

稳增长是今年最重要的宏观主线，并且稳增长有三个重要环节，基建、地产和消费。开年经济数据显示 1-2 月基建投资增速 8.6%，基本验证我们对年初基建“开门红”判断。后续基建将如何表现？开年基建兑现预期之后，市场开始关注基建动能的持续性。过去大部分时候，我们的默认理解是：中国的宽财政即为扩基建，缩财政即为收基建。可见基建逆周期属性之强。中国经济短周期被地产左右，作为逆周期对冲项，基建与地产必然呈现出此强彼弱的周期关系。经验和逻辑均指向中国的基建投资受地产投资牵引。以地产作为参照系，我们基本上可以描绘出全年基建轮廓。

➤ **第一，若今年地产出现极端下滑，为全面对冲极端下滑，基建投资增速需要维持在 11%~19%。**

若按去年下半年以来的状态进行“自由落体式”下滑，则全年房地产开发投资将以历史罕见的极端增速下滑。我们估算这一极端下滑增速有可能落在-20%~-10%。若用基建对冲地产极端下滑，则今年基建投资增速至少需要达到 11%，甚至达到 19%，方能完全对冲地产在投资端的产生负面影响。

为完全对冲地产极端下滑，基建需要得到足量的资金保障，这意味着预算内的土地出让金不能过度缩减，或者预算外隐债调控或有松动。

需要强调的是，开年以来地产政策持续宽松，政策有意引导地产软着陆。全年地产失速的可能性不高，全年隐债调松、基建投资超过 10%的概率较低。

➤ **第二，若今年地产软着陆，基建投资处于平稳状态，预测今年基建投资增速在 6%~10%。**

地产作为系统性重要部门，若以“自由落体式”增速极端下滑，其在金融、就业以及财政方面的影响，基建无法完美对冲。我们倾向于认为今年最优的政策选择是地产软着陆，基建按照当下资金框架而平稳放量。

3 月 5 日两会给出今年财政预算收支框架，财政预算拨付给基建的资金规模也已明朗。按照 2018 年以来的预算内外资金比例，我们基本可以推算得到 2022 年全年基建投资规模。最终测算得到地产软着陆情境下，全年基建投资可能落在 6%~10%区间。

➤ **第三，把握今年基建投资节奏，关键看环比力度、同比基数以及疫情演绎。**

值得注意，三大因素均存在不确定性，准确估算月度基建节奏存在难度。基建规模年内如何分布，我们无法从过往数据得到启示，毕竟中国基建投资的季节性规律并不显著。去年不同季度、不同月份基建投资基数截然不同。此外，当前奥密克戎病毒传染性较高，未来是否还会扩散，并重点冲击哪些省份，冲击程度有多深，我们也无法提前预判。

即便月度节奏无法准确预测，上下半年基建节奏仍有两点较为明确：若今年地产软着陆，基建投资节奏大概率前高后低。若今年地产按照极端增速下滑，则基建或将大规模放量，下半年基建增速或高于上半年。

➤ **风险提示：**疫情发展超预期；地产政策效果不达预期；对政策解读的偏差及测算偏差风险。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**研究助理 周恺悦**

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

### 相关研究

- 1、《预测一季度基建投资增速或达 10%》——2022 年基建研究系列（一）
- 2、《基建发力，项目何处寻？》——2022 年基建研究系列（二）
- 3、《10%基建增速背后：项目还缺么？》——2022 年基建研究系列（三）

# 目录

<b>前言</b> .....	<b>3</b>
<b>1 今年基建投资的节奏被地产牵引</b> .....	<b>3</b>
1.1 基建和地产的经验相关性 .....	3
1.2 基建对冲地产的政策逻辑 .....	4
1.3 今年基建趋势取决于地产 .....	5
<b>2 地产极端下滑情形下 2022 年基建增速</b> .....	<b>6</b>
2.1 对冲地产极致下滑，基建增速需要 11%至 19% .....	6
2.2 基建增速超过 10%所需政策条件 .....	7
<b>3 地产平稳发展情况下 2022 年基建增速</b> .....	<b>8</b>
3.1 地产平稳发展，基建有序放量 .....	8
3.2 最优政策选择下全年基建增速或在 6%~10% .....	9
<b>4 全年基建投资的节奏把握</b> .....	<b>10</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>12</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>13</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>13</b>

## 前言

我们一直强调稳增长是今年最重要的宏观主线，并且稳增长有三个重要环节，基建、地产和消费。按照财政资金拨付进度，我们之前估算今年一季度基建增速可达 10%。开年经济数据显示 1-2 月基建投资增速 8.6%，基本验证我们对年初基建“开门红”判断。**后续基建将如何表现？开年基建兑现预期之后，市场关注基建动能的持续性。**

过去大部分时候，我们的默认理解是：中国的宽财政即为扩基建，缩财政即为收基建。可见基建逆周期属性之强。中国经济短周期被地产决定，作为逆周期对冲项，基建常与地产负相关。**经验和逻辑均指向中国的基建投资受地产投资牵引。以地产作为参照系，我们基本上可以描绘出全年基建轮廓。**

## 1 今年基建投资的节奏被地产牵引

### 1.1 基建和地产的经验相关性

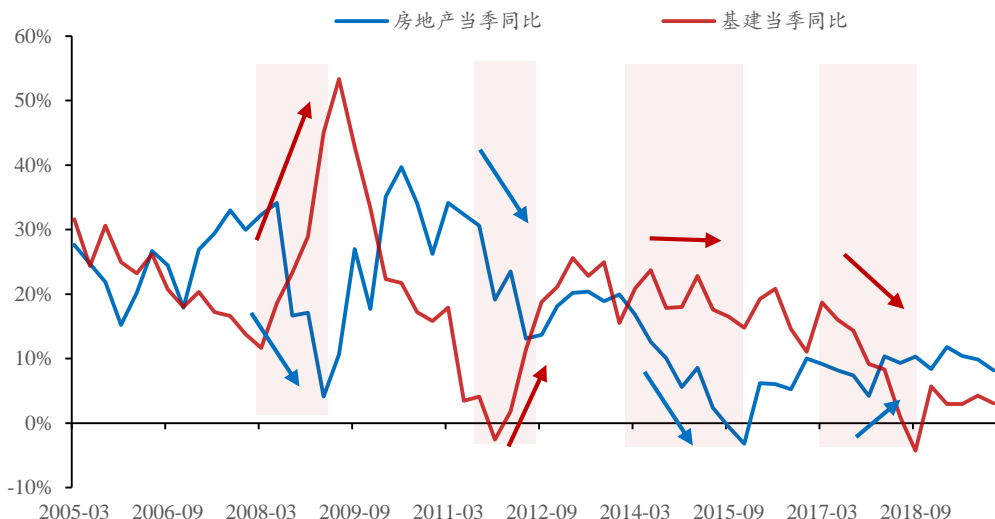
基建和地产投资，存在两组有趣的相关性。趋势上，基建和地产投资长期下行；周期上，两者呈现一定负相关。这两组关系描述了这样一种情形，基建和地产投资长期下行，然而短周期维度，基建扮演了地产投资对冲项的角色。

以 2008 年美国金融危机后，我国“四万亿”刺激计划时期为例，因受金融危机波及，当时地产链迅速收缩。2008 年 Q1 至 2009 年 Q1，房地产开发投资增速下行 28 个百分点。此时中国启用大规模基建投资，这一时段基建投资增速上行 33 个百分点。基建和地产投资在金融危机后形成非常完美的对冲关系。

地产下行压力比较大的 2012 年 Q1 至 Q3，当期我们也看到了基建投资快速上行，基建增速从 2% 上行至 19%，足足上行 17 个百分点。

类似地，我们还可以在 2015 年、2018 年，这两段时期同样观察到基建和地产呈现明显的此消彼长相关性。2015 年，地产快速下行，基建保持稳中有升；2018 年基建快速下行，地产破除 3-4 年的小周期规律，罕见地保持中高位增速。

