

走过去，前面是片天

—2010 年建材行业投资策略

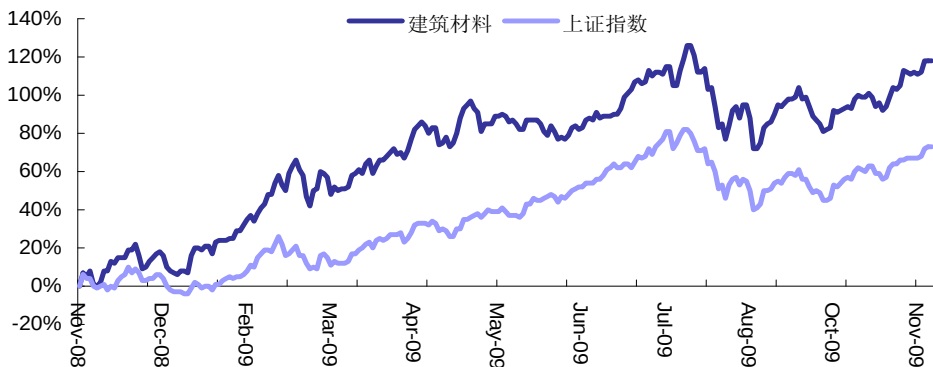
行业评级

增持 / 维持评级

相关研究

- 我们估计今年有 1.6 万亿人民币累计新增中长期贷款沉淀下来，并未进入固定资产投资领域。假设明年新增贷款 7 万亿元，在 60% 的 09 年中长期沉淀贷款使用的情况下，明年的固定资产投资增速将达到 26% 左右。
- 采用主成分分析法预测，明年在 26% 的固定资产投资增速下，水泥产量（需求）将为 18.8 亿吨，比 09 年增长 14%，增速将呈前高后低。2009—2010 年分别新增 2.8 亿吨水泥产能，如果明年落后淘汰量达到 1 亿吨，那么新增有效供给依然小于新增需求。虽然明年全年供需边际变化形势依然乐观，但上半年行业将承受较大的供给压力。
- 从新建产能情况来看，2010 年供给压力较小的地区依次是东北、华东、华北、中南，西南和西北压力较大，价格将呈东部上涨、西部回落的态势。
- 对新项目的严格核准和落后产能的大力淘汰将使得明年下半年开始水泥供给增长收缩的幅度远大于需求，长期以来过剩的局面将开始进入彻底扭转的阶段，企业的盈利预期和估值水平都将获得明显提升。建议明年上半年“标配”水泥行业，下半年转为“超配”。重点推荐所处区域供给压力较小的上市公司：冀东水泥（000401）、海螺水泥（600585）、亚泰集团（600881）、塔牌集团（002233）。
- 2010 年随着停产生产线的复工和新建线的投产，平板玻璃将供略大于求，价格上半年盘整，下半年小幅回落。原燃料（特别是纯碱、天然气）价格可能的上涨也将削弱企业的盈利能力。和水泥类似，产业政策收紧将使平板玻璃行业进入产能过剩局面彻底扭转阶段，未来将恢复相对合理的盈利水平。
- 目前玻璃行业相对于市场估值水平并不低，但考虑到未来平板玻璃供给过剩局面的扭转以及节能减排、光伏发电快速发展对 Low-E 玻璃、超白压延、超白浮法和 TCO 玻璃的强劲需求，我们维持“增持”评级，重点推荐具备高技术产品生产能力的南玻 A（000012）和金晶科技（600586）。

最近 52 周股价表现

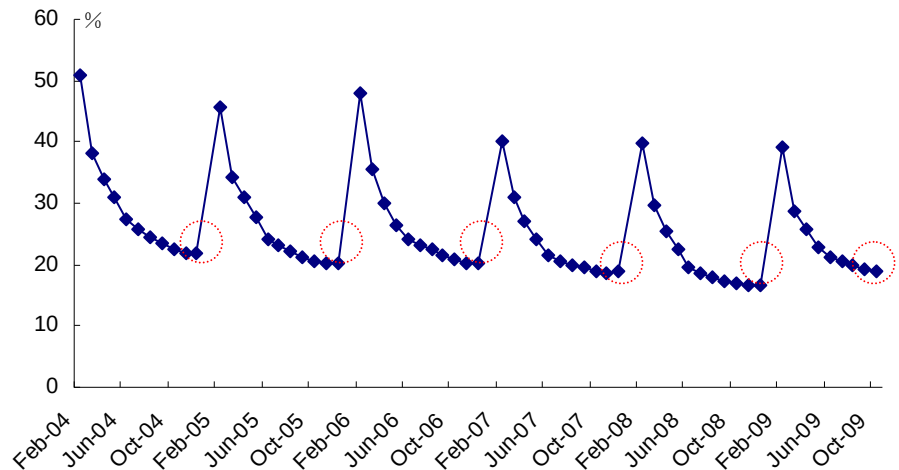


分析师
 周焕
 +755-82492072
 zhouhuan@lhq.com

沉淀贷款活化推动 2010 年固定资产投资较快增长

04 年 - 09 年前 10 个月，年度固定资产投资国内贷款占固定资产投资完成额的比例分别为 21.8%、20.2%、20.1%、18.8%、16.6% 和 19.1%。虽然由于政府投资项目的增加导致今年贷款比例较 08 年有所上升，但从历史数据看，并未出现大幅提高，说明今年固定资产投资的杠杆化率没有明显上升。

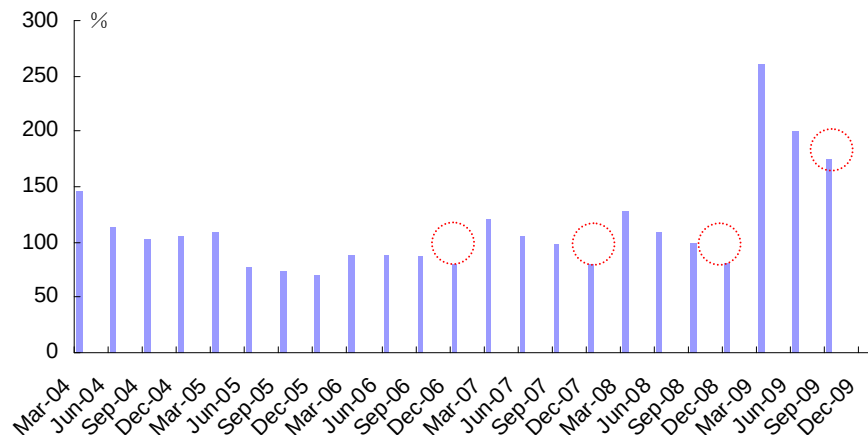
图 1、固定资产投资国内贷款占固定资产投资完成额的比例



数据来源：CEIC，联合证券研究所整理。

06 - 08 年扣除住房按揭贷款后的人民币累计新增中长期贷款占固定资产投资国内贷款的比例维持在 80% 左右，构成固投贷款的主要资金来源。但 09 年这一比例明显上升，前 10 个月达到 175%，这可能意味着大量信贷资金沉淀下来，并未马上进入投资项目。其中的原因可能是私人部门投资积极性不高。

图 2、（累计新增中长期贷款 - 累计新增住房按揭贷款）/固定资产投资国内贷款



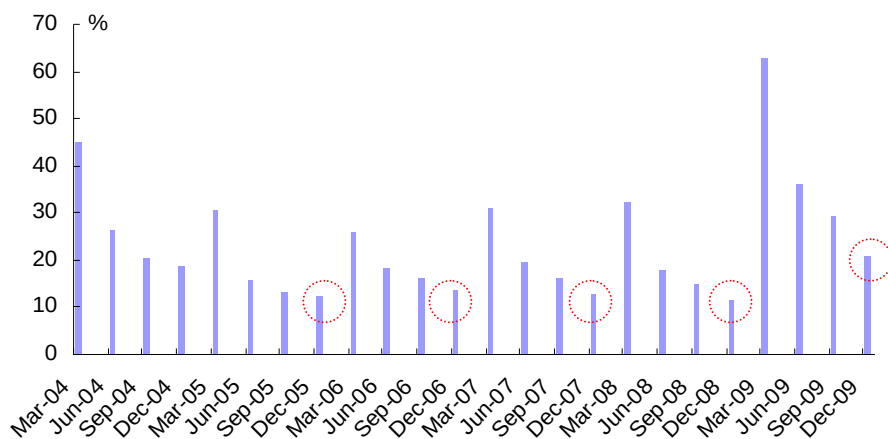
数据来源：CEIC，联合证券研究所整理。

观察扣除住房按揭贷款后的人民币累计新增中长期贷款占全社会固定资产投资完成额的比例可以发现，05 - 08 年度该比例在 11.5% - 13.6% 区间波动，09

新增中长期贷款占固投
贷款和固投完成额比例
09 年突升

年前三季度为 29%，预计全年为 21%，大大高于过去 4 年的水平。

图 3、（累计新增中长期贷款—累计新增住房按揭贷款）/全社会固定资产投资完成额



沉淀贷款活化比例 60—80%，对应固投增速 26—36%

数据来源：CEIC，联合证券研究所整理。

如果假设 09 年这一合理比例为 14%，则有 1.6 万亿扣除住房按揭贷款后的人民币累计新增中长期贷款沉淀下来。如果明年私人部门投资重新活跃，这部分沉淀贷款可能会活化，将为固定资产投资增长提供额外动力。假设明年新增贷款 7 万亿元，其中中长期贷款占比 55%，在 60%的 09 年中长期沉淀贷款使用的情况下，明年的固定资产投资增速将达到 26%左右。如果沉淀贷款的使用率超过 80%，则固定资产投资增速有望达到 36%以上，可能造成投资过热。

表 1、09 年中长期沉淀贷款活化对 2010 年固定资产投资的影响

中长期沉淀贷款使用比例 (%)	使用的中长期沉淀贷款规模 (万亿元)	对应的 2010 年全社会固定资产投资规模 (万亿元)	对应的 2010 年全社会固定资产投资增速 (%)
0	0	22	-3.6
20	0.32	24.28	6.42
40	0.64	26.55	16.4
60	0.96	28.83	26.38
80	1.28	31.11	36.36
100	1.59	33.39	46.35

数据来源：联合证券研究所。

水泥：下半年表现将好于上半年

水泥需求增长可能在 14% 左右，前高后低

我们将全社会固定资产投资分为 13 个类别（自变量），根据对历史数据的统计分析来预测 2010 年水泥产量（应变量）。

表 2、自变量 X 和应变量 Y 的选择

第一产业累计投资	X1
采矿业累计投资	X2
制造业累计投资	X3
电力、燃气及水的生产和供应业累计投资	X4
建筑业累计投资	X5
铁路运输业累计投资	X6
道路运输业累计投资	X7
城市公共交通业累计投资	X8
水上运输业累计投资	X9
航空运输业累计投资	X10
房地产业累计投资（扣除土地购置费）	X11
水利、环境和公共设施管理业累计投资	X12
其他累计投资	X13
累计水泥产量	Y

资料来源：联合证券研究所。

由于目前普遍采用的线性回归分析存在自变量多重共线性的问题（不同的固定资产投资类别变化趋势相同），因此我们采取了另一种方法：对因变量和自变量近五年的季度数据进行取对数标准化，然后运用主成份分析法 (principal

component analysis)，构造矩阵 $Y_n = A_n' X$ ， $A_n = (a_{ij})^{m \times n} =$

$$\begin{pmatrix} a_{11} & \cdots & a_{1n} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{m1} & \cdots & a_{mn} \end{pmatrix}, \text{ 令 } Ra_i = \lambda_i a_i, \text{ 则 } \lambda_i, a_i \text{ 是相应的特征值和单位特征向量,}$$

$\lambda_1 \geq \lambda_2 \geq \lambda_3 \geq \lambda_4 \geq \lambda_5 \geq \lambda_6 \geq \lambda_7 \geq \lambda_8 \geq \lambda_9 \geq \lambda_{10} \geq \lambda_{11} \geq \lambda_{12} \geq \lambda_{13} \geq 0$ ，求解特征值与特征向量，并计算主成份贡献率及主成份载荷，我们得到结果：

$$\begin{aligned} & \ln(Y) \\ &= 0.159\ln(X_1) + 0.929\ln(X_2) - 1.379\ln(X_3) - 0.830\ln(X_4) + 0.163\ln(X_5) + 0.026\ln(X_6) \\ &+ 0.557\ln(X_7) - 0.190\ln(X_8) + 0.253\ln(X_9) + 0.156\ln(X_{10}) + 1.611\ln(X_{11}) - 0.644\ln(X_{12}) \\ &- 0.175\ln(X_{13}) \quad (\text{扣除了固定资产投资价格指数的影响}) \end{aligned}$$

我们发现房地产投资(X_{11})的系数远大于其他自变量，说明房地产是水泥需求的最大影响因素，其他影响较大的因素有采矿业和道路运输业。

我们对 2009—2010 年各项固定资产投资的预测如下表所示。将参数代入上面的方程，计算出今、明两年全国水泥产量（需求）分别为 16.5 和 18.8 亿吨，同比分别增长 18.8% 和 14%。

表 3、分类固定资产投资预测

	2009E		2010E	
全社会固定资产投资	完成额（亿元）	增速（%）	完成额（亿元）	增速（%）
第一产业投资	3474	54	5511	59
采矿业投资	8295	20	10027	21
制造业投资	58163	26	72704	25
电力、燃气及水的生产和供应业投资	13105	25	14535	11
建筑业投资	1825	41	2555	40
铁路运输业投资	6000	49	7000	17
道路运输业投资	10000	36	10000	0
城市公共交通业投资	2092	60	2658	27
水上运输业投资	1610	36	2156	34
航空运输业投资	742	27	954	29
房地产业投资（扣除土地购置费）	37423	27	47527	27
水利、环境和公共设施管理业投资	18025	47	24703	37
其他投资	67379	36	87415	30
投资合计	228133	32	287448	26
	产量（亿吨）	增速（%）	产量（亿吨）	增速（%）
水泥需求	16.5	18.8	18.8	14

数据来源：联合证券研究所。

在固定资产投资增速可能前高后低的情况下，水泥需求增速将出现一致的变化。

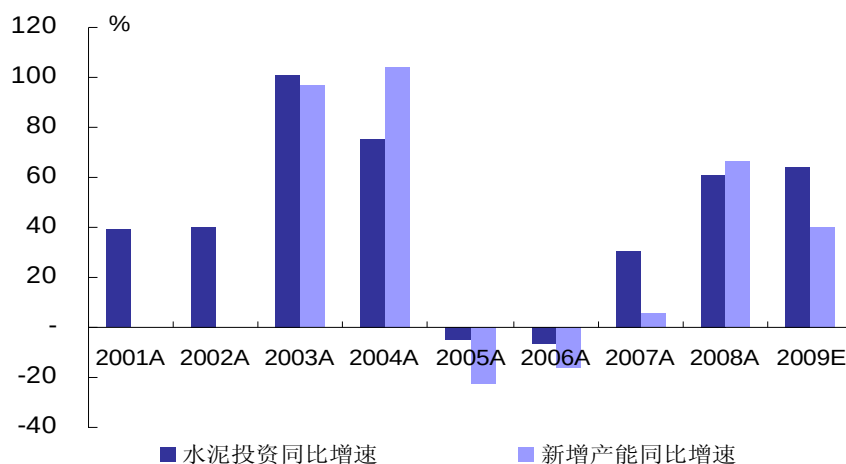
供需边际变化依然乐观，但上半年供给压力较大

06 年以来景气度持续上升推动水泥行业投资增速加快。虽然 08 年下半年受全球金融危机的影响，中国水泥企业扩张的信心一度有所动摇，但很快出台的“4 万亿”投资政策又使得乐观情绪得以恢复。今年 1—10 月水泥行业投资同比增长 64.02%，预计全年在 60%以上，略高于 08 年，超出我们年初的预测。

2009—2010 年分别新增水泥产能 2.8 亿吨

历史数据显示，水泥行业投资和新增产能同比增速存在密切关联，我们预计 09 年新增水泥产能同比增长 40%，达到 2.8 亿吨左右。

图 4、历年水泥行业投资和新增产能同比增速



数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

根据官方公布的在建水泥产能规模(6.2 亿吨)及我们自己的测算, 预计 2010 年新增的水泥产能不低于 09 年。

2010 年新增供给依然 小于新增需求

由于政府计划在三年内全部淘汰落后水泥产能（官方统计约 5 亿吨），2010 年开始淘汰力度将显著增大。如果淘汰量达到 1 亿吨, 那么在 14% 的需求增长下, 新增有效供给依然小于新增需求（虽然缺口较 09 年大幅收窄）。

表 4、水泥供需变化

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
全国水泥总产能 (万吨)	13952	15135	15866	17346	19646	21446
新增水泥产能 (万吨)	6	2	9	6	6	6
落后产能淘汰 (万吨)		3500	5200	6000	5000	10000
全国水泥总产量 (万吨)	10383	12041	13197	13883	16494	18803
新增水泥产量 (万吨)	0	2	6	8	0	1
有效产能 (万吨)	13245	14718	15501	16606	18496	20546
新增有效产能—新增产量 (万吨)	5724	(1848)	(3742)	4194	(7203)	(2592)

今年底到明年上半年新增产能集中投放

数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

注：有效产能=上年总产能+当年新增产能/2-当年淘汰落后产能/2

虽然 2010 年全年供需边际变化形势依然乐观, 但由于 08 年第 4 季度以来新开工水泥项目较多, 预计今年底到明年上半年有大量新增产能投放, 而落后淘汰主要集中在年底, 因此明年上半年行业将承受较大的供给压力。

表 5、08—09 年部分新开工水泥产能 (万吨)

08 年第 1 季度	08 年第 2 季度	08 年第 3 季度	08 年第 4 季度	全年合计
3379	3516	4265	8712	19872
09 年第 1 季度	09 年第 2 季度	09 年第 3 季度	09 年第 4 季度	全年合计
5629	7987	6096	310	20021

数据来源: 数字水泥网, 联合证券研究所整理。

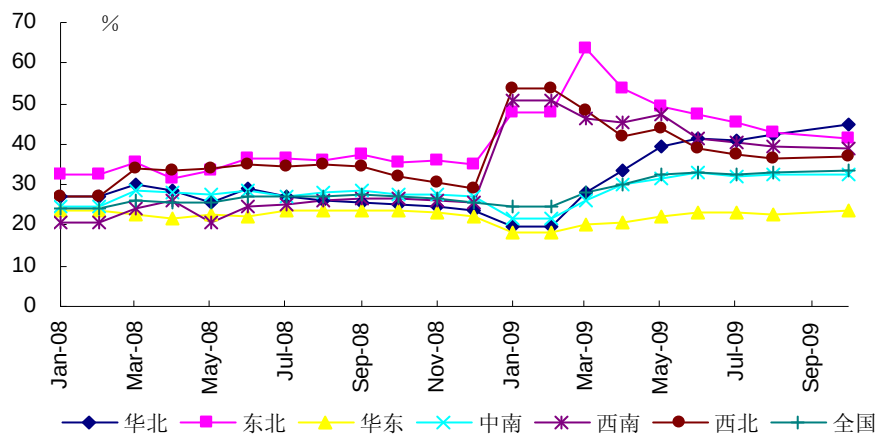
注: 09 年第 4 季度统计到 11 月上旬。由于政策收紧, 预计今年第 4 季度新开工项目很少。

区域差异依然显著, 东部好于西部

供需形势: 东部相对乐观, 西部压力明显

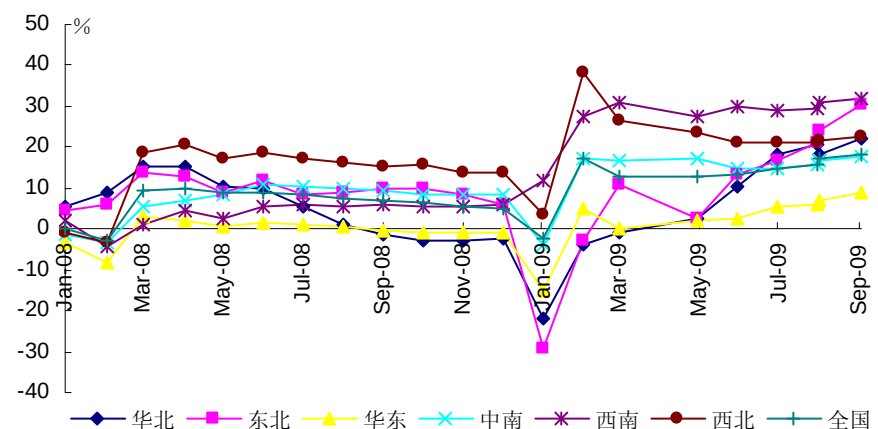
分地区看, 今年前三季度华北、东北、西南、西北固定资产投资增速高于全国水平, 相对应的水泥产量增速也高于全国。

图 5、分地区固定资产投资增速



数据来源: 国家统计局, 联合证券研究所整理。

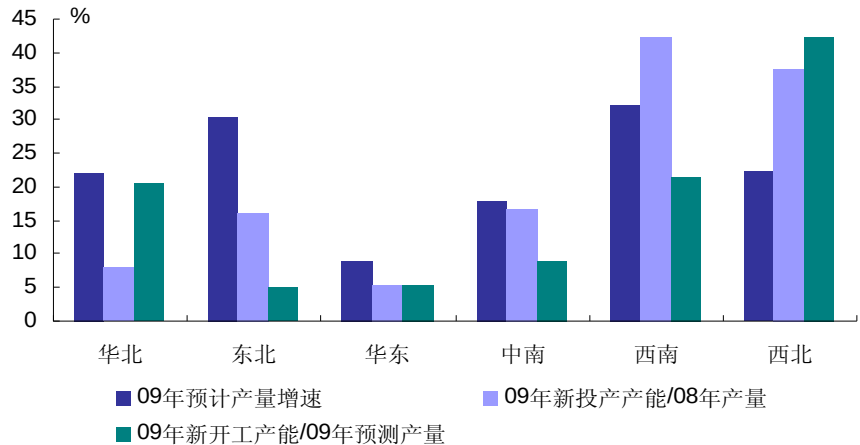
图 6、分地区水泥产量增速



数据来源: 国家统计局, 联合证券研究所整理。

从新建产能情况来看，2010 年压力较小的地区依次是东北、华东、华北、中南（其中湖南、湖北新增产能规模较大，广东、河南较小），西南和西北 09 年建成和新开工产能规模较大，明年形势比较严峻。

图 7、分地区水泥需求和供给增速比较

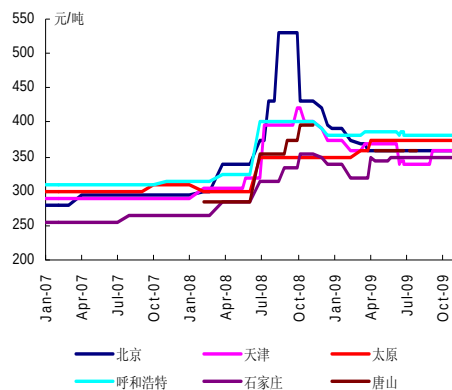


数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

价格：东部上涨，西部回落

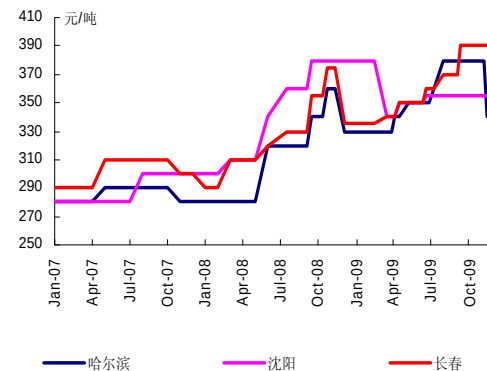
08 年以来西北地区水泥价格走势最为强劲，四川在地震后也一度出现大涨，但目前已经回落，东北、华北地区表现也较好，华东、中南地区总体上看相对疲弱。

图 8、华北 P.O42.5 散装水泥市场价格



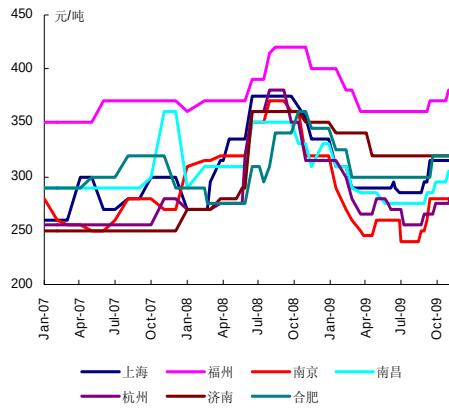
数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

图 9、东北 P.O42.5 散装水泥市场价格



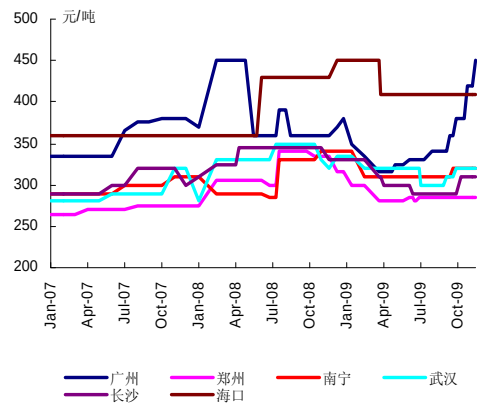
数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

图 10、华东 P.O42.5 散装水泥市场价格



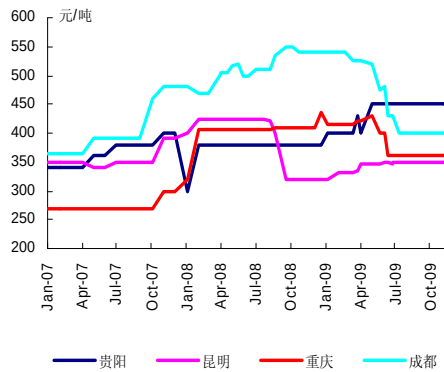
数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

图 11、中南 P.O42.5 散装水泥市场价格



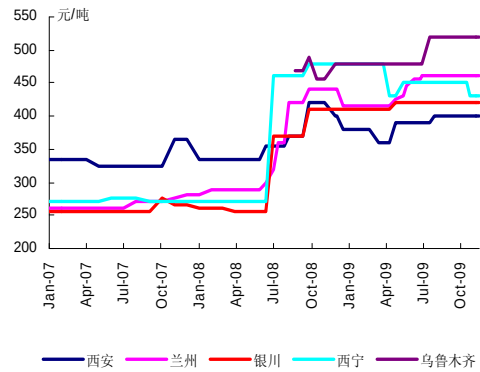
数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

图 12、西南 P.O42.5 散装水泥市场价格



数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

图 13、西北 P.O42.5 散装水泥市场价格

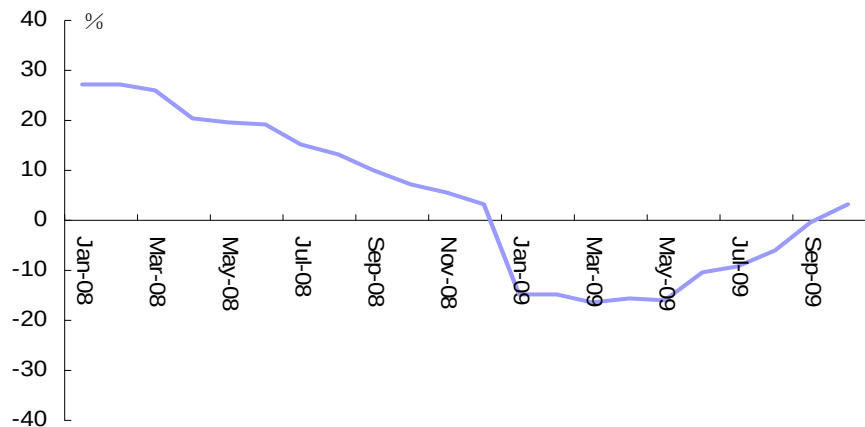


数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

展望明年，虽然西北、西南在固定资产投资较快增长拉动下，水泥需求依然旺盛，但新增供给压力较大可能迫使价格回落；东北地区供需形势最乐观，价格有望继续上涨；华北、华东、华中、中南地区新增供给压力也相对较小，在基建规模不低于今年，房地产新开工面积加速增长的情况下，需求可能好于今年，预计价格持平或小幅上涨。

在明年煤价可能上涨 5—10% 的情况下，供给压力大的区域由于缺乏成本转移能力，企业盈利将被削弱，而供给压力小的地区可以部分甚至全部转移成本的上涨。

图 14、全国商品房新开工面积同比增速（累计）



数据来源：CEIC，联合证券研究所整理。

投资策略：先“标配”后“超配”

2010 年上半年水泥需求依然比较强劲，但供给压力大，下半年需求增长虽有所放缓，但随着政策效用的显现，预计新增产能将从 4 季度开始大幅减少。

严厉政策下，明年 4 季度开始水泥总产能扩张将急剧放缓甚至停滞

9 月 26 日国务院批转了《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展的若干意见》，要求“严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设。各省(区、市)必须尽快制定三年内彻底淘汰落后产能时间表。”国家发改委 11 月 18 日发布了作为该《意见》细则之一的《关于水泥、平板玻璃建设项目清理工作有关问题的通知》，要求“对今年 9 月 30 日之前各省市自治区已核准但未开工的水泥生产线项目，一律不得开工建设，确有必要建设的，须经国家发改委组织论证和核准。对所有拟建的水泥项目各省、区、市一律不得核准或备案。须按投资管理规定和程序，由各省、区、市投资主管部门报国家发改委论证和核准。”

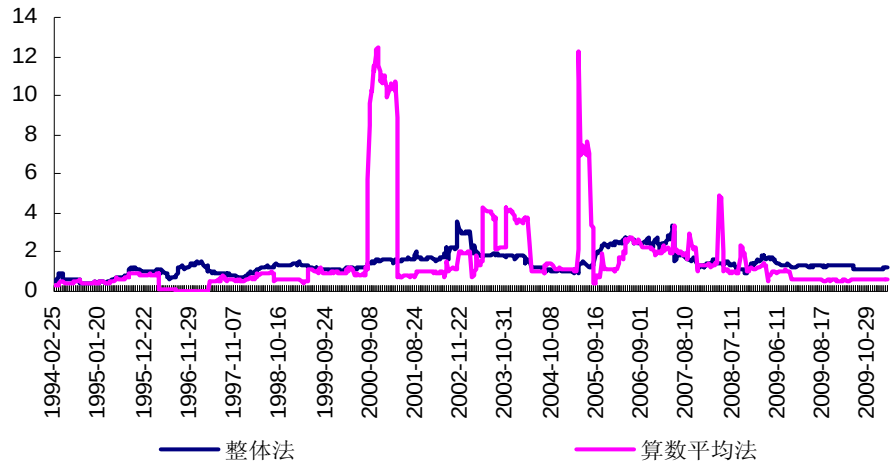
官方统计核准未开工的产能有 2.1 亿吨，这部分项目要建设必须严格替换等量落后产能。随着目前在建项目大部分在明年三季度之前建成投产，明年 4 季度开始我国水泥总产能的扩张将急剧放缓甚至停滞。

盈利预期和估值水平将在下半年提升

我们认为对新项目的严格核准和落后产能的大力淘汰将使得明年下半年开始水泥供给增长收缩的幅度远大于需求，长期以来过剩的局面将开始进入彻底扭转的阶段，企业的盈利预期和估值水平都将获得明显提升。

目前水泥行业和市场 PE 比值处于历史较低水平，我们建议 2010 年上半年“标配”水泥行业，下半年转为“超配”。重点推荐所处区域供给压力较小的上市公司：冀东水泥（000401）、亚泰集团（600881）、海螺水泥（600585）、塔牌集团（002233）。

图 15、申万水泥制造指数和沪深 300PE 比值



数据来源：Wind，联合证券研究所整理。

图 16、申万水泥制造指数和沪深 300PB 比值



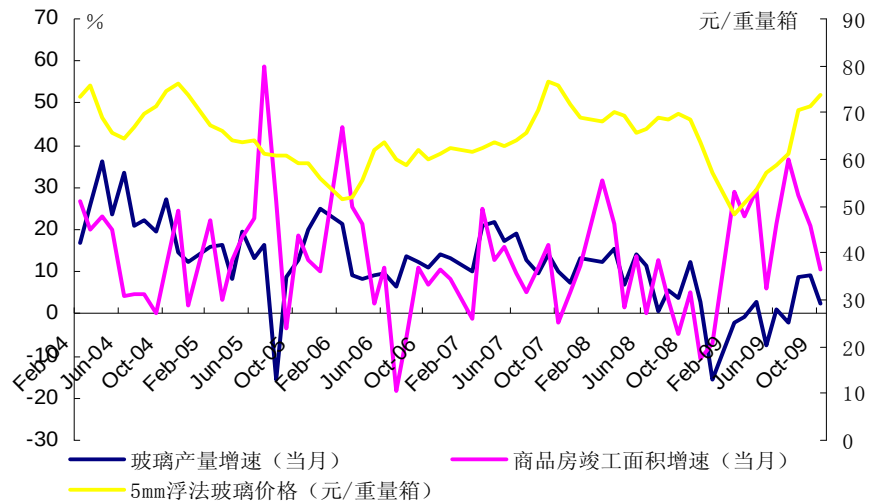
数据来源：Wind，联合证券研究所整理。

玻璃：平板玻璃供给缺口消失，高档和深加工品种快速增长

平板玻璃恢复供需平衡

09 年平板玻璃行业景气急剧上升，主要原因是去年底今年初大量产能关停导致产量增长受限，而今年房地产竣工面积、汽车销售强劲增长拉动玻璃需求旺盛，5 年来首次出现供给缺口，引发价格大幅上涨，已接近 07 年的高点。

图 17、平板玻璃供给缺口



数据来源：中国建材信息总网，CEIC，联合证券研究所整理。

但 2010 年随着停产生产线的复工和新建线的投产，供给缺口将基本消失：假设目前冷修、放水的浮法线明年初开始复产，增加产能 4018 万重量箱；09 年新建投产的浮法产能约 5000 万重量箱，假设年内发挥 50% 产能，2010 年全部发挥；2010 年建成投产 25 条浮法线，9300 万重量箱，当年发挥 50% 产能；国务院要求三年内彻底淘汰“平拉法”（含格法）落后平板玻璃产能（09 年底约 1 亿重量箱），假设 2010 年淘汰 2500 万重量箱；合计 2010 年将新增有效平板玻璃产能 8600 多万重量箱。预计 09 年全年平板玻璃产量 5.7 亿重量箱，同比增长 3.3%，而明年新增有效产能若充分发挥，平板玻璃产量将比今年增长 15.2%。

表 6、2010 年新增有效平板玻璃产能（万重量箱）

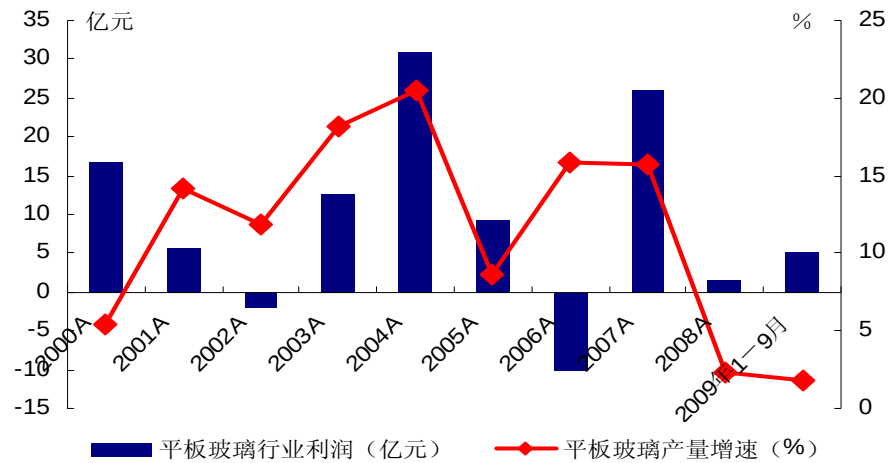
停产浮法线（冷修、放水）复工	4018
09 年建成投产浮法线产能充分	2500
发挥	
2010 年建成投产浮法线产能发	4650
挥	
落后产能淘汰	-2500
合计	8668

数据来源：联合证券研究所整理。

预计明年玻璃需求增长 10—12%，整体供略大于求。预计上半年玻璃价格维持高位，下半年随着大量新建生产线点火投产，供给压力加大，价格可能小幅回落，但回落幅度不超过 10%。

明年玻璃供略大于求，
价格回落小于 10%

图 18、平板玻璃产量增速和行业利润

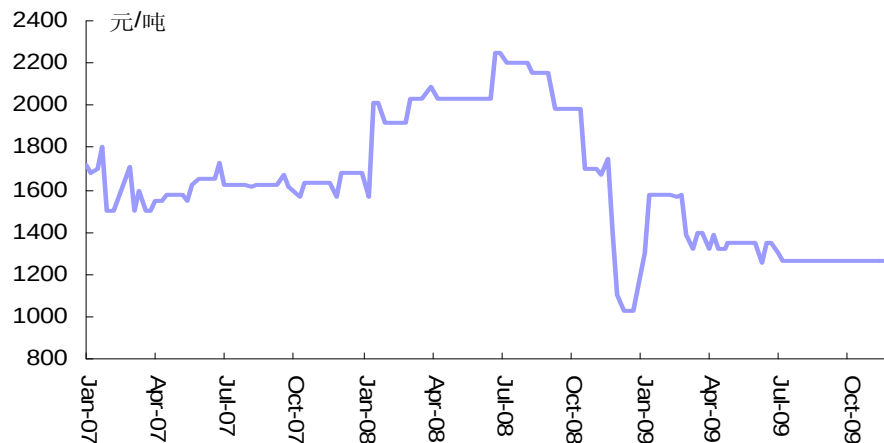


原燃料成本可能上涨

数据来源：CEIC，联合证券研究所整理。

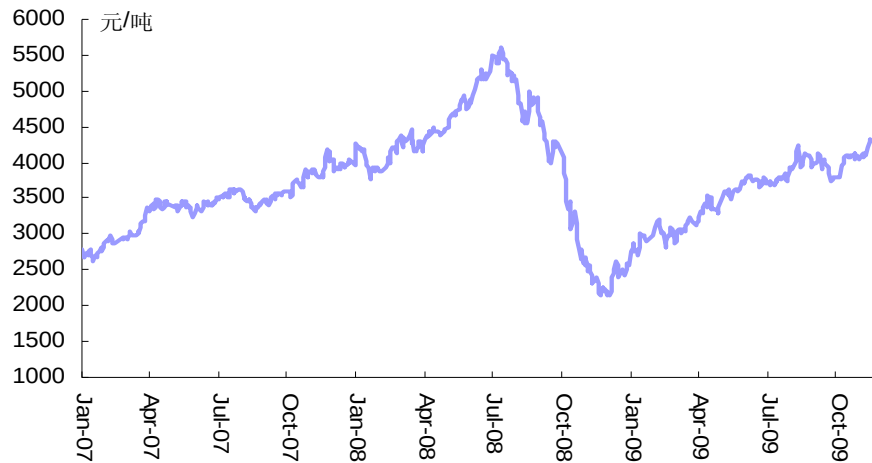
除了价格以外，09 年平板玻璃利润丰厚的另一个重要原因是原燃料（纯碱、重油、天然气）成本处于相对低位。明年在玻璃供略大于求的情况下，原燃料（特别是纯碱、天然气）价格可能的上涨也将削弱企业的盈利能力。

图 19、上海中山化工市场重质纯碱（99%）价格走势



数据来源：Wind，联合证券研究所整理。

图 20、燃料油（上海期货）180CST 价格走势



严厉政策将扭转供给过剩

数据来源：Wind，联合证券研究所整理。

和水泥类似，政府对新增平板玻璃产能的严格限制和落后产能的大力淘汰（《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展的若干意见》、《关于水泥、平板玻璃建设项目清理工作有关问题的通知》）将使平板玻璃行业进入产能过剩局面彻底扭转阶段，未来将恢复相对合理的盈利水平。

看好高档用途及深加工玻璃未来的发展

建筑能耗占全社会终端能耗总量的近 30%，而建筑用能的增加对全国的温室气体排放“贡献率”已经达到了 25%，因此推进建筑节能是实现“节能减排”工作中的重要环节。

近年来更多有关建筑节能的政策法规进一步出台，例如：

- 1) 08 年 10 月 1 日起《民用建筑节能条例》正式施行，提出了对建筑节能的政策扶持和经济激励（资金支持、金融扶持和税收优惠）、对新建建筑节能实施全过程的监管并增加既有建筑节能改造的规定；
- 2) 09 年 6 月住房和城乡建设部发布《严寒和寒冷地区农村住房节能技术导则（试行）》；
- 3) 09 年 7 月 19 日国务院发布《2009 年节能减排工作安排》，推动建筑节能深入发展——“2009 年底施工阶段执行节能强制性标准比例提高到 90% 以上；全面开展北方采暖地区既有居住建筑节能改造，2009 年改造 6000 万平方米”；
- 4) 各地市 07—09 年发布时间不等《建筑节能工程质量验收规程》。

在建筑维护结构中，门窗、外墙、屋面和地面为建筑能耗的四大部位。作为围护结构中保温节能的最薄弱的环节，门窗的能耗列居首位。这其中外窗所占的能耗比例尤为突出，其传热耗热量及冷风渗透耗热量所产生的热损失占全部建筑能耗的 40%—50%，因此节能玻璃的大力推广对建筑节能至关重要。

我们认为低辐射镀膜（Low-E）工程玻璃是未来最值得看好的建筑玻璃品种。国家提出的建筑节能目标是到 2010 年，全国新增建筑的 1/3 达到节能 50% 的目

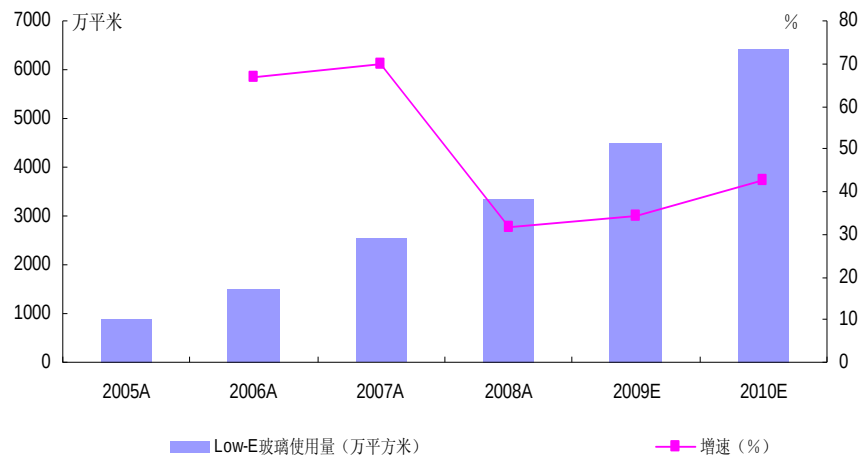
标；到 2020 年，全国新增建筑全部达到节能 65% 的目标。Low-E 基本不影响可见光的透过，同时又具有优良的隔热性能，将成为节能玻璃的首选。

根据国外经验，政府节能政策是促进节能建筑建设和节能建材应用市场发展的主要推动力。如瑞典 1998 年节能法规出台后，2000 年 Low-E 中空玻璃的市场份额就占到窗用玻璃市场份额的 45%；德国 1995 年实施新节能法，Low-E 中空玻璃的市场占有率直线上升，1998 年接近 100%。

Low-E 玻璃年需求增长率 50 - 60 %

2000 年以来我国每年房屋建筑竣工面积在 18 - 25 亿平方米，假设未来 3 年建筑竣工面积维持稳定，其中玻璃使用面积占 25%，Low-E 玻璃使用比例上升到 30%，则年使用量将达到 1.5 - 2 亿平方米（预计 09 年全国 Low-E 用量在 4500 万平方米左右，产能约 5000 万平方米），年均复合增长率为 50 - 60%，这还没有考虑 130 亿平方米需要进行节能改造的存量建筑对 Low-E 玻璃的需求。

图 21、 Low-E 玻璃需求量和增速变化



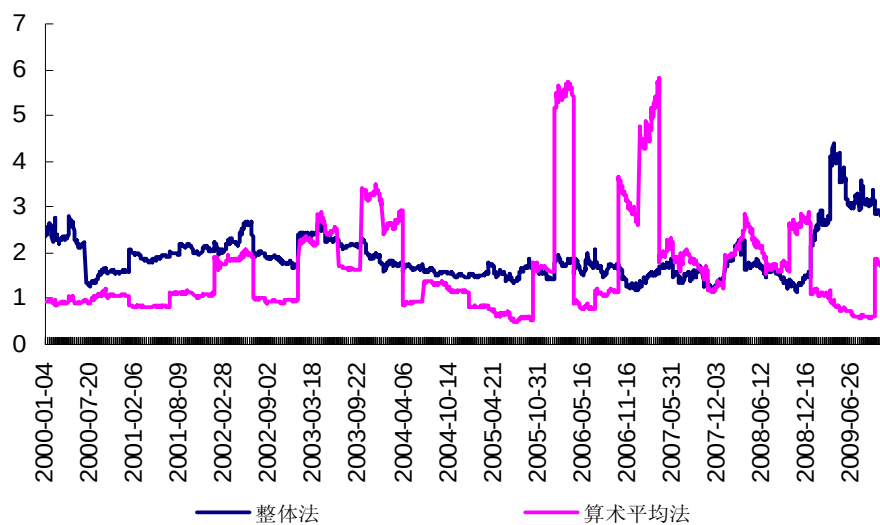
数据来源：联合证券研究所整理。

此外，我们依然看好光伏电池装机容量快速发展对超白压延、超白浮法和 TCO 玻璃需求的强劲拉动。

投资策略：选择有技术优势的企业

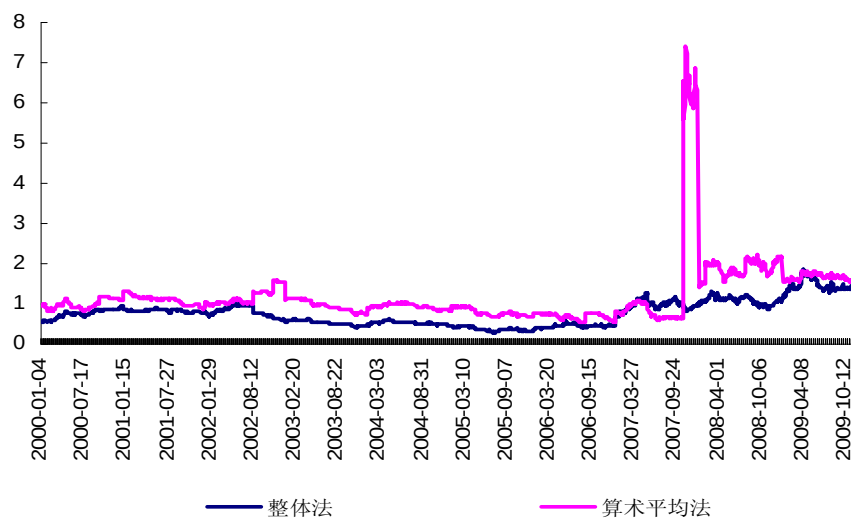
目前玻璃行业相对于市场估值水平并不低，但考虑到未来平板玻璃行业供给过剩局面的扭转以及节能减排、光伏发电快速发展对相关玻璃产品的强劲需求，我们维持“增持”评级，重点推荐具备高技术产品（Low-E 玻璃、超白压延、超白浮法、TCO 玻璃等）生产能力的南玻 A（000012）和金晶科技（600586）。

图 22、申万玻璃制造指数和沪深 300PE 比值



数据来源：Wind，联合证券研究所整理。

图 23、申万玻璃制造指数和沪深 300PB 比值



数据来源：Wind，联合证券研究所整理。

重点推荐上市公司盈利预测和估值

表 7、重点推荐上市公司盈利预测和估值

股票代 码	股票名 称	股 价 (09/11/26)	EPS (09E)	EPS (10E)	PE(09E)	PE(10E)	PB(09Q3)	评 级
600585	海螺水 泥	42.84	2.03	2.59	21.10	16.54	2.79	增 持
000401	冀东水 泥	17.88	0.79	0.98	22.63	18.24	3.38	增 持
600881	亚泰集 团	9.05	0.40	0.49	22.63	18.47	2.52	增 持
002233	塔牌集 团	16.40	0.59	0.82	27.80	20.00	3.57	增 持
000012	南玻 A	18.21	0.67	1.12	27.18	16.26	4.41	增 持
600586	金晶科 技	17.68	0.22	0.63	80.36	28.06	4.48	增 持

数据来源：联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。