

经济环比放缓转型加速

——2023年12月经济数据分析

核心观点:

2023年经济平稳收官，全年经济增长5.2%，经济增长在预期范围内。从供需两端来看，供给和需求均展现了弱势回升的态势，但是供给增长略好于需求。4季度出口开始好转，小幅弥补了国内需求的不足。从投资端来看，2023年上半年制造业、基础设施、房地产同时下行，快速拉低了整体投资。2023年下半年，制造业的回升和基建投资的稳定弥补了房地产的回落，2023年12月份整体投资略有回升。

4季度经济增长略低于预期，主要源于第三产业恢复不畅。4季度GDP环比增速仅有1.0%，名义GDP增速3.6%。第三产业对GDP的贡献下降4个百分点至59%。3季度火热的夏季游带动了三产的上行，进入4季度市场趋于下滑。

零售消费继续弱势平稳。2022-2023年两年平均消费增速与2020-2021年度持平，我国零售消费处于疫情后恢复阶段。2024年收入和就业有所恢复，政府和企业消费小幅回升，预计零售消费恢复至4.0%-5.0%左右。

固定资产投资小幅回升，制造业投资强势，基建上行。2023年12月份固定资产投资回稳，制造业投资强势，基建投资小幅上行，房地产投资仍然回落。2024年固定资产投资的走势与房地产行业密切相关，同时“三大工程”建设对基建行业的拉动处于持续观察中，更可能以缓慢的方式释放。

房地产行业仍然回落，临年末生产销售活动均不景气。临近春节，商品房销售活动低迷，价格、面积和销售额均下滑。**价格方面**，12月新房价格指数继续下滑0.9%，二手房价格指数下降4.1%，量价均低迷。**开发资金上**，房地产行业开发资金来源继续下降，企业自筹资金下滑趋势连续收窄但幅度依然大。订金及预收款和个人按揭贷款降幅继续扩大，需求端依旧改善不明显。

工业生产表现稍好，但在新旧动能转换过程中。2023年四季度工业增加值持续加速，增速最高的行业依次是装备制造业中的汽车、电气机械与器材制造、计算机通信和其他电子设备；以及原材料加工领域的有色金属、化工、橡胶塑料。但消费品制造业相对低迷，其中医药制造业和农副食品加工业在11月至12月增速连续为负。

2024年经济继续总量平稳，结构变化持续。展望2024年，新动能取代旧动能仍然继续，高技术制造业快速增长而房地产产业链仍面临调整压力。传统的消费增长仍然乏力，固定资产投资偏平稳，出口小幅回升。工业生产上行的动力来自于科技赋能的制造业行业，房地产继续拉低经济，但在此过程中新的经济模式会逐步建立。2024年预计GDP增速在5.0%左右，物价略有回升，总体经济走势前低后高。

分析师

高明

☎：(8610) 8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

风险提示

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

目 录

一、4 季度经济稍弱，经济在结构转型过程中	3
二、零售消费弱势平稳	4
三、固定资产投资：制造业投资增速强势，基建投资边际加快	6
（一）固定资产投资	6
（二）制造业投资	6
（三）基础设施投资	7
四、房地产投资下行，节前地产活动低迷	7
五、工业增速稳定上行，但问题在于有效需求不足	9

一、4 季度经济稍弱，经济在结构转型过程中

2023 年经济平稳收官，全年经济增长 5.2%，经济增长在预期范围内。从供需两端来看，供给和需求均展现了弱势回升的态势，但是供给增长略好于需求。4 季度出口开始好转，小幅弥补了国内需求的不足。从投资端来看，2023 年上半年制造业、基础设施、房地产同时下行，快速拉低了整体投资。2023 年下半年，制造业的回升和基建投资的稳定弥补了房地产的回落，2023 年 12 月份整体投资略有回升。

4 季度经济增长略低于预期，主要源于第三产业恢复不畅。4 季度 GDP 环比增速仅有 1.0%，名义 GDP 增速 3.6%。第三产业对 GDP 的贡献下降 4 个百分点至 59%。3 季度火热的夏季游带动了三产的上行，进入 4 季度市场趋于下滑。

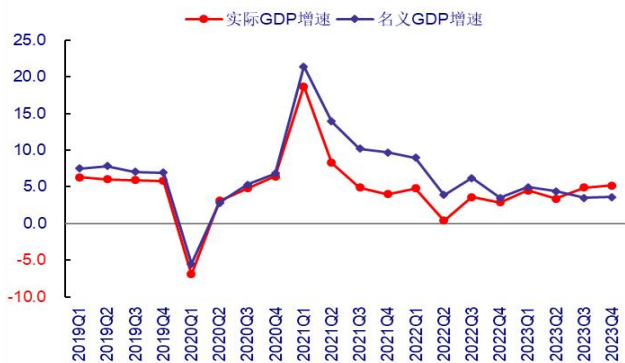
2024 年经济继续总量平稳，结构变化持续。展望 2024 年，新动能取代旧动能仍然继续，高技术制造业快速增长而房地产产业链仍面临调整压力。传统的消费增长仍然乏力，固定资产投资偏平稳，出口小幅回升。工业生产上行的动力来自于科技赋能的制造业行业，房地产继续拉低经济，但在此过程中新的经济模式会逐步建立。2024 年预计 GDP 增速在 5.0% 左右，物价略有回升，总体经济走势前低后高。

2023 年全年 GDP 增速 5.2%，高于年初目标。其中第一产业增速 4.1%，第二产业 4.7%，第三产业 5.8%，第三产业的恢复支持了经济的回升。投资方面基建仍然起到承托作用，制造业恢复平稳。具体来看 2023 年固定资产投资增速 3%，基础设施投资增速 8.24%，制造业投资增速 6.50%，民间投资恢复不振累计负增长 0.4%，房地产投资全年累计下行 9.6%，工业增加值增长 4.7%。总体上供给和需求均展现了弱势回升的态势，但是供给增长略好于需求。

2023 年四季度 GDP 增长 55,858 亿元，同比增长 5.2%。四季度，规模以上工业增加值增长 6.0%，固定资产投资增长 10%，全社会消费总额上行了 8.3%。房地产投资在年末下滑明显，四季度下降 22%，高于全年降幅。从数据中可以看到，房地产投资仍然较弱，基建投资处于高位，制造业投资维持韧性。

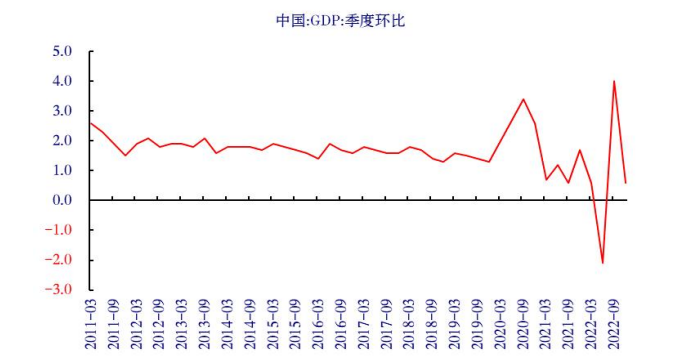
从各部门对 GDP 的贡献来看，第二产业对 GDP 的贡献上行。第三产业的恢复速度减慢，3 季度火热的旅游消费结束，房地产市场继续下行，阻碍了第三产业。

图 1：实际 GDP 和名义 GDP 增速（%）



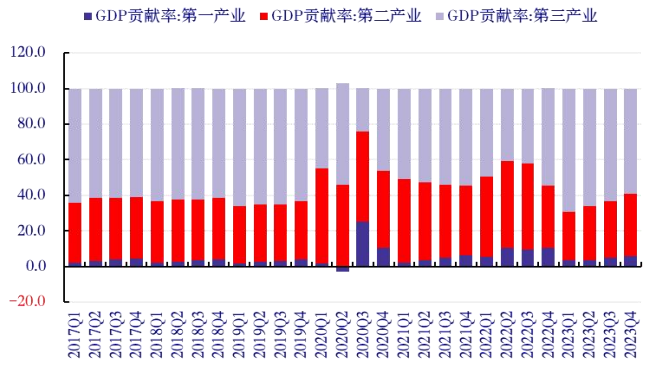
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：12 月零售消费环比略有回升（%）



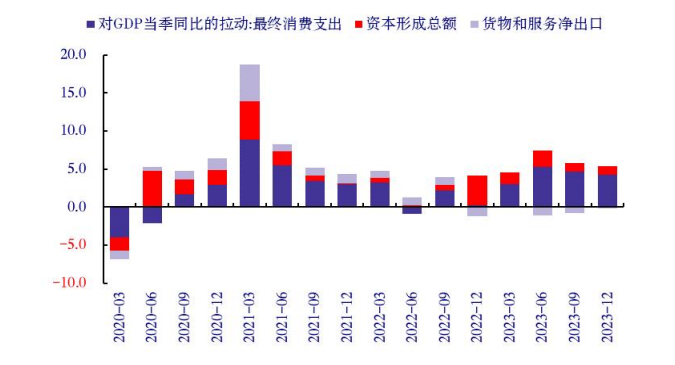
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：三大产业对 GDP 的贡献 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：三大需求对 GDP 同比的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

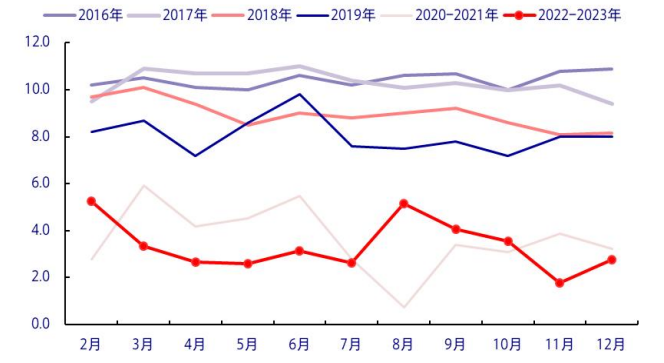
二、零售消费弱勢平稳

2023 年 12 月份社会零售总额 43,550 亿元，增长速度为 7.4%。2023 年社会零售总额增长 7.2%，去除汽车增长 7.3%。

2023 年社会零售消费总体来说是平稳回升的状态。2022 年和 2023 年两年平均消费增速 3.5%，与 2020-2021 两年平均消费增速持平。这也就意味着 2023 年社会零售消费并未恢复正常水平，社会零售消费总额的上行是缓慢的，2024 年会继续恢复。

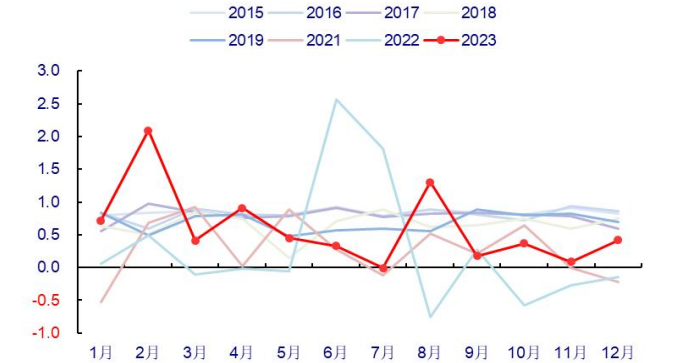
从零售消费环比来看，12 月环比增速略有回升，但是 9 月份后环比增速均偏低，12 月份的回升距离正常的消费水平仍有距离。

