

# 工业企业利润为何超预期增长？

## ——宏观专题研究

### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

### 专题内容摘要

#### 核心观点：

近期工业企业利润大幅回升，超出市场预期。我们发现，收入的增长与成本率下降是近期工业企业利润加速增长的主要原因。其中，成本率的下降或与大宗原材料价格下行相关。分行业来看，偏低的原材料价格明显改善了中游制造业与电热水燃气行业的利润；采掘业利润则仅有温和回升。我们认为市场对于PPI和工业企业利润的关系存在误解，在产出扩张和原材料成本受到压制的情况下，2024年中国工业企业利润或有望超预期增长。

#### ► 近期工业企业利润为何高企？

8月以来，工业企业利润在PPI下行的背景下大幅上行，超出市场预期。以2019年为基期计算复合平均增速，8-9月工业企业利润增速从5-7月的4.3%快速回升至9%以上，并在10-11月进一步升至11.3%。季调后，规上工业企业利润的绝对规模也在8月明显上行，并在11月达到历史新高。从利润来源看，毛利增长的贡献率高达88%，企业收入的明显上行与成本率的下降是主要原因。成本率的下降可能主要与大宗原材料价格下行有关。

#### ► 中游制造业与公用事业表现突出

分行业看，上中下游行业分化明显。从季节性调整后的数据来看，相较5-7月的平均水平，8-11月中游制造业、电热水燃气行业利润均大幅上升（21%、25%），而上游的采掘业仅有温和回升（7%）。这可能进一步验证了，国际大宗原材料价格走弱，有利于中游工业企业的成本率下降与利润增长，但相对不利于上游采掘业的利润增长。

#### ► 如何理解工业企业利润与PPI的关系？

有市场观点担忧，以往中国工业企业盈利与PPI密切相关，今年PPI大幅回升的概率较小，企业盈利的增长也很可能偏弱。我们的研究显示，中国PPI波动主要由国际大宗原材料价格主导，而中国工业企业以中游制造业主导，所以PPI较低其实有利于中国工业企业盈利。近期PPI下行企业利润改善验证了我们的观点。但是历史上中国经济由地产周期主导，中国经济走强常常拉动大宗品价格上行，造成PPI与企业盈利同向波动的假象。

#### ► 如何展望2024年工业企业盈利？

近期工业企业利润持续改善，这已经带动工业企业ROA出现更明显的拐点。工业企业ROA的改善有望支持企业资本支出走强，进而推动2024年中国经济的总需求和总产出超出预期。此外，2021年以来，中国经济与地产以及大宗品价格的相关性明显弱化。这意味着即使中国经济略超预期，2024年PPI增速大概率也会维持在较低水平（0.3%）。我们认为，在这种产出扩张和原材料成本受到压制的情况下，企业盈利或有望超预期增长。

**风险提示：**经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

### 相关报告

- 1、《12月制造业下行压力或有放缓：——对12月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.01.02
- 2、《中国出口的全球份额有何变化？：——宏观专题报告》2023.12.24

## 正文目录

1. 近期工业企业利润为何高企？	3
1.1 近期工业企业利润大幅增长	3
1.2 收入增长与成本率下降是主要原因	4
1.3 中游制造业与公用事业表现突出	8
2. 如何展望 2024 年企业盈利？	9
2.1 PPI 是如何定价的？	9
2.2 PPI 上涨有利于中国工业企业盈利吗？	12
2.3 为什么 2024 年中国工业企业盈利可能超预期？	13
3. 风险提示	17

## 图表目录

图表 1: 规上工业企业利润的同比增速	3
图表 2: 规上工业企业利润绝对规模 (季调)	4
图表 3: 规上工业企业的营业收入、成本 (季调)	5
图表 4: 工业企业收入增长的量价构成	5
图表 5: 工业增加值与 PPI 同比	5
图表 6: 规上工业企业成本率 (季调) 与 PPI 指数	6
图表 7: PPI 指数与国际大宗商品价格指数	6
图表 8: 规上工业企业的全部费用与税金 (季调)	7
图表 9: 规上工业企业的投资收益 (季调)	8
图表 10: 上中下游利润规模 (季调)	9
图表 11: 中国、美国、欧盟 PPI 高度同步	10
图表 12: PPI 同比主要随上游生产资料波动	10
图表 13: RJ/CRB 指数同比对 PPI 同比的解释力	11
图表 14: 布伦特原油同比对 PPI 同比的解释力	11
图表 15: COMEX 铜与铜矿砂价格走势	11
图表 16: 中美 PPI 上游分项高度同步	12
图表 17: 中美欧 PPI 下游分项同步性相对较低	12
图表 18: 上下游行业在工业企业利润中的占比	13
图表 19: 上下游行业对工业企业利润增速的拉动	13
图表 20: PPI、工业企业利润同比增速	14
图表 21: 工业企业利润率 (季调, %)	15
图表 22: 工业增加值与 PPI 同比	15
图表 23: 从 21Q4 到 22Q1 产出缺口平稳	15
图表 24: 工业企业盈利在 2022 年 2 月后明显恶化	15
图表 25: 地产下行后中国资本开支加速上行	16
图表 26: 工业企业 ROA 与制造业投资增速	16
图表 27: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2010-2019)	17
图表 28: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2021-23Q3)	17

## 1. 近期工业企业利润为何高企？

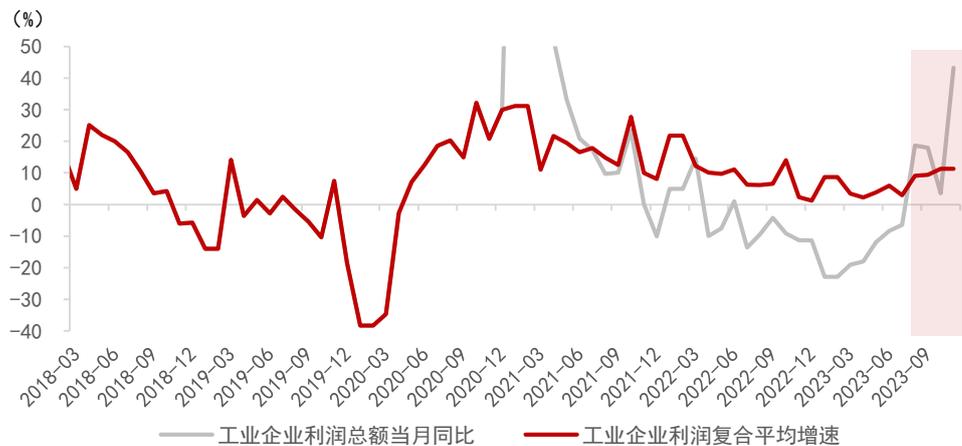
8月以来，工业企业利润在低通胀的背景下大幅上行，超出市场预期。从利润构成来看，收入的增长与成本率的下降是近期工业企业利润加速增长的主要原因。其中，成本率的下行得益于偏低的通胀水平与大宗商品价格。

分行业看，上中下游行业分化明显，中游制造业与电热水燃气行业利润均大幅上升，而上游的采掘业仅有温和回升，进一步验证偏低的大宗商品价格利好中游工业企业，却相对不利于上游采掘业的利润增长。

### 1.1 近期工业企业利润大幅增长

2023年8月以来，规模以上工业企业利润的同比增速大幅回升并进一步上行。从以2019年为基期的复合平均增速来看，8-9月工业企业利润增速从5-7月的4.3%的水平快速回升至9%以上，并在10-11月进一步升至11.3%的高位。

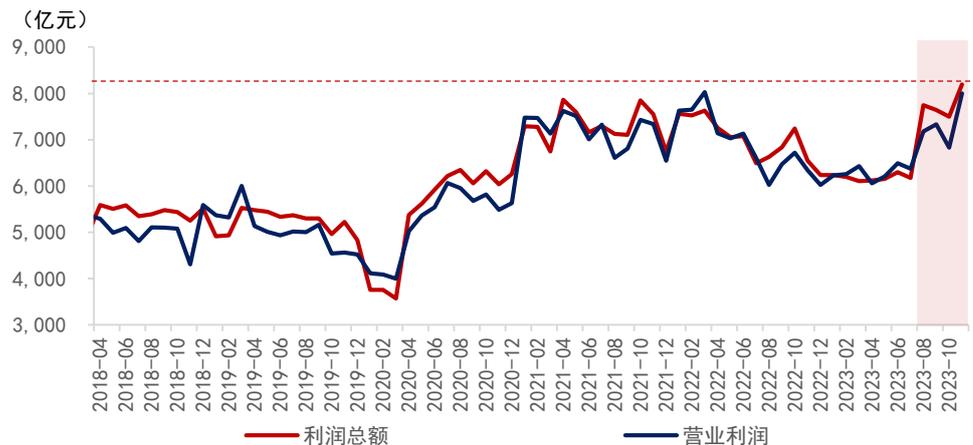
图表1：规上工业企业利润的同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合平均增速在2020及之后均以2019年为基期

季节性调整后的数据也显示，规上工业企业利润的绝对规模在2023年8月明显上行，并在11月达到了近五年来的历史新高。

图表2：规上工业企业利润绝对规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

在低通胀的环境下，工业企业利润的高增超出市场预期。那么，其背后的支撑因素是什么，在 2024 年的可持续性又如何呢？

## 1.2 收入增长与成本率下降是主要原因

从利润的构成来看，工业企业利润主要受三部分影响：毛利（收入-成本）、费用、投资收益。

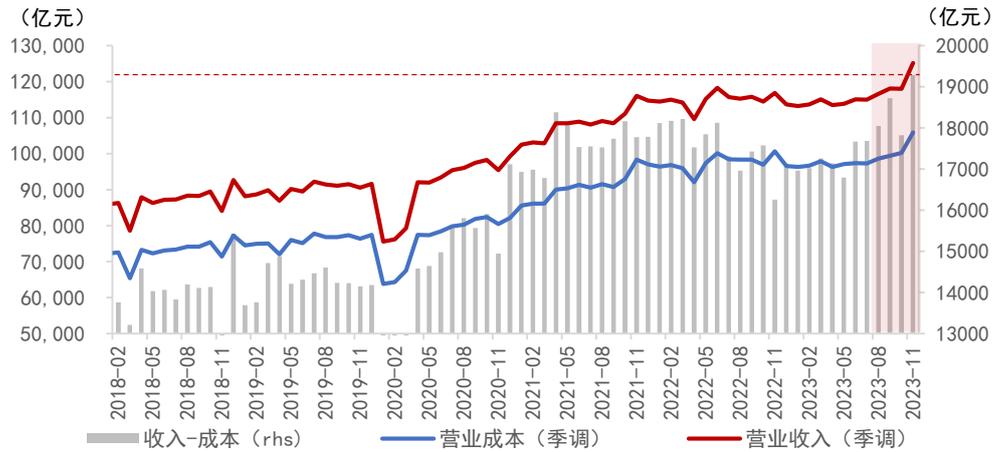
剔除季节性因素的影响后，8-11 月工业企业利润相较 5-7 月的增长中，毛利增长的贡献率高达 88%；费用的增加则对利润有 11% 的负向贡献；投资收益虽有较快的增长，但其规模有限，贡献率仅为 23%。

### 1.2.1 毛利润大幅增长

毛利润（收入-成本）的增长，得益于工业企业收入的明显上行与成本率的下降。

首先，近期工业企业收入增长较快。以 5-7 月的平均水平为基准，8-11 月工业企业收入的平均水平增长 4.2%。一般而言，工业企业收入增长是工业增加值和 PPI 增长的结果，但是近期企业收入高于工业增加值叠加 PPI 增速的水平，对企业收入构成了额外支撑。当然，历史上这样的情况也经常会出现。

图表3：规上工业企业的营业收入、成本（季调）



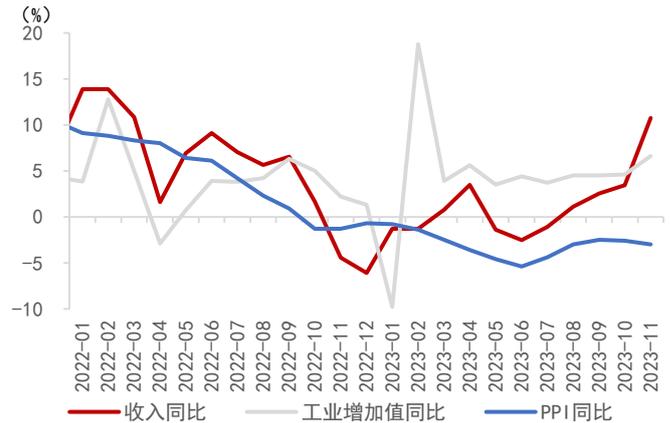
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：工业企业收入增长的量价构成



资料来源：Wind，国联证券研究所

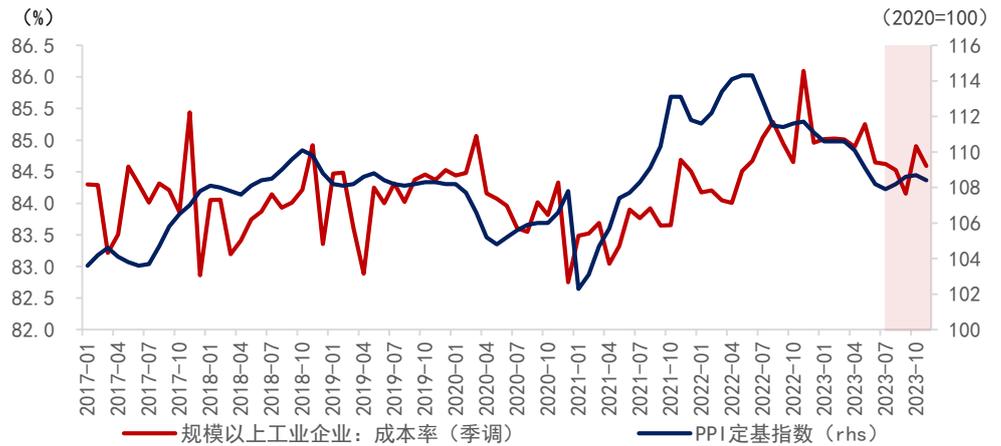
图表5：工业增加值与PPI 同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

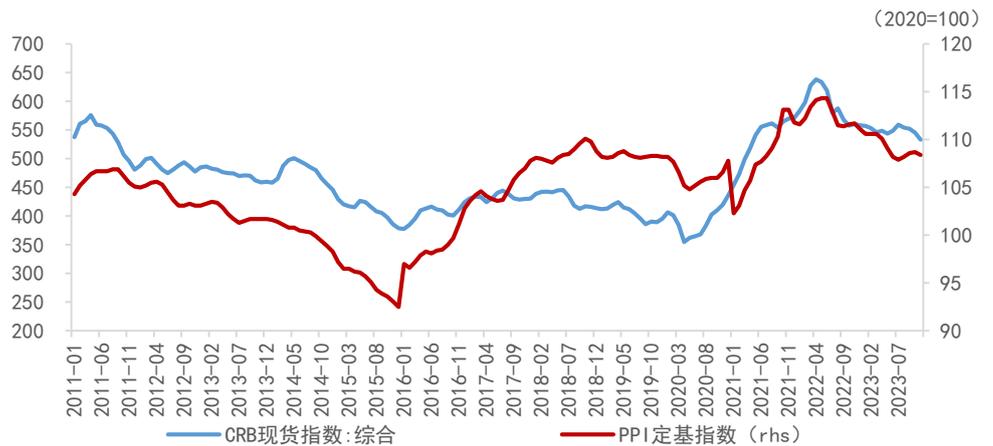
其次，工业企业成本率也出现了明显的下降。8-11月平均的工业企业成本率较此前三个月下降0.5个百分点。近年来，工业企业成本率的变动与PPI走势高度趋同。随着近期PPI定基指数的下行，成本率也出现回落。

图表6: 规上工业企业成本率(季调)与PPI指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: PPI指数与国际大宗商品价格指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

实际上,即使不考虑企业收入增速高于工业增加值增速叠加PPI增速的额外贡献和工业增加值本身的增长,PPI下行对企业利润的积极影响可能也是超过负面影响。这是因为虽然PPI下行会拖累工业企业收入,但是也同时降低了企业的成本率。我们粗略对两种影响的弹性进行了测算,结果显示PPI对成本率的影响可能占据更为主导地位。

以2021年开始的这一轮通胀上行为例,粗略看PPI定基指数上升1个点平均能够带动成本率上升0.3个百分点(图表7)。在不考虑工业增加值变化的情况下,如果成本率为85%,收入是100,则利润约为15;在PPI定基指数下降1个百分点后,收入降至99,成本率降至84.7%,工业企业毛利润上升到15.1,高于PPI下降前的水平(15),说明PPI下降带来的毛利率上升的影响大于收入下降的影响。

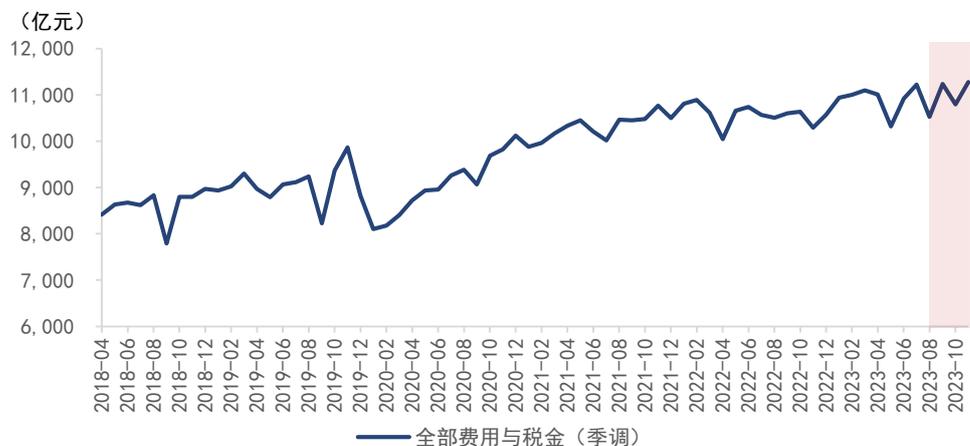
在微观层面这也很好解释。中国的 PPI 主要受到全球大宗商品（原材料）价格的影响（《中国经济的新周期和新特征——2024 年宏观经济展望》）。当大宗原材料降价的时候，工业品出厂价格也会下行，并导致企业收入减少。但是，企业成本同时下降。微观反馈显示，企业不会把成本下降带来的利好全部让利给客户，这反而带来了企业毛利率的改善。

### 1.2.2 收入增长带动费用上升

费用的增加我们认为主要是由于营业收入的增长，实际上费用率水平本身有所下降。从季节性调整后的数据来看，8-11 月，工业企业费用率较此前三个月的平均水平下降了 0.2 个百分点。

费用率的下降可能是与减税降费力度在下半年进一步加强有关。根据统计局数据，前 7 月全国平均每月新增减税降费及退税缓费 0.15 万亿元<sup>1</sup>，8-11 月升至每月 0.19 万亿元<sup>2</sup>。

图表8：规上工业企业的全部费用与税金（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2.3 投资收益有所上升

8 月以来，投资收益也出现了明显上升，对企业盈利的改善有一定贡献，但可能主要与结算周期等扰动因素有关。

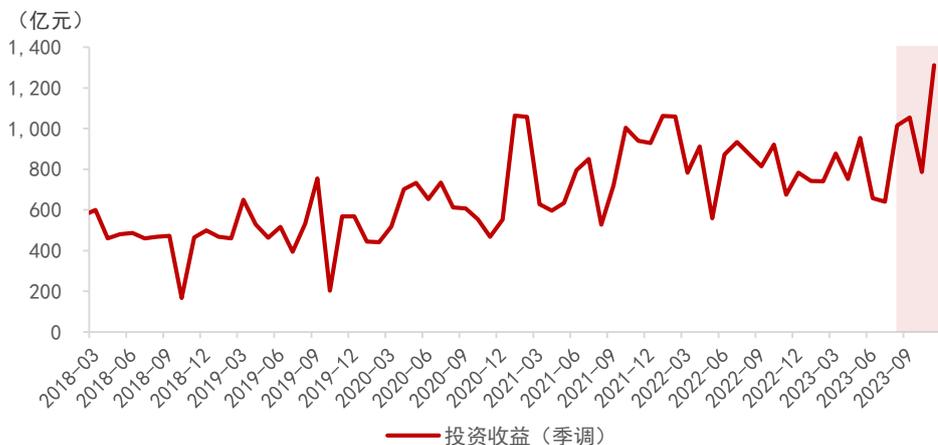
历史上来看，投资收益本身存在较大波动。统计局对工业企业利润的解读中也提

<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202309/content\\_6902698.htm](https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202309/content_6902698.htm)

<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202312/content\\_6922755.htm](https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202312/content_6922755.htm)

及，存在“投资收益相对集中入账”<sup>3</sup>的扰动。

图表9：规上工业企业的投资收益（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

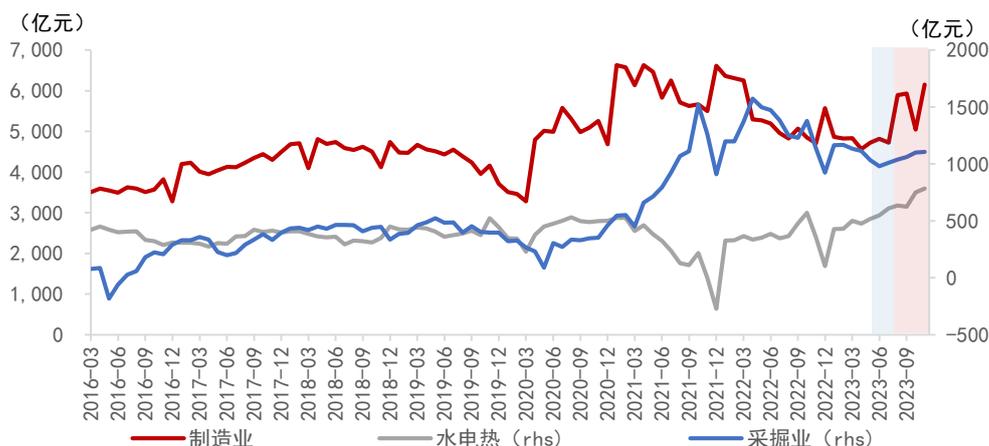
### 1.3 中游制造业与公用事业表现突出

分行业来看，上中下游行业表现存在明显的分化。中游制造业与公用事业的电热水燃气行业都大幅上升，而上游的采掘业仅有温和回升。

从季节性调整后的数据来看，相较5-7月的平均水平，8-11月水电热燃气行业、制造业（包含中上游的原材料加工与中游制造）分别回升25%、21%，这可能显示出国际大宗原材料价格走弱背景下，成本率下降对中游工业企业利润的贡献。而采掘业的回升幅度则相对较小，仅增长7%。

<sup>3</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/sjkd/202312/t20231226\\_1945799.html](https://www.stats.gov.cn/sj/sjkd/202312/t20231226_1945799.html)

图表10: 上中下游利润规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

分行业的数据进一步验证了偏低的大宗商品价格利好制造业和公用事业, 但是却相对不利于采掘业的利润增长。

## 2. 如何展望 2024 年企业盈利?

上文对企业利润的分析对 2024 年工业企业利润的预测也有重要意义。有市场观点担忧, 由于历史数据显示中国工业企业盈利与 PPI 密切相关, 今年 PPI 大幅回升的概率较小, 企业盈利的增长也很可能偏弱。

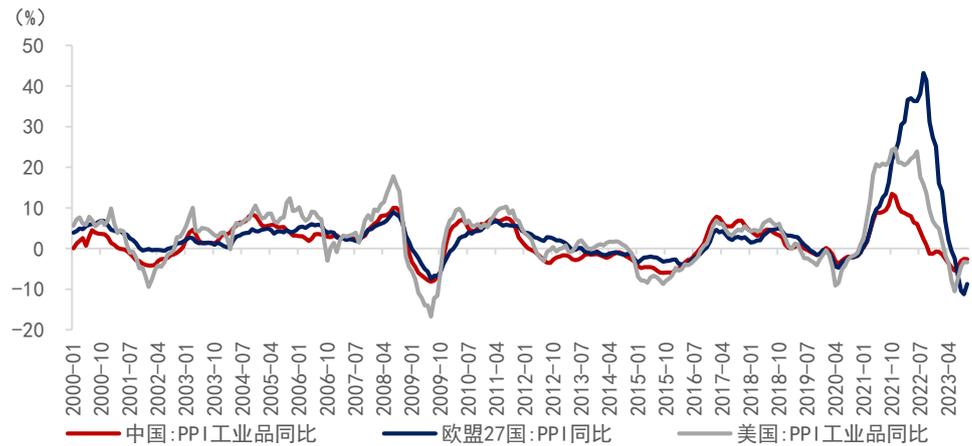
但是结合 11 月 PPI 下行但是工业企业盈利改善, 我们认为, 市场可能误解了工业企业利润和 PPI 的关系。我们认为在产出扩张和原材料成本受到压制的情况下, 2024 年中国的工业企业盈利情况可能好于市场一致预期。

### 2.1 PPI 是如何定价的?

厘清 PPI 的定价机制有助于我们更好地理解 PPI 与企业盈利的关系。我们发现, 中国 PPI 波动主要由国际大宗原材料价格主导。

一个基本事实是, 中国、美国、欧盟等多个国家的 PPI 同比增速一直高度同步——只有在俄乌战争割裂全球能源市场之后才发生了一定背离。

图表11：中国、美国、欧盟 PPI 高度同步

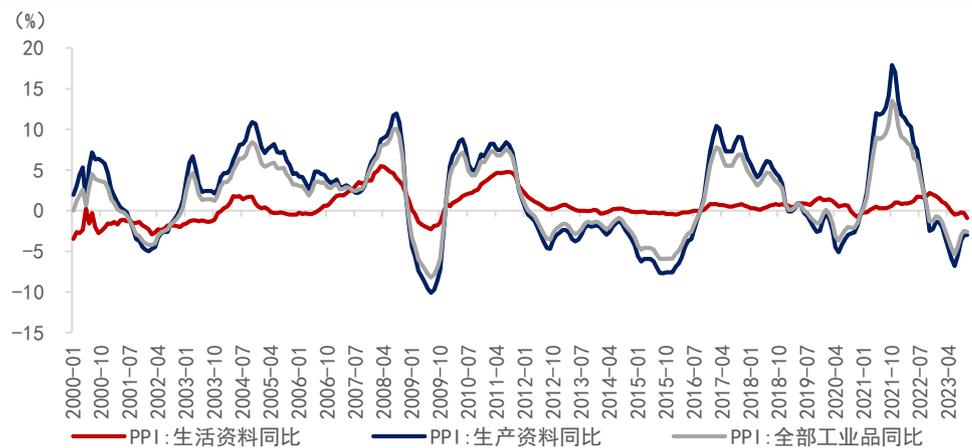


资料来源：Wind，国联证券研究所

对三大经济体 PPI 同步波动的一个普遍解释是 PPI 所包含的商品是可贸易品，在全球市场上受到一价定律约束。但是，哪怕在中美贸易摩擦之后，中美 PPI 也没有明显背离——这可能说明可贸易品的一价定律可能不完全能解释中美欧 PPI 的同步性。

如果更仔细观察中国 PPI 的波动，发现其主要受到上游产品价格波动的影响。

图表12：PPI 同比主要随上游生产资料波动



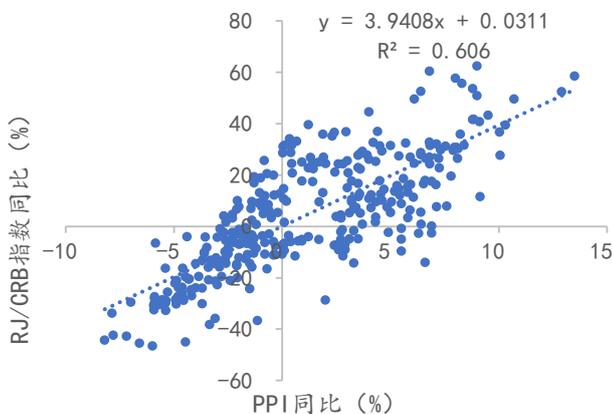
资料来源：Wind，国联证券研究所

这样看来，一个简单的猜想是，上游大宗品的全球统一定价才是中美欧 PPI 波动同步的核心解释——大宗商品进口不受美国关税的影响。

数据也显示，2002 年以来，RJ/CRB 指数对中国 PPI 增速的拟合优度为 0.6，布伦特原油价格对 PPI 增速的拟合优度也有 0.51。这也进一步说明中国 PPI 的同比增

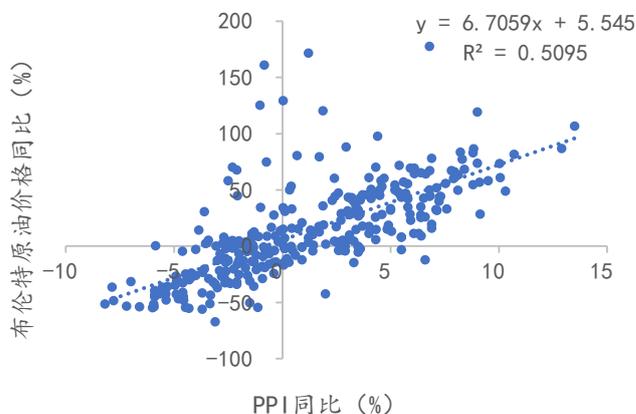
速的变动中，国际大宗商品价格可能是最为重要的因素（解释力超过 50%）。

图表13: RJ/CRB 指数同比对 PPI 同比的解释力



资料来源: Wind, 国联证券研究所

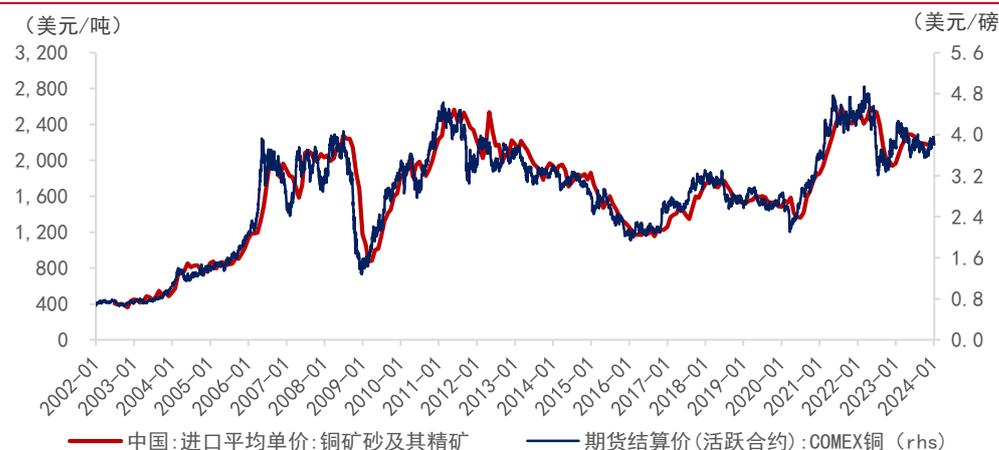
图表14: 布伦特原油同比对 PPI 同比的解释力



资料来源: Wind, 国联证券研究所

有投资者质疑，CRB 指数中也包含了一些中上游的原材料制成品，比如已经经过了加工处理的 COMEX 铜、LME 铝等，并不能完全代表上游原材料的价格。但我们发现，这些原材料制成品的价格与大宗原材料的价格也都是高度同步的。比如，COMEX 铜的价格与上游的铜矿砂价格的波动基本保持一致<sup>4</sup>。所以，PPI 最终依然主要由国际大宗原材料定价。

图表15: COMEX 铜与铜矿砂价格走势

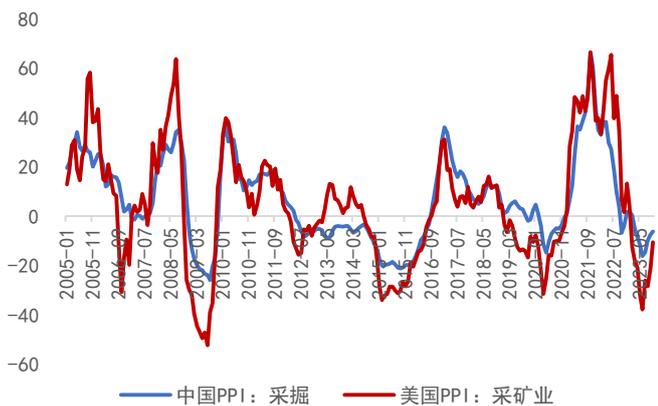


资料来源: Wind, 国联证券研究所

<sup>4</sup> 我们倾向于认为原材料加工工业的产能没有太大瓶颈，所以就是赚取加工费。导致钢铁、精铜等价格和矿石的价格高度同步波动。

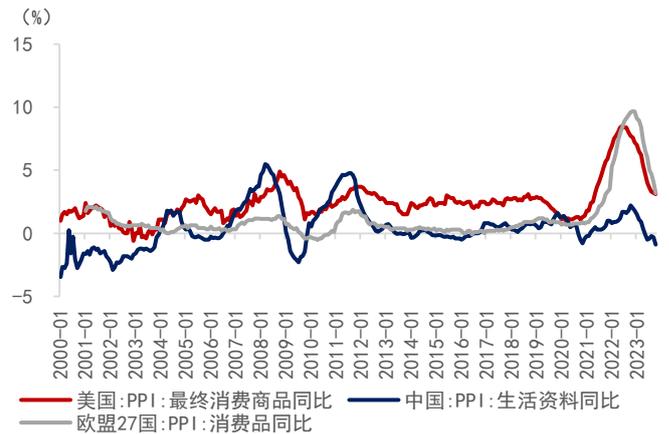
实际上,进一步的研究显示,中美 PPI 的上游分项也高度同步,但是下游终端商品价格的同步性却并不高。这说明,各国 PPI 同比增速的高度趋同,可能主要是由于各国 PPI 都主要受到上游原材料价格波动的影响,而原材料在全球又是统一定价的。

图表16: 中美 PPI 上游分项高度同步



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: 中美欧 PPI 下游分项同步性相对较低



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2 PPI 上涨有利于中国工业企业盈利吗?

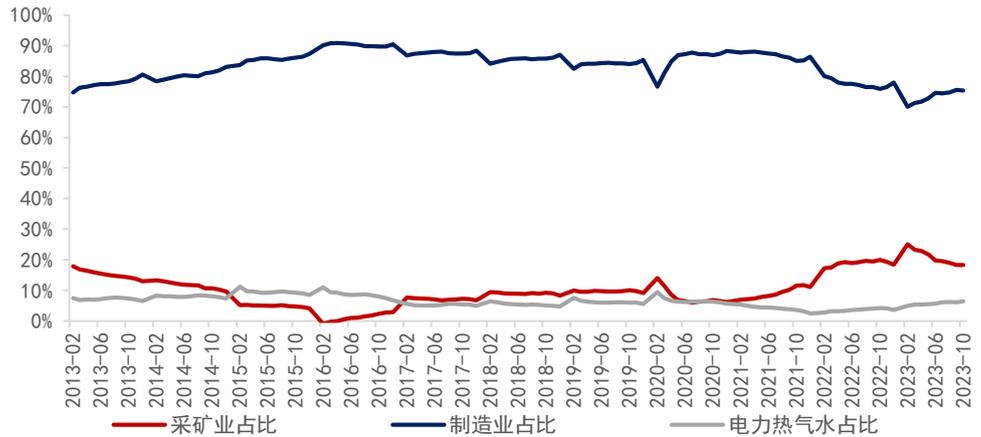
既然 PPI 主要由国际大宗原材料定价,为什么由上游商品主导的 PPI 会被一些投资者认为能够决定中国工业企业盈利呢?

一种解释是,中国工业企业盈利由上游行业主导的,大宗原材料价格、PPI 上行带动了上游产品涨价,上游企业盈利扩张推动整体工业企业利润增长。

但是我们的分析表明,无论从占比,还是从拉动率上看,中游制造业都才是中国工业企业利润增长的主导因素——这也和中国是中游制造业大国的认知是一致的。

- 从占比上看,工业利润的构成以中游的制造业企业利润为主,其占比在 70% 以上,最高时曾高达九成。

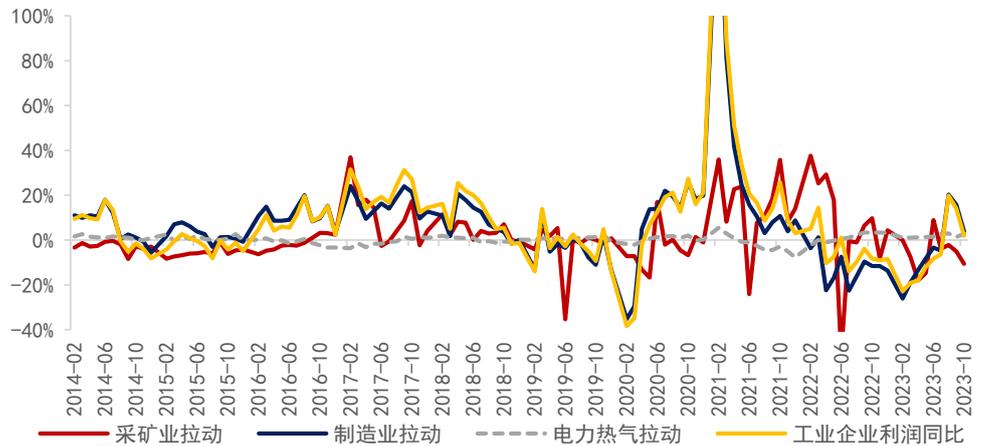
图表18：上下游行业在工业企业利润中的占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

- 从拉动率来看，工业企业利润也主要由制造业拉动。具体而言，制造业利润同比增速对整体工业企业利润增速的拟合优度高达 0.95，而上游采矿业、以及水电热行业利润增速的变化对工业企业利润的拟合优度仅有 0.002 与 0.006。

图表19：上下游行业对工业企业利润增速的拉动



资料来源：Wind，国联证券研究所

### 2.3 为什么 2024 年中国工业企业盈利可能超预期？

既然中国工业企业盈利由中游制造业利润水平主导，原材料价格上涨应该负面影响中国企业盈利，为什么会出现 PPI 同比和中国工业盈利同比高相关的现象呢？

我们认为，这可能是由于此前中国经济需求较强时，常常能够拉动大宗原材料价格的上涨，所以造成了 PPI 上涨；与此同时，需求旺盛也会导致工业企业产出大幅上

升。尽管 PPI 上涨对于收入的正贡献不足以抵消其对毛利率的负贡献，由于产出大幅增长掩盖了 PPI 上涨对利润整体的负面影响，我们就观察到 PPI 上涨和企业盈利改善同时出现的假象。

如果这种解释是正确的，那么我们应该可以看到：

- 即使 PPI 负增长，但是只要中国经济保持扩张，企业盈利也有不错的增长。

除了近期 PPI 与工业企业盈利增长背离之外，2013 年也出现了 PPI 负增长，但我国工业企业盈利仍保持高增的情况。

2012 年 9 月到 2014 年 7 月，受国际原油增产影响，国际大宗商品价格持续下行，我国 PPI 出现长达 22 个月负增长，但是工业企业盈利仍保持了较高水平的正增长。

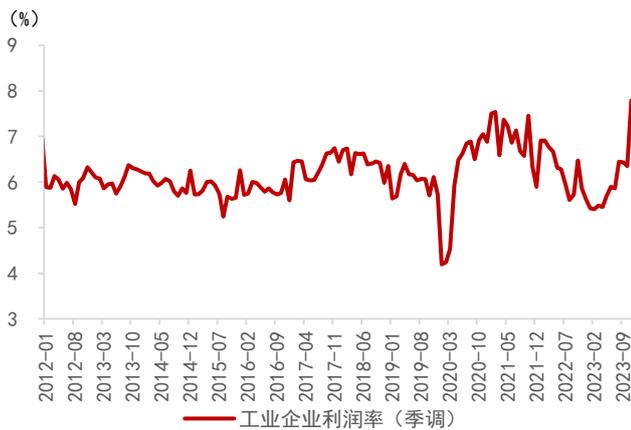
图表 20: PPI、工业企业利润同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

究其原因，工业产出的扩张是 2013 年企业盈利增长的主要驱动因素。2013 年企业利润率表现相对平稳，工业企业收入保持了近两位数的较高增速。其中，虽然偏低的 PPI 对企业收入造成了一定拖累，但是收入中“量”的因素，即工业增加值的高增还是对工业企业利润起到了主要的支撑作用。当然，由于一些数据方面的原因，当时工业企业毛利率是否明显改善仍不太明朗。

图表21: 工业企业利润率 (季调, %)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 工业增加值与 PPI 同比

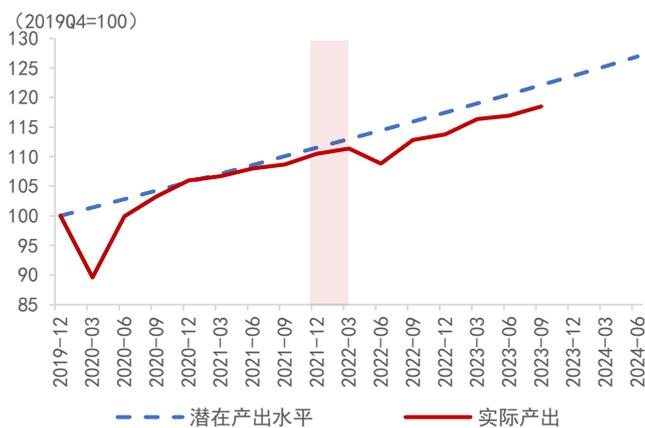


资料来源: Wind, 国联证券研究所

- 在中国经济比较平稳运行之际, 原材料成本大幅上涨, 可能反向冲击中国工业企业盈利。

2022 年 2 月下旬, 俄乌冲突发生, 能源价格随之进一步上涨时, 中国工业企业利润却在季节性调整后环比明显下行。

图表23: 从 21Q4 到 22Q1 产出缺口平稳



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表24: 工业企业盈利在 2022 年 2 月后明显恶化

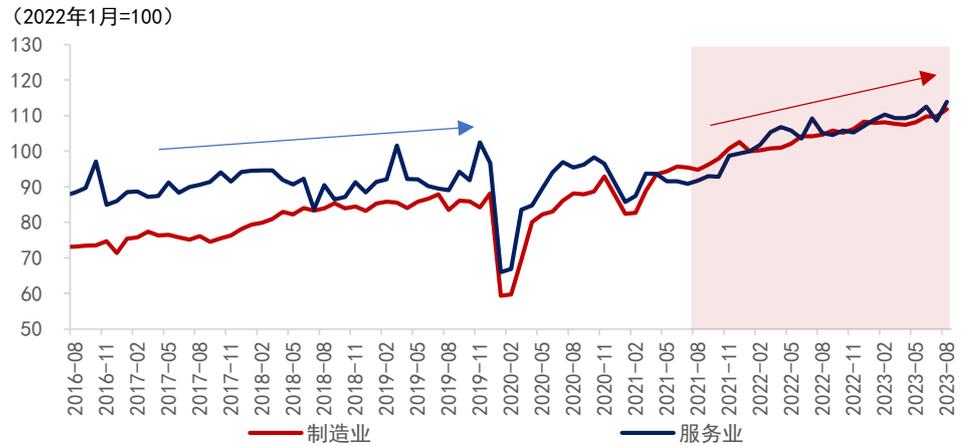


资料来源: Wind, 国联证券研究所

展望 2024 年, 我们认为在 PPI 较低的情况下中国工业企业盈利可能超预期。

一方面, 我们在《中国经济如何走向复苏》系列报告多次提及, 能否在地产以外的领域扩大再生产是一个经济体能否从地产长周期拐点之后走向复苏的关键。数据显示, 中国的制造业和服务业投资已然在 2022 年以来加速上升。

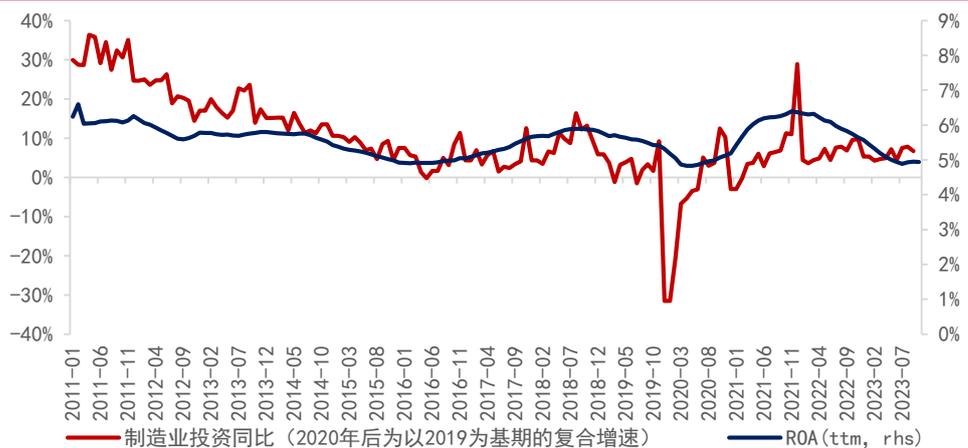
图表25：地产下行后中国资本开支加速上行



资料来源：Wind，国联证券研究所

历史经验表明，制造业投资增速与工业企业 ROA 的波动密切相关。近期工业企业利润的持续改善也带动工业企业 ROA 出现更加明显的拐点，有望对企业的资本支出构成进一步支撑。偏强的企业资本支出有望进一步推动 2024 年中国经济的总需求和总产出超出预期，GDP 不变价同比增速有望达到 5.2%（《中国经济的新周期和新特征——2024 年宏观经济展望》）。

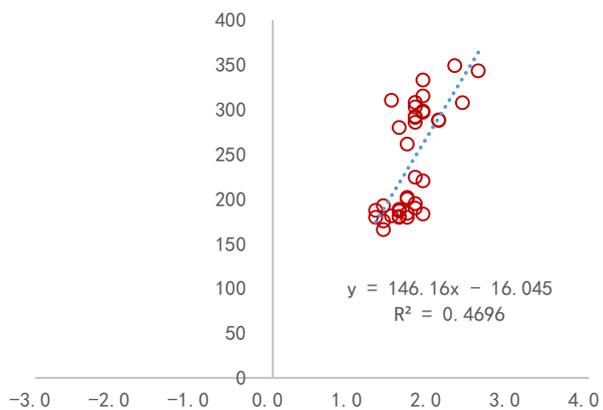
图表26：工业企业 ROA 与制造业投资增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

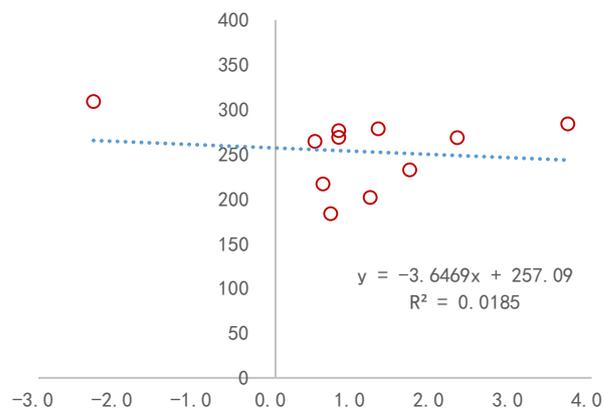
另一方面，我们发现 2021 年以来，中国经济中房地产的占比逐渐下降，与国际大宗商品价格的相关性也随之明显下降。这意味着即使中国经济略超预期，2024 年中国的 PPI 增速和国际大宗商品价格大概率也会维持在较低水平。

图表27：中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均（2010-2019）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表28：中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均（2021-23Q3）



资料来源：Wind，国联证券研究所

在这样的环境下，中国制造业的成本有望保持在相对较低的水平，叠加总产出超预期，企业盈利或有望超预期增长。

### 3. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