

策略 · 政治局会议解读

证券研究报告

2022年07月29日

728 政治局会议：保持定力的基础上努力做到更好

7月28日，中共中央召开政治局会议，分析研究当前经济形势。作为大会前最后一次经济定调会议，此次表态整体保持了与前期政策的连贯性，强调战略定力；同时对二季度以来直接关系到民生的经济问题作出部署（地方村镇银行风险、保交楼等）。宏观政策要求更加积极作为，从资金面、需求延后、维稳需求等方面考虑，三季度是稳增长的关键发力期，但实际需求（中长期贷款）何时迎来趋势性向上拐点仍有待观察。

风险提示：国内疫情长尾影响、海外衰退压力及对国内的冲击等

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

许向真 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070006
xuxiangzhen@tfzq.com

赵阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519090002
zyang@tfzq.com

吴黎艳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520090003
wuliyang@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：策略·周报-开辟新战场：5问5答“专精特新”》 2021-08-08
- 2 《投资策略：策略·周报-重要信号：中证500股债收益差已接近极值》 2021-08-01
- 3 《投资策略：策略·一周资金面及市场情绪监控（20210222-20210228）-节后市场大幅调整下，北上、南下资金转为流出，但基金发行仍然密集》 2021-03-02

内容目录

1. “保持战略定力”与“积极作为”不冲突	3
2. 三季度基建和竣工链更具确定性	3
3. 平台经济从“设置红绿灯”到阶段性侧重“绿灯”	4
4. 能源领域再强调“新能源供给消化体系”	5

图表目录

图 1：不同目标下，下半年增速要求	3
图 2：第三产业从业人员情况	4
图 3：地产、基建（建筑）相关行业从业人数	4
图 4：专项债发行	4
图 5：房企仍面临较大的资金瓶颈	4
图 6：二季度以来大城市失业率攀升；年轻劳动力失业率攀升	5
图 7：PMI 从业人员分项修复最弱	5
图 8：1 月政治局会议集体学习关于“双碳”工作的部署	5
图 9：近一年定调会议比对	6

7月28日，中共中央召开政治局会议，分析研究当前经济形势。作为大会前最后一次经济定调会议，此次表态整体保持了与前期政策的连贯性，强调战略定力；同时对二季度以来直接关系到民生的经济问题作出部署（地方村镇银行风险、保交楼等）。宏观政策要求更加积极作为，从资金面、需求延后、维稳等方面考虑，三季度是稳增长的关键发力期，但实际需求（中长期贷款）何时迎来趋势性向上拐点仍有待观察。

1. “保持战略定力”与“积极作为”不冲突

会议定调仍是稳中求进，“保持战略定力，坚定做好自己的事”。近期与此相关的表态，是7月20日总理出席世界经济论坛全球企业家特别对话会时表示，“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”，意味着大的战略方向（地方隐性债务、房住不炒）难发生实质性逆转。

与此同时宏观政策被要求积极作为，但仍是“托而不举”，兜底的意义要大过刺激。这里隐含当前经济环境的几点制约：**第一，5.5%目标可以淡化，但不允许经济失速。**世界银行最新预测（6月）中国2022年经济增速为4.3%；wind一致预测目前为4.26%。按照目前情况，要实现这一目标，下半年增速需达到5.88%，这在内生周期下行、且疫情和海外风险尚未消除的当前，难度不低。

第二，稳增长才能稳民生。二季度以来国内就业压力（尤其是年轻劳动力）进一步加剧；另一方面二季度以来出现的村镇银行暴雷、烂尾楼等问题，也要求相当的宏观力度加以兜底。

第三，这次政治局首次提到要用“财政货币政策弥补社会需求不足”。贯穿今年的一大问题就是企业和个人的融资需求不足（这还是在制造业投资、出口数据超预期的情况下），下半年如果海外环境转弱，需求端塌陷的压力只会更大，因此需要宏观加码发力。

正如我们对4月会议的解读《补全429政治局会议拼图：近两周高层会议全梳理》所提到的，今年具体的经济增速目标无需纠结，但底线在哪不影响对当前政策的理解。经历疫情冲击、以及7月以来高温天气的影响后，应对三季度后半段稳增长力度抱以乐观。

图1：不同目标下，下半年增速要求

	GDP单季(不变价;万亿)	对应下半年增速
21H1	51.24	
21H2	58.34	
22H2 (全年目标5%)	62.54	7.19%
22H2 (全年目标4.5%)	61.99	6.26%
22H2 (全年目标4.3%)	61.77	5.88%
22H2 (全年目标4%)	61.44	5.32%

