

2023年12月31日

增发国债加快落地，提振建筑业景气度

宏观研究团队

——12月PMI点评及近两周高频数据跟踪

何宁（分析师）

陈策（联系人）

hening@kysec.cn

chence@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122120002

● 制造业：PMI连续3个月收缩，需求不足仍是较大掣肘

(1)传统生产淡季叠加寒潮来临，12月制造业PMI延续走弱。生产端修复速率放缓但仍保持扩张；需求端内外进一步走弱，且外需下滑幅度更大。分类型来看，大、中、小型企业景气度均回落。

(2)生产资料价格波动较小，预计PPI同比降幅收窄。结合高频指标，我们预计12月PPI环比可能在-0.1%左右，同比为-2.6%左右。

(3)制造业延续去库。12月PMI原材料库存、产成品库存下行至47.7%、47.8%，但库存周期的积极因素已经出现，11月工业企业库销比ttm几乎持平10月，或表明2022年以来持续上行的态势有望迎来拐点。

● 非制造业：服务业仍处荣枯线下，建筑业景气确定性向好

(1)服务业：寒潮等因素冲击下，服务业连续2个月低于荣枯线，出行消费服务业市场活跃度偏弱，主要为水上运输、航空运输、住宿、居民服务等行业。

(2)建筑业：增发国债提振建筑业景气度，叠加地方专项债蓄势待发，下阶段基建资金与基建项目有望双足并进。

● 供需：基建与工业生产延续季节性回落趋势

(1)基建：最近两周石油沥青装置开工率、磨机运转率、水泥发运率延续回落。

(2)工业生产：最近两周化工链开工率升降分化；汽车轮胎开工率有所下降，高炉焦炉开工率多数回落。

(3)需求：工业需求端，12月前25天，电厂煤炭日耗均值较11月回升。最近两周地产链需求延续回落。消费需求端，乘用车四周滚动平均销量近两周同比涨幅略有回落，近两周中国轻纺城成交量均值有所回落，义乌小商品价格指数平均值略有回升。

● 商品价格：国内建材与农产品价格回升

(1)国际大宗商品：最近两周原油平均价上升；铜铝与黄金价格均上升。

(2)国内工业品：最近两周，黑色系商品价格涨跌互现，铁矿石、螺纹钢价格有所回落，煤炭价格整体回升。化工链商品价格涨跌互现，甲醇、聚氯乙烯平均价格上升，顺丁橡胶、涤纶长丝平均价格下降。建材价格有所回升，沥青、浮法玻璃价格均有所回升；12月前29天，水泥均价较11月有所回升。

(3)食品：最近两周，农产品价格200指数平均值较上两周环比上升3.6%，猪肉平均批发价较上两周环比上升2.0%。

● 地产：商品房与土地成交同环比均上升

(1)商品房：最近两周，全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比上升40.0%，较2022年同期同比上升5.7%。结构上看，一线城市回暖较为明显。

(2)土地：最近两周，100大中城市成交土地占地面积较上两周环比上升75.5%，较2022年同期同比上升7.7%。

● 交通运输：居民出行环比转暖，出口运价有所回升

(1)居民出行：最近两周，北上广深地铁客运量平均值较上两周环比上升1.8%，较2022年同期同比上升164.2%。国内执行航班数平均值较上两周环比上升5.8%，较2022年同期同比上升93.9%。

(2)货运物流：最近两周，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数平均值较上两周分别环比-4.7%、+1.3%、+2.0%。

(3)运价：出口运价有所回升，BDI与铁矿石运价指数高位回落。最近两周，出口运价上涨，内贸运价回落，大宗商品运价中BDTI指数回升，BDI指数、铁矿石运价指数高位回落。

● 流动性：资金利率整体上升，逆回购以净投放为主

最近两周，资金利率有所上升。截至12月29日，R007为2.3%，DR007为1.9%。最近两周央行逆回购以净回投放为主。最近一周央行实现货币净投放12570亿元。近两周质押式回购成交量共为74.1万亿元。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《提升通胀的经济学逻辑与可选路径——宏观经济专题》-2023.12.30

《工业利润改善的“表”与“里”——宏观经济点评》-2023.12.27

《降存款利率有助于提升银行净息差——宏观周报》-2023.12.24

目 录

1、 制造业：供需均放缓，内外需双弱	4
2、 非制造业：服务业仍处荣枯线下，建筑业景气确定性向好	5
3、 供需：基建与工业生产延续季节性回落趋势	6
3.1、 基建：延续放缓	6
3.2、 工业生产：化工链开工升降分化，汽车轮胎开工有所下降	6
3.3、 工业与消费需求：地产链需求延续回落，汽车消费需求延续高增	7
4、 价格：国内建材与农产品价格回升	9
4.1、 国际大宗商品：原油价格整体回升，金属价格普涨	9
4.2、 国内工业品：黑色系与化工链商品涨跌互现，建材价格有所回升	9
4.3、 食品：农产品价格延续回升	11
5、 地产：商品房与土地成交同环比均上升	12
5.1、 商品房：成交面积同环比均上升	12
5.2、 土地：成交面积同环比均上升	12
6、 交通运输：居民出行环比转暖，出口运价有所回升	13
6.1、 居民出行：环比转暖	13
6.2、 物流运输：货运物流延续回落，物流园与快递分拨中心吞吐量有所回暖	13
6.3、 运价：出口运价有所回升，BDI与铁矿石运价指数高位回落	14
7、 流动性：资金利率整体上升，逆回购以净投放为主	15
8、 风险提示	16

图表目录

图 1： 12 月制造业 PMI 多项指标延续回落	4
图 2： 大、中、小型企业 PMI 均回落	5
图 3： 12 月 BCI 指数几乎持平前值	5
图 4： 服务业 PMI 仍处荣枯线下	5
图 5： 建筑业景气度延续回升	5
图 6： 最近两周石油沥青装置开工率先升后降	6
图 7： 最近两周磨机运转与水泥发运率延续回落	6
图 8： 最近两周 PX、PTA 平均开工率整体上升	6
图 9： 最近两周涤纶长丝平均开工率有所下降	6
图 10： 最近两周汽车全钢胎开工率明显回落	7
图 11： 最近两周高炉开工率延续回落	7
图 12： 12 月前 25 天电厂煤炭平均日耗较 11 月回升	7
图 13： 最近两周地产链需求回落	7
图 14： 乘用车四周滚动平均销量同比涨幅略有回落	8
图 15： 最近两周中国轻纺城成交量回落	8
图 16： 最近两周原油价格整体回升	9
图 17： 最近两周铜铝价格有所回升	9
图 18： 最近两周南华综合指数有所回升	9
图 19： 最近两周南华金属与能化指数震荡上行	9

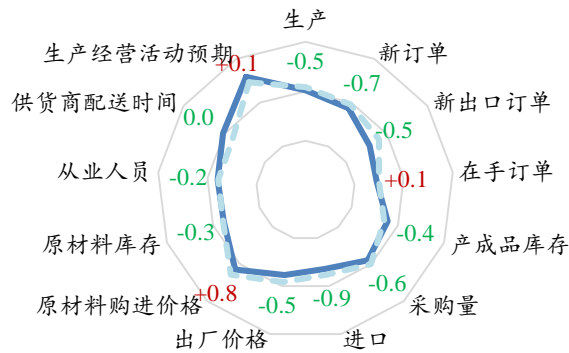
图 20: 最近两周螺纹钢价格有所回落	10
图 21: 最近两周煤炭价格整体回升	10
图 22: 最近两周聚氯乙烯价格回升	10
图 23: 最近两周顺丁橡胶、涤纶长丝价格整体下降	10
图 24: 12 月以来沥青价格有所回升	10
图 25: 最近两周浮法玻璃价格有所回升	10
图 26: 近两周农产品价格延续回升	11
图 27: 近两周猪肉价格止跌回升	11
图 28: 最近两周全国大中型商品房成交面积同环比均上升	12
图 29: 最近两周一线城市商品房销售回暖较为明显	12
图 30: 土地成交面积同环均有所上升	12
图 31: 最近两周北上广深地铁客运量环比上升	13
图 32: 最近两周国内执行航班数量环比上升	13
图 33: 近两周整车货运流量指数整体回落	13
图 34: 近两公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数延续回升	13
图 35: 最近两周 SCFI 指数明显回升	14
图 36: 最近两周大宗商品运价涨跌分化	14
图 37: 最近两周资金利率整体上升	15
图 38: 最近一周央行实现货币净投放	15
图 39: 最近两周质押式回购成交量共为 74 万亿元	16

2023年12月官方制造业PMI 49%，前值49.4%，预期49.5%；12月官方非制造业PMI 50.4%，前值50.2%，预期50.5%。12月BCI指数47.8%，前值47.7%。

1、制造业：PMI连续3个月收缩，需求不足仍是较大掣肘

(1)传统生产淡季叠加寒潮来临，12月制造业PMI延续走弱，生产端修复速率放缓，需求端内外进一步走弱。12月制造业PMI下行了0.4个百分点至49.0%。供给端看，PMI生产为50.2%，较前值下滑但仍保持扩张，主要由木材加工及家具、金属制品、通用设备、电气机械器材等行业贡献；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下滑了0.7、0.5、0.9个百分点至48.7%、45.8%、46.4%，延续了此前“内外需双弱且外需下滑幅度更大”的趋势，指向当前需求不足仍是较大掣肘。

图1：12月制造业PMI多项指标延续回落



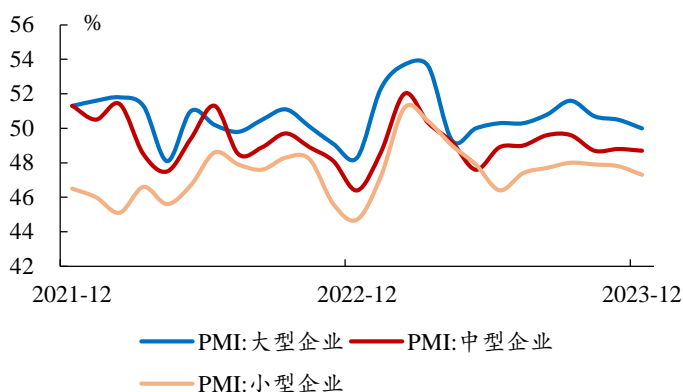
—— 2023年12月 —— 过去五年同期均值 —— 数字表示较前值(2023年11月)变动

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供货商配送时间通常为反向指标

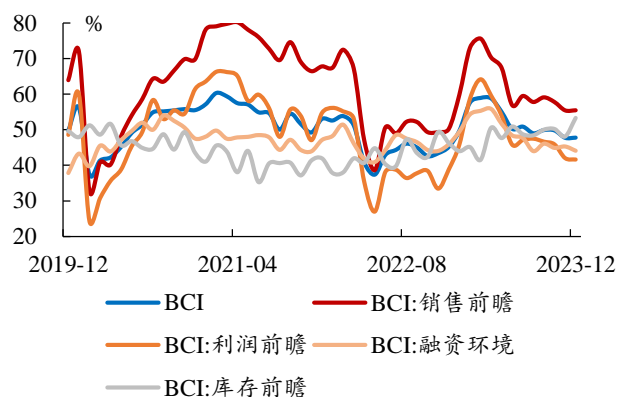
(2)生产资料价格波动较小，预计PPI同比降幅收窄。12月PMI原材料购进价格为51.5%，较前值上升0.8个百分点，PMI出厂价格为47.7%，较前值下降0.5个百分点，出厂价格与原材料购进价格的剪刀差扩大，指向中下游成本压力有所增加。高频指标显示，截至12月22日的生产资料价格指数环比回落0.2%，12月南华工业品指数环比回落0.3%，CRB工业原料现货指数环比回升0.1%，我们预计12月PPI环比可能在-0.1%左右，同比为-2.6%左右。

