

2010年5月投资策略报告

股票投资策略报告

本报告的主要看点：

对 A 股所隐含的未来预期进行了情景分析，提出未来出现变化需要观察的三个方面

不确定环境下寻找确定性增长

基本结论

- 我们认为目前困扰市场的因素有：房地产调控政策的超预期，由之带来的对投资的担心；对融资平台债务的担忧；从而对中期经济的前景产生相对悲观的情绪。海外市场的主权债务危机也在短期内对市场情绪造成影响。同时，短期经济似乎有放缓的迹象，并且对未来通胀走势的担心，也使得投资者对中期市场的方向充满不确定性。
- **目前 A 股隐含了怎样的预期？**我们认为 A 股市场已反应了悲观的场景，即在调控的背景下，需求受到抑制，同时利润率回到相对较低的位置，A 股盈利增速为 18%。从而意味着目前 A 股市场对应 18x10PE，2.6x10PB。而极端悲观的场景在于，实体经济出现 04、08 年那样较大幅度的衰退，只有这种场景意味着市场还需要进一步的调整空间。但我们现在判断，这种情形所隐含的经济二次探底的场景，最终来看可能并不会出现。
- **在风险释放的过程对未来潜在变化保持关注。**
 - **欧洲主权债务危机并不是很坏。**中国目前的整体债务水平较为健康，不会产生直接的债务危机风险，同时受波及也会比较有限，对中国的出口也不会有非常大的冲击。同时，在这一局部危机下，美元反弹有助于减轻大宗商品价格上涨对中国工业成本的压力和潜在的通胀威胁。
 - **关注房地产从量到价的调整。**目前处于行业调整的第一阶段，即处于量跌价平阶段。在目前超预期严厉的政策压力下，以及成交量下滑速度较快的情况下，我们要关注价格联盟也许会以比预期更快的速度瓦解。如果房地产价格出现相对较为明显的下跌，或者房地产新开工出现较大幅度的下滑，政策的主要矛盾可能就会有所转变。
 - **关注实体经济的演进。**短期经济数据暗示在政府调控政策的影响下，可能会有所放缓。如果实体经济在未来 2 个月出现相对较为明显的放缓，则对政策变化的预期又会升温，可能会蕴含着潜在的变化。
- **5 月份市场会呈现出低位震荡的走势。**A 股市场一方面通过 4 月份的下跌，释放了一定的不确定性风险，目前市场已经隐含了相对悲观的假设；但与此同时，在实体经济作出实际反应的同时，A 股市场短期内还很难获得十分清晰的信号，需要等待形势的逐步明朗化。总体上，我们判断，5 月份市场会呈现出低位震荡的走势。如果市场出现较大幅度下跌，也就是反应极度悲观的情景，市场将是以空间换时间，投资者不妨可以超前一些。
- **寻找确定性增长的机会。**在投资方向上，寻找房地产产业链风险暴露较低的，与此同时具有确定性增长的价值股的策略依然维持。从确定增长的角度，我们认为食品饮料、医药、品牌服装、商业等行业的增长相对确定；此外，我们认为保险从长期看，已经具有价值投资的基础；在周期性行业中，我们认为煤炭业绩增长的确定性相对较高；此外从通胀的角度，农业的投资机会仍然值得关注。此外，市场可能也还会围绕一些主题投资方面进行，如新能源、节能减排、新科技领域内的一些成长估值匹配相对较好的公司，更适合于自下而上的挖掘。

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
 (8621)61038251
 xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
 (8621)61038297
 wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

4 月 A 股市场选择向下	4
A 股目前隐含了怎样的预期？	7
风险释放过程中关注未来变化	9
变化一：主权信用风险并不很坏	9
变化二：关注房地产从量到价的调整	12
变化三：关注实体经济演进的反复	13
投资策略：确定性增长	15
5 月市场消化周期风险的释放	15
在不确定中寻找确定性增长	15

图表目录

图表 1：4 月 A 股再次领先全球出现下跌	4
图表 2：商品价格在欧洲债务危机的冲击下也出现下跌	4
图表 3：今年以来 A 股表现全球最差	4
图表 4：4 月份大市值行业和创业板指数跌幅居前	4
图表 5：4 月行业涨跌幅，医药防御价值明显，地产产业链大幅下挫	5
图表 8：AH 溢价处于低位	6
图表 9：主要金融市场的 PE 估值	6
图表 10：市场预期的主要股市 2010 年的 ROE 水平	6
图表 11：市场预期的主要股市 2011 年利润增速	6
图表 10：历史上 A 股盈利的环比增速	7
图表 5：不同的环比假设	7
图表 15：在不同情景下，A 股的盈利增速	8
图表 14：当前市场反应了相对悲观的盈利预期	8
图表 1：危机的 4 个阶段	9
图表 14：各国内部的政府财政和债务	9
图表 15：各国对海外融资的依赖程度	10
图表 2：主权债务危机会影响本国金融部门的信用	11
图表 3：主权债务危机存在扩散的效应	11
图表 19：上海房地产成交量快速下滑	12
图表 20：深圳房地产成交量快速下滑	12
图表 19：历史上的地产政策与房地产销售、投资和房价	12
图表 20：2004 年 3 月力压投资，经济明显放缓，同时伴随较大通胀压力，市场出现系统性的下降	13

图表 21：2005 年调控房地产市场，此时经济处于低迷期，房地产调控进一步挤压了市场，恐慌性下跌.....	13
图表 22：2007 年抑制投机性住房需求，经济开始进入滞胀期，增长放缓以及通胀压力持续增加	13
图表 23：2009 年 12 月房地产调控预期升温，10 年 4 月调整政策加码	13
图表 26：物流与采购联合会 PMI 数据一般	14
图表 27：汇丰 PMI 已经开始往下.....	14
图表 28：4 月下旬全国气温有所回升	14
图表 29：黑龙江略有旱情	14
图表 12：行业的静态 PE	15
图表 13：行业的静态 PB	16

4月A股市场选择向下

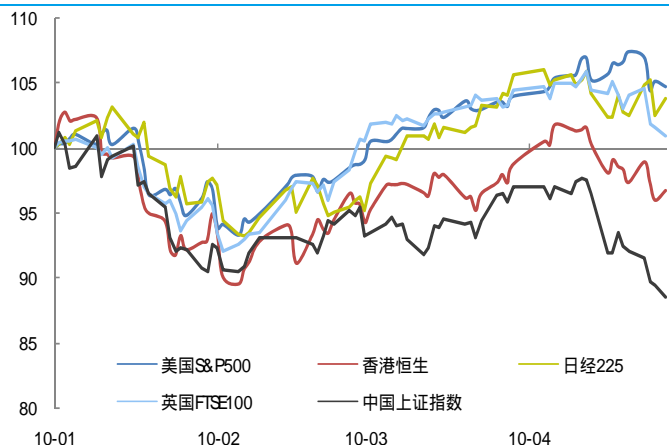
海外市场受到欧洲债务危机冲击

4月下半月，A股市场出现较大幅度下跌，跌幅接近-10%；A股今年以来表现要明显落后于海外市场，A股今年以来累积下跌已近-15%；与发达经济体，尤其是新兴市场国家间的差距尤为明显。

大宗商品价格在近期也出现了快速下跌，其中金属反应更为敏锐，铜铝价格几乎与A股同步；原油价格反应略微滞后一些。随着欧洲债务危机持续演绎，正在向纵深化发展；并且美国经济要明显的强于欧洲，由此带动美元指数走出80的盘整关口，趋于上行，将给大宗商品带来压力。

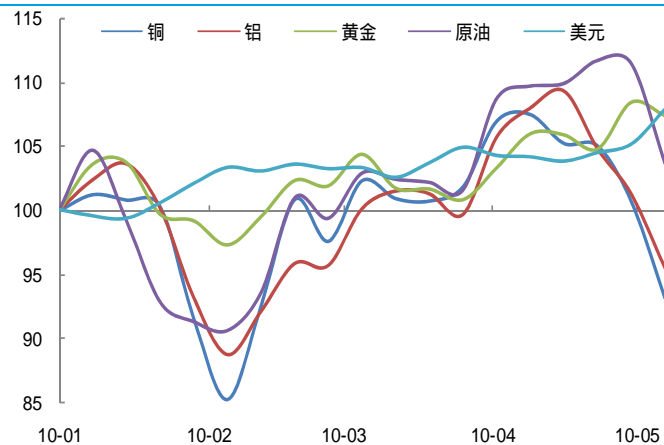
中国经济较其他国家反弹都更快，力度都更大，因此也更早的进入到增长瓶颈与政策退出的博弈期。同时，我们还注意到，在初期，国际商品价格处于低位，这对中国经济的恢复起到了很大的帮助；但随着海外经济体也滞后复苏，带动商品价格持续上升，这某种程度上也给中国经济带来的成本上升的压力，我们到目前工业上市公司的毛利率已经开始出现下滑。

图表1：4月A股再次领先全球出现下跌

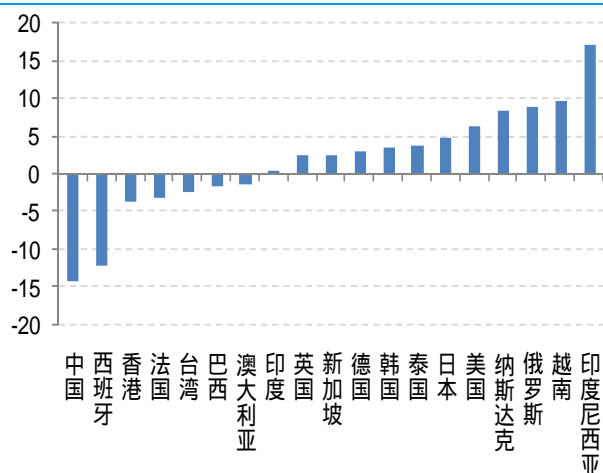


来源：国金证券研究所

图表2：商品价格在欧洲债务危机的冲击下也出现下跌

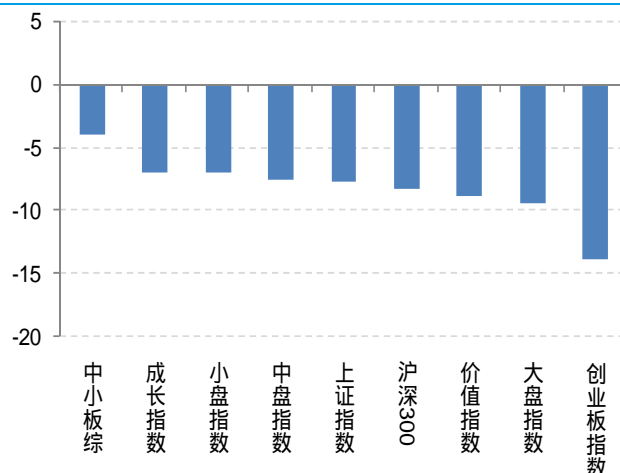


图表3：今年以来A股表现全球最差



来源：国金证券研究所

图表4：4月份大市值行业和创业板指数跌幅居前

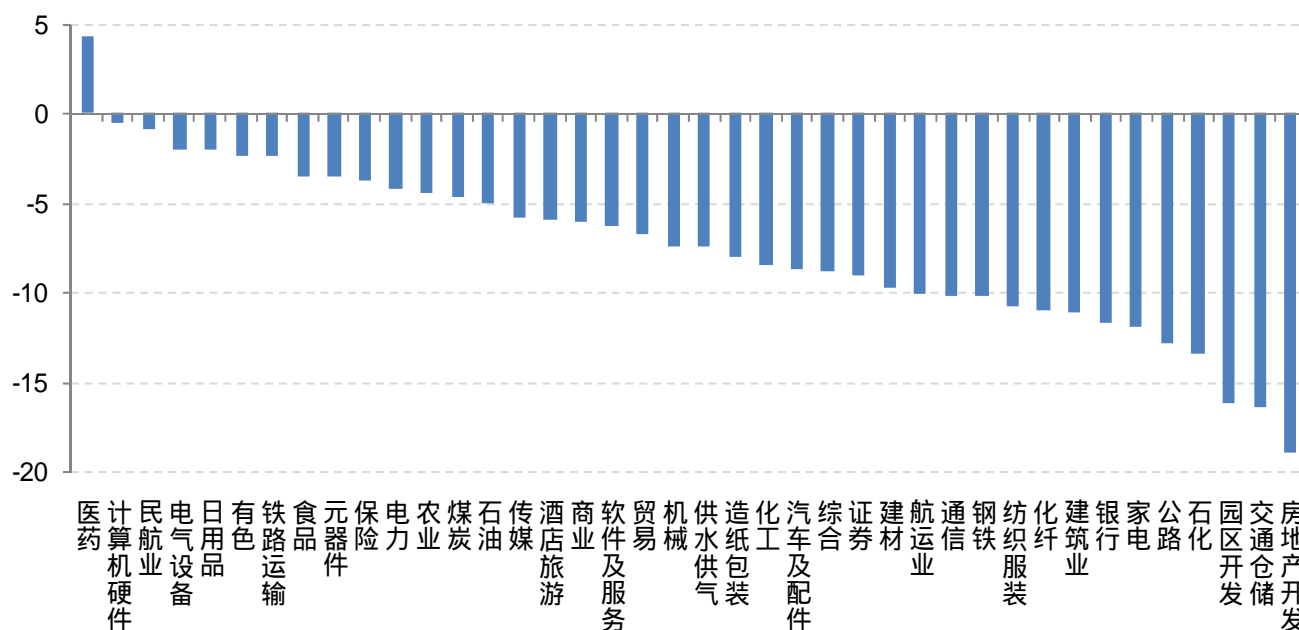


A 股抛弃地产链条和挤压估值泡沫

从 A 股市场本轮的调整特征看，房地产调控政策成为下跌的一个导火索和推进剂，在市场持续盘整之后，终于找到一个宣泄口。房地产和房地产产业链相关的行业明显的被市场所抛弃，尽管前期在估值上已经反应了一定的谨慎情绪，但投资者仍然选择了更为悲观的前景。

创业板由于季报的冲击，未能实现符合投资者预期的高增长，单纯依赖于预期推动的上涨受到明显的冲击，也出现了快速的下跌，市场对于过高的估值泡沫也开始有所警惕。相反，中小板在 1 季报展示了较快的增长实力，则表现要好很多，中小板 1 季度利润增速在 70%以上，而创业仅 30%多。同时，在行业上，医药的防御价值突出，是成为唯一上涨的行业。

图表5：4 月行业涨跌幅，医药防御价值明显，地产产业链大幅下挫



来源：国金证券研究所

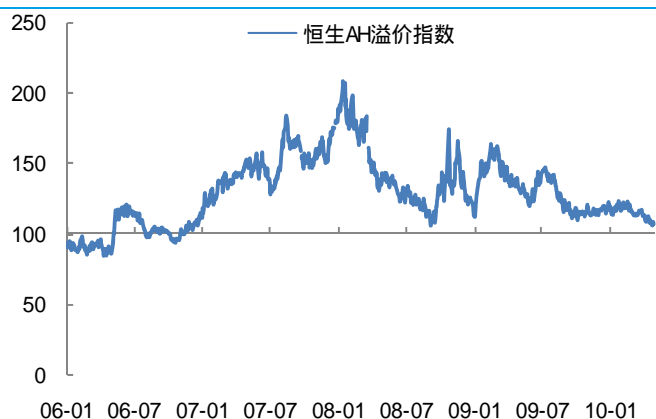
A 股估值从国际比较上看并不贵

目前 A 股的估值从横向比较来看，也并不贵。我们看从 AH 溢价指数看，目前 2 者基本接近，一些大市值的股票在香港有明显的溢价，这与 07 年下半年时还是有较大的不同，国内投资者并没有给 A 股过高的估值。

同时，从各国的 PE 估值比较看，A 股也不像以往明显的高估，基本都在相近的水平上。A 股 2010 年 PE 在 17x，估值的影响在淡化。从 ROE 来看，目前 A 股的 ROE 处于相对的高端，2010 年大约在 14.5%左右，略高于美国标普 500 的 ROE 水平。并且，就目前市场对 2011 年各个股市的盈利增速看，大部分平均落在 20%上下，A 股的增速也处在中上游水平。

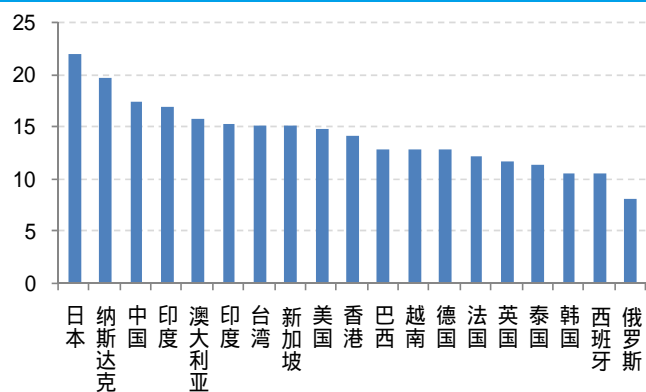
从长周期的角度看，我们对中国股市的态度并不悲观，A 股市场目前定价较为合理，具备有长期投资的价值基础。从国际比较角度看，海外投资者可能较国内更为乐观一些，因为 A 股还是具有一定的比较优势。

图表6：AH 溢价处于低位

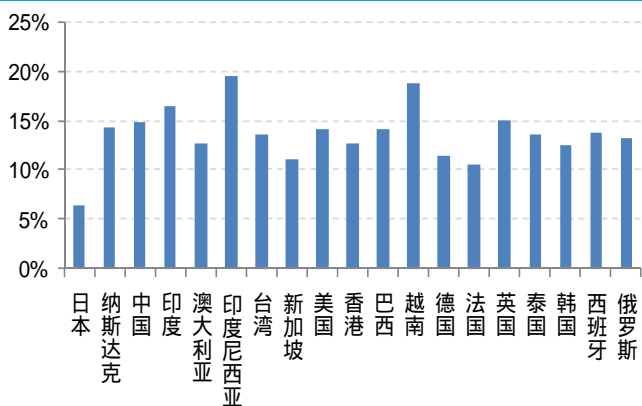


来源：国金证券研究所

图表7：主要金融市场的 PE 估值

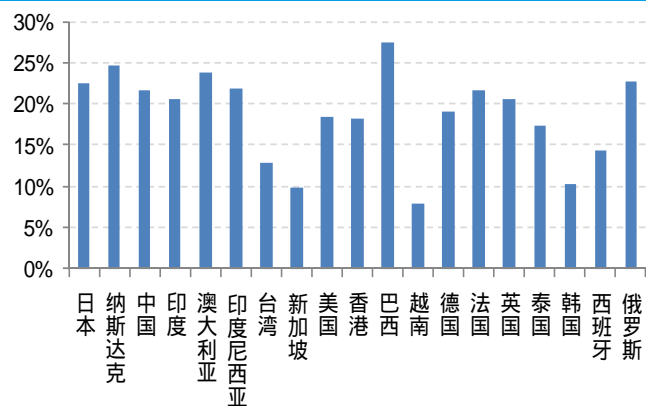


图表8：市场预期的主要股市 2010 年的 ROE 水平



来源：国金证券研究所

图表9：市场预期的主要股市 2011 年利润增速



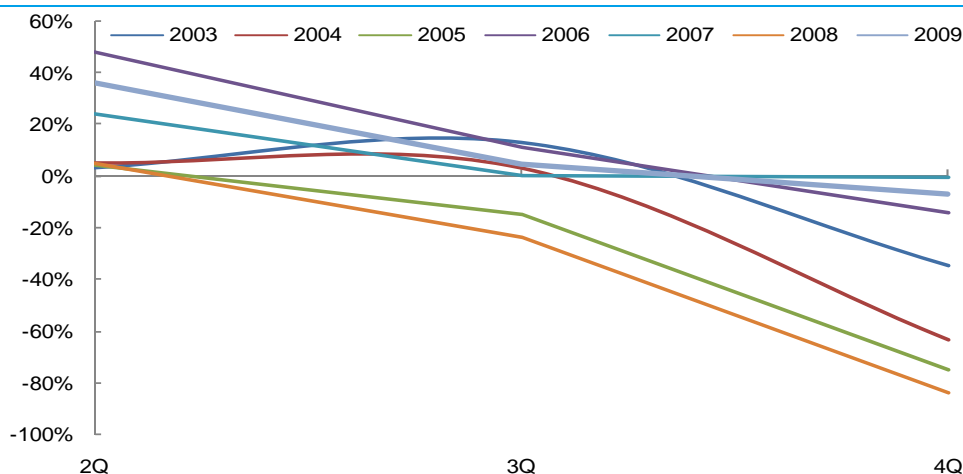
A 股目前隐含了怎样的预期？

A 股不同场景下的利润增长

回顾历史上盈利环比增长的情况，可以看到年度盈利增长的季度分布中有不同的变化特征。从中可以看出，利润增长的弹性是很大的，而且也是很敏感的。

- 06、07、09 年属于盈利增长延续性较好的阶段，特征是 2 季度较 1 季度进一步好转，环比增速平均都有 30%；3 季度和 2 季度能够基本维持打平；4 季度不会出现明显的下降。在这些阶段，实体经济都处于持续向好的特征比较明显。
- 04、05、08 年属于盈利增速持续恶化的阶段，特征是 2 季度与 1 季度相比基本环比增长 5%；但 3 季度较 2 季度环比就会下降，环比下滑-10%以上；4 季度会非常大幅度的下滑，环比增速平均达到了-70%。04 年遭遇到严厉的宏观调控，05 年经济总体处于衰退期，08 年经济遭遇到金融危机。
- 03 年 2 季度在政策调控下利润环比增速较低为 3%；但之后经济动力有所恢复，调控政策也有所放松；3 季度利润环比上升 13%；4 季度利润环比下滑 30%。

图表10：历史上 A 股盈利的环比增速



来源：国金证券研究所

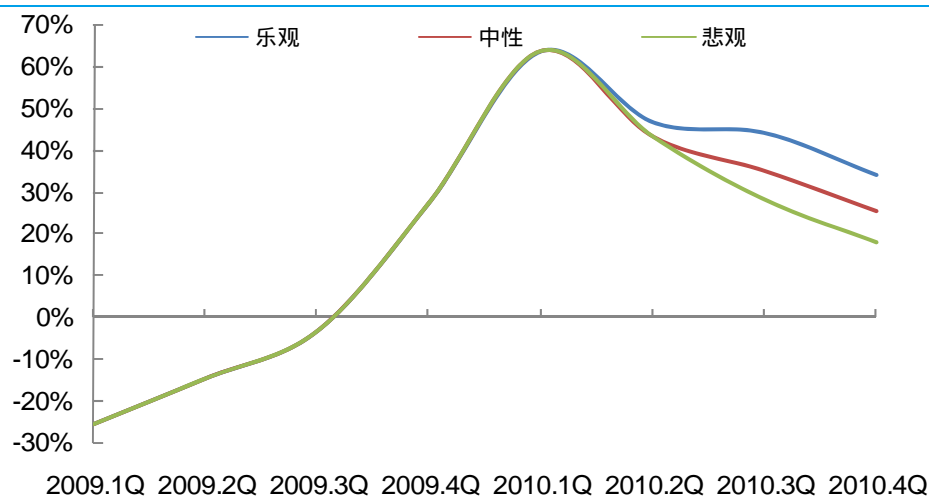
我们对今年的盈利进行了情景分析。从 2 季度看，经济短期还不至于会出现很大的波动，谨慎情况下的环比增速可以达到 5%。下半年利润增速会有弹性出来，在不同的场景下，对应的利润增速差别会很大，这里我们主要调整了 3 季度环比的假设；值得注意的是 4 季度环比假设，我们这里注意如果之前比较好，则最后 1 个季度环比就相应差一点，所以我们对乐观情景下 4 季度环比增长反而给-30%的增速。如果出现经济较大幅度的下滑，则利润增长会出现大幅波动，出现 04、08 年的情景，那么最终利润增速甚至会变成个位数增长。

图表11：不同的环比假设

不同情形	2010.2Q	2010.3Q	2010.4Q	2010
乐观	10%	5%	-30%	31%
中性	5%	0	-25%	25%
悲观	5%	-15%	-20%	18%
极度悲观	5%	-15%	-60%	6%

来源：国金证券研究所

图表12：在不同情景下，A 股的盈利增速



来源：国金证券研究所

目前 A 股市场反应了悲观的场景

我们首先确定了一个基准场景，即 2010 年 A 股盈利增速为 25%，在这个场景下，对应的是实体经济基本运行平稳，利润率指标不会出现大的波动。

同时，一个相对悲观的场景是在调控的背景下，需求受到抑制，同时利润率回到相对较低的位置，则 A 股盈利增速为 18%。而在这一增速下，目前 A 股市场的 2010 年 PE 为 18x，PB 为 2.7x。如果进入下半年，考虑到明年的盈利增长，则市场 PE 会向 15x 靠近，已具有较强的安全边际。

极端悲观的场景在于，实体经济出现 04、08 年那样较大幅度的衰退，下半年企业盈利急转直下，只有这种场景意味着市场还需要进一步的调整空间。但我们现在判断，这种情形所隐含的经济二次探底的场景，最终来看可能并不会出现这么悲观的局面。

图表13：当前市场反应了相对悲观的盈利预期

10增长率 指数位	6%		18%		25%		32%	
	10ROE%	13.265	10ROE%	14.609	10ROE%	15.379	10ROE%	16.140
	10PE	10PB	10PE	10PB	10PE	10PB	10PE	10PB
4000	28.24	3.75	25.37	3.71	23.95	3.68	22.68	3.66
3900	27.54	3.65	24.74	3.61	23.35	3.59	22.11	3.57
3800	26.83	3.56	24.10	3.52	22.75	3.50	21.55	3.48
3700	26.13	3.47	23.47	3.43	22.15	3.41	20.98	3.39
3600	25.42	3.37	22.83	3.34	21.56	3.32	20.41	3.29
3500	24.71	3.28	22.20	3.24	20.96	3.22	19.85	3.20
3400	24.01	3.18	21.57	3.15	20.36	3.13	19.28	3.11
3300	23.30	3.09	20.93	3.06	19.76	3.04	18.71	3.02
3200	22.59	3.00	20.30	2.97	19.16	2.95	18.14	2.93
3100	21.89	2.90	19.66	2.87	18.56	2.85	17.58	2.84
3000	21.18	2.81	19.03	2.78	17.96	2.76	17.01	2.75
2900	20.48	2.72	18.39	2.69	17.36	2.67	16.44	2.65
2800	19.77	2.62	17.76	2.59	16.77	2.58	15.88	2.56
2700	19.06	2.53	17.13	2.50	16.17	2.49	15.31	2.47
2600	18.36	2.44	16.49	2.41	15.57	2.39	14.74	2.38
2500	17.65	2.34	15.86	2.32	14.97	2.30	14.18	2.29
2400	16.95	2.25	15.22	2.22	14.37	2.21	13.61	2.20
2300	16.24	2.15	14.59	2.13	13.77	2.12	13.04	2.10
2200	15.53	2.06	13.95	2.04	13.17	2.03	12.47	2.01

来源：国金证券研究所

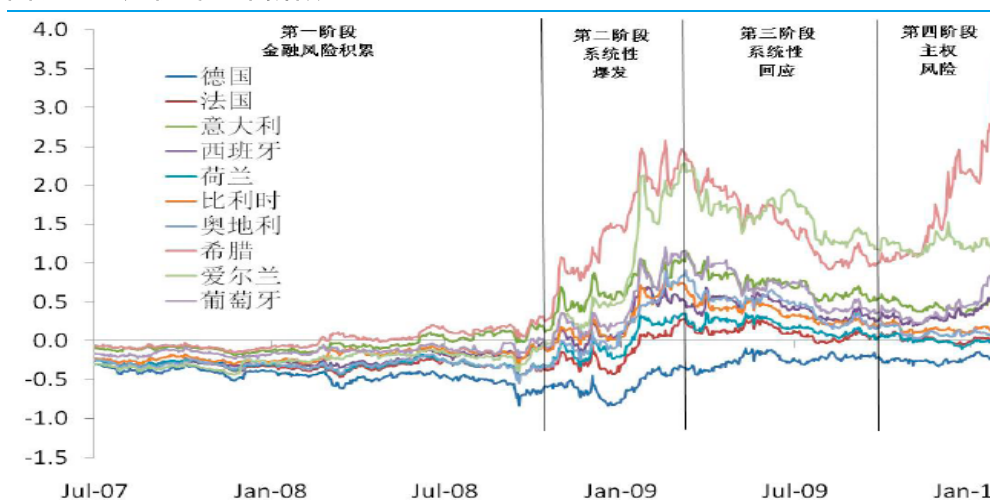
风险释放过程中关注未来变化

变化一：主权信用风险并不很坏

根据 IMF 的结论：发达国家的主权风险可能会冲击正在恢复的稳定局面，并使信贷危机演进到下一个新阶段。全球金融市场的动荡从一开始的系统性危机的爆发，到在各国政策强力干预下系统性风险的消退，再进入到目前一些较为脆弱经济体的债务危机。

对于一些国家所爆发的主权债务危机首先会影响到所在国的金融市场和经济形势、同时还会产生一定的扩散作用；尤其是给刚刚走出金融危机的全球市场带来心理上压力。

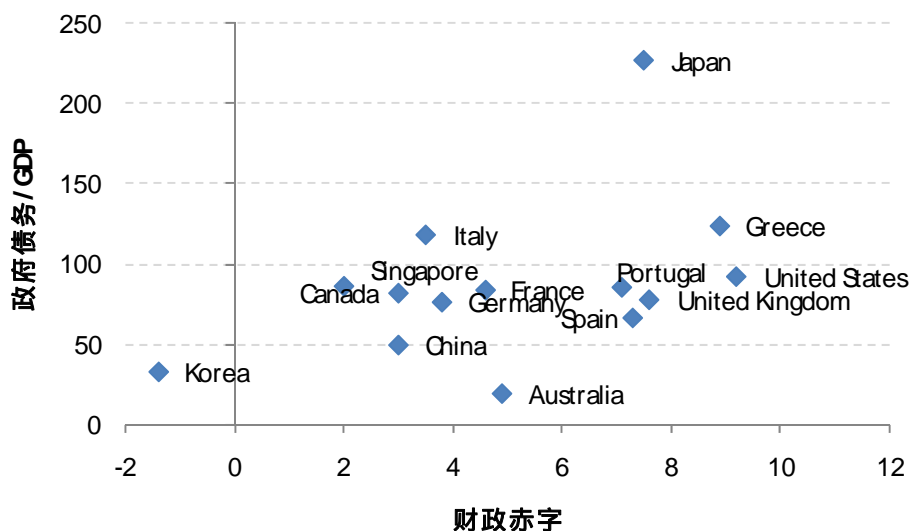
图表14：危机的 4 个阶段



来源：国金证券研究所、IMF

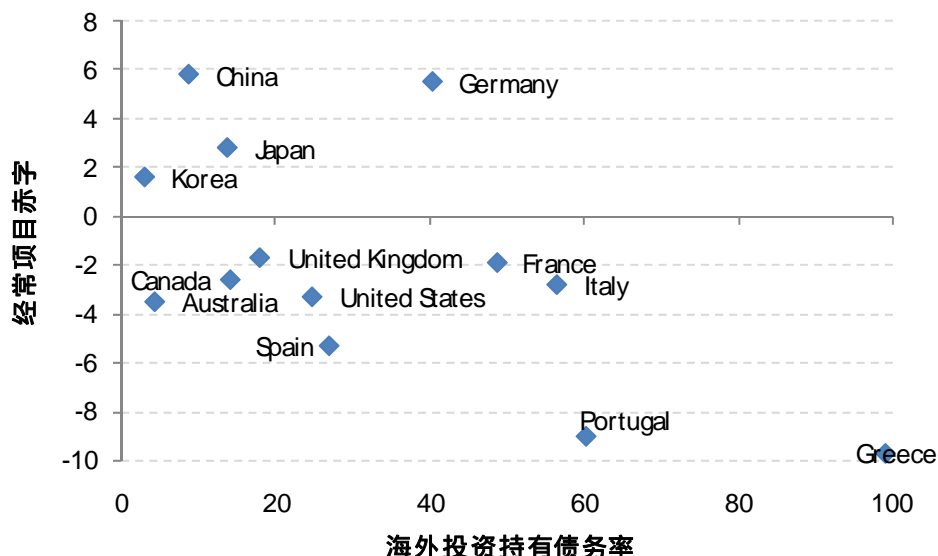
首先从各国的政府财政赤字和政府债务压力看，希腊、葡萄牙、美国、英国、意大利、西班牙等都面临着较大的压力；此外再从各国对外融资的依赖程度上看，希腊、葡萄牙、意大利、西班牙等国也面临着潜在较大的威胁。从这两个指标看，中国目前的政府债务率水平，还是处在相当健康的状态；不太可能会爆发直接的债务方面的危机。

图表15：各国内部的政府财政和债务



来源：国金证券研究所

图表16：各国对海外融资的依赖程度



来源：国金证券研究所

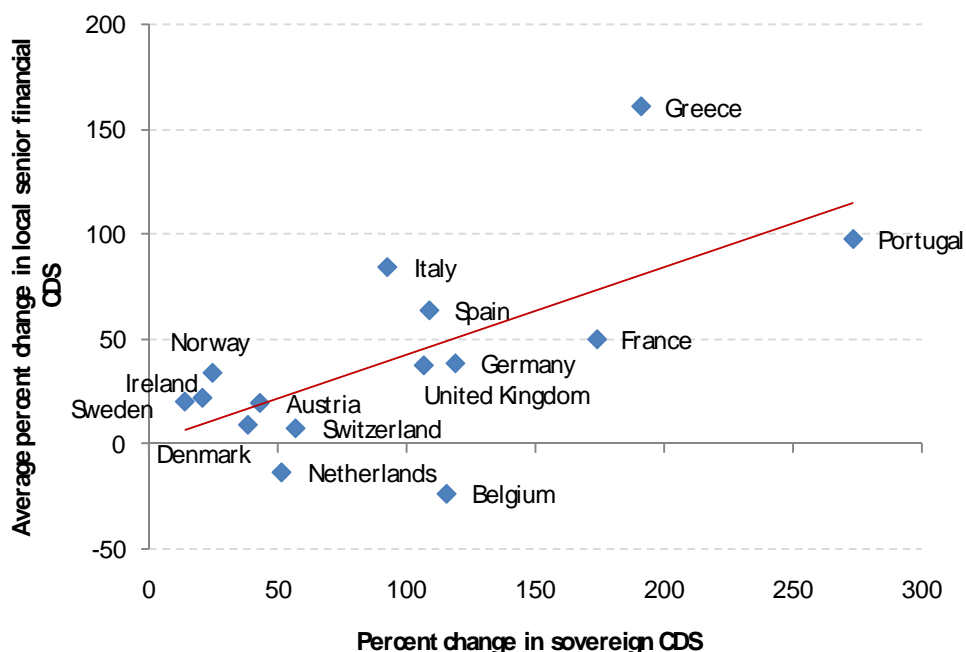
同时，我们也注意到，主权债务危机有可能通过金融体系产生溢出效应，主权债务问题会对本国的金融体系产生冲击，本国持有的国债会出现较大的损失；同时金融企业的融资压力也会上升，市场利率会走高，政府担保的信用也受到较大的损失。我们看到下图中，主权债务的 CDS 和本国金融部门的 CDS 呈正向波动关系。

同时，主权债务危机还会在国家之间进行传递，尤其是会影响到一些比较依赖于国际市场进行融资的国家，对于西欧一些国家潜在的主权债务危机的冲击，东欧的一些国家会受到较为明显的波及。但我们认为，从直接影响来看，并不会对中国的海外业务造成大的冲击。

我们认为，目前的主权危机是在全球金融的系统性风险消退后，在一些小的环节所产生的压力，这些国家本身的影响力有限，不太可能会造成全局性的影响；目前美国经济走势依然较为强劲，新兴国家的经济恢复也比较好，这与 2008 年时全球经济进入冰冻期并不一样。所以，对中国的出口不会有非常大的冲击。

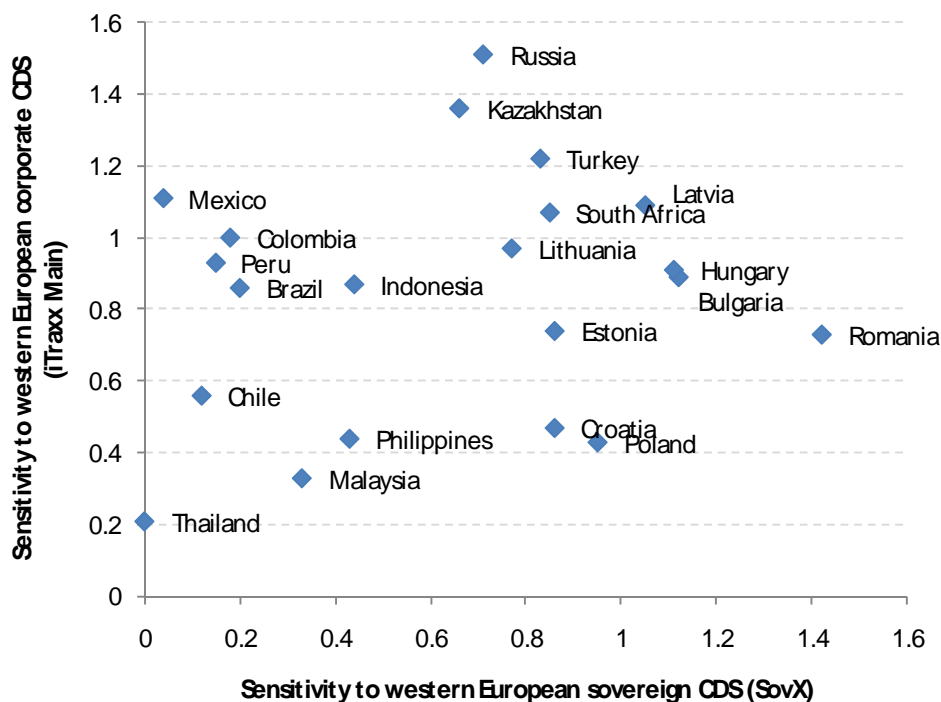
此外，我们认为在这一局部危机下，美元的反弹在减轻人民币升值的压力，减轻大宗商品价格持续上涨对中国工业成本的压力和潜在的通胀威胁；同时，随着危机的延续和演绎，一定会对国内政策制定者的预期判断产生影响，即海外环境的确还是存在波动因素，因此国内政策收缩的力度也需要加以仔细斟酌以保证灵活性。

图表17：主权债务危机会影响本国金融部门的信用



来源：国金证券研究所、IMF

图表18：主权债务危机存在扩散的效应



来源：国金证券研究所

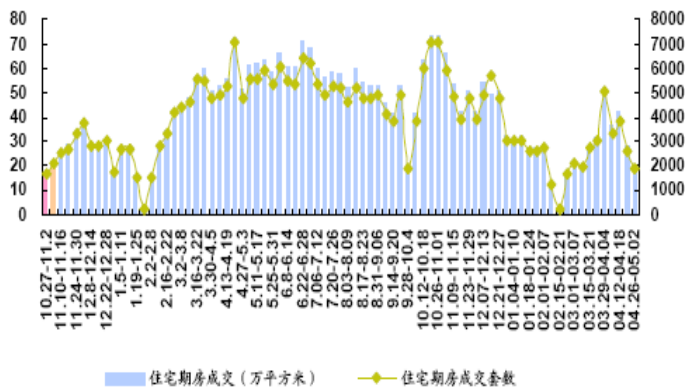
变化二：关注房地产从量到价的调整

房地产严厉政策的出台，是对本轮市场行情产生较大影响的外部因素。在“国十条”之后，我们又看到地方政府也在推出更为严厉的房地产调控措施。对于近几年调控失效的房地产市场，目前的政策正在矫枉过正，力图确保房价得到有效的抑制。

目前处于行业调整的第一阶段。即处于量跌价平阶段，这一阶段平衡的打破需要开发商降价促销来打破，但我国开发商数量多，对市场预期不一致，很难出现统一采取调价促销的情况，一般要等到资金耗尽才会考虑降价，但目前地产企业的资金充裕度和偿债压力都处于历史最好时期。这也会意味着，从量缩到价跌需要有一个过程。

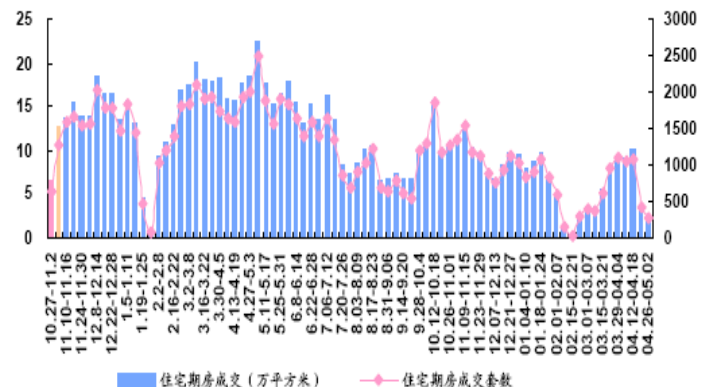
但同时，我们也要关注到，目前的政策是超预期的压力，较以往都要来得严厉，对购房者和开发商的心理预期冲击都会比较大；并且，目前成交量下滑速度都较快，也不排除价格联盟会以比预期更快的速度瓦解。因此房地产价格出现相对较为明显的下跌，或者房地产新开工出现较大幅度的下滑，这是我们需要关注的变化；毕竟政策只要达到效果，则主要矛盾就会发生变化。

图表19：上海房地产成交量快速下滑



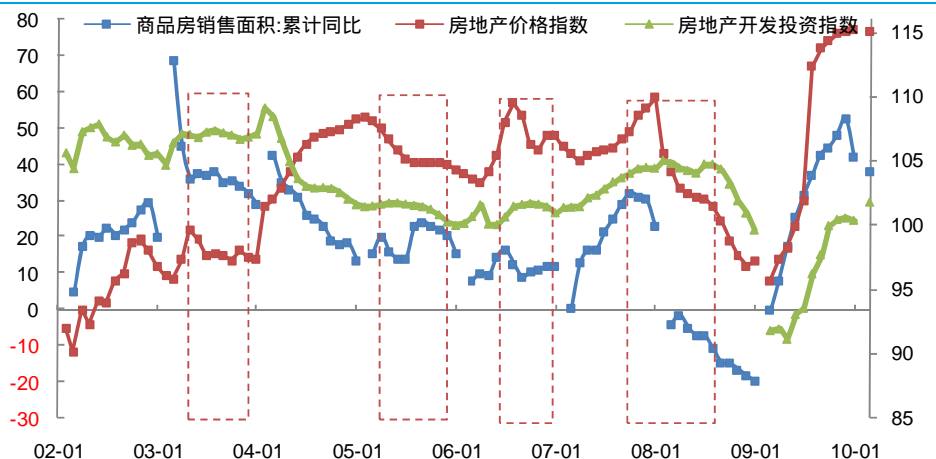
来源：国金证券研究所

图表20：深圳房地产成交量快速下滑



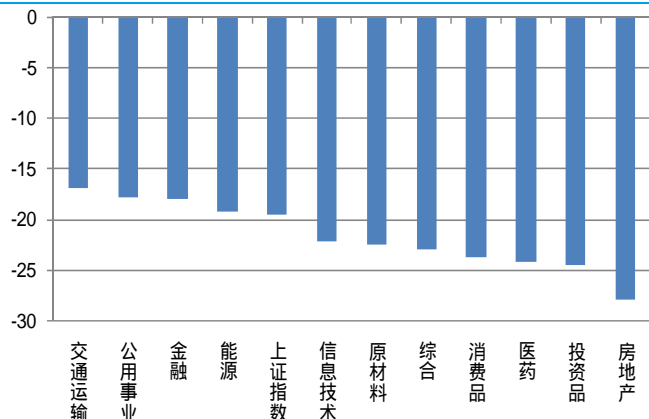
同时，我们看到就本轮的房地产股票的价格调整幅度而言，与历史相比，在 1 个季度之内的幅度基本相当，都下跌了-25%左右。在 04 年和 08 年，随着实体经济步入较为明显的下滑，后市地产股的跌幅才有了进一步的扩大。而在其他年份，实体经济如果没有出现过于剧烈的波动，则地产股倾向于趋于稳定。

图表21：历史上的地产政策与房地产销售、投资和房价



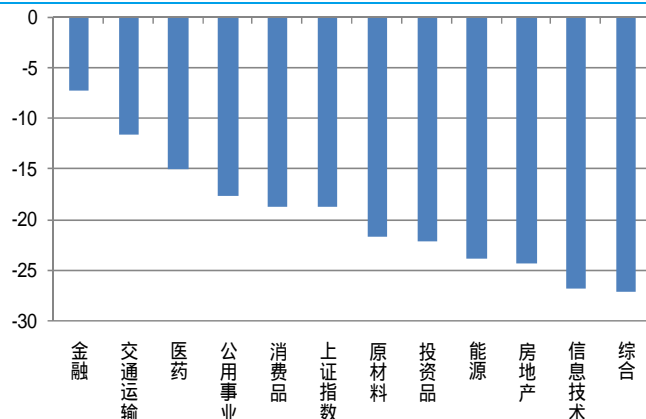
来源：国金证券研究所

图表22：2004 年 3 月力压投资，经济明显放缓，同时伴随较大通胀压力，市场出现系统性的下降

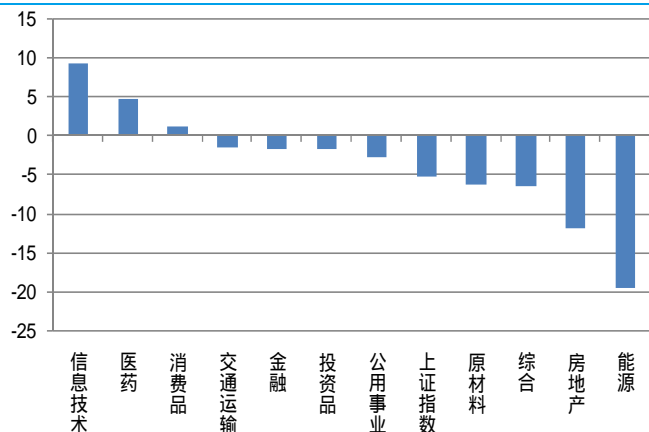


来源：国金证券研究所

图表23：2005 年调控房地产市场，此时经济处于低迷期，房地产调控进一步挤压了市场，恐慌性下跌

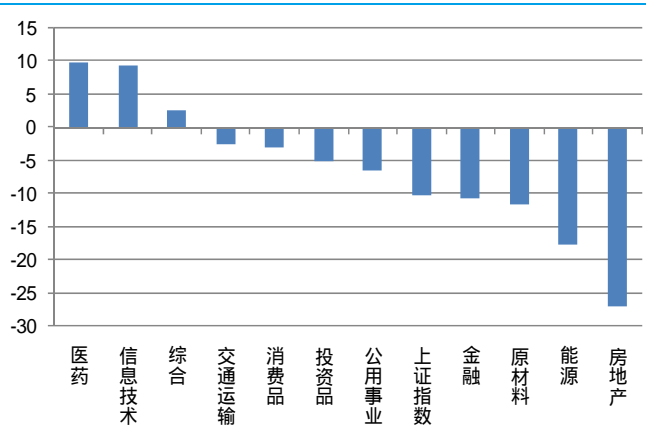


图表24：2007 年抑制投机性住房需求，经济开始进入滞胀期，增长放缓以及通胀压力持续增加



来源：国金证券研究所

图表25：2009 年 12 月房地产调控预期升温，10 年 4 月调整政策加码

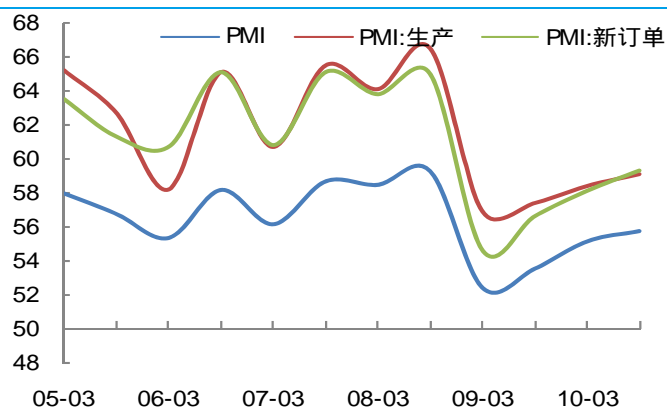


变化三：关注实体经济演进的反复

从 4 月份的 PMI 数据看。4 月份制造业的生产和新订单情况的上升速度有所放缓，我们看 4 月相对于 3 月的环比变化，两者之间并未出现明显的上升；与之对应的是出口订单和进口方面也都比较平淡。同时，如果看汇丰 PMI 的话，已经出现一定下滑。此外，我们从钢铁行业的 PMI 调查中，也观察到下游需求开始有所放缓。可能暗示在政府调控政策的影响下，实体经济短期可能会有所放缓。如果实体经济在未来 2 个月出现相对较为明显的放缓，则对政策变化的预期又会升温，可能会蕴含着潜在的变化。

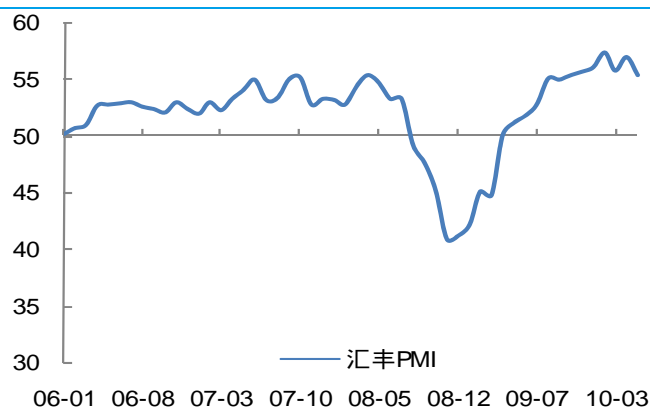
此外，今年的通胀发展仍然是密切关注的重点。目前从农产品期货的情况来看，大宗的农产品价格依然处于较为平稳的状态。今年以来的气温较以往略低，带来了短期蔬菜价格较大的压力，但随着气温回升，这个压力应该会有所缓解；但今年对气候变化仍要保持重点关注。未来猪肉价格上涨，可能是推动通胀的因素之一，目前生猪存栏量较低。养猪亏损较为严重，未来如果产生报复性反弹仍然会价格构成压力。

图表26：物流与采购联合会 PMI 数据一般

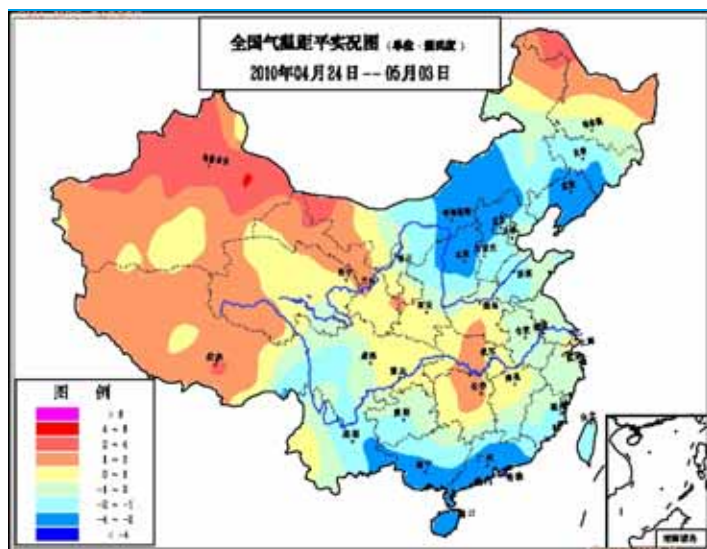


来源：国金证券研究所

图表27：汇丰 PMI 已经开始往下

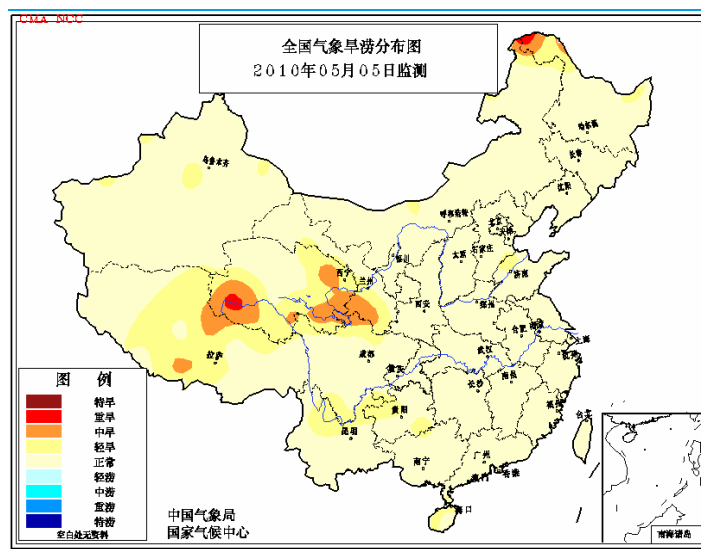


图表28：4月下旬全国气温有所回升



来源：国金证券研究所

图表29：黑龙江略有旱情



投资策略：确定性增长

5 月市场消化周期风险的释放

我们看目前困扰市场的有，房地产调控政策的超预期，以及由之带来的对投资的担心；以及进而引发的对融资平台债务的担心；从而对中期经济的前景产生相对悲观的情绪，进而害怕今年周期性行业业绩会出现较大的波动。海外市场的主权债务危机也在短期内对市场情绪造成影响。同时，短期经济似乎有放缓的迹象，并且对未来通胀走势的担心，也使得投资者对中期市场的方向充满不确定性。

我们认为 A 股市场一方面通过 4 月份的下跌，释放了一定的不确定性风险，目前市场已经隐含了相对悲观的假设；但与此同时，在实体经济作出实际反应的同时，A 股市场短期内还很难获得十分清晰的信号，需要等待形势的逐步明朗化。总体上，我们判断，5 月份市场会呈现出低位震荡的走势。如果市场出现较大幅度下跌，也就是反应极度悲观的情景，市场将是以空间换时间，投资者不妨可以超前一些。

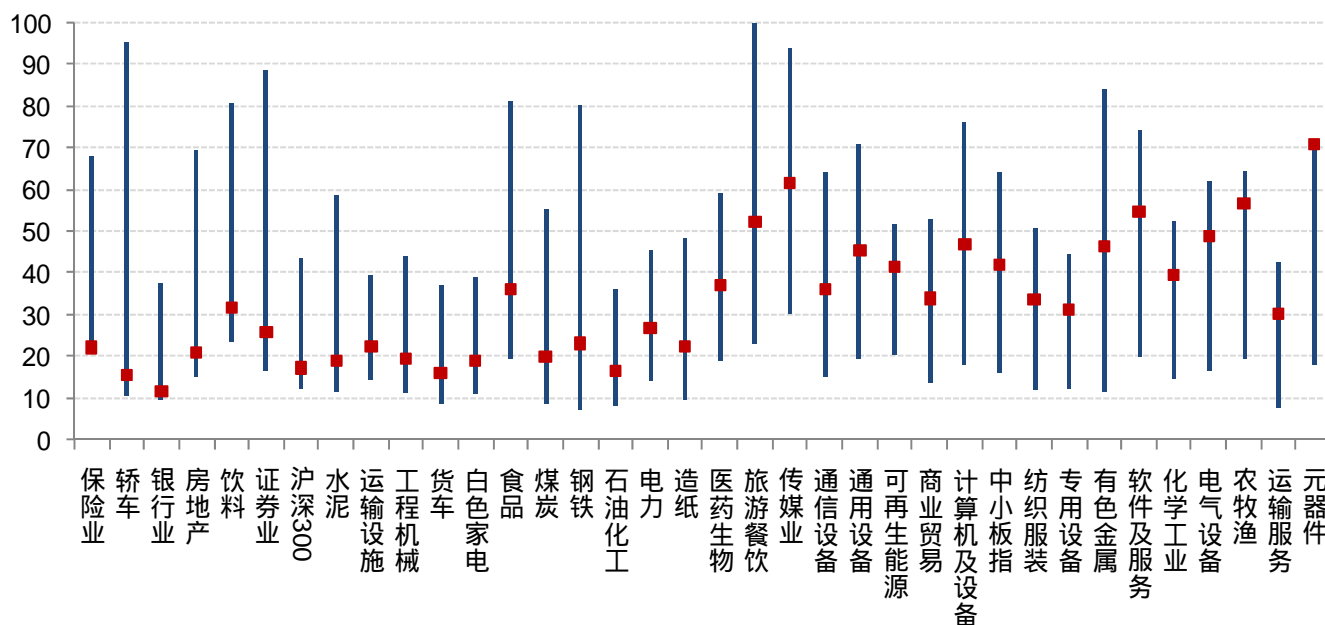
在不确定中寻找确定性增长

在投资方向上，寻找房地产产业链风险暴露较低的，与此同时具有确定性增长的价值股的策略依然维持。强周期缺乏驱动因素，过度追逐泡沫也已不可取。

从确定增长的角度，我们认为食品饮料、医药、品牌服装、商业等行业的增长相对确定；此外，我们认为保险从长期看，已经具有价值投资的基础；在周期性行业中，我们认为煤炭业绩增长的确定性相对较高；此外从通胀的角度，农业的投资机会仍然值得关注。

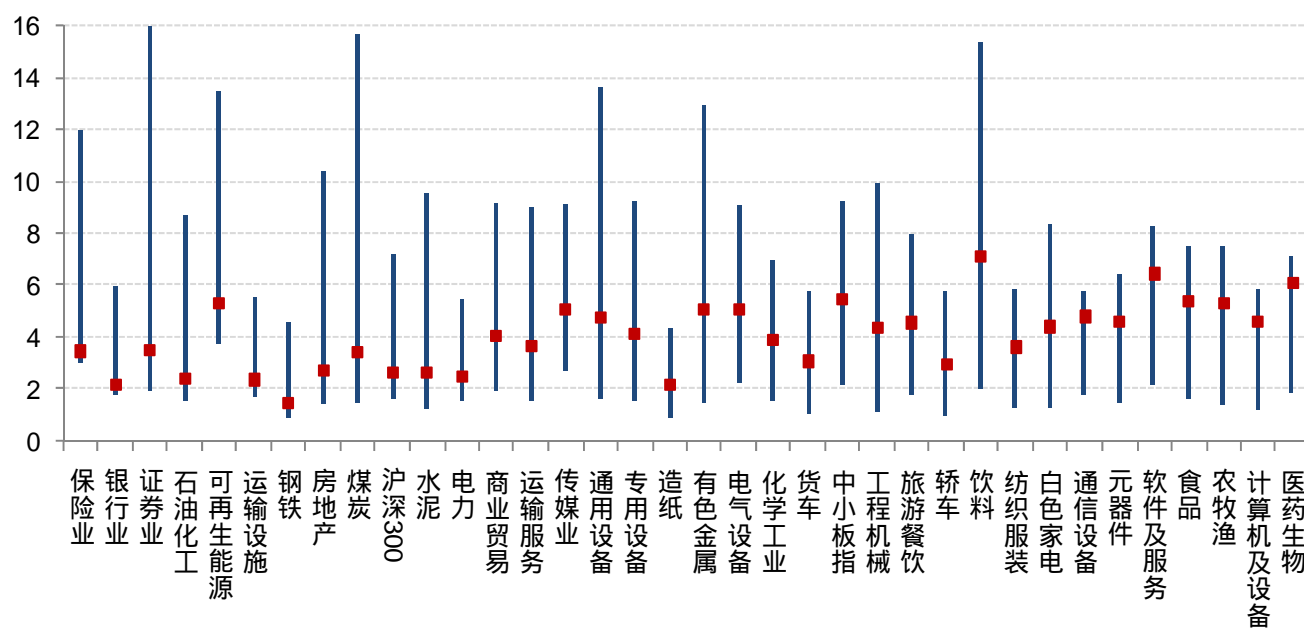
此外，市场可能也还会围绕一些主题投资方面进行，如新能源、节能减排、高科技领域内的一些成长估值匹配相对较好的公司，更适合于自下而上的挖掘。

图表30：行业的静态 PE



来源：国金证券研究所

图表31：行业的静态 PB



来源：国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室