

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

预计 GDP 全年奔向 6%，股市有望对经济复苏重新定价

2023 年 4 月 19 日

摘要:

3 月信贷、出口等宏观指标接连超预期，而从股市表现看，市场选择对数据“视而不见”。我们判断，随着经济内生动能继续修复，市场的担忧将逐步被打破，经济预期或将迎来上修，股市有望对经济复苏重新定价。

- 一季度 GDP 增速高达 4.5%，总量大超预期，但从结构看，复苏不均衡，服务业强复苏，工业弱复苏。2020 年疫后复苏，当时社会各界对中国经济仍然充满信心，复苏特征是工业复苏领先于服务业，复苏交易升温引发股市大涨。而本轮复苏，很多企业和居民信心不足，表现在工业复苏弱和居民存款强。A 股 5000 多家上市公司中，七成属于工业，股市天然对工业复苏更敏感，对服务业复苏的反应相对较小。我们认为复苏不均衡是近期股市对于多项数据超预期“视而不见”的关键原因。
- 而复苏不均衡，恰恰意味着复苏或仍有很大空间。目前企业仍处于去库存阶段，对应于工业弱复苏。但工业产销率已经降至 2000 年以来最低位，工业产能利用率已经降至 2017 年以来（除 2020 年一季度外）最低位，继续下降时间可能已不长久，一旦这些指标触底企稳，我们预计会对工业构成利好。再加上 3 月出口大超预期，而出口领先于库存周期，因此下半年企业可能进入补库存周期，对应于下半年工业复苏可能比上半年更强。鉴于一季度 GDP 已经大超预期，我们上修全年经济预测，预计二季度 GDP 将达到 8% 以上，全年 GDP 将奔向 6%。
- 此外，市场对于经济复苏的三种“担忧”或将逐步消退。（1）对于消费复苏的强度的担忧。2023 年一季度就业、收入、消费倾向三因素均对居民消费形成正向贡献。伴随经济企稳回升、就业形势逐步改善，消费场景不断增加，居民消费意愿或将进一步修复，“就业-收入-消费”的正循环有望打通。另外，一季度社会集团消费明显好于居民消费，是拉动消费复苏的主要力量。今年社会集团消费对整体消费的拉动作用预计将比居民消费更强，这是一个重要的预期差。（2）第二，对于出口反弹可持续性的担忧。我们判断，有三个因素共同对出口形成支撑。一是出口结构优化，竞争力凸显。二是我国与“一带一路”沿线国家、金砖国家的经贸合作不断扩大，政策红利释放。三是企业出口抢订单已初显成效。鉴于以上三个因素均不是短期变化，我们认为超预期的出口并非昙花一现，而是具备较强的持续性。（3）第三，对于政策转向的担忧。整体来看，经济复苏虽在路上，但结构性问题仍然较为凸出。政策对于经济的呵护料将继续发力。
- 综上所述，我们判断，随着经济内生动能继续修复，市场的担忧将逐步被打破，经济预期或将迎来上修，股市有望对经济复苏重新定价。
- 风险因素：政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、股市有望对经济复苏重新定价	3
二、先进制造业投资维持韧性，基建保持较快增长	6
三、居民消费潜力释放，社零增速大幅反弹	7
四、工业生产恢复偏弱	8
风险因素	9

图目录

图 1：工业产销率、工业产能利用率已降至历史低位	3
图 2：一季度三因素均对居民消费形成正向贡献	4
图 3：一季度社会集团消费同比好于居民消费	4
图 4：跨境货物贸易人民币业务结算金额在 3 月创出历史新高	5
图 5：2023 年各省市制造业投资聚焦于高新技术产业	6
图 6：定金及预收款和个人按揭贷款改善较为明显	7
图 7：各类消费增速	7
图 8：工业增加值同比增速	8
图 9：3 月各行业增加值同比	9

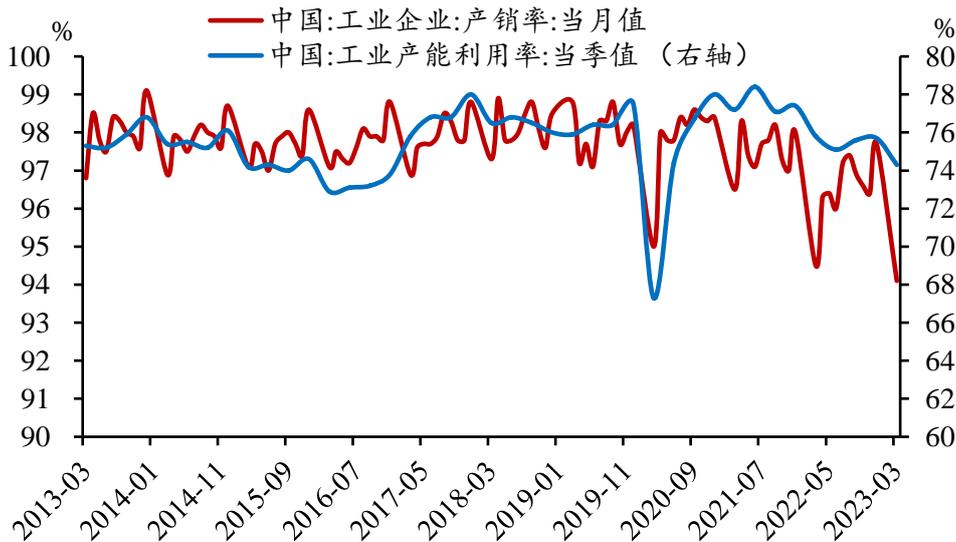
一季度 GDP 同比增长 4.5%，明显高于万得一致预期的 4.0%，一改前期“弱现实”的复苏格局。在信贷、出口、以及最新的经济数据等一系列宏观指标接连超预期之后，经济预期或将迎来上修，股市有望对经济复苏重新定价。

一、股市有望对经济复苏重新定价

一季度 GDP 增速高达 4.5%，总量大超预期，但从结构看，复苏不均衡，服务业强复苏，工业弱复苏。一季度，服务业生产指数累计同比 6.7%，去年全年为-0.1%，大幅回升了 6.8 个百分点。反观规模以上工业增加值累计同比 3%，较去年全年增速（3.6%）下降了 0.6 个百分点。这是本轮复苏和 2020 年下半年复苏最大的不同。2020 年疫后复苏，当时社会各界对中国经济仍然充满信心，复苏特征是工业复苏领先于服务业，复苏交易升温引发股市大涨。而本轮复苏，很多企业和居民信心不足，表现在工业复苏弱和居民存款强。A 股 5000 多家上市公司中，七成属于工业，股市天然对工业复苏更敏感，对服务业复苏的反应相对较小。我们认为，复苏的不均衡是导致近期股市对于多项数据超预期“视而不见”的关键原因。

而复苏不均衡，恰恰意味着复苏或仍有很大空间。目前企业仍处于去库存阶段，对应于工业弱复苏。工业产销率已经降至 2000 年以来最低位，工业产能利用率已经降至 2017 年以来（除 2020 年一季度外）最低位，继续下降时间可能已不长久，一旦这些指标触底企稳，预计会对工业构成利好。再加上 3 月出口大超预期，而出口领先于库存周期，因此下半年企业可能进入补库存周期，对应于下半年工业复苏可能比上半年更强，股市也可能更多交易复苏。

图 1：工业产销率、工业产能利用率已降至历史低位



资料来源:万得, 信达证券研发中心

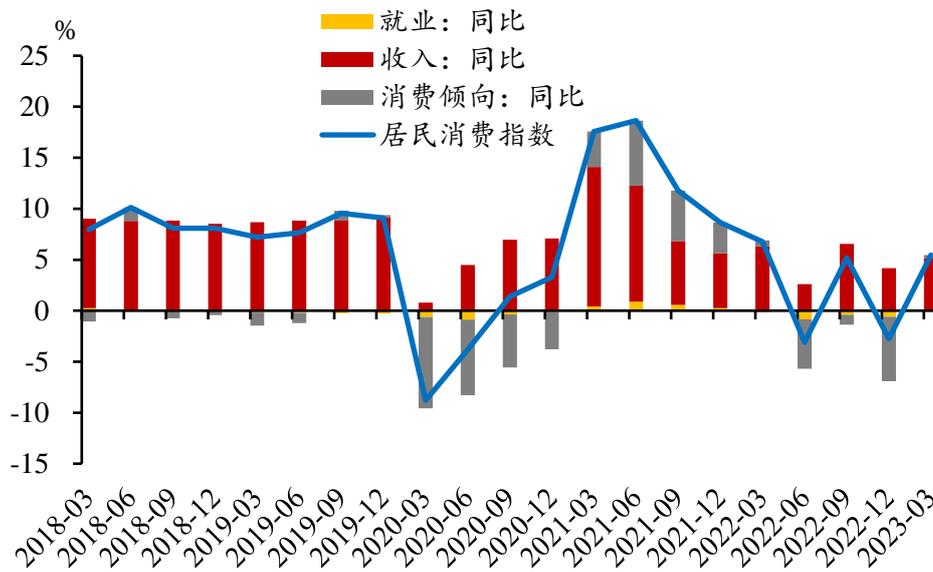
鉴于一季度 GDP 已经大超预期，我们上修全年经济预测，预计二季度 GDP 将达到 8% 以上，全年 GDP 将奔向 6%。

此外，股市反应平淡或与市场对于经济复苏的三种“担忧”有关，一是担忧消费复苏的强度，二是担忧出口反弹的可持续性，三是担忧政策转向的可能性。我们对这三种担忧逐一进行研判。

第一，对于消费复苏的强度。根据我们的消费三因素框架，居民消费增速可以拆分为就业同比+收入同比+消费倾向同比。2023 年一季度三因素均对居民消费形成正向贡献，其中收入贡献 93%，其次是消费倾向贡献 5.6%，就业贡献 1.3%。边际上，一季度收入同比增长 5.1%，较去年四季度增速提升 0.9 个百分点；3 月失业率录得 5.3%，较 2 月下行 0.2 个百分点。伴随经济企稳回升、就业形势逐步改善，消费场景不断增加，居民消费意愿或将进一步修复，“就业-收入-消费”的正循环有望打通。此外，“五一假期”一般被认为是验证消费复苏程度的重要时间窗口，据美团、大众点评发布的统计数据，截至 4 月 10 日，五一假期国内旅游订单量较 2019 年

同期增长约 200%，创五年来最高纪录。可见居民的消费能力和消费热情均处于持续改善的路径中。

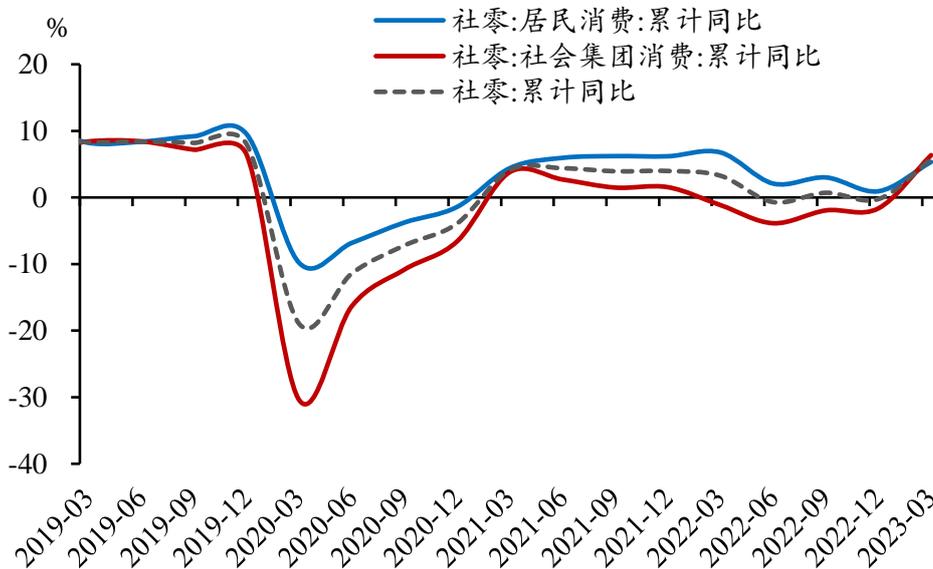
图 2：一季度三因素均对居民消费形成正向贡献



资料来源:万得, 信达证券研发中心

另外，按照我们的居民消费和社会集团消费两分法，一季度居民消费累计同比 5.3%，社会集团消费（各种公司、单位、机构等的消费，在全部消费中占比为四成以上）累计同比 6.4%，社会集团消费明显好于居民消费，是拉动消费复苏的主要力量。市场看消费一般聚焦于居民消费，而今年社会集团消费对整体消费的拉动作用预计将比居民消费更强，这是一个重要的预期差。

图 3：一季度社会集团消费同比好于居民消费



资料来源:万得, 信达证券研发中心

第二，对于出口反弹的可持续性。3 月出口同比大超市场预期，市场的普遍观点认为出口同比高增的原因在于积压订单释放，因此出口的反弹是不可持续的。然而，我们判断，出口超预期的背后并非积压订单的释放，有三个因素共同对出口形成支撑。

一是出口结构优化，竞争力凸显。一季度电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品合计出口同比增长 66.9%，对出口整体形成强力拉动。

二是我国与“一带一路”沿线国家、金砖国家的经贸合作不断扩大，政策红利释放。3 月我国对东盟、俄罗斯、非洲、拉美等国家地区出口高增，我们判断这与人民币国际化进程加速推进，部分贸易转向人民币结算有关。在美联储收紧流动性的大环境下，如果海外国家可以用人民币代替美元结算来自中国的进口货物，则其购买力能够得到大幅的提升。我们可以从数据和新闻中找到一些蛛丝马迹，比如跨境货物贸易人民币业务结算金额在 3 月创出历史新高，同比增长 35.8%；再比如今年以来，陆续有伊拉克、孟加拉、巴西等国宣布允许在对华贸易中使用人民币结算。

三是企业出口抢订单已初显成效。在去年年末防疫措施调整之后，许多省份开始鼓励企业出国抢订单，出海目的地涉及欧美、南亚、非洲等多个地区。我们判断，3 月出口高增部分来自于国内企业出国抢订单所带来的影响。此外，近期巴西、德国、土耳其等多国领导密集访华，我们预计将对我国建筑企业基础设施、新能源建设等多个领域订单起到扩容的作用。

鉴于以上三个因素均不是短期变化，我们认为超预期的出口并非昙花一现，而是具备较强的持续性，三季度之前出口可能都能保持一定的韧性。

图 4：跨境货物贸易人民币业务结算金额在 3 月创出历史新高



资料来源:万得, 信达证券研发中心

第三，对于政策转向的可能性。回顾历史，当一季度政治局会议确定经济复苏趋势，并收紧宏观政策时，市场往往会受到冲击。典型的有 2019 年 4 月 19 日的一季度政治局会议认为一季度经济“总体平稳、好于预期，开局良好”，不再提“六稳”，重提“结构性去杠杆”，随后股市在二季度转熊。上周央行货币政策委员会第一季度例会删去了“三重压力”，新增表述“国内经济呈现恢复向好态势”，也加大了市场对于政策后续走向的担忧。我们认为，政策明显转向的概率较小，一方面目前经济展现出一定程度“类通缩”特征，PPI 处于下降通道，导致企业利润显著承压；另一方面 3 月份年轻人失业率再度冲高，达到了 19.6%。整体来看，经济复苏虽在路上，但结构性问题仍然较为凸出。政策对于经济的呵护料将继续发力。

综上所述，我们判断，在经济内生动能继续修复的背景下，市场的担忧预计将逐步被打破，对于经济的预期或将迎来上修，股市有望对经济复苏重新定价。

二、先进制造业投资维持韧性，基建保持较快增长

一季度，全国固定资产投资（不含农户）107282亿元，同比增长5.1%，与上年全年持平。

作为2023年稳经济的压舱石，基建保持较快增长。1-3月广义基建投资增长10.8%，1-2月为12.2%。今年发债继续前置，新增专项债2.19万亿元的提前批中，1-3月各地发行新增专项债券13228亿元，与去年基本持平，处于历史较高水平。一季度，全国各地重大项目建设加紧建设，积极引导资金流向经济社会发展的关键领域和薄弱环节，例如，水利、交通、能源等基础设施建设和生态环保等补短板建设。基建投资延续高增长，成为2023年稳经济的压舱石。

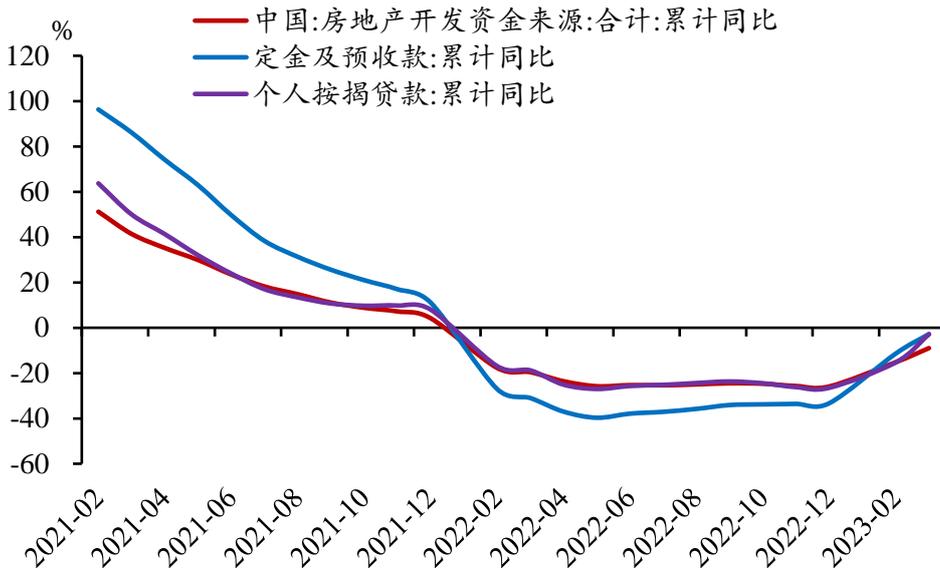
先进制造业投资维持韧性。1-3月制造业投资增长7.0%，1-2月为8.1%。高技术制造业投资同比增长15.2%。高技术制造业中，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长20.7%、19.9%。先进制造业投资表现亮眼离不开政策的大力支持，从各省市2023年政府工作报告来看，制造业投资重点集中在新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等高新技术产业。

图5：2023年各省市制造业投资聚焦于高新技术产业

省份	重点领域	内容
黑龙江	新材料、航空航天、高端装备	打造新材料、航空航天、高端装备等一批新增长动能，着力培育稳定经济增长的优质主体。大力推进数字产业化和产业数字化，推动哈尔滨人工智能计算中心、中国移动大数据中心扩建项目建设，深入实施制造业数字化转型和中小企业数字化赋能行动，全力推进5G、千兆城市、工业互联网等新型基础设施建设。
湖北	光电子信息、新能源与智能网联汽车、生命健康、高端装备、北斗	坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，以科技创新引领产业升级，持续加力打造“51020”现代产业集群。深入实施战略性新兴产业倍增行动。完善“链长+链主+链创”推进机制，突破性发展光电子信息、新能源与智能网联汽车、生命健康、高端装备、北斗等5大优势产业。
山东	5G基站、人工智能、电子信息、生物医药、高端装备、合成生物、元宇宙、新能源汽车	在人工智能、电子信息、生物医药、高端装备等领域，“揭榜挂帅”实施100项重大科技创新工程项目，70%以上由企业牵头。强化绿色制造体系建设，培育省级以上绿色工厂100家，开发绿色产品100个以上。加快氢燃料电池汽车推广力度，整合锂电、动力系统、整车制造等资源，尽快在新能源汽车领域形成竞争优势。
浙江	新材料、绿色电源	壮大科技创新力量，推进中科院杭州医学所二期、中国宁波新材料高端创新平台等重大科技设施项目建设，鼓励10大省实验室、新型研发机构、省技术创新中心和制造业创新中心开展原创性引领性科技攻关，部署实施省级重大科技项目400项以上，取得重大科研成果100项以上。
江西	大数据、航空、电子信息、新能源、新材料、智能终端	实施工业企业技改项目3000个左右，加快航空、电子信息、装备制造、中医药和生物医药、新能源、新材料等重点产业项目建设。大力发展专业芯片、电子元器件、智能终端等基础赛道，VR、元宇宙、移动物联网、人工智能、云计算、区块链等新兴赛道，智能家居、数字文创等融合赛道。
陕西	生命健康、新能源、新材料、光伏、氢能、5G	大力发展战略性新兴产业，打造新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎，前瞻布局生命健康、氢能与储能等未来产业，加快西安集成电路、新能源汽车、光伏装备，宝鸡先进结构材料产业集群发展步伐，支持西安、汉中加快构建西汉蓉航空产业带，支持榆林建设氢能产业示范区。
福建	大数据、人工智能、清洁能源、新材料、新能源	聚焦高端化智能化绿色化，加快电子信息、先进装备制造、石油化工、现代纺织服装等支柱产业提质增效，促进食品、冶金、建材、工艺美术等传统产业升级，推进新材料、新能源、生物与新医药等战略性新兴产业融合集群发展，支持宁德打造世界级动力电池产业集群、办好2023年世界储能大会。
河南	5G基站、人工智能、生物医药、氢能	提升生物医药产业竞争力，强化关键原辅料、设备配件和生产工艺研发攻关，培育医学、医药、医养新生态。推动氢能与储能、生命健康、量子信息等产业尽快成规模，争创国家未来产业先导示范区。
四川	航空装备、核技术应用、氢能、通用航空、量子通信、数字信息	发展生物医药、核技术应用、航空装备、轨道交通、氢能、通用航空等战略性新兴产业，前瞻布局先进计算、量子通信、工业元宇宙、类脑智能等未来产业，提升集成电路、新型显示等关键基础产业水平，重点发展CPU、GPU等高端通用芯片及国产EDA工具，支持能源电子、中低轨卫星等新业态产业。
吉林	人工智能、5G基站、大数据、新材料、清洁能源	以推动互联网、大数据、云计算、区块链、人工智能和实体经济深度融合为主线，协同推进数字产业化和产业数字化，激发数字经济活力，提升经济社会运行数字化、网络化、智能化水平。推动吉林120万吨乙烯转型升级项目掀起建设高潮，分批形成产能，构建完整的乙烯、丙烯产业链，打造基础化工、精细化工、化工新材料产业集群。
江苏	数字经济、人工智能、新能源、新材料、高端装备	深入实施数字经济核心产业加速行动计划，做强做优“数智云网链”等新兴数字产业，积极发展第三代半导体、元宇宙等未来产业，力争数字经济规模突破5.5万亿元。有重点、分梯次推动生物技术、新能源、新材料、高端装备等战略性新兴产业融合集群发展，努力打造现代化产业体系新支柱。

资料来源：信达证券研发中心整理

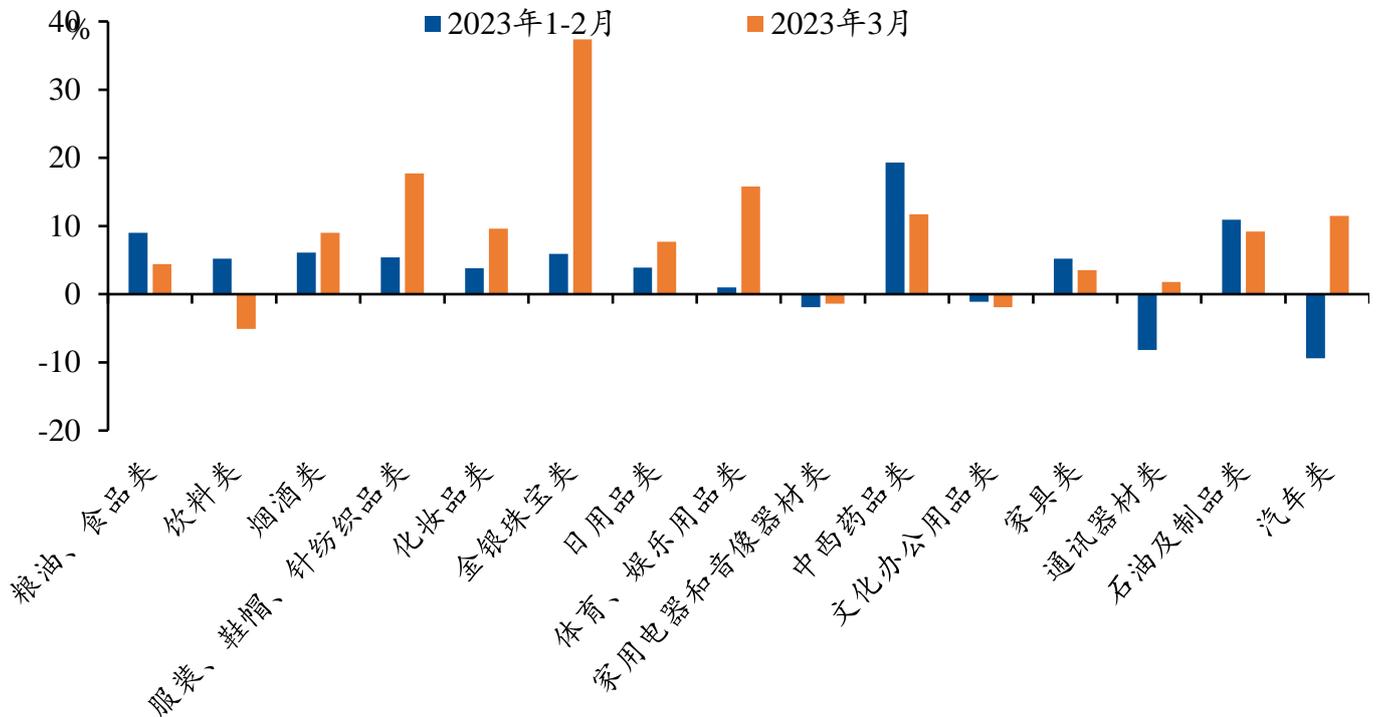
地产投资增速小幅下滑，但积极变化也同时存在。1-3月房地产投资同比-5.8%，降幅比1-2月扩大0.1个百分点。施工面积与新开工面积同比分别下降5.2%、19.2%，降幅较上期分别扩大0.8、9.8个百分点。但我们同时也能看到一些积极的变化，（1）在“保交楼”政策的推动下，1-3月竣工面积同比上升14.7%，升幅较上期扩大6.7个百分点。（2）1-3月商品房销售面积累计同比下滑1.8%，与上月相比降幅收窄1.8个百分点。其中，住宅销售面积累计同比增长4.1%，为去年年初以来的首次转正。（3）1-3月房地产开发资金同比下滑9.0%（前值-15.2%），其中，定金及预收款和个人按揭贷款的改善较为明显，分别同比下滑2.8%（前值-11.4%）和2.9%（前值-15.3%），销售回暖使得房企资金有所改善。

图 6：定金及预收款和个人按揭贷款改善较为明显


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、居民消费潜力释放，社零增速大幅反弹

居民消费潜力释放，社零增速大幅反弹。3月份，社会消费品零售总额同比增长10.6%，比1-2月份加快7.1个百分点。居民出行活动增多带动接触性、社交性消费明显回暖，餐饮收入同比增长26.3%，金银珠宝消费同比增长37.4%，服装、鞋帽、针纺织品消费增长17.7%，化妆品消费增长9.6%。

图 7：各类消费增速


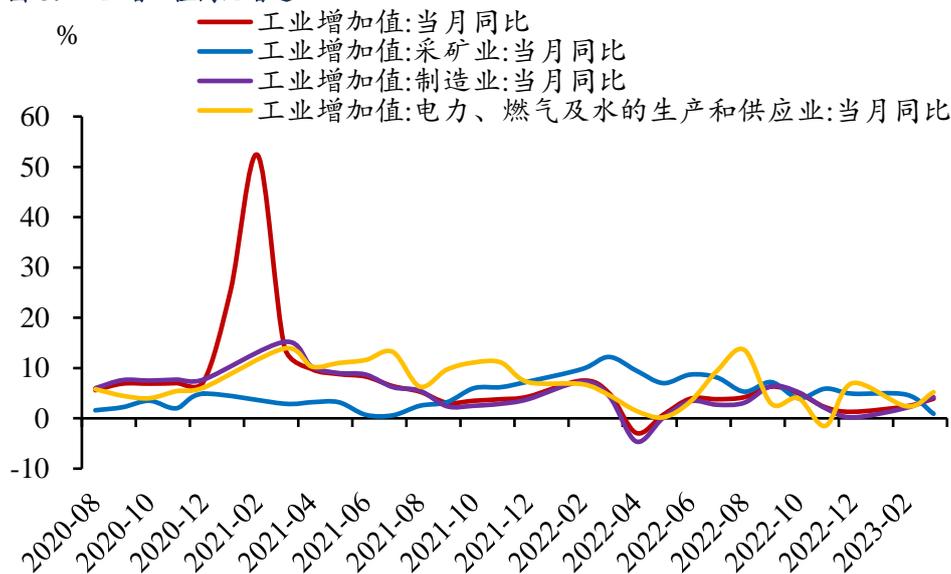
资料来源:万得, 信达证券研发中心

人流和物流的增多支撑了服务业的快速恢复。3月服务业生产指数同比增长9.2%，比1-2月份加快3.7个百分点。其中，住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长29.9%、11.9%，比1-2月份分别加快18.3、7.7个百分点。

四、工业生产恢复偏弱

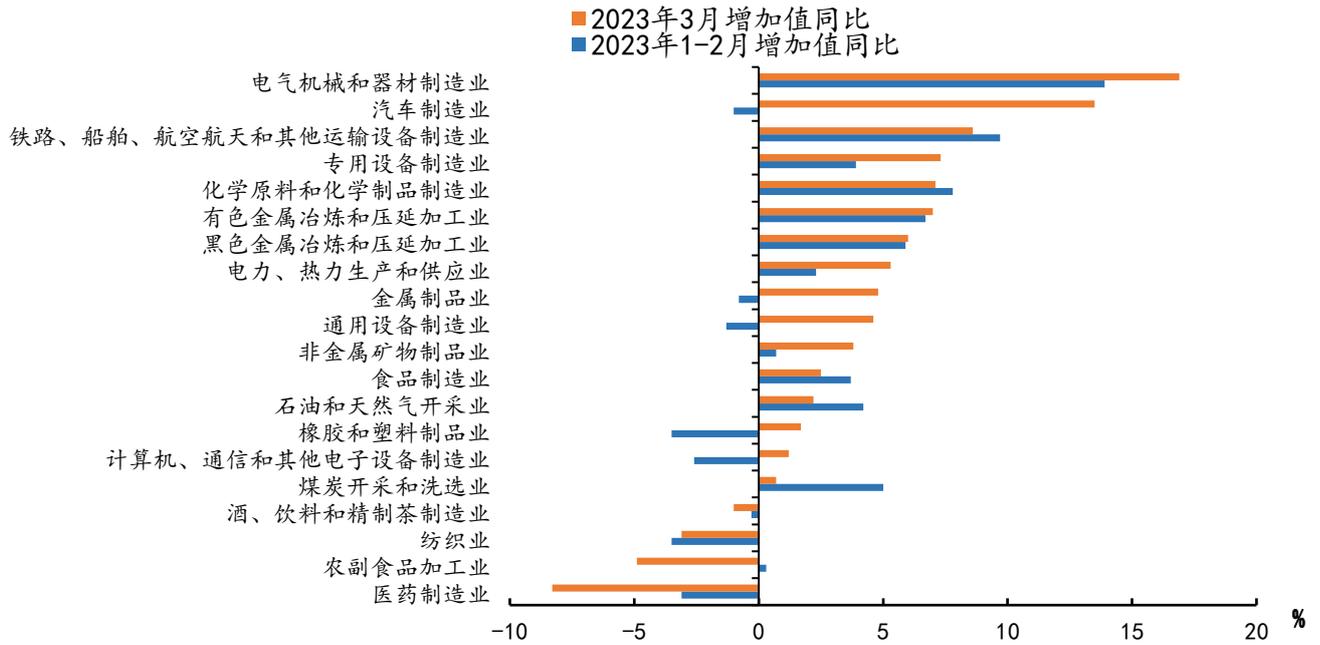
工业生产恢复偏弱。3月工业增加值同比增长3.9%，增速较1-2月加快1.5个百分点。1-3月规模以上工业增加值累计同比为3%，比去年全年增速（3.6%）下降了0.6个百分点。与此同时，工业企业产品销售率、产能利用率都在继续下降，均显示出工业复苏较弱。

图8：工业增加值同比增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

受出口增长与基数原因影响，3月汽车制造业增加值同比高增；投资拉动原材料加工行业较快增长。2023年3月，汽车制造业增加值同比增长13.5%，较上期回升14.5个百分点。3月国内汽车终端市场依然相对疲软，但出口实现大幅增长。3月我国出口汽车38.7万辆，同比增长94.47%，其中新能源汽车出口7.8万辆，同比增长3.9倍。其他出口链行业生产也较上期回暖，电器机械、专用设备分别增长16.9%、7.3%。投资相关的原材料加工行业增加值增速较快，化学原料、有色金属冶炼、黑色金属冶炼分别增长7.1%、7.0%、6.0%。另一方面医药制造业、农副食品、纺织业、酒饮料生产增速为负。

图 9：3 月各行业增加值同比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

风险因素

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com

华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。