

日期: 2010 年 7 月 5 日



首席宏观分析师 胡月晓  
021-53529888-1917  
huyue Xiao@sigchina.com  
执业证书编号: S0870208090146

# 坚定不移推行结构调整政策

——2010 年 6 月宏观研究月报

报告编号:

相关报告:

《定位未来经济增长模式》

——2009 年 12 月 2 日

《当前中国流动性评估》

——2009 年 11 月 3 日

## ■ 主要观点:

### 新外贸发展战略或出台

我国的对外贸易形势将一直承受着较大的外部压力;商务部一直在组织研究《后危机时代中国外贸的发展战略》这一重大课题,预计 7 月下旬将出台一份关于加快转变外贸发展的指导意见,同时配套政策措施也会陆续出台。

### 信贷回落带动货币增速下降

按照监管部门对 2010 年信贷投放的“均衡”要求标准,6 月份新增信贷的回落已成定局!信贷的回落,直接导致了商业银行创造货币水平的降低。另一方面,在诸多监管指标的约束下,商业银行调整资产负债表的行为,也使得货币系统的货币乘数下降。虽然央行从 5 月下旬开始就结束了自春节以来的货币净回笼状态,开始向银行间市场净投放基础货币,但受 5 月份以来外汇占款增速下降的影响,基础货币总量增速并没有上升,我们预计 6 月份货币增速加大幅度的下降。

### 继续推行结构调整政策

6 月份出台的取消“两高一资”项目出口退税的举措再一次彰显中央进行经济结构调整的决心。人民币汇改兼具调整需求和供给结构两方面的作用效果。人民币的升值客观上要求外贸企业把出口的增长从单纯依靠成本优势逐步转移到主要依赖技术优势上来,实际上是要求外贸企业进行供给结构的调整,优化了企业的供给结构。

### 政府并不担忧通胀

受 2009 年基数变化的影响,2010 年 6 月份 CPI 和 PPI 的同比仍然没有表现下降趋势。与用环比数据推导的同比计算值相比,官方公布的价格同比数据显示了政府强烈的政策倾向:拔高 CPI 同比表明政府对通胀并不担心;同时压低 PPI 同比数值则显示了政府想进一步引导市场弱化通胀预期的意图。

表 1 当前国民经济运行情况(累计同比增长 %)

| 年份  | 2007 |      | 2008 |       |      |       | 2009  |       |      |      | 2010 |      |
|-----|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| 季度  | 三    | 四    | 一    | 二     | 三    | 四     | 一     | 二     | 三    | 四    | 一    | 二*   |
| GDP | 12.0 | 11.9 | 10.6 | 10.4  | 9.9  | 9.0   | 6.2   | 7.1   | 7.7  | 8.7  | 11.9 | 11.4 |
| 生产  | 18.9 | 17.4 | 16.4 | 16.3  | 15.4 | 12.9  | 5.1   | 7.0   | 8.7  | 11.0 | 19.6 | 17.5 |
| 消费  | 15.9 | 16.8 | 20.6 | 21.4  | 22.0 | 21.6  | 15    | 15    | 15.1 | 15.5 | 17.9 | 23.2 |
| CPI | 4.1  | 4.8  | 8.0  | 7.9   | 7.0  | 5.9   | -0.6  | -1.1  | -1.1 | 1.9  | 2.2  | 2.3  |
| M2  | 18.5 | 16.7 | 16.3 | 17.23 | 16.2 | 17.82 | 25.51 | 28.46 | 29.3 | 27.7 | 22.5 | 18.0 |

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,红色为当月修正值

重要提示:请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

## 一、5 月经济回顾：宏观调控难度加大

### ■ 物价指数短期内保持高位运行

5 月份，居民消费者价格指数保持了上升的趋势，同比上涨了 3.1%。4 月份 CPI 同比增长了 2.8%，与 4 月相比，5 月同比增幅略降 0.1 个百分点。其中，食品类同比上升 6.1%，环比下降 0.5%；居住类同比上涨 5.0%，环比上涨 0.2%。

