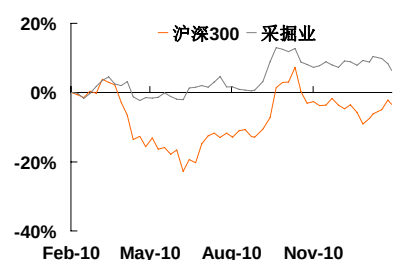


黄金行业深度报告： 2011年均价上涨22%，高位挑战1600美元

黄金：推荐（上调）

行情走势图



相关研究报告

《有色金属行业2011年投资策略——金属价格
向上，估值中枢向下》

研究员

聂秀欣 S1060208050096
0755-22625696
Liangzhigang101@pingan.com.cn

- **金价即流动性。**虽然黄金作为支付手段已经退出了流通体系，但黄金作为一般等价物的作用却从未改变，所以金价反映的不是黄金本身的供需关系，而是全球货币供需关系。推动过去10年黄金牛市的根本原因是货币政策失衡以及美元贬值引起的流动性过剩，流动性指标马歇尔K值与金价高达0.93的相关性验证了这一逻辑。
- **三因素决定2011年黄金牛市仍将持续：**流动性存量、欧美“紧财政、宽货币”政策以及地缘政治不稳决定2011年黄金牛市将持续。定量分析经济增长、货币平均增速以及美元指数后，我们预计2011年黄金均价涨幅为22%，到1486美元/盎司，高位挑战1600美元/盎司，考虑人民币3—5%的升值幅度，国内黄金均价涨幅18%，均价为316元/克。
- **2011年的两轮行情：估值修复与相对收益。**无论从横向的自身历史比较，还是纵向的子行业间比较，黄金估值已经达到了相对低点，这将推动黄金一轮修复行情；随着加息对需求负面影响的浮现，下半年基本金属价格回调压力较大，作为完全“金融金属”的黄金则不受此影响，相对收益驱动下，黄金股将迎来另一轮行情。
- **上调调黄金行业评级至“推荐”，推荐公司为：中金黄金、紫金矿业、山东黄金。**基于三点：中金黄金业绩弹性最大，紫金矿业估值最低，山东黄金资产注入预期强烈。
- **风险提示：**货币政策转向、美元升值、相关公司产量及储量的不确定性

股票名称	股票代码	股票价格 2011-2-23	EPS（元/股）				PE（倍）				评级
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	
中金黄金	600489.SH	38.60	0.66	0.80	1.20	1.56	58	48	32	25	推荐
紫金矿业	601899.SH	8.51	0.24	0.34	0.50	0.69	35	25	17	12	推荐
山东黄金	600547.SH	51.07	1.05	0.90	1.27	1.65	49	57	40	31	推荐

正文目录

一、 金价即流动性	4
1.1. 黄金的有效需求与投资需求	4
1.2. 金价即流动性	5
1.3. 货币政策失衡和美元贬值导致流动性过剩	6
二、 2011 年均价上涨 22%，高位挑战 1600 美元	7
2.1. 三因素决定 2011 年黄金牛市仍将持续	7
2.2. 国内现货金价有望挑战 350 元/克	9
2.3. 黄金时代	10
三、 评级与投资策略	10
3.1. 2011 年黄金的两轮行情：估值修复与相对收益	10
3.2. 公司推荐：中金黄金、紫金矿业、山东黄金	14
3.3. 风险提示	14

图表目录

图表 1 黄金需求结构（2009）	4
图表 2 黄金供应构成 单位：吨	4
图表 3 黄金需求结构 单位：吨	4
图表 4 马歇尔 K 值与金价相关性达 0.93	6
图表 5 金价即流动性	6
图表 6 货币政策失衡导致流动性过剩	6
图表 7 美元贬值导致全球流动性重估	7
图表 8 黄金原油价格比处均衡水平	8
图表 9 黄金铜价比处均衡水平	8
图表 10 2011 年黄金价格敏感性分析	8
图表 11 流动性与金价散点图支持金价 2011 年金价继续上涨	9
图表 12 国内金价=国际金价×人民币汇率	9
图表 13 主要金属与马歇尔 K 值的相关性	10
图表 14 金价波动性比基本金属小	10
图表 15 期货金属子行业 ROE 对比	11
图表 16 期货金属子行业连续动态估值对比	11
图表 17 黄金子行业历史连续动态 PE	12
图表 18 基本金属、黄金价格比与中国 PMI	12
图表 19 黄金与沪深 300 相对估值	13
图表 20 黄金公司动态估值比较	14
图表 21 相关公司 2011 年产量、成本及 EPS 预测	14

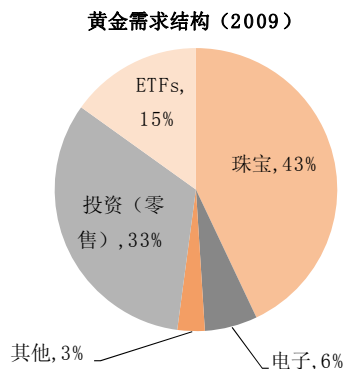
一、 金价即流动性

1.1. 黄金的有效需求与投资需求

在分析黄金消费时，我们把需求分为有效需求和投资需求。有效需求主要包括指珠宝、牙科和工业等领域，这些领域的黄金消费从实际效用（商品属性）出发，而它们的消费有效减少了流通领域黄金供给，黄金被消耗。

ETFs、零售投资（金条、金币）和央行储备等消费则是投资需求，这部分需求的驱动来自于预期价格波动（金融属性）收益，但这些消费只减少了流通渠道的黄金供应量，并未消耗黄金，随着市场的波动，这类黄金可快速的在流通领域进出。

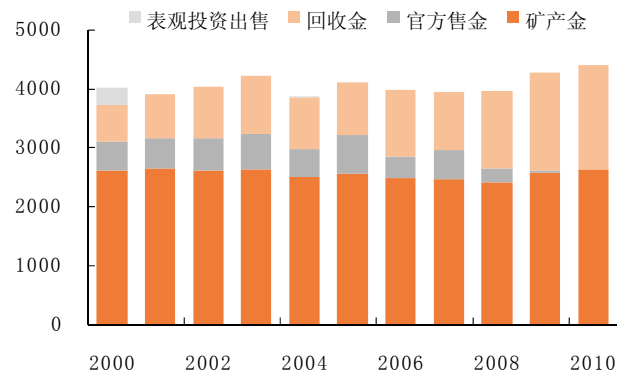
图表1 黄金需求结构（2009）



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

图表2 黄金供应构成

单位：吨

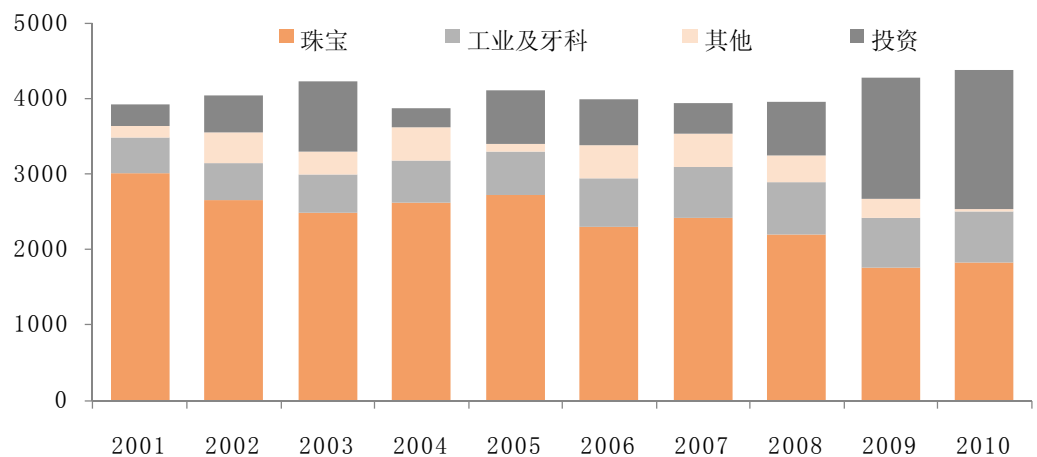


资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

我们之所以强调黄金有效需求和投资需求，是因为在过去 10 年黄金牛市中，两种需求呈现出极大的差异。

图表3 黄金需求结构

单位：吨



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

实际上，尽管过去 10 年中国和印度等传统黄金偏好国购买力不断上升，但珠宝用金的消费总量从 3205 吨/年下降至 1819 吨/年，这反映一个重要的事实：**黄金价格不断上升，但有效的消费需求不断减少，黄金的商品属性在不断弱化。**

另一方面，黄金的投资需求从 2001 年的 20 吨增加至 2010 年的 1505 吨，同一时期全球黄金年供应量从 3915 吨变成 4394 吨，仅仅增加了 479 吨。**一方面是投资需求不断增长，另一方面供应极度刚性，所以从显性供求关系来看，投资需求成为了过去 10 年推动黄金牛市的动力，那么黄金投资的预期收益成为了推动投资需求的关键。**

一般来说，投资的一个重要前提就是“可量化预期”，如股票的可量化预期是 EPS，房地产的可量化预期是租金，商品的可量化预期是供需平衡，投资者可通过自身与市场间预期的差别来进行分析判断。但黄金作为商品不存在供需平衡，因为在可见时间尺度内黄金一直是完全消费的；作为投资产品，黄金也不会产生价格之外的收益（相当于不会产生租金或 EPS），它的可量化预期即其价格波动本身，但预期价格上涨并不能成为决定价格上涨根本原因。

所以我们认为，无论是有效需求还是投资需求都不是决定黄金价格的最核心因素，从更深层次分析，**虽然黄金作为支付手段退出了流通领域，但其作为一般等价物的本质并未改变，黄金价格反映的不是黄金本身的供需关系，而是货币供需关系，推动过去 10 年黄金牛市的最根本因素是货币政策的失衡以及美元贬值导致流动性过剩。**

1.2. 金价即流动性

在分析黄金价格与流动性关系之前，我们先看一个衡量流动性的经济指标指标——马歇尔 K 值(*注)，其构造方法是以 M2 除以 GDP，而在单一国家 M2/GDP 的基础上，我们把它扩展至主要的发达经济体，包括：美国、欧元区、日本和英国，具体方法是把非美国国家 M2 和 GDP 换算成美元后进行加总，构造出汇率加权马歇尔 K 值，这样做的原因有两点：

- 1) **四大经济体代表了全球流动性的主要趋势。**四大经济体占了全球 GDP 总量的接近 60%，而且这些地区和国家资本流动性更高（这也是没有把中国纳入的原因），她们流动性的变动代表了全球流动性变动的主要趋势；
- 2) **量化了汇率对流动性影响。**全球主要商品都是美元计价的，对非美货币 M2、GDP 的汇率换算后加总，实现了不同国家流动性所对应的货币购买力的加权，反映了美元计价体系下的全球流动性。

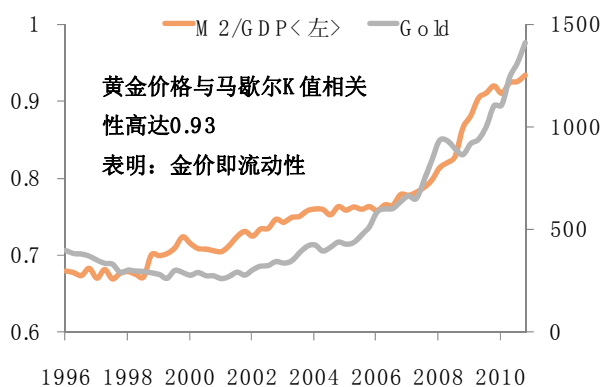
从宏观上看，货币供应量应当与经济增长相匹配，当货币供应（M2）增速高于惯常经济（GDP）增长速度时，实体经济未能有效吸收货币，货币供应“过剩”，单位货币效用降低使得作为一般等价物的黄金价格上升；反之，货币供应“紧缺”的情况下，单位货币效用上升，黄金价格下跌，所以金价的变化是货币供需关系在金融市场的一个映射。

在这种逻辑体系下，我们就能容易理解“乱世黄金”的这种传统投资智慧，因为在社会出现如天灾、战争、经济危机等动荡的时候，预期经济增长（GDP）放缓将导致 K 值上升，即流动性增加，黄金价格上涨。

*注：

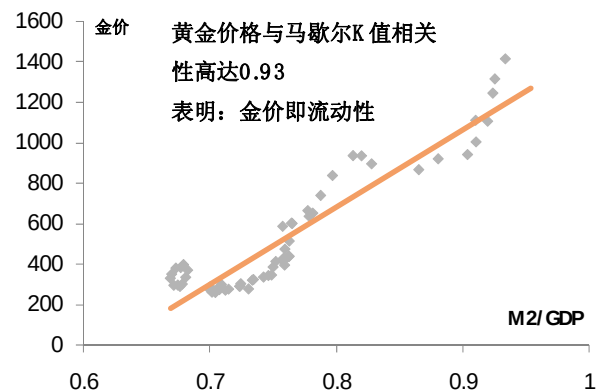
实际上，统计数据显示过去 15 年黄金价格与马歇尔 K 值的相关性高达 0.93，这验证了我们的逻辑：**金价即流动性。**现在如同基本金属里分析库存与价格关系一样，通过流动性指标马歇尔 K 值这个“可量化预期”之后，我们有了一个简单有效的工具来对黄金价格进行分析和预期。

图表4 马歇尔K值与金价相关性达0.93



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

图表5 金价即流动性



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

1.3. 货币政策失衡和美元贬值导致流动性过剩

分析马歇尔 K 值决定因素有三个：货币供应量（M2），经济规模（GDP）和汇率（美元指数），我们认为造成过去 10 年流动性过剩的关键因素有两个：

- 1) **货币政策失衡。**对比过去两个 10 年的 M2 和 GDP 可以发现，四大经济体几乎都出现 M2 平均增速上升，GDP 平均增速下降的现象。追溯这种差异，我们认为虽然 2000 年网络经济泡沫破灭，但受互联网革命的推动，整个 90 年代发达国家经济增长带有明显的技术推动的特征，所以经济能维持长时间的高速增长。网络泡沫破灭后，主要发达国家采取以宽松货币政策刺激经济增长的策略，但由于缺乏新的经济增长催化因素，GDP 增速并没有显著回升，最终陷入了不断扩张货币刺激经济的循环中，流动性不断积累。

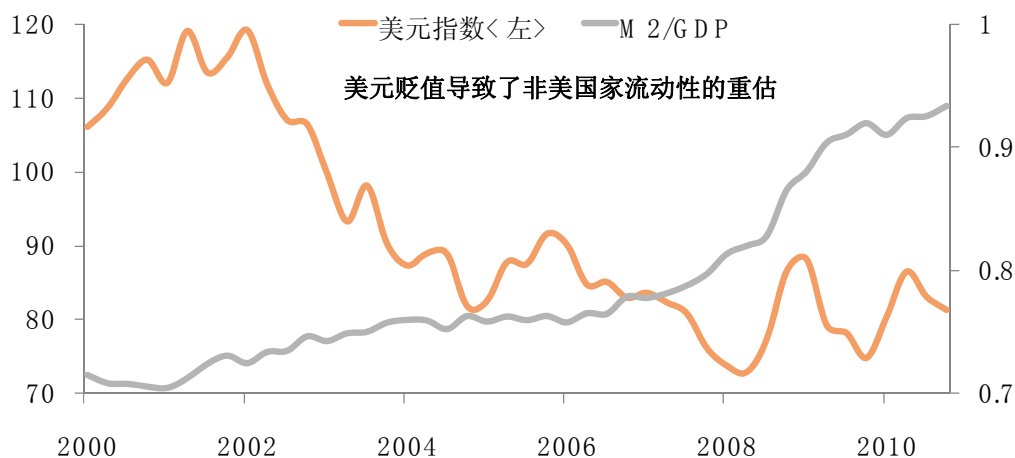
图表6 货币政策失衡导致流动性过剩

	M2平均增速			GDP平均增速		
	2001—2010	变化	1991—2000	2001—2010	变化	1991—2000
美国	6.02	>	4.19	1.61	<	3.41
欧元区	6.95	>	4.93	1	<	2.16
日本	2.03	<	2.47	0.65	<	1.19
英国	9.83	>	6.26	1.52	<	2.55

资料来源：平安证券研究所整理

- 2) **美元贬值导致全球流动性重估。**2001 年以来，美元开始持续性贬值，美元指数从最高的 121 跌至最低 71，美元贬值的最直接后果就是全球流动性的重估，因为假设以欧元计价的欧元区 K 值是 1，当欧元兑美元汇率从 1 升至 1.5，那么按照美元计价的话，欧元区 K 值变为 1.5。影响美元汇率的因素有多方面，包括国际收支、利率、通货膨胀、财政结构等，虽然美元贬值会造成全球流动性的上升，可能引起资产价格泡沫，但从美国的角度来看，美国是“乐于”看到美元贬值的，因为这会对增强美国的出口竞争力，改善贸易赤字有直接的作用。

图表7 美元贬值导致全球流动性重估



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

二、 2011 年均价上涨 22%，高位挑战 1600 美元

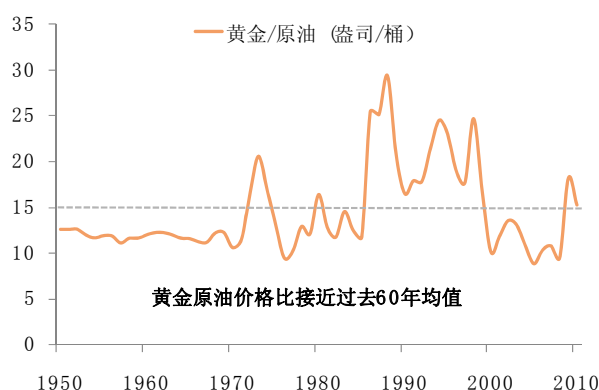
2.1. 三因素决定 2011 年黄金牛市仍将持续

我们认为 2011 年黄金价格将继续上涨，预计黄金均价将上升 22%，到 1485 美元/盎司，而量化宽松货币政策的取消乃至加息都不会改变黄金的上升趋势，主要原因有三点：

- 1) **巨大的流动性存量是金价最强有力的支撑。**发达国家货币政策失衡是一个长期性、结构性的问题，而未来一两年全球经济复苏基础仍然脆弱，客观经济环境决定了这种长期性货币政策的转向的可能性极低；
- 2) **“紧财政、宽货币”决定流动性持续增长。**最新经济数据显示，四季度欧洲和日本均出现 GDP 环比增速的状况，我们认为，政府紧缩开支导致经济增长缓慢的状况逐渐显现，在宽松货币政策的背景下，GDP 增速放缓将导致流动性进一步提高，这将使得金价持续上升；
- 3) **地缘政治不确定性增添黄金避险价值。**去年 12 月底来，政治运动席卷中东和北非地区，作为全球最重要的石油产区和地缘政治最敏感的区域之一，不确定性将使得黄金的避险需求进一步增加。

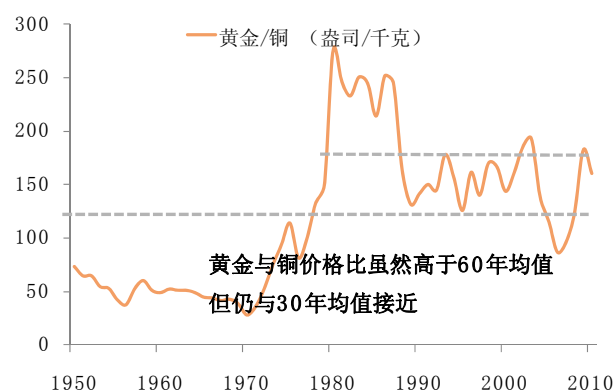
实际上，我们看到全球流动性增加导致的后果不仅仅是黄金价格上涨，如铜、原油等重要大宗商品价格也屡创新高，比较黄金/铜（盎司/千克）、黄金/原油（盎司/桶）价格可发现，目前比值区间接近过去 30 年的中值，这表明了商品价格上涨是一个系统性的趋势，黄金价格并未偏离合理运行区间。

图表8 黄金原油价格比处均衡水平



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

图表9 黄金铜价比处均衡水平



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

根据金价与马歇尔 K 值的数量关系，结合 IMF 对 2011 年全球经济的预测，我们对黄金价格进行了敏感性测算，得出了三种假设情况下对应黄金价格的运行区间为 1358——1543 美元/盎司。

