



策略研究

2011.06.16

底！底！底！

——2011年中期策略报告

	钟华	时伟翔	张晗	王成
	021-38674602	021-38674603	021-38676675	021-38676820
	honghua008457@gtjas	shiweixiang007983@g	zhanghan@gtjas	Wangcheng6461@gtjas.c
编号	S0880511010056	S0880511010054	S088051101005	S0880511010040

本报告导读：

11年下半年是指数寻底的重要时间窗口并且该底部是未来两年的一个重要底部。

摘要：

● 前言：11年下半年面临诸多拐点

10年下半年是经济回落下股市的一个反弹，而11年下半年股市会在一片悲观中确认底部。虽然房价和物价的问题依然没有解决、经济政策的导向和结构调整的机制继续不明确、货币和融资机制的改革还没有贴合实际的经济运行，但从影响股市大趋势的判断来看，可能在下半年的某个时点，多种因素的变化率趋势相同，均正向有利于股市。

● 宏观底：下半年宏观背景将出现权益类资产的底部特征

11年二三季度，宏观投资象限分别位于高通胀、低增长以及降低的通胀以及更低的增长区间，这都不利于市场的表现，市场将在不利的环境中找到重要底部，随后市场将迎来一系列拐点，包括通胀拐点、政策导向拐点、流动性拐点、基本面拐点、房地产拐点和盈利拐点。因此下半年的股市必然是分阶段的，先反映经济下滑的结果，再反映见底后的预期。

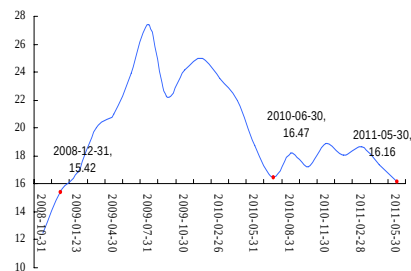
● 市场底：业绩下滑、资金紧张、估值进一步降低

我们认为可能在三四季度，单季度扣除银行后的净利润增速为负，企业盈利见到重要底部，等到通胀降到3%左右，企业盈利才可能重新增长，而这是明年的事情。流动性下半年也会更为紧张，这继续降低估值到15倍市盈率，也就是目前市场反映的是软着陆预期（上证指数2600点以上），如果是硬着陆，按照PB=2估值，对应上证指数2400点以上。从政策角度来看，下半年不会有明显的放松。

● 核心配确定，抄底抄周期，小盘成长股重生

我们认为中国作为大经济体，不具有依靠一两个新产业带动经济迅速发展的可能。更多是需求微调管理和供给效率提升政策的渐进引导，因此结构调整是长期过程，期间波动更多体现的是存货周期。在库存下降阶段，谨慎的投资者选择确定性的金融，可攻可守，是确定性配置；下半年成长变得稀缺，因此激进的投资者应该关注中小型成长股。何种周期类股存在较大机会需下半年择机评估。

图：TTM 估值低于 2300 点位置



相关报告

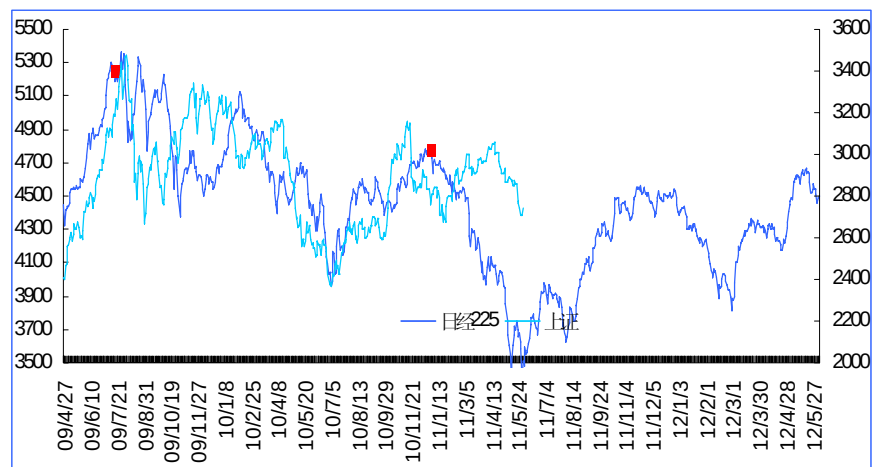
《大金融+X2》	2011.04.12
《静待历史性底部的到来》	2011.02.11
《不畏浮云遮望眼》	2010.12.09
《政策预期不确定下看重小盘股的投资机会》	2010.11.05
《安全股的安全性》	2010.08.23

前言：11 年下半年是谁的重现？

根据中日比较研究以及基于奥地利学派的理论观点，2010 年年初，我们给出中国股市的未来两年的走势将和日本 1973-1974 年走势类似。按照这个假设，在今年通胀高企的背景下，中国央行也会类似当时日本央行那样采取极为紧缩的货币政策，从而导致股市大跌后见底。

今年年初以来，两个指数的相关性出现较大差异，上证指数第一季度明显较强，第二季度在业绩下滑、通胀和紧缩超预期的情况下开始加速下跌。未来一段时间，A 股走势会不会继续复制当时日经走势，抑或是重复 10 年的走势？还是有其他参考项？这是本文重点研究的问题。

图 1：上证指数和日经指数走势 2011 年出现差异



数据来源：国泰君安证券研究

因为股市本身的继承关系，过去的记忆仍然对现在的投资具有心理暗示作用。考虑到当前形势和去年同期有类比相似性，投资者很自然预判 2011 年下半年是在重复 2010 年下半年的走势。两者对比，我们更清楚的把握股市走势：10 年下半年是经济回落下股市的一个反弹，而 11 年下半年股市会在一片悲观中确认一个中长期底部。

目前大的经济矛盾仍然和 10 年类似：1、房价和物价的问题依然没有解决；2、经济政策的导向和结构调整的机制继续不明确；3、货币和融资机制的改革还没有贴合实际的经济运行。

但是从影响股市大趋势的判断来看，多种因素的变化率趋势相同，均可能在下半年的某个时点，正向有利于股市。不过对于股市的局部性来讲，特别是投资机会上，则可能差别较大：1、资金流向、松紧程度和监管严厉程度区别较大，11 年的信贷政策执行较为严格，固定资产本身受制资金面制约，货币供应增速下了一个台阶；2、经济增速惯性不同，11 年下半年下滑动力强于回升动力；3、政策导向不同，10 年保增长，11 年不确定。10 年区域规划、新兴产业投资与经济的上行对股市形成了较大的支撑。但是受制于物价和资产价格上升压力，大规模投资计划已经逐渐淡出政策的范围。我们认为 11 年下半年经济政策应该逐步关注长期问题，把重点放在经济结构调整上，大的放松的可能性不存在。这样，11 年下半年有可能出现经济回落、通胀高位、政策不松的组合，至少第二季度的市场仍在反应这种预期，至于这种预期是否过度，何时变化，则

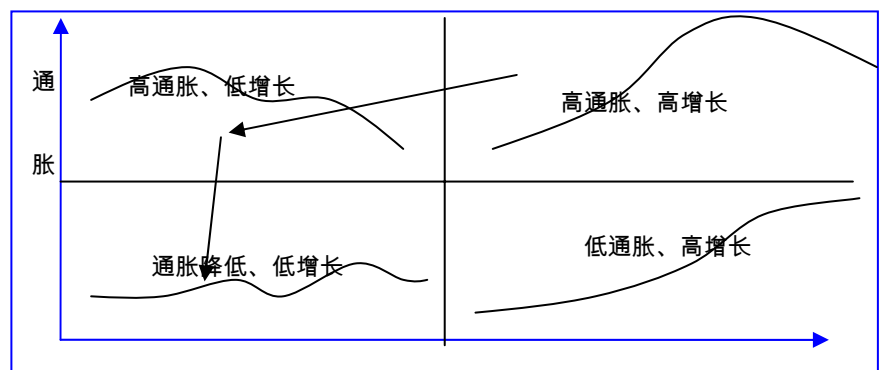
需要客观分析下半年宏观背景。

可以乐观地说，无论指数下跌幅度多少，我们预判市场很有可能会在 11 年第三季度见到一个未来两年间的重要底部。要证实我们的判断，首先需要基于宏观资产配置框架下来研究权益类资产的吸引力。

1、下半年宏观背景出现权益类资产的底部特征

2011 年二季度，宏观资产配置象限转到了高通胀和低增长预期区间，市场调整；三季度，根据国泰君安宏观研究团队的判断，象限将转到通胀降低和低增长预期区间，这对权益类资产仍然不利，但是这个区间难以持续超过 2 个季度，因此，我们相信，最快 8 月份，在经济呈现低增长的情况下，股市反而会在悲观中诞生希望。

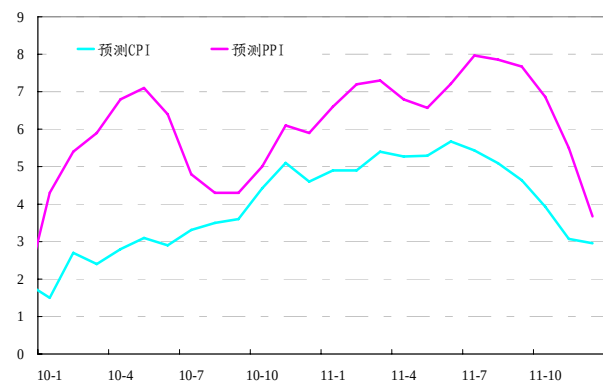
图 2：11 年二季度的投资象限



数据来源：国泰君安证券研究

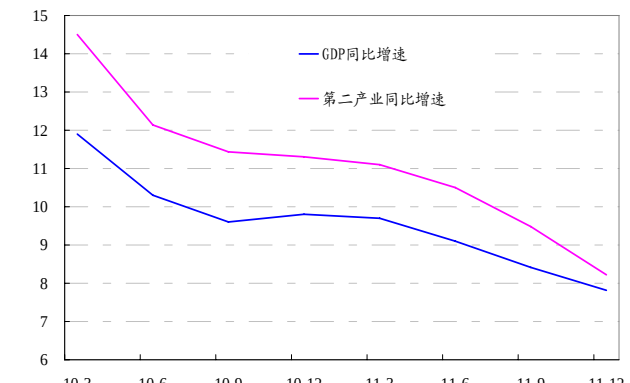
根据我们宏观研究团队的预测，通胀全年前高后低，CPI 均值为 4.7%，PPI 均值为 6.8%。到年底，CPI 为 3%，处于有利于权益类资产的投资区间。全年 GDP 前高后低，并且 2 季度 GDP 增速为 9.1%、3 季度 GDP 增速预测为 8.4%、4 季度 GDP 增速预测为 7.8%。

图 3：CPI 与 PPI 预测



数据来源：国泰君安证券研究

图 4：GDP 同比增速、第二产业同比增速

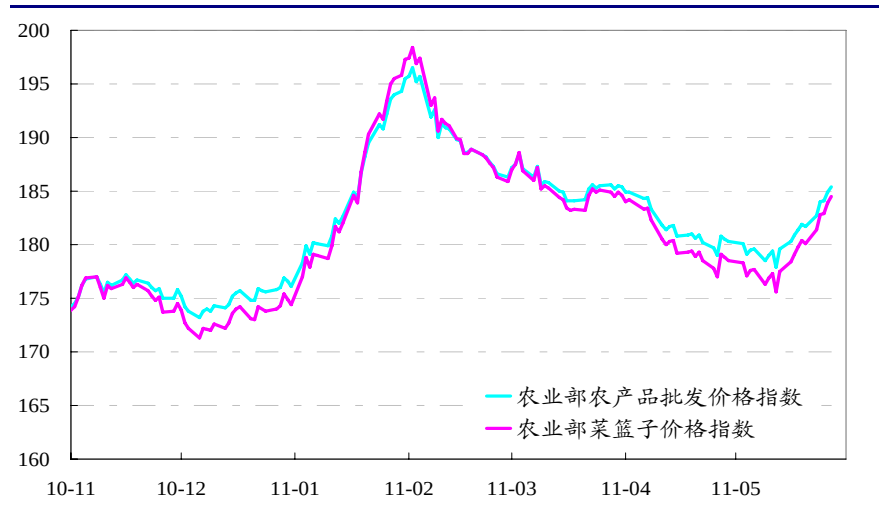


数据来源：国泰君安证券研究

我们认为最大可能造成通胀超预期的原因是全球干旱可能导致粮价上涨超预期。目前来看，5 月农产品价格指数出现较大幅度的反弹。我们认为，这算是突发事件导致的通胀上涨，该上涨名义上助推通胀，但是其他价格未必跟随，根据 70 年代的滞胀经验，该上涨无法用货币紧缩消除，有效的措施在于各方面保证粮食增产。另外，当该类型通胀上涨，

