

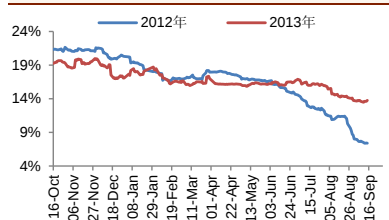
定期报告

库存调整近尾声 盘整之后续反弹

2012 年 9 月 17 日

投资策略周报(09.17)

2012 年净利润增长预期 7.41%

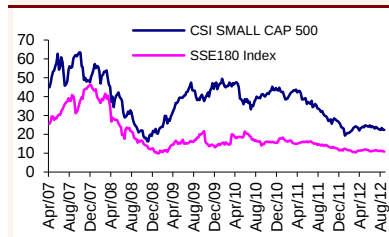


A 股最新估值水平

	12PE	13PE	市净率
沪深 300	9.26	8.11	1.54

资料来源: Wind、招商证券

大小盘估值比较



资料来源: 彭博资讯、招商证券

相关报告

- 1、《短期结构性机会减少，中期耐心等待经济底》，2012/07/23
- 2、《中级反弹的序幕正在拉开》2012/01/10

陈文招

021-68407567
chenwz@cmschina.com.cn
S1090511040011

研究助理孙倩倩

021-68407267
sunqianqian@cmschina.com.cn
张权

021-68407937
zhangquan@cmschina.com.cn
S1090511040017

库存周期调整接近尾声，市场盘整之后有望继续反弹。库存周期决定经济和股市底部，产能周期决定反弹幅度，房地产和工业企业数据均显示，库存周期调整临近末期，房地产开工、投资增速回升，股市盘整之后有望继续反弹；QE3 改善国际流动性和风险偏好，在经济明显回暖之前通胀难以明显回升，现在通胀不足虑；短期参与周期股反弹，中期在制造业、医药消费和新兴领域选择股票，这些领域盈利在改善或者能保持较快增长。

- **国内库存周期调整接近尾声。**我们在四季度策略报告中阐述了库存周期和产能周期对经济和股市的影响：库存周期决定经济和股市底部问题，而产能周期决定经济波动幅度和弹性大小问题。当库存周期调整完成时，经济和股市就会出现底部，即使产能过剩决定了经济回暖力度不大。

房地产库存以及房地产开工、投资动向反映库存周期调整已接近尾声。在房地产销售连续向好之后，房地产目前的整体库存可供消化月份已回落至七八个月时间，8 月份房地产开发投资连续下跌一年后开始回升，房屋新开工和土地购置面积同比降幅也明显连续缩小。

观察每个月的工业产成品库存数据也显示出库存周期调整已进入后期，钢材、水泥、涤纶、橡胶、动力煤价格均出现企稳迹象。

- **QE3 改善流动性和风险偏好。**伴随着来自债务危机和财政悬崖的压力逐步放大，欧美央行在过去的两周相继推出了货币政策的杀手锏：OMT&QE3。抛开两者的最终目的不谈（其中，前者旨在压低欧元区边缘债务国的举债成本，后者致力于增加国内就业拉低失业率），两者在执行过程中无疑都会带来全球流动性的改善和风险资产偏好的回升。

结合美国前两次量化宽松时期（当时我国处于货币放松周期）国内流动性的表现来看：1、其量化宽松的操作通过缓解全球市场的风险情绪来推动资金回流我国，有助于维持国内市场流动性的改善；2、其量化宽松的操作虽然通过推升大宗商品价格、增加输入型通胀压力从而压缩了国内放松货币政策的空间，但在通胀达到较高水平之前不足以担心。

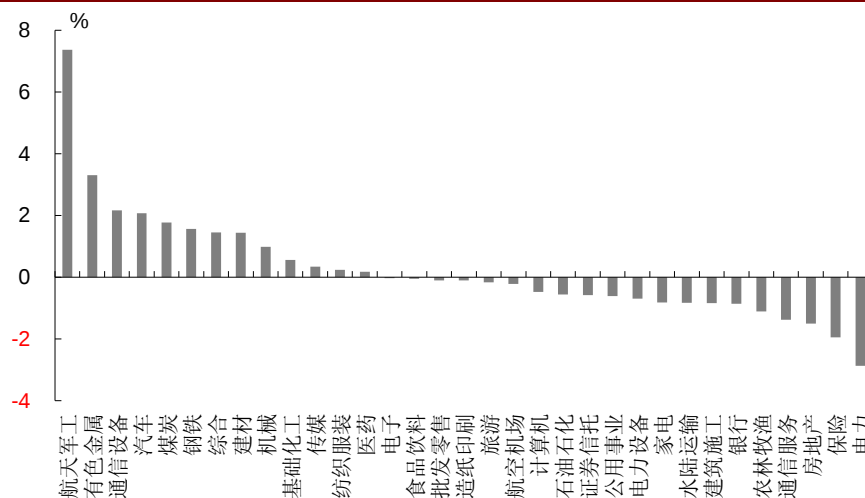
- **盘整后有望继续反弹，短期参与周期，中期坚持在制造业、消费品、成长领域中寻找股票。**伴随库存周期调整的接近尾声以及国内外政策稳定增长的政策推动，短期参与周期股的反弹，但需要留意的是中期内由于经济波动性减弱周期股的弹性也必将减弱。中长期内我们建议坚持走制造业和消费品、成长领域中寻找股票，这些领域近来业绩增长有稳定并改善的趋势，如家电、汽车、新兴设备制造、计算机、医药、电子等。在选股策略方面建议关注四类股票：能从竞争对手那里赚钱、能从产业链上下游赚钱、能从国际市场份额赚钱、能从细分快速成长领域赚钱的企业。

一、A股市场走势展望

1、上周市场表现

上周市场呈盘整态势。虽然外围市场频频传来重大利好，但国内投资者仍纠结于国内维稳政策能否落实及其效果究竟能有几何，而这还需进一步观察。分行业看，受钓鱼岛争端刺激的航天军工股涨幅居前，受益于欧美宽松货币政策的资源类——有色、煤炭及钢铁股表现良好，而电力、保险、地产等行业表现较差。

图 1-1：行业涨跌幅排名



资料来源：Wind、招商证券

2、上周重要信息与数据回顾

2.1、国际经济

美国推出QE3，每月购债规模扩至850亿美元。美国7月商业库存月率增长0.8%，至1.592万亿美元，远高于预期增速的0.3%；经季节性因素调整后的销售额月率增长0.9%，至1.241万亿美元，创下去年12月以来的最大增幅。8月工业产出月率下降1.2%，为2009年3月以来创下的最大月率降幅；产能利用率自79.2%下滑至78.2%，该水平略低于40年平均水准80%。但9月份消费者信心数据延续上行之势，并触及4个月以来的最高水平。美国联邦公开市场委员会（FOMC）14日结束了为期两天的货币政策会议，并于会后宣布，0-0.25%的超低利率的维持期限将延长到2015年中，同时从15日开始推出QE3，每月采购400亿美元的抵押贷款支持证券(MBS)，现有扭曲操作(OT)等维持不变。这意味着美联储从现在到今年年底，每个月将购买850亿美元债券，购债规模与2010年的QE2相当。

欧元区经济颓势依旧，德国放行ESM，欧银启动货币直接交易计划。欧元区7月份工业产值环比增长0.6%，同比下降2.3%；欧元区第二季度季调后就业人数较一季度基本持平，为去年二季度以来首次未出现下滑，但就业率仍下滑0.6%。德国最高法院否决了要求德国推迟批准欧洲稳定机制(ESM)和所谓“财政条约”的提议，为欧元区建立永久性救助机制铺平了道路。欧洲央行计划启动名为“货币直接交易”(MOT)的计划，针对欧元区二级国债市场进行无限量冲销式的国债购买，购买对象主要为到期期限在3年以下的国债。另

外，欧盟委员会主席巴罗佐最新发表的讲话显示，除了对抗危机的常规努力外，一项着眼于欧洲未来的路线图正在制定中。

2.2、国内经济

8月M1M2增速较上月略有下滑，新增信贷同比多增1555亿元。8月末，广义货币(M2)余额92.49万亿元，同比增长13.5%，比上月末低0.4个百分点；狭义货币(M1)余额28.57万亿元，同比增长4.5%，比上月末低0.1个百分点。当月人民币贷款增加7039亿元，同比多增1555亿元。分部门看，住户贷款增加2825亿元，其中，短期贷款增加1168亿元，中长期贷款增加1657亿元；非金融企业及其他部门贷款增加4211亿元，其中，短期贷款增加1501亿元，中长期贷款增加1203亿元，票据融资增加1314亿元。

8月份进口增速同比下降，出口增速增长乏力，内外需疲弱态势依旧。8月份进口额较上年同期下降2.6%，表示内需增长依旧乏力；若剔除春节假期季节性因素的影响，这是2009年10月以来首次出现进口额同比下降的情况。8月份出口额较上年同期增长2.7%，增幅高于7月份的1.0%，但远低于上年同期逾20%的增幅。进口低于预期而出口略有回升导致8月份贸易顺差额由7月份的251亿美元扩大至267亿美元，超出市场预期。

房地产开发投资额同比增速自去年来首次加快，8月百城住宅价格连续3个月环比上涨。1-8月，全国房地产开发投资额为43688亿元，同比增长15.6%，增速比1-7月提高0.2个百分点，是去年以来增速首次加快。其中，8月房屋和住宅新开工面积分别同比增长13.9%和5.0%，是自今年3月以来首次增长。同时，根据中国房地产指数系统百城价格指数对100个城市新建住宅的全样本调查数据，8月全国100个城市（新建）住宅平均价格为8738元/平方米，环比7月上涨0.24%，自6月止跌后连续第3个月环比上涨，其中63个城市环比上涨，37个城市环比下跌。

上游：欧美纷纷推出宽松举措，大宗价格借机反弹，动力煤价格企稳回升。欧央行与美联储相继推出OMT及QE3预示着全球流动性将进一步宽松，铁矿石、LME铜、铝、锌及COMEX黄金、白银等大宗商品价格趋势反弹；受原油价格回升影响，国家发改委宣布上调国内汽、柴油价格，国内油价升至年内次高点；煤炭港口挤压情况有所缓解，动力煤继续呈现企稳回升态势；国内大豆压榨厂商库存大豆消耗殆尽，进口大豆成本的上升拉动豆粕价格上涨。

中下游：钢材、水泥价格现抬头迹象，涤纶、橡胶价格产品价格回升。受8000亿元轨道交通建设项目获发改委批准及欧美央行推出新刺激举措影响，部分钢铁品种如板材等出现抬头迹象，水泥市场价格小幅回升，社会库存继续回落；化纤产品中涤纶、橡胶受原料价格上涨推动产品价格回升，其他产品价格较稳定；受农业用肥需求较弱、原料煤炭价格下降影响，尿素、氯化钾价格持续调整；8月全社会用电量同比增长3.6%，增速比上月回落0.9个百分点，比去年同期回落5.5个百分点，也创今年2月以来新低增速；8月份汽车销量小幅回暖，同比增长8.3%，较上月回升0.1个百分点。

房地产：楼市成交量(价)同比涨(跌)幅趋缓，知名房企拿地积极。商品房成交量方面，9月3-9日当周，八成城市楼市成交周均同比上升，但涨幅趋缓，且多数城市同比增幅有所减少。商品房成交价方面，2012年8月份，全国100个城市（新建）住宅平均价格环比上涨0.24%，涨幅较上月有所回落；同比下跌1.60%，跌幅比上月缩小0.17个百分点。从土地市场看，万科、华润、恒大等知名房企拿地积极，多城市攻城补地态势明显。此外，全国房地产开发景气指数终于触底反弹，小幅微升至94.64，比上月提高0.07点。

物价：食用农产品价格连续八周上涨，猪肉价格迎节日旺季反弹。9月3-9日当周，食用

农产品价格连续第八周上涨：18种蔬菜批发价格和8种水产品批发价格继续回落，分别比前一周下降1.5%及下降0.4%；肉类批发价格整体上涨，中秋、国庆两节临近，食品加工企业加大备货力度，生猪市场迎来小旺季，猪肉价格连续反弹；鸡蛋零售价格连续七周回升，但涨幅逐渐缩小；粮油零售价格普遍走高，其中花生油、豆油、菜籽油价格比前一周分别上涨0.4%、0.2%和0.1%，大米、面粉价格分别上涨0.3%和0.2%。

交运电子：波罗的海干货指数（BDI）降至663，创今年2月中国农历新年以来新低，比2011年10月的高点下跌69%；7月北美半导体设备出货比连续四个月下降，至0.87。

盈利预期：分行业看，23个申万一级行业中，只有6个行业盈利预期遭上调，上调幅度均不显著；而17个遭下调的行业中，餐饮旅游、综合及信息设备下调幅度最大。

2.3、资金与利率

28天期逆回购再现江湖，央行通过灵活的公开市场操作平滑到期资金及引导市场利率。上周共有100亿元央票、150亿元正回购及1650亿元逆回购到期，央行继续暂停央票发行但分别于9月11日和13日进行了450亿元7天期和320亿元14天期以及350亿元7天期和200亿元28天期的逆回购操作（28天期品种近10年以来首次重返公开市场，旨在平滑国庆中秋两节期间的资金需求），因此公开市场实现资金净回笼80亿元，为连续第三周回笼资金。

