

太平洋证券研究院

研究员 周明剑

zmjjj@163.com

(8610) 8832 1903

经济增速加快，结构在调整中缓趋均衡

---2010 年中国宏观经济展望

- 在政府宏观政策强力刺激下，2009 年经济超预期复苏；但基本面并没有得到改善，相反经济结构有进一步恶化迹象。
- 2010 年进入保增长和调结构的艰难平衡期，利益博弈使宏观经济政策走向更加扑朔迷离。由于投资惯性和 2009 年的基数效应，全年 GDP 可能呈现两边高中间低的马鞍形态。预计 2010 年全年 GDP 增速将超过 2009 年水平，在 9.2%-9.5% 之间。预计明年一至三季度 CPI 水平在 3%-5% 之间，四季度通胀形势有可能恶化。
- 明年更多的还是通过公开市场操作和窗口指导来平衡信贷节奏和改善信贷结构。政府将容忍一定程度的温和通胀（3-5%），在通胀恶化之前不会加息，但预计明年下半年调整可能恶化，因而加息将选择在明年下半年或年底，幅度为 27-54 个基点。
- 不确定因素。国际方面包括：全球经济复苏状况、美元走势、国际政治形势特别是我国周边国家安定状况等；国内方面包括：房地产政策以及利益集团可能的博弈、收入分配政策以及相关社会配套改革，区域经济发展何时发动、货币政策调整的时间窗口等。
- 证券市场机会更多地体现在经济结构调整过程中。结构性机会远远大于整体机会，包括战略性新兴产业、区域经济发展、消费及相关服务业等领域存在投资机会。市场将呈现先抑后扬、震荡上行的趋势，运行区间在 2800 点-4400 点之间。

一、在政府宏观政策强力刺激下，2009 年经济超预期复苏；但基本面并没有得到改善，相反经济结构有进一步恶化迹象。

1. 2009 年在政策强力刺激下经济复苏超预期

主要依靠投资和出口拉动的中国经济在经过 2003-2007 年连续五年两位数的增长后，后继乏力，从 2007 年三季度开始，GDP 季度增速持续下滑。

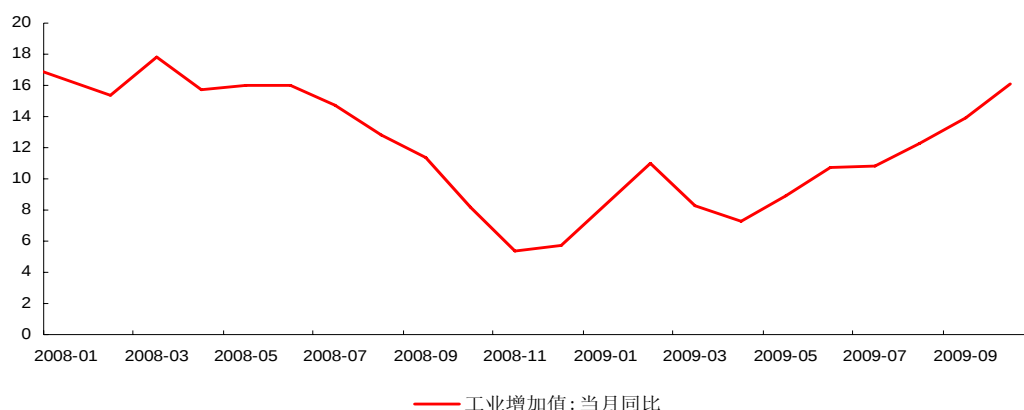
2008 年次贷危机进一步演化为全球金融危机，我国外部需求大幅下降，经济形势雪上加霜，GDP 增速加速下降，到 2009 年一季度降为 6.1%。

为应对局势，我国政府及时出台了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，大力促进经济增长，经济增速下滑的态势得以控制。2009 年中央政府公共投资安排 9080 亿元，比上年增加 4875 亿元，增加了一倍还多。截止到 11 月份已累计完成 8626 亿元，达到预算的 95%，今年全年中央政府公共投资额可能超过年初预算。另外，今年政府大力推进税费改革，实行结构性减税。预计 2009 年将全年减轻企业和居民税费负担约 5000 亿元。2009 年截止到 11 月，金融机构新增人民币贷款累计 91971 亿元，预计 12 月新增人民币贷款将超过 3000 亿元，则 2009 年全年累计新增人民币贷款预计将超过 95000 亿元，比 2008 年全年的新增人民币贷款 49036 亿元增加了 93.74%，增长近一倍。

2009 年二季度以来，工业增加值增速和 GDP 增速的表现都明显超出预期，复苏趋势明确，经济增速显著回升。

从工业增加值增速来看，呈现不断加快趋势，八至十月份梯次为 12.3%、13.9%和 16.1%，到年底工业增加值月度增速可望超过去年最高水平（2008 年工业增加值月度增速最高水平为三月份，17.8%）。

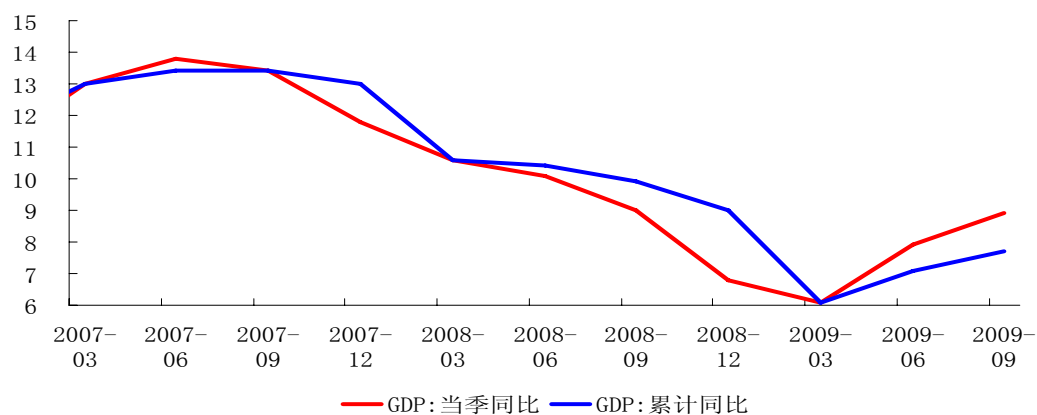
图 1: 2008 年以来工业增加值当月同比



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

从 GDP 增速来看, 从 2008 年一季度开始连续七个季度分别为 10.6%、10.1%、9%、6.8%、6.1%、7.9%和 8.9%, 呈明显 V 型反转态势。预计第四季度 GDP 增速为 9.5%左右, 全年 GDP 增速将超过 8.2%。

图 2: 2007 年以来 GDP 当季同比和累计同比



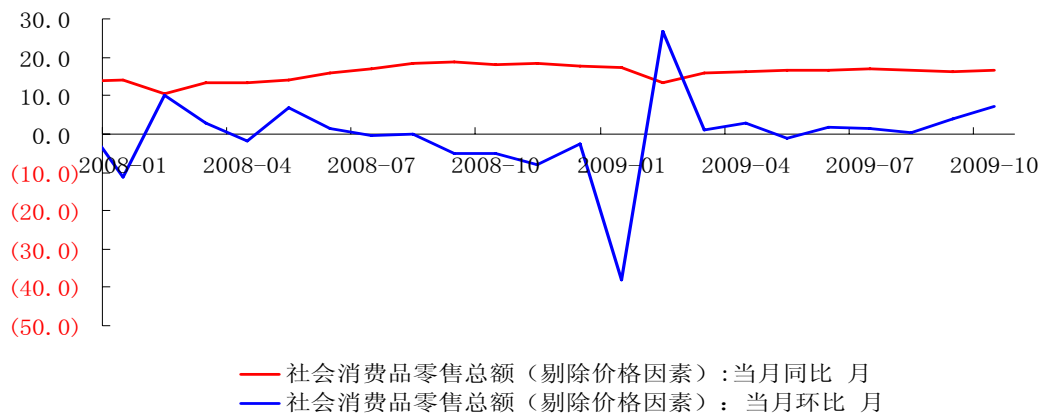
资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

2. 经济的基本面, 包括居民消费、非政府部门资本性开支、外部需求、企业盈利、新增就业等并未发生重大变化, 仍处于低迷不振的状态中。

消费增长是经济增长的持续推动力。受制于收入增长缓慢、贫富差距拉大和未来预期不确定, 2009 年消费特别是居民消费增长缓慢。

从社会消费品零售总额来看，2009 年以来，社会消费品零售总额实际同比未见明显上升；环比在 2009 年 8 月以后才出现上涨趋势，涨幅不大，增长缓慢。

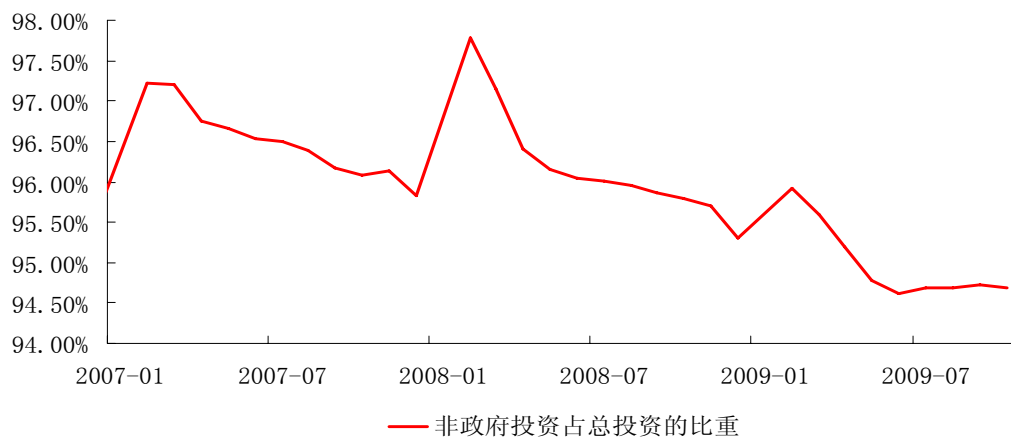
图 3：2008 年以来社会消费品零售总额



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

在 2009 年投资呈现大幅上涨之势时，非政府部门的投资占总投资的比重却在年初就呈现明显下降趋势。虽然在 2009 年 6 月以后此指标止住了跌势，但是随后的 4 个月中仍然上涨乏力，未见回升之势。

图 4：2007 年以来非政府投资占总投资的比重变化情况

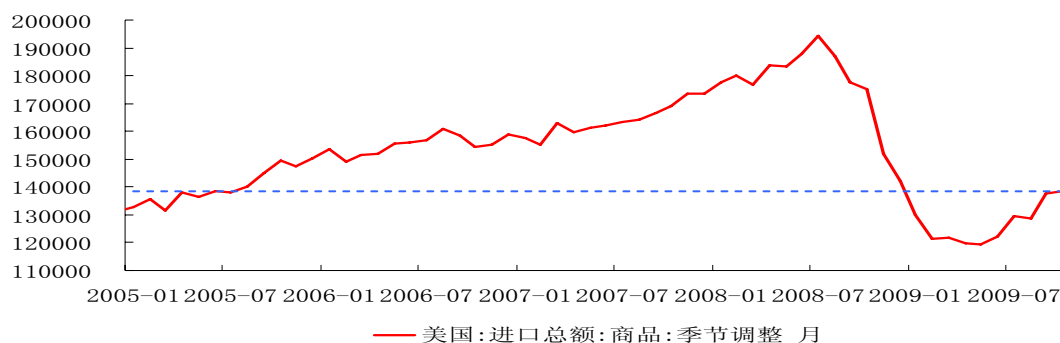


资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

中国商品的外部需求虽然有复苏迹象，但是主要进口国如美国、欧盟和日本这样的发达国家的国内需求均在金融危机中受到严重的冲击，想要恢复到危机前的水平尚需时日。总的来看，目前外需的复苏还不够稳定，时有反复。

美国是中国商品最大的进口国，美国商品进口总额同比指数从 2008 年 7 月后开始下降，直至 2009 年 5 月才止住下跌之势，在这近一年内跌幅达到 38.65 个百分点。2009 年 5 月到 10 月虽然呈现上涨的走势，但是时有波动。并且美国 2009 年 10 月的商品进口量仅与 2005 年七月的进口量相当，要想恢复到 2008 年 7 月的水平，还需要很长的一段时间。

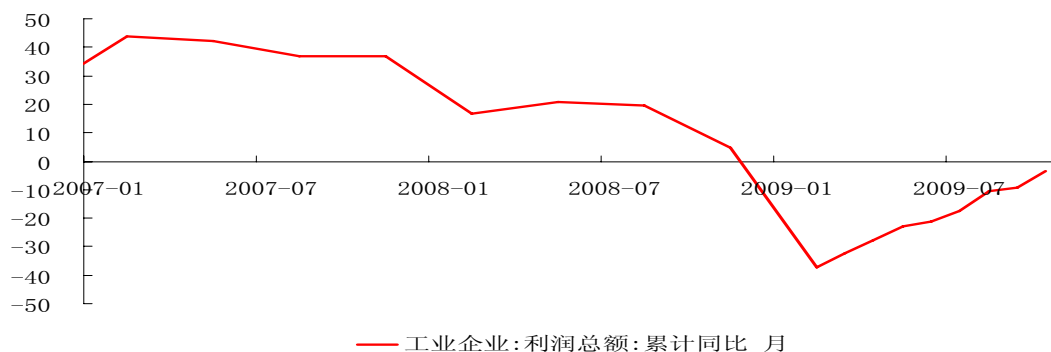
图 5：2007 年以来美国进口商品总额走势图



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

工业企业的利润总额累计同比指数虽然在 2009 年呈现持续上涨之势，但是到 2009 年 10 月仍然未转正（2009 年 10 月为-3.4%）。

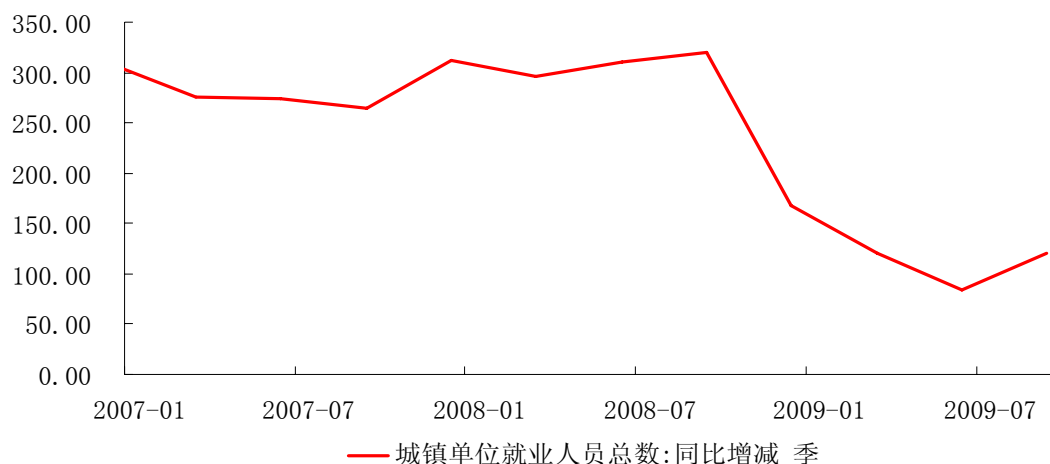
图 6：2007 年以来工业企业利润总额累计同比指数



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

城镇单位就业人员总数同比指数从 2008 年 3 季度后就开始呈现大幅下降走势，在 2009 年 3 季度才开始小幅回升。

图 7：2007 年以来城镇单位就业人员总数同比



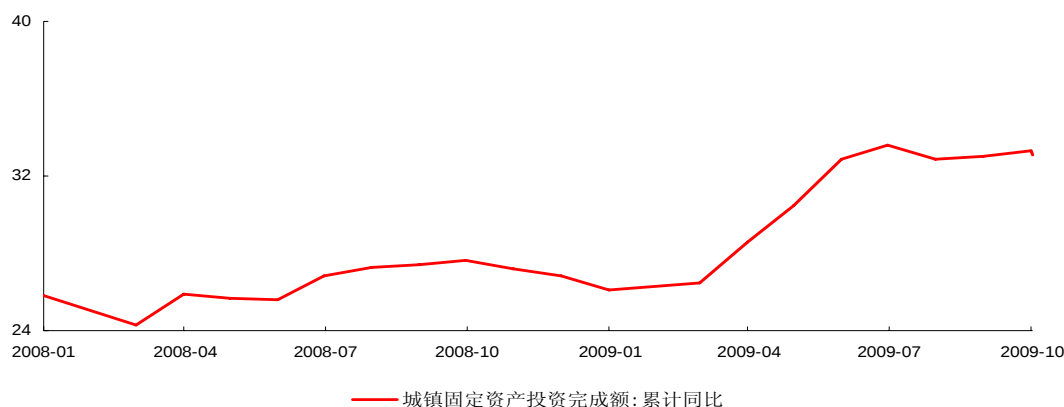
资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

3. 经济结构有进一步恶化的迹象。

中国经济 2009 年“V 型”复苏是政府主导、信贷和投资驱动的结果。在一年内中国经济就已企稳回升，进入了复苏阶段，可见政府下了一副猛药。但是复苏本来是一个缓慢的、伴随波动的、需要持续关注和把握的过程。政府的这一剂猛药是有代价的。从短期看，它增加了“后危机”管理的复杂性，其中最为突出的就是最终需求不足和产能过剩造成的通缩压力，与流动性过剩引起的资产泡沫和通胀预期并存；从中长期看，长期失衡和粗放的经济增长模式进一步恶化了。

经济增长仍主要靠投资拉动。2009 年前三季度，投资对 GDP 增长的贡献率达到 95%，即 7.7% 的 GDP 增速中，7.3% 是由固定资产投资带来的；投资占 GDP 的份额目前已经接近 50% 的关口。

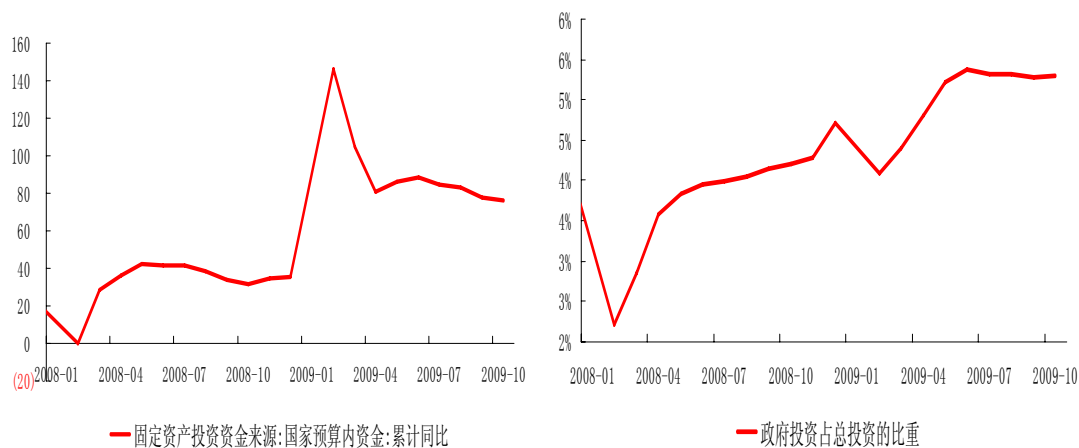
图 8: 2008 年以来城镇固定资产投资完成额累计同比



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

从投资的结构来看, 政府投资增长最为迅猛, 投资中政府预算内资金同比增速在 2009 年二月达到了 145.9%, 随后稳定在 80% 附近, 而去年一般在 40% 以下。

