



2011.08.29

企业利润率大降，存款准备金超调

——国泰君安宏观周报（20110829）

	姜超	吕春杰	汪进
	021-38676430	021-38676051	021-38674624
	jiangchao6164@gtjas.com	lvchunjie@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com
编号	S0880511010045	S0880511010058	S0880511080005

本报告导读：

本报告对近期通胀、经济、货币资金及政策展开分析。

摘要：

- 近期蔬菜价格出现回升、但更多由于季节性效应，猪肉绝对价格虽有反弹、同比涨幅也继续处于回落趋势中。此外，在经济减速背景下生产资料价格趋于稳定，因此我们维持全年物价前高后低走势的判断。预测 8 月 CPI 为 6.0%，PPI 为 6.8%，7 月物价已经达到年内峰值。
- 8 月第 4 周地产销售较前三周有所反弹，但一二线城市成交水平依然低于 5-7 月，我们判断下半年地产仍将出现旺季不旺的局面。在此背景下，汇丰 PMI 虽有反弹、但仍在低位。
- 此外，7 月工业企业收入和利润增速再度回落，工业企业利润率创下两年新低，而且未来或继续下滑。
- 8 月第 4 周 A 股换手率反弹、消费略跑输能源、国债期限利差在创新低后略有反弹、信用利差也有回落，虽然显示中国风险程度出现一定回落，但风险偏好依然处于高位。
- 质押式回购（R007）利率再次回落反映了货币市场资金状况偏紧的情况有所好转。上周央行央票发行利率与前一周持平符合我们此前预期，表明央行并未进一步释放加息信号。
- 据媒体报导，央行周五下午下发通知，计划将银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，从 9 月 5 日起分批上缴。
- 估计总冻结货币约 9000 亿，分 6 个月缴纳；而未来两月公开市场到期资金即超过 6000 亿，央行似有腾挪余地。然而从结构看，中小行保证金存款占比过高，本次补缴相当于累积上调 2% 至 3% 的法定准备金率，对资金面冲击极大。
- 从历史经验看，准备金率的上调均伴随资金面紧张，回购利率冲高，相信本次也不例外。
- 本次准备金补缴更大的影响在于打击票据融资热情，使得信贷市场紧缩，从而对实体经济造成负面冲击。我们此前预计年底 M1 和工业增速均将下降至个位数，目前来看极有可能成为现实。如果经济下行超预期，那么通胀必然回落，我们判断年底法定存款准备金率或有下调可能。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《树树秋声，山山寒色》

2011.08.22

《通胀回落明确，存准不会上调》

2011.08.21

《消费信心创 30 年新低，美国经济增长趋滞》

2011.08.15

《经济通胀回落明确，紧缩政策告一段落》

2011.08.14

《全球经济动荡加剧，低风险资产受青睐》

2011.08.08

目 录

通胀数据	4
1. 食品价格环比回升	4
2. 蔬菜涨价为季节性	4
3. 食品价格涨幅预测	5
4. 生资价格走势趋稳	6
5. 通胀全年前高后低	8
经济数据	9
1. 地产销售仍在低位	9
2. 汇丰 PMI 低位反弹	10
3. 企业利润率大降	11
风险数据	12
1. A 股换手率在低位	12
2. 消费本周跑输能源	13
3. 期限利差低位反弹	13
4. 信用利差高位回落	14
货币数据	14
1. 回购利率再次回落	15
2. 一级市场大幅投放	15
3. 招标利率维持稳定	16
4. 到期资金持续低位	16
5. 贴现利率再次上行	17
政策分析	17

1. 准备金补缴超预期	17
2. 中小银行影响极大	18
3. 票据融资增长受限	19
4. 加剧经济下行风险	20
5. 年底或可能下调	20

通胀数据

近期蔬菜价格出现回升，但更多由于季节性效应，而猪肉绝对价格有反弹、同比涨幅还在回落趋势中。此外，在经济减速背景下生产资料价格也趋于稳定，因此我们维持全年物价前高后低走势的判断。

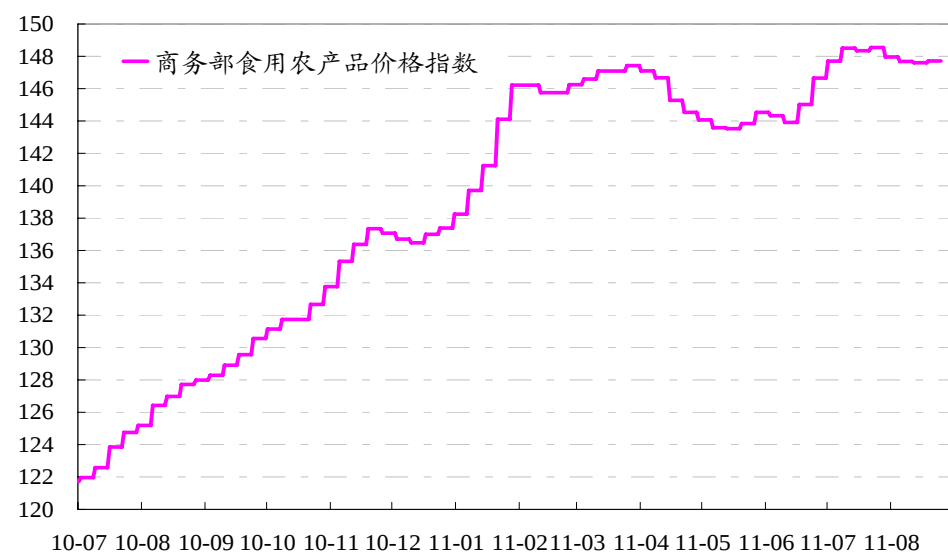
预测 8 月 CPI 为 6.0%，PPI 为 6.8%，7 月物价已经达到年内峰值。

1. 食品价格环比回升

8 月第 3 周（15 日至 21 日），商务部农产品价格环比上升 0.07%，在连续三周下跌后首次回升。

图 1 商务部食用农产品价格指数

单位：%



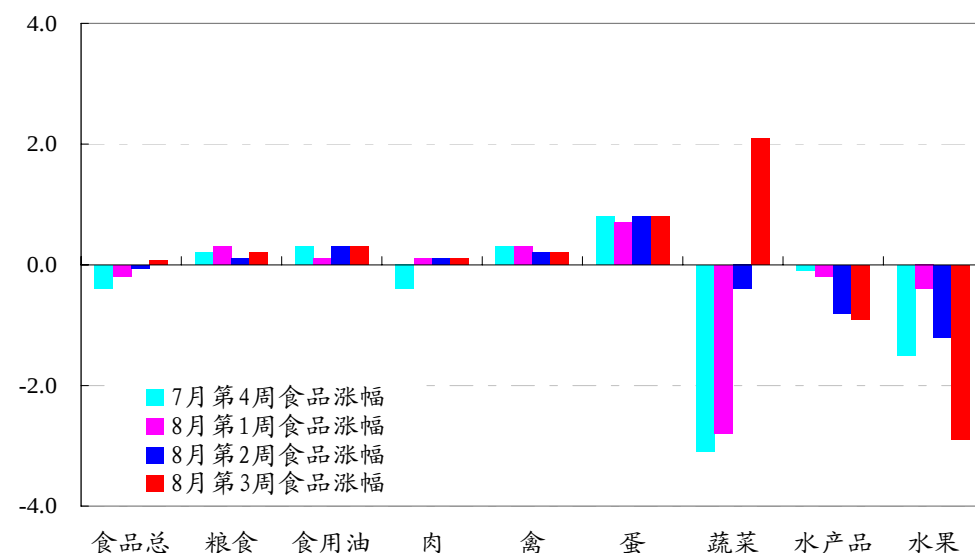
数据来源：国泰君安证券研究，商务部

2. 蔬菜涨价为季节性

细项来看，水果价格继续回落、肉价保持稳定，只有蔬菜价格环比上涨 2.1%，是食品价格结束下跌的主要原因。

图 2 商务部各类农产品价格环比涨幅

单位：%

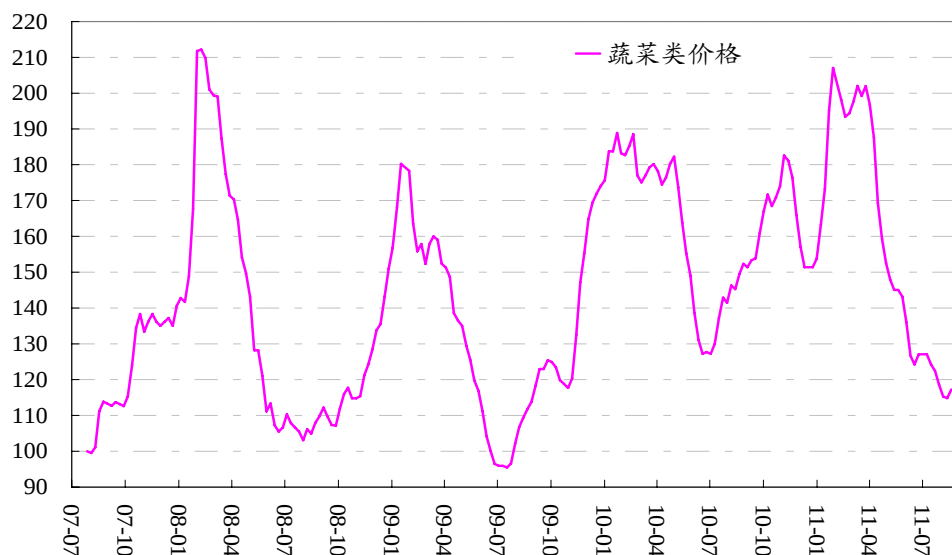


数据来源：国泰君安证券研究，商务部

从往年经验看，蔬菜价格具有明显的季节性波动，一般在春节后价格持续下跌，7月至次年春节持续涨价。今年8月底蔬菜价格才环比止跌，较往年更晚，未来价格或将趋势向上，但关键要看环比上涨的幅度，而不能仅因为蔬菜涨价就认为通胀压力加大。

图 3 商务部各类农产品价格指数

单位：%

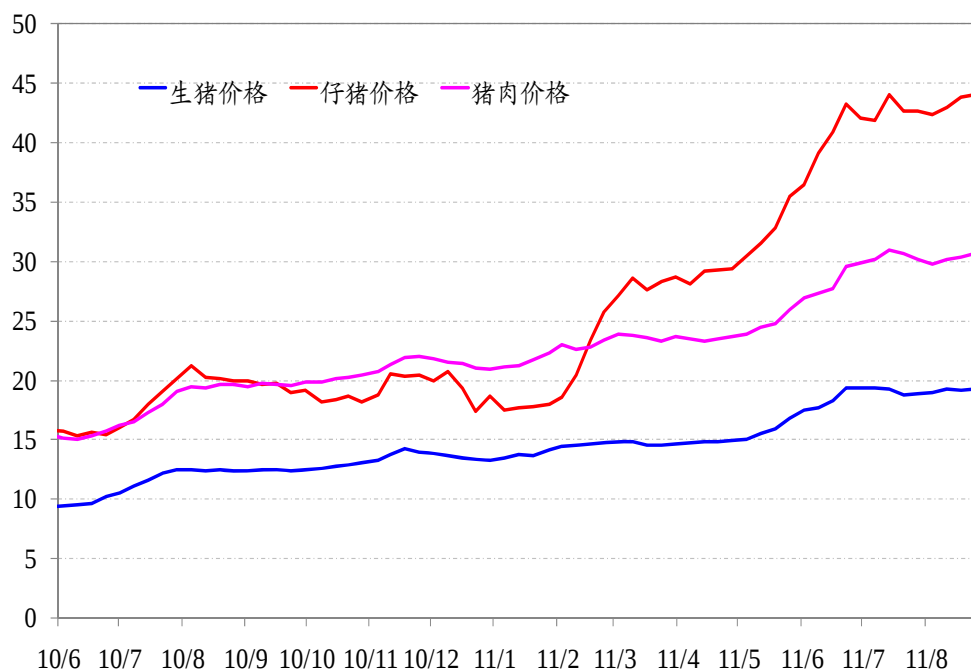


数据来源：国泰君安证券研究，商务部

8月第4周（21至28日），猪肉和仔猪价格都有反弹，其中猪肉价格已接近7月底的高点，但目前相对去年同期涨幅仅为56%，而在6月底7月初时同比涨幅曾超过80%，因此综合来看，我们依然认为猪肉绝对价格还将上涨、但同比涨幅会继续回落。

图 4 搜猪网猪肉价格

单位：元/千克



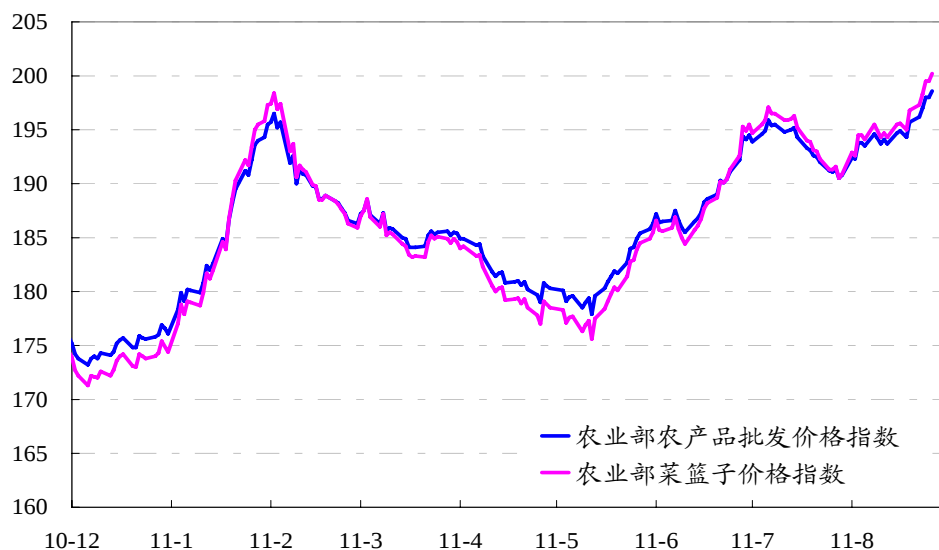
数据来源：国泰君安证券研究，搜猪网

3. 食品价格涨幅预测

8月第4周（22日-28日），农业部批发价格指数环比较上周上升1.4%，已经是连续四周价格环比上涨，和商务部价格近期走势略有不同。

图 5 农业部农产品批发价格和菜篮子价格指数

单位：%

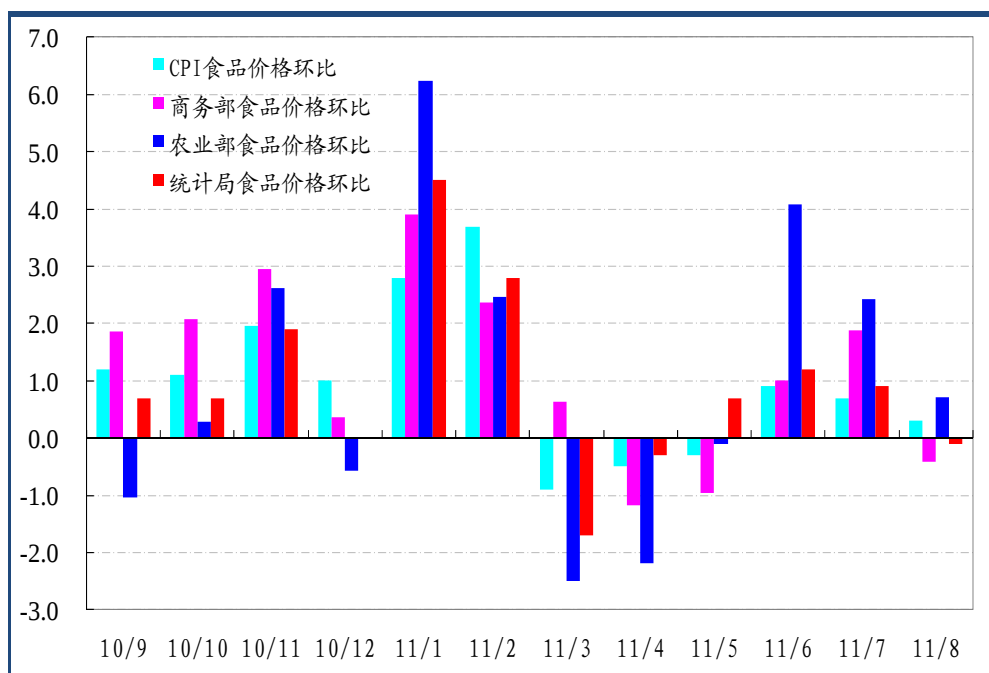


数据来源：国泰君安证券研究，农业部

综合来看，农业部 8 月前 4 周农产品价格较 7 月均值环比上升 0.7%，商务部 8 月前 3 周食品价格较 7 月均值环比下降 0.4%，统计局 8 月中上旬食品价格较 7 月环比下降 0.1%。我们预计 8 月 CPI 食品价格环比为 0.3%，同比涨幅为 13.0%。

图 6 食品价格环比对比

单位：%



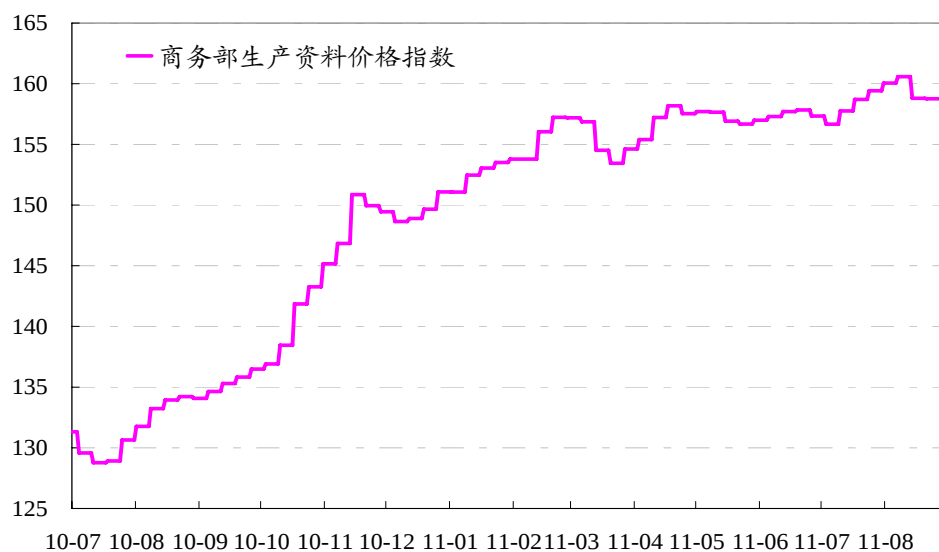
数据来源：国泰君安证券研究，商务部，农业部

4. 生资价格走势趋稳

8 月第 3 周，商务部生产资料价格环比下跌 0.03%，该指数在 5 周持续上涨后又连续两周下跌，目前走势趋稳。

图 7 商务部生产资料价格指数

单位：%

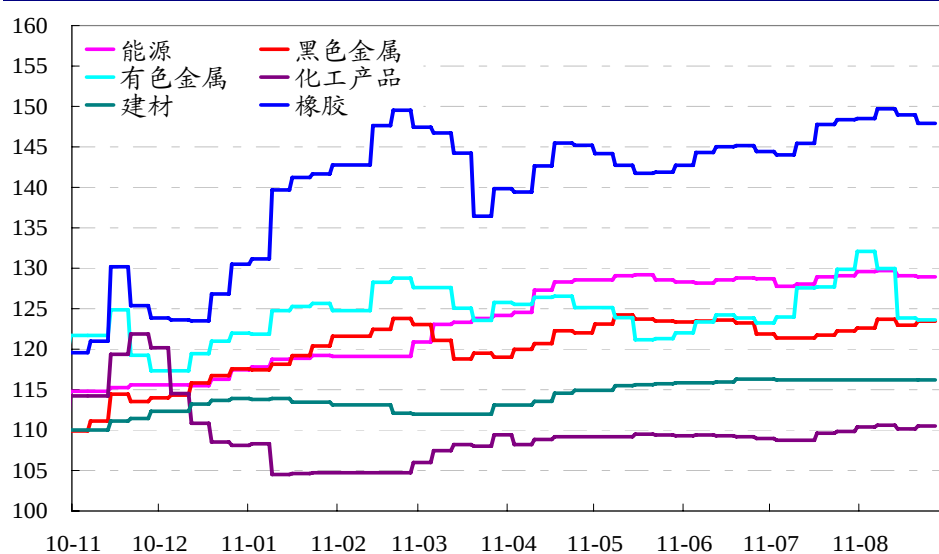


数据来源：国泰君安证券研究，商务部

细项指数中，橡胶、有色金属和能源产品已经连续两周价格回落，上周只有化工产品和黑色金属价格出现反弹。

图 8 商务部生产资料细项价格指数

单位：%

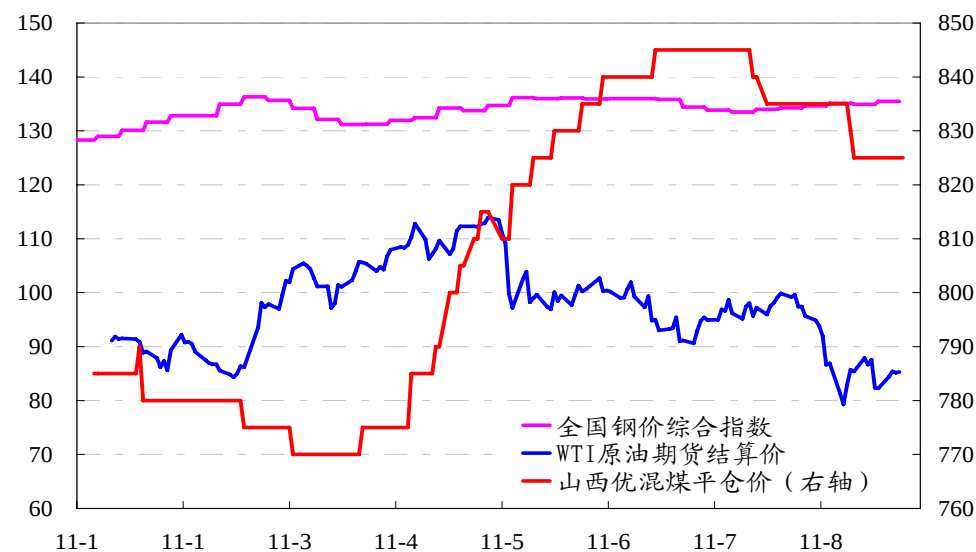


数据来源：国泰君安证券研究，商务部

其他价格指数中，煤价和钢价都保持稳定，而 WTI 油价也依然在 80-90 美元/桶间震荡。

图 9 煤、油、钢价日度走势

单位：元/吨，美元/桶



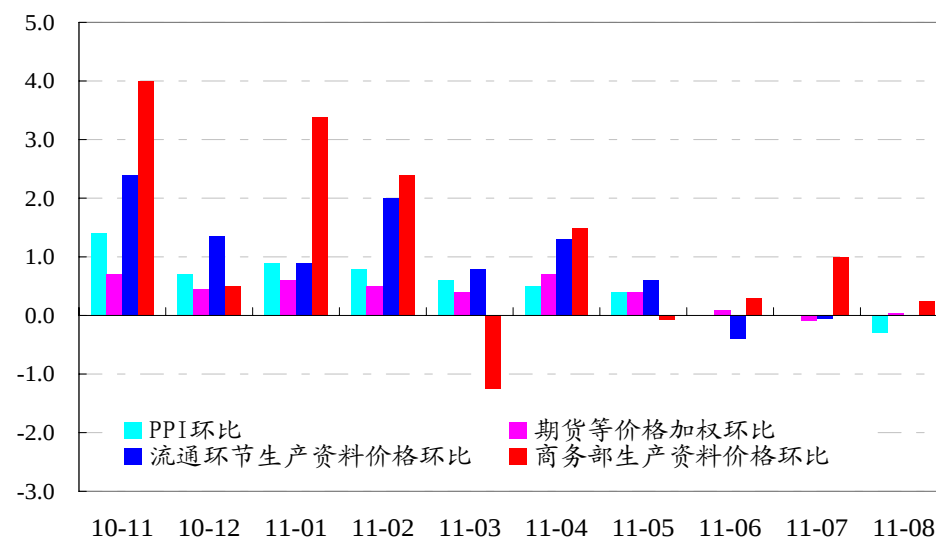
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

5. 通胀全年前高后低

8月前3周商务部生产资料价格相对于7月均值环比上涨0.3%，8月中上旬港口期货价格较7月环比持平。我们预计8月PPI环比7月下降0.3%，对应同比涨幅为6.8%。

图 10 生产资料价格环比对比

单位：%



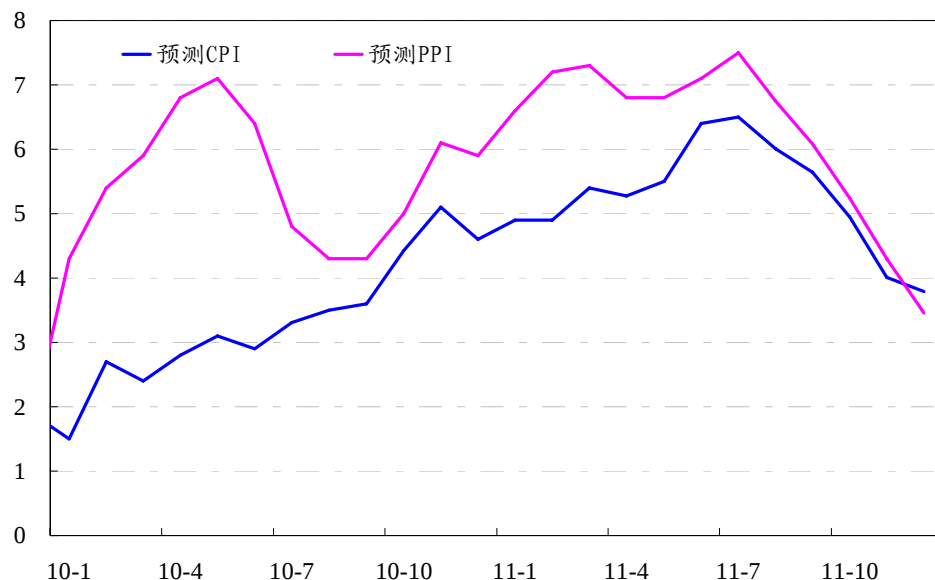
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

综上所述，我们预测8月CPI为6.0%，其中食品价格同比为13.0%，非食品价格同比为3.0%；预测8月份PPI为6.8%。

目前，经济减速抑制了PPI和CPI非食品价格的上涨，猪肉价格涨幅也趋于回落，蔬菜价格虽有回升、但更多是由于季节性效应，我们认为7月物价已经达到年内峰值，维持全年物价前高后低走势的判断。

图 11 预测 CPI、PPI

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

经济数据

8月第4周地产销售较前三周有所反弹,但一二线城市成交水平依然低于5-7月,我们判断下半年地产仍将出现旺季不旺的局面。

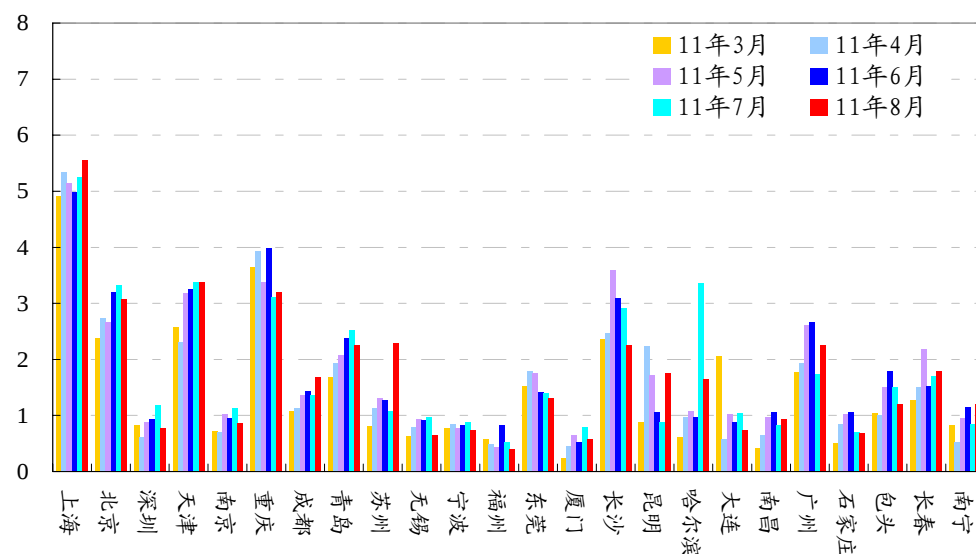
在此背景下,汇丰 PMI 虽有反弹、但仍在低位,判断整体经济走势也要以工业增加值为准。而7月工业企业收入和利润增速再度回落,和工业增加值走势相同,未来企业利润增速还将下行。7月企业利润率出现大幅下降,未来随着 PPI 的见顶回落,利润率在短期内仍会受负面影响。

1. 地产销售仍在低位

地产方面,截至8月第4周一二线城市中上海、广州、成都、苏州等城市日均成交依然高于7月份,但多数城市成交较7月出现下降。

图 12 24个主要城市日均成交面积

单位: 万平方米



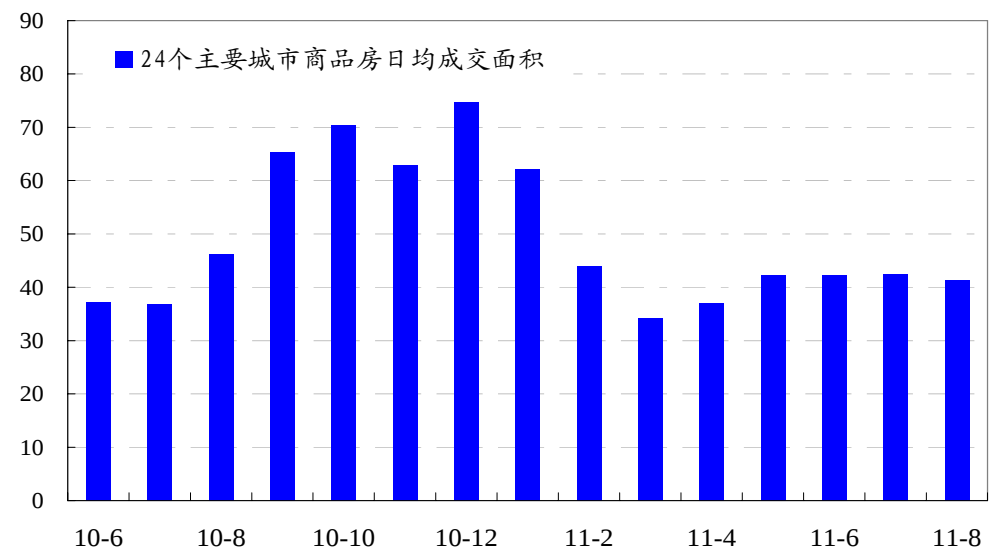
数据来源: 国泰君安证券研究, WIND

加总后我们可以看到,24个一二线城市8月日均成交41.3万平方米,高于前三

周的 40.8 万平方米，但较前三个月 42 万平方米左右的成交水平有所下滑，而去年 8 月以上城市日均成交从 37 万平方米大幅上升至 46 万平方米。

图 13 24 个主要城市日均成交面积之和

单位：万平方米

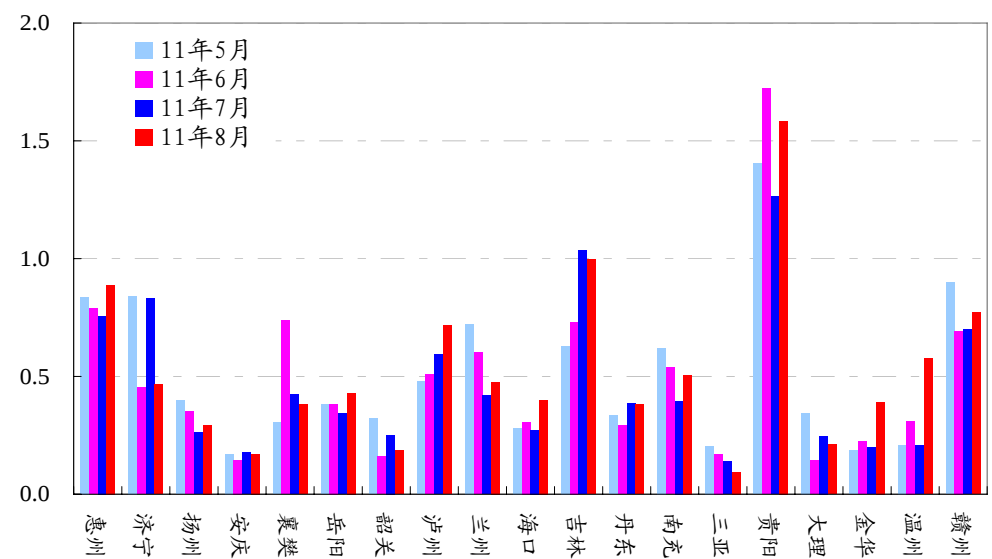


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

19 个三四线城市 8 月日均成交 9.9 万平方米，高于前三周的 9.8 万平方米和 6、7 月 9 万平方米左右的水平，比一二线城市略好。但综合来看，今年下半年地产销售依然很可能出现旺季不旺的局面。

图 14 19 个三四线城市地产日均成交面积

单位：万平方米



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

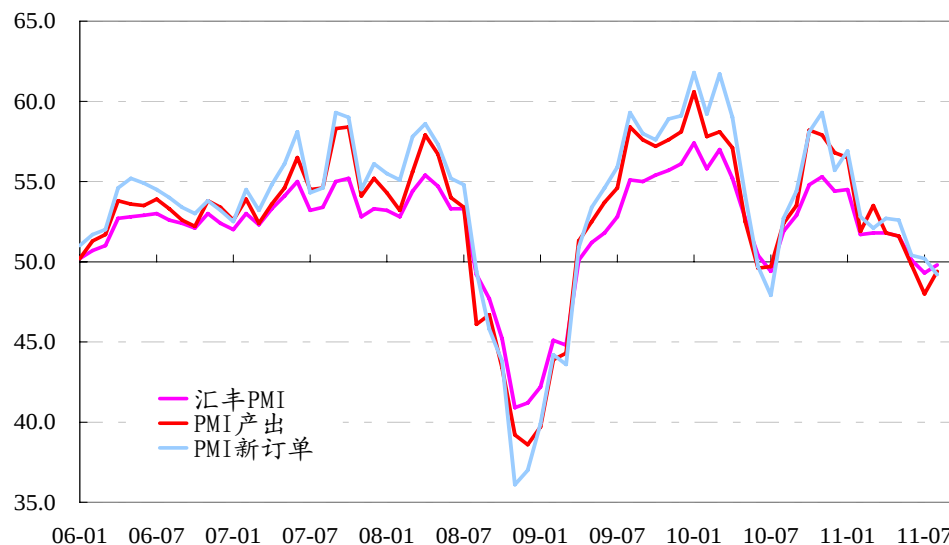
2. 汇丰 PMI 低位反弹

8 月汇丰 PMI 初值为 49.8%，较 7 月上升 0.5 个百分点，其中产出指数环比上升 1.4%至 49.4%，新订单指数下降 1%至 49.2%。

整体来看，代表中小企业景气的汇丰 PMI 指数仍在低位，下游需求也没出现明显回暖，未来很难出现趋势性的上升。近期汇丰 PMI 和工业增加值走势已经出现数次背离，对于整体经济的判断依然要以后者为准。

图 15 汇丰 PMI 指数

单位：%



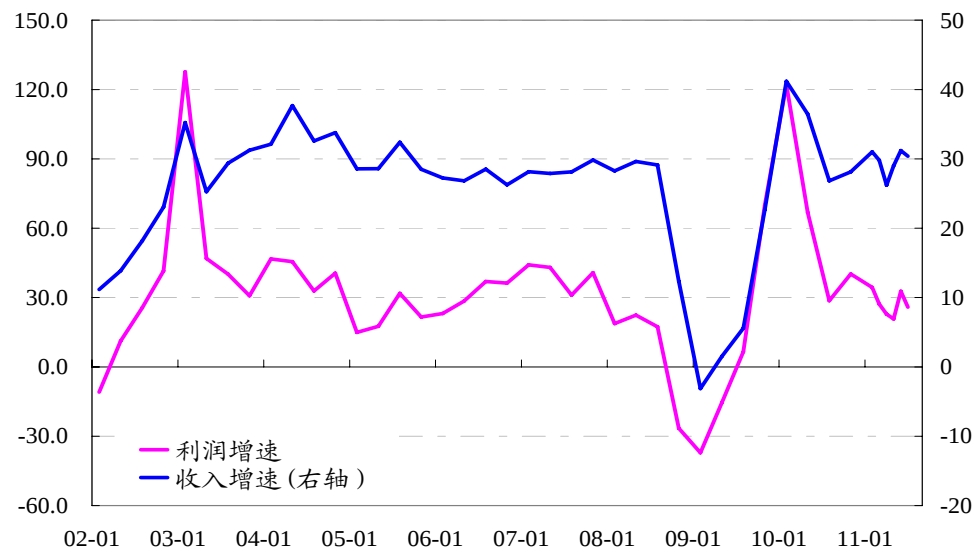
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

3. 企业利润率大降

1-7月工业企业收入同比增长29.8%，利润同比增长28.3%。简单测算单月增速，7月份工业企业收入同比增长30.4%，利润同比增长25.9%，较6月分别回落0.8%和6.8%。和工业走势一致，企业收入和利润增速在6月短暂反弹后再度回落。我们预计下半年经济和通胀都趋于回落，因此工业企业利润增速也将继续下滑。

图 16 工业企业收入和利润增速

单位：%

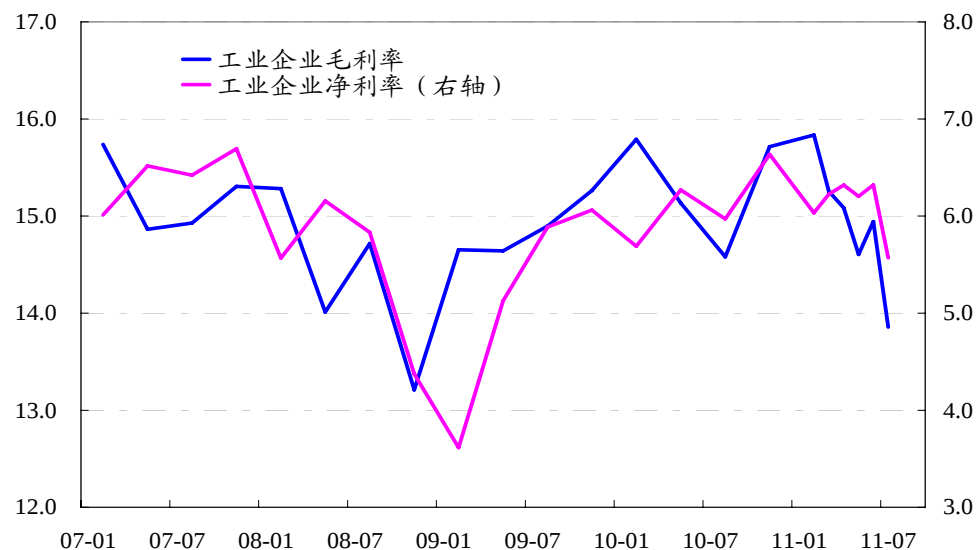


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

11年7月，工业企业利润率出现大幅下滑，其中毛利率从6月的14.94%下降到13.86%，创下2010年以来的新低水平，距离08年4季度13.21%的底部水平仅一步之遥。而净利率从6月的6.32%下降到5.57%，亦创下2010年以来新低。

图 17 工业企业毛利率与净利率

单位：%



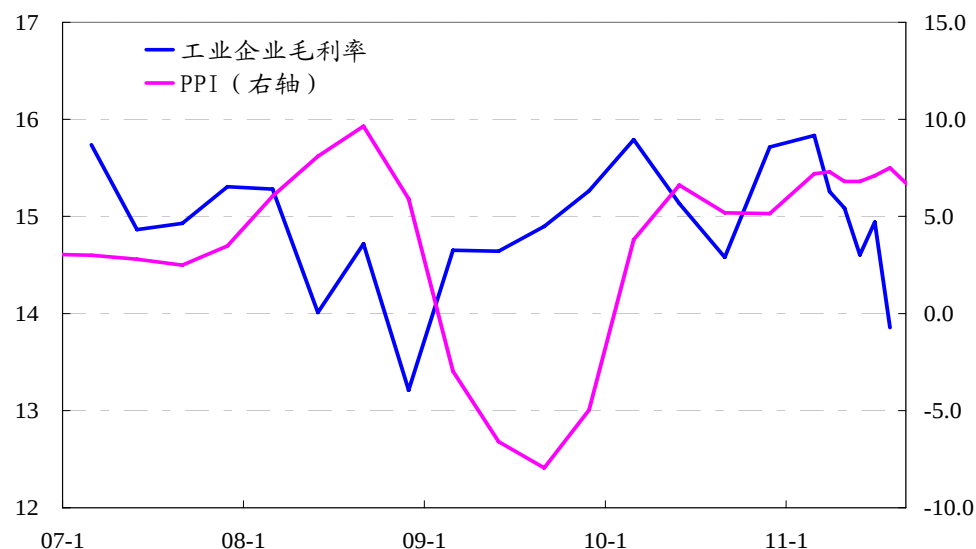
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从 07 年以来的经验看，PPI 与工业企业毛利率的走势基本一致，在 PPI 上升的中后期企业毛利率就开始下滑，而且在 PPI 下降的早期企业毛利率会继续下降。我们判断 8 月 PPI 将见顶回落，因而会对未来的工业企业毛利率产生不利影响。

综合而言，我们认为毛利率未来还有一定下滑空间，未来见底的次序将依次是毛利率、净利率和利润增速，其中利润增速回升需等待收入增速的见底，这很可能发生在今年底明年初。

图 18 PPI 和工业企业毛利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

风险数据

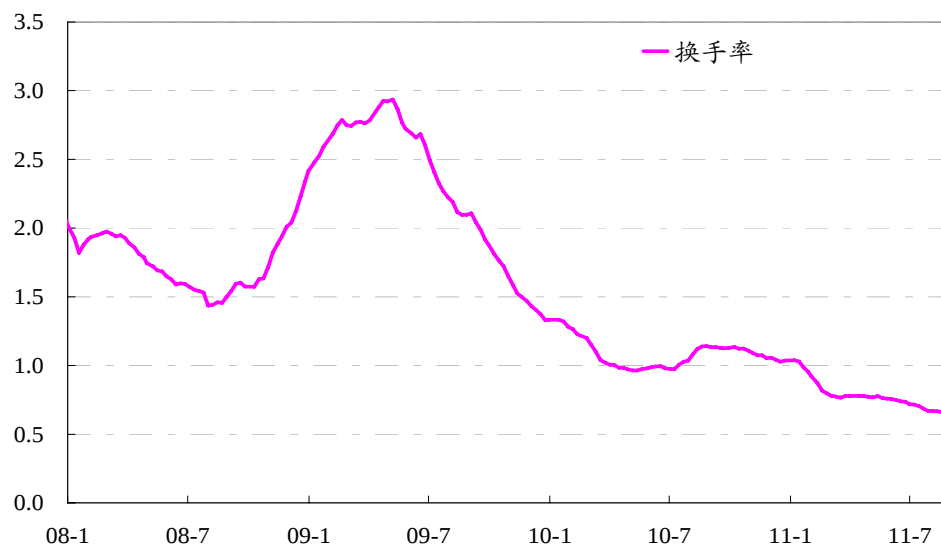
8 月第 4 周 A 股换手率出现反弹、消费略跑输能源、国债期限利差在创新低后略有反弹、信用利差也有回落。各项指标走势显示中国风险程度出现一定回落，和前期有所不同，但风险偏好依然处于高位。

1. A 股换手率在低位

8月第4周全部A股换手率为0.61，较前一周的0.54略有反弹，但其移动平均值依然维持在0.66的低位。

图 19 全部 A 股换手率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

注：为周度数据，取 27 周移动平均值。

2. 消费本周跑输能源

消费股票本周跑输能源，主要由于周一时消费大幅跑输能源，截至周五消费的超额收益已有回升，目前也依然处在高位。

图 20 消费相对能源超额收益

单位：%



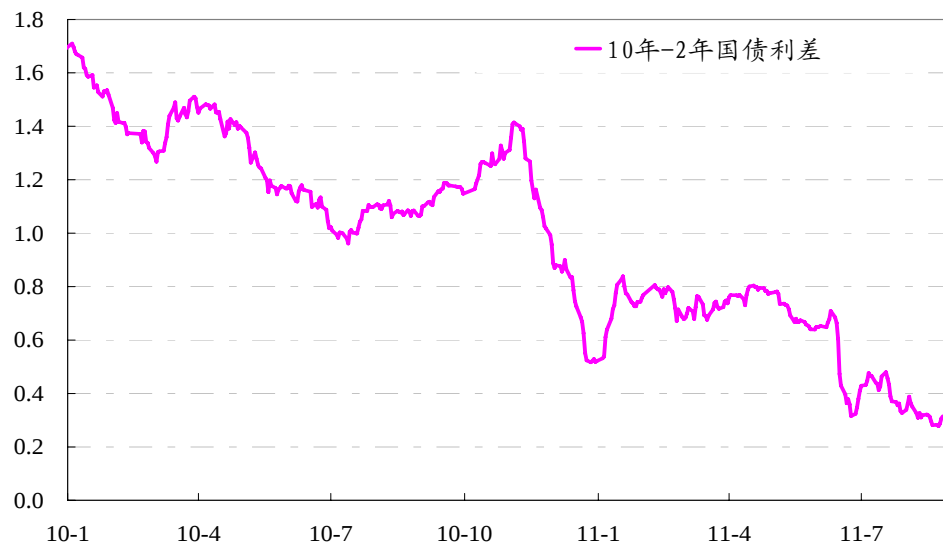
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

3. 期限利差低位反弹

10年期和2年期国债利差在23日创下了0.278的低点，但在周五已经回升至0.31以上。

图 21 国债期限结构

单位：%



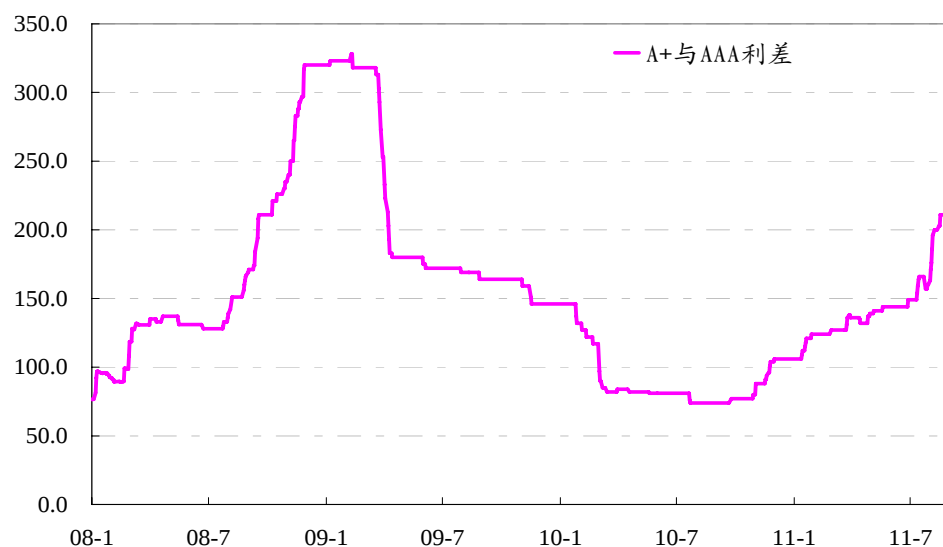
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

4. 信用利差高位回落

8月26日A+与AAA级债券信用利差为207BP，较此前的211BP略有回落。上周各项指标走势显示中国风险程度出现一定回落，和前期略有不同，但风险偏好依然处于高位。

图 22 信用利差

单位：BP



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

货币数据

质押式回购(R007)利率再次回落反映了货币市场资金状况偏紧的情况有所好转。上周新股及转债冻结资金大幅释放或是资金紧张状况缓解的短期原因。

上周央行3月期、1年期央行发行利率与前一周持平符合我们此前预期，表明央行并未进一步释放加息信号。加息预期的下降或是货币市场利率下降的另一原因。

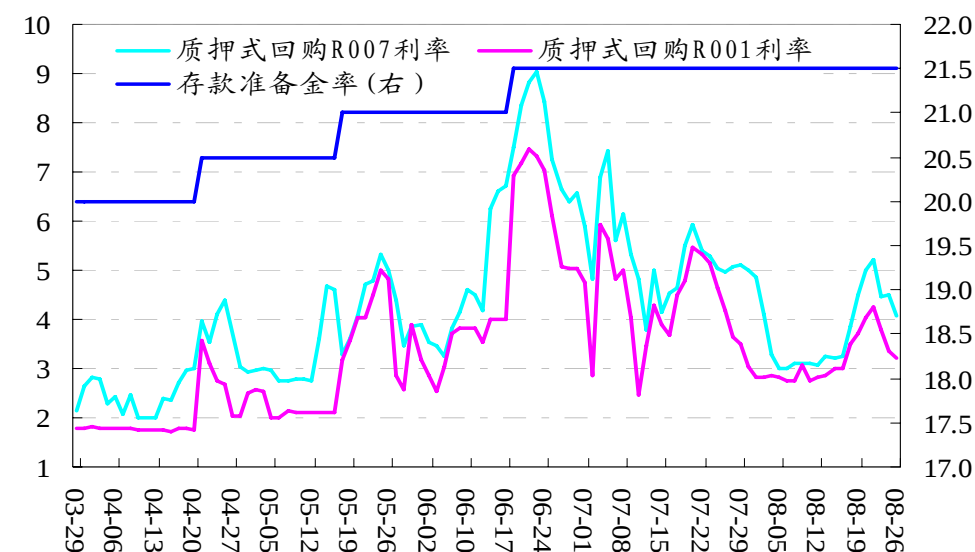
我们认为从目前通胀、经济走势看，加息的必要性不大，而此前央票招标利率的上升更多的是为了公开市场回笼货币的需要，而且其上升空间也十分有限，甚至不排除未来下调的可能性。

1. 回购利率再次回落

货币市场方面，上周反映银行间市场资金状况的质押式回购（R007）利率在上周一度冲高至 5.2%，目前已经回落至 4.0% 附近，反映货币市场资金偏紧的情况有所好转。隔夜回购利率（R001）同样回落反映了极短期资金同样缓解。

图 23 1/7 天质押式回购利率与准备金率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，（2010.03.29-2011.08.26）

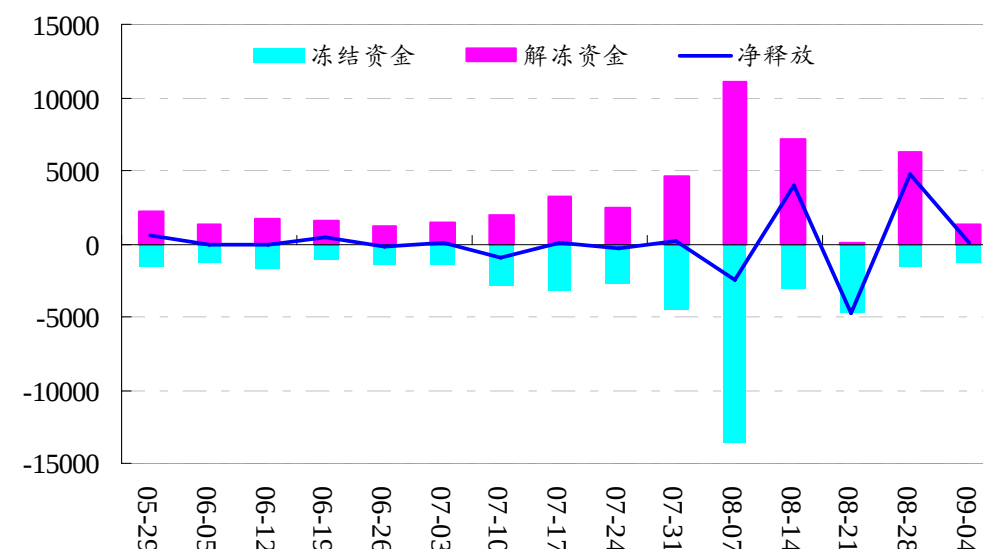
2. 一级市场大幅投放

新股发行方面，上周一级市场解冻资金接近 9400 亿，而冻结资金仅为 3300 亿，一级市场净投放资金 6000 亿。一级市场大幅投放货币或是资金紧张缓解的短期原因。

而展望本周，随着冻结资金的回升及解冻资金的下降，一级市场或将小幅冻结资金，但规模或仅为 1500 亿左右。

图 24 股市及可转债发行冻结资金、解冻资金及净释放资金

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND（2011.05.29-2011.09.04）

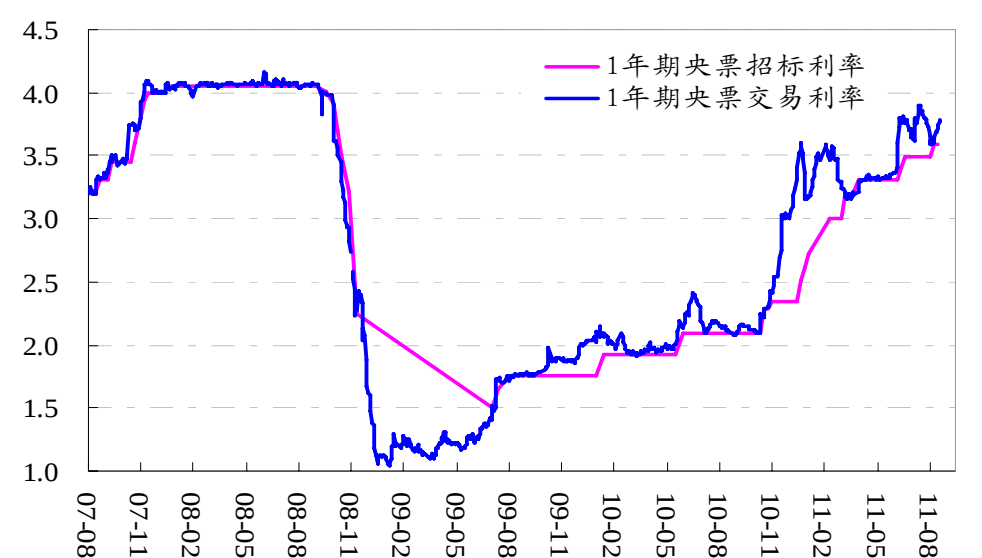
3. 招标利率维持稳定

上周央行3月期、1年期央票发行利率与前一周持平，央票发行利率并未进一步提高符合我们此前预期，表明央行并未进一步释放加息信号。加息预期的下降或是货币市场利率下降的另一原因。

我们认为从目前通胀、经济走势看，加息的必要性不大，而此前央票招标利率的上升更多的是为了公开市场回笼货币的需要，而且其上升空间也十分有限，甚至不排除未来下调的可能性。

图 25 1 年期央票招标利率及发行利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

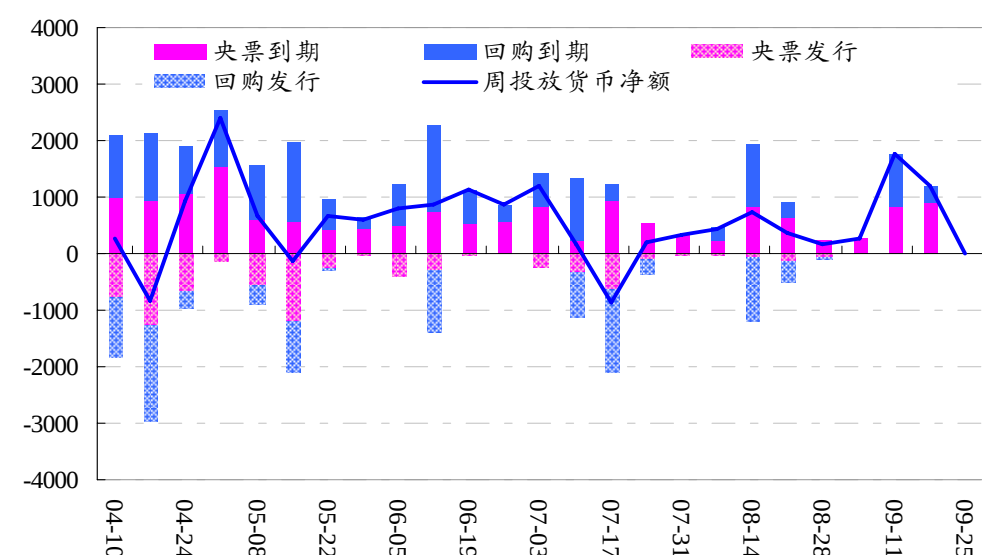
4. 到期资金持续低位

从周度公开市场操作看，上周公开市场到期资金仅为 250 亿，回笼资金 90 亿，净投放 160 亿，已经连续六周净投放。

展望本周，公开市场到期资金量均仅为 270 亿左右，央行或仍将维持地量回笼的局面。

图 26 央票、回购到期与发行及周投放货币净额

单位：亿元



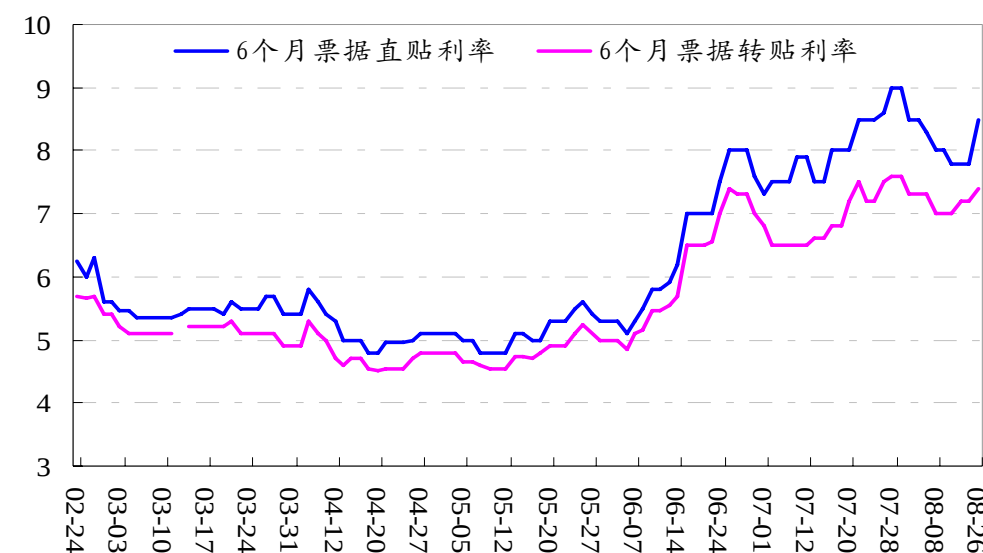
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，（2011.04.10-2011.09.25）

5. 贴现利率再次上行

再看票据贴现利率与转贴现利率。上周全国四个区域（珠三角、长三角、中西部、环渤海）的票据直贴利率由前一周 7.8% 的高位进一步攀升至 8.5%。从整体来看，自 6 月下旬以来企业面临资金紧张的局面仍将持续。

图 27 票据转贴利率与四区域票据直贴利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，（2011.02.24-2011.08.26）

政策分析

据媒体报导，中国人民银行周五下午下发通知，计划将商业银行的保证金存款中的承兑汇票、信用证、保函保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，从 9 月 5 日起实行分批上缴。

从我们的分析来看，本次准备金补缴超预期。表面上看，总冻结资金约 9000 亿，且分 6 个月缴纳，而未来两月公开市场到期资金即超过 6000 亿，央行看似有腾挪余地。然而从结构看，中小行保证金存款占比过高，本次补缴相当于累积上调 2% 至 3% 的法定准备金率，对其资金面冲击极大。

从历史经验看，准备金率的上调均伴随资金面紧张，回购利率冲高，相信本次也不例外。对目前增长迅速的票据融资而言，由于其依托于承兑汇票等票据，而后的增长动力被抑制，因而未来增长或受限。

因而此次扩大准备金缴存范围可能使得信贷市场进一步紧缩，从而对实体经济造成负面冲击。我们此前预计年底 M1 和工业增速均将下降至个位数，目前来看极有可能成为现实。如果经济下行超预期，那么通胀必然回落，我们判断年底法定存款准备金率或有下调可能。

1. 准备金补缴超预期

据媒体报导，中国人民银行周五下午下发通知，计划将商业银行的保证金存款中的承兑汇票、信用证、保函保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，从 9 月 5 日起实行分批上缴。中、农、工、建、交及邮储六大银行 9 月 5 日起分三个月按照应缴额的 20:40:40 缴存，其他银行则自 9 月 15 日起分六个月按照 15:15:15:15:20:20

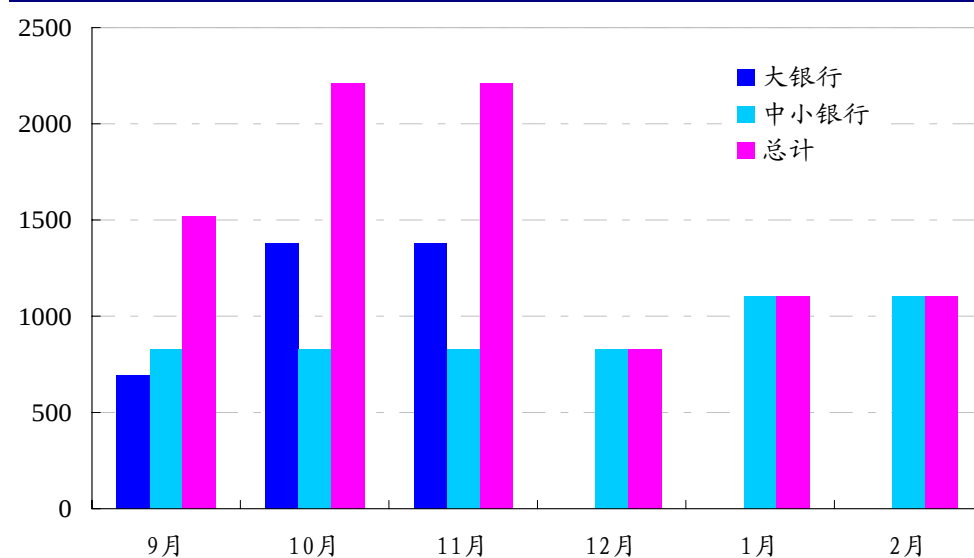
比例缴存。准备金率与目前实行的水平一致，大银行 21.5%，小行 19.5%。此次调整存款准备金率缴存范围目的是“健全存款准备金制度的调控功能”。

7 月末大银行保证金存款余额为 1.6 万亿元，各类中小银行保证金存款合计 2.83 亿元。按照各自的存款准备金率，大银行应再缴纳 3455.7 亿元存款准备金，中小银行应缴纳 5526.7 亿元，合计 8982.4 亿元。

按照央行要求的缴纳进程，9 月份大银行应缴 691.1 亿元，中小银行应缴 829 亿元，合计 1520.1 亿元；10 月份大银行应缴 1382.3 亿元，中小银行应缴 829 亿元，合计 2211.3 亿元；11 月份大银行应缴 1382.3 亿元，中小银行应缴 829 亿元，合计 2211.3 亿元；12 月至明年 2 月，大银行不再上缴，12 月中小银缴 829 亿元，明年 1-2 月分别缴 1105.3 亿元。

图 28 金融机构需额外上缴存款准备金额

单位：亿元



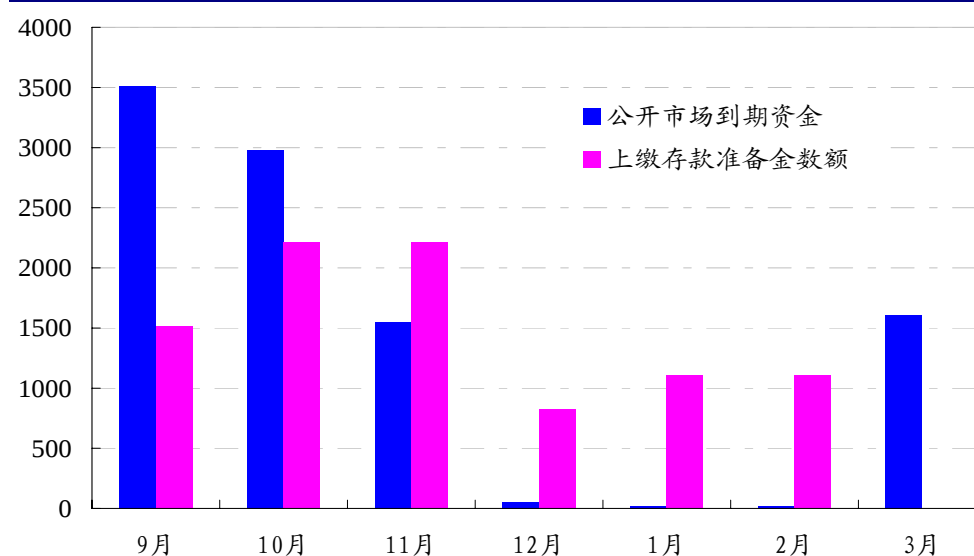
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2. 中小银行影响极大

从未来三个月公开市场资金到期情况来看，央行看似有腾挪余地。9 月和 10 月公开市场到期资金分别为 3510 亿和 2980 亿元，远高于应缴的存款准备金数额。

图 29 未来六个月公开市场到期资金与额外上缴存款准备金

单位：亿元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

然而，最大的问题在于保证金存款分布不均。

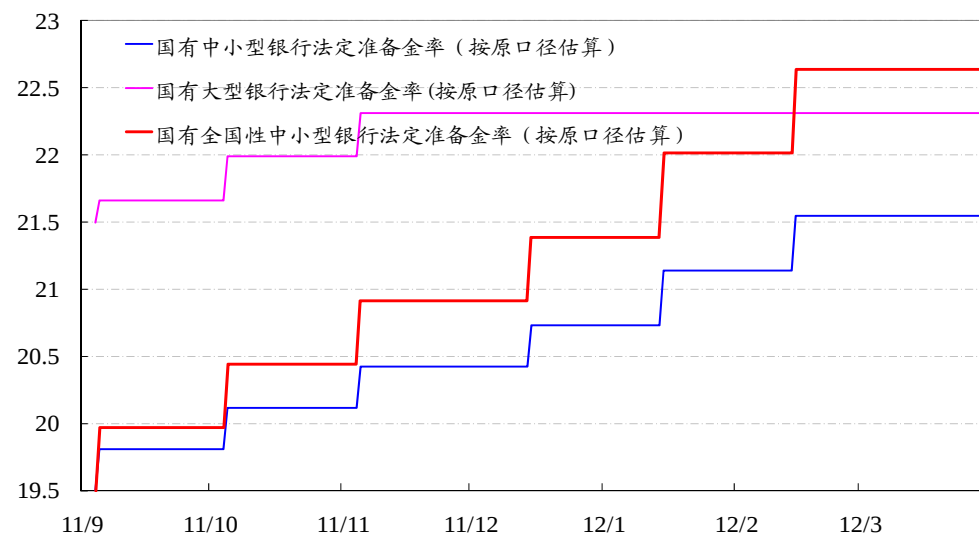
根据我们的测算，金融机构保证金存款的平均占比为 3.2%，其中国有大行占比为 1.9%，国有中小行占比为 5.3%，全国性中小行占比为 8%。

因此，同等幅度的准备金率补缴，对中小行的影响是大行的 3 到 4 倍。

准备金补缴的效果类似于提高法定准备金率，按照原有口径，我们的计算表明：大型银行相当于提高 0.8% 的法定准备金率，每次影响约 0.3%；中小型银行相当于提高 2% 的法定准备金率，每次影响约 0.3%；全国性中小型银行相当于提高 3.1% 的法定准备金率，每次影响约 0.5%。

图 30 按原口径估算的各类机构补缴准备金相当于提准数量

单位：%



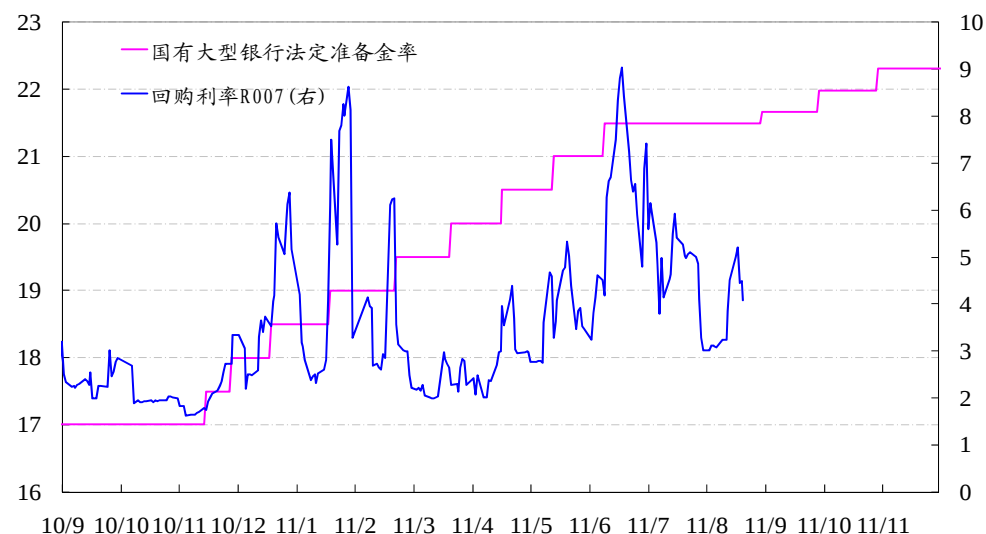
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

3. 票据融资增长受限

今年以来，每次准备金率的提高都伴随货币市场资金的短期紧张，回购利率冲高，我们认为本次也不例外，在未来 3 月回购利率或居高不下。

图 31 国有大型银行法定准备金率（估算）、回购利率 R007

单位：%



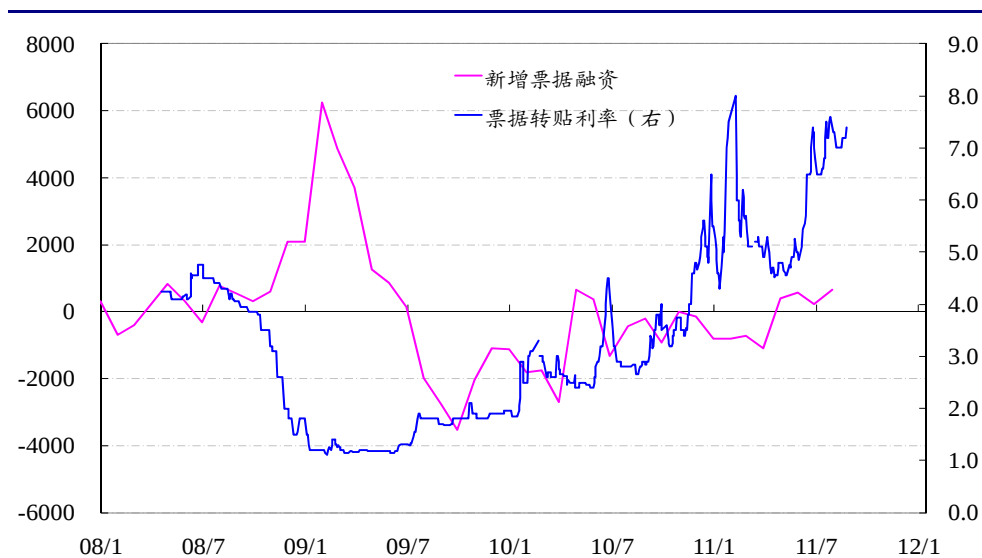
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

尤其对目前增长迅速的票据融资而言，由于其依托于承兑汇票等票据，而后的增长动力被抑制，因而未来增长或受限。而短期利率冲高使得票据融资利率上升，

也对票据融资的增长不利。

图 32 新增票据融资、票据转贴现利率

单位：亿元、%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行、Wind

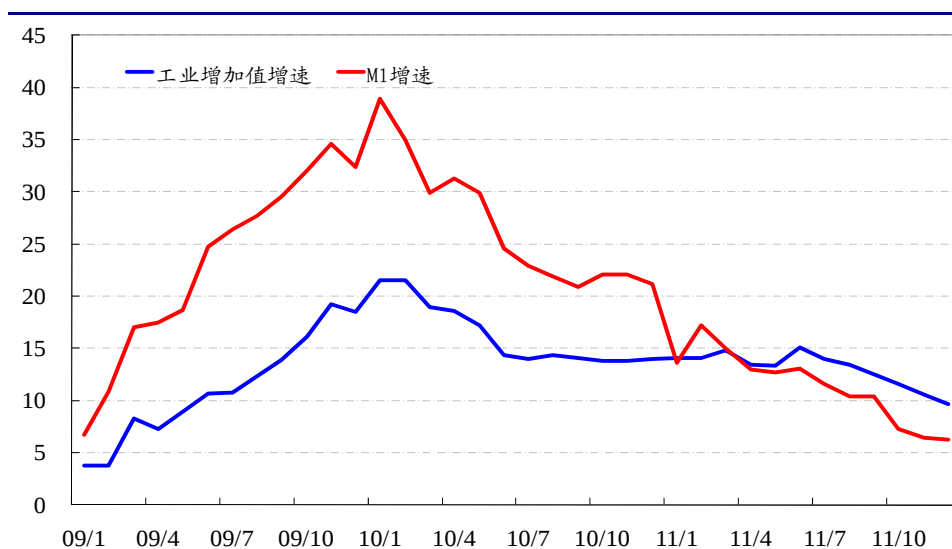
4. 加剧经济下行风险

目前的信贷增长主要依靠短期信贷，而票据融资属于短期信贷的重要成分，对企业流动性有重要影响。此次扩大准备金缴存范围可能进一步使得信贷市场紧缩，从而对实体经济造成负面冲击。

我们此前预计年底 M1 和工业增速均将下降至个位数，目前来看极有可能成为现实。

图 33 工业增加值增速、M1 增速

单位：%



5. 年底或可能下调

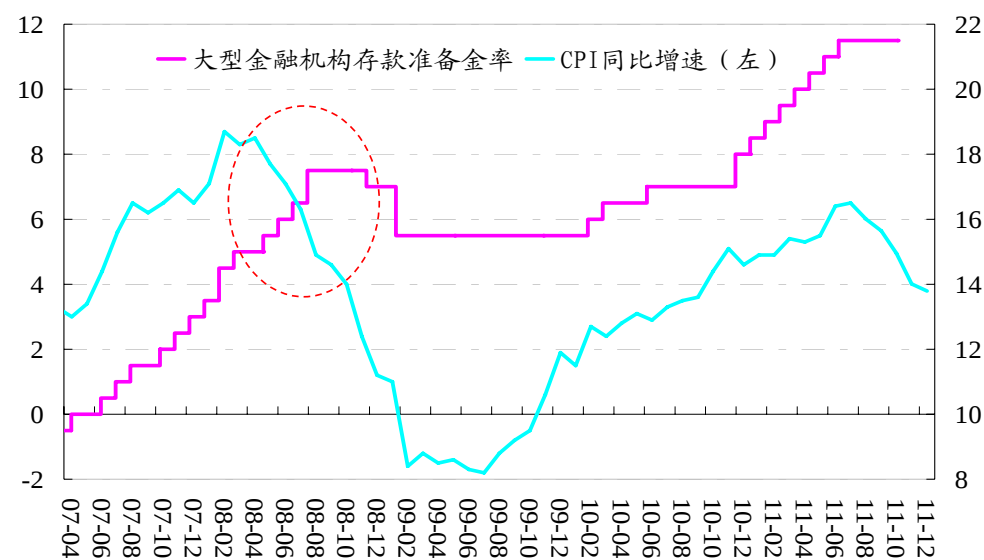
如果经济下行超预期，那么通胀必然回落，我们判断年底法定存款准备金率或有下调可能。

从 08 年的政策调控来看，8 月份 CPI 下降至 4.9%，9 月份央行针对中小银行下调了 1 个百分点的存款准备金率。根据我们的预测，10 月份 CPI 可能会降至 5% 以

下，11月份可能会进一步降至4%。因此，11月份央行完全有可能下调中小银行的存款准备金率。

图 34 金融机构法定存款准备金率、CPI

单位：%

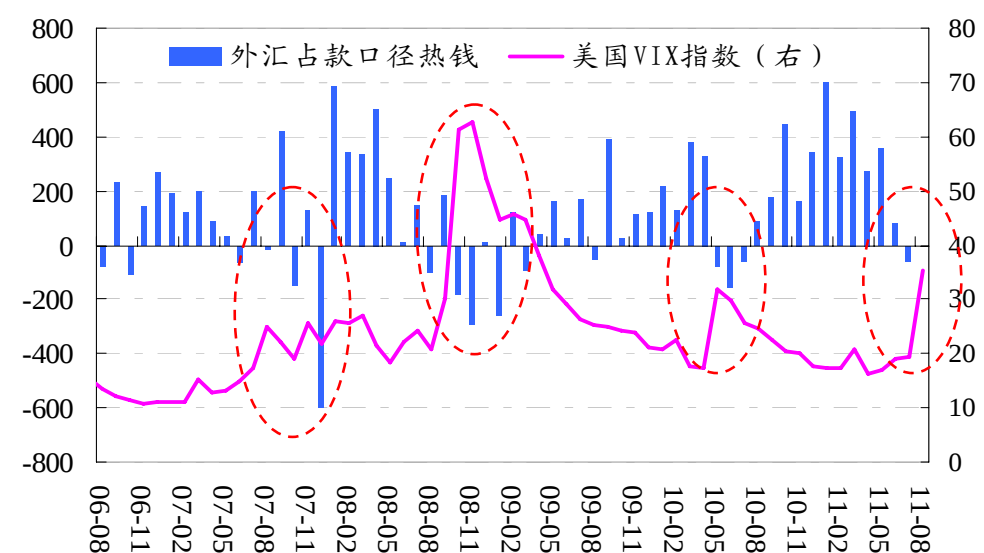


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

从外汇占款口径计算的热钱在今年7月首次流出，7月热钱净流出的背后，反映出随着美国和全球经济减速风险上升，全球风险厌恶情绪急剧回升。截至8月26日美国VIX指数月度均值上升至35.44%，已经高于去年2季度的高峰，在风险厌恶情绪上升的情况下，未来热钱或将持续流出。热钱的持续流出或将成为未来触发存准率下调的又一因素。

图 35 中国热钱流入和美国VIX指数

左轴单位：亿美元；右轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，WIND

作者简介:**姜超:**

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名, 水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师, 08 年获第三名, 09、10 年获第二名, 09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

吕春杰:

执业资格证书编号: S0880511010058

电话: 021-38676051

邮箱: lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观研究。

汪进:

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		

