

消费时代，成长为王

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《盛宴将至》
2009/09/22
《问今秋谁主沉浮，且看商业》
2009/08/11
《估值修复，寻找弹性》
2009/07/01
《在严冬中寻找春播的种子》
2008/12/31
《浪里淘沙始见金》
2008/12/25

- 中国居民收入正处于快速增长期，庞大人口基数下的大众阶层和财富再分配产生的富人阶层将使大众消费和高端消费齐头并举；在人口老龄化和城市化进程推动下，无论从短期还是长期来看消费需求增长均有保证。
- 中国能否真正转变为消费型社会取决于政策导向，从可持续发展角度出发，我们对 2010 年政策面持相对乐观态度。但是在教育、医疗、住房“三高”压力短期难以立刻解决的前提下，我们认为消费爆发式增长并不现实，稳健持久的增长将是较长时间内中国消费市场的主要格局。
- 百货行业作为最受益于消费升级的业态，其生命周期在中国较长，是目前中国的主流零售业态。以王府井、大商为代表的百货全国连锁及部分区域龙头在经营管理层面上具备了相当水准，具备优良资产但经营效率低下的整合标的频现，使得整合增效成为 2010 年行业最大亮点。
- 我们预计 2010 年全年 CPI 为 2.3%，超市行业同店增长情况将有明显改观，CPI 转正成为超市行业看点之一，但是超市行业供应商区域分割严重、本土企业精细化和供应链管理水平和外资企业，在政策面缺乏支持的情况下，超市行业区域割据的现状短期难以改变。
- 家电行业作为国内竞争格局相对稳定的业态，2010 年行业受国家调控房地产政策影响较大，但在家电下乡和以旧换新政策推动下，行业需求增长仍可期待，我们预计行业将呈现前高后低走势。
- 目前零售 A 股的估值水平充分反映了在 2010 年偏消费政策导向及行业全面复苏的背景下，投资者对于消费类股票的偏好程度上升。在未来两三年内，投资者会更加关注行业的业绩成长性，唯具备高速增长的公司才能最快的稀释目前较高估值水平。由此，我们重点推荐“百货三杰”成商集团、南京中商和大商股份，同时推荐在目前时点存在估值折价的鄂武商、王府井和武汉中百等。

吴红光

+0755-82492069
wuhg@lhqz.com

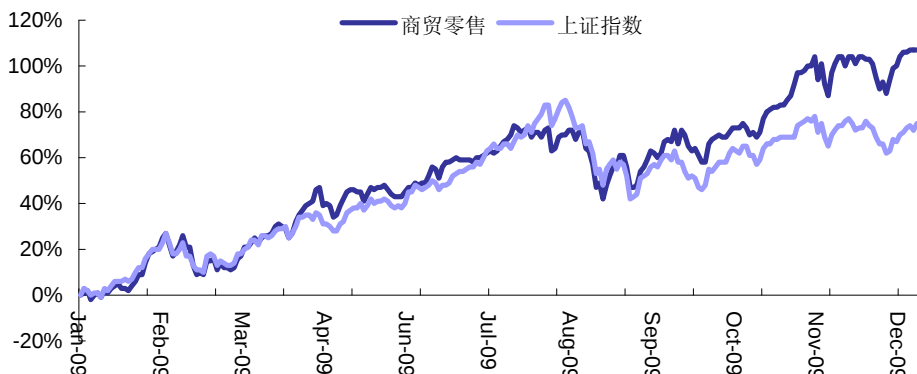
耿邦昊

+0755-82080081
gengbh@lhqz.com

李珊珊

+0755-82364411
liss@lhqz.com

最近 52 周股价表现



稳健持久增长为主旋律，大众消费与高端消费齐头并作为主要格局

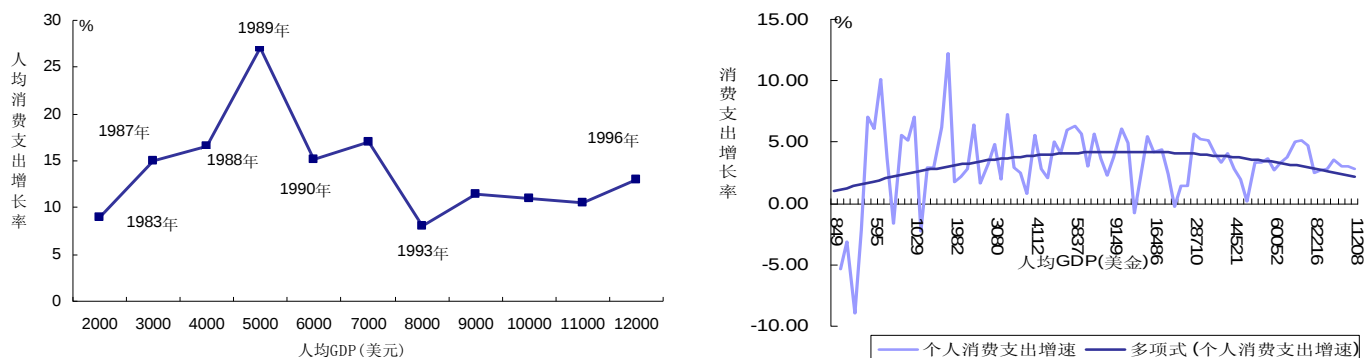
中国居民收入正处于快速增长期，庞大人口基数下的大众阶层和财富再分配产生的富人阶层将使大众消费和高端消费齐头并举；在人口老龄化和城市化进程推动下，无论从短期还是长期来看消费需求增长均有保证。消费品消费量增长相对稳定，加之国内社保体系薄弱，教育、医疗、住房“三高”压力短期难以解决，在此前提下，我们认为消费爆发式增长并不现实，而稳健持久的消费增长将是较长时间内中国消费市场的主要格局。

稳健增长为长期格局，政策变数为最大亮点

低基数，高增长

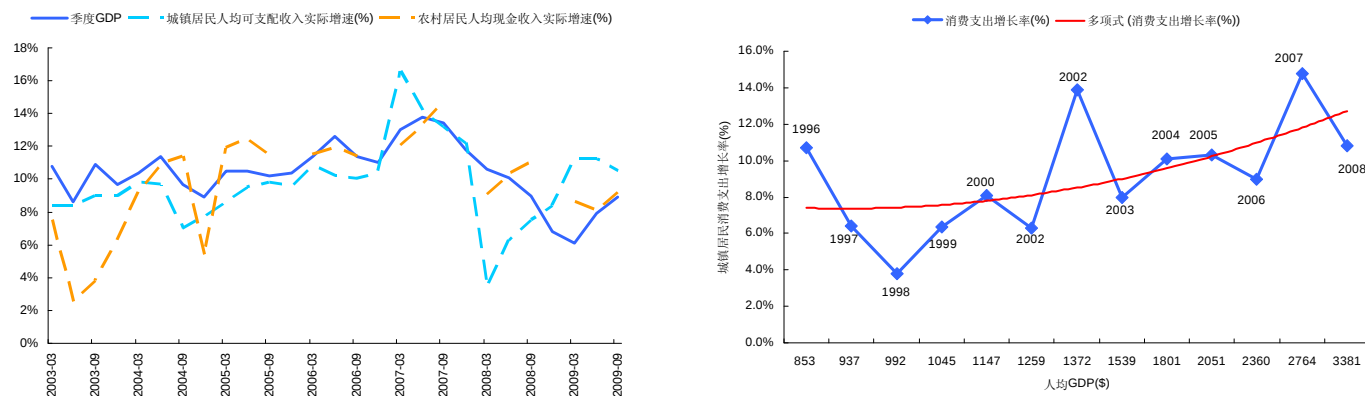
发达国家消费增长实证显示，当人均 GDP 在 1000-6000 美金区间时，居民对于改善型消费需求快速提升，一般会导致该国消费快速增长。2008 年中国的人均 GDP 为 3266 美元，正处于消费增长的黄金时期。

图 1：国外消费增长与人均 GDP 数据



资料来源：wind，CIEC 华泰联合研究部

图 2：收入快速增长，人均 GDP 越过临界点



资料来源：wind，CEIC，华泰联合研究部

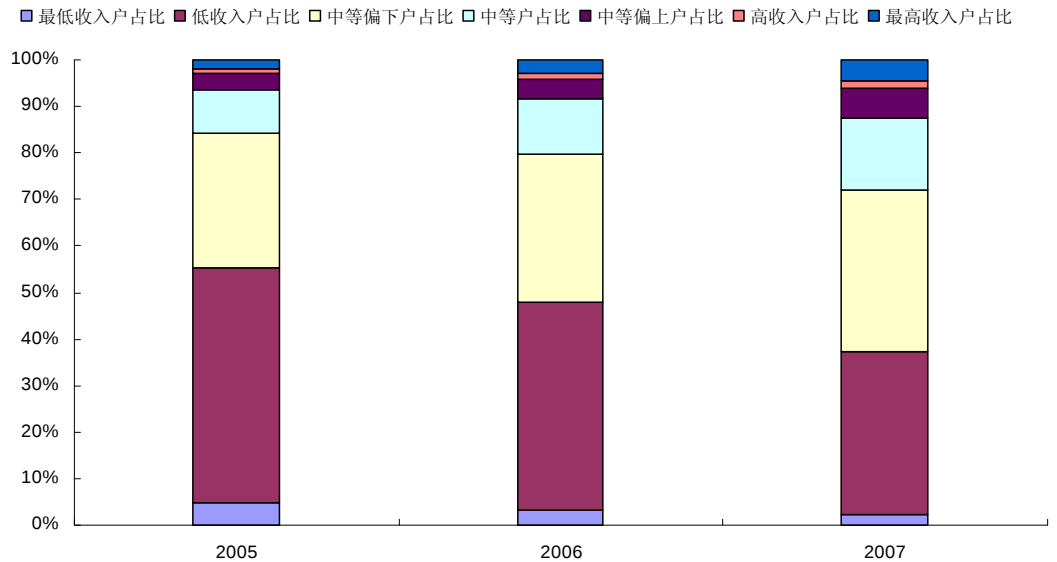
富裕阶层扩大刺激高端消费

在 2009 年经济危机的阴霾下，中国消费仍顽强保持了快速增长以及可选消费迅猛的反弹超出了许多人的预期，也引发我们对收入分配差异导致的消费需求新格局产生新一轮思考。

中国的富裕阶级迅速扩大

根据国家统计局公布的户籍抽样调查数据，2005-2007 年（2008 年尚未公布）三年间，最高收入家庭占比提升幅度最快，由 2.1% 升至 4.5%，增幅 117%，中等偏上户、高收入户和最低收入户增幅分别为 92%、80% 和 57%，排名 2-4 位。

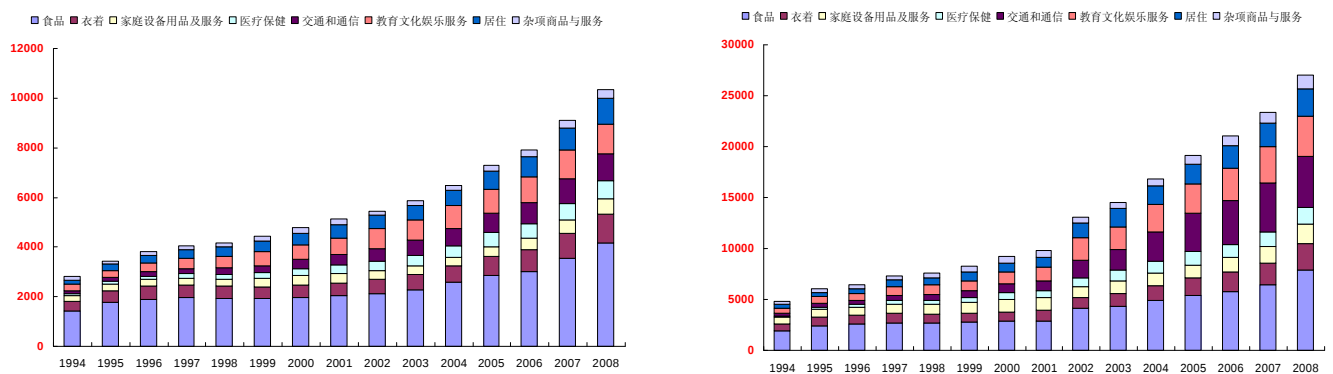
图 3：2005-2007 年各收入户占比



资料来源：CEIC，华泰联合研究部

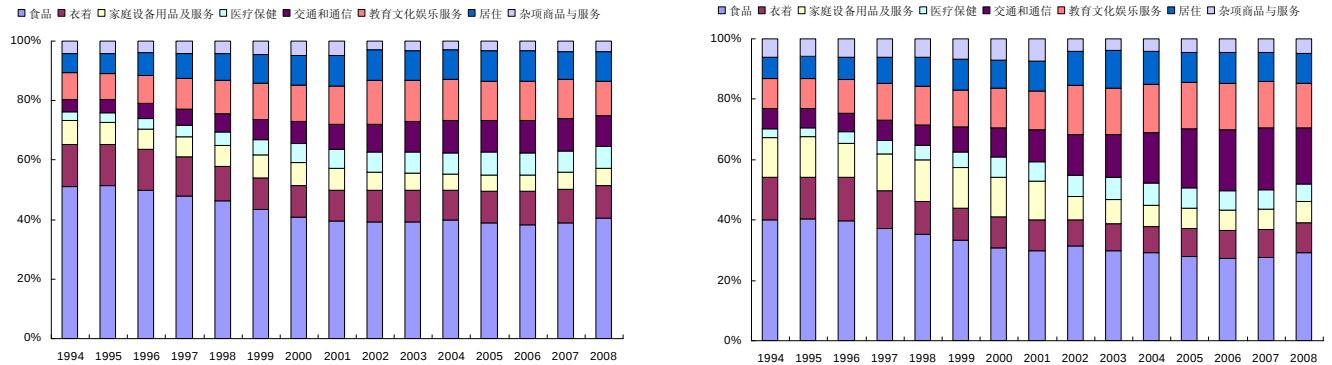
富裕阶层无论在消费量和消费结构上都与大众阶层有很大差异，他们的迅速增加对消费市场的需求格局产生了重大影响。根据统计数据，2008 年最高收入户的户均消费支出为 2.7 万元，为中等收入户的 270%；除了食品外，高等收入户对交通通信、教育文娱等支出占比分别达到 18.5% 和 14.7%，高于中等收入户（10.4% 和 11.3%）。

图 4：富裕阶层消费总量远高于普通阶层



资料来源：CEIC，华泰联合研究部。注：仅以中等收入户和最高收入户为代表，其中左图为中等收入户，右图为最高收入户

图 5：富裕阶层消费结构也与普通阶层存在明显差异



资料来源：CEIC，华泰联合研究部。注：仅以中等收入户和最高收入户为代表，其中左图为中等收入户，右图为最高收入户

目前构成富裕阶层的主要人群包括特权阶级、社会精英等，在收入分配政策短期难以改变、经济发展格局稳定的前提下，塔尖型的社会结构较长时期内不会发生变化，受益于财富效应的富裕阶层对于奢侈品等高端消费的旺盛需求将成为可选消费品火热的重要动力。

富裕阶层引致对可选消费品的旺盛需求

1-11 月累计增速依次为：

汽车 57.9%

家具 48.6%

中西药 29.0%

日用品 26.4%

金银珠宝 24.7%

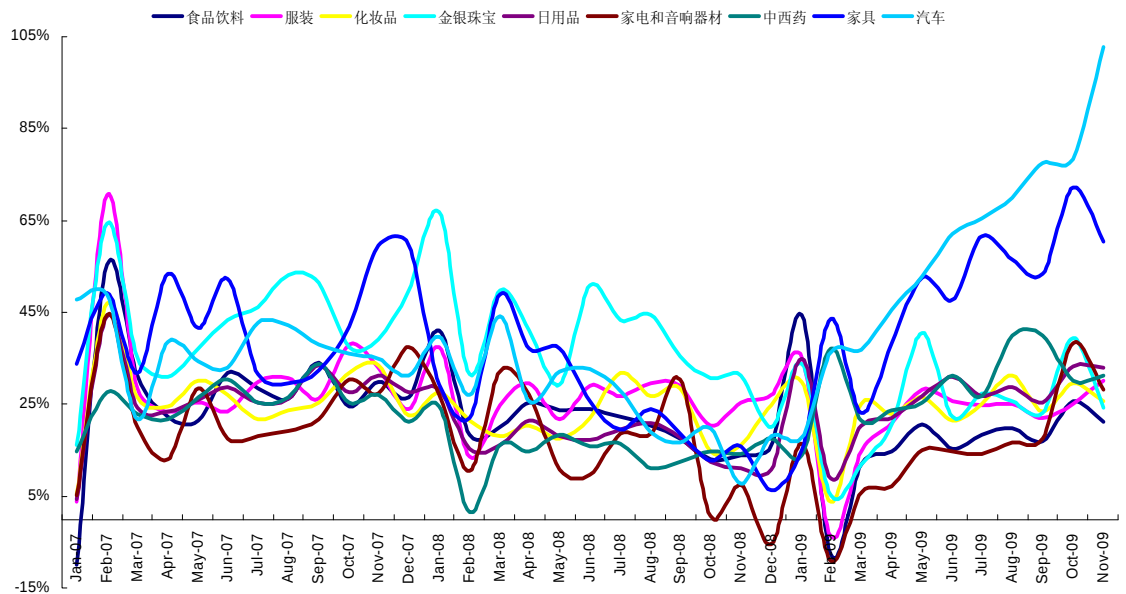
化妆品 23.9%

服装 22.6%

食品饮料 17.8%

家电和音响器材 15.3%

图 6：可选消费品反弹迅猛



资料来源：CEIC，华泰联合研究部

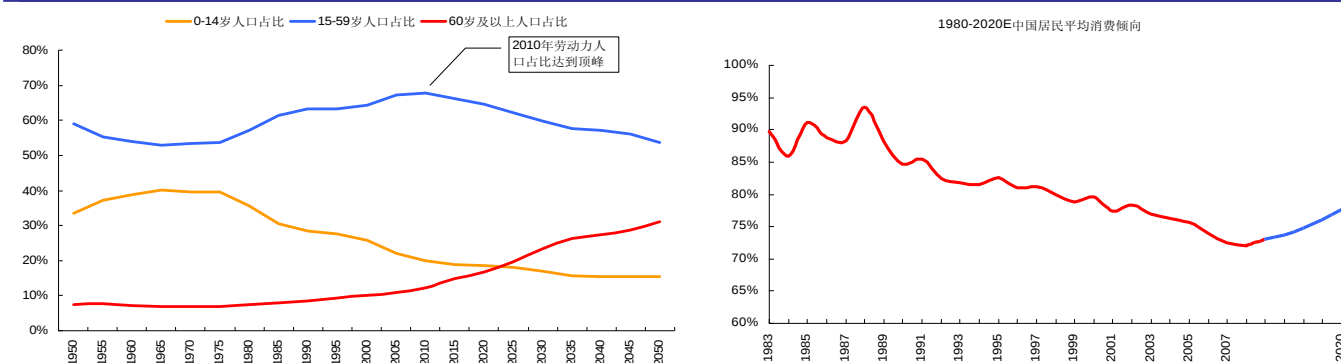
人口老龄化推动消费型社会

老龄化社会与莫迪利安尼消费假说

根据莫迪利安尼的生命周期消费假说，如果一个社会的人口构成比例发生变化，则边际消费倾向也会变化，如果社会上年轻的和老年人的比例增大，则消费倾向会提高，如果中年人的比例增大，则消费倾向会降低。

根据联合国人口署提供的数据，我国的 15-59 岁劳动力人口在 2010 年占比将达到百年内的顶点 67.80%，而 2010 年后劳动力人口开始持续下降。与之相对应的是，中国 60 岁及以上人口占比正开始处于加速上升阶段，这也意味着我国开始向老龄化社会转变，而这势必推动我国向消费型社会的转型。

