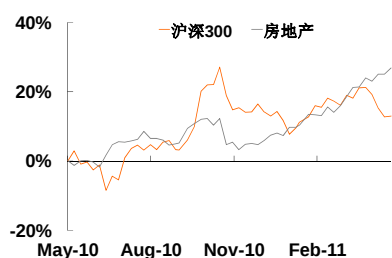


从量化的角度观察房地产市场

浅析商品住宅的供给与需求

强烈推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

李晓东 S1060511080001
0755-22625083
lixiaodong885@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如
经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎
重使用并注意阅读研究报告尾页的声明
内容。

本文试图利用可得的数据,尽量从量化的角度对我国城镇住宅的供给和需求进行分析,希望能够为研判未来的商品住宅市场走势提供一些有意义的参考。

■ 供给

尽管存在数据质量的问题,但是我们依然可以利用可得的数据对我国的商品住宅供给进行大致的估算。我们将 1990 之后竣工的城镇住宅,包括商品房以及部分非商品房,划定为有效供给。截止 2010 年,城镇商品住宅的有效供给大约为 1~1.1 亿套;根据我们的预测,至 2015 年,这一总量将达到 1.5~1.6 亿套。

■ 需求

我们将住宅需求划分为三个层次:刚性需求、有效刚需和有效需求。根据测算,截止 2010 年,城镇人口对于住宅的刚性需求总量约为 2.7 亿套,其中,有效刚需占比 6 成左右,约为 1.6 亿套;到 2015 年,刚性需求总量将进一步升至 3 亿套,届时有效刚需也将达到 1.8 亿套。对于有效需求中的投资需求,我们认为其并不是房价的有效支撑,只是放大了房价的波动,放弃对其进行量化分析。

■ 结论

在未来相当长一段时间内(2015 年之前),我国住宅商品房市场的有效供给仍将持续的低于有效刚需,房价的内在上涨动力依然非常充足;但同时,有效供给依然在不断提高,政府调控也在不断挤出投资需求,所以,市场的均衡状态很可能在未来的某个时点提前于市场的预期出现。届时,如果商品房的供给依然保持之前的增长趋势,那么供过于求的局面将会出现,价格将不可避免地出现趋势性的下跌。

■ 风险

本文判断的主要风险在于数据,尽管我们力求客观公正,但是由于可得数据太少,我们不得不据此进行大量的推测与估算;同时,相关数据的质量也是我们的主要担忧之一。

股票代码	公司简称	股价	EPS					PB	PE				NAV	P-NAV 溢价	投资评级
		2011-9-2	09A	10A	11E	12E	09A		10A	11E	12E	2011			
600383	金地集团	6.04	0.78	0.60	0.84	1.29	1.5	8	10	7	5	11.5	-47%	强烈推荐	
000002	万科 A	8.10	0.48	0.66	0.99	1.29	1.9	17	12	9	7	11.8	-31%	强烈推荐	
600048	保利地产	10.66	1.06	1.08	1.15	1.50	2.0	10	10	9	7	14.1	-24%	强烈推荐	
000024	招商地产	18.59	0.96	1.17	1.55	1.94	1.6	19	16	12	10	23.5	-21%	强烈推荐	
600266	北京城建	13.42	1.15	1.35	1.41	1.77	2.2	12	10	10	8	21.9	-39%	强烈推荐	
000616	亿城股份	3.95	0.47	0.55	0.54	0.68	1.4	8	7	7	6	8.1	-51%	强烈推荐	
600823	世茂股份	14.40	0.18	0.75	0.88	1.28	1.7	80	19	16	11	22.3	-35%	强烈推荐	
600223	鲁商置业	7.72	0.44	0.44	0.73	1.38	7.0	18	18	11	6	12.8	-40%	强烈推荐	

正文目录

- 一、供给.....4
 - 1.1 供给结构.....4
 - 1.2 有效供给.....6
- 二、需求.....6
 - 2.1 刚性需求.....7
 - 2.2 有效刚需.....9
 - 2.3 有效需求.....10
- 三、结论.....11

图表目录

图表 1	2009 年全社会住宅竣工面积结构	4
图表 2	1995-2009 全社会累计住宅竣工面积结构	4
图表 3	1995 年以来我国的商品房竣工情况	5
图表 4	住宅竣工面积	5
图表 5	城镇住宅竣工套数	5
图表 6	1999 年以来的竣工商品房套均面积（平方米）	6
图表 7	城镇户均人口数不断下降	7
图表 8	人口年龄结构	7
图表 9	城镇住宅刚性需求估算	8
图表 10	我国的城镇化率已经达到 50%	8
图表 11	人口出生率变化	8
图表 12	我国的房价收入比较高	9
图表 13	城镇居民财富结构（2009）	9
图表 14	城镇居民可支配收入情况（元）	9
图表 15	有效刚性需求分析	10
图表 16	我国的居民储蓄存款余额巨大	10
图表 17	商品住宅的供给与需求曲线	11
图表 18	商品住宅供给与需求估算	11

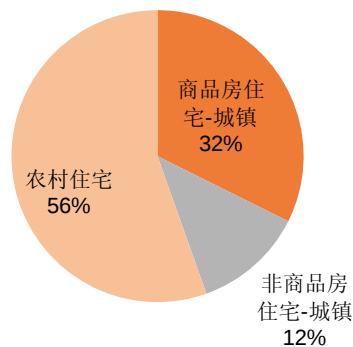
房屋作为一种商品，其本质问题依然是供给与需求的匹配问题，所以，本文试图利用可得的数据，尽量从量化的角度对我国城镇住宅的供给和需求进行分析，希望能够为研判未来的商品住宅市场走势提供一些有意义的参考。

一、供给

1.1 供给结构

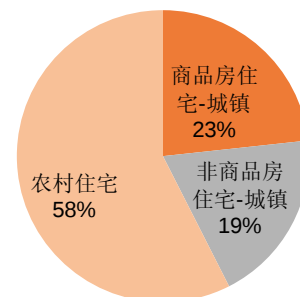
由于特殊的土地制度，我国形成了城乡二元的住房结构。其中，农村住宅以自建为主，没有独立的房产证和土地使用证。从法律上来讲，流通也仅限于村内村民之间。尽管在现实中，城乡结合部的村屋买卖比较活跃，但是在现有制度没有根本改变之前，农村住宅市场与城镇住宅市场依然是割裂的，村屋难以真正的进入商品房市场进行流通。所以，我们在分析城镇商品住宅的供给时，暂时不考虑大量的农村房屋。

图表1 2009年全社会住宅竣工面积结构



资料来源：CEIC、平安证券研究所

图表2 1995-2009全社会累计住宅竣工面积结构

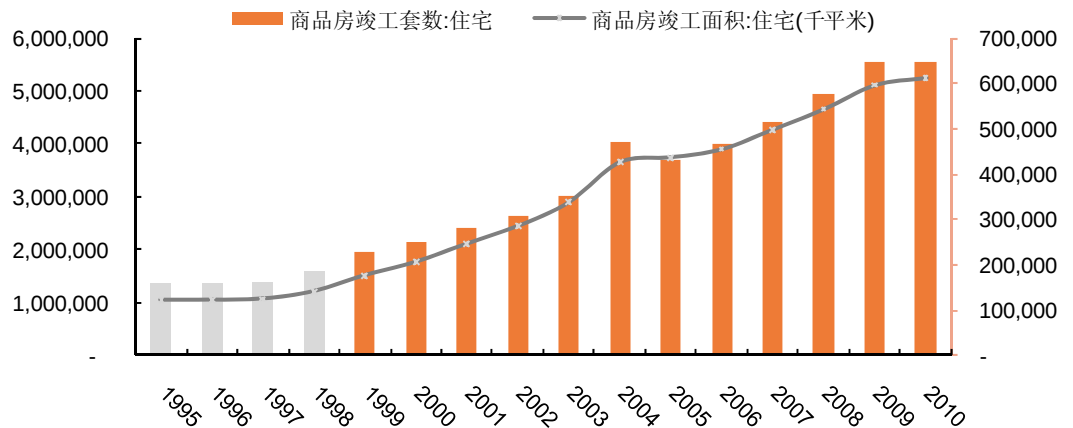


资料来源：CEIC、平安证券研究所

从全社会的住宅供给结构来看，农村住宅占比超过一半；而在城镇住宅供给中，商品房供给占据着主导地位，但是非商品房的供给也占据了相当比例，不容忽视。我们分析，非商品房住宅的主要部分应该是租赁性质的保障房，另外还包括企事业单位“福利房”性质的自建房。以2009年为例，城镇的非商品房住宅竣工面积为2.2亿平方米，而估计当年竣工的租赁性质的保障房数量为150万套左右，按90平方米/套估算总面积为1.35亿平米，在非商品住宅供应中占比约为60%。

城镇的住房供给主要有三个来源：1、开发商建设的商品房，1998年房改之后，这一部分已经是国内城镇住房供给的绝对主力；2、政府建设的保障房，包括经济适用房、两限房、公租房以及廉租房等；3、某些企事业单位的福利房，虽然福利分房在房改之后就已经停止了，但是现实中一些央企和事业单位为员工建“福利房”的现象依然存在。

图表3 1995年以来我国的商品房竣工情况

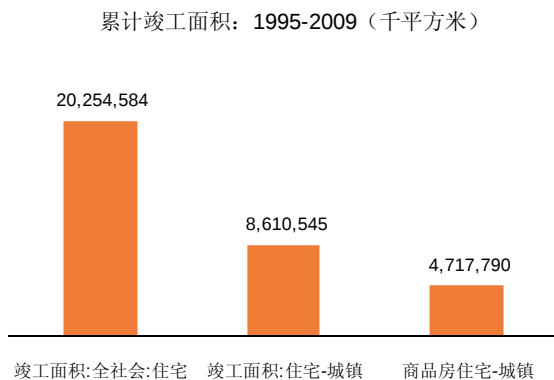


资料来源: CEIC、平安证券研究所估算

国家统计局从1995年开始公布每年的商品房竣工面积数据,而竣工套数数据是从1999年开始公布。我们根据历史套均面积数据,对1995-1998年间的竣工套数进行了估算。结果显示,1995-2010年,我国累计竣工商品房约**5000万套**,面积为53亿平方米。

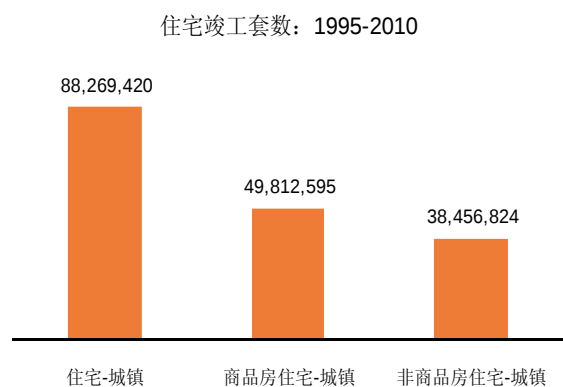
统计局数据显示,1990-1994年全社会住宅总竣工面积为44亿平米,九十年代的住宅面积普遍较小,我们假设平均面积为90平方米/套,则推算后的竣工套数为5000万套,按照40%的比例估算该期间内城镇住宅累计竣工套数约为**2000万套**。

图表4 住宅竣工面积



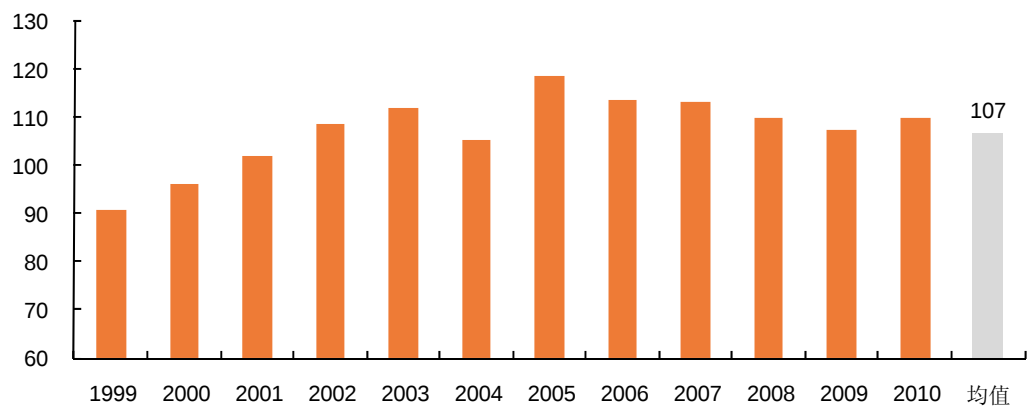
资料来源: CEIC、平安证券研究所

图表5 城镇住宅竣工套数



资料来源: CEIC、平安证券研究所估算

图表6 1999年以来的竣工商品房套均面积（平方米）



资料来源：CEIC、平安证券研究所

1.2 有效供给

我们界定的有效供给是现在或者不久的将来可以出售的商品住宅。

纯租赁性质的保障房明令禁止上市流通，所以并不属于有效供给。由于之前我国的保障房建设以经济适用房和限价房为主，公租房和廉租房的比例并不高，我们估计这一部分在整个非商品房存量中的占比不会超过 20%，即不超过 800 万套。

而企事业单位“福利房”性质的自建房，尽管是非商品性质的住房，但是在进行一定的操作和改变之后，在未来的某个时间点实现上市流通并不困难，所以它们也是城镇住房有效供给的一部分。

1990 年之前的商品房存量，由于数据的缺失，我们难以进行估算。但是，考虑到我国的大规模商品房建设是 1998 房改之后才开始进行的，如果再叠加折旧（八十年代建设的房屋质量普遍一般）以及拆迁的影响，我们认为这一部分对于整体有效供给的影响不大。

最终，我们划定的城镇住宅有效供给为 1990 之后竣工的城镇住宅房屋，包括商品房和部分非商品房。估计**总量大约为 1~1.1 亿套**。

我们还可以对未来 5 年的新增供给进行大致的估算：上市地产公司目前的土地储备足够进行未来 3-5 年的商品房开发，即使假设未来 5 年开发商的商品房建设不再增长，那么 2011-2015 年间的商品房竣工面积约为 30 亿平方米，折算后大概为 3000 万套；另外，十二五期间政府计划建设 3600 万套保障房，剔除租赁性质的公租房和廉租房，实际新增的住宅有效供给约为 1800 万套。所以，**到 2015 年，我国的商品住宅有效供给将达到 1.5~1.6 亿套**。

有一点值得注意，当前的土地制度阻碍导致了农村和城镇房屋市场的割裂，而在未来的某个时点，这种制度性障碍很有可能会消除，届时将会对城镇住宅市场的供给形成巨大的冲击。

二、需求

对于住宅商品房市场，供给端分析的难度在于数据的可得性以及质量，需求端分析的难度则在于住宅需求本身的复杂性和多变性。

传统方法将住房需求分为刚性需求和投资需求。其中，刚性需求包括首次置业需求和刚性需求改善。在此，我们将住宅需求划分为三个层次：刚性需求、有效刚需和有效需求。其中，刚性需求和传统定义一样；有效刚需是指具备支付能力的刚性需求；而有效需求则是有效刚需和投资需求的总和。

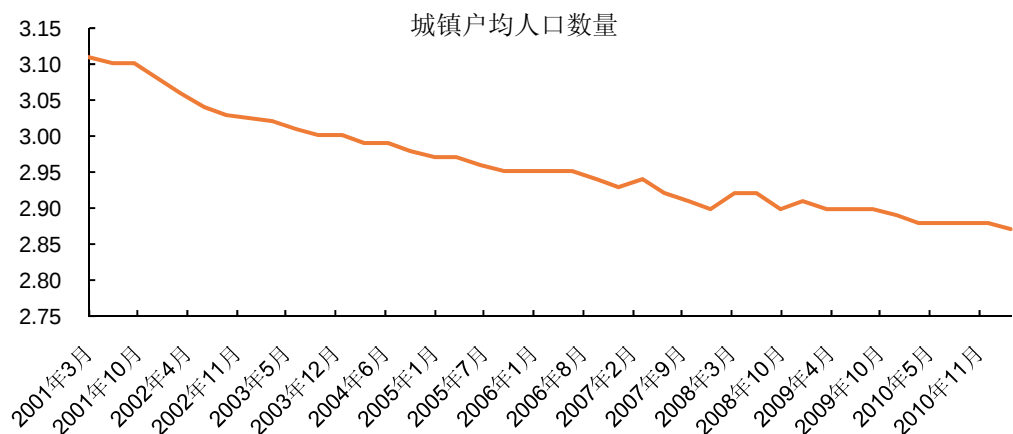
2.1 刚性需求

“居者有其屋”——刚性需求指的就是自住性需求。刚需的数量与城镇居民户数密切相关。一个基本原则是：一户家庭至少需要一套住房，即刚需是 1 套/户。

一个典型城镇居民家庭的演变史：第一阶段，父母和独生子女组成的 3 口之家，此时对于住房的需求为 1 套；第二阶段，随着子女长大进入适婚年龄，有了新的住房需求，然而考虑到结婚的双方都是独生子女，实际的新增需求为 0.5 套，户均人口为 2 人。

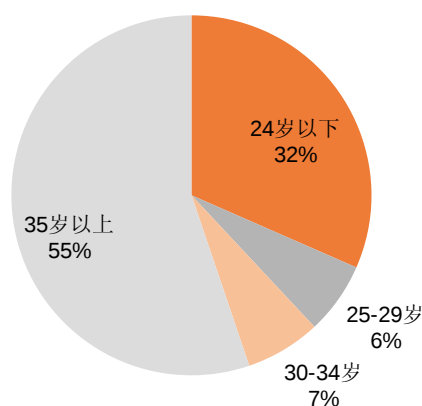
所以，我们在分析刚需时，需要将适婚人群和普通人群分开。我们界定适婚人群的年龄段为 25-34 岁。

图表7 城镇户均人口数不断下降



资料来源：CEIC、平安证券研究所

图表8 人口年龄结构



资料来源：CEIC、平安证券研究所

图表9 城镇住宅刚性需求估算

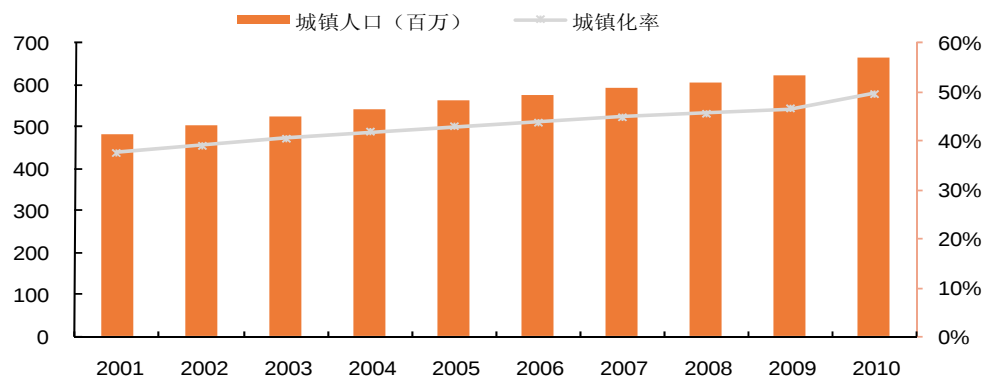
单位：百万	2010 年
人口数量-城镇	665.58
户均人口数	2.88
城镇人口户数	231.10
适龄人口（25-34 岁）比例	13%
适龄人口（25-34 岁）数量	86.52
婚房需求总量	43.26
刚性需求总量	274.36

资料来源：CEIC、平安证券研究所估算

根据我们的测算，城镇人口对于住宅的刚性需求总量约为 2.7 亿套。

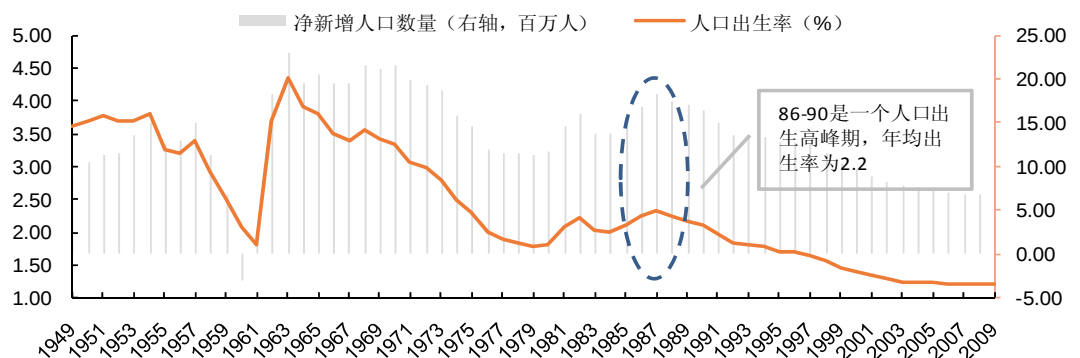
另外，假设在今后 5 年中我国的城镇化率继续以年均 1% 的增速上升，那么每年新增的城镇人口数量为约 1300 万，对应的住房需求为 500 万套左右；每年城镇新增的适婚年龄人口数约为 600 万，对应的需求为 300 万套；城镇每年死亡人数约为 400 万，相应释放出的供给约为 150 万套。所以，每年净新增住房的需求约为 650 万套。至 2015 年，刚性需求总量将达到 3 亿套。

图表10 我国的城镇化率已经达到50%



资料来源：CEIC、平安证券研究所

图表11 人口出生率变化



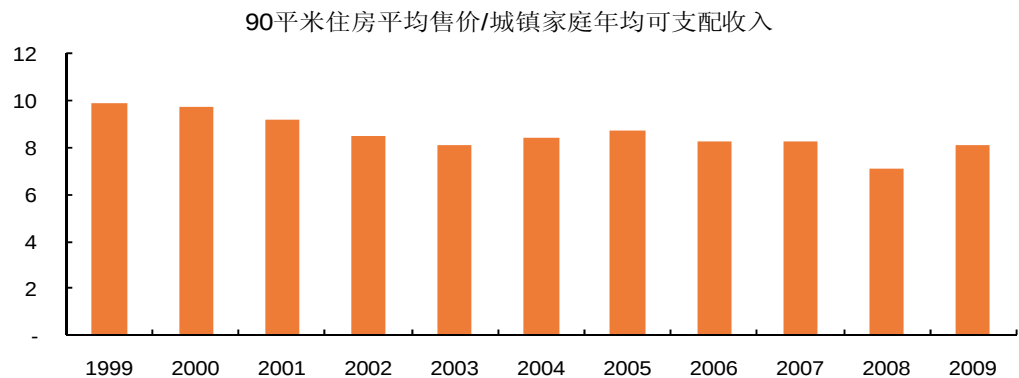
资料来源：CEIC、平安证券研究所

2.2 有效刚需

确定有效刚需的困难在于对哪些人群具备住房购买能力的界定。在我们能够获取的指标中，房价收入比是相对比较有效的一个衡量标准。

当然，购房杠杆率、贷款利率也是影响有效需求的重要因素，但是此处为了避免问题过于复杂，我们不予考虑。

图表12 我国的房价收入比较高



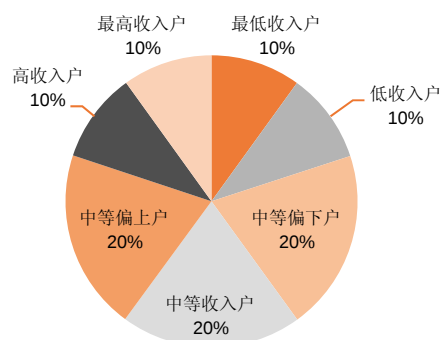
资料来源：CEIC、平安证券研究所

根据官方数据计算得出的我国房价收入比指标为 8.1，远远高于发达国家的水平。这表明，在我国有一部分人是买不起房的，这一部分人的需求是无效的。那么，究竟有多少需求是有效的呢？

需要说明的是，我国的房价收入比指标存在比较大的瑕疵：1、统计局公布的房屋销售均价数据与群众的直观感受不符，可能存在一些统计上的问题，实际销售均价应该高于统计值；2、居民收入的统计数据同样不完善，特别是中高收入者的数据与其实际收入相比明显偏低。综合考虑以上因素，我们认为我国实际的房价收入比应该略高于 8。

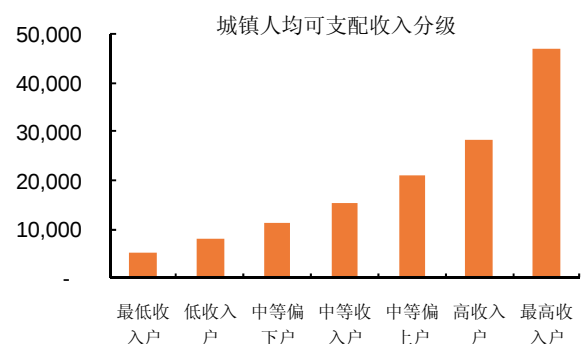
根据国外的经验，房价收入比指标在 4~6 之间是比较合理的，此时居民在不进行其它消费的情况下，平均工作 5 年左右可以购买一套住房，房价对于大部分群众都是可以接受的。如果超出这一范围，则说明房价对于某些人来说已经过高，一部分人将基本失去购房的能力。所以，我们将有效刚需界定为收入水平对应的房价收入比不超过 6 的那一部分人的刚性需求。

图表13 城镇居民财富结构（2009）



资料来源：CEIC、平安证券研究所

图表14 城镇居民可支配收入情况（元）



资料来源：CEIC、平安证券研究所估算

图表15 有效刚性需求分析

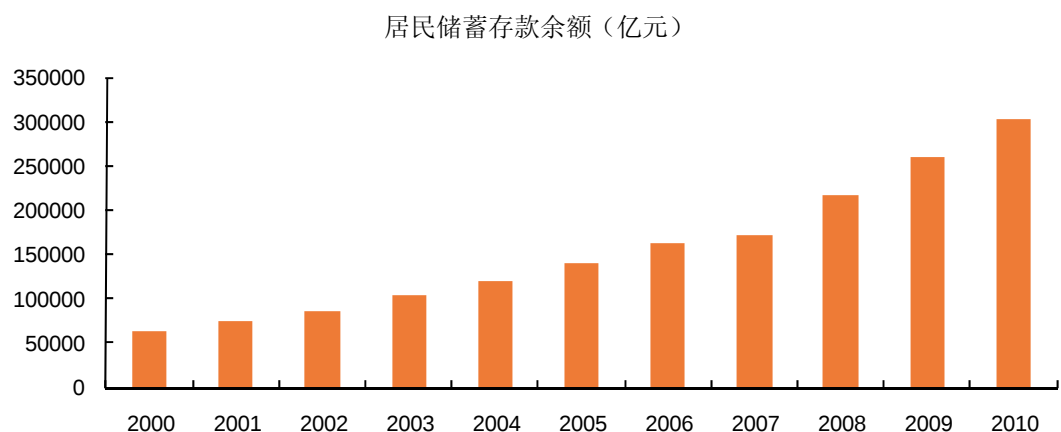
	最低收入户	低收入户	中等偏下户	中等收入户	中等偏上户	高收入户	最高收入户
比例	10%	10%	20%	20%	20%	10%	10%
人均可支配收入	5,253	8,162	11,244	15,400	21,018	28,386	46,826
中等以上人均可支配收入				27,908			
中等以上人群占比				60%			
中等以上收入者房价收入比				4.99			

资料来源：CEIC、平安证券研究所

我们对于城镇居民的收入结构进行进一步的深入分析，发现：中等及以上收入者的人均可支配收入对应的房价收入比为 5，而该部分人群在总体中的比例为 60%。所以，我们可以大致推算出刚性需求中大约 60% 为有效刚需。如果再考虑到我国居民巨大的存量财富，实际的有效刚需应该比这一比例更高。

结合之前的分析，当前的有效刚需总量约为 1.6 亿套；到 2015 年，这一数值将进一步上升至 1.8 亿套。

图表16 我国的居民储蓄存款余额巨大



资料来源：CEIC、平安证券研究所

2.3 有效需求

有效需求由有效刚需和投资需求构成。

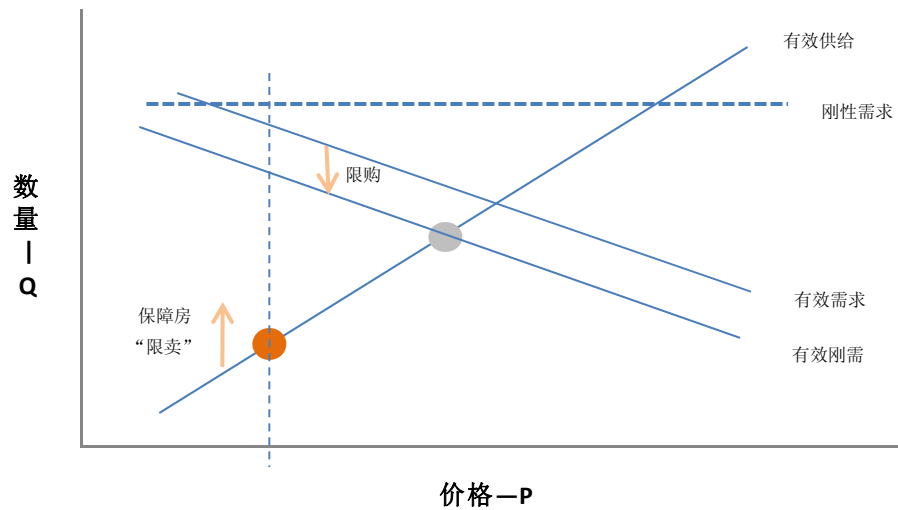
影响投资需求的几个重要变量是：对于未来房价的预期、购房杠杆率、资金成本以及持有成本等。其中，对于房价的上涨预期是投资需求存在的基础。对于投资需求进行定量的分析是非常困难的，因为它是由预期主导的。

近年来，国家出台的一系列房地产调控政策基本都是针对投资性需求，我们认为挤出投资需求仍将是未来调控的主要方向之一。

本质上来说，投资需求的存在只是加大了房价的波动，它并不是房价的有效支撑。所以，我们放弃对有效需求进行量化的分析。

三、结论

图表17 商品住宅的供给与需求曲线



资料来源：平安证券研究所

图表18 商品住宅供给与需求估算

	2010E	2015E
有效供给	1-1.1 亿套	1.5-1.6 亿套
刚性需求	2.7 亿套	3 亿套
有效刚需	1.6 亿套	1.8 亿套

资料来源：平安证券研究所估算

在未来相当长一段时间内（2015 年之前），**我国住宅商品房市场的有效供给仍将持续的低于有效刚需，房价的内在上涨动力依然非常充足**，政府的行政干预只能延缓这一进程，但是无法阻止市场向最终的均衡状态趋近；但同时，有效供给依然在不断提高，政府调控也在不断挤出投资需求，而价格的上升也可能导致有效刚需的下降，所以，市场的均衡状态很可能在未来的某个时点提前于市场的预期出现。届时，如果我们的供给依然保持之前的增长趋势，那么供过于求的局面将会出现，价格将不可避免地出现趋势性下跌。

A 股主要房地产上市公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价	EPS (元)				P B	PE				ROE	NAV (2011)	P-NAV 溢价	总市 值 亿元	投资评级
		2011 9-5	09A	10A	11E	12E		09A	10A	11E	12E	2010				
一线住宅																
600383	金地集团	6.04	0.78	0.60	0.84	1.29	1.5	8	10	7	5	15.2%	11.5	-47%	270	强烈推荐
000002	万科 A	8.10	0.48	0.66	0.99	1.29	1.9	17	12	9	7	16.5%	11.8	-31%	891	强烈推荐
600048	保利地产	10.66	1.06	1.08	1.15	1.50	2.0	10	10	9	7	16.6%	14.1	-24%	634	强烈推荐
000024	招商地产	18.59	0.96	1.17	1.55	1.94	1.6	19	16	12	10	11.0%	23.5	-21%	319	强烈推荐
600266	北京城建	13.42	1.15	1.35	1.41	1.77	2.2	12	10	10	8	23.1%	21.9	-39%	119	强烈推荐
000616	亿城股份	3.95	0.47	0.55	0.54	0.68	1.4	8	7	7	6	16.4%	8.1	-51%	47	强烈推荐
000718	苏宁环球	8.17	0.42	0.45	0.70	0.84	4.5	19	18	12	10	21.7%	12.0	-32%	167	推荐
600240	华业地产	12.16	0.18	0.45	0.79	0.99	3.1	67	27	15	12	12.4%	14.5	-16%	78	推荐
000069	华侨城	7.28	0.55	0.98	0.68	0.87	2.9	13	7	11	8	23.0%		#DIV/0!	407	无评级
600376	首开股份	11.37	0.95	1.17	1.17	1.53	1.6	12	10	10	7	12.8%		#DIV/0!	170	无评级
600533	栖霞建设	4.55	0.21	0.27	0.36	0.46	1.4	21	17	13	10	7.6%		#DIV/0!	48	无评级
平均值							2.3	20	14	11	9	16.1%		#DIV/0!	221	
非一线住宅																
600223	鲁商置业	7.72	0.44	0.44	0.73	1.38	7.0	18	18	11	6	40.8%	12.8	-40%	77	强烈推荐
600173	卧龙地产	4.84	0.41	0.37	0.54	0.71	2.4	12	13	9	7	19.2%	8.0	-39%	35	推荐
000926	福星股份	9.58	0.48	0.71	0.92	1.24	1.3	20	13	10	8	10.6%	19.2	-50%	68	推荐
002208	合肥城建	7.55	0.69	0.43	0.64	0.78	2.4	11	18	12	10	14.4%	9.5	-20%	24	推荐
000961	中南建设	9.63	0.89	0.63	0.90	1.24	2.3	11	15	11	8	16.1%		#DIV/0!	112	无评级
002146	荣盛发展	8.45	0.73	0.71	0.77	1.06	3.1	12	12	11	8	21.5%		#DIV/0!	157	无评级
000540	中天城投	10.06	0.81	0.61	0.79	1.21	6.8	12	17	13	8	32.2%		#DIV/0!	129	无评级
600510	黑牡丹	9.08	0.46	0.50	0.85	1.28	1.9	20	18	11	7	10.3%		#DIV/0!	72	无评级
000656	金科股份	13.80	0.07	0.10	1.07	1.84	3.1	197	138	13	7	5.2%		#DIV/0!	160	无评级
600665	天地源	5.07	0.19	0.26	0.35	0.43	2.0	26	19	14	12	11.1%		#DIV/0!	37	无评级
000043	中航地产	8.03	0.28	1.21	0.75	1.01	1.4	28	7	11	8	13.6%		#DIV/0!	27	无评级
600053	中江地产	8.40	0.04	0.02	0.00	0.00	4.8	210	467	#DIV/0!	#DIV/0!	0.8%		#DIV/0!	36	无评级
600657	信达地产	5.71	0.42	0.27	0.48	0.64	1.5	13	21	12	9	7.3%		#DIV/0!	87	无评级
000511	银基发展	3.32	0.10	0.03	0.00	0.00	2.5	33	111	#DIV/0!	#DIV/0!	2.0%		#DIV/0!	38	无评级
600745	中茵股份	8.74	0.25	0.34	0.00	0.00	5.6	35	26	#DIV/0!	#DIV/0!	21.5%		#DIV/0!	29	无评级
000667	名流置业	2.70	0.21	0.08	0.00	0.35	1.4	13	NA	#DIV/0!	NA	4.0%		#DIV/0!	69	无评级
平均值							3.1	42	61	#DIV/0!	#DIV/0!	14.4%		#DIV/0!	72	
商业地产（包括工业、旅游、文化等）																
600823	世茂股份	14.40	0.18	0.75	0.88	1.28	1.7	80	19	16	11	10.6%	22.3	-35%	169	强烈推荐
000402	金融街	6.71	0.55	0.59	0.73	0.93	1.2	12	11	9	7	10.5%		#DIV/0!	203	无评级
600007	中国国贸	9.16	0.29	0.12	0.28	0.41	2.1	32	76	33	22	2.8%		#DIV/0!	92	无评级
600658	电子城	9.39	0.74	0.63	0.96	1.17	3.0	13	15	10	8	21.3%		#DIV/0!	54	无评级
600716	凤凰股份	6.07	0.69	0.25	0.42	0.63	3.2	9	24	15	10	13.2%		#DIV/0!	45	无评级
000861	海印股份	19.30	0.29	0.52	0.83	1.11	9.1	66	37	23	17	28.1%		#DIV/0!	95	无评级
平均值							3.4	35	31	18	13	14.4%		#DIV/0!	110	
地产服务																
002285	世联地产	19.33	1.41	1.11	0.95	1.27	4.8	14	17	20	15	20.3%		#DIV/0!	63	无评级
平均值							4.8	14	17	20	15	20.3%		#DIV/0!	63	
全部平均值							2.9	32.5	38.1	!		15.1%			148	

注：橙色为拟覆盖重点公司，相关预测数据来自于 Wind 的机构预测均值

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。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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：

此报告旨为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 2011 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