



2011 年 3 月 29 日

策略研究报告

守得云开见月明

—2011 年 2 季度 A 股投资策略

- 中国经济在全球经济复苏不确定性中保持平稳增长。欧债危机、中东及北非政局动荡及日本地震将放缓全球经济复苏进程。国内方面，一季度中国经济运行情况良好，预计全年经济仍将有望保持 9% 以上增长，一季度经济不会是全年增长的高点。
- 央行持续收缩流动性控制物价。近 5 个月来央行 6 次上调存款准备金率，虽然 M2 指标已回落到央行年初预期范围内，但目前 CPI、PPI 仍高位运行，二季度到期的流动性及外汇占款的增加将使二季度货币政策延续收缩基调。
- 年报公布将提升市场价值中枢。目前 A 股市场整体估值水平低于近 5 年来的平均水平，在 4 月份年报公布完毕后，市场价值中枢将有所提升，安全边际增加。
- 二季度市场将震荡蓄势，趋势性拐点需要进一步观察。根据观察 M1 趋势性变化与上证综指的关系、M1-M2 差值与上证综指的关系，我们认为二季度市场将进入政策观察期，不排除二季度出现全年最佳买点的可能，但趋势性的拐点能否到来我们将根据货币供应量指标结合政策及其他因素进一步观察。4 月在年报密集期可能出现市场大小盘股风格的收敛，5、6 月份则应是政策效果的重要观察期，仍维持全年行情前低后高的判断。
- 目前环境下我们拟从以下几方面寻找市场机会：一、年报期关注低估值蓝筹板块，同时考虑人民币升值因素，建议关注银行、地产、造纸等行业机会，其中地产关注交易性机会；二、食品饮料、医药生物等防御性行业虽然难以出现超额收益表现，但二季度的低点可能是全年布局的较好时机；三、战略新兴产业政策的陆续出台可能催生市场结构性机会，从中长期来看，如二季度以上品种如通过下跌消化估值压力，应是较好的中期介入时机。
- 风险提示：物价继续走高，紧缩性政策强于预期；外围环境进一步恶化。

万文字

执业证书号：S1030200010025

0755-83199546

wanwy@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，万文字，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

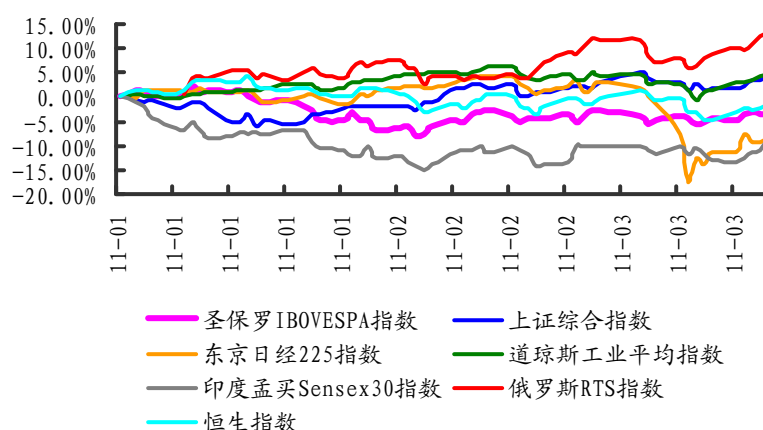
中国经济在全球经济复苏不确定性中保持稳定增长

全球经济：突发事件放缓复苏进程

年初以来，欧债危机呈现蔓延态势，影响全球经济复苏进程。同时北非与中东政局的动荡、日本大地震等突发事件增强全球经济复苏的不确定性。但 3 月中旬 OECD 的领先指标显示，欧元区、日本和美国经济继续强劲扩张，虽然全球经济复苏进程可能因为突发事件而放缓，但扩张趋势基本得以确立，全球第三大经济体日本地震对全球经济的影响需进一步观察。

在此背景下，一季度全球主要证券市场涨跌互现，其中受地震冲击的日本证券市场的日经 225 指数跌幅居前；而自去年以来进入加息周期（已连续 8 次加息）的印度股市表现也较为弱势。

Figure 1 今年一季度全球主要证券市场股指表现

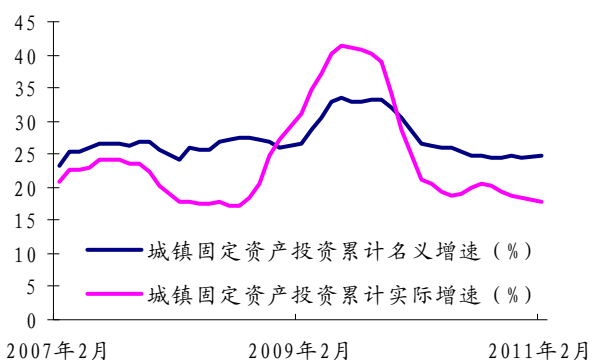


资料来源：wind、世纪证券研究所

中国经济：稳定增长，物价高位引发持续的银根收缩政策

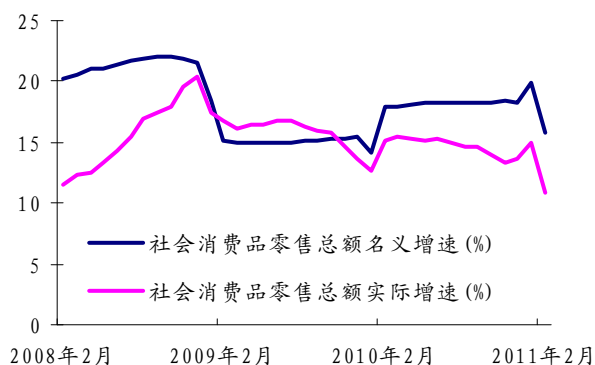
从拉动经济增加的三驾马车来看，今年前 2 个月城镇固定资产投资增速保持稳定增加，但值得关注的是在生产资料价格上涨的情况下其实际增速出现放缓，今年前 2 个月新开工项目计划投资额出现下降，考虑到今年国家对保障性住房建设将有推进措施提升完工率，预计全年投资将仍是保证经济平稳增长的主要动力；1-2 月社会消费品零售总额因季节性因素出现一定程度下滑，其中汽车消费量的下降影响相对明显，考虑到今年保民生、稳增长是政府的主要工作目标之一，预计调节收入分配结构、促消费方面政策措施都将对消费增长起到促进作用，全年消费仍将稳中有升。

Figure 2 城镇固定资产投资名义与实际增速保持平稳



资料来源: wind、世纪证券研究所

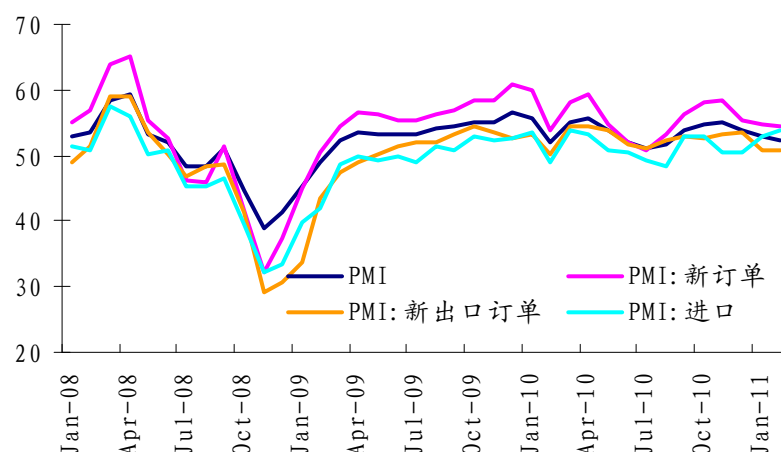
Figure 3 社会消费品零售总额名义与实际增速略降



资料来源: wind、世纪证券研究所

根据 2 月份最新数据, PMI 指数在春节效应及流动性收紧背景下出现小幅放缓, 这是自 12 月以来 PMI 指数连续 3 个月小幅放缓, 而新出口订单及进口环比均出现小幅上涨, 表明目前外贸整体形势依然相对乐观。

Figure 4 PMI 指数在 50 上方徘徊



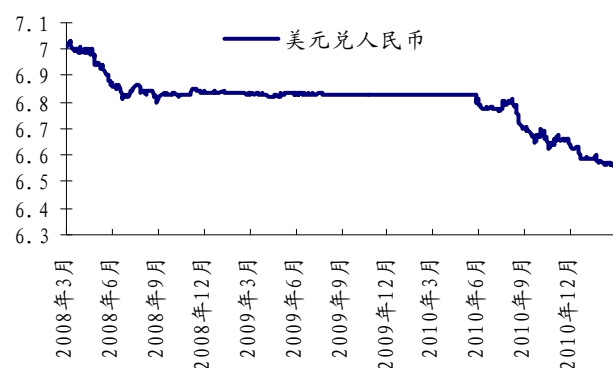
资料来源: wind、世纪证券研究所

今年我国外贸总的政策方针是“稳出口、扩进口、调顺差”, 即拟通过调顺差来减少因此增加的流动性, 商务部发布《关于“十二五”期间实施积极的机电产品进口促进战略的若干意见》, 再次强调加大进口; 2 月份我国出现 73 亿美元左右的贸易逆差, 在现行汇率制度下, 这有助于缓解攀高的外汇占款, 目前市场担忧日本地震后我国出口将会受到一定影响并使逆差持续。据此, 有分析认为逆差可能在一定时间内存在, 人民币升值压力将减缓。

而国际清算银行 BIS 最新公布的数据显示, 2 月份人民币名义有效汇率指数为 113.22, 环比下滑 0.33%; 2 月人民币实际有效汇率指数为 120.91, 环比升 2.43%, 数据公布后部分国际投行对人民币升值预期增强。从近年历史数据来看, 2 月份季节性因素是造成逆差的主要原因,

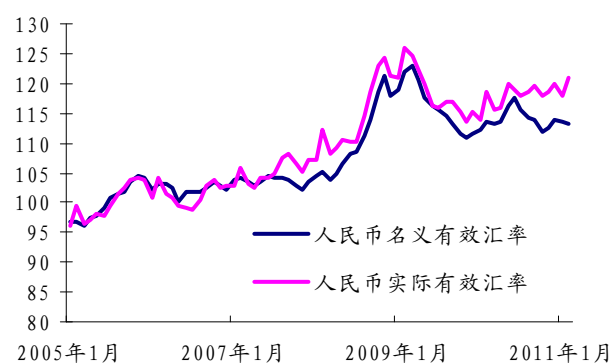
预计二季度贸易结余将回归顺差。从全年来看，为保持经济结构调整的平稳进行，全年实现贸易顺差应无悬念。近日央行货币政策司司长也表示在一段时间内国际收支顺差可能还将持续，而趋于平衡应是大趋势。近月在人民币实际有效汇率抬头的背景下，我们认为贸易顺差趋于平衡需要一定时间来平缓过渡，而短期内人民币升值压力仍将存在。

Figure 5 美元兑人民币持续走低



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 6 人民币实际有效汇率上升



资料来源: BIS 网站、世纪证券研究所

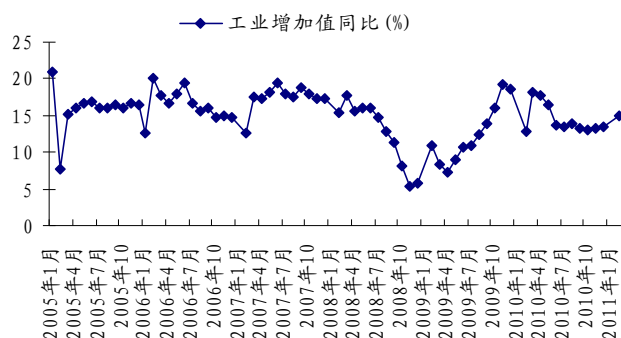
全年经济有望保持 9%以上增长

“十二五”期间是中国经济转型期，过去过度依靠投资和出口的经济发展模式难以为继，在主动的经济转型、劳动力成本上升的大背景下，经济增速应有所放缓。今年两会期间，温总理宣布“十二五”期间的经济增长目标为 7%，2011 年我国经济增长目标为 8%，整体来看，一季度中国经济运行情况良好，全年经济仍将有望保持 9%以上增长，一季度经济不会是全年增长的高点。在今年经济运行过程中，我们主要关注两方面对市场的影响：一、全年 CPI 调控目标为 4%，何时 CPI 下行趋势能够得以确立，从而消除政策的不确定性；二、在外围形势较预期更为复杂的情况下，为保证经济平稳增长预计转变经济增长方式，调整经济结构的措施将会相对温和，保民生、防通胀、稳增长是目前更为重要的任务，我们将关注后续相关政策对各行业的影响。

