

区间拉锯战

--2011年5月A股市场投资策略

报告日期 2011-05-03

报告关键点:

- 一季报低于预期
- 盈利能力向原材料行业集中
- 美国经济动量放缓

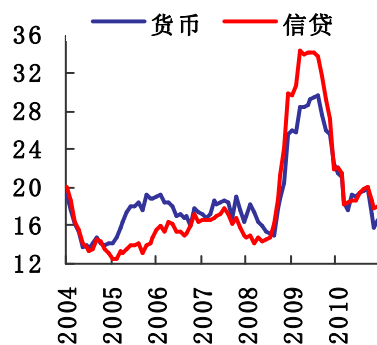
报告摘要:

- 与市场乐观的一致预期相比，上市公司的年报和一季报是普遍低于预期的，尤其是小股票集中的医药生物、信息服务、电子元器件、电气设备、机械等行业。在超预期的行业中，银行的净息差上升、水泥的供给收缩、纺织企业受益棉花库存囤积、家电行业的销售增长强劲的逻辑已经被充分预期，市场上涨缺乏新的催化剂。
- 截至2011年3月，全部A股的ROE为15.6%，扣除金融企业的ROE增速为13.6%，较2010年四季度略有下降。工业企业单季度净利润率虽然较去年四季度略有所下滑，但也维持在历史上比较高的水平。考虑到2010年二季度因为库存调整导致的经济增长基数较低，我们预计二季度的ROE(TTM)仍将维持在比较高的水平，需要警惕的是三、四季度上市公司盈利向下拐头。
- 将行业进一步细分，我们可以看到目前销售收入和净利润向上游行业及原材料行业集中，这与我们之前的判断一致。在供应增速放缓以及后周期价升量跌的大背景下，上游及部分中游行业的盈利能力仍较2010年四季度有所上升。但随着下游需求放缓向中游加工企业以及上游原材料行业传导，在二、三季度，我们可能会看到原材料行业的盈利能力受到影响。例如汽车、家电对于钢铁冷轧需求的影响已经开始显现。
- 美国一季度GDP增速放缓，但支持经济增长的两大基石（私人部门消费与投资）依然稳固。我们预计美国财政政策紧缩、大宗商品价格上涨以及房地产市场疲软将继续拖累经济增长，但不改变美国经济持续复苏的趋势。
- 行业配置上，我们建议超配四大板块：一是低估值低弹性的银行、部分港口、机场、铁路。二是低估值高弹性的煤炭、水泥、基础化工（去掉与周转率敏感，业绩弹性变差的机械、汽车、钢铁，估值高弹性变差的有色）。三是政策偏差型行业，主要是地产和电力。四是中等估值中等弹性的食品饮料等板块，用于逐步替换估值变高弹性变差的低估值高弹性板块。
- 风险提示：库存周期扰动对于经济造成的负面影响。

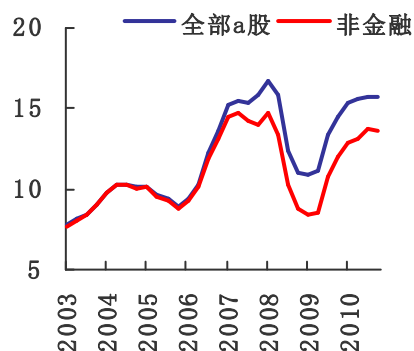
主要股指表现(%)

指数	30天涨幅	90天涨幅
沪深300	(2.44)	(0.90)
上证综指	(1.88)	0.29
上证50	(0.59)	3.03
深成指	(3.04)	(3.03)
中小板指	(6.30)	(8.14)

货币信贷(%)



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

高级策略分析师

fanyan@essence.com.cn

S1450511020012

首席策略分析师

chengdh@essence.com.cn

S1450511020035

高级策略分析师

zhuhb@essence.com.cn

S1450511020005

4月以来，资本市场的运行轨迹延续了前期低估值优于高估值，大市值优于小市值的趋势。4月下旬开始，市场出现了一定的调整，虽然市场调整的方向和我们之前的判断是一致的，但导致市场调整的内因并不完全是我们之前预期的流动性紧张以及周期性行业估值上升盈利弹性变差。我们猜测低于预期的一季报以及4月中下旬开始部分周期性行业订单、产量增速放缓再度燃起了市场对于经济增长放缓的担忧，这是本次调整最主要的导火索。