图 7：中国各年龄段人口占比及平均消费倾向



资料来源：UNPD 2009，CEIC，华泰联合研究部。注：右图蓝色部分为预测值

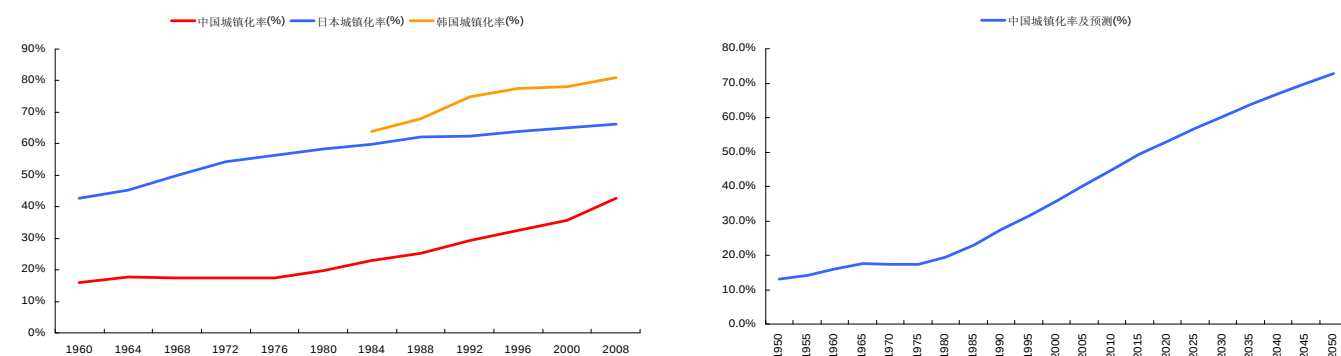
城镇化进程长期利好消费

城镇化进程取决于财政支持力度及产业结构调整快慢，城市化率每提升 1%，居民消费总支出将增加约 1.2%

在年底的中央经济工作会议上，中央政府提出要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制。

城镇化进程和产业结构调整密切相关，农村户籍人口变更为城市户籍后对社保、教育、医疗的需求将增加国家财政支出。根据建设部统计，中国城镇化率年均增长一直保持在 1%左右。我们预计未来几年中国城镇化快慢仍将取决于国家社保和财政支持力度以及产业结构调整进程。由于城镇居民消费水平高于农村人口，我们测算城镇化率每提升 1%，居民消费总支出将增加约 1.2%左右。

图 8：中日韩各国城镇化率及中国城镇化率预测



资料来源：UNPD 2009，CEIC，华泰联合研究部

政策促消费力度可能加大

无论是与发达国家或发展中国家相比，中国的最终消费比例都很低，消费增长滞后于 GDP 的原因，主要在于国家一直以来“重出口、偏投资”的政策导向，由于对于民生重视程度不足、社会保障体系不健全，居民一直以增加储蓄构建理应由社会承担的未来保障，从而抑制了消费需求。

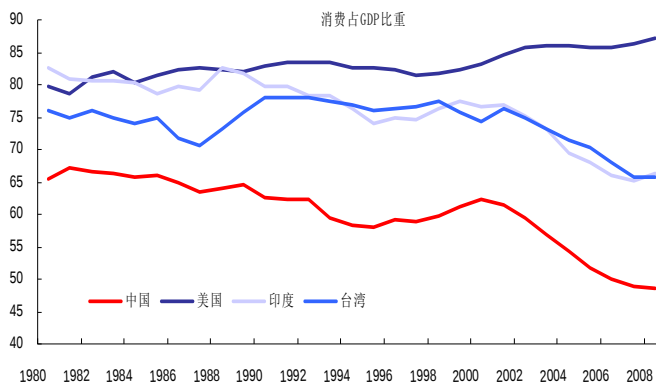
我们在此前的报告中多次提出，中国能否真正转变成为消费型社会，很大程度取决于政府调整现有过度倚重出口的产业结构的动力，取决于提振居民实际收入的实质性措施和真金白银的财政支出以改善社保体系。

但似乎可以令人欣慰的是，在金融危机冲击下，中国经济发展方式转变和结构调整紧迫性凸显，以释放信贷拉动经济的政策难以为继，出于经济可持续发展的需要，政府宏观调控向刺激消费偏转的可能性越来越大。从目前来看，包括调控房价、增加退休员工社保、提高个税起征点等措施相继出台或有可能即将出台，基于此，我们对 2010 年政策面持相对乐观的态度。

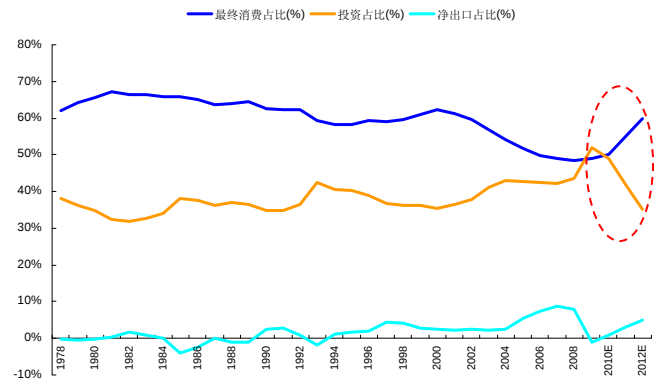
中国能否真正转变为消费型社会取决于政策导向，从可持续发展角度出发，我们对 2010 年政策面持相对乐观态度

图 9：中日韩各国城镇化率及中国城镇化率预测

美中印台最终消费占比



消费对 GDP 的拉动效应可能会加强



资料来源：CEIC，华泰联合研究部，其中全部国家（地区）数据均包含政府消费

表 1：近期出台的部分促消费政策

涉及领域	政策内容	政策效果
社保	2010 年 1 月 1 日起，提高企业退休人员基本养老金水平，提高幅度按 2009 年企业退休人员月人均基本养老金的 10% 左右确定，全国月人均增加 120 元左右。	提高社保支出，构建健全的社会保障支出
房地产	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。	解决民生问题，剑指高房价，引导自住需求，调控投机需求
家电	国务院明确二套房贷款首付不低于 40% 家电下乡：从 2007 年 12 月开始，在山东、河南、四川 3 省试点家电下乡工作；2008 年 12 月起继续开展第二批家电下乡推广工作，试点范围新增 10 个省；2009 年 2 月起，在其余 13 个省推广家电下乡，并取消零售限价、执行补贴限价 以旧换新：从 2009 年 8 月起，针对彩电、冰箱、洗衣机、空调、计算机，在 9 省市试点以旧换新，试点区域至 2010 年 5 月止；政策明确在 9 省市试点成熟和其余区域建立废旧家电回收体系后在全国推广	极大刺激了农村市场对家电的需求 刺激消费者，加速家电更新需求
汽车	汽车下乡：从 2009 年 3 月 1 日到 12 月 31 日，国家将安排 50 亿元，对农民报废三轮汽车、换购轻型载货车及购买 1.3 升以下排量的微型客车等，给予一次性财政补贴。2009 年底决定，将汽车下乡政策延长实施至 2010 年底，已纳入汽车下乡补贴渠道的摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月 31 日。将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底，减按 7.5% 征收。汽车以旧换新的单车补贴金额标准提高到 5000 元至 1.8 万元。	刺激消费者对于汽车的购置需求和更新需求

资料来源：华泰联合研究部

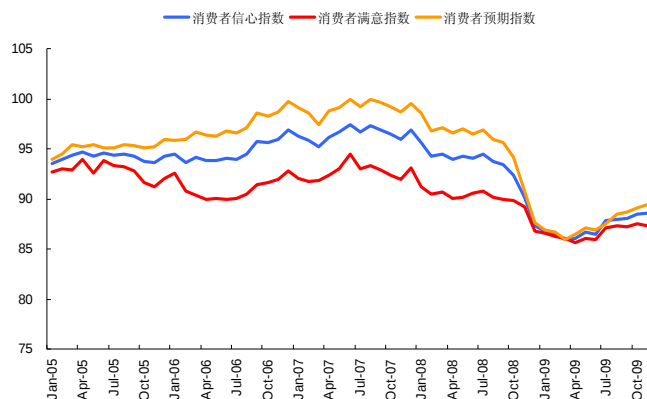
行业反弹趋势明确，三大业态境遇迥异

09 年回顾：行业触底反弹

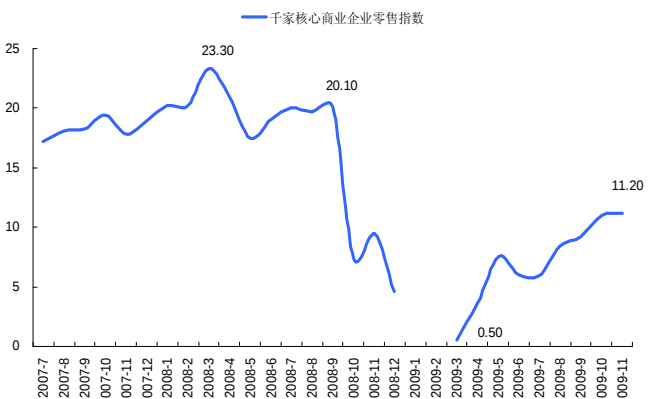
从消费者信心指数、百家千家核心零售企业指数和分业态数据来看，08 年 4 季度和 09 年 1 季度为行业受此轮经济危机冲击最低点，此后随着全球范围内的刺激经济政策出台，2 季度开始起各项指标均开始显著回升，预示着行业运营全面回暖。

图 10：行业低点已过，各项指标显著回升（1）

2005.01-2009.11 消费者信心指数



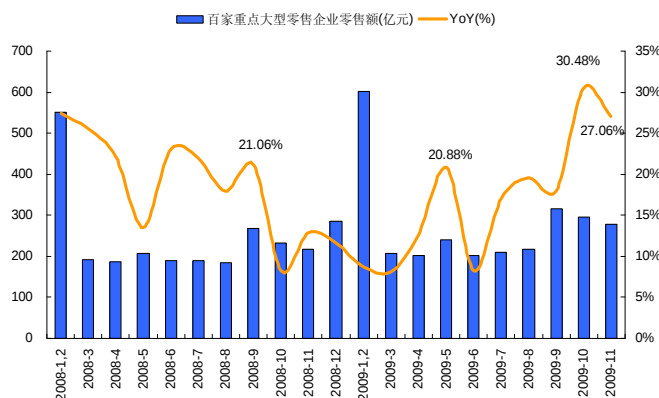
2007.07-2009.11 千家核心商业企业指数



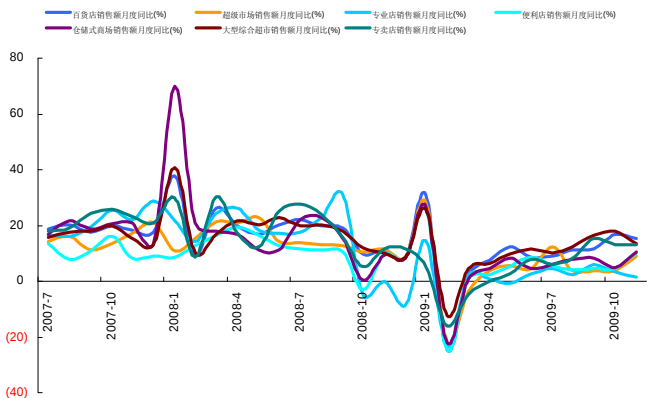
资料来源：CEIC，wind，华泰联合研究部

图 11：行业低点已过，各项指标显著回升（2）

2008.01-2009.11 百家重点大型零售企业销售情况



2007.07-2009.11 六大业态月度销售额增速



资料来源：CEIC，wind，中华商业信息中心，华泰联合研究部

10 年展望之百货：受益消费升级，整合提升效益

我们在前文中提到，中国目前人均收入水平下，消费需求升级为大趋势，而百货业态由于其销售的中高档服装、化妆品和配饰等为可选消费品，是目前最受益于消费结构升级的业态。

与美国、日本等发达国家相比，中国人口众多、土地资源稀缺，聚居生活方式在短期难以改变，根据汽车协会预测，中国汽车普及率到 2011 年仅为 20%，远低于美国 50-60 年代 80% 以上的汽车普及率，开车购物方式将受到限制。我们

预计在未来的三到五年内，聚居生活+去商圈购物的消费习惯仍将持续，而这势必会延长百货业态的生命周期。

表 2：中美百货业态发展状况比较

美国百货的变革	百货业态发展状况	人均 GDP	生活情况	汽车普及率	可选消费品消费习惯
50-60 年代	蓬勃发展	1000-3000 美元	城市里，密集化居住	90%	去城区（商圈）采购
60 年代以后	逐渐衰退，让位于超市和购物中心	3000-30000 美元	开始迁往郊区，分散化居住	90%以上	开车，寻找便利的购物地点
中国百货业预测	百货业态发展状况	人均 GDP	生活情况	汽车普及率	可选消费品消费习惯
2007-2011	蓬勃发展	3266（2008 年）	城市里，密集化居住	20%	去城区（商圈）采购
2011	2021 逐渐衰退，让位于超市和购物中心	-	开始迁往郊区，分散化居住	60%	开车，寻找便利的购物地点

资料来源：华泰联合研究部

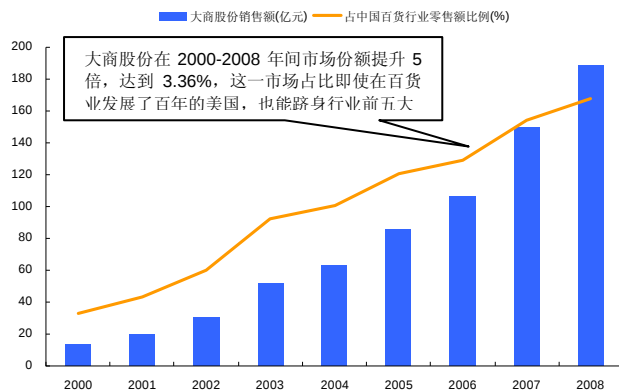
我们认为中国的百货行业在未来一段时间内仍处于行业整合过程中，通过整合提升行业效益的可能性很大：

首先，以大商和王府井为代表的中国最优秀的百货企业在短短的十多年间快速成长，他们具备了相当的经营管理能力，并已证明在经营上不输于国外百货公司，未来他们将成为整合主力军。

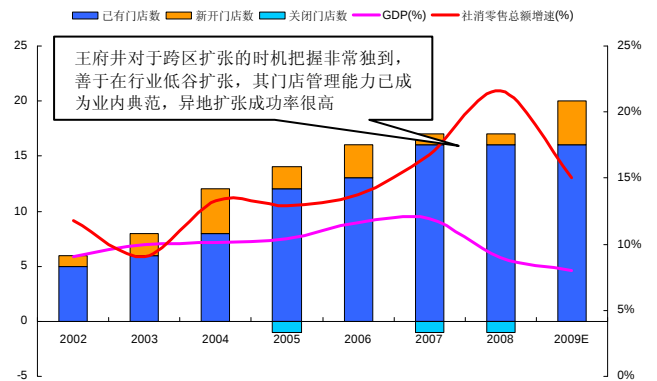
其次，由于历史发展原因，中国的许多百货企业具有老国企背景，这些企业资源质量良好，但国企遗留的众多问题使得企业运营状况较差，这些企业将成为被整合的优质标的。龙头公司一旦获得这部分优质资产后，必将通过其专业管理水平，实现资产的高额回报。

图 12：中国最优秀的百货企业迅速崛起

大商股份快速成为全国最大百货企业



王府井百货成功实现全国布点，绝大多数异地门店均盈利



资料来源：wind，华泰联合研究部

表 3：A 股百货行业部分整合案例

整合企业	被整合企业	整合效果
大商股份	东北区域诸多百货企业	借东北国企改制契机，低价收购大量经营不善但资产良好的企业，通过实施减员增效和管理团队注入，实现资产高额回报
合肥百货	蚌埠、铜陵等百货门店	借国企改制契机，极低成本收购，通过实施减员增效和管理团队注入，迅速实现门店扭亏为盈
雨润集团	南京中商	处置亏损门店，实施减员增效，注入专业门店管理团队，经营状况有明显改善
茂业国际	成商集团	处理历史遗留问题，大刀阔斧的实施减员瘦身，引进茂业系的专业管理团队，努力打造成商集团成为四川百货行业霸主
	渤海物流	刚获得股权
商社集团	重庆百货、新世纪百货	商社集团将旗下两家公司合并，解决同业竞争问题，实现错位经营和统一化管理
广百股份	新大新百货	收购区域内规模较小公司，实现统一采购、错位经营，加强对供应商的议价能力

资料来源：华泰联合研究部

中国出现像沃尔玛这样的全国性超市可能性不大，区域分割的格局短期难以改变

10 年展望之超市：惊喜的可能只有 CPI

超市行业销售的商品以必需品为主，不同区域的消费者需求差异不大，理论上说，超市行业是较容易通过复制专业化管理以实现快速规模扩张的，但我们认为在中国出现像沃尔玛这样的全国性超市企业可能性不大，区域分割的格局仍将维持。之所以有如此判断，基于以下四个原因：

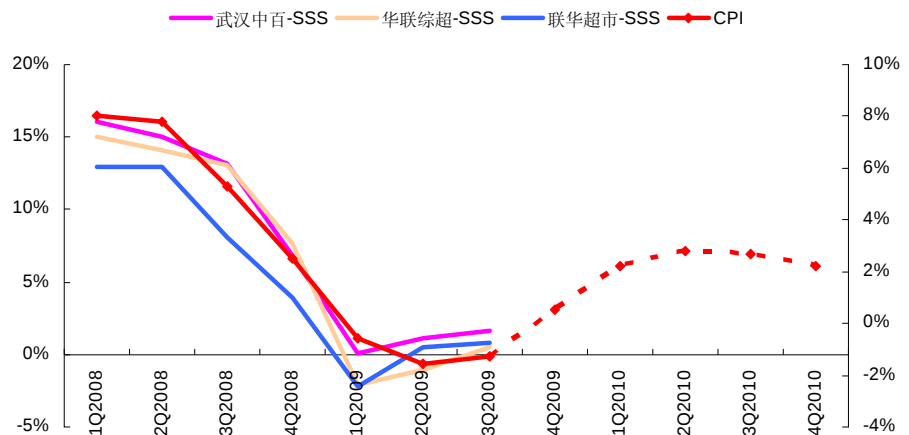
- 1、中国供应商区域割据现象严重，各级代理众多，超市企业在不同区域往往需要与不同的代理谈判，无法实现规模效应；
- 2、本土超市企业无论是在门店精细化管理、还是供应链管理上都缺乏核心竞争力，这就使得超市企业在扩张时面临多重窘境：既无能力开大店、也缺乏高效的物流配送、信息管理能力，而这些都是实现全国型扩张的必要条件；
- 3、外资超市相对本土企业来说过于强大。沃尔玛和家乐福堪称现代超市鼻祖，其门店经营、品类管理水平、信息系统先进程度等各方面均远超国内企业，最终凭借超高的单店销售，在与供应商议价过程中占据强势地位；
- 4、国家政策倾向于外资超市，压制了本土企业的发展。沃尔玛近几年的快速扩张，正式受益于商务部特许的总部交税政策，即沃尔玛可以最大化的将其利润转化为资本支出，实现在国内的门店扩张。

正是基于此，我们认为国内本土企业难以实现大规模的跨区域扩张，而外资超市由于其投入资源有限，也无法实现全国型密集布点，在这种情况下中国超市行业最终格局必然是本土企业区域分割，外资超市以散点的方式布局重点城市或区域。

根据华泰联合研究部宏观组预测，在中性假设下，2010 年 4 月 CPI 将达 2.5%，5 月 CPI 同比达 2.8%，此后缓慢攀升，预计三季度达到最高值 3.2%，全年 CPI 约为 2.3%。根据我们跟踪历史数据来看，超市企业同店增长率和 CPI 走势呈现明显的相关性，因此 2010 年 CPI 的转正将使超市行业迎来重大的转机。

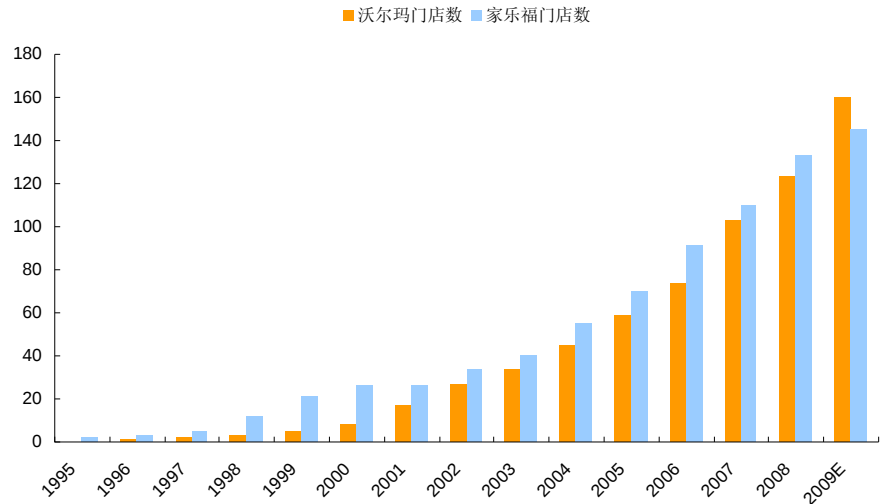
超市企业同店增长与 CPI 呈现明显的相关性，2010 年 CPI 转正利好超市行业

图 13：2008-2010ECPI 走势及重点超市季度同店增长率



资料来源：CEIC，华泰联合研究部。注：红色虚线部分为根据华泰联合宏观组预测数据

图 14: 1995-2009E 沃尔玛、家乐福门店数



资料来源: 华泰联合研究部

10 年展望之家电连锁: 整合棋过中局, 需求两喜一忧

如果说百货和超市的行业整合才刚刚起步, 那家电行业的整合至少已经棋过中局了。客观的说, 在目前“两强争霸”的格局下, 留给苏宁或国美的行业整合空间并不是特别多, 虽然在部分地区(如东北、西藏), 或在三四线城市及农村还存在着广阔的空间, 但在前者, 苏宁国美将面对当地强大的零售商(如大商在东北通过购物卡的形式将区域内的家电、百货、超市消费者绑定); 而在后者, 三四线城市及农村购买力相对不足, 难以支持苏宁国美一贯的区域密集布点的策略, 因此通过行业内大规模整合实现产业链优化和效率提升, 最终使得行业出现重大发展的可能性已经相对较小了。

从需求层面来看, 国家近期出台的系列政策使得 2010 年家电需求出现“两喜一忧”的局面:

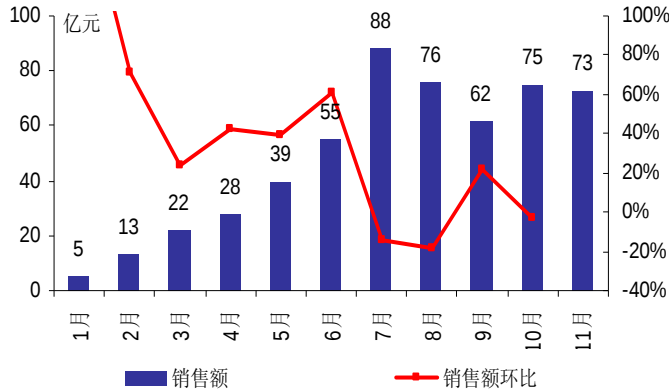
喜: 家电下乡推广范围扩大、实施期限延长和取消零售限价极大刺激了农村市场对家电的需求; 以旧换新试点如能成功推广, 则有助于消费者加速更新换代, 从而提升家电消费, 从目前来看, 苏宁电器有近 25% 销售收入为以旧换新拉动。

忧: 出于民生角度考虑, 国家近期连续出台了一系列调控房价措施, 包括减免二手房营业税优惠、提高二套房首付比例等, 这势必会对房地产成交造成一定影响。根据华泰联合证券研究部房地产小组对 2010 年房地产交易市场的预测, 2010 年房地产交易量可能同比下降 20%-30%, 由于家电消费与滞后六个月的房地产成交量呈现明显的正相关, 我们预计 2010 年房地产销量下滑将影响下半年家电需求。

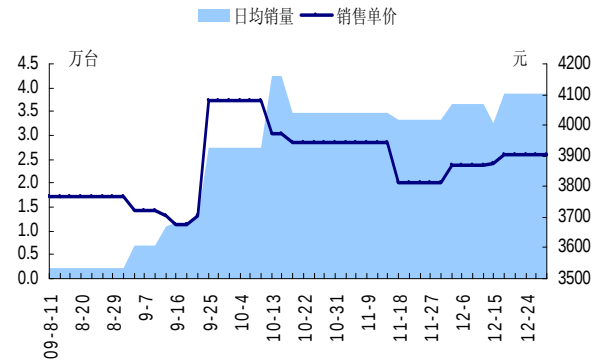
家电需求, 两喜一忧(家电下乡、以旧换新、房地产调控)

图 15: 2010 家电需求两喜: 家电下乡和以旧换新

09 年家电下乡月销售额



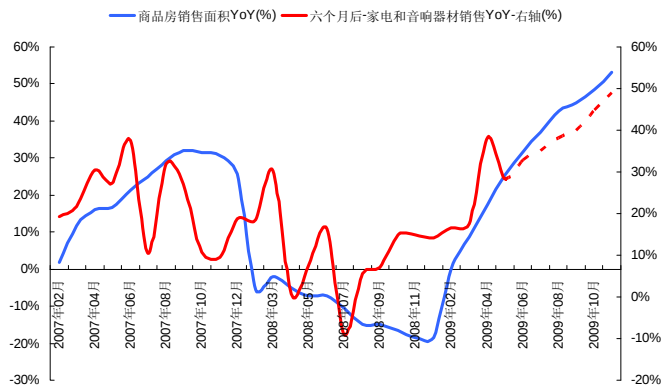
2009 年家电以旧换新全国销售情况



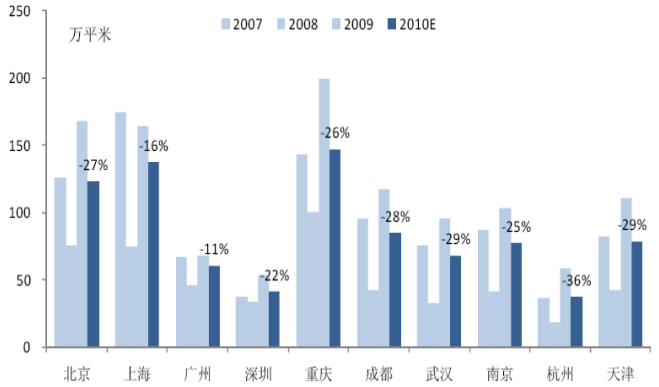
资料来源: 家电下乡信息管理系统, 商务部以旧换新信息管理系统, 华泰联合研究部家电小组

图 16: 2010 家电需求一忧: 房地产紧缩政策波及下半年家电需求

家电和音响器材销售受六个月前商品房销售面积影响较大



2010 年十大重点城市月均成交面积降幅测算



资料来源: CEIC, wind, 华泰联合研究部房地产研究小组。注: 红色虚线部分为预测值

表 4: 2010 年白电国内需求同比增长预测

	空调 09 年占比	10 年同比	冰箱 09 年占比	10 年同比	洗衣机 09 年占比	10 年同比
农村需求	15%	20%	45%	5%	25%	5%
城市新房拉动	29%	30%	16%	30%	22%	30%
城市新置	25%	-5%				
城市更新	22%	-5%	39%	15%	53%	15%
商用需求	10%	10%				
全部	100%	10%	100%	13%	100%	16%

资料来源: 华泰联合研究部家电研究小组

消费时代，成长为王

A 股零售股目前的估值水平充分反映了在 2010 年偏消费政策导向及行业全面复苏的背景下，投资者对于消费类股票的偏好程度上升

我们跟踪了 A 股零售行业百货、超市、家电连锁行业及个股的估值水平，并比较了港股及海外零售股的估值水平，无论是从历史估值水平，还是国际比较来看，A 股零售股的估值均已处于中高位区间，反映出在 2010 年在偏消费政策导向及行业全面复苏的背景下，投资者对于消费类股票的偏好程度上升。

估值历史比较：高于历史估值中值

百货行业：百货行业历史 PE 中值为 36 倍，相对沪深 300 历史溢价中值为 75%，而行业最新 PE 为 41 倍，相对沪深 300 自 2007 年下半年以来溢价率首次超过历史中值，达到 94%；从 PS 估值来看，行业 PS 估值为 1.24，也高于历史 PS 中值 0.86。

超市行业：超市行业历史 PE 中值为 35 倍，相对沪深 300 历史溢价中值为 76%，而行业最新 PE 为 39 倍，相对沪深 300 溢价率达到 84%；从 PS 估值来看，行业 PS 估值为 0.82，也高于历史 PS 中值 0.78。

家电连锁行业：家电连锁历史 PE 中值为 31 倍，相对沪深 300 历史溢价中值为 39%，而行业最新 PE 为 33 倍，相对沪深 300 溢价率为 57%；从 PS 估值来看，行业 PS 估值为 1.67，也高于历史 PS 中值 1.33。以苏宁为代表的家电连锁行业仍然为投资者所看好。

估值国际比较：A 股全面溢价

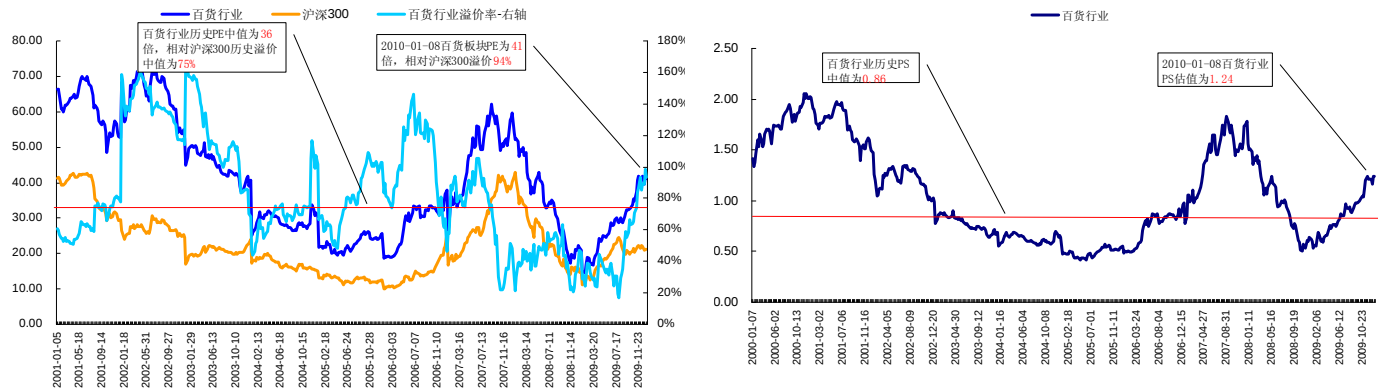
与港股及国际零售股相比，A 股的百货、超市、家电连锁个股 PE 估值全部处于溢价状态，其中百货类个股溢价幅度在 10-15%左右，超市类个股溢价幅度在 10%-20%左右，家电类个股溢价约在 10%左右。

另外非常有意思的是，我们以 Bloomberg 业绩一致预期测算出的港股百货行业 10、11 年行业净利润增速约为 23.1%、20.9%；超市行业 10、11 年行业净利润增速约为 25.1%、27.01%；而根据我们的预测，A 股百货行业（不包括大商）10、11 年行业净利润增速约为 25.9%、24.2%；超市行业 10、11 年行业净利润增速约为 25.1%、27.1%。两者的差异也反映出 A 股投资者相对港股投资者来说更看好国内消费市场，且在盈利预测上也相对乐观。

优选高成长个股，

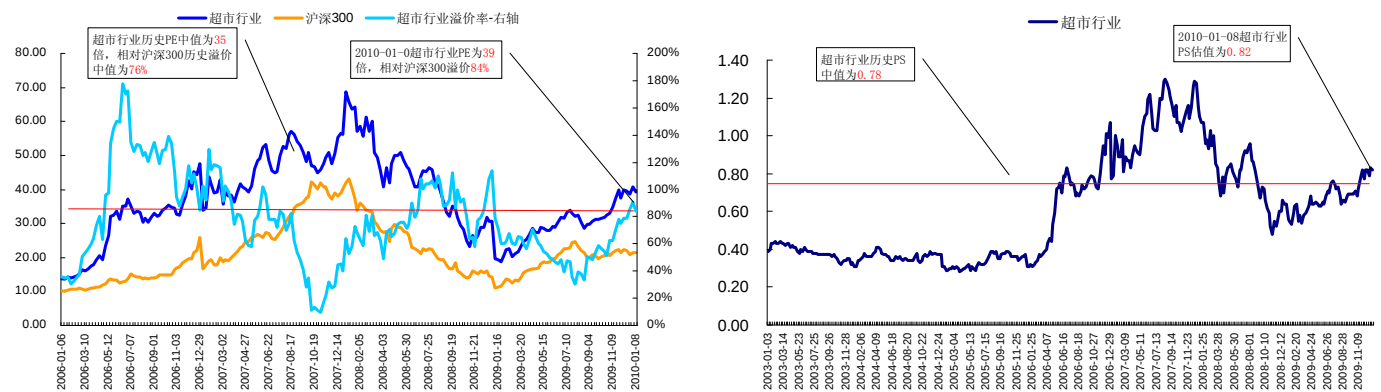
与 2009 年下半年推荐“七剑组合”时以高弹性为标准不同，我们认为在未来两三年内，投资者会更加关注行业的真实业绩成长，唯有具备高速增长性的公司才能最快的稀释目前较高的估值水平。由此，我们以 PEG 为选股的重要标准，辅以 PE 法，推荐在未来三年内具备业绩高速增长的“百货三杰”：成商集团、南京中商和大商股份，同时推荐在目前普遍高估值下存在估值折价的鄂武商、王府井和超市个股武汉中百等。

图 18: 华泰联合证券跟踪百货行业估值水平



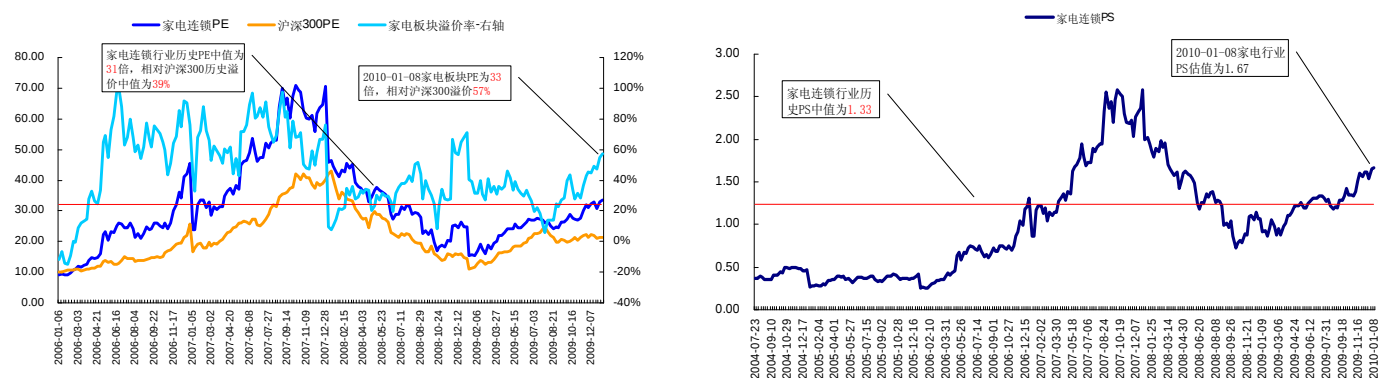
资料来源: wind, 华泰联合研究部

图 19: 华泰联合证券跟踪超市行业估值水平



资料来源: wind, 华泰联合研究部

图 20: 华泰联合证券跟踪家电行业估值水平



资料来源: wind, 华泰联合研究部

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@lhqz.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@lhqz.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 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，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。