

证券研究报告

机械行业一季度策略

谨慎参与反弹 关注确定成长及主题投资机会

证券分析师

叶国际

投资咨询资格编号
S1060209050127
22627084
yeguoji001@pingan.com.cn

张微

投资咨询资格编号
S1060210050002
021-33830371
zhangwei912@pingan.com.cn

联系人

刘海博

一般证券从业资格编号
S1060110080083
0755-22624437
Liuhaibo106@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。

■ 一季度基本形势：机械周期股进入严冬。

受 2011 年一季度高基数影响及投资、贸易增速下滑影响，预计工程机械、集装箱一季度销量及盈利同比快速下滑，铁路设备增速下降，船舶制造受制于毛利率下滑盈利下降。

受传统销售旺季影响，工程机械一季度环比销售和盈利将较快增长。

■ 2012 年周期判断：上半年投资增速跌破“红线” 上半年的商品房销售决定下半年投资增速

我们一个总的判断是 2012 年一季度末至二季度中基建和房地产总投资增速回落至 20%及以下可能性大，这种状况过去 10 年仅在 2005-2006 及 2008-2009 年出现过，期间机械强周期板块利润明显下滑。

如果 2012 年上半年商品房销售依旧低迷，2012 年下半年房地产投资增速将继续下滑，总体而言，如果政策没有明显变化或变化时间太晚，2012 年基建和房地产总投资增速可能持续在低位徘徊，造成机械周期股盈利持续下滑。

■ 一季度关注三个变化：流动性放松、商品房销售、政府投资政策变化

一季度流动性放松是大概率事件，M1、M2 增速现向上拐点是信号，低估值子板块有反弹机会，而估值不高的具有持续成长子板块有反转机遇。

关注一季度商品房销售主要判断下半年投资增速反转可能，而政府投资政策变化会影响短期投资增速，如果两者变化都不大，2012 年周期股没有好的趋势性机会；如变化要观察方向和幅度。

■ 一季度策略：谨慎参与强周期板块反弹 关注确定增长、弱周期及航空航天反转

我们认为低估值但持续增长不确定的三类子板块—工程机械、港口机械和铁路装备龙头股在反弹初始阶段具有反弹动力，但基本面可能持续恶化，建议谨慎参与，把握波段机会。

我们可以参与并持续持有的三类股：受益石油涨价的大能源装备（矿山石油机械）、偏消费领域的机械制造股、资产整合预期明确的航空航天龙头股。（组合见正文）

这三类前景比较明朗，具有持久增长预期；此外，航空航天整体具有确定性增长、主题投资、高端装备政策支持等概念，是转型的重要方向，部分考虑资产整合后估值并不高，资产整合确定性比较强的航空制造股及基本面突出的航天龙头股是首选。

正文目录

一、 一季度面临的形势—行业分化，强周期板块过严冬	4
1.1 由于 2011 年高基数影响，2012 年一季度工程机械总体销量同比预计较大下滑 ...	5
1.2 预计 2012 年一季度机械行业盈利增长分化加剧	7
二、 一季度或成 2012 年投资风向标	10
2.1 2011 年压力来自铁路投资大幅下滑和公路投资增速下滑	10
2.2 预计 2012 年上半年基建（铁路、公路及水利）总投资趋稳，稍有下降	11
2.3 房地产投资：2012 年保障房对增速贡献明显下降 能否反弹取决商品房投资 ...	12
三、 一季度策略：谨慎参与周期反弹 关注弱周期+主题	13
3.1 机械行业估值调整部分反映 2012 年一季度行业景气下滑	13
3.2 M1、M2 增速反弹有利于机械低估值子板块反弹	14
3.3 工程机械前景仍待明朗，谨慎参与反弹	15
3.4 一季度重点关注确定性增长的弱周期板块及主题投资机会	16

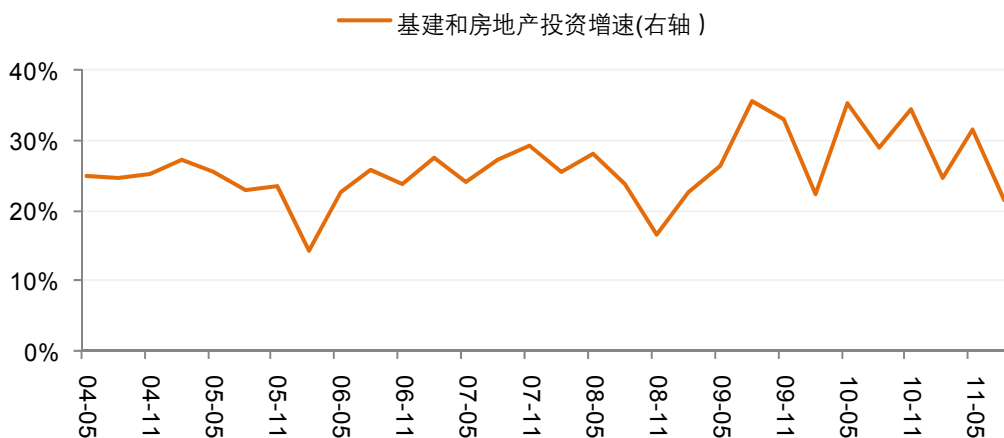
图表目录

图表 1 预计基建（铁路、公路和水利）和房地产总投资增速 2012 年一季度会落到 20%以下	4
图表 2 基建和房地产资产投资对机械相关产业链推动	4
图表 3 工程机械预计 2012 年一季度进严冬	5
图表 4 挖掘机 2011 年下半年月度销量接近 2009 年同期水平	5
图表 5 装载机是 2011 年下半年仍保持增长的工程机械品种	6
图表 6 2011 年推土机下半年销量与 2009 年同期水平相当	6
图表 7 汽车起重机 2011 年下半年销量略低于 2009 年同期水平	7
图表 8 工程机械行业利润增速预计 2012 年一季度末至二季度中探底	7
图表 9 金属加工机械滞后投资周期影响约一个季度	8
图表 10 采矿及石油钻采设备抗周期波动能较强	8
图表 11 铁路设备过去 3 年具有抗投资周期波动特征 2012 年利润增速预计明显下降	9
图表 12 冶金设备面临中长期周期下行压力	9
图表 13 通用设备滞后于投资周期波动，抗周期波动稍强	10
图表 14 2011 年下半年房地产和水利固定资产投资维持高增长 铁路和公路投资快速下滑	11
图表 15 2012 年铁路基建投资预计下降约 15% （单位：亿元）	11
图表 16 2011 年铁路、公路和水利月度投资 （单位：亿元）	12
图表 17 保障房投资对 2011 年房地产开发投资贡献 （单位：亿元）	12
图表 18 房地产投资中建筑工程增速维持快速增长 但土地购置费用增速下降	13
图表 19 2011 年 8 月后商品房销售和新开工面积增速快速下降	13
图表 20 2011.1.5-2012.1.15 铁路设备、船舶制造和通用机械行情走势	14
图表 21 2011.1.5-2012.1.15 工程机械、机床、航空航天和重型机械行情走势	14
图表 22 M1、M2 增速反弹将有利于估值修复	15
图表 23 挖掘机销量与商品房新开工面积增速比较	15
图表 24 装载机销量与商品房新开工面积增速比较	15
图表 25 推土机销量与商品房新开工面积增速比较	16
图表 26 起重机销量与商品房新开工面积增速比较	16
图表 27 一季度重点关注低估值、确定成长、弱周期板块及主题投资的航空航天	16
图表 28 平安证券一季度主要推荐股票一览表	17

一、一季度面临的形势-行业分化，强周期板块过严冬

我们一个总的判断是 2012 年一季度末至二季度中基建和房地产总投资增速回落至 20%及以下可能性大，这种状况过去 10 年仅在 2005-2006 及 2008-2009 年出现过。

图表1 预计基建（铁路、公路和水利）和房地产总投资增速2012年一季度会落到20%以下

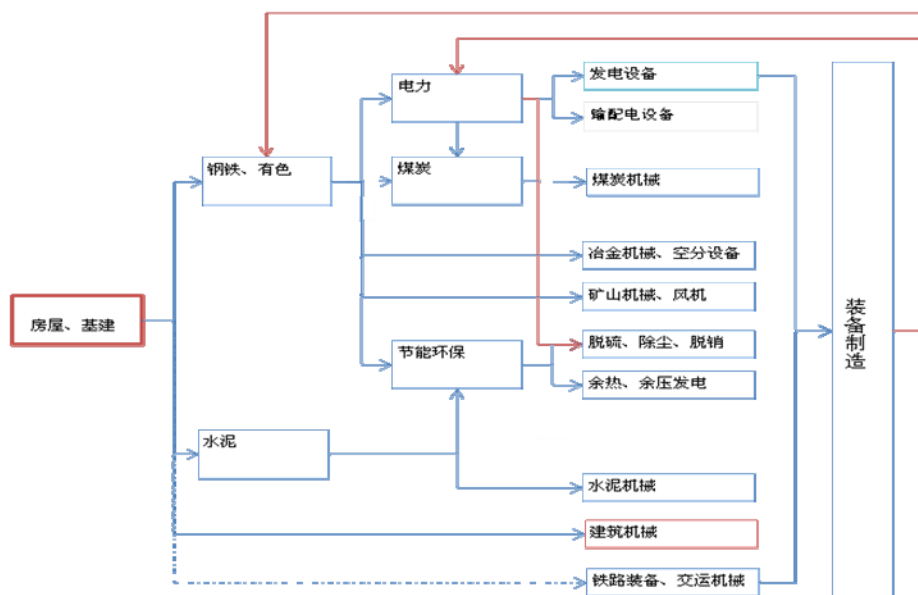


资料来源: wind, 平安证券研究所

2005-2006 年出现这种状况是应对经济过热的宏观调控，2008-2009 年则是因为金融危机，我们认为目前这种状况主要是为实现经济结构调整的宏观调控，持续时间预计更长。

由于过去十余年国内经济发展模式倚重投资驱动，机械制造业体系整体对投资的直接和间接依赖程度比较大，投资下降将引起机械制造业体系的收缩，总体上会受到较大影响。

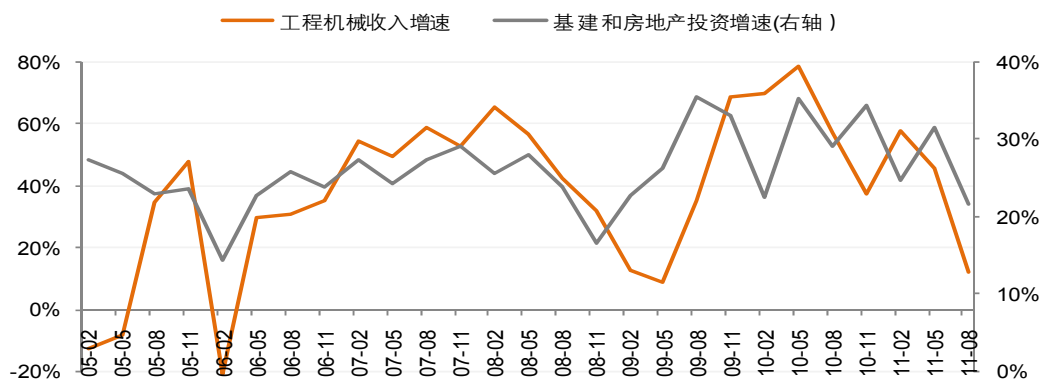
图表2 基建和房地产资产投资对机械相关产业链推动



资料来源: 平安证券研究所

其中强周期板块（主要是机械行业市值最大的板块--工程机械）受冲击最大。

图表3 工程机械预计2012年一季度进严冬



资料来源: wind, 平安证券研究所

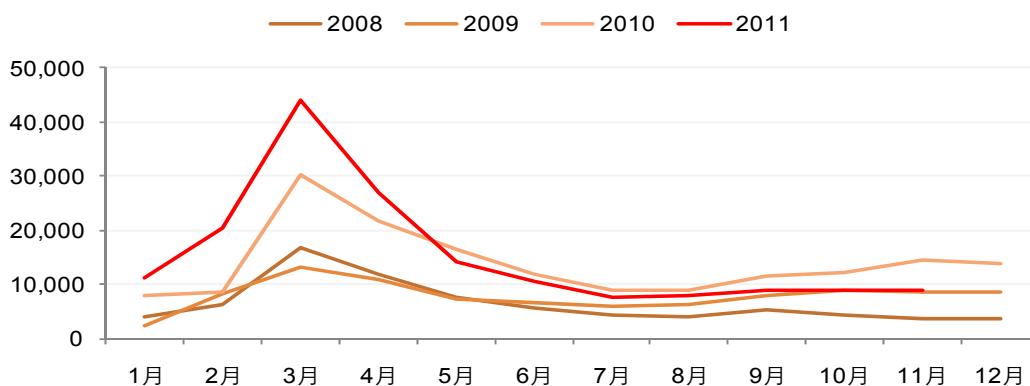
一季度机械行业基本形势体现在两个方面：一是市值最重的工程机械受 2011 年高基数影响，同比销量将大幅下降；二是机械行业收入和利润增速将分化，与基建和房地产投资相关的板块将下降，能源装备、偏消费机械制造股和军工预计将保持增长。

1.1 由于 2011 年高基数影响，2012 年一季度工程机械总体销量同比预计较大下滑

从 2011 年下半年各工程机械销量表现判断，2012 年工程机械主要品种下滑幅度由高到低依次为挖掘机、汽车起重机、推土机和装载机。

2011 年 8-10 月挖掘机月销量跌至接近 2009 年水平，2009 年一季度挖掘机销量约为 2011 年的约 1/3。

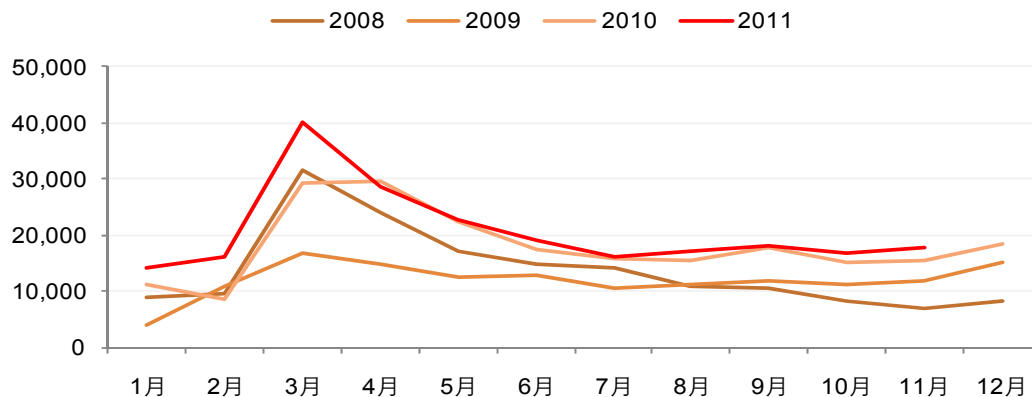
图表4 挖掘机2011年下半年月度销量接近2009年同期水平



资料来源: 工程机械商贸网

装载机 2011 年除 4 月略降外，其它月份保持同比增长，是 2011 年 4 月以来表现最好的工程机械子板块；预计 2012 年一季度装载机销量下滑 15%左右。

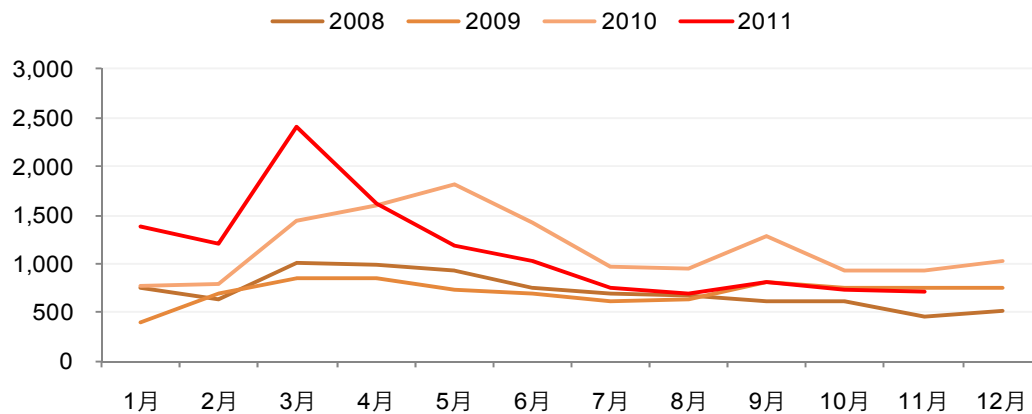
图表5 装载机是2011年下半年仍保持增长的工程机械品种



资料来源：工程机械商贸网

2011 年下半年推土机销量比较低迷，月销量相当于 2009 年水平，2009 年一季度推土机销量约为 2011 年 40%。

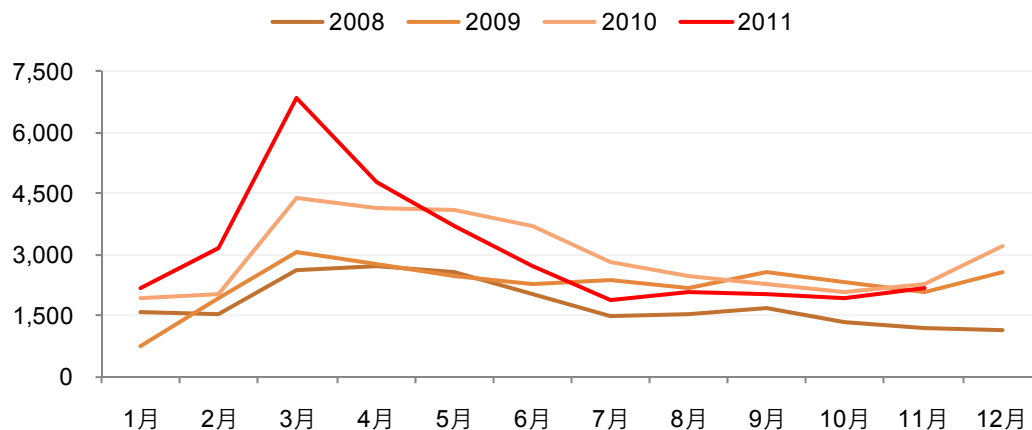
图表6 2011年推土机下半年销量与2009年同期水平相当



资料来源：工程机械商贸网

汽车起重机 2011 年下半年销量略低于 2009 年同期水平，2009 年一季度汽车起重机销量约为 2011 年同期 50%。

图表7 汽车起重机2011年下半年销量略低于2009年同期水平



资料来源：工程机械商贸网

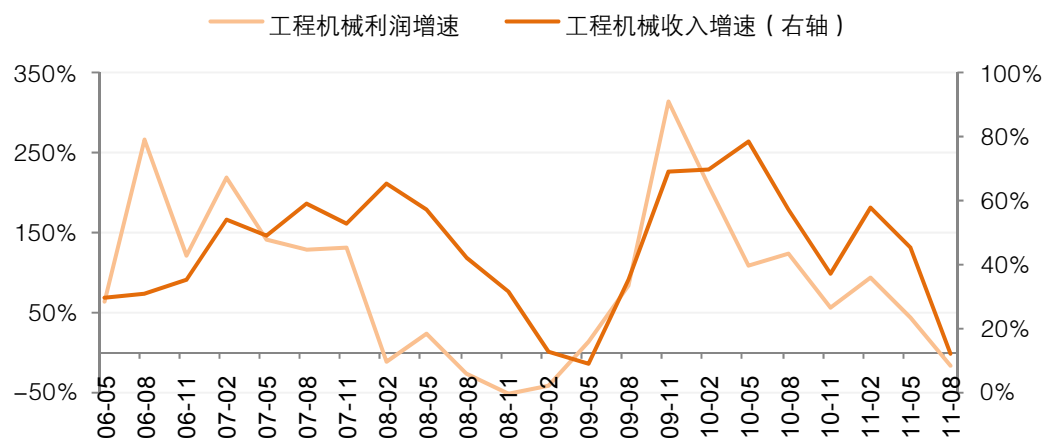
1.2 预计 2012 年一季度机械行业盈利增长分化加剧

2008-2009 年周期反映，工程机械利润与投资周期变化同步，金属加工机械、通用设备和冶金设备利润变化晚周期，约一个季度；铁路设备和矿山石油机械受周期影响较小。

我们认为 2011-2012 年宏观调控造成的投资周期变化与 2005-2006 年宏观调控造成的投资周期变化及 2008-2009 年受金融危机影响的投资周期变化类似，周期底部预计在 2012 年一季度末到二季度中，但能否如 2006、2009 年快速反弹目前还难以判断。

短期工程机械、金属加工机械、通用机械面临利润快速下降利空释放，铁路设备 2012 年增速预计明显放缓，矿山石油机械、航空航天及部分偏消费机械制造股将保持增长。

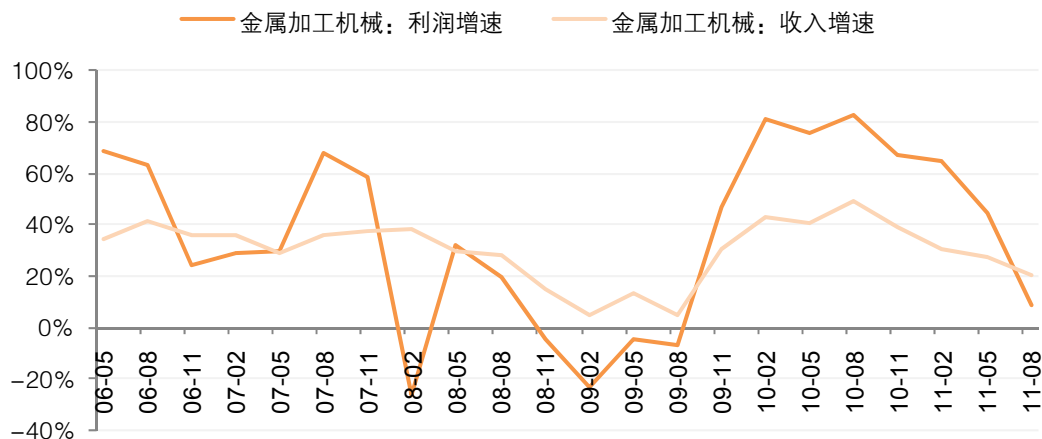
图表8 工程机械行业利润增速预计2012年一季度末至二季度中探底



资料来源：wind

从 2008-2009 年周期变化看，金属加工机械盈利增速底部晚于投资增速底部约一个季度，目前初步判断 2012 年投资增速底部在 2012 年一季度末至二季度中，金属加工机械盈利降幅最大可能在 2012 年三季度出现，降幅还难以判断。

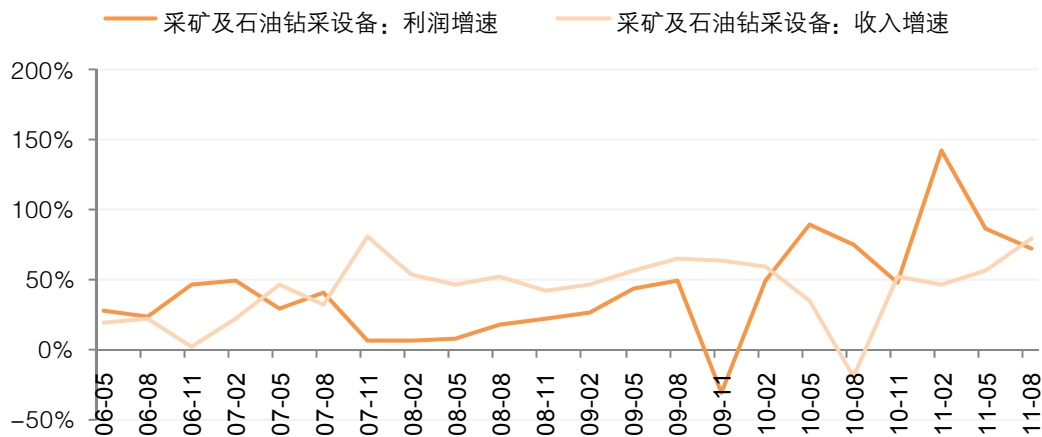
图表9 金属加工机械滞后投资周期影响约一个季度



资料来源：wind

采矿机械与有色、煤炭行业发展相关，尤其煤炭行业；煤炭采矿设备与石油机械属能源装备，2012 年石油价格持续处于高位及新能源（煤层气等）开发有利能源装备持续稳定增长；我们预计 2012 年矿山石油机械仍将保持较快发展，具有良好抗周期波动能力。

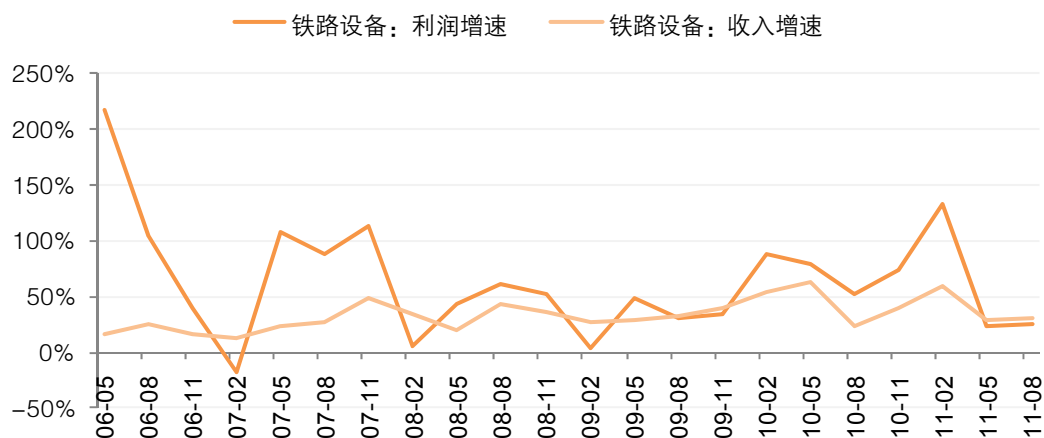
图表10 采矿及石油钻采设备抗周期波动能力较强



资料来源：wind

2012 年铁道部铁路设备采购投资约 900 亿，较 2011 年 1000 亿略有减少，2009-2011 年累积高采购额支撑铁路设备行业高成长，随着订单消耗和基数增大，2012 年铁路设备行业增速将明显下降，但增长稳健，短期抗周期波动能力强，是防守配置比较好的选择。

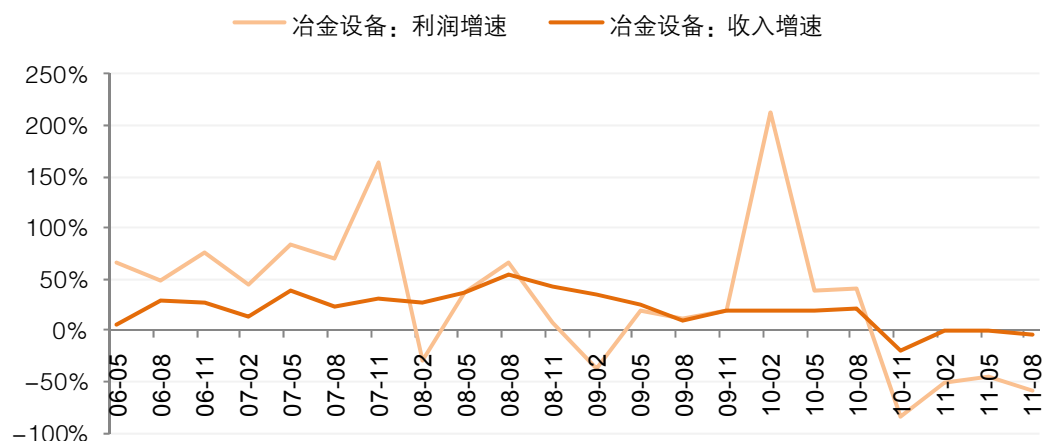
图表11 铁路设备过去3年具有抗投资周期波动特征 2012年利润增速预计明显下降



资料来源: wind

钢铁行业盈利不佳导致冶金设备投资减少，2011 年冶金设备盈利大幅下滑；较低的基数下 2012 年盈利下滑幅度预计明显收窄，但增长缺乏明确支撑。

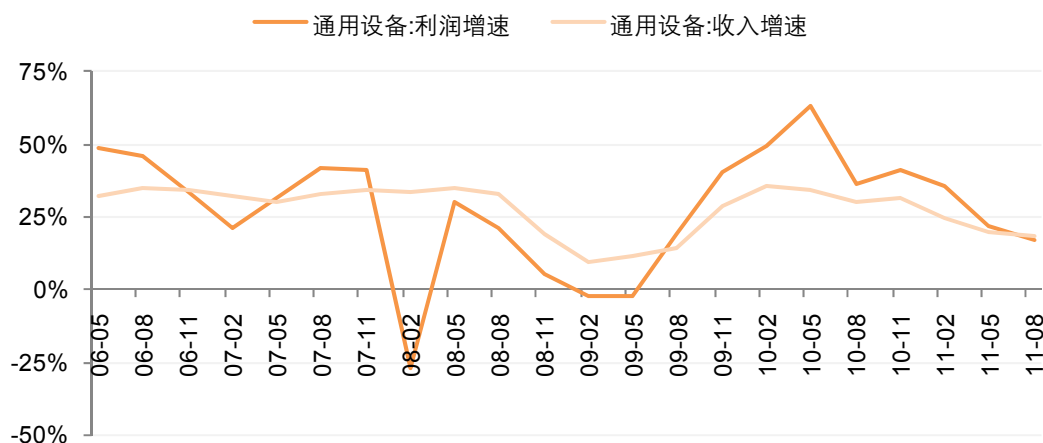
图表12 冶金设备面临中长期周期下行压力



资料来源: wind

通用设备盈利随投资周期波动与金属加工机械十分类似，从 2008-2009 年看也滞后投资周期一个季度，但波幅较小，稳定性较强，出现负增长可关注买入时机。

图表13 通用设备滞后于投资周期波动，抗周期波动稍强



资料来源: wind

二、一季度或成 2012 年投资风向标

2011 年机械板块周期股持续下跌，我们分析认为，2012 年周期股能不能反转很大程度上取决于商品房销售，如果上半年商品房销售持续低迷，我们认为全年周期股反转基本无望，投资选择上坚决往确定性增长、弱周期及流动性放松能带来的主题投资机会方向着眼。

如果 2012 年上半年商品房销售不断好转，低估值的周期股有反弹机会，反转远未可期。

我们判断：

按规划，2012 年铁路、公路和水利投资基本确定：铁路基本建设投资下滑约 15%，公路投资预计持平，水利投资增长 25-30%，三项总投资略有下降；因此 2012 年投资弹性要看房地产投资。

2012 年保障房投资预计增长在 25%以内，对房地产投资增速的拉动大大弱于 2011 年，因此，2012 年商品房投资对房地产整体投资增速有很大影响。

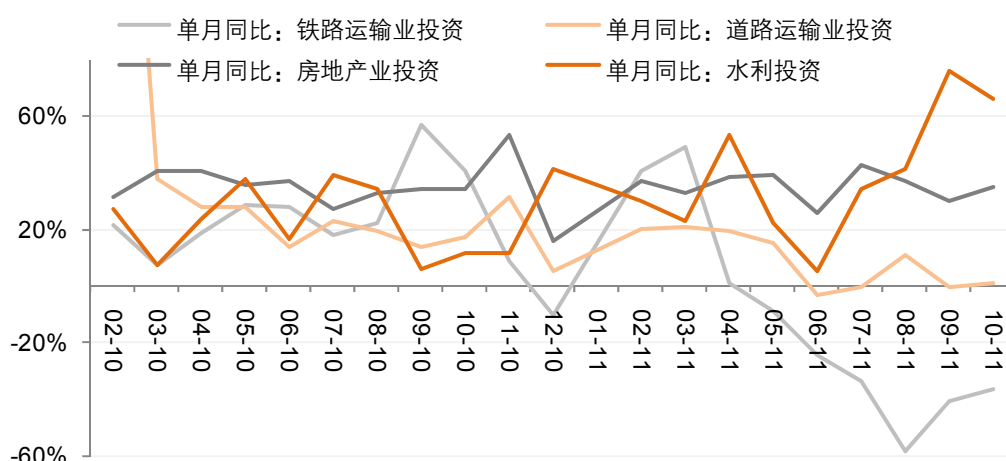
商品房新开工增速变化滞后销售增速变化约 6 个月，2011 年 10 月商品房销售增速开始负增长，如果过去规律重演，2012 年一季度新开工面积增速将持续下降，2012 年二季度新开工面积增速转入负增长。

如果一季度商品房销售没有大的变化，房地产投资增速预计将持续下降，机械强周期板块下游需求一季度阶段探底后反弹无望。

2.1 2011 年压力来自铁路投资大幅下滑和公路投资增速下滑

2011 年房地产、水利固定资产投资及上半年公路投资总体复合预期，然而自 2011 年 4 月开始铁路投资急剧下滑并且公路投资下半年 0 增长对机械行业产生很大影响，工程机械并没有如期出现 9 月行情。

图表14 2011年下半年房地产和水利固定资产投资维持高增长 铁路和公路投资快速下滑

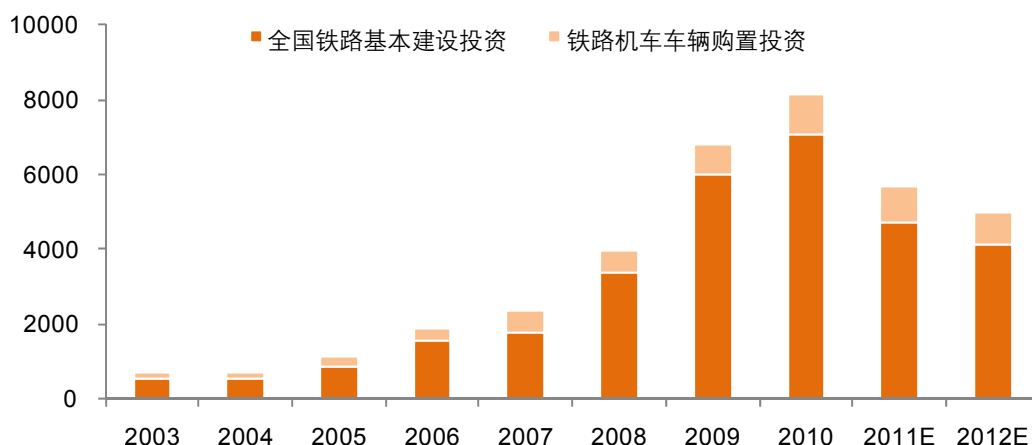


资料来源: wind

2.2 预计 2012 年上半年基建（铁路、公路及水利）总投资趋稳，稍有下降

铁路：按铁道部目前规划 2012 年铁路基建投资 4000 亿，较 2011 年 4690 亿继续小幅下降。

图表15 2012年铁路基建投资预计下降约15% （单位：亿元）



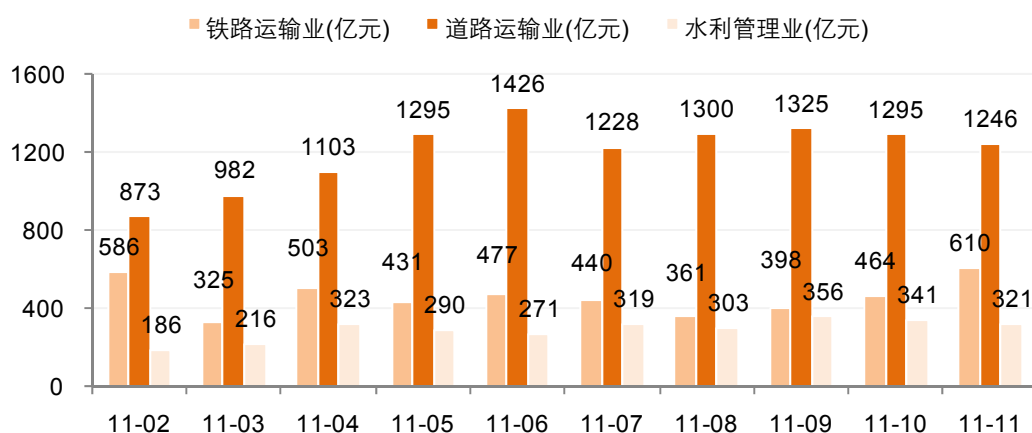
资料来源: 铁道部

按交通运输部规划，“十二五”交通运输业投资 6.2 万亿，年均约 1.2 万亿；2010 年交通运输投资 1.27 万亿，尽管 2011 年下半年 0 增长，2011 年 1-11 月投资 1.2 万亿，全年预计超 1.3 万亿，交通运输投资面临 0 增长。

2011 年水利固定资产投资预计 3500 亿，同比增长约 26%；“十二五”水利投资规划 2 万亿，年均 4000 亿，水利投资是中央一号文件支持的重要投资方向，下调的可能性小，水利投资是增长确定性比较强的投资方向，但基数较低。

从投资节奏看，2012 年上半年铁路投资同比仍将下降 15-20%，公路投资可能持平，水利投资同比保持 25%以上快速增长；三者总体投资增速预计稍有下降，对机械设备需求增速不会有大的贡献。

图表16 2011年铁路、公路和水利月度投资 （单位：亿元）



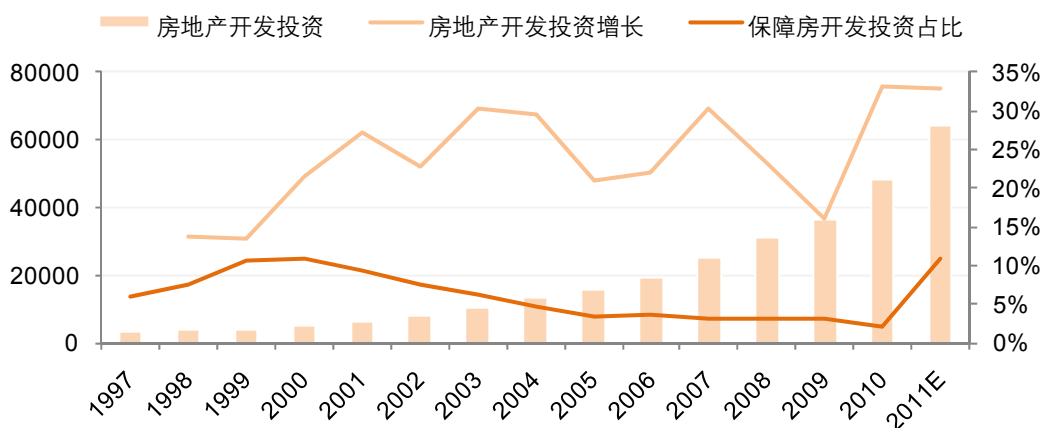
资料来源: Wind

2.3 房地产投资：2012 年保障房对增速贡献明显下降 能否反弹取决商品房投资

2011 年房地产开发投资估计增长 33%，但隐含一些问题。

一是房地产开发投资 33% 增速中，估计保障房投资贡献其中的 10-15%；估计 2011 年保障房投资是 2010 年 5-7 倍，但 2012 年保障房投资增速预计在 25% 以内。

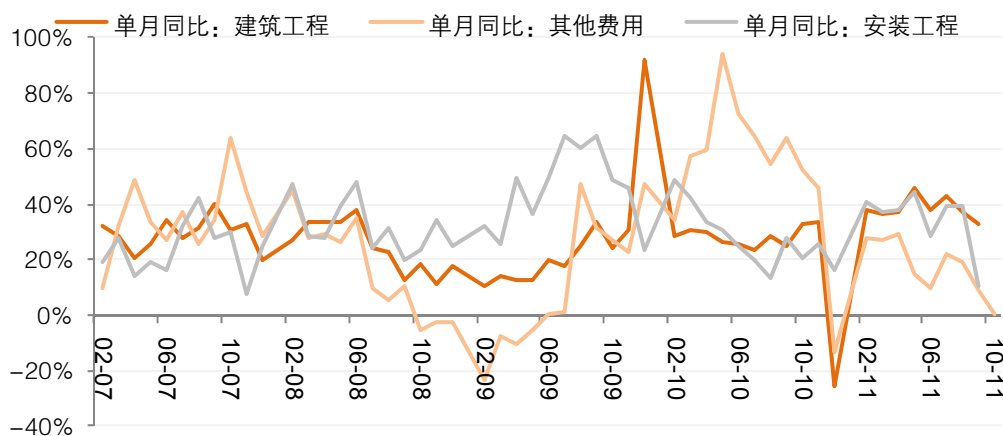
图表17 保障房投资对2011年房地产开发投资贡献 （单位：亿元）



资料来源: Wind、平安证券研究所

二是房地产开发投资构成中反映土地出让金的其它费用和安装工程 2011 年 11 月增速快速下降，未来开发投资需求面临下降。

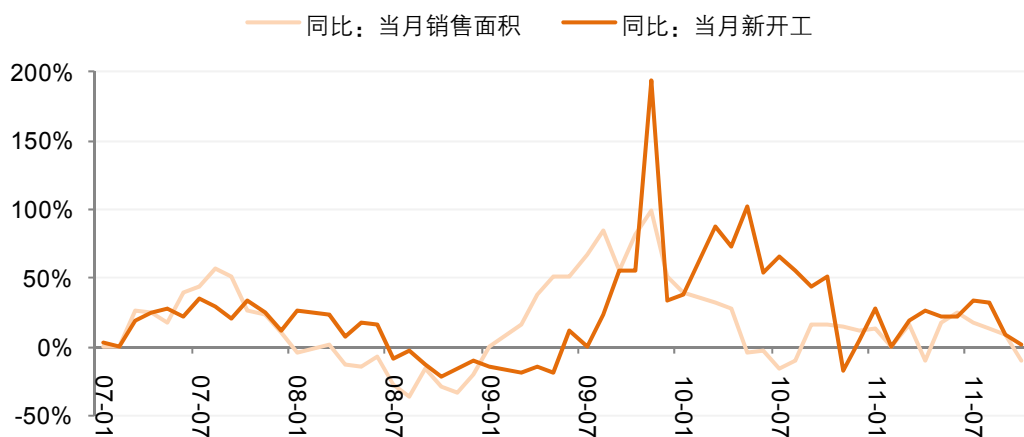
图表18 房地产投资中建筑工程增速维持快速增长 但土地购置费用增速下降



资料来源: wind

三是 2011 年 9、10 月商品房销售和新开工面积增速快速下降,其中 10 月商品房销售同比下降 10%,总体上商品房销售变化领先新开工变化约 6 个月,预计 2012 年上半年商品房新开工面积同比将下降;2012 年下半年的表现要看上半年商品房销售状况。

图表19 2011年8月后商品房销售和新开工量增速快速下降



资料来源: wind

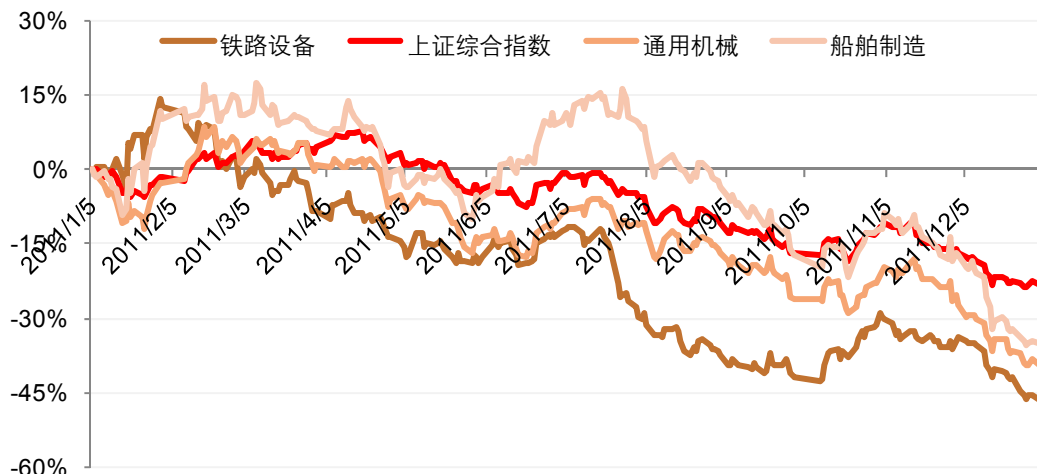
我们的结论:如果一季度商品房销售较好,2012 年下半年商品房投资增速有望出现反弹,否则,反弹依赖政府出台与投资有关的政策调整。

三、一季度策略:谨慎参与周期反弹 关注弱周期+主题

3.1 机械行业估值调整部分反映 2012 年一季度行业景气下滑

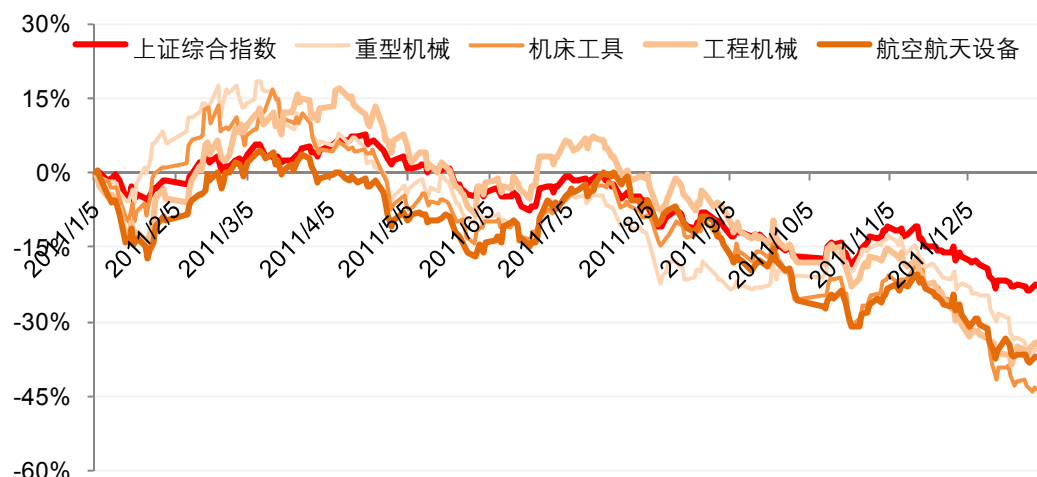
2011.1.5-2012.1.5,机械行业子板块中,工程机械下跌 36.3%,铁路设备下跌 47%,船舶制造下跌 35.6%,通用机械下跌 40.3%,机床工具下跌 44.9%,重型机械 36.1%,航空航天下跌 37.9%。

图表20 2011.1.5-2012.1.15 铁路设备、船舶制造和通用机械行情走势



资料来源: wind

图表21 2011.1.5-2012.1.15 工程机械、机床、航空航天和重型机械行情走势

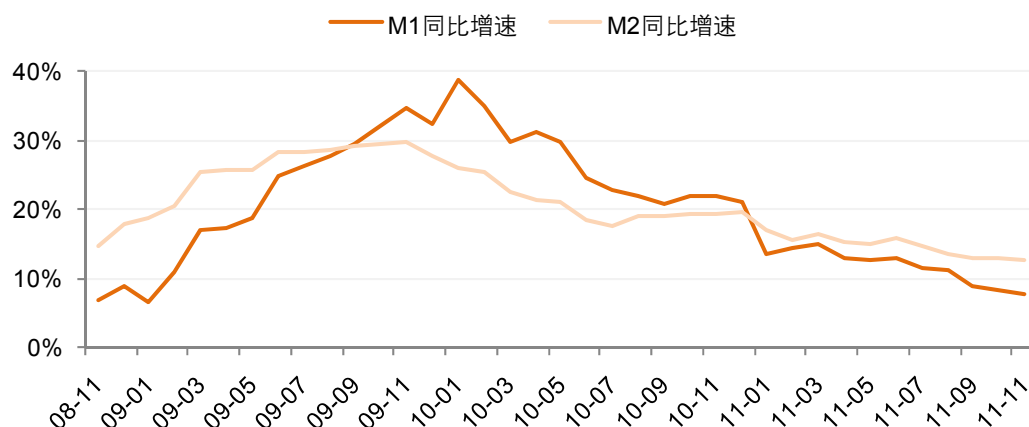


资料来源: wind

3.2 M1、M2 增速反弹有利于机械低估值子板块反弹

M1、M2 增速反弹有利于确定性增长的弱周期板块及主题投资板块估值修复，如果流动性保持宽松，这些板块有反转空间；M1、M2 增速反弹也有利于持续下跌、短期低估值、增长前景不明朗或确定下降的强周期板块反弹，我们认为这些子板块一季度参与反弹适可而止。

图表22 M1、M2增速反弹将有利于估值修复



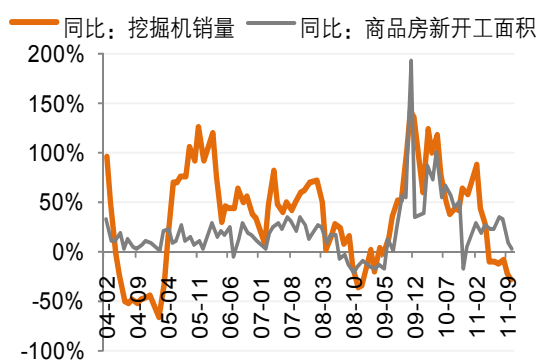
资料来源: wind

3.3 工程机械前景仍待明朗，谨慎参与反弹

一季度利于工程机械行业的是：一季度是工程机械销售的传统旺季，2011年下半年销量同比持续下跌后，下游经销商库存降低，为应对销售旺季会增加备货，2012年一季度销量环比有望大幅增加。一季度不利于工程机械行业的是：由于2011年一季度高基数，预计2012年一季度工程机械销量同比大幅下降；2012年投资增速不确定性大，如果一季度商品房销售持续低迷，影响下半年新开工，投资增速有持续下滑风险，影响工程机械反弹。

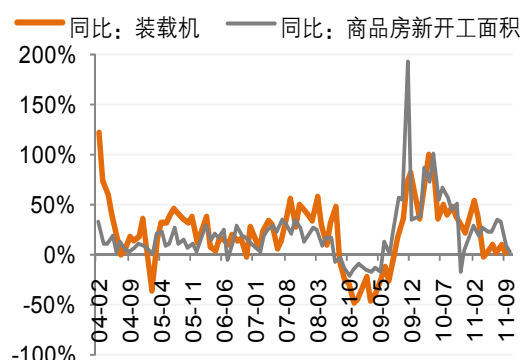
在一季度下滑确定且前景不明朗的情况下我们认为一季度还不是工程机械投资的好时机，由于工程机械低估值，M1、M2增速反弹及销量环比回升带来反弹机会，我们认为适度参与，不恋战。

图表23 挖掘机销量与商品房新开工面积增速比较



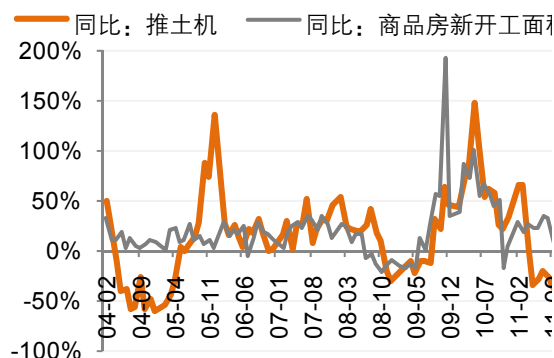
资料来源: Wind, 工程机械商贸网

图表24 装载机销量与商品房新开工面积增速比较



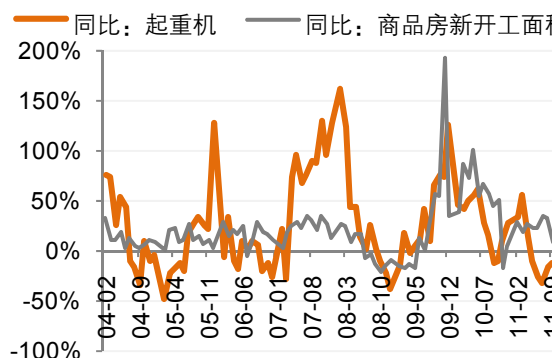
资料来源: Wind, 工程机械商贸网

图表25 推土机销量与商品房新开工面积增速比较



资料来源: Wind, 工程机械商贸网

图表26 起重机销量与商品房新开工面积增速比较



资料来源: Wind, 工程机械商贸网

3.4 一季度重点关注确定性增长的弱周期板块及主题投资机会

一季度行情推动力主要来自流动性放松带来的低估值板块的估值修复，及确定成长板块的反转。我们预期周期子板块的基本面有持续恶化可能，因此把握流动性放松初期阶段的反弹，在基本面改善不如预期得到确认前撤离。

我们认为一季度重点关注确定性增长的弱周期板块及主题投资机会，首选低估值、确定性增长、弱周期。

图表27 一季度重点关注低估值、确定成长、弱周期板块及主题投资的航空航天

	板块估值 (2011PE)	2012 年增长预计	周期	主题投资
工程机械	<15	<10%	强	否
铁路装备	≈20	<20%	较强	否
港口机械	≈15	<0%	强	否
矿山机械	15 ~ 25	>20%	弱	否
石油机械	25 ~ 35	>20%	弱	否
制冷机械	15 ~ 25	>15%	较强	否
航空航天	>40	>15%	弱	是

资料来源: wind, 平安证券研究所

我们认为一季度流动性放松背景下低估值的工程机械和港口机械具反弹动力，但反弹不具有持续性，随着基本面发展低于预期，再度回落可能性大；铁路装备整体上估值合理，反弹高度也有限。

我们认为低估值但持续增长不确定的三类子板块——工程机械、港口机械和铁路装备龙头股在反弹初始阶段具有反弹动力，建议谨慎参与，高位减持。

我们认为受益石油涨价的大能源装备（矿山石油机械）和偏消费领域的机械制造股前景比较明朗，具有持久增长动力；此外，航空航天整体具有确定性增长、主题投资、高端装备政策支持等概念，部分考虑资产整合后估值并不高，资产整合确定性比较强的航空制造股及基本面突出的航天龙头股也是比较好的选择。

我们认为能持续增长的三类子板块具有持续反弹空间，一季度重点关注：

大能源装备：杰瑞股份、林州重机、郑煤机、富瑞特装、开山股份、汉中精机、烟台冰轮

偏消费的确定性增长的机械制造股：凯美特气、杭氧股份、东山精密、春兴精工

航空航天：中航电子、中航精机、哈飞股份、中国卫星

图表28 平安证券机械一季度主要推荐股票一览表

	1.18 收盘价	EPS				PE				评级
		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
中航电子	24.76	0.30	0.43	0.55	0.68	82.5	57.6	45.0	36.4	强烈推荐
杰瑞股份	59.02	1.22	1.85	2.80	3.83	48.4	31.9	21.1	15.4	强烈推荐
林州重机	11.02	0.25	0.45	0.75	1.10	44.1	24.5	14.7	10.0	推荐
郑煤机	24.52	1.26	1.63	1.95	2.27	19.5	15.0	12.6	10.8	推荐
杭氧股份	18.01	0.59	0.82	1.18	1.42	30.5	22.0	15.3	12.7	推荐
开山股份	44.91	1.42	2.05	2.60	3.40	31.6	21.9	17.3	13.2	推荐
中航精机	14.03	0.21	0.55	0.70	0.85	66.8	25.5	20.0	16.5	推荐
凯美特气	18.95	0.25	0.70	0.75	1.02	75.8	27.1	25.3	18.6	推荐
锐奇股份	10.12	0.36	0.49	0.70	0.81	28.1	20.7	14.5	12.5	推荐
东山精密	16.58	0.47	0.49	0.83	1.20	35.3	33.8	20.0	13.8	推荐
春兴精工	14.39	0.47	0.49	0.75	1.15	30.6	29.4	19.2	12.5	推荐

资料来源：wind, 平安证券研究所

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）

公司声明及风险提示：

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 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