

创业板解禁渐行渐近

----11月1日首批上市的创业板公司迎来集中解禁



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

刘湘宁
SAC 执业证书编号:S1000206110084
liuxn@lhqz.com

联系人

姚卫巍
021-50106033 yaoww@lhqz.com

我们在7月份《创业板头上的堰塞湖》报告中详细测算了创业板解禁的情况，明确提出创业板解禁压力将压制创业板的估值提升。7月份以来上证指数涨幅达到24%的情况下，创业板指数涨幅只有10%，解禁压力抑制了创业板的反弹。本期我们对上期报告进行了数据更新(按照10.22价格)，并且加入了创业板高管离职情况统计。

11月1日迎来创业板解禁高峰，将减持约100亿

四季度累计解禁市值将达到461亿，约占创业板流通市值1260亿的36.6%，是创业板平均日成交金额61亿的7.6倍，是9月份创业板月度成交金额1232亿的37%。股改产生的小非的解禁减持比例为63%，预计创业板的减持比例将更高。

高估值是创业板解禁后高减持的主要原因

创业板66倍的PE显著高于中小板的46倍和沪深300的17倍；创业板11.4倍的PB也显著高于中小板的7.9倍和沪深300的2.9倍。即使考虑成长性，按照中小板46%的预测利润增速，创业板需要达到69%的利润增速才能和中小板的PEG匹配，但目前一致预期的创业板利润增速只有39%。

创投、个人集中持股加大了解禁后的卖出力量

11月1日解禁的28家上市公司中创投机构共持有未解禁市值达到82亿，此外个人股东持有202亿，其中包括了普通个人股东32亿和公司高管持股170亿。我们假设创投机构和普通个人股东在1年内卖出50%(保守估计按照创投机构和普通个人股东都是上市前半年进入的投资者，第二年解禁50%，两年后全部解禁)，高管卖出25%(假设全部按照高管承诺每年减持25%计算)，合计约100亿元。

创业板市场情绪持续谨慎，已反映部分预期

全市场的市场情绪处于高位，但是创业板的市场情绪持续谨慎，并没有狂热的迹象。卖方一致预期8月份上调了上证A股的整体盈利增速预测，但是对创业板的盈利增速持续下调，显示对创业板的情绪谨慎。市场行业结构性超额收益所反映的市场情绪也显示全市场的市场情绪处于高位，但是创业板资金持续净流出。

减持对价格冲击较大的个股

按个股的平均日换手率计算解禁后所需要的出清时间，出清天数最高的个股包括乐普医疗、华谊兄弟、机器人、立思辰、特锐德等。利用单位换手率对价格的冲击的历史数据，计算减持可能带来的价格冲击，冲击最大的个股包括乐普医疗、华谊兄弟、机器人、立思辰、吉峰农机等。

目 录

一、11月1日迎来创业板解禁高峰	4
四季度解禁 461 亿元，其中 11 月 1 日解禁 327 亿元，预计减持 127 亿	4
二、创业板解禁后减持意愿高的理由	5
创业板估值过高	5
创投机构、个人股东集中持股加大了解禁后的卖出意愿	6
三、创业板离职高管及其持股统计	7
四、创业板市场情绪持续谨慎，已反映部分预期	8
五、减持对价格冲击的测算	9

图 1 2010 年 11 月份是解禁高峰.....	4
图 2 2011 年上半年解禁规模持续较大.....	4
图 3 2012 年 10 月是解禁高峰.....	5
图 4 股改产生的小非解禁减持的比例约 63.7%.....	5
图 5 创业板 PE 是沪深 300 的 3.9 倍（历史最高 5 倍）.....	5
图 6 创业板 PE 是中小板的 1.5 倍（历史最高 2 倍）.....	5
图 7 创业板 PB 是沪深 300 的 3.9 倍（历史最高 4.3 倍）.....	5
图 8 创业板 PB 是中小板的 1.4 倍（历史最高 1.6 倍）.....	5
图 9 11 月 1 日解禁股东的持有结构.....	6
图 10 创投机构解禁的月度统计.....	6
图 11 卖方盈利预测反映全市场的情绪处于高位.....	9
图 12 卖方盈利预测反映创业板的情绪持续谨慎.....	9
图 13 市场情绪指标反映全市场的情绪处于高位.....	9
图 14 创业板资金持续流出.....	9
表 1 创业板离职高管及其持有股份.....	7
表 2 11 月 1 日解禁个股的出清天数.....	9
表 3 11 月 1 日解禁个股的价格冲击.....	10

