

2023年04月18日

迎接复苏——兼评一季度经济数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● Q1 经济超预期，服务生产好于工业生产

(1)2023年Q1实际GDP同比增长4.5%，高于市场预期的4.0%；分产业看，一、二、三产业GDP增速分别较前值变动-0.3、-0.1、3.1个百分点至3.0%、3.4%、5.2%，第三产业高斜率改善。工业生产温和修复，考虑到2022年同期6.5%的基数，不宜理解为弱修复。分行业看，中游设备制造表现较好；服务业生产显著改善：Q1服务业增加值同比增长5.4%、较2022Q4提高了3.1个百分点。

(2)如何理解出口交货值和海关出口背离？主因两者报告期、统计口径不同。从历史数据来看，海关当月出口数据为过去3个月订单的集合。从这个角度来看，3月出口超预期可能更多为前期积压订单的集中释放+一带一路经贸合同，出口交货持续走弱则表明海外需求实质性下滑，因此3月出口高增的延续性仍待观察，全年来看对工业生产的支持力度仍趋降。

● 褪去“报复性消费”后，社零仍超预期

(1)如何理解社零超预期？结构上，服务消费好于实物消费，可选消费好于必选消费。其中2月、3月社零环比季调为0.67%、0.15%，1月、2月实则包含了一定的疫后“报复性消费”因素，因而3月消费延续改善表表征居民真实内生修复动能。

(2)重申2023年关注服务消费。商品消费和服务消费分化可能是2023年宏观经济预测的一大盲点。基准假设下全年社零和服务消费增速为8.0%、15.0%，则服务消费将拉动最终消费支出2.4个百分点，拉动GDP1.3个百分点。百度地图消费指数显示清明节后居民消费活动未有疲弱，或将开启第二轮修复。

(3)青少年就业压力趋显。二季度高校毕业生就业将进入关键阶段，青少年失业率有一定的上行压力。好的方面在于，近期国务院、央行、财政部等多部门高度重视就业，加大投入兜底民生底线。

● 固定资产投资增速小幅回落

(1)基建：关注新一批政策性金融工具，Q2增速或达12%。项目端：一方面各地积极推进重大项目开工，较2022年发力提前、规模扩容；另一方面需关注新一批政策性金融工具和其他资金来源，基建稳增长并无滑坡之扰。一季度央行货币政策委员会例会指出“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资”，多地已在积极筹备项目，我们判断4月和7月概率或较大，若落实则提振Q2基建增速至12%。

(2)地产：投资未能延续改善态势，竣工向上、新开工向下；融资端，销售回款改善但后续地产销售可能呈现缓步下滑；地产建安并未实质性改善、土地购置费仍存下行风险，仍需关注后续修复情况。

(3)制造业：企业中长贷持续向好，但民企利润承压，或为制造业加杠杆的较大制约项，2023年可能不是传统意义上的朱格拉周期，结构大于总量。

● 迎接复苏，看好消费、基建

一季度经济数据总量好于结构，分项上服务生产好于工业生产，基建、消费表现亮眼。总量超预期可能在于，未被纳入宏观预测框架的服务消费高斜率修复，推升最终消费支出增速。

第一，消费端看，市场悲观之际，我们坚定看好消费。1月以来反复强调消费复苏好于工业生产，“消费增量政策不足而怀疑居民内生修复动能”可能是伪逻辑，于短于长均看好消费。第二，基建端，政策、项目、资金三驱，基建有望维持高增长。后续修复是否具备持续性可能是市场的一个担忧，需要指出的一季度的组合为“温和的政策环境+不错的经济数据”。往后看，政策保有余力，密切关注4月底政治局会议，预计后续政策可能加码，叠加施工旺季、出行消费修复，二季度经济将延续向好，供需改善，没有通缩，社融高增，看多权益市场，债券收益率有上行压力。上调全年GDP增速预测至5.6%，其中Q2超过8%，Q3、Q4可能在5.0%附近波动。

● 风险提示：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退

相关研究报告

《出口高增的可持续性还需观察——3月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.4.13

《美联储去通胀进程或将进入“深水区”——美国3月CPI点评—宏观经济点评》-2023.4.13

《不必过度担忧通胀或通缩——3月通胀数据点评—宏观经济点评》-2023.4.12

目 录

1、 Q1 经济超预期，服务生产好于工业生产	3
2、 生产：服务业生产改善快于工业生产	4
3、 褪去“报复性消费”后，社零仍超预期	5
4、 固定资产投资增速小幅回落	7
4.1、 基建：关注新一批政策性金融工具，Q2 增速或达 12%	7
4.2、 地产：投资下行风险未消除	10
4.3、 制造业：增速回落，非典型朱格拉周期	11
5、 迎接复苏，看好消费、基建	12
6、 风险提示	12

