

研究员：戴磊

电话：010-84801800—8088

Email: dailei_2008@163.com

报告日期：2009-9-7

预期中的增长将逐步落实到微观

投资要点：

- ▶ **经济不会二次探底，“V”形反转的右侧将会持续到明年。**“调结构”是因为增长可期，政策是为经济服务的，调结构是立足于增长无忧的前提之下，是应付全球金融危机用药过猛后的修正，在此过程中，政策意识到到复苏过程中的反复和波折，以便随时进行相机抉择，为长期增长的稳定保驾护航。
- ▶ **复苏趋势下，企业受益程度并非均匀分布的。**通过对产能利用的考察，发现黑色金属、家电、汽车以及部分投资品复苏状况较好。政府“有形的手”能够直接保障需求的行业复苏较为迅速，而依靠市场“无形的手”自我修复的行业，比如化工、能源、有色等，其周期底部相对较长，行业景气的春天尚未到来。
- ▶ **价格效应对企业效益的贡献不一。**在经济波幅较小，稳定增长时，上游能源、原材料的利润水平受到价格因素的影响加大，而当经济猛烈下滑或急升时，需求数量成为主导行业景气的重大因素；对中下游行业来说，主宰着行业景气度的是成本与收入的相对价格，这是构成行业利润的主要来源，行业景气也因此受制于上游行业。另外，对商品本身通胀的预期与销售量呈现同向变化。
- ▶ **新增贷款的季节性减少不必然降低流动性。**也不是流动性的唯一渠道。上半年7.37万亿的新增贷款已经发放，其创造的流动性在下半年仍将在金融体系内来回激荡，中国的货币政策易放难收，基建投资又大都是中长期项目，信贷不可能做到收放自如。我们预计全年M2增速25%左右，全年新增贷款维持在9—10万亿。
- ▶ **寻找增长趋势中“价”与“量”的受益者。**高增长与泡沫化仍然是宏观经济前进的方向，在此过程之中，中下游行业固然可以在通胀未发生之前获得稳定的业绩，但随着通胀的逐步显性化，其行业景气度损伤最大。短期的配置以防御为主，预计8月份的宏观数据不大可能超出预期，复苏会进一步得到确认，而通胀可能有所抬头，此时建议超配业绩对价格敏感的行业，包括采掘业、原材料等强周期行业，细分的行业有能源、有色金属、黑色金属及化工材料等；平配食品饮料、医药、零售等防守型行业，低配中游投资品行业、加工工业。

目 录

一、预期中的增长将逐步落实到微观	2
1.1 调结构是因为增长可期	2
1.2 从宏观到微观，企业利润将逐步改善	3
1.3 行业景气中的价格因素	6
二、大趋势小波段	8
2.1 对流动性说再见?	9
2.2 寻找增长趋势中“价”与“量”的受益者	11

图表

图 1: GDP与工业企业利润的一致性 (%)	3
图 2: 企业利润逐步恢复	3
图 3: 工业企业收入和成本、利润	3
图 4: 能源生产总量回升 (3 个月移动平均)	4
图 5: 化工产品 (3 个月移动平均)	4
图 6: 原材料产量 (3 个月移动平均)	4
图 7: 部分中游加工工业稳中有升	4
图 8: 工业品价格的走高拉升企业利润，二者走势基本一致	6
图 9: 能源行业景气与采掘业PPI高度相关	6
图 10: 原材料行业也是，但总有例外	6
图 11: 对资本品来说，最重要的是成本——采掘业PPI	7
图 12: 对日常消费品来说，售价与成本的相对变动同样重要	7
图 13: 消费品零售与CPI有非常紧密的联系	8
图 14: 最近一个月风格板块涨跌 (至 9.4)	9
图 15: 最近一个月各行业涨跌 (至 9.4)	9
图 16: 上半年每月的新增贷款数据超出预期已经成为家常便饭	9
图 17: 新增贷款大幅萎缩的可能也不大，贷款余额和固定资产投资正相关，中长期基建投资项目需 要后续资金相匹配	10

资产价格的暴跌往往使投资者重新审视复苏的趋势——以寻找做空的逻辑——究竟是货币政策的功成身退，还是政府投资的青黄不接？以及在这样的复苏通道中，企业利润和 A 股市场运行状态将会如何？

一、企业将在经济复苏之下逐步恢复盈利能力

首先，我们重申经济不会二次探底的观点，“政府投资的下滑是符合逻辑的，二季度超高速的投资是无法持续的，目前仅仅是向正常区间的靠拢”（参见 8 月 21 日的宏观策略报告《复苏通道仍在延续》），“V”形反转的右侧将会持续到明年，尽管复苏会有波折，但大趋势是不变的，事情不会像你想的那样好，但也不会有你想的那样糟。

1.1 调结构是因为增长可期

政策的确发生了微小的转变，超级宽松的政策已经一去不复返了，其重心已经转移到“调结构”上，表现为：1、对信贷的窗口指导。2、明确提出了部分产业的过剩产能和过剩投资问题，这包括在新兴产业的风能和多晶硅领域以及传统产业的钢铁、水泥、平板玻璃和煤化工。但这种改变并不意味着积极政策的退出。