图 1：历史上地产开发投资与基建投资增速存在反向对冲关系（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 基建对冲地产的政策逻辑

我们都知道，中国经济存在 3-4 年的小周期，亦为地产周期。每一次地产周期下行时，需要有逆周期政策加以对冲。而基建是中国重要的财政手段，自然承担起较强的逆周期对冲角色。不仅如此，基建和地产能够形成完美对冲，还有一个重要原因在于基建和地产是规模相当的固定资产投资。

### 基建对冲地产的政策逻辑之一，基建具有极强的逆周期属性。

基建资金来源主要有两部分，一部分是财政预算内资金拨付，直接在政府财政掌控之中。另一部分是预算外资金，主要由城投等基建承接主体通过贷款、债券、非标等形式展开的负债融资。

预算外资金看似由基建投资主体自行融资，实际上预算外资金融资相当程度受到政策影响，尤其是地方政府隐性债务监管。

可以说中国政府目前仍然掌握着极强的基建投资主导权，基建投资也就成为最为有效的逆周期财政工具。

### 基建对冲地产的政策逻辑之二，基建与地产对经济的拉动作用相仿。

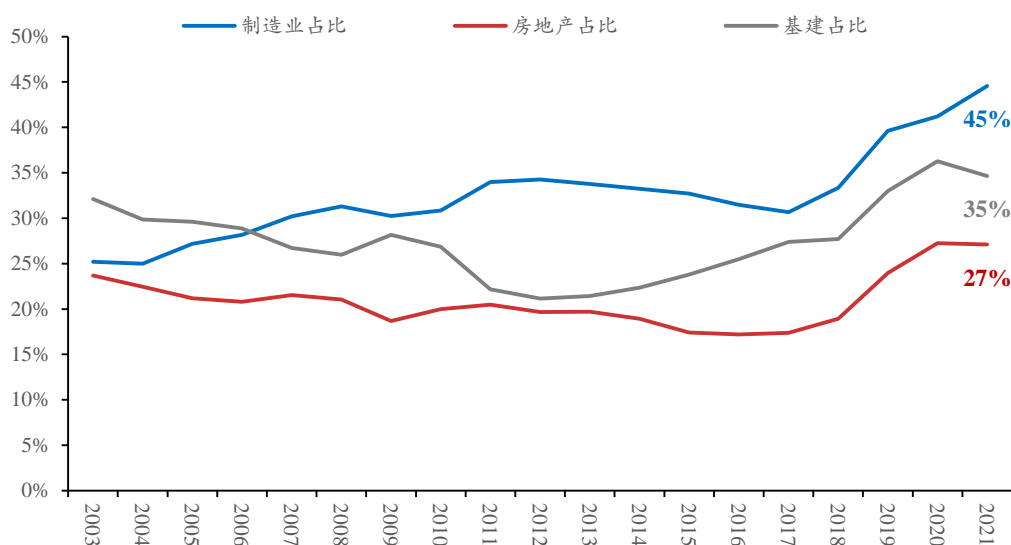
基建和地产，年度投资规模分别约为 19 万亿和 15 万亿（2021 年），两者相对固定资产投资总额的比重分别在 35%和 27%（2021 年）。基建和地产，两者对于投资的贡献力度相当。

通过投入产出表分析，基建产业链增加值占 GDP 13%，房地产占 GDP 15%，当地产投资

下行-10%，或向下拖累 GDP 1.5 个百分点，而基建投资上行 10%，向上带动 GDP 1.3 个百分点。**两者对 GDP 产值的直接拉动力度相仿。**

房地产与基建投资都消耗类似建材。譬如螺纹钢，水泥，砂石料等。两者对能源、金属、化工品<sup>1</sup>等大宗商品需求也同样类似。这意味着，基建对冲地产不仅能保证经济增速平稳，还能让上游建材行业稳定生产，避免大宗商品价格异动。**以往中国经济周期下行时，往往伴随着上游供给过剩压力，用基建对冲地产，在过去经验中有助于解决上游过剩问题。**

**图 2：固定资产投资的三行业占比**



资料来源：wind，民生证券研究院

### 1.3 今年基建趋势取决于地产

去年下半年以来地产快速走弱，至今地产未有显性修复。年内中国地产可能两种走势，一是延续去年底至今状态，投资呈现“自由落体式”下滑。我们测算得到，一旦 2022 年地产投资出现“自由落体式”下滑，同比增速最终可能会触及-20%至-10%的区间。另一种可能情况，也是我们期待看到的状态，政策及时开展积极有为对冲，年内地产投资稳定在 0%左右，至少不出现极端的-20%。

如果今年基建的使命仍在于对冲地产下滑，则今年基建趋势的主线逻辑也就异常清晰，地产有多弱，基建便有多强。地产投资可控，则今年基建投资也就较为温和。

预测今年基建投资增速，我们给定两种情况，分别针对的是地产投资的两种可能性。

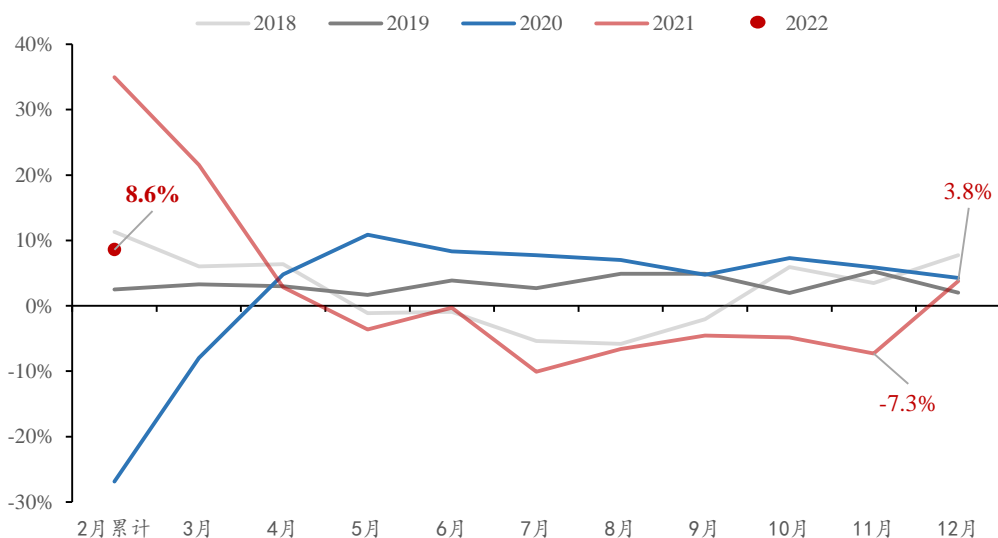
<sup>1</sup> 大宗商品主要有能源（煤炭天然气石油电力），金属（钢铁，铜铝等有色，金银），矿物（铁矿，锰合金等）；化工品（甲醇，乙二醇，聚烯烃，pvc，pta 等等）。

**第一种情形，地产增速极端下滑。**即地产政策迟迟没有放松，或者放松效果不明显，地产投资延续去年三季度以来的下行趋势。这一情形下，基建投资全年增速放量，各季度或均有超季节性表现。

**第二种情形，地产增速平稳发展。**地产宽松政策的效果在年中显现，投资增速在后续月份逐步回暖。这一情形下，基建投资上半年投资力度更强，开年表现较好，后续回落至正常区间。

两种情形下，全年基建投资增速具体将如何表现，我们将在下文进行具体测算。

图 3：去年 12 月开始基建明显放量（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 地产极端下滑情形下 2022 年基建增速

### 2.1 对冲地产极致下滑，基建增速需要 11%至 19%

地产增速极端下滑，是指在地产政策放松力度有限，房地产销售，房企融资仍未显著改善，房企开工、拿地意愿仍不见起色。我们之前报告《地产的底在哪儿》，曾对这种极端情况做出测算，得到 2022 年地产极端下滑增速可能触及 -20%至 -10%。

若基建以 1:1 比例对冲地产投资，极端情况下基建投资增速需 10%至 20%。

所谓 1:1 比例，即地产投资每减少 100 元，基建投资就需要额外增加 100 元。以这种方式进行对冲，我们测算得到对冲方式下，基建投资增速需要达到 9.2%-16.4%。

值得注意的是，基建每年有一个正常的增速，为了对冲地产下滑，全年最终基建投资需要在正常增速基础上再进行放量。

基建投资在 2018-2021 年四年复合增速为 2.2%。如果基建投资既要达到 2.2%的潜在增速



均值水平，同时还要对冲地产投资萎缩额度，那么**全年基建增速将达到 11.4%-18.6%**，为**2018 年以来基建投资增速最高值**。

**表 1：2022 年对冲地产投资应有的基建投资增速测算（%）**

第一组房地产开发投资测算		
两组假设	房地产开发投资同比	实现对冲基建应达增速
悲观假设 假设 2022 年开工更加不积极	-14.7%	13.6%
中性假设 假设 2022 年开工和 2021 年一样	<b>-11.2%</b>	<b>10.9%</b>
第二组房地产开发投资测算		
两组假设	房地产开发投资同比	实现对冲基建应达增速
悲观假设 假设 2022 年开工更加不积极	<b>-21.0%</b>	<b>18.6%</b>
中性假设 假设 2022 年开工和 2021 年一样	<b>-11.9%</b>	<b>11.4%</b>

资料来源：民生证券研究院测算。注：此处有两组测算，是因为测算房地产开发投资时，选用了两种建安投资测算方法，具体测算方法详见外发报告《地产的底在哪儿》。

## 2.2 基建增速超过 10%所需政策条件

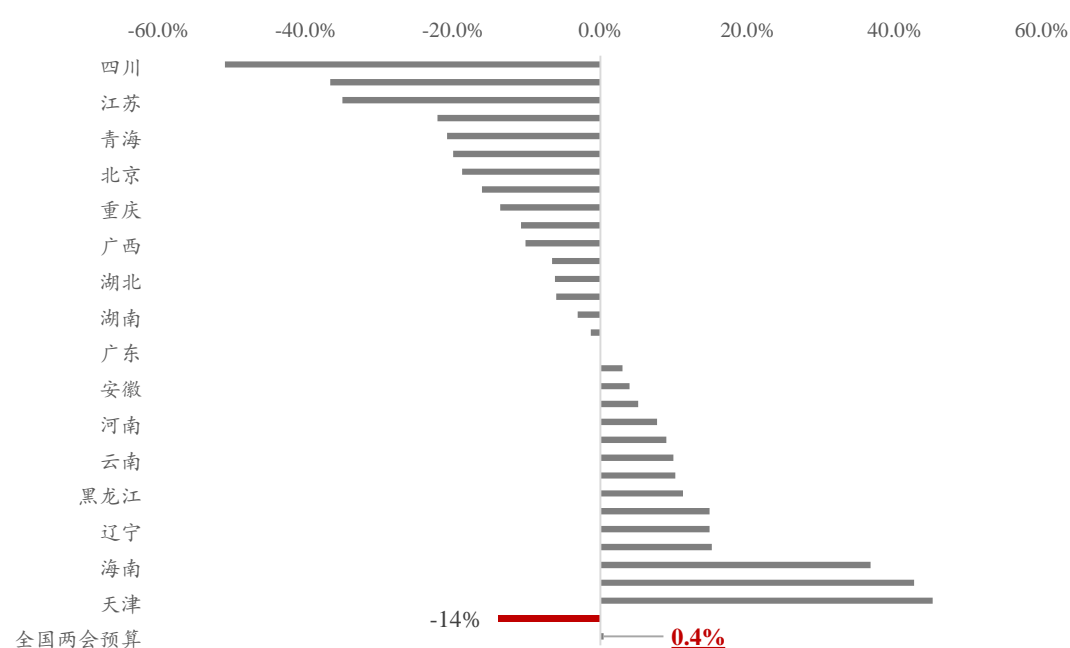
基建超速放量，必要条件是基建资金充分到位。基建资金无外乎两部分，预算内财政拨款，或者预算外融资。若要保证全年基建投资增速超过 10%，今年预算内财政拨款，或者预算外融资，则不能同步收缩。

**若全年基建增速超过 10%，需要保证土地出让金减收幅度有限，或放松隐债监管约束。**

今年地方两会给出地方土地出让信息，预示地方政府预期 2022 年土地出让金收入将减少 1.4 万亿。今年全国财政预算拟定地方政府性基金（九成由土地出让金收入贡献）增速 0.4%。我们之前测算地产极端下滑情况下，今年土地出让收入将减收 3-4 万亿。

如果今年地产以极端速度“自由落体式”下滑，很难想象今年土地出让金仍然能够维持正增长，或者微弱减幅。这就意味之前地方或者全国财政给出的预算，可能暗含两条信息，一是今年地产政策需要进一步放松，地产需要托举；二是不排除传统模式之外的土地出让方式，从而即便地产下滑，全年土地出让减幅依然有限。

不论何种方式，今年基建若要维持 10%以上增速，土地出让金作为预算内重要的资金来源，其缩幅不能过大。同样，基于预算外资金占据基建一半融资规模。若要维持今年基建投资超过 10%，预算外资金也不能过度缩减。

**图 4：2022 地方政府性基金预算超预期（%）**


资料来源：wind，民生证券研究院整理

## 3 地产平稳发展情况下 2022 年基建增速

### 3.1 地产平稳发展，基建有序放量

地产无疑是系统性重要部门，中国如此，美国亦然。地产快速收缩引发的负面效应，不止于拖累 GDP 增速。地产极端下滑，会在就业、金融、财政等多个方面冲击宏观经济。所谓基建和地产的对冲，只是基于投资和 GDP 增速贡献维度。**地产对经济多个方面的影响，并不是基建投资完全可以对冲。**

既然基建无法完全百分百对冲地产，那么如果地产出现极端下滑，然后实施极端的基建投资予以对冲，即全年地产投资下落至-20%至-10%，基建投资维持在 11.4%-18.6%，这种地产和基建投资组合，并非最优的政策选择。**最优的政策选择应该是地产年内平稳着陆，而基建投资维持在平稳水平。**

现在问题是，这样的状态才能被称为平稳的基建投资水平？我们觉得有两个判断标准。

**第一，既然全年地产投资需要软着陆，则土地出让金规模缩减可控。**至少不会出现 3-4 万亿的极端收缩。我们不妨采用今年地方两会给出的卖地出让规划，2022 年较 2021 年土地出让金减少 1.4 万亿。

**第二，今年基建资金预算内资金和预算外资金配比比例与去年相当。**基建资金主要来自两块，预算内资金与预算外比例与去年相当，意味着隐性债务融资的便利程度没有发生根本性变



化，侧面反映隐债约束没有出现重大调整，基建调控的总思路和大方向没有变化。

**表 2：地产于中国是系统性重要部门**

维度	解释
GDP	• 房地产业增加值占 GDP 比重约 7% (2019 年)
投资	• 房地产开发投资占整体投资比重约三成 (2021 年)
就业	• 房地产业关系 12% 城镇居民就业 (2019 年)
财政	• 土地出让金除以税收，比重已经在 50% (2021 年) • 2010 年以来，土地出让金已经构成地方政府收入的 40%~50%
金融	• 居民资产配置占比高：初步估算，现阶段中国居民总资产中房地产占比至少达 60%。 • 占信贷比重高：房地产信贷占商业银行贷款近三成 • 占社融比重高：社融中每年有约 10 万亿流向地产（含居民部门信贷）。

资料来源：wind，国家统计局，民生证券研究院整理

## 3.2 最优政策选择下全年基建增速或在 6%~10%

上文提到，所谓最优政策选择下全年基建投资，即为全年地产软着陆，然而基建不必过度对冲。这种最优政策选择下的基建投资，满足两点条件，其一，基建的预算外资金与预算内资金比例维持 2021 年水平；第二，土地出让金规模缩减有限。

具体方面，我们沿用《预测一季度基建投资增速或达 10%》测算方法，将基建资金拆解为公共财政资金、土地出让收入、当年新增专项债资金以及上年结转专项债资金。分别将四项资金乘以对应用向基建的比重及杠杆，能够得到全年的基建投资增速。

假设二季度地产政策有效对冲，今年下半年房企拿地开始有所好转。全年实现年初地方两会给定的预算目标，土地出让金缩减 1.4 万亿。

假设 2022 年隐性债务监管持续收紧，公共财政资金撬动预算外资金杠杆持续缩减，那么今年公共财政能够形成的基建资金较 2021 年缩减 226 亿元。若隐债监管力度与 2021 相仿，那么公共财政将带动贡献 0.6 万亿增量基建资金。

最后，1.2 万亿结余专项债资金以及今年 3.65 万亿新增专项债，则能够贡献 1.3 万亿增量基建资金。

加总上述资金，我们得到全年基建投资额或在 19.9-20.7 万亿区间内，增速或达 5.6%-9.8%。这一增速仍是 2018 年以来的最高水平，说明即便基建投资力度下半年减弱，年初基建发力对全年的基建投资都有很大的提振力度。

表 3：中性情况下基建投资增速或达 5.6%-9.8%

资金来源	2021	第一组 2022	变化	第二组 2022	变化
① 一般公共预算 (亿元)	246322	267125		267125	
投向基建比重	8.4%	8.2%		8.2%	
杠杆	4.9	4.6		4.9	
小计 (亿元)	101386	101161	-226	107758	6372
② 土地出让收入 (亿元)	87051	73172		73172	
投向基建比重	30%	30%		30%	
杠杆	1.0	1.0		1.0	
小计 (亿元)	26115	21952	-4164	21952	-4164
③ 上年结余专项债 (亿元)	9950	12182		12182	
投向基建比重	57%	67%		67%	
杠杆	1.6	1.3		1.3	
小计 (亿元)	8846	10603	1757	10603	1757
④ 本年发行使用专项债 (亿元)	23488	36500		36500	
投向基建比重	64%	65%		65%	
杠杆	1.3	1.3		1.3	
小计 (亿元)	19276	30574	11298	30574	11298
合计 (亿元)	155623	164290	8667	170887	15264
占比	82%	82%	82%	82%	82%
基建投资 (亿元)	188654	199160	10506	207157	18504
增速			5.6%		9.8%

资料来源：财政部，民生证券研究院测算

## 4 全年基建投资的节奏把握

我们已经从两个维度给出今年基建投资增速，并认为最有可能出现的情形是，全年地产软着陆，基建投资维持平稳状态，全年基建投资增速在 6%~10%。如何展望年内不同季度或者不同月份的基建投资节奏？

**年内基建投资的节奏较难判断，该判断取决于三个因素，基建发力的节奏分布、同比基数以及疫情演绎。**

回溯历史，中国季度的基建投资并未呈现出明显的季节性规律。即便我们能够从资金维度匡算得到全年基建投资规模，也较难以此为基础，进一步测算得到今年季度的基建投资增速，更遑论准确预测月度基建投资。

疫情集中爆发时，疫情严重地区可能要求项目停工，延长项目施工进度，影响当月基建投资表现。过去两年经验显示，疫情和基建投资增速的确呈现出较为明显的负相关。尤其当月新增确诊人数在 1000 人以上时，基建投资增速降低至 0% 左右。

此外，判断今年季度或者月度基建投资，还需密切关注去年同期的基数。例如去年二季度基建投资基数较高，三季度基数极低，2021 年 7 月，单月投资甚至触及历史新低，-10%。2021 年基建投资没有呈现出明显的季节性规律，我们预测今年基建投资节奏的难度因此加大。

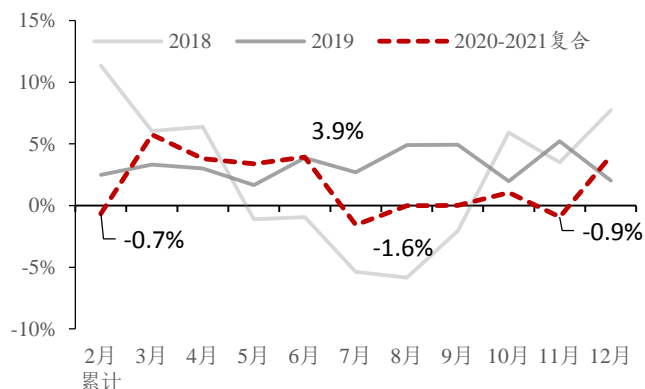
今年基建规模如何在年内进行分布，我们无法从过往数据得到启示。当前奥密克戎病毒传染性较高，未来月份是否会有扩散，并重点影响哪块经济区域我们无法提前预判。再加上去年不同季度、不同月份基建投资基数截然不同。这三大因素叠加在一起，当下我们无法给出有效的年内基建投资节奏预判。

回顾一季度基建投资，我们需要强调两点、

第一，1-2 月政策明显发力、疫情影响较小，叠加去年低基数，增速必然有强劲表现，而数据显示 1-2 月基建投资增速达 8.6%，符合预期。

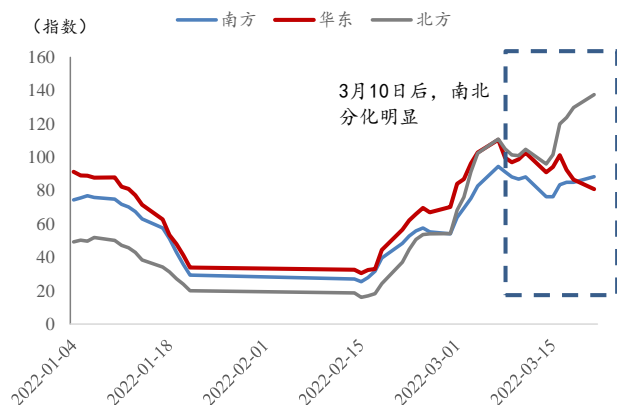
第二，本轮疫情以来，3 月新增确诊人数已经仅次于 2020 年 2 月份，为疫情以来第二高的月份受疫情影响。受此影响，3 月基建投资表现将有所下修，一季度基建增速或不及此前预测的 10%。

图 5：2022 年基建投资将受基数影响



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：3 月疫情扰动使得南方建筑钢材成交量走低



资料来源：wind，民生证券研究院

## 5 风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**本轮疫情拐点时间延后，影响基建项目开工时点，基建难以正常发挥其对冲地产作用。
- 2) **地产政策效果不达预期。**地产放松政策不达预期，基建投资显著放量超预期。
- 3) **对政策解读的偏差及测算偏差风险。**

## 插图目录

图 1：历史上地产开发投资与基建投资增速存在反向对冲关系（%） .....	4
图 2：固定资产投资的三行业占比 .....	5
图 3：去年 12 月开始基建明显放量（%） .....	6
图 4：2022 地方政府性基金预算超预期（%） .....	8
图 5：2022 年基建投资将受基数影响 .....	11
图 6：3 月疫情扰动使得南方建筑钢材成交走低 .....	11

## 表格目录

表 1：2022 年对冲地产投资应有的基建投资增速测算（%） .....	7
表 2：地产于中国是系统性重要部门 .....	9
表 3：中性情况下基建投资增速或达 5.6%-9.8% .....	10

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001