

景气仍在中下游，寻找确定成长

——11 月行业比较报告



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

联系人

顾益辉
(021)50106027
guyh@mail.htlhsc.com.cn

宏观驱动：周期反弹弱化，消费和成长共振。

随着政策微调预期逐步消化，周期股带动的反弹逐步进入中后期；而十二五规划细则出台以及年底消费旺季的到来使得确定性成长的行业将逐步受到关注。

宏观背景下毛利改善集中在中下游。从跟踪数据来看，上游的毛利率与 PPI 采掘出现了持续背离，表明上游采掘成本压力持续显现，在货币政策难言放松的背景下未来难以通过价格提升改善毛利。中游材料的毛利监控指标 PPI 材料-PPI 采掘仍然下滑，表明材料类毛利前景仍不乐观。中游制造毛利指标 PPI 加工制造-PPI 材料在出现了反转，毛利未来仍有环比改善的空间。下游稳定消费的毛利的监控指标 CPI-PPI 生产资料持续提升，四季度的量价齐升的局面能够维持。

宏观驱动的角度建议逐步转向支持政策确定、业绩确定、超额收益较低下游消费，以及能够带动就业的新兴产业。如：食品、医药、家电、汽车零部件、装备制造、信息服务等。

景气驱动：设备制造与稳定消费类多有改善。

从跟踪的新订单与销量周期看，销量和订单同时下滑的行业减少，表明整体景气环比有所改善。其中家用电器、服装、食品制造、普通机械、饮料制造、专用设备、通信运营、航空运输、酒店等子行业的销量和新订单出现了好转。

从跟踪的库存周期看，纺织服装、金属制品、通信设备、普通机械、饮料制造等行业库存下行，而销量仍有上升，表明这些行业的去库存较为良好，运行较为平稳。

从跟踪的产量周期看，纺织服装、金属制品、通信设备、普通机械等行业的库存开始消化后产量上行，未来景气的确认程度较高。

从跟踪的子行业价差周期来看，部分中游制造业以及消费服务行业，受益成本下降。价差扩大的行业主要有专用设备、通信运营、航空运输、建筑施工、装修装饰、航运、铁路运输。从景气驱动的角度推荐的行业有：纺织服装、通信设备、普通机械、专用设备、饮料制造等。

盈利估值确认：稳定消费和银行较为确定。

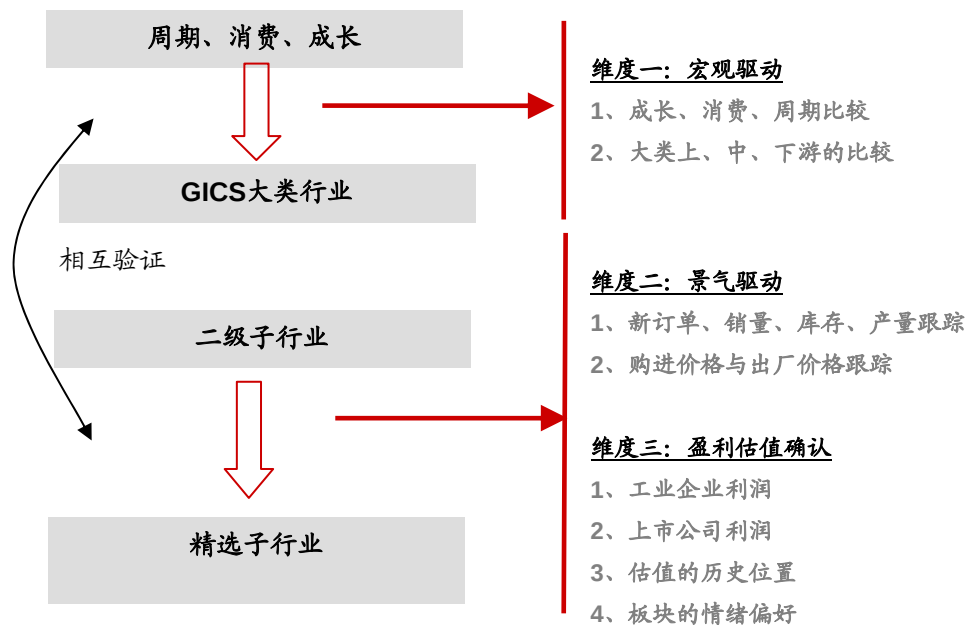
从三季报和全年的业绩预告情况来看，全年能够实现较高业绩增速的行业是：银行、纺织服装、食品饮料、农林牧渔，而对比三季度实现改善的有黑色金属、交通运输、化工、公用事业等。剔除成长性对估值中枢的影响后，估值仍有吸引力的行业为：农林牧渔、化工、建筑建材、家用电器、房地产、银行。

