



报告日期：2022年4月22日

4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代

——3月通胀数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.猪肉价格下行幅度超预期；
- 2.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
- 2.英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
- 3.英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 4.英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 5.英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
- 6.英大宏观评论（20220321）3月消费增速大概率较2月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 7.英大宏观评论（20220314）“俄乌冲突”对我国CPI的冲击有限，3月央行大概率降准或降息
- 8.英大宏观评论（20220307）“5.5%左右”强引领符合预期，2022年房地产投资增速大概率前低后高
- 9.英大宏观评论（20220301）“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”
- 10.英大证券2022年1月宏观经济月报（20220225）：短期内宏观经济依旧面临“三重压力”，货币政策“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度
- 11.英大宏观评论（20220222）2022年CPI突破3.0%的概率较低，PPI年内低点大概率位于10月
- 12.英大宏观评论（20220214）发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告
- 13.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 14.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 3月CPI当月同比1.50%，预期1.30%，前值0.90%；3月PPI当月同比8.30%，预期8.0%，前值8.80%；3月PPIRM当月同比10.70%，前值11.20%。我们点评如下：
 - 一、猪肉CPI与交通工具用燃料CPI在边际意义上拉升3月CPI当月同比；
 - 二、新冠疫情恶化导致道路管制，是3月CPI当月同比超预期上行的主因；
 - 三、2季度猪肉价格难以大幅上行，但是4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行；
 - 四、4月CPI当月同比大概率在3月的基础上小幅波动；
 - 五、4月PPI当月同比大概率在3月的基础上下行，且大概率进入“7”时代；
 - 六、4月化工原料类、纺织原料类PPIRM大概率下行，国际油价在中期大概率下行。



目录

一、猪肉 CPI 与交通工具用燃料 CPI 在边际意义上拉升 3 月 CPI 当月同比.....	3
二、新冠疫情恶化导致道路管制，是 3 月 CPI 当月同比超预期上行的主因.....	5
三、2 季度猪肉价格难以大幅上行，但是 4-6 月猪肉 CPI 当月同比大概率稳步上行.....	6
四、4 月 CPI 当月同比大概率在 3 月的基础上小幅波动.....	7
五、4 月 PPI 当月同比大概率在 3 月的基础上下行，且大概率进入“7”时代.....	8
六、4 月化工原料类、纺织原料类 PPIRM 大概率下行，国际油价在中期大概率下行.....	11

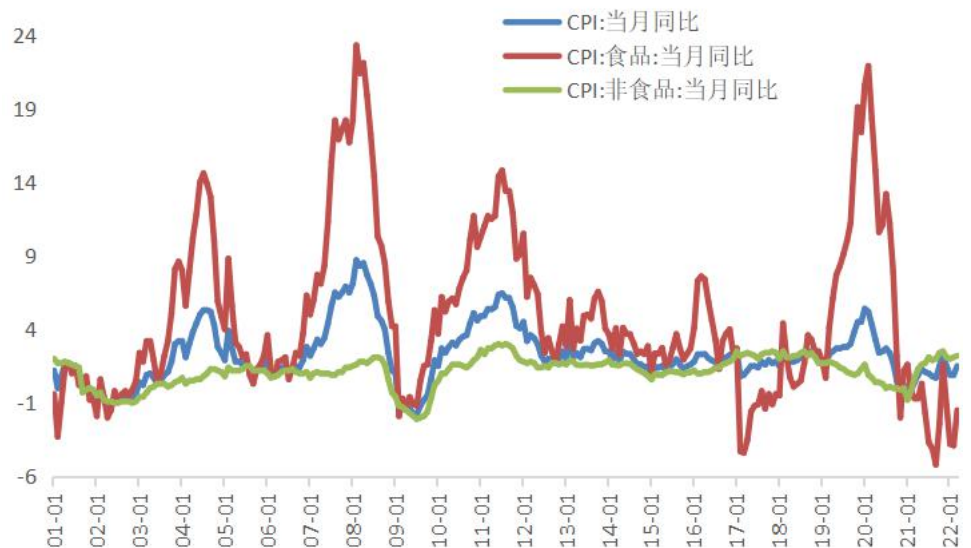
事件：3月CPI当月同比1.50%，预期1.30%，前值0.90%；3月PPI当月同比8.30%，预期8.0%，前值8.80%；3月PPIRM当月同比10.70%，前值11.20%。