同时经济下滑时，我们认为这不属于滞涨，而是除某类价格暴涨外的通缩格局，这种格局出现后一段时间，仍然是有利于股市上涨的宏观格局。

图 5：农业部农产品批发价格和菜篮子价格指数

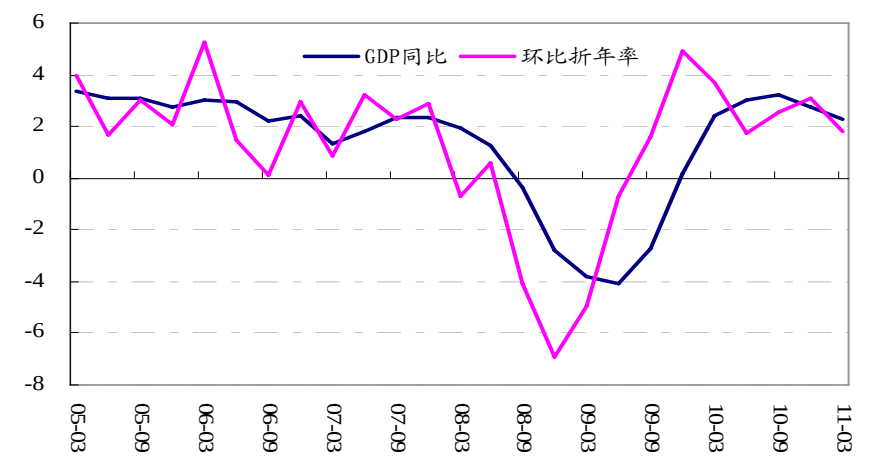


数据来源：国泰君安证券研究，农业部

2011 年经济调整具有必然性。争议较大的是幅度与持续时间。现阶段的核心是在于刺激政策退出以及库存高位的现象，我们相信在经历了 2008 年之后政策是否会超调的问题已经在权衡之内。而从库存的增速来看，一季报显示的众多行业在去年四季度之后就已经开始下降。目前我们将经济下滑仍理解为阶段性库存调整，调整时间的概率按照正常的库存周期是在 1-2 个季度，这也意味着 7-8 月份成为关键的观测时间点。我们认为现在的情形跟上一轮周期中的 2004、2005 年经济调整相比，无论是行业还是地方政府的投资都比当时的 2003 年好很多，这也预示着如 2004、2005 般得产能过剩概率较小。

全球经济角度，提供负向超预期贡献的可能大于正向。美国 11 年第 1 季度 GDP 修正值显示 1 季度环比增速从 1.74% 上修至 1.83%，但仍不及市场预期的 2.2%。消费环比折年增长 2.15%。按照此趋势，美国 GDP 下半年增速也逐渐趋缓。

图 6：美国 GDP 同比、环比折年

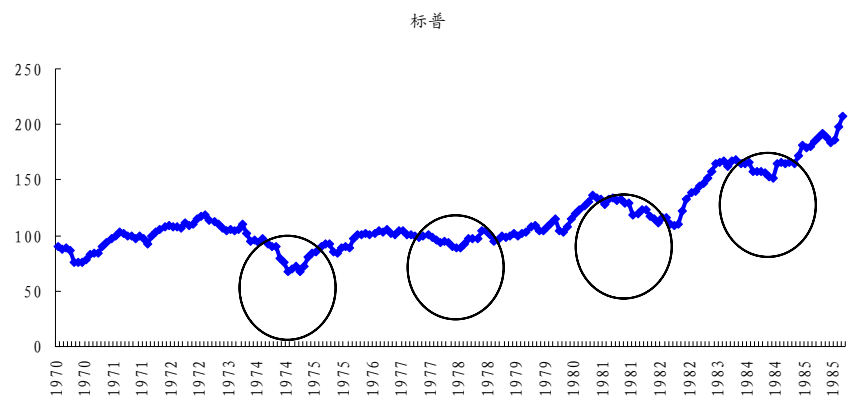


数据来源：国泰君安证券研究，BEA

我们认为目前中国经济不会出现持续滞涨，典型的滞涨只会出现在供给

端非正常紧缩的背景（这种可能性在于大旱导致粮食大幅减产），就像70-80年代。从10年下半年以来，中国经济只是一种类滞涨，类滞涨的根源其实是在于货币超发使得经济增长和通胀之间的弹性被变大。况且美国股市在滞涨时期真正的系统性风险仅出现过两次，一次是在第一次石油危机的1973年，另一次则是在第二次石油危机后的1980年，但是后一次的反作用力也要明显弱于第一次。另外每次系统性风险结束后，市场上涨并在几年后形成第二个底部，并且底部均比前一个底部高。日本则是在1973-1975年危机过后，加大产业结构调整，第二次石油危机几乎没有对日本股市造成影响。因此，滞涨的风险对于股市而言更多是结构性的。市场整体要呈现较大幅度调整概率较小。

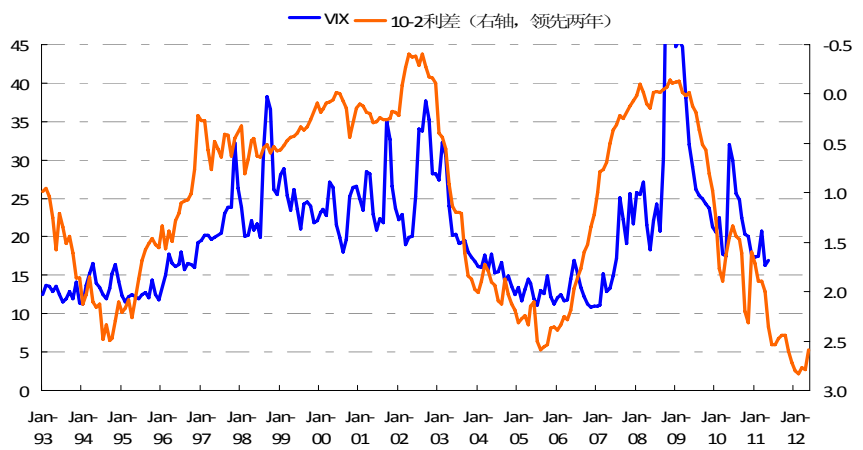
图 7：标普 1970-1985 年走势中的两个系统性风险时间点



数据来源：国泰君安证券研究

经济超预期下滑会不会像 2008 年一样带来权益类资产大幅波动？从美国领先两年的 10-2 年国债利差和股指波动性指数情况来看，这种可能性极低。我们倾向于认为美股的波动幅度更类似于 2004-2005 年的调整级别。联系到国内股市，我们也不认为 A 股会出现独立于全球市场的大萧条情景。能够导致经济硬着陆的可能在于房价大幅度暴跌或者美元大幅度升值同时大量资本外逃。这在我们未来几年宏观策略展望的范围之内，但是在目前的情况下，还观察不到这些因素能够在短期迅速的发生。

图 8：波动性指数显示的调整级别不大

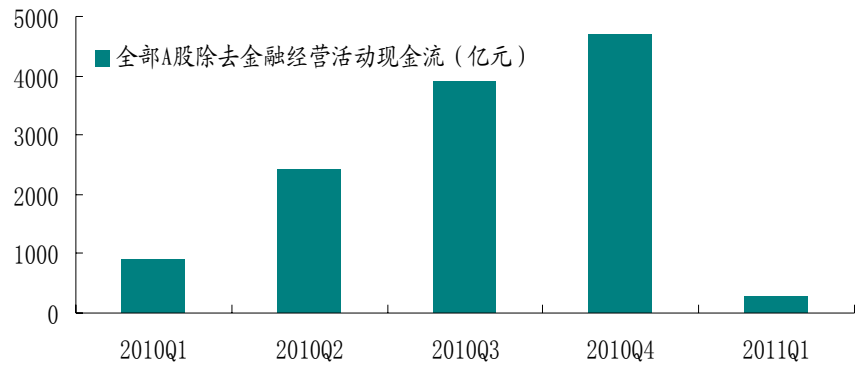


数据来源：国泰君安证券研究

2、业绩下滑，成长和现金稀缺

与 10 年一季度业绩高增长相反，11 年一季度业绩增长迅速放缓，更重要的是企业流动资金稀缺。除去金融行业，A 股所有上市公司经营性现金流出现环比下降了 94%，同比下降了 70%，反映了紧缩已经对公司的现金流产生了较大的影响。

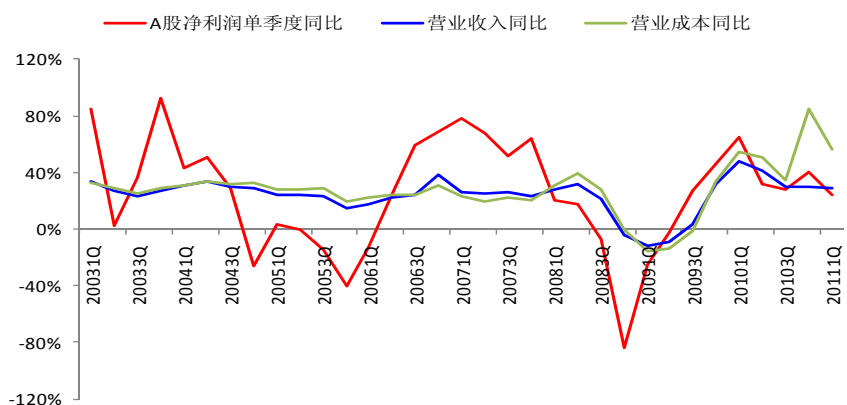
图 9：A 股（除金融）经营活动产生现金流



数据来源：国泰君安证券研究

经营活动产生的现金流/经营活动净收益处于 05 年来的最低点 0.1（比 08 年还要低）。反映了这轮经济周期，起来是依靠政策和货币，下滑也是因为政策和货币。现金的消耗主要是高企的原材料成本使得企业购入商品所占现金增加。同时，需求减少导致库存周转变慢，存货增速快于营收也有很大的关系。上市公司 11 年 1 季度库存同比上升了 36.5%，比营收增速高出一些，但是并不像 08 年 Q1 出现如此大的缺口，现在库存和营收的缺口并不大。

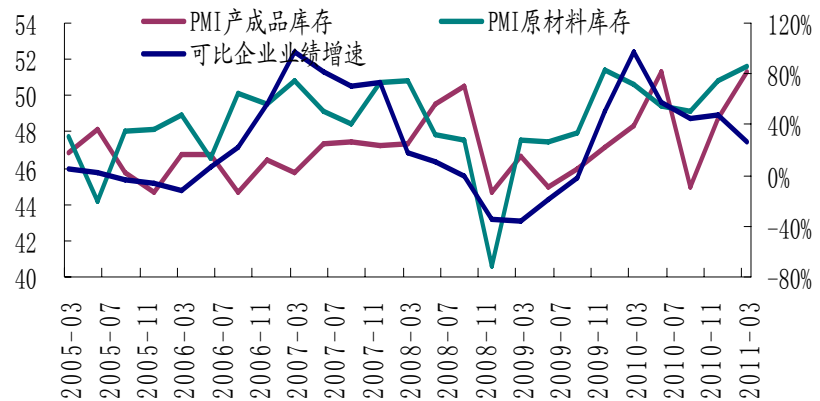
图 10：营业成本同比上升快于收入导致利润下滑



数据来源：国泰君安证券研究

不够充裕的经营性现金流、上下游需求减缓、大宗商品下跌带来的存货损失三重叠加将对 A 股市场上市公司带来赢利冲击。去库存是接下来 1-2 个季度面临的问题。从历史上看，同比增速而言，同比业绩在原材料库存见底后 1-2 个季度见底。在原材料去库存一般持续 1-3 个季度，因此，同比业绩见底可能需要等到 2011 年第四季度或 2012 年第一季度。

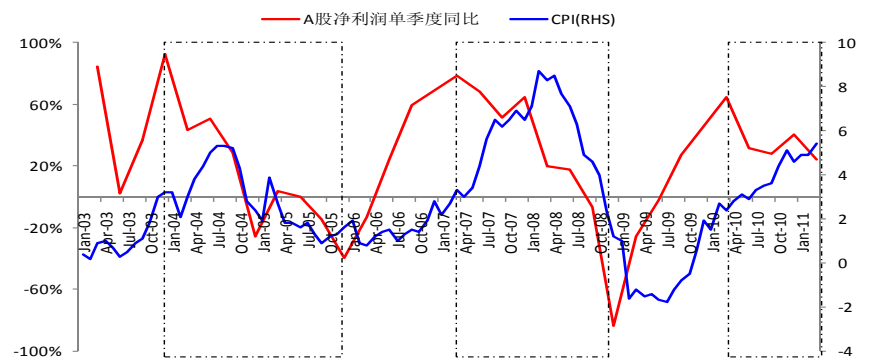
图 12：PMI 原材料库存指数是我们追踪的领先指标之一



数据来源：国泰君安证券研究

宏观背景也指出类似的情况。企业经营离不开宏观通胀背景。从 A 股净利润同比增速与通胀的关系中看出，在 CPI 高于 3% 的区间内，净利润的同比增速下滑势头难以反转。根据我们对通胀的分析，净利润同比下滑趋势的反转最快要等到 11 年 3 季度，最晚或许要等到 12 年 2 季度。

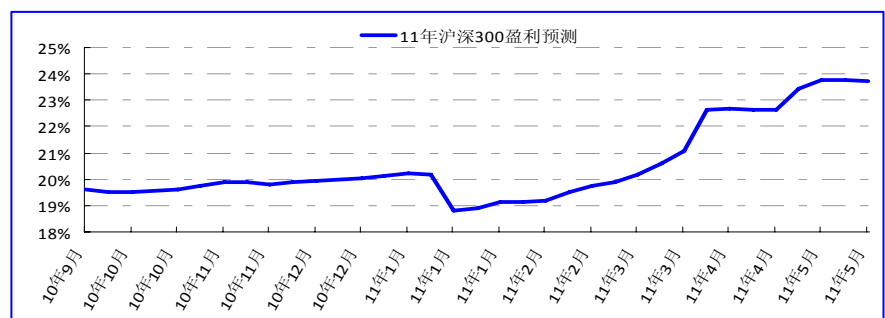
图 12: 上市公司净利润同比增速在通胀高于 3% 的区间持续受到压制



数据来源：国泰君安证券研究

知道了何时业绩转暖，以及目前的业绩下滑，现在需要判断是下调程度多少？2008 年沪深 300 业绩增速预测从年初的 40% 下调到 09 年初 6.5%，考虑股本扩张，其实是零增长，但当时的盈利是非常大的负增长。我们认为沪深 300 盈利预测目前仍然较高，实际增长扣除银行后，全年为 5-10%，这意味着下半年三四季度中单季度出现负增长的概率很高。我们认为 7、8 月份中报公布后将是悲观业绩下调的集中释放期。

图 13: 对 2011 业绩不正常的预期上调



数据来源：国泰君安证券研究

我们判断目前业绩下降程度来看，超过 2005 年，但是好于 2008 年。分行业来看，参考 2008 年经验，当时业绩下滑幅度最好的是信息服务、医药生物和纺织服装。业绩下滑幅度最大的是公用事业，但是其股价弹性并不高。交运设备和房地产下滑幅度都不小，但是 09 年交运设备行业的股价弹性远大于房地产。我们认为，周期性行业最好还是买在右侧，因为现在还不知道需求弹性最有利于哪些行业。而业绩下滑幅度最好的行业股价弹性不大，多数仅是防御性功能。

图 14: 2008 年分行业业绩下调幅度

	公用事业	有色	化工	电子	交运	交设	黑色金属	餐饮旅游	房地产	机械	食品饮料
08 下调幅度	-82.2%	-58.3%	-58.1%	-50.0%	-41.1%	-37.9%	-36.3%	-31.4%	-26.4%	-21.6%	-19.9%
08、3 月预测	20.6%	49.4%	49.6%	54.0%	24.6%	46.8%	41.6%	45.7%	78.7%	37.4%	49.7%
11 年预测	9.6%	69.5%	23.7%	65.6%	6.8%	31.3%	34.3%	33.1%	36.9%	44.2%	39.3%
	建筑建材	农业	金融	采掘	轻工	商贸	信息设备	家电	服装	医药	信息服务
08 下调幅度	-17.3%	-15.1%	-14.5%	-14.4%	-13.8%	-11.1%	-7.9%	-3.7%	4.6%	10.1%	32.1%
08、3 月预测	38.0%	45.5%	44.6%	31.3%	55.1%	50.5%	41.2%	31.0%	-6.0%	49.3%	20.2%
11 年预测	49.8%	67.7%	22.5%	16.2%	41.5%	48.1%	37.0%	28.0%	41.3%	38.6%	45.0%

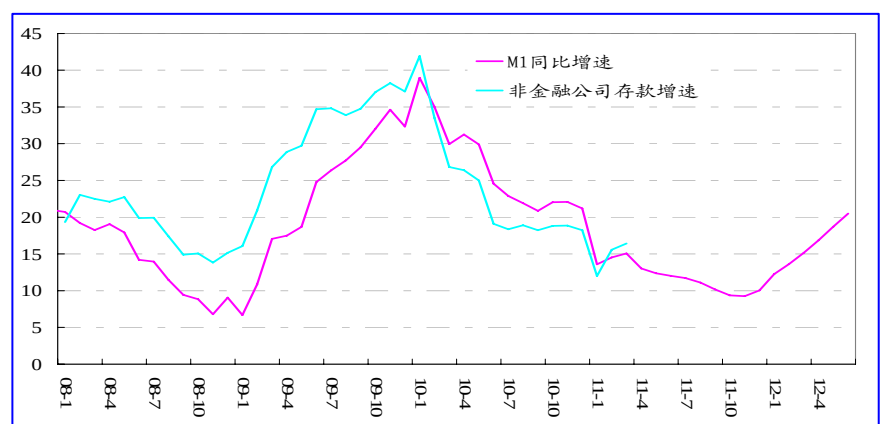
数据来源：国泰君安证券研究

3、资金紧张，估值进一步降低

从资金面来看，11 年下半年远比 10 年下半年紧张。拿 M1 的同比增速来说，我们宏观经济团队预测 M1 同比增速将持续回落，到 11 年 4 季度见底，年末增速约为 10%。

图 15: M1 增速预测

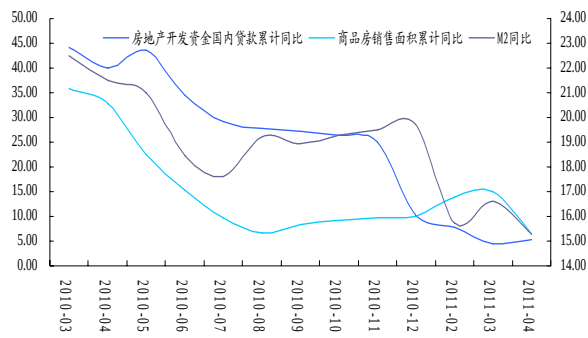
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

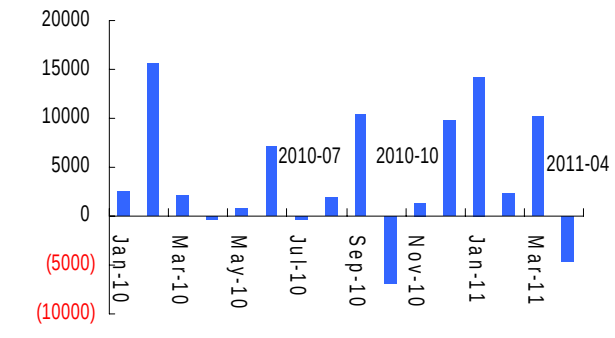
资金的流向也发生了变化，10 年下半年储蓄资金曾发生过阶段性大规模流向股市的现象，而另一方面，楼市成交仍然活跃。而 11 年的储蓄资金却大规模流向了银行的理财产品。从这个角度看，11 年下半年的股市资金面不如 10 年下半年。可能的流动性逆转来自于经济的快速下滑（这是我们宏观研究团队的基本假定）。如果经济继续保持增速，反而对股市不利，股市将变得更缺资金。

图 16: 与 10 年比, 房地产和货币增速处在低水平



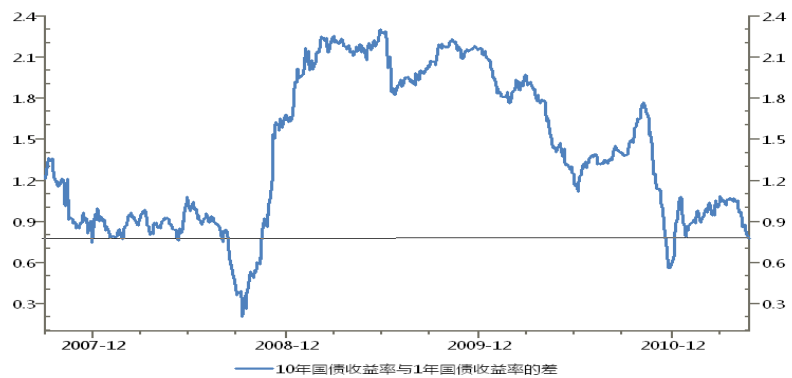
数据来源: 国泰君安证券研究

图 17: 储蓄搬家的方向不同



数据来源: 国泰君安证券研究

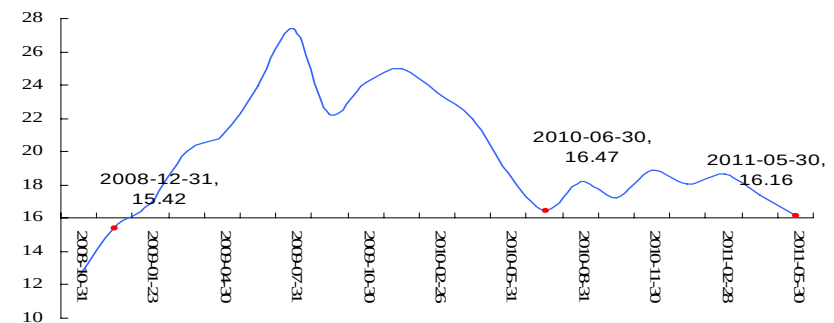
图 18: 目前利差仍然有利于估值降低而不是提升



数据来源: 国泰君安证券研究, WIND

因此, 11 年 5 月底的估值一定会比 10 年 6 月底的估值还低。

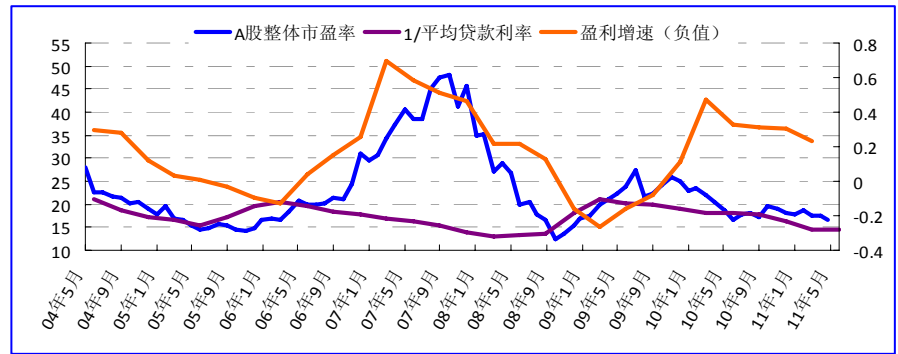
图 19: A 股整体底部估值 (TTM) 11 年 5 月底已经低于 10 年 6 月底



数据来源: 国泰君安证券研究, WIND

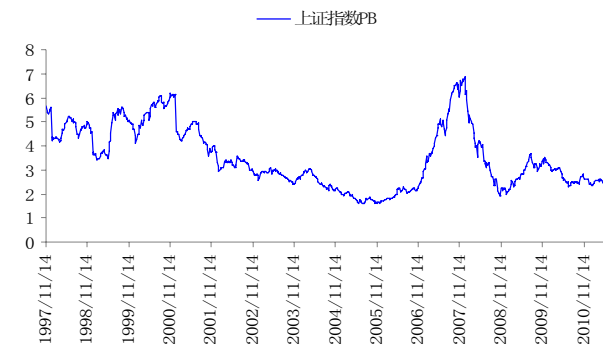
随着股票的全流通, 底部估值是由企业的融资成本决定, 目前全部 A 股 TTM 估值 16-17 倍。底部估值合理为 15 倍, 我们认为这是软着陆情景, 就是可以按照企业盈利估值, 对应上证指数 2600-2700 点。如果硬着陆, 经济下滑较快, 且盈利增速为负时, 市盈率可能更低, 这时用 PB=2 来确认估值底线 (对应上证指数 2400-2500 点), 目前来看, 小股票 (参考深圳综指 PB 值) 整体仍然不是底部估值区域。

图 20: 我们认为平均贷款利率倒数是估值底



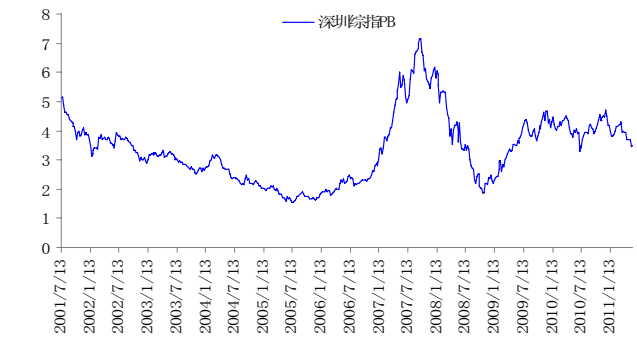
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

图 21: 上证指数的 P/B 值处于历史底部区域



数据来源：国泰君安证券研究

图 22: 深证指数的 P/B 值处于历史均值区域



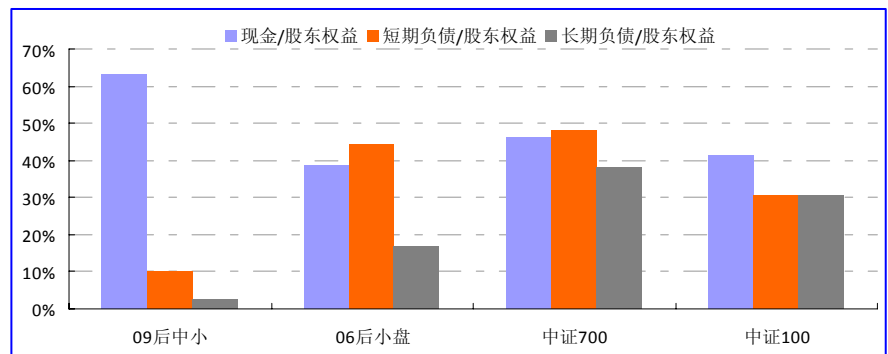
数据来源：国泰君安证券研究

4、投资方向：寻底、筑底和抄底

(1)、风格：小盘成长股重生

2011 年全年，我们建议的核心配置是大金融，特别是银行股，全年净利润增速 20-25%，12 年增速仍有 15%，估值提供足够的防御功能，另外尽管投资者普遍担心坏账问题，但是这也仅是担心。在我们的 8 月份重新评估之前，大盘股，特别是大金融防御性强。8 月份之后，我们可能对小盘股中的创业板和中小板转为乐观。有多数前两年刚上市的小公司，超募现金非常充裕——在宏观紧缩后，大量中小企业破产过程中，它们是受益者，同时募投产能在 11 年下半年将会陆续开始贡献业绩，而且 12 年将有一批公司进入全流通时代，况且与主板市场的中小市值股相比，新生代创业板和中小板股还存在着主业近几年的成长性优势，这从一季报业绩可以看出端倪。

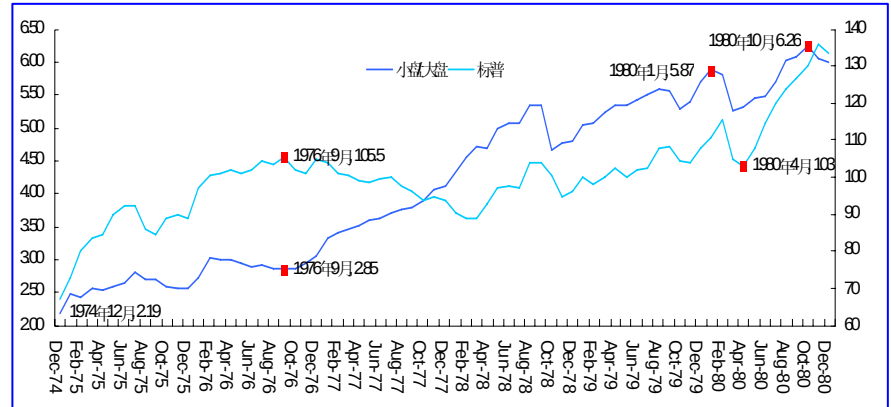
图 23: 09 后上市小盘股现金多，负债少



数据来源：国泰君安证券研究

小盘股持续表现好，阶段性表现差可以找到历史借鉴。在石油危机结束后的 1975 年，美国经济以及资本市场都已经迎来了本轮周期性调整的低点，但在之后的几年中，美国股市中的小盘股持续跑赢大盘股，阶段跑输大盘股。其背景是经济结构性调整方面滞后，以及持续的通胀压力。

图 24：滞涨时期的美国股市中小盘股与大盘股



数据来源：国泰君安证券研究

(2)、行业：存货周期下的弹性

虽然中国目前从类滞涨的形成机制上与美国的 70、80 年代有所区别，但是在经济的表现现象中的确存在着当经济回升时通胀压力的迅速显现，在这种背景下，政策、经济以及股市的内在博弈在一定时间内都是处于一定的区间循环，更多体现的是存货周期的波动。

从政策调整的角度，由于中国的经济体相对于其他发展中国家更为庞大而且更加成熟，因此我们认为中国难以通过某一、两个所谓主导产业（比如机械、电子等）获取竞争力的方式带动经济增长走出类滞涨。

需求微调管理同时供给效率提升的政策引导是这个时期关键。能够受益于供给受限，同时存货周期向上弹性最大的周期性行业阶段性机会大，供给受限可以事先预知，参考我们宏观研究团队的专题研究，但是具体哪个或者哪些行业弹性大，则很难预先判断，因此，我们认为周期性行业一定买在下一个库存周期右侧。

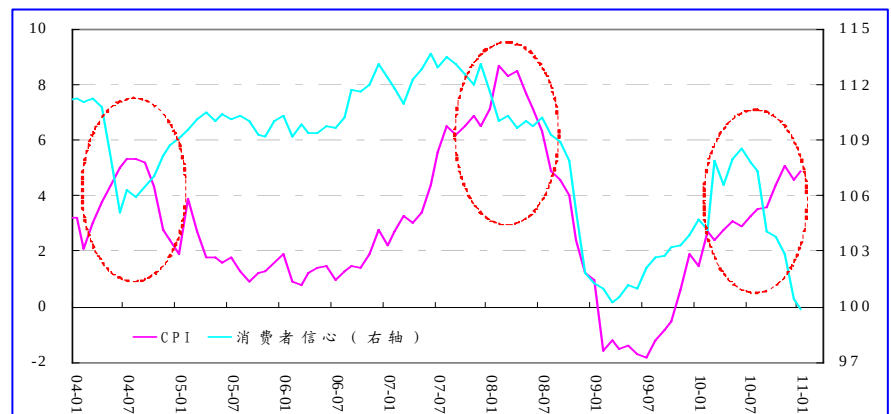
长期结构性机会在于能够提高供给效率的行业，主要是生产性服务业，未来几年应该迎来大发展。

就下半年而言，如果经济放缓的幅度以及调整时间均在我们的预期之内，这一时间点最早在 7、8 月份显现，那么在经历经济调整而未来稳定性逐步增强的背景，短期内，周期与消费之间偏好选择上应该更重于前者，弹性的角度上游的煤炭、有色最大，但是既然衍生于更加稳定的经济增长模式，也意味着在经历首先一波的超跌反弹之后，其后续的弹性也会减弱；政策放松的或者更确切的理解为缓冲所带动的机械、水泥也会成为选择之一，与现在位置相比存在机会，但是与调整之前的高位相比超额收益空间有限；对于周期性消费品行业的汽车和地产，目前来看，我们更偏好地产；从内生性动力以及成本端稳定的角度，看好中游的化工行业。站在投资时钟的角度，大金融，特别是银行股，在未来一段时间内仍然具有下跌有限，上涨同步的相对比较优势。

至于消费，时间点的选择更为关键而且消费本身一直都是滞后经济增长

回落的，回顾历史，CPI 上升和消费者信心指数下滑在一定阶段内存在明显的反向关系，2010 年以来伴随着 CPI 的不断创新高，消费者信心指数不断回落，这一点跟 2008 年和 2004 年类似。但是与 2008 年相比，我们存在较大的区别在于，2008 年伴随 CPI 回落之后消费者信心指数持续回落，而在 2004 年一旦 CPI 回落，消费者信心指数直接回到高位，内在根源应该是 2008 年伴随 CPI 回落所引致的经济甚至于收入增长预期出现明显回落，从现有的状况而言，2010 年消费信心与 CPI 的关联性更似 2004 年，这也意味着现行趋势下的消费时间点首要选择是在 CPI 回落之后。按照现有的预期的应该是在 7 月份左右。

图 25：消费者信心指数与 CPI 的关联性，2004 年 CPI 的回落与 2008 年 CPI 的回落所引致的消费者信心指数见底有着重大区别

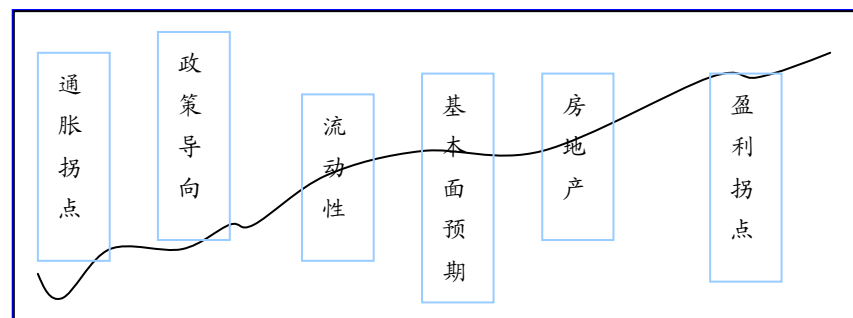


数据来源：国泰君安证券研究

(3)、市场判断：核心配确定，抄底抄周期

我们对 11 年下半年拐点的排序为：先是通胀拐点、然后政策导向拐点、流动性拐点、基本面拐点、房地产拐点、盈利拐点。

图 26：2011 年下半年拐点的先后排序



资料来源：国泰君安证券研究

这样的排序是把防通胀放在第一位，通胀无牛市，通胀下来是牛市的基本前提，把调结构放在第二位，把保增长放在第三位；并且是通胀的治理长期化，房价平稳化和自然寻底。其中盈利拐点首先是中小板、创业板的盈利拐点。

2011 年下半年向下超预期的因素较多，市场处于寻底筑底阶段，我们认为无论是软着陆还是硬着陆，都在第三季度有分晓。因此等到最早 7、8 月份，我们才能去评估存货周期具有何种方向的弹性，同时去评估消费的潜力，在这之前，防御是主要策略，站在不同风险收益偏好的投资者角度看，保守型的投资者大金融仍是首选，今年既具有防御性，同时也

不缺少存货周期向上的弹性。对于更激进的投资者，下半年中小盘成长股更具备稀缺性和进攻性，该两类应该是核心配置。见底之后，周期性行业更优，但是我们更愿意买在右侧，目前可能值得推荐的周期性行业包括：地产、化工、机械、水泥等。

作者简介:**钟华:**

执业资格证书编号: S0880511010056

电话: 021-38674602

邮箱: honghua008457@gtjas.com

浙江大学国民经济学硕士, 2006-2009 年长江证券研究部策略分析师, 2010 年至今国泰君安销售交易部负责行业配置

时伟翔:

执业资格证书编号: S0880511010054

电话: 021-38674603

邮箱: shiweixiang007983@gtjas.com

策略分析师, 毕业于上海财经大学金融学院证券期货专业, 硕士研究生。本科毕业于山东经济学院投资经济专业, 2007-2008 年曾就职于长江证券研究所。

张晗:

执业资格证书编号: S0880511010055

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

王成:

执业资格证书编号: S0880511010040

电话: 021-38676820

邮箱: wangcheng6461@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		