

10月经济维持弱修复态势，逆周期政策或加码

2023年10月宏观数据解读

核心观点

我们认为，10月经济总体维持弱修复，10月工业增加值同比增长4.6%，主要得益于工业稳增长的政策发力，供给端呈现结构性亮点，其中化学原料和化学制品制造业增长12.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长12.5%，汽车制造业增长10.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长9.6%，电气机械和器材制造业增长9.8%。预计四季度在市场内生动力企稳以及稳增长政策发力的情况下，宏观经济或延续回稳向好的态势，全年实现GDP实际增长5%左右的目标难度不大。我们认为，后续国际收支压力可能倒逼国内基本面政策渐进加强，建议重点关注财政、产业、货币三大领域协同配合。在此背景下，权益市场应重视周期股的投资机会，债券市场大概率保持震荡。

□ 工业平稳向好，服务业仍积极

10月规模以上工业增加值同比增长4.6%，略高于wind一致预期（4.3%）与我们预期（4.7%）较为接近。从环比看，10月规上工业增加值比上月增长0.39%。我们认为，一方面今年10月较去年同期多一个工作日，对工业增加值增速有正面支撑作用，另一方面库存周期弱补库拉开序幕，在工业稳增长政策支持下工业企业对扩产的信心有望逐步巩固。但需求修复仍有一定过程，当前盈利加快修复但总体压力仍存，仍需政策助力稳市场预期。10月份全国服务业生产指数同比为7.7%，较上月小幅加快0.8个百分点，保持积极态势。在产业政策、财政政策发力局面下，未来工业生产有望平稳向好。

□ 投资需求平稳增长，制造业保持一定韧性

1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为2.9%，低于市场预期（Wind一致预期为3.1%）。分领域看，1-10月份制造业投资累计同比增速为6.2%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为5.9%，房地产开发投资同比增速为-9.3%。我们重点提示，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，企业效益仍处于恢复期。三季度工业产能利用率修复，规模效应回归支撑营收利润率向好，补库拉开序幕。我们认为，工业稳增长是影响本轮库存周期补库节奏的重要扰动变量，需关注财政政策发力带来的供需匹配。

□ 社零增速回升，出行强度良好

10月社会消费品零售总额同比+7.6%（前值5.5%），两年复合增速为3.5%（前值4.0%），社零增速稳步回升，主要因为2022年10~12月消费走弱，四季度基数效应对社零读数有较强支撑。从两年复合增速角度来看，社零恢复边际放缓。一方面，国庆假期旅游出行保持高景气度，但节后出行强度有所回落，出行类消费热度趋于正常化。另一方面，地产后周期消费仍有一定拖累，但降幅已经有所收窄。另外，星图数据显示，今年双十一期间，综合电商平台和直播电商平台累计销售额同比增长2.1%，增速有所放缓。

□ 企业盈利改善，就业保持稳定

10月全国城镇调查失业率为5.0%，与前值持平，整体就业稳定。一方面，稳增长政策助力下，工业企业利润持续改善，8~9月连续两个月实现两位数增长，用工需求有所恢复。另一方面，国庆假期后，出行链热度趋于正常化，第三产业劳动力市场扩张或有所放缓。与此同时，就业优先政策持续发力，失业率后续将维持在历史较低水平。

□ 风险提示

大国博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：廖博

执业证书号：S1230523070004

liaobo@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

分析师：潘高远

执业证书号：S1230523070002

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 《10月金融数据：稳增长仍需政策合力》 2023.11.14
- 《10月通胀：CPI再度走弱，PPI小幅回落》 2023.11.09
- 《10月外储：国际收支或是驱动政策重心转向的核心》 2023.11.07

正文目录

1 2023 年 10 月宏观经济维持弱修复	4
2 工业平稳向好，服务业仍积极	4
3 投资需求平稳增长，制造业保持一定韧性	5
3.1 制造业投资资本开支增速保持平稳	6
3.2 基建平稳增长，仍待后续发力	8
3.3 地产投资增速继续回落，未来政策空间可期.....	9
4 社零增速回升，主因基数效应	10
5 企业盈利改善，就业保持稳定	12
6 风险提示	13

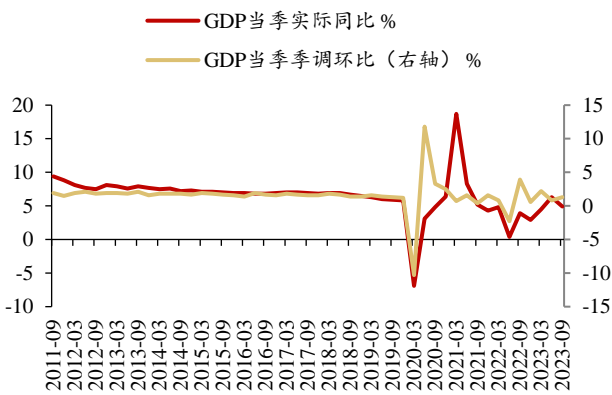
图表目录

图 1: 四季度经济有望继续向上修复.....	4
图 2: 四季度经济内生动能有待释放.....	4
图 3: 市场需求恢复力度有待加强.....	4
图 4: 工业增加值主要门类: 10 月同比.....	5
图 5: 主要工业产品产量增速与去年同期对比.....	5
图 6: 10 月固定资产投资增长动能弱于季节性.....	6
图 7: 固定资产投资的动能结构分化明显.....	6
图 8: 预计 EPMI 年内或维持较高读数.....	6
图 9: 制造业投资动能仍然存在改善空间.....	7
图 10: 制造业投资环比增速弱于季节性.....	7
图 11: 中小企业资本开支尚未修复至常态化中枢位置.....	8
图 12: 高技术制造业投资增速持续高于制造业平均水平.....	8
图 13: 本月停工面积环比改善幅度回落 (%).....	10
图 14: 房地产投资各项增速延续低位震荡 (%).....	10
图 15: 10 月社会消费品零售总额同比+7.6%.....	11
图 16: 地产后周期消费仍有一定拖累.....	11
图 17: 民航执行客运航班量有所回落.....	11
图 18: 12 城市地铁客运量维持高位.....	11
图 19: 10 月狭义乘用车零售市场约为 203.3 万辆, 乘用车市场稳中有进.....	11

1 2023 年 10 月宏观经济维持弱修复

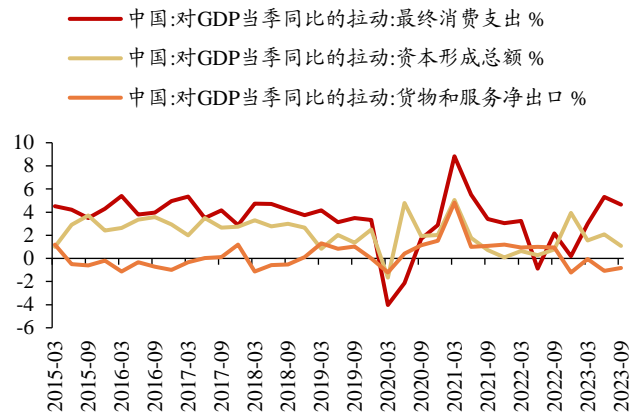
整体看，10 月经济维持弱修复，供需两端均呈现一定的结构性亮点。从经济运行的特征看，经济总体处于向潜在增速中枢回归的过程，预计四季度在市场内生动力企稳以及稳增长政策发力的情况下，宏观经济或延续回稳向好的态势，全年实现 GDP 实际增长 5% 左右的目标难度不大。政策方面，7 月政治局会议提出的相关政策正在逐步落实，我们认为，后续国际收支压力可能倒逼国内基本面政策逐渐加强，建议重点关注财政、产业、货币三大领域协同配合。在此背景下，我们提示权益市场重视周期股的投资机会，债券市场大概率保持震荡趋势。

图1：四季度经济有望继续向上修复



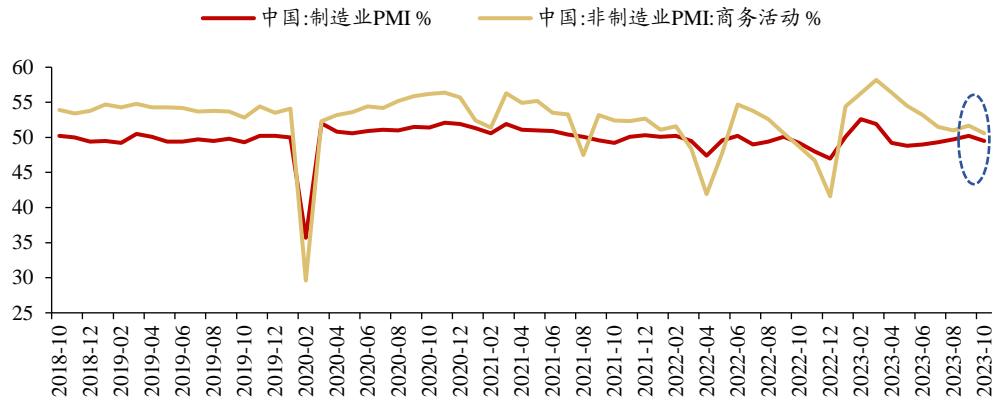
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：四季度经济内生动能有待释放



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：市场需求恢复力度有待加强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 工业平稳向好，服务业仍积极

10 月规模以上工业增加值同比增长 4.6%，略高于 Wind 一致预期（4.3%）与我们预期（4.7%）较为接近。从环比看，10 月规上工业增加值比上月增长 0.39%。我们认为，一方

面今年10月较去年同期多一个工作日，对工业增加值增速有正面支撑作用，另一方面库存周期弱补库拉开序幕，在工业稳增长政策支持下工业企业对扩产的信心有望逐步巩固。但需求修复仍有一定过程，当前盈利加快修复但总体压力仍存，仍需政策助力稳市场预期。

从高频数据上看，工业生产景气总体平稳。受假期影响高频数据环比有所回落，但同比保持平稳增长。其中焦炉开工率、汽车半钢胎开工率、PTA产量同比提升较大，高炉开工率同比平稳，炼油厂开工率、螺纹钢产量环比增速平稳。南方八省电厂日均耗煤量环比受季节性影响大幅回落，但与去年同期基本持平。据国家能源局数据，10月份第二产业用电量同比增长3.0%，体现工业生产较为平稳。

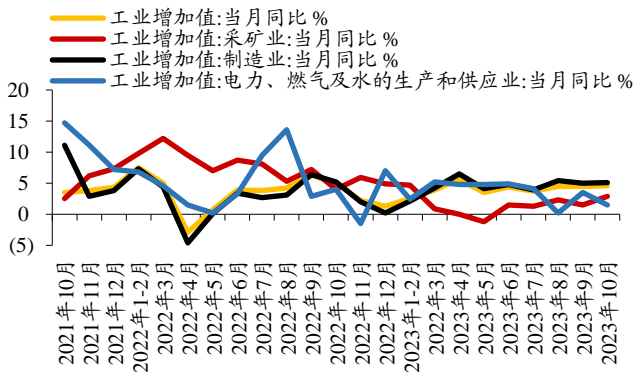
工业稳增长政策助力十大重点行业（钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工业、电子信息制造业），从结构上来看稳增长效果继续显现。例如10月份，纺织业增长2.0%，化学原料和化学制品制造业增长12.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增长7.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长12.5%，专用设备制造业增长2.7%，汽车制造业增长10.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长9.6%，电气机械和器材制造业增长9.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长4.8%，均有向好表现。

10月份全国服务业生产指数同比为7.7%，较上月小幅加快0.8个百分点，保持积极态势。10月份出行和消费相关行业保持景气，但地产景气仍有待提升。在国庆假期驱动下，居民出行强度较高，国内主要城市地铁客流量、国内执飞航班数量、电影票房及观影人数同比高增。分行业看，住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业，批发和零售业，金融业生产指数同比分别增长21.3%、13.2%、10.9%、10.0%、7.8%。

从分项数据上看，10月份采矿业同比上升2.9%，制造业同比增长5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%，制造业增速保持积极态势。我们主要关注的工业产品产量中，10月份原煤（3.8%）、汽车（8.5%）、十种有色金属（8.2%）、钢材（3.0%）和发电量（5.2%）正增长，水泥（-4.0%）负增长。新动能态势向好，太阳能电池、服务机器人、集成电路产品产量同比分别增长62.8%、59.1%、34.5%。

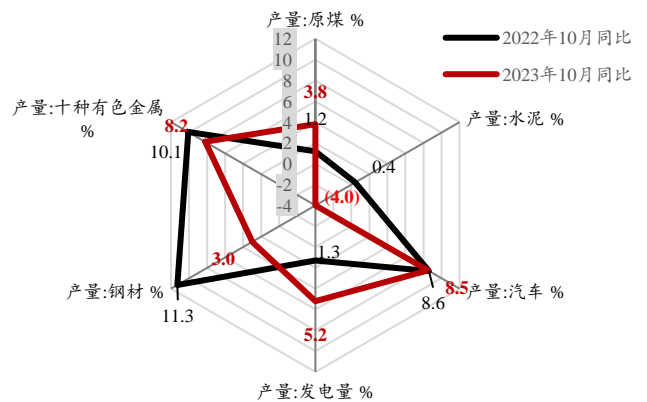
展望未来，工业稳增长政策从工业生产、销量、营收等角度较为全面地支持工业经济，同时中央财政助力需求侧修复，有助于逐步恢复工业企业信心，四季度工业生产有望保持积极态势。

图4：工业增加值主要门类：10月同比



资料来源：wind，浙商证券研究所

图5：主要工业产品产量增速与去年同期对比

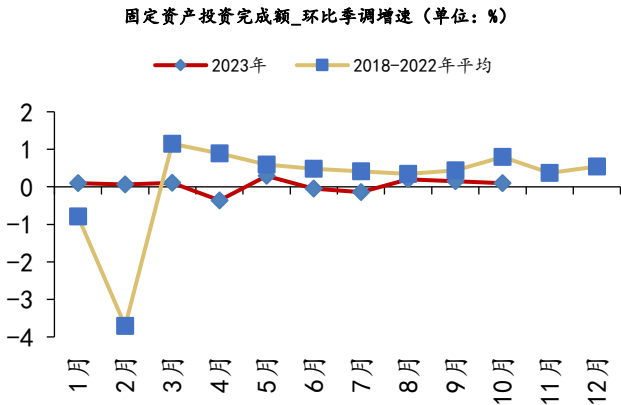


资料来源：wind，浙商证券研究所

3 投资需求平稳增长，制造业保持一定韧性

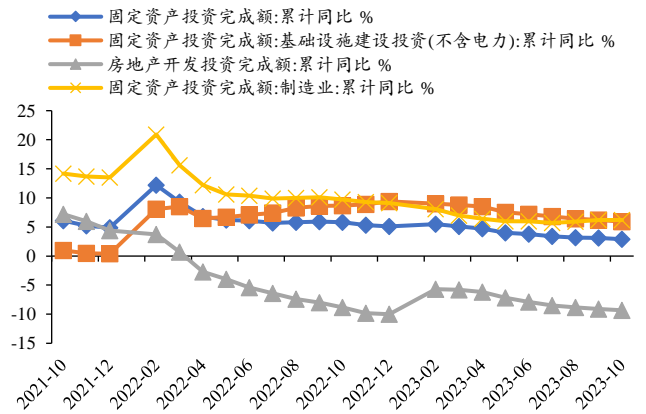
据国家统计局数据，1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为2.9%，低于市场一致预期（Wind一致预期3.1%）。分领域看，1-10月份制造业投资累计同比增速为6.2%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为5.9%，房地产开发投资同比增速为-9.3%。值得关注的是，重大项目的引领作用显著，特别是围绕“十四五”规划102项重大工程重大项目建设带动作用明显。预计后续财政政策有望进一步加码扩围，加快推进超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，不断激发民间投资活力。

图6：10月固定资产投资增长动能弱于季节性



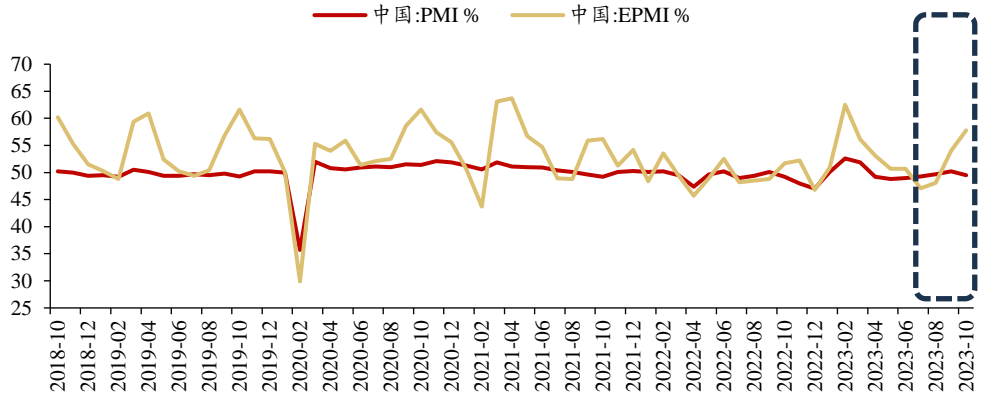
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：固定资产投资的动能结构分化明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：预计 EPMI 年内或维持较高读数

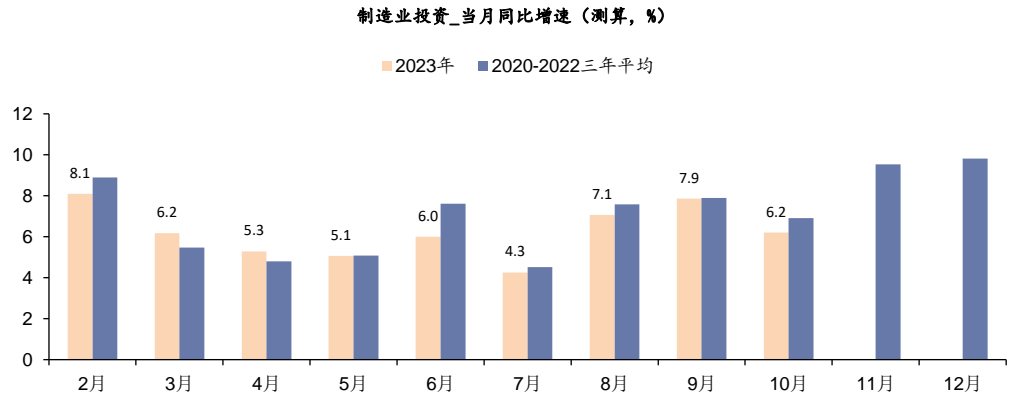


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1 制造业投资资本开支增速保持平稳

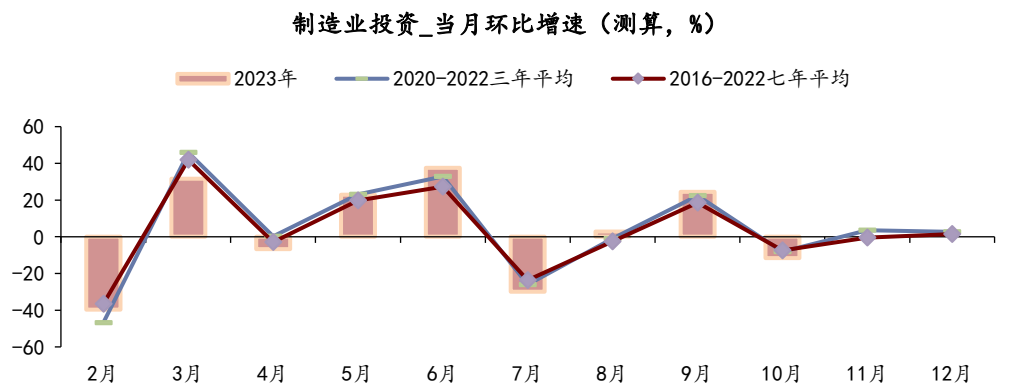
据国家统计局数据，2023年1-10月制造业投资累计增速为6.2%，与我们前期报告中的预测值6.2%完全一致（具体参见2023年11月1日报告《预计10月经济维持弱修复态势，逆周期政策或加码——2023年10月宏观经济数据预测》），但低于市场预期（Wind一致预期为6.4%）。具体来看，制造业投资的增长动能主要来自并行投资于传统产业改造升级和培养壮大战略性新兴产业。据我们测算，10月当月制造业投资同比增速为6.2%，低于历史三年均值。

图9：制造业投资动能仍然存在改善空间



资料来源：Wind，浙商证券研究所

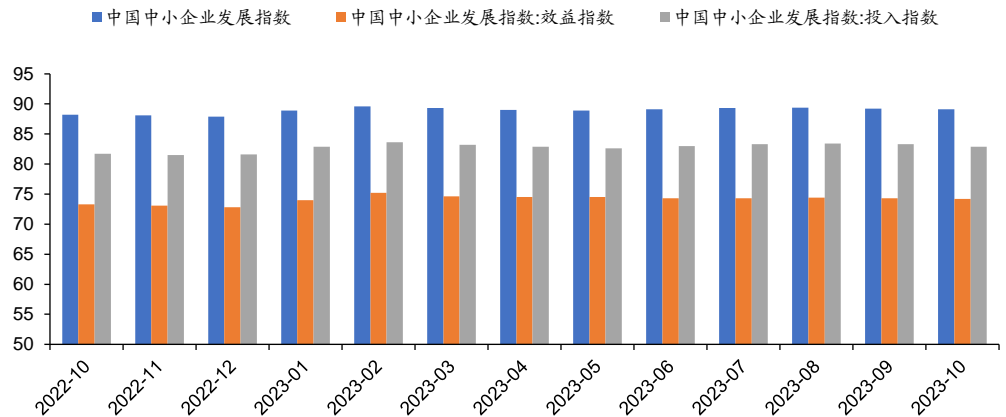
图10：制造业投资环比增速弱于季节性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第一，中小企业资本开支未见明显修复。据中国中小企业协会发布的数据，10月份，中小企业发展指数（SMEDI）为 89.1，比上月略降 0.1 点，仍处在景气临界值 100 以下。从景气状况看，10 月投入指数和效益指数分别下降 0.4 和 0.1 点，反映企业投资意愿有待提振、企业效益状况有待改善。

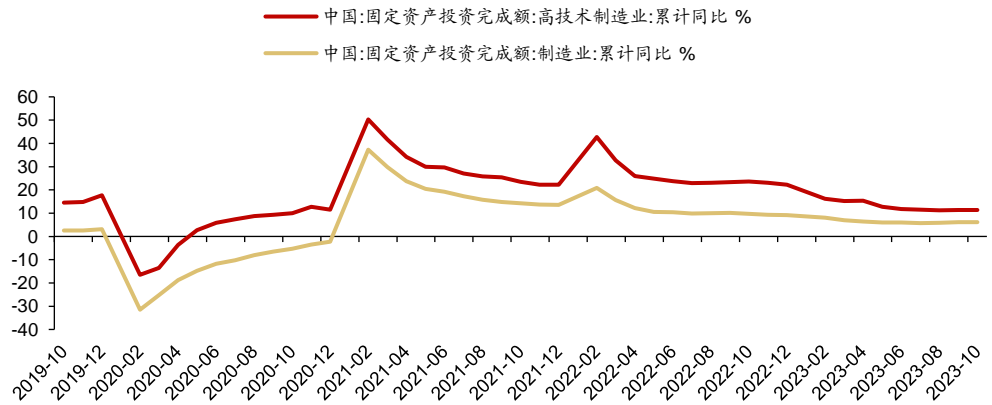
图11: 中小企业资本开支尚未修复至常态化中枢位置



资料来源: 中国中小企业协会, Wind, 浙商证券研究所

第二, 高技术制造业主要拉动制造业投资。2023年1-10月份, 高技术制造业投资同比增长11.3%, 比制造业投资高出5.1个百分点。其中: 航空、航天器及设备制造业, 医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长19.0%、16.7%。

图12: 高技术制造业投资增速持续高于制造业平均水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们判断, 我国经济已于2023年三季度末进入到补库存周期, 存货净增加或成为基本面边际改善的来源之一。2023年9月规模以上工业企业产成品存货同比增长3.1%, 较前值2.4%有所回升, 后续工业稳增长政策是影响当前及明年库存补库节奏的重要变量。我们预计后续逆周期政策及政策储备仍将着重围绕改善企业盈利, 制造业投资不宜过度悲观。

3.2 基建平稳增长, 仍待后续发力

2023年1-10月基础设施(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长5.9%; 其中, 铁路运输业投资增长24.8%, 水利管理业投资增长5.7%, 道路运输业投资增长0.0%, 公共设施管理业投资下降2.2%。

卖地收入扰动，基建发力受限。8月至10月，基建投资当月同比分别为3.9%、5%和3.7%，Q3初天气因素扰动下降后，基建并未出现大幅显著修复，我们认为主因在于卖地收入扰动。今年以来卖地收入相对不足，1-9月国有土地使用权出让收入30875亿元，同比下降19.8%，较去年同期减少近7600亿元，卖地收入相对不足。考虑专项债对项目收益率要求较高且要求专款专用的使用方式，即便加速，发行也难以完全填补卖地收入不足对狭义基建的扰动。此外，我们预计土地出让收入在房地产销售出现大幅回升前可能较难显著回升。同时，类似2022年的政策性金融工具等准财政工具并未适时出台，可以看到由于到位资金的减少，基建发力相对受限。

中央财政加杠杆积极发力，后续有望边际回升。7月政治局会议指出扩内需是关键，并明确定调“用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策”。

10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确提出“中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右”。资金使用方面，主要投向基建领域，据财政部介绍，将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。我们认为，本次中央财政发力、提升赤字增发国债印证宏观调控的政策决心，我们预计，后续财政政策有望进一步加码扩围、积极发力。

政策发力聚焦水利管廊和平急两用。针对基建领域，我们认为重点关注两大方面：一方面新、老基建共同发力，在加速已有政策落地和重大项目施工的同时，各地积极谋划储备项目配合基建投资发力，8月18日海南省发布《海南省谋划储备项目提质扩容十条措施》，要求按照“远近结合”的原则加大项目储备，紧盯储备项目、新开工项目、省重点项目等关键指标，逐年扩大储备项目规模。8月21日，青海省发改委公布全省共谋划储备项目1847项，估算总投资2.48万亿元。8月26日，辽宁省召开重大项目调度推进会，抓投资是稳增长的当务之急，要在项目储备上扩量提质。

另一方面重点关注“平急两用”基础设施，4月政治局会议明确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，7月政治局会议要求推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，我们认为，在统筹发展与安全和短期加大逆周期政策的背景下，适度超前推动“平急两用”基础设施建设是兼顾短期与着眼长远的合适选择。7月政治局会议以来，部分省市已经公布项目名单，9月26日，杭州发布《“平急两用”公共基础设施建设第一批项目清单》，首批共87个项目，投资金额超400亿元，并计划于2024年开工建设。10月20日，武汉首批“平急两用”公共基础设施建设项目推介会召开，涉及文旅、城郊大仓等23个项目被推介，“木兰花香酒店、民宿生态旅游度假区”等6个项目现场授信签约。

3.3 地产投资增速继续回落，未来政策空间可期

数据走势：2023年1-10月地产投资累计增速-9.3%，低于市场预期与我们的预测。各项政策落地效果仍然不及预期。预计未来政策仍有进一步宽松空间，我们认为未来需重点关注三方面政策发力点，将助力总需求有效改善。一是城中村改造的进一步推进和放松。主要是是拆建比例的放松和货币化安置比例的提高。二是需求端政策进一步放松，此前央行已将住

房贷款最低首付款比例下限按首套 20%、二套 30% 的标准并在全范围内进行统一，当前一线城市距离这一标准仍有进一步放松空间；此外，预计北京、上海房贷利率仍有下调空间；一线城市参照二线城市可逐步放开远郊区限购。三是保障房相关领域投资建设的加速推进。

2023 年 1-10 月，房地产开发投资累计同比-9.3%，前值-9.1%。新开工、施工、竣工累计同比-23.2%、-7.3%、19.0%，前值累计同比分别为-23.4%、-7.1%、19.8%，施工与竣工分项双双拐头下行，后续投资改善仍需保障房、城中村和平急两用“三大工程”共同发力。商品房销售面积和销售额 1-10 月累计同比分别为-7.8%和-4.9%，前值为-7.5%和-4.6%，当前居民购房需求仍有进一步释放和改善空间。房地产开发到位资金累计同比-13.8%，前值累计同比为-13.5%，从分项来看，其中国内信贷、自筹、定金与预收款和个人按揭贷款累计同比为-11.0%、-21.4%、-10.4%、-7.6%，前值累计同比为-11.1%、-21.8%、-9.6%、-6.9%，与销售相关的资金到位分项仍是当前的核心拖累，基本延续了 10 月的结构特征；此外，从当月增速看，信贷支持力度本月回落同样较为明显预计与银行 9 月季末冲量透支需求有关。

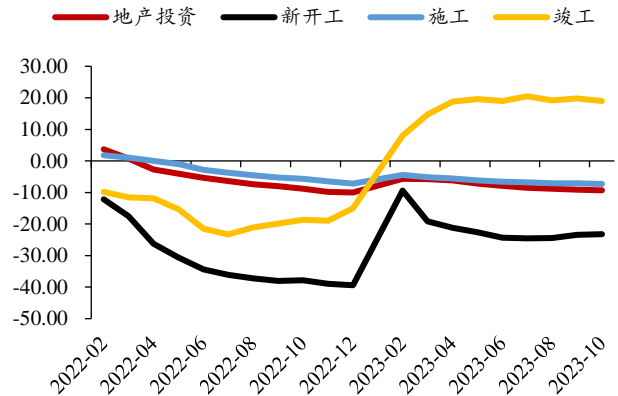
从我们估算的本月停工情况来看，停工面积环比有所改善但幅度较为有限，自今年下半年以来均维持窄幅波动，指向保交楼工作已基本趋于稳定。

图13: 本月停工面积环比改善幅度回落 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 房地产投资各项增速延续低位震荡 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

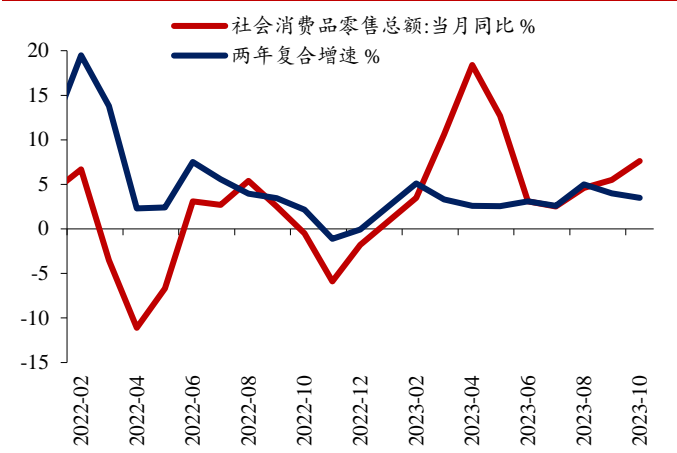
2023 年 10 月，房地产开发投资当月增速-16.7%，相较前值-18.7%有所回暖。新开工、施工、竣工当月同比-21.2%、-27.8%、13.4%，前值当月同比分别为-15.2%、-9.7%、23.9%，三大分项增速均有所回落。商品房销售面积和销售额 10 月当月同比分别为-20.3%和-14.4%，前值为-19.8%和-19.2%。房地产开发到位资金方面，国内信贷、自筹、定金与预收款和个人按揭贷款当月同比为-9.6%、-17.7%、-19.7%、-15.7%，前值为 3.45%、-15.4%、-25.6%、-26.8%，信贷支持力度本月回落明显预计与银行 9 月季末冲量透支需求有关。

4 社零增速回升，主因基数效应

10 月社会消费品零售总额同比+7.6%(前值 5.5%)，两年复合增速为 3.5%(前值 4.0%)，社零增速稳步回升，主要因为 2022 年 10-12 月消费走弱，四季度基数效用对社零读数有较强支撑。从两年复合增速角度来看，社零恢复边际放缓。一方面，国庆假期旅游出行保持高景气度，但节后出行强度有所回落，出行类消费热度趋于正常化。另一方面，地产后期消

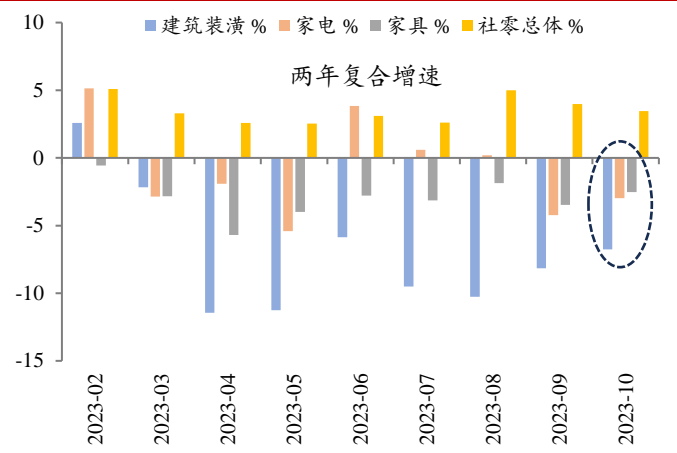
费仍有一定拖累，但降幅已经有所收窄。另外，星图数据显示，今年双十一期间，综合电商平台和直播电商平台累计销售额同比增长2.1%，增速有所放缓。

图15: 10月社会消费品零售总额同比+7.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

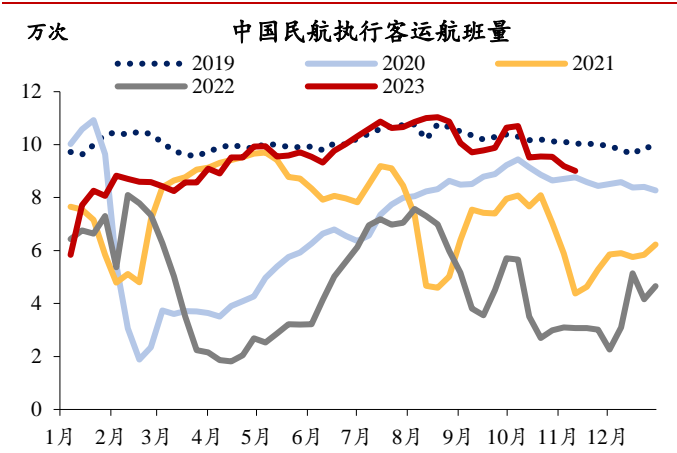
图16: 地产后周期消费仍有一定拖累



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

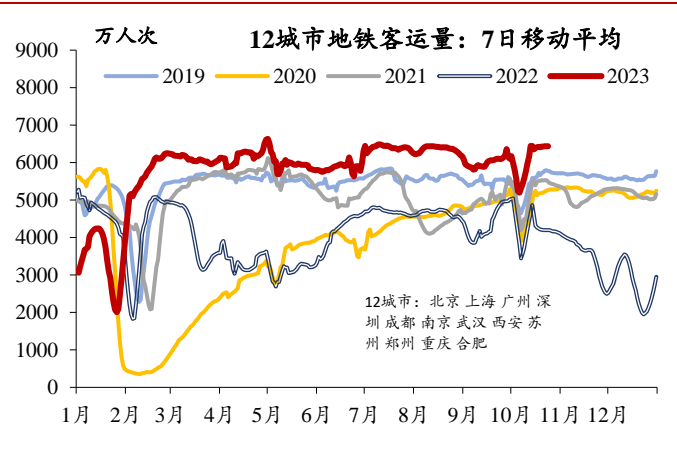
国庆假期旅游出行保持高景气度，但节后出行强度有所回落，出行类消费热度趋于正常化。经文化和旅游部数据中心测算，中秋节、国庆节假期8天，国内旅游出游人数8.26亿人次，按可比口径同比增长71.3%，按可比口径较2019年增长4.1%；实现国内旅游收入7534.3亿元，按可比口径同比增长129.5%，按可比口径较2019年增长1.5%。1-10月服务零售额同比增长19.0%，较前值小幅提升0.1个百分点。不过，双节之后出行热度有所降温，中国民航执飞量有所回落。12城市地铁客运量维持高位，市内出行保持较高强度。

图17: 民航执行客运航班量有所回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

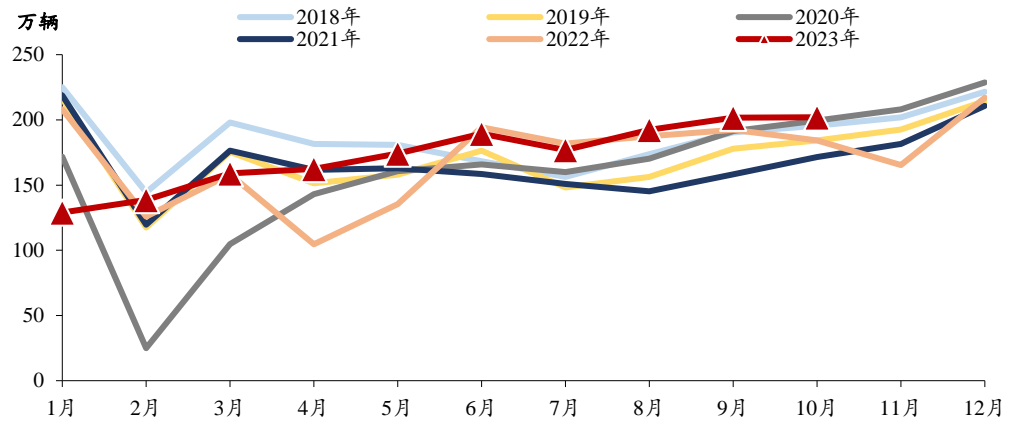
图18: 12城市地铁客运量维持高位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

10月乘用车市场稳中有进。据乘联会披露，10月狭义乘用车零售市场约为203.3万辆，环比+0.7%，同比+10.2%，其中新能源汽车零售约76.7万辆，环比2.7%，同比增长37.5%。其一，10月中旬乘用车总体市场折扣率约为18.7%（前值18.5%），终端优惠水平进一步下探，达到近年来最高水平。其二，“十一”叠加中秋超长假期，各地方车展及促销活动较多，不少地方政府选择在当地车展上发放政府消费券，进一步放大了黄金周车展的效果，从需求侧对车市形成稳定支持。

图19: 10月狭义乘用车零售市场约为203.3万辆，乘用车市场稳中有进



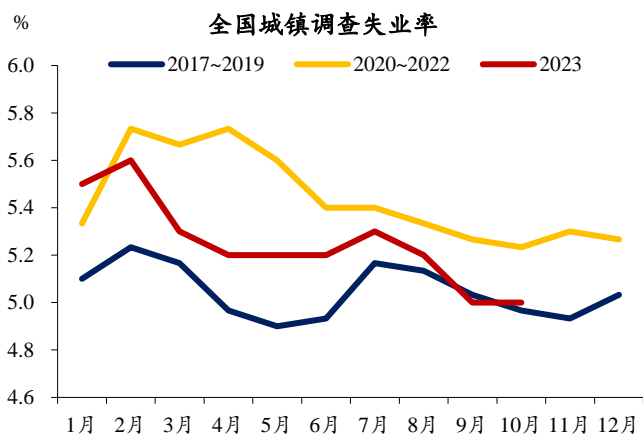
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 企业盈利改善，就业保持稳定

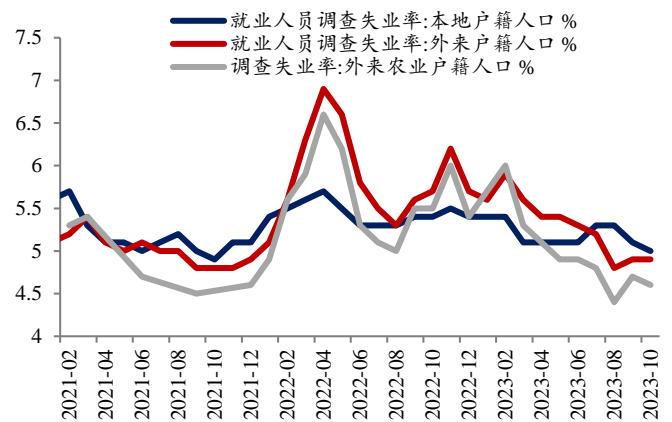
10月全国城镇调查失业率为5.0%，与前值持平，整体就业稳定。一方面，稳增长政策助力下，工业企业利润持续改善，8~9月连续两个月实现两位数增长，用工需求有所恢复。另一方面，国庆假期后，出行链热度趋于正常化，第三产业劳动力市场扩张或有所放缓。与此同时，就业优先政策持续发力，失业率后续将维持在历史较低水平。

图20: 10月全国城镇调查失业率为5.0%，与前值持平

图21: 农民工就业情况稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

就业优先政策持续发力，农民工和高校毕业生依然是重中之重。10月9日，人社部等6部门联合开展“城暖农民工”服务活动，聚焦解决农民工急难愁盼问题，采取切实措施，全面做好农民工服务保障工作，推动在城镇就业的农民工就业更稳定。10月10日，国家金融监督管理总局发布通知，各银行保险机构要聚焦服务民营企业及小微企业，促进企业稳定岗位、扩大就业。10月11日，国务院发布《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》，强调普惠金融要支持小微企业经营主体的可持续发展，强化对流通领域小微企业的金融支持。10月13日，人社部职引未来——2023年大中城市联合招聘高校毕业生秋季专场推出第二批93场特色服务活动，提供大量就业岗位。预计后续就业优先政策持续发力，失业率后续有望维持在历史较低水平。

6 风险提示

大国博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>