一、11月1日迎来创业板解禁高峰

四季度解禁 461 亿元，其中 11 月 1 日解禁 327 亿元，预计减持 127 亿

10 年四季度累计解禁市值将达到 461 亿，约占创业板流通市值 1260 亿的 36.6%。按 7 月以来的创业板平均日成交金额 61 亿（剔除首日上市个股的成交金额）来计算，解禁市值/日成交金额约 756%；按 9 月份创业板月度成交金额 1232 亿来计算，解禁市值/月成交金额约 37%。

由于创业板首批 28 家公司在 09 年 10 月 30 日集中发行上市，至今年 11 月 1 日一年限售期满，将迎来集中解禁，规模为 327 亿（按 10 月 22 日价格），解禁规模超过了 28 家上市公司的总流通市值 317 亿，约占创业板整体流通市值的 26%。

按照深交所关于创业板首发原股东限售股流通的规定：

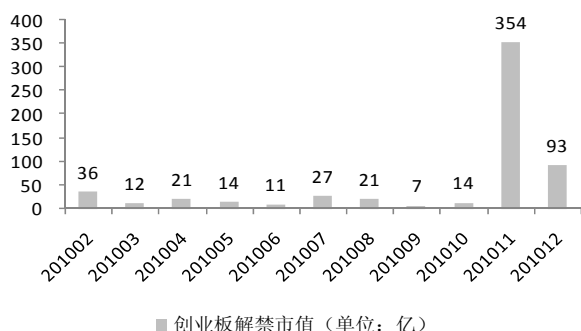
- 1、控股股东所持股份上市 3 年后流通。
- 2、上市前半年进入的投资者一年限售期，第二年解禁 50%，两年后全部解禁。
- 3、其他原股东一年限售期。

除此之外，高管一般会承诺“除前述锁定期外，在本人任职期间，每年转让的股份不超过持有股份数的百分之二十五，离职后半年内，不转让本人所持有的发行人股份”。另外上市时，一般网下发行占发行总量的 20%，限售期 3 个月。

11 月 1 日解禁的 327 亿中，公司高管（除董事长外）的持股解禁规模为 170 亿，按照招股说明书中的承诺，每年减持不超过 25%，因此实际解禁规模为 $170 \times 25\% = 43$ 亿。因此 11 月 1 日的有效解禁规模为 $327 - 170 + 43 = 200$ 亿。

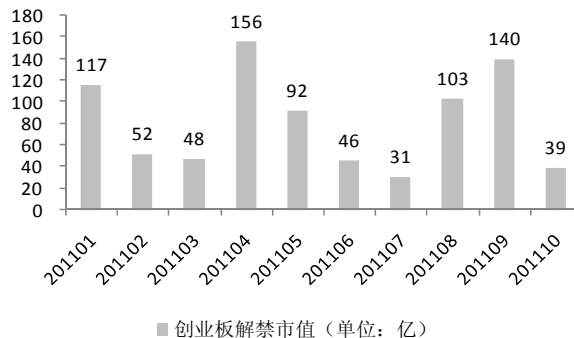
由于创业板 11 月 1 日解禁的股东和股改中的小非一样不处于控股地位，加之创业板过高的估值，减持意愿将显著高于股改产生的小非。从小非的解禁减持历史情况来看，减持占解禁比例平均为 63.7%，所以预计 11 月 1 日创业板最低的减持比例为 63.7%，达到 127 亿，占当前流通市值的 10%。以下按照 10 月 22 日收盘价统计了目前的创业板限售股解禁市值的时间序列。

图 1 2010 年 11 月份是解禁高峰



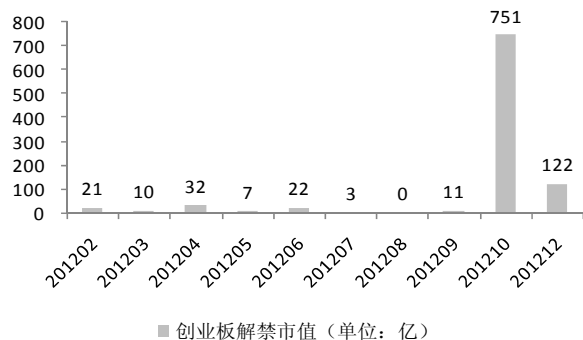
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2 2011 年上半年解禁规模持续较大



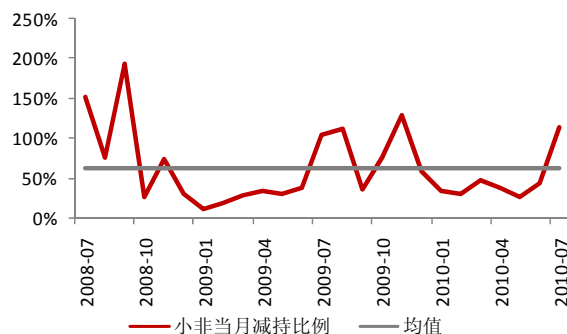
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3 2012 年 10 月是解禁高峰



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 4 股改产生的小非解禁减持的比例约 63.7%



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

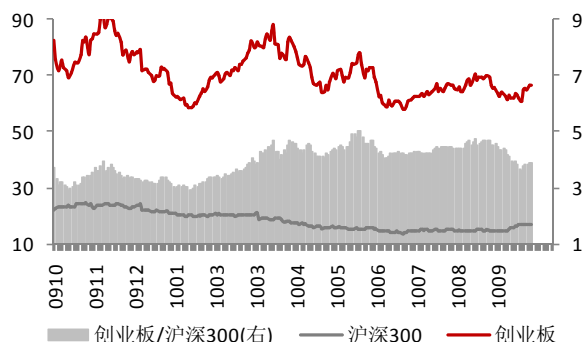
二、创业板解禁后减持意愿高的理由

创业板估值过高

从 PE 估值来看, 创业板 66 倍的 TTM 市盈率显著高于中小板的 46 倍和沪深 300 的 17 倍。从 PB 估值 (09 年净资产) 来看, 创业板 11.4 倍的市净率高于中小板的 7.9 倍, 也显著高于沪深 300 的 2.9 倍。

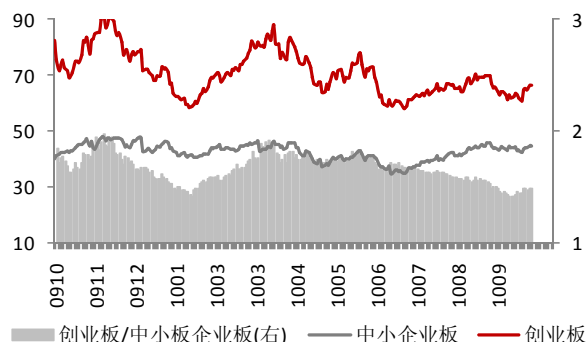
即使按 PEG 考虑, 10 年一致预期创业板 1.7, 高于中小板的 1.03 和沪深 300 的 0.53。按照中小板 45% 的预期利润增速, 创业板需要达到 65% 的利润增速才能和中小板的 PEG 匹配, 但是目前创业板 10 年的一致预期利润增速只有 39%。如果说中小板的 PEG 是合理的, 那么创业板的 PEG 一定是高估了。

图 5 创业板 PE 是沪深 300 的 3.9 倍 (历史最高 5 倍)



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

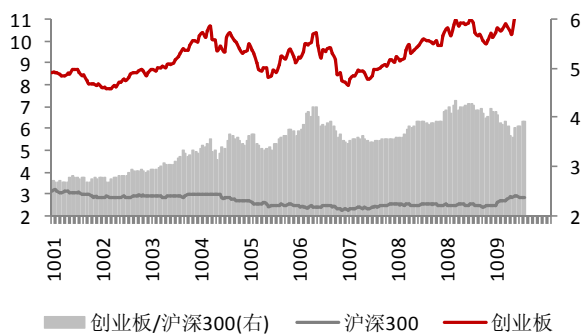
图 6 创业板 PE 是中小板的 1.5 倍 (历史最高 2 倍)



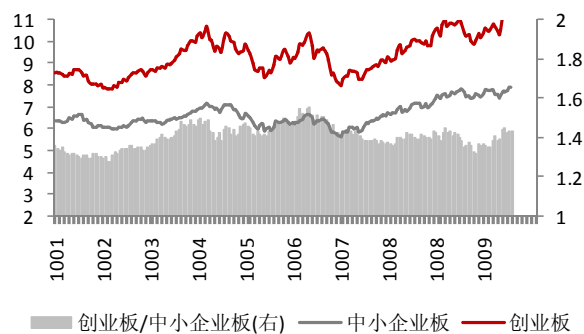
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 7 创业板 PB 是沪深 300 的 3.9 倍 (历史最高 4.3 倍)

图 8 创业板 PB 是中小板的 1.4 倍 (历史最高 1.6 倍)



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所



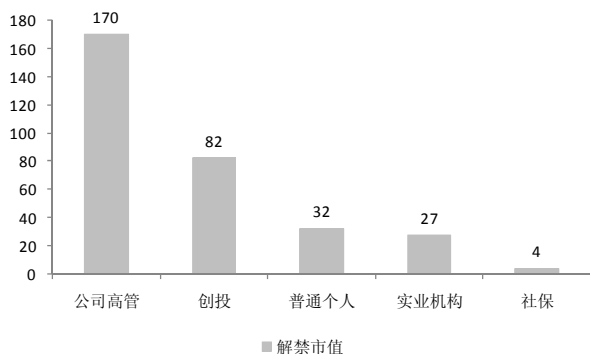
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

创投机构、个人股东集中持股加大了解禁后的卖出意愿

创业板公司的一大特点就是创投机构以及个人股东持股比例较高。一般来说，创投机构通过股份上市后的转让为退出的手段，其低廉的投资成本决定了一旦股份解禁，创投机构一定会尽可能快的撤出。另一方面，因为二级市场的涨跌并非创投的长项，创投也不会根据二级市场价格波动来决定择机退出。对于个人股东而言，利用高估值减持股票也可以迅速实现个人财富的积累，回避公司经营的长期风险。

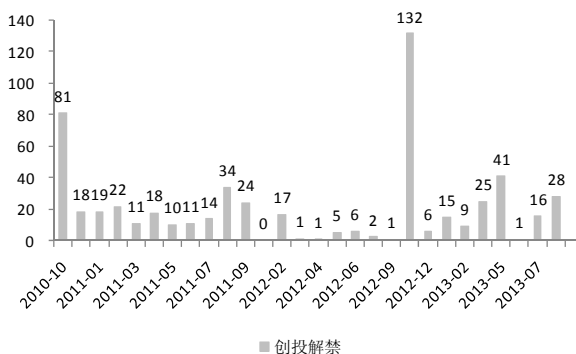
按照 10.22 价格计算，11 月 1 日解禁的 28 家上市公司中创投机构共持有未解禁市值达到 82 亿，此外个人股东持有 202 亿，其中包括了普通个人股东 32 亿和公司高管持股 170 亿。我们假设创投机构和普通个人股东在 1 年内卖出 50%（保守估计按照创投机构和普通个人股东都是上市前半年进入的投资者，第二年解禁 50%，两年后全部解禁），高管卖出 25%（假设全部按照高管承诺每年减持 25% 计算），则合计达 100 亿元，是 28 家上市公司当前流通市值的 1/3！

图 9 11 月 1 日解禁股东的持有结构



资料来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 10 创投机构解禁的月度统计



资料来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

三、创业板离职高管及其持股统计

媒体对创业板高管为了套现股票而提前离职的讨论比较多，我们统计了创业板截至目前离职的高管以及相应的持股数据发现，今年以来有37家创业板公司的高管离职，其中21家的离职高管是持有上市公司股份的，总市值约50亿，其中11月1日解禁的市值约2.7亿。

表1 创业板离职高管及其持有股份

代码	名称	高管变动	时间	离职高管的持股
300001.SZ	特锐德	总经理辞职	2010/3/8	总经理辞职后仍担任董事长
300002.SZ	神州泰岳	3个独立董事离职	2010/6/29	
300004.SZ	南风股份	董事陈峻岭辞职	2010/4/14	09年6月30日持股104万股
300005.SZ	探路者	董秘范勇建辞职	2010/6/10	09年末持股23万股
300008.SZ	上海佳豪	董事李戡辞职	2010/4/6	持有上海紫江企业集团股份有限公司10万股
300012.SZ	华测检测	2个副总裁辞职	2010/6/1	魏屹持有43万股，聂鹏翔持有35万股
300013.SZ	新宁物流	董事张小明辞职	2010/8/4	
300017.SZ	网宿科技	董事彭清辞职	2010/3/9	10年6月30日持有431万股
300019.SZ	硅宝科技	财务总监曾永红工作调动	2010/3/29	09年末持有256万股
300020.SZ	银江股份	副总裁章笠中辞职	2010/1/19	09年末持有60万股
300021.SZ	大禹节水	董事高占义辞职	2010/2/20	
300028.SZ	金亚科技	董事陆擎辞职，副总裁陈健辞职	2010-5-5; 2010/4/29	陆擎持有430万股
300030.SZ	阳普医疗	2010年10月31日所有高管任职期到		
300033.SZ	同花顺	董秘方超辞职，监事易晓梅辞职；公司董事兼副总经理朱志峰辞职	2010-1-18; 2010-2-24; 2010-8-24	
300036.SZ	超图软件	总经理助理龚娅杰离职（后任董秘兼副总经理）监事会主席王伟辞职	2010/4/29	
300037.SZ	新宙邦	总经理辞职覃九三及副总经理周达文辞职	2010/3/3	覃九三持股17812480；周达文持股13299680
300038.SZ	梅泰诺	副总裁施文波辞职	2010/2/25	施文波持股2250000
300041.SZ	回天胶业	独董钟伟辞职；董秘曾学毅辞职	2010-5-31; 2010-8-25	曾学毅持股150000
300042.SZ	朗科科技	董事长兼总经理兼法定代表人兼审计委员邓国顺辞职	2010/9/13	邓国顺持股15450000
300043.SZ	星辉车模	财务负责人陈剑丰辞职	2010/3/29	
300044.SZ	赛为智能	总经理周勇、副总经理兼董秘兼董事周嵘、常务副总经理封其华离职；代董秘陈云中离职	2010-4-7; 2010-7-8	周勇持股23457944，周嵘持股5432235；封其华持股14198087；陈云中持股4321470
300047.SZ	天源迪科	董事魏丽离职	2010/4/21	
300049.SZ	福瑞股份	审计委员会委员王俊峰离职，其他高管均于2010年12月26日任期满	2010-2-24; 2010-4-22	王俊峰持股1928040

300050.SZ	世纪鼎利	财务负责人陈勇离职（继续担任公司董秘）		陈勇持股 36000000
300051.SZ	三五互联	董事兼财务负责人兼副总经理彭勇离职，董事兼技术总监李云飞，董秘陆宏，监事汪海涛离职	2010/8/10	彭勇持股 500000；李云飞持股 120000；王海涛持股 1550000
300052.SZ	中青宝	董秘姜红离职	2010/8/26	
300055.SZ	万邦达	董事郝芳华离职	2010/6/13	
300057.SZ	万顺股份	独董刘宗柳离职；审计委员会召集人杨奇清离职	2010-5-27； 2010-6-1	
300061.SZ	康耐特	副总经理范森鑫离职；审计委员会主任王涛离职，提名委员会主任齐备离职	2010-8-17； 2010-8-15	
300063.SZ	天龙集团	职工监事章景灿离职；监事会主席陈爱平离职；行政总监万可及提名委员会主任鞠建华离职	2010-7-12； 2010-7-29； 2010-8-13	陈爱平持股 74000
300065.SZ	海兰信	职工监事高连才离职	2010/5/19	
300066.SZ	三川股份	董事来传华离职	2010/5/4	
300070.SZ	碧水源	董事于明，梁辉及总工程师俞开昌离职；职工监事崔鹏飞离职	2010-9-1； 2010-8-16	梁辉持股 8145000
300071.SZ	华谊嘉信	副总经理兼董秘孙剑离职	2010/8/23	孙剑持股 380873
300076.SZ	宁波 GQY	职工监事兼董事会证券事务代表姚徐敏及职工监事陈忠梁离职；财务总监孙海波及监事潘到亥离职	2010-7-19； 2010-8-30	
300079.SZ	数码视讯	独立董事兼薪酬与考核委员会主任于向荣及监事会主席罗茁、董事张怀雨离职	2010/8/26	
300083.SZ	劲胜股份	独立董事胡国财离职	2010/9/10	

数据来源：Wind, 财汇，华泰联合证券研究所

四、创业板市场情绪持续谨慎，已反映部分预期

我们认为创业板的高估值并不是问题，因为只要有市场情绪，高估值就能有支撑，关键在于支撑市场情绪的高成长能否实现。7 月份以来上证指数涨幅达到 24% 的情况下，创业板指数涨幅只有 10%，解禁压力抑制了创业板的反弹，我们认为创业板的走势已经反映了部分预期。

对市场情绪的跟踪显示，全市场的市场情绪处于高位，但是创业板的市场情绪持续谨慎，并没有狂热的迹象。卖方一致预期 8 月份上调了上证 A 股的整体盈利增速预测，但是对创业板的盈利增速持续下调，显示对创业板的情绪谨慎。当前创业板 10、11 年预测市盈率分别为 48、36 倍，估值并未显示狂热。市场行业结构性超额收益所反映的市场情绪也显示全市场的市场情绪处于高位，但是创业板资金持续净流出。

图 11 卖方盈利预测反映全市场的情绪处于高位



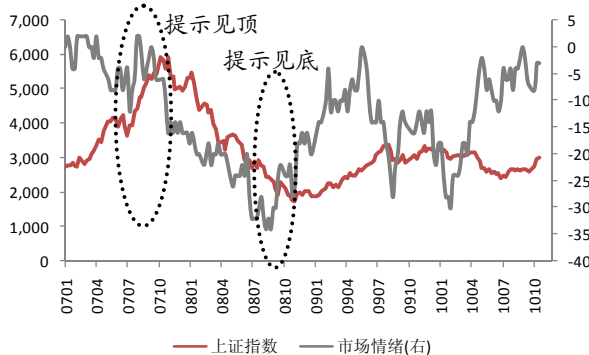
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 12 卖方盈利预测反映创业板的情绪持续谨慎



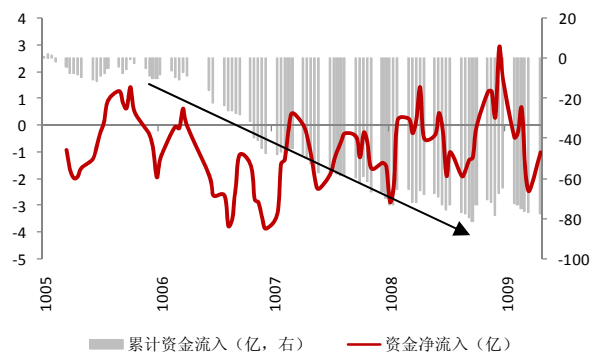
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 13 市场情绪指标反映全市场的情绪处于高位



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 14 创业板资金持续流出



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

五、减持对价格冲击的测算

如果限售股股东急于在短期内减持, 势必将对股票价格产生较大影响, 尤其是那些减持量相对较大, 当前市场成交又不够活跃的股票。出清天数指标, 可以衡量未来减持对价格的影响程度。统计个股解禁股出清所需要的换手率, 按照近一个月的平均日换手率计算所需要的出清时间(假设减持占日成交 50%)。下表统计了 11 月 1 日解禁个股的出清天数。

表 2 11 月 1 日解禁个股的出清天数

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	流通 A 股(万股)	出清所需换手率(%)	平均日换手率	出清天数
300003.SZ	乐普医疗	2010-11-1	33,653	8,200	410%	4.6%	177
300027.SZ	华谊兄弟	2010-11-1	13,639	8,400	162%	4.0%	82
300024.SZ	机器人	2010-11-1	6,122	3,410	180%	5.1%	70
300010.SZ	立思辰	2010-11-1	7,079	3,975	178%	6.0%	60
300001.SZ	特锐德	2010-11-1	2,850	3,360	85%	3.2%	53