月末、季末面临考核及国庆、中秋两节来临之际，短期资金紧张情况又起，银行间回购市场资金价格止跌反弹。本周将有10亿元央票、50亿元正回购及1400亿元逆回购到期，在央行不进行滚续操作的情况下预计将回笼1340亿元；限售股解禁额为302.44亿元（按最新收盘价计算）。

2.4、宏观产业政策

《国内贸易发展“十二五”规划》印发，发展目标为总体规模指标实现翻番。2015年社会消费品零售总额32万亿元左右，年均增长15%左右；生产资料销售总额76万亿元左右，年均增长16%左右；批发零售住宿餐饮业增加值超过7万亿元，年均实际增长11%左右。2015年国内贸易就业人数1.3亿人左右，其中城镇就业1亿人左右，年均增加500万人以上。

国务院常务会议讨论通过《关于促进外贸稳定增长的若干意见》。中国国务院总理温家宝12日主持召开国务院常务会议，研究确定促进外贸稳定增长的政策措施。为支持发展对外贸易，会议讨论通过《关于促进外贸稳定增长的若干意见》。《意见》提出了“加快出口退税进度，确保准确及时退税。”和“扩大出口信用保险规模和覆盖面”等8项措施。会议还称，中央政府支持国内企业开拓非洲、拉美、东南亚、中东欧等新兴市场。

监管部门要求商业银行加大铁公基类项目信贷支持。监管部门日前要求商业银行紧密结合经济运行周期特征，及时调整信贷政策，有限的信贷资源要加大对实体经济稳步增长的支持力度，尤其要加大对铁路、公路等国家重点建设项目、农业基础设施建设项目、保障性安居工程的信贷支持。

国务院正式批复《广州南沙新区发展规划》，标志着南沙新区成为第六个国家级新区。要以科学发展观为统领，以深化与港澳全面合作为主线，以生态、宜居、可持续为导向，以改革、创新、合作为动力，大力推进粤港澳全面合作示范区建设，努力把南沙新区建设成为粤港澳优质生活圈、新型城市化典范、以生产性服务业为主导的现代产业基地，具有世界先进水平的综合性服务枢纽和社会管理服务创新试验区，为全面推动珠江三角洲转型发展、促进港澳地区繁荣稳定、构建我国开放型经济新格局发挥更大作用。

煤炭价格并轨方案已上报，有望在年底全国煤炭产运需衔接会前出台。公开信息显示，此方案内容包括：自2013年煤炭产运需衔接方案起，重点电煤合同将过渡到2至5年中长期合同。中长期电煤合同由供需双方按基准价加自动调整方式定价。其中，基准价由发改委确定。铁路运输要重点保障新长协机制运力。这一方案重提煤电联动，与此前5%的浮动相比，此次煤电联动控制在10%区间内，即周期内平均煤价较上一周期变化幅度超过10%，不再实行煤电联动，发改委将干预煤电价格。

3、投资策略：库存调整近尾声，内外利好促反弹

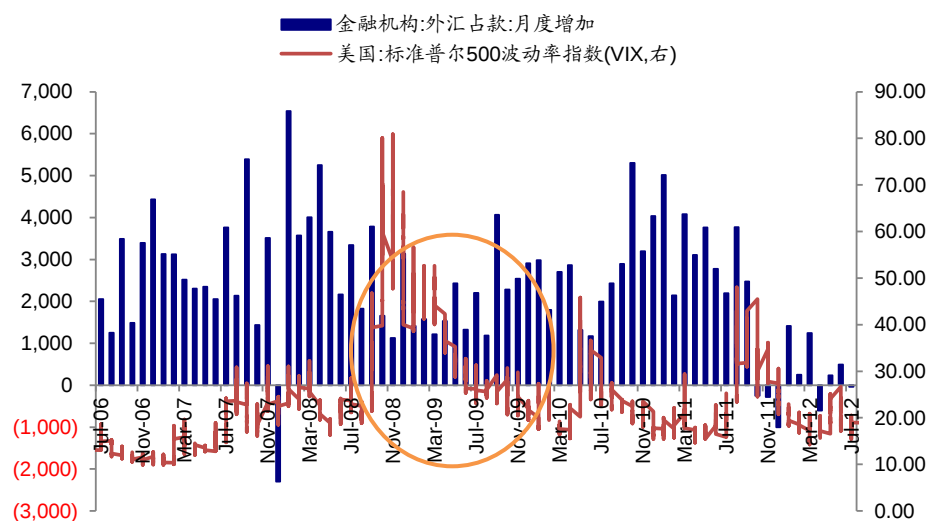
QE3 改善流动性和风险偏好

伴随着来自债务危机和财政悬崖的压力逐步放大，欧美央行在过去的两周相继推出了货币政策的杀手锏：OMT&QE3。抛开两者的最终目的不谈（其中，前者旨在压低欧元区边缘债务国的举债成本，后者致力于增加国内就业拉低失业率），两者在执行过程中无疑都会带来全球流动性的改善和风险资产偏好的回升。

结合美国前两次量化宽松时期（当时我国处于货币放松周期）国内流动性的表现来看：

1、其量化宽松的操作通过缓解全球市场的风险情绪来推动资金回流我国，有助于维持国内市场流动性的改善；2、其量化宽松的操作虽然通过推升大宗商品价格、增加输入型通胀压力从而压缩了国内放松货币政策的空间，但在这种通胀达到较高水平之前不足以担心。

图 1-2: QE1 的实施令风险偏好回升，资金回流我国



资料来源：Wind、招商证券

国内库存周期调整近尾声

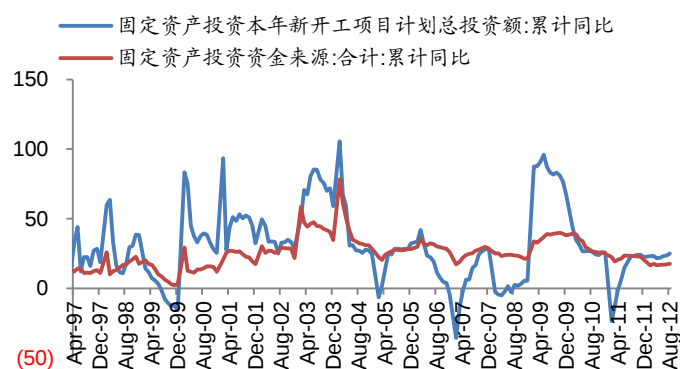
我们在四季度策略报告中阐述了库存周期和产能周期对经济 and 股市的影响：库存周期决定经济和股市底部问题，而产能周期决定经济波动幅度和弹性大小问题。当库存周期调整完成时，经济和股市就会出现底部，即使产能过剩决定了经济回暖力度不大。

房地产库存以及房地产开工、投资动向反映库存周期调整已接近尾声。在房地产销售连续向好之后，房地产目前的整体库存可供消化月份已回落至七八个月时间，8月份房地产开发投资连续下跌一年后开始回升，房屋新开工和土地购置面积同比降幅也明显连续缩小。

观察每个月的工业产成品库存数据也显示出库存周期调整已进入后期，钢材、水泥、涤纶、橡胶、动力煤价格均出现企稳迹象。

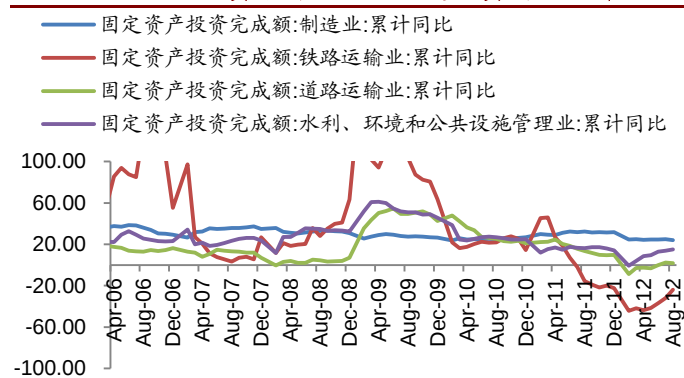
市场盘整之后有望继续反弹，短期参与周期，中期坚持走制造业、消费品、成长领域中寻找股票。伴随库存周期调整的接近尾声以及国内外政策稳定增长的政策推动，短期参与周期股的反弹，但需要留意的是中期内由于经济波动性减弱周期股的弹性也必将减弱。中长期内我们建议坚持走制造业和消费品、成长领域中寻找股票，这些领域近来业绩增长有稳定并改善的趋势，如家电、汽车、设备制造、计算机、医药、电子等。

图 1-6: 新开工项目投资及配套资金增速企稳



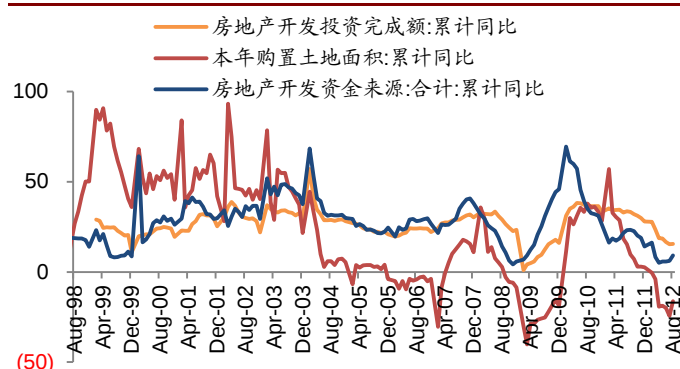
资料来源: Wind、招商证券

图 1-7: 制造业投资下滑之际，基建投资增速回升



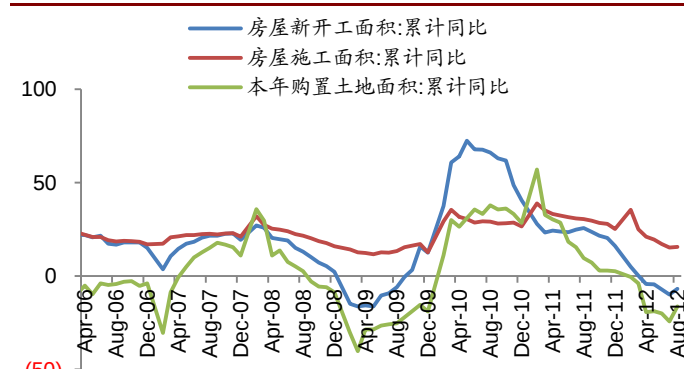
资料来源: Wind、招商证券

图 1-8: 房地产开发投资额同比增速自去年来首次加快



资料来源: Wind、招商证券

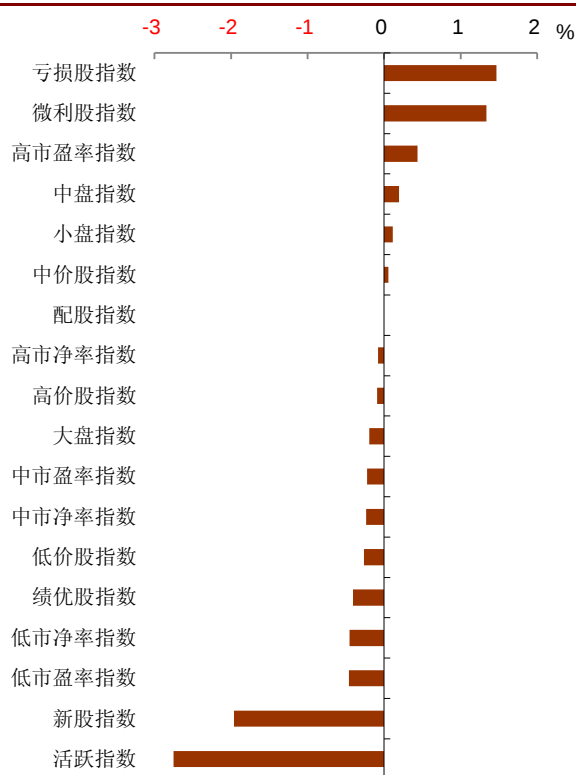
图 1-9: 房屋新开工、施工面积及土地购置面积同比降幅缩小



资料来源: Wind、招商证券

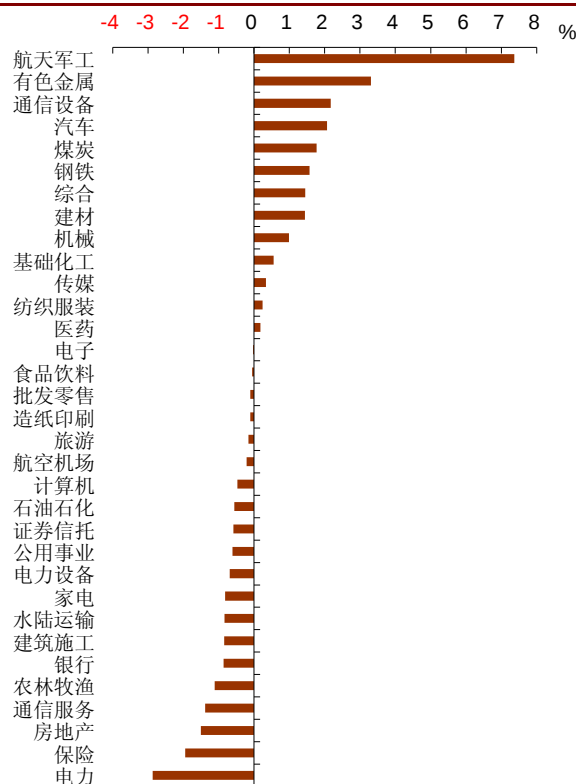
二、A 股市场表现和数据

图 2-1: 上周市场特征指数涨跌幅排行 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 2-2: 上周招商行业指数涨跌幅排行 (%)



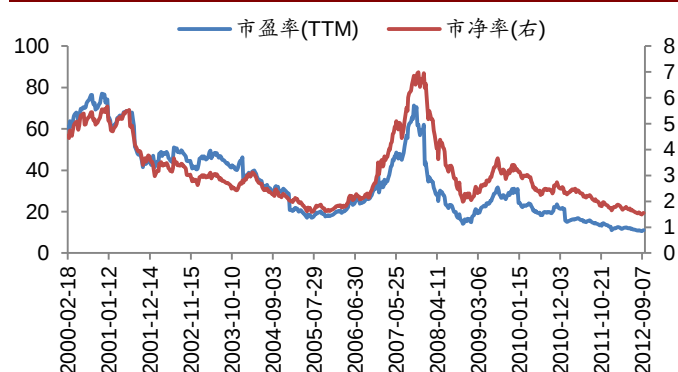
资料来源: Wind、招商证券

表 2-1: 上周 A 股市场估值

板块名称	滚动市盈率(整体法, 未剔除亏损)	预测 2012 市盈率(整体法, 未剔除亏损)	预测 2013 市盈率(整体法, 未剔除亏损)	市净率(整体法): 最新报告期 (MRQ)	总市值 (亿元)	流通 A 股市值 (亿元)
全部 A 股	13.00	10.85	9.29	1.73	218,708.40	167,074.80
沪深 300	10.13	9.26	8.11	1.54	139,416.53	114,206.61
中小企业板	29.31	22.28	16.96	2.89	29,861.28	16,261.64
剔除银行	20.39	15.89	12.87	2.02	178,818.83	139,638.41
创业板	34.81	26.43	19.88	2.92	9,018.54	3,328.97

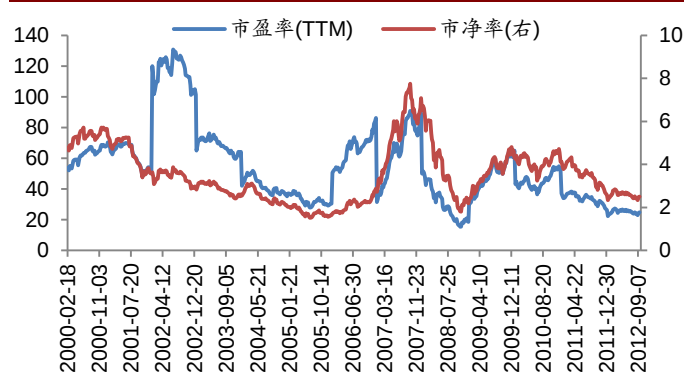
资料来源: Wind、招商证券

图 2-3: 上证 A 股历史估值水平



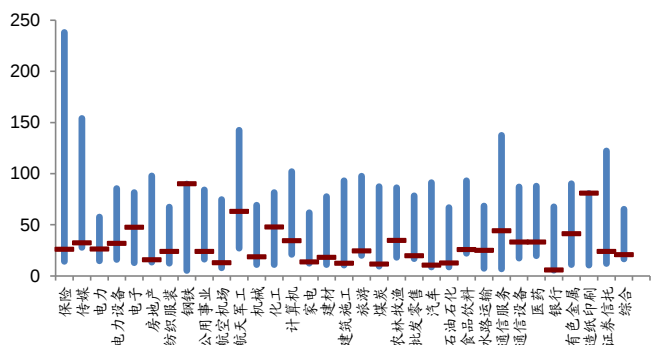
资料来源: Wind、招商证券

图 2-4: 深证 A 股历史估值水平



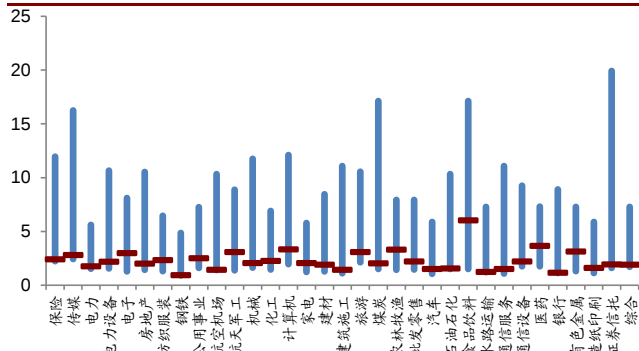
资料来源: Wind、招商证券

图 2-5: 招商各行业市盈率 PE (TTM) 与历史值比较



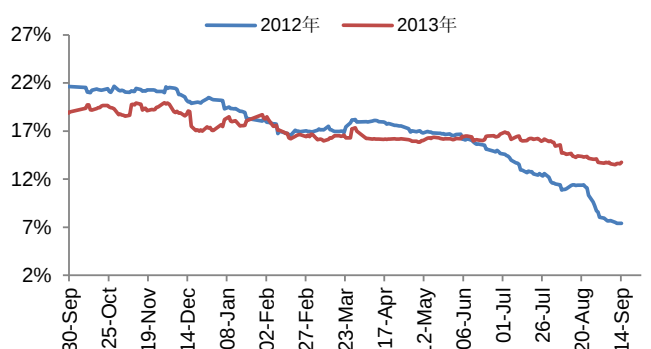
资料来源: Wind、招商证券

图 2-6: 招商各行业市净率 PB 与历史值比较



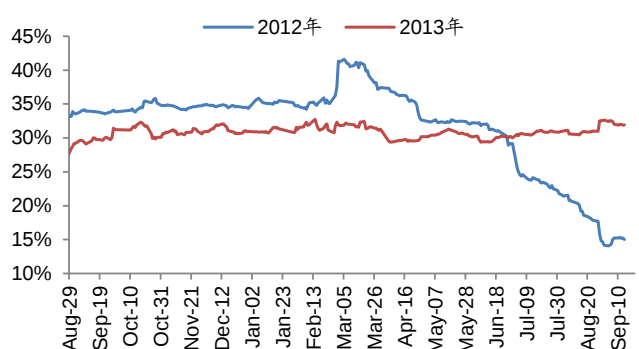
资料来源: Wind、招商证券

图 2-7: SZ300 净利润一致预期



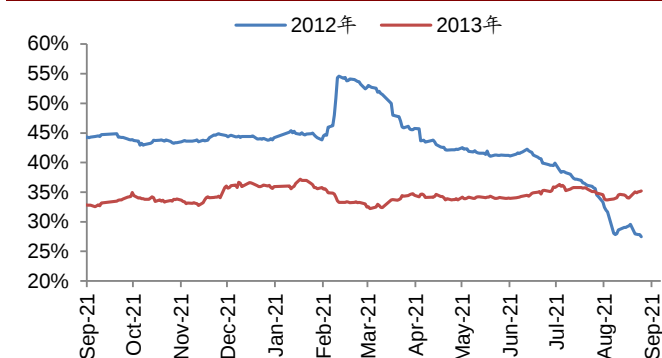
资料来源: 朝阳永续、招商证券

图 2-8: 中小板净利润一致预期



资料来源: 朝阳永续、招商证券

图 2-9: 创业板净利润一致预期



资料来源: 朝阳永续、招商证券

图 2-10: A-H 溢价指数



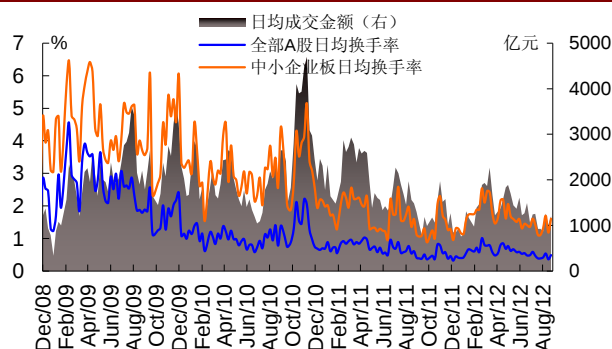
资料来源: 彭博资讯、招商证券

表 2-2: 行业盈利增速一致预期

行业	2012 盈利增速预期	上周调整	行业	2012 盈利增速预期	上周调整
房地产	22.98%	0.55%	电子	28.87%	-0.31%
商业贸易	10.24%	0.47%	交运设备	2.65%	-0.33%
医药生物	25.83%	0.26%	金融服务	13.20%	-0.40%
交通运输	4.20%	0.24%	纺织服装	13.62%	-0.59%
家用电器	16.87%	0.17%	农林牧渔	47.36%	-1.04%
食品饮料	52.31%	0.09%	机械设备	7.13%	-1.15%
轻工制造	26.79%	-0.03%	黑色金属	-16.59%	-1.44%
化工	-14.77%	-0.07%	有色金属	-15.70%	-1.47%
采掘	-3.01%	-0.17%	公用事业	61.05%	-1.69%
信息服务	34.65%	-0.23%	信息设备	51.93%	-1.79%
建筑建材	-2.69%	-0.24%	综合	6.99%	-2.10%
沪深 300	7.41%	-0.29%	餐饮旅游	29.03%	-2.85%

资料来源: 朝阳永续、招商证券

图 2-11: 换手率



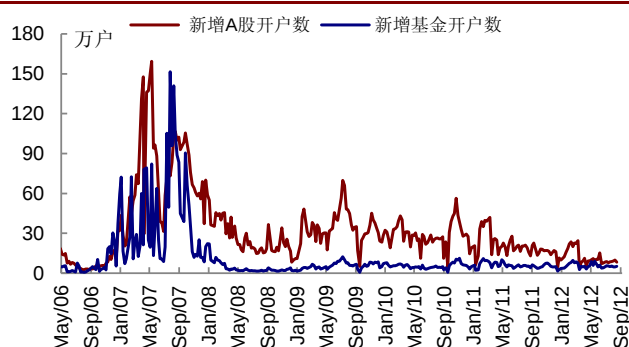
资料来源: Wind、招商证券

图 2-12: 持仓比例与交易活跃度



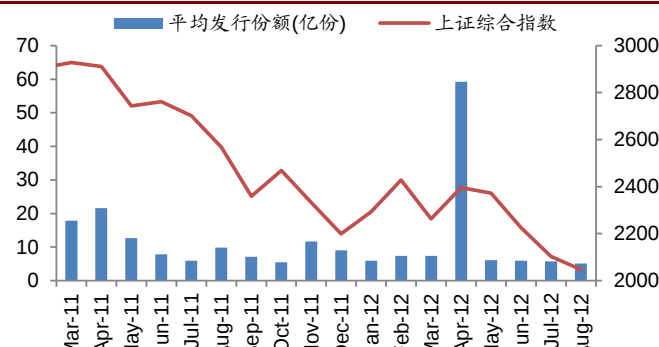
资料来源: Wind、招商证券

图 2-13: 新增开户数: 股票 8.24 万, 基金 5.13 万



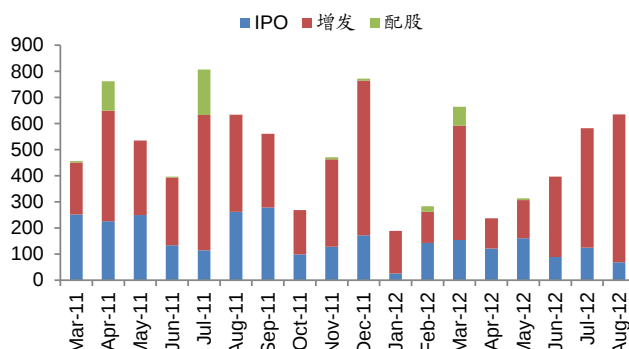
资料来源: Wind、招商证券

图 2-14: 股票型基金发行份额



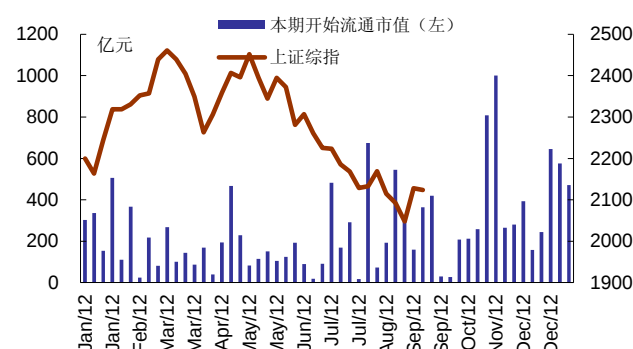
资料来源: Wind、招商证券

图 2-15: 沪深两市 IPO、增发、配股募集资金金额



资料来源: Wind、招商证券

图 2-16: 限售流通



资料来源: Wind、招商证券

表 2-3: 本周限售股流通表一览

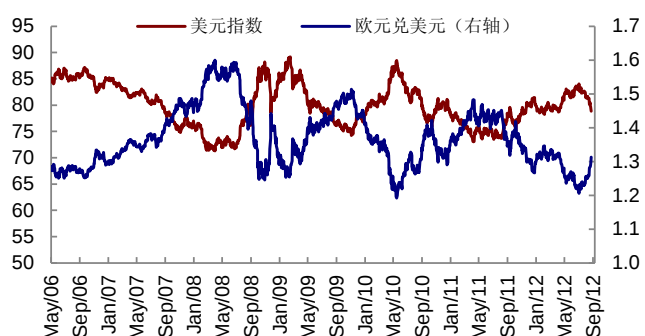
股票简称	可流通时间	本期流通市值(亿元)	本期流通数占总股本	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
中国中冶	2012/9/21	264.84	65.99%	1,261,160.85	1,623,900.00	287,100.00	首发原股东限售股份
大东南	2012/9/20	8.67	20.38%	12,300.00	38,482.15	21,868.85	定向增发机构配售股份
明泰铝业	2012/9/19	6.41	12.06%	4835	9635	30465	首发原股东限售股份
粤水电	2012/9/20	4.63	20.55%	8,598.73	41,278.15	560.58	定向增发机构配售股份
云铝股份	2012/9/17	4.59	5.51%	8478.26	153906.42	10.87	定向增发机构配售股份
丹邦科技	2012/9/20	3.46	15.80%	2528.4	5728.4	10271.6	首发原股东限售股份
佳创视讯	2012/9/17	3.00	37.52%	3,827.48	5,927.48	4,272.52	首发原股东限售股份
易世达	2012/9/21	2.97	18.64%	2,200.00	5,770.46	6,029.54	首发原股东限售股份
隆华传热	2012/9/17	1.17	12.50%	1000	2600	5400	首发原股东限售股份
聚龙股份	2012/9/18	1.08	4.48%	380	2500	5980	首发原股东限售股份

股票简称	可流通时间	本期流通市值(亿元)	本期流通数占总股本	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
巴安水务	2012/9/17	0.86	7.92%	528.2965	1868.2965	4801.7035	首发原股东限售股份
长青集团	2012/9/20	0.58	3.00%	444	3424	11376	首发原股东限售股份
露笑科技	2012/9/20	0.18	1.28%	154.00	2,554.00	9,446.00	首发原股东限售股份

