

流动性研究系列报告之二-11年资金总量对经济增长影响的分析

流动性对冲调控延续，但不会导致经济增长失速

相关研究报告

2011年5月7日 《流动性研究系列报告之一-流动性转场，利好A股》

2011年6月16日 《宏观中期报告：调控中的增长-增速放缓，支撑犹存》

2011年6月28日《流动性研究系列报告之二-11年资金总量对经济增长影响分析》

2011年6月28日《流动性研究系列报告之三-11年下半年国际流动性展望》

证券分析师

何庆明 S1060208120121
0755-22625695
Wangcheng932@pingan.com.cn

■ 本报告的不同之处：

当前央行所面临的流动性对冲压力来自两个方面：从海外层面看，短期内由于贸易顺差和人民币升值预期，使得海外热钱涌入的预期不减，从国内层面看，在未来数月里还有相当规模的央票和正回购到期，因此未来央行对流动性对冲的调控还将延续，但我们认为调控对整体流动性的冲击有限，进而导致经济增长失速的可能性并不高，原因在于：通过新增贷款+外汇占款-对冲操作和社会融资总额两种口径自上而下的分析，我们发现即使在紧缩调控的假设下，11年新增资金也具备相当规模，不至于出现流动性持续异常紧张的状况，另外从自下而上的分析来看，我们发现企业层面并不“不缺钱”，它们可以通过新型的筹资、融资渠道得到资金。

■ 11年内央行仍面临巨大流动性对冲压力，对冲型调控将延续。

- 海外层面：由于贸易顺差和人民币升值预期，海外热钱流入预期不减；
- 国内层面：在未来8个月里，央行将面对至少18250亿央票和正回购到期资金；

短期内央行面对的对冲压力不轻，我们估计未来流动性对冲的调控措施仍将延续。

■ 调控政策对流动性的影响趋弱，11年出现整体流动性异常紧张的可能性不大。

- 由自上而下的分析，第一、由新增贷款+新增外汇占款-各种对冲型措施回笼资金的思路分析，11年新增流动性规模/名义GDP的比值处在过去10年的第4位；第二、从社会融资总额角度来看，社会融资总额/GDP比值也排在过去10年中的第3位；
- 由自下而上的分析，我们发现企业自有、自筹资金增长很快，企业通过IPO、债务和银行新型融资也起获得大量资金，保持增长。

■ 根据由M2与GDP的关系建立的量化模型测算，11年GDP实际增速的低值在8%以上，因此政策调控导致增长失速的可能性不大。

正文目录

一、基本判断：流动性对冲延续，GDP 增长失速可能性小.....	5
二、当前的政策环境：对冲性调控将延续	5
2.1 央行流动性对冲任务依然艰巨	5
2.2 政策判断.....	7
三、11 年宏观层面不会出现流动性持续异常紧张的状况.....	8
3.1 自上而下分析：11 年宏观流动性并不紧张	8
3.2 自下而上分析：新型融资渠道在相当程度上支持了企业资金需求.....	12
四、量化测算显示 11 年经济增速有“底”	15
4.1 流动性增长与经济增长同趋势	15
2.2 定量分析：估算显示 11 年经济增速“底”有保证.....	17
五、附录.....	19
5.1 由 M1、M2 与经济增长建立的其它模型	19

图表目录

图表 1	4 月我国贸易重回顺差，显示外部需求趋好	5
图表 2	目前人民币升值预期依然较强，未来 12 个月人民币预期升值 2.2%	6
图表 3	外汇占款持续在高位	6
图表 4	近几个月外汇占款中不可解释部分在增大	6
图表 5	根据静态估算到今年年底至少还有 18250 亿央票和正回购到期	7
图表 6	上调存款准备金率与当月资金净增量有密切关系	7
图表 7	历年 5-12 月央票和正回购发行规模	9
图表 8	历年央行对冲流动性后的资金增加净效果	9
图表 9	11 年流动性的净增量 80000 亿，属于历史高位	10
图表 10	非金融类企业 IPO 融资规模	10
图表 11	近两年企业债年发行规模均超万亿	10
图表 12	各类新增贷款规模低于 75000 亿的几率不大	11
图表 13	新型银信合作业务发展非常快	11
图表 14	11 年社会融资总额可能在 15 万亿以上，资金面出现极端紧张的可能性不大	11
图表 15	当前社会融资总额规模仍居高位	12
图表 16	企业自由资金在固定投资资金来源中占比大，并且还出现上升趋势	13
图表 17	年度固定投资的增量中，来自企业自有资金的贡献最大	13
图表 18	近 5 年企业自有、自筹资金的增速稳定显示这部分资金受调控的影响相对有限	14
图表 19	新型融资渠道提供了更多资金来源	14
图表 20	95 年至今大部分时间里流动性增速与经济增长具有同趋势	15
图表 21	M1 同比增速与经济增速也显示出同步性	15
图表 22	在 02-03 年、08-09 年流动性增速上升领先于 IP 增速上升	16
图表 23	87 年至今 GDP 值与 M2 增量规模（实际值）显示同步增加的状况	16
图表 24	名义 GDP 与名义 M2 具有相当明确的对应关系	17
图表 25	即使考虑实际量，GDP 与 M2 之间的关系也非常明确	18
图表 26	名义 GDP 与名义 M1	19

图表 27 名义 GDP 与名义 M1 年增量.....19

图表 28 实际 GDP 与实际 M1.....19

图表 29 实际 GDP 与实际 M1 年增量.....19

图表 30 名义 GDP 与名义 M2 年增量.....20

图表 31 实际 GDP 与实际 M2 年增量.....20

一、基本判断：流动性对冲延续，GDP 增长失速可能性小

本报告从流动性的角度来讨论经济增长的问题。当前央行所面临的流动性对冲压力来自两个方面：从海外层面看，短期内由于贸易顺差和人民币升值预期，使得海外热钱涌入的预期不减；从国内层面看，在未来数月里还有相当规模的央票和正回购到期。因此，未来央行对流动性对冲的调控将会延续，但我们认为流动性对冲调控对整体流动性的冲击有限，进而导致经济增长失速的可能性并不高。原因在于：通过新增贷款+外汇占款-对冲操作和社会融资总额两种口径自上而下的分析，我们发现即使紧缩调控的假设下，11 年社会新增资金也具备相当规模，不至于出现流动性非常紧张的状况，另外从自下而上的分析来看，我们发现调控措施对企业层面流动性的影响相对有限，企业可以通过新型的筹资渠道得到大量流动性，保持活力。

