

震荡回升：价值奠基 “投资” 领航

——2011 年 7 月份 A 股投资策略

核心要点：

- 在经过快速反弹和强势整固之后，7 月份市场震荡回升的概率较大，上证综指核心波动区间为 2700-3000 点。
- 驱动市场上升的动力主要有三个：经济政策预期朝有利方向发展、中报业绩预期较好、投资者信心有所增强。使市场产生震荡的原因主要有两个：一是投资情绪尚不稳固，容易受到干扰，二是套牢盘、获利盘会给市场带来一定压力。
- 投资策略应积极，2700 点附近长期投资价值突出，短期风险不大，若有回调则应逆向投资，越跌越买。在震荡上行的市场中，一方面要以价值为股票选择的核心基准，低估值的优质股能战胜市场，寻找长跑冠军而非短跑冠军，另一方面要注重“投资”，受益于固定资产投资加速的行业是主要配置方向。此外，中报绩优股、超跌成长股、低估值次新股也应予以重视。
- 以周期性行业为主，以成长性行业为辅。重点关注有色金属、煤炭、建材、机械、电力设备、电信设备等。在股票选择上，以低估值的周期股为主，以超跌的成长股为辅。
- 本月股票组合（不分先后）：中联重科（000157）、中国南车（601766）、荣信股份（002123）、盘江股份（600395）、江西铜业（600362）、华新水泥（600801）、中创信测（600485）、信维通信（300136）、东软集团（600718）、桐昆股份（601233）。
- 风险因素：如果通胀压力显著加大，货币继续紧缩超出预期，投资松动难以实现，成为本报告的主要风险因素。

分析师

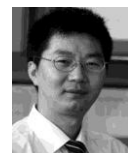


孙建波

☎：(8610) 83571306

✉：sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511040002



秦晓斌

☎：(8610) 6656 8746

✉：qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130207091549



王皓雪

☎：(8610) 6656 8607

✉：wanghaixue@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130208021566

李亚明

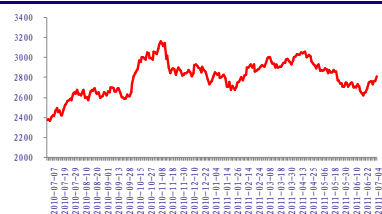
☎：138 1032 4902

✉：liyaming@chinastock.com.cn

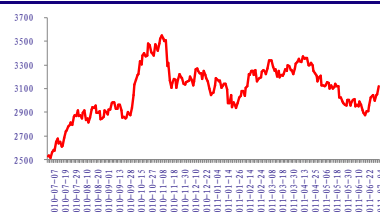
执业证书编号：S0490510120006

主要指数走势

上证指数



沪深 300 指数



资料来源：中国银河证券研究部

A 股市场数据

总市值（万亿）	26.91
流通市值（万亿）	20.38
市盈率（TTM）	17.59
市净率	2.55

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

经济政策预期、中报业绩是驱动本月市场运行的主要因素。

在二季度经济增速放缓之后,三季度经济将重回升势。与此同时,财政政策在三季度有松动的可能,固定资产投资项目或有所放开。经济政策预期朝着有利方向发展,同时中报业绩可能好于市场预期,加上投资情绪的改善,推动市场向上。而投资情绪的不稳,套牢盘以及获利回吐压力会使市场产生震荡。

如果 2 季度 GDP 小幅放缓至 9.3%左右,相应的上市公司业绩也从 1 季度的 25%下降到 11-15%,半年报则下降为 18-20%。

我们与市场的不同之处:

与市场看空的观点不同,我们对市场较为乐观。经过前期的快速反弹和强势整固后,有望继续震荡上行。

我们认为 7 月份出现凌厉上攻的可能性也比较小,在震荡中上升可能是主要的趋势与特征。

市场运行趋势与特点:

预计运行震荡上行的概率较大,沪指核心波动区间为 2700-3000 点。

投资策略、行业配置与股票组合:

总体而言,投资策略应是积极的,是买入而非卖出股票的时候。在震荡上行的市场中,最重要的是要以价值为股票选择的核心基准,低估值的优质股票能跑赢市场,寻找的是长跑冠军而非短跑冠军。其次是重点配置固定资产投资受益的行业与股票,投资是拉动下半年经济增长的主要动力,结构性的财政放松将使部分领域明显受益。此外,中报绩优股、超跌成长股、低估值次新股也应予以重视。

在行业选择上,以周期性行业为主,以成长性行业为辅。重点关注有色金属、煤炭、建材、机械、电力设备、电信设备等。

在股票选择上,以低估值的周期股为主,以超跌的成长股为辅。本月十大金股(不分先后):

本月股票组合(不分先后):中联重科(000157)、中国南车(601766)、荣信股份(002123)、盘江股份(600395)、江西铜业(600362)、华新水泥(600801)、中创信测(600485)、信维通信(300136)、东软集团(600718)、桐昆股份(601233)。

风险因素:

如果通胀压力显著加大,货币紧缩持续超出预期,投资松动难以实现,将成为本报告的主要风险因素。

目 录

一、市场运行趋势判断：震荡回升的概率较大.....	1
（一）下跌趋势得以扭转.....	1
（二）快速反弹后仍将震荡回升	2
二、投资策略：以价值为基准，以“投资”为方向.....	5
（一）投资策略：以价值为基准，以“投资”为方向	5
（二）行业配置：以周期为主，以成长为辅	6
（三）投资组合：以周期价值为主，以成长超跌为辅	10
三、银河策略本月视点.....	11
（一）情绪释放的时间尺度.....	11
（二）定向增发绝对收益可观超额收益不俗	13
（三）转型阵痛≠二次危机.....	16
插图目录	19
表格目录	19

在6月份策略报告《探底反弹：适度防御下的进攻》中，我们认为股指将探底反弹，市场处于最后的挖坑阶段，黎明或就在眼前，与实际运行情况一致。展望7月份，我们认为市场在政策信号的驱动下，股指已经扭转了自4月以下的连续下跌趋势，在快速反弹和强势整固之后，市场将延续反弹格局，但反弹速度可能会放缓，反弹斜率会减小。

一、市场运行趋势判断：震荡回升的概率较大

（一）下跌趋势得以扭转

6月下旬的探底反弹扭转了市场持续下跌趋势，其原因是多方面的，但最主要的原因或者直接诱因是管理层所释放的积极信号。

1、积极信号的释放是市场强劲反弹的直接驱动力

温总理在《金融时报》发表署名文章，扭转了市场自4月以来的持续下跌趋势。在此之前，市场弱势特征非常明显，即便有反弹，但成交量很小，投资情绪非常低迷。

文章所释放的积极信号主要有两个：一是通胀正在得到控制并将稳步回落，通胀不会失控，二是经济长期较快发展是可以实现的。这一方面表明管理层对经济和中国未来发展的信心，经济不会非常糟糕，另一方面可能预示短期宏观调控的力度不会加强，如果需要，在某些政策如财政与投资方面还有可能适度放松。

就在国内外看空中国的声音愈发强烈、股市投资者一片恐惧与迷茫的时候，这篇文章犹如夏天中的一声炸雷，点燃了市场的做多热情，引领股指从坑中跳出，成交量快速放大，投资者信心有所增强。

政府超强的资源配置能力，是A股作为典型政策市的逻辑基础。无数次实践证明，每每在关键时刻，政策信号对A股是极具引导性的。本次逆转再次表明政策对于A股市场运行的重要影响。

2、做空动能衰竭是市场反弹的重要条件

4月份以来市场出现了三波明显的下跌。第一波下跌主要是受基金高仓位、一季度业绩差、人口快速老龄化等因素的影响，上证综指从3067下跌至2800点附近构筑平台。第二波下跌则主要是受干旱、电荒、企业资金紧张、PMI数据疲软、国际板传言、欧债危机加剧等负面因素的集中爆发，导致股指从2800点平台下滑至2700点附近。而第三波下跌则是由于央行意外下调存款准备金率，导致市场一片恐慌，加之国内外对中国经济长期前景悲观之声不绝于耳，导致上证综指从2700点平台往下快速下探，最低探至2610点。古语说，一而再，再而衰，三而竭，当市场连续三波下跌后，做空动能逐渐衰竭，这为市场反弹提供了重要条件。

自4月以来的下跌时间已接近10-14周的最长调整极限。从市场自身运行来看，从4月中旬到6月下旬的下跌已经持续了9周时间，接近A股市场的连续调整极限。在A股历史上，连续调整最长时间一般在10-14周，很少有超过14周的。在2001--2005年的大熊市和2008年的大熊市中，虽然下跌时间很长、跌幅巨大，但都是由多轮下跌组成的，而每一轮下跌最长时间基本不超过10-14周。因此，从时间周期看，本来下跌动能已逐渐衰竭。

3、估值处于历史低位是市场反弹的价值基础

估值处于底部区域，继续压缩的空间很小。与全球市场相比，A股并不高，与经济增速相比，A股的估值优势很突出。尽管小盘股的估值水平还明显高于历史最低水平，但蓝筹股已经处于或接近历史最低。

当前沪深300和上证50的TTM市盈率与2008年熊市底部时估值水平相当，低于2010年7月份2319点时的估值。需要指出的是，当前大小盘股估值分化的情况仍较为明显，中小板与沪深300的市盈率比值虽然从最高时的3.3倍回落到当前的2.7倍，但相比此前数年2倍以内的水平仍有回归空间。沪深300成分股和上证50大盘蓝筹股在当前经济仍然稳定增长的环境下，估值继续压缩的空间已经很小。

事实上，估值对于市场的影响也往往是在顶部区域或底部区域，在大多数时间里估值的作用都不大。因此，就2700点以下的估值水平而言，已经较为充分的体现了市场的悲观预期，这为逆向投资的确定提供了较为坚实的价值基础。

因此，在上述力量的驱动下，6月份下旬的反弹已经使市场的连续下跌趋势得以扭转。

（二）快速反弹后仍将震荡回升

对于7月份的市场走势，我们认为，在经过6月下旬的快速反弹与震荡整固后，7月份继续震荡回升的概率较高。这意味着两点，一是股指运行的大方向是向上而非向下的，总体上可以乐观些，二是在初期的快速反弹后与整固后，继续回升的步子可能会放慢，是一种震荡向上的走势，而不是凌厉的上攻。

1、7月份市场上升的动力

我们对7月份市场较为乐观，主要是认为驱动股市上升的力量将占主导，动力主要有三个：

一是未来的经济与政策朝有利方向发展。

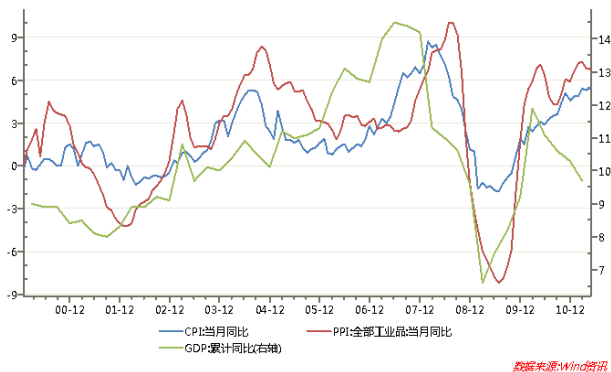
目前可能是全年经济最糟糕的时候，预计通胀将在年中达到高峰，之后稳步下降，而经济增速也将在固定资产的有力拉动下，出现环比回升。

在此经济形势下，宏观调控政策已经不再可能大幅收紧。从本次出人意料的提高存款准备金率的后果来看，确实比较严重，市场利率飙升以及持续的时间都是以前很少见的。在国际资金流入没有大幅度增加的情况下，如果进一步上调存款准备金率，银行资金将更为紧张，实体经济的资金需求更难得到满足，后果可能更加严重。虽然还不能完全排除再加一次利率的可能性（如果加的话，也是非对称性加息的概率偏高），虽然短期货币政策也不大可能放松，但货币政策继续收紧的余地无疑已经非常小了。

相反，由于保障房建设、水利建设、能源建设、电信投资等固定资产投资的加速，下半年在财政政策和投资政策方面还有一定的放松空间。

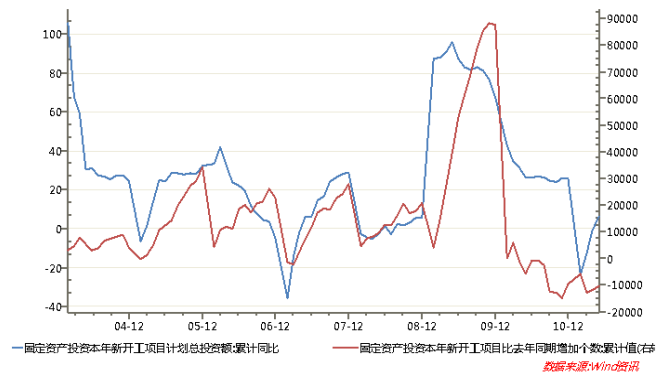
因此，国内经济、政策环境对股市发展是比较有利的，有助于推动市场上升。

图 1: 3 季度通胀压力减小, 经济增速或环比回升



资料来源: wind

图 2: 固定资产投资已开始回升



资料来源: wind

二是中报业绩可能好于市场预期。

与很多人对中报业绩的过度担忧不同,我们认为,上市公司业绩已经与经济发展高度相关,二季度经济小幅回落预示中报业绩可能好于市场预期。

研究表明,随着 A 股市场代表性的增强,上市公司业绩与宏观经济呈现高度的正相关及同步性。一季度 GDP 增速为 9.7%,二季度可能回落至 9.4%,回落程度非常有限,三季度经济回升预期较强,这将为上市公司业绩的基本稳定奠定坚实基础。一季度上市公司净利润 1 季度同比增速为 25%,半年报可能小幅下降为 18-20%。

从分析师对沪深 300 成分股的盈利预测来看,在经过一季度之后的下调之后,已趋于稳定。根据朝阳永续的统计,分析师对沪深 300 成分股 2011 年利润增速的一致预期从 3 月份的 24.26% 小幅下行至当前的 24.80%,中小板的 2011 年利润增速由 3 月时的 48.61% 小幅攀升到 49.22%,只有创业板的利润增速预期由 62.13% 降至 58.22%。可见从全市场来看,分析师对上市公司的业绩增速仍抱有积极态度,虽然不排除业绩预测以后会下调,但是大幅调整的概率并不大,当前的估值水平已经相当程度的反映了业绩下调的预期。

上市公司的中报业绩预告喜多忧少。在发布了业绩预告的接近 800 家公司中,占全部上市公司的 3 成以上,这其中有近 8 成公司业绩报喜(包括续盈、扭亏、略增和预增)。分行业看,家电、石化、纺织服装、机械、建筑、计算机、商业零售等行业有更大比例的公司中报业绩报喜。

总体看,上市公司的中报业绩仍然值得期待,随着 7 月份中报披露拉开序幕,市场对上市公司的业绩担忧将会有所缓解,甚至成为市场转折的驱动力。

三是投资者信心有所增强。

前一段时间投资者信心遭受多重打击,市场一片悲观,从成交量就可以清晰的反映。目前投资者情绪已经有所改善,成交量开始明显放大。最近当国际油价暴跌的时候,市场不跌反涨就说明投资者情绪已经改善。因为,对于油价下跌,在不同的投资情绪下,市场有着完全不同的理解。当市场情绪悲观的时候,油价下跌会被认为是石油需求下降,这意味着未来经济形势不好,股市会下跌;当市场情绪乐观的时候,会认为油价下跌有利于减缓通胀压力,进而有利于政策放松,从而助推股市上涨。

由此可见，投资情绪的变化虽然微妙，但已经在悄然改变，逐渐乐观的市场情绪有助于助推股指向上运行。

2、7 月份股指产生震荡的诱因

对于 7 月份市场，我们认为在回升中有震荡，主要是两个方面的因素：

一是市场对经济政策预期未达共识前投资者情绪还容易受到干扰。

虽然市场情绪有所改善，但由于投资者对经济和政策预期还未能达成广泛共识，一些人仍对经济和政策比较担忧，因此，投资情绪还比较容易受到各种干扰。可能的干扰因素包括 6 月份的宏观数据、地方融资平台、融资节奏、欧债危机等方面。

二是套牢盘与获利回吐压力。

市场在 2700-2900 点附近有比较多的套牢盘，当市场回升该位置后，可能受到一定程度的抛压。

此外，从 2610 点反弹以来，会逐渐积累获利盘，当股指越往上涨，相应的获利盘也会增加，从而增加震荡的力量。

因此，我们对 7 月份的运行趋势判断是震荡回升。

3、7 月份上证综指核心波动区间 2700-3000 点

在市场于 2700 点以下挖坑结束后，经过了快速反弹和强势整固，之后的震荡上行或已来临。结合我们对市场估值水平的测算，上证综指将逐渐回归到 2800 点上方的合理估值区间，

根据 DDM 模型测算的 2011 年合理动态市盈率下限为 15 倍，对应上证综指 2800 点。隐含的基本假设是：

无风险收益率 R_f (10 期国债利率) 为 4.2%、股权风险溢价 ERP 为 5.5%、永续增长率 4%、2011 年和 2012 年盈利分别增长 15%、17%，分红率 30-45%。

我们认为，2011 年业绩增速 15%、2012 年业绩增速 17% 并不是过于乐观的假设，即便是经济形势不太好，全年达到 15% 也是很有可能达到的。也就是说，股指快速下滑到 2700 点附近已经是把对经济和业绩的很糟糕的预期体现在其中了。随着投资者对于未来宏观经济和政策预期的逐渐改善，股指在 7 月份将震荡回升至合理估值区间，即上证综指 2800 点以上。

预计 7 月份上证综指核心波动区间为 2700-3000 点。

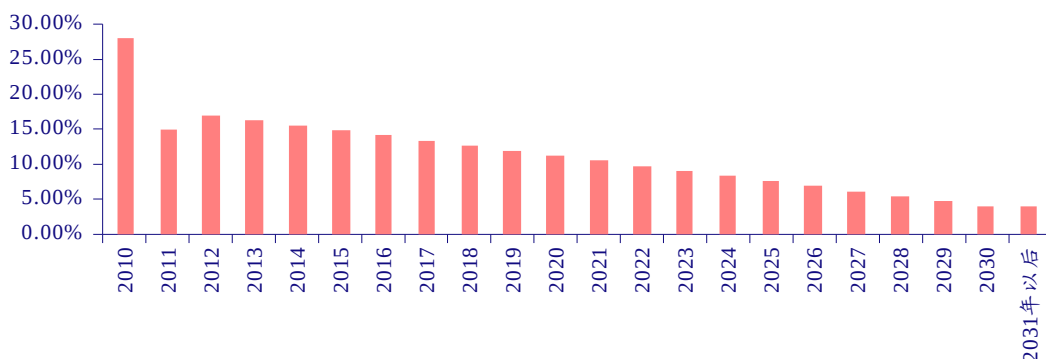
表 1: DDM 测算合理市盈率的下限是 15 倍对应沪综指 2800 点

	永续增长率 g					
	18.1	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
折现率 k	8.20%	21.9	24.1	26.8	30.2	34.7
	8.70%	19.4	21.1	23.2	25.8	29.1
	9.20%	17.4	18.7	20.4	22.4	24.9
	9.70%	15.6	16.7	18.1	19.7	21.6

10.20%	14.1	15.1	16.2	17.4	19.0
10.70%	12.9	13.7	14.6	15.6	16.8
11.20%	11.8	12.4	13.2	14.1	15.1

资料来源：中国银河证券研究部

图 3：上市公司每股收益盈利预测假设



资料来源：中国银河证券研究部

二、投资策略：以价值为基准，以“投资”为方向

(一) 投资策略：以价值为基准，以“投资”为方向

在下半年的策略报告中，我们提出“回归逆向投资”的策略。沪指 2600-2700 点的长期价值突出，短期风险不大，因此，总体应该偏乐观，当前是投资买股票而非卖股票的时候，如有震荡则坚定地实施逆向投资，越跌越买。

面对 7 月份可能的震荡回升走势，什么样的策略能够战胜市场？我们认为最重要的有两条：

一是以“价值”为股票选择的基准。在市场刚刚从底部逆转或凌厉上攻阶段，高弹性股票往往涨得最快，而在一个震荡向上而非凌厉上攻的市场中，价值型股票的表现往往更好。也就是说，在震荡回升市场中，比的是谁跑得最久而不是跑得最快，是找长跑冠军而不是短跑冠军。在经过了 6 月份的转折后，7 月份的震荡回升将为价值股提供较好的投资环境。这也是为什么在一个长期较为看好的市场中，买入并持有优质价值股能够获得超额收益的原因。

二是以“投资”为主要配置方向。固定资产投资是今年上半年经济增长的主要动力，三季度水利投资、保障房建设、能源投资、电信投资都会加速，投资对于经济增长的重要性进一步增强，受益于这些固定资产投资的行业和板块应能获得更好的收益，因此，应该以“投资”为主要方向。

此外，中报业绩优良、绩优次新股、绩优超跌股也是 7 月份应该重点关注的。

综合来看，在7月份行业与股票的选择中，应重点关注以下几个方面：

（1）低估值：低估值是7月份组合构建的第一标准，低估值的优质股票具有更好的长跑领先机会；

（2）受益于固定资产投资加速：三季度水利建设、保障房建设、能源建设、电信投资等都将加速，相关的受益行业有工程机械、建筑建材、电力设备、电信设备、有色、煤炭等；

（3）中报业绩预期较好：如化工、建材、有色等；

（4）超跌的成长优质股票：虽然在转折初期，所有超跌的股票都可能快速反弹，但之后的震荡回升中超跌股票就会分化，那些没业绩的高市盈率股票就会滞涨甚至重新进入下降通道，而真正优质的超跌股则会继续上涨；

（5）绩优次新股：在前期的大幅下跌中，新股发行市盈率也大幅下降，为一些优质的次新股提供了较好的机会；

（6）以中小盘为主：在震荡回升的市场中，投资情绪和流动性还不足以推动超级大盘股获得超额收益，中小盘股获得超额收益的概率更大。

（二）行业配置：以周期为主，以成长为辅

1、行业配置建议

7月份的行业配置，我们建议以周期性行业为主，适度兼顾超跌的成长性行业。超配有色、煤炭、机械、电力设备、建材。对于非银行金融、房地产、汽车等行业，也给与相对较高的配置系数。

低配弹性不足又缺乏业绩支撑的行业，如交通运输、传媒、电力、纺织服装等。对于银行、医药、食品、商业零售等，尽管从较长时间看具有不错的收益，但在震荡回升中可能难以超越市场，因此，短期给予低配的建议。

表2：7月份行业配置建议表

行业名称	配置建议	配置系数	配置比例	流通市值占比
有色金属	超配	1.6	7.42%	4.74%
煤炭	超配	1.4	7.52%	5.50%
机械	超配	1.3	5.23%	4.12%
电力设备	超配	1.3	3.06%	2.41%
建材	超配	1.3	2.42%	1.91%
非银行金融	标配	1.2	7.30%	6.22%
房地产	标配	1.2	4.93%	4.20%
汽车	标配	1.2	3.39%	2.89%
石油石化	标配	1.1	14.16%	13.18%
基础化工	标配	1.1	3.52%	3.28%
钢铁	标配	1.1	2.74%	2.54%
家电	标配	1.1	1.55%	1.44%

国防军工	标配	1.1	0.76%	0.71%
交通运输	标配	1	4.20%	4.29%
建筑	标配	1	2.08%	2.13%
通信	标配	1	1.75%	1.79%
纺织服装	标配	1	1.13%	1.15%
轻工制造	标配	1	0.69%	0.70%
综合	标配	1	0.63%	0.65%
餐饮旅游	标配	1	0.62%	0.63%
电子元器件	标配	0.9	1.73%	1.97%
计算机	标配	0.9	1.07%	1.22%
银行	低配	0.7	11.32%	16.55%
医药	低配	0.7	2.87%	4.19%
食品饮料	低配	0.7	2.64%	3.87%
电力及公用事业	低配	0.7	2.04%	2.98%
商贸零售	低配	0.7	1.80%	2.63%
农林牧渔	低配	0.7	1.09%	1.60%
传媒	低配	0.7	0.34%	0.50%

资料来源：中国银河证券研究部

2、重点关注行业

(1) 有色金属：

我们比较看好有色金属，主要基于如下理由：

一是经济复苏对有色金属的需求在增加。从全球看，尽管经济复苏的过程有波折，但复苏的趋势不会改变，尤其是发展中国家的需求增加对有色金属是有利的。比如，近期国内对铜的需求增加，但铜的库存不多，所以国际国内铜价都比较坚挺。下半年，投资仍然是拉动经济增长的主要动力，保障房建设、水利建设、能源建设提速将提升有色金属的需求。

二是通胀预期较强，有色金属是抗通胀的重要品种。由于发达经济体的经济复苏力度不强，美国二季度经济表现低于市场预期，欧洲债务危机仍在延续，日本灾后重建需要资金，因此，作为发达经济体大幅收紧货币的可能性不大，国际流动性环境仍较宽松，通胀预期较为强烈，这将为有色金属的价格提供支撑。

三是股价弹性高，有望跑赢大盘。有色金属是 A 股市场中认同度最高的高弹性行业之一，几乎每一次上涨波段中都有非常优异的表现。尽管过去一年来有色金属指数的涨幅是相对较大，但前期的下跌释放了部分风险，股票估值处于基本合理水平，对于下半年的行情，我们是偏乐观的，因此，有色金属有望跑赢大盘。

总体来看，对有色金属的投资主要是基于需求和流动性的平衡，与经济处于复苏初期和经济过热阶段的强劲表现不同，目前的复苏可以使有色金属有较好表现，但难有非常卓越的表现。

从具体品种看，基本金属的铜和锌需求较为强劲，贵金属由于信用货币的信任度下降而受

追捧，而稀土整合仍在进行之中，但需要注意股价过度透支的风险。

可关注上市公司：江西铜业、铜陵有色、中金岭南、山东黄金、中金黄金、中色股份等。

(2) 煤炭：

7 月份我们也比较看好煤炭，基于如下理由：

一是需求旺盛刺激股价。我国能源结构的特点决定了随着经济复苏，对煤炭的需求是持续上升的。煤炭作为我国一次能源的主力无法改变，经济转型也不是一蹴而就的，经济发展需要传统产业的复兴，因此对能源的需求仍将不断上升。即将到来的夏季和四季度都是煤炭需求的高峰期，这将对煤炭上市公司的股价有催化作用。电力紧张、电价上调对煤炭的需求有刺激作用，虽然在国家的严厉干预下煤价不一定能大幅上涨，但市场机制仍能对股价形成正向刺激。

二是高弹性。与有色金属一样，煤炭也是弹性最高的行业之一，上涨市场中跑赢大盘的概率很大。

三是经过前期的下跌，估值已经处于历史平均水平之下。目前煤炭股的 2011 年动态市盈率在 17 倍左右，虽然稍高于历史最低的 15 倍，但低于历史平均水平。

四是行业整合有利于提升煤炭公司的定价能力。过去几年来，通过行业整合、资产注入使行业集中度大幅提高，定价能力显著增强，盈利快速增长，这是煤炭股能够吸引投资者的重要方面。目前，国家对于焦炭行业的整合正在进行，而各地方如内蒙、河南、陕西等省也在效仿山西，提高行业集中度，这将确保煤炭行业保持较高的景气度。

可关注两类上市公司，一是整合预期强烈的焦煤，如盘江股份、冀中能源，二是估值较低或资产注入强烈的公司，如中国神华、国阳新能、潞安环能等。

(3) 水泥：

水泥是今年我们最看好的行业，事实上也是今年以来表现最好的行业。7 月份，我们继续看好水泥。如果说很多行业的基本面都或多或少的有一些“硬伤”的话，水泥的基本面仍然是最好的。

一是行业需求仍然旺盛。前 5 个月固定资产投资增速达到 25.8%，说明上半年的经济增长主要依靠投资，三季度保障房建设、水利建设、能源建设必然提速，新疆、福建、内蒙古等区域振兴也在加快，对水泥的需求是刚性的，下半年水泥需求增长是确定的。即便是商品房的投资增速略有下降，但其他投资提速也将保证水泥的需求。

二是通过行业整合，关闭落后产能，水泥的区域垄断性和集中度不断提高，使水泥行业的定价能力得到明显提升，规模经济也使得上市公司盈利非常强。

三是成本上升幅度有限。新型干法水泥的比重越来越高，人工成本占总成本的比重越来越低，电价、煤炭、石灰石的价格上涨较为温和，这使水泥上市公司能保持较高的盈利能力。

四是经过前期的下跌，估值再次具有很强的吸引力。一些公司的动态市盈率已经接近 12 倍左右，无论是短期还是中期来看，都是具有较好吸引力的。尽管水泥是过去一年涨幅最高的行业，但优秀的半年报可能成为驱动股价的动力，仍然可以重点关注。

可关注华新水泥、海螺水泥、冀东水泥、福建水泥等。

(4) 机械:

我们对机械行业是比较看好的，主要基于如下理由：

一是投资加速对工程机械的拉动非常显著。工程机械对投资是高度敏感的，投资作为拉动经济的主要动力，三季度保障房建设、水利建设、能源建设、区域振兴使投资加速，有利于显著提升工程机械的估值水平和行业预期。三一重工、中联重科、柳工、徐工机械等是其中的代表。

二是周边紧张局势对军工板块的催化。强大的国防是经济社会快速发展的基本保障，建党九十周年以及紧张的周边局势，预计下半年军工资产整合可能加快，将增强军工板块的投资吸引力。中国重工、航空动力、中国卫星、中航光电等是其中的代表。

三是机械将受到国家振兴高端制造业战略的拉动。机械是装备制造业的主体，要实现经济结构转型，提高制造业的附加值和效率，要实现传统产业的升级与复兴，没有强大的装备制造业是不可能的，因此国家政策支持将成为推动机械工业长期较快发展的重要动力。高铁、海洋工程、高精尖机床、自动化装备、化工装备等都会得到快速发展。

四是经过前期的下跌，估值已经具备较强的吸引力。部分工程机械类上市公司的动态市盈率已接近 10 倍，高铁类上市公司的估值风险也已经释放。

可关注三一重工、中联重科、中集集团、中国南车、中国重工、航空动力、中国卫星、张化机等。

(5) 电力设备:

我们看好电力设备基于如下理由：

一是电力紧张的催化作用。从电荒的成因来看，电网投资滞后、电源投资结构不合理是导致电荒的重要原因，未来加大投资是必然趋势。从电网建设看，特高压、智能电网是重头戏，从电源建设看，未来水电、火电等传统电源的重要性将重新认识。近期国家能源局表示将批准一批大型火电项目和特高压项目，充分表明电荒的根本原因是投资不足。

二是大力发展节能产品既是传统产业升级改造的需求，也能助力新兴产业的发展。电力电子在节能和控制方面的优势使其在工业节能和交通节能方面应用前景广阔，未来成长空间巨大。

三是电力设备作为重要的装备制造业，将在国家振兴高端制造业中扮演重要角色。

四是经过前期的下跌，风险已得到充分释放，估值已经极具吸引力。

在子行业的排序中，看好的顺序是：电力电子、智能电网、传统发电、特高压、光伏发电。

在新能源中，日本核泄漏给核电的长期前景蒙上了一层阴影，但短期业绩不受影响，因为在建项目继续推进，影响的是新项目的审批。

与此同时，光伏发电的重要性提升。对于光伏发电，技术进步是推动行业发展的关键，短

期可能受产能供求关系的影响，但长期前景是不错的。我国在刚刚公布的新能源十二五规划中大幅提高了光伏产业的比重。

上市公司可关注：荣信股份、汇川技术、英威腾、东方电气、特变电工、平高电气、四方股份、许继电气、国电南瑞、国电南自、天威保变、乐山电力等。

（6）电信设备：

我们比较看好电信设备行业，主要理由如下：

一是电信投资的回升是投资电信设备行业的根本原因。全球进入“超高速信息公路发展阶段”，全球发达国家大力推进“宽带战略”，普及基础有线宽带网络，建设超高速光纤网。自 iPhone 引爆移动互联网应用后，移动互联网数据指数性增长驱动无线宽带从 3G 向 HSPA/3.9G/4G 升级，而这种网络升级的演进可能超出预期。

2011 年国内三大运营商电信资本开支计划（不含集团公司）整体达 2562 亿，同比增长 7.86%，而 2010 年同比下降了 15.14%。

——中国移动：资本开支增长重心是 GSM 网络扩容、新技术新业务、机房建设，而传输投资略缩减

——中国电信：增长重心在于宽带；无线网络覆盖已比较好，基本是完善热点覆盖和优化

——中国联通：增长重心仍是完善 WCDMA 覆盖；而传输和宽带投资合计基本持平

因此，无论是国内还是国际，新一轮的电信投资可能使电信设备行业景气度逆转，进入上升阶段，从而可以提高行业与上市公司的估值水平。

二是国内下半年电信投资会加快。上半年由于运营商人事变动等原因，导致实际投资增速低于预期，这将会加快下半年的投资增速和更好的业绩表现。

三是前期的下跌释放了市场风险。在上半年的下跌中，一些基本面较好的股票释放了股价风险。

可重点关注中兴通讯、中创信测等公司。

（三）投资组合：以周期价值为主，以成长超跌为辅

根据自上而下与自下而上的结合，综合考虑行业基本面、估值、业绩、市场表现、催化剂等多种因素，7 月份的十大金股出自机械、电力设备、有色金属、煤炭、建材、化工、电信、计算机等行业，其中机械和电信各 2 只股票，其他行业各 1 只股票。

在具体的股票构成中，低估值的周期性股票有 7 只，超跌的成长性股票有 3 只。

本月股票组合（不分先后）：中联重科（000157）、中国南车（601766）、荣信股份（002123）、盘江股份（600395）、江西铜业（600362）、华新水泥（600801）、中创信测（600485）、信维通信（300136）、东软集团（600718）、桐昆股份（601233）。

表 3: 银河证券 7 月份投资组合 (注: 股价取 2011 年 6 月 29 日收盘价)

公司代码	公司名称	6.29 股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			分析师/联系人
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
000157	中联重科	15.23	0.80	1.30	1.50	19.0	11.7	10.2	邱世梁
601766	中国南车	7.07	0.21	0.35	0.49	33.7	20.2	14.4	邱世梁、鞠厚林
002123	荣信股份	22.60	0.53	0.70	1.02	42.6	32.3	22.2	邹序元、张玲
600395	盘江股份	32.74	1.22	1.52	1.99	26.8	21.5	16.5	赵柯
600362	江西铜业	34.23	1.42	2.33	2.65	24.1	14.7	12.9	张一凡、张迪
600801	华新水泥	25.35	1.42	1.22	1.56	17.9	20.8	16.3	洪亮
600485	中创信测	15.11	0.28	0.56	0.88	54.0	27.0	17.2	朱劲松
300136	信维通信	18.35	0.36	0.84	1.40	51.0	21.8	13.1	王家炜、王莉
600718	东软集团	11.23	0.39	0.45	0.52	28.8	25.0	21.6	王家炜
601233	桐昆股份	26.52	2.27	2.39	2.78	11.7	11.1	9.5	袁孝锋、王强

资料来源: 中国银河证券研究部

三、银河策略本月视点

(一) 情绪释放的时间尺度

1、从中国股市过去的经验来看, 连续调整时间一般为 10-14 周。

市场不仅仅是基本面的反应, 更是人类情绪的反应。从历史经验来看, 悲观信息的累积到一定程度, 才会导致市场的大调整。

A 股市场很少有少于 10 周的持续调整, 也很少有长达 15 周以上的持续调整。不仅中国如此, 海外市场亦如此。

有研究认为, 可能是多头的等待时间一般为 3 个月左右。即便是大熊市也不例外, 从 2008 年的经验来看, 1 月中旬市场开始调整, 4 月下旬市场大幅反弹。尽管我们可以给出来自政策和经济基本面等众多解释, 但事实就是, 是在 3 个月左右的下跌之后, 做多的情绪才集中释放, 无论激发因素是什么。

我们认为, 还有另外一个原因: 人们对悲观情形的理解与想象, 经历 3 个月时间已经能够达到很充分的状态。在大熊市中, 更坏的状况也是人们难以一时想到的, 所以也需要先反弹之后再去看明白更长远的事情。此时, 第一轮下跌的底部, 很可能成为第二轮下跌之后的反弹中能够达到了长期价值中枢

2、调整的时间窗口基本到位, 7 月可望筑底回升。

从长期来看, 2600 点附近是长期建仓价值位; 若情绪的最后释放导致调整到 2600 点下方, 无疑是难得的长期机遇。

在长期投资价值凸现, 下行风险有限的前提下, 我们倡导优选具有长期投资价值的优质公司。在操作策略上, 我们认为逆向投资是最佳策略。在下跌中坚定买入, 在调整中坚定实施逆向投资战略, 在企稳回升后进一步巩固持仓。

具体到当前 A 股市场，根据以往经验，超跌股和小股票往往充当反弹的急先锋。此外也建议关注次新股，因为在市场低迷时候，次新股的投资价值往往较高。

图 4: 本轮调整接近 10 周



资料来源: wind

图 5: 2010 年 11 月至 2011 年 1 月的调整持续 11 周



资料来源: wind

图 6: 2010 年 4 月至 2010 年 6 月的调整持续 12 周



资料来源: wind

图 7: 2009 年 8 月至 10 月的调整持续 9 周



资料来源: wind

图 8: 2008 年的第一轮大调整持续至第 15 周



资料来源: wind

图 9: 2008 年第二轮和第三轮调整分别持续 9 周和 13 周



资料来源: wind

图 10: 2004 年 11 月至 2005 年 6 月的大熊市由三轮调整构成



资料来源: wind

图 11: 2001 年 7 月至 2003 年 11 月的大熊市也由三轮下跌构成



资料来源: wind

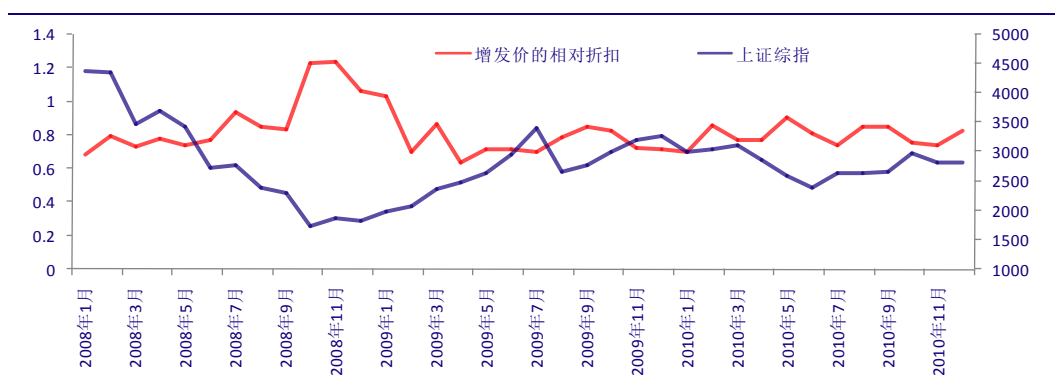
(二) 定向增发绝对收益可观超额收益不俗

1、定增价格与股市行情的反向关系

由于定向增发要先后经历董事会预案、股东大会批准、证监会批准、增发实施等步骤，时间跨度较长，因此最初确定的增发价格很可能与增发实施时的股价有了很大偏离。

2008 年以来所有允许机构投资者参与的定向增发（即剔除了仅能由上市公司相关方参与的定向增发），发现定增价格相对定增实施时股价的折扣与 A 股主要指数点位有一定的负相关性，特别是在 A 股出现持续单边行情时，两者的负相关性更为突出。

图 12: 定增价格相对定增实施时股价的折扣与 A 股主要指数点位有一定的负相关性



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

当股市处于震荡期，定增价格相对定增实施时的股价往往具有一定的折扣，机构投资者可能更有意愿参与定向增发；而当股市深幅下跌过后，定增价格可能会有一定程度的溢价，机构投资人可以适当放宽对于增发价格的忍耐度，以防止错失一些较好的定增项目。

2、参与定向增发的绝对收益非常可观

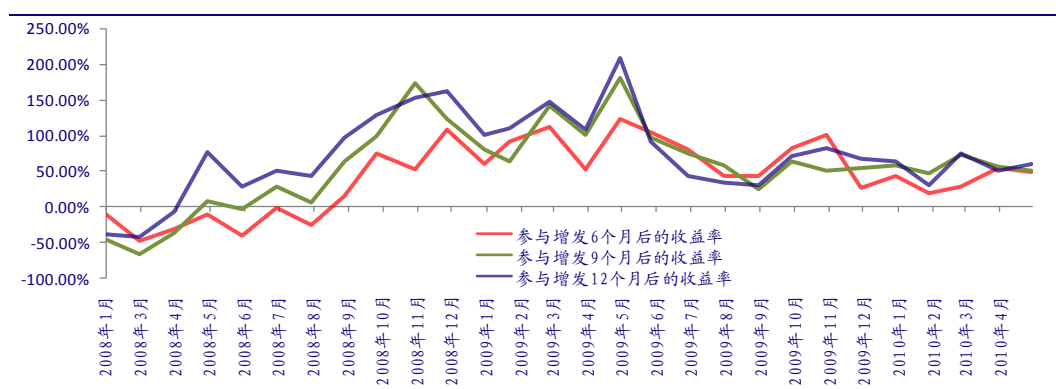
从最近几年一般机构投资者参与定向增发的实际收益看，除非处于由牛转熊的快速下跌过

程中，在多数情况下参与定向增发都能够使机构投资者获得正的绝对收益。

我们统计了 08 年以来各月份机构投资者参与定向增发后 6 个月、9 个月、12 个月后的绝对收益率平均值，发现收益率与参与增发时点的指数点位有一定的负相关性。一般机构投资者在参与定向增发后的 12 个月将面临这部分股份的解禁，因此 12 个月后的收益率更被机构投资者关注。我们的统计显示，相比 6 个月和 9 个月后的收益率，在多数情况下参与定增 12 个月后的收益率往往更高。

我们认为，机构投资者参与定增之所以在多数情况下能获得正收益，是由于实施了定向增发的上市公司有动力做好业绩，这成为股价上涨的最大推动力。

图 13: 参与定向增发 6 个月、9 个月、12 个月后的收益比较



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

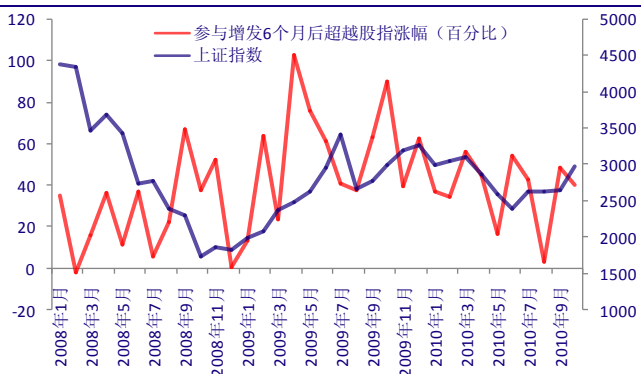
3、参与定向增发多能获得超额收益

不仅是绝对收益，参与定向增发的超额收益也颇为可观，这对追求相对收益的公募基金具有更大吸引力。这里提到的超额收益指的是参与定向增发相对买入上证指数的收益情况。

我们统计了 08 年以来各月份机构投资者参与定向增发后 6 个月、9 个月、12 个月后的超额收益率平均值，发现超额收益只在极个别情况下为负，并且负值较小，而在绝大多数时间段参与定向增发的收益都能跑赢指数。

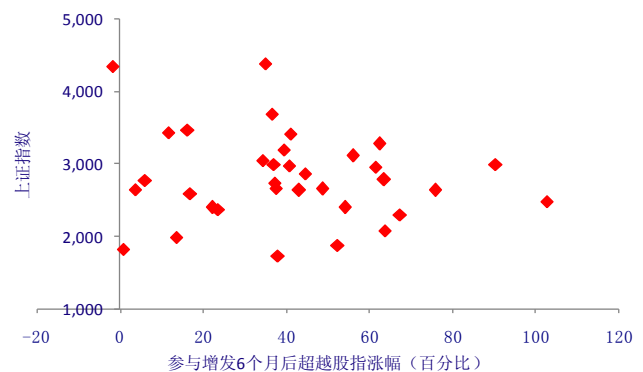
此外，无论是 6 个月、9 个月还是 12 个月，超额收益与指数点位都没有明显的相关性。

图 14: 参与定增 6 个月后的超额收益情况



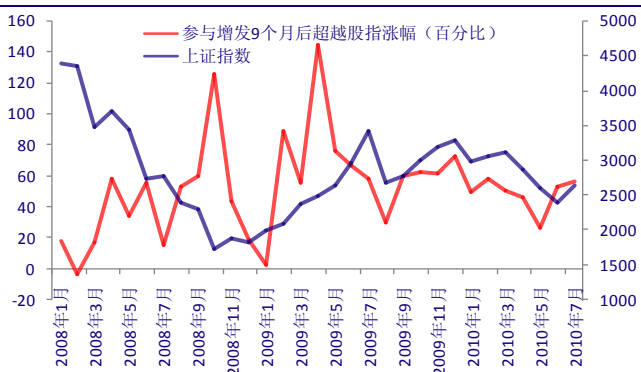
资料来源: 中国银河证券研究所 wind

图 15: 参与定增 6 个月后的超额收益与指数的关系



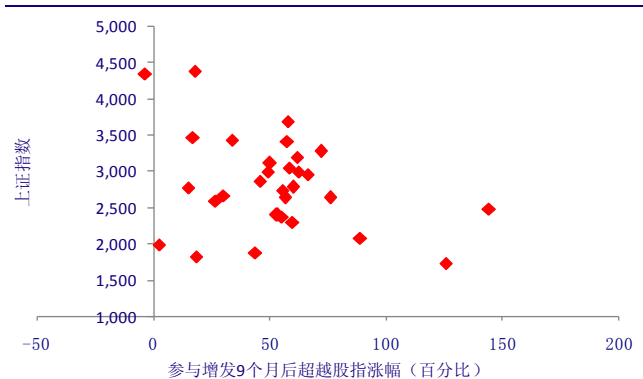
资料来源: 中国银河证券研究所 wind

图 16: 参与定增 9 个月后的超额收益情况



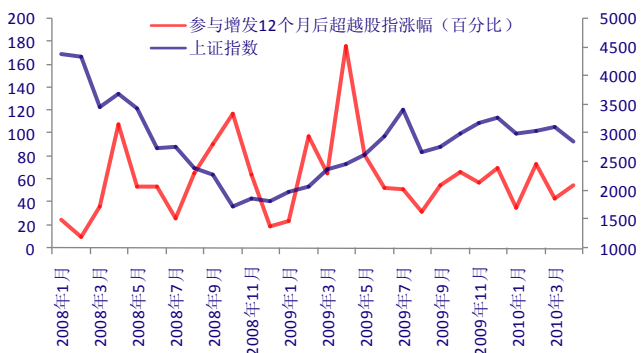
资料来源: 中国银河证券研究所 wind

图 17: 参与定增 9 个月后的超额收益与指数的关系



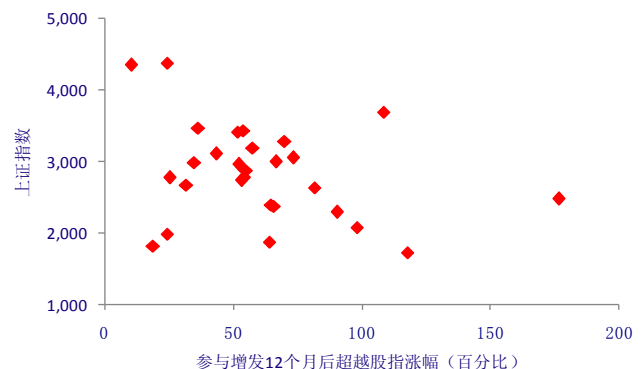
资料来源: 中国银河证券研究所 wind

图 18: 参与定增 12 个月后的超额收益情况



资料来源: 中国银河证券研究所 wind

图 19: 参与定增 12 个月后的超额收益与指数的关系



资料来源: 中国银河证券研究所 wind

4、定向增发预案难以形成事件性投资机会

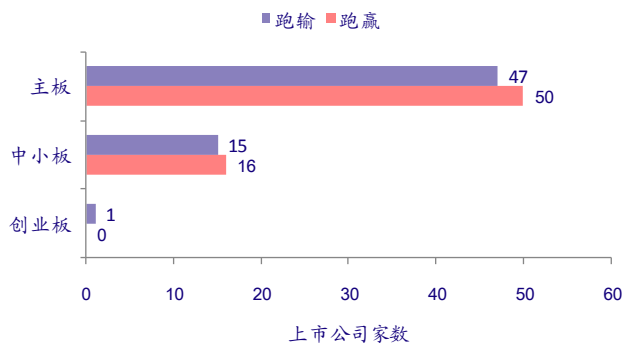
有人认为即使在定增实施前也可以利用定增预案进行事件性投机,但是我们对今年以来有定增预案的股票表现的统计否定了上述观点。

今年前 5 个月共有近 130 家公司公布了向一般机构投资者定向增发的预案。我们统计了从它们发布预案到 5 月底各自股价的走势,发现公布预案后跑赢和跑输对应指数的公司数量非常

接近，因此利用增发预案这一信息进行事件性投机并无把握获得超额收益。

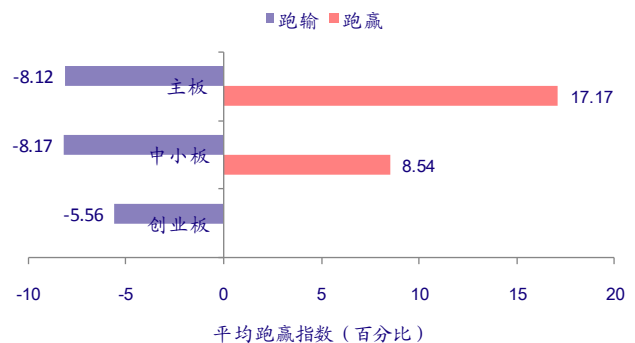
此外，从跑赢和跑输对应指数的幅度上看，中小板定增概念股票不仅跑赢跑输指数的概率相差不多，而且跑赢和跑输指数的平均幅度也颇为接近；而对主板定增概念股而言，虽然跑赢跑输指数的概率接近，但跑赢指数的平均幅度远大于跑输指数的平均幅度。

图 20：今年以来有定增预案的股票跑赢跑输指数概率接近



资料来源：中国银河证券研究所 wind

图 21：今年以来有定增预案的股票的平均超额收益



资料来源：中国银河证券研究所 wind

(三) 转型阵痛 ≠ 二次危机

一篇题为《媒体称中小企业比 08 年还难，浙江企业扎堆倒闭》的报道牵动着资本市场的神经。为了揭开谜底，我们于 6 月 9-11 日在杭州、绍兴等地展开了调研。

1、浙江中小企业面临转型压力

浙江人“四千四万”（千难万险，千辛万苦，千言万语，千山万水）的拼搏精神是浙江走在改革开放前沿的秘诀。这一发展模式，催生了浙江数量众多的中小企业。创业者的创业阶段基本上都是在上个世纪 70、80 年代，如今，他们的企业该如何传承下去，成为一个关键命题。“陈晓事件”给浙江的老板们敲响了“警钟”。大股东对职业经理人的“警惕”再度升温。那么，富二代们该如何接力呢？

据有关人士介绍，在这些富二代中，仅有 1/3 愿意接手父亲的产业；在这 1/3 中，仅有 1/3 愿意按照父亲的思路做下去；而其中，能够按照父辈的思路做好的，估计仅有 1/3，这就只剩下 1/27 了。无论具体的数据如何，有一点似乎是没有疑问的：对于创业有成，而下一代无意接手的企业家来说，与其找“职业经理人”，不如直接把企业卖掉。这就出现了网络传闻的“浙江企业扎堆倒闭”的现象。背后的本质应该是“主动出售”。据悉，浙江省政府层面在“富二代如何接手”这一问题上，也是大费脑筋。

今年以来，浙江企业遇到了严重的成本压力。与需求缺失不同的是，成本压力影响的是利润率，不是生存。成本压力所凸显的，恰恰是转型压力。

浙江中小型企业中，高能耗和劳动密集型生产门类仍然是主流。今年以来，伴随着国际大宗商品价格上扬和国内劳动力成本上升，成本压力自然大增。遇到这一压力，企业角度的第一反应自然是“压力太大，政府应该给予政策支持”。但政府角度不应该这么想！中国出口导向型经济已经走到极致，难以继续扩大，这些企业的成本压力应该转化为转型动力。

这时，必须要认清楚的是，当前的压力不是没有订单，也不是没有需求，而是生产成本问

题，利润率问题。企业不应该靠要政策获取利润，而应该靠主动转型升级，在国际产业链分工上获取更大的利润分配。2008 年的危机是需求消失，没有订单，从而必须关闭生产。而当前的问题都是在订单有保障的前提下的烦恼，是如何克服成本压力的问题。

2、资金紧张情况被片面夸大

关于浙江高利贷的传言非常多，有报导说，民间资金借贷成本已经超过了 3 分，甚至超过 5 分（月息，年化*12）。这些传闻都是真的，同时也是假的。

在中小企业的经营中，3-5 天的资金拆借是不可避免的。当资金市场紧张的时候，首先影响的就是这些短期资金拆解的成本，其利息率年化之后超过 30% 比比皆是。但问题是，哪怕是 10 天的拆借，年化哪怕是高达 50% 的利率，其期间成本有多少呢？也不到 1.4%。如果是 30 的年化利率，拆借只有 3 天的话，期间利息成本仅有 0.25%。这样的成本实在是微不足道。

结合资金的期限和规模来看，当前民间借贷成本有所提升，但幅度有限，并不像部分媒体所渲染的那么严重。

坊间传闻：部分银行的吸储成本高达 10%！带着这个疑问，我们走访了很多专业人士，都表示不可理解。

然而，确实是道高一尺魔高一丈。资金黄牛可以把银行的“吸储成本”推高到 10%。情节大致如此：当一个贷款主体需要贷款的时候，银行告知，必须存入等量的定期存款才能有贷款；于是，资金黄牛现身了，帮助贷款主体给银行拉来了存款，条件是，预付 3-5% 的成本来买这些存款。这就是我们 10% 存款利息的由来。经了解，买存款的“价格”各有不同，但加上银行定期存款利息，总的来说一般在 8-9% 附近，极端情况有达到 12% 的，至于 15% 的，或许只存在于传闻中。

3、舒缓融资渠道固然重要，更重要的是中小企业如何转型升级

一个基本判断是：浙江不缺资金，缺的是资金需求方和供给方的合法通胀的撮合机制。这一资金问题如何解决呢？要靠政策支持吗？“这是一个世界性难题，不是靠政策能解决的！”有关专家如此表示。中小企业融资难，是由于中小企业的经营特征决定的。

鉴于此，中小企业融资难也就很难通过正规金融中的信贷来充分满足。今后，通过资本市场进行直接融资，包括股权融资和债权融资，都是必须拓展的思路。

我们对中小企业的发展前景抱有希望，那么中小企业也就能够在直接融资市场获得充分融资。果真如此的话，这必然是一个大大的泡沫，然而，泡沫支撑了中小企业的发展。即便泡沫破灭了，实实在在的社会投资形成了。这就是泡沫对社会进步的贡献。

当前，政策面对于中小企业信贷融资也给予了一定的态度支持，但这不是问题的关键。问题的关键或许还在于：这些中小企业该如何转型？

4、转型升级不是二次危机

总的来说，当前浙江中小企业并没有遭受生存危机，与 08 年相比，不存在需求约束。转型的烦恼是可以接受的，不会形成恶性后果。但中小企业的大洗牌却是必然的。

当前的中国经济也是如此，在经历了 2008 年的大调整之后，无效产能已经得到了一轮清理，新的产能投资也非常谨慎，为了转型的基础设施投资仍然具有较大空间。从需求层面来看，外需整体保持稳定，内需持续旺盛。但我们的发展遇到了成本压力：劳动力不再无限供给，工业用地不再无限供给。成本的压力应该是转型的动力，而不应该趁机放弃转型。老路是肯定走不通了，如果我们因为成本的压力而放弃转型，结果一定是悲剧。

转型的阵痛不是二次危机，只要一如既往地推动转型，经济总是向上的。利润的短期下滑是转型的代价，如果转型成功了，利润自然会回升。

我们遇到的情况与 1960 年的日本极其相似：出口导向型生产规模已经足够大，但国民福利难以上升。问题的根本在于：尽管 GDP 是我们的，但利润是外国人的。出路只有一条：转型。从出口导向，逐步走实现进口替代。在全球产业价值链上，多分一杯羹。

插图目录

图 1: 3 季度通胀压力减小, 经济增速或环比回升	3
图 2: 固定资产投资已开始回升	3
图 3: 上市公司每股收益盈利预测假设	5
图 4: 本轮调整接近 10 周	12
图 5: 2010 年 11 月至 2011 年 1 月的调整持续 11 周	12
图 6: 2010 年 4 月至 2010 年 6 月的调整持续 12 周	12
图 7: 2009 年 8 月至 10 月的调整持续 9 周	12
图 8: 2008 年的第一轮大调整持续至第 15 周	12
图 9: 2008 年第二轮和第三轮调整分别持续 9 周和 13 周	12
图 10: 2004 年 11 月至 2005 年 6 月的大熊市由三轮调整构成	13
图 11: 2001 年 7 月至 2003 年 11 月的大熊市也由三轮下跌构成	13
图 12: 定增价格相对定增实施时股价的折扣与 A 股主要指数点位有一定的负相关性	13
图 13: 参与定向增发 6 个月、9 个月、12 个月后的收益比较	14
图 14: 参与定增 6 个月后的超额收益情况	15
图 15: 参与定增 6 个月后的超额收益与指数的关系	15
图 16: 参与定增 9 个月后的超额收益情况	15
图 17: 参与定增 9 个月后的超额收益与指数的关系	15
图 18: 参与定增 12 个月后的超额收益情况	15
图 19: 参与定增 12 个月后的超额收益与指数的关系	15
图 20: 今年以来有定增预案的股票跑赢跑输指数概率接近	16
图 21: 今年以来有定增预案的股票的超额收益	16

表格目录

表 1: DDM 测算合理市盈率的下限是 15 倍对应沪综指 2800 点	4
表 2: 7 月份行业配置建议表	6
表 3: 银河证券 7 月份投资组合 (注: 股价取 2011 年 6 月 29 日收盘价)	11

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波、秦晓斌、王皓雪、李亚明，策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908