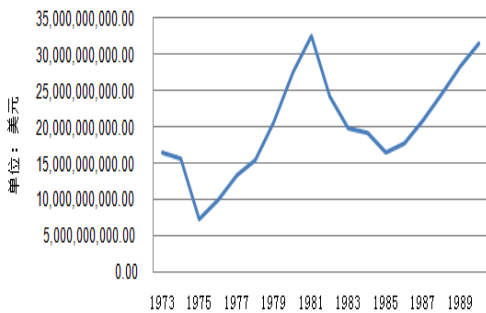


分析师：张品 CFA  
执业证书编号：S0380513050001  
联系电话：0755-82830333（197）  
邮箱：[zhangpin@wanhesec.com](mailto:zhangpin@wanhesec.com)  
研究助理：郭恩地  
联系电话：0755-82830333（198）  
邮箱：[guoed@wanhesec.com](mailto:guoed@wanhesec.com)

### 智利 GDP 发展

智利GDP (1973-1990)



## 皮诺切特引导下的智利改革

### 主要观点：

1、20 世纪三十年代末起，智利实行进口替代工业化发展战略，导致经济失去活力，阿连德上台后采取了更加激进的中央计划和政府干预经济政策，并且大派福利，智利经济更加糟糕。

2、1973 年 9 月 11 日，智利政变，皮诺切特（Augusto Pinochet）掌权，开始了 17 年的军事统治。1973-1982 年，在芝加哥男孩政策设计下，智利迎来经济自由主义的实验，智利经济得以回归正轨，但是 1982 年的全球经济危机打断了这一进程。

3、为应付经济危机，1983-1985 年，智利政府对之前的政策做出了调整，实施了国有化、反倾销和保护性关税等改革倒退的政策。1985 年，赫尔南布基成为智利财政部长，制定了长远务实的经济改革政策，强调了铜行业的出口、居民储蓄投资的增加以及金融行业的加强，并采取了重新降低关税和私有化的进程，智利在 1985-1989 阶段迎来了高歌猛进的经济发展阶段。

4、在皮诺切特结束他的领导生涯时，智利 GDP 增长率在这 17 年间平均为 2.9%，虽然这个数字相对不高，但考虑皮诺切特接手时智利经济濒临崩溃、经济改革难免的冲击及国际经济危机，智利的改革表现还是值得称道的。通过改革，智利的私有化和自由化都有了很大提升，为 1990 年代智利经济的快速发展奠定了基础，从 1991 年至 2004 年，智利的人均 GDP 年增长率为 4.2%，大大高于拉丁美洲的平均水平，跃升为南美洲经济最发达，经济自由度最高的国家之一。

5. 纵观智利改革过程，与中国的改革开放过程有相似之处，改革难免阵痛，改革过程剧烈的经济波动和社会波动不可避免，但风雨过后是彩虹，智利和中国经济在经历改革后走上了快速增长的道路，而作为改革家的皮诺切特和邓小平最重要的贡献就是为智利和中国确定了一个有利于经济增长的制度框架。

## 皮诺切特引导下的智利改革

“世界上第一个做出朝向更加市场化的结构和政策的国家，不是邓小平时代的中国，不是在 20 世纪 70 年代末在玛格丽特·撒切尔执政的英国，不是 1981 年罗纳德·里根领导的美国，也不是拉丁美洲或其他地方的任何其他国家，而是 1975 年皮诺切特领导的智利。”——Packenham, R. A & Ratliff, W.，条文有删节

### 第一部分：武装推翻政权，皮诺切特上台

20 世纪三十年代末起，智利实行的经济发展战略是进口替代工业化发展，国家对经济干预强，智利发展不成熟的工业在关税和非关税壁垒保护下，得以避免外部竞争而迅速发展，然而，这种计划体制下的和市场分离的智利经济长期以来使智利经济失去活力，民众对此颇为不满。智利的这种经济体制类似中国改革开放前的经济体制，只不过中国的情况更为极端而已，几乎断开了与外部世界的往来。

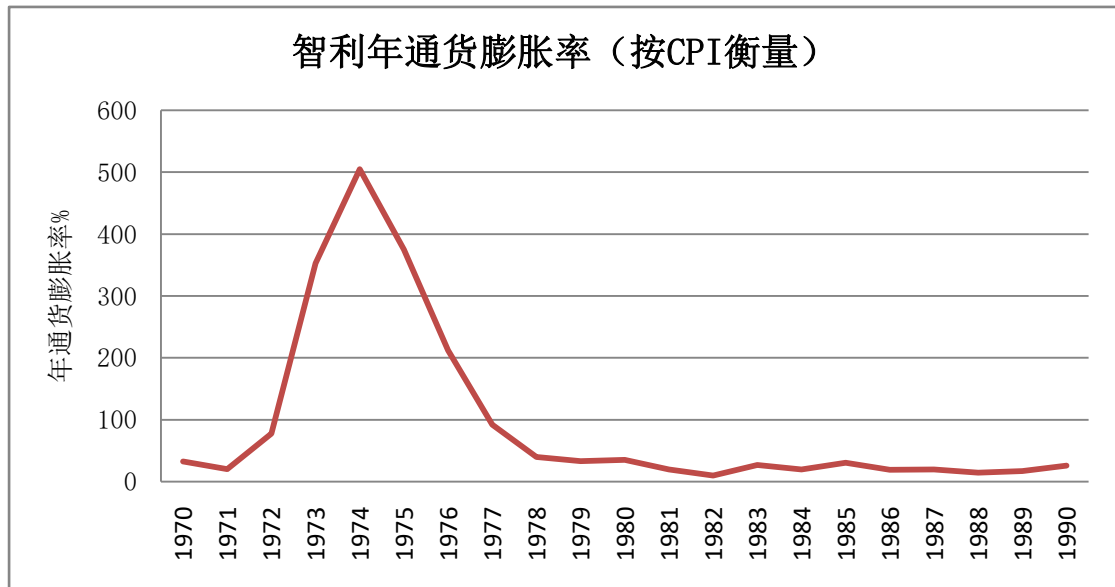
1970 年 11 月阿连德（Salvador Allende）被选举为智利总统，面对智利民众的高期望，他采取了更加激进的中央计划和政府干预经济政策，并且大派福利。

阿连德国有化了采矿业、银行业、农业以及大部分的制造业。随着外国铜矿企业和私营企业被没收，投资者信心被剥削，公共个人投资萎靡不振，致使生产下降。1973 年 GDP 的下降反映了生产部门的萎缩，因为这些生产性行业的主要资产的控制权或所有权在政府，

政府经常干预经济造成的结果是，政府在行业总产量中所占的份额在 1973 年达到 70%。在阿连德政府结束时，储蓄率为 6%，投资率是 7.9%，这是自 1960 年以来的最糟糕的数字。这意味着在许多行业，没有新的机器安装，没有新公司成立，新工作越来越少。

阿连德政府还对智利民众大派福利，包括增加公共部门雇员，1970-1972 年智利公共部门就业每年增长 11.4%；支持工会力量膨胀，使其拥有与整个行业谈判薪资的能力；通过了极高保护雇员利益的劳动法，导致遣散成本高、解雇难；大幅度提高工人工资，所有工人的工资增加了 35%~40%；发放各种补贴，改善医疗与妇女保健待遇，降低生活必需品价格，改善基层群众的多种社会福利，扩大社会保险，增建住宅，降低房租，为工农子女上学提供多种便利。阿连德的政策表明看起来有利于智利民众，但是实际上是“画饼充饥”，因为智利的经济发展水平是支持不了如此慷慨大派福利的，而为了至少是表面上满足对民众的承诺，阿连德政府的财政开支大幅上升，而缺少实际经济实力和税收的支持，政府只能大幅度借外债或是发行货币支持财政开支。阿连德政府财政状况非常混乱，政府的外债增加了 23%，中央银行大量发行货币去为政府赤字买单，赤字达到了支出的 55% 和 GDP 的 20%，最终加速了通货膨胀，1973 年的通货膨胀高达 353%（见图表 1）。

图表 1：智利年通胀率（1970-1990）



资料来源：World Bank，万和研究所整理

阿连德政府糟糕的经济政策不但没有改善智利经济状况，而且使得智利政治陷入了混乱，国内反对声四起。1973年9月11日，政变的智利空军轰炸了陆军部队包围的总统府，阿连德总统拒绝把支持者组织成武装防卫联盟，他没有自己的军队。阿连德总统最终在政变中死亡，军队在陆军司令员皮诺切特(Augusto Pinochet)领导下掌权，政变终止了智利长期的宪政政治传统，迎来了17年的军事统治。

从经济发展政策的角度来看，军政府执政的17年主要分为两个阶段：1973-1982阶段和1983-1989阶段。

## 第二部分：经济自由主义的实验

1973年军方接管政府之后，由于其本身在解决持续的经济困难

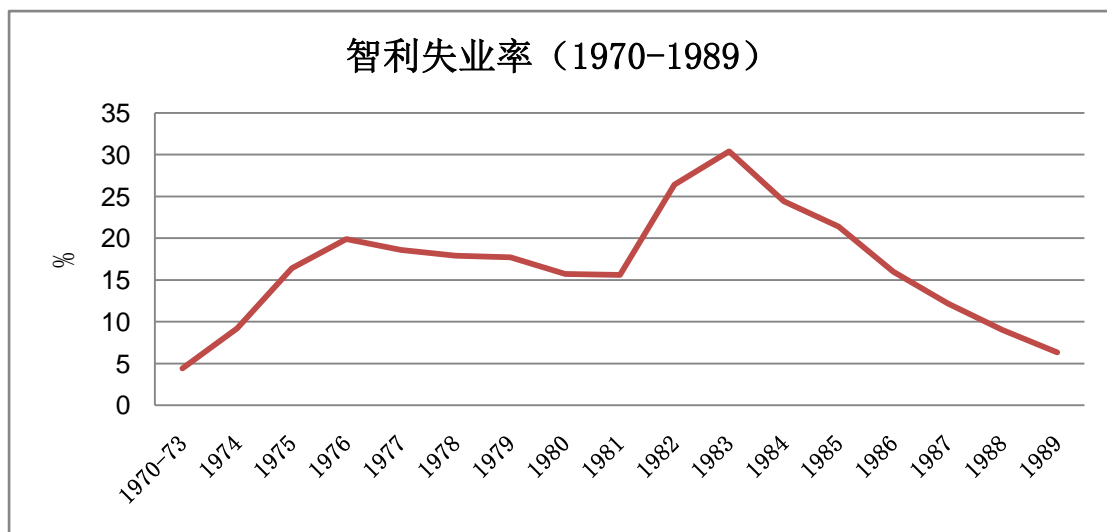
方面没有特别的技巧，为了挽救经济，军政府任命了芝加哥男孩（Chicago boys）来负责新经济计划的政策设计。芝加哥男孩是一群由 30 余名在 1955 年和 1963 年之间在芝加哥大学学习经济学的智利人组成，在他们的研究生课程期间，成为弗里德曼（Milton Friedman）的门徒，学成后回到智利，完全灌输自由市场理论，军政府的执政使得他们迎来了一个因国家强权而享有高度“信用”制度下实验货币主义和经济自由主义的机会。在皮诺切特、美国和国际金融机构的支持下，芝加哥男孩控制了大多数智利经济规划的职位，提倡市场自由化、贸易自由化、国企私有化的新自由主义和财政保守的政策。这不仅仅是芝加哥男孩的方案，也是国际货币基金组织和世界银行的方案，该方案是未来向智利贷款的先决条件。

1973 到 1975 年初的这段时间，军政府采用芝加哥男孩的建议，对部分国营机构私有化，削减政府支出，在执政的一个月内，就开放了 3000 多种商品的价格，取消了长期以来国家对物价的补贴和对国内市场大部分物价的控制，同时军政府大大降低对进口商品的关税，取消了之前阿连德执政时的进口非关税壁垒，打开了进口的大门。然而这一年半的经济实验的结果并不理想，1974 年通货膨胀率上升到了 505%（图表 1），“自由贸易”使得智利的制造业在 1974 和 1975 年受到急剧影响，农业也受到了巨大冲击，数以万计的生产小麦、大米、玉米和甜菜中小型农民被来自更有生产力、农业劳动力更好的国家进口商品击垮。

1975 年 3 月，芝加哥男孩举办了一次经济研讨会，弗里德曼应

邀参加。弗里德曼指出智利最紧迫和明显的问题之一是控制通货膨胀，他提出“休克治疗”，通过大幅度的紧缩的金融和财政政策和进一步完全深化的经济自由化，使大多数政府下属机构私有化，大幅度削减政府开支，鼓励对外贸易和外国资本的投入，由于短期内会要付出高昂的社会代价，紧缩将使需求下降、使失业率上升、使贫困加剧，迎来社会经济的震荡，甚至“休克”，但是这是经济摆脱恶性膨胀，回归平衡发展的必经之路，弗德里曼预言经过休克阶段后，经济将彻底好转，惠及每个人。1975 年会议后不久，智利政府启动了经济复苏计划（ERP），大大减少货币供应和政府支出，成功地把通货膨胀逐步降低（图表 1）。然而，它也导致失业率从 1974 年的 9.2% 上升到 1975 年的 16.4%（图表 2）。改革总是要面临阵痛的，降低通货膨胀必然会增加失业率。

图表 2：智利失业率（1970-1989）



资料来源：ODEPLAN（National Planning Office）。As presented in



Cornway (1997), 万和研究所整理

智利在这一阶段采取的具体措施主要有：一、取消物价补贴和物价控制。建立由市场供需变化直接确定价格的机制, 并通过市场机制引导企业配置资源, 以求提高企业的生产效率。到 1978 年, 国家由原来控制两万多种商品的价格变为只控制 8 种商品的价格。二、市场自由化。1973 年底, 名义上进口的平均关税为 105%, 其中最高的关税达到 750%, 军政府大大降低对进口商品的关税, 同时取消了之前阿连德执政时的进口非关税壁垒, 打开了进口的大门, 对进口商品实现一个低而一致的关税。1979 年, 政府全面实施一致性的对进口商品征收 10% 的统一关税。降低关税和透明度使得智利公司为了在全球范围内竞争而提高自身竞争力。三、经济私有化。土地归还给以前所有者, 廉价出售了 507 个国有企业中的 472 个, 并对那些被阿连德不正当剥夺的外国铜矿企业给予了补偿。1973 年智利有 596 家国有企业, 到 1989 年对其中的 551 家实现了私有化, 只剩下铜、石油、自来水、核基础设施等具有战略意义的 45 家企业留在国家手中。1980 年宪法给予国家铜矿的所有权, 但是采矿法包括了“全面让步”可能性, 于是政府允许私人公司开发矿床。四、金融市场市场化。伴随着经济私有化, 从 1974 年开始金融市场也开使实施自由化。1974 年政府颁布法令, 允许成立私人金融公司经营存款和贷款业务并决定自由利率, 而对国有银行和金融机构的营业活动, 包括利率和准备金比例仍予以控制, 这样导致的结果是私人金融机构的利率高于国有机构, 引入大量资金, 对国有银行形成巨大压力。1975-1978 年间, 实施国

有银行私有化，智利政府把大部分由国营生产开发公司掌握的专业银行以优惠的价格拍卖给企业集团或“大财团”（即公司与银行间存在密切财产关系的企业组织），除了 2 家国有银行由于涉及到法律方面的问题以外，所有国有银行均被私有化。这个经济私有化的进程使智利出现了许多杠杆率高的“大财团”，他们用收购的银行为自己的扩张融通资金。随后，政府移除了贷款和储蓄利率的上限，减少统一了储蓄准备金率（从 85%减少至 10%），同时也放宽国内金融机构获得外国贷款的条件。这些“大财团”极大的从金融市场自由化中受益，因为他们能通过自己的银行实现国外借贷，当时智利银行利率仍偏高，虽然在 1976-1978 年智利的美元利率由 118.53%降至 51.0%，仍然比同期欧洲市场高出 40 个百分点左右，他们低吸高贷，从中获得极大的套利。

五、劳动力市场灵活化。为了使劳动力市场更为灵活，政府移除了大部分工作的门槛要求，减少了遣散员工的限制，去掉了政府在私人行业协商中的干预。

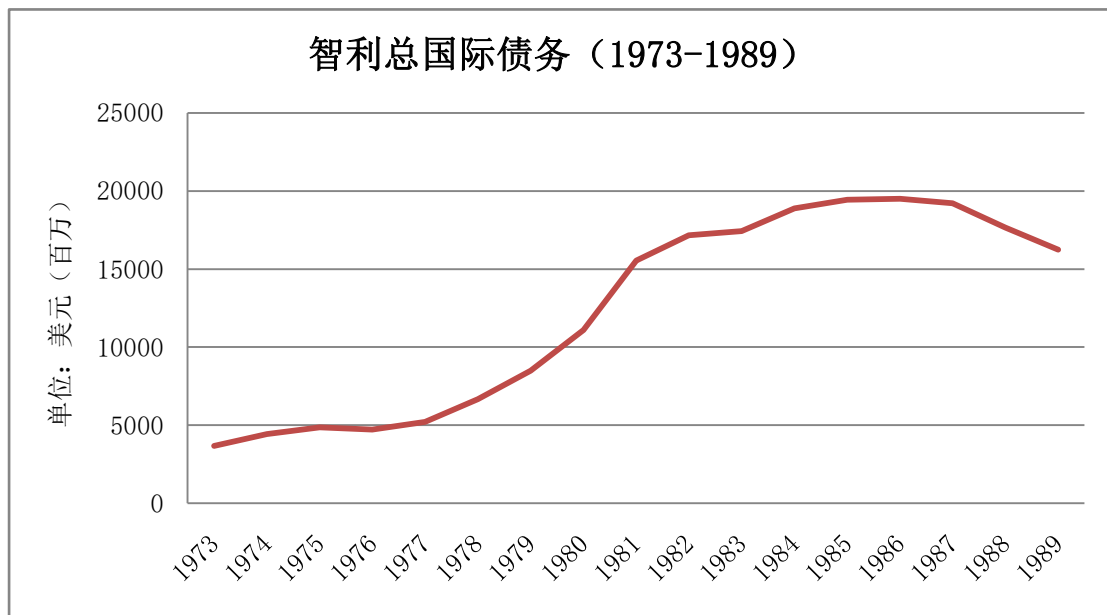
六、养老金私营化管理。1980 年 11 月军政府设计出一种新的养老金制度，该制度将养老金私营化管理，个人养老金资本化，设计了个人资本账户，由个人选择的私人机构管理。强调个人缴费、个人所有、完全积累、私人机构运营的养老金私有化模式。

到 1976 年年中，经济开始复苏，从 1978 年到 1981 年，它实现了弗里德曼所谓的“经济奇迹”，在此期间，经济年增长 6.6%，相比之下，美国经济通常每年增长 2.5%。改革从来不是完美的，这个阶段“大财团”实行不加约束的自我借贷，比如圣地亚哥银行（Banco



Santiago) 42%的贷款都是借给自己的财团，帮助财团扩张到出口行业，这些财团很大程度上渗入了木材业、采矿业、造纸业和渔业，但是由于智利相对价格的上升使得这些出口竞争优势大大减弱，出口利润大幅压缩，导致 1980 年晚期很多财团的关联公司出现了严重的财务问题，这些问题暴露了财团关联公司的财务脆弱性，1981 年底，智利的境外债务压力巨大，国内金融系统面临无力偿还的形式（图表 3）。

图表 3：智利国际债务水平（1973-1989）



资料来源：Edwards & Edwards (1991). As presented in Cornway (1997)，万和研究所整理

1979 年，针对智利改革，货币主义思想重点从控制智利国内货币供给转向了固定汇率，期望将国内通胀率控制在世界平均水平。

1979-1981 年固定汇率（汇率被固定在 39 比索每美元）和铜价格的下跌造成了很大的经常项目赤字。“屋漏偏逢连夜雨”。1982 年，由于全世界范围的经济衰退，同时智利货币高估，让智利经济在面对减速的全球经济态势下更为脆弱。资本停止流向智利，大大减少金融投资能力，紧接着的货币贬值使企业和国民的财富以外币计算减少，加剧了智利的经济衰退。比索的贬值对那些已经出售给私人所有者但并没有受到合理监管的银行和金融机构有很大的影响，金融行业因美元债务急剧上升陷入金融危机，在新的汇率下他们无法清偿债务。这与世界经济衰退一起造成了 1982 年严重的经济危机，有超过 800 家公司宣布破产，50 个金融机构中有 16 个面临破产。1982 年，智利 GDP 下降了 13.4%，失业率上升至 26.4%（图表 2）。

### 第三部分：皮诺切特执政后期的政策调整

经过 1982-83 的危机，智利政府设法对之前的政策做出调整。1982 年，两家最大的银行被国有化，以防止更严重的信贷危机。在 1983 年，另有五家银行被国有化，两家银行必须受政府监督，中央银行接管外债。为了帮助他们摆脱困境，政府承担了所有外债的责任，使得金融资产和生产资产及负债普遍向公有制和国家控制回归。1983 年，智利重新实行爬行汇率制，官方汇率根据国内与国际通货膨胀的差别不断调整，不仅纠正了原来的货币升值，而且使货币逐步贬值，1982~1988 年期间货币实际贬值幅度达 130%。此外，政府还采取了加大反倾销力度，重新调高保护性关税。同时政府承担外债，与借款

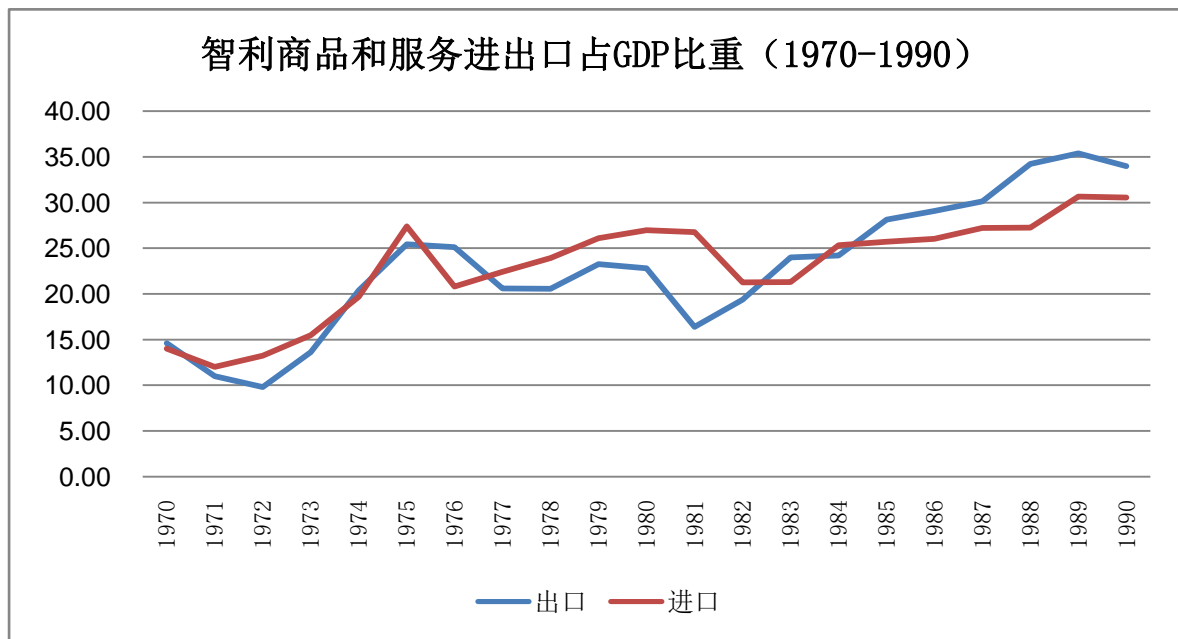
银行协商外债并给予私有企业巨大的财务援助。智利此阶段为应付危机实施的国有化、反倾销和保护性关税政策有改革倒退的意向。

1985 年，赫尔南布基（Hernan Buchi）成为智利财政部长，制定了长远的务实的经济改革政策，重点强调三部分：非铜行业的出口、居民储蓄投资的增加以及金融行业的加强。首先，加强对出口行业的促进。由于 1984 年的铜价格大幅下挫，降低出口成本极为重要，于是政府执行增值税补贴，并取消了所有与出口相关的税费。1982-83 的经济危机使得政府一度调高关税至 35%，现再次降低关税至 15%。伴随着比索的贬值和对出口的有利经济政策，出口在 1985-1989 年间以每年 10.5% 的增长率获得了极大的增长（图表 4）。20 世纪 90 年代和 2000 年后智利大规模的出口扩张同样也直接受益于民营企业可以运营采矿业的这项改革。同时，出口的产品更多样化，铜占出口比例从 1970 年代早期的 70% 降到 1990 年的 45%。但不可否认的是，智利也因为 1985-1989 期间铜价的翻倍获得了极大的经济利润。

同时，为了激励企业资产重组，政府进行了税收激励。政府只对企业提取的利润进行收税，即在开支时缴税，而不是预先缴税，于是再投资收益的利润部分不用赋税，这直接激励了企业对利润的再投资实现资本化。另一个投资恢复的工具是私人储蓄，政府对大部分外国投资者实施了债权股权互换。这一政策效果显著，投资占 GDP 的比重从 1984 年的 12.4% 增长至 1989 年的 23%。政府支出在 1984 年达到了 GDP 的 30.7%，在 1989 年降至 20.6%。同时，随着私人储蓄的增加，国民储蓄率从 1982 年的 2.1% 增长到 1989 年为 17.2%。赫尔南布基

也着力恢复私营部门经济活力。除了一些重要行业，如电力、发电、配电以及电信仍然由国有公司管理，大规模私有化计划得以实施，使 50,000 多名直接股东、和数百万间接股东（通过养老金基金）得以引进，这些公司都是由私人企业家管理，后续开展很多重要的扩张计划。从 1985-1989，每年智利创造了 239000 的就业机会。赫尔南布基使得智利重归改革。

图表 4：智利商品和服务进出口占 GDP 比重（单位：%）



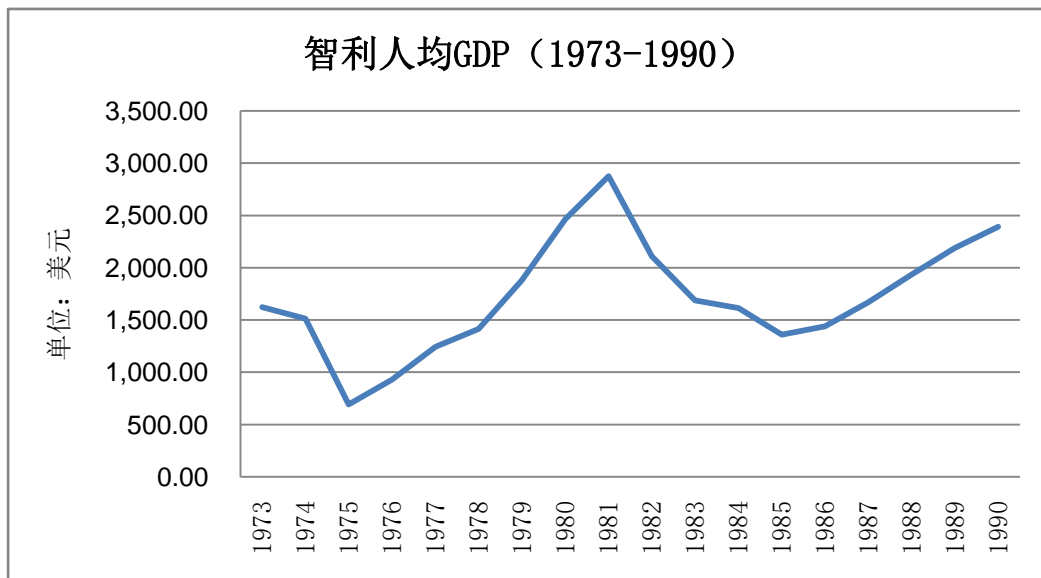
资料来源：World Bank，万和研究所整理

#### 第四部分：改革成效回顾

从数据上看，智利第一阶段（1973-1982）的经济改革成效并不显著，表现出剧烈的起伏动荡，除了在 1978-81 实现了亮眼的经济增长，1974~1981 年的平均增长率仅为 3.3%。1982 年经济的大幅下滑

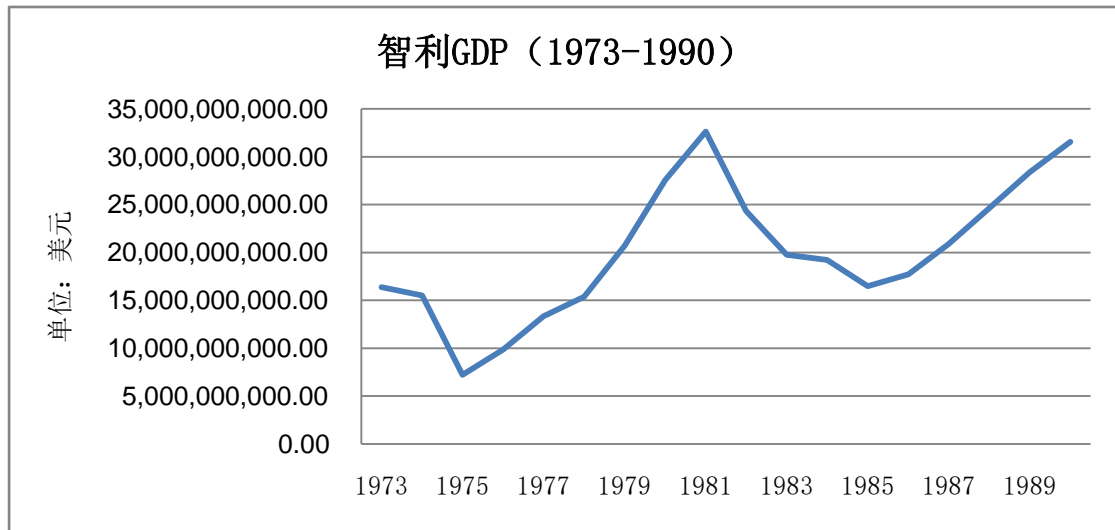
使得经济萎靡了 4 年，直至 1985 年后 GDP 迎来了持续稳定的反弹增长（图表 5，图表 6），皮诺切特 17 年的执政使得智利人均 GDP 从上任时 1973 年的 1623.25 美元，增长至 1989 年的 2190.86 美元，总 GDP 增长率在这 17 年间平均为 2.9%，出口增长率为 10.6%。考虑到皮诺切特接手的是阿连德留下的经济烂摊子，而任何彻底改革都不可避免经济的大幅波动，且国际经济环境的恶劣也抵消了智利改革的成果，智利在第一阶段的改革表现还是值得称道的。

图表 5：智利人均 GDP



资料来源：Wind 资讯，万和研究所整理

图表 6：智利 GDP



资料来源：Wind 资讯，万和研究所整理

图表 7：智利不同时期主要经济指标（1959-2000）

时期	1959-64	1965-70	1971-73	1974-89	1990-93	1994-99
GDP 增长率	3.7	4	1.2	2.9	7.7	5.6
出口增长率	6.2	2.3	-4.2	10.6	9.6	9.4
通货膨胀率	26.6	26.3	293.8	79.9	17.7	6.1
失业率	5.2	5.9	4.7	18.1	7.3	7.4
实际工资 (1970=100)	62.2	84.2	89.7	81.9	99.8	123.4
政府盈余/GDP	-4.7	-2.5	-11.5	0.3	1.7	1.2

资料来源：（DIPRES）智利财政部预算司.As presented in Ffrench-Davis (2002)，万和研究所整理

横向比较智利在皮诺切特时期和世界其他地区的经济增长，我们看到在 1971-1980 期间，智利的人均 GDP 平均年增长率是 1.4%，这



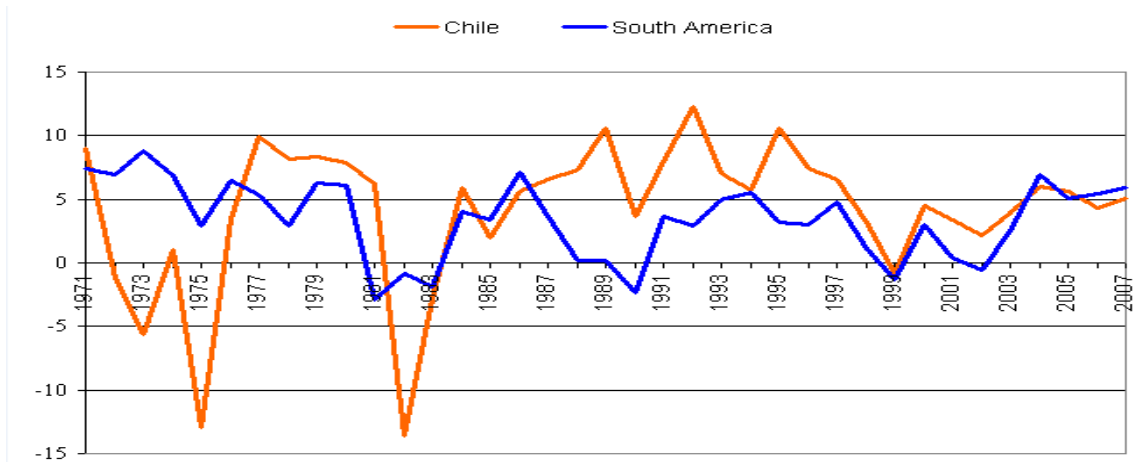
个增长率低于拉丁美洲及加勒比海地区（除去智利）的 3.2%以及世界平均 2%的增长率（图表 8）。1981-1990 年间，智利的人均 GDP 平均年增长率达到 2.3%，远远超过了拉丁美洲及加勒比海地区的平均 -0.9%的人均 GDP 增长率（图表 8）。如果我们把视线范围缩小到南美洲内部进行比较，在 1975 和 1982 年，智利经历了两次 GDP 的急剧下降，1982 年全世界范围的经济衰退浪潮下，智利相对于其他南美国家，GDP 下滑深度和时间长度都相对更严重（图表 10）。第一阶段时期，由于 1975 年经历的大幅下滑，使得 1976-81 年的反弹力度更大，取得在南美平均水平以上的经济增长率（图表 9）。这样的危机后的反弹同样在 1982 年后出现，1985 -2000 年期间，智利经济几乎都是在高于南美平均增长率的水平下高歌猛进，1985-1997 年，智利 GDP 的年平均增长率为 7.6%。

图表 8：人均 GDP 平均年增长率（1961-2004）（单位：%）

	1961-1970	1971-1980	1981-1990	1991-2004	1961-2004
智利	1.9	1.4	2.3	4.2	2.6
拉丁美洲及加勒比海地区（除去智利）	2.6	3.2	-0.9	1.2	1.5
东亚及太平洋地区	2.5	4.5	5.8	6.7	5
日本	9.3	3.3	3.4	1.2	4
美国	2.5	2.2	2.3	1.9	2.2
世界	3.3	2	1.3	1.4	1.9

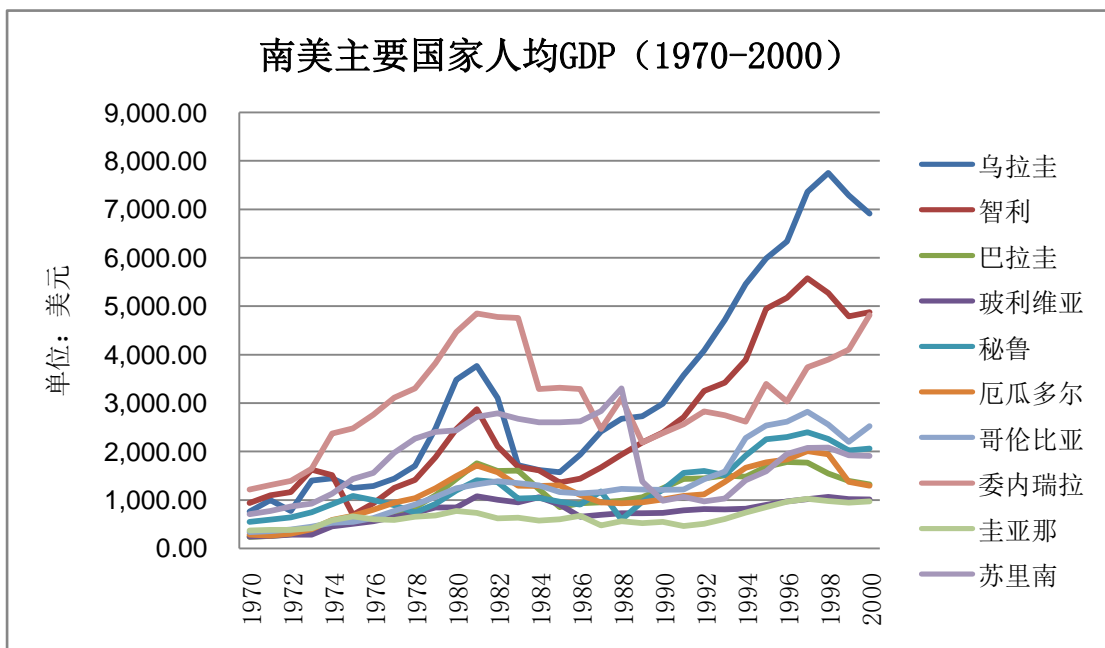
资料来源：World Bank. As presented in Schmidt-Hebbel (2006) ，  
万和研究所整理

图表 9：智利及南美洲国家的 GDP 增长率（1971-2007）（单位：%）



资料来源：联合国统计司 (United Nations Statistics Division). As presented in Wikipedia

图表 10：南美主要国家人均 GDP（1970-2000）



资料来源：Wind 资讯，万和研究所整理

## 第五部分：延迟的效应

在皮诺切特 17 年军政府统治下，智利进行了大刀阔斧的改革，改革过程中智利经济经历了较大的波动，1975 年和 1982 年两次 GDP 超过 10% 的严重下滑，也经历了 1976-1981 和 1985-1989 两段经济危机后的经济强烈复苏。在皮诺切特结束他的领导生涯时，智利整个国家私有化和自由化程度上都有了很大提升，为 1990 年代智利经济的快速发展奠定了基础，此后的 15 年内，智利经济出现了强劲的增长势头，从 1991 年至 2004 年，智利的人均 GDP 年增长率为 4.2%，大大高于拉丁美洲的平均水平（图表 8）。艾尔文（Alywin）、弗雷（Frei）和拉哥斯（Lagos）三个连续政府没有对他们所继承的新自由主义政策组合做过本质的修改，智利的人均 GDP 也在 20 世纪后 10 年得到了巨大提升，跃升为南美洲经济最发达、经济自由度最高的国家之一。

纵观智利改革过程，与中国的改革开放过程有相似之处，改革难免阵痛，改革过程剧烈的经济波动和社会波动不可避免，但风雨过后是彩虹，智利和中国经济在经历改革后走上了快速增长的道路，而作为改革家的皮诺切特和邓小平最重要的贡献就是为智利和中国确定了一个有利于经济增长的制度框架。

参考资料:

1. 娜奥米·克莱恩(Naomi Klein), 休克主义: 灾难资本主义的兴起, 广西师范大学出版社, 2010
2. 王晓燕,《列国志·智利》: 社会科学文献出版社, 2010
3. Bergoing,R., Kehoe,P.J., Kehoe,T.J & Soto,R.(2007), “A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s”, Journal of Economic Literature Classification Codes: E32, N16, O40.
4. Buc,H.B (2006), “How Chile Successfully Transformed Its Economy”, The Heritage Foundation, No.1958, September 18,2006.
5. Conway,P.(1997), “Macroeconomic Stability and Income Inequality in Chile”, Economic Management Training conference, Economic Development Institute, Marrakech, Morocco.
6. Cisterna,N.S.(2007), “Augusto Pinochet and economic nationalism: In search of Chile’s superior destiny”, Working Paper CSGP 07/4,Trent University, Peterborough, Ontario, Canada.
7. Edwards.S.&Edwards,A.C.(1991),Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment, University of Chicago Press.
8. Ffrench-Davis,R.(2002), Economic Reforms in Chile, pp.3-49, Palgrave Macmillan UK.
9. Moreno, F.(2008), “Silent Revolution: An Early Export from

Pinochet's Chile”, GCG Georgetown University - Universia 2008

VOL. 2 NUM. 2 ISSN: 1988-7116

**10.**Packenham,R.A & Ratliff,W.(2007), “What Pinochet Did for Chile”, Hoover Digest, 2007 No. 1

**11.**Schmidt-Hebbel,K.(2006), “Chile’s Economic Growth”, Cuadernos De Economía, VOL. 43 (MAYO), PP. 5-48, 2006.

**12.**Sonnenblick,M. (1982), “How ‘Chicago boys’ wrecked Chile”, EIR Volume 9, Number 39, October 12, 1982.

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告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，本报告清晰准确的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：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

### 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333

传真：0755-25170093

邮编：518040

公司网址：<http://www.vanho.cn>