

研究员：郭艳红 刘顺琦 胡国鹏

Tel: 010-59370855

Email: guoyanhong@hczq.com

短期调整如期而致，本周有望结束

投资要点

- 从支持看多的理由看，重点观察的主要因素中，通胀水平、流动性状况、政策观察期都没有显著变化，市场表现看，本轮反弹主导板块继续表现强势，都预示反弹仍未结束，本周有望出现短期调整底部。
- **通胀短期无忧，中期谨慎。**7月CPI实际值和预期值分别为3.3和3.4；PPI远低于市场预期，实际值和预期值分别为5.7和4.84，通胀对目前市场影响不大，该基本面近两月难有显著变化；3季度对通胀影响保持谨慎。中期通胀预期有抬头迹象，年内CPI高点被后移，由7月份后移至10月，3季度末对此保持谨慎，我们初步认为农产品的上涨不会造成整体通胀水平上行；
- **自然流动性优于09年下半年。**我们判断上周银信合作相关事宜对今年整体贷款水平影响有限，全年7.5万亿背景下，2010年下半年新增贷款占比将达到全年的38%左右，与2009年的23%相比，下半年流动自然优于09年下半年的基调没有变化；**7月份新增贷款恰到好处。**7月份新增贷款5328亿，与此前市场传言的7千亿差别巨大，该数额恰到好处，完美体现出全年3:3:2:2的放宽进程，是管理层所乐见的局面；
- **7月份以来政策处观察期。**7月份以来政策基调为执行上半年政策，既不进一步出台紧缩政策也未释放放松信号，处于典型的观察期。近周市场对地产以及银行业相关政策信号关注度增多，但从实际内容看，仍然是对上半年政策的细化，如囤地企业信贷、银行压力测试、银信合作事宜等。政策继续处于观察期，市场活跃的基础没有显著变化；
- **估值修复角度，约有10%左右空间。**08年以来的估值水平变化基本围绕中值水平与上下轨波动。09年11月以来持续在中值水平之下说明处于弱势之中，中值水平压制作用显著，但下轨支撑作用也较强。以中值看，目前估值修复仍有一定空间，约10%左右，因此我们仍然坚持6月底以来的目标预测，上证反弹高点或在2800至2900之间，随后根据具体背景考察；
- **本周市场：**一如预期上周延续回调，收于2600附近，地产板块逆势走强，预示短期调整可能接近尾声，本周有望出现调整低点，从而延续反弹趋势。反弹角度，近半年跌幅较大的原材料、地产、能源、运输、银行等可关注。

目 录

一、	通胀水平对近期市场影响有限	4
1、	通胀水平短期无忧，中期谨慎	4
2、	流动性如预期变动	4
3、	政策继续观察	5
4、	估值修复未到目标	6
5、	基金仓位显著提高	6
6、	市场中主导板块变化	7
二、	海外市场风险加大	8
1、	美元有可能发生趋势性变化	8
2、	全球证券市场普遍上涨	9
3、	A 股较 H 股不存在整体溢价	10
三、	A 股市场本周有望结束调整	11
1、	估值修复仍未结束	11
2、	A 股业绩及估值预期	12
四、	行业变化与市场热点：地产与医疗板块逆势走强	14

图表目录

图表 1	通胀短期无忧，中期谨慎	4
图表 2	流动性缓慢好转	5
图表 3	8 月以来出台主要政策无方向性变化	5
图表 4	估值修复仍有 10%左右空间	6
图表 5	基金投资者在最近两周选择加仓	7
图表 6	2003 年至 2004 年核心股之一	7
图表 7	2009 年以来核心股之一	8
图表 8	海外市场忧虑出现	8
图表 9	美元指数如预期止跌	8
图表 10	中国中债总全价指数上行	9
图表 11	股指普遍回落	9
图表 12	全球证券市场普遍大幅回落	10
图表 13	恒生 AH 溢价指数持续在 100 附近徘徊	10
图表 14	港股电讯和金融类个股表现较差	11
图表 15	恒指估值水平处于均值附近	11
图表 16	沪深 300 指数 PE 向中值靠拢	12
图表 17	中小板和创业板表现出色	12
图表 18	股票市场相对吸引力下降	12
图表 19	沪深 300 估值与标普 500 相对比较	12
图表 20	A 股估值水平相对恒指	12
图表 21	沪深 300 业绩预测---动态 PE 为 12.1 倍	13
图表 22	主要指数业绩及估值预期	13
图表 23	地产及医疗板块逆势上涨	14
图表 24	各行业估值变化及相对 A 股估值水平	15

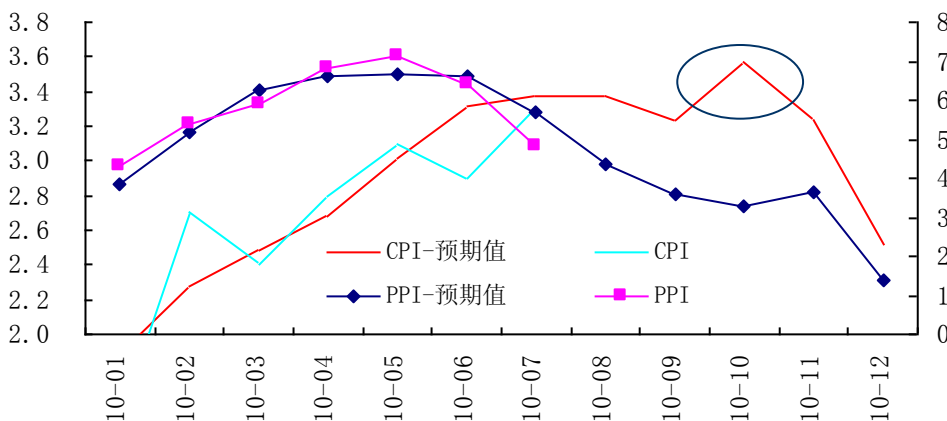
一、 通胀水平对近期市场影响有限

从支持看多的理由看，重点观察的主要因素中，通胀水平、流动性状况、政策观察期都没有显著变化，市场表现看，本轮反弹主导板块继续表现强势，都预示反弹仍未结束，本周有望出现短期调整底部。

1、 通胀水平短期无忧，中期谨慎

- **通胀对整体市场影响方向不变。**7 月 CPI 实际值和预期值分别为 3.3 和 3.4；PPI 远低于市场预期，实际值和预期值分别为 5.7 和 4.84，通胀对目前市场影响不大，该基本面近两月难有显著变化；
- **3 季度对通胀影响保持谨慎。**中期通胀预期有抬头迹象，年内 CPI 高点被后移，由 7 月份后移至 10 月，通胀水平是今年影响市场的核心因素之一，3 季度末对此保持谨慎，我们初步认为农产品的上涨不会造成整体通胀水平上行。

图表 1 通胀短期无忧，中期谨慎

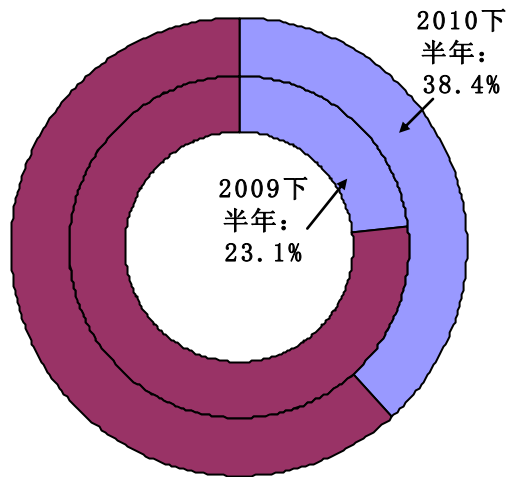


资料来源：WIND

2、 流动性如预期变动

- **自然流动性优于 09 年下半年。**我们判断上周银信合作相关事宜对今年整体贷款水平影响有限，全年 7.5 万亿背景下，2010 年下半年新增贷款占比将达到全年的 38%左右，与 2009 年的 23%相比，下半年流动自然优于 09 年下半年的基调没有变化；
- **7 月份新增贷款恰到好处。**7 月份新增贷款 5328 亿，与此前市场传言的 7 千亿差别巨大，该数额恰到好处，完美体现出全年 3:3:2:2 的放宽进程，是管理层所乐见的局面。
- **7 月货币供给低于预期。**7 月份 M2 同比 17.6，低于市场 18.6 的预期，市场此前预期该增速将在 8 月份见底，货币供给同比增速低点可能提前出现，关注 8 月份 M2 增速变化，如继续下行则相对谨慎，目前我们认为 7 月份为低点。

图表 2 流动性缓慢好转



资料来源：wind

3、政策继续观察

- **7 月份以来政策处观察期。**7 月份以来政策基调为执行上半年政策，既不进一步出台紧缩政策也未释放放松信号，处于典型的观察期。近周市场对地产以及银行业相关政策信号关注度增多，但从实际内容看，仍然是对上半年政策的细化，如囤地企业信贷、银行压力测试、银信合作事宜等。政策继续处于观察期，市场活跃的基础没有显著变化。

图表 3 8 月以来出台主要政策无方向性变化

日期	政策名称
2010-08-13	关于印发《重点小型病险水库除险加固项目和资金管理办法》的通知
2010-08-12	关于做好舟曲救灾工作外汇管理有关问题的通知
2010-08-12	中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知
2010-08-11	中华人民共和国财政部公告 2010 年第 50 号
2010-08-11	关于 2010 年记账式附息（二十七期）国债发行工作有关事宜的通知
2010-08-11	关于调整保险资金投资政策有关问题的通知
2010-08-10	关于规范银信理财合作业务有关事项的通知
2010-08-10	“节能产品惠民工程”高效电机推广目录(第一批)
2010-08-10	证监会公告[2010]21 号
2010-08-10	关于切实做好防汛抗洪救灾工作的紧急通知
2010-08-10	关于开展低碳省区和低碳城市试点工作的通知(发改气候[2010]1587 号)
2010-08-06	关于印发交通运输部安全委员会成员单位安全生产工作职责的通知
2010-08-06	关于印发交通运输部安全委员会印发成员单位安全生产工作职责的通知
2010-08-06	关于规范激活注册式意外险业务经营行为的通知
2010-08-06	关于支持玉树地震灾后恢复重建有关税收政策问题的通知
2010-08-06	关于印发企业会计准则解释第 4 号的通知
2010-08-06	关于印发《银行执行外汇管理规定情况考核办法》的通知
2010-08-05	保险资金运用管理暂行办法
2010-08-05	中华人民共和国海关总署公告 2010 年第 40 号
2010-08-05	第二批保护与促进的中华老字号名录（餐饮、中药、工艺品及其他类）公示
2010-08-04	中华人民共和国海关总署公告 2010 年第 39 号
2010-08-04	中华人民共和国海关总署公告 2010 年第 42 号

