

12月经济数据点评：稳中提质在路上



魏争 分析师
Email: weizheng@lczq.com
证书: S1320524100001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lczq.com
证书: S1320523020004

摘要:

经济增长目标如期实现，增长动能向第三产业集中。四季度实际GDP同比增长4.5%，全年增速5.0%，顺利完成年度目标；名义GDP同比增长3.8%，全年累计增速4.0%，GDP平减指数为-1.0%，较此前略有收窄。支出法角度看，GDP增速逐季放缓，主要源于下半年消费和投资回落导致需求端承压。生产法角度看，第二产业对GDP的拉动持续减弱，四季度同比增长3.4%，全年增速4.5%，对GDP的贡献率逐季下降，其中，建筑业延续下行。相比之下，第三产业成为经济增长的主要支撑，四季度同比增长5.2%，全年增长5.4%，对GDP的贡献率逐季抬升，信息传输、软件和信息技术服务业及租赁和商务服务业保持较快增长。

固定资产投资整体走弱，基建与制造业降温，地产投资仍深度调整但边际改善显现。2025年，固定资产投资全年累计同比下降3.8%，增速较上年明显回落。**基建方面**，狭义和广义基建投资全年同比分别为-2.2%、-1.5%，较2024年分别回落6.6和10.7个百分点，基建走弱主要源于两方面因素：一是化债背景下地方政府投资节奏放缓，地方政府主导的道路、水利等传统基建项目投资降幅扩大；二是中央主导的电力、热力、燃气及水生产和供应业在高基数影响下增速承压。此外，2025年已下达的5000亿元政策性金融工具资金对基建投资的拉动效果尚未明显体现。**制造业方面**，制造业投资总体降温，结构升级。12月，制造业投资累计增长0.6%，较上月下降1.3个百分点，较2024年下降8.6个百分点。结构上看，制造业投资体现供给侧升级特征，而非需求端回暖。建筑安装工程同比下降8.4%，设备工器具购置同比上升11.8%，指向制造业企业总体在更新设备，但不在扩建空间。分产业看，投资重心向技术升级和高附加值领域集中。已公布的数据中，化学制品、有色等原材料制造业负增。通用设备、航空航天、汽车制造增速较快，构成主要支撑。**房地产方面**，全年开发投资同比下降17.2%，12月单月同比降幅扩大至35.8%，但资金到位同比下降13.4%，较2024年收窄3.6个百分点。12月，地产新开工面积同比下降19.4%、降幅较上月收窄7.2个百分点，商品房销售面积和销售额同比降幅分别收窄至-15.6%和-23.6%，显示地产端边际改善迹象。

消费修复整体偏缓，商品消费韧性相对更强。2025年社会消费品零售总额全年同比增长3.7%，较2024年提高0.2个百分点；12月同比增长0.9%，较上月回落0.5个百分点，显示整体修复节奏偏慢。结构上，“两

相关报告

12月外贸数据点评：出口超预期收官

2026.01.16

12月金融数据点评：结构性政策前置发力，信用修复斜率有望抬升

2026.01.16

12月高频数据跟踪

2025.12.31

新”政策推动下，商品消费表现优于餐饮消费，全年商品消费同比增长3.8%，餐饮消费同比增长3.2%。限额以上商品零售全年增长3.4%，补贴类消费仍为主要支撑，但单月表现有所走弱。家电及音像器材、家具和通讯器材消费全年同比分别增长11.0%、14.6%、20.9%；但从月度看，家电和家具消费热度明显回落，12月同比分别下降18.7%和2.2%。汽车类消费全年同比下降1.5%，或与前期需求透支以及“反内卷”政策对终端促销节奏的影响有关。受金价持续上行带动，金银珠宝消费全年同比增长12.8%，较2024年提高15.9个百分点。文化办公用品和体育娱乐用品消费全年同比分别增长17.3%、15.7%，较去年分别提高17.6、4.6个百分点，文娱类商品消费提速或与“谷子经济”等新型消费形态兴起有关。

提质增效下，需求修复支撑名义增长改善。全年经济数据上看，经济在完成增长目标的同时，“供强需弱”特征依然明显，名义增长修复相对不足。一方面，工业、服务业生产维持韧性，另一方面，需求端修复明显滞后，未能跟上供给端节奏。具体而言，一是居民收入预期修复缓慢，消费动能趋弱；二是化债背景下，基建投资节奏放缓，基建投资承压，三是受利润预期偏弱影响，传统制造业投资趋于谨慎，四是地产投资仍处于深度调整区间，对总需求形成持续拖累。展望2026年，在“提质增效”的政策基调下，我们预计名义增速修复有望加快。消费方面，财政或加大“投资于民”，居民可支配收入改善将支撑消费修复，服务消费有望成为新增增长点；基建方面，已下达的5000亿元政策性金融工具有望在2026年逐步形成实物工作量，对基建投资形成支撑；制造业方面，在“反内卷”政策引导下，传统制造业利润或逐步企稳，叠加新兴制造业投资韧性，制造业投资有望重回广谱性增长；地产方面，12月地产资金、开工和销售端已显现边际改善，若企稳趋势延续，地产投资下行斜率或趋于收敛。需求端修复将有助于名义增长回升。

风险提示：国内政策落地不及预期，海外政策变动超预期。

目 录

1. GDP: 完成全年目标	5
2. 生产: 总体保持韧性, 新质生产力为主要拉动力	5
3. 投资: 基建、制造业降温, 地产销售与开工边际改善.....	7
4. 消费: 修复偏缓、结构分化	9
5. 展望: 提质增效下, 需求修复支撑名义增长改善	11
风险提示	11

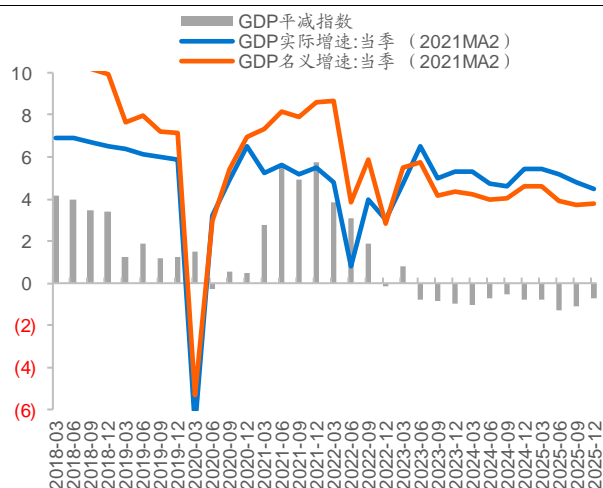
图表目录

图 1	GDP 实际增速四季度回落，平减指数降幅收窄（%）	5
图 2	当季 GDP 环比增速（%）	5
图 3	第二产业增速全年逐季下降（%）	5
图 4	三大产业对 GDP 拉动（%）	5
图 5	电热燃水增加值增速延续放缓（%）	6
图 6	服务业生产指数同比（%）	6
图 7	工业产品产量累计增速（%）	7
图 8	固定资产投资降幅扩大（%）	8
图 9	狭义、广义基建投资均出现转负（%）	8
图 10	广义基建分项增速（%）	8
图 11	狭义基建分项增速（%）	8
图 12	制造业投资凸显结构升级特征（%）	9
图 13	房地产新开工、施工、竣工面积累计增速（%）	9
图 14	商品房销售面积增速降幅较 2024 年收窄（%）	9
图 15	商品房销售额增速降幅较 2024 年收窄（%）	9
图 16	资金到位增速降幅较 2024 年收窄（%）	9
图 17	12 月社零增速延续放缓（%）	10
图 18	商品消费下滑明显（%）	10
图 19	不同消费品类消费累计增速（%）	11

1. GDP：完成全年目标

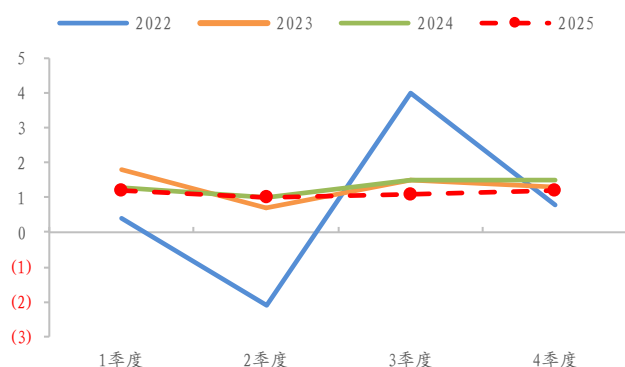
经济增长目标如期实现，增长动能向第三产业集中。四季度，实际 GDP 同比增长 4.5%，全年增速为 5.0%，顺利完成年度目标；名义 GDP 同比增长 3.8%，全年累计增速 4.0%，GDP 平减指数为-1.0%，较此前略有收窄。从支出法看，GDP 增速逐季放缓主因下半年需求端承压，消费与投资增速均出现不同程度回落。从生产法看，经济放缓主要源于第二产业对 GDP 拉动减弱。四季度，第二产业同比增长 3.4%，较三季度回落 0.8 个百分点；全年增速为 4.5%，较 2024 年下降 0.5 个百分点。第二产业对 GDP 增速的贡献率逐季下降，分别为 38.3%、36.2%、34.6%和 32.9%，对应拉动 GDP 增速 2.1、1.9、1.7 和 1.5 个百分点。其中，建筑业全年延续下行态势，四个季度同比增速分别为 3.1%、-0.6%、-2.3%和-2.5%。相比之下，第三产业对经济增长形成主要支撑。四季度，第三产业同比增长 5.2%，全年同比增长 5.4%，较 2024 年提高 0.3 个百分点，对 GDP 的贡献率逐季抬升，分别为 59.1%、60.2%、60.7%和 61.7%，对应拉动 GDP 增速 3.2、3.1、2.9 和 2.8 个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务业保持较快增长，2025 年全年同比分别增长 11.1%和 10.3%。

图1 GDP 实际增速四季度回落，平减指数降幅收窄 (%)



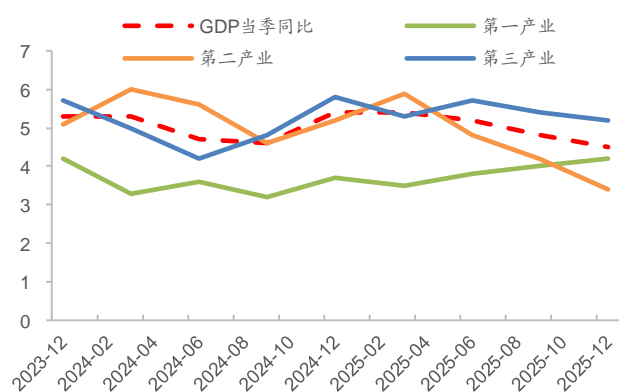
资料来源：Wind，联储证券研究院

图2 当季 GDP 环比增速 (%)



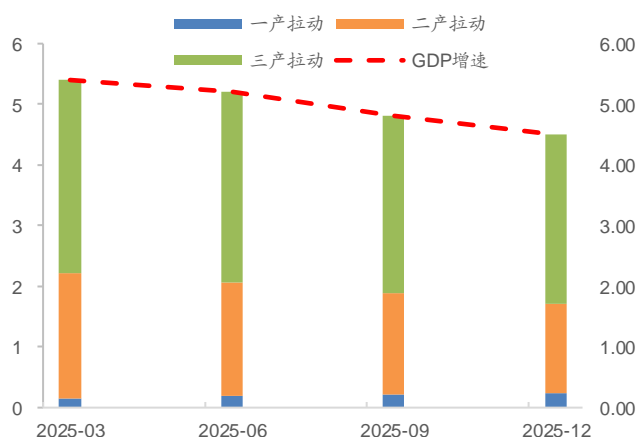
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 第二产业增速全年逐季下降 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 三大产业对 GDP 拉动 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

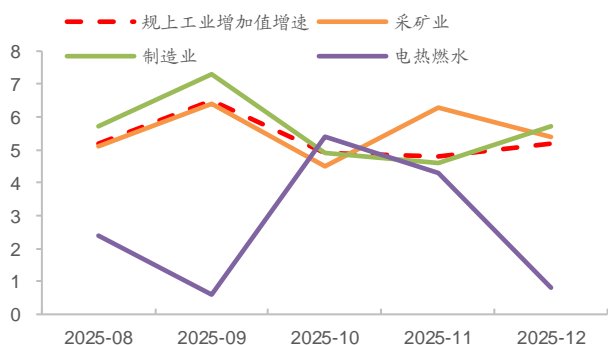
2. 生产：总体保持韧性，新质生产力为主要拉动力

工业、服务业生产维持韧性。12月，工业增加值同比增长5.2%，高于Wind一致预期的4.9%；全年同比增长5.9%，基本与2025年增速持平。环比上看，12月工业增

加值环比增长 0.5%，略高于季节性水平。结构上看，制造业增加值同比增速回升明显，12 月同比增长 5.7%，较上月大幅提高 1.1 个百分点，成为工业增长的主要支撑；电热燃水业增速显著放缓，同比增速为 6.3%，较上月回落 3.5 个百分点；采矿业增加值同比增长 5.4%，较上月小幅下降 0.9 个百分点。服务业生产方面，12 月，服务业生产指数同比增长 5.0%，较上月回升 0.8 个百分点；全年同比增长 5.5%，较 2025 年提高 0.3 个百分点。

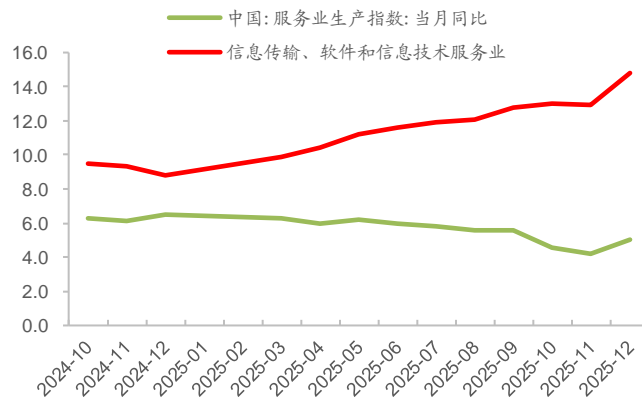
新质生产力相关产业生产增加值增速较快。产业结构上看，上游原材料制造业中，化工产业增加值增速提升，12 月增加值同比增长 8.0%。中游装备制造业保持较快增长，新兴产业成为主要拉动力量，通用设备、专用设备、航空航天及计算机制造业增加值同比分别增长 7.5%、8.2%、9.2%、11.8%，其中，计算机制造业和航空航天制造业 2025 年累计同比增速均超过 10%。下游消费品制造业中，医药制造业和汽车制造业表现相对突出，增加值同比分别增长 7.0% 和 8.3%，其中汽车制造业全年增加值同比增长 11.5%。从产品产量看，“新质生产力”相关产业产品产量增速维持高位。2025 年，工业机器人、集成电路、汽车、新能源汽车、光伏电池和服务机器人产量同比分别增长 28.0%、10.9%、9.8%、25.1%、7.6%、16.1%。

图5 电热燃水增加值增速延续放缓（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图6 服务业生产指数同比（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 工业产品产量累计增速 (%)

规模以上主要工业品产量累计增速 (%)		2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
上游能源类	发电量	2.2	2.4	2.3	1.6	1.5	1.3	0.8
	火电	(1.0)	(0.7)	(0.4)	(1.2)	(0.8)	(1.3)	(2.4)
	水电	2.8	2.7	1.6	(1.1)	(5.5)	(4.5)	(2.9)
	核电	7.7	8.1	8.7	9.2	10.1	10.8	11.3
	风电	9.7	9.6	7.6	10.1	11.6	10.4	10.6
	太阳能	24.4	24.8	23.2	24.2	23.4	22.7	20.0
上游原材料	天然原油	1.5	1.7	1.7	1.7	1.4	1.3	1.3
	天然气	6.2	6.3	6.3	6.4	6.1	6.0	5.8
	原煤	1.2	1.4	1.5	2.0	2.8	3.8	5.4
	发电设备	37.6	42.7	47.5	51.1	54.4	(12.8)	60.5
	焦炭	2.9	3.2	3.3	3.5	2.8	2.8	3.0
	汽油	0.0	(3.9)	(4.5)	(5.3)	(5.7)	(6.3)	(6.8)
	柴油	0.0	(2.0)	(2.1)	(2.5)	(3.0)	(4.1)	(5.6)
	煤油	0.0	5.2	5.0	4.0	3.4	2.3	(0.5)
	氢氧化钠(烧碱)	5.0	4.8	4.6	5.0	4.8	4.3	4.8
	硫酸	4.5	6.0	6.2	5.4	7.1	7.1	6.3
	化学纤维	4.9	5.0	5.4	5.6	5.5	5.0	4.9
	乙烯	6.4	7.1	10.7	7.0	10.6	10.6	10.9
	生铁	(3.0)	(2.3)	(1.8)	(1.1)	(1.1)	(1.3)	(0.8)
	粗钢	(4.4)	(4.0)	(3.9)	(2.9)	(2.8)	(3.1)	(3.0)
中游工业品	钢材	3.1	4.0	4.7	5.4	5.5	5.1	4.6
	十种有色金属	3.9	3.8	3.1	3.0	3.1	2.8	2.9
	水泥	(6.9)	(6.9)	(6.7)	(5.2)	(4.8)	(4.5)	(4.3)
	平板玻璃	(3.0)	(3.6)	(4.4)	(5.2)	(4.5)	(5.0)	(5.2)
	下游消费品	金属切削机床	9.7	12.7	14.8	15.1	14.6	13.9
工业机器人		26.0	29.2	28.8	29.8	29.9	32.9	35.6
智能手机		(0.9)	(0.5)	0.7	1.0	1.0	0.7	0.5
集成电路		10.9	10.6	10.2	8.6	8.8	10.4	8.7
彩电		0.0	(2.7)	(2.3)	(2.9)	(5.1)	(5.5)	(5.5)
微型电子计算机		(2.9)	(1.8)	(1.7)	0.0	0.9	3.4	5.6
移动通信手持机		(5.8)	(5.5)	(4.7)	(4.8)	(4.0)	(3.9)	(4.5)
智能手机		(0.9)	(0.5)	0.7	1.0	1.0	0.7	0.5
汽车		9.8	10.8	11.0	10.9	10.5	10.5	10.8
新能源汽车		25.1	26.5	28.1	29.7	31.4	32.9	36.2
运动型多用途乘用车		8.9	9.0	8.5	8.9	8.7	8.9	10.0
太阳能电池(光伏电池)		7.6	9.9	11.6	14.0	16.8	19.6	18.2
服务器收入		16.1	17.6	20.0	16.3	18.9	23.6	25.5