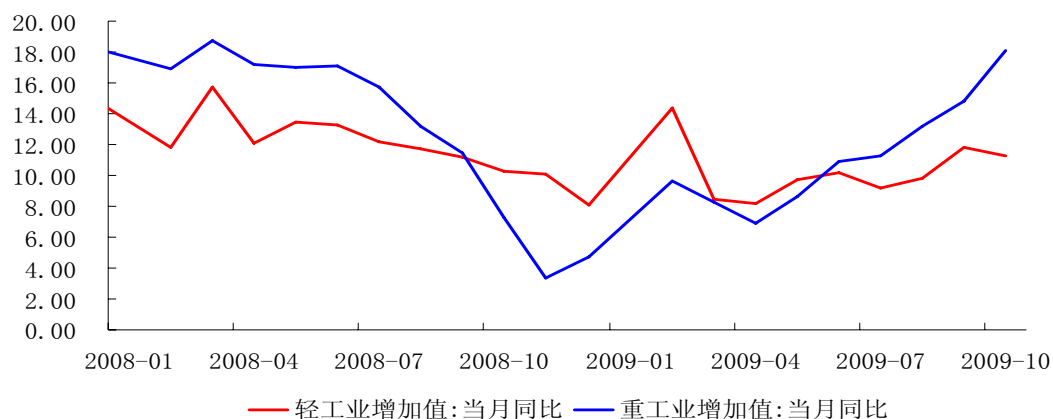
图 9: 2008 年以来政府投资情况



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

就轻重行业分析, 重工业增长率明显高于轻工业增长率, 而与消费关系密切的轻工业增长率反而还略有下降, 消费对经济复苏的推动力依然不足。

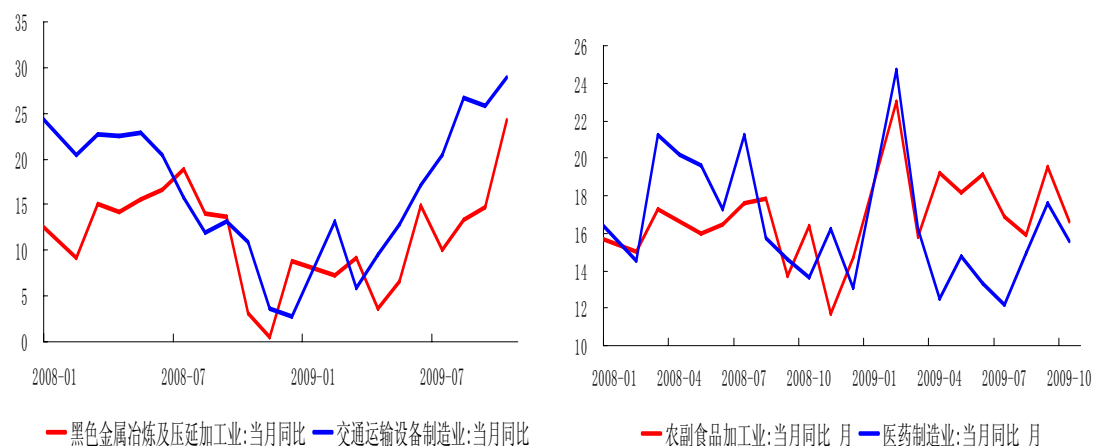
图 10：2008 年以来轻重工业增加值比较



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

就具体行业分析,交通运输设备制造业增长 28.9%,黑色金属冶炼及压延加工业增长 25.1%,均增速迅猛,这两个行业主要受益于政府对基础设施的投资拉动效应,而与消费直接相关的如农副食品加工业和医药制造业等行业增长率分别为 16.6%和 15.6%,增速并没有大的提高,这也表明了目前的经济增长主要靠投资的拉动,消费对经济的推动力尚且不足。

图 11：2008 年以来工业增加值分行业比较



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

二、中央经济工作会议表明决策层开始关注结构问题，2010 年进入保增长和调结构的艰难平衡期，利益博弈使宏观经济政策走向更加扑朔迷离。2009 第四季度 GDP 增速达到高点后，预计 2010 年第一季度和第二季度 GDP 增速缓慢回落，第三、第四季度再度拉高；预计 2010 年全年 GDP 增速将超过 2009 年水平，在 9.2%-9.5% 之间。

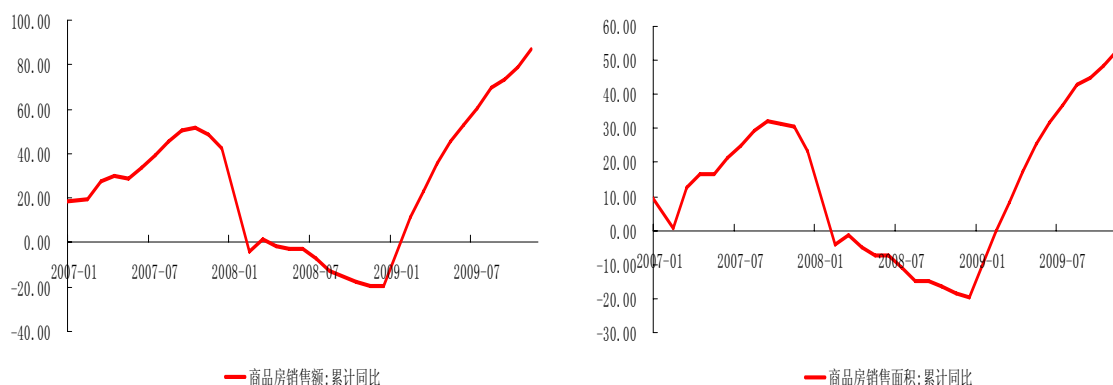
1. 分析中央经济工作会议精神，预计 2010 年积极的财政政策将保持不变，但着力点有所改变，全力促进经济增长方式转变；货币政策将回到真正意义上的适度宽松，可能在下半年以渐进的方式退出；结构调整的重点是促消费、协调区域发展、加快城镇化进程和培育战略性新兴产业。

2. 投资增速已经出现下降趋势。由于资本形成有六个月滞后，根据我国投资的周期性，加上房地产政策调控对社会投资的影响，预计 2010 年投资增速将呈前低后高态势（预计区域经济发展在四五月份开始形成投资热点，拉高投资增速），全年投资增速为 29.1%。

3. 预计房地产和汽车的消费增速不如 2009 年迅猛，但收入分配制度改革以及社会配套改革将会增加公众收入和改变消费者预期，两者相抵，2010 年消费增速不会低于 2009 年的 15.3%。

房地产销售在 2009 年初就开始加速上涨。到 2009 年末商品房销售面积和销售额均已超过了 2007 年的最高水平（商品房销售面积的最高水平为 2007 年 9 月的 32.1%；商品房销售额的最高水平为 2007 年 10 月的 51.5%），分别达到 53% 和 86.8%。

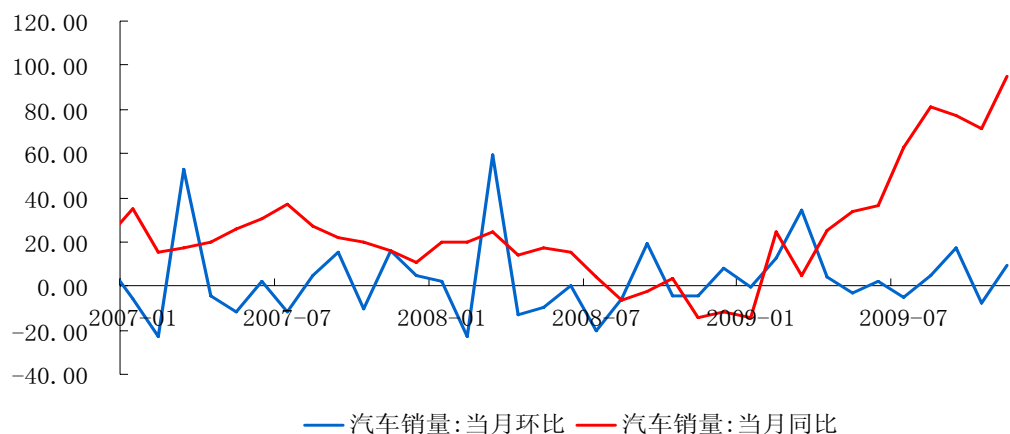
图 12：2007 年以来商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

2009 年以来，汽车销量同比指数虽然存在一些波动，但是整体趋势是加速上涨的。到 2009 年 11 月汽车销量同比指数已经达到 95.24%，远远超过了 2007 年以来的历史最高水平。

图 13：2007 年以来汽车销量走势图



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

2009 年房地产和汽车的消费非常迅猛，但由于存在提前消费和过度消费的问题，加上 2009 年基数过大，我们预计 2010 年房地产和汽车的消费增速不会像 2009 年这样迅猛。

2009 年政府已出台了多项关于收入分配改革和社会配套措施改革的政策，具体政策见下表：

表 1： 2009 年收入分配改革和社会配套措施改革政策一览表

	时间	政策
增加居民收入、稳定公众预期、促进消费的政策	2009 年 1 月	财政部：继续实施税费优惠支持保障性安居工程
	2009 年 4 月	中央财政：2009 年安排 420 亿资金“保就业”
	2009 年 5 月	住建部：五项措施确保安居工程
	2009 年 6 月	“十二五”规划重视“民富”
		开展新型农村社会养老保险试点工作
	2009 年 7 月	我国助推大学生就业力度空前 政策覆盖前所未有的
		中国将进一步推进税制改革 坚持结构性减税政策
		《汽车以旧换新实施办法》出台
	2009 年 8 月	《家电以旧换新实施办法》出台
		新农保试点“十一”前或启动
		国家基本药物制度方案开始实施 医药卫生体制改革推进
		银监会在北京等四城市启动消费金融公司试点工作
	2009 年 10 月	财政部出台地方政府消费券发放使用管理规范
	2009 年 11 月	国家税务总局：个人转租房屋征税
	2009 年 12 月	养老保险转移办法出台将发行全国通用社保卡

资料来源：国研网，太平洋研究院

2010 年，政府可能以增加收入的方式促进消费。增加消费有三个途径：一是通过提高公务员工资、增加农民收入来带动其他领域劳动者收入；增加居民财产性收入；调整不同部门和不同产业间不合理的劳动报酬。二是扩展社会保障范围，适当提高企业，特别是政府负担的水平；减少政府向国有企业的资本转移，增加向居民的经常转移；调整非生产税税制，例如所得税、消费税、财产税等，调节收入分配；增加对居民的直接货币性补贴。三主要是增加政府消费中的实物转移，增加公共服务供给。

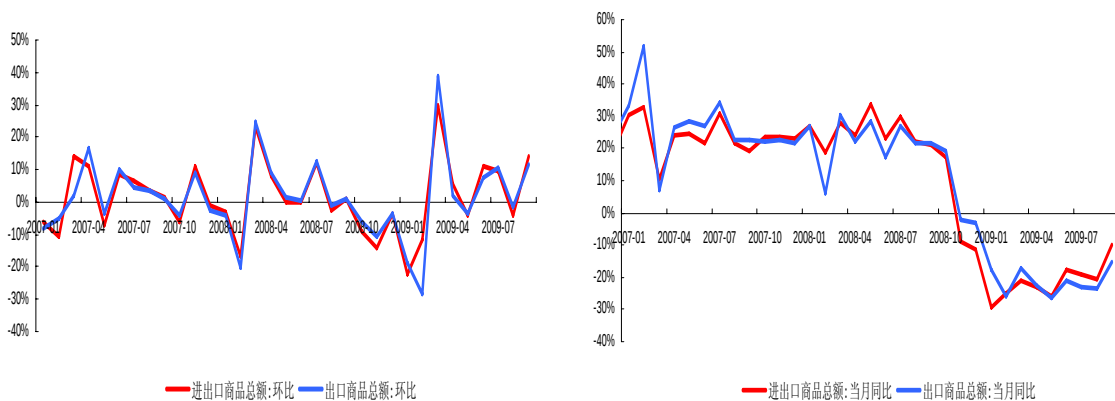
通过政府的各项配套改革措施将进一步增加居民收入、稳定公众预期，为消费增长提供有力支持。所以，2010 年除房地产和汽车外，其他领域的消费增速会加快，两者相抵，2010 年的消费增速将不会低于 2009 年。2010 年，消费可望成为拉动经济增长的重要力量。

4. 外贸政策：稳出口、增进口，明年净出口对 GDP 增长的贡献将转正。

影响出口的最大因素还是外部需求。预计明年全球经济形势趋稳，但欧美消费方式有所改变，外部需求相对于 2009 年有所回升，但增速较低，大约在零到 10%之间。

明年在出口方面，将主要在稳定方面做文章。主要加强进口，增加进口规模，引进高科技、战略储备资源等。在出口方面，努力提高出口产品档次、附加值、竞争力，严格控制“两高一资”产品的出口。改变进出口结构，努力促进贸易平衡，不谋求贸易顺差。在这种稳出口、增进口的政策指导下，明年净出口对 GDP 的贡献将由负转正，但贡献率将不会太高。

图 14：2007 年以来进出口商品情况

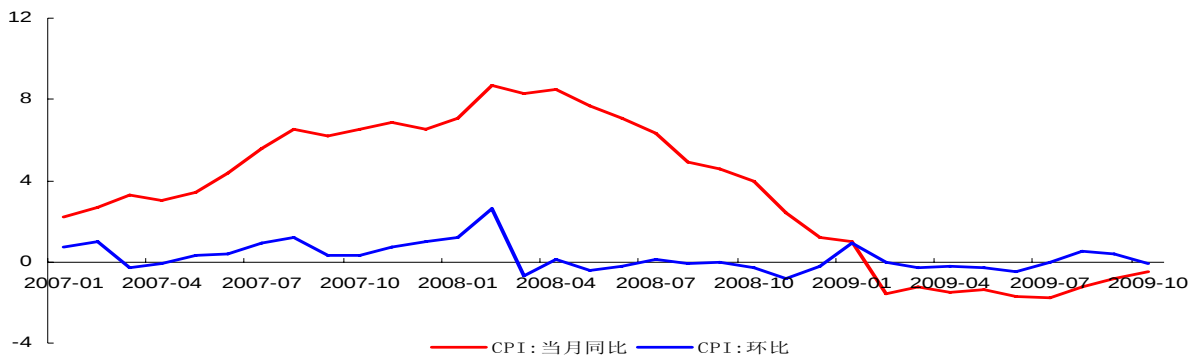


资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

5. 预计明年一至三季度 CPI 水平在 3%-5%之间，四季度通胀形势有可能恶化。

受国际大宗商品价格上涨影响，以及流动性推动和食品价格干扰，加上 2009 年物价基数较低，预计 2010 年一至三季度 CPI 水平在 3%-5%之间，四季度通胀形势有可能恶化。

图 15：2007 年以来 CPI 走势图



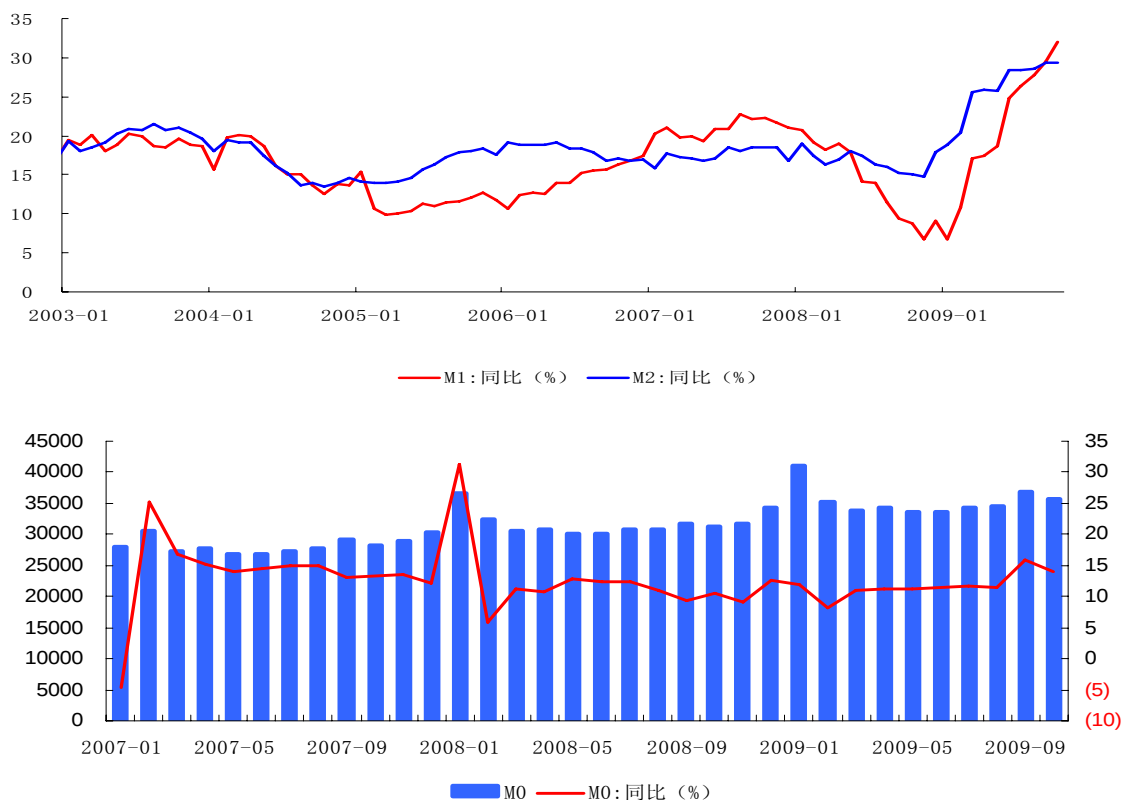
资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

2010 年进入保增长和调结构的艰难平衡期，利益博弈使宏观经济政策走向更加扑朔迷离。由于投资惯性和 2009 年的基数效应，全年 GDP 可能呈现两边高中间低的马鞍形态。预计 2010 年全年 GDP 增速将超过 2009 年水平，在 9.2%-9.5% 之间。

三、2010 年货币政策分析

1. 货币供应量方面: M0 增速比 2009 年略高，为 15%-16% 之间; M1 和 M2 增速回落至 25%-28% 区间，M1 增速超过 M2 的态势将会改变，M1 增速将比 M2 增速低 2-3 个百分点。

图 16: 货币供应量走势图



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

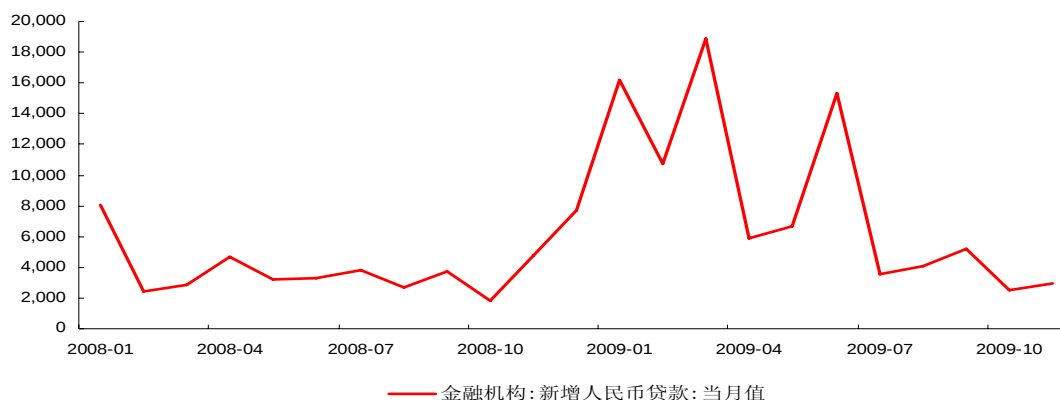
2. 新增人民币贷款为 7-8 万亿元规模，加上今年已贷未用的资金，可使用的贷款规模大约在 9-10 万亿元。

2009 年的累计新增贷款预计将超过 9.5 万亿，天量放贷已使一些流动性问题显现，明年的新增人民币贷款应该比今年有所回落。制约 2010 年信贷规模增长主要有两大因素，一是宏观调控对信贷规模的限制，二是商业银行自身资本充足率水平以及贷存比对信贷资产扩张的限制。

但是 12 月初召开的中央经济工作会议，以及 12 月 7 日，中国人民银行落实中央经济工作会议部署的会议，均明确提出要继续实施适度宽松的货币政策，保持其连续性和稳定性，增强其针对性和灵活性。这两个会议透露的潜台词是，明年会尽量保持贷款投放速度的稳定，不要大起大落，且明年的信贷投放不会突然终止或者大幅回调。所以，我们判断 7 万亿至 8 万亿元可能是包括央行在内决策各方可以达成一致的信贷规模。

虽然明年贷款比今年有所回落，但不会限制实体经济投资的资金来源。今年贷款爆发性增长的同时存款增长也不落下风，导致银行贷存比不升反降，这实际反映很多企业将未用贷款存于银行的现象，这部分资金也为明年企业投资提供了缓冲。此外，近期，人民币升值预期引发的热钱流入，以及出口好转带来贸易顺差增加，都增加了外汇流入，外资流入可能成为补充信贷资金缺口的重要来源。因此，尽管贷款回落，但流动性依然较为充裕。

图 17：2008 年以来新增人民币贷款变化图



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

3. 人民币对美元汇率或会在明年上半年来一次跳升，跳升幅度为 5% 左右，以后回归到参考一篮子主要货币的有管理的浮动汇率上来。

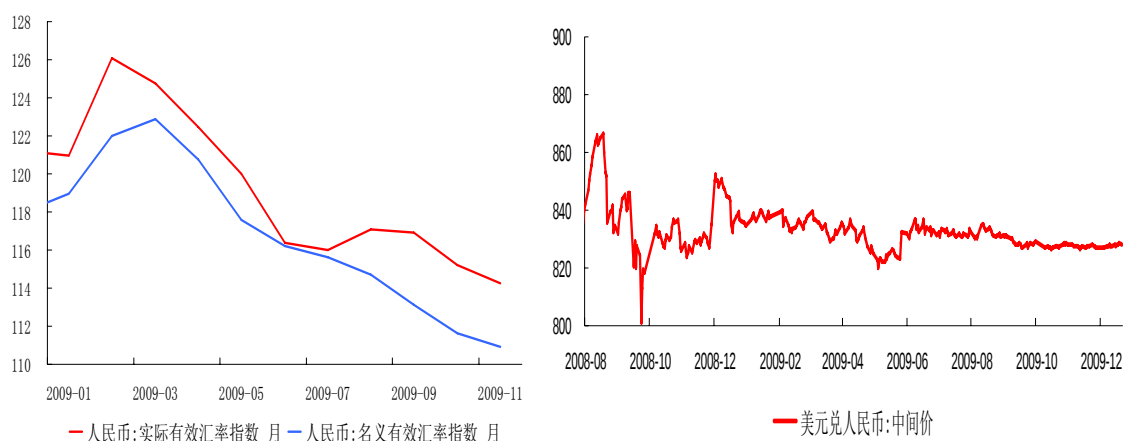
金融危机发生以来，人民币名义和实际有效汇率指数大幅下跌，而人民币对美元的汇率始终维持在稳定区间内，表明中国汇率政策已经从危机前参考一揽子国际货币的有管理的浮动汇率政策变为了危机后盯住美元的汇率政策。危机以来，美元指数持续走低，紧盯美元的政策使得人民币名义有效汇率指数和实际有效汇率指数均呈现下降态势，跌幅逐渐扩大，2009 年 2 月以来已经分别下跌了 8.67 和 8.51 个百分点。

目前看来，人民币贬值对出口企业的保护作用不大，却为贸易争端提供口实，加剧了中国与其他国家的贸易摩擦，这使得人民币升值的压力越来越大。2010 年人民币的升值是在所难免的。

对于人民币升值方式的选择有两个：缓慢升值或者一步到位的跳升。缓慢升值会带来对升值的持续、强烈的预期，这将吸引热钱的不断流入。热钱的流入会影响货币政策的操作效果，不利于金融的稳定。而一步到位的跳升虽然短期或对出口有微小影响，但有利于培育出口产业长期的真正市场竞争力；同时也有利于国内产业结构调整，使经济增长动力真正转到依靠内需上面来；也使得货币政策操作游刃有余。

所以，我们认为人民币对美元汇率或会在明年上半年来一次跳升，跳升幅度为 5% 左右，以后回归到参考一篮子主要货币的有管理的浮动汇率上来。

图 18：人民币汇率变动情况



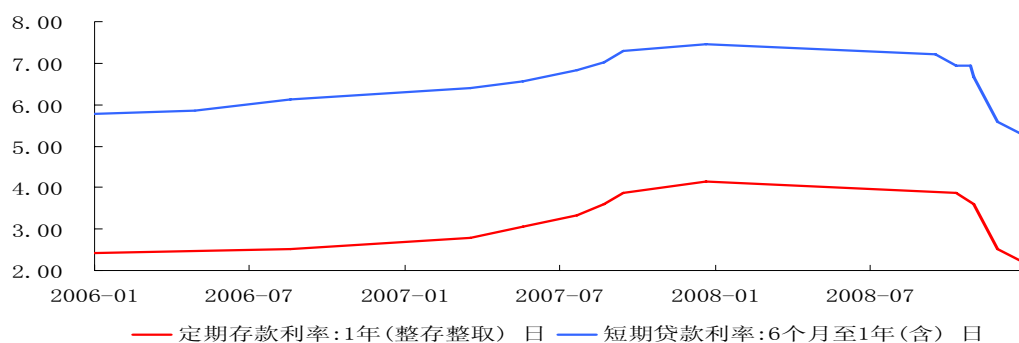
资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

4. 政府将容忍一定程度的温和通胀（3-5%），在通胀恶化之前不会加息，但预计明年下半年调整可能恶化，因而加息将选择在明年下半年或年底，幅度为 27-54 个基点。

温家宝在接受新华社专访时说到，我们必须给经济创造一个良好稳定的环境，使经济发展、结构调整和物价上涨都保持在一个合理的区间，这样经济才能够顺利地进行。其中提到使“物价上涨都保持在一个合理的区间”，我们认为可以理解为明年政府将容忍一定程度的温和通胀。事实上，通胀已经开始，但是并未反应在 CPI 指标中，政府确实知道，更加说明政府对通胀容忍存在一定宽松的底线。这个区间应该在 3-5% 之间。3-5% 的温和通胀有利于刺激国内需求，而不至于造成国民经济的实质性破坏，应该可以忍受。加息是否会导致资产价格泡沫破裂，进而影响整体经济走势，可能也是政府担心的一个问题

但在我们这么大一个国家，通胀惯性较大，容易加速上涨，形成恶性通胀。预计明年下半年调整可能恶化，因而加息将选择在明年下半年或年底，幅度为 27-54 个基点。

图 19：2006 年以来央行存贷款基准利率变化情况



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

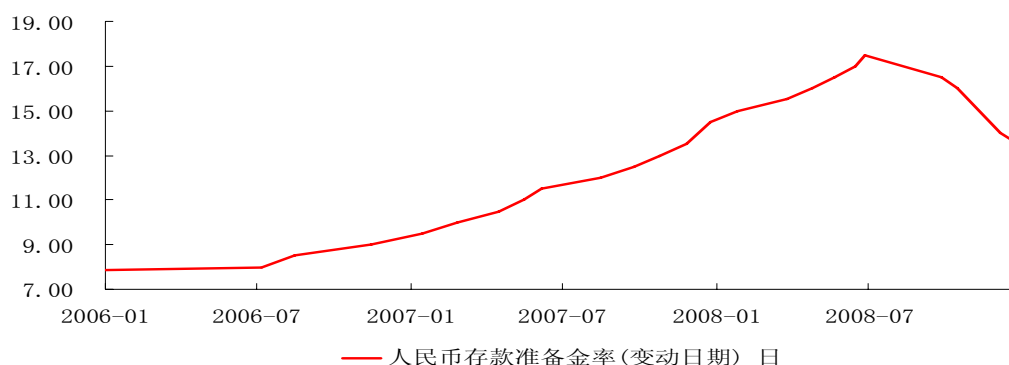
5. 虽然周小川暗示明年准备金率可能作为调控货币政策的工具，但我们认为在宏观经济复苏形势尚未趋稳的情况下，准备金率调整对信贷规模影响过大，明年不太可能出台。

周小川在“2009 中国金融论坛”上表示，由于外部条件的复杂性和公众理性预期难以充分实现，中国央行目前仍要用多种工具进行货币政策调控，比如存款准备金和利差调控手段就需要强调。他表示，总的来说，中国的货币政策工具要比其他国家多一些。比如存款准备金，中国央行还

是很强调它的作用。国际上认为存款准备金应该废弃,但中国还有国际收支不平衡、外汇占款的对冲问题,所以存款准备金是需要强调的。

虽然在上述表述中周小川暗示明年可能将准备金率作为调控货币政策的工具,但我们认为在宏观经济复苏形势尚未趋稳的情况下,准备金率调整对信贷规模影响过大,明年不太可能出台。

图 20: 2006 年以来央行人民币存款准备金率的变动情况

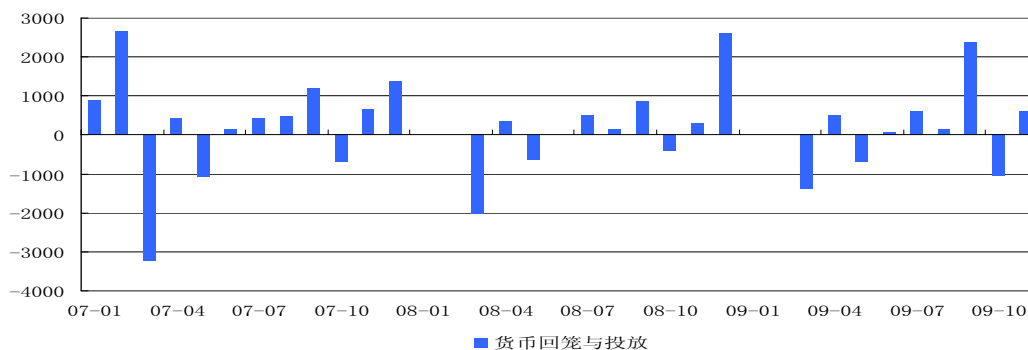


资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

6. 明年更多的还是通过公开市场操作和窗口指导来平衡信贷节奏和改善信贷结构。

由于明年将会继续保持货币政策的连续性和稳定性,所以至少上半年不会出台加息或提高准备金率的政策措施,而主要是通过数量工具平滑和调控信贷规模等方式微调经济,货币政策将回到真正意义上的适度宽松。

图 21: 2007 年以来央行公开市场操作情况



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

四、不确定因素

国际方面：

1. 全球经济复苏状况
2. 美元走势
3. 国际政治形势特别是我国周边国家安定状况

国内方面：

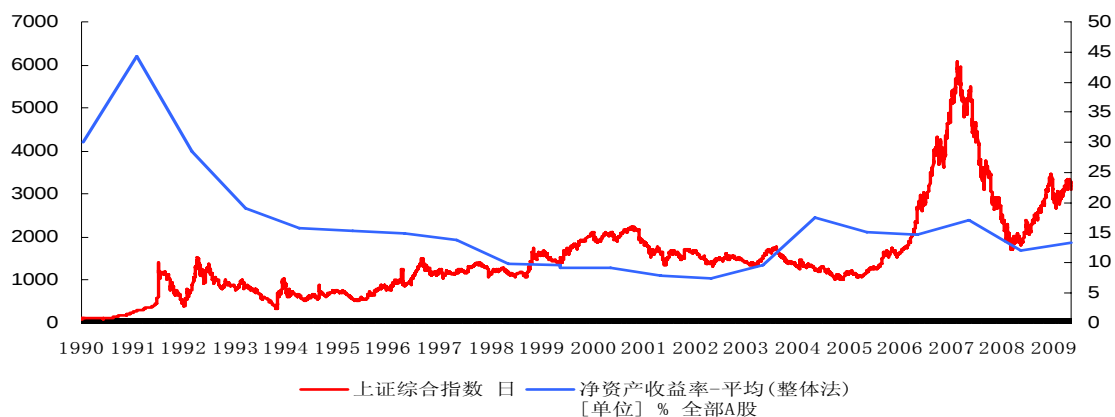
1. 房地产政策以及利益集团可能的博弈
2. 收入分配政策以及相关社会配套改革
3. 区域经济发展何时发动
4. 货币政策调整的时间窗口

五、证券市场表现和投资机会

1. 宏观经济形势 2010 年整体将优于 2009 年，不仅仅 GDP 增速高于 2009 年，而且整个经济结构将会有所改善。宏观经济形势将支持证券市场走高。

2. 上市公司盈利状况分析。

图 22：上证指数和上市公司盈利状况走势图



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

表 2： 2009 年和 2010 年各行业盈利增长预测一览表

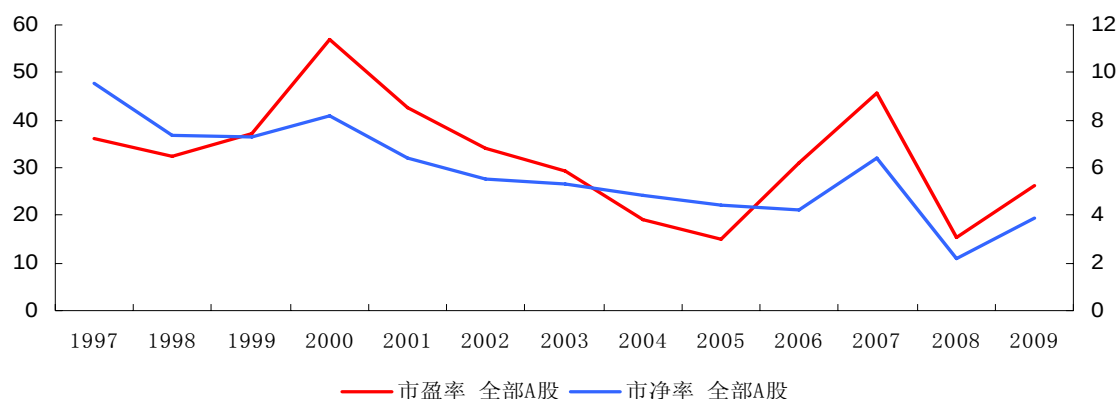
盈利增长 (%)	09 年	10 年
煤炭	-2.5	19.6
钢铁	-35.5	188.8
有色	-31.5	210.9
化工	33.5	53.5
公用事业	-38.7	56.2
交通运输	47.9	186.6
机械	9.7	28.0
建筑	91.0	25.1
银行	16.5	24.6
证券	42.9	16.3
保险	270.7	38.3
房地产	44.1	34.0
电信服务	80.6	-3.3
软件	26.5	23.5
硬件	51.3	87.9
传媒	25.3	12.5
家电	56.4	20.0
零售	7.2	21.3
酒店旅游	23.3	25.0
服装纺织	52.7	8.9
食品饮料	85.5	25.1
医疗保健	39.9	17.7
农业	47.0	23.9
全部 A 股	27.2	27.1
全部 A 股扣除银行	29.8	30.1

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

预计明年 A 股上市公司盈利良好，超过市场之前预期，对市场走好构成强力支撑。

3. 市场估值处于合理区间，尚有上升空间。

图 23：1997 年以来全部 A 股市盈率与市净率变动情况



资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

4. 市场机会更多地体现在经济结构调整过程中。结构性机会远远大于整体机会，包括战略性新兴产业（新能源、新材料、生命科学、生物医药、信息网络、空间海洋开发和地质勘探）、区域经济发展、消费及相关服务业等领域存在投资机会。同时，明年也会存在大量的兼并重组机会。

5. 明年管理层将推出股指期货，短期可能加大市场波动，长期则有利于市场均衡。

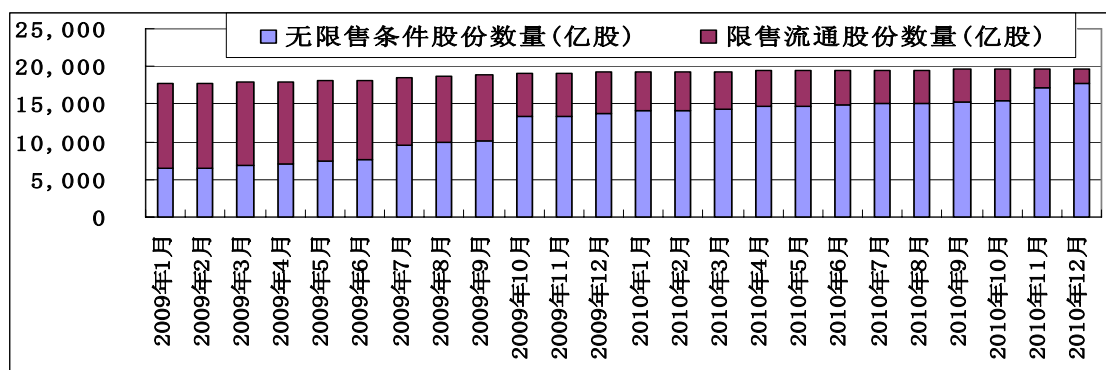
6. 预计明年扩容速度会高于今年。从目前数据来看，IPO 与再融资将给市场造成一定压力。分为四个方面来看：IPO，包括已过会未发行以及传言将要发行的公司；再融资，包括已过会但未发行公司以及通过预案未上报材料的公司。限售股解禁方面，不考虑新增 IPO 带来的解禁股，2010 年底 A 股市场 90% 的股票进入全流通状态，但大小非不会成为明年资金面的主要制约因素。

表 3：2010 资金需求初略统计

	预计募集资金（亿元）
过会但未发行规模合计	360.11
再融资已过会规模合计	299.79
再融资预案规模合计	1609.62
银行再融资规模预计	1712-1952
总计	3981.51-4221.51

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院

图 24: 2010 年限售股解禁情况



资料来源: Wind 资讯, 太平洋研究院

7. 市场将呈现先抑后扬、震荡上行的趋势, 运行区间在 2800 点-4400 点之间

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街9号
华远·企业号D座

电话：(8610) 8832-1903

传真：(8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。