(3)制造业延续去库。12月PMI原材料库存、产成品库存分别为47.7%、47.8%，分别较前值下行了0.3、0.4个百分点。好的方面在于，库存周期的积极因素已经出现，11月工业企业库销比ttm为0.519、几乎持平10月，或表明2022年以来持续上行的态势有望迎来拐点，由此主动补库的微观基础得以进一步夯实。

(4)大、中、小型企业景气度均回落。11月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别为50.0%、48.7%、47.3%，较前值下滑了0.5、0.2、0.5个百分点。

图2：大、中、小型企业 PMI 均回落


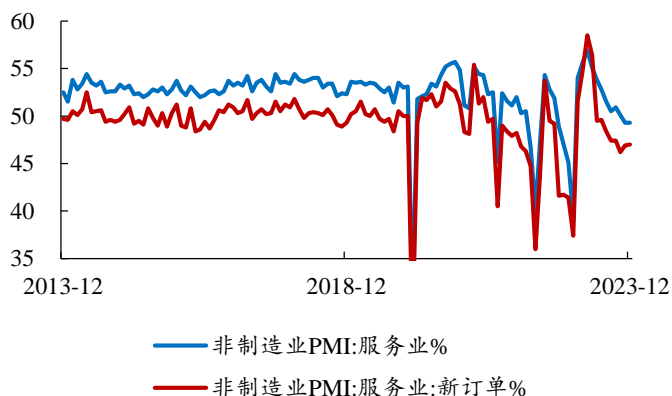
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：12月BCI指数几乎持平前值


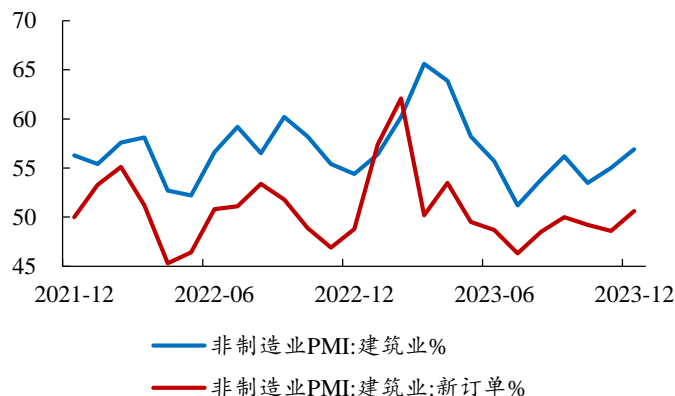
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非制造业：服务业仍处荣枯线下，建筑业景气确定性向好

(1)服务业：12月服务业PMI为49.3%、持平前值，连续2个月低于荣枯线；新订单PMI小幅改善了0.1个百分点至47.0%。分行业来看，受近期寒潮等因素影响，出行消费服务业市场活跃度偏弱，水上运输、航空运输、住宿、居民服务等行业商务活动指数低于46.0%。

图4：服务业 PMI 仍处荣枯线下


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：建筑业景气度延续回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)建筑业：增发国债加快落地提振建筑业景气度。12月建筑业PMI改善1.9个百分点至56.9%，订单业务活动预期改善1.2个百分点至62.6%。近期，发改委下达2023年增发国债第一批和第二批项目清单，安排增发国债金额超8000亿元（第一批2379亿元，第二批超过5600亿元）。叠加地方专项债蓄势待发，下阶段基建资金与基建项目有望双足并进。

3、供需：基建与工业生产延续季节性回落趋势

3.1、基建：延续放缓

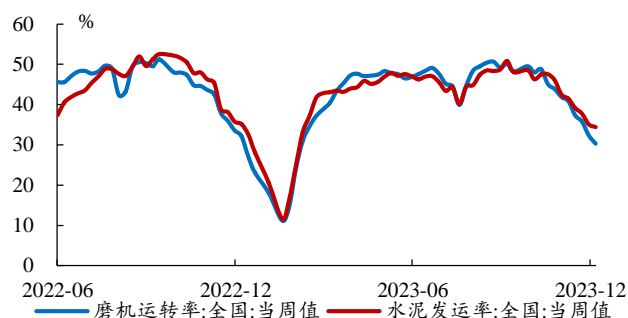
最近两周（12月16日至12月29日），石油沥青装置开工率、磨机运转率、水泥发运率延续下行，平均值较上两周分别环比下降1.7pct、5.2pct、3.7pct。

图6：最近两周石油沥青装置开工率先升后降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：最近两周磨机运转与水泥发运率延续回落

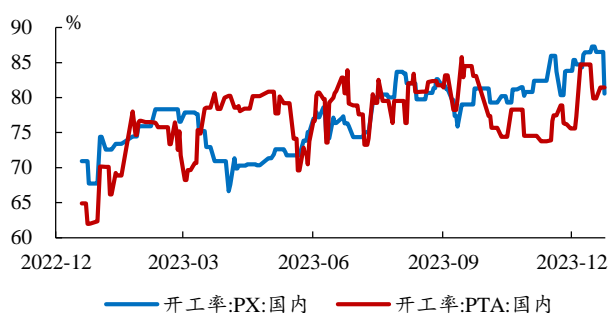


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、工业生产：化工链开工升降分化，汽车轮胎开工有所下降

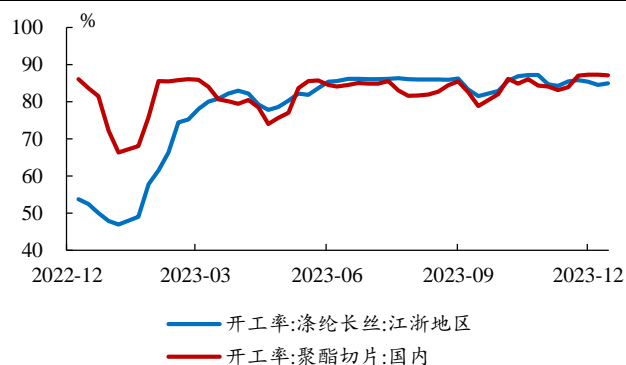
最近两周（12月16日至12月29日），化工链开工率升降分化，其中PX、PTA、聚酯切片、涤纶长丝平均开工率较上两周环比+1.0pct、+0.9pct、+0.02pct、-0.9pct，涤纶短纤装置平均负荷率较上两周环比-2.0pct。汽车轮胎开工率下降，全钢胎、半钢胎平均开工率较上两周环比-6.0pct、-0.5pct。高炉焦炉开工率多数回落，高炉平均开工率、高炉炼铁产能平均利用率较上两周环比-2.1pct、-1.5pct，焦炉平均生产率、焦化企业平均开工率较上两周环比+0.5pct、-0.7pct。

图8：最近两周PX、PTA平均开工率整体上升

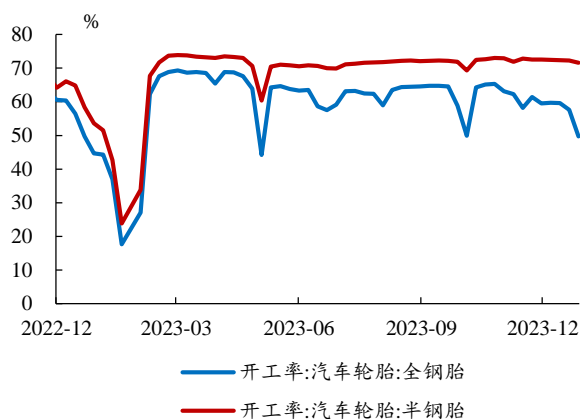


数据来源：Wind、开源证券研究所

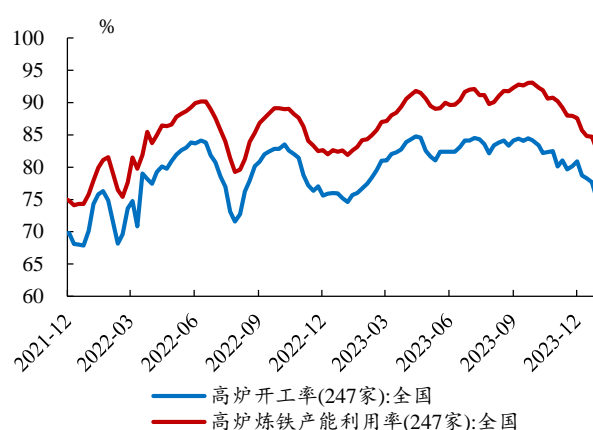
图9：最近两周涤纶长丝平均开工率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：最近两周汽车全钢胎开工率明显回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：最近两周高炉开工率延续回落


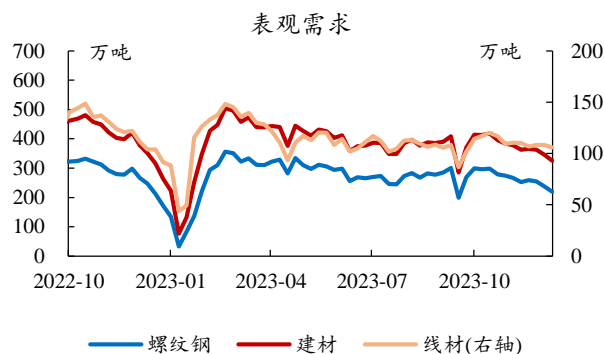
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、工业与消费需求：地产链需求延续回落，汽车消费需求延续高增

工业需求方面，12月前25天，电厂煤炭日耗均值较11月回升，重点电厂环比回升9.2%。最近两周（12月16日至12月29日），地产链需求回落，平均值较上两周下降，螺纹钢、线材、建材平均表观需求较上两周分别环比下降10.8%、0.5%、7.8%。

图12：12月前25天电厂煤炭平均日耗较11月回升

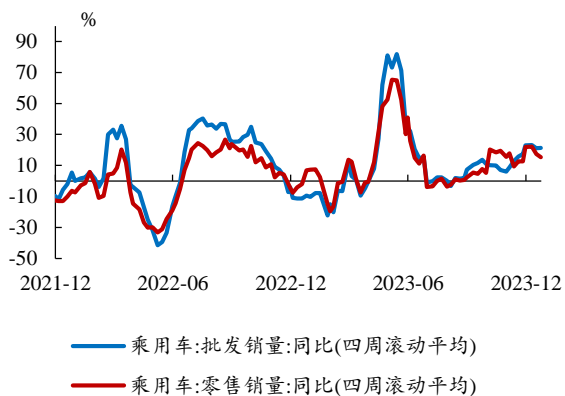

数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：最近两周地产链需求回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

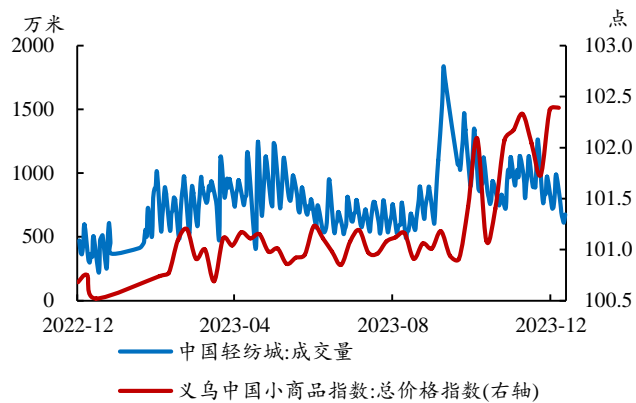
消费需求方面，11月以来，乘用车四周滚动平均销量同比维持正增长，近两周同比涨幅略有回落。最近两周（12月16日至12月29日），中国轻纺城成交量有所回落，平均值较上两周环比下降20.0%；义乌小商品价格指数略有回升，平均值较上两周环比回升0.5%。

图14: 乘用车四周滚动平均销量同比涨幅略有回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 最近两周中国轻纺城成交量回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、价格：国内建材与农产品价格回升

4.1、国际大宗商品：原油价格整体回升，金属价格普涨

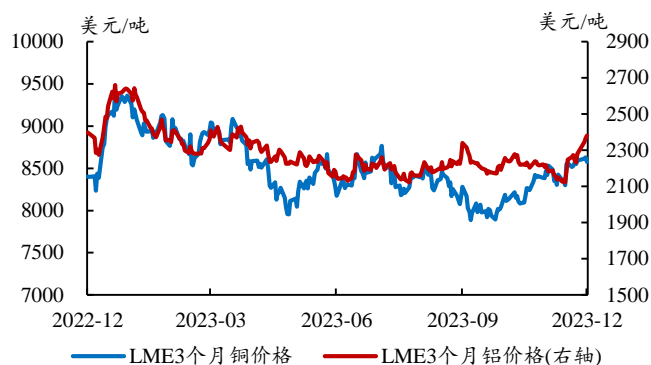
最近两周（12月16日至12月29日），原油价格先升后降，平均价较上两周上升，布伦特、WTI原油平均价较上两周分别环比+3.9%、+3.1%。铜、铝价格回升，LME3个月铜与铝平均价较上两周分别环比+2.0%、+6.4%。黄金价格上升，COMEX黄金平均价较上两周环比+1.4%。

图16：最近两周原油价格整体回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：最近两周铜铝价格有所回升

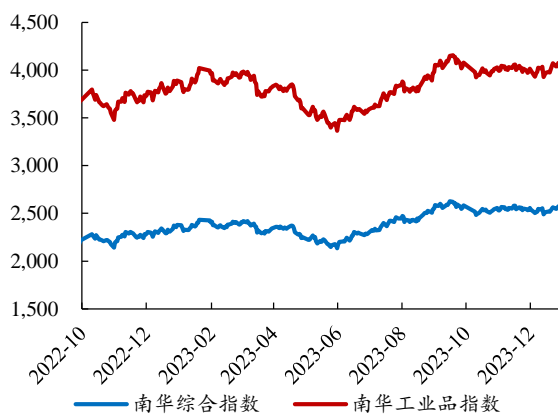


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、国内工业品：黑色系与化工链商品涨跌互现，建材价格有所回升

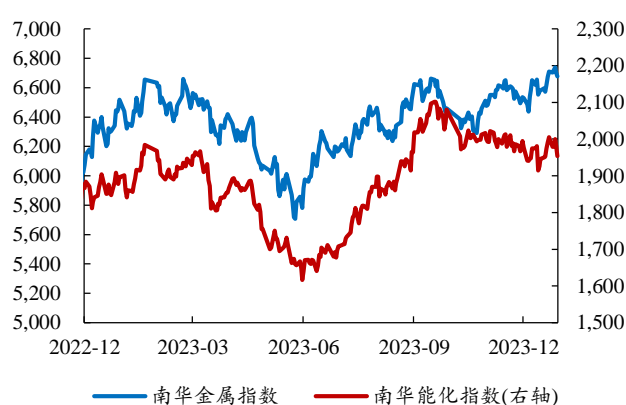
首先以南华指数观察整体价格变化：最近两周（12月16日至12月29日），国内工业品价格有所回升。南华综合指数、南华工业品指数、南华金属指数、南华能化指数平均值较上两周分别环比+1.0%、+1.4%、+1.6%、+1.4%。

图18：最近两周南华综合指数有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

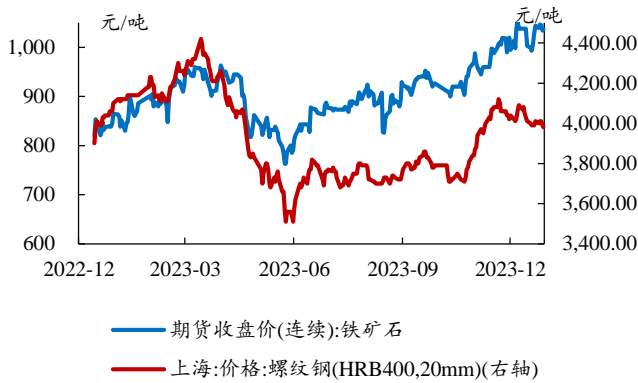
图19：最近两周南华金属与能化指数震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

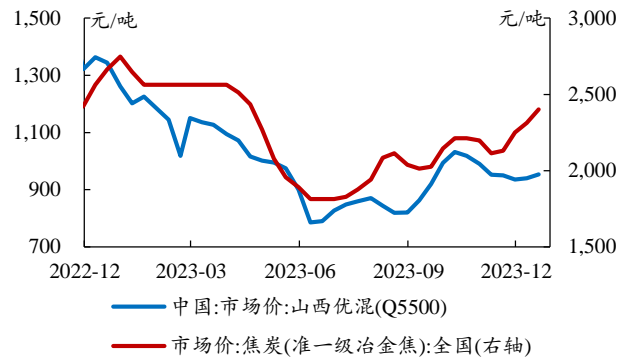
黑色系商品价格涨跌互现：最近两周（12月16日至12月29日），铁矿石、螺纹钢价格有所回落，平均值较上两周分别环比-0.2%、-1.2%；煤炭价格整体回升，山西优混煤、焦炭平均市场价较上两周分别环比+1.3%、+3.8%。

图20: 最近两周螺纹钢价格有所回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

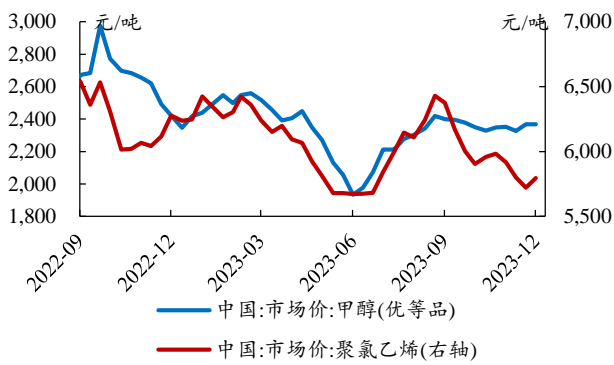
图21: 最近两周煤炭价格整体回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

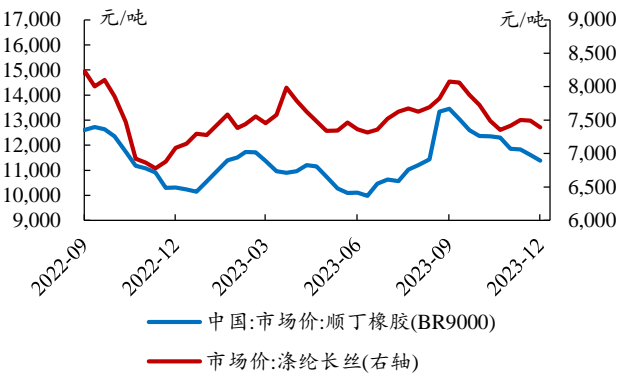
化工链商品价格涨跌互现:最近两周(12月16日至12月29日), 甲醇、聚氯乙烯、顺丁橡胶、涤纶长丝平均价格较上两周分别环比+0.01%、+1.3%、-2.0%、-1.3%。

图22: 最近两周聚氯乙烯价格回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

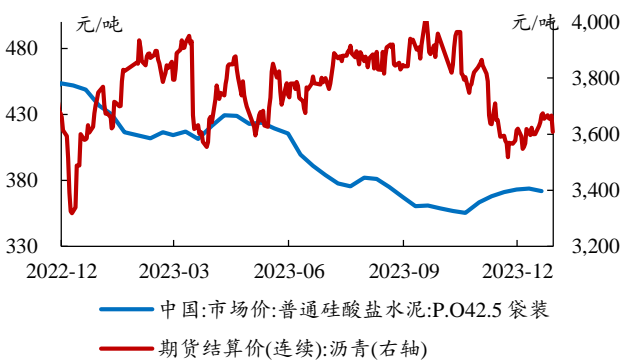
图23: 最近两周顺丁橡胶、涤纶长丝价格整体下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

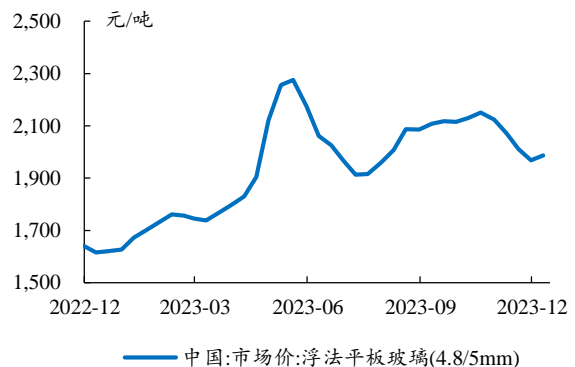
建材价格有所回升:最近两周(12月16日至12月29日), 沥青价格继续回升, 平均价格较上两周环比+1.7%。浮法玻璃平均价格较上两周环比+1.8%。12月前29天, 水泥平均价格较11月环比回升0.6%。

图24: 12月以来沥青价格有所回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 最近两周浮法玻璃价格有所回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

4.3、食品：农产品价格延续回升

最近两周（12月16日至12月29日），农产品价格延续回升，农产品价格200指数平均值较上两周环比上升3.6%，猪肉价格止跌回升，猪肉平均批发价较上两周环比上升2.0%。

图26：近两周农产品价格延续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：近两周猪肉价格止跌回升



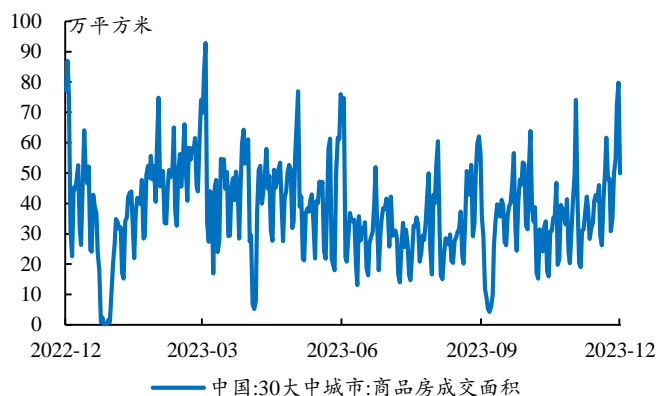
数据来源：Wind、开源证券研究所

5、地产：商品房与土地成交同环比均上升

5.1、商品房：成交面积同环比均上升

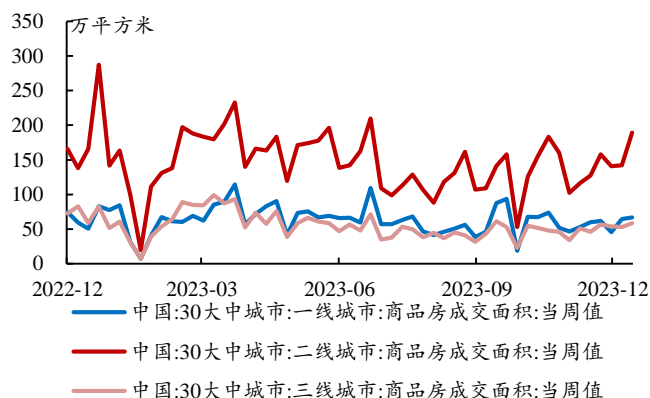
最近两周（12月16日至12月29日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比上升40.0%，较2022年同期同比上升5.7%。从结构上看，以当周值计算，一线城市商品房销售回暖较为明显。

图28：最近两周全国大中型商品房成交面积同环比均上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：最近两周一线城市商品房销售回暖较为明显

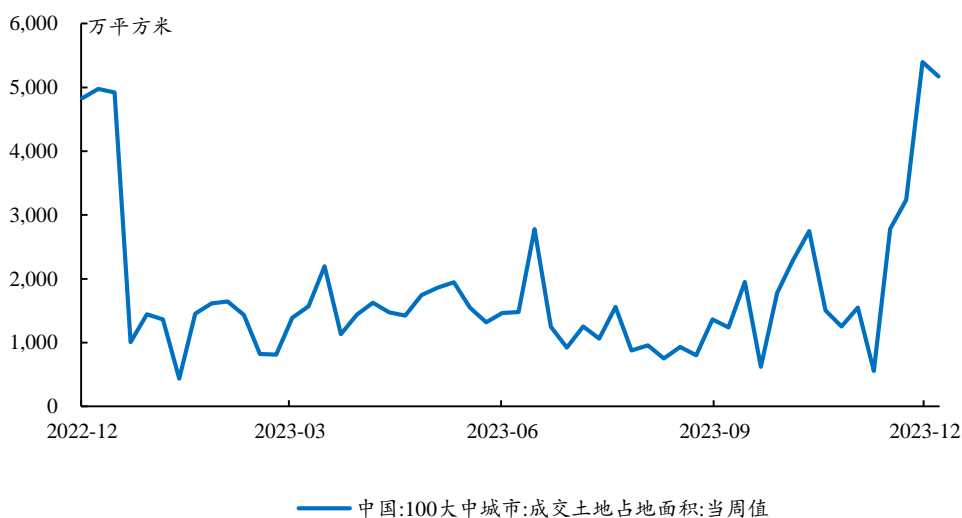


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、土地：成交面积同环比均上升

最近两周（12月16日至12月29日），100大中城市成交土地占地面积较上两周环比上升75.5%，较2022年同期同比上升7.7%。

图30：土地成交面积同环比均有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、交通运输：居民出行环比转暖，出口运价有所回升

6.1、居民出行：环比转暖

最近两周（12月17日至12月30日），北上广深地铁客运量平均值较上两周环比上升1.8%，较2022年同期同比上升164.2%。国内执行航班数平均值较上两周环比上升5.8%，较2022年同期同比上升93.9%。

图31：最近两周北上广深地铁客运量环比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：最近两周国内执行航班数量环比上升

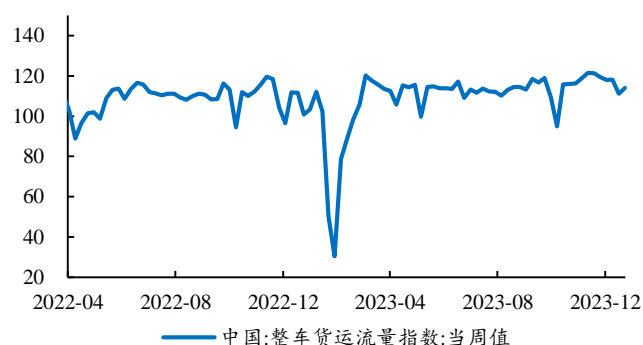


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、物流运输：货运物流延续回落，物流园与快递分拨中心吞吐量有所回暖

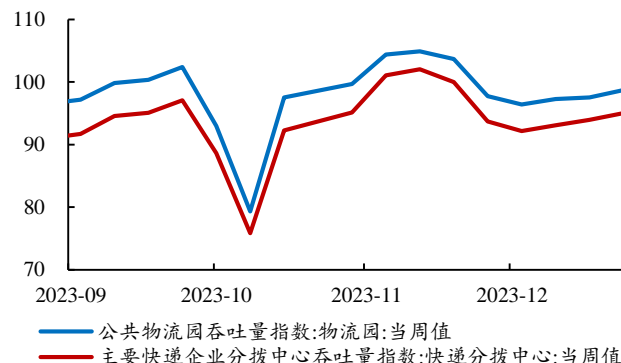
最近两周（12月16日至12月29日），整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数平均值较上两周分别环比-4.7%、+1.3%、+2.0%。节奏上看，11月以来，整车货运流量指数整体持续回落，公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数在12月下旬止跌后持续回升。

图33：近两周整车货运流量指数整体回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：近两周公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数延续回升

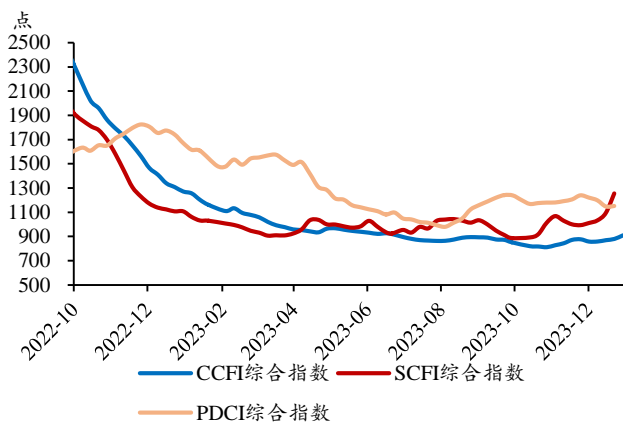


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.3、运价：出口运价有所回升，BDI与铁矿石运价指数高位回落

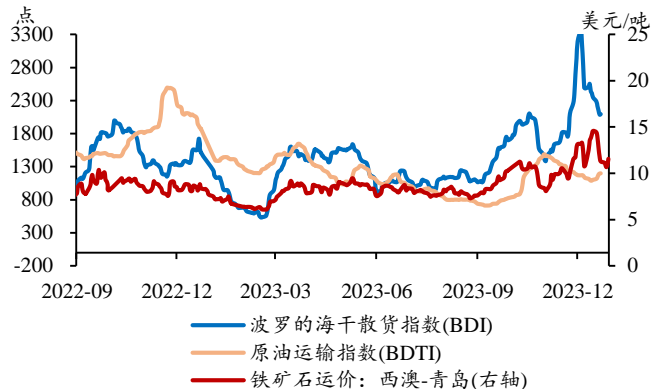
最近两周（12月16日至12月29日），出口运价上涨，内贸运价回落，CCFI指数、SCFI指数、PDCI指数平均值较上两周分别环比+3.5%、+18.1%、-1.8%。大宗商品运价涨跌分化，BDI指数、BDTI指数、铁矿石运价指数平均值较上两周分别环比-18.4%、+3.4%、-7.5%。

图35：最近两周SCFI指数明显回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：最近两周大宗商品运价涨跌分化

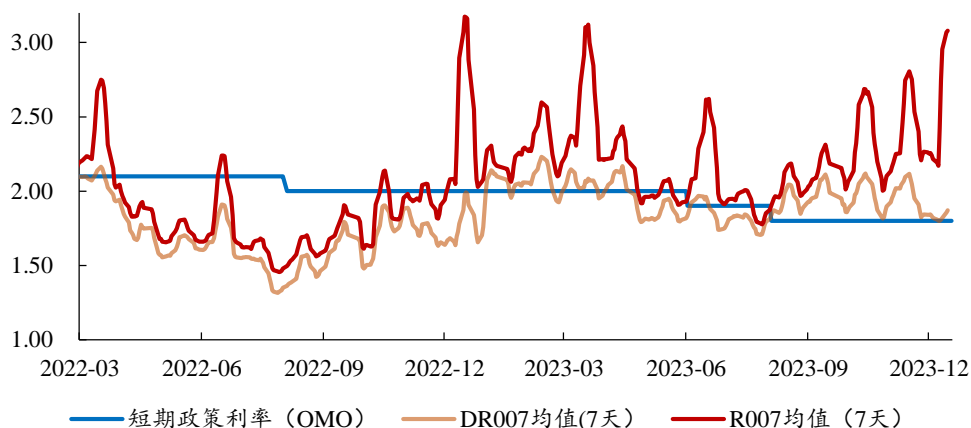


数据来源：Wind、开源证券研究所

7、流动性：资金利率整体上升，逆回购以净投放为主

最近两周（12月16日至12月29日），资金利率有所上升，截至12月29日，R007为2.3%，DR007为1.9%。DR007近7天中枢升至1.9%，高于12月均值。

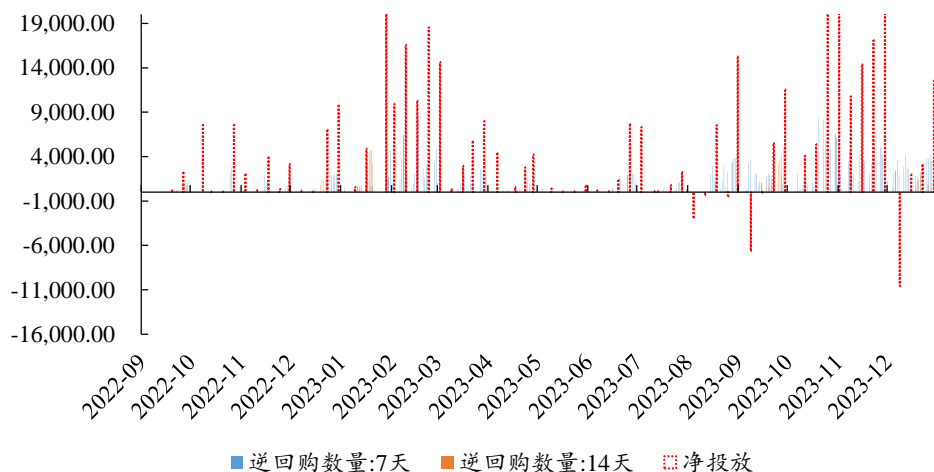
图37：最近两周资金利率整体上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

最近两周（12月16日至12月29日），央行逆回购以净投放为主。最近一周央行实现货币净投放12570亿元，12月18-22日，央行货币投放3060亿元。

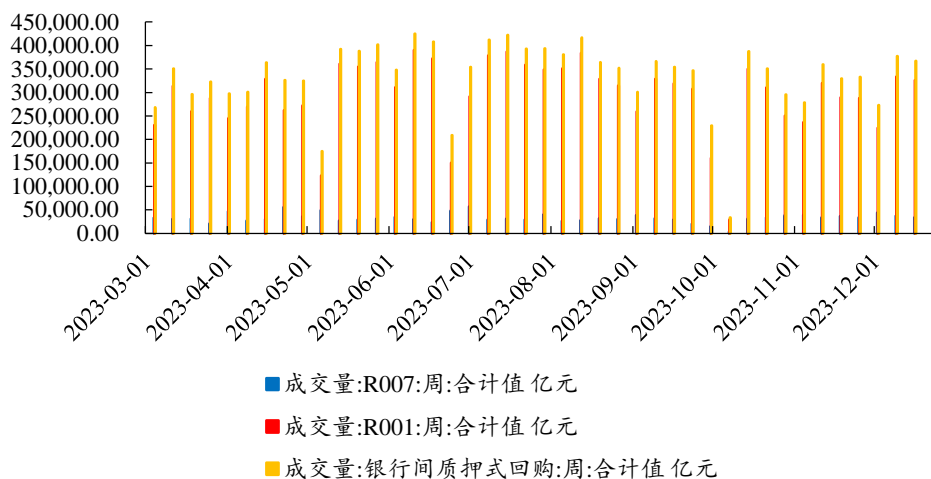
图38：最近一周央行实现货币净投放



数据来源：Wind、开源证券研究所

最近两周（12月16日至12月29日），质押式回购成交量共为74.1万亿元。本周质押式逆回购较上周增加0.7万亿元。

图39：最近两周质押式回购成交量共为 74 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

8、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn