



2024年4月工业企业利润点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）
zhangyunjie@gjzq.com.cn

库存周期“启动”

事件：

5月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-4月，工业企业利润累计同比4.3%、前值4.3%，当月同比4%、前值-3.5%；营业收入累计同比2.6%、前值2.3%。

核心观点：“复苏”信号引领下，工业库存连续回补

4月外需持续改善背景下，制造业营收、利润增速稳步回升。4月，外需景气持续改善下，工业企业营收显著修复，当月同比较上月回升4.7个百分点。分行业看，化学纤维、汽车、金属制品等出口交货值回升较多的行业，营收边际涨幅也更高。5月，CCFI指数、港口货物吞吐量等映射出口景气变化的高频指标涨幅进一步扩大。

国内“设备更新”、房地产相关政策初见成效，对于终端需求的支持效果已开始显现。年初以来设备工器具投资增速大幅抬升，工业机器人、集成电路等“智能、数字化转型”相关设备产量明显增长，指向设备更新需求已有所释放。前期地产融资“白名单”等支持政策也有一定见效，4月地产新开工、施工面积累计同比有所回升。

伴随需求“复苏”，近期工业品价格显著上扬，部分上游行业利润增速显著回升。在内、外需升温的共同作用下，2月以来南华工业品价格指数持续上涨。拆分结构看，南华有色金属指数大幅跃升，拉动有色金属采选业利润同比增速明显回升、加工业营收增速维持高位。南华能化指数也有明显上涨；相应地，化学原料业利润增速有较大改善。

重申观点：“复苏”信号引领下，工业库存连续回补。经验上，价格领先于需求变化，需求驱动企业库存行为。近期工业品价格涨幅扩大，企业库存相应回补，4月实际库存增速回升至3.1%。往后看，5月出口改善或将延续；国内稳地产政策“三箭齐发”，内需修复斜率或持续向上。需求带动下，工业库存或存在进一步回补动能。

常规跟踪：工企营收、利润增速反弹，库销比明显回落

利润：工企利润增速回正，利润率改善幅度较大。4月，工业企业利润增长转正，当月同比4%、较3月增加7.5个百分点；累计同比4.3%、持平上月。分解来看，营业利润率边际回升幅度较大，当月同比较3月回升6.2个百分点至3%。生产、价格也有贡献，工业增加值、PPI同比分别录得6.7%、-2.5%、较3月回升2.2、0.3个百分点。

受价格高增与工业生产“季节性”修复等因素影响，上中游行业利润大幅改善。4月，边际改善幅度较大的行业包括有色采选、化学原料、橡胶和塑料等。其中，有色采选、化学原料等行业利润显著修复与工业品价格抬升有关。结构上，采矿和上游加工冶炼、中游装备制造业占比边际上升。分所有制看，不同类型企业利润增长全面回升。

营收：工企营收边际回升，下游皮革制鞋等行业营收改善幅度最大。4月，当月同比3.6%、较3月回升4.7个百分点。分行业看，下游皮革制鞋、文教文体娱乐业营收改善幅度最大；加工冶炼业中，化学纤维、化学原料、有色加工等营收涨幅居前。分所有制看，不同类型企业营收增速有不同程度增加。

库存：库存增速延续回升，终端需求呈现明显改善。4月，工企实际库存继续“回补”，同比较3月增加0.3个百分点至5.6%；名义库存在价格支撑下回升幅度更大，同比较3月增加0.6个百分点至3.1%。边际上看，库销比季节性回升幅度低于历史同期平均涨幅，反映出销售的季节性增长速度更快；产成品周转天数延续下降，较3月减少0.3天。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1、核心观点：“复苏”信号引领下，工业库存连续回补..... | 4 |
| 2、常规跟踪：工企营收、利润增速反弹，库销比明显回落..... | 7 |
| 风险提示..... | 11 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1： 4 月出口增速显著上行..... | 4 |
| 图表 2： 5 月以来 CCFI 综合指数进一步抬升..... | 4 |
| 图表 3： 5 月以来，港口货物吞吐量同比维持高位..... | 4 |
| 图表 4： 5 月以来，港口集装箱吞吐量显著高于去年同期..... | 4 |
| 图表 5： 年初以来设备工器具投资增速明显上升..... | 5 |
| 图表 6： 年初以来采矿业投资增速大幅扩张..... | 5 |
| 图表 7： “设备更新”相关工业品产量高增..... | 5 |
| 图表 8： 4 月，房地产新开工、施工面积增速改善..... | 5 |
| 图表 9： 4 月，南华有色价格指数大幅跃升..... | 6 |
| 图表 10： 4 月，有色金属采选业利润增速回弹..... | 6 |
| 图表 11： 4 月，南华能化指数也有明显增长..... | 6 |
| 图表 12： 4 月，化学原料业利润增速也有较大改善..... | 6 |
| 图表 13： 化学纤维、金属制品、计算机通信业延续补库..... | 7 |
| 图表 14： 近期需求回暖，带动库存回补..... | 7 |
| 图表 15： 4 月，工业企业利润同比大幅回升..... | 7 |
| 图表 16： 4 月，利润率边际大幅提升..... | 7 |
| 图表 17： 4 月，营业利润率有所上涨..... | 8 |
| 图表 18： 4 月，工业企业费用有所回落..... | 8 |
| 图表 19： 4 月，上游行业利润改善幅度较大..... | 8 |
| 图表 20： 4 月，中上游制造行业利润占比提升..... | 8 |
| 图表 21： 4 月，有色金属价格大幅抬升..... | 9 |
| 图表 22： 4 月，纯碱、苯乙烯等价格明显上涨..... | 9 |
| 图表 23： 4 月，营业收入同比明显回升..... | 9 |
| 图表 24： 4 月，皮革制鞋、文教工体娱乐业营收涨幅较大..... | 9 |
| 图表 25： 4 月，不同所有制企业利润同比均有回升..... | 10 |
| 图表 26： 4 月，不同所有制企业营收增速回正..... | 10 |



| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 27: 4 月, 名义库存、实际库存延续回升..... | 10 |
| 图表 28: 4 月, PPI 支撑下, 名义库存回涨幅度较大..... | 10 |
| 图表 29: 4 月, 库销比季节性回升..... | 10 |
| 图表 30: 4 月, 产成品周转天数边际回落..... | 10 |

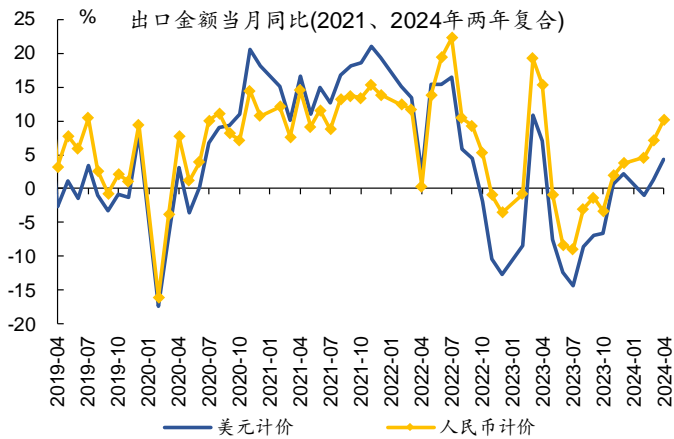


2024年5月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-4月，工业企业利润累计同比4.3%、前值4.3%；营业收入累计同比2.6%、前值2.3%。

1、核心观点：“复苏”信号引领下，工业库存连续回补

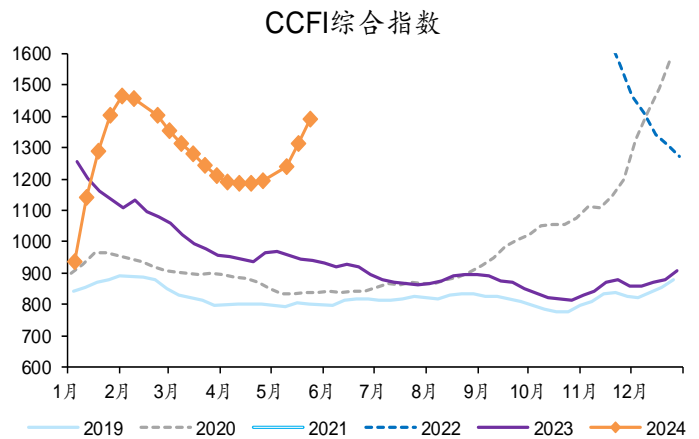
4月外需持续改善背景下，制造业营收、利润增速稳步回升。4月，外需景气持续改善，出口金额当月同比较上月大幅回升9个百分点至1.5%；出口带动下，工企营收显著修复，当月同比较上月回升4.7个百分点至4.7%。分行业看，化学纤维、汽车、金属制品等出口交货值回升较多的行业，营收边际涨幅也更高。5月，映射出口景气变化的高频指标涨幅进一步扩大，包括CCFI综合指数显著抬升，港口货物、集装箱吞吐量保持高位等。

图表1：4月出口增速显著上行



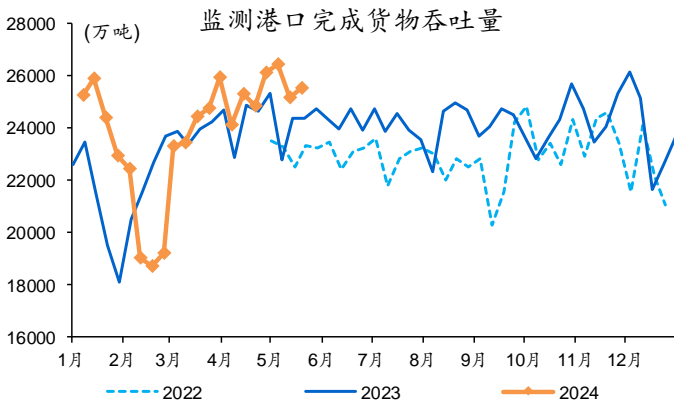
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：5月以来 CCFI 综合指数进一步抬升



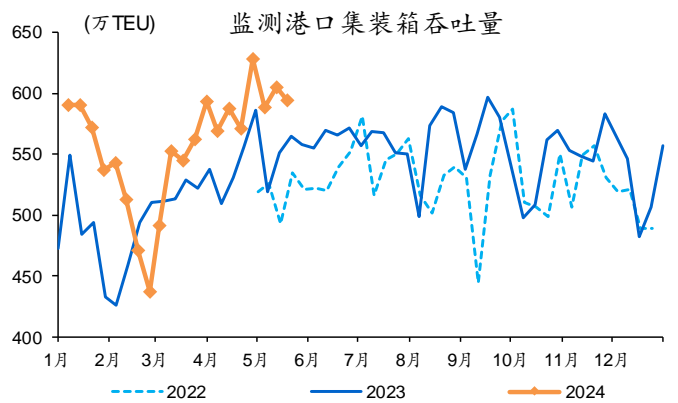
来源：iFind、国金证券研究所

图表3：5月以来，港口货物吞吐量同比维持高位



来源：iFind、国金证券研究所

图表4：5月以来，港口集装箱吞吐量显著高于去年同期

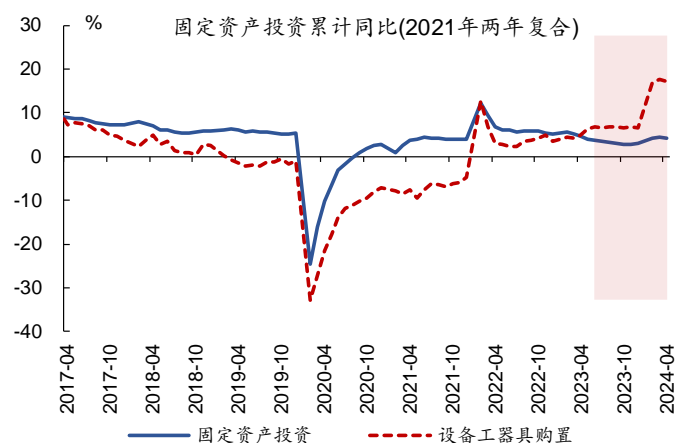


来源：iFind、国金证券研究所

国内“设备更新”、房地产相关政策初见成效，对于终端需求的支持效果已开始显现。年初以来设备工器具投资增速大幅抬升，传统行业作为本轮政策重点支持的领域之一，其投资需求扩张更加显著；4月采矿业投资增速扩张至21.3%，较去年末大幅提升19.2个百分点。此外，工业机器人、集成电路等“智能、数字化转型”相关设备产量明显增长，指向设备更新需求已有所释放。前期地产融资“白名单”等支持政策也有一定见效，4月地产新开工、施工面积累计同比分别较上月回升3.2、0.3个百分点至-24.6%、-10.8%。

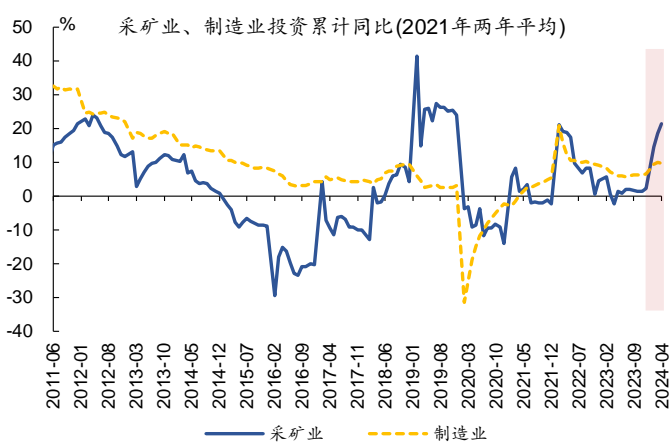


图表5: 年初以来设备工器具投资增速明显上升



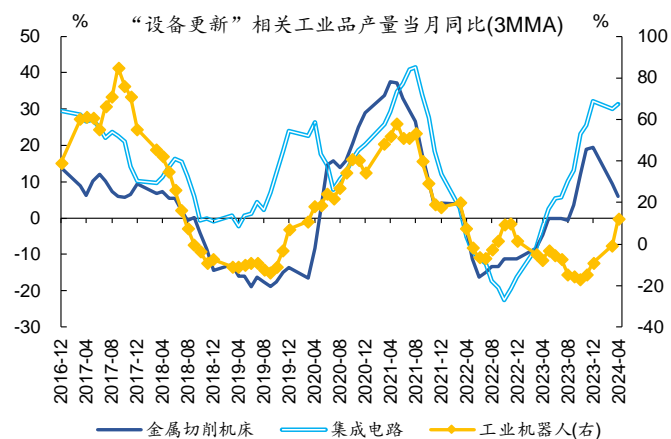
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 年初以来采矿业投资增速大幅扩张



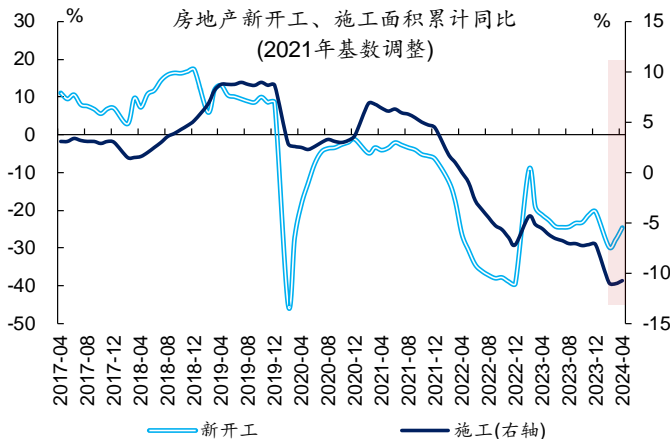
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: “设备更新”相关工业品产量高增



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 4月, 房地产新开工、施工面积增速改善

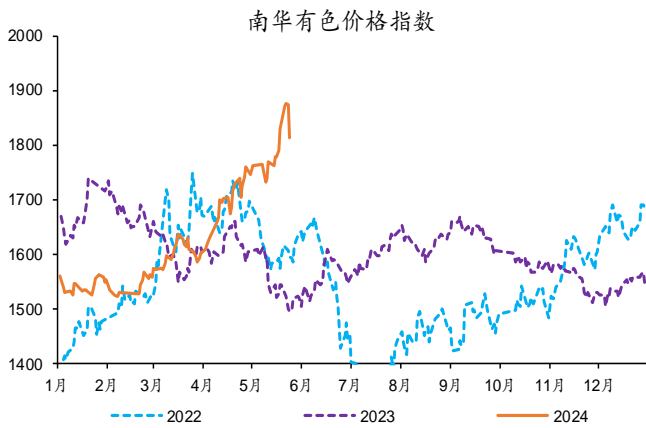


来源: Wind、国金证券研究所

伴随需求“复苏”，近期工业品价格显著上扬，部分上游行业利润增速显著回升。在内、外需升温的共同作用下，今年2月以来南华工业品价格指数持续上涨。拆分结构看，南华有色金属指数大幅跃升、4月同比增加5%，拉动有色金属采选业利润同比增速明显回升、有色金属加工业营收增速维持高位。南华能化指数也有明显上涨；相应地，化学原料业利润增速有较大改善，同比增加8.4%、较上月回升11.9个百分点。

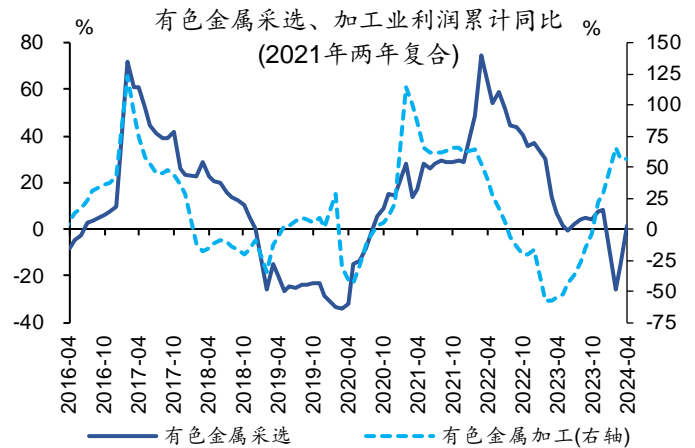


图表9: 4月, 南华有色价格指数大幅跃升



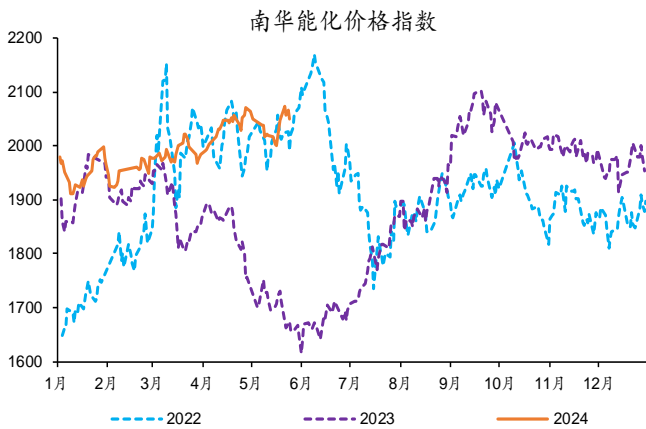
来源: iFind、国金证券研究所

图表10: 4月, 有色金属采选业利润增速回弹



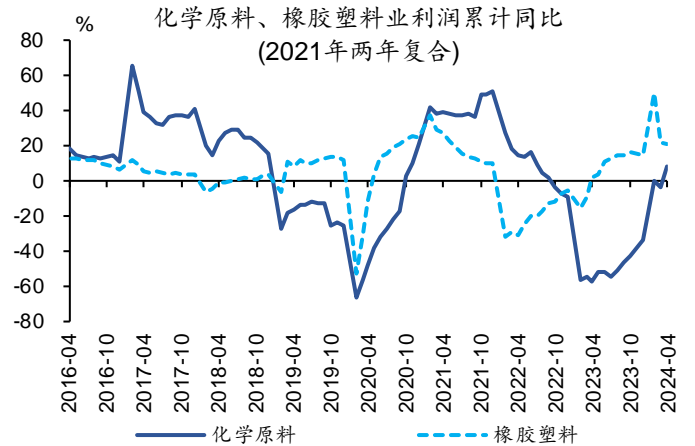
来源: iFind、国金证券研究所

图表11: 4月, 南华能化指数也有明显增长



来源: iFind、国金证券研究所

图表12: 4月, 化学原料业利润增速也有较大改善



来源: iFind、国金证券研究所

重申观点: “复苏”信号引领下, 工业库存连续回补。经验上, 价格领先于需求变化, 需求驱动企业库存行为; 指标层面的领先、滞后关系表现为: PPI 同比→工企营收同比→工企库存同比。4月以来工业品价格指数持续增长, 实际库存增速相应回升, 同比较3月增加0.3个百分点至3.1%。往后看, 5月出口改善或将延续; 国内稳地产政策“三箭齐发”、财政发债节奏逐步提升, 内需修复斜率或持续向上。需求带动下, 工业库存或存在进一步回补动能 (参见报告《库存周期“重启”, 关注哪些亮点?》)。

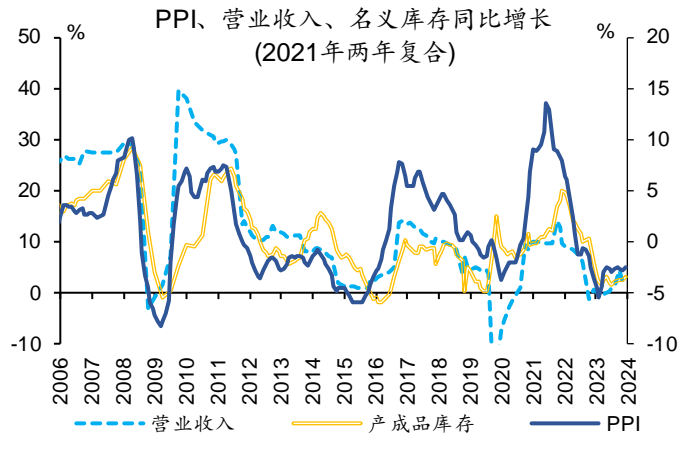


图表13: 化学纤维、金属制品、计算机通信业延续补库

| 分类 | 行业 | 名义库存同比(%) | | | | 实际库存同比(%) | | | |
|--------|----------------------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|
| | | 2023-12 | 2024-02 | 2024-03 | 3月所处历史分位数 | 2023-12 | 2024-02 | 2024-03 | 3月所处历史分位数 |
| 上游原材料 | 煤炭开采和洗选 | 16.6 | -6.90 | -2.10 | -1.40 | 78.0 | 9.60 | 12.60 | 13.60 |
| 上游原材料 | 石油和天然气开采 | 52.6 | -3.20 | 6.70 | 10.20 | 63.2 | -1.60 | 1.50 | 3.90 |
| 下游制品 | 木材加工和木、竹、藤、草制品 | 52.8 | -1.40 | 1.40 | 2.30 | 58.4 | 0.10 | 2.10 | 3.20 |
| 上游制品 | 石油、煤炭及其他燃料加工 | 16.5 | 1.60 | 0.20 | -1.90 | 57.7 | 7.40 | 5.00 | 2.30 |
| 上游制品 | 化学纤维制造业 | 53.2 | 10.20 | 18.80 | 20.70 | 56.5 | 8.90 | 18.10 | 20.10 |
| 下游制品 | 烟草制品 | 52.5 | 0.70 | 2.80 | 30.70 | 52.4 | -0.60 | 2.20 | 30.10 |
| 上游制品 | 黑色金属冶炼和压延加工 | 28.1 | 3.80 | -3.10 | 4.30 | 32.3 | 5.70 | 10.00 | 11.50 |
| 下游制品 | 纺织 | 30.4 | 6.90 | 6.70 | 6.80 | 50.1 | 8.50 | 7.50 | 7.50 |
| 中游装备制造 | 非金属矿物制品业 | 20.5 | -2.30 | 0.10 | 1.10 | 48.4 | 5.60 | 7.80 | 9.20 |
| 中游装备制造 | 金属制品、机械和设备修理业 | 46.1 | 22.60 | 1.10 | 13.10 | 34.7 | 13.30 | 10.40 | 9.30 |
| 上游制品 | 橡胶和塑料制品业 | 31.1 | 1.60 | 2.40 | 3.50 | 47.7 | 4.90 | 5.40 | 6.30 |
| 上游制品 | 非金属矿物制品 | 25.2 | 3.80 | 0.80 | 5.20 | 44.6 | 6.10 | 3.10 | 7.20 |
| 下游制品 | 农副食品加工业 | 16.5 | 1.00 | 0.50 | 2.30 | 39.4 | 5.70 | 4.20 | 6.60 |
| 下游制品 | 化学原料和化学制品制造业 | 17.4 | -1.10 | -0.10 | -0.90 | 38.8 | 5.20 | 6.50 | 5.40 |
| 下游制品 | 酒、饮料和精制茶制造业 | 29.4 | 4.40 | 14.00 | 7.50 | 36.9 | 3.20 | 13.90 | 7.30 |
| 下游制品 | 印刷业和记录媒介的复制 | 29.1 | -0.30 | -0.30 | 2.80 | 35.3 | 0.50 | 0.30 | 3.70 |
| 中游装备制造 | 专用设备制造业 | 32.4 | 13.90 | 11.60 | 8.30 | 35.3 | 14.50 | 12.50 | 9.10 |
| 上游制品 | 金属制品 | 25.7 | 2.40 | 3.10 | 4.50 | 34.6 | 4.60 | 4.80 | 6.20 |
| 中游装备制造 | 仪器仪表制造业 | 25.3 | 12.70 | 8.10 | 7.90 | 34.7 | 13.30 | 10.40 | 9.30 |
| 下游制品 | 食品制造业 | 15.2 | 0.50 | 4.60 | 4.20 | 33.5 | 1.60 | 5.50 | 5.40 |
| 中游装备制造 | 电气机械和器材制造业 | 20.4 | 5.10 | 2.90 | 2.50 | 33.2 | 9.40 | 7.40 | 6.80 |
| 公用事业 | 燃气生产和供应 | 22.2 | 0.20 | 0.70 | 0.30 | 31.1 | 1.00 | 2.80 | 2.90 |
| 公用事业 | 水的生产和供应 | 25.6 | 13.20 | -8.70 | -11.20 | 28.6 | 14.40 | -9.40 | -11.90 |
| 上游制品 | 有色金属冶炼和压延加工 | 21.2 | -1.80 | 2.80 | -0.80 | 28.6 | -2.20 | 3.00 | -1.40 |
| 公用事业 | 电力、热力、燃气及水的生产和供应 | 28.3 | 8.00 | -2.60 | -6.10 | 28.3 | 8.90 | -23.60 | -4.40 |
| 中游装备制造 | 汽车制造业 | 28.2 | 2.30 | 0.20 | 0.00 | 28.5 | 3.50 | 1.70 | 1.50 |
| 中游装备制造 | 废弃资源综合利用业 | 12.8 | -9.10 | -19.90 | -16.30 | 26.8 | -7.00 | -17.20 | -12.80 |
| 下游制品 | 造纸和纸制品 | 18.2 | -4.50 | -5.70 | -4.80 | 25.7 | 1.30 | -0.20 | -0.10 |
| 中游装备制造 | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 30.7 | 11.50 | 8.50 | 4.20 | 24.5 | 12.00 | 9.00 | 4.60 |
| 上游原材料 | 有色金属矿采选 | 6.2 | -7.10 | -4.50 | -9.30 | 17.4 | 13.00 | -9.00 | -12.70 |
| 中游装备制造 | 通用设备制造业 | 16.9 | 4.10 | 4.30 | 4.90 | 17.3 | 4.70 | 4.80 | 5.40 |
| 下游制品 | 计算机、软件和信息技术服务业 | 11.5 | -3.50 | -1.90 | 1.70 | 16.8 | 0.40 | 0.20 | 4.20 |
| 下游制品 | 家具制造业 | 12.2 | -0.60 | 0.10 | 0.70 | 15.4 | -1.10 | -0.30 | 0.60 |
| 下游制品 | 纺织服装、服饰 | 11.7 | -2.90 | -0.90 | -0.70 | 14.9 | -3.30 | -1.30 | -1.10 |
| 上游原材料 | 黑色金属矿采选 | 4.3 | 16.80 | -16.50 | -14.60 | 12.0 | 34.80 | -28.60 | -23.10 |
| 下游制品 | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | 14.0 | 2.30 | 4.00 | 4.90 | 11.2 | -1.80 | -0.50 | 0.70 |
| 下游制品 | 医药制造业 | 0.5 | 10.00 | 4.40 | 2.00 | 6.4 | 9.90 | 4.90 | 2.60 |
| 下游制品 | 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | 3.5 | -2.30 | -0.80 | -1.30 | 1.9 | -2.60 | -1.70 | -2.10 |

来源: iFind、国金证券研究所

图表14: 近期需求回暖, 带动库存回补

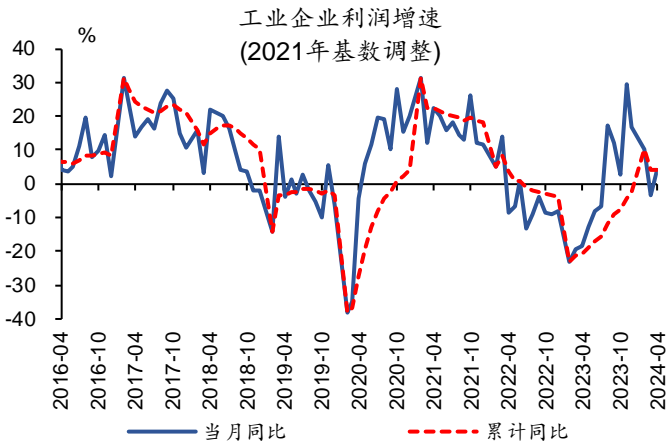


来源: iFind、国金证券研究所

2、常规跟踪：工企营收、利润增速反弹，库销比明显回落

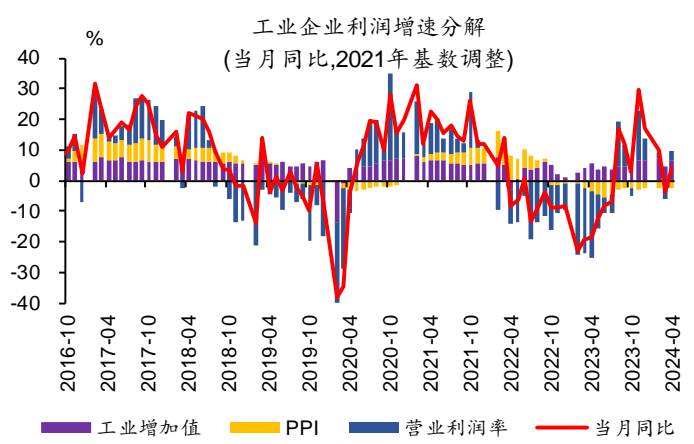
利润：工企利润增速回正，利润率改善幅度较大。4月，工业企业利润增长转正，当月同比4%、较3月增加7.5个百分点；累计同比4.3%、持平上月。分解来看，营业利润率边际回升幅度较大，当月同比较3月回升6.2个百分点至3%；其中成本费用增长放缓，合计同比上涨0.04%、较3月边际减少0.1%。与此同时，生产、价格也有贡献，工业增加值、PPI同比分别录得6.7%、-2.5%、较3月回升2.2、0.3个百分点。

图表15: 4月，工业企业利润同比大幅回升



来源: iFind、国金证券研究所

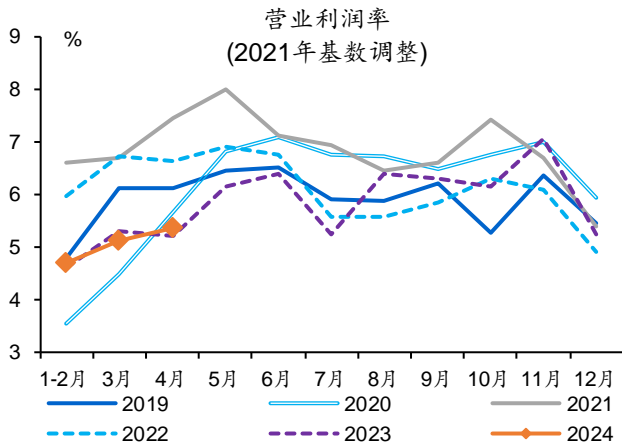
图表16: 4月，利润率边际大幅提升



来源: iFind、国金证券研究所

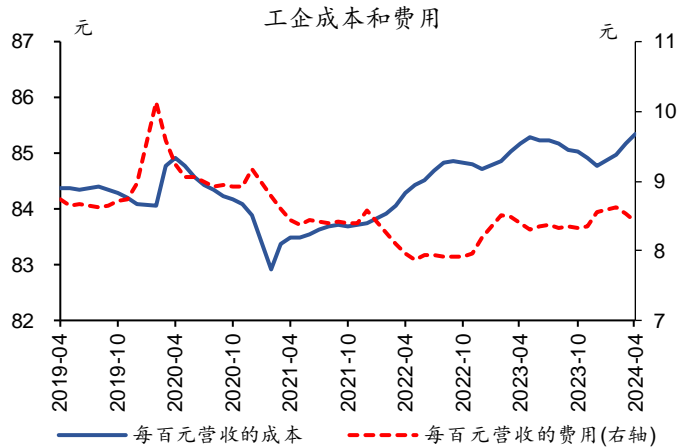


图表17: 4月, 营业利润率有所上涨



来源: iFind、国金证券研究所

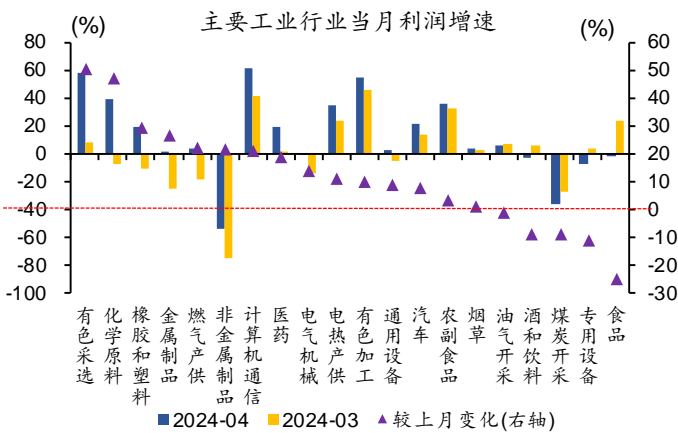
图表18: 4月, 工业企业费用有所回落



来源: iFind、国金证券研究所

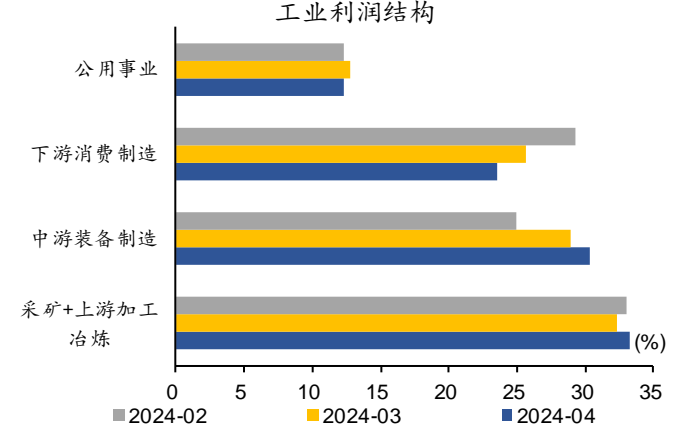
受价格高增与工业生产“季节性”修复等因素影响, 上中游行业利润大幅改善。4月, 利润增速边际改善幅度较大的行业包括有色采选、化学原料、橡胶和塑料等, 分别较3月同比增加50.5、46.9、29.4个百分点。其中, 有色采选、化学原料等行业利润显著修复与相关工业品价格抬升有关; 具体来看, 4月以来, 铜、锡、铝等价格大幅上涨有利于有色采选行业利润高增, 纯碱、苯乙烯等价格攀升提振化学原料行业利润。结构上看, 利润占比“季节性”向采矿和上游加工冶炼、中游装备制造集中, 合计较3月上升2.4个百分点至63.6%, 下游消费制造和公用事业合计回落2.4个百分点至36.4%。

图表19: 4月, 上游行业利润改善幅度较大



来源: iFind、国金证券研究所

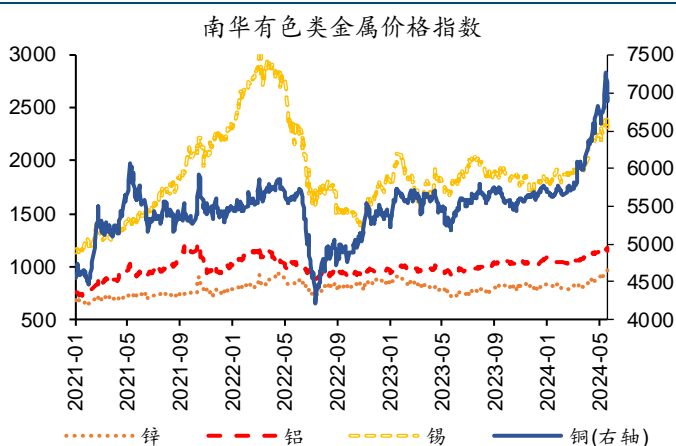
图表20: 4月, 中上游制造行业利润占比提升



来源: iFind、国金证券研究所



图表21: 4月, 有色金属价格大幅抬升



来源: iFind、国金证券研究所

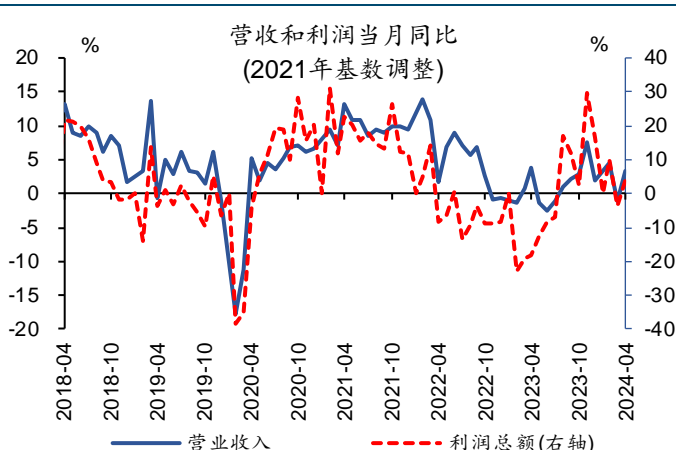
图表22: 4月, 纯碱、苯乙烯等价格明显上涨



来源: iFind、国金证券研究所

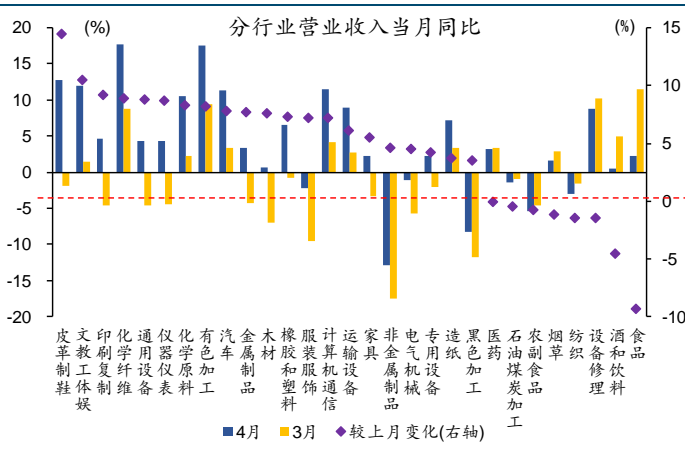
营收: 工企营收边际回升, 下游皮革制鞋等行业营收改善幅度最大。4月, 工业企业营业收入累计同比2.6%、较3月回升0.3个百分点, 当月同比3.6%、较3月回升4.7个百分点。分行业看, 下游皮革制鞋、文教工体娱业营收改善幅度最大, 分别较上月增加14.6、10.5个百分点。加工冶炼业中, 化学纤维、化学原料、有色加工等营收涨幅居前, 同比分别较上月增加8.9、8.3、8.2个百分点。此外, 装备制造业中通用设备、仪器仪表、汽车业营收同比也有较大提升, 分别较3月回升8.9、8.8、7.9个百分点。

图表23: 4月, 营业收入同比明显回升



来源: iFind、国金证券研究所

图表24: 4月, 皮革制鞋、文教工体娱业营收涨幅较大

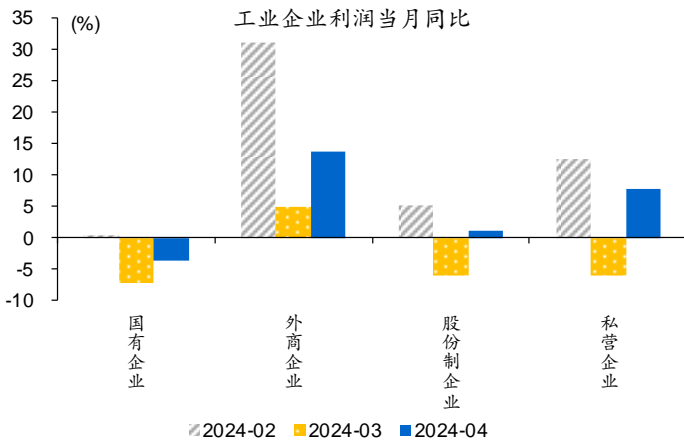


来源: iFind、国金证券研究所

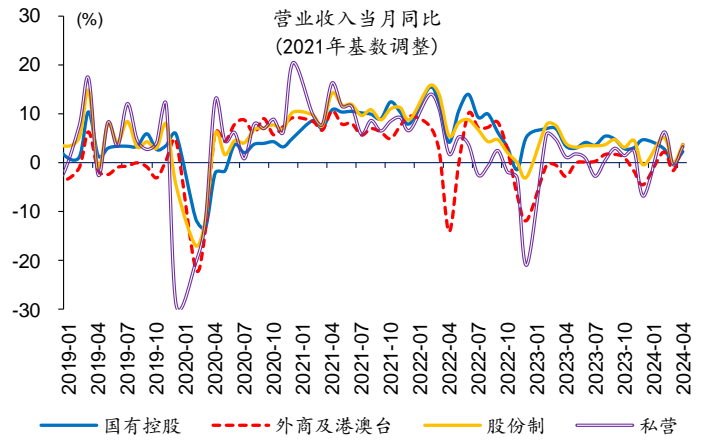
不同所有制企业, 营收、利润同比有不同程度增长。4月, 不同所有制企业盈利均有好转。其中, 国有企业利润降幅收窄、同比较3月回升3.6个百分点至-3.7%, 营收增速回正、同比较3月增加2.4个百分点至2.2%。私营、外商企业利润回升明显, 同比分别较3月增加13.7、8.9个百分点; 营收也有显著上行, 同比分别增加3.7、5.4个百分点。股份制企业利润、营收同样好转, 分别较上月增加7.2、3.7个百分点。



图表25: 4月, 不同所有制企业利润同比均有回升



图表26: 4月, 不同所有制企业营收增速回正

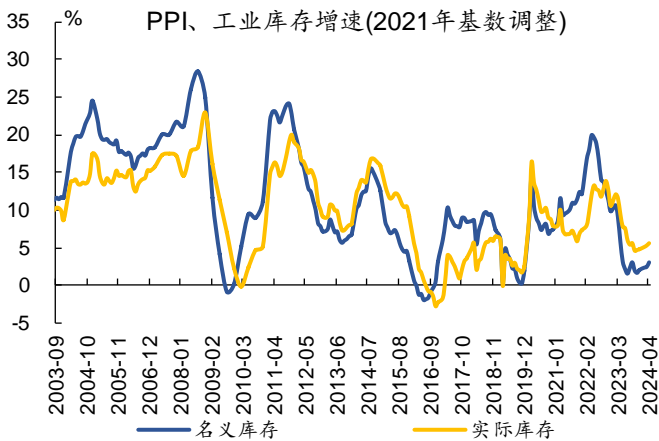


来源: iFind、国金证券研究所

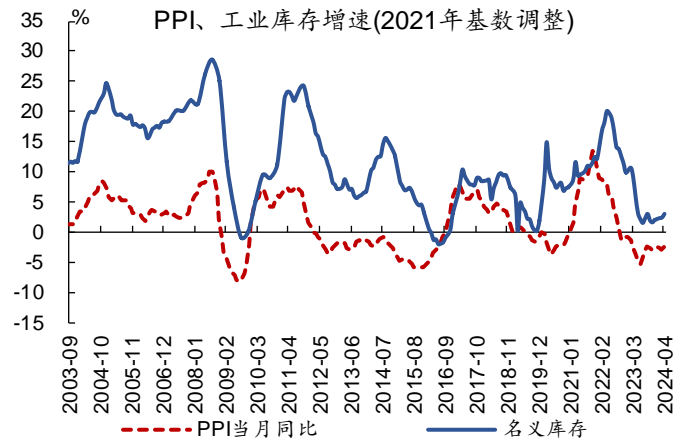
来源: iFind、国金证券研究所

库存: 库存增速延续回升, 终端需求呈现明显改善。4月, 工业企业实际库存继续“回补”, 同比较3月增加0.3个百分点至5.6%; 名义库存存在价格支撑下回升幅度更大, 同比较3月增加0.6个百分点至3.1%。边际上看, 库销比季节性回升3.4个百分点至57.8%, 低于历史同期平均5.4个百分点的涨幅, 反映出销售的季节性增长速度更快; 产成品周转天数延续下降, 较3月减少0.3天至20.8天, 与历史同期降幅持平。

图表27: 4月, 名义库存、实际库存延续回升



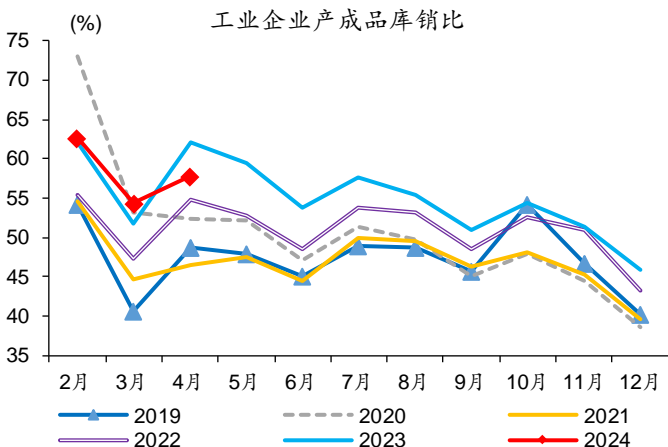
图表28: 4月, PPI支撑下, 名义库存回涨幅度较大



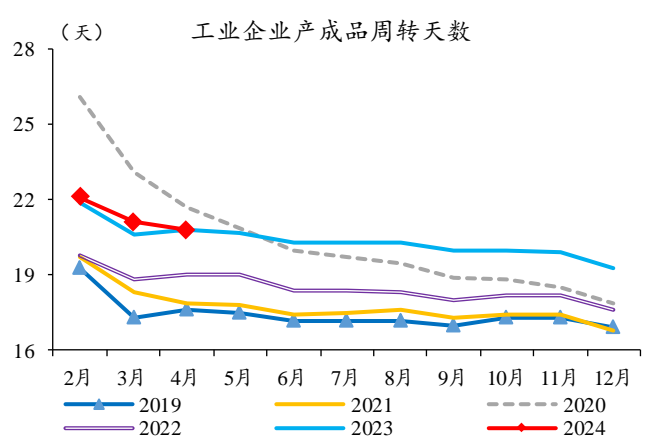
来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

图表29: 4月, 库销比季节性回升



图表30: 4月, 产成品周转天数边际回落



来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所



风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究