1. ROE 维持高位，动量放缓

1.1. 总体缺乏惊喜

如果与市场乐观的一致预期相比，上市公司的年报和一季报是普遍低于预期的。从年报数据来看，只有大金融（银行、保险、信托）、家用电器、汽车零部件、建材、纺织服装和稳定增长的港口、机场等交通运输子行业有6成以上的公司超过市场的一致预期，绝大部分行业的盈利低于市场的一致预期，尤其是强周期的基础化工、煤炭、钢铁、航空航运，以及小股票集中的医药生物、信息服务、电子元器件、电气设备、机械等行业（见表1）。另一方面，银行的净息差上升、水泥的供给收缩、纺织企业受益棉花库存囤积、家电行业的销售增长强劲的逻辑已经被充分预期，市场上涨缺乏新的催化剂。

表 1、2010 年年报与 2011 年 1 月 1 日 WIND 净利润一致预期的比较

行业	已公布家数	低于预期个数	高于预期占比	低于预期占比
黑色金属	33	22	33.33%	66.67%
基础化工	133	85	36.09%	63.91%
信息设备	49	31	36.73%	63.27%
农林牧渔	43	27	37.21%	62.79%
医药生物	118	74	37.29%	62.71%
电气设备	83	52	37.35%	62.65%
航空航运	16	10	37.50%	62.50%
煤炭开采	24	15	37.50%	62.50%
机械设备	125	78	37.60%	62.40%
轻工制造	48	29	39.58%	60.42%
信息服务	91	54	40.66%	59.34%
电子元器件	73	42	42.47%	57.53%
石油化工	16	9	43.75%	56.25%
房地产开发	79	44	44.30%	55.70%
餐饮旅游	18	10	44.44%	55.56%
汽车整车	18	10	44.44%	55.56%
建筑装饰	40	22	45.00%	55.00%
商业贸易	63	34	46.03%	53.97%
食品饮料	46	24	47.83%	52.17%
有色金属	52	25	51.92%	48.08%
证券	17	8	52.94%	47.06%
公用事业	61	28	54.10%	45.90%
机场港口等	38	15	60.53%	39.47%
家用电器	33	13	60.61%	39.39%
汽车零部件	28	11	60.71%	39.29%
纺织服装	47	18	61.70%	38.30%
建筑材料	32	12	62.50%	37.50%
保险	3	1	66.67%	33.33%
信托	7	2	71.43%	28.57%
银行	16	1	93.75%	6.25%

数据来源：WIND，安信证券研究中心。

注：根据申万的一级行业和二级行业分类，统计时删除了没有盈利预测的上市公司。

紧随其后的一季报数据不仅没有缓解市场对上市公司盈利的担忧，反而强化了这一趋势。我们看到在一季报公布后，仅少数行业被上调，大部分行业 2011 年的盈利增速被下调。上调 2011 年盈利预测的行业主要集中于上游原材料行业，钢铁、有色的盈利预测基本与前期持平。轻工、机械、汽车、证券、地产、交通运输以及商业零售、信息服务等大类板块的盈利预测均被下调（见表 2）。

