



2025 年 6 月 19 日

首席经济学家：郑后成

执业证书编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

邮箱：houchengzheng@163.com

相关报告

1.英大证券宏观评论：汽车类消费增速领先石油及制品类，尚需进一步推出提振房地产投资增速的政策（20250528）

2.英大证券宏观评论：4 月我国 PPI 同比与美国 CPI 同比大概率双双下行，美联储降息时点或在 6 月左右（20250414）

3.英大证券宏观评论：25 年我国外交与军事或“有惊”但“无险”，货币政策着力夯实 A 股市场“政策底”（20250331）

4.英大证券宏观评论：1 月 CPI 月度边际上行幅度略强于季节性，美国 CPI 同比或不具备大幅上行的基础（20250214）

5.英大证券宏观评论：实施更加积极有为的宏观政策，2025 年上半年是重要落地“窗口期”（20241218）

6.英大证券宏观评论：宏观政策主基调力度空前，新能源是新发展理念的重要承载行业（20241212）

7.英大证券宏观评论：制造业 PMI 连续 2 个月位于扩张区间，产成品存货同比低点或在明年 3 季度左右（20241206）

8.英大证券宏观评论：2025 年上半年 CPI 当月同比或低位徘徊，下半年 PPI 当月同比大概率高于上半年（20241120）

9.英大证券宏观评论：2024 年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势（20241111）

10.英大证券宏观评论：全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场（20241030）

11.英大证券宏观评论：下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革的牵引作用（20240826）

“猪油”共振向下是 5 月 CPI 当月同比承压主因，6 月我国 PPI 当月同比大概率还将低位徘徊

——5 月通胀数据解读

➤ 5 月 CPI 当月同比-0.10%，预期-0.20%，前值-0.10%；5 月 PPI 当月同比-3.30%，预期-3.20%，前值-2.70%；5 月 PPIRM 当月同比-3.60%，前值-2.70%。我们解读如下：

➤ 一、“猪油”共振向下是 5 月 CPI 承压主因，6 月大概率在 5 月基础上窄幅震荡；

➤ 二、未来我国 CPI 当月同比不可能长期处于通缩状态，CPI 当月同比终将走出困境；

➤ 三、国内煤焦钢产业链施压 PPI 当月同比，6 月我国 PPI 当月同比大概率还将低位徘徊；

➤ 四、农副产品类 PPIRM 或不具备大幅上行的基础，建筑材料类 PPIRM 依旧较为疲弱。

➤ 风险提示：1. 关税对我国出口的影响超预期；2. 美联储降息力度低于预期。

➤ 注：本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。

正文目录

一、“猪油”共振向下是 5 月 CPI 承压主因，6 月大概率在 5 月基础上窄幅震荡	3
二、未来我国 CPI 当月同比不可能长期处于通缩状态，CPI 当月同比终将走出困境	4
三、国内煤焦钢产业链施压 PPI 当月同比，6 月我国 PPI 当月同比大概率还将低位徘徊	6
四、农副产品类 PPIRM 或不具备大幅上行的基础，建筑材料类 PPIRM 依旧较为疲弱	7

图表目录

图 1：5 月服务 CPI 当月同比的表现强于消费品 CPI 当月同比（%）	3
图 2：“猪”“油”共振向下，是 5 月 CPI 当月同比承压的主因（%）	4
图 3：在绝大多数时间里，GDP 不变价累计同比的读数，要大于 CPI 累计同比的读数（%）	5
图 4：在 GDP 增速下降并处于低位运行的过程中，CPI 同比未必就一定低位运行（%）	5
图 5：5 月煤焦钢产业链价格大幅下行，对 5 月 PPI 当月同比形成主要压力（%）	7
图 6：下游猪肉 CPI 同比的拐点，领先于上游农副产品类 PPIRM 当月同比的拐点（%）	8
图 7：建筑材料类 PPIRM 当月同比与全口径基建投资增速的拐点基本接近（%）	9

事件: 5月CPI当月同比-0.10%，预期-0.20%，前值-0.10%；5月PPI当月同比-3.30%，预期-3.20%，前值-2.70%；5月PIRM当月同比-3.60%，前值-2.70%。

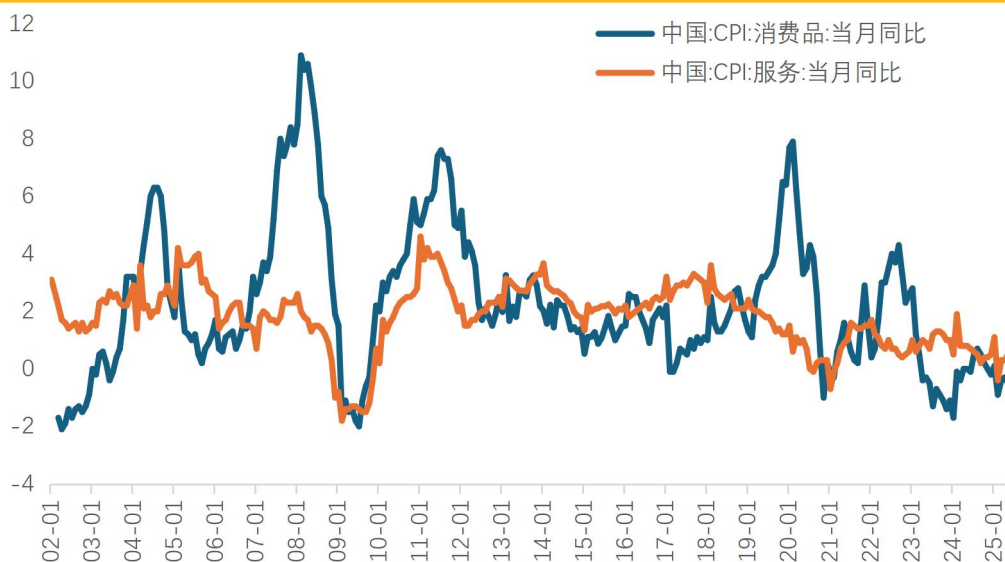
点评:

一、“猪油”共振向下是5月CPI承压主因，6月大概率在5月基础上窄幅震荡

5月CPI数据表现一般，体现在以下三点：**一是**5月CPI当月同比为-0.10%，虽然高于预期0.10个百分点，但是连续3个月持平于-0.10%，连续4个月位于负值区间；**二是**5月CPI累计同比为-0.10%，连续4个月位于负值区间，且连续4个月持平于-0.10%，为2024年2月以来低值；**三是**5月CPI环比为-0.20%，较前值下行0.30个百分点，时隔1个月重返负值区间。**值得指出的是**，CPI当月同比连续3个月持平于-0.10%，与此同时，CPI累计同比连续4个月持平于-0.10%，也就是说，CPI当月同比与CPI累计同比连续3个月“重合”在一起。这一现象在1987年1月万得资讯有数据记录以来是第一次出现。当然，这一现象也有一定的“必然性”，即在CPI当月同比与CPI累计同比第一次“重合”的背景下，只要CPI当月同比持平于该值，则CPI累计同比也将持平于该值。

从结构上看：5月食品CPI当月同比为-0.40%，较前值下行0.20个百分点，连续4个月录得负增长，与此同时，5月非食品CPI当月同比为0%，连续2个月持平于0%；5月消费品CPI当月同比为-0.50%，较前值下行0.20个百分点，连续4个月位于负值区间，创近3个月新低，与此同时，5月服务CPI当月同比为0.50%，较前值上行0.20个百分点，创近4个月新高。其中，表现最强的是服务CPI当月同比：**一是**绝对读数为0.50%，在4个分项中位列第一；**二是**月度边际上行幅度为0.20个百分点，在4个分项中位列第一；**三是**创近4个月新高，而其他三个分项或持平于前值，或较前值下行。

图1：5月服务CPI当月同比的表现强于消费品CPI当月同比（%）

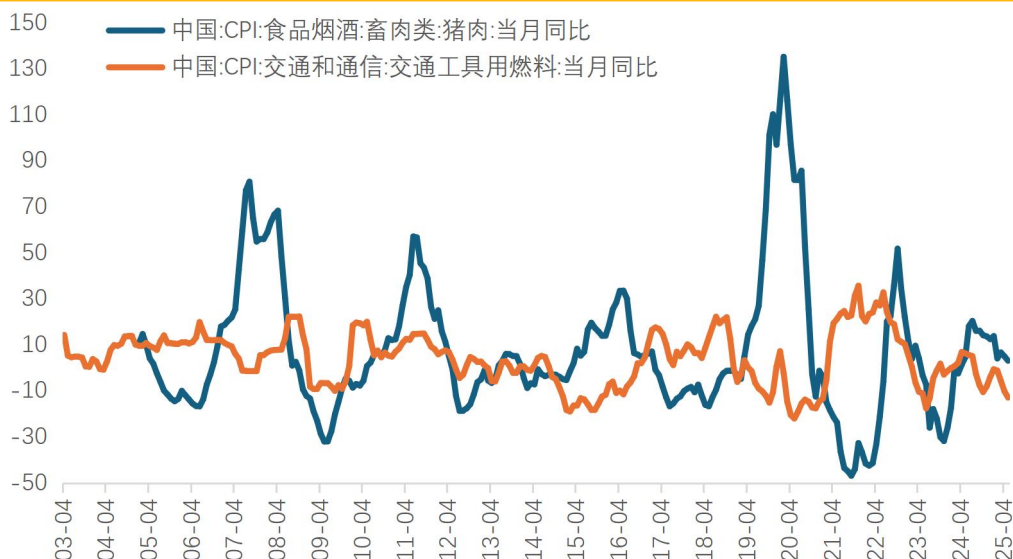


数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

从“三分法”的角度看：**一是**5月猪肉CPI当月同比录得3.10%，较前值大幅下行1.90个百分点，创2024年5月以来新低；**二是**5月交通工具用燃料CPI当月同比录得-12.90%，较前值下行2.70个百分点，创2023年8月以来新低；**三是**5月核心CPI当月同比为0.60%，较前值上行0.10个百分点，持平于2024年5月、2024年6月、2025年1月，为2024年5月以来高点。在5月核心CPI当月同比较前值上行的背景下，“猪”“油”共振向下，是5月CPI当月同比承压的主因。值得指出的是，服务CPI当月同比与核心CPI当月同比在5月均较前值上行，拉长周期看，二者走势较为一致，相关

系数为 0.9443, 为高度相关。究其原因, 二者均剔除了包括猪肉在内的食品, 以及包括原油在内的消费品的影响。这一点, 可以通过服务 CPI 的定义看出来: 服务 CPI 当月同比是与消费品 CPI 相对的概念, 是指所有通过非产品非物质的形式, 而是通过劳动帮助他人使他人受益的活动。

图 2: “猪”“油”共振向下, 是 5 月 CPI 当月同比承压的主因 (%)



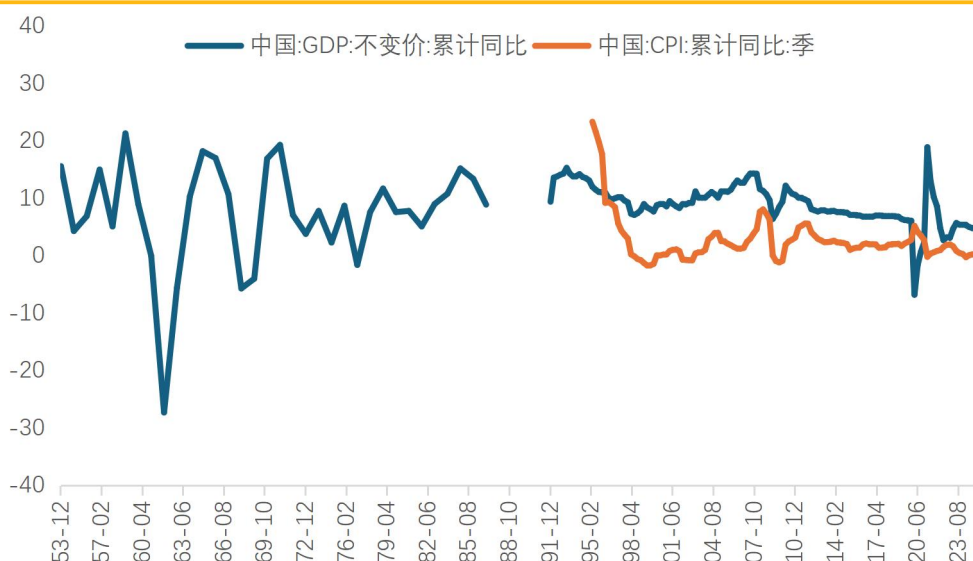
数据来源: Wind 资讯, 英大证券整理

展望 6 月, CPI 当月同比不具备大幅上行的基础, 大概率在 5 月的基础上窄幅震荡。首先, 从基数效应的角度看, 2024 年 5 月、6 月 CPI 当月同比分别录得 0.30%、0.20%, 基数下行 0.10 个百分点利多 6 月 CPI 当月同比。其次, 从“三分法”的角度看: 一是 6 月 1-18 日, 猪肉平均批发价日度均值录得 20.41 元/公斤, 较 5 月小幅下行 0.41 元/公斤, 与此同时, 猪肉平均批发价日度同比均值为-15.62%, 较 5 月大幅下行 15.02 个百分点, 对 6 月 CPI 当月同比形成利空; 二是 6 月 1-18 日, WTI 原油期货价格日度均值为 66.90 美元/桶, 较 5 月上行 5.96 美元/桶, 与此同时, WTI 原油期货价格日度同比均值为-12.67%, 较 5 月上行 9.81 个百分点, 对 6 月 CPI 当月同比形成利多; 三是在中游 PPI 当月同比承压加速下行的背景下, 下游的核心 CPI 当月同比大概率不具备大幅上行的基础。

