

构建与科学发展相匹配的投资策略—政府工作报告解读

策略报告

报告日期：2008年3月5日

相关报告：

《从金融十一五规划看投资策略调整》

2008年2月21日

《从中央“一号文”看农业股投资机会》

2008年2月4日

《高新技术，打造竞争优势》

2008年1月21日

《谁更分享税收红利？—新税制下的投资策略》

2007年12月14日

《关注增长模式转变中的结构性变化—“中央经济工作会议”解读》

2007年12月6日

投资策略组：

仇彦英

021-58824282-816 qiuyy@txsec.com

朱礼旭

021-58824282-869 zhulx@txsec.com

联系人：

郭静

010-66045556 guoj@txsec.com

- 3月5日上午，温总理在第十一届人大一次会议上作《政府工作报告》。从各种细化的措施来看，我们认为2008年将是宏观调控与民生政策的执行年。
- 宏观经济目标着重效益与速度统一。如前几年一样，延续了8%作为经济发展目标。一方面，这一目标比较接近经济学界普遍接受的我国9%左右的潜在经济增长速度。另一方面，我国目前工业化、城市化发展进程所导致的社会总需求依然旺盛，国家有防止经济大起大落、保持经济发展可持续性的意图。
- 宏观调控着重多种政策手段协调运用。在去年10次上调存款准备金率、6次加息，1月份CPI创7.1%新高后，高层宏观政策调控转向结构性调控、多种政策手段搭配运用提高协同效应：在利用货币政策工具加大对冲流动性力度、优化信贷结构的同时，增加汇率调控的作用，并结合产业、行政调控政策。
- 经济发展方式转变是主线。经济发展方式的转变将直接对我国的宏观经济运行带来结构性变化。首先，从支出的角度来看，推动我国经济发展的“三驾马车”发生结构性变化。从生产的角度来看，三次产业更趋协调，先进制造业将加快发展，推动产业结构升级和自主创新能力提升。
- 住房保障逐渐清晰。如果我国住房保障逐步得到切实实施，将极大影响我国目前完全市场化的房地产市场格局，带动房地产重新洗牌。从供需角度分析，随着政府保障住房的推出，将改变整个住房供给结构，挤压市场化住房供给空间，加上从紧货币政策的大环境，预计未来房地产开发并购重组或将增加。
- 在投资策略上，顺应国家的科学发展战略，把握经济发展方式转变的脉络，按照自上而下的策略可以在消费升级受益的消费品、商业等行业中选择持续受益的企业；在受益国家自主创新和先进制造业的高新技术、装备制造业、现代服务业、通讯和生物医药等行业中选择持续受益的企业；在受益国企改革电力、石油石化、电信等垄断行业中寻找投资标的；在受益国家重点支持发展的现代农业中选择持续受益的企业。按照自下而上的模式，我们可以在节能减排、环保以及受益农业基础设施投资建设的钢铁、水泥等行业中寻找优势企业。。

3月5日上午，温家宝总理在第十一届人大一次会议上作《政府工作报告》（下称《报告》），在回顾了过去一年政府的工作内容和成果后，揭示了目前经济社会发展中存在的一些问题，并对于2008年的国民经济和社会发展的主要目标做出了规划，同时也对未来各项工作都进行了细致的指导。

从《报告》透露的各方面信息来看，我们认为2008年将是宏观调控政与民生政策的执行年，这其实也符合贯穿《报告》中的主要思想：科学发展。因此，今年我们有望看到前期颁布的各项政策得到切实的加强和落实。以下我们从几个方面更加详细的对《报告》予以解读。

1. 宏观经济着重效益与速度统一

依据《报告》，2008年国民经济和社会发展的主要目标是：在优化结构、提高效率、降低消耗、保护环境的基础上，国内生产总值增长8%左右；居民消费价格总水平涨幅控制在4.8%左右；城镇新增就业1000万人，城镇登记失业率控制在4.5%左右；国际收支状况有所改善。

