

五个问题理解当下的矛盾和分化——月度宏观经济回顾与展望

报告发布日期

2023年05月05日

研究结论

- 4月公布的3月经济数据以及5月公布的劳动节小长假消费数据，其中蕴含着相当多的分化，这也意味着经济存在诸多值得关注的结构性特征：
- 如何理解制造业 PMI (49.2%) 与五一消费数据 (旅游收入追平 2019 年同期) 的分化？**工业边际转弱最主要原因在于 2、3 月回补明显，抬高了环比基数，其次是外需支撑作用较弱，去年 9 月开始全球制造业 PMI 从未超过 50%。而经历了三年疫情之后，今年消费呈现强弹性。**往后看，工业对增长的贡献较前三年走弱、消费贡献转强的特点很可能延续，但就生产本身而言，短期回补的消退不改长期韧性，而外需的变化仍有待观察，因此无需因当下的分化而对生产悲观。**
- 汽车“价格战”与超预期社零汽车分项是否矛盾？**3月经济数据中社零最为亮眼，但主要依靠汽车带来，非汽车则一般（3月非汽车社零消费相比 1、2 月均值为 101%，2017-2019 年正常年份分别为 100%、99%、104%），**和乘联会之前的表态有差距，原因在于口径的不同，乘联会口径仅为乘用车，而社零数据中的“汽车类”更加广义，不仅包括乘用车和商用车，而且包含汽车底盘和汽车配件，这可能是差距的来源——疫情防控政策优化之后，汽车的商业使用场景有进一步修复：1-3 月海关货运监管交通工具中，汽车数量恢复至 2019 年同期的 56.6%，去年仅 20%，有明显修复，而其他交通工具变化不大。**
- 复苏背景下民间投资疲软原因何在？**1-3 月民间固定资产投资完成额累计同比 0.6%，常被解读为民营企业信心的缺失，但实际上，民间投资中行业分化明显，制造业民间投资增速为 10.3%，可见相关信心并不弱，**拖累项在于第三产业，整体投资增速仅-4.4%，原因一是在于地产以及相关链条，一季度房地产开发民间投资下降 13.8%，下拉民间投资增速 5 个百分点，据此推算地产占民间投资比例达三分之一；二是一些盈利模式有所转变的行业如教育，1-3 月教育行业固定资产投资为-0.4%（1、2 月累计-5%）。在此背景下，提振民间投资根本在于提升民营企业对一部分第三产业的信心，在行业政策环境稳定的背景下，提振新渠道、寻找新空间可能是必由之路（如城中村改造、基建等）。**
- 低通胀代表经济在通缩吗？**3 月 CPI 再度超预期回落，哪怕是服务价格，与疫情前相比也不算强势。今年一季度服务价格同比平均上涨 0.8%，2018-2022 年同期分别为 2.9%、2.2%、1%、-0.2%、1.3%。**在复苏背景下通胀为何连续两个月不及预期？我们认为并非需求不足导致通缩，背后有更多原因：一方面，消费品角度，高增长的细分领域在于可选消费，如体育娱乐、金银珠宝、服装鞋帽、汽车、医药等，这些可选消费品不存在供给不足的问题，而供给紧张是通胀大幅攀升的前提；另一方面，即使是服务业，劳动力市场的宽松一定程度上缓解了价格压力（3 月 16-24 岁人口调查失业率 19.6%，仅次于 2022 年 7 月）。展望后续，今年可能存在淡季服务通胀差距拉大，全年整体存在天花板的特征，不会出现美国式的通胀。**
- 基数之外二季度还会有哪些变化？从环比上，二季度有几个变量可能会带来增量变化：**一是消费倾向的修复**：一季度消费倾向（即城镇居民人均消费性支出/人均可支配收入）和 2019、2018 年同期相比还有差距，这种差距是旺季反弹高度和未来修复延续性的保证；**二是第三产业投资与相应的就业**，有望随着基本面的进一步修复而改善；**三是政策的角度，营商环境改善和吸引外资可能会成为重要的观察点**，外资对相关产业链产值和出口也会带来帮助。
- 总体来说，**二季度除了基数，也存在着更多期待，因此对于修复的后劲，依然可以保持信心，迎接同时包含基数和内生动能的二季度增长。**

风险提示

- 疫情存在阶段性反弹的风险；假设条件变化影响测算结果。外需回落幅度大于预期。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

乘势而上稳增长——4 月政治局会议点评	2023-05-03
好于预期，复苏未止——3 月经济数据点评	2023-04-19
对宏观复苏不妨更乐观一些——月度宏观经济回顾与展望	2023-04-06
如何看待一年一度的两会期待？——月度宏观经济回顾与展望	2023-03-03

目录

五个问题理解当下的矛盾和分化.....	3
如何理解制造业 PMI 与五一消费数据的分化?	3
汽车“价格战”与超预期社零汽车分项是否矛盾?	3
复苏背景下民间投资疲软原因何在?	3
低通胀代表经济在通缩吗?	4
基数之外二季度还会有哪些变化?	4
经济数据回顾.....	5
生产端保持平稳, GDP 增长好于预期	5
通胀偏低但服务价格体现复苏特征	5
消费仍有修复空间	5
基建延续高增	6
出口表现强势	6
居民债务呈扩张趋势.....	6
风险提示.....	7

五个问题理解当下的矛盾和分化

4月公布的3月经济数据以及5月公布的劳动节小长假消费数据，其中蕴含着相当多的分化，这也意味着，经济存在诸多值得关注的结构性特征，我们不妨从以下五个方面来理解：

如何理解制造业 PMI 与五一消费数据的分化？

来自多方的“五一”假期数据显示，三年疫情之后报复性旅游出行呈现强势修复，包括：（1）文化和旅游部：全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%；（2）携程旗下的 FlightAi 市场洞察平台：今年“五一”期间，国内航班架次超过 8 万，日均水平较 2019 年同期增长 15% 左右。假期国内单程含税机票均价为 1211 元，较 2019 年增长 39%；（3）去哪儿平台：“五一”期间，国内热门城市机票预订量超过疫情前五成；平台上同时在线购买火车票人数创历史新高；热门城市酒店预订量超疫情前 1.9 倍，往年一些相对小众的城市（如德宏、淄博）的酒店预订量较为可观。

但与此同时，4月30日国家统计局公布最新中国采购经理指数，4月制造业 PMI 指数录得 49.2%（前值 51.9%），重新回到 50% 水位线以下（但服务业商务活动 PMI 达 55%，因此并不矛盾），低于预期，和五一亮眼的消费构成对比。

如何理解这种差距？我们认为，工业边际转弱最主要原因在于 2、3 月回补明显（分别为 52.6%、51.9%），抬高了环比基数，但年初疫情与春节叠加导致的回补很难长时间延续，其次是外需支撑作用较弱，3 月出口超预期一定程度上是前期订单的集中释放，并不能说明外需强势，实际上去年 9 月开始全球制造业 PMI 从未超过 50%。

而经历了三年疫情之后，今年消费呈现强弹性，尤其是传统旺季，往后看，工业对增长的贡献较前三年走弱、消费贡献转强的特点很可能延续，但就生产本身而言，短期回补的消退不改长期特性，而外需的变化仍有待观察（目前尚无崩塌的信号），因此无需因当下的分化而对生产悲观。

汽车“价格战”与超预期社零汽车分项是否矛盾？

数字上来看，3月经济数据中社零最为亮眼，但主要依靠汽车带来，非汽车则一般：如果考察3月非汽车社零消费相比 1、2 月均值，本次数据为 101%，2017-2019 年正常年份分别为 100%、99%、104%（2020-2022 年分别为 114%、111%、99%），因此只能算是一个中性表现。

汽车分项贡献较大，和乘联会之前的表态有差距（4月初乘联会数据显示 3 月销量同比为 0.3%），原因在于口径的不同，乘联会口径仅为乘用车，而社零数据中的“汽车类”更加广义，不仅包括乘用车和商用车，而且包含汽车底盘和汽车配件，这可能是差距的来源——疫情防控政策优化之后，汽车的使用场景有进一步修复：1-3 月海关货运监管交通工具中，汽车数量恢复至 2019 年同期的 56.6%，去年仅 20+%，有明显修复，而其他交通工具变化不大（船舶 70+%，去年 60+%，飞机与去年持平，火车 120+%，低于去年 130+%），从中可见一斑。

复苏背景下民间投资疲软原因何在？

1-3 月民间固定资产投资完成额累计同比 0.6%，常被解读为民营企业信心的缺失，但实际上，民间投资中行业分化明显，制造业民间投资增速为 10.3%，可见相关信心并不弱，拖累项在于第三产业，整体投资增速仅-4.4%，原因一是在于地产以及相关链条，据统计局，一季度房地产开发

民间投资下降 13.8%，下拉民间投资增速 5 个百分点，据此推算地产投资约占民间投资的三分之一，拖累幅度较大；二是一些盈利模式有所转变的行业如教育，1-3 月教育行业固定资产投资为-0.4%（1、2 月累计-5%）。

在此背景下，提振民间投资根本在于提升民营企业对一部分第三产业的信心，在行业政策环境稳定的背景下，提振新渠道、寻找新空间可能是必由之路。4 月末政治局会议指出要在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，其中改造城中村有望促进建筑和地产投资，也能更好满足新市民居住需求，与此同时我们认为，在房地产相关链条拖累民间投资的背景下，这可能是一条修复房地产民间投资的路径，比如万科曾有致力于城中村业务“万村计划”（后因困难太多进展缓慢，但可见民企确实有相关部署和经验）。

低通胀代表经济在通缩吗？

CPI 再度超预期回落，同比 0.7% 的涨幅低于万得一致预期的 1%，哪怕是服务价格，与疫情前相比也并不算强势。今年一季度服务价格同比平均上涨 0.8%，2018-2022 年同期分别为 2.9%、2.2%、1%、-0.2%、1.3%。

在复苏背景下通胀为何连续两个月不及预期？我们认为并非需求不足导致通缩，背后有更多原因：

一方面，消费品角度，高增长的细分领域在于可选消费，如体育娱乐、金银珠宝、服装鞋帽、汽车、医药等，这些可选消费品并不存在供给不足的问题，而供给紧张是通胀大幅攀升的前提；

另一方面，即使是服务业，劳动力市场的宽松一定程度上缓解了价格问题。我们在前期报告《疫情会长期冲击劳动参与率吗？》中指出，美国至今受到疫情带来的劳动供给压力，其 2022 年 6-7 月的 HPS 调查显示，劳动年龄人口中 1630 万（约占 8%）患有“LONG COVID”，其中部分劳动力因此离开了劳动力市场，布鲁金斯学会的测算表明这部分全职工工约 300 万，占美国劳动年龄人口的 1.8%。劳动供给减少加剧了美国通胀上行的压力，也使美联储加息进程至今没有告终。

而对于国内部分服务业来说，由于依赖人力，供给不足导致服务涨价的问题也不突出，尤其是在淡季。3 月 16-24 岁人口调查失业率 19.6%，仅次于 2022 年 7 月（当时是疫情叠加毕业季）。甚至我们认为，就业市场的宽松是修复还有空间的保证。**展望后续，今年可能存在淡旺季服务通胀差距拉大，全年整体存在天花板的特征，不会出现美国式的通胀。**

基数之外二季度还会有哪些变化？

未来同比数据会更好，已经成为共识，但是“好”需要被重新定义。我们认为，从环比上，二季度有几个变量可能会带来增量变化：

一是消费倾向的修复，以及传统旺季的更高弹性：一季度消费倾向（即城镇居民人均消费性支出/人均可支配收入）为 57.7%，高于 2020 年 3 月（55.4%）、2021 年 3 月（57.1%）、2022 年 3 月（57.3%），但和 2019 年 3 月（61.5%）、2018 年 3 月（62.6%）相比还有差距，这种差距是旺季反弹高度和未来修复延续性的保证；

二是第三产业投资与相应的就业，有望随着基本面的进一步修复而改善：4 月政治局会议提到要把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，可见稳增长并不是包办增长，政策重点在于市场主体的主观能动性提升；

三是政策的角度，营商环境改善和吸引外资可能会成为重要的观察点，外资对相关产业链产值和出口也会带来帮助。

总体来说，二季度除了基数，也存在着更多期待，因此对于修复的后劲，依然可以保持信心，迎接同时包含基数和内生动能的二季度增长。

经济数据回顾

生产端保持平稳，GDP 增长好于预期

一季度经济取得了不错的开局，GDP 同比增长 4.5%，两年复合增速为 4.6%，假设二季度 GDP 维持两年复合增速不变，则上半年 GDP 同比将达到 5.8%，全年经济增速完成乃至超过“5%左右”的目标是大概率事件。

3月工业增加值同比增长3.9%，疫后4年复合增长5.3%，其中制造业的4年复合增速也为5.3%。行业层面，黑色、有色、汽车等行业增速均有改善。

通胀偏低但服务价格体现复苏特征

3月CPI再度超预期回落，同比0.7%的涨幅低于万得一致预期的1%，拖累项主要是鲜菜、与能源价格走势紧密相关的品类以及汽车，其中鲜菜的影响偏短期，能源价格走弱主要是由于高基数，汽车价格受车企降价促销的影响，同比来看：

- 鲜菜价格下降 11.1%（前值 3.8%，后同）；
- 汽车价格和能源价格双双下降导致工业消费品价格由上月上涨 0.5% 转为下降 0.8%。交通工具用燃油同比下降 6.4%（0.5%），交通工具同比下降 3.3%，创 2006 年以来的最大降幅；车企“降价潮”导致汽车价格明显下滑，燃油小汽车价格同比下降 4.5%；
- 服务价格上行印证消费持续修复。3月消费品价格同比由 1.2% 下行至 0.5%，而服务同比涨幅由 0.6% 扩大至 0.8%，其中出行类价格上行最为显著，据统计局，飞机票、宾馆住宿、交通工具租赁费、旅游价格分别上涨 37.0%、6.1%、5.9% 和 5.3%，涨幅均有扩大。

PPI 处于底部震荡阶段，同比为 -2.5%（-1.4%），已连续 18 个月下行，环比继续持平，呈现的结构性特征包括：

- 进口依赖度较高的行业价格降幅显著，石油和天然气开采业同比 -15.7%（-3%），有色金属冶炼及压延加工业同比 -8%（-5.3%），4 月以来油价已企稳回升，但由于高基数的影响，同比降幅仍达 20%（截至 4 月 6 日），油价的高基数将贯穿上半年，继续构成 PPI 的主要拖累项；
- 基建相关行业需求较为强劲，带动价格上行，其中黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格环比均上涨 1.3%。基建相关行业价格上涨表明近期重大项目等加快形成实物工作量，预计上半年基建投资将继续同比高增；
- 部分中下游价格改善，例如计算机、通信和其他电子设备制造业同比持平（-0.5%），文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 4.1%（3.8%）。

消费仍有修复空间

3月社会消费品零售当月同比为10.6%，虽然好于前期市场预期，但两年平均增速3.3%，比前两个月下降了1.8个百分点，环比0.15%的增速也远低于2019年同期的0.79%。

修复力度方面，餐饮等场景消费>金银珠宝等可选消费>必选消费>地产后周期。前期受疫情压制越显著的消费品类在疫后修复的弹性越大，从3月限额以上消费来看，可选消费中化妆品、金银珠宝同比分别增长9.6%（3.8%）、37.4%（5.9%），必需消费品中粮油食品同比增长4.4%（9%），地产后周期消费品——家具类同比增长3.5%（5.2%）。

基建延续高增

固定资产投资累计同比增速小幅放缓至5.1%（5.5%），但若以固定资产投资累计同比-PPI累计同比来排除价格因素的影响，则3月投资同比增速还在走高：

- 基建投资增速为10.8%（12.2%），延续高增，反映政策对经济复苏的强支撑；
- 制造业投资小幅回落至7%（8.1%）。且开年至今工业企业利润和产能利用率双双下降；
- 1-3月房地产开发投资小幅下降至-5.8%（-5.7%），新开工面积大幅下滑至-19.2%（-9.2%），受制于房企融资困难等因素，今年地产由销售端到投资端的传导不如以往顺畅。

出口表现强势

1-3月出口金额累计同比增速为0.5%（-6.8%），由负转正。分商品来看：

- 部分劳动密集型产品企稳回升。衣服、家具、鞋靴、灯具、箱包、玩具出口累计同比增速为1.3%（-12.9%），其中社交出行相关的服装、鞋靴、箱包出口累计同比分别为-1.3%、-0.2%、29.1%；地产后周期相关的家具、灯具分别为-6.8%、-1.7%（-17.2%、-17%）；
- 机电产品出口降幅明显收窄，但幅度不及劳动密集型产品。1-3月机电产品出口金额累计同比增速为-0.4%（-7.2%），占总出口的比重为57.9%（58.1%）；当月出口同比增速12.3%（-3.2%）。分项来看：（1）电子产品压力有所好转。集成电路、手机、自动数据处理设备累计同比分别为-17.6%、-9.8%、-29.9%（-25.8%、2%、-32.1%）；（2）部分机械设备表现更为亮眼。通用机械设备出口累计同比增速为2.3%（-3.7%），由负转正；汽车在高基数下表现依然可圈可点，汽车（含底盘）、汽车零配件出口累计同比增速分别为81.6%、11.3%（65.2%、4%），贡献主要源于新能源车。此外，据海关新闻发布会，蓄电池出口增速也处在较高水平。

分地域来看，对多数主要经济体出口均有回暖，特别对东盟、是俄罗斯出口维持高增长，对欧美降幅同样明显收窄。分地域来看，1-3月对美、欧盟、东盟、日、韩、俄出口金额同比增速为-17%、-7.2%、17.8%、-2.7%、5.2%、46.4%（-21.8%、-12.3%、8.3%、-1.6%、1.4%、19.2%）；出口占比分别为14%、15.3%、16.9%、5%、4.7%、2.9%（14.1%、15.8%、16.3%、5.3%、4.7%、3%）。与2022年同期比，对东盟、俄罗斯出口占比均有抬升，美国有所回落，欧盟开始企稳。

居民债务呈扩张趋势

3月社会融资规模增量为5.38万亿，去年同期4.66万亿；社会融资规模存量为359.02万亿，同比增长10%（9.9%）。新增社融和信贷均延续了开年以来的强劲表现，人民币贷款几乎贡献了所

有的社融同比增量，而且信贷由企业“独挑大梁”转向由居民和企业共同推动，同时在上月信贷结构已有改善的基础上，本月这一改善更为显著，股票融资和债券融资则同比负增：

- 经济修复期居民债务有望持续扩张。3月居民端信贷连续两个月实现同比多增，短贷和中长贷双双向好，一是指向居民风险偏好有所改善；二是去年同期居民信贷表现偏弱，基数较低；三是与同期地产销售走强、消费复苏相呼应。3月新增居民户贷款1.2万亿，同比多增4908亿，去年则是同比少增3940亿。3月居民短期贷款同比多增2246亿，可能指向疫情防控措施优化调整后，居民部门消费倾向和风险偏好均有所修复，根据央行调查，一季度居民更多消费和更多投资的占比分别较上季度提升了0.5和3.3个百分点；居民中长期贷款同比多增2613亿，对应同期商品房销售改善（30大中城市商品房成交面积同比增长超40%）；
- 企业中长期贷款延续高增长，3月新增企业中长期贷款2.07万亿，同比多增7252亿，一是反映当前稳增长力度偏强，政策性金融工具项目持续落地、重大项目推进带动基建相关融资需求；二是企业投资偏好可能随经济复苏而修复，3月BCI企业投资前瞻指数比上月提升2.2个百分点；
- 3月表外三项合计新增1919亿，同比多增1784亿，其中未贴现银行承兑汇票同比多增1503亿，信托和委托贷款分别同比多增214亿和67亿；
- 政府债券和企业债券融资同比双双下降，3月政府债券同比少增1052亿，但政府债券发行前置的特征并未转变，一季度政府债券同比多增近2500亿；企业债券同比少增462亿，信贷放量可能部分替代了债券融资。

风险提示

- 疫情存在阶段性反弹风险，从而抑制国内线下消费；
- 假设条件变化影响测算结果；
- 外需回落幅度大于预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。