表 2、整个 4 月市场对 2011 分行业净利润一致预期下调的情况（单位：%）

行业	2011年净利润预测变化	2011年净利润增速预测	行业	2011年净利润预测变化	2011年净利润增速预测
大金融板块			上游及中游原材料行业		
银行	0.83	27.72	煤炭	-1.49	16.77
保险	-0.71	19.42	电力	-8.54	8.70
证券	-3.59	10.34	钢铁	0.17	33.07
房地产开发	-4.85	25.42	有色	0.59	69.39
交通运输板块			水泥	4.48	88.84
港口	-0.49	20.58	石油化工	2.36	9.90
高速	-5.52	16.91	化学原料	3.13	74.64
机场	-0.46	13.35	化工新材料II	11.44	62.22
航空	-0.96	7.91	塑料	1.68	63.37
航运	-17.53	-21.84	橡胶	-30.37	42.96
物流	3.36	30.17	农药	-3.63	137.40
其它第三产业			民爆用品	3.92	69.14
服装品牌	2.20	44.67	钾肥	66.88	128.26
零售	-2.05	29.96	氮肥	-4.99	80.29
餐饮旅游	-2.14	21.25	磷肥	0.00	77.22
信息服务	-3.33	27.50	中游加工行业		
建筑施工	0.43	33.80	汽车零部件	0.50	23.02
轻工			汽车整车	-1.01	20.42
化学纤维	0.71	110.68	非汽车交运设备	-4.35	48.39
棉纺	6.59	9.76	一次设备	-9.84	18.04
印染	-3.72	26.46	机床	-1.40	10.83
造纸	-12.37	16.84	普通机械	-0.72	36.81
家具	-19.99	24.09	工程机械	2.11	53.30
食品加工	-4.33	18.62	专用设备	-3.90	40.79
食品制造	-4.70	47.79	黑电	3.33	36.35
饮料制造	0.67	31.61	白电	0.84	24.37
			电子元器件	-1.96	117.78
			信息设备	-4.62	28.90

数据来源：WIND，安信证券研究中心。

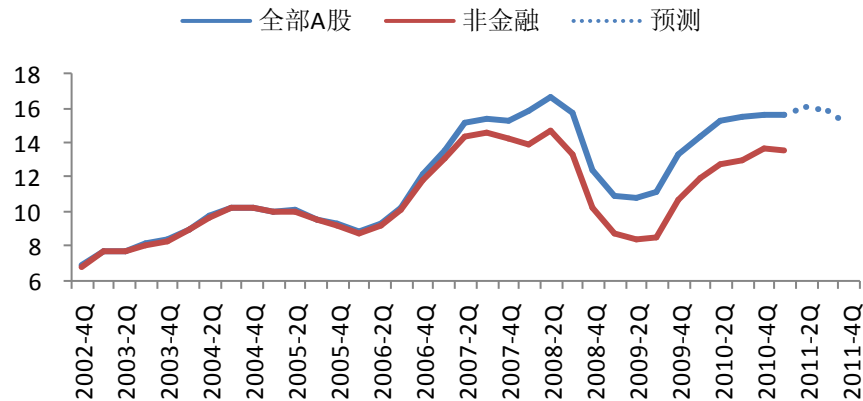
注：行业划分上在申万行业分类基础上经过安信行业研究员筛选，本表格没有包括细分子行业过多的医药、农业板块，以及电气设备、机械、基础化工的部分子行业。

我们认为，出现大面积的盈利预测下调并不代表上市公司的盈利出现了大幅度的下滑，其主要原因是因为前期市场的盈利预测过于乐观。2011 年一季度，上市公司单季度净利润增速约 24%，如果按照全年净利润增速 15%-20%的判断，单季度净利润增速基本符合预期的（我们之前判断一季度净利润增速为 22%）。但根据市场自上而下对于 2011 年的净利润增速预测（见表二），大部分行业的净利润增速预测在 20%以上，全部 A 股的净利润增速在 27%左右，要达到这一乐观的预期存在较大的风险。

1.2. 盈利能力仍处高位

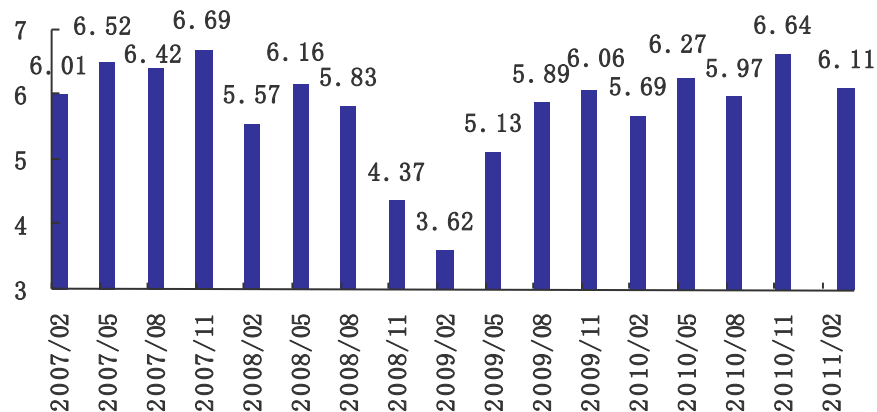
截至 2011 年 3 月，全部 A 股的 ROE 水平（TTM）为 15.6%，扣除金融企业的 ROE 增速为 13.6%，较 2010 年四季度略有下降。工业企业单季度净利润率虽然较去年四季度略有下滑，但也维持在历史上比较高的水平。考虑到 2010 年二季度因为库存调整导致的经济增长基数较低，我们预计二季度的 ROE（TTM）仍将维持在比较高的水平，需要警惕的是三、四季度上市公司盈利向下拐头。（见图 1、图 2）

图 1、全部 A 股 ROE（TTM,%）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

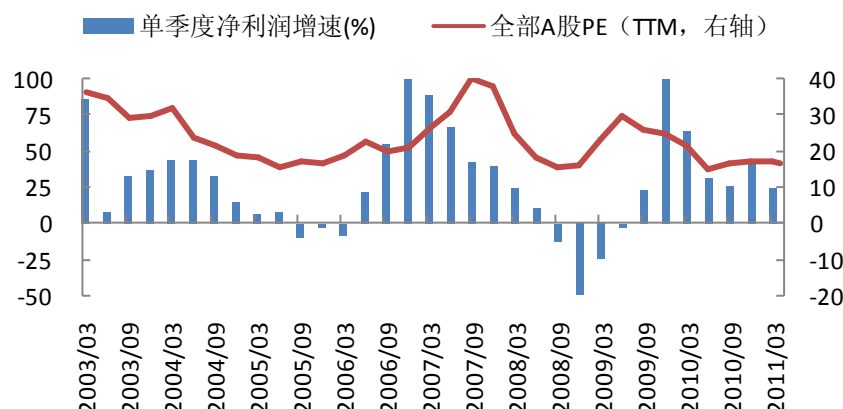
图 2、工业企业利润总额/销售收入 (%)



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

扣除银行、石油石化以及电力等价格管制行业后，同比增速由去年四季度 44% 下滑至 18%，这主要是源自房地产相关行业净利润增长的放缓。如果扣除地产行业 and 价格管制行业的影响，其它上市公司的单季度净利润在去年四季度较高基数的基础上环比仅下滑 1 个百分点，考虑到 2010 年一季度经济偏热，在这个基础上上市公司（扣价格管制及地产建筑行业）净利润同比增速在 26%，仍是相当稳健的。（见表 3、图 3）

图 3、上市公司单季度净利润增速以及估值水平（TTMPE）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

表 3、大类行业净利润环比及同比增速

大类行业	2011年 1Q净利润 占比	环比增速（%）					同比增速	
		2010 年1Q	2010 年2Q	2010 年3Q	2010 年4Q	2011 年1Q	2010 年4Q	2011 年1Q
全部A股		25	9	2	2	10	41	24
银行	45.76%	48	5	4	-19	51	30	33
石油化工	14.39%	46	8	5	0	6	65	20
公用事业	0.76%	-27	51	70	-33	-58	27	-28
扣银行石化电力	39.09%	4	13	-4	27	-14	44	18
保险	4.18%	-24	-20	-22	54	2	-27	-2
证券	1.27%	-13	-31	49	105	-56	84	-6
房地产	2.28%	-50	10	-27	239	-64	35	-2
建筑装饰	1.42%	-28	40	-48	96	-24	4	9
其它行业	29.94%	33	21	1	5	-1	69	26

数据来源：WIND，安信证券研究中心。

注：其它行业是指扣除金融地产、建筑、石油石化及公用事业的板块。

1.3. 行业利润向上游原材料板块集中

将行业进一步细分，我们可以看到目前销售收入和净利润向上游行业及原材料行业集中，这与我们之前的判断一致。在供应增速放缓以及后周期价升量跌的大背景下，上游及部分中游行业的盈利能力仍较 2010 年四季度有所上升（见表 5、表 6、图 4）。但随着下游需求放缓向中游加工企业以及上游原材料行业传导，在二、三季度，我们可能会看到原材料行业的盈利能力受到影响。例如汽车、家电对于钢铁冷轧需求的影响已经开始显现。