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 三季度基建和竣工链更具确定性

此次在有效需求方面，**重点部署了基建方向**。具体表述上，“财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”；“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”。**房地产领域则新增强调“保交楼”。**

必要性上，一方面，疫情冲击之后，完成全年目标的时间窗口大幅缩短，因此**三季度必须更重时效和确定性**。4月提了“要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”，这次则没有出现消费方向的描述。因为疫情长尾和失业率偏高的情况下，消费的修复需要过程，反过来更突出三季度基建加码的必要性。

另一方面，当前保基建和保竣工，是大会前民生保障和维稳的客观需求。近期各地地产

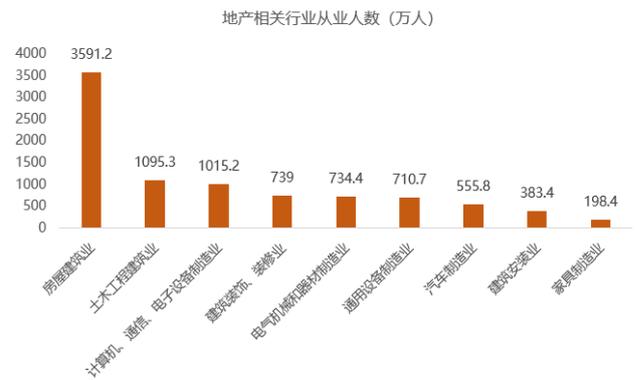
政策中，“保交付”已是首要目标（设立纾困基金、一对一帮扶等）。就业压力同样要求地产和基建（建筑）发力维稳。从 18 年第四次经济普查数据来看，地产直接从业人员超过 1260 万人，建筑业（房屋建筑、建筑安装等）从业人员超过 5800 万。

图 2：第三产业从业人员情况

第四次经济普查（2018年末）房地产业就业情况				
	企业法人单位（万个）	较2013年末增长	从业人员（万人）	较2013年末增长
房地产开发经营	20.6	55.6%	371.5	10.9%
物业管理	23.4	122.8%	636.9	54.8%
房地产中介服务	20.6	212.7%	158.3	103.9%
房地产租赁经营	8.2		85.9	
其他房地产业	1.4		10.9	
合计	74.2	119.5%	1263.5	44.0%

资料来源：第四次经济普查报告，天风证券研究所

图 3：地产、基建（建筑）相关行业从业人数

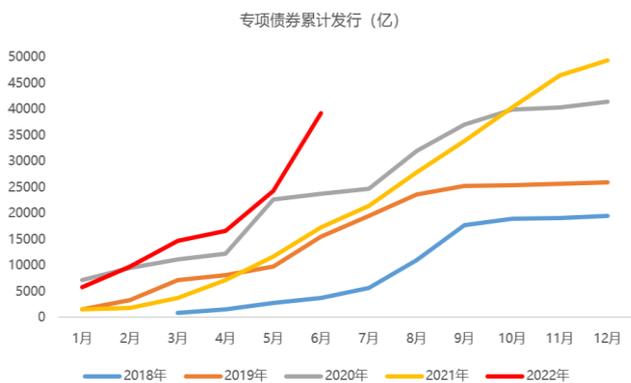


资料来源：第四次经济普查报告，天风证券研究所

可行性上，今年以来稳增长政策实质效果始终不理想，主要可能有三方面原因：一是需求受非经济因素冲击较大，包括散发疫情、极端天气等。二是资金问题，比如地产和地方融资受限，或资金到位但未进入实体而形成实物工作量。三是各地方换届，卸任前各方面工作可能相对保守。

如前所述，二季度政策效果不理想，意味着全年稳增长的窗口被大大压缩，将倒逼政策力度加码；那么如果需求端的制约因素稍有松动，二者叠加，改善的斜率就会比较可观。比如资金上，6 月份是地方专项债发行高峰，考虑到从发行到运用到形成实物工作量存在时滞，则三季度有望逐步看到成效。再比如地方换届，从去年 10 月开始持续到今年 6 月已经全部结束（今年二季度共有 17 个省/自治区/直辖市换届），新任到位后地方积极性也有望提高。

图 4：专项债发行



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：房企仍面临较大的资金瓶颈



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 平台经济从“设置红绿灯”到阶段性侧重“绿灯”

对于平台经济/反垄断，有几个比较重要的时间节点：

- 1) 2020 年，反垄断元年：1 月《反垄断法》迎来 2008 年以来首次修订；11 月发布了针对平台经济的反垄断指南。
- 2) 2020 年 12 月，中央经济工作会议：首次明确“强化反垄断和防止资本无序扩张”。
- 3) 2020 年底-2021 年（全面紧张的一年），标志性事件：包括阿里巴巴、美团在内的互联网巨头被实施“二选一”。

4) 2021 年 12 月，中央经济工作会议，政策态度缓和：设置“红绿灯”，一方面要发挥资本作为生产要素的积极作用，另一方面要防止资本野蛮生长。

5) 2022 年 4 月政治局会议和集体学习：维持设置“红绿灯”说法，同时定调“常态化监管”。

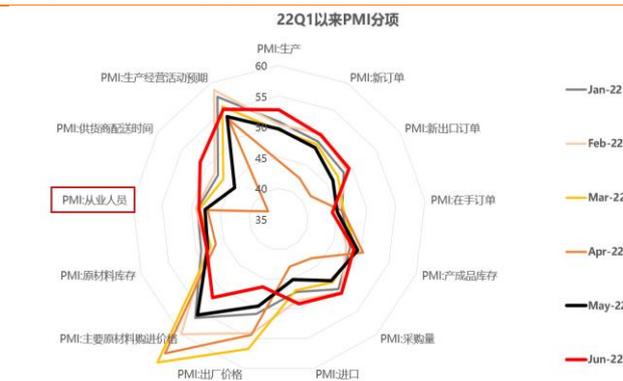
今次会议态度则更为缓和，暂时淡化了“红绿灯”的说法，而侧重强调“绿灯”。我们认为很大程度上也是基于当前就业压力的考虑。去年下半年以来，大厂“毕业”的消息屡次引发关注，且群体主要特征为“大城市、青中年、相对高薪”，这与去年下半年以来大城市、年轻人失业率提升的现象吻合。

图 6：二季度以来大城市失业率攀升；年轻劳动力失业率攀升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：PMI 从业人员分项修复最弱



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 能源领域再强调“新能源供给消化体系”

“新能源供给消化体系”概念首见于今年 1 月政治局会议第三十六次集体学习；此次则是首次出现在政治局会议上。根据 1 月会议，新能源供给消化体系包括三个部分：大型风光电基地、周边煤电及特高压输变电线路。从兼具稳增长角度出发，能源领域基建也是下一阶段发力方向。

图 8：1 月政治局会议集体学习关于“双碳”工作的部署

1月政治局会议集体学习关于“双碳”工作的部署	
立足我国能源资源禀赋	加大力度规划建设以大型风光电基地为基础、以其周边清洁高效先进节能的煤电为支撑、以稳定安全可靠的特高压输变电线路为载体的新能源供给消纳体系。
坚决控制化石能源消费	大力推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”。
夯实国内能源生产基础	保障煤炭供应安全，保持原油、天然气产能稳定增长，加强煤油气储备能力建设，推进先进储能技术规模化应用。
促进新能源和清洁能源发展放在更加突出的位置	积极有序发展光能源、硅能源、氢能源、可再生能源。 加快发展有规模有效益的风能、太阳能、生物质能、地热能、海洋能、氢能等新能源，统筹水电开发和生态保护，积极安全有序发展核电。

资料来源：共产党员网，天风证券研究所

图 9：近一年定调会议对比

	2022年7月政治局会议	2022年4月政治局会议	2022年3月政府工作报告	21年12月中央经济工作会议
稳增长	要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。做好经济工作、切实保障和改善民生至关重要。 疫情要防住、经济要稳住、发展要安全 ，这是党中央的明确要求。坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，最大限度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展影响。	着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，继续做好“六稳”、“六保”工作。 经济增速预期目标的设定（5.5%），主要考虑稳就业保民生的需要，并同近两年平均经济增速以及十四五规划目标要求相衔接。 这是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现。 今年工作要坚持稳字当头、稳中求进。 面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置。 各地区各部门要切实承担起稳增长的责任，积极推出有利于经济稳定的政策。	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定。 必须坚持把高质量发展， 坚持以经济建设为中心，推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长。 必须坚持把稳中求进， 调整政策和推动改革要把握好时度效 ，坚持先立后破、稳扎稳打。必须加强统筹协调，坚持系统观念。 继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定。
财政	宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用好用足专项债券。	要加大对宏观政策调节力度，扎实稳住经济， 努力实现全年经济社会发展预期目标 ，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策， 实施好退税减税降费等政策 。 要抓紧谋划增量政策工具，加大宏观调控股度，把准好时度效，提前下达政策的前置和冗余度。	积极的财政政策要提升效能， 更加注重精准、可持续 。宏观政策有空间有手段， 要强化跨周期和逆周期调节 ，为经济平稳运行提供有力支撑。 中央财政将加大对地方财力支持， 补助资金直达市县。	积极的财政政策要提升效能， 更加注重精准、可持续。要保障财政支出强度，加快支出进度。 党政机关要坚持过紧日子， 严肃财经纪律。
货币	货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持， 用好政策性银行新增信贷和基础设施投资专项债。	用好各类货币政策工具	稳健的货币政策要灵活适度， 保持流动性合理充裕 。扩大新增信贷规模， 保持央行利率基本稳定。	稳健的货币政策要灵活适度， 保持流动性合理充裕。 财政政策和货币政策要协调联动， 跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。
碳中和/保供	提升能源资源供应保障能力， 加大力度规划建设新能源供给体系。	做好能源资源保供稳价工作	能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核， 并留有适当弹性 ，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。 有序推进碳达峰碳中和工作， 落实碳达峰行动方案 。推动能源革命， 确保能源供应，立足能源自主，坚持先立后破，加强煤炭清洁高效利用，有序减量替代，推动大型风光电基地及其配套调节性电源规划建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力。 坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目发展。推动能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变。	要正确认识把握碳达峰碳中和， 实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求 ，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役。要坚持全国统筹、节约优先、双轮驱动、内外畅通、防范风险的原则。 传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上。 要坚持以煤为主的基本国情， 抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合。 要狠抓绿色低碳技术攻关。要科学考核， 新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变 ，加快形成减污降碳的激励约束机制，防止简单层层分解。 要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价。 要深入推动能源革命， 加快建设能源强国。
投资		要全力扩大国内需求 ，发挥有效投资的关键作用， 强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。	要用好政府投资资金， 带动扩大有效投资 。 坚定实施扩大内需战略。1) 积极扩大有效投资， 适度超前开展基础设施投资 ，建设重点水利、综合立体交通网、重要能源基地和设施， 加快城市燃气管道等管网更新改造 。2) 推进京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、 黄河流域生态保护和高质量发展 ，高标准高质量建设雄安新区， 支持北京城市副中心建设 。3) 提升新型城镇化质量， 开工改造一批城镇老旧小区 ，推进无障碍环境建设和适老化改造。4) 稳步推进城市群、都市圈建设， 严控新建城市市区。	适度超前开展基础设施投资。 实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。 全面推进乡村振兴， 提升新型城镇化建设质量。
房地产	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 因城施策用好用好长效机制 ，支持刚性和改善性住房需求， 压实地方政府责任，保交楼、稳民生。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 支持各地从当地实际出发完善房地产政策 ，支持刚性和改善性住房需求， 优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。	坚持房子不炒， 坚持租购并举 ，加快发展长租房市场， 推进保障性住房建设 ，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， 稳地价、稳房价、稳预期 ， 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 加强预期引导 ，探索新的发展模式， 坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设 ， 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求 ， 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
科技/制造业	要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力。 推动平台经济规范健康持续发展， 完成平台经济专项整改 ，对平台经济实施常态化监管， 集中推出一批“绿灯”投资案例。	要稳住市场主体 ，对受疫情影响严重的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。 要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。 加快实现高水平科技自立自强 ，建设强大而有韧性的国民经济循环体系。	实施新的组合式税费支持政策 。1) 对小规模纳税人阶段性免征增值税；2) 大力改进增值税留抵退税制度（ 预计全年退税减税约2.5万亿元，其中留抵退税约1.5万亿元 ）。3) 加强金融对实体经济的有效支持； 推动降低企业生产经营成本。 深入实施创新驱动发展战略 。1) 实施基础研究十年规划 ； 实施科技创新三年行动方案 。2) 加大创新激励， 科技型中小企业加扣除比例从75%提高到100% ， 对企业投入基础研究实行税收优惠 。3) 增强制造业核心竞争力， 加强原材料、关键零部件等供给保障，实施龙头企业保链稳链工程 。引导金融机构增加制造业中长期贷款。 实施国家战略性新兴产业集群工程 ，着力培育“专精特新”企业。4) 促进数字经济高质量发展， 推进5G规模化应用，发展智慧城市、数字乡村 ； 加快发展工业互联网 ， 培育壮大集成电路、人工智能等数字产业。	实施新的减税降费政策， 强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度。 引导金融机构加大对实体经济特别是中小微企业、科技创新、绿色发展的支持。 加强反垄断和反不正当竞争；强化知识产权保护；有效治理恶意拖欠账款和逾期债务行为。 要提升制造业核心竞争力， 启动一批产业基础再造工程项目 ， 激发涌现一大批“专精特新”企业 ； 加快形成内外联通、安全高效的物流网络 ； 加快数字化改造。 实施科技体制改革三年行动方案，制定实施基础研究十年规划。
防风险	保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险， 严厉打击金融犯罪。	要有效管控重点风险 ，守住不发生系统性风险底线。	继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、 精准拆弹的基本方针 ， 做好经济金融领域风险处置工作 。 设立金融稳定保障基金 ，运用市场化、法治化方式化解金融风险， 牢牢守住不发生系统性风险的底线。	坚决遏制新增地方政府隐性债务。 要正确认识和把握防范化解重大风险 。要继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针， 抓好风险处置工作 。加强金融法治建设， 压实地方、金融监管、行业主管等各方责任 ， 压实企业自救主体责任 。要强化能力建设， 加强金融监管干部队伍建设和化解风险要有充足资源 ， 研究制定化解风险的方案 ， 要广泛配合，完善金融风险处置机制。
供给侧		坚定不移深化供给侧结构性改革	坚持以供给侧结构性改革为主线	坚持以供给侧结构性改革为主线，深化供给侧结构性改革
消费		要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。	坚定实施扩大内需战略 ， 推动消费持续恢复，继续支持新能源汽车消费 ， 鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新 ； 加大社区养老、托幼等配套设施建设力度 ； 发展农村电商和快递物流配送。	实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。
民生/安全	要着力保障困难群众基本生活， 做好高校毕业生等重点群体就业工作。	抓好春耕备耕工作 。 稳定和扩大就业 。 组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。	强化就业优先政策 。财税、金融等政策都要围绕就业优先实施， 加大对企业稳岗扩岗的支持力度 。落实落细稳就业举措， 延续执行降低失业和工伤保险费率等阶段性稳就业政策 ， 使用1000亿元失业保险基金支持稳岗和培训 。 确保粮食能源安全 ， 保障粮食等重要农产品供应，保障民生和工业正常生产经营用电 。实施全面节约战略， 增强国内资源生产保障能力 ， 加快油气、矿产等资源勘探开发 ， 完善国家战略物资储备制度 。 全面巩固脱贫攻坚成果 ， 完善落实防止返贫监测帮扶机制 ， 确保不发生规模性返贫 。 开展好第二轮土地承包到期后再延长30年整地试点。	区域政策要增强发展的平衡性协调性。 兜住兜牢民生底线， 要统筹推进经济发展和民生保障 ， 健全常住地提供基本公共服务制度 。解决高校毕业生等青年就业问题， 健全灵活就业劳动用工和社会保障政策 。推进基本养老保险全国统筹， 推动新的生育政策落地见效 ， 积极应对人口老龄化 。 要正确认识和把握实施共同富裕的战略目标和实践途径 。 要正确认识和把握初级产品供给保障。
改革/开放	要继续实施国企改革三年行动方案。 要 积极促进进出口、扩大进口 ， 做好技术、外贸引进工作 ， 推动共建“一带一路”高质量发展。	1) 资本市场：及时回应市场关切 ， 稳步推进股票发行注册制改革 ， 积极引入长期投资者 ， 保持资本市场平稳运行。 2) 促进平台经济健康发展 ： 完成平台经济专项整改 ， 实施常态化监管 ， 出台支持平台经济规范健康发展的具体措施 。 3) 用改革的办法解决发展中的问题 ， 加快实现高水平科技自立自强 ， 建设强大而有韧性的国民经济循环体系。 4) 要支持扩大高水平对外开放 ， 积极回应外资企业来华营商便利等诉求 ， 稳住外贸外资基本盘。	坚定不移深化改革， 更大激发市场活力和发展内生动力 。 1) 加强高标准市场体系建设 ， 抓好要素市场化配置综合改革试点 ， 加快建设全国统一大市场 。2) 促进多种所有制经济共同发展 。3) 推进财税金融体制改革 。 推动吸引外资平稳发展 。多措并举稳定外资； 积极利用外资 ； 高质量共建“一带一路” ； 深化多双边经贸合作。	1) 要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制 。2) 完成国企改革三年行动任务 ， 稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革 ， 调动地方改革积极性 ， 鼓励各地因地制宜、主动改革 ， 扩大高水平对外开放 ， 推动制度型开放 ， 落实好外资企业国民待遇 ， 吸引更多跨国公司投资 ， 推动重大外资项目加快落地 。 推动共建“一带一路”高质量发展。

资料来源：共产党员网，中国政府网，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com