敬请阅读正文之后的免责声明

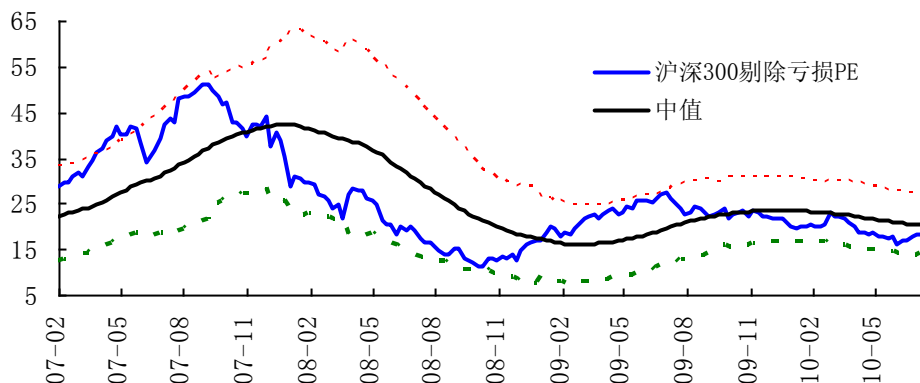
日期	政策名称
2010-08-04	中华人民共和国海关总署公告 2010 年第 41 号
2010-08-03	转发《财政部关于进一步做好预算信息公开工作的指导意见》的通知
2010-08-03	关于促进黄金市场发展的若干意见
2010-08-03	中华人民共和国商务部公告 2010 年第 46 号
2010-08-03	关于发布《企业重组业务企业所得税管理办法》的公告
2010-08-03	关于公益性捐赠税前扣除有关问题的补充通知
2010-08-03	关于科技重大专项进口税收政策的通知
2010-08-03	关于 2010 年记账式贴现（十期）国债发行工作有关事宜的通知
2010-08-03	关于新保险法实施后行政处罚案件中法律适用有关问题的通知
2010-08-03	关于 2010 年记账式附息（二十四期）国债发行工作有关事宜的通知
2010-08-02	财政部关于代理发行 2010 年地方政府债券（五期）有关事宜的通知
2010-08-02	财政部关于代理发行 2010 年地方政府债券（四期）有关事宜的通知
2010-08-02	关于公益性捐赠税前扣除有关问题的补充通知

数据来源: wind

4、估值修复未到目标

- **估值修复角度，约有 10%左右空间。** 08 年以来的估值水平变化基本围绕中值水平与上下轨波动。09 年 11 月以来持续在中值水平之下说明处于弱势之中，中值水平压制作用显著，但下轨支撑作用也较强。以中值看，目前估值修复仍有一定空间，约 10%左右，因此我们仍然坚持 6 月底以来的目标预测，上证反弹高点或在 2800 至 2900 之间，随后再根据具体背景考察。

图表 4 估值修复仍有 10%左右空间



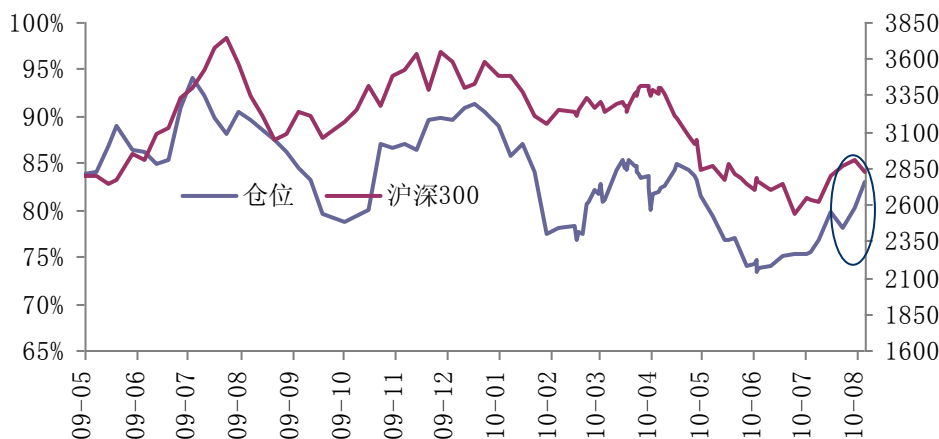
资料来源 华创证券

5、基金仓位显著提高

- **近两周基金投资者信心转强。** 基金仓位在最近两周有显著回升，股票型基金平均仓位接近 83%的水平，因 85%以上为相对较高的水平，目前水平的仓位反映基金投资者信心开始增强，市场反弹趋势仍在延续；
- **不应忽视一致预期的反转。** 从历史教训看接近 90%的仓位水平反映市场一致预期高度一致，此阶段往往是市场阶段性反转的开始，按照目前进度，预期 3 季度末为值得谨

