

政策调控缓解经济压力，支撑股指延续反弹

- 经济超预期回落后的逆周期政策近期得到明确，国务院常务会议表明，以重大项目为代表的投资拉动以及结构性减税等将成为稳定经济增长的重要方式。但是从资金来源看，地方政府仍有融资平台的压力，受此影响，政府减税的动机和意愿或将也会弱化，国务院提出减负政策的执行力仍有待验证。而开放民间资本投资领域短期也难以成为投资领域资金的重要来源。
- 货币政策目前仍然以流动性逐步释放为主而非真实的宽松。近期随着流动性的改善，票据融资成本回落明显，导致了信贷需求中票据融资规模快速上升，表明企业对于资金的需求有所增加，经济的活跃度有所恢复，同时反映出银行信贷成本的相对高位。从信贷需求走向以及资金成本角度看，未来贷款基准利率存在下调的必要。
- 当前的产业政策推进力度仍然需要进一步加强，而随着政策的推进以及基建等投资领域的开展，经济逐步企稳的可能性较高。
- 外围市场中 6 月仍有重要时间窗口。从债务问题的解决途径看，释放流动性或将成为必然选择，当下与其认为希腊退出欧元及其引发的恐慌反应，倒不如认为欧元区新一轮流动性释放更为可能。
- 当前市场持续下跌的内在动力不足，股指在 2300 点附近具有强支撑，当前调整并非基本面的进一步恶化，也不适宜过度悲观。股指上涨的推动因素，主要以经济政策受益下的行业推动为主，股指反弹空间看，2450 点仍是关键压力区域，但是在财政（产业）政策以及货币政策预期进一步兑现的共同作用下向上突破的可能性较大。
- 逆周期政策缓解投资者对经济的悲观情绪，而资金价格回落推升市场风险偏好，股票相对吸引力提升，银行的低估值抑制了市场下跌空间，当前经济企稳的大概率下，基于投资时钟理论，股票配置为主。操作策略上，适宜逢低介入以及持股为主。
- 投资主线：一，政策主线下的周期性行业，高铁、建材、工程机械等；二，具有转型特征，同时政策扶持且具有资金投入的领域，以清洁能源、节能环保领域为主；三，行业基本面边际改善，同时能够受益政策调整的行业，如化工（尿素等子行业景气回升）、家电（受益节能补贴政策）、汽车及零部件（汽车销量企稳）等行业龙头个股。

相关报告

《经济回落压力有望缓解，股指调整空间有限--A 股周策略 20120528》

2012-5-28

《全球稳增长导向，利于市场情绪的修正——一周策略报告 20120520》

2012-5-20

《政策与基本面博弈期，股指震荡中低吸为主--A 股周策略 20120514》

2012-5-14

证券分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001

(021)20361139 ducc@nesc.cn

目 录

1. 五月市场回顾：国内经济与欧债走势超预期，股指冲高回落	3
2. 市场运行环境：逆周期政策逐步兑现，政策效果受多因素制约	4
2.1. 经济超预期回落，逆周期政策预期逐步兑现	4
2.2. 逆周期政策面临的不利因素	7
2.3. 经济稳定初期，政策推进力度有望加强	10
3. 六月股指运行：外围因素存扰动、政策主导股指结构性热点	11
3.1. 外围不确定性因素仍存在，6 月仍有敏感时间窗口	11
3.2. 股指调整空间有限、政策主导市场热点	12
4. 六月投资策略：沿政策主线，逢低加仓持股为主	12

图 1、5 月周期性板块表现相对弱势	3
图 2、出口金额环比连续两个月大幅回升	6
图 3、中央项目投资有所恢复，但地方项目投资增速下滑明显	6
图 4、固定资产投资资金来源中预算内资金增速恢复明显	6
图 5、逆周期政策实施过程及其面临的不利因素	7
图 6、存款准备金率下调后，公开市场净回笼为主	8
图 7、票据融资快速上升、信贷成本高位，仍需加强流动性释放力度	8
图 8、票据融资需求上升反应经济活力在恢复，票据融资领先信贷增长	8
图 9、票据融资利率回落，银行信贷成本高企，存在下调空间	9
图 10、银行信贷成本高位抑制中长期贷款需求	9
图 11、全部 A 股（非 ST）剔除金融、中石化、中石油后上市公司存货资产比	10
图 12、季度存货与营业收入比快速上升（%）	10
图 13、希腊与西班牙失业率超过 20%，经济与稳定更为重要	11
图 14、非金融以及沪深 300 对应市盈率	12
图 15、非金融以及沪深 300 对应市净率	13
图 16、汽车需求回暖	13
图 17、当前工程机械增速类似 09 年初情形，未来存在持续改善空间	13
图 18、水泥需求改善后有望提升产销率	14

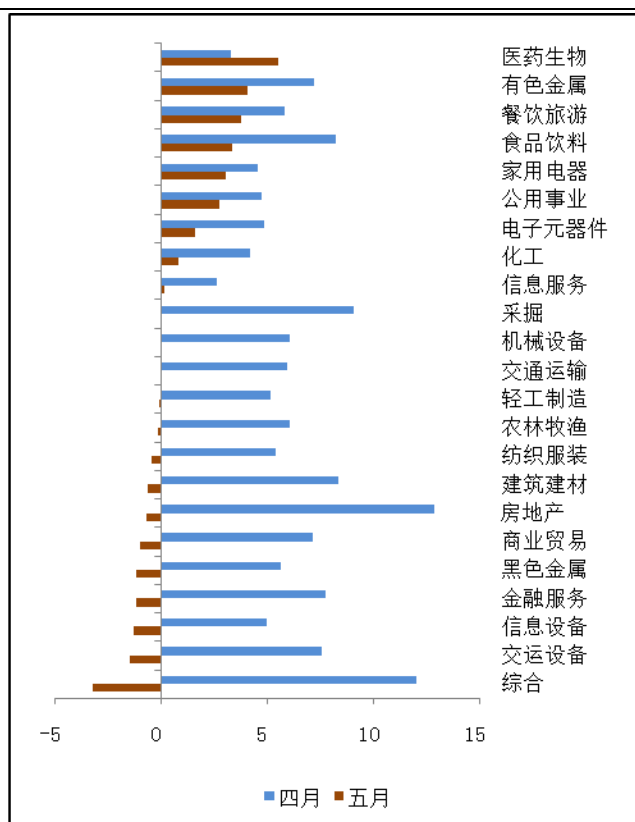
1. 五月市场回顾：国内经济与欧债走势超预期，股指冲高回落

回顾五月策略，我们认为市场所处环境好于前两年情形，市场存在回升动能，但同时受到上市公司业绩负增长、市场增量资金有限以及经济的不确定性等因素影响，市场上压力依然存在，并指出重仓者适宜在 2450 点上方阶段性减仓，而市场调整幅度下限在 2300 点附近。

从 5 月市场走势看，与我们之前的判断也较为吻合，市场主要以冲高回落、区间震荡走势为主，并在短暂突破 2450 点后便出现调整，从市场调整的诱发因素看，主要是由于国内经济数据的明显回落并且经济数据普遍低于市场预期，而欧债危机的升级也成为导致市场调整的重要诱因，虽然国内经济与欧债走势超出市场预期，但是市场对政策面的期待以及在此过程中部分政策的兑现（以存款准备金率的下调为代表）一定程度上缓解了投资者的恐慌情绪和市场调整深度。

市场走势上，经济超预期回落以及外围市场波动对周期性行业形成不利影响，而且市场期待的逆周期政策虽有部分出现，但力度明显较弱，尚难以缓解经济回落趋势抑或促成经济的好转，因此，市场对于周期性行业的分歧加大，医药生物、公用事业、餐饮旅游、食品饮料等弱周期性行业表现要明显好于周期性行业。四月份，在流动性好转预期以及逆周期政策逻辑下有色、煤炭以及房地产表现突出，但在五月份，市场下跌过程中地产、建筑建材、机械设备、钢铁等周期性行业跌幅较大，而在 5 月末，受到温家宝总理强调稳定经济增长的重要性以及高铁获得高额授信等因素刺激，地产、建筑建材等周期性板块又有表现。市场演绎着经济不确定性回落中，逆周期政策对市场阶段性刺激，而在此过程中也伴随着欧债危机的扰动。

图 1、5 月周期性板块表现相对弱势



数据来源：WIND，东北证券

从概念板块表现看，市场热点对逆周期政策的着力点除了关注传统的周期性行业外，对政策对部分新兴领域的关注度也在上升，尤其是资金以及政策落实相对较为明确的领域，包括了新能源汽车领域内的稀土永磁概念，以及节能环保概念下的环保、建筑节能、合同能源管理、低碳经济等概念。

表 1、5 月涨幅居前的概念板块

板块名称	成份区间涨跌幅(算术平均) %	市盈率(TTM, 整体法)
稀土永磁	12.07	33.18
中日韩自贸区	11.12	25.93
环保概念	6.88	24.27
乙醇汽油	5.7	31.83
煤层气(页岩气)	4.49	12.62
涉矿	4.43	28.99
合同能源管理	3.94	35.83
装饰园林	3.89	24.38
氢能	3.17	23.2
海峡西岸	2.55	15.98
建筑节能	2.42	24.66
黄金珠宝	2.42	19.63
风力发电	2.4	22.51
外资并购(国际板)	1.99	16.83
移动互联网	1.81	32.33
股权激励	1.77	22.99
低碳经济	1.77	24.2
新材料	1.75	26.04

数据来源：WIND，东北证券

2. 市场运行环境：逆周期政策逐步兑现，政策效果受多因素制约

2.1. 经济超预期回落，逆周期政策预期逐步兑现

四月经济数据表明：物价，CPI 同比上涨 3.4%，PPI 下降 0.7%；工业增加值同比增长 9.3%，较 3 月份下降 2.6 个百分点，是金融危机以来首次跌至个位数，在季节调整后环比增速为 0.35%，是自 11 年公布该数据的最低值；社会消费品零售总额同比增长 14.1%，低于市场预期的 15.2%，也是近年来 4 月份当月增速最低一次；进出口增速分别为 0.3%与 4.9%，大幅低于市场预期，表明当前对外贸易的快速回落。

四月经济数据整体超预期回落下，市场对逆周期政策有所预期，但经济回落幅度以及管理层对经济回落的容忍度存在不确定性，而且在逆周期政策层面实施力度也并不明显，导致了市场中部分对经济悲观预期下股指的震荡表现。

由于金融危机的经验仍然存在，逆周期政策实施或将逐步进行，近期从管理层对经济调控的态度看，已经较为明确：

5月19日，温家宝在鄂考察时强调：把稳增长放在更加重要的位置；5月21日，李克强副总理江苏考察时指出，积极扩大内需，稳定经济增长，加快转变经济发展方式，推动转型升级，增强内生增长动力，促进经济平稳较快发展；5月23日，国务院常务会议强调，推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目，要加快前期工作进度。

表 2、重要经济指标低于预期

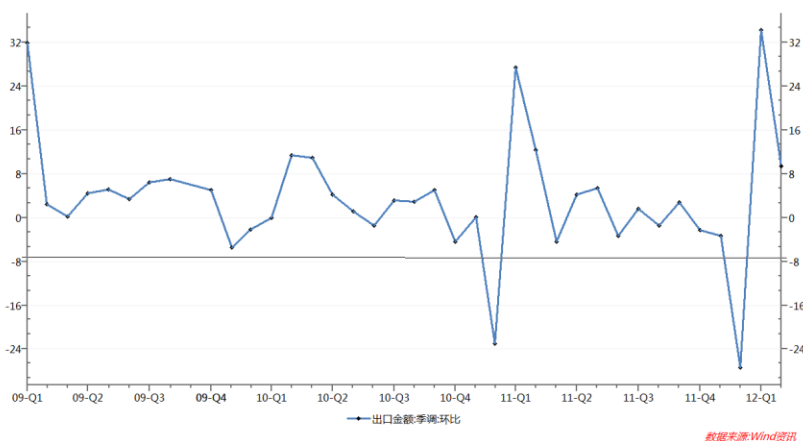
指标	预测数据		实际值							
	201204 预测值	最近一个月预测家数	201204	201203	201202	201201	201112	201111	201110	201109
CPI(%)	<u>3.4</u>	35	3.4	3.6	3.2	4.5	4.1	4.2	5.5	6.1
PPI(%)	<u>-0.5</u>	30	-0.7	-0.3	0.0	0.7	1.7	2.7	5.0	6.5
社会消费品零售(%)	<u>15.2</u>	25	14.1	15.2	16.4	13.1	18.1	17.3	17.2	17.7
工业增加值(%)	<u>12.1</u>	25	9.3	11.9	21.3		12.8	12.4	13.2	13.8
出口(%)	<u>8.9</u>	25	4.9	8.9	18.4	-0.5	13.4	13.8	15.8	17.0
进口(%)	<u>11.9</u>	25	0.3	5.3	39.6	-15.3	11.8	22.0	28.6	20.8
贸易顺差(亿美元)	<u>77.5</u>	19	184.3	53.5	-314.8	272.8	165.2	146.0	170.6	145.2
固定资产投资:累计(%)	<u>20.4</u>	24	20.2	20.9	21.5		23.8	24.5	24.9	24.9
M2(%)	<u>13.2</u>	28	12.8	13.4	13.0	12.4	13.6	12.7	12.9	13.0
人民币贷款(%)	<u>15.5</u>	6	15.4	15.7	15.2	15.0	15.8	15.6	15.8	15.9
人民币贷款:新增(亿元)	<u>7800.8</u>	26	6818.0	10100.0	7107.0	7381.0	6405.0	5622.0	5868.0	4700.0

数据来源：WIND，东北证券

虽然经济数据整体表现较弱，但从政策调整的过程看也存在一些积极信息，部分指标出现跌幅收窄的状况，而且政府主导的建设项目投资有所恢复。

此外，根据国土资源部信息，2012年第一季度，我国基础设施用地、划拨供地占供地总量的比例均高于2011年全年水平，受区域发展规划和地方政府建设计划全面实施带动，工业用地和基础设施用地需求不断增加，据最新发布的中地指数（CLI）显示，今年第一季度工矿、房地产和基础设施三类用地占土地供应总量的比重分别为31.2%、23.6%和45.2%，其中基础设施用地同比增长1.6倍，占比高于去年全年水平。从中央项目建设投入以及基础设施用地等数据看，稳定需求的投资拉动策略正处于实施初期。

图 2、出口金额环比连续两个月大幅回升



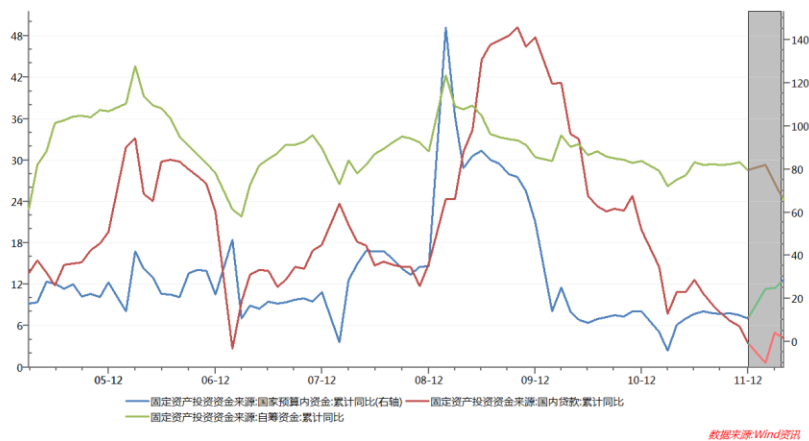
数据来源: WIND, 东北证券

图 3、中央项目投资有所恢复，但地方项目投资增速下滑明显



数据来源: WIND, 东北证券

图 4、固定资产投资资金来源中预算内资金增速恢复明显

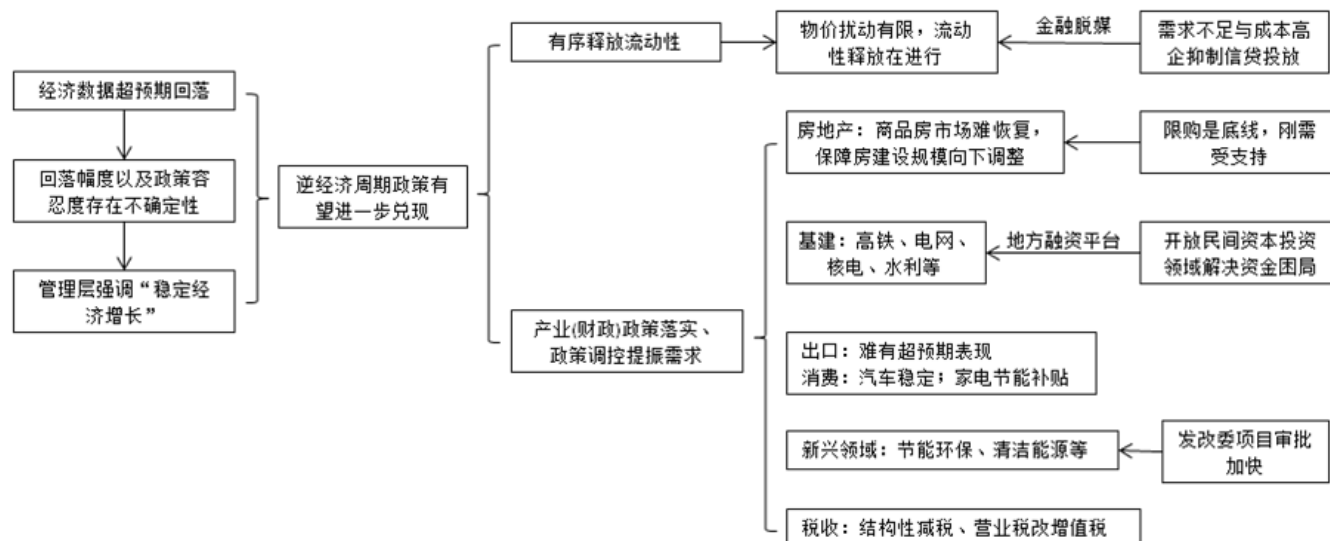


数据来源: WIND, 东北证券

2.2. 逆周期政策面临的不利因素

由于存在金融危机时期逆周期政策的历史经验，以及我国经济转型的内在需要，导致了管理层对经济回落的容忍度增强，而对流动性释放、基础建设投资等政策方面也存在一定牵制因素。

图 5、逆周期政策实施过程及其面临的不利因素



数据来源：东北证券

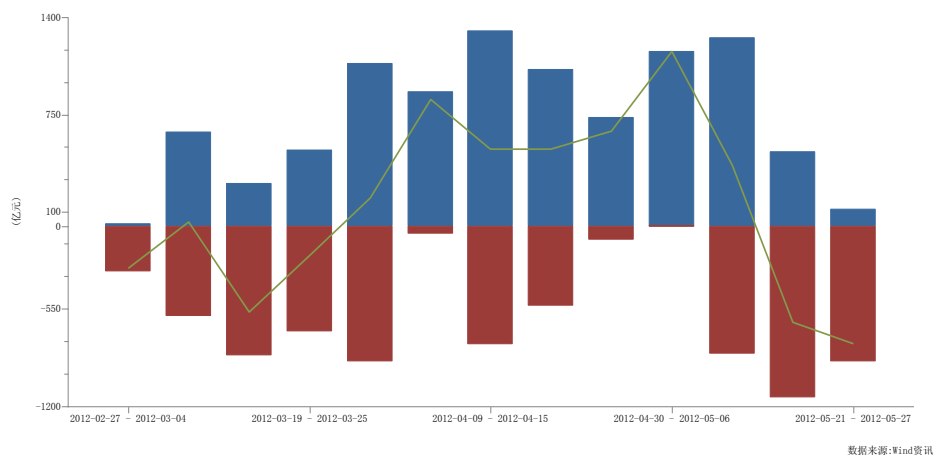
首先，从宏观角度看，当前投资领域对经济的拉动作用依然重要。但是从资金来源看，地方政府仍然受到融资平台的压力，也与地方项目投资增速的下降向吻合。在目前土地财政快速下降的压力下，地方政府的债务成本压力也在上升，直接影响到地方政府投资的规模。受地方政府债务影响下，政府减税的动机和意愿或将也会弱化，国务院提出减负政策的执行力仍有待验证。

在政策层面，针对资金来源问题，开放民间资本投资领域将成为重要手段，但是目前看，这仍然是一个渐进的过程，短期难以成为投资领域资金的重要来源。目前已有铁路以及医疗等领域已经发布实施意见，此外，近期国家发改委也透露，继铁道部、卫生部之后，鼓励和引导民间资本投资健康发展而制定的细则将密集出台。从经济的角度看，这一途径短期仍然是速度慢而且规模有限，尚难以成为推动投资的重要力量。

其次，货币政策目前仍然是以流动性合理释放为主而非普遍意义上的宽松。虽然存款准备金率 5 月已有下调，但央行仍在公开市场通过正回购以及逆回购到期等方式回笼资金。5 月前，市场流动性虽然有所改善，但信贷成本依然较高，在经济疲弱、需求不振的共同作用下，导致市场中企业的票据融资需求快速上升，而中长期贷款需求力度明显较弱，信贷结构的变化也反映出银行体系的信贷成本并未出现显著下降。流动性的改善并未延伸至实体经济中的中观层面，企业在信贷成本以及需求不足的压力下，扩张动力不足，不利于经济企稳向好。从信贷角度看，流动性释放的力度仍然需要加强，企业的信贷成本需要降低基础贷款利率等方式实现，但是受物价等因素影响，流动性难以出现更为明显的释放力度，制约了逆周期政策的实

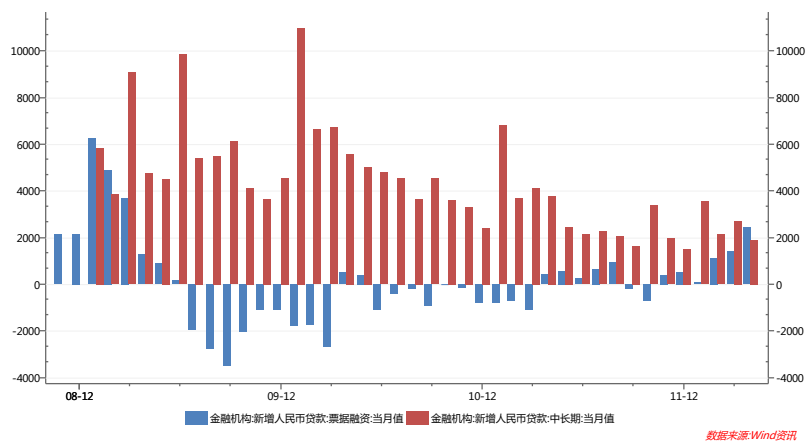
施效果。

图 6、存款准备金率下调后，公开市场净回笼为主



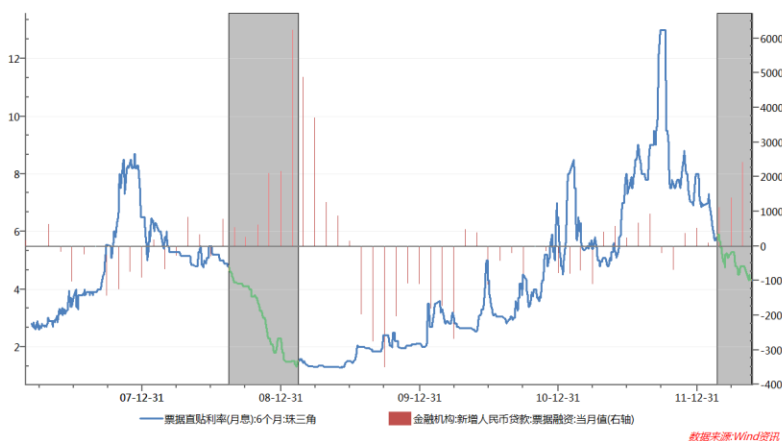
数据来源：WIND, 东北证券

图 7、票据融资快速上升、信贷成本高位，仍需加强流动性释放力度



数据来源：WIND, 东北证券

图 8、票据融资需求上升反应经济活力在恢复，票据融资领先信贷增长

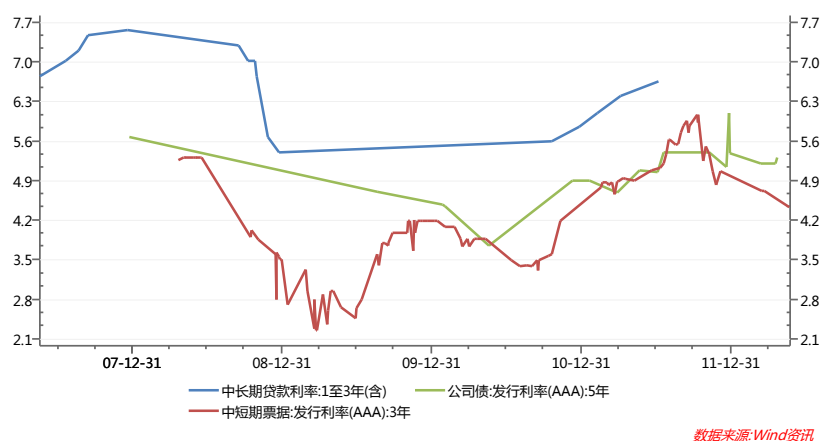


数据来源：WIND, 东北证券

票据市场利率变化对资金供需较为敏感，与银行信贷相比，在资金价格回落过程中，银行贷款利率调整相对滞后，信贷需求增长受资金价格驱动向票据市场转移，表现为信贷需求中票据融资领先于银行贷款，在 08 年金融危机时期，在央行调整贷款利率阶段，票据市场利率快速回落，导致信贷中票据融资大规模出现，而在贷款基准利率降至低点时，信贷需求过渡到银行贷款为主。

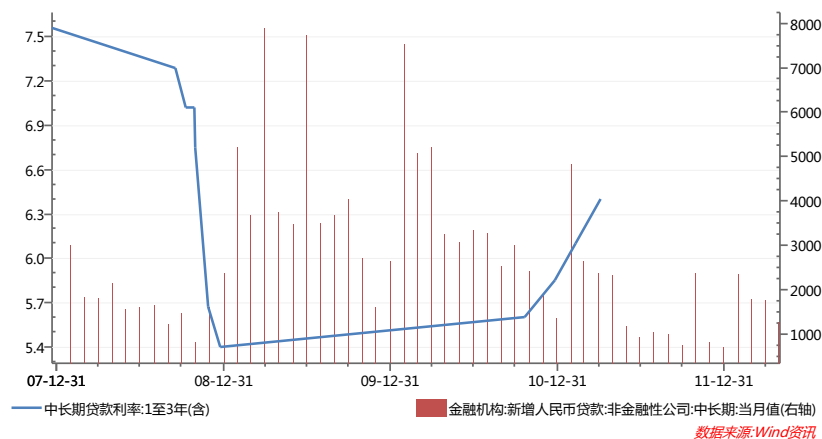
当前，由于银行贷款基准利率未作调整，而随着流动性的改善，票据融资成本回落明显，导致了信贷需求中票据融资规模逐步上升，一方面，表明企业对于资金的需求有所增加，经济的活跃度有所恢复，另一方面，表明流动性改善后，资金市场价格的下降以及银行信贷成本的相对高位。从信贷需求表观走向看，未来贷款基准利率存在下调的必要，只有贷款基准利率的下调才能更大范围的满足实体经济的需要，也是降低企业成本激发经济活力的重要途径。

图 9、票据融资利率回落，银行信贷成本高企，存在下调空间



数据来源: WIND, 东北证券

图 10、银行信贷成本高位抑制中长期贷款需求

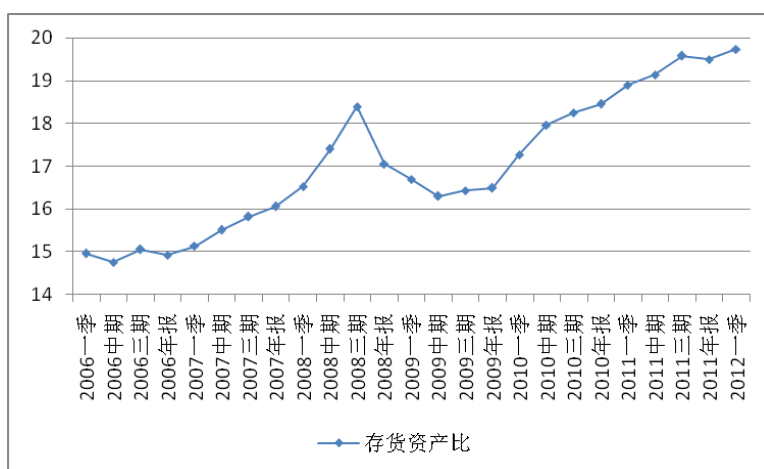


数据来源: WIND, 东北证券

第三，通过上市公司财务数据看，企业仍处于去库存周期内，而且一季度上市公司整体的库存压力依然较大。从存货与资产比以及存货与营业收入比看，都出现上升，一季度出现季节性大幅上升，并且处于近年来新高，从需求角度看，当前的存货压力同去年同期相比也依然较大。在存货中，房地产行业占比较高，房地产存货同比增速已经由 2011 年末的 36% 下降至一季度的 29%，环比角度看，虽有增加，但增速已经下降至 3%，房地产行业整体的库存规模虽然较高，但增速已经出现明显下降，房地产行业整体的去库存进行过程较快，尤其是去年四季度与今年一季度。

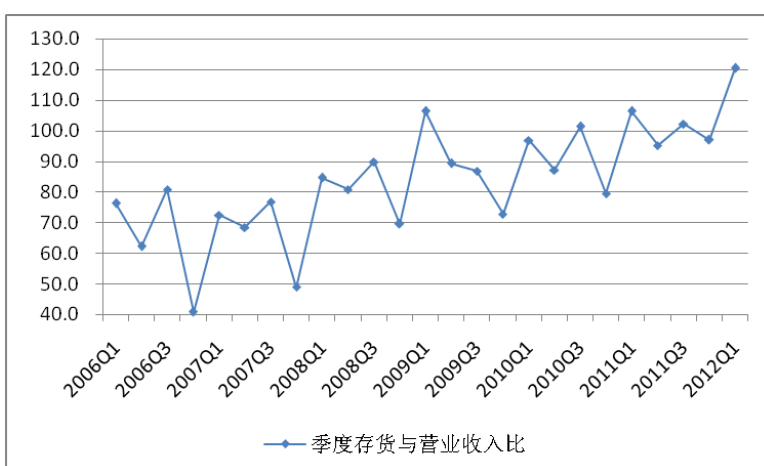
企业整体的库存相对高位，对于需求有限刺激下，难以带动企业整体的库存下降，企业或更多以被动补库存形势为主。当前的逆周期政策有助于稳定经济增长，但政策效果受库存影响而减弱。

图 11、全部 A 股（非 ST）剔除金融、中石化、中石油后上市公司存货资产比



数据来源：WIND，东北证券

图 12、季度存货与营业收入比快速上升(%)



数据来源：WIND，东北证券

2.3. 经济稳定初期，政策推进力度有望加强

货币政策调整相对较为灵活，包括了存款准备金率的下调，从资金市场价格看，

流动性已经有了较为明显改善，但是从当前信贷需求及其构成看表明当前经济活跃度的恢复以及银行信贷成本的相对高位，因此，从经济角度看，信贷基础利率仍然存在下调的需要，这也是近期货币政策调整的重要看点。

从政策对冲的重要领域看，包括铁路在内的基础建设以及环保、清洁能源等领域，都是逆周期政策实施的重要领域。但目前看，由于地方政府融资平台压力的存在，产业政策的落实和推进能否完全起到稳定经济回落的作用，仍然受到投资资金来源的制约，虽然引导民间资本的相关政策已经出台，但这依然是一个过程，尚不能成为投资领域资金的主要来源。在中观层面，企业的库存仍然高位，有限的需求政策对企业主要以去库存为主，对经济的拉动效果有限。因此，当前的产业政策推进力度仍然需要进一步加强。随着政策的推进以及基建等投资领域的开展，经济逐步企稳的可能性较高。

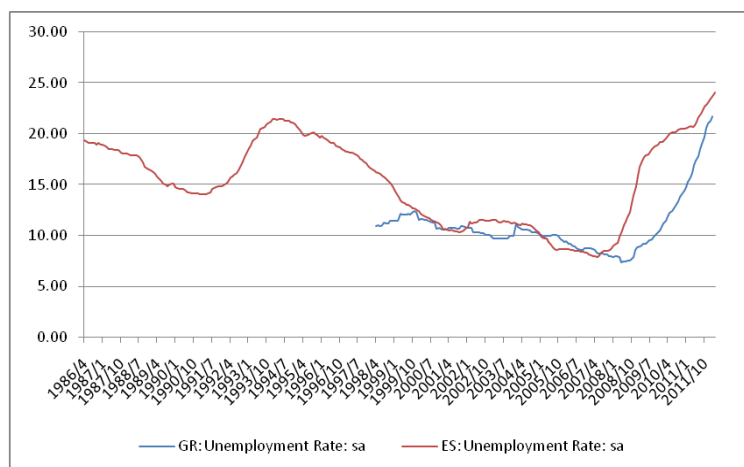
3. 六月股指运行：外围因素存扰动、政策主导股指结构性热点

3.1. 外围不确定性因素仍存在，6月仍有敏感时间窗口

5月的市场走势受到欧债超预期变化影响出现一定程度调整，外围市场中的希腊以及欧元区相关问题的解决仍是一个长期过程，而希腊总统二次大选也将在6月17日举行，在此时期，仍是欧债问题暴露的重要时期，对市场的影响不确定性仍然较大。从各方利益角度出发，下来退出欧元区并不是一个共赢的结局，从现有信息看希腊问题解决的可能性仍然存在，而受欧债问题影响，国际大宗商品价格的下跌对我国资源输入性国家来说也具有一定积极作用。

从债务问题的解决途径看，释放流动性或将成为必然选择，美国的量化宽松、扭转操作、提高债务上限等都为债务解决提供着样板，而法国新总统“发展优先紧缩”的战略也具有货币宽松政策的倾向，这一思路也与希腊左翼政党较为接近。因此，与其认为希腊退出欧元及其引发的连锁反应，倒不如认为欧元区新一轮流动性释放更为可能。实际上，相对外围市场的影响，国内经济以及政策的影响或将更为重要。

图 13、希腊与西班牙失业率超过 20%，经济与稳定更为重要



数据来源：CEIC，东北证券

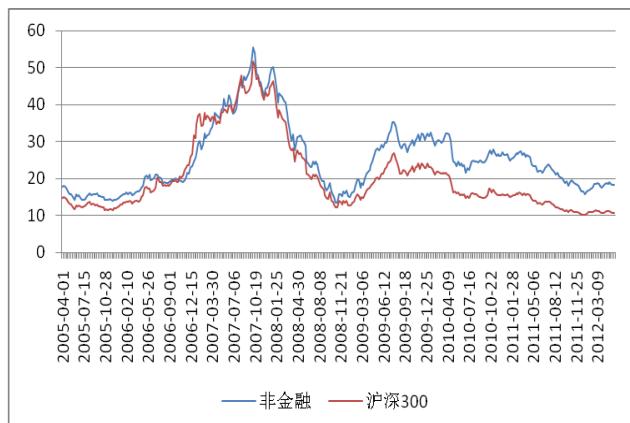
3.2. 股指调整空间有限、政策主导市场热点

市场向下调整的促发因素主要有外围市场的超预期走势，信贷、消费、投资等经济指标的持续恶化，流动性释放不及预期以及市场整体业绩与估值之间的大幅背离。从是角度看，经济的回落已在预期之中，而当前逆周期政策正处于集中释放阶段，虽然政策的效果尚不确定，但政策的作为对市场的正面作用将在受益板块中得到体现。由于周期性行业在市场中权重较高，而且金融板块尤其银行整体估值的低位，也抑制了市场调整空间。

从当前市场所面临的市场环境看，持续下跌的内在动力不足，上证综指在 2300 点附近具有强支撑，而上涨的推动因素看，主要以经济政策受益下的行业推动为主，是一种自上而下的拉动作用，也是逆周期政策累积的效应。

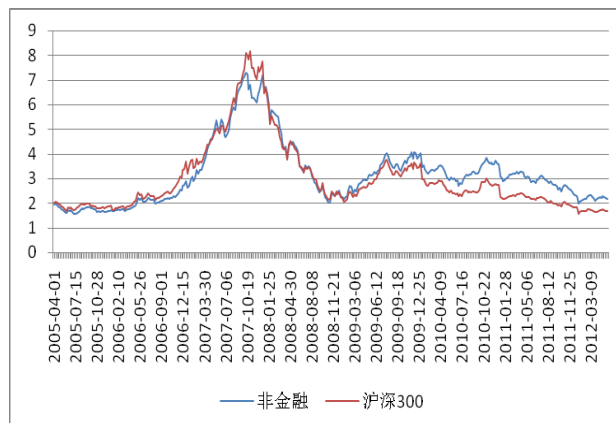
从货币政策角度看，虽然 5 月下调了存款准备金率，但近期在贷款基准利率以及存准率等层面都存在继续调整的需要，政策层面的预期以及兑现，对稳定投资者情绪、提振市场信心都有明显作用。因此，从市场角度看，当前的调整是技术层面的政策调整，而非基本面的进一步恶化导致的主动性下跌，市场调整中并不适宜过度悲观，而从股指反弹的空间看，2450 点仍是关键压力区域，但是在财政（产业）政策以及货币政策预期进一步兑现的共同作用下向上突破的可能性较大。

图 14、非金融以及沪深 300 对应市盈率



数据来源：WIND, 东北证券

图 15、非金融以及沪深 300 对应市净率



数据来源：WIND, 东北证券

4. 六月投资策略：沿政策主线，逢低加仓持股为主

虽然当前外围市场仍存在诸多不确定性，加重了国内经济走势的复杂性，但同时正是由于市场面临诸多的复杂因素，决定了政策的及时性以及有效性，而且从当前政策的实施层面看，也具有较强的操作性，对经济的带动作用也较为有效，从政策与经济层面之间的关系看，投资者对经济的悲观情绪有望得到缓解，而同时由于经济好转伴随着流动性的显著改善，资金价格的回落推升金融资本风险偏好程度，股票市场的相对吸引力提升，尤其是银行为代表的金融板块的历史低估值抑制了市场下跌空间，而欧债危机的解决仍需要依靠流动性注入为主。

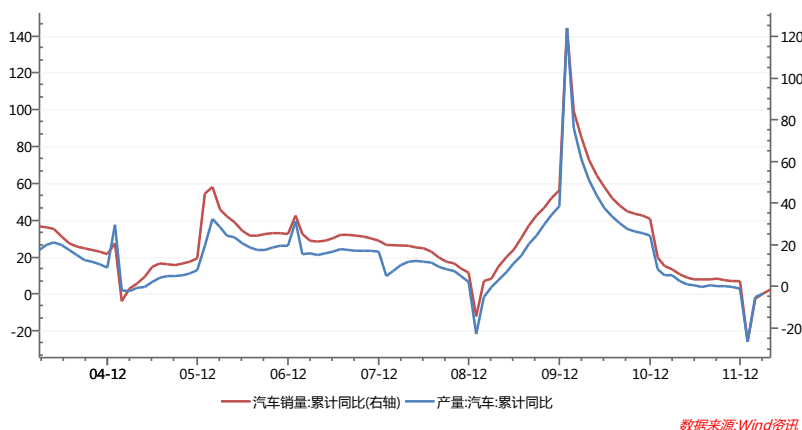
因此，从当前经济企稳的大概率下，从投资时钟的资产配置角度看，股票是当前阶段的重要选择。而市场当前的调整，是对市场中不利因素的过度悲观，但与此同时，逆周期相关政策正处于累积阶段，此外，货币政策层面，贷款基准利率制约了信贷投放以及经济活跃度，从票据融资需求以及资金市场价格走势看，未来银行贷款利率下调的可能性较大。因此，未来在货币政策以及财政政策方面仍然存在进一步加强的空间，在此过程中，政策对市场的稳定以及推动作用也将持续存在。基于股指调整空间有限，以及 2300 点处具有强支撑的判断，从操作策略上看，当前仍适宜逢低介入以及持股为主的操作策略。

投资主线一：政策主线下的周期性行业，高铁、建材、工程机械等都将以反复活跃表现为主。

投资主线二：具有转型特征，同时政策扶持且具有资金投入的领域，以清洁能源、节能环保领域为主。

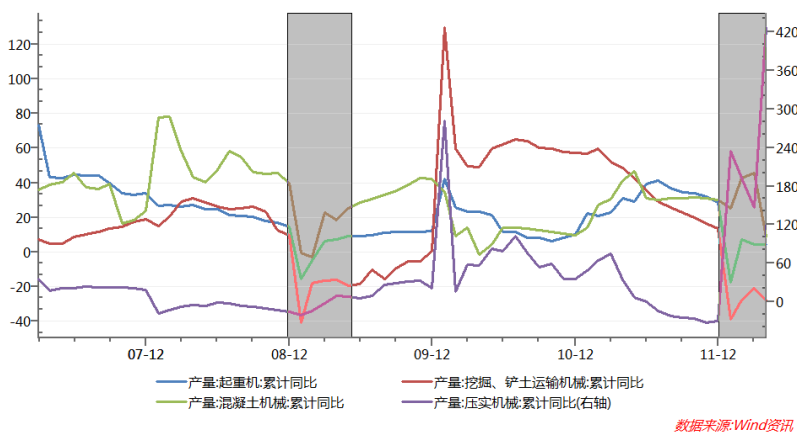
投资主线三：行业基本面边际改善，同时能够受益政策调整的行业，或行业具有稳定增长的类周期性特征，例如化工（尿素等子行业景气）、家电（受益节能补贴政策）、汽车及零部件（汽车销量企稳）等行业龙头个股。

图 16、汽车需求回暖



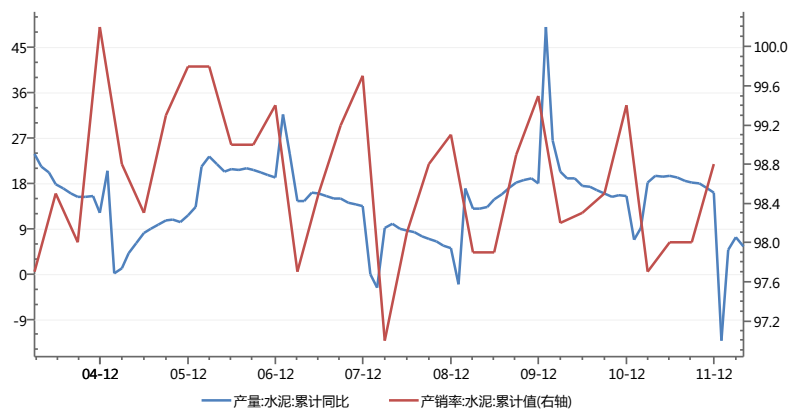
数据来源：WIND，东北证券

图 17、当前工程机械增速类似 09 年初情形，未来存在持续改善空间



数据来源：WIND，东北证券

图 18、水泥需求改善后有望提升产销率



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760