

政策明确微调，短期反弹持续

——2011 年 11 月策略报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国

SAC 执业证书编号:S1000510120006
(021)5010 6020

muqg@mail.htlhsc.com.cn

姚卫巍

SAC 执业证书编号: S1000511020001
(021) 5010 6033

yaoww@mail.htlhsc.com.cn

冯伟

SAC 执业证书编号: S1000510120039
(0755) 8236 4467

fengweisz@mail.htlhsc.com.cn

刘湘宁

SAC 执业证书编号: s1000510120001
(0755) 8249 2026

liuxn@mail.htlhsc.com.cn

联系人

顾益辉

(0755) 8249 2280

guyh@mail.htlhsc.com.cn

谢志才

(0755) 8249 2295

xiezc@mail.htlhsc.com.cn

市场看法：短期反弹持续，中期震荡筑底

10 月份欧债问题缓解、国内政策明确微调的催化下，全球股市以及主要资产大幅反弹。11 月份来看，国内政策微调的基调明确之后，减税等财政政策已经推出，CPI 明确回落之后货币政策也有微调空间，因此短期市场反弹仍将持续。

欧债影响趋弱，欧美经济将成为焦点。欧盟峰会声明确认欧债短期无忧，4-5 倍的 EFSF 杠杆方案能够将 EFSF 规模扩大至约一万亿的规模。后续市场焦点将重回经济增长，虽然美国经济领先指标仍在下行，但是分项来看新订单大增、库存大减，我们对美国未来经济的看法开始转为乐观；而欧洲经济仍无好转迹象。

国内政策明确微调，实际行动已经展开。温总理“预调微调”的基调定下之后，后续政策正在陆续推出。财政政策方面；包括交运、现代服务业的营业税改征增值税，提高增值税、营业税的起征点等减税措施；财政支出可能会更加积极，对“三农”和民生方面的支持力度可能加大。货币政策方面，CPI 显著回落之后货币政策调整（下调存款准备金率）的空间就会开启；信贷额度将会放松（保证国家重点在建、续建项目的资金需要），比如保障房贷款、铁路公路信贷和融资、中小企业信贷等。

政策微调将使得宏观流动性出现好转，对股市估值形成支撑。9 月份 M1 为 8.9%，M2 为 13%，均处于历史底部，根据温总理“保证国家重点在建、续建项目的资金需要”的要求，后续信贷将有所放松，促进宏观流动性的改善。流动性改善有利于估值企稳，1997 年以来的 M1 和股市估值的大趋势基本一致，每一次流动性的好转，都对于股市估值水平的提升。

四季度上市公司盈利仍将下滑，但是盈利预测下调幅度最大的阶段已经过去。三季报业绩跟我们预测的一致，单季度出现明显下滑，我们认为四季度仍是下滑趋势，原因在于去库存的展开。三季报单季度全部 A 股盈利增长 13.7%，剔除金融服务、石油石化是 8.9%。对应卖方的盈利预测已经大幅下调 2011 年盈利预测，上证 A 股由 26% 下调至 21%；中小板由 49% 下调至 29%。

11 月二级市场微观资金面仍偏紧，但市场情绪逐步改善。“十一”长假致 10 月工作日减少，影响资金供给端的新基金、券商集合理财产品发行数量与规模。A 股在政策微调的带动下，情绪指标从 8 月下行以来首次出现好转。

投资主线：由前期的指数型配置逐步转向确定增长

10 月中旬我们建议指数型配置，随着市场逐步反弹，我们建议逐步转向：支持政策确定、业绩确定、超额收益较低的细分行业，寻找能够带动就业的新兴产业。如：医药、家电、汽车零部件、装备制造、食品、软件等。

主题投资：物联网“十二五”、环保大会、抗旱规划

物联网“十二五”规划有望近期发布，建议重点关注物联网产业链上处于感知层的传感器厂商以及处于应用层的系统解决方案提供商。全国环保大会即将召开，节能环保板块迎来持续的主题投资机会。国务院通过全国抗旱规划，关注水利建设板块，

目 录

一、市场判断：短期反弹持续，中期震荡筑底	6
欧债影响趋弱，欧美经济将成为焦点	6
国内政策明确微调，实际行动已经展开	13
“十一”长假效应致 11 月微观资金供求仍然偏紧	18
估值相对于债市吸引力达到极值推动反弹，情绪改善	23
二、投资主线：低估值的可选消费	27
主要观点：均衡配置转向确定成长	27
宏观驱动：经济下滑放缓，消费和成长轮换	27
景气先导：设备制造与食品饮料改善	28
盈利确认：三季报业绩增速下滑，下游稳定消费和银行保持优良	31
估值确认： 银行、部分可选消费仍在安全区域	33
三、主题投资	34
10 月主题板块市场表现	34
主题投资跟踪	36
风险提示	37

图表目录

图 1:	10 月份全球主要股票市场收益率.....	6
图 2:	10 月份国际、国内主要资产收益率.....	6
图 3:	ISM 制造业和服务业领先指数再次回落.....	7
图 4:	芝加哥 PMI 回落但费城联储商业前景指数大幅回升.....	7
图 5:	ISM 新订单回升和库存指数回落.....	7
图 6:	ISM 订单存货比领先于半导体订单出货比.....	7
图 7:	QE1 期间各类资产收益率.....	9
图 8:	QE2 期间各类资产收益率.....	9
图 9:	QE 期间标普指数与上证综指.....	9
图 10:	QE 期间美国国债收益率.....	9
图 11:	美国 10 月份核心 CPI 维持 2%.....	10
图 12:	原油价格超过 80 抑制美国经济增长.....	10
图 13:	弱势美元难以持续提振美国出口.....	10
图 14:	强势美元才能拉动美国国内消费.....	10
图 15:	TIPs 利差反映的通胀预期 2.1%.....	10
图 16:	美国失业率维持高位.....	10
图 17:	欧元区综合 PMI 持续回落.....	11
图 18:	英国 PMI 大幅回落.....	11
图 19:	欧元区 CDS 回落上升.....	12
图 20:	德国、法国股指十月反弹后回落.....	12
图 21:	意大利国债收益率快速回升.....	12
图 22:	欧元区分月度到期债务规模.....	12
图 23:	欧洲各国十年期国债与德国国债的利差.....	12
图 24:	欧洲各国经济增速预测.....	12
图 25:	欧洲利率.....	13
图 26:	欧元区国家通胀.....	13
图 27:	房地产新开工尚未回落.....	14
图 28:	房地产投资仍在高位.....	14
图 29:	10 月份 CPI 一致预期小幅下调.....	15
图 30:	CPI 与食品价格.....	15
图 31:	CPI 和 PPI.....	15
图 32:	PMI 购进价格指数领先于 PPI 下滑.....	15
图 33:	预计 PMI 指数 11 月份将小幅回升.....	15
图 34:	10 月中采 PMI 环比增速处于历史均值.....	15
图 35:	新订单领先于制造业 ROE 变化.....	16
图 36:	出口订单、现有订单均大幅下回落.....	16
图 37:	PMI 采购量向下.....	16
图 38:	PMI 购进价格大幅回落.....	16
图 39:	原材料库存反弹.....	16
图 40:	产成品库存双顶回落.....	16
图 41:	汇丰 PMI 环比大幅好于历史均值.....	17

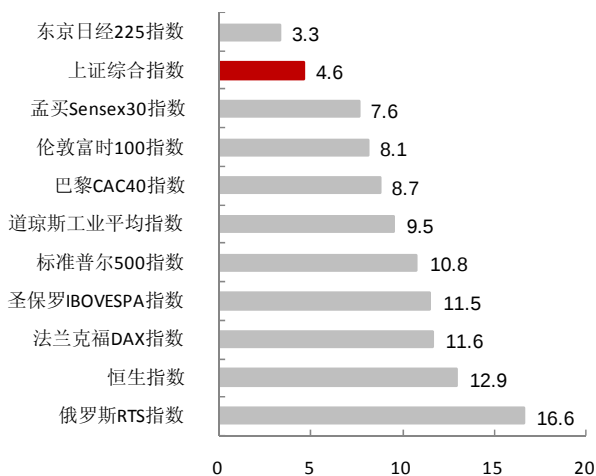
图 42:	汇丰 PMI 与新订单.....	17
图 43:	M1 和 M2	17
图 44:	M1 和股市估值.....	17
图 45:	A 股累计盈利增速	18
图 46:	A 股单季度盈利增速	18
图 47:	上证 A 股和沪深 300 盈利预测已经大幅下调.....	18
图 48:	中小板和创业板盈利预测已经大幅下调	18
图 49:	欧元区债务缓解致美元回调	19
图 50:	LIBOR 3M 美元: 延续单边上涨	19
图 51:	美国经济基本面好转促使原油价格回升	19
图 52:	美元指数月内下降导致黄金价格重回升势	19
图 53:	公开市场操作重启净投放.....	20
图 54:	7 天回购利率下降	20
图 55:	股市反弹推动资金净流入股市 (截至 11 月 3 日)	20
图 56:	国债与企业债收益率仍在下降通道中.....	20
图 57:	上期所交易费率下调是导致交易量上升的主因	21
图 58:	重点城市一手房交易量	21
图 59:	基金募集规模与市场走势相关.....	21
图 60:	长假致 10 月偏股基金平均募集规模创新低	21
图 61:	9 月原保费收入同比增长-3.40%	21
图 62:	10 月券商集合理财产品募集总规模 7.92 亿.....	21
图 63:	预计 11 份融资规模较 10 月增加	22
图 64:	11 月大非解禁处于年内低位	22
图 65:	11 月小非解禁几可忽略	22
图 66:	11 月首发解禁较 10 月增加.....	23
图 67:	定向增发、配股、其它限售股解禁 386 亿.....	23
图 68:	11 月份资金缺口 66.70%	23
图 69:	11 月资金缺口扩大.....	23
图 70:	沪深 300E/P 与国债收益率	24
图 71:	沪深 300 分红收益率与存款利率	24
图 72:	剔除金融行业的加权 PE 上升	24
图 73:	剔除金融行业的加权 PB 上升	24
图 74:	沪深 300 相对标普 500 的估值略微下降.....	24
图 75:	中小板相对纳斯达克的估值下降	24
图 76:	美国市场情绪整体回升	25
图 77:	中国市场情绪上升	25
图 78:	市场换手率上升	25
图 79:	交易账户比例略微上升	25
图 80:	A 股开户数上升	25
图 81:	基金开户数上升	25
图 82:	涨跌停个数之差上升	26
图 83:	超买超卖指标显示超买	26
图 84:	新股首日溢价率上升	26

图 85: 动态发行市盈率下降	26
图 86: 企业债与国债的利差下降	26
图 87: 上证指数与国债收益率	26
图 88: 10 月份中国股市行业表现	27
图 89: 10 月份美国股市行业表现	27
图 90: 景气传导过程分布图	29
图 91: 景气循环周期以及跟踪指标	29
图 92: 10 月新订单与销量周期	29
图 93: 10 月销量与库存周期	30
图 94: 10 月库存与产量周期	30
图 95: 制造业业绩预测框架	31
图 96: 2011 年制造业增速敏感性分析 (剔除银行石化)	31
图 97: 子行业绝对估值的位置 (TTM 整体法)	33
图 98: 子行业相对沪深 300 估值的位置	34
图 99: 10 月换手率排名前十的主题板块	35
表格 1: 各大机构今年以来首次上调美国 2011 年经济增速预期	7
表格 2: 10 月份以来政策动态	13
表格 3: PMI 数据季调后趋势	28
表格 4: 上市公司业绩预测表	31
表格 5: 各行业三季度业绩情况汇总	32
表格 6: 10 月主题板块市场表现 (总市值加权平均)	34

10 月份欧债问题缓解、国内政策明确微调的催化下，全球股市以及主要资产大幅反弹。11 月份来看，国内政策微调的基调明确之后，减税等财政政策已经推出，CPI 明确回落之后货币政策也有微调空间，因此短期市场反弹仍将持续。“预调微调”显示在财政政策方面；包括交运、现代服务业的营业税改征增值税，提高增值税、营业税的起征点等减税措施；财政支出可能会更加积极，对“三农”和民生方面的支持力度可能加大。货币政策方面，CPI 显著回落之后货币政策调整（下调存款准备金率）的空间就会开启；信贷额度将会放松（保证国家重点在建、续建项目的资金需要），比如保障房贷款、铁路公路信贷和融资、中小企业信贷等。

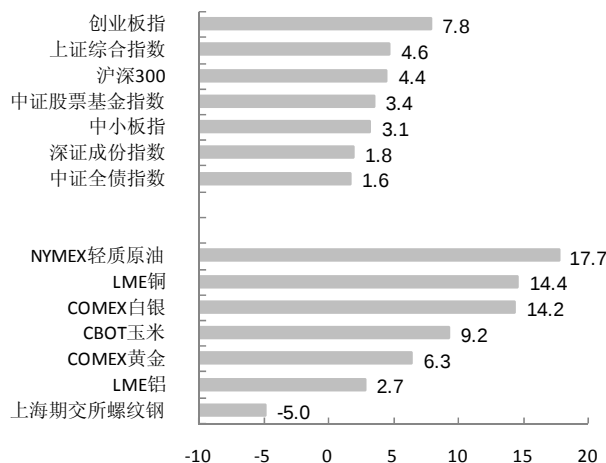
投资主线方面，10 月中旬我们建议指数型配置，随着市场逐步反弹，我们建议逐步转向：支持政策确定、业绩确定、超额收益较低的细分行业，寻找能够带动就业的新兴产业。如：医药、家电、汽车零部件、装备制造、食品、软件等。

图 1： 10 月份全球主要股票市场收益率



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 2： 10 月份国际、国内主要资产收益率



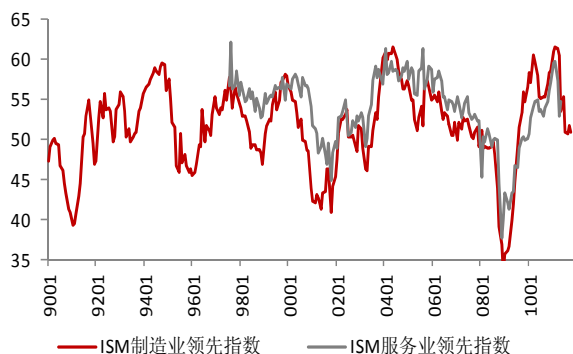
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

一、市场判断：短期反弹持续，中期震荡筑底

欧债影响趋弱，欧美经济将成为焦点

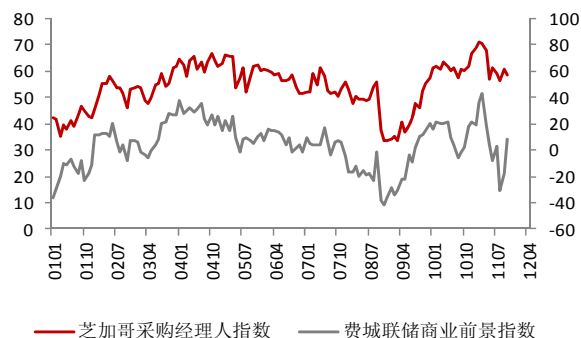
10 月美国经济领先指标未能持续 9 月反弹的趋势，再次回落，但是新订单等指数出现大幅反弹，我们对未来领先指标的看法开始转为乐观。美国 10 月 ISM 制造业 50.8，低于 9 月 51.6，芝加哥采购经理人指数从 2 月份最高的 71.2 开始持续下滑至 10 月份的 58.4；但是费城联储商业前景指数从 9 月的 -17.5 回升至 10 月的 8.7。从结构上来看，10 月份 ISM 新订单指数 52.4，相比 9 月的 49.6 大幅回升；ISM 库存指数从上个月的 52 大幅下降至 46.7；综合新订单/存货的比值来看，订单的大幅上升和库存大幅下降导致新订单/存货大幅上升；9 月份半导体订单出货比从 4 月的 0.98 持续回落至 0.75，历史来看 ISM 订单库存比领先于半导体订单出货比，所以作为科技行业景气领先指标的半导体订单出货比大概率也将回升。

图 3: ISM 制造业和服务业领先指数再次回落



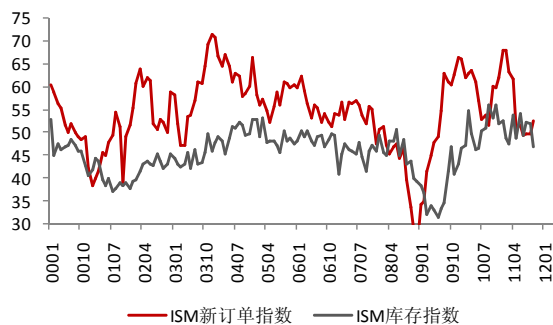
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 4: 芝加哥 PMI 回落但费城联储商业前景指数大幅回升



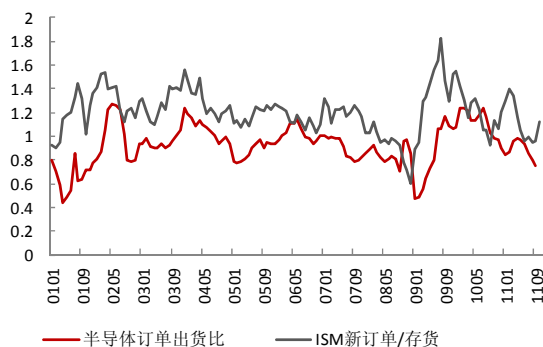
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 5: ISM 新订单回升和库存指数回落



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 6: ISM 订单存货比领先于半导体订单出货比



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

10 月份各大外资行对 2011 年美国经济增速的预测今年以来首次出现上调。高盛将美国 2011 年经济增速从 1.5%上调至 1.6%；摩根斯坦利则从 1.7%上调至 1.9%，其他机构也进行了上调或者维持。但是各大机构对于 2012 年的经济增长分歧仍然较大，高盛上调预测，而摩根大通、美林、穆迪下调预测，其他机构则维持不变。

表格 1: 各大机构今年以来首次上调美国 2011 年经济增速预期

机构	GDP 增速预测	预测时间				
		3 月	5 月	7 月	9 月	10 月
高盛	2011 年	3.4	2.7	2.5	1.5	1.6
	2012 年	3.8	3.2	3.1	1.9	2
摩根斯坦利	2011 年	3.3	2.8	2.7	1.7	1.9
	2012 年	3.5	3.4	3.2	2	2
瑞银	2011 年	3.3	2.7	2.6	1.6	1.6

	2012 年	2.7	2.7	2.7	2.2	2.2
	2011 年	3.1	2.8	2.5	1.6	
花旗	2012 年	3.3	3.2	2.8	2.1	
	2011 年	3	2.8	2.5	1.7	1.7
巴克莱	2012 年	3.6	3.6	3.4	2.4	2.4
	2011 年	3.2	3	2.8	2.1	2.3
摩根大通	2012 年	3	2.8	2.8	1.7	1.3
	2011 年	3.2	2.8	2.5	1.6	1.6
汇丰	2012 年	3.4	3.1	2.9	1.7	1.7
	2011 年	2.8	2.5	2.4	1.6	1.7
美林	2012 年	3	3	3	2.3	1.8
	2011 年	3.4	2.6	2.4	1.7	1.7
穆迪	2012 年	3.1	3.1	2.9	2.2	1.9

资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

经济增长是否足够快从而改善就业已经成为关注焦点，11 月份的 FOMC 会后伯南克讲话强调了经济前景仍有重大下行风险，暗示 QE3 是可行的选项。11 月 3 日美联储 FOMC 会议之后，伯南克在新闻发布会上说，更多资产购买，包括 MBS 是一个“可行选项”。“如果条件合适的话，这肯定是我们考虑的。”“虽然我们仍然预期经济活动和市场环境逐步改善，但复苏进程慢可能会令人沮丧。另外，因为欧洲财政和银行问题，经济前景有重大下行风险。”

美联储副主席耶伦(Janet Yellen)10 月 21 日表示，为了促进美国经济复苏，美联储正在寻找方式进一步放宽货币政策。她表示，通胀目前不是关注的重点。相反美国的失业问题需要尽快解决。她提议放缓削减支出，因为过多的短期财政收紧政策可能伤害经济；美国银行在国内经济复苏乏力之时收紧信贷，将使欧债危机经济影响到美国发展。因为美国经济面临显著下行风险，美联储正准备在适当的时候动用工具。耶伦说：“美联储已经准备好适当的货币工具平衡促进经济增长和稳定物价。”

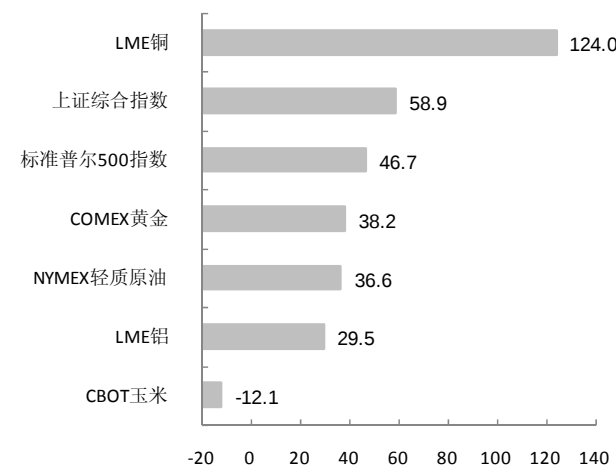
美联储通讯社 (JON HILSEN RATH) 10 月 21 日也发表《美联储准备进一步宽松》的文章，称美联储考虑再次购买按揭贷款证券 (MBS) 以支撑房市，“但不太可能快速行动”。美联储理事 Tarullo 和波士顿联储主席 Rosengren 都主张，美联储应该考虑再度大规模购买 MBS，以支持脆弱的经济尽快复苏。

9 月初当市场对于 QE3 的预期非常强烈的时候，我们指出短期内美国推出 QE3 的概率偏低，基于三个方面的原因：第一、通胀水平远高于 2010 年，QE3 将直接推动 PPI 从而进一步推升 CPI，上半年欧美经济接近零增长的情况下，油价都能维持在 80 以上的水平，推出 QE3 之后油价又将上行，不利于经济复苏；第二、量化宽松将促使美元贬值，当前强势美元更有利于美国经济，弱势美元对于出口的拉动远弱于抑制

消费对于经济的影响；第三、从美联储关注的通缩风险来看，国债收益率与 TIPS 的利差当时仍在 2% 的水平，高于 1.5% 的通缩信号。当前我们则认为，美联储推出 QE3 的预期正在逐步增强，时点在今年年底或者明年年初。基于几个方面的理由：第一、9 月份 FOMC 会议推出的 OT2 对于促进就业的效果有限，美国国债长端收益率只有 2% 的情况下抑制经济复苏的因素并非贷款利率太高，而是企业投资意愿仍然低迷；第二、9 月份大宗商品大跌之后，通胀压力缓解；第三、10 月份失业率仍在 9% 的高位。

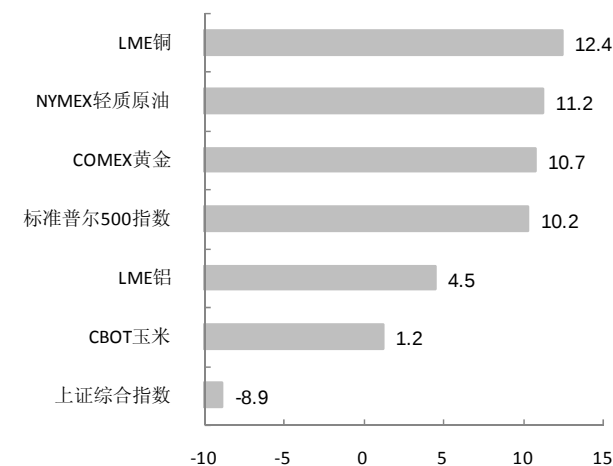
如果有 QE3，金融市场将会如何反应？回顾 QE1 和 QE2 对金融市场的影响：1、QE 过程中美国国债收益率均下行；2、美元指数均下行；3、大宗商品、黄金的涨幅均较大；4、QE1 和 QE2 过程中标普指数分别上涨了 46.7% 和 10.2%，但是 A 股在 QE1 中上涨了 58.9%，而 QE2 中则下跌了 8.9%。我们认为，虽然 QE3 的推出背景和 QE2 较为类似，但是金融市场不会有较大的反应，1、当前美国国债收益率已在底部（十年期 2.1%），难以进一步下行；2、美元指数 76 左右，也接近历史底部；3、新兴经济体经济增速下滑过程中，大宗商品的基本面不支持大幅上涨。

图 7： QE1 期间各类资产收益率



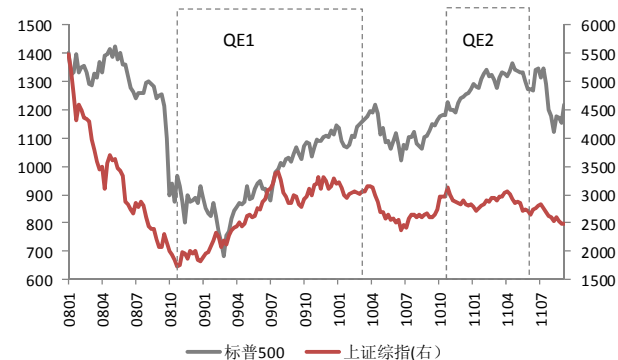
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 8： QE2 期间各类资产收益率



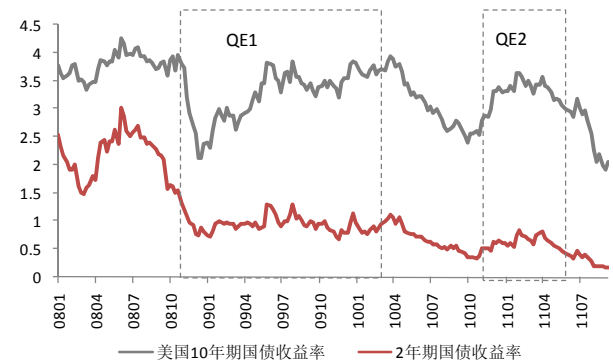
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 9： QE 期间标普指数与上证综指



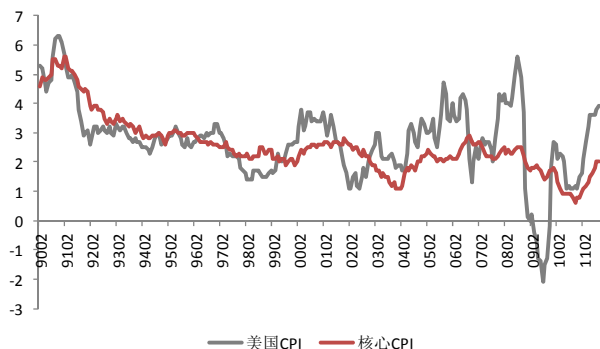
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 10： QE 期间美国国债收益率



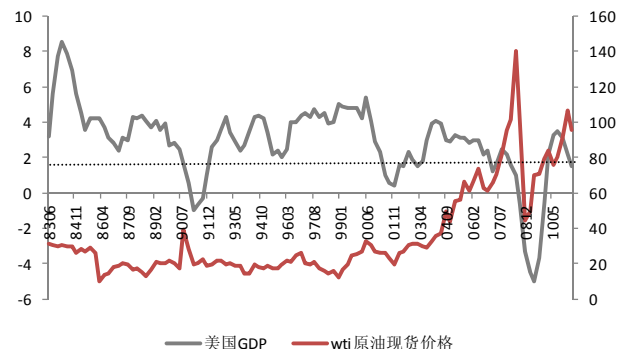
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 11: 美国 10 月份核心 CPI 维持 2%



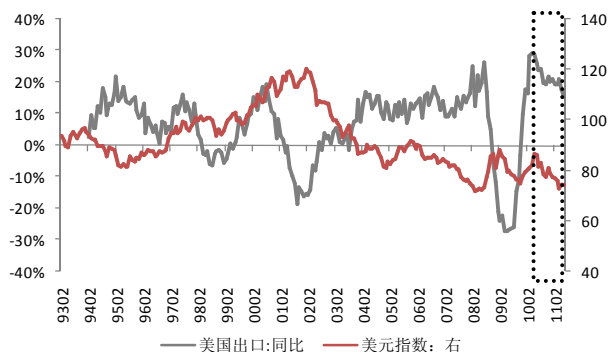
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 12: 原油价格超过 80 抑制美国经济增长



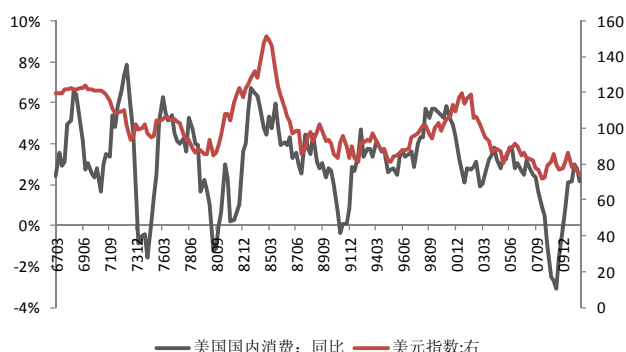
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 13: 弱势美元难以持续提振美国出口



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 14: 强势美元才能拉动美国国内消费



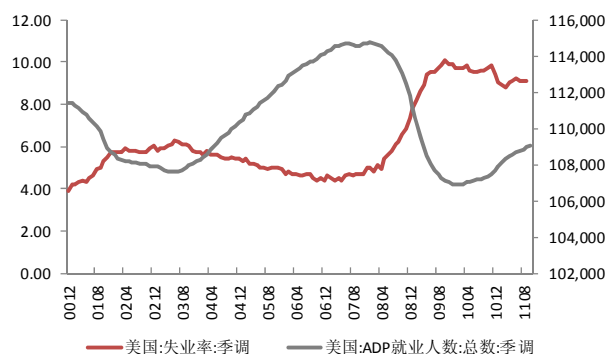
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 15: TIPS 利差反映的通胀预期 2.1%



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

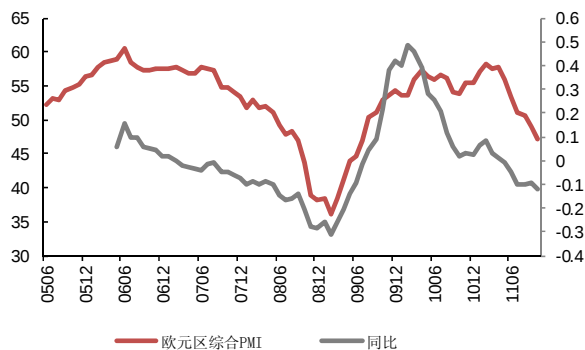
图 16: 美国失业率维持高位



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

欧洲经济领先指标 10 月份仍然全面下滑，经济前景依然悲观。欧元区综合 PMI 从 2 月份的 58.2 持续下滑至 10 月份的 47.2，是 09 年 8 月份以来的最低水平；英国 PMI 从 1 月份的 61.5 持续下滑至 8 月份的 49.4，9 月份小幅回升至 50.8，10 月份再次大幅下滑至 47.4，是 09 年 7 月份以来的最低水平。

图 17： 欧元区综合 PMI 持续回落



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 18： 英国 PMI 大幅回落



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

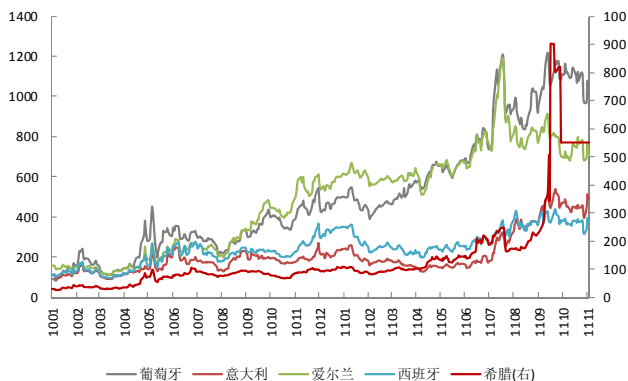
10 月 26 日欧盟峰会声明确认欧债短期无忧使得市场情绪短期好转，但是 11 月 4 日 G20 峰会没能就 IMF 扩大的方案取得一致使得市场再次担心欧债的演变。我们认为，欧债短期违约风险不大，明年 2 月份之前需要关注意大利、西班牙的国债拍卖利率。欧盟峰会会后声明提出的方案大幅缓解了市场对于欧债的担忧，金融市场出现了大幅反弹，欧元兑美元大幅上涨。峰会声明包括以下要点：1、杠杆化 EFSF 规模；EFSF 为成员国新发债券提供信用增强；2、通过 SPV 为 EFSF 引入中国等海外金融机构和投资者的资源，增加资金来源；3、对希腊债务减记 50%，到 2020 年希腊债务不超过 GDP 的 120%，对希腊提供 1000 亿新增贷款。我们认为，4-5 倍的 EFSF 杠杆方案能够将 EFSF 扩大至约一万亿的规模，欧债短期无忧。

虽然悲观者认为当前的方案只是缓解短期欧债压力，欧债问题仍将在以后出现反复，我们认为，希腊需要债务重组已在市场预期之中，关键只要意大利、西班牙的财政不进一步恶化，国债收益率没有出现大幅飙升的情况下，意大利、西班牙可以通过正常的国债发行来筹措资金，不必求助于 EFSF，那么目前的 EFSF 规模足以解决其他规模较小国家出现的问题，欧元区就不会出现失控的情况。而此次欧盟峰会声明中也提到了：1、意大利加强结构改革和整顿财务，并承诺在 2013 年平衡预算，在 2014 年实现结构性预算盈余，在 2014 年将债务占 GDP 比重降至 113%，为此意大利已经将退休年龄提高至 67 岁。2、西班牙削减赤字、重组银行部门、改革产品和劳工市场等。随着欧元区各国都在努力改善财政，未来出现好于当前悲观预期的概率较大。

11 月 4 日 G20 领导人最终没能达成 IMF 扩大方案，而之前市场预期 IMF 资源将扩充至 3000 亿美元左右，导致欧元区国家 CDS 再次上行。

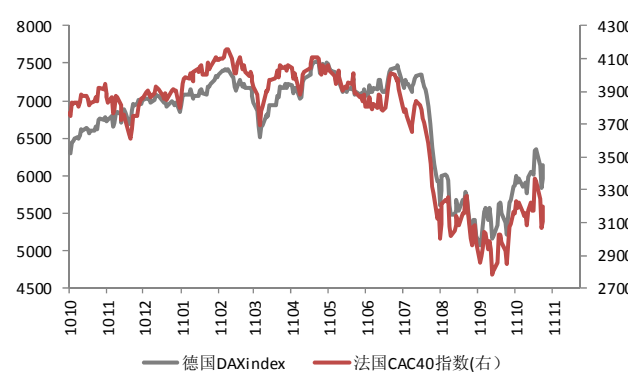
从欧元区债务到期的时间来看，11 月份之后债务到期的规模逐月减少，明年的 2、3、4 月份又将迎来欧债到期的高峰，到时候需要关注其 CDS 以及国债收益率。

图 19: 欧元区 CDS 回落上升



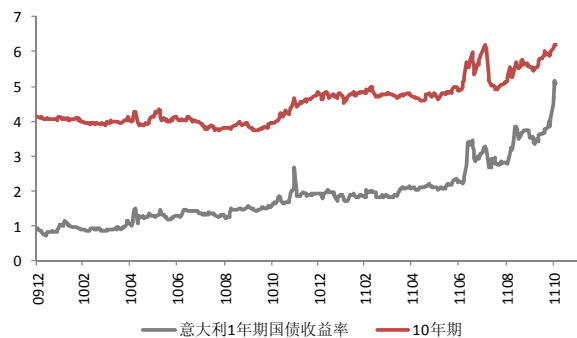
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 20: 德国、法国股指十月反弹后回落



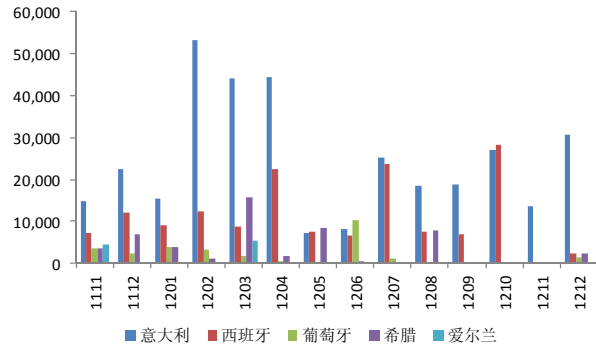
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 21: 意大利国债收益率快速回升



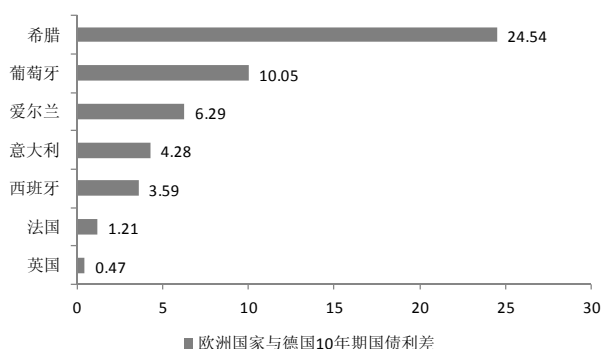
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 22: 欧元区分月度到期债务规模



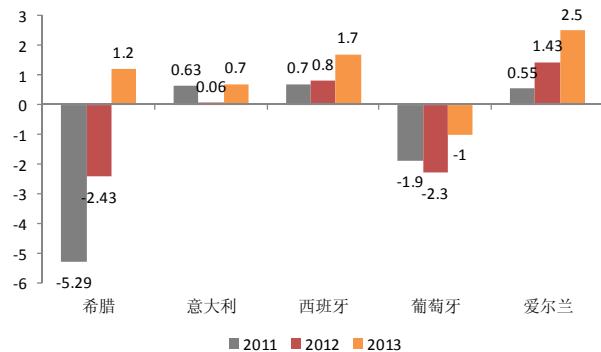
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 23: 欧洲各国十年期国债与德国国债的利差



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

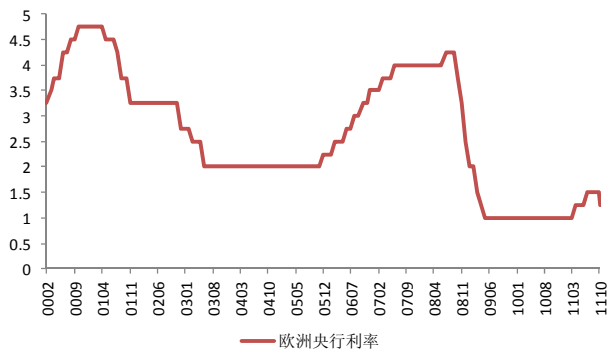
图 24: 欧洲各国经济增速预测



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

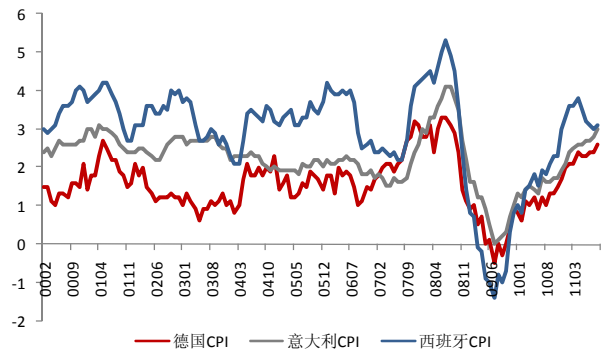
欧洲保增长优先于控通胀。11 月 3 日，欧洲央行行长德拉吉在其主持的首次欧洲央行会议上宣布降息 25bp 至 1.25%。而欧元区国家的通胀均处于上升趋势中，德国、意大利 9 月份通胀 2.6%、3%，西班牙通胀从 5 月份开始回落了 4 个月，9 月份再次向上达到 3.1%。

图 25： 欧洲利率



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 26： 欧元区国家通胀



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

国内政策明确微调，实际行动已经展开

宏观政策微调首次明确，有利于市场情绪的改善。10月25日，温总理表示“准确判断经济走势出现趋势性变化，适时适度进行预调微调，信贷政策要与产业政策更好地结合起来，保证国家重点在建、续建项目的资金需要，重点支持实体经济尤其是符合产业政策的中小企业，支持民生工程尤其是保障性安居工程。”这是政府高层首次明确政策微调，我们认为当前通胀刚开始下行、房价尚未显著调整的情况下，微调的力度将很有限，不改变4季度经济下行的趋势，但是将对股市的情绪有明显的改善。

明确微调的信号将使市场反弹10%以上。6月份市场反弹是基于王岐山提出中小企业融资难，温总理在伦敦提出集中精力发展经济，引发市场对于政策放松的预期，而7月7日的加息以及地产限购扩大的消息使得放松预期落空，市场反弹结束，上证指数从2600上涨到2800，接近8%。而本次明确提出微调，对股市的信号意义重大，所以本次反弹会比6月份反弹的幅度更高，至少在10%以上。

“预调微调”的基调定下之后，后续的实际行动正在或者将会展开。财政政策方面；包括交运、现代服务业的营业税改征增值税，提高增值税、营业税的起征点等减税措施；财政支出可能会更加积极，对“三农”和民生方面的支持力度可能加大。货币政策方面，10月CPI大概率将显著回落，则货币政策调整（下调存款准备金率）的空间就会开启；信贷额度将会放松（保证国家重点在建、续建项目的资金需要），比如保障房贷款、铁路公路信贷和融资、中小企业信贷等。

表格 2：10 月份以来政策动态

时间	政策动态
10月4日	温家宝浙江调研：支持中小企业，整顿金融秩序遏制高利贷化倾向 温家宝主持国务院常务会议研究支持小型和微型企业发展的金融财税政策
10月12日	措施 水利部明确1.8万亿水利投资思路 主投农田水利建设
10月15日	温家宝在粤调研外贸企业情况
10月20日	财政部允许上海浙江广东省与深圳开展自行发债试点
10月21日	南京公积金贷款额度恢复最高每人可贷三十万元
10月22日	温家宝广西调研：进一步巩固房地产调控成果

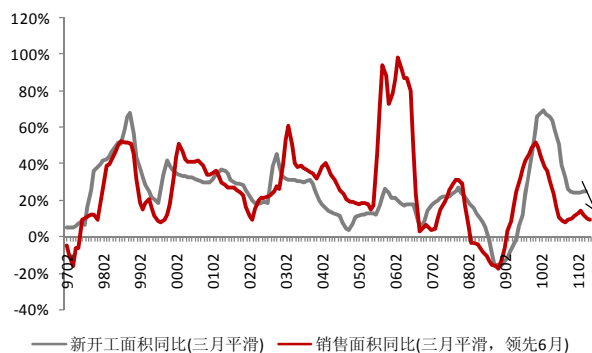
10月25日	温家宝天津调研: 准确判断经济走势出现趋势性变化, 适时适度进行预调微调, 信贷政策要与产业政策更好地结合起来, 保证国家重点在建、续建项目的资金需要, 重点支持实体经济尤其是符合产业政策的中小企业, 支持民生工程尤其是保障性安居工程
10月26日	温家宝主持召开国务院常务会议, 决定开展深化增值税制度改革试点 银监会要求进一步加大对小微企业信贷支持力度 周小川: 货币政策总基调不变 增强灵活性和针对性
10月29日	温家宝主持召开国务院常务会议, 强调坚定不移地搞好房地产调控
10月31日	财政部税务总局调整增值税和营业税起征点的幅度
11月2日	铁道部将获逾 2000 亿融资支持

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

地产仍是最大的不确定因素, “住房信息完善之后将取消限购”和“坚定不移地搞好房地产调控”释放了不同的信号。10月27日十一届人大常委会第二十三次会议上, 人大常委会委员吴晓灵提出, 长期采取限购政策与市场配置资源的原则相悖, 应该更多地运用税收手段调节。住建部部长姜伟新回应称, 楼市限购政策是行政办法, 是不得已而采取的办法, 住房信息完善之后将取消限购。该说法引发了市场对于地产调控放松的预期, 10月28日地产股集体大涨。但是10月29日, 温总理在国务院常务会议上指出, “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。加快推进保障性住房建设, 提高规划设计水平, 加强工程质量监管, 抓紧建立健全分配和管理制度, 尽快形成有效供应, 让人民群众看到政策的成效。”

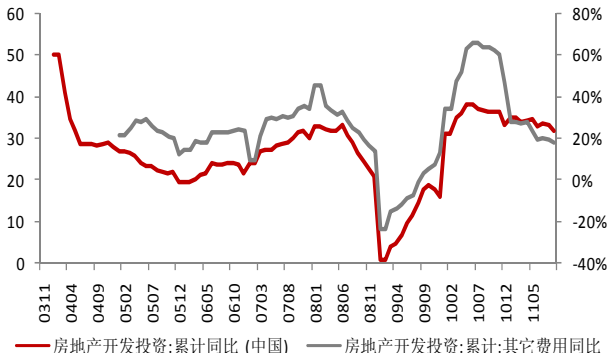
我们认为地产目前不是微调的方向。当前房地产价格刚开始调整, 新开工尚未明显回落的情况下, 如果出现微调反而不利于地产股的估值修复, 因为微调将再次引发地产投资, 去年以来的地产调控落空, 而且加大通胀反复的概率, 那么地产股短期涨一波之后面临更大的系统性风险。

图 27: 房地产新开工尚未回落



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

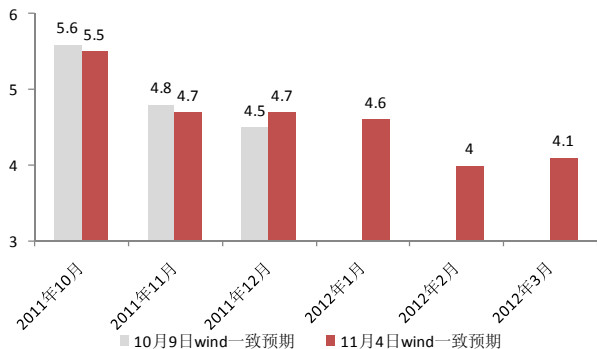
图 28: 房地产投资仍在高位



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

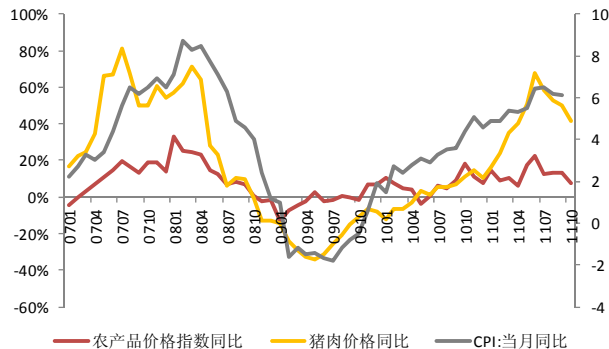
通胀回落为政策微调打开空间。国内 10 月通胀将显著回落, 因为猪肉等食品价格出现了大幅下跌。从 wind 统计的卖方一致预期来看, 9 月份 CPI 公布之后, 普遍下调了 10 月份的通胀预测。CPI 食品方面, 猪肉价格和农产品价格同比出现大幅下滑, 判断 10 月份通胀将显著回落。

图 29： 10 月份 CPI 一致预期小幅下调



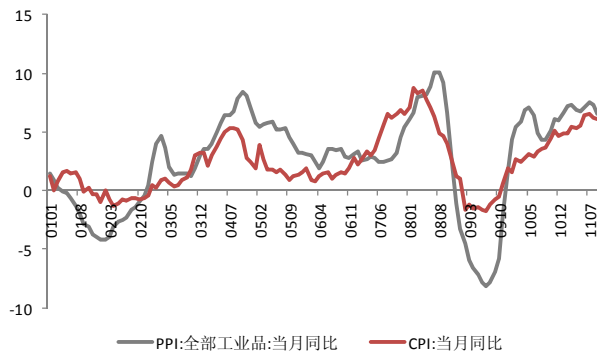
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 30： CPI 与食品价格



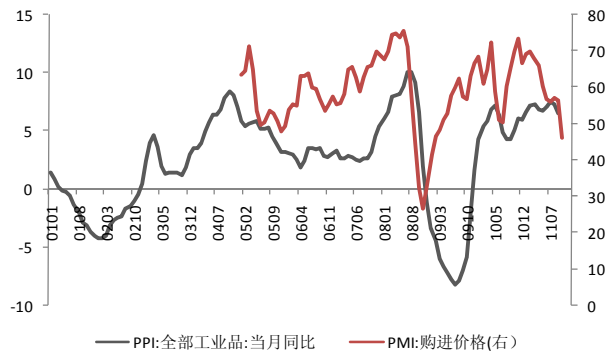
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 31： CPI 和 PPI



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 32： PMI 购进价格指数领先于 PPI 下滑



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

经济领先指标显示国内经济仍在缓慢下行，购进价格指数大幅下滑缓解后续通胀压力。10 月中采 PMI 指数季节性回落从 9 月的 51.2 回落至 50.4，环比回落幅度和历史均值相等（剔除 2008 年），显示经济扩张仍然缓慢。从分项数据来看，订单指标中的新订单从上月的 51.3 回落至 50.5，现有订单从上月的 48.9 大幅回落至 46，出口订单从上月的 50.9 回落至 48.6；库存指数中原材料库存从上月的 49 下降至 48.5，产成品库存从上月的 49.9 小幅上升至 50.3；价格指数中购进价格指数从上月的 56.6 大幅下降至 46.2，预示后续通胀压力大幅缓解。

图 33： 预计 PMI 指数 11 月份将小幅回升

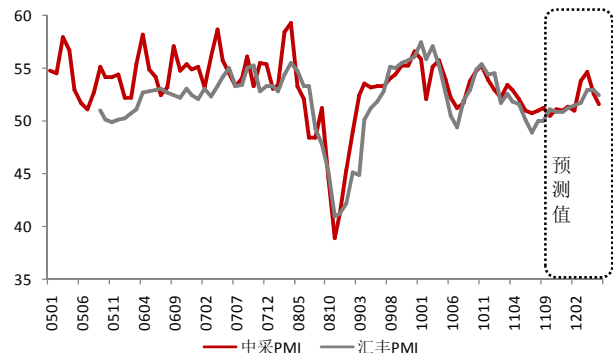
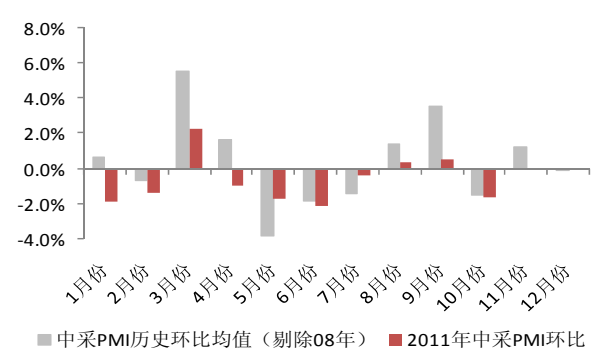
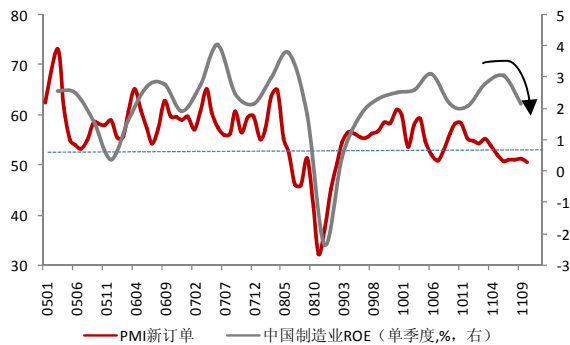


图 34： 10 月中采 PMI 环比增速处于历史均值



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

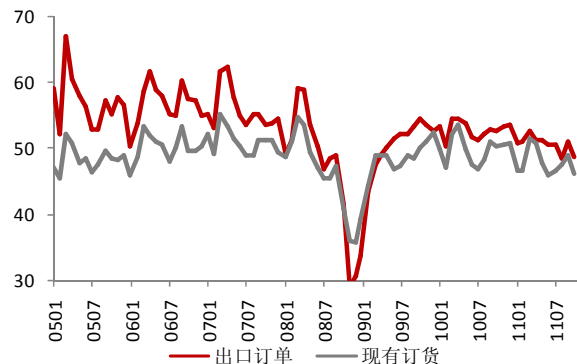
图 35： 新订单领先于制造业 ROE 变化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 36： 出口订单、现有订单均大幅下回落



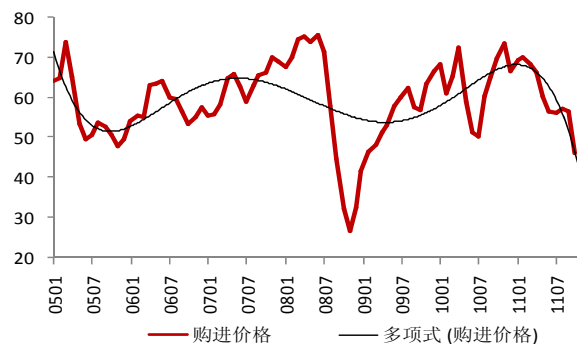
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 37： PMI 采购量向下



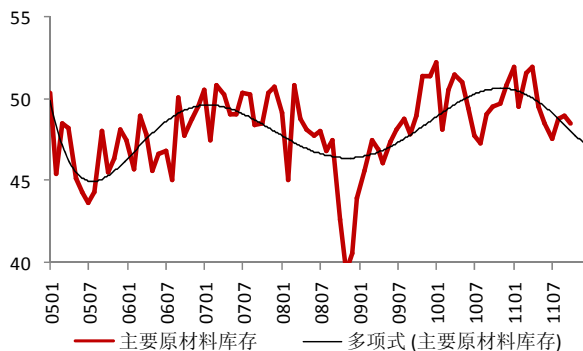
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 38： PMI 购进价格大幅回落



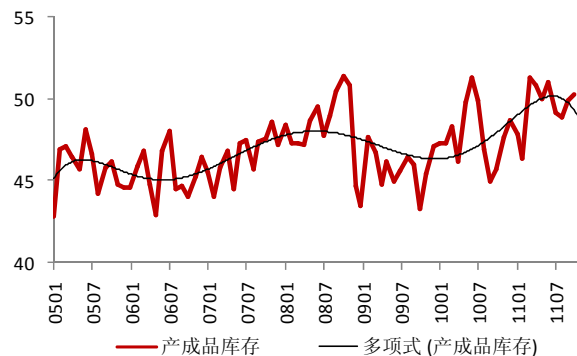
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 39： 原材料库存反弹



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

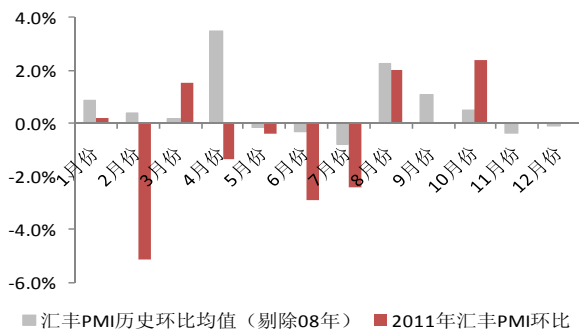
图 40： 产成品库存双顶回落



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

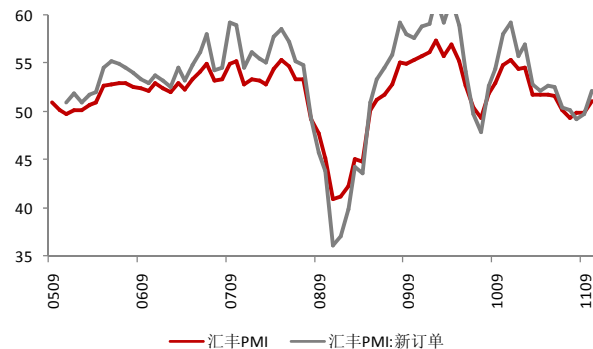
10月汇丰PMI达到51，和中采PMI产生了较大的背离，原因在于温总理讲话对于小微企业的扶持信号，改善了小企业的经营环境预期。从环比的历史（剔除2008年）来看，10月份PMI环比平均值为0.5%，但是本次PMI环比2.4%的增幅大幅好于预期，其中新订单从9月份的49.8回升至52.1。

图 41： 汇丰 PMI 环比大幅好于历史均值



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 42： 汇丰 PMI 与新订单

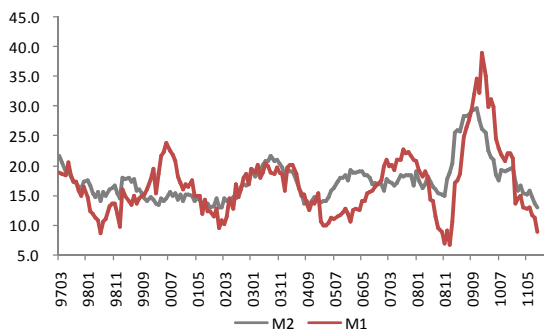


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

政策微调将使得宏观流动性出现好转。9月份M1为8.9%，M2为13%，均处于历史底部，根据温总理“保证国家重点在建、续建项目的资金需要”的要求，后续信贷将有所放松，促进宏观流动性的改善。而且从货币周期的长度来看，2000年以来共有4个M1下滑的阶段，2000.6-2002.1共20个月、2003.10-2005.5共20个月、2007.9-2009.1共17个月，本轮M1下行是从2010年1月开始，到9月份已经是21个月，因此从时间长度来看，货币收紧也已接近尾声。

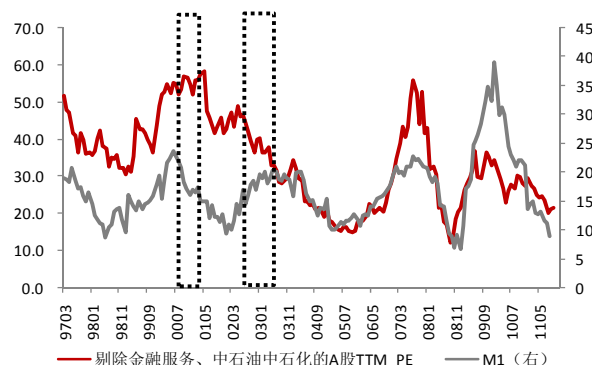
流动性改善有利于估值企稳。1997年以来的M1和股市估值的大趋势基本一致（虚线框标出了2段背离的时间，分别为5个月和8个月），每一次流动性的好转，都对于股市估值水平的提升。

图 43： M1 和 M2



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 44： M1 和股市估值



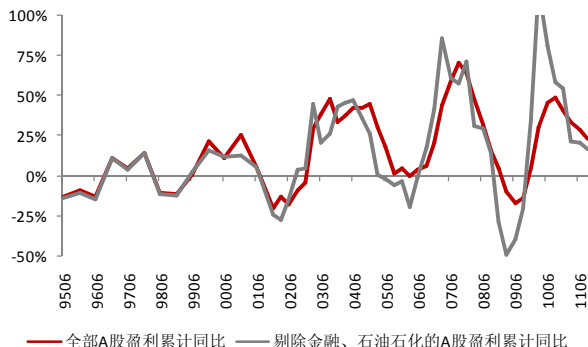
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

盈利方面，四季度上市公司盈利仍将下滑，但是盈利预测下调幅度最大的阶段已经过去。三季报业绩跟我们预测的一致，单季度出现明显下滑，我们认为四季度仍是下滑趋势，原因在于去库存的展开，我们自上而下预测剔除金融、石油石化后的盈利同比

将出现负增长。三季报全部 A 股同比增长 20.4%，剔除金融服务、石油石化是 16.8%，而中报全部 A 股是 23.9%，剔除金融服务、石油石化是 21.2%。单季度来看，三季度全部 A 股是 13.7%，剔除金融服务、石油石化是 8.9%。

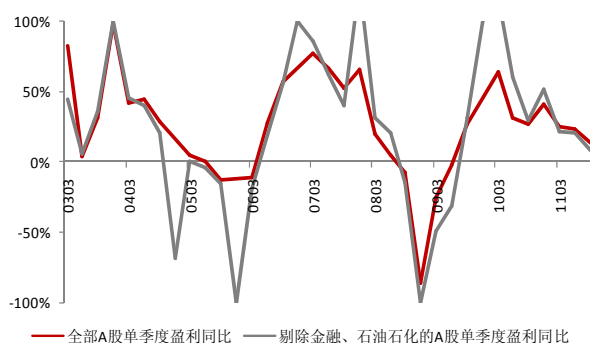
从卖方的盈利预测来看，一致预期已经大幅下调 2011 年盈利预测，上证 A 股由 26% 下调至 21%；沪深 300 由 25% 下调至 20%；中小板由 49% 下调至 29%；创业板由 62% 下调至 36%。

图 45: A 股累计盈利增速



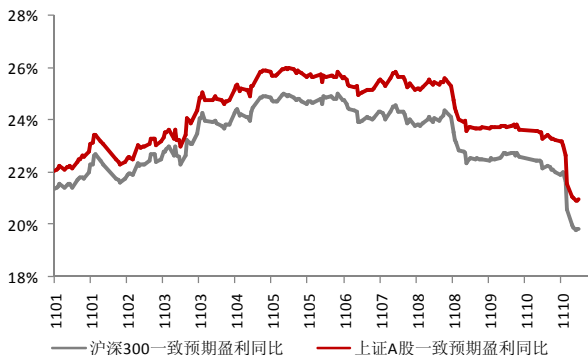
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 46: A 股单季度盈利增速



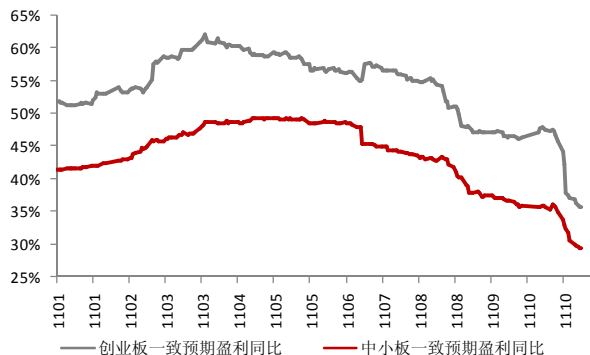
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 47: 上证 A 股和沪深 300 盈利预测已经大幅下调



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 48: 中小板和创业板盈利预测已经大幅下调



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

“十一”长假效应致 11 月微观资金供求仍然偏紧

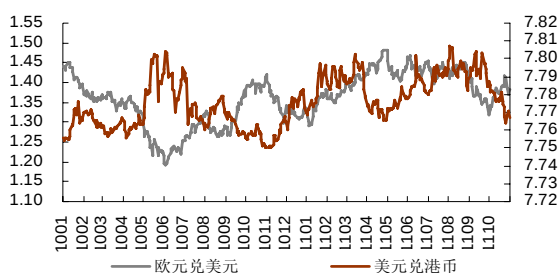
欧债危机仍是制约全球流动性的主要因素

10 月至今欧元兑美元总体小幅升值，主要原因是：1) 10 月 13 日 EFSF 扩容计划在欧元区 17 国全部获得通过，为后续解决欧洲债务危机扫清又一障碍；2) 欧元主要国家领导人强势表态维持欧元；3) 四季度到期债务相对 9 月份明显减少，偿付压力降低。美国经济在上月亦见喜报，10 月 27 日公布的美国三季度经济按年率折算增长 2.5%，为 2010 年三季度以来最高水平，降低了市场对二次探底的忧虑。结合华泰联合宏观组判断，我们更倾向于认为美元指数短期内将继续反弹，资金缓和回流美国，决定汇率与资金流向的主要因素将逐步回归至经济基本面。另外，美元兑港元亦有小

幅升值，或预示热钱存在外流迹象，与此相对应的是9月国家外汇储备减少600亿美元。

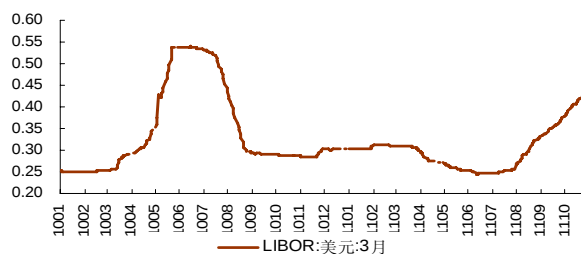
我们跟踪的美元 Libor3 月利率延续前期的上涨趋势，主要原因是欧元区银行业仍然面临流动性不足、去杠杆化等问题的困扰，金融机构收缩资产负债表的倾向没有根本转变，拆借资金变得困难。我们认为在欧债危机风险为出清之前，全球拆借市场资金紧张的局面难以得到根本性的扭转。10月以来全球市场亦存在一些资金面的有利的因素，主要有：1) 10月26日，德国议会高票通过 EFSF “杠杆化扩容” 议案，为 EFSF 在拯救欧债危机中发挥更大作用铺平道路；2) 欧洲央行再次向欧洲的银行业提供一年期 569 亿欧元的再融资业务，以应对银行资金紧张局面；3) 经过多方角力，希腊总理帕潘德里欧最终放弃“公投” 欧盟救援方案，减少欧债危机解决的不确定因素。

图 49： 欧元区债务缓解致美元回调



资料来源：华泰联合证券研究所

图 50： LIBOR 3M 美元：延续单边上涨

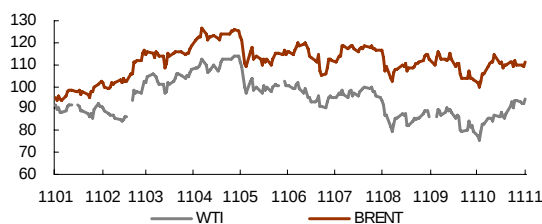


资料来源：华泰联合证券研究所

10月以来原油、黄金价格重回上升趋势。截至11月3日，WTI原油期货交割价格为94.07美元/桶，较9月末79.20美元/桶上涨14.87美元；Brent原油期货交割价格为110.83美元/桶，较9月末102.76美元/桶上涨8.07美元；LME黄金现货价格为1758美元/盎司，较9月末1620美元/盎司上涨138美元。我们认为上月原油价格上涨的主要原因是：1) 短期来看，美国三季度经济数据好于预期，原油库存下降超过市场预期；2) 长期来看，世界原油供需关系长处于略紧状态，原油探明储备有限。黄金的价格上涨主要原因可归结为：1) 美元指数上月总体下跌，导致以美元计价的黄金上涨；2) 纽约联储银行总裁表示量化宽松是提振经济可能选项致使市场担心通胀上升，此外数据显示欧元区10月通胀水平仍然维持三年来高位3%。

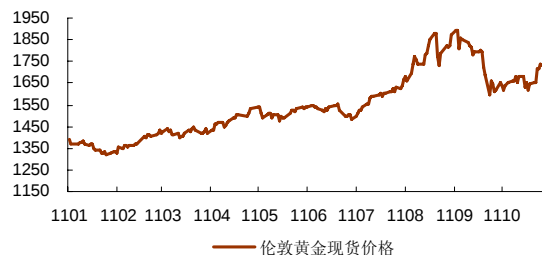
综合来看，原油由于供给端的瓶颈将在长期内具备上涨动力，短期则更多取决于美国、欧洲等发达经济国际经济恢复水平；黄金价格则更多取决于通胀、欧债问题进程及美国量化宽松的预期。在全球经济存在较大不确定性背景下，二者对全球股市资金的分流作用较为有限。

图 51： 美国经济基本面好转促使原油价格回升



资料来源：华泰联合证券研究所

图 52： 美元指数月内下降导致黄金价格重回升势



资料来源：华泰联合证券研究所

国内资金：政策微调得以确认，定向宽松有望提速

国内政策微调在 10 月得以确认，货币政策的定向宽松可能提速。10 月温总理的在天津的讲话使得政策微调得以确认。近期铁道部的顺利融资与偿还相关设备厂商应付账款、增值税改革、四大银行贷款增速加快等一系列事件都强化了我们此前关于微调的判断，我们有理由相信未来的定向宽松政策将在扶持中小企业、保障房建设以及税制改革领域继续深化。我们组织的温州调研情况显示，定向宽松的政策推出有可能加速。

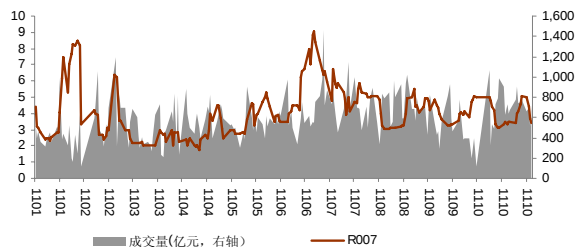
银行间资金逐渐转向宽裕，央行再次投放货币。继 10 月第一周投放 1390 亿后，央行在此后的三周均小额净回笼资金，最近一周则在公开市场投放 690 亿。我们认为央行在进行公开操作时显然已经考虑到银行间市场资金在月末紧张的情况，透露出货币政策加码概率继续减小的信号。展望 11 月份，由于前期保证金存款上调将迎来高峰期及公开市场到期资金相对不足，7 天回购利率可能仍会出现上行。

图 53： 公开市场操作重启净投放



资料来源：华泰联合证券研究所

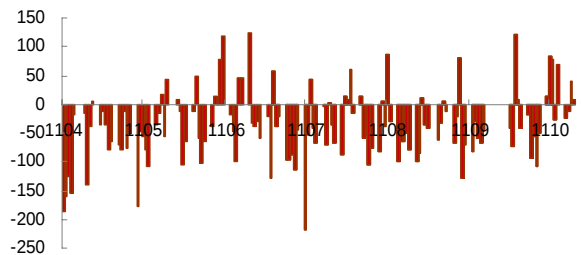
图 54： 7 天回购利率下降



资料来源：华泰联合证券研究所

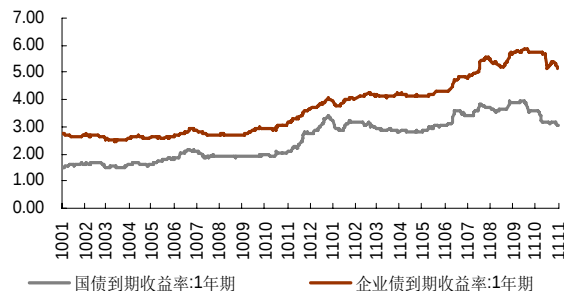
股市相对债市更具吸引力，资金实现净流入。根据我们统计，上周前四个交易日 A 股实现资金净流入 8.17 亿，连续两周实现净流入。我们认为近两周股市实现资金净流入与债券收益率下降相关，债券收益率在 9 月中旬见顶后回落，股市则在 10 月中下旬才步入反弹，这符合我们此前关于债券市场反弹先于股市反弹的判断。随着通胀逐步回落，债市收益率有进一步下行的空间，股市相对债市吸引力将逐步体现。在大宗商品方面，上期所的交易量较前期明显抬升，同期大商所交易量则基本持平，由此我们认为上期所交易量上升是该所对部分交易费率下调的结果，与市场资金对期货市场的投资偏好相关性不大。在房地产市场，近期政策当局重申房地产调控，珠海更提出“双限”，我们认为房地产市场对投资资金的分流效应将维持较低水平。

图 55： 股市反弹推动资金净流入股市（截至 11 月 3 日）



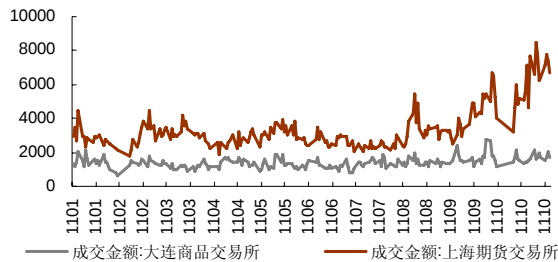
资料来源：华泰联合证券研究所

图 56： 国债与企业债收益率仍在下降通道中



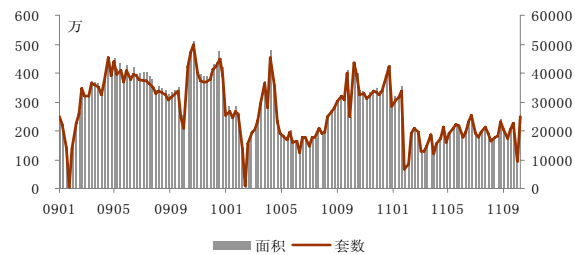
资料来源：华泰联合证券研究所

图 57： 上期所交易费率下调是导致交易量上升的主因



资料来源：华泰联合证券研究所

图 58： 重点城市一手房交易量



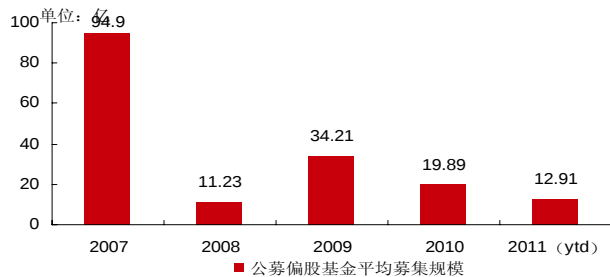
资料来源：华泰联合证券研究所

股市微观资金：11 月微观资金仍然偏紧

我们预测的资金供给端项目主要有新基金募集建仓、保险权益资金入市、个人投资者开户入市、QFII 等。预计 11 月资金总供给 293 亿，较 10 月 404 亿大幅下降，主要原因是“十一”长假影响新基金、券商集合理财产品发行数量与平均募集规模，同时导致月内股票开户总数减少。

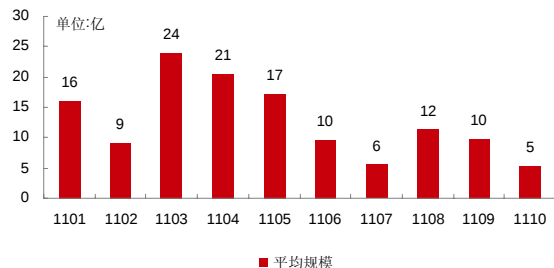
分项来看，预计 10 月新成立的 5 只偏股基金及 11 月将成立的 12 只偏股基金建仓将为股市带来新增资金 59 亿；预计 10 月全国新增保费收入 1047 亿，扣除预计的财产险收入 319 亿，去掉 20%保证金且按 20%投资股票的比率及 60%的仓位测算，10 月保费收入将为股市补充资金 70 亿；10 月新成立券商集合理财产品总规模为 7.92 亿，另有 6 只 11 月成立的偏股型理财产品处于募集阶段，综合估计券商集合理财产品建仓将为股市带来增量资金 10 亿；预计 10 月 A 股开户总数约为 50.68 万，料新开户账户为 11 月股市带来增量资金 132 亿。

图 59： 基金募集规模与市场走势相关



资料来源：华泰联合证券研究所

图 60： 长假致 10 月偏股基金平均募集规模创新低



资料来源：华泰联合证券研究所

图 61： 9 月原保费收入同比增长-3.40%

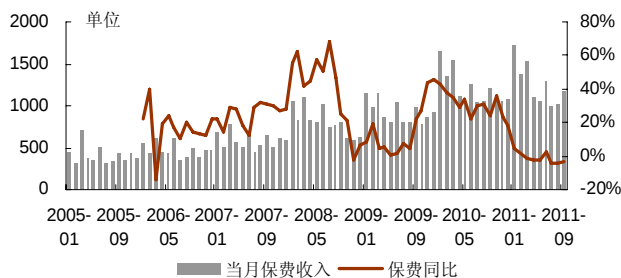
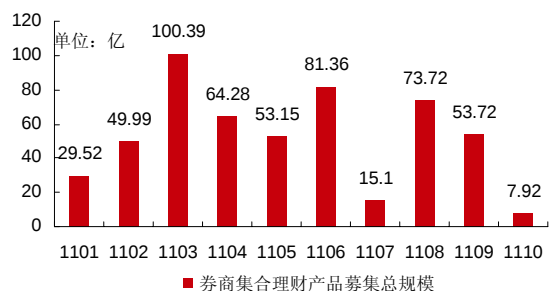


图 62： 10 月券商集合理财产品募集总规模 7.92 亿



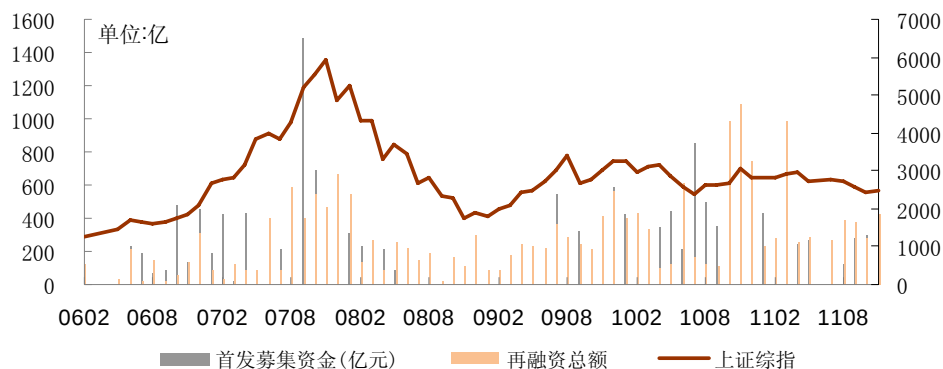
资料来源：华泰联合证券研究所

资料来源：华泰联合证券研究所

资金需求主要来自于 IPO、再融资、限售股解禁减持，11 月预计资金需求总额为 880 亿，较上月 1074 亿减少 194 亿。

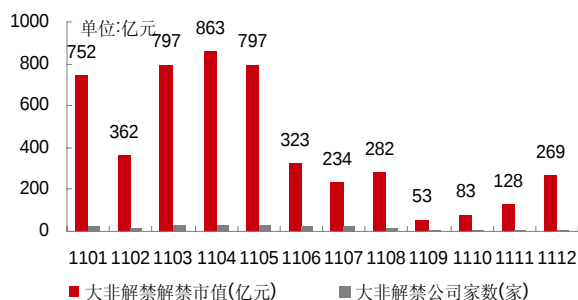
分项来看，预计 11 月份首发上市的公司数量为 24 家，按照今年首发平均规模 9.94 亿/只预测，估计 IPO 总规模为 238 亿；假定剔除大股东定向增发外获证监会批准的再融资总额的 20% 在 11 月份完成，则预计 11 月再融资规模约为 285 亿；按照震荡市场下的大非、小非、大股东、中小股东解禁股票减持比率计算，预计股改限售股减持所需资金 11 亿，首发原始股东减持所需资金 207 亿，定向增发、配股及其他限售股减持所需资金 139 亿。

图 63： 预计 11 份融资规模较 10 月增加



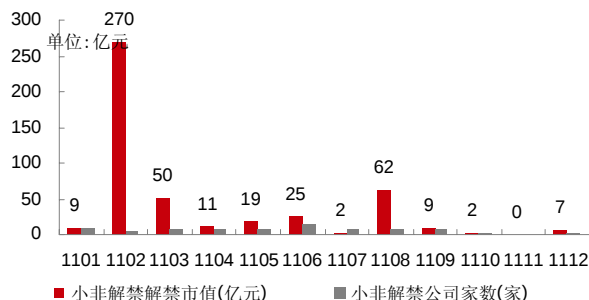
资料来源：华泰联合证券研究所

图 64： 11 月大非解禁处于年内低位



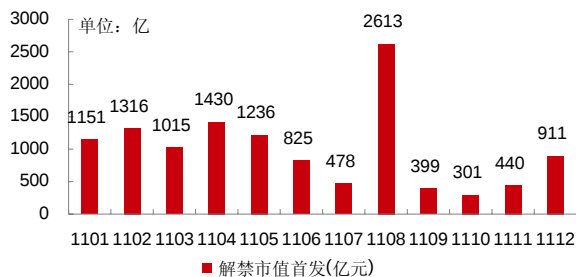
资料来源：华泰联合证券研究所

图 65： 11 月小非解禁几可忽略



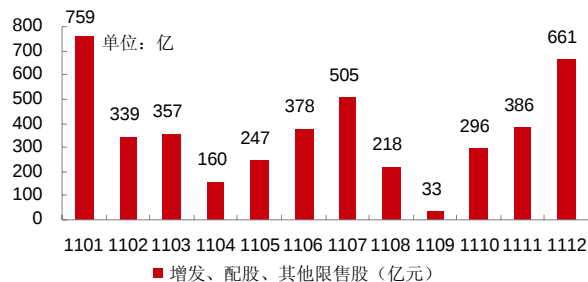
资料来源：华泰联合证券研究所

图 66: 11 月首发解禁较 10 月增加



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 67: 定向增发、配股、其它限售股解禁 386 亿

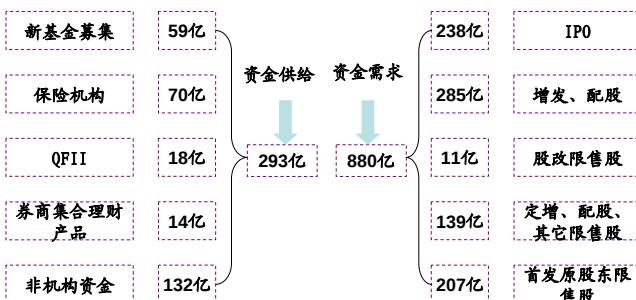


资料来源: 华泰联合证券研究所

我们测算的 11 月资金缺口为 66.70%，较 10 月份继续扩大，符合此前我们在四季报中关于微观资金仍然偏紧张的判断。11 月微观资金供求关系继续趋紧的主要原因是：其一、“十一”长假致 10 月工作日减少，影响资金供给端的新基金、券商集合理财产品发行数量及其规模；其二、前期震荡下行的市场环境及国外的一系列风险因素压制 A 股投资者市场情绪，导致 A 股新入市资金减少。

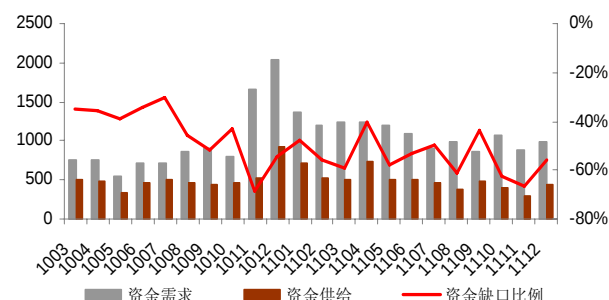
我们认为中长期内影响微观资金供求关系的主要因素有：1) 新股发行的节奏是否改变；2) 大盘股发行的预期是否兑现；3) 基金发行规模能否提升；4) 影响微观资金长期供求关系的因素，如保险资金投资权益比率提升、中国板 401K 计划推出进程、境外人民币回流国内市场的机制。从当前时点来看，我们可以预期的资金面利好因素是新股发行节奏可能放缓，原因是近期公司过会比率下降，11 月 2 日 4 家公司仅有一家获得通过；11 月新股发行数量及平均规模将上升，主要原因是长假因素将不存在，同时前期的市场向好将形成正向反馈。

图 68: 11 月份资金缺口 66.70%



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 69: 11 月资金缺口扩大



资料来源: 华泰联合证券研究所

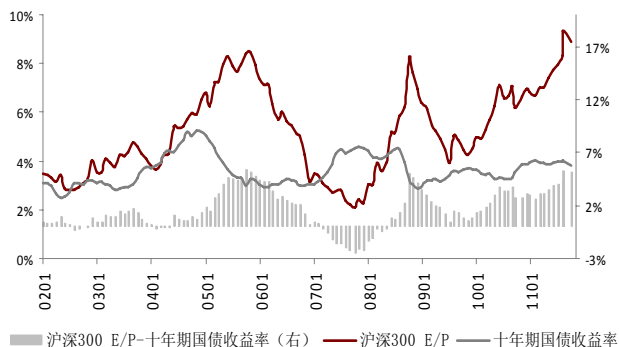
估值相对于债市吸引力达到极值推动反弹，情绪改善

从股市收益率相对于其他类别资产的估值来看，10 月底沪深 300E/P 是 8.9%，高于十年期国债收益率 3.79%，两者之差为 5.11%，接近历史极值，股市对债市吸引力凸显。沪深 300 分红收益率 2.35%，低于一年期存款利率 3.5%，两者之差-1.15%，股市相对于储蓄资金的吸引力仍未达到极值。

从国内的绝对估值来看，剔除金融的 A 股市场加权 TTM 市盈率从低位上行至 21.5，较上月的估值水平 20.8 略微上升；市净率也从 2.65 上行至 2.73 倍，但仍低于历史均值 3.35 倍。

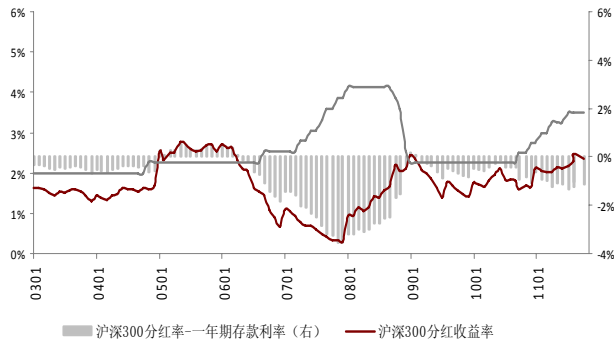
从中国股市相对于美国股市的估值来看，10月底沪深300的TTM PE是11.24倍，标普500是13.17倍，相对估值0.85较上月略微下行，处于相对较低位置；中小板的TTM PE是30.98倍，纳斯达克是24.11倍，相对估值1.28，较上月显著下降，接近历史均值。

图 70： 沪深 300E/P 与国债收益率



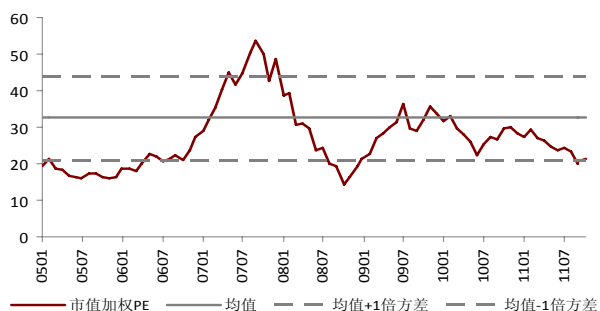
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 71： 沪深 300 分红收益率与存款利率



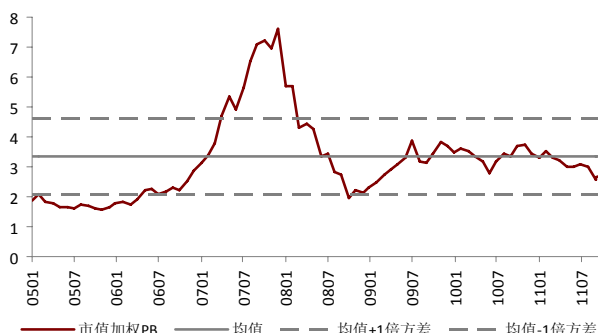
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 72： 剔除金融行业的加权 PE 上升



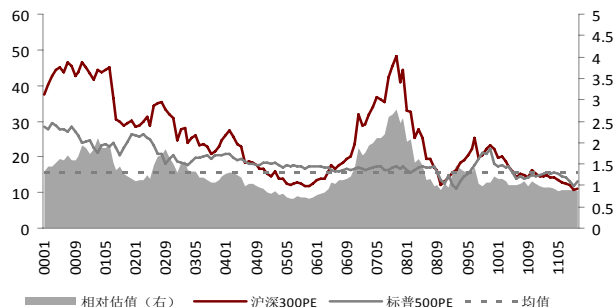
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 73： 剔除金融行业的加权 PB 上升



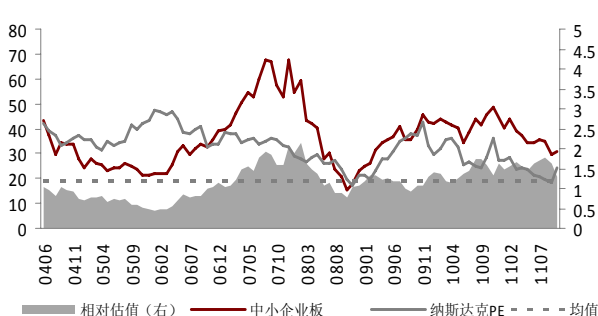
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 74： 沪深 300 相对标普 500 的估值略微下降



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

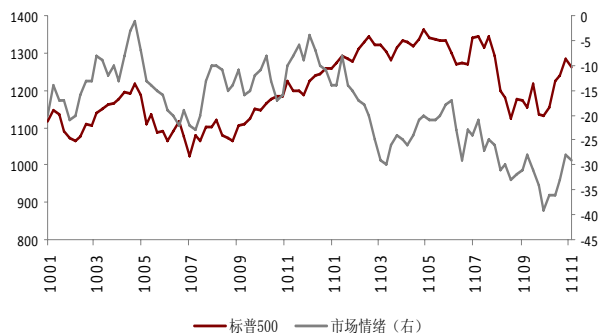
图 75： 中小板相对纳斯达克的估值下降



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

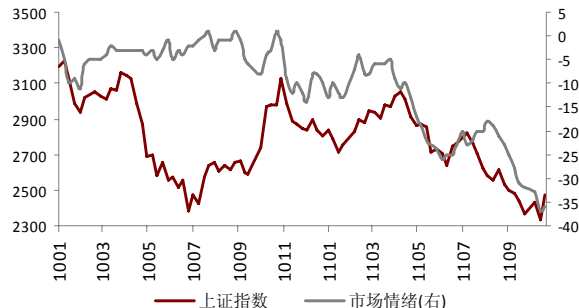
市场情绪从 8 月份开始持续回落，10 月下旬以来明显改善。从周期性子行业的超额收益反映的市场情绪来看，受外围市场上涨及政策微调放松等影响，A 股情绪开始回升。

图 76： 美国市场情绪整体回升



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰联合证券研究所

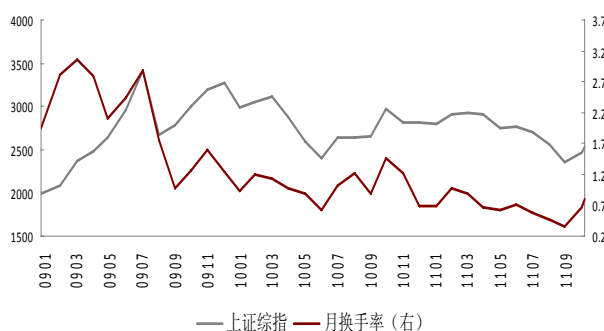
图 77： 中国市场情绪上升



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

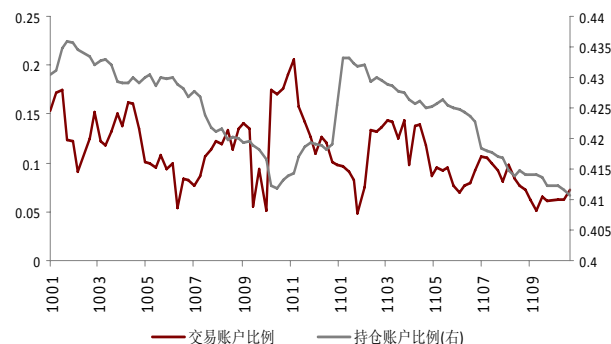
10 月全部 A 股的换手率从低位上行至 0.67%，较上月的 0.36% 大幅上升。交易账户比例 6.7% 较上月 6.3% 略微上升，10 月 A 股新开户数及基金开户数逐周上升。涨跌停个数之差较上月大幅上升。超买超卖指标上升至 95%，有超买迹象。

图 78： 市场换手率上升



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

图 79： 交易账户比例略微上升



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

图 80： A 股开户数上升

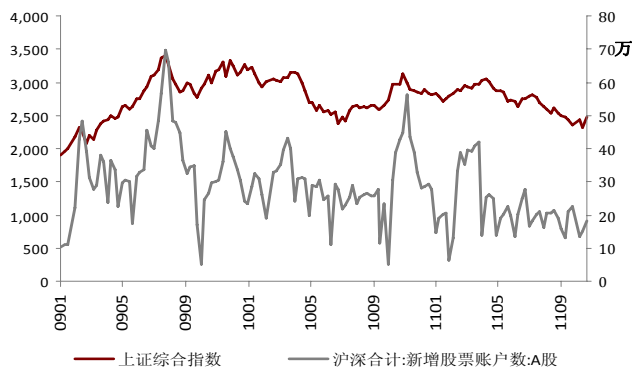
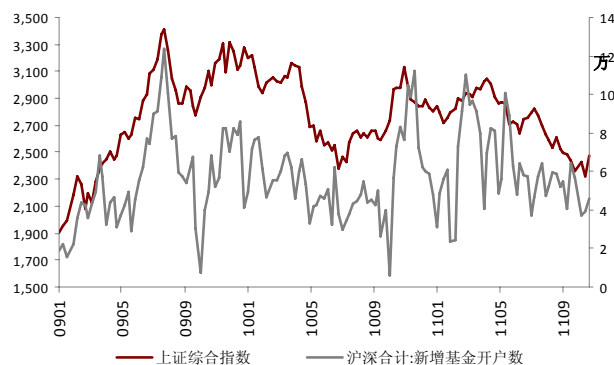
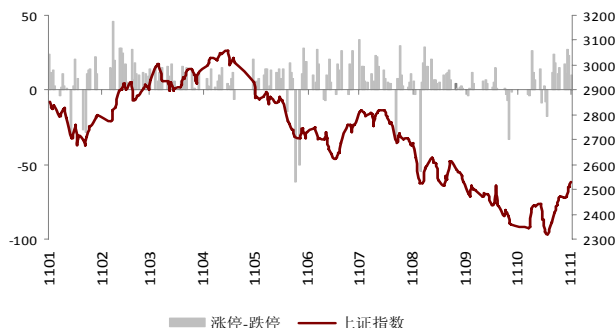


图 81： 基金开户数上升



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

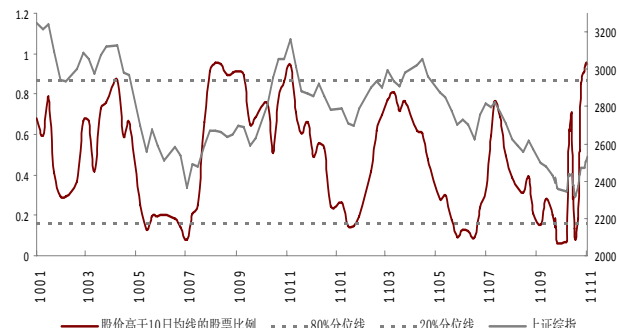
图 82: 涨跌停个数之差上升



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

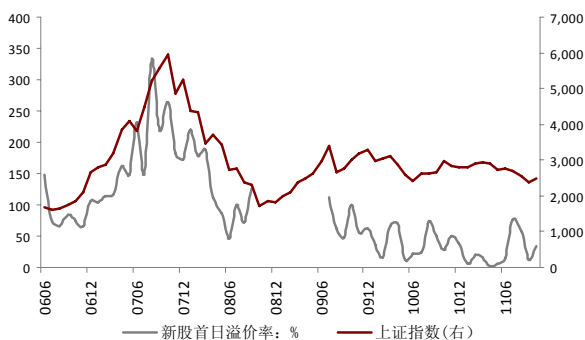
图 83: 超买超卖指标显示超买



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

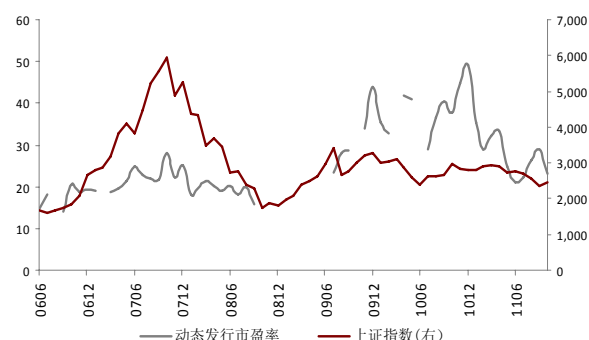
一级市场反映的市场情绪来看, 10 月新股动态发行市盈率为 22.98 较上月 28.84 下降, 但新股的首日溢价率为 33.09%较之前的 12.76%显著上升, 显示一级市场的热情仍然较高。债券市场反映的市场情绪来看, 企业债与国债的收益率利差水平较之前下降, 显示债券市场情绪向好。

图 84: 新股首日溢价率上升



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 85: 动态发行市盈率下降



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 86: 企业债与国债的利差下降

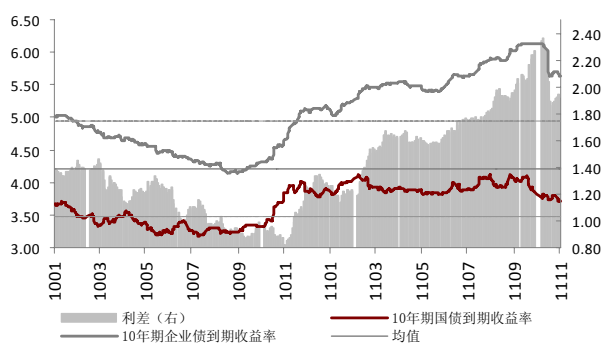
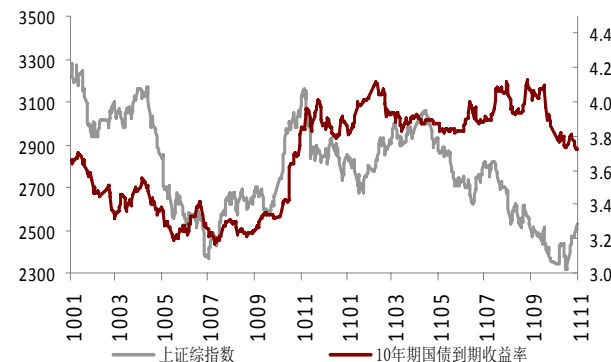


图 87: 上证指数与国债收益率



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

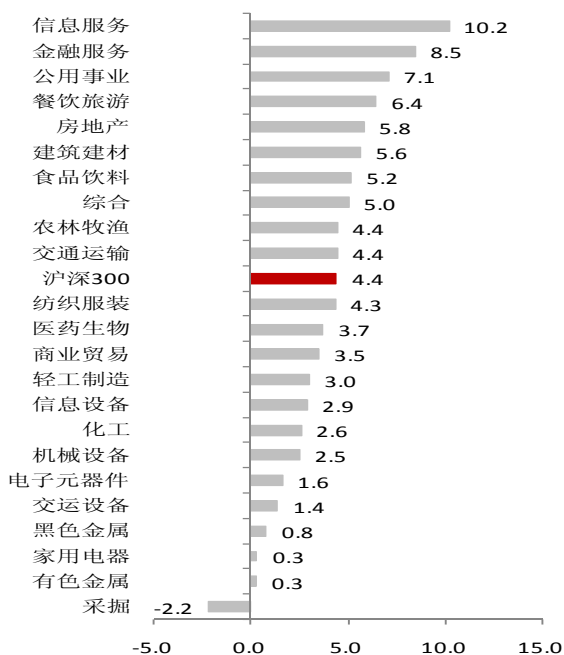
二、投资主线：低估值的可选消费

主要观点：均衡配置转向确定成长

10 月份欧债问题缓解、国内政策明确微调的催化下，A 股市场触底反弹，表现最好的行业包括食品饮料、餐饮旅游、信息服务、农业、纺织服装等消费股，而表现最差的行业包括钢铁、家电、交运设备、建材、信息设备等。美国股市公用事业、日常消费、电信服务等防御类行业表现较好，能源、金融、原材料等周期性行业跌幅较大。

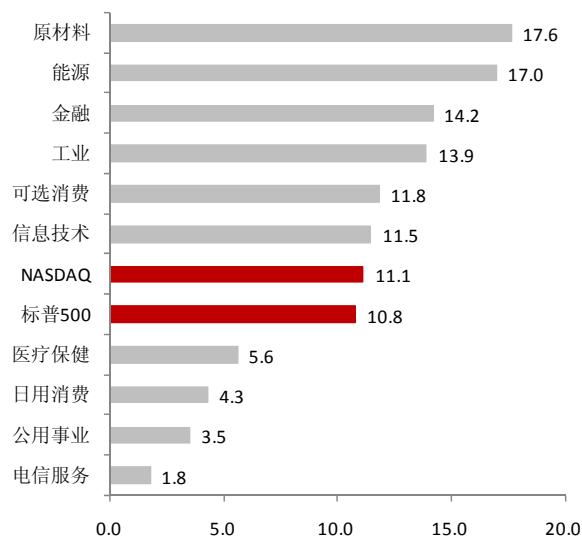
10 月中旬我们建议指数型配置，随着市场逐步反弹，我们建议逐步转向：支持政策确定、业绩确定、超额收益较低的细分行业，寻找能够带动就业的新兴产业。如：医药、家电、汽车零部件、装备制造、食品、软件等。

图 88： 10 月份中国股市行业表现



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 89： 10 月份美国股市行业表现



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

宏观驱动：经济下滑放缓，消费和成长轮换

监控的宏观数据来看，近期预期通胀有所回落，各项需求指标均缓慢走缓，但是趋势有所好转。需要关注的是10月公布的PMI指数虽有下滑，但季调后新订单指数仍有好转，我们认为经济下滑虽然延续，但是趋势放缓。在此格局下我们认为确定性成长的行业将逐步受到关注。建议逐步转向：支持政策确定、业绩确定、超额收益较低的细分行业，寻找能够带动就业的新兴产业。如：医药、家电、汽车零部件、装备制造、食品、软件等。

表格 3: PMI 数据季调后趋势

日期	1109	1110	10 月季调	季调后趋势
PMI	51.2	50.4	51.7	上升
新订单	51.3	50.5	51.7	上升
采购量	51.5	50.7	51.6	上升
产成品库存	49.9	50.3	50.1	上升
供应商配送时间	49.5	50.7	51.0	上升
进出口差异	0.8	1.6	1.5	上升
利润趋势	-5.3	4.3	1.3	上升
内需与出口比例	0.4	1.9	1.7	上升
人员比例	1.7	2.6	3.5	上升
生产规模	-5.1	4.5	2.4	上升
生产量	52.7	52.3	54.8	上升
主要原材料库存	49	48.5	49.6	上升
总计	604.2	604	614.6	上升
出口订单	50.9	48.6	50.1	下滑
购进价格	56.6	46.2	46.2	下滑
雇员	51	49.7	50.3	下滑
进口	50.1	47	48.7	下滑
现有订货	48.9	46	47.3	下滑
销售	-0.9	-1.8	-2.9	下滑

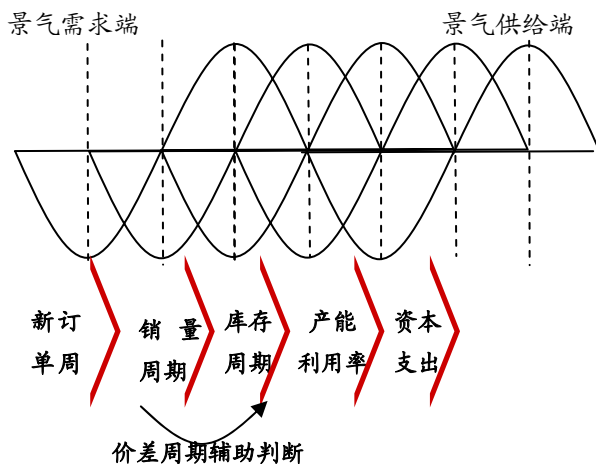
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所宏观组预测

景气先导: 设备制造与食品饮料改善

正常的景气周期是由新订单开始上升引起, 接着销量的回升确认新订单的真实, 随着销量上升企业产成品库存得到消化, 产量开始上升, 最后出现产能瓶颈引发行业产能投放。因而正常的景气周期顺序为: 新订单->销量->库存->产量->产能。通过以上变量的监控, 我们依次从需求面、库存面、和供给面跟踪行业的内在变化, 进而判断行业的运行状态。(具体见策略研究-行业比较 110817: 消费仍为主战场, 关注可选消费景气向好-8 月行业配置报告)

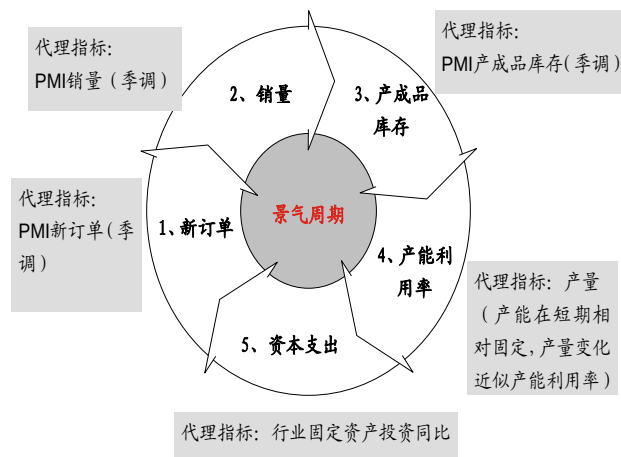
从景气驱动的角度 11 月推荐的行业有: 纺织服装、通信设备、普通机械、专用设备、饮料制造

图 90： 景气传导过程分布图



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 91： 景气循环周期以及跟踪指标

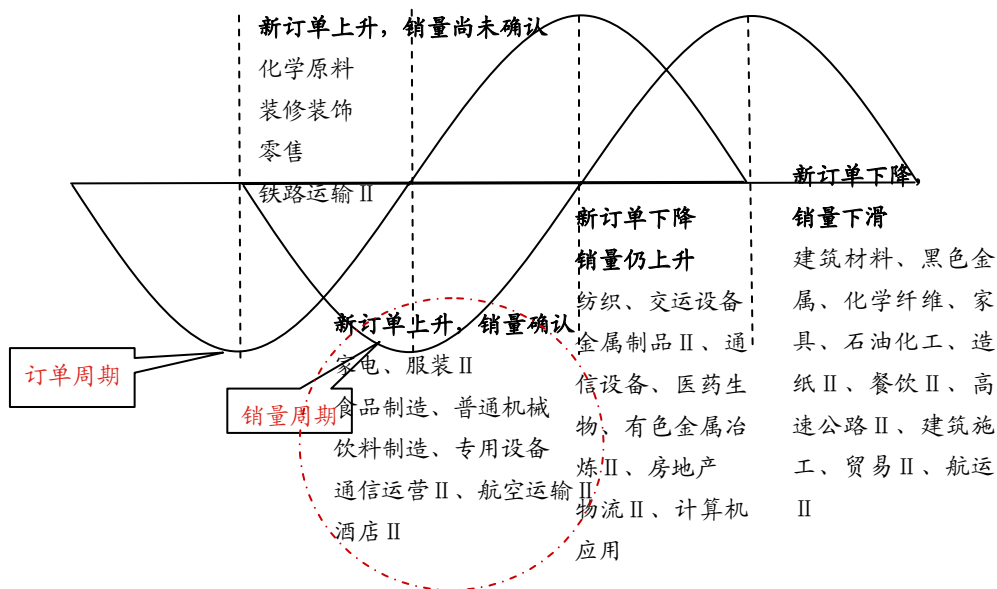


资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

新订单与销量周期：设备制造与食品饮料等行业转好

10月季调后的PMI分行业数据显示，销量和订单均出现下滑的行业减少，表明整体的景气环比有所改善。其中电气设备、服装Ⅱ、食品制造、普通机械、饮料制造、专用设备、通信运营Ⅱ、航空运输Ⅱ、酒店Ⅱ等子行业的销量和新订单出现了好转。

图 92： 10 月新订单与销量周期



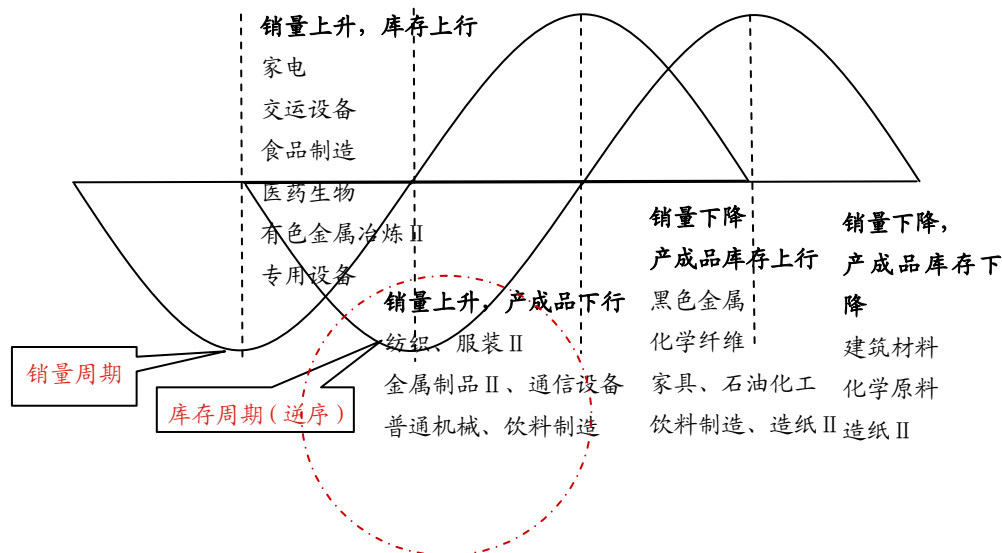
资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于11月1日公布的PMI最新数据季节性调整）

销量与库存周期：库存仍有压力，下游好于上游

从10月最新的PMI数据来看，只有纺织、服装Ⅱ、金属制品Ⅱ、通信设备、普通机械、

饮料制造等行业的库存略有下行，而同期销量仍有上升。表明这些行业的去库存较为良好，运行较为平稳。而需要回避的是销量下降，但库存仍在上升的行业。主要分布的行业有黑色金属、化学纤维、家具、石油化工、饮料制造、造纸Ⅱ。

图 93： 10 月销量与库存周期

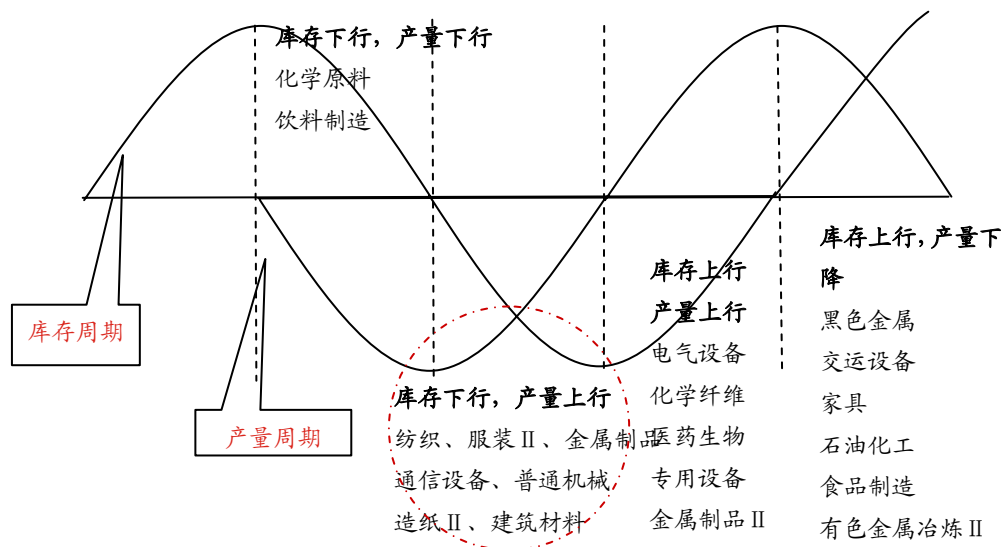


资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于 11 月 1 日公布的 PMI 最新数据）

库存与产量周期：生产环比多有改善，通信设备、纺织服装仍较确定

而从跟踪的库存与产量周期看，电气设备、通信设备、医药生物等行业的库存开始消化，产量上行，未来景气的确认程度较高，而大部分的行业生产放缓，库存增加需要关注后期去库存的风险。如建筑材料、化学纤维、化学原料、金属制品、石油化工、食品制造、饮料制造等。

图 94： 10 月库存与产量周期



资料来源: wind, 物流采购协会, 华泰联合证券研究所整理 (基于 11 月 1 日公布的 PMI 最新数据)

盈利确认: 三季报业绩增速下滑, 下游稳定消费和银行保持优良

三季度增速下行, 风险积聚。A 股上市公司 (剔除银行石化) 净利润同比增速为 15.1%, 对比中报 20.0% 有所下滑。从利润增速贡献因素看, 收入下降对业绩影响较小, 业绩下滑主要是由毛利率下滑带动。从 ROE 来看, 销售利润率和总资产周转率均下降, 三季度量价齐跌拉动 ROE 下行。同时新增库存占收入的比例抬升, 表明库存压力并未消化; 货币现金的增速以及经营性现金流占收入比例持续下降, 资金紧张局面在三季度有所增加。同时, 委托贷款相关的持有到期投资科目三季度出现大幅上升, 在紧缩环境下上市公司介入委托贷款领域的资金在增加, 需要警惕年底前大规模信贷违约带来资产减值对业绩的冲击。

四季度业绩左侧中后期, 盈利触底曙光临近。由于通胀回落带动的去库存仍然持续, 我们判断四季度的盈利依然下滑。中性假设下, A 股的利润增速全年大概在 17.2% (剔除银行石化净利润全年增速约 9%)。业绩下滑已在市场预期之中, 三季度确认有利于消化风险, 开启新的盈利周期。

根据我们测算在全年收入增长 26%, 制造业毛利四季度下滑到 16.8% 的中性假设下, 剔除银行石化上市公司的净利润全年增速大概在 9%。合理的波动区间在 8%-11.4%。而全部 A 股的利润增速全年大概在 17.2%, 合理的波动区间为 16.8%-17.9% (根据我们的盈利监测框架, 将上市公司分为制造业、银行、石油石化来分别预测。通过经济、PPI、CPI 走势与收入增速、毛利率变动相关性, 来预测制造业净利润。)

表格 4: 上市公司业绩预测表

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4 (E)	2012Q1(E)
A 股剔除非银行净利润累计同比	19.4%	20.0%	15.1%	9.2%	-0.4%
银行净利润累计同比	33.2%	34.3%	31.9%	30.9%	29.9%
石油石化利润累计同比	19.3%	5.6%	4.5%	4.5%	4.5%
全部 A 股上市公司累计同比	25.4%	24.2%	20.8%	17.2%	14.1%
A 股剔除银行净利润单季度同比	19.4%	20.6%	5.6%	-4.8%	-0.4%
全部 A 股上市公司单季度同比	25.4%	23.2%	14.3%	-3.7%	14.1%

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 95: 制造业业绩预测框架

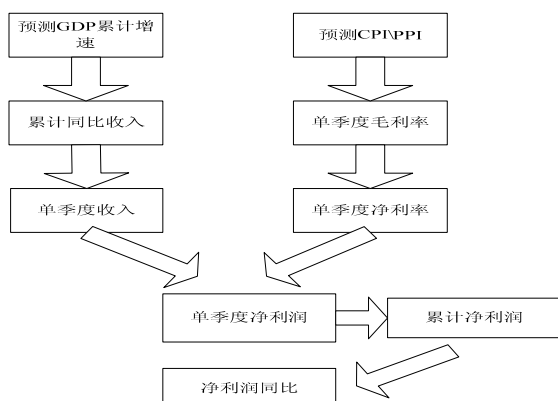


图 96: 2011 年制造业增速敏感性分析 (剔除银行石化)

	收入累计同比增速%				
	25%	26%	27%	28%	
单 季 度 毛 率	16.2%	6.8%	7.5%	8.2%	8.9%
	16.4%	7.4%	8.1%	8.8%	9.5%
	16.6%	8.0%	8.7%	9.4%	10.1%
	16.8%	8.6%	9.3%	10.0%	10.8%
	17.0%	9.1%	9.9%	10.6%	11.4%
	17.2%	9.7%	10.5%	11.2%	12.0%
	17.4%	10.3%	11.1%	11.9%	12.6%

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

上游: 价格链盈利弱化, 银行仍然强势。煤炭开采净利润同比增长 18.3%, 行业盈利的增长受到成本快速上升的制约; 有色金属利润盈利稳定同比增长 78.6%, 但由于三季度大宗商品调整, 后续向下的趋势明显; 金融利润同比增长 27.1%。其中银行得益于中间业务繁荣等因素业绩保持稳定增长, 而券商保险由于佣金保费和投资收益的双杀, 三季度业绩大幅下滑。除了银行, 上游要素资源板块的盈利拐点在三季度基本确认, 在资源价格和成本的压力下, 盈利逐步弱化。

中游: 材料类步入下滑通道, 设备制造仍不景气。建材利润同比增长 92%, 环比来看景气已过高点。化工利润同比增长 22.1%, 其中处于偏上游的化学原料、化学制品表现较好。钢铁受制于毛利挤压, 利润同比下滑 13.3%。机械板块前三季度增长 19.3%, 但环比出现大幅下滑, 集中反应了对下游需求下滑。中游材料板块呈现量稳价跌的格局, 需求难以短期逆转的背景下四季度业绩将逐步进入下滑通道; 而中游制造业绩在三季度下滑确认了景气底部。

下游: 可选消费确定下滑, 稳定消费景气持续。房地产行业利润同比增长 15%, 短期盈利平稳, 但现金存货压力不减, 后续仍不乐观; 交运设备利润同比增长 8.5%, 三季度乘用车行业增量不增利, 毛利率下滑带动盈利增速持续下行; 医药生物利润同比增长 19.5%, 盈利小幅下降, 其中中药和医疗服务增长较快。食品饮料利润同比增长 39.7%, 收入和毛利率都有所提升, 整体实现了量价齐升。四季度大部分食品饮料公司进入销售旺季, 全年业绩增速仍将保持。下游的稳定消费总体仍保持稳定增长, 其中拥有品牌优势和提价能力的酒类、乳品盈利保持强劲, 但环比来看改善空间已不大。

大多数行业的三季度业绩环比大幅下滑, 仅有三个行业的净利润环比改善(纺织服装、农林牧渔、餐饮旅游、交通运输), 主要分布在下游的消费。上游的能源成本和价格的压力下, 业绩开始高位回落; 中游由于较差的需求, 景气处于底部, 业绩大幅下滑得以确认; 而下游的稳定消费增长虽然保持稳定, 但环比来看改善空间也不大。从产业链观察, 业绩下滑逐步从中游向上游材料能源传导。另一方面, 银行/制造业利润比例仍然在历史高点(金融危机除外), 银行利润挤压制造业的趋势进一步确认。

总结三季报来看, 全年能够实现较高业绩增速的行业是: 银行、纺织服装、食品饮料、农林牧渔。

表格 5: 各行业三季度业绩情况汇总

	申万行业分类	2011 三季 度单季度同 比	2011 三季度 单季度环比	业绩趋势	增长状态
上游要素	SW 金融服务	20.53	-4.87	平稳	高位增长
上游资源	SW 采掘	9.42	14.64	向上	稳定增长
上游资源	SW 有色金属	75.26	-19.44	向下	高位增长
中游材料	SW 黑色金属	24.87	-39.25	向下	高位增长
中游材料	SW 化工	12.27	-10.35	向下	稳定增长
中游材料	SW 建筑建材	54	-22.59	向下	高位增长
中游制造	SW 机械设备	-7.36	-29.69	向下	业绩下滑
中游材料	SW 轻工制造	-13.45	-23.28	向下	业绩下滑
中游材料	SW 信息设备	-22.03	-19.79	向下	业绩下滑

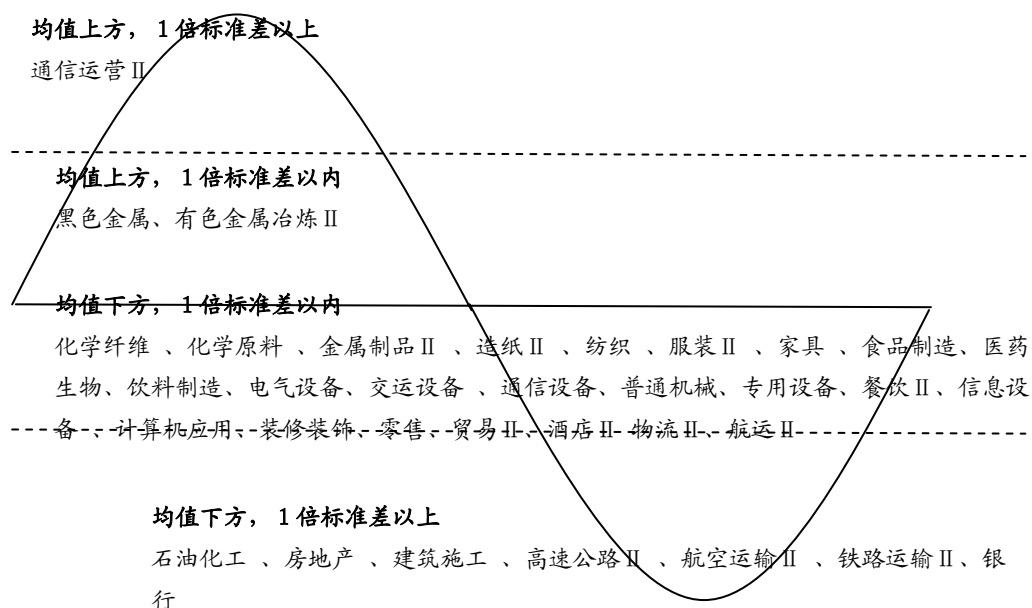
可选消费	SW 交运设备	-6.17	-24.3	向下	业绩下滑
可选消费	SW 家用电器	17.84	-10.99	向下	稳定增长
可选消费	SW 房地产	25.63	-32.54	向下	高位增长
可选消费	SW 电子	-24.34	-34.04	向下	业绩下滑
可选消费	SW 信息服务	16.68	-20.86	向下	稳定增长
稳定消费	SW 餐饮旅游	36.43	7.57	平稳	高位增长
稳定消费	SW 纺织服装	20.12	4.94	平稳	高位增长
稳定消费	SW 农林牧渔	33.58	1.52	平稳	高位增长
稳定消费	SW 食品饮料	33.35	-6.03	平稳	高位增长
稳定消费	SW 医药生物	9.78	-16.34	向下	稳定增长
稳定消费	SW 商业贸易	25.82	-25.99	向下	高位增长
其他	SW 公用事业	-28.49	-7.23	平稳	业绩下滑
其他	SW 交通运输	-28.91	36.76	向上	业绩下滑
其他	SW 综合	141.09	-39.12	向下	高位增长
制造业	全部 A 股（剔除银 行石化）	3.76	-16.47	向下	稳定增长

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

估值确认： 银行、部分可选消费仍在安全区域

从估值的位置来看， 相对估值和绝对估值当前均处于底部的依然是房地产、铁路运输、航空运输。综合估值和盈利来看推荐的行业有：银行、房地产、餐饮旅游、专用设备、交运设备等。

图 97： 子行业绝对估值的位置（TTM 整体法）



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所（数据起始日为 2000 年 1 月 1 日，截止日为 2011 年 11 月 2 日）

图 98：子行业相对沪深 300 估值的位置

均值上方，1 倍标准差以上

建筑材料、黑色金属、金属制品 II、有色金属冶炼 II、造纸 II、纺织、服装 II、家具
食品制造、医药生物、饮料制造、电气设备、交运设备、通信设备、普通机械、通信运
营 II、信息设备、计算机应用、装修装饰、零售、贸易 II

均值上方，1 倍标准差以内

化学纤维、化学原料、专用设备、餐饮 II、酒店 II、物流 II

均值下方，1 倍标准差以内

石油化工、建筑施工、高速公路 II、航运 II

均值下方，1 倍标准差以上

房地产、航空运输 II、铁路运输 II、银行

资料来源：wind，华泰联合证券研究所（数据起始日为 2000 年 1 月 1 日，截止日为 2011 年 11 月 2 日）

三. 主题投资

10 月主题板块市场表现

以总市值加权平均作为衡量标准，在 Wind 进行分类的全部 76 个主题板块中，有 70 个板块收益为正，6 个板块收益均为负。

10 月表现较好的主题投资板块包括节能元器件（14.84%）、环保概念（13.48%）、
三网融合（13.13%）、3D（11.74%）、水利水电建设（11.52%）；而表现最差的主题
投资板块包括氢能（-5.52%）、触摸屏（-4.13%）、长吉图板块（-3.63%）、稀土永磁
（-1.94%）、北部湾经济区（-0.96%）。

表格 6：10 月主题板块市场表现（总市值加权平均）

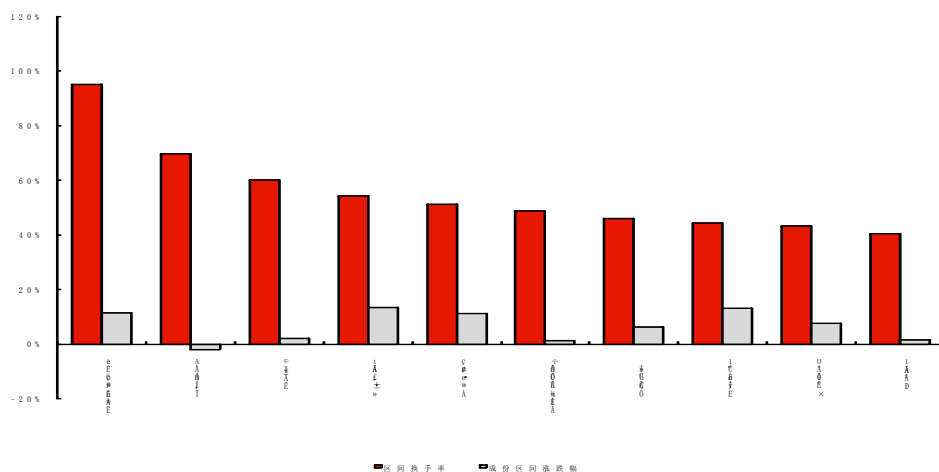
主题板块	涨跌幅	主题板块	涨跌幅	主题板块	涨跌幅
区域振兴主题		新兴产业主题		并购重组主题	
海南旅游岛	10.88%	节能元器件(IGBT)	14.84%	外资并购(国际板)	8.66%
滨海新区	9.72%	环保概念	13.48%	央企重组	6.31%
港珠澳大桥	7.88%	三网融合	13.13%	分拆上市	5.83%
迪士尼	6.98%	3D	11.74%	重组	4.15%
深圳前海新区	6.84%	网络游戏	11.07%	上海本地重组	3.48%
鄱阳湖	6.46%	高铁	10.06%	借壳上市	2.33%
成渝特区	5.77%	生物育种	9.59%	其他主题	
皖江城市带	4.04%	数字电视	8.97%	水利水电建设	11.52%
新疆区域振兴	1.93%	高端装备制造	5.76%	垃圾发电	11.24%
海峡西岸	1.37%	合同能源管理	5.54%	装饰园林	7.61%

黄河三角洲	1.19%	核高基	5.38%	股指期货(Wind)	7.07%
舟山新区	0.16%	核能核电	4.32%	清洁煤发电	6.73%
北部湾经济区	-0.96%	3G	4.08%	股权激励	6.57%
长吉图板块	-3.63%	风力发电	3.96%	智能交通	6.22%
		锂电池	3.95%	新三板	6.12%
		抗癌	3.79%	融资融券标的	5.67%
		卫星导航	3.64%	央企	5.18%
		移动互联网	3.63%	参股金融	4.63%
		新能源	3.47%	钢结构	4.58%
		物联网	3.05%	乙醇汽油	4.37%
		云计算	3.04%	涉矿	3.57%
		新能源汽车	2.35%	航母	2.96%
		移动支付	2.05%	新型煤化工	2.79%
		太阳能发电	1.86%	黄金珠宝	2.63%
		低碳经济	1.68%	石墨烯	2.09%
		CDM 项目	1.59%	概念板块龙头	1.93%
		智能电网	1.58%	煤层气	1.35%
		新材料	1.48%	保障性住房	1.05%
		绿色节能照明	1.36%	通用航空	0.73%
		IPv6	1.06%		
		建筑节能	-0.19%		
		稀土永磁	-1.94%		
		触摸屏	-4.13%		
		氢能	-5.22%		

资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

通过对 10 月区间换手率的统计，我们发现水利水电建设主题板块累计区间换手率达到 95.17%，为各板块之首，板块涨幅为 11.52%。此外，稀土永磁、石墨烯、环保概念、垃圾发电等主题板块，区间换手率也分别达到 69.82%、60.11%、54.15%和 51.22%。

图 99： 10 月换手率排名前十的主题板块



资料来源: WIND 资讯 华泰联合证券研究所

主题投资跟踪

物联网十二五规划有望近期出台, 关注物联网和智能电网领域的主题性投资机会

根据 11 月 4 日上海证券报的报道, “2011 中国无线世界暨物联网大会” 上传出消息, 物联网 “十二五” 规划的编制工作已经基本完成, 有望于近期公布。物联网 “十二五” 规划将明确物联网技术的十二大重点应用领域, 包括智能电网、交通运输、物流产业、医疗健康、智能家居、环境与安全检测、精细农牧业、工业与自动控制、金融与服务、公共安全、国防军事以及智慧城市。

我们认为物联网的产业链分为感知层、网络层、应用层。感知层包括二维码标签和识读器、RFID 标签和读写器、摄像头、GPS、传感器、终端、传感器网络等, 大规模普及将会首先在移动物体方面的应用上产生; 网络层基本被几大运营商垄断, 包括有线电视网、卫星网, 投资机会更多是在为运营商提供产品和服务上; 应用层体现为以数据处理、智能应用为主要的商业特征, 应用层的发展是物联网核心商业的价值所在。从目前发展趋势和政策导向来看, 感知层的传感器厂商及应用层的系统解决方案商最为受益, 建议重点关注: **远望谷、中瑞思创、东信和平**。

智能电网作为物联网 “十二五” 规划中, 位列第一位的重点应用领域, 也有望受益这一规划的发布。对于智能电网领域, 我们认为 2011 年—2015 年将是全面建设阶段, 将加快特高压电网和城乡配电网建设, 初步形成智能电网运行控制和互动服务体系, 关键技术和装备实现重大突破和广泛应用。综合考虑企业的成长性、相关性, 我们建议重点关注: **国电南瑞、荣信股份、许继电气**。

关注全国环保大会以及淘汰白炽灯路线图发布, 给节能环保板块带来的主题投资机会

根据新华社的 11 月 4 日的报道, 国家发改委于 4 日发布了我国逐步淘汰白炽灯路线图, 宣布我国将从明年 10 月 1 日起, 按功率大小分阶段逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯。其中, 从明年 10 月 1 日起禁止进口和销售 100 瓦及以上普通照明白炽灯。我们认为这一路线图的发布, 对于绿色照明板块构成长期利好。而对 LED 灯的补贴措施, 也有望在今年四季度出台。我们认为, 2011 年的 LED 照明示范工程将改变用户对 LED 产品特性的认识, 而海量的 LED 市场也将催生芯片、封装、导热材料、导光增透材料、驱动器等各领域的发展机会并逐渐降低生产成本。投资标的上, 我们认为 LED 最先取得突破的将是商用照明, 目前商用照明已经体现了 LED 的经济性, 如果补贴政策推出, 将推动市场爆发, 因此 LED 产业链选择坚持自下而上的原则, 首选产业链下游的阳光照明, 其次选择封装环节的鸿利光电和国星光电。一旦下游需求彻底打开, LED 芯片龙头三安光电将显著受益。

而环保概念则受益于即将召开的全国环保大会, 环保产业 “十二五” 规划也有望在大会上公布。我们此前周报中已经提示了环保产业的主题投资机会。我们认为, 水污染、垃圾处理、核安全三个领域, 与群众健康最为密切, 将成为环境保护的重点。对于污水处理, 我们建议重点关注两类公司, 一类是污水处理公司, 重点关注创业环保、重庆水务, 另一类是提供污水处理装备或者整体解决方案的公司, 包括**碧水源**等。对于垃圾发电、垃圾处理, 我们建议关注一是生产垃圾焚烧发电装备的公司, 包括**华光股**

份等：二是垃圾处理的运营公司，包括**桑德环境**、**维尔利**等。对于核安全，我们重点推荐具有民用核安全设备生产许可证的**陕鼓动力**，以及发展目标是中电投核废料处理平台的**九龙电力**。

此外，根据中国证券报的报道，五大电力集团已与环保部就“十二五”期间的脱硫脱硝签署相关责任书，而中国目前脱硫脱硝的主要业务来源于五大电力集团。我们认为在全国环保大会和上述协议的催化下，短期内脱硫脱硝板块将有主题性投资机会，建议重点关注**龙源技术**、**龙净环保**、**九龙电力**。

国务院通过全国抗旱规划，关注水利建设板块，特别是节水相关上市公司

根据新华社的报道，国务院总理温家宝 11 月 2 日主持召开国务院常务会议，讨论通过《全国抗旱规划》。会议强调，抗旱根本出路在节水，要深化水资源管理体制改革的，充分运用价格等经济杠杆，引导节约用水，严格控制高耗水项目，鼓励发展低耗水的高新技术产业。随着我国旱情的频发以及国家对抗旱、水利建设工作的重视，“十二五”期间我国将掀新一轮水利建设高潮。

我们认为，水利水电建设、保障房建设和节能环保作为今年政府的三项重点工程，水利水电建设落实情况最不理想，因此，存在年底为了完成任务而加大投资和建设力度的可能。《全国抗旱规划》的出台，为板块提供了催化剂，建议重点关注污水处理领域的**碧水源**和节水灌溉领域的大禹节水和新疆天业。

风险提示

同时由于策略角度是从上至下的个股筛选，存在行业研究员尚未覆盖的可能性。报告中使用的盈利预测是基于一致预期，而非本公司行业研究员的预测，在上市公司实际运营过程中，有变化的可能性。

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

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