慎的时点。

图表 5 基金投资者在最近两周选择加仓

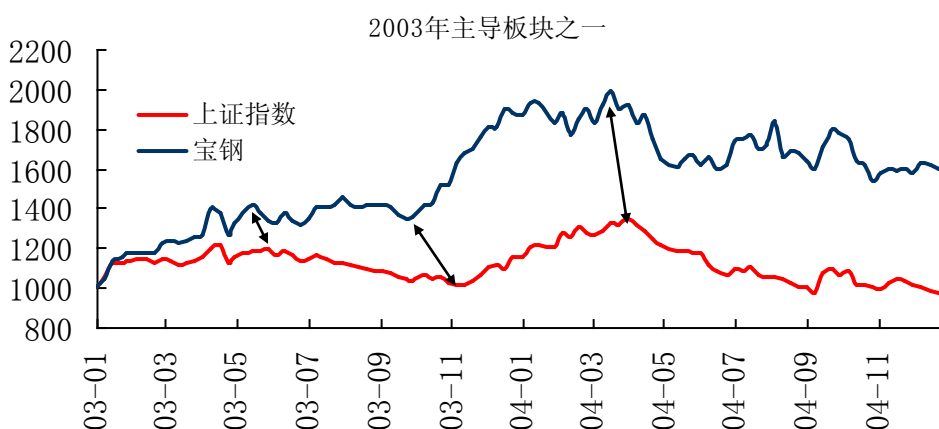


资料来源 华创证券

6、市场中主导板块变化

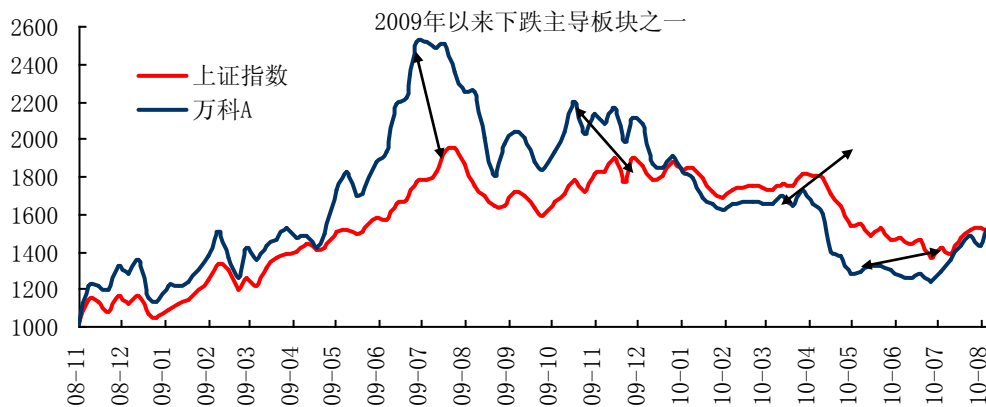
- **地产股走强预示反弹仍未结束。** 一般而言，市场反弹总有主导板块；如 03 年至 04 年钢铁、电力，2004 年的半导体、网络服务、食品，08 年的地产、煤炭、有色等。09 年以来我们一直将地产板块作为主导板块之一，认为具有显著领先性，其中万科 A 为典型观察对象。从该线索出发，目前也验证市场反弹高点仍未出现。
- **结构性机会超出预期。** 09 年下半年主要为结构性机会，这也为观察市场提供了线索。其中 09 年下半年主要集中在家电、汽车等板块，2010 年上半年表现出色的板块为综合类个股以及电子类，其中金属新材料、化工新材料尤为出色；医药作为更典型的代表一直活跃到目前，说明消费类行业的确发生了重大变化。由于 3 季度行情为估值修复，医药板块反馈的信息宜反向思维，我们在 8 月初认为市场面临阶段性回调压力，主要基于 8 月初这些板块成为市场核心。

图表 6 2003 年至 2004 年核心股之一



资料来源 华创证券

图表 7 2009 年以来核心股之一



资料来源 华创证券

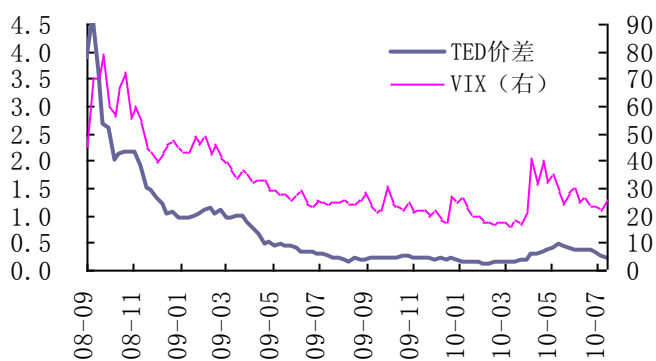
综合看，支持我们看多的基本因素没有发生显著变化，市场自身也在验证该结论，判断本周市场有可能结束短期调整，延续前期反弹趋势。

二、 海外市场风险加大

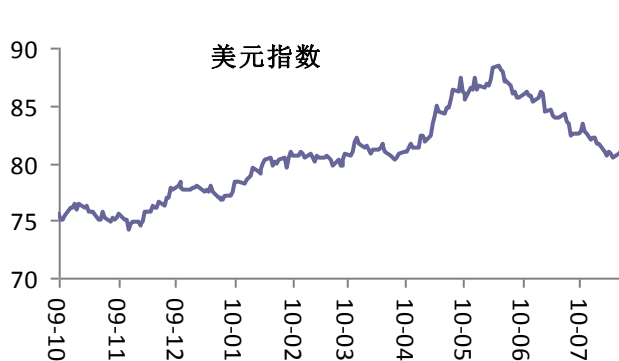
1、 美元有可能发生趋势性变化

- **美元指数如预期止跌。**上周美元结束持续下跌走势，如我们预期的出现了上行。影响因素看，美国经济数据不及预期，致使对美国经济复苏的前景更加担忧，避险情绪占较大成分。从全球经济增长看，上半年欧元的贬值使得欧洲尤其是德国经济表现超出市场预期，但美国经济受此拖累，贸易逆差出现超预期扩大，反向考察的话，下半年美国经济将逐渐从目前的担忧中走出，过程中二次探底担忧会频繁出现，但最终出现的可能性不大；证券市场看，海外有可能出现中国上半年情形。从美元指数变化释放的信息看，大宗商品市场将面临需求面的抑制，中国输入型通胀压力趋缓。

图表 8 海外市场忧虑出现

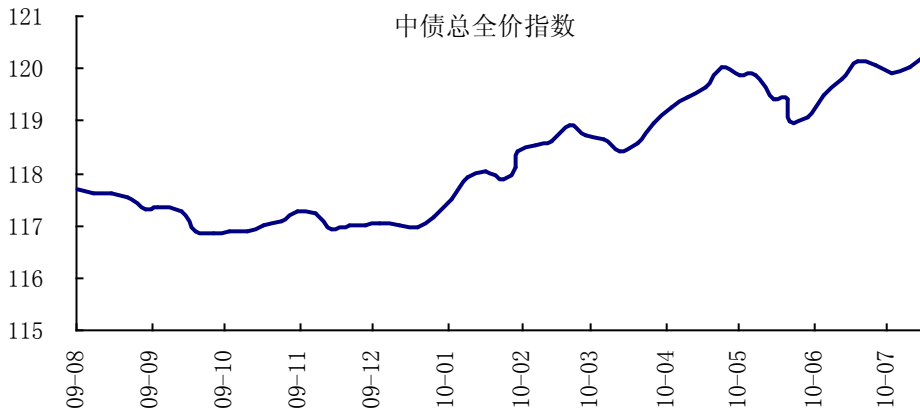


图表 9 美元指数如预期止跌



资料来源: Bloomberg

图表 10 中国中债总全价指数上行

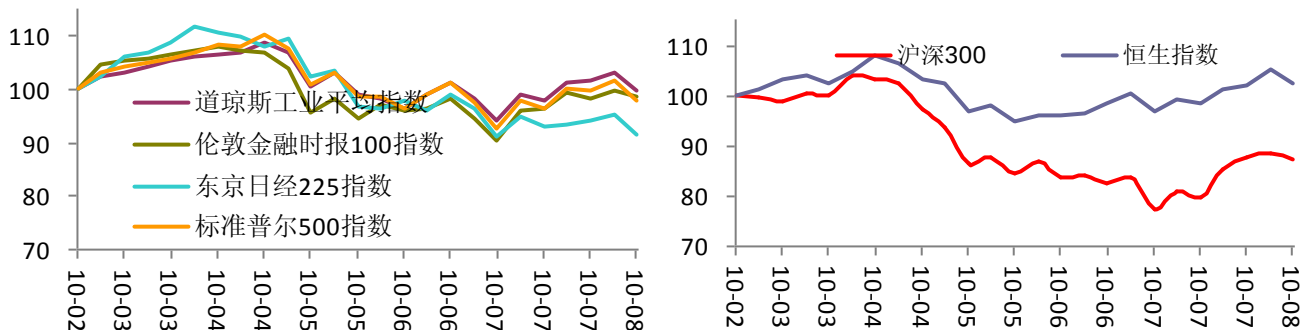


资料来源: Bloomberg

2、全球证券市场普遍回落

- **全球证券市场普遍大幅回落。**上周海外市场冲击主要为美国部分经济数据不及所致，市场仍然没有摆脱经济回落的困扰。股指表现上，NASDAQ 跌幅超过 5%，为近几个月跌幅较大的一周，利好财报数据的助推作用逐渐消失，海外市场重走 A 股上半年的可能性依然很大。

图表 11 股指普遍回落



资料来源: Wind 资讯

图表 12 全球证券市场普遍大幅回落

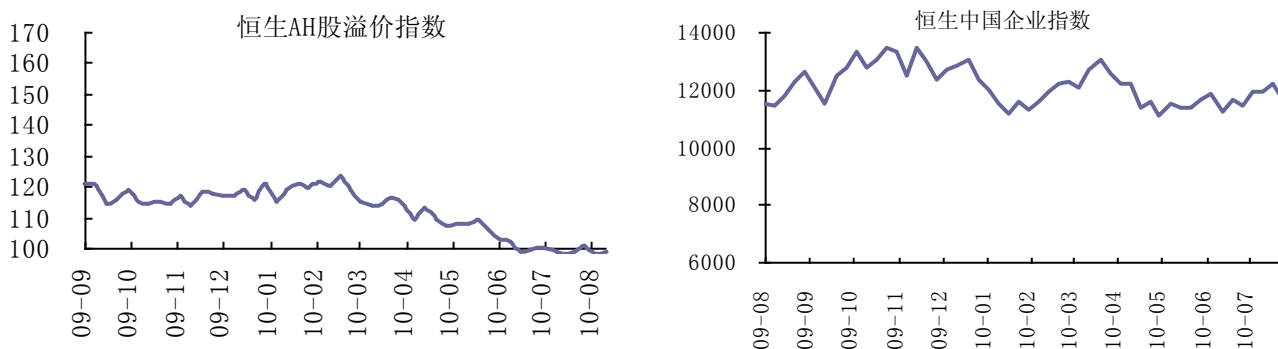
指数	收盘	剔除亏损 PE	剔除亏损 PE-E	PB	5 个交易日 涨跌 (%)	本月以来 涨跌 (%)	本季以来 涨跌 (%)	今年以来 涨跌 (%)
印度 NIFTY	5452.10	18.09	16.76	3.17	0.24	1.57	2.63	4.83
泰国 SET	862.16	12.07	12.23	1.73	-0.60	0.74	8.13	17.37
台湾加权	7891.58	13.77	13.11	1.79	-0.90	1.69	7.67	-3.62
英国富时 100	5275.44	10.60	10.72	1.79	-1.07	0.33	7.29	-2.54
菲律宾综合	3469.52	11.88	12.84	2.17	-1.33	1.24	2.87	13.65
沪深 300	2855.55	18.06	15.99	2.67	-1.45	-0.46	11.41	-20.14
澳大利亚 AS30	4480.90	16.10	12.42	1.91	-2.30	-0.59	3.61	-8.23
德国 DAX 30	6110.41	12.02	11.04	1.39	-2.38	-0.61	2.43	2.57
韩国 KOSPI50	1478.91	10.06	9.05	1.34	-2.45	-1.31	2.53	0.61
香港中资股	4001.40	18.12	15.92	1.94	-2.48	-0.46	4.79	-1.44
巴西圣保罗	66264.43	13.98	12.61	1.84	-2.69	-1.85	8.74	-3.39
恒指	21071.57	14.11	13.69	1.83	-2.80	0.20	4.68	-3.66
法国 CAC 40	3610.91	12.64	10.73	1.19	-2.83	-0.88	4.88	-8.27
中国海外	62.02	14.98	13.42	2.36	-2.99	-0.96	3.06	-4.45
道琼斯	10303.15	13.42	12.40	2.49	-3.29	-1.56	5.41	-1.20
S&P500	1079.25	13.64	12.75	2.00	-3.78	-2.03	4.71	-3.21
日经 225	9253.46	17.36	16.54	1.23	-4.03	-2.98	-1.38	-12.26
香港国企股	11641.33	13.82	12.31	2.14	-4.28	-2.21	1.53	-9.01
NASDAQ	2173.48	0.00	14.23	2.44	-5.02	-3.60	3.05	-4.22