表 4、大类行业销售收入环比及同比增速

大类行业	环比增速					同比增速	
	2010 年1Q	2010 年2Q	2010 年3Q	2010 年4Q	2011 年1Q	2010 年4Q	2011 年1Q
扣金融全部A股	-9	18	0	16	-6	25	29
石油化工	-3	14	-1	6	14	16	37
公用事业	-4	7	11	7	-3	21	23
扣金融、石油石化、电力	-11	21	0	20	-12	29	27
房地产	-50	16	-13	161	-63	32	-3
建筑装饰	-31	38	2	50	-43	45	20
其它行业	-4	19	0	11	-2	26	29

数据来源：WIND，安信证券研究中心。

注：其它行业是指扣除金融地产、建筑、石油石化及公用事业的板块。。

表 5、按上中下游分类行业的销售环比增速（%）

销售收入环比 增速	Sep-09	Dec-09	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-11
总体	9	19	-4	19	-1	11	-2
上游	10	39	-13	18	0	2	16
中游原材料	14	22	-8	20	-2	11	-3
中游加工	4	16	2	28	-6	15	-4
下游	5	4	5	5	6	5	6
服务业	12	18	-3	11	6	12	-5

数据来源：WIND，安信证券研究中心。

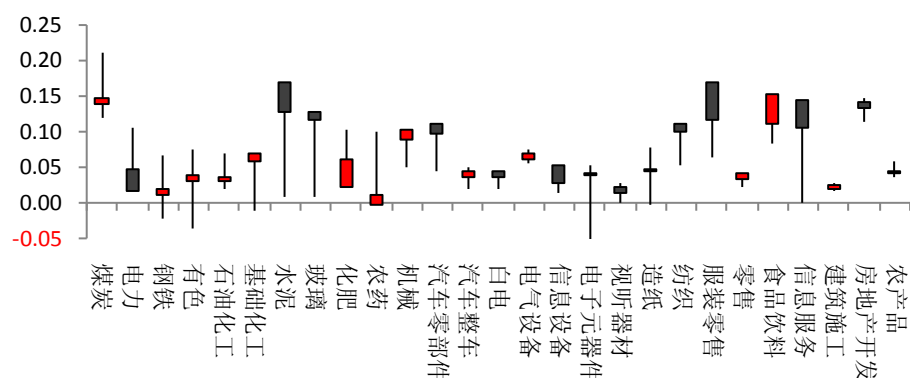
注：统计行业中已剔除金融、地产、建筑、石油石化和公用事业行业。上游行业主要指采掘业，中游原材料包括水泥、钢铁、有色、基础化工等行业。中游加工工业包括机械、电气设备、汽车整车与零部件、信息设备、电子元器件、白电与视听器材等。下游行业包括食品饮料、医药、纺织服装。服务业包括餐饮旅游、商业贸易、交通运输与信息服务等板块。

表 6、按上中下游分类行业净利润率（%）

净利润率	Sep-09	Dec-09	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-11
总体	5.69	4.28	5.92	6.02	6.08	5.69	5.77
上游	16.08	9.97	16.34	14.90	15.47	13.22	13.90
中游原材料	4.50	2.13	3.73	3.68	2.69	3.76	3.69
中游加工	4.91	5.08	5.06	5.41	5.54	5.19	5.25
下游	9.11	9.22	9.06	8.49	8.04	10.00	10.08
服务业	3.92	2.80	5.67	6.64	7.93	5.44	5.00

数据来源：WIND，安信证券研究中心。分类同表 5

图 4、上市公司单季度净利润增速以及估值水平（TTMPE）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。注：2010 年四季度净利润率用开盘价表示，2011 年

一季度净利润率用收盘价表示，上影线和下影线分别代表过去 5 年一季度最高、最低净利润率。

综上所述，截至一季报上市公司的盈利能力仍处于历史高位，我们预计上市公司盈利增长的动量将逐步放缓，维持今年上市公司整体净利润增速预测 15%-20% 的判断。

2. 美国经济：趋势未变、动量放缓

2.1. 一季度美国经济增速放慢

近期美国经济增长动量出现了一定的放缓，美联储将 2011 年美国的经济增速预期由之前的 3.4% 下调至 3.2%，彭博统计的美国经济学家的一致预期由 3 月份初 3.2% 的高点下调至 2.9%。

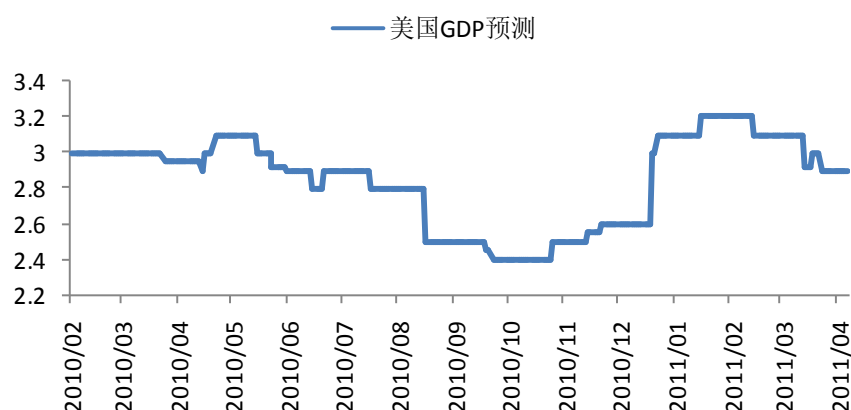
我们认为，短期的动量放缓不改美国长期可持续发展的趋势。从 4 月下旬公布的美国一季度 GDP 数据来看，影响 GDP 增长的最为主要有三方面原因：一是美国政府部分消费和投资需求的下降；二是在美国国内消费复苏的大背景下，美国贸易逆差有所扩大；三是美国房地产投资仍然偏弱（见表 7、图 5）。

表 7、美国 GDP 环比增速 (%)

环比年化增速 (%)	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-11
GDP	3.7	1.7	2.6	3.1	1.8
个人消费支出	1.9	2.2	2.4	4.0	2.7
私人部分投资	29.1	26.2	15.0	-18.7	8.5
其中：设备及软件	20.4	24.8	15.4	7.7	11.6
住宅投资	-12.3	25.7	-27.3	3.3	-4.1
净出口					
其中：出口	11.4	9.1	6.8	8.6	4.9
进口	11.2	33.5	16.8	-12.6	4.4
政府消费及投资	-1.6	3.9	3.9	-1.7	-5.2

数据来源：BEA，安信证券研究中心。

图 5、2011 年彭博美国经济增速预测



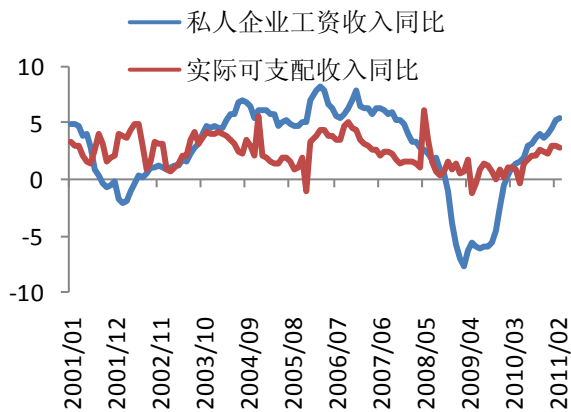
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心。

2.2. 长期增长基石未变

虽然短期的动量略有放缓，但支撑美国经济增长的两个基石并没有改变。一方面，随着就业的复苏，美国私人企业工资收入同比增速由 2010 年 12 月的 4% 上升至 2011 年

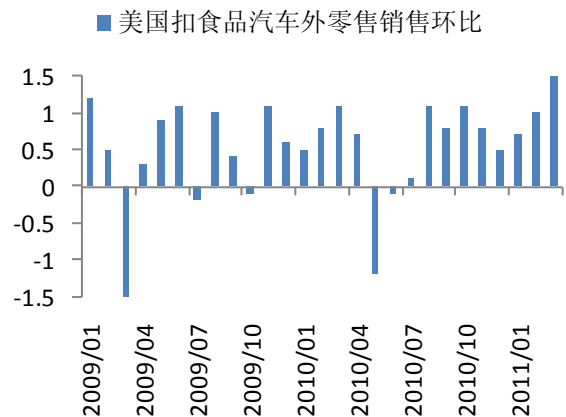
3月的5.4%，实际可支配收入同比增速接近3%，这将继续支撑美国私人部门消费的强劲复苏。3月份美国扣除汽车和食品的零售销售环比增速上升至1.6%，超过过去7个月0.8%-1.0%的运行区间，创2009年1月以来新高。（见图6、图7）

图 6、美国私人部门收入同比增速（%）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

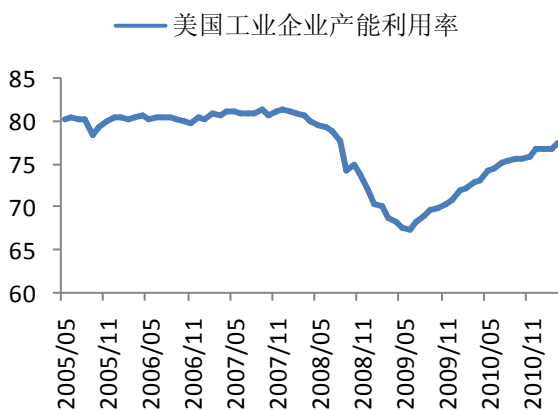
图 7、除食品汽车外美国零售销售增速（%）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

另一方面，在产能利用率上升，产出缺口缩小的趋势下，美国私人部门投资需求将会启动，虽然从领先私人部门投资的资本品订单同比增速由2010年20%左右下降至2011年的10%，动量偏弱，但私人部门投资需求（人力投资以及设备投资）恢复的趋势是确定的。（见图8、图9）

图 8、工业企业产能利用率（%）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 9、扣国防飞机的美国资本品订单同比（%）



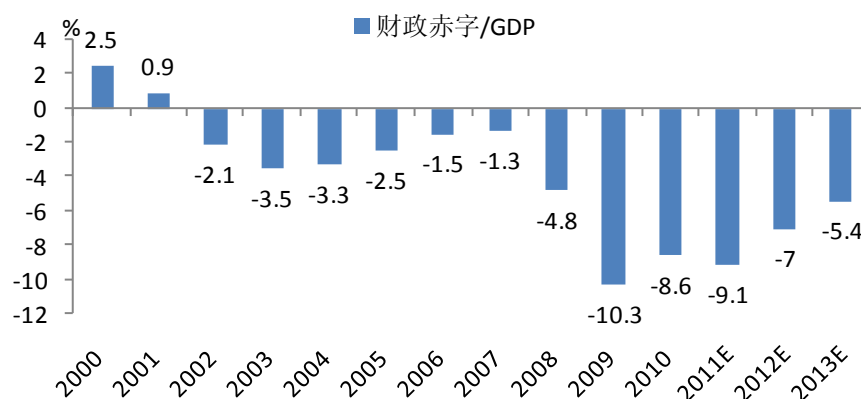
数据来源：Wind，安信证券研究中心

2.3. 动量放缓

总体，有三个因素将持续对美国经济增长产生负面影响。

一是美国财政政策将逐步由2011年宽松的状态转向紧缩，美国政府支出的下降将对美国经济增长产生负面的影响。在美国人口老龄化、医疗社保支出的压力下，两党对于财政政策达成一致只是时间问题。根据目前美国经济学家的一致预期，美国2012年财政赤字占GDP的比重将下降至7%，低于2009年至2011年连续三年8%-10%的赤字水平（见图10）。

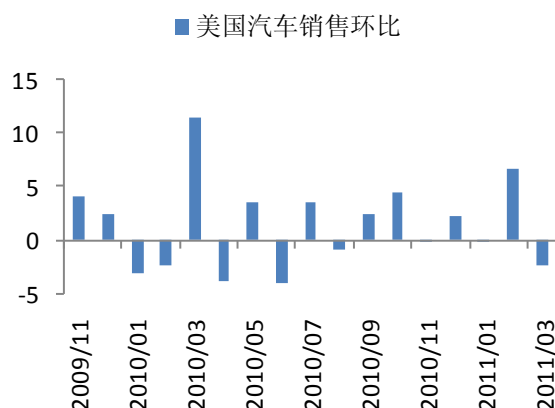
图 10、美国财政赤字预测



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心。

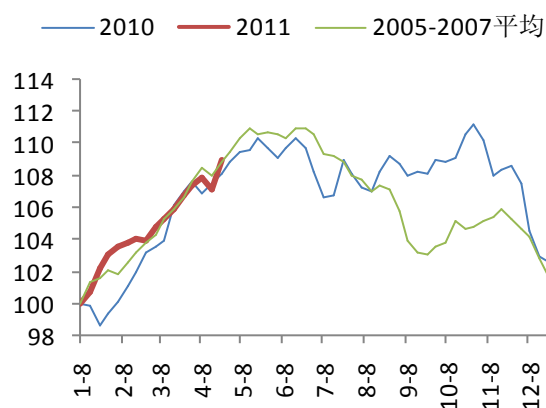
二是大宗商品价格过快上涨对于美国消费的抑制。从一季度的数据来看，美国汽车销售、汽油需求、航空航运都反季节的出现了下降（见图 11、图 12）。

图 11、美国汽车销售环比增速 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 12、美国原油库存变化



数据来源：EIA，安信证券研究中心

三是房地产市场的调整远未见底。目前美国商品房库存销售比仍在8个月左右，这并不包括大量的止赎房屋。房地产投资下降、房价下跌的趋势在未来半年内仍将延续。

总体来看，我们认为海外经济可持续复苏的大方向并没有发生变化，只是增长的动量比较温和。

3. 行业配置

行业配置上，我们建议超配四大板块：一是低估值低弹性的银行、部分港口、机场、铁路。二是低估值高弹性的煤炭、水泥、基础化工（去掉与周转率敏感，业绩弹性变差的机械、汽车、钢铁，估值高弹性变差的有色）。三是政策偏差型行业，主要是地产和电力。四是中等估值中等弹性的食品饮料等板块，用于逐步替换估值变高弹性变差的低估值高弹性板块。具体行业配置见表 8。

表 8、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	1.34		1.34		登海种业、敦煌种业、好当家、新希望
采掘	14.57	16.02			潞安环能、中煤能源
化工	7.40	8.14			中国石化、双龙股份、佛山照明、江苏三友
黑色金属	2.65		2.65		新兴铸管、宝钢股份、新钢股份
有色金属	5.03			4.02	新疆众和、西部矿业、云铝股份、宏达股份、西藏城投
建筑建材	4.36	5.67			亚泰集团、海螺水泥、中国化学、中国建筑
机械设备	6.32		6.32		国电南瑞、中集集团、中捷股份、巨轮股份、杰瑞股份、山推股份、中国南车、中国北车
电子元器件	1.78			0.74	江海股份、法拉电子
交运设备	3.96			2.38	广汽长丰
信息设备	1.60			0.80	中兴通讯、大富科技
家用电器	1.33	2.66			格力电器、美的电器、华帝股份
食品饮料	3.46	3.81			五粮液、贵州茅台、燕京啤酒
纺织服装	1.10		1.10		搜于特、探路者、星期六
轻工制造	0.98			0.49	
医药生物	4.18		4.18		云南白药、莱美药业、双鹭药业、益佰制药
公用事业	3.05	3.95			桂冠电力、京能热电、郴电国际
交通运输	4.31		4.31		大秦铁路、唐山港
房地产	4.20	4.64			保利地产、万科、金地集团、荣盛发展、世联地产
金融服务	22.07	22.50			民生银行、招商银行、华夏银行、农业银行、中国平安、经纬纺机、国元证券、海通证券、中信证券
商业贸易	2.60		2.60		天虹商场、南京新百、西单商场
餐饮旅游	0.44		0.44		西藏旅游、st 长信、湘鄂情
信息服务	2.48			1.24	软控股份、大华股份、东华软件、华策影视、博瑞传播、华谊兄弟
综合	0.78			0.00	

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 4 月 27 日行业流通市值为基准计算。该配置表仅针对申万一级行业分类，对于煤炭、建材等二级子行业我们建议超配。

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

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	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