

中游去库存压力较大

——12 月产业数据分析

核心要点:

- 目前,下游设备制造业的生产表现较为稳定,库存也在慢慢消化,同时成本压力也在减轻。但中游在产成品库存积压和原材料库存跌价的双重影响下,将要开始痛苦的去库存过程。
- 生产方面,下游需求有待复苏,中游生产积极性受库存制约。12 月,规模以上工业增加值同比增长 12.8%,增速较上月的 12.4% 略有回升。从行业上看设备制造业在库存得到消化后,生产有一定回暖,但需求的复苏尚需进一步确认。此外,1 月份中采 PMI 的原材料库存指数也显示近三个月来企业生产积极性有所反弹,同时产成品库存 1 月份终于开始得到消化,这将有利于企业生产积极性的持续,但库存的消化能否持续也还需进一步观察确认。
- 价格方面,上游采掘品滞跌,中游行业的成本转嫁能力急剧下降。12 月工业品出厂价环比下降 0.3%,相对上月 0.7% 的降幅有所放缓,同比增速跌至 1.7%。其中,上游采掘工业品出现滞跌,原材料工业品价格跌幅居首。从成本转嫁能力指标上来看,部分中游行业的成本转嫁能力急剧下降。
- 受美国 QE3 预期渐浓、新兴市场国家为防止经济增长放缓而再度实施宽松货币政策的影响,春节期间,海外大宗商品价格纷纷反弹。其中,澳大利亚 BJ 煤炭现货价格指数反弹至 360, OPEC 一揽子原油价格再次攀升至 100 美元/桶左右震荡。由于世界多数国家的经济仍处于复苏过程当中,除非欧洲债务危机向银行危机转化,否则中长期国际油价大幅走低的概率不大,国际大宗商品的价格也会在一个相对较高的区间震荡,这意味着今年企业的生产成本难以大幅下降。

首席经济学家



潘向东

☎: (8610) 8357 4197



✉: panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511120003

特此鸣谢

童英 (8610) 83571303

(tongying_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

中游去库存压力较大

——12月产业数据分析

目前，下游设备制造业的生产表现较为稳定，库存也在慢慢消化，同时成本压力也在减轻。但中游在产成品库存积压和原材料库存跌价的双重影响下，将要开始痛苦的去库存过程。

生产方面，下游需求有待复苏，中游生产积极性受库存制约。12月，规模以上工业增加值同比增长12.8%，增速较上月的12.4%略有回升。从行业上看设备制造业在库存得到消化后，生产有一定回暖，但需求的复苏尚需进一步确认。此外，1月份中采PMI的原材料库存指数也显示近三个月来企业生产积极性有所反弹，同时产成品库存1月份终于开始得到消化，这将有利于企业生产积极性的持续，但库存的消化能否持续也还需进一步观察确认。

价格方面，12月工业品出厂价环比下降0.3%，相对上月0.7%的降幅有所放缓，同比增速跌至1.7%。其中，上游采掘工业品出现滞跌，原材料工业品价格跌幅居首。从成本转嫁能力指标上来看，部分中游行业的成本转嫁能力急剧下降。

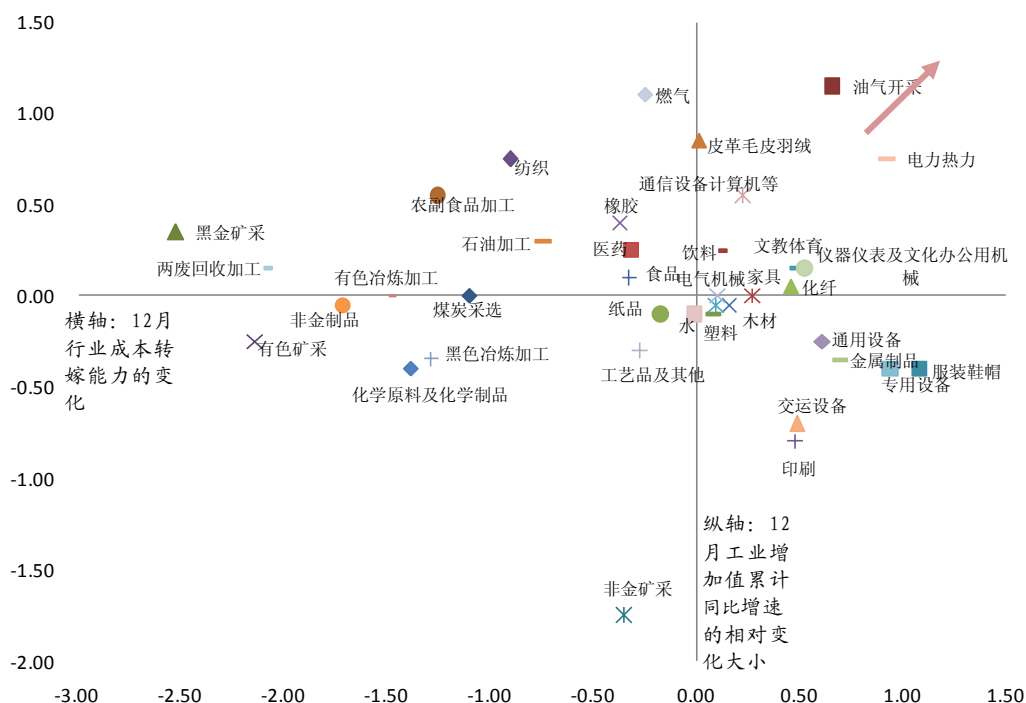
受美国QE3预期渐浓、新兴市场国家为防止经济增长放缓而再度实施宽松货币政策的影响，春节期间，海外大宗商品价格纷纷反弹。其中，澳大利亚BJ煤炭现货价格指数反弹至360，OPEC一揽子原油价格再次攀升至100美元/桶左右震荡。由于世界多数国家的经济仍处于复苏过程当中，除非欧洲债务危机向银行危机转化，否则中长期国际油价大幅走低的概率不大，国际大宗商品的价格也会在一个相对较高的区间震荡，这意味着今年企业的生产成本难以大幅下降。

● 12月价量变化坐标图

以行业成本转嫁能力的变化和工业增加值累计增速的相对变化大小作为衡量行业价量表现的两个维度，可以将各行业定位于以这两个变量为横纵坐标的平面四象限中。如此一来，纵轴左边的行业12月的成本转嫁能力有所减弱，从而利润空间缩小；一、四象限的行业12月成本转嫁能力有所增强，从而利润空间好转。可以发现，当前PPI回落的受益行业多是下游制造业，上游行业除油气开采外，非金属采掘、金属采掘、油气开采、煤炭采掘的利润空间均在下降，其中黑金属矿采选的传导能力指标已由正变负，反映出行业的需求已持续低迷，成本已无法完全转嫁。同时，受下游需求持续不畅、行业产成品库存高企，同时上游价格下调导致的原材料库存跌价的影响，很多中游行业降价促销，导致利润空间急剧收缩，比如说化纤制造业、化学原料及化学制品、农副食品加工、有色金属黑色金属冶炼及压延、非金属制品、橡胶制品、纺织业、两废的回收加工、石油加工炼焦以及核燃料。此外，横轴上下分别是按工业增加值累计增速的相对变化快慢来划分的。这意味着位于第I象限的行业生产相对稳定，同时成本传导能力增强，但目前略微显著的只有石油和天然气开采和电力热力的生产和供应两个行业，此外皮革毛皮羽绒制品和通信设备计算机及其他电子设备的成本传导能力并无显著变化，但12月的工业增加值增速有明显

加快，而其他行业，之前在 I 象限的通用、交运设备、电气机械及器材、仪器仪表及文化办公机械均有所下移，生产有所放缓。而食品、纸制品以及橡胶和塑料制造却有所左移，成本传导能力有所退步。第 II 象限的行业生产和价格暂时出现背离——虽然成本转嫁能力在恶化，但生产相对积极——属于不稳定行业，未来可能出现库存问题，主要是一些中游行业，终将向第三或者第一象限靠拢。第 III 象限行业的成本转嫁能力变弱，同时生产也减缓，行业需求低迷，同时生产也充分调整，未来价格有企稳可能，主要是中上游行业；第 IV 象限行业的生产已相对稳定，与此同时受惠于成本压力的减轻，成本转嫁能力增强，利润空间相对扩大，这些行业只要未来需求不出现大幅下滑，盈利能力也会相对稳定，而如果出现需求好转，则利润增速将会较为可观，主要是一些下游行业。

图 1：各行业价量变化的象限图(横坐标数据来自表 2 的最后一列，纵坐标数据来自表 1 的倒数第二列)

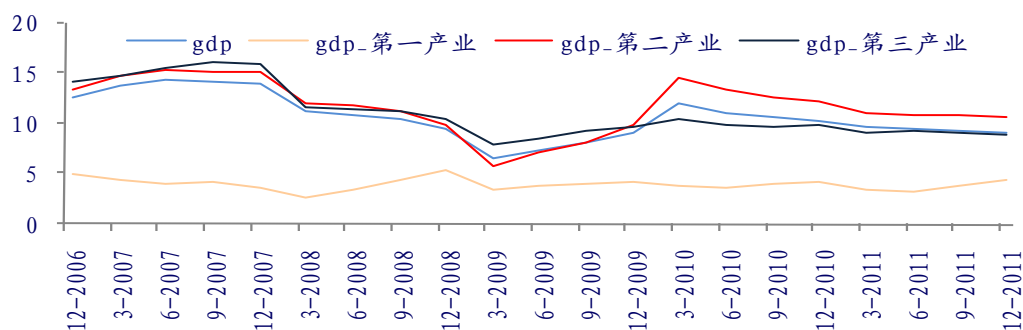


数据来源：CEIC，国家统计局，中国银河证券研究部

● 生产：下游需求有待复苏，中游生产积极性受库存制约

12月，规模以上工业增加值同比增长12.8%，增速较上月的12.4%略有企稳。全年规模以上工业增加值增长13.9%，较去年15.7%的增速降幅明显，其中，轻重工业分别增长13%和14.3%，较去年的13.6%和16.5%均有不同程度的回落。全年GDP增速9.2%，相对2010年10.4%的增速也显著回调。分产业看，除第一产业增速从去年的4.3%提高至4.5%以外；二、三产业增速均有不同程度的回落，分别从去年的12.25%和9.75%下降至10.59%和8.89%。

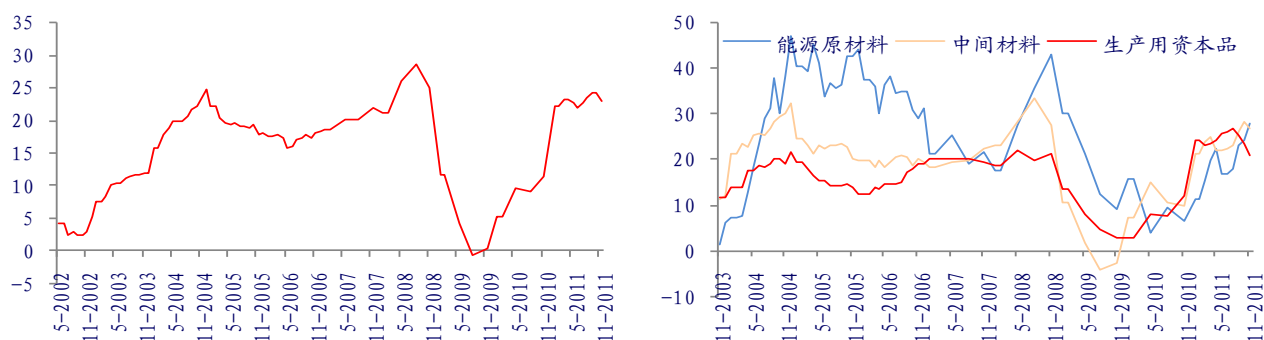
图 2: 工业增加值同比增速 (%)



数据来源: CEIC, 中国银河证券研究部

在经济增速放慢的同时, 库存增速却并未同步放缓, 高库存将继续制约经济增速, 预计未来一季度经济仍需在去库存、去产能的过程中向下寻找支撑。

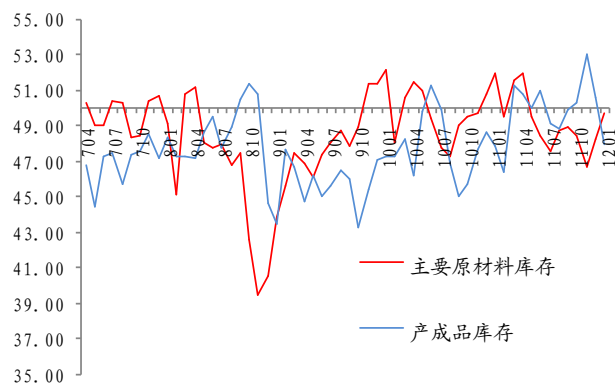
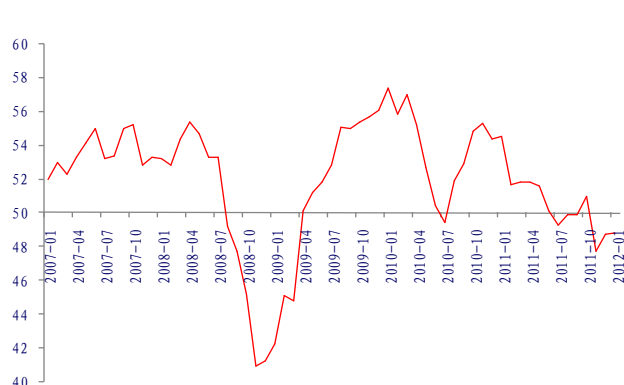
图 3: 库存同比增速还在高位



数据来源: CEIC, 中国银河证券研究部

1 月份中国汇丰 PMI 终止为 48.8, 为近三个月最高, 但仍低于荣枯分界线 50。而中采 PMI 的原材料库存指数显示近三个月来企业生产积极性有所反弹, 同时产成品库存 1 月份终于开始得到消化, 这将有利于企业生产积极性的持续, 但库存的消化能否持续也还需进一步观察确认。对比 PMI 与原材料库存指数可以发现, PMI 的转折点往往都需要伴随着原材料库存趋势性地反转, 反应企业的生产积极性已发生根本性变化。

图 4: 1 月汇丰 PMI 初值有所反弹, 但仍低于 50 (左图); 1 月中采 PMI 显示原材料库存指数持续反弹, 且产成品库存已开始减少 (右图)



数据来源: Wind, 中国物流与采购协会, 中国银河证券研究部

虽然 12 月份工业增加值同比增长 12.8%，比 11 月份的 12.4% 增加 0.4%，但从行业上看还观察不到终端需求复苏的迹象。

前期生产略有加速的通、专用设备制造有再度放缓的迹象，与此同时，下游除通信设备、计算机及其他电子设备制造业外，仪器仪表及文化、办公用机械制造和电气机械及器材的增速加快的幅度并不明显，同时，中游生产继续调整，其中，黑色金属冶炼及压延、化学原料及化学制品制造业以及印刷业和记录媒介的复制的生产明显减速，而黑金采选、橡胶、农副食品制造、纺织业、电力热力的生产却出现加速。

今年以来，工业增加值的累计同比增速不断下滑，全年增速较去年减少 1.8 个百分点。受国内宏观调控以及海外经济复苏放缓的影响，今年以来增速放缓的前十名依次是（程度递减）：废弃资源和废旧材料回收加工业、交通运输设备制造业（从 2010 年的 22.4% 降至 2011 年的 12%）、橡胶制品业、燃气生产和供应业、家具制造业（从 2010 年的 19.7% 降至 2011 年的 15.2%）、通用设备制造业、塑料制品业、电气机械及器材制造业以及皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业

受今年上半年高企的物价指数和国际大宗原材料价格影响，工业增加值增速较快的行业主要是少量的上游采掘和大部分消费品行业，像有色金属矿采选、石油和天然气开采业、其他采矿业、烟草制品、饮料制造业、医药制造业、食品制造业、纺织服装、鞋帽制造业、水的生产和供应业、工艺品及其他制造业。其中，石油和天然气开采业、饮料制造业、医药制造业、食品制造业 12 月的工业增加值增速仍然小幅微升。而其他大部分设备制造业和上游制造业在 2011 年的工业增加值增速均有所放缓。

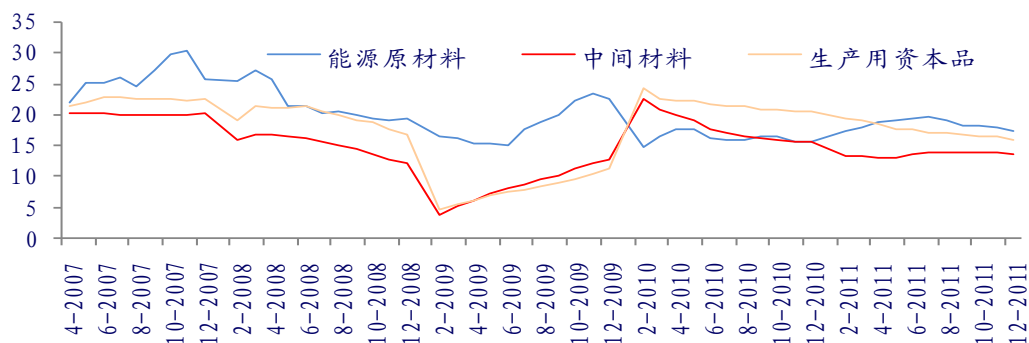
表 1: 工业增加值累计同比增速（按差距的变化情况排序）

	Oct.11	与 07-10 年 前 10 个月增 速中值的差	Nov.11	与 07-10 年 前 11 个月增 速中值的差	Dec.11	与 07-10 年年增速 中值的差	差距的 变化情 况	11 年前 11 个月与 10 年 全年增速之 差
石油和天然气开采业	4.9	-0.25	4.8	-0.4	5.1	0.75	1.15	5.3
燃气生产和供应业	13.5	-6.3	13.2	-7.35	13.1	-6.25	1.10	-4.8
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	13.4	-1.65	13	-2.2	13.1	-1.35	0.85	-3.4
纺织业	7.7	-3.8	7.8	-3.5	8.3	-2.75	0.75	-3.3

电力、热力的生产和供应业	10.2	-0.95	9.9	-0.45	10.1	0.3	0.75	-0.9
农副食品加工业	13.5	-2.45	13.9	-1.9	14.1	-1.35	0.55	-0.9
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	16	0.1	16	0.9	15.9	1.45	0.55	-1
橡胶制品业	11.5	-3.75	11.5	-3	11.6	-2.6	0.40	-5
全部	14.2	-1.15	-1	-0.75	14.1	-0.4	0.35	-1.8
黑色金属矿采选业	19.7	-4.95	20.2	-3.95	20	-3.6	0.35	-0.6
石油加工、炼焦及核燃料加工业	9.1	-0.05	8.1	-0.1	7.6	0.2	0.30	-2
医药制造业	17.7	1.4	17.8	1.5	17.9	1.75	0.25	2.7
饮料制造业	18.7	3.25	18.8	3.3	18.9	3.55	0.25	4.3
文教体育用品制造业	11.1	-3.4	11.4	-3.3	12.2	-3.15	0.15	-1.3
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	17	-0.65	16.5	0.05	16.3	0.2	0.15	-3.3
废弃资源和废旧材料回收加工业	15.9	-12.15	16.5	-11.65	16.6	-11.5	0.15	-10.5
食品制造业	16.8	0.55	17.1	1.2	17.1	1.3	0.10	1.9
化学纤维制造业	10.9	0.45	10.9	0.3	11	0.35	0.05	-0.1
电气机械及器材制造业	14.8	-4	14.7	-3.9	14.5	-3.9	0.00	-4.2
煤炭开采和洗选业	17.2	-0.65	16.6	-1.05	16.6	-1.05	0.00	-0.6
有色金属冶炼及压延加工业	13.5	-0.5	13.7	0.6	13.6	0.6	0.00	0.4
家具制造业	15.5	-1.2	15.3	-1.4	15.2	-1.4	0.00	-4.5
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	22	-0.7	21.7	-0.9	21	-0.95	-0.05	-1.4
塑料制品业	13.9	-2.3	14.1	-1.95	14.1	-2	-0.05	-4.3
非金属矿物制品业	18.7	-0.4	18.7	-0.15	18.4	-0.2	-0.05	-1.9
烟草制品业	13.1	0.9	13.2	0.45	12.6	0.35	-0.10	0.7
造纸及纸制品业	15.4	-0.1	15	0.2	14.4	0.1	-0.10	-1.8
水的生产和供应业	7.7	2.5	7.4	2.05	7.3	1.95	-0.10	1.7
通用设备制造业	18.2	-2.1	18.1	-1.65	17.4	-1.9	-0.25	-4.3
有色金属矿采选业	15.9	0.25	15.4	-1.3	15.5	-1.55	-0.25	4.3
工艺品及其他制造业	18.5	6.3	18.8	6.2	18.5	5.9	-0.30	1.3
金属制品业	18.8	1.3	18.4	1.15	17.8	0.8	-0.35	-1.2
黑色金属冶炼及压延加工业	9.8	-1.95	9.9	-0.7	9.7	-1.05	-0.35	-1.9
专用设备制造业	20.9	-0.1	20.6	-0.35	19.8	-0.75	-0.40	-0.8
纺织服装、鞋、帽制造业	15.9	2.95	15.9	2.25	15.6	1.85	-0.40	0.6
化学原料及化学制品制造业	14.4	0.25	14.8	0.05	14.7	-0.35	-0.40	-0.8
交通运输设备制造业	12.1	-8.75	12.1	-7.7	12	-8.4	-0.70	-10.4
印刷业和记录媒介的复制	14.8	2.2	14.4	1.05	13.9	0.25	-0.80	-1
非金属矿采选业	24	1.4	24.2	1.8	23.6	0.05	-1.75	-1.2
其他采矿业	27	-8.6	25	-12.3	22.8	-14.3	-2.00	2.1

数据来源: CEIC, 中国银河证券研究部

图 5: 规模以上工业上中下游增加值累计同比

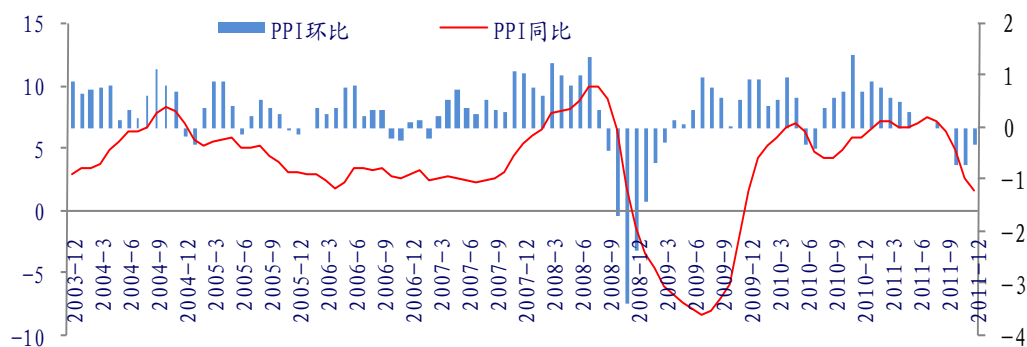


数据来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究部

● 成本：上游采掘品滞跌，原材料工业品降价去库存

12 月上游采掘工业品出现滞跌，原材料工业品价格跌幅居首。12 月工业品出厂价环比下降 0.3%，降速有所放缓，同比增速跌至 1.7%。从细项来看，上游采掘工业品出现滞跌，而原材料工业品价格跌幅较大。具体而言，生产资料工业品出厂价格同比上涨 1.4%，较上月降低 1.2 个百分点；生产资料中，采掘工业品出厂价同比上涨 9.4%，较上月下降 1.2%；原材料工业品和加工业产品出厂价的同比增速分别从上月的 4.1% 和 1.1% 降至 1.1% 和 0%，与 11 月不同，12 月出厂价降幅居前的是相对中游的原材料工业品，而上游采掘工业品或受国际大宗商品价格回暖的影响而出现滞跌。

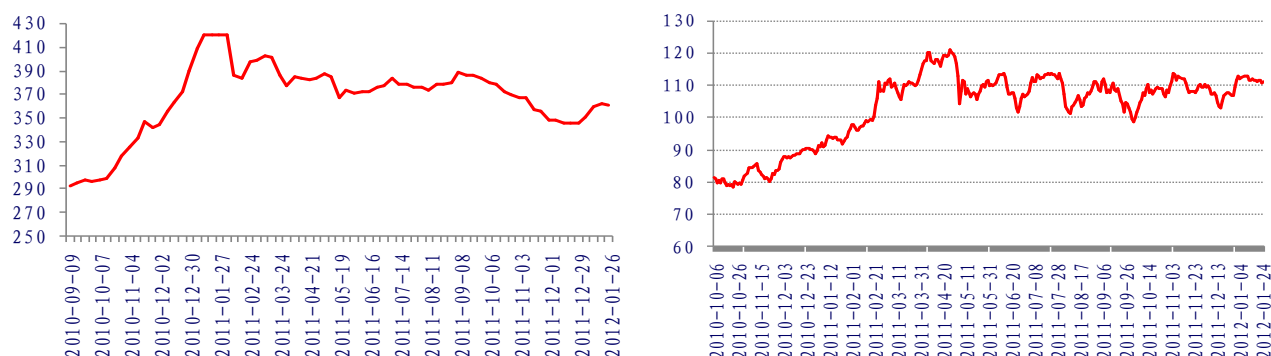
图 6: PPI 同比环比增速(%)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

受美元 QE3 预期渐浓、新兴市场国家为防止经济衰退而再度放松货币政策的影响，春节期间，海外大宗商品价格纷纷反弹。其中，澳大利亚 BJ 煤炭现货价格指数反弹至 360，OPEC 一揽子原油价格再次攀升至 100 美元/桶左右震荡。虽然通胀的制约使得大宗商品难以出现 2010 年似的暴涨，但由于世界多数国家尚处于复苏道路上，除非欧洲发生黑天鹅事件，政府债务危机向银行危机转化，否则中长期国际油价大幅走低的概率不大，国际大宗商品的价格也会在一个相对较高水平的区间震荡，而这意味着未来企业的生产成本并不会出现大幅下降。

图 7: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格指数 (左) 与 OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶) (右)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

12 月, 随着整体物价水平的下降, 越来越多之前成本转移困难 ($CTC < 0$) 的下游行业的成本压力逐步缓解, 像 11、12 月 CTC 开始转正的专业设备制造业、电力热力的生产与供应行业、纺织服装、塑料制品、以及印刷和记录媒介复制业。这意味着当前需求下, 成本的压力已可完全传导给这些行业的下游, 也说明这些行业目前的需求较好。此外, 指标显示成本转嫁能力较强的还有金属制品业、通用设备制造业、文教体育用品制造业、家具制造业和木材加工及木、竹、藤、棕、草制品、饮料制造以及上游的石油和天然气开采。此外, 还有下游的仪器仪表及文化办公机械、交运设备、通信设备、计算机及其他电子设备、电气机械及器材和中游的化学纤维制造业, 虽然它们尚不能完全将成本转嫁出去, 但压力已在持续缓解。

成本转嫁能力变弱的行业集中在中上游, 大多都是之前能够完全转嫁成本 ($CTC > 0$) 的行业。其中, 成本转嫁能力下降最严重的行业主要是中游行业, 包括石油和炼焦、有色及黑色金属冶炼及延压、化学工业、非金属矿物制品、纺织品、燃气的生产和供应、造纸和纸制品业以及黑色金属矿采选业, 这些行业的 CTC 已从之前的正值转变成了负值, 并且还未企稳, 意味着行业的需求收缩严重, 产品出厂价在大幅下降。虽然上游原材料现货价格在大幅下降, 但之前高成本的原料库存以及大量积压的产成品库存使得这些中游行业不顾成本, 但凡有需求便不顾成本但求出货, 故造成成本转嫁能力的丧失。与前几个月不同的是, 12 月 CTC 为正, 但却保持减少的不再主要是上游的非金属矿、煤炭开采洗选、有色金属矿采选业以及其他矿采选业, 中游的橡胶制品业和农副产品加工, 还出现了下游的水的生产和供应业、工艺品及其他制造业、医药和食品制造业。

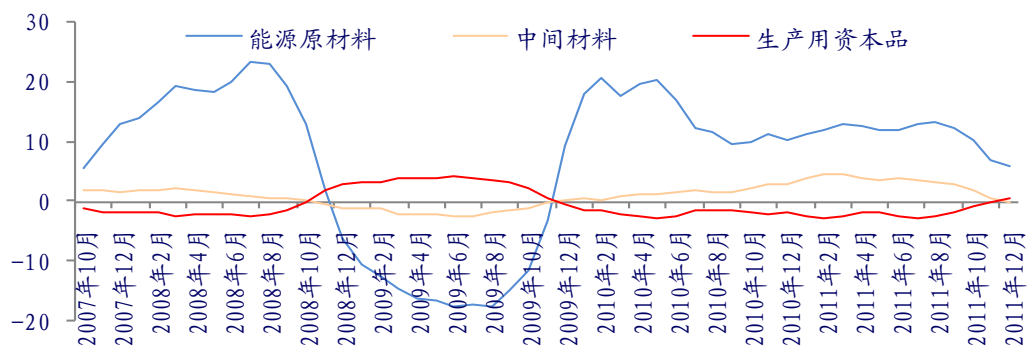
表 2: 行业 PPI 与成本传导能力指标 CTC (按 12 月 CTC 环比变化情况排序, 红色标行业的 $CTC > 0$, 成本传导顺畅)

	PPI			CTC (价格的相对变化)			12 月 CTC 环比变化
	2011-10	2011-11	2011-12	2011-10	2011-11	2011-12	
纺织服装、鞋、帽制造业	3.75	3.11	3.27	-0.13	2.23	3.31	1.08
专用设备制造	1.64	1.27	1.42	-1.06	-0.01	0.93	0.94
电力、热力的生产和供应业	2.11	1.80	2.84	-0.86	-0.50	0.42	0.92
金属制品业	4.08	2.94	2.39	0.24	1.27	1.97	0.69
石油和天然气开采业	25.48	17.87	18.32	23.54	16.73	17.38	0.65
通用设备	3.02	2.54	2.25	0.08	1.05	1.65	0.61

仪器仪表及文化办公机械	-0.18	-0.45	-0.41	-1.03	-0.58	-0.06	0.52
交运设备	0.47	0.29	0.23	-1.48	-0.73	-0.25	0.49
印刷业和记录媒介的复制业	2.06	1.54	1.39	-0.19	0.27	0.75	0.48
化学纤维制造业	8.03	-4.34	-4.70	0.39	-6.65	-6.20	0.46
文教体育用品制造业	3.75	3.27	2.98	0.46	1.85	2.30	0.45
家具制造业	3.17	2.98	2.77	0.25	1.13	1.40	0.27
通信设备、计算机及其他电子设备	-2.76	-2.65	-2.79	-2.31	-1.78	-1.56	0.22
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	4.05	3.50	3.34	1.50	1.82	1.98	0.16
饮料制造	4.88	4.67	4.38	2.41	2.93	3.04	0.11
电气机械及器材	1.46	0.26	-0.93	-1.55	-1.08	-0.98	0.10
塑料制品业	4.44	3.11	1.95	-0.58	0.87	0.97	0.09
烟草制品业	0.14	0.21	0.18	-0.36	-0.10	-0.02	0.08
皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	5.56	4.92	4.27	1.37	2.13	2.15	0.01
水的生产和供应业	2.75	2.14	2.19	1.42	1.25	1.24	-0.01
造纸及纸制品业	2.67	1.68	0.71	-0.42	-0.03	-0.20	-0.18
燃气生产和供应业	5.10	1.76	1.61	-9.09	-8.19	-8.44	-0.25
工艺品及其他制造业	4.89	4.37	3.28	1.78	2.87	2.59	-0.28
医药制造业	2.71	1.80	1.05	0.81	0.73	0.41	-0.32
食品制造	6.88	6.21	5.39	3.57	3.91	3.58	-0.33
非金属矿及其他矿采选业	9.51	8.58	7.86	6.39	6.54	6.19	-0.35
橡胶制品业	10.10	8.92	7.51	5.25	6.55	6.18	-0.37
石油和炼焦	15.65	10.43	9.80	-0.56	-0.94	-1.69	-0.75
纺织业	6.05	0.81	-0.85	2.39	0.44	-0.46	-0.90
煤炭开采和洗选业	10.36	8.96	7.53	8.07	7.35	6.24	-1.10
农副产品加工	10.23	6.53	4.99	8.29	5.26	4.00	-1.26
黑色金属冶炼及延压	6.15	1.21	-1.60	0.76	-0.73	-2.01	-1.29
化学工业	8.58	2.91	0.59	2.21	-0.56	-1.94	-1.39
有色金属冶炼及延压	6.19	2.88	-0.30	0.66	-0.36	-1.86	-1.49
非金属矿物制品	5.95	2.99	0.46	1.77	0.32	-1.40	-1.72
废品废料	8.61	5.46	2.98	7.25	4.63	2.54	-2.10
有色金属矿采选业	12.07	8.40	5.85	8.52	6.09	3.95	-2.15
黑色金属矿采选业	9.57	0.44	-2.47	5.96	-1.27	-3.79	-2.53

数据来源：CEIC，国家统计局，中国银河证券研究部

图 8：上中下游的利润空间衡量指标 CTC（%）



数据来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究部

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。

童英，宏观经济助理分析师，北京大学光华管理学院应用经济系博士，2011 年 3 月加入中国银河证券研究部，主要负责宏观产业方面的研究。此前就职于光大证券研究所。

作者承诺

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。

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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

