

2024 年 7 月 8 日

上下游回摆“主动去”_库存周期概览(2024 年 7 月更新)

2024 年 5 月，工业企业产成品存货同比上升 0.5 个百分点至 3.6%。

目 全工业行业库存周期连续两月“主动补库存”。

上游行业（即采矿业，仅占全部库存的 2%）：“主动去库存”_2024.05

中游行业（即中上游制造业，占全部库存的 54%）：“主动补库存”_2024.05

下游行业（即下游制造业与水电气，占全部库存的 43%）：“主动去库存”_2024.05

目 风险提示：统计口径误差。

定期报告

证券研究报告

尹睿哲 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523120003
yinrz@essence.com.cn

刘冬 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523120006
liudong1@essence.com.cn

赵心茹 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524040006
zhaoxr@essence.com.cn

相关报告

目 录

1. 库存周期概览.....	3
2. 库存周期概览（分行业）.....	9

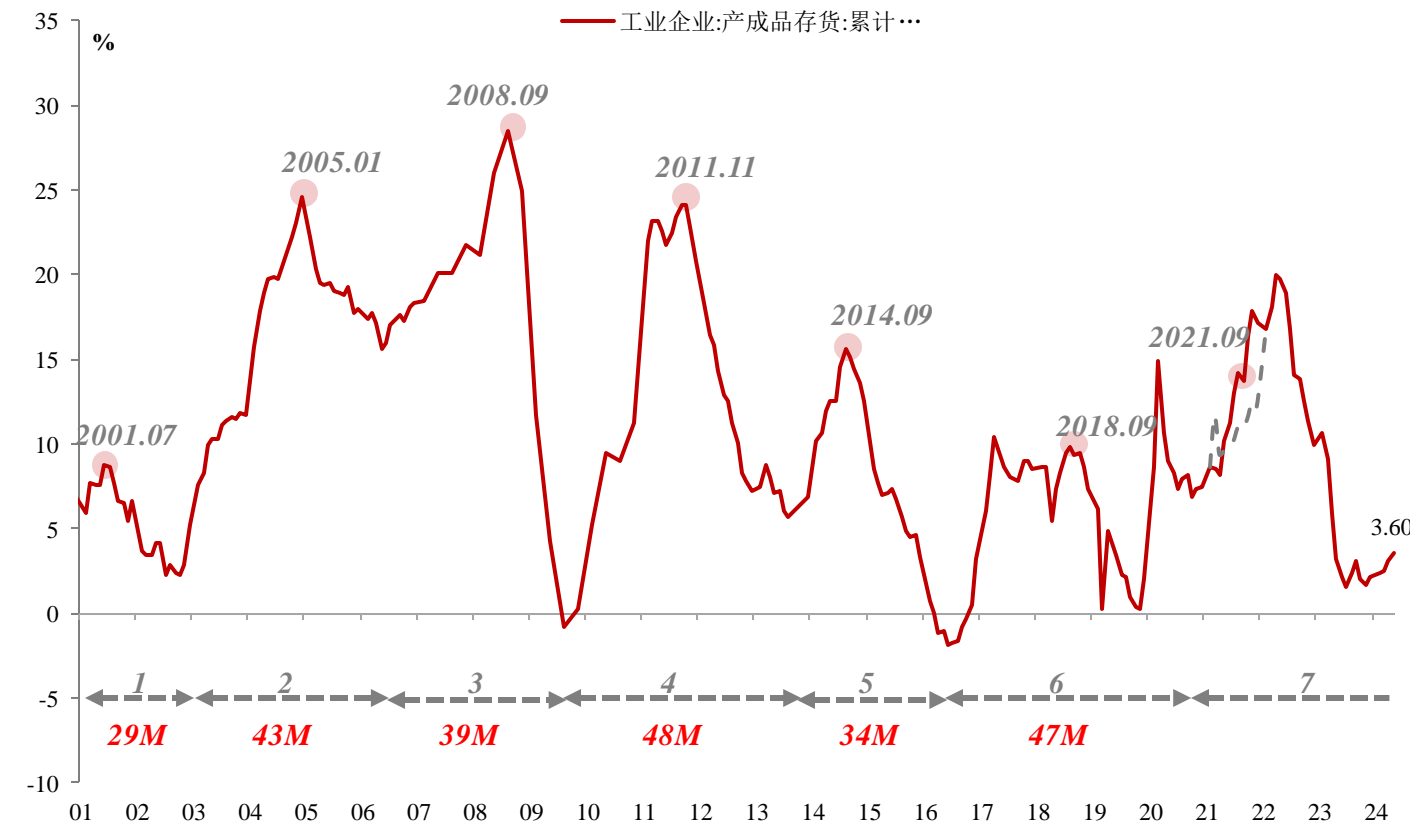
目 录

图 1. 工业企业产成品存货同比上升 0.5 个百分点至 3.6% _2024.05.....	3
图 2. 库存周期的四阶段论.....	4
图 3. 全部工业行业：“主动补库存”_2024.05.....	5
图 4. 上游行业（即采矿业，仅占全部库存的 2%）：“主动去库存”_2024.05.....	6
图 5. 中游行业（即中上游制造业，占全部库存的 54%）：“主动补库存”_2024.05.....	7
图 6. 下游行业（即下游制造业与水电气，占全部库存的 43%）：“主动去库存”_2024.05..	8
图 7. 电子：“主动补库存”_2024.05.....	9
图 8. 电气机械：“被动补库存”_2024.05.....	9
图 9. 化工：“被动去库存”_2024.05.....	9
图 10. 造纸：“主动补库存”_2024.05.....	9
图 11. 汽车：“主动去库存”_2024.05.....	10
图 12. 有色：“主动补库存”_2024.05.....	10
图 13. 仪器仪表：“被动去库存”_2024.05.....	10
图 14. 通用设备：“被动去库存”_2024.05.....	10

1. 库存周期概览

2024 年 5 月，工业企业产成品存货同比上升 0.5 个百分点至 3.6%。

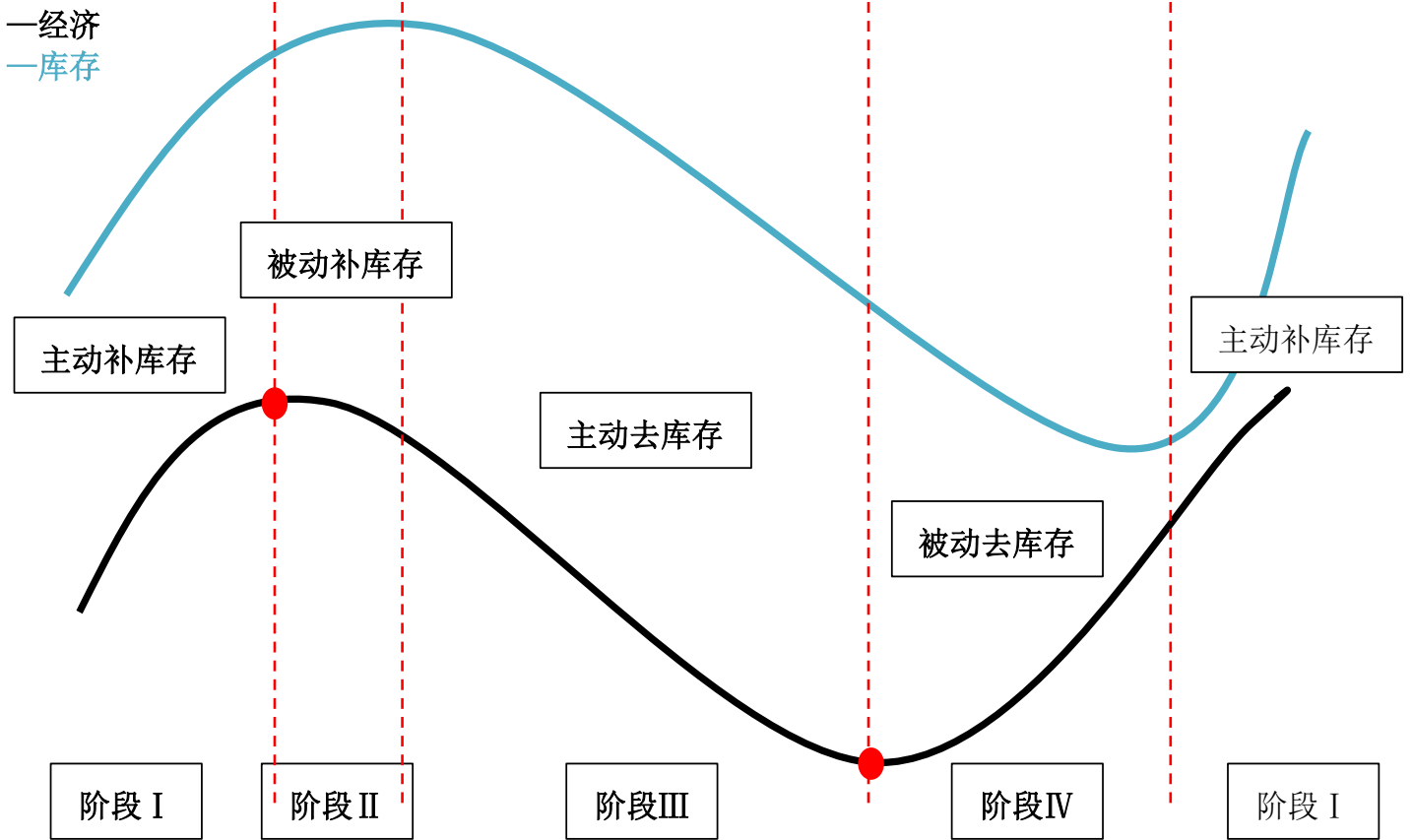
图1. 工业企业产成品存货同比上升 0.5 个百分点至 3.6%_2024.05



资料来源: Wind、国投证券研究中心

注: 灰色虚线部分为将 21 年同比数据转化为两年平均

图2. 库存周期的四阶段论



资料来源：国投证券研究中心整理

全工业行业库存周期连续两月“主动补库存”。

图3. 全部工业行业：“主动补库存”_2024.05

月份	库存阶段	
2016-07	主动补库存	主动补
2016-08	主动补库存	
2016-09	主动补库存	
2016-10	主动补库存	
2016-11	主动补库存	
2016-12	主动补库存	
2017-02	主动补库存	
2017-03	主动补库存	
2017-04	被动补库存	被动补
2017-05	被动去库存	
2017-06	被动去库存	
2017-07	主动去库存	
2017-08	主动去库存	
2017-09	主动去库存	
2017-10	被动补库存	
2017-12	主动去库存	
2018-02	被动补库存	
2018-03	被动补库存	
2018-04	被动去库存	
2018-05	被动补库存	
2018-06	被动补库存	
2018-07	被动补库存	
2018-08	被动补库存	
2018-09	主动去库存	主动去
2018-10	被动补库存	
2018-11	主动去库存	
2018-12	主动去库存	
2019-02	主动去库存	
2019-03	被动去库存	
2019-04	被动补库存	
2019-05	被动去库存	
2019-06	主动去库存	
2019-07	被动去库存	
2019-08	主动去库存	
2019-09	主动去库存	
2019-10	主动去库存	
2019-11	被动去库存	
2019-12	被动补库存	被动去
2020-02	被动补库存	
2020-03	主动补库存	
2020-04	被动去库存	
2020-05	被动去库存	
2020-06	被动去库存	
2020-07	被动去库存	
2020-08	主动补库存	主动补
2020-09	主动补库存	
2020-10	被动去库存	
2020-11	主动补库存	
2020-12	主动补库存	
2021-02	主动补库存	
2021-03	被动补库存	
2021-04	被动去库存	
2021-05	主动补库存	被动补
2021-06	主动补库存	
2021-07	被动补库存	被动补
2021-08	被动补库存	
2021-09	主动去库存	主动去
2021-10	主动补库存	
2021-11	主动补库存	
2021-12	主动去库存	
2022-02	主动去库存	
2022-03	被动补库存	
2022-04	被动补库存	
2022-05	主动去库存	
2022-06	主动去库存	
2022-07	主动去库存	
2022-08	主动去库存	
2022-09	主动去库存	
2022-10	主动去库存	
2022-11	主动去库存	
2022-12	主动去库存	
2023-02	被动补库存	被动去
2023-03	被动去库存	
2023-04	被动去库存	
2023-05	主动去库存	
2023-06	主动去库存	
2023-07	主动去库存	
2023-08	主动补库存	
2023-09	主动补库存	
2023-10	被动去库存	主动补
2023-11	被动去库存	
2023-12	主动补库存	
2024-02	主动补库存	
2024-03	被动补库存	
2024-04	主动补库存	
2024-05	主动补库存	

资料来源: Wind、国投证券研究中心 (考虑到基数干扰, 2021 年数据转化为两年平均增速)

上游行业“主动去库存”。

图4. 上游行业（即采矿业，仅占全部库存的 2%）：“主动去库存”_2024.05

日期	上游行业					库存阶段（按百分比孰高）	
	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存	库存阶段		
2017-04	29%	43%	14%	14%	被动补库存		
2017-05	17%	0%	67%	17%	主动去库存		
2017-06	0%	14%	43%	43%	主动去库存		
2017-07	0%	50%	33%	17%	被动补库存		
2017-08	17%	33%	50%	0%	主动去库存	主动去	
2017-09	0%	29%	29%	43%	被动去库存		
2017-10	0%	50%	50%	0%	主动去库存		
2017-11	0%	57%	43%	0%	被动补库存		
2017-12	0%	29%	57%	14%	主动去库存		
2018-02	17%	0%	67%	17%	主动去库存		
2018-03	50%	0%	33%	17%	主动补库存		主动补
2018-04	17%	17%	17%	50%	被动去库存		
2018-05	20%	60%	0%	20%	被动补库存		
2018-06	100%	0%	0%	0%	主动补库存		
2018-07	50%	17%	17%	17%	主动补库存		
2018-08	43%	14%	29%	14%	主动补库存		
2018-09	50%	17%	33%	0%	主动补库存		
2018-10	0%	14%	29%	57%	被动去库存	主动去	
2018-11	29%	14%	29%	29%	被动去库存		
2018-12	0%	29%	57%	14%	主动去库存		
2019-02	14%	43%	14%	29%	被动补库存		
2019-03	33%	0%	17%	50%	被动去库存		
2019-04	0%	83%	0%	17%	被动补库存		
2019-05	29%	14%	0%	57%	被动去库存		
2019-06	33%	17%	50%	0%	主动去库存		
2019-07	67%	0%	33%	0%	主动补库存		
2019-08	29%	29%	29%	14%	主动去库存		
2019-09	29%	14%	43%	14%	主动去库存		
2019-10	14%	57%	0%	29%	被动补库存		
2019-11	14%	29%	43%	14%	主动去库存	被动去	
2019-12	14%	43%	29%	14%	被动补库存		
2020-02	14%	43%	43%	0%	被动补库存		
2020-03	86%	0%	14%	0%	主动补库存		
2020-04	14%	14%	14%	57%	被动去库存		
2020-05	14%	57%	14%	14%	被动补库存		
2020-06	14%	14%	43%	29%	主动去库存		
2020-07	0%	17%	17%	67%	被动去库存		
2020-08	29%	14%	14%	43%	被动去库存		
2020-09	29%	14%	29%	29%	被动去库存		
2020-10	17%	33%	33%	17%	被动补库存		
2020-11	33%	17%	17%	33%	主动补库存		
2020-12	57%	0%	0%	43%	主动补库存		
2021-02	43%	0%	0%	57%	被动去库存		
2021-03	43%	43%	0%	14%	被动补库存		
2021-04	14%	0%	29%	57%	被动去库存		
2021-05	29%	43%	14%	14%	被动补库存		
2021-06	14%	14%	29%	43%	被动去库存		
2021-07	14%	0%	14%	71%	被动去库存	被动补	
2021-08	14%	29%	43%	14%	主动去库存		
2021-09	43%	29%	14%	14%	主动补库存		
2021-10	29%	14%	57%	0%	主动去库存		
2021-11	57%	14%	29%	0%	主动补库存		
2021-12	29%	14%	14%	43%	被动去库存		
2022-02	43%	14%	14%	29%	主动补库存		
2022-03	33%	50%	0%	17%	被动补库存		
2022-04	50%	50%	0%	0%	被动补库存		
2022-05	0%	20%	40%	40%	主动去库存		
2022-06	33%	50%	17%	0%	被动补库存		
2022-07	0%	57%	43%	0%	被动补库存		
2022-08	17%	67%	17%	0%	被动补库存		
2022-09	0%	17%	83%	0%	主动去库存		
2022-10	33%	17%	50%	0%	主动去库存		
2022-11	0%	50%	33%	17%	被动补库存		
2022-12	17%	50%	0%	33%	被动补库存	主动去	
2023-02	17%	17%	50%	17%	主动去库存		
2023-03	0%	33%	50%	17%	主动去库存		
2023-04	0%	0%	100%	0%	主动去库存		
2023-05	0%	50%	50%	0%	主动去库存		
2023-06	17%	17%	67%	0%	主动去库存		
2023-07	0%	40%	40%	20%	主动去库存		
2023-08	17%	0%	17%	67%	被动去库存		被动去
2023-09	57%	14%	14%	14%	主动补库存		
2023-10	17%	17%	0%	67%	被动去库存		
2023-11	60%	0%	20%	20%	主动补库存		
2023-12	29%	14%	43%	14%	主动去库存		
2024-02	43%	29%	0%	29%	主动补库存		
2024-03	29%	43%	0%	29%	被动补库存		
2024-04	14%	0%	43%	43%	被动去库存		
2024-05	0%	0%	57%	43%	主动去库存		

资料来源：Wind、国投证券研究中心（考虑到基数干扰，2021 年数据转化为两年平均增速）

中游行业延续“主动补库存”。

图5. 中游行业（即中上游制造业，占全部库存的 54%）：“主动补库存”_2024.05

	中游行业					库存阶段（按百分比孰高）	
	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存	库存阶段		
2017-04	14%	64%	7%	14%	被动补库存	主动去	
2017-05	20%	13%	33%	33%	主动去库存		
2017-06	25%	6%	19%	50%	被动去库存		
2017-07	13%	31%	50%	6%	主动去库存		
2017-08	7%	33%	47%	13%	主动去库存		
2017-09	25%	25%	19%	31%	被动去库存		
2017-10	44%	31%	0%	25%	主动补库存		
2017-11	0%	50%	44%	6%	主动去库存		
2017-12	18%	35%	47%	0%	主动去库存		
2018-02	28%	33%	33%	6%	被动补库存		被动补
2018-03	18%	35%	18%	29%	被动补库存		
2018-04	11%	11%	11%	67%	被动去库存		
2018-05	24%	53%	12%	12%	被动补库存		
2018-06	29%	47%	12%	12%	被动补库存		
2018-07	53%	35%	12%	0%	主动补库存		
2018-08	29%	35%	18%	18%	被动补库存		
2018-09	6%	33%	50%	11%	主动去库存	主动去	
2018-10	22%	39%	22%	17%	被动补库存		
2018-11	6%	31%	25%	38%	被动去库存		
2018-12	12%	6%	65%	18%	主动去库存		
2019-02	6%	39%	50%	6%	主动去库存		
2019-03	11%	0%	0%	89%	被动去库存		
2019-04	0%	83%	17%	0%	被动补库存		
2019-05	13%	19%	44%	25%	主动去库存		
2019-06	12%	35%	53%	0%	主动去库存		
2019-07	0%	13%	20%	67%	被动去库存		
2019-08	13%	31%	44%	13%	主动去库存		
2019-09	6%	19%	63%	13%	主动去库存		
2019-10	13%	6%	63%	19%	主动去库存		
2019-11	19%	6%	25%	50%	被动去库存		
2019-12	6%	61%	11%	22%	被动补库存	被动去	
2020-02	0%	94%	6%	0%	被动补库存		
2020-03	89%	0%	6%	6%	主动补库存		
2020-04	11%	0%	6%	83%	被动去库存		
2020-05	17%	0%	6%	78%	被动去库存		
2020-06	17%	11%	0%	72%	被动去库存		
2020-07	24%	0%	6%	71%	被动去库存		
2020-08	53%	6%	6%	35%	主动补库存		主动补
2020-09	53%	0%	0%	47%	主动补库存		
2020-10	28%	0%	11%	61%	被动去库存		
2020-11	56%	6%	0%	38%	主动补库存		
2020-12	44%	11%	6%	39%	主动补库存		
2021-02	61%	0%	0%	39%	主动补库存		
2021-03	17%	72%	11%	0%	被动补库存		
2021-04	11%	0%	0%	89%	被动去库存		
2021-05	56%	6%	17%	22%	主动补库存		
2021-06	28%	28%	11%	33%	被动去库存		
2021-07	22%	44%	28%	6%	被动补库存		
2021-08	44%	33%	17%	6%	主动补库存		
2021-09	22%	22%	50%	6%	主动去库存	被动补	
2021-10	22%	56%	0%	22%	被动补库存		
2021-11	33%	56%	11%	0%	被动补库存		
2021-12	17%	28%	56%	0%	主动去库存		
2022-02	6%	39%	44%	11%	主动去库存		
2022-03	6%	65%	24%	6%	被动补库存		
2022-04	0%	61%	39%	0%	被动补库存		
2022-05	0%	24%	53%	24%	主动去库存		主动去
2022-06	11%	28%	33%	28%	主动去库存		
2022-07	6%	17%	50%	28%	主动去库存		
2022-08	6%	6%	67%	22%	主动去库存		
2022-09	22%	33%	28%	17%	被动补库存		
2022-10	0%	29%	47%	24%	主动去库存		
2022-11	0%	24%	65%	12%	主动去库存		
2022-12	6%	13%	75%	6%	主动去库存		
2023-02	11%	67%	22%	0%	被动补库存		
2023-03	18%	0%	24%	59%	被动去库存		
2023-04	0%	0%	29%	71%	被动去库存		
2023-05	6%	12%	47%	35%	主动去库存		
2023-06	11%	22%	39%	28%	主动去库存		
2023-07	18%	24%	35%	24%	主动去库存		
2023-08	44%	31%	6%	19%	主动补库存	主动补	
2023-09	44%	6%	33%	17%	主动补库存		
2023-10	28%	11%	22%	39%	被动去库存		
2023-11	50%	6%	6%	39%	主动补库存		
2023-12	56%	17%	6%	22%	主动补库存		
2024-02	53%	0%	6%	41%	主动补库存		
2024-03	0%	50%	44%	6%	被动补库存		
2024-04	62%	23%	15%	0%	主动补库存		
2024-05	50%	21%	7%	21%	主动补库存		

资料来源：Wind、国投证券研究中心（考虑到基数干扰，2021 年数据转化为两年平均增速）

下游行业 “主动去库存”。

图6. 下游行业（即下游制造业与水电气，占全部库存的 43%）：“主动去库存”_2024.05

年份	下游行业					库存阶段（按百分比孰高）	
	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存	库存阶段（按百分比孰高）		
2017-04	29%	57%	0%	14%	被动补库存		
2017-05	38%	13%	25%	25%	主动补库存		
2017-06	24%	18%	0%	59%	被动去库存		
2017-07	21%	21%	50%	7%	主动去库存		
2017-08	17%	39%	39%	6%	主动去库存	主动去	
2017-09	6%	22%	28%	44%	被动去库存		
2017-10	24%	35%	24%	18%	被动补库存		
2017-11	6%	44%	44%	6%	被动补库存		
2017-12	14%	14%	71%	0%	主动去库存		
2018-02	33%	11%	22%	33%	被动去库存		
2018-03	22%	28%	22%	28%	被动去库存		
2018-04	11%	22%	17%	50%	被动去库存		
2018-05	11%	61%	22%	6%	被动补库存	被动补	
2018-06	6%	50%	31%	13%	被动补库存		
2018-07	17%	39%	22%	22%	被动补库存		
2018-08	18%	35%	29%	18%	被动补库存		
2018-09	7%	36%	43%	14%	主动去库存		
2018-10	25%	25%	50%	0%	主动去库存		
2018-11	0%	33%	33%	33%	主动去库存		
2018-12	19%	44%	19%	19%	被动补库存		
2019-02	25%	44%	25%	6%	被动补库存		
2019-03	13%	0%	13%	75%	被动去库存		
2019-04	13%	63%	13%	13%	被动补库存	主动去	
2019-05	0%	29%	43%	29%	主动去库存		
2019-06	13%	31%	31%	25%	主动去库存		
2019-07	33%	0%	33%	33%	主动去库存		
2019-08	21%	29%	36%	14%	主动去库存		
2019-09	7%	29%	43%	21%	主动去库存		
2019-10	27%	13%	53%	7%	主动去库存		
2019-11	38%	8%	38%	15%	主动去库存		
2019-12	6%	44%	44%	6%	主动去库存		
2020-02	0%	81%	13%	6%	被动补库存		
2020-03	63%	13%	6%	19%	主动补库存		
2020-04	40%	0%	0%	60%	被动去库存		
2020-05	50%	0%	6%	44%	主动补库存		
2020-06	13%	0%	7%	80%	被动去库存	被动去	
2020-07	19%	0%	13%	69%	被动去库存		
2020-08	50%	6%	0%	44%	主动补库存		
2020-09	33%	0%	0%	67%	被动去库存		
2020-10	13%	13%	6%	69%	被动去库存		
2020-11	36%	14%	0%	50%	被动去库存		
2020-12	44%	13%	13%	31%	主动补库存		
2021-02	63%	0%	0%	38%	主动补库存		
2021-03	38%	44%	6%	13%	被动补库存		
2021-04	19%	0%	31%	50%	被动去库存		
2021-05	25%	44%	13%	19%	被动补库存		
2021-06	25%	13%	38%	25%	主动去库存		
2021-07	19%	38%	38%	6%	被动补库存		
2021-08	19%	69%	13%	0%	被动补库存	被动补	
2021-09	31%	6%	38%	25%	主动去库存		
2021-10	19%	38%	19%	25%	被动补库存		
2021-11	50%	13%	19%	19%	主动补库存		
2021-12	25%	25%	13%	38%	被动去库存		
2022-02	27%	33%	20%	20%	被动补库存		
2022-03	13%	44%	13%	31%	被动补库存		
2022-04	13%	44%	44%	0%	被动补库存		
2022-05	19%	19%	44%	19%	主动去库存		
2022-06	25%	25%	38%	13%	主动去库存		
2022-07	14%	21%	43%	21%	主动去库存		
2022-08	13%	13%	63%	13%	主动去库存	主动去	
2022-09	7%	40%	33%	20%	被动补库存		
2022-10	13%	38%	38%	13%	主动去库存		
2022-11	7%	40%	47%	7%	主动去库存		
2022-12	0%	31%	50%	19%	主动去库存		
2023-02	19%	44%	38%	0%	被动补库存		
2023-03	13%	33%	13%	40%	被动去库存		
2023-04	6%	13%	31%	50%	被动去库存		
2023-05	25%	13%	31%	31%	被动去库存		
2023-06	13%	20%	27%	40%	被动去库存		
2023-07	7%	13%	53%	27%	主动去库存	被动去	
2023-08	21%	36%	29%	14%	被动补库存		
2023-09	21%	29%	7%	43%	被动去库存		
2023-10	20%	0%	27%	53%	被动去库存		
2023-11	36%	0%	7%	57%	被动去库存		
2023-12	21%	7%	21%	50%	被动去库存		
2024-02	56%	13%	19%	13%	主动补库存		
2024-03	6%	50%	31%	13%	被动补库存		
2024-04	20%	33%	27%	20%	被动补库存		
2024-05	25%	19%	38%	19%	主动去库存		

资料来源：Wind、国投证券研究中心（考虑到基数干扰，2021 年数据转化为两年平均增速）

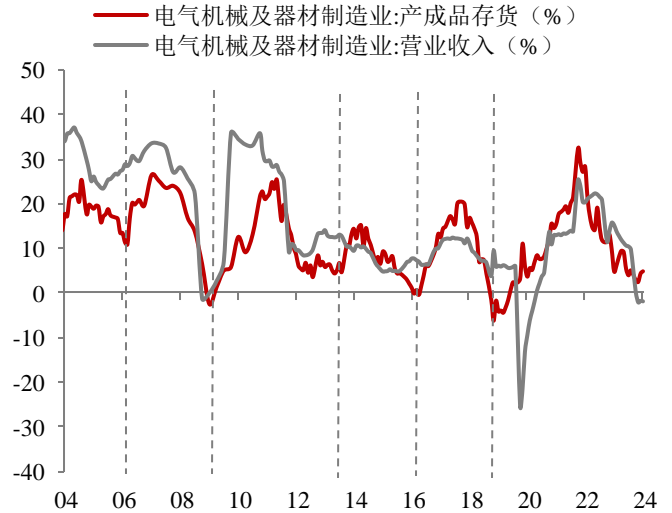
2. 库存周期概览（分行业）

图7. 电子：“主动补库存”_2024.05



资料来源: Wind, 国投证券研究中心 (考虑到基数干扰, 2021 年数据转化为两年平均增速)

图8. 电气机械：“被动补库存”_2024.05



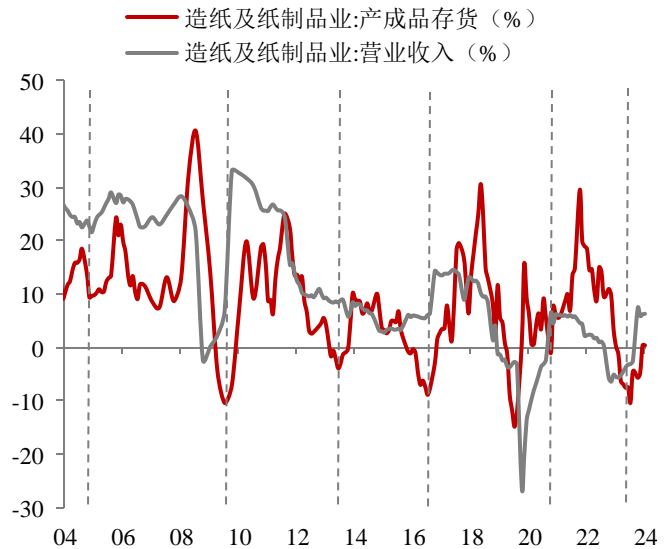
资料来源: Wind, 国投证券研究中心 (考虑到基数干扰, 2021 年数据转化为两年平均增速)

图9. 化工：“被动去库存”_2024.05



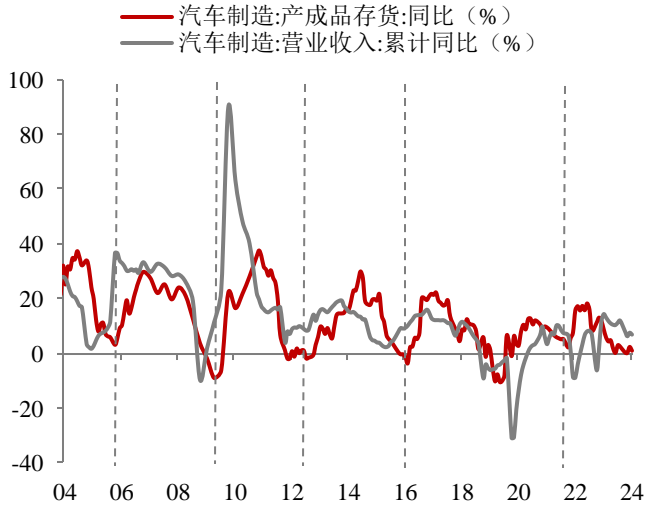
资料来源: Wind, 国投证券研究中心 (考虑到基数干扰, 2021 年数据转化为两年平均增速)

图10. 造纸：“主动补库存”_2024.05



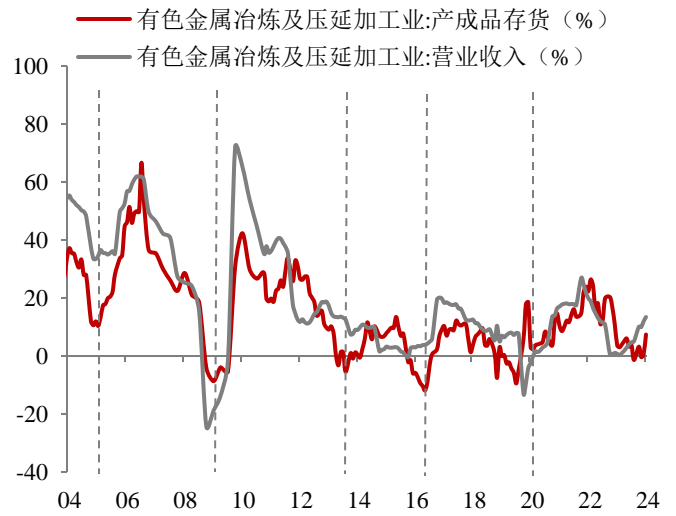
资料来源: Wind, 国投证券研究中心 (考虑到基数干扰, 2021 年数据转化为两年平均增速)

图11. 汽车：“主动去库存”_2024.05



资料来源: Wind, 国投证券研究中心 (考虑到基数干扰, 2021 年数据转化为两年平均增速)

图12. 有色：“主动补库存”_2024.05



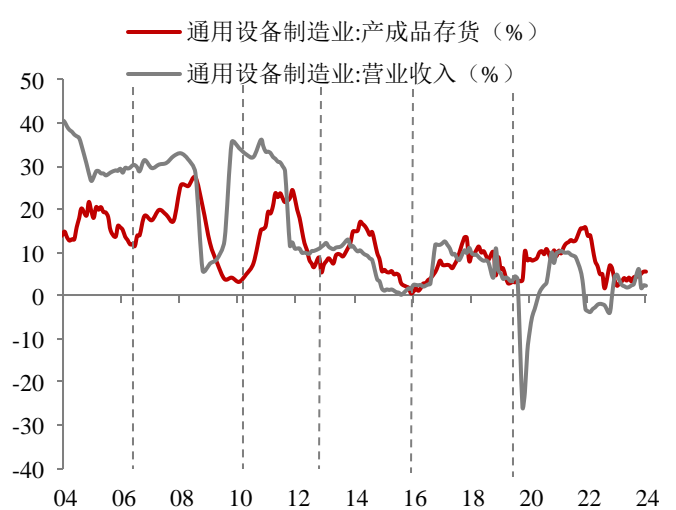
资料来源: Wind, 国投证券研究中心 (考虑到基数干扰, 2021 年数据转化为两年平均增速)

图13. 仪器仪表：“被动去库存”_2024.05



资料来源: Wind, 国投证券研究中心 (考虑到基数干扰, 2021 年数据转化为两年平均增速)

图14. 通用设备：“被动去库存”_2024.05



资料来源: Wind, 国投证券研究中心 (考虑到基数干扰, 2021 年数据转化为两年平均增速)

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034