

## 晨会纪要

**责任编辑:**

丁文

☎: (8610) 6656 8797

✉: dingwen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020004

**今日视点:**
**银河证券宏观最新观点**

- **国内:** 上周二、周四央行分别进行了 500 亿元 28 天和 200 亿元 91 天正回购, 抵消掉市场 510 亿元的到期资金, 净回笼 190 亿元人民币。临近月底季末, 央行净回笼量有所减少。与此同时, 同时各期限 SHIBOR 利率小幅上扬。考虑到本周公开市场有 1090 亿元的到期资金注入, 预计流动性不会特别吃紧。估计央行会用短期操作来平滑资金面的季节性波动, 启动央票的概率依旧较小。
- 上周四发布的 3 月汇丰中国制造业 PMI 初值从 2 月的 49.6 下降至 48.1, 创近 4 个月以来新低。产出、新订单、积压订单指数等均位于荣枯线 50 的下方, 就业指数更是从 2 月份的 51.1 降至 48.6, 为 2009 年 3 月以来的最低。我们一直都在强调经济将继续探底, 以经济增速为代价打掉通胀预期的主动式调控思路在经济增速降到 8% 以下之前不会改变。预计二季度经济将继续下滑, 三季度企稳, 四季度略有回升, 全年增速 8.4% 左右。
- **欧美:** 美国 3 月 17 日当周初请失业金人数再次下降至 34.8 万人, 是 08 年 2 月来的最低水平。3 月 10 日当周连续请失业金人数下降 0.9 万人至 335.2 万, 也创下 2008 年 8 月以来最低水平。美国企业由于盈利大幅上升, 销售前景趋好扩大职工规模。就业增长将刺激消费, 这会拉动美国整体经济回归到消费驱动的正常增长模式。2 月谘商会领先指标月率上升 0.7%, 连续 5 个月上升。
- 欧元区 3 月制造业 PMI 初值为 47.7, 不及预期的 49.5, 且低于 2 月的 49.0, 这表明欧元区 3 月经济活动恶化; 德国 3 月制造业 PMI 初值为 48.1, 法国 3 月 PMI 初值为 47.6, 都是 4 个月新低。加上 1 月工业订单月率下降 2.3%, 预示着欧元区经济短期内艰难。欧元区 3 月消费者信心连续第 3 个月上升, 但失业率不断攀升以及政府削减支出意味着消费很难拉动整体经济。总体看, 欧元区经济风险加大。

**国际市场**
**2012.3.23**

道琼斯	13080.73	+0.27%
NASDAQ	3067.92	+0.15%
FTSE100	5854.89	+0.16%
香港恒生	20668.80	-1.11%
香港国企	10658.07	-1.02%
日经指数	10011.47	-1.14%

**国内市场**
**2012.3.23**

上证综指	2349.54	-1.10%
深证成指	9885.25	-1.53%
沪深 300	2552.94	-1.19%
上证国债	132.33	+0.02%
上证基金	3824.69	-0.74%
深圳基金	4523.27	-0.71%

**期货、货币市场**
**2012.3.23**

NYMEX 原油	106.8	-0.03%
COMEX 黄金	1668.6	+0.37%
LME 铜	8380	+0.36%
LME 铝	2175	+1.66%
BDI 指数		
美元/人民币	6.2891	-0.18%

## 一、市场聚焦

### 短期震荡不宜过分悲观解读

#### 1、地产逻辑仍然有效、短期震荡不宜过分解读

本周股指出现明显回调，除周一外，股指连续四天收阴。周五沪指最终击穿半年线，各板块普跌。沪指收于 2349.54 点，周跌幅 2.3%，为连续第三周收阴，成交量方面仍维持较高水平。从板块的相对表现看，房地产链几大板块仍领涨全市场。其中，黑色金属、房地产、有色金属涨幅居前三，而消费类个股跌幅较大。从行业风格属性的角度看，市场热点较为明显，房地产销售的环比改善仍为短期内市场的主导逻辑，这也解释了房地产链各板块的相对强势。短期内市场仍将以震荡调整为主，但房地产销售回暖的事实以及至少短期内的可持续性有望给市场提供支撑，因此不应对正常的市场调整过分悲观。

#### 2、地产回暖仍可持续、政策层面提供支撑

春节过后，市场普遍开始观察到各大城市房地产销售回暖的事实，这从日度的住宅成交面积的变化也可以清楚地观察到，也与我们行业研究员微观调查的结论一致。此轮房地产调控已两年，市场对于地产销售以及其后投资的关注再次成为主导市场的核心焦点。基于银河地产行业研究的结论，我们认为目前这种回暖的趋势有望延续。由于房地产新开工及对相关行业的需求拉动作用存在滞后性，因此目前确实还无法确定。但短期的市场情绪我们认为将仍然以相对乐观的态度看待地产销售改善的事实。如果我们的逻辑是成立的，那么对于短期内市场的调整震荡都不宜过分向悲观的方向进行解读。

政策方面，我们仍然偏向于乐观的解读。本周养老金入市正式启动，社保基金理事会受托投资运营广东省 1000 亿元养老金。对于这一动作，我们必须分两方面来看待。首先，养老金入市对于股市的影响不能过分乐观，毕竟养老金的资金性质决定了未来的投资方向将偏向保守。全国社保已表示，受托投资运营广东省部分养老金将主要投资于国债、银行存款、企业债、金融债等有固定收益的产品。但是另一方面，巨量养老金进入资产市场毕竟能够从流动性角度有利于资产市场总体，股市也会部分受益。

其次，对于保增长的政策，我们仍然乐观其成。盛传的发改委将释放基建项目的信息，尽管市场表示诸多怀疑，但是决策层近期对于铁路、高速公路建设等方面的表态还是让我们看到了部分的可信性。展望二季度，目前的宏观指标预示经济增长的继续下行，但是正是这种较为确定的下行前景更使我们相信发改委未来的政策空间是可观的。

政策微调还是我们对市场不悲观的主要依据之一。

#### 3、配置回归基本面

短期角度看，市场获利回吐的压力比较明显，技术面也显示指数继续调整的概率较大。从行业配置的角度，前期涨幅较大的强周期类行业存在调整的需要，且从基本面的角度看，周期类行业盈利的实际情况与历史相比确实不容乐观。相比之下，消费类行业在此轮反弹中涨幅相对靠后，且财报季内，其相对较为确定的业绩情况也好于周期类板块。因此短期配置应予以调整，更多配置业绩确定，涨幅靠后的行业，如食品饮料、纺织服装等。同时，仍推荐继续关注价格改革前景较为乐观的石油石化、电力等行业。

(分析师：孙建波、秦晓斌)

## 二、要闻点评及行业观点

### 国内宏观经济周报第 17 期

#### 核心观点:

1、上周二、周四央行分别进行了 500 亿元 28 天和 200 亿元 91 天正回购，抵消掉市场 510 亿元的到期资金，净回笼 190 亿元人民币。临近月底季末，央行净回笼量有所减少。与此同时，同时各期限 SHIBOR 利率小幅上扬。考虑到本周公开市场有 1090 亿元的到期资金注入，预计流动性也不会特别吃紧。估计央行还是会用短期操作来平滑资金面的季节性波动，启动央票的概率依旧较小。

2、上周五，人民币对美元汇率中间价报 6.2891，较前一交易日大幅上扬 113 个基点，为汇改以来人民币对美元中间价首次突破 6.29，创汇改以来新高。而香港离岸的人民币并未马上跟随。同时，今年以来人民币对美元汇率中间价的累计涨幅只有 0.19%，较 2011 年同期 0.72% 的升值速度显著放缓。人民币中间价的政策导向性较强，本周中美领导人将在首尔的核安全峰会上进行的会晤，人民币强劲升值可能只是“访问效应”，难以持续；另一方面，也是人民币汇率弹性增强的信号。去年四季度以来，人民币双向波动幅度加大，但整体升值步伐放缓，相信这将是今后一段时间人民币汇率走势的主要特征。

3、上周四发布的 3 月汇丰中国制造业 PMI 初值从 2 月的 49.6 下降至 48.1，创近 4 个月以来新低。产出、新订单、积压订单指数等均位于荣枯线 50 的下方，就业指数更是从 2 月份的 51.1 降至 48.6，为 2009 年 3 月以来的最低。一直以来，我们都在强调经济将继续探底，以经济增速为代价打掉通胀预期的主动式调控思路在经济增速降到 8% 以下之前不会改变。预计二季度经济将继续下滑，三季度企稳，四季度略有回升，全年增速 8.4% 左右。

4、国际油价大幅上涨，国内成品油价格遭遇年内第二次上调。从 3 月 20 日零时起国内汽、柴油价格上调 600 元/吨，调价后国内油价步入“8 元”时代，物流运输的成本被迫抬高。预计油价一两年内难以大幅下调。与此同时，水、电、煤气等要素价格又将面临理顺，故今年总体的通胀水平仍会在高位，预计全年 CPI 增速 4% 左右。

5、上周商务部价格指数显示物价水平走势继续，蔬菜和水产品价格上涨，肉类和鸡蛋价格仍然下跌。截至上周，本月食品价格拉动食品 CPI 上涨 0.6 个百分点，即拉动 CPI 上涨 0.18 个百分点。

(分析师: 潘向东)

### 新兴经济体周报第 44 期 (2012. 3. 19-2012. 3. 25)

#### 核心观点:

1、泰国央行于周三(3 月 21 日)决定维持政策利率在 3.0% 不变，符合我们预期。当前泰国的经济复苏正在获得新的动力。最新的指标显示出经济的所有关键领域已经获得改进，制造业生产有望在今年第三季度恢复到正常水平。随着收入，就业和私营部门信心的改善，以及在泰国政府经济

刺激措施和宽松货币条件的支撑下，国内需求继续成为经济的主要推动力。同时，在制造业生产恢复和全球经济更加趋稳的条件下，泰国的出口将会逐渐回暖。

2、虽然来自全球石油价格的上升和提高最低工资标准所引发的通胀上行风险依然存在，但短期内泰国的通胀压力将保持稳定。私人需求的回升和政府开支可能对通胀施加额外的上升压力，尤其是在今年下半年泰国经济增速有望逐渐接近其潜在水平。泰国央行预计今年泰国的整体通胀率将达到 3.4%，核心通胀率为 2.4%，同时 GDP 增长率由此前的 4.9% 上调为 5.7%。

3、俄罗斯在今年 1, 2 月份资本流出已经达到了约 200 多亿美元。2011 年全年该国资本净流出 842 亿美元，创下 1994 年以来的历史第二高位。持续出现资本外逃的现象主要有三方面原因：一是发达经济体由于内部出现流动性短缺，大量资本有从发展中国家和新兴经济体撤出并回流发达经济体的需要。二是对于普京重返克里姆林宫后的经济政策走向，一部分市场投资者的观望态度和情绪有所增加。在经济领域，普京强调发展创新经济，主张减少国有经济成份，侧重以市场方式调控经济。他提议要减少国有大型企业、银行及资源垄断公司对其他行业企业的参股。三是征收奢侈品税是俄罗斯近 20 年来一直在探讨的问题。而近期该计划将可能付诸实施，从而也在一定程度上加剧了该国的资本外逃。

4、今年前两个月俄罗斯经济同比增长 4.3%。其中，2 月份经济增速加快主要得益于固定资产投资和工业生产增加。此外，2 月该国外贸顺差达到 197 亿美元。在其对外贸易结构中，能源产品的出口一直占据主导地位。俄经济发展部的预计今年全年该国的经济增幅将达到 3.7%，通胀目标维持在 5% 至 6% 之间。

(分析师: 潘向东)

## 发达经济体周报第 44 期

### 核心观点:

1、美国 3 月 NAHB 房价指数为 28, 维持在 2007 年 6 月以来的高位。2 月新屋开工月率下降 1.1%，但营建许可上升 5.1%，创 3 年来新高。2 月成屋销售月率下滑 0.9% 为 459 万套，但仍是 5 年来的最好同月表现；成屋中间价 15.66 万美元，同比上升 0.3%；库存销售比为 6.4 个月，略高于约 6 个月的健康水平。虽然新屋销售下降了 1.6% 至 31.3 万套，但同比增长了 11.4%，当月新屋房价中值为 23.37 万美元，同比上涨 6.2%。总体看，房地产市场前景乐观。

2、美国 3 月 17 日当周初请失业金人数再次下降 5000 人至 34.8 万人，是 08 年 2 月来的最低水平。3 月 10 日当周连续请失业金人数下降 0.9 万人至 335.2 万，也创下 2008 年 8 月以来最低水平。美国企业由于盈利大幅上升，解聘员工减少，而由于销售前景趋好扩大职工规模。就业的增长将刺激消费者扩大开支的意愿，这会拉动美国整体经济回归到消费驱动的正常增长模式。2 月谘商会领先指标月率上升 0.7%，连续 5 个月上升。

3、欧元区 3 月制造业 PMI 初值为 47.7，不及预期的 49.5，且低于 2 月的 49.0，这表明欧元区 3 月经济活动恶化；德国 3 月制造业 PMI 初值为 48.1，法国 3 月 PMI 初值为 47.6，都是 4 个月新低。加上 1 月工业订单月率下降 2.3%，预示着欧元区经济短期内艰难。欧元区 3 月消费者信心

连续第 3 个月上升，但失业率不断攀升以及政府削减支出意味着消费很难拉动整体经济。欧元区 1 月建筑业产出连续第二个月走低，加剧了市场对于欧元区经济的担忧。欧元区 1 月季调后经常帐盈余 45 亿欧元，创 2007 年 3 月来新高，但当月直接投资与投资组合大量流出。总体看，欧元区经济风险加大。

4、日本 2 月实现贸易顺差 329 亿日元，扭转了此前连续 4 个月逆差的局面，主要是对美出口大幅增加 11% 拉动。路透短观制造业景气判断指数上升 13 点至 +2，创 2009 年 6 月以来最大月度涨幅，但 1 月所有产业活动指数月率下滑 1% 至 95.9。总体看，受到美国经济好转的拉动，日本经济有所复苏。

(分析师：潘向东、周世一)

### 银行业：一周观点

基于业绩（一季度 24.5%）、估值优势（2011 年 7.2 倍 PE、1.3 倍 PB，2012 年 6.1 倍 PE、1.1 倍 PB），近期银行相对收益有望提升。并且相对收益提升也可能带动银行估值小幅修复。银行估值修复比较大的机会可能会在 4 月中、以及 6 月份末。我们继续推荐华夏、民生、招行组合。

从已披露银行 2011 年年报来看：（1）四季度单季息差继续上行，兴业银行单季上行 45BP，农业银行也提升了 12BP，资产负债结构调整及同业业务贡献是主要原因；（2）不良缓慢上升，农行不良减少 6 亿元，除农行外其他 4 家银行不良都出现环比小幅上升，上升金额 21.5 亿元，四季度加大拨备计提，除农行外其他 4 家银行计提拨备 92.3 亿元，农行单季计提 216.6 亿元，平滑盈余增速意图明显。

(分析师：郭怡娴)

## 三、报告精选

### 证券行业：“佣金率见底”及“加杠杆”预言落地，证券行业盈利模式优化可期待

#### 核心观点：

● **两预言落地利好行业长期发展。**我们在 2011 年 6 月及 12 月分别发布了两份报告《佣金率将告别恐怖式下滑》、《用杠杆来改变行业的盈利模式》，在行业内第一个提出证券行业经纪业务将结束持续两年的佣金战，做出杠杆将改变证券行业盈利模式的判断，并从业务空间及监管空间角度论证了其巨大的可能性。

● **预言成真一：佣金战结束。**2011 年行业经纪业务平均佣金率维持在万八水平，虽然较 2010 年下滑 18%，但从 2011 年各季度佣金率水平来看，佣金率已经结束大幅度下滑，而 2011 年佣金率

同比下滑大部分原因为 2010 年的翘尾因素。

● **预言成真二：用杠杆来改变行业盈利模式。**行业亟需借用杠杆来提升 ROE 水平，但前提是提升已有业务的风险管理水平及开发新业务，包括转融通、直投、自营等业务上的风险承担及政策放开。2012 年 1 月证监会下发的《完善证券公司风控指标体系总体思路(征求意见稿)》鼓励券商提升杠杆。

● **“两新”支撑，证券行业迎来史上最有利监管环境。**新政策可以改善资本市场基础设施。新业务为券商优化盈利模式松绑，中国证券行业的整体实力之所以与国外同行差距很大，除了国际化不足、市场深度不足等原因外，更大原因在于证券行业经营范围狭窄导致的市场广度不够。

● **继续关注券商板块。**在经纪业务佣金率企稳及“加杠杆”背景下，2012 年券商板块估值及盈利水平将得到大幅提升。大券商中推荐海通、中信证券，中型券商中推荐长江、宏源证券。

主要风险因素：经济衰退及通胀风险。

(分析师：马勇)

### 宏源证券(000562)：业绩与佣金率变化与行业同步

2011 年，公司实现营业收入 23.54 亿元，同比下降 29%；归属于母公司股东的净利润 6.46 亿元，同比下滑 51%，EPS0.44 元，同比下滑 51%。

#### 我们的分析与判断：

#### 1、全年业绩下滑 51%，与行业平均降幅基本持平

由于 2011 年代理买卖证券规模及佣金率均出现比较大规模的下滑，导致经纪业务收入大规模下滑，进而导致公司净利润出现大幅度下滑。与行业相比较，公司 2011 年全年业绩跌幅基本与行业持平，全年业绩下滑 51%。

#### 2、2011 年公司经纪业务市占率上升，但佣金率小幅度下滑

2011 年公司经纪业务股票交易市占率较 2010 年上升了 2.4%，达到 1.3%，但同期公司经纪业务佣金率小幅度下滑。2011 年一季度公司股票基金交易佣金率为万分之十一，而 2011 年全年佣金率为万分之十，全年季度环比略有下滑。从全年数据来看，2011 年公司佣金率较 2010 年的万分之十二水平下滑了 20%，与行业平均降幅基本相同。

#### 3、公司 2012 年拟非公开发行股票

2012 年 3 月 9 日，公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准宏源证券股份有限公司非公开发行股票的批复》，公司将非公开发行不超过 52500 万股 A 股股票，发行价格为不低于 13.22 元，目前公司股价为 13.6 元。预计公司本次发行将募集不超过人民币 70 亿元，全部用于增加公司资本金和补充营运资金，且募集资金用途符合公司战略规划的发展目标和相关要求。

#### 投资建议：

预计公司 2012、2013 年 EPS 分别为 0.73、0.91 元，当前股价对应 2012、2013 年的市盈率分别为 18.6 和 15 倍，公司合理估值区间为 15-21 元，给予“推荐”评级。

(分析师: 马勇)

### 巨化股份 (600160)：下半年景气回落不碍 11 年业绩高增长，规模扩张提供长期成长动力

公司发布 2011 年度度报告，2011 年公司实现营业收入 82.12 亿元，同比增长 49.68%，归属于上市公司股东净利润 17.47 亿元，同比增长 197.83%，摊薄后每股收益 1.97 元。公司拟以现有股本 88557.4 万股为基数，向公司全体股东每 10 股发放现金红利 5 元(含税)，以资本公积金向全体股东 10 股转增 6 股。

#### 我们的分析与判断：

#### 1、下半年景气回落不碍全年业绩高增长

2011 是氟化工跌宕起伏的一年，上半年景气度一度达到了历史的高点，下半年随着家电下乡政策的推出以及宏观经济回落，业绩出现大幅下滑。但从全年来看，收入和净利润双双大幅增长，且利润增速要大大快于收入增速。

分业务来看，氟化工产品占比提高了 7 个点，一方面是氟产品量价齐升，另一方面是公司增加了氟业务的控股比例；在景气的带动下，氟业务毛利率较 10 年大幅提升了 10.19 个百分点。氯碱业务毛利率较 10 年提高了 2 个百分点，一是公司扩产了高毛利率产品 PVDC，二是烧碱价格持续上涨带动毛利率提升。

本年度公司管理费用得到有效控制，较去年同比下降了近 2.5 个百分点；公司近年来盈利大幅提升，归还贷款后利息支出大幅减少，财务费用下降；因此公司期间费用较去年下降了 4 个百分点。

#### 2、2012Q1 盈利环比有改善趋势，下游需求提升是关键

公司四季度单季每股收益为 0.18 元，为去年各季度盈利最低，主要是氟化工景气度大幅下滑所致。进入 11 年四季度，家电下乡优惠政策逐渐退出，宏观经济出现回落迹象，加上又是空调的销售淡季，空调需求大幅下降，库存升至历史新高，制冷剂原本供需偏紧格局被打破，价格大幅下跌。

从制冷剂价格走势来看，今年一季度明显好于去年四季度，R22 和 R134a 等产品价格环比有 10-20%的提升，我们预计 1 季度业绩环比将改善。从空调的产销数据来看，1-2 月份产销量下降幅度有所收窄，整体库存消化加快。库存消化完成后，会增加渠道走货，备货 7、8 月旺季销售，预计 3 月后，行业整体销量维持逐渐回暖趋势，销量持平或略有增长。届时，会带动制冷剂需求的回升，产品价格有回暖的预期。

#### 3、做大做强氟化工产业，规模扩张将引领公司未来发展

公司作为我国有机氟化工产业链最为完善的企业之一，一直致力于产品规模的扩张以及新型产品的开拓。氟化工行业正处于产品更新换代的转型周期，具有技术和规模优势的企业将受益，特别

是拥有领先产品的公司会迅速脱颖而出。公司积极抓住国际氟化工产业转移的历史机遇，推进公司转型升级、创新发展，立志成为国内产业链最完整、综合成本竞争力最强、综合实力一流的氟化工企业。在积极完善现有产品的同时，也着眼于未来几年的规划，重点建设新型含氟产品，也积极重点培育锂电池含氟专用化学品、电子含氟专用化学品和光伏含氟专用化学品等。R134a、R125、PVDC、PTFE、FEP 等新增产能的陆续投产将保证公司盈利的不断提升。

### 投资建议：

公司是国内少数几家综合配套完整的氟化工大型企业，在积极完善现有产品线的同时，也逐渐加大对符合行业发展趋势产品的投资，新增产能的陆续投产保证了公司盈利的不断提升。R134a、R125、PTFE 量的提升是公司 12 年新增利润的主要来源。我们预计公司 12-13 年 EPS 分别为 1.46 元、1.79 元，对应目前股价 PE 为 16.5x、13.5x，给予推荐评级。关注政策因素的催化剂。

(分析师：裘孝锋、李国洪、王强)

### 三爱富（600636）：四季度业绩回落明显，高新产品推出巩固领先优势

公司发布 2011 年度度报告，2011 年公司实现营业收入 46.10 亿元，同比增长 48.94%，归属于上市公司股东净利润 7.31 亿元，同比增长 1490.56%，摊薄后每股收益 2.11 元。公司拟以现有股本 34723 万股为基数，向公司全体股东每 10 股发放现金红利 0.2 元(含税)，以资本公积金向全体股东 10 股转增 1 股。

### 我们的分析与判断：

#### 1、景气回落，四季度业绩下滑明显

氟化工行业经历了上半年快速景气后，下半年受制于下游需求的不断萎缩，产品价格出现了大幅跳水，特别是从三季度开始产品价格持续下跌。从产品的均价来看，三季度价格要高于四季度，特别是公司的主要盈利产品 R125 价格在四季度依旧持续下降，再加上氟树脂价格也出现了一定回调，致使公司四季度业绩环比大幅下降。

但公司四季度业绩下滑不碍 2011 全年盈利高速增长，净利润同比增长了 1490.56%。在氟化工整体景气带动下，公司主营业务毛利率高达 35.84%，同比增加了 17.65 个百分点。分业务来看，含氟聚合物全年一直处于高景气，毛利率较上年同比增加了 24.24 个百分点。CFC 替代品是公司重要的利润来源，尽管下半年制冷剂景气回落，全年毛利率却依然高达 32.62%，同比增加 13 个百分点。

#### 2、2012Q1 制冷剂价格小幅回升，持续性静待需求回暖

下游需求锐减是制冷剂景气下滑的主要原因，因此下游需求的回升有助于制冷剂价格的回暖。2012 年 1 季度制冷剂 R22、R125 等价格有 10-20%幅度上涨，但持续性上升的趋势还有待空调市场的启动。

从空调的产销数据来看，1-2 月份产销量下降幅度有所收窄，整体库存消化加快。库存消化完成后，会增加渠道走货，备货 7、8 月旺季销售，预计 3 月后，行业整体销量维持逐渐回暖趋势，

销量持平或略有增长。届时，会带动制冷剂需求的回升，产品价格有回暖的预期。（三）、新产品层出不穷，占据氟领域高点 公司作为我国有机氟领域的领头人，一直致力于新型产品的开拓。氟化工行业正处于产品更新换代的转型周期，具有技术和规模优势的企业将受益，特别是拥有领先产品的公司会迅速脱颖而出。PVDF 主要应用于氟碳涂料、太阳能光伏电池背板膜和水处理膜等领域，其中太阳能背板膜未来应用潜力巨大。PVDF 是公司的明星产品，也是公司积极发展的产品，国内只有公司能规模生产，产品质量接近国际先进水平。公司 PVDF 产业链完整，上游原料 R152a、R142b 完全配套，成本优势显著。四氟丙烯作为汽车空调制冷剂，环保性能优良，ODP 值为 0，GWP 值仅为 4，未来可能替代 R134a，市场前景巨大。公司与杜邦合作开发生产四氟丙烯，一期项目 3000 吨已基本建设完成，全年预计贡献利润 1 亿元。如项目正常开车后，公司将启动二期 3000 吨项目建设。公司在自行研发新型产品的同时，也积极与跨国巨头进行合作，公司与杜邦中国将于明年以 50:50 比例成立合资企业，主要生产 PTFE 和 FEP 树脂，此举有利于增强公司在氟树脂领域的核心竞争力。中国快速成长的氟树脂市场也将会为公司带来更加广阔的发展空间。

### 投资建议：

公司拥有完整的有机氟化工产业链，研发能力突出，是国内最具潜力的氟化工企业。公司 12 年新增看点是常熟地区四氟丙烯的建成投产和内蒙基地 PVDF 原料配套带来的成本的降低。我们预计公司 12-13 年 EPS 分别为 1.16 元、1.41 元，对应目前股价 PE24.7x、20.3x，维持“谨慎推荐”评级。关注萤石、制冷剂政策因素的催化剂。

（分析师：裘孝锋、李国洪、王强）

### 中国石化 600028 年报点评：四季度炼油化工拖累业绩

公司发布 2011 年年报，2011 年实现营收 25056.8 亿元，同比增长 31%；实现归属于母公司股东的净利润为 716.97 亿元，对应全面摊薄 EPS 为 0.827 元，同比增长 1.4%；其中四季度单季度业绩 0.14 元，略低于市场预期。

### 我们的分析与判断：

#### 1、四季度炼油和化工业绩下滑明显，拖累全年业绩

2011 年受利比亚局势、美元贬值、金融因素等影响，原油价格特别是布伦特油价从 2 月份开始快速上涨至 5 月份最高的 126 美元/桶，之后一直徘徊在 120 美元/桶上下；公司炼油业务从 3 月份开始亏损，而国内成品油价格自 4 月份之后一直没有上调，由此炼油亏损幅度一路扩大，一致持续到 8 月份，9 月份稍好一些，但 10 月份成品油价格下调使四季度炼油亏损又进一步扩大只每桶亏损接近 5 美元/桶。

公司 2011 年化工板块盈利状况应该说是近 5 年最好的一年，前三季度吨乙烯 EBIT 超过 3000 元/吨，受下游终端需求疲软的传导，公司处于相对偏中上游的化工原料在四季度几乎都大跌，四季度盈利状况是只有前三季度平均水平的 1/3 左右。

另外，勘探板块由于四季度油价有所回调而盈利有所回落，营销板块四季度基本与三季度持平；公司四季度又做了相当幅度的资产减值，约合业绩 2-3 分。

## 2、2012 年炼油业务将改观

今年 3 月 20 日，发改委上调成品油价格 600 元/吨，幅度之大为 2009 年现行成品油定价实行以来所罕见；调价之后，我们测算国内炼油盈亏平衡点将在 brent120 美元/桶左右，尽管一季度炼油亏损估计不会比去年下半年好，预计公司 4 月份炼油将基本能做到盈亏平衡。

此次调价后国内汽柴油创历史新高，因此我们认为此次调价更为重要的是，进一步坚定了成品油定价新机制推出的信心。我们认为只要伊朗局势稳定下来，今年成品油定价新机制推出的可能性还是很大的。

成品油定价新机制将对 2008 年底出台的现行成品油价格形成机制进行完善，将围绕缩短调价周期、加快调价频率，改进成品油调价操作方式，以及调整挂靠油种等；我们预计主要内容将是 22 个工作日缩短到 10 个工作日左右、三地原油移动均价变化率从 4% 缩小到 2%、WTI 加入挂靠油种、满足调价条件时在最高限价范围内企业自主定价；若推出，石油石化炼油业务做到基本盈亏平衡或微利成为可能、有利于改善石油石化的盈利水平、炼油亏损担忧的估值折价也将在一定程度上得到修复。

## 3、今年上游、营销将稳中有升，化工业务盈利估计将明显下滑

今年由于伊朗局势，油价仍将维持为高位，再加上天然气价格预计将上调，公司上游板块业绩将稳中有升；营销板块预计将保持基本稳定；化工业务由于终端需求受房地产等行业疲软的影响，今年盈利状况将明显下滑。

### 投资建议：

总体来看，公司 2012 年业绩仍将稳定增长；公司第二期可转债已获批，预计今年可能会有集团公司上游海外资产的注入，再加上成品油定价新机制有望出台；预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.90、0.98 元和 1.03 元，当前位置的下行空间有限，维持“推荐”评级。

(分析师：袁孝锋、王强)

## 西宁特钢：全年业绩略低预期，未来资源是亮点

公司发布 2011 年年度报告：全年实现营业收入 82.08 亿元，比上年增长 16.39%；实现利润总额 6.09 亿元，比上年增长 46.25%；归属于母公司的净利润 3.24 亿元，同比增长 38.99%；实现基本每股收益 0.44 元，去年同期为 0.31 元。

### 我们的分析与判断：

#### 1、盈利水平提升，铁精粉业务增长明显

从全年业绩来看，营业收入、净利润与去年同期相比分别增长 16.39%、38.99%，净利润增速远大于营业收入增速。因此，公司全年净利润率得到了显著提升。

究其原因，从毛利结构来看，在不考虑内部抵销的情况下，特钢业务占比为 44.17%，同比增速只有 13.17%；而占主营业务毛利 36.01%的铁精粉增长幅度达 40.55%，使得铁精粉贡献了净利润增量的较大部分。同时高毛利的铁精粉业务也使整体利润水平得到了提升。

四季度公司营业收入环比、同比均保持小幅增长。从四季度特钢表现来看，均价明显低于三季度，营收环比小幅增长的原因主要在于三季度基数较低，营收只有 18.94 亿元，我们认为主要是由于三季度部分生产线检修影响了产销量，而四季度产销量逐渐恢复。

四季度钢价、矿价下跌的直接表现就是毛利率处于全年最低水平，加上费用率和所得税率都较前三季度有所上升，导致四季度只实现净利润 0.27 亿元，对应 EPS 为 0.003 元。

## 2、特钢产能短期提升空间不大，未来盈利较为稳定

报告期内，公司共生产钢 139.49 万吨，同比增长 1.58%；钢材 130.08 万吨，同比增长 2.73%；铁精粉 136.22 万吨，同比增长 13.87%；焦炭 71.94 万吨，同比增长 7.33%。

特钢实现毛利 7.39 亿元，毛利率 10.93%，毛利增长 12.54%；焦炭实现毛利 2.82 亿元，毛利率 24.92%，毛利增长 10.63%；铁精粉实现毛利 6.02 亿元，毛利率 56.69%，毛利增长 40.55%。在特钢业务中合结钢占比较大，营收占比 64.09%，贡献毛利 65.76%。

公司目前拥有 110 万吨铁，150 万吨钢以及 120 万吨钢材的生产能力，根据公司发展规划，现有生产线经过升级、改造，远期将形成 200 万吨特钢的生产规模。2012 年计划生产铁 145 万吨、钢 150 万吨、钢材 139 万吨、铁精粉 133 万吨、煤 17 万吨、焦炭 76 万吨。

作为西北地区重要的特钢生产基地，公司特钢业务未来将受益西部区域发展。公司产品销售以西南、西北为主要市场，报告期两地营收占比达到 52.80%。由于地理环境的限制，外地钢厂受资源和运输成本限制，进入难度大，公司的区域优势较为稳定。

公司特钢业务就历史数据来看，毛利率基本稳定在 10%-11% 之间，我们认为由于公司大部分原材料都是内部自供，销售区域相对稳定，未来该项业务的业绩贡献也将总体平稳，随着产能提升逐步小幅增长。

## 3、资源释放是盈利增长亮点

公司资源储量丰富，目前探明的铁精粉资源储量为 2.16 亿吨，煤炭资源储量 6.4 亿吨。现有铁精粉产能 170 万吨，预计 2013 年全面达产；原煤一期 120 万吨已经见煤，井下开采将逐渐全面代替露天开采，到 2015 年末形成原煤产能 240 万吨。

2012 年，随着洪水河铁矿达产以及磁铁山铁矿投产释放产量，我们预计公司铁精粉产量比 2011 年增加 20 万吨以上。木里煤田江仓矿区第一口井也将在今年达产，除了 70 万吨左右用以生产焦炭外，将有部分原煤可供直接外售。其他资源方面，钒项目一期投产，我们预计将释放偏钒酸铵产能 250 吨。

### 投资建议：

公司是西北地区最大的特钢生产企业之一，受益区域需求特钢盈利较为稳定，随着资源产能释放不断加强，未来业绩向好。我们预测 2012-2014 年 EPS 为 0.58 元、0.70 元、0.83 元，给予谨慎推荐评级。

(分析师：胡浩)

## 石化化工行业周报(120326): 旺季未如期而至, 产品价格连续回调

### 核心观点:

**本周涨幅较大的品种:** 银河重点跟踪产品中, 尿素(波罗的海小粒散装), 7.0%; 轻质纯碱(华东地区), 2.9%; 乙二醇(华东), 2.5%; 聚乙烯(余姚市场 100AC), 1.3%; 硝酸(安徽金和 98%), 1.2%。

**本周跌幅较大的品种:** 银河重点跟踪产品中, 液氯(华东), -28.6%; 二氯甲烷(华东地区), -6.5%; 环氧丙烷(华东地区), -6.4%; 涤纶 FDY(华东地区), -5.3%; 冰晶石(河南), -4.8%。

**旺季未如期而至, 产品价格连续回调:** 3 月份本是化工的传统旺季, 但今年的旺季行情并未像往年般如期而至, 当前下游需求未现好转。眼下补库存行情已告一段落, 部分化工产品价格也回到 1 月份的水平。而相应的化工股已经出现较大幅度的涨幅, 后面难以出现实质性的业绩环比增长, 注意此类股票的风险。

**聚氨酯链价格全面下跌:** 前期 MDI 迎来了一波上涨, 但在缺乏需求基本面支撑下, 价格又重回下跌通道中。本周环氧丙烷、聚醚价格跌幅较大, 环氧丙烷同比下降 6.4%, 硬泡聚醚同比下跌 3.8%, 特别是聚醚库存消化困难, 后期价格继续弱勢的概率较大。己二酸延续着下跌走势, 本周同比下降 3.4%, 后市还面临着产能释放压力, 形势不容乐观。

**《页岩气十二五规划》正式印发:** 具体规划目标为, 优选 30~50 个页岩气远景区和 50~80 个有利目标区; 探明页岩气地质储量 6000 亿立方米, 可采储量 2000 亿立方米; 2015 年页岩气产量 65 亿立方米; 形成适合我国地质条件的页岩气地质调查与资源评价技术方法, 页岩气勘探开发关键技术及配套装备。

**本周银河化工景气指数为-3(6 跌 3 涨 11 平), 上周指数为-4(7 跌 3 涨 10 平)。** 经历节后补库存刺激的短暂反弹后, 化工产品价格又陷入了弱势盘整格局。化工股 PE 已进行了一段时间的修复, 后面需要出现实质性的业绩增长。当前还没有看到需求旺盛的迹象, 相反部分化工产品价格已经回到 1 月份的水平。密切关注下游需求的复苏情况, 对后续化工股的走势特别有意义。2 月份 CPI 较上年同期上升 3.2%, 低于 1 月份 4.5% 的升幅, 也低于经济学家们给出的 3.4% 的预期升幅。较低 CPI 为天然气和成品油价格调整留出了空间, 预期 3 月份会有动作。我们看好十二五期间天然气量价齐升的局面, 天然气价格也有望上调, 利好天然气生产企业, 相关的设备制造企业以及下游管输企业, 受益标的为大唐发电、广汇股份、中石油、中石化、恒泰艾普和杰瑞股份。我们亦特别看好 PX 这个子行业, 随着下游 PTA 的大规模投产, 对 PX 的需求将大增, 同时 PX 的供应受制于石脑油裂解产能增长的制约, 增长有限, 利好上石化。

(分析师: 袁孝锋、李国洪、王强)

## 机械行业周报(第 13 周): 估值修复结束 回归利润增速

### 核心观点:

#### 1、子行业景气变动及评级变动

工程机械今年 2 季度前销量超预期，中期景气度将下行。航天军工景气度往上；铁路投资将正常化，铁路设备景气度今年 2 季度将向好，中期向下。

## 2、投资组合及调整：

大（中联重科/三一重工、航空动力、天地科技）

中（杭氧股份、盾安环境、上海机电、中国卫星）

小（南风、高陶、蓝科高新、中鼎、机器人、张化机、锐奇）

## 3、短期继续看工程机械反弹、中期看好转型新兴产业装备

**工程机械：**估值修复已经结束。除了中联外估值反弹已经到位。未来股价上涨将依赖业绩是否超预期。上调了中联的盈利预测和估值目标，其它公司目前我们维持盈利预测。工程机械重点推荐中联、合力。

**航天军工：**继续看好卫星、发动机和电子信息领域的航天军工公司，看好：中国卫星、航空动力、中航电子、航天电子。

**智能装备：**受益机械替代人工趋势加速，看好机器人。

**石油天然气装备：**天然气、页岩气、煤层气投资增速将持续高增长，看好蓝科高新、杰瑞股份。

**煤化工设备：**《煤炭深加工示范规划》即将颁布实施，看好张化机、杭氧股份。

**制造业转型服务业：**看好杭氧股份、盾安环境、丰东股份。

## 4. 公司盈利预测及评级调整：

下调中集集团盈利 2012-13 年盈利预测至 1.1、1.4 元，建议等待集装箱行业拐点上行再配置。

（分析师：邱世梁、邹润芳、鞠厚林）

## 通信行业周报：三运营商年报均突出数据业务增长，整体合计投资规划增幅高于 11 年

### 核心观点：

**本周行情回顾：**本周上证综合指数涨幅-2.3%，深证综指涨幅为-3.06%，沪深 300 指数涨幅-2.69%；同期，银河通信行业指数涨幅为-4.06%，整体表现弱于上证综指和深证综指。

### 下周行业投资观点：

2 月份至 3 月中旬，通信板块相对大盘的超额收益率较高，基本完成估值修复；本周 A 股市场持续走低，通信板块继续延续 2011 年以来大盘回调时超跌、大盘反弹时更强劲的特点。

中国移动、中国电信、中国联通相继发布的年报中对 2012 年资本开支规划，合计总体上增长 10.03%，高于 2011 年总体同比 4.77% 的实际增幅，对通信设备行业 2012 年景气程度谨慎乐观。

在市场逐步聚焦 1 季报情况下，重点关注此次回调中细分行业前景看好、1 季报同比增速较好和 2012 年基本面业绩增长较确定、估值较低的错杀个股。

行业整体维持“谨慎推荐”评级，建议“标配”。公网通信主设备及相关配套企业从成长阶段步入成熟期，未来的投资机会将从行业成长性转移到内在管理水平提升、市场集中度的提高带来的盈利能力改善以及新业务拓展；而行业未来的新兴成长亮点将来自国内发展较为滞后的军工通信、政企专网通信、宽带化浪潮下的 IP 网络数据处理设备、数据挖掘及应用和移动互联网等新兴领域，并享有相应的成长性估值溢价。

#### 全年看好：

(1) 盈利拐点型：主设备（中兴通讯）、网优板块（中创信测、世纪鼎利）；

(2) 新兴成长子行业：军工通信（海格通信、烽火电子）、专网通信（海能达）、政企网信息化设备/云计算/下一代互联网（星网锐捷）、智能终端（卓翼科技）。

#### 推荐组合（维持上周）：

大市值——中兴通讯（000063.SZ，权重 30%），中小市值（按推荐次序）——海格通信（002465.SZ，权重 50%）、海能达（000063.SZ，权重 10%）、星网锐捷（002396.SZ，权重 10%）。

#### 近期重点推荐上市公司：

海格通信（002465.SZ，预计 2011-2013 年 EPS 0.70<0.73>/1.02/1.36 元），北斗民用进展和超募资金的使用是 2012 年预期外看点，军用卫星通信和北斗导航的广阔前景有望提升公司估值溢价！

（分析师：王家炜）

## 四、 当日政策经济、行业及个股要闻

社保基金会称千亿养老金主投债市和银行存款

国家食药监局：今年严厉整治餐饮行业潜规则

税务总局：增值税改革推广至全国将减税千亿

国企利润三年来首次下滑 国资委要求止住出血点

发改委彭森：推进征地制度改革和放宽户籍限制

全国 50 城市菜价持续增长 天气是主因油价是推手

商务部：贸易摩擦越来越频繁 中国要敢于斗争

央行副行长易纲：外汇储备太充裕 可藏汇于民

住建部副部长：十二五末保障房覆盖面达 20%

## 行业动态

国土部试点治理小产权房 准备在全国开展清理工作

住建部：房产税扩大试点具体城市未定

住建部：大部分城市应该提高收入来适合房价

姚刚：九大方面深化资本市场改革

财政部副部长：今年小微企业所得税将减半

## 五、最近一个月行业研究员推荐个股市场表现一览

代码	名称	评级	自推荐日 累积涨幅	报告日	分析师
002396	星网锐捷	推荐	6.13%	2012-02-21	王家炜
002564	张化机	推荐	-10.19%	2012-02-21	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
002478	常宝股份	谨慎推荐	3.30%	2012-02-16	胡皓
002049	晶源电子	谨慎推荐	1.46%	2012-02-16	王莉
601318	中国平安	推荐	-2.93%	2012-02-14	马勇
601601	中国太保	推荐	-6.10%	2012-02-14	马勇
600031	三一重工	推荐	-4.54%	2012-02-12	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
300005	探路者	谨慎推荐	15.62%	2012-02-10	马莉
601678	滨化股份	谨慎推荐	9.96%	2012-02-09	裘孝锋 李国洪 胡昂
002564	张化机	推荐	-1.94%	2012-02-06	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
600030	中信证券	推荐	7.47%	2012-02-06	马勇
600369	西南证券	推荐	8.60%	2012-02-06	马勇
000598	兴蓉投资	推荐	-2.72%	2012-02-03	冯大军
002465	海格通信	推荐	17.58%	2012-02-02	王家炜
600282	南钢股份	谨慎推荐	-1.38%	2012-02-02	胡皓
002564	张化机	推荐	3.40%	2012-02-01	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
000978	桂林旅游	谨慎推荐	17.46%	2012-02-01	许耀文 杨欢
600723	首商股份	推荐	5.29%	2012-01-31	陈雷 卞晓宁
600581	八一钢铁	谨慎推荐	4.56%	2012-01-31	胡皓
600031	三一重工	推荐	-6.76%	2012-01-31	邹润芳 邱世梁 鞠厚林
601989	中国重工	推荐	9.39%	2012-01-31	邹润芳 邱世梁 鞠厚林
300006	莱美药业	推荐	5.81%	2012-01-31	黄国珍 郭思捷
601169	北京银行	谨慎推荐	0.00%	2012-01-31	马勇
000876	新希望	推荐	1.53%	2012-01-31	董俊峰
000932	华菱钢铁	谨慎推荐	-3.09%	2012-01-30	胡皓
300144	宋城股份	推荐	7.71%	2012-01-20	许耀文 杨欢
002556	辉隆股份	谨慎推荐	7.30%	2012-01-19	董俊峰
600085	同仁堂	谨慎推荐	9.08%	2012-01-19	黄国珍 郭思捷
002122	天马股份	谨慎推荐	5.42%	2012-01-18	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
601628	中国人寿	谨慎推荐	-10.54%	2012-01-17	马勇
601601	中国太保	推荐	-5.42%	2012-01-17	马勇
600521	华海药业	谨慎推荐	18.67%	2012-01-17	黄国珍 郭思捷
300291	华录百纳	推荐	-0.83%	2012-02-09	许耀文 田洪港 孙津
601318	中国平安	推荐	7.95%	2012-01-16	马勇
300229	拓尔思	推荐	-5.92%	2012-01-13	王家炜

代码	名称	评级	自推荐日 累积涨幅	报告日	分析师
601233	桐昆股份	推荐	1.98%	2012-01-12	裘孝锋 王强
300104	乐视网	推荐	24.09%	2012-01-12	许耀文 田洪港 孙津
601166	兴业银行	谨慎推荐	2.18%	2012-01-12	马勇
002081	金螳螂	推荐	17.63%	2012-01-11	罗泽兵
300104	乐视网	推荐	25.75%	2012-01-10	许耀文 田洪港 孙津
601088	中国神华	推荐	-3.18%	2012-01-10	赵柯
600028	中国石化	推荐	-4.62%	2012-01-10	裘孝锋 王强
002251	步步高	推荐	18.17%	2012-01-09	陈雷 卞晓宁
002530	丰东股份	推荐	50.61%	2012-01-09	邹润芳 邱世梁 鞠厚林
000755	山西三维	推荐	21.16%	2012-01-09	李国洪
300136	信维通信	推荐	20.69%	2012-01-09	王莉
601991	大唐发电	推荐	4.57%	2012-01-04	裘孝锋 邹序元 王强

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**丁文，证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171

上海地区：于淼 021-20257811

深广地区：詹璐 0755-83453719

[fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

[yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)

[zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)