



乐观预期降温 观望与震荡将主导市场

——宏观策略周报(2009.8.17—8.21)

要点:

- **调整后面临宽幅震荡:** 信贷增量高位回落, 央行货币政策频现微调信号; 7 月份投资和工业增加值增速低于预期, 流动性与经济数据的双重打击, 成为上周以来市场高位借势急剧调整的内在原因。我们认为 8 月份投资者对于流动性和宏观经济的观望情绪将主导市场, IPO 和融资压力暂时阻碍了市场的上升趋势, 市场上涨动力面临阶段性缺失, 因此股指在短期急跌后仍面临一段时间的宽幅震荡, 3000 点附近短期有支撑。
- **流动性边际效应减弱:** 上月初以来央行、银监会的一系列政策和调控举措逐步传递出货币相对收紧的信号, 尽管政府一再强调“适度宽松”仍是货币政策主基调, 但市场对于政策明松暗紧的担忧开始加重。我们在 6 月底的半年度策略中提出, 下半年信贷增量高位回落背景下, 流动性边际效应递减将不可避免, 而 8 月宏观策略月报中我们提出, 货币政策微调的累积效应将给处在高位的市场带来宽幅震荡, 现在看来已经成为现实。
- **复苏未超预期:** 7 月份固定资产投资单月回落和工业增加值扩张步伐放缓对市场形成了短期冲击, 我们认为 7 月份宏观数据总体中性, 工业生产扩张放缓, 投资在上半年急剧放大后出现回落, 出口环比回升势头迅猛, M1 指标继续显著上升表明经济活跃度仍在提高, 投资拉动总需求的边际效应将开始递减, 亟待外需接替。
- **震荡市中寻找新的配置方向:** 前期涨幅较大的有色金属、煤炭等资源品板块成为近期资金减仓的首选目标; 7 月投资增速回落则可能对投资拉动相关行业形成一定的压制, 机械、水泥、建筑、电气设备等行业也不应成为后期行业配置的主要目标。我们将近期关注的视角聚焦于两条投资线索: 一是 7 月中旬以来受到政策和行业数据负面影响较集中、调整较充分的银行和地产行业, 上述两个行业中期向好的趋势并未根本改变; 二是出口链, 从 7 月宏观数据看, 相比投资增速的回落和消费的平稳, 出口增速同比降幅稳步收窄的数据显然更为抢眼, 出口的环比复苏实际上也比大多数人想象得要好。事实上, 除化工外, 电子元器件、航运、港口等出口类行业上半年涨幅较为落后, 说明市场挖掘尚不充分。

分析师

但朝阳:

☎0755-83515597

✉danzy@cgws.com

吴士金:

☎0755-83516212

✉wtj@cgws.com

高凌智:

☎0755-83516242

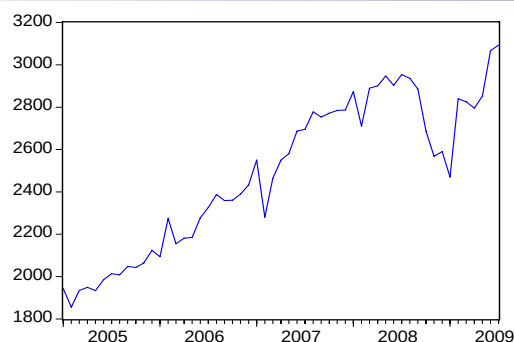
✉gaolz@cgws.com

宋绍锋:

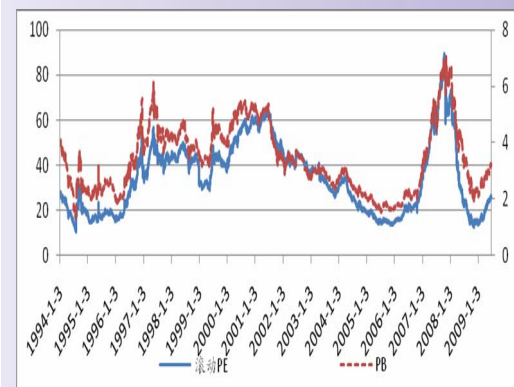
☎010-88366060

✉songsf@cgws.com

当月发电量绝对值(季调)、亿千瓦时



A 股历史 PE 与 PB 走势



相关报告

《变量与常量博弈, 演绎震荡格局》

2009 年 8 月投资策略 2009 年 8 月 10 日

《从流动性主导到经济复苏主导》

2009 年下半年投资策略 2009 年 6 月 22 日

《春意初现, 配置“复苏”资产》

2009 年 2 季度投资策略 2009 年 3 月 31 日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

乐观预期降温 观望与震荡将主导市场

自年初以来的本轮上涨行情有赖于两大引擎——超额信贷支持下的流动性繁荣与内需拉动下的宏观经济持续复苏，但是7月底以来这两大引擎相继出现阶段性“哑火”：信贷增量高位回落，央行货币政策频现微调信号；7月份投资和工业增加值增速低于预期，经济复苏超预期部分减少。流动性与经济数据的双重打击，成为上周以来市场高位借势急剧调整的内在原因。我们认为8月份投资者对于流动性和宏观经济的观望情绪将主导市场，IPO和融资压力暂时阻碍了市场的上升趋势，市场上涨动力面临阶段性缺失，因此股指在短期急跌后仍面临一段时间的震荡格局，在经历两周较大幅度调整之后，3000点附近短期有望获得支撑。

1、流动性拐点之忧

宽松货币政策与超额信贷是上半年流动性繁荣的主要动力（热钱流入规模相对有限），而7月初以来央行公开市场操作和央行、银监会的一系列政策已经逐步传递出货币收紧的信号，尽管政府一再强调“适度宽松”仍是货币政策主基调，但市场对于政策明松暗紧的担忧开始加重。我们在6月底的半年度策略中提出，下半年信贷增量高位回落背景下，流动性边际效应递减将不可避免；而8月宏观策略月报中我们提出，货币政策微调的累积效应将给处在高位的市场带来宽幅震荡，现在看来已经成为现实。更进一步的担忧在于，在流动性的供给——信贷投放逐步下降的基础上，随着实体经济复苏对资金需求的增加和央行对信贷流向控制（更多地流向实体经济领域）的严格，实体经济对流动性的需求则逐渐增加，导致流向股市的流动性更快地“缩水”。股市流动性的拐点（M1-M2增速差下行）虽然还未出现，但可能也为时不远。

表 1、管理层近期货币政策调整一览

时间	相关机构	主题	内容
7月8日	银监会	规范理财产品	理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金
7月9日	人民银行	恢复发行一年期央票	停发7个月的一年期央票恢复发行，发行量为500亿元，带动货币市场利率齐升
7月14日	商业银行	收紧二套房贷	继杭州后，南京、深圳两地也将严格执行二套房贷款政策：即首付比例不低于四成，利率在基准利率基础上上调10%。
7月18日	商业银行	收紧二套房贷	继杭州、北京、深圳等地收紧二套房贷后，上海、成都两地传出消息，正式收紧二套房贷款政策
7月24日	人民银行	信贷增长口径变为“适度”	央行年中工作会议将下半年货币信贷增长口径由“合理”微调至“适度”
7月27日	银监会	防范信贷资金挪用	《固定资产贷款管理暂行办法》与《项目融资业务指引》正式公布，确保固定资产贷款资金真正用于实体经济的需要，防止贷款被挪作他用。
7月31日	人民银行	七月央行投放/回笼	7月份央行公开市场操作回笼资金量为6630亿元，而到期释放的资金量却达到8160亿元，回笼量明显低于释放量，

			公开市场实际向市场净投放资金 1500 亿元
8 月 5 日	人民银行	货币政策强调“微调”	央行发布货币政策报告，强调继续落实适度宽松的货币政策，未来注重运用市场化手段进行微调

数据来源：长城证券研究所整理

2、经济复苏开始显现波折

7 月份的投资增速单月回落和工业增加值扩张步伐放缓对市场形成明显的短期冲击，我们认为 7 月份宏观数据总体中性，消费平稳增长，出口降幅稳步缩窄，环比回升势头迅猛，M1 指标继续大幅上升表明经济活跃度仍在提高，而投资回落是上半年政府投资集中投放后的自然结果，目前尚不足以认为经济回升态势已经改变。但是不容否认的是，经济复苏在单月数据表现上开始显现波折，经济复苏缺乏太多超预期的增量，而市场也用急跌来反映预期的改变。我们在半年度策略中指出，下半年的市场基本面特征将从流动性与经济复苏双轮驱动转向经济复苏单轮驱动（从流动性主导到经济复苏主导），事实上，在流动性繁荣逐渐降温的背景下，经济复苏预期是支撑市场中期上涨的主要动力，当这一预期面临“突发性”的修正，加之市场本身高位缺乏调整，因此市场短期的疲弱也属自然。

7 月份宏观数据总体中性，尽管出口延续了二月份以来月均 7% 左右的环比复苏，从发电量环比角度来看，实体经济的扩张趋势也依然良好，但扩张速度稍显放缓，工业增速和投资增速则略低于预期。季调后的数据显示，过去 6 个月单月城镇固定资产投资月均增速高达 7.3%，经历财政投资高峰后，随着信贷增量的回落，7 月份的固定资产投资出现了 6% 的环比下降，投资拉动总需求的边际效应将开始递减，亟待外需接替。

图 1. 当月发电量绝对值(季调)、亿千瓦时

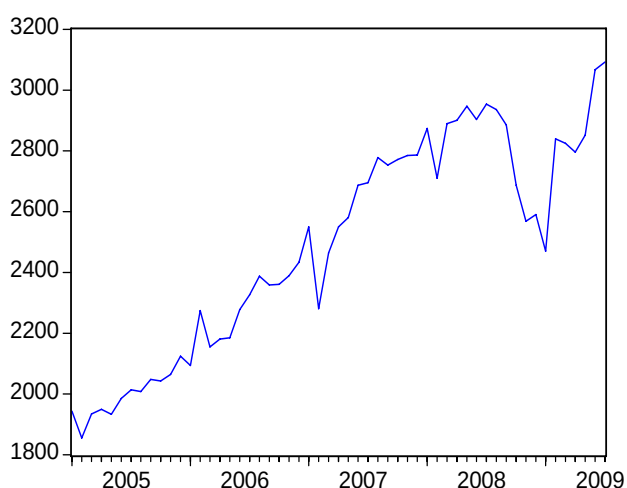
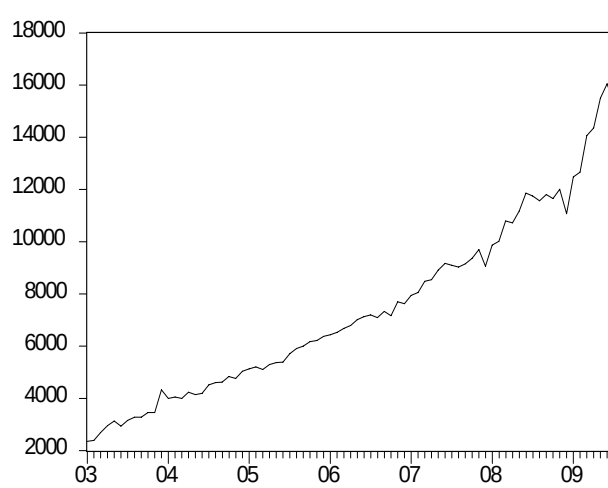


图 2. 当月城镇 FAI 绝对值（季调），亿元



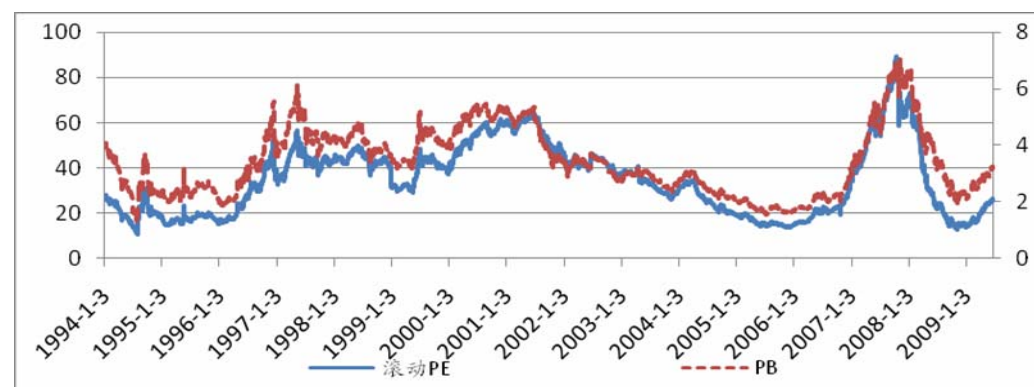
数据来源：Wind，长城证券研究所

3、上涨动力阶段性缺失，短期调整后面临震荡格局

我们并不认同高估值是短期市场调整的诱因，因为在经济周期的转折阶段，估值往往具备非常高的弹性，而当前全部 A 股和沪深 300 指数的滚动 PE 分别在 34 倍和 28

倍左右，尚处在历史均值下方附近，并不足以得出估值过高的必然结论。同样估值也不是判断后期市场走势的主要依据——真正的主导因素仍然来自于流动性和宏观经济趋势，我们在 8 月宏观策略月报中用常量（经济复苏）和变量（流动性）来描述 3 季度后的市场基本面特征，而当前不仅流动性的变数已经在 7 月中旬后逐步体现，而且作为预期中常量的宏观经济数据也在 7 月份出现了意外的变数，因此就目前而言，经济数据预期对后期市场走势的影响可能更为关键。

图 3: A 股历史 PE 与 PB 走势



数据来源：天相，长城证券研究所

从流动性的角度，目前央行仍然不存在大幅收紧流动性的动机，而 7 月份以来一系列密集的微调措施可能会暂告一段落，流动性效应递减预期对市场的冲击效应短期会有所下降，但同时后期信贷投放数据的表现、以及对货币政策的观望心理仍将对投资者情绪产生较大的影响。从宏观经济的角度，在乐观预期刚刚受到打击的情形下，信心还需要时间修复，更重要的是，需要等待下一次的乐观数据来修复。基于这一逻辑，在 8 月宏观数据披露前（9 月中旬），对于流动性和宏观经济的观望情绪将主导市场，市场上涨动力面临阶段性缺失，因此股指在短期急跌后仍面临一段时间的震荡格局。

4、震荡市中寻找新的配置方向

年初以来的上涨行情以地产、汽车、有色金属、煤炭为领军板块，在上游资源品、中游投资品、下游可选消费和银行、部分出口类行业中，几乎所有行业板块都获得了轮动上涨的机会，基本反映了从可选消费复苏、到房市和商品价格上涨推动的通胀预期、再到经济全面复苏预期的市场基本面演变特征。展望后市，随着国际商品价格创出新高后面临短期调整的需要，前期涨幅领先的有色金属、煤炭等资源品板块成为近期机构资金调仓策略下减仓的首选目标；7 月投资增速回落则可能对投资拉动相关行业形成一定的压制，机械、水泥、建筑、电气设备等行业也不应成为后期行业配置的主要目标。

我们将近期关注的视角聚焦于两条投资线索：一是 7 月中旬以来受到政策和行业数据负面影响较集中、调整较充分的银行和地产行业，上述两个行业中期向好的趋势并未根本改变。二是出口链，从 7 月宏观数据看，相比投资增速的回落和消费的平稳，出口增速同比降幅稳步收窄的数据显然更为抢眼，出口的环比复苏实际上也比大多数人想象得要更好，尽管美国 7 月份部分数据（零售额下降 0.1%，低于预期）表现不佳，

但不改变美国经济企稳回升的趋势，我们认为未来几个月出口环比持续回升是大概率事件，从而对出口相关行业形成正面支撑，事实上，除化工外，电子元器件、航运、港口等出口类行业上半年涨幅较为落后，说明市场挖掘尚不充分。

表 2、每周重点行业产品价格跟踪表

产品分类	所属行业	产品名称	最近一周价格	最近一月价格	库存或成交量	本周景气描述
上游产品						
	石油开采	原油	上涨(71 升至 73)	上涨(60 升至 73)		原油价格上周继续小幅上涨，受美元走软和需求增加影响，月涨幅达到 20%
	煤炭采选	动力煤	平稳	微涨	库存大幅下降	秦皇岛煤炭库存持续下降，1 个月煤炭库存下降 175 万吨，内贸煤库存降至 500 万吨以下，而价格基本不变
		炼焦煤	平稳	平稳		本周价格较为平稳。受下游需求旺盛影响，焦煤价格暗含涨价趋势。
		无烟煤	平稳	微跌		无烟煤价格止跌回稳，目前提价因素还不充分。
		焦炭	平稳	微涨		价格本周较为平稳，月度来看，较上月小幅上涨约 50 元/吨
	有色金属采选	铜	上涨	上涨	LME 库存增加	LME 铜、沪铜均创出本轮上涨新高后小幅回落，LME 铜单周涨幅 400 美元/吨
		铝	上涨	上涨	LME 库存增加	LME 铝、沪铝均创出本轮上涨新高后小幅回落
		黄金	平稳	上涨		黄金价格本周保持稳定，月度来看上涨 50 美元/盎司
		其它金属	--	--		锌、镍本周继续在工业金属中领涨，镍库存减少，锌库存增加，稀土价格开始上涨
	农产品	小麦	平稳	微跌		上周平稳
		大米	平稳	微涨		郑交所籼米出现冲高回落
		糖	上涨	上涨		外糖价创下 26 年来新高，郑糖价格滞后上涨，近期价格由 3800 元/吨直上 4200 元/吨
	国际商品指数	CRB 指数	上涨	上涨		保持惯性上涨
中游产品						
	成品油	汽油	下跌	上涨		NYMEX 汽油价格下跌，国内油价等待发改委调价通知
		柴油	上涨	上涨		IPE 柴油价格单周上涨 5%
	电力	发电量	上涨(旬)	上涨		7 月下旬日均发电量同比增 2%，旬度日均 110 亿度。
		发电小时数	--	上涨		4 月 368 个小时攀升至 6 月 395 小时。

		用电量	上涨	上涨		7月下旬小幅增加
	钢材	长线	上涨	上涨	社会库存 平稳	期现价格继续上涨，涨幅有所回落
		板材	上涨	上涨	社会库存 下降	板材价格继续上涨，补涨需求强烈，涨幅超过线材
		热轧	上涨	上涨	社会库存 下降	周涨幅 4%
		冷轧	上涨	上涨	社会库存 下降	周涨幅 6%
	水泥	水泥	平稳	平稳		东北、西北价格微涨，华北、华东价格微跌，其他地区价格平稳
	玻璃	平板玻璃	平稳	平稳		--
		浮法玻璃	平稳	平稳		--
	机械	挖掘机	--	上涨		7月环比平稳，同比增长较快。三一同比增长 65%，柳工同比持平。
		装载机	--	下降		7月稳中有降。柳工销量环比降 19%，同比降 16%；厦工销量环比增长 16%，同比下降 2%；
		推土机	--	上涨		7月表现平稳，山推销量 320 台，环比下降 3%，同比下降 10%；出口约 80 台，同比下降 50%。
		起重机	--	上涨		7月开始出现同比大幅增长，徐工同比增长 50%，中联同比持平；
	化工	化纤	上涨	上涨		除晴纶略跌外，锦纶、涤纶、粘胶短纤等价格都在上涨，原料己二酸、切片等也开始上涨
		农用化工	微跌	多数下跌		尿素、二胺价格微跌，草甘膦、钾肥价格稳定
		塑料	微涨	微涨		近期 PVC、ABS 等价格继续保持微涨
		无机化工	涨跌互现	涨跌互现		硫酸价格大幅上涨，单周涨幅超 20%，其他酸类上周价格平稳，但月度涨幅明显。碱类价格基本平稳
	造纸	铜板纸	微涨	上涨		周上涨 1.92%，月涨幅 3.91%
		白卡纸	微涨	上涨		周上涨 1.05%，月涨幅 2.23%
		纸浆	微涨	上涨		进口纸浆上周上涨 1.93%
		废纸	微涨	上涨		废纸价格涨幅超 2%，涨幅大于成品纸
	交通运输	干散货运输	微涨	微涨		CCBFI 指数单周上涨 1.3%
		集装箱运输	微涨	上涨		CCFI 上涨 2.5%，多条航线提价
		沿海运输	上涨	上涨		沿海煤炭运输指数单周上涨 1.28%
	电子元件					

		美费城半 导体	下跌	上涨		费城半导体指数上周下跌 1.1%
下游 产品						
	房地产	商品房价格	微升	微跌		成交量小幅下跌,重点城市房价环比下降 6%左右;一线城市回调到六月份水平,二线城市略有上涨;库存略有上升
		房地产投资	--	上涨		1-7 月,全国房地产开发投资 17720 亿元,同比增长 11.6%,施工面积 25.07 亿平方米,同比增长 12.5%,环比改善明显
	汽车	轿车	-	价格平稳	成交量攀升	轿车市场保持高景气增长,微轿景气突出
		轻卡	-	价格平稳	成交量攀升	轻卡受益于农村市场启支,保持稳定增长
		重卡	-	价格平稳	成交量逐步复苏	物流业复苏带动重卡销量恢复,半挂车销售突出
	食品	猪肉	上涨	上涨		仔猪价格单周上涨 2.87%,生猪价格上涨 4.25%,猪肉价格继续反弹

数据来源: 长城证券研究所整理

地产:

时间已经进入 8 月份,很快将进入“金九银十”的传统销售旺季,因此,市场普遍有销售转好的预期。从导致 7、8 月份销量萎缩的情况来看,很重要的一个因素是供应萎缩,而 9、10 月份将会有一定的改善,因此,预计销量会有所放大,这将是刺激股价的一个因素。但我们认为销量不会超出预期,主要原因是上半年新屋开工量并未井喷,1-6 月,新屋开工量同比下降 13.1%,其中 6 月份增长了 13.1%,但 7 月只增长了 0.6%,施工面积上半年只增长了 11.4%,远低于近几年同期 20%左右的增长速度。这些情况使供应紧张的局面至少会延续到明年上半年。从房价的情况来看,目前出现了普通住宅快速反弹后滞涨,豪宅领涨的情况,从香港、日本的历史来看,应该会有第二阶段,即在流动性仍然宽松的背景下,当 CPI 转正后,通胀预期会再次加强,普通住宅会跟涨,然后是豪宅飙升,最后一起疯狂的情景。而直接刺破泡沫的仍然将是政府紧缩银根的有形之手,几乎国内外所有地产泡沫破灭都与银根紧缩有关。因此,目前还没到泡沫破灭之时,无论是从泡沫的大小还是刺破泡沫的因素来看,盛宴还可以延续。

前段时间的二套房贷政策给市场带来了较大的冲击,直接导致购房者的观望情绪加剧,但从目前的情况来看,二套房贷很可能没有预期之中那么紧,深圳银监会日前出台的政策只控制“二套以上豪宅”的贷款,对普通住宅并未控制,也侧面证实了这一点。另外,可以预期的是,由于政府调控的目标是过快上涨的房价,如果销量萎缩过于严重,央行及银监会均难以承担其对整个经济带来不利影响的后果,很可能会重新放宽。因此,政策面近期已无最坏可能。

个股方面,重点关注金地集团、保利地产、招商地产、深长城、阳光城、华发股份、苏宁环球等个股。

银行:

相比上半年的信贷高增长，息差上升将成为下半年银行业绩提升的主要动力。尽管下半年信贷增速放缓将成为定局，但是资金趋紧环境下银行议价能力上扬则将提升银行息差，而银行业绩对息差的敏感度大于规模增长。测算结果显示，息差每提升 12 个基点，对银行业整体净利润大约有近 7% 的贡献。目前银行业 PE 估值在 16.3 倍左右，PB 估值在 2.7 倍左右，仍然是处于市场估值低端的行业。虽然由于近期利空因素导致银行板块市场走势疲弱，但基于基本面和估值的支撑，继续下跌的空间不大。

银行股后期的主要风险来自于可能的再融资压力。资本监管要求的提高将会对银行后期的资本管理和资产配置策略产生较大影响，一是会使得银行在后期高风险资产配置（例如信贷扩张）上采取相对谨慎的态度；二是部分银行在未来一年内会有较大的融资压力。目前深发展、浦发银行、民生银行、招商银行已开始有融资计划，如风险权数较大资产扩张较快，则兴业银行、华夏银行等后期也会有补充资本的压力。但总体上看，估值优势和业绩增长预期仍然使得银行股具备阶段性的上升动力。

个股方面，重点关注资产负债结构特点有助于从息差提升中获益较大的浦发银行和兴业银行，以及业绩增长确定较强的工商银行、建设银行、北京银行和南京银行。

化工：

房地产、汽车的拉动和出口端的回暖促进中游化工行业的回升，5-7 月化学原料和化学制品、化纤、橡胶和塑料四个子行业的工业增加值同比增速维持在两位数的水平，尤其是化纤和橡胶与 1-4 月相比有明显的回暖趋势。从行业分类来看：(1)出口迅速回暖带动化纤产品需求，近三个月化纤产量同比增速均维持在 20% 左右，粘胶短纤、涤纶、锦纶和氨纶价格上涨显著，较受益于化纤量价上涨的公司为山东海龙、澳洋科技，印染类公司如浙江龙盛、传化股份；(2)房地开工和汽车制造拉动的 PVC、纯碱和有机硅需求回升显著，7 月份烧碱（13.2%）、纯碱（6.5%）和塑料制品（7.9%）产量回升显现，纯碱产品弹性较大的公司为山东海化、三友化工和双环科技；(3)油价走高推动 PVC 价格，电石法 PVC 企业受益，目前乙烯法和电石法 PVC 价格分别升至 7200 和 6850 元，对应的受益公司为英力特、中泰化学和新疆天业。

个股上建议关注石化行业以及受下游拉动的化纤、印染、PVC、纯碱、橡胶轮胎行业。重点关注山东海龙、澳洋科技和浙江龙盛，以及纯碱板块的三友化工、山东海化、双环科技。

电子元器件：

反映全球电子元器件行业景气的费城半导体指数近期已经创出新高，近几个月来，计算机、通信和电子技术三类产品的出口额已经连续回升，预期回升的势头下半年仍将延续，而国内部分厂商的出口订单已经开始恢复，加上三季度学校开学带动购机需求，四季度有假期购物需求的支撑，因此电子元器件行业周期见底应该是大概率事件，未来景气与业绩趋势的环比回升较为确定，从中期布局的角度，值得重点关注。

个股配置上：首先是基本面良好、具有明显估值优势的个股，如莱宝高科和广州国光。其次，建议关注周期性较强的半导体和 PCB 股票，半导体可重点关注华微电子、长电科技，PCB 可关注生益科技和超声电子。最后，还可适当关注有较明确资产注入预期的风华高科、彩虹电子及广电电子。

研究员介绍:

但朝阳: 武汉大学管理学硕士, 2001 年加入长城证券研究所, 现从事宏观策略研究。

高凌智: 策略研究员。香港中文大学金融财务 MBA。2004 年进入长城证券, 就职于经纪业务管理总部。2007 年初加入长城证券研究所, 从事投资策略研究、资产配置研究。

吴土金: 2006 年毕业于北京大学地理信息系统专业(本科), 北京大学中国经济研究中心双学位, 2008 年毕业于香港中文大学经济系(硕士), 同年加入长城证券金融研究所, 任宏观、策略研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%; 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间; 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间; 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券研究所
地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>