

# 长期调整、短期调控与风格转换

## ——2010年四季度A股市场投资策略

2010年10月01日 星期四

### 报告要点

分析师 鲍庆  
电话 021-50586660-8642  
邮件 bq@longone.com.cn  
执业证书编号 S0630207100035

分析师 董高峰  
电话 021-50586660-8622  
邮件 dgf@longone.com.cn  
执业证书编号 S0630209030098

分析师 王小丹(助理)  
电话 021-50586660-8631  
邮件 wangxd@longone.com.cn

联系 顾颖  
电话 021-50586660-8638  
邮件 dhresearch@longone.com.cn

□ 站在三季度末的当下，我们看到整个市场为诸多不确定围绕，海外经济复苏的不确定，国内银行和地产去泡沫化、经济的去流动性和去投资化，这些无疑构成压制市场的负面因素，但是当这些经济体系的长期调整与经济短期目的相冲突时，短期调控因素将占上风。这一短期调控思想的转变将是主导四季度市场行情的主要因素。

□ 我们认为四季度国内经济在海外经济和国内调控导致的自身增长动力不足的影响下面临较大的回落压力。而随着四季度经济的回落，经济的短期性目标将占上风，从而使得监管当局相应放宽调控力度，特别是12月中央经济工作会议将引发政策预期和流动性预期。

□ 我们认为四季度国内市场从时间规律、经济周期、相对估值、流动性、业绩和市场偏好几方面都有利于市场风格由中小盘向大盘股的转移，这有助于四季度市场震荡向上，但从本轮风格转换的方式与持续时间和力度来看，目前所处经济周期为复苏中后期，这种风格转换从持续性和力度上不具备推动市场大幅向上的动力，不能与2007年年中经济扩张后期的风格转换相比。因此，我们伪四季度沪深300合理区间大致在(2747, 3684)内。

□ 我们认为四季度市场风格转换下前期调整幅度较大的低估值权重板块有望获得估值修复带来的反弹机会。房地产进一步出台新政策的可能性不大，更有可能的是落实已有的政策；而且随着房地产调控政策效果的逐渐显现以及四季度市场供应量的逐渐增加，进一步调控的风险有望逐渐减弱，这将使得房地产相关的板块，如银行、钢铁、建材、家电、化工等板块的估值有望得到修复。此外，区域政策、淘汰落后产能政策、节能减排政策、保障性住房政策的逐渐落实，对有色、化工、钢铁、建材等行业也将构成一定刺激。

## 正文目录

一、经济：长期调整与短期调控的权衡 .....	3
欧美各国去赤字化的长期性与经济目标的短期性 .....	3
银行地产业去泡沫化的长期性与短期性 .....	8
去流动性与去投资化：结构调整的长期性与短期性 .....	11
长期性与短期性权衡下的政策预测 .....	13
二、市场：短期目标下的风格转换 .....	15
从时间规律来看风格转换 .....	16
从四季度经济走势看风格转换 .....	17
从相对估值看风格转换 .....	18
从流动性看风格转换 .....	20
从业绩看风格转换 .....	20
从市场偏好看风格转换 .....	22
本轮风格转换的方式与持续时间 .....	23
风格转换促市场震荡向上 .....	23
三、策略：风格转换下的投资策略 .....	24

## 图目录

图 1. 美国失业情况 单位：人 .....	4
图 2. 美国库存情况 单位：百万美元 .....	4
图 3. MBA抵押贷款申请 .....	5
图 4. 美国产能利用率 单位：% .....	5
图 5. 路透社/密歇根大学消费者信心指数 .....	5
图 6. 美国自 1960 年以来出生率及个人储蓄存款总额占个人可支配收入的比例 ..	6
图 7. 美国自 2000 年以来成屋销售量 单位：万套 .....	6
图 8. 欧元PMI指数 .....	7
图 9. 欧洲ZEW经济景气指数 .....	7
图 10. 历年新增中长期人民币贷款 单位：亿元 .....	8
图 11. 投资完成额累计增长率 单位：% .....	12
图 12. 美国消费者信心指数与美国进口金额 单位：% .....	12
图 13. CPI、PPI和CPI中非食品同比 单位：% .....	13
图 14. CPI食品、粮食、肉类同比 单位：元/千克 .....	13
图 15. 全国粮油批发价格中粮食价格 单位：% .....	13
图 16. 22 个省市周猪肉平均价 单位：元/千克 .....	13
图 17. M2 增速及预测 单位：% .....	14
图 18. 财政收支增速 单位：% .....	14
图 19. 09 年 11 月份后M2 同比增速与风格转移 单位：% .....	15

图 20.	09 年 11 月后金融机构各项贷款余额同比增速	单位: %	15
图 21.	2000 年以来申万大小盘指数月涨跌幅情况		16
图 22.	2000 年以后大盘股相对小盘股月涨跌幅		16
图 23.	中小板综指与沪深 300 相对估值与宏观景气先行指数		17
图 24.	中小盘综指与沪深 300 相对静态PE		18
图 25.	中小盘综指与沪深 300 相对PB		18
图 26.	中小板指数与沪深 300 动态PE及相对动态PE (滚动)		19
图 27.	中小板指和沪深 300PEG及相对PEG (滚动)		19
图 28.	货币供应量M1 和M2 增速与大小盘风格转换之间关系		20
图 29.	2010 年中报超预期情况 (总市值占比)		21
图 30.	2010 年中报超预期情况 (流通市值占比)		21
图 31.	各指数中报业绩完成全年预测业绩比例情况		21
图 32.	中小板、创业板的解禁家数比例远高于主板		23
图 33.	主要权重板块的估值位于所有申万行业的低端		24
图 34.	主要权重板块的动态估值情况 (滚动PE)		24
图 35.	主要权重板块相对上证A股估值情况 (相对滚动PE)		25

### 表目录

表 1.	主要银行中长期贷款比重		8
表 2.	2007 年地产调控政策回顾		10
表 3.	近期房地产市场调控政策一览		10
表 4.	十二五规划热点		11
表 5.	经济周期与风格转换		17
表 6.	中小盘与大盘股的相对估值已远超历史平均水平		19
表 7.	四季度主要解禁情况	单位: 亿股	22

## 长期调整、短期调控与风格转换

——2010年四季度策略报告

### 一、经济：长期调整与短期调控的权衡

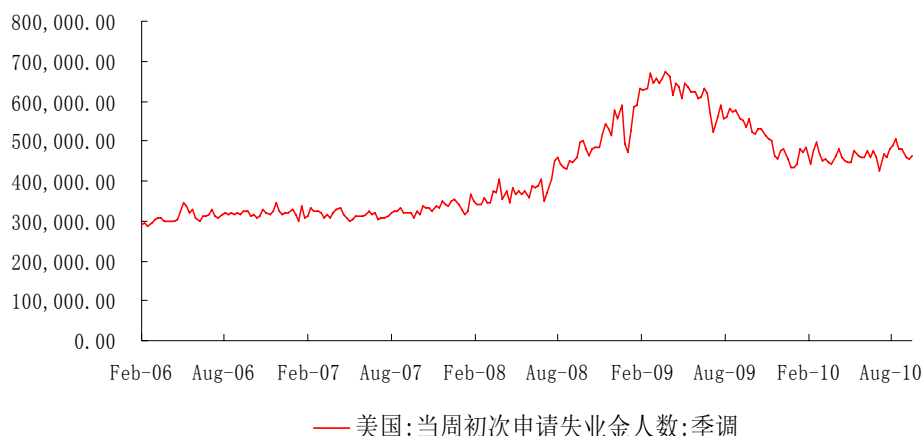
我们在下半年投资策略报告中针对国内外经济环境，提出了“四个去”，即欧美各国去赤字化、银行地产业去泡沫化、去流动性、经济去投资，从下半年各监管当局（央行、财政部等）的声明来看，这一政策基调在三季度至今一直延续。对于四季度，我们延续对下半年“四个去”的判断，我们认为这四个方面是长期调整的方向，同时，我们认为四季度短期性因素将呈现，虽然四季度宏观调控不会出现根本的转向，将延续适度宽松的货币政策和积极的财政政策，在“调整期经济与政策预期的博弈”过程中，长期性调整将适度让位于短期经济目标，从而使得短期调控政策特别是政策预期在四季度发生变化。

#### 欧美各国去赤字化的长期性与经济目标的短期性

欧美各国去赤字化是一个长期的过程，受财政紧缩的影响，四季度欧美经济将出现反复，由此导致欧美经济在长期的财政去赤字化目标外不得不更多地考虑短期经济目标，为此放宽货币政策和提出新一轮经济刺激方案。以日本为例，日本当前受内外双重因素的影响，经济环境日益严峻。为此，日本政府在近期出台了近万亿日元的经济刺激计划。日本央行在8月30日宣布，将增加10万亿日元(1190亿美元)的6个月廉价融资，以扩大现有的流动性供应规模。9月10日日本政府又公布了一份9200亿日元(110亿美元)的详细经济刺激方案。

美国经济数据不景气，重启量化宽松政策可能性加大。自进入下半年以来，美国在消费，就业，房地产，制造业等各方面数据都呈现回落趋势。随着经济二次探底的风险增大，新一轮的量化宽松政策似乎也初露苗头。美国8月份耐用品订单降幅超过预期，经季节因素调整后的耐用品订单减少1.3%，低于之前1%的预期。最新的当周首次申请失业救济人数增幅超出经济学家预期，再次提醒人们就业市场的疲软局面仍未改变。8月下旬美联储自去年10月以来首次增持国债，此举被视为“量化宽松”重启；8月底联储主席伯南克强调如有必要，将动员一切措施实施货币宽松以刺激经济各项数据均显示，美国房地产市场仍然没有较大起色，就业市场也陷于低迷状态之中，如果美国经济复苏势头继续回落，美联储或将加快重启量化宽松政策的步伐。