数据来源: Bloomberg 业绩计算基准: 最近 4 个季度;

3、A 股较 H 股不存在整体溢价

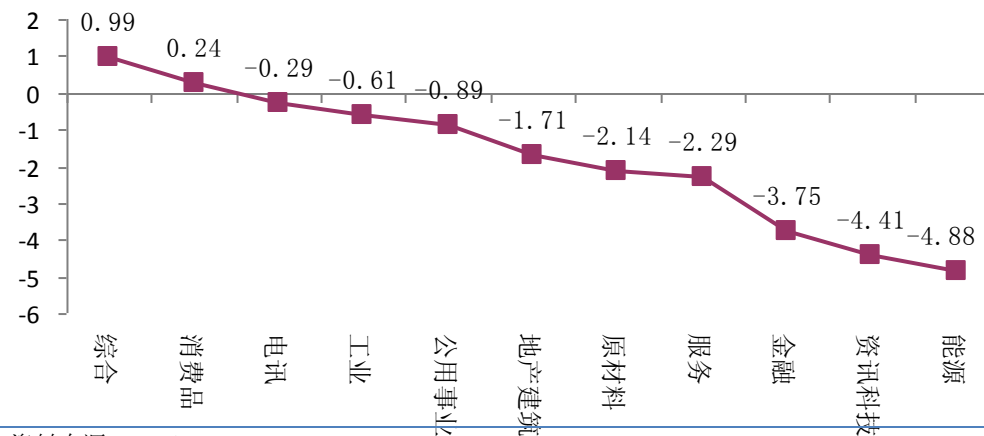
- **H 股回落。**上周香港公布二季度 GDP 数据, 按年增长达到 6.5%, 并调高了全年 GDP 预测, 由之前的 4%至 5%, 上调至 5%至 6%, 香港经济好转主要得益于上半年全球贸易量的超预期, 内地 2 季度以来贸易缓慢好转也为香港经济复苏提供支持, 但目前对世界经济的担忧有所增加将对香港经济以及股市造成一定负面冲击。
- **恒指估值处于长期均值附近。**港股市场估值基本围绕 10 倍至 20 倍区间波动, 05 年以来中值为 14.4 倍, 目前恒指剔除亏损后 PE 为 14.1 倍, 处中值水平, 等待选择方向。

图表 13 恒生 AH 溢价指数持续在 100 附近徘徊



资料来源: Wind

图表 14 港股电讯和金融类个股表现较差



资料来源: wind

图表 15 恒指估值水平处于均值附近



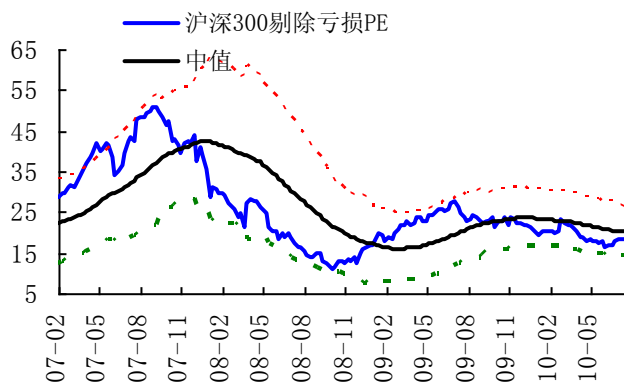
资料来源: Bloomberg 剔除亏损后 PE

三、 A 股市场本周有望结束调整

1、 估值修复仍未结束

- **A 股反弹仍有空间。**从主要因素以及主导板块看，我们认为估值修复仍未结束，沪深 300 板块估值中枢水平较当前有 10%左右空间，相对海外市场而言，溢价标准普尔 500 指数 32%，溢价恒指 28%，且近期溢价率有不断走高趋势。
- **相对债券市场吸引力仍显著。**上周沪深 300 板块估值水平下降了 2%，沪深 300 股票指数下跌了 1.24%，估值水平下降继续超出股指下跌幅度，主要银行类板块跌幅相对较大。与国债相比，当前 2%左右的相对收益，反映股票市场吸引力仍然显著。

图表 16 沪深 300 指数 PE 向中值靠拢



资料来源: Bloomberg

图表 17 中小板和 B 股表现出色

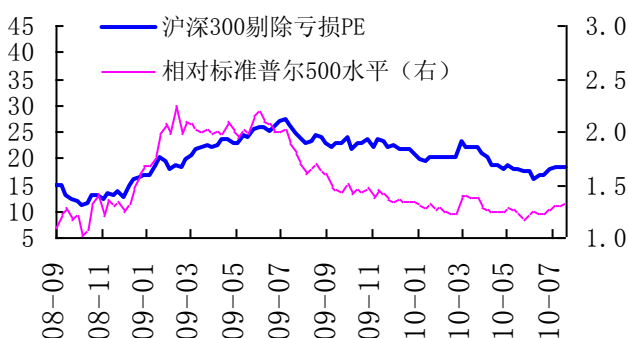
板块名称	市盈率	市盈率 (一周前)	变化
全部 B 股	15.68	15.46	1.4%
中小企业板	42.62	42.3	0.8%
深证 A 股	32.63	32.69	-0.2%
创业板	66.69	66.91	-0.3%
全部 A 股	18.78	19.08	-1.6%
上证 A 股	16.38	16.73	-2.1%
沪深 300	15.46	15.8	-2.2%

图表 18 股票市场相对吸引力下降



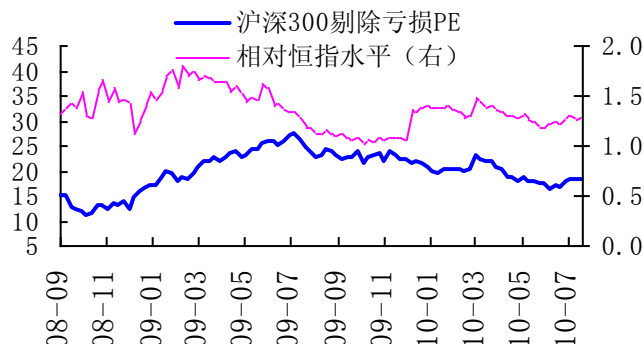
资料来源: Bloomberg

图表 19 沪深 300 估值与标普 500 相对比较



资料来源: Bloomberg

图表 20 A 股估值水平相对恒指

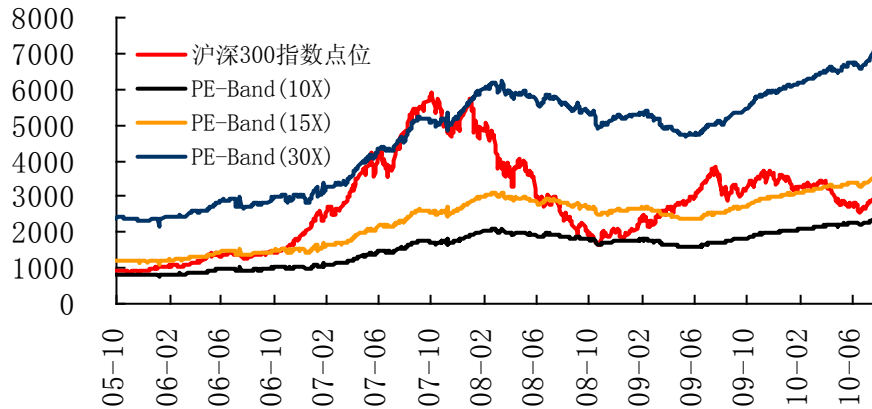


2、A 股业绩及估值预期

- **沪深 300 估值上行放缓。**上周沪深 300 板块估值水平为 12.1 倍，较上周下降 2% 左右，处长期均值下方，上周沪深 300 板块估值下降主要为金融板块下跌所致，从影响因素看，上周影响因素不至于使得金融股发生趋势性逆转。

- 分析师对业绩持乐观预期。截止上周末，上证指数未来两年复合增长率 25%左右，2010 年 PE15 倍左右，处中值水平附近；09 至 11 年 ROE 分别 13%、15%和 16%左右，经济放缓仍未体现在业绩预期上，随后两月公布的经济数据如低于预期将引发业绩调整，三季度末我们持谨慎态度。

图表 21 沪深 300 业绩预测---动态 PE 为 12.1 倍



资料来源: Wind

图表 22 主要指数业绩及估值预期

指数名称	指数 2 年复合增长率	PE			ROE	
		2010(E)	2011(E)	2009(A/E)	2010(E)	2011(E)
超大盘	22.518	12.312	10.481	14.34%	15.62%	16.02%
创业板指数	42.752	51.243	36.533	11.82%	8.50%	10.63%
道中 88	21.738	12.782	10.838	14.59%	15.88%	16.39%
红利指数	18.522	10.131	8.649	16.48%	17.21%	17.69%
沪深 300	24.326	13.902	11.605	14.03%	15.45%	16.16%
巨潮 100	21.717	12.915	10.945	14.53%	15.80%	16.33%
巨潮 300	23.931	14.018	11.773	13.82%	15.45%	16.12%
巨潮 40	19.995	12.165	10.389	15.41%	16.35%	16.74%
上证 180	23.395	13.074	10.975	14.28%	15.65%	16.27%
上证 50	21.829	12.087	10.201	15.03%	16.07%	16.59%
上证 A 股	25.984	14.907	12.402	13.29%	14.95%	15.70%
深证 100	33.804	19.033	15.195	13.03%	15.68%	16.86%
新富 A50	21.365	12.348	10.503	14.69%	15.93%	16.41%
中标 300	23.749	14.104	11.845	13.98%	15.56%	16.20%
中标 50	20.452	12.338	10.51	14.79%	15.92%	16.39%
中小板 100	35.633	27.349	21.283	15.43%	18.00%	19.41%
中小板指	40.281	34.075	25.589	13.89%	13.24%	15.25%
中证 100	23.026	12.892	10.841	14.63%	15.88%	16.46%
中证 500	45.979	30.574	23.339	7.78%	10.83%	12.45%
中证 700	38.961	25.022	19.529	9.29%	11.98%	13.52%

资料来源: 朝阳永续

四、 行业变化与市场热点：地产与医疗板块逆势走强

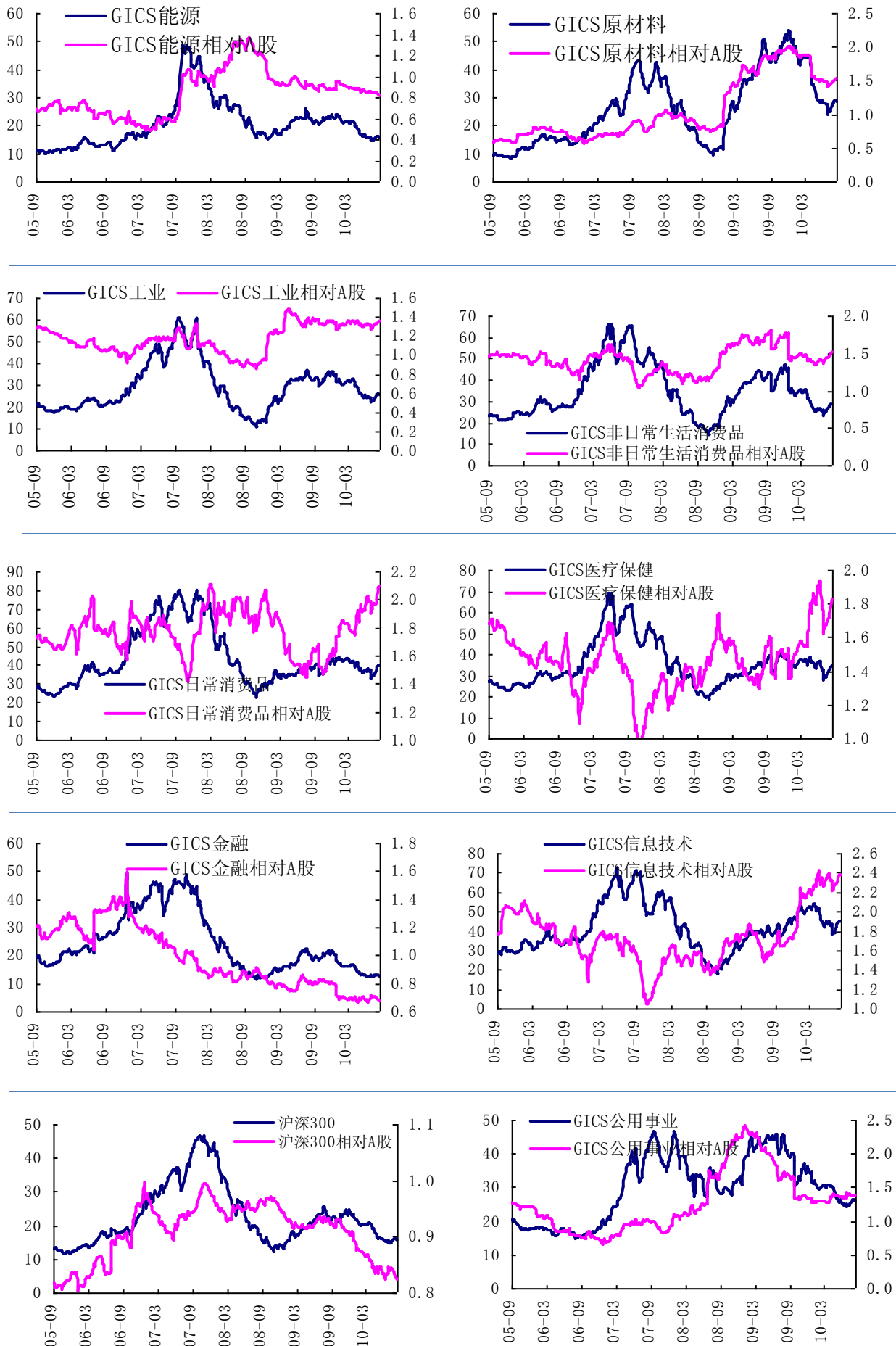
- **地产及医疗板块逆势上涨。**上周主要板块悉数回调，基本符合近两周预期，变化因素在于地产板块逆势走强，预示短期调整可能接近尾声；但与前期不同的是，医疗板块上周同样表现较好。
- **板块选择上，上周延续回调，收于 2600 附近，本周有望出现调整低点。**从上周主导板块看，短期调整有可能在本周结束，从而延续反弹趋势。超跌反弹角度，近半年跌幅较大的原材料、地产、能源、运输、银行等可关注。

图表 23 地产及医疗板块逆势上涨

周期性	板块名称	周涨幅	月涨幅	季度涨幅	半年涨幅
能源（上游）	GICS 能源 II	-3.5	3.5	-6.4	-19.4
原材料（上游）	GICS 原材料 II	-0.5	15.2	0.5	-10.9
工业 （中游）	GICS 资本品	-0.6	12.1	5.1	-2.0
	GICS 商业服务与商业用品 II	-1.2	7.1	0.2	-3.3
	GICS 运输	-3.0	9.0	-2.4	-10.3
非日常消费品 （下游）	GICS 汽车与汽车零部件	-1.1	13.7	8.9	-1.4
	GICS 耐用消费品与服装	-0.7	11.8	8.5	-2.0
	GICS 消费者服务	-0.1	12.5	8.2	-7.4
	GICS 媒体 II	-2.2	10.0	0.0	-6.6
	GICS 零售业	-0.4	13.8	10.8	1.3
金融 （同步周期）	GICS 银行	-2.9	-0.9	-6.2	-13.2
	GICS 综合金融	-5.7	5.4	-10.6	-32.8
	GICS 保险 II	-2.0	1.7	-6.4	-11.1
	GICS 房地产	2.6	14.4	12.2	-8.8
日常消费品 （非周期）	GICS 食品与主要用品零售 II	-0.9	17.9	15.2	2.6
	GICS 食品、饮料与烟草	-0.2	16.1	13.3	6.7
	GICS 家庭与个人用品	-2.4	12.8	3.1	4.8
医药 （非周期）	GICS 医疗保健设备与服务	2.1	16.5	9.2	22.0
	GICS 制药、生物科技	1.1	18.5	1.9	7.1
公用事业	GICS 公用事业 II	-1.5	6.4	-2.3	-10.6
信息技术	GICS 软件与服务	0.3	12.4	5.0	-2.2
	GICS 技术硬件与设备	-1.8	11.5	3.0	-2.0
	GICS 半导体产品与设备 II	0.0	15.5	19.4	33.8

资料来源：WIND

图表 24 各行业估值变化及相对 A 股估值水平



资料来源: WIND

敬请阅读正文之后的免责声明

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801