

2014.06.15

经济暂稳房市萧条，政策加码基建反弹

——点评 2014 年 5 月工业和投资数据

	任泽平(分析师)	汪进(分析师)
	010-59312805	021-38674624
	renzeping@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com
证书编号	S0880514060010	S0880511080005

本报告导读：

5 月生产企稳，基建投资反弹，地产相关销售和投資大降，出口回升。高频和先行指标预示 6 月经济继续走稳，但投资和出口驱动行业仍将背道而驰，政策将加码。

摘要：

- **工业生产短期企稳：**5 月规模以上工业增加值同比实际增长比 4 月加快 0.1 个百分点，与市场预期值持平。经济短期企稳明确，主要受稳增长政策和出口改善带动。
- **高频和先行指标预示 6 月经济走稳：**高频数据中，5 月底发电量略升，经济短期仍走稳；6 月初钢、煤价下跌，地产销售低迷，经济下行压力明显，内需驱动行业疲软；PMI 中新出口订单小幅回升，表明投资和出口驱动行业走势分化。
- **出口驱动行业部分改善，投资驱动型行业短期企稳：**5 月出口驱动行业中，纺织、金属制品行业增速加快；经济企稳下钢铁、有色、电力、交运设备行业增速短期企稳。
- **消费增速平稳：**家具、建材、家电等销售较去年同期大幅下降，汽车销售增长较快。
- **基建反弹，房市萧条：**5 月投资累计增长 17.2%，符合市场预期，基建投资增长 25%，增速进一步提高；地产投资增长 14.7%，进一步大幅下滑，制造业投资小幅回落至 14.2%；受地产拖累，预计稳增长政策力度加码。
- **资金来源增速回升：**5 月中央投资增速回升、地方投资增速回落，国家预算内资金及国内贷款增速加快，稳增长靠中央。
- **未来政策加码：**为完成全年目标，预计货币政策加码，继续做大定向宽松盘子，结构性稳增长政策延续；维持 2 季度 GDP 为 7.4% 判断不变，经济短期企稳，3 季度放缓。
- **未来超预期的方面可能在：**① 房市持续萧条导致土地收入腰斩，可能拖累地方支出和基建投资，经济在 3 季度存在下行风险；② 受益于汇率贬值和世界经济温和复苏，出口驱动行业景气继续回升，但 7 月初中美战略谈判前，人民币贬值暂缓；③ 6-10 月改革措施有望密集出台，稳增长政策推动社融回升和利率进一步下降；④ 中期经济继续寻底下行。
- **未来重要事件和数据公布：**① 18 日国务院常务会议；② 23 日 6 月汇丰 PMI（预览）。

宏观研究团队

任泽平（分析师）

电话：010-59312805

邮箱：renzeping@gtjas.com

证书编号：S0880511080005

汪进（分析师）

电话：021-38674624

邮箱：wangjin008085@gtjas.com

证书编号：S0880511080005

薛鹤翔（分析师）

电话：021-38674809

邮箱：xuehexiang@gtjas.com

证书编号：S0880512080003

韦志超（研究助理）

电话：010-59312817

邮箱：weizhichao@gtjas.com

证书编号：S0880114030001

王喆（分析师）

电话：021-38676049

邮箱：wangzhe@gtjas.com

证书编号：S0880511080008

相关报告

《财政支出飙升，地产收入大降》

2014.06.11

《通胀温和可控，企业效益结构性改善》

2014.06.10

《进出口两重天料将持续》

2014.06.08

《宽松政策确认，有利中国出口》

2014.06.06

《订单回升，经济企稳，政策维稳》

2014.06.01

目录

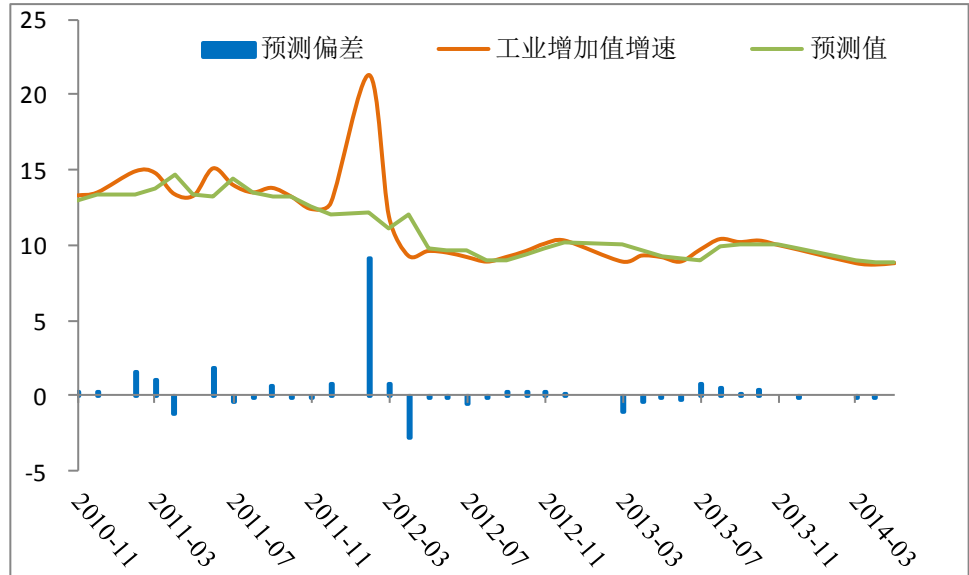
1. 工业：生产短期企稳.....	3
2. 高频和先行指标：出口向上，投资向下.....	3
3. 行业：出口驱动性部分改善，投资驱动型生产加快.....	6
4. 消费：消费平稳，地产相关下降.....	8
5. 投资：总投资趋稳，地产大降，基建反弹，服务业加快.....	10
6. 资金：资金来源增速和社融多增，利率中枢下移.....	13
7. 预测：短期企稳，中期寻底.....	15
8. 未来重要事件和数据.....	15

1. 工业：生产短期企稳

统计局公布5月经济数据，包括工业增加值、固定支出投资及消费数据。首先从供给侧看，5月规模以上工业增加值同比实际增长8.8%，比4月加快0.1个百分点，与市场8.8%的预期持平。

图 1 工业增加值同比增速实际

单位：%

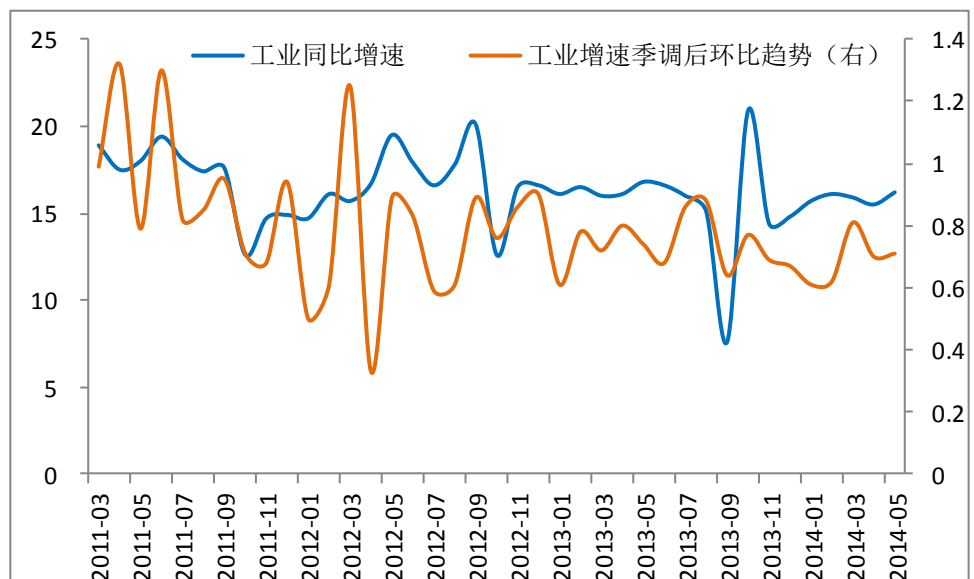


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

5月工业增加值季调环比增长0.71%，与4月基本持平。同比、环比数据均表明，工业生产暂时企稳，主要受稳增长政策和出口改善带动。考虑到稳增长政策效果只能维持2-3个月，世界经济缓慢复苏背景下出口为小幅改善，在可见的未来，工业生产仍存下行压力。

图 2 工业增加值同比和环比增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

2. 高频和先行指标：出口向上，投资向下

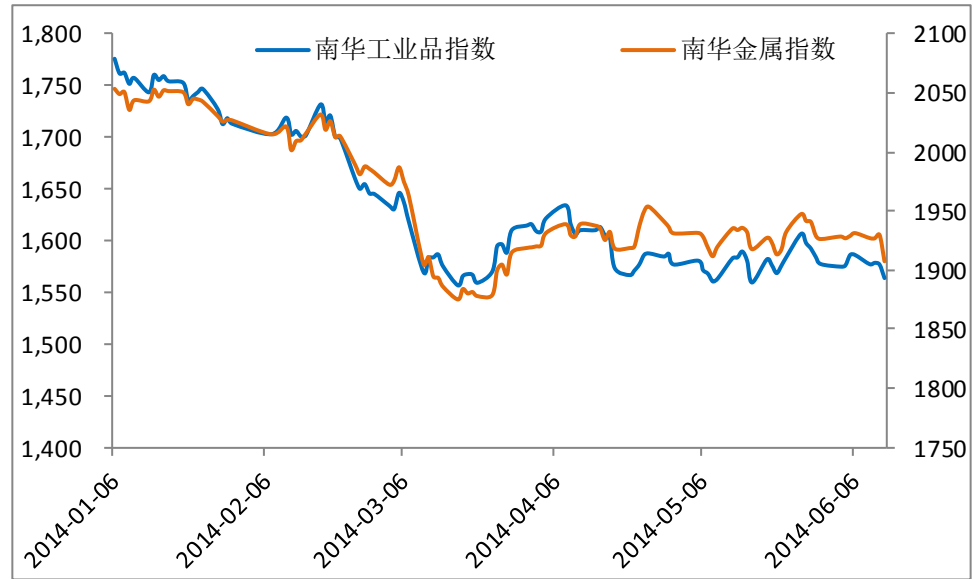
从高频数据看，5月上旬和中旬日均发电量增长4.3%，较4月下旬小幅下降

0.1个百分点；随着气温升高，5月下旬增速约6.5%，同比增加2.1个百分点，环比回升3.5个百分点，高于历史同期变动幅度，6月经济仍能稳定。

日频的南华工业品指数、金属指数和钢材价格经过2-3月短暂回升后，4月下旬-5月上旬再度小幅回落，5月中旬开始持续小范围波动；动力煤价格小幅回升，6月初工业品价格依然走弱。周频的30个大中城市商品房成交面积十分萧条，地产软着陆仍需政策支持。

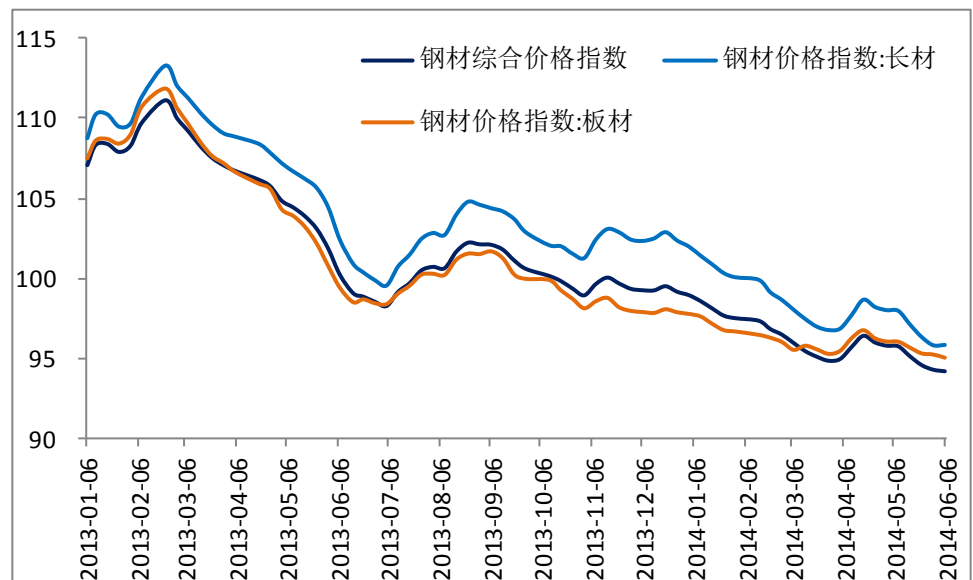
综合来看，传统的内需驱动的地产钢铁煤炭行业走势疲软。高频数据预示，受地产持续低迷影响，6月投资品需求调头下滑。

图 3 南华工业品指数和金属指数



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

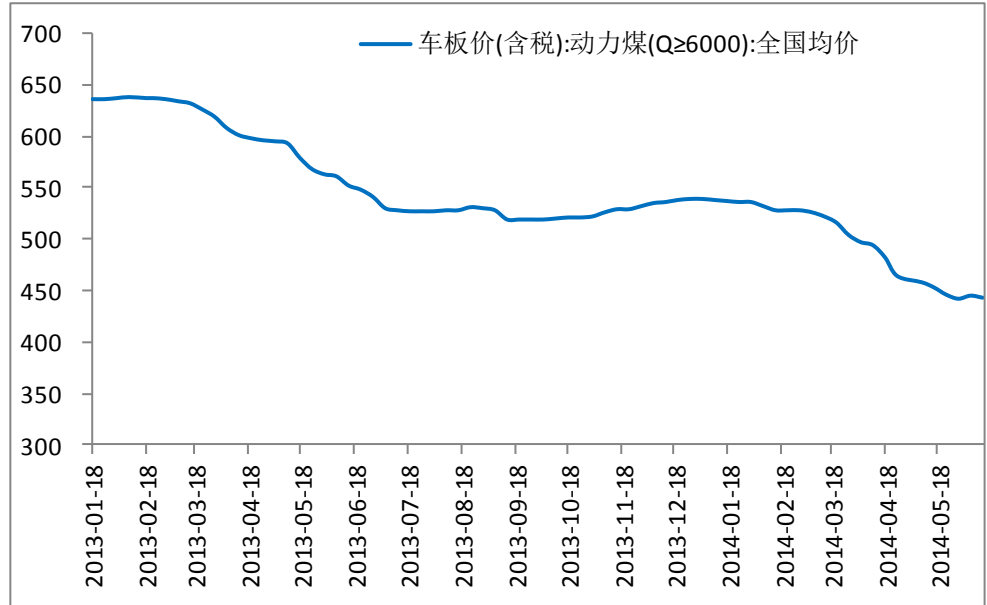
图 4 钢材价格指数



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

图 5 车板价(含税):动力煤(Q≥6000):全国均价

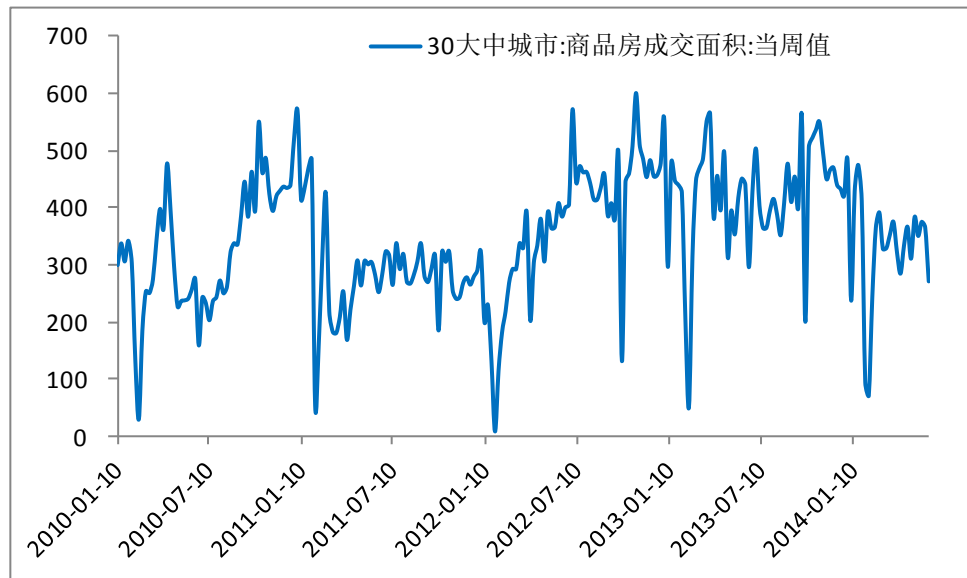
单位: 元/吨



数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

图 6 30 大中城市商品房成交面积 (当周值)

