

证券研究报告

反弹，反复，反转

证券分析师

王韧（首席策略研究员）

S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

摘要：目前处于新一轮资产轮动周期的起点，股市反弹将延续至 11 月，但年底至年初行情存反复可能，反转窗口在明年 1 季度末。估值环境改善和业绩风险释放并行条件下，建议配置上攻守兼备，重点关注蓝筹、中盘和低估值品种。

- **回暖的动力：各种正面因素的累积开始发酵。**上周市场强劲反弹，“绿九红十”峰回路转。10 月以来，外围市场趋稳、政策积极信号、市场资金面改善释放短期正面因素；中长期看，通胀步入下降通道，增长风险开始释放，两种力量颠倒带来整个政策逻辑转换预期；高利率民间借贷风险暴露和整治推动市场利率回落，有望缓解股市估值压力。各种正面因素积累发酵是市场回升的核心动力。
- **短期看反弹：估值环境最坏时刻已逐步过去。**即使急涨后出现短期震荡，但反弹动力并未衰竭，11 月市场反弹格局有望延续：第一，利率双轨和市场利率攀升是今年股债双杀导火索，政策微调推动的利率并轨和市场利率回落过程将推动估值环境继续改善；第二，海外形势继续好转，通胀回落继续确认，业绩虽有中期隐忧但短期冲击有限；酝酿反弹的短期条件并未变化。
- **中期有反复：反弹到反转仍需消化潜在利空。**坚持短期反弹而非反转判断，目前仍处新一轮“债券-股票-商品”轮动周期起点，债市反弹未结束，股市反弹到反转仍需消化两个利空：一是年底现金回帐、机构降仓止损，国企业绩考核与减持等潜在冲击；二是业绩风险释放带来的基本面冲击。预计明年 1 季度末，长债和信用债反弹结束，短债收益率再次下调之时，股市反转时机才真正到来。
- **配置主题词：蓝筹、中盘、低估值。**反弹到反转之间的市场环境集中体现为估值环境改善和业绩风险释放并行，这将改变过去权重股搭台，概念股唱戏的反弹逻辑，业绩确定性和估值合理性成为配置核心线索。建议逢高减持业绩风险较大的中上游周期股和中小盘概念股，对消费股坚持观望、等待和择机布局策略，继续关注金融、石化、电力设备等领域的低估值蓝筹和可转债品种。

一、重要数据和事件提醒

1.1 重要数据变化分析：

市场面数据方面，我们观测到：

公开市场方面，本周继上周实现回笼货币后再次出现净回笼 200 亿元，其中到期资金量为 1000 亿元，回笼资金量为 1200 亿元。但值得引起我们注意的是，27 日央行发行 10 亿元的 3 月央票，并停发了已经连发两周的 3 年期央票，可见央行旨在维持资金面的相对宽松。从资金的供给和价格来看，近几个交易日 Shibor 利率走高，主要是商业银行月末考核时点临近的原因导致，考虑到管理层稳定流动性的意愿较强，预期资金利率回升仅仅是短期因素所致，其可持续性较差。

宏观经济方面，国内政策定调为“适时适度进行预调微调”。政府对于微小企业信贷支持进行落实，允许 4 个地方政府自行发债和政府“背书”铁道债，以及 27 日推出的“增值税制度改革试点”，都是政策微调的体现。

行业监测数据方面，我们观测到：

- 本周动力煤市场运行向好，各地价格上涨明显。沿海各航线运价继续回调，秦皇岛港库存略有回升，电厂存煤提升至 19 天。
- 本周钢价现货期货加速下跌，期现价差继续大幅下降。库存本周继续下降，长材降幅大于板材。本周社会库存继续下降，其中长材下降 2.99%，板材下降 0.41%。
- 9 月汽车销量同比增长 5.5%，前三季度累计同比增长 3.6%。汽车业销量同比增幅自 5 月以来逐月走高。
- 本周 BDI 收 2018 点，较上周下跌 6.48%。主要因为上周大幅反弹之后的调整所致。

1.2 重要事件提醒和分析

表1 上周政策动态回顾

	政策类型	领导人(相关部门)	时间	重要政策内容及事件描述	市场影响预判	相应主题 投资板块和公司

领导动向	宏观调控	温家宝	2011-10-29	国务院总理温家宝<u>罕见地在周六,即29日主持召开国务院常务会议。</u>	结合近期主要领导的表述,我们得出如下三个结论:1、“保增长”的重点正在<u>逐步提上政策调控的议程。</u>2、投资有保有压保在建,压制房地产。3、整体政策进入“由紧转中”,流动性应不会再紧,但全面放松的可能性不大。 在高层领导的眼里,现在是国内调结构正当时,同时对国外复杂环境随时保持警惕。区别于之前“把握好宏观调控的方向、力度和节奏,更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性。”的表述,本次讲话在“更加注重”之前插入了“要敏锐、准确地把握经济走势出现的趋势性变化”,并补充了“适时适度进行预调微调”。我们认为这个预调微调既指财政政策,又指货币政策,但是以财政政策为主,货币政策方面目前只有3年期央行的发行利率出现松动,而与其说这种松动和通胀相关,不如说和增长的相关度更大。“保增长”作为政策重点正在逐步提上政策调控的议程。 领导同时指出坚定不移地搞好房地产调控。各地政府要切实负起责任,继续严格执行政策,进一步巩固调控成果。增加普通商品住房用地,促进房价合理调整。党中央、国务院采取了综合政策情况下,商品房价现在总体上趋于稳定,一些城市开始有下降苗头,一些二、三线城市还在涨着,但是涨幅开始减小。<u>这说明对于房地产投资调控的调控仍然很紧,对于投资的放松是一种结构性放松。</u> <u>如果为达到投资结构性放松的目标,流动性就不能全面“放松”,只是不会进一步收紧。</u>	利好经济预期。利空房地产。
	宏观政策	周小川	2011-10-26	周小川是日前在参加国际货币基金组织国际货币与金融委员会第二十四届部长级会议上接受中外媒体采访。	研究对周小川本次讲话的各方解读,我们发现市场目前“憧憬”货币政策转向时间窗口临近的气氛非常浓厚。之所以说“憧憬”,因为对照周小川讲话原文,<u>目前出现几种转向临近提法在字面上纯属捕风捉影;但是市场的一致“憧憬”从来就具有巨大作用力,我们对此“憧憬”不该掉以轻心。</u> 这几种提法分别为:1.将周小川提出“降低通胀要考虑时滞效应”解读为尽管当	流动性预期有明显改善。

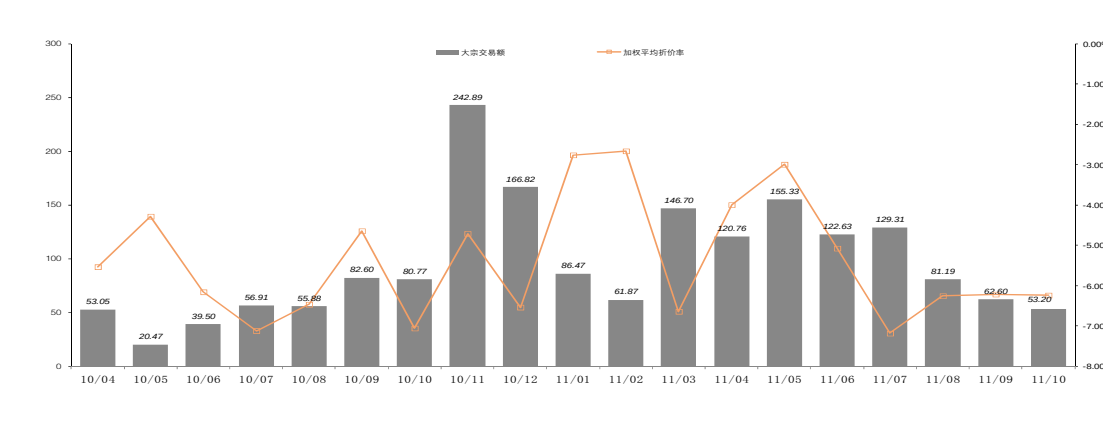
				前 CPI 仍较高，不过货币政策不会因此继续从紧。但实际上，周小川是在记者提出“有人认为央行的政策没有成功抑制通胀”之后，应对答出“降低通胀要考虑时滞效应”。2、将周小川提出“货币政策要留有充分的灵活性和针对性”解读为政府强调因对国际经济形势的不确定性有所预见，宏观政策已经准备好随时转向。事实上，自从外围市场风险暴露以来，“货币政策要留有充分的灵活性和针对性”的提法就一直是这样。3、提出“货币信贷表述从严格控制调整为合理增长”，在周小川的讲话原文中根本没有提到过货币信贷的内容。 我们认为<u>近期债市小牛说明了流动性在改善，但这种流动性的改善的源动力在何处，能够持续多久仍需确认：银行信贷的收缩情况；通胀和增长的路径如何逐步颠倒，资金供应改善在其中的作用；去杠杆的进程是否结束和进出口贸易数据。</u>	
	财政政策	国务院	2011-10-26	国务院总理温家宝 26 日主持召开国务院常务会议，决定从 2012 年 1 月 1 日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。 （一）先在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展试点，条件成熟时可选择部分行业在全国 我们认为对于改营业税为增值税的政策，短期看信号作用；中长期看实质作用。<u>营业税改增值税更多体现的是信号作用，短期不会对相关行业形成直接的业绩贡献，更多提供短期主题性投资。</u>政策中长期能否持续存在很大问题，可能部分企业会从政策的幼稚性上获利，具体需要精研相关个股业绩的增长。<u>从信号方面看，这次政策的意义重大。</u>首先，这是继今年 9 月 1 日起提高个税起征点后，中国更进一步为企业减税的“不仅是喊喊口号”的举措，无疑是<u>财政政策的突破</u>。其次，<u>市场会因为财政政策的突破开始预期货币政策的放松配合</u>。回顾历史经验，政府应对 1998 年和 2008 年海外市场波动时的政策步骤往往呈现为：先在流动性控制上有所松动，进而通过财政政策手段确保经济平稳运行。本次和之前两次财政政策的再启动不同，目前的财政政策已经在自动推进中。即目前应对目前的风险财政政策在前，货币政策定向松动在望。但是我们认为这次营业税改增值税对 A	短期利好 A 股，建筑交运等行业有短期主题性投资机会。建议精研相关个股的业绩是否切实增长。

