

物价同比开始回落

--8 月份 CPI 预测

核心要点:

- 2011 年 8 月份 CPI 同比增速约为 5.9%，波动范围在 5.8%-6.0 %。其中翘尾因素影响 5.9 个百分点，新增因素影响 -0.04 个百分点。
- 8 月份 CPI 环比小幅下降是因为：（1）8 月份蔬菜和水果价格季节性回落；（2）水产品价格开始环比回落；（3）猪肉价格虽然仍然高位运行，但是本月上漲幅度不大；（4）鸡蛋和食用油等食品价格上涨未能抵消蔬菜、水果和水产品价格的下降；（5）房地产宏观调控致使房租等价格平稳；（6）经济减速有助于非食品居住类价格平稳。
- 我们维持年初预判，CPI 同比已经进入下降通道。下半年由于经济增速的回升，新增因素仍将对 CPI 产生较大影响，使得下半年 CPI 仍可高位运行，另一方面，4 季度大宗商品价格再次回升的概率较大，这会再次带来输入性通胀压力，今年全年通胀保持“前高后不低”的态势。

首席经济学家



潘向东

☎: (8610) 8357 4197

✉

panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0930510120027

特此鸣谢

许冬石 (8610) 83574134

(xudongshi@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

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

《7 月 CPI 预测: 物价趋于平稳, 通胀进入下降通道》 2011/08/01

物价同比开始回落

—8 月份 CPI 预测

一、8 月 CPI 同比增速在 5.9%

8 月份的翘尾因素为 5.9%，8 月份经测算新涨价因素拉低 CPI-0.04 个百分点左右，四舍五入后 8 月份 CPI 同比增长 5.9 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 5.8%-6.0%。

本月 CPI 同比增速在 5.9%，环比增速在 0 个百分点。本月新涨价因素下降，8 月份食品价格开始下降。非食品方面，由于经济减速，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	-0.53	0.2	0.2
对 CPI 影响	-0.16	0.04	0.08

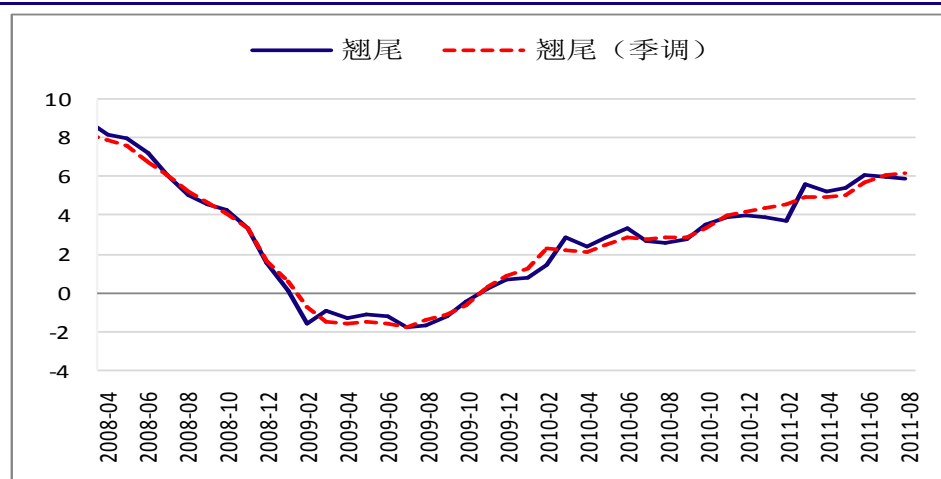
资料来源: 中国银河证券研究部

我们维持今年以来对 CPI 的判断，第三季度 CPI 同比进入下降阶段，本月 CPI 虽然较高，但是其已经在下降过程中。9 月份 CPI 翘尾下降到 5.3% 左右，到四季度 CPI 同比增速在 5% 左右。

二、8 月份 CPI 翘尾因素的测算

本月翘尾因素对 CPI 的影响为 5.9 个百分点，对比上个月 6.0 个百分点的翘尾影响略有降低，我们判断自 6 月份后，翘尾因素在年内会逐月降低。考虑季节因素的影响，过去 11 个月对 2011 年 8 月份 CPI 翘尾数据的非季节影响大概在 6.1 个百分点，本月季调后的翘尾高于未季调翘尾，8 月份 CPI 数据回落有季节性因素的影响。

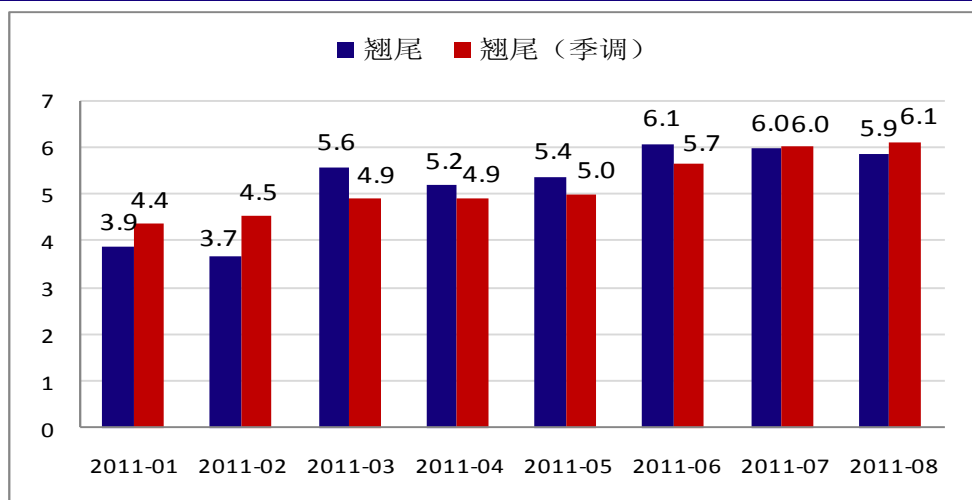
图 1: 翘尾本月抬头，预计为年内最高点 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

8 月份的翘尾水平仍然同前两个月近似，属于历史较高水平范围 (图 1)，但是可以观察到下降趋势。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。四季度翘尾水平会下降较快，预计 9 月份翘尾影响在 5.2% 左右。

图 2: 季调后翘尾影响本月略大于未季调翘尾 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

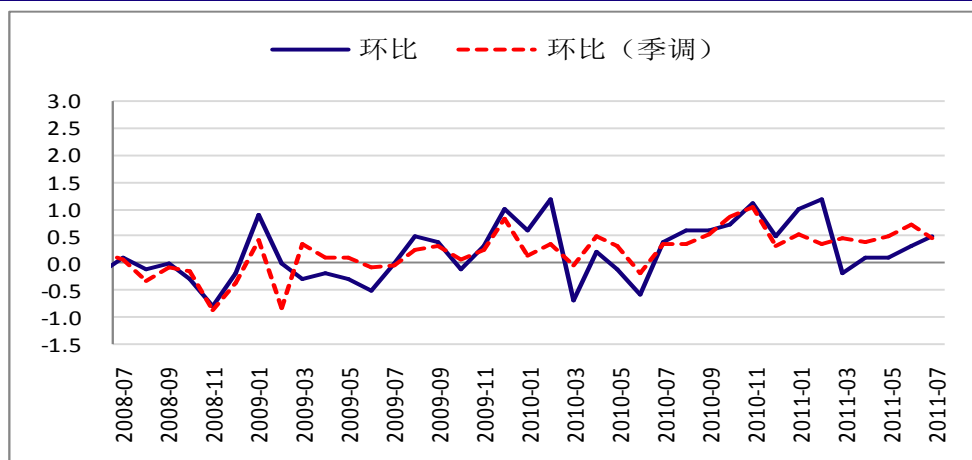
三、8 月份新涨价因素的测算

1、新涨价因素 7 月份环比上升

2011 年 7 月份, CPI 环比上升 0.5 个百分点。历史上, 第三季度蔬菜和水果价格会出现季节性回落, 但是本年度 6、7 月份食品 CPI 环比上涨。6 月份是由于猪肉价格在走高, 拉动了食品价格的整体上涨 0.9 个百分点, 从而带动整个 CPI 环比上涨。7 月份食品 CPI 环比上涨幅度扩大到 1.2 个百分点, 这是由于蔬菜价格在 7 月份出意料的上漲了 3 个百分点, 猪肉、水产品 and 鸡蛋等食品价格虽然涨幅缩小, 但是还维持着惯性的上涨趋势, 水果价格的下跌并未抵消其他食品上涨所带来的价格变动, 7 月份食品 CPI 环比超出我们预期。

7 月份居住类价格环比小幅上涨 0.1 个百分点, 由于近期对房地产市场的强力打压, 致使房租等价格保持平稳, 同时, 发改委对各种公用事业的限价措施也使得居住类价格变化趋于平稳。非食品居住类项目价格一跌一平四升, 总体对 CPI 的影响在预料范围内, 7 月份延续了 6 月份的趋势, 结束了 4-5 月份连续两个月的价格全面上涨局面, 经济增速趋缓对 CPI 的影响已经显现。

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

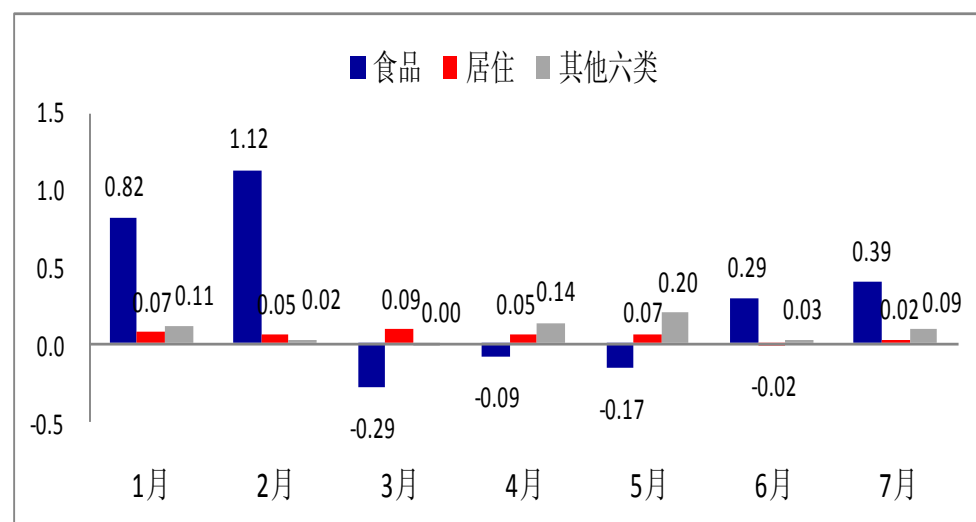
表 2:2011 年调整后 CPI 各项权重及环比增长率 (单位: %)

	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
2011-7	0.5	1.2	0.1	0.2	-0.6	0.2	0.3	0.0	0.6

数据来源: 统计局 中国银河证券研究部

我们将通过对各分类指标的分析来预测 8 月份 CPI 的运行。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。本年初, 食品和居住类价格变动对 CPI 的贡献率过高 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。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。7 月份食品类价格继续上涨, 拉动 CPI 上涨 0.39 个百分点, 主要是因为蔬菜类价格在 7 月份上涨, 猪肉、水产品 and 鸡蛋等食品价格惯性上涨, 水果类价格下跌不足以抵消其他类食品上涨幅度, 使食品类价格上涨成为拉动 7 月份 CPI 上涨的重要原因 (图 4), 但是食品整体上涨幅度未超过本年度 1、2 月份。居住类价格环比小幅上涨, 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。7 月份非食品居住类价格涨幅在预期范围内, 拉动 CPI 上涨 0.09 个百分点。

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、8 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 50 大中城市食用农产品价格监测来获得数据。8 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, 季节性原因使蔬菜供应量充足。猪肉价格 8 月份仍

在高位运行,但是5月份以来快速上涨的猪肉价格得到控制,猪肉价格上涨0.2个百分点。

表 3: 8 月份除鸡蛋外,其他食品价格基本平稳(单位: %)

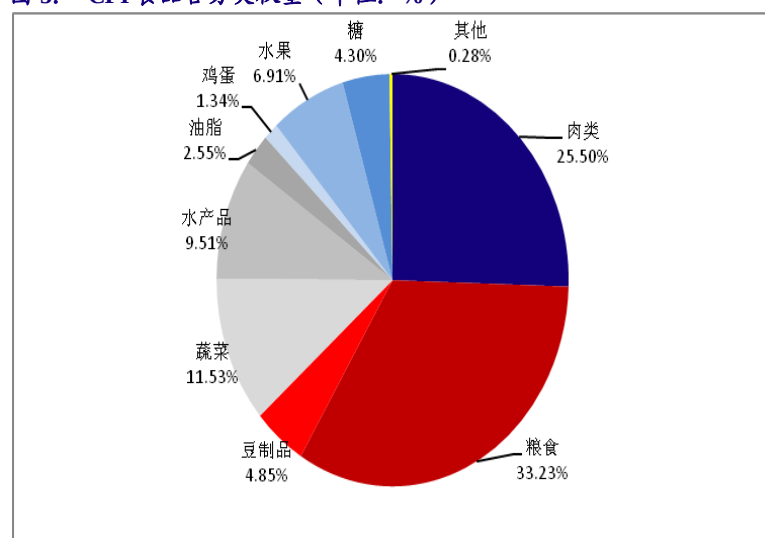
	18 种蔬菜 平均批发价格	鸡蛋	8 种 水产品	大米	面粉	食用油	食糖	猪肉	牛肉	羊肉
2011-01	34.62	1.00	1.61	2.22	1.41	0.70	1.91	2.52	1.81	2.62
2011-02	-6.13	0.70	-0.40	1.41	1.00	0.30	0.40	0.40	0.80	3.23
2011-03	3.92	-4.52	-3.00	1.81	0.60	0.00	1.30	1.81	-0.20	-0.30
2011-04	-22.43	-0.80	0.00	1.00	0.60	-0.10	2.01	0.80	0.90	0.50
2011-05	-6.18	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	-6.65	2.12	2.31	0.60	1.21	1.81	1.10	1.79	1.51	2.01
2011-08	-1.16	2.32	-1.89	0.90	0.00	0.90	0.90	0.20	0.40	1.10
08/01-08/07	-2.80	0.70	-0.20	0.40	0.00	0.10	0.40	0.00	0.20	0.40
08/08-08/14	-0.40	0.80	-0.80	0.20	0.00	0.30	0.50	0.10	0.30	0.10
08/15-08/21	2.10	0.80	-0.90	0.30	0.00	0.50		0.10	-0.10	0.60

数据来源: 商务部 (8 月份食品价格截至为 8 月 21 日) 中国银河证券研究部

8 月份其他食品价格基本保持平稳。其中,水产品价格上涨得到控制,海产品大量上市,前期受干旱影响的水产品市场也有所恢复,水产品价格 8 月环比下跌 1.89 个百分点。本月食用油价格上涨幅度小于上月,环比上涨 0.9 个百分点。鸡蛋价格继续上涨,中秋节临近,对鸡蛋的需求有所上升,本月鸡蛋环比上涨 2.3 个百分点。由于商务部公布的食品价格样本过小,但是其有先行预警作用,所以对食品价格的测算以商务部公布数据为基准进行调整。

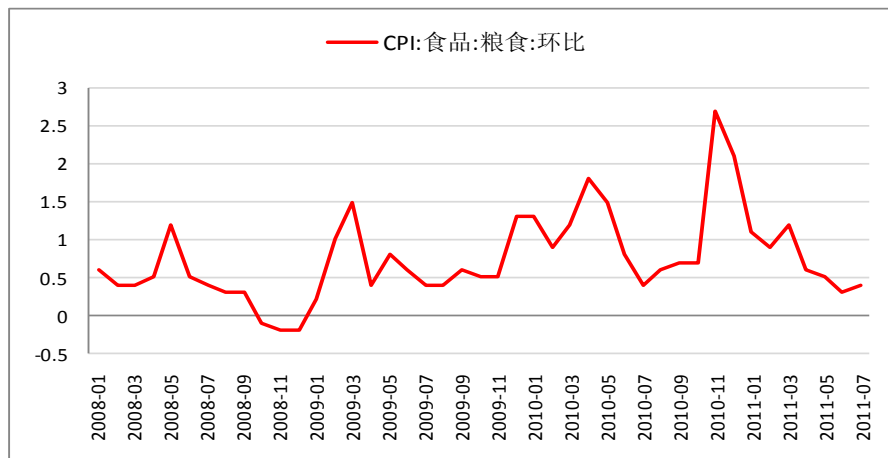
食品分类中各细项所占食品比重,以肉类和粮食居首(图 5),排在第三位的即是蔬菜。由于粮食关系到国家民生,所以大幅上涨和下跌的可能性很小,基本保持在小幅波动。今年以来,商务部面粉和大米零售价格保持稳步小幅上涨态势,预计此种态势会贯穿全年。我国对粮食一直极为重视,各地均有粮食储备库,对整体粮食价格宏观调控能力较强,所以粮食发生大幅上涨的可能性很小。自 2009 年以来,我国粮食零售价格(图 6)每月都保持正向小幅增长,粮食作为 CPI 中占比最大的分类,对食品其他分类影响较大,一旦粮食价格增速加快,就会对通胀产生巨大压力。

图 5: CPI 食品各分类权重(单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

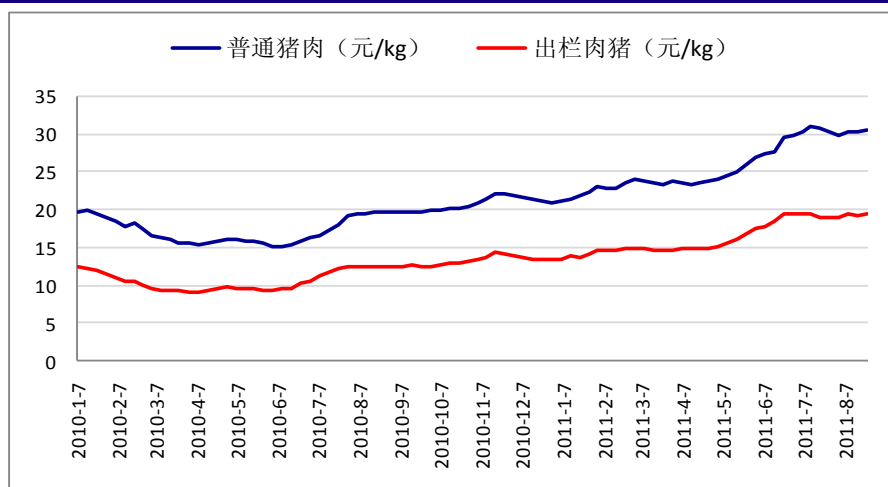
图 6: 粮食价格自 2009 年以来一直环比为正 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

8 月, 猪肉价格涨幅明显放缓, 生猪价格仍然在高位运行 (图 7), 但是本月上漲幅度较小。数据显示截至 8 月 25 日, 全国出栏肉猪均价为 19.27 元/公斤, 比上月末 18.84 元/公斤上升 2 个百分点。猪肉价格已经见顶。搜猪网显示, 截至 8 月 25 日普通肉猪批发价格在本月末为 30.56 元/公斤, 比上月末上涨 1 个百分点, 商务部猪肉零售价格上涨 0.2 个百分点, 我们采用商务部数据。本月猪肉平均上涨 0.2 个百分点, 拉动 CPI 上涨 0.01 个百分点。

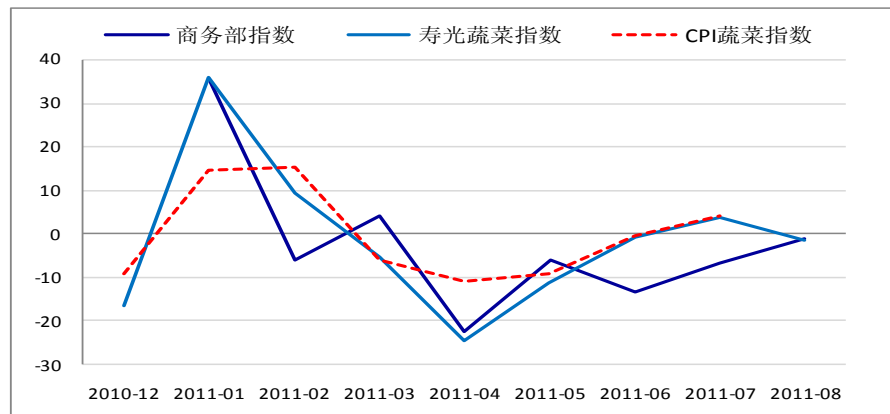
图 7: 猪肉价格在高位震荡 (单位: 元)



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 1.16%, 寿光蔬菜价格指数本月平均下跌 1.56% (图 8)。本月寿光蔬菜价格指数比商务部 50 大中城市调查指数方向一致。历史上来看, 寿光蔬菜价格指数拟合统计局蔬菜价格较好, 本月我们采用寿光蔬菜价格指数。

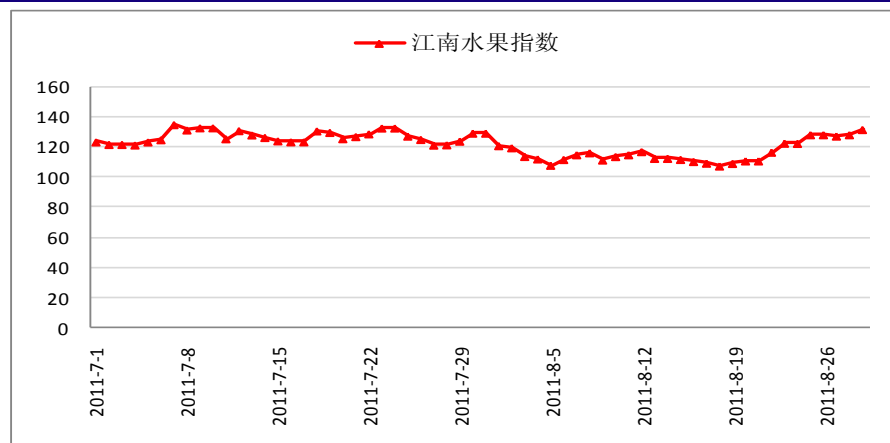
图 8: 寿光蔬菜价格和商务部价格保持一致 (单位: %)



寿光蔬菜采用日价格基数，截止日期为 2011 年 8 月 29 日，商务部数据截止日期为 2011 年 7 月 21 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: 江南水果指数本月持平 (单位: %)



数据来源：广东价值指数平台（水果价格指数截至 2011 年 8 月 29 日）中国银河证券研究部

8 月份鸡蛋价格继续上涨，商务部统计涨幅为 2.32%，5 月份以来鸡蛋价格累计上涨了 11.62%，由于中秋节临近，鸡蛋价格在下月仍会维持涨势。水产品价格开始下降，随着海产品上市产量加大，前期受损的渔业也开始恢复，水产品价格开始小幅下降。本月水果价格由于季节性因素继续下跌，广州江南水果批发价格指数显示 8 月份水果平均价格指数比 7 月下降 5.27 个百分点（图 9）。

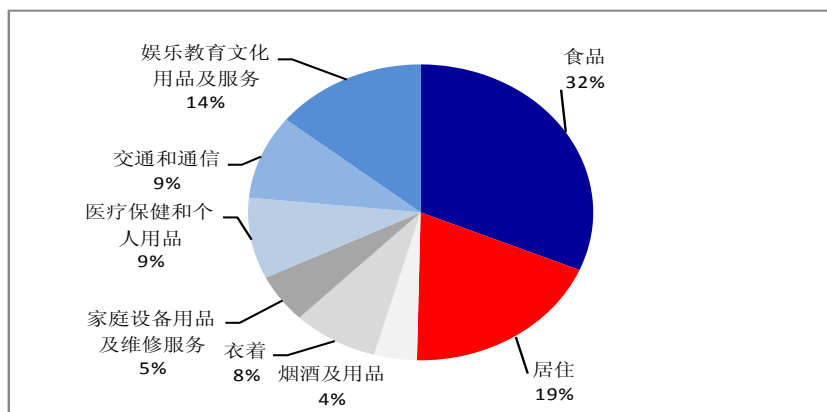
以各分类食品影响食品 CPI 的权重计算（图 5），8 月份食品 CPI 下降了 0.53 个百分点，整个食品价格整体下降，蔬菜和水果 8 月份仍然是季节性回调，水产品价格本月开始下跌，鸡蛋、粮食、食用油等价格的上涨并未抵消水果、蔬菜和水产品的下跌。依据食品价格指数在 CPI 中所占权重（图 10），我们得出 8 月份食品价格环比拉低 CPI 约为 0.16 个百分点。

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	0.45	0.20	-1.56	2.32	-1.89	-5.27	0.90
拉动食品 CPI	0.14	0.04	-0.16	0.09	-0.34	-0.32	0.02
拉动 CPI	0.04	0.01	-0.05	0.03	-0.11	-0.10	0.01

数据来源：中国银河证券研究部

图 10: CPI 各分类权重 (单位: %)

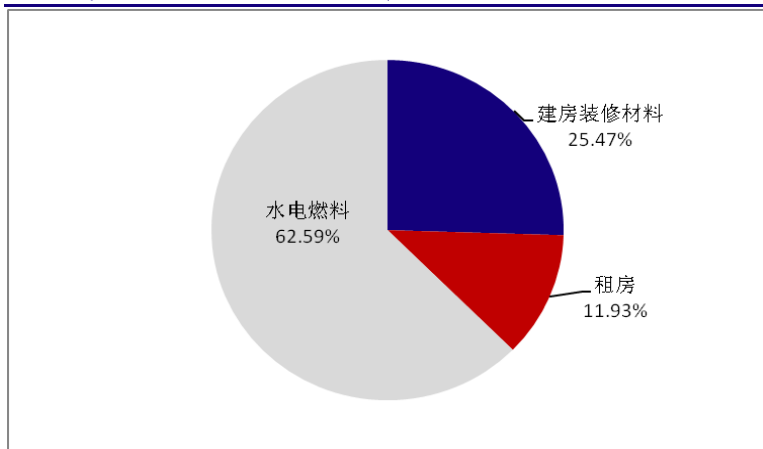


数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

3、8 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 11)。8 月份, 由于政策面对房地产仍然从紧, 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, 预计此类价格稳定。我们判断本月居住类价格环比小幅上涨 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 8 月份小幅拉高 CPI 0.04 个百分点。

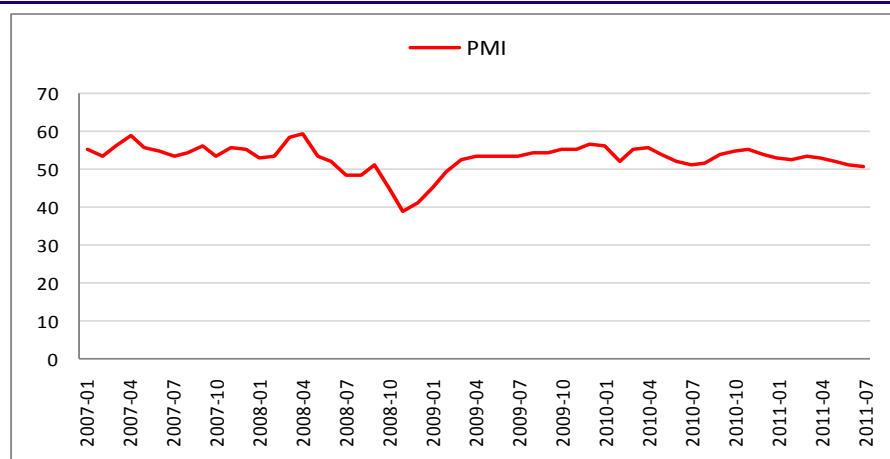
图 11: 影响居住 CPI 各分类权重 (单位: %)



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 10 年月平均变动在 -0.11-0.10 个百分点之间。食品和居住价格外的其他六项分类价格指数在过去的 10 年之中变化较小, 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, 7 月份非食品居住类价格保持稳定。由于我国宏观经济运行减速, 先行指标 PMI 持续下降, 我们判断 8 月份非食品居住类价格环比上涨 0.17 个百分点, 拉升 CPI 为 0.08 个百分点左右。

图 12: 先行指标 PMI 一直在下跌 (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、9 月份 CPI 分析

9 月份 CPI 翘尾影响大幅下降, 大概在 5.2 个百分点。我们判断, 9 月份 CPI 环比仍然上行。食品方面, 一方面, 8 月份各类食品价格大幅上涨得到有效控制。猪肉已在高位运行, 节后鸡蛋价格有回落趋势, 水产品价格开始保持平稳, 食用油价格在上涨通道, 但是其对 CPI 整体影响仍然偏小。另一方面, 蔬菜和水果价格在受季节性影响会开始减少。每年 9 月份蔬菜价格都会环比上涨, 水果价格也开始止跌。占食品最大比例的粮食价格自 2009 年以来一直震荡向上, 成本的提高预示着未来我国粮食价格仍然会上行。食品价格整体会环比向上。

居住价格方面, 由于国家宏观调控, 居民水电煤气价格基本保持平稳, 但是未来不确定性在于, 持续的电荒可能会倒逼上网电价上调, 从而居民用电价格上涨。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 8 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。

因此我们预计 9 月份的 CPI 同比大概在 5.2~5.4%。

五、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会产生差异。

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
7 月	-6.65	2.12	2.31	0.60	1.21	1.81	1.10	1.79	1.51	2.01
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					
7 月	4.10	0.80	1.20	0.40	4.70					

数据来源: CEIC 商务部 统计局

六、维持本年度通胀“前高后不低”的预判

我们维持年初判断，进入 3 季度 CPI 进入同比下降阶段，9 月份 CPI 下降幅度加大。在政策持续不变的条件下，第三季度的翘尾因素对 CPI 同比的影响将会显现，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 5.9% 左右。而在四季度，我们认为，尽管翘尾的影响会延续第三季度的弱趋势，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。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，CPI 同比增速年内最高点已经过去，CPI 同比增速已经开始缓慢回落，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