

2023年11月30日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

仍在荣枯线下，新动能需求支撑较好

——11月PMI数据点评

摘要

- **制造业 PMI: 需求不足问题凸显，行业间分化较大。**部分制造业生产进入淡季，内外需都有所放缓，外需走弱更明显，11月制造业 PMI 录得 49.4%，较 10 月回落 0.1 个百分点，低于市场预期，连续两个月收缩。从需求端看，11 月新订单指数为 49.4%，较 10 月下降 0.1 个百分点，内外需都有所放缓；从生产端看，部分制造业行业进入淡季，11 月生产指数回落 0.2 个百分点至 50.7%，保持扩张；企业对于后市的预期较为稳定，招工意愿略有改善；进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数延续下行，短期看出口仍将有所承压；四大行业的市场需求分化，基础原材料需求拖累较大，消费品制造业需求在促销季后增速有所回调，新动能市场需求上升起到有效支撑作用。
- **中型企业景气度重新扩张，大、小型企业景气回落。**分企业规模看，11 月，大、小型企业景气度回落，中型企业 PMI 回到扩张区间，大、小型企业生产端景气度回落，中、小型企业需求端景气下行。进出口方面有所分化，小型企业出口指数明显回落，大、中型企业出口指数回升，而大型企业进口指数回升，中小型企业进口指数回落。从业人员和企业预期方面，大、小型企业从业人员指数上升，小型企业预期指数下降。
- **原材料购进价格指数走低，产成品库存指数下降。**11 月，企业生产活动继续放缓，采购量指数回落至 49.6%，而且国际部分大宗商品价格走低，主要原材料购进价格指数回落 1.9 个百分点至 50.7%，出厂价格指数小幅回升 0.5 个百分点至 48.2%，企业原材料成本压力下降。不同规模企业两个价格指数均下降。预计短期油价走势震荡偏弱，但 OPEC+ 减产行为也会形成扰动，而国内部分原材料价格或受到稳增长政策提振。后续价格走势或偏稳。11 月，供应商配送时间指数小幅回升，原材料库存指数和产成品库存指数下降，企业库存短期或继续低位震荡。
- **非制造业 PMI: 服务业和建筑业景气度走势分化。**11 月，非制造业商务活动指数为 50.2%，较上个月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点。分项指标来看，新订单指数为 47.2%，较上月上升；业务活动预期指数较上月明显回升 1.7 个百分点至 59.8%，处于较高景气区间。服务业商务活动指数较 10 月下降 0.8 个百分点至 49.3%。行业上，与居民出行和消费密切相关的服务行业上月受国庆假期带动形成较高基数，本月指数高位回调。11 月，在增发国债等政策刺激下，叠加天气偏暖，基建表现较好，拉动建筑业景气度回升，建筑业商务活动指数为 55.0%，比上月上升 1.5 个百分点，增发国债将继续拉动基建较稳发展，预计后续建筑业景气度仍在较高水平。
- **风险提示:** 海外需求超预期下降，政策落地不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-57631106

邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

相关研究

1. 云涌之时，风起之势——2024 年宏观经济与政策展望 (2023-11-26)
2. 金融工作进入密集落地期，汇率波动引关注 (2023-11-24)
3. 聚金门共商中美新愿景，看海外数据表现分化 (2023-11-19)
4. 供需两端延续改善，投资仍待提振 (2023-11-16)
5. 政府债多发支撑数据，但居民企业贷款表现偏弱——10 月社融数据点评 (2023-11-14)
6. 金融部门重磅发声，国际油价继续走低 (2023-11-10)
7. 供给扰动，物价震荡磨底——10 月通胀数据点评 (2023-11-10)
8. 内需回暖拉动进口，但出口表现偏弱——10 月贸易数据点评 (2023-11-08)
9. 新视角、多维度说化债——海外化债借鉴及央地问题探究 (2023-11-05)
10. 高层继续发声房地产，美联储暂停加息 (2023-11-03)

2023年11月份中国制造业采购经理指数较10月回落0.1个百分点至49.4%，连续两个月处于收缩区间。制造业供需两端景气度继续下行，内外需都显示出不足，外需下滑相对更明显，但生产端仍保持扩张。非制造业商务活动指数回落0.4个百分点至50.2%，其中，服务业景气度下滑至收缩区间，而建筑业景气度回升。综合PMI产出指数为50.4%，比上月下降0.3个百分点，仍高于临界点。11月下旬，金融部门频发声，化解房地产金融风险的工作继续推进，或带动经济活动进一步活跃，制造业PMI有望逐步回升。

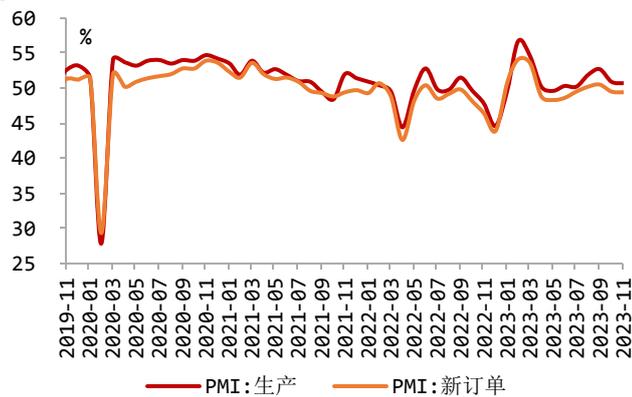
1 制造业 PMI：需求不足问题凸显，行业间分化较大

供需两端继续走低，需求不足问题仍然严峻。2023年11月制造业采购经理人指数较上月回落0.1个百分点至49.4%，低于市场预期，连续两个月位于收缩区间。其中，**从需求端看**，11月新订单指数为49.4%，较10月下降0.1个百分点，连续两个月在荣枯线下，一方面是淡季因素使得内需放缓，另一方面是外需进一步收缩。企业调查显示，11月反映市场需求不足的企业比重为60.6%，较上月上升0.7个百分点，在连续3个月运行在60%以下后再次回到60%以上。**从生产端看**，部分制造业行业进入淡季，11月生产指数较10月回落0.2个百分点至50.7%，但仍保持了6个月的扩张态势。从供需关系来看，生产指数超过新订单指数1.3个百分点，超出的幅度较上月收敛。**从企业预期来看**，11月政策力度不减，企业对于后市的预期较为稳定，11月生产经营活动预期指数录得55.8%，较10月升高0.2个百分点，连续2个月上升。**从就业情况看**，11月从业人员指数较10月小幅回升0.1个百分点至48.1%。总体来看，11月份，由于部分制造业进入生产淡季，地产市场低迷运行，海外需求进一步收缩，制造业PMI连续两个月收缩，供需两端景气度均有所下滑，但生产端仍保持扩张。11月以来，稳地产相关政策频出，11月21日，据媒体报道，监管机构正在起草一份中资房地产商“白名单”，可能涵盖50家规模房企，国有和民营房企会被列入其中，还提出了“三个不低于”，即各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速，后续金融机构将继续助力化解地产风险。另外，增发国债实物工作量有望在四季度逐渐落地，经济形势有望回暖，12月制造业PMI或回升。

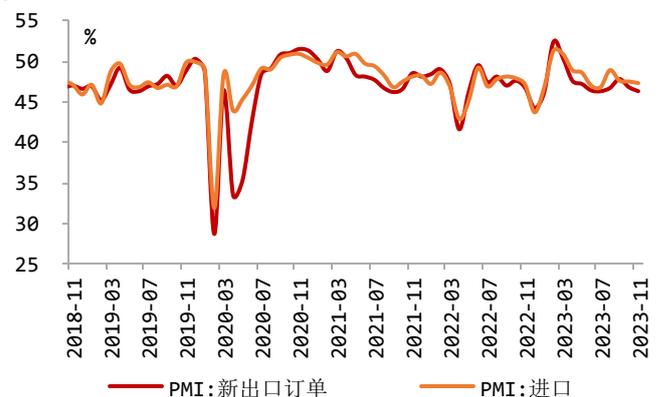
从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数延续下行趋势。新出口订单指数和进口指数分别为46.3%和47.3%，分别较前值回落0.5和0.2个百分点，连续8个月位于收缩区间。进口方面，进口指数回落幅度小于新出口订单指数，并且继续高于新出口订单指数，说明国内消费相对有韧性；出口方面，出口回落一方面因人民币近期升值，另一方面因欧美日等主要发达国家需求走弱，美国11月Markit制造业PMI意外重回萎缩区间，为49.4%，欧元区11月制造业PMI初值较前值43.1%回升至43.7%，但仍处于收缩区间，日本11月Jibun制造业PMI初值降至48.1%，创下今年2月以来的新低。另外，韩国11月前20天出口额同比增长2.2%，增速较上月同期回落2.4个百分点。总体上，出口景气度低于进口1.0个百分点，内需好于外需。后续国内政策发力有望支撑内需，美国经济活动总体开始放缓，消费者支出减少，短期我国出口或将承压。

基础原材料需求拖累较大，新动能行业需求较快释放。四大行业的市场需求有所分化，其中基础原材料行业市场需求加快收缩对市场需求整体有所拖累，但新动能市场需求上升有效支撑需求整体保持相对稳定。基础原材料行业新订单指数和新出口订单指数分别为45.7%和42.5%，较上月下降0.7个和3.3个百分点，均连续2个月下降，显示基础原材料市场需求加快收缩，其中外需收缩尤为突出；**新动能市场需求较快释放，装备制造业新订单指数为**

53.3%，较上月上升 1.1 个百分点，高技术制造业新订单指数为 51.8%，较上月上升 2.1 个百分点，均高于基础原材料行业和消费品制造业同期 45.7% 和 50.1% 的水平，也高于制造业新订单指数 49.4%，装备制造业新出口订单指数为 48.7%，较上月上升 2.1 个百分点，高技术制造业新出口订单指数也稳定在 48% 左右的水平，同样高于整体新出口订单指数 46.3%；消费品制造业市场需求在电商促销季过后增速有所回调，消费品制造业新订单指数为 50.1%，较上月下降 1.7 个百分点。总体来看，11 月消费品制造业和基础原材料制造业需求下滑主要源于季节性因素，随着冬季到来、气温下降，部分消费品制造业和石油行业或迎来消费旺季，叠加万亿国债等稳增长政策或对上游原材料行业起到提振作用。

图 1：11 月新订单指数、生产指数小幅下降


数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数、进口指数下降


数据来源：wind、西南证券整理

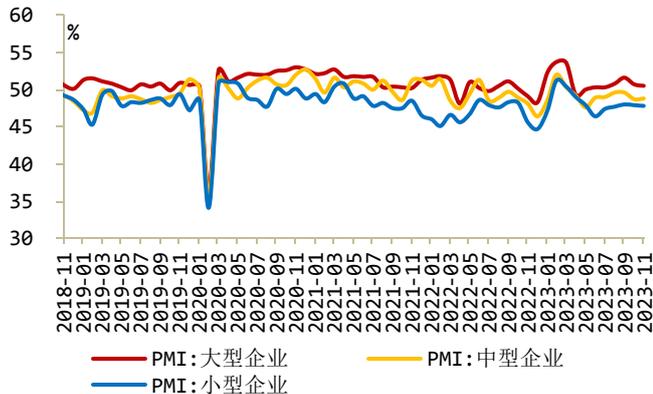
2 中型企业景气度重新扩张，大、小型企业景气回落

分企业规模看，大、小型企业景气度回落，中型企业 PMI 回到扩张区间。11 月，大、小型企业 PMI 分别为 50.5% 和 47.8%，分别较上月回落 0.2 和 0.1 个百分点，中型企业 PMI 小幅回升 0.1 个百分点至 48.8%。具体来看，大、小型企业生产端景气度回落，中、小型企业需求端景气下行。11 月，大、小型企业生产指数较 10 月分别下降 1.0 和 0.6 个百分点至 52.1% 和 48.2%，中型企业生产指数回升 1.5 个百分点至 50.5%，重新回到扩张区间，大型企业新订单指数上升 0.3 个百分点至 51.1%，而中、小型企业新订单指数分别回落 0.1、1.1 个百分点至 48.8% 和 46.7%，大型企业生产指数和新订单指数保持在荣枯线上。进出口方面，小型企业出口指数明显回落，大、中型企业出口指数回升，而大型企业进口指数回升，中小型企业进口指数回落。具体来看，11 月，大、中型企业新出口订单指数较上月升高 0.2 和 0.7 个百分点至 48.1% 和 45.0%，小型企业新出口订单指数较 10 月大幅回升 6.9 个百分点至 40.9%，大型企业进口指数回升 0.1 个百分点至 47.9%，中小型企业进口指数则回落 0.6、0.8 个百分点至 46.2% 和 46.4%。总体来看，11 月，大型企业供需两端仍保持扩张态势，供给回落较多、需求端有韧性，小型企业受外需下降影响更为明显。

大、小型企业从业人员指数上升，小型企业预期指数下降。大、小型企业的从业人员指数回升 0.5 和 0.5 个百分点至 49.3% 和 47.5%，而中型企业从业人员指数下降 0.7 个百分点至 46.7%，大、小型企业招工意愿有所恢复，中型企业招工意愿转弱。小型企业预期下滑，大、中型企业预期回升。大、中型企业的生产经营活动预期指数分别回升 0.3 和 0.9 个百分点至 57.0% 和 56.3%，而小型企业生产经营活动预期指数下滑 1.0 个百分点至 52.7%。11 月 27

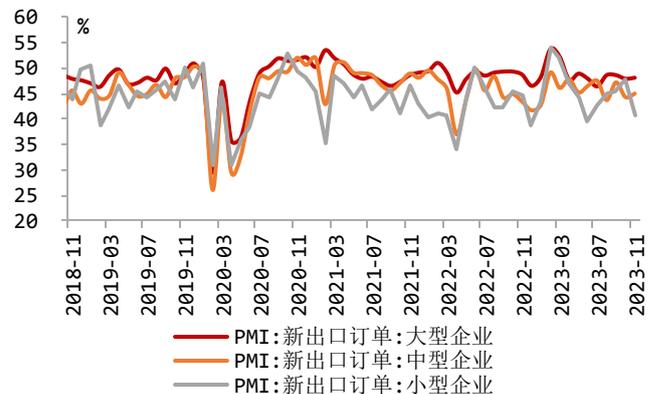
日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局等八部门联合印发了《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出支持民营经济的 25 条具体举措，明确金融服务民营企业目标和重点，尤其是提出了银行业金融机构要制定民营企业年度服务目标，未来中小民营企业信心有望在政策助力下逐步得到提振。

图 3：大、小型企业 PMI 回落，中型企业 PMI 回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：小型企业新出口订单指数下降，大、中型企业回升



数据来源：wind、西南证券整理

3 原材料购进价格指数走低，产成品库存指数下降

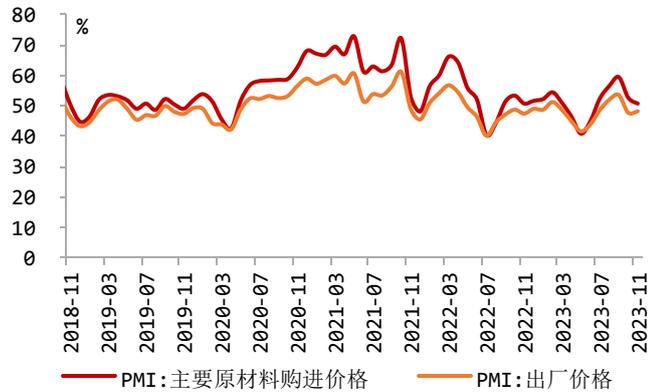
原材料购进价格指数走低，企业原材料成本压力下降。11月，企业生产活动继续放缓，采购量指数较10月回落0.2个百分点至49.6%，连续两个月收缩，而且国际部分大宗商品价格走低，主要原材料购进价格指数回落1.9个百分点至50.7%，但仍在扩张，但市场需求相对稳定，出厂价格指数小幅回升0.5个百分点至48.2%，继续位于临界线下，低于原材料购进价格指数2.5个百分点。企业原材料成本压力下降，企业调查显示，反映原材料成本高的企业比重为40.2%，较上月下降3.1个百分点，连续2个月下降。从行业上看，对国际大宗商品市场依赖程度较高的基础原材料行业的购进价格指数较上月下降6个百分点。10月PPI同比增速如期回落，根据出厂价格PMI指数的指引，预计11月PPI同比保持相对平稳。需求端，美国10月CPI和PPI数据均走弱，显示需求正在放缓，而供给端方面，非核心OPEC成员国产量远强于预期，使得原油价格近期走低。当地时间11月30日，报道称，两名消息人士表示，OPEC+进一步减产石油的讨论范围在100万至200万桶/日之间。预计短期在美国经济数据走弱下，油价走势震荡偏弱，但OPEC+减产行为也会形成扰动，2024年随着美欧加息结束，且经济大概率软着陆下，叠加原油库存较低，原油价格可能会稳中有升。而国内部分原材料价格或受到稳增长政策提振。

从不同规模企业来看，大中小型企业主要原材料购进价格指数分别较上月下降3.4、0.6和0.3个百分点至50.3%、50.6%和51.8%，连续两个月走低，大、小型企业出厂价格指数分别回升1.6和0.5个百分点至49.2%和47.0%，中型企业出厂价格指数下降1.5个百分点至47.3%。总的来看，不同规模企业的原材料购进价格指数均下降，大型企业价格指数下滑幅度相对更大，而出厂价格指数走势分化。11月，BCI企业销售、利润前瞻指数均走低，分别下降2.34和3.86个点至55.47、42.04，总成本前瞻指数大幅上行6.7点至71.9。

供应商配送时间指数小幅回升，企业产成品库存指数下降。11月供应商配送时间指数为50.3%，较10月小幅回升0.1个百分点，供应商交货时间略有缩短。库存方面，11月，产成品库存指数为48.2%，较10月回落0.3个百分点，原材料库存指数为48.0%，也较上月

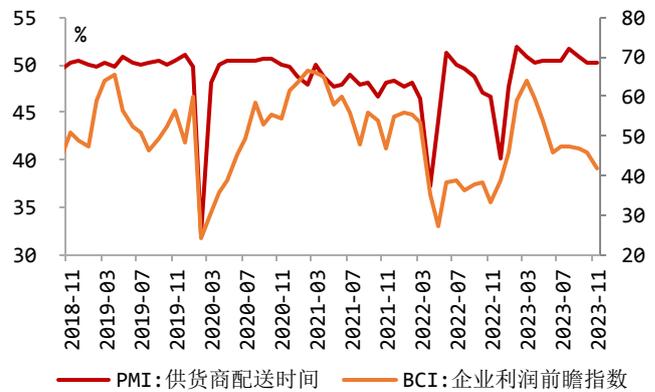
下滑 0.2 个百分点，均处于收缩区间。10 月份，工业企业产成品存货同比增速录得 2.0%，较 9 月增速回落 1.1 个百分点，11 月 PMI 库存指数显示，企业库存短期或继续低位震荡。

图 5：主要原材料购进价格下降、出厂价格回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：供应商配送时间指数略升、企业利润前瞻指数下降



数据来源：wind、西南证券整理

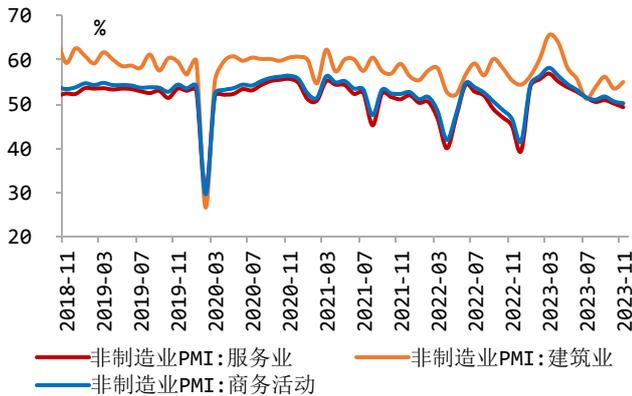
4 非制造业 PMI：服务业和建筑业景气度走势分化

非制造业景气度下降，服务业景气度回落明显。11 月份，非制造业商务活动指数为 50.2%，比上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点，但与制造业 PMI 一样，低于市场预期，且非制造业 PMI 低于市场预期更加明显。其中，新订单指数为 47.2%，比上月上升 0.5 个百分点，仍低于临界点，非制造业市场需求收缩幅度收窄；投入品价格和销售价格指数与上月相比变动不大，业务活动预期指数较上月明显回升 1.7 个百分点至 59.8%，处于较高景气区间，在近期政策频发下，服务企业的预期有所好转。11 月，服务业商务活动指数为 49.3%，比上月下降 0.8 个百分点，继连续 10 个月高于荣枯线之后，首次跌入荣枯线以下。从行业看，与居民出行和消费密切相关的服务行业上月受国庆假期带动形成较高基数，本月指数高位回调，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数回落；电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间，业务总量增长较快。从市场预期看，业务活动预期指数为 59.3%，比上月上升 1.8 个百分点，多数服务业企业对未来行业恢复发展信心较强。其他分项指标方面，服务业新订单指数为 46.9%，比上月回升 0.7 个百分点，虽然仍在荣枯线以下，但需求萎缩的情况有所好转；就业情况明显回升，服务业从业人员指数为 46.7%，比上月回升 0.2 个百分点；从价格上看，服务业销售价格指数为 47.7%，比上月下降 0.6 个百分点，投入品价格指数也继续回落 0.5 个百分点至 49.2%。总体来看，由于假期效应消退，服务业商务活动指数有所回落，后续在政策支撑以及季节性因素下，服务业景气度或有所恢复。

政策刺激下建筑业景气度回升，后续基建有望继续拉动。11 月，建筑业商务活动指数为 55.0%，比上月上升 1.5 个百分点，在增发国债等政策刺激下，叠加天气偏暖，基建表现较好，拉动建筑业景气度回升。分项指标看，建筑业需求继续略有回落，建筑业新订单指数为 48.6%，比上月下降 0.6 个百分点，后续在政策利好下，需求或有好转；从用工上看，建筑业从业人员指数为 48.2%，比上月上升 1.8 个百分点，仍在荣枯线以下，但就业情况改善明显；从价格上看，与制造业和服务业不同的是，建筑业投入品价格、销售价格较 10 月分别上升 3.2 和 1.3 个百分点至 53.1%、51.3%，建筑业企业成本重新回升，与近期铁矿石等相

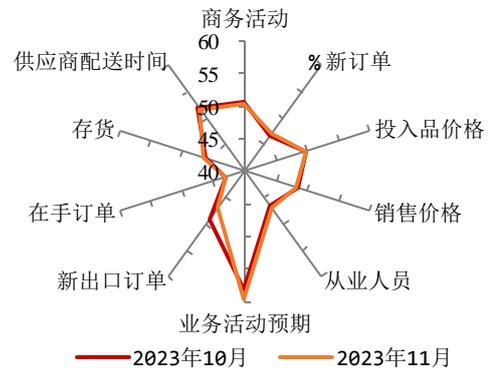
关上游价格回升有关系；从预期上看，建筑业业务活动预期指数为 62.6%，比上月上升 1.2 个百分点，政策效果显现，建筑类企业对近期市场恢复发展信心较强。从石油沥青开工的高频数据看，11月中下旬，石油沥青开工装置开工率表现稳健；11月28日，房地产方面，潘功胜表示当前中国房地产市场进入了转型期，呈现以下几个特点：第一对于新房的需求在下降，第二房地产市场在一、二线城市比较稳定，但三四线城市需求下降，第三城市化在继续，租赁需求在不断增加，长期看来房地产市场的调整对于中国经济增长和可持续发展是有益的，但短期内也应当防止溢出性风险；基建方面，增发国债将继续拉动基建较稳发展，预计后续建筑业景气度仍在较高水平。

图 7：服务业 PMI 指数下降、建筑业 PMI 指数回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2022-4	2022-5	2022-6	2022-7	2022-8	2022-9	2022-10	2022-11	2022-12	2023-1	2023-2	2023-3	2023-4	2023-5	2023-6	2023-7	2023-8	2023-9	2023-10	2023-11
中采制造业 PMI																				
PMI总指数	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4
生产量	44.4	49.7	52.8	49.8	49.8	51.5	49.6	47.8	44.6	49.8	56.7	54.6	50.2	49.6	50.3	50.2	51.9	52.7	50.9	50.7
雇员	47.2	47.6	48.7	48.6	48.9	49.0	48.3	47.4	44.8	47.7	50.2	49.7	48.8	48.4	48.2	48.1	48.0	48.1	48.0	48.1
新订单	42.6	48.2	50.4	48.5	49.2	49.8	48.1	46.4	43.9	50.9	54.1	53.6	48.8	48.3	48.6	49.5	50.2	50.5	49.5	49.4
出口订单	41.6	46.2	49.5	47.4	48.1	47.0	47.6	46.7	44.2	46.1	52.4	50.4	47.6	47.2	46.4	46.3	46.7	47.8	46.8	46.3
现有订货	46.0	45.0	44.2	42.6	43.1	44.1	43.9	43.4	43.1	44.5	49.3	48.9	46.8	46.1	45.2	45.4	45.9	45.3	44.2	44.4
产成品库存	50.3	49.3	48.6	48.0	45.2	47.3	48.0	48.1	46.6	47.2	50.6	49.5	49.4	48.9	46.1	46.3	47.2	46.7	48.5	48.2
原材料库存	46.5	47.9	48.1	47.9	48.0	47.6	47.7	46.7	47.1	49.6	49.8	48.3	47.9	47.6	47.4	48.2	48.4	48.5	48.2	48.0
采购量	43.5	48.4	51.1	48.9	49.2	50.2	49.3	47.1	44.9	50.4	53.5	53.5	49.1	49.0	48.9	49.5	50.5	50.7	49.8	49.6
购进价格	64.2	55.8	52.0	40.4	44.3	51.3	53.3	50.7	51.6	52.2	54.4	50.9	46.4	40.8	45.0	52.4	56.5	59.4	52.6	50.7
供应商配送时间	37.2	44.1	51.3	50.1	49.5	48.7	47.1	46.7	40.1	47.6	52.0	50.8	50.3	50.5	50.4	50.5	51.6	50.8	50.2	50.3
进口	42.9	45.1	49.2	46.9	47.8	48.1	47.9	47.1	43.7	46.7	51.3	50.9	48.9	48.6	47.0	46.8	48.9	47.6	47.5	47.3
中采服务业 PMI																				
中采服务业 PMI	40.0	47.1	54.3	52.8	51.9	48.9	47.0	45.1	39.4	54.0	55.6	56.9	55.1	53.8	52.8	51.5	50.5	50.9	50.1	49.3
中采建筑业 PMI	52.7	52.2	56.6	59.2	56.5	60.2	58.2	55.4	56.4	60.2	65.6	63.9	58.2	55.7	51.2	53.8	56.2	53.5	55.0	55.0
综合 PMI 产出指数	42.7	48.4	54.1	52.5	51.7	50.9	49.0	47.1	42.6	52.9	56.4	57.0	54.4	52.9	52.3	51.1	51.3	52.0	50.7	50.4
非制造业商务活动指数	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7	46.7	41.6	54.4	56.3	58.2	56.4	54.5	53.2	51.5	51.0	51.7	50.6	50.2
财新制造业 PMI	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2	51.0	50.6	49.5	-

数据来源：wind、西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