图表目录

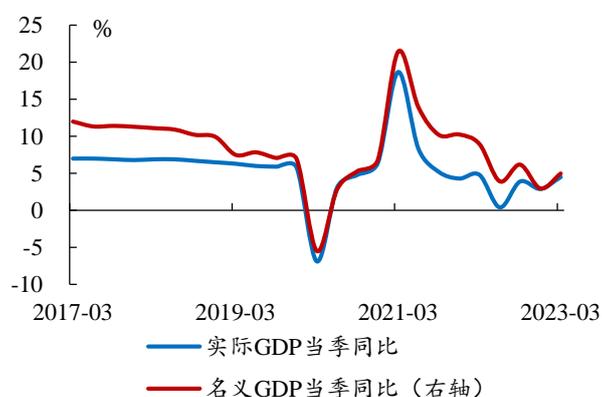
图 1： Q1 实际 GDP 同比为 4.5%	3
图 2： 第三产业高斜率改善	3
图 3： 居民可支配收入实际增速低于 GDP	4
图 4： 居民储蓄率仍高	4
图 5： 出口当月数据可以理解为过去三个月订单的集合	4
图 6： 工业生产温和修复	5
图 7： 服务业生产显著改善	5
图 8： 服务消费好于实物消费	5
图 9： 餐饮、金银珠宝、汽车改善较快	5
图 10： 消费或开启第二轮修复	6
图 11： 北京连续 3 周改善	6
图 12： 一二线消费改善好于三四线	6
图 13： 失业率小幅下滑	7
图 14： 中型企业从业人员 PMI 回落	7
图 15： 1-2 月广义基建增速 12.2%	8
图 16： 电热燃水、铁路运输改善较快	8
图 17： 4 月水泥开工仍向上	9
图 18： 3 月挖机开工小时数同比正增	9
图 19： 4 月沥青开工小幅回落	10
图 20： 建材价格相对稳定	10
图 21： 3 月商品房销售实现正增长	10
图 22： 定金及预收款延续改善	10
图 23： 4 月商品房销售回落	11
图 24： 4 月房企拿地意愿较弱	11
图 25： 房地产建安和房地产投资分化	11
图 26： 土地购置费可能下行、拖累房地产投资	11
图 27： 制造业投资增速下滑	12
图 28： 70%制造业的投资增速下滑	12
表 1： 多地提前储备政策性金融项目	9

2023年Q1实际GDP同比4.5%（预期4.0%），3月工业增加值同比3.9%（预期4.2%），社零同比10.6%（预期7.2%），固定资产投资累计同比5.1%（预期5.3%）。其中，基建投资10.8%，制造业投资7.0%，房地产投资-5.8%，预期分别为11.5%、7.4%、-5.2%。

1、Q1经济超预期，服务生产好于工业生产

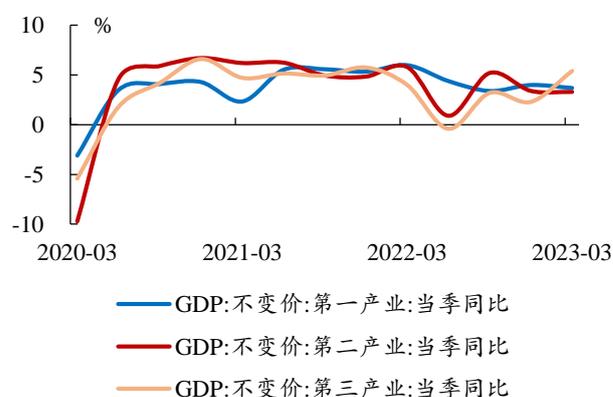
2023年Q1实际GDP同比增长4.5%，较前值改善了1.6个百分点，高于市场预期的4.0%但符合我们预期；GDP环比为2.2%，高于疫情前（2015-2019年）同期均值的1.7%。需考虑到2022年Q4基数不低，不应将其与2022年Q3洼地爬坡的3.9%进行比较。分产业看，一、二、三产业GDP增速分别较前值变动-0.3、-0.1、3.1个百分点至3.0%、3.4%、5.2%，**第三产业高斜率改善**。

图1：Q1实际GDP同比为4.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

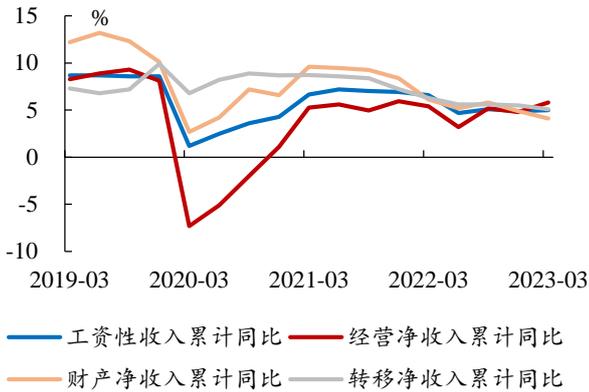
图2：第三产业高斜率改善



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2021年为两年复合增速

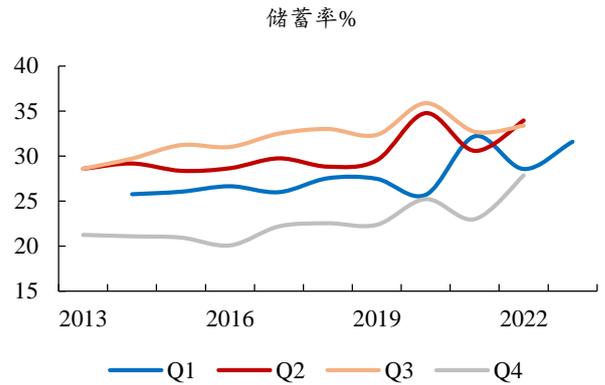
收入端：2023Q1年人均可支配收入实际增速3.8%，低于经济增速；城镇和农村人均可支配收入累计实际同比分别为2.7%和4.8%，2020年新冠疫情以来城乡不平衡状况延续缓解。从分项来看，工资性收入、经营净收入提高了0.1、1.0个百分点，财产净收入、转移净收入下滑了0.8、0.4个百分点。

图3：居民可支配收入实际增速低于 GDP



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：居民储蓄率仍高



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、生产：服务业生产改善快于工业生产

(1) 工业生产温和修复：1-3月工业增加值累计同比为3.0%、略低于预期，考虑到2022年同期6.5%的基数，不宜理解为弱修复。分行业看，中游设备制造表现较好。3月电气机械、汽车制造、交运设备制造、专用设备制造增加值同比分别为16.9%、13.5%、8.6%、7.3%。

(2) 如何理解出口交货值和海关出口背离？1-3月出口交货值累计同比为-5.3%，与Q1出口增速0.5%（以美元计）形成背离，我们认为可能与两者报告期、统计口径不同有关。工业统计的出口交货值为“本期生产、本期交给外贸经营部门或自营出口的产品价值”，海关统计的出口总值为“本期出口的产品总值，不一定是本期生产的”。从历史数据来看，海关出口价格可以用过去3个月的人民币汇率来拟合，因此海关当月出口数据可以理解为过去3个月订单的集合。从这个角度来看，3月出口超预期可能更多为前期积压订单的集中释放+一带一路经贸合同，出口交货持续走弱则表明海外需求实质性下滑，因此3月出口高增的延续性仍待观察，全年来看对工业生产的支持力度仍趋降。

图5：出口当月数据可以理解为过去三个月订单的集合



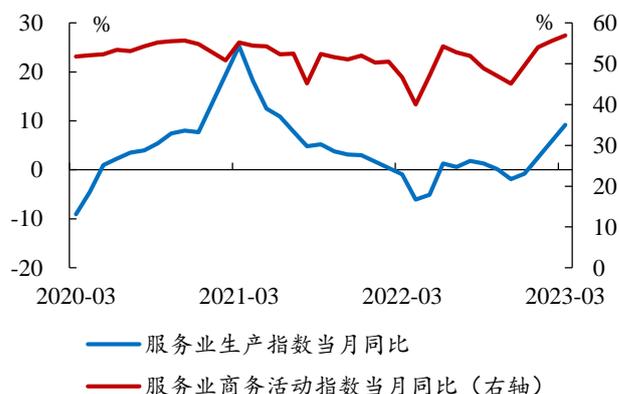
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业生产显著改善：Q1 服务业增加值同比增长 5.4%、较 2022Q4 提高了 3.1 个百分点，其中住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，租赁和商务服务业，批发和零售业增加值分别增长 13.6%、11.2%、6.9%、6.0%、5.5%。3 月服务业生产指数同比增长 9.2%、较前值大幅回升了 6.3 个百分点。

图6：工业生产温和修复



图7：服务业生产显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

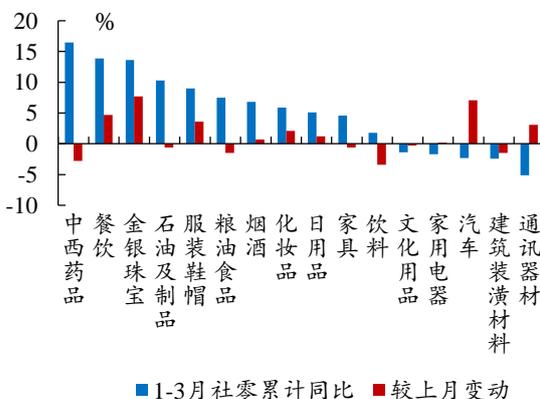
3、褪去“报复性消费”后，社零仍超预期

(1)如何理解“社零超预期”？1-3 月社零累计同比为 5.8%、较前值改善了 2.3 个百分点，其中 2 月、3 月社零环比季调为 0.67%、0.15%，但我们认为数据并非反映消费走弱，相反足见消费修复之韧性。1 月、2 月实则包含了一定的疫后“报复性消费”因素，因而 3 月消费延续改善表表征居民真实内生修复动能。结构上，服务消费好于实物消费，可选消费好于必选消费。

图8：服务消费好于实物消费



图9：餐饮、金银珠宝、汽车改善较快



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

重申 2023 年关注服务消费。服务消费为 2023 年弹性最大的一环，1-3 月餐饮增速和商品零售增速分化加剧，两者增速分别为 26.3%、9.1%。GDP 核算中，最终消费支出包含商品消费、服务消费、虚拟消费等，而这可能是 2023 年宏观经济预测的一大盲点。我们测算最终消费支出中服务消费占比约 35-40%，基准假设下全年社零和服务消费增速为 8.0%、15.0%，则服务消费将拉动最终消费支出 2.4 个百分点，拉动 GDP1.3 个百分点。

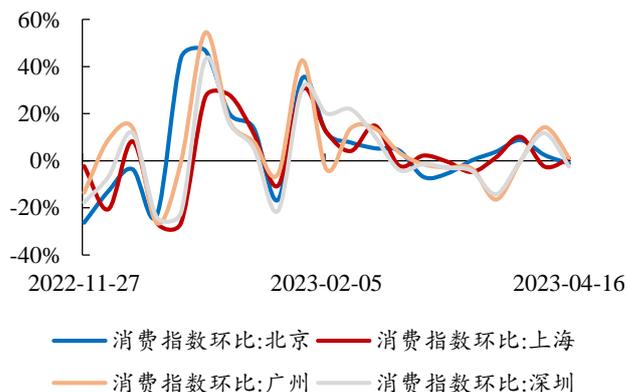
具体来看，我们跟踪的百度地图消费指数是基于居民对消费类场所的出行需求、位置服务计算得到，能较好反映服务消费活动。该指标显示清明节后居民消费活动未有疲弱。4 月第 2 周，全国消费指数（周频）为 107800，几乎持平清明当周。当前市场存在“消费增量政策不足继而怀疑居民内生修复动能”的逻辑，我们判断二季度或开启第二轮修复，消费行情有望徐图缓进。

图10：消费或开启第二轮修复



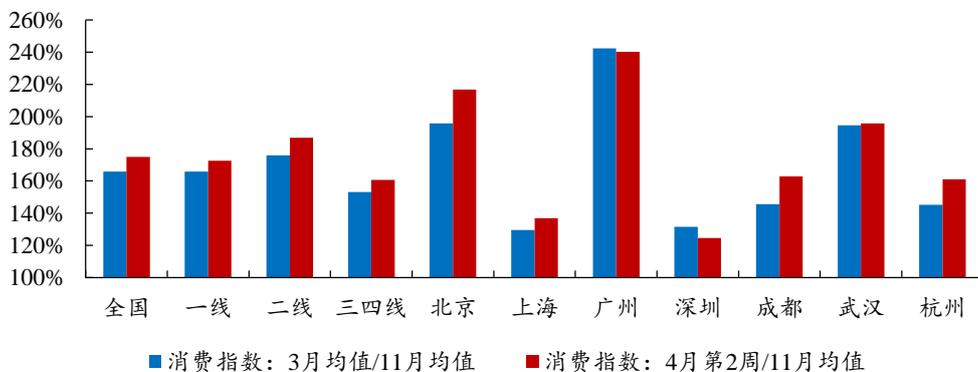
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图11：北京连续3周改善



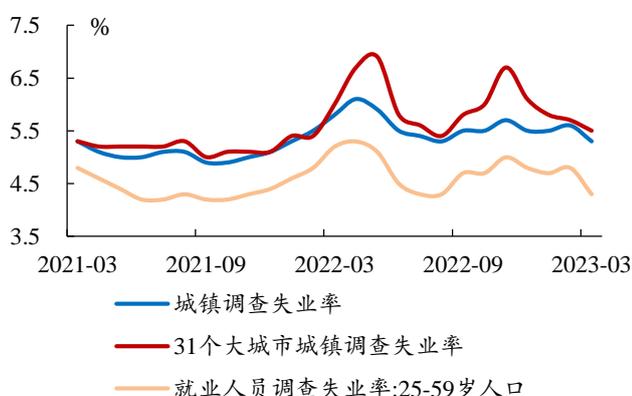
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图12：一二线消费改善好于三四线

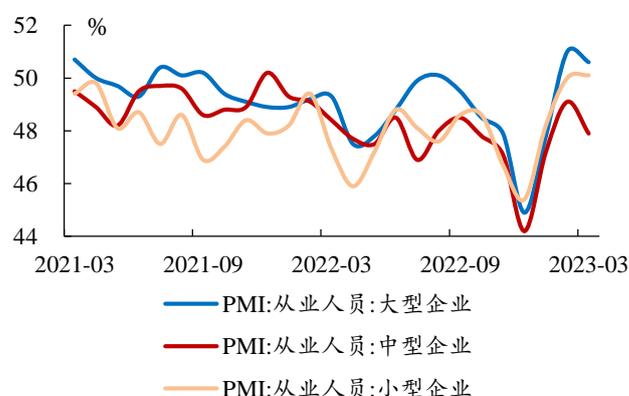


数据来源：百度地图、开源证券研究所

(2)青少年就业压力趋显，3月城镇调查失业率为5.3%、较前值下行了0.3个百分点。分结构来看，25-59岁就业人员调查失业率为4.3%、较前值下行了0.5个百分点，16-24岁就业人员调查失业率上升了1.5个百分点至19.6%。二季度高校毕业生就业将进入关键阶段，此前人社部指出“2023届高校毕业生将达到1158万人”、同比增速为7.6%，高校失业率有一定的上行压力。好的方面在于，近期国务院、央行、财政部等多部门高度重视就业，加大投入兜底民生底线。4月7日，国常会提出加大对吸纳高校毕业生数量多的企业的政策、资金支持，深入实施“三支一扶”等计划，推动应届毕业生多渠道就业；4月14日，国常会研究“优化调整稳就业政策措施，有针对性优化调整阶段性政策并加大薄弱环节支持力度，确保就业大局稳定”。4月14日，财政部发文强调“重点支持高校毕业生等青年就业创业工作”。

图13：失业率小幅下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：中型企业从业人员 PMI 回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

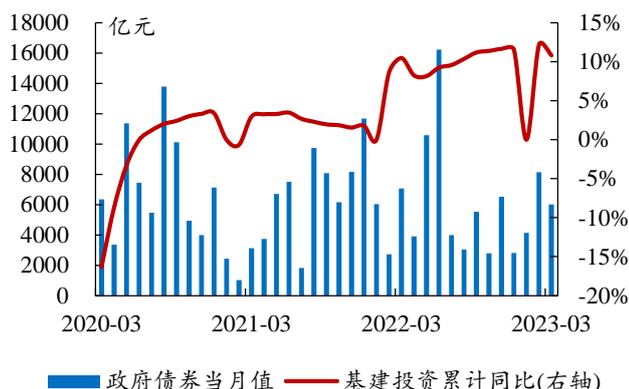
4、固定资产投资增速小幅回落

2023年1-3月固定资产投资累计同比小幅回落了0.4个百分点至5.1%，三大分项均下滑，其中基建投资表现强势、地产仍有下行风险。

4.1、基建：关注新一批政策性金融工具，Q2增速或达12%

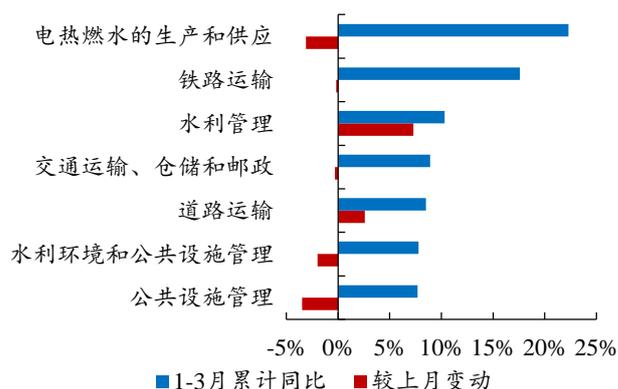
2023年1-3月广义基建增速为10.82%、狭义基建（不含电力）增速8.8%，为固定资产投资主支撑。分行业看，1-3月电热燃水、铁路运输、水利管理增速均超过10%，分别为22.3%、17.6%、10.3%。

图15: 1-2月广义基建增速12.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 电热燃水、铁路运输改善较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

项目端: 一方面各地积极推进重大项目开工, 较 2022 年发力提前、规模扩容; 另一方面需关注新一批政策性金融工具和或有的其他资金来源, 我们判断基建稳增长并无滑坡之扰。一季度央行货币政策委员会例会指出“用好政策性开发性金融工具, 重点发力支持和带动基础设施建设, 促进政府投资带动民间投资”, 多地已积极筹备项目, 例如 3 月 13 日淮安市表示“提前做好项目储备工作”、2 月下旬广州市花都区召开“政策性开发性金融工具项目谋划储备会议”, 此外江苏银保监局于 2 月下旬发布文件强调“政策性银行要尽早做好新一轮政策性开发性金融工具的承接准备工作”。新增政策性金融工具的时点, 我们判断 4 月和 7 月概率或较大, 若落实则提振 Q2 基建增速至 12%。

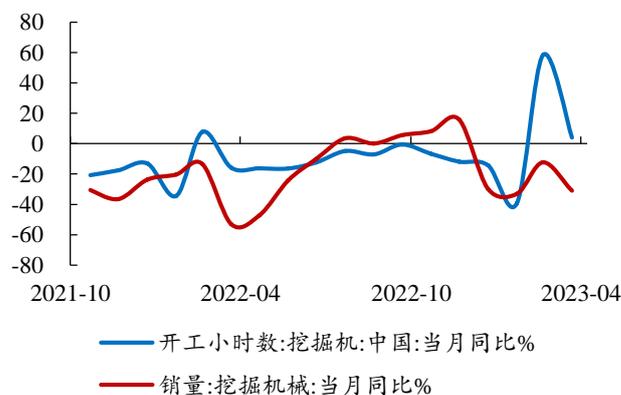
表1: 多地提前储备政策性金融项目

地区	日期	会议/文件	主要内容
四川	2023/1/3	四川高规格举行2023年第一季度重大项目现场推进活动	“下一步，我们继续抢抓国家政策带来的新机遇， 储备并启动更多的基金项目。 ”省发展改革委有关负责人表示，将通过政策性、开发性金融工具为更多的重大项目护航。
浙江	2023/2/10	2023年浙江省扩大有效投资政策	积极争取金融工具支持。做好设备更新改造项目储备，加快贷款投放，及时足额拨付贴息资金，加快释放政策效应。 积极对接争取国家政策性开发性金融工具有关政策。 指导政策性银行用好金融工具，引导商业银行、保险机构同步跟进配套资金，加快推进补短板重大项目建设。
广州市花都区	2023/2/24	2023年政策性开发性金融工具项目 谋划储备会议	积极谋划争取政策性金融工具，全力以赴为全区固定资产投资增长作支撑。
江苏	2023/2/28	《关于银行业保险业加大和优化金融供给助力我省经济运行率先整体好转的通知》	政策性银行要尽早做好 新一轮政策性开发性金融工具的承接准备工作 ，对于政策性开发性金融工具已支持的项目，各银行机构要积极跟进配套融资服务。
江苏省淮安市	2023/3/13	“四类项目”会办会	要加大统筹力度，强化要素保障，加快政策性开发性金融工具项目进度， 并提前做好项目储备工作。
安徽	2023/3/30	安徽省有效投资专项行动方案（2023）	深化省政府与国开行、农发行、进出口银行合作，全年力争新增政策性、开发性金融信贷投放 800亿元以上。

资料来源：各地人民政府网、21世纪经济报、开源证券研究所

图17: 4月水泥开工仍向上


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18: 3月挖机开工小时数同比正增


数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：4月沥青开工小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：建材价格相对稳定

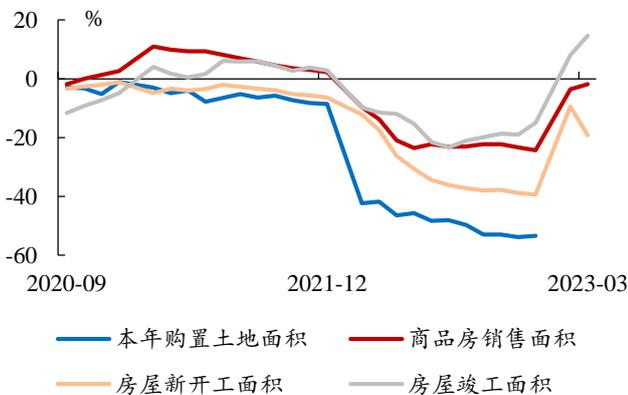


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、地产：投资下行风险未消除

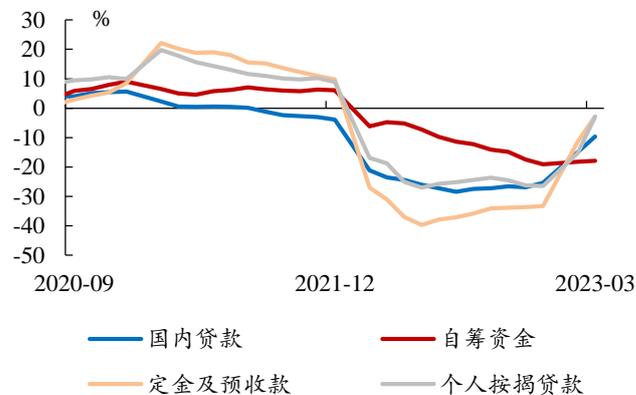
(1)基本^①面看，地产投资未能延续改善态势。1-3月地产投资累计同比为-5.8%，较前值下滑了0.1个百分点，低于市场预期。前端看，1-3月商品房销售面积同比-1.8%（前值-3.6%），新开工面积同比-19.2%（前值-9.4%）；后端看，竣工面积累计同比回升至14.7%，连续8个月改善，指向保交楼稳步推进、稳民生效果持续显现。

图21：3月商品房销售实现正增长



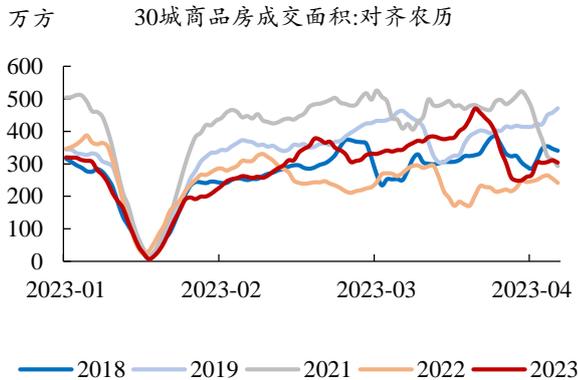
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图22：定金及预收款延续改善

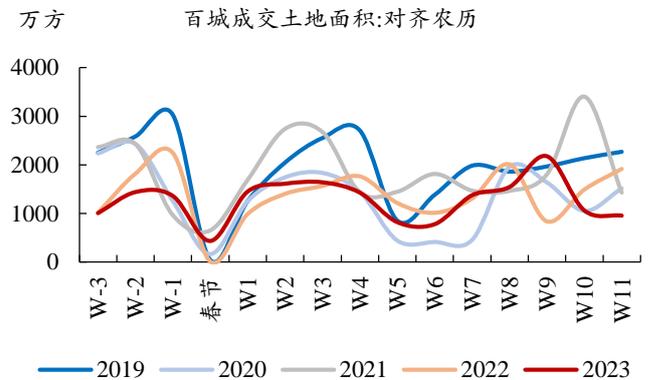


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

(2)融资端，销售回款积极回升。1-3月房地产开发资金来源累计增速改善了6.2个百分点至-9.0%；受益于2-3月商品房销售“小阳春”，定金及预收款、个人按揭贷款改善了8.6、12.4个百分点，但后续地产销售可能呈现缓步下滑。一方面，疫情期间积压的购房需求得到一定释放，需求可能回归至相对平稳的阶段；其次，3月70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有64、57个，地方进一步宽松的可能性不大、更多是当前政策力度的延续。2023上半年地产销售或能实现低基数上的正增长，但全年乃至长期来看仍将回归人口基本面。

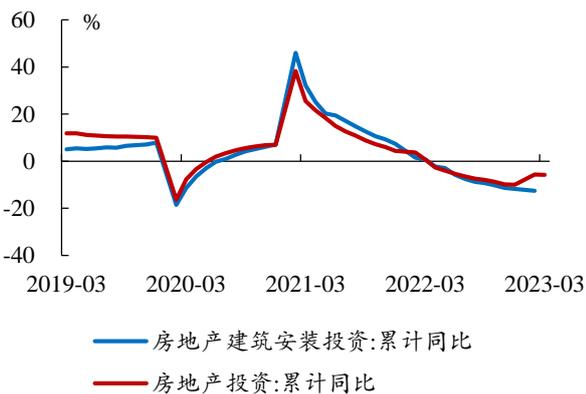
图23：4月商品房销售回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：4月房企拿地意愿较弱


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)地产投资仍存下行风险。2023年2月房地产开发投资增速-5.7%，但房地产建安投资为-12.5%、仍处下行通道中，主因在于土地购置费异常高增。从历史数据来看，土地成交价款领先土地购置费2-3个季度，我们测算2023年土地购置费或下探至-30%、拖累地产投资9个百分点。但2月、3月土地购置费不降反增，可能与统计局年初统一核算有关。因而，地产建安并未实质性改善、土地购置费仍存下行风险，仍需关注后续修复情况。

图25：房地产建安和房地产投资分化


数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：土地购置费可能下行、拖累房地产投资

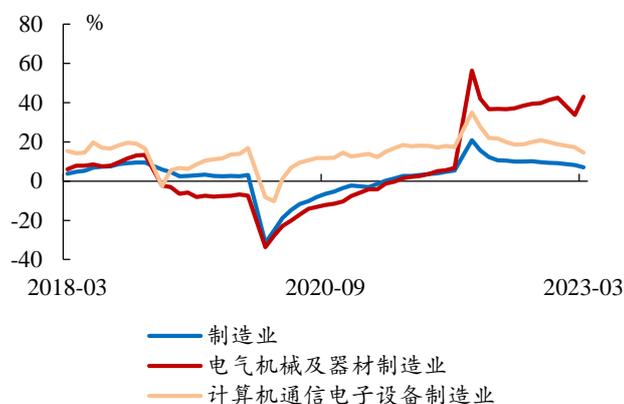

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、制造业：增速回落，非典型朱格拉周期

1-3月制造业投资累计同比增长7.0%、较前值回落了1.1个百分点，连续6个月下行。70%子行业的投资增速出现下滑，其中电气机械、纺织业、化学制品边际改善了9.4%、6.7、2.0个百分点。社融数据企业中长贷持续向好，但民企利润仍承压，

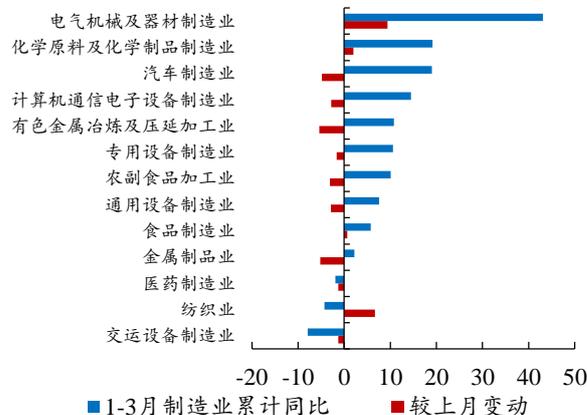
或为制造业加杠杆的较大制约项，民企制造业投资增速大幅低于制造业增速为证。
我们认为 2023 年可能不是传统意义上的朱格拉周期，结构大于总量。

图27：制造业投资增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图28：70%制造业的投资增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、迎接复苏，看好消费、基建

一季度经济数据总量好于结构，分项上服务生产好于工业生产，基建、消费表现亮眼。总量超预期可能在于，未被纳入宏观预测框架的服务消费高斜率修复，推升最终消费支出增速。

第一，消费端看，市场悲观之际，我们坚定看好消费。Q1 社零和第三产业超预期但符合我们预期，1 月以来反复强调消费复苏好于工业生产，“消费增量政策不足而怀疑居民内生修复动能”可能是伪逻辑，重申于短于长均看好消费。往后看，诸多变化指向中央加强对消费的重视，我们认为 2023 年或迈入“消费新时代”，人口红利由量转质、老龄化加深、地产挤出效应削弱的三要素支撑下，我们预计未来 5-10 年居民最终消费支出占比从 38%提高至 50%左右，对应权益市场的消费超额估值为 20%。**第二，基建端，2023 年基建在项目、资金、政策等支持下，亦有望维持高增长。**

后续修复是否具备延续性可能是市场的一个担忧，需要指出的是第一季度的组合为“温和的政策环境+不错的经济数据”。往后看，政策保有余力，密切关注 4 月底政治局会议，预计后续政策仍将加码呵护经济增长，叠加施工旺季、出行消费持续修复，二季度经济将延续向好态势，供需均改善，没有通缩，社融高增，看多权益市场，债券收益率有上行压力。上调全年 GDP 增速预测至 5.6%，其中 Q2 超过 8%，Q3、Q4 可能在 5.0%附近波动。

6、风险提示

- 国内疫情反复超预期：防疫优化后经济存在短期扰动，或是疫情第二次冲击超预期，那么经济可能存在超预期下行压力。

2. 俄乌冲突反复超预期：如果俄乌冲突再度超预期升温，那么可能造成通胀再度攀升。
3. 美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn