

2009 年 10 月 25 日

2009 年 A 股投资策略周报[27]

——人民币升值的预期与现实

基本结论

本周策略:

- 短期内 A 股市场关注的焦点仍然是美元的贬值, 及其带来的人民币升值的预期。虽然国内政策出现一些转变的信号, 但在经济信号仍然强劲恢复的背景下, 在初始阶段市场对此反应较为平淡; 市场在 10 月找到的驱动力是美元的贬值, 国际资本流入, 以及进而引发的本币升值预期。我们认为短期市场仍然会受到这一线索的驱动, 但随着时间推移潜在的变化风险同样值得重视。
- 我们认为近期人民币升值预期的上升主要来自于短期内美元贬值的带动, 人民币实质升值的内在动力并不充分。
 - ◆ 人民币升值预期在近期升温。NDF 显示从 9 月初开始人民币升值预期开始走强。3 个月以内人民币升值预期较为温和; 而 6 个月以后, 人民币升值预期随着时间的推移而不断扩大。这与美元指数在 9 月初跌破 78 大关后持续下行相对应, 并且在 9 月大规模的疑似热钱也流入国内。
 - ◆ 人民币升值外部压力不大。首先, 美国由于美元贬值正受到各国压力而不会对人民币汇率采取激进的态度, 主要压力来自欧盟和一些亚洲出口国, 国际环境比 05 年时要好一些。其次, 近期人民币相对非美主要货币贬值, 可以看作是对前期大幅升值的回复, 相较于去年 7 月份的时点, 人民币总体上还是升值的, 这也使得人民币升值的压力相对较小。
 - ◆ 人民币升值内在动力不足。目前出口仍然处于负增长状态, 贸易顺差的积累较前期已经出现了大幅放缓; 并且目前进口回升的速度大于出口, 显示出内需要比外需更旺盛, 这些因素并不支持人民币汇率出现持续的升值。在目前出口还较为疲弱的情况下, 中国进行实质性升值的动力缺乏。
- 在美国依然维持其低利率的背景下, 利差交易带来的国际资本流动会激发短期人民币的升值预期, 我们可以将此作为一个交易型策略:
 - ◆ 在人民币升值预期下, 关注金融、地产等资产型行业。
 - ◆ 在美元贬值预期下, 关注煤炭、有色等资源型行业。
 - ◆ 目前的人民币升值预期尚无法对依赖于实质升值改善利润的如航空、造纸等行业构成推动。
- 不过这一短期交易型策略的持续性有待考验。我们认为随着做空美元、做多资产策略的不断实施, 资产价格过快的上涨将带来对通胀的担忧, 由此引发政策的早于预期的调整, 这种变化对套利交易这种高度依赖低波动性的策略将是致命的。在资产价格上涨过快、并且时间越接近 4 季度底时, 这种策略的风险会更大。

宏观策略研究小组

徐炜

(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

陈东

(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

内容目录

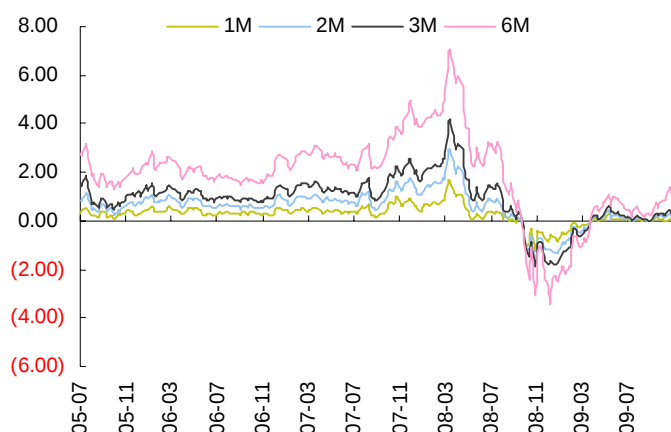
本周策略：人民币升值的预期和现实	3
人民币升值的预期在近期升温	3
现实：人民币升值的压力有多大？	3
现实：人民币升值的动力在哪里？	4
交易型投资策略：关注美元套利交易	5
一周金融市场回顾	7
A 股市场	7
全球股市	8
大宗商品	9
基础原材料	10
汇率市场	11
债券货币市场	12
估值、流动性与盈利	13
A 股市场估值	13
全球股市估值	14
A 股市场风格特征	15
市场的流动性	16
市场盈利预期	18
下周限售股解禁	19

本周策略：人民币升值的预期和现实

人民币升值的预期在近期升温

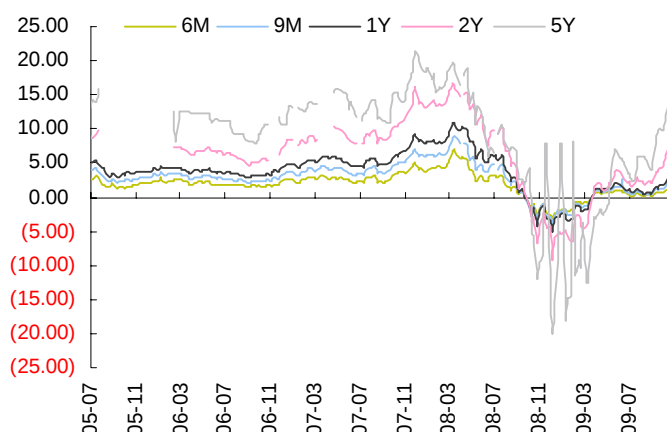
近期人民币升值预期正在逐步升温，从 NDF(人民币无本金交割远期合约)的走势可以明显看出这种变化，从 9 月初开始人民币升值预期开始走强。我们计算了各个期限的 NDF 所隐含的预期人民币升值的幅度，3 个月以内人民币升值预期较为温和；而 6 个月以后，人民币升值预期随着时间的推移而不断扩大，远期(5 年)的人民币升值预期幅度达到了 14%。

图表1：人民币的短期升值预期幅度



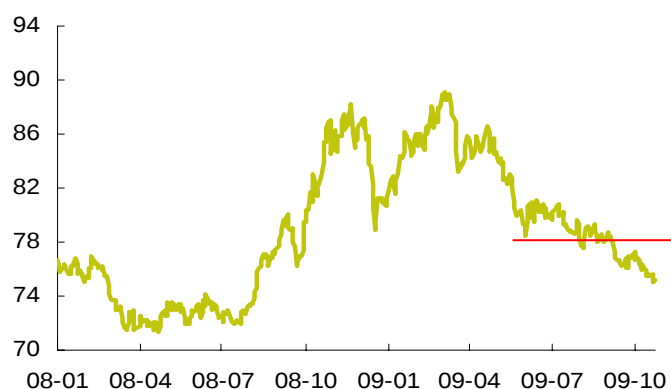
来源：国金证券研究所

图表2：人民币的中长期升值预期幅度



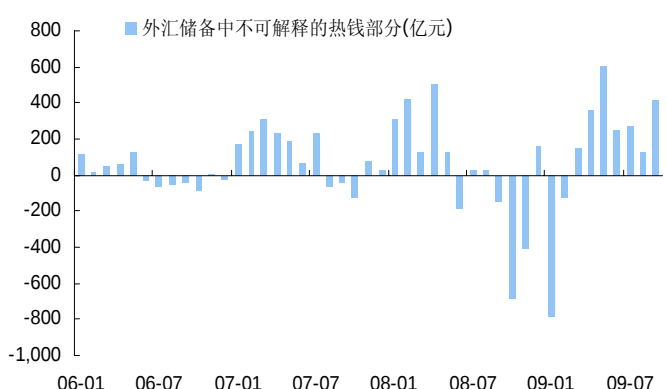
与人民币升值预期回升的时间点相对应的是美元指数在 9 月初跌破 78 大关，并在之后进入新一轮的快速下跌通道中。而在 9 月份，中国的外汇储备出现了明显的增加，并且在剔除了贸易顺差和外商投资后，其中不可解释的部分出现了大幅增加，这在一个侧面也反映出在美元贬值的背景下，国际资本流出美国，流入其他国家的情况。这种外资流入，也一定程度上引发了人民币升值的预期。

图表3：美元指数跌破 78 后引发新一轮贬值



来源：国金证券研究所

图表4：9 月外汇储备增加，其中不可解释部分大增



现实：人民币升值的压力有多大？

人民币汇率一直是国际上给中国施加压力的一个主要问题。但各国对人民币汇率的态度也出现了一些分化。近期，美国财政部向国会提交的《国际经济与汇率政策》报告中未将中国称作“汇率操纵国”，显示出美国对人民币汇率立场的松动，目前美元持续走贬，使得美元也正承受各方的压力，美国不太会采取过分强硬的态度。相比较，来自欧元区的压力会更大，由于近期人民币追随美元

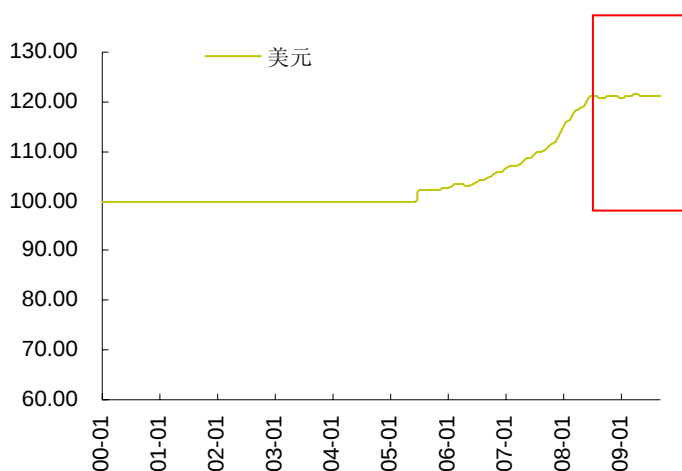
贬值，欧元升值幅度较大，这给欧元区的贸易带来较大的压力；同时还有一些亚洲经济体，如日本、泰国、菲律宾等。

从近几年人民币汇率的升值走势看，主要还是采取盯住美元的爬行策略，升值幅度受到控制，结果是人民币虽然对美元有 20% 的升值幅度，但相对欧元、澳币、日元等主要非美货币却保持了基本稳定，相对大部分亚洲出口国也基本控制了升值的幅度。总体上，人民币升值还是处于可控的节奏当中。

近期由于美元的持续贬值，使得人民币相对于其他货币也出现了贬值的情况，但如果看得更长一点，自 08 年 7 月以后人民币即停止相对美元升值而一直处于窄幅波动中，人民币追随美元先是对各国货币大幅升值，继而才会出现目前的又跟随美元相对于各国货币的贬值。从这个角度看，人民币汇率是向均值回复的过程，并且相较去年 7 月份时点，人民币总体上还是略有升值的。

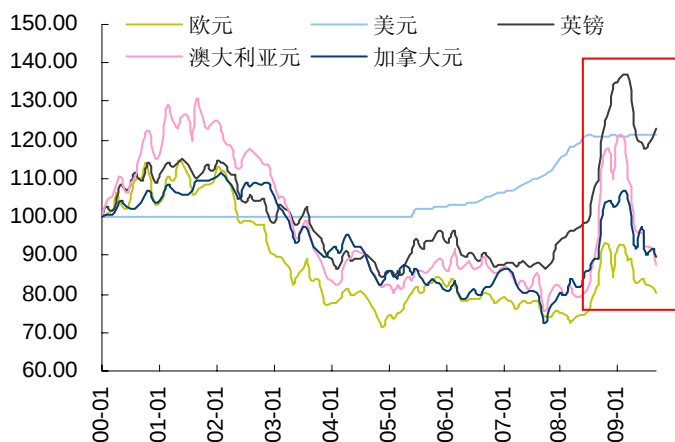
因此，当前人民币升值的压力主要是美元贬值带来的，人民币跟随美元继续贬值还有一定的空间，但压力在逐步增大。

图表5：人民币汇率近期与美元紧密挂钩

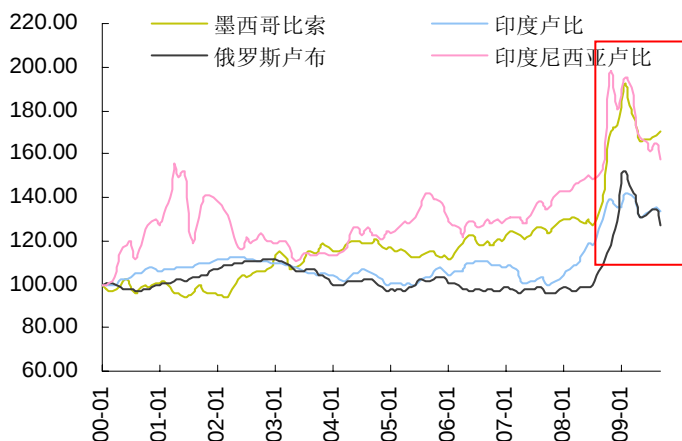


来源：国金证券研究所

图表6：人民币相对于其他发达经济体升值有限

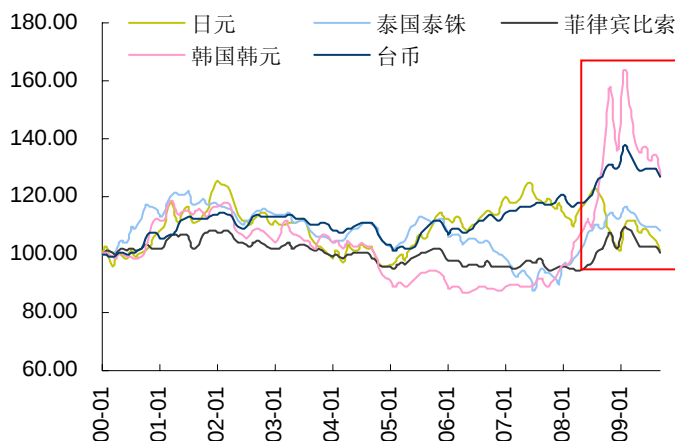


图表7：人民币相对新兴资源国市场出现了升值



来源：国金证券研究所

图表8：人民币相对大部分亚洲出口国币值保持稳定



现实：人民币升值的动力在哪里？

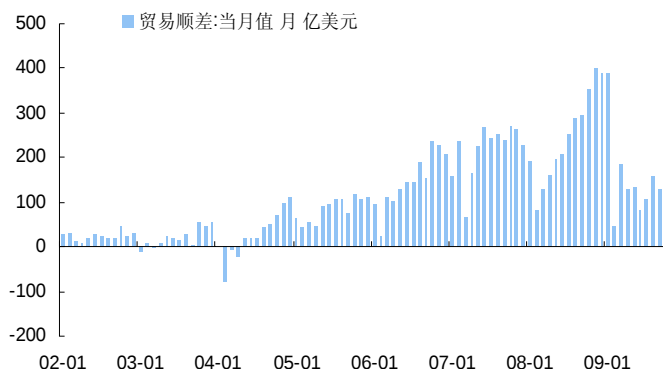
在 2005 年人民币趋势性升值时，人民币相对于主要非美货币持续贬值，积累了贸易优势；同时，中国的出口开始出现持续高增长，贸易顺差快速累积，外

汇储备呈现快速增长态势；这表明人民币汇率被低估，贸易品部门得到了更多的扶持，由此名义汇率需要作出调整。

但目前，出口仍然处于负增长状态，贸易顺差的积累较前期已经出现了大幅放缓；并且目前进口回升的速度大于出口，显示出内需要比外需更旺盛，这些因素并不支持人民币汇率出现持续的升值。

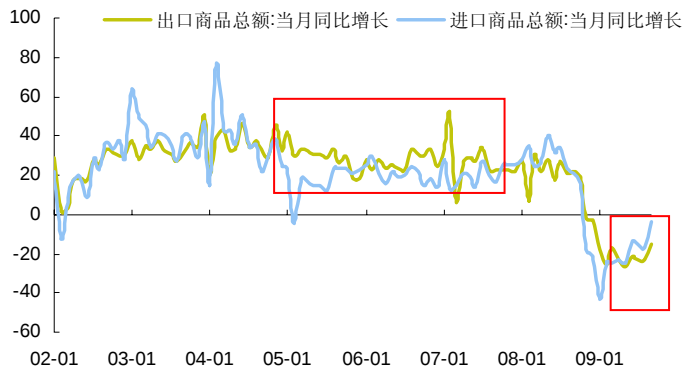
我们认为，近期人民币升值预期的上升主要来自于短期内美元贬值的带动，人民币实质升值的内在动力并不充分。从中国维护出口稳定的角度，目前启动新一轮人民币升值缺乏充足的理由。

图表9：贸易顺差处于近几年来的较低水平



来源：国金证券研究所

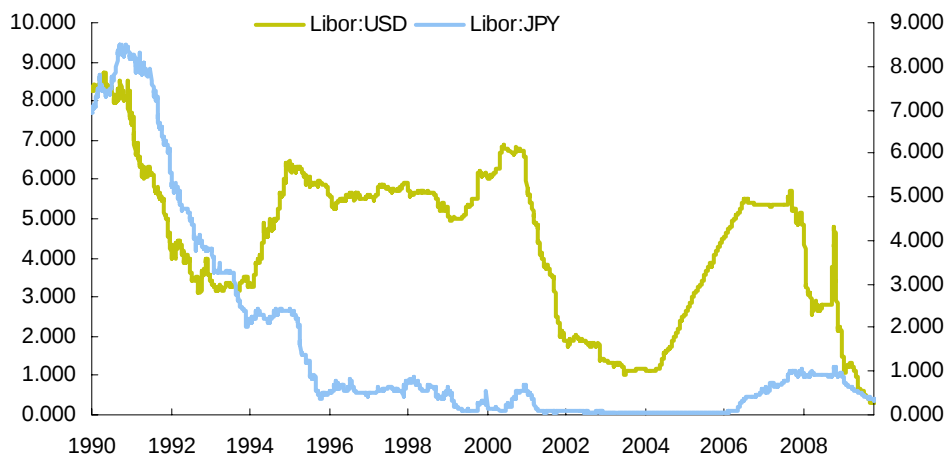
图表10：出口增长恢复要慢于进口增长



交易型投资策略：关注美元套利交易

我们认为目前人民币升值预期更多的来自于外部美元贬值因素的影响。近期，尤其是澳大利亚加息之后，针对美元的套利交易逐渐被投资者所认识，由于美元极低的利率，目前已经低于日元，已经成为套利交易的对象。由于投资者目前预期在短期内美国不会改变美元的低利率水平，因此追逐利差交易导致美元广泛的流入新兴市场国家。

图表11：美元已变成低息货币



来源：国金证券研究所

在人民币升值预期下，海外投资者对国内的人民币资产会给予更高的溢价，典型资产的如金融、地产等受到升值的推动。而在美元贬值预期下，资源品价格可能会被继续推高，由此煤炭、有色等行业仍然值得关注。

同时，我们不认为目前的人民币升值预期是中期人民币趋势性升值的信号，因为当前的贸易条件不支持人民币实质性的升值。因此目前的人民币升值预期尚无法对依赖于升值改善利润的如航空、造纸等行业构成推动。

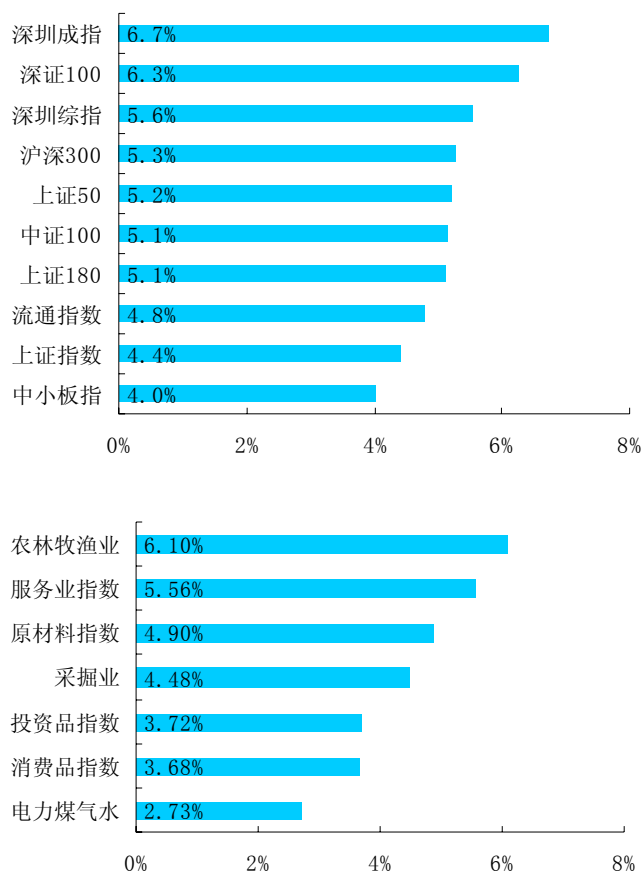
与此同时我们担心的是，这一短期交易型策略的持续性有待考验。我们认为随着做空美元、做多资产策略的不断实施，资产价格的上涨将带来对通胀的担忧，由此引发政策的早于预期的调整，这种变化对套利交易这种高度依赖低波动性的策略将是致命的。在资产价格上涨过快、并且时间越接近 4 季度底时，这种策略的风险会更大。

