

日期: 2011 年 11 月 2 日



首席宏观分析师 胡月晓  
021-53529888-1917  
huyuexiao@sigchina.com  
执业证书编号: S0870510120021

# 经济增速放缓 政策难言放松

——2011 年 11 月宏观研究月报

报告编号:

相关报告:

《中国经济滞胀前景研究》

——2011 年 7 月 28 日

《寻找经济转型突破口》

——2010 年 11 月 19 日

《定位未来经济增长模式》

——2009 年 12 月 2 日

## ■ 主要观点:

### 经济增速放缓是调控的结果

第三季度经济增速为 9.1%，较上季度下降 0.4 个百分点。经济增长略有下降，一方面是政府调控的结果，紧缩性的经济政策无疑直接影响了微观经济主体的投资和消费等活动。另一方面，三季度消费、投资逐渐企稳，进出口表现欠佳也是经济增速稳中略降的主要原因。

### 首套房房贷利率上调在全国大面积推开

从 10 月中下旬开始，除了北京、上海、深圳等一线城市外，包括南昌、太原、重庆等多个二三线城市的商业银行相继上调了首套房房贷利率。此次商业银行上调首套房房贷利率的原因主要是银行信贷额度受限，所以不得不选择“以价补量”的策略。

### 房地产市场：下行趋势将进一步加深

中央关于“坚定不移地搞好房地产调控”的表态说明房地产调控措施还将继续。出于对流动性及市场战略的考虑，我们认为，未来开发商主动降价的动力将越来越强烈，房地产市场的下行趋势从广度和深度上都将加强。而限购令是否急促将成为中央与地方政府之间新的博弈焦点。

### 政策进入观察巩固期，短期难言转向全面宽松

虽然中央对货币信贷政策的表述已经出现松动，并且定向宽松的尺度不断放松，但是在 CPI 指数在短期内难以出现大幅下降，房地产价格没有出现明显下降以及传统的 M2 指标夸大紧缩程度的情况下，并不能认为定向宽松就是货币政策将出现整体性拐点的前奏。

## 一、经济运行数据分析

### ■ 三季度：经济增速放缓是调控的结果

国家统计局数据显示，第三季度经济增速为 9.1%，较上季度下降 0.4 个百分点，其表现略低于市场预期。但 GDP 能够维持在 9% 以上的增速水平，说明经济运行仍较为平稳，不用过分担忧。经济增长略有下降，一方面是政府调控的结果，紧缩性的经济政策无疑直接影响了微观经济主体的投资和消费等活动。目前紧缩性货币政策仍在持续，9 月份，M1 和 M2 增速分别下降至 8.6% 和 13%，新增人民币贷款连续下降至 4700 亿元，流动性的收紧推升了资金成本，对私人投资产生了挤出效应，进而导致经济增长放缓。另一方面，三季度消费、投资逐渐企稳，进出口表现欠佳也是经济增速稳中略降的主要原因。

### ■ 物价平稳下降趋势基本确认

9 月份，CPI 指数延续上月的下行趋势至 6.1%。PPI 与上月持平，比去年同月上涨 6.5%。工业生产者购进价格比上月上涨 0.1%，比去年同月上涨 10.0%。9 月物价总水平降到四个月来的低位，继续确认上月的下降走势，基本符合市场的预期。虽然 CPI 仍然在 6% 的高位运行，压力仍然存在，但整体来说，通胀风险已进入受控阶段，不用过分担忧。9 月份物价维持高位一方面是季节性因素造成的，另一方面是受新涨价因素的影响，尤其是新鲜蔬菜价格以及鸡蛋价格涨幅最为明显。9 月份的双节对需求起到了一定的刺激作用，这在一定程度上延缓了物价下降的步伐。但在双节过后，需求将回到正常水平，价格下降趋势可能会得到进一步的确认。另外受翘尾因素下降以及物价基数效应的影响，再加上工业生产价格下降对 CPI 的传导效应的日渐显现，预计未来通胀会有一定程度的缓解，通胀压力可控。

### ■ 外贸结构显著优化

9 月份，我国进出口总值为 3248.3 亿美元，同比增长 18.9%。其中出口总值 1696.7 亿美元，同比增长 17.1%；进口总值 1551.6 亿美元，同比增长 20.9%，贸易顺差 145.14 亿美元。9 月份，我国进出口表现欠佳，增速低于市场平均预期水平，但外贸的下降基本符合我国对外贸易依存度下降的趋势。欧美债务危机的恶化增加了欧美经济增长的风险，多家机构开始下调欧美经济增长预期。欧美经济的疲软令国际经济形势变得迷雾重重，我国外贸受到较严重的冲击，出口增速出现下滑。但从结构上看，严酷的经济形势，也倒逼我国贸易结构优化，并较有成效。其中，一般贸易增长较快，加工贸易比重下降，尤其来料加工贸易规模正在逐渐萎缩。

### ■ 货币增速仍有下降空间

9 月末，M2 余额 78.74 万亿元，同比增长 13.0%，分别比上月末

和上年末低 0.5 和 6.7 个百分点； M1 余额 26.72 万亿元,同比增长 8.9%，分别比上月末和上年末低 2.3 和 12.3 个百分点；流通中货币（M0）余额 4.71 万亿元，同比增长 12.7%。前三季度净投放现金 2557 亿元，同比少投放 1045 亿元。9 月份，人民币贷款增加 4700 亿元，同比少增 1311 亿元，信贷新增规模创下 21 个月以来的新低。

从历史增速变化上看，目前 M2 还是 M1，都已到达了长期均衡区间的下方，甚至穿透了正常区间下限水平。但是，考虑到未来经济发展阶段的不同，经济结构的变化，以及当前货币政策的形势，我们认为未来货币增速仍有可能再下行。我们的判断力理由包括：首先，货币紧缩政策持续。虽然未来通货膨胀形势将得到缓解，但为防止资产泡沫再次反弹，货币政策也难以公然地大幅放松；其次，经济发展进入货币深化拐点阶段。从改革开放以来的长周期视野角度，中国货币深化（M2/GDP）进程的拐点已经出现。

### ■ 10 月 PMI 指数环比下跌 0.8 个百分点

2011 年 10 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.4%，比上月下跌 0.8 个百分点，创下了 32 个月以来的新低，但仍继续位于临界点——50%以上的扩张区间。欧美经济的动荡对我国出口贸易形成较大的负面影响，国内需求成为支撑下游需求的主要力量。而需求的减少导致制造业企业对未来前景信心不足。从分项数据看，制造业企业在营销环节、生产环节及采购环节都在进行去库存活动。而去库存导致的企业利润率下降已经在上市公司的三季报中得以体现，预计四季度经济还将下行。10 月份购进价格指数下降 10.6 个百分点，表明前期调控措施开始显效。通胀压力的减缓利好于前期受困于原材料价格上涨之苦的中小企业，也为未来货币政策的微调提供了更大的空间。

## 二、经济政策与重大事件分析

### ■ 国务院常务会议：政策微调点击结构难题

10 月份国务院仅召开了 4 次常务会议，主要就当前农产品流通、中小企业税收政策及当前的金融、经济形势，做出了政策部署。

表 1 2011 年 10 月国务院工作会议

| 召开时间      | 主要内容                      |
|-----------|---------------------------|
| 10 月 8 日  | 部署加强鲜活农产品流通体系建设           |
| 10 月 12 日 | 研究确定支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施 |
| 10 月 26 日 | 决定开展深化增值税制度改革试点           |
| 10 月 29 日 | 分析当前经济形势，部署近期经济工作         |

数据来源：上海证券研究所

10月26日召开的国务院常务会议决定,从2012年1月1日起,在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点,逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。

根据目前安排,此项试点工作将在上海地区的交通运输业和部分现代服务业等开展试点,条件成熟时可选择部分行业在全国范围进行试点。同时,在现行增值税17%标准税率和13%低税率基础上,新增11%和6%两档低税率。

10月29日召开的国务院常务会议分析了当前经济形势,部署近期经济工作。其中,最值得关注的是,此次会议对货币信贷、物价水平及房地产调控的表述出现了新的调整。

在物价方面,会议一方面认为当前“物价过快上涨势头得到初步遏制”,另一方面明确提出将“继续采取有力措施稳定物价总水平”。

在货币信贷政策方面,会议指出:“保持货币信贷总量合理增长,优化融资结构,提高金融服务水平。”表述已经从之前的“严格控制”转为“保持合理增长”,出现明显松动。并且着重提到了“国家重点在建、续建项目”、“实体经济尤其是符合产业政策的中小企业”以及“保障性安居工程”。

在房地产调控方面,会议明确要“各地政府要切实负起责任,继续严格执行政策,进一步巩固调控成果。增加普通商品住房用地,促进房价合理调整。加快推进保障性住房建设,提高规划设计水平,加强工程质量监管,抓紧建立健全分配和管理制度,尽快形成有效供应,让人民群众看到政策的成效。”

#### ■ 发改委:物价拐点确认 CPI将低于5%

10月22日,国家发改委副主任彭森表示,今年以来,政府采取了一系列稳定市场供应、降低流通成本、整顿市场价格秩序、促进货币信贷向信贷回归的政策措施,物价较快上涨的势头已经基本得到控制。8月份以来,物价总水平涨幅开始回落,9月份CPI同比上涨6.1%,年内价格运行拐点特征已经得到确认,预计今年后两个月CPI可以控制在5.0%以下。

根据商务部25日发布的报告,10月17日至23日,商务部重点监测的食用农产品和生产资料价格继续回落。18种蔬菜平均批发价格比前一周下降2.5%;猪肉价格下降1.8%,降幅扩大0.6个百分点;主要生产资料中,矿产品、钢材、有色金属、橡胶、农资、轻工原料、化工产品价格下跌,建材、能源价格小幅上涨。

#### ■ 首套房房贷利率上调在全国大面积推开

从10月中下旬开始,除了北京、上海、深圳等一线城市外,包括南昌、太原、重庆等多个二三线城市的商业银行相继上调了首套房房贷利率。

本轮首套房房贷利率上调始于今年年初，包括上海、杭州及北京在内的一线城市的部分银行陆续将首套房贷款利率从 7 折、8.5 折优惠上调到基准利率。这种情况持续到今年 9、10 月份之后，各大银行又继续上浮 5%-30%。而近期，包括重庆、成都及太原在内的各大二线城市的银行也相继跟风上调首套房房贷利率。

**表 2 全国各大城市上调首套房房贷利率**

| 城市 | 首贷利率情况                    |
|----|---------------------------|
| 北京 | 多家上浮 5%--10%              |
| 上海 | 大部分上浮 5%--10%             |
| 广州 | 全部上浮 20%--30%不等           |
| 武汉 | 大部分上浮 10%-30%             |
| 长春 | 大部分上浮 20%，部分上浮 50%        |
| 成都 | 大部分上浮 5%--20%，二套房上浮 20%左右 |
| 长沙 | 大部分上浮 10%--30%            |
| 无锡 | 个别银行暂停房贷业务，其余上浮约 5%       |

**数据来源：上海证券研究所**

此次商业银行上调首套房房贷利率的原因主要是银行信贷额度受限，所以不得不选择“以价补量”的策略。首套房房贷利率的上升将直接加重购房者的贷款成本，减少购房需求。我们认为，此轮全国大面积出现的首套房房贷利率上升将进一步将各类依赖银行信贷的刚性需求及投机需求赶出市场，所以未来房地产市场成交量还可能再创新低，进一步加重房价下行压力。

### 三、经济走势和政策预测

#### ■ 通胀趋势得到控制，但难言出现快速下降

从商务部公布的高频数据看，10 月价格水平开始出现久违的持续回落态势。10 月 3 日至 9 日，商务部重点监测的食用农产品价格小幅上涨，生产资料价格继续回落。10 月 10 日至 16 日，商务部重点监测的食用农产品和生产资料价格双双回落。10 月 17 日至 23 日，商务部重点监测的食用农产品和生产资料价格继续回落。

我们认为，CPI 指数从 9 月开始连续两个月保持下降趋势的原因既包括季节性因素也包括前期紧缩性货币政策开始起效。

从历史来看，在正常年份 8 月和 9 月 CPI 环比值区间分别为 0.1-0.7 和 0.5-1.2、平均值分别为 0.4 和 0.9，我们看到上述月份的实际发生值为 0.3 和 0.5，低于历史均值。这就说明通货膨胀或许进入了实际上的受控阶段。

我们认为：受到经济景气度降低的影响，需求因预期悲观有所改变，



价格上涨的动力开始减弱，价格上涨趋势开始改变，价格波动开始回归正常。

10月26日，国家发改委副主任彭森表示，8月份以来，物价总水平涨幅开始回落，年内价格运行拐点特征已经得到确认，预计今年后两个月消费价格指数（CPI）可以控制在5.0%以下。但是，我们认为，从历史趋势来看，随着严寒气候的来临，以及年末各种节日因素的影响，短期内CPI指数很难快速下降，甚至不能排除小幅回升的趋势。

#### ■ 定向宽松尺度加大，中小企业及政府基建投资集中受益

从目前来看，针对中小企业融资及基建投资领域的“定向宽松”正在不断放松尺度。从中央此次的表态来看，未来货币信贷政策的调整将集中在这两个方向，这实际上是为前期“定向宽松”概念提出了具体的执行措施。中央此举也是意在通过提高政策的针对性和灵活性，保证经济的平稳增长。

中小企业转向民间借贷的原因很大一部分可以归结为前期“一刀切”性质的信贷控制。巨量的资金需求不断推高民间借贷利率水平，这种持续紧缩政策之下出现的利率双轨制导致更多资金脱离正轨金融体系以寻求保值与收益，甚至资金不惜参与到风险巨大的投机领域。今年出现的“温州老板集体跑路”正是对这种民间“影子银行”出现挤兑风险的诠释。从实质上看，美国次贷危机的根源也是各类“影子银行”发生挤兑危机所致，其对经济的破坏力必定已让中国监管机构感到心有余悸。而目前温州出现的民间借贷资金链崩溃持续扩散，由此形成的多米诺骨牌效应将对市场稳定造成严重打击，而这将是中央最不愿意看到的局面。

但是，从实际情况来看，此次温州“集体跑路”企业的资金缺口普遍在千万级别以上，而新规主要受惠于单户贷款额在500万元以下的微型企业，并且银行内部对贷款风险考核的执行标准没有做出相应调整的话，新规的实际执行效果仍然有待观察。

具有政府背景的基建投资是定向宽松的另一个受惠领域。包括地方融资平台及铁道部等具有政府背景的基建投资主要风险主要集中在银行体系。由于大部分的工程贷款的偿还依赖于建成运营之后产生的现金流，所以，“半搭子”工程将对商业银行造成巨大的风险威胁。

在29日召开的国务院常务会议明确提出“保证国家重点在建、续建项目的资金需要，防止出现‘半拉子’工程”。

我们认为，保障型住房及铁路建设将是最主要的受益对象。包括银行信贷及债券等融资渠道的放开，能够为这些项目的后续建设提供必要的资金。并且，这些基建及民生工程也能够拉动投资的增长，保证经济的平稳运行。

另一个值得注意的现象是，此次定向宽松工具选择中，中央尤其强调

对债券工具的运用，包括中小企业集合债券、用于保障型住房建设的债券及铁道部发行的“政府支持债券”等等。与以往单纯的信贷支持相比，债券融资能够吸收存量流动性，减少银行信贷工具对流动性控制的负面作用。

### ■ 房地产市场：下行趋势将进一步加深

持续已久的房地产调控政策使今年的“金九银十”成为泡影，随着部分中小地产商资金链以及地方政府土地出让金收入的告急，我们认为，未来房地产市场的下行趋势从广度和深度上都将加强。

近期，房地产市场出现的几个现象值得关注：

首先，一线城市已经出现了部分楼盘打折优惠的现象，甚至一些项目的降价幅度高达30%。并且，主动实施降价的开发商均为资金实力雄厚的大型开发商，如万科、龙湖、中海等，而大部分资金链紧张的中小开发商依然选择“硬抗死撑”。

我们认为，造成这种现象的原因有二：

一，中央明确表态房地产调控不会放松的背景下，维持流动性、保证资金链安全成为开发商的首要任务，特别是临近年终，开发商需要集中支付各类工程款项、劳务工资及银行贷款等等，所以必须保证储备充足的流动性；二，出于战略的考虑，开发商更为看好未来二线城市的市场潜力，所以选择在一线城市降价销售以回收资金投入二线城市的项目开发中。

我们判断，未来短期，一线城市的开发商主动降价的趋势将从广度和深度上继续扩展；随着银行继续提升房贷利率，一些实力较弱、融资渠道有限的小型开发商将逐步跟风降价。

其次，各地方政府前期出台的限购令将在今年年末陆续到期，是延续还是放松将成为中央及地方政府新的博弈焦点。

近期，佛山第一个放开限购令后短命夭折以及上海降价楼盘老业主抗议引发政府干预等事件反映出地方政府越来越焦急的心态，但另一方面，中央又在不断强调继续巩固调控成果，包括前期提出的限购长期化、拟定收回限购调整权等等，足见中央对于推动房地产调整的决心之强。

我们认为即使中央不会直接收回限购调整权，但是年终限购令到期后，地方也会在中央各种间接指导下继续维持限购政策。所以，中央坚持从紧的基调将继续主导房地产市场。而作为对地方土地出让金收入减少的补偿，中央将赋予地方政府越来越多的融资权利，包括地方自主发债、推广资源税、环境税及房产税改革、加大对地方融资平台的融资支持等等。

### ■ 税收政策调整日渐频繁

与2008年相比，虽然同样面临着经济下滑的局面，近期经济政策调

整中出现了新的趋势。可以观察到从去年年末开始，税收调整的频率及深度不断加深。

**表 3 近期税收政策调整一览**

| 税种      | 时间          | 调整内容           |
|---------|-------------|----------------|
| 资源税     | 2010 年 6 月  | 资源税改革在新疆开始试点   |
|         | 2010 年 10 月 | 资源税改革将扩展至油气外产品 |
|         | 2011 年 11 月 | 资源税改革在全国开始推广   |
| 环保税     | 2011 年 10 月 | 国务院研究开征环境保护税   |
| 个人所得税   | 2011 年 7 月  | 上调个人所得税起征点     |
| 增值税及营业税 | 2011 年 10 月 | 针对服务业改营业税为增值税  |
|         | 2011 年 10 月 | 上调企业增值税及营业税起征点 |

**数据来源：上海证券研究所**

我们认为，这种变化表明中央的调控思路已经有所调整，原因包括：首先，这种趋势正如我们前期在滞胀问题研究的系列报告中提到的，上世纪 70 年代末的美国也是通过各种减税措施走出了滞胀的困境。考虑到现今的中国正处于“轻度滞胀”的境地，借鉴美国的历史经验，“他山之石可以攻玉”也在情理之中；其次，目前市场中的存量流动性严重降低了货币政策调控的边际效应，单一依赖货币政策将难以为继。在此情况下，若从供给端进行调控，其边际效用将更高。

另外，值得注意的是，本次有关增值税扩容的改革之后，原本属于地税的营业税改为增值税，就变成中央与地方分享，且中央占比为 75%，地方只能拿到其中的 25%，这将会减少地方税的财源，引起中央与地方的利益分割问题。由此带来的地方税收收入出现“枯竭”，将是未来改革中急需解决的重要问题。

我们认为，未来从政策调整由需求管理转向供给管理将是一种大趋势。税收政策也许只是这种趋势的一个开端，中央可能会加大在税收及产业政策方向的动作力度。

### ■ 政策进入观察巩固期，短期难言转向全面宽松

如前文所述，虽然中央对货币信贷政策的表述已经出现松动，并且定向宽松的尺度不断放松，但是并不能认为这就是货币政策将出现整体性拐点的信号。

目前认为货币政策即将转向的主要理由主要包括，CPI 指数已经在 8、9 月份连续保持同比增幅下跌；包括房地产价格在内的资产价格已经出现一定下降以及 M1、M2 增速已经跌至个位数等等。

首先，以上的观点忽略了影响 CPI 走势的季节性因素。CPI 指数连续两个月下降显示前期紧缩调控开始显效，但其中还包括了部分的季节性因素。而随着年末节日因素的影响，CPI 指数还可能反弹回冲；另一方面，房地产的折优惠不仅幅度有限，而只限于一线城市的部分楼盘，市场整体成交量反映出市场观望情绪仍然浓厚。其次，信贷政



策做出微调的领域集中在中小企业及政府背景的基建投资领域，并不是全面性放松，在包括房地产、落后产能等领域甚至还在加码紧缩。

第三，在各类表外融资不断发展的背景下，M1 及 M2 这两个传统指标对流动性的敏感度已显著下降。如果继续依赖 M1、M2 衡量社会流动性将夸大政策的紧缩程度。并且，推动物价及资产价格上涨的力量主要来自于存量流动性，目前，尚无有效手段回收这部分存量流动性，所以，单纯依靠控制新增流动性是不能解决长期通胀压力的。

我们认为，当前已经进入政策的观察巩固期，未来政策不会出现重大调整，以维持现状为主。

## 2011 年 9 月宏观经济数据

图 1 社会消费品零售总额月度同比 (%)

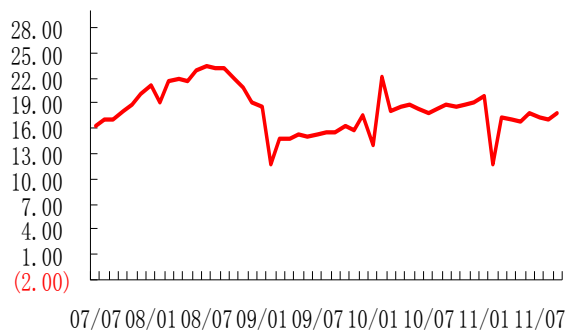
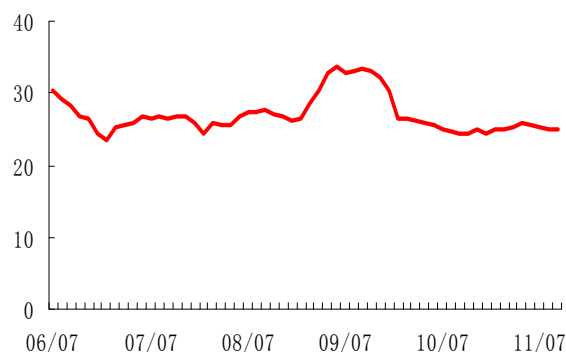


图 2 固定资产投资累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 3 进口总值与出口总值的月度同比 (%)

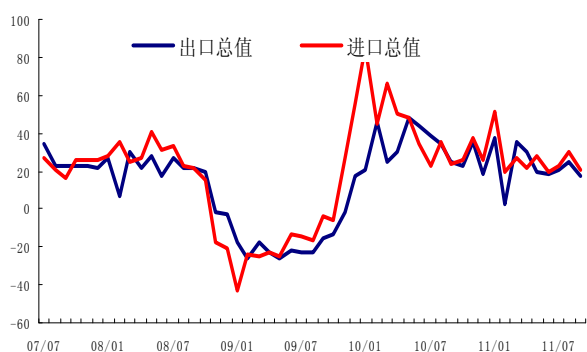
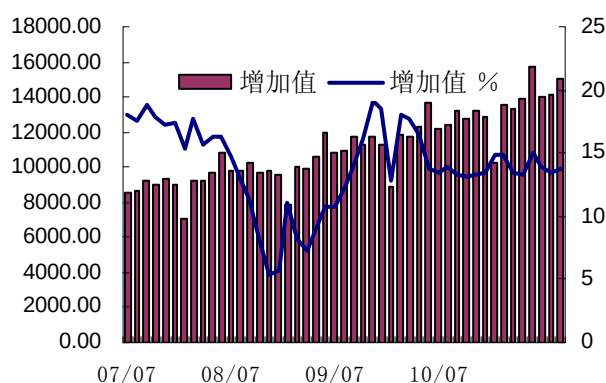


图 4 工业增加值月度同比 (%)



数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 5 CPI&PPI 月度同比 (%)

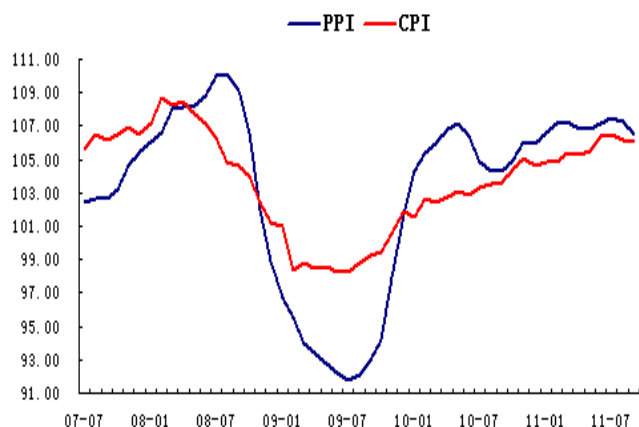
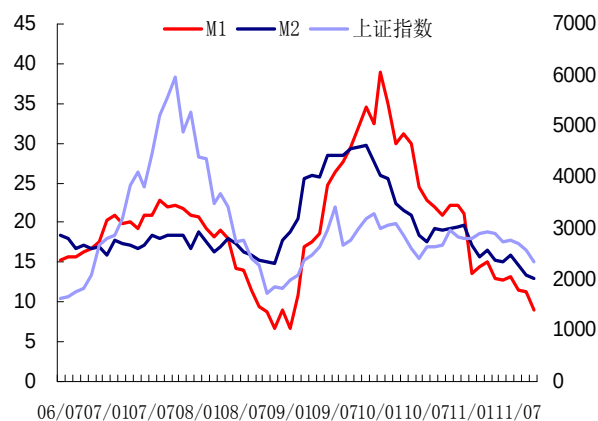


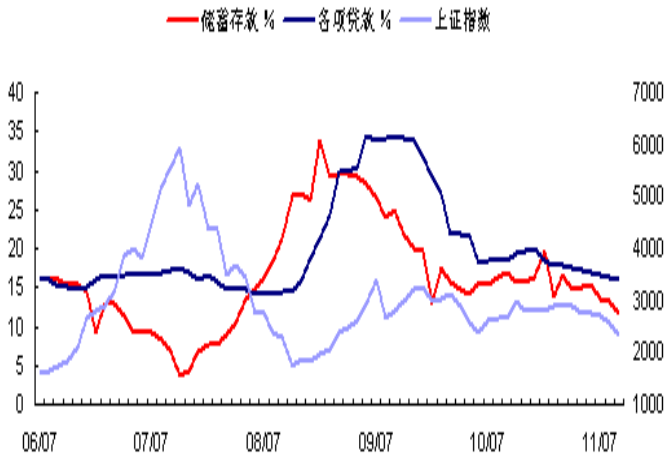
图 6 货币供应量增长月度变动 (%)



数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

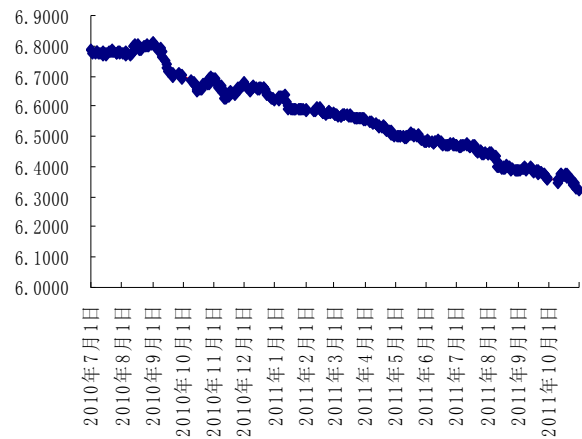
数据来源: 人民银行、上海证券研究所

图 7 储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



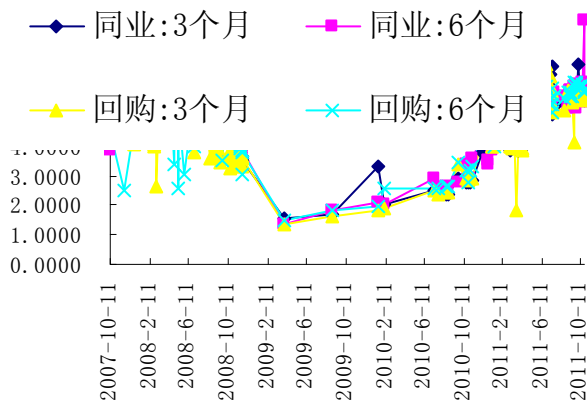
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



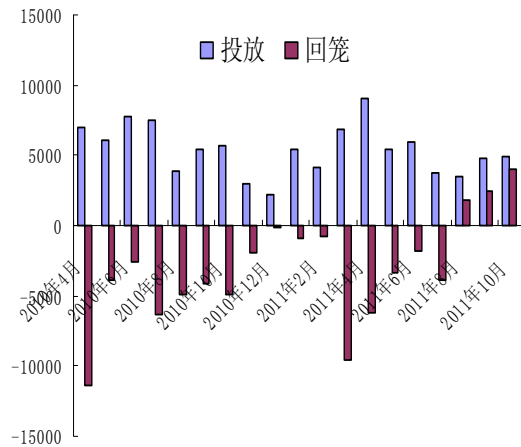
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间同业拆借、回购加权平均利率



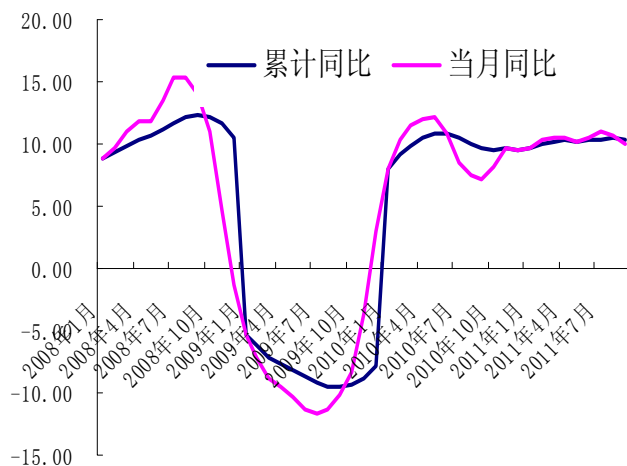
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



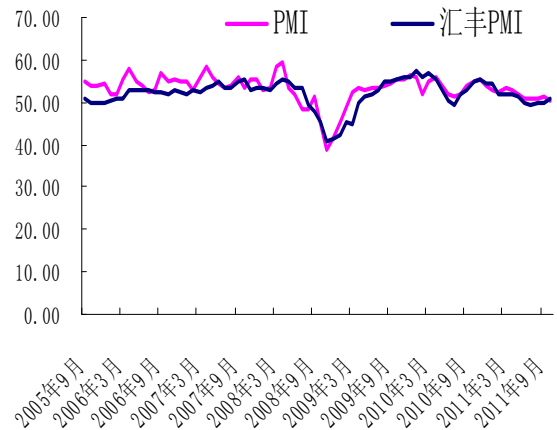
数据来源：wind、上海证券研究所

图 11 全部原材料价格变动（购进价格指数，同比：%）



数据来源：wind、上海证券研究所

图 12 官方及汇丰 PMI



数据来源：wind、上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定义                |
|------|---------------------|-------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定义                     |
|------|-------------------|------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权，本公司具备证券投资咨询业务资格。