二、当前的政策环境：对冲性调控将延续

2.1 央行流动性对冲任务依然艰巨

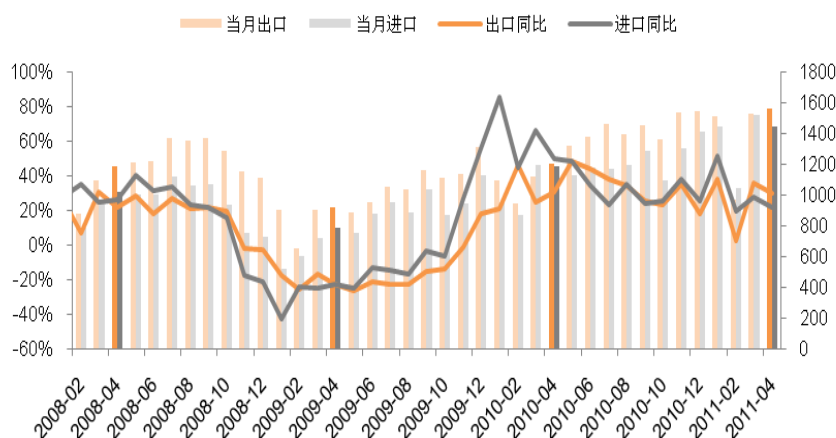
■ 海外层面：贸易顺差+人民币升值预期，外部流动性流入预期不减

我们认为短期内海外流动性流入预期不减，其原因是：

➢ 外部需求趋好，贸易顺差有望维持；

4 月出口增速表现强劲，我国贸易重回顺差。而且在全球经济温和复苏的背景下，短期内我国出口形势也不会明显恶化，因此我们认为未来我国贸易顺差有望维持在 1000 亿美元以上的顺差规模，增速可能会放缓。（具体请见《平安证券 5 月贸易数据点评》）。

图表1 4月我国贸易重回顺差，显示外部需求趋好

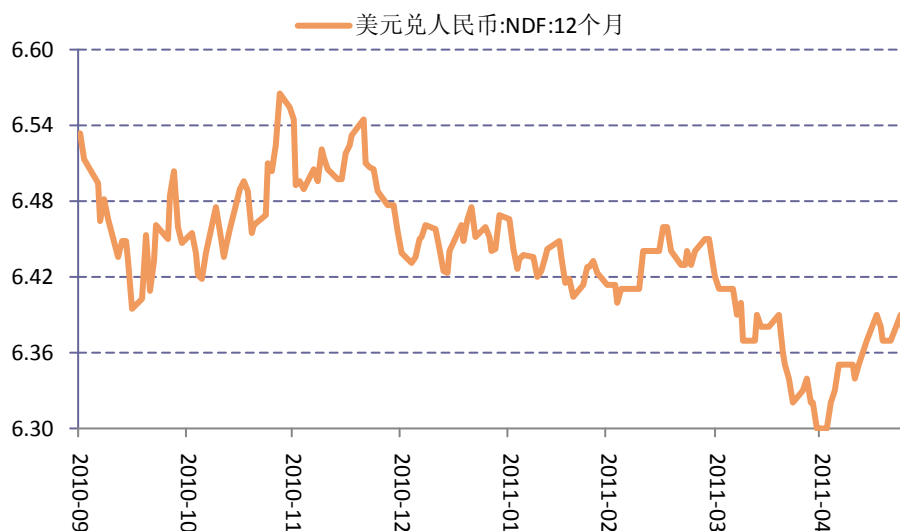


资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

➤ 人民币升值预期不减吸引海外热钱涌入

图表 2 显示从 10 年 9 月至今对未来 12 各月美元兑人民币 NDF 价格，从数据上看，市场对人民币升值的预期趋同，其升值的幅度在 2.2% 以上，人民币稳定的表现也是吸引热钱流入的重要因素。

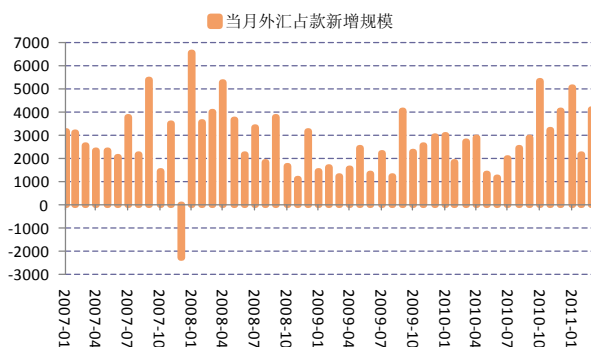
图表2 目前人民币升值预期依然较强，未来12个月人民币预期升值2.2%



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

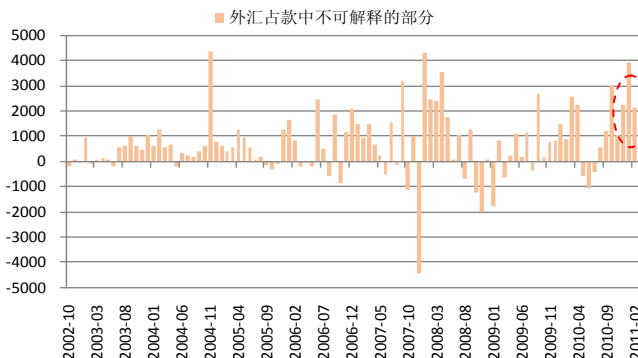
近期外汇占款居高位，以及外汇占款中不可解释部分增大的事实支撑我们的观点，见图表 3、4。

图表3 近几月外汇占款持续在高位



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

图表4 近几个月外汇占款中不可解释部分在增大

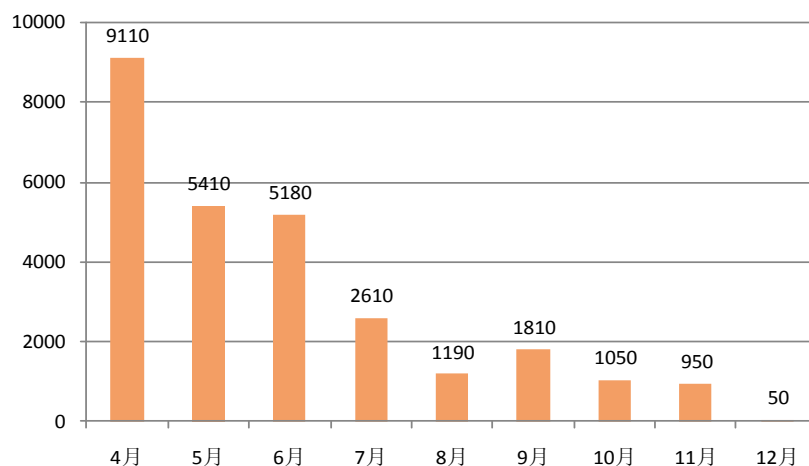


资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

■ 国内层面：在未来数月仍有大量的央票和正回购到期

根据目前的静态估算，到 11 年年底，大约还有 18250 亿的央票和正回购到期。但请注意这只是一个静态值，由于央行在未来还可能发行新的短期正回购和央票，因此在未来数月实际到期的资金规模将大于目前的统计。

