

工业产出或好于 PMI 读数

——对 5 月 PMI 和高频数据的思考及未来经济展望

核心观点：

5 月 PMI 综合指数为 49.5%（前值 50.4%）。季节性调整后，5 月 PMI 指数环比下降 0.4 个百分点，主要是受到小型企业供需双双回落的拖累。考虑到 PMI 指数赋予大中小企业的权重相同，我们认为 5 月工业生产与总体经济可能好于 PMI 综合指数的表现。发电耗煤量、粗钢产量等高频指标的回升也表明，整体工业生产或仍有一定韧性。展望未来，我们维持中国宏观经济的新周期或正在启动，经济将继续复苏的观点。

► 5 月 PMI 超季节性回落

5 月 PMI 指数为 49.5%（前值 50.4%），低于 Wind 一致预测（50.1%）。季节性调整后，5 月 PMI 指数为 49.7%（前值 50.1%），环比下降 0.4 个百分点。从结构上来看，5 月 PMI 指数的回落主要是受到小型企业供给与需求双双回落的拖累。就主要分项指数而言，在季节性调整后，需求相关的分项指数普遍有所回落，供给相关的分项指数环比下降 1.5 个百分点，但价格指数均进一步回升，产成品库存也继续去化（较上月回落 0.4 个百分点）。

► 实体相关高频数据有所分化

5 月上游工业生产与基建产业链均出现改善，出行以及背后代表的消费数据持续回升，但是地产与部分中下游工业行业相对偏弱。具体而言，上游工业行业中，发电耗煤量与粗钢产量均有所回升（以 2019 年为基期的复合平均增速分别较上月回升 2.2、0.2 个百分点）；基建相关高频指标边际改善；中下游工业行业中，PTA 与全钢胎的生产有所回落，涤纶长丝与半钢胎生产与上月持平。此外，市内人口流动保持活跃，利好线下消费。

► 5 月基建与消费或是亮点

5 月 PMI 超季节性回落，主要是受到小型企业的拖累（环比下降 2.2 个百分点）。考虑到 PMI 指数赋予大中小企业的权重相同，我们认为，5 月工业生产与总体经济或好于 PMI 综合指数的表现。结合高频数据分析，我们认为 5 月基建或出现一定改善，制造业投资可能维持较高增长，出行以及背后代表的消费数据有望持续回升，出口或保持一定韧性，只有地产与部分中下游工业行业或仍相对偏弱。

► 经济新周期的正循环可能正在启动

展望未来，虽然经济短期可能存在一定波动，我们整体上维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济将继续温和复苏的观点。一方面，5 月发电耗煤量、粗钢产量等高频指标的回升表明，工业生产乃至总需求或仍继续保持韧性。这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步减轻对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期。另一方面，近期一系列稳增长措施的出台也有望为经济的复苏保驾护航。

风险提示：经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

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

相关报告

- 1、《影响美国再通胀的两个因素：——美国经济韧性和再通胀研究（二）》2024.05.19
- 2、《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）》2024.05.11

正文目录

1.	5月PMI超季节性回落	3
1.1	5月PMI环比下降	3
1.2	小型企业拖累PMI表现	5
1.3	主要分项指数延续分化	6
2.	实体相关高频指标有所分化	10
2.1	上游发电与钢铁生产有所回升	10
2.2	基建相关指标边际改善	11
2.3	中下游部分行业出现回落	11
2.4	人口流动保持活跃	13
2.5	地产市场仍待提振	13
2.6	航运价格明显反弹	14
3.	未来经济展望	16
3.1	5月基建与消费或是亮点	16
3.2	经济新周期的正循环可能正在启动	16
4.	风险提示	17

图表目录

图表 1:	实体经济重要指标 (基准预测)	3
图表 2:	中国PMI综合指数	3
图表 3:	中国PMI综合指数 (季调)	4
图表 4:	可比年份各月PMI指数	4
图表 5:	大中小企业PMI指数 (季调)	5
图表 6:	大中小企业PMI新订单指数 (季调)	6
图表 7:	大中小企业PMI生产指数 (季调)	6
图表 8:	PMI分项指数较上月变动的情况	6
图表 9:	PMI新订单和生产子指数 (季调)	7
图表 10:	PMI新出口订单和进口子指数 (季调)	7
图表 11:	新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比	7
图表 12:	进口指数较上月变动 vs 进口环比	7
图表 13:	PMI生产指数长期高于PMI订单指数 (季调)	8
图表 14:	PMI产成品和原材料价格指数 (季调)	8
图表 15:	原材料价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	9
图表 16:	产成品价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	9
图表 17:	PMI产成品和原材料库存 (季调)	9
图表 18:	国际大宗原材料价格指数	9
图表 19:	重点发电集团日耗煤 (周平均)	10
图表 20:	重点企业粗钢日均产量	11
图表 21:	石油沥青装置开工率	11
图表 22:	PTA 开工率	12
图表 23:	江浙地区涤纶长丝开工率	12
图表 24:	汽车轮胎开工率 (全钢胎)	13
图表 25:	汽车轮胎开工率 (半钢胎)	13
图表 26:	19城地铁客运量	13
图表 27:	100大中城市成交土地溢价率	14
图表 28:	30大中城市商品房成交面积 (当周值)	14
图表 29:	中国出口集装箱运价指数	15
图表 30:	国际干散货运价指数	15
图表 31:	全球制造业PMI	15

图表1：实体经济重要指标（基准预测）

指标 (%)	5月	6月	7月	8月	9月
GDP	/	5.8	/	/	5.1
固定资产投资	5.0	0.3	6.2	5.7	5.8
地产投资	-7.7	-6.6	-3.4	-2.3	-1.9
制造业投资	8.4	0.9	7.9	6.7	5.6
基建投资	8.1	3.1	9.3	8.7	8.1
社零	8.8	7.5	7.1	5.5	3.4
出口	6.0	5.8	7.3	6.6	4.8

资料来源：Wind，国联证券研究所；注：GDP为不变价当季同比，其余指标为当月同比，其中出口为以美元计价的出口金额的当月同比。

1. 5月PMI超季节性回落

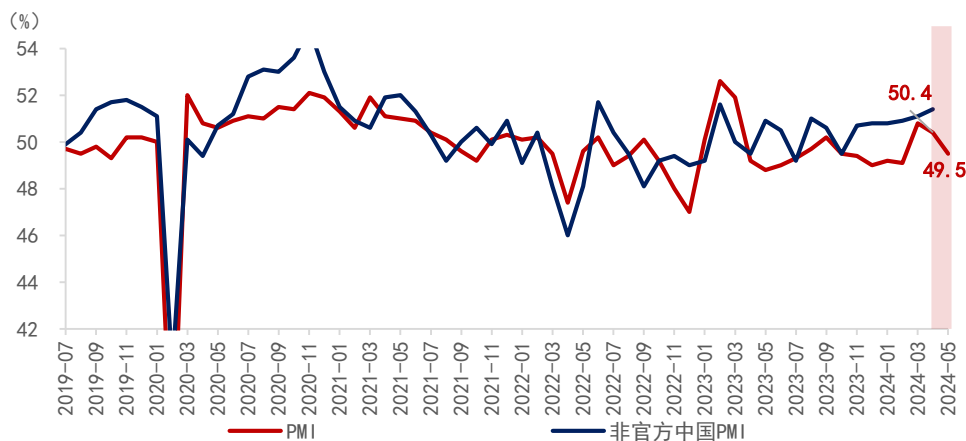
5月PMI指数为49.5%（前值50.4%），低于Wind一致预测（50.1%）。季节性调整后，5月PMI指数为49.7%（前值50.1%），环比下降0.4个百分点。

从结构上来看，5月PMI指数的回落主要是受到小型企业供给与需求双双回落的拖累。就主要分项指数而言，在季节性调整后，需求相关的分项指数普遍有所回落，供给相关的分项指数环比下降，但价格指数进一步回升，产成品库存也继续去化。

1.1 5月PMI环比下降

5月PMI综合指数为49.5%，较上月（50.4%）下降0.9个百分点，低于Wind一致预测（50.1%）。

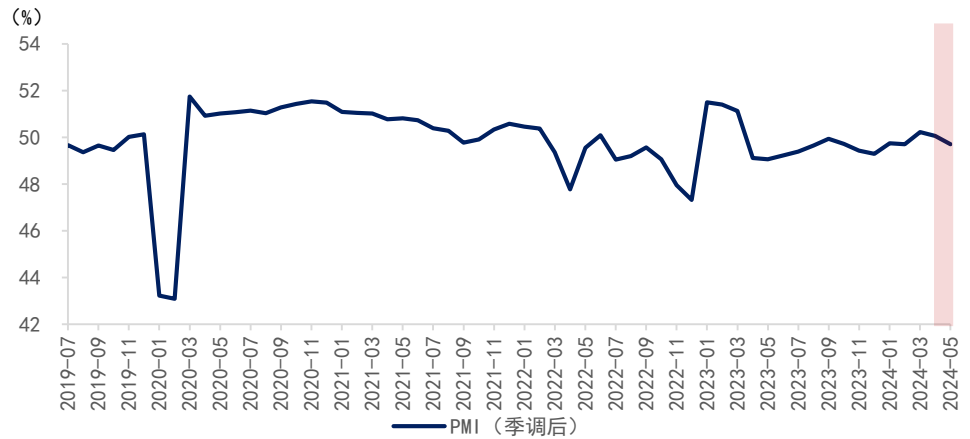
图表2：中国PMI综合指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

季节性因素是 PMI 指数的环比回落的部分原因。从季节性调整后的数据来看，5 月 PMI 指数为 49.7%（前值 50.1%），环比仍下降 0.4 个百分点，表明 5 月 PMI 有超季节性的下行。

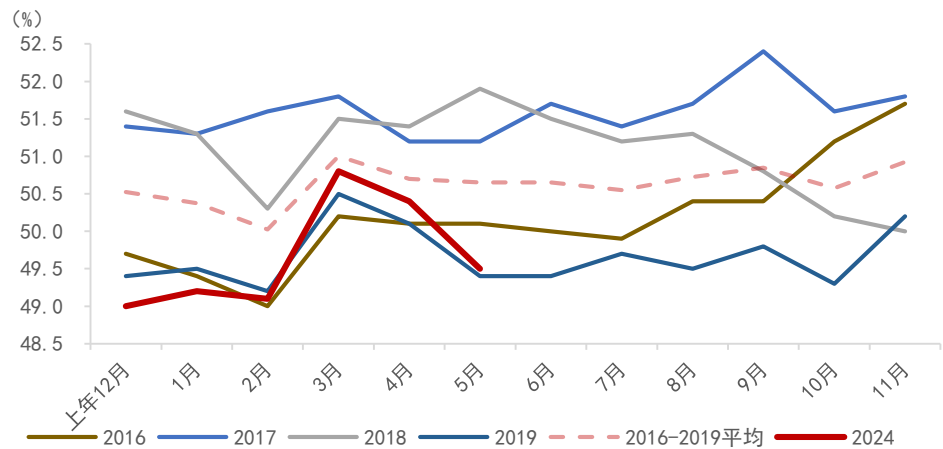
图表3：中国 PMI 综合指数（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

对比历史规律，5 月 PMI 指数的回落也弱于季节性。2016-2019 年，5 月 PMI 指数与 4 月基本持平，今年 5 月 PMI 环比下降 0.9 个百分点，降幅大于可比年份的平均水平。

图表4：可比年份各月 PMI 指数



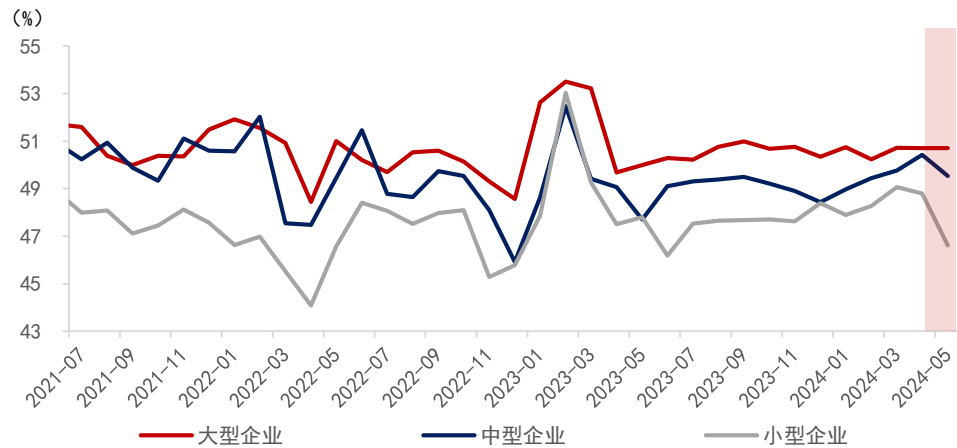
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 小型企业拖累 PMI 表现

从结构上来看，不同规模企业表现存在明显分化，小型企业供需的双双回落可能是 PMI 指数环比回落的主要拖累项。

季节性调整后，5月大型企业 PMI 为 50.7%，与上月持平；中型企业 PMI 为 49.5%，较上月下降 0.9 个百分点；小型企业 PMI 为 46.6%，较上月回落 2.2 个百分点。

图表5：大中小企业 PMI 指数（季调）

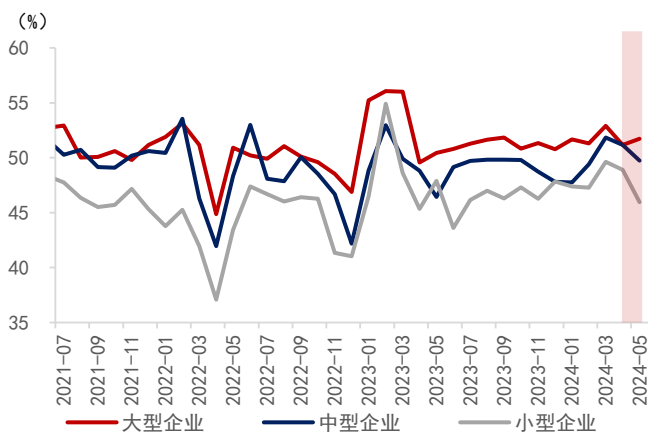


资料来源：Wind，国联证券研究所

其中，无论是需求相关的分项，还是生产相关的子指数，大中小型企业都表现出了明显的分化。从季节性调整后的数据来看：

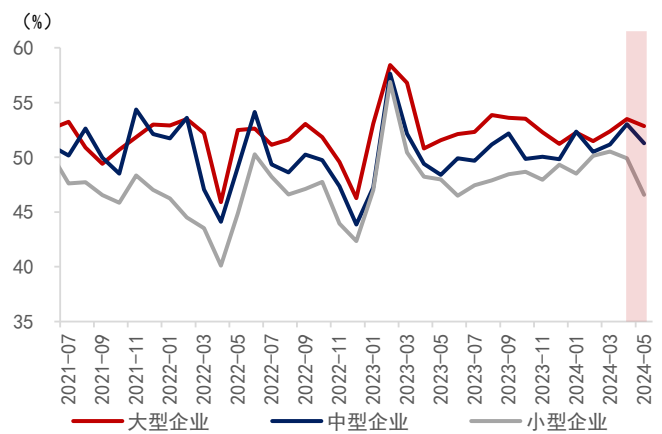
- 需求方面，5月大型企业新订单子指数为 51.7%，较上月增长 0.5 个百分点；中型企业新订单子指数为 49.7%，较上月下降 1.4 个百分点；小型企业新订单子指数为 46.0%，较上月大幅下降 3.0 个百分点。
- 供给方面，5月大、中、小型企业生产子指数分别较上月回落 0.7、1.7、3.4 个百分点。

图表6: 大中小企业 PMI 新订单指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 大中小企业 PMI 生产指数 (季调)

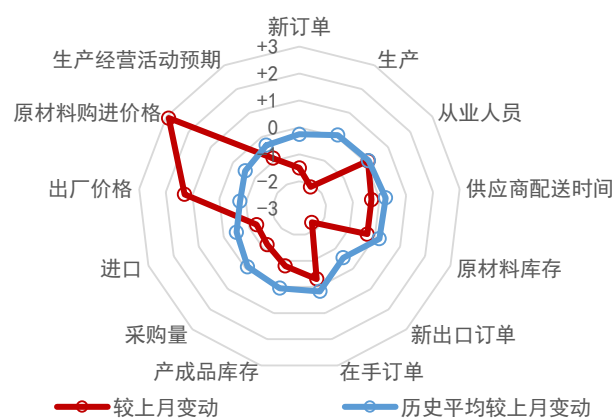


资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 主要分项指数延续分化

从主要分项指数来看,在季节性调整后,5月PMI各分项指数表现明显分化。其中,需求相关的分项指数普遍有所回落,供给相关的分项指数环比下降,但价格指数均进一步回升,产成品库存也继续去化。

图表8: PMI 分项指数较上月变动的情况



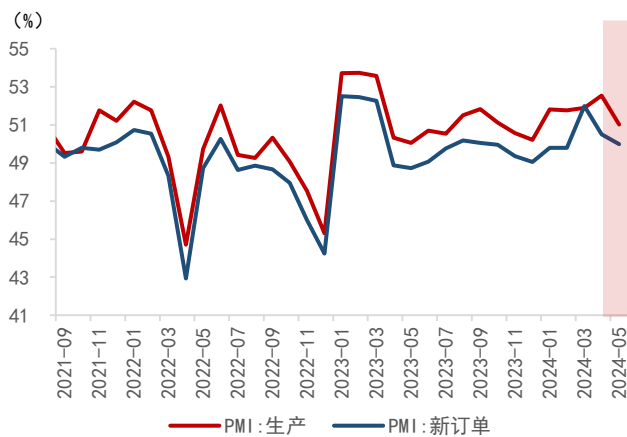
资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 历史平均较上月变动指 2016-2019 年相应 PMI 指数的平均值较上月变动。

1.3.1 需求有所回落, 供给环比下降

需求指数有所回落。季节性调整后,5月新订单子指数为 50.0%,较上月(50.5%)环比回落 0.5 个百分点。

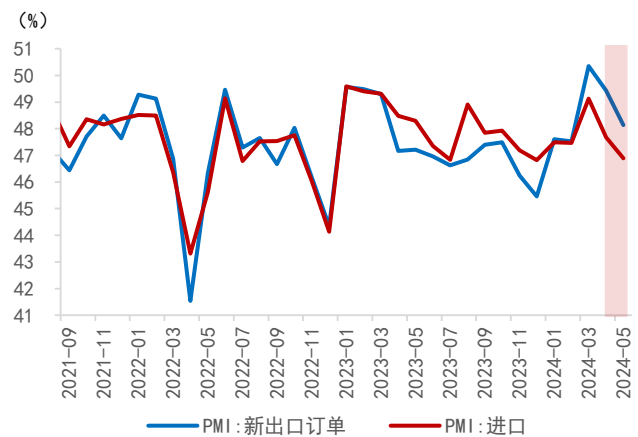
其中,新出口订单指数为 48.1%,较上月回落 1.3 个百分点;而与内需更相关的进口子指数为 46.9%,较上月回落 0.8 个百分点。

图表9: PMI 新订单和生产子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

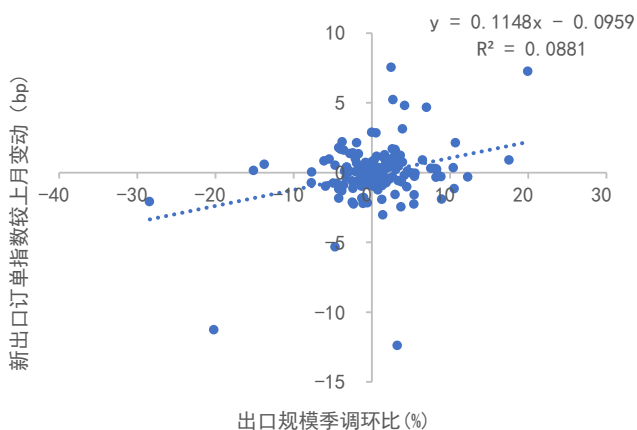
图表10: PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

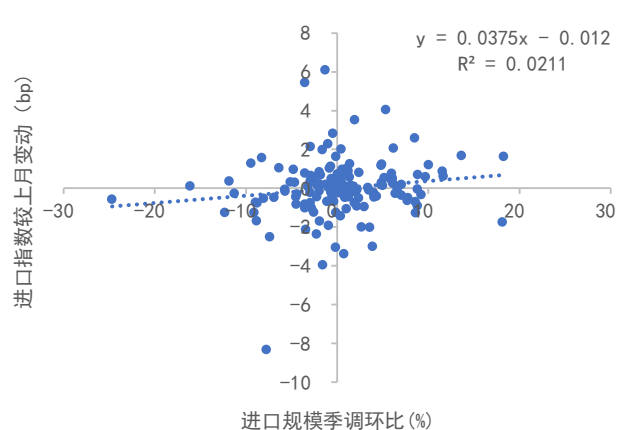
当然,需要注意的是,出口规模与出口子指数、进口规模与进口子指数在历史上相关性有限,需谨慎参考。其中的一个原因是,PMI 指数给予大小企业的权重相同,但是大小企业的外贸情况可能存在分化,这就导致进出口规模的变化与 PMI 指数的变动时常并不一致。

图表11: 新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2024.04

图表12: 进口指数较上月变动 vs 进口环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2024.04

供给指数环比下降。季节性调整后,5月生产子指数为51.0%,较上月环比下降1.5个百分点。

需要注意的是,虽然从绝对值上看,生产子指数(51.0%)高于订单指数(50.0%),但这可能并不意味着库存有被动累积的压力。从历史情况上看,PMI 生产指数在过去很多年一直高于订单指数,这可能主要与统计方面的因素有关。

图表13: PMI 生产指数长期高于 PMI 订单指数 (季调)



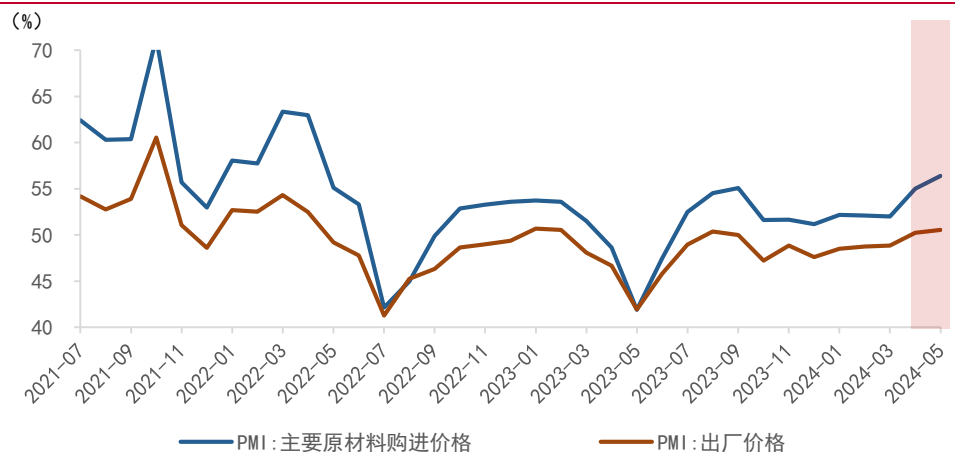
资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.3.2 价格指数进一步回升

原材料价格继续明显回升。剔除季节性因素之后, 5月原材料购进价格子指数为56.4%, 较上月进一步上行1.4个百分点。

产成品价格子指数也继续有所上行。季节性调整后, 5月产成品价格子指数为50.5% (前值50.2%), 环比上行0.3个百分点。

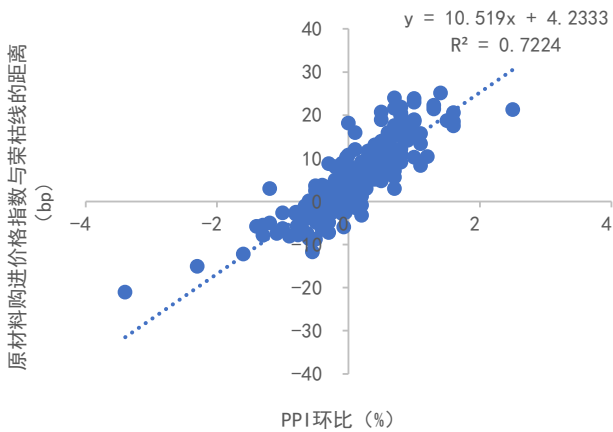
图表14: PMI 产成品和原材料价格子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

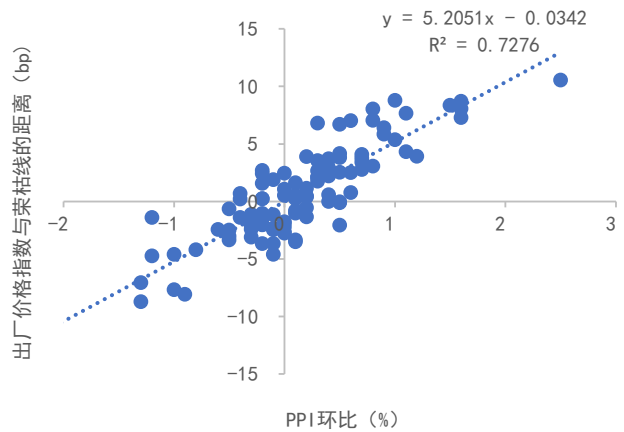
从历史走势看, PMI 原材料和产成品价格子指数到荣枯线的距离与 PPI 环比高度正相关。PMI 原材料价格与产成品价格指数双双反弹, 并回到荣枯线以上, 可能意味着, 5月工业品价格压力有所缓解, 后续有望出现回升。

图表15: 原材料价格指数到荣枯线距离 vsPPI 环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2005.1-2024.04

图表16: 产成品价格指数到荣枯线距离 vsPPI 环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2016.1-2024.04

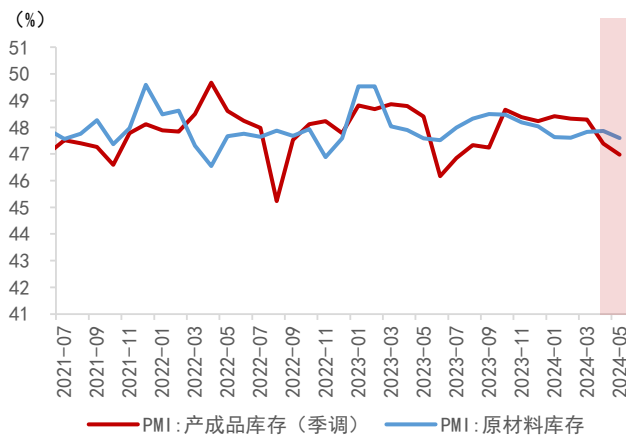
1.3.3 产成品库存或进一步去化

从库存相关的指标来看, 制造业企业产成品库存或进一步下降。

从季节性调整后的数据来看, 5月原材料库存子指数为 47.6% (前值 47.9%), 较上月下降 0.3 个百分点, 表明厂商原材料补库存的速度可能有所放缓。这或与 5 月一些国际大宗原材料价格出现回落 (RJ/CRB 商品价格指数 5 月环比: -2.0%), 影响厂商购入原材料的积极性有关。

与此同时, 季节性调整后, 5 月产成品库存子指数为 47.0%, 较上月进一步回落 0.4 个百分点, 显示制造业企业的产成品库存或继续去化。

图表17: PMI 产成品和原材料库存 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 国际大宗原材料价格指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 实体相关高频指标有所分化

5月实体相关高频指标延续分化：上游工业生产与基建产业链均出现改善，出行以及背后代表的消费数据持续回升，但是地产与部分中下游工业行业相对偏弱。

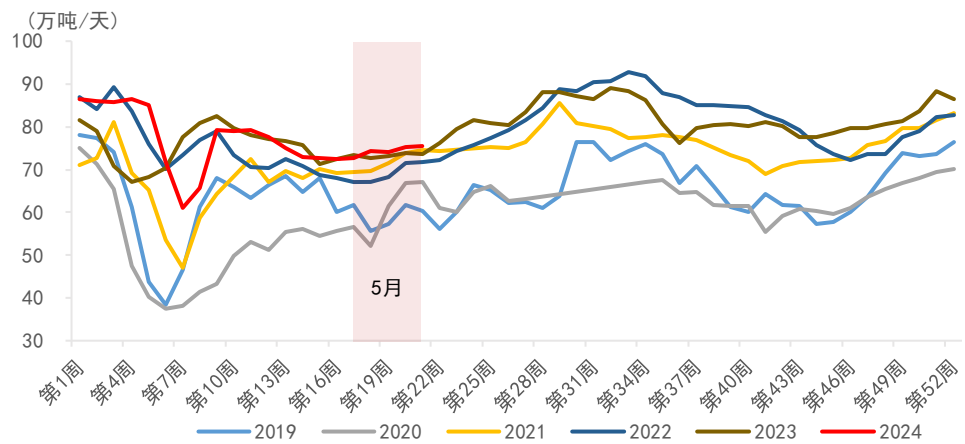
上游工业行业中，发电耗煤量与钢铁生产均有所回升；基建相关高频指标边际改善；中下游工业行业中，PTA与全钢胎的生产有所回落，涤纶长丝与半钢胎生产与上月持平。5月地产市场仍有待提振。此外，市内人口流动保持活跃，利好线下消费。

2.1 上游发电与钢铁生产有所回升

上游工业行业中，发电耗煤量与钢铁生产均出现反弹。

发电耗煤水平有所改善。5月主要发电企业日耗煤量较2019年同期复合平均增长4.9%，较上月（2.7%）有所回升。

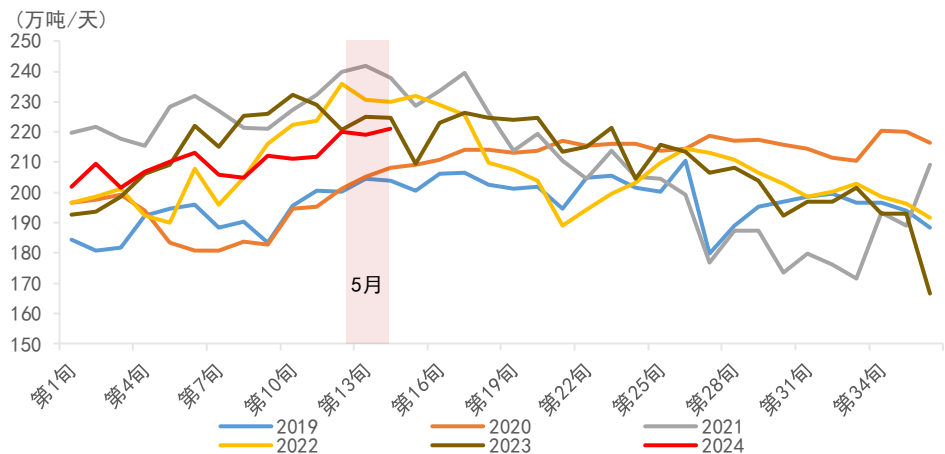
图表19：重点发电集团日耗煤（周平均）



资料来源：IifinD，国联证券研究所

钢铁生产边际回升。相较2019年同期水平，5月中上旬粗钢产量的复合平均增速为1.5%，较4月中上旬的复合平均增速（1.3%）稍有回升。

图表20: 重点企业粗钢日均产量

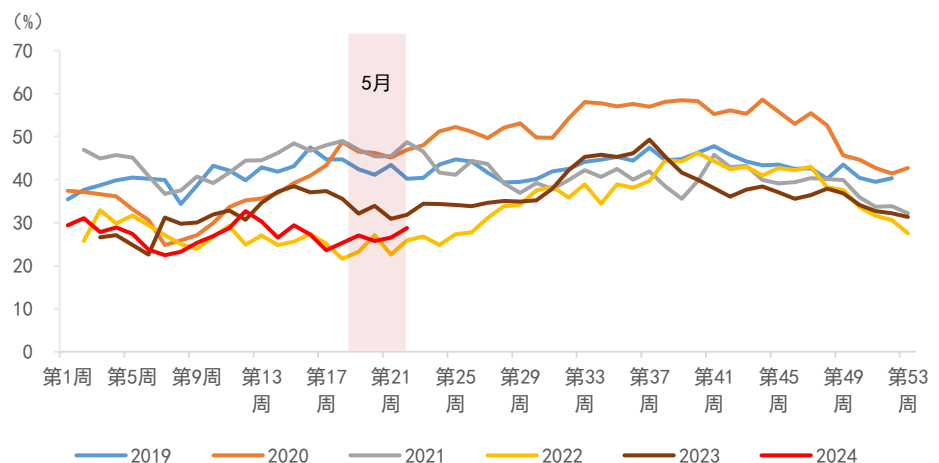


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 基建相关指标边际改善

基建相关高频指标有所好转。相较 2019 年同期, 5 月石油沥青装置开工率的复合平均增速为-8.4%, 较 4 月(-9.7%)降幅收窄。这表明, 5 月基建投资可能有所加速。

图表21: 石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

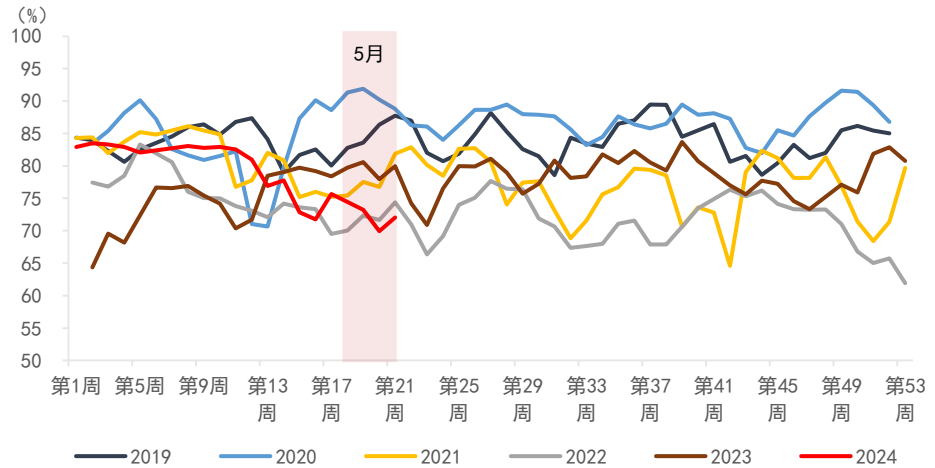
2.3 中下游部分行业出现回落

中下游工业行业中, PTA 与全钢胎的生产有所回落, 涤纶长丝与半钢胎生产与上月持平。

PTA 生产明显走弱。相较 2019 年同期, 5 月 PTA 开工率的复合同比增速为-3.6%,

与4月(-1.7%)相比有所下降。

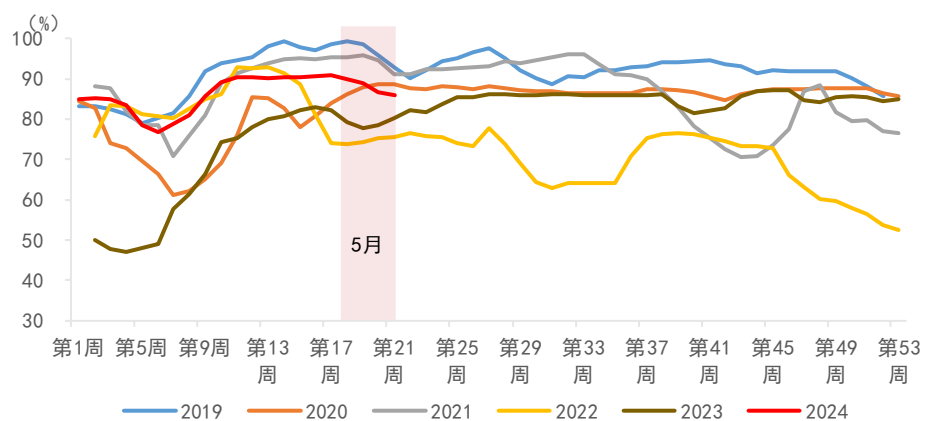
图表22: PTA 开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

纺织行业生产表现较上月持平。5月江浙涤纶长丝开工率较2019年同期的复合平均增速为-1.6%，与4月持平(-1.6%)。

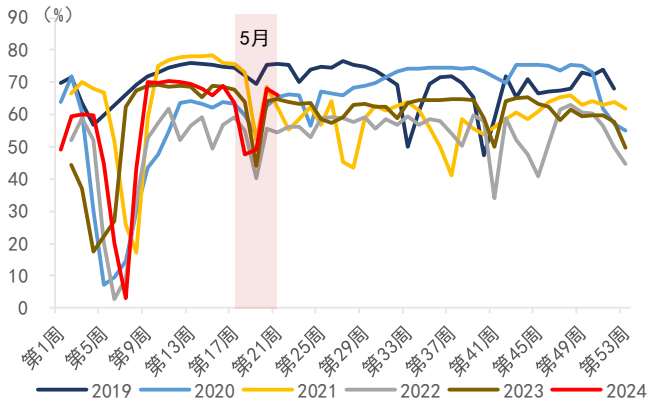
图表23: 江浙地区涤纶长丝开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

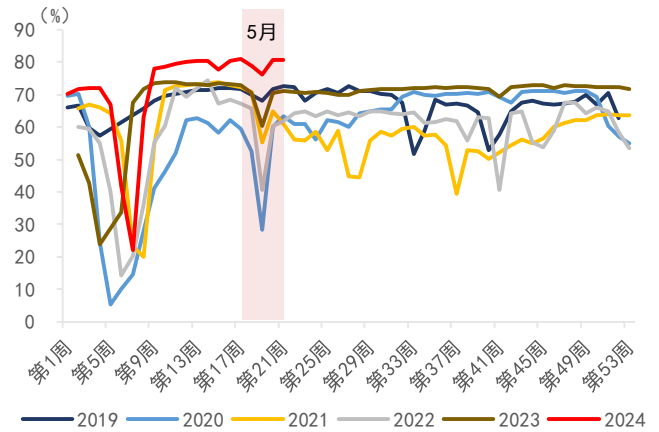
轮胎生产表现分化。5月主要应用于轿车的半钢胎开工率相较2019年同期的复合平均增速为2.2%，与4月持平(2.2%)；而主要应用于货车以及大型客车的全钢胎生产有所回落，较2019年同期的复合平均增速为-4.9%，降幅较4月(-2.4%)进一步扩大。

图表24: 汽车轮胎开工率(全钢胎)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表25: 汽车轮胎开工率(半钢胎)

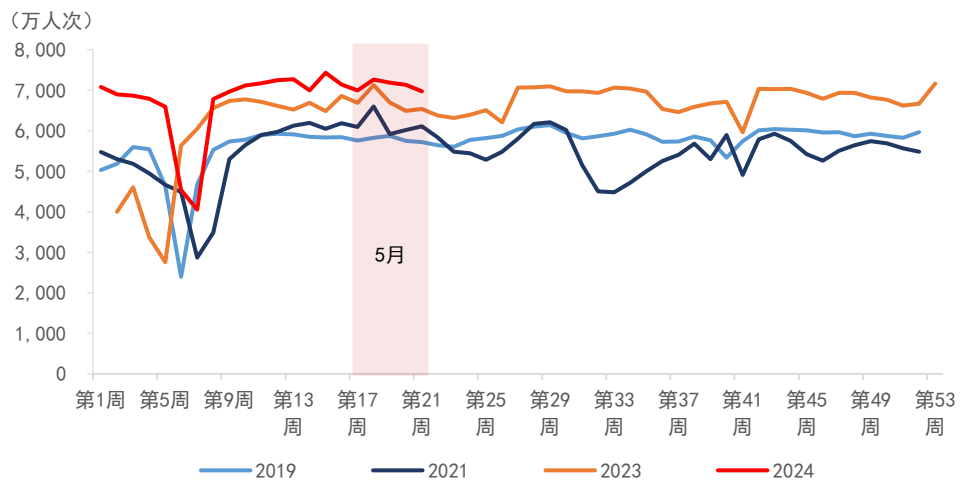


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.4 人口流动保持活跃

5月市内人口流动略有上升,处于历史高位。从19大中城市的地铁客运量来看,5月地铁客流与2019年同期水平相比复合平均增长4.3%,较4月(4.2%)稍有上升。从绝对水平上来看,19城地铁客运量也处于历史高位,有望对5月的线下消费构成一定支撑。

图表26: 19城地铁客运量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.5 房地产市场仍待提振

土地市场方面,100大中城市成交土地溢价率平均为1.8%(前值7.1%),较上月有所下降。

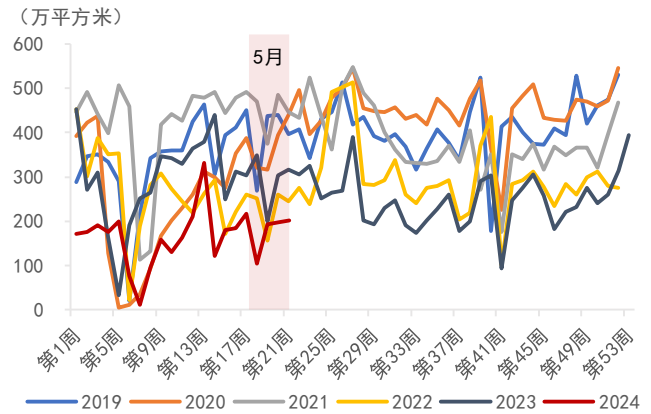
新房销售量与上月持平。相较 2019 年同期水平，5 月 30 大中城市新房销售面积的复合平均增速为-14.7%（前值-14.7%），降幅与上月持平。

图表27：100 大中城市成交土地溢价率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表28：30 大中城市商品房成交面积（当周值）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.6 航运价格明显反弹

5 月集装箱运价综合指数普遍明显上行。5 月上海出口集装箱运价指数（SCFI）较 4 月环比增长 39.2%（前值-0.9%），较上月大幅回升；5 月中国出口集装箱运价指数（CCFI）较 4 月环比增长 10.4%（前值-7.0%）。

5 月干散货运价指数也有所反弹。5 月波罗的海干散货运价指数较上月环比增长 10.0%（前值-22.5%）。

集装箱综合运价指数在 5 月的回升可能与多方面因素有关。

一方面，由于地缘政治因素的影响，红海事件的影响可能有所扩大。根据航运巨头马士基预测¹，红海地区集装箱船运输受到干扰被迫绕行的情况在加剧，预计今年二季度远东与欧洲间的运力将下降 15%至 20%。

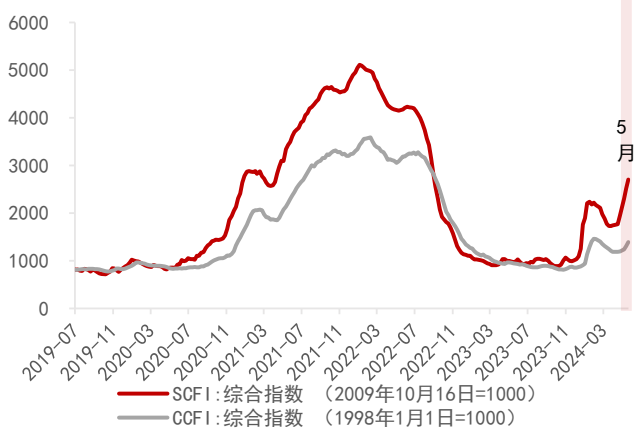
另一方面，海外需求的修复可能也对运价有所提振。从基本面上看，4 月摩根大通全球制造业 PMI 为 50.3%，保持在荣枯线之上；美国也仍处于补库存周期中。4 月韩国出口同比增速为 13.8%，较上月（3.1%）大幅反弹。从微观的一些订单的情况来看，出口仍有一定韧性。

此外，一些额外的因素可能还推动了一些海外的库存需求。这些因素包括：1) 在红海通航问题导致航运运力紧张的情况下，一些进口商可能增加订单确保自己能

¹ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_27321636

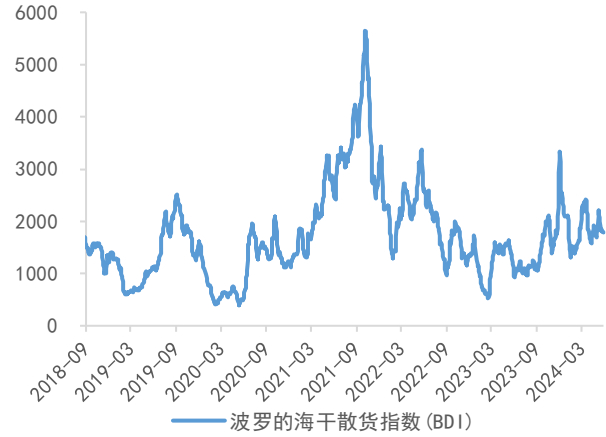
够及时获得商品；2) 美国大选等不确定因素导致的关税风险可能推动一些美国进口商提前备货；3) 近期巴西等一些国家可能对中国出口的汽车等产品加征关税等风险可能也刺激了一些贸易企业提前出口。

图表29：中国出口集装箱运价指数



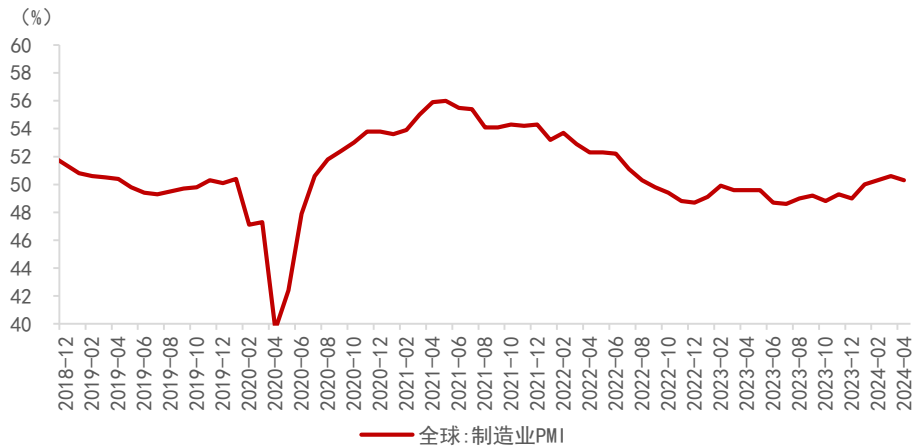
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表30：国际干散货运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表31：全球制造业 PMI



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 未来经济展望

5月PMI指数受到小型企业的拖累出现超季节性的回落。考虑到PMI指数给予大中小型企业的权重相同，我们认为5月工业生产与总体经济可能好于PMI综合指数的表现。高频数据中，发电耗煤、钢铁生产等代表总量数据的指标回升也在一定程度上表明，整体工业生产或仍有一定韧性。展望未来，我们维持在以资本支出为中心的新动能的支持下，经济未来仍将持续复苏的判断。

3.1 5月基建与消费或是亮点

虽然PMI季调环比与工业增加值环比之间有一定相关性，但是5月PMI表现出超季节性的回落，主要是受到小型企业供给与需求双双回落的拖累。考虑到PMI指数给予大中小型企业的权重相同，这可能意味着，5月工业生产与总体经济或好于PMI综合指数的表现。高频数据中，发电耗煤、钢铁生产等代表总量数据的指标的回升在一定程度上也支持了我们的判断——整体工业生产或仍有一定韧性。

结合高频数据对总需求做综合分析，我们认为，5月基建或出现一定改善，新资本开支周期背景下制造业投资可能维持较高增长（《是时候强烈看多中国经济了——中国经济如何走向复苏（二）》），出行以及背后代表的消费数据有望持续回升，出口目前看也可能还有一定韧性，只有地产与部分中下游工业行业仍相对偏弱。

此外，在5月份国际油价明显回落的背景下，部分有色金属价格回升（或与供应约束及海外需求偏强有关），黑色金属价格回升（或与地产政策优化引发预期变动等因素有关）等因素可能支持了工业品价格环比回升。

3.2 经济新周期的正循环可能正在启动

展望未来，虽然短期可能存在一定波动，我们整体上维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济将继续温和复苏的观点。

一方面，我们认为以资本支出为中心的宏观经济新周期的正循环可能正在启动，中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑（《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）》）。例如，发电耗煤、钢铁生产的回升可能说明工业生产，乃至总需求正继续保持韧性。

另一方面，近期一系列稳增长措施的出台有望为经济复苏保驾护航。

4月底政治局会议以来，一系列稳增长措施加速推出。5月17日，全国切实做好

保交房工作视频会议²召开，要求地方政府酌情回购土地、收购库存商品房用于保障房，继续满足地产在建项目合理融资需求。同日，人民银行宣布降低购房首付比例、取消房贷利率下限，调降公积金贷款利率³，并宣布创设 3000 亿元保障性住房再贷款，按照贷款本金的 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元支持回购商品房⁴。近日，上海等一线城市也进一步优化了房地产政策。此外，超长期特别国债也在 5 月开始发行，财政支出有望得到支撑。

结合此前多个城市取消限购或放松限购、设备更新及消费“以旧换新”等举措推进和落实，我们认为这些政策有助于缓解地产企业现金流压力，减少金融风险，有望对经济增长起到提振作用。

4. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

² https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202405/content_6951555.htm

³ <https://www.chinanews.com/cj/2024/05-17/10218441.shtml>

⁴ <http://finance.people.com.cn/n1/2024/0517/c1004-40238218.html>

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