

下半年小微企业融资成本高问题或会有所缓解

——宏观周报（2014.07.28）

⑤ 下半年小微企业融资成本高问题或会有所缓解

小微企业融资难融资贵是一个老大难问题，当前中小企业融资难的根本原因是现行金融体制的制度性原因。“金十条”出台后，短期企业融资利率或将小幅下降，总体看，下半年企业融资利率将随着经济企稳而企稳，下行或上行的空间比较有限。

⑤ 短期经济增长：7 月中下旬保持平稳

7 月中下旬钢铁和建材价格仍以跌为主，其它主要工业原材料价格基本企稳，投资或有所加快。预测 7 月工业增加值同比增长 9.2% 左右，与 6 月基本持平。

⑤ 短期通胀：7 月中下旬食品价格略涨

7 月中下旬农产品、菜篮子产品批发价格涨幅扩大，22 省市猪肉价格继续上涨，36 个大中城市食品价格止跌回稳，预测 7 月食品价格平稳。

⑤ 货币市场资金利率：上周全面小幅上涨

上周央行公开市场操作净投放 180 亿元，连续 11 周净投放，1 天、7 天、14 天和 1 个月和 3 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率均小幅上涨，其中 7 天、14 天和 1 个月期涨幅较大。

⑤ 重要政策：多措并举缓解企业融资成本高问题

7 月 23 日国务院常务会议，部署多措并举缓解企业融资成本高问题。国务院发布《关于节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）的通知》。煤制油气两大产业政策即将发布。核电发展政策密集出台，投资接近 4800 亿元。国内核准提速出海步伐加快，特高压两年将投 2600 亿。2014 首批工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单公布。蒙华铁路年底动工投资总额近 2000 亿元。银监会发文解决“倒贷”问题降低小微企业融资成本。银监会批准三家民营银行筹建申请。

⑤ 国际经济：美就业持续改善

美国 7 月 19 日所在一周首次请领失业金人数降至 2006 年 2 月 18 日以来的最低水平。随着乌克兰问题持续发作，美国及西方主要国家制裁俄罗斯将损及欧洲经济的担心进一步上升。

⑤ 本周宏观事件：关注 7 月制造业 PMI 数据

相关报告

《调整存贷比计算口径，货币政策放松再迈一步》——20140707

《监管加强将使理财产品收益率保持下行趋势》——20140714

《二季度经济略超预期，下半年稳增长压力仍然较大》——20140721

分析师：郝大明
执业证书号：S1490514010002
电话：010-58565121
邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

联系人：马书博
电话：010-58568297
邮箱：mashubo@hrsec.com.cn

目录

一、下半年小微企业融资成本高问题或会有所缓解	3
1、小微企业融资成本高有制度性原因	3
2、“近水”不解小微企业“近渴”，“远水”只能缓解“远渴”	4
3、下半年经济好转，小微企业融资成本高问题难以缓解	4
4、短期小微企业融资成本高问题或会有所缓解	5
二、短期经济增长：7 月中下旬保持平稳	6
三、短期通胀：7 月中下旬食品价格略涨	6
四、货币市场资金利率：上周全面小幅上涨	7
1、上周银行间 1 天平均利率小幅上升	7
2、上周 7 天同业拆借和债券质押回购平均利率升幅较大	7
3、14 天同业拆借利率和债券质押回购利率周五升幅较大	8
4、1 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率涨幅较大	8
5、上周银行间 3 个月期同业拆借和债券质押回购利率小幅上升	8
五、重要政策：多措并举缓解企业融资成本高问题	9
六、国际经济：美就业持续改善	10
七、本周宏观事件：关注 7 月制造业 PMI 数据	10

23 日，李克强主持召开国务院常务会议，确定 10 条措施缓解企业融资成本高问题（简称“金 10 条”）。小微企业融资难融资贵是一个老大难问题，当前中小企业融资难的根本原因是现行金融体制的制度性原因。下半年，“金十条”出台后，短期企业融资利率或将小幅下降，总体看，下半年企业融资利率将随着经济企稳而企稳，下行或上行的空间比较有限。

一、下半年小微企业融资成本高问题或会有所缓解

23 日，李克强主持召开国务院常务会议，确定 10 条措施缓解企业融资成本高问题。小微企业融资难融资贵是一个老大难问题。下半年，在“金 10 条”的影响下，中小企业融资成本高或会在短期内有所缓解，但缓解的程度比较有限。

1、小微企业融资成本高有制度性原因

中小企业融资难融资贵是一个世界性难题，在我国是一个老大难问题。当前中小企业融资难的根本原因是现行金融体制的制度性原因，即中小企业的自身特点和融资特点与现行的以商业银行为主导的融资体系严重不匹配。

目前，我国金融体制的最主要特点是以银行间接融资为主导的、严格监管下的高度集中的金融体系。在这一体系中，金融监管当局对市场准入有严格的要求，银行具有制度优势下的市场垄断地位，间接融资成为金融体系的主导，而与之对应的直接融资市场发展缓慢，还没有形成多层次的资本市场体系。

中小企业的融资特点导致先天性受金融体系排斥，银行不愿给中小企业贷款。中小企业的组织和经营特征决定了其融资需求具有灵活性、小规模、高频率和信息传递成本高等不同于大企业的一些特殊性，而在目前的体制内，以商业银行为主导的金融体系，出于交易成本的考虑，先天性的把中小企业排斥在主流客户之外。除非监管当局强行施压，否则银行就是不愿给中小企业贷款。

中小企业很难达到信贷门槛，银行不能贷款给中小企业。1998 年后，银行都实行抵押担保贷款，与大企业相比，中小企业无论是从资产规模、资产质量还是管理水平上，都达不到银行贷款的要求，于是就出现了这种局面：银行处于强势垄断地位，中小企业处于弱势被动地位；企业要想贷款，就必须满足银行的条件，否则就只能被拒之门外。

间接融资渠道不通，直接融资更不是面向中小企业的。我国的主板市场是为大中型国有企业服务的，中小板、创业板是面向高成长型企业的，债券市场几乎未向中小企业开放；私募股权融资虽然发展很快，但还没有全国性的法律规范，近期内不会成为中小企业融资的主力。

这样的金融体系从一开始设立的时候，就没有给中小企业融资留下空间。因此，从金融制度上严重地限制了我国中小企业的金融供给，导致资金问题成为困扰中小企业发展的瓶颈。

2、“近水”不解小微企业“近渴”，“远水”只能缓解“远渴”

据央行统计，上半年小微企业贷款增长快，比重提高。上半年末，主要金融机构及小型农村金融机构、外资银行人民币小微企业贷款余额 14.17 万亿元，同比增长 15.7%，比同期大型和中型企业贷款增速分别高 5.6 个和 2.3 个百分点，比同期各项贷款增速高 1.7 个百分点。

上半年末，小微企业贷款余额占企业贷款余额的 29.3%，比上季末高 0.2 个百分点；上半年小微企业新增贷款 1.03 万亿元，比去年同期多增 26 亿元，新增贷款占同期全部企业新增贷款的 32.5%，比一季度末占比高 2.0 个百分点。

一方面数字显示小微企业贷款比重不断上升，中小企业融资难应逐步好转；但现实情况却是小微企业融资难在一天天加剧。

为什么呢？主要有两个原因：一个是贷款占比的真实性，尽管以上小微企业贷款余额占小微企业贷款余额的比重比一季度末上升，但小微企业人民币贷款余额占人民币贷款余额的比重 6 月底为 18.25%，比 3 月底（18.29%）低 0.04 个百分点。

另一个是银根收紧后小微企业受损程度远高于大型企业。2011 年以来，从货币总量到银行信贷都在收紧，但我们却总感觉社会融资总量并没有明显收缩。由于表内紧了，银行通过理财产品和信托等方式，同样能把钱通过表外方式转移到一些企业项目上去。据不完全统计，截止今年 5 月底，银行发行理财产品余额高达 13.97 万亿元，去年底多 3.76 万亿元，其中有一半直接投到企业项目里了。据调研，理财产品选择的项目都是大中型企业和项目，包括地方政府的一些大型项目。因此，社会资金总量收紧以后，中小企业受损的程度远高于大型企业。

由此判断，“金 10 条”的“近水”措施，如，保持信贷总量合理增长，除非 6 月起超预期增长，否则很难外溢到小微企业中去。又如，理财产品资金运用原则上应与实体经济直接对接，这一点与信贷流入小微企业基本没有什么关系。再如，理财产品大量发行，是金融机构筹资成本的不合理上升的一个重要原因，但从上半年理财产品大量发行看，恐怕没有什么因素能够抑制理财产品的发行。“金 10 条”的“近水”措施，难以缓解小微企业“近渴”。

反倒是“金 10 条”的“远水”措施，如发展面向小微企业和“三农”的特色中小金融机构，发展多层次资本市场，扩大中小企业债务融资工具及规模等，可能会缓解小微企业的“远渴”。但即使 7 月 25 日银监会批准的深圳前海微众银行、温州民商银行和天津金城银行 3 家民营银行的筹建申请，筹建期也有 6 个月，正式开业要等到年底前后。更何况，真正缓解小微企业融资难，需要大量的民营银行而不是区区少数银行。

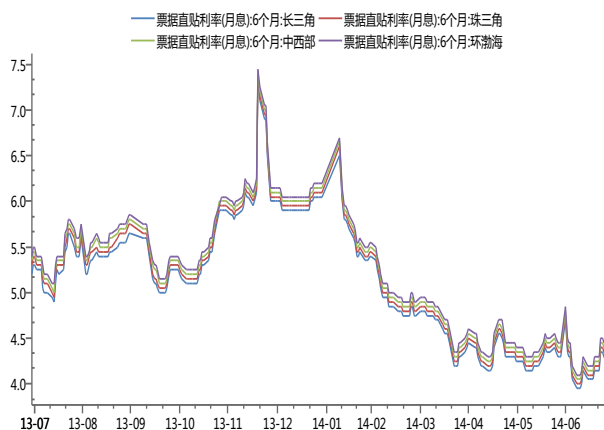
3、下半年经济好转，小微企业融资成本高问题难以缓解

上半年实体经济票据融资利率出现下行趋势，但这种情况下半年有望出现

扭转。

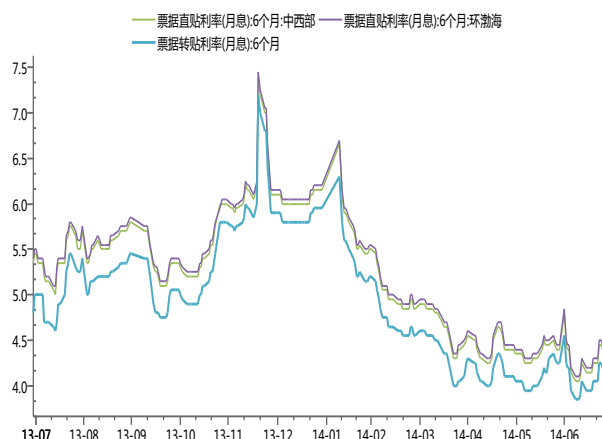
春节后，长三角、珠三角、中西部和环渤海票据直贴利率和票据转贴利率持续下行，到 7 月上旬，累计下跌约 260 个基点。

图表 1：春节后票据直贴利率持续下行



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：春节后票据转贴利率持续下行



数据来源：Wind、华融证券

房地产市场调整压力增加，实体经济融资需求放缓（甚至下降），是上半年实体经济融资利率下行的重要因素。自年初以来，商品房销售面积和房屋新开工面积持续下降，前 5 个月累计下降 7.8% 和 18.6%；5 月房地产开发投资同比增长 10.4%，比去年 5 月回落 9.0 个百分点；百城房价由环比涨幅不断缩小转变为 5 月和 6 月的环比下跌。6 月随着稳增长政策措施力度的增加，新增信贷和社融超预期，商品房销售降幅收窄，房地产投资增速有所上升，但短期房价下跌预期仍然较强，房地产市场调整压力仍然较大，与房地产市场相关的实体经济行业融资需求放缓甚至下降，上半年融资利率趋势性下行，票据直贴利率和票据转贴利率 7 月上旬创年内低点。

下半年稳增长力度增加，经济有望保持平稳增长，企业融资利率下行将较有限，小微企业融资难融资贵问题也就难以缓解。

6 月稳增长力度增加，信贷和社融超预期，投资和工业生产增速上升，实体经济融资需求回升，企业融资利率企稳。6 月珠三角 6 个月期票据直贴利率(月息)平均为 4.34%，比 5 月低 0.03 个百分点，基本持平。

自 7 月中旬以来，随着稳增长力度增加，实体经济生产经营不断好转，7 月汇丰 PMI 初值 52.0，比上月提高 1.3 个百分点，企业融资需求增加，融资利率比 7 月上旬的低点有所上升。

4、短期小微企业融资成本高问题或会有所缓解

“金十条”出台后，如果银行被动降低息差，则企业融资利率将小幅下降；否则，难以下降。

“金十条”的 2-4 条：抑制金融机构筹资成本的不合理上升，遏制变相高息揽储；缩短企业融资链条，清理不必要的环节，整治层层加价行为；清理整顿不合理收费等，内容属于银行表外资产业务指导，综合来看实施效果可能一般，如果严厉实施，则可能导致银行被动性降低非标业务息差，但降幅不会过大，对非标资产规模压缩也有限。主要原因有二：第一，如果银行放弃非标链条，直接给小微企业贷款，相当于把表外不良挪回表内，非银行所愿。第二，银行负债成本上升趋势确定，压缩息差直接影响利润，其动力明显不足。

因此，我们判断，“金十条”出台后，短期企业融资利率或将小幅下降，但经济企稳和银行动力不足，缓解将比较有限。

二、短期经济增长：7 月中下旬保持平稳

据国家统计局监测，7 月中旬，据对 24 个省（区、市）流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测，与 7 月上旬相比，15 种产品价格上涨，31 种下降，4 种持平。其中，钢铁和有色金属产品价格涨跌互现，基本平稳，煤炭、化工、油气、非金属建材产品价格下跌。

据商务部的监测，7 月 14 日至 20 日一周，全国 36 个大中城市流通环节生产资料价格继续回落。煤炭价格比前一周下降 2.7%，钢材价格下降 0.1%，化工产品价格下降 0.1%，橡胶价格上涨 0.3%，有色金属价格上涨 0.8%。

上周环渤海动力煤价格已连续 8 周下降，环比下降 1.58%；南华工业品指数连续 3 周下降后微升；CRB 工业原料现货指数连续 3 周下降后上周基本持平。

7 月中下旬钢铁和建材价格仍以跌为主，其它主要工业原材料价格基本企稳，投资或有所加快。据此判断，7 月工业生产增速可能仍然会维持 6 月趋势。我们判断 7 月工业增加值同比增长 9.2% 左右，与 6 月基本持平。

三、短期通胀：7 月中下旬食品价格略涨

上周农产品、菜篮子产品批发价格继续上升，环比分别上涨 0.26% 和 0.36%。猪肉价格继续上涨，22 省市猪肉价格上涨 0.71%，涨幅减小；猪粮比价继续回升，从 5.25 上升到 5.30，环比上涨 0.95%。

据国家统计局监测，7 月中旬，50 个大中城市蔬菜和食用油价格下跌，鸡蛋和猪肉价格上涨，食品价格总体平稳。

据商务部监测，7 月 14 日至 20 日一周，全国 36 个大中城市食用农产品市场价格止跌回稳。18 种蔬菜平均批发价格比前一周下降 2.3%，粮油零售价格基本平稳，禽蛋零售价格略有波动，其中白条鸡零售价格下降 0.1%，鸡蛋零售价格上涨 0.6%。水产品平均批发价格上涨 0.1%，肉类价格有涨有跌，其中猪肉价格上涨 1.6%，牛肉、羊肉价格均下降 0.1%。

预测 7 月食品价格平稳，CPI 同比 2.3%，与 6 月持平。

四、货币市场资金利率：上周全面小幅上涨

上周央行公开市场操作净投放 180 亿元，连续 11 周净投放，1 天、7 天、14 天和 1 个月和 3 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率均小幅上涨，其中 7 天、14 天和 1 个月期涨幅较大。

自 2 月下旬以来，银行间市场利率呈现振荡上行态势，到 7 月 9 日达到顶点，之后缓慢下跌，最近连续 2 周小幅上涨。

随着央行正回购到期量逐渐少，逆回购可能重启，如果逆回购规模加大，则有可能在 8 月或 9 月全面降准。

1、上周银行间 1 天平均利率小幅上升

上周银行间隔夜拆借平均利率和债券回购平均利率小幅上升。

上周五银行间 1 天同业拆借利率收于 3.3798%，比 7 月 18 日高 0.0931 个百分点；上周平均 3.3565%，比前一周平均高 0.0683 个百分点。

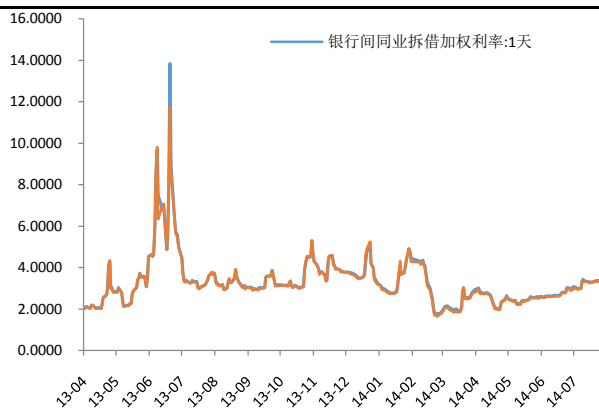
上周五银行间 1 天债券质押回购利率收于 3.3698%，比 7 月 18 日高 0.0804 个百分点；上周平均 3.3491%，比前一周平均高 0.0688 个百分点。

2、上周 7 天同业拆借和债券质押回购平均利率升幅较大

上周 7 天同业拆借和债券质押回购利率前 3 天上升，后 2 天下跌，一周升幅较大。

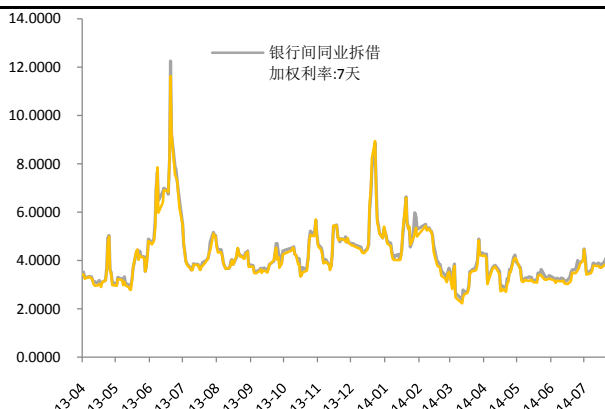
上周五银行间 7 天同业拆借利率收于 4.2651%，比 7 月 18 日高 0.4186 个百分点；上周平均 4.2970%，比前一周平均高 0.4813 个百分点。

图表 1：银行间 1 天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：银行间 7 天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

上周五银行间 7 天债券质押回购利率收于 4.1183%，比 7 月 18 日高 0.3622 个百分点；上周平均 4.0860%，比前一周平均高 0.3561 个百分点。

3、14 天同业拆借利率和债券质押回购利率周五升幅较大

上周 14 天同业拆借和债券质押回购利率周一到周四上升，周五下跌，一周升幅较大。

上周五银行间 14 天同业拆借利率收于 5.0000%，比 7 月 18 日低 0.0019 个百分点；上周平均 5.1307%，比前一周平均高 0.5974 个百分点。

上周五银行间 14 天债券质押回购利率收于 4.9054%，比 7 月 18 日低 0.1256 个百分点；上周平均 5.1307%，比前一周平均高 0.6155 个百分点。

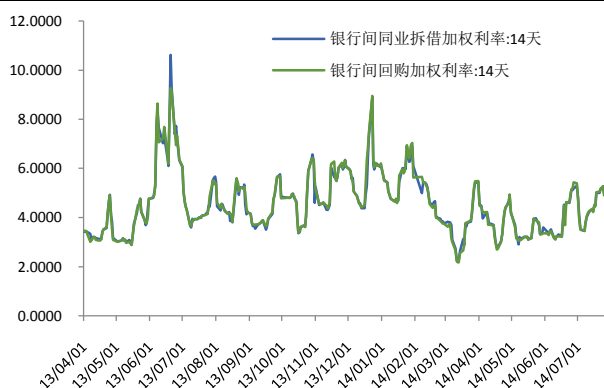
4、1 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率涨幅较大

上周 1 个月期市场利率前 3 天上涨，周五下跌较多，一周涨幅仍然较大。

上周五上海银行间 1 个月期同业拆借利率收于 4.9500%，比 7 月 18 日高 0.2200 个百分点；上周平均 5.1288%，比前一周平均高 0.6208 个百分点。

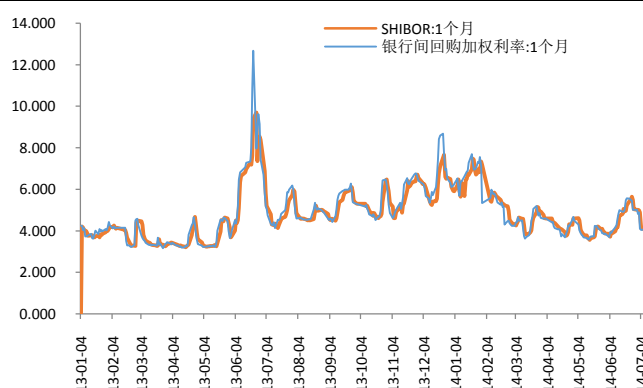
上周五上海银行间 1 个月期质押回购利率收于 4.7679%，比 7 月 18 日低 0.1346 个百分点；上周平均 5.2393%，比前一周平均高 0.6430 个百分点。

图表 3：银行间 14 天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

图表 4：银行间 1 个月加权平均利率

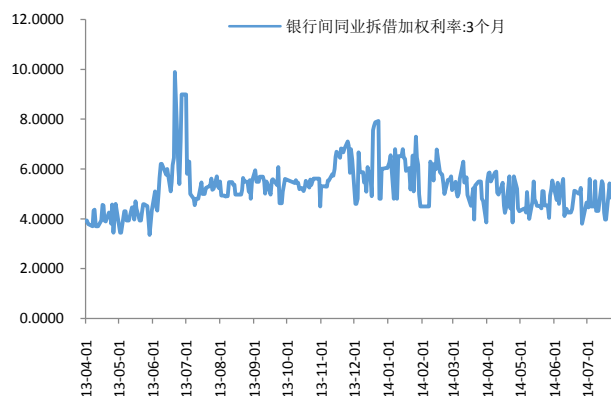


数据来源：Wind、华融证券

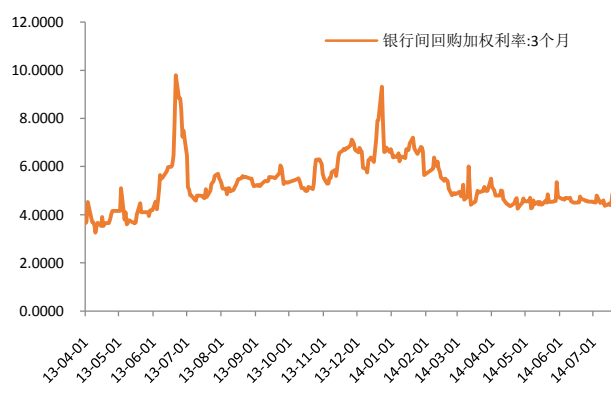
5、上周银行间 3 个月期同业拆借和债券质押回购利率小幅上升

上周四银行间 3 个月同业拆借收于 4.8228%，比前一周四高 0.8533 个百分点；平均利率为 5.0056%，比前一周平均高 0.2245 个百分点。

上周银行间 3 个月质押回购利率收于 4.8600%，比 7 月 18 日低 0.0004 个百分点；上周平均 4.8721 个百分点，比前一周平均高 0.3411 个百分点。

图表 5：银行间 3 个月期同业拆借加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

图表 6：银行间 3 个月期质押回购加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

五、重要政策：多措并举缓解企业融资成本高问题

1、多措并举缓解企业融资成本高问题。7 月 23 日国务院常务会议，部署多措并举缓解企业融资成本高问题，会议确定，保持信贷总量合理增长，抑制金融机构筹资成本的不合理上升，缩短企业融资链条，积极稳妥发展面向小微企业和“三农”的特色中小金融机构，加快推动具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构，有序推进利率市场化改革等 10 个方面的措施。

2、加快新能源汽车推广及充电设施建设。国务院近期发布《关于节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）的通知》（国发〔2012〕22 号），提出加快新能源汽车推广，加快充电设施建设，积极引导企业创新商业模式，推动公共服务领域率先推广应用。

3、煤制油气两大产业政策即将发布。《关于有序推进煤制油示范项目建设的指导意见》和《关于稳步推进煤制天然气产业化示范的指导意见》，近期将发布实施。

4、核电发展政策密集出台，投资接近 4800 亿元。2014 年中国国际核电工业及装备展览会将于 7 月 29-31 日举行，同期还将召开 2014 中国核电可持续发展高峰论坛。政府高层对核电发展持积极态度，近期关于核电发展的标准制定等政策密集出台。按照 2020 年 5800 万千瓦商运和 3000 万千瓦在建装机规划，核电设备投资有望接近 4800 亿元。

5、国内核准提速出海步伐加快，特高压两年将投 2600 亿。国家发改委近期同意建设锡盟-山东 1000 千伏特高压交流输电工程。这是年内获批的第二条特高压线路。近日特高压也首次“出海”，7 月 17 日，国家电网牵手巴西特高压项目签约。下半年特高压建设将加快。预计 2014-2015 年我国特高压工程投资总额将分别达 1200 亿和 1400 亿元，特高压建设正驶入快车道。

6、2014 首批工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单公布。其中，水泥行

业以 381 家企业居首，造纸和铁合金分列第二和第三位。列入公告名单内企业的生产线(设备)在 2014 年底前彻底拆除淘汰，不得向其他地区转移。

7、蒙华铁路年底动工投资总额近 2000 亿元。蒙西至华中地区铁路环评已批复，7 月中旬获得可研批复，计划 9 月 15 日重点工程开工，年底全线开工。项目投资估算总额 1930 亿元。

8、京津冀一体化三大规划上报国务院后将同步出台。京津冀一体化三大规划（包括京津冀一体化协同发展的总体规划、交通和环保领域的两个专业规划）已经进入制定的最后阶段，7 月份上报国务院后有望同步出台。

9、银监会发文解决“倒贷”问题降低小微企业融资成本。银监会印发《中国银监会关于完善和创新小微企业贷款服务提高小微企业金融服务水平的通知》，以优化小微企业贷款管理为核心，鼓励银行业金融机构完善和创新小微企业贷款服务，提升贷款服务效率。

10、银监会批准三家民营银行筹建申请。这三家民营银行分别是：腾讯、百业源、立业为主发起人，在广东省深圳市设立深圳前海微众银行；正泰、华峰为主发起人，在浙江省温州市设立温州民商银行，以及华北、麦购为主发起人，在天津市设立天津金城银行。

11、中诚信托击破“刚兑神话”。中诚信托诚至金开 2 号已经形成实质上的违约。种种迹象表明，目前信用违约的担心并没有下降，甚至会持续加重。

六、国际经济：美就业持续改善

美国最新公布（7 月 19 日所在一周）的一周首次请领失业金人数（28.4 万人）降至 2006 年 2 月 18 日所在一周 8 年以来的最低水平（28.3 万人），突显就业市场的改善。

6 月美国新屋销售 40.6 万套（折年数），环比下降 8.14%，为去年 8 月以来的最大降幅，同比下降 11.55%，创 2011 年 5 月以来的新低。

随着乌克兰问题持续发作，美国及西方主要国家对俄罗斯的制裁或将变本加厉，对俄罗斯实施进一步制裁会损及欧洲经济的担心进一步上升。

七、本周宏观事件：关注 7 月制造业 PMI 数据

8 月 1 日，将公布 7 月制造业 PMI 数据以及百城房价数据。

7 月 30 日，美联储公开市场委员会(FOMC)将公布议息会议决议。30 日，美国将公布二季度 GDP 预估。8 月 1 日，美国将公布 7 月失业率数据。

7 月 30 日，将公布欧元区消费者信心指数和经济景气指数，8 月 1 日，将公布 7 月的制造业 PMI 数据。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

郝大明，在此声明，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层(100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn