

## 行业比较（二）：各行业生命周期

### 核心观点：

- 行业生命周期一般分为萌芽期，成长期，成熟期，衰退期四个阶段。尽管该理论看上去有些抽象，但还是可以从以下几个基本角度来观察：行业的风险情况，竞争格局，资本结构，财务状况等。具体可以分别落实在股价的崩盘风险，行业集中度，资产负债率，收入及现金流等指标上。
- 无论是所在行业的竞争度，资本结构，留存收益，还是技术需求等等其他角度，其最终归结在行业利润最大化上的出发点上，而行业营收，利润都是对过去情况的反应，具有滞后性。
- 公司对行业整体的情况具有极高的敏感性，其投融资行为是理性且领先于利润发生的，具有前瞻性。因此我们在现金流方法的基础上进行改进，选取 2009-2022 年筹资活动的现金流净额与投资活动现金流净额作为核心指标，并计算了生命百分数，总结 130 个被统计子行业生命区间。（见附录）
- 根据所得结果，我们发现：
  - (1) 从上游转移到中下游，衰退及严重衰退行业比例逐渐减小，成长性行业占比提升。成熟期行业在中下游及其他行业的占比大致相同。
  - (2) 高成长行业的主要集中在中下游，代表行业有国防军工，电力设备，基础化工，电子，食品饮料，机械设备等；成熟行业则上中下游均有分布，代表行业有石油石化，大金融，社会服务等具有公共属性的行业；成长偏成熟的代表行业有公用事业电力，环保，交通运输等；衰退及严重衰退行业集中在上游煤炭，有色金属铝、铅锌，中游钢铁，下游房地产，商贸零售，纺织服装等行业。
- 通过新产业的诞生和旧产业的革新，产业技术的革新将自顺着产业链条自下而上提高行业整体的成长水平。
- 总体来说，我国的成长性行业集中在高精科学技术，消费升级行业等。而衰落的行业主要集中在资源型行业，房地产业，以及劳动密集型产业。我国上市行业整体的高成长性，既揭示了我国经济向高技术产业升级转型以及未来经济动力转向消费的大趋势，同时也批驳了我国经济面临衰退后崩溃的谬论。

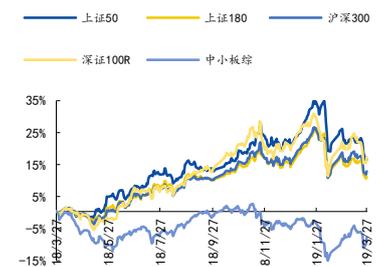
### 风险提示

部分行业数据缺失未统计导致结论错误的风险；忽略行业异质性导致结论错误的风险；主观模型失效风险；基于历史数据判断的风险

### 主要数据：

上证综指：	3288.08
深圳成指：	11238.06
沪深300：	4020.58
中小盘指：	4049.14
创业板指：	2263.37

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《隐形的降息：美国的加息逆转交易早已开始》  
2023.7.28

### 报告作者

分析师 杨为敦  
执业证书编号 S0020521060001  
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188  
联系人 黄海  
邮箱 huanghai@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

## 内容目录

1. 行业生命周期的几个基本角度 .....	3
1.1. 行业风险 .....	3
1.2. 竞争格局 .....	4
1.3. 资本结构 .....	4
1.4. 财务状况 .....	4
1.4.1. 现金流与销售收入判断法: .....	4
1.4.2. 留存收益比和股利政策 .....	5
2. 方法改进 .....	5

## 图表目录

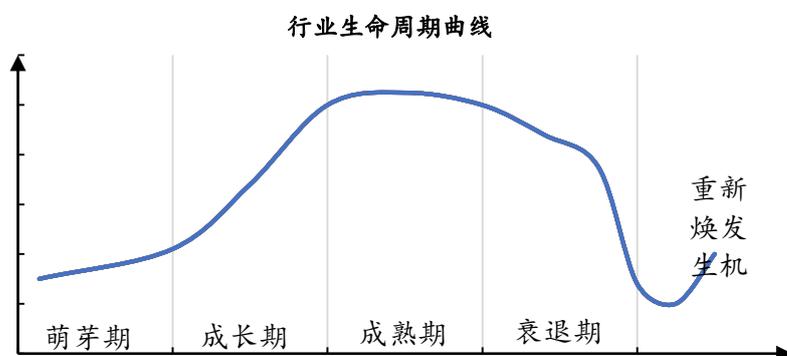
图 1: 行业生命周期曲线 .....	3
图 2: 上市行业所处生命周期结构图 .....	6
图 3: 上市行业所处生命周期数量图 .....	6
图 4: 上中下游及其他行业生命周期结构分布图 .....	6
图 5: 高成长行业分布结构图 .....	7
图 6: 高成长性子行业占被统计子行业的比例 .....	7
图 7: 成熟行业分布结构图 .....	7
图 8: 成熟子行业占被统计子行业的比例 .....	7
图 9: 成长偏成熟行业分布结构图 .....	7
图 10: 成长偏成熟行业占被统计子行业的比例 .....	7
图 11: 衰退及严重衰退行业分布结构图 .....	8
图 12: 衰退及严重衰退行业占被统计子行业的比例 .....	8
表 1: 行业生命周期与资本结构的战略关系 .....	4
表 2: Dickinson 现金流判断法 .....	4

在（一）中我们简单梳理了大类行业的上中下游，简要的探索了大类行业与经济和金融周期的相关性。（二）中我们将讲叙述行业生命周期，并简要探索大类行业和子类行业所处的生命周期阶段，区分**萌芽期**，**成长期**，**成熟期**，**衰退期**的行业。

## 总叙

行业生命周期理论一般可以认为是从产品生命周期理论脱胎而来，生命周期理论下行业生命周期曲线有多种，但使用最普遍的是如下形状，即**萌芽期**，**成长期**，**成熟期**，**衰退期**四个阶段。简单来看，如果将行业生命周期理解成经营水平，行业的经营水平从萌芽期到成长期不断上升，到达成熟期以后达到最高值，随着进入到末期，行业经营水平不断下降直至行业衰亡或再次焕发生机(Boyan Jovanovic & Glenn MacDonald, 详见参考文献，下同)。

图 1：行业生命周期曲线



资料来源：国元证券研究所

行业生命周期尽管看上去有点抽象，但还是有具体的特征的。一般来讲，可以从以下几个基本角度来观察，如行业的风险情况，竞争格局，资本结构，财务状况等。

## 1. 行业生命周期的几个基本角度

### 1.1. 行业风险

由于二级市场是普通投资者最直接的投资渠道，那么股价就是观测行业风险的一个不错指标。通过观察股价，我们发现，初创期公司股价崩盘风险最大，成长期次之，成熟期最小，衰退期与成熟期无显著区别。而是否崩盘的原因，初创期主要受成长性和激进度影响，成长期取决于合理估值下的增长性，成熟期侧重估值水平的合理性，衰退期取决于能否实现转型；且此类结论对行业生命周期同样成立(遥远、周爱民)。因此我们可以推断出行业风险由高到低的顺序：

萌芽期 > 成长期 > 成熟期 ≥ 衰退期

## 1.2. 竞争格局

行业的竞争格局一般可以由行业集中度来体现。常见的衡量市场竞争程度的指标如 HHI, CR 等。一般来讲, 萌芽期市场上行业内公司不多, 市场集中度较高。随着行业成长, 陆续有公司进入市场, 行业集中度会逐渐下降。走向成熟后的行业内部竞争度会保持在一个比较稳定的水平, 尽管陆续有新的公司进入, 行业集中度会上下浮动但不会有太大变化。这更多是与规模经济、市场容量、经济性进入壁垒、行政性进入壁垒等相关(曾祥凤 胥茂瑶)。我们可以推断常见行业集中度的高低水平为

**萌芽期 > 成长期 > 成熟期 ≥ 衰退期**

## 1.3. 资本结构

公司的资产负债率并非公司出于资本成本的考量, 而是由公司所处行业联合决定的 (MacKay, Phillips)。具体来看, 在行业产品成长期, 由于利润丰厚, 较多地采取内部融资手段, 和生命周期的其他阶段相比, 财务杠杆较低 (Wokukwu)。由此可推: **行业资产负债率随行业生命周期的延续而逐渐增加的**(闵丹、韩立岩)。

**表 1: 行业生命周期与资本结构的战略关系**

行业生命周期与资本结构的战略关系				
行业生命周期	经营风险	财务风险	融资决策	负债率
萌芽期	很高	很低	权益融资为主	低
成长期	高	低	权益融资为主	较低
成熟期	中等	中等	债务和权益并重	中等
衰退期	低	高	债务融资为主	高

资料来源:《市场结构、行业周期与资本结构——基于战略公司财务理论的分析》闵丹, 韩立岩, 管理世界, 国元证券研究所

## 1.4. 财务状况

### 1.4.1. 现金流与销售收入判断法:

**Dickinson** 给了我们一个通过现金流判断行业周期的方法

**表 2: Dickinson 现金流判断法**

	1	2	3	4	5	6	7	8
Cash flow from	Introduction	Growth	Mature	Shake-out			Decline	Decline
Operating Activities	-	+	+	-	+	+	-	-
Investing Activities	-	-	-	-	+	+	+	+
Financing Activities	+	+	-	-	+	-	+	-

资料来源:《Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle》Victoria Dickison, The Accounting review, 国元证券研究所

## 销售收入

在现金流法的基础上，我们可以大致推断，由于产品还在研发阶段，初创期行业整体没有销售收入或只有少量的销售收入，经营亏损或勉强盈利；进入成长期后行业整体销售收入获得改善，快速增长，经营利润大幅提升；步入成熟期后整体销售收入增长缓慢，经营利润增长停滞，但经营活动的现金流此时应该是最大的。随着行业慢慢进入衰退期，销售收入逐渐萎缩，经营逐步亏损。

### 1.4.2. 留存收益比和股利政策

前文有提，根据 Wokukwu 的研究，在成长期，如果行业营收表现不错，那么企业更多会将多余收入留存，进行内部融资。因此新成立的企业或处在成长过程中的企业不支付股利或较少支付股利；而随着企业日益的成熟，企业支付股利的数量和支付意愿会逐步提高(徐腊平)。由此可推，行业的成熟度与股利分配成正比，与留存收益比成反比。

## 2. 方法改进

无论是所在行业的竞争度，资本结构，留存收益等等其他角度，其最终落脚点都在行业利润最大化上。但行业营收，利润都是对过去情况的反应，具有滞后性，因此依赖以上方法做判断会有偏差。从另一个维度看，行业内的公司对行业整体的情况具有极高的敏感性，如果行业未来有好的成长机会，行业会主动募集资金，以扩大产能，增加利润。如果未来没有好的预期，那么就不会有较多的募集资金和投资的行为，因此企业的投融资行为是理性的并领先于利润发生的，具有前瞻性。

在现金流方法的基础上，我们考虑两个指标：筹资活动的现金流净额，投资活动现金流净额，并令投融资额度：

$$\text{投融资额度} = \text{筹资活动的现金流净额} + \text{投资活动现金流净额}$$

数据预处理：我们选取 2009-2022 年的数据并在每一期使用两年平均值以平滑数据。其实我们并不关心当前值是多少，我们其实关心的是行业间的值是否具有可比性。因此我们用绝对值百分位数法进行[0,1]变换。

令（投融资）序列中，

$$\alpha_{imax} = 1$$

$$\alpha_{imin} = 0$$

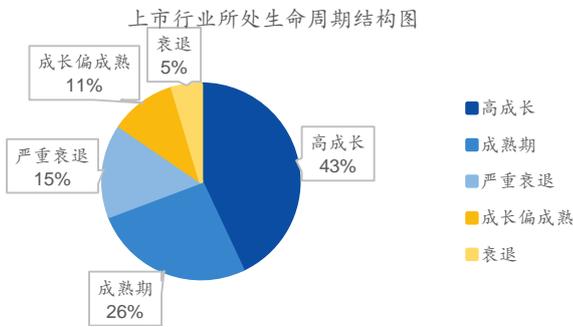
那么第 t 的时间的值为

$$\gamma_t = \frac{\alpha_{it} - \alpha_{imin}}{\alpha_{imax} - \alpha_{imin}}$$

这样我们可以得到每一个时间下行业的生命分数值 $\gamma_t$ ，在结合筹资性现金流的情况与行业的生命分数值后，我们得到申万 130 个行业所处的生命期（剔除缺失值的行业）。

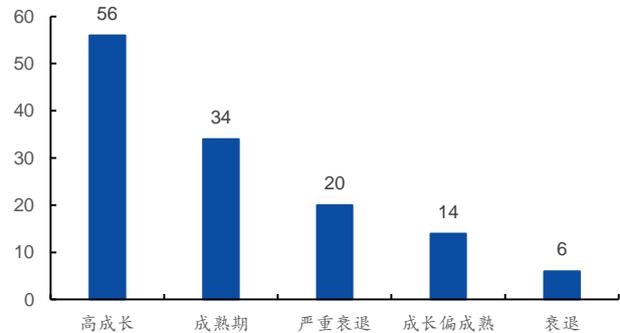
完整图见附录

图 2：上市行业所处生命周期结构图



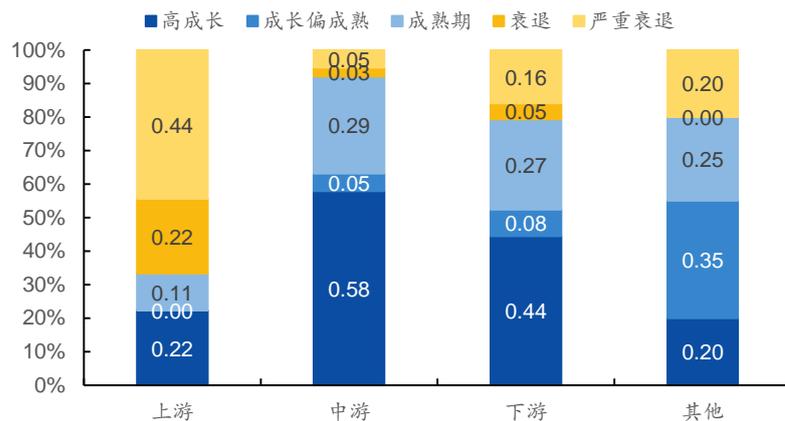
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 3：上市行业所处生命周期数量图



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 4：上中下游及其他行业生命周期结构分布图

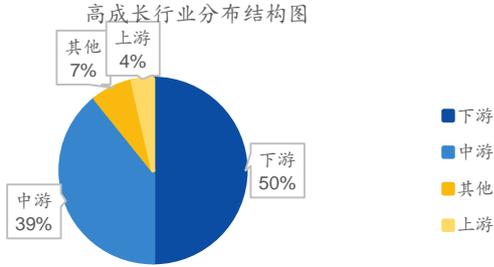


资料来源：iFinD，国元证券研究所

在统计的 130 个上市行业中，有 80% 的行业处于成长、成熟或处于两者之间。其中有 43%、共计 56 个行业属于高成长性的行业；26%、共计 34 个行业已步入成熟期；11%，共计 14 个行业处于成长偏成熟期；剩余 20%，共计 26 个行业面临整体衰退的风险。横向比较来看，从上游转移到中下游，衰退及严重衰退行业比例逐渐减小，成长性行业占比提升。成熟期行业在上中下游及其他行业的占比大致相同。具有较强公共服务属性的其他行业成长偏成熟的行业占比最多。

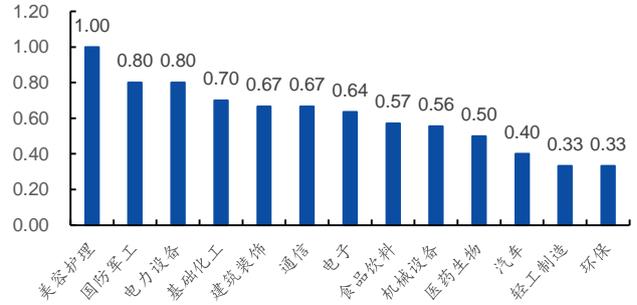
从具体行业来看上中下游及其他行业的生命周期

图 5：高成长行业分布结构图



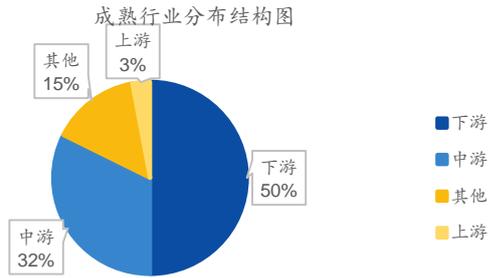
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 6：高成长性子行业占被统计子行业的比例



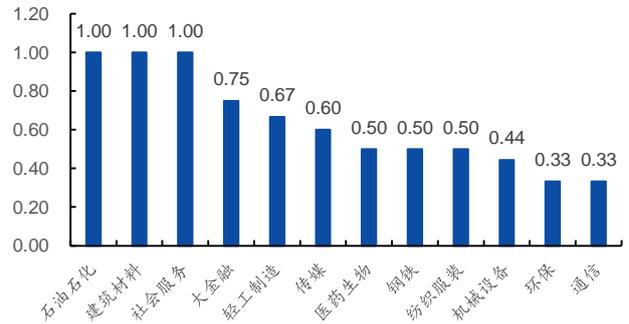
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 7：成熟行业分布结构图



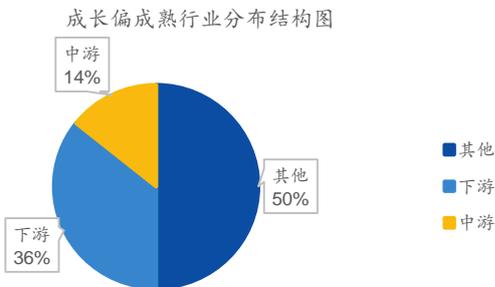
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 8：成熟子行业占被统计子行业的比例



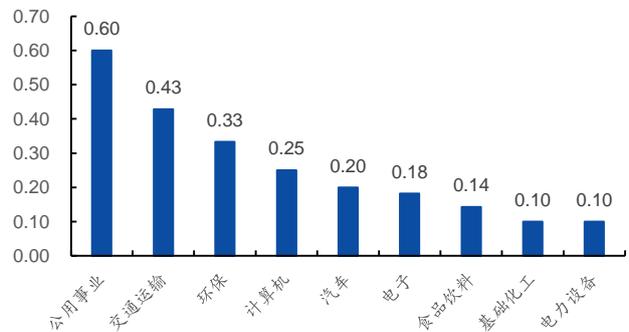
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 9：成长偏成熟行业分布结构图



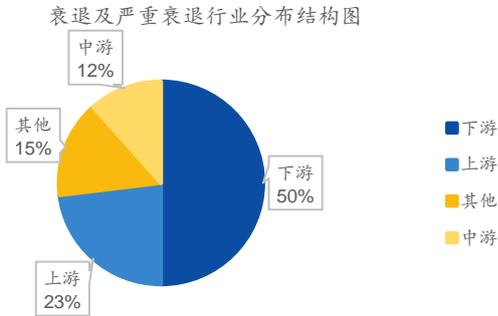
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 10：成长偏成熟行业占被统计子行业的比例



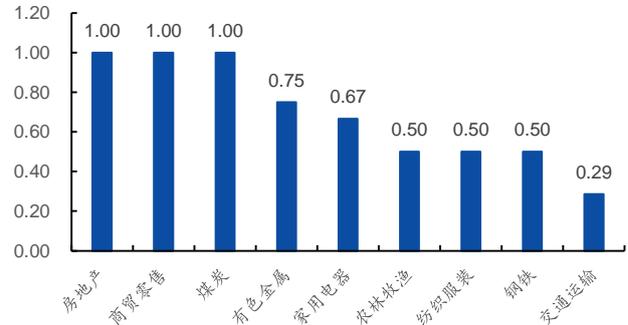
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 11：衰退及严重衰退行业分布结构图



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 12：衰退及严重衰退行业占被统计子行业的比例



资料来源：iFinD，国元证券研究所

高成长行业普遍聚集在中下游，其中国防军工，电力设备，基础化工，电子，食品饮料，机械设备，医药生物的高成长性子行业占被统计子行业的比例均超过 50%，成长性突出，未来前景较好；成熟行业则上中下游均有分布，但表现最突出的属于石油石化，大金融，社会服务等具有公共属性的行业。成长偏成熟的行业主要集中在中下游及其他领域，主要集中在公用事业电力，环保，交通运输领域；衰退及严重衰退行业集中在上游煤炭，有色金属铝、铅、锌，中游钢铁，下游房地产，商贸零售，纺织服装等行业。

从产业链条的角度来看，下游产业技术的革新将自下而上提高行业整体的成长水平。一方面是新产业的诞生。以新能源车为例，下游能源革新带动上游有色金属锂、中游部分基础化工子行业技术革新，同时也增加了对汽车零部件的需求，提高了产业链条上行业整体的成长性。另一方面是旧产业的革新。以电力行业为例，光伏产业的崛起在代替了部分旧产业如水力发电的同时，也催生出了一批新的产业，如储能设施等。

总体来说，我国的成长性行业主要集中在下游电子，国防，医药生物等需要高精科学技术的行业，以及以消费升级为代表的食品饮料，高端化妆品行业。而衰落的行业主要集中在上游提供原料的资源型行业煤炭，有色金属铝以及下游房地产业，劳动密集型纺织服装业等。一行灭，一行兴，这个结果并不意外。我国上市行业整体的高成长性，既揭示了我国经济向高技术产业升级转型以及未来经济动力转向消费的大趋势，同时也批驳了我国经济面临衰退后崩溃的谬论。

参考文献

1. 《Reviewing Industry Life-cycle Theory: Avenues for Future Research》 Mirva Peltoniemi, International Journal of Management Reviews
2. 《The Life-Cycle of a Competitive Industry》 Boyan Jovanovic & Glenn MacDonald, National Bureau Of Economic Research
3. 《Increased Debt and Industry Product Markets:An Empirical Analysis》 Phillips G. M, Journal of Financial Economics
4. 《“How Does Industry Affect Firm Financial Structure?”》 Mackay, P. and G. Phillips, Review of Financial Studies
5. 《Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle》 Victoria Dickison, The Accounting review
6. 《基于战略的财务报表分析》刘红梅, 价值工程
7. 《生命周期对上市公司现金股利政策影响的实证研究》刘侃侃, 易颜新, 胡炜, 生产力研究
8. 《企业股利分配具有生命周期特征吗?——基于中国上市公司的实证研究》徐腊平, 南方经济
9. 《市场结构、行业周期与资本结构——基于战略公司财务理论的分析》闵丹, 韩立岩, 管理世界
10. 《企业生命周期与股价崩盘风险》遥远, 周爱民, 中南财经政法大学学报
11. 《白酒行业集中度发展趋势研究——基于白酒产业限制性政策解除视角》曾祥凤 胥茂瑶, 经济与管理科学

附录：

位置	行业	名称	相对历史百分数	绝对数值(亿元)	时期
上游	煤炭	动力煤	0.05	-4930.12	严重衰退
	有色金属	铜	1.00	5811.00	高成长
		铝	0.00	-2408.61	严重衰退
		黄金	0.00	1242.32	衰退
		铅锌	0.00	466.45	衰退
	农林牧渔	生猪养殖	0.47	7385.06	成熟期
		粮油加工	0.94	2838.53	高成长
		种子	0.15	-8.26	严重衰退
水产养殖		0.08	-0.05	严重衰退	
中游	石油石化	炼油化工	0.45	33824.78	成熟期
		油田服务	0.19	441.67	成熟期
	电力设备	线缆部件及其他	0.56	1198.96	成长偏成熟
		配电设备	1.00	1341.22	高成长
		电网自动化设备	0.38	327.13	成熟期
		光伏电池组件	1.00	1817.55	高成长
		光伏辅材	1.00	2084.23	高成长
		光伏加工设备	1.00	1496.39	高成长
		风电零部件	1.00	2026.04	高成长
		锂电池	1.00	20130.16	高成长
		电池化学品	1.00	10466.26	高成长
		输变电设备	1.00	2082.08	高成长
	机械设备	机器人	0.47	298.34	成熟期
		激光设备	1.00	724.27	高成长
		工控设备	1.00	740.44	高成长
		能源及重型设备	0.43	685.04	成熟期
		机床工具	0.49	148.32	成熟期
		仪器仪表	0.75	635.61	高成长
		金属制品	0.42	1224.85	成熟期
		工程机械整机	0.82	2624.11	高成长
		轨交设备III	0.73	1137.20	高成长
	建筑材料	水泥制造	0.36	1971.03	成熟期
		玻纤制造	0.33	483.61	成熟期
	建筑装饰	房屋建设III	0.54	7512.31	成熟期
		基建市政工程	1.00	54140.60	高成长
		工程咨询服务III	1.00	841.94	高成长
	钢铁	特钢III	0.48	-506.60	严重衰退
		板材	0.33	1907.57	成熟期
	基础化工	非金属材料III	1.00	994.45	高成长
		农药	0.81	1923.64	高成长
		氮肥	0.03	288.78	衰退
		磷肥及磷化工	1.00	337.09	高成长
氯碱		0.13	-17.59	严重衰退	
煤化工		1.00	1811.23	高成长	
聚氨酯		0.66	3633.75	成长偏成熟	
氟化工		1.00	1039.06	高成长	
有机硅		1.00	1640.44	高成长	
无机盐	1.00	629.42	高成长		

位置	行业	名称	相对历史百分数	绝对数值(亿元)	时期
下游	房地产	商业地产	0.00	-213.58	严重衰退
		产业地产	0.00	30.77	衰退
		住宅开发	0.00	-12991.94	严重衰退
	汽车	商用载客车	0.29	-59.30	严重衰退
		底盘与发动机系统	1.00	4823.38	高成长
		汽车电子电气系统	0.56	1069.86	成长偏成熟
		车身附件及饰件	0.31	25.84	成熟期
		轮胎轮毂	1.00	2255.92	高成长
	食品饮料	软饮料	1.00	170.79	高成长
		乳品	1.00	3376.31	高成长
		调味发酵品Ⅲ	0.99	719.25	高成长
		肉制品	0.54	90.58	成熟期
		预加工食品	1.00	760.53	高成长
		啤酒	0.60	518.13	成长偏成熟
		白酒Ⅲ	0.00	-4808.96	严重衰退
	国防军工	航天装备Ⅲ	0.99	640.80	高成长
		地面兵装Ⅲ	0.42	290.66	成熟期
		航空装备Ⅲ	0.84	2089.18	高成长
		军工电子Ⅲ	1.00	1485.21	高成长
		航海装备Ⅲ	0.83	2396.84	高成长
	家用电器	家电零部件Ⅲ	1.00	1364.50	高成长
		空调	0.16	-2187.65	严重衰退
		冰洗	0.04	-235.51	严重衰退
	纺织服装	非运动服装	0.16	-844.86	严重衰退
		鞋帽及其他	0.54	101.77	成熟期
	医药生物	医疗设备	1.00	827.21	高成长
		医疗耗材	1.00	2130.05	高成长
		医院	0.32	569.02	成熟期
		医疗研发外包	0.84	3625.48	高成长
		化学制剂	0.48	1954.90	成熟期
		原料药	0.39	1493.24	成熟期
		疫苗	1.00	1293.25	高成长
		中药Ⅲ	0.35	706.53	成熟期
	美容护理	品牌化妆品	0.94	429.15	高成长
	电子	消费电子零部件及组装	0.76	8487.93	高成长
		电子化学品Ⅲ	1.00	858.36	高成长
LED		0.28	1351.48	成熟期	
光学原件		0.12	280.45	成熟期	
面板		0.64	10930.04	成长偏成熟	
数字芯片设计		0.57	1377.80	成长偏成熟	
模拟芯片设计		0.77	472.42	高成长	
半导体设备		1.00	978.42	高成长	
半导体材料		1.00	1309.58	高成长	
分立器件		1.00	1587.41	高成长	
集成电路封测		1.00	2444.41	高成长	

位置	行业	名称	相对历史百分数	绝对数值(亿元)	时期
下游	计算机	安防设备	0.62	371.34	成长偏成熟
		IT服务III	0.00	1932.40	衰退
		垂直应用软件	0.74	1870.76	高成长
		横向通用软件	0.45	652.46	成熟期
	通信	通信网络设备及器件	0.93	1760.11	高成长
		通信终端及配件	0.78	557.72	高成长
		通信线缆及配套	0.43	806.82	成熟期
	传媒	营销代理	0.11	345.38	成熟期
		影视动漫制作	0.21	165.69	成熟期
		门户网站	0.14	5.86	成熟期
		教育出版	0.79	526.78	高成长
	轻工制造	大众出版	0.00	-174.25	严重衰退
		大宗用纸	0.41	894.04	成熟期
		成品家居	0.44	607.26	成熟期
	商贸零售	定制家居	1.00	1285.53	高成长
百货		0.00	202.78	衰退	
多业态零售		0.00	-662.13	严重衰退	
其他	大金融	商业物业经营	0.00	-1465.28	严重衰退
		银行	0.51	496437.35	成熟期
		证券III	0.36	22164.60	成熟期
		保险III	0.25	51156.16	成熟期
	交通运输	资产管理	0.12	-57.86	严重衰退
		港口	0.98	2624.37	高成长
		航运	0.00	-4367.28	严重衰退
		快递	0.65	3211.33	成长偏成熟
		航空运输	0.62	5361.21	成长偏成熟
		高速公路	1.00	3500.09	高成长
		铁路运输	0.00	-1067.17	严重衰退
	公用事业	原材料供应链服务	0.65	3389.55	成长偏成熟
		火力发电	0.60	15263.71	成长偏成熟
		光伏发电	0.57	1828.66	成长偏成熟
		水力发电	0.04	-1494.38	严重衰退
风力发电		1.00	8326.75	高成长	
环保	燃气III	0.64	1692.56	成长偏成熟	
	环保设备III	0.91	324.26	高成长	
	固废治理	0.66	2848.75	成长偏成熟	
社会服务	水务及水治理	0.41	3107.41	成熟期	
	社会服务	0.13	370.59	成熟期	

资料来源：iFinD，国元证券研究所

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备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。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188