一周金融市场回顾

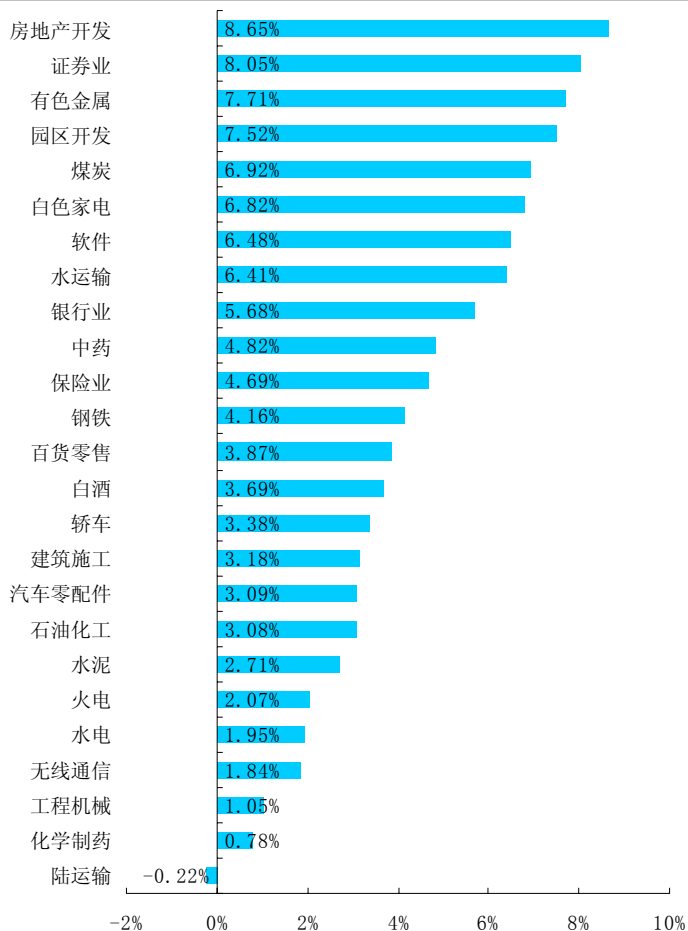
A 股市场

- 市场指数：本周 A 股市场震荡上行
- 行业指数：地产、证券、有色、煤炭等行业表现领先

图表12：市场指数一周表现



图表13：行业指数一周表现



来源：国金证券研究所

全球股市

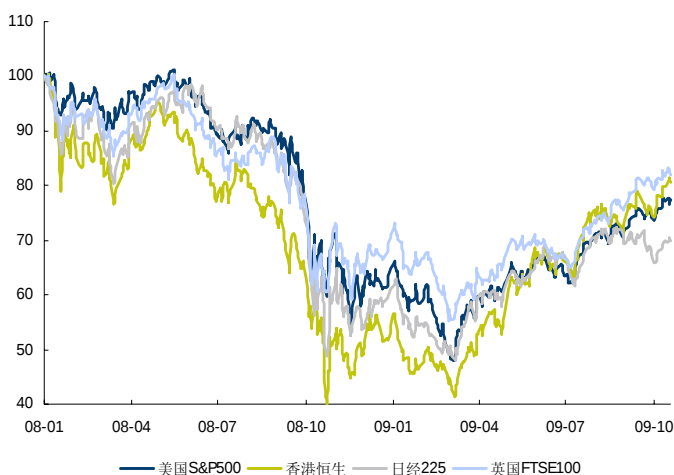
■ 全球股市震荡，A 股表现领先全球

图表14：全球主要股市表现（截止日期2009年10月23日）

指数	最新收盘	一周(%)	1个月(%)	3个月(%)	年迄今(%)
北美/拉丁美洲					
道琼斯工业指数	9972.18	-0.24	3.18	9.67	13.63
标准普尔 500 指数	1079.60	-0.74	3.37	10.25	19.52
纳斯达克综合指数	2154.47	-0.11	3.04	9.59	36.62
标普/TSX 综合指数	11382.13	-1.07	1.51	6.50	26.64
墨西哥综合指数	30617.68	-0.35	6.46	14.90	36.81
巴西圣保罗证交所指数	65058.84	-1.72	7.79	19.47	73.26
欧洲/非洲/中东					
道琼斯欧元 50 指数	2886.08	-0.26	1.91	11.74	17.91
英国富时 100 指数	5242.57	1.01	3.16	14.55	18.23
法国 CAC 40 指数	3808.24	-0.51	1.85	13.12	18.34
德国 DAX 30 指数	5740.25	-0.05	2.85	9.77	19.33
西班牙 IBEX35 指数	11739.80	-0.93	0.82	12.47	27.66
标普米兰证交所指数	23420.56	-3.03	1.38	16.17	20.35
荷兰 AEX 指数	320.14	-0.67	4.75	15.93	30.17
瑞士市场指数	6378.06	0.52	2.26	10.71	15.24
俄罗斯 RTS 指数 USD	1461.30	3.74	19.26	44.31	131.26
亚太地区					
日经 225 指数	10282.99	0.25	0.17	3.40	16.07
香港恒生指数	22589.73	3.01	7.45	13.05	57.01
中国沪深 300 指数	3413.25	5.29	11.60	-6.93	87.78
澳大利亚标普/澳证 200 指数	4859.40	0.48	3.10	18.82	30.55
新加坡海峡时报指数	2715.34	0.27	1.97	7.18	54.14
印度孟买 SENSEX30 指数	16810.81	-2.24	0.71	9.31	74.25
印度尼西亚雅加达综合指数	2467.95	-1.90	0.96	12.92	82.08
马来西亚吉隆坡综合指数	1267.10	0.82	4.08	9.62	44.52
菲律宾综合指数	2932.99	0.35	3.96	9.58	56.61
韩国 KOSPI 指数	1640.17	-0.01	-3.03	9.16	45.86
台湾加权指数	7649.28	-0.85	4.14	9.69	66.61
泰国证交所指数	708.76	2.32	-2.98	15.77	57.52
越南证交所指数	615.68	1.01	5.63	35.40	95.07

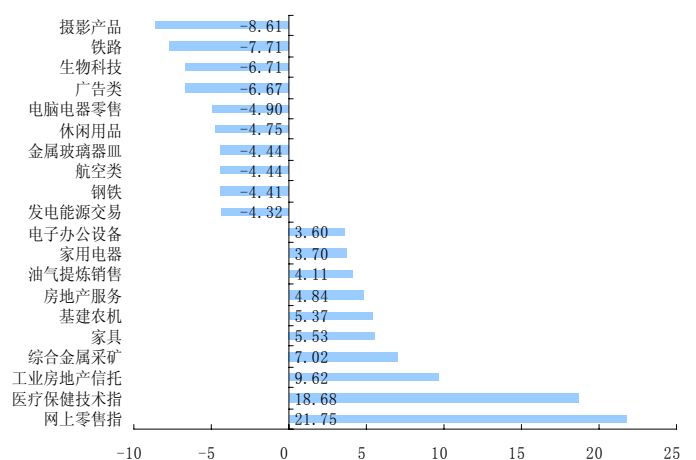
来源：国金证券研究所

图表15：主要海外股市指数走势：顺势上行



来源：国金证券研究所

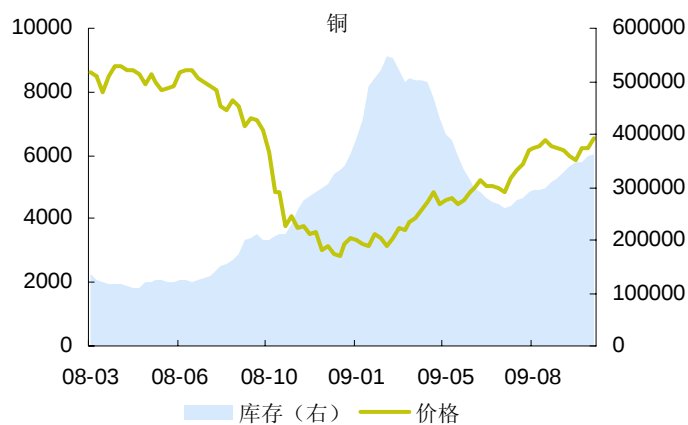
图表16：美国股市行业涨跌幅(%)



大宗商品

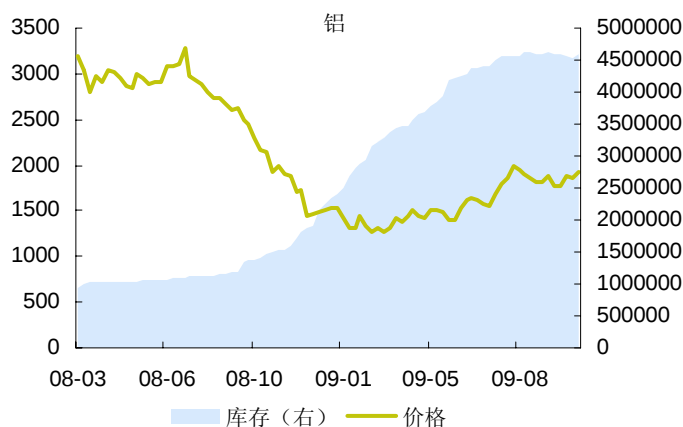
■ 有色价格向上突破，但库存依然在上升或维持在高位

图表17：铜的价格与库存

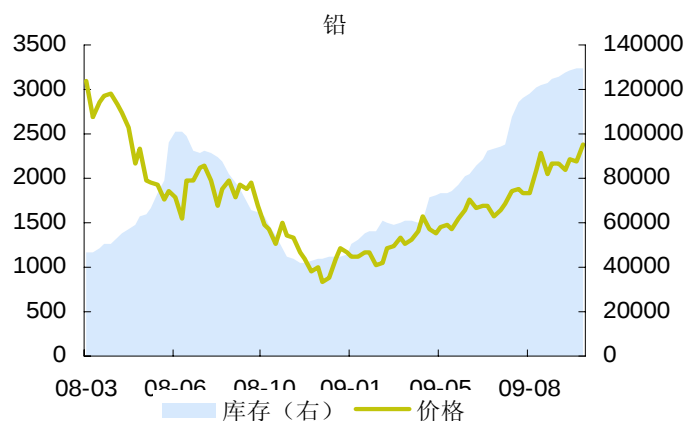


来源：国金证券研究所

图表18：铝的价格与库存

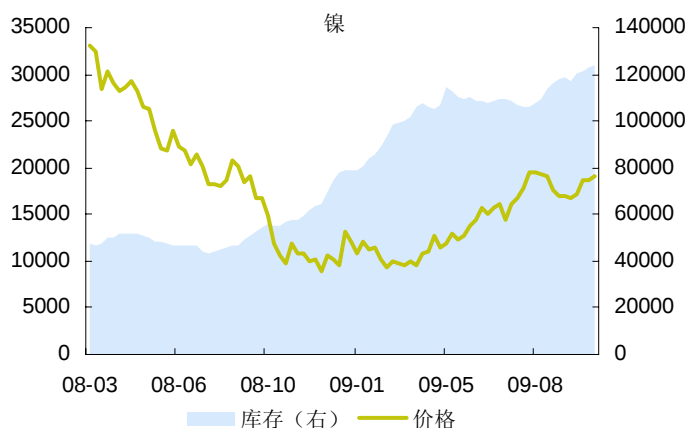


图表19：铅的价格与库存



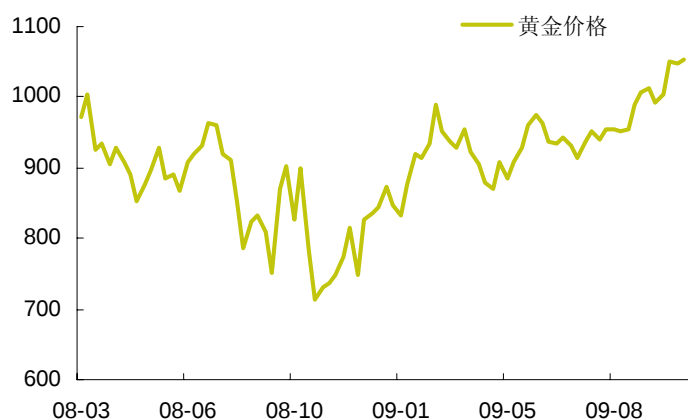
来源：国金证券研究所

图表20：镍的价格与库存



■ 黄金价格高位震荡，原油价格继续上行

图表21：黄金的价格



来源：国金证券研究所

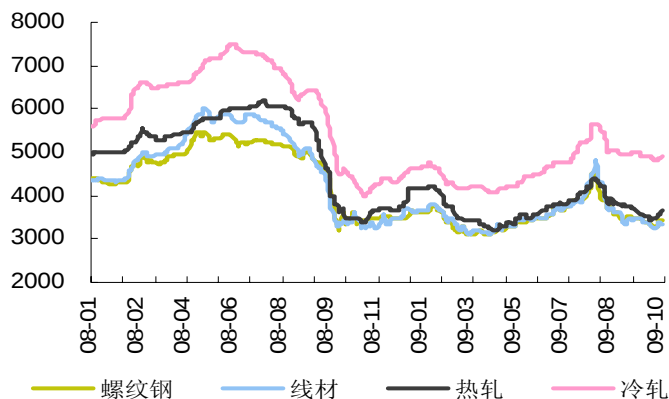
图表22：布伦特原油的价格



基础原材料

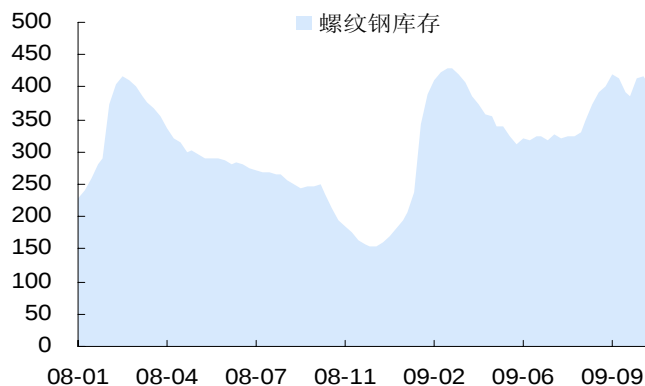
■ 钢价底部企稳略有走强，库存高位震荡

图表23：钢材价格走势



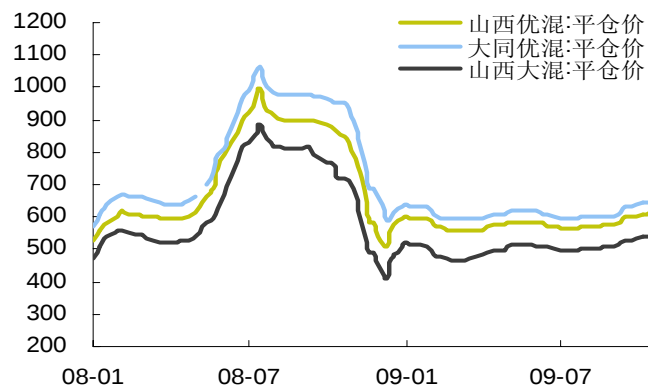
来源：国金证券研究所

图表24：钢材库存情况



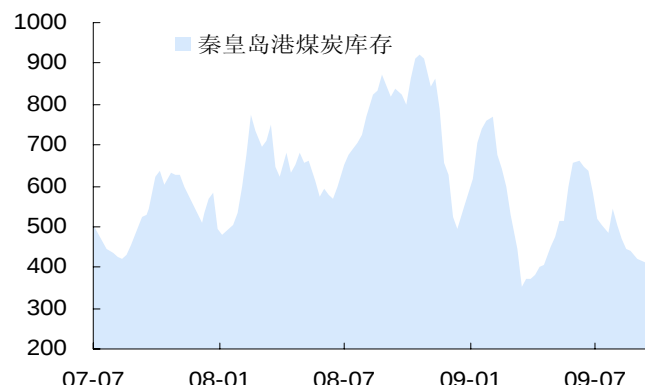
■ 煤炭价格略有走强，库存继续回落

图表25：煤炭价格走势



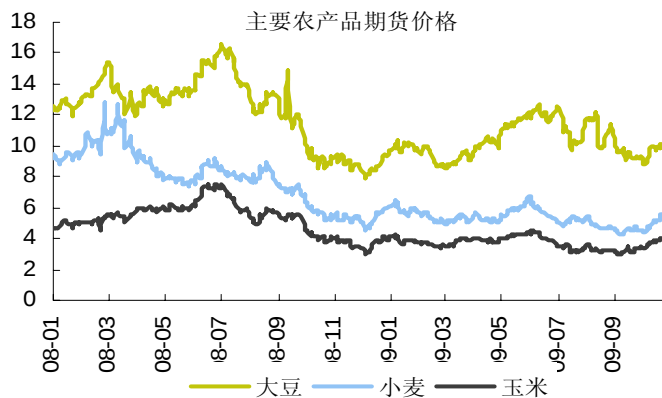
来源：国金证券研究所

图表26：煤炭库存情况



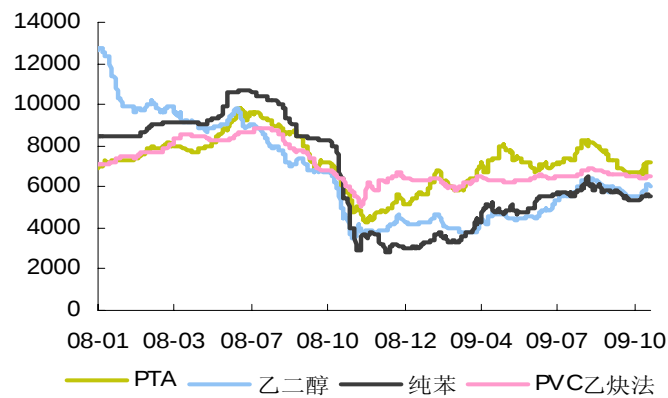
■ 农产品价格缓步走强。化工产品稳中略升

图表27：主要农产品期货价格



来源：国金证券研究所

图表28：主要化工产品价格走势



汇率市场

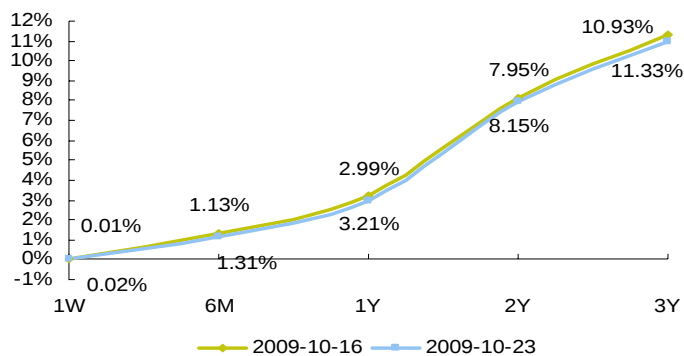
■ 美元指数继续破位下行。人民币本周升值预期维持。

图表29：全球主要汇率表现（截止日期2009年10月23日）

		最新收盘	一周(%)	1个月(%)	3个月(%)	年迄今(%)
欧元	EURUSD	1.501	0.688	1.855	6.116	7.419
英镑	GBPUSD	1.631	-0.305	-0.216	-1.046	11.738
澳大利亚元	AUDUSD	0.922	0.652	6.062	13.601	31.280
加拿大元	USDCAD	1.054	-1.597	1.967	3.332	15.656
日元	USDJPY	92.060	-1.270	-0.838	3.112	-1.540
瑞士法郎	USDCHF	1.009	0.934	1.790	6.568	5.943
瑞典克朗	USDSEK	6.784	2.525	1.062	10.799	15.489
中国人民币	USDCNY	6.829	-0.026	-0.036	0.035	-0.012
印度卢比	USDINR	46.520	-0.457	3.198	4.154	4.906
俄罗斯卢布	USDRUB	28.947	1.658	3.626	7.612	1.574
巴西雷亚尔	USDBCUS	1.717	-0.424	4.701	10.586	34.774
印度尼西亚卢比	USDIDR	9435.000	-0.397	2.862	6.359	17.859
泰国泰铢	USDTHB	33.460	-0.120	0.254	1.629	3.810
马来西亚林吉特	USDMYR	3.383	-0.340	2.409	4.656	2.513
菲律宾比索	USDPHP	46.980	-0.681	0.979	2.384	1.149
越南盾	USDVND	17856.000	-0.011	-0.101	-0.269	-2.089
新加坡元	USDSGD	1.395	-0.190	1.328	3.408	2.512
韩国韩元	USDKRW	1181.250	-1.460	1.117	5.716	6.629
台湾台币	USDTWD	32.393	-0.409	-0.096	1.236	1.233
墨西哥比索	USDMXN	13.089	0.169	2.147	1.192	4.465

