

“十二五”规划前瞻

十七届五中全会专题报告

分析师

刘启元

S0740210070010

021-58303470

liuqy@qlzq.com.cn

2010年10月15日

投资要点

■ 前言：第三次“转型”

中国共产党第十七届五中全会已于今日召开，其中一项重要议程是研究关于制定“十二五”规划的建议。“十二五”规划包括五条思路：结构调整、政治改革、社会建设、文化发展和生态保护，这是一次全方位发展模式的转型，可以称为继上世纪四五十年代“社会制度转型”和始于1978年的“经济体制转型”之后的第三波“历史性转型”。我们认为“十二五”不止决定了未来5年我国经济发展的可持续性，更决定了我国未来社会发展的可持续性。本文将就一些“十二五”规划可能涉及的经济问题进行全面的梳理。

■ 包容性增长/共享式增长

“包容性增长”可能是我国为应对收入分配问题提出的全新概念，相对日本的“国民收入倍增计划”包含更多含义，但最急迫的就是增加低收入人群的收入。日本的“国民收入倍增计划”为日本带来发展最快的“黄金十年”，也奠定了日本经济大国的地位；我们认为中国的“包容性增长”也会成为我国未来5~10年经济发展的决定性因素，经济仍可能保持高速增长。

■ 结构调整

产业结构调整：产业升级。产业结构调整包括调整工业产业结构、产业组织结构、产品和技术结构以及区域产业布局，产业必须与“收入倍增”同时推进，共同构成我国未来5~10年经济增长的主要动力，且相互促进。培育战略性新兴产业和淘汰落后产业是产业结构调整的两个方面，都需要相关政策的引导。

城乡结构：城镇化。城乡二元结构是阻碍我国经济协调发展的一大障碍，而快速推进城镇化是解决城乡差距扩大的最有效举措，也是经济和社会发展的必然选择。“十二五”是我国城镇化发展的关键时期，中国将会在这一时期进入城镇主导时代，不仅东部，而且中西部的城镇化、城市群、城市带、城市圈都处在一个较快增长的阶段。城镇化带来大量的投资和消费需求以及就业贡献，服务业（第三产业）的发展也会加速。

区域结构调整：区域协调发展。我国东、中、西部的绝对差距仍在拉大，全国也未形成统一的大市场。“十二五”时期应继续加大对区域经济协调发展的支持力度，鼓励资本和劳动力的跨区域流动，形成优势互补的发展格局。积极推进公共服务的均等化，促进中西部地区对人才、资本的吸引力。

■ 生态：低碳、减排

低碳经济是以低能耗、低污染、低排放为基础的一种新的经济模式，中国也已经确定到2020年单位GDP碳排放量要比2005年降低40%至50%的长远目标，并计划将单位GDP二氧化碳排放作为约束性指标纳入规划。同时，将更多的利用经济手段，通过价格、税收、财政的鼓励性政策来推动整个社会向节能、环保、低碳转变。“十二五”将重点在两个方面取得突破：优化能源结构和推进节能减排技术。

■ 社会民生：楼市的调控方向——有限市场化

房地产市场调控管理：完全市场化的陷阱。房地产是一种特殊商品，不但具有商品和投资品属性，还有社会保障属性。根据发达国家的房地产行业管理经验，在城镇化快速发展过程中，必须首先重视房地产的社会保障属性，而这是我国房地产调控管理过去十年所忽视的。

我国房地产市场未来的调控方向：有限市场化。我国正处于城镇化快速发展阶段，我们认为中国未来的房地产市场将走向“有限市场化”，甚至“半政府化”，房地产的社会保障属性将充分发挥，而地产商的角色将逐渐过度到赚取普通利润的“房屋制造商”。

内容目录

前言：第三次“转型”	- 3 -
一、包容性增长/共享式增长	- 3 -
包容性增长概念的提出	- 3 -
包容性增长含义	- 3 -
包容性增长的意义	- 4 -
包容性增长的实现：收入倍增计划	- 4 -
二、结构调整	- 4 -
1. 产业结构：产业升级	- 4 -
2. 城乡结构：城镇化	- 5 -
3. 区域结构调整：	- 6 -
三、生态：低碳、减排	- 7 -
低碳和减排的意义	- 7 -
“十二五”时期我国节能减排的形势十分严峻	- 7 -
四、社会民生：楼市的调控方向——有限市场化	- 8 -
房地产：特殊的商品	- 8 -
房地产市场调控管理：完全市场化的陷阱	- 8 -
我国房地产市场未来的调控方向：有限市场化	- 9 -

前言：第三次“转型”

- 中国共产党第十七届五中全会已于今日召开，其中一项重要议程是研究关于制定“十二五”规划的建议。“十二五”规划包括五条思路：结构调整、政治改革、社会建设、文化发展和生态保护，这是一次全方位发展模式的转型，可以称为继上世纪四五十年代“社会制度转型”和始于 1978 年的“经济体制转型”之后的第三波“历史性转型”。我们认为“十二五”不止决定了未来 5 年我国经济发展的可持续性，更决定了我国未来社会发展的可持续性。本文将就一些“十二五”规划可能涉及的经济问题进行全面的梳理。

一、包容性增长/共享式增长

包容性增长概念的提出

- “包容性增长”的概念最早由亚洲开发银行在 2007 年首次提出。国家主席胡锦涛在 2010 年 9 月 16 日第五届亚太经合组织人力资源开发部长级会议上，发表题为《深化交流合作，实现包容性增长》的致辞，正式提出了包容性增长的概念。
- 所谓包容性增长，寻求的应是社会和经济协调发展、可持续发展，与单纯追求经济增长相对立。包容性增长包括以下一些要素：让更多的人享受全球化成果；让弱势群体得到保护；加强中小企业和个人能力建设；在经济增长过程中保持平衡；强调投资和贸易自由化，反对投资和贸易保护主义；重视社会稳定。
胡锦涛指出，“实现包容性增长，根本目的是让经济全球化和经济发展成果惠及所有国家和地区、惠及所有人群，在可持续发展中实现经济社会协调发展。我们应该坚持发展经济，着力转变经济发展方式，提高经济发展质量，增加社会财富，不断为全体人民逐步过上富裕生活创造物质基础；坚持社会公平正义，着力促进人人平等获得发展机会，不断消除人民参与经济发展、分享经济发展成果方面的障碍；坚持以人为本，着力保障和改善民生，努力做到发展为了人民、发展依靠人民、发展成果由人民共享。”

包容性增长的含义

- 包容性增长最基本的含义是公平合理地分享经济增长。
它首先涉及平等与公平的问题，包括收入分配的公平、公共产品的供应和分配，体现为基尼系数，教育、卫生、交通基础设施、住房的公平；包容性增长还包括无形的因素，如观念和感情，即，使社会上尽可能广泛的人群有共同参与的愿望。当一些社会成员认为他们永远也可能不能指望拥有另一些成员拥有的东西，排斥、抱怨和不包容就产生了；只有人们相信他们有机会通过自己的努力改变今天的生活，尤其是他们能切实的期望子女加入到“赢家”的队伍中，他们才会积极的参与到社会活动中去。

包容性增长的意义

- **国际环境：过度依赖外需暴露经济增长的脆弱性**
金融危机的爆发，使我国经济增长不均衡的问题充分暴露，过分依赖出口和投资使中国经济极易遭受外部冲击影响。为了应对国际金融危机，也是为了增强中国经济增长的可持续性，中国经济增长正从依靠外需转为依靠内需，而包容性增长的实施是其中关键性的环节。
- **国内环境：贫富差距扩大可能使中国陷入“中等收入陷阱”**
人均 3000 美元是新兴市场国家向发达过度过程中难以逾越的一道坎。根据 1970~2008 年的经济发展数据，1970 年人均 GDP 高于 1000 美元的 53 个中等收入国家只有 14 个成功进入人均 GDP10000 美元的高收入国家，而其他 29 个国家则发展停滞，陷入所谓的“中等收入陷阱”。在中等收入的发展阶段，导致国家间分化的原因很多，包括资源环境状况、经济调整与改革进程、贫富差距导致的社会矛盾激化、以及外部经济环境等，但许多因素都直接或间接的导致收入分配的分化，收入差距扩大，低收入者对经济增长的贡献减弱，社会矛盾激化，从而导致经济增长停滞不前。
中国已达中等收入国家水平，但贫富差距扩大，社会矛盾激化。2008 年中国人均 GDP 首次突破 3000 美元，达到 3266 美元，进入低中等收入国家行列。但与此同时，收入分配也在恶化，基尼系数在 1997 年超过了 0.4 的国际警戒水平，2008 年则达到了 0.46，收入分配恶化带来的贫富差距扩大，正在激化社会矛盾，中国未来经济的可持续性正在受到严重威胁。

包容性增长的实现：收入倍增计划¹

包容性增长包含经济、政治、文化、社会等很多方面的含义，但目前最急迫的应该是让低收入人群能分享经济增长的成果，而低收入人群收入的增加又会对经济的增长带来可持续性，这正是日本在上世纪 60 年代的“收入倍增计划”所经历的过程。

中国目前已经具备实施类似日本的“收入倍增计划”的条件，“计划”实施的必要性也很高，若“十二五”计划仍然不注重收入分配，中国经济的可持续性将会受到影响，经济也很可能陷入“中等收入陷阱”。

二、结构调整

1. 产业结构：产业升级

- **产业结构调整的必要性的必要性**
首先，我国工业的深层次矛盾突出：产业结构不合理，部分行业产能过剩严重，过度依赖投资和出口，自主创新能力不强，缺乏核心技术和品牌，总体上处于国际产业分工体系的中低端。我国工业目前仍主要依靠

¹ 有关“收入倍增计划”的详细内容请参考齐鲁证券中期策略报告《长期经济增长与 2010 年下半年经济展望-不变的是政府投资，期待的是倍增计划》。

大量消耗物质资源，资源环境难以支撑，发展不可持续。

二是，我国已进入必须以结构调整和转型升级促发展的新阶段。我国工业经历长期高速发展后，面临新的周期性调整压力，进入需要推动转型升级的发展新阶段。同时，我国工业发展也具备了加快结构调整的有利条件和物质基础。面对工业化、信息化和城镇化的发展趋势，我国工业必须努力推进转型升级。

■ 产业升级的含义包括四个方面：

一是调整工业产业结构。根据工业化进程和消费结构升级要求，调整轻重工业结构，推动协调发展；推动制造业与服务业结合，推动劳动力密集与资金密集、技术密集型产业协调发展。

二是改善产业组织结构。按照市场竞争、规模经济、专业分工、产业配套的原则，提高产业集中度，形成以产业链为纽带，骨干企业为龙头，大中小企业协作配套、产业链上下游企业共同发展的产业组织结构。

三是提升技术和产品结构。开发生产各具优势和特色的产品，引导消费、扩大消费。

四是优化工业区域布局。坚持工业区域功能化、差异化发展，形成与地区资源、能源及环境容量相适应、主导产业特色优势突出的区域协调发展新格局。建立产业区域协调互动机制，引导沿海地区与内地产业有序转移。

■ 产业结构升级的实现：技术创新和淘汰落后产能双管齐下

技术升级和淘汰落后产能是产业结构升级的正反两个方面。产业升级需要加快企业的技术改造，推动企业的内涵式发展，是持续的基数改造贯穿于我国新型工业化发展的全过程。同时，必须推进兼并重组和淘汰落后产能，抑制部分行业产能过剩和重复建设，运用法律、经济、技术和行政手段，形成有利于落后产能退出的市场环境和长效机制。

■ 产业结构的实现还需要政策的支持和引导

政府的相关政策对产业结构升级非常重要，主要的政策包括：制定实施重点产业调整和振兴规划、大力培育战略性新兴产业；改善中小企业的融资和发展环境；重视推进技术改造和自主创新，加快实施国家重大科技专项；深化社会保障改革，扩大就业渠道等。

2. 城乡结构：城镇化

■ 城乡结构调整的必要性

目前中国城乡在经济、文化、技术、基础设施等方面存在的巨大差距，已成为制约我国经济社会协调发展的一大障碍。虽然近年来国家通过制定政策实现城乡一体化，以“工业反哺农业，城市支持农村”来实现二元结构的转换，但是城乡居民收入差距并没有缩小。据统计，城乡居民收入差距已由20世纪80年代中期的1.8：1扩大到2008年的3.3：1。如果考虑到国家对城市居民的住房、社保、卫生和教育等方面的补贴，城乡之间实际收入差距可能在5：1~6：1。

导致城乡发展失衡的根本原因是城乡经济的二元结构，事实上它已成为我国建设全面小康社会的主要障碍，也是我国经济结构、分配结构失衡的重要因素。因此，实现城乡一体化，优化财政支农结构，逐步缩小城乡差距已刻不容缓。

■ 城镇化是调整城乡结构的关键

城镇化是解决“三农”问题和缩小城乡差别的主要途径。积极稳妥推进城镇化是农村人口向城镇转移的必由之路,是调整城乡结构的关键举措,是形成城乡经济社会发展一体化新格局的基础和前提。推进工业化、城镇化和新农村建设是解决“三农”问题的主要途径。推进工业化,可以促进农业机械化、产业化、现代化,改变农业落后面貌;推进工业化和城镇化,可以使大部分农民实现非农化、市民化,大量减少农村人口,实现农业规模经营,提高农业劳动生产率,增加农民收入;推进新农村建设,可以改变农村落后状况,使留在农村的农民富裕起来。这样,“三农”问题就会逐步解决,城乡差别就会不断缩小。

城镇化是扩大内需的持续动力。我国正处于城镇化快速发展的时期,城镇化的推进会带来巨大的投资需求和消费需求,是当前和未来较长时期内我国经济发展的主要推动力,是扩大内需和调整经济结构的有效举措。

城镇化促进服务业发展。国际经验表明,服务业发展是以人口集中居住和人均收入提高为前提条件的。只有城镇化和人均国民收入达到一定水平以后,服务业才能加速发展,并成为经济增长的主导产业。我国服务业发展滞后的根本原因,主要在于城镇化滞后,人均收入水平还比较低,因而没有形成对服务业的巨大市场需求。因此,推动服务业发展的关键在于推进城镇化。

城镇化也是扩大就业的有效手段。城镇化过程中的大量基础设施建设,城镇化带来的服务业发展,以及城镇化引致的内需扩大和经济增长,都会对劳动力产生持续的巨大需求。

■ 加快城乡一体化要扫除制度性障碍

应完善户籍、社会保障、就业、土地等制度,重点让已经适应了城镇工作和生活方式的农民工实现市民化。中央明确 3 年放开中小城市的户籍,估计 5 年左右放开大城市的户籍是大势所趋。

城镇化也要加大资金投入。城镇化的成本或费用不仅包括基础设施等建设费用,而且包括转移农民进入和融入城镇的费用,特别是让进城农民工享有城镇居民同等社会保障和福利待遇的费用。所以,必须多渠道筹集城镇化所需资金,包括政府的财政支出、土地增值收益、雇用农民工的企业的支出、农民工的直接支付和农民工转让承包地所得补偿等。

■ “十二五”是城乡一体化的关键时期

根据国际经验,人均 GDP4000 美元左右是城镇化快速提升的关键节点,而 2010 年我国的人均 GDP 将接近 4000 美元。未来 5 年,我国的城镇化率将提升到 50%以上,进入城镇化主导时代。不仅东部,而且中西部的城镇化、城市群、城市带、城市圈都处在一个较快增长的阶段。

3. 区域结构调整: 区域协调发展

■ 区域结构调整的必要性

我国加入 WTO 后于全球经济的一体化进程越来越深入,但国内的一体化进程却有点滞后,东、中、西部的经济发展水平差距很大,全国也没有形成一个统一的市场,区域经济结构的矛盾非常突出。

近年来,我国实施区域发展总体战略,采取了一系列推动区域协调发展的战略举措,区域发展差距扩大的态势得到一定的控制,特别是 2008 年以来,中部、西部和东北地区经济增速均超过东部地区,改变了改革开放以来东部地区增速一直高于其他区域的增长格局,2009 年东部地区生产总值占国内生产总值的份额比 2006 年下降了 1.9 个百分点,西部和中部地区分别提高了 1.4 和 0.7 个百分点。与此同时,区域间绝对差距仍在扩大,基本公共服务差距仍然较大、人口经济资源空间失衡、老少边穷地区发展滞后等问题仍较突出。

■ “十二五”时期区域经济结构调整力度应持续加大。

继续实施区域总体发展战略,积极引导产业跨区域有序转移,促进劳动力和资本等生产要素跨区域合理流动,着力构建优势互补、良性互动、协调发展的区域发展新格局。要加强对欠发达地区的扶持力度,加大对革命老区,民族地区、边疆地区、贫困地区的转移支付力度,特别是加大对义务教育和人力资源开发的支持力度,增强欠发达地区的自我发展能力。加强对特殊困难地区的帮扶和对口支援,进一步健全长效帮扶机制。

加快区域间基本公共服务均等化,明确各级政府在公共服务中的事权和财权划分,围绕义务教育、公共卫生、基本医疗、社会保障、防灾减灾、公共安全等关键领域,加大各级政府的财政投入力度。与此同时,要按照优化国土空间开发格局的总体要求,加快推进主体功能区建设,统筹谋划人口分布、经济布局、国土利用和城镇化格局,促进城市化地区增强提供工业品和服务产品、集聚人口和经济的主体功能,农业地区增强保障农产品供给的主体功能,生态地区增强保障生态安全的主体功能。

三、生态：低碳、减排

低碳和减排的意义

■ 以节能减排和发展绿色经济为重点增强可持续发展能力。

低碳经济是以低能耗、低污染、低排放为基础的一种新的经济模式,是人类社会继农业文明、工业文明之后的又一次重大进步。低碳经济的实质是能源高效利用、清洁能源开发、追求绿色 GDP。

2009 年,中国决定到 2020 年单位 GDP 碳排放量要比 2005 年降低 40% 至 50%,非化石能源占一次能源消费的比重达到 15% 左右,森林面积比 2005 年增加 4000 万公顷,森林蓄积量比 2005 年增加 13 亿立方米。发展低碳经济,实现减排目标,必须要转变经济增长方式,调整产业结构,实现经济发展的可持续性。

“十二五”时期我国节能减排的形势十分严峻

为完成 2020 年碳排放下降 40%~50% 的目标,国家发改委已组织完成了“中国‘十二五’规划应对气候变化工作思路研究报告”,并计划将单位 GDP 二氧化碳排放作为约束性指标纳入规划。同时,将更多的利用经济手段,通过价格、税收、财政的鼓励性政策来推动整个社会向节能、环保、低碳转变。

调整经济结构必须以优化能源结构为重要前提。“十二五”期间，要大力发展清洁能源和可再生能源，提高核电比重，扩大并网风电和光伏发电规模，因地制宜发展生物能源，逐步提高非化学能源占一次能源生产和消费的比重。

节能减排技术在“十二五”期间也会获得鼓励。加快建设以低碳为特征的工业、建筑和交通体系，加强对节能与提高能效、洁净煤、先进核能、碳捕集利用与封存等低碳和零碳技术的研发和产业化投入。加强工业节能技术改造，推行强制性能效标识，扩大节能产品认证范围，推行合同能源管理和能源审计；对城市既有建筑实行节能改造，新建筑实行节能标准；加快发展轨道交通等低碳交通方式。加大生态建设和环境保护力度，加强重点地区的生态建设和生态修复，加强水、大气、土壤等污染防治，加强应对气候变化能力建设。

四、社会民生：楼市的调控方向——有限市场化

房地产：特殊的商品

- 土地的不可再生性决定了房地产市场是最容易形成泡沫的市场，因为房地产市场价格的调节无法解决供给量的增加，只能调节供需矛盾。房地产在空间上的非流动性，决定了房地产市场无法通过土地要素的流动来解决供求均衡。同时，土地作为国土资源，是一国居民必需的生活资料，决定了房地产是无法通过交易完全定价的商品，尤其在中国，政府拥有土地所有权，并垄断了土地供给，作为需求方的个体并无讨价还价的余地。
- **房地产市场的特殊性决定了房地产不能是一个完全竞争的市场，房地产市场必须承担起产业发展与社会服务的双重功能。**受土地资源的约束，越是土地资源稀缺的国家，越要凸显房地产所承担的社会服务功能，越需要政府加大对房地产市场补贴和调控的力度。即使在土地资源丰富的美国，房地产市场也是由政府补贴和干预的市场。我国作为土地资源高度稀缺的国家，要使房地产承担起社会服务的功能，就需要政府有更多作为和对市场进行更强的调控管理。

房地产市场调控管理：完全市场化的陷阱

- 我国的房地产市场化改革开始于 1998 年，其根本性的标志是《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》的颁布，目标定位是：“停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化；建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系。”但是，在实际执行中各级地方政府并没有把工作的重点放在对经济适用房的供给上，被政府控制和批租的土地大批地流到了一般商品房上，原计划的经济适用房应当在 60%以上，但实际上一些城市连 1%都不到。
- 我国房地产日益远离要求，向完全市场化快速滑动，导致我国房地产价格开始逐步攀升。2003 年，国务院颁发《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，使我国房地产市场的定位从“以经济适用房为主”变成了“逐步实现多数家庭购买或承租普通商品住房”，房地产市场向完全市场化推进。2004 年我国房价却陡然升高，全国商品房平均售价比

1998 年增加 651 元, 达到 2714 元 / 平方米, 年均增加为 93 元, 但 2004 年一年的房价增长就比 2003 年多出了 355 元, 增值是 1998 - 2003 年的年均增量的 3.8 倍。

- 直到 2005 年 4 月底的“国八条”和 2006 年 5 月的“国六条”, 才再次将调整供房结构, 重点发展中低价位、中小套型普通商品住房、经济适用住房和廉租住房作为房地产调控的主要内容来对待。房地产市场重新被定位为一个有限竞争的市场, 必须承担起产业发展与社会服务的双重功能。因此, 未来房地产市场的竞争强度将会降低, 市场化程度也会降低, 政府参与房地产的力度将会加大, 即加大政府控制的廉租房和经济房的供给。

我国房地产市场未来的调控方向: 有限市场化

- 房地产调控: 一手控需求, 一手增供给, 两手都要硬
我国正处在城镇化快速发展的阶段, 房地产必须首先体现其社会保障的属性, 这是政府在 1998-2009 年都一直忽视的, 从而导致了在“城镇化加速背景下需求持续增长, 而供给不足”的严重的供需矛盾, 现在政府正着手解决这一矛盾, 因此, 对“需求”的调控注定不是一个短期的政策, 参考已经走过城镇化的发达国家对房地产行业管理的经验, 即使城镇化已经完成, 房地产市场也不应完全市场化, 对投机和投资性需求的控制是一项长期的政策。
而增供给在短期来看更是迫在眉睫, 这一方面是在补过去的供给缺口, 一方面也是为未来的需求做准备, 因此供给是必须增加的, 在政策上体现为对闲置土地的打击, 对土地供给计划的实施监督和考核。这一政策保证了房地产投资至少在未来半年至一年中保持较快增长, 符合我们前期一直强调的房地产投资增加的逻辑。
- 房地产行业: 逐渐过度到“有限市场化”。
过去十年, 我国的房地产行业错误的过度市场化, 促使了房地产行业的畸形发展: 企业和个人财富 500 强有一半以上的房地产企业和个人, 房地产企业不但是“制造商”, 还是“贸易商”, 既囤地又囤房, 财富过度集中到房地产行业。我们认为中国未来的房地产市场将走向“有限市场化”甚至“半政府化”, 房地产的社会保障属性将充分发挥, 而地产商的角色将逐渐过度到赚取普通利润的“制造商”。
- 未来 1~2 年房地产市场判断: 价平、量升、投资旺
我们认为房地产价格大幅下降的可能性较小。如果价格大幅下降, 则房地产需求会急剧萎缩, 需求萎缩的后果是房地产投资的下降和经济的下滑, 到时调控必然放松, 调控的成果前功尽弃, 这是政府所不愿看到的结果, 也会影响我们的产业升级和“收入倍增”的实现, 以及经济增长的可持续性。因此, 理想的状态是: “房价小幅下滑或持平, 需求与供给处于大致平衡, 而房地产投资保持旺盛的增长。”我们认为这一理想状态的实现有待观察, 目前很多政策也都是“摸着石头过河”。

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501