

## 响鼓不用重锤

证券研究报告

2022年08月15日

作者

7月政治局会议后，市场对于后续政策力度和经济增长的悲观预期有所上升，原因之一是市场认为会议通稿既降低了经济增长目标——从4月的“努力实现全年经济社会发展预期目标”调整为“力争实现最好结果”，也没有提及进一步出台增量政策。

市场的悲观情绪是可以理解的，因为上半年会议定调积极，要求“积极推出有利于经济稳定的政策”，但稳增长力度低于预期，因此7月重要会议对经济增长目标和具体抓手表现相对淡然，反而加深了市场的担心。

但是市场的担心可能是错的。

中国有句俗语——响鼓不用重锤，意思是品质上乘的鼓，不需要使劲敲，鼓声就会很响。对于政策也是同样道理，鼓声就是政策执行力。政策执行力不足时，需要凝聚共识，反复强调目标和抓手；一旦政策执行力到位，反而不用过度强调，只要条件满足，结果自然水到渠成。

我们提示上下半年的政策逻辑不同，但原因相通。上半年稳增长力度持续低预期的原因是政策执行力不足，三季度稳增长力度可能超预期的原因也是政策执行力上升。随着不确定性的下降，地方政府的执行力在上升，对短期经济尽快回归正轨的追求无需过分强调。从地方政府近期召开的会议已经可以看到积极的态度明显上升，上游数据反映出来的基建施工强度的提升是最直接的证据。因此市场对于三季度的政策力度和经济增速过度担忧，可能存在定价错误，应当重视预期差修复带来的投资机会。

**风险提示：**疫情再次出现反弹；政策执行力度不及预期；经济增速复苏不及预期

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

郭微微

guoweimei@tfzq.com

分析师

联系人

### 相关报告

1 《经济是首要目标——7月政治局会议的四个要点》 2022-07-29

2 《3季度稳增长可能会超预期》 2022-07-12

7月政治局会议后，市场对于后续政策力度和经济增长的悲观预期有所上升，原因之一是市场认为会议通稿既降低了经济增长目标——从4月的“努力实现全年经济社会发展预期目标”调整为“力争实现最好结果”，也没有提及进一步出台增量政策。

市场的悲观情绪是可以理解的，因为上半年会议定调积极，要求“积极推出有利于经济稳定的政策”，但稳增长力度低于预期，因此7月重要会议对经济增长目标和具体抓手表现相对淡然，反而加深了市场的担心。

但是市场的担心可能是错的。

中国有句俗语——响鼓不用重锤，意思是品质上乘的鼓，不需要使劲敲，鼓声就会很响。对于政策也是同样的道理，鼓声就是政策执行力。政策执行力不足时，需要凝聚共识，反复强调目标和抓手；一旦政策执行力到位，反而不用过度强调，只要条件满足，结果自然水到渠成。

因此“力争实现最好结果”并不是政策层面放弃了对增长的追求，恰恰相反，“力争”是承认意外冲击的存在，体现了政策的务实和自信，“最好结果”则是在既定事实面前保持对增长的追求。

具体从哪里能看出政策执行力的提升呢？

第一个视角是各地方政府对于“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”这句话的表态，展现出了很高的积极性。

我们全面梳理了7月28日政治局会议以后各省相关的省级会议内容，发现地方政府在党代会之后已经将工作重心进一步转到经济领域：

7个省份主动认领“经济大省勇挑大梁”的任务。7月28日政治局会议要求，“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。市场对具体哪些是经济大省、有条件的省份存在不同理解，但是从对近期省级会议的梳理来看，有7个省份（福建、湖南、山东、广东、湖北、河南、江苏）明确表示自己是“经济大省”，主动提出了“勇挑大梁”的要求。其中，广东、湖北、河南、江苏更是将担负起“经济大省责任”上升到了政治责任的高度。

表 1：近期有 7 个省份表明“经济大省”身份，主动要求“勇挑大梁”

| 省份 | 时间        | 会议类型 | 会议               | 要点                                                                                                                                                  |
|----|-----------|------|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 福建 | 2022-7-29 | 政府   | 省政府党组会议          | 敢为善为、 <b>勇挑大梁</b> ，着力推动高质量发展，力争完成全年目标任务。                                                                                                            |
| 湖南 | 2022-7-29 | 党委   | 省委常委会议           | 力争完成全年经济社会发展预期目标， <b>在服务全国大局中彰显湖南更大担当</b> 。                                                                                                         |
| 山东 | 2022-7-29 | 党委   | 省委常委会议           | 加强经济运行监测分析， <b>扛牢经济大省责任</b> ，进一步坚定信心决心，巩固经济运行良好态势。                                                                                                  |
| 山东 | 2022-7-30 | 政府   | 当前经济社会发展重点工作调度会议 | <b>扛牢经济大省责任</b> ，高效统筹疫情防控和经济社会发展，持续巩固经济运行稳中向好、进中提质的良好态势。                                                                                            |
| 广东 | 2022-8-1  | 政府   | 省政府党组会议          | 抓住三季度关键期，千方百计保持经济运行在合理区间， <b>勇挑大梁</b> ，力争实现最好结果， <b>为全国稳住经济大盘作出广东努力、广东贡献</b> 。                                                                      |
| 广东 | 202-7-29  | 党委   | 省委常委会议           | <b>坚定扛起广东作为经济大省在稳定经济上的政治责任</b> 。                                                                                                                    |
| 湖北 | 2022-8-1  | 政府   | 省政府常务会议          | 把握宏观政策机遇大干快干，咬定全年目标聚力攻坚，守住底线确保安全， <b>切实扛起经济大省的政治责任</b> 。                                                                                            |
| 河南 | 2022-8-2  | 政府   | 省政府党组扩大会议        | <b>坚决扛起河南作为经济大省的政治责任</b> 。                                                                                                                          |
| 江苏 | 2022-8-5  | 党委   | 省委工作会议           | 坚决扛起“ <b>勇挑大梁</b> ”的重大责任，锚定全年主要目标任务。更好扛起“ <b>争当表率、争做示范、走在前列</b> ”光荣使命。切实承担起“ <b>勇挑大梁</b> ”的重大 <b>政治责任</b> 。努力当好全国发展大局的“ <b>压舱石</b> ”“ <b>顶梁柱</b> ”。 |

资料来源：各省（自治区、直辖市）政府网站，天风证券研究所

13 个省份明确表示要完成全年经济目标。根据梳理，7 月 28 日政治局会议召开以来，有 13 个省份（山西、江西、江苏、湖南、福建、河北、云南、西藏、甘肃、陕西、宁夏、湖北、河南）表示“要确保、奋力、力争、努力完成全年经济目标”。

表 2：近期有 13 个省份表示要完成全年经济目标

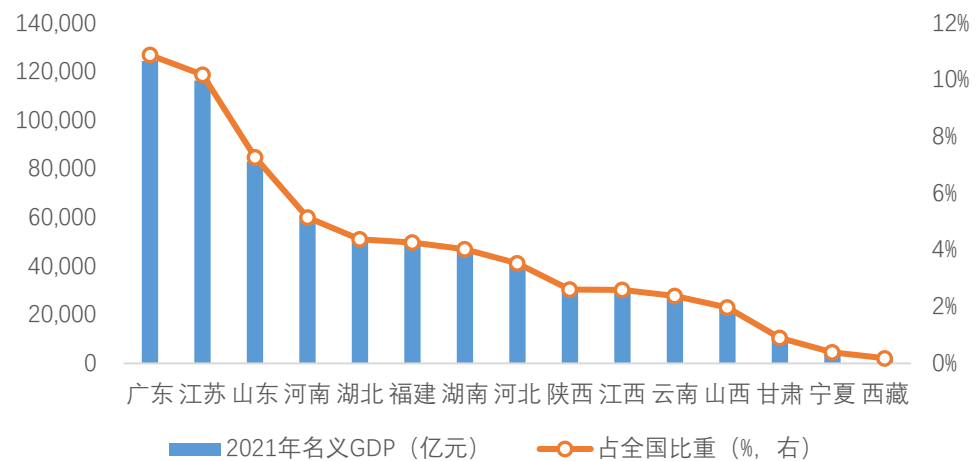
| 省份 | 时间         | 会议类型 | 会议                 | 要点                                                                                                                             |
|----|------------|------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 山西 | 2022-08-10 | 政府   | 省政府常务会议            | <b>奋力完成全年经济社会发展主要预期目标。</b>                                                                                                     |
| 江西 | 2022-07-30 | 政府   | 省政府常务会议            | 全力以赴拼搏三季度， <b>奋力实现全年发展目标任务。</b>                                                                                                |
| 江苏 | 2022-08-05 | 党委   | 省委工作会议             | 敢为善为坚决担起“勇挑大梁”的重大责任， <b>锚定全年主要目标任务</b> ，全力巩固经济回升向好趋势，努力把耽误的时间抢回来、把造成的损失补回来，力争实现最好结果。                                           |
| 湖南 | 2022-07-29 | 党委   | 省委常委会议             | 要加强经济分析和调度，着力稳一产、抓二产、促三产，蹄疾步稳推进重点改革， <b>力争完成全年经济社会发展预期目标</b> ，在服务全国大局中彰显湖南更大担当。                                                |
| 福建 | 2022-08-09 | 党委   | 省委常委会议             | 集中精力做好福建的事情， <b>努力完成全年各项目标任务。</b>                                                                                              |
| 福建 | 2022-07-29 | 政府   | 省政府党组会议            | 敢为善为、勇挑大梁，着力推动高质量发展， <b>力争完成全年目标任务。</b>                                                                                        |
| 河北 | 2022-08-04 | 党政   | 全省经济工作推进会议         | 自我加压，奋发有为，真刀真枪干一场，干出一番新面貌， <b>确保全面完成经济社会发展各项目标任务。</b><br><b>全力完成今年经济社会发展目标任务。要紧盯年度目标抓调度</b> ，加强督促指导， <b>逐级传导压力，形成比学赶超浓厚氛围。</b> |
| 云南 | 2022-08-02 | 政府   | 省政府党组扩大会议          | 提高政治站位，坚定发展信心，瞄准目标任务，以钉钉子精神抓好工作落实，抓好巡视整改， <b>努力完成全年经济社会发展目标任务。</b>                                                             |
| 西藏 | 2022-08-02 | 政府   | “重实干、抓落实、见成效”主席碰头会 | 全力奋战第三季度， <b>确保实现全年目标。</b>                                                                                                     |
| 甘肃 | 2022-08-05 | 党政   | 全省党政主要领导干部会议       | 稳住基本盘、挖掘新潜力、攻坚下半年，保持一定增速，争取最好结果， <b>努力实现年度目标</b> ，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。                                                            |
| 甘肃 | 2022-08-02 | 政府   | 全省经济运行调度电视电话会议     | <b>坚定不移锚定全年目标</b> ，奋力交出经济社会发展优异答卷。                                                                                             |
| 陕西 | 2022-08-05 | 政府   | 全省稳增长稳就业稳物价促增收调度会议 | 强化激励约束，铆足干劲、奋力冲刺，决战决胜三季度， <b>为完成全年目标任务奠定坚实基础</b> ，持续推动高质量发展，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。                                                  |
| 宁夏 | 2022-08-03 | 政府   | 自治区政府常务会           | 增强责任意识紧迫感， <b>确保完成全年目标任务。</b><br><b>咬定全年目标任务不放松</b> ，决战三季度、决胜下半年，确保经济持续高质量发展，以优异成绩迎接党的二十大胜利召开。                                 |
| 宁夏 | 2022-08-01 | 党委   | 自治区党委常委会会议         | 要咬定经济增长绝对指标和排名位次相对目标，以逆水行舟的韧劲、“多撑一竿”的意识、百米冲刺的状态，全力以赴抓好重大项目建设、扩大有效投资、恢复市场消费、稳定企业运行， <b>确保完成全年目标。</b>                            |
| 湖北 | 2022-08-03 | 党委   | 省委常委会议暨市州党委书记座谈会   | 聚焦发力、克难攻坚，全力以赴冲刺三季度、决胜下半年， <b>努力完成全年目标任务。</b>                                                                                  |
| 湖北 | 2022-08-01 | 政府   | 省政府常务会议            | 把握宏观政策机遇大干快干， <b>咬定全年目标聚力攻坚</b> ，守住底线确保安全，切实扛起经济大省的政治责任。                                                                       |
| 河南 | 2022-07-31 | 党政   | 全省领导干部会议           | 以周保月、以月保季、以季保年， <b>奋力实现全年目标任务</b> ，为稳住全国经济大盘担当尽责、多作贡献。                                                                         |

资料来源：各省（自治区、直辖市）政府网站，天风证券研究所

积极表态稳增长的省份对全国经济大盘的贡献不容小觑。目前共有广东、江苏、山东等 15 个省份在 7 月 28 日政治局会议以后积极表态将主动承担“经济大省”责任或明确表示要完成全年经济目标。根据 2021 年数据来看，这 15 个省份名义 GDP 合计达 69 万亿元，占

到全国名义 GDP 的 61%。

图 1: 15 个积极表态稳增长的省份 2021 年名义 GDP 及占全国比重



资料来源: WIND, 天风证券研究所

部分省份虽然并未表明属于“经济大省”或“要实现全年经济目标”，但仍然释放了积极稳增长信号。比如四川在 7 月 29 日省政府党组扩大会议中指出，“争分夺秒拼经济搞建设，全力保持经济运行在合理区间，力争全年全省地区生产总值增速高于全国 1 个百分点左右”，意味着四川省大概率将对全国 GDP 增速提供正向的拉动作用。安徽在 7 月 30 日省委常委会议上指出，“努力为全国发展大局多作贡献”。广西在 8 月 1 日自治区政府党组扩大会议上指出，“对标对表党中央对下半年工作的部署要求”，“尽锐出战打好‘十场攻坚战’”。

节奏方面，三季度至关重要。7 月 28 日以来，有 13 个省份在省级会议中突出强调了三季度对经济增长的重要性，要求决战、决胜、冲刺、奋战、攻坚、抓住、拼搏、奋进三季度。

表 3: 近期有 13 个省份在部署经济工作时强调三季度重要性

| 省份 | 时间         | 会议类型 | 会议                 | 要点                                                                                          |
|----|------------|------|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 陕西 | 2022-08-05 | 政府   | 全省稳增长稳就业稳物价促增收调度会  | 靠前指导督查，加强目标考核，强化激励约束，铆足干劲、奋力冲刺， <b>决战决胜三季度</b> ，为完成全年目标任务奠定坚实基础，持续推动高质量发展，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。 |
| 宁夏 | 2022-08-03 | 政府   | 自治区政府常务会           | 咬定全年目标任务不放松， <b>决战三季度、决胜下半年</b> ，确保经济持续高质量发展，以优异成绩迎接党的二十大胜利召开。                              |
| 湖北 | 2022-08-03 | 党委   | 省委常委会议暨市州党委书记座谈会   | <b>全力以赴冲刺三季度、决胜下半年</b> ，努力完成全年目标任务。                                                         |
| 河南 | 2022-08-02 | 政府   | 省政府党组扩大会议          | <b>奋战三季度、决战下半年。</b>                                                                         |
| 西藏 | 2022-08-02 | 政府   | “重实干、抓落实、见成效”主席碰头会 | <b>全力奋战第三季度</b> ，确保实现全年目标。                                                                  |
| 吉林 | 2022-08-02 | 政府   | 全省稳增长赛马视频调度例会      | <b>攻坚三季度、决战四季度、奋战保全年</b> ，加快实现“止跌、回升、增长”目标。                                                 |
| 广西 | 2022-08-01 | 政府   | 自治区政府党组扩大会议        | 锚定稳住经济目标不动摇，用好用足国家稳住经济一揽子政策措施， <b>抢抓大干三季度，决战决胜四季度</b> ，切实稳住经济基本盘，全力以赴稳增长促发展。                |
| 广东 | 2022-08-01 | 政府   | 省政府党组会议            | <b>抓住三季度关键期</b> ，千方百计保持经济运行在合理区间，勇挑大梁，力争实现最好结果，为全国稳住经济大盘作出广东努力、广东贡献。                        |
| 江西 | 2022-07-30 | 政府   | 省政府常务会议            | <b>全力以赴拼搏三季度</b> ，奋力实现全年发展目标任务。强调要全力抓好中央和省系列政策措施落实， <b>以攻坚之势拼搏三季度。</b>                      |

|    |            |    |                      |                                                                             |
|----|------------|----|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 辽宁 | 2022-07-30 | 政府 | 经济运行暨三季度若干重大工程推进工作会议 | 要 <b>抓住三季度发展的黄金季和经济恢复的窗口期</b> ，全力以赴稳住经济大盘。                                  |
| 青海 | 2022-07-30 | 政府 | 省政府党组会议              | <b>拼搏三季度、奋战下半年</b> ，为全年稳定奠定基础。                                              |
| 浙江 | 2022-07-30 | 政府 | 省政府第十一次全体会议          | 坚定信心、乘势而上， <b>奋战三季度，决战下半年</b> ，全面打赢经济稳进提质攻坚战，持续掀起重大项目建设热潮，以优异成绩迎接党的二十大胜利召开。 |
| 北京 | 2022-07-29 | 党委 | 区委书记月度工作点评会          | 要加强经济运行调度，干好每一天， <b>奋进三季度</b> ，争取经济发展取得较好水平。                                |

资料来源：各省（自治区、直辖市）政府网站，天风证券研究所

## 第二个视角是“锦标赛模式”在省级以下政府层面有重启迹象。

在7月28日以来的省级会议上，共有8个省份提出了督促下级政府积极稳增长、强化结果考核等相关要求。比较典型的有三个省份：

**吉林明确提出“赛马竞争机制”、“比学赶超”。**8月2日全省稳经济增长赛马视频调度例会上，吉林省指出，“要层层压实稳经济责任，长春、吉林要全力支持全省经济增长。要进一步完善赛马竞争机制，营造各地各部门比学赶超、齐头并进的浓厚氛围。”不仅直接点名强调了长春市、吉林市两个经济大市的稳增长责任，更是提出了“进一步完善赛马竞争机制”，将各地各部门之间的竞争引入到下半年稳增长的过程中，有助于激发基层政府的积极性。

**浙江要求“以项目看发展论英雄”。**7月30日，浙江省政府第十一次全体会议指出，“重大项目建设是检验工作能力水平的大战大考”，“要牢固树立‘项目为王’‘以项目看发展论英雄’理念”，相当于明确将重大项目投资建设的结果作为对省以下各级领导干部考核的重要指标。在结果导向之下，浙江省级以下政府推进基建投资的动力不言而喻。

**河北强调“用好考核‘指挥棒’”。**7月28日河北省常委扩大会议上明确指出，“用好考核‘指挥棒’，树立鲜明工作导向，解放思想、奋发进取”。同时，在8月4日全省经济工作推进会议上，河北还提出“要紧盯年度目标抓调度，加强督促指导，逐级传导压力，形成比学赶超浓厚氛围”。

表 4：近期有 8 个省份提出了督促下级政府积极稳增长、强化结果考核等相关要求

| 省份 | 时间         | 会议类型 | 会议                   | 要点                                                                                                                                          |
|----|------------|------|----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 吉林 | 2022-08-02 | 政府   | 全省稳经济增长赛马视频调度例会      | 要 <b>层层压实稳经济责任</b> ，长春、吉林要全力支持全省经济增长。要进一步 <b>完善赛马竞争机制，营造各地各部门比学赶超、齐头并进的浓厚氛围</b> 。                                                           |
| 浙江 | 2022-07-30 | 政府   | 省政府第十一次全体会议          | 重大项目建设是贯彻落实习近平总书记关于加强基础设施建设重要指示精神的实际行动，是稳住经济大盘的关键支撑，是高质量发展的重要基石， <b>也是检验工作能力水平的大战大考</b> 。要牢固树立“项目为王” <b>“以项目看发展论英雄”</b> 理念，紧紧抓住用好政策窗口期、机遇期。 |
| 河北 | 2022-08-04 | 党政   | 全省经济工作推进会议           | 要 <b>紧盯年度目标抓调度</b> ，加强督促指导， <b>逐级传导压力，形成比学赶超浓厚氛围</b> 。                                                                                      |
| 河北 | 2022-7-28  | 党委   | 省委常委会议（扩大）会议         | 完整准确全面贯彻新发展理念，积极服务和融入新发展格局， <b>用好考核“指挥棒”</b> ，树立鲜明工作导向，解放思想、奋发进取，着力补短板、强弱项、固底板、扬优势，切实解决不平衡不充分的发展问题。                                         |
| 江苏 | 2022-08-05 | 党委   | 省委工作会议               | 要切实增强“勇挑大梁”的使命感， <b>经济大市要挑重担、扛重责，其他各市要主动扛起责任，全省各级各部门都要锚定目标不动摇</b> ，在高质量发展的轨道上奋勇争先，为完成全年主要目标任务作贡献，努力当好全国发展大局的“压舱石”“顶梁柱”。                     |
| 陕西 | 2022-08-05 | 政府   | 全省稳增长稳就业稳物价促增收调度会    | <b>靠前指导督查，加强目标考核</b> ，强化激励约束，铆足干劲、奋力冲刺。                                                                                                     |
| 甘肃 | 2022-08-02 | 政府   | 全省经济运行调度电视电话会议       | 要全力以赴保目标、稳态势，前赶优势指标、补齐欠账短板，发挥政策效应， <b>各市州都要勇挑重担、争先进位，为全省经济发展多作贡献</b> 。                                                                      |
| 辽宁 | 2022-07-30 | 政府   | 经济运行暨三季度若干重大工程推进工作会议 | 立足 <b>“拼抢争实”</b> ，充分调动各方面积极性。                                                                                                               |



山东 2022-07-29 党委 省委常委会议

**要压实工作责任，各级各部门“一把手”要亲自靠上，当好“施工队长”，确保各项任务部署落地见效。**

资料来源：各省（自治区、直辖市）政府网站，天风证券研究所

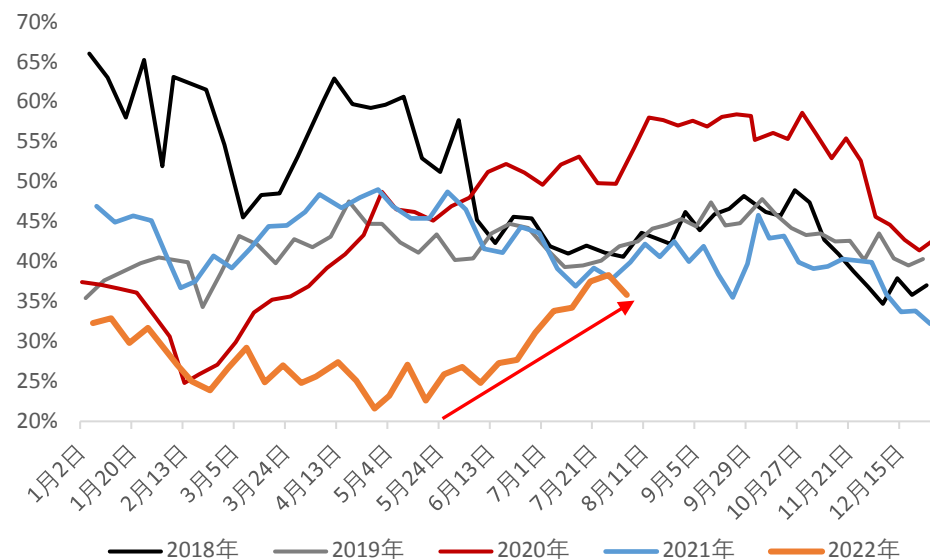
在当前的环境下，尽管中央出于务实的考虑，放松了对完成 5.5% 经济增速的目标要求，但“锦标赛模式”在地方政府的适度重启，会形成纵向的层层传导以及横向的相互竞争，共振之下三季度预计将会形成更多的实物工作量。

### 第三个视角是基建施工强度的提升。

从 5 月底开始，基建逐渐终结了此前“高投资、低施工”的背离状态，真正地开始加速形成实物工作量：

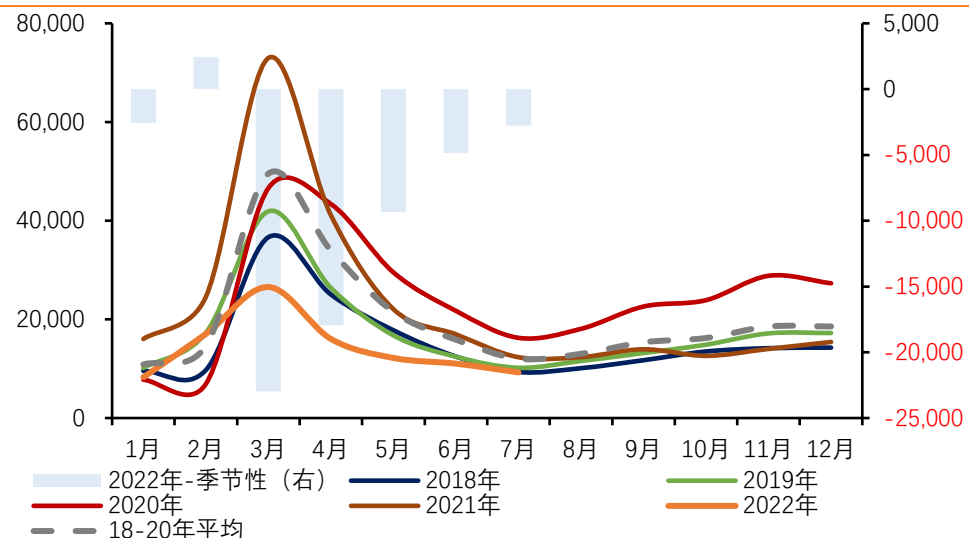
石油沥青装置开工率持续回升，截至 8 月 3 日，录得 35.8%，较 5 月下旬提升 10 个百分点；挖掘机国内销量也从 6 月份开始加速向季节性水平收敛，7 月较季节性水平的差值仅剩 2,777 台；此外，6 月至 7 月中旬，水泥库容比也处在逆势回落的状态中，较高点累计回落了 3.3 个百分点。

图 2：石油沥青装置开工率自 5 月底开始持续回升



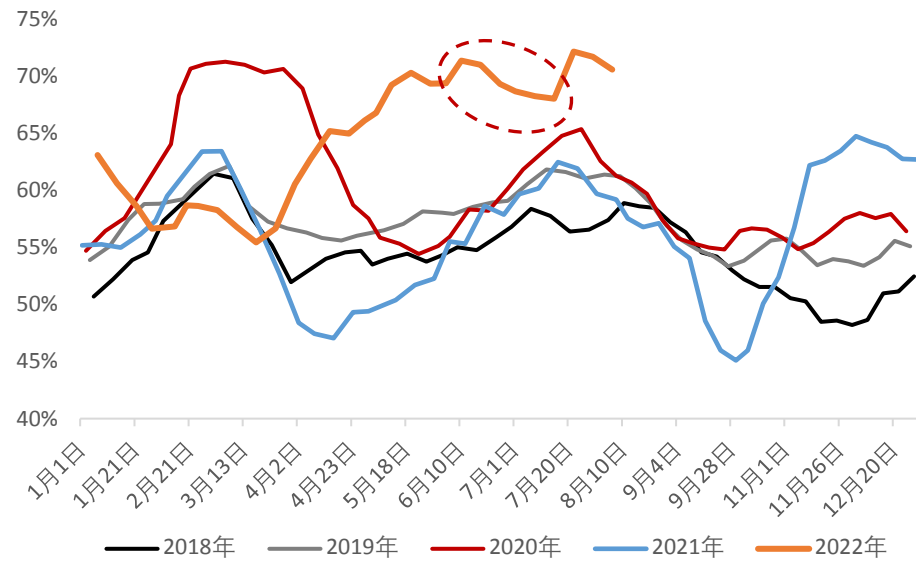
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：国内挖掘机销量在 6、7 月快速向季节性水平收敛（单位：台）



资料来源：WIND，天风证券研究所

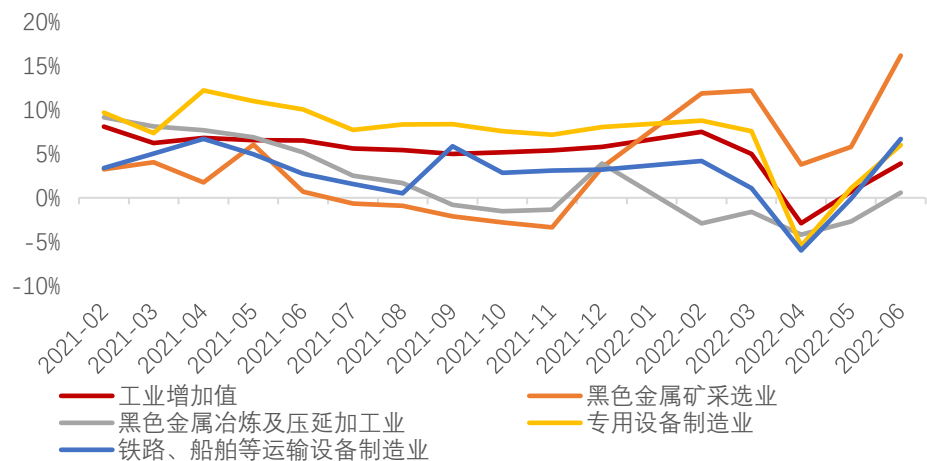
图 4：6 月初至 7 月中旬，水泥库容比快速回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

6 月以来基建的加速施工也对相关行业带来了乘数效应。从工业增加值数据来看，与基建相关度较高的四个行业（黑色金属矿采选业，黑色金属冶炼及压延加工业，专用设备制造业，铁路、船舶等运输设备制造业）在 6 月均有较好的表现。四个行业 6 月增加值同比增速提升的幅度均超过了工业整体的提升幅度，并且仅有铁路、船舶等运输设备制造业的增加值同比增速低于工业整体水平。

图 5：6 月基建相关行业工业增加值同比增速明显回升



资料来源：WIND，天风证券研究所

综上所述，我们提示上下半年的政策逻辑不同，但原因相通。上半年稳增长力度持续低于预期的原因是政策执行力不足，三季度稳增长力度可能超预期的原因也是政策执行力上升。随着不确定性的下降，地方政府的执行力在上升，对短期经济尽快回归正轨的追求无需过分强调。从地方政府近期召开的会议已经可以看到积极的态度明显上升，上游数据反映出来的基建施工强度的提升是最直接的证据。因此市场对于三季度的政策力度和经济增速过度担忧，可能存在定价错误，应当重视预期差修复带来的投资机会。

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