综合来看 11 月推荐的行业有：纺织服装、食品制造、信息服务、专用设备、通信设备。

目 录

宏观驱动：周期弱化，消费和成长共振	3
宏观指标中性化，寻找政策支持的确切成长	3
宏观驱动下景气集中于中下游	4
景气先导：设备制造与稳定消费类改善	5
新订单与销量周期：环比多有改善，设备制造与食品饮料转好	6
销量与库存周期：库存多有上行，关注纺织服装、机械设备	7
库存与产量周期：生产环比多有增加，通信设备、纺织服装仍较确定	7
价差周期：关注专用设备、通信运营等行业	8
盈利与估值确认：稳定消费和银行较为确定	9
三季报显示下游稳定消费和银行保持优良	9
关注业绩预告中的行业表现：公用事业、钢铁、交运环比改善	11
估值比较：农林牧渔、家用电器、银行	11
图 1： 宏观景气的监控框架	3
图 2： 周期股向稳定消费和确定成长轮换	4
图 3： 成长性行业的选择	4
图 4： 上游的毛利率与 PPI 采掘相关	5
图 5： 中游材料毛利率与 PPI 材料-PPI 采掘相关	5
图 6： 中游制造的毛利率与 PPI 加工制造-PPI 材料相关	5
图 7： 下游消费的毛利率和 CPI-PPI 价差高度相关	5
图 8： 景气传导过程分布图	6
图 9： 景气循环周期以及跟踪指标	6
图 10： 10 月新订单与销量周期	6
图 11： 10 月销量与库存周期	7
图 12： 10 月库存与产量周期	8
图 13： 10 月购进价格与出厂价格的子行业分布	9
图 14： 行业绝对估值的位置（TTM 整体法）	12
图 15： 行业相对估值的位置（TTM 整体法）	12

图 1： 行业配置比较的监控框架



资料来源：wind, 华泰联合证券研究所整理

宏观驱动：周期弱化，消费和成长共振

宏观指标中性化，寻找政策支持的确切成长

从宏观数据来看，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。10月公布的PMI指数延续下滑，但季节性调整后趋势仍有略微上升，产成品库存仍有所增长，说明下游需求依然较为疲软。总体而言，宏观指标趋于中性，对强周期的反弹难以形成持续支撑。

而另一方面，政策微调的预期已经逐步成为市场的共识，估值修复已经逐步进入中后期。在此格局下随着十二五规划细则出台以及年底消费旺季的到来，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。

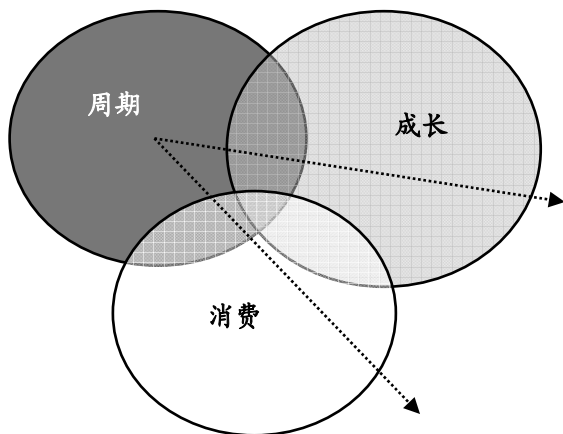
表格 1：PM 分项季调后趋势显示景气略微改善

日期	2011 年 9 月	2011 年 10 月	10 月季调	季调后趋势
PMI	51.2	50.4	51.7	略微上升
新订单	51.3	50.5	51.7	略微上升

采购量	51.5	50.7	51.6	略微上升
生产量	52.7	52.3	54.8	上升
产成品库存	49.9	50.3	50.1	上升
主要原材料库存	49	48.5	49.6	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

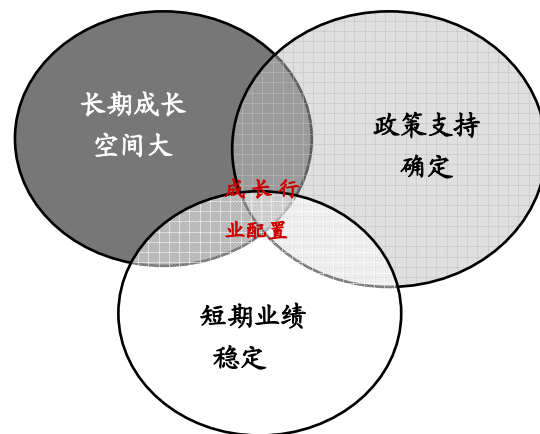
资料来源: Wind, 中采物流采购协会, 华泰联合证券研究所

图 2: 周期股向稳定消费和确定成长轮换



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 3: 成长性行业的选择



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

宏观驱动下景气集中于中下游

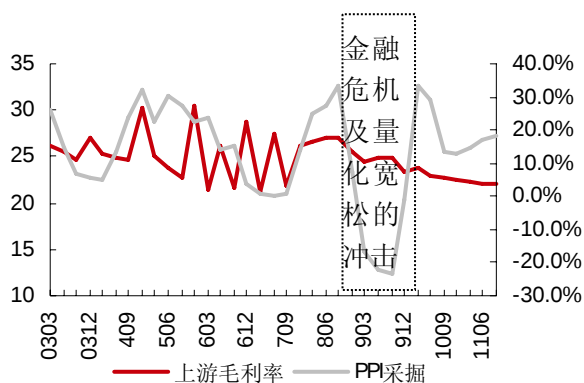
从近期的数据来看，上游的毛利率与 PPI 采掘出现了持续背离，表明上游采掘价格趋稳的前提下，成本压力持续显现。PPI 采掘出厂价格虽然维持平稳，但难有大幅提升的可能。根据我们对三季报分析上游要素资源板块的盈利拐点在三季度基本确认，在资源价格和成本的压力下，盈利逐步弱化。

中游材料监控的毛利指标 PPI 原材料-PPI 采掘在 10 月份仍然下滑，表明材料类毛利前景仍不乐观。从三季报的业绩情况来看，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盈利将逐步进入下滑通道。

中游制造业绩在三季度下滑确认了景气底部，我们观察到中游制造的毛利监控指标 PPI 加工制造-PPI 材料在 10 月份出现了反转，中游制造的景气仍有环比改善的空间。

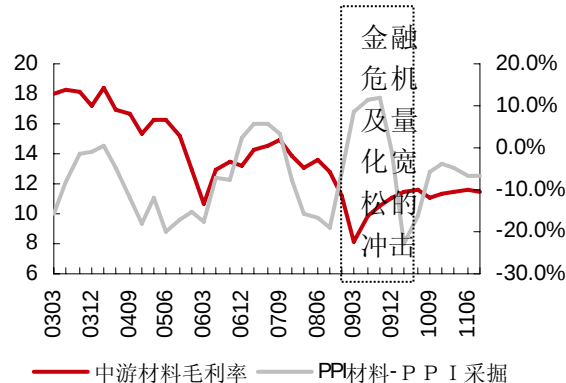
从下游毛利的代理指标 CPI-PPI 生产资料来看，下游的毛利仍然在持续提升。四季度大部分食品饮料等消费类公司进入销售旺季，全年业绩增速仍将保持。

图 4: 上游的毛利率与 PPI 采掘相关



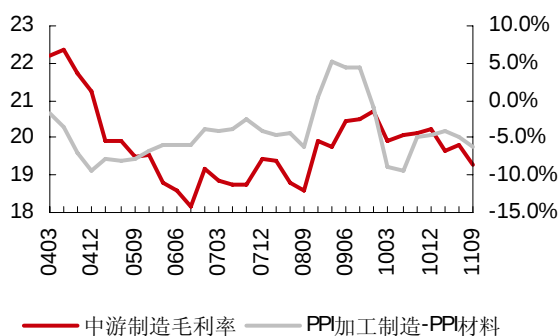
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 5: 中游材料毛利率与 PPI 材料-PPI 采掘相关



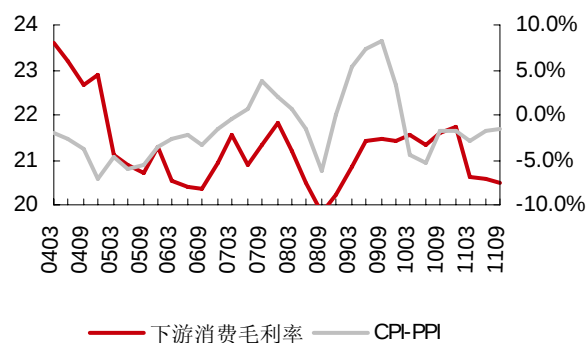
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 6: 中游制造的毛利率与 PPI 加工制造-PPI 材料相关



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 7: 下游消费的毛利率和 CPI-PPI 价差高度相关



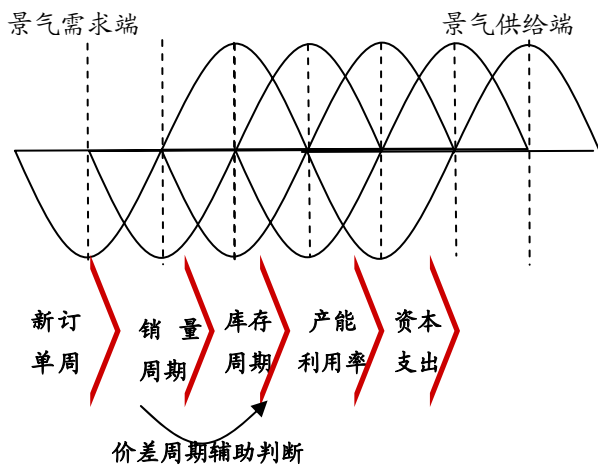
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

景气先导: 设备制造与稳定消费类改善

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)

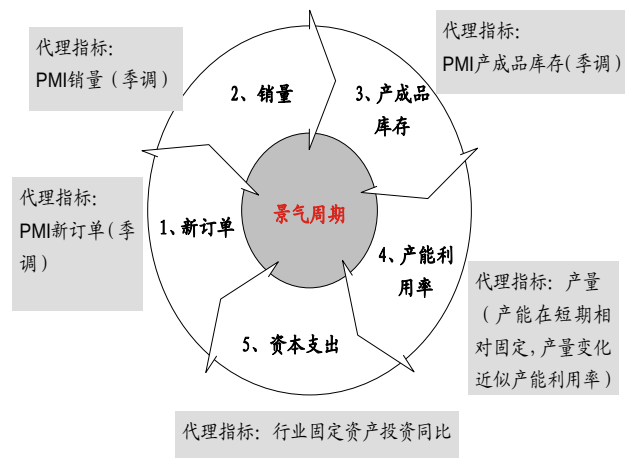
从景气驱动的角度 11 月推荐的行业有: 纺织服装、通信设备、普通机械、专用设备、饮料制造

图 8： 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 9： 景气循环周期以及跟踪指标

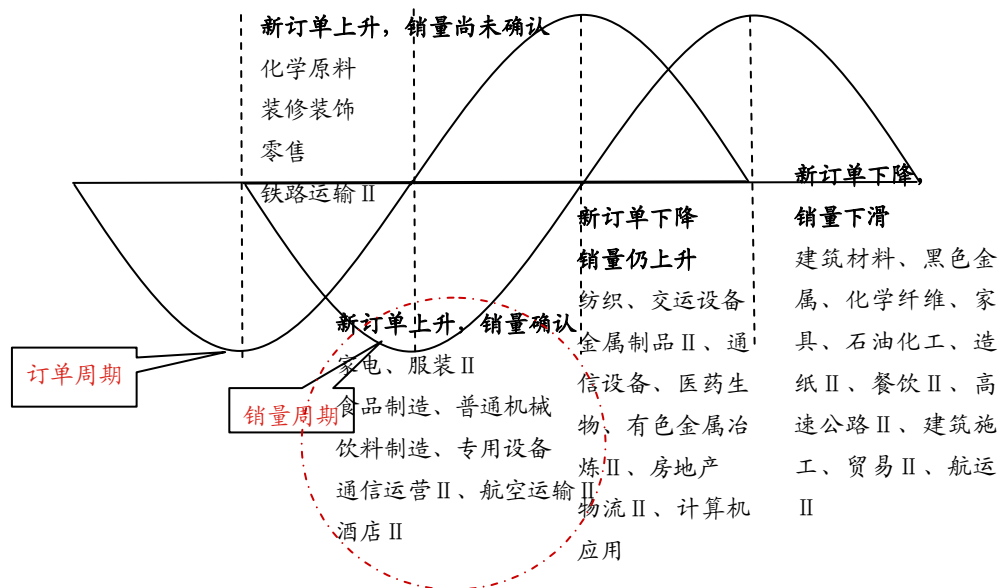


资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

新订单与销量周期：环比多有改善，设备制造与食品饮料转好

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。其中家用电器、服装、食品制造、普通机械、饮料制造、专用设备、通信运营、航空运输、酒店等子行业的销量和新订单出现了好转。

图 10： 10 月新订单与销量周期

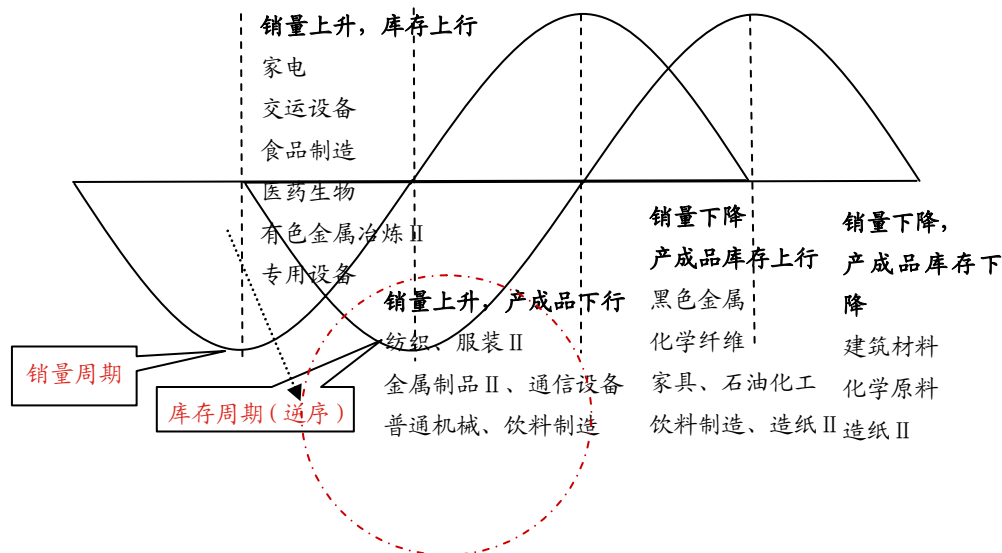


资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于11月1日公布的PMI最新数据季节性调整）

销量与库存周期：库存多有上行，关注纺织服装、机械设备

从10月最新的PMI数据来看，只有纺织、服装、金属制品、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。

图 11： 10 月销量与库存周期

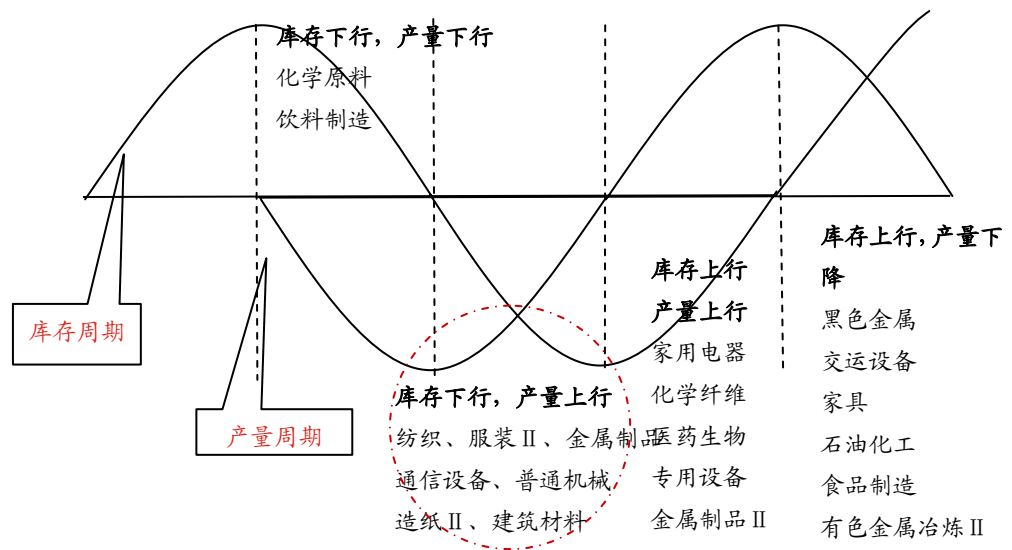


资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于 11 月 1 日公布的 PMI 最新数据）

库存与产量周期：生产环比多有增加，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，纺织服装、金属制品、通信设备、普通机械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 12： 10 月库存与产量周期



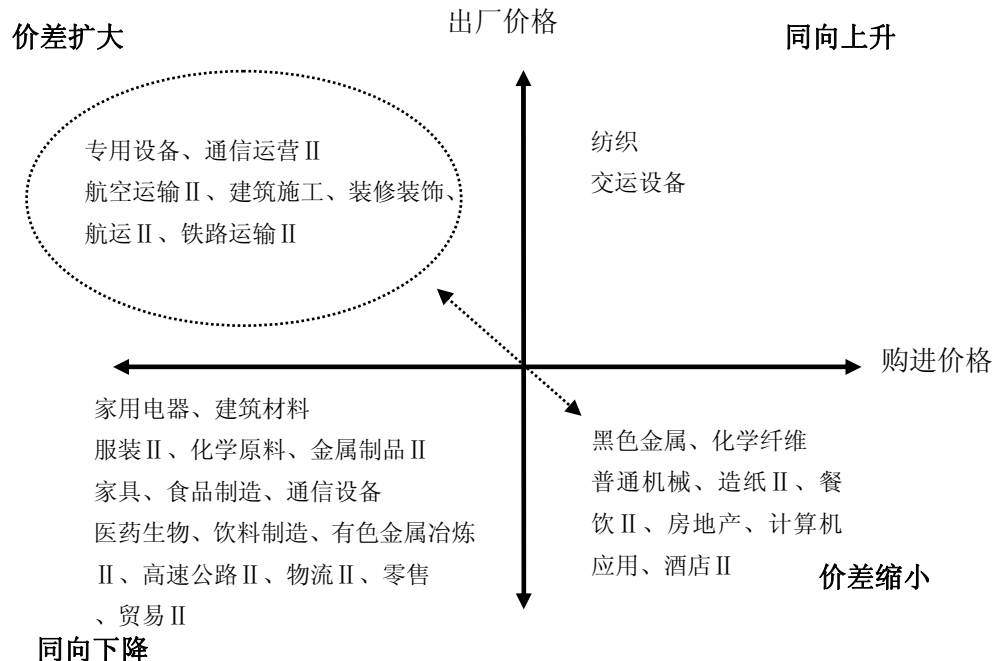
资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于 11 月 1 日公布的 PMI 最新数据）

价差周期：关注专用设备、通信运营等行业

价格对行业的景气变化也至关重要。对于制造业而言 PPI 代表了工业品出厂价格指数。PMI 提供了购进价格指数，两者之间的趋势变动可动态观察了毛利率的周期变动。我们观察 PPI 与购进价格的变动方向从而进一步判断价差对行业毛利的影响。当行业 PPI 向上，购进价格向下变化时，我们认为整个行业的价差扩大，行业向有利于毛利提升的方向运行。

从 10 月 PPI 最新数据来看，部分中游制造业以及消费服务行业，受益成本下降，价差有所扩大，主要有专用设备、通信运营、航空运输、建筑施工、装修装饰、航运、铁路运输等行业。而价差收窄的行业主要是黑色金属、化学纤维、普通机械、造纸、餐饮、房地产、计算机应用、酒店。

图 13: 10 月购进价格与出厂价格的子行业分布



资料来源: wind, 物流采购协会, 华泰联合证券研究所整理

盈利与估值确认：稳定消费和银行较为确定

三季度显示下游稳定消费和银行保持优良

从三季报看，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。

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，产业链看业绩下滑逐步从中游向上游材料能源传导。

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。

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 2：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	金融服务	20.53	-4.87	平稳	高位增长
上游资源	采掘	9.42	14.64	向上	稳定增长
上游资源	有色金属	75.26	-19.44	向下	高位增长
中游材料	黑色金属	24.87	-39.25	向下	高位增长
中游材料	化工	12.27	-10.35	向下	稳定增长
中游材料	建筑建材	54	-22.59	向下	高位增长
中游制造	机械设备	-7.36	-29.69	向下	业绩下滑
中游材料	轻工制造	-13.45	-23.28	向下	业绩下滑
中游材料	信息设备	-22.03	-19.79	向下	业绩下滑
可选消费	交运设备	-6.17	-24.3	向下	业绩下滑
可选消费	家用电器	17.84	-10.99	向下	稳定增长
可选消费	房地产	25.63	-32.54	向下	高位增长
可选消费	电子	-24.34	-34.04	向下	业绩下滑
可选消费	信息服务	16.68	-20.86	向下	稳定增长
稳定消费	餐饮旅游	36.43	7.57	平稳	高位增长
稳定消费	纺织服装	20.12	4.94	平稳	高位增长
稳定消费	农林牧渔	33.58	1.52	平稳	高位增长
稳定消费	食品饮料	33.35	-6.03	平稳	高位增长
稳定消费	医药生物	9.78	-16.34	向下	稳定增长
稳定消费	商业贸易	25.82	-25.99	向下	高位增长
其他	公用事业	-28.49	-7.23	平稳	业绩下滑
其他	交通运输	-28.91	36.76	向上	业绩下滑
其他	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

关注业绩预告中的行业表现：公用事业、钢铁、交运环比改善

从公布业绩预告的 811 家公司来看（剔除数据缺失和预告不明确的公司 716 家），全年上市公司总体实现盈利增长 14.8%略低于市场此前预期。其中稳定增长的行业有：纺织服装、食品饮料、金融服务。对比三季度实现改善的有黑色金属、交通运输、化工、公用事业等。

表格 3：各行业业绩预报显示的行业增速

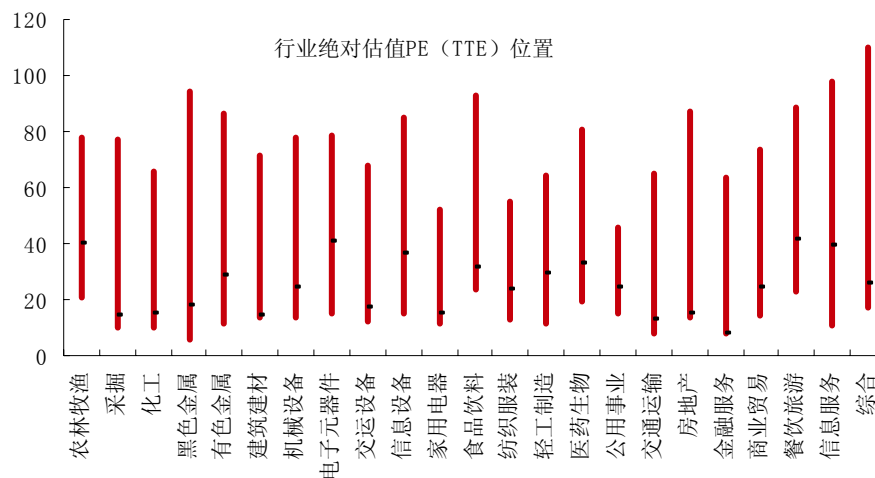
行业	2010 年利润 (万元)	2011 年预告利 润 (万元)	预告 家数	2011 年三 季度增速	2011 年利 润增速	与三季度比
采掘	178684	184724	4	8.69	3.4%	下滑
餐饮旅游	49720	58726	6	29.69	18.1%	下滑
电子	344348	330564	57	-1.72	-4.0%	下滑
房地产	504228	492733	20	22.74	-2.3%	下滑
纺织服装	524176	731729	33	39.8	39.6%	稳定增长
公用事业	230912	238681	10	-10.34	3.4%	上升
黑色金属	92761	95352	3	-14.5	2.8%	上升
化工	1243280	1854278	90	22.08	49.1%	上升
机械设备	1917594	1720625	130	19.23	-10.3%	下滑
家用电器	340696	392922	21	27.47	15.3%	下滑
建筑建材	620853	826600	47	43.03	33.1%	下滑
交通运输	126135	109165	9	-22.02	-13.5%	上升
交运设备	901665	584319	37	8.46	-35.2%	下滑
金融服务	484963	605287	3	27.14	24.8%	稳定增长
农林牧渔	296021	492054	27	32.85	66.2%	稳定增长
轻工制造	431634	450380	43	11.71	4.3%	下滑
商业贸易	738080	938058	14	34.18	27.1%	下滑
食品饮料	414640	597925	17	39.66	44.2%	上升
信息服务	429829	556492	37	36.29	29.5%	下滑
信息设备	411427	468953	28	-7.33	14.0%	上升
医药生物	808181	879440	49	19.42	8.8%	下滑
有色金属	325101	506955	30	78.56	55.9%	下滑
综合	957	-8000	1	196.88	-935.6%	下滑
全部 A 股	11415885	13107962	716	20.3	14.8%	下滑

资料来源：wind，华泰联合证券研究所

估值比较：农林牧渔、家用电器、银行

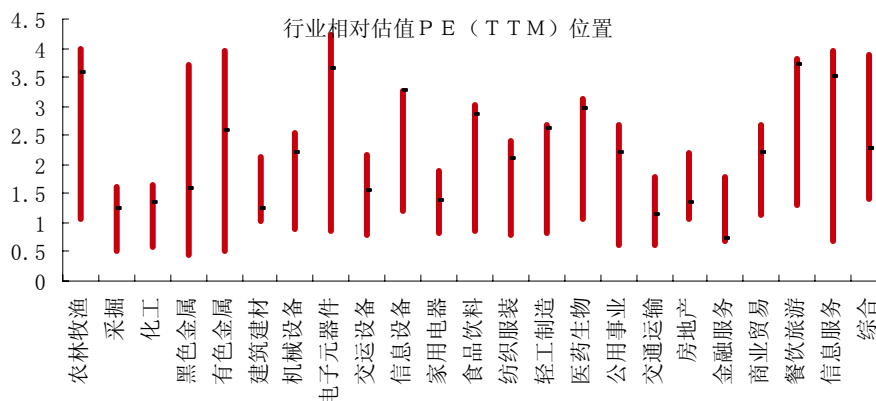
从当前绝对估值的位置来看，当前煤炭、化工、建材、家电、交通运输、金融服务等板块在历史地位。而从相对估值来看，仅仅建材、金融服务、房地产在较低的位置。考虑到成长性对估值中枢的影响我们从 PEG 角度考虑的估值有吸引力的行业为：农林牧渔、化工、建筑建材、家用电器、房地产、金融服务。

图 14: 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 17 日)

图 15: 行业相对估值的位置 (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 17 日)

表格 4: 各行业业绩 PEG 显示的估值

行业名称	未来两年的复合增速	2011PE	PEG
农林牧渔	56.41	35.37	0.63
采掘	14.31	13.52	0.94
化工	27.71	14.03	0.51
黑色金属	19.24	17.70	0.92
有色金属	51.63	28.09	0.54
建筑建材	28.85	13.66	0.47
机械设备	30.85	21.95	0.71
电子元器件	49.96	40.42	0.81
交运设备	17.48	16.01	0.92

信息设备	30.00	30.13	1.00
家用电器	26.07	13.69	0.52
食品饮料	42.66	29.85	0.70
纺织服装	28.74	24.45	0.85
轻工制造	32.38	31.00	0.96
医药生物	29.83	28.76	0.96
公用事业	10.93	27.87	2.55
交通运输	0.31	15.87	NA
房地产	28.90	13.35	0.46
金融服务	22.50	8.43	0.37
商业贸易	33.92	20.77	0.61
餐饮旅游	31.99	38.92	1.22
信息服务	37.36	36.99	0.99
综合	43.98	29.13	0.66

资料来源: wind, 朝阳永续一致预期, 华泰联合证券研究所整理,

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

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

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。