



Research and
Development Center

挖掘 A 股 20 年 蓝筹不常低估



2014 年 5 月 28 日
信达证券研究开发中心
证券研究报告

地址(北京): 北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心 邮编 100031

地址(上海): 上海市虹口区四川北路 1318 号
盛邦国际大厦 604 室研发中心上海派驻组 邮
编 200080

陈嘉禾 首席国际市场分析师

编号: S1500510120010

电话: +86 21 61678592

邮箱: chenjiahe@cindasc.com

谷永涛 国际市场分析师

编号: S1500513080001

电话: +86 10 63081090

邮箱: guyongtao@cindasc.com

证券研究报告

投资随笔

陈嘉禾 首席国际市场分析师

编号: S150029060085

电话: +86 21 61678592

邮箱: chenjiahe@cindasc.com

谷永涛 国际市场分析师

编号: S1500513080001

电话: +86 10 63081090

邮箱: guyongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

Cinda Securities Co., Ltd

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼 6

层研究开发中心

邮编: 100031

上海市虹口区四川北路 1318 号盛邦国际大

厦 604 室研发中心上海派驻组

邮编: 200080

挖掘 A 股 20 年：蓝筹不常低估

2014 年 5 月 28 日

善乐生者不蹇，善逸身者不殖。- 杨朱《列子》

太阳下面没有新鲜事，纵向的历史分析和横向的客观比较，常常能给投资者带来不同于流行思维的认识。

在当前的 A 股市场，最流行的逻辑之一，莫过于“盘子太大炒不动”，许多投资者也利用这个理由，来看空蓝筹股。确实，这个理由形象生动而又便于理解：在炒瓜子的时候，放一块砖头进去肯定不太好炒。

但问题是，股票市场并不是铁锅，炒股也不是炒瓜子、更不是投资。

如果说“盘子太大炒不动”是一条必然的真理，那么一个现象可以非常轻松对它进行反驳：为什么全国的房地产市场反而炒的动？这个多达几十万亿的资本市场的估值现在已经达到 50 倍、甚至更高的房价 / 房租比例，而按照 100 平米住房价格 / 三口之家年均总税前收入来计算，在一线城市也达到 30 倍上下，远高于国际公认的泡沫警戒线 7 倍。**如果说蓝筹股盘子太大所以“炒不动”，为什么房地产就“炒的动”？**往远了说，2000 年的科技股泡沫、2007 年的原油泡沫、2011 年的黄金泡沫，它们也是因为盘子太小所以才好炒的吗？

而更超出流行认识的是，**事实上，当前的蓝筹股市值占总市场市值的比值，并不比七八年前高多少。**也就是说，仅仅是“盘子太大”这个逻辑就是不牢固的。

我们把 A 股的上市公司分成 10 组，按市值大小划分。如果以总市值来看，当前市值最大的一组股票占整体市场的比值是 61.2%，不含银行地产的数值是 52.7%，而在 2007 年 5 月 29 日、即 5.30 行情以前，这个数值是 68.3%。如果说 5.30 行情以后的疯狂是由蓝筹股带动的，我们现在又凭什么认为蓝筹股“盘子太大炒不动”呢？

即使是再往前看，在 2005 年 6 月、即上一个熊市的底部，市值最大的 10% 的股票，占整体市场的总市值比也达到 56.9%。

如果考虑到蓝筹股中，国资的成分更多、交易的意愿更低这个事实，当前蓝筹股占市场的比例就更低。以 Wind 计算的 A 股自由流动市值（不含交易意向弱的股份）来看，当前市值最大的 10% 的股票占总市场的比值是 48.8%，和 2007 年 05 月 29 日的 43.5%、

2005年6月30日的44.1%并没有太大的区别。

具体的数据请见下附和报告最后所附。

图表 1：按总市值划分 10 个象限下 A 股结构历史比较

A股流通市值

日期	公司数目	说明	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
1995.12.31	281	1995年	29.9%	14.5%	11.8%	10.0%	8.6%	6.8%	6.1%	5.1%	4.1%	3.1%
2001.06.30	1,039	科技股泡沫	26.9%	14.2%	11.5%	9.9%	8.6%	7.6%	6.8%	6.0%	5.1%	3.4%
2005.06.30	1,312	2005年熊市	46.1%	14.5%	9.8%	7.5%	5.9%	4.8%	3.9%	3.3%	2.6%	1.7%
2007.05.29	1,422	5.30以前	47.8%	15.4%	10.0%	7.2%	5.6%	4.5%	3.6%	2.8%	2.0%	1.1%
2007.10.31	1,471	2007年泡沫	61.2%	13.1%	7.5%	5.2%	3.9%	3.0%	2.3%	1.8%	1.3%	0.7%
2008.10.31	1,580	2008年熊市	64.3%	11.7%	6.8%	4.8%	3.6%	2.8%	2.2%	1.7%	1.2%	0.8%
2009.07.31	1,586	2009年反弹	63.9%	11.5%	6.9%	5.0%	3.7%	2.8%	2.2%	1.8%	1.3%	0.8%
2010.12.31	2,029	中小板泡沫	66.8%	10.4%	6.4%	4.6%	3.5%	2.7%	2.2%	1.6%	1.2%	0.7%
2014.05.28	2,516	当前	61.1%	11.5%	7.2%	5.2%	4.1%	3.3%	2.7%	2.2%	1.7%	1.0%
2014.05.28	2,500	当前(除银行)	53.9%	13.4%	8.6%	6.3%	4.9%	3.9%	3.2%	2.6%	2.0%	1.2%
2014.05.28	2,358	当前(除银行地产)	54.5%	13.4%	8.4%	6.2%	4.8%	3.8%	3.2%	2.5%	2.0%	1.2%

图表说明

1 在市值取年尾日期时，财报取同时数据；市值取年中数据时，财报取上年末数据

2 在分析数据时，为整洁起见，数据多取月末数据，如2005.6.30

3 市值从第1组至第10组由大到小

资料来源：信达证券，Wind

那么蓝筹股的盈利能力是否更差？

事实恰恰相反。以净资产收益率(RoE)来看，当前市值最大的 10%的股票的整体 RoE 是 15.2%，即使去除了银行以后也达到 11.9%，继续去除地产以后仍然达到 11.7%。

而在计算了所有股票口径下的市值大小排名在 10%到 70%之间的 6 个象限、70%以后的 3 个象限的股票，RoE 平均值分别只有 6.9%、-2.4%。在统计了从 1995 年以后至今的其它 8 个关键时间点后也可以发现，这种蓝筹股盈利能力更强的现象，几乎从来没有改变过。

图表 2：按总市值划分 10 个象限下 A 股结构历史比较

净资产收益率 ROE

日期	公司数目	说明	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
1995.12.31	281	1995年	12.1%	14.2%	12.0%	10.2%	10.0%	8.2%	8.9%	5.7%	5.8%	3.6%
2001.06.30	1,039	科技股泡沫	9.5%	9.0%	8.4%	8.6%	5.2%	6.4%	5.5%	5.6%	6.2%	(4.5%)
2005.06.30	1,312	2005年熊市	13.7%	8.6%	5.6%	4.6%	3.9%	4.3%	2.6%	(2.9%)	(7.0%)	(65.0%)
2007.05.29	1,422	5.30以前	12.9%	11.1%	6.9%	6.5%	1.7%	0.5%	1.2%	0.6%	(2.0%)	(63.7%)
2007.10.31	1,471	2007年泡沫	13.6%	10.0%	7.3%	5.1%	4.4%	0.2%	1.5%	(7.1%)	3.2%	(29.1%)
2008.10.31	1,580	2008年熊市	16.4%	14.1%	9.6%	9.9%	8.0%	6.8%	7.5%	6.6%	3.3%	0.1%
2009.07.31	1,586	2009年反弹	13.2%	10.0%	6.1%	6.4%	4.5%	2.0%	1.9%	1.2%	(1.5%)	(20.8%)
2010.12.31	2,029	中小板泡沫	16.1%	11.1%	10.0%	8.8%	7.7%	8.3%	6.3%	7.9%	4.5%	2.5%
2014.05.28	2,516	当前	15.2%	6.9%	9.0%	5.9%	7.6%	5.6%	6.3%	(0.6%)	2.4%	(4.1%)
2014.05.28	2,500	当前(除银行)	11.9%	6.7%	9.1%	5.4%	7.8%	5.6%	6.3%	(0.8%)	2.5%	(4.2%)
2014.05.28	2,358	当前(除银行地产)	11.7%	6.5%	8.7%	4.8%	7.7%	5.5%	5.3%	(1.1%)	2.2%	(4.4%)

图表说明

1 在市值取年尾日期时，财报取同时数据；市值取年中数据时，财报取上年末数据

2 在分析数据时，为整洁起见，数据多取月末数据，如2005.6.30

3 市值从第1组至第10组由大到小

资料来源：信达证券，Wind

那么，历史上的 A 股结构中，是不是蓝筹股一直低估呢？这也是当前看空蓝筹股的流行思维所经常使用的一种逻辑，其支持理由包括 A 股发行制度不合理、散户化严重、退市流程不畅通、国企治理效率低下等等。但是，历史数据恰恰证明，A 股历史上蓝筹股并不总是低估。事实上，在 2009 年以前，这种低估非常罕见。

让我们还是把所有股票按市值大小分成 10 组，而考虑到小公司的 RoE 更低，我们这里用市净率（PB）进行对比。

市值最大的 1 组当前的 PB 估值是 1.3 倍，即使在去除银行、去除银行地产以后的估值也只有 1.63、1.64 倍，和剩下 9 组股票估值的平均值的比值（让我们把这个比值称为合理值）分别是 53%、67%和 66%。

而在历史上，1995 年底的合理值为 119%，2001 年 6 月科技股和小公司泛滥时的合理值也只有 76%，2005 年 6 月熊市底部时的合理值是 112%，2007 年 5 月 29 日、2007 年 10 月大泡沫顶点、2008 年 10 月熊市底部、2009 年 7 月反弹顶部的合理值则分别是 68%、148%、128%、84%，无一不高于现在。而且其中数值高于 100%、即意味着蓝筹股更贵的情况，也比比皆是。

图3：按总市值划分 10 个象限下 A 股结构历史比较

市净率 PB

日期	公司数目	说明	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组	合理值
1995.12.31	281	1995年	2.2	2.5	1.9	1.7	1.9	1.7	1.8	2.0	1.8	1.5	119%
2001.06.30	1,039	科技股泡沫	4.7	5.7	5.7	5.4	5.6	5.5	5.7	6.3	6.4	10.0	76%
2005.06.30	1,312	2005年熊市	1.9	1.8	1.5	1.5	1.5	1.4	1.6	1.4	1.6	3.0	112%
2007.05.29	1,422	5.30以前	5.5	6.8	6.8	6.3	5.8	6.3	5.8	6.5	6.3	22.2	68%
2007.10.31	1,471	2007年泡沫	9.2	7.1	7.2	5.7	5.6	5.0	5.0	4.8	5.4	9.9	148%
2008.10.31	1,580	2008年熊市	2.2	2.0	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.6	1.7	2.1	128%
2009.07.31	1,586	2009年反弹	3.9	4.2	4.0	4.4	4.3	3.9	4.4	4.0	4.8	7.6	84%
2010.12.31	2,029	中小板泡沫	2.3	3.9	3.6	3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	4.1	7.0	54%
2014.05.28	2,516	当前	1.3	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.5	2.9	53%
2014.05.28	2,500	当前(除银行)	1.6	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.5	2.9	67%
2014.05.28	2,358	当前(除银行地产)	1.6	2.3	2.4	2.5	2.6	2.4	2.4	2.4	2.6	2.8	66%

图表说明

1 在市值取年尾日期时，财报取同时数据；市值取年中数据时，财报取上年末数据

2 在分析数据时，为整洁起见，数据多取月末数据，如2005.6.30

3 市值从第1组至第10组由大到小

资料来源：信达证券，Wind

可以看到，现在的蓝筹股有更强的盈利能力（即使是在排除了银行和地产以外）、更低的估值、并没有显著扩大的市值比例（而且更大的市值也并不意味着更差的投资价值），我们难道能在股票市场中找到相对这种投资机会更有价值的资产储值手段吗？

以更低的估值买入更优质的资产，这永远是投资的不二法门。而错误解读了历史和客观现象的流行思维，恰恰创造了这种难得遇见的投资机会。

关于其它较次要的数据表格，请见后附。

图表 4：按总市值划分 10 个象限下 A 股结构历史比较

总市值占比

日期	公司数目	说明	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
1995.12.31	281	1995年	44.5%	15.1%	9.7%	7.2%	6.1%	5.0%	4.2%	3.4%	2.8%	2.1%
2001.06.30	1,039	科技股泡沫	30.9%	14.0%	10.9%	9.2%	8.1%	7.0%	6.2%	5.5%	4.7%	3.5%
2005.06.30	1,312	2005年熊市	56.9%	11.8%	7.6%	5.8%	4.7%	3.9%	3.2%	2.6%	2.1%	1.4%
2007.05.29	1,422	5.30以前	68.3%	9.6%	5.9%	4.2%	3.3%	2.7%	2.2%	1.8%	1.3%	0.8%
2007.10.31	1,471	2007年泡沫	80.5%	6.7%	3.7%	2.5%	1.9%	1.4%	1.1%	0.9%	0.7%	0.4%
2008.10.31	1,580	2008年熊市	81.5%	6.3%	3.5%	2.4%	1.8%	1.4%	1.1%	0.9%	0.7%	0.5%
2009.07.31	1,586	2009年反弹	76.5%	7.7%	4.3%	3.0%	2.4%	1.9%	1.5%	1.2%	0.9%	0.6%
2010.12.31	2,029	中小板泡沫	65.7%	10.2%	6.3%	4.6%	3.5%	2.9%	2.4%	1.9%	1.5%	1.0%
2014.05.28	2,516	当前	61.2%	10.9%	7.0%	5.2%	4.1%	3.3%	2.7%	2.3%	1.8%	1.4%
2014.05.28	2,500	当前(除银行)	52.3%	13.2%	8.6%	6.4%	5.1%	4.1%	3.4%	2.8%	2.3%	1.7%
2014.05.28	2,358	当前(除银行地产)	52.7%	13.2%	8.5%	6.4%	5.0%	4.1%	3.4%	2.8%	2.3%	1.7%

图表说明

1 在市值取年尾日期时，财报取同时数据；市值取年中数据时，财报取上年末数据

2 在分析数据时，为整洁起见，数据多取月末数据，如2005.6.30

3 市值从第1组至第10组由大到小

资料来源：信达证券，Wind

图表 5：按总市值划分 10 个象限下 A 股结构历史比较

盈利占比

日期	公司数目	说明	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
1995.12.31	281	1995年	45.6%	15.8%	11.7%	8.1%	6.0%	4.4%	3.9%	1.8%	1.7%	1.0%
2001.06.30	1,039	科技股泡沫	42.8%	15.4%	11.2%	10.2%	5.3%	5.6%	4.1%	3.4%	3.1%	(1.1%)
2005.06.30	1,312	2005年熊市	82.6%	11.6%	5.6%	3.6%	2.5%	2.4%	1.1%	(1.1%)	(1.9%)	(6.3%)
2007.05.29	1,422	5.30以前	86.4%	8.4%	3.2%	2.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	(0.2%)	(1.2%)
2007.10.31	1,471	2007年泡沫	88.7%	7.0%	2.8%	1.7%	1.1%	0.0%	0.3%	(1.0%)	0.3%	(0.9%)
2008.10.31	1,580	2008年熊市	85.5%	6.2%	2.8%	1.9%	1.2%	0.9%	0.7%	0.5%	0.2%	0.0%
2009.07.31	1,586	2009年反弹	89.1%	6.4%	2.2%	1.5%	0.8%	0.3%	0.2%	0.1%	(0.1%)	(0.6%)
2010.12.31	2,029	中小板泡沫	85.1%	5.4%	3.2%	2.0%	1.3%	1.1%	0.7%	0.7%	0.3%	0.1%
2014.05.28	2,516	当前	87.8%	4.1%	3.3%	1.5%	1.6%	1.0%	0.9%	(0.1%)	0.2%	(0.2%)
2014.05.28	2,500	当前(除银行)	75.8%	7.8%	6.7%	2.9%	3.2%	2.0%	1.8%	(0.2%)	0.4%	(0.5%)
2014.05.28	2,358	当前(除银行地产)	77.2%	7.8%	6.4%	2.5%	3.1%	1.9%	1.6%	(0.3%)	0.4%	(0.5%)

图表说明

1 在市值取年尾日期时，财报取同时数据；市值取年中数据时，财报取上年末数据

2 在分析数据时，为整洁起见，数据多取月末数据，如2005.6.30

3 市值从第1组至第10组由大到小

资料来源：信达证券，Wind

图表 6：按总市值划分 10 个象限下 A 股结构历史比较

净资产占比

日期	公司数目	说明	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
1995.12.31	281	1995年	41.3%	12.3%	10.8%	8.8%	6.6%	5.9%	4.8%	3.4%	3.2%	2.9%
2001.06.30	1,039	科技股泡沫	35.5%	13.4%	10.4%	9.3%	7.9%	7.0%	5.9%	4.8%	4.0%	1.9%
2005.06.30	1,312	2005年熊市	52.5%	11.6%	8.7%	6.8%	5.6%	4.9%	3.5%	3.3%	2.4%	0.8%
2007.05.29	1,422	5.30以前	71.9%	8.2%	5.0%	3.9%	3.3%	2.5%	2.2%	1.6%	1.2%	0.2%
2007.10.31	1,471	2007年泡沫	73.8%	8.0%	4.4%	3.7%	2.8%	2.4%	1.9%	1.6%	1.1%	0.4%
2008.10.31	1,580	2008年熊市	77.9%	6.6%	4.3%	2.9%	2.3%	1.9%	1.5%	1.2%	0.9%	0.5%
2009.07.31	1,586	2009年反弹	78.0%	7.4%	4.2%	2.7%	2.2%	1.9%	1.3%	1.2%	0.8%	0.3%
2010.12.31	2,029	中小板泡沫	76.3%	7.0%	4.6%	3.2%	2.5%	2.0%	1.6%	1.3%	1.0%	0.4%
2014.05.28	2,516	当前	74.3%	7.6%	4.7%	3.4%	2.7%	2.2%	1.8%	1.5%	1.1%	0.7%
2014.05.28	2,500	当前(除银行)	61.3%	11.3%	7.1%	5.1%	4.0%	3.4%	2.8%	2.2%	1.7%	1.1%
2014.05.28	2,358	当前(除银行地产)	62.0%	11.3%	6.9%	4.9%	3.8%	3.2%	2.7%	2.2%	1.7%	1.2%

图表说明

1 在市值取年尾日期时，财报取同时数据；市值取年中数据时，财报取上年末数据

2 在分析数据时，为整洁起见，数据多取月末数据，如2005.6.30

3 市值从第1组至第10组由大到小

资料来源：信达证券，Wind

图表 7：按总市值划分 10 个象限下 A 股结构历史比较

市盈率 PE

日期	公司数目	说明	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
1995.12.31	281	1995年	18.3	17.8	15.5	16.6	18.9	21.0	20.3	35.6	30.5	41.4
2001.06.30	1,039	科技股泡沫	50.0	63.0	67.6	62.8	106.3	86.1	104.4	111.6	104.6	(220.0)
2005.06.30	1,312	2005年熊市	14.0	20.7	27.5	32.8	37.9	32.2	60.8	(49.6)	(22.2)	(4.6)
2007.05.29	1,422	5.30以前	42.5	61.3	97.8	97.2	332.8	1,246.6	487.9	1,149.9	(320.8)	(34.8)
2007.10.31	1,471	2007年泡沫	67.5	71.3	98.8	112.9	127.9	2,588.3	332.9	(66.7)	167.6	(34.1)
2008.10.31	1,580	2008年熊市	13.7	14.4	17.9	17.7	21.0	23.4	22.1	24.0	50.3	1,831.9
2009.07.31	1,586	2009年反弹	29.7	41.9	66.5	68.8	96.7	193.2	229.9	325.7	(313.2)	(36.7)
2010.12.31	2,029	中小板泡沫	14.3	34.6	36.4	43.2	49.1	46.8	61.2	50.9	90.9	282.9
2014.05.28	2,516	当前	8.4	32.5	25.9	40.9	31.6	42.4	37.1	(377.0)	107.0	(70.6)
2014.05.28	2,500	当前(除银行)	13.7	33.5	25.4	44.6	31.2	41.8	37.0	(308.2)	102.8	(69.2)
2014.05.28	2,358	当前(除银行地产)	14.0	34.8	27.3	52.3	33.3	44.4	44.3	(215.1)	116.8	(64.3)

图表说明

1 在市值取年尾日期时，财报取同时数据；市值取年中数据时，财报取上年末数据

2 在分析数据时，为整洁起见，数据多取月末数据，如2005.6.30

3 市值从第1组至第10组由大到小

资料来源：信达证券，Wind

图8：按总市值划分 10 个象限下 A 股结构历史比较

A股自由流动市值 (Wind口径，不含交易意向弱的股份)

日期	公司数目	说明	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
1995.12.31	281	1995年	30.6%	16.4%	12.1%	9.8%	8.2%	7.3%	6.0%	5.1%	3.9%	0.7%
2001.06.30	1,039	科技股泡沫	26.0%	14.3%	11.6%	10.0%	8.8%	7.8%	6.9%	6.1%	5.2%	3.3%
2005.06.30	1,312	2005年熊市	44.1%	15.1%	10.0%	7.7%	6.1%	5.0%	4.1%	3.5%	2.8%	1.7%
2007.05.29	1,422	5.30以前	43.5%	16.4%	10.5%	7.8%	6.1%	5.0%	4.1%	3.1%	2.2%	1.2%
2007.10.31	1,471	2007年泡沫	55.4%	14.6%	8.6%	6.1%	4.6%	3.5%	2.7%	2.1%	1.5%	0.9%
2008.10.31	1,580	2008年熊市	55.3%	13.9%	8.8%	6.2%	4.7%	3.6%	2.8%	2.2%	1.6%	0.9%
2009.07.31	1,586	2009年反弹	53.5%	14.0%	8.7%	6.3%	5.0%	3.9%	3.2%	2.4%	1.9%	1.2%
2010.12.31	2,029	中小板泡沫	48.0%	15.0%	9.7%	7.1%	5.6%	4.5%	3.6%	2.9%	2.2%	1.5%
2014.05.28	2,516	当前	48.8%	13.9%	9.2%	6.9%	5.6%	4.6%	3.8%	3.1%	2.5%	1.7%
2014.05.28	2,500	当前(除银行)	44.0%	15.0%	10.0%	7.6%	6.1%	5.0%	4.2%	3.4%	2.8%	1.9%
2014.05.28	2,358	当前(除银行地产)	43.8%	15.2%	10.1%	7.6%	6.1%	5.0%	4.2%	3.4%	2.8%	1.9%

图表说明

1 在市值取年尾日期时，财报取同时数据；市值取年中数据时，财报取上年末数据

2 在分析数据时，为整洁起见，数据多取月末数据，如2005.6.30

3 市值从第1组至第10组由大到小

资料来源：信达证券，Wind

分析师简介

陈嘉禾：首席国际市场分析师。2005 年本科以一等成绩毕业于英国赫尔大学经济系国际与金融经济专业，2006 年研究生毕业于英国牛津大学历史系经济与社会史专业，同年加入平安资产管理公司任固定收益研究员，2008 年加入信达证券并购重组部任高级经理，2009 年至今任信达证券研发中心策略分析师，负责策略研究，2011 起负责专题策略研究，2012 年 11 月起负责国际市场研究、及与 A 股市场的比较。同时，自 2010 年起兼任中央电视台英语频道财经评论员、证券时报专栏作者、中国证券报、证券市场周刊、证券市场红周刊特邀作者，自 2012 年起至兼任 CNBC 特邀嘉宾，自 2013 年起兼任 Channel News Asia 特邀嘉宾。

谷永涛：国际市场分析师。2011 年毕业于北京大学物理学院，理学硕士，同年加盟信达证券研究开发中心。研究方向为金融工程，主要负责股票量化策略以及股指期货对冲产品的研究开发，具有扎实的数理功底和模型搭建能力，以可操作性和实用性为导向进行策略开发。2013 年起开始研究国际市场、及与 A 股市场的比较。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。