从国民经济发展目标来看，今年与去年、前年一样，我国仍然延续了8%作为经济发展目标。一方面，这一目标比较接近经济学界普遍接受的我国9%左右的潜在经济增长速度。另一方面，从我国近几年经济发展目标与国民经济实际经济增长速度来看，我国实际经济增长速度往往都超过经济发展目标3个百分点左右。如2006年我国实际经济增长速度为11.1%，超过目标值3.1个百分点；2007年我国实际经济增长速度为11.4%，超过目标值3.4个百分点。这一现象的出现，与我国目前处于工业化、城市化发展进程所导致的社会总需求扩张以及经济运行处于快车道有关，当然地方政府经济发展的冲动也是不小的因素。因此，政府将经济发展确定为潜在经济增长速度附近，有防止经济大起大落、保持经济发展可持续性的意图。

另外，今年的外围经济形势与前几年相比也比较特殊，就是美国次贷危机引发全球经济放缓的风险不断加大，而我国又面临物价水平居高不下、投资过热的情况，因此，这一目标也基本符合我国当前所处的国内外经济形势。

与去年的《报告》相比，今年将物价水平控制在4.8%作为全年经济社会发展目标，凸显当前我国物价水平运行的严峻形势。另外，高层考虑到外部经济放缓的风险，对国际收支状况与去年的用语，也相对温和的多，从去年的“得到改善”转变到今年的“有所改善”，预示对顺差调控的节奏和力度将放缓。

在利率汇率改革方面，政府延续了去年《报告》“稳步推进利率市场化改革，进一步完善人民币汇率形成机制”等，没有发生太大的变化。但今年我国汇率制度改革或将加快，以应对我国高企的价格水平，人民币汇率弹性将进一步增强。

另外，《报告》中揭示目前经济结构中的主要矛盾在于：近年来固定资产投资增长过快，货币信贷投放过多，国际收支不平衡。长期形成的结构性矛盾和增长方式粗放的问题仍然突出。投资与消费关系不协调，投资率持续偏高；一二三产业发展不协调，工业特别是重工业比重偏大，服务业比重偏低；自主创新能力不强，经济增长的资源环境代价过大。农业基础仍然薄弱，农业稳定发展和农民持续增收的难度加大，城乡、区域发展成据扩大的趋势尚未扭转。特别是影响经济发展的体制机制障碍还相

当突出，改革攻坚任务繁重。

图表 1 《报告》中提到的一些经济数据和指标

2007 年			
24.66 万亿	国内生产总值	5.13 万亿	财政收入(元)
2.17 万亿	进出口总额 (美元)	超过 1 万亿	粮食产量(斤)
13786 元	城镇居民人均可支配收入	4140 元	农村居民人均纯收入
1335 亿	每年减轻农民负担	1.6 万亿元	“三农”支出五年累计
3406 亿	五年财政科技投入(元)	1.49%	全社会研究开发占 GDP 比重 (%)
2008 年			
8%	国内生产总值目标	4.8%	居民消费价格总水平涨幅控制
1000 万	城镇新增就业	4.5%	城镇登记失业率

资料来源：天相整理

2. 宏观调控着重多种政策手段协调运用

依据《报告》，在确保我国经济发展又好又快和加快转变经济发展方式的原则下，防止经济由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀成为宏观调控的首要任务。

1. 财政政策

在财政政策方面，依据《报告》，继续实行稳健的财政政策，增加对薄弱环节、改善民生、深化改革等方面的支出；同时，进一步减少财政赤字和长期建设国债。今年，中央财政赤字预算拟安排 1800 亿元，比去年预算赤字减少了 650 亿元。拟安排国债投资 300 亿元，比去年减少 200 亿元。增加中央预算内经常性建设投资，中央建设投资总计为 1521 亿元。继续调整财政支出和政府投资结构，较大幅度地增加“三农”、社会保障、医疗卫生、教育、文化、节能减排和廉租住房建设等方面的支出。

从财政政策方面看，财政投向进一步明确，针对性更强，薄弱环节、民生等方面的财政支出不断增加。首先，今年年初的南方雪灾，暴露了我国在基础设施建设、社会应急管理等方面的还比较脆弱，因此加强这些薄弱环节的投入有利于提高我国经济运行的稳健性。其次，随着我国经济社会发展进程的加快和和谐社会建设的提出，改善民生成为当前迫切的需求，通过加大民生投入，有利于经济发展的成果实现全民共享，以消除经济发展过程中贫富差距的扩大，防止经济发展的“拉美现象”出现。

另外，政府减少财政赤字的力度与去年相比进一步加大。我国在去年减少财政赤字 500 亿元的目标基础上，今年提出减少赤字 650 亿元，比去年多减少赤字 30%。财政赤字的减少，有利于提高国家预算的科学性，实现财政收支平衡，保持经济运行稳健。

在财政政策对经济的影响来看,随着国家对薄弱环节和民生投入的加大,与电力、公路交通、电信等方面相关的电力设备制造、水泥、钢铁等行业的发展动力将进一步增强。此外,民生投入的加大将改善居民的消费预期,增加即期消费,带动消费结构升级,与之相关的家电、商业等行业将从中受益。

2. 货币政策、产业政策和行政政策

在货币政策方面,依据《报告》,实行从紧的货币政策,一要综合运用公开市场操作、存款准备金率等方式,加大对冲流动性力度;合理发挥利率杠杆调节作用;完善人民币汇率形成机制,增强汇率弹性。二要着力优化信贷结构,严格执行贷款条件,有保有压。控制中长期贷款增长,特别是对高效能、高排放企业和产能过剩行业的贷款;创新和改进银行信贷服务,完善担保、贴息等制度,加大对“三农”、服务业、中小企业、自主创新、节能环保、区域协调发展等方面的贷款支持。三要深化外汇管理体制的改革。完善结售汇制度,加强跨境资本流动监管,稳步推进资本项目可兑换。拓展外汇储备使用渠道和方式。同时,采取综合措施,努力改善国际收支状况。

在产业、行政政策方面,提出要大力发展生产,特别要加强粮食、食用植物油、肉类等基本生活必需品和其他紧缺商品生产,搞好产运销的衔接,严格控制工业用粮和粮食出口;坚决制止玉米深加工能力盲目扩张,违规在建项目必须停建等措施。

在 2007 年 10 次上调存款准备金率、6 次加息,08 年 1 月份 CPI 创 7.1% 近年新高后,高层宏观政策调控转向结构性调控,利用多种政策手段搭配运用提高协同效应:在利用货币政策工具加大对冲流动性力度、优化信贷结构的同时,增加汇率调控的作用,并结合产业、行政政策,控制高耗能、高污染、高排放等行业的贷款,并加大对“三农”、服务业、中小企业、自主创新、节能环保、区域协调发展等方面的贷款支持。从行业的角度分析,控制“三高”行业的贷款,将直接加快这些行业转型,加快行业优胜劣汰的速度,提高行业集中度,推动低耗能、低污染、低排放的企业脱颖而出,加快发展。而加大对“三农”、中小企业、自主创新和节能减排等方面的投入,将降低这些领域的风险,增加这些领域的资金保障能力,从而得以实现加快发展。

另外,在我国流动性过剩不减,中美“利差倒挂”趋势明显的情况下,防止外部热钱流入,加强跨境资本流动监管显得尤为重要。

3. 农业基础地位进一步加强

依据《报告》,今年政府将突出抓好三件事:一是大力发展粮食生产,保障农产品供给。二是加强农业基础设施建设,加快完成大种型和重点小型病险水库除险加固任务。三是拓宽农民增收渠道。加快发展高产优质高效生态安全农业,支持农业产业化经营和龙头企业的发展,加强农村现代市场流通体系建设,壮大和提升农村二三产业,发展乡镇企业,增强县域经济实力。

与去年温总《报告》类似,近年温总也将“三农”问题摆在报告显要位置,以较大篇幅突出强调农业的基础地位,显示温总对“三农”问题的高度重视。尤其是在 2007 年食品价格领涨 CPI 的态势下,国家对农业的重视就非常重要。

从《报告》“三农”部分的内容来看,实际上温总的这段报告也是今年年初中央关于“三农”问题“一号文”决议的内容(具体见《从中央“一号文”看农业股投资

机会》),显示党中央、国务院已经将“三农”工作置于非常高的地位,凸显高层对“三农”的高度重视,以进一步强化农业的基础地位,开创“三农”工作的新局面。鉴于我国当前农业基础设施建设比较薄弱,农业产业化程度较低,随着国家对农业重视程度的提高,我们预期农业的基础设施建设的投资力度将不断加大,农业产业化将获国家更多的政策扶持,产业化进程将加快,在农业投资和产业化的基础上,未来农业的综合发展潜力和竞争力将不断提升。

4. 经济发展方式转变是主线

依据《报告》,今年将坚持扩大内需方针,调整投资和消费关系,促进经济增长由主要依靠投资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动转变。坚持把推进自主创新作为转变发展方式的中心环节,推进产业结构优化升级,并促进区域协调发展。

今年的结构性调整在往年产业结构调整的基础上进一步深化,将产业结构调整上升到经济结构调整的战略高度,实现结构调整的深化,并以自主创新为主要手段,推进信息化与工业化融合,推动我国经济发展方式转变。

在我国经济发展方式转变的时代背景下,经济发展方式的转变将直接对我国的宏观经济运行带来结构性变化。首先,从支出的角度来看,推动我国经济发展的“三驾马车”将发生结构性变化,由原来投资出口拉动转变为消费、投资、出口协调拉动,消费的地位将不断提升,对经济增长的贡献将越来越大,进而增加与消费相关行业的发展空间,提高这些行业的盈利水平。

从生产的角度来看,三次产业更趋协调,先进制造业将加快发展,推动产业结构升级和自主创新能力提升。《报告》显示:我国将坚持把推进自主创新作为转变发展方式的中心环节,落实国家中长期科学和技术发展规划纲要,全面启动和组织实施大型飞机、水体污染控制与治理、大型油气田及煤层气开发等国家重大专项。实施基础研究、高技术研究 and 科技支撑计划。着力突破新能源汽车、高速轨道交通、工农业节水等一批重大关键技术。

此外,本次《报告》指明我国将坚持走中国特色新型工业化道路,推进信息化与工业化融合。我国未来产业发展的重点是:着力发展高新技术产业,大力振兴装备制造业,改造和提升传统产业,加快发展服务业特别是现代服务业。继续实施新型显示器、宽带通信与网络、生物医药等一批重大高技术产业专项。充分发挥国家高新技术开发区的集聚、引领和辐射作用。围绕大型清洁高效发电设备、高档数控机床和基础制造装备等关键领域,推进重大装备、关键零部件及元器件自主研发和国产化。加强地质工作,提高资源勘查开发水平。积极发展现代能源原材料产业和综合运输体系。

在明确我国重点发展的产业后,我们预期国家对这些产业的投资力度将不断加大,投资力度的加大将带动这些产业生产工艺和生产技术的提高,生产规模的扩大,从而盈利水平也将得到的明显提高。从行业来看,高新技术行业、生物医药、设备制造业、零部件和元器件制造业等将受益于我国的自主创新和新兴工业化发展战略,未来发展前景广阔。

5. 节能减排、环境保护是重点关注的问题

依据《报告》，今年是完成“十一五”节能减排约束性目标的关键一年，要落实电力、钢铁、水泥、煤炭、造纸等行业淘汰落后生产能力计划。建立淘汰落后产能退出机制，完善和落实关闭企业的配套政策措施。同时，按照规划加强这些行业先进生产能力的建设。

从近几年国家相关政策动向来看，节能减排和环境保护受到国家特别“关照”，关注的程度越来越高，政策力度越来越大。实际上，这也是国家强调科学发展的体现。从未来发展的趋势来看，随着节能减排和环境保护力度的不断加大，一些能耗低、效率高、污染少的企业将从行业中脱颖而出，行业集中度不断提高，企业竞争实力和发展规模进一步增强，带动产业结构升级和市场结构转变，发展前景广阔。从微观的角度来看，电力、钢铁、水泥、煤炭、造纸等行业中的优势企业将受益于节能减排和环境保护硬约束所带来的行业市场结构性变化。

6. 经济体制改革进一步深化

1. 国企改革

在国企改革方面，依据《报告》，推进国有企业改革，完善所有制结构。继续推动国有资本调整和国有企业重组。深化国有企业公司制股份制改革。完善公司法人治理结构。做好政策性关闭破产和主辅分离、辅业改制工作。扩大国有资本经营预算制度试点。深化垄断行业改革，引入竞争机制，加强政府监管和社会监督。

在去年央企改革的基础上，我国将进一步推进国企改革向纵深推进，推动国有资本调整和国有企业重组以及做好主辅分离、辅业改制工作。从国企本身来看，主辅分离有利于提高国企的盈利能力。主辅分离将使国企发展战略更加明晰，发展目标更加确定，资源投入更加集中，业务发展更加深入，在此基础上，国企的竞争实力和盈利水平将再上新台阶。从社会角度看，辅业改制或将采用市场化改革方式，引入社会资本。

在垄断行业竞争机制改革方面，我们看到国家的政策趋势已经比较明确，未来资产重组的进程或将加快。从目前的行业现状来看，电信、石油、军工等行业属于垄断性很强的行业，有些行业还是涉及的国家安全的战略性产业，因此，对这些产业改革将非常谨慎，需要相关政策配套完善和改革目标确定后才比较明确。但我们对电信、石油等开放度较高的垄断行业改革存有一定的预期。

2. 财税体制改革

在财税体制改革方面，依据《报告》，积极推进省以下财政体制改革。全面实施新的企业所得税法。改革资源税费制度，完善资源的有偿使用制度和生态环境的补偿机制。继续推进增值税转型改革试点，研究制定在全国范围内实施方案。

随着财税体制改革的不断深入，我们预期将带来新一轮资产重估，企业价值生态分布格局获将重新改写。但在我国当前物价水平高企，通胀预期居高不下的情形下，若草率进行财税改革，获将加重通胀预期，抵消宏观调控效果，因此，我们预期财税改革目前当口加快推进的可能性较小。

3. 资本市场改革

在资本市场改革方面，依据《报告》，我国将优化资本市场结构，促进股票市场稳定健康发展，着力提高上市公司质量，维护公开公平公正的市场秩序，建立创业板市场，加快发展债券市场，稳步发展期货市场。

从资本市场改革方面看，我国自 90 年代初大力发展证券市场以来，债券市场和创业板市场一直是资本市场体系的“软肋”，资本市场结构比较单一，股票市场一枝独秀，导致我国资本市场融资方式也比较单一，不能满足企业多样化的融资需求。尽管在上交所和深交所已存在债券市场，但国债仍占有相当的比重，企业债发展规模有限，企业债券融资的需求受到一定限制。另外，针对中小企业和高科技企业的融资需求，几乎是资本市场融资的“盲区”。因此，通过建立创业板市场，加快发展债券市场，稳步发展期货市场，将不断完善我国的资本市场体系。

在对股票市场的影响方面，多层次的资本市场体系有可能对当前资金推动型股票市场带来一定程度的资金分流压力，尤其是对经济前景悲观、市场处于回调、投资者心理比较脆弱的时期，资金分流的压力会放大市场波动的幅度。但从长期来看，完善的资本市场体系有利于股票市场的长远发展。健全的资本市场体系有利于促进各个市场之间关联，提高资源配置的效率，增加整体资本市场抵御外部风险的能力。

7. 民生事业更受关注

1. 医保

依据《报告》，医保方面有以下几大看点：一是加快推进覆盖城乡居民的医疗保障制度建设。城镇居民基本医疗保险试点要扩大到全国 50% 以上的城市；在全国农村全面推行新型农村合作医疗制度，用两年时间将筹资标准由每人每年 50 元提高到 100 元，其中中央和地方财政对参合农民补助标准由 40 元提高到 80 元。二是推进城乡医疗服务体系建设。开展公立医院改革试点。制定和实施扶持中医药和民族医药事业发展的措施。

我国城乡居民医疗保障制度建设的加快推进和医疗费用标准的提高，将有效增加医药的消费需求，带动医药行业的景气度提升。单从农村方面来看，依据国家统计局数据，2006 年我国农村人口约有 7.4 亿，随着农村合作医疗制度的全面推行和筹资标准的提高，我国农村医药就大约有 370 亿规模的新增市场需求，因此，我国医药行业的发展前景将非常广阔。

2. 住房保障

依据《报告》，抓紧建立住房保障体系。总的指导原则是：（1）坚持从我国人多地少的基本国情出发，建立科学、合理的住房建设和消费模式。大力发展省地节能环保型住宅，增加中小套型住房供给，引导居民适度消费。（2）坚持正确发挥政府和市场的的作用，政府主要制定住房规划和政策，搞好土地合理供应、集约利用和管理，重点发展面向中低收入家庭的住房。高收入家庭的住房需求主要通过市场调节解决。（3）坚持加强对房地产市场的调控和监管，规范和维护市场秩序，促进房地产业持续稳定健康发展。

从报告的内容来看，我国的住房保障正式进入了发展的快车道，指导原则进一步

明确，政府与市场作用的层次性更加清晰，显示政府住房保障角色的理性回归。我国从 1998 年开始推进住房改革以来，全社会住房整个供给的角色完全由市场承担。随着我国工业化、城市化进程的加快，城市房价如“芝麻开花——节节高”，工薪阶层压力增大，储蓄动机增强，并最终影响经济结构失衡和社会稳定。而从国外发达国家情况来看，住房保障作为公民的一项基本权利得到保护，主要发达国家房地产供给主要有政府承担，面向中小收入阶层。如日本从上个世纪 50 年代初，就制定《公营住宅法》等相关法律明确政府在保障国民居住权利的责任与义务。

如果我国住房保障逐步得到切实实施，将极大影响我国目前完全市场化的房地产市场格局，带动房地产重新洗牌。从供需角度分析，尽管我国处于城市化进程不断加快带动住房需求旺盛的时期，但随着政府保障住房的推出，将改变整个住房供给结构，挤压市场化住房供给空间，加上从紧货币政策的大环境，预计将促进房地产开发并购重组增加，提高行业集中度。

由于这是我国 1998 年房改以来，政府首次比较明确提出保障住房的发展思路，考虑到我国当前的国情，保障住房的切实执行还有赖于国务院各部门、地方政府与利益集团之间的利益平衡，以及政府较大的财政投入，甚至由于地区经济发展的不平衡，保障住房在各地地区的具体落实可能也将有所不同。因此，保障住房的实现需要一个过程。

8. 对投资策略的启示

通过分析温总理的政府工作报告，首先得到的是投资信心，我们可以对我国经济保持稳定的增长预期，通过政府实施的稳健的财政政策和从紧的货币政策，可以促进经济的平稳较快增长。在经济在持续高速发展后，会暴露出很多问题，需要通过减缓增速和进行结构性的整合加以解决，股市也不例外，这是总量上升到一定程度上的必然结果。我国股市现在面临调整，在目前的国际环境和国内国情的影响下，经济增速放缓对股市的增长就有一个极大的制约作用。在大的经济背景下，股市虽然没有理由进入“熊市”，但由于前期股市增长速度过快，现在就面临调整的需求，因此，股市在 2008 年就进入一个相对时间较长的调整期。

其次，在经济增长中，我们遇到的最大问题是物价高企和投资过热的挑战，与此同时还面临全球经济放缓的风险，因此，在确保经济增长的前提下控制住我国的物价水平，特别是通胀预期，必须从我国经济社会发展的基本国情和外部经济形势入手，寻求结构性调控措施，注重运用多种调控手段的协调效应，当然这也是政府工作报告中着墨最多的。我们认为，在从紧货币政策和稳健财政政策的大背景下，受益于经济发展转变和受到国家重点扶持的行业的将得到进一步的发展，而受调控约束的行业中具备优势的企业也将脱颖而出。

在国家科学发展战略背景下，经济发展方式的转变将导致国民经济运行的结构性变化，在宏观层面上具体表现在支出结构的变化、产业结构的变化，在微观层面上，具体表现在国企改革和民生的不断改善等。

在投资策略上，基于资本市场是国民经济发展“晴雨表”的判断，国民经济运行结构性的变化将带来证券市场投资机会的结构性的变化。顺应国家的科学发展战略，把握经济发展方式转变的脉络，我们认为，应该以下几个方面寻求投资机会：

按照自上而下的策略可以在消费升级受益的消费品、商业等行业中选择持续受益的企业；在受益国家自主创新和先进制造业的高新技术、装备制造业、现代服务业、通讯和生物医药等行业中选择持续受益的企业；在受益国企改革的电力、石油石化、电信等垄断行业中寻找投资标的；在受益国家重点支持发展的现代农业中选择持续受益的企业。

按照自下而上的模式，我们可以在节能减排、环保以及受益农业基础设施投资的建设钢铁、水泥等行业中寻找优势企业。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室

电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100032

北京新盛 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层

电话： 010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500 邮编：100034

北京德胜园 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层

电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100088

上海天相 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座

电话： 021-58824282； 传真： 021-58824283； 邮编： 200120

深圳天相 地址：深圳市福田区振华路航苑大厦东座 2107

电话： 0755-83234800； 邮编 518021

山东天相 地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C

电话： 0531-82602582； 传真： 0531-82602622； 邮编： 250014