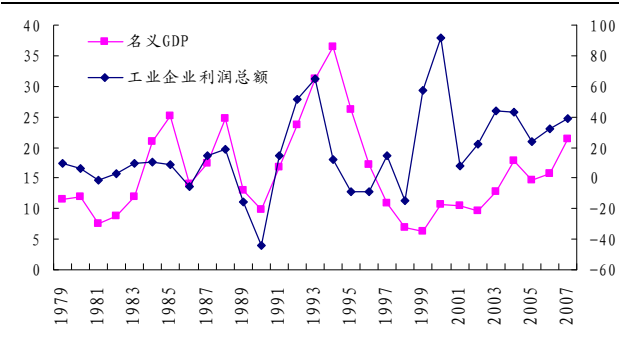
考察大萧条时期的美国，美联储在 1927 年到 1932 年连续五年大量买进债券和发放贷款，由于当时实行的是金本位制度，货币的发行必须以黄金储备作为保障，不断下降的黄金储备让美联储感到了危险，最后面临财枯力竭的窘境，在 1932 年秋季就感到难以为继了，于是它放弃了注资，转而卖出债券，收紧银根，提高再贴现率，以弥补亏空，货币政策的大转弯把尚未好转的经济推向了更严重的衰退，1932 年 10 月至 1933 年 3 月倒闭银行的数量是 1929 年股市崩盘三年来的总和。

以史为鉴，政策是为经济服务的，调结构是立足于增长无忧的前提之下，是应付全球金融危机用药过猛后的修正。最近温家宝及央行也不止一次的重复“经济回升的基础不牢固”“需要继续保持政策的连续性和稳定性”，即是考虑到复苏过程中的反复和波折，以进行相机抉择，为长期增长的稳定保驾护航。

1.2 从宏观到微观，企业利润将逐步改善

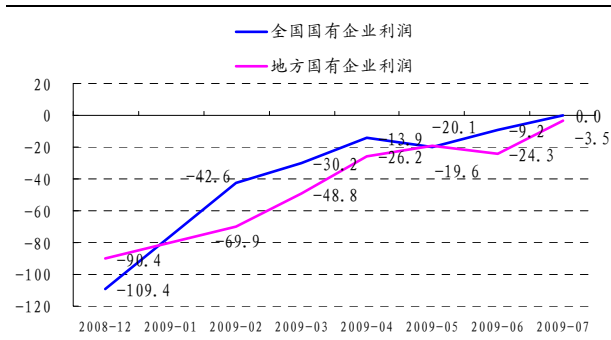
增长是大趋势，这点毋庸置疑，接下来的问题是，在增长的环境下，整体利润如何结构性分配，又是什么主导了分配过程，又如何观测其驱动的因素。

图 1：GDP 与工业企业利润的一致性 (%)



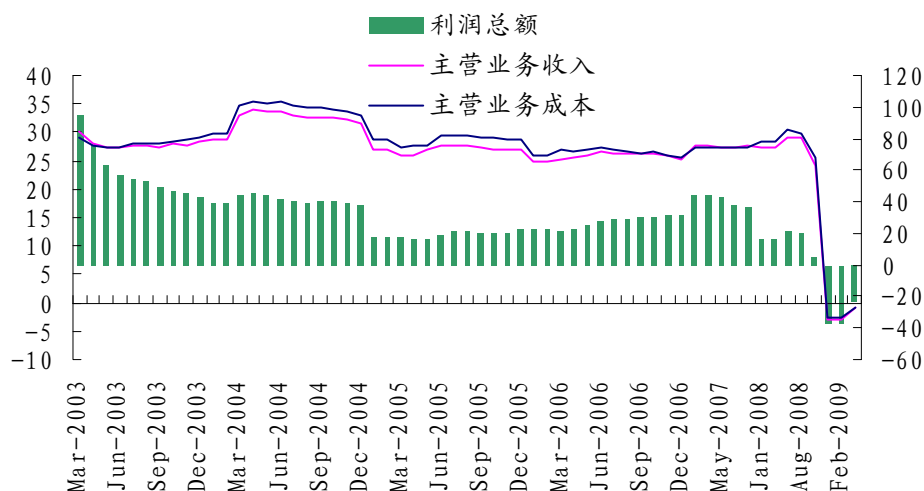
资料来源：CEIC，江南金融研究所

图 2：企业利润逐步恢复



资料来源：wind，江南金融研究所

图 3：工业企业收入和成本、利润



资料来源：CEIC，江南金融研究所

从微观的视角：

$$\begin{aligned} \text{企业毛利润} &= \text{主营业务收入} - \text{主营业务成本} \\ &= \text{销售量} \times \text{销售价格} - \text{成本} \end{aligned}$$

我把销售量、售价以及成本对应到宏观数据，如下表：

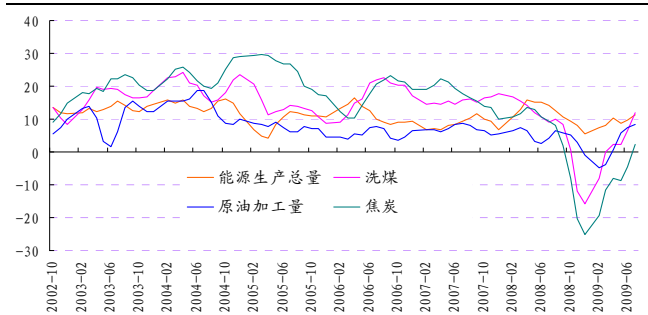
表 1：销售量、售价以及成本对应的宏观指标

	销售价格对应的宏观指标	成本对应的宏观指标	销售量对应的宏观指标
上游	原材料、燃料、动力购进价格指数		GDP
中游	PPI	原材料、燃料、动力购进价格指数	GDP
下游	CPI	PPI 与原材料、燃料、动力购进价格指数	GDP
	均受到流动性影响		

