

资本开支走强和消费复苏的中微观证据

——新周期存在有哪些证据？（二）

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

核心观点：

在地产高频数据仍偏弱的情况下，经济持续复苏。这可能意味着，以资本支出为核心的经济正循环可能已经可以对冲地产的下行，并推动中国经济逐步进入新的复苏周期。针对宏观数据和微观体感在企业资本支出和居民消费方面不一致的疑虑，我们综合上市企业数据、工业增加值及微观工业品产量数据验证，企业资本开支确在近两年明显走强；除社零外，消费相关行业的工业增加值、个税、假期消费等也都表明，居民消费正在复苏。

➤ 多维数据印证企业资本开支走强

针对宏观数据和微观体感在企业资本支出方面不一致的疑虑，我们用1541家2016年前上市的制造业企业的数据和统计局的固定资产投资数据进行了交叉验证。结果显示，统计局公布的固定资产投资数据具有较好的代表性，企业资本开支的确在近两年明显走强。与此对应，在供给端，与企业资本开支最为相关的装备制造业的工业增加值也表现强劲（2023年同比：6.8%）。微观层面，一些工业品产量数据也印证资本开支可能确实有所走强。

➤ 资本开支会推动居民收入和消费修复

新周期启动的另一个重要依据是大规模的资本支出会推动产出和收入的上升，并推动消费在一次性“消费降级”之后逐步修复。这也是中国和90年代日本非常大的区别。尽管伴随着房价下跌，居民资产负债表受损，中日都会经历一次“消费降级”。但是资本开支能够推动中国的产出和收入回升，并带动消费的增长。而日本因大范围“僵尸企业”的存在，实体经济回报下行，国内资本支出持续疲软，日本居民收入与消费自然也就长期低迷。

➤ 多指标表明居民收入与消费已出现复苏

从统计局数据观察，一季度我国城镇居民人均可支配收入有所回升（较2019年同期复合增长4.0%，前值3.7%），城镇居民消费支出也自2023年以来持续回升，社零数据也自2023年下半年以来呈现持续修复的走势。供给端，与社零趋势类似，2023年下半年以来，消费相关行业的工业增加值持续回升，并在今年初达到历史新高。税收数据也显示，今年一季度，剔除减税影响后的个税规模达到了历史同期的新高。此外，今年“五一”假期，全国国内旅游收入较2019年同期增长13.5%，较今年清明、春节假期进一步上行。

风险提示：经济、政策与预期不一致，外需和地缘政治发生不利变化

相关报告

- 1、《进出口回升有望持续：——对4月外贸数据的思考与未来展望》2024.05.10
- 2、《PMI数据显示中国经济继续平稳复苏：——对4月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.05.05

正文目录

1. 多维数据印证企业资本开支走强	4
1.1 需求端的证据：上市公司数据的证据	4
1.2 供给端的证据：工业增加值的证据	6
1.3 微观层面：工业品产量的证据	10
2. 资本开支带动居民收入改善和消费复苏	12
2.1 人均可支配收入与社零改善	12
2.2 消费相关行业的工业增加值达历史新高	13
2.3 消费税负增不代表消费走弱	14
2.4 个税数据显示居民收入确有回升	15
2.5 居民旅游消费持续修复	16
3. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 制造业和服务业资本支出 (季调)	4
图表 2: 固定资产投资规模与上市公司资本开支规模 (定基指数)	5
图表 3: 固定资产投资增速与上市公司资本开支环比 (季调)	5
图表 4: 通用、专业装备制造业增加值 (季调)	6
图表 5: 通用、专用设备制造业的细分行业	7
图表 6: 房地产开发投资 (季调)	7
图表 7: 新房销售面积 (季调)	7
图表 8: 地产相关行业增加值 (季调)	8
图表 9: 装备制造业增加值 (季调)	9
图表 10: 装备制造业增加值与总工业增加值 (季调, 定基指数)	9
图表 11: 地产相关行业增加值与总工业增加值 (季调, 定基指数)	9
图表 12: 机电产品出口金额 (季调)	10
图表 13: 装备制造业增加值 (季调)	10
图表 14: 汽车产量	11
图表 15: 城镇居民人均可支配收入增速	12
图表 16: 城镇居民人均消费支出增速	12
图表 17: 社会消费品零售规模 (季调)	13
图表 18: 消费相关行业的工业增加值 vs 社零 (季调)	13
图表 19: 消费相关行业的工业增加值同比 vs 社零同比	14
图表 20: 国内消费税累计同比	14
图表 21: 不被征收消费税的社零部分 (季调)	15
图表 22: 个人所得税规模	16
图表 23: 历年 1-3 月个人所得税	16
图表 24: 国内旅游收入与出游人次较 2019 年增速	17

引言：关于新周期的争论

在地产高频数据仍偏弱的情况下，经济持续复苏，这可能验证了我们的看法，经济增长的新动能或正在显现（《是时候强烈看多中国经济了——中国经济如何走向复苏（二）》）。

就我们看来，企业资本支出扩张、工业企业利润增长、收入增长和消费回升可能正在一定程度上形成正向循环，以资本支出为核心的正循环可能已经可以对冲地产的下行，并推动中国经济逐步进入新的复苏周期（《中国经济的新周期和新特征——2024年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）。

这也意味着，2023年4季度以来的二次探底或已经结束，如我们此前预期，经济在1季度重新回到复苏的轨道，并将在以资本支出为核心的新动能的支持下持续复苏（《经济如期重回复苏轨道——2024年一季度及3月经济数据点评》）。

但是，市场对此持有一些怀疑的看法。例如：

- 在各方面不确定性较大的情况下，为什么企业的资本支出会上升？微观的体感和宏观数据似乎并不一致。比如，尽管官方数据显示制造业投资表现较为强劲，但通用、专用设备制造业的工业增加值似乎没有出现明显的上行。
- 过去两年一些新能源行业的资本支出确实偏强，但是也存在产能过剩的风险，是不是未来资本支出持续支撑经济的可持续性有限？
- 此外，除了官方公布的宏观数据，一些投资者也希望能提供更多微观和中观层面的数据支持新周期可能启动的证据。例如，除了社零和居民消费支出的数据，还有什么数据可以证明居民消费真的有增长？

在上一篇报告中，我们首先讨论了企业资本支出与产能过剩相关的问题（《资本开支有望开启中国经济新周期——新周期存在有哪些证据？（一）》）。本篇报告我们将进一步讨论经济新周期的中微观证据，包括资本支出走强和消费的复苏。

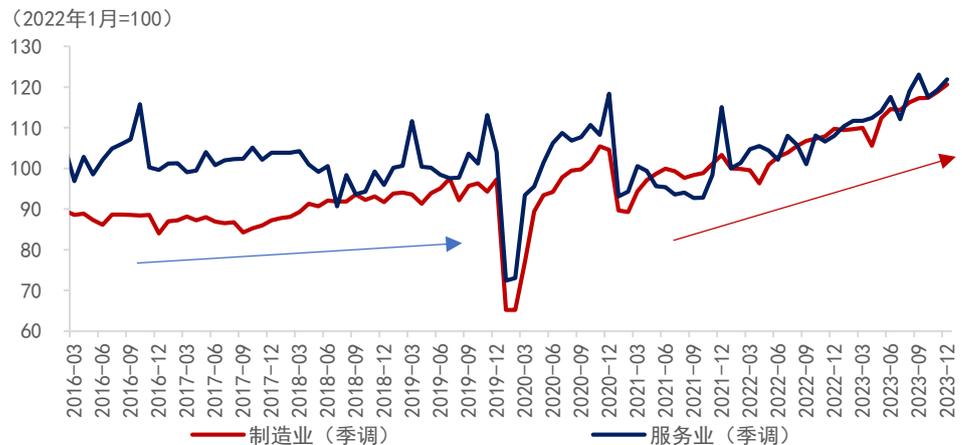
1. 多维数据印证企业资本开支走强

市场普遍质疑企业资本支出近两年显著走强，认为这与微观体感差异过大。通过与上市制造业企业的数据对比，我们认为，统计局公布的固定资产投资数据具有较好的代表性，企业资本开支的确在近两年明显走强。与此对应，在供给端，与企业资本开支最为相关的装备制造业的工业增加值也表现强劲。此外，微观层面的一些工业品产量数据也印证，资本开支可能确实有所走强。

1.1 需求端的证据：上市公司数据的证据

从固定资产投资的指标直接观察，近两年来，制造业与服务业的固定资产投资在剔除季节性因素后都出现了明显的回升——这也是我们认为中国经济在地产以外领域扩大再生产，出现新周期的核心依据。

图1：制造业和服务业资本支出（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所；资本开支数据经PPI做不变价调整。

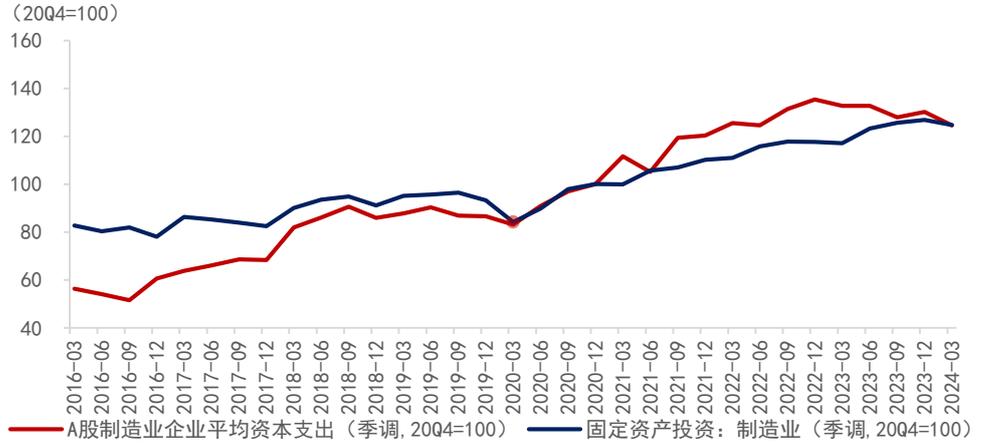
针对宏观数据和微观体感在企业资本支出方面不一致的疑虑，我们用上市制造业企业的数据和统计局的固定资产投资数据进行了交叉验证。结果显示，制造业上市公司的资本开支和固定资产投资统计的制造业投资数据高度相关。这意味着固定资产投资统计的数据整体是比较可靠的，而微观体感可能存在认知的偏差。

具体而言，我们用1541家制造业上市公司的资本开支数据进行了对比验证。为了数据的可比性，我们选取了所有在2016年前上市的A股制造业企业，并剔除了其中数据不全的企业，得到了1541家企业的样本。

从经过季节性调整后和定基化处理的数据来看，A股制造业上市公司的资产开支

与统计局的制造业固定资产投资规模的变动在方向上高度趋同。

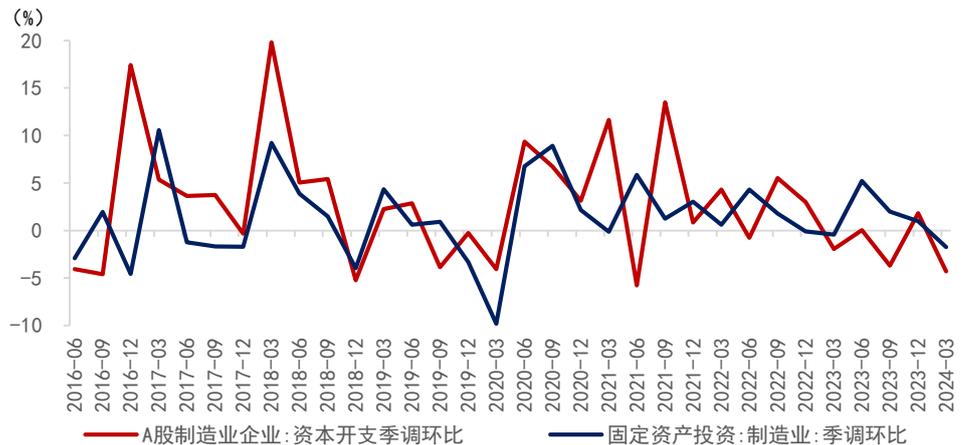
图表2：固定资产投资规模与上市公司资本开支规模（定基指数）



资料来源：Wind，国联证券研究所

进一步做环比增速的比较，我们发现 A 股制造业上市企业的资本支出增速与统计局的制造业固定资产投资的增速相关性也较高。

图表3：固定资产投资增速与上市公司资本开支环比（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

这意味着，制造业固定资产投资口径的数据应该还是比较可靠的，可以代表中国制造业部门资本支出的状况。中国的企业资本开支近两三年以来确实出现了明显的走强。

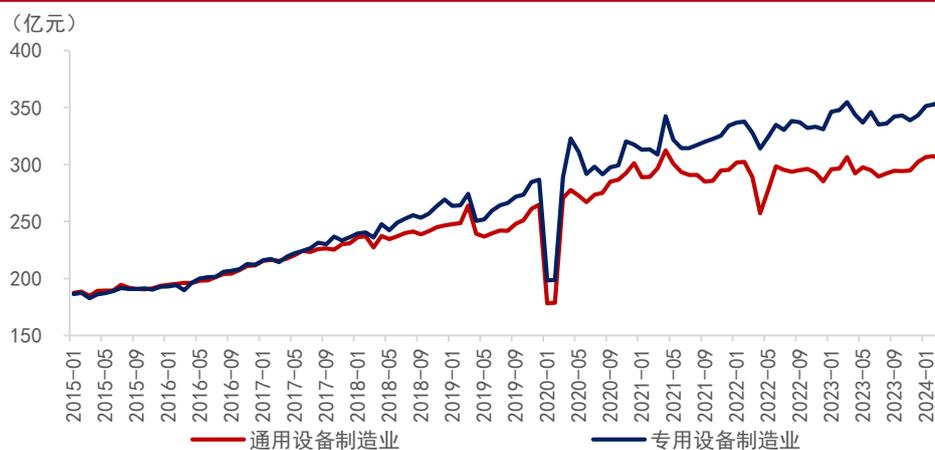
1.2 供给端的证据：工业增加值的证据

供给端工业增加值的有关证据也可以证明企业资本支出可能确实在最近一两年走强。

1.2.1 设备制造业工增为何表现不强？

市场的另一个疑惑是，在企业资本开支表现强劲的情况下，为何通用设备和专用设备制造业的工业增加值没有出现明显的加速上行？

图表4：通用、专业装备制造业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

我们认为，这可能主要与通用设备制造业、专业设备制造业中都包含了一些与地产相关的行业有关。比如，通用设备制造业下包含了起重设备制造业、专用设备制造业下有建筑材料生产专用机械制造业等。

地产投资需求的低迷可能因此拖累了设备制造业的工业增加值增速。

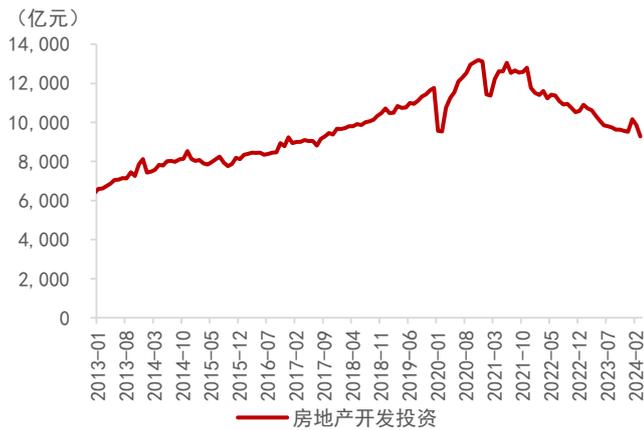
图表5: 通用、专用设备制造业的细分行业

通用设备制造	专用设备制造
锅炉及辅助设备制造	矿山机械制造
内燃机及配件制造	建筑材料生产专用机械制造
其他原动设备制造	冶金专用设备制造
金属切削机床制造	炼油、化工生产专用设备制造
金属成形机床制造	塑料加工专用设备制造
铸造机械制造	其他非金属加工专用设备制造
金属切割及焊接设备制造	食品、酒、饮料及茶生产专用设备制造
机床功能部件及附件制造	农副食品加工专用设备制造
其他金属加工机械制造	印刷专用设备制造
轻小型起重设备制造	制药专用设备制造
生产专用起重机械制造	纺织专用设备制造
连续搬运设备制造	机械化农业及园艺机具制造
泵及真空设备制造	交通安全、管制及类似专用设备制造
气体压缩机械制造	水资源专用机械制造
阀门和旋塞制造	其他专用设备制造
液压动力机械及元件制造	喷枪及类似器具制造
液力动力机械及元件制造	包装专用设备制造
气压动力机械及元件制造	复印和胶印设备制造
其他传动部件制造	工业机器人制造
烘炉、熔炉及电炉制造	特殊作业机器人制造
气体、液体分离及纯净设备制造	增材制造装备制造
制冷、空调设备制造	其他未列明通用设备制造业

资料来源: 中国政府网, 国联证券研究所

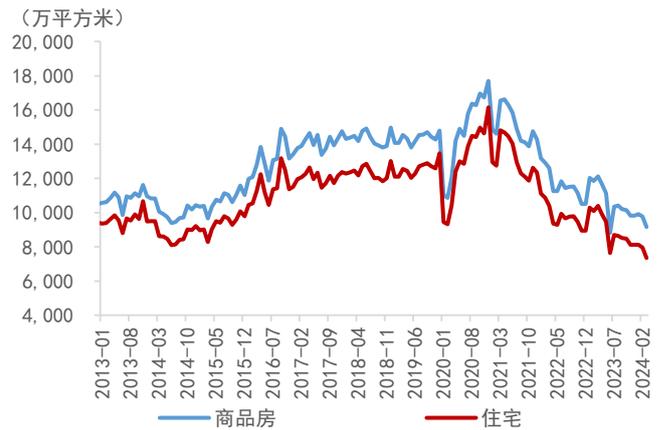
实际上, 我们发现, 那些我们认为由地产主导¹行业的工业行业的增加值, 虽然过去几年几乎没有增长, 但是也没有像地产投资和新房销售那样持续下行。

图表6: 房地产开发投资 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 新房销售面积 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

¹ 与地产投资较为相关的主要有 5 个行业, 包括家具制造业、非金属矿采选业、非金属矿物制品业、黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延工业。

图表8：地产相关行业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

这提示我们，由于统计口径、行业分类等方面的差异，固定资产投资的数据与相关行业的工业增加值或并不一一对应。

所以，尽管地产投资与销售大幅走弱，但由于地产主导的工业行业还服务于其他行业，比如基建也需要水泥与钢铁，于是这些行业的工业增加值表现出了更强的韧性。同时，通用和专用设备制造业的工业增加值也不像制造业投资那么强劲。

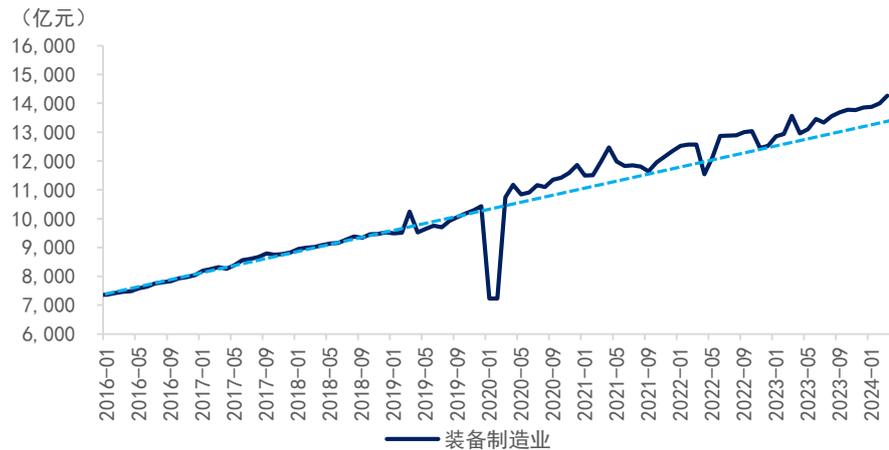
1.2.2 装备制造业增加值加速上行

然而，如果我们去看整体的装备制造业，其增加值的走势似乎仍可以说明近两年企业资本支出确实走强。

顾名思义，与企业资本开支最为相关的应该是装备制造业。装备制造业包括了金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业。和通用与专用设备制造相比，装备制造业中其他的行业可能受到地产需求影响更小一些。

我们发现，在房地产走过长周期拐点之后，装备制造业的工业增加值与历史趋势大体相当，甚至略有走强。

图表9：装备制造业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

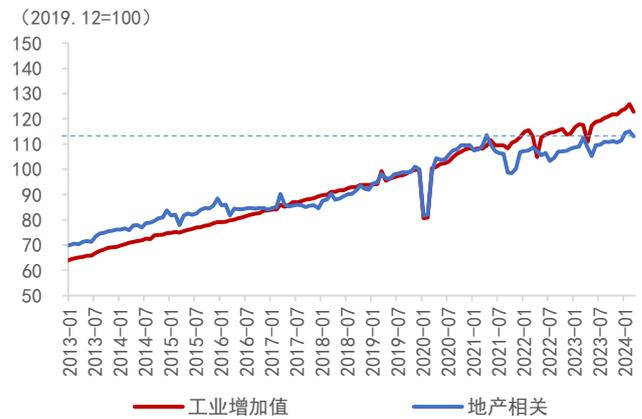
考虑到装备制造业中的下游需求中，地产明显走弱，但整体的装备制造业增加值增长仍较疫情前有所加速，或者至少大体相当，我们倾向于认为，是对装备制造业产出的其他需求——主要是资本开支，对装备制造业增加值的增长构成了有力支撑。

图表10：装备制造业增加值与总工业增加值（季调，定基指数）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：地产相关行业增加值与总工业增加值（季调，定基指数）



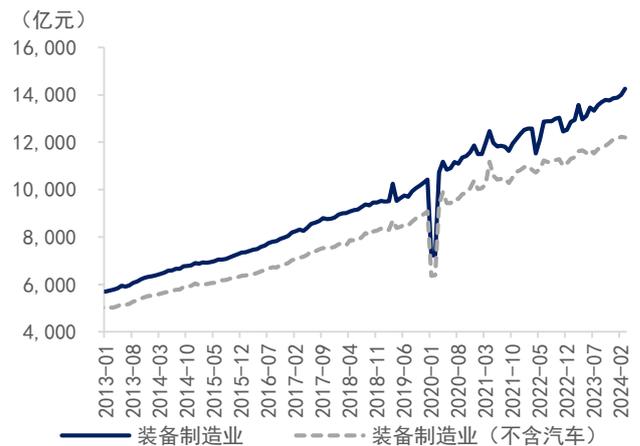
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2.3 出口不能完全解释装备制造业增长

也有市场观点质疑，装备制造业增加值的上行是否主要由出口拉动。

但从与装备制造业较为对应的机电产品出口来看，机电产品的出口在 2020 年-2021 年大幅上行后，此后基本保持在同一个中枢水平附近上下波动。这意味着，2021 年以后，机电出口对装备制造业增加值的拉动可能比较有限。

图表12: 机电产品出口金额 (季调)

图表13: 装备制造业增加值 (季调)


综合来看,在出口拉动有限、地产构成拖累的情况下,装备制造业增加值保持增长甚至增速稍有较快,可能间接的说明了制造业与服务业投资(也就是企业的资本开支)拉动了装备制造业增加值的增长。

如果在装备制造业中剔除掉消费者主导的汽车,这一结论也没有改变。

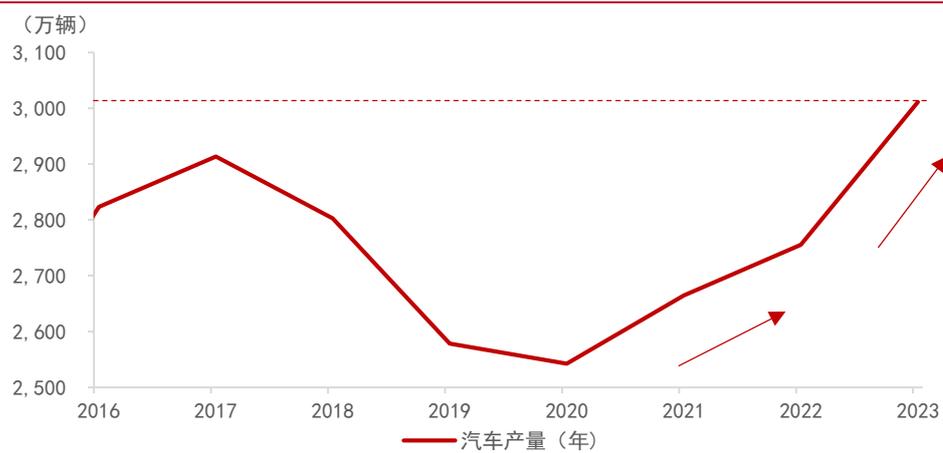
1.3 微观层面: 工业品产量的证据

我们认为企业资本支出走强的另一个证据在于产能大幅投放,一些工业品产量大幅上升,特别是在一些企业资本支出比较强的行业。

比如,汽车产量在2023年加速上行,并达到历史新高。2023年,汽车产量同比增长9.3%,对比2021年、2022年的同比增速(分别为4.8%、3.4%)有明显上行。

就绝对量而言,2023年汽车年产量达到3011万辆,达到历史新高,且明显高于此前的历史高点。

图表14: 汽车产量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 资本开支带动居民收入改善和消费复苏

新周期启动的另一个重要依据是大规模的资本支出会推动产出和收入的上升，并推动消费在一次性消费降级之后逐步修复。

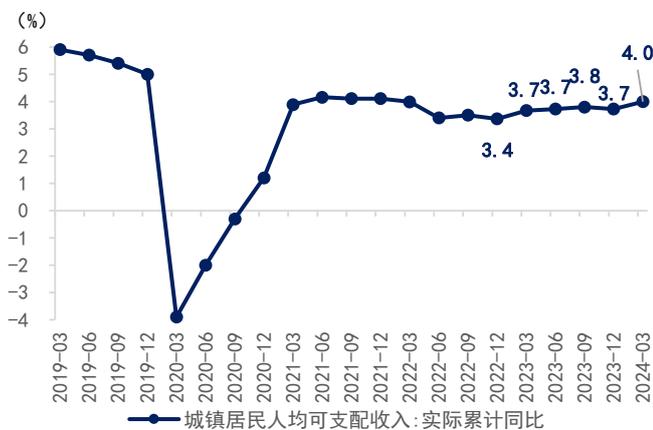
这也是中国和 90 年代日本非常大的区别。尽管伴随着房价下跌，居民资产负债表受损，中日都会经历一次“消费降级”。但是在资本开支的推动下，中国的产出和收入能够回升，并带动消费的增长。然而，日本因为大范围“僵尸企业”的存在，实体经济的回报大幅下行。在日本国内投资没有回报的情况下，日本企业选择出海投资，日本国内资本支出低迷。由于没有扩大再生产的过程，日本居民收入自然也不会出现增长，居民消费自然也就长期低迷。

2.1 人均可支配收入与社零改善

从统计局数据观察，一季度我国城镇居民人均可支配收入有所回升。从以 2019 年为基期的复合增速来看，一季度城镇居民的人均可支配收入同比增长 4.0%，较此前水平有明显回升。这意味着，剔除价格因素的影响后，居民收入可能已经有所改善。

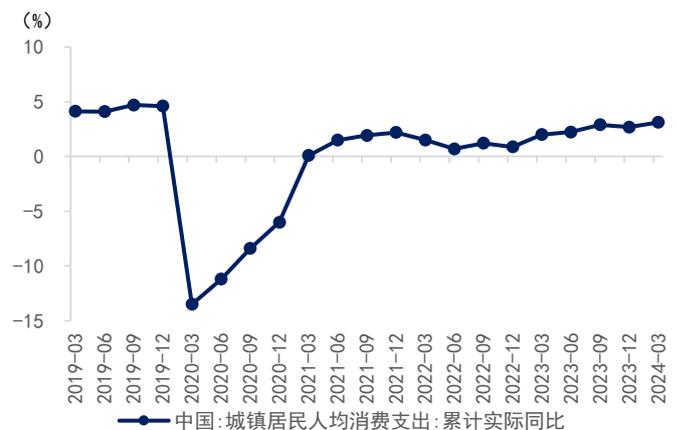
城镇居民的人均消费支出的增速也出现持续的回升。从以 2019 年为基期的复合增速来看，居民消费支出自 2023 年以来持续回升，并在今年一季度达到了 2020 年以来的新高。

图表15: 城镇居民人均可支配收入增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 2021 年以后的增速均为以 2019 年为基期的复合同比增速。

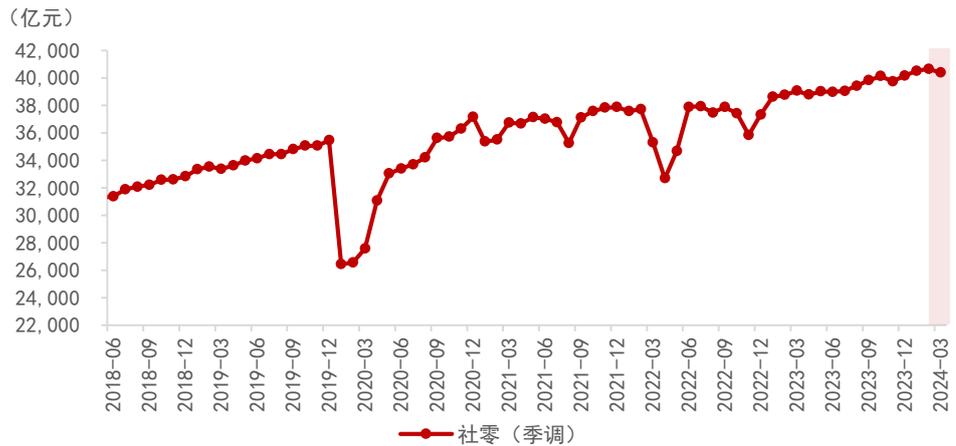
图表16: 城镇居民人均消费支出增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 2021 年以后的增速均为以 2019 年为基期的复合同比增速。

与此同时，社会消费品零售的数据也显示，居民消费自 2023 年上半年一度增长停滞之后（消费降级），从 2023 年下半年以后呈现持续修复的走势。

图表17：社会消费品零售规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 消费相关行业的工业增加值达历史新高

如果说单纯宏观的指标还不足够令人信服，那么分行业的工业增加值从供给端也可以在一定程度证明消费仍然在持续增长。

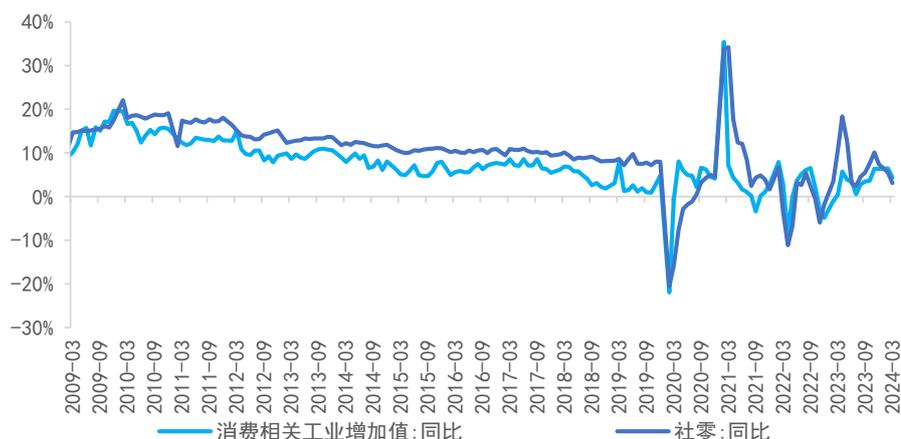
我们把和消费相关的工业行业（包括食品制造业、酒饮制造业等在内的 11 个行业）合并在一起计算其工业增加值。我们发现其增长和社零的趋势类似。而且，2023 年下半年以来，消费相关的工业增加持续回升，并在今年初达到历史新高。

图表18：消费相关行业的工业增加值 vs 社零（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表19: 消费相关行业的工业增加值同比 vs 社零同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 消费税负增不代表消费走弱

有市场观点疑惑, 为何 2023 年居民消费保持同比负增长 (-3.5%), 与社零、人均消费支出表现背离。

图表20: 国内消费税累计同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

实际上, 这主要是因为我国消费税征收的商品非常有限。我国的消费税²主要对三类特殊的商品进行征收:

²

https://www.mof.gov.cn/zhuantihuigu/zhongguocaizhengjibenqingkuang/gerensuodeshui/200908/t20090825_198372.htm

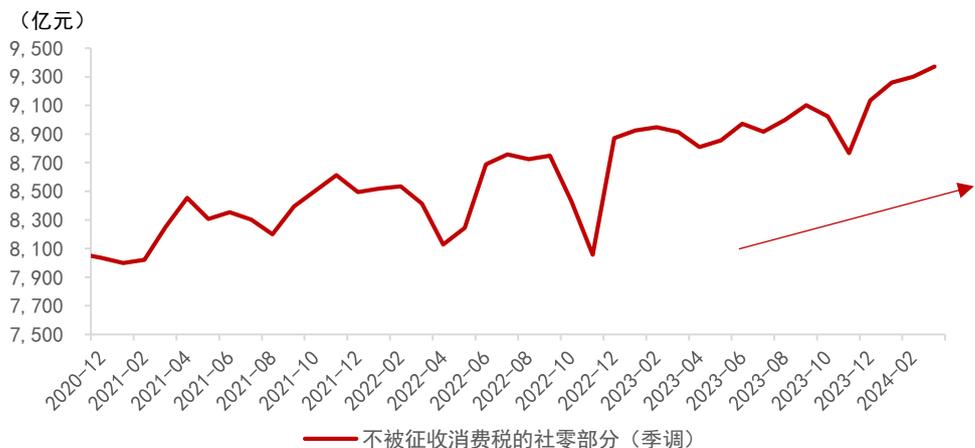
- 过度消耗资源和危害生态环境的商品，比如鞭炮焰火、成品油、摩托车、小汽车、木制一次性筷子、电池、涂料、实木地板；
- 过度消费不利于人类健康的商品，比如烟、酒；
- 只有少数富人才能消费得起的商品，比如高档化妆品、贵重首饰及珠宝玉石、高尔夫球及球具、高档手表、游艇等。

因此，消费税的表现并不能很好地代表居民消费的情况，只能说明被征税的这部分消费有所下降。

实际上，不被征收消费税的这部分消费在 2023 年出现了明显的改善。从限额以上的社零分项观察，我们发现，不被征收消费税的这部分社零在 2023 年同比增长 5.2%（前值 2.2%），增速较上年明显回升。

季节性调整后，不被征消费税的社零规模自 2023 年下半年以来，呈现持续修复的态势，并在今年 3 月创历史新高。

图表21：不被征收消费税的社零部分（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：不被征收消费税的社零部分指，除烟酒、化妆品、金银珠宝、石油及其制品、汽车、建筑装饰材料外的限额以上社零分项之和。

2.4 个税数据显示居民收入确有回升

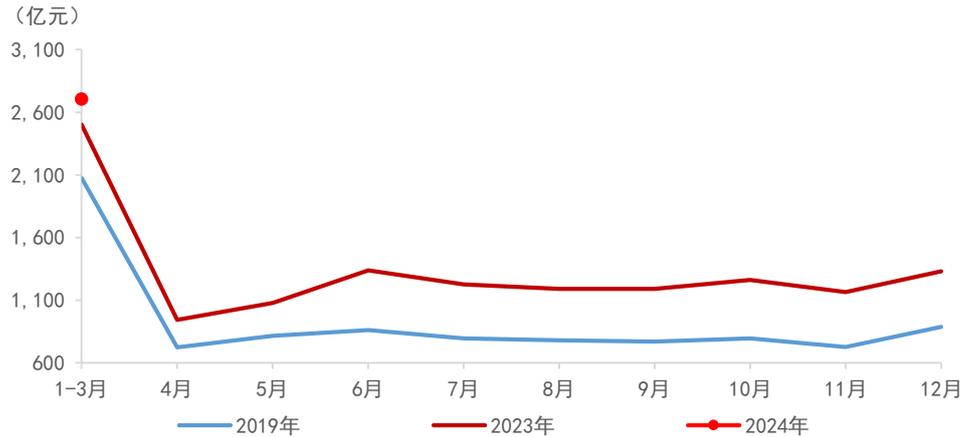
也有市场观点疑虑，2023 年个人所得税整体负增长，同比下降 1%，是否意味着居民收入的下降。

我们认为，这可能主要是受到新的减税政策的影响。2023 年 8 月，我国宣布提高 3 岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人个人所得税专项附加扣除标准，并自 2023 年 9 月起，信息系统将自动按照提高后的专项附加扣除标准计算应缴纳的个人所得税。而据税务局年底统计，2023 年提高个税专项附加扣除标准政策新增减税

391.8 亿元，下拉 2023 年个税同比增速 2.6 个百分点。

因此，在不出台个税减免的政策的情况下，2023 年的个人所得税实际能有 1.6% 的增长。也可以看到，2023 年下半年以来，剔除减税影响后的个税规模相较 2019 年同期的增幅明显扩大。

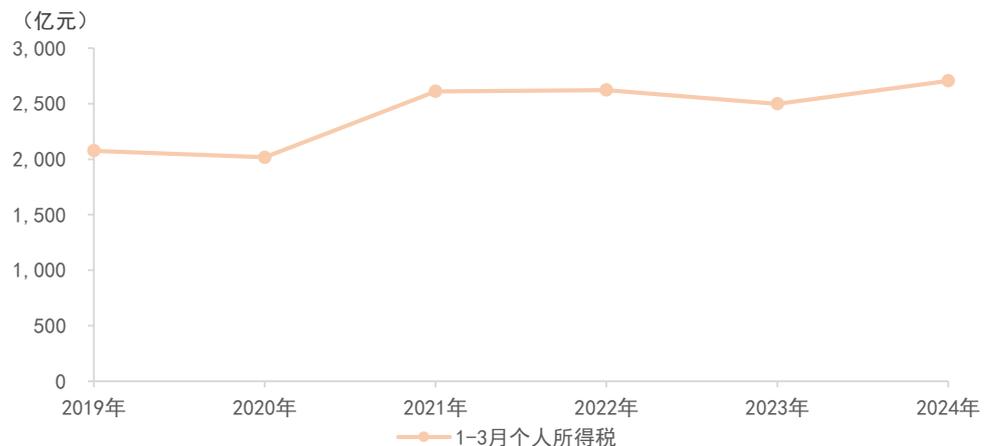
图表22：个人所得税规模



资料来源：Wind、税务总局，国联证券研究所；注：考虑数据的可比性，2023 年 9 月-2024 年 3 月的数据中，补充了由于提高个税专项附加扣除标准政策而新增的减税规模。

另外，调整后的个税数据还显示，今年 1-3 月的个税规模更是达到了历史新高。

图表23：历年 1-3 月个人所得税



资料来源：Wind、税务总局，国联证券研究所；注：考虑数据的可比性，2023 年 9 月-2024 年 3 月的数据中，补充了由于提高个税专项附加扣除标准政策而新增的减税规模。

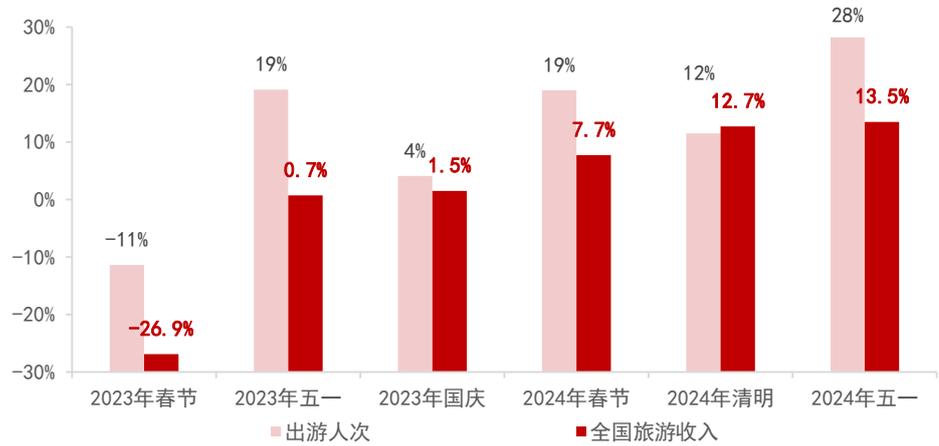
2.5 居民旅游消费持续修复

同时，假期国内旅游收入也显示，居民旅游消费正在持续修复。据文旅部统计，

今年“五一”假期，全国国内旅游收入较 2019 年同期增长 13.5%，较今年清明、春节假期进一步上行。

这也提供了消费可能在持续增长的证据。

图表24：国内旅游收入与出游人次较 2019 年增速



资料来源：中国政府网，新华网，国联证券研究所

3. 风险提示

经济、政策与预期不一致，外需和地缘政治发生不利变化

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：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