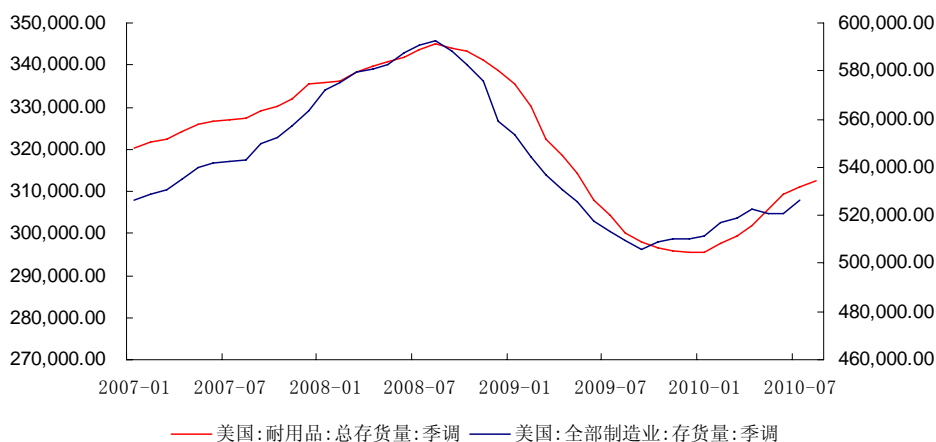
图1. 美国失业情况 单位: 人



资料来源: WIND 资讯

以美国 2008 年去库存为例, 美国 08 年一季度的“去库存化”, 加重了美国经济的下滑。据美国商务部对经济学家的调查统计, 库存的变动使美国 08 年一季度的 GDP 多下降 1.9 个百分点, 从而使一季度 GDP 降幅的年率达到 5.5%。调查数据同时显示, 二季度的厂商预期库存变动将拉动 GDP 上升 0.2 个百分点, 使二季度的 GDP 年率下滑缩减为 0.5 个百分点; 从三季度开始, 库存变动的更可能提升 GDP 增长率超过 0.5 个百分点, 从而拉动美国下半年的 GDP 增长重回正值。数据显示, 美国商业库存开始调整到适当的水平, 如果市场需求能够稳定, 企业再削减商品库存量, 将促使产品加速生产以适应市场需求; 如此循环, 可促进美国 GDP 的上升与经济的复苏, 这对全球经济的复苏以及国际市场需求的恢复影响较大。近段时间美国耐用品和制造业存货量的上升, 进一步验证了去库存化的压力逐步显现。

图2. 美国库存情况 单位: 百万美元



资料来源: WIND 资讯

作为房地产市场先行指标的美国抵押贷款银行协会 (MBA) 每周公布的抵押贷款购买指数 9 月 17 日环比下降 3.3%。

8月美国产能利用率环比小幅上扬，可是相比起07年最高水平81.6来说，仍处于较低水平，说明美国各行业的雇佣水平去库存还处于较低水平。

图3. MBA 抵押贷款申请

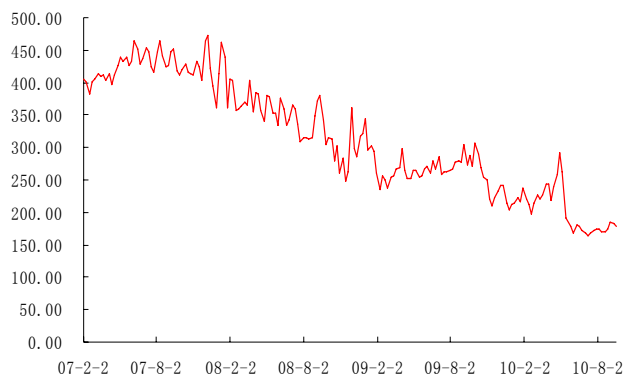
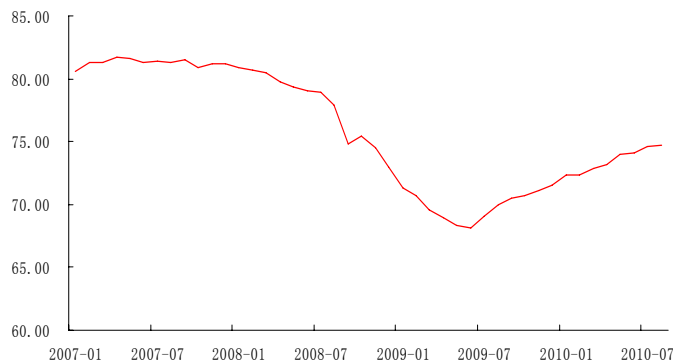


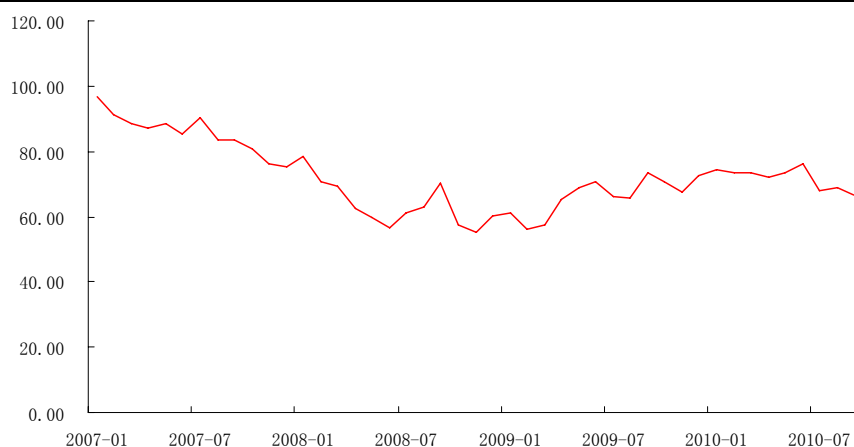
图4. 美国产能利用率 单位: %



资料来源: WIND 资讯

美国9月消费者信心指数初值为66.6,9月中旬美国消费者信心降至2009年8月以来最低水平,显示消费者消费意愿仍然微弱。消费者信心指数是个综合数据,包含对当前及未来6个月的消费者买房、购车等家庭电器的消费信心调查。中期选举来临之际,居民收入政策对消费者的影响是个很重要的影响。

图5. 路透社/密歇根大学消费者信心指数



资料来源: WIND 资讯

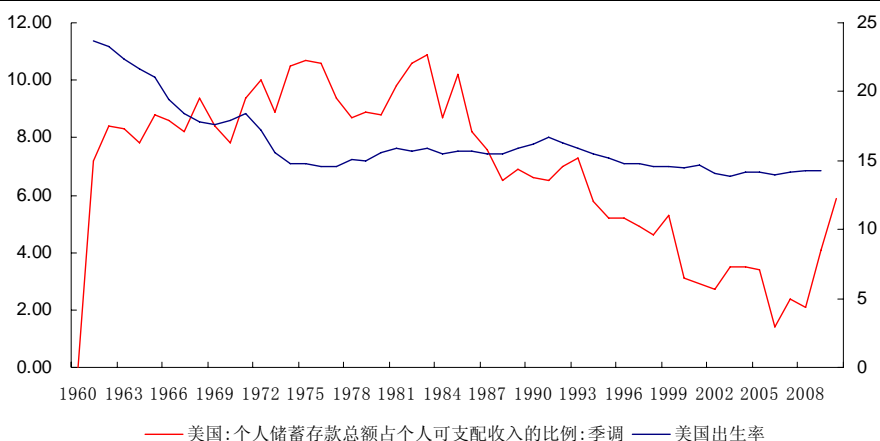
美联储9月21日在FOMC会议上宣布维持联邦基金基准利率在0%至0.25%的水平不变,会议声明措辞里对全国的消费支出仍表示虽有逐步改善,但仍然受限。与上次的议息会议不同的是关于物价方面,联储认为当前1%的通胀率有些低于FOMC成员认为的与就业最大化和价格稳定的长期目标相一致水平。因此,美联储将继续观察经济形势,如果需要支持经济复苏和提高现在的低通胀率至FOMC规定的目标范围内,美联储将采取额外的量化宽松措施。虽然增持美国增持国债犹如向金融市场注入流动性,但我们认为近期美国的是否会实行额外经济刺激政策还是要看10月初公布的9月就业数据和三季度GDP低于预期,那么美联储在



11月的议息会议上实施进一步宽松货币政策的可能性很大。

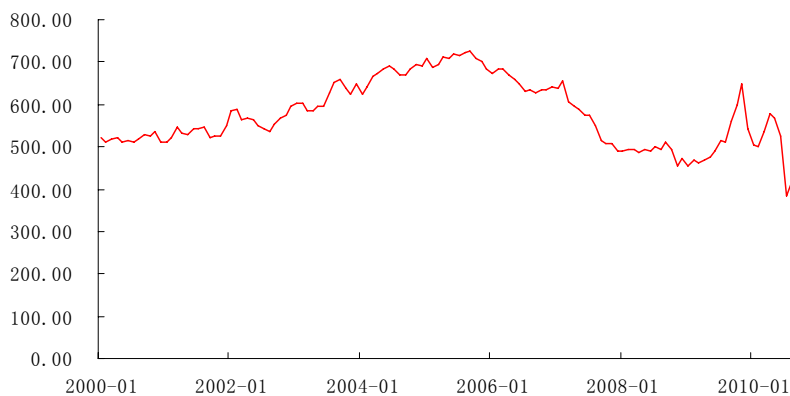
我们认为美国本轮经济复苏将大大弱于以往，表现出反复和低速的特点。次贷危机以后，美国储蓄率大幅攀升，人口出生率连年下降，储蓄总额占个人可支配收入的比例已突破上世纪90年代金融危机的高点（图6）。经济衰退导致人们对未来财政状况产生忧虑，消费结构发生改变，这一状况可能还会持续一段时间。结合房地产市场来看，美国7月成屋销售环比下降142万套，房屋止赎也已经达到历史高位，加之失业率仍然位于高位%，可见美国经济复苏正在逐渐冷却，而维持在历史低位的抵押贷款利率也仅仅只能为房地产行业提供稍许缓冲。图7显示，自2009年美国成屋销售的高点以来，至今这一数据回落了40%。自从美国联邦政府的购房免税政策在今年4月份停止之后，美国的房屋销售数据就从之前的微弱复苏中急转直下。我们认为，由于年初由税收优惠拉动的购房需求效应正在消退，而伴随着逐渐明显的供应过剩，房价很可能会有所回调。低迷的住房市场不仅可能导致美国经济再次陷入衰退，反过来经济前景和就业的恶化又将进一步打击房屋需求，美国全国的消费水平持续低迷。

图6. 美国自1960年以来出生率及个人储蓄存款总额占个人可支配收入的比例



资料来源：WIND 资讯

图7. 美国自2000年以来成屋销售量 单位：万套

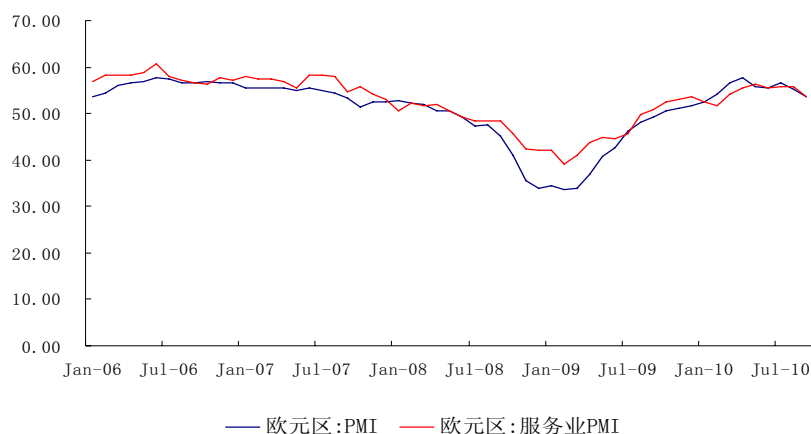


资料来源：WIND 资讯

9月初,奥巴马政府大力推动新一轮经济刺激计划,与以往刺激计划不同,此次刺激对象不是研发、新兴产业等投资回报长的“软”领域,而主要是大规模基础设施投资,这表明美国政府当局对短期内经济复苏失去信心,旨在通知短期刺激政策在短期内增加就业。

欧洲方面,上半年欧元贬值,下半年由于财政紧缩的后果将逐渐显现,失业率居高不下,居民消费持续低迷。数据显示,欧元区9月消费者信心指数初值略高于上月,但不及预期;PMI综合指数回落到近7个月最低点;制造业、服务业PMI也均低于8月水平。欧元区7月份工业订单环比下滑,让人们对于欧洲复苏前景产生些许担忧。

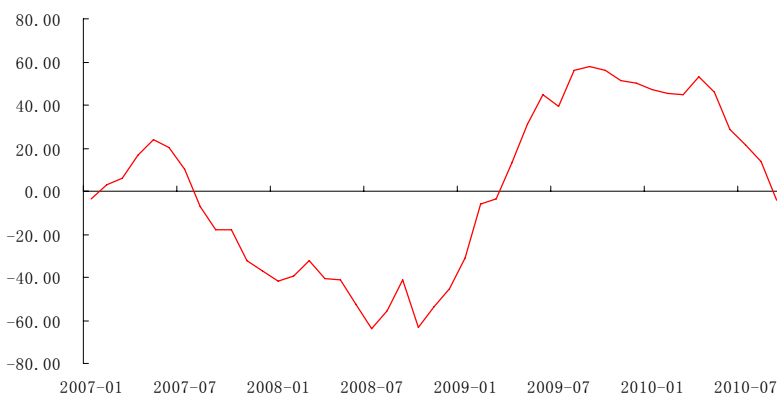
图8. 欧元 PMI 指数



资料来源: WIND 资讯

衡量欧元区投资者信心的欧洲 ZEW 经济景气指数 9 月份降至 19 个月最低水平,由 8 月的 14 降至-4,其降幅大于经济学家预期。这项指标的大幅下降表明投资者愈加担忧全球经济反弹正在减速,归因于刺激计划逐渐结束并且政府考虑削减预算缺口。在欧洲地区,市场仍然担忧葡萄牙与爱尔兰等国的财务状况,导致欧元兑美元年度迄今累计下跌 10%。

图9. 欧洲 ZEW 经济景气指数



资料来源: WIND 资讯



## 银行地产业去泡沫化的长期性与短期性

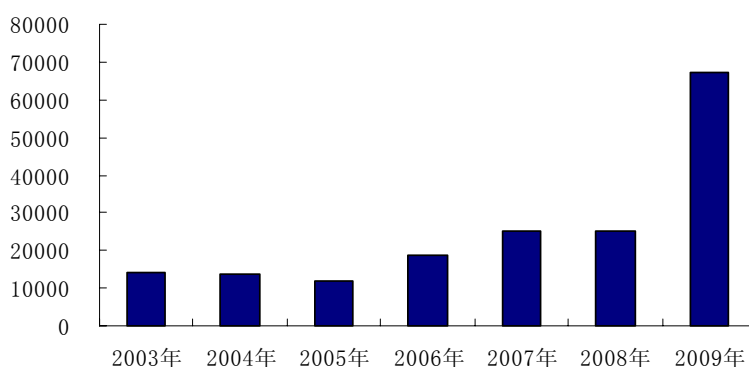
09 年底至今针对银行体系潜在风险的监管一直是监管当局关注重点，从地方融资平台到银信合作，再到银行体系房价压力测试。无不体现了监管当局对银行体系内潜在风险关注程度。我们认为针对银行体系的潜在风险的监管将是长期的。

### 1、地方融资平台潜在风险的长期性

我们认为真正考验地方融资平台对银行体现冲击是 2012 年。由于大多数地方融资平台贷款是 2009 年投放，2009 年全年新增中长期人民币贷款 67,000 亿元，为 2008 年的 2.66 倍，各主要银行贷款期限结构来看，2009 年末 1-5 年和 5 年以上的贷款比重明显上升。按央行发布的数据，截止 10 年 6 月地方政府融资平台贷款余额为 7.66 万亿，这些贷款将在 2012 年迎来到期还款高峰，届时将真正考验地方融资平台还款能力以及银行体系可能形成的不良贷款的消化能力。这意味着地方政府融资平台对国内银行体系的影响将是一个长期的事件。

但是，根据 7 月 30 日公布的《关于贯彻〈国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知〉相关事项的通知》中在上述要求外进一步要求“各省(区、市)人民政府财政部门要于 2010 年 10 月 31 日前将地方政府融资平台公司债务清理核实情况报告报送财政部，抄送发展改革委、人民银行和银监会”，我们认为在四季度针对地方融资平台问题将基本厘清，部分违约风险较大的贷款将逐渐在各银行三季度和年报中显现。

图10. 历年新增中长期人民币贷款 单位：亿元



资料来源：WIND 资讯

表1. 主要银行中长期贷款比重

	2008 年			2009 年		
	1-5 年	5 年以上	合计	1-5 年	5 年以上	合计
工商银行	26.30%	29.20%	55.50%	28.50%	33.30%	61.80%
建设银行	29%	28%	57.00%	31%	32%	62.44%
中国银行	0.8%	0.3%	1.08%	0.5%	0.2%	0.68%

交通银行	2.3%	1.2%	3.45%	3.0%	1.1%	4.06%
兴业银行	1.5%	0.3%	1.83%	1.5%	0.4%	1.91%
招商银行	20%	17%	36.26%	25%	21%	46.21%

资料来源：各公司年报 东海证券研究所

## 2、银行监管体系转变的长期性

2009年9月12日达成的《巴塞尔协议III》中规定普通股权益/风险加权资产从2%提高到4.5%，核心资本充足率最低要求从4%提高到6%，这一规定达标的时间是2015年，在最低要求之上还可以增加2.5%普通股权益的反周期缓冲。2009年12月17日巴塞尔委员会发布的《增强银行体系稳健性》(征求意见稿)进一步确立了反周期资本监管的整体框架，

我们认为，对中国银行体系来说，新的银行监管规定影响并不明显。中国银监会目前对国内大型银行的资本充足率底线为11.5%，核心资本充足率底线则为7%，满足《巴塞尔协议III》的要求。关键的是《巴塞尔协议III》中关于反周期缓冲资本的要求以及反周期资本监管思想对中国银行业的长期影响。我们认为根据《巴塞尔协议III》的要求，未来银监会必然会要求各银行提取反周期缓冲资本，目前尚不能确定是具体提取比例和时间进程，在具体政策出台前这将是影响银行板块的最大的不确定。其次，长期来看，与以往顺周期资本监管不同，反周期资本监管对国内银行体系而言是一种全新的监管体制，需要国内银行逐渐适应。

## 3、房地产调控的长期性与短期性

从当前监管当局的意向来看，我们认为四季度房地产政策调控仍然继续。国家统计局局长马建堂强调房地产对中国经济的影响没有人们想象那么大，因此，中国从宏观经济的健康运行考虑会坚持房地产业调控。国务院参事、中国国务院发展研究中心金融研究所所长夏斌则多次表示中国房地产应坚持以消费品为主导的发展方向。因此本轮房地产调控在调控目的达成前必然不会轻易转向，同时，我们认为对房地产的调控是一个长期目标。但是，我们认为四季度针对房地产的进一步调控政策出台的可能性不大，重在前期政策的落实。

我们认为与历次房地产调控政策相比，这轮调控政策的力度最大。回顾以往的房地产调控政策，调控效果较佳的当属2007年二套房贷政策，其内容是：对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的，贷款首付款比例不得低于40%，贷款利率不得低于中国人民银行公布的同期同档次基准利率的1.1倍，而且贷款首付款比例和利率水平应随套数增加而大幅度提高。政策出台后，市场反应很快，消费者观望，投机者撤离，对抑制投机需求、稳定房价起到较大作用。与2007年相比，现有政策力度更大，将购买二套房的贷款首付款比例提高到50%，对贷款购买第三套及以上住房的，贷款首付款比例和贷款利率应大幅度提高，对

房价上涨过快的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。如此大的政策力度，真正实施起来的效果必然更加明显。

考虑到政策的滞后效应，以及各地在执行政策时的力度不一，因此，我们认为短期内在四季度房地产调控重点在于对前期政策的落实，进一步出台更为严厉的政策的可能性较小。

**表2. 2007年地产调控政策回顾**

调控领域	具体政策
针对房地产开发领域的“一费二税”调整政策	2007年1月，国税总局发出《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》
针对住房消费的调控	中国人民银行、中国银监会于2007年9月27日联合下发《关于加强商业房地产信贷管理的通知》
针对土地市场的调控	2007年1月，国土资源部发出《关于调整报国务院批准城市建设用地审批方式有关问题的通知》 8月，国土资源部、财政部、建设部等五部委联合发出《关于开展国有土地使用权出让情况专项清理工作的通知》 10月，国土资源部公布了《招标拍卖挂牌出让国有建设用地使用权规定》 12月，国土资源部、财政部和央行联合颁布《土地储备管理办法》
针对房地产市场秩序的调控	2007年1月，建设部和央行联合发布《关于加强房地产经纪管理规范交易结算资金账户管理有关问题的通知》
针对外资投资房地产领域的调控	2007年3月，商务部发布《2007年全国吸收外商投资工作指导性意见》

资料来源：东海证券研究所

**表3. 近期房地产市场调控政策一览**

时间	措施	要点
2010.05.6	深圳版新国十条	规定商业银行根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010.04.30	北京出台地方楼市新政	同一购房家庭只能新购买一套商品住房；金融机构和税务部门可以根据本市房屋权属交易系统个人住房记录，实施差别化的信贷和税收政策。暂停对购买第三套及以上住房，以及不能提供1年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市居民发放贷款。
2010.04.21	二套房以住房套数界定	银监会银行业监管一部主任杨家才21日在接受记者采访时强调，新的房贷政策是以房屋数量来认定是否为第二套、第三套，同时，认定范围以家庭为单位。
2010.04.19	住建部《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》	要求商品住房严格实行购房实名制，认购后不得擅自更改购房者姓名。今后未取得预售许可的商品住房项目，房地产开发企业不得以认购、预订、排号、发放VIP卡等方式向买受人收取或变相收取定金、预定款等性质的费用。
2010.04.17	国务院：房价过高地区可暂停发放第三套房贷	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010.04.15	国务院常务会：贷款买二套房首付不得低于50%	14日召开的国务院常务会议要求，对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于30%。
2010.04.13	住建部：加快保障房建设 遏	住房城乡建设部13日召开电视电话会议，要求加快保障性住房建设，其中，公共租

	制房价过快上涨	赁住房建设是下一阶段工作的重点，同时遏制部分城市房价过快上涨。
2010.04.11	银监会：银行不得对投机投资购房贷款	中国银监会 11 日指出，银行业金融机构要增加风险意识，不对投机投资购房贷款，如无法判断，则应大幅度提高贷款的首付款比例和利率水平，加大差别化信贷政策执行力度。
2010.03.18	国资委：要求 78 家非地产主业央企 15 天内退出方案	按照国资委要求，除已确定的 16 家以房地产为主业的央企外，78 家不以房地产为主业的央企正在加快调整重组，在完成自有土地开发和已实施项目后要退出房地产业务。
2010.03.10	国土部：强调房地产用地监管将开展突击检查	国土部发通知：一、加快住房建设用地供应计划编制；二、促进住房建设用地有效供应；三、切实加强房地产用地监管；四、建立健全信息公开制度；五、开展房地产用地突出问题专项检查。
2010.02.20	银监会：发布流动资金贷款管理暂行办法	流动资金贷款不得用于固定资产、股权等投资，不得用于国家禁止生产、经营的领域和用途。
2010.01.10	国办发出通知要求促进房地产市场平稳健康发展	国办发出通知，要求进一步加强和改善房地产市场调控，稳定市场预期，促进房地产市场平稳健康发展。
2009.12.23	财政部：五年内住房转让全额征收营业税	自 2010 年 1 月 1 日起，个人将购买不足 5 年的非普通住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买超过 5 年(含 5 年)的非普通住房或者不足 5 年的普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买超过 5 年(含 5 年)的普通住房对外销售的，免征营业税。
2009.12.17	5 部委新政打击囤地炒地：拿地首付不低于 50%	财政部、国土部等五部委出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》，明确开发商以后拿地时，“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%”。
2009.12.14	国务院提四措施遏制部分城市房价过快上涨	国务院提四措施遏制房价：一要增加普通商品住房的有效供给；二是继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；三是要加强市场监管；四要继续大规模推进保障性安居工程建设。
2009.12.09	个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年	国务院决定个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，其他住房消费政策继续实施。
2009.12.07	中央经济工作会议：明年要增加普通商品住房供给	中央经济工作会议指出，增加普通商品房供给，支持居民自住和改善性购房需求，加大农村危房改造支持力度。

资料来源：东海证券研究所

### 去流动性与去投资化：结构调整的长期性与短期性

10 月十七届五中全会将研究关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议，这是对中国未来五年经济发展作出的中长期规划。目前关于“十二五”规划热点主要围绕：健全市场配置资源机制、加快调整国民收入分配格局、破除城乡二元体制、创新公共服务体制等方面内容，从内容来看主要是未来中国经济转型和政治体制改革等根本性问题，对中国经济的影响也主要体现在中长期。

表4. 十二五规划热点

热点	主题	主要内容
第一大热点	进一步健全市场机制，提高经济动力活力	扩大内需，最终要靠市场和社会力量，在“十二五”乃至今后更长时期的改革中，要更好发挥市场配置资源的基础性作用。



第二大热点	加快调整收入分配格局, 理顺收入分配关系	要在坚持基本分配制度的前提下, 切实保护公民合法收入和私有财产, 同时尽快扭转城乡、地区和不同行业之间的收入差距过大趋势, 逐步形成中等收入占多数的“橄榄型”分配格局。因此, 将会加大税收在二次分配中的调节作用。
第三大热点	破除城乡“二元”体制, 加快推进城镇化	一是进城农业人口的城镇化问题, 二是土地问题,
第四大热点	政府转型堪称“牛鼻子”, 控制政府收入增速	政府转型决定“十二五”改革全局。以缓解收入差距为目标, “十二五”初期要尽快启动财政税收体制改革; 控制政府财政收入增长速度, 大幅调整财政支出结构; 建立实施工资谈判制度和工资定期增长制度

资料来源:《瞭望》杂志 东海证券研究所

但是短期来看, 目前国内经济周期下行压力仍然较大。虽然目前 PMI、工业生产等经济指标显示出经济在持续降温后出现回暖, 但是这一回升的回升的势头已明显放慢, 这也一定程度上反映出当前经济的增长仍在较大程度上依赖于政府的刺激政策。而综合考虑内外部因素, 四季度经济下行压力仍然存在。

GDP 三驾马车中, 投资增速明显下降, 如果剔除房地产, 那么这一增速下降更为明显, 国内房地产开发投资增速在 10 年 8 月见顶回落, 而四季度地产调控的继续必然导致地产开发投资增速的回落, 预计这一增速回落将加速投资增速的回落。

另一马车出口来看。目前从中国出口的先行指数, 如 OECD 综合领先指数、美国消费者信心指数等先行指标来看, 四季度中国出口压力明显。同时, 由于 09 年下半年各月出口金额基数较高, 因此, 可以预期四季度中国出口同比增速将面临较大的回落。

图11. 投资完成额累计增长率 单位: %

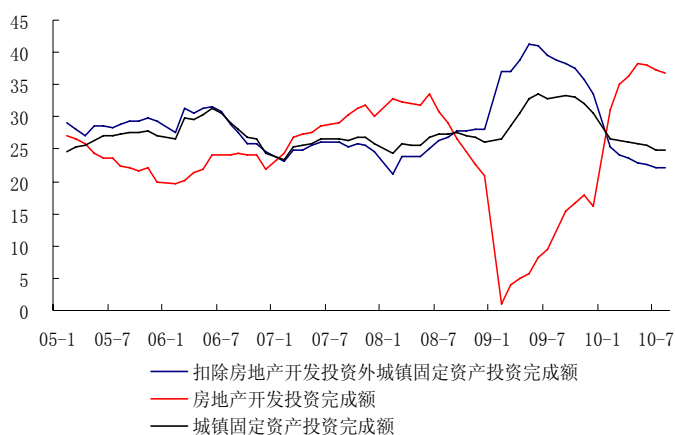
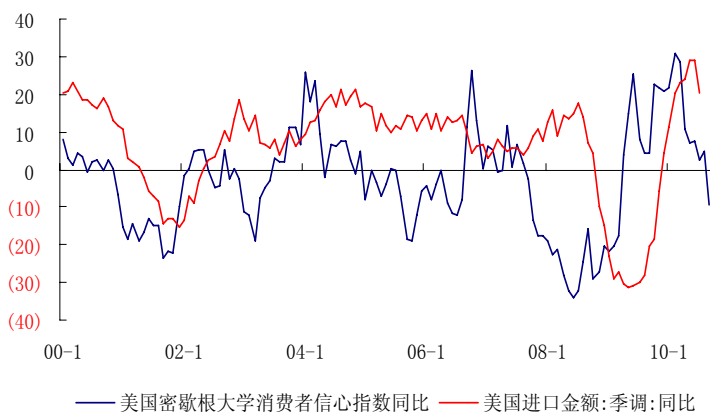


图12. 美国消费者信心指数与美国进口金额 单位: %



资料来源: WIND 资讯

这种经济转型的长期性与经济目标的短期性间的背离必然导致在经济出现快速大幅回落时, 政策领域出现调整, 因此我们认为在“调整期经济与政策预期的博弈”过程中, 短期性因素将在四季度逐渐占据上风。

虽然受制于“去流动性”的长期影响，货币政策无法出现大的转向，但在保证完成今年信贷增长目标的前提下，监管当局会适当的放宽货币政策以应对经济快速回落，而通胀压力在四季度的减轻。也将给货币政策带来缓冲空间。

从成本传导来看，上游PPI在5月见顶回落，而CPI则继续上升，其中主要原因在于CPI中食品价格上涨引起，剔除食品价格的CPI非食品类价格在5-7月出现见顶迹象，这表明上游成本回落的影响已经在CPI体现。未来影响CPI的主要因素仍然是食品类，食品类中权重最大的分别是肉类和粮食类，从三者当月同比数据来看，肉类和粮食类价格上涨可以解释近期CPI的上涨。

图13. CPI、PPI和CPI中非食品同比

单位：%

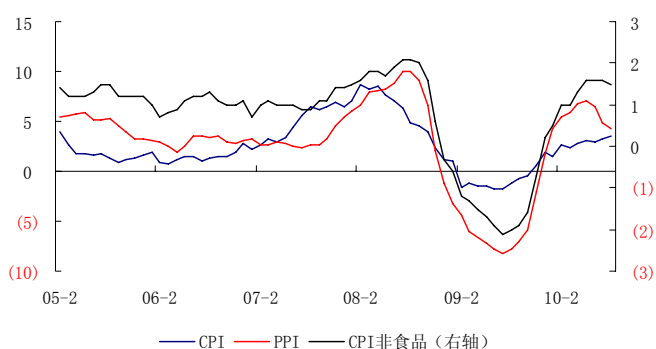
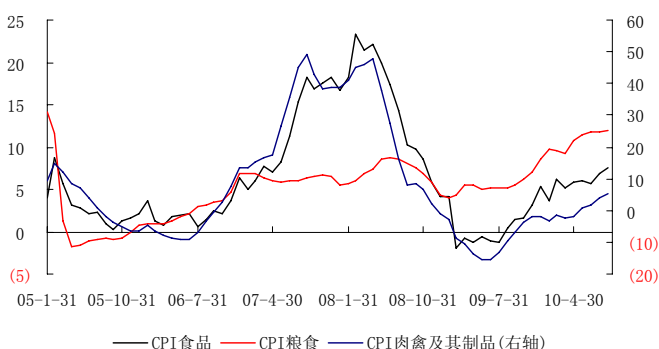


图14. CPI食品、粮食、肉类同比

单位：元/千克



资料来源：WIND 资讯

从肉类和粮食价格近期变化和基期效应来看，我们认为9、10月肉类和粮食价格仍将对CPI构成上行压力，而10月后由于基数较强，同比上涨幅度将见顶回落，从而缓和CPI的上涨压力。

图15. 全国粮油批发价格中粮食价格

单位：%

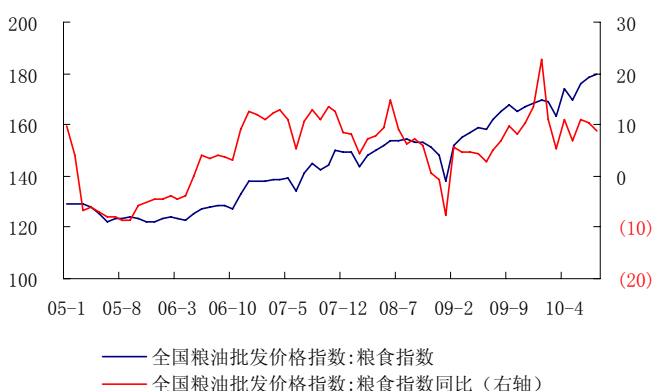
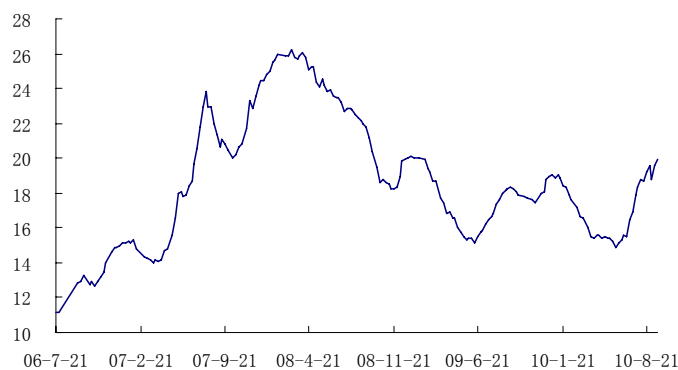


图16. 22个省市周猪肉平均价

单位：元/千克



资料来源：WIND 资讯

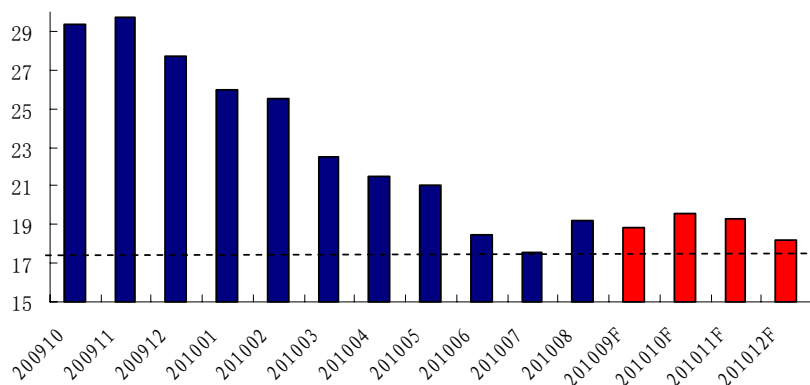
### 长期性与短期性权衡下的政策预测

因此，随着四季度经济的回落，经济的短期性目标将占上风，从而使得监管



当局相应放宽调控力度，不会死守年初制订的广义货币 M2 增长 17%，新增人民币贷款 7.5 万亿元的目标，进而导致 M2 增速和新增贷款出现回升，特别是 12 月中央经济工作会议将引发政策预期和流动性预期。从当前来看，8 月 M2 增速已经出现回升，而流动性宽松预期也初步形成，市场一致预期未来四季度 M2 增速将高于 7 月低点。

图17. M2 增速及预测 单位：%

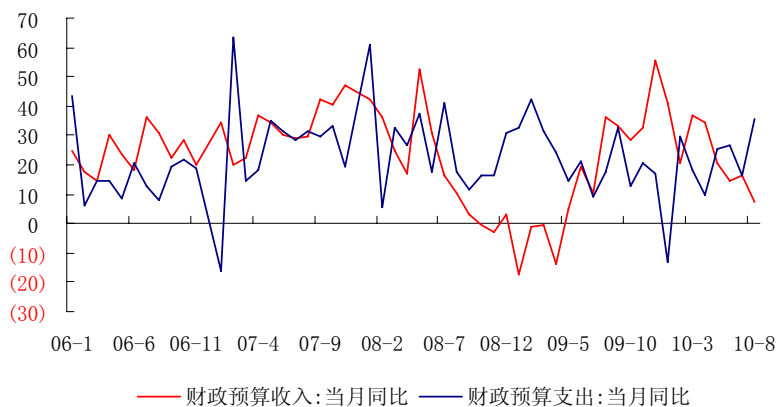


注：红色柱状为预测值

资料来源：WIND 资讯

同时，积极的财政政策将在四季度表现的更为明显。6 月开始财政支出增速超过财政预算收入，但从累计值看，1-8 月，全国财政收入 56752.32 亿元，增长 23.6%，财政支出 46035.92 亿元，增长 19.2%，财政收支存在盈余。

图18. 财政收支增速 单位：%

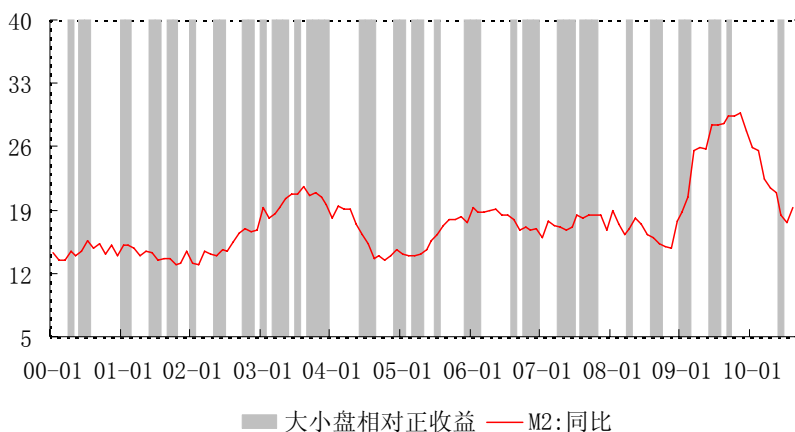


资料来源：WIND 资讯

## 二、市场：短期目标下的风格转换

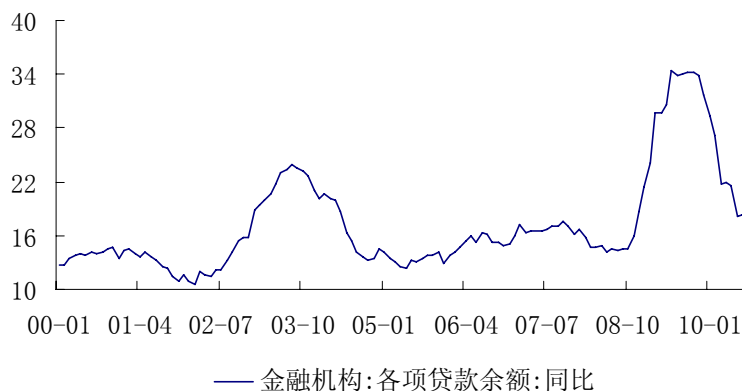
近一年来，中小盘股持续跑赢大盘股，其中更是出现连续 8 个月（09 年 10 月-10 年 5 月）中小盘股占优的情况。出现这种情形，我们认为，主要受政策和流动性两方面原因的影响，一方面，受政府强调经济转型和“调结构”政策的影响，传统周期性行业居多的大盘股估值受到压制，而受政策鼓励和扶持的消费品及新兴产业居多的中小盘股估值得到抬升，市场相信中小盘股具有更好的成长性，这点可以由中小盘股与大盘股之间的相对估值和相对 PEG 之间的差异看出；另一方面，流动性逐渐由松转紧，09 年 11 月后，尽管央行仍然强调适度宽松的货币政策，但实质是外松内紧，广义货币供应量指标 M2 开始出现回落，金融机构各项贷款余额等指标都出现下滑，流动性的趋紧张使得大盘股的推动缺乏资金，再加上政策的引导，资金逐渐由大盘股转向更容易推动的中小盘股。

图19. 09 年 11 月份后 M2 同比增速与风格转移 单位：%



资料来源：WIND 资讯

图20. 09 年 11 月后金融机构各项贷款余额同比增速 单位：%



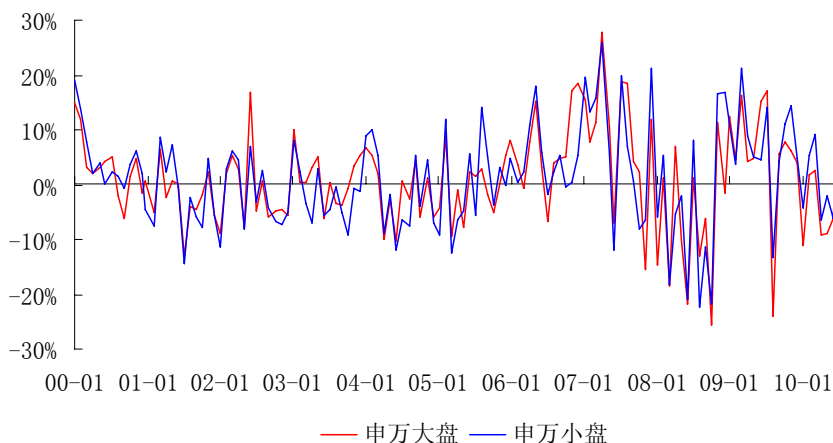
资料来源：WIND 资讯

但是根据我们对市场风格的专题研究，我们认为进入四季度，诸多因素的叠加作用，将使得今年以来迟迟未见的市场风格转换“千呼万唤始出来”。我们将诸多因素总结如下：

### 从时间规律来看风格转换

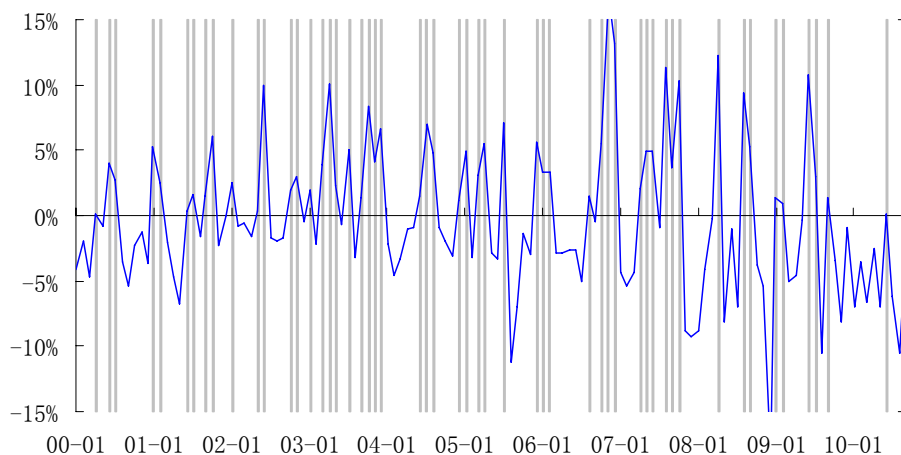
根据我们的专题研究，大盘股和小盘股的波动趋势总体来说一致，即除少数月份外，大盘股和小盘股同涨同跌。不过，从相对收益来看，2000年以来，以月为单位，大盘股跑赢小盘股的概率仅为41.09%。从持续性来看，大盘股跑赢小盘股最长为4个月，最短仅1个月，平均接近2个月（1.96个月）；而小盘股跑赢大盘股最长为8个月（仅出现一次，即09年10月-10年5月），最短1个月，平均3个月。

图21. 2000年以来申万大小盘指数月涨跌幅情况



资料来源：WIND 资讯

图22. 2000年以后大盘股相对小盘股月涨跌幅



注：图中灰线表示当月大盘股跑赢小盘股，下同

资料来源：WIND 资讯

从上一轮风格转换持续的时间来看，不考虑6月份，中小盘股已接近11个月（09年10月-10年9月）跑赢大盘股；若考虑6月份，中小盘股也已连续3个月跑赢大盘股，符合前面提到中小盘股风格转换持续时间大概为3个月的规律，未来市场风格转向大盘股的概率在增加。

### 从四季度经济走势看风格转换

在经济周期的不同阶段，大小盘股风格表现有所差异。根据我们的专题研究，我们对经济周期与风格转换作了划分。

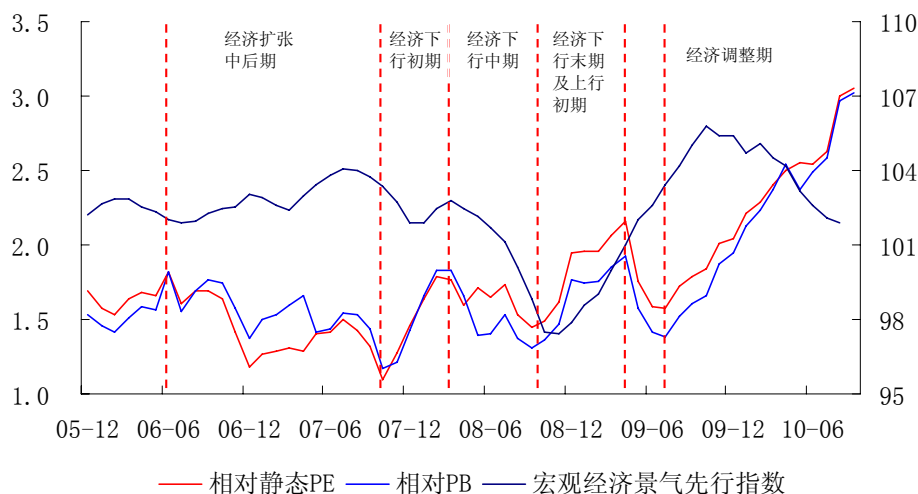
表5. 经济周期与风格转换

经济周期阶段	下行初期	下行中期	下行末期及复苏初期	复苏中后期	扩张中后期
市场风格偏向	小盘股	大盘股	小盘股	大盘股和小盘股	大盘股和小盘股（其中大盘股跑赢时间更长）
范例	07年11月-08年3月	08年8月-08年9月	2000年12月、08年10月-08年12月	09年1月-09年9月	2002-2003年、2006-2007年

资料来源：东海证券研究所

资料来源：WIND 资讯

图23. 中小板综指与沪深300相对估值与宏观经济景气先行指数



资料来源：WIND 资讯

从经济周期的角度看，09年经济的快速复苏以及10年经济维持较高速度增长说明经济已渡过复苏初期，但考虑到经济的转型和结构调整背景，我们认为，经济并没有进入中后期的扩张阶段，因此，我们可将目前的经济阶段划为复苏的中后期。

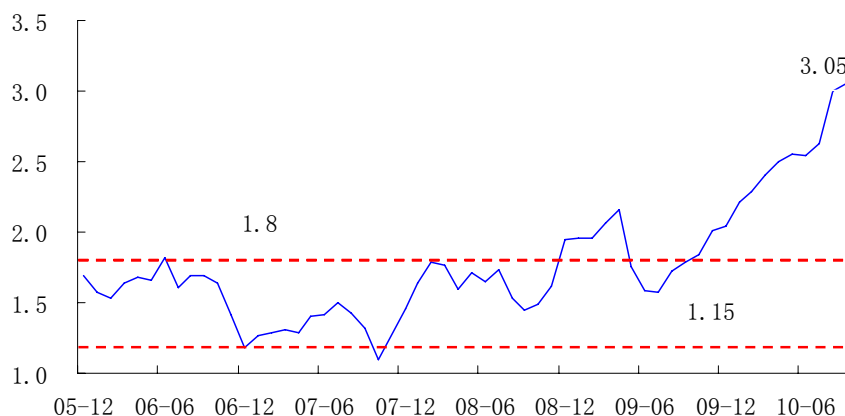
根据前面总结的大小盘风格转换与经济周期的关系，可以看出，这个阶段，大小盘股应该都有表现的机会，即市场风格会每1-3个月在大小盘股之间进行转换。

### 从相对估值看风格转换

虽然从历史平均角度看，大小盘风格转换具有一定的时间规律，但具体每一次转换时间并不确定，也就是说一种风格转换持续到什么水平会导致反向的风格转换发生。我们认为相对估值是判断风格转换时点的重要指标。

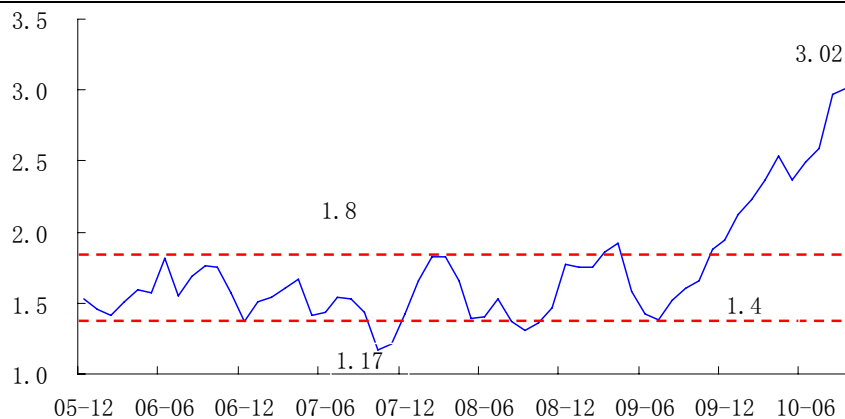
从静态 PE 来看，当中小板指数与沪深 300 的相对静态 PE 超过 1.8 时，风格逐渐由小盘股向大盘股转换；当相对静态 PE 接近 1.15 时，风格逐渐由大盘股向中小盘股转换；从相对 PB 来看，当中小板指数与沪深 300 的相对 PB 超过 1.8 时，风格逐渐由小盘股向大盘股转换；当相对 PB 跌破 1.4 时，风格逐渐由大盘股向中小盘股转换；从相对动态 PE 来看，当中小板指数与沪深 300 的相对动态滚动 PE 超过 1.6 时，风格逐渐由小盘股向大盘股转换；当相对动态滚动 PE 接近 1.1 时，风格逐渐由大盘股向中小盘股转换；从相对 PEG 看，当中小板指数与沪深 300 的相对沪深 300PEG 在 1.4 附近时，风格或将由小盘股向大盘股转换；当相对 PEG 接近 1.1 时，风格逐渐由大盘股向中小盘股转换。从有效程度来看，其中相对 PB 和相对动态 PE 指标在判断风格是否会发生转换时更为有效。

图24. 中小盘综指与沪深 300 相对静态 PE



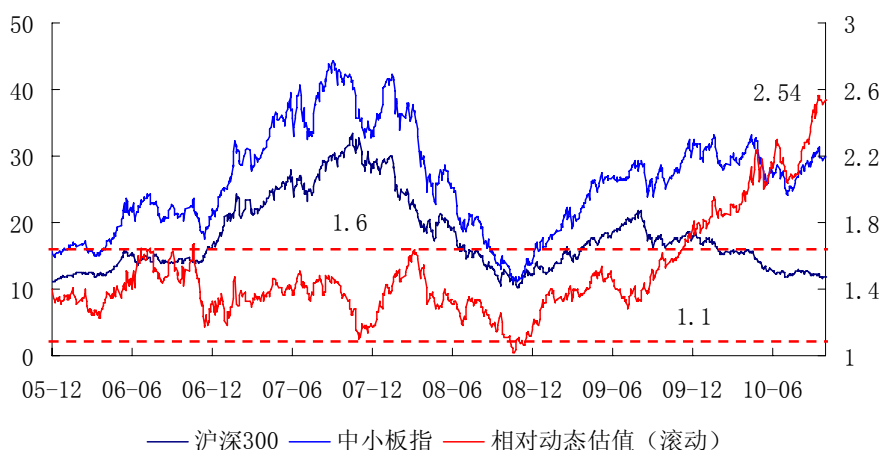
资料来源：WIND 资讯

图25. 中小盘综指与沪深 300 相对 PB



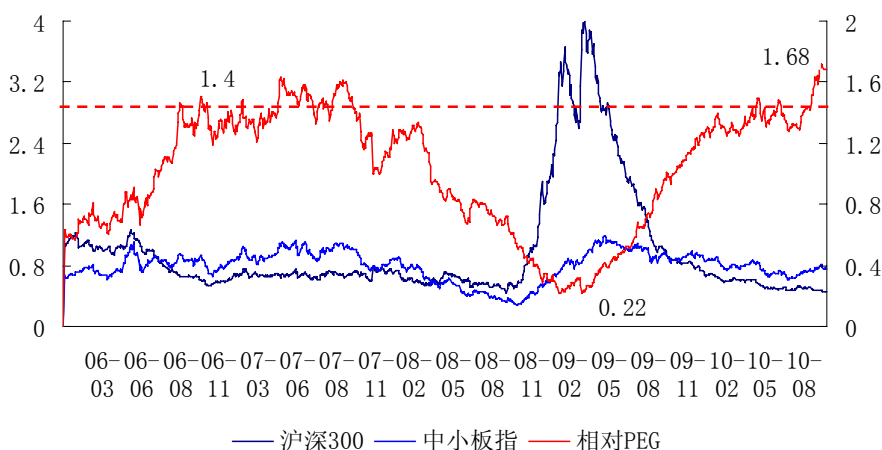
资料来源：WIND 资讯

图26. 中小板指数与沪深300动态PE及相对动态PE（滚动）



资料来源：WIND 资讯

图27. 中小板指和沪深300PEG及相对PEG（滚动）



资料来源：WIND 资讯

目前中小盘股相对大盘股估值的严重高企，也是市场风格或将转换的基础条件。目前，无论是相对静态PE、相对动态PE还是相对PB，当前的值不仅远超过历史平均水平（接近70%），而且远超过中小盘股向大盘股转换时的估值条件（接近60%）。

表6. 中小盘与大盘股的相对估值已远超历史平均水平

	相对静态 PE	相对 PB	相对动态 PE（滚动）	相对 PEG
当前值	3.05	3.02	2.54	1.68
上限	1.8	1.8	1.6	1.4
下限	1.15	1.4	1.1	0.22
均值	1.77	1.72	1.5	1.02
超过上限幅度	69.44%	67.78%	58.75%	20.00%
超过均值幅度	72.32%	75.58%	69.33%	64.71%

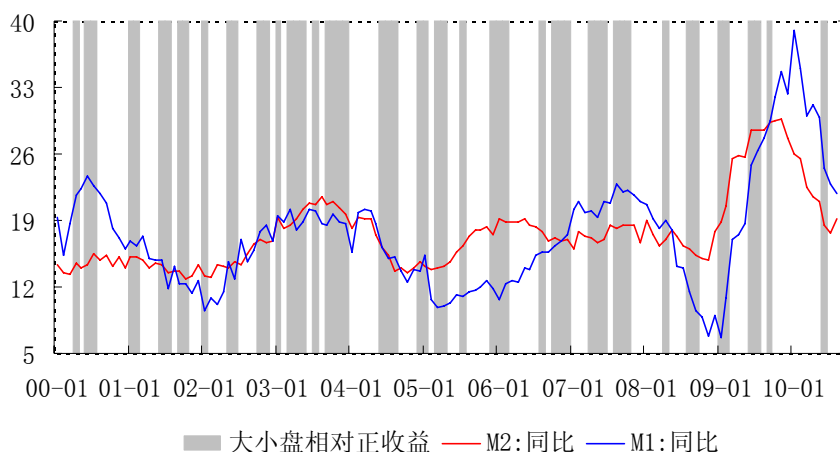
注：上下限即前文提出的通常风格发生转换的估值条件，接近上限附近往往意味着风格逐渐由中小盘股转向大盘股，接近下限相反。



### 从流动性看风格转换

除了估值条件外，流动性是否充裕也是决定市场风格特征的重要因素。一方面，流动性影响市场的估值中枢；另一方面，从历史情形来看，市场风格从中小盘股向大盘股转换的时期，往往是流动性非常充裕的时期或者流动性逐渐由紧转松的时期，例如 2006-2007 年及 2009 年 5 月-2009 年 7 月；而在流动性紧张或由松转紧时，中小盘股的表现相对大盘股更占优，例如 08 年及 09 年 10 月-10 年 5 月。应特别指出的是，对于货币供应量指标，相对于 M1，M2 指标更能灵敏的反映出大小盘风格转换的变化趋势，例如，2004 年 12 月、2006 年 3 月、2008 年 11 月、2009 年 11 月。

图 28. 货币供应量 M1 和 M2 增速与大小盘风格转换之间关系



注：图中灰柱表示当月大盘股跑赢小盘股

资料来源：WIND 资讯

不过，随着 10 年 8 月份 M2 和金融机构各项贷款余额的回升，意味着流动性或将逐渐由紧转松。实际上，根据我们宏观组的分析，随着四季度经济增速继续回落，宏观调控政策有望逐渐得到缓和，财政政策转向积极，而货币政策也将保持适度宽松，这将意味着流动性对大盘股的压制将可能逐渐得到缓解。根据历史规律，M2 等指标的回升将意味着风格转换逐渐偏向大盘股。

### 从业绩看风格转换

10 年中报公布后，创业板中报业绩明显低于市场预期，样本股中低预期组合的总市值和流通市值比重均明显低于沪深 300、中小板指数和中小板 100。而中报的低预期并没有对上市公司盈利预期产生影响。根据朝阳永续统计，目前上市公司盈利预期普遍较高，沪深 300 和中小板指数、创业板指数 2010 年业绩预测同比增速分别为 31.17%、45.13%、39.02%，其中，中小板和创业板指数的盈利预测增速大幅超过沪深 300。

图29. 2010年中报超预期情况（总市值占比）

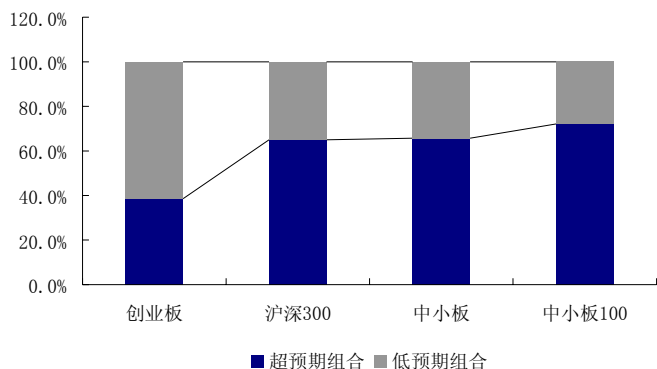
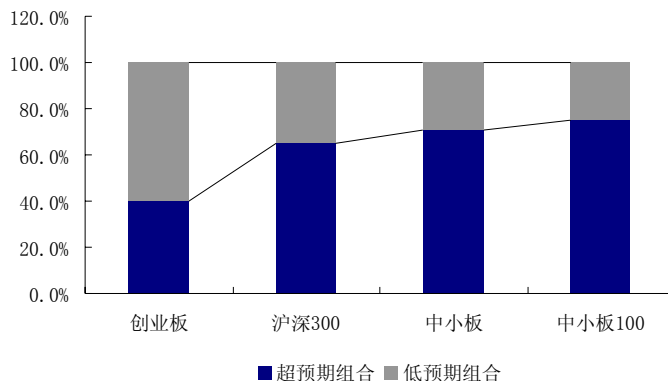


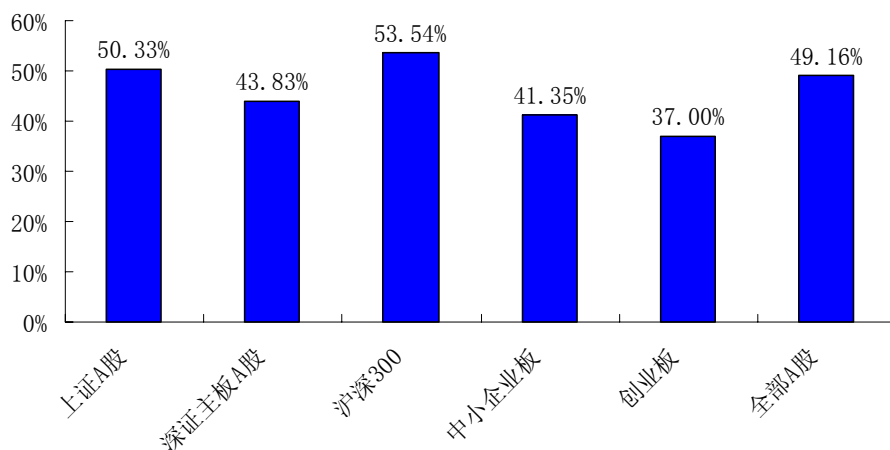
图30. 2010年中报超预期情况（流通市值占比）



资料来源：朝阳永续

而通过分析上市公司中报业绩情况可看出，沪深300、中小板和创业板中报业绩完成全年预测业绩比例分别为53.54%、41.35%、37.00%，这将意味着下半年沪深300完成全年预测业绩压力较轻，而中小板和创业板压力非常大，中小板和创业板下半年净利润环比增长率需要达到50%才能完成全年的预测业绩。

图31. 各指数中报业绩完成全年预测业绩比例情况



资料来源：朝阳永续

但是，从单季度净利润环比增长率和营业收入环比增长率情况来看，中小板和创业板下半年业绩要实现50%环比增长率非常困难。一方面，二季度中小板和创业板净利润环比增长率分别为26.32%、41.28%，而且过去几年历史经验显示，三季度净利润环比增速往往都会小于二季度，四季度会有所回升，但超过50%的情形并不多。另一方面，二季度中小板和创业板营业总收入环比增长率分别为35.59%、29.54%，相比一季度增速变化不大，且有回落的趋向，因此，在下半年经济增速回落的背景下，营业总收入的环比增速超过上半年可能性较小。

基于上述分析，我们认为，随着经济增速逐渐回落，以中小盘股为代表的中小板和创业板下半年盈利预测下调的可能性及幅度会比较大，而以大盘股为代表

的沪深 300 则相对较小。在目前高盈利预测的背景下，中小盘股仍然有那么高的相对估值，因此，我们认为，随着三季报的披露对业绩的确认，四季度中小盘股将可能会面临比较明显的估值和业绩双杀的风险。

### 从市场偏好看风格转换

四季度市场面临较大的解禁压力。根据 wind 统计四季度流通股数合计 2550.73 亿股，按 9 月 28 日收盘价计算，开始流通市值为 2.77 万亿元，分别占对应解禁个股的 A 股总股本和总市值的 32.57%、46.54%。

从解禁类型来看，解禁公司家数共计 316 家，其中主板 127 家，中小板 122 家，创业板 67 家，中小板和创业板解禁数量占比为 59.81%。从解禁数量占对应公司的已流通数量所占比例来看，上海主板、深圳主板、中小板、创业板分别为 70.02%、41.77%、32.79%、45.59%。

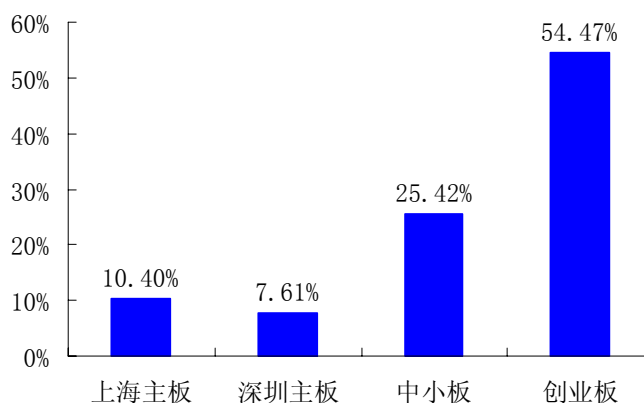
表7. 四季度主要解禁情况 单位：亿股

	解禁家数	解禁数量	对应的已流通数量	占比
上海主板	91	2338.54	3339.78	70.02%
深圳主板	36	121.89	291.82	41.77%
中小板	122	74.35	226.76	32.79%
创业板	67	15.96	35.01	45.59%
合计	316	2550.73	3893.38	65.51%

资料来源：WIND 资讯

从该比例来看，主板面临的解禁压力好像更大。但事实上，我们认为，解禁的风险对整个中小板和创业板的压力比主板压力大。一方面，相对估值和股东背景的差异使得主板面临的实际解禁压力相对较小。主板估值目前处于历史较低水平，从估值角度来看相对更为便宜，而且许多权重个股的解禁股份主要由国资控制，一般来说，在目前的低估值背景下，国资背景的股东减持的可能性相对较小；而中小板和创业板解禁的股份很多都为个人或机构投资者所持有，在目前明显偏高的估值背景下，减持套现可能性较大。前期许多创业板高管纷纷离职的现象就是此类情形的较好证明。另一方面，从解禁家数和解禁比例来看，上海主板和深圳主板解禁家数分别为 91 和 36 家，占各自上市公司家数比例分别为 10.40%、7.61%；而中小板和创业板解禁家数分别为 122 和 67 家，占各自上市公司家数比例分别为 25.42%、54.47%。从主板和中小板、创业板的解禁比例可看出，中小板、创业板的解禁比例远高于主板，因此，相比主板，中小板和创业板解禁的风险对整个板块的影响相对更大。

图32. 中小板、创业板的解禁家数比例远高于主板



资料来源：WIND 资讯

### 本轮风格转换的方式与持续时间

综合以上几方面，我们认为四季度将出现风格转换。

从转换的方式来看，考虑到前期大盘股调整幅度较大，进一步下跌空间有限，以及中小盘股面临的解禁压力及业绩和估值下调带来的双杀风险，我们认为，风格转换进行的方式以中大盘股上涨，而中小盘股震荡调整的概率最大。基于大盘股上涨的判断，我们认为，四季度市场有望震荡向上。

从持续的时间来看，市场风格偏向大盘股有望在 10-12 月中旬持续的概率最大。一方面，基于历史规律，当市场风格偏向大盘股时，平均持续时间为 2 个月，考虑到国庆假期因素，10 月中旬-12 月中旬刚好接近 2 个月时间；另一方面，四季度末和一季度，中小盘股受高送转预期等因素的影响，往往表现占优；此外，考虑到经济转型及结构调整的背景，相比传统产业居多的大盘股，中小盘股更受益于“调结构”政策，因此，在经过 10-12 月份一段时间调整后，那些调整充分的中小盘股有望再次走强。

### 风格转换促市场震荡向上

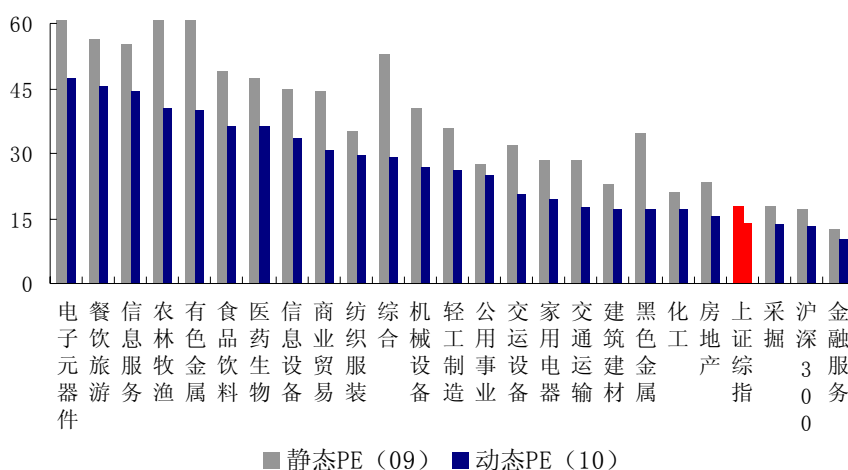
我们在下半年策略报告中指出 11-12 月市场将再度震荡向上，下半年沪深 300 合理区间大致在 (2747, 3684) 内，我们延续这一判断。我们认为虽然四季度市场风格由中小盘向大盘的转换有助于市场震荡向上，但由于目前所处经济周期为复苏中后期，这种风格转换从持续性和力度上不具备推动市场大幅向上的动力，不能与 2007 年年中经济扩张后期的风格转换相比。因此，我们伪四季度沪深 300 合理区间大致在 (2747, 3684) 内。

### 三、策略：风格转换下的投资策略

我们认为政策“由紧转松”有望带来蓝筹股的估值修复机会。

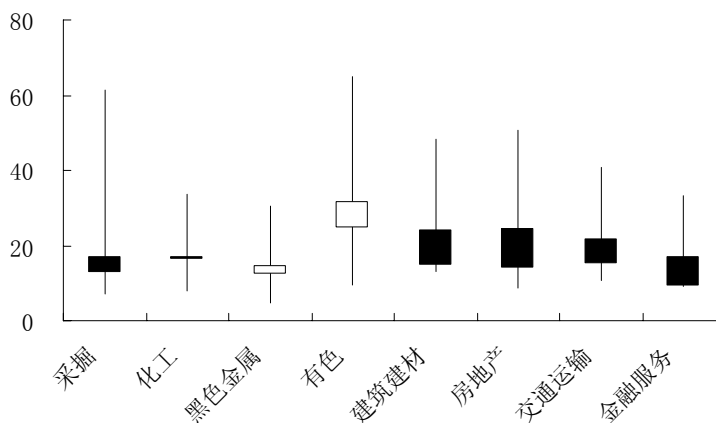
通常，大盘股居多的板块主要有金融、地产、建筑建材、采掘、化工、钢铁、有色、交通运输等板块。除有色外，这些权重板块估值目前都比较低，2010年动态PE居于所有申万一级行业的低端，其中，金融服务和采掘行业2010年动态PE甚至低于上证综指。从历史情况来看，除有色和黑色金属外，金融服务、交通运输、房地产、建筑建材、化工和采掘行业的滚动PE低于历史平均估值，而且都位于历史底部；相对估值方面，金融服务、交通运输、建筑建材和房地差行业都低于历史平均水平。

图33. 主要权重板块的估值位于所有申万行业的低端



资料来源：WIND 资讯

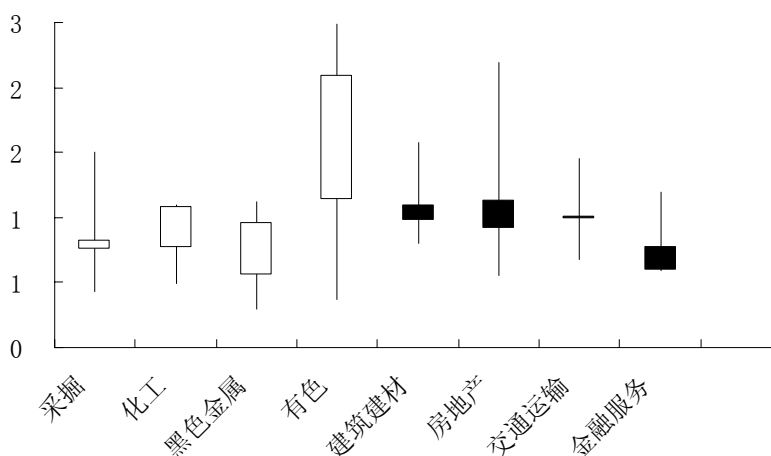
图34. 主要权重板块的动态估值情况（滚动PE）



注：黑实体部分表示当前估值低于历史均值，而虚体部分则表示当前估值高于历史均值。

资料来源：WIND 资讯

图35. 主要权重板块相对上证A股估值情况（相对滚动PE）



注：黑实体部分表示当前估值低于历史均值，而虚体部分则表示当前估值高于历史均值。

资料来源：WIND 资讯

根据我们宏观组的判断，伴随着四季度经济增速继续回落，宏观调控政策有望逐渐由紧转松，前期的一些利空政策预期有望逐渐弱化，这将使得政策对以大盘股居多的周期性板块估值的压制得到缓解，前期调整幅度较大的低估值权重板块有望获得估值修复带来的反弹机会。

一方面，随着经济增速的回落以及秋粮的收获，四季度CPI有望逐渐回落，个别月份可能回到2%左右，通胀的下行对货币政策从紧的担忧将逐渐缓解。另一方面，尽管最近房价的继续上升使得近期调控风险有所增加，但是我们认为，房地产进一步出台新政策的可能性不大，更有可能的是落实已有的政策；而且随着房地产调控政策效果的逐渐显现以及四季度市场供应量的逐渐增加，进一步调控的风险有望逐渐减弱，这将使得房地产相关的板块，如银行、钢铁、建材、家电、化工等板块的估值有望得到修复。

此外，区域政策、淘汰落后产能政策、节能减排政策、保障性住房政策的逐渐落实，对有色、化工、钢铁、建材等行业也将构成一定刺激。



**附注:****分析师简介及研究范围:**

**鲍庆:** 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3年银行业从业经验, 3年以上证券业从业经验, 2007年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究,

**董高峰:** 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008年加入东海证券研究所。

**王小丹:** 毕业于英国Cardiff University, 金融经济和银行学硕士。现任东海证券研究所海外市场助理研究员。

**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性	In-Line:	预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避	Cautious:	预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

**二、股票评级**

买入	Buy:	预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122