

面对 5% 的 GDP 增速目标，市场颇觉低于预期，毕竟之前市场等待一份 5.5% 左右的经济增长目标。然而一旦我们将 12000 万新增就业与 5% 的 GDP 目标放在一起，这两个指标之下蕴含另一层政策意图：面对诸多不确定性，2023 年政策侧重放开内需，尤其侧重靠近居民消费端的下游产业。

如果说 2022 年的经济结构是外需热内需冷，上游（主要是基建带动）热下游冷（主要是地产和服务消费走弱）；那么当前这一份政府工作报告预示的 2023 年的经济结构更可能是外需冷而内需必须修复，上游边际走弱而下游活力释放。

➤ 5% 的 GDP 增速目标低了么？

2023 年或面临较弱的出口并且外部环境存在较大不确定性，5%GDP 增速目标已经包含国内需求修复这一内在要求。5%左右的增速目标，这是一个务实的增长预期。

➤ 财政货币表述偏淡，这是疫后政策的正常回归。

赤字率 3%，专项债 3.8 万亿；M2 与社融增速“同名经济增速基本匹配”，这是一组平淡的财政货币目标。

今年地产、疫情这些压制内需的因素都较去年缓解，国际能源价格异动也有收敛迹象，在此背景下 2023 年财政货币朝着正常化方向回归，当属应有之义。

➤ 地产政策定调更积极，基建定调较去年收敛。

今年两会李克强总理展望未来工作时，再未提到“房住不炒”，这是自 2017 年以来地产领域最温和的政策表述。

去年扩基建政策立场非常鲜明，今年基建强调资金使用效率以及推进重大项目实物工作量。2023 年基建政策微调，一则当前地方财力有限；二则地产企稳之后基建投资必要性下降。

➤ 2023 年政策重点之一，推动就业吸纳能力较强的产业快速发展。

5%GDP 增速目标为近十年最低，1200 万新增城镇就业目标为历史最高。说明 2023 年政府更关注就业压力化解。

预示未来就业吸纳能力强企业，或能享受更多政策支持。(1) 上下游行业带动强产业，例如汽车、地产、电子等高端制造业；(2) 靠近居民终端消费的下游产业，例如餐饮、住宿等服务业。

➤ 2023 年政策重点之二，产业政策向五大方向倾斜。

(1) “推进关键核心技术攻关”。(2) “重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产”；(3) “加快传统产业和中小企业数字化转型”；(4) “完善现代物流体系”；(5) “大力发展数字经济……支持平台经济发展”

➤ 2023 年政策重点之三，隐性债务朝着温和处理方向推进。

不同隐性债务处理方式对资本市场以及宏观经济影响截然不同。对比往年，今年政府工作报告对隐性债务的表述基调明显更温和，预计未来化债方式对资本市场冲击有限。

风险提示：政策落地不及预期，地缘政治风险超预期。



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.全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产共振回升-2023/03/05
- 2.流动性跟踪周报：资金面的“紧预期”与“松现实”-2023/03/04
- 3.宏观专题研究：两会前瞻：预期之外的看点-2023/03/02
- 4.流动性跟踪周报：资金转松难缓债市回调-2023/03/01
- 5.高频数据点评：地产企稳的下一站-2023/03/01

目录

1 5%的 GDP 增速目标是高是低，应该如何理解？	3
2 预计今年财政和货币力度较去年退坡，这是疫后正常的政策回归	4
3 2023 年地产政策取向更积极，政策对基建的关注度较去年收敛	6
4 2023 年政策重点之一，推动就业吸纳能力较强的产业快速发展	8
5 2023 年政策重点之二，产业政策向五大方向倾斜	9
6 2023 年政策重点之三，隐性债务朝着温和处理方向推进	9
7 风险提示	11
表格目录	12

1 5%的 GDP 增速目标是高是低，应该如何理解？

今年底地方两会给出 2023 年 GDP 增速目标，基本设定在 4%~9.5% 区间。地方加权平均 GDP 增速目标接近 6%，之前市场因此有部分预期全国 2023 年 GDP 增速目标或落在 6%。

事实上全国 GDP 增速目标向来低于地方增速目标加权平均，全国 GDP 增速目标与经济发达省份更一致，例如广东、浙江。今年广东、浙江给出各自 GDP 增速目标在 5% 以上，按照全国两会和地方两会目标制定观点历史经验，我们之前推断今年全国两会给出的 GDP 增速目标或在 5%~5.5%。

有一个现象值得关注，年初两会制定目标时偏保守，但当年实际经济增长表现较好，这样的案例不在少数。

例如 2016 年，当年两会设定 GDP 增速目标较 2015 年走低，2016 年最终宏观经济走势不错。又例如 2021 年，年初 GDP 增速给定目标 6.1%，事实上最终实现 8.1% 增速，大超年初预期。

GDP 增速目标制定，需要同时考量长期潜在增速和短期经济所处阶段性环境。

2023 年或面临较弱出口以及仍存在不确定性的外部环境，5% GDP 增速目标已经包含内需修复这一内在要求。故而，今年政府工作目标宣布 GDP 增速目标 5% 左右，我们理解这是一个非常务实的增速目标制定。

表1：2013 年以来政府工作报告所设定 GDP 目标

年份	目标 GDP	较上年目标	所处五年计划预期年均增速	实际 GDP	目标是否达成	对经济下行压力的判断
2013	7.5%左右	持平	7%	7.7%	是	我国发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期
2014	7.5%左右	持平		7.4%	否	经济下行压力依然较大
2015	7%左右	下调		6.9%	否	经济下行压力 还在加大 ，发展中深层次矛盾凸显，今年面临的困难可能比去年还要大
2016	6.5%-7%	下调	> 6.5%	6.7%	是	经济下行压力加大
2017	6.5%左右，在实际工作中争取更好结果	持平		6.9%	是	经济运行存在不少突出矛盾和问题
2018	6.5%左右	持平		6.6%	勉强	我国发展面临的机遇和挑战并存
2019	6%-6.5%	下调		6.1%	勉强	当前经济下行压力加大
2020	无	——		2.3%	—	我国发展面临风险挑战 前所未有的 ，我国发展面临 一些难以预料的影响因素
2021	6%以上	持平		4.7%	8.1%	是

2022	5.5%左右	下调		3.4%	否	今年我国发展面临的风险挑战 明显增多
2023	5%左右	下调		——	——	——

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理

2 预计今年财政和货币力度较去年退坡，这是疫后正常的政策回归

先看今年财政和货币领域相关的目标数字，赤字率 3%，专项债 3.8 万亿；M2 与社融增速“同名经济增速基本匹配”。

今年赤字率和专项债额度都高于去年，直观来看似乎今年财政力度较去年扩张，事实并非如此。去年财政实际扩张力度要显著大于年初给定的财政相关目标数据。

去年央行及部分央国企缴纳 1.6 万亿左右结存利润支持财政扩张；预算外政策性银行债等工具使用规模也显著增扩。去年毫无疑问是财政扩张大年。为配合财政扩张，去年货币也在同步扩张。

客观而言，2022 年财政货币宽松力度历史少见。2022 年财政货币宽松选择有着深刻的宏观背景，当年地产快速下行，奥密克戎疫情冲击，俄乌冲突带来全球能源价格异动。

今年地产、疫情这些压制内需的因素都较去年缓解，国际能源价格异动也有收敛迹象，这样的国内外背景之下，财政货币朝着正常化方向回归。

财政和货币政策总体力度较去年收敛，符合我们前期判断，也符合市场预期。

表2：2013 年以来政府工作报告财政政策表述

年份	总基调	赤字率	专项债	减税降费规模	政府投资
2013	继续实施积极的财政政策	2%左右		结合税制改革完善结构性减税政策	政府投资对社会投资具有十分重要的引导作用，但占全社会投资的比重越来越小， 必须进一步放宽民间投资市场准入，激发民间投资活力
2014	继续实施积极的财政政策	2.10%		进一步扩大小微企业税收优惠范围，减轻企业负担	发挥好政府投资“四两拨千斤”的带动作用
2015	积极的财政政策要加力增效	2.30%	适当发行专项债券	继续实行结构性减税和普遍性降费，进一步减轻企业特别是小微企业负担。	政府不唱“独角戏”，要更大 激发民间投资活力 ，引导社会资本投向更多领域
2016	积极的财政政策要加大力度	3%	4000 亿元	比改革前减轻企业和个人负担 5000 多亿元	适当增加必要的财政支出和政府投资

2017	财政政策要更加积极有效	3%	8000 亿元	今年赤字率保持不变，主要是为了进一步减税降费，全年再 减少企业税负 3500 亿元左右 、涉企收费约 2000 亿元 ，一定要让市场主体有切身感受。	
2018	积极的财政政策取向不变，要聚力增效	2.60%	1.35 万亿	进一步减轻企业税负，全年再为企业和个人减税 8000 多亿元 全年要为市场主体减轻非税负担 3000 多亿元	
2019	积极的财政政策要加力提效	2.80%	2.15 万亿	减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元	
2020	积极的财政政策要更加积极有为	3.6% 以上	3.75 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例 1 万亿抗疫特别国债	新增减负超过 2.5 万亿元	
2021	积极的财政政策要提质增效、更可持续	3.2% 左右	3.65 万亿	优化和落实减税政策	
2022	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续	2.8% 左右	3.65 万亿元	实施新的组合式税费支持政策，减税降费力度只增不减，以稳定市场预期 全年退税减税约 2.5 万亿元	用好政府投资资金， 带动扩大有效投资
2023	积极的财政政策要加力提效	3%	3.8 万亿元	完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化	政府投资和政策激励要有效带动全社会投资， 鼓励和吸引更多民间资本 参与国家重大工程和补短板项目建设， 激发民间投资活力

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理

表3：2013 年以来政府工作报告货币政策表述

年份	总基调	M2	社会融资规模	宏观杠杆率	大型商业银行普惠型 小微企业贷款
2013	继续实施稳健的货币政策。发挥货币政策逆周期调节作用	13%左右	适当扩大		
2014	货币政策要保持松紧适度	增长 13%左右			

2015	稳健的货币政策要松紧适度。	预期增长 12%左右，在实际执行中，根据经济发展需要，也可以略高些			
2016	稳健的货币政策要灵活适度。	13%左右	13%左右		
2017	货币政策要保持稳健中性。	12%左右	12%左右		
2018	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度	合理增长	合理增长	基本稳定	
2019	稳健的货币政策要松紧适度。	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	基本稳定	增长 30%以上
2020	稳健的货币政策要更加灵活适度。 综合运用降准降息、再贷款等手段。	增速明显高于去年	增速明显高于去年		增速要高于 40%
2021	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	基本稳定	增长 30%以上
2022	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。 加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的 总量和结构 双重功能，为实体经济提供更有有力支持。	扩大新增贷款规模，与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	基本稳定	
2023	稳健的货币政策要精准有力	同名义经济增速基本匹配	同名义经济增速基本匹配	基本稳定	

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理

3 2023 年地产政策取向更积极, 政策对基建的关注度较去年收敛

自 2017 年以来，两会的政府性工作报告中对地产的表述，“房住不炒”相关表达几乎从不间断。

2021 年下半年地产销售快速下行之之后，市场期待 2022 年地产政策有所放松，即便在这样的条件之下，2022 年政府工作报告中仍提到“坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位”。

直到今年两会工作报告，李克强总理展望未来工作时，再未提到“房住不炒”。可以说今年两会对地产的相关表述，是 2017 年以来最温和的表述。

今年政府工作报告还提到“支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”，“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，2023 年地产相关政策表态较往年明显更积极。

去年政府工作报告提到基建时，明确“要用好政府投资资金，带动扩大有效投资”，“合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程”。

新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目’。相较去年，今年两会对基建的诉求较去年明显走弱，相关表述“政府投资和政策激励要有效带动全社会投资”，“加快实施“十四五”重大工程”。

2022 年扩基建的政策立场鲜明，2023 更多强调基建资金使用效率以及推进重大项目实物工作量。

我们认为 2023 年基建领域政策基调发生微调，主要与两点因素有关，一则当前地方财力有限，难以支撑大规模的地方基建投资；二则地产企稳之后基建投资必要性下降。

表4：2013 年以来政府工作报告地产政策表述

年份	政府工作报告
2013	<ul style="list-style-type: none"> ·【商品房】坚决抑制投机、投资性需求。 ·【保障房】城镇保障性住房基本建成 470 万套、新开工 630 万套，继续推进农村危房改造。
2014	<ul style="list-style-type: none"> ·【商品房】针对不同城市情况分类调控，抑制投机投资性需求。 ·【保障房-棚改】加大保障性安居工程建设力度，今年新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上，加强配套设施建设。
2015	<ul style="list-style-type: none"> ·【商品房】坚持分类指导，因地施策。 ·【保障房-棚改】今年保障性安居工程新安排 740 万套，其中棚户区改造 580 万套，增加 110 万套。住房保障逐步实行实物保障与货币补贴并举，把一些存量房转为公租房和安置房。
2016	<ul style="list-style-type: none"> ·【商品房】完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行。 ·【棚改】今年棚户区住房改造 600 万套，提高棚改货币化安置比例。 ·【租购并举】建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。
2017	<ul style="list-style-type: none"> ·【商品房】加强房地产市场分类调控，遏制热点城市房价过快上涨。 ·【三四线商品房去库存】因城施策去库存。目前三四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求。 ·【棚改】再完成棚户区住房改造 600 万套，多种方式提高货币化安置比例。 ·【租购并举】健全购租并举的住房制度，以市场为主满足多层次需求，以政府为主提供基本保障。
2018	<ul style="list-style-type: none"> ·【商品房】坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控。 ·【棚改】启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套。 ·【租购并举】支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房
2019	<ul style="list-style-type: none"> ·【棚改】继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。
2020	<ul style="list-style-type: none"> ·【商品房】坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策。
2021	<ul style="list-style-type: none"> ·【商品房】房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。 ·【租购并举】切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。
2022	<ul style="list-style-type: none"> ·【商品房】坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。 ·【租购并举】坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。

2023	<ul style="list-style-type: none"> ·【房企风险】有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。 ·【商品房需求】支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。 ·【租购并举】加强住房保障体系建设。
------	--

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理。注：红色字体代表政策收紧，蓝色字体代表政策宽松。

4 2023 年政策重点之一，推动就业吸纳能力较强的产业快速发展

这次报告中，GDP 增速目标设定为 5% 左右，低于去年同期 (5.5%)。5% 也是近十年最低 GDP 增速目标。然而 2023 年新增城镇就业目标却达到了 1200 万，较去年高 100 万，同时也是近十年最高的新增就业目标。

偏低的 GDP 增速目标，加上偏高的新增就业目标，这一组合确认 2023 年政府务实的工作思路：与其关注经济增长读数高低，不如关注解决实际就业多少。

偏低的 GDP 增速目标以及偏高的新增就业目标，同时也显示了 2023 年一个重要的政策导向，扶持就业吸纳较强的行业修复发展。

就业吸纳强的产业具备如下特征，或上下游行业带动强，例如汽车、地产、电子等高端制造行业；或靠近居民终端消费，例如餐饮、住宿等服务业。

表5：2013 年以来历年两会对就业目标相关表述

项目	国内生产总值目标	城镇新增就业	城镇调查失业率	城镇登记失业率
2013	7.5%左右	900 万人以上		低于 4.6%
2014	7.5%左右	1000 万人以上		4.6%以内
2015	7%左右	1000 万人以上		
2016	6.5%-7%	1000 万人以上		4.5%以内
2017	6.5%左右，在实际工作中争取更好结果	1100 万人以上		4.5%以内
2018	6.5%左右	1100 万人以上	5.5%以内	4.5%以内
2019	6%-6.5%	1100 万人以上	5.5%左右	4.5%以内
2020	无	900 万人以上	6%左右	5.5%左右
2021	6%以上	1100 万人以上	5.5%左右	
2022	5.5%左右	1100 万人以上	5.5%以内	

2023	5%左右	1200 万人左右	5.5%左右	
------	------	-----------	--------	--

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理

5 2023 年政策重点之二，产业政策向五大方向倾斜

去年中央经济工作会议之后，地方政府纷纷发布数字经济、人工智能、通讯、计算机、新能源、绿色能源等相关产业支持政策。市场对本次全国两会中有关数字经济的产业政策布局颇为期待。

这次政府工作会议更多篇幅聚焦于过去五年工作回顾，未来工作展望着墨不多。即便如此，展望未来工作时，政府言简意赅提到产业布局五方面重点：(1) “推进关键核心技术攻关” (2) “重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产”，(3) “加快传统产业和中小企业数字化转型”，(4) “完善现代物流体系”，(5) “大力发展数字经济……支持平台经济发展”。

后续可以依然保持对数字经济等产业政策的关注和跟踪。

6 2023 年政策重点之三，隐性债务朝着温和处理方向推进

中国已经不止经历一次隐性债务化解，例如 2015 年开启债务置换，2018 年非标去杠杆。2015 年、2016 年为期两年的债务置换系统性降低金融体系风险；2018 年表外资管破刚兑带来资本市场波动。不同隐性债务处理方式对资本市场以及宏观经济影响截然不同。

我们团队前期跟踪政策高频，发现今年 1-2 月隐性债务相关政策发布频率明显提高，显示政府高度关注当前隐债压力。

对比往年，今年政府工作报告对隐性债务的表述基调明显更温和，预计未来化债方式对资本市场冲击有限。

2017 年以及 2018 年，这两年对隐性债务监管表述，政策立场偏鹰，“对不良资产、债务违约、影子银行、互联网金融等积累风险要高度警惕”、“严谨各类违法违规举债、担保等行为”、“省级政府对本辖区债务总负责、省级以下地方政府各负其责”。

今年相关表述为，“防止形成区域性、系统性金融风险”，“优化债务期限结构、降低利息负担”。

表6：2013年以来历年两会对隐性债务化解相关表述

	金融风险
2013	·继续加强地方政府性债务管理。 ·妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题， 积极推进地方政府性债务管理制度建设 ，合理控制地方政府性债务水平。
2014	· 建立规范的地方政府举债融资机制 ，把地方政府性债务纳入预算管理，推行政府综合财务报告制度，防范和化解债务风险。 · 促进互联网金融健康发展 ，完善金融监管协调机制，密切监测跨境资本流动，守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。
2016	·对财政实力强、债务风险较低的，按法定程序适当增加债务限额 规范发展互联网金融 。大力发展普惠金融和绿色金融。
2017	当前系统性风险总体可控，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要 高度警惕 。
2018	· 防范化解地方政府债务风险。严禁各类违法违规举债、担保等行为 。省级政府对本辖区债务负总责，省级以下各级地方政府各负其责，积极稳妥处置存量债务。 ·强化金融监管统筹协调， 健全对影子银行、互联网金融、金融控股公司等监管 ，进一步完善金融监管、提升监管效能。
2019	·继续 发行一定数量的地方政府置换债券 ，减轻地方利息负担。 ·鼓励采取市场化方式， 妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程 。
2020	·重大金融风险有效防控；
2021	·完善金融风险处置工作机制， 压实各方责任 ，坚决守住不发生系统性风险的底线。
2022	· 压实地方属地责任、部门监管责任和企业主体责任 。
2023	·深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险 ·防范化解地方政府债务风险， 优化债务期限结构，降低利息负担 ，遏制增量、化解存量。

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理；注：红色字体代表隐债监管趋严，蓝色字体代表监管边际宽松。

7 风险提示

1) **政策效果不及预期。**年中经济修复节奏超预期，逆周期政策执行力度或低于预期。

2) **地缘政治风险超预期。**若年中地缘政治风险提升，宏观调控力度可能转向、产业政策方向可能调整。

表格目录

表 1: 2013 年以来政府工作报告所设定 GDP 目标.....	3
表 2: 2013 年以来政府工作报告财政政策表述.....	4
表 3: 2013 年以来政府工作报告货币政策表述.....	5
表 4: 2013 年以来政府工作报告地产政策表述.....	7
表 5: 2013 年以来历年两会对就业目标相关表述	8
表 6: 2013 年以来历年两会对隐性债务化解相关表述	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026