工业生产保持平稳较快增长

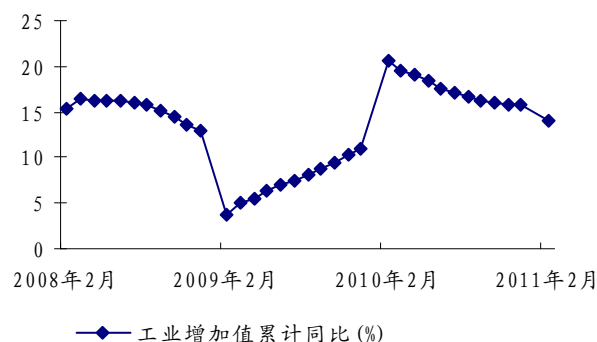
今年 1-2 月我国工业增加值同比维持稳定增长，年初节能减排压力的减轻及海外需求的恢复对工业生产起到稳定作用，而累计同比值呈现回落趋势，主要是由于 2010 年初在 2009 年初基数较低基础上增速较高所致。

Figure 7 工业增加值同比



资料来源: wind、世纪证券研究所

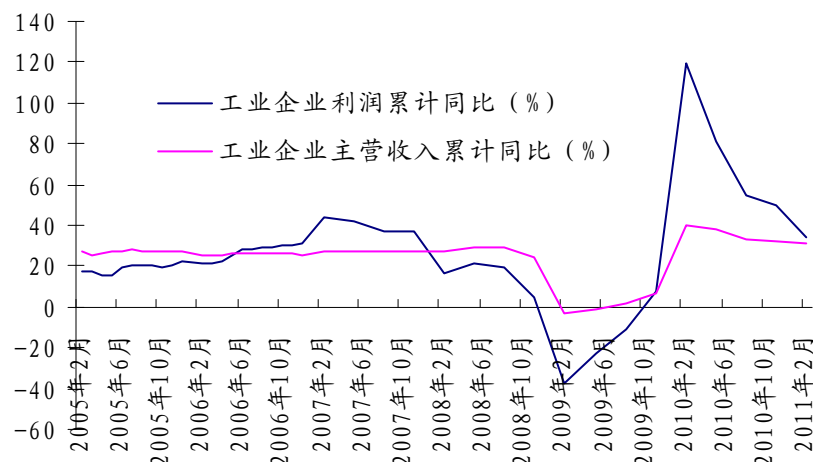
Figure 8 工业增加值累计同比



资料来源: wind、世纪证券研究所

近日国家统计局数据显示, 2011 年 1-2 月全国规模以上工业企业利润同比增长 34.3%, 收入同比增长 31%, 自 2010 年 2 月以来, 工业企业利润增速高位回落的原因是由于 2009 年增速为负值, 此次公布的工业企业收入及利润 30%左右的同比增速表明我国实体经济保持稳定增长势头。

Figure 9 工业企业收入及利润累计同比



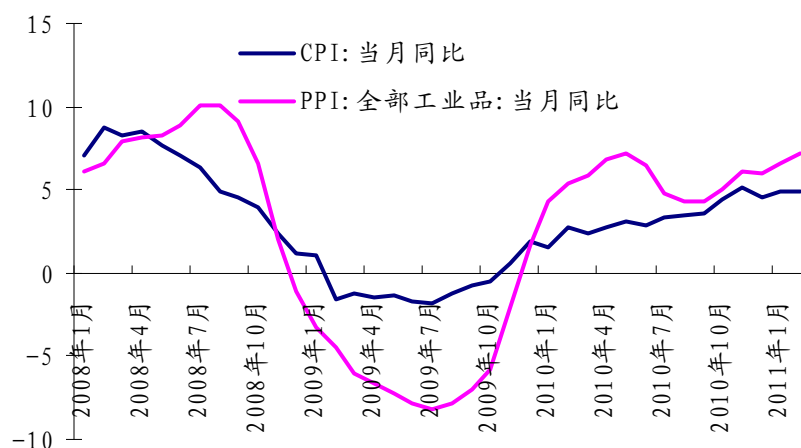
资料来源: wind、世纪证券研究所

央行持续使用数量型工具收缩流动性调控物价

CPI、PPI 高位运行, 投资者消费信心下降

2009 年 12 月国内 CPI 及 PPI 双双由负转正, 随后持续走高, 去年 11 月 CPI 达到 5.1%的峰值, PPI 则在在今年 2 月创下同比增长 7.2%的此轮高点。2011 年我国对 CPI 的计算方法进行了调整, 今年前 2 个月 CPI 同比增长均为 4.9%, 但消费者对物价维持高位或进一步走高仍存预期。

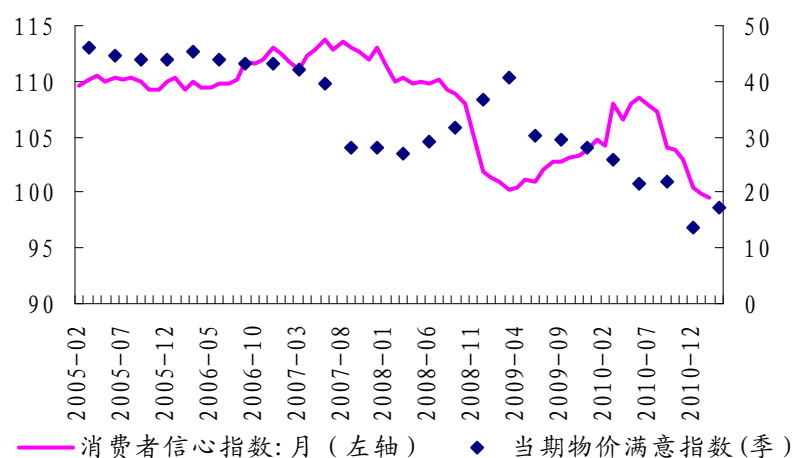
Figure 10 CPI 及 PPI 同比增长



资料来源: wind、世纪证券研究所

今年前 2 个月消费者信心指数跌破 100，为近年来的低点，但 2 月份指数较 1 月份略有回升；同时 3 月对城镇储户调查的物价满意度指数也较去年年底有所回升，表明在国家采取各种措施稳定物价背景下消费者信心有所恢复。

Figure 11 消费者信心及物价满意度略有回升

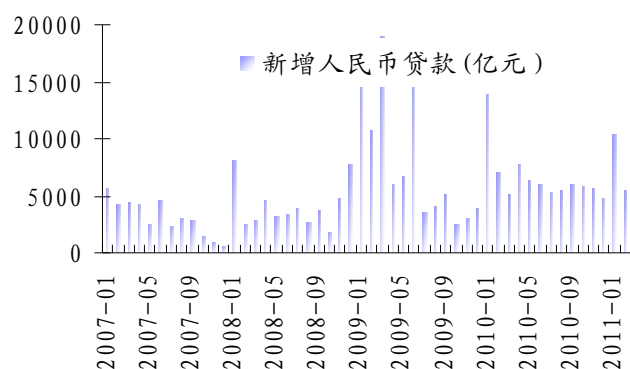


资料来源: wind、世纪证券研究所

外汇占款增加货币被动投放

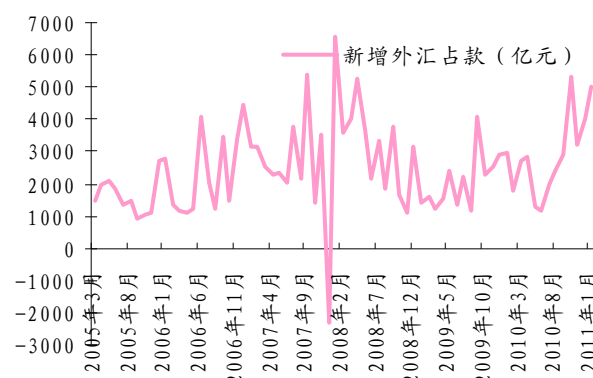
今年年初前两个月，我国新增人民币贷款分别为 10400 亿元、5356 亿元，2 月数据略低于此前市场预期，信贷规模得到一定控制，表明收缩流动性措施效果逐步显现；而值得关注的是今年前 2 个月金融机构新增外汇占款回升，两个月累计增加值达到 9000 亿元以上，该指标自去年 10 月份以来上升明显，在一定程度上形成货币被动超发，从而增加国内资金流动性。就二季度来看，在外围宽松政策持续背景下，外汇占款增加导致的基础货币数量上升的压力仍值得警惕。

Figure 12 新增人民币贷款相对平稳



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 13 金融机构新增外汇占款上升



资料来源: wind、世纪证券研究所

央行频繁回收流动性，二季度将持续

2010 年以来，央行频繁采用上调存款准备金率、公开市场业务等数量工具回收流动性。自去年 11 月份以来，央行已上调存款准备金率 6 次，每次上调 0.5 个百分点，单次约冻结流动性在 3000 亿-4000 亿元之间。

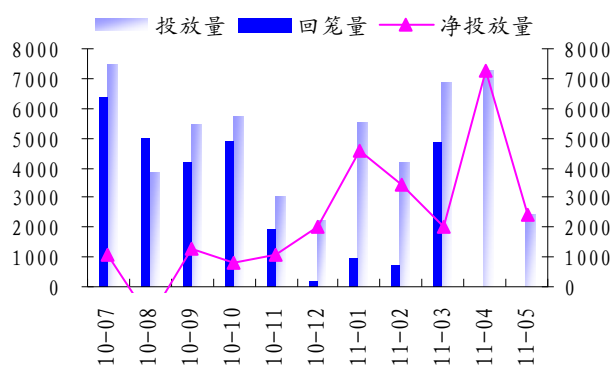
Figure 14 近 5 个月来央行 6 次上调整存款准备金率

调整时间	调整前	调整后	调整幅度
2011 年 3 月 25 日	(大型金融机构) 19.5%	20%	上调 0.5%
	(中小金融机构) 16%	16.50%	上调 0.5%
2011 年 2 月 24 日	(大型金融机构) 19%	19.50%	上调 0.5%
	(中小金融机构) 15.5%	16%	上调 0.5%
2011 年 1 月 20 日	(大型金融机构) 18.5%	19%	上调 0.5%
	(中小金融机构) 15%	15.50%	上调 0.5%
2010 年 12 月 20 日	(大型金融机构) 18%	18.50%	上调 0.5%
	(中小金融机构) 14.5%	15%	上调 0.5%
2010 年 11 月 29 日	(大型金融机构) 17.5%	18%	上调 0.5%
	(中小金融机构) 14%	14.50%	上调 0.5%
2010 年 11 月 16 日	(大型金融机构) 17%	17.50%	上调 0.5%
	(中小金融机构) 13.5%	14%	上调 0.5%

资料来源: 搜狐网、世纪证券研究所

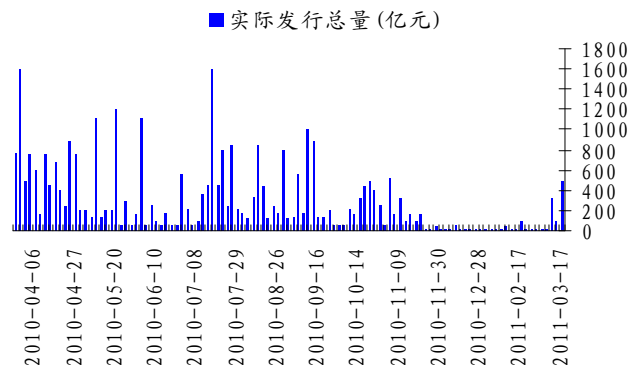
央票是公开市场操作工具之一，是央行调节商业银行的超额准备金而发行的短期债务凭证，其作用效果相对平缓。去年四季度以来由于发行利率与二级市场收益率水平倒挂(3 月初 1 年期央票倒挂约 30 个基点)，其回收效果并不明显，今年以来发行呈现地量。

Figure 15 3、4 月份公开市场上货币回笼的压力大



资料来源: wind、世纪证券研究所

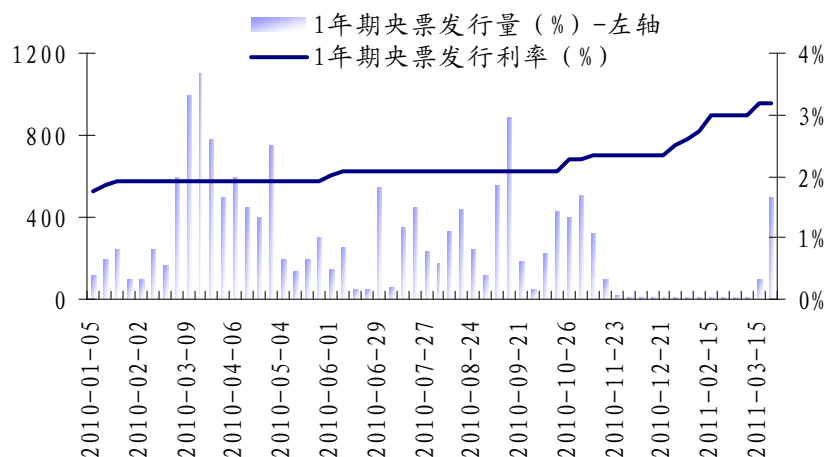
Figure 16 2011 年以来央票发行量明显萎缩



资料来源: wind、世纪证券研究所

3 月中旬央行提高一年期央票利率水平, 3 月最后一周央票发行量明显提升, 公开市场货币功能逐渐恢复, 将提高央票对冲流动性的能力。

Figure 17 1 年期央票发行利率提高后发行量上升



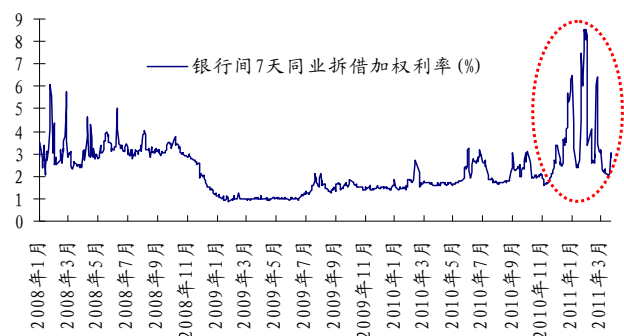
资料来源: wind、世纪证券研究所

虽然 2 月份最新货币供应增速已达到调控目标, 但 4 月份央票到期数量达到 7000 亿元以上 (同时到期正回购也有上千亿元的额度), 5 月份公开市场到期资金有所回落, 但 6 月份仍将回升; 结合前 2 个月外汇占款维持高位、国际大宗商品价格维持高位、中国全年 4% 的 CPI 调控目标及近期央行的表态, 预计为对冲到期流动性及外部流动性, 二季度数量工具仍将被运用, 同时不排除央行采用加息等价格工具收紧流动性的可能。

收缩流动性效果进入观察期

我国自去年下半年以来密集通过货币政策工具收缩流动性，从货币政策外部时滞角度来看，今年二季度应进入政策效果观察期。

Figure 18 银行间 7 天拆借加权利率略有走高



资料来源: wind、世纪证券研究所

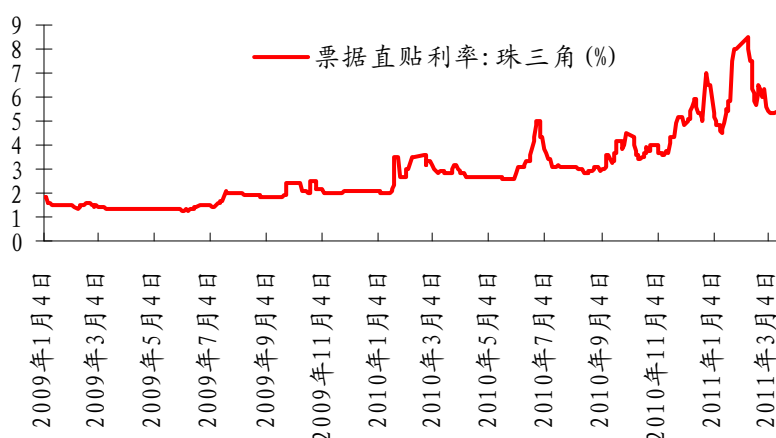
Figure 19 银行间 7 天回购加权利率略有走高尚



资料来源: 世纪证券研究所

今年以来银行间回购利率算术平均水平较 2009 年水平有所走高，但就从一个较长时间来看，目前利率水平仍然维持相对低位，反应市场资金面相对宽松。

Figure 20 珠三角票据（6 个月）直贴利率（%）有所走高



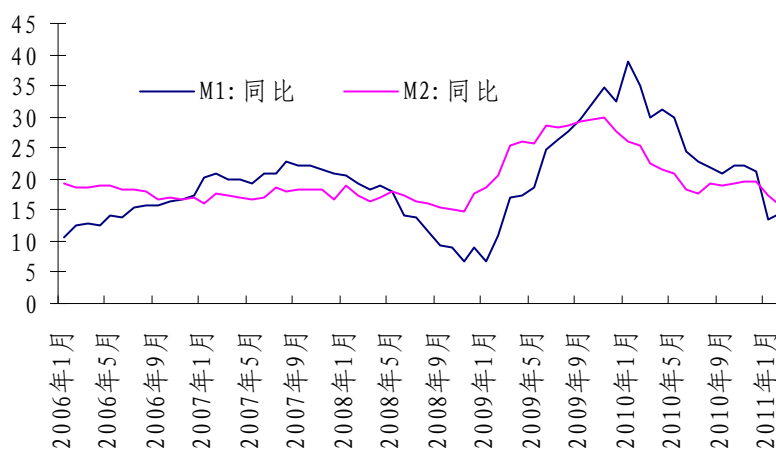
资料来源: wind、世纪证券研究所

进入 3 月以来，珠三角、长三角、环渤海、中西部地区票据直贴利率明显上升，今年以来整体水平明显高于去年全年。

对于流动性与政策紧缩的理解，我们认为上半年央行持续使用货币政策工具回收流动性，但也意味着期间资金流动性的充裕，市场的担忧并不在于由政策紧缩而产生的流动性不足（最近一次上调存款准备金率后上海银行间同业拆放利率上升幅度小于前两次），从而对证券市场资金产生负面影响，而更多的在于对政策预期层面；从相对乐观的角度来说，如果二季度物价指数有所回落，内外部流动性压力有所减缓，下半年紧

缩性政策工具使用将减少甚至不被使用，但同时也意味着市场利率水平回升，市场资金面已相对收紧，而对证券市场较为有利的是政策的不确定性减少，投资信心的稳定。

Figure 21 M1 与 M2 同比增速回落

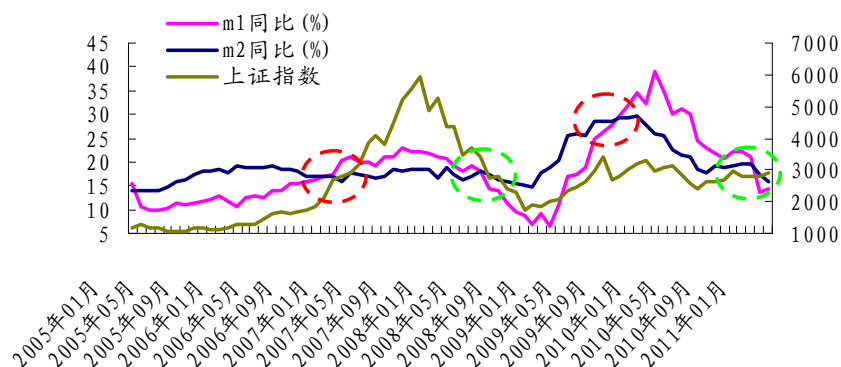


资料来源: wind、世纪证券研究所

货币增速自 2010 年 2 月以来呈现缓步下行，但在去年年底以前 M1 一直维持 20%左右水平，今年前两个月货币增速度明显下行，M1 同比增速连续两个月低于 15%。自今年 1 月份，M1 增速低于 M2，收紧流动性的货币政策实施效果逐渐显现。2 月份 M2 增速为 15.7%，接近央行制定的 16% 的调控目标。

观察近年来国内货币供应量指标与证券市场走势关系，我们可以看出，流动性较强的 M1 指标与 A 股市场走势关联度相对较高。M1 增速大于 M2，意味着企业的活期存款增速大于定期存款增速，市场经济行为较为活跃，证券市场随之表现也相对活跃。

Figure 22 M1、M2 与上证指



资料来源: wind、世纪证券研究所

根据近 5 年来 M1 指标形成趋势性上行或下行阶段上证综指表现可以看出，M1 增速进入持续上升时，市场出现较好上行走势；而 M1 增速呈现趋势性下行时，市场随之出现下行。此次 M1 自去年 3 月份至今年 2 月已经持续 12 个月出现下行，A 股市场表现较为弱势，但跌幅未超过 5%。

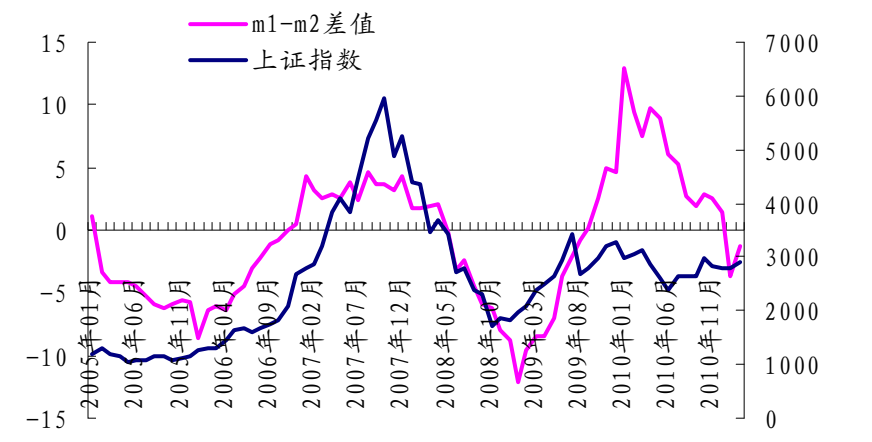
Figure 23 M1 与上证综指表现

时间	M1 情况	市场表现
2006 年 1 月-2007 年 10 月	同比增速稳定增长，期末达到最高 22.21%	上证综指上涨 413%
2007 年 11 月-2009 年 1 月	同比增速持续下滑，期末达到最低值 6.68%	上证综指下跌 67%
2009 年 2 月-2010 年 2 月	同比快速回升，期末峰值达到 34.99%	上证综指上涨 53.31%
2010 年 3 月-2011 年 2 月	高位回落，今年 1 月低值为 13.6%	上证综指下跌 4.8%

资料来源：wind、世纪证券研究所

下面我们通过观察 M1-M2 差值与指数表现，试图分析货币供应对目前市场走势的影响。自 2005 年 2 月开始 M1-M2 持续出现逆剪刀差，2006 年 1 月 M1-M2 逆剪刀差值达到峰值-8.58%，在此后差值逐渐收敛的过程中，2006 年上证综指上涨 130%；2008 年月 5 月以上两个指标再次出现逆剪刀差，并于 2009 年 1 月达到峰值-12.11%，2009 年全年上证综指涨幅为 80%。时隔一年后，M1、M2 逆剪刀差再现，2011 年 1 月份逆差值为-3.6%，2 月份为-1.2%，目前值是否为逆差峰值、市场是否会出现趋势性拐点是值得我们思考的问题。结合目前国内资金流动性情况来看，CPI 仍然高位运行，我们预计二季度上调存款准备金率、发行央票等收缩流动性政策仍然可以预期，我们认为该逆差值在今年二、三季度可能达到峰值，主要是通过 M1 同比增速的下降来实现，M1 与 M2 逆差值如进一步扩大，界时关注到的低点可能是相对确定的拐点。

Figure 24 M1-M2 差值与上证指数关联较高



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 25 M1、M2 呈现剪刀差前后市场表现

M1、M2 相交时间	市场表现
2006 年 12 月 M1-M2 开始剪刀差	上证综指前期已经确定上行趋势，后期延续上行走势
2008 年 5 月 M1-M2 开始逆剪刀差	上证综已经下跌超过半年，此后市场延续下跌走势
2009 年 9 月 M1-M2 开始剪刀差	此前市场维持弱势震荡，此后市场维持了约一季度的反弹行情
2011 年 1 月 M1-M2 开始逆剪刀差	此前市场维持弱势，至目前市场小幅上扬，此后？？？

资料来源：wind、世纪证券研究所

根据对 M2 及 M1-M2 差值变化的分析,我们认为从货币供应量角度来看,自去年 4 月份以来市场开始对货币增速的放缓逐渐进行反应,到年初 M1-M2 出现逆差,2 月份有所收敛,如该逆差值扩大,市场短期内难以形成转折性拐点;而该逆差值由底部回升时可密切关注市场相对确定的拐点性机会。同时由于市场的拐点往往较差值拐点提前出现(主要是由于市场对货币政策的不确定性预期已经开始减弱),因此不排除二季度出现全年最佳买点的,我们认为市场将会在二季度寻找这一积极信号。

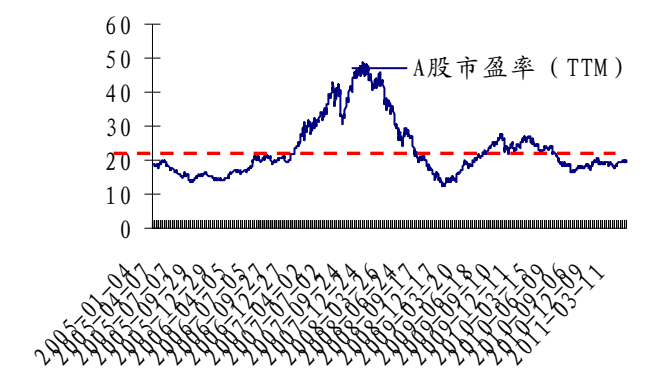
从市场行为方面理解,二季度收缩流动性的措施还将继续,同时政策效果也进入观察期,这也将进一步决定下半年的政策基调。

年报提升市场安全边际

就目前 A 股市场估值水平来看(以 3 月 24 日收盘价计算),全部 A 股市盈率(TTM)约为 20 倍左右,低于 2005 年以来的平均水平。

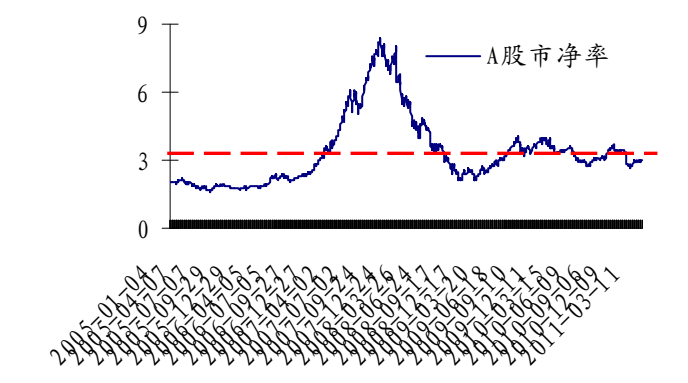
在年报公布完毕,市场静态估值水平下行、价值中枢应有所上移背景下,市场的稳定性应好于一季度,市场结构性机会也将进一步增加。据中证报统计数据显示,截止 3 月 29 日,已披露年报的 1039 家公司营业收入同比增幅达 35.05%; 归属母公司股东净利润同比增长 36.89%。

Figure 26 市场估值略低于近五年平均水平



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 27 市场估值略低于近五年平均水平

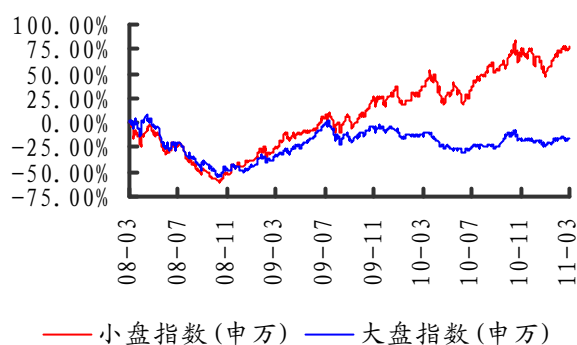


资料来源：wind、世纪证券研究所

二季度徘徊中等待政策预期明朗

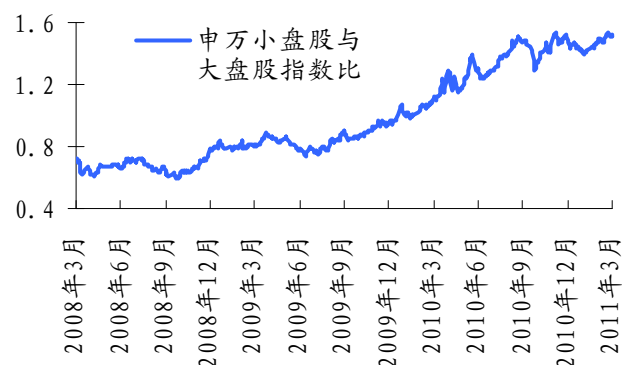
一季度上证综指在 2600 点-3000 点之间维持箱体震荡格局；风格特征方面，亏损板块、小盘板块、高市盈率板块表现仍然超越绩优板块、大盘板块及低市盈率板块，因此大小盘股表现发散特征并未出现有效收敛。

Figure 28 申万大、小盘股指数风格特征继续发散



资料来源: wind、世纪证券研究所

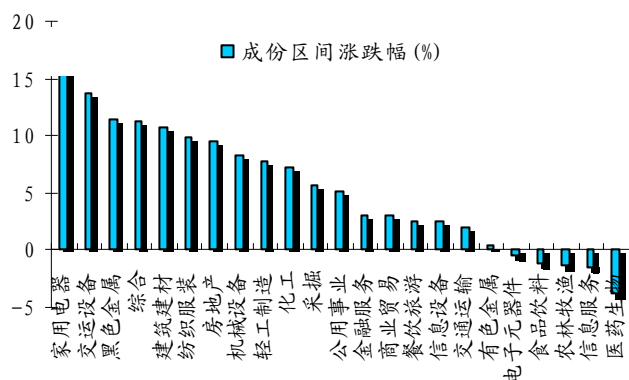
Figure 29 申万大小盘股指数近三年比值维持高位



资料来源: wind、世纪证券研究所

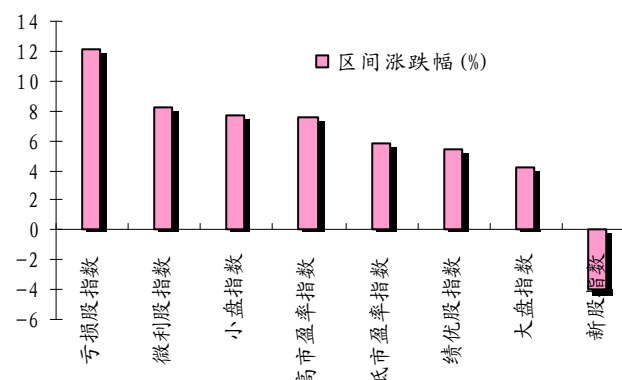
行业方面，家用电器、交运设备、黑色金属、建筑建材等行业表现相对强势，而医药生物、农林渔牧、食品饮料等防御性行业表现相对较弱。

Figure 30 防御性行业表现相对较弱



资料来源: wind、世纪证券研究所

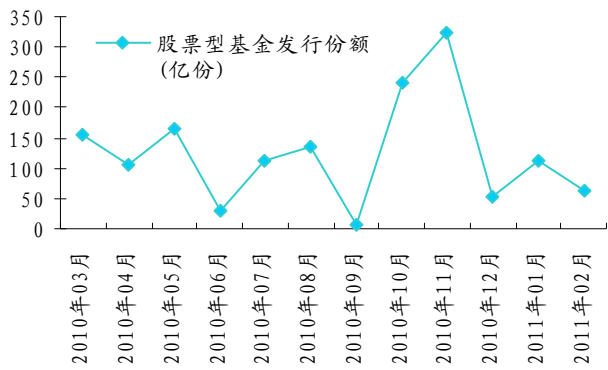
Figure 31 大盘绩优股表现相对较弱



资料来源: wind、世纪证券研究所

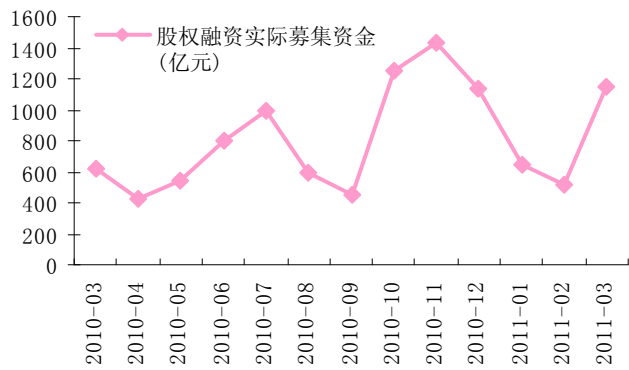
简单分析短期市场资金供需情况，今年前 2 个月股票型基金发行相对平淡，而同期市场股权再融资依旧较为活跃，短期内市场资金维持弱平稳格局。但我们始终认为，资金流动性宽松是影响市场趋势的主要因素之一，但短期内股票市场资金不充裕应是基本面因素形成的结果，而不是导致市场疲弱的根本性原因。

Figure 32 股票型基金发行较为平淡



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 33 市场股权融资保持相对高位



资料来源：wind、世纪证券研究所

观察 3 月份以来 20 个交易日市场资金流向，行业涨幅居前及有资金流入迹象的品种以权重品种居多。3 月底中小盘股的大幅下跌与大盘股的抗跌表现形成鲜明对比，二季度初期应关注资金加大对大盘股关注力度后对小盘股资金的挤出效应，即短期市场可能呈现风格转换，而市场能否实行中期风格转换需要进一步观察。

Figure 34 3 月前 20 个交易日资金流入权重品种

板块	板块涨幅 (%)	资金流入/流出
房地产开发	9.44	1.044
煤炭	7.72	1.044
钢铁	7.07	1.042
银行	6.55	1.035
有色	4.79	1.026
综合	-0.33	1.02
建材	7.38	1.015
化学原料药	4.85	1.011
园区土地开发	3.83	1.005
纺织服装	5.33	1.002
贸易	5.36	1.001

资料来源：天相 2008 系统

总体来看，我们认为在二季度我国经济仍将保持平稳运行，在物价水平仍明显高于调控目标的情况下，收缩流动性的措施将继续实施，且利率等价格工具被运用的可能性加大，以上措施目前也已基本在市场预期范围内；而在二季度的后半段，即 5 月、6 月货币政策实施效果观察更为重要，这应成为下半年政策确定的主要依据。而从 A 股市场来看，我们认为二季度市场将震荡蓄势，不排除二季度出现全年最佳买点的可能，但趋势性的拐点能否到来我们将根据货币供应量指标结合政策及其

他因素进一步观察，仍维持全年行情前低后高的判断。

投资策略方面，二季度我们主要从几方面关注市场投资机会：一、4 月份为年报密集公布期，在银行、地产等权重板块有较好业绩增长预期的背景及目前大小盘股表现仍未出现风格收敛的情况下，可关注低估值权重品种投资机会，如银行、地产；二、根据前面的分析，我们认为二季度人民币升值趋势将延续，可关注相关受益行业，如银行、地产、造纸等行业，航空业虽然也将在受益于人民币升值，但由于油价预计在一定时间内将保持高位运行，暂不建议关注；地产从行业政策角度看中期机会不确定，短期关注年报期估值修复带来的交易性机会。三、食品饮料、生物医药等防御性行业经过一季度的调整后估值明显回落，在看好全年消费增速度的背景下，我们认为二季度以上行业虽然难以带来超额收益表现，但从中长期可考虑择低点适当布局；四、中长期我们依然看好七大战略性新兴产业，两会后的二季度可能成为产业政策出台的相对密集期，从而给市场带来结构性机会，其中节能环保、新一代信息技术、新能源、生物技术等行业可能在年报公布期内面临估值压力，在压力释放完成后投资者可考虑中期予以布局。

风险提示：物价继续走高，紧缩性政策强于预期；外围环境的进一步恶化。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.