				范围进行试点。(二)在现行增值税17%标准税率和13%低税率基础上,新增11%和6%两档低税率。(三)试点期间原归属试点地区的营业税收入,改征增值税后收入仍归属试点地区。试点行业原营业税优惠政策可以延续,并根据增值税特点调整。纳入改革试点的纳税人缴纳的增值税可按规定抵扣。最明显体现在四地的票据直贴利率由节前的13%大幅下降到7.8%。	股市场 and 建筑、交通运输、餐饮旅游、商贸零售、传媒、银行、非银行金融业等相关行业的刺激有限,有利好,但是短期,是一种类似主题性投资的利好,如同十七届六中全会之于文化传媒。理性看待这次改营业税为增值税政策,存在很大问题:一是因为营业税是地方第一大税,而增值税75%交中央,试点阶段转成增值税的仍可以归地方,但是正式之后呢?所以这次只有上海服务业参与。其实在2004年7月1日国家就在东北地区八大行业推行增值税转型试点,到现在无疾而终!今天又拿服务业和交通运输来试点。如果中央和地方在分配税源问题上难以达到统一意见,本政策的命运将依然前途飘摇。二是按照产业序列或地区序列设置减税红利,人为设置产业、地区差异,不仅扭曲了产业结构和地区布局,降低市场资源配置的效率,还会滋生各种避税、骗税行为,增加税收征管的难度。这说明我们的财政政策发展了那么多年还是幼稚如故;而就是因为政策和市场还未成熟,机会仍存,部分企业会从政策的幼稚性上获利,具体需要精研相关个股业绩的增长。	
行业政策	消费	中国人民银行	2011-10-28	为规范预付卡市场秩序,保护相关当事人合法权益,防范支付风险,中国人民银行制定了《支付机构预付卡业务管理办法(征求意见稿)》并于10月28日向社会	本次征求意见稿的内容是之前要求购买实名登记制度的细化,边际影响已经比较弱,更何况之前购买实名登记制度心理影响大于实际影响。预付卡的出现有其历史必然性。对卡的购买方、接收方和发行方都有利。预付卡开具发票,方便入账,可以购买方规避企业所得税、接收方规避个人所得税。对于发行预付卡的企业,可以:1、免息获得大笔资金;2、免除刷银行卡所需支付的手续费;3、获取沉淀资金;4、预付卡为商业企业增加人气,带来额外销售。	影响中性。

				公告。	购买实名登记制度心理影响大于实际影响，而消费环节实名制因不符合购物效率不断提高的行业大趋势、不能根治贪污腐败而不具可行性；单用途卡的挂失因为难以判断丢失的真实性、操作成本大、容易引发纠纷等原因，也难以推行；（2）购卡银行转帐规定实际意义不大，因为转帐已是购卡最主流的支付方式；（3）预付卡限额发行旨在限制大额送礼、打击腐败，不会产生根本性影响；（4）目前商场对单功能预付卡开出的发票内容多为食品、文具等，未来细则中发票内容要求写成预付卡的概率不大；（5）多用途卡的发行、受理是类金融行为，理应纳入央行的管理系统；而商业企业发行单用途预付卡是商业企业本身正常的交易环节和形态，预计未来细则不会对其预收款进行特殊管理。（6）有效期延长已是行业大趋势，且会成为预付卡的新卖点，并提供更多沉淀资金。	
--	--	--	--	-----	---	--

资料来源：平安证券研究所整理

图表2 A股市场大宗交易统计



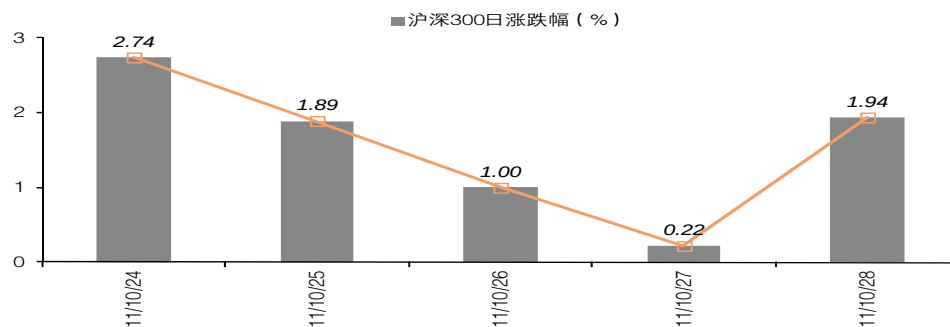
资料来源：WIND

二、市场面指标跟踪

2.1 A股市场回顾：

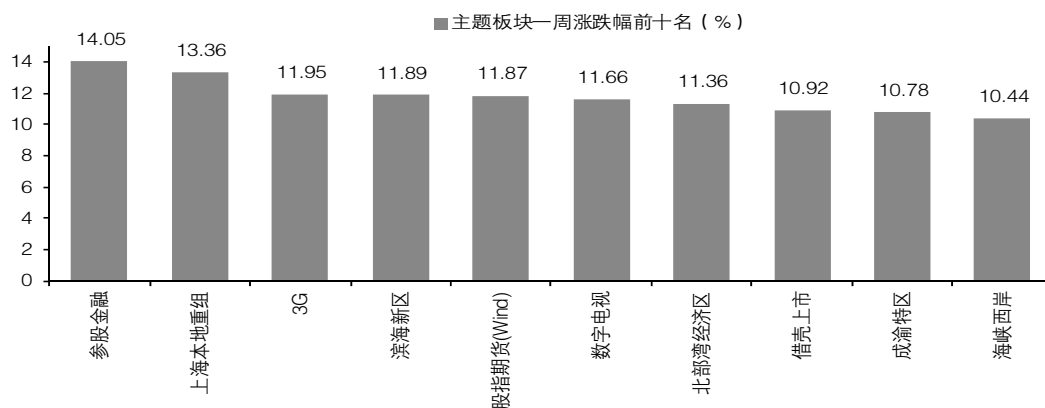
本周(10.24-10.28)A股继续上涨。上证综指收盘于2473点，全周上涨6.74%；深证成指收盘于10562点，全周上涨8.92%。中小板指7.94%，创业板指大涨9.19%。伴随着股市行情的走高，成交情况明显活跃。本周沪深两市日均成交金额达到1222亿元，较上周大幅增加。

图表3 沪深300指数涨跌幅



资料来源：WIND

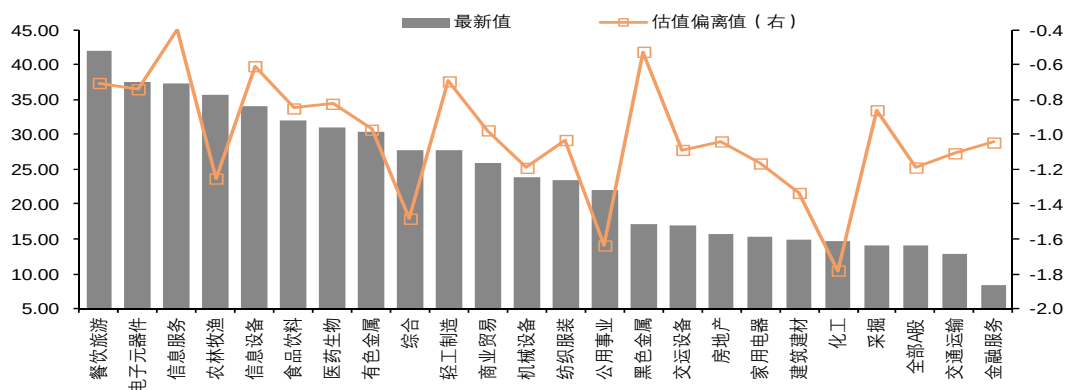
图表5 A股主要主题投资板块涨跌幅



资料来源：WIND & Bloomberg

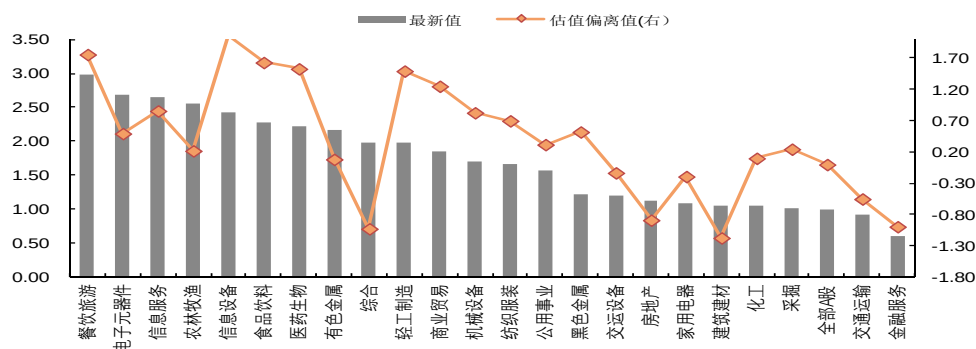
2.2 A 股行业估值和盈利变化

图表6 申万一级行业绝对PE图



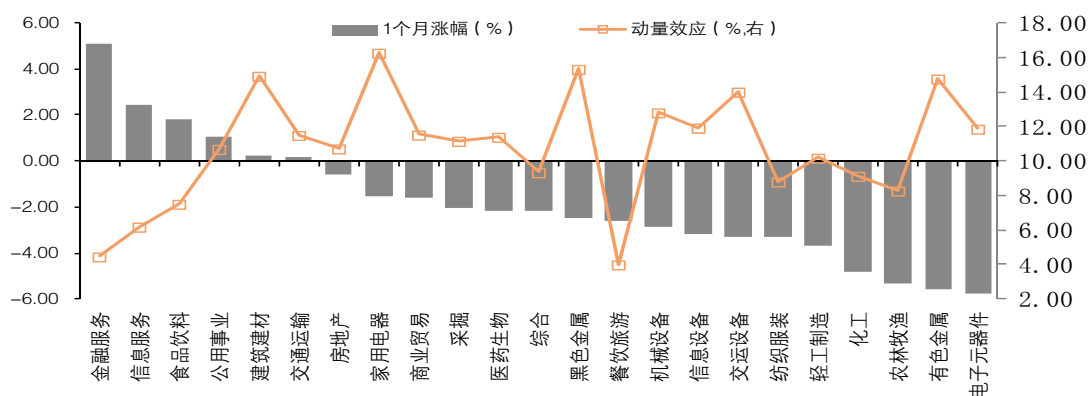
资料来源：WIND & Bloomberg

图表7 申万一级行业相对PE图



资料来源：WIND & Bloomberg

图表8 申万一级行业动量效应



资料来源：WIND & Bloomberg

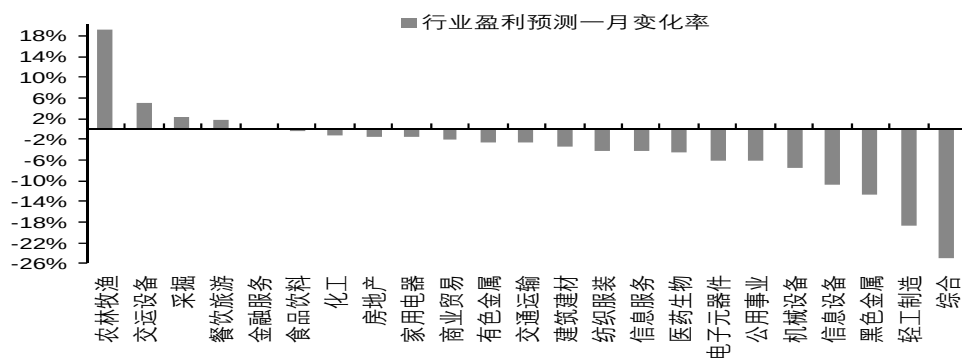
图表9 申万一级行业盈利预测变化

行业名称	行业盈利预测一周变化率	行业盈利预测一月变化率	行业盈利预测三月变化
农林牧渔	0.98%	19.27%	18.37%
采掘	-0.27%	2.33%	-2.10%
化工	-1.43%	-1.13%	-2.49%
黑色金属	-3.22%	-12.69%	-23.54%
有色金属	-1.62%	-2.58%	2.51%
建筑建材	3.59%	-3.44%	-6.94%
机械设备	-3.26%	-7.56%	-10.70%
电子元器件	-7.61%	-6.02%	-7.43%
交运设备	-0.76%	5.04%	1.37%
信息设备	-6.99%	-10.84%	-11.37%
家用电器	-1.17%	-1.58%	-0.12%
食品饮料	-0.33%	-0.47%	0.24%
纺织服装	-0.35%	-4.12%	-4.12%
轻工制造	-0.05%	-18.59%	-14.01%
医药生物	-0.54%	-4.51%	-5.21%
公用事业	-4.77%	-6.26%	-13.90%
交通运输	-2.76%	-2.59%	-15.72%

行业名称	行业盈利预测一周变化率	行业盈利预测一月变化率	行业盈利预测三月变化
房地产	-3.37%	-1.53%	-2.83%
金融服务	-0.10%	0.00%	1.55%
商业贸易	-0.75%	-2.18%	-7.24%
餐饮旅游	2.26%	1.68%	-1.77%
信息服务	-0.81%	-4.24%	-4.01%
综合	-15.41%	-25.01%	-27.11%

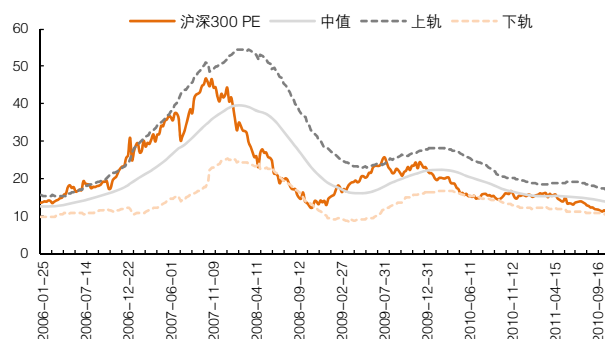
资料来源：朝阳永续

图表10 申万一级行业盈利变化



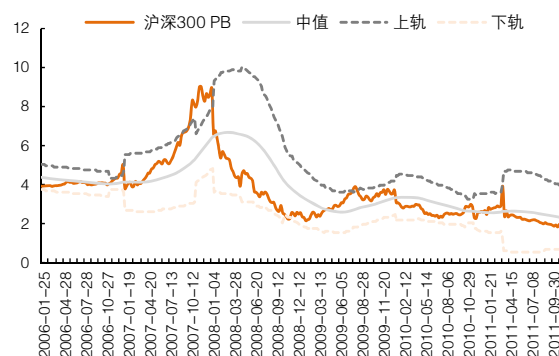
资料来源：朝阳永续

图表11 沪深300市盈率及变动趋势率



资料来源：WIND

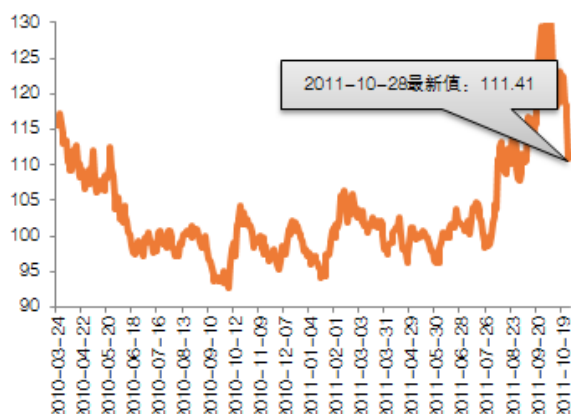
图表12 沪深300市净率及变动趋势



资料来源：WIND

注：PE 以过去 12 个月业绩为基准进行计算，以最近 40 周 PE 的均值作为中值，标准差经年化后与中值的乘积作为上轨以及下轨距中值的偏离值。

图表13 恒生AH溢价指数



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表14 AH股溢价率后五位

证券简称	A 股价格 (CNY)	H 股价格 (CNY)	A 股相对 H 股 溢价幅度
中国平安	38.72	48.11	- 19.52%
海螺水泥	20.39	23.51	-12.83%
招商银行	12.34	13.79	-10.49%
中国神华	27.21	29.90	-9.00%
农业银行	2.68	2.93	-8.63%

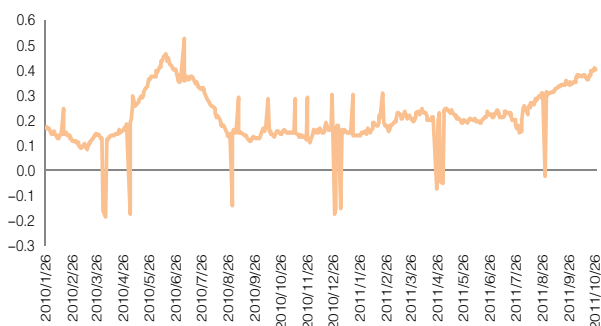
资料来源：WIND、平安证券研究所

2.3 市场流动性跟踪：

公开市场方面，本周继上周实现回笼货币后再次出现净回笼 200 亿元，其中到期资金量为 1000 亿元，回笼资金量为 1200 亿元。但值得引起我们注意的是，27 日央行发行 10 亿元的 3 月央票，并停发了已经连发两周的 3 年期央票，可见央行旨在维持资金面的相对宽松。从资金的供给和价格来看，近几个交易日 Shibor 利率走高，主要是商业银行月末考核时点临近的原因导致，考虑到管理层稳定流动性的意愿较强，预期资金利率回升仅仅是短期因素所致，其可持续性较差。

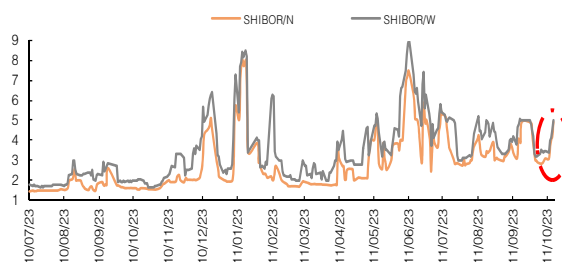
宏观经济方面，国内政策定调为“适时适度进行预调微调”。政府对于微小企业信贷支持进行落实，允许 4 个地方政府自行发债和政府“背书”铁道债，以及 27 日推出的“增值税制度改革试点”，都是政策微调的体现。

图表15 TED Spread



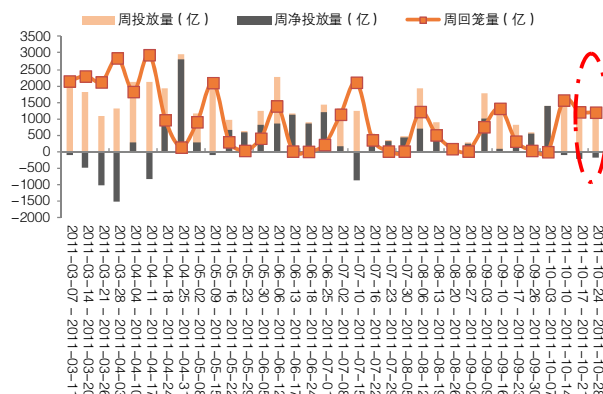
资料来源：WIND

图表16 隔夜/周SHIBOR



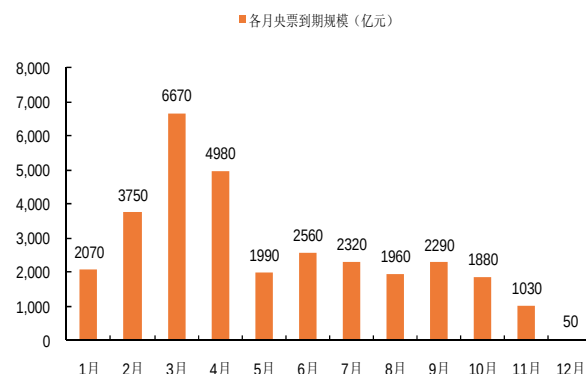
资料来源：WIND

图表17 央行公开市场操作



资料来源：WIND

图表18 央票到期规模



资料来源：WIND

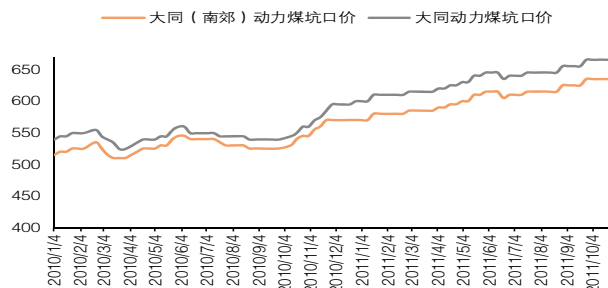
三、重要行业指标跟踪

3.1 上游行业重要指标观察

本周动力煤市场运行向好，各地价格上涨明显。秦港各煤种价格上涨 5 元/吨。坑口方面，山西长治地区瘦煤上涨 35-45 元/吨。虽然目前下游电厂库存处于相对高位，但随着冬储启动，下游电厂拉煤积极性较高，预计短期内动力煤价格将维持稳中有升；国际动力煤炼焦煤价格继续下调，澳 BJ 运抵广州港折算价格较国内高 20 元/吨。本周澳纽卡斯尔港、南非理查兹港和欧洲三港动力煤价格较上周分别下跌 2.23%、2.42%和 0.77%；澳 BJ 价格下跌 1.75 美元至 119.30 美元/吨，目前澳大利亚 BJ 价格运抵广州港的折算价格较国内高约 20 元/吨。

沿海各航线运价继续回调，秦皇岛港库存略有回升，电厂存煤提升至 19 天。本周沿海运价继续回落，沿海综合和煤炭运价指数较上周分别下跌 1.72%和 1.84%。各航线运费均有回调，跌幅在 1-2 元/吨；主要受港口库存较低，贸易商租船积极性下降；本周秦港库存 544.55 万吨，较上周上升 10.07%。

图表19 大同和大同（南郊）坑口煤价



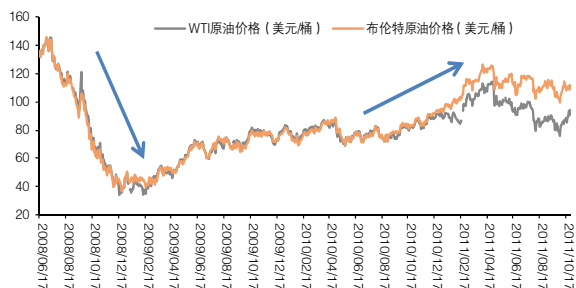
资料来源：煤炭资源网

图表20 秦皇岛港口煤炭库存



资料来源：WIND

图表21 WTI与Brent原油期货价格



资料来源：WIND

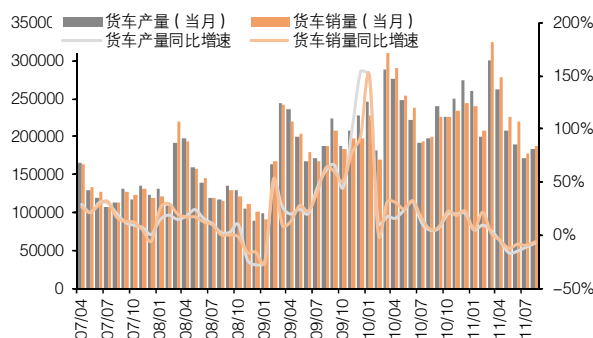
3.2 中游行业重要指标观察

钢价现货期货加速下跌，期现价差继续大幅下降。本周国内钢价进一步兑现预期出现加速下跌，而期货价格本周下跌 8.28%，跌幅大于已经大幅下跌的现货，进而导致期现价差继续为负并创出历史最低水平。无论是现货钢价还是期货钢价，近期大幅下跌的表现已经表明了，在持续紧缩的环境下，实体经济尤其是投资的回落在可预期的将来已经难以避免，而这种趋势在目前内忧外患的情况下尚无改善的迹象。

库存本周继续下降，长材降幅大于板材。本周社会库存继续下降，其中长材下降 2.99%，板材下降 0.41%。在资金压力较重且近期钢价持续下跌情况下，贸易商主动去库存应该是近期库存水平下跌的主要原因。这也说明当期需求虽然下滑但尚未出现 2008 年底的需求休克局面。作为中间需求的库存波动会加剧钢价的波动幅度，但由于整体社会库存相比往年处于并不算高的位置，因此预计干扰有限。现货钢价近期的表现更多是因为当期需求及远期预期进一步明确所致。

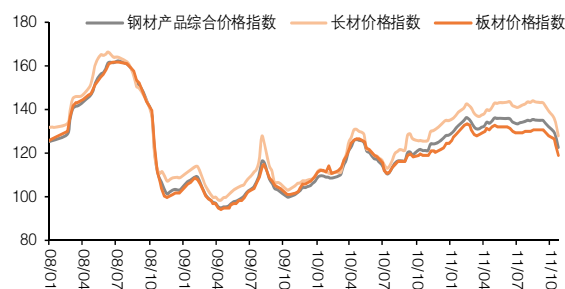
矿石价格大幅下跌，钢价矿石联动性明显。本周矿石价格大幅下跌，跌幅大于钢价，在行业盈利已经处于历史低位的情况下，钢价矿石联动性较为明显：1、矿石盈利仍处于高位，从国内外主要矿山的生产来看，矿石产量仍处高位逐步缓解供需格局；2、由于前期钢价持续下跌而矿价较为强势，矿石价格近期开始出现补跌局面。

图表22 国内货车产销量及同比增速



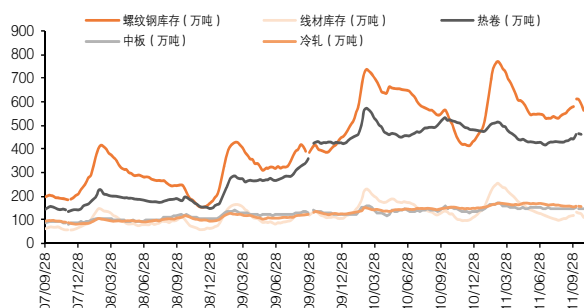
资料来源：WIND

图表23 国内钢材产品价格指数



资料来源：WIND

图表24 国内钢材产品库存



资料来源：WIND

图表25 铁矿石价格（干货、不含税）



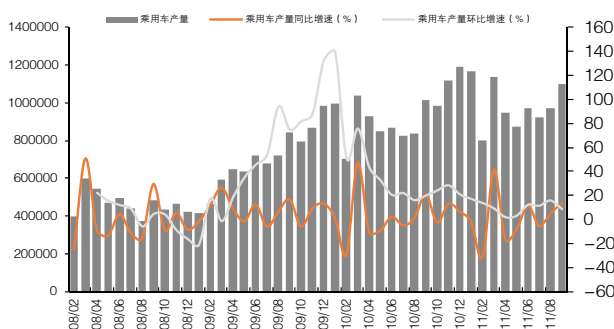
资料来源：WIND

3.3 下游行业重要指标观察

平安证券汽车行业分析师认为：9 月汽车销量同比增长 5.5%，前三季度累计同比增长 3.6%。汽车业销量同比增幅自 5 月以来逐月走高。狭义乘用车增幅稳定在 10% 左右。重卡底盘同比降幅仍较大。客车业表现稳健。汽车出口增幅高，全年出口量有望同比增长 47%。

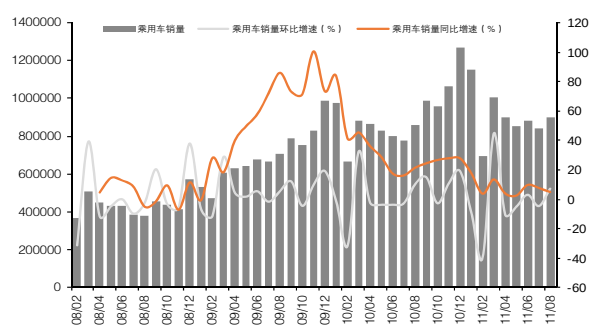
车企生产和流通环节的去库存压力显著削弱企业盈利能力，这是汽车企业三季度基本面的主旋律。三季度无论是乘用车行业还是商用车行业，均有较多优惠促销。车企均不同程度地给予经销商促销活动以支持，在销量增幅较低的情况下，企业盈利遭受了销量增幅、盈利能力齐降局面，导致企业利润同比大幅下滑。汽车行业面临三季报披露之后新一轮业绩下调，本轮业绩下调后，汽车股初步探明了基本面和估值的双重底部。

图表26 国内乘用车产量及同比增速



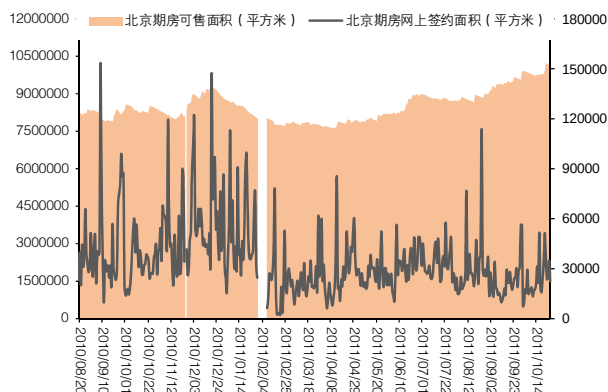
资料来源：WIND

图表27 国内乘用车销量及同比增速



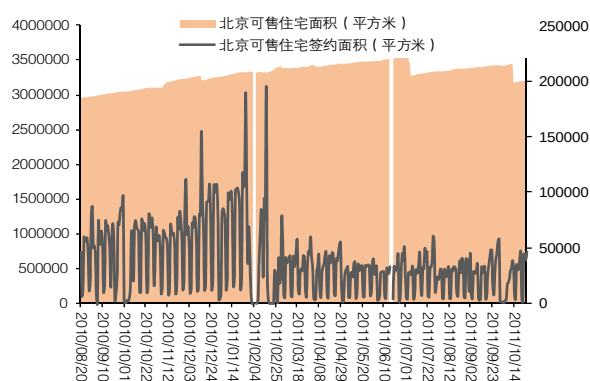
资料来源：WIND

图表28 北京期房可售面积和网上签约面积



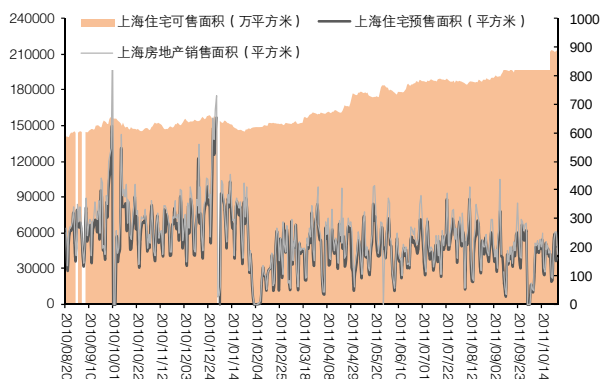
资料来源: WIND

图表29 北京可售住宅面积和签约面积



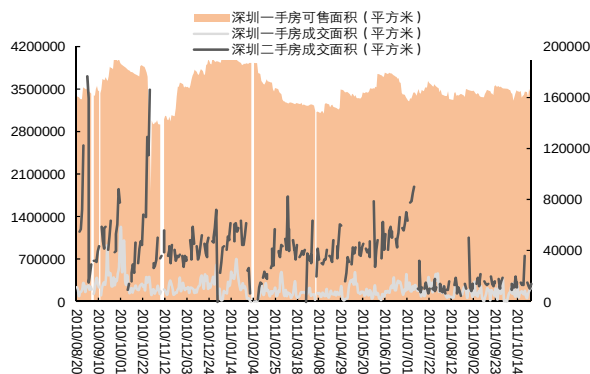
资料来源: WIND

图表30 上海住宅可售、销售和预售面积



资料来源: WIND

图表31 深圳一手、二手可售、成交面积

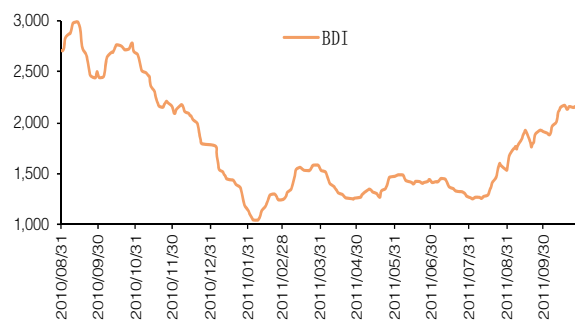


资料来源: WIND

3.4 交运与 TMT 行业重要指标观察

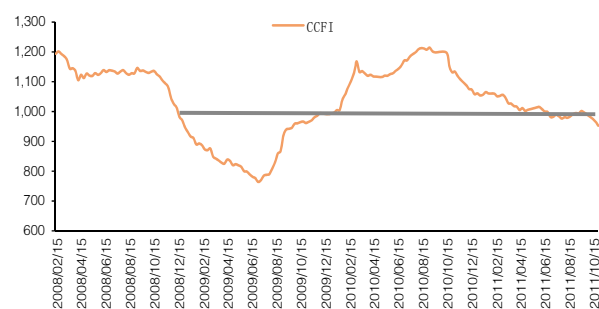
本周 BDI 收 2018 点,较上周下跌 6.48%。主要因为上周大幅反弹之后的调整所致。本轮反弹主要由季节性因素和今年的特殊扰动因素带动。四季度通常是中国铁矿石进口、日本煤炭进口和北美粮食海运出口的高峰期,历年 BDI 表现出明显季节性反弹。而今年上半年澳洲洪水、日本地震等事件降低了上半年基数,中国今年的煤炭进口也十分强劲,印度铁矿石出口大幅下降也提高了全球矿石出口的海运周转运力需求。

图表32 干散货运价指数



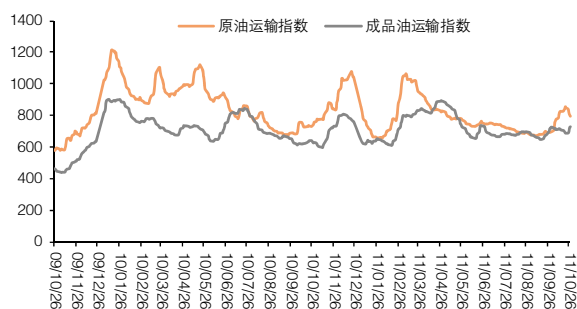
资料来源：WIND

图表33 集装箱运价指数



资料来源：WIND

图表34 原油与成品油运价指数



资料来源：WIND

图表35 费城半导体指数



资料来源：WIND

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257