

本周主题：外汇占款与流动性

--投资策略周报 20090316

武幼辉 投资策略 研究员 姚力玮 投资策略 研究助理
电话: 020-87555888-393 电话: 020-87555888-337
eMail: wyh6@gf.com.cn eMail: ylw2@gf.com.cn

本周主题：外汇占款与流动性

一、2月出口下滑25.7%，贸易顺差环比下滑88%，出口形势恶化将减少我国的外汇储备量，相对应外汇占款也将呈现下降趋势。

二、外汇占款为基础货币投放的一部分，其减少将引起基础货币投放的收缩，进而导致M2减少。M2与外汇占款的相关系数达0.59。06-08年初外汇占款增加是引起的基础货币增加的主要原因。08年第4季度外汇占款持续下降，但基础货币投放却大幅增加，因而导致M2增加，这意味着现阶段信贷投放在M2中占据主导地位。根据此逻辑，我们认为接下来信贷投放规模逐渐收缩，其对M2的贡献力将减弱，同时由于短期内出口形势难以改善，外汇占款减少的趋势将延续，因而M2将受到压制。虽然市场存在这个担忧，但是我们相信货币当局有能力出台对应举措对冲此风险，全年宽松货币的趋势不改。

市场敏感因素跟踪：维持谨慎乐观的看法

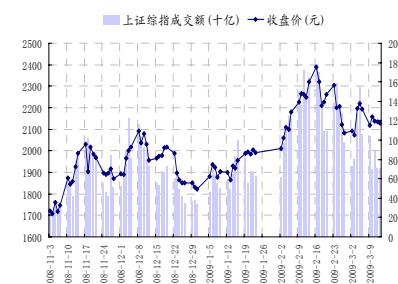
上周影响市场的几大因素喜忧参半，使得市场走势也“忽喜忽忧，上下两难”。

首先，2月份宏观经济数据已基本出炉，整体而言符合市场之前的判断，即：经济已稍有企稳，但经济产出水平仍继续下滑，目前拉动经济增长的三架马车只剩下由政府拉动的固定资产投资。由政府主导的增长能否弥补由于私人投资、消费不足及出口形势恶化所导致的下滑，目前争议较大。对此，我们是充满信心的，但目前我们更关心政府如何“保8%”（关注“保就业”相关举措）。

其次，流动性方面我们认为：1、3月货币到期量为全年峰值，央行会加大公开市场对冲力度，但全年宽松货币的趋势不改；2、央行每周公开市场操作力度将短期影响股指走势，其走势与央行货币净投放量高度相关；3、2月信贷投放仍高达1.07万亿，其中中长期贷款比重并无改变，票据融资比重上升至46%，对股市影响双重；4、M1，M2增幅大幅提升，基本与高额信贷相匹配，其剪刀差反弹利好股市。

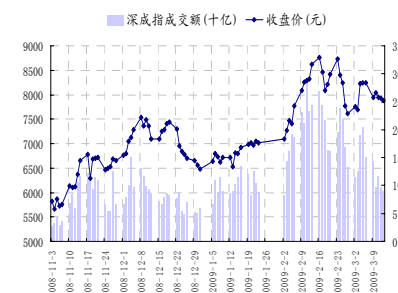
最后，考虑到先行指标向好（发电量结束负增长），外围市场回暖等因素，我们认为暂时无改变投资者预期的事件发生，维持谨慎乐观的看法。同时鉴于CRB金属价格及BDI运费价格处在缓慢上升的轨道中，我们认为短期内可把握有色金属及航运板块的交易性投资机会。

上证综合指数近两月走势



周末收盘：2128.85 一周涨跌幅：-2.93%

深证成份股指数近两月走势



周末收盘：7875.74 一周涨跌幅：-4.54%

国际 市场指数	一周 (%)	年初 至今(%)
S&P500指数	10.84%	-16.24%
加拿大TSX指数	8.84%	-7.61%
英富时100指数	6.34%	-15.35%
德国DAX指数	6.98%	-17.81%
法国CAC40指数	5.29%	-15.92%
日经225指数	5.52%	-14.56%
韩国综合指数	6.73%	0.14%
台湾加权指数	5.07%	6.50%
香港恒生指数	5.07%	-12.94%
恒生中国企业	7.33%	-7.72%
沪深300指数	-3.55%	21.33%

目 录

目 录.....	2
本周主题：外汇占款与流动性	3
1. 出口形势恶化将减少我国的外汇储备量.....	3
2. 相对应，外汇占款也将呈现下降趋势.....	4
3. 外汇占款减少将引起基础货币投放的收缩，但央行有能力对冲.....	4
市场敏感因素跟踪：维持谨慎乐观的看法	6
1. 我们对政府“保 8%”充满信心，但更关注如何“保 8%”.....	6
2. 单周净回笼不改资金面趋势，票据融资比重上升.....	8
3. 先行指标向好，金属价格及 BDI 指数处于缓慢上升轨道.....	10
附录：股票市场数据及表征	13
1. A 股及香港市场近期走势及估值	13
2. A 股市场板块表征及估值	14

本周主题：外汇占款与流动性

我们以下的分析将遵循这个思路：

1. 贸易顺差，实际利用外资额（FDI）和不可解释的部分（热钱等）三大部分组成外汇储备。任何一部分的变动将引起外汇储备的变动。
（注：官方公布的外汇储备增加值应少于实际外汇资产增加值，我们在去年8月的专题报告《关于近期“热钱流出论”的思考》中已作详细说明，但这里不影响我们的分析）
2. 央行向商业银行收购外汇资产形成央行所持有的外汇储备，同时投出本币，形成外汇占款。外汇储备成为央行的资产，外汇占款成为负债。
（注：已包含商业银行购入民间外汇资产的行为）
3. 外汇占款为基础货币投放的一部分。外汇占款减少将引起基础货币投放的收缩，进而减少货币供应总量。

1. 出口形势恶化将减少我国的外汇储备量

我国2月份出口同比下滑25.7%，贸易顺差同比下滑了43%，环比下滑88%，出口形势进一步恶化（当然其中也有进口回升的因素在内，近期官方出国采购资源行动频繁）。市场甚至预期今年3季度或4季度之前贸易出口都将难以复苏。对于我国这样外向型占主导的经济体，出口形势的恶化不仅直接导致部分工业生产减速，进而影响经济增长，同时也可能引起整个经济体货币供应量的自然收缩。

（图1-2）显示，官方外汇储备的两大组成部分贸易顺差及实际利用外资额（FDI）今年1-2月份均大幅下滑，对应同期外汇储备也应大幅下滑（外汇储备最新数据只更新至08年12月），除非今年初有大量不可解释的外汇资产进入，但是我们观察到1月份外汇占款余额下滑至月增1414亿元人民币（约207亿美元，按2月美元兑人民币平均汇率6.83计算），较去年12月增量3135亿元人民币（约458亿美元，按6.84汇率计算）下降幅度超过50%，虽然调整后的外汇储备与外汇占款并非完全吻合，但方向基本一致，因此出口形势的恶化将减少我国的外汇储备量。

图1: FDI及贸易顺差增速大幅下滑

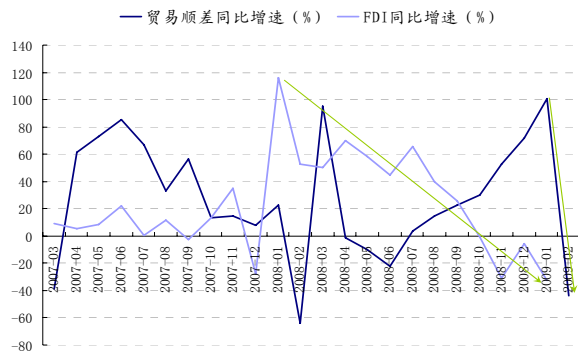
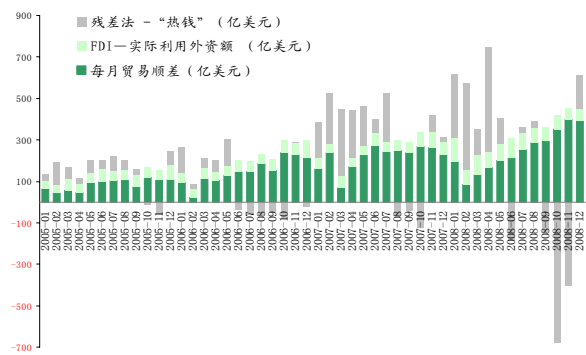


图2: 残差法-热钱前期大幅外流（截止到08年12月）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 相对应，外汇占款也将呈现下降趋势

我们看到调整后的外汇储备与外汇占款规模基本相当，但有时并非完全吻合（图3）。两者的差异的波动性近年来有所加大，但趋势和方向仍较一致，（图4）显示外汇储备的减少相应导致当期或下期外汇占款的减少。

外汇占款余额减少的原因主要有两大项：一、外汇储备减少。由于出口形势恶化导致贸易顺差减少，全球金融危机引起本土资金撤离，实际利用外资额（FDI）减少。二、人民币升值预期减弱导致民间各部门的结汇意愿下降。

图3: 调整后的外汇储备与外汇占款并非完全吻合

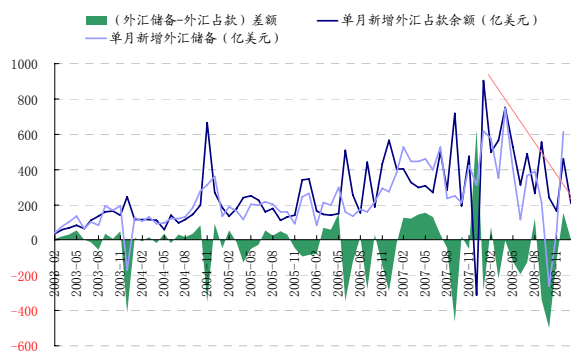
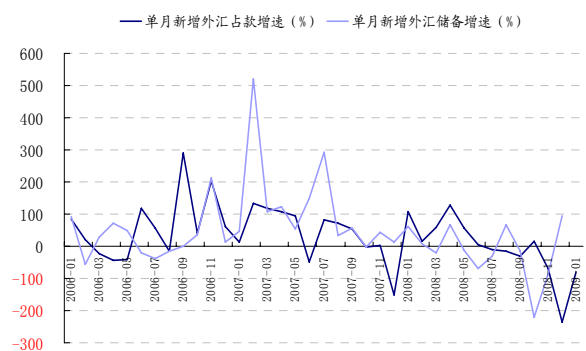


图4: 外汇储备减少导致当期或下期外汇占款减少



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 外汇占款折算成美元按每月美元兑人民币平均汇率计算

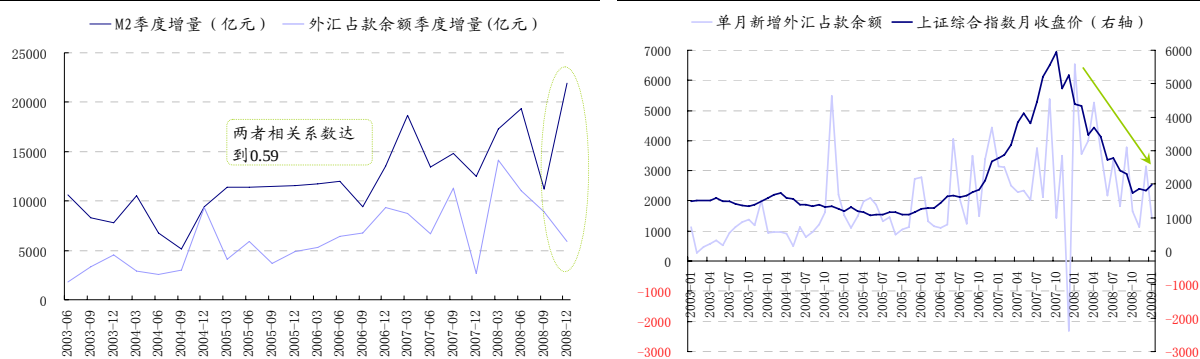
3. 外汇占款减少将引起基础货币投放的收缩，但央行有能力对冲

除了银行信贷对货币供应（如：M2）有决定性影响外，外汇占款也会通过影响基础货币而对货币供应量产生一定影响，这个影响随着我国对外依

存度的增加而有所增加。根据货币结构调整的基本公式： $M = PSBR - GP + LP + NF$ ，（PSBR代表公共部门的借款需求即财政赤字的融通，GP为向非银行的公众借款，LP为商业银行对公众的贷款，NF为国外净资产）因此货币供给有两部分来源：一、国内银行体系总信贷投放(PSBR-GP+LP)，二、国外净资产的改变(NF)，国外净资产是导致基础货币变化的重要因素。这里我们把国外净资产看作央行向商业银行收购外汇资产而后相应投放的本币。

我们对M2（约等于基础货币*货币乘数）的季度增量与外汇占款余额的季度增量作了简单的相关性分析，两者相关系数达到0.59（图5）。我们看到06年之后两者的变动趋势几乎一致，这意味着06-08年外汇占款是引起的基础货币增加的主要原因。同时，我们也发现08年第四季度外汇占款继续下降，同时货币乘数也有所减少，但基础货币投放量却大幅增加，因而导致M2投放量增加（M2约等于基础货币*货币乘数），这意味着现阶段（08年4季度到现在）信贷投放在货币供应总量(M2)中占据了主导地位。根据这个逻辑，我们认为如果接下来信贷投放规模逐渐收缩（今年全年新增货币信贷将呈现前高后低的趋势），其对M2的贡献力度将减弱，同时由于短期内出口形势难见起色，外汇占款减少的趋势将延续，因而货币供应量(M2)将受到压制。虽然市场存在这个担忧，但是我们仍然相信货币当局有能力出台对应举措对冲此风险，全年宽松货币的趋势不改。

图5：信贷投放支撑近期M2上涨，外汇占款持续下降 图6：单月新增外汇占款与股指走势趋势吻合



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

市场敏感因素跟踪：维持谨慎乐观的看法

上周影响股市的几大因素喜忧参半，使得市场走势也“忽喜忽忧，上下两难”。**首先**，已出炉的2月宏观经济数据显示：经济已稍有企稳，但经济产出水平仍继续下滑。由政府主导的增长能否弥补由于私人投资、消费不足及出口形势恶化所导致的经济下滑，目前争议较大。对此，我们是充满信心的，但我们更关心政府如何“保8%”。**其次**，流动性方面，我们认为全年宽松货币的趋势并无改变。但每周央行公开市场操作力度影响了短期股指的走势。另外，2月中长期贷款占比维持不变，票据融资比重上升，这对股市影响双重，M1，M2剪刀差反弹利好股市。**最后**，考虑到先行指标向好，外围市场回暖等因素，我们认为暂时并无改变投资者预期的事件发生，维持谨慎乐观的看法。同时我们认为短期内可以把握有色金属及航运板块的交易性投资机会。

表1：市场敏感因素跟踪

市场推动力	过去情况	最新跟踪
政策面	十大振兴产业已全部浮出水面，行业振兴细则逐步出台	目前属于政策真空期，关注政府“保就业”相关举措，“保就业”是拉动消费需求最关键的因素之一。
流动性	据传2月信贷规模达1.1万亿元，超越市场预期	2月信贷规模达1.07万亿元，基本符合市场预期
	3月第1周央行公开市场净投放货币410亿元	3月第2周央行公开市场净回笼货币190亿元
	流动性对股市推动力仍然存在	单周净回笼不改流动性趋势；2月中长期贷款比重不变，票据融资比重上升，对股市影响双重
价格指数	价格指数上周稍有企稳	钢材等工业原材料价格上周继续下滑
	BDI稍有回升	航运价格上周稍有回落，但不改其缓慢上升的趋势
	CRB金属价格指数震荡上行，反弹显著	CRB金属价格稍有回落，但不改其缓慢上行的趋势
外围市场	全球股市继续创出新低	花期、美银前两月盈利，上周外围市场持续3日上涨

数据来源：广发证券发展研究中心（更新至09-03-15）

1. 我们对政府“保8%”充满信心，但更关注如何“保8%”

2月份的宏观经济数据已经基本出炉（表2，图7-8），我们看到喜忧参半的数据极大地影响了投资者的情绪，使得上周市场走势也“忽喜忽忧，上下两难”。

1.1 我们对政府“保8%”充满信心

整体来看，2月份的宏观数据大致符合市场之前的判断，即：经济已稍有企稳，证据是PMI及发电量等先行指标的回升；但当前经济的产出水平仍持续下滑。目前拉动经济增长的三架马车只剩下由中央政府拉动的固定资产投资，因此，由政府主导的经济增长（我们确实已经看到一些先行指标回升）能否弥补由于私人投资、消费不足及出口形势恶化所导致的经济下滑，目前争议较大。对此，官方给予的回答是：“我们已经准备了应对更大困难的方案，随时都可以提出新的刺激经济政策。”（温总理3月13日答中外记者问）。显然，我国政府具备“保8%”的能力，我们对此也充满信心；但对于投资者而言，我们更关注如何“保8”。

1.2 但更关注政府如何“保8%”

目前越来越多人认为政府出台新刺激方案的可能性较大，并且大多数人相信会在刺激消费方面作出举措，特别是刺激耐用品的消费，如：汽车和房地产等。我们支持并赞同这样的方案，消费需求是一切供给的终端，如果消费率能达到50%以上，将拉动GDP 10%以上增长。这是我国经济是否呈现W型复苏的关键。（W型即：以大量投资于基础设施拉动GDP快速回升，然后因终端需求不足而再次回落，二次触底后能否再次回升则要视外部因素而定）。

但是，这个举措（刺激消费）的实现效果能否保证与今年政协的《一号提案》——“保就业”密切相关。“保就业”是拉动消费需求最关键的因素之一，我们在上期的周报中已有所提及。因此，接下来我们不仅关注“保就业”措施的出台，更关注其效果。

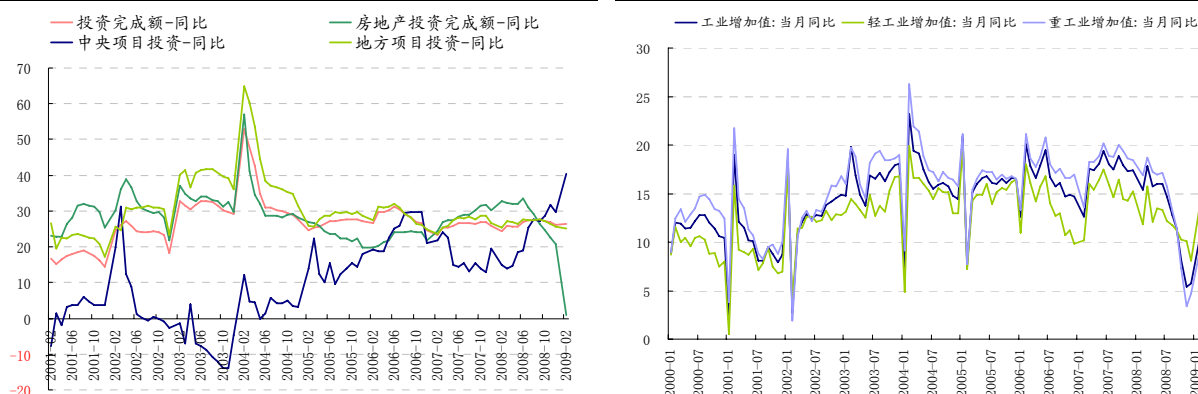
表 2：2 月份宏观数据已基本出炉，先行指标继续回升，同步、滞后指标大幅下滑

项目	同比增长（%）			备注
	最新	上期	较上期变动	
固定资产投资	26.50	26.10	0.40	经济同步及滞后指标大幅下滑（拉动经济的三架马车只剩下由中央政府拉动的投资）
中央项目投资	40.30	29.60	10.70	
地方项目投资	25.10	25.70	-0.60	
房地产投资	1.00	20.90	-19.90	
消费品累计零售	15.20	21.60	-6.40	
消费品（2月）零售	19.00	20.80	-1.80	
出口（2月）	-25.70	-17.50	-8.20	
进口（2月）	-24.10	-43.10	19.00	
贸易顺差（2月）	-43.45	100.87	-144.32	
工业增加值累计（1-2月）	3.80	12.90	-9.10	
工业增加值（2月）	11.00	5.70	5.30	
CPI（2月）	-1.60	1.00	-2.60	
PPI（2月）	-4.50	-3.30	-1.20	

货币先行指标				
M1	10.87	6.68	4.19	经济先行指标 继续回升
M2	20.48	18.79	1.69	
新增贷款（2月）	1.07 万亿	1.62 万亿	-0.55	
新增票据融资占比（2月）	46%	39%	7%	
新增中长期占比（2月）	36%	36%	0%	
全国工业发电量（2月）	5.9	-7.9	13.8	
PMI（2月）	49	45.3	3.7	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：拉动经济的三架马车只剩下由中央政府拉动的投资 图8：2月轻工业增加值反弹最为显著



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 单周净回笼不改资金面趋势，票据融资比重上升

2.1 单周净回笼不改资金面趋势。

由于3月份到期的货币总量高达8210亿元（图10），为今年到期货币量的峰值，并且今年1-2月银行的信贷投放总量达2.7万亿元，已超过今年政府新增5万亿信贷目标的一半，银行体系的流动性较为充裕。考虑到央行在08年四季度货币政策报告中提出要保证商业银行流动性充足，同时也要灵活适度管理银行体系流动性，因此，我们认为3月份央行仍将以回笼货币为主，加大公开市场的对冲力度，以调节银行体系充裕的流动性。

上周央行加大到期货币的对冲力度，3月12日发行了700亿元的3月期票据，创出08年5月以来最大发行量，同时通过公开市场操作正回购1000亿元，因此整周来看，央行向全市场净回笼货币190亿元（图9）。考虑到M1，M2显著反弹，资金面尚且充裕，央行单周的操作并不能说明宽松货币的趋势出现改变。

图9：3月第2周央行公开市场净回笼货币190亿元

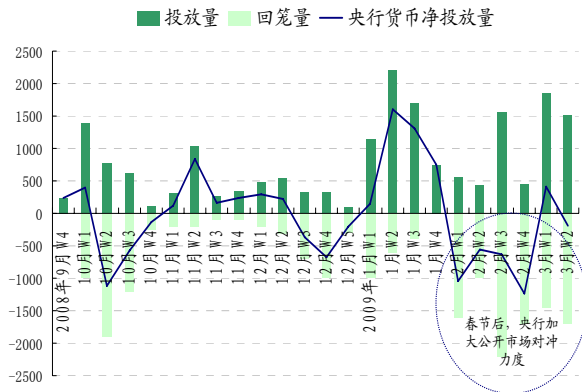
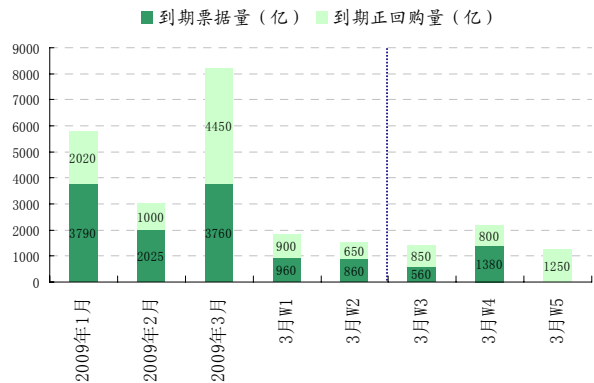


图10：3月份到期货币总量高达8210亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（数据统计截止到3月13日）

2.2 票据融资比重上升，对资本市场影响双重。

虽然2月央行在公开市场上加大了对商业银行货币的回笼力度，但是我们看到2月份银行信贷投放仍为天量，高达1.07万亿元（图12），新增贷款在2月最后1周大幅增加。但其中中长期贷款所占比率相比1月份并无出现改变，仍然为36%，票据融资所占的比重从1月的39%上升至46%（图11）。此影响对于股票市场来说是双重的：一则是部分票据资金可能流入资本市场，推高资产价格，短期利好；二则票据资金对经济作用甚微，长期利空。

2月信贷规模激增继续推高M2增速。2月M2上涨20.48%，M1上涨10.87%，均较1月大幅提升，基本与高额的信贷规模相匹配。作为宏观经济先行指标的信贷，M2增速等持续上升增加了投资者对未来经济复苏的预期，另外M1，M2剪刀差出现回升的消息对于股票市场来说也是正面的（图13）。

综合考虑以上各因素，我们认为：1、3月货币投放总量为全年峰值，央行会加大公开市场的对冲力度，但全年宽松货币的趋势不会改变；2、央行每周公开市场操作力度影响股指的短期走势，其走势与央行货币净投放量高度相关（图14）；3、2月信贷规模仍高达1.07万亿，其中中长期贷款比重并无改变，票据融资比重上升至46%，对股市影响双重；4、2月M1，M2增幅大幅提升，基本与高额信贷相匹配，其剪刀差反弹利好股市。

图11: 票据比重上升至46%，中长期比重不变

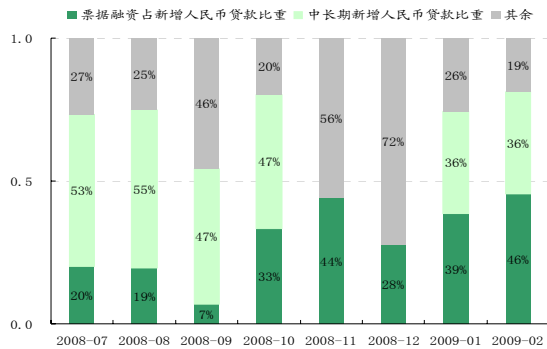
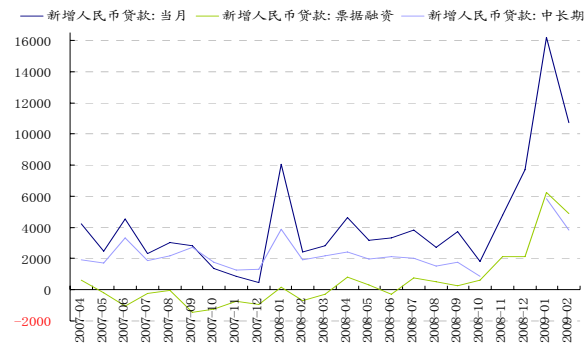


图12: 2月信贷投放仍为天量，高达1.07万亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 2月份M1, M2剪刀差有所缩小

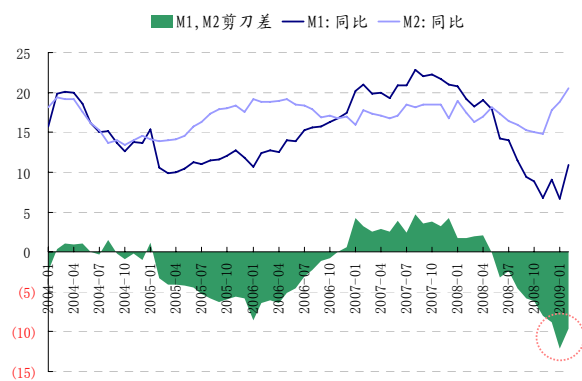
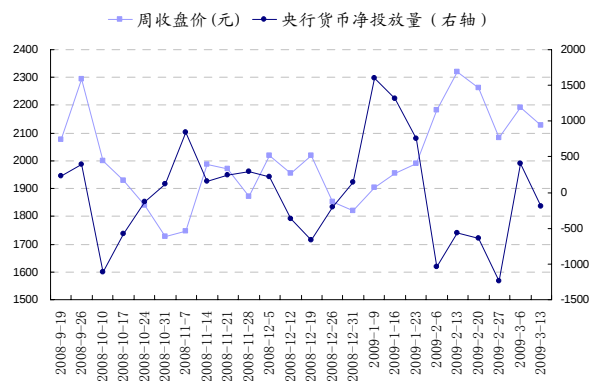


图14: 股指走势与央行货币净投放量高度相关



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心（数据统计截止到3月14日）

3. 先行指标向好，金属价格及 BDI 指数处于缓慢上升轨道

2月全国发电量结束负增长，制造业收缩程度持续减缓（图15-16）。2月份里昂证券中国采购经理指数与中采PMI连续3个月回升，其中中采PMI回升至49（50意味着经济处于扩张状态），制造业新订单显著增加。同时，2月份全国发电量同比增长5.9%，结束了过去三个月负增长的状态，经济先行指标趋势向好。无疑，这些指标上升有助于提升市场投资者的信心，加深投资者对经济复苏的预期。但是我们认为，就此判断经济拐点已经到来尚不足够，目前企业库存尚未完全消化，下游需求仍然低迷，近期钢材等工业原材料价格再次回落证明了这点。

上周敏感价格指数，包括各类大宗商品价格，航运BDI运费价格等指数稍有回落（图17），但我们认为这只是价格的正常波动，不改其缓慢回升的趋势。航运BDI运费指数于今年初见底后持续缓慢回升（图19），CRB金属价格指数于去年12月底见底后逐渐回升（图20），但是工业原材料价格

因终端需求低迷导致短暂反弹后持续回落（图18）。鉴于CRB金属价格及BDI航运运费价格指数处在缓慢上升的轨道中，我们认为短期内可以把握有色金属及航运板块的交易性投资机会（图21-22）。

图15: 2月份全国工业发电量同比增长5.9%

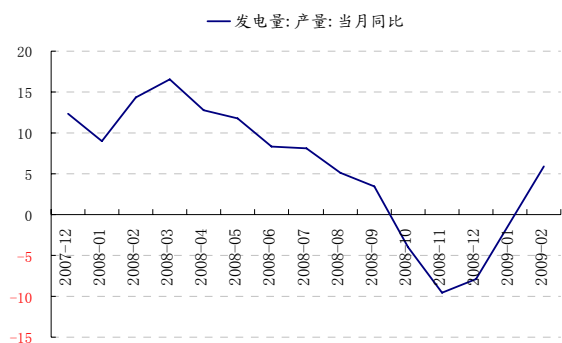
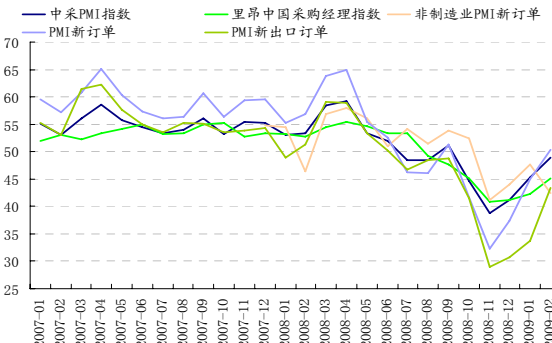


图16: PMI采购经理指数连续3个月回升，接近50



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 上周航运运费指数BDI, BCI稍有回落

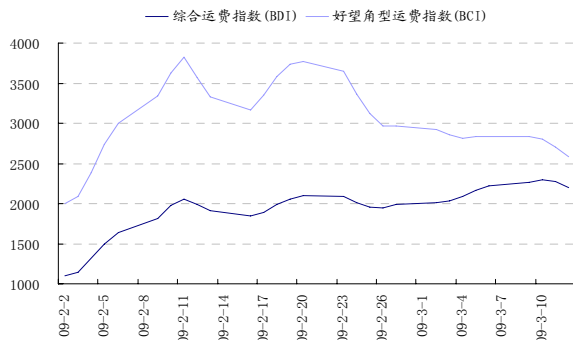
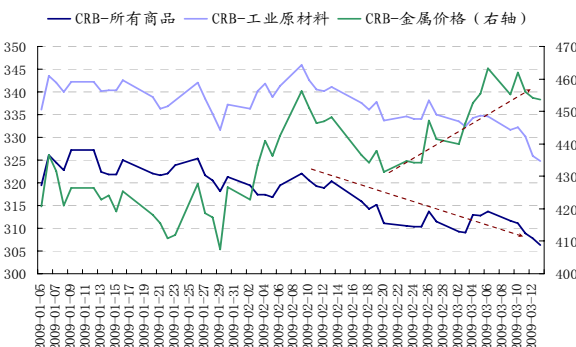


图18: 上周CRB各类价格指数均出现回落

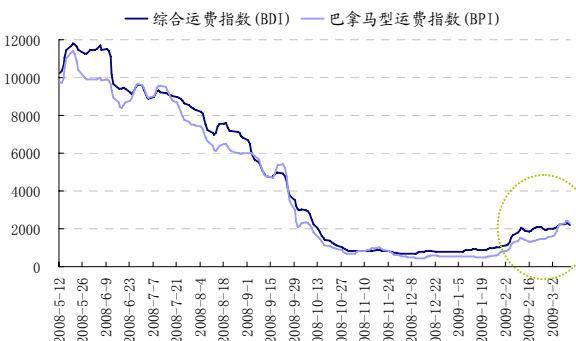


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心（数据统计截止到3月13日）

图19: CRB金属价格于去年12月底见底后逐渐回升



图20: BDI于今年初见底后呈现微弱回升态势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 航运板块走势与BDI波动趋势基本一致

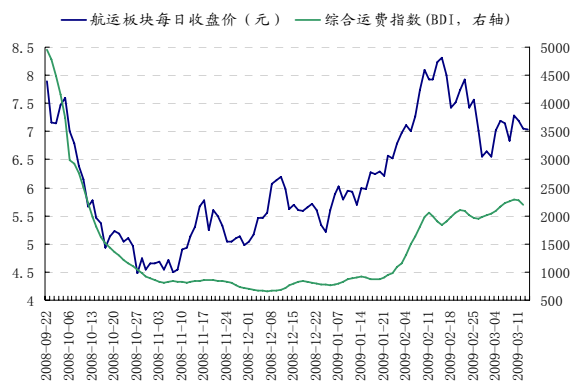
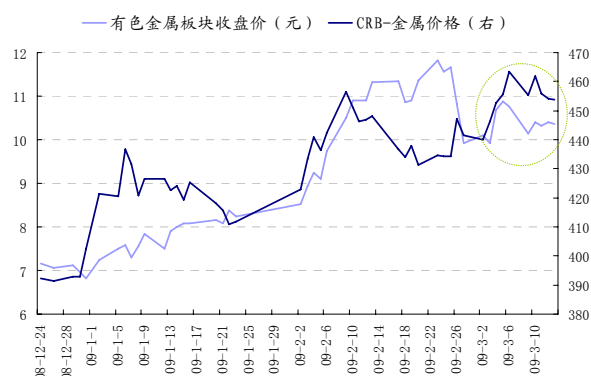


图22: CRB金属价格与有色金属板块波动基本一致



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

附录：股票市场数据及表征

1. A股及香港市场近期走势及估值

■ 上海、深圳市场

上周喜忧参半的数据极大地影响了投资者的情绪，使得上周市场走势也“忽喜忽忧，上下两难”。截至上周五收盘，上证综合指数收于2128.85点，一周下跌2.93%，深证成份股指数收于7875.74点，一周下跌4.54%。

图1：近三月上证综合指数走势

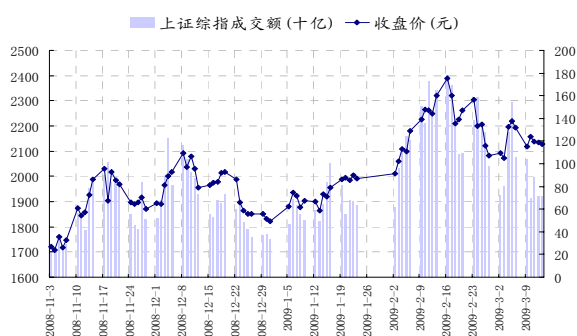
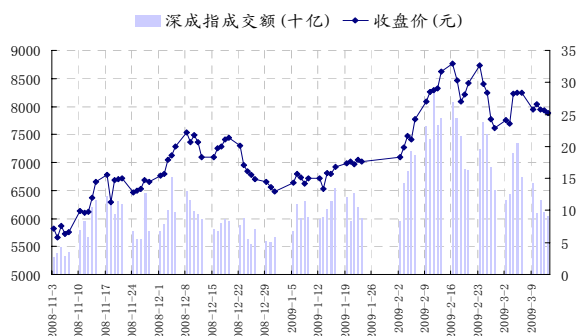


图2：近三月深证成份指数走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

■ 香港市场

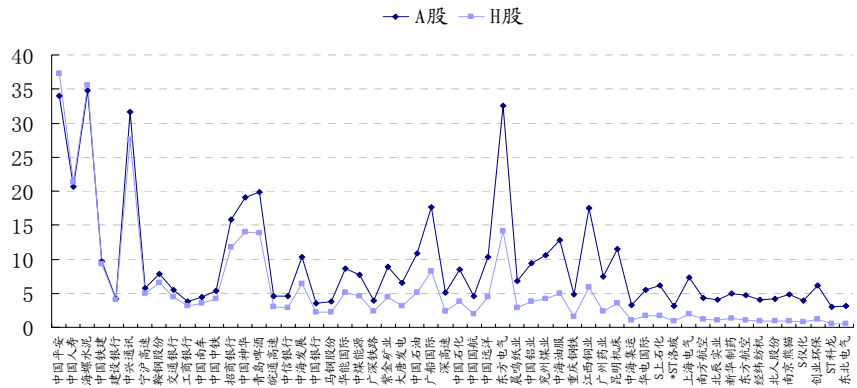
上周港股受美股连续三日上涨的影响，一周表现较佳。恒生指数收于12525.80点，一周上涨5.07%，恒生中国企业指数收于7282.52点，一周上涨7.33%。从指数涨幅差别可见，中资股涨幅高于港股市场。至上周五，A-H 股价倒挂的上市公司为3家。中国平安为AH股倒挂差价最大的个股，恒生A-H股溢价指数有所回升，回升至161.20点。

表1：香港指数估值与短期走势表

市场指数	静态P/E	调整后	P/B	最新	涨跌幅 (%)	
		2009P/E			5日	年初至今
香港恒生指数	8.34	10.08	1.18	4.37	5.07	-12.94
恒生中国企业指数	8.62	9.27	1.41	4.60	7.33	-7.72

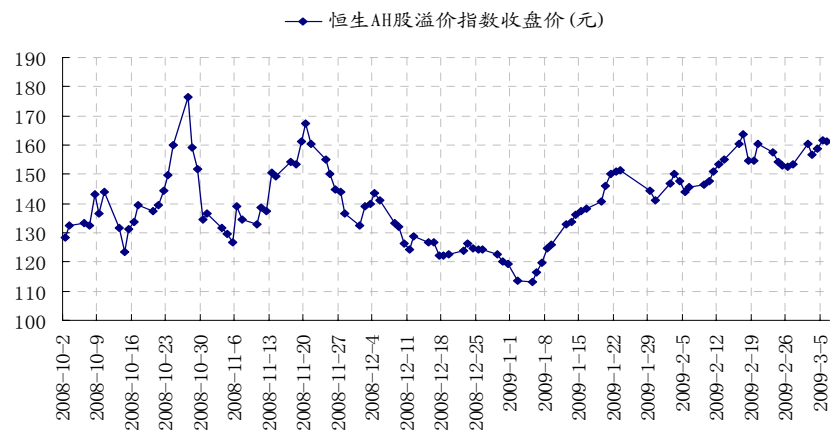
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图3: 最新A-H 股对价走势比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 恒生 A-H 股溢价指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. A 股市场板块表征及估值

行业表现: 上周所有板块均呈现4%以上的上涨幅度。从涨幅变化看, 房地产、交运设备、餐饮旅游和综合板块上周上涨超过10%。房地产板块涨幅居首很大程度是因为全国部分城市成交量近期出现回升, 并且市场预期“两会”期间政府将出台利好房地产业的政策。从成交额看, 所有板块的成交额均少于前一周。钢铁、交运及金融板块仍然是市场估值相对较低的三大板块。

风格表现: 上周风格转换显著。板块风格转换为中小盘股及中低价股出现较强的态势, 自春节过后表现较假的大盘蓝筹股展现弱势。另外, 上周航天军工、节能减排及新能源等环保题材股表现相对较优。

图5: 所有板块均呈现4%以上的上涨

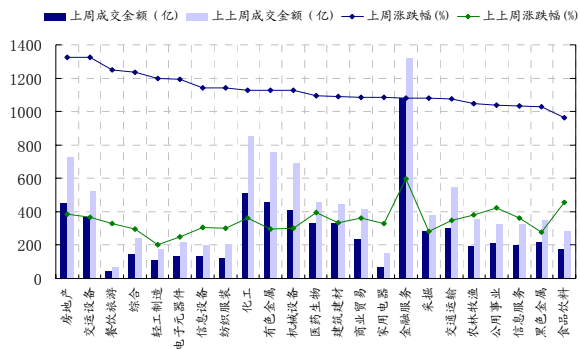
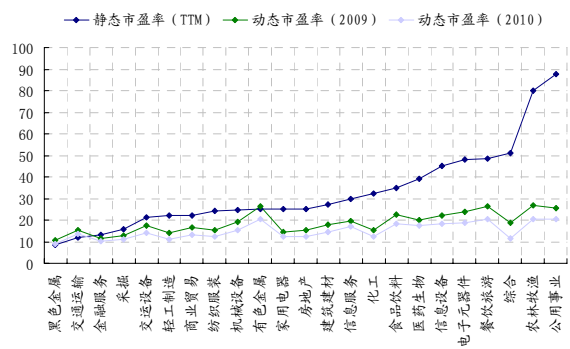


图6: 钢铁及交运板块动态市盈率超越其静态市盈率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 低估值板块整体表现略好于中高估值板块

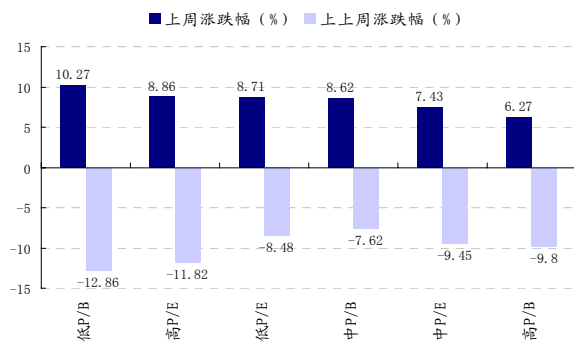
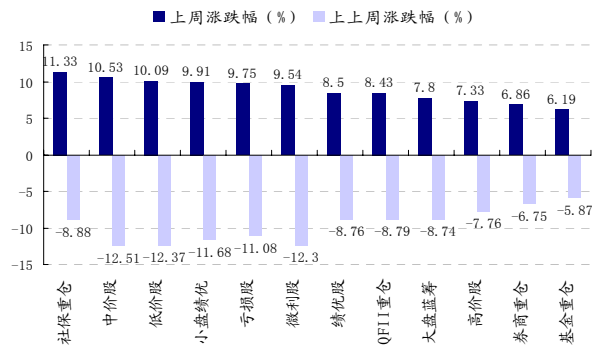


图8: 小盘、中低价股表现较为突出



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 风格转换显著, 中、小股表现相对较强

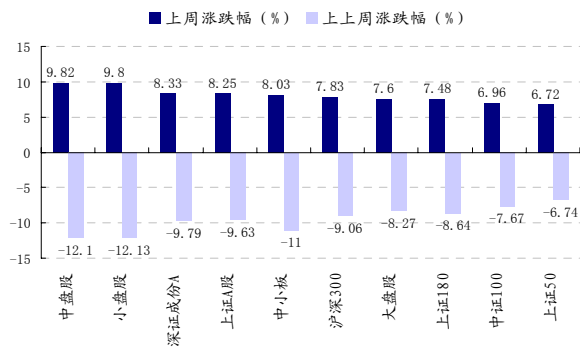
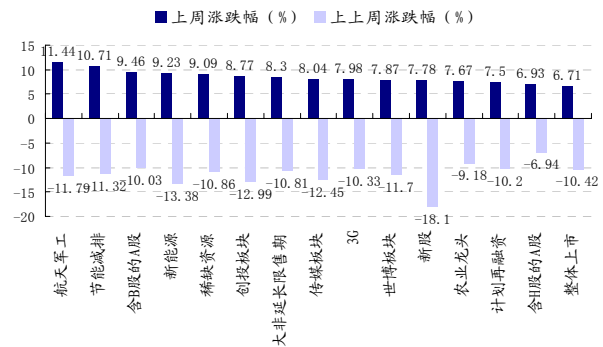


图10: 航天军工等板块表现相对较优



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 全球市场估值及走势

市场指数	静态P/E	2009P/E	P/B	涨跌幅		
				最新	5日	年初至今
标准普尔500指数	10.16	11.07	1.51	0.12%	10.84%	-16.24%
加拿大TSX综合指数	8.21	10.8	1.22	-3.22%	8.84%	-7.61%

英国富时100指数	7.37	8.79	1.11	0.02%	6.34%	-15.35%
德国DAX指数	15.25	9.14	0.97	-0.79%	6.98%	-17.81%
法国CAC40指数	8.29	7.93	0.92	-1.37%	5.29%	-15.92%
日经225指数	22.15	140.73	0.92	-3.50%	5.52%	-14.56%
韩国综合指数	11.16	10.77	0.86	-0.57%	6.73%	0.14%
台湾加权指数	11.44	20.27	1.12	0.34%	5.07%	6.50%

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。