图表5 根据静态估算到今年年底至少还有18250亿央票和正回购到期

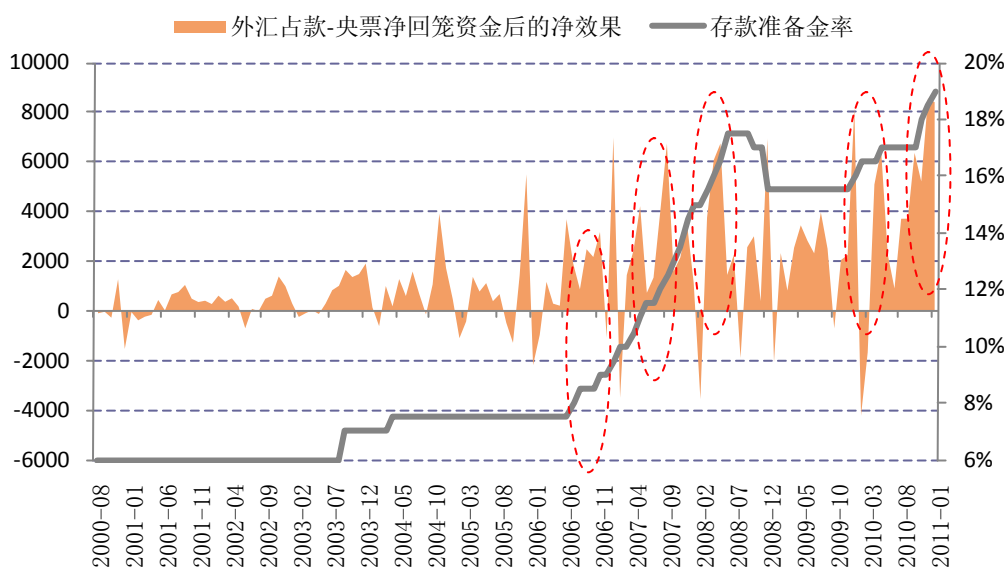


资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

2.2 政策判断

从央行上调存款准备金率与月度外汇占款净值（减去央行公开市场操作净回笼资金）的关系发现，从 07 年起，当月度资金净增量明显增加时，央行上调存款准备金率的可能性就增大，如图表 6 中红圈区域所示。

图表6 上调存款准备金率与当月资金净增量有密切关系



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

短期内，由于国内通胀形势依旧严峻，外汇占款和到期央票的对冲压力也不小，因此央行在未来的数月内不太可能放弃针对流动性的对冲调控。但是，由于当前银行资金呈现的紧张局面使企业成本和经营压力明显上升，因此预期央行对流动性的对冲力度有可能会略有放缓。

三、11 年宏观层面不会出现流动性持续异常紧张的状况

本部分我们将从自上而下和自下而上两个角度来讨论。

我们认为即使在调控非常紧缩的假设下，可能的调控措施对整体流动性的影响并不大，支撑经济增长的流动性因素不会明显变差。

3.1 自上而下分析：11 年宏观流动性并不紧张

在自上而下的分析部分，我们将采用两个对流动性计量的口径：传统的新增贷款+新增外汇占款口径和社会融资总规模口径，从定性分析的结果来看，均显示 11 年出现流动性非常紧张的可能性较小。

■ 传统新增贷款+新增外汇占款口径：流动性增量 7.5-8 万亿以上

对于我国而言，每年流动性的增量从根本上说是两个来源：

- 国内新增贷款规模，这是大致可以控制的；
- 外汇占款的新增规模，这是大致不可以控制的部分；

国内新增贷款规模基本是由：每年中央经济工作会议来制定经济增长速度→与之相适应的货币增速→相配套的新增贷款规模的逻辑的决定的，同时在每年具体执行的过程中，管理机构也可以通过一些行政手段来控制商业银行发放贷款的规模和节奏。对于外汇占款部分，它主要受外部因素的影响，如 FDI，贸易顺差（逆差）等，它是较难控制的。

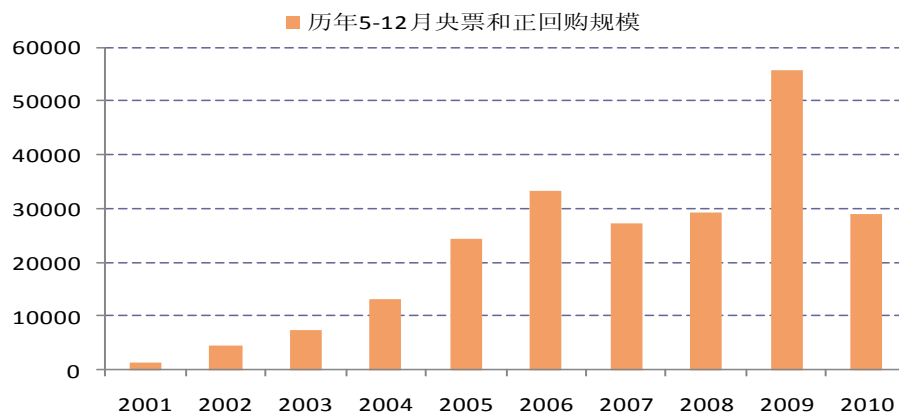
具体来说，我们对年度新增资金的计算可以依照这样的公式：

年度资金增量（净值）=

新增外汇占款 + 新增贷款 - 央行公开市场操作净回笼量 - 上调存款准备金率所冻结的资金

我们估计 11 年新增外汇占款规模可能将在 4 万亿左右，而贷款新增量大约为 7-7.5 亿（具体见 5 月 5 日宏观专题《流动性转场，利好 A 股-对当前流动性形势的分析》的分析），因此 11 年资金增量总规模大约在 11-11.5 万亿。

图表7 历年5-12月央票和正回购发行规模



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所整理

如图表7所示,回顾01年至10年5月至12月央票和正回购操作的发行规模,除去比较特殊的09年,发行规模的平均值水平大约为23400亿,如果央行采取比较严厉的回收力度,至11年底估计可以回收30000亿左右(如06年、08年和10年所达到的规模),11年1-4月央行通过公开市场操作资金净投放的规模为8200亿。因此在未来数月即使央行采取非常紧缩的态度,其通过公开市场操作对资金净回笼的规模相当有限。

参考00年10年各年央行上调存款准备金率的次数,我们发现央行在07年上调最多,达到11次,以这个作为紧缩的标准,我们假设在11年所剩的7个月里央行每个月里都上调1次存款准备金率0.5个百分点,如果按照约80万亿的存款平均余额来看,每次上调存准率大约可以冻结资金4000亿,总计约为28000亿。粗略估算,在极端紧缩的假设下,上调存款准备金率所能冻结的资金大致和新增的外汇占款规模相当。