资料来源：江南金融研究所

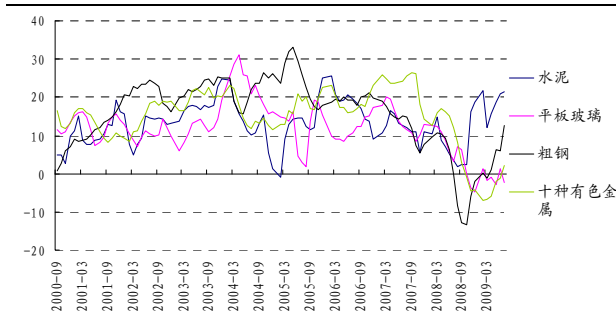
在增长和通胀均向上的假设下，分别考察 GDP 与物价对各行业的影响。增长是需求提升的，经济复苏的初期总是产业关联度最高的先导行业比如房地产与汽车充当火车头的作用，然后沿着产业链向上传递至中上游，在复苏阶段各行业景气度呈现阶梯状分布，这是一般意义上的行业轮动。

图 4: 能源生产总量回升(3 个月移动平均)



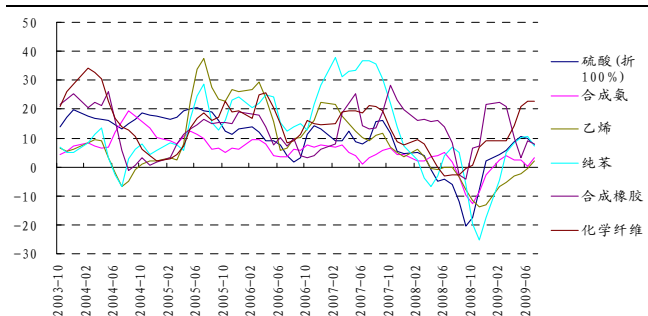
资料来源: CEIC, 江南金融研究所

图 6: 原材料产量(3 个月移动平均)



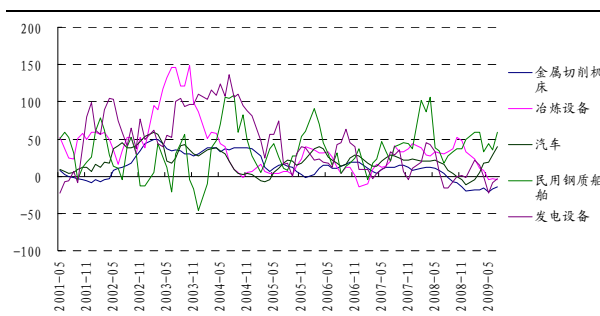
资料来源: CEIC, 江南金融研究所

图 5: 化工产品(3 个月移动平均)



资料来源: CEIC, 江南金融研究所

图 7: 部分中游加工工业稳中有升



资料来源: CEIC, 江南金融研究所

可以肯定的是，复苏趋势下，企业受益程度并非均匀分布的，在这个过程中如何把握各行业复苏的进度至关重要，也直接决定了资本市场的表现。在所有指标中，产能利用率是衡量行业景气最重要的指标，由于各行业产能利用率数据我们无法准确得到，在这里，我们采用今年产品的实物产量与去年之比来大致度量开工率，如下表所示。

表 2: 各行业产品产量与去年的比值

	09年7月份产量①	1-6月份产量②	2007年产量	2008年产量③	①/③	②/③
原煤 (百万吨)	257.8	1359.63	2,526	2,793	9.23%	48.68%
原油 (百万吨)	16.14	93.42	186	190	8.51%	49.24%
天然气 (百万立方米)	7066	41952	69,240	76,082	9.29%	55.14%
发电量 (十亿千瓦)	334.5	1636.8	3,282	3,467	9.65%	47.21%
生铁 (百万吨)	49.99	258.8	477	471	10.62%	54.98%
粗钢 (百万吨)	50.73	266.6	489	501	10.13%	53.22%
钢材 (百万吨)	61	317	566	585	10.49%	54.11%
水泥 (百万吨)	143	735	1,361	1,388	10.32%	52.91%
平板玻璃 (百万重量箱)	45	275	539	552	8.11%	49.91%
十种有色金属 (万吨)	223	1,157	2,392	2,546	8.75%	45.44%
铜材 (万吨)	79	448	678	781	10.07%	57.34%
氧化铝 (万吨)	188	1,047	1,935	2,279	8.24%	45.94%
铝材 (万吨)	157	797	1,253	1,455	10.76%	54.74%
磷矿石 (万吨)	405	2,734	4,545	4,964	8.17%	55.07%
农用氮磷钾化肥 (万吨)	559	3,257	5,830	5,415	10.33%	60.15%
碳酸钠 (万吨)	157	902	1,760	1,882	8.36%	47.93%
硫酸 (万吨)	438	2,705	5,280	5,033	8.70%	53.75%
乙烯 (万吨)	86	480	1,052	1,033	8.34%	46.41%
初级形态的塑料 (万吨)	290	1,700	2,859	2,836	10.22%	59.93%
化学纤维 (万吨)	232	1,277	2,402	2,447	9.50%	52.20%
合成氨 (万吨)	433	2,546	5,154	5,015	8.64%	50.75%
彩色电视机 (万台)	882	4,023	8,442	8,948	9.85%	44.96%
空调 (万台)	779	4,701	9,141	8,462	9.21%	55.56%
家用电冰箱 (万台)	635	2,988	4,719	4,574	13.89%	65.33%
家用洗衣机 (万台)	297	1,983	3,853	4,254	6.98%	46.61%
汽车 (万辆)	114	623	920	965	11.78%	64.56%
发电设备 (万千瓦)	811	6,974	13,191	13,451	6.03%	51.85%
金属切削机床 (万台)	5	30	60	64	8.36%	46.88%
起重机 (吨)	455,941	2,636,092	3,659,355	4,261,310	10.70%	61.86%
挖掘机 (台)	6,696	55,167	0	55,541	12.06%	99.33%
金属冶炼设备 (吨)	50,478	311,145	434,000	687,473	7.34%	45.26%
采矿专用设备 (吨)	260,511	1,757,730	1,982,700	2,270,900	11.47%	77.40%