我们一直认为短期内我国的物价上涨是结构性的，在粮价稳定的前提下，物价上涨是蔬菜价格受自然灾害影响产生的阶段性上涨影响带动的，随着 5 月份天气转好，生长期较短的蔬菜大量上市抑制了食品价格上涨的趋势，5 月份 CPI 环比下降 0.1%，食品价格环比下降了 0.5%，其中蔬菜价格下降 9.8%，蔬菜价格的下降抑制了 CPI 的环比增长，而 5 月居住类价格和医疗保健及个人用品类价格分别环比上涨 0.5% 部分抵消了蔬菜价格环比的大幅下降；同时考虑到 CPI 受翘尾因素的影响推动了 CPI 的同比上涨，两者的相比较，从结果来看 5 月 CPI 受翘尾因素的影响更大一些。由于去年 6 月和 7 月的居民消费价格指数分别为 98.3 和 98.2，处在临近几个月“V 字形”的最低点，翘尾因素的影响在今年的 6 月和 7 月份将更加显著，我们预测 CPI 在 6 月和 7 月同比上涨幅度仍将不会低于 3%，并很可能达到一年中的最高点，同时 5 月 PPI 上涨了 7.1%，由于受到滞后因素的影响短期不太可能出现大幅下降，短期内居民消费价格指数仍将保持高位运行。

### ■ 房价向下运行空间开启

1-5 月，全国房地产开发投资 13917 亿元，同比增长 38.92%，其中，商品住宅投资 9643 亿元，同比增长 35.7%，占房地产开发投资的比重为 69.3%。前 5 个月，我国房地产投资在前期依然保持了较高的增长势头，在 4 月份开始房地产调控后，房地产的投资出现了较大的变化，尽管 1-5 月份全国商品房销售面积 3.02 亿平方米，比去年同期增长了 22.5%，但增幅比 1-4 月回落了 10.3 个百分点，5 月当月，商品房销售面积 6777 万平方米，比上月减少 1274 平方米，下降 15.8%，其中商品房销售额 3335 亿元，比上月减少 1113 亿元，下降 25.0%。房地产销售面积的大幅下降直接导致了房地产开发商资金链的紧张，房地产资金来源分类指数 4 月和 5 月份分别为 118.15 和 116.69，连续两个月环比分别下降了 1.52 点和 1.46 点，在政府房产税和信贷控制等多重利空因素的打击下，房地产市场观望情绪的持续将进一步打开房价向下运行的空间，我们预计房地产的调控将是一个长期的过程，房价向下调整将再所难免。

### ■ 内外因素导致宏观调控难度加大

5 月份，工业增加值增速比去年同期增长了 16.5%，较上月下降了 1.3

个百分点，环比连续两个月出现了下滑。工业增加值的增长放缓是4月房地产空前严厉的调控政策影响下投资下降的直接反映，同时考虑到在拉动我国经济一季度 GDP 增长达到 11.9% 的因素中，占全国工业能耗和二氧化碳排放近 70% 的电力、钢铁、有色、建材、石油加工、化工等六大行业增长了 20.6%，同比加快了 6.6 个百分点，国家对这些高污染高耗能产业也有压缩其产能的现实需要，而经济结构调整的压力也为未来进一步压缩这些高污染高耗能产业提供了持续的动力。在 5 月份欧债危机急剧恶化的过程中，欧元大幅下挫引发了对欧元区货币体系的信任危机，各国对全球经济二次探底的担忧情绪也日益增长，欧盟国家通过 7500 亿欧元大规模的救援措施暂时缓解了欧洲债务危机的影响，但救援措施带来的巨大财政负担和欧洲国家本来就已经很高的政府债务比率给未来大规模削减财政支出带来了较大的压力，全球经济复苏的不确定性进一步加强，这使得我国在减增速调结构的过程中宏观调控的难度进一步加大，总体来看在经历了 5 月份经济发展的复杂局面后宏观调控进入了观察期。

## 二、2010 年 6 月经济评述：调结构地位凸显

### ■ 国务院常务会议：转变经济增长方式向纵深发展

国务院在 1 月份共召开了 3 次国务院常务会议，主题分别就区域规划和企业兼并重组等事项进行了专题研究。

**表 1 2010 年 6 月国务院常务工作会议**

| 召开时间     | 主要内容                            |
|----------|---------------------------------|
| 6 月 9 日  | 审议通过《全国林地保护利用规划纲要（2010 - 2020）》 |
| 6 月 12 日 | 审议通过《全国主体功能区规划》                 |
| 6 月 23 日 | 研究部署进一步推进依法行政工作                 |
| 6 月 30 日 | 研究部署促进企业兼并重组等事项                 |

**数据来源：上海证券研究所**

国务院总理温家宝 9 日主持召开国务院会议，审议并原则通过了《全国林地保护利用规划纲要（2010-2020 年）》。会议指出，林地是国家重要的自然资源，是森林赖以生存发展的根基。会议通过了《纲要》明确了到 2020 年，林地保有量增加到 3.12 亿公顷，占国土面积比重提高到 32.5% 以上；森林保有量达到 2.23 亿公顷，比 2005 年增加 4000 万公顷，森林覆盖率达到 23% 以上。截至 2008 年，我国森林面积 1.95 亿公顷，森林覆盖率达到 20.36%，未来保护生态环境的力度将进一步加强。

12 日召开的国务院会议，审议并原则通过《全国主体功能区规划》，决定取消和下放 184 项行政审批项目。会议强调，根据不同区域的资

源环境承载能力、现有开发强度和发展潜力,统筹谋划未来人口分布、经济布局、国土利用和城镇化格局,确定不同区域主体功能,并据此明确开发方向和政策,推进形成主体功能区。通过把国土空间划分为优化开发、重点开发、限制开发和禁止开发四类区域,《规划》的出台进一步明确整合和细化了西部大开发战略、城镇化建设、社会主义新农村建设的着力点,国家优先发展的城市化地区通过增强产业和要素集聚能力,率先加快转变经济发展方式。会议同时决定在国务院已先后四批取消和调整行政审批项目的基础上再取消和下放 184 项行政审批项目,其中取消行政审批项目 113 项,下放行政审批制度 71 项,这对于深化行政审批制度改革,加快转变政府职能,建设服务型政府具有重要现实意义,有利于经济发展方式转变进一步向纵深发展。

23 日主持召开国务院常务会议,研究部署进一步推进依法行政工作。会议指出,政府立法紧紧围绕改革发展稳定大局,在继续加强有关经济调节和市场监管立法的同时,更加注重有关社会管理和公共服务的立法,更加注重公众参与和专家论证,行政决策科学化、民主化、法治化水平不断提高。进一步规范执法行为,大力推行行政执法责任制。大幅度精简行政审批项目,创新行政许可实施机制。发布实施《政府信息公开条例》,公共政策制定、部门预算等方面的信息公开有序推进。积极开展行政调解,加强行政复议,依法妥善处理和化解了大量民间和行政纠纷。继续加强对行政权力的监督,严格行政问责。重视和加强应急管理体制机制制度改革和建设,应对突发公共事件能力明显提高。

23 日的国务院常务会议,研究部署了进一步推进依法行政工作等事项。会议指出,2004 年 3 月,国务院制定并实施《全面推进依法行政实施纲要》,提出建设法治政府的目标。这是加强民主政治建设、推进依法治国的重要步骤。六年来,国务院每年都对事关依法行政全局的重点工作作出安排,各地区、各部门结合实际贯彻落实,依法行政工作取得重要进展。政府立法紧紧围绕改革发展稳定大局,在继续加强有关经济调节和市场监管立法的同时,更加注重有关社会管理和公共服务的立法,更加注重公众参与和专家论证,行政决策科学化、民主化、法治化水平不断提高。进一步规范执法行为,大力推行行政执法责任制。大幅度精简行政审批项目,创新行政许可实施机制。发布实施《政府信息公开条例》,公共政策制定、部门预算等方面的信息公开有序推进。积极开展行政调解,加强行政复议,依法妥善处理和化解了大量民间和行政纠纷。继续加强对行政权力的监督,严格行政问责。重视和加强应急管理体制机制制度改革和建设,应对突发公共事件能力明显提高。

6 月 30 日国务院常务会议的主要内容是,研究部署促进企业兼并重



组，听取对中央企业监督检查和国有企业监事会工作情况汇报，审议并原则通过《自然灾害救助条例（草案）》。会议指出，在资源环境约束日益严重、国际产业竞争更加激烈的新形势下，必须切实推进企业兼并重组，深化企业改革，促进产业结构优化升级，加快经济发展方式转变，提高发展质量和效益，增强抵御国际市场风险能力，实现可持续发展。一要消除企业兼并重组的制度障碍。二要加强对企业兼并重组的引导和政策扶持。三要改进对兼并重组的管理和服务。四要推进企业体制改革，通过企业兼并重组，进一步加强和改善经营管理，促进自主创新，提高企业市场竞争力。会议要求各地区、各有关部门加强组织领导和指导协调，细化配套政策措施，认真抓好工作落实。

### ■ 重启汇改加速外贸转型

6月20日我国宣布重启汇改进程，重新实行以市场供求为基础，参考一篮子货币，有管理的浮动汇率制度。增强人民币汇率波动的弹性将使人民币汇率的形成机制更加趋于合理化，从短期来看，人民币实际有效汇率前期的上升为汇改后人民币汇率双向波动提供了有利条件；从长期看，我国进出口贸易在长期来看将逐渐趋于收支平衡，出现长期大规模贸易顺差的可能性大大下降，因此人民币并不存在单向大规模升值的基础。考虑到23日财政部宣布将于7月15日起取消部分钢材、化工产品、有色金属加工材等六大类“两高一资”（高污染、高能耗、资源型）产品的出口退税，同时对此次退税调整的六大类产品纳入加工贸易禁止类目录的配套政策也有望近期出台，由于去年三季度以来的单位国内生产总值能耗下降减缓甚至反弹给“十一五”节能减排带来了较大的压力，早在6月3日国务院发布的《节能减排综合性工作方案》就已经明确了2010年节能减排的目标任务和总体方案，使得对这部分“两高一资”商品出口也有较大的压缩需求。从中央转变经济增长方式的大局来看，加快外贸转型更是经济结构调整的重要一环，我们预计在人民币双向波动的微调中，外贸转型的阵痛可能将在一定程度上得到缓解，同时加速我国外贸方式的转型。同时6月22日中国人民银行把跨境贸易人民币结算的境外地域由港澳、东盟地区扩展到所有国家和地区，将为人民币贸易提供便利化，也有利于我国对外贸易的转型。

### ■ G20峰会通过大幅削减财政赤字决议

面对越来越严重的欧洲债务危机，本月27日举行的G20第四次峰会上的议题主要集中在了削减财政赤字方面，根据会议声明，G20绝大多数发达经济体成员在2013年底前，将自身公共财政赤字水平减半，但在具体的实施上尊重各经济体依照自身情况灵活掌握“达标”步骤，而对欧洲一直主张的对银行业征税问题，峰会没有做出强制性规定，只是达成了各成员可以根据国内环境和税务制度的不同针对银行业征税的意向。对于将公共赤字减半的决议由于没有提出具体的方案，

各国在操作上也具有较大的灵活性，其象征意义远远大于实际意义，对于缓解投资者对欧洲债务危机蔓延产生全球经济二次探底的担忧情绪具有一定的积极作用，但同时带来的对未来各国可能采取的财政紧缩政策引发的经济复苏步伐放缓的担忧也使未来全球经济的发展将变得更加曲折。

### 三、2010年7月经济前瞻：调结构思路逐渐清晰

#### ■ 新外贸发展战略或出台

由于本次人民币再启汇改和人民币第一次汇改的世界经济形势完全不同，由此产生的结果也可能大相径庭。我国在2005年首次启动汇改时，世界经济增长强劲，保持了4.5%左右的高增长；而在当前我国启动汇改时，世界经济刚刚经历了二战以来最为严重的衰退，并且引发本论衰退的是一直被认为经济增长提供造血功能的金融体系。健全的金融体系在经济能加速经济的复苏和增长，反之一个自身已经严重失血的金融体系在经济复苏的过程中却很有可能加速经济的恶化，一旦经济有所风吹草动金融体系所起的作用很有可能就是加速危机的传播速度。我国对外贸易的发展与世界经济形势息息相关，在当前世界经济复苏前景依然不甚明朗的情况下重启汇改，尽管经常项目上不存在长期大规模顺差使得人民币单边大幅升值的基础并不存在，但考虑到美国在失业率长期高企的情况下可能对我国人民币升值所产生的长期压力，并且随之带来的可能长期并存的贸易摩擦，我国的对外贸易形势将一直承受着较大的外部压力；与此同时国内产业结构调整所带来的成本压力也很难在短期内迅速消化。去年开始，商务部一直在组织研究《后危机时代中国外贸的发展战略》这一重大课题，预计7月下旬将出台一份关于加快转变外贸发展的指导意见，同时配套政策措施也会陆续出台。然而从目前的情况来看，我国外贸形势短期形势将十分严峻，长期形势的不确定性明显加大。

#### ■ 信贷回落带动货币增速下降

5月份新增人民币贷款额为6394亿元，与去年同期空前宽松的信贷环境相比，同比仅少增275亿元，再超市场预期。在4月份新增信贷增长超出市场所有预期的情况下，5月份实际贷款发放再次超出市场普遍预期。按照监管部门对2010年信贷投放的“均衡”要求标准是“3: 3: 2: 2”，按全年7.5万亿美元的计划投放指标，上半年的信贷投放控制规模为45000亿元人民币，而1-5月份金融机构已完成人民币信贷投放新增量40142亿，这意味着6月份新增信贷的回落已成定局！信贷的回落，直接导致了商业银行创造货币水平的降低。另一方面，在诸多监管指标的约束下，商业银行调整资产负债报表的行为，也使得货币系统的货币乘数下降。虽然央行从5月下旬开始就结束了自春

节以来的货币净回笼状态，开始向银行间市场净投放基础货币，但受5月份以来外汇占款增速下降的影响，基础货币总量增速并没有上升，我们预计6月份货币增速加大幅度的下降。

#### ■ 继续推行结构调整政策

6月份出台的取消“两高一资”项目出口退税的举措再一次彰显中央进行经济结构调整的决心，然而去年巨额信贷刺激下的大规模固定资产投资产生的大量过剩产能却很难在短期内有明显的改善。为了进行经济结构调整与转型，政府先后提出了十大产业调整和振兴规划、战略新兴产业振兴规划和全国主体功能区规划等一系列经济结构的调整举措，同时也加大了国民收入分配的调整力度，如果说前者是从供给方面调结构，那么后者就是从需求方面调结构了，而经济结构应该包括供给结构和需求结构两个方面，它的调整也应该包括这两个方面。在忽略外部需求的情况下，一国国内的供给结构总是和相应的需求结构相对应的，在需求决定供给的经济环境中，更为可行的方案应该是利用需求结构的变化带动供给结构的变化，最直接的就是调整收入分配体系，增加居民的收入水平，居民收入水平的变化会直接影响居民消费结构的变化，这点可能类似于日本当年进行经济结构调整时采用的“收入倍增计划”。我们认为在调整需求结构的过程中增加居民实际收入的方式是多样化的，既可以通过直接提高居民实际收入，也可以通过降低居民生活成本间接提高其实际收入，具体的方式包括提高城市最低工资水平直接提高居民收入水平、加强社会保障体系建设保障最低收入群体收入，进行医疗体制改革降低居民的医疗成本、挤压房地产泡沫降低居民的居住成本。

如果把外部需求考虑进来，调整供给结构就需要在国际上抢占较高端的需求市场，在世界经济衰退和贸易摩擦不断升级的情况下，也许实行满足较高端产品市场需求的“进口替代战略”是目前更为可行的方案，2009年11月中国科技部联合发改委、财政部在全国范围内进行自主创新产品认定工作，最终形成了《国家自主创新产品目录》，对于符合由我国自主创新的产品享有政府优先采购权，这在某种程度上是政府创造了较高端的需求市场（调整需求结构），刺激了较高端的国内供给市场（调整供给结构），从而达到调整经济结构的目的，这比让我国的外贸企业直接去抢占国外的较高端需求市场来调整供给结构容易得多，实际上也是我国在经济结构调整过程中通过“进口替代战略”把国际贸易摩擦内部化了，由于我国政府采购的市场规模预计高达5800亿美元，美国商界一直反对我国的这一政策，这种分歧实质上也是我国经济结构调整过程中国际贸易摩擦的一种内在表现形式。取消“两高一资”商品的出口退税可以看作使用财政手段进行供给结构调整的一种方式，而重启人民币汇改后使人民币具备了长期升值的可能，从而使得汇改兼具调整需求结构和供给结构两方面的作用效

果，一方面人民币的长期升值趋势将增加本国居民的购买力，从而增加了居民的实际收入水平，优化了居民的消费需求结构，另一方面人民币的升值客观上要求外贸企业把出口的增长从单纯依靠成本优势逐步转移到主要依赖技术优势上来，实际上是要求外贸企业进行供给结构的调整，优化了企业的供给结构。

我们认为在供需结构关系调整中，需求结构的调整应该先行，如果一味强调供给结构的调整可能造成新的产能过剩和通货紧缩，在外部需求疲软的情况下，应该更强调加强内部需求的调整，切实增加居民实际收入水平，通过需求结构的调整带动供给结构的调整，从而真正实现经济结构的调整和转型。

### ■ 价格水平继续高位回落

商务部按周监测发布的实用农产品价格走势，在6月份继续延续5月的回落趋势。5月30日，农产品价格指数为122.92；6月27日，农产品价格指数回落到121.74，累计降幅达0.96%。农产品价格的走势，基本决定了CPI环比也将继续回落的趋势。我们先前多次提到，CPI具有明显的季节波动特征，在通常年份，3月-7月，构成消费篮子商品的绝对价格水平通常处于连续回落状态，即环比连续为负。

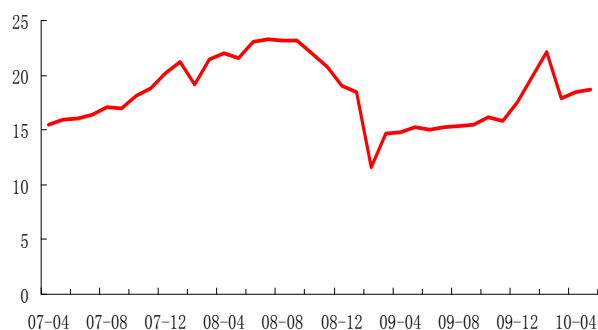
受大宗交易商品价格回落的影响，生产资料价格水平6月份也继续延续了5月份的下降走势。商务部按周监测并发布的生产资料价格指数显示，5月30日和6月27日的生产资料价格指数大小分别为133.75和131.32，下降幅度达1.82%。生产资料价格的下降，直接带动了工业品价格的下行，同时也表明下游工业品需求不是很旺盛。

受2009年基数变化的影响，2010年6月份CPI和PPI的同比仍然没有表现下降趋势。与用环比数据推导的同比计算值相比，官方公布的价格同比数据显示了政府强烈的政策倾向：拔高CPI同比表明政府对通胀并不担心；同时压低PPI同比数值则显示了政府想进一步引导市场弱化通胀预期的意图。



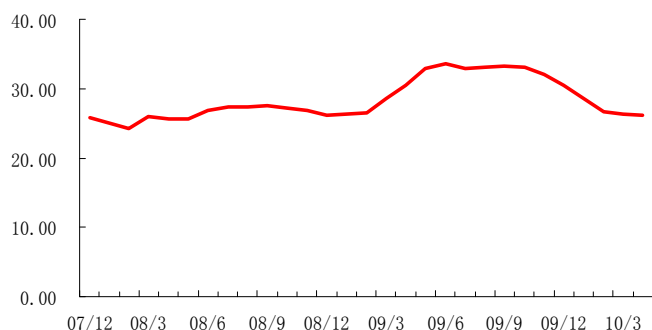
## 2010 年 5 月宏观经济数据

图 1 5 月份社会消费品零售总额月度同比 (%)



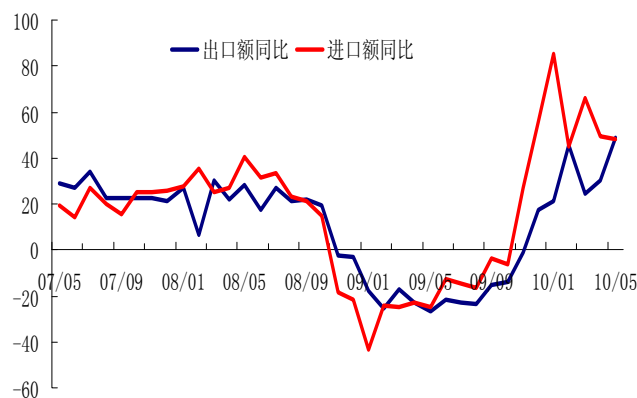
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 2 5 月份固定资产投资累计同比 (%)



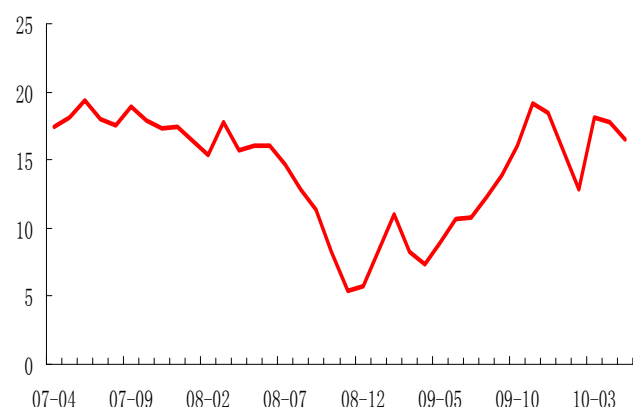
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 3 5 月份进口总值与出口总值的月度同比 (%)



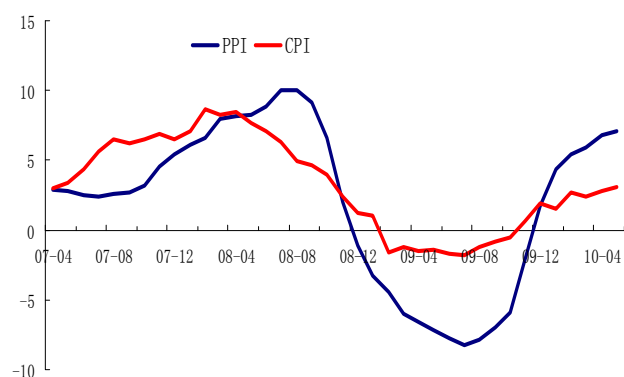
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 4 5 月份工业增加值月度同比 (%)



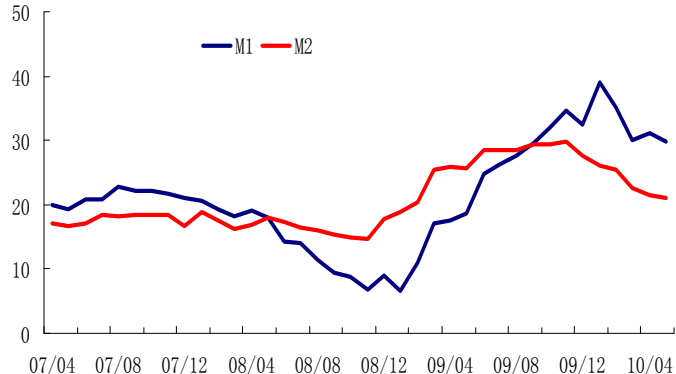
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 5 5 月份 CPI&PPI 月度同比 (%)



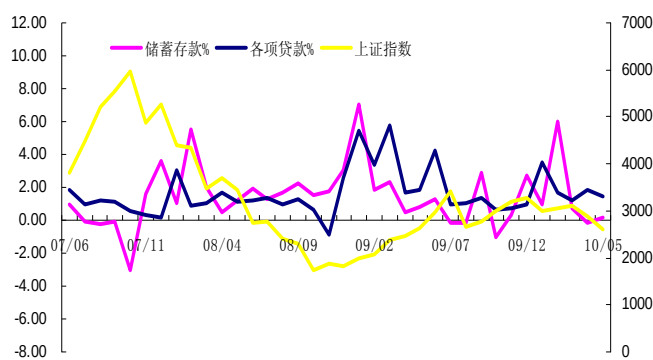
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 6 5 月份货币供应量增长月度变动 (%)



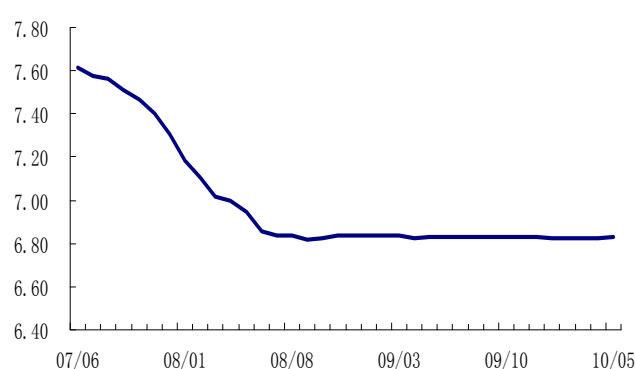
数据来源: 人民银行、上海证券研究所

图 7 5 月份储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



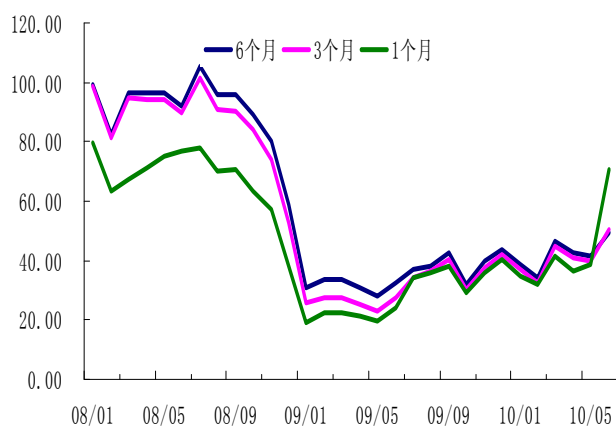
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



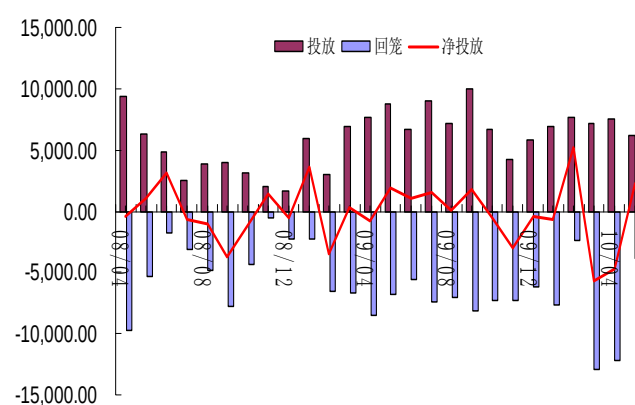
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间拆借、回购利率



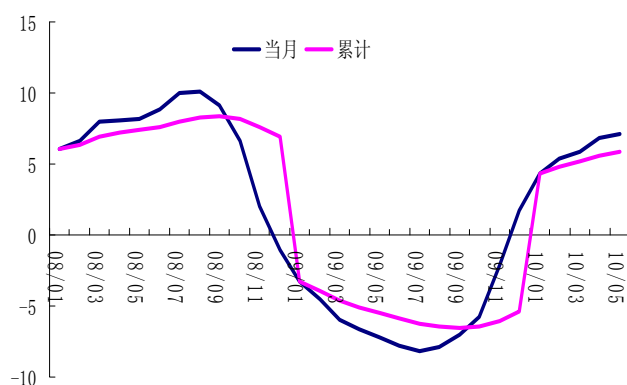
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



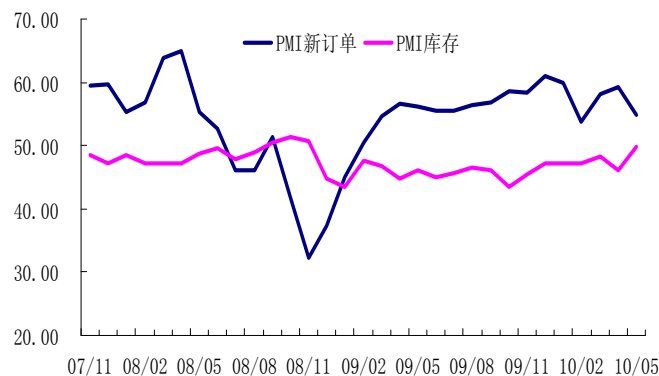
数据来源：wind、上海证券研究所

图 11 全部原材料价格变动（购进价格指数，同比：%）



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

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 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 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 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 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。