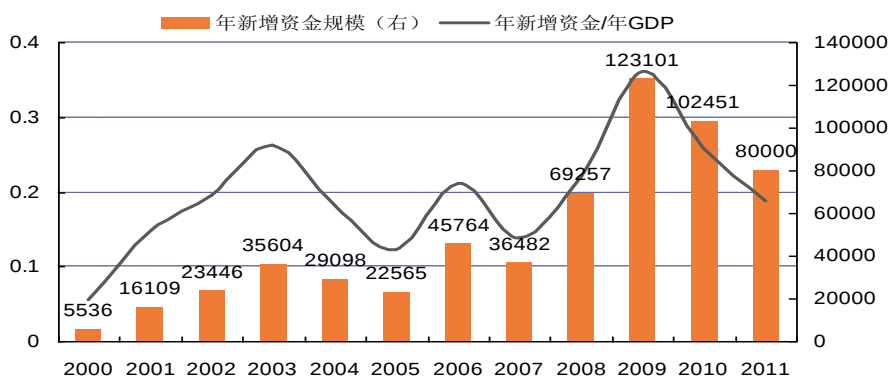
图表8 历年央行对冲流动性后的资金增加净效果

	外汇占款年度增量	央行公开市场操作对冲效果	央行上调存款准备金率对冲	净效果
2000	-501.26	400	0	-101.26
2001	3565.29	-400	0	3165.29
2002	5366.91	-900	0	4466.91
2003	11623.58	-2708	-1014	7901.58
2004	17745.72	-5903	-1112	10730.72
2005	18618.48	-13380	0	5238.48
2006	27769.15	-7710	-4890	15169.15
2007	29397.05	-9028	-20293	76.05
2008	40053.79	-9094	-3407	27552.79
2009	24681.36	2130	0	26811.36
2010	32682.67	6825	-16567	22940.67
2011 1-4月	14348	8200	-14658	7890

资料来源: Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

根据估算,在非常紧缩的假设下,11年的新增流动性规模在7.5-8万亿左右,从2000年至今的年度流动性增加净值数据来看,7.5-8万亿的年度新增流动性也属于较大规模,而且对比年度新增资金规模/GDP的比值来看,11年的比值为0.186,在过去12年里处在第5顺位,因此从绝对规模和相对规模来看,11年出现整体流动性非常紧张的可能性并不高,见图表9。

图表9 11年流动性的净增量80000亿，属于历史高位



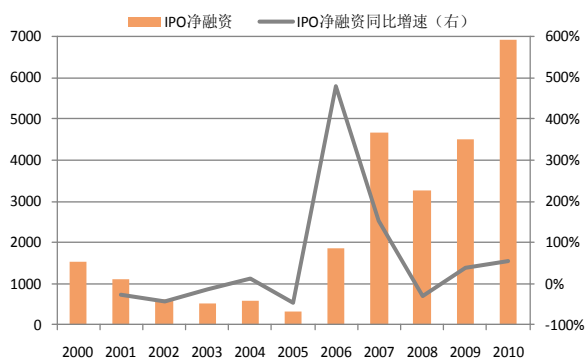
资料来源：Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

■ 社会融资总额口径：11年社会融资总额当在15万亿以上

央行在其3月份金融数据报告中公布了新的流动性统计指标——社会融资总额，其统计口径为：社会融资总额=人民币各项贷款+外币各项贷款+创新型银行融资业务（委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票）+企业债券+非金融企业股票+保险公司相关资金，涵盖了信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场，能够更全面的反映金融机构通过资金运用对于经济的资金支持。

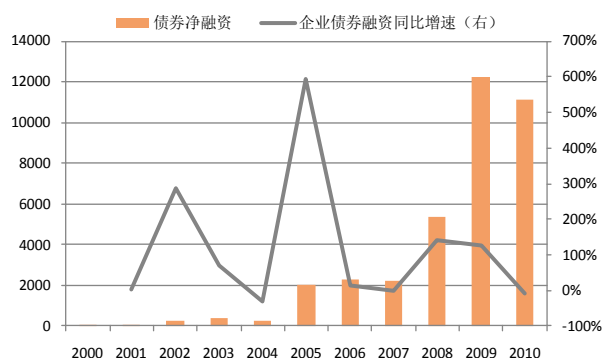
由于数据有限，因此我们在估算社会融资总额规模时，是按贷款规模、企业债券、非金融企业IPO和银行表外业务提供资金等分项来统计，下面通过图表10-13分别展示。

图表10 非金融类企业IPO融资规模



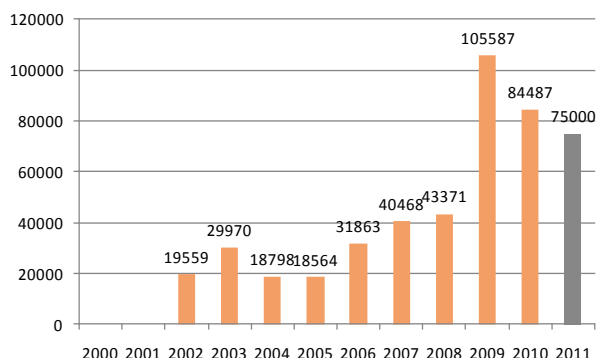
资料来源：Wind 平安证券研究所整理

图表11 近两年企业债年发行规模均超万亿



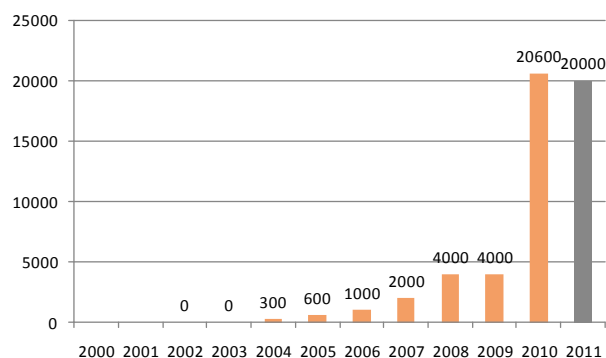
资料来源：Wind 平安证券研究所整理

图表12 各类新增贷款规模低于75000亿的几率不大



资料来源: Wind 平安证券研究所

图表13 新型银信合作业务发展非常快



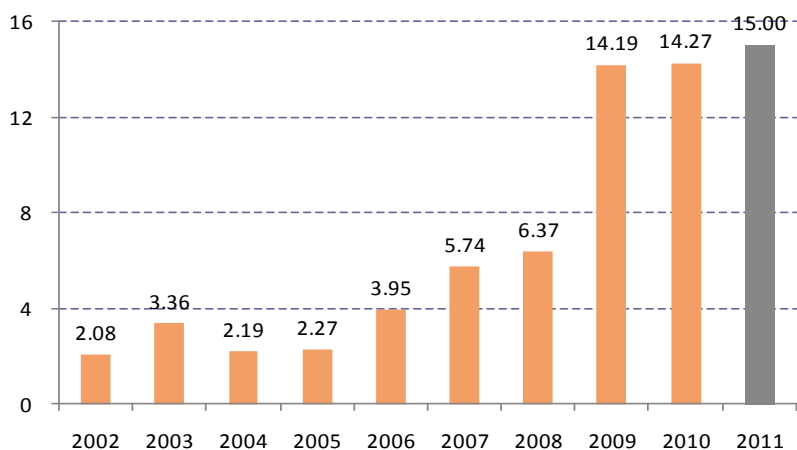
资料来源: UBS, 惠誉研究报告 平安证券研究所整理

对上述的非金融企业 IPO 和企业债发行规模的增速进行估计, 可以大致计算出 11 年社会融资总额的规模。假设如下:

- 按照平安非银行金融行业研究员的判断, 11 年市场 IPO 的增速在 10%以内;
- 经济状况偏弱的假设下, 企业债券的发行规模基本维持 10 年的水平;
- 11 年新型银行表外业务融资规模较 10 年不增长, 只是保持 10 年的规模;

我们估算的结果为: 11 年社会融资总额规模大约 15 万亿以上。

图表14 11年社会融资总额可能在15万亿以上, 资金面出现极端紧张的可能性不大

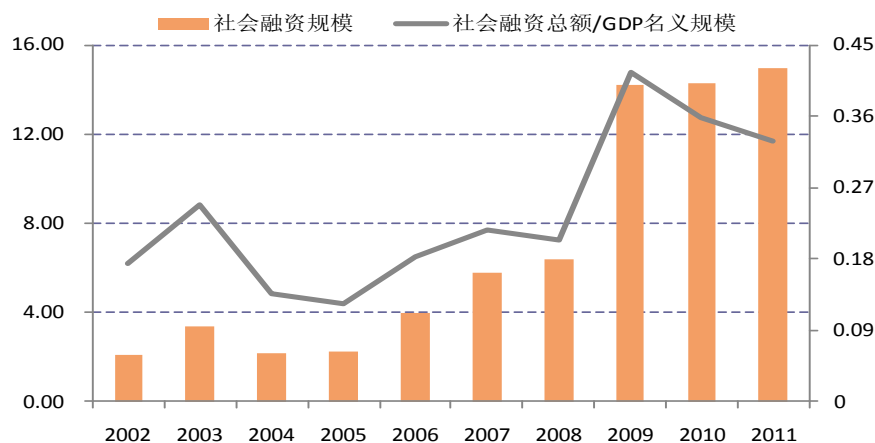


资料来源: Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

图表 14 是我们根据所掌握的数据推算出的 02 年至今社会融资总额的规模, 尽管自从 09 年以后融资总规模的增速已经趋缓, 但是绝对规模仍保持增长。

图表 15 则描述的是社会融资总额/GDP 名义值，尽管从趋势来看，09-11 年社会融资总额/GDP 名义值出现下降的趋势，但从该值来看，11 年的比值为 0.33，处在过去 10 年中的第 3 位，与 04-05 年，07-08 年等调控较严的年份来比，今年流动性状况相对是较好的。

图表15 当前社会融资总额规模仍居高位



注：选取07年、05年作为比较对象的原因是：07年是央行上调存款准备金率最多的一年，而05年是央行公开市场操作回笼资金规模最大的一年，这两个年份是比较有代表性的政策调控较频繁的年份。

资料来源：CEIC

因此从宏观层面看，以传统的贷款+外汇占款口径和社会融资总额口径来测算，11 年出现流动性明显紧张的可能性并不大。

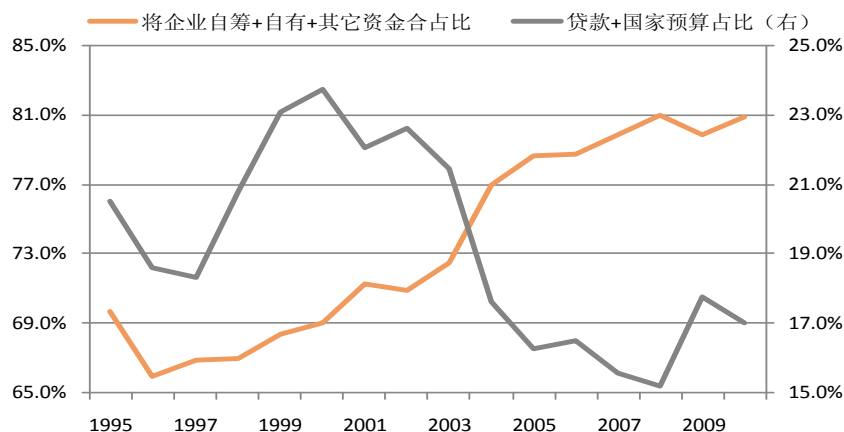
3.2 自下而上分析：新型融资渠道在相当程度上支持了企业资金需求

在这个部分我们将注意力转向企业层面。我们以历年的固定投资资金的来源作为切入点，我们发现企业自有、自筹资金在固定资产投资中的占比很大，并且出现上升的趋势，表明企业的投资驱动依然较强。对应地，政府预算计划内资金和贷款资金的占比不大，还出现下降的势头。由于企业的自有、自筹资金受调控政策的影响相对于贷款和预算资金而言要间接一些，因此我们认为即使在政府调控力度延续的情况下，在未来的若干季度内投资严重收缩的可能性较小。

请参考下面几幅图表。

图表 16 显示的是在企业自由、自筹资金在固定投资资金中的占比。很明显，来自企业自有、自筹资金的占比相当高，而且还有上升的趋势。

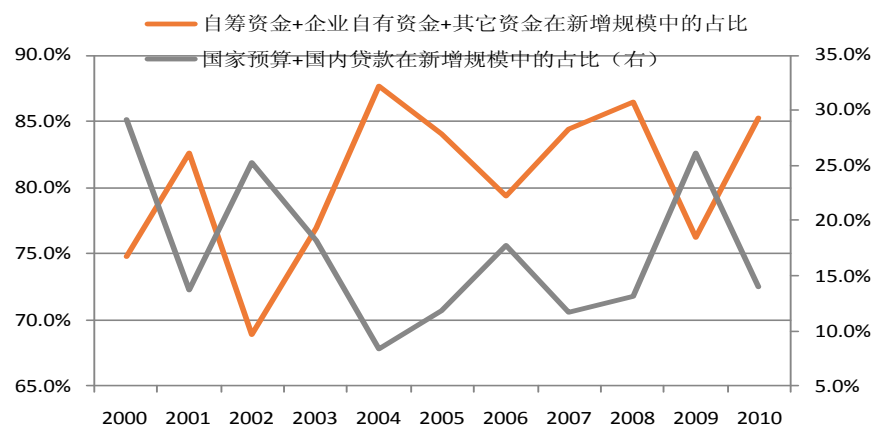
图表16 企业自由资金在固定投资资金来源中占比大，并且还出现上升趋势



资料来源: Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

分析年固定投资投资的增量部分发现在增量部分中，企业自由资金的贡献最大，从 2000 年至今的平均贡献度在 80%左右，见图表 17。

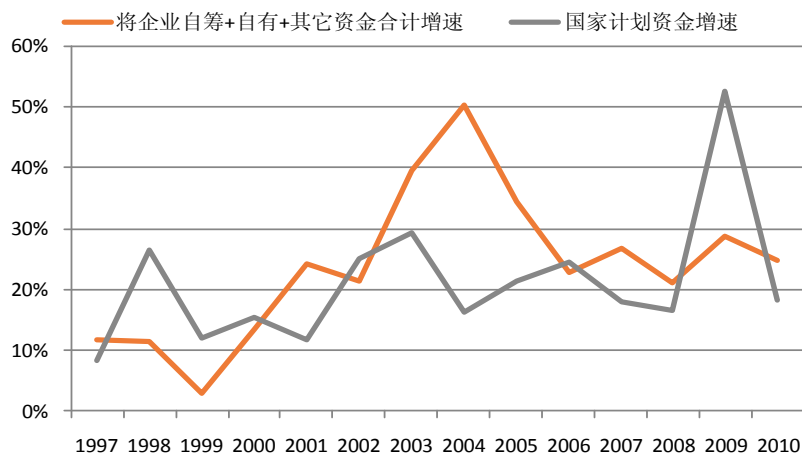
图表17 年度固定投资的增量中，来自企业自有资金的贡献最大



资料来源: Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

另外我们发现企业自有资金的增长相当稳定，即使在 05、07 年调控较为严厉的时期，或是在如 09 年经济情况不乐观的时期，这部分资金都能保持一定的增长，因此我们认为企业自有、自筹资金受政策调控的影响相对有限，见图表 18。

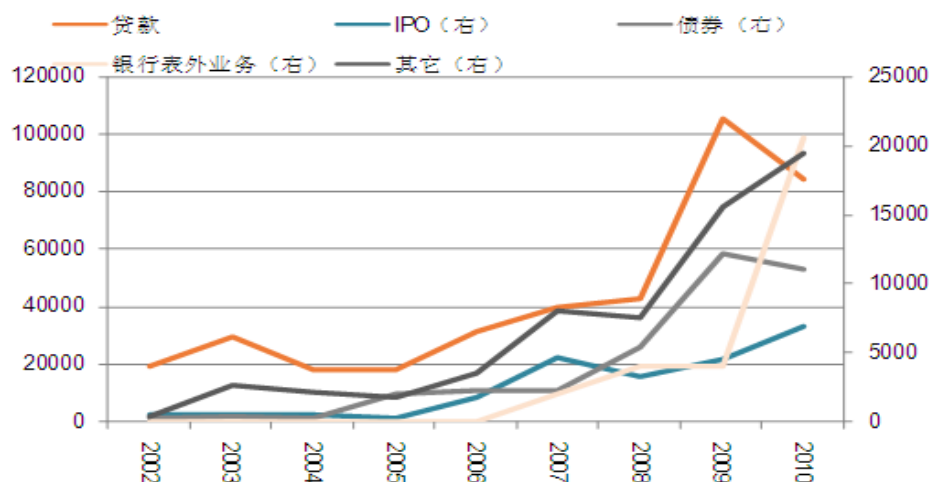
图表18 近5年企业自有、自筹资金的增速稳定显示这部分资金受调控的影响相对有限



资料来源: Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

从估算的社会融资规模数据可以找到印证以上论述的依据, 见图表 19。

图表19 新型融资渠道提供了更多资金来源



资料来源: Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

根据已有的数据来分析, 从 02-03 年开始, 随着 IPO、企业债券、银行表外业务等新型融资渠道的快速发展, 使得企业融资能力得到增强, 这正好与 02 年之后企业自由资金在固定投资资金来源中的快速上升相印证。

综合上述分析, 我们认为企业层面资金受政策调控的影响是间接的, 因此企业的投资并不会受到明显的冲击, 只是政策上的收缩会使得投资需求延后, 投资增速一定程度放缓。

四、量化测算显示 11 年经济增速有“底”

前面的部分，我们定性分析 11 年内宏观层面流动性状况，结论是流动性不会出现明显紧张的状况，从企业层面看，企业也并不缺钱，但流动性和经济增长的关系并没有建立，因此在本部分我们将建立流动性和经济增长的关系，并在一定的假设条件下，使用流动性数据和量化计算的方法来测算 11 年可能的经济增长速度。

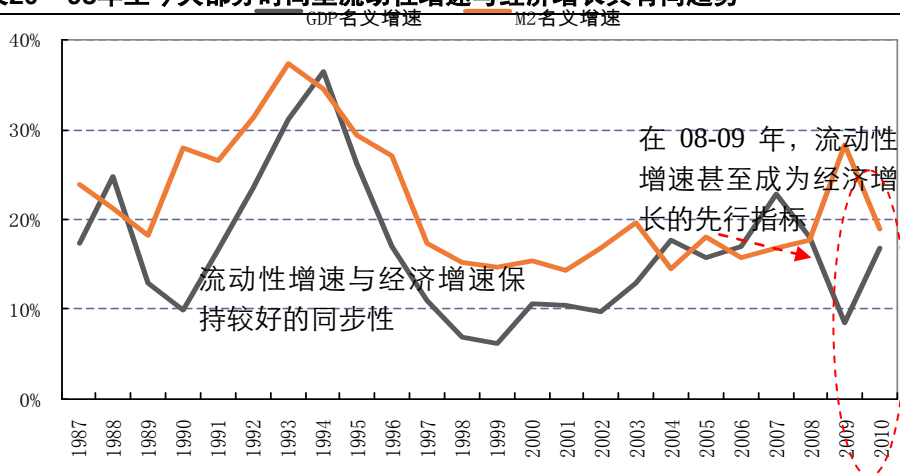
4.1 流动性增长与经济增长同趋势

从定性分析的角度，通过回顾 M2、M1 同比增速与 GDP 季度同比增速,与工业增加值同比增速发现：

- 从长时间跨度来看，流动性的增长与经济增长具有同趋势；
- 特别地，02-03 年和 08-09 年经济增速从低位回升时，流动性均是最重要的驱动因素之一。

见图表 20、21、22。

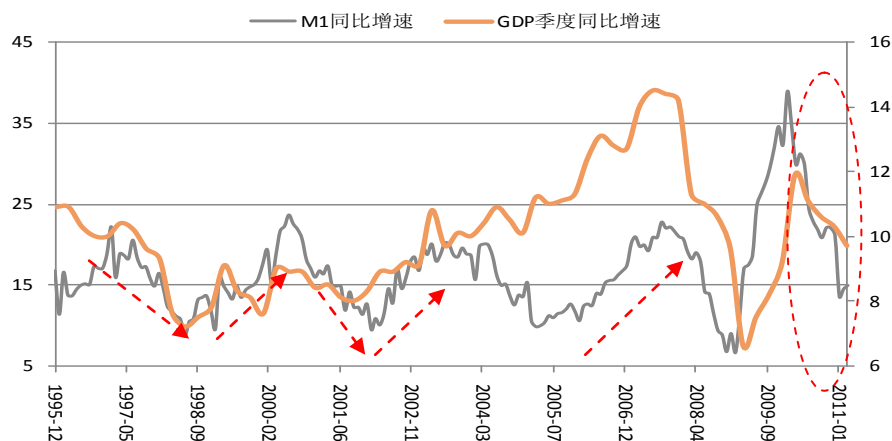
图表20 95年至今大部分时间里流动性增速与经济增长具有同趋势



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

从数据上看，M1 同比增速与经济增速也显示同样的结果。

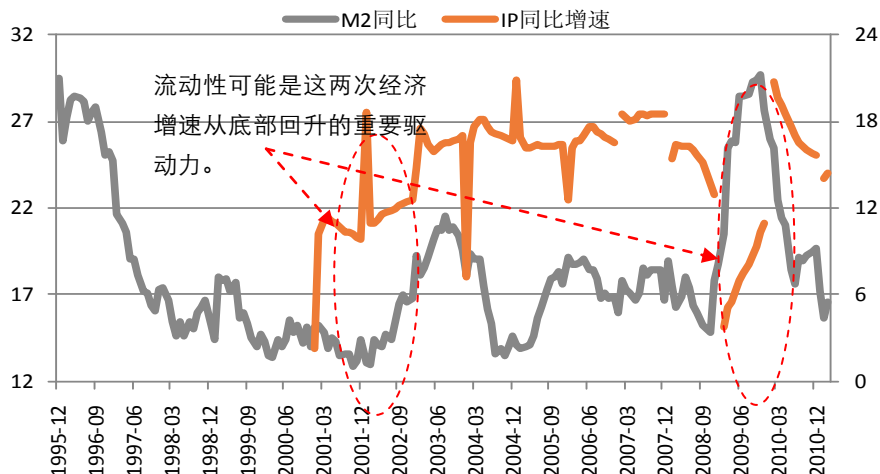
图表21 M1同比增速与经济增速也显示出同步性



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

从 01-02 年、08-09 年流动性增速与工业增加值增速的关系来看，流动性可能是驱动经济增速从低位回升的关键因素。

图表22 在02-03年、08-09年流动性增速上升领先于IP增速上升

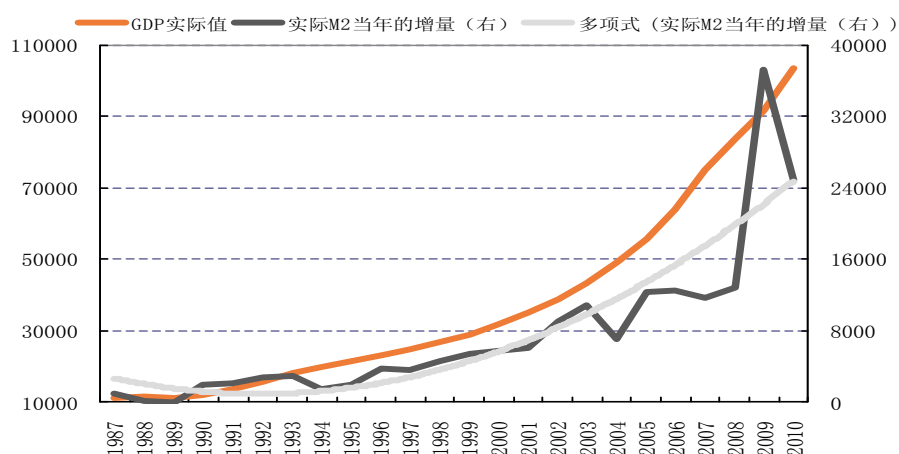


资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

以上的分析全部是建立在流动性增速和 GDP 增速上的，那 M2 规模与 GDP 之间又是什么关系呢？

GDP 是增量值，它是表述一段时间内在某一个地区内所有产品和劳务的总体价值，基于这个定义，我们将年度 GDP 值与年度 M2 增量规模来作比较，发现两者也显现出同步性，见图表 23。

图表23 87年至今GDP值与M2增量规模（实际值）显示同步增加的状况



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

2.2 定量分析：估算显示 11 年经济增速“底”有保证

在展开具体分析前，需要说明一下：

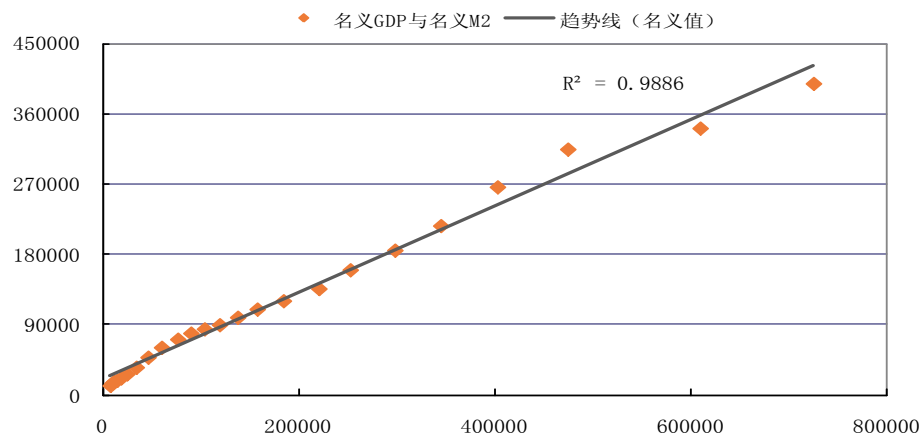
- 在量化计算中，我们仍然使用了 M2 数据，因为 M2 数据是目前能够获得的关于整体流动性最具客观、最完整的数据；
- 对于社会融资总额数据，因为它是测算值，存在误差，另外时间跨度较短，因此没有使用；
- 相对于 M1 规模而言，对 M2 规模的测算是可操作的，毕竟管理层对 M2 增速有设定指标；
- 我们也建立了 M1 与经济增长的模型，它对于经济增长的拟合能力也相当好，但相对于 M2 而言，M1 主要包括现金、各类活期存款等，它对于整体流动性的代表不够；

综合上面 4 个考虑，我们选用 M2 与经济增长的模型，但在计算结果时参考了 M1 与经济增长模型的结果，以作为对比佐证。

■ 从名义量和实际量来看，流动性规模与 GDP 能够建立起稳定的关系

通过分析 86 年以来的 GDP 数据和 M2 数据，我们建立起从流动性与 GDP 的计算模型，具体见图表 24、25。

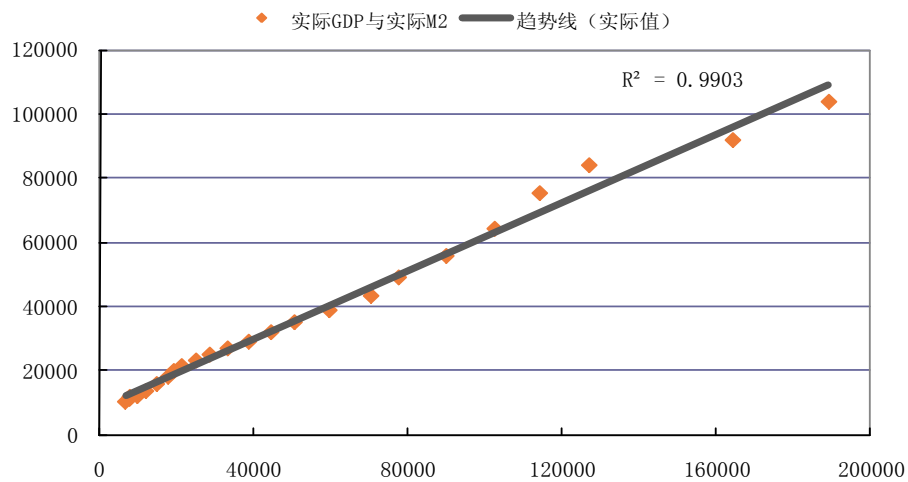
图表24 名义GDP与名义M2具有相当明确的对应关系



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

图表 24 显示的是 86 至今名义 GDP 与名义 M2 规模的关系，很明显两者呈现很强的线性关系，M2 对 GDP 的说明力达到 98.8%。

图表25 即使考虑实际量，GDP与M2之间的关系也非常明确



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

图表 25 显示的是 GDP 与 M2 实际值之间的关系。

对于名义值与实际值之间的处理，我们是以 86 年为基年，以年 CPI 指数作为价格指标，将价格的累计效果从名义值中剔除，得到相应的实际值。具体的测算结果在后面部分展示。

■ 估算显示 11 年经济名义增长为 14%-15.3%，实际增速的低值在 8%以上

因为 11 年管理层制定的 M2 的增速是 16%，并且每月的 M2 增速是可以观察的，因此我们可以根据流动性与 GDP 的关系计算出起我们对经济增长的预测。

假设：

- M2 名义增速为 14%-15%（低于 16% 的设定目标，已把调控影响考虑），那对应地 11 年末 M2 规模为 83.5 万亿左右；
- 11 年 GDP 平减指数为 105-105.5；

那么对应地，名义经济增速为 14%-15.3%，而实际增速为 8%-9.4%。因此即使在目前经济增速放缓的背景下，经济增长的“底”也是有保证的。

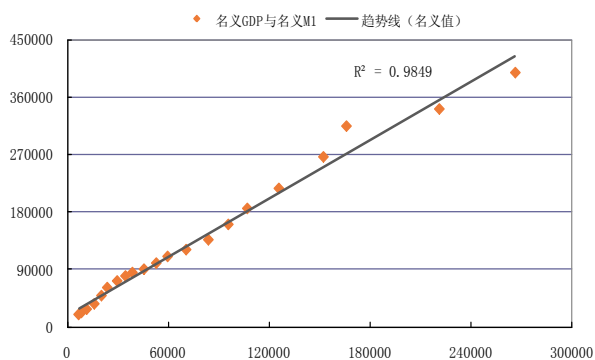
五、附录

5.1 由 M1、M2 与经济增长建立的其它模型

■ M1 与经济增长

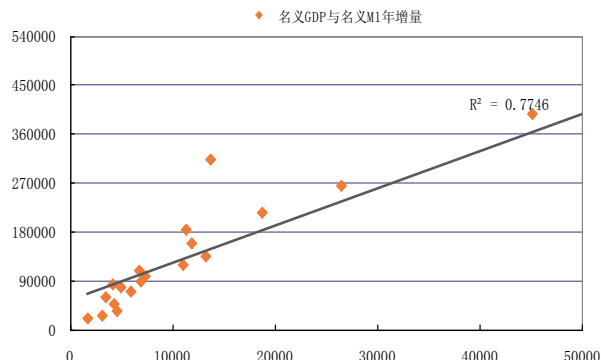
用 M1 与 GDP 总额、增量的名义值、实际值建立关系，均呈现出流动性数据对经济增长数据良好的拟合效果。

图表26 名义GDP与名义M1



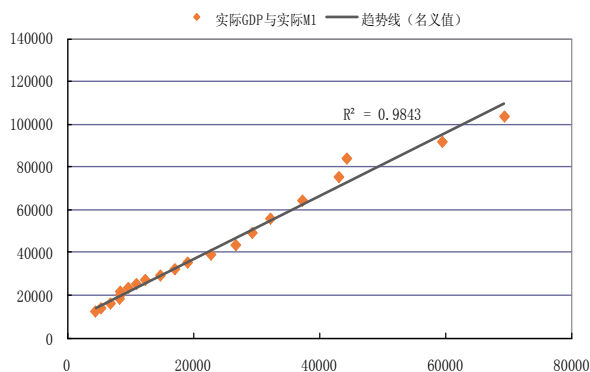
资料来源: Wind 平安证券研究所 整理

图表27 名义GDP与名义M1年增量



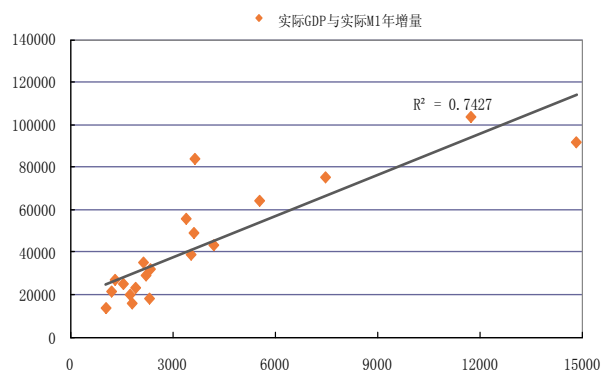
资料来源: Wind 平安证券研究所整理

图表28 实际GDP与实际M1



资料来源: Wind 平安证券研究所

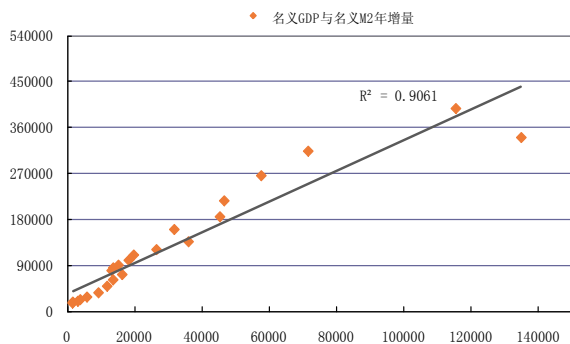
图表29 实际GDP与实际M1年增量



资料来源: Wind 平安证券研究所整理

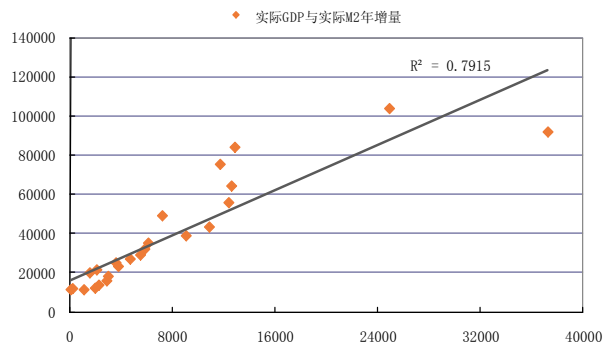
■ M2 增量规模与经济增长

图表30 名义GDP与名义M2年增量



资料来源: Wind 平安证券研究所

图表31 实际GDP与实际M2年增量



资料来源: Wind 平安证券研究所整理

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257