资料来源: wind, 江南金融研究所

从上表可以发现,黑色金属行业的产出相对较高,生铁、粗钢、钢材上半年的产量分别占 08 年全年的 54.98%、53.22% 和 54.11%,均超出去年产量的一半,一方面是因为去年固定资产投资市场较为低迷,基数较低所致;另一方面是政府保障需求的拉动。另外一个亮点是家电和耐用品行业的出色表现,在国家一系列税收补贴政策的刺激下,包括汽车、空调、冰箱在内的消费品上半年的产量均超过了去年全年的 50%,分别达到 64.56%、55.56% 和 65.33%,在刚刚过去的 7 月份表现依旧火爆。最后,投资品表现也十分抢眼,起重机、挖掘机、采矿设备等在投资的带动下产量迅速上升,均大幅超越 08 年同期水平。

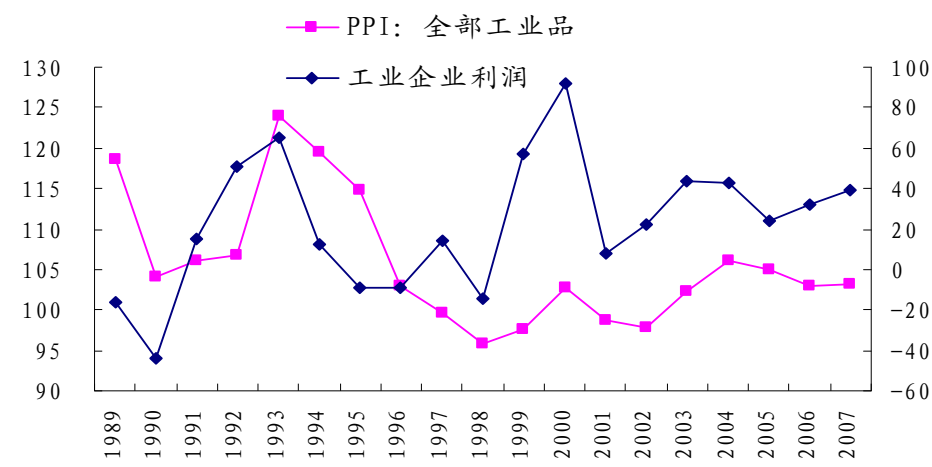
与此对应的是，化工、能源、有色的产出基本与去年持平，虽然上半年商品市场的牛市看似需求旺盛，但微观企业的需求状况并没有想象的那样好。由于去年四季度基数较低，预计在接下来的几个月以上几个行业产出的同比增速会有所提高。

通过以上对比可以发现，政府“有形的手”能够直接保障需求的行业复苏较为迅速，而依靠市场“无形的手”自我修复的行业，其周期底部相对较长，行业景气的春天尚未到来。

1.3 行业景气中的价格因素

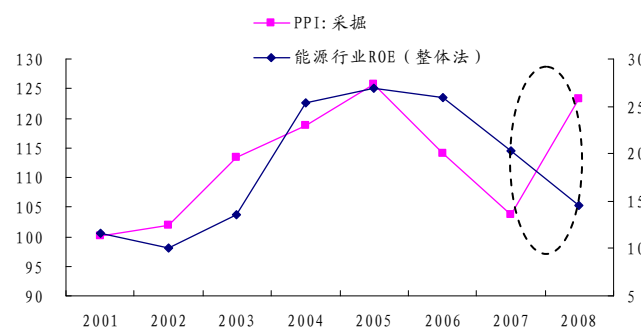
企业收入不但与产出有关，另外一个重要的因素便是产品的价格，事实上，价格因素或许直接主导了产出和企业利润分配。

图 8：工业品价格的走高拉升企业利润，二者走势基本一致



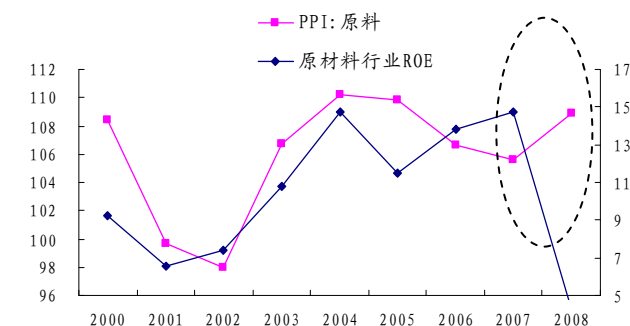
资料来源：wind，江南金融研究所

图 9：能源行业景气与采掘业 PPI 高度相关



资料来源：wind，江南金融研究所

图 10：原材料行业也是，但总有例外……

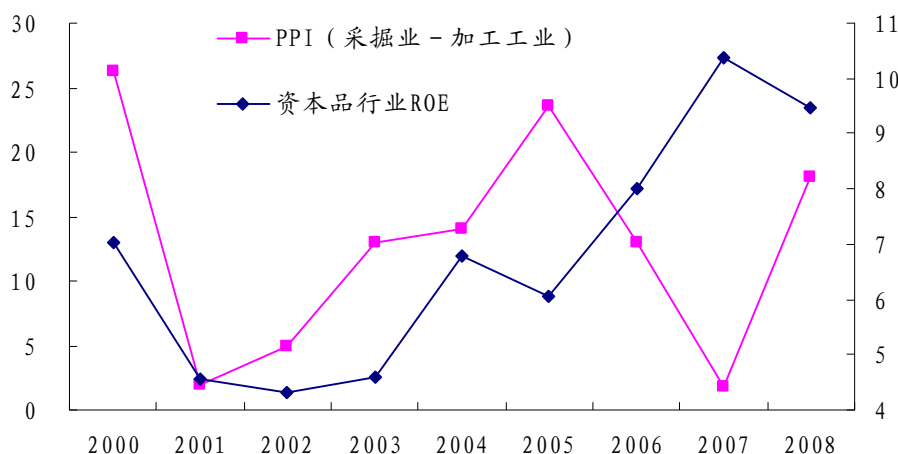


资料来源：wind，江南金融研究所

在经济波幅较小，稳定增长时，上游能源、原材料的利润水平受到价格因素的影响加大，而当经济猛烈下滑或急升时，需求数量成为

主导行业景气的重大因素，这在 2008 年表现的淋漓尽致：08 年采掘业 PPI 为 23.2%，同期能源行业 ROE 从 20.3% 下降到 14.6%；而 2008 年原材料行业 PPI 上升了 8.9%，但 ROE 却下降了 10.5%，剧烈的需求冲击决定了行业的景气度，反之，在 2009 年需求快速提升之际受益也最大。

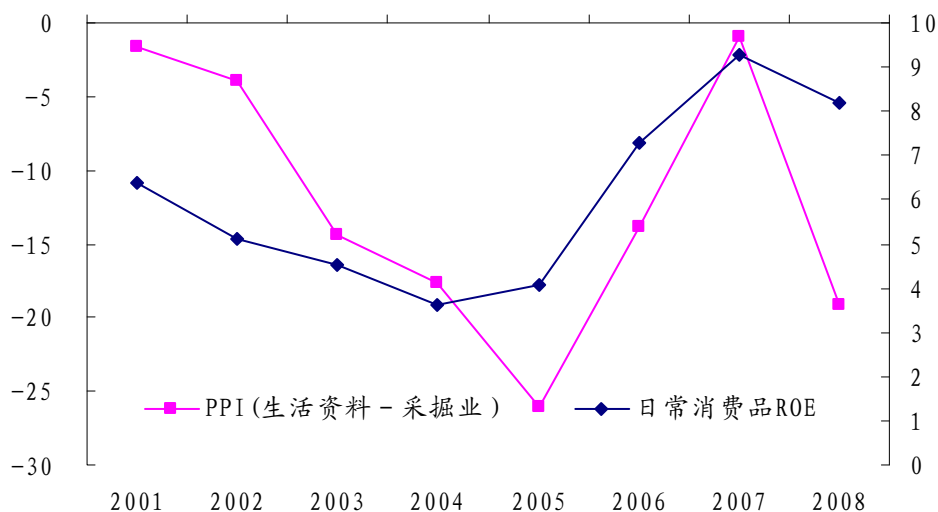
图 11：对资本品来说，最重要的是成本——采掘业 PPI



资料来源：wind，江南金融研究所

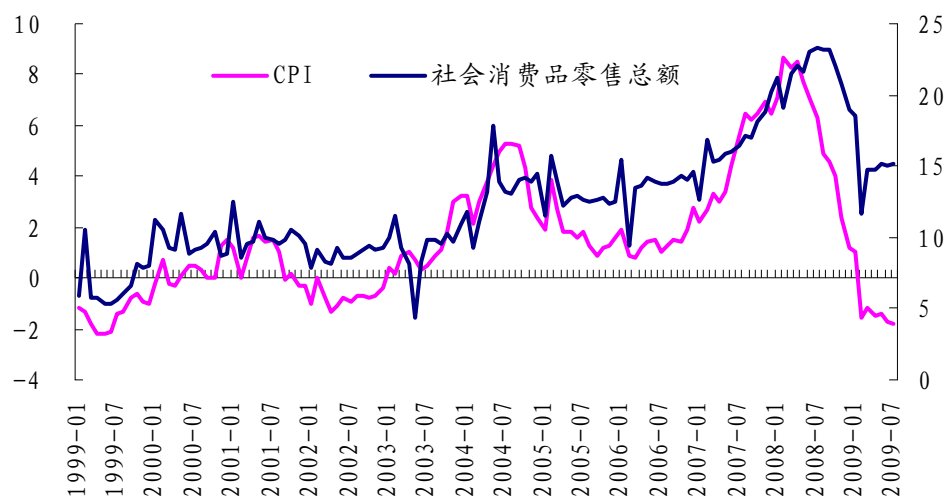
对中下游生产型行业的来说，上游采掘业价格的上涨是成本的增加，从上图可以看出，资本品行业的 ROE 取决于采掘业 PPI 与加工工业 PPI 之差，自 2004 年之后二者呈现明显的反向关系，即使 08 年需求大幅萎缩的情况下，资本品行业仍然取得了 ROE 的大幅上扬，主要原因在于商品价格的下跌幅度远大于需求萎缩的幅度，使企业的日子相对更好过了。

图 12：对日常消费品来说，售价与成本的相对变动同样重要



资料来源：wind，江南金融研究所

图 13: 消费品零售与 CPI 有非常紧密的联系



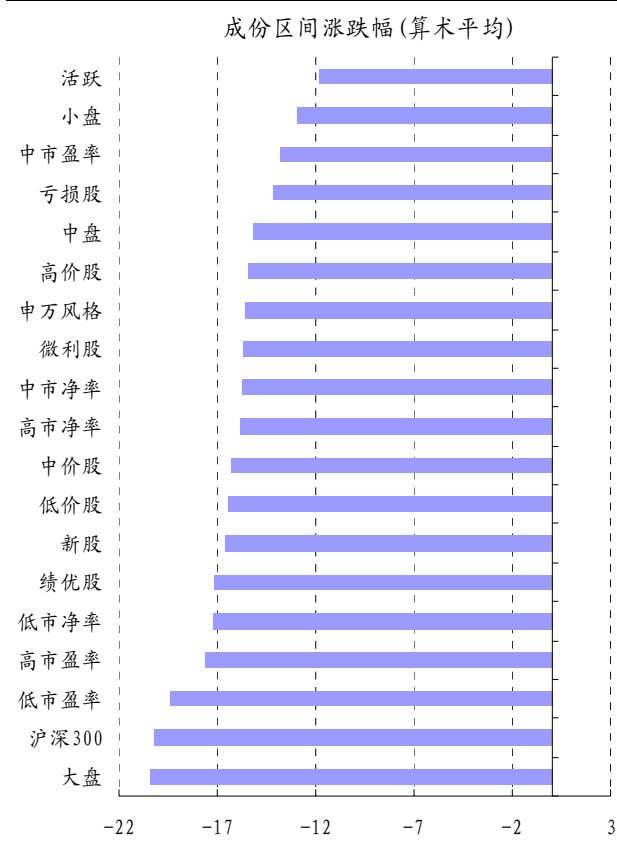
资料来源: wind, 江南金融研究所

对于终端消费品来说, 相对价格一样主宰着行业的景气度, 对商品本身通胀的预期与销售量呈现同向变化, 而在价格上涨过程中, 生活用品与采掘业的 PPI 之差构成行业利润的主要来源, 行业景气也受制于上游行业。

二、大趋势小波段

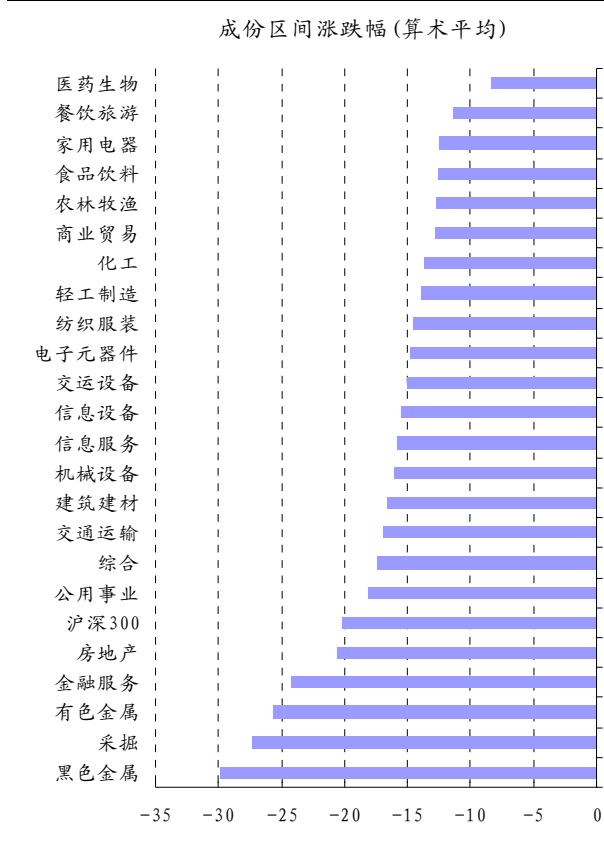
流动性制造泡沫, 增长消化泡沫, 前者在无摩擦市场里效率相当高, 泡沫生成的速度极快, 后者却是一个漫长的内生过程, 当泡沫化的逻辑前提稍有风吹草动时, 调整将不可避免, 当增长足以支撑资产价格之时, 牛市的盛宴从此开始。对目前的 A 股市场来说, 中报已经公布完毕, 能预期的都预期到了, 包括宏观数据在内, 超出预期的政策和数据不可能有了, 加上管理层对资产泡沫化的担忧, 政策博弈结束, 前期利润因此兑现。

图 14: 最近一个月风格板块涨跌 (至 9.4)



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 15: 最近一个月各行业涨跌 (至 9.4)

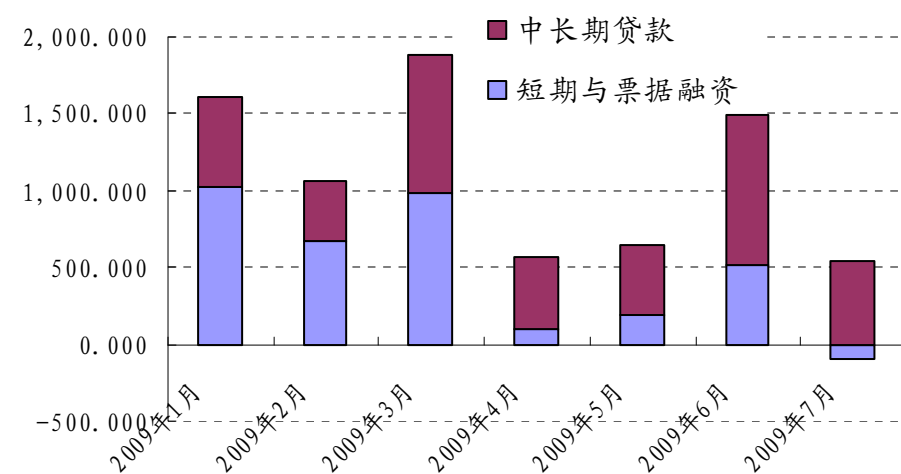


资料来源: wind, 江南金融研究所

2.1 对流动性说再见?

市场对流动性的依赖源于上半年一个接一个的令人振奋的新增贷款数据,而当季节性的正常回落遭遇市场的错判时,流动性收紧变成了下跌最大的理由。

图 16: 上半年每月的新增贷款数据超出预期已经成为家常便饭



资料来源: wind, 江南金融研究所

另外,我们注意到市场对新增贷款的收紧预期还来源于近期一系列对商业银行的调控政策,比如,银监会近日发布了《关于完善商业银行资本补充机制的通知》(征求意见稿),考虑将银行交叉持有的其他银行次级债从附属资本中扣除。还有上调拨备覆盖率,调控信贷规模等,如下表,这些均影响银行的房贷能力。

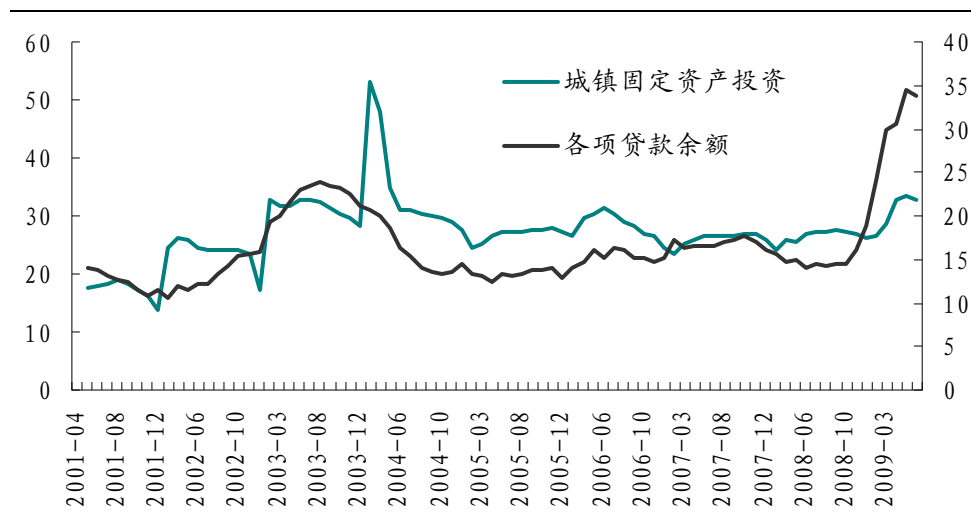
表 3: 近期对商业银行的调控政策

	内容
提升资本充足率	《关于完善商业银行资本补充机制的通知》(征求意见稿),考虑将银行交叉持有的其他银行次级债从附属资本中扣除,且采取追溯过去法。要求主要商业银行核心资本充足率不得低于7%,其他银行核心资本充足率不得低于5%。
上调拨备覆盖率	银监会拟上调拨备覆盖率,按照新标准工、农、中、建、交五大商业银行的拨备覆盖率由去年底130%提高到150%,股份制银行大致仍按照150%执行。
调控放贷规模	发行定向票据、严格执行二套房标准以及市场预期的信贷控制。

资料来源: 江南金融研究所

我们认为市场对流动性存在误解,新增贷款不等于流动性,也不是流动性的唯一渠道,流动性来源于新增国外净资产和新增信贷,前者又可以细分为外汇占款、黄金占款以及央行在国际金融机构的净资产,这些视为流动性的被动投放,而新增贷款则是主动投放(参见《复苏的通道仍在延续》,8月21日)。所以新增贷款的减少并不必然减少以M1或M2口径度量的流动性。

图 17: 新增贷款大幅萎缩的可能也不大,贷款余额和固定资产投资正相关,中长期基建投资项目需要后续资金相匹配



资料来源: wind, 江南金融研究所

上半年 7.37 万亿的新增贷款已经发放,其创造的流动性在下半年仍将在金融体系内来回激荡,另外,中国的货币政策易放难收,基建投资又大都是中长期项目,一旦对信贷实行控制将造成现有项目的无法推进,从而使金融机构面临大量的坏账风险。我们预计全年 M2 增速 25% 左右,全年新增贷款维持在 9—10 万亿。

2.2 寻找增长趋势中“价”与“量”的受益者

阻止泡沫化的最有效方法：加大资产供给。本轮调整由于再融资导致，加上流动性收紧的忧虑，导致股市大幅下挫。

表 4：7 月和 8 月份 A 股市场募集资金大幅走高，IPO 频率的加快和再融资狂潮的来袭加剧了市场的供求关系。

日期	募集资金 (亿元)	IPO 统计			增发统计		配股统计	
		首发家数(家)	首发实际募集资金(亿元)	首发市盈率	增发家数(家)	增发实际募集资金(亿元)	配股家数(家)	配股募集资金(亿元)
200908	531	14	176	40	16	333	2	11
200907	860	6	535	34	13	310	-	-
200906	187	1	9	33	10	174	-	-
200905	229	-	-	-	12	227	-	-
200904	236	-	-	-	9	235	-	-
200903	174	-	-	-	8	173	-	-
200902	90	-	-	-	6	90	-	-
200901	117	-	-	-	6	117	-	-
200812	351	-	-	-	19	348	-	-
200811	67	1	-	20	7	67	-	-
200810	122	-	-	-	3	120	-	-
200809	29	4	11	21	1	-	-	-
200808	341	3	80	21	13	229	1	26

资料来源：wind，江南金融研究所

大盘上涨时期，主题投资，强周期性行业倍受追捧。而大盘下行阶段，价值投资大行其道，具有确定性业绩且估值合理的股票受到青睐。近期医药、零售、农业等表现活跃充分说明了这一点，那么是不是可以把消费类及其他中下游行业做为战略性的超配品种呢？我们的答案是否定的，股市终究要反映基本面的，高增长与泡沫化仍然是宏观经济前进的方向，在此过程之中，中下游行业固然可以在通胀未发生之前获得稳定的业绩，但随着通胀的逐步显性化，其行业景气度损伤最大。

我们认为短期的配置以防御为主，超配医药、零售、农业、基建等估值合理，业绩稳定的板块。预计 8 月份的宏观数据不大可能超出预期，复苏会进一步得到确认，而通胀可能有所抬头，此时坚定看好上游资源类行业，通过对上述对企业利润的讨论，建议超配业绩对价格敏感的行业，包括采掘业、原材料等强周期行业，细分的行业有能源、有色金属、黑色金属及化工材料等；平配食品饮料、医药、零售等防守型行业，低配中游投资品行业、加工工业。

表 5：各行业最新 PE、PB 及市值（截至 9 月 4 日）

板块名称	市盈率(TTM, 整体法, 剔除负值)	市盈率(整体法, 上年年报, 剔除负值)	预测市盈率(整体法, 剔除负值)	市净率(整体法, 不调整)	预测PEG(算术平均)	流通A股市值(十亿)	流通市值占比	总市值(十亿)
农林牧渔	40.36	54.98	39.56	4.67	11.76	132.18	1.4%	202.02
采掘	19.96	20.4	18.46	3.16	19.66	401.62	4.2%	3641.04
化工	30.18	32.23	27.86	3.3	0.08	621.39	6.6%	1798.49
黑色金属	30.86	23.76	13.05	1.72	-2.11	367.75	3.9%	682.72
有色金属	59.54	54.88	34.15	4.5	-1.71	393.6	4.2%	867.27
建筑建材	34.45	38.48	30.38	3.25	0.87	374.86	4.0%	875.39
机械设备	34.01	35.66	29.26	4.37	-0.56	484.12	5.1%	885.48
电子元器件	43.97	46.98	42.51	3.67	3.96	146.31	1.5%	236.41
交运设备	41.28	36.25	28.44	3.51	0.34	357.5	3.8%	665.53
信息设备	36.37	42.98	37.47	3.93	0.71	175.7	1.9%	237.76
家用电器	24.16	24.86	23.94	3.52	0.52	137.73	1.5%	195.92
食品饮料	36.33	40.96	35.65	6.37	2.1	400.53	4.2%	524.43
纺织服装	30.19	30.97	20.43	2.92	1.15	110.33	1.2%	188.31
轻工制造	40.68	33.58	20.61	2.55	-1.67	92.72	1.0%	155.74
医药生物	35.2	37.25	31.99	4.78	0.93	424.97	4.5%	588.11
公用事业	38.4	44.68	40.2	2.77	1.22	455.07	4.8%	765.44
交通运输	21.51	18.79	14.49	2.69	0.62	554.71	5.9%	1122.46
房地产	35.66	36.75	29.16	3.76	0.84	656.76	6.9%	996.36
金融服务	17.16	17.86	15.06	2.72	-0.74	2399.14	25.4%	7217.9
商业贸易	33.44	33.03	25.19	3.62	0.32	303.84	3.2%	402.29
餐饮旅游	47.09	51.69	32.46	3.81	0.99	46.38	0.5%	73.67
信息服务	14.37	14.59	22.57	3.1	0.97	313.18	3.3%	399.47
综合	52.86	58.51	59.63	3.98	0.07	101.02	1.1%	130.95

资料来源：wind，江南金融研究所

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站: <http://www.scstock.com>

深圳

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层
邮编: 518000
电话: 0755-83689524
联系人: 毛艳琼

北京

地址: 北京市朝阳区安立路甲 56 号
邮编: 100012
电话: 010-84802003