

日期: 2009 年 2 月 2 日



胡月晓 李剑峰 许瑾
021-53529888-1917
huyuexiao@sigchina.com

工业生产暂时企稳 价格继续保持回落

——2009 年 1 月宏观研究月报

■ 主要观点:

工业生产暂时止跌

去库存化高峰过去,让工业生产暂时停止了下跌势头。但由于过剩产能的消化才刚刚开始,断言工业生产就此恢复还为时尚早。我们认为,未来工业生产有可能再次下探,从而造成企业效益的进一步滑坡。中国的本轮经济调整是内外因素作用下的产物,更大程度上还是中国自身产能过剩的结果。因此,预计工业增加值增速即使短期内可能会因为政府刺激政策的实施逐步显效而有所反弹,但低位运行的局面长期内仍难有改变。中国经济能否复苏取决于两个因素:去库存化和去过剩产能化。

通货紧缩悄然到来

即使在仅把 CPI 为负才看作是通货紧缩的严格界定下,通货紧缩虽然不是经济社会的运行常态,但也不是一种罕见现象。在当前的国内外宏观经济环境下,按照以往的经济运行规律和当前物价运行趋势,2009 年 1 月我国 CPI 将很有可能回落至 0 值下方。中国将正式步入通货紧缩状态,而且这种状态很有可能持续 2 年左右时间。

“窗口行情”或为 2009 年资本市场运行特征

窗口行情很可能是贯穿 2009 年全年的市场表现特征。即在远离数据公布的时间段内,政策对市场信心的提振作用较大;在报表或宏观数据公布的日子,出于对不好数据的担忧,市场会相对谨慎。

石化、纺织、船舶三大产业振兴规划有望第二批获批

2009 年 1 月 19 日召开的国务院工作会议,明确了要加快制定和实施重点产业调整振兴规划。按照国务院十个重要产业调整和振兴规划的研究进展情况,未来 1-2 月内最有可能获得通过的产业规划为石化、纺织、船舶产业。

报告编号:

相关报告:

《融入世界: 2008 后中国经济评述》

表 1 当前国民经济运行情况 (累计同比增长 %)

年份	2006			2007				2008				2009
季度	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一*
GDP	12.0	11.8	11.6	11.7	12.0	12.0	11.9	10.6	10.4	9.9	9.0	6.6
生产	19.5	16.1	14.7	17.6	19.4	18.9	17.4	16.4	16.3	15.4	12.9	5.2
消费	13.3	13.5	13.7	14.9	15.4	15.9	16.8	20.6	21.4	22.0	21.6	15
CPI	1.3	1.3	1.5	2.7	3.2	4.1	4.8	8.0	7.9	7.0	5.9	-0.1
M2	18.4	16.8	16.9	17.3	17.1	18.5	16.7	16.3	17.23	16.2	17.82	16.8

注: “生产”选取工业增加值指标, “消费”选取社会消费品零售总额指标, *代表预测值

一、经济运行数据分析

■ 工业生产暂时止跌

12 月份工业增加值同比增长 5.7%，较上月略微反弹了 0.3 个百分点，这是工业增加值连续五个月快速下滑之后的首度反弹。但将 12 月份的数据与历史数据比较可以看出，5.7% 的同比增幅虽然高于上月，但仍低于前次亚洲金融危机期间创下的 7.0%（1999 年 10 月）的历史最低点，以及 1998 年和 1999 年分别为 8.8% 和 8.9% 的年增幅，显示目前经济的情况依然比较糟糕。

中国的本轮经济调整是内外因素作用下的产物，更大程度上还是中国自身产能过剩的结果，因此中国经济能否复苏取决于两个因素：去库存化和去过剩产能化。第一个过程大约半年左右时间就能完成，实际上现在已基本结束。第二个过程需要 2-3 年左右时间，宏观层面上涉及经济结构调整，微观层面上涉及企业并购重组，过剩产能的消化，目前还刚刚开始。因此，即使出现一些好转迹象，也只能说经济是停止下滑，不能说开始好转。去库存化高峰过去，让工业生产暂时停止了下跌势头。但由于过剩产能的消化才刚刚开始，断言工业生产就此恢复还为时尚早。

我们认为，未来工业生产有可能再次下探，从而造成企业效益的进一步滑坡。工业增加值持续低迷的主要原因还是对外部经济预期的不明确以及总需求继续下滑的风险依然存在，使得企业主动采取收缩的对策。此外，需求的快速萎缩也导致了大量中小企业倒闭。

作为经济先行指标的 PMI 和发电量数据在 12 月份虽然也出现了环比上升，其中 PMI 为 41.2%，较 11 月份的最低纪录 38.8 上升了 2.4 个百分点；12 月份全社会发电量同比下降 6.5%，环比上升了 6.8 个百分点；但我们认为工业增加值、发电量和 PMI 的环比上升均源自于 4 万亿投资的拉动、企业库存的减少以及节日消费需求的提高。这些因素实质上都是工业生产状况的确认指标，并不具有先行知道意义。何况 PMI 已经连续三个月低于 50% 的警戒线，显示制造业依然处于萎缩状态，而工业增加值和发电量仍然保持低位运行，经济是否就此触底回升还有待进一步的观察。

我们认为中国的本轮经济调整是内外因素作用下的产物，更大程度上还是中国自身产能过剩的结果。因此，预计工业增加值增速即使短期内可能会因为政府刺激政策的实施逐步显效而有所反弹，但低位运行的局面长期内仍难有改变。

■ 进出口贸易进一步恶化

2008 年 12 月份我国实现出口 1111.57 亿美元，同比下降 2.8%；进口 721.7 亿美元，同比下降 21.3%；实现贸易顺差 389.8 亿美元，同比增长 71.82%。在 11 月份进出口双双出现同比增速大幅下降之后，12 月

份的进出口的下滑速度有所放缓，分别比 11 月份下滑 0.6%和 3.4%，比起上月 21.4%和 33.5%的降幅可以说是大大趋缓。与此同时，12 月份的贸易顺差也结束了连续三个月创新高的局面，收窄于 389.8 亿美元。

回顾 2008 年，我国全年共实现出口 14285.5 亿美元，同比增长 17.2%；进口 11330.8 亿美元，同比增长 18.5%；贸易顺差 2954.7 亿美元，同比增长 12.5%。较 2007 年相比，我国外贸均实现了较大幅度的回落，2007 年的出口、进口与贸易顺差同比增幅分别为 25.63%、20.8%和 47.15%。2008 年最后两个月我国出口大幅下降的主要原因，在于受经济衰退影响，美欧日发达经济体的需求放缓。如果考虑到通过香港的转口贸易，中国对这三个发达经济体的出口占比在 60%左右，这些经济体陷入经济衰退无疑会拖累中国的出口。中国对外贸易状况急剧变差，说明金融危机通过贸易渠道的传递，开始影响我国实体经济。

■ 消费增长平稳放缓

12 月份消费同比增长 19%，较上年同期下降 1.2 个百分点，较上月下降了 1.8 个百分点。我们认为物价的持续回落是消费增长放缓的主要原因。物价自 5 月份以来连续 8 个月回落，特别是近几个月回落幅度较大。2008 年全年社会消费品零售总额 108488 亿元，比上年增长 21.6%，增速比上年加快 4.8 个百分点，其中 12 月份同比增长 19%。分城乡看，城市消费品零售额 73735 亿元，增长 22.1%，加快 4.9 个百分点；县及县以下消费品零售额 34753 亿元，增长 20.7%，加快 4.9 个百分点。

此外，无论从劳动力市场日趋疲软以及从居民收入增速不断回落来看，还是从微观层面各消费领域的景气来看，消费增长的减速并不令人意外。数据显示 2007 年四季度以来，随着居民可支配收入增速的大幅下滑，居民消费性支出也大大减少，居民对消费的信心也在不断下降。

■ 价格下降趋势不变

12 月份，CPI 同比增幅继续回落至 1.2%，较 11 月份 1.6%的同比降幅相比，回落速度有所放缓；PPI 同比增幅降至-1.1%，5.8%的同比降幅也较上月放缓；原材料、燃料、动力购进价格指数同比增长-1.1%，同比增幅比 11 月份下降%，降幅也实现下降。

各项价格指数延续前期的下降趋势，主要原因在于：第一，上游价格继续回落，如国际大宗商品价格的继续回落，PPI 中的生活资料价格的继续回落等。同时，较前期相比，上游价格的降速放缓，也导致下游价格本月的降幅收窄。第二，经济下行期间，总需求低迷以及库存消化还需时日导致价格下滑。

从第四季度的价格走势判断，我们认为，“坏”的通缩已经来临。根据通货紧缩对经济的影响程度，可分为“好”的紧缩和“坏”的紧缩。

所谓“好”的紧缩是指物价下降能够带来需求的增加，从而对经济增长有一定的促进作用；而所谓“坏”的紧缩是指物价进一步下降而压缩企业利润空间，企业缩减生产规模而导致失业率升高，居民收入下降导致消费减少，从而对经济有负面影响。从目前的情况看，即将到来的通货紧缩显然是一个“坏”的紧缩。

■ 信贷增加带来货币供应回升

信贷增加带来了流动性的回升。2008年12月末，广义货币供应量(M2)余额为47.52万亿元，同比增长17.82%，增幅比上年末高1.08个百分点，比上月末高3.02个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为16.62万亿元，同比增长9.06%，增幅比上年末低11.99个百分点，比上月末高2.26个百分点；市场货币流通量(M0)余额为3.42万亿元，同比增长12.65%。全年累计净投放现金3844亿元，同比多投放541亿元。

货币供应增速回升的原因在于信贷体系创造货币能力的增加和基础货币投放的增加。12月，人民币贷款增加7718亿元，同比多增7233亿元；市场货币流通量(M0)余额为3.42万亿元，同比增长12.65%，全年累计净投放现金3844亿元，同比多投放541亿元。近几个月来，为抑制经济增长下滑过快的局面，中央和地方各级政府出台了一系列扩大内需的重要举措，加大了对基础设施建设的投资力度。虽然扩大内需、刺激政策的宏观调控政策在实体经济领域效果还不甚明显，但市场的信心不再继续恶化，信贷市场活跃度重又上升，信贷增速显著回升。

■ 物价快速波动导致2008年经济走势前高后低

引起2008年经济数据的大起大落的原因有很多，但从现象上看，最根本的一点，是物价走势的快速转变：2008年上半年的高通胀，迅速转化为下半年的通货紧缩。物价走势的这种快速变化，导致了企业经营行为的快速转变：上半年高通货膨胀形势下，企业为减少成本，纷纷大幅度增加了库存，有的企业还采用金融工具锁定了未来2-3年的采购成本。下半年物价的快速回落，令普遍已积累起高库存的企业经营形势急剧恶化，高库存和锁定的高原材料成本不能随产品销售价格的下调而快速下降。高库存和通货紧缩导致了企业经营行为在2008年下半年又发生另外一种变化：拼命削减库存。上半年的增加库存行为在下半年通货紧缩来临时，造成了企业效益的普遍降低。下半年企业普遍的去库存化行为，导致了下半年工业增加值的快速下降，从而最终导致了GDP增速的快速下降。从GDP增速回落的速度看，中国经济实质上已经发生了“硬着陆”。

二、经济政策与重大事件分析

■ 钢铁、汽车产业振兴规划首获通过

1月14日，钢铁、汽车产业振兴规划获国务院常务会议通过。在当

前新一轮的经济调整中，钢铁、汽车行业产能过剩的情况尤其严重，制定实施汽车和钢铁产业调整振兴计划，对于推进汽车、钢铁产业结构优化升级，增强企业素质和国际竞争力，促进相关产业和国民经济平稳较快发展，具有重要意义。

针对钢铁行业现状，钢铁产业振兴规划确立了“控制总量、淘汰落后、联合重组、技术改造、优化布局”的调整重点，力推钢铁产业由大变强。钢铁产业振兴规划的主要内容是：一、统筹国内外两个市场，落实扩大内需措施，拉动国内钢材消费；二、严格控制钢铁总量，淘汰落后产能，不得再上单纯扩大产能的钢铁项目；三、发挥大集团的带动作用，推进企业联合重组，培育具有国际竞争力的大型和特大型钢铁集团，优化产业布局，提高集中度；四、加大技术改造、研发和引进力度，在中央预算内基建投资中列支专项资金，推动钢铁产业技术进步，调整品种结构，提升钢材质量；五、整顿铁矿石进口市场秩序，规范钢材销售制度，建立产销风险共担机制。钢铁产业振兴规划的公布，对国有大中型钢铁企业利好，特别是央企；将促进企业联合重组，并购贷款推出有利加快央企并购进程；企业所得税属地纳税为央企并购扫清障碍。

针对汽车产业现状，汽车产业振兴规划确立了以“实施积极的消费政策，稳定和扩大汽车消费需求，以结构调整为主线，推进企业联合重组，以新能源汽车为突破口，加强自主创新，形成新的竞争优势”为原则的产业振兴规划。汽车产业振兴规划的主要内容是：一、培育汽车消费市场；二、推进汽车产业重组。支持大型汽车企业集团进行兼并重组，支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模。三、支持企业自主创新和技术改造。四、实施新能源汽车战略。五、支持汽车生产企业发展自主品牌，加快汽车及零部件出口基地建设，发展现代汽车服务业，完善汽车消费信贷。从公布的实施措施看，汽车产业振兴规划将促进小排量车、微卡、轻卡和交叉型车销售，提升国内汽车消费需求；有利于引导行业投入自主技术和新能源技术，有利于行业的长期健康发展。

■ “家电下乡”政策普及拉长家电生命周期

从2009年2月1日起，“家电下乡”将全面覆盖全国所有内地省市。相关人士测算，“以财政补贴家电下乡”政策实施四年，可实现家电下乡产品销售4.8亿台，累计拉动消费有望达到9200亿元。根据财政部、商务部正式下发的《家电下乡推广工作方案》，扩容后的家电下乡产品在原有的彩电、手机、冰箱(冷柜)的基础上增加了洗衣机，向农民补财政贴资金占销售额的比例则从试点期间的15%统一调整为13%。对补贴产品设定了最高限价，彩电不超过2000元，冰箱不超过2500元，洗衣机不超过2000元，手机不超过1000元。

家电下乡在各地实施的时间统一暂定为四年，即从2009年2月1日起到2013年1月底。全国广大农民消费者将从2009年2月就可以享受到13%的财政补贴，用以购买家电产品。财政部实施这一政策的目标是：用四年左右时间基本使农村主要家电产品拥有率达到城市2000年水平，使城乡家电普及率差距由目前的近20年缩小到10年。

■ 美国众议院通过8190亿美元经济刺激方案

在美国总统奥巴马的强力敦促下，美国众议院于1月28日通过了总额为8190亿美元的经济刺激方案。根据这项方案，美国国会将授权联邦政府获得5440亿美元的投资基金，另外2750亿美元用于退税。奥巴马政府希望通过大规模投资和退税为美国创造300万至400万个就业机会，并促使美国经济复苏。这也是美国历史上最庞大的经济刺激方案。这项经济刺激方案被认为是奥巴马“新政”的核心。方案在众议院获得通过后，将被送到参议院进行表决。这个新经济方案的做法是采取自愿的原则，即住房抵押贷款自愿提出申请，而银行也是自愿地为贷款者减免，银行承担了很大一块风险，贷款者可以通过时间把风险消化掉。但是如果这个贷款者本身就没有支付能力的话，这个方案不能起到作用；此外自愿的原则本身就不具有法律的约束行为，这将导致整个方案实施缓慢，没办法进行下去。

三、经济走势和政策预测

■ 通货紧缩悄然到来，或将持续2年

2009年1月我国CPI将很有可能回落至0值下方。即使在仅把CPI为负才看作是通货紧缩的严格界定下，通货紧缩虽然不是经济社会的运行常态，但也不是一种罕见现象，更不是一件稀奇古怪之事，更不应值得我们大惊小怪。在当前的国内外宏观经济环境下，按照以往的经济运行规律和当前物价运行趋势，中国不仅即将步入通货紧缩状态，而且这种状态很有可能持续2年左右时间。

与通货膨胀一样，通货紧缩表示的仅是一种价格相对变化情况，并不表示价格绝对水平的高低。在市场经济社会，价格波动是基本现象，通货紧缩即使不是一种经常出现的状态，也不会是少见的偶然现象。在中国最近10年的价格表现中，曾经出现过2次共3年的通货紧缩时期。1998年4月-2000年1月，中国连续22个月处在CPI负值状态；2002年，除了2月份因节日因素CPI为0外，其它11个月份CPI值全部处于负值状态。比较1998年和2008年的世界经济，1998年是新兴经济体出现货币危机，2008年是发达经济体出现金融危机，因此外部经济环境现在要比1998年严峻，国内经济调整的持续时间极有可能更长，因此通货紧缩的持续时间也有可能持续更长。

■ “窗口行情”或为2009年资本市场运行特征

经济低迷状态下，政策肯定会不断出台。市场会一直有兴奋点。但是，由于经济基本面没有根本改善，每个兴奋点引起的行情都不会持续太久。窗口行情很可能是贯穿 2009 年全年的市场表现特征。即在远离数据公布的时间段内，政策对市场信心的提振作用较大；在报表或宏观数据公布的日子，出于对不好数据的担忧，市场会相对谨慎。在熊市的震荡行情中，投资者尤其需要秉承价值投资理念，理性看待市场表现，切忌追涨杀跌！

■ 石化、纺织、船舶三大产业振兴规划可能第二批获批

2009 年 1 月 19 日召开的国务院工作会议，明确了要加快制定和实施重点产业调整振兴规划。按照国务院十个重要产业调整和振兴规划的研究进展情况，未来 1-2 月内最有可能获得通过的产业规划为石化、纺织、船舶产业。继钢铁、汽车产业调整振兴规划获得国务院常务会议通过之后，国家发改委等部门日前已经拟好船舶产业振兴规划草案，并于 2009 年 1 月底前上报了国务院。在船舶产业规划中，加强金融信贷支持和重点扶植“国轮国造”是振兴规划草案的两大重点。继汽车、钢铁产业振兴规划之后，拟议中的石化产业振兴规划也渐渐浮出水面。中国石油与化学工业协会表示，石化产业振兴规划也与 2009 年 1 月下旬由发改委产业协调司递交国务院审议。石化产业规划的主要内容涉及在 2009 年投入 600 亿元提升 6000 万吨的汽油品质，达到“国三”和“国四”标准；2010 年则投入 400 亿元提升 6000 万吨柴油的品质，达到“国三”和“国四”低硫标准；投资约 4000 亿元新建 20 个相关项目，重点支持 40 个新建和改建相关项目；对于有实力的企业海外并购石油资源、钾肥资源和磷肥上游等三大资源，国家将给予支持；对化肥行业进行改造。石化产业规划实施后，汽油品质提高将有利于提高炼油企业毛利率，炼油设备的改造将扩大相关环保行业市场；政府支持海外并购将使当前国内钾肥、磷化工类企业获得外延式扩张机会；化肥行业改造将使目前国内大型化肥企业获得国内市场并购小企业机会。

在中央制订的产业振兴规划里，纺织行业被列为我国第五大支柱产业，排在钢铁、汽车、船舶和石化之后。由国家发改委、工信部、中国纺织工业协会共同起草完成的《纺织工业振兴三年规划》(2009 ~2011) 亦于 2009 年 1 月提交给了国务院，有望在钢铁、汽车、船舶和石化之后出台。

■ 奥巴马就职后将力推“经济复兴计划”

1 月 20 日，美国新当选总统奥巴马正式就职。奥巴马上任后，影响美国经济的最大看点莫过于其前期提出的“经济复兴计划”。奥巴马的“经济复兴计划”方案设计的规模高达 8250 亿美元，在 1 月 28 日基本获得美国众议院通过，仅规模略有减少。“经济复兴计划”的核心内容涉及两大方面：增加基础设施投资和减税；计划主要关注一个

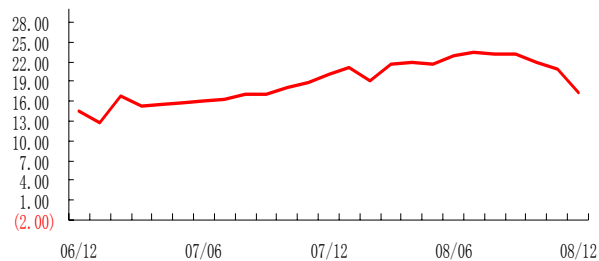
重点：增加就业岗位，解决目前高企的失业率；同时计划中有一个亮点：重视新能源的开发和利用。

如果将 TARP 看做是对美国金融市场的“止血”计划，那么，“经济复兴计划”则可以被认为是对美国经济的“疗伤”方案。一方面，通过增加投资和减税，试图刺激美国经济，解决目前面临的经济衰退和严重的失业问题；另一方面，通过增加对新能源研发的投入，既可以摆脱对传统能源的过度依赖，又可以培育美国新的经济增长点，改善美国的经济结构。总的看来，奥氏“经济复兴计划”也将保增长和调结构结合在一起，而不单纯地通过财政刺激将美国经济带回先前的轨道。

一般而言，增加基础设施投资等财政支出政策存在 3 个月的时滞期，而减税等财政收入政策的时滞期更长一些，因此，我们认为“经济复兴计划”的效果将会在第二季度末和第三季度显现出来。而且，短期内，奥氏“经济复兴计划”对美国经济的刺激作用将是明显的。尽管长期内财政政策对美国这样的实行浮动汇率及资本自由流动的国家的刺激作用会减弱，但仍然是有效的。因此我们判断，美国经济的负增长会延续到第二季度，第三季度会由负转正，这延续了我们在之前报告中对美国经济的趋势判断。

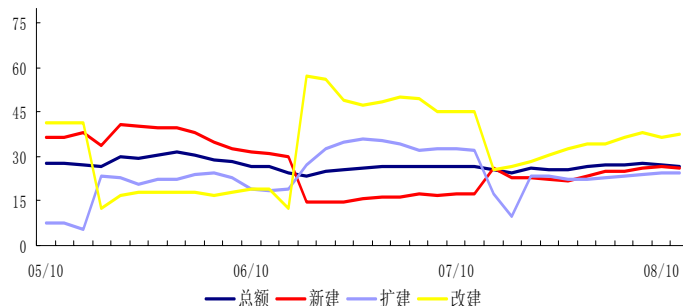
12 月宏观经济数据

图 1 12 月份社会消费品零售总额月度同比 (%)



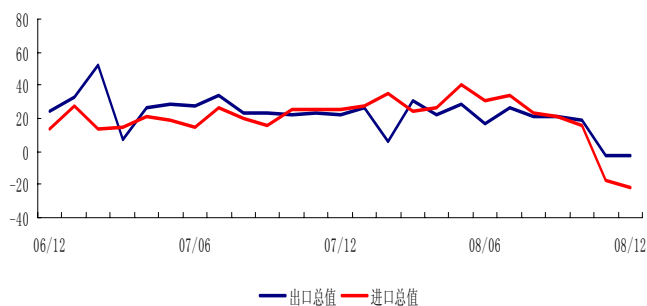
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 2 12 月份固定资产投资累计同比 (%)



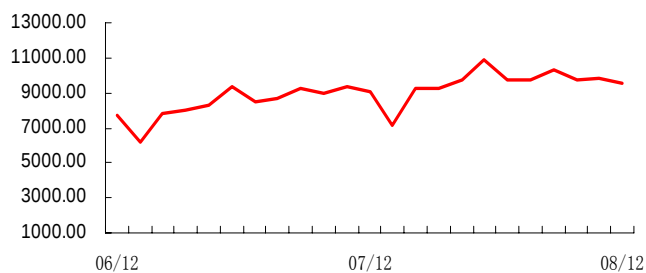
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 3 12 月份进口总值与出口总值的月度同比 (%)



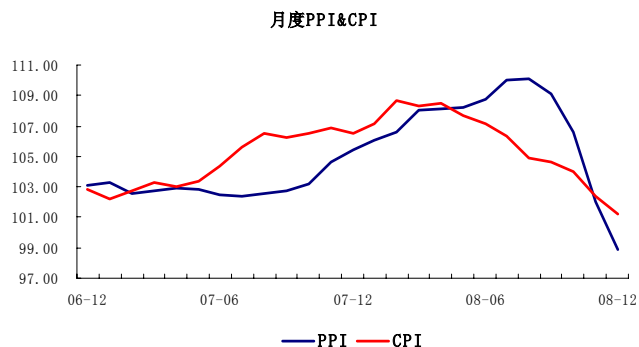
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 4 12 月份工业增加值月度同比 (%)



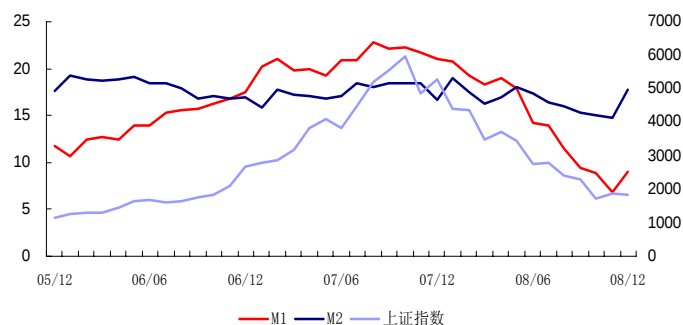
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 5 12 月份 CPI&PPI 月度同比 (%)



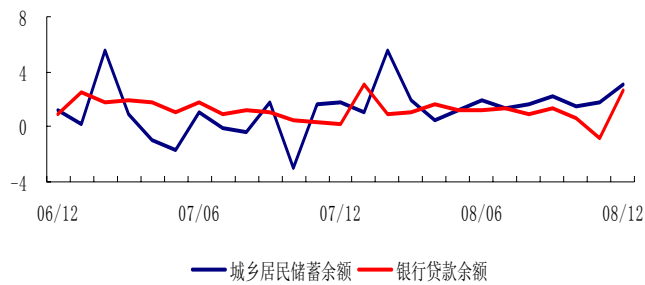
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 6 12 月份货币供应量增长月度变动 (%)



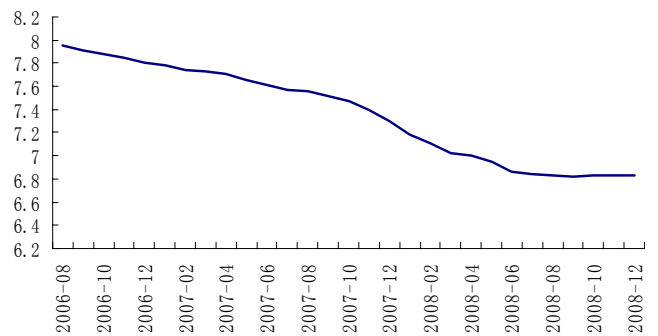
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 7 12 月份储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



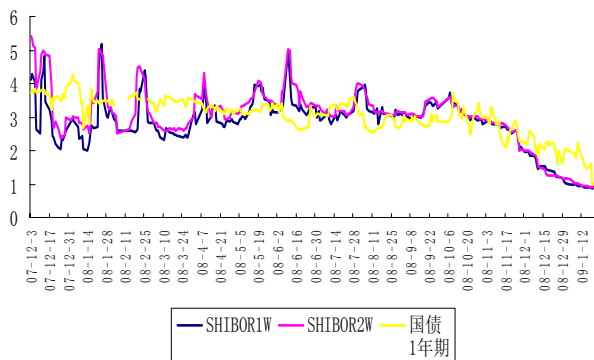
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



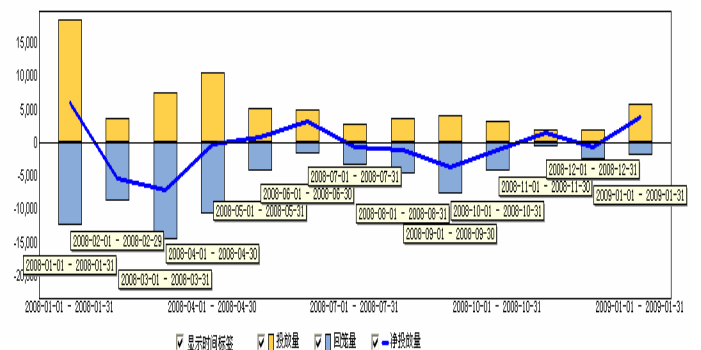
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间拆借、回购利率



数据来源：wind、上海证券研究所

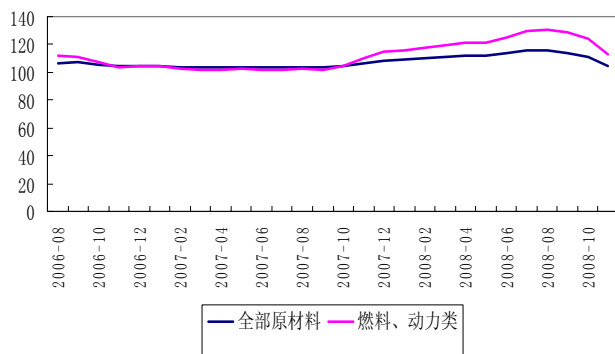
图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



数据来源：Wind资讯

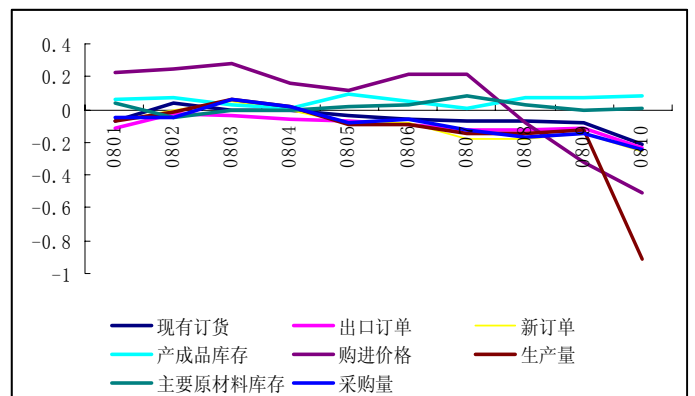
数据来源：WIND、上海证券研究所

图 11 主要工业原材料价格变动（购进价格指数）



数据来源：wind、上海证券研究所

图 12 PMI 订单及库存



数据来源：PMI、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓 李剑峰 许瑾

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。