

2023年经济增长数据解读

六问中国经济年度成绩单

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 1、如何看待 2023 年 GDP 成绩单？2023 年中国经济实际 GDP 增长 5.2%。尽管外贸承压、房地产市场“磨底”，但居民收入恢复、消费潜力释放，基建与制造业投资维持较快增长，最终实现 5%左右的增速目标。
- 2、如何应对 GDP 平减指数负增长？2023 年 GDP 平减指数偏弱主要原因是部分工业行业产能过剩、供大于求、价格低迷。同时，第一产业生产较快扩张、需求相对稳定，对农产品、食品价格形成拖累；服务业需求未有报复性反弹、而供给提升弹性较大，价格表现弱于历史中枢。物价增速如何向合理水平回归？寻求产能的消化和出清尤为关键：1) 在房地产投资和销售连续两年回落的当下，部分原材料需求中枢下一台阶，家具、家电等耐用品制造行业的需求也有减速，亟需提升生产及产品标准，加快低效产能退出。2) 新能源、计算机通信电子等行业中长期前景较好，但短期出现结构性供需失衡，政策更需着眼于需求端的扩大，助力产能的更快消化。
- 3、如何看待制造业高质量发展形势？2023 年工业生产呈现恢复性增长，但高技术产业增速仅 2.7%，为 2015 年以来最低值。2023 年制造业投资增速自高位小幅放缓，其中结构动能走向收敛和切换。展望 2024 年，工业生产具备进一步恢复的基础，但制造业投资的下行风险值得警惕。一方面，传统机械制造、消费制造需求有望随出口恢复出现回升，投资也有一定支撑。另一方面，房屋建筑需求可能继续回落，将制约原材料行业生产和投资的上行弹性。同时，电气机械、计算机通信电子等前期投资偏强的新动能行业产能过剩压力或进一步显现，若外需回温支撑不足，投资增速存在自高位超预期回落的可能性。
- 4、如何看待就业和消费复苏的现状？2023 年消费呈现恢复势头，得益于就业形势改善，居民收入提升，平均消费倾向也接近于 2021 年。然而，2023 年农民工工资收入增速仅有 3.6%，低于 2019 年的 6.5%和 2022 年的 4.1%，有待进一步提升。居民消费结构仍有调整动能。2023 年居民服务性消费支出占比约 45.2%，较疫情前的 2019 年低 0.7 个百分点。城镇居民用于衣着、教育文化娱乐、生活用品及服务比例仍偏低。
- 5、如何看待基建地产投资的“进”与“退”？2023 年，房地产投资在低基数水平下持续“磨底”，制造业和基建投资保持较快增长，但其带动边际减弱。从 12 月数据看，房地产投资增速下滑，尚未走向趋势性恢复，但在特别国债加持下基建投资显著提速，传统增长动能互为消长。
- 6、如何看待今年一季度的经济与政策？1 月以来，高频工业生产数据强于季节性，基建项目落地形成支撑。然而，新兴行业面临产能过剩或制约其补库存及投资意愿，房地产销售有进一步走弱迹象，且基数抬升下一季度同比读数将再承压。一季度中国经济增长的内生动能仍有待巩固和提升，但当前宏观政策尚处“空窗期”，增量宏观政策储备或需尽早提上日程。

2024年1月17日，国家统计局公布2023年中国GDP增速及主要经济数据，我们从六个问题出发进行解读。

一、如何看待2023年GDP成绩单？

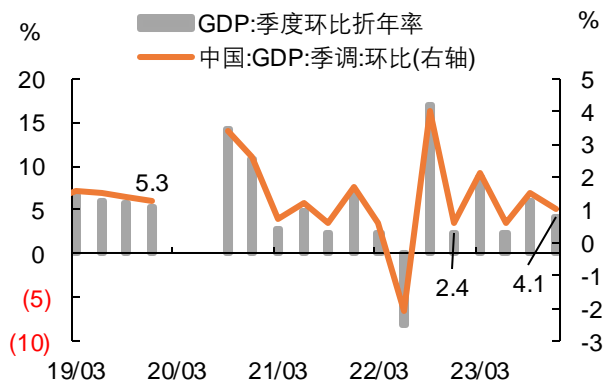
2023年，虽面临外贸承压、国内房地产市场“磨底”的不利环境，但居民收入恢复、消费潜力释放，基建与制造业投资维持较快增长，中国经济最终实现两会设置的“5%左右”的GDP增速目标。

2023年中国GDP同比增长5.2%，两年平均增长4.1%。按支出法GDP来看，2023年最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动经济增长4.3个（比2022年提升3.3个百分点）、1.5个（持平于2022年）、-0.6个（比2022年回落1.1个百分点）百分点。由此看，2023年中国经济增速回升主要受最终消费支出的拉动，资本形成总额表现平稳，外需则存在一定拖累。

2023年四个季度来看，一季度GDP同比增长4.5%，二季度增长6.3%，三季度增长4.9%，四季度增长5.2%；GDP增速在二季度和四季度形成两个高点，离不开低基数的推升。不过，以两年平均的GDP增速看，2023年四个季度分别为4.5%、3.3%、4.4%和4.0%；环比折年率分别为8.7%、2.4%、6.1%和4.1%。这表明2023年中国经济增长的动能以一季度和三季度为更强：一季度经济增长势头强劲，主要得益于疫情防控优化初期的积压需求释放；在二季度经济增长不及预期后，7月中央政治局会议积极部署，三季度宏观政策力度明显增强，降准降息加大力度，地方政府专项债加速发行、化债稳步推进，房地产政策迎来新一轮优化调整，共同推动中国经济重回复苏通道。

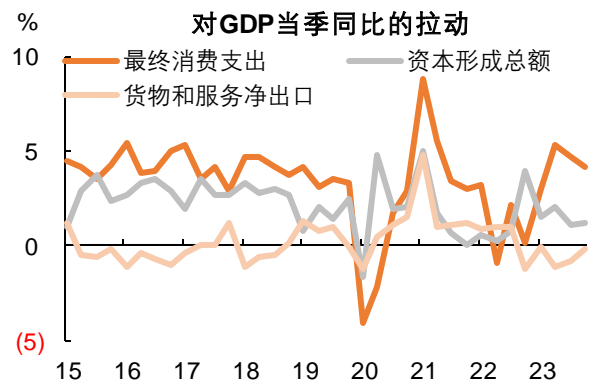
2023年四季度中国经济增长态势趋稳。从单季度支出法GDP的动向来看：最终消费支出对GDP的拉动为4.2%，自三季度的高位回落0.5个百分点。注意到部分领域的社会消费具有“不可回补性”，采用两年平均增速可能会低估消费恢复的形势。2022年四季度中国经济受疫情冲击而基数明显偏低，但2023年四季度社会消费品零售总额中的商品消费两年平均增速仅2.3%，低于二季度的2.5%和一季度的3.4%，仍可见消费复苏不尽如人意。2023年四季度资本形成总额、货物和服务净出口对GDP的拉动分别为1.2%、-0.2%，分别较三季度拉动增加0.1个百分点、拖累减弱0.6个百分点。可见，高基数下资本形成总额的稳中有升、低基数下的外需恢复，均有助于中国经济的恢复性增长。

图表1 2023年四季度GDP季调环比增速有所回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

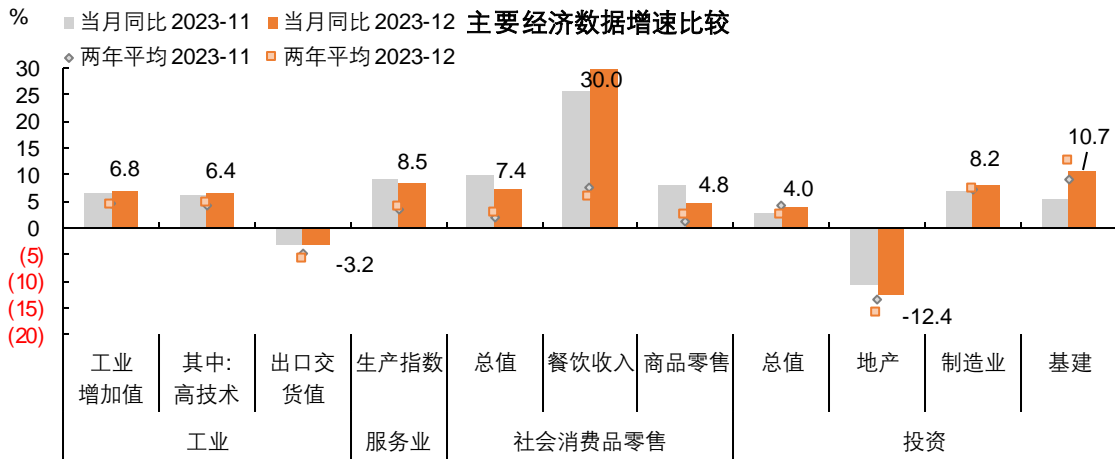
图表2 2023年四季度消费对GDP同比的拉动减弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2023年12月，主要经济增长指标呈现分化态势。一方面，固定资产投资当月同比增速进一步提升，助力工业生产恢复。增发万亿国债资金拨付使用效果显现，基建投资明显提速，且制造业投资稳中有升，得以对冲房地产投资下滑的影响，使投资成为12月需求增量的主要来源。另一方面，社会消费品零售总额增速走弱，服务业生产指数也有回落。12月社会消费品零售总额回落2.7个百分点，至7.4%，服务业生产指数同比回落0.8个百分点，至8.5%，二者均结束了连续四个月的回升势头。除却基数抬升的扰动外，寒潮天气对于居民线下活动的负面影响也不容忽视。

图表3 2023年12月主要增长数据



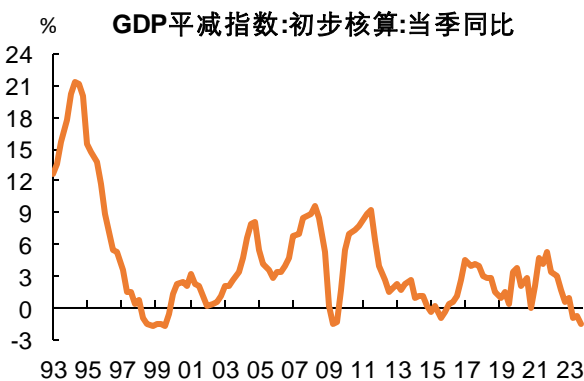
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、如何应对 GDP 平减指数负增长?

2023 年全年, 中国名义 GDP 录得 4.6% 的增长, 低于 5.2% 的实际 GDP 增速, 推算 GDP 平减指数为 -0.8%。尽管 2023 年中国实际 GDP 增速较 2022 年提升 2.2 个百分点, 但价格回落形成拖累, 名义 GDP 增速反较 2022 年回落 0.2 个百分点。2023 年四个季度, 中国 GDP 平减指数当季同比增速分别为 0.94%、-0.92%、-0.84%、-1.43%。GDP 平减指数三季度跌幅曾有收窄, 但四季度再度回落, 创 2009 年三季度以来新低。

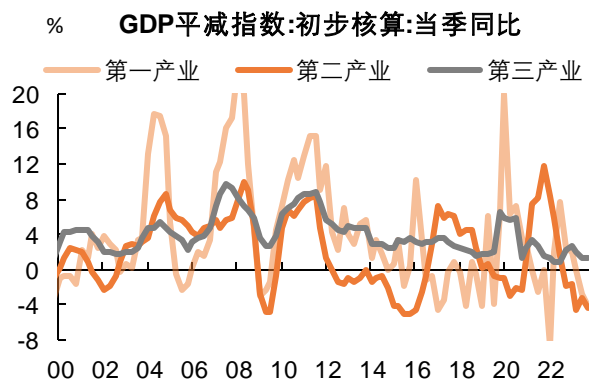
分三次产业看, 1) 第三产业 GDP 平减指数支撑不足。今年一季度录得 2.6% 的增速, 较好对冲了第二产业的颓势, 主要得益于疫情防控优化初期中国服务业需求的较快恢复。随着服务业的供需趋向平衡, 二、三季度第三产业 GDP 平减指数逐步回落, 四季度在 1.3% 附近企稳。2) 第一产业 GDP 平减指数逐季回落, 一季度录得 1.9% 的增速, 二季度由正转负, 四季度达到 -4.2% 的低点。2023 年中国粮食产量再创新高, 畜牧业猪牛羊禽肉产量增长 4.5%, 牛奶、禽蛋产量继续提升, 体现为第一产业录得 4.1% 的实际 GDP 增速, 超出 2013 至 2020 年 3-4% 的增速区间。农产品供给充裕是第一产业平减指数走低的主要原因。3) 第二产业 GDP 平减指数持续低迷, 一季度约 -1.6%, 二季度下滑至 -4.7%, 三季度回升至 -3.3%, 四季度再回落至 -4.4%。该指数与 PPI 的变化基本吻合, 第二季度的下滑主要受黑色、有色、化工、非金属等上游原材料价格回落的拖累; 四季度则受到国际油价中枢回落, 以及以电气机械为代表的部分产能过剩行业降价拖累。

图表4 中国 GDP 平减指数连续三个季度负增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 第二产业 GDP 平减指数持续低迷



资料来源: Wind, 平安证券研究所

总结来看，GDP 平减指数走势偏弱的主要原因是部分工业行业产能过剩、供大于求、价格低迷。同时，第一产业生产较快扩张、需求相对稳定，对农产品、食品价格形成拖累。此外，服务业需求未有报复性反弹、供给提升弹性较大，价格表现弱于历史中枢，也未能抵消第一产业和第二产业价格回落的拖累。

物价增速如何才能向合理水平回归？我们认为寻求产能的消化和出清尤为关键。一是，在房地产投资连续两年回落的当下，大量原材料行业的需求中枢下一台阶，亟需实现低效、高污染产能的退出，尤其是以水泥为代表的“不可贸易”、难以对外出口消化的原材料；二是，与商品房销售中枢回落相关联，家具、家电等耐用品制造行业的需求也有减速，有必要就行业生产、终端产品能耗等做进一步规范，倒逼厂商提供更优质的产品；三是，对于中长期前景较好、短期出现结构性供需失衡的新能源、计算机通信电子等行业，政策更需着眼于需求端，鼓励扩大应用范围，助力产品渗透率提速。

三、如何看待制造业高质量发展形势？

2023 年中国工业生产呈现恢复性增长。2023 年全年看，工业增加值同比增长 4.6%，较 2022 年 3.6% 的增速提升，但弱于 2020 至 2022 年 5.3% 的复合增速。其中，制造业增长 5.0%，尤其是装备制造业增长 6.8%，是工业生产的主要带动力量；采矿业增长 2.3%，电热水供应业增长 4.3%，形成一定拖累。**值得关注的是**，2023 年高技术产业的增加值增速仅 2.7%，录得 2015 年有统计以来的最低值、也是年度增速首次低于工业总体，叠加外围对华科技封锁、全球消费电子周期回落、中国出口低迷等多重因素的不利影响。

2023 年中国制造业投资增速自高位小幅放缓，其中的结构动能走向收敛和切换。

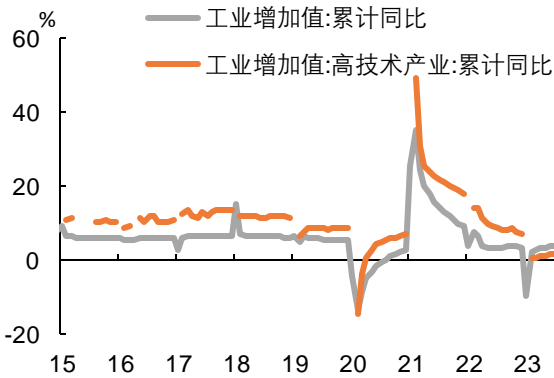
- 一是，装备制造业投资前三季度“一枝独秀”，四季度产能过剩压力显现，投资边际走弱。2023 年前三季度，装备制造累计同比增速达到 12.6%，对制造业投资总体的拉动高达 90.4%；但 10 月以来逐步回落，前 11 个月对制造业投资增速的拉动降至 83.7%。**2021 年以来，装备制造行业投资持续较快增长，新增产能逐步投放，部分行业产能利用率走低，投资增速自高位回落。**其中最为瞩目的是计算机通信电子行业、新能源相关的电气机械行业，2023 年四季度二者产能利用率分别同比回落 0.9 和 1.9 个百分点，投资增速分别较前三季度回落 0.9 和 5.9 个百分点。
- 二是，原材料和消费制造业投资在上半年磨底，需求持续恢复后，投资年末企稳回升。原材料和消费制造业投资的累计同比增速在 2023 年前 7 个月分别降至 0.7% 和 -0.2%，至 2023 年 11 月分别回升至 2.3% 和 1.2%。原材料行业的需求主要源于建筑施工，7 月中央政治局会议后基建投资实物工作量较快形成，较好对冲房屋施工的回落，助力原材料行业的需求回稳和投资恢复。得益于居民消费持续恢复，消费制造业投资滞后回温，尤其以农副食品加工、食品饮料、酒饮料茶三个必选消费行业为主要带动，前 11 个月对制造业投资增速的拉动合计约 9.5%。
- 三是，民间投资与制造业投资相辅相成，稳定民营企业信心对于稳定制造业投资至关重要。2023 年，民间投资录得 -0.4% 的同比增速，在总体固定资产投资中的占比创下 50.4% 的历史新低。据国家统计局解读，2023 年扣除房地产开发投资的民间投资同比增长 9.2%，基本得益于制造业民间投资较快增长的强劲支撑。以民间投资在制造业投资中的占比衡量其影响力，2023 年前 11 个月高达 93.8%，较 2019 年至 2022 年上一台阶，但边际上已有转弱迹象（2023 年 2 月占比达 95.6%，创历史新高）。

2023 年 12 月，工业生产延续恢复势头，制造业投资增速小幅回升。1) 12 月工业增加值同比增长 6.8%，比上月进一步加快 0.2 个百分点，连续第三个月回升。工业增加值的恢复与 2022 年同期基数走低存在关联，却也离不开基建投资加力的托底。这体现为，原材料行业和传统机械制造的工业增加值增速企稳回升，前者包括有色金属、非金属矿物、化学原料及制品、橡胶塑料制品等行业，后者包括金属制品、通用设备、专用设备等行业。然而，代表经济新动能的电气机械、汽车制造、运输设备、计算机通信电子等行业增速自高位边际回落，与居民消费相关的农副产品加工、酒饮料茶和纺织业自低位进一步走弱。2) 12 月制造业投资同比增长 8.2%，较上月提升 1.1 个百分点。12 月除电气机械行业投资趋降外，其他已公布行业大多出现恢复性增长，制造业投资在此消彼长之间得以提升。

展望 2024 年，中国工业生产具备进一步恢复的基础，但制造业投资的下行风险值得警惕。一方面，传统机械制造、消费制造行业的需求有望随出口恢复出现回升，投资增速也有一定支撑。另一方面，房屋建筑需求可能继续回落，基建托底虽

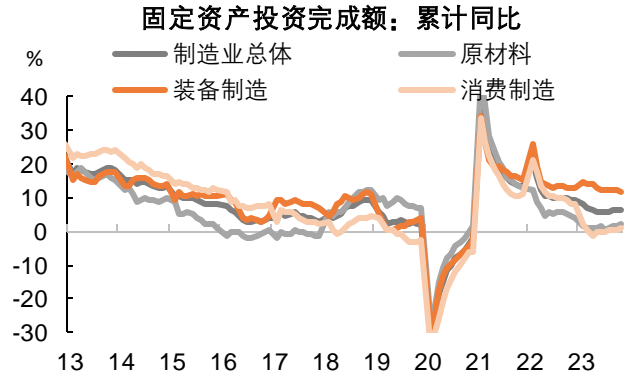
有对冲，也难以带来原材料需求的较快反弹，意味着原材料行业生产和投资的上行弹性都相对有限。同时，电气机械、计算机通信电子等前期投资偏强的新动能行业产能过剩压力或进一步显现，若外需回温支撑不足，投资增速存在自高位超预期回落的可能性。

图表6 2023年工业生产呈现恢复性增长



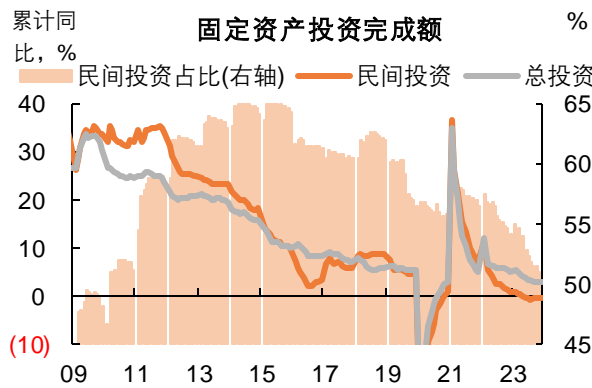
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2023年以来制造业投资增速自高位小幅放缓



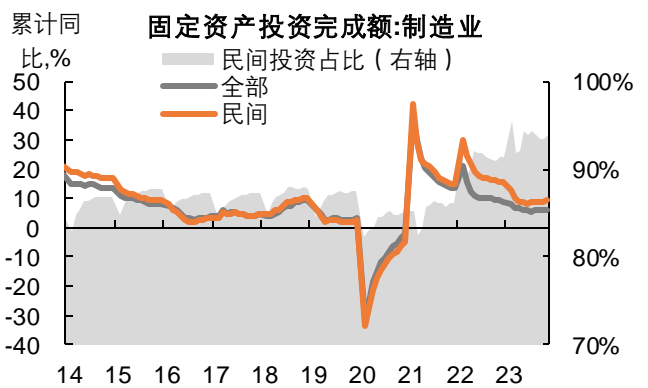
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2023年民间投资在总投资中的占比降至50.4%



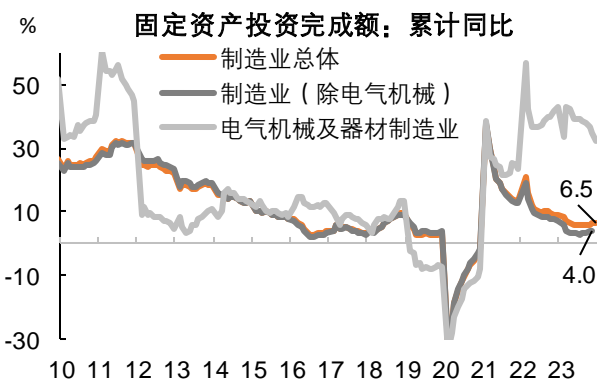
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2023年前11个月制造业民间投资增长9.2%



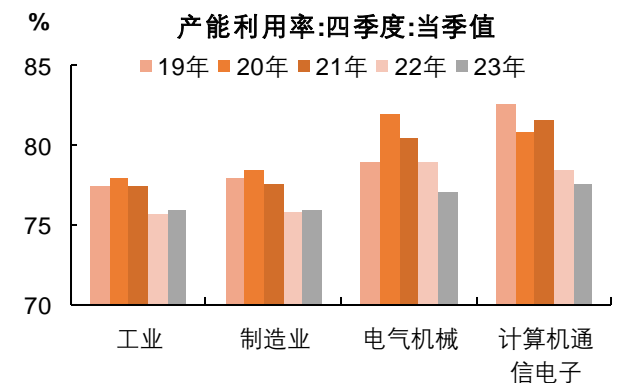
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 2023年电气机械行业对制造业投资的带动较强



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 电气机械及计算机通信电子行业产能利用率回落

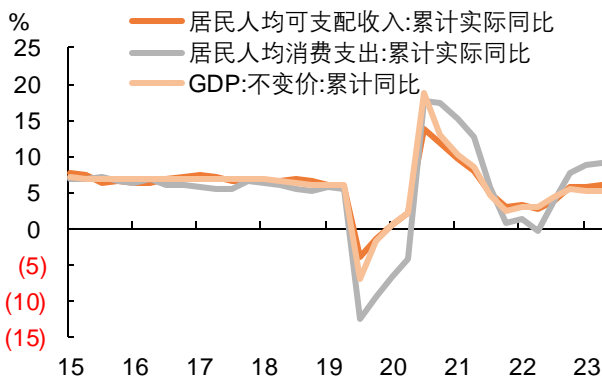


资料来源: wind, 平安证券研究所

四、如何看待就业和消费复苏的现状？

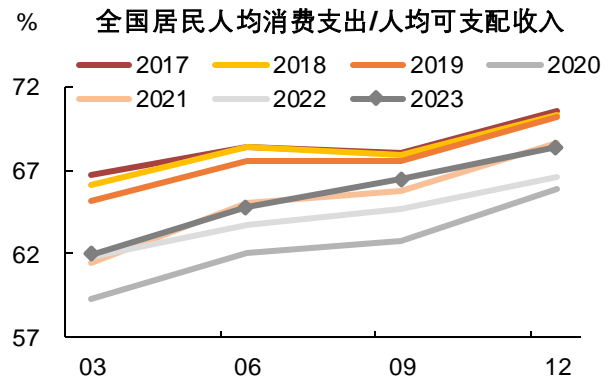
2023 年消费呈现恢复势头。2023 年中国居民人均消费支出的实际同比增速达 9%，人均可支配收入实际累计同比增长 6.1%。社会消费品零售总额 2023 年录得 7.2% 的增速，其中商品消费、餐饮收入分别增长 5.8%、20.4%。**从限额以上企业商品零售看**，2023 年增长较好主要受金银珠宝、服装鞋帽、体育娱乐、汽车及石油用品、通讯器材、烟酒等品类消费支撑，得益于疫情防控优化后，居民出行、社交、外出聚餐活动增加。而与地产相关的家具、家电、建筑材料及装潢类消费在 2022 年呈现负增长，2023 年低基数下的增速表现仍弱于总体。

图表12 2023 年居民收入与支出改善



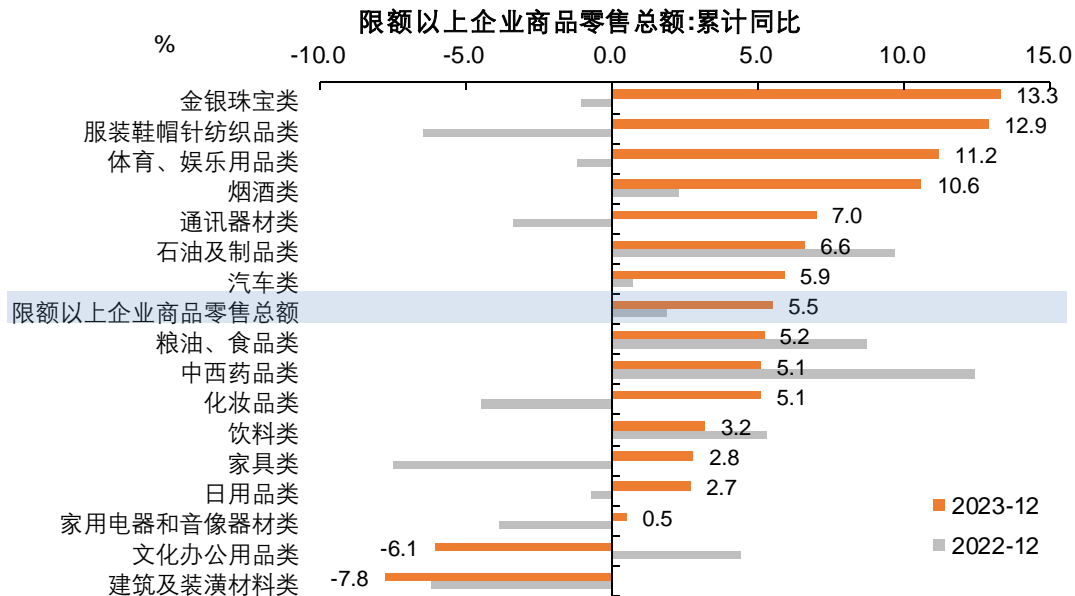
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 2023 年居民消费倾向逐步改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 2023 年出行娱乐相关消费较快增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

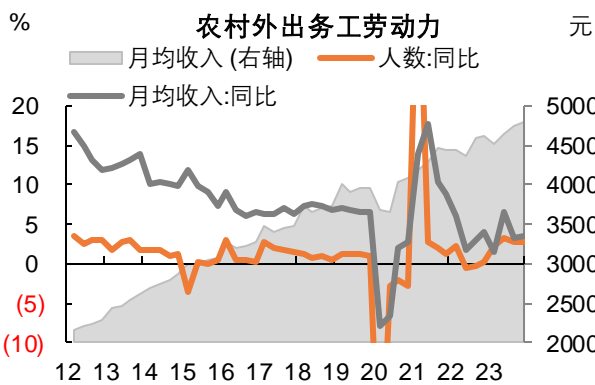
2023 年就业形势改善，是居民收入和消费增长的重要推动因素。从就业人数看，2023 年，我国城镇调查失业率 5.2%，同比回落 0.4 个百分点。从平均工作时间看，2023 年 12 月就业人员每周平均工作时间约 49 小时，同比增长 2.3%。同时，

居民消费倾向逐步恢复，使消费比收入增长展现出更大弹性。以人均消费支出占可支配收入的比例看，2023 年居民平均消费倾向回升至 68.3%，这一比值虽仍不及疫情前的 2019 年同期，但已接近于 2021 年，明显好于 2020 和 2022 年同期。

农民工就业形势改善，但月均工资增速反而放缓。我国农民工数量近 3 亿，相关人口的流动可谓是就业的“风向标”。2023 年农村外出务工劳动力人数同比增长 2.7%，与农民工相关的外来农业户籍人口调查失业率为 4.9%，同比回落 0.7 个百分点。然而，2023 年农民工工资收入增速仅有 3.6%，不仅低于 2019 年 6.5% 的增速，还低于 2022 年 4.1% 的增速。

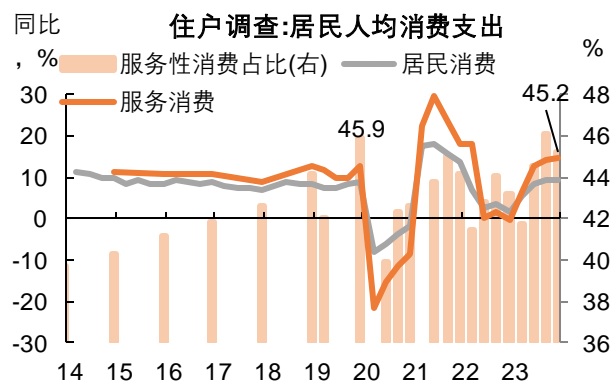
居民消费结构仍有调整动能。一方面，2023 年居民服务性消费支出占比约 45.2%，较疫情前的 2019 年低 0.7 个百分点。另一方面，从全国城镇居民人均消费支出结构来看，相比疫情前的 2019 年，2023 年居民用于食品烟酒、医疗保健的比例仍偏高，而用于衣着、教育文化娱乐、生活用品及服务比例仍偏低。随着居民收入水平的进一步改善，消费结构预计会向疫情前水平调整，可选消费及服务性消费仍有进一步释放空间。

图表 15 2023 年农民工外出人数增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 16 2023 年居民服务性消费支出占比约 45.2%



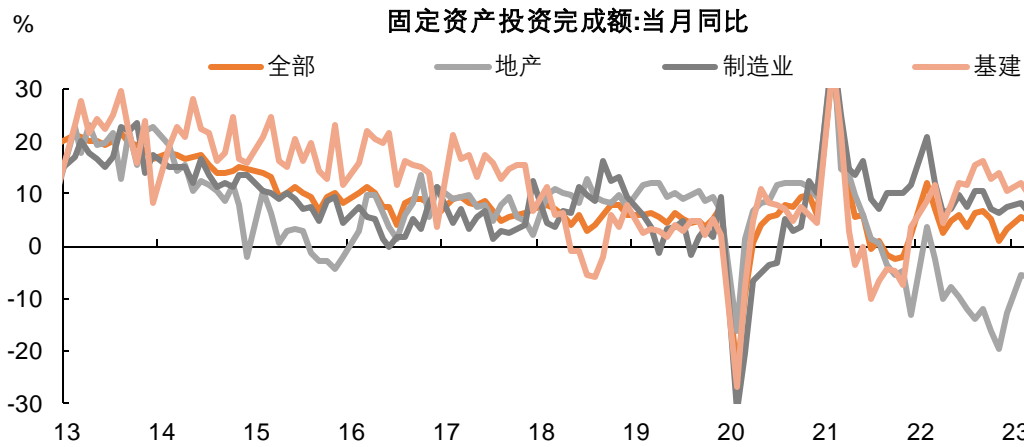
资料来源: 统计局, iFind, 平安证券研究所

五、如何看待基建地产投资的“进”与“退”？

2023 年全年，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 3%，相比 2022 年的 5.1% 回落。其中，房地产投资在低基数水平下持续“磨底”，而制造业和基建投资保持较快增长、但其带动边际减弱。**1) 房地产开发投资**同比-9.6%，相比 2022 年-10% 的增速跌幅收窄。从节奏上看，一季度录得-5.8% 的“开门红”，但二、三、四季度逐季回落，尚未出现趋势性恢复。**2) 制造业投资**同比 6.5%，虽较 2022 年回落 2.6 个百分点，但高于 2020 至 2021 年 5.4% 的复合增速，且强于制造业生产 5% 的增速表现。**3) 基建投资**同比 8.2%，较 2022 年的 11.5% 回落，但高于 2018 至 2022 年 5.3% 的复合增速，仍是固定资产投资的最重要支撑。

2023 年 12 月房地产投资增速下滑，尚未走向趋势性恢复。2023 年 12 月，房地产投资增速回落 1.8 个百分点至-12.4%。**1) 商品房销售面积**同比增速 12 月回落 2.5 个百分点至-12.7%，系 8 月以来最低值。12 月商品住宅待售面积累计同比增长 22.2%，较上月提升 1.8 个百分点。作为房地产内生动能恢复重要一环的销售尚未企稳，库存仍在进一步累积，对房企现金流继续形成拖累。**2) 房屋新开工面积**同比增速 12 月降至-10.3%，而竣工面积同比增速在 12 月回升 3.1 个百分点至 15.4%。因新开工放缓、竣工加速，2023 年末存量房屋施工面积增速为-7.2%。**3) 房地产开发资金来源**同比增速 12 月回落 7.3 个百分点至-17.8%，分项中国内贷款，以及 9-11 月连续恢复的个人按揭贷款、定金预收款、其他资金都有下行，体现出房地产投融资相关方的信心仍然不足。

图表17 2023年12月固定资产投资增速回升

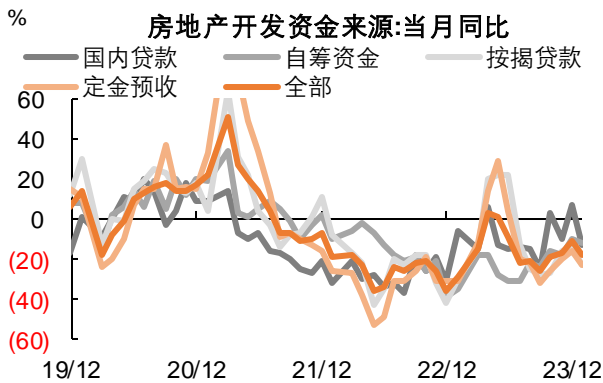


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2023年12月基建投资显著提速，传统增长动能互为消长。2023年12月，基建投资单月同比增长10.7%，较上月提升5.4个百分点，较好对冲了房地产投资增速的回落。与增发国债相关联，三大基建分项中，水利投资的带动最为明显，12月单月同比增速约12.1%，对基建投资的拉动达5个百分点，而上月为拖累1.7个百分点。

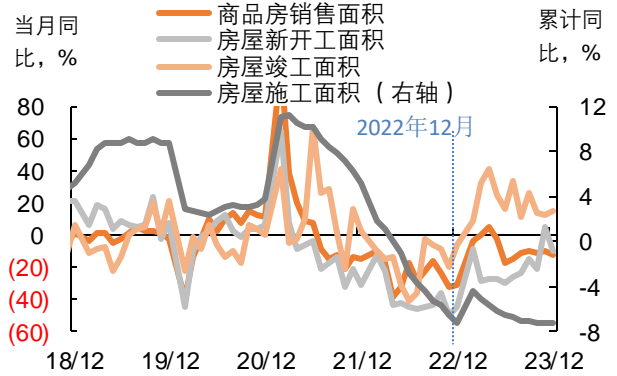
此外，2023年12月央行PSL净投放规模达到3500亿元，可能用于向基建、城中村改造等项目提供资本金或配套贷款，相关资金落地将有助于传统投资增速的稳定。

图表18 2023年12月房地产开发资金来源增速回落



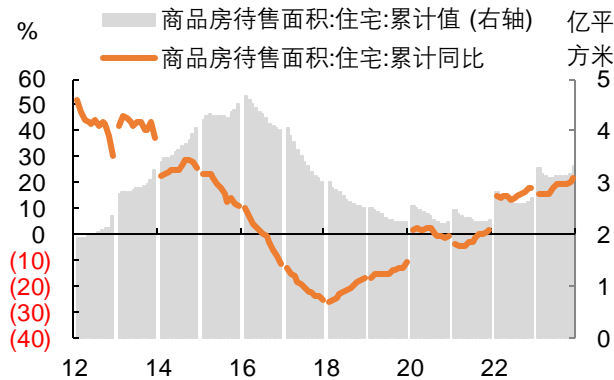
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表19 2023年12月房地产销售、新开工增速回落



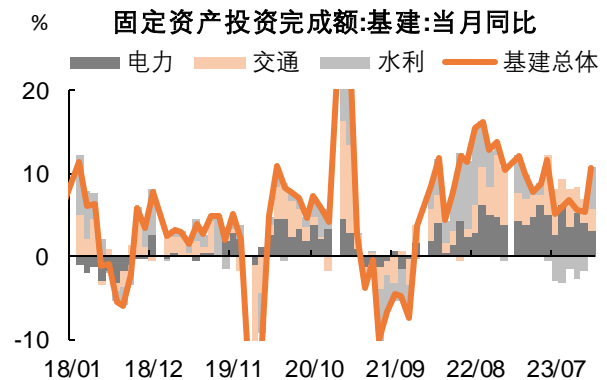
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表20 2023年12月商品住宅待售面积同比增22.2%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表21 2023年12月基建投资以水利为主要带动



资料来源: wind, 平安证券研究所

六、如何看待今年一季度的经济与政策？

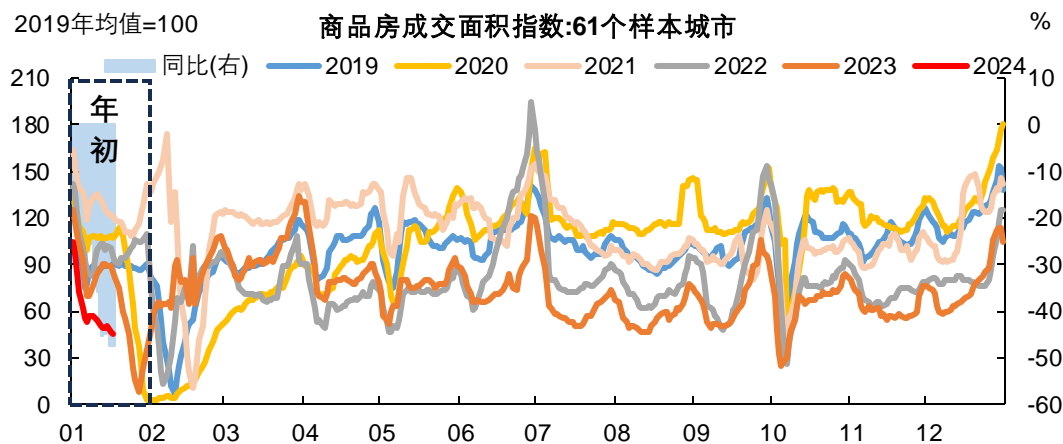
2024年1月以来，中国工业生产高频数据呈现一定积极变化。1月前两周水泥、汽车轮胎、纺织中下游及部分化工品表现强于季节性规律，上游钢铁、沥青生产基本持平于季节性规律。从上游工业品表现需求推测，1月上半月基建实物工作量表现尚可，强于2023年年初及历史季节性表现。部分区域天气晴好、空气质量边际改善，有利于施工的推进。更重要的原因在于，去年四季度增发的万亿国债项目陆续落地，新年“开门红”又有重大项目集中开工，需求对生产形成支撑。考虑到2024年春节相对较晚，1月工作日较多，南方节前还有2-3周的施工“黄金期”，节前基建托底的带动效应有望延续。

从一季度的维度出发，中国经济增长还面临一些挑战：

一是，新兴行业面临产能过剩、价格回落，可能制约补库存及投资意愿。最典型的便是电气机械行业。据SOLARZOOM数据，光伏行业综合价格指数自去年10月起连续下跌，今年1月前两周环比12月均值增速为-6.8%，价格还在探底过程中。电气机械行业在2023年末的产能利用率约77.1%，较2021年和2022年同期分别低3.4和1.9个百分点；行业产成品库存增速曾在2023年6至8月提升，但9月起持续回落，到11月创2023年年内新低；行业投资增速在2023年前7个月达到39.1%高位，而后较快回落，全年同比增速为32.2%。究其原因，产能过剩、价格回落意味着利润压缩，库存的账面价值、投资的预期回报率随之走低。

二是，房地产销售有进一步走弱迹象。今年1月以来（截至16日），我们统计的61个样本城市日均销售面积环比12月均值回落24.3%，同比增速约为-31.3%。其中，一线城市新房销售同比增速由正转负、更快走弱。这表明，2023年12月中旬政策调整的提振作用或已消退，且去年年末销售冲量存在一定透支，新房销售动能有进一步回落的风险。这可能制约房企资金回流，继而抑制房地产投资内生动能的恢复。

图表22 2024年1月以来，样本城市商品房销售进一步下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，2024年一季度面临基数抬升，同比读数将再承压。2023年一季度中国经济在疫情防控优化后积压需求释放，经济环比较快反弹，而2024年一季度经济常态化运行，恢复斜率或难比肩疫后初期。

综合机遇与挑战，今年一季度中国经济增长的内生动能仍有待巩固和提升。当前中国宏观政策处于相对的“真空期”，稳增长力度边际上未有明显提升。**货币政策方面**，受美联储降息预期反复、商业银行息差压力较大的影响，1月“降息”预期落空，政策处于观望阶段。**财政政策方面**，2024年地方债提前批1月初预下达，进度慢于以往。**从提前批筹备时点看**，2019年、2020年、2022年、2023年提前批额度均在上年11月或12月下达，仅稳增长压力不大的2021年在当年3月初下达。**从发行计划看**，截至1月15日有28个省市披露地方债一季度计划，其中新增专项债和一般债的合计发行规模约1万亿，远低于2023年一季度全国2.1万亿的新增债券发行规模。得益于前期增发国债政策的落地见效，2024年1-2月的宏观数据仍有望继续恢复。但若缺乏增量政策储备，微观主体的预期和信心仍有惯性回落的可能。待春节后3月复工复产推进，中国经济增长的成色或迎来进一步检验。

风险提示：海外经济超预期衰退；国内宏观政策力度或落地效果不及预期；国际地缘局势变化超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层