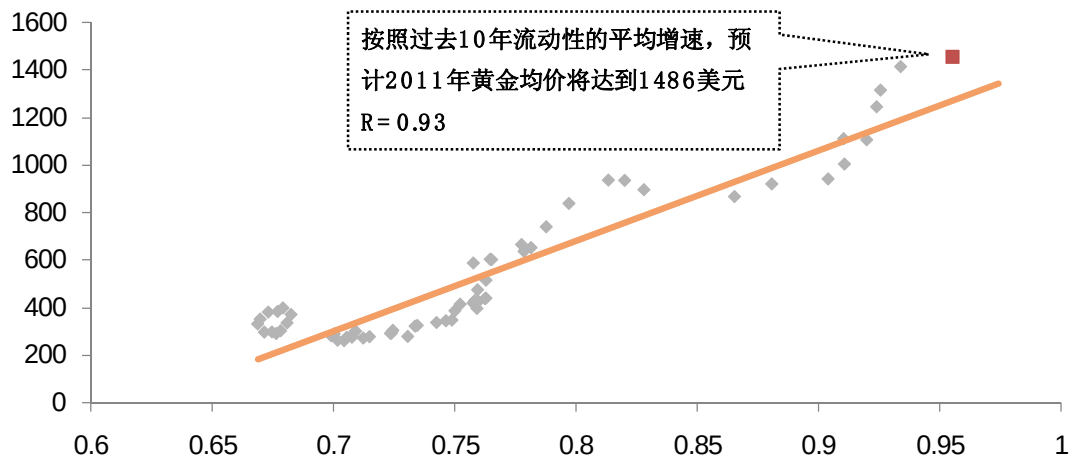
图表10 2011年黄金价格敏感性分析

主要假设		GDP增速	M2增速	美元指数	均价
经济增长超出预期，货币政策收紧，美元升值	美国	3.4	6.0	90	1393
	欧元区	1.7	6.6		
	日本	1.8	4.3		
	英国	2.9	8.4		
经济增长符合预期，货币政策常态，美元持平	美国	3.0	6.2	80	1486
	欧元区	1.5	7.6		
	日本	1.6	4.8		
	英国	2.0	9.3		
经济增长低于预期，货币政策宽松，美元下跌	美国	2.8	6.3	70	1584
	欧元区	1.4	8.6		
	日本	1.5	5.4		
	英国	1.5	10.3		

资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

其中我们认为第二种较为“中性”假设可能性最大，即依靠流动性的惯性——全球经济继续在预期内复苏，M2 增速为过去 10 年的均值，美元指数维持在 80 的三年运行中值，得出 2011 年均价约为 1486 美元/盎司，较 2010 年的 1224 美元/盎司上涨约 22%，而金价高点很大可能将超过 1600 美元/盎司。

图表11 流动性与金价散点图支持金价2011年金价继续上涨

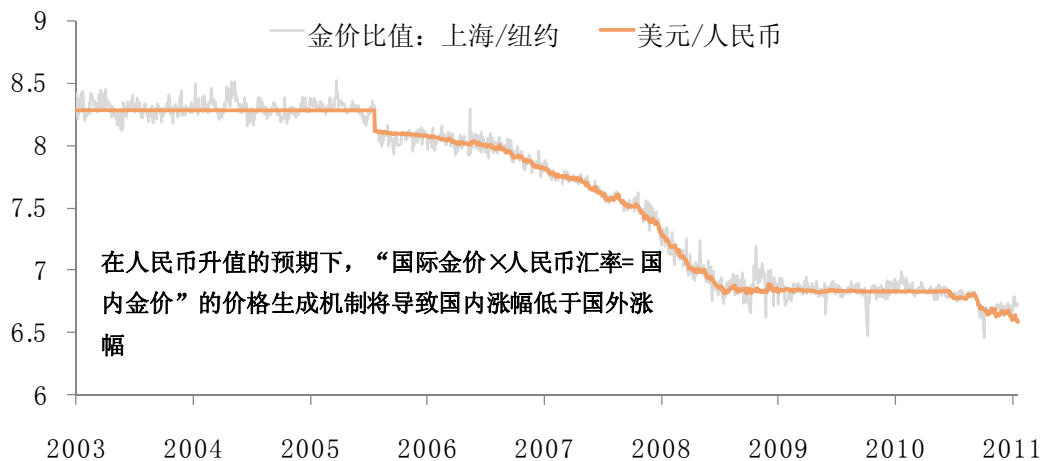


资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

2.2. 国内现货金价有望挑战 350 元/克

在自由贸易机制下，不同国家商品价格会相互流动达致平衡，但国内黄金在定价权上存在“先天的缺陷”——国内对黄金实行流通管制，国内金价无法影响国外金价，国内金价的形成变为从国外到国内的单向传导，通过上海现货和纽约现货金价对比我们可以看到，两者比值跟美元/人民币汇率有着高度的一致性。

图表12 国内金价=国际金价×人民币汇率



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

在“国际金价×汇率=国内金价”的价格形成模式下，人民币的升值将导致国内金价涨幅要低于国外，如：2010年纽约现货金价涨幅为27.8%，而上海现货金涨幅为23.4%，3.4%的涨幅差跟3.3%的人民币升值幅度相对应。根据平安宏观研究小组的预期，2011年人民币升值幅度约为3—5%，假设人民币升值4%，那么2011年国内黄金均价约316元/克，较2010年上涨18%，而高点将挑战350元/克。

2.3. 黄金时代

就更长的趋势而言，我们对黄金价格持有乐观的预期，因为以中国为代表的发展中国家兴起，将为全球经济注入更多的流动性，而这些流动性成为了支撑黄金价格长期上涨的另一个关键因素。2010 年中国 GDP 总量达到 6 万亿美元，超过日本成为全球排名第二，占全球 10%，而由于资本管制的原因，中国资金只能透过对外投资和 QDII 等渠道间接参与全球资产市场定价，大部分的流动性仍被限制。

但从长远的角度来看，资本市场开放、货币自由流通是必然方向，这意味着中国庞大的流动性将不断向全球释放。不考虑未来全球流动性可能的增量，仅按照当前中国 GDP、M2 和汇率，假设这部分流动性全部被释放，2010 年的黄金价格将在实际收盘价 1412 美元的基础上再上涨 41%，达到 1996 美元/盎司。

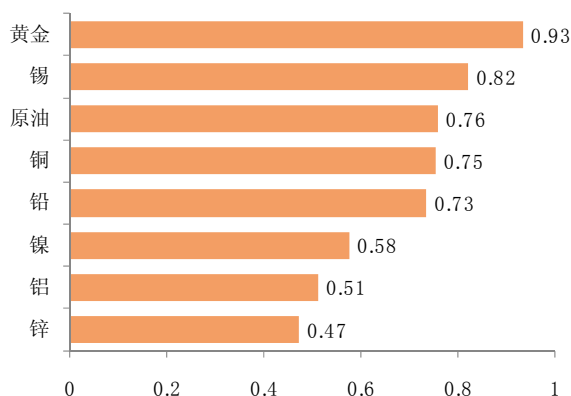
我们看好金价，因为全球经济已经陷入只能依靠不断放宽货币来刺激经济增长的“恶性”循环当中，货币“印刷”速度 > 经济发展速度 > 黄金生产速度 的格局仍将持续，金价将不断被推高，这是一个黄金时代。

三、 评级与投资策略

3.1. 2011 年黄金的两轮行情：估值修复与相对收益

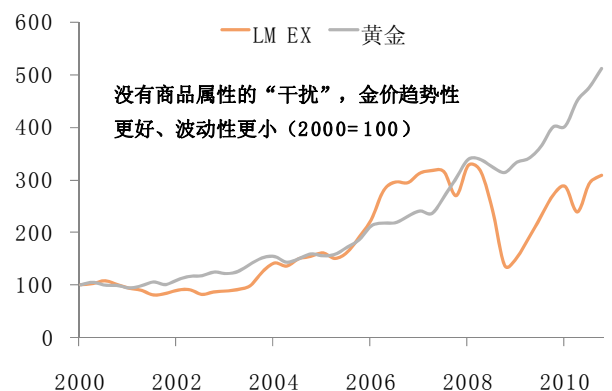
黄金与流动性高度相关使得金价比基本金属具有更高的稳定性，因为相对于复杂多变的供需关系，决定流动性的 M2、GDP 等宏观经济数据具有更高的稳定性、更良好的趋势性，这种稳定性从价格上表现就是金价波动要低于一般基本金属。

图表13 主要金属与马歇尔K值的相关性



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

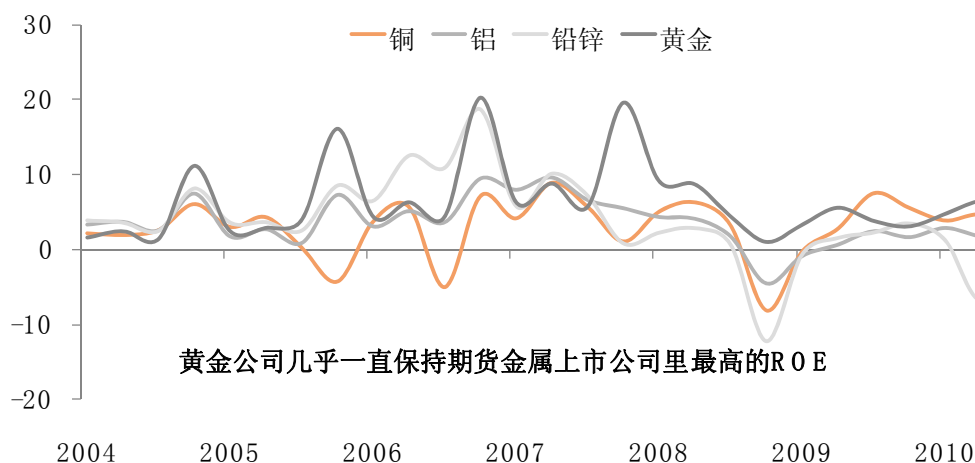
图表14 金价波动性比基本金属小



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

对于金属冶炼企业来说，企业经营的最大风险之一是价格波动，而金价良好的上涨趋势和低波动性使得相关公司的盈利能力一直是有色行业里面最稳定的。数据显示，过去 8 年黄金公司的平均 ROE 达到 7.1%，而铜行业为 3.1%、铅锌行业为 3.6%，铝行业为 3.5%，而高 ROE 使得黄金公司在有色行业里面一直获得相应的估值溢价。

图表15 期货金属子行业ROE对比

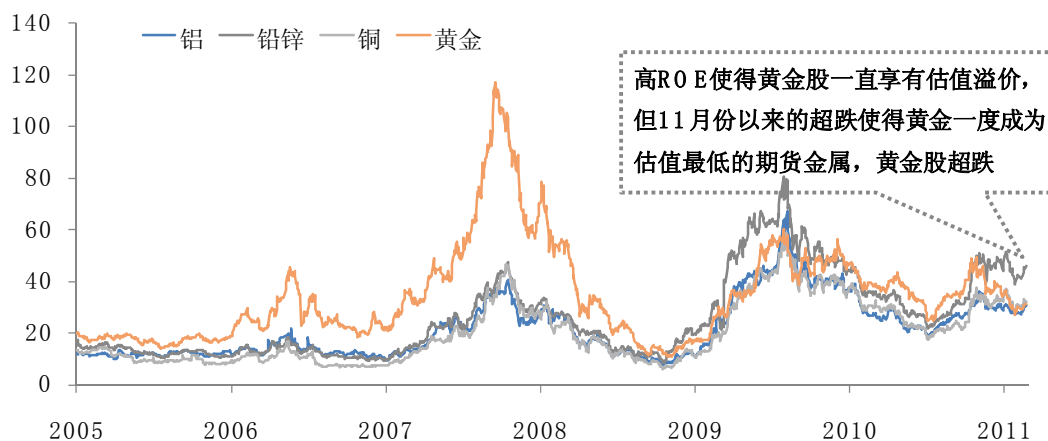


资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

但自 2010 年 11 月中旬大盘调整开始以来，黄金行业的相对估值溢价不复存在，体现为两方面：

- 1) 纵向比较，黄金估值与铜铝相当。截止 2 月 23 日，黄金行业的平均未来 12 个月动态 PE 为 33 倍，铝行业为 30 倍，铜行业为 31 倍，铅锌行业为 45 倍，而在过去 5 年的绝大部分时间里，黄金行业的估值都是主要期货金属里面最高的；

图表16 期货金属子行业连续动态估值对比



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

- 2) 横向比较，黄金估值低于历史均值。过去 1—5 年黄金公司的平均估值分别为 36 倍、40 倍、35 倍、41 倍和 38 倍，而目前 31 倍动态 PE 低于过去 5 年的所有均值。黄金行业上一次出现的估值低点是 2010 年 7 月份，当时动态 PE 为 26 倍，尽管仍低于目前水平，但目前黄金已经是所有有色金属里最接近那个低点的子行业。

图表17 黄金子行业历史连续动态PE



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

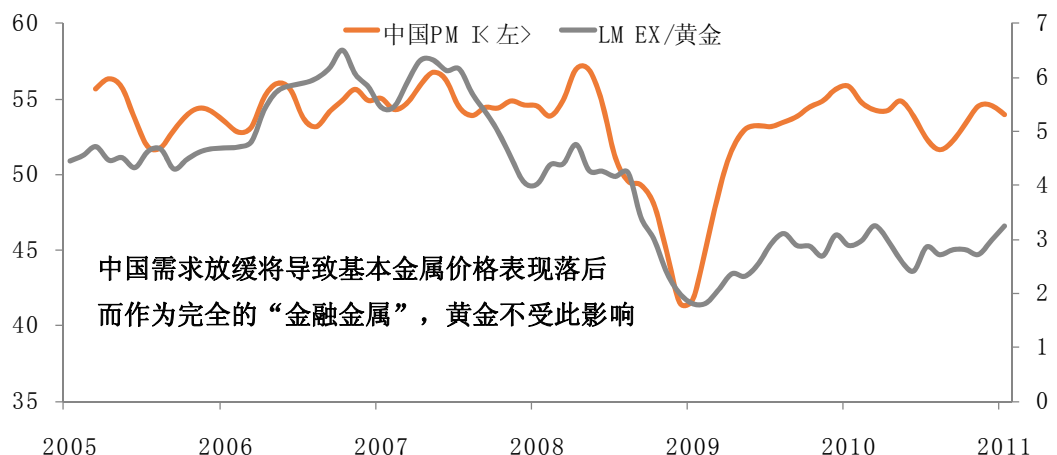
造成黄金估值被严重压缩的原因来自两方面：1) 对黄金价格的忧虑；2) 国内流动性紧缩使得估值中枢下移。

对于黄金价格，我们在第一部分已经进行了详细的讨论，我们认为在结构性的失衡货币政策造成的流动性泛滥推升下，2011年金价均价将达到1485美元/盎司，较2010年上涨22%，而如年初基金调整头寸导致的价格回调的短期市场波动并不能改变黄金的长期趋势。实际上年初基金大幅减仓仅导致黄金下跌5%，最新（2月22日）黄金价格再度反弹至1400美元之上。

更进一步，我们认为下半年黄金价格的表现要优于基本金属，因为对于基本金属来说，影响它们商品属性的核心因素是中国需求，而目前中国已经进入加息周期，流动性的紧缩将会影响中国需求，这是目前基本金属价格面临的重大忧虑，而我们认为下半年这些负面影响将逐步浮现，更详细论述见《2011年有色行业投资策略：金属价格向上，估值中枢向下》。

相对而言，黄金是一种完全的“金融金属”，它不会受中国因素影响，实际上，过去周期表明，中国需求放缓期间，基本金属表现要逊于黄金。通过金价、基本金属价格指数LMEX与中国PMI对比，我们可以发现在中国PMI下滑期间，金价的表现要比基本金属要好。基于以上预期，我们看多黄金。

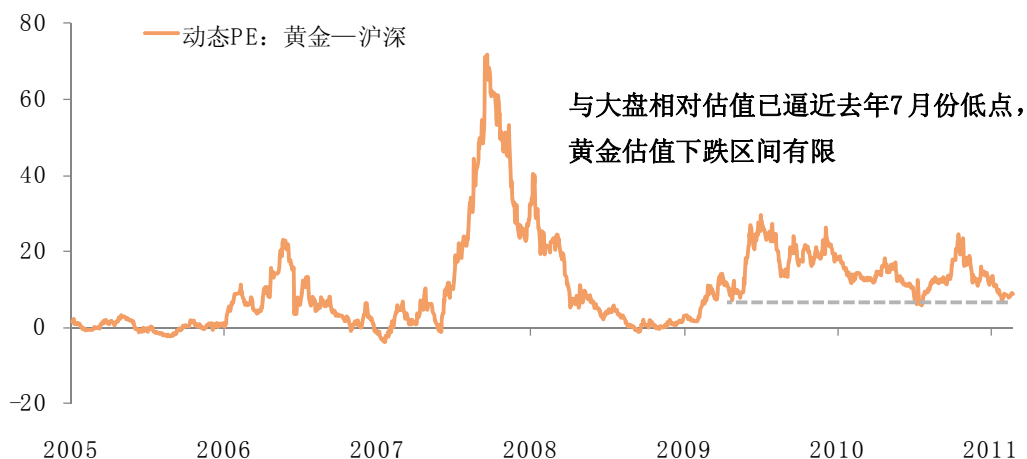
图表18 基本金属、黄金价格比与中国PMI



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

平安策略研究小组认为，2010 年 7 月份调整的低点是重要的可参考估值底，而考虑 2011 年经济预期以及上市公司利润增速后，目前大盘估值水平与去年 7 月份低点相当。对比黄金行业与大盘估值，目前黄金与大盘估值差为 8 倍，已经接近去年的最低点（当时差值为 6 倍），这意味着**黄金板块的调整已经非常的充分**，此外黄金也是有色板块里最接近当时低点的子行业。

图表19 黄金与沪深300相对估值



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

在《2011 年有色行业投资策略：金属价格向上，估值中枢向下》中我们强调了对于在流动性紧缩背景下有色行业估值风险的忧虑，但经过 11 月份以来的下跌调整后，无论是从子行业间估值的纵向比较、还是本身历史估值的横向比较，目前黄金板块的估值风险已经得到了充分的释放，考虑到 2011 年 18% 的价格上涨预期，我们认为**目前黄金的估值吸引力已经出现**，行业评级从“中性”调高至“推荐”，此外我们认为下半年金价表现将优于一般基本金属，建议在有色金属里超配黄金。

我们认为 **2011 年黄金将出现两轮较为显著的行情：**

- 1) **第一轮是估值修复**，无论从行业间纵向比较、还是自身历史的横向比较，目前黄金估值已经偏离正常水平，估值修复将推动黄金股走出相对独立的表现，而目前估值修复行情已经开始出现；
- 2) **第二轮将是相对收益**，我们预期中国加息对基本金属需求造成的负面影响将在下半年浮现，价格下跌风险加大，但黄金不会受影响，所以在价格表现差异下，相对收益将驱动黄金股价上涨。

3.2. 公司推荐：中金黄金、紫金矿业、山东黄金

我们推荐的公司为：中金黄金、紫金矿业、山东黄金，基于三个方面的考虑：

- 1) **业绩弹性——中金黄金**。我们预计 2011 年紫金矿业、山东黄金和中金黄金的矿产金产量分别为 33 吨、20 吨和 19 吨，而三家公司对应 2 月 22 日收盘价市值分别为 1237 亿、726 亿和 549 亿，每亿元市值对应的黄金产量分别为 26.7 千克、27.5 千克和 34.6 千克，所以单从业绩弹性来说，中金黄金的 34.6 千克/亿元是最高的，此外，中金黄金也是黄金股里唯一估值低于去年 7 月份低点的公司。

图表20 黄金公司动态估值比较



资料来源：平安证券研究所 Bloomberg

- 2) **估值优势——紫金矿业**。2011 年 17 倍的市盈率使得紫金矿业不仅仅是估值最低的黄金公司，也是估值最低的有色公司，虽然已解禁限售股一定程度上造成了公司的估值折价，但是公司 683 吨的黄金储量全国第一，1063 万吨的铜储量全国第二，此外还有白银、铁矿石、锡、煤等资源，是未来中国除五矿、中铝之后的有色资源第三极，所以限售股不足以左右公司的长期投资价值。
- 3) **资产注入——山东黄金**。过去三年山东黄金为黄金资源扩张速度最快的公司，黄金储量从 2008 年的 167 吨增至 2010 年的 326 吨，此外，山东黄金集团公司目前拥有 200—250 吨的探明黄金储量，集团公司资产注入预期明确，这提升了山东黄金的内涵价值。

图表21 相关公司2011年产量、成本及EPS预测

公司	收盘价	市值 (亿)	储量E (吨)	矿产金 (吨)		成本 (元/克)		EPS		PE	
	2-23			10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E
中金黄金	38.60	549	451	18	19	145	150	0.8	1.2	48	32
山东黄金	51.07	726	326	19	21	140	145	0.9	1.27	57	40
紫金矿业	8.51	1237	683	31	33	70	75	0.34	0.5	25	17

资料来源：平安证券研究所整理

3.3. 风险提示

货币政策转向、美元升值、相关公司产量的不确定性

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257