



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《平滑信贷投放，二季度宽信用可期》
- 2024.03.18

宏观研究

开局良好，增量是预期修复的关键

● 核心观点

1-2月经济数据公布，生产、消费和固定资产投资均好于预期，显示经济基本面持续稳健修复。

(1) 生产修复超预期，制造业、燃气及水的生产和供应是主要贡献，其中高新技术产业边际改善幅度最为显著，与当前发展新质生产力导向相一致；从细分行业看，上游原材料和下游消费累计同比增速较为明显边际改善；中游设备制造业呈现分化；上游采掘业累计同比增速边际放缓。生产端1-2月表现优于需求端，一种可能是低基数+外需提升下的供需平衡。另一种可能是拉动生产稳增长，若该预期成立，那么短期PPI增速或仍将承压，需要密切关注。往后看，生产仍将有支撑，增速或将保持韧性。

(2) 消费持续修复仍有压力，促消费政策或将成为重要支撑。1-2月消费略好于预期，汽车消费是重要贡献，但1-2月消费复合增速水平低于2023年同期复合增速水平，指向消费持续修复承压。往后看，后续促消费政策仍需加速落地，同时有效降低全社会物流成本，将会降低以新型线上消费模式为代表的新消费业态的交易成本，进一步促进新消费业务持续增长。

(3) 投资端，一是房地产投资尚未止跌企稳，但从销售、投资等各个分项看，政策效果逐渐显现，房企投资意愿有所回升，土地购置或是当前投资跌幅边际收窄的主因。向后看，年内房地产投资增速止跌企稳信号或将逐步释放。二是基建投资超预期回升，但专项债发行节奏相对靠后、基建相关产业链开工率处于低位，基建投资增速回升主因或是财务支出法统计的影响，或可能平滑全年投资节奏。向后看，年内基建投资韧性仍在；三是制造业投资增速好于预期，低基数和外需拉动或是主因。往后看，大规模设备更新改造、短期出口韧性

仍将支撑制造业投资韧性，制造业投资有望创阶段性高点。

(4) 整体来看，根据 1-2 月经济数据研判，1-2 月 GDP 增速在 4.8% 左右水平，同时消费、投资、进出口短期韧性仍强，预计一季度 GDP 增速有望保持在 4.8%-5% 左右水平，基本持平全年经济增长预期目标。值得注意的是，房地产投资增速可能涵盖土地购置费用，存在高估可能；贸易差额只涵盖商品贸易差额，并未计算服务贸易差额，亦会产生一定偏差。

● **风险提示：**

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 1-2 月工业增加值累计同比超预期 (%)	6
图表 2: 1-2 月三大产业工业增加值同比增速 (%)	6
图表 3: 1-2 月分行业工业增加值同比变化情况 (%)	7
图表 4: 1-2 月社会消费品零售情况 (%)	9
图表 5: 1-2 月网上零售情况 (%)	9
图表 6: 1-2 月房地产投资增速跌幅收窄 (%)	11
图表 7: 1-2 月房地产销售增速尚未止跌企稳 (%)	11
图表 8: 1-2 月房屋施工面积、新开工面积和竣工面积同比增速 (%)	12
图表 9: 土地购置费率同比增速持续走低 (%)	12
图表 10: 1-2 月房地产企业资金来源情况 (%)	12
图表 11: 1-2 月水泥价格指数低于往年同期	13
图表 12: 1-2 月石油沥青装置开工率 (%)	13
图表 13: 1-2 月沥青库存高于 2023 年同期水平	13
图表 14: 1-2 月螺纹钢库存情况	13
图表 15: 1-2 月制造业投资情况 (%)	15
图表 16: 1-2 月各细分行业投资增速情况 (%)	15

事件: 1-2月, 工业增加值累计同比7%, 前值6.8%, 预期值4.3%; 社零累计同比5.5%, 前值7.4%, 预期值5.4%; 固定资产投资累计同比4.2%, 前值3%, 预期值3%, 其中: 房地产投资累计同比-9%, 前值-9.6%; 基建投资(不含电力)累计同比6.3%, 前值8.2%; 制造业投资累计同比9.4%, 前值6.5%。

1 生产: 低基数+外需拉动, 推动生产增速超预期

工业生产延续2023年以来持续修复态势, 边际持续改善。1-2月, 工业增加值累计同比增速为7%, 较预期高2.7pct, 较2023年高2.4pct。但生产保持边际持续改善趋势, 2月份规模以上工业增加值环比增长0.56%。

从三大产业来看, 制造业、燃气及水的生产和供应是主要贡献, 其中高新技术产业边际改善幅度最为显著, 与当前发展新质生产力导向相一致。1-2月采矿业累计同比增速为2.3%, 持平2023年增速水平; 制造业累计同比7.7%, 较2023年全年增速水平高2.7pct; 电力、燃气及水的生产和供应累计同比增速7.9%, 较2023年全年增速水平高3.6pct。值得注意的是, 高技术产业累计同比7.5%, 较2023年全年增速水平高4.8pct, 边际改善幅度最为显著, 与当前发展新质生产力的导向相一致。

从分行业增加值来看, 上游原材料和下游消费累计同比增速较为明显边际改善; 中游设备制造业呈现分化; 上游采掘业累计同比增速边际放缓。上游原材料和下游消费各个细分行业增速均边际改善; 中游设备制造业增速出现一定分化, 专用设备制造业、汽车制造、电气机械及器材制造业增速边际走弱, 电子信息制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增速边际明显改善; 上游采掘业增速边际走弱。

从增速绝对值看, 上游原材料的橡胶和塑料制品业(13.1%)、有色金属冶炼及压延工业(12.5%)、化学原料及化学制品制造业(10%); 中游设备制造电子信息制造业(11.20%)、铁路、船舶、

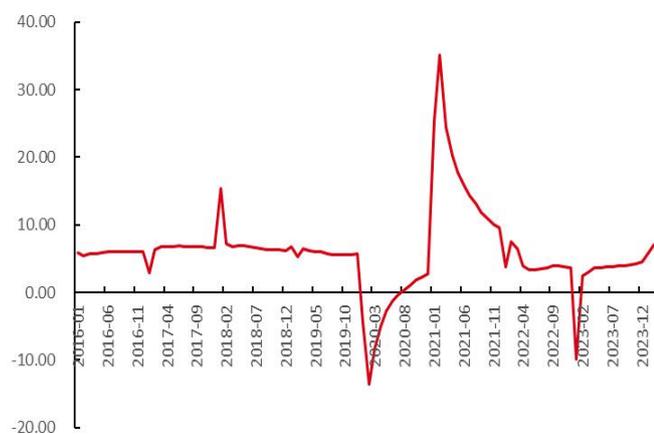
航空航天和其他运输设备制造业（11%）五个行业累计同比保持高位；上游采掘的煤炭开采和洗选业（1.4%）、石油和天然气开采业（3%），上游原材料医药制造业（-3.5%）、中游设备制造专用设备制造业（2%）、下游消费农副食品加工业（2.3%）累计同比增速处于相对较低水平。从边际变化来看，上游原材料的橡胶和塑料制品业（9.4%）和非金属矿物质品（4.4%）、中游设备制造的电子信息制造业（11.2%）以及下游消费的酒、饮料和精制茶制造业（7.3%）、纺织业（7.2%）等行业增速提升较多；中游设备制造的电气机械及器材制造业（-8.3%）、汽车制造业（-3.2%）、专用设备制造业（-1.6%），上游采掘的煤炭开采和洗选业（-1%）、石油和天然气开采业（-0.7%）增速回落较多。

1-2月，生产超预期修复原因或是低基数效应+外需拉动。一是低基数效应影响，2023年1-2月存在外部冲击扰动，生产有所放缓，而2024年工业生产相对平稳。从两年复合增速来看，2024年1-2月累计同比年均复合增速为4.7%，有所放缓，较2023年同期年均复合增速4.9%低0.2pct，指向存在相对较为明显的低基数效应。二是出口高增拉动生产增速走高。如纺织业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、汽车制造业、电子信息制造业、非金属矿物质品等均是出口增速保持高景气度行业，带动生产的高速增长。而非出口导向的专用设备、通用设备等增速相对较低。与此同时，1-2月汽车出口高速增长进而带动橡胶和塑料制品生产走高，2月29日当周中国全钢胎样本企业开工率为70.12%，环比上周上涨26.94个百分点，同比回升1.23个百分点；半钢胎样本企业开工率为78.10%，环比上涨15.04个百分点，同比上涨4.44个百分点。此外，1-2月地产后周期产品出口大增，也带动了玻璃等非金属矿物质品生产回升（详见报告《关注全球流动性的两个“预期差”，我国出口需提“新”固“旧”》）。因此，生产端1-2月表现优于需求端，一种可能是低基数+外需提升下的供需平衡。另一种可能

也不排除拉动生产稳增长，若该预期成立，那么短期 PPI 增速或仍将承压，需要密切关注。

往后看，生产仍将有支撑，增速或将保持韧性：一是短期出口增速韧性加强，主因是地缘政治冲突导致的我国出口价格优势仍在，同时欧盟对中国电动汽车补贴倾销调查结束前（11 月前），欧洲有望维持突击进口汽车的动力，将会对我国出口形成一定支撑；二是大规模设备更新改造将会拉动企业投资扩产，有望带动中游设备制造业边际改善，如 2018 年设备更新改造，专用设备制造业增速保持高速增长；三是促消费政策落地，如以旧换新、降低汽车修复等，有利于扩大内部需求，亦会拉动生产。值得注意的是，欧元区对中国电动汽车开启补贴倾销调查、拜登称将针对中国汽车采取“前所未有”的行动等，或加剧贸易摩擦，对汽车制造业产生一定影响。

图表 1：1-2 月工业增加值累计同比超预期 (%)

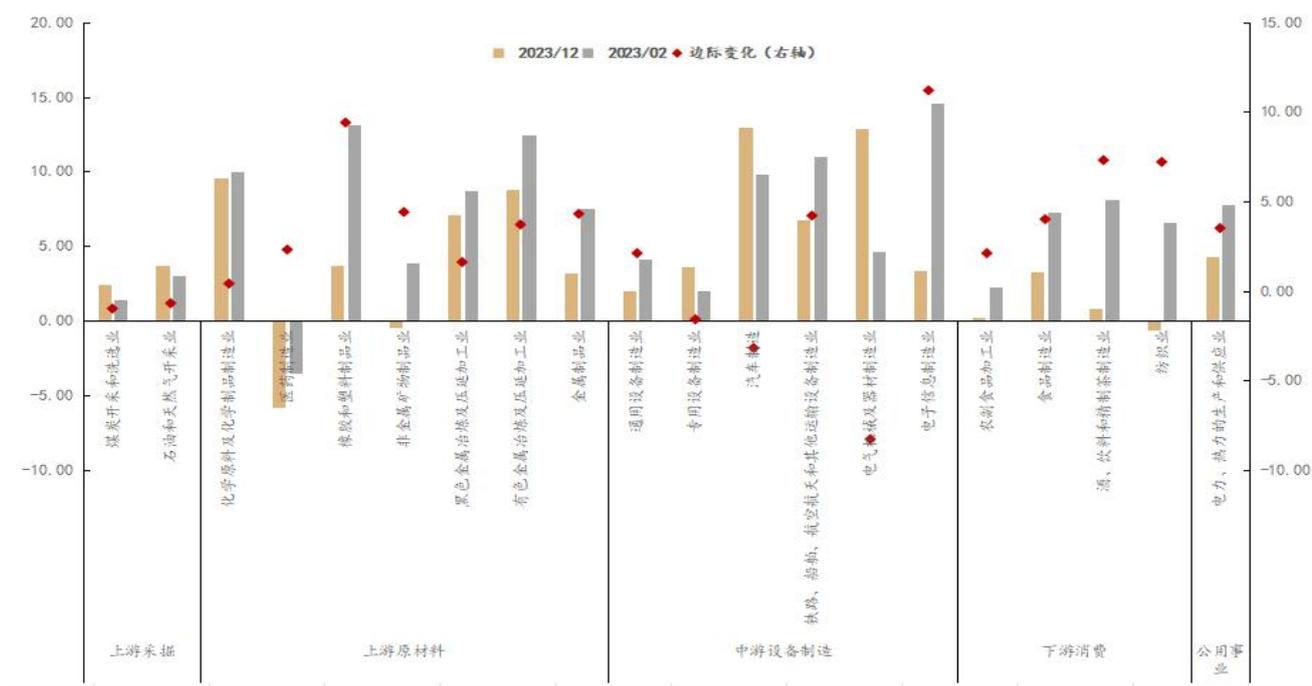


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 2：1-2 月三大产业工业增加值同比增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 3：1-2 月分行业工业增加值同比变化情况（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 消费：消费持续修复仍有压力，促消费政策或将成为重要支撑

消费略好于预期，低于 2023 年全年增速，仍存持续修复空间。在低基数下，1-2 月社会消费品零售总额累计同比增长 5.5%，略好于预期，较预期高 0.1pct，较 2023 年同期高 2pct，较 2023 年全年增速回落 1.9pct；从两年复合增速来看，2024 年 1-2 月社会消费品零售增额累计同比年度复合增速为 4.5%，较 2023 年同期年度复合增速 5.1% 低 0.6pct，增速有所放缓，消费复苏仍有压力；从环比增速来看，1 月和 2 月社会消费品零售总额环比增速分别为 0.17% 和 0.03%，环比增速边际放缓。其中，汽车累计同比增速 8.7%，较 2023 年全年增速回升 2.8pct，成为主要支撑。

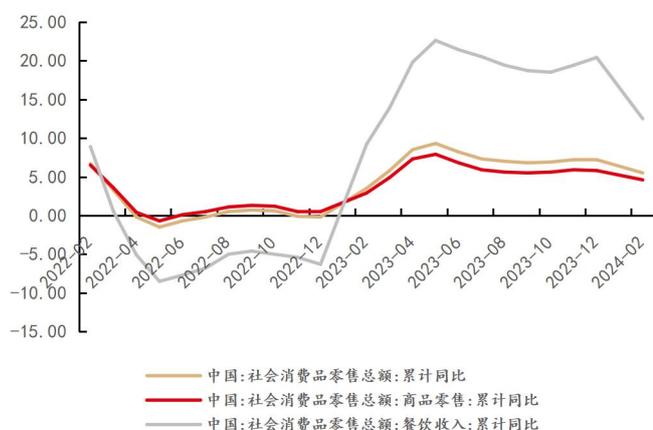
从结构分析，餐饮消费弱复苏，好于季节性，弱于 2023 年全年餐饮收入累计增速；商品零售恢复相对缓慢，弱于季节性，亦弱于 2023 年全年商品零售累计增速。1-2 月餐饮消费累计同比增速为

12.5%，较 2023 年餐饮收入同比增速回落了 7.9pct，好于 2023 年 1-2 月累计同比增速 9.2%，亦好于 2017-2019 年同期平均的 10%，整体来看餐饮消费呈现弱边际修复；1-2 月商品零售 4.6%，较 2023 年全年商品零售累计同比回落 1.2pct，好于 2023 年 1-2 月累计同比 2.9%，低于 2017-2019 年同期平均的 9%，整体来看商品消费恢复相对缓慢。

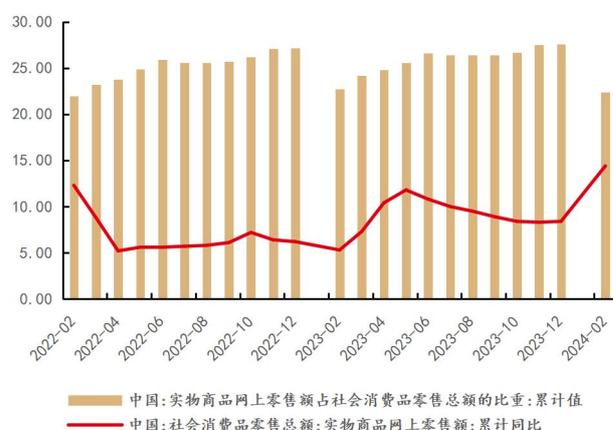
从限额以上批发和零售业来看，体育、娱乐用品类（11.3%）、家用电器和音像器材类（5.7%）、家具类（4.6%）、通讯器材类（16.2%）、建筑及装潢材料类（2.1%）及汽车类（8.7%）累计同比增速继续提高，其中，体育、娱乐用品类提速与春节假期打造文娱旅游有关，春节假期期间，全国营业性演出场次、票房收入同比分别增长 52.1% 和 80.1%；家用电器和音响器材、家具类、建筑及装潢材料类产品在国内房地产景气度尚未明显转暖，更可能是外需拉动，1-2 月地产后周期出口增速保持了高速增长，或形成了有效支撑。服装鞋帽针纺织品类（1.9%）、文化办公用品类（-8.8%）、石油及制品类（5%）累计同比增速边际放缓。

值得注意的是，以新型线上消费模式为代表的新消费业态保持了较快增长，对消费形成有力支撑。1-2 月全国网上零售额同比增长 15.3%，其中，实物商品网上零售额增长 14.4%，较 2023 年全年增速提高了 6pct，占社会消费品零售总额的比重为 22.4%。

往后看，在高基数影响下，消费持续修复仍有压力。居民收入水平有待持续修复，且预期亦有待持续修复。2023 年 12 月全国居民人均可支配收入累计同比 6.1%，较 2023 年 9 月上升 0.2pct，低于 2017-2019 年同期均值水平 6.54%，同时在预期持续修复背景下，居民行为相对谨慎，存在超额储蓄行为，在一定程度上影响消费支出（详见报告《平滑信贷投放，二季度宽信用可期》）。后续促消费政策仍需加速落地，如以旧换新、降低汽车首付比例等，同时有效降低全社会物流成本，将会降低以新型线上消费模式为代表的新消费业态的交易成本，进一步促进新消费业务持续增长。

图表 4：1-2 月社会消费品零售情况（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 5：1-2 月网上零售情况（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 投资：地产投资尚未止跌企稳，基建投资或可平滑全年节奏，制造业投资韧性仍强

1-2 月固定资产投资累计同比增长 4.2%，好于预期，较 wind 市场预期高 1.2pct，较 2023 年同期增速水平低 1.3pct，好于 2023 年全年投资增速 3%，低于 2017-2019 年同期水平 7.8%；从两年复合增速来看，1-2 月固定资产投资累计同比年均复合增速为 4.85%，较 2023 年同期累计同比年度复合增速 8.8%低 3.95pct。其中，房地产投资累计同比-9%，是主要拖累；制造业投资和基建投资是主要支撑，累计同比分别为 9.4%和 6.3%。

3.1 房地产投资：跌幅收窄，政策性支持效果逐步显现

1-2 月，房地产投资累计同比增速-9%，好于 2023 年全年投资增速 9.6%，跌幅收窄，指向投资增速边际改善，但较 2023 年同期增速跌幅扩大 3.3pct；从两年复合增速来看，1-2 月房地产投资累计同比年度复合增速-9.63%，较 2023 年同期年度复合增速-1.14%低 8.49pct，指向存在低基数效应影响。销售端、投资端、资金端均未显示边际回升的迹象，预计 1-2 月房地产投资增速跌幅收窄或是

房企土地购置同比增加贡献。据中指数据，1月—2月，百强房企拿地总额达到1577亿元，同比大幅增长30.6%。意味着，房企投资热情有所恢复。同时，核心城市土地溢价率有所上升。比如，合肥三宗宅地出让，最高溢价达到了54%，甚至还拍出了历史单价地王；杭州新年的首场土拍，7宗地块平均溢价率也达到19.1%。

从销售端看，房地产销售景气度尚未明显转暖。1-2月销售累计同比增速-29.30%，较2023年全年增速跌幅扩大22.8pct，降幅扩大十分明显；1-2月商品房销售面积累计同比-20.5%，降幅较2023年全年扩大7.8pct。年前房地产调控政策优化、降低房贷利率政策等政策效果在1-2月数据中仍未大幅显现，销售数据走弱，叠加2月居民中长期贷款走弱，或缘于居民对于未来就业和收入预期不稳定导致，居民购房意愿有所下降。

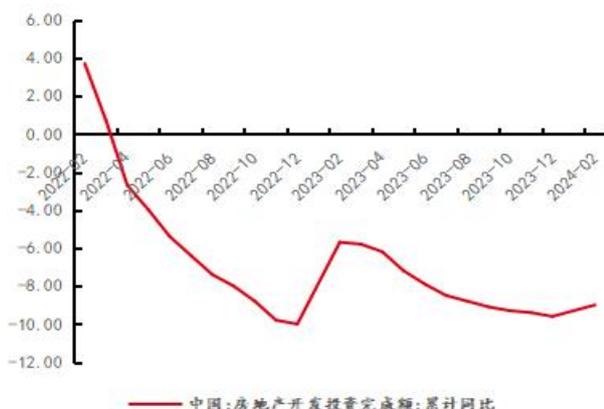
从投资端看，需求拉动较弱，新开工、施工和竣工面积走弱。1-2月房屋施工面积累计同比增速为-11%，较2023年全年增速回落3.8pct；1-2月房屋新开工面积累计同比增速-29.7%，较2023年全年增速回落9.3pct；1-2月竣工面积出现累计同比-20.2%，较2023年全年增速回落4.8pct。其中，在保交楼政策指导下，2023年竣工面积增速显著提升，而在拿地、开工放缓的背景下，2023年竣工提速后，进一步导致2024年竣工面积边际回落。

从资金来源看，销售走弱增大回款压力，政策支持效果开始显现。1-2月房地产开发资金累计同比-24.10%，较2023年全年回落10.5pct，其中，房地产销售尚未明显回暖，房企销售回款压力仍大，是主要拖累。1-2月定金及预收款累计同比-34.80%，较2023年全年增速回落22.9pct，创2022年8月以来的新低；1-2月个人按揭贷款累计同比-36.60%，较2023年全年增速回落27.5个百分点，创近五年新低。后续在政策维稳房地产市场稳定健康发展要求下，房地产融资协调机制持续推进，政策引导的金融支持力度有所增大，商业银行贷款累计增速边际回升。1-2月国内贷款累计同比增速-10.3%，虽较2023年全年增速-9.9%跌幅扩大0.5pct，但应考

虑的是 2023 年 11 月政策效果开始，2023 年 11 月和 12 月国内贷款增速跌幅已开始收窄，后因春节影响，1-2 月政策效果有所减弱，但政策效果仍有显现，1-2 月跌幅低于 2023 年 2 月同期增速。

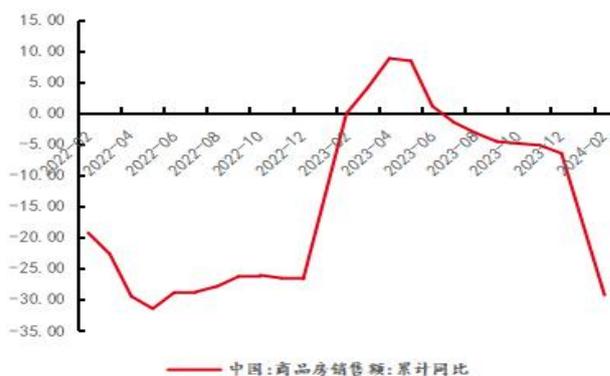
往后看，年内房地产投资增速止跌企稳信号将逐步释放。一是进入三月以来，房地产销售有所回温，根据诸葛数据研究中心监测数据显示，2024 年第十周，重点十城二手住宅成交量为 14463 套，环比上涨 11.23%，同比下降 35.9%，成交量已现环比“三连升”，同比降幅连续小幅收窄，或意味着政策效果存在一定滞后性，有待密切跟踪房地产市场变化。二是政策支持持续推进，对不同所有制房地产企业的合理融资需求一视同仁提供资金支持，叠加房地产融资协调机制持续推进，有助于保障房地产市场平稳健康发展。截至 3 月 12 日，全国 31 个省 312 个城市已经建立了房地产融资协调机制，涉及项目超过 6000 个，其中 82% 是民营和混合所有制企业的项目。随着后续“白名单”项目的不断扩围，房地产项目融资落地、复工续建和竣工交付，保障购房人合法权益，稳定市场预期，增强市场信心，从而推动需求端逐步企稳回升，进而逐步恢复房地产企业内源性融资和自身“造血”能力，实现房地产行业的良性循环。三是加快保障性住房建设和供给，也将会对房地产投资产生支撑作用。

图表 6：1-2 月房地产投资增速跌幅收窄 (%)

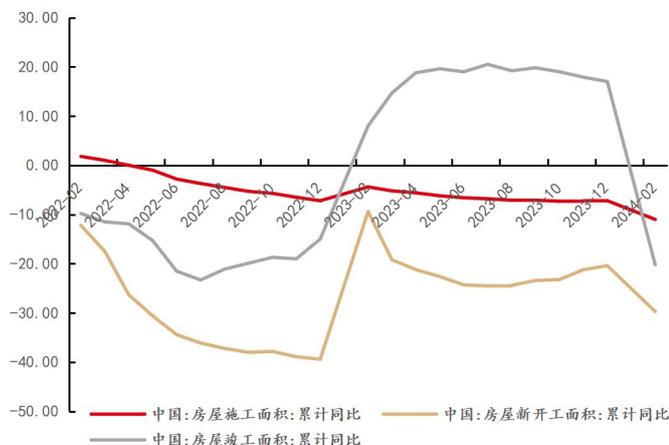


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 7：1-2 月房地产销售增速尚未止跌企稳 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 8：1-2 月房屋施工面积、新开工面积和竣工面积同比增速 (%)

图表 9：土地购置费率同比增速持续走低 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 10：1-2 月房地产企业资金来源情况 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 基建投资：年内投资韧性仍在

1-2 月基建投资（不含电力）增速 6.3%，较 2023 年全年增速回升 0.4 个百分点，较 2023 年同期水平低 2.7pct。从两年平均增速来看，1-2 月基建投资（不含电力）累计同比年度复合增速为 7.6%，较 2023 年同期年度复合增速 8.5% 低 0.9pct，指向 2023 年基建投资基数并不低，这或与 2023 年财政前置发力有关，而 2024 年专项债发行节奏相对靠后。1-2 月基建投资（不含电力）累计同比增速较 2023 年回升，主因或是统计方法带来的增速回升。尽管结转 2023 年特别国债和 PSL 资金，基建资金应有一定保障，但从 2024 年专

项债提前批下达时间和发行节奏以及基建产业相关产业链来看，水泥需求、石油沥青装置开工率、螺纹钢产量均处于较低水平，较低的开工率或不能足以支撑基建投资实现较高速增长。因此，结合1月M1同比增速高增或因清理拖欠企业账款专项行动的影响，可能的一种解释是在财务支出法下，因基建项目建设资金在1-2月可能存在集中支付的可能，提高了1-2月基建投资同比增速水平。

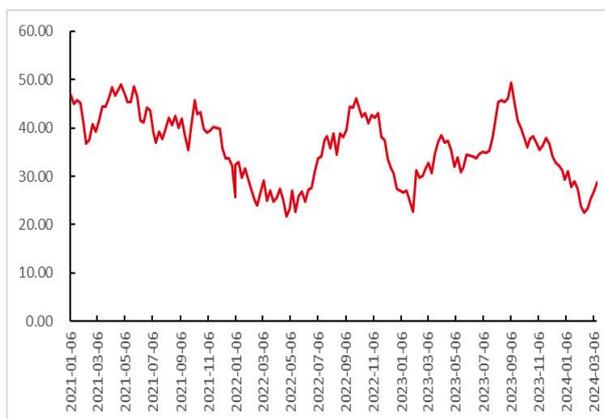
往后看，基建投资仍有支撑，年内将保持韧性。2024年化债延续2023年基调和节奏，2024年广义财政资金虽较2023年有所收窄，但考虑结转2023年特别国债和PSL资金，同时年内仍将发行1万亿超长期特别国债，叠加扩大专项债使用范围，这会对基建投资仍将形成有效支撑。

图表 11: 1-2 月水泥价格指数低于往年同期



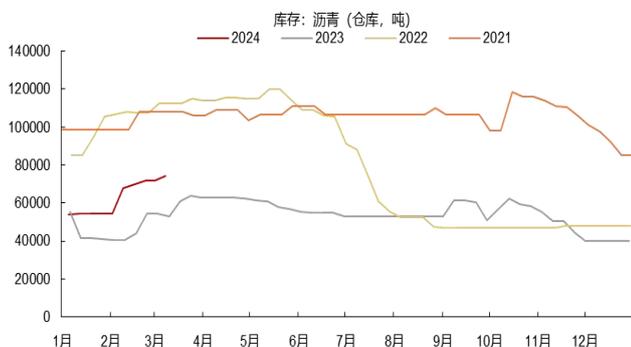
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 12: 1-2 月石油沥青装置开工率 (%)



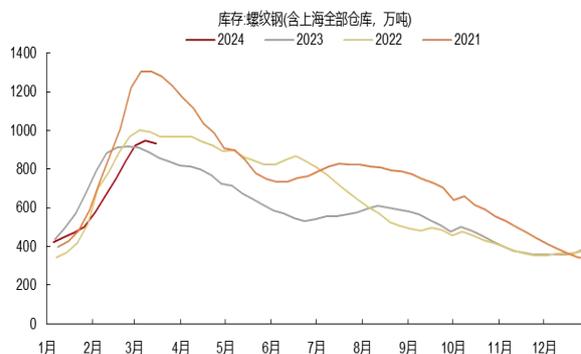
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 13: 1-2 月沥青库存高于 2023 年同期水平



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 14: 1-2 月螺纹钢库存情况



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

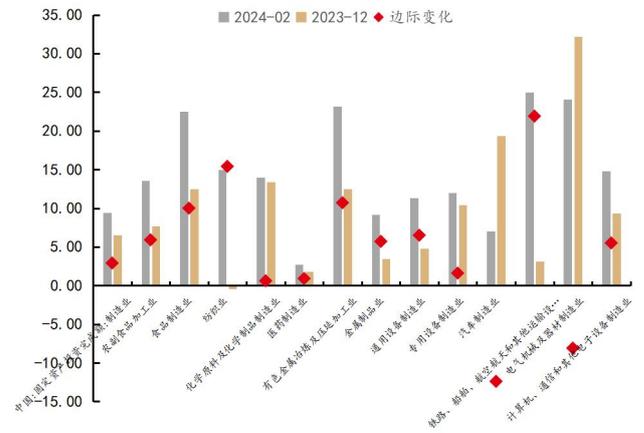
3.3 制造业投资：低基数+外需拉动投资增速，年内投资或创阶段性高点

1-2月制造业投资累计增速9.4%，较2023年全年增速回升2.9pct，较2023年同期高1.3pct，好于2017-2019年同期均值水平4.7%。从细分行业来看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、纺织业、有色金属冶炼及压延加工业、食品制造业和通用设备制造业投资增速边际变动较为明显；汽车制造业、电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业、医药制造业、专用设备制造业等行业投资增速边际回落。1-2月制造业投资增速回升原因：一是低基数效应影响。2023年因外部冲击扰动，投资增速有所放缓。从两年平均增速来看，1-2月制造业累计同比年度复合增速为8.75%，较2023年同期年度复合增速14.32%低5.57pct，指向2023年制造业投资存在一定低基数效应影响。二是出口拉动制造业投资增长，如船舶1-2月出口增速高达173.1%，通用设备1-2月出口增速32%，纺织业1-2月出口增速15.5%，较高的出口增速拉动相关产业投资扩产。

往后看，年内制造业投资有望创造阶段性高点。一是大规模设备更新改造支撑制造业投资增速回升。由于政策存在一定滞后性，目前大规模设备更新改造带动效应应尚未显现，参考2018年设备更新改造情况，三季度专用设备制造业增速快速走高，可预期后续制造业投资增速有望边际回升。二是短期出口仍存韧性，出口拉动型投资增速回升有望持续，但出口中长期承压，或无法对制造业投资产生持续长期拉动效应。

图表 15：1-2 月制造业投资情况 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 16：1-2 月各细分行业投资增速情况 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

4 一季度经济增长或持平全年经济增长预期目标

根据 1-2 月经济数据研判, 1-2 月 GDP 增速在 4.8% 左右水平, 同时, 根据前文分析, 消费、投资、进出口短期韧性仍强, 预计 3 月经济呈现边际向好态势, 考虑 2023 年 3 月基数效应, 预计一季度 GDP 增速有望保持在 4.8%-5% 左右水平, 基本持平全年经济增长预期目标。值得注意的是, 房地产投资增速可能涵盖土地购置费用, 存在高估可能; 贸易差额只涵盖商品贸易差额, 并未计算服务贸易差额, 可能会存在一定偏差。

风险提示

美国房地产市场超预期下行; 美国消费疲软; 海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048