单位: 万平方米

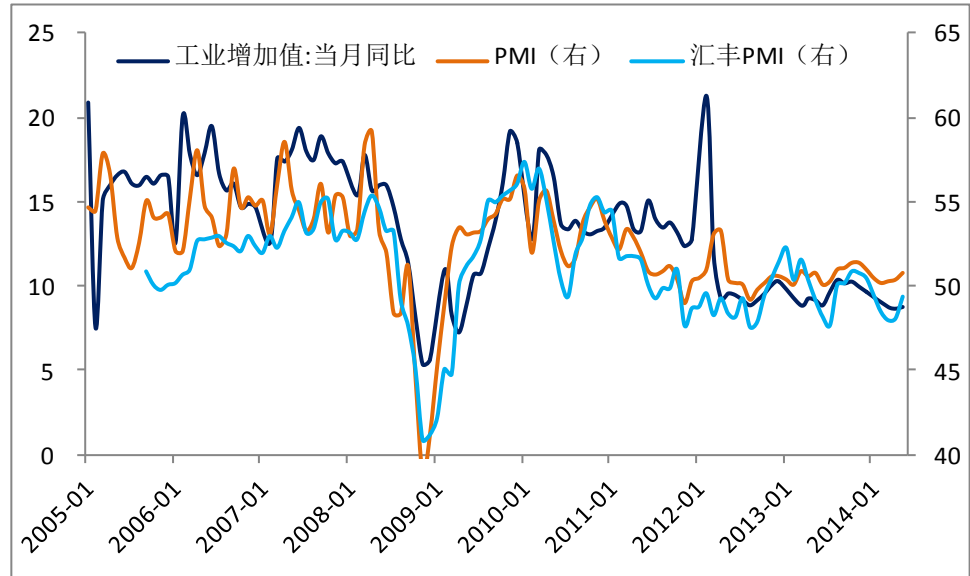


数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

从制造业采购情况看, 5月中采 PMI 指数为 50.8%, 比 4 月上升 0.4 个百分点, 主要以中小企业为样本的汇丰 PMI 指数为 49.4%, 比 4 月上升 1.3 个百分点。PMI 新出口订单指数为 49.3%, 比 4 月上升 0.2 个百分点, 采购量同比多增 1.7 个百分点。新出口订单回升预示未来出口依然走好。

图 7 工业增加值增速和 PMI 指数

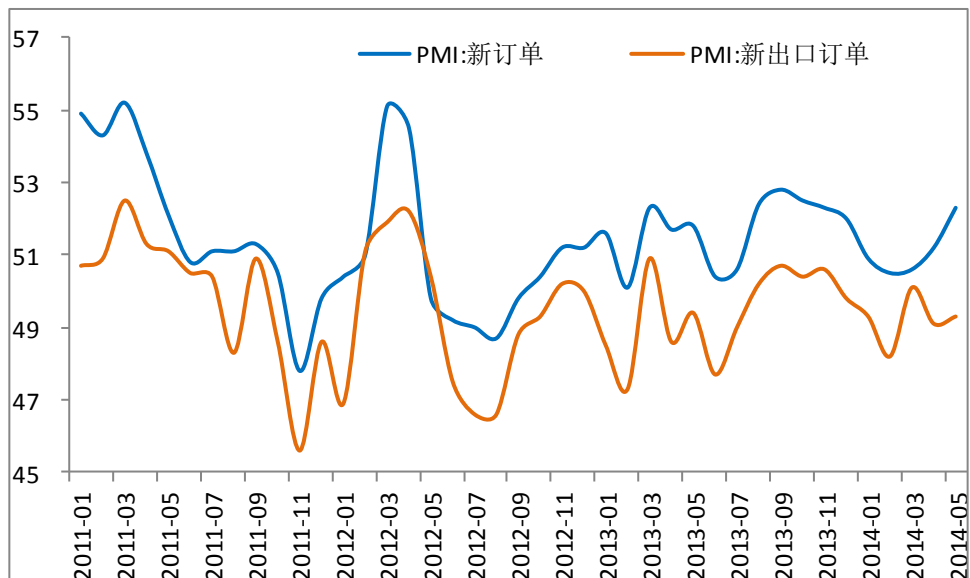
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

图 8 PMI 新订单指数

单位：%



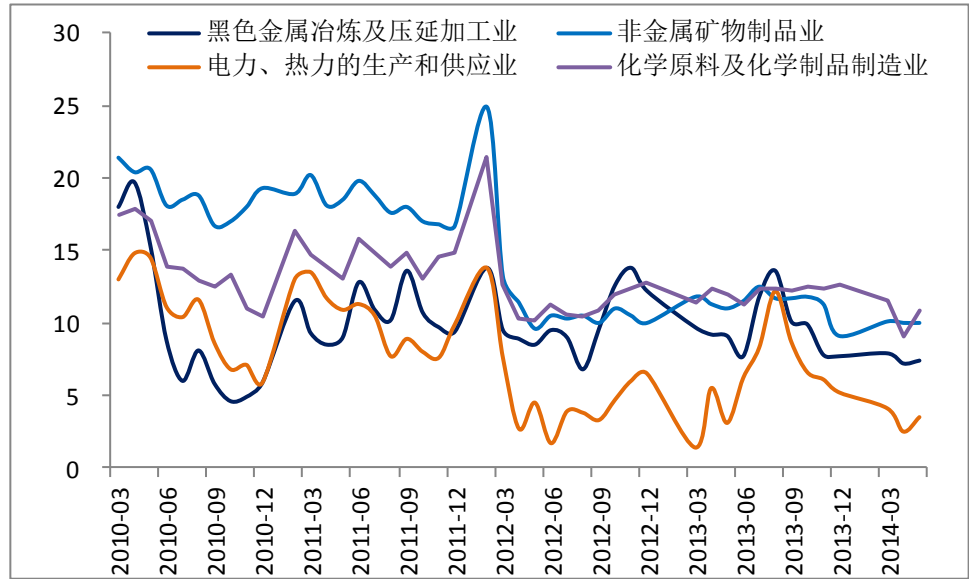
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

3. 行业：出口驱动性部分改善，投资驱动型生产加快

工业生产分行业看，5 月受外需小幅改善和汇率贬值带动，出口驱动型行业中，纺织、金属制品行业增速加快，但电器行业增速放缓；虽然固定资产投资尤其是房地产投资大幅下滑，由于政策力度加码，投资驱动型的钢铁、电力、化工、通用设备、专用设备等行业生产增速现回升趋势；受企业去库压力影响，库存调整驱动型的煤炭、铁矿石、有色等原材料行业生产增速仍处于低位。

图 9 投资驱动型行业生产增速

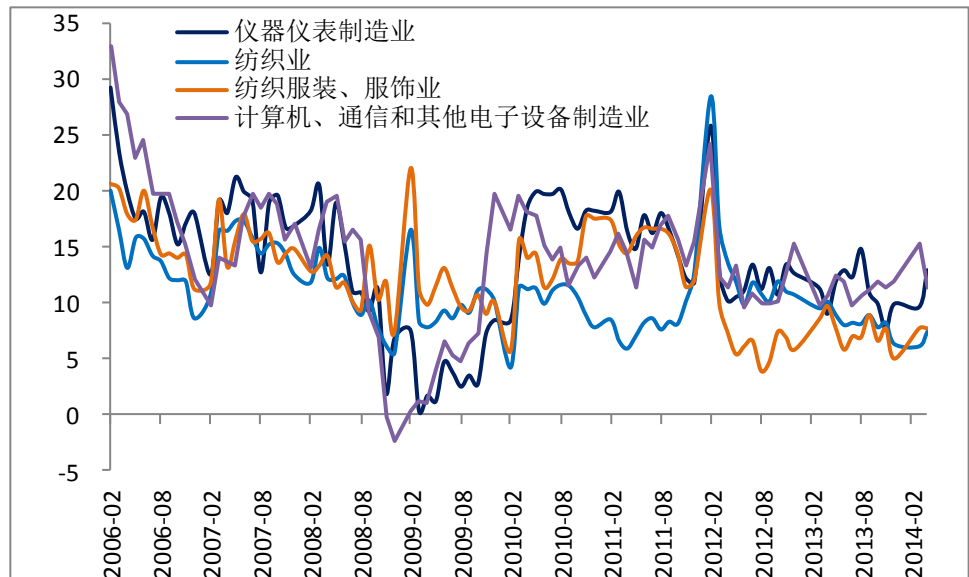
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

图 10 出口驱动型行业生产增速

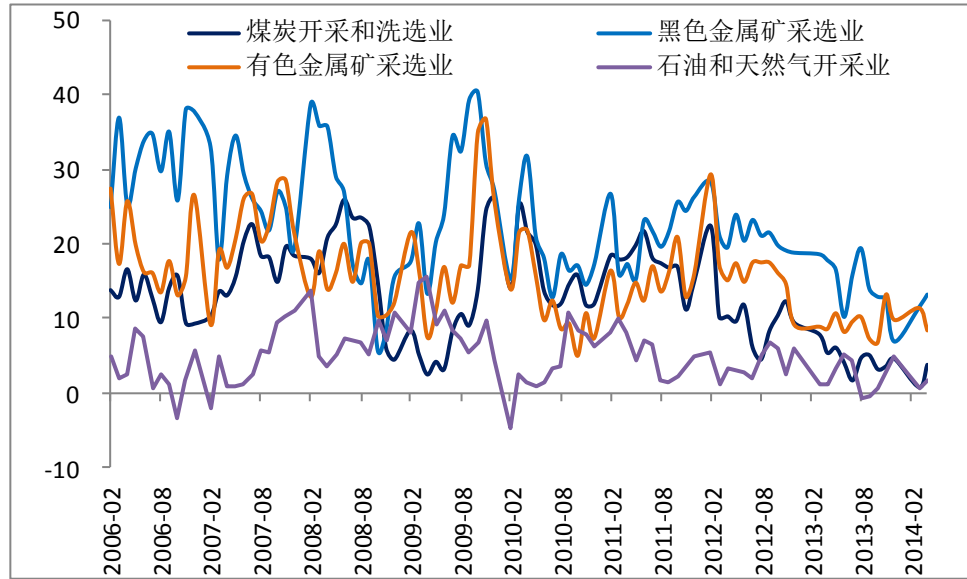
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

图 11 库存驱动的原材料行业生产增速

单位：%

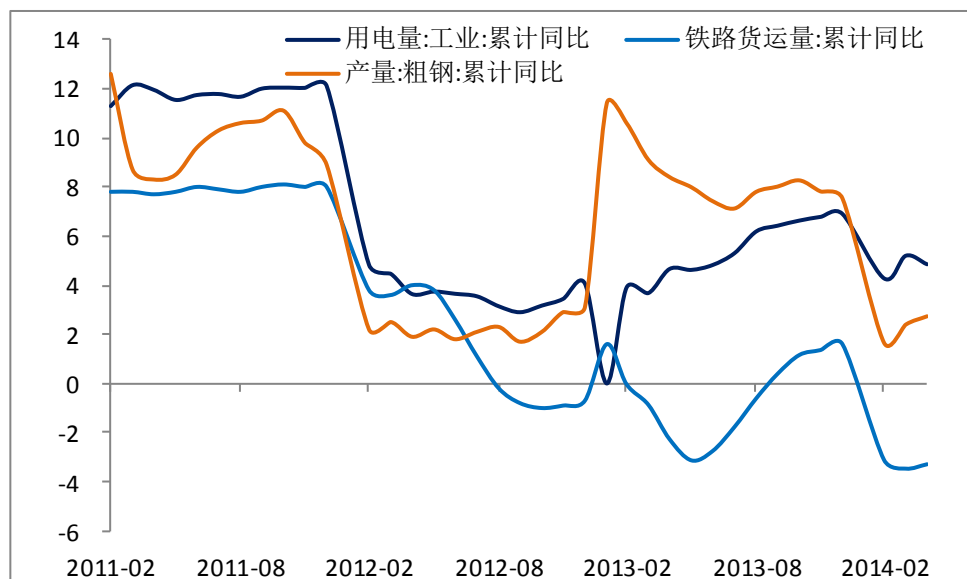


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从主要产品产量看，5月工业用电量同比增长5.9%，比4月上升1.5个百分点；粗钢产量2.6%，比4月上升0.45个百分点；水泥产量同比增长3.2%，比4月下降0.7个百分点；几大基础工业品产量总体走势平稳，表明稳增长背景下发电、钢铁及水泥这些传统产业短期企稳。

图 12 主要产品产量累计同比

单位：%



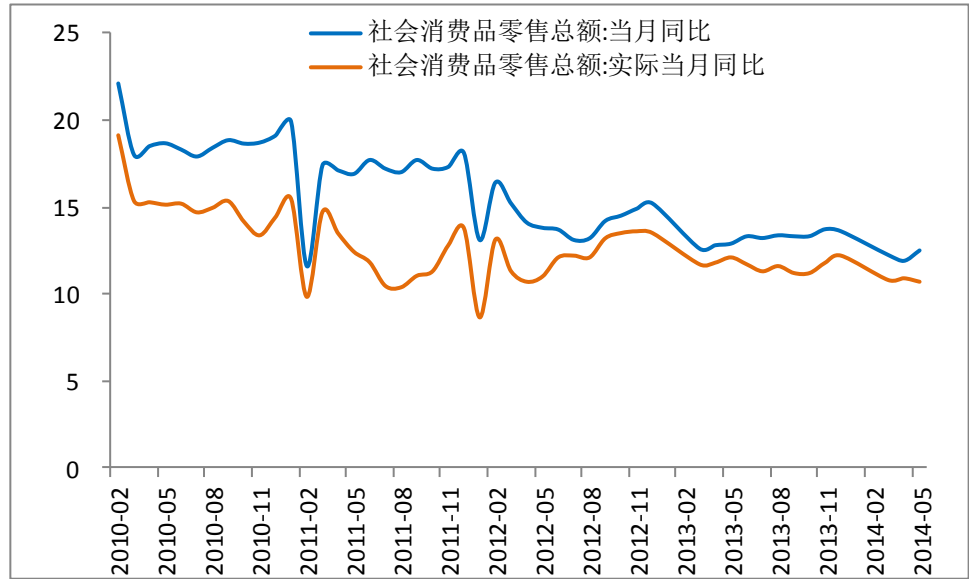
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

4. 消费：消费平稳，地产相关下降

从需求看，5月社会消费品零售总额同比名义、实际增长12.5%、10.7%，比4月变化0.6、-0.2个百分点，高于市场预期0.38个百分点。其中，限额以上企业餐饮收入增长6.2%，比4月上升0.9个百分点。

图 13 社零总额名义和实际增速

单位：%



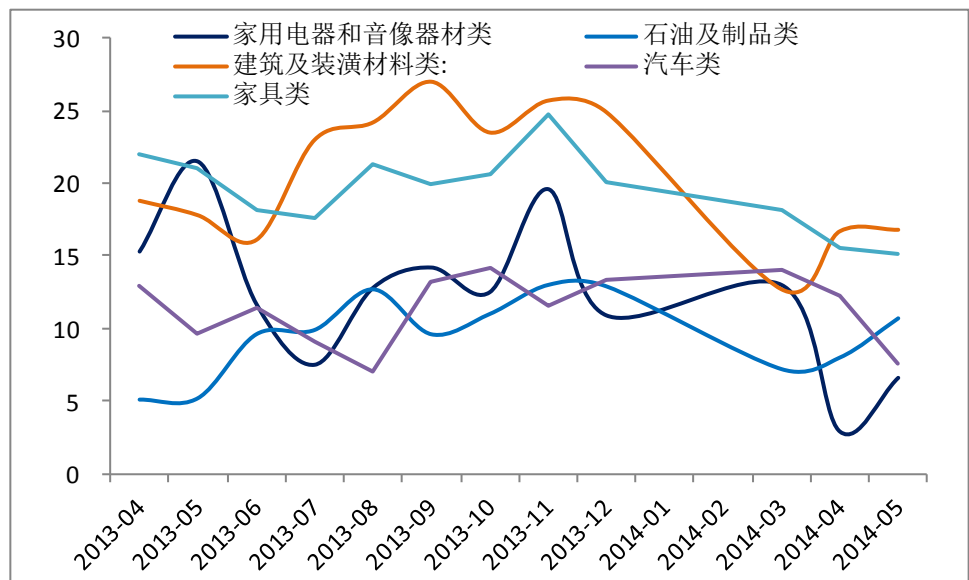
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

在限额以上批发和零售企业零售额中，收入增长背景下，食品、服装、日用品消费持续上升，建材、家具等地产相关销售增速虽比去年同期降幅较大，但仍维持高位支撑消费反弹。

汽车销售额增长放缓，同比增长 7.6%，较 4 月份大幅下降 4.7 个百分点，但销量增速降幅有限。此外本月新公布的 5 月限额以上企业网上零售额同比增长 53.2%，信息网络消费增长依然保持高速增长。

图 14 主要消费品增速

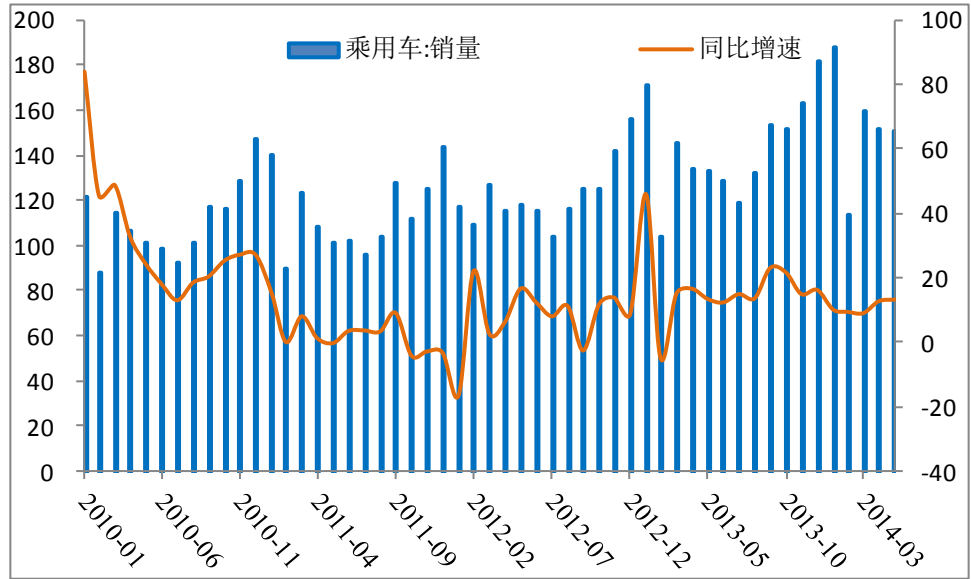
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

图 15 乘联会汽车销量及同比增速

左轴: 万 右轴: %



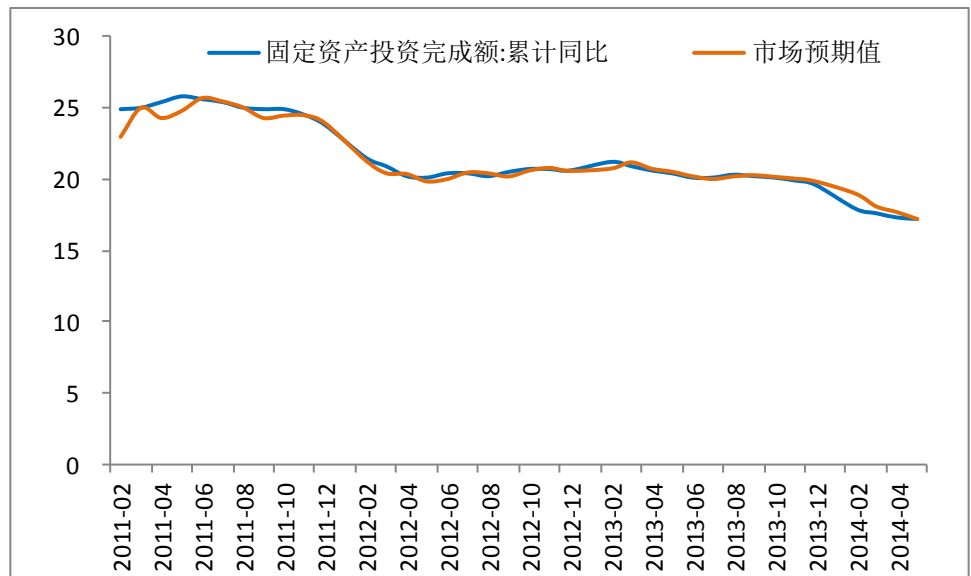
数据来源: 国泰君安证券研究, 乘联会

5. 投资: 总投资趋稳, 地产大降, 基建反弹, 服务业加快

1-5月固定资产投资(不含农户)同比名义累计增长17.2%,基本符合市场预期。主要受房地产投资增速下降拖累。稳增长政策力度再度加码。

图 16 固定资产投资同比增速实际值和市场预期值

单位: %

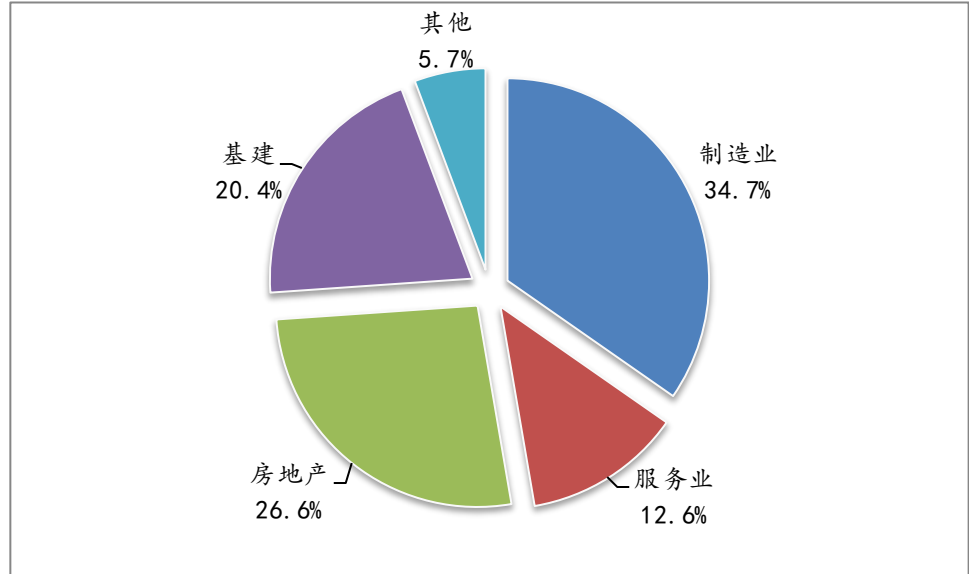


数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

在固定资产的构成中,制造业、房地产、基建(电力、交运和公共设施)、服务业(除地产和基建外的其他服务业)分别占34.7%、26.6%、20.4%、12.6%,四大类合计占94.7%。

图 17 固定资产投资构成

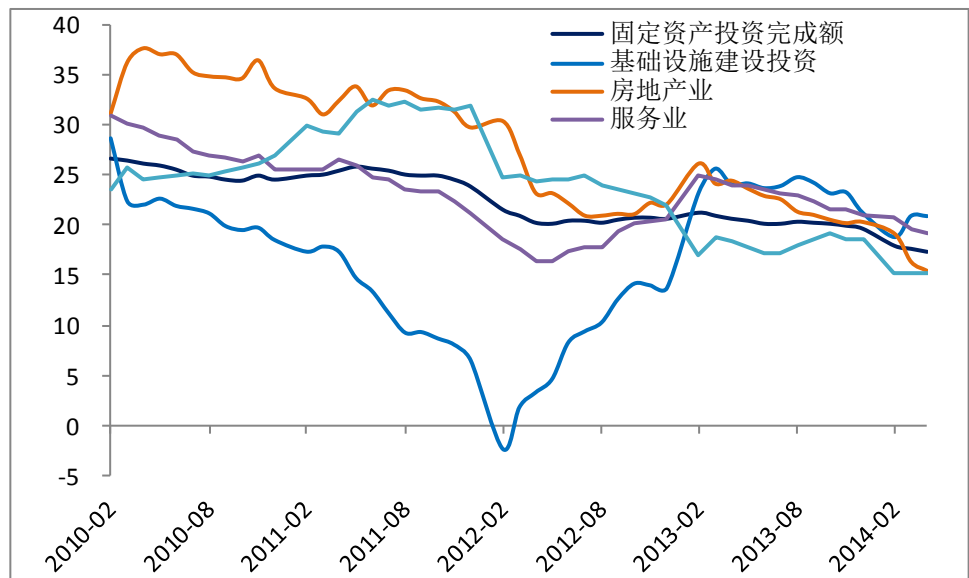
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

图 18 固定资产投资分项增速

单位：%

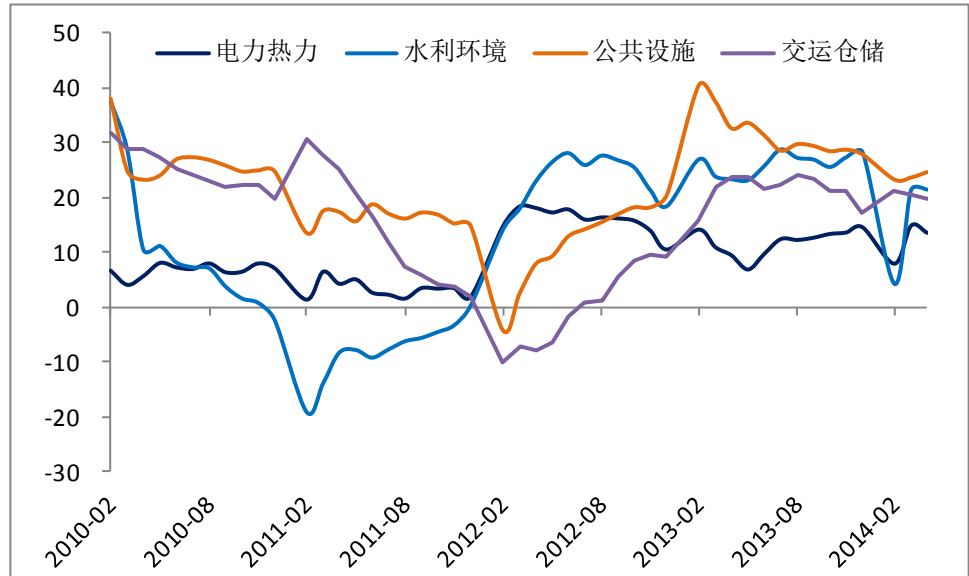


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从构成看，1-5 月制造业投资增速 14.2%，较 1-4 月份回落 1 个百分点。从 PPI 处于通缩区间长达 25 个月看，重化工企业去产能压力较大；出口改善仍可能带动出口驱动型行业的投资。

基建投资累计增长 23.02%，增速比 4 月份进一步提高 2.17 个百分点。其中，水利、城市公共设施管理业投资增速加快，交通运输投资增速有所回升。短期看，二季度稳增长政策带动预算内资金和基建投资回稳效果初现。中期看，受房市萧条、土地收入下降、治理非标等影响，今年基建投资难以维持去年的高增长。

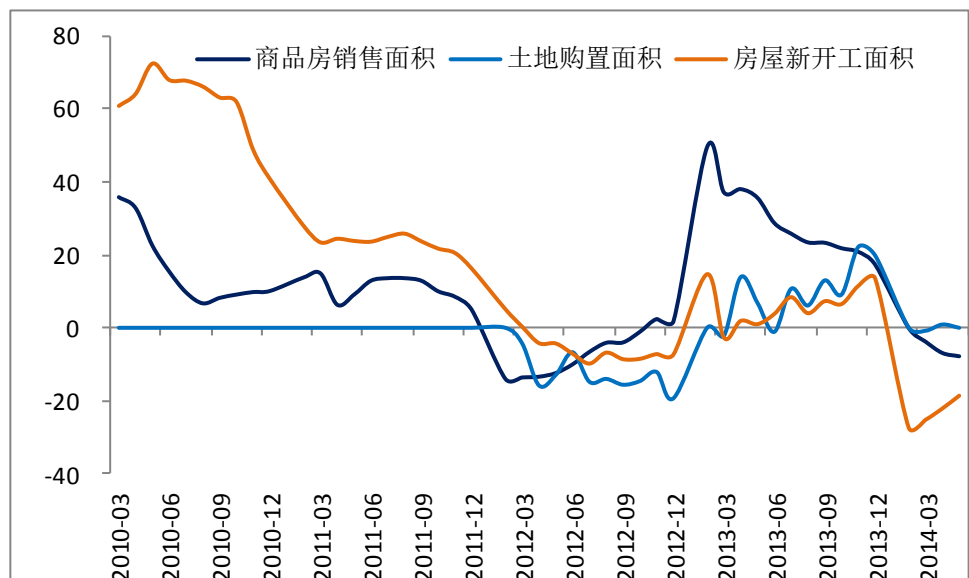
图 19 基建（电力、交运、水利环境和公共设施）投资同比增速 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

地产投资增长 14.7%，比 4 月份增速进一步下滑 0.7 个百分点。年初以来，房屋销售、土地购置、新开工面积、投资等大降，原因上，短期看，主要由于存款成本上升和风险偏好下降，银行收紧了居民抵押贷款，刚需被抑制；从长期看，随着劳动年龄人口下降和城镇户均住房套数上升，居民住房需求趋势性下降，住宅建设的长周期峰值正出现。由于我国居民买房首付比例较高，三四线城市房价收入比基本合理，未来不会出现居民大规模抛售风险。但近期地产投资下行压力较大，需要高度关注三四线房企资金链断裂风险，以及对土地出让收入和基建投资的负面影响。

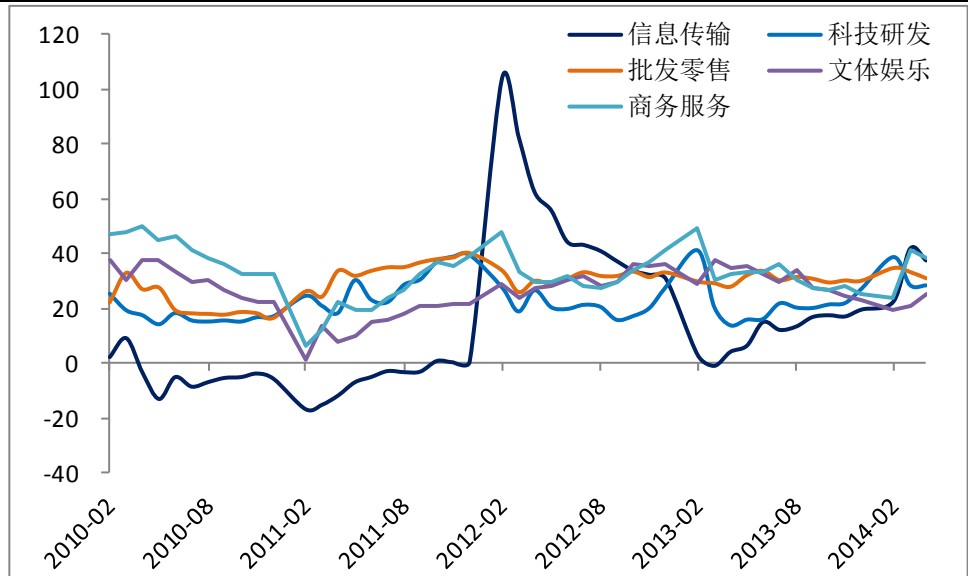
图 20 商品房销售面积、土地购置面积、房屋新开工面积同比增速 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究所，统计局

服务业投资增速继续加快，其中，信息传输、商务服务、科技研发、批发零售等需求升级相关的服务业投资增速放缓，文体娱乐继续保持快速增长。

图 21 服务业细项投资累计同比增速 单位：%



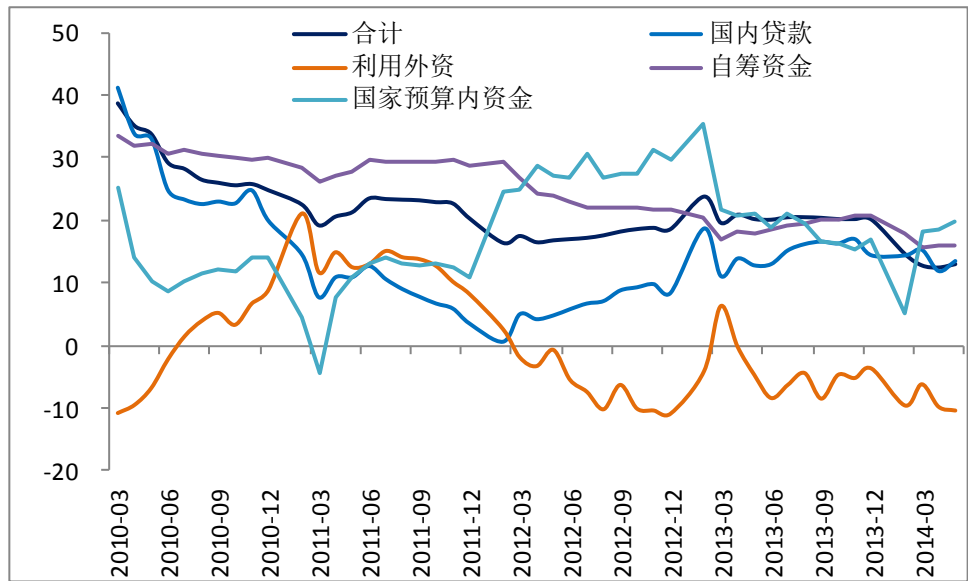
数据来源：国泰君安证券研究所，统计局

6. 资金：资金来源增速和社融多增，利率中枢下移

从资金来源看，1-5月固定资产投资资金来源累计同比增长13%，比1-4月小幅回升0.54个百分点，其中，国家预算内资金、企业自筹资金和国内贷款增速加快，利用外资增速微降。

图 22 固定资产投资资金来源增速

单位：%

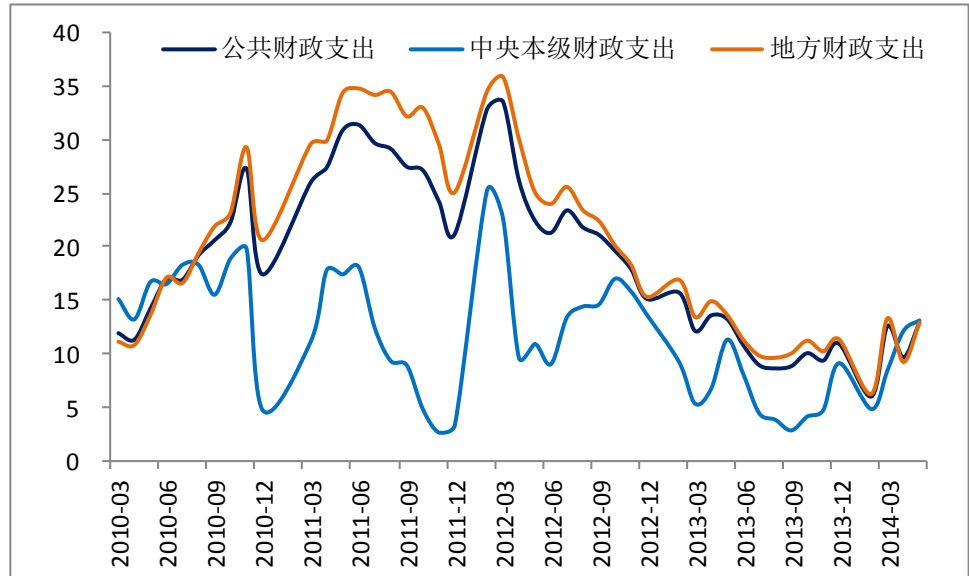


数据来源：国泰君安证券研究所，统计局

在财政稳增长的政策背景下，5月全国财政支出增速为24.6%，环比增长36%。1-5月累计财政支出同比增长12.9%。中央财政预算执行进度继续加快，地方政府受房地产相关税收收入和土地出让收入下降影响，财政支出放缓。但地方政府为支撑经济“稳增长”、促进经济结构调整，进一步加快了财政资金的支付进度，5月地方财政支出同比增速高达26.9%，显著高于中央15.8%的增速。

图 23 财政支出增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究所，财政部

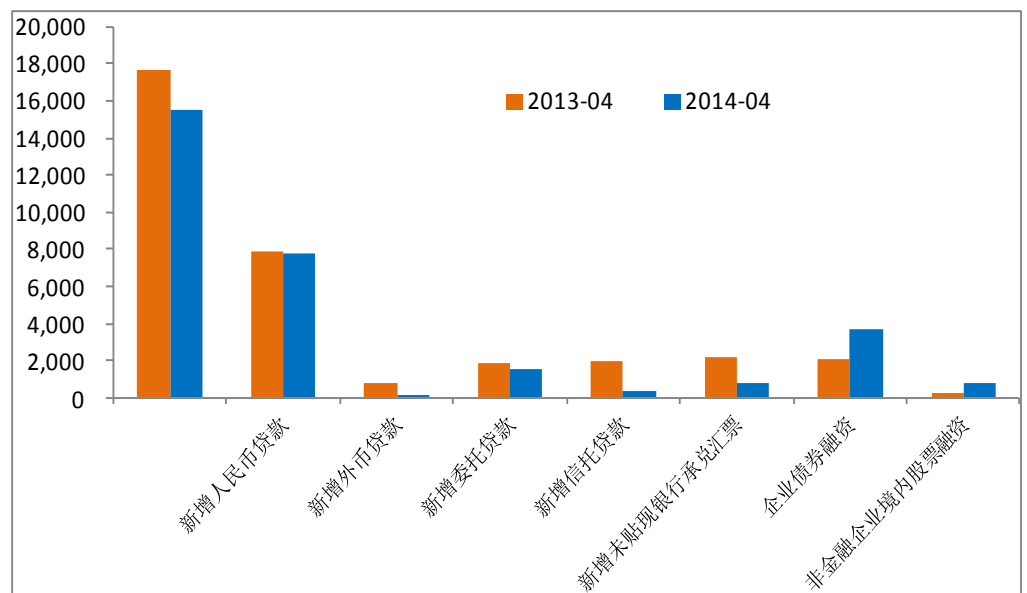
5月M2小幅回升，同比增长13.4%，较4月末高0.2个百分点，比去年同期下降2.4个百分点，高于预期0.1个百分点。一方面是由于企业融资的回升，另一方面也得益于顺差大幅回升。

社会融资总量同比多增，其中，人民币贷款同比多增2014亿元，企业债券同比多增567亿元，并支撑融资增长；委托贷款和未贴现银行承兑汇票等表外业务同比少增。而信托贷款同比减少855亿元，承兑汇票同比减少1045亿元，反映融资继续回归表内。由于稳增长政策出台、银行风险偏好下降和利率中枢下行，企业融资成本下降，债券融资明显上升，城投债供求两旺。

5月，银行间同业拆借利率和国债长短端收益率下降。近期央行通过公开市场操作和汇市卖出人民币供给流动性，房市调整导致资金需求面下降，货币供需下降，利率中枢有望继续下移。

图 24 社会融资总量

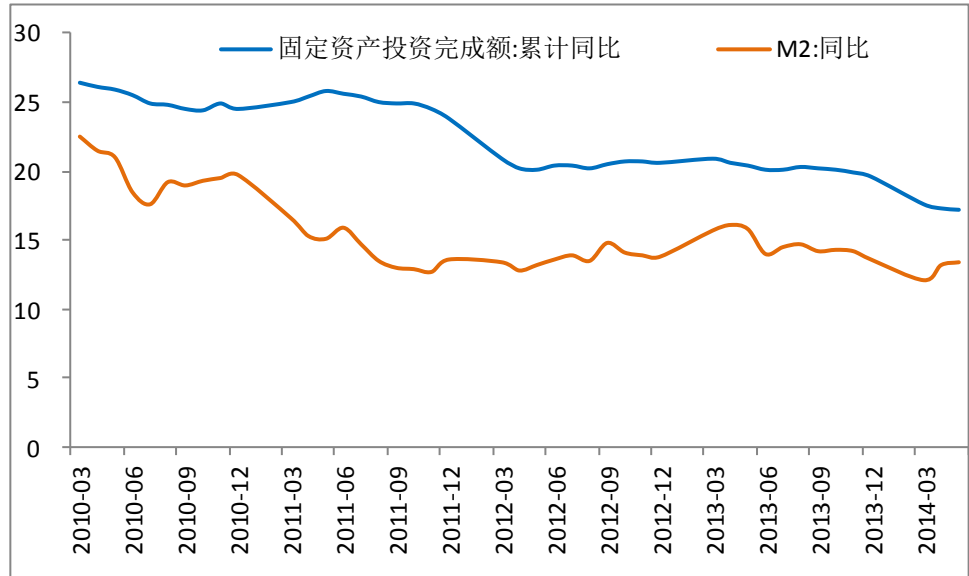
单位：亿元



数据来源：国泰君安证券研究所，中国人民银行

图 25 固投和 M2 增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究所，统计局

7. 预测：短期企稳，中期寻底

从 5 月公布数据、6 月高频数据和先行指标看，6 月工业生产将继续企稳，出口有望持续改善，地产、煤炭、钢铁等内需驱动型行业仍十分疲软，钢价、煤价继续下跌，或仍为拖累经济的最大风险点。

政策方面，土地收入腰斩恐殃及占地方投资，7 月初中美战略对话之前汇率贬值将暂缓，预计货币政策加码，继续做大定向宽松盘子，结构性稳增长政策延续；维持 2 季度 GDP 为 7.4%①房市持续萧条导致土地收入腰斩，可能拖累地方支出和基建投资，经济在 3 季度存在下行风险；②受益于汇率贬值和世界经济温和复苏，出口驱动行业景气继续回升，但 7 月初中美战略谈判前，人民币贬值暂缓；③6-10 月改革措施有望密集出台，稳增长政策推动社融回升和利率进一步下降；④潜在增长率下降的长期底部未到达，中期经济继续寻底下行，黑天鹅事件频出。

8. 未来重要事件和数据

前期重要事件和政策：

表 1 近期政策动向回顾

日期	地点	政策
6-13	统计局	统计局发布 5 月份规模以上工业生产月度报告、固定资产投资（不含农户）月度报告、民间固定资产投资月度报告、房地产投资和销售情况月度报告、社会消费品零售总额月度报告。
6-12	央行	为贯彻落实《国务院办公厅关于支持外贸稳定增长的若干意见》(国办发〔2014〕19 号)，支持外贸稳定增长，央行提出了 11 条措施，其中包括继续完善人民币汇率市场化形成机制，加大市场决定汇率的力度，促进国际收支平衡。
6-11	国务院常务会议	部署建设综合立体交通走廊打造长江经济带，通过基础设施共建共享，促进形成统一开放市场体系。
6-11	国务院常务会议	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定简化合并增值税特定一般纳税人征收率，减轻企业负担，每年将为相关领域企业减轻税负约 240 亿元。

6-6	深化改革领导小组	习近平主持召开中央全面深化改革领导小组第三次会议，会议要求把有利于稳增长、调结构、防风险、惠民生的改革举措往前排。财税体制改革不是解一时之弊，而是着眼长远机制的系统性重构。推进人的城镇化重要的环节在户籍制度，加快户籍制度改革。
6-6	国务院常务会议	确定的年内再取消和下放 200 项以上行政审批事项的部署，充分调动企业和社会创新创业创造的积极性。一是取消和下放新一批共 52 项行政审批事项；二是为进一步提高人力资源配置效率；三是围绕促进投资创业便利化、优化营商环境等。石化产业是国民经济的重要支柱按照安全环保优先、科学合理规划、提高产业效益、保障能源安全的原则，搞好石化产业布局，使产业发展与民生改善相促进。
5-30	国务院常务会议	5 月 30 日的国务院常务会议再次强调深化金融改革，用调结构的办法，适时适度预调微调；一要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度，扩大对中小企业支持；二要降低社会融资成本。
5-23	海关总署	公布《关于支持外贸稳定增长的若干措施》，包括 4 个部分共 20 条，将国务院支持外贸稳定增长的若干意见中涉及海关工作的政策举措，细化成更加具体、可操作性强的落实措施。《若干措施》具体内容可概括为“抓改革、减负担、促升级、优环境”12 个字。
5-23	全国人大财经委	人大常委吴晓灵表示，中国人民银行短期不会采取大规模的货币放松，货币政策将保持中性。
5-23	内蒙古	李克强在内蒙古考察时强调当前我国经济运行总体平稳，结构出现积极变化，但经济下行压力仍然较大，不能掉以轻心。要针对企业反映的实体经济资金总体紧张特别是小微企业融资难、融资贵等问题，运用适当的政策工具，适时适度预调微调，盘活资金存量，优化金融结构，保持货币信贷合理增长，推进金融改革，营造良好的金融环境。
5-21	国务院	总理李克强 5 月 21 日主持召开国务院常务会议，部署加快推进节水供水重大水利工程建设，决定大幅增加国家创投引导资金促进新兴产业发展。
5-19	财政部	2014 年上海、浙江、广东、北京、江苏等 10 个地方政府债券自发自还，试点地区发行的政府债券期限为 5 年、7 年和 10 年，结构比例为 4:3:3。
5-18	发改委	国家发改委发布公告称，首批推出 80 个鼓励社会资本参与建设营运的示范项目，涉及交通、能源、通信等多个领域，包括北京地铁 16 号线等项目。部分领域如油气管网，此前属国有资本垄断，此次可以算作第一次正式对民资大规模开放。
5-15	国务院	国务院办公厅发布了《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，共 16 条措施，被称作稳外贸新“国 16 条”(国办 19 号文)。这是继 2013 年 7 月 26 日发布稳定外贸增长的“国 12 条”(国办 83 号文)后，国务院今年第一次出手“稳外贸”。

数据来源：国泰君安证券研究，中国政府网，人民银行等

未来重要事件和数据公布：

表 2 经济日历提醒

时间	公布机构	经济事件	会议
6 月	1 日	国家统计局	5 月中国制造业采购经理指数
	3 日	国家统计局	5 月非制造业商务活动指数
	4 日		八国集团领导人峰会
	6 日		非农就业报告
	8 日		5 月进出口贸易差额
	10 日	国家统计局	5 月居民消费价格指数 5 月工业生产者价格
	11 日		国务院常务会议
	12 日		5 月新增人民币贷款 5 月 M2

13日	国家统计局	5月规模以上工业生产增加值 5月固定资产投资（不含农户） 5月民间固定资产投资 5月房地产投资和销售情况 5月社会消费品零售总额	
16日	国家统计局	5月全社会用电量	
17日			美联储政策会议，会后有记者会
18日	国家统计局	5月70个大中城市住宅销售价格	陆家嘴论坛 国务院常务会议
23日	汇丰	6月汇丰PMI（预览）	
25日			国务院常务会议
27日	国家统计局	5月工业经济效益	

7月

			耶伦国会听证会，做美联储货币展望报告
1日	国家统计局 汇丰	6月制造业采购经理指数 6月汇丰PMI	
3日	国家统计局	6月非制造业商务活动指数 非农就业报告	国务院常务会议
9日	国家统计局	6月居民消费价格指数 6月工业生产者价格指数	国务院常务会议
10日		6月贸易差额 6月M2	
16日	国家统计局	国民经济运行情况新闻发布会 季度国内生产总值 企业景气指数 6月规模以上工业生产 6月固定资产投资（不含农户） 6月民间固定资产投资 6月房地产投资和销售情况 6月社会消费品零售总额	国务院常务会议
17日	国家统计局	季度累计主要行业增加值	
18日	国家统计局	6月70个大中城市住宅销售价格	
23日			国务院常务会议
27日	国家统计局	6月工业经济效益	政治局经济工作会议
29日			美联储政策会议 国务院常务会议

8月

		公布中国民营企业500强	
1日	国家统计局	7月制造业采购经理指数 非农就业数据	
3日	国家统计局	7月非制造业商务活动指数	
6日			国务院常务会议
9日	国家统计局	7月居民消费价格指数 7月工业生产者价格指数	

13日	国家统计局	7月规模以上工业生产增加值 7月固定资产投资（不含农户） 7月民间固定资产投资 7月房地产投资和销售情况 7月社会消费品零售总额	国务院常务会议
18日	国家统计局	7月70个大中城市住宅销售价格	
20日			国务院常务会议
28日	国家统计局	7月工业经济效益	国务院常务会议
<hr/>			
9月			
		公布中国企业500强	
1日	国家统计局	8月制造业采购经理指数	第四届中国-亚欧博览会
3日	国家统计局	8月非制造业商务活动指数	国务院常务会议
5日		非农就业数据	
11日	国家统计局	8月居民消费价格指数 8月工业生产者价格指数	中国国际投资贸易洽谈会 夏季达沃斯论坛 国务院常务会议
13日	国家统计局	8月规模以上工业生产增加值 8月固定资产投资（不含农户） 8月民间固定资产投资 8月房地产投资和销售情况 8月社会消费品零售总额	APEC工商领导人峰会
16日			美联储会议，会后有记者会
17日			国务院常务会议
18日	国家统计局	8月70个大中城市住宅销售价格	上海合作组织峰会
24日			国务院常务会议
27日	国家统计局	8月工业经济效益	

数据来源：国泰君安证券研究

宏观团队成员简介

任泽平：国泰君安证券董事总经理、首席宏观分析师。中国人民大学经济学院博士，清华大学经济管理学院博士后。曾担任国务院发展研究中心宏观部研究室副主任，参与中央文件起草工作。2011、2012年国务院发展研究中心量化绩效考核排名第4、6位。专著《宏观经济结构研究》，入选“当代经济学文库”。

汪 进：国泰君安宏观分析师。清华大学数量经济学博士，五年从业经验。12年获新财富宏观最佳分析师第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名（团队）。擅长国内基本面、物价、流动性、货币政策等研究。

薛鹤翔：国泰君安宏观分析师。上海财经大学西方经济学博士。擅长国内基本面、外汇、财政等研究。

韦志超：国泰君安证券助理分析师。布朗大学经济学博士，曾供职于安永和中投证券。擅长海外经济、汇率、出口等研究。

王 喆：国泰君安证券宏观分析师。华中科技大学西方经济学博士。擅长海外经济研究。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtiaresearch@gtjas.com		