点评：

一、猪肉CPI与交通工具用燃料CPI在边际意义上拉升3月CPI当月同比

3月CPI当月同比为1.50%，高于预期0.20个百分点，较前值大幅上行0.60个百分点。3月1.50%的读数为年内新高，持平于2021年10月与12月，低于2021年11月的2.30%，为2020年10月以来第2高值。**从结构上看：**3月食品CPI当月同比为-1.50%，较前值大幅上行2.40个百分点，但是处于历史低位区间，而3月非食品CPI当月同比为2.20%，较前值小幅上行0.10个百分点，处于历史高位区间；3月消费品CPI当月同比为1.70%，较前值上行1.0个百分点，为近四个月新高，但是处于历史低位区间，而3月服务CPI当月同比为1.10%，较前值下行0.10个百分点，创2021年7月以来新低。

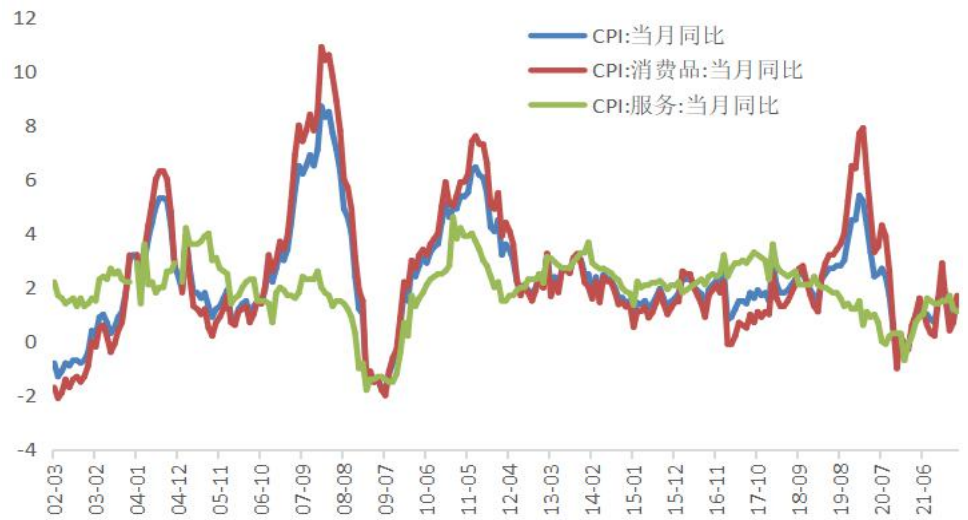
图1：从边际变动角度看，食品是3月CPI当月同比的主要拉动因素（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我们可以从两个角度看待3月CPI当月同比的拉动因素。**第一个角度**是绝对值角度：3月非食品CPI当月同比为2.20%，而3月食品CPI当月同比为-1.50%，因此非食品是3月CPI当月同比的拉动因素；3月消费品CPI当月同比为1.70%，而3月服务CPI当月同比为1.10%，可见消费品是3月CPI当月同比的拉动因素。**第二个角度**是边际变动角度：3月食品CPI当月同比较前值大幅上行2.40个百分点，而3月非食品CPI当月同比较前值小幅上行0.10个百分点，因此食品是3月CPI当月同比的主要拉动因素；3月消费品CPI当月同比较前值上行1.00个百分点，而3月服务CPI当月同比较前值下行0.10个百分点，可见消费品是3月CPI当月同比的拉动因素。对比以上两个角度，我们认为边际变动角度能够更好地解释CPI当月同比在短期之内的变动，且在图形走势上更为直观。

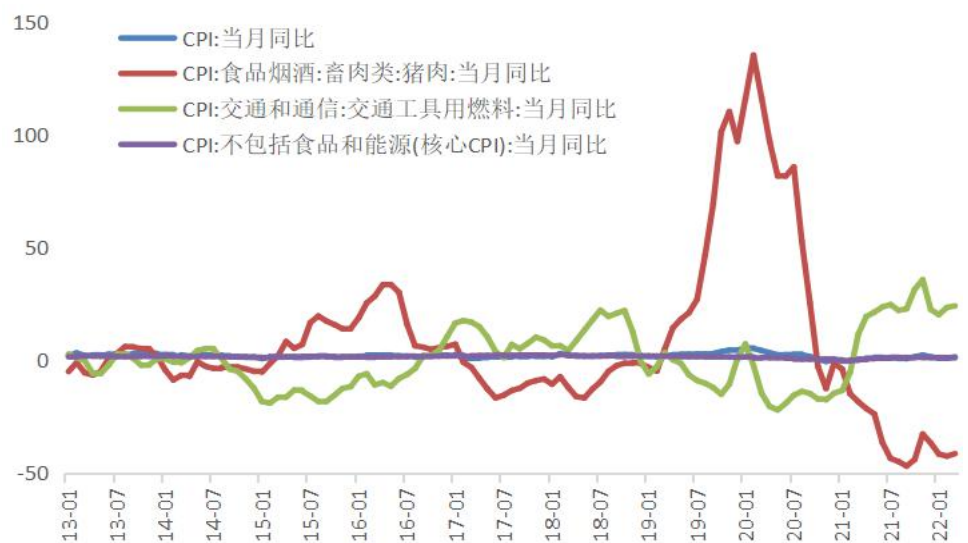
图 2：从边际变动角度看，消费品是 3 月 CPI 当月同比的拉动因素（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从三分法的角度看：**核心 CPI 方面**，3 月核心 CPI 当月同比为 1.10%，持平于前值，在 2021 年同期基数上行 0.30 个百分点的背景下，叠加新冠肺炎疫情大幅反弹冲击市场需求，3 月核心 CPI 当月同比理应下行，但是实际情况则是持平于 2 月，表现出较强的韧性，主因疫情恶化引发交通管控，供需错配推升生活日用品价格；**猪肉 CPI 方面**，虽然 3 月猪肉平均批发价录得 18.25 元/公斤，较前值下行 1.85 元/公斤，但是 2021 年同期基数下行 5.76 元/公斤，最终 3 月猪肉 CPI 当月同比录得-41.40%，较前值上行 1.10 个百分点；**与原油相关的 CPI 方面**，尽管 2021 年同期基数上行 16.70 个百分点，但是 3 月 3 日与 3 月 17 日国家发改委两次提高成品油价格，最终 3 月交通工具用燃料 CPI 当月同比录得 24.10%，较前值上行 0.70 个百分点。可见，在边际意义上拉升 3 月 CPI 当月同比的因素是猪肉 CPI 当月同比与交通工具用燃料 CPI 当月同比。

图 3：在边际意义上拉升 3 月 CPI 的是猪肉 CPI 与交通工具用燃料 CPI（%）

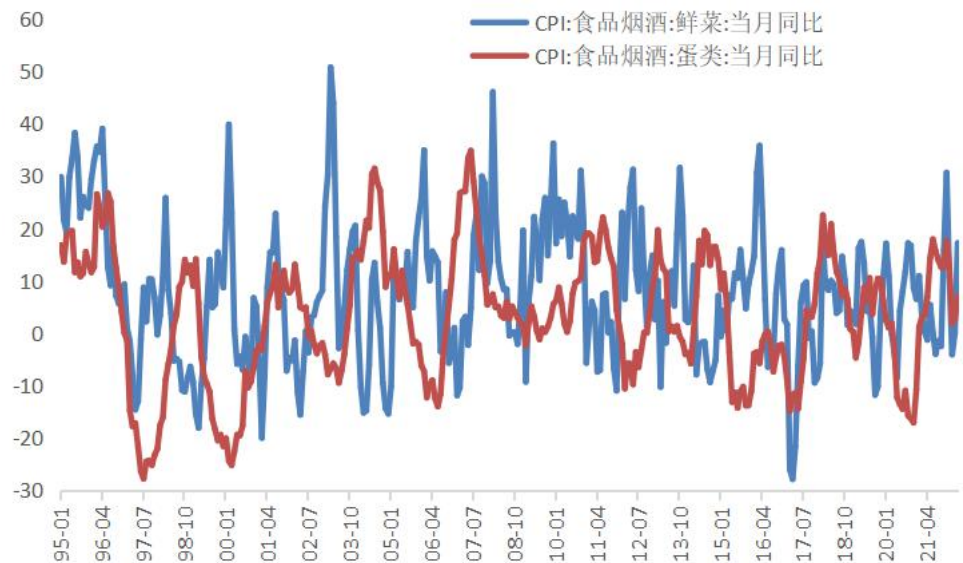


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

二、新冠疫情恶化导致道路管制，是 3 月 CPI 当月同比超预期上行的主因

从绝对读数看，29 个细项中排名前三的分别是交通工具用燃料、鲜菜、蛋类，3 月当月同比分别录得 24.10%、17.20%、7.0%，分别较前值上行 0.70、17.30、4.40 个百分点；从月度边际增幅看，29 个细项中排名前三的分别是鲜菜、蛋类、家庭服务，3 月当月同比分别录得 17.20%、7.0%、2.70%，分别较前值上行 17.30、4.40、2.00 个百分点。可见，对 3 月 CPI 当月同比起到超预期拉升作用的是鲜菜与蛋类，二者不仅绝对读数分列第 2 名与第 3 名，而且月度边际增幅也分列第 1 名与第 2 名。作为日常生活所必需的消费品，3 月鲜菜、蛋类 CPI 当月同比较前值大幅上行，与 3 月新冠肺炎疫情严重恶化所带来的道路防控措施强化密不可分。一方面，生活必需品短缺是本次疫情重灾区的常态。据报道，近期上海一名男子大量囤积青菜、鸡蛋、鸡、鸭等食品，并大幅抬高价格对外销售，累计销售 175 余万元，非法获利 150 余万元。单就这则案例看，青菜、鸡蛋等生活必需品价格大幅上涨 600%。另一方面，近期一则“京东物流 3246 名快递小哥、分拣员‘单向物流’方式支援上海”的消息刷爆社交网络：为了保供上海，京东调配 14 批快递小哥进入上海，以满足物流需求。

图 4：对 3 月 CPI 当月同比起到超预期拉升作用的是鲜菜与蛋类（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从 3 月 PMI 数据看，3 月供货商配送时间录得 46.50，较前值下行 1.70 个百分点，持平于次贷危机前的 2008 年 2 月，仅高于新冠肺炎疫情最严重期间的 2020 年 2 月的 32.10。针对 PMI 数据中的供货商配送时间，值得指出的有两点。**第一**，我国的供货商配送时间对应美国 ISM 制造业 PMI 中的供应商交付时间，但是二者的方向是相反的：就美国 ISM 制造业 PMI 中的供应商交付时间这一指标而言，该指标高于荣枯线表明供应商交付时间较上个月延长，市场需求增加使得供应商人手不足，预示宏观经济处于扩张向好状态；就我国供货商配送时间而言，该指标低于荣枯线表明供应商交付时间较上个月延长，市场需求增加使得供货商人手不足，预示宏观经济处于扩张向好状态。**第二**，以上指的是供货商配送时

间这一指标的通常含义，但是导致供货商配送时间延长的因素除了宏观经济向好引致的人数不足之外，还有交通管制：新冠肺炎疫情爆发期间，由于道路管控导致 2020 年 2 月我国供货商配送时间暴跌，而 2020 年 4 月美国供应商交付时间飙涨。2022 年 3 月供货商配送时间较前值大幅下行 1.70 个百分点，即属于这种情况，并不意味着我国宏观经济处于扩张向好状态。

图 5：疫情爆发期间，我国供货商配送时间暴跌，而美国供应商交付时间飙涨（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

综上，由于新冠肺炎疫情严重恶化导致的道路运输管控，引发供需错配推升鲜菜、蛋类价格，是 3 月 CPI 当月同比超预期上行的主因。

三、2 季度猪肉价格难以大幅上行，但是 4-6 月猪肉 CPI 当月同比大概率稳步上行

与美国 CPI 走势主要受宏观经济影响不同，我国 CPI 走势不仅受宏观经济影响，而且受猪肉价格影响。3 月猪肉平均批发价均值为 18.25 元/公斤，较 2 月下行 1.85 元/公斤，创 2018 年 8 月以来新低。尽管如此，受 2021 年同期基数下行 5.76 元/公斤的推动，3 月猪肉 CPI 当月同比录得-41.40%，较前值上行 1.10 个百分点，符合我们在《英大证券宏观评论：“俄乌冲突”对我国 CPI 的冲击有限，3 月央行大概率降准或降息（20220314）》中“预计 3 月猪肉 CPI 当月同比大概率在 2 月的基础上上行”的判断。

我们认为 2 季度猪肉平均批发价大幅上行概率较低，但是在 2021 年同期基数下行的推动下，4-6 月猪肉 CPI 当月同比大概率稳步上行。我们认为 2 季度猪肉平均批发价大幅上行概率较低的依据之一是：3 月能繁母猪存栏量录得 4185 万头，居于历史相对高位。回顾上一轮起步于 2018 年 5 月的“猪周期”，彼时猪肉平均批发价月度均值为 15.98 元/公斤，而能繁母猪存栏量为 3285 万头。该轮周期猪肉平均批发价的快速单边上行始于 2019 年 2 月，彼时月度均值为 18.31 元/公斤，而能繁母猪存栏量为 2738 万头。也就是说，参照前一轮“猪周期”的经验，当能繁母猪存栏量为 3285 万头时，猪肉平均批发价月度均值触底，

而当能繁母猪存栏量为 2738 万头时，猪肉平均批发价月度均值启动快速上行进程。2022 年 3 月能繁母猪存栏量为 4185 万头，高于触底的 3285 万头，也远高于快速单边上行启动时的 2738 万头。

图 6：能繁母猪存栏为 3285 万头时猪价触底，存栏为 2738 万头时猪价快速上行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

接下来的问题是，能繁母猪存栏量会不会快速下行？能繁母猪存栏量大概在什么时候到达 3285 万头以及 2738 万头？回答这一问题需要结合产业政策以及市场走势。**从产业政策看**，2021 年 9 月农业农村部发布的《生猪产能调控实施方案》提及，“十四五”期间，能繁母猪正常保有量应稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。按照这一方案，如果“4100 万头左右”的正常保有量能够维持住，或者“3700 万头”的最低保有量能够守住，则能繁母猪存栏量不会快速下行，相应地，猪肉平均批发价大幅上行的概率较低。**从市场走势看**，在 2021 年 6 月触及 4,564 万头的阶段性高点之后，能繁母猪存栏量总体一路下行，在 2022 年 3 月录得 4,185 万头，月均下行 42 万头。如果这一趋势延续下来，则 6 月大概率跌破“4100 万头左右”这一正常保有量，但是距离“3700 万头”这一最低保有量还很远。据此我们认为 2 季度猪肉平均批发价难以大幅上行。如果按照上一轮周期 3285 万头触底的经验，则 2 季度猪肉平均批发价还将承压。不论出现哪种情况，考虑到 2021 年 4 月、5 月、6 月猪肉平均批发价分别较前值下行 5.39、4.49、4.29 元/公斤，累计下行 14.17 元/公斤，预计 4-6 月猪肉 CPI 当月同比大概率稳步上行。

四、4 月 CPI 当月同比大概率在 3 月的基础上小幅波动

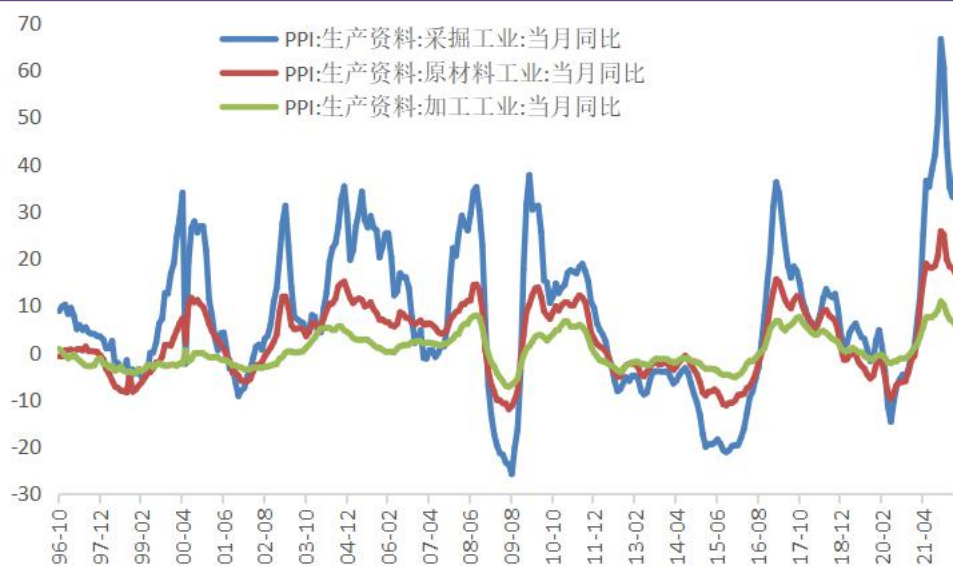
展望 4 月：从基数效应看，2021 年 3 月、4 月 CPI 当月同比分别为 0.40%、0.90%，基数上行利空 3 月 CPI 当月同比；**从翘尾因素看**，2022 年 3 月、4 月翘尾因素分别为 -0.29%、0.60%，翘尾因素上行利多 3 月 CPI 当月同比；**从核心 CPI 看**，4 月 1 日至 20 日，全国新冠肺炎新增确诊病例数为 42,850 例，较 3 月同期多增 20,149 例，已超 3 月全月的 41,578 例，与此同时，3-4 月本土无症状感染者当日新增病例数快速攀升且迭创

新高，也就是说，4月疫情比3月更严重。在“动态清零”总方针的指导下，预计短期之内疫情防控措施不会放松，但是考虑到中央政府对民生问题高度重视，在4月15日降准时央行指出“密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定”，叠加考虑2021年同期基数上行0.40个百分点，预计4月核心CPI当月同比大概率在3月的基础上小幅波动；**从猪肉CPI看**，虽然4月猪肉平均批发价依旧承压，但是在2021年同期基数大幅下行5.39元/公斤的背景下，预计4月猪肉CPI当月同比大概率在3月的基础上上行；**从交通工具用燃料CPI看**，在“俄乌冲突”的背景下，国际油价大幅上涨，3月31日国家发改委上调成品油价格，但是进入4月国际油价涨幅趋缓，4月15日国家发改委下调成品油价格，叠加考虑2021年同期基数大幅上行7.90个百分点，预计4月交通工具用燃料CPI当月同比大概率在3月的基础上下行。综上，预计4月CPI当月同比大概率在3月的基础上小幅波动。

五、4月PPI当月同比大概率在3月的基础上下行，且大概率进入“7”时代

3月PPI当月同比为8.30%，高于预期0.30个百分点，较前值下行0.50个百分点，创2021年5月以来新低；3月PPI累计同比为8.70%，较前值下行0.20个百分点，为近3个月新低。从结构上看：3月生产资料PPI当月同比为10.70%，较前值下行0.70个百分点，居于历史高位区间；3月生活资料PPI当月同比为0.90%，持平于前值，居于历史中位区间。从生产资料PPI的3个分项来看，3月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为38.00%、16.70%、5.70%，较前值分别上行5.00、-1.20、-0.90个百分点，其中，采掘工业与原材料工业、加工工业相背而行。从生活资料PPI的4个分项来看，3月食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比分别为0.80%、0.80%、1.90%、0.30%，较前值分别上行0.30、-0.60、0.40、-0.40个百分点。

图7：3月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比相背而行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我们对以上数据的解读有以下五点。**第一**，在基数大幅上行 2.70 个百分点以及翘尾因素下行 1.70 个百分点的双重利空下，3 月 PPI 当月同比高于预期 0.30 个百分点，主因是新涨价因素上行：在国际油价大幅上行的带动下，有色系与黑色系大宗商品价格整体上行。**第二**，从历史经验看，在过去 7 轮周期里，有 5 轮周期 PPI 当月同比的底部位于负值区间，仅有 2 轮周期 PPI 当月同比的底部位于正值区间。因此，我们认为本轮周期中，PPI 当月同比的底部大概率位于负值区间。即使 2022 年未跌至负值区间，从国际油价的基数对比角度看，2023 年 PPI 当月同比必将跌至负值区间。

图 8：在过去 7 轮周期里，有 5 轮周期 PPI 当月同比的底部位于负值区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，3 月衣着类与耐用消费品类 PPI 当月同比均较前值下行，而一般日用品类 PPI 当月同比较前值上行，主因是新冠肺炎疫情严重恶化所造成的冲击：新冠肺炎疫情导致防控举措空前严格，降低居民对衣着类与耐用消费品类商品需求，但是增加对一般日用品类商品的需求。这一现象在环比方面体现为：3 月一般日用品类 PPI 环比录得 0.40%，较前值上行 0.20 个百分点，处于历史高位区间，而 3 月衣着类 PPI 环比为 -0.20%，较前值下行 0.10 个百分点，处于历史低位区间。**第四**，衣着类与耐用消费品类 PPI 当月同比走势较为相似，二者的相关系数为 0.62。这一现象背后的底层逻辑是，衣着类 PPI 当月同比主要受国际油价同比走势的影响，而耐用消费品类 PPI 当月同比主要受有色金属与黑色金属价格同比走势的影响，而原油与有色金属以及黑色金属价格走势在长周期看是趋同的。

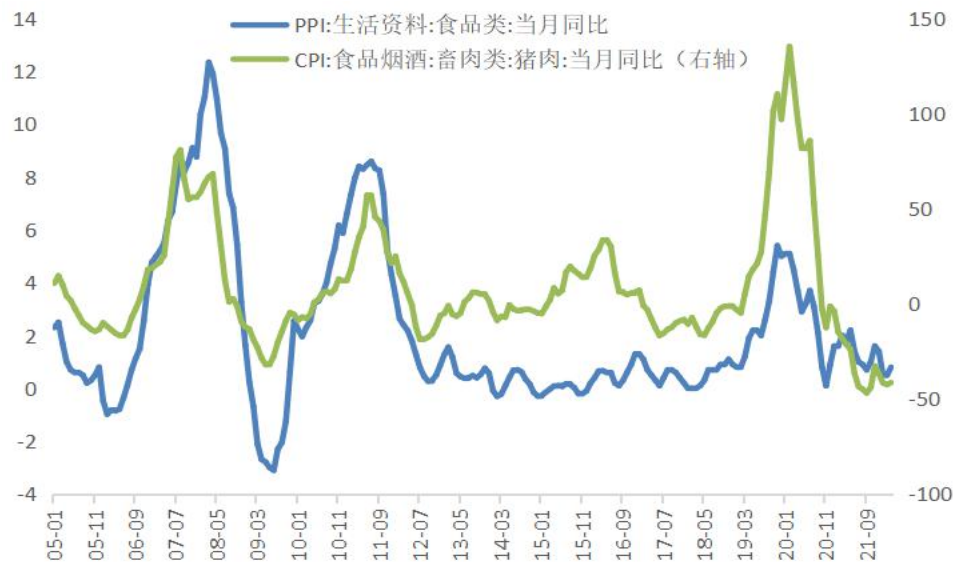
图 9：衣着类与耐用消费品类 PPI 当月同比走势较为相似，二者的相关系数为 0.62 (%)



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第五，3月食品类PPI当月同比录得0.80%，较前值上行0.30个百分点，创近3个月新高。这一现象的拉动因素是：在基数下行的推动下，3月猪肉CPI当月同比较前值上行1.10个百分点。在4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行的背景下，预计食品类PPI当月同比大概率呈上行走势。

图 10：在 4-6 月猪肉 CPI 大概率稳步上行的背景下，预计食品类 PPI 呈上行走势 (%)



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

展望 4 月：从基数效应看，2021 年 3 月、4 月 PPI 当月同比分别为 4.40%、6.80%，基数大幅上行 2.20 个百分点利空 4 月 PPI 当月同比；从翘尾因素看，2022 年 3 月、4 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为 6.65%、5.69%，翘尾因素下行 0.96 个百分点利空 3 月 PPI 当月同比；从新涨价因素看，虽然“俄乌冲突”局势难言乐观，但是在“俄乌冲突”，美联储加息，大宗商品价格高位波动，以及新冠肺炎疫情的冲击下，全球宏观经济大概

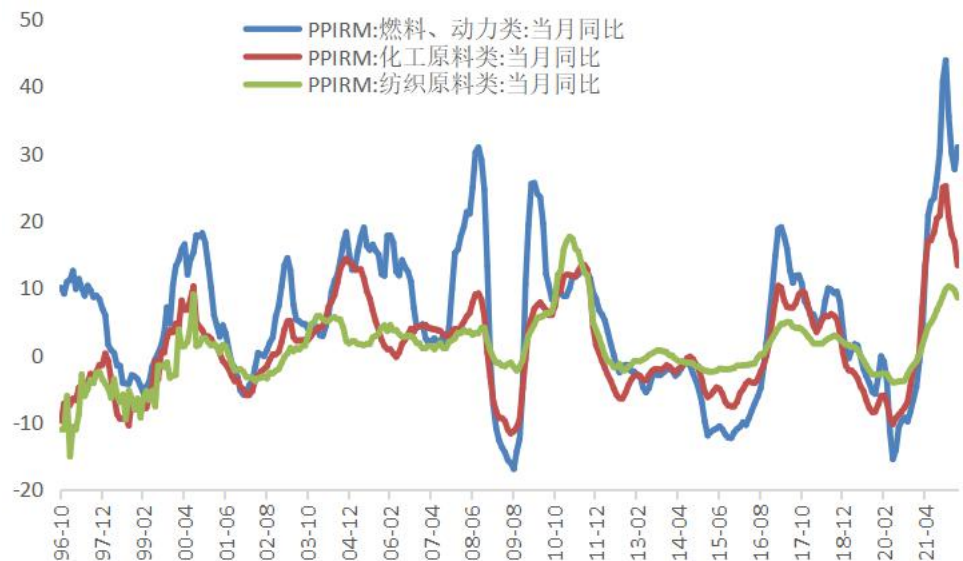
率承压，4月19日IMF下调2022年全球经济增长预期至3.6%，此前预期为4.4%。在需求端承压的背景下，预计国际油价难以大幅上行。虽然2021年同期基数下行0.55美元/桶，但是4月国际油价均值大概率低于3月，对PPI当月同比形成利空。综上，基数效应、翘尾因素与新涨价因素均利空4月PPI当月同比，预计4月PPI当月同比大概率在3月的基础上大幅下行，且大概率进入“7”时代。

六、4月化工原料类、纺织原料类PPIRM大概率下行，国际油价在中期大概率下行

3月PPIRM当月同比为10.70%，较前值下行0.50个百分点，创2021年5月以来新低；3月PPIRM累计同比为11.30%，较前值下行0.30个百分点，创近3个月新低。从9大分项来看，3月燃料动力类、有色金属材料类、化工原料类、建筑材料类、纺织原料类、黑色金属材料类、其他工业原材料及半成品类、木材及纸浆类PPIRM当月同比分别为30.90%、15.60%、13.30%、10.00%、8.50%、5.90%、3.80%、3.60%，较前值分别上行3.30、-1.90、-3.50、0.10、-1.10、-1.80、-0.50、-1.70个百分点；3月农副产品类PPIRM当月同比分别为-0.40%，较前值上行0.30个百分点。

我们知道，燃料动力类、化工原料类、纺织原料类与原油高度相关，同属原油系。其中，燃料动力类居于上游，化工原料类居于中游，而纺织原料类居于下游。3月燃料动力类、化工原料类、纺织原料类分别录得30.90%、13.30%、8.50%，分别较前值上行3.30、-3.50、-1.10个百分点。其中，居于上游的燃料动力类PPIRM当月同比较前值上行，而居于中游与下游的化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比则较前值下行。这一场景十分熟悉：3月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为38.00%、16.70%、5.70%，较前值分别上行5.00、-1.20、-0.90个百分点。同样也是居于上游的采掘工业PPI当月同比上行，而居于中游与下游的原材料工业、加工工业PPI当月同比则较前值下行。

图 11: 上游燃料动力类较前值上行, 而中下游化工原料类与纺织原料类较前值下行(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理



对以上现象的解读有五点。**第一**，3月上游与中下游走势背离的根本原因是，在“俄乌冲突”爆发的背景下，国际油价出现了“冲高”的现象：3月1日至7日，布伦特原油期货合约从98.43美元/桶攀升至139.13美元/桶。燃料动力类在传导链条上离原油最近，但是离终端需求最远，而化工原料类、纺织原料类离原油的距离依次加大，但是离终端需求依次渐近。因此，受国际油价上行的拉动，燃料动力类价格上行，进而使得燃料动力类PPIRM当月同比较前值上行，而受终端需求承压的拖累，化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比较前值下行。**第二**，通常情况下，燃料动力类是化工原料类、纺织原料类的领先指标。在3月燃料动力类与化工原料类、纺织原料类背离的背景下，4月化工原料类、纺织原料类是否上行？我们认为，4月燃料动力类与化工原料类、纺织原料类大概率均下行：**一**是在经历前期供给端冲击“冲高”之后，4月国际油价出现“回落”；**二**是当前全球宏观经济处于下行期，4月19日IMF下调2022年全球经济增长预期至3.60%，此前预期为4.40%，需求下行大概率拉动化工原料类、纺织原料类下行。**第三**，燃料动力类、化工原料类、纺织原料类的下行将持续至什么时候？从历史经验看，将持续至燃料动力类低于化工原料类，而化工原料类低于纺织原料类为止。**第四**，燃料动力类PPIRM当月同比与交通工具用燃料CPI当月同比、水电燃料CPI当月同比的相关系数分别为0.90、0.73，因此4月燃料动力类PPIRM当月同比下行，意味着4月交通工具用燃料CPI当月同比、水电燃料CPI当月同比大概率较前值下行。**第五**，同比走势领先于绝对值走势，价格同比走势领先于价格绝对值走势。在燃料动力类PPIRM当月同比触顶下行的背景下，燃料动力类绝对价格在中期大概率下行，也就是说，当前国际油价大概率位于本轮周期的顶部区域，大幅上行概率较低，在中期大概率下行。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