二、未来我国 CPI 当月同比不可能长期处于通缩状态, CPI 当月同比终将走出困境

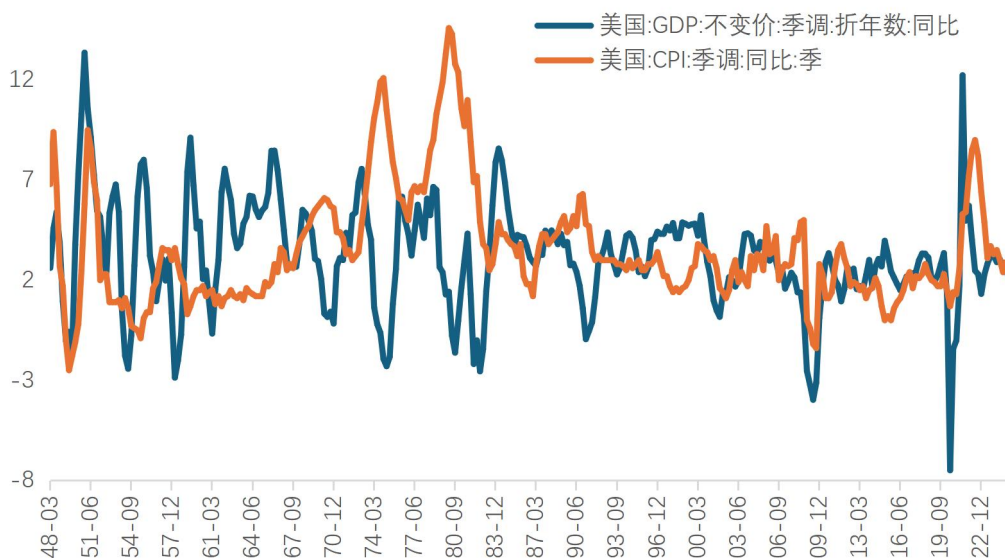
我们观察 CPI 累计同比与 GDP 不变价累计同比, 可以发现三个特征。第一个特征是, 1987 年以来 CPI 累计同比总体呈下行走势, 与此同时, GDP 不变价累计同比总体也呈下行走势。第二个特征是, GDP 不变价累计同比的拐点领先于 CPI 累计同比的拐点: 2007 年 2 季度 GDP 不变价累计同比达到高点 14.30%, 而 CPI 累计同比在 2008 年 1 季度达到高点 8.0%, 前者领先后者 3 个季度; 2009 年 1 季度 GDP 不变价累计同比达到低点 6.40%, 而 CPI 累计同比在 2009 年 2 季度达到低点-1.10%, 前者领先后者 1 个季度; 2010 年 1 季度 GDP 不变价累计同比达到高点 12.20%, 而 CPI 累计同比在 2011 年 3 季度达到高点 5.70%, 前者领先后者 6 个季度。第三个特征是, 在绝大多数时间里, GDP 不变价累计同比的读数, 要大于 CPI 累计同比的读数。

图 3：在绝大多数时间里，GDP 不变价累计同比的读数，要大于 CPI 累计同比的读数（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

图 4：在 GDP 增速下降并处于低位运行的过程中，CPI 同比未必就一定低位运行（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

我们知道，在 GDP 总量不断增加使得基数扩大，人口红利下降，环境边际约束越来越强，以及技术创新边际效益递减的背景下，中长期 GDP 不变价同比大概率下行并稳定在 3.0% 左右这一区间。从国际社会上，这一趋势是发达经济体走过的普遍道路，而发展中经济体由于经济体量较小，这一趋势规律尚未体现出来。在此背景下，结合上文提到的三个特征，我国 CPI 累计同比大概率持续下探，且低于对应的 GDP 不变价累计同比。这也是资本市场所普遍关注的问题，即未来我国通胀是否将长期处于低迷状态？或者说我国 CPI 当月同比有无可能像日本那样，长期处于通缩状态？对此，我们的答案是否定的。我们做出这一判断的依据有以下四点。**第一**，从国际经验看，在 GDP 增速下降，并处于低位运行的过程中，CPI 同比未必就一定低位运行，如美国 GDP 不变价同比与美国 CPI 同比，再如日本 GDP 不变价同比与日本 CPI 同比。**第二**，从内部结构上看，虽然受生猪规模化养殖的影响，猪肉 CPI 同比的变动幅度可能受到压制，但是总体的波动幅度还是较大的，此外，受全球宏观经济周期的影响，叠加全球原油供给的波动，国际油价同

比的大幅波动是不可避免的，这将在很大程度上影响 CPI 同比的走势，尤其是在“猪”“油”共振的情况下。**第三**，从 PPI 当月同比看，PPI 当月同比的拐点领先于 CPI 当月同比的拐点。同样受国际油价同比大幅波动的影响，PPI 当月同比大概率大幅波动，这将带动 CPI 当月同比的波动。**第四**，在宏观经济学里，存在一个非常重要的概念，即“滞涨”，指经济停滞与高通货膨胀同时存在的经济现象，通俗的说，就是指物价上升，但经济停滞不前。在这种情况下，CPI 同比要高于 GDP 不变价同比。

三、国内煤焦钢产业链施压 PPI 当月同比，6 月我国 PPI 当月同比大概率还将低位徘徊

5 月 PPI 数据表现较不乐观，体现在以下三点：**一是** 5 月 PPI 当月同比为-3.30%，低于预期 0.10 个百分点，较前值下行 0.60 个百分点，创 2023 年 8 月以来新低，自 2022 年 10 月以来持续位于负值区间；**二是** 5 月 PPI 累计同比为-2.60%，较前值下行 0.20 个百分点，创 2024 年 5 月以来新低，自 2023 年 1 月以来持续位于负值区间；**三是** 5 月 PPI 环比为-0.40%，连续 3 个月持平于-0.40%，连续 6 个月位于负值区间。**值得指出的是**，自 1996 年 1 月有数据记录来，至 2025 年 5 月，PPI 当月同比总共有 344 个月度数据，其中，167 个月度数据为负值，占比 48.55%；1 个月度数据为零，占比 0.29%；176 个月度数据为正值，占比 51.16%。月度数据为正值月份，多于月度数据为负值的月份。在短期内 PPI 当月同比依旧位于负值区间的背景下，预计到 2026 年 2 月，PPI 当月同比月度数据为负值的月份，持平于月度数据为正值月份。这一判断的前提是，2026 年 2 月及之前，PPI 当月同比均位于负值区间。

从结构上看：5 月生产资料 PPI 当月同比为-4.00%，较前值大幅下行 0.90 个百分点，创 2023 年 8 月以来新低；5 月生活资料 PPI 当月同比为-1.40%，较前值上行 0.20 个百分点，创近 3 个月新高。5 月生产资料 PPI 当月同比与生活资料 PPI 当月同比的走势发生了背离，总体上看，生产资料对 5 月 PPI 当月同比形成较大拖累。

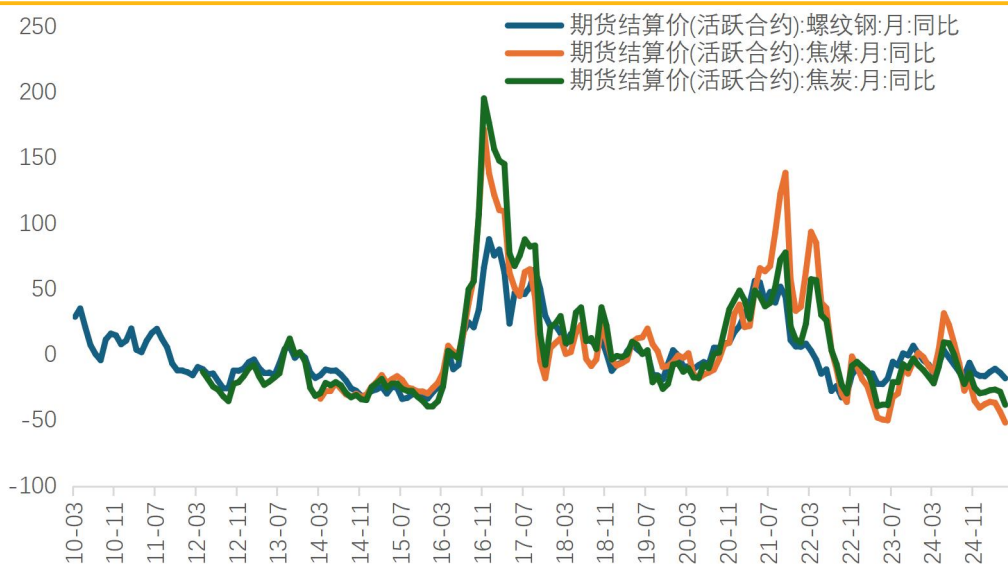
从生产资料 PPI 的 3 个分项看，5 月采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 当月同比分别为-11.90%、-5.40%、-2.80%，较前值分别下行 2.50、1.80、0.50 个百分点。其中：采掘工业创 2023 年 8 月以来新低；原材料工业创 2023 年 8 月以来新低；加工工业创 2024 年 11 月以来新低。生产资料 PPI 的 3 个分项均在负值区间下探，其中，采掘工业是 5 月 PPI 当月同比下行的最大拖累项。

从生活资料 PPI 的 4 个分项来看，5 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-1.40%、0.00%、0.60%、-3.30%，较前值分别上行 0、0.10、0、0.40 个百分点。可以看到，5 月生活资料 PPI 的 4 个分项均不低于前值，其中：食品类连续 3 个月持平于-1.40%；衣着类时隔 10 个月首次脱离负值区间；一般日用品类持平于前值，为近 4 个月低点；耐用消费品类在 4 月录得-3.70%，创 2004 年 10 月以来新低之后，在 5 月创近 3 个月新高，但是总体依旧位于历史低位区间，后期走势如何，还取决于宏观经济的整体走势。

5 月 PPI 当月同比在 4 月的基础上大幅下行 0.60 个百分点，原因除了上文提到的 5 月生产资料 PPI 当月同比较前值大幅下行 0.90 个百分点之外，还有以下两点。**第一**，2025 年 4 月、5 月 PPI 当月同比翘尾因素分别录得-1.59%、-1.79%，翘尾因素下行 0.20 个百分点，利空 5 月 PPI 当月同比。**第二**，虽然 5 月国际油价同比录得-22.47%，较前值上行 2.92 个百分点，对 5 月 PPI 当月同比形成利多，但是 5 月煤焦钢产业链价格大幅下行，如螺纹钢、焦煤、焦炭期货活跃合约结算价月度同比分别录得-17.90%、-51.66%、-38.11%，分别较前值下行 4.25、8.25、10.00 个百分点，对 5 月 PPI 当月同比形成主要压力。这一点也可以从按工业门类划分的 15 类 PPI 当月同比可以看出：5 月煤炭及炼焦工业 PPI

当月同比录得-20.50%，较前值下行 3.80 个百分点，不仅绝对读数位于 15 个细项最后一位，月度相对下行幅度也居于 15 个细项第一位。5 月煤焦钢产业链价格大幅承压，预示 5 月国内宏观经济也是承压的：5 月房地产开发投资完成额累计同比仅录得-10.70%，较前值下行 0.40 个百分点，而从生产端看，5 月工业增加值当月同比录得 5.80%，较前值下行 0.30 个百分点，创近 4 个月新低。

图 5：5 月煤焦钢产业链价格大幅下行，对 5 月 PPI 当月同比形成主要压力（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

展望 6 月，我国 PPI 当月同比大概率还将低位徘徊。**第一**，从基数角度看，2024 年 5 月、6 月 PPI 当月同比分别录得-1.40%、-0.80%，基数上行利空 6 月 PPI 当月同比。**第二**，从翘尾因素看，2025 年 5 月、6 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为-1.79%、-1.59%，翘尾因素上行 0.20 个百分点利多 6 月 PPI 当月同比。**第三**，如上文所述，进入 6 月，1-12 日 WTI 原油期货价格日度均值为 64.80 美元/桶，较 5 月上行 3.86 美元/桶，与此同时，WTI 原油期货价格日度同比均值为-14.28%，较 5 月上行 8.19 个百分点。在此背景下，6 月 13 日伊朗与以色列冲突升级，导致国际油价飙涨。国际油价走势对后期我国 PPI 当月同比影响巨大。对于以色列而言，当前是其面临的进攻伊朗的千载难逢的好时机，与此同时，伊朗作为中东的地区大国，决定了“以伊冲突”不会很快结束。但是，在美国的强力支持下，叠加俄罗斯无暇顾及伊朗，决定了在中期博弈中伊朗大概率失败。这就意味着，国际油价可能在高位持续一段时间，在此之后下行。相应地，国际油价同比大概率在短期内维持在一定高位，压低美联储降息概率。从国内看，在美联储降息概率下降的背景下，我国宏观经济大概率继续承压，这将对黑色系大宗商品价格形成较大程度压制，进而对我国 PPI 当月同比形成压制。综上，短期内国际油价同比位于高位，支撑我国 PPI 当月同比，但是要看到煤焦钢产业链在短期内还面临一定压力，利空我国 PPI 当月同比。总体而言，6 月我国 PPI 当月同比大概率还将低位徘徊。

四、农副产品类 PPIRM 或不具备大幅上行的基础，建筑材料类 PPIRM 依旧较为疲弱

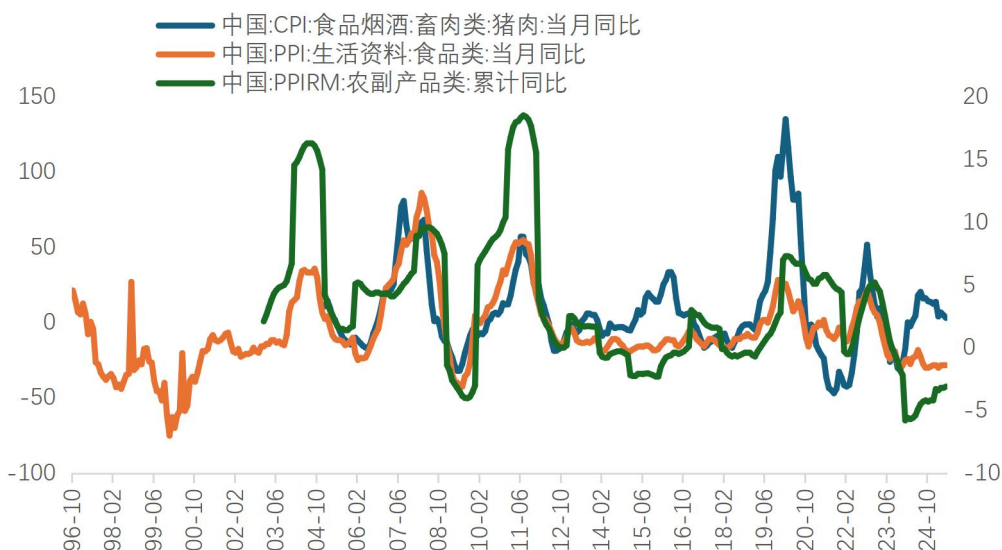
5 月 PPIRM 数据同样表现一般：**一是** 5 月 PPIRM 当月同比为-3.60%，较前值下行 0.90 个百分点，创 2024 年 1 月以来新低；**二是** 5 月 PPIRM 累计同比为-2.60%，较前值下行 0.20 个百分点，持平于 2024 年 6 月，为 2024 年 6 月以来低点；**三是** 5 月 PPIRM 环比为-0.60%，持平于前值，为 2024 年 10 月以来低点，连续 11 个月位于负值区间。自 1996 年 1 月有数据记录来，至 2025 年 5 月，总共有 344 个月度数据，其中，153 个月度数据为负值，占比 44.48%；1 个月度数据为零，占比 0.29%；190 个月度数据为正值，占比 55.23%。月

度数据为正值的月份，多于月度数据为负值的月份。与 PPI 当月同比的情况相比，月度数据为正值的月份更多一些。

从 9 大分项来看，与 4 月相比，2 上 7 下，其中：“2 上”方面，5 月农副产品类、建筑材料类 PPIRM 当月同比分别为-2.60%、-1.10%，较前值分别上行 0.30、0.30 个百分点；“7 下”方面，5 月有色金属材料类、燃料动力类、化工原料类、木材及纸浆类、黑色金属材料类、纺织原料类、其他工业原材料及半成品类 PPIRM 当月同比分别为 4.60%、-9.80%、-5.40%、-3.90%、-7.30%、-2.50%、-1.80%，较前值分别下行 3.90、2.10、1.30、0.80、0.60、0.20、0.20 个百分点。

5 月农副产品类 PPIRM 当月同比录得-2.60%，较前值上行 0.30 个百分点，创 2024 年 8 月以来新高。在此背景下，农副产品类 PPIRM 当月同比录有无可能持续上行？在上中下游的价格体系中，有一条食品产业链：上游的农副产品类 PPIRM 当月同比；中游的食品类 PPI 当月同比；下游的猪肉 CPI 当月同比。与其他价格链条不同，食品产业链存在较为明显的自下游向上游传导的特征：下游猪肉 CPI 同比的拐点，领先于中游食品类 PPI 当月同比的拐点，也领先于上游农副产品类 PPIRM 当月同比的拐点。虽然受生猪规模化养殖的影响，“猪周期”现象有所减弱，但是猪肉 CPI 当月同比的“周期性”依旧较为明显。短期内，猪肉 CPI 当月同比大概率继续下探。从这一点推断，短期内，农副产品类 PPIRM 当月同比或不具备大幅上行的基础。

图 6：下游猪肉 CPI 同比的拐点，领先于上游农副产品类 PPIRM 当月同比的拐点（%）

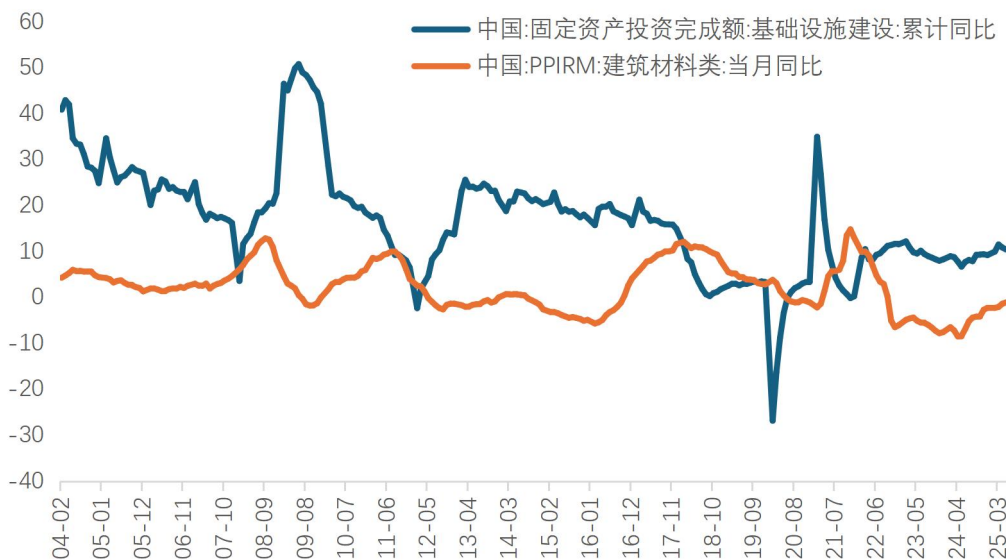


数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

建筑材料类 PPIRM 当月同比在 2024 年 4 月录得-8.50%，创 1999 年 2 月以来新低。在此之后，连续 13 个月累计上行 7.40 个百分点至-1.10%，创 2022 年 10 月以来新高。在宏观逻辑上，PPIRM 的其余 8 个分项中，与建筑材料类 PPIRM 当月同比高度相关的是黑色金属材料类 PPIRM 当月同比，二者均为建筑与房地产的影子指标。按道理，二者的走势应相对一致，但是在 2024 年 1 月，黑色金属材料类 PPIRM 当月同比录得“0”这一相对高位，此后一路下探，与建筑材料类 PPIRM 当月同比一路上行走势形成较为鲜明的对比。在宏观经济指标中，与建筑材料类 PPIRM 当月同比高度相关的是房地产开发投资完成额累计同比。但是，2024 年 4 月以来，房地产开发投资完成额累计同比总体呈低位下探的走势，最新公布的 5 月读数是 10.70%，为 1999 年 2 月有数据记录以来次低值，仅高于新冠肺炎疫情期间 2020 年 2 月的-16.30%。如何看待建筑材料类 PPIRM 当月同比与黑色金属材料类 PPIRM 当月同比走势的阶段性背离，以及与房地产开发投资完成额累计同

比走势的阶段背离？一个可能的解释是，建筑材料类 PPIRM 当月同比与基建投资增速之间存在较为密切的关联度。5 月全口径基建投资增速与不含电力基建投资增速分别录得 10.42%、5.60%，虽然分别较前值下行 0.43、0.20 个百分点，但是在过去的 1 年中，处于上行趋势中。对比三者的拐点，可以发现，建筑材料类 PPIRM 当月同比与全口径基建投资增速的拐点基本接近，当然，也要看到，在大部分时间里，建筑材料类 PPIRM 当月同比与全口径基建投资增速的走势并不一致。

图 7：建筑材料类 PPIRM 当月同比与全口径基建投资增速的拐点基本接近（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

另一个可能的解释是，低基数对建筑材料类 PPIRM 当月同比形成支撑。与建筑材料类 PPIRM 当月同比相关的两个指标是非制造业 PMI 中的建筑业投入品价格与销售价格。2024 年 11 月以来，这两个指标均持续处于荣枯线之下，表明建筑业相关价格较为疲弱，在此背景下，低基数可能是支撑建筑材料类 PPIRM 当月同比走强的原因之一。值得指出的是，虽然建筑材料类 PPIRM 当月同比连续 13 个月累计上行 7.40 个百分点，但是 5 月的读数仅为-1.10%，尚处于负值区间，表明建筑材料类 PPIRM 当月同比依旧较为疲弱。

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。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。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。

本报告版权归“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。

分析师声明：

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

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。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。