

# 宏观经济宏观月报

## 3月国内消费、出口环比表现并不弱，经济延续稳中向好格局

### 核心观点

2024年4月16日国家统计局发布3月份经济增长数据，重点关注的经济增长类数据如下：

- 1、3月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.5%，较1-2月份回落2.5个百分点；
- 2、3月份，社会消费品零售总额39020亿元，同比增长3.1%，较1-2月份回落1.4个百分点；
- 3、1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）100042亿元，同比增长4.5%，比1-2月加快0.3个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资同比增长9.3%；
- 4、3月份，货物进出口总额35580亿元，同比增长-1.3%。其中，出口19869亿元，增长-3.8%；进口15711亿元，增长2.0%；
- 5、3月份，全国城镇调查失业率为5.2%，比上月回落0.1个百分点，比上年同月下降0.1个百分点。

### 3月国内消费、出口同比明显回落但其环比表现并不弱。

随着春节消费需求旺季过去，叠加去年的高基数，3月国内经济同比增速较1-2月回落，其中消费、出口同比明显下行，但投资同比继续上升。

值得关注的是，3月国内消费、出口同比增速明显回落，但其环比表现并不弱。3月国内社会消费品零售总额环比明显高于疫情前2012-2019年同期环比平均值，3月出口环比基本持平2015-2023年的同期环比平均值。

根据我们总结的月度经济指标与GDP之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度GDP同比？-20230623》），我们测算了中国实际GDP的月度同比增速。2024年3月国内实际GDP同比约为4.8%，较1-2月回落1.0个百分点。3月国内实际GDP相对2019年同期复合同比约为4.6%，较1-2月回落0.6个百分点。

### 消费型服务业投资加速或意味着就业岗位供给增加，消费有望维持稳中向好格局。

2024年以来，国内住宿和餐饮业、教育行业的固定资产投资增速较2023年明显抬升，表明2024年以来中国消费型服务业中的相关企业或开始大规模扩大生产和招聘员工，国内就业岗位供给较2023年有望明显增加，这将直接带动失业率下降并提振消费；此外，就业岗位供给增加还能稳定居民的就业和收入信心，降低居民的预防性储蓄倾向，前期连续四年积累的超额储蓄或逐渐解冻，推动消费进一步增长。

消费稳中向好是支持国内经济增速运行在合理区间的关键，国内消费型服务业固定资产投资的加速给国内消费的增长提供了良好基础。实际上，2024年3月虽然国内社会消费品零售总额同比明显回落，但其环比却仍接近2012-2019年同期的最高值。预计后续国内经济将延续稳中向好格局，今年国内大概率可以实现5%的GDP增速目标。

**风险提示：**政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

### 经济研究·宏观月报

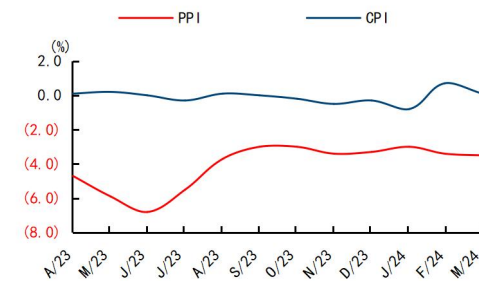
证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	4.50
社零总额当月同比	3.10
出口当月同比	-7.50
M2	8.30

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-开年三大经济需求均回暖，1-2月份实际GDP增速或超过5%》——2024-03-18
- 《宏观经济宏观月报-12月国内投资和出口回升驱动经济回暖》——2024-01-17
- 《宏观经济宏观月报-11月国内经济景气小幅回落，12月消费有望明显回暖》——2023-12-18
- 《宏观经济宏观月报-10月国内消费延续回暖，投资季节性回落拖累经济增长》——2023-11-16
- 《宏观经济宏观月报-9月国内失业率下降，消费回暖具有持续性》——2023-10-18

## 内容目录

<b>3 月经济增长：消费、出口同比明显回落但其环比表现并不弱</b> .....	<b>4</b>
就业：3 月中国调查失业率平均值较 2 月有所回落 .....	5
生产端：3 月工业和服务业生产增速均有所回落 .....	6
需求端：投资—国内投资同比继续上升，基建投资环比提速 .....	8
需求端：消费—消费同比明显回落但环比处于历史较高水平 .....	9
需求端：进出口—高基数推动出口同比回落 .....	10
<b>3 月通胀解读：CPI 同比延续温和上升走势，加工工业拖累 PPI 同比走弱</b> .....	<b>11</b>
3 月国内 CPI 当月同比延续温和上升态势，消费品 CPI 是主要的向上拉动力量 .....	12
3 月 CPI 环比明显低于季节性水平 .....	12
3 月 PPI 当月同比有所走弱，偏中游的加工工业价格同比走弱是主因 .....	14
3 月 PPI 环比仍低于疫情前三年同期均值，采掘和加工工业价格环比偏低是主因 .....	15
基于高频指标对 4 月 CPI 和 PPI 同比的预测 .....	16
<b>风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图 1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算 .....	4
图 2: 中国居民消费支出占可支配收入比例一览 .....	5
图 3: 可提供较多就业岗位的消费型服务业投资增速一览 .....	5
图 4: 3 月整体调查失业率较 2 月回落 0.1 个百分点 .....	6
图 5: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览 .....	6
图 6: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览 .....	6
图 7: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览 .....	7
图 8: 3 月各品类产品产量当月同比与 1-2 月累计同比的差值一览 .....	7
图 9: 3 月服务业生产指数同比增速有所回落, 但复合同比增速仍明显高于去年下半年的水平 .....	8
图 10: 中国固定资产投资完成额同比增速一览 .....	8
图 11: 中国固定资产投资完成额环比增速一览 .....	8
图 12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览 .....	9
图 13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览 .....	9
图 14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览 .....	9
图 15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览 .....	10
图 16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览 .....	10
图 17: 3 月不同商品的销售金额相对 2019 年同期复合同比较 1-2 月变化幅度一览 .....	10
图 18: 中国 2024 年 3 月出口、进口同比均有所回落 .....	11
图 19: 中国 2024 年 3 月出口环比基本持平历史均值 .....	11
图 20: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献 .....	11
图 21: 中国 CPI、核心 CPI 当月同比一览 .....	12
图 22: 中国消费品 CPI、服务品 CPI 当月同比一览 .....	12
图 23: 中国 CPI 环比与历史均值比较 .....	13
图 24: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较 .....	13
图 25: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较 .....	13
图 26: 中国 CPI 非食品中服务品价格环比与历史均值比较 .....	14
图 27: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较 .....	14
图 28: 中国 PPI 当月同比走势一览 .....	14
图 29: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格当月同比一览 .....	15
图 30: 中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览 .....	15
图 31: 2024 年 3 月 PPI 生产资料价格环比明显低于历史均值 .....	15
图 32: 中国 3 月 PPI 生产资料分项价格环比与历史均值 .....	16
图 33: 中国 3 月 PPI 生活资料分项价格环比与历史均值 .....	16
图 34: 中国食品高频价格指数走势 .....	16
图 35: 中国工业品价格高频指标走势 .....	16

## 3 月经济增长：消费、出口同比明显回落但其环比表现并不弱

随着春节消费需求旺季过去，叠加去年的高基数，3 月国内经济同比增速较 1-2 月回落，其中消费、出口同比明显下行，但投资同比继续上升。

值得关注的是，3 月国内消费、出口同比增速明显回落，但其环比表现并不弱。3 月国内社会消费品零售总额环比明显高于疫情前 2012-2019 年同期环比平均值，3 月出口环比基本持平 2015-2023 年的同期环比平均值。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度 GDP 同比？-20230623》），我们测算了中国实际 GDP 的月度同比增速。2024 年 3 月国内实际 GDP 同比约为 4.8%，较 1-2 月回落 1.0 个百分点。3 月国内实际 GDP 相对 2019 年同期复合同比约为 4.6%，较 1-2 月回落 0.6 个百分点。

图1：中国实际 GDP 月度同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

2020-2022 年，疫情冲击导致中国服务业发展趋缓，国内就业供给明显不足，拖累居民消费增长。2023 年中国开启经济正常化之路，国内服务消费快速修复，但消费型服务业的固定资产投资增速却仍偏低，考虑到消费型服务业（典型代表是住宿和餐饮业、教育行业）是重要的就业岗位提供行业，其投资增速偏低或意味着就业供给不足。

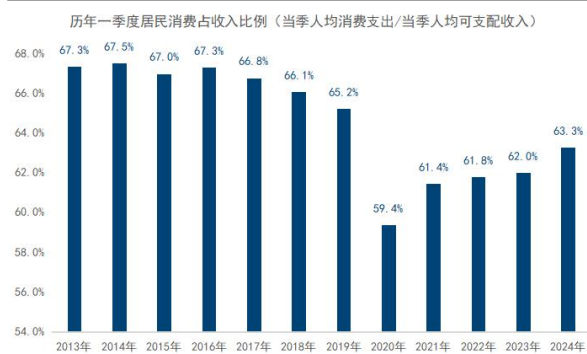
因此，2020-2023 年，中国连续四年处于就业供给不足的状态中，在此背景下，中国居民消费行为持续偏谨慎，预防性储蓄或明显增加。

2024 年以来，国内住宿和餐饮业、教育行业的固定资产投资增速较 2023 年明显抬升，表明 2024 年以来中国消费型服务业中的相关企业或开始大规模扩大生产和招聘员工，国内就业岗位供给较 2023 年有望明显增加，这将直接带动失业率下降并提振消费；此外，就业岗位供给增加还能稳定居民的就业和收入信心，降低居民的预防性储蓄倾向，前期连续四年积累的超额储蓄或逐渐解冻，推动消费进一

步增长。

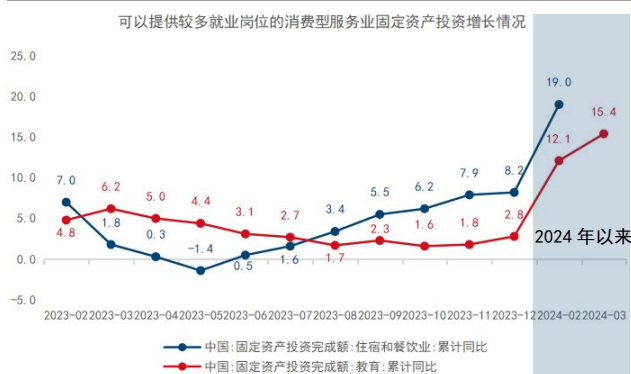
消费稳中向好是支持国内经济增速运行在合理区间的关键，国内消费型服务业固定资产投资的加速给国内消费的增长提供了良好基础。实际上，2024年3月虽然国内社会消费品零售总额同比明显回落，但其环比却仍接近2012-2019年同期的最高值。预计后续国内经济将延续稳中向好格局，今年国内大概率可以实现5%的GDP增速目标。

图2：中国居民消费支出占可支配收入比例一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图3：可提供较多就业岗位的消费型服务业投资增速一览



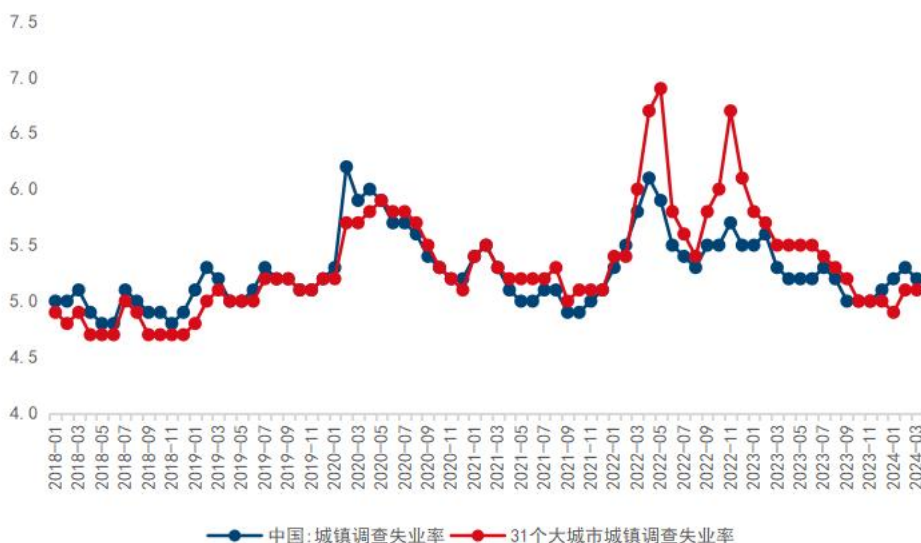
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

### 就业：3月中国调查失业率平均值较2月有所回落

3月国内城镇调查失业率平均值为5.2%，较2月回落0.1个百分点。2018、2019年3月城镇调查失业率平均值基本持平2月。今年3月国内城镇调查失业率较2月回落，表现好于疫情前历史同期平均水平，表明国内整体就业岗位供给优于疫情前同期水平。

3月大城市调查失业率平均值为5.1%，持平2月。2018、2019年3月大城市调查失业率平均值较2月上行0.1个百分点。今年3月国内大城市调查失业率持平2月，表现好于疫情前历史同期水平，表明国内大城市就业岗位供给优于疫情前同期水平。

图4：3月整体调查失业率较2月回落0.1个百分点



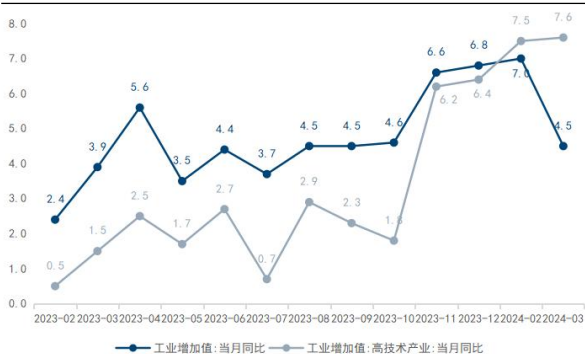
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 生产端：3月工业和服务业生产增速均有所回落

3月国内规模以上工业增加值当月同比为4.5%，较1-2月累计同比回落2.5个百分点。从工业增加值定基指数的环比来看，2024年3月环比低于2017-2023年同期均值，也低于2017-2019年同期水平，表明2024年3月中国工业生产环比有所走弱。

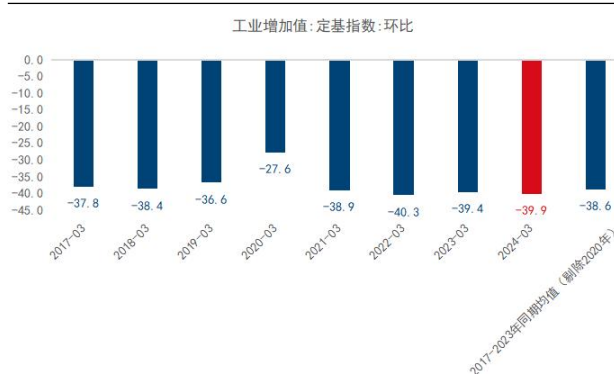
值得关注的是，2024年3月中国高技术产业工业增加值同比仍在继续上升，明显高于整体工业增加值同比，今年以来中国高技术工业产品的生产表现亮眼。

图5：中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

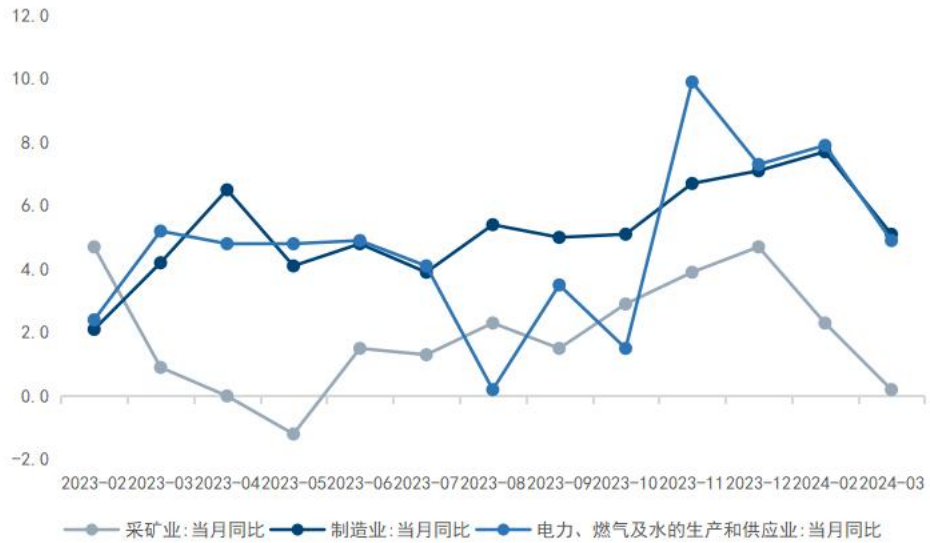
图6：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

分三大门类看，3月采矿业、制造业、公用事业增加值同比均有所回落。3月采矿业增加值当月同比0.2%，较1-2月累计同比回落2.1个百分点；制造业5.1%，回落2.6个百分点；公用事业4.9%，回落3.0个百分点。

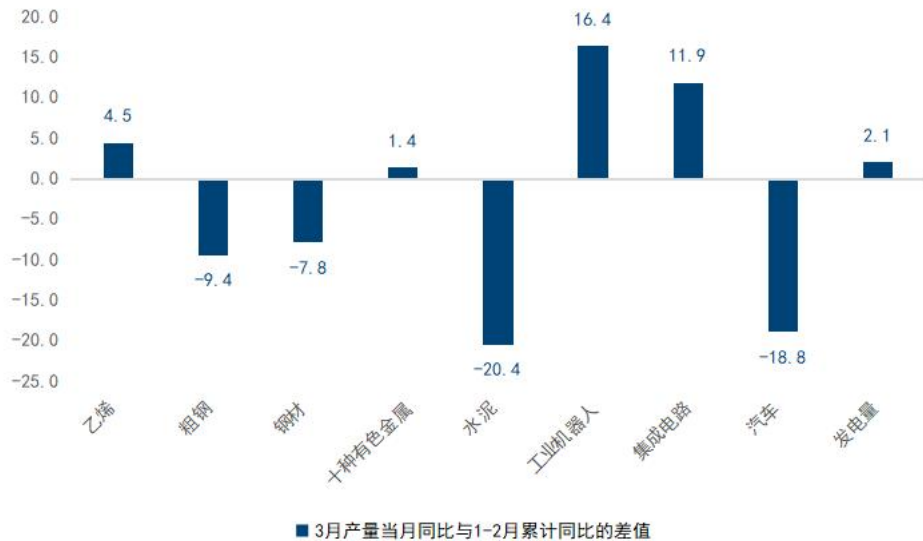
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看，3月粗钢、钢材、水泥、汽车的产量当月同比较1-2月累计同比有所回落，乙烯、十种有色金属、工业机器人、集成电路、发电量的当月同比较1-2月累计同比上升。

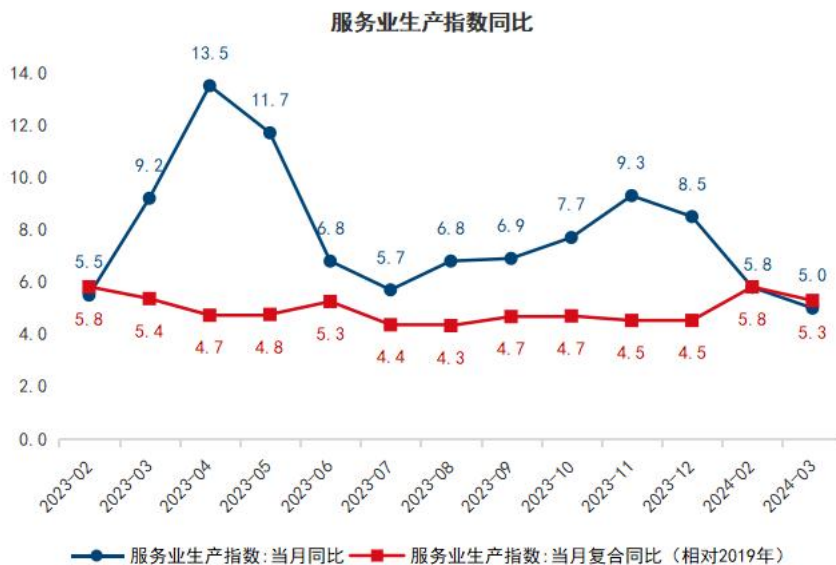
图8：3月各品类产品产量当月同比与1-2月累计同比的差值一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面，2024年3月国内服务业生产指数当月同比增速为5.0%，较1-2月累计同比回落0.8个百分点，相对2019年同期的复合同比约为5.3%，回落0.5个百分点，3月国内服务业生产景气有所回落，但仍明显高于2023年下半年的水平。

图9：3月服务业生产指数同比增速有所回落，但复合同比增速仍明显高于去年下半年的水平



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端：投资—国内投资同比继续上升，基建投资环比提速

3月国内固定资产投资当月同比为4.7%，较1-2月累计同比继续上升0.5个百分点。从环比来看，2024年3月国内固定资产投资环比增速基本持平2017-2023年同期均值（剔除2020年），但高于2017-2019年同期水平，表明2024年3月国内投资环比景气偏高。

图10：中国固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图11：中国固定资产投资完成额环比增速一览



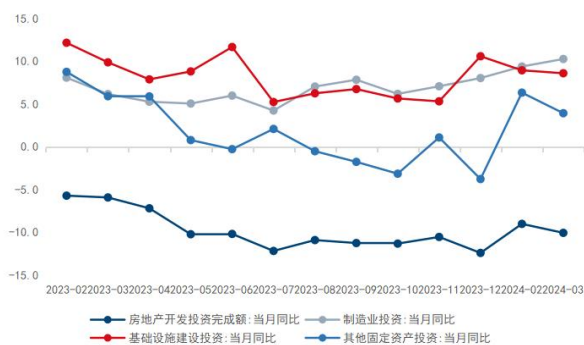
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

3月房地产开发投资、基建投资、其他投资当月同比较1-2月累计同比有所回落，制造业投资当月同比继续上升。

环比方面，3月房地产开发投资、制造业投资、其他投资环比均低于2017-2023年同期平均水平（剔除2020年），基建投资环比则明显高于2017-2023年同期平均水平（剔除2020年）。3月国内基建投资环比明显加速。

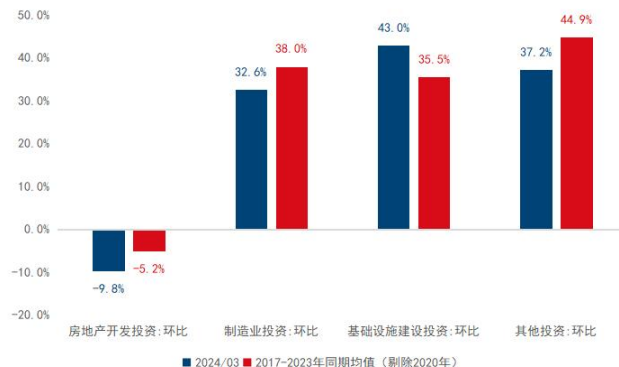


图12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

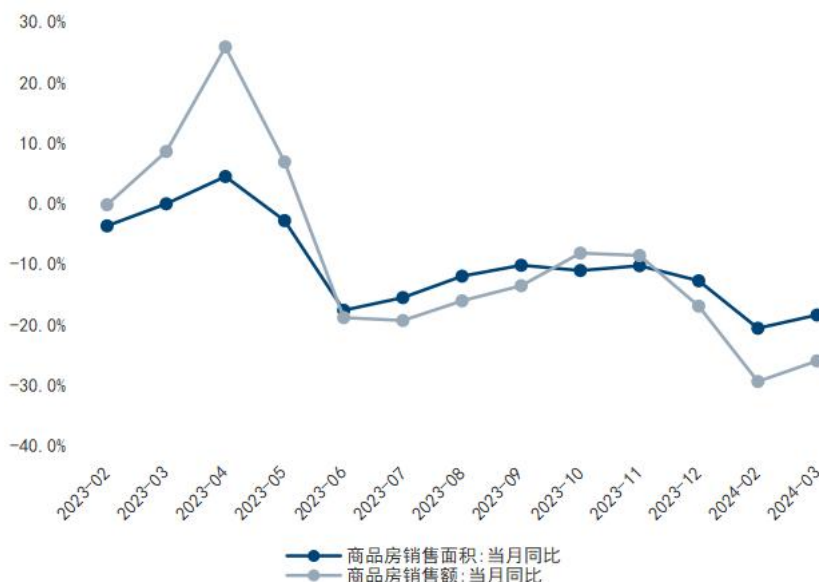
图13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

3月国内商品房销售面积和销售额同比均有所回升, 或表明房地产销售景气有所回暖。

图14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

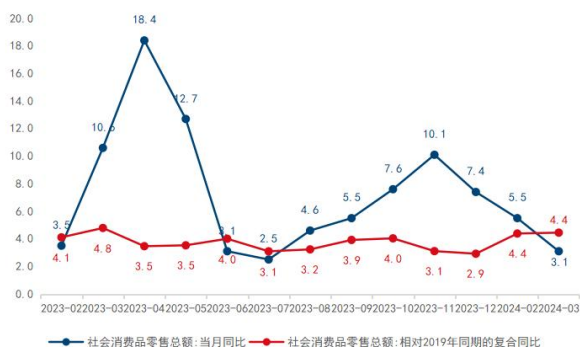
### 需求端: 消费—消费同比明显回落但环比处于历史较高水平

3月社会消费品零售总额当月同比为3.1%, 较1-2月累计同比回落2.4个百分点, 其中商品零售为2.7%, 回落1.9个百分点; 餐饮6.9%, 回落5.6个百分点。

3月社会消费品零售总额相对2019年同期的复合同比约为4.4%, 持平1-2月的水平, 表明3月社会消费品零售总额的真实景气较为稳定, 同比的回落主要是基数效应带来的影响。

从环比来看, 2024年3月社会消费品零售总额环比明显高于2012-2019年同期平均水平, 表明3月社会消费品零售总额环比增长快于疫情前同期平均水平。

图15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

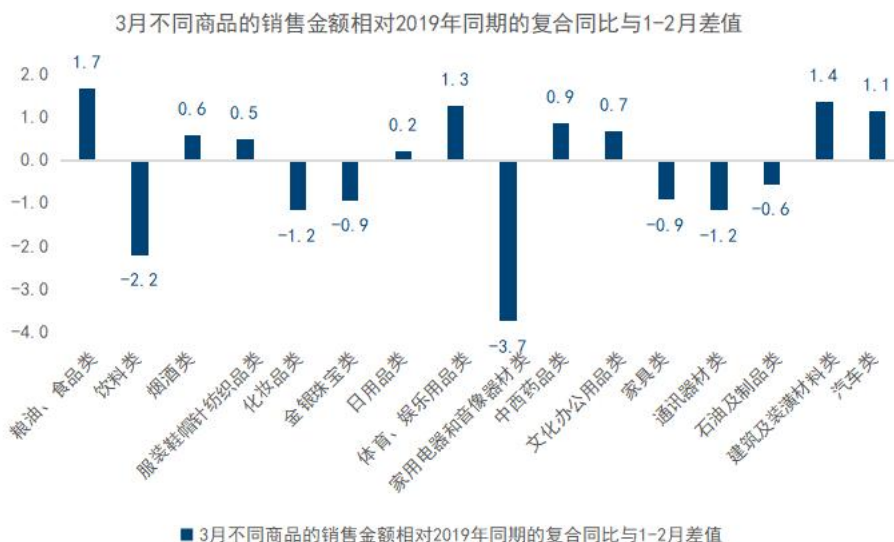
图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

从不同类别的商品销售情况来看, 3月各类商品的销售金额复合同比增速有升有降, 其中粮油食品类、烟酒类、服装鞋帽针纺织品类、体育娱乐用品类、中西药品类、文化办公用品类、建筑及装潢材料类、汽车类复合同比上升幅度较大。

图17: 3月不同商品的销售金额相对2019年同期复合同比较1-2月变化幅度一览



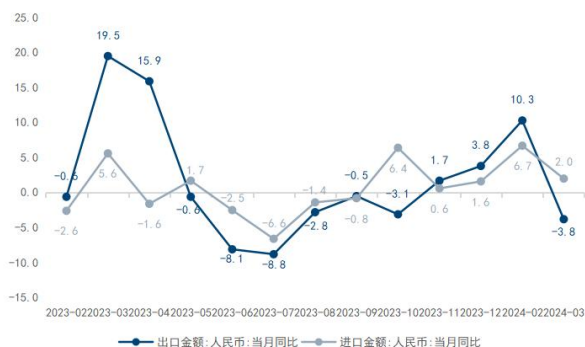
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端: 进出口一高基数推动出口同比回落

3月中国出口、进口(人民币计价, 若无特别提示, 后文进出口均为人民币计价)当月同比均有所回落。3月中国出口当月同比为-3.8%, 较1-2月累计同比回落14.1个百分点; 3月进口当月同比为2.0%, 较1-2月累计同比回落4.7个百分点。

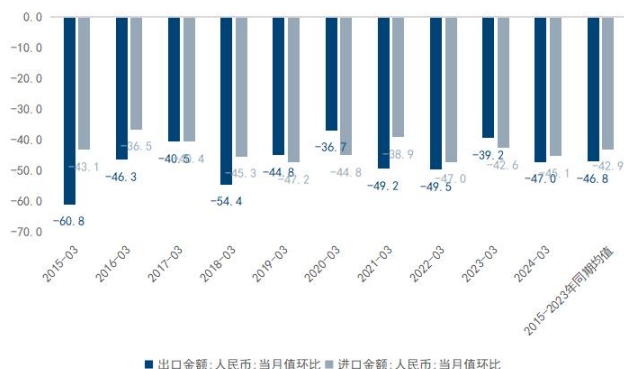
从环比来看, 由于1-2月中国出口环比创下2015-2023年同期新高水平, 因此3月出口环比面临非常高的基数, 但即使如此, 今年3月国内出口环比仍基本持平历史平均水平, 体现3月国内出口环比景气并不低。

图18: 中国 2024 年 3 月出口、进口同比均有所回落



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图19: 中国 2024 年 3 月出口环比基本持平历史均值

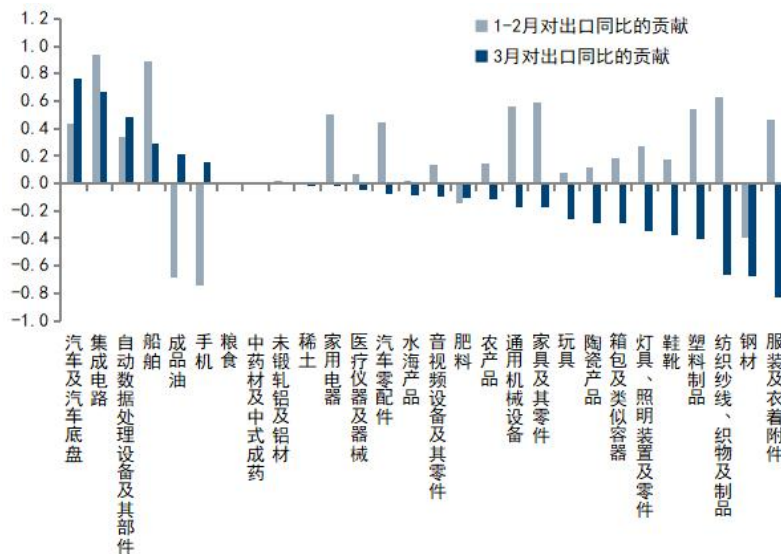


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

3月汽车及汽车底盘、自动数据处理设备及其部件对出口同比的贡献明显上升, 集成电路、船舶对出口同比的贡献有所回落但仍处于较高水平; 但纺织纱线织物及制品、家具及其零件、服装及衣着附着物等劳动力密集型产品对出口同比的贡献明显回落至负值区间。

3月国内出口景气仍然偏高, 背后大概率是海外补库存推动了国内出口增长。海外补库存短期内难以结束, 预计4月国内出口继续维持较高景气度。

图20: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 3月通胀解读: CPI 同比延续温和上升走势, 加工工业拖累 PPI 同比走弱

为了规避春节错月带来的影响, 一般使用 1-2 月的累计同比来判断 1 月和 2 月的价格走势。和 1-2 月累计同比相比, 3 月国内 CPI 当月同比延续温和上升态势, 其中消费品 CPI 是主要的向上拉动力量, 而服务品 CPI 构成一定的拖累; 3 月 PPI

当月同比有所走弱，其中偏中游的加工工业价格同比走弱是主要拖累，而偏上游的采掘工业和原材料工业价格同比较为平稳。

基于高频价格指标的表现，预计4月国内CPI食品价格环比约为-1.0%，CPI非食品价格环比约为0.3%，CPI整体环比约为0.1%，4月CPI同比或上升至0.3%，延续温和上升走势；预计4月国内PPI环比维持负值，PPI同比上行至-2.5%，重回温和上升趋势。

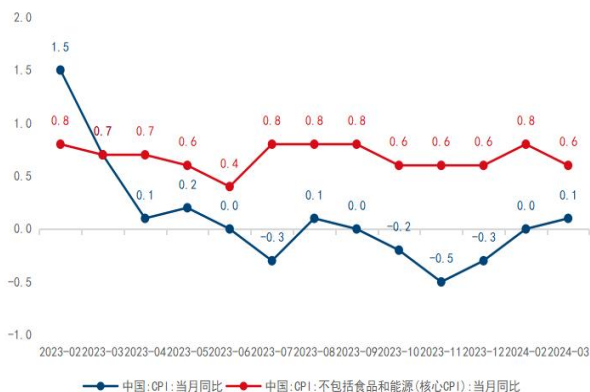
### 3月国内CPI当月同比延续温和上升态势，消费品CPI是主要的向上拉动力量

为了规避春节错月带来的影响，一般使用1-2月的累计同比来判断1月和2月的价格走势。

3月中国CPI当月同比为0.1%，较2月明显回落0.6个百分点，但较1-2月累计同比上行0.1个百分点。其中3月消费品CPI当月同比为-0.4%，较2月回落0.3个百分点，但较1-2月累计同比上行0.5个百分点；3月服务品CPI当月同比为0.8%，较2月明显回落1.1个百分点，较1-2月累计同比也回落0.4个百分点。

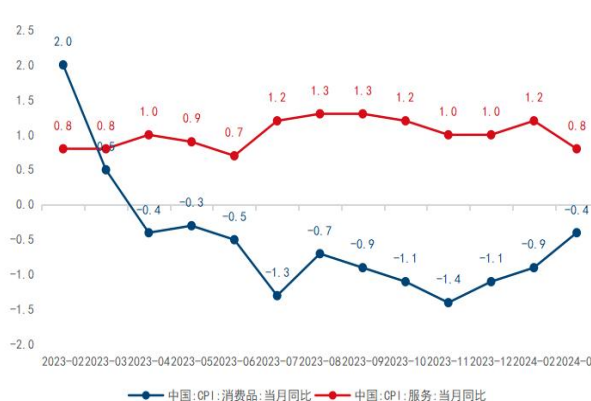
整体来看，3月国内CPI当月同比较1-2月累计同比继续小幅上行，延续去年12月以来的温和上升态势，其中3月消费品CPI是主要的向上拉动力量，而服务品CPI构成一定的拖累。

图21：中国CPI、核心CPI当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：2月为1-2月累计同比）

图22：中国消费品CPI、服务品CPI当月同比一览

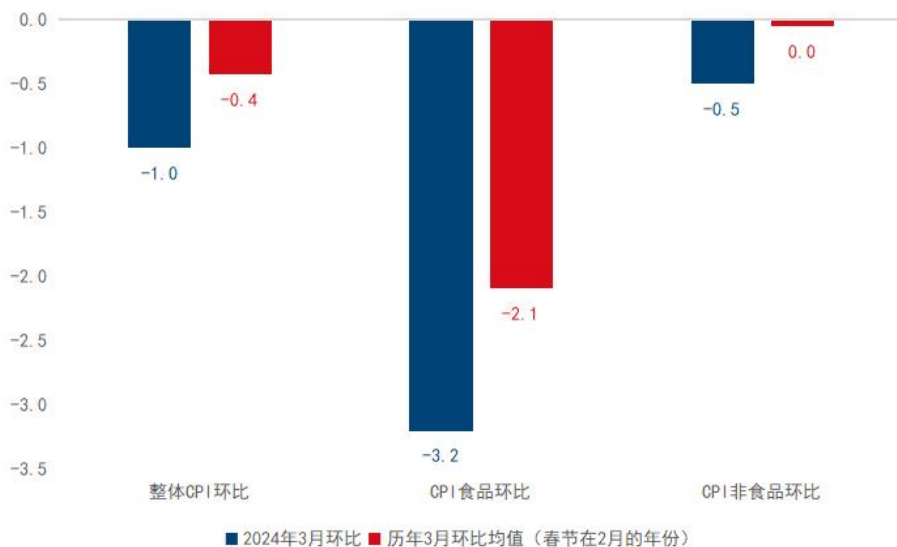


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：2月为1-2月累计同比）

### 3月CPI环比明显低于季节性水平

3月CPI环比为-1.0%，低于季节性水平约0.6个百分点。其中3月食品和非食品价格环比均低于季节性水平。（季节性指2005-2023年春节月在2月的年份同月环比均值，下同）

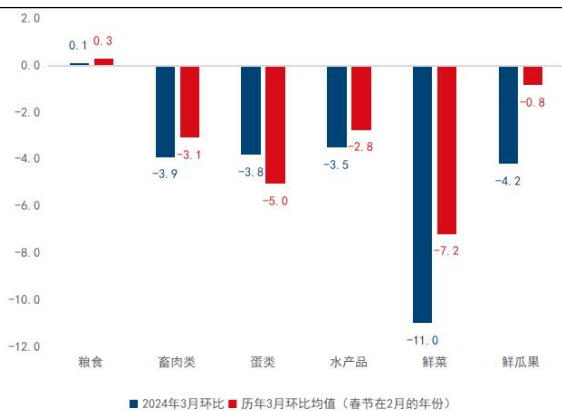
图23: 中国 CPI 环比与历史均值比较



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

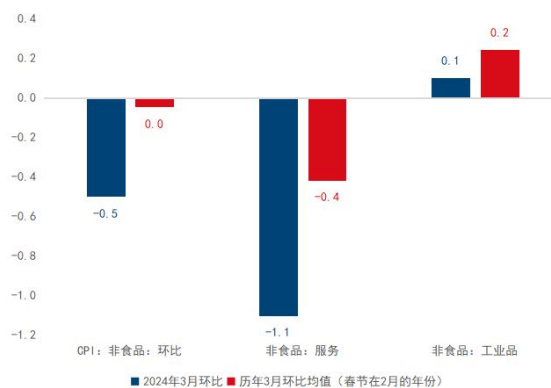
3月食品环比为-3.2%，低于季节性约1.1个百分点，其中鲜菜、鲜瓜果是拖累食品价格的主要分项；3月非食品环比为-0.5%，低于季节性约0.5个百分点，其中服务是拉低非食品价格环比的主要分项，服务分项中，旅游是拉低服务价格环比的主要分项。

图24: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较



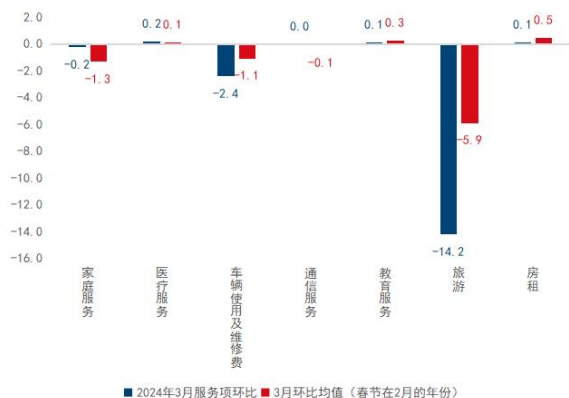
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图25: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较



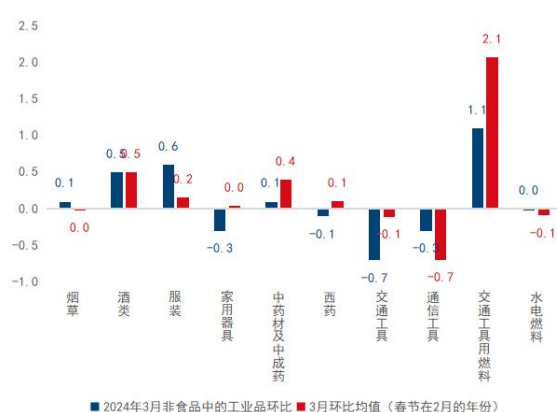
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图26: 中国 CPI 非食品中服务品价格环比与历史均值比较



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图27: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较



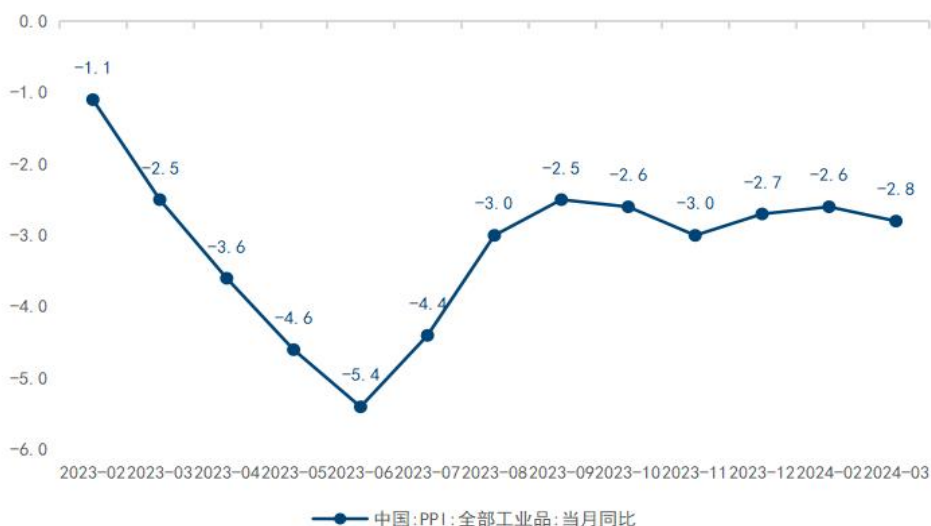
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

### 3月PPI当月同比有所走弱, 偏中游的加工工业价格同比走弱是主因

3月中国PPI同比为-2.8%, 较2月回落0.1个百分点, 较1-2月累计同比回落0.2个百分点。其中PPI生产资料价格同比为-3.5%, 较2月回落0.1个百分点, 较1-2月累计同比回落0.3个百分点; PPI生活资料价格同比为-1.0%, 较2月回落0.1个百分点, 但持平1-2月累计同比。

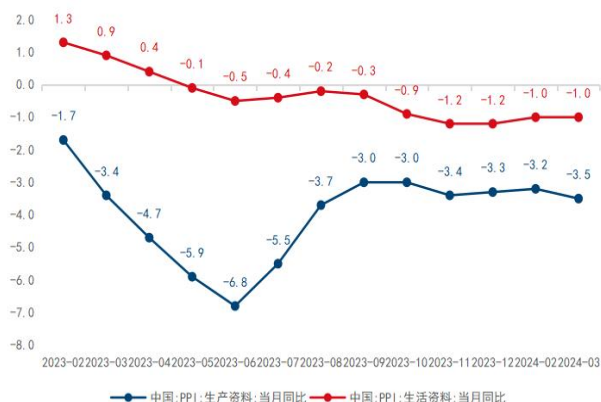
整体来看, 3月国内PPI同比有所走弱, 打破了去年12月以来的温和上升态势, 其中生产资料价格走弱是主因。生产资料各分项中, 偏中游的加工工业价格同比走弱, 而偏上游的采掘工业和原材料工业价格同比较为平稳。

图28: 中国PPI当月同比走势一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图29: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格当月同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(注: 2月为1-2月累计同比)

图30: 中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览

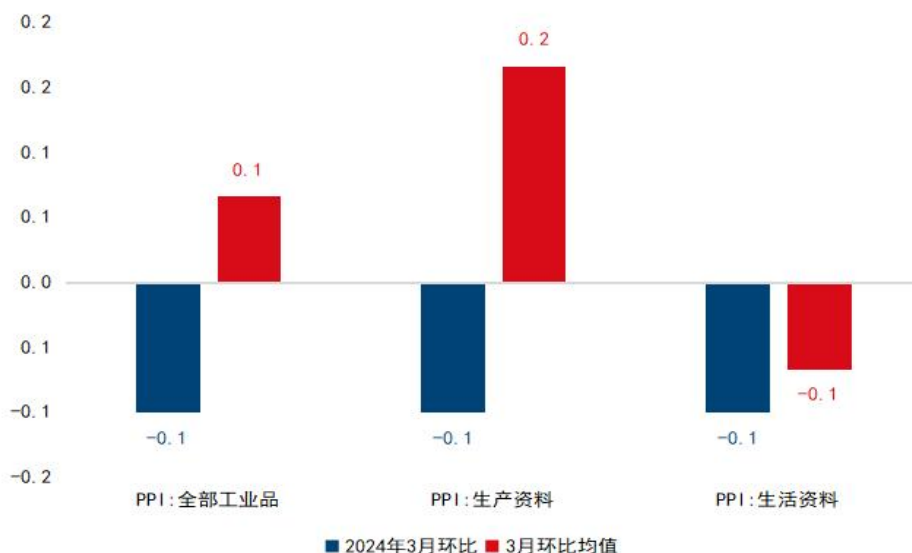


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(注: 2月为1-2月累计同比)

### 3月PPI环比仍低于疫情前三年同期均值, 采掘和加工工业价格环比偏低是主因

3月PPI环比为-0.1%, 较上月上行0.1个百分点, 但3月环比仍低于疫情前三年同期均值。其中PPI生产资料3月价格环比明显低于疫情前三年同期均值, PPI生活资料价格环比则基本持平疫情前三年同期均值。PPI生产资料3月环比为-0.1%, 较上月上行0.2个百分点, 低于疫情前三年同期均值0.3个百分点; PPI生活资料3月环比为-0.1%, 持平上月, 也基本持平疫情前三年同期均值。

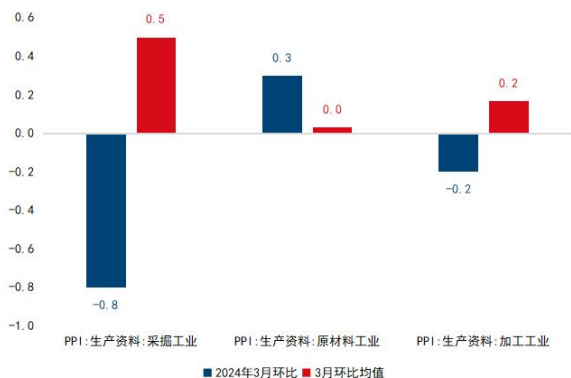
图31: 2024年3月PPI生产资料价格环比明显低于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

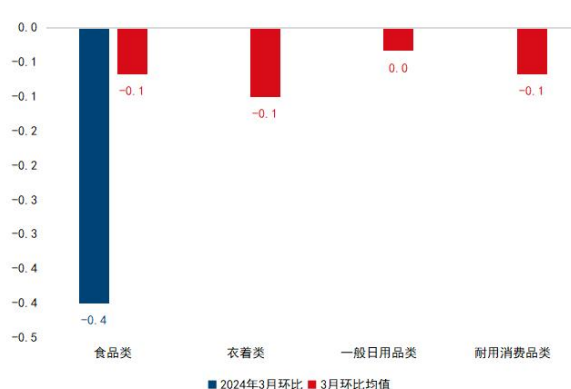
生产资料中, 3月采掘工业、加工工业价格环比低于疫情前三年同期均值; 生活资料中, 食品类价格环比明显低于疫情前三年同期均值。

图32: 中国 3 月 PPI 生产资料分项价格环比与历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图33: 中国 3 月 PPI 生活资料分项价格环比与历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 基于高频指标对 4 月 CPI 和 PPI 同比的预测

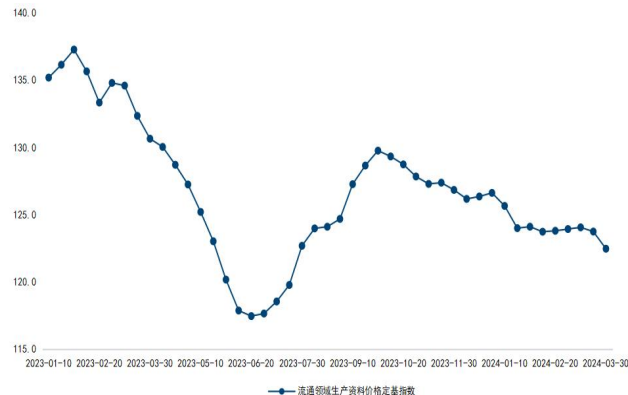
基于高频价格指标的表现, 预计 4 月国内 CPI 食品价格环比约为-1.0%, CPI 非食品价格环比约为 0.3%, CPI 整体环比约为 0.1%, 4 月 CPI 同比或上升至 0.3%, 延续温和上升走势; 预计 4 月国内 PPI 环比维持负值, PPI 同比上行至-2.5%, 重回温和上升趋势。

图34: 中国食品高频价格指数走势



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图35: 中国工业品价格高频指标走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 风险提示

政策刺激力度减弱, 海外经济政策的不确定性。



# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032