅与 08 年一季度通胀严重时期相差无几。CPI 非食品价格的同比涨幅已经超越了 08 年通胀时的水平，创出历史新高。而国际大宗商品价格上涨对 PPI 的传导影响仍在继续，4 月份 CRB 指数同比涨幅仍然高达 30%，相应地 4 月份 PPI 同比涨幅仍会在 7%以上。

4 月份的 CPI 数据可能会好看一点，原因是 4 月份蔬菜价格出现大幅下跌，商务部监测的蔬菜价格 3 周以来累计下跌约 20%。商务部数据更接近终端零售价格，而田间地头的蔬菜价格下跌幅度更加剧烈。菜贱伤农事件的发生预示着治理通胀将是一个复杂的过程。蔬菜的生产周期一般为 2-4 个月，菜贱伤农后可能的供给冲击给下半年的物价形势增加了一定的变数。

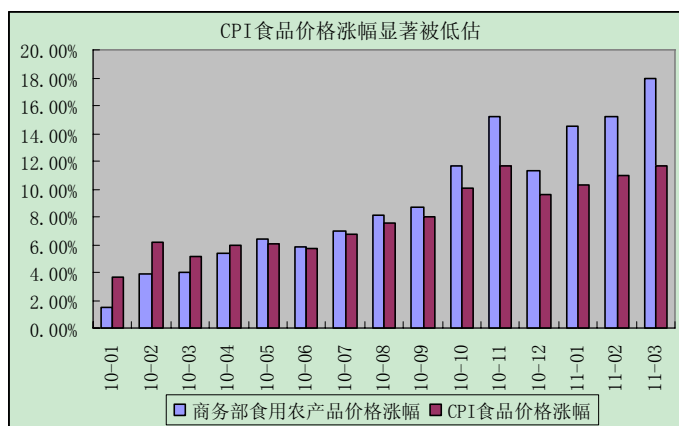
从去年四季度政策面转向控制物价、抑制通胀开始，本轮以抗通胀为主要目标的调控已经持续 6 个月有余，已经累计 4 次加息、7 次上调存款准备金率。持续 6 个月有余的抗通胀之战仍处于久攻不克的僵局。货币政策连续紧缩后对经济增长的滞后影响，将逐渐成为未来市场的一个焦点问题。

图 1：商务部食用农产品价格指数



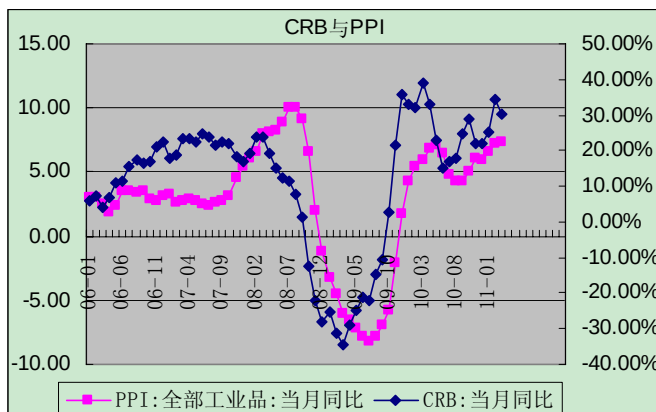
数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 2：CPI 食品价格涨幅显著被低估



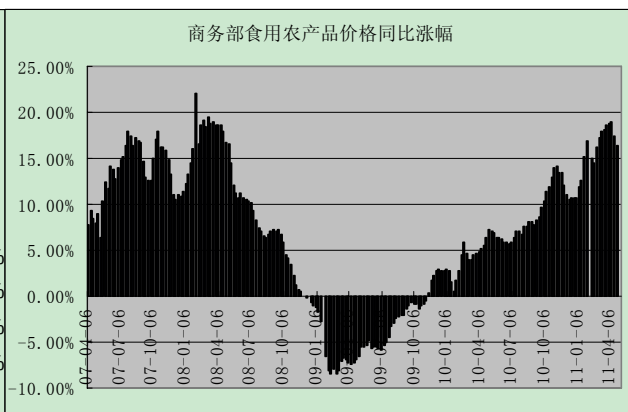
数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 3：输入性通胀压力突出



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 4：商务部农产品价格同比涨幅与 08 年持平



数据来源：WIND 资讯、日信证券

2、从担忧通胀到担忧治理通胀的代价

回顾 2000 年以来的两轮通胀治理过程。2004 年的通胀治理过程仅用了 6 个月左右，CPI 在 5 月-10 份维持在 4%以上。而后随着经济增速的降温，通胀水平快速下滑。2007-2008 年的通胀治理过程相对漫长，CPI 持续 17 个月维持在 4%以上，CPI 从破 4%到见顶也用了 9 个月。除了外部冲击，6 次加息和 10 余次上调存款准备金率对经济增长的负面影响也是 08 年经济快速由热转冷的原因。

治理通胀肯定会付出代价，或反映为经济总量指标的回落，或反映为结构性矛盾的加剧。鉴于 CPI 的数据表现可能会相对温和，即高点不超过 6%。随着时间的推移，市场对通胀的关注焦点会逐渐由担忧通胀转为担忧治理通胀的代价。在经济增长的总量指标尚好的情况下，结构性矛盾的加剧不容忽视。

一方面，货币和信贷紧缩的一个结果是金融资本和长期游离于实体之外的投机资本侵蚀实体经济的利润。银行业的一季报靓丽登场，信贷额度的小幅下降换来的是净息差的大幅扩大。商业银行的息差保护本身就是“政策饭”，是 03 年剥离大量不良贷款后为银行“在线修复”而给出的一个政策红利。商业银行的净资产收益率水平长期高于实体经济的平均水平。2010 年全部 A 股的扣除非经常损益后的 ROE 为 15.4%，而银行业的这一指标为 20.5%，轻工、信息设备、电子等行业仅有 6%-7%。未来经济转型的一个关键就是银行向实体经济让利（利率市场化改革是关键）。为抗通胀而进行的信贷紧缩使这一进程出现了阶段性的逆转。担保公司、典当行、小额贷款公司等民间金融中介也充分享受了货币紧缩的果实。民间渠道融资的活跃吸引了长期游离于实体经济之外的投机资金参与其中，对中小企业和民营企业的盈利能力形成了侵蚀，并降低民间投资的意愿。

另一方面，控通胀延缓经济结构调整的步伐。经济转型需要进行一系列重点领域的改革，包括推进资源税改革、利率市场化改革、加快人民币国际化进程、完善成品油天然气价格形成机制和各类电价定价机制、水价改革、研究制定排污权有偿使用和交易试点等等。基础资源价格的改革进程势必受制于稳定物价的大局，经济结构调整的步伐延缓。

二、政策何去何从

1、严控通胀——二季度的政策取向

通胀压力不减，通胀预期增强，再次增加了监管层的政策调控压力。4月13日国务院常务会议对二季度经济工作进行部署的会议公报相对之前的政策措辞发生了一些微妙变化，而这些变化是在高层密集调研浙江、吉林等经济和农业大省后出现的。政策措辞中不再提“防止经济大的波动”，而改为“巩固经济发展的好势头”。从措辞的变化上看，政策面更加向控通胀倾斜。“防止经济大的波动”的提法被淡化后，将使得市场政策放松的预期大大弱化。

在增长与通胀的权衡中，短期政策焦点转向了控制通胀。而实体经济相对稳定的运行状态，成为政策转向的有力支撑。3月份工业生产，发电量等反应实体经济运行的经济数据表现良好，在很大程度上打消了政策紧缩的最后担忧。关于政策走向的判断，货币政策紧缩继续，“尾声”之说站不住脚。紧缩政策甚至可能加码，房地产政策没有松动基础，行政干预价格手段力度可能还会加大。财政政策、产业政策尚不会有大的动作出现。整体上，政策面偏紧。

紧缩政策“三率齐动”的特征仍会延续。不过我们判断，数量手段仍是紧缩的主要手段，价格手段使用空间依然受美国政策和国内经济预期限制。值得注意的是，如果管理层判断上游资源品上涨风险加大，不排除加大汇率政策紧缩的可能性。这可能是政策调控变化的一个方向。

2、容忍可控的通胀——下半年现实的政策选择

从国际经验看，刘易斯拐点之后初级劳动力价格开始进入持续抬升的阶段，通胀水平的中枢都会系统性抬高。以农民工为主体的初级劳动力价格摆脱既定工资水平、进入系统性抬升的阶段已是不争的事实。本轮通胀区别于以前两轮通胀的鲜明特点是带有明显的成本推动性质，而前两轮通胀更多是总需求过热引发的需求拉动型通胀。因此，通过紧缩货币政策来抑制总需求的方法，对治理需求拉动型通胀是对症下药，而对于治理成本推动型的通胀则难免有失偏颇。“削弱物价上涨的货币基础”的愿望是美好的，但紧缩货币政策仅



能影响增量的流动性，但对存量流动性影响有限。减少增量货币供给会影响实体经济的健康发展，而实体经济将被迫寻求非正常渠道融资（如担保、典当等），投机资本（存量流动性）因而获取了超额的金融租金。看似存量流动性被实体经济的增长吸纳，但这种吸纳是以实体经济向投机资本支付超额金融租金为代价的。此外，输入性通胀只能通过加快升值等汇率政策来抑制，而升值的幅度又将受制于出口企业的承受能力，政策调整的空间有限。

一个现实的政策选择是接受或容忍可控的通胀。“高增长、低通胀”的目标是不现实的，9%左右的增长速度搭配 5%-6%的通胀水平（当然是真实通胀水平，不是 CPI 读数；应该相当于 4%-5%的 CPI 读数）仍属于良性状态。05-06 年的低通胀一是工业品产能过剩、二是限制农产品价格。事实上是农民受损、工业企业效益不高。未来经济转型的关键是推进一系列关键领域的制度改革，而一系列基础资源价格的改革也会推升物价水平。容忍通胀、聚焦转型是一个现实的选择。我们认为，尽管目前管理层以“控制物价上涨为首要任务”，但更多的目的是稳定通胀预期。去年 12 月份中央经济工作会议对全年经济工作的部署是以“调结构”为重心的，只要物价水平可控，管理层在下半年就应该会把政策重心转向经济结构调整。

三、流动性维持偏紧格局

第二季度政策调控的重心向“控通胀”倾斜，这意味着第二季度流动性供应仍将处于偏紧状态。第一季度虽然经过了 3 次上调准备金率、两次加息和人民币汇率升值的“三率齐动”式紧缩，但考虑到对冲外汇储备增量部分的需求，3 次提高准备金率事实上主要完成了对冲外汇资金的任务，央行公开市场操作一季度实际向市场净投放约 5000 亿元资金。也就是说，一季度政策紧缩力度是相对比较温和的。在物价压力进一步加大，通胀预期无法削弱的情况下，第二季度货币政策紧缩力度很有可能明显大于一季度。这与此前市场认为紧缩政策进入尾声，二季度政策调控可能出现松动的判断有明显区别。

1、银行间市场的流动性抽紧

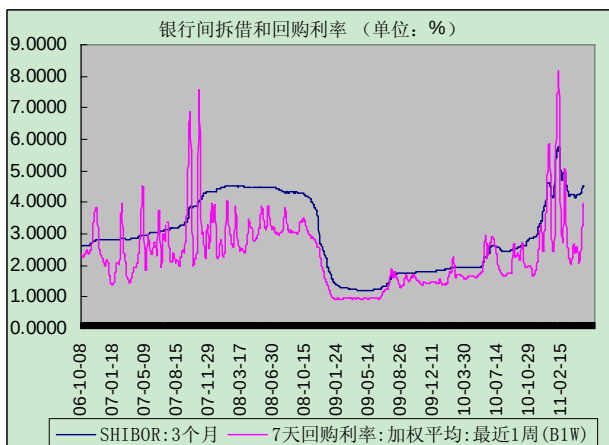
4 月中旬上调存款准备金率以来，银行间市场处于低位的隔夜拆借利率、7 天回购利率出现大幅飙升。衡量银行间市场短期流动性的 7 天回购利率从 4 月 19 日的 2.33% 飙升至 4 月 28 日 3.96%。而之前一直维持高位运行的 3 个月 SHIBOR 也小幅攀升。衡量银行间市场中期流动性的 3 个月 SHIBOR 具有较强的观测价值，该指标一直与 08 年上半年的高点基本

持平，银行间市场的中期流动性一直都不乐观。而近来短期流动性指标的飙升显示银行间市场流动性的全面抽紧。

2、实体经济内的流动性依然偏紧

我们用票据直接贴现利率衡量实体经济内的流动性水平，该指标相对民间拆借利率而言，具有更广泛的参与主体，更具有观测价值。尽管4月份票据直贴利率较3月份下降50-60BP，但仍处于高位。该指标已经持续6个月处于与08年上半年基本相当的高位水平，显示实体经济内的流动性不容乐观。民营企业面临着贷款额度受限和融资成本攀升的双重压力，不得不寻求非银行渠道进行融资。而民间金融的高额回报吸引了更多的投机资金参与其中。在实体经济内流动性偏紧、民间金融交易活跃的情况下，存量资金向股市转移的预期恐将落空。

图 5：银行间市场流动性抽紧



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 6：实体经济内流动性依然偏紧

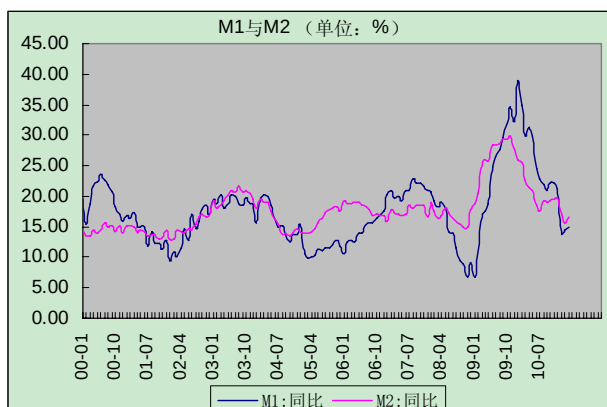


数据来源：WIND 资讯、日信证券

3、期待场外资金仍是望梅止渴

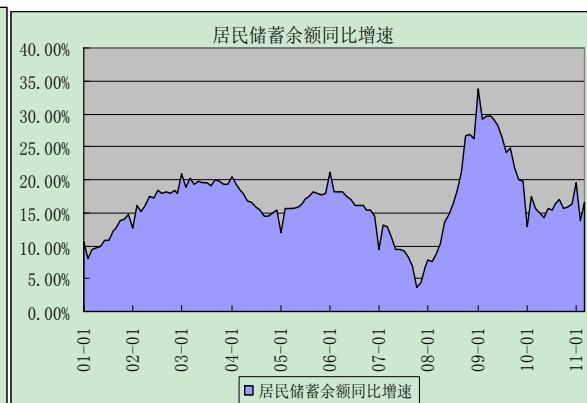
一是连续加息之后，居民储蓄意愿增加，尤其是3年期定存和5年期定存利率分别达到4.75%和5.25%，已经接近08年的高点水平。银行针对企业客户的协议存款利率也已经相当可观。M2增速超越M1增速，存款活化趋势逆转。二是“存款搬家”还很遥远。从居民储蓄余额的同比增幅看，3月份居民储蓄余额同比增长16.5%，处于均衡水平。根据我们对居民储蓄的研究，“存款搬家”只出现在市场具有持续的赚钱效应或指数持续大幅上涨之后，而目前明显不具备这种条件。流动性如水。水往低处流，而资本逐利，流动性之水往高处流。股市尽管处于估值低位，但仍难以吸引场外资金入市。

图 7：存款活化趋势逆转



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 8：场外资金原系望梅止渴



数据来源：WIND 资讯、日信证券

四、经济回落的困扰

1、紧缩效果开始呈现

正如我们在第二季度策略报告中的担忧一样，通胀与增长之间的矛盾纠结仍是市场的核心问题，政策调控转向控制通胀为主，必然会以经济增速下滑或者结构性矛盾加剧为代价。事实上，从去年三季度以来的宏观调控已经开始逐步显现其对实体经济运行的抑制作用，二季度中国经济增速回落趋势基本确立。不过由于前三个月经济增长总量指标表现尚好，市场对于经济增速回落的问题明显关注不足，经济回落趋势逐步显化将是阶段市场面临的又一重要考验，虽然目前多数市场投资者仍对经济进入中长期景气周期给予乐观预期。

去年四季度以来对抗通胀的政策紧缩，已经显示其对国内经济增长的抑制作用。从新开工投资和信贷数据来看，未来固定资产投资增速将继续下滑，而消费数据大幅回落，出口驱动力也在下降。房地产、汽车销售回落，显示终端需求力量开始减弱，目前国内工业环比增速已经开始下滑，政策维持紧缩状态，将使经济增长下滑的局面进一步显现。

中采联合会日前公布的 4 月份 PMI 数据为 52.9%，环比回落 0.5 个百分点。其中新订单指数、新出口订单指数、进口指数、购进价格指数回落较明显，回落幅度均超过 1 个百分点。值得注意的是，反映社会需求的新订单指数，不仅没有依循 3、4 月份明显回升的惯例，反而下降 1.4 个百分点，显示当前社会总需求确实受到紧缩政策的明显影响。而 PMI 调查结果显示，微观层面反映成本上升、资金紧张的现象进一步突出，企业经济效益有下滑的风险。

在此前汇丰银行公布的4月份制造业PMI指数与上月持平，均为51.8，低于52.3的长期平均水平。汇丰银行的统计数据倾向于反映私营经济景气情况。两者对比结果表明，目前经济回落的重点主要还在于私营经济。也就是说，此轮货币紧缩对私营经济的影响更为明显，经济内生性增长动力有所削弱。在时间上看，去年四季度以来的紧缩，到4月份为止刚好经历月半年时间，这与货币政策作用到微观经济的时间段能够吻合。

2、公司盈利水平面临下滑风险

如果货币紧缩政策基调不发生明确改变，市场对公司经营业绩的乐观预期可能发生改变，这是未来市场需要关注的重要问题之一。

我们在此前已经论述过，信贷紧缩提高了中小企业融资成本，使得部分游离于实体之外的投机资金受益，却侵蚀了企业盈利能力，降低自主性投资意愿。而在物价压力居高不下的情况下，紧缩政策显然难以舒缓；反过来看，如果中游制造业的产能过剩和下游行政手段干预价格，使中游企业无法沟通消化成本上涨压力的正常渠道，则制造业消化资源品涨价压力的代价，必然是盈利能力的下滑。

在经济增速下滑趋势逐步显现的环境下，需要注意，物价上涨带来的通胀预期，可能正在从上涨初期的刺激市场的利好因素，逐渐转变为影响市场良性运转的不利因素。在第二季度的投资过程中，需要密切关注这种变化对市场盈利、估值和投资者心理预期带来的变化。

趋势上，市场的希望在于经济进入全新经济周期后终端需求的复苏。从中长期来看，“十二五”期间我国经济逐步进入新一轮上升周期的判断能够获得很高市场认同度，保障房建设、“十二五”规划、西部开发等因素可能是刺激市场需求逐步回升的“药引子”，不过他们对市场明显发挥“药效”可能需要等到通胀压力逐步减弱，政策调控松动迹象开始出现的下半年。

四、策略选择与行业配置：防御为主 局部进攻

1、策略选择

在消息面相对平静的环境下，四月末市场已经出现剧烈调整，期望指数在3000点上方大幅拓展空间的乐观预期彻底落空。由于市场预期在剧烈下跌中发生明显变化，我们主张在5月份继续维持稳健防御状态。



市场预期的变化主要体现在以下几个方面：

第一，通胀压力依然较大，且通胀预期显著高于 CPI 读数。3 月份 CPI 环比虽略有回落，但统计局食品价格与商务部食用农产品价格的巨大差距，显示食品价格可能存在一定低估。同时，继续走高的大宗商品及上游资源品价格，则可能成为下半年带动物价上涨的主要推手。虽然 4 月份蔬菜价格回落可能带动 CPI 短期回落，但通胀预期并不会因此减弱。

第二，政策调控重点偏向控制通胀，短期难以松动。政策层面上，在增长与通胀的权衡中，短期政策焦点显然转向了控制通胀。而实体经济相对稳定的运行状态，成为政策转向的有力支撑。3 月份工业生产，发电量等反应实体经济运行的经济数据表现良好，在很大程度上打消了政策紧缩的最后担忧。紧缩政策“尾声”之说站不住脚，甚至可能加码，政策面将继续维持偏紧格局。

第三，控制通胀的政策思路，对市场预期产生直接影响。信贷紧缩提高了中小企业融资成本，使得部分游离于实体之外的投机资金受益，却降低了自主投资能力，侵蚀了企业盈利能力，经济面下滑趋势将进一步显现化。而行政化手段介入价格调控，则会使得中游企业无法形成消化成本上涨压力的正常渠道，制造业消化资源品涨价压力的代价，必然是盈利能力的下滑。

另外，外围市场的波动也需要关注，美国因素、欧洲债务危机、中东问题、日本核泄漏等短期似乎都进入平稳状态，但他们也都远没有到中介的时刻。尤其美国股市已经突破 08 年以来新高，经济面的波动随时可能影响其稳健运行。油价向上势头不减，市场对输入性通胀的担忧无法化解。

不过目前市场权重类个股普遍处于估值低位，而中长期视角里中国经济迈入增长周期的判断，也能对市场形成基础性支撑作用。此外，受制于投资渠道限制，国内投机资金相对充裕，股票市场很难趋势性向下。综合判断，我们维持二季度市场区间震荡的观点，上证综指核心区间位于 2800-3100 点之间。

由于年报、季报业绩披露期已经结束，业绩因素对周期类权重股的支撑作用正在逐步消退，加之上述市场预期出现的变化过程尚未消化完毕，我们认为短期市场震荡整理过程也没有结束，指数有可能继续向箱体下沿寻求支撑。目前情况下建议维持谨慎，前期持仓较重的投资者应逢高减持。

2、行业配置建议

4 月份行业配置组合回顾：4 月份（截至 4 月 28 日）上证综指下跌 1.40%，深成指下

跌 3.29%，23 个一级中仅金融、公用事业 2 个行业小幅上涨，其余均不同程度的下跌。一级行业中涨幅前五的分别为金融、公用事业、黑色金属、商业贸易、交通运输；跌幅前五的分别为电子元器件、有色金属、信息设备、交运设备、机械设备，跌幅在 7%-9% 之间。4 月份涨幅前五的行业中我们建议超配的有交通运输，建议标配的有金融、商业贸易。跌幅前五的行业中我们建议低配的有电子元器件，建议标配的有信息设备、交运设备、机械设备。

5 月份行业配置建议：

5 月份配置建议基本延续第二季度策略的观点，重点看好行业景气度改善，增长较为确定的行业。继续超配建筑建材、家电、轻工制造、采掘业，超配行业增加了公用事业，主要看好其中的火电股，过去两年电力行业也面临产能受限，而需求稳步增长的环境，目前电价高于 08 年，而煤炭价格仍在 08 年高点以下，电力股毛利率改善，而市场上电力股仍具有一定洼地效应，建议关注。

此外，有色金属行业有超配调为标配，同时，在标配行业中，将食品饮料、医药生物、商业贸易行业配置系数由 0.8 提升为 1，主要是考虑 5 月份市场环境的防御需求。前期消费类个股连续回调后，部分龙头品种进入合理估值区间，继续下跌空间有限，而市场的弱势环境有望重新提升对消费品行业的防御性需求。

表 1 2011 年 5 月份行业配置建议

一级行业	基准比例	超配	标配	低配	推荐子行业
建筑建材	4.27%	8.54%			水泥
家用电器	1.31%	1.97%			白电
交通运输	4.24%	6.36%			航空、物流、港口
轻工制造	0.96%	1.44%			
公用事业	3.05%	4.58%			火电
采掘业	14.81%	22.22%			
有色金属	5.02%		5.02%		
金融服务	22.89%		18.31%		
房地产	4.08%		3.26%		
医药生物	4.13%		4.13%		
食品饮料	3.54%		3.54%		
商业贸易	2.59%		2.29%		
机械设备	6.10%		4.88%		电力设备
服装纺织	1.09%		0.87%		
信息设备	1.60%		1.28%		

交运设备	3.87%	3.10%
化工	7.30%	5.02%
黑色金属	2.52%	3.65%
电子元器件	1.70%	1.26%
信息服务	2.44%	0.85%
农林牧渔	1.30%	1.22%
餐饮旅游	0.42%	0.65%
综合	0.76%	0.21%

注：配置比例以各行业流通市值占全部 A 股流通市值的比例为基准（2011 年 04 月 28 日），超配行业的配置系数为 1.5-2.0，标配行业的配置系数为 0.8-1.2，低配行业的配置系数为 0-0.5。

日信证券研究所策略观点回顾

- 2010年11月11日,《通胀能否“减压”已成后市关键》(发表于《中国证券报》)中提出“当前并不具备产生趋势性行情的流动性基础,而通胀压力的过快攀升将引发货币政策的转向,并对市场趋势产生较大影响。”市场在11月12日出现拐点,并且在近6个月内通胀成为影响市场的核心矛盾。
 - 2010年12月27日,年度策略报告《过渡期继续结构化行情》中提出“2011年A股总体维持震荡市格局,上证综指核心波动区间(2600,3500)点。在运行节奏上,下半年的投资机会好于上半年,一、二季度以防御为主。”一季度涨幅前五的行业中提示超配的有两个,分别为房地产、建筑建材;跌幅前五的行业均提示标配,其中三个行业由超配(10年四季度)下调为标配(11年一季度)。
 - 2011年1月17日,策略周报《等待企稳信号》中提出“指数下跌空间相对有限;顺应短周期复苏且处于估值低位的权重蓝筹品种,具有继续表现的空间。”当时上证综指为2700点,处于阶段底部。春节后在低估值行业的带领下市场走出了反弹行情。
 - 2011年4月1日,二季度策略报告《防御中等待进攻号角》中提出“二季度继续维持箱体震荡格局,市场不具备全面走强的基础,上证综指核心波动区间(2800,3100)点。市场运行的风险在于经济增长回落与通胀高企并存。政策面的调整将可能成为攻守转换的催化因素,需要持续观察。”在行业配置上,重点关注出口产业链和资源品。
-



投资评级说明:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

强烈推荐 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

推荐 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

谨慎 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明:

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

日信证券有限责任公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。