

中上游备货积极

——6月产业数据分析

核心要点:

● 主要结论

预计下半年受“宽财政”政策支持的保障房、水利、西部建设以及战略新兴产业的投资加速，相关产业链上的中游行业有望迎来销量的回升和利润率的提升，特别是那些供应偏紧，产业集中度提高的行业。

● 主要逻辑

6月，规模以上工业增加值同比增长15.1%，季调后环比增长1.48%，略高于市场此前的预期，也高于4、5月份的增速。与此同时，5月工业品总库存同比仍维持在22.62%的高位，结合6月PMI产成品库存环比仍略有上升来看，6月份库存同比难有明显下降。虽然二季度处于去库存阶段，下游需求减少，但总体而言，中上游生产备货的积极性仍然较高，增加值多以库存的形式储存了起来。

从主要工业品的产量数据可以看出，发电量、主要金属、非金属等中间材料行业的生产并不低迷，产能利用率大多处于高位。同时，7月11号工业与信息化部公布的淘汰落后产能的最新目标显示，今年的任务比去年以及年初提出的高出不少，其中11个重点行业中有10个的淘汰产能占比都在2.5%以上，这将给供给造成压力。另一方面，下半年经济将面临地产去库存的挑战，同时由于通胀压力的持续使得货币政策难有放松空间，不得不依赖新一轮的财政刺激政策以防止经济继续下滑；与此同时，日本经济的复苏也会拉动外需，从而短期内经济有望在内外需的共同作用下开始加速。而不论是落后产能的淘汰还是需求的增长都将提高行业的溢价能力，有助于改善行业利润率。不仅如此，在这样预期下，企业会赶在产能被淘汰之前提前加速生产备货，以获取未来利润；但当前已有部分地区的电力供应紧张，甚至出现拉闸限电的情形，预计三季度增长的生产需求与电力供应短缺之间的矛盾在部分地区又将显现，而这也将进一步抬高相关行业的利润率水平。

价格方面，6月PPI环比0增长，需求的持续低迷明显抑制了工业品价格的上涨。成本转嫁能力依然呈现：上游好于中游、中游好于下游，消费品好于投资品，必需品好于耐用品的格局；但6月份投资品上游的传导能力指标略有下降，受此影响，中游有所上升，但下游继续恶化，显示出中游价格相对的坚挺。

首席经济学家



潘向东

☎: (8610) 8357 4197



panxiangdong@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0930510120027

联系人



童英

☎: (8610) 83571303



tongying_yj@chinastock.com.cn

中上游备货积极

——6月份产业数据分析

6月，规模以上工业增加值同比增长15.1%，季调后环比增长1.48%，略高于市场此前的预期，也高于4、5月份的增速。与此同时，5月工业品总库存同比仍维持在22.62%的高位，结合6月PMI产成品库存环比仍略有上升来看，6月份库存同比难有明显下降。虽然二季度处于去库存阶段，下游需求减少，但总体而言，中上游生产备货的积极性仍然较高，增加值多以库存的形式储存了起来。

从主要工业品的产量数据可以看出，发电量、主要金属、非金属等中间材料行业的生产并不低迷，产能利用率大多处于高位。同时，7月11号工业与信息化部公布的淘汰落后产能的最新目标显示，今年的任务比去年以及年初提出的高出不少，其中11个重点行业中有10个的淘汰产能占比都在2.5%以上，这将给供给造成压力。另一方面，下半年经济将面临地产去库存的挑战，同时由于通胀压力的持续使得货币政策难有放松空间，不得不倚赖新一轮的财政刺激政策以防止经济继续下滑；与此同时，日本经济的复苏也会拉动外需，从而短期内经济有望在内外需的共同作用下开始加速。而不论是落后产能的淘汰还是需求的增长都将提高行业的溢价能力，有助于改善行业利润率。不只如此，在这样预期下，企业会赶在产能被淘汰之前提前加速生产备货，以获取未来利润；但当前已有部分地区的电力供应紧张，甚至出现拉闸限电的情形，预计三季度增长的生产需求与电力供应短缺之间的矛盾会越来越突出，而这也将进一步抬高相关行业的利润率水平。

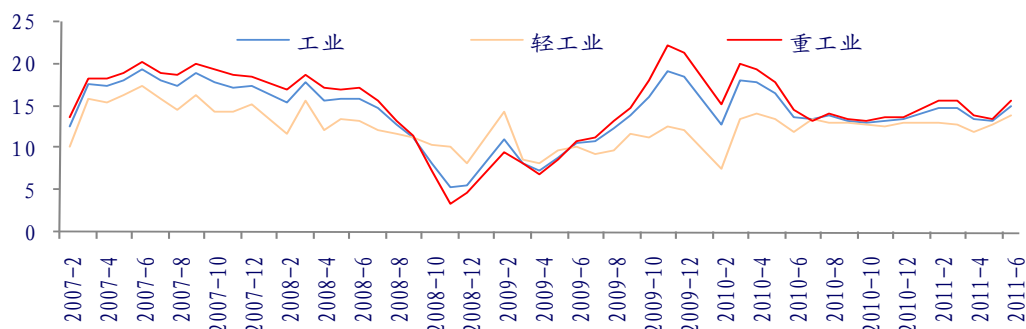
价格方面，6月PPI环比0增长，需求的持续低迷明显抑制了工业品价格的上涨。成本转嫁能力依然呈现：上游好于中游、中游好于下游，消费品好于投资品，必需品好于耐用品的格局；但6月份投资品上游的传导能力指标略有下降，受此影响，中游有所上升，但下游继续恶化，显示出中游价格相对的坚挺。

因此，随着下半年受“宽财政”政策支持的保障房、水利、西部建设以及战略新兴产业的投资加速，相关产业链上的中游行业有望迎来销量的回升和利润率的提升，特别是那些供应偏紧，产业集中度提高的行业。

生产企稳，库存总体仍在高位

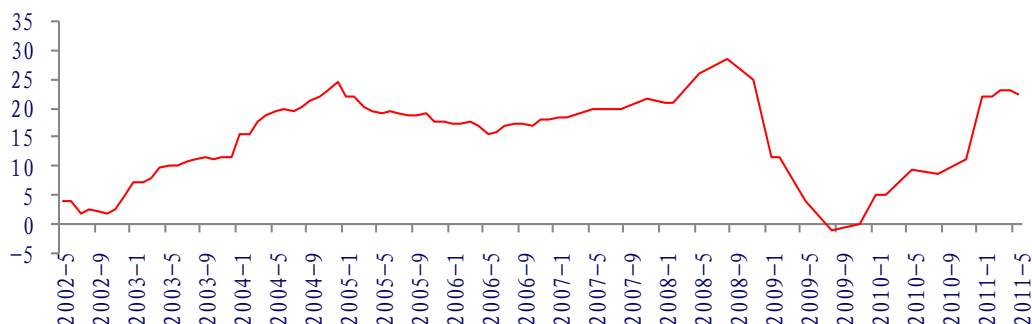
6月，规模以上工业增加值同比增长15.1%，季调后环比增1.48%，略高于市场此前的预期，同比增速高于4、5月份。至此，上半年规模以上工业增加值累计实现同比增速14.3%，其中，轻工业累计增速13.1%，重工业累计增速14.7%。与此同时，5月份规模以上工业品总库存同比仍维持在22.62%的高位，结合6月PMI产成品库存环比仍略有上升来看，6月份库存同比仍难有明显下降。虽然二季度处于去库存阶段，需求减少，但总体而言，厂商生产备货的积极性仍然较高，增加值多以库存的形式储存了起来。

图 1：轻重工业的增加值情况（%）



数据来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 2: 工业品库存同比增速 (%)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究部

分行业来看, 中下游工业增加值累计同比增速明显慢于上游的能源原材料。具体而言, 上半年工业增加值同比增速低于去年全年、且6月份仍有所放缓的行业只有四个, 分别是交运设备制造业、燃气的生产与供应、皮毛、皮革和羽毛制品以及家具制造业。上半年增速高于去年、但6月增速有所放缓的行业则主要是上游制造业, 包括煤炭开采和洗选业、石油及天然气开采、石油加工、炼焦及核燃料加工业、有色金属矿采选业, 以及下游的专业设备制造业。其它行业6月增加值的同比增速均保持稳定或略有增加。

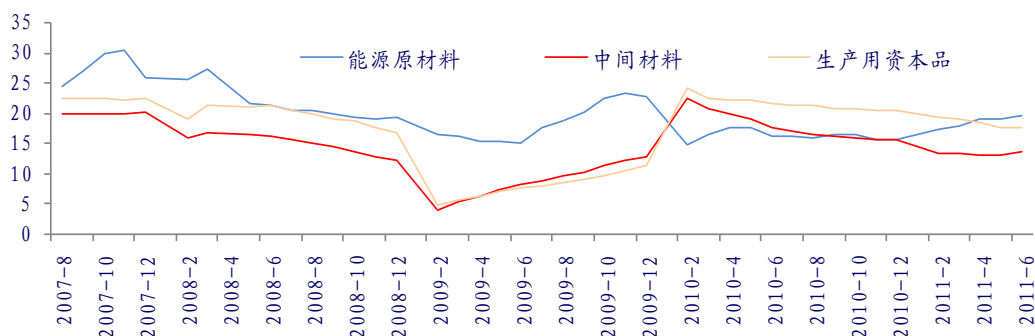
表 1: 工业增加值累计同比增速 (按前6月与历史增速差距的变化排序)

	与 08-10 年 Apr-11 前 4 月增速 中值差	与 08-10 年 May-11 前 5 个月增 速中值差	与 08-10 年 June-11 前 6 个月增 速中值差	差距的 变化情 况	11 年前半年 与 10 年全年 增速之差
废弃资源和废旧材料回收加工业	25.2 -7	21.1 -11.9	21.2 -6.4	5.5	-5.9
其他采矿业	30.6 6.1	32.3 8.8	33.5 14.1	5.3	12.8
黑色金属矿采选业	17.9 -10.1	17.1 -8.4	18.6 -4.7	3.7	-2
造纸及纸制品业	14.1 -4.5	14.6 -3.9	15 -2.2	1.7	-1.2
文教体育用品制造业	10.8 3.6	10.4 -0.7	10.5 1	1.7	-3
橡胶制品业	10.1 -7.4	10.6 -6.7	10.9 -5.1	1.6	-5.7
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	21.9 -2.8	21.2 -2.4	21.8 -0.9	1.5	-0.6
食品制造业	15.3 -1.4	16.7 0.5	17.4 1.8	1.3	2.2

化学纤维制造业	10.2	0.2	10.2	1.4	10.3	2.6	1.2	-0.8
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	15.1	-2.3	14	-3.8	14.5	-2.6	1.2	-2.4
非金属矿物制品业	18.7	-3.2	18.7	-2.8	19.1	-1.8	1	-1.2
电力、热力的生产和供应业	11.3	-1.5	11	-1.6	11.2	-0.7	0.9	0.2
饮料制造业	17	1.4	18	3.7	18.8	4.5	0.8	4.2
印刷业和记录媒介的复制	14.5	2.6	14.4	2	14.9	2.7	0.7	0
医药制造业	16.1	0.7	16.3	1.2	16.8	1.9	0.7	1.6
纺织业	7.1	-5.3	7	-5.2	7.1	-4.6	0.6	-4.5
农副食品加工业	12.9	-3.2	12.6	-3.9	13.1	-3.4	0.5	-1.9
黑色金属冶炼及压延加工业	8.7	-6.2	8.9	-5.7	9.4	-5.2	0.5	-2.2
工艺品及其他制造业	16.8	5	17.9	6.9	18.4	7.4	0.5	1.2
水的生产和供应业	9.3	4.1	9.8	4.4	10	4.9	0.5	4.4
塑料制品业	14.9	-0.8	14	-1.8	14.2	-1.4	0.4	-4.2
全部	14.2	-2.1	14	-2.3	14.3	-2	0.3	-1.4
电气机械及器材制造业	16.9	-0.8	16.2	-2.3	16.3	-2.1	0.2	-2.4
化学原料及化学制品制造业	14.8	0.2	14.7	0.7	15.1	0.9	0.2	-0.4
非金属矿采选业	25.6	1.6	24.7	1	24.5	1.2	0.2	-0.3
有色金属冶炼及压延加工业	11.1	-1.8	11.2	-2.5	12	-2.3	0.2	-1.2
通用设备制造业	21.6	-0.4	20.5	-1.4	20.2	-1.2	0.2	-1.5
金属制品业	19.2	0.5	18.7	0.1	19	0.2	0.1	0
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	17.9	1.2	16.9	-1.4	17.5	-1.3	0.1	-2.1
纺织服装、鞋、帽制造业	15.7	2.4	15.7	2.5	15.7	2.6	0.1	0.7
烟草制品业	14.2	3.7	14	1.9	13.5	1.8	-0.1	1.6
交通运输设备制造业	13	-8.1	12	-9.4	11.8	-9.6	-0.2	-10.6
石油和天然气开采业	7.3	0.9	6.5	0.3	6.6	-0.1	-0.4	6.8
专用设备制造业	23.3	3.5	22.7	2.1	22.1	1.5	-0.6	1.5
燃气生产和供应业	14.4	-3.5	13.8	-5.1	13.5	-5.7	-0.6	-4.4
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	15.3	0.5	15	0.9	14.6	0.2	-0.7	-1.9
家具制造业	17.2	2.3	15.7	2.1	15.7	1.3	-0.8	-4
煤炭开采和洗选业	16.3	-1	17.1	-1.5	18	-2.4	-0.9	0.8
石油加工、炼焦及核燃料加工业	10.5	-2.3	10.4	-1.9	9.9	-3.3	-1.4	0.3
有色金属矿采选业	13	-1.5	13.9	0.7	14	-1.4	-2.1	2.8

数据来源: CEIC, 中国银河证券研究部

图 3: 规模以上工业上中下游增加值累计同比

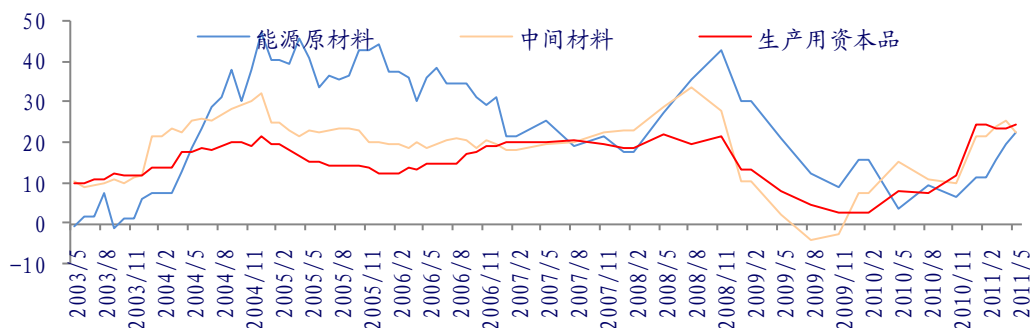


数据来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究部

下游库存减少，中上游库存增加

虽然二季度需求减少，经济进入去库存阶段，但总体而言，厂商生产备货的积极性仍然算是比较高的，增加值多以库存的形式储存了起来。上半年规模以上工业品库存同比增速维持在 22% 以上，5 月份为 22.62%，6 月 PMI 指数显示产成品库存环比也未减少，反而略有增加。从产业链角度来看，上半年下游工业制品的库存同比一直维持在高位，未得到需求端的消化，受此影响，中上游的库存增长较快。

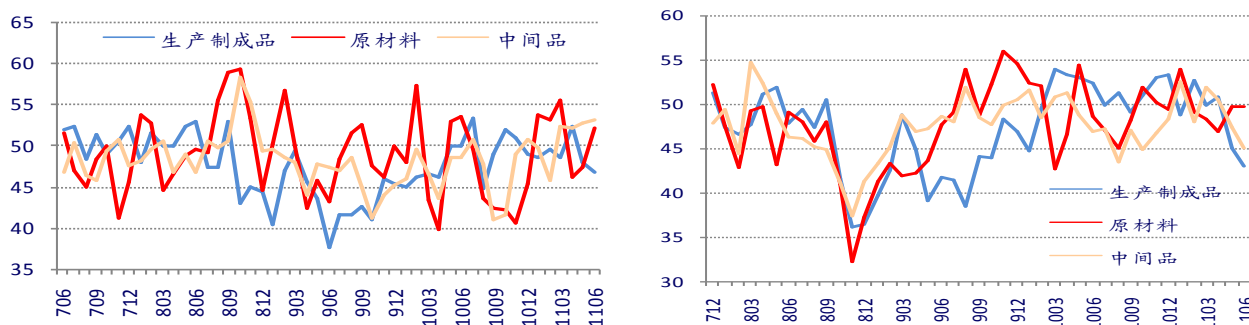
图 4: 上中下游产品的库存同比增速 (%)



数据来源: CEIC, 中国银河证券研究部

从 PMI 分项指标来看，6 月份原材料产成品库存增速提高较快，中间品库存压力也越来越大，而下游生产制成品行业的产成品库存环比已出现明显减少，库存压力已从下游传导至中上游；另一方面，原材料库存环比均有所减少，其中中下游的主要原材料库存环比降幅明显，上游主要原材料库存相对降幅较小。在制造业下游需求持续低迷的背景下，中上游库存压力也日益明显，而这将明显抑制中上游的备货积极性，这一点从主要原材料库存已连续两月减少便可看出。

图 5: PMI 分项: 制造业上中下游的产成品库存 (左) 和原材料库存 (右)

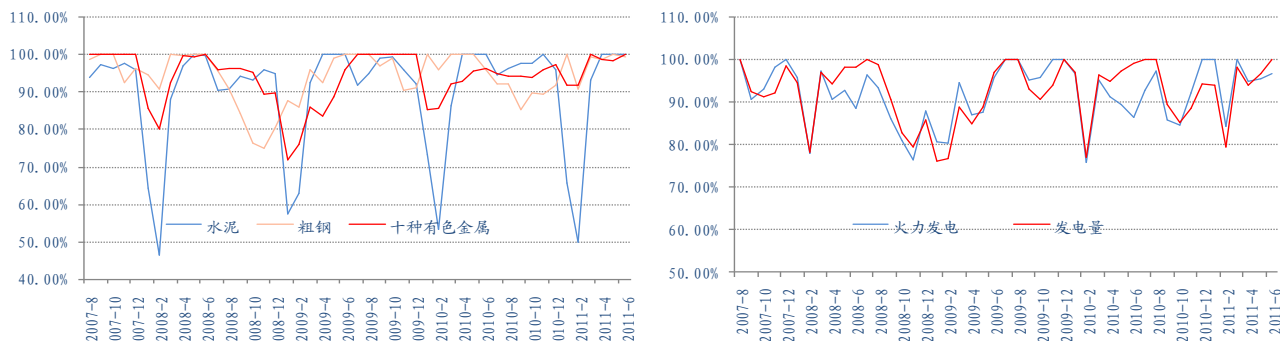


数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

生产需求与电力供应短缺的矛盾将助推部分中游行业利润率

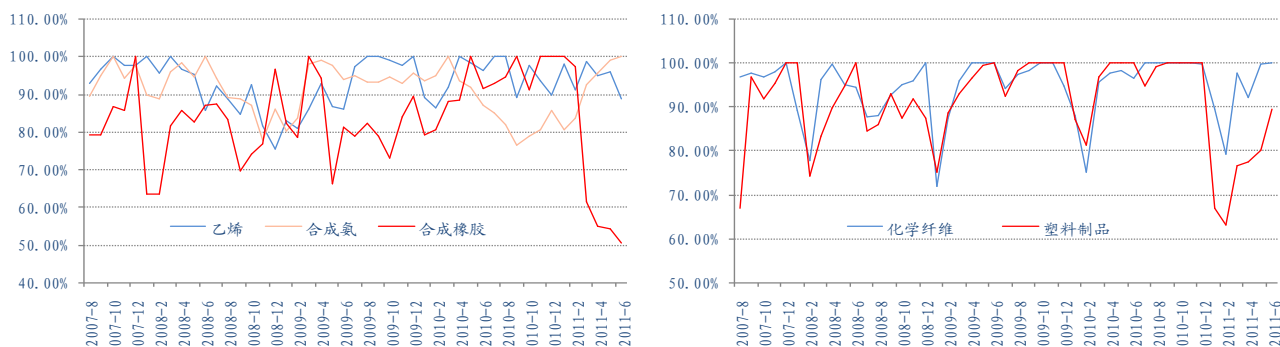
从主要产品的产量数据来看, 6 月份大部分工业材料的开工率都在较高的位置, 发电量同比环比均增长 5.1%, 产能利用率较高。其中, 水泥、粗钢和十种有色金属的产量都处于过去一年里的峰值, 生产仍然旺盛, 但从行业的 PMI 指数可以看到产成品库存也同时有较为明显的增加; 化工品中, 合成橡胶和乙烯的产能利用率有所下降, 但化纤和合成氨的产能利用率较高。

图 6: 水泥、钢铁、有色金属以及发电行业产能利用率



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 7: 化工行业产能利用率继续分化

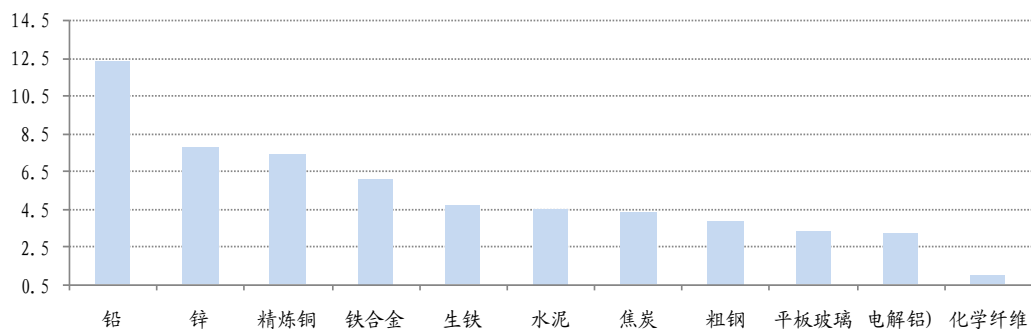


数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

7月11日，工业和信息化部公布2011年18个工业行业淘汰落后产能的目标任务，分解落实到企业，要求各地确保年底前完成。相比去年以及年初提出的目标，公布的大部分行业落后产能的淘汰力度有所加大。图6和表2列出了主要行业淘汰目标的产能占比，其中行业的年产能用上半年的单月最大产量*12来估计。可以看到，主要产品的落后产能淘汰率普遍在2.5%以上，淘汰力度不小，对供应影响还是比较大的。

而当前，主要金属、非金属等中间材料行业的生产并不低迷，产能利用率大多处于高位。在经济增速即将面临房地产去库存的挑战面前，新一轮财政投资将会下放，与此同时日本经济的复苏也会拉动外需，短期内外需求将会迎来一次加速。在需求面临增长的同时，落后产能的淘汰将会提高行业的溢价能力，有利于行业利润率的提高。在此预期下，企业的反应则会是在产能淘汰之前提前加速生产备货，以获取未来利润；另一方面，由于当前部分地区的电力供应已经出现不足的迹象，预计三季度的生产需求与电力供应短缺的矛盾将会突出表现，从而进一步抬高相关行业的利润率水平。

图 8: 计划淘汰的落后的产能占比 (%)



数据来源: CEIC, 中国银河证券研究部

表 2: 主要工业行业淘汰落后产能的目标 (2011)

	单位	淘汰产能	2011 年 产 能 (估) ¹	占比	淘汰力度
铅	千吨	661	5352	12.3505232	↑
锌	千吨	425	5496	7.73289665	↑
精炼铜	千吨	425	5724	7.42487771	↑
铁合金	千吨	2110	34416	6.13086936	↑
生铁	千吨	31220	659580	4.73331514	↑
水泥	百万吨	107	2375.34	4.50461829	↑
焦炭	千吨	19750	455700	4.33399166	↑
粗钢	千吨	27940	722940	3.86477439	↑
平板玻璃	千重量箱	29407	881784	3.33494371	↑
电解铝	千吨	619	19092	3.24219568	↑
化学纤维	千吨	349.8	35568	0.98346829	↓

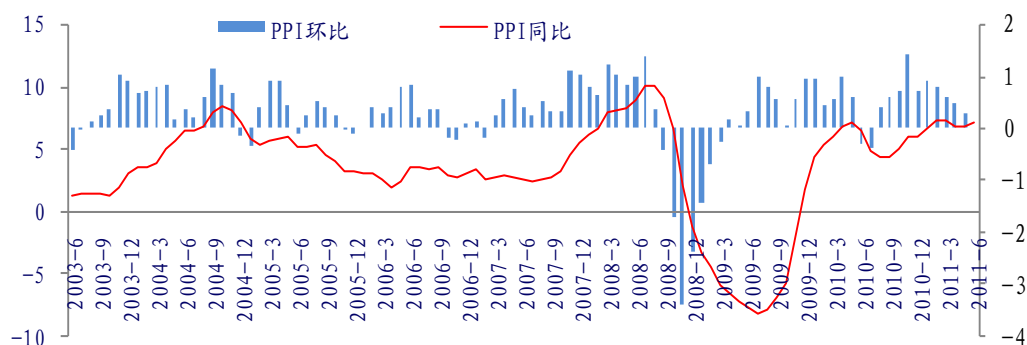
数据来源: CEIC, 中国银河证券研究部

¹ 用上半年行业的单月最大产量*12来估算2011年产能

上游价格压力继续缓解，中游传导仍然通畅

6月，工业品出厂价环比0增长，需求的持续低迷明显抑制了工业品价格的上涨。但由于翘尾因素的影响，6月PPI同比增长7.1%，比5月份高出0.3个百分点。其中，生产资料工业品出厂价格上涨7.9%，比上月增加0.4个百分点；生产资料中，原材料产品出厂价同比上涨11.1%，增速创今年新高，比5月增加1.2%；而采掘和加工品出厂价的同比增速较为稳定，前者同比增长16.7%，较上月回落0.4%；后者微升0.2%至5.6%。

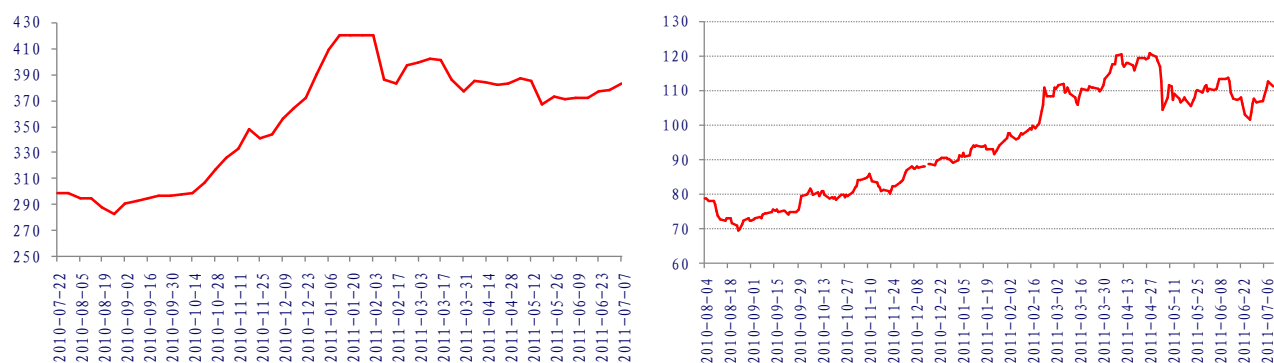
图 9: PPI 同比环比增速



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

从跟踪的澳大利亚BJ煤炭现货价格以及OPEC一揽子原油价格的走势来看，短期大宗商品的输入性压力有所缓解，但近来也并未出现继续下滑的迹象。受新兴市场需求复苏以及弱势美元的支撑，估计未来大宗商品的价格维持高位震荡格局的概率较大。

图 10: 澳大利亚BJ煤炭现货价格指数（左）与 OPEC 一揽子原油价格（美元/桶）（右）



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

分行业来看，成本传导能力仍然呈现：上游好于中游、中游好于下游，消费品好于投资品，必需品好于耐用品的格局，但投资品上游的传导能力指标略有下降，受此影响，中游有所上升，但下游继续恶化，显示出中游原材料价格相对的坚挺。

具体而言，6月38个两位数行业中成本传导能力指标显示传到能力强（CTC>0）和弱的企业各占了一半；相对于5月份而言成本传导能力增强的行业有15个，主要是中游制造业，有色以及黑色金属采矿、冶炼及压延、化纤、化工行业、电力、热力的生产与制造、石油与炼焦以及农副食品加工等，此外还有废品废料、纺织服装与鞋帽以及家具制造

业，其中石油与炼焦、纺织服装与鞋帽、家具制造业、电力、热力的生产 5 个行业的成本转嫁能力较上月有所好转，但转嫁程度相比其他行业仍不彻底（产成品价格的变化小于模拟成本的变化）。传到能力仍强但在 6 月有所下降的行业也主要是必需消费品以及中上游行业，像医药、食品饮料、木材加工、纺织业、非金属矿采掘、煤炭开采与洗选、橡胶制品以及石油和天然气开采。大部分设备、投资品制造业的成本传导能力仍然较弱，并且还在恶化，具体行业是交运设备、通、专用设备、电气机械与器材、通信设备、计算机及其他电子设备、仪器仪表与办公器材、金属制品以及造纸及纸制品和印刷业和记录媒介的复制业。

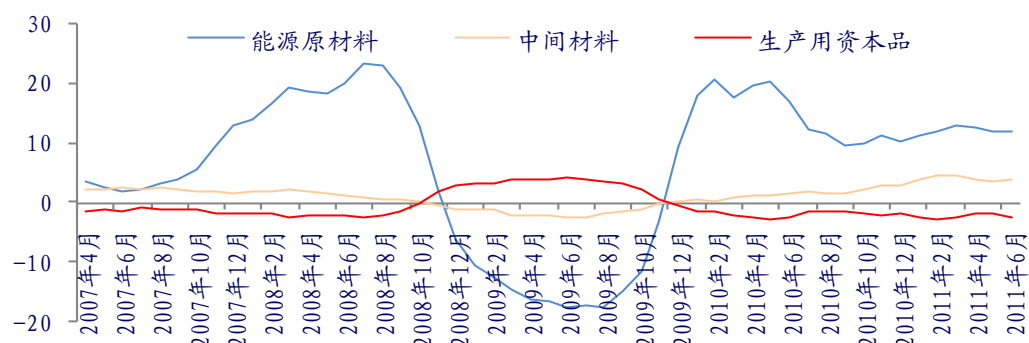
表 3：行业 PPI 与成本传导能力指标 CTC（按 6 月 CTC 环比变化情况排序）

	PPI			CTC（价格的相对变化）			6 月 CTC 环比变化
	2011-4	2011-5	2011-6	2011-4	2011-5	2011-6	
石油和炼焦	15.68	15.31	17.48	-3.43	-3.16	-0.14	3.02
废品废料	11.90	11.73	14.92	10.02	9.87	12.63	2.76
有色金属矿采选业	15.81	16.77	19.41	11.74	12.60	14.72	2.12
有色金属冶炼及延压	13.51	15.84	20.01	4.71	6.14	8.25	2.11
化学纤维制造业	18.01	14.62	16.61	6.89	4.32	5.69	1.37
纺织服装、鞋、帽制造业	3.85	3.75	3.80	-5.92	-5.02	-3.89	1.13
黑色金属冶炼及延压	9.68	9.54	11.34	2.34	2.51	3.31	0.80
农副产品加工	12.46	11.91	12.47	10.14	9.68	10.13	0.46
水的生产和供应业	2.81	2.48	3.06	1.57	1.21	1.62	0.41
黑色金属矿采选业	13.72	11.65	12.36	9.48	7.65	8.06	0.40
家具制造业	1.90	1.97	2.45	-1.77	-1.69	-1.31	0.38
电力、热力的生产和供应业	0.76	1.01	1.50	-1.99	-1.76	-1.46	0.31
化学工业	11.23	11.31	12.05	3.67	3.78	4.05	0.26
皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	4.27	4.35	4.46	-0.78	-0.51	-0.41	0.10
燃气生产和供应业	13.69	12.99	12.15	-3.41	-3.51	-3.48	0.03
非金属矿物制品	8.57	8.80	9.04	3.62	3.84	3.84	0.00
文教体育用品制造业	4.21	3.89	3.99	-0.87	-0.94	-0.99	-0.05
烟草制品业	0.49	0.45	0.37	-0.10	-0.11	-0.20	-0.08
医药制造业	2.61	2.49	2.41	0.38	0.30	0.15	-0.15
食品制造	5.94	6.28	6.26	2.19	2.62	2.47	-0.15
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	4.45	4.56	4.42	1.49	1.58	1.36	-0.22
工艺品及其他制造业	5.65	5.34	5.43	0.39	0.10	-0.15	-0.24
交运设备	0.45	0.33	0.36	-2.20	-2.34	-2.61	-0.27
仪器仪表及文化办公机械	-0.11	0.23	-0.04	-1.93	-1.68	-1.95	-0.27
饮料制造	4.15	4.42	4.23	1.35	1.64	1.36	-0.28
塑料制品业	5.38	5.21	5.21	-1.15	-1.26	-1.59	-0.33
专用设备制造	1.53	1.26	1.39	-2.21	-2.52	-2.87	-0.35
造纸及纸制品业	3.13	2.54	2.57	-0.86	-1.24	-1.59	-0.35
印刷业和记录媒介的复制业	1.09	2.02	1.73	-1.60	-0.49	-0.87	-0.38
通信设备、计算机及其他电子设备	-1.30	-1.29	-1.80	-2.05	-2.10	-2.49	-0.39

非金属矿及其他矿采选业	9.15	9.31	9.02	5.62	5.78	5.32	-0.47
金属制品业	4.06	4.25	4.66	-1.54	-1.54	-2.14	-0.59
煤炭开采和洗选业	10.74	10.16	9.67	8.19	7.65	7.04	-0.61
通用设备	2.54	2.76	2.75	-1.63	-1.58	-2.21	-0.63
橡胶制品业	11.80	10.87	10.17	5.30	4.57	3.61	-0.96
电气机械及器材	4.10	4.37	4.23	-1.44	-1.71	-2.91	-1.20
纺织业	17.45	15.60	13.33	8.57	7.70	6.08	-1.62
石油和天然气开采业	30.47	29.42	27.69	28.25	27.21	25.28	-1.93

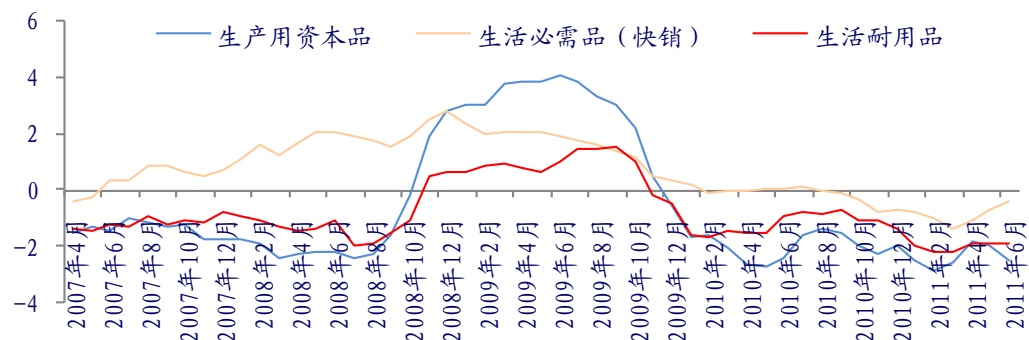
数据来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 11: 上中下游的利润空间衡量指标 CTC (%)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 12: 不同终端需求品的利润空间衡量指标 CTC (%)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究部

作者介绍

潘向东，首席经济学家，清华大学经济管理学院应用经济学博士后。《经济研究》和《世界经济》审稿专家。主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。2011 年加入中国银河证券。

童英，宏观经济分析师，北京大学光华管理学院应用经济系博士，2011 年 3 月加入中国银河证券研究部，主要负责宏观产业方面的研究。此前就职于光大证券研究所。

作者承诺

潘向东具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908