



2012 年 2 月投资策略

——季节扰动会改变反弹趋势吗？

广发策略研究小组

林鲁东 分析师

电话: 020-8755888-8696

Email: lld2@gf.com.cn

执业编号: S0260511080002

张海波 分析师

电话: 020-8755888-8337

Email: zhb@gf.com.cn

执业编号: S0260511010013

郑文琦 分析师

电话: 021-68826753

Email: zwq5@gf.com.cn

执业编号: 0260511070002

一、趋势性因素支持反弹

1、流动性是当前影响市场走势的核心因素；中性情景下，上半年信贷余额增速上升，外汇占款减少是短期现象，综合起来M2增速温和回升。

2、企业去库存速度较快，缓解了资金紧张局面，资金成本相应回落。

3、实体面，经济下滑出现放缓势头，美国数据表明收入增长有望继续支持消费温和复苏。

二、季节性因素产生扰动

1、受春节影响，1 月份新增可能低于预期。1 月份新增贷款在全年中的占比平均在 15%左右，2003 年以来最低为 11.6%，最高达 17.8%。我们认为 9000 亿左右仍属正常范围，季节性波动不改流动性好转趋势。

2、1 月份新增外汇占款不存在环比回升的规律。

3、当前预期库存回补主要是季节因素引起的，我们认为未来两个季度左右仍将继续去库存，提请注意。

二、市场：调整还是继续反弹？

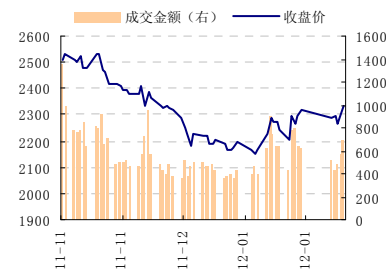
短期可能调整，未来一个季度仍看反弹。市场对流动性十分敏感，如果信贷货币增速等流动性数据季节性低于预期，市场可能有所调整，但幅度和时间有限，我们认为趋势性因素随后仍支持市场继续反弹。

可能导致调整幅度和时间超预期的因素：一季度贷款偿付需求再度推高资金成本，补库存预期过于乐观后的修正。

回顾2008年底市场上涨后的行业轮动，我们发现轮动源于经济层面的驱动力，因此探索复苏动力所在决定了配置方向。遗憾的是，当前经济的新增长点仍不明朗，继续依靠基建推动的老路行不通，依靠消费拉动暂不切实，中间路线是防止经济大幅下滑，培育民间经济动力来启动复苏，因此制造业投资仍值得期待，但先得去库存。

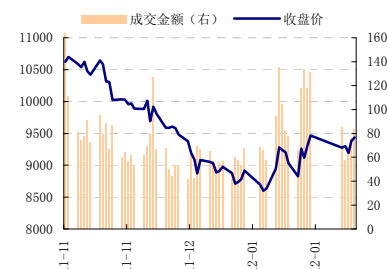
基于排除法的思路，继续推荐地产、汽车、银行。

上证综指



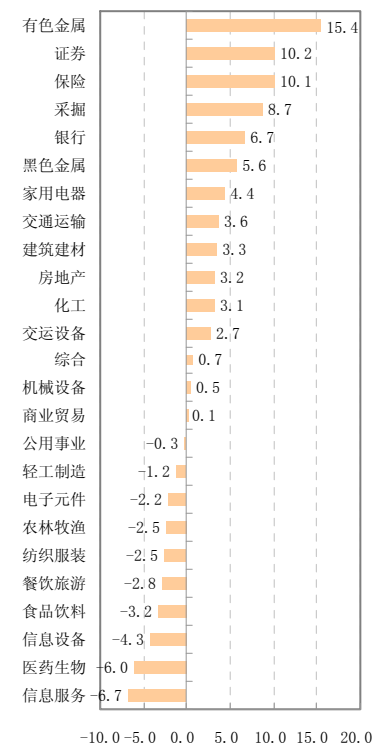
收盘价: 2292.62 一周涨跌: 4.24%

深证成指



收盘价: 9303.65 一周涨跌: 4.31%

行业1月表现



目录索引

一、 趋势性因素支持反弹	4
(一) 信贷余额增速回升	4
(二) 外汇占款减少势头缓解	5
(三) 流动性好转支持资金成本继续下降	5
(四) 经济下滑势头放缓	6
二、 季节性因素产生扰动	8
(一) 春节因素可能导致 1 月信贷低于预期	8
(二) 1 月新增对外汇占款季节效应不明显	9
(三) 库存季节性回补可能导致对库存趋势误判!	10
三、 市场及配置讨论	12
(一) 反弹的可持续性 & 风险	12
(二) 行业轮动源于背后的驱动力	12
(三) 配置讨论	14
(四) 风险所在	16
附：行业一致预期及可能下调的情况	18

图表索引

图 1: 信贷余额增速在上半年预计有所回升	4
图 2: 人民币升值预期越强，新增外汇占款越多	5
图 3: NDF 显示人民币升值预期重现	5
图 4: 企业层面的流动性随去库存好转，资金成本下降	6
图 5: 新增贷款有所微调	6
图 6: 官方和汇丰 PMI 均近两月均出现回升	6
图 7: 美国周平均工作时间增速上升	7
图 8: 平均小时工资	7

图 9: 美国周平均收入同比增速持续温和上升	7
图 10: 1 月份新增贷款占比的历史波动, 平均 14.5%	8
图 11: 春节导致 1 月份信贷占比降低	9
图 12: 春节同样导致 2 月份信贷占比降低	9
图 13: 1 月新增外汇占款环比季节效应不明显	10
图 14: 2 月新增外汇占款环比下降可能性大	10
图 15: 产成品库存 PMI 目前水平不低	10
图 16: 钢铁社会库存年初增加十分明显	10
图 17: 工业企业产成品库存同比是观察库存变动更有效的指标	11
图 18: 库存增速下降一般持续 12 个月以上, 当前增速还很高	11
图 19: 2008 年底后的行业轮动 (0811-0812)	13
图 20: 2008 年底后的行业轮动 (0901-0902)	13
图 21: 2008 年底后的行业轮动 (0903-0904)	13
图 22: 2008 年底后的行业轮动 (0905-0906)	13
图 23: 煤炭跑赢大盘逻辑一: 流动性好转	14
图 24: 煤炭跑赢大盘逻辑二: 通胀上升	15
图 25: 必需品行业估值水平方向与盈利增速高度一致	15
图 26: 净利润增速预期对必需消费类 PE 的解释度高达 70%	16
图 27: 2012 年一季度中长期贷款的偿付需求将大幅上升	16
图 28: 银行间加权利率近期显著下行	17
图 29: 票据贴现利率也有所下降	17
表 1: 1 月份新增人民币贷款情景分析: 不低于 9000 仍属正常范围	9
表 2: WEO 近期下调对全球经济增速和商品价格预测 (2012-1-24)	14
表 3: 业绩增速与 2011 年一致预期比较	18

一、趋势性因素支持反弹

此前我们认为未来一个季度市场有望继续反弹，目前看支持反弹的趋势性因素仍然成立，同时经济下滑也有放缓迹象。重申并更新逻辑如下：

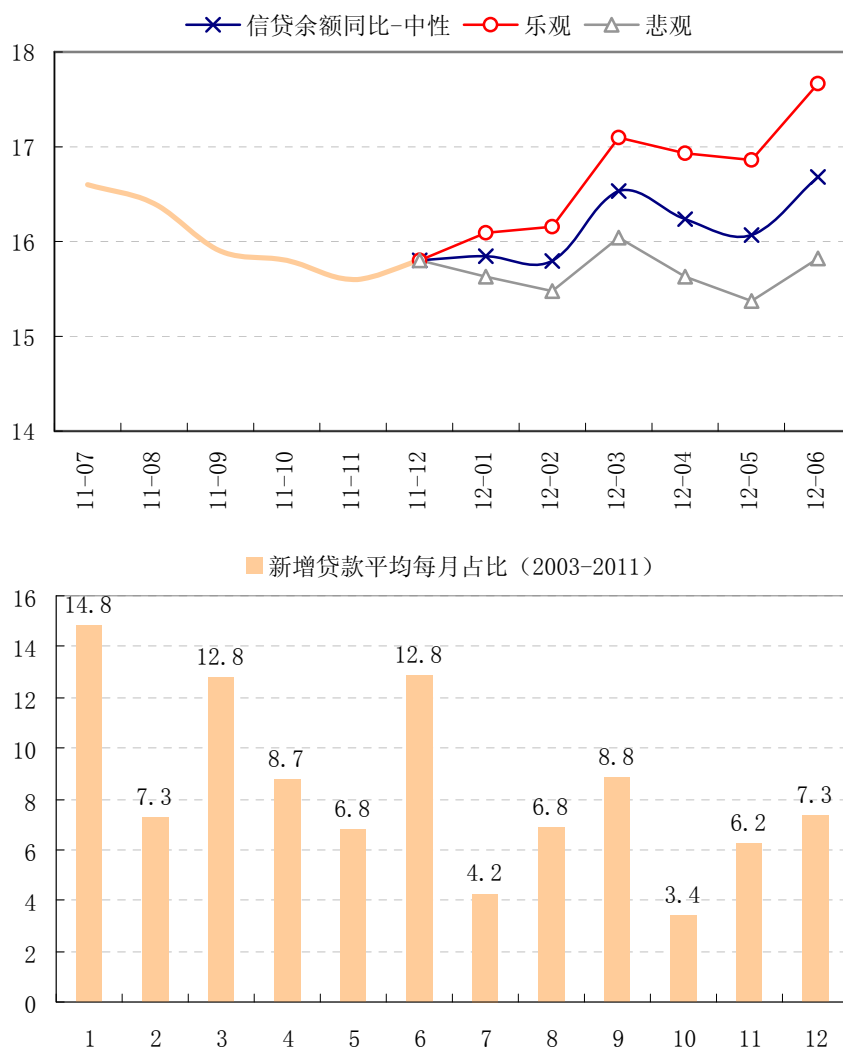
(1) 流动性是当前影响市场走势的核心因素；宏观上，信贷增速回升，流动性好转下市场对经济和盈利下滑的悲观预期好转，也即此前我们强调的“M2增速企稳是左侧交易时点”逻辑。

(2) 微观上，企业自身去库存缓解了资金紧张局面，从而资金价格回落，股市的吸引力上升；微观层面流动性的好转使M1将先于盈利增速反弹。

(3) 实体面，经济下滑势头逐步放缓，美国数据表明收入增长有望继续支持消费温和复苏。

(一) 信贷余额增速回升

图1：信贷余额增速在上半年预计有所回升

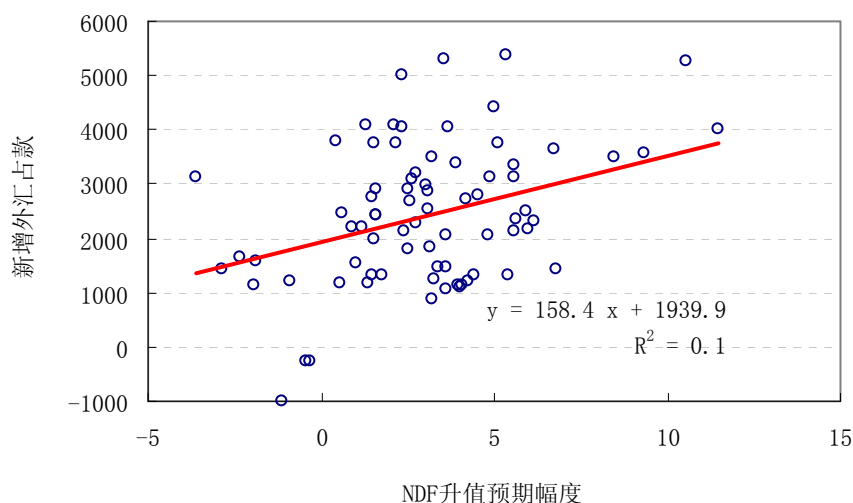


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二） 外汇占款减少势头缓解

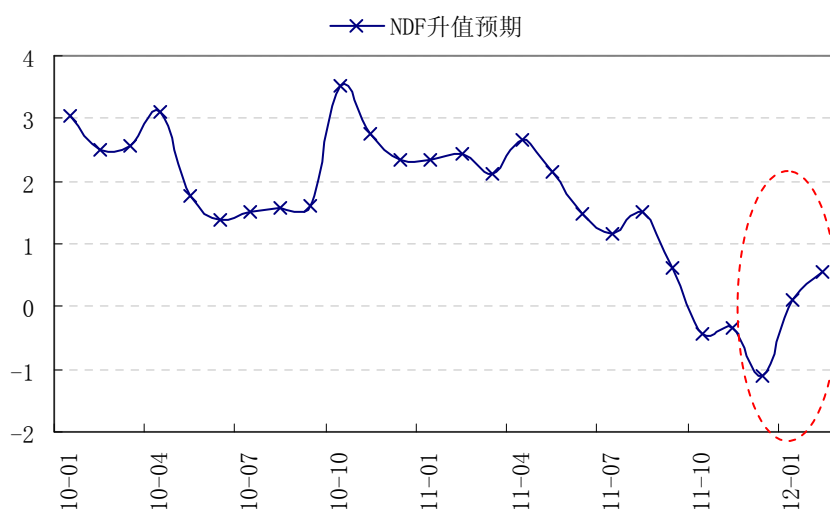
信贷增速是影响M2和宏观流动性的主要因素，但去年底M2下降的幅度明显大于信贷余额增速，一定程度上受外汇占款减少的影响。**新增外汇占款短期有望回升：**升值预期对每月新增外汇占款有一定的解释能力——升值预期越强，当月新增外汇占款越多。去年四季度连续三个月外汇占款减少，与人民币出现贬值预期有关；目前人民币重新恢复升值预期，从2008看，贬值预期也只持续了较短时间。

图2：人民币升值预期越强，新增外汇占款越多



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：NDF显示人民币升值预期重现



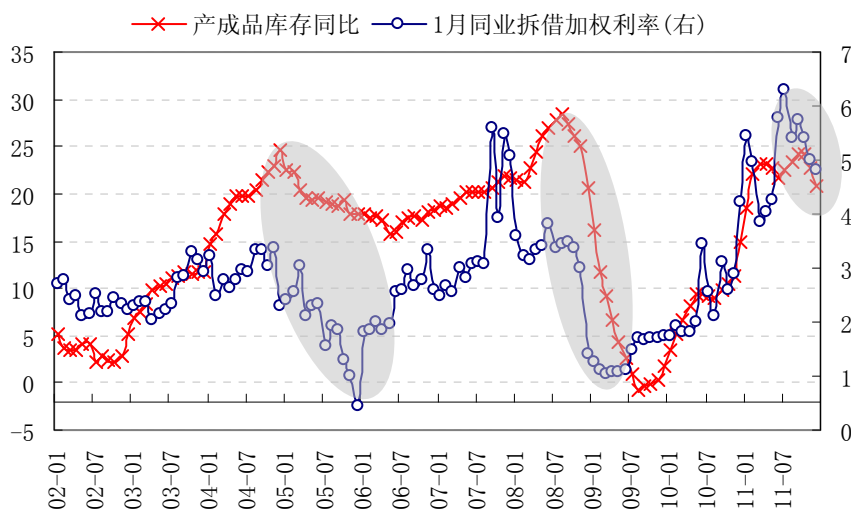
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三） 流动性好转支持资金成本继续下降

从企业层面看，去库存将释放资金，缓解微观层面的流动性紧张，降低

短期资金成本。基于这一逻辑，我们可以发现历史上工业企业产成品库存增速下降的阶段，短期资金成本都出现下降的趋势。（关于是否继续去库存还是库存回补的讨论请见下文）

图4：企业层面的流动性随去库存好转，资金成本下降



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（四）经济下滑势头放缓

近期数据显示，国内经济下滑势头逐渐放缓，而美国经济复苏具有一定的可持续性。前期信贷政策微调使经济下滑势头放缓，1月份官方和汇丰PMI均出现回升，显示经济下滑势头放缓并不仅仅是季节性的。

图5：新增贷款有所微调

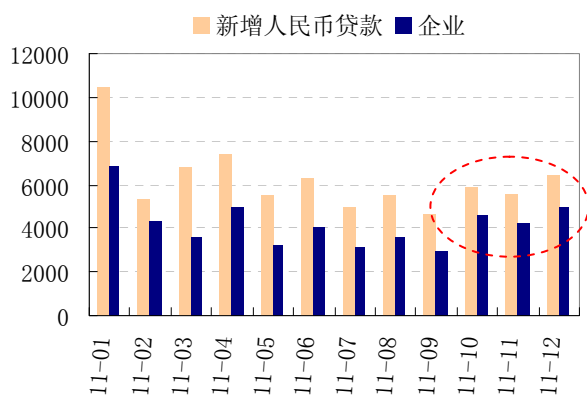
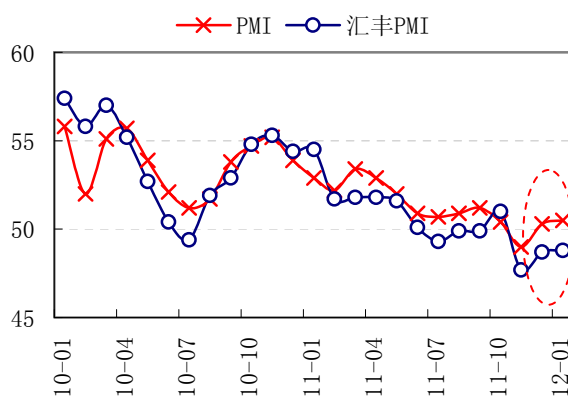


图6：官方和汇丰PMI均近两月均出现回升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

美国近期劳动者收入增速持续上升，因此消费增长具有可持续性。收入是消费增长的主要驱动力，近期数据显示美国人每周工作时间在绝对值和同比增速上都是增加的；另一方面平均小时工资数绝对值增加，但同比增速下降；综合二者的结果，每周收入（工作时间*平均小时工资数）自去年下半年

以来同比增速持续温和上升，有利消费的持续增长。

图7：美国周平均工作时间增速上升

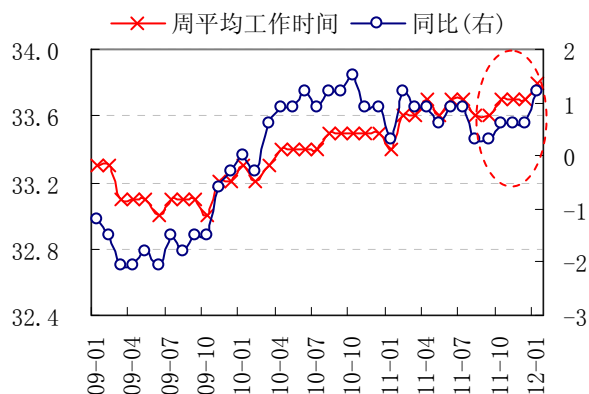
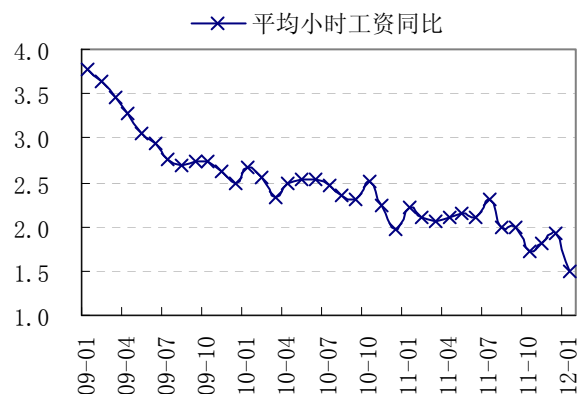


图8：平均小时工资



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：美国周平均收入同比增速持续温和上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、季节性因素产生扰动

一季度受到季节性因素影响，许多数据存在扭曲，应将季节性因素和趋势性因素进行区分，避免因季节性因素导致对趋势误判。

（一）春节因素可能导致1月信贷低于预期

既然我们认为流动性是影响市场的核心因素，那么1、2月份的新增人民币贷款数据就十分值得关注。其中，1月份新增贷款受到春节影响，可能低于预期。

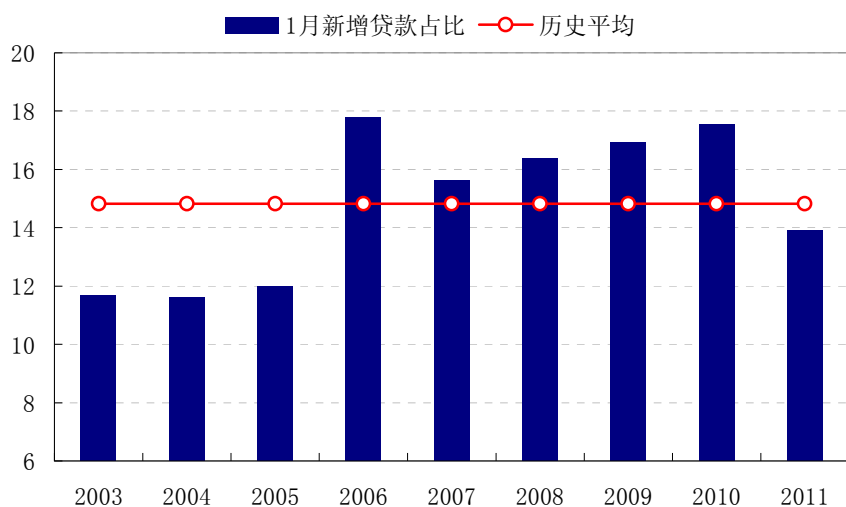
当前市场对1月份新增贷款的预期平均约为10000亿（下限8500，上限13000亿），我们认为受春节影响，实际规模约为9000亿。

（1）1月份新增贷款在全年中的占比平均在15%左右，2003年以来，占比最低为11.6%（2004），最高可达17.8%（2006），中位数为15.6%。

（2）春节会导致当月信贷占比有所降低，但应当注意到，如果春节在1月份，2月份的信贷占比则会有所增加，因此1-2月份的信贷总额不受春节影响。

（3）根据情景分析，我们认为1月份新增人民币贷款只要不低于9000亿就属于正常范围，但9000亿略低于市场预期。

图10：1月份新增贷款占比的历史波动，平均14.5%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图11: 春节导致1月份信贷占比降低

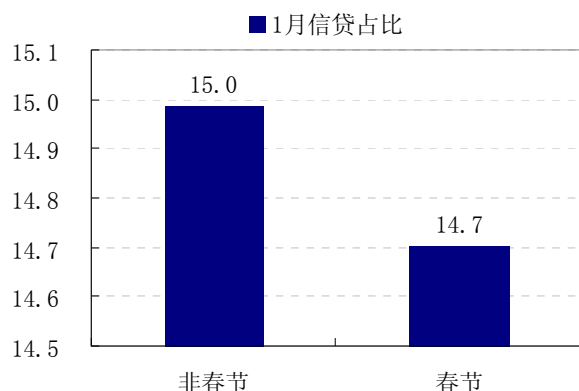
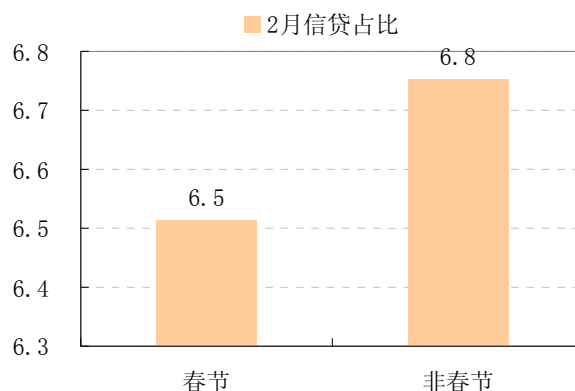


图12: 春节同样导致2月份信贷占比降低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表1: 1月份新增人民币贷款情景分析: 不低于9000仍属正常范围

全年新增贷款-亿		极悲观	悲观	中性	乐观	极乐观
1月占比-%		70000	75000	80000	85000	90000
最大	17.8	12500	13300	14200	15100	16000
平均数	14.8	10400	11100	11900	12600	13300
中位数	15.6	10900	11700	12500	13300	14100
去年	13.9	9700	10400	11100	11800	12500
近3年平均	16.1	11300	12100	12900	13700	14500
最小	11.6	8100	8700	9200	9900	10500

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 1月新增对外汇占款季节效应不明显

认为1月份外汇占款存在季节性增加的看法缺乏数据支持。

根据我们的观察, 新增外汇占款在1月份不存在明显的季节性因素:

(1) 过去11年中, 有6年1月新增外汇占款环比增加, 但有5年环比减少。

(2) 2月份新增外汇占款环比下降的可能性大, 11年中有7次环比下降, 且一旦下降, 降幅较大。

(3) 以上只是根据历史表现的机械推断, 逻辑上看, 随着欧债危机负面效应边际递减, 人民币恢复升值预期, 外资流出的风险较去年四季度应是降低而不是升高了。

图13: 1月新增外汇占款环比季节效应不明显

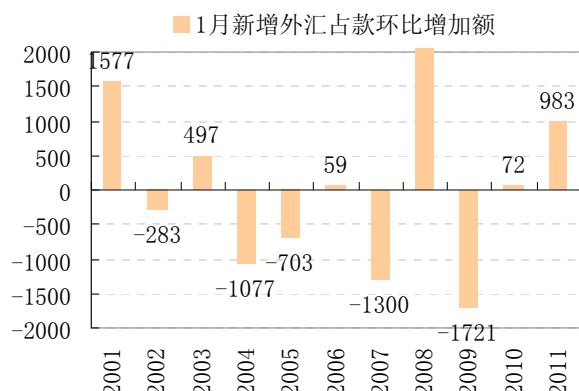
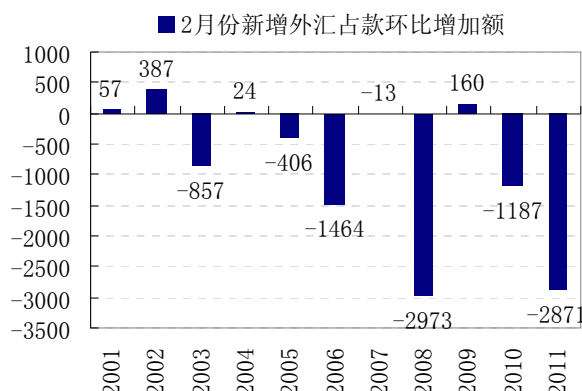


图14: 2月新增外汇占款环比下降可能性大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 库存季节性回补可能导致对库存趋势误判!

近期部分投资者认为数据显示新一轮库存回补将要开始, 我们认为这可能是季节性回补导致的对库存趋势的误判, 值得注意。

(1) PMI产成品库存指标存在明显的季节性, 年底下降, 年初回升; 这与行业层面 (如钢铁社会库存) 观察到的数据一致; 因此根据产成品库存PMI的短期变化容易误判库存变化的趋势。另外, 即使产成品库存PMI是一个有效指标, 目前数据也不足以支持作出新一轮补库存即将开始的判断, 产成品库存去年底回落较快, 但目前仍处在历史上较高的水平。因此我们重申当前所谓的补库存只是季节性因素所致, 不代表库存变化的趋势。

图15: 产成品库存PMI目前水平不低

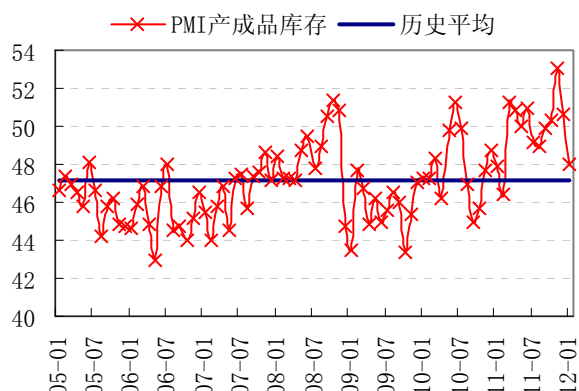
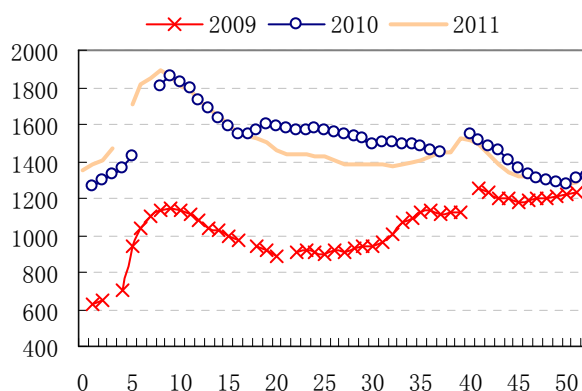


图16: 钢铁社会库存年初增加十分明显

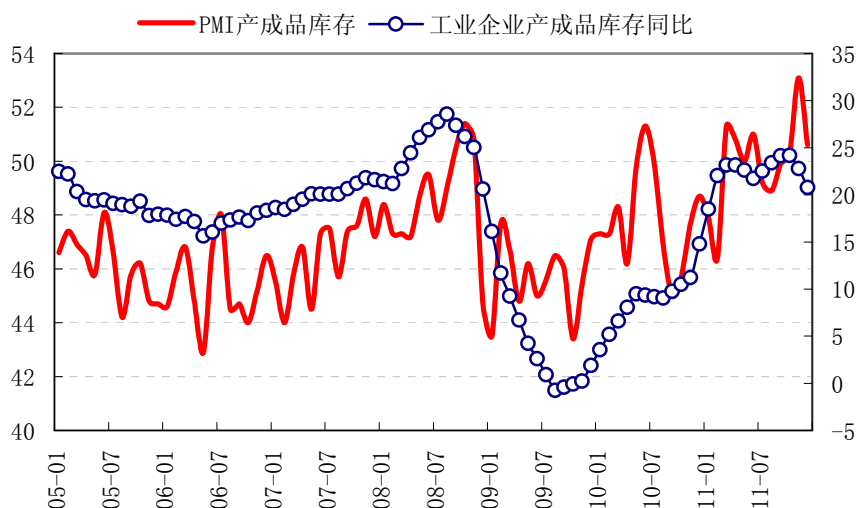


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(2) 工业企业产成品库存同比增速是判断库存趋势更好的指标。将产成品库存PMI和工业企业产成品库存同比增速两个指标放到一块, 很容易发现而且这的趋势是一致的, 而且产成品库存同比增速受季节性干扰小, 容易判

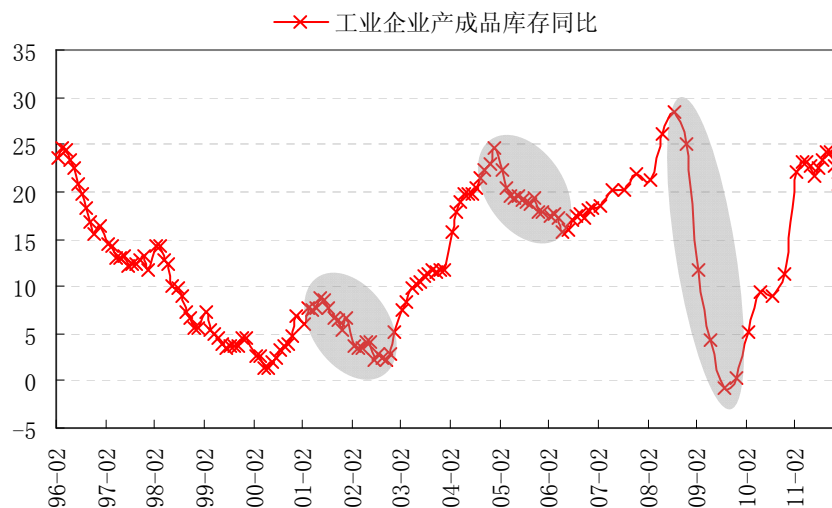
断趋势。根据产成品库存同比，当前去库存的趋势仍将持续：其一是历史上去库存的过程往往持续12个月以上，当前库存同比下降不过一个季度；其二是当前同比增速仍然较高（超过20%），历史均值只有13%左右，显示库存绝对水平高，占用大量资金，今年1季度可能是2009年初大量贷款到期的高峰，企业为了缓解资金紧张，也有必要进一步去库存。

图17: 工业企业产成品库存同比是观察库存变动更有效的指标



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图18: 库存增速下降一般持续12个月以上，当前增速还很高



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（3）综上，我们认为季节性的库存回补不改继续去库存趋势。

继续去库存还是补库存，在配置上很大程度地影响对制造业尤其是中游行业的判断，关于这一点在下文讨论。

三、市场及配置讨论

(一) 反弹的可持续性 & 风险

综合起来，我们认为流动性好转、资金成本下降和经济下滑势头放缓³因素支持市场继续反弹；由于对流动性的关注，信贷和货币增速等流动性数据略低于预期或季节性回落可能导致市场，但并不会扭转流动性好转的格局。

如果信贷和货币增速季节性低于预期而导致现的调整幅度将相对温和（时间也相对较短），几方面因素的出现可能加剧调整的风险（时间也延长）：

(1) 两会前政策维持现状，市场缺乏新的动力，同时经济盈利继续下滑。

(2) 一季度长期贷款到期量较大，还款需求可能推高资金成本。

(3) 最大的风险来自对补库存的预期，在季节性回补过后，如果投资者发现此前预期过高，市场可能出现修正。

(二) 行业轮动源于背后的驱动力

如果经济逐步复苏，行业轮动将呈现怎样的特征？从2008年底的反弹来看，轮动的次序依次是中游（机械、建材、信息设备）——资源品和耐用品（有色、汽车，随后是煤炭、地产）——银行。

行业之所以出现这样的轮动，背后是经济层面的驱动力：（1）四万亿投资直接刺激资本品；（2）随后对耐用品的刺激计划和天量信贷（流动性）的释放推动了耐用品行业和上游资源品的上涨；（3）银行在上涨后期领涨，可能与市场对风格的偏好有关（个人不是特别理解）。

那么当前如果预期经济复苏，是否将出现类似的行业轮动？答案取决于复苏的驱动力。

路径1（老路）：继续依靠基建投资，推动经济复苏，如果依照这一模式则机械建材等行业受益最大。

路径2（新路）：刺激消费，摒弃依靠投资的老路，则消费股受益最大。

路径3（中间路线）：通过政府投资防止经济大幅下滑，逐步增加居民收入水平，加强民间经济活力，最终依靠经济的内生动力启动新一轮周期。

我们认为重复基建投资拉动模式可能性大大降低，基建投资的机会主要是结构性的；而消费的根本动力还是来自收入，短期中难以担当拉动经济重任；从而复苏走中间路线的可能性相对较大，其中制造业投资将是重要的推动力。然而库存水平较高，产能利用相对不足，制造业投资启动仍需等待。

图19：2008年底后的行业轮动（0811-0812）

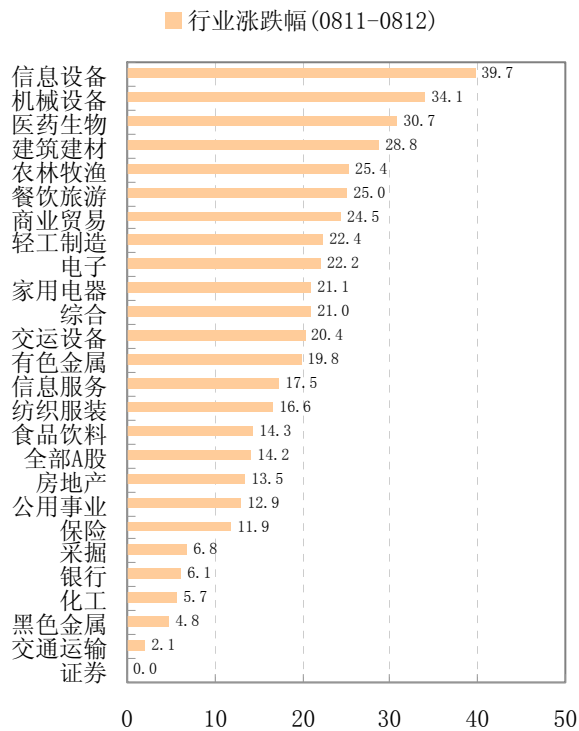
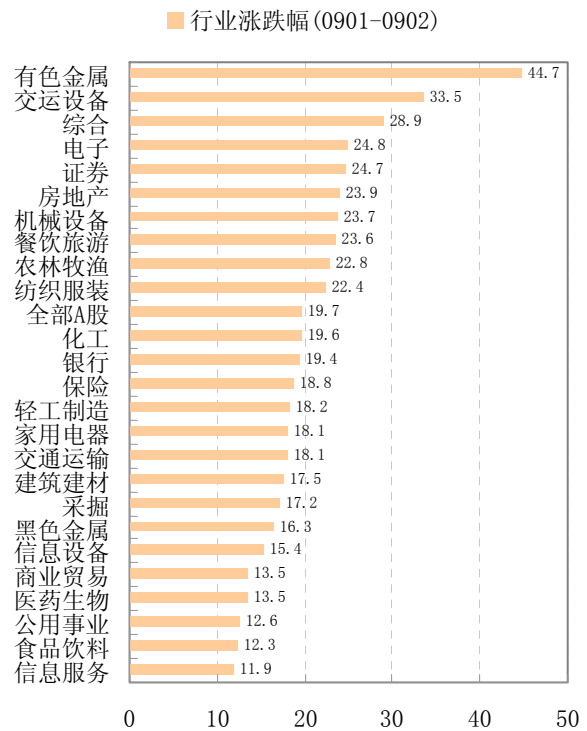


图20：2008年底后的行业轮动（0901-0902）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图21：2008年底后的行业轮动（0903-0904）

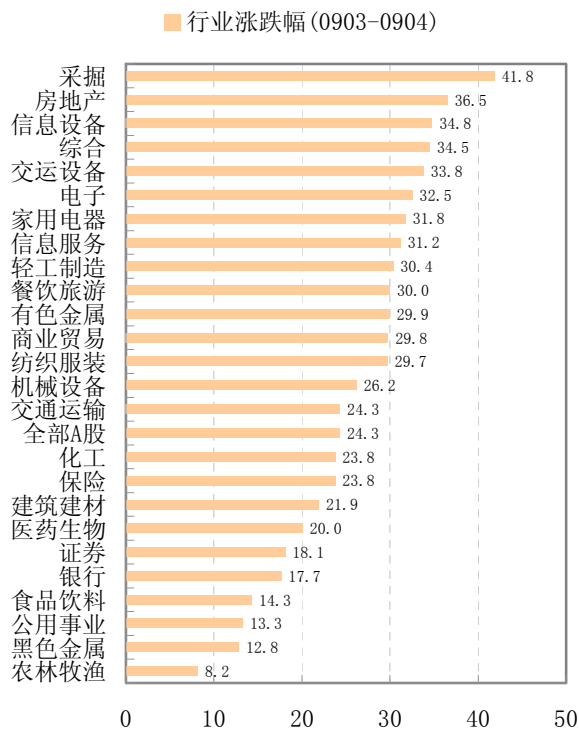
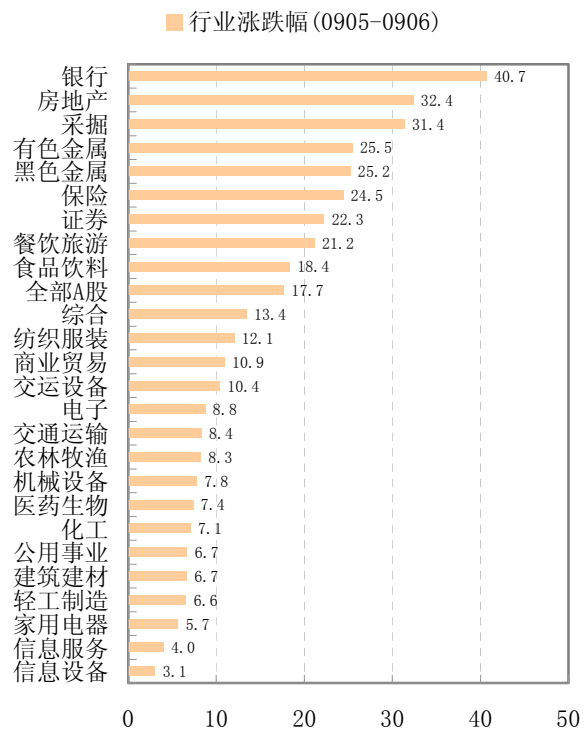


图22：2008年底后的行业轮动（0905-0906）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 配置讨论

上游资源类自反弹以来涨幅最大，当前面临的问题就是上涨能否持续，我们持谨慎观点。流动性和需求是资源类行业上涨的两大推动力，国内流动性呈好转趋势，但程度十分温和，重现2009年流动性大规模释放的可能性几乎为零；近期数据表明美国推出QE3的可能性在下降而非上升；需求角度，IMF刚调低了全球增长和大宗商品价格增速的预期。

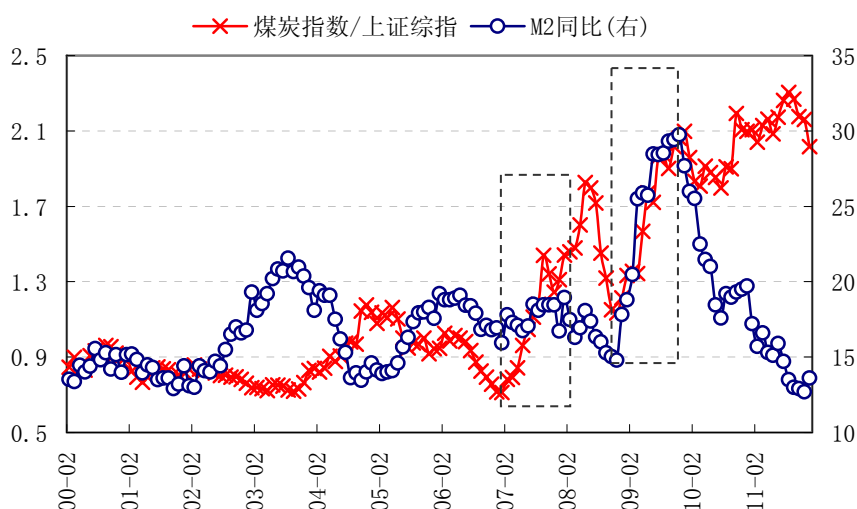
表2: WEO近期下调对全球经济增速和商品价格预测 (2012-1-24)

	2012E	2013E	较去年底调整幅度	
			2012	2013
产出增长-全球	3.3	3.9	-0.7	-0.6
发达经济	1.2	1.9	-0.7	-0.5
美国	1.8	2.2	0.0	-0.3
新兴和发展中经济	5.4	5.9	-0.7	-0.6
中国	8.2	8.8	-0.8	-0.7
商品增速-石油	-4.9	-3.6	-1.8	-3.1
非能源商品	-14.0	-1.7	-9.3	2.2

数据来源: WEO, 广发证券发展研究中心

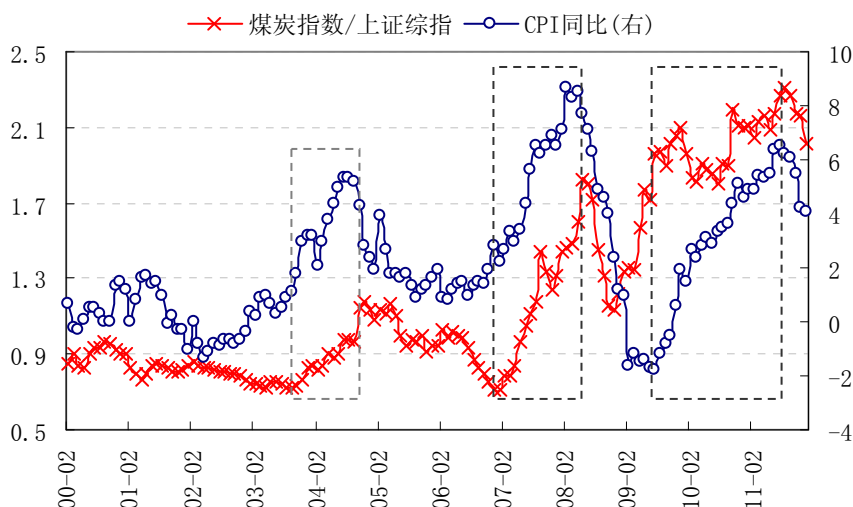
以煤炭为例，煤炭跑赢大盘的逻辑有二：流动性好转和通胀上升；其中流动性推动在先，通胀推动在后，通胀的推动是更重要的。流动性温和好转，通胀仍然下行，都使煤炭反弹的持续性打折扣。

图23: 煤炭跑赢大盘逻辑一：流动性好转



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24：煤炭跑赢大盘逻辑二：通胀上升



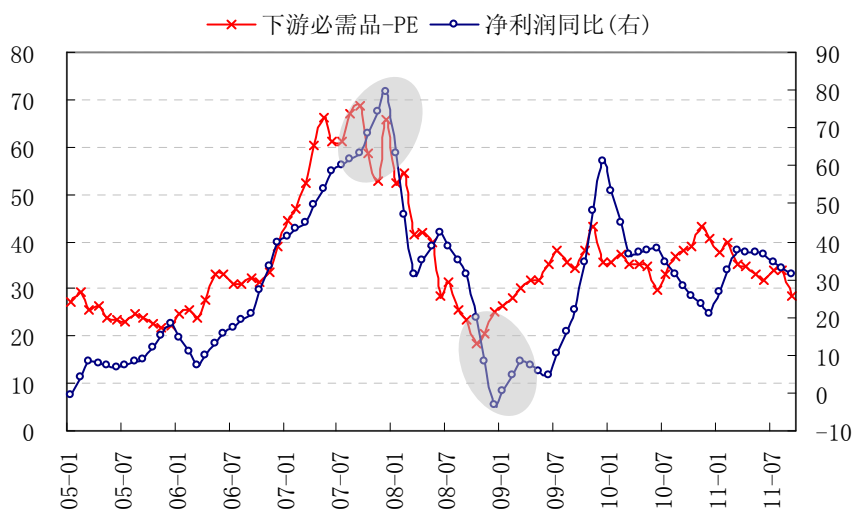
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

中游行业反弹的可持续性则来自于基建拉动模式能否延续及去库存的程度。如前所述，我们认为基建拉动的模式很难延续，这一判断出错的可能性在于两个方面：其一是低估了中西部地区的投资冲动；其二是制造业向中西部转移，客观上有加强基建的必要，但目前我们难以估算其影响的程度。

如库存较低，只要需求企稳好转，生产很快恢复，中游盈利情况可以很快改善，从而在年报风险释放后，一季报很可能好于预期；反之库存水平较高，则一季报还将继续体现盈利下滑风险。而我们认为去库存仍将继续进行。

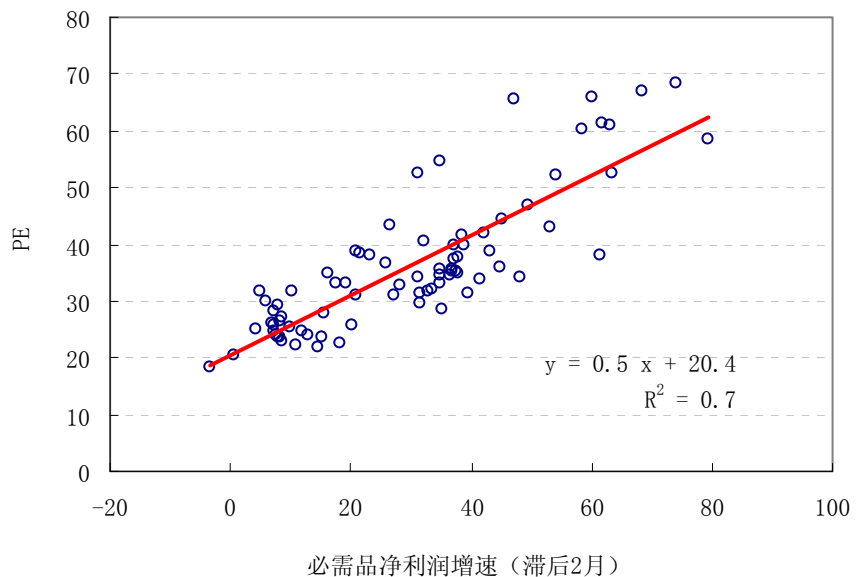
下游行业消费品（必需品）短期中跑赢大盘有难度：必需品在反弹中一般都跑得比较慢；行业净利润增速下行的预期抑制估值水平。

图25：必需品行业估值水平方向与盈利增速高度一致



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图26：净利润增速预期对必需消费类PE的解释度高达70%



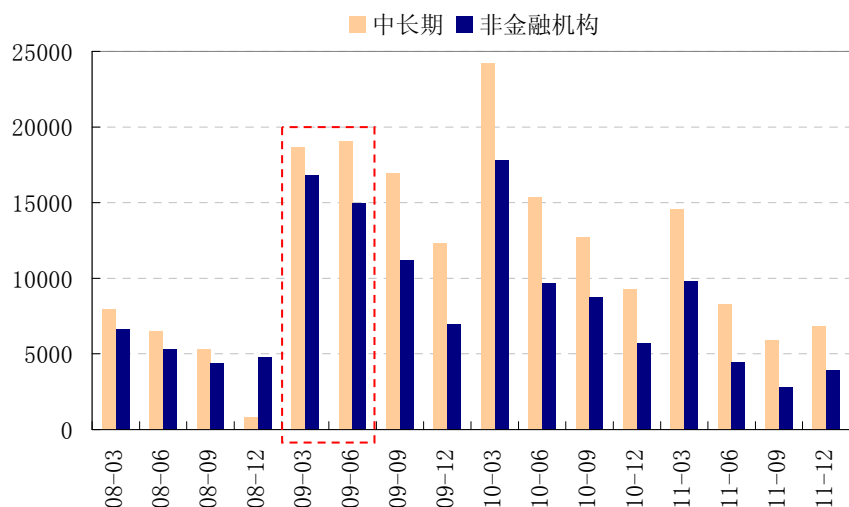
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

经过上述一番排除之后，从中期的角度出发，我们仍然推荐：地产、银行、汽车。

（四） 风险所在

风险之一是大量中长期贷款一季度到期，偿付需求可能再度推高资金成本。风险大小另外取决于今年一季度信贷投放和企业去库存力度，由于四季度以来去库存相对较快，近期各种短期利率的明显下行，偿付需求推高资金成本的风险并不大。风险可能集中在库存较难去化的地产行业。

图27：2012年一季度中长期贷款的偿付需求将大幅上升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图28：银行间加权利率近期显著下行

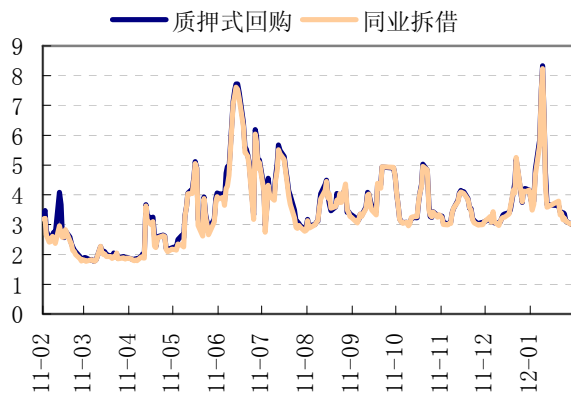
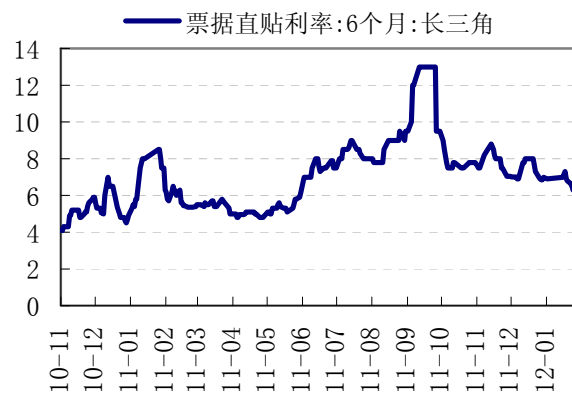


图29：票据贴现利率也有所下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

另一个十分值得关注的风险在于预期本身，如果对补库存的预期过高，很可能低估一季度盈利继续下滑的风险。

附：行业一致预期及可能下调的情况

许多投资者认为年报的风险通过业绩预告已经被市场反映，在此仍然列出各行业预期与此前实际增速的比较，供参考。（1）市场整体下调风险不大；（2）中小和创业板仍面临较大下调风险；（3）大金融、上游和必需品稳定，风险集中在中游投资品，纺织服装整体存在超预期可能性。经过上述一番排除之后，从中期的角度出发，我们仍然推荐：地产、银行、汽车。

表3：业绩增速与2011年一致预期比较

盈利增速	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	盈利趋势	2011E	Q3A-11E	是否有下调风险
市场								
上证A股	38.3	25.7	24	20.6	↓	18.5	2.1	
中小板	33.5	29.8	18.4	15.9	↓	24.7	-8.8	有下调风险
创业板	29.2	36.4	22.1	16.4	↓	29.4	-13.0	有下调风险
行业								
农林牧渔	34.1	19.2	31.7	32.2	↑	66.3	-34.1	
采掘	35.5	16.1	8.3	9.2	→	6.8	2.4	
化工	30.4	40.1	27.3	19.8	↓	20.0	-0.2	有下调风险
黑色金属	191.6	-14.7	-22.4	-15.2	→	-9.4	-5.8	
有色金属	158.4	29.8	76.9	82.3	↑	62.5	19.8	
建筑建材	28.6	34.6	34.2	40.7	↑	30.9	9.9	
机械设备	44	54.4	33.3	22.3	↓	23.1	-0.8	有下调风险
电子	13997.9	23.1	17.2	-3	↓	17.1	-20.1	有下调风险
交运设备	69.8	29.1	12.3	5.9	↓	17.1	-11.2	有下调风险
信息设备	19.4	3	12	4.9	→	19.5	-14.6	有下调风险
家用电器	46.5	44.4	34.4	27.6	↓	28.4	-0.8	
食品饮料	29.6	41.8	41.6	39	→	41.2	-2.2	
纺织服装	45.2	101.1	73.1	53.7	↓	15.7	38.0	
轻工制造	2.8	49.9	64.1	38.1	↓	11.0	27.1	
医药生物	16.9	20.3	20.8	17.7	↓	28.8	-11.1	有下调风险
公用事业	18.4	-21.7	5.3	-11.1	→	-8.0	-3.2	
交通运输	234	0.9	-16.5	-22.3	↓	-22.6	0.3	
房地产	28.9	-3	14.2	16.9	↑	26.3	-9.4	
金融服务	29.8	28.6	30.5	27	→	24.1	3.0	
商业贸易	35.1	34.2	33.3	35.4	→	34.6	0.8	
餐饮旅游	30.4	14.6	25.1	29	↑	35.6	-6.6	
信息服务	13	15.2	28.6	21.3	→	27.7	-6.4	有下调风险
综合	92.7	94.1	149.5	166.7	↑	57.3	109.5	

数据来源：Wind，朝阳永续，广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

林鲁东，分析师，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年加入广发证券发展研究中心。

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年加入广发证券发展研究中心。

郑文琦，分析师，上海交通大学管理学硕士，曾就职于东方证券研究所，先后从事行业研究及策略研究，2011 年加入广发证券发展研究中心。

向玲瑶，研究助理，中央财经大学金融学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式: xly2@gf.com.cn, 020-87555888-8086。

广发证券——公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。