300028.SZ	金亚科技	2010-11-1	5,676	4,440	128%	4.9%	52
300022.SZ	吉峰农机	2010-11-1	6,443	4,480	144%	6.1%	47
300020.SZ	银江股份	2010-11-1	5,534	4,000	138%	6.7%	42
300016.SZ	北陆药业	2010-11-1	2,957	2,550	116%	5.9%	40
300006.SZ	莱美药业	2010-11-1	2,196	2,300	95%	6.3%	30
300007.SZ	汉威电子	2010-11-1	3,115	3,000	104%	6.9%	30
300004.SZ	南风股份	2010-11-1	1,667	2,400	69%	4.7%	30
300025.SZ	华星创业	2010-11-1	1,920	2,000	96%	6.7%	29
300018.SZ	中元华电	2010-11-1	3,024	3,270	92%	6.7%	27
300017.SZ	网宿科技	2010-11-1	3,994	3,910	102%	8.1%	25
300021.SZ	大禹节水	2010-11-1	2,646	3,600	74%	5.9%	25
300005.SZ	探路者	2010-11-1	2,435	3,400	72%	6.5%	22
300009.SZ	安科生物	2010-11-1	3,945	3,780	104%	9.5%	22
300026.SZ	红日药业	2010-11-1	1,113	2,518	44%	4.1%	21
300013.SZ	新宁物流	2010-11-1	1,296	2,250	58%	5.9%	19
300008.SZ	上海佳豪	2010-11-1	1,741	2,142	81%	8.5%	19
300019.SZ	硅宝科技	2010-11-1	1,368	2,600	53%	6.3%	17
300014.SZ	亿纬锂能	2010-11-1	2,761	3,300	84%	12.9%	13
300011.SZ	鼎汉技术	2010-11-1	475	2,600	18%	3.5%	10
300012.SZ	华测检测	2010-11-1	601	3,150	19%	4.5%	8
300015.SZ	爱尔眼科	2010-11-1	900	6,700	13%	5.6%	5
300002.SZ	神州泰岳	2010-11-1	707	7,900	9%	4.0%	4

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

进一步地，利用历史数据计算创业板个股的单位换手率对价格的冲击，考虑减持数量占当前流通股的比例（不考虑原有流通股的跟风卖出），计算得到减持带来的价格冲击。

表 3 11 月 1 日解禁个股的价格冲击

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	流通 A 股(万股)	出清所需换手率(%)	单位换手率的价格冲击	全部减持的价格冲击	63%减持的价格冲击
300003.SZ	乐普医疗	2010-11-1	33,653	8,200	410%	0.9%	363%	225%
300027.SZ	华谊兄弟	2010-11-1	13,639	8,400	162%	1.0%	157%	98%
300010.SZ	立思辰	2010-11-1	7,079	3,975	178%	0.8%	143%	88%
300024.SZ	机器人	2010-11-1	6,122	3,410	180%	0.6%	113%	70%
300022.SZ	吉峰农机	2010-11-1	6,443	4,480	144%	0.9%	124%	77%
300020.SZ	银江股份	2010-11-1	5,534	4,000	138%	0.8%	114%	71%
300028.SZ	金亚科技	2010-11-1	5,676	4,440	128%	0.7%	95%	59%
300016.SZ	北陆药业	2010-11-1	2,957	2,550	116%	0.7%	80%	50%
300006.SZ	莱美药业	2010-11-1	2,196	2,300	95%	0.8%	73%	45%
300009.SZ	安科生物	2010-11-1	3,945	3,780	104%	0.8%	80%	50%
300001.SZ	特锐德	2010-11-1	2,850	3,360	85%	0.8%	69%	43%
300017.SZ	网宿科技	2010-11-1	3,994	3,910	102%	0.7%	73%	45%

300025.SZ	华星创业	2010-11-1	1,920	2,000	96%	0.7%	67%	42%
300007.SZ	汉威电子	2010-11-1	3,115	3,000	104%	0.6%	62%	39%
300018.SZ	中元华电	2010-11-1	3,024	3,270	92%	0.7%	62%	38%
300005.SZ	探路者	2010-11-1	2,435	3,400	72%	0.8%	54%	34%
300008.SZ	上海佳豪	2010-11-1	1,741	2,142	81%	0.7%	56%	35%
300004.SZ	南风股份	2010-11-1	1,667	2,400	69%	0.7%	48%	30%
300013.SZ	新宁物流	2010-11-1	1,296	2,250	58%	0.8%	44%	27%
300021.SZ	大禹节水	2010-11-1	2,646	3,600	74%	0.6%	41%	25%
300014.SZ	亿纬锂能	2010-11-1	2,761	3,300	84%	0.6%	48%	30%
300026.SZ	红日药业	2010-11-1	1,113	2,518	44%	0.9%	38%	24%
300019.SZ	硅宝科技	2010-11-1	1,368	2,600	53%	0.7%	34%	21%
300012.SZ	华测检测	2010-11-1	601	3,150	19%	0.8%	16%	10%
300011.SZ	鼎汉技术	2010-11-1	475	2,600	18%	0.7%	13%	8%
300015.SZ	爱尔眼科	2010-11-1	900	6,700	13%	0.8%	11%	7%
300002.SZ	神州泰岳	2010-11-1	707	7,900	9%	0.9%	8%	5%

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com