资料来源: Wind, 联储证券研究院

3. 投资: 基建、制造业降温, 地产销售与开工边际改善

固定资产投资增速下降。12月, 固定资产投资单月增速-15.1%, 较上月下降3.1个百分点, 全年累计增速-3.8%, 较去年全年下降7.0个百分点。

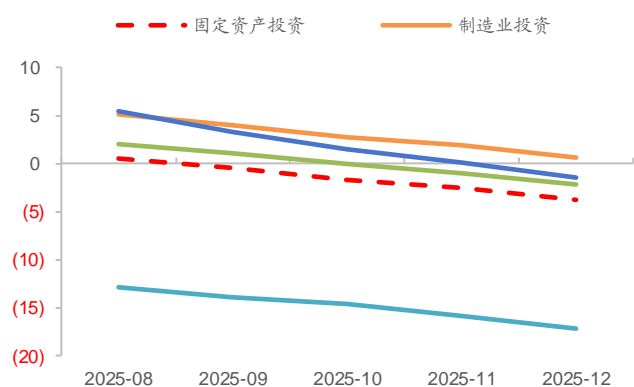
狭义、广义基建投资均出现转负。2025年, 广义基建和狭义基建投资全年同比增速分别为-1.5%、-2.2%, 较2024年分别回落10.7、6.6个百分点, 基建投资整体明显降温。基建走弱主要源于两方面因素: 一是化债背景下地方政府投资节奏放缓, 地方政府主导的道路、水利等传统基建项目投资降幅扩大, 全年累计同比增速分别为-6.0%、-6.3%, 较2024年分别下降4.9、48.0个百分点; 二是中央主导的电力、热力、燃气及水生产和供应业在高基数影响下增速承压, 全年投资同比增长9.1%, 较2024年回落14.8个百分点。此外, 2025年已下达的5000亿元政策性金融工具资金对基建投资的拉动效果尚未明显体现。

制造业投资总体降温, 结构升级。12月, 制造业投资累计增长0.6%, 较上月下降1.3个百分点, 较2024年下降8.6个百分点。结构上看, 制造业投资体现供给侧升级特征, 而非需求端回暖。建筑安装工程同比下降8.4%, 设备工器具购置同比上升11.8%, 指向制造业企业总体在更新设备, 但不在扩建空间。分产业看, 投资重心向技术升级和高附加值领域集中。已公布的数据中, 化学制品、有色等原材料制造业负增, 同比分别

为-8.0%、-4.2%。通用设备、航空航天、汽车制造增速较快，构成主要支撑，同比分别6.2%、17.5%、11.7%。

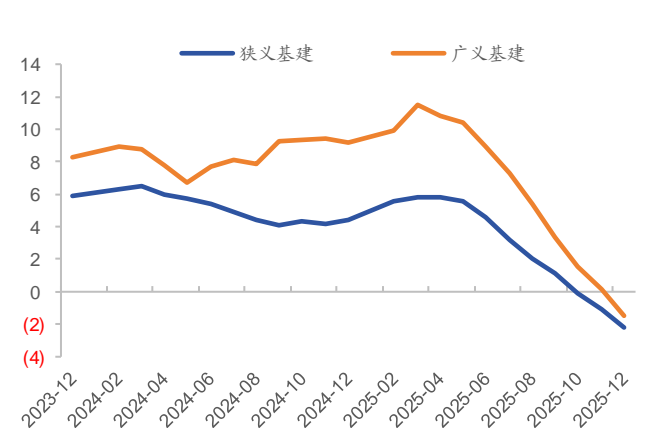
地产新开工、销售出现改善迹象。12月，地产投资同比下降35.8%，降幅较上月扩大5.3个百分点；全年累计同比下降17.2%，降幅较2024年扩大6.6个百分点，地产投资端压力仍然较大。**资金端看**，2025年房地产开发资金到位同比下降13.4%，降幅较上月扩大1.5个百分点，但较2024年收窄3.6个百分点，或指向资金环境有所改善。**开工端看**，新开工面积同比下降19.4%，降幅较上月收窄7.2个百分点，较2024年收窄3.5个百分点，开工端出现企稳迹象。**销售端看**，12月商品房销售面积和销售额同比降幅继续收窄，分别为-15.6%和-23.6%，较上月分别回升1.7和1.5个百分点；全年累计同比降幅分别为-8.7%和-12.6%，较2024年分别收窄4.2和6.6个百分点。如果新开工和销售端的边际改善趋势延续，将有助于缓解房地产投资下行压力，对地产投资形成一定支撑。

图8 固定资产投资降幅扩大 (%)



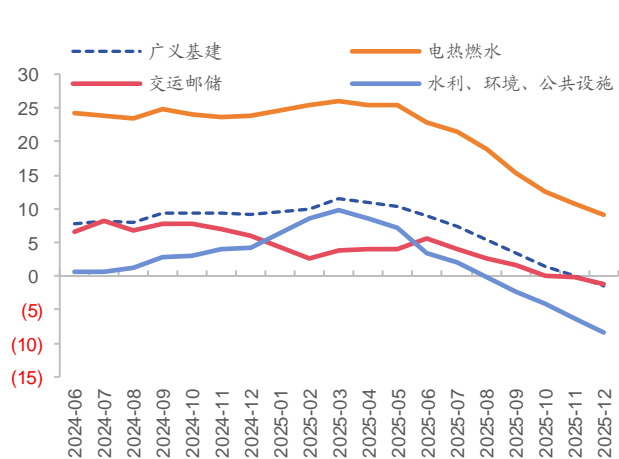
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图9 狭义、广义基建投资均出现转负 (%)



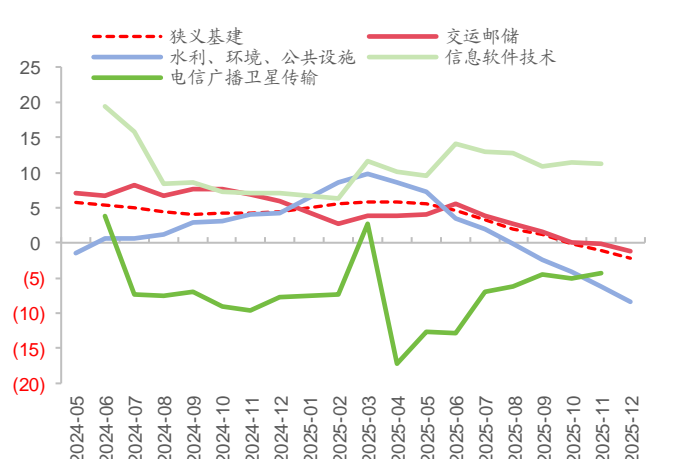
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 广义基建分项增速 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图11 狭义基建分项增速 (%)



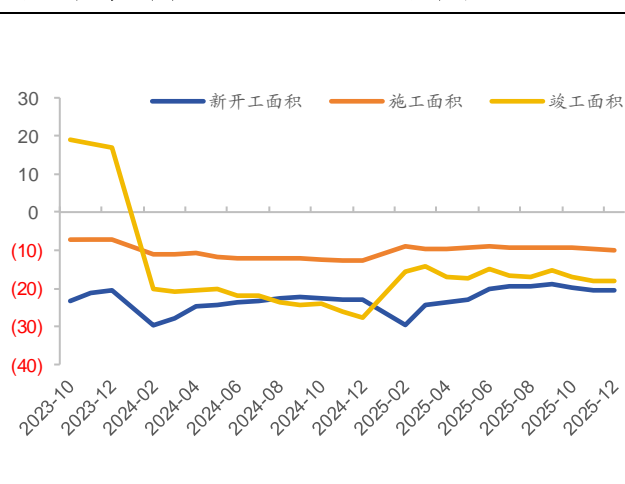
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 制造业投资凸显结构升级特征 (%)

项目	项目	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05
制造业	制造业	0.6	1.9	2.7	4	5.1	6.2	7.5	8.5
上游原材料	化学原料	-8.0	-8.2	-7.9	-5.6	-5.2	-4.7	-1.1	0.4
	有色冶炼	-4.2	-2.2	-1.5	0.4	2.2	4.9	9.1	14.3
中游装备制造	金属制品	-1.9	2.1	3.7	5.9	8.4	9.5	11.1	11
	通用设备	6.2	8.9	9.5	11.8	13.7	14.8	16.6	17.5
	专用设备	-7.1	-4	-2	-0.7	1.6	4.6	6.2	7.9
	电气机械	-10.3	-9.5	-9.4	-9.5	-8.8	-8.7	-7.8	-8.6
	电子设备	-3.2	-3.2	-2.2	-2.1	-0.1	2.2	4.6	7
	航空航天等运	17.5	22.4	20.1	22.3	26.2	29.3	27.3	26.1
下游消费制造	农副食品	9.2	9.6	10.7	14.3	16.9	17.8	18.4	17.7
	纺织业	4.3	5.8	8.3	11.2	12.6	14.1	14.5	15.1
	医药制造	-13.5	-13.1	-11.3	-9.9	-8.5	-6.6	-3	0.9
	汽车制造	11.7	15.3	17.5	19.2	20.2	21.7	22.2	23.4

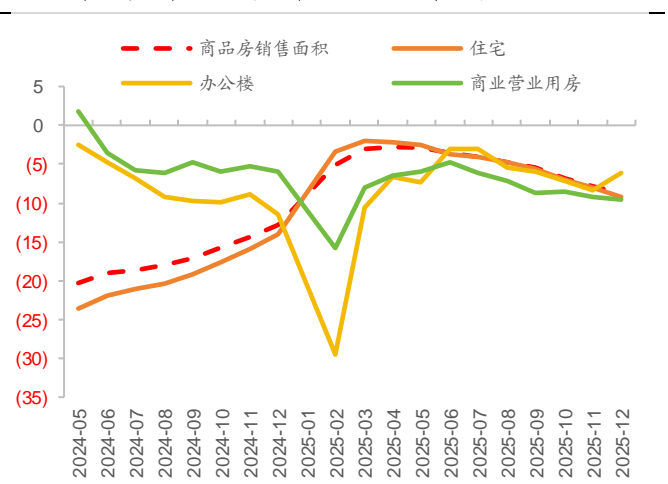
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图13 房地产新开工、施工、竣工面积累计增速 (%)



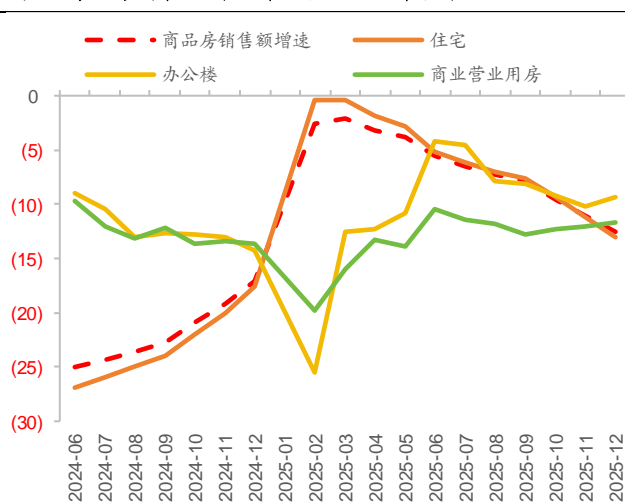
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图14 商品房销售面积增速降幅较 2024 年收窄 (%)



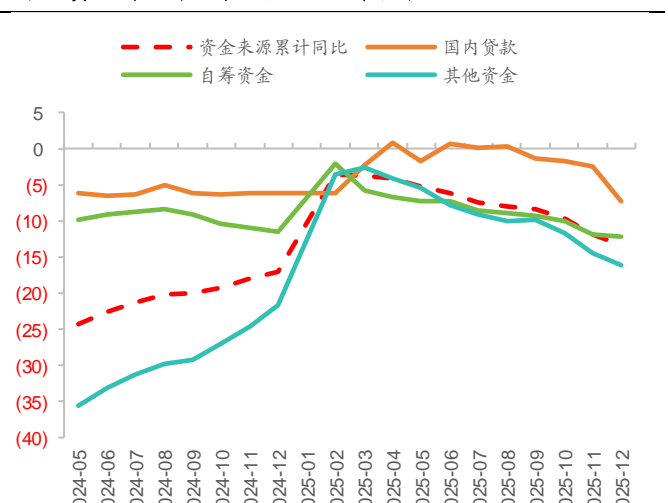
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图15 商品房销售额增速降幅较 2024 年收窄 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图16 资金到位增速降幅较 2024 年收窄 (%)



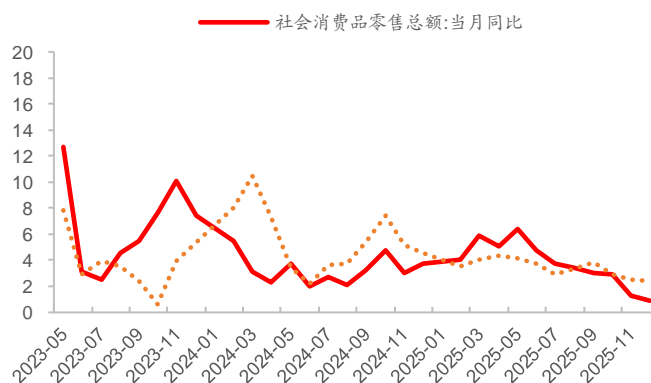
资料来源: Wind, 联储证券研究院

4. 消费: 修复偏缓、结构分化

消费修复整体偏缓，商品消费相对餐饮更具韧性。12月，社会消费品零售总额同比增长0.9%，较上月回落0.5个百分点；全年同比增长3.7%，较2024年提高0.2个百分点，消费修复整体仍偏缓。结构上看，全年维度下，“两新”政策带动下，商品消费表现好于餐饮消费。12月餐饮消费同比增长2.2%，较上月回落1.0个百分点；全年同比增长3.2%，较2024年下降2.1个百分点。商品消费12月同比增长0.7%，较上月回落0.3个百分点；全年同比增长3.8%，较2024年提高0.6个百分点。

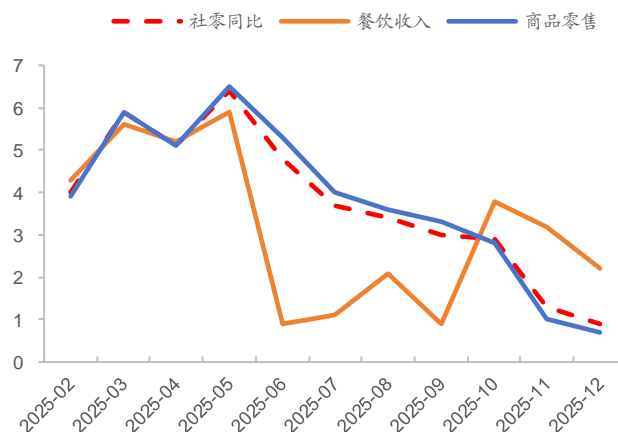
补贴类消费为主要支撑，但边际降温。12月，限额以上商品零售同比下降2.0%，较上月回升0.2个百分点；全年同比增长3.4%，较2024年提高0.7个百分点，商品消费整体仍具一定韧性。分品类看，补贴覆盖领域全年增速普遍较高，但单月表现有所走弱。家电及音像器材、家具和通讯器材消费全年同比分别增长11.0%、14.6%、20.9%，仍是商品消费的主要支撑；但从月度看，家电和家具消费热度明显回落，12月同比分别下降18.7%和2.2%。汽车类消费全年同比下降1.5%，或与前期需求透支以及“反内卷”政策对终端促销节奏的影响有关。受金价持续上行带动，金银珠宝消费全年同比增长12.8%，较2024年提高15.9个百分点。文化办公用品和体育娱乐用品消费全年同比分别增长17.3%、15.7%，较去年分别提高17.6、4.6个百分点，文娱类商品消费提速或与“谷子经济”等新型消费形态兴起有关。

图17 12月社零增速延续放缓（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图18 商品消费下滑明显（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图19 不同消费品类消费累计增速 (%)

	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05
限上商品同比	3.4	4.0	4.7	5.1	5.4	5.8	6.3	6.4
服装鞋帽针纺织品类	3.2	3.5	3.5	3.1	2.9	2.9	3.1	3.3
化妆品类	5.1	4.8	4.6	3.9	3.3	3.1	2.9	4.1
日用品类	6.3	6.5	7.4	7.4	7.4	7.4	7.3	7.2
家用电器和音像器材类	11.0	14.8	20.1	25.3	28.4	30.4	30.7	30.2
中西药品类	1.8	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2	1.4	1.8
家具类	14.6	16.9	19.9	21.3	22.0	22.6	22.9	21.4
金银珠宝类	12.8	13.5	14.0	11.5	11.7	11.0	11.3	12.3
体育、娱乐用品类	15.7	16.4	18.4	19.6	20.6	21.1	22.2	25.7
书报杂志类	0.0	-3.2	-3.6	-3.7	-2.9	-4.3	-4.1	-2.3
文化办公用品类	17.3	18.2	19.1	19.9	22.3	23.7	25.4	25.7
通讯器材类	20.9	20.9	20.9	20.5	21.1	22.9	24.1	27.1
石油及制品类	-5.7	-5.2	-5.0	-4.9	-4.6	-4.1	-3.4	-2.6
建筑及装潢材料类	-2.7	-1.5	0.5	1.6	1.8	2.2	2.6	3.0
汽车类	-1.5	-1.0	-0.2	0.6	0.5	0.4	0.8	-0.1

资料来源：Wind，联储证券研究院

5. 展望：提质增效下，需求修复支撑名义增长改善

全年经济数据上看，经济在完成增长目标的同时，“供强需弱”特征依然明显，名义增长修复相对不足。一方面，工业、服务业生产维持韧性，另一方面，需求端修复明显滞后，未能跟上供给端节奏。具体而言，一是居民收入预期修复缓慢，消费动能趋弱；二是化债背景下，基建投资节奏放缓，基建投资承压，三是受利润预期偏弱影响，传统制造业投资趋于谨慎，四是地产投资仍处于深度调整区间，对总需求形成持续拖累。展望 2026 年，在“提质增效”的政策基调下，我们预计名义增速修复有望加快。消费方面，财政或加大“投资于民”，居民可支配收入改善将支撑消费修复，服务消费有望成为新增长点；基建方面，已下达的 5000 亿元政策性金融工具有望在 2026 年逐步形成实物工作量，对基建投资形成支撑；制造业方面，在“反内卷”政策引导下，传统制造业利润或逐步企稳，叠加新兴制造业投资韧性，制造业投资有望重回广谱性增长；地产方面，12 月地产资金、开工和销售端已显现边际改善，若企稳趋势延续，地产投资下行斜率或趋于收敛。需求端修复将有助于名义增长回升。

风险提示

国内政策落地不及预期，海外政策变动超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道1111弄1号中企国际金融中心A栋12层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院北投投资大厦A栋7层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000