



2023年12月15日

供给端恢复较好，需求端动能偏弱

——国内观察：2023年11月经济数据

证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人：

高旗胜

gqs@longone.com.cn

相关研究

1. 消费再度转弱，房地产投资边际改善——2022年9月经济数据
2. 经济复苏进程受阻，促内需仍为关键——2022年10月经济数据
3. 复苏进程放缓，稳增长政策有望加码——2022年11月经济数据
4. 内需回暖，经济整体向好——2022年12月经济数据
5. 内需修复明显，经济稳步恢复——2023年1-2月经济数据
6. GDP增速好于预期，地产恢复偏缓——2023年3月经济数据
7. “低基数”面纱下经济复苏低于预期——2023年4月经济数据
8. 弱复苏下的经济换挡，高技术制造业投资增速较高——2023年5月经济数据
9. 恢复仍偏弱，结构有亮点——国内观察：2023年6月经济数据
10. 增速放缓，政策积极——国内观察：2023年7月经济数据
11. 积极因素增多，经济边际改善——宏观周报（20230911-20230917）
12. 4.9的背后：经济内生增长动能逐步增强——国内观察：2023年9月经济数据
13. 稳中求进：消费不俗，地产下行趋缓——国内观察：2023年10月经济数据

投资要点

- **事件：**12月15日，国家统计局公布11月经济数据。11月，社会消费品零售总额当月同比10.1%，前值7.6%；固定资产投资完成额累计同比2.9%，前值2.9%；规模以上工业增加值当月同比6.6%，前值4.6%。
- **核心观点：**11月经济运行延续平稳态势。在去年同期基数明显下沉的背景下，今年11月社零同比增速明显上升，其中汽车消费支撑作用较强，但社零升幅不及市场预期，当前消费恢复力度相对偏弱。在房地产和基建投资增速略有回落的情况下，固定资产投资增速与前值持平的主要原因是制造业投资增速回升，房地产降势继续放缓显示筑底特征。供给端，工业生产超预期提速，或源于同期基数走低、重点行业扩产、入冬供暖带动电力热力生产加快；服务业生产也进一步加快。总体上看，剔除低基数效应，当前经济恢复力度相对偏弱，消费需求有待继续扩大，政策上可能将进一步发力，巩固经济回升向好态势。
- **低基数下社零增速不及预期，消费恢复力度偏弱。**11月，社零当月同比10.1%，虽超2019年同期水平，但不及预期的12.6%，前值7.6%。从三年复合增速看，11月为2.7%，弱于10月的4%。从支撑因素看，一方面，低基数效应推高今年11月社零当月同比读数；另一方面，“双11”促销活动也有一定带动作用。但是，除汽车之外的消费品零售额当月同比（9.6%）弱于社零总额，或反映当前居民消费需求恢复力度有所偏弱。
- **汽车消费热度延续。**11月汽车类零售额4314亿元，低基数效应下当月同比增长14.7%，高出前值3.3个百分点。从销量来看，乘联会数据显示，11月狭义乘用车（不包含微客）零售208万辆，同比增长26%，环比增长2.4%。新能源汽车增长动力较强，当月同比增长39.8%，环比增8.9%。**服务消费增速继续加快。**11月餐饮收入同比增长25.8%，较前值上升8.7个百分点。从三年平均增速来看，11月为4.9%，高于10月的3.7%。11月全国服务零售额累计同比增长19.5%，较10月加快0.5个百分点，仍大幅高于商品消费的8%，服务消费市场增势较好。11月十大城市周均地铁客运量约6184万人次，环比升4.1%。
- **固定资产投资保持稳定。**11月固投累计同比2.9%，前值和预期均为2.9%。**房地产投资下行幅度继续缓和。**11月房地产开发投资累计同比-9.4%，较前值下降0.1个百分点，环比降幅继续收窄。从累计同比数据看，销售面积降幅继续扩大，但环比降幅连续5个月收窄；新开工面积降幅继续收窄，且回暖幅度高于上月；竣工面积在较高增速有所回落。从当月同比数据看，据测算，11月销售面积当月同比与前值基本持平，新开工面积大幅回暖。**制造业投资增速进一步加快。**11月，制造业投资累计同比6.3%，较10月上升0.1个百分点。2023年前三季度工业中长期贷款余额21.05万亿元，同比增长30.9%，增速比各项贷款高出20.7个百分点，或表明政策和资金在明显加大对制造业转型升级的支持力度。高技术制造业投资累计同比10.5%，高于全部制造业投资4.2个百分点。**基建投资稳中略微回落。**11月，狭义基建投资累计同比5.8%，前值5.9%。国家统计局表示，京津冀和东北地区灾后重建项目持续推进，带动道路重建、管网修复、水利建设等基建投资较快增长。
- **工业生产超预期提速，服务业供给继续加快。**工业方面，11月，规模以上工业增加值同比增长6.6%，前值4.6%，预期5.7%。11月工业生产超预期提速可能源于：1）基数走低；2）汽车、铁路船舶、航空航天等重点行业增产；3）入冬后多地供暖带动电力热力生产加快。服务业方面，11月，服务业生产指数同比增长9.3%，较10月加快1.6个百分点。
- **风险提示：**1）国际地缘政治风险；2）海外金融事件风险；3）国内政策落地不及预期。

正文目录

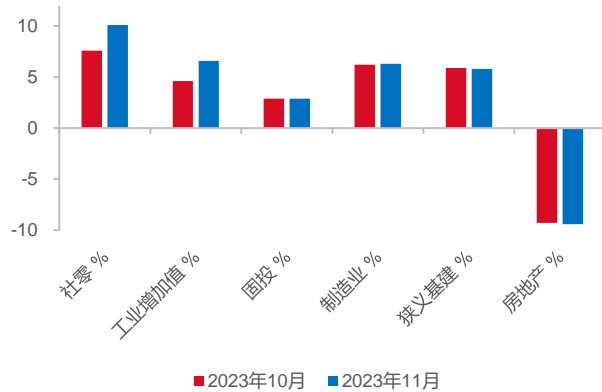
1. 消费：总体不及预期，服务和汽车消费热度延续.....	5
2. 投资：制造业继续加快，房地产或在筑底.....	7
3. 供给：工业生产超预期提速，服务业继续加快.....	12
4. 就业：城镇调查失业率保持稳定.....	12
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1 经济数据概览, %.....	4
图 2 实际 GDP 当季同比, %	4
图 3 社会消费品零售总额当月同比, %	6
图 4 商品零售、餐饮收入当月同比, %	6
图 5 除汽车以外消费品零售当月同比, %.....	6
图 6 分产品零售增速变化, %.....	6
图 7 线上及线下消费当月同比, %.....	6
图 8 2018-2023 年餐饮消费季节性规律, 亿元.....	6
图 9 十大城市地铁客运量(周均), 万人次.....	7
图 10 国内航班执飞数量, 架次	7
图 11 房地产投资和销售累计同比, %	8
图 12 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比, %.....	8
图 13 100 个大中城市住宅用地供应成交面积, 万平方米.....	8
图 14 100 个大中城市住宅用地成交溢价率, %.....	8
图 15 30 个大中城市商品房成交面积, 万平方米.....	9
图 16 房地产开发企业资金来源累计同比, %	9
图 17 房企非银融资规模, 亿元	9
图 18 房企信用债和海外债到期分布, 亿元	9
图 19 制造业投资累计同比, %.....	10
图 20 制造业投资各行业增速变化, %	10
图 21 民间固定资产投资累计同比, %	10
图 22 制造业 PMI 各分项, %	10
图 23 基建投资累计同比, %	11
图 24 基建投资分项累计同比, %	11
图 25 地方政府新增专项债当月发行额, 亿元.....	11
图 26 地方政府新增专项债发行节奏, %	11
图 27 石油沥青装置开工率, %.....	11
图 28 全国水泥发运率, %	11
图 29 规模以上工业增加值当月同比, %	12
图 30 规模以上工业增加值各分项, %	12
图 31 城镇调查失业率, %	13

事件：12月15日，国家统计局公布11月经济数据。11月，社会消费品零售总额当月同比10.1%，前值7.6%；固定资产投资完成额累计同比2.9%，前值2.9%；规模以上工业增加值当月同比6.6%，前值4.6%。

图1 经济数据概览，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 实际 GDP 当季同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

核心观点：11月经济运行延续平稳态势。在去年同期基数明显下沉的背景下，今年11月社零同比增速明显上升，汽车消费支撑作用较强，但社零升幅不及市场预期，当前消费恢复力度相对偏弱。在房地产和基建投资增速略有回落的情况下，固定资产投资增速与前值持平的主要原因是制造业投资增速回升，房地产降势继续放缓显示筑底特征。供给端，工业生产超预期提速，或源于同期基数走低、重点行业扩产、入冬供暖带动电力热力生产加快；服务业生产也进一步加快。总体上看，剔除低基数效应，当前经济恢复力度相对偏弱，消费需求有待继续扩大，政策上可能将进一步发力，巩固经济回升向好态势。

1.消费：总体不及预期，服务和汽车消费热度延续

低基数下社零增速不及预期，消费恢复力度偏弱。11月，社会消费品零售总额为4.25万亿元，当月同比10.1%，虽超2019年同期水平（8%），但不及预期的12.6%，前值7.6%。从今年以来的社零增速看，7月份为年内低点（2.5%），8月以来已连续四个月上升。从三年复合增速看，11月为2.7%，弱于10月的4%。分大类看，服务和商品消费增速双双加快。11月餐饮收入同比25.8%，前值17.1%；商品零售同比8%，前值6.5%。从支撑因素看，一方面，2022年11月社零当月同比仅为-5.9%，低基数效应推高今年11月社零当月同比读数；另一方面，11月“双11”促销活动对消费也有一定带动作用。但是，在较低基数下社零增速不及预期，且除汽车之外的消费品零售额当月同比9.6%，弱于社零总额的10.1%，或反映当前居民消费需求恢复力度有所偏弱。

汽车消费热度延续。11月，汽车类零售额4314亿元，低基数效应下当月同比增长14.7%，高出前值3.3个百分点。从销量来看，乘联会数据显示，11月狭义乘用车（不包含微客）零售208万辆，同比增长26%，环比增长2.4%。11月车市促销力度仍然较大，带动购车需求持续释放，其中新能源汽车增长动力较强，当月同比增长39.8%，环比增8.9%。往后看，2022年12月汽车类零售额基数有所抬升，但考虑到年末促销大潮，今年12月汽车消费有望保持平稳。据新华网报道，12月以来已有超20家车企开启以价换量模式，推出降价优惠、购车补贴等活动以冲刺全年销售目标。

服务消费增速继续加快。11月餐饮收入5580亿元，同比增长25.8%，较前值上升8.7个百分点。从三年平均增速来看，11月为4.9%，高于10月的3.7%，餐饮消费继续恢复。11月全国服务零售额累计同比增长19.5%，较10月加快0.5个百分点，仍大幅高于商品消费的8%，服务消费市场增势较好。出行数据显示，11月十大城市周均地铁客运量约6184万人次，环比升4.1%。跨区域出行方面，航班执飞数量有所回落，11月国内航班执飞架次环比-9.7%，绝对量与2021年同期相当。此外，11月全国电影票房收入16.8亿元，同比增近2倍；全国观影人次4170万人次，同比增1.8倍。

必选消费基本稳定，可选消费有所分化。必选消费方面，11月，饮料类消费增速较10月加快0.1个百分点，粮油食品类消费增速与前值持平，日用品类消费增速较10月回落0.9个百分点。可选消费领域出现一定分化，11月，服装鞋帽纺织品、通讯器材类、金银珠宝消费增速较10月分别加快14.5个、2.2个、0.3个百分点；化妆品、体育娱乐用品类消费增速较10月分别下降4.6个、9.7个百分点。地产竣工端消费方面，11月家具类消费增速较10月加快0.5个百分点，家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类消费增速分别下降6.9个、5.6个百分点。

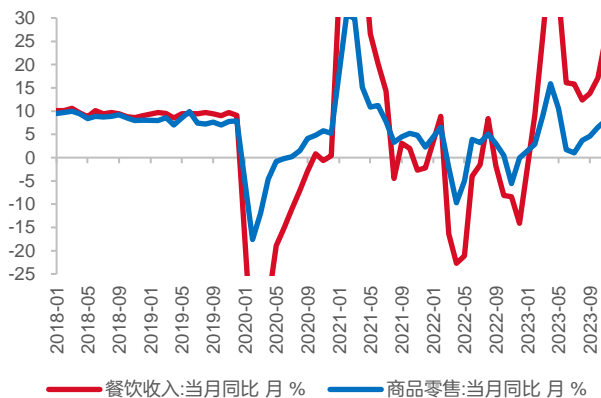
总体上看，低基数对11月社零同比读数的支撑力度较强，但提速幅度不及市场预期，主要消费品类出现分化，当前消费恢复力度相对偏弱。但是，近两月汽车消费热度较高，对整体社零增速起到一定支撑作用。考虑到2022年12月社零基数依然不高，叠加稳增长、促消费活动继续发力，今年12月社零同比增速可能不悲观。

图3 社会消费品零售总额当月同比, %



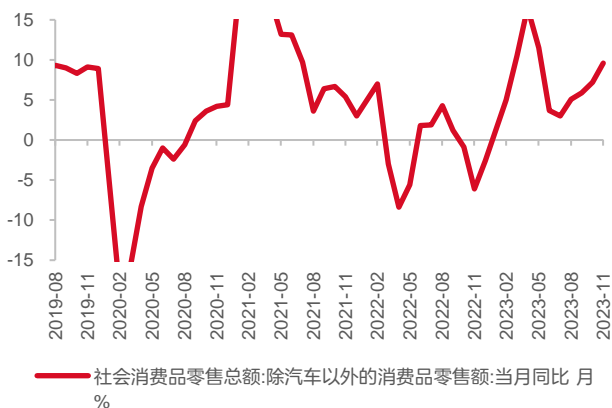
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 商品零售、餐饮收入当月同比, %



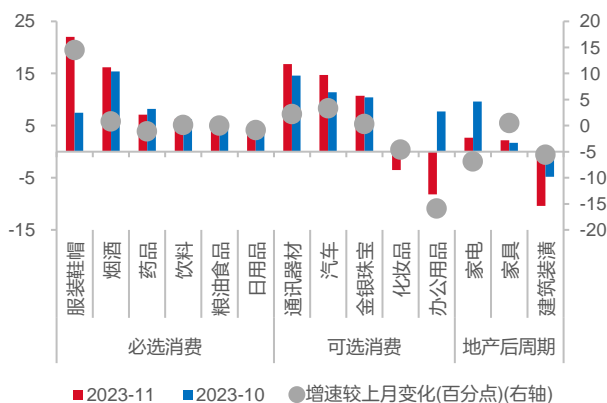
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 除汽车以外消费品零售当月同比, %



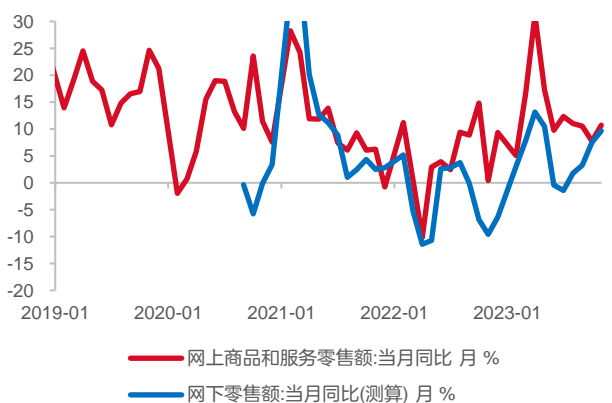
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 分产品零售增速变化, %



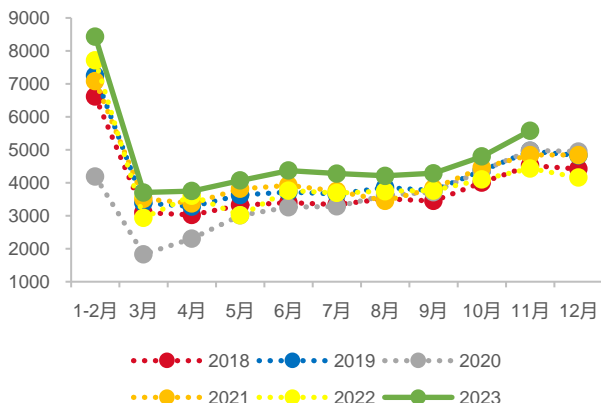
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 线上及线下消费当月同比, %



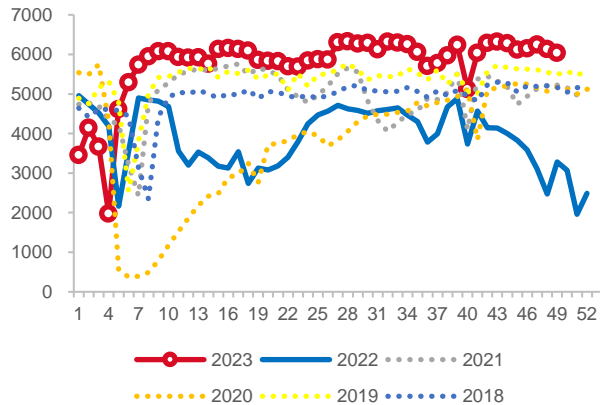
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 2018-2023 年餐饮消费季节性规律, 亿元



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 十大城市地铁客运量（周均），万人次



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 国内航班执飞数量，架次



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.投资：制造业继续加快，房地产或在筑底

11月，固定资产投资完成额累计同比2.9%，前值2.9%，预期2.9%。其中，制造业投资累计同比6.3%，前值6.2%；狭义基建投资累计同比5.8%，前值5.9%；房地产开发投资累计同比-9.4%，前值-9.3%。据测算，11月，制造业投资当月同比7.1%，较10月上升0.9个百分点；狭义基建投资当月同比5%，较10月上升1.2个百分点；房地产开发投资当月同比-11.3%，与前值持平。

房地产投资下行幅度继续缓和。11月，房地产开发投资累计同比-9.4%，较前值下降0.1个百分点，环比降幅继续收窄。从分项指标来看，销售面积、销售金额、新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-8%、-5.2%、-21.2%、-7.2%、17.9%，较前值分别变化-0.2个、-0.3个、+2个、+0.1个、-1.1个百分点。从累计同比数据来看，销售面积降幅继续扩大，但环比降幅连续5个月收窄；新开工面积降幅继续收窄，且幅度高于上月；竣工面积在较高增速有所回落。据测算，经可比口径调整，11月销售面积当月同比-11%，前值-10.1%；竣工面积当月同比增长10.3%，增速较10月进一步下滑，但仍保持双位数增长；新开工面积大幅回暖，当月同比4.7%，前值-21.2%。

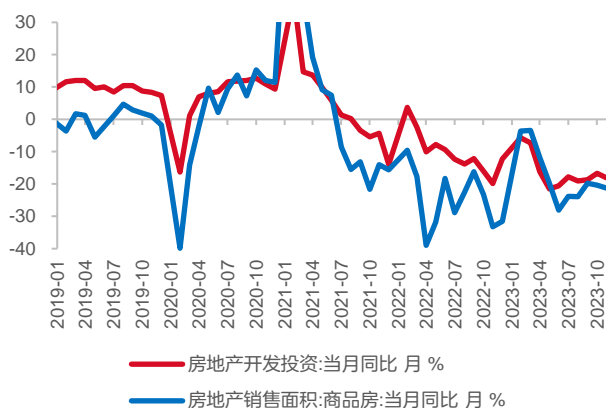
从全国整体供需情况来看，截至11月，今年全国住宅累计新开工面积6.37亿平方米，累计销售面积8.6亿平方米，“新开工-销售”缺口为2.23亿平方米。从土地成交情况来看，11月当月100城住宅用地成交建面3583万平方米，同比下降42.4%；11月住宅用地成交溢价率尚未有明显起色（3.63%），较10月略微上升0.3个百分点，房企投资扩张意愿未有明显改善。

11月30城销售环比、同比均走弱，一线城市新政出台有望提升活跃度。中指院数据显示，今年前11个月，全国重点100城新建商品住宅累计成交规模同比-5%，降幅较10月扩大1个百分点。从30城商品房成交情况来看，8月降至阶段性低点后，9月、10月连续两个月实现环比正增长，11月成交面积977万平方米，环比再度回落（-7%），销售恢复动能有所减弱。从绝对规模看，11月30城成交面积同比2022年-15.2%，同比2021年-36.2%。整体上，房地产销售端修复进程较为缓慢。12月14日，北京、上海均出台楼市新政，放松对普通住宅的认定标准，首套、二套房首付比例均有较大幅度下调，房贷利率也有所下调，

短期内有望提升楼市活跃度。预计在北京、上海等一线城市带动下，全国楼市信心有望得到一定提振，推动房地产加快筑底企稳。

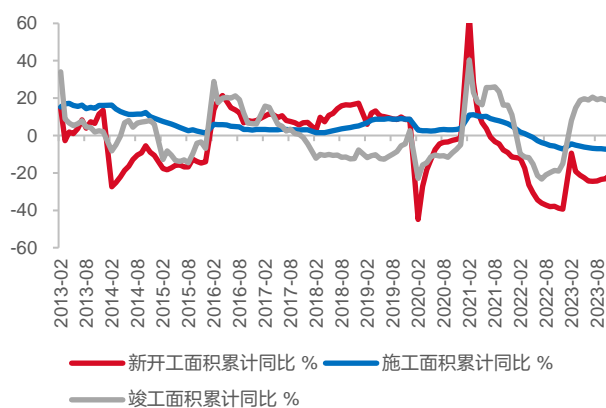
房企融资环境有所改善。11月，房地产开发资金来源累计同比-13.4%，较10月回暖0.4个百分点。其中，国内贷款和自筹资金累计同比分别较前值回暖1.2个、1.1个百分点至-9.8%、-20.3%，或指向房企融资有所改善。但是销售端拖累作用仍在，定金及预收款、个人按揭贷款累计同比较前值均回落0.5个百分点至-10.9%、-8.1%。中指院数据显示，11月房企非银融资总额为412.8亿元，同比-2.6%。融资结构上看，11月信用债融资311.5亿元，同比增37.6%；ABS融资96.3亿元，同比-2.6%。本周召开的中央经济工作会议提到“一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求”。我们认为，未来房企融资支持力度可能将进一步加大，房地产市场风险有望逐步化解。

图11 房地产投资和销售累计同比，%



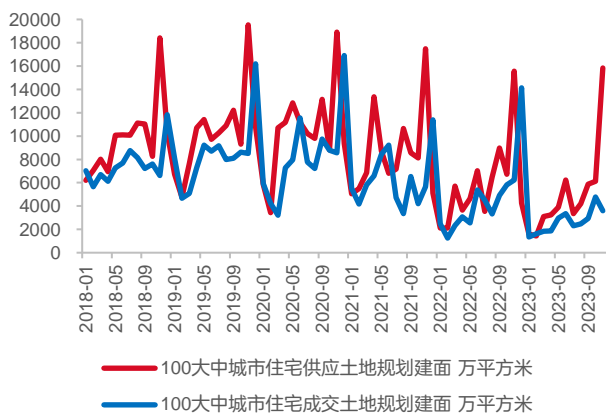
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 100个大中城市住宅用地供应成交面积，万平方米



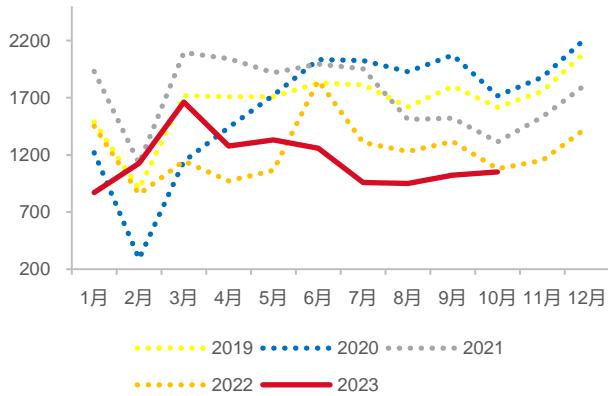
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 100个大中城市住宅用地成交溢价率，%



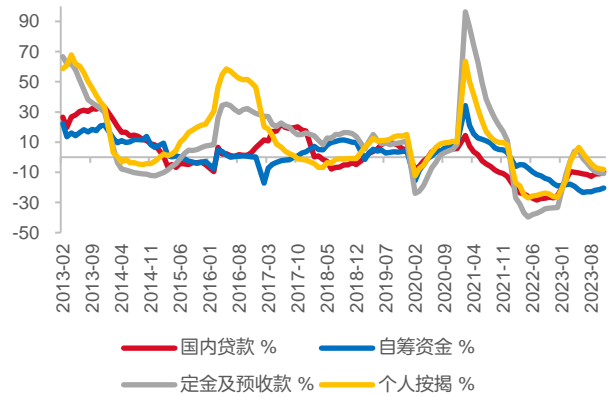
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 30个大中城市商品房成交面积，万平方米



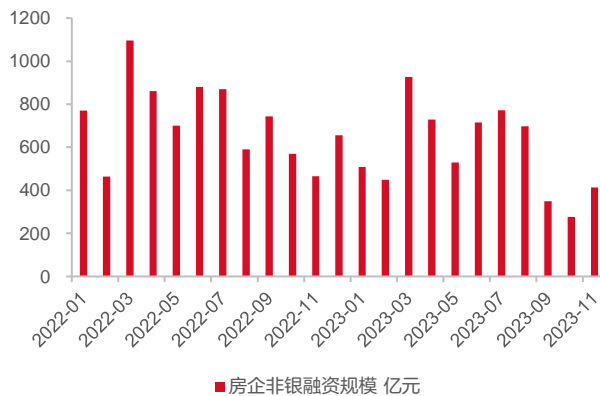
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 房地产开发企业资金来源累计同比，%



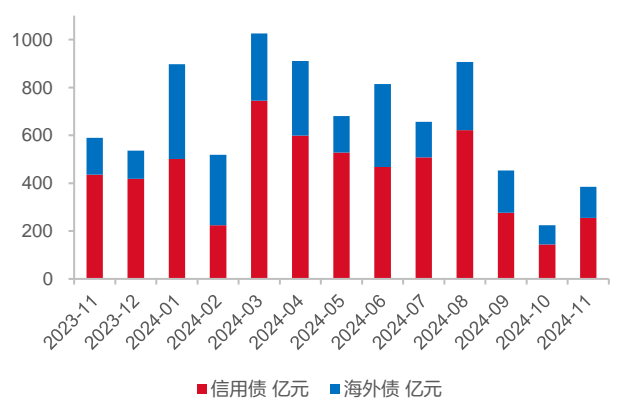
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 房企非银融资规模，亿元



资料来源：中指院，东海证券研究所

图18 房企信用债和海外债到期分布，亿元

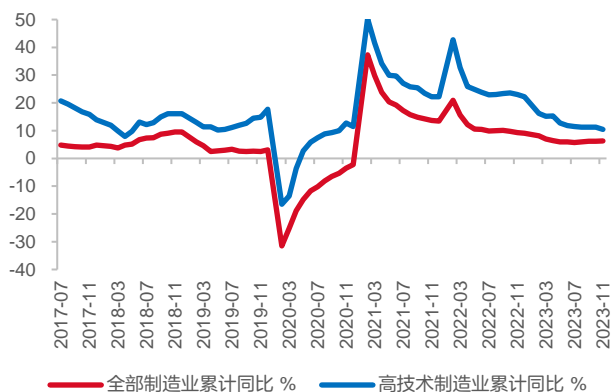


资料来源：中指院，东海证券研究所

制造业投资增速进一步加快。11月，制造业投资累计同比6.3%，较10月上升0.1个百分点。据测算，11月制造业投资当月同比7.1%，增速较10月加快0.9个百分点。央行数据显示，2023年前三季度工业中长期贷款余额21.05万亿元，同比增长30.9%，增速比各项贷款高出20.7个百分点，比2022年末高4.4个百分点，这可能表明今年政策和资金在明显加大对制造业转型升级的支持力度。民间固定资产投资增速保持稳定，11月累计同比-0.5%，与前值持平，民间投资信心相对平稳。此外，10月工业企业利润当月同比增速连续三个月实现正增长，10月当月同比2.7%，累计同比(-7.8%)降幅继续收窄，企业利润改善或对制造业投资有一定促进作用。分行业看，11月，运输设备、食品制造、有色金属冶炼及压延加工业累计同比较前值分别加快0.9个、1.2个、1.1个百分点；汽车(17.9%)、电气机械(34.6%)、专用设备制造业(10.4%)仍保持双位数增长。

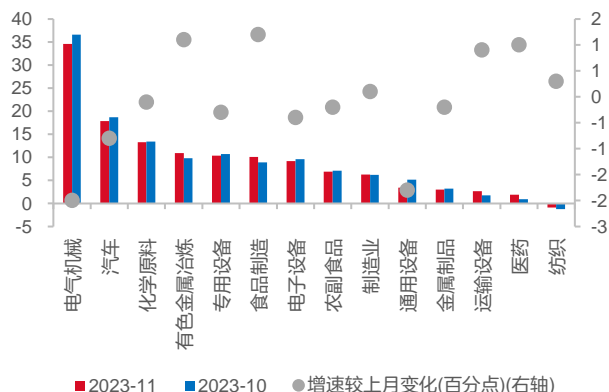
11月，高技术制造业投资累计同比10.5%，较上月回落0.8个百分点，高于全部制造业投资4.2个百分点，继续保持较快增长。其中，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长16.2%、14.8%。

图19 制造业投资累计同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图20 制造业投资各行业增速变化, %



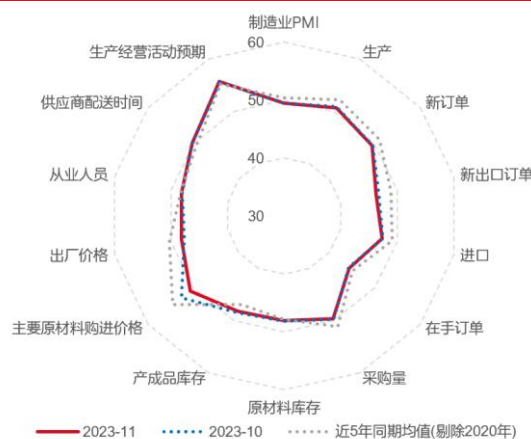
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图21 民间固定资产投资累计同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图22 制造业 PMI 各分项, %

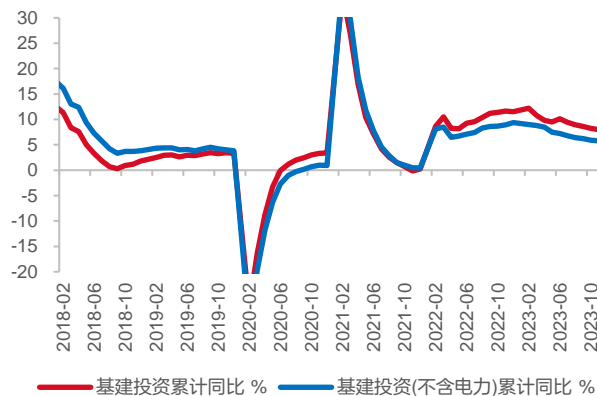


资料来源: Wind, 东海证券研究所

基建投资稳中略微回落。11月, 狭义基建投资累计同比 5.8%, 前值 5.9%; 广义基建投资累计同比 8%, 前值 8.3%。从资金来源看, 企业预警通数据显示, 11月当月地方政府新增专项债发行 2662 亿元; 截至 12月15日, 今年地方政府新增专项债已发行完毕。考虑到部分地区或已进入施工冬歇期, 基建实物工作量可能将更多在明年形成。我们认为, 伴随增发国债的发行并投入使用, 未来基建投资仍有一定支撑。12月15日, 国家统计局总经济师刘爱华表示, 京津冀和东北地区灾后重建项目持续推进, 带动道路重建、管网修复、水利建设等基建投资较快增长。从项目开工情况来看, 11月, 石油沥青装置开工率均值为 36.72%, 环比降 1.7 个百分点, 基建施工进度可能有所放缓; 全国水泥发运率均值为 44.35%, 环比降 6.5 个百分点; 全国挖掘机开工小时数环比微升 0.2%, 同比升 4.1%。

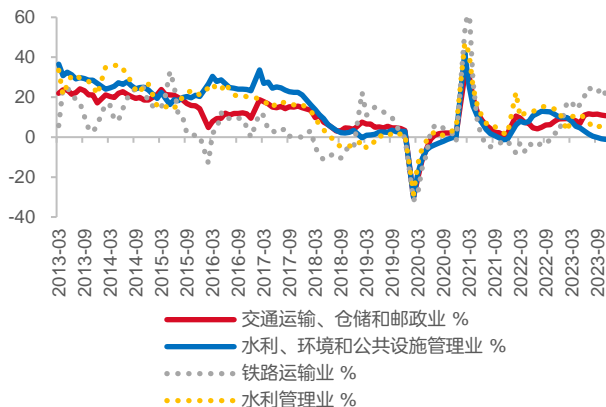
分项来看, 11月交通运输、仓储和邮政业累计同比 10.8%, 增速较 10月回落 0.3 个百分点; 水利、环境和公共设施管理业累计同比-1.1%, 增速较 10月回落 0.3 个百分点。其中, 铁路运输业投资增速依然较高 (21.5%); 水利管理业累计同比较 10月回落 0.5 个百分点至 5.2%。

图23 基建投资累计同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图24 基建投资分项累计同比, %



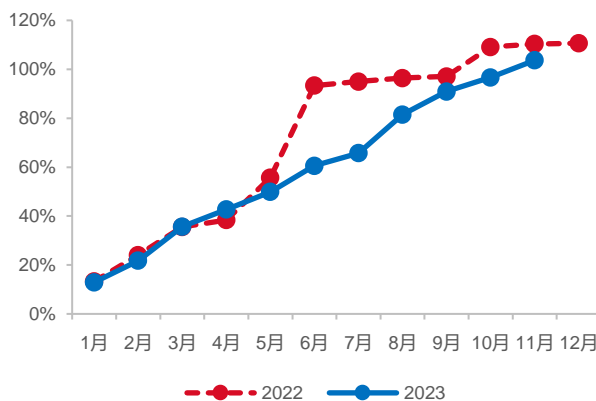
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图25 地方政府新增专项债当月发行额, 亿元



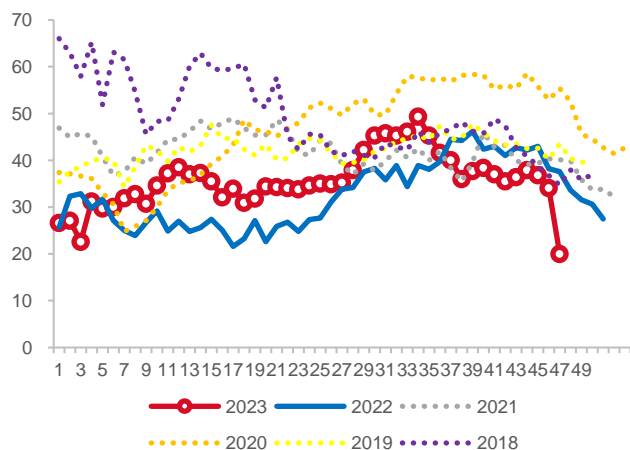
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图26 地方政府新增专项债发行节奏, %



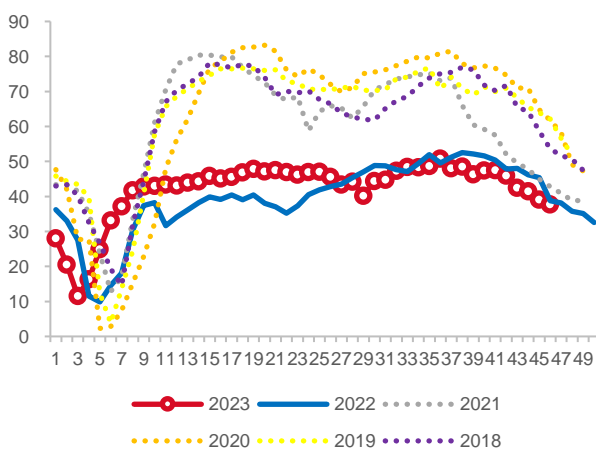
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图27 石油沥青装置开工率, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图28 全国水泥发运率, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.供给：工业生产超预期提速，服务业继续加快

工业方面，11月，规模以上工业增加值同比增长6.6%，前值4.6%，预期5.7%。从3年复合增速来看，11月为4.2%，略低于10月的4.4%。11月工业生产超预期提速，可能源于：1) 基数走低，2022年11月规上工业增加值同比2.2%；2) 汽车、铁路船舶、航空航天、计算机等重点行业增产，11月汽车制造业、铁路船舶和航空航天、计算机等电子设备规上工业增加值当月同比较前值分别上升9.9个、3.1个、5.8个百分点；3) 入冬后多地供暖带动电力、热力生产和供应业工业增加值同比增长9.2%，较10月大幅上升8.3个百分点。分三大门类看，采矿业和制造业当月同比较10月分别加快1个、1.6个百分点至3.9%、6.7%；公用事业（电力、燃气及水的生产和供应业）当月同比较10月加快8.4个百分点至9.9%。分产品看，太阳能电池、服务机器人、集成电路产品产量同比分别增长44.5%、33.3%、27.9%，新兴产业供给端景气度高。

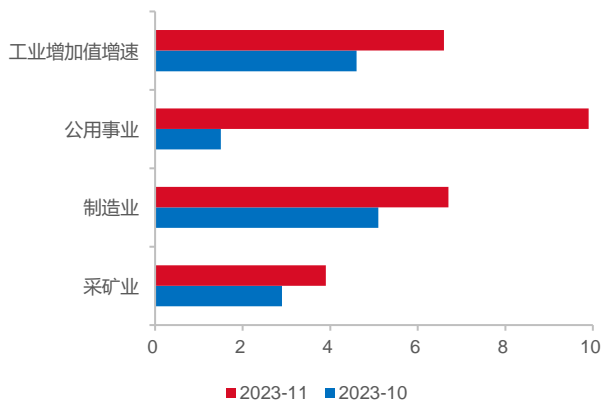
服务业方面，11月，服务业生产指数同比增长9.3%，较10月加快1.6个百分点。其中，住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比分别增长30.6%、15.1%、13.3%，分别比上月加快9.3个、1.9个、2.4个百分点。11月，服务业商务活动指数为49.3%，业务活动预期指数为59.3%，其中，水上运输、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于55%以上较高景气区间。

图29 规模以上工业增加值当月同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 规模以上工业增加值各分项，%

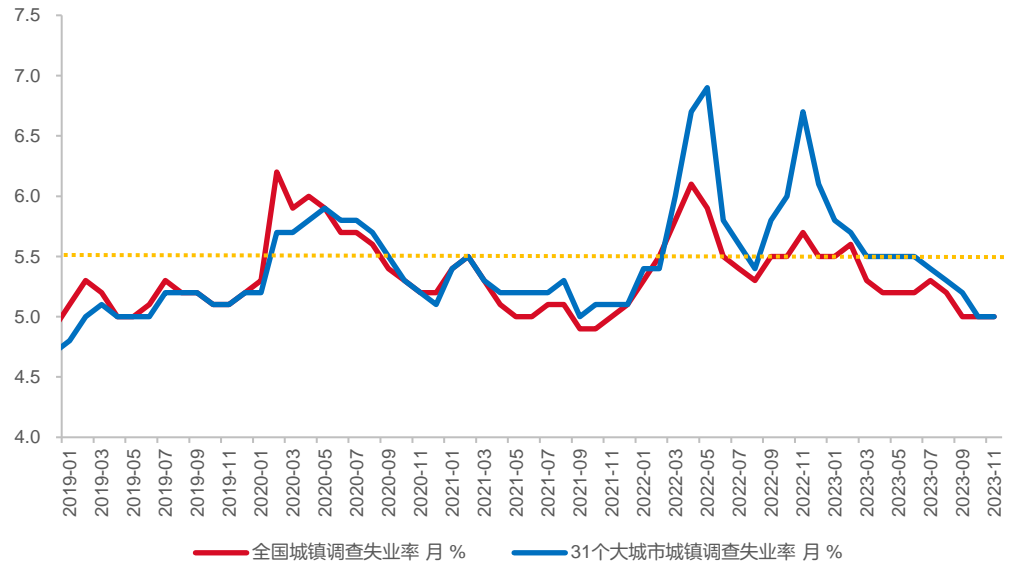


资料来源：Wind，东海证券研究所

4.就业：城镇调查失业率保持稳定

11月，全国城镇调查失业率为5%，与上月持平。分户籍来看，本地户籍劳动力调查失业率为5.1%；外来户籍劳动力调查失业率为4.7%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.4%。此外，11月，31个大城市城镇调查失业率为5%，与上月持平。

图31 城镇调查失业率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.风险提示

- 1) **国际地缘政治风险**: 俄乌冲突、巴以冲突存在不确定性,可能出现超预期扰动风险,或对地缘政治形势产生影响;
- 2) **海外金融事件风险**: 可能导致全球出现系统性金融危机;
- 3) **国内政策落地不及预期**: 政策落地执行不及预期则可能导致市场信心无法顺利恢复。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089