

CPI 同比进入下降通道

--7 月份 CPI 预测

核心要点:

- 7 月份的翘尾因素为 6.0% 左右, 7 月份经测算新涨价因素拉动 CPI 为 0.22% 左右, 因此, 7 月份 CPI 同比增长 6.2% 左右。同时考虑到新涨价因素中有一部分很难做出准确估算, 其波动区间值为 6.1%-6.3%。
- 7 月份 CPI 环比小幅上涨是因为: (1) 6 月份快速上涨的猪肉价格在 7 月份得到遏制, 环比增幅大幅减缓; (2) 鸡蛋和水产品价格涨势得到抑制, 涨幅相对于 6 月份有所降低, (3) 食用油还在上升通道中, 随着 8 月份发改委对食用油限价政策的到期, 预计未来上涨的压力较大; (4) 蔬菜仍然处于下降的通道之中, 只是降幅有所减缓, 水果价格结束前期的下降趋势, 价格与 6 月份持平; (5) 房地产宏观调控致使房租等价格平稳; (6) 非食品方面, 由于二季度以来经济的减速和国际大宗商品输入压力减缓, 与 6 月份一样非食品价格保持稳定。
- 由于翘尾因素的影响, 预计 8 月份的 CPI 将在 7 月份下降的基础上, 继续维持回落的趋势, 将回落到 5.6% 左右。同时, 我们预计四季度 CPI 同比将回落到 4%~5% 左右。
- 我们维持年初预判, 从本月起, CPI 同比进入下降通道。下半年至明年上半年经济增速将处于回升通道之中, 新增因素对 CPI 影响扩大, 使得下半年到明年上半年 CPI 仍可高位运行, 另一方面, 4 季度不确定的大宗商品价格会带来输入性通胀压力, 今年全年通胀保持年初的判断: “前高后不低”。

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:



许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

相关阅读:

《5 月 CPI 预测: 物价环比不变, 翘尾主导 CPI》 2011/06/01

《6 月 CPI 预测: CPI 迎来峰值, 加息迎来“收官”》 2011/06/30

CPI 同比进入下降通道

--7 月份 CPI 预测

一、7 月 CPI 同比增速在 6.2% 左右

7 月份的翘尾因素为 6.0% 左右，7 月份经测算新涨价因素拉动 CPI 为 0.22 个百分点左右，四舍五入后，7 月份 CPI 同比增长 6.2 个百分点。同时考虑到新涨价因素中有一部分很难做出准确估算，其波动区间值为 6.1%-6.3%。

由于 7 月份翘尾依然处于高位，带动 CPI 同比继续走高，CPI 同比增速达到 6.2%。相对于 6 月份，7 月份 CPI 同比有所回落，主要是新涨价因素比上个月略低，7 月份食品价格中的猪肉价格疯狂上涨的势头得到遏制。非食品方面，由于二季度以来经济减速和国际大宗商品输入压力减缓，与 6 月份一样非食品价格保持稳定。

表 1: CPI 中各分类价格对 CPI 影响预判 (单位: %)

	食品	居住	其他六类
涨幅	0.4	0.2	0.1
对 CPI 影响	0.13	0.037	0.05

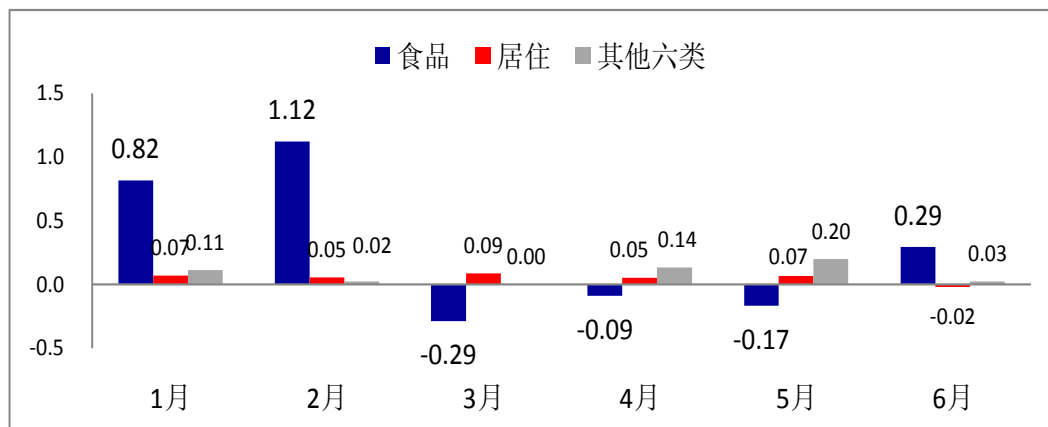
资料来源: 中国银河证券研究部

我们维持今年以来对 CPI 的判断，上个月 CPI 同比即是年内最高点，本月 CPI 虽然较高，但是并不会产生持续性影响。由于翘尾因素的影响，8 月份 CPI 同比将下降到 5.6% 左右，到四季度 CPI 同比增速在 4%~5% 左右，全年呈现“前高后不低”。

二、7 月份 CPI 翘尾因素的测算

本月翘尾因素对 CPI 的影响为 6.00 个百分点，对比上个月 6.10 个百分点的翘尾影响略有降低，我们判断 6 月份为全年翘尾最高点。考虑季节因素的影响，过去 11 个月对 2011 年 7 月份 CPI 翘尾数据的非季节影响大概在 6.06 个百分点，本月季调后的翘尾高于未季调翘尾，7 月份 CPI 数据有季节回落的影响。

图 1: 翘尾本月抬头，预计为年内最高点 (单位: %)

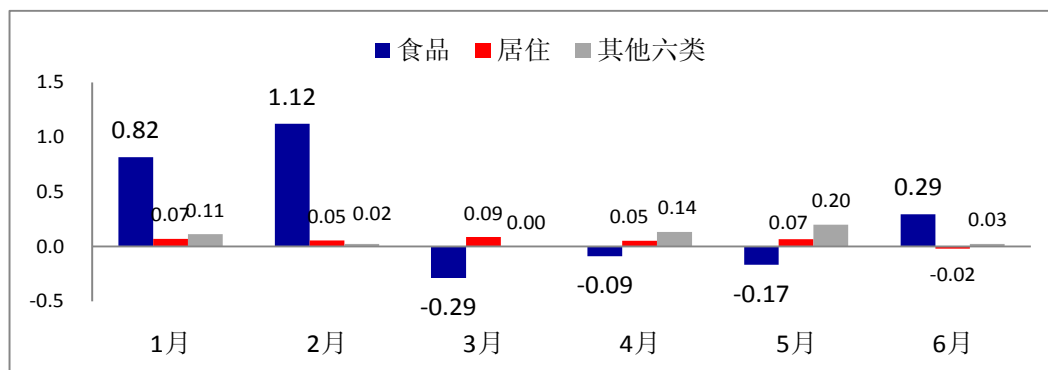


数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

7 月份的翘尾水平仍然同 6 月份近似，属于历史较高水平范围 (图 1)。这是由于 2010 年下半年通胀快速升高，使最近几个月翘尾水平处于高位。8 月份翘尾影响开始下降，预

翘尾影响在 5.6% 左右。

图 2: 季调后的翘尾仍在高点 (单位: %)



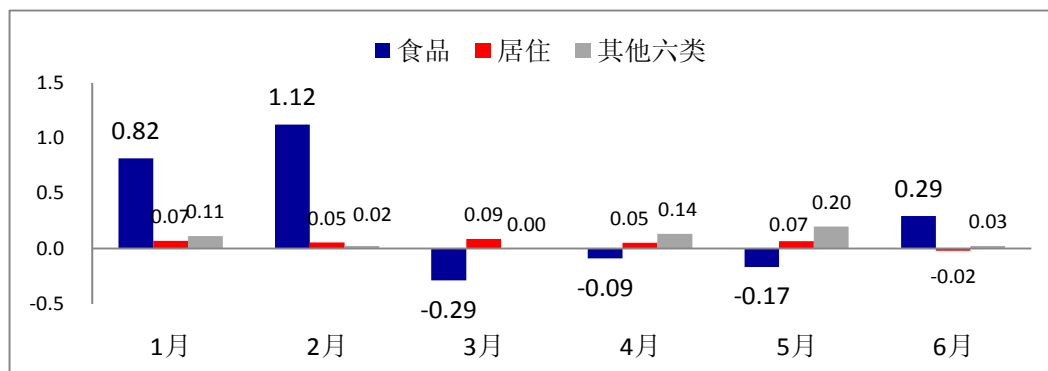
数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

三、7 月份新涨价因素的测算

1、新涨价因素 6 月份环比上升

2011 年 6 月份, CPI 环比上升 0.3 个百分点。传统上, 6 月份的新涨价因素由于蔬菜和水果价格的下降会出现季节性回落, 但是由于猪肉价格在 6 月份强势走高, 拉动了食品价格的整体上涨, 从而带动整个 CPI 环比上涨。但是, 6 月份居住类价格环比开始出现下降, 这是本年首次发生, 而非食品居住类项目价格结束了连续两个月的全面上涨, 显示经济增速趋缓对 CPI 的影响开始显现。

图 3: 新涨价因素 6 月份依然上升 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

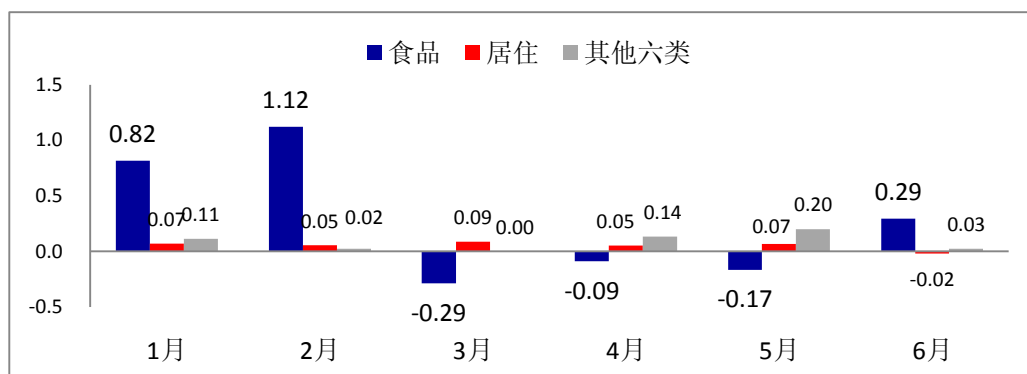
表 2: 2011 年调整后 CPI 各项权重及环比增长率 (单位: %)

	CPI	食品	居住	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及维修服务	医疗保健和个人用品	交通和通信	娱乐教育文化用品及服务
比例		31.4	18.9	4.0	8.0	5.3	8.9	9.3	14.2
2011-1	1.0	2.8	0.4	0.3	-0.5	0.4	0.3	0.5	0.4
2011-2	1.2	3.7	0.3	0.2	-0.8	0.2	0.2	0.1	0.3
2011-3	-0.2	-1.0	0.5	0.3	0.5	0.3	0.2	0.0	-0.6
2011-4	0.1	-0.4	0.4	0.3	0.6	0.2	0.3	0.4	0.4
2011-5	0.1	-0.3	0.2	0.3	0.5	0.3	0.4	0.1	0.0
2011-6	0.3	0.9	-0.1	0.3	-0.2	0.2	0.3	-0.1	0.0

数据来源: 统计局 中国银河证券研究部

我们通过对各分类指标的分析来预测 7 月份 CPI 的运行情况。调整权重后，食品的价格变动仍然是推动 CPI 变动的第一要素。今年初，食品和居住类价格变动对 CPI 的贡献率高过 90%（图 4）。4-5 月份，可以明显看到，非食品居住类价格上涨是拉动 CPI 上涨的主要动力。5 月份，非食品居住类价格上涨拉动 CPI 上涨 0.2 个百分点，相反，前期作为 CPI 上涨主要推手的食物在 5 月份降价明显。6 月份，由于猪肉、水产品 and 鸡蛋的上涨，食品价格重新抬头，拉动 CPI 继续上涨，而非食品居住类价格重新平稳。6 月份居住类价格环比小幅下降，主要由于房价调控抑制了房租继续上涨，而占居住类 60% 多的水电煤气价格一直比较平稳。

图 4:2011 年八大分类对 CPI 环比增加值的贡献（单位：%）



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

2、7 月份食品价格监测

影响 CPI 中食品价格变动的指标，我们以商务部食用农产品价格监测来获得数据。7 月份各种农产品价格变动中（表 3），蔬菜价格小幅下跌。全国来看，蔬菜的整体种植面积较大，能满足市场需求，蔬菜价格本月小幅下跌，跌幅相对于前三个月有所减缓。猪肉价格环比上涨 2.3 个百分点，上个月快速上涨的局面得到控制，在本月第三个星期，猪肉价格还出现了小幅回落。

表 3: 蔬菜下跌，其余品种保持平稳（单位：%）

	18 种蔬菜 平均批发价格	鸡蛋	8 种 水产品	大米	面粉	食用油	食糖	猪肉	牛肉	羊肉
2011-01	34.62	1.00	1.61	2.22	1.41	0.70	1.91	2.52	1.81	2.62
2011-02	-6.13	0.70	-0.40	1.41	1.00	0.30	0.40	0.40	0.80	3.23
2011-03	3.92	-4.52	-3.00	1.81	0.60	0.00	1.30	1.81	-0.20	-0.30
2011-04	-22.43	-0.80	0.00	1.00	0.60	-0.10	2.01	0.80	0.90	0.50
2011-05	-6.18	3.85	5.20	1.00	1.00	0.10	0.80	4.55	-0.90	-0.20
2011-06	-11.24	3.33	4.26	0.90	1.00	0.80	1.31	13.27	1.30	0.70
2011-07	-3.67	1.31	2.41	0.40	1.00	1.51	1.10	2.30	1.00	1.60
07/04-07/10	0.00	0.30	0.00	0.00	0.40	0.50	0.50	2.30	-0.10	0.80
07/11-07/17	-2.20	0.40	1.00	0.40	0.40	0.60	0.60	0.20	0.50	-0.20
07/18-07/24	-1.50	0.60	1.40	0.00	0.20	0.40		-0.20	0.60	1.00

数据来源: 商务部 中国银河证券研究部

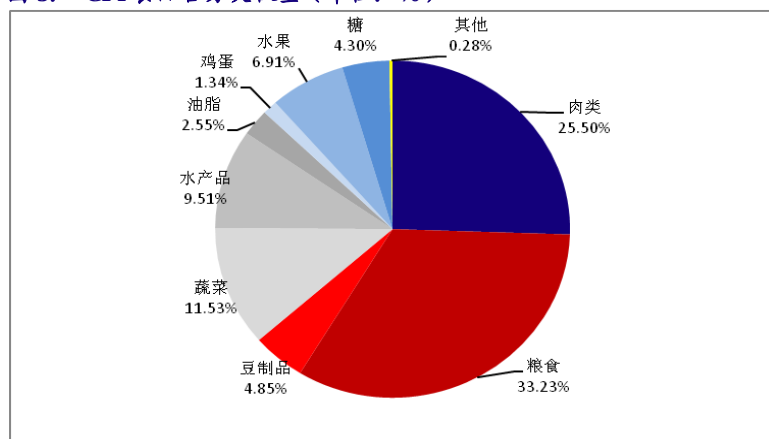
7 月份其他食品价格皆保持小幅上升势头。其中，8 种水产品价格在 7 月份继续上涨，商务部统计涨幅为 2.41%。由于现在仍处于休渔期和前期长江中下游旱灾对水产影响较大，预计短时间内水产品回调可能性较小。本月食用油价格上涨幅度超过以往，这是由于食用油原材料价格上涨迅速造成的。发改委施行了 8 个月的食用油限价政策，如果 8

月份食用油限价政策放松,那么其未来价格快速上涨可能性较大。7月份鸡蛋价格继续上升,但是涨幅有所减少,商务部数据显示7月鸡蛋价格累计涨幅1.31个百分点。我们维持上月观点,鸡蛋价格会在未来几个月稳定,而水产品供应由于长江中下游的干旱和休渔期的到来,价格仍会继续上涨。

由于商务部公布的食物价格样本过小,与统计局公布的食物价格有偏差,所以需要食物价格的测算以商务部公布数据为基准,结合其他一些可获取的专业食物价格指数进行调整。

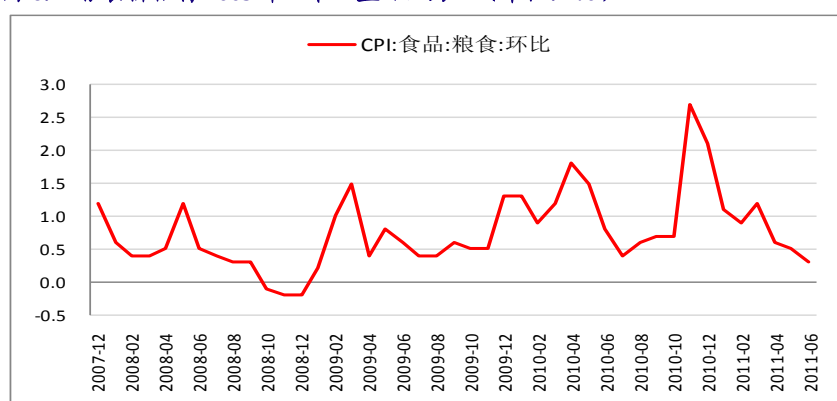
食物分类中各细项所占食物比重,以肉类和粮食居首(图5),排在第三位的即是蔬菜。由于粮食关系到国家民生,所以大幅上涨和下跌的可能性很小,基本保持在小幅波动。今年以来,商务部面粉和大米零售价格保持稳步小幅上涨态势,预计此种态势会贯穿全年。我国对粮食一直极为重视,各地均有粮食储备库,对整体粮食价格宏观调控能力较强,所以粮食发生大幅上涨的可能性很小。但是也要注意,自2009年以来,我国粮食零售价格(图6)每月都保持正向增长,而粮食是CPI中占比最大的分类,对食物其他分类影响较大,一旦粮食价格增速加快,就会对通胀产生巨大压力。但从夏粮收割情况来看,已经出现了丰收,目前秋量生产进展较好,预计再次丰收的可能性较大。

图5: CPI食物各分类权重(单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

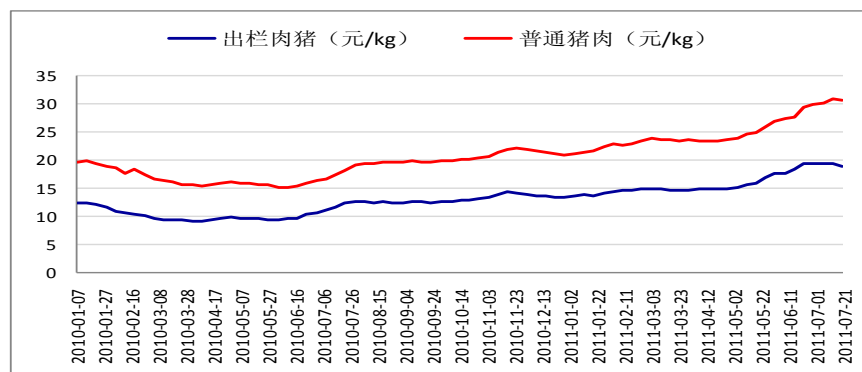
图6: 粮食价格自2009年以来一直环比为正(单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

7月,猪肉价格涨幅显著放缓,生猪价格出现拐点(图7)。数据显示截至7月21日,全国出栏肉猪均价为18.76元/公斤,比上月末19.33元/公斤下跌2个百分点。猪肉价格虽然继续保持上涨,但是由于生猪价格出现拐点,猪肉价格预计本月已经到顶。搜猪网显示,截至7月21日,猪肉价格比月初环比上涨2.6%,这与商务部猪肉零售价格上涨2.3%基本接近。本月猪肉平均上涨2.3个百分点,拉动CPI上涨0.07个百分点。

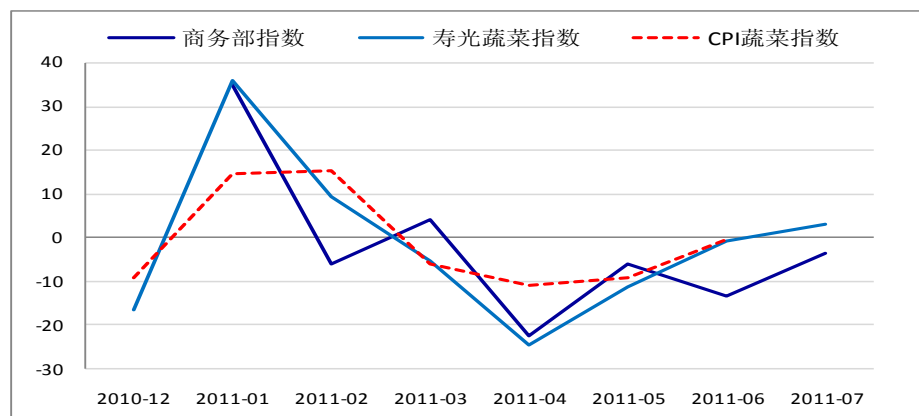
图 7: 猪肉价格已经达到历史最高 (单位: 元)



资料来源: 搜猪网 中国银河证券研究部

商务部数据显示本月蔬菜价格下跌幅度为 3.67%，寿光蔬菜价格指数显示本月蔬菜价格仍然震荡下行，由于本月寿光蔬菜价格指数起伏震荡较大，则平均价格环比数字可能出现更大偏差，本月我们采用月初月末蔬菜价格指数计算蔬菜价格，以月初月末价格指数计算，寿光蔬菜价格指数下跌 3%（图 9），此项数字与商务部统计价格近似（图 8）。

图 8: 本月蔬菜价格指数 (单位: %)



寿光蔬菜采用日价格基数，截至日期为 2011 年 7 月 26 日，商务部数据截至日期为 2011 年 7 月 24 日

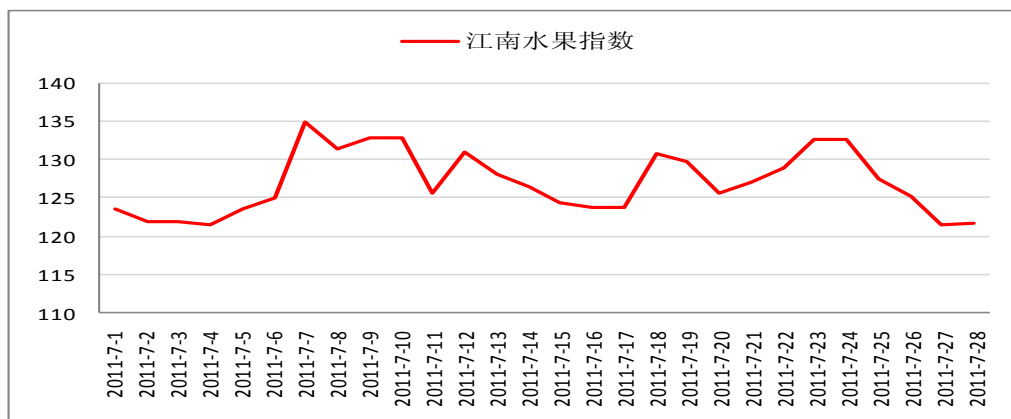
数据来源: 商务部 CEIC 寿光蔬菜网 中国银河证券研究部 (寿光蔬菜采用日价格定基指数)

图 9: 本月寿光蔬菜指数震荡下行 (单位: %)



数据来源: 寿光蔬菜网 中国银河证券研究部 (日期截止 7 月 28 日)

图 10: 江南水果指数本月持平 (单位: %)



数据来源: 广东价值指数平台 中国银河证券研究部

本月水果价格与上月近似, 广州江南水果批发价格指数显示 7 月份水果价格指数整体与上月持平。

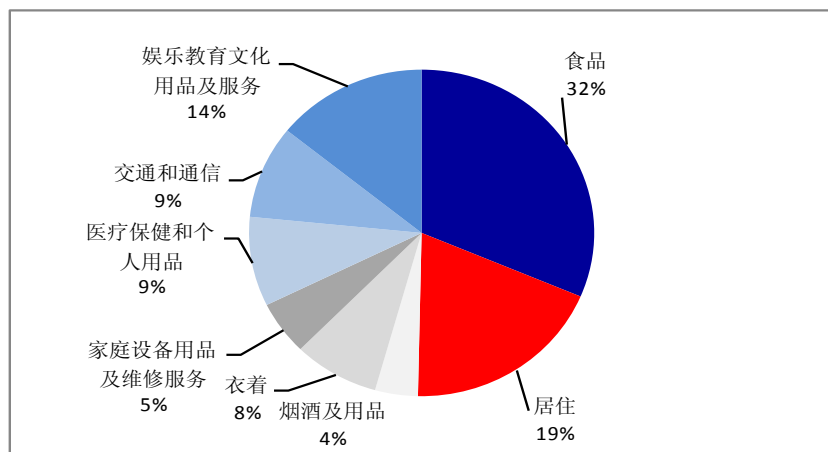
以各分类食品影响食品 CPI 的权重计算 (图 5), 7 月份食品 CPI 上升约 0.4 个百分点, 整个食品价格整体小幅上涨, 蔬菜和水果本月季节性回调并不明显。依据食品价格指数在 CPI 中所占权重 (图 11), 我们得出 7 月份食品价格环比拉高 CPI 大概为 0.13 个百分点。

表 4: 本月各分类价格对食品 CPI 的影响 (单位: %)

	粮食	猪肉	鲜菜	鸡蛋	水产品	水果	食用油
涨幅	0.50	2.30	-3.00	1.30	2.40	0.00	1.50
拉动食品 CPI	0.15	0.23	-0.30	0.05	0.22	0.00	0.04
拉动 CPI	0.05	0.07	-0.09	0.02	0.07	0.00	0.01

数据来源: 中国银河证券研究部

图 11: CPI 各分类权重 (单位: %)



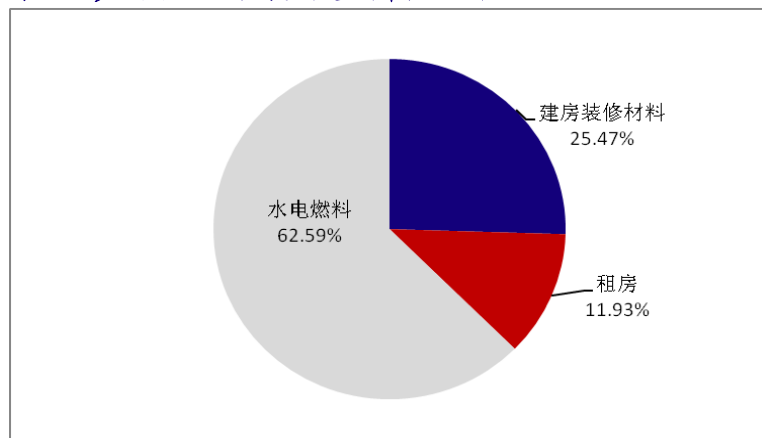
数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

3、7 月份其他因素分析

影响 CPI 变动的第二大类别为居住类价格的变动 (图 12)。7 月份, 由于政策面对房地产的持续打压, 我们预计租赁价格会保持平稳。本月, 与居住相关的水电煤气价格并未进行大范围价格调整, 但整体维持略有升势。我们判断本月居住类价格环比小幅 0.2 个百分点, 依据居住类权重 (本年初调整后居住类权重占 CPI 权重大概为

18.7%)，居住类价格7月份小幅拉高CPI为0.037个百分点。

图 12: 影响居住 CPI 各分类权重 (单位: %)

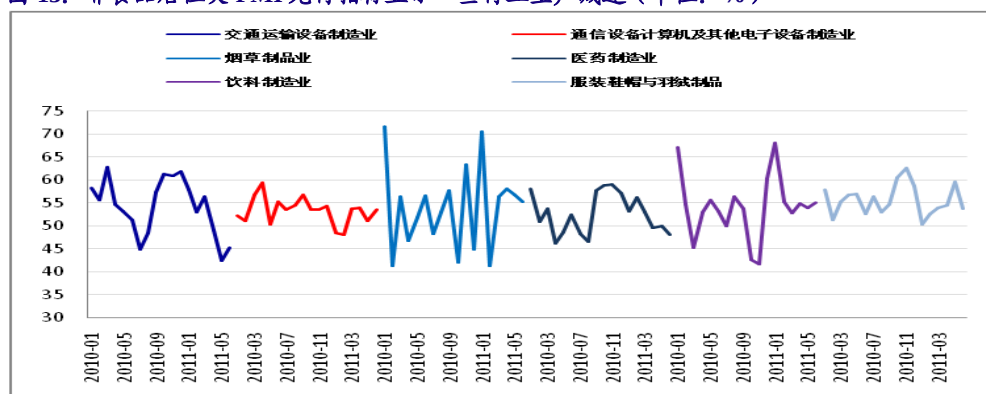


数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

历史数据显示 (表 5)，在 CPI 八类分项中，食品的波动幅度最大，其占 CPI 权重最多，对 CPI 的影响最显著。2001 年以来，居住价格平均涨幅为每月 0.26 个百分点，对 CPI 的影响也较显著。统计来看，其他六项分类价格过去 10 年期间月平均变动在-0.11-0.10 个百分点之间，其中衣着和交通通信价格随着时间推移在逐渐降低，他们的分类价格指数在过去的 10 年之中都变化较小，并且六项价格中有升有降，加总对 CPI 影响偏小。虽然 4-5 月份非食品居住类价格普涨，但是此势头在 6 月份得到遏制，我们预计 7 月份非食品居住类价格继续保持稳定。

判断非食品价格的走势更多的取决于国内需求的强弱和国际大宗商品的走势，物价的走势一般都滞后于经济增长，从今年上半年经济增长的走势来看，国内需求已处于回落，从国际大宗商品的走势来看，2 季度也处于调整的状态之中，从反映经济活跃程度的 PMI 指数来看，经济活动已经稳中有降。因此，非食品价格指数与 6 月份一样，处于平稳的状态之中。

图 13: 非食品居住类 PMI 先行指标显示一些行业生产减速 (单位: %)



资料来源: 中采资讯 中国银河证券研究部

表 5: 2001 年以来，在 CPI 八大类分项中食品波动幅度最大 (单位: %)

	CPI	食品	居住	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及维修服务	医疗保健和个人用品	交通和通信	娱乐教育文化用品及服务
平均	0.20	0.51	0.26	0.09	-0.11	0.00	0.10	-0.09	0.03
标准差	0.67	1.74	0.52	0.14	0.62	0.20	0.27	0.43	0.61

数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

四、测算可能出现的误差

由于数据本身带来的误差,导致最后的测算结果可能会与未来统计局实际公布的存在差异。产生误差的原因主要体现在:

第一,由于我们对 CPI 中食品和居住类价格指数之外的六大类价格指数采用的是移动平均的算法进行预测,这很难避免某一单月会出现较强的噪声,这会影响到最后的测算结果。

第二,我们采用的数据是商务部监测的数据,同时参考了农业部公布的数据与其他机构发布的分类价格指数,但由于 CPI 的数据最终是由统计局公布,由于样本的选取和样本数等方面的影响,最终的统计结果也可能产生差异。

第三,由于我们对于居住类价格指数的测算采用的是小样本抽样调查,这可能与统计局大样本调查的结果会存在差异。

表 6: 本年度统计局商务部食品指标比较 (单位: %)

商务部食品价格 (累计环比)	18 种蔬菜 平均批发价格	鸡蛋	8 种水产品	粮食		食用油	食糖	肉类		
				大米	面粉			猪肉	牛肉	羊肉
1 月	34.62	1.00	1.61	2.22	1.41	0.70	1.91	2.52	1.81	2.62
2 月	-6.13	0.70	-0.40	1.41	1.00	0.30	0.40	0.40	0.80	3.23
3 月	3.92	-4.52	-3.00	1.81	0.60	0.00	1.30	1.81	-0.20	-0.30
4 月	-22.43	-0.80	0.00	1.00	0.60	-0.10	2.01	0.80	0.90	0.50
5 月	-6.18	3.85	5.20	1.00	1.00	0.10	0.80	4.55	-0.90	-0.20
6 月	-11.24	3.33	4.26	0.90	1.00	0.80	1.31	13.27	1.30	0.70
统计局										
(CPI 环比增速)	蔬菜	鸡蛋	水产品	粮食		肉禽及制品				
1 月	14.40	2.30	3.90	1.10		1.30				
2 月	15.20	0.80	6.20	0.90		3.70				
3 月	-6.20	-7.00	-2.30	1.20		-1.10				
4 月	-11.20	-1.30	0.70	0.60		0.50				
5 月	-9.30	4.60	0.50	0.50		1.60				
6 月	-0.80	4.20	2.00	0.30		6.30				

数据来源: CEIC 商务部 统计局

表 7: 根据商务部公布数据测算的 CPI 食品环比与实际 CPI 食品环比差距较大 (单位: %)

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
食品 CPI	10.30	-0.87	1.35	-5.18	-0.18	-0.23
实际 CPI 食品	2.80	3.70	-1.00	-0.40	-0.30	0.90

数据来源: 商务部 统计局 中国银河证券研究部

五、8 月份 CPI 的前景分析

8 月份 CPI 翘尾影响开始降低,预计 8 月份的 CPI 同比增速在 5.6%左右。我们判断,8 月份新涨价因素环比仍将保持平稳。食品方面,一方面,7 月份各类食品价格上涨得到有效控制。猪肉和鸡蛋价格有回落趋势,水产品价格虽然继续上涨,但是其上涨幅度会有所回落。另一方面,蔬菜和水果价格在 8 月份受季节性影响会惯性回落。但是要注意到,尽管食品方面大幅上涨品种较少,但是几乎所有的食品价格短期内很难下跌,猪肉、水产品会保持高位震荡,由于大豆价格的持续上涨,食用油价格会有一轮上涨过程。占食品最大比例的粮食价格自 2009 年以来一直震荡向上,而随着我国提高粮食收购价格,未来我国粮食价格仍然会上行。

居住价格方面，一方面由于国家宏观调控，居民水电煤气价格基本保持平稳，另一方面，对房地产的持续打压也抑制了租金进一步的上涨，我们估计居住类价格在本季度会保持平稳。

非食品居住价格方面，延续7月份态势，如果国际能源价格保持震荡，伴随着我国经济调整，非食品居住六类价格会有升有降。但是同时看到，由于处于全球通胀的环境中，美元走势的不确定造成了未来大宗商品价格运行的不确定，如果大宗商品价格在本季度未走高，则会对我国带来较大的输入性通胀压力。

六、维持本年度通胀“前高后不低”的预判

我们维持年初判断，2季度开始CPI环比增幅下降，进入3季度CPI进入同比下降阶段。在政策持续不变的条件下，随着二季度环比增速的下降，那么三季度的翘尾因素对CPI同比的影响将会显现，从而使CPI同比增速在第三季度会缓慢下降，预计三季度全季度CPI同比增速在5.6%左右。而在四季度，我们认为，尽管翘尾的影响会延续三季度的弱趋势，但是由于新涨价因素的回升，同时，由于季节性因素在下半年会推高真实CPI运行效果，第四季度CPI同比将依然在高位运行，整体波动区间仍然在4%~5%左右。另一影响四季度CPI运行的不确定性因素是大宗商品价格的运行，如果四季度大宗商品价格重新高企，会给我国带来输入性通胀压力。

我们认为，上月CPI同比即是年内CPI最高点，本月开始CPI同比增速会缓慢回落，近期内央行再次启用利率工具的可能性较小。

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。

许冬石，宏观助理研究员，英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。

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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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证券投资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