图 5：2022 年和 2023 年两年平均零售消费增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：12 月零售消费环比略有回升 (%)

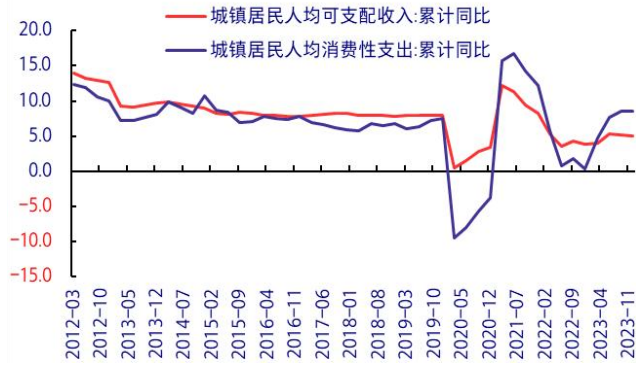


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

社会零售消费恢复的缓慢可以分为居民和政府公司消费两个部分来观察。一方面，居民消费仍然在正常回升，2023 年居民支出收入比回到了 68.3%，距离疫情前 70% 以上的水平有一段距离，但是差距在不断地收窄。这说明居民在可支配收入范围内，消费比例不断上行。那么制约居民消费增速回升的主要因素就是居民收入的增加。2023 年城镇居民人均可支配收入增速 5.1%，仍然偏低。2023 年基础存款利率下行、股市下、房地产价格回落，使得居民财产性收入也相应减少，影响了居民消费的恢复。

另一方面，政府和企业的消费增速同样偏弱。考察 2023 年社会消费品来看，文化办公用品和建筑装潢材料消费增速负增长。这也意味着 2023 年除房地产相关消费疲软外，政府和公司消费同样不振。

图 7：城镇居民人均可支配收入和消费性支出（%）



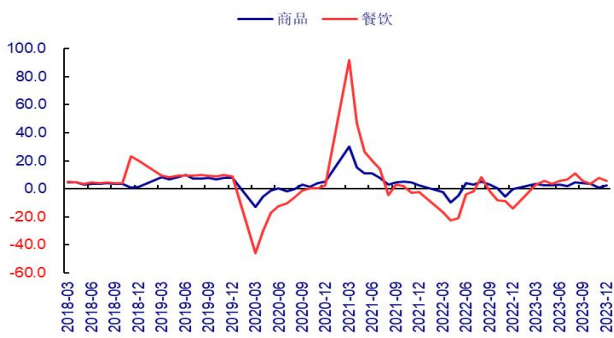
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：居民支出收入比恢复至 2021 年水平（%）



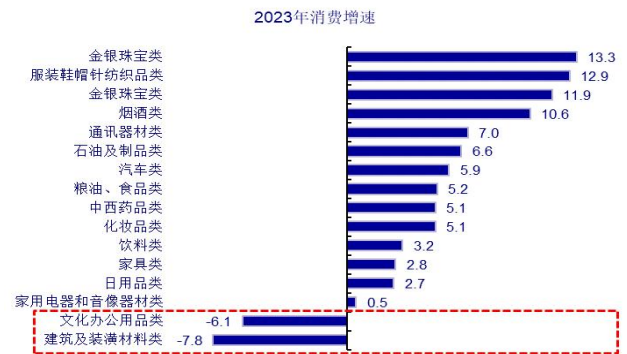
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：商品和餐饮消费平稳（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：2023 年各行业消费增速（%）

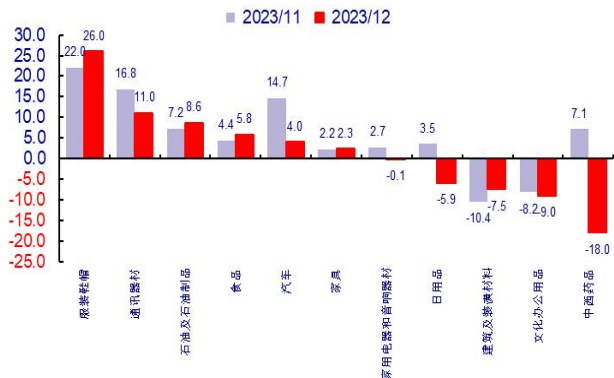


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从 12 月份的情况来看，社会零售各行业表现仍然属于平稳。生活用品的消费与 11 月走势相似，服装鞋帽、通讯器材、石油及其制品、食品消费平稳，汽车消费增速保持正增长。家具、家用电器、建筑装潢材料消费仍然疲软。中西药品的消费意外回落，消费增速从 11 月份的 7.1% 下滑至 12 月份的 -18.0%，这可能是基数效应带来的影响。

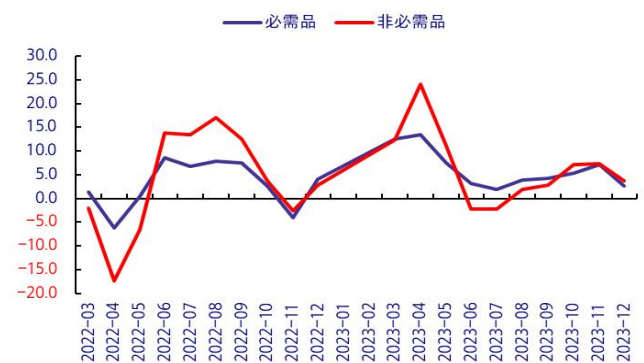
2023 年社会零售消费弱势回升，2024 年基于居民收入、对就业的预期等因素，社会零售消费增速很难快速上行。由于消费惯性的存在，2024 年的社会零售消费增速会小幅高于 2023 年，预计在 4.0%-5.0% 左右运行。

图 11：12 月份各行业消费情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：11 月零售消费环比走低（%）



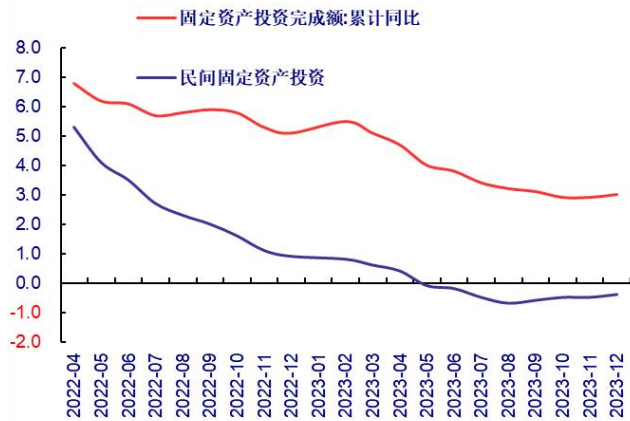
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、固定资产投资：制造业投资增速强势，基建投资边际加快

（一）固定资产投资

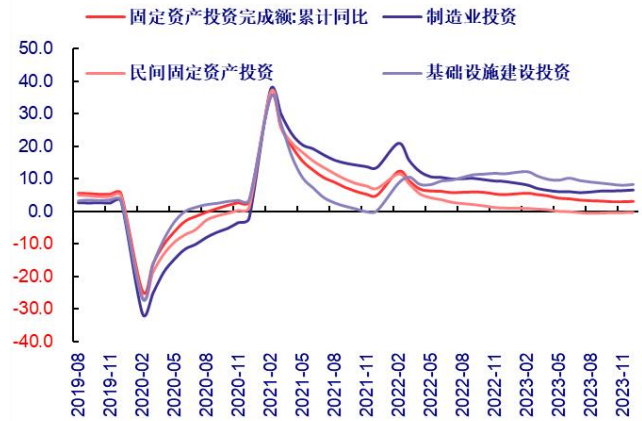
固定资产投资增速稳定。1-12月固定资产投资额为503,036亿元，同比增长3%（前值2.9%）。12月份民间固定资产投资下降0.4%（前值0.5%），降幅小幅收窄。从行业来看，12月份制造业投资继续保持高增速，录得6.5%（前值6.3%）；基建投资增长回升录得8.24%（前值7.96%）。

图 13：固定资产投资和民间固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：三大行业单月投资增速（%）

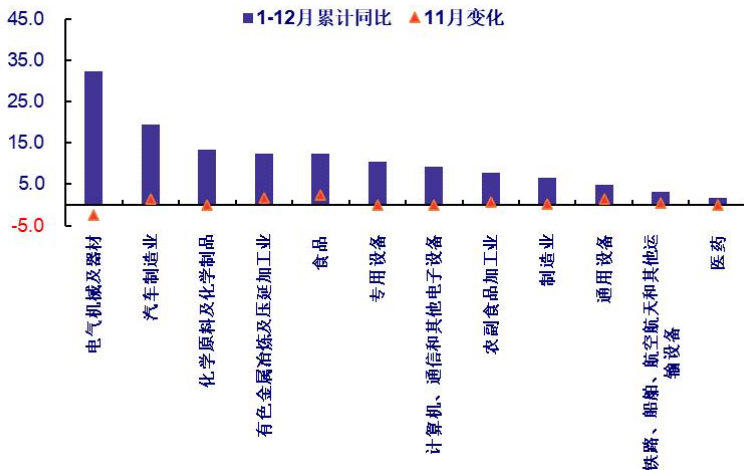


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）制造业投资

多数行业增长加快。1-12月份制造业投资增速6.5%（前值6.3%）。分行业来看，12月份绝大多数行业增长加速。增速最高的电气机械及器材制造业累计同比32.2%（前值34.6%），小幅下降2.4pct。**汽车制造继续保持强劲增长，录得19.4%（前值17.9%），年末各车企公布新车型，新势力汽车制造企业需要更多产能提升，传统车企方面面临产线改造，投资需求均有所增加。**其他中游行业增速保持韧性，专用设备10.4%（前值10.4%）、计算机9.3%（前值9.2%）和铁路船舶航空航天运输设备3.1%（前值2.7%），通用设备本月上漲1.4pct至4.8%。上游化学原料及制品和有色金属冶炼及压延加工也处在高位并进一步加快增长，其中化学原料制品录得13.4%（前值13.3%）、有色金属上涨1.6pct至12.5%。下游的食品制造增长明显，增加2.4pct至12.5%，农副食品加工业增加0.8pct至7.7%。医药制造下行0.1pct至1.8%。

图 15: 制造业各行业累计投资增速 (%)



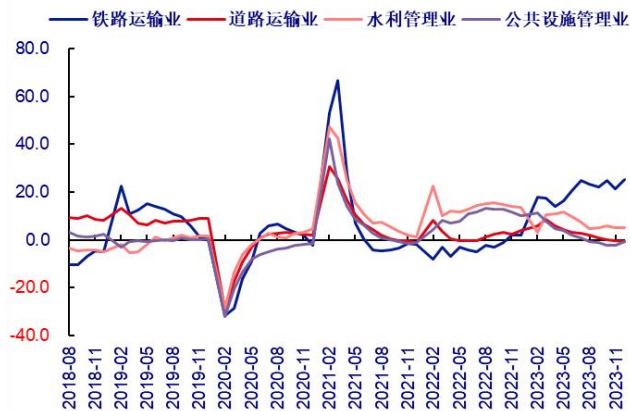
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 基础设施投资

基建投资增速边际加快。1-12月基础设施投资同比增长8.24% (前值7.96%)。政府融资从9月开始均处在高位处于高位,基建投资是稳增长的重要手段。

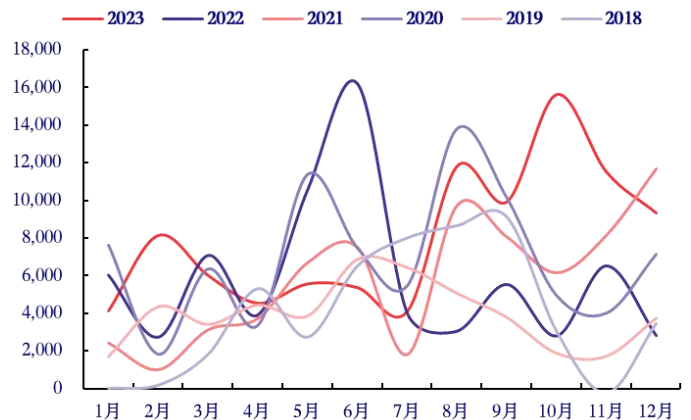
分行业看,基建施工现阶段依然集中在铁路和水利建设,道路项目和地方政府主导的公共设施业增速下滑。中央资金集中在铁路项目和大型项目,1-12月铁路运输投资增速录得25.2% (前值21.5%),保持高位并进一步增长,水利项目增长稳定在5.2% (前值5.2%)。道路运输增速降幅边际扩大至-0.7% (前值:-0.2%),但公共设施管理增速减负收窄至-0.8% (前值-2.5%)。**2024年固定资产投资的走势与房地产行业密切相关,同时“三大工程”建设对基建行业的拉动处于持续观察中,更可能以缓慢的方式释放。**

图 16: 基础设施投资各行业增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 1-12月份政府债券融资额度 (亿元)



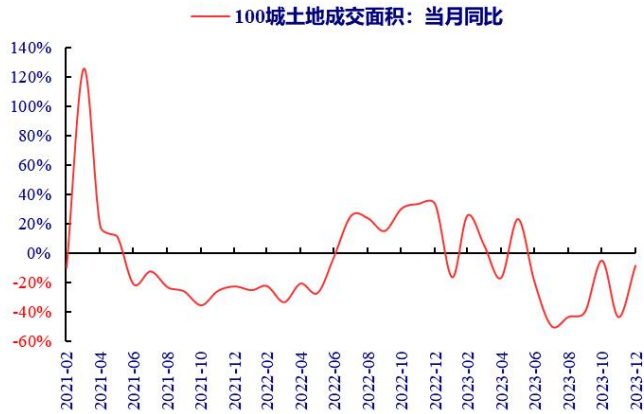
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、房地产投资下行,节前地产活动低迷

1-12月房地产开发投资累计同比下降9.6%,前值降9.4%;当月同比负增长23.97%,地产投资继续下滑。房屋新开工和施工面积累计同比降幅边际收敛,分别录得-7.2%和-20.4%,但竣工增速边际下降至17%,房地产开发商到位资金仍在下行。临近春节,

商品房销售活动低迷，价格、面积和销售额均下滑。

图 18: 100 大中城市土地成交面积

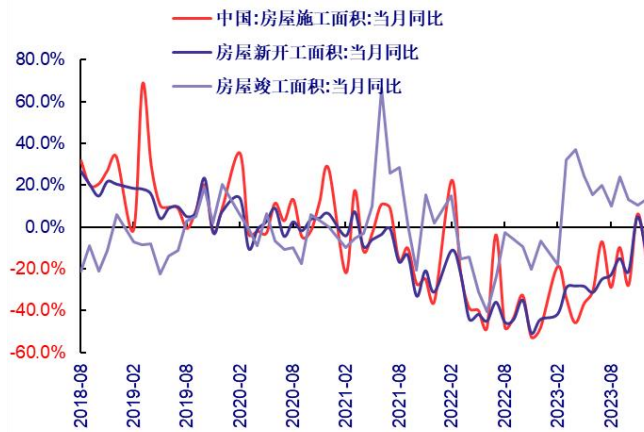


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

生产端，施工和新开工面积均再次转落，竣工增速边际增速下降，企业拿地意愿修复。12 月份，新增房地产新开工面积 7920.34 万平方米，当月同比下降 12%；施工面积下降 14%，录得 7019.10 万平米，新开工和施工面积增速均再次转负。竣工面积 34593.98 万平方米，上行 13%（前值 10%），虽然有所增长但从边际增速来看已持续下滑。从土地流转来看，12 月份 100 大中城市土地成交面积增速同比下降 0.08%，环比上涨 208%，企业拿地意愿开始修复。

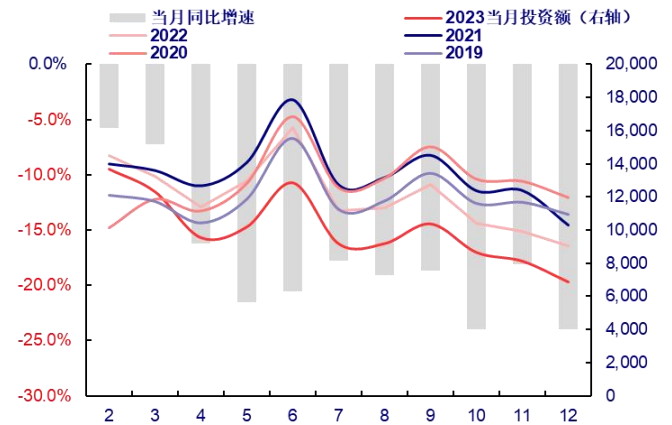
从销售端来看，量价依旧低迷，降幅扩大。1-12 月份商品房销售面积累计-8.2%（前值-7.3%），单月下降 25.81%（前值-23.49%）；1-12 月商品房销售额增速累计下行 4.3%（前值-3.7%），12 月当月同比-25.6%（前值-18.26%），销售额和销售面积均低迷。高频数据上，30 城成交面积也显示商品房销售低迷，进入一月尤甚，春节前地产销售活动减弱，数据好转可能要等到节后。价格方面，12 月新房价格指数继续下滑 0.9%，二手房价格指数下降 4.1%，量价均低迷。

图 20: 房屋开工和施工回升



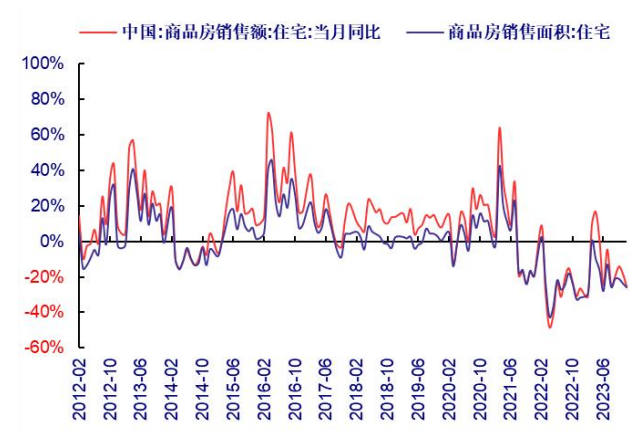
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 1-12 月份房地产投资额（亿元）



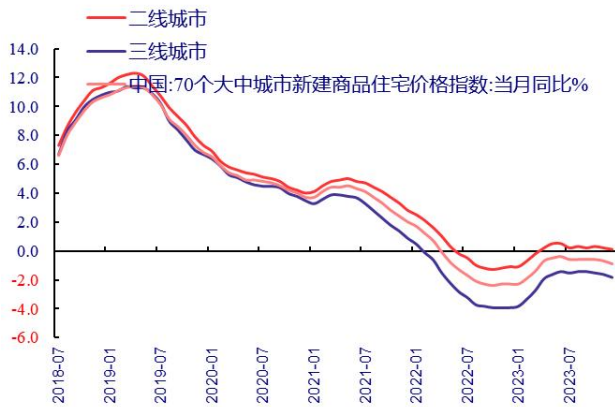
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 11 月商品房销售面积和销售额



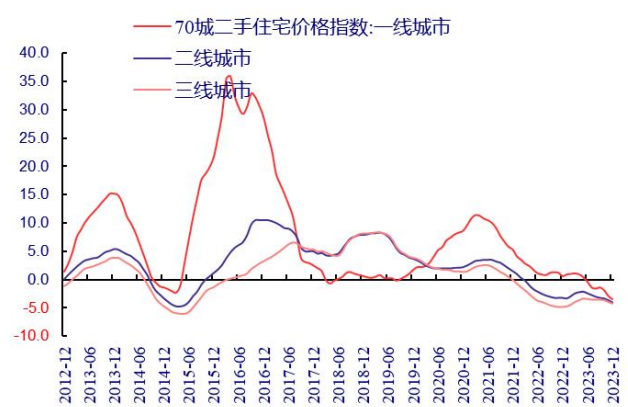
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

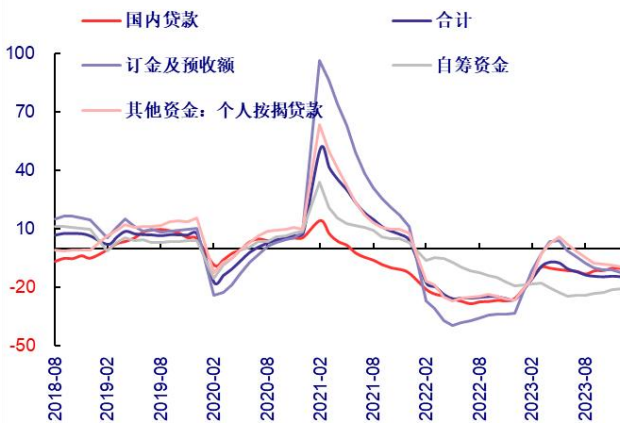
图 23: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

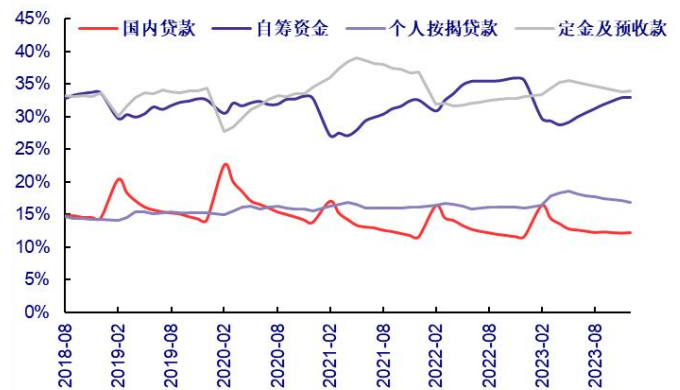
房地产行业开发资金来源继续下降。本月录得-14.45% (前值-14.14%)。其中来自国内贷款下降 10.31% (前值-10.06%)；企业自筹资金下滑趋势连续收窄但幅度依然大，本月录得-20.69% (前值-21.41%)。订金及预收款和个人按揭贷款降幅继续扩大，分别录得-12.35%和-9.77% (前值-14.14%和-11.25%)，需求端依旧改善不明显。国内金融市场以及政策环境对房地产开发商有所好转，但是市场销售仍然低迷。政策发挥力度需持续观察。

图 24: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: 房地产资金来源占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

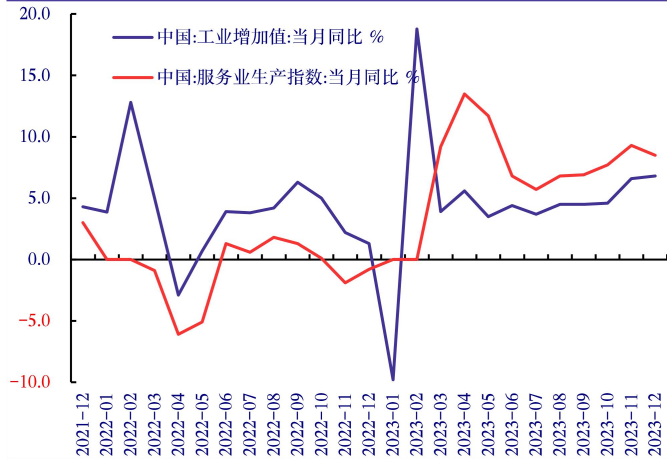
五、工业增速稳定上行，但问题在于有效需求不足

2023 年四季度工业持续加速，但服务业有所放缓。12 月工业增加值环比+0.52%，同比+6.8% (前值+6.6%)；2023 年 1-12 月累计同比+4.6% (2022 年 3.6%)。分三大门类看，12 月采矿业同比+4.7% (前值+3.9%)，制造业同比+7.1% (前值+6.7%)，电力热力燃气供水行业同比+7.3% (前值+9.9%)。12 月服务业生产指数同比+8.5% (前值+9.3%)，其中信息技术行业生产指数同比+13.8% (前值+13.3%)。

GDP 平减指数持续负值集中体现了“有效需求不足、部分行业产能过剩”。2023 年二季度以来 GDP 平减指数持续负值。从价格指数来看，CPI 从 4 月至 9 月维持在 0% 左右，10 月至 12 月分别下降至-0.2%、-0.5%、-0.3%，反映了消费品需求不足；PPI 在 6 月到达了-5.4%的底部，9 月收窄降幅至-2.5%，但 10 至 12 月再次降至-2.6%、-3.0%、-2.7%，反映工业品下游需求不足。

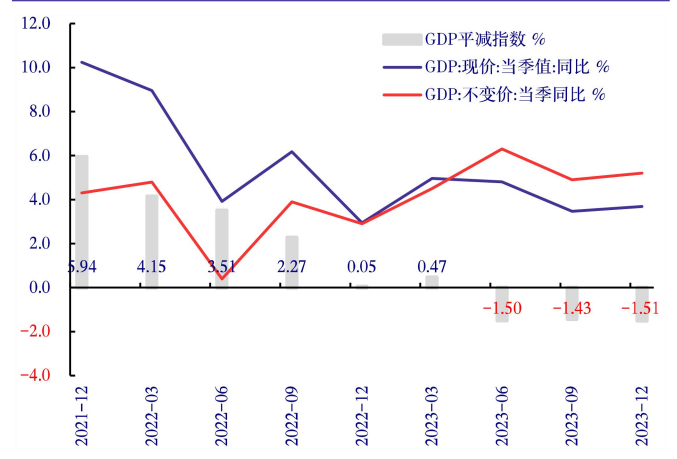
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 26: 工业增加值与服务业生产指数增速保持稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 2023 年二季度以来 GDP 平减指数持续为负



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从子行业来看, 中游生产稳定但终端消费低迷的问题也存在。2023 年四季度增速最高的行业依次是装备制造业中的汽车、电气机械与器材制造、计算机通信和其他电子设备; 以及原材料加工领域的有色金属、化工、橡胶塑料。消费品制造业相对低迷, 其中医药制造业和农副食品加工业在 11 月至 12 月增速连续为负。

图 28: 工业主要子行业增加值增速以及近三个月趋势

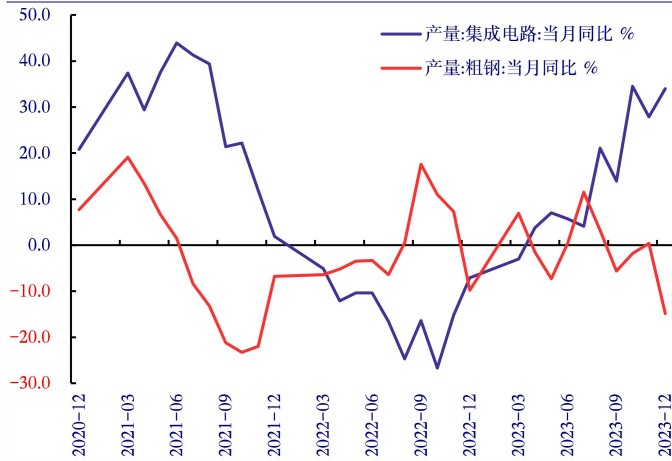
行业分类	规模以上工业增加值增速: %	10月当月	11月当月	12月当月	近三个月趋势	1-12月累计
		同比	同比	同比		同比
能源供应	煤炭开采和洗选业	3.3	5.2	5.8		2.4
	石油和天然气开采业	0.4	1.8	3.5		3.7
	电力、热力生产和供应业	0.9	9.2	5.8		4.3
原材料加工	化学原料和化学制品制造业	12.1	9.6	11.0		9.6
	橡胶和塑料制品业	6.0	7.4	9.9		3.7
	非金属矿物制品业	-1.1	-0.6	0.3		-0.5
	黑色金属冶炼和压延加工业	7.3	5.1	2.1		7.1
	有色金属冶炼和压延加工业	12.5	10.2	12.9		8.8
装备制造	金属制品业	5.5	6.0	7.3		3.2
	通用设备制造业	-0.1	0.8	4.6		2.0
	专用设备制造业	2.7	1.9	3.6		3.6
	汽车制造业	10.8	20.7	20.0		13.0
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	9.6	12.7	5.6		6.8
	电气机械和器材制造业	9.8	10.2	10.1		12.9
	计算机、通信和其他电子设备制造业	4.8	10.6	9.6		3.4
消费品制造	农副食品加工业	0.7	-0.5	-0.8		0.2
	食品制造业	4.7	3.8	4.4		3.3
	酒、饮料和精制茶制造业	3.4	4.8	2.1		0.8
	纺织业	2.0	2.1	1.7		-0.6
	医药制造业	-10.4	-8.1	-3.3		-5.8

资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

高技术制造业持续恢复。2023年1-12月高技术制造业增加值为2.7%，低于工业增加值整体，除了美联储加息超预期影响全球总需求之外，不同行业也都有不同的原因。其中，计算机、通信和电子设备制造业增加值增速12月降至9.6%（前值10.6%），但已经稳定在10%左右的常态增速。医药制造业增速12月收窄降幅至-3.4%（前值-8.1%），但尚未摆脱负值区间。装备制造业之中，12月汽车制造业增加值保持+20.2%（前值+20.7%），持续高速增长，从乘用车销量来看也能印证，总体上进入新能源时代之后，中国乘用车销售已经摆脱了房地产周期的影响；电气机械与器材制造业增加值12月增长+10.1%（前值+10.2%），保持高位。

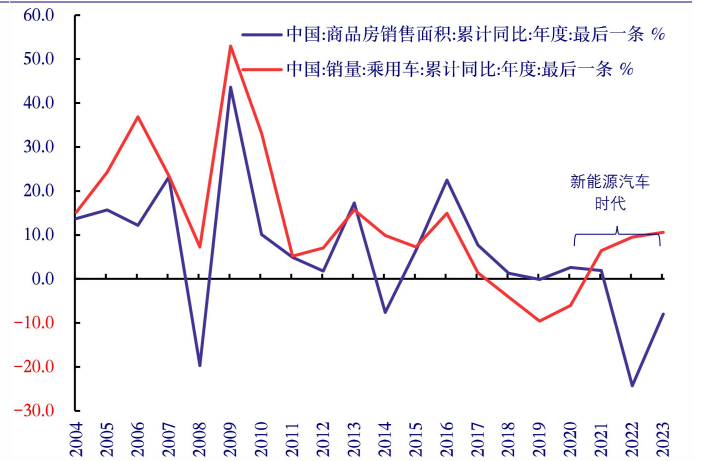
展望2024年，新动能取代旧动能仍然继续，高技术制造业快速增长而房地产产业链仍面临调整压力。随着全球货币政策转向，全球总需求可能迎来见底回升，中国经济也将在出口的助力之下迎来拐点，核心指标是PPI的由负转正。同时，以人工智能、生物技术为代表的新一轮技术革命正在进行，2024年高利率环境的缓解将加速这一进程。中国在产业链配套、市场规模、应用场景等层面具备优势，有望沿产业链上下游延伸。

图 29：新旧动能转换：集成电路产量恢复但粗钢产量降速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：新能源汽车时代：乘用车销售摆脱了房地产周期的影响



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 实际 GDP 和名义 GDP 增速 (%)	3
图 2: 12 月零售消费环比略有回升 (%)	3
图 3: 三大产业对 GDP 的贡献 (%)	4
图 4: 三大需求对 GDP 同比的拉动 (%)	4
图 5: 2022 年和 2023 年两年平均零售消费增速 (%)	4
图 6: 12 月零售消费环比略有回升 (%)	4
图 7: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出 (%)	5
图 8: 居民支出收入比恢复至 2021 年水平 (%)	5
图 9: 商品和餐饮消费平稳 (%)	5
图 10: 2023 年各行业消费增速 (%)	5
图 11: 12 月份各行业消费情况 (%)	5
图 12: 11 月零售消费环比走低 (%)	5
图 13: 固定资产和民间固定资产投资增速 (%)	6
图 14: 三大行业单月投资增速 (%)	6
图 15: 制造业各行业累计投资增速 (%)	7
图 16: 基础设施投资各行业增速 (%)	7
图 17: 1-12 月份政府债券融资额度 (亿元)	7
图 18: 100 大中城市土地成交面积 (%)	8
图 19: 1-12 月份房地产投资额 (亿元)	8
图 20: 房屋开工和施工回升 (%)	8
图 21: 11 月商品房销售面积和销售额 (%)	8
图 22: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%)	9
图 23: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%)	9
图 24: 房地产到位资金增速 (%)	9
图 25: 房地产资金来源占比	9
图 26: 工业增加值与服务业生产指数增速保持稳定	10
图 27: 2023 年二季度以来 GDP 平减指数持续为负	10
图 28: 工业主要子行业增加值增速以及近三个月趋势	10
图 29: 新旧动能转换: 集成电路产量恢复但粗钢产量降速	11
图 30: 新能源汽车时代: 乘用车销售摆脱了房地产周期的影响	11

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn