



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

宏观经济研究报告

2011年9月2日

宏观经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111080022
zhaoy@cicc.com.cn

宏观调控对地方经济的影响

安徽省马鞍山、安庆、桐城三市调研报告

要点:

中金研究部于7月下旬赴安徽省马鞍山、安庆、桐城三市进行调研,重点考察宏观调控和结构调整对企业以及地方经济的影响。

经济增长放缓,但固定资产投资仍保持较快增速。受货币紧缩以及节能减排影响,工业增长减慢。但由于前两年大量开工的项目尚在建设,加上保障房建设提速,以及皖江城市带承接产业转移的地方性政策影响,固定资产增速仍然较快。

企业面临劳动力成本上升压力。首先,农村劳动力实际转移程度高于城镇化率程度,目前转移速度已有放缓迹象;其次,由于人口年龄结构变化,就业人口增长出现放缓趋势。应对劳动力市场变化,企业一方面提高工资吸引工人,过去几年平均工资增速20%;同时通过机器替代人力,提高劳动生产率,应对人工成本上涨。

中小企业面临资金紧张和融资成本上升的压力。货币条件趋紧背景下,中小企业前两年受宽松政策影响增加的资金需求难以满足。紧缩的货币条件推高民间借贷利率,导致中小企业融资成本上升。地方金融市场的反应是大力发展担保公司和小额贷款公司,银行积极发展表外业务和理财产品。企业通过股权融资拓宽获得资金支持的渠道。

地方政府在承接产业转移和调动资源上发挥主导作用。宏观政策紧缩的背景下,地方政府仍然主动扩张,在土地、资金和政策上为当地经济尽可能争取更多资源。

房地产调控对商品房市场构成明显压力。限贷政策和保障房政策对商品房市场造成直接和间接的冲击,但由于前两年扩张拿地,房地产投资增长仍然较快,未来一年多商品房供给压力可能持续。今年上半年土地出让大幅下降,可能导致未来地方政府主导的基建投资放缓。

上周中金宏观研究报告一览

8 月 29 日：伯南克期权继续存在，中国 CPI 8 月回落 (第 170 期)

目录

安徽省马鞍山、安庆、桐城三市调研报告	3
--------------------------	---

图表

图表 1: 经济增长放缓、投资增长率上升	4
图表 2: 桐城劳动力去向构成	4
图表 3: 房地产新政以来马鞍山市住宅销售放缓	7
图表 4: 保障房目标构成	7

宏观调控对地方经济的影响：安徽省马鞍山、安庆和桐城三市调研报告

2011 年，中国经济的关键词是宏观调控。宏观调控首要目标是控制日益高企的通胀，主要手段是收紧银根，并伴之以节能减排、压缩基建以及地产调控等结构性的措施。目前，货币增速已经从前两年的超常宽松回复到正常状态。在持续收紧的货币环境下，经济增速已经呈现放缓迹象，但是总需求仍然较强劲，通胀仍然居于高位。从宏观层面来看，如果不见到调控的稳固成果，不见到宏观指标的确定性回落，调控的力度不会显著放松。因此，短期内宏观调控的基调不会改变。而今年的宏观调控不过是十二五规划的“结构调整”之序幕。理论上，经济增长放缓之后，总需求的下降和通胀的缓解是题中应有之义。因此，与经济活动休戚相关的各方人士眼睛紧盯 CPI，焦急等待宏观调控成效的显现。那么，宏观调控到底对地方经济影响如何？作为微观层面的企业和中观层面的地方政府又是如何应对紧缩的宏观环境呢？

7 月 25 日至 28 日，中金公司研究部调研团队在首席经济学家彭文生博士带领下，考察了位于国家战略经济规划区皖江经济带的马鞍山和安庆两座地级市以及安庆下属的县级市桐城，与三市负责经济工作的主要领导以及相关部门进行深入座谈，并走访了当地生产企业、银行以及房地产公司共 17 家单位。本报告将我们调研中的所见所闻整理成文，试图回答上面提出的问题，以帮助读者认识地方经济在宏观调控和结构调整背景下的发展逻辑。需要指出的是，我们走访的三座城市由于坐落于已承接产业转移为重要增长点的皖江城市带，报告内容既反映了宏观调控下企业和地方政府的一般行为特征，也反映当地经济的地域特征。

企业：自我调整应对宏观环境转变

宏观环境的变化对处于微观层面的企业来说，近似于一场物竞天择的挑战和机遇。前两年宏观环境及其宽松，用马鞍山市工商银行行长的话说“要钱给钱，要政策给政策”。水涨船高，极度宽松的环境里民营企业纷纷扩大生产和投资。而在宏观调控之下，民营企业的经营环境骤变。在十二五“结构调整”的主题之下，这种环境改变更可能成为企业所要面对的中长期现象。民营企业尤其是中小企业，不得不审时度势，自我调整。

经济增长放缓。三个城市今年上半年的 GDP 都出现了一定程度的放缓。尤其是工业增加值，放缓幅度较大（图表 1）。经济增长和工业生产的放缓主要反映紧缩政策的累积作用。重工业增速受节能减排的影响，放缓比较明显。以马鞍山市为例，钢铁、汽车等重工业的增加值今年同比增长放缓明显。重工业的放缓，不仅反映紧缩政策造成的需求端放缓，也反映节能降耗以及二季度某些时段“电荒”对生产的负面影响。同时，今年以来企业去库存化明显。当前企业库存处在较低水平。马鞍山市上半年工业企业产销率已经高于 99%，大多数企业以产定销，库存维持在低位。安庆市一家受访的民营企业，其合理库存一般在半个月的产量左右，今年上半年则是零库存。偏紧的信贷环境也导致中小企业融资困难，众多小企业因此而收缩生产规模，部分小企业甚至停产。

固定资产投资增速仍然较快。安庆今年上半年固定资产投资同比增长 35.7%，较去年的 34.6% 有所上升，而马鞍山则高达 40.4%，比去年的 31.1% 大幅上升；整个安徽省则从去年的 33.6% 上升到 35.5%（图表 1）。在宏观调控和经济增速放缓的背景下，固定资产投资仍能保持较快增速甚至明显加快，主要有三方面原因：

- **前两年宽松政策下大量新开工和施工在建项目在今年仍然需要相当的后期投资。**以房地产为例，虽然今年房地产销售疲软导致商品房新开工项目投资增速显著放缓，但是房地产开发投资仍然增长较快。主要原因是前两年开发商拿地较多，而房地产生产周期 2-3 年，如果拖延开发不仅违背地方政府的规定，而且需要付出较高的建

筑安装成本，因此即使开发商普遍预见今明两年房地产销售困难，但今年的房地产投资增速仍然较快。

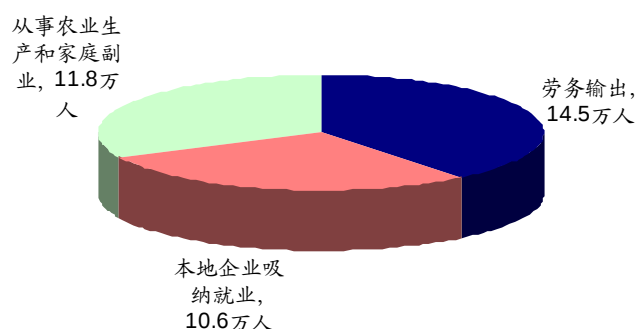
- **保障房建设提速。**在中央将保障房建设作为政治任务来抓的情况下，安徽省尤其是马鞍山市，今年保障房建设速度明显加快。以马鞍山市为例，上半年保障房投资占全部房地产投资约 50%，这是推动马鞍山市固定资产投资增速大幅上升的主要动力。
- **承接产业转移。**自去年“皖江城市带承接产业转移示范区”获得国家批准以来，我们所走访的三个城市都积极承接长三角、珠三角等沿海地区的产业转移，招商引资力度都很大。产业转移给当地的固定资产投资带来了新的增长动力。以马鞍山市为例，今年固定资产投资资金来源中招商引资的比重高达 30%，而常规情况这一比例是 20% 左右。

图表 1：经济增长放缓，投资增长率上升

	GDP		工业增加值		固定资产投资	
	2010	2011H1	2010	2011H1	2010	2011H1
安徽	14.5	13.4	23.6	20.0	33.6	35.5
马鞍山	15.0	12.4	19.5	13.9	36.2	40.4
安庆	13.6	12.7	25.0	19.3	34.6	35.7
桐城	15.1	14.9	33.8	24.2	34.0	36.6

资料来源：安徽省及各市统计局，中金公司研究部

图表 2：桐城农村劳动力去向构成



资料来源：桐城市政府，中金公司研究部

企业普遍面临劳动力成本上涨压力。安徽省作为民工输出大省，制造业的工人主要来自当地，其中马鞍山市城镇化率较高（68%），劳动力主要来自城镇；桐城城镇化率 50%，制造业工人大多来自当地农村；三地的建筑业工人则基本由来自西南省份的农民工构成。大部分受访企业过去几年的人工成本年均上涨 20%。向前看，农村劳动力进一步转移至非农部门的潜力已经不大，制造业劳动力成本将持续上升。

- **农村剩余劳动力转移速度趋缓，转移程度比城镇化率反映的要高。**从马鞍山市和桐城市的情况来看，城市化进程都高于全国水平，而以就业人口计算的农村劳动力向非农产业转移的程度远高于以户籍人口或常住人口计算的城镇化率的程度。以桐城市为例，桐城目前的城镇化率是 50%（按照常住人口计算）；但由于桐城是传统劳务输出大县，当地农村青壮年大都外出务工，目前 36.9 万农村劳动力中劳务输出达到 14.5 万人，本地企业吸纳人数达到 10.6 万人，二者相加占到全部农村劳动力的 68%；仍然从事农业生产和家庭副业的只有 11.8 万人，占全部农村劳动力的 32%，且以年龄偏大的就业困难人员为主（图表 2）。马鞍山市城镇化率本来就较高，在 2013 年更要达到 72%（以常住人口计），农村可供转移的剩余劳动力较少。这意味着绝大部分的农村户籍人口或常住人口已经转移至非农产业。
- **劳动力无限供给的状态一去不复返。**随着人口出生高峰期已过，新增就业人数增长已经出现放缓趋势，且新生代的 80 后、90 后劳动人口的就业观念发生转变，更加注重实现个人价值、扩大视野和体验享受生活，与上一代农民工简单地为了获得工资存钱赚钱有较大差别，对企业的人力资源战略提出了更高要求。桐城市人力资源和社会保障局预测未来外出务工人数基本停止增长，而本地制造业企业将与沿海企业在劳动力市场上直接竞争。

- ▶ **面对劳动力供给紧张，企业在市场机制作用下自我调整。**一方面在工资方面展开竞争，另一方面通过技术进步提高劳动生产率。制造业企业往往集聚在一起，同一个开发区会有多家同行业的企业相互竞争。几乎所有受访的制造业企业都感到招收熟练工人存在较大困难，而同时自己花时间精力培养的熟练工人则很可能被别的企业以略高一点的工资挖走；受访的房地产企业也感到施工单位用工成本显著上升。另一方面，企业普遍考虑使用更多机器设备替代人工劳动，以节省劳动成本。

中小企业面临融资成本上升和资金紧张的压力。虽然过去几年国家政策支持，银行对中小企业贷款总量有所增加（例如马鞍山工行 2005 年对中小企业几乎不做贷款，但是目前中小企业贷款余额已经达到 15 亿元），但是仍远不能中小企业的资金需求。大部分中小企业面临融资成本上升和资金紧张的压力。

- ▶ **宏观政策转向导致中小企业资金紧张。**由于前两年货币政策宽松，很多中小企业扩大投资和产能，对资金的需求较高。在目前货币政策偏紧的环境下，这种较高的资金需求则难以得到满足。
- ▶ **融资成本上升。**中小企业本身从银行获得资金就比较困难，大多通过民间借贷市场融资，随着货币政策收紧，其融资成本快速上升。银行给中小企业贷款多是短期贷款，并且利率上浮 20-30% 以上。银行虽然积极开展表外业务和理财业务，给中小企业融资提供了一个渠道，但监管之下，银行开展理财产品等业务难度也在增加。大多数中小企业贷款还是通过民间借贷，利率至少 20% 以上，高的能有 100% 以上。

面对中小企业融资难，市场和企业也相应调整。由于资金困难，贷款借贷利率高，市场热衷开办小额贷款公司和担保公司。在安徽走访和座谈的 10 多家企业中，两家企业已经着手开展此类业务。小额贷款公司借贷利率在 20-30% 左右，但手续相对简单。担保公司则帮助撬动银行贷款。企业则千方百计扩大融资渠道。有的企业出售股权，从私募基金融资。还有的企业则准备上市，换取地方政府和银行的资金支持。虽然大部分中小企业由于资金紧张导致缩减生产经营，但并未出现大规模倒闭现象。一个原因是安徽省企业出口比例低于沿海省份，在今年外需受冲击较大、内需相对稳定的情况下，企业的市场需求尚属稳定。另一个原因是安徽的企业比沿海省份相对而言更加保守，企业的杠杆率较低，自有资金比较充足，在货币宽松的环境里扩张幅度也相对小一些。

地方政府：积极承接产业转移

宏观调控是总量控制，为整个经济的总量指标规定了增长的界限。对地方经济来说，紧缩货币政策就相当于从池子里抽水。而地方政府作为中观经济层面的主导力量，恰恰是池子里的大鱼。当水位降低的时候，地方政府的行为表现通常非但不收缩，反而更加积极主动地扩张，带领地方经济进行更积极的资源竞争。我们所走访的马鞍山、安庆和桐城三座城市都位于国家重点规划的皖江经济带中，正处于承接长三角产业转移的首站之地。三地政府都在当地经济发展中发挥着至关重要的主导作用。宏观调控针对的主要目标是 CPI 通胀，而对于地方政府来说，推动 CPI 上升的人工成本和地价等结构性因素都不是问题（反而通常是地方经济发展所追求的目标），CPI 的重要性更多地在于反映未来宏观调控可能的走向。面对去年下半年以来不断趋紧的宏观环境，作为中观经济层面主导力量的地方政府已经在产业转移的旗帜下吹响了资源集结号。

地方政府对未来五年的发展规划更加积极。三地的十二五发展规划的经济增速目标都比十一五更加进取。以马鞍山市为例，十一五期间，GDP 增加了 1.3 倍，固定资产投资增加了 3.2 倍，财政收入增加了 1.2 倍；而十二五的目标是 GDP 增加 1.5 倍，固定资产投资至少增加 3.4 倍，财政收入增加 1.9 倍。同时，三地都在产业转移中强势整合各自优势，建立各自的开发示范区。例如，桐城经济开发区决定在十二五期间争取升格为国家级开发区，已经请安徽省城乡规划设计院编制了 10 平方公里扩区规划，争取今年底通过省政府的审批。

作为中观经济的主导力量，地方政府在集结资源、整合地区优势方面发挥着较大的作用。

- ▶ **地方政府积极为当地经济发展争取尽可能多的政策资源。**地方政府在宏观收紧的环境下，利用一切可能在投资立项、土地指标、信贷指标等方面争取政策资源。虽然宏观调控下经济增速放缓是题中应有之义，但是地方政府的 GDP 和固定资产投资竞赛仍然继续。
- ▶ **地方政府的招商引资积极性高涨。**马鞍山市成立了 6 个招商分局、20 个招商小分队，分赴长三角、珠三角等发达地区招商引资。桐城市工业企业中民营经济占比达到 100%，中小企业数量庞大，自主创业理念较为普及，同时也是安徽省的劳动力输出大县。针对这一特点，桐城市实施“凤还巢”工程，吸引外出人员回乡投资创业。
- ▶ **地方政府积极拓宽融资渠道，发展地方金融市场，以期缓解当地企业融资难问题。**各地均大力支持发展村镇银行、小额贷款公司和融资性担保机构，并且积极吸引外地银行到本市开设分支行。同时，地方政府积极推动当地有条件企业上市直接融资。例如桐城市财政为每家准备上市的企业提供 300 万作为启动资金，若上市成功即作为对企业的一次性奖励，若上市不成功，则在几年后返还。马鞍山市政府则考虑成立专项基金为融资困难的中小企业提供救助性资金。
- ▶ **地方政府已经成为市场上的重要参与者之一。**地方政府通过融资平台贷款参与城市基础设施，尤其是工业基础设施的建设。而在一级土地市场上，地方政府则是垄断的卖家。有的地方政府还与金融机构合作，一定程度上影响当地的货币条件。例如，桐城市金融办先后与安徽省、安庆市建设银行以及中信银行安庆市分行签订了《银政全面合作协议》和《政银合作框架协议》，分别从两家银行取得未来 3-4 年内信贷规模不少于 30 亿的承诺，并与国家开发银行和南京进出口银行签订“统借统还”贷款协议。
- ▶ **地方政府对经济的结构性调整因势利导，实现社会发展目标。**例如，桐城工业企业百分之百都是民营经济，对于工人工资的上涨，地方政府往往采取认同和支持的态度。就像桐城市开发区主任所说的，“一个企业如果连员工工资都发不出来，那就不要办了。”

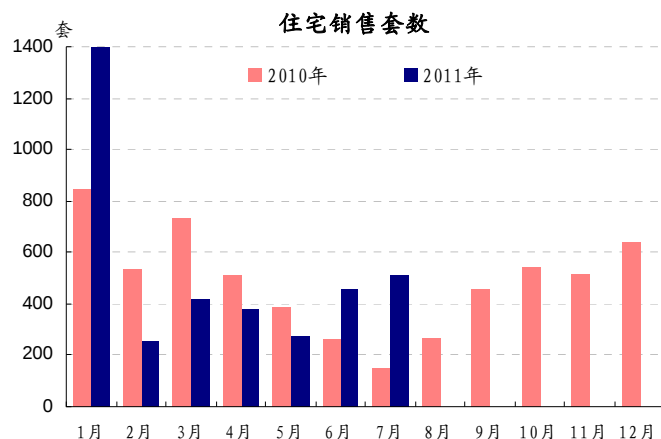
房地产调控成效和对地方经济的影响

关于房地产调控和房地产市场状况，根据我们以往的经验，无论是地方政府还是房地产公司都不愿意做深入讨论。所幸的是，我们这次调研中，由于得到马鞍山市政府的大力协助，得以与当地两家有代表性的房地产公司进行比较深入的访谈。虽然访谈得到的信息仅仅局限于马鞍山市当地房地产业，但可以作为一个典型案例帮助我们分析房地产调控对地方经济的影响。

房地产调控政策对房地产市场影响开始显现。从马鞍山市政府相关部门和当地房地产企业了解到，今年 2 月份以来，马鞍山市商品房销售同比大幅下降。据统计，今年 1-7 月马鞍山住宅销售 3688 套，比去年同期增长 7.5%，其中 1 月份销售 1399 套，同比增长 65.8%。在国务院出台“新国八条”之后的 2-7 月，马鞍山住宅销售同比下跌 11.5%（图表 3）。国务院推出“新国八条”，提高二套房首付比例至不低于 60%。马鞍山市目前没有采取限购政策，但如果是外地居民购房，银行不发放按揭贷款。据马鞍山市工行，今年以来按揭贷款只占去年同期 1/5 左右。银行目前对于房地产企业贷款十分谨慎，银行给房地产企业贷款利率一般比基准利率至少上浮 30%。对此，房地产企业通过允许客户分期付款的方式为客户提供一定程度的资金便利，但是效果有限。

保障房建设力度大。2011 年马鞍山保障房建设目标为 1.81 万套，其中廉租住房 3240 套，新增发放租赁住房补贴 400 户，新增建设公共租赁住房 5308 套，国有工矿棚户区改造户数 8534 户，城市棚户区改造户数 618 户。（图表 4）今年保障房开工较快。《安徽商报》8 月 7 日报导，今年上半年“已开工各类保障性住房 10019 套，安置房 37705 套，其中，已竣工 6908 套，已结构封顶 6997 套，正在主体施工 15484 套。”《皖江晚报》8 月 4 日报导，“该市各类保障性住房开工 13637 套，占目标任务的 75.34%。其中，廉租

房开工 2840 套，完成新增发放租赁补贴 412 户，公共租赁住房开工 3612 套，城市和国有工矿棚户区开工 6773 套。”

图表 3：房地产新政以来马鞍山市住宅销售放缓


资料来源：马鞍山易房网，中金公司研究部

图表 4：保障房目标构成

	套	占比 (%)
保障房目标	18,100	100.0
廉租房	3,240	17.9
租赁住房补贴	400	2.2
公租房	5,308	29.3
工矿棚户区改造	8,534	47.1
城市棚户区改造	618	3.4

资料来源：《马鞍山日报》，中金公司研究部

保障房对商品房市场带来明显冲击。从功能上说，商品房和保障房旨在满足不同群体需求，并不存在直接竞争：商品房通常面积大、单价高；而保障房面积小、政府给予补贴以低价销售。但是，保障房上市仍会对商品房市场造成冲击。很多商品房购买者是改善型需求，在购买大户型新房时需要将原有住房在二手房市场卖出以获得资金。而原有住房一般与保障房有很强的替代性，因此保障房的推出对二手房市场造成较大的直接冲击：二手房市场的潜在买家由于保障房的推出可能不需要购买二手房或开始观望。由此导致二手房卖主无法或推迟购买商品房，对商品房市场造成较大的间接冲击。

上半年房地产投资增长较快。马鞍山上半年房地产开工投资同比 30~40%，其中新开工面积同比增长 100%，主要由于保障房开工增加。房地产投资增速较快有两方面原因。一是房地产开发企业承担的保障性住房纳入房地产开发投资统计之中，约占一半。二是 2009-2010 年房地产企业拿地和新开工项目比较多，项目开工后停工成本很高。按照两年半开发周期，今年下半年到明年将是推盘高峰。

地方政府土地出让金收入下降几成定局。由于商品房销售疲软，开发商对新项目投资持观望态度，拿地热情不高。上半年马鞍山市出让土地 1852 亩，同比下降 34%。其中商业、居住用地仅 417.4 亩，同比下降 40.5%。但同时，保障性住房土地出让增加较快。上半年马鞍山市出让安置房用地 1026 亩，同比增长 69.9%。虽然保障房建设对固定资产投资起到了强有力的支撑，但是由于保障房土地价格大大低于商品房用地，对地方政府的土地出让金收入无法起到有力的补充作用。因此，今年地方政府的土地出让金收入大幅下降几成定局。由于土地出让金收入是地方政府城市基建支出的主要资金来源，可以预期今年新增的地方政府主导的基建投资大幅放缓不可避免，对未来 1-2 年的固定资产投资增速产生一定负面影响。

商品房市场需求疲软可能持续一段时间。货币信贷和房地产调控政策决定房地产未来一段时间面临较紧的宏观环境。未来几年保障房还会对商品房市场带来一定压力。由于过去两年房地产企业拿地较多，随着这些项目陆续建成，今年下半年到明年商品房供给会有较大增加，房地产销售可能有所反弹，但是供大于求的局面将持续。8 月 22 日国务院批准安徽省撤销地级巢湖市，原来属于巢湖市的含山县、和县（不含沈巷镇）划归马鞍山市管辖。马鞍山市部分房地产商将这一政策视为利好，但也有房地产商对此持保守态度。总体来看，未来房地产市场仍将承受较大的下行压力。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED