

盈利预期下滑的行业分化

——策略行业比较跟踪篇

报告要点

■ 长江策略行业监控体系

策略行业监控体系建立的目的是从跟踪子行业的角度辅助行业配置决策,主要包括如下几方面内容: 1) 行业细化指标的提炼与产业链跟踪。2) “自下而上”由行业重点公司看行业动态。3) 从行业政策角度把握产业结构调整下的投资机会。

■ 前瞻: 解析当前的盈利下滑风险

5 月市场从“对经济是否减速的纠结”转为“对经济减速的一致认同”。主动去库存对企业来讲是一个无奈的选择,这一过程伴随着生产的放缓与价格的回落,而量、价是决定企业盈利的关键。因此,去库存阶段的盈利下调也就成了必然。

由 2008.10-2008.12 的主动去库存阶段来看,上证 A 股的 EPS 同比快速下滑,由三季度的同比增长 12.73% 转为同比下滑 15.73%。当然,当前的经济环境好于 08 年,但是,即将或者已于 5 月展开的主动去库存也不可避免的面临盈利的下行,可能盈利的下行幅度会较 08 年底的主动去库存阶段小。同时,从股市的表现来看,由于预期的领先性,在主动去库存展开的过程,也是股市弱势筑底的过程。

■ 主动去库存阶段各行业的盈利变化差异

分行业上来看,08 年底的去库存期间,仅有建筑建材、信息服务、采掘行业的 EPS 同比上涨。这与当时国家出台四万亿财政支出对基建的拉动有关。而从指数的涨中来看,绝大多数板块均出现下跌,防御性行业表现相对较好。对比当前的“自下而上”行业的一致预期变动,近一周,农林牧渔盈利预期调升较大,其次为房地产、建筑建材以及纺织。而商业贸易、电子元器件、黑色金属的盈利预期则有较大幅度下调。

■ 基本行业基本面变化的配置建议

结合行业基本面、行业政策以及重点公司的致预期变动来看,当前比较看好的子行业包括近期再次提价的动力煤、美元弱势下价格获得支撑的黄金、行业政策利好的纯碱、季节性价格上涨的化肥、限电政策下企业盈利一致预期提高的输变电二次设备与发电机。当前不太看好的子行业包括铝、玻璃、工程机械、造纸(以包装纸、铜版纸为主)。

相关研究

《中游制造类周期性行业监控之一——策略行业比较基础篇(四)》, 邓二勇, 2011 年 6 月 3 日

《中游制造类周期性行业监控之一——策略行业比较基础篇(二)》, 邓二勇, 2011 年 5 月 23 日

《上游原材料类周期性行业监控——策略行业比较基础篇(一)》, 邓二勇, 2011 年 5 月 13 日

分析师:

邓二勇

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120005

联系人:

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

前瞻：解析当前的盈利下滑风险.....	4
历史能否重演？	4
寻迹“自下而上”的行业盈利一致预期	5
1.上游原材料— 价格继续上涨暂乏力	6
煤炭行业	6
有色.....	7
2.中游制造业— 整体平淡向下，机遇围绕限电	10
钢铁.....	10
建筑建材	11
玻璃.....	12
化工.....	13
机械.....	14
电力设备	15
3.行业风向标.....	16

图表目录

图 1: 第三轮去库存阶段 A 股 EPS 同比与上证综合指数走势	5
图 2: 2008 年第四季度各行业 EPS 同比与各行业指数涨跌	5
图 3: 2011 年行业盈利预期变动	6
图 4: 各地动力煤平均价格	7
图 5: 各地炼焦煤平均价格	7
图 6: 澳大利亚 BJ 动力煤现货价格走势	7
图 7: 主要新兴市场国家制造业 PMI	8
图 8: 美元指数与 LME 三个月铜期货价格	8
图 9: LME 金价与银价	9
图 10: 美国 API 原油库存	9
图 11: CFTC 原油净持仓多头	10
图 12: 国内成品油批发价格	10
图 13: 铁矿石综合价格指数与 myspic 钢材价格指数	11
图 14: 钢价指数与矿价指数差持续改善	11
图 15: 钢材社会库存总量	11
图 16: 全国水泥煤炭价格差	12
图 17: 重油价格与纯碱价格	12
图 18: 商品房销售面积和同比增速	13
图 19: 国内尿素价格 (元/吨)	13
图 20: 钙镁磷肥价格 (元/吨)	13
图 21: 钾肥价格 (元/吨)	14
图 22: 固定资产投资当月值与同比增长率	15
图 23: 金融机械当月贷款与贷款余额同比增速	15
图 24: 石油和天然气开采业固定资产投资	15
图 25: 煤炭开采和洗选业固定资产投资	15
图 26: 火电与水电发电量 (单位: 十亿千瓦时)	15
图 27: 北方漂白软木牛皮浆价格	16
图 28: 硬木牛皮浆价格	16
图 29: 箱板纸与瓦楞纸价格走势	16
表 1: 历史库存周期划分	4
表 2: 行业比较风向标	17

前瞻：解析当前的盈利下滑风险

该报告为策略行业监控体系的跟踪报告，是在此前发布的基础篇报告（总结了各子行业重点监控指标、重点监控公司、行业政策关注点）的基础之上定期发布的。目的是为了及时了解各行业的最新动态，以辅助行业配置。

从市场对未来经济走势的判断来看，5月是一个转折点。从领先指标 PMI 自 3 月以来的低于预期，到 5 月中旬公布的 4 月工业增加值仅为 13.4%，以及机械和汽车行业销售数据同比大幅下滑的确认，市场从“对经济是否减速的纠结”转为“对经济减速的一致认同”。4 月工业企业库存数据创下新高，同比增速为 23.16%，但是上涨幅度小于上月。同时，5 月 PMI 产成品库存降至 50，预计真实库存数据的回落将逐步显现。

主动去库存对企业来讲是一个无奈的选择，并且这个过程伴随着生产的放缓与价格的回落，而量、价是决定企业盈利的关键。因此，去库存阶段的盈利下调也就成了一个必然趋势。这一点在逻辑上很容易解释：主动去库存前一般是一个由需求不足导致的库存累积过程，库存累积造成的营运压力使得企业会减产以降低库存，另外库存累积实际上也反映了供给的过剩，从供求理论来讲，价格将下降以调节供求关系。实际上，能够最好地反映这里讲到的价格的指标——工业企业生产者出厂价格 PPI，4 月已经开始下滑。

当然，这种分析是从整体经济的角度来分析的，当细化到上下游产业链以及每个行业时，我们可以从行业受“去库存”影响的差异程度来寻找投资机会。在市场面临去库存引发的盈利下行风险阶段，我们可以沿着历史对比与当前“自下而上”的行业盈利预期变动两条思路来寻找盈利下调风险相对较小的行业。

历史能否重演？

在 2001 年 7 月至 12 月与 2008 年 10 月至 12 月，中国经济也曾经历两轮主动去库存，可以通过对比历史中主动去库存期间以及随后阶段各行业的盈利变动情况，来预测即将展开的新一轮主动去库存中各行业盈利可能出现的波动。

表 1：历史库存周期划分

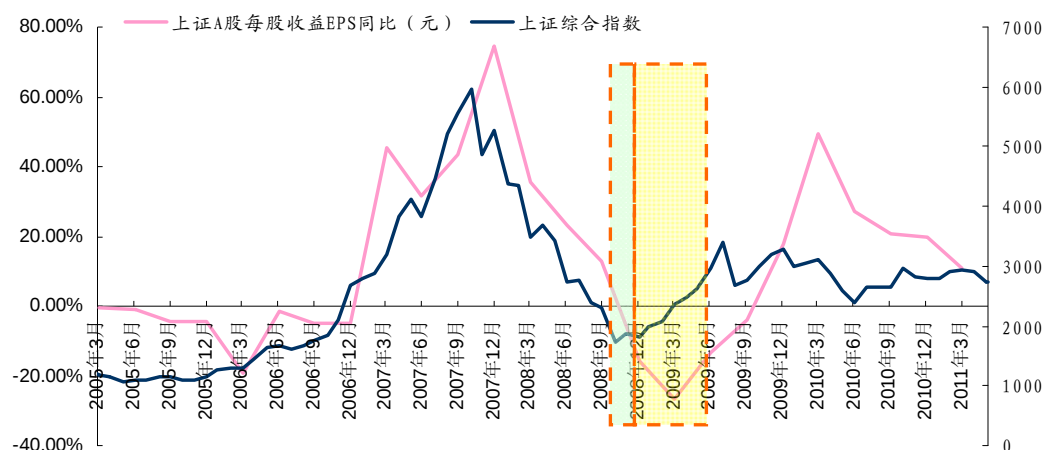
周期划分	被动去库存	自主补库存	被动补库存	自主去库存
第一轮	1999.11-2000.5	2000.6-2000.8	2000.9-2001.6	2001.7-2001.12
第二轮	2002.2-2002.10	2002.11-2004.3	2004.4-2004.12	2005.2
第三轮	2005.3-2006.6，政策压制下的滞涨 2006.7-2007.1	2007.2-2007.9	2007.10-2008.9	2008.10-2008.12
第四轮	2009.1-2009.9	2009.10-2009.12	2010.2-2010.6/7	？

资料来源：长江证券研究部

下面为历史 A 股 EPS 同比与上证综合指数的走势。由 2008 年 10 月到 2008 年 12 月的主动去库存阶段来看，上证 A 股的 EPS 同比快速下滑，由三季度的同比增长 12.73% 转为同比下滑 15.73%。当然，上一轮的经济下滑比当前我们所面临的经济减速更为严重是导致数据大幅波动的重要因素。但是，当前即将或者已于 5 月展开的主动去库存也不可避免的面临

盈利的下行，可能盈利的下行幅度会较 08 年底的主动去库存阶段小。同时，从股市的表现来看，由于预期的领先性，在主动去库存展开的过程，也是股市弱势筑底的过程。而持续到 09 年 3 月的盈利继续下滑阶段，股市表现为反弹。

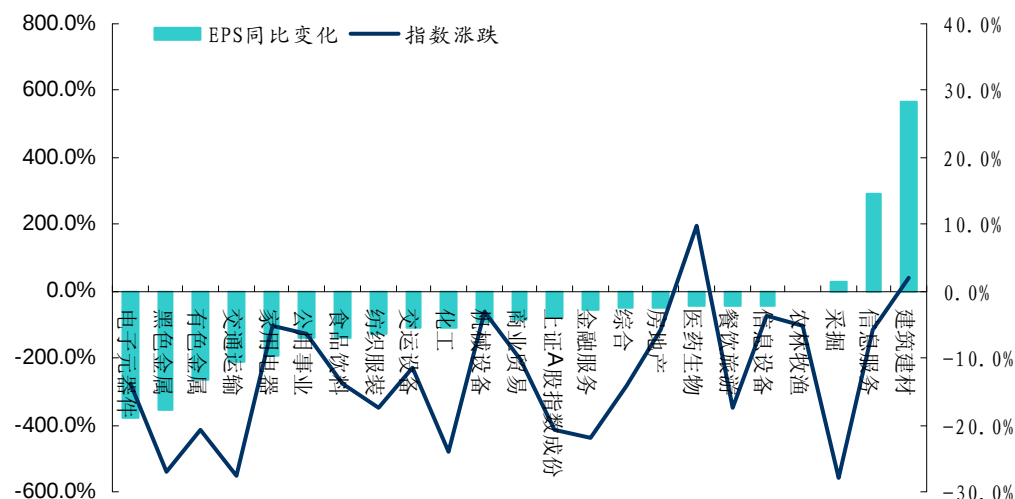
图 1: 第三轮去库存阶段 A 股 EPS 同比与上证综合指数走势



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

分行业上来看, 08 年第四季度仅有建筑建材、信息服务、采掘行业的 EPS 同比为上涨。其中建筑建材的 EPS 同比上涨幅度较大, 这与当时国家出台四万亿财政支出对基建的拉动有关。而从同期各行业指数的涨跌中来看, 绝大多数板块均出现下跌。防御性行业表现相对较好, 周期性行业表现为相对更大程度的下跌。

图 2: 2008 年第四季度各行业 EPS 同比与各行业指数涨跌



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究所

寻迹“自下而上”的行业盈利一致预期

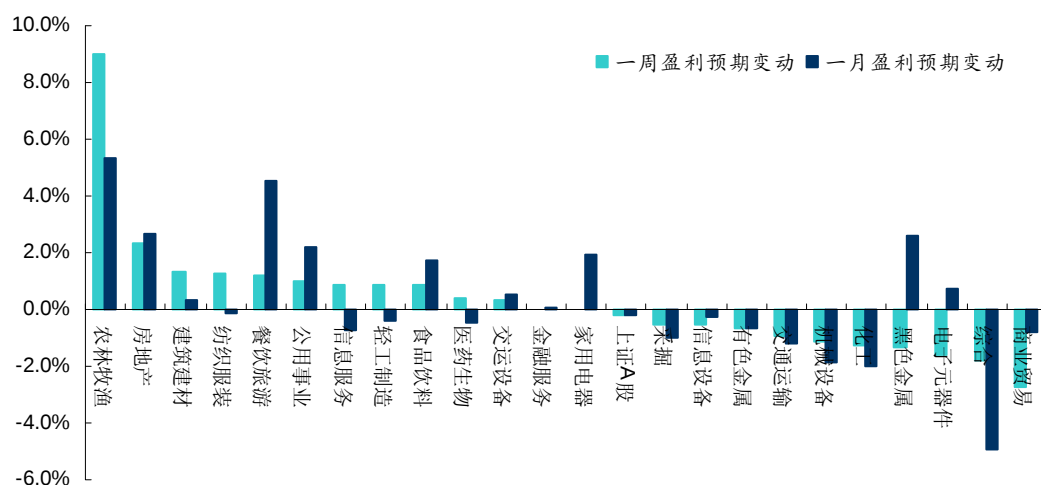
对比历史主动去库存阶段的行业盈利变动差异对接下来的行业表现预测有借鉴作用, 但现实与历史也往往难以完全相同。因此, 对于未来的行业盈利预期变化, “自下而上”地对比近期各行业的一致预期变动是一种更为直观的方法。

从行业盈利变动上来看，近一周，农林牧渔盈利预期调升较大，其次为房地产、建筑建材以及纺织。而商业贸易、电子元器件、黑色金属的盈利预期则有较大幅度下调。

可以概括为，政策着力保证投资的方向（如当前干旱下保证粮食生产的农林牧渔）、国民经济的支柱产业（房地产，以及与地产、基建密切相关的建筑建材行业）的盈利预期能够更好地抵御需求弱势下主动去库存下的盈利下行风险。而大部分周期性行业（如黑色金属、化工、机械设备、交通运输、有色金属）以及需求端弹性较大的行业（商业贸易、电子元器件）则面临较大的盈利下调风险。

当前盈利预期的行业分化与 08 年底的真实行业盈利趋势分化存在一定的相似之处。

图 3：2011 年行业盈利预期变动



资料来源：长江证券研究所

1. 上游原材料——价格继续上涨暂乏力

煤炭行业

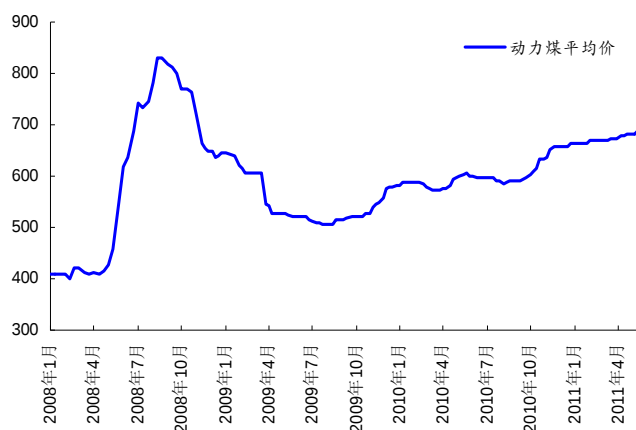
近期动力煤价格仍有小幅上涨，而炼焦煤价格保持平稳，价格走势的差异也促使动力煤短期相对看好。

在国际原油出现下跌趋势以来，作为其替代能源的煤炭来讲，国际煤价 5 月下旬出现较大幅度的松动。国际煤炭价格的下行导致内外煤炭价格差收窄，这将有利于煤炭进口替代的增加，从而在一定程度上也会对抑制未来价格的上涨起到作用。

从下游需求来看，发电量、水泥产量、粗钢产量同比均较上年下滑。受高煤价导致的高成本影响，火力发电厂发电动力不足；在区域性限电政策下，水泥产量会受到一定的影响，其对煤炭的需求也有所降低。从需求上来讲，对各煤种的需求平稳或向下。

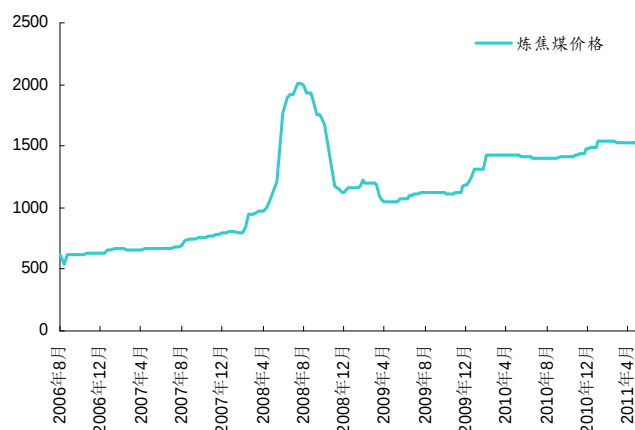
所以，对于短期相对看好的动力煤来讲，中期仍具有不确定性。

图 4: 各地动力煤平均价格



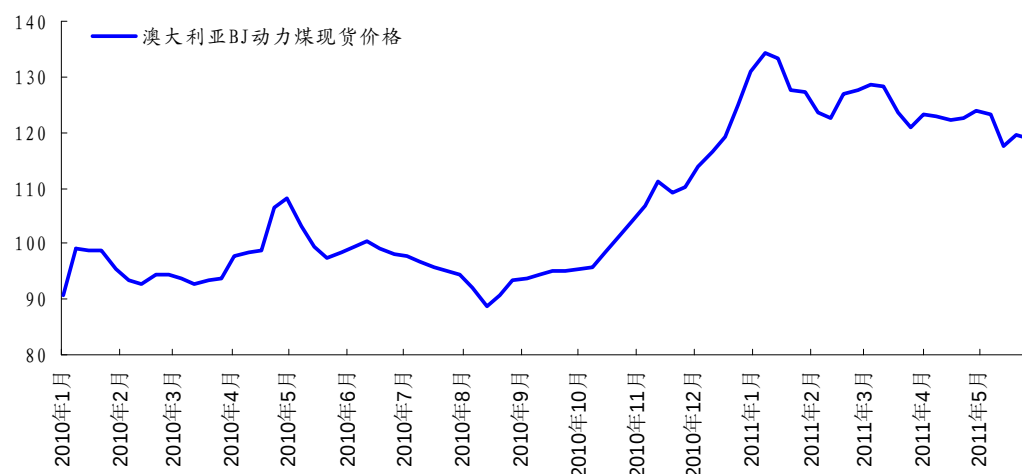
资料来源: 长江证券研究部

图 5: 各地炼焦煤平均价格



资料来源: 长江证券研究部

图 6: 澳大利亚 BJ 动力煤现货价格走势



资料来源: 长江证券研究所

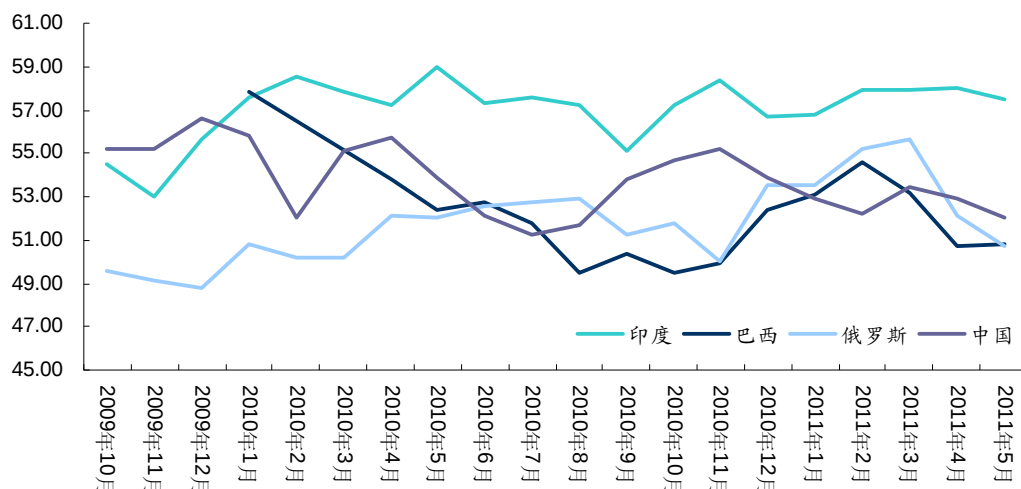
有色

工业金属

从 5 月主要新兴市场国家的 PMI 来看, 均出现了不同程度的下行。经济增长的放缓将影响实体经济对工业金属的需求。以中国为例, 铜的下游 48% 为电力电缆, 14% 为空调制冷、10% 左右为交通运输。当前的结构性用电缺口存在的情况之下, 电力投资更大可能将屏蔽经济减速的影响, 而交通运输设备销售的下行会降低对铜的需求。

而从其金融属性上来看, 美元指数与铜价的反向相关走势依旧明显。最新公布的美国数据大大低于预期, 5 月制造业 PMI 由上月 67.6 降至 53.5, 美元指数短期走弱的趋势更强。这将对国际铜价的一个支撑。

综合来看, 铜价的上行与下行动力均存在, 但中期来讲, 如果新兴国家应对通胀可能出台更为严厉的紧缩政策, 则工业属性对价格的影响将成为主导。铜价下行是影响铜开采企业的不利因素。

图 7：主要新兴市场国家制造业 PMI


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

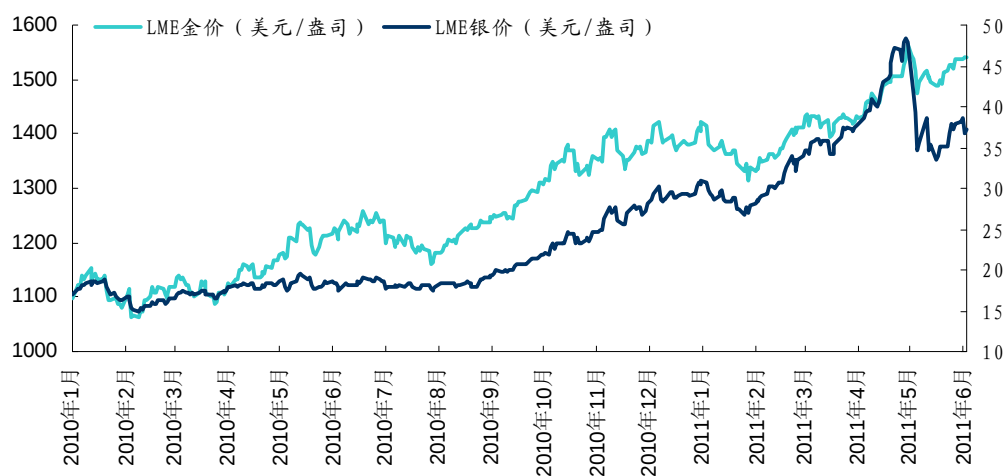
图 8：美元指数与 LME 三个月铜期货价格


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

贵金属

在此前的基础报告中，我们曾对银的工业属性做过分析。在当前预期新兴国家经济减速的背景之下，银价的调整幅度明显大于金价。从中期来看，银价的相对弱势持续概率较大。而金价走势更多地体现与美元的负相关关系。对美国经济担忧下的美元指数短期走弱，有利于金价走高，对于国内的黄金开采企业来讲，利于盈利提升。

图 9: LME 金价与银价



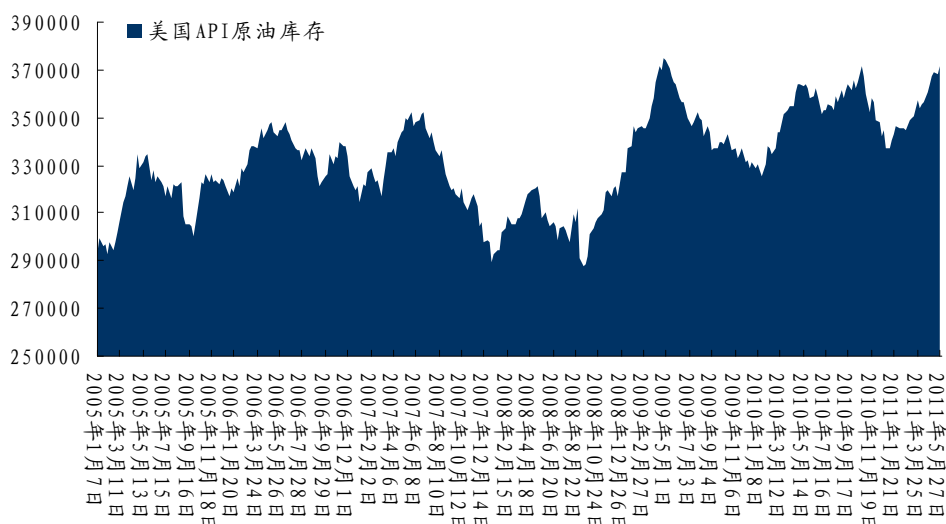
资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

石油

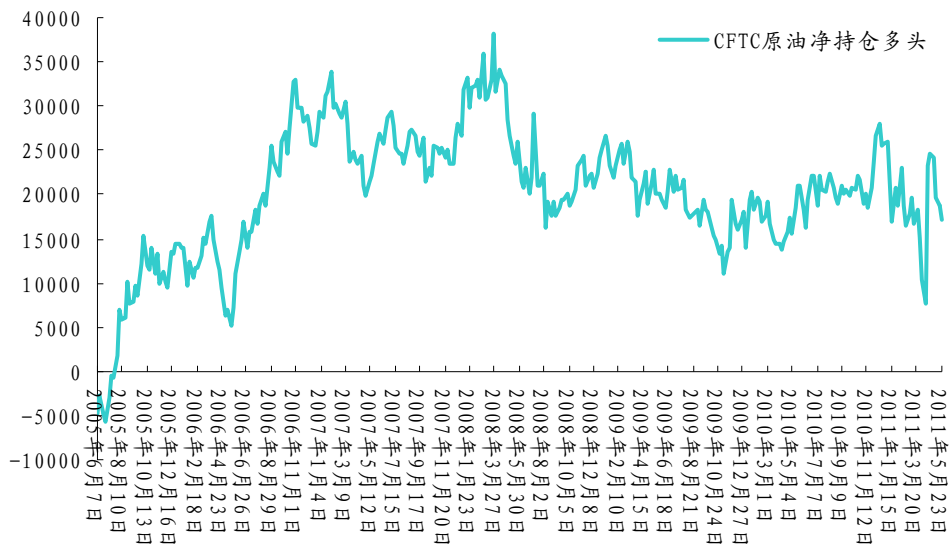
5 月下旬，国际原油价格再次企稳回升，从美国 API 原油库存处于高位，油价短期虽有波动，但布伦特原油价格仍在 110 美元/桶以上。加上近期由于美国的经济数据低于预期，美元承压走弱，这也导致国际原油价格在近期至少不会出现大幅回落。油价高位的维持对于石油开采企业来讲，有利于盈利改善。

而对于石油冶炼企业来讲，高油价增加了其成本压力。虽然，短期国内成品油批发价格的缓慢上涨对盈利改善为有利因素，但是对成本上涨的抵冲效应有限。

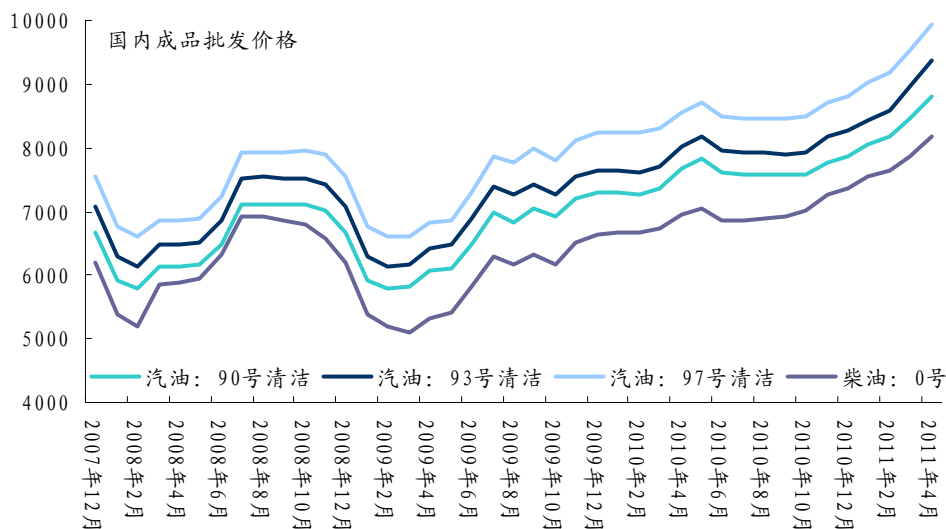
图 10: 美国 API 原油库存



资料来源：长江证券研究部

图 11: CFTC 原油净持仓多头


资料来源: 长江证券研究部

图 12: 国内成品油批发价格


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

2. 中游制造业——整体平淡向下，机遇围绕限电

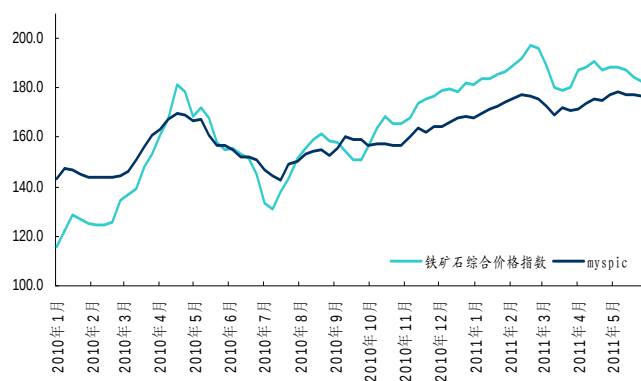
钢铁

5月中以来，钢材价格指数与铁矿石价格指数均出现了下跌。但是，从钢材价格指数与铁矿石价格指数的差来看，矿石价格下降的幅度更大。

从钢材主要下游来讲，房地产新开工面积4月同比增长26.86%，而4月机械与汽车销量数据大幅下滑，家电4月产量继续回升，但是家电对钢材的消费占钢材总需求的比重仅为1.7%，而机械与汽车在钢材下游总需求占比25.4%。短期来看，长材的需求强于板材。

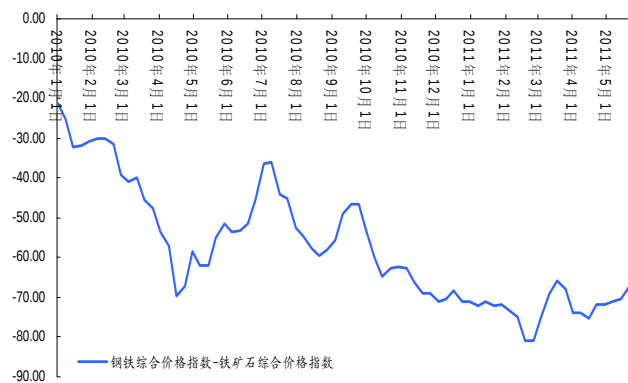
从长材与板材的库存和价格来看，两种钢材的库存和价格均有所下降，但在价格上，长材的价格相对更加稳定。

图 13: 铁矿石综合价格指数与 myspic 钢材价格指数



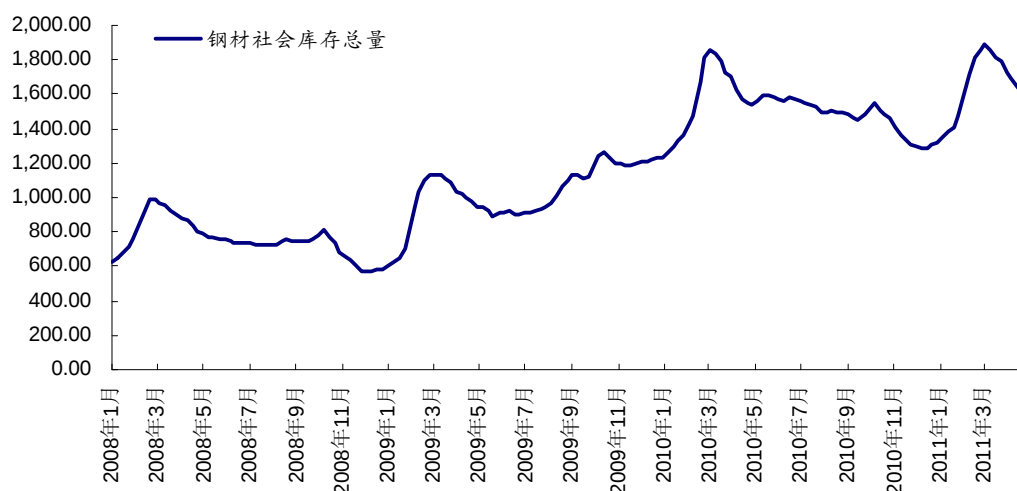
资料来源：长江证券研究部

图 14: 钢价指数与矿价指数差持续改善



资料来源：长江证券研究部

图 15: 钢材社会库存总量



资料来源：长江证券研究部

建筑建材

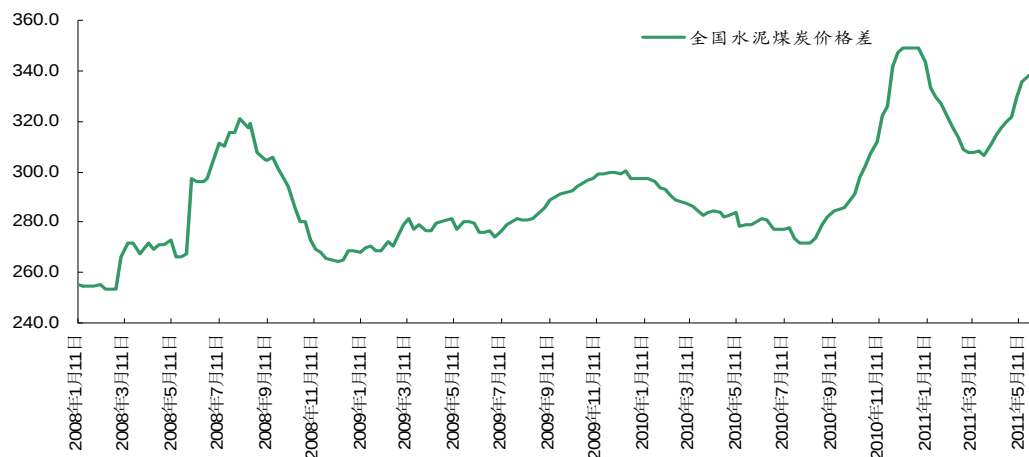
水泥

水泥煤炭价格差在经历三月底以来的一波连续上涨之后，价差出现小幅回落。虽然价差仍处于历史高位，但是这种趋势是否会延续更加重要。4 月城镇固定资产投资由上月的 36.37% 回落至 34.42%，这种情况之下，区域性的投资机会价值更具价值。

第二次全国对口援疆会议顺利召开，会上胡锦涛、李克强、周永康等分别发表讲话，在对现有成绩做出肯定的同时，对未来的援建开发提出更高的要求，首重民生和重大工程建设，实施“差别化”经济政策。随着国家支持新疆发展的“特殊支持”政策措施逐步出台，大批试点项目开始实施，天量资金涌入新疆，新疆基础设施建设将得到迅速发展，我们前期的关于区域性投资机会的大逻辑（不受宏观调控影响）得到进一步深化。

考虑到电荒仍在持续，电煤涨价趋势已经蔓延至内蒙、辽宁等地。限电影响下，江苏部分地区价格上调 10-20 元/吨，由于限电首先是针对耗能更高的落后产能和小企业，对大企业量的影响相对较小。

图 16：全国水泥煤炭价格差



资料来源：长江证券研究部

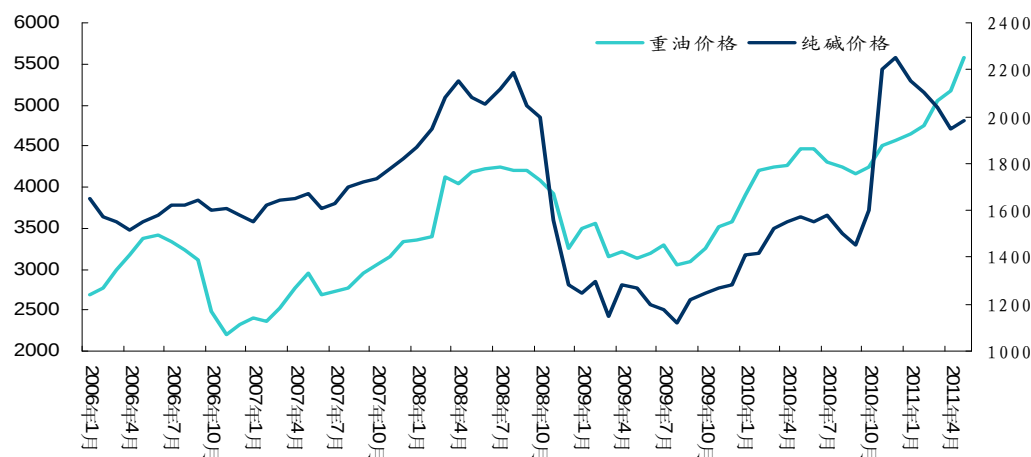
玻璃

原材料重油与纯碱价格均有上涨，重油价格更是不断刷新历史，纯碱也在经历了年初的下跌后在 5 月出现反弹。同样，作为成本重要构成的动力煤价格也再次提价。玻璃企业在成本上面临的压力不断加大。

从玻璃的下游需求来看，主要有两个方面。一方面，从用于房屋装修装饰的角度来看，4 月商品房销售面积同比下行 9.9%；另一方面，4 月汽车销量同比较上月也出现较大下滑。综合来看，短期玻璃需求同样不乐观。

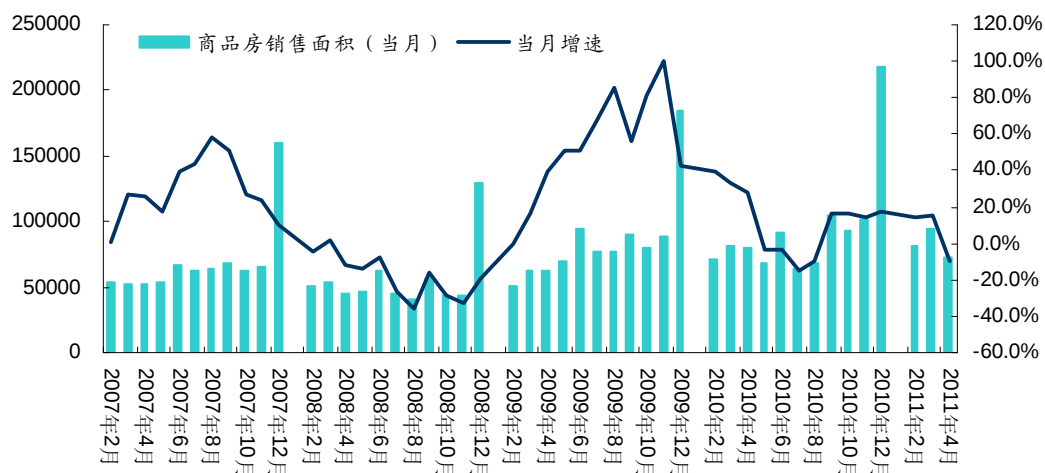
成本与需求的双重压力下，玻璃行业短期景气下滑。

图 17：重油价格与纯碱价格



资料来源：长江证券研究部

图 18: 商品房销售面积和同比增速

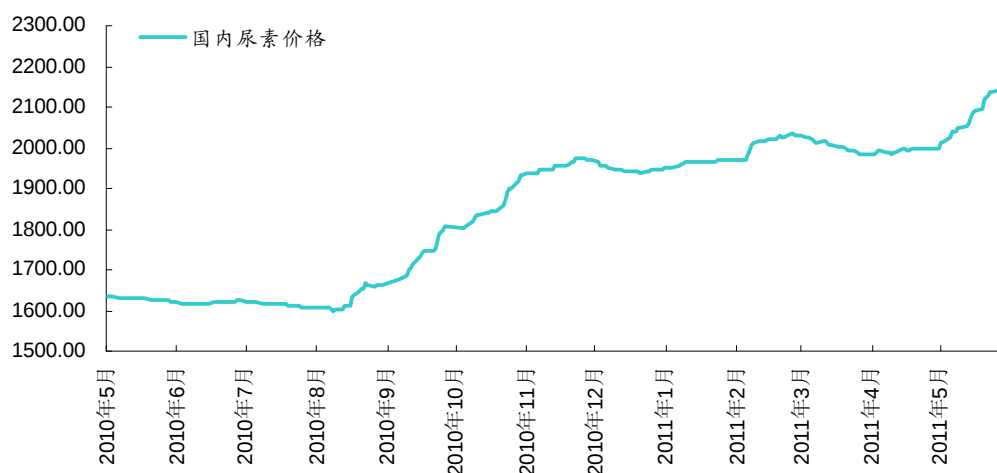


资料来源：长江证券研究部

化工

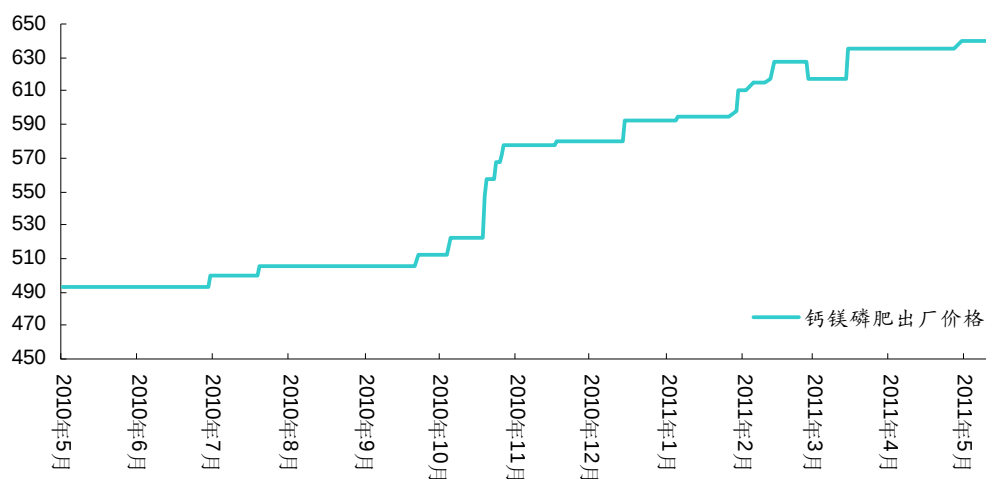
化工子行业中，短期关注化肥行业。随着春耕季节的季节性用肥旺季到来，近期，氮肥、磷肥、钾肥价格均出现上涨。

图 19: 国内尿素价格（元/吨）



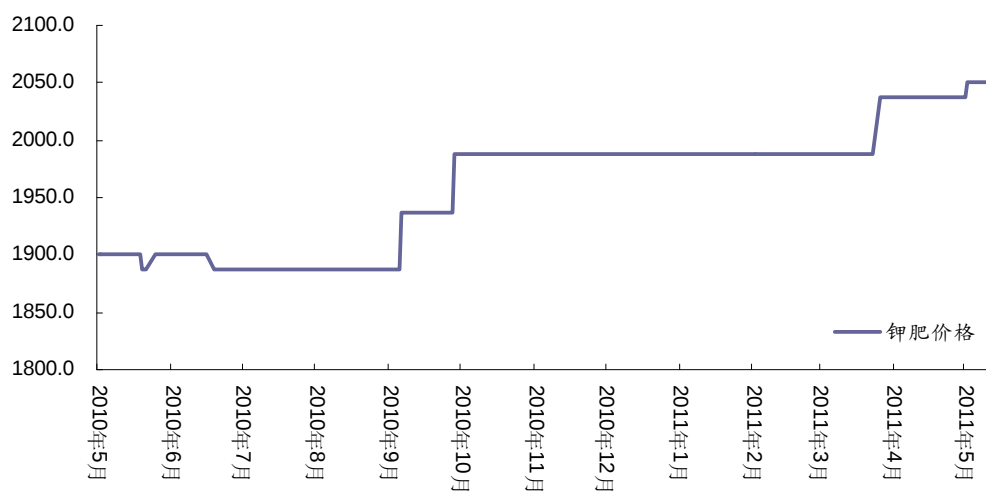
资料来源：百川资讯，长江证券研究所

图 20: 钙镁磷肥价格（元/吨）



资料来源：百川资讯，长江证券研究部

图 21: 钾肥价格 (元/吨)

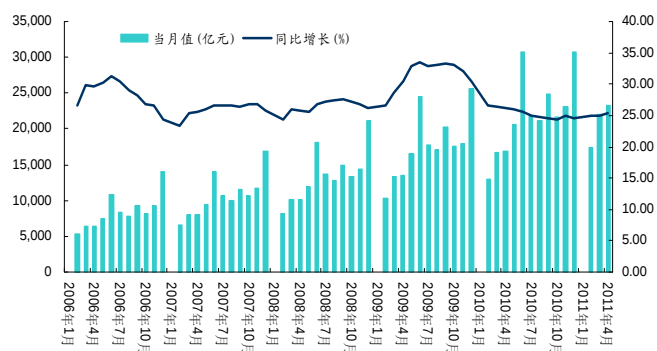


资料来源：百川资讯，长江证券研究部

机械

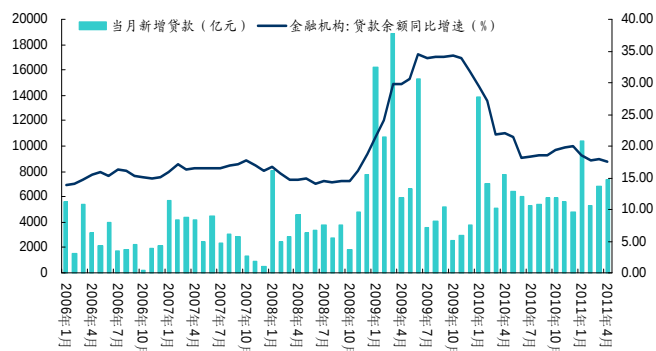
机械行业 4 月的销售数据并不乐观，信贷的紧缩对机械行业产生一定的负面影响，从短期跟踪指标来看，尚不具备基本面转好的迹象。但是对于不同机械子行业，基本面的相对冷热程度不同。从反映下游需求的行业固定资产投资来看，石油和天然气开采业与煤炭开采和洗选业的固定资产投资同比较 3 月回升，相关煤炭、石油开采设备相对景气。

图 22: 固定资产投资当月值与同比增长率



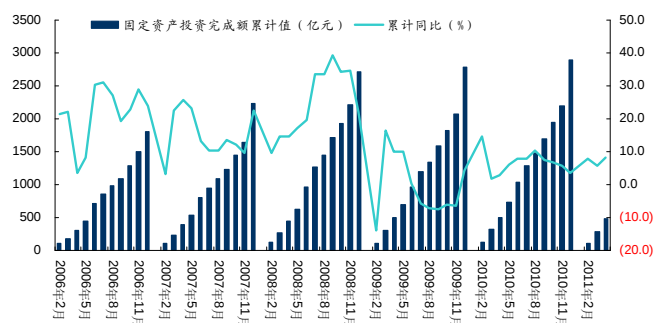
资料来源：长江证券研究部

图 23: 金融机械当月贷款与贷款余额同比增速



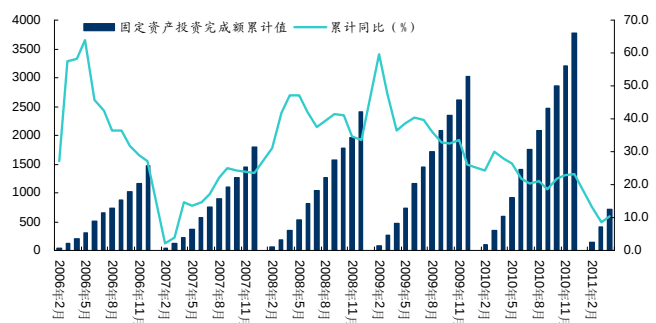
资料来源：长江证券研究部

图 24: 石油和天然气开采业固定资产投资



资料来源：长江证券研究部

图 25: 煤炭开采和洗选业固定资产投资

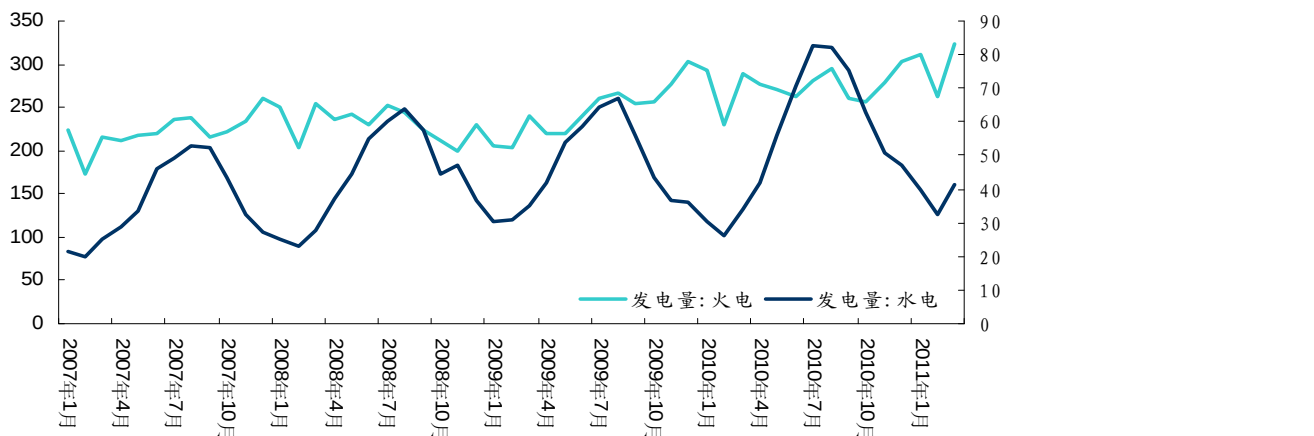


资料来源：长江证券研究部

电力设备

今年较往年提前出现电力缺口，火电成本高且能耗高，新增电力投资的方向将主要为一些清洁能源，如风电。核电项目的发展进程受日本福岛核泄露的负面影响，难期待有大的扩张。这种情况下，电网升级下的二次输配电设备与发电设备企业的盈利预期提高。

图 26: 火电与水电发电量（单位：十亿千瓦时）

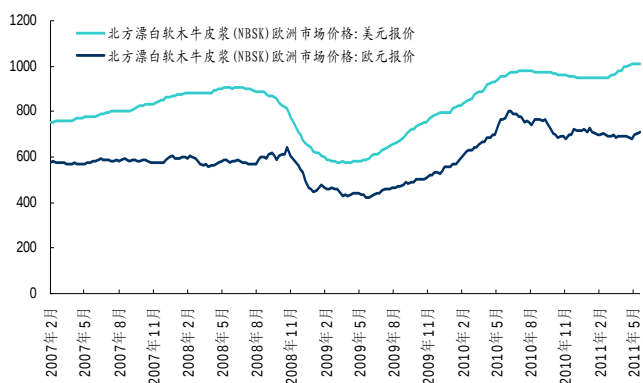


资料来源：CEIC，长江证券研究部

造纸行业

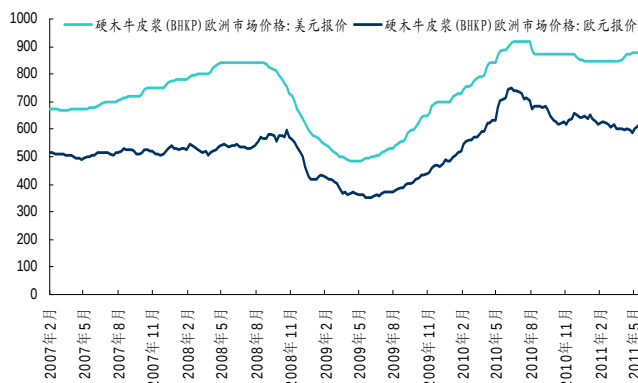
对于原材料进口依赖程度较高的造纸行业来讲，美元兑人民币经历了 4 月的单向升值与 5 月中上旬的震荡整理后，升值再次加快。6 月 1 日，美元兑人民币汇率创下历史新低的 6.4780。但是国际纸浆价格不断走高，考虑汇率的利好因素，进口成本实际上仍是上升的。而国内纸制品的价格基本稳定。对造纸来讲，不利盈利的因素占主导。

图 27: 北方漂白软木牛皮浆价格



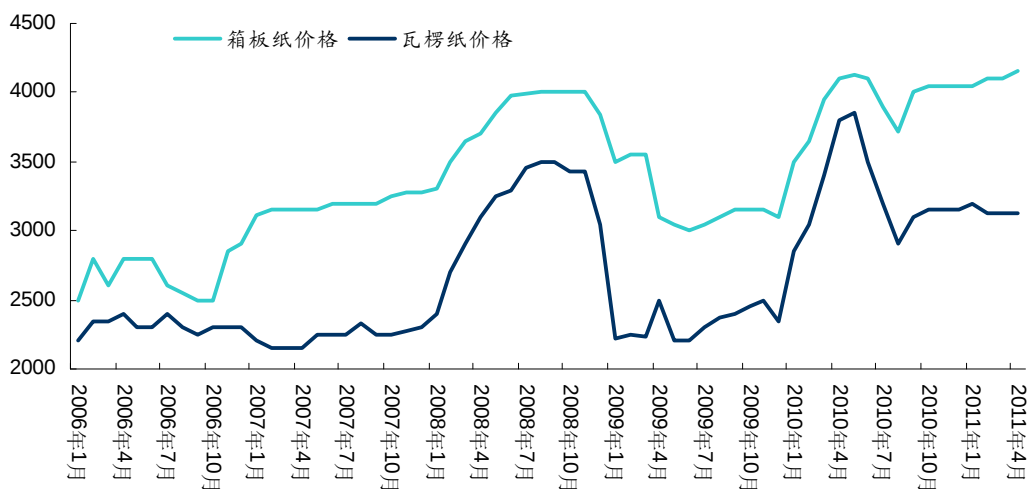
资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

图 28: 硬木牛皮浆价格



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

图 29: 箱板纸与瓦楞纸价格走势



资料来源: 长江证券研究所

3. 行业风向标

结合行业基本面、行业政策以及重点公司的致预期变动来看，我们认为有几个方向可关注，第一、动力煤短期提价下利好，但长期价格能否继续上行尚待观察；第二、《纯碱行业十二五发展规划》利好纯碱行业；第三、受季节性因素影响，化肥价格上涨利于企业盈利改善；第四、限电政策下，二次输配电设备、发电机企业盈利一致预期提高。当前不太看好的子行业包括新兴市场国家 PMI 下行减弱需求的工业金属、面临成本上涨与价格下行双重压力玻璃、销量数据同比大幅下滑的工程机械、国际纸浆价格上涨导致成本增加的造纸（以包装纸、铜版纸为主）。

表 2: 行业比较风向标

行业	子行业		子行业因素	宏观因素	子行业重点 监控公司	周一致预期 变动（%）	月一致预期 变动（%）
煤炭行业	动力煤		价格上涨	海外煤价下行	潞安环能	0.09	0.78
	炼焦煤		--		西山煤电	-0.66	-1.31
	无烟煤		--		兰花科创	-0.12	-0.75
有色金属行业	工业 金属	铜	美元弱势	新兴国家 5 月制 造业 PMI 下降	铜陵有色	-0.93	-1.33
		铝	--		中国铝业	-5.43	-2.46
	贵金属	金	金价微涨	美元弱势支撑黄 金价格	中金黄金	2.66	0.98
石油开采与冶炼	原油开采		国际油价震荡回落, 但美国 API 库存高位, CFTC 原油净持仓空头下降, 油价难继续 走低 ; 成本压力下, 国内成品油批发价格继续上 涨		中国石油	-0.70	-0.72
	冶炼				中国石化	-0.75	-1.49
钢铁	普 钢	长材	下游需求相对较好	钢铁社会总库 存继续下降	三钢闽光	0.38	-4.96
		板材	下游需求相对较弱		宝钢股份	-1.31	4.29
	特钢		--		大冶特钢	1.083	2.250
建筑建材	建筑 材料	水泥	水泥煤炭价差收窄	--	海螺水泥	2.78	5.70
		玻璃	成本上涨、价格下降	--	南玻 A	-0.82	-1.28
化工行业	化学 原料	纯碱	《纯碱行业“十二五”发 展规划》公布, 控制产能	--	双环科技	99.53	61.79
		氯碱	--		英力特	-0.55	-5.89
	化学 制品	尿素	价格上涨	季节性旺季	湖北宜化	0.02	-1.41
		磷肥	价格上涨		兴发集团	-0.01	-10.89
		钾肥	价格上涨		盐湖股份	-0.15	-3.53
		农药	草甘膦价格下降		华星化工	--	--
	塑料	PVC	--		中泰化学	-3.8	25.82

	橡胶		--		海南橡胶	--	--
机械行业	工程机械	挖掘机	销量同比下行	经济减速下的风险	三一重工	0.51	2.09
		装载机	销量同比下行		厦工股份	0.06	-0.80
		推土机	销量同比下行		山推股份	-0.59	-1.22
		起重机	销量同比下行		徐工机械	-0.65	-1.66
	机床		--		昆明机床	-0.95	0.58
	石油煤炭开采设备		投资同比上升		杰瑞股份	-0.09	0.80
	铁路设备		投资同比上升		中国南车	0.26	2.19
电力设备	输配电一次设备		--	--	特变电工	-7.52	-8.93
	输配电二次设备		--	--	国电南瑞	0.21	1.97
	发电设备		--	限电下需求增加	东方电气	0.46	-0.31
	电机		--		江特电机	--	26.52
	工控		--	--	汇川技术	-0.40	1.01
	高压变频		--	--	合康变频	-1.41	-3.19
	发电厂环保		--	--	海陆重工	-0.93	-1.45
	无功补偿		--	--	荣信股份	-0.72	-2.3
造纸行业	包装纸		瓦楞纸价格松动	国际纸浆涨幅超过人民币升值幅度，成本增加	博汇纸业	-1.57	-2.01
	文化纸		--		太阳纸业	-0.34	-0.11
	新闻纸		--		华泰股份	-0.34	-3.16
	铜版纸		--		晨鸣纸业	-0.87	-2.45

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。主要的研究方向为经济周期与资产配置。

吴春杰，复旦大学世界经济系硕士，南开大学金融学学士，从事宏观策略研究。主要的研究方向为行业比较。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。