资料来源: Wind、招商证券

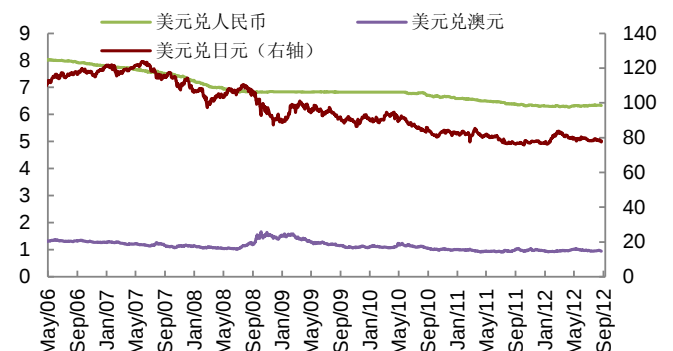
三、国际金融市场动态

图 3-1: 汇率: 美元指数 79.26; 欧元 1.2985



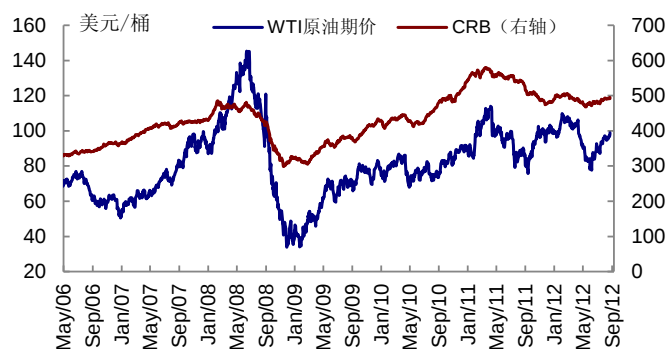
资料来源: Wind、招商证券

图 3-2: 汇率: 日元 77.47; 澳元 0.9485; 人民币 6.3317



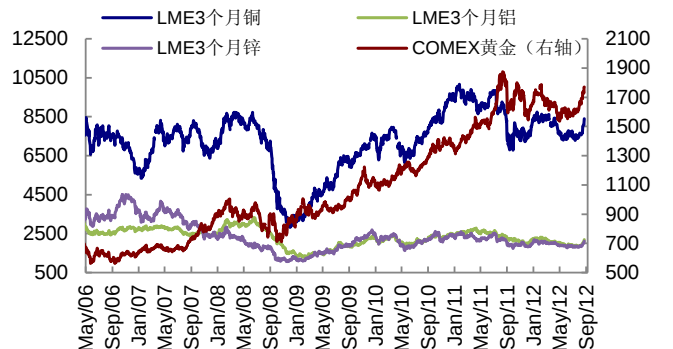
资料来源: Wind、招商证券

图 3-3: 商品: CRB 与国际油价



资料来源: Wind、招商证券

图 3-4: 商品: 黄金与基本金属



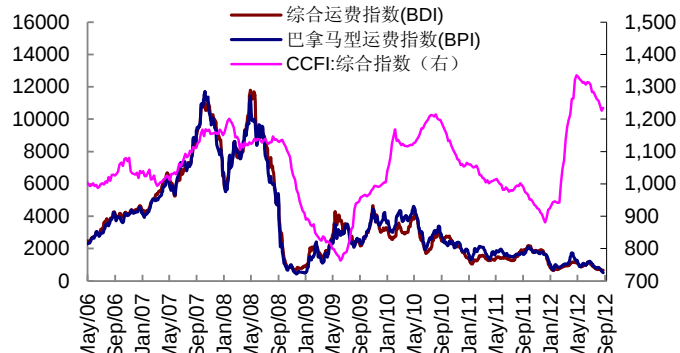
资料来源: Wind、招商证券

图 3-5: 煤炭: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格



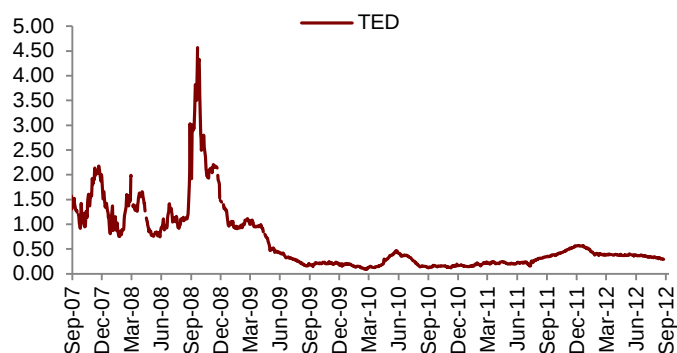
资料来源: Wind、招商证券

图 3-6: 海运指数 BDI: 663



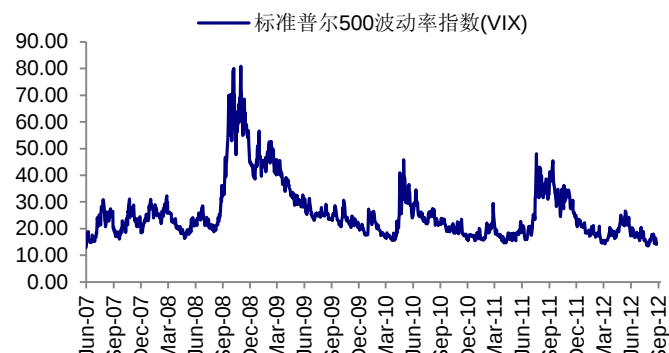
资料来源: Wind、招商证券

图 3-7: TED 利差



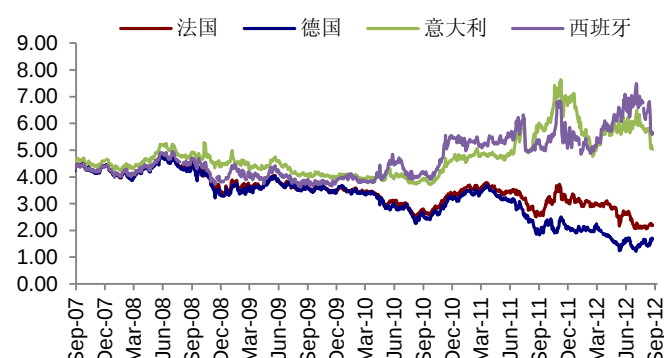
资料来源: Wind、招商证券

图 3-8: VIX 指数



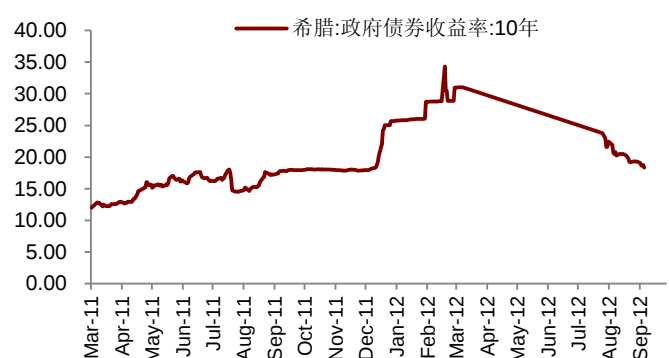
资料来源: Wind、招商证券

图 3-9: 欧洲主要国家十年期国债收益率



资料来源: Wind、招商证券

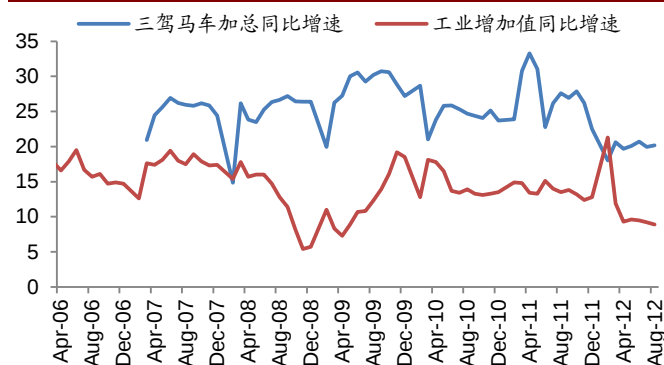
图 3-10: 欧洲主要国家十年期国债收益率



资料来源: Wind、招商证券

四、国内重点宏观经济和行业数据

图 4-1: 需求供给增速比较



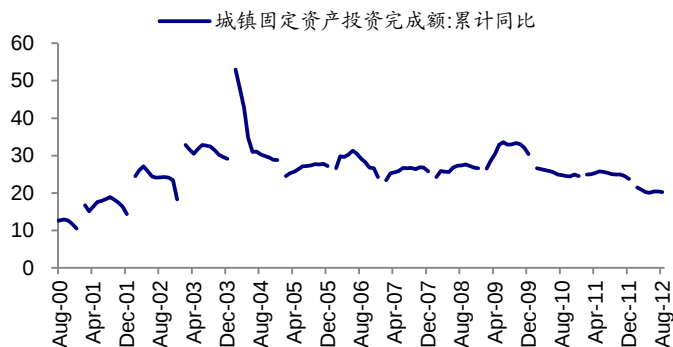
资料来源: Wind、招商证券

图 4-2: 国内消费



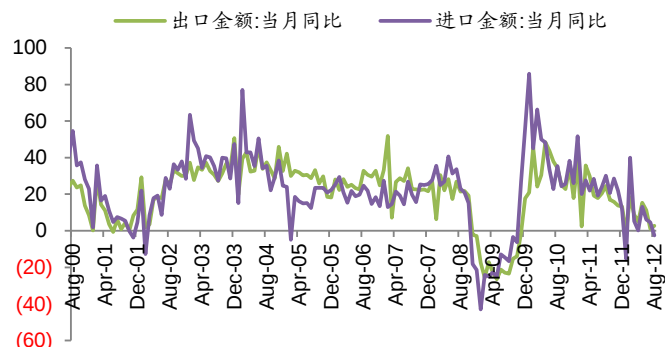
资料来源: Wind、招商证券

图 4-3: 国内投资



资料来源: Wind、招商证券

图 4-4: 进出口增速



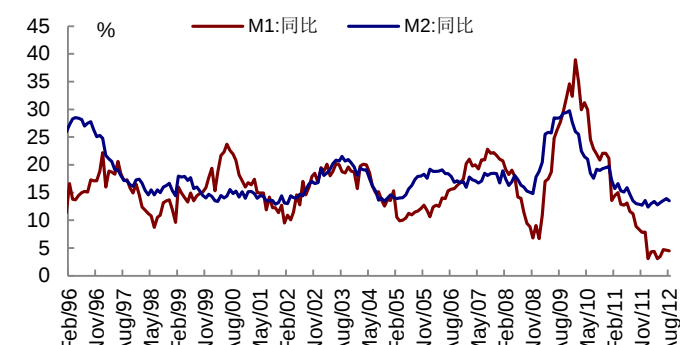
资料来源: Wind、招商证券

图 4-5: 货币缺口 (M2—名义 GDP): 二季度 4.00%



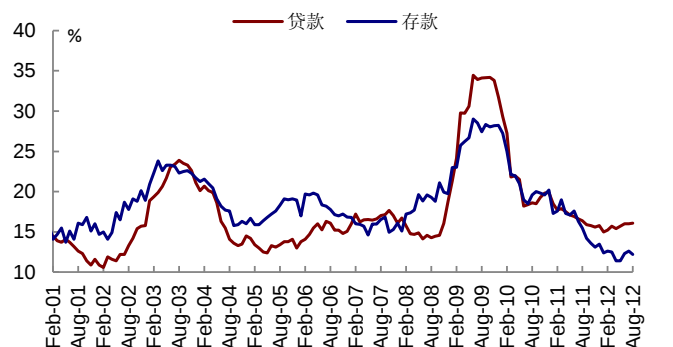
资料来源: Wind、招商证券

图 4-6: 货币增速



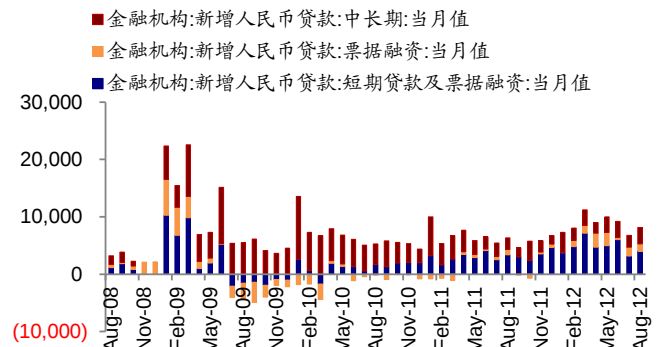
资料来源: Wind、招商证券

图 4-7: 存贷款增速



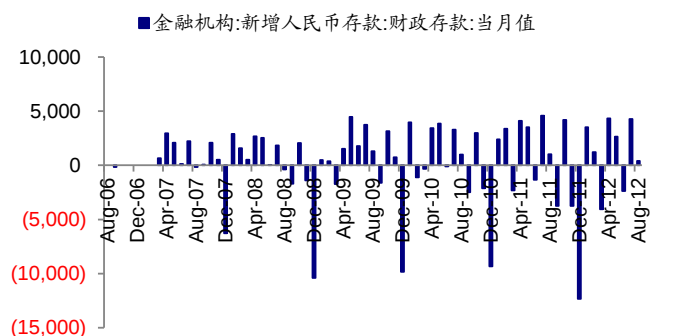
资料来源: Wind、招商证券

图 4-8: 贷款结构



资料来源: Wind、招商证券

图 4-9: 新增财政存款



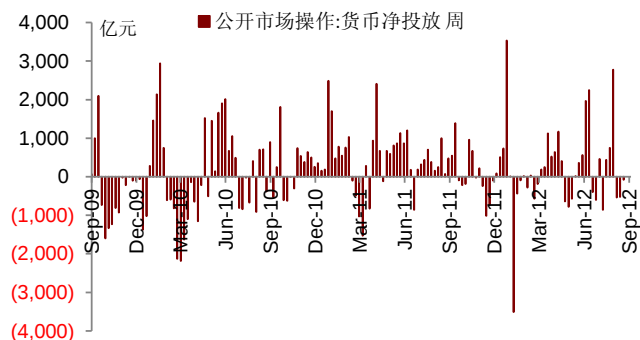
资料来源: Wind、招商证券

图 4-10: 新增外汇占款与人民币升值预期



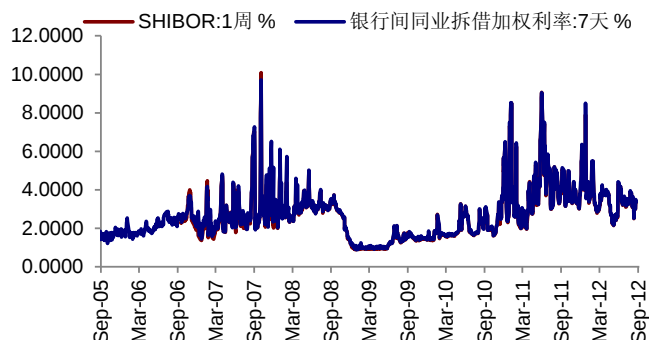
资料来源: Wind、招商证券

图 4-11: 央行公开市场净投放



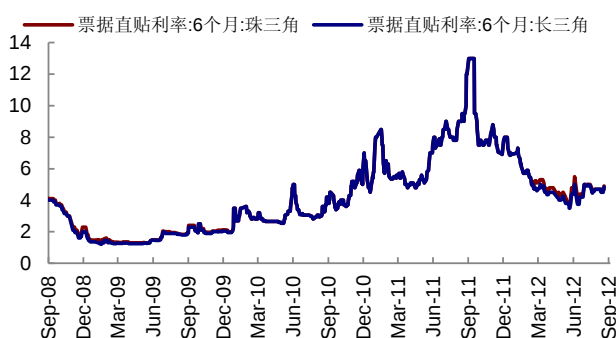
资料来源: Wind、招商证券

图 4-12: 银行间市场利率



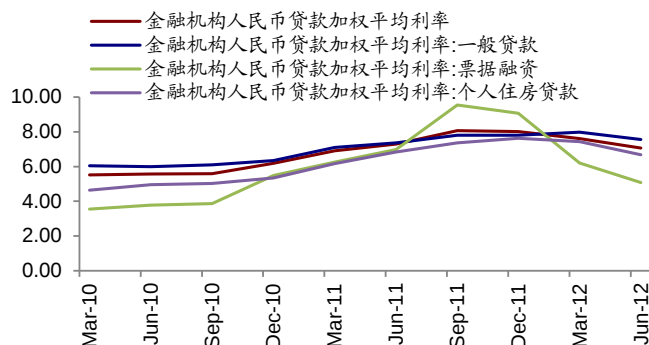
资料来源: Wind、招商证券

图 4-13: 票据直贴利率



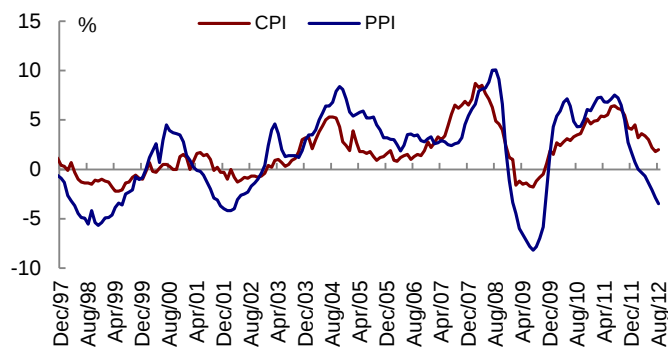
资料来源: Wind、招商证券

图 4-14: 人民币贷款平均利率



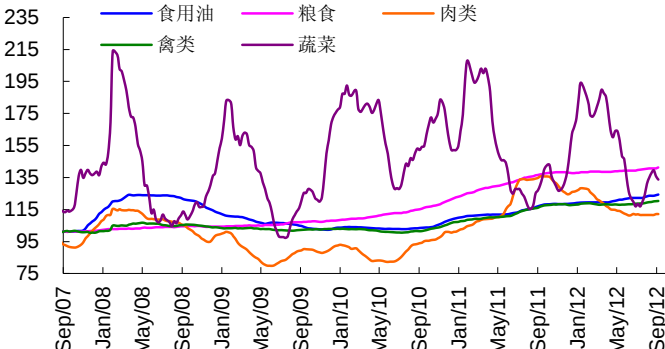
资料来源: Wind、招商证券

图 4-15: CPI/PPI 增速



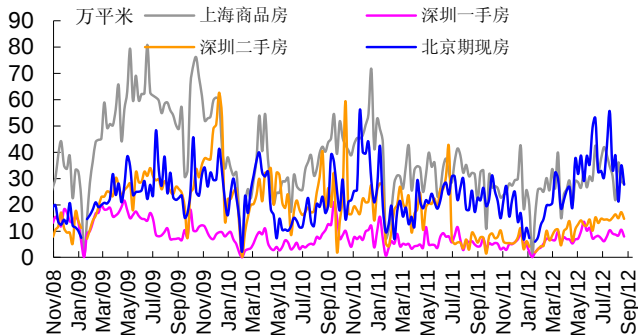
资料来源: Wind、招商证券

图 4-16: 农产品批发价格总指数: 分类环比



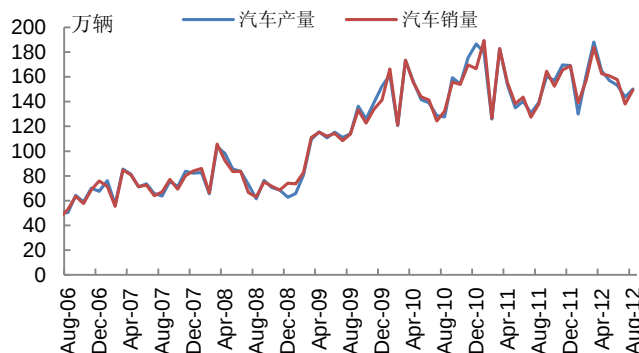
资料来源: Wind、招商证券

图 4-17: 房地产成交面积



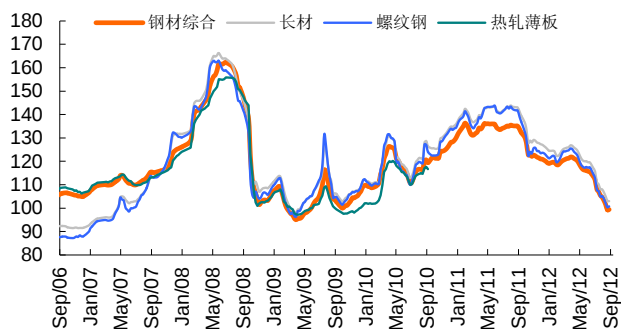
资料来源: Wind、招商证券

图 4-18: 汽车产销量



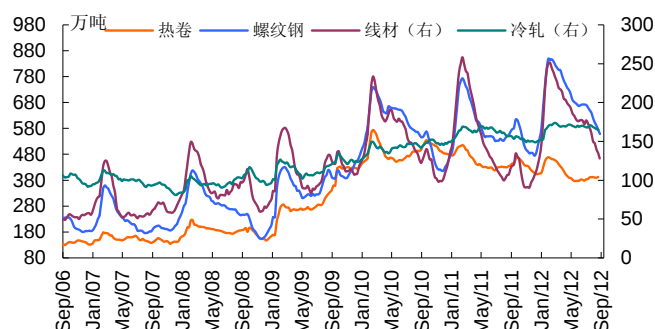
资料来源: Wind、招商证券

图 4-19: 钢材价格走势



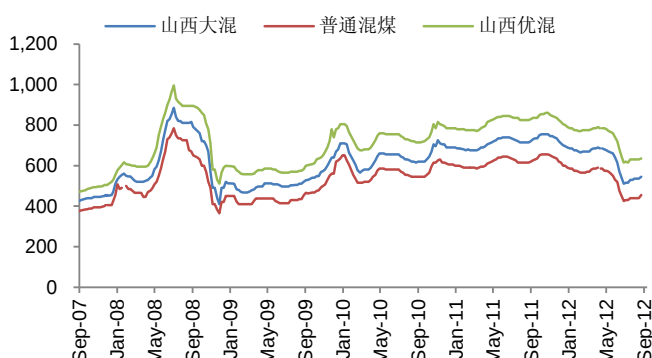
资料来源: Wind、招商证券

图 4-20: 钢材库存



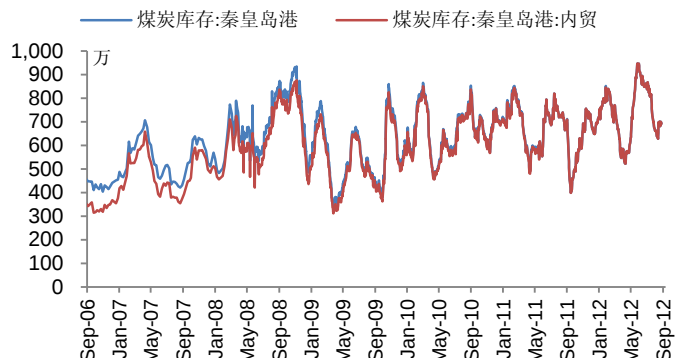
资料来源: Wind、招商证券

图 4-21: 煤炭价格走势



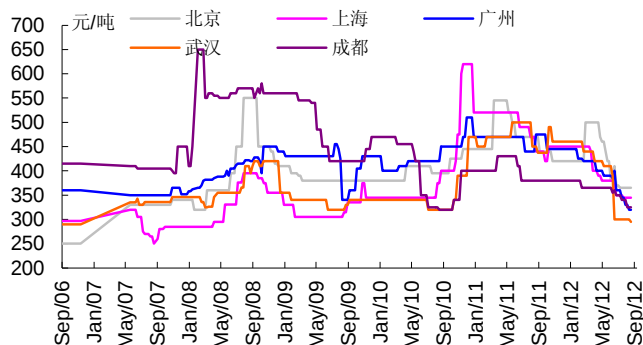
资料来源: Wind、招商证券

图 4-22: 秦皇岛煤炭库存



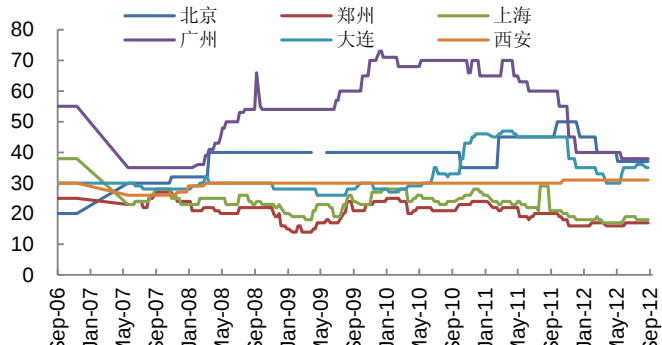
资料来源: Wind、招商证券

图 4-23: 水泥价格



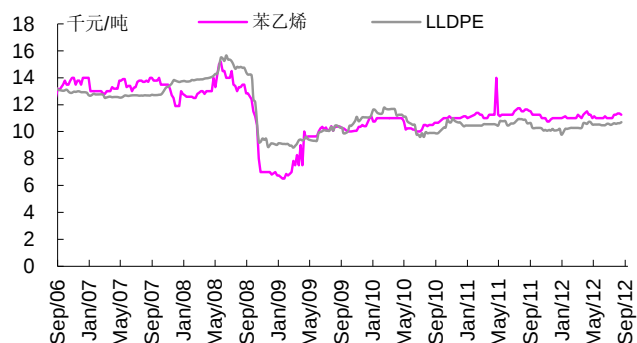
资料来源: Wind、招商证券

图 4-24: 玻璃价格



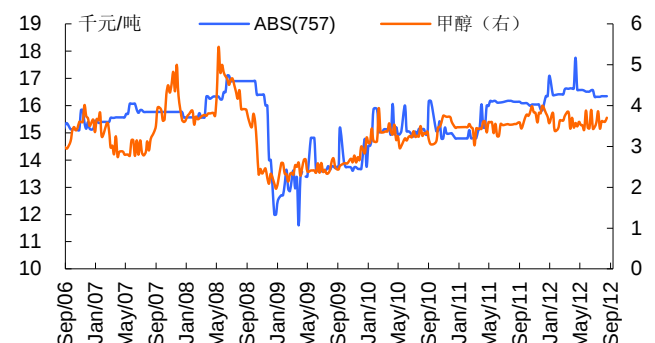
资料来源: Wind、招商证券

图 4-25: 上海中山化工市场报价



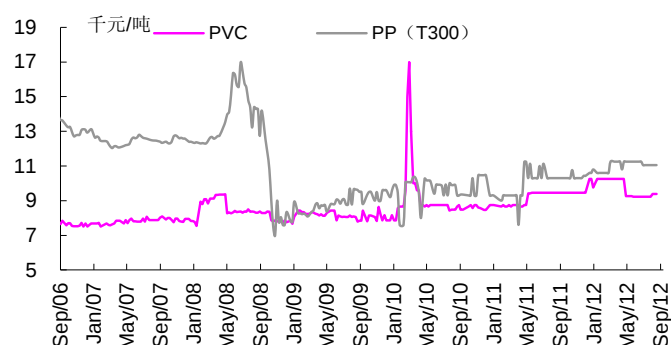
资料来源: Wind、招商证券

图 4-26: 上海中山化工市场报价



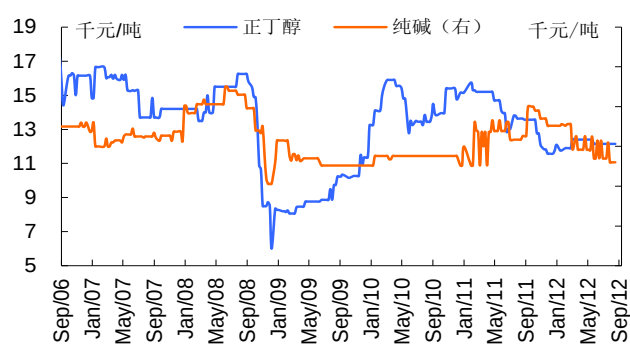
资料来源: Wind、招商证券

图 4-27: 上海中山化工市场报价



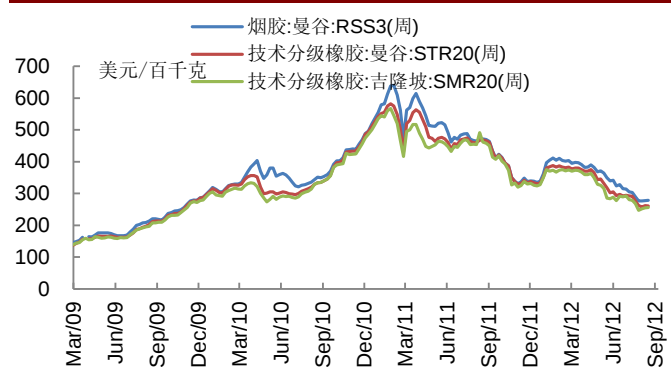
资料来源: Wind, 招商证券

图 4-28: 上海中山化工市场报价



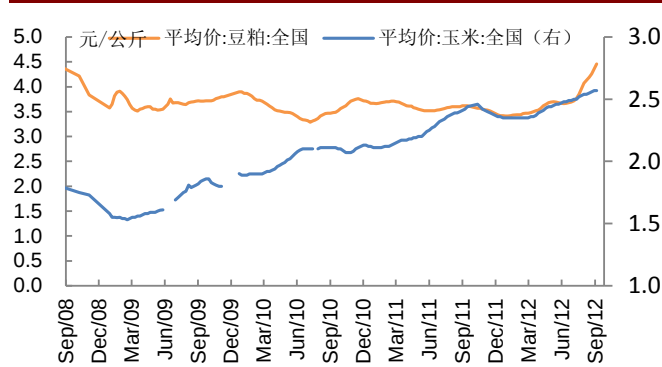
资料来源: Wind, 招商证券

图 4-29: 国际橡胶价格



资料来源: Wind, 招商证券

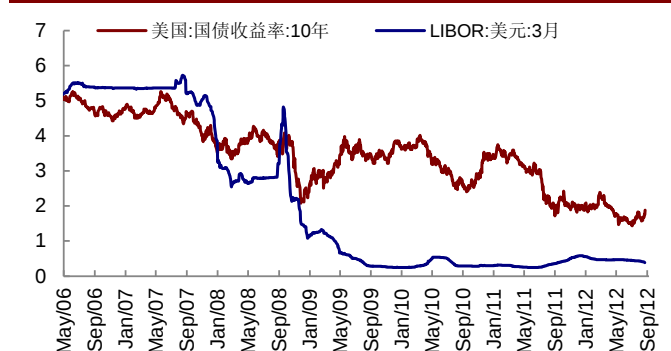
图 4-30: 农产品期货价格



资料来源: Wind, 招商证券

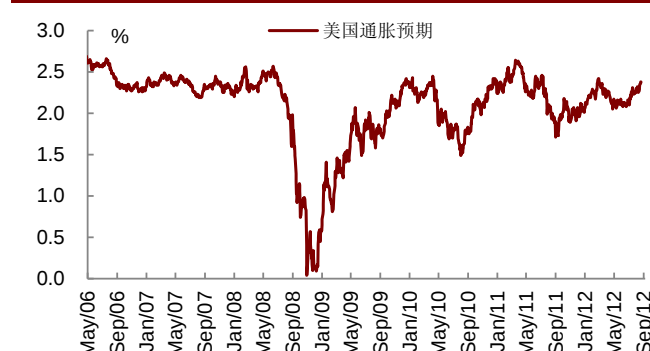
五、国际经济金融数据

图 5-1: 美国利率



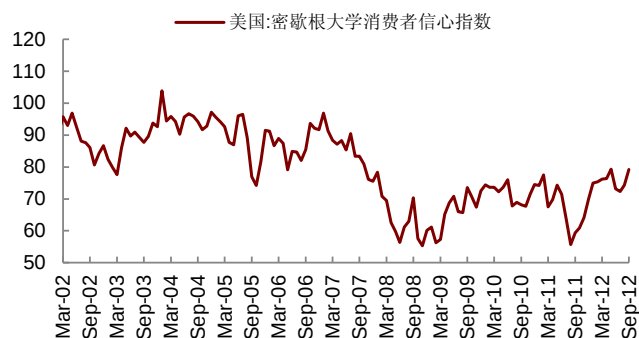
资料来源: Wind, 招商证券

图 5-2: 美国通胀预期



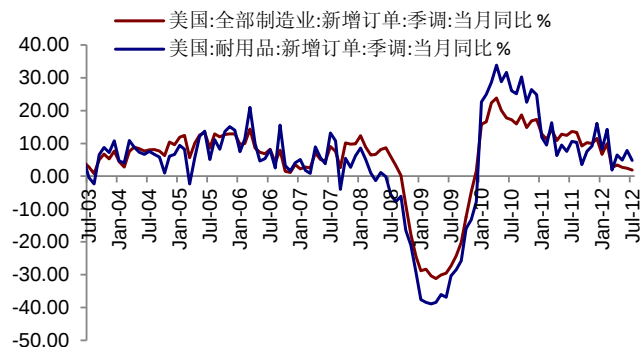
资料来源: Wind, 招商证券

图 5-3: 美国消费者信心



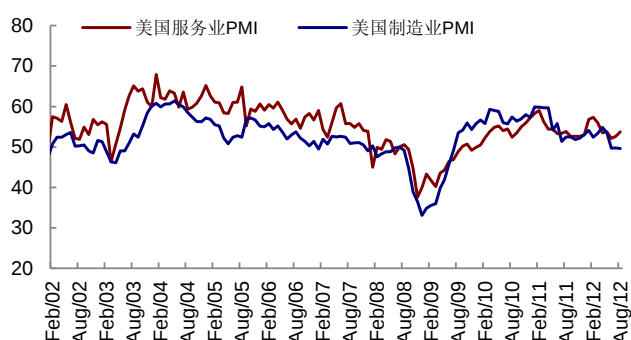
资料来源: Wind、招商证券

图 5-4: 美国新增耐用品订单



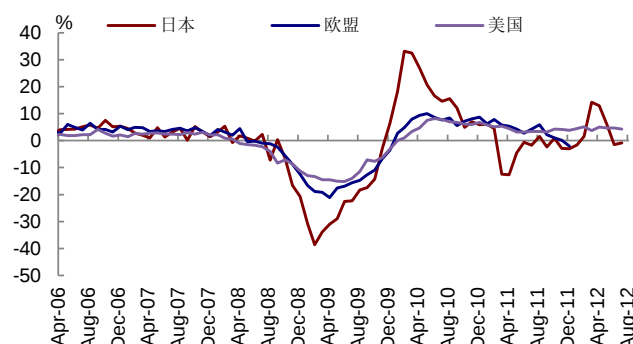
资料来源: Wind、招商证券

图 5-5: 美国 ISM 指数: 制造业 49.6, 服务业 53.7



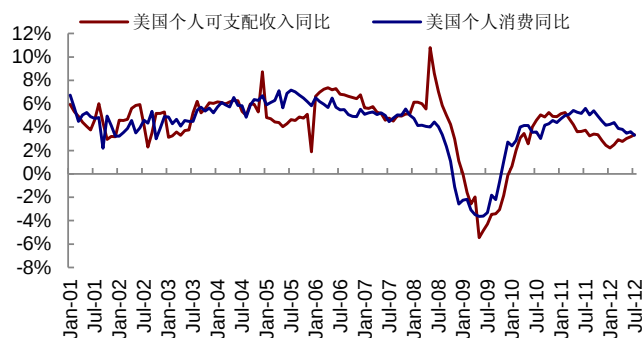
资料来源: Wind、招商证券

图 5-6: 工业生产同比增速



资料来源: Wind、招商证券

图 5-7: 美国个人收入与消费支出



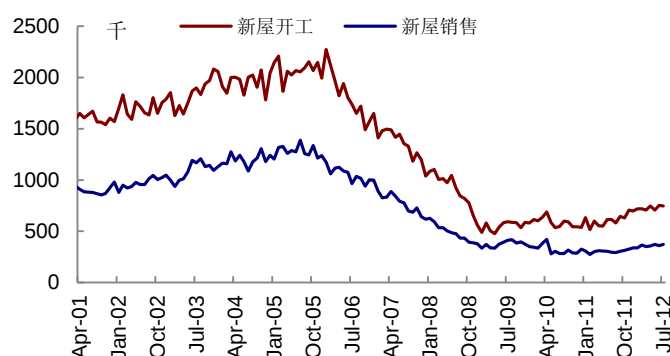
资料来源: Wind、招商证券

图 5-8: 美国零售业增速



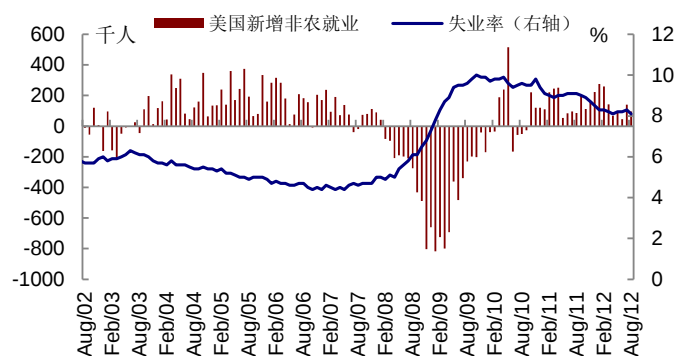
资料来源: Wind、招商证券

图 5-9: 美国房地产市场: 新屋开工与销售



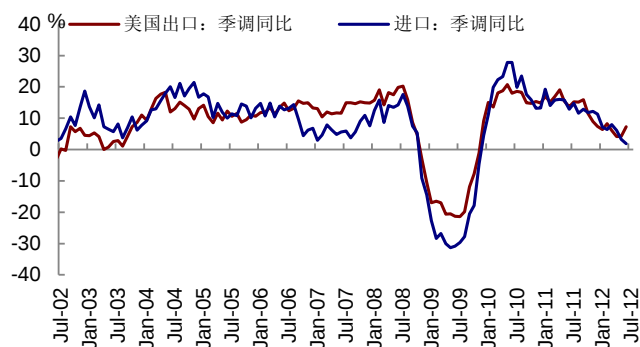
资料来源: Wind、招商证券

图 5-10: 美国就业: 新增就业 9.6 万; 失业率 8.1%



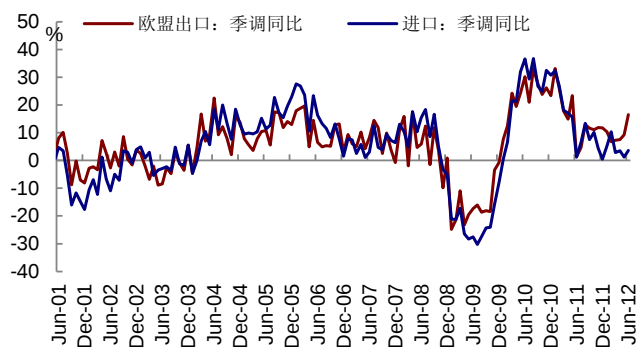
资料来源: Wind、招商证券

图 5-11: 美国贸易: 出口 7.25%, 进口 1.84%



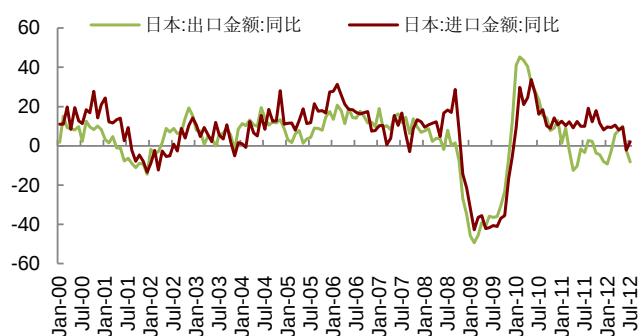
资料来源: Wind、招商证券

图 5-12: 欧盟贸易: 出口 16.5%; 进口 3.6%



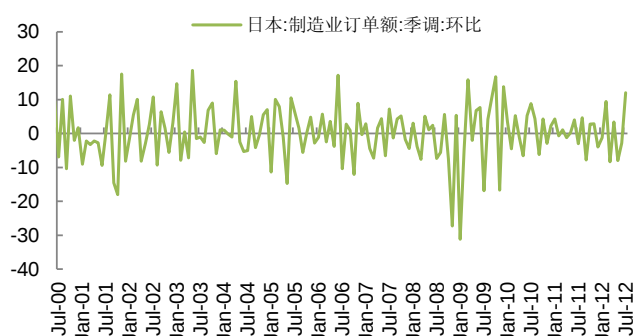
资料来源: Wind、招商证券

图 5-13: 日本贸易: 出口-8.11%; 进口 2.10%



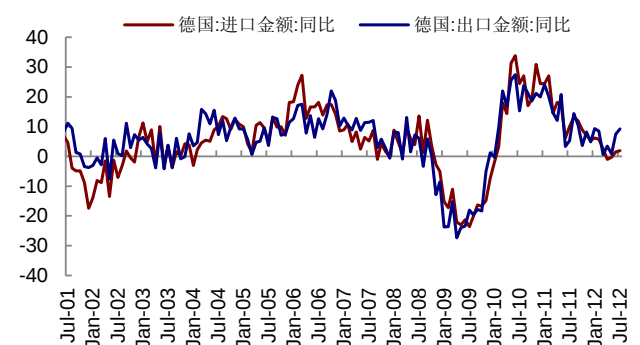
资料来源: Wind、招商证券

图 5-14: 日本制造业订单季调环比



资料来源: Wind、招商证券

图 5-15: 德国贸易: 出口 9.20%; 进口 1.90%



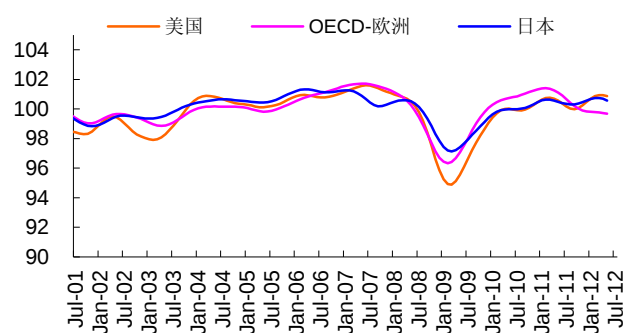
资料来源: Wind、招商证券

图 5-16: 德国 IFO 景气指数:103.30



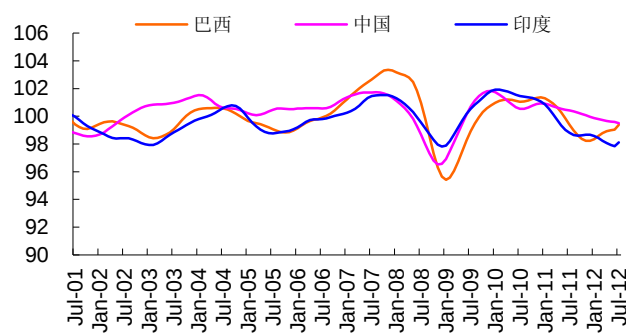
资料来源: Wind、招商证券

图 5-17: OECD 综合领先指数: 发达国家



资料来源: OECD、招商证券

图 5-18: OECD 综合领先指数: 新兴市场



资料来源: OECD、招商证券

六、近期行业公司研究的观点

表 6-1: 行业研究员强烈推荐公司概况 (包含本周新增、调出公司)

行业	分析师	调整说明	推荐公司	推荐或调出理由
银行	罗毅, 肖立强, 邹添杰	继续推荐	民生银行	竞争力提升, 中间业务快速增长, 小微金融倍受亲睐, 估值有进一步提升空间。未来将进一步受益于国家对小微企业支持的政策, 政策红利明显。小微企业金融债券发行即将完成, 募资成本有望在较低水平, 对12年盈利贡献明显。
			兴业银行	资产结构调整, 息差大幅提升。公司同业业务优势明显, 中间业务快速发展, 收入贡献显著。资产质量良好, 大幅计提拨备有利于加快拨贷比达标, 但依然难掩业绩的快速增长。
保险	罗毅, 洪锦屏, 王宇航, 沈娟	继续推荐	中国平安	公司在个险渠道优势优于同业; 产险渠道依靠交叉销售和网络电话渠道优势, 增速大幅超越行业; 未来银行渠道也将崛起。公司平台完善, 受银保新规负面影响最小。
			新华保险	上市、次级债和债务融资计划将解决长期约束公司发展的资本金不足问题, 融资后偿付能力充足率接近 250%; 最近几年来市场份额和排名迅速上升, 在补充偿付能力之后, 前期高增长势头或将延续, 转型元年各项业务转轨初步成功, 未来业务利润率的提升为公司业绩的快速成长提供了空间。
			中国太保	寿险: 聚焦营销+期缴成效显著, 开门红表现上个险新单和新业务价值增速较高, 对准备金折现率反转的弹性最大、时间点最先。产险: 综合成本率综合成本率领先行业达到 91.1%, 承保盈利能力大幅提升。
			中国人寿	央企背景的国寿符合我们一直以来的推荐逻辑, 去年底至今涨幅居前。由于公司专注寿险, 权益投资占比和可供出售类债券占比高, 2011 年业绩受银保新政和资本市场下行影响最大, 前期浮亏对净资产的侵蚀在三家公司中占比也最高, 在今天的相对宽松的政策环境和寿险重振的行情中弹性最大, 公司基本面已至拐点, 政策红利也最为明显。
证券 信托	罗毅, 洪锦屏, 王宇航, 沈娟	继续推荐	宏源证券	作为独具优势的新疆地区垄断券商, 宏源证券将伴随着新疆经济的起飞一同崛起。2012 年 1 季度宏源股基交易市场份额稳步增长至 1.33%, 手续费率环比回升至 0.097%。2011 年债券承销业务快速增长, 债券承销收入贡献比达 13.11%。公司创新业务迅速崛起, 2011 年两融业务收入 6217 万元, 贡献比提升至 2.64%; 期货业务 9883 万元, 收入贡献比 4.2%; 随着融资融券放量和期货市场的快速发展, 公司创新业务将继续增长。
			中信证券	H 股发行完成, 海外扩张进程初启, 公司把握住未来资本中介业务拓展的先机。中信建投和华夏基金股权的转让, 使公司的优势从零售卖方业务向强势买方业务集中, 未来的看点在直投业务的迅速扩张和海外战略的逐步明晰, 公司是行业中最有可能成长为国际优质投行的证券公司。
			海通证券	公司融资融券业务市场份额居第一位, 2011 年两融业务收入贡献比 2.9%。公司的股权投资平台完善, 承销项目储备丰厚, 收购大福证券后在香港拥有展业平台。公司 H 股已成功登陆港股市场, 开启了公司的国际化进程, 将有效提升公司国际化扩张的能力。
医药	李珊珊, 徐列海, 廖星昊, 张同	继续推荐	东阿阿胶	预计阿胶块 2012 年量价齐升; 阿胶浆价格正在陆续调整, 预计 12 年也将量价齐升。
			贵州百灵	苗药资源整合, 新收购产品 12 年将开始陆续贡献; 银丹心脑血管等新产品处于高增长期; 介入药材种植。
			瑞康医药	大医院业务保持 30%左右增长; 基层配送受益基药制度的推进, 近年将高速增长; 与辉瑞等强势企业的合作。
			康美药业	1 季报增长 69%, 估值较低; 饮片产能逐步释放, 增速加快; 药材贸易维持高增长。
钢铁	张士宝, 黄星	继续推荐	钢研高纳	1、传统产品铸造高温合金、变形高温合金产能稳步扩张; 2、新型高温合金产能随着募投项目达产而逐步释放, 将成为公司业绩新的增长极; 3、由于公司客户对产品的要求具有量小, 品种多, 精细化, 专业化的特点, 依托于钢铁研究总院强大的研发实力, 公司可以最大限度的满足不同细分客户的要求。
电力	彭全刚, 侯鹏	继续推荐	国电电力 国投电力	水电来水好转, 火电盈利提升, 财务费用减少, 高管增持彰显信心。 受降息影响明显, 水电资源丰富, 未来成长性好, 绝对价值低估。

行业	分析师	调整说明	推荐公司	推荐或调出理由
煤炭	卢平， 王培培		华能国际	对煤价敏感，煤价下跌大幅提升业绩。
			桂东电力	股价低于净资产，来水好转电力盈利提升，电极箔业务处于低谷，成长空间大。
		继续推荐	国投新集	动力煤底部，成长性好
		本周新增	永泰能源	冶金煤价格逐渐见底，资产收购预期强，参股岩气项目
			大有能源	资产注入预期
		本周调出	山煤国际	成长性高，具资产注入预期
			潞安环能	资产注入预期，13 年业绩成长性尚可，煤价逐渐见底
			兰花科创	
			中国神华	
			中煤能源	
有色金属	王晓丹	继续推荐	云南锗业	我们预测未来锗价上涨是趋势，公司积极加大上游资源的控制能力，同时布局下游深加工产业，募投项目及超募项目达产将为公司带来业绩拐点。
公用事业	彭全刚， 侯鹏， 张晨	继续推荐	桑德环境	“十二五”期间固废行业将迎来飞跃式发展，年均增长率在 30%以上，公司作为龙头企业也将同步腾飞，将快于行业平均增速，保持 40%左右的增长率，未来成长空间广阔。
			龙源技术	脱硝推动低氮燃烧市场快速启动，近期下跌后估值进入合理区间。
			碧水源	膜技术应用空间广阔，公司扩张模式保障持续增长，长期增长可期。
批发零售	杨夏， 曾敏	继续推荐	鄂武商 A	看好区域经济活跃带来更快消费增速，摩尔城开业后，将在武汉顶级商圈形成 4 家门店，近 50 万平方米门店群，辐射范围更广。稀缺的高端品牌入驻、餐饮娱乐、停车等功能导入，将使得不少原先被分流的客流回流，摩尔城可视为老店扩容升级改造，投入产出比高，培育期短。题材面上，关注利润贡献较大的武广店合资期限于 2013 年底到期，少数股东权益收回。
			天虹商场	公司摆脱了传统百货难以实现跨区域扩张，连而不锁的困惑，成功实现异地连锁扩张。其主要运营业态社区购物中心，开店空间广阔，可复制性好，投入产出比高，采取区域密集布点的开店策略规模效应明显。治理结构完善，管理层激励到位。公司在每年 15% - 20%新店扩张的基础上，能够实现 30 - 40%左右的利润增速，必能享受估值溢价，是千亿市值公司的有力候选人。
			欧亚集团	高管大量买入公司股票意味着股价位于底部。公司资产富裕，近百万平米自有物业都为公司自建而来，成本低廉，位置布局优越，长期看享受吉林地区的消费升级。保守的会计政策及管理层激励不到位压抑了业绩的释放。目前管理层激励已经得到解决，公司有望迎来业绩拐点。
			友阿股份	所处长株潭地区经济活跃，公司的门店布局优越，占据长沙主要商圈有利位置，老门店处利润释放期，新门店投入产出比高，带来高业绩弹性，主力门店友谊 AB 馆及阿波罗商业广场等经装修改造提档升级后，正步入稳定的高速业绩释放期，费用增速相对较低。
			开元投资	公司将 100%持股的高新医院注入到只有 30%不到股权的上市公司来，应是想借助上市公司的融资平台和零售业务较好的现金流来支撑其在医院相关业务的扩张，商业物业+医院医药方面的投资+金融，商场就是提款机，借力资本进行管理输出和外延扩张，打造医疗集团。
社会服务业	李东	继续推荐	中青旅	短期看乌镇景区，增长潜力大，可深耕细作，成长空间大。古北水镇项目进展顺利，未来发展前景好。公司治理结构优良、产业链布局完整。
建材	王晶晶	继续推荐	北新建材	1、美废累计下跌 15-20%，煤炭价格下跌 10%，静态看，预计对毛利率改善 3 个百分点左右，不过如果考虑到产品价格的压力，我们预计能够稳定 2、毛利率稳定下，即使明年需求增速下降，量保守仍能保证 15-20%左右增长；3、今年过后，公司的控制力将大大加强，份额能超预期增长。
			海螺水泥	1、华东的水泥煤炭价格差已经到 08 年以来的低位，下跌空间有限 2、海螺的盈利保障能力是最强的，目前华东沿江的生产线已经都投放，后续新增产能在减少 3、政策面出现一些正面变化，虽然是犹抱琵琶半遮面，但会加速行业触底回升。
建筑工程	孟群	继续推荐	葛洲坝	1、进入政策密集期，水利水电是重点受益领域之一；2、市场担心水利资金来源，但研究表明资金不是问题；3、2012 年水利投资将越来越重视政策利好兑现，根据决策审批历程，2012H2 大中型水利项目加速上马，葛洲坝进入受益期。

行业	分析师	调整说明	推荐公司	推荐或调出理由
			中国建筑	1、在手订单充裕，业绩确定性较强；2、经过一轮调整后，风险正在释放，目前 2011 年和 2012 年动态 PE7.4 倍和 5.9 倍；扶持及通胀回落情况下，有助于水利工程估值中枢提升；5、受益于电力主辅改革。
			中国水电	1、进入政策密集期，水利水电是重点受益领域之一；2、市场担心水利资金来源，但研究表明资金不是问题；3、2012 年水利投资将越来越重视政策利好兑现，根据决策审批历程，2012H2 大中型水利项目加速上马，中国水电将进入受益期。
			江河幕墙	1、幕墙行业成长快且集中度提升，按照协会估计，2009-2015 年均增速约 24%；2、公司以快速复制能力成为全球龙头之一，目前排名中国第 2 全球第 4，过去依靠低成本和样板工程，未来将依靠标准化和综合能力并摆脱瓶颈；3、公司产业链延伸（尤其是内装）成功概率大且宜早不宜迟。
			棕榈园林	1、园林行业处于导入期，发展快，龙头公司受益；地产景观商业模式由项目竞争转向平台竞争，强者恒强，棕榈园林拥有业内第一平台；市政园林属资本驱动型，棕榈园林市政业务体量小，占比低，潜力大；2、中长期看，行业和企业出现共振，规模有望快速提升，我们预计未来 3 年复合增长率有望达到 49%；3、短期看，地产政策和货币政策趋松，销售回暖，订单去化和回款有望改善。
食品饮料	朱卫华， 王晗	继续推荐	贵州茅台	集团换届后有很强业绩释放动力。年报同比增长 73%，未来将增加直营店（计划越来越清晰），盈利能力将大增。
			洋河股份	目前深度全国化已开始发力，产品高端化成效明显，未来平台化的多品牌运作将是持续增长点。
农林牧渔	黄璐， 朱卫华， 胡乔	继续推荐	大北农	公司以猪料为主，产品定位高端，今年将受益于生猪高存栏，同时公司近期召开全国养猪大会，积极进军养猪行业，未来打造饲料、养殖、动保全产业链
			新希望	三季度肉鸡产业链景气度将有所反弹，公司苗种、屠宰、饲料三大业务都受益。近期农产品价格上涨给带来一定的成本压力，但公司是饲料行业中规模最大、成本控制能力最强，在行业竞争中将占据明显优势。
			圣农发展	近期农产品价格上涨，给公司成本带来一定压力，但公司拥有全产业链和高端客户优势，转嫁成本能力较强，随着粮食价格上涨传导到终端肉类价格，公司受益较大。与海大合资建立产业联盟，提升公司整体盈利能力。
纺织服装	王薇， 孙好， 张永为	继续推荐	七匹狼	公司在品牌建设、产品调整、渠道改革及对终端经营控制等方面均进行了积极的筹措，特别是借助定增之势，公司在外延扩张、单店质量提升及对终端的控制力上将更上一个台阶，不断强化“零售”理念。
			富安娜	凭借良好的零售运作经验及日益凸显的品牌效益，业绩实现了高速增长。虽然短期家纺消费受经济等影响的态势尚没有完全明确，但由于家纺行业比较年轻，渠道推力仍有很大的释放空间，公司依托扎实的根基及稳健的发展作风，全年看可维持较快速的发展，具备较好的中长期投资价值。
			探路者	公司 11 年通过优化管理团队，在品牌建设、渠道管理、产品开发等方面均得到了明显的提升。未来伴随更明确且细化的品牌策略，配合多元化的渠道扩张及日益强化的管理水平，将为公司近两年的发展提供强有力的支撑。
			九牧王	作为国内商务休闲男装的领导品牌之一，公司突出的直营商场优势，充分为其奠定了业内盈利性最优的市场地位。未来随着品牌先行、商品拉动及精耕门店策略的实施，店效存在进一步提升的空间，同时，配合二三四线市场布局的加快，公司业绩可维持稳健的较快速发展。
电子	张良勇， 鄢凡， 黄瑜	继续推荐	朗姿股份	朗姿因其综合实力领先，借助上市的东风，品牌效益的提升、渠道拓展的稳步推进及多品牌有条不紊的进行，均为公司 11 年业绩实现良好涨势奠定了基础。未来以较为稳定优质的运营管理经验为依托，外延有空间，内生能力较强，预计可分享国内实力靠前的高端女装较好的增长势头。
			歌尔声学	1) 高效的管理团队、强大的制造能力以及优质大客户战略，率先迈向垂直整合之路；2) 微电声业务全面切入一线客户，苹果、索尼明年的订单将大幅超预期；3) 智能电视战略启航，围绕电视的产品线是未来亮点。公司增发底价接近 25 元，目前有动力推动股价上涨。
			海康威视	国内安防行业当之无愧的老大，中高端市场占据绝对领先；前端放量+后端网络平台化+解决方案均走在前列，未来将受益于大量平安城市项目拉动。
			兴森科技	模式特别的 PCB 快板供应商，管理层优质，近期两次高管增持表达信心，12 年有望通过积极客户争取和成本费用控制迎来业绩向上弹性。

行业	分析师	调整说明	推荐公司	推荐或调出理由
计算机	张良勇， 鄢凡， 黄瑜	继续推荐	立讯精密	连接器行业整合者。凭借自动化水平的提升和优异的成本管控能力，立讯正不断在与欧美和台湾的连接器的竞争中获得份额的提升和高端客户的转移，业绩有望持续超预期，未来还有新产品、大客户认证及并购等诸多超预期因素。
			锦富新材	1) 苹果 Ipad 等产品拉动，未来有望切入 ipad mini 和 itv 产业链；2) 新业务导光板放量；3) 国内电视自主模组背光膜份额提升；4) TV 行业回暖，公司毛利率企稳回升；5) 股权激励做完，公司更加积极。
			汉得信息	1. 公司主要面向中高端客户，外企与大中型国企，支付能力较强，受经济下滑的影响小于小企业客户。2. 公司的 ERP 产品实施周期较长，2012 年的收入增长较有保障。3. 中报净利润增长 32%。4. 公司在对外交流中只是对未来市场开拓 pipe line 的潜在新客户增加表示谨慎，但实际上 a) pipe line 的状况有滞后期，b) pipe line 中的潜在需求减少主要是占公司 20%~30% 的中小企业新客户，因此这个状况并不能说明今年的业绩将收严重的负面影响，市场有些误读公司信息。
			博彦科技	1、公司主营集中于研发工程和测试，技术和服务能力的客户认同度高。2、从北美市场起步发展，运营和治理结构成熟。3、客户知名度高，有助于国内外市场拓展。4、公司今年的重点将放在获利有保障的重点客户拓展上。5、北美外包市场和国内外外包市场长期看好。
传媒	张良勇， 杨仁文	继续推荐	省广股份	1、公司从 2011 年 3 季报业绩超预期开始，后续业绩将逐步释放，并保持快速增长态势，2011 年年报业绩会比前 3 季报业绩更好，2012 年及 2013 年业绩均有望超过 40%。2、公司 2012 年对外拓展步伐将加快，一方面是收购已进一步传播产业链上公司缺失或薄弱环节；一方面是将内部潜力业务剥离进行公司化组建，以释放团队积极性和实现更好的发展；另一方面就是收购稀缺媒体资源，比如户外广告。3、省广作为国有的传播公司，在 17 届 6 中全会背景下，将获得政府政策支持和税收优惠。
通信服务， 通信设备	张良勇， 陈鹏， 周炎	继续推荐	天源迪科	目前估值优势明显，维持“强烈推荐-A”。公司主营业务增长稳定，全资收购易杰和金华威并表将对收入和利润形成催化。而且，公司股权激励计划以 25% 的净利润增长为目标，为业绩增长树立信心。
			数码视讯	从传统产品来看，三网融合推动下，条件接收系统和数字电视前端设备，公司竞争优势非常明显。从新兴产品来看，超光网以及增值业务，均已经有了一定储备，为公司业绩长期增长奠定基础。
			烽火通信	宽带中国战略和电信普遍服务基金，增强对宽带发展的政策扶持力度；运营商投资加大，将带动光通信行业成长，公司产品最全，投资升温，受益将最广；随着公司主打产品盈利能力的提升，产品毛利率和公司的竞争能力都会有所好转，并且，随价格企稳和需求提升，光纤光缆的情况也好于去年。
			中国联通	1、3G 重上 300 万台阶，各项业务新增用户均实现正增长 2、3G 继续向上，2G 稳中求变，补贴或下行 3、中报乐观，看好长期发展 4、预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.12/0.23/0.30 元
			邦讯技术	1. 公司营销、产品、技术具备竞争优势，市场份额迅速提高，2009-2011 年分别为 1.5%、2.1%、2.8%。2. 半年业绩增长 15-20% 左右，好于其他网优公司，但估值是网优公司中偏低 3. 上半年新签合同额同比增长 40% 左右，受运营商结算进度影响，业绩增长率低于订单，下半年运营商集采和结算进度都会加速，全年业绩有保障。

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈文招：南开大学经济学硕士，曾工作于国家发改委经济运行局，曾在长江证券等公司从事宏观经济、投资策略、行业比较等方面的研究。2007 年加盟招商证券研发中心，所在策略团队曾获水晶球第五名和新财富入围等。

张权：武汉大学经济学硕士，3 年宏观经济、投资策略相关研究经验，目前任策略分析师。

孙倩倩：南开大学经济学硕士，目前任宏观策略分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。