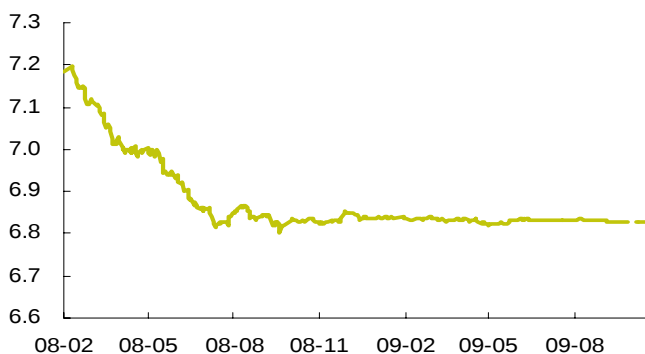
来源：国金证券研究所；涨跌幅均是衡量的本国货币对美元

图表30：人民币升值预期近两周对比



来源：国金证券研究所

图表32：人民币汇率走势持续稳定，持续窄幅震荡



来源：国金证券研究所

图表31：本周美元指数破位下行



图表33：一年期NDF 暗示人民币短期升值预期回升



债券货币市场

■ 美国国债收益率平稳，市场短期利率走平略有上升。

图表34：美国 10 年期国债收益率



来源：国金证券研究所

图表35：上交所 10 年期国债收益率

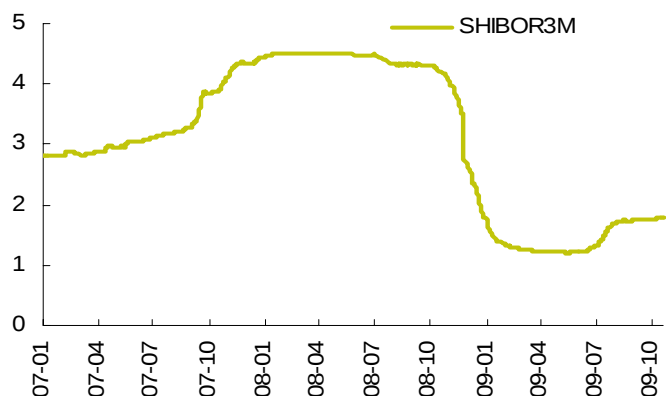


图表36：美元 Libor 3 月利率

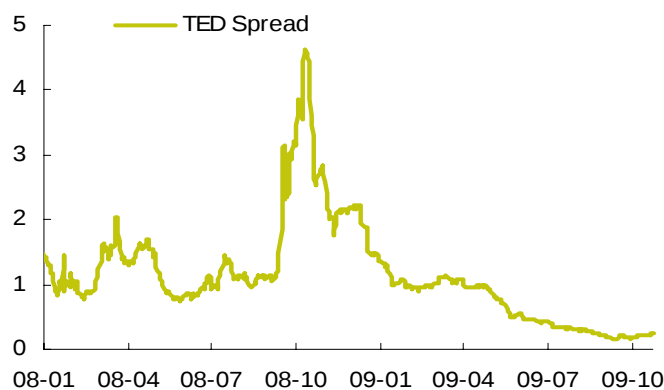


来源：国金证券研究所

图表37：Shibor 3 月利率

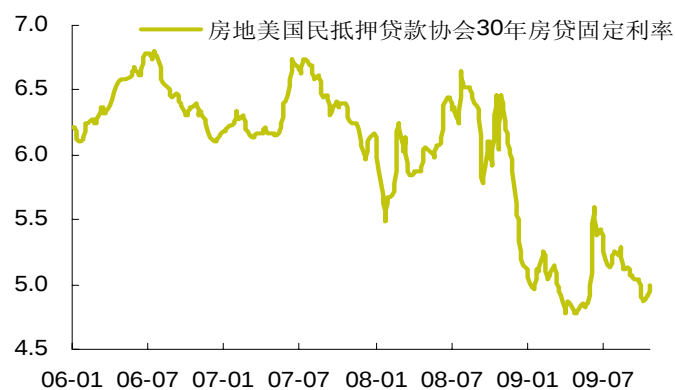


图表38：TED 利差（3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差距）



来源：国金证券研究所

图表39：美国房地美（Freddie Mac's）国民抵押贷款协会 30 年房贷固定利率走势

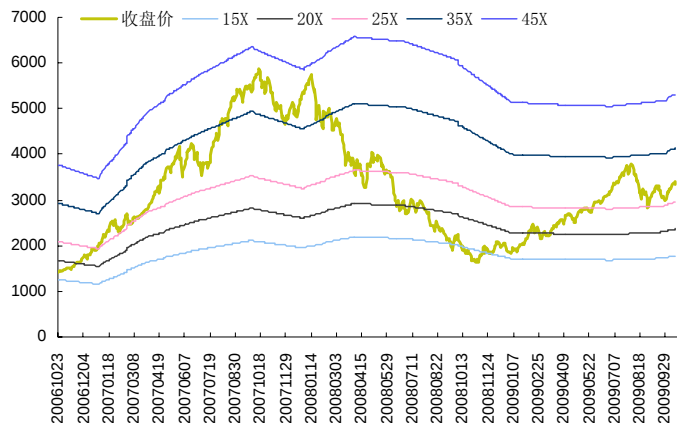


估值、流动性与盈利

A股市场估值

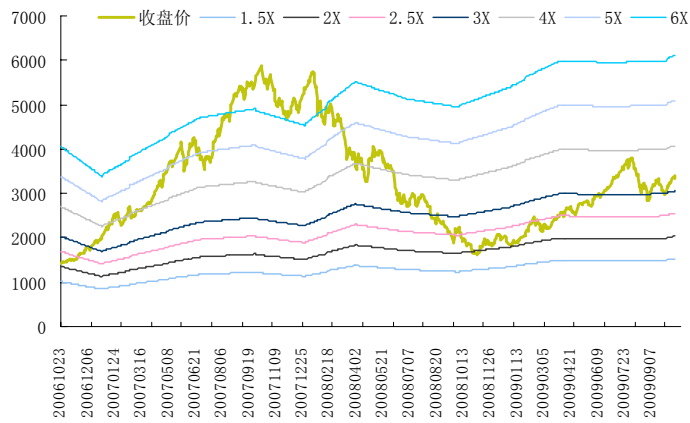
■ A股市场估值回升。沪深300PE在23.5x左右，PB在3.4x左右

图表40: A股的PE (TTM, 未剔亏)

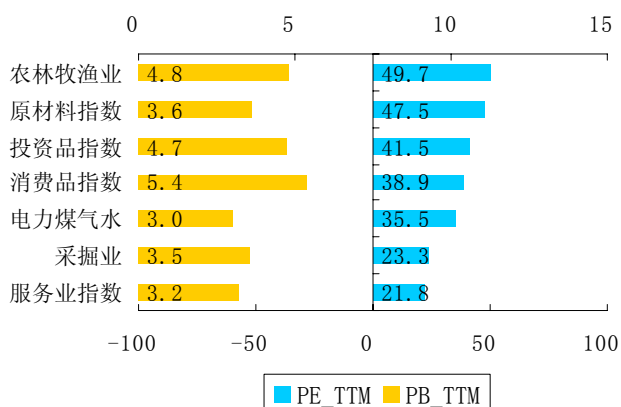
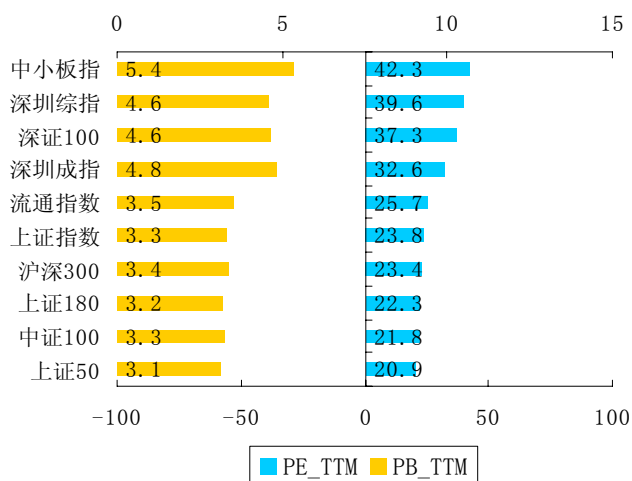


来源: 国金证券研究所

图表41: A股的PB (TTM, 未剔亏)

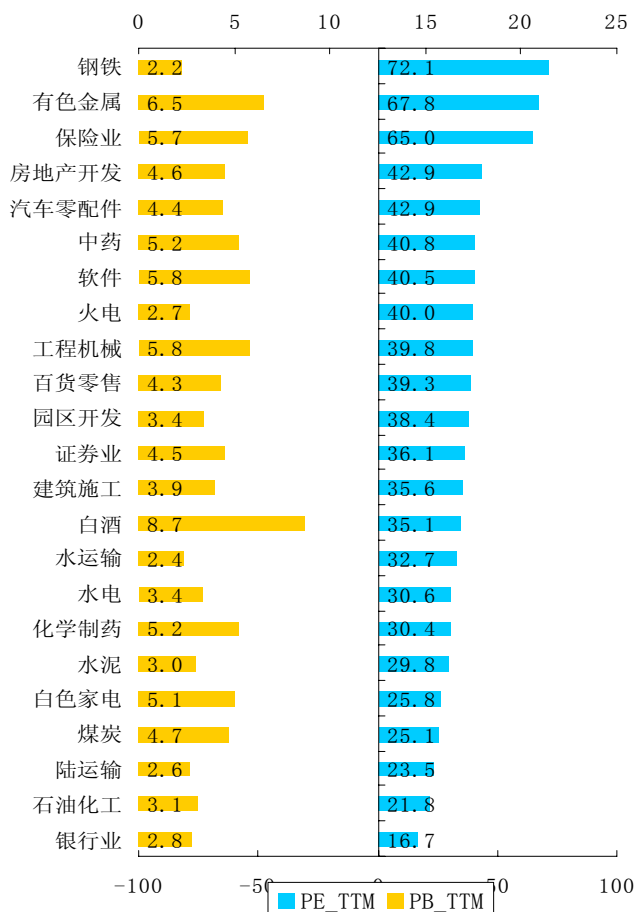


图表42: 市场与产业指数估值指标 (剔亏)



来源: 国金证券研究所

图表43: 行业指数估值 (剔亏)



全球股市估值

■ A 股估值从全球范围看处于相对的高端

图表44：全球主要股市估值（截止日期2009 年 10 月 23 日）

指数	2009PB	2010PB	2009PE	2010PE
北美/拉丁美洲				
道琼斯工业指数	2.61	2.40	15.78	12.89
标准普尔 500 指数	2.13	1.97	17.59	14.02
纳斯达克综合指数	2.66	2.39	25.89	18.12
标普/TSX 综合指数	1.85	1.72	18.26	14.30
墨西哥综合指数	2.46	2.40	17.49	14.18
巴西圣保罗证交所指数	2.10	1.94	16.44	12.93
欧洲/非洲/中东				
道琼斯欧元 50 指数	1.42	1.34	13.57	11.23
英国富时 100 指数	1.86	1.68	14.98	12.28
法国 CAC 40 指数	1.36	1.30	13.28	11.73
德国 DAX 30 指数	1.48	1.40	16.38	12.12
西班牙 IBEX35 指数	1.78	1.67	12.07	11.41
标普米兰证交所指数	1.05	1.02	15.40	12.47
荷兰 AEX 指数	1.56	1.44	16.95	12.35
瑞士市场指数	2.47	2.26	15.75	12.57
俄罗斯 RTS 指数 USD	1.16	1.06	13.43	9.40
亚太地区				
日经 225 指数	1.35	1.29	43.97	22.69
香港恒生指数	2.10	1.95	18.09	15.45
中国沪深 300 指数	3.08	2.75	22.93	18.83
澳大利亚标普/澳证 200 指数	2.01	1.90	17.61	14.53
新加坡海峡时报指数	1.67	1.58	17.59	15.14
印度孟买 SENSEX30 指数	3.10	2.71	19.60	16.07
印度尼西亚雅加达综合指数	2.72	2.42	15.75	13.38
马来西亚吉隆坡综合指数	2.08	1.93	17.49	15.29
菲律宾综合指数	1.92	1.79	14.33	12.79
韩国 KOSPI 指数	1.40	1.26	13.87	10.27
台湾加权指数	2.29	2.37	25.09	16.91
泰国证交所指数	1.53	1.43	12.42	10.60

来源：国金证券研究所

图表45：A H溢价指数处于低端



来源：国金证券研究所

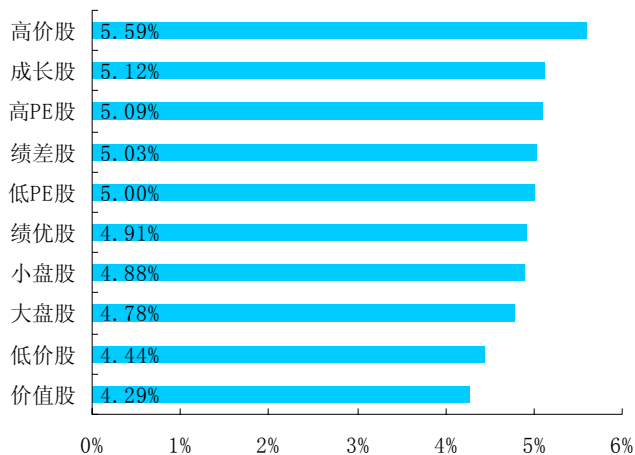
图表46：A50 基金溢价交易程度维持在溢价状态



A 股市场风格特征

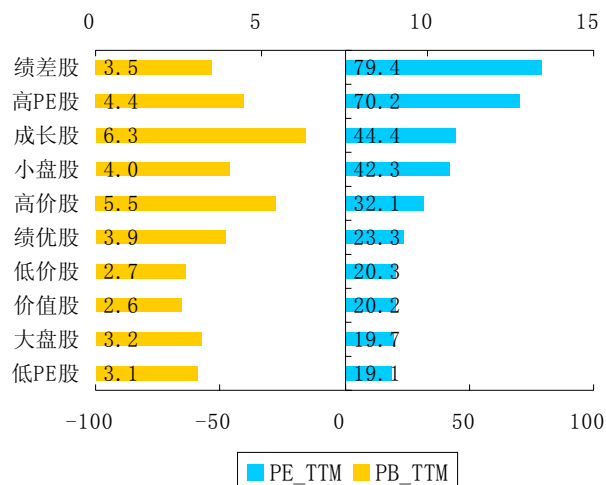
■ 小盘股仍然有相对的超额收益

图表47：市场风格指数一周表现

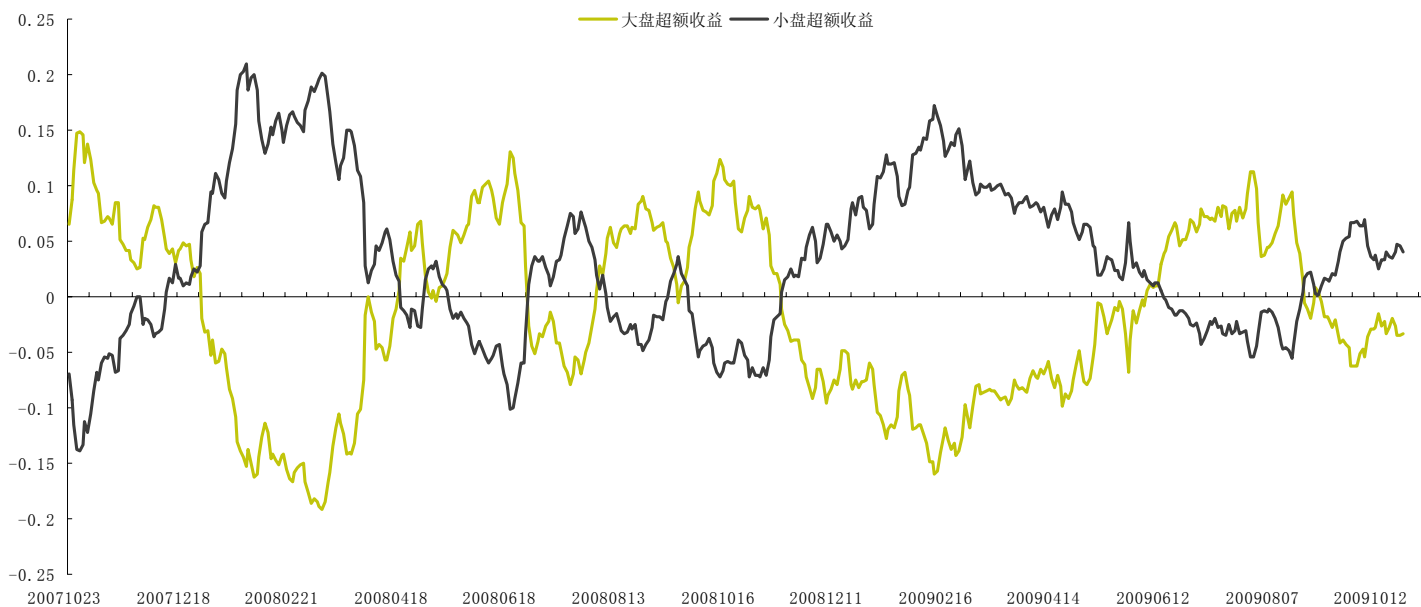


来源：国金证券研究所

图表48：市场风格指数估值指标 (剔亏)



图表49：市场风格对成长型中小盘股有利

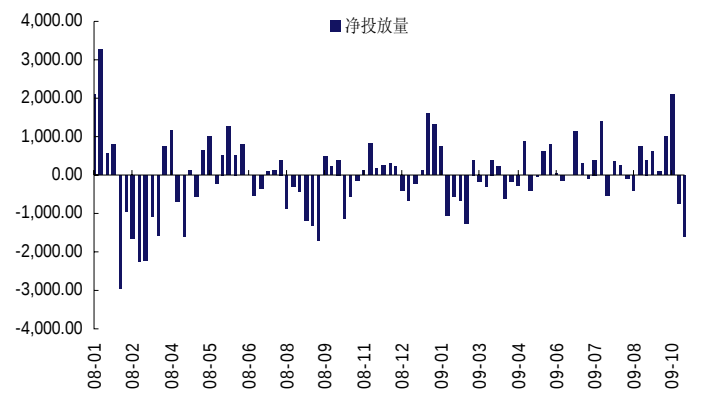


来源：国金证券研究所

市场的流动性

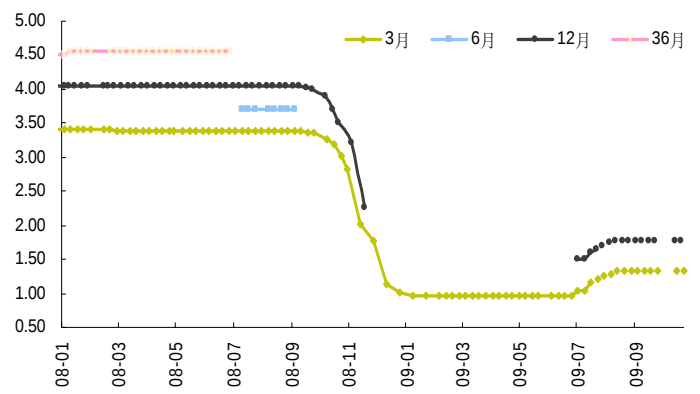
■ 央行净回笼资金。央票发行利率持续走平。

图表50：2008 年以来货币净投放（回笼）资金量



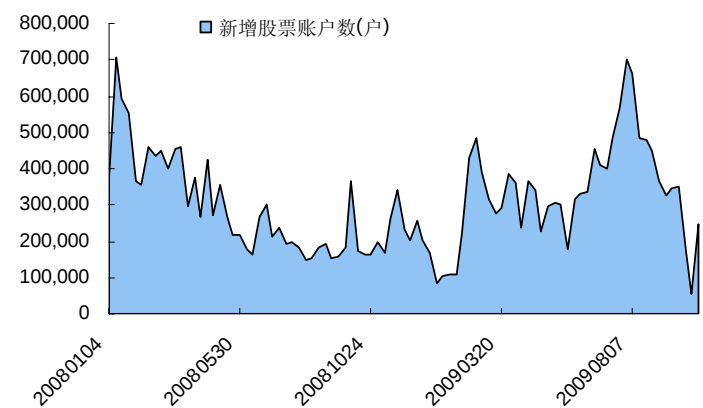
来源：国金证券研究所

图表51：2008 年以来央票利率走势（单位：%）



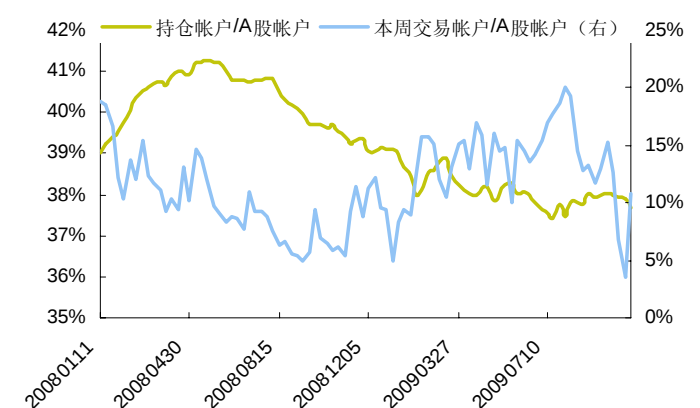
■ 前周新增开户数回升，投资者交易热情快速上升

图表52：2008 年以来 A 股、基金新增开户对比：户



来源：国金证券研究所

图表53：A 股持仓和交易帐户的波动情况



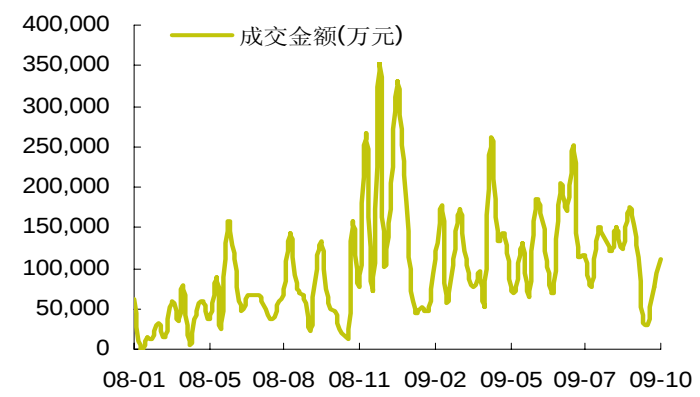
■ A 股换手率有所反弹，大宗交易规模回升

图表54：A 股市场换手率



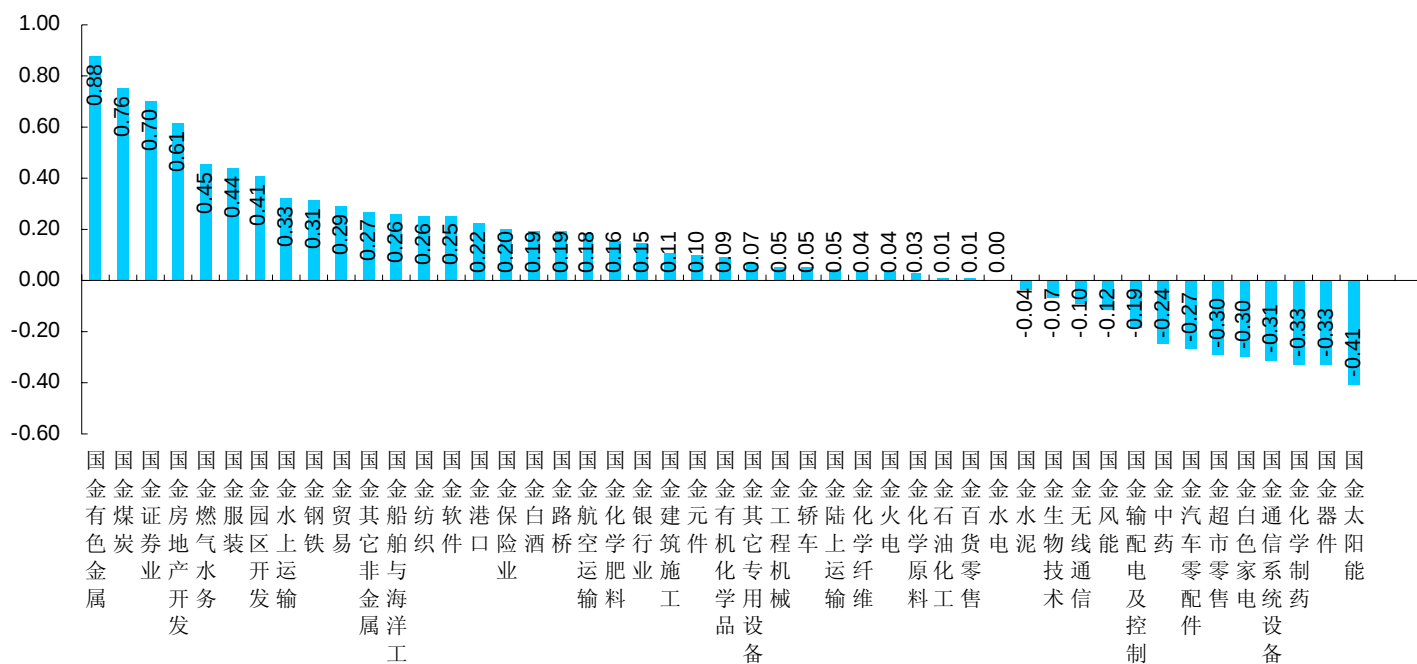
来源：国金证券研究所

图表55：A 股市场大宗交易



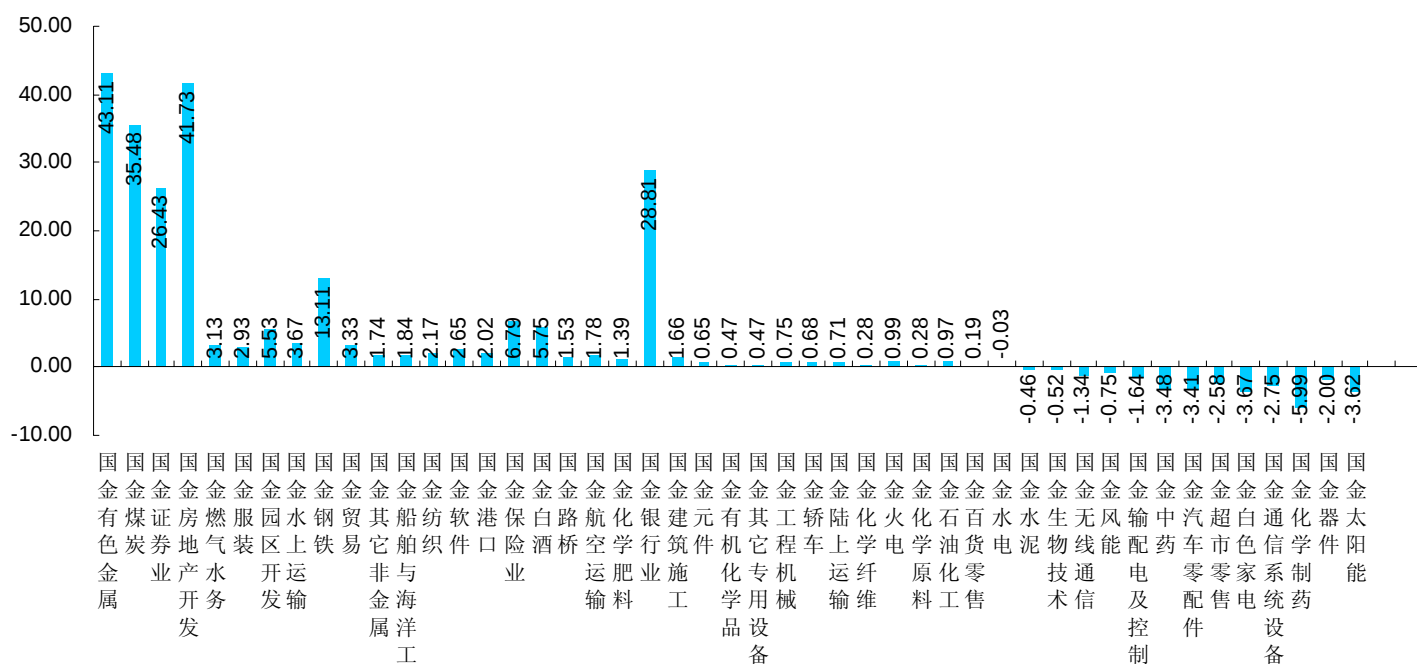
■ A 股资金流动: 有色、煤炭、证券、地产等行业获得资金流入

图表56: 一周行业资金净流入/流通市值 (%)



来源: 国金证券研究所

图表57: 一周行业资金净流入(亿元)

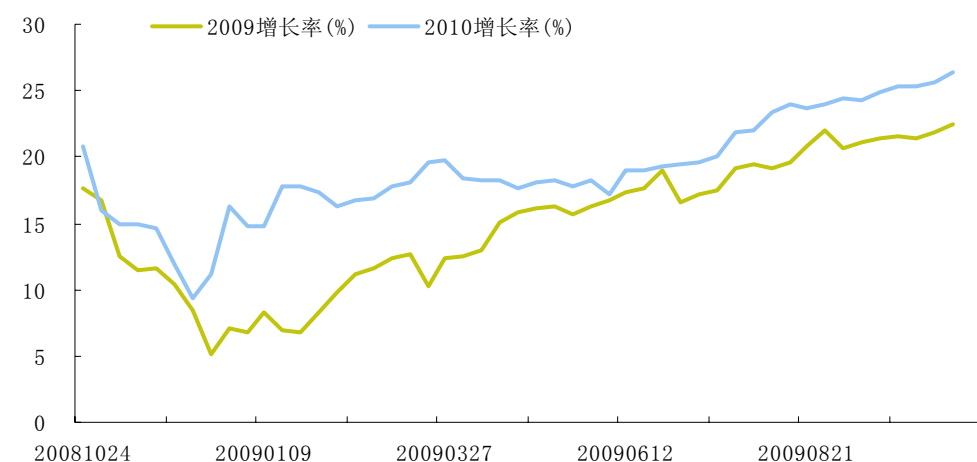


来源: 国金证券研究所

市场盈利预期

■ 一致预期上升：2009 年盈利预期回升至 22.5%，2010 年升至 26.4%

图表58：A 股市场盈利预期

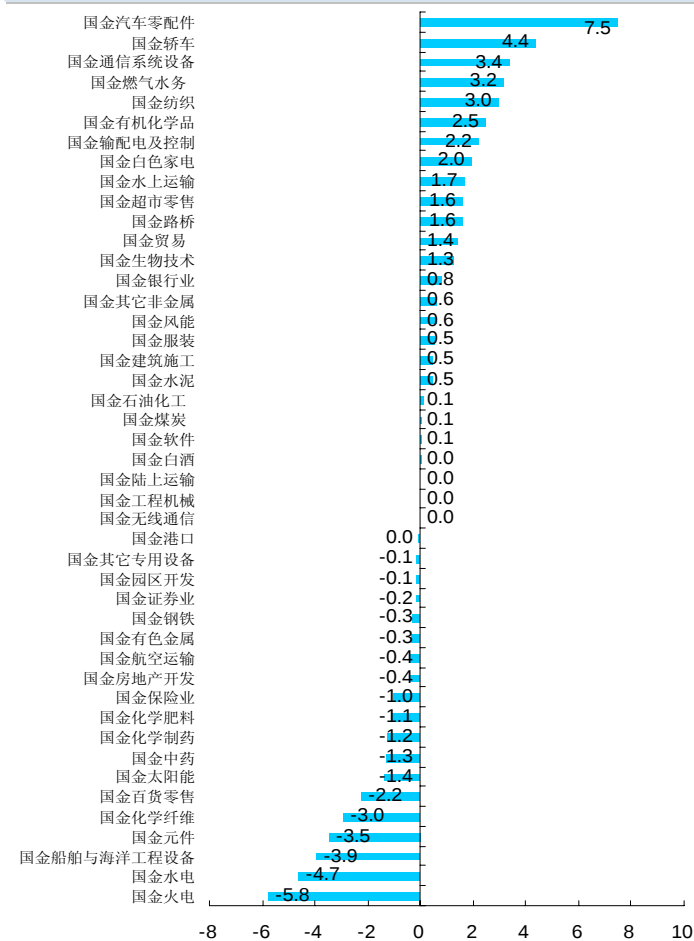


来源：国金证券研究所、朝阳永续

■ 分析师上调汽车配件、轿车、通信等行业 2009 年业绩预测

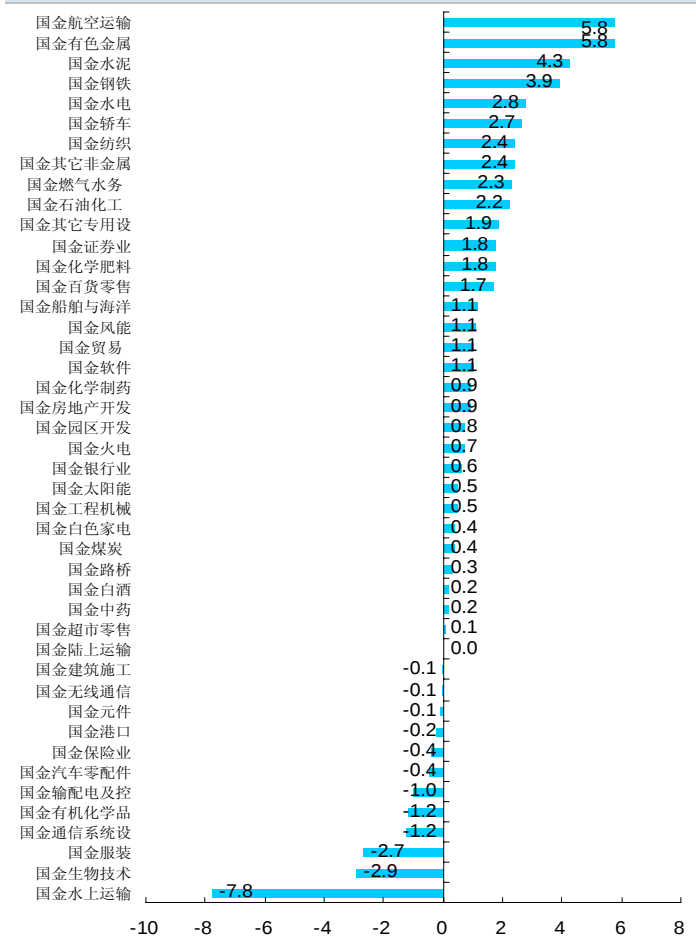
■ 分析师上调水航空、有色、水泥等行业的 2010 年业绩预期

图表59：一周 2009 年行业盈利预测调整



来源：国金证券研究所、朝阳永续

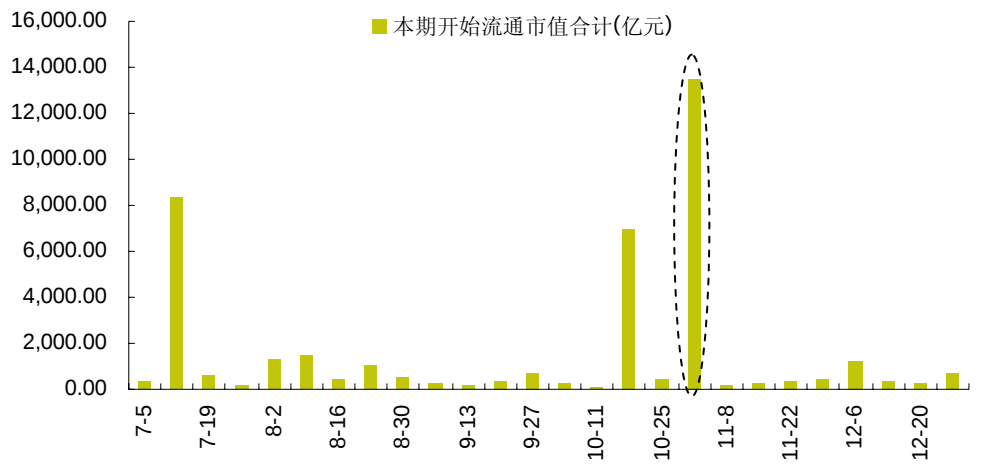
图表60：一周 2010 年行业盈利预测调整



下周限售股解禁

■ 本周解禁：本周解禁压力是今年最大的

图表61：周解禁市值一览



来源：国金证券研究所

■ 本周解禁一览表：底色标注的为解禁压力相对偏大的上市公司

图表62：本周解禁一览表

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量 (万股)	已流通数量(万 股)	待流通数量 (万股)	流通股份类型
600590.SH	泰豪科技	2009-10-26	8,337.52	37,943.81	0.00	股权分置限售股份,配股原股东限售股份
600488.SH	天药股份	2009-10-26	18,131.40	54,289.00	0.00	股权分置限售股份
600338.SH	ST 珠峰	2009-10-26	4,684.29	15,833.33	0.00	股权分置限售股份
600848.SH	自仪股份	2009-10-26	10,535.94	29,214.14	0.00	股权分置限售股份
600830.SH	香溢融通	2009-10-26	7,306.35	36,432.27	9,000.00	股权分置限售股份
600782.SH	新钢股份	2009-10-26	867.86	32,024.14	107,318.88	股权分置限售股份
000655.SZ	金岭矿业	2009-10-26	9,920.00	51,400.70	8,133.32	定向增发机构配售股份
002076.SZ	雪莱特	2009-10-26	2,554.55	9,511.34	8,915.73	首发原股东限售股份
002075.SZ	*ST 张铜	2009-10-26	13,824.00	35,521.63	4,078.37	首发原股东限售股份
002031.SZ	巨轮股份	2009-10-26	3,271.01	15,718.79	10,808.64	股权分置限售股份
600697.SH	欧亚集团	2009-10-27	4,445.45	15,415.63	493.18	股权分置限售股份
000985.SZ	大庆华科	2009-10-27	4,982.06	12,963.95	0.00	股权分置限售股份
600018.SH	上港集团	2009-10-27	1,299,828.81	2,099,080.01	0.00	首发原股东限售股份
601398.SH	工商银行	2009-10-27	23,601,234.81	25,096,234.81	0.00	首发原股东限售股份
601107.SH	四川成渝	2009-10-27	12,500.00	50,000.00	166,274.00	首发机构配售股份
600353.SH	旭光股份	2009-10-27	4,090.53	11,324.05	0.00	股权分置限售股份
600282.SH	南钢股份	2009-10-27	79,704.00	168,480.00	0.00	股权分置限售股份
002018.SZ	华星化工	2009-10-28	1,977.30	21,737.23	2,750.87	股权分置限售股份
600629.SH	棱光实业	2009-10-28	765.10	8,641.55	18,258.50	股权分置限售股份
600225.SH	S*ST 天香	2009-10-28	1,806.75	11,321.55	47,976.56	股权分置对价股份
601668.SH	中国建筑	2009-10-29	600,000.00	1,200,000.00	1,800,000.00	首发机构配售股份
600761.SH	安徽合力	2009-10-29	10,954.64	35,695.45	0.00	股权分置限售股份
600548.SH	深高速	2009-10-29	10,800.00	154,120.00	0.00	认股权证行权
600007.SH	中国国贸	2009-10-30	20,728.25	100,728.25	0.00	定向增发机构配售股份
600889.SH	南京化纤	2009-11-1	10,447.66	25,589.11	0.00	股权分置限售股份

来源：国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。