

日期: 2011 年 07 月 25 日



屠骏

021-53519888*1911

Tujun69@yeah.net

执业证书编号: S0870511070001

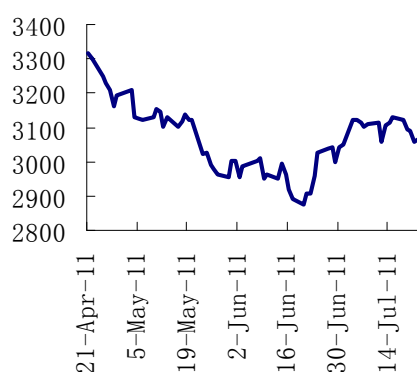
报告编号

TUJUNZTYJ-01

相关报告

报告首发日期: 2011 年 07 月 25 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现



中国出口制造业路在何方?

主要观点:

- 21 世纪最重要的管理将是对知识员工的管理。这也是中国出口制造业旗舰华为“狼性”文化的体现。但大多中国企业只学会了如何组织工人,而没有学会如何组织工程师,因此只能在制造业最荒凉的地带谋生。目前融资困难、成本上升以及外需不足被认为是出口制造中小企业经营陷入困境的三大“杀手”,但我们认为知识及技术含量低导致被国际产业链长期压制在低附加值端才是根本原因。高学历新产品研发人才引入中小企业的迫切性已经是时不我待。
- 当经济发展到成本优势蜕变的阶段,按照经济学规律,缺乏竞争力的中小企业就应该退出市场。中小企业生存面临的是长期性挑战,出口制造中小企业从“倒闭潮”走向“大洗牌”将是必然过程。
- 目前中国出口制造业面临的主要问题在企业自身,次要问题才是政策体制。并且集中在三个焦点上:国家政策扶持没有到位、知识及技术含量低背后的根本问题以及经济波动中小企业已经缺乏再生能力。
- 我们对中国出口制造业转型与升级的政策建议:
在人才政策上突出发挥中小企业的优势吸引力;金融政策上进一步完善金融支持体系;产业政策上贯彻“新非公三十六条”,致力人才储备与产业升级,充分借鉴日本、德国、韩国制造业成功转型的经验。
- 制造业转型战略性突破方向:指向“微笑曲线”(Smiling Curve)的两端。中国制造业转型突破的战略性方向应该是:强化人力资本储备提升技术含量+发展服务性生产业促进结构升级→逐步脱离全球制造产业链中低附加值的制造加工环节,向研发和销售高附加值的两端突围!
- 制造业转型战术性选择:加大高端装备制造业技术创新力度;大力发展制造业配套生产性服务;加强企业科技含量的政策引导。

目录

一、中国出口制造业现状及转型的挑战	1
中国出口制造业现状	1
中国出口制造业目前面临的突出问题、困难与挑战	3
二、韩国、日本、德国制造业升级的历史借鉴	8
韩国的经验——“生产性服务业”促进制造业结构升级	8
日本的经验——政策促转型升级、引进技术创新开发	8
德国的经验——竞争优势非价格因素，而在于解决问题的专有技术、产品性能可靠性、供货可靠性及售后服务	9
三、关于中国出口制造业转型与升级的政策建议	11
人才政策建议：突出发挥中小企业特有的人才吸引优势	11
金融政策建议：进一步完善金融支持体系	11
产业政策建议：贯彻“新非公三十六条”，致力人才储备与产业升级	12
制造业转型的突破方向：指向“微笑曲线”的两端	12

表目录

表 1：2011.06 出口企业性质总值	2
表 2：历年来出口退税政策调整一览	4

图目录

图 1：1978 年以来中国对外出口商品情况	1
图 2：2010 年中国出口前 20 强企业	1
图 3：2011.06 出口重点商品量值	2
图 4：2001-2010 年中国出口产品的结构变化趋势	3
图 5：近一年来中国资本市场对行业提供的融资支持	6
图 6：中小企业集中地区近一年来在资本市场的融资额	6
图 7：制造业在中国资本市场中的地位	6
图 8：德国出口分类情况（2001-2009 年）	9
图 9：德国制造业产能利用率变化情况	9
图 10：日本与韩国出口分类情况（2001-2009 年）	10
图 11：德、日、韩商品出口情况（2001-2010 年）	10
图 12：微笑曲线理论在中国制造业转型中的实践	13

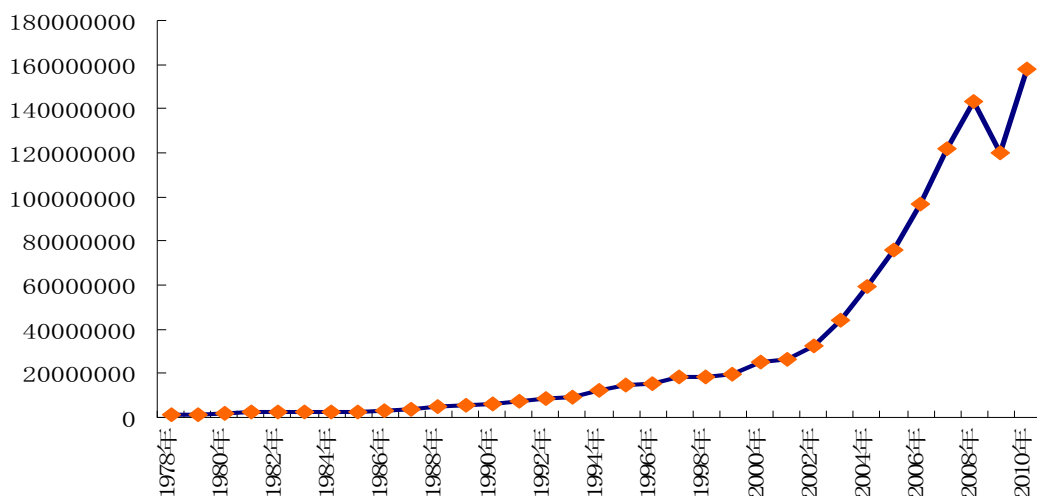
一、中国出口制造业现状及转型的挑战

■ 中国出口制造业现状

1) 不同类型企业出口总值比较

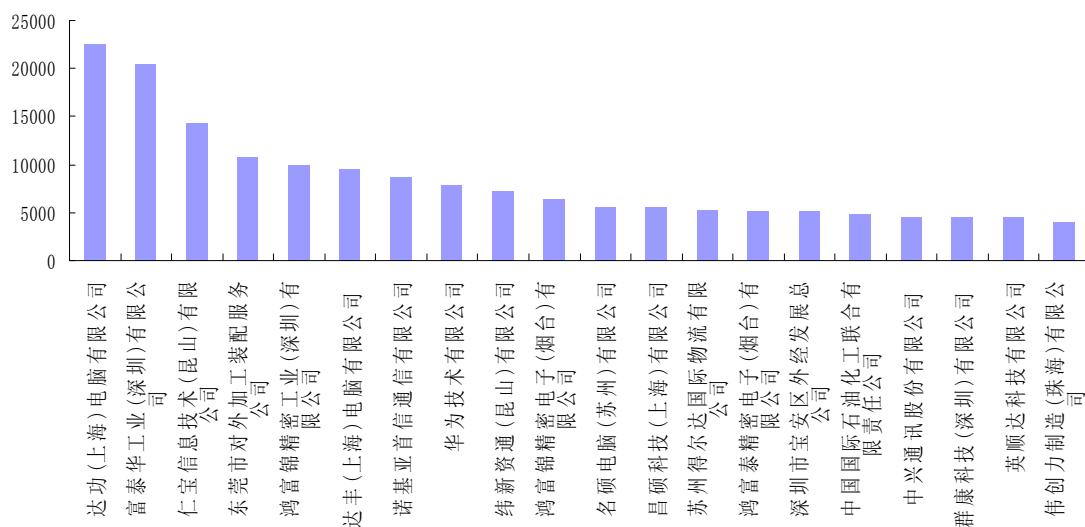
中国海关总署最新统计数据显示：2011 年 1-6 月份国有企业、外商投资企业以及其他企业（中小企业）累计出口金额分别为 1,271.3、4,633.4、2,838.3 亿美元。同比分别增长 17.1%、20.3%、34.4%。

图 1：1978 年以来中国对外出口商品情况 （单位：万美元）



数据来源：上海社科院世界经济研究所提供

图 2：2010 年中国出口前 20 强企业



数据来源：海关总署网站

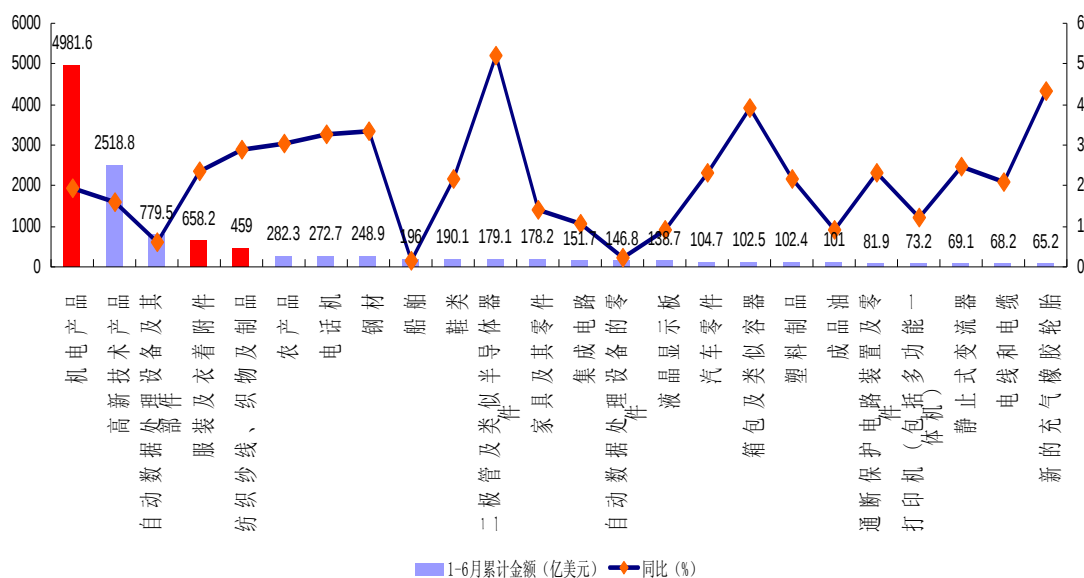
表 1: 2011.06 出口企业性质总值 (单位: 亿美元、%)

出口	当月		1 至当月累计	
	金额	同比	金额	同比
总值	1619.8	17.9	8743.0	24.0
国有企业	234.7	11.2	1,271.3	17.1
外商投资企业	841.3	14.4	4,633.4	20.3
其他企业 (中小企业)	543.8	27.3	2,838.3	34.4

数据来源: 海关总署网站

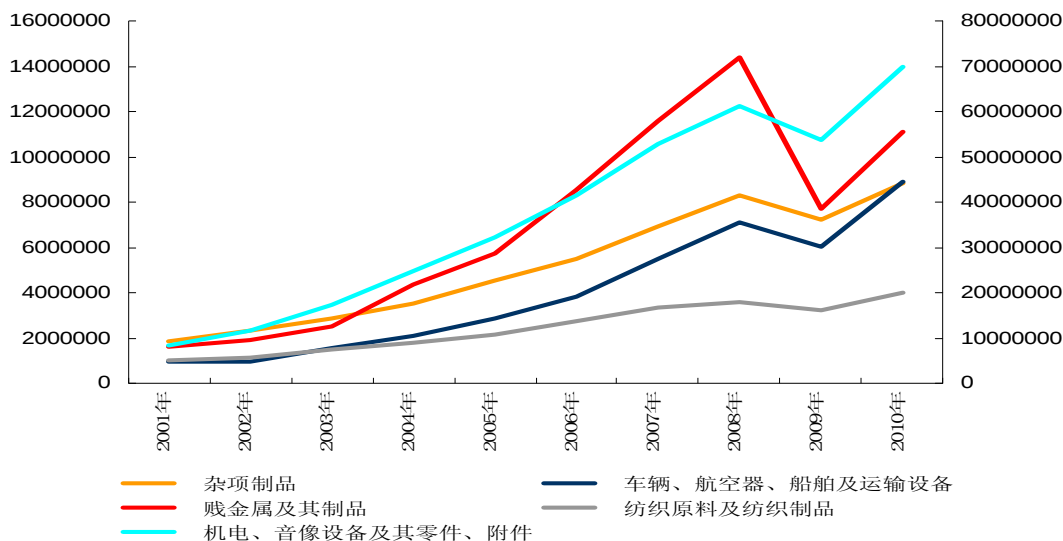
2) 低附加值与高附加值产品的分布

图 3: 2011.06 出口重点商品量值 (红色标志为主要的低附加值出口产品)



数据来源: 海关总署网站

图 4：2001-2010 年中国出口产品的结构变化趋势 （单位：万美元）



数据来源：上海社科院世界经济研究所提供

3) 自主品牌建设

近年来，在各级商务主管部门的推动下，经过参与国际竞争的实践，出口企业的品牌意识明显增强，品牌商品出口份额逐步增加，但总体来看，我国制造业出口品牌建设的现状仍表现为：

首先，自主出口品牌严重匮乏。从出口结构分析，大部分使用贴牌方式生产。目前我国拥有自主品牌的进出口企业不到 20%，自主品牌出口不足 10%。其次，自主出口品牌与发达国家存在明显差距。国际市场上，我国名牌所占比例不到 3%，但市场占有率却高达 40%，销售额超过 50%。最后，自主出口品牌的附加值不高。有无品牌差别不大。这主要集中表现在专利权在国外的电子产品出口加工产业中。

■ 中国出口制造业目前面临的突出问题、困难与挑战

我们认为，目前中国出口制造业面临的问题可以归结为政策体制与企业自身两方面，并且集中在三个焦点上：国家政策扶持没有到位、知识及技术含量低背后的根本问题以及经济波动中小企业缺乏再生能力。

1) 国家政策扶持没有到位

近年来，财政部提高部分商品出口退税率是政策扶持出口制造企业的主要举措。提高出口退税率的政策意图是：支持调整优化出口产品的结构，继续促进机电产品、具有优势特色的产品出口，与此同

时也通过运用税收政策,严格控制诸如高耗能、高污染等产品的出口。但我们认为提高出口退税率的政策扶持仅局限在终端,而忽视了出口制造企业国际竞争力形成的源头与过程。

表2: 历年来出口退税政策调整一览

次数	调整时间	具体内容
第一次	1995 年~1996 年	由原来的对出口产品实行零税率调整为 3%、6% 和 9% 三档。
第二次	1998 年	提高了部分出口产品退税率至 5%、13%、15%、17% 四档。
第三次	2004 年 1 月 1 日起	调整出口退税率为 5%、8%、11%、13% 和 17% 五档
第四次	2005 年	分期分批调低和取消了部分“高耗能、高污染、资源性”产品的出口退税率,同时适当降低了纺织品等容易引起贸易摩擦的出口退税率,提高重大技术装备、IT 产品、生物医药产品的出口退税率。
第五次	2007 年 7 月 1 日起	共涉及 2831 项商品,约占海关税则中全部商品总数的 37%。经过这次调整以后,出口退税率变成 5%、9%、11%、13% 和 17% 五档。
第六次	2008 年 8 月 1 日	部分纺织品、服装的出口退税率由 11% 提高到 13%; 部分竹制品的出口退税率提高到 11%。随后为了刺激出口,又先后 5 次上调了部分商品的出口退税。
第七次	2010 年 6 月 22 日	自 7 月 15 日起,取消部分商品出口退税,涉及钢铁、玻璃、农药、橡胶等四大类 406 个品种。

数据来源: 上海证券研究所整理

我们认为国家政策对出口制造业的扶持没有到位，主要体现在以下三方面：

首先，充分竞争的政策环境尚未形成。

中小企业生存和发展的环境没有得到根本性的改善。破除垄断、消弭国有大企业与民营中小企业发展环境差异的工作仍然任重道远。宏观调控政策没有更多地考虑多种政策造成的叠加效应和中小企业的承受力。

其次，急需强化对中小企业高级人才积累的政策引导。

一方面中小企业低成本劳动力的优势正在丧失；另一方面，促进经济结构调整的政策，比如人民币升值、节能减排任务分解、年淘汰落后产能任务分解等，导致中小企业面临困境。

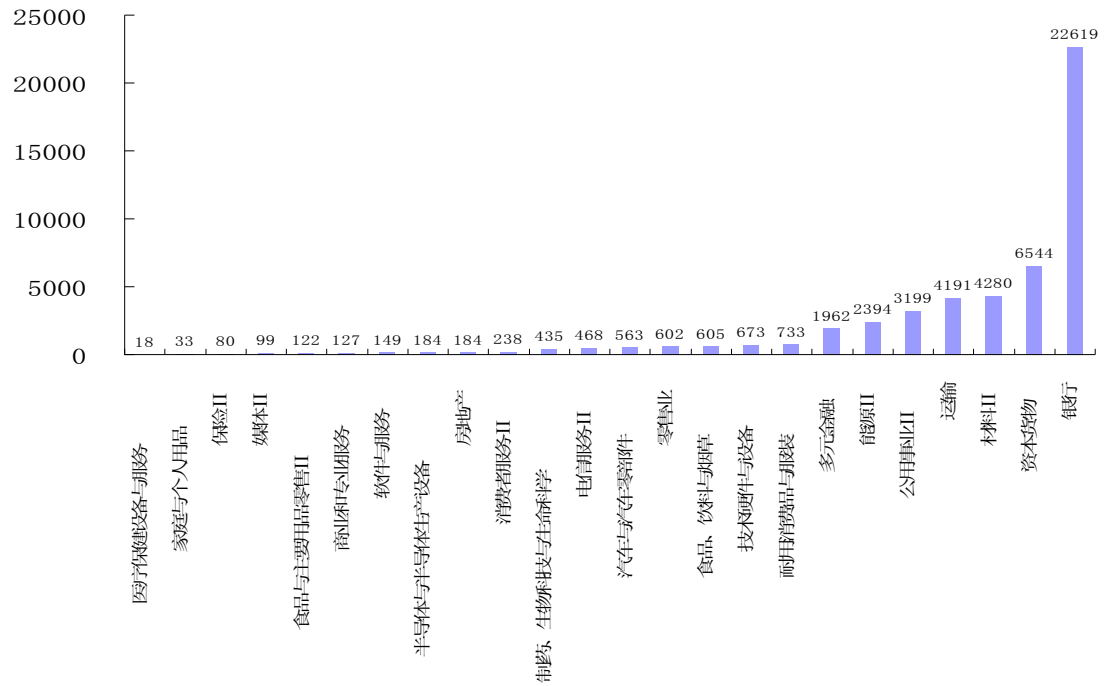
更为重要的是，目前中小企业面临极为不利的人才竞争环境，大量人才流向能力发挥空间有限、缺乏竞争迫切性的国企，甚至形成高级技术人才的浪费。而中小企业难以在短期内与经济结构战略性调整的方向相适应，很重要原因是自身技术条件、创新能力、人力资本等方面的积累不足，后续技术储备、项目储备的匮乏是中小企业始终无法摆脱产品附加值低怪圈的根本原因。高学历新产品研发人才引入中小企业的迫切性已经是时不我待，高级技术人才从国企流向中小企业，需要强化在薪酬制度、人事管理、企业文化和组织结构等诸方面加强外部政策引导。

最后，新产品研发没有得到完善融资体系的支持。

有观点认为，就资金链紧张程度而言，目前中小企业的生存状况甚至比2008年国际金融危机时还要艰难。针对中小企业资金链紧张状况，央行行长周小川认为中小企业资金短缺主要依靠经济结构调整来解决，央行货币政策是针对货币总量的，而不是针对结构性资金短缺。目前，中小企业呼吁融资难其实是一个博弈的过程。中小企业资金短缺只能依靠结构性政策解决，而非央行所能。

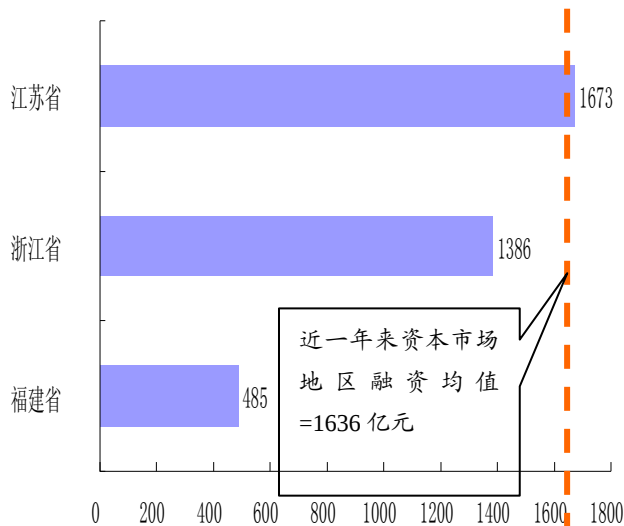
对此，我们认为，需从两个角度来解决出口制造型中小企业的资金链紧张，既需要与之相适应的完善结构性融资体系支持，对中小企业而言则需加强新产品研发项目的技术含量与市场前景来增加对融资方的吸引力。

图 5：近一年来中国资本市场对行业提供的融资支持（单位：亿元）



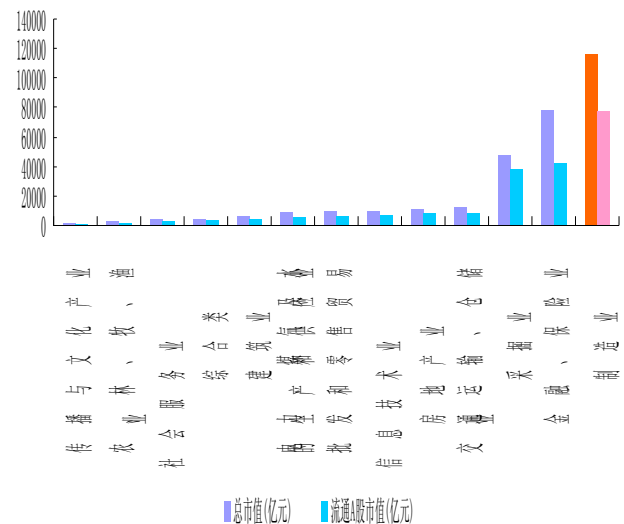
数据来源：WIND

图 6：中小企业集中地区近一年来在资本市场的融资额



数据来源：WIND

图 7：制造业在中国资本市场中的地位（单位：亿元）



2) 知识及技术含量低背后的根本问题

目前融资困难、成本上升以及外需不足被认为是出口制造中小企业经营陷入困境的三大“杀手”，但我们认为劳动密集型、知识及技术含量低导致被国际产业链长期压制在低附加值端才是根本原因。

从政策层面看，技术创新与产品升级的政策扶持与指导性政策力度不足。各地政府部门和行业协会等组织也针对中小企业遇到的困难，提出并实施了切实的政策措施，帮助中小企业减少损失、渡过难关。政策措施主要包括改善金融环境，拓宽融资渠道，加大对中小企业的财税支持力度。但作为增强中小企业长期核心竞争力的促进产业转型升级和结构调整的政策力度明显不足。

从产业层面看：我们认为中国的出口制造业只学会了如何组织工人，而没有学会如何组织工程师，因此只能在制造业最荒凉的地带谋生。中国的出口制造业只有强劲的加工组装端，而研发与销售端极为薄弱。这导致高端装备制造业薄弱，制造企业的规模普遍偏小，不能形成规模效应，产品缺乏国际竞争力。生产性服务业的滞后使制造业缺乏高级要素投入，因而制造业长期处于全球价值链低端，只能为发达国家代工生产，这个国际代工者的定位又制约了生产性服务的发展。

从企业层面看：中小企业对国家经济结构战略性调整的认识不足，导致企业自身的创新动力不足，其难以在短期内与经济结构战略性调整的方向相适应。同质化产品产能过剩以及劳动密集型人才结构是中小企业缺乏长期竞争力的重要原因，外需、融资、成本端地风吹草动就会引起“倒闭潮”。

3) 部分中小企业已经丧失再生能力

首先，2008年的外需骤降与今年的政策紧缩都对出口导向中小企业生存构成挑战。这说明近年以来中小企业生存能力不升反降。

其次，出口导向型企业过度扩张导致产能过剩，企业在追求出口产品数量时忽视研发部门与高级人才储备，缺乏提升产品附加值的核心竞争力。

最后，当经济发展到成本优势蜕变的阶段，按照经济规律，缺乏竞争力的中小企业应该退出市场。中小企业生存压力面临长期性挑战，一轮中小企业的“大洗牌”正在到来。

二、韩国、日本、德国制造业升级的历史借鉴

■ 韩国的经验——“生产性服务业”促进制造业结构升级

- 1) 购买研发来源和进行自主开发的研发服务活动，提高了制造业的技术创新能力。目前，韩国制造业在加工技术、组装技术、设计技术等领域，已经达到世界发达国家水平，这主要源于大量、高效的研发服务活动的推动。
- 2) 设计产业投资不断加大，使得韩国不少产品成为世界著名品牌。韩国第三个设计产业五年计划提出，设计产业产值从 50 亿美元扩大到 160 亿美元。韩国的大企业，都很注重产品在设计方面不断加大投资。新产品开发的技术优势加上成功的外观设计，使得韩国不少产品成为世界著名品牌。
- 3) 金融业的倾斜式支持为产业技术创新提供了稳定的资金来源。韩国是以银行间接融资为主的国家。在制造业结构升级过程中，韩国产业银行、进出口银行和长期信用银行为企业或政府项目提供了长期低息融资。
- 4) 电子商务与电子贸易提高了制造业的竞争力。韩国电子商务的基础设施非常先进，宽带普及率世界上最高，信息化水平，居亚洲首位。2007 年电子贸易占整个贸易的比例提高至 30%。电子商务与电子贸易在制造业中的广泛应用，大大提高了产业的效率与竞争力。

■ 日本的经验——政策促转型升级、引进技术创新开发

- 1) 加快传统制造业低端产品的跨国产业转移。“雁型模式”在东南亚地区逐步推展开来。不仅有效缓解了传统制造业的国内生产困境，而且躲避了日元升值带来的产品国际竞争力下降。
- 2) 对传统重化工业实施严厉的指导性政策，加速传统制造业技术和产品升级的同时，日本政府对新兴制造业创造了良好的政治经济政策环境，有效引导制造业重心的转移。
- 3) 通过结合日本经济的实际情况对引进的科学技术实行国产化方针，然后对引进的技术和产品的分解、研制，创造出具有日本特点的新技术和新产品。通过对引进的新技术进行分析研究，扬长避短，进行创新开发。

我们认为——中国与日本 70 年代制造业转型期比较的优势主要体现在资源价格传导能力和定价优势；而劣势主要体现在：居民收入水平相对较低、农业就业人口数目过于庞大、中国劳动力平均受教育

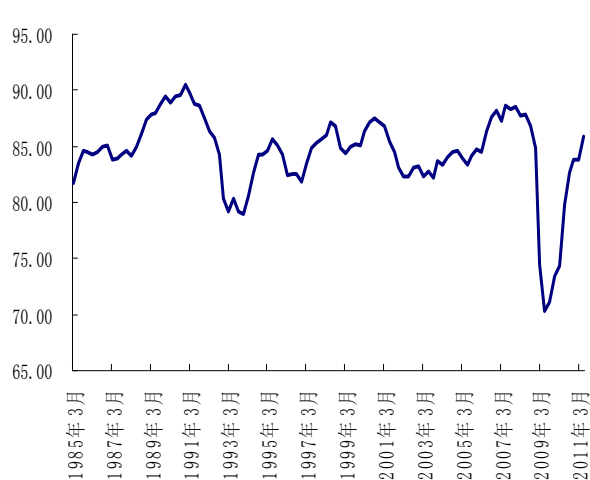
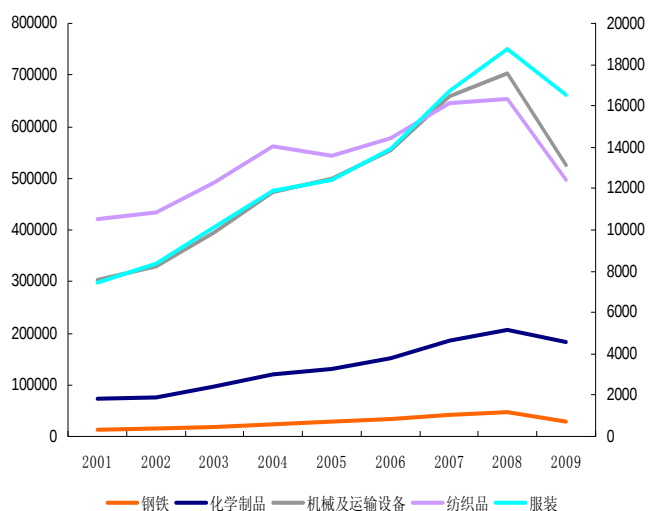
程度低。

■ 德国的经验——竞争优势非价格因素，而在于解决问题的专有技术、产品性能可靠性、供货可靠性及售后服务。

- 1) 把低端产品和高科技产品以及完善的服务打包出售是很多德国公司成功摆脱与中国产品竞争的方法。这就是德国公司能在从可可粉加工机到包装编织机等各种稀奇古怪的机械制造领域称霸全球的原因。德国产品更能迎合客户需求，产品质量更高并且提供终身保修、系统整合和更新服务。
- 2) 重视特种用途机械的研发。一般而言，特种用途机械的生产需要较大的工程投入，但利润要比大批量产品高，所以在过去十几年，德国制造商总能通过提高其利润来弥补周期性衰退的损失。
- 3) 人才储备和创新实力。德国制造业创新实力来源于庞大的工程师队伍和研发投入。据统计，过去的 20 年里，每 10 年该领域工程师人数就增加一倍。此外德国特别着重于培养熟练的技术工人。在企业中，新工人必须经严格培训，合格后才能上岗。

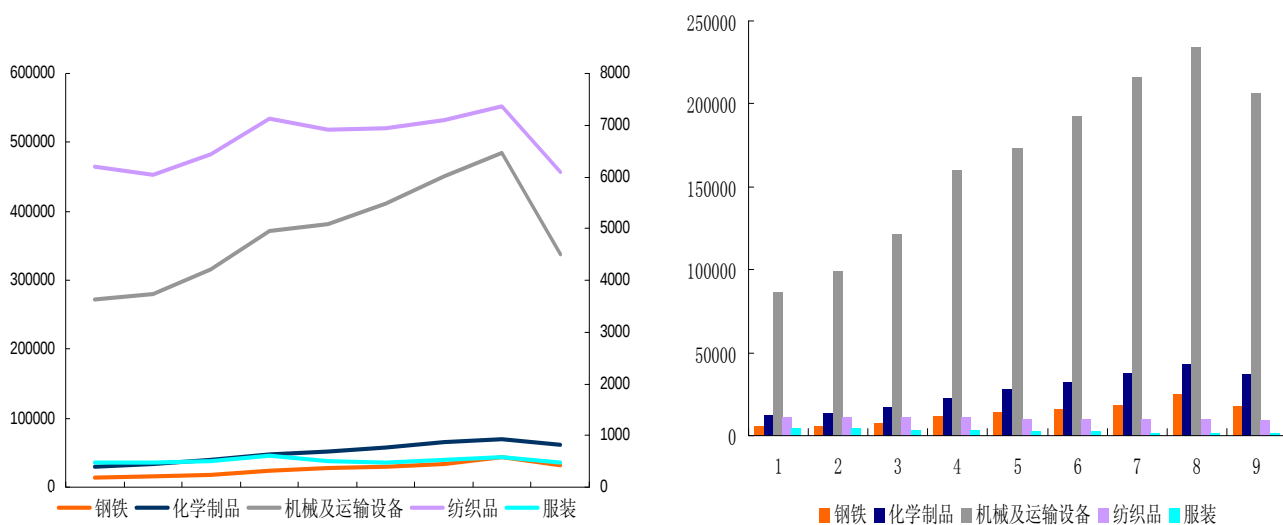
图 8：德国出口分类情况（2001-2009 年），（单位：百万美元）

图 9：德国制造业产能利用率变化情况



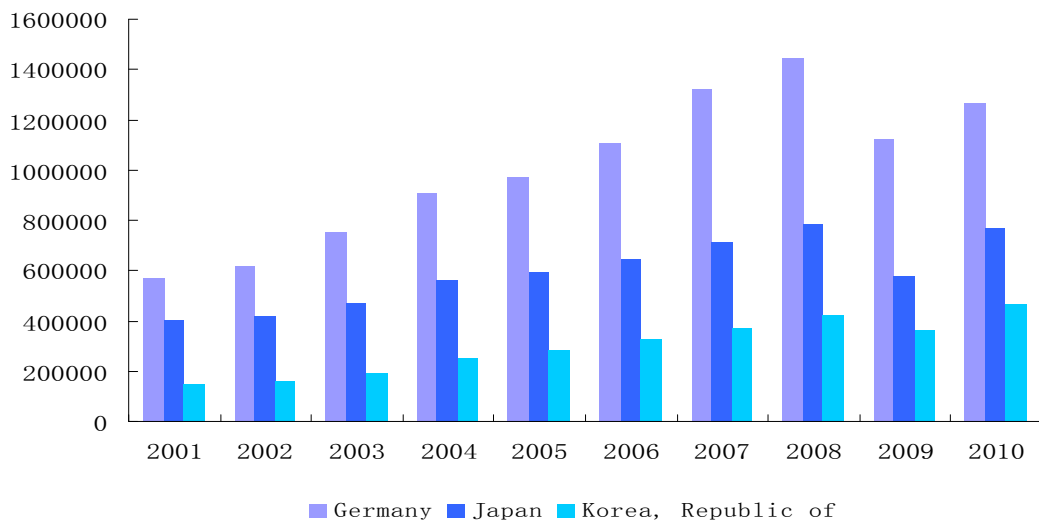
数据来源：上海社科院世界经济研究所提供 WIND

图 10: 日本与韩国出口分类情况 (2001-2009 年), (单位: 百万美元)



数据来源: 上海社科院世界经济研究所提供

图 11: 德、日、韩商品出口情况 (2001-2010 年), (单位: 百万美元)



数据来源: 上海社科院世界经济研究所提供

三、关于中国出口制造业转型与升级的政策建议

■ 人才政策建议：突出发挥中小企业特有的人才吸引优势

- 1) 通过提供信息、与科研院所牵线等中介性服务使中小企业增强新产品开发能力和品牌创建能力。建立全国或者局部地区技术与管理人才资源的共享平台以及培训机制，推动中小企业人力资本积累。
- 2) 在中小企业内部，我们建议突出发挥中小企业特有的人才吸引优势。薪酬方面，可以根据企业自身经营状况，调整奖金的幅度，在现金不足的情况下，允许职工参股，以持股方式代替报酬的支付，这对于有发展潜力的企业高级人才而言是非常有吸引力的。其次，强化人事管理的灵活性作为中小企业最吸引高端人才的亮点。最后，鼓励高级人才通过自己的工作经验和设想参与企业文化的构建过程，以增强高级人才与企业同命运的主观感受。

■ 金融政策建议：进一步完善金融支持体系

- 1) 成立中小企业发展基金，降低民间银行等金融机构的门槛，鼓励服务于中小企业的中小金融机构快速发展。

中小企业融资难是一个世界性难题，在以银行贷款为主体融资模式的中国则更加困难，目前相关部门已经采取了很多政策去解决中小企业融资难问题，比如逐步降低贷款标准、发行集合债券等。我们认为，就目前来看，解决中小企业融资难的现实举措是大力加快服务于中小企业的中小金融机构快速发展，这需要政策的推动与扶持。

- 2) 完善中小企业信用担保体系、建立中小企业信用征集与评价体系。

担保难也是制约中小企业发展的世界性难题。为此，建立完善中小企业信用担保体系已成为各国扶持中小企业发展的通行做法。实践证明，随着中小企业信用担保体系建设的不断拓展与深入，其作为缓解中小企业间接融资难有效途径的作用日益明显。我们建议制定和完善促进担保业健康发展的法律法规，加强对信用担保业的规范与监管。改善中小企业信用环境，提升中小企业信用能力。将中小企业信用担保作为新兴行业来培育。

- 3) 完善资本市场体系，大力发展多层次资本市场，发展风险投资。鼓励符合条件的中小企业通过发行股票、企业债券等方式筹集资金

目前中小企业融资渠道仍以传统银行信贷为主。中小企业融资难易与国家货币政策的松紧关联度过于密切，这不利于中小企业经营保持稳定性。因此，完善资本市场体系，大力发展多层次资本市场，可以为中小企业提供很好的直接融资渠道。为了将资本市场对中小企业的支持落到实处，我们建议监管部门适当放松行政管制，部门之间加

强通力合作，避免监管纷争提高审批效率。

■ 产业政策建议：贯彻“新非公三十六条”，致力人才储备与产业升级

- 1) 切实贯彻“新非公三十六条”，建立公开公平公正的市场环境。破除国企垄断，统一税法。

瞄准破除国企垄断，确定政府和国有企业投资的领域目录，取消对中小企业投资领域的限制，统一税法，坚决打击垄断企业对民间投资和民营经济的限制。

- 2) 充分借鉴日本、德国、韩国制造业成功转型的经验。

借鉴日本 70 年代经济转型过程中制造业升级的经验，实施严厉的指导性政策，加速传统制造业技术和产品升级；借鉴德国制造业长盛不衰的人才储备和创新实力经验。政策引导受高能教育人才流入中小企业，逐步提升中小企业的研发能力；借鉴韩国“生产性服务业”促进制造业结构升级的经验，避免生产性服务的滞后使制造业缺乏高级要素投入，使得制造业长期处于全球价值链低端。

■ 制造业转型的突破方向：指向“微笑曲线”的两端

- 1) 总体思路：

中国制造业转型不仅仅包括新兴产业的推动和兴起，同时还包括传统制造业行业结构优化和产品升级换代，因此未来中国产业转型的发展脉络将围绕这两条主线来进行。传统制造业应该按照上、中、下游分别采取不同的产业政策，来规范和引导行业升级，实现传统产业创新式发展，实现低附加值出口产品的产业升级。

- 2) 微笑曲线理论(Smiling Curve)在中国制造业转型中的实践：

微笑嘴型的一条曲线，两端朝上，在产业链中，附加值更多体现在两端，研发和销售，处于中间环节的制造附加值最低。但是研发与营销的附加价值高，因此产业未来应朝微笑曲线的两端发展，也就是在左边加强研发创造智慧财产权，在右边加强客户导向的营销与服务。

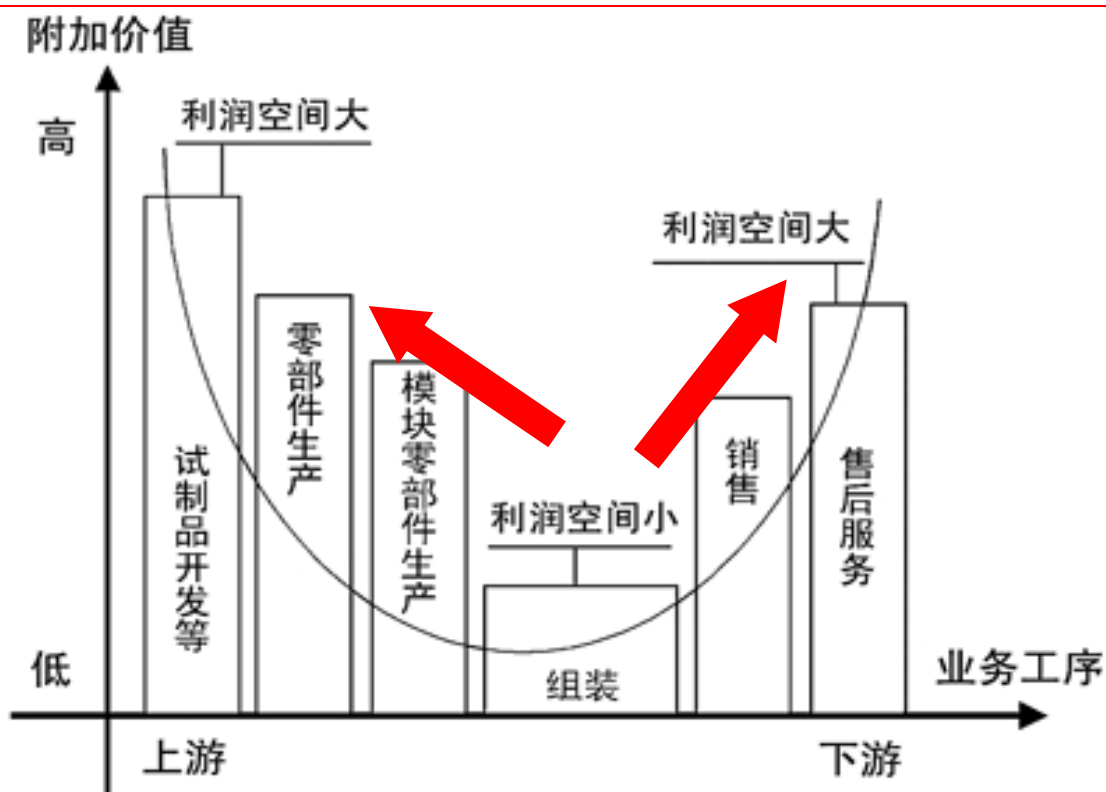
我们认为，当前全球产业链已经由实力雄厚的跨国公司主导。以制造加工环节为分界点，全球产业链可以分为产品研发、制造加工、流通三个环节。从过程产品到最终产品再到最终产品销售，产业链上各环节创造的价值随各种要素密集度的变化而变化。我国的大部分出口制造企业由于缺少核心技术，主要从事制造加工环节的生产。然而，无论加工贸易还是贴牌生产，制造加工环节付出的只是土地、厂房、设备、水、电等物化要素成本和简单活劳动成本，虽然投入也很大，但在不同国家间具有可替代性，企业为争取订单，常常被压低价格。而跨国公司掌握的研发环节和流通环节，其所投入的信息、技术、品

牌、管理、人才等属知识密集要素，比制造加工环节更复杂，具有不可替代性。同时，面对复杂多变的国际市场，研发和流通环节要承担更大的市场风险，按照合同完成订单生产即可分享利润的制造加工环节并不负责产品销售，市场风险极低。按照成本与收益、风险与收益正比匹配原则，跨国公司作为生产过程的最大投资者和最终产品销售的风险承担者，自然成为最大的收益者。

3) 我们对中国制造业转型突破方向思考的结论

因此，结合中国制造业转型总体思路与微笑曲线理论(Smiling Curve)在中国制造业转型中的实践，我们对中国制造业转型突破方向思考的结论是：目前融资困难、成本上升以及外需不足作为出口制造中小企业经营陷入困境的三大“杀手”，其实都是短期的、战术的、次要的原因。中国制造业转型突破的战略性方向应该是：强化人力资本储备提升技术含量+发展服务性生产业促进结构升级→逐步脱离全球制造产业链中低附加值的制造加工环节，向研发和销售高附加值的两端突围。这就是我们理解的中国出口制造业转型之路！

图 12：微笑曲线理论(Smiling Curve)在中国制造业转型中的实践



数据来源：上海社科院世界经济研究所提供

4) 中国出口制造业转型的短期战术选择

两个方向：加大高端装备制造业技术创新力度；大力发展制造业配套生产性服务。

提高中小企业科技含量的政策引导：扶持有条件的企业，采取独立或者与大企业联合等多种方式探索发展战略性新兴产业。政府采购适度倾向高科技民营企业，鼓励民营企业参与政府招投标项目的竞争，从政策上扶持高科技民营企业。产业升级和节能减排方面，建议政府鼓励民营企业研发节能新产品，并提高项目审批效率和运行效率。

分析师承诺

分析师 屠 骏

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	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	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	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	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。