

# 策略专题

## 涨价向何处传导？——PPI 回升的结构性影响拆解

### 核心观点

**核心结论：**①需求端景气不确定背景下，本轮 PPI 回升对整体企业盈利的拉动或不可高估，寻找结构性机会更重要。②出口链里高附加值商品顺价能力更强，资源品涨价背景下，医药化工、新能源、半导体芯片与电动车等出口弹性更高。③结合上市公司基本面对涨价的敏感度测算，当前供需格局较优的乘用车、风电、贵金属，以及产能周期改善的化学原料、能源金属、电池未来弹性或更大。

**出口链：关注医药化工、电子和新能源。**对于本轮 PPI 回升到企业盈利改善的传导路径中，因此我们首先观测哪些细分板块的出口在涨价背景下能实现更高的弹性。具体而言我们构建以产业链逻辑为约束的敏感性回归框架，寻找涨价受益方向。基于该框架以及过去二十年数据样本的测算结果，我们发现具备稳定传导关系的出口品种主要集中在化工材料、以及新能源、芯片半导体等高端制造。

**A 股维度：高端制造、化工电子材料涨价弹性更大。**除了出口链，我们进一步测算 A 股层面不同行业基本面对原材料涨价的敏感度。与出口维度相比，A 股基本面的传导节奏整体偏慢。回归结果显示，历史上涨价传导顺畅的 A 股细分板块集中在化工材料、以及新能源与电子等高端制造。但并非所有中游制造板块都会受益于涨价，我们发现历史上受损于涨价的制造细分板块有医疗器械、消费电子、工程机械等。

**涨价传导顺畅且产能改善方向：关注化工、金属及新能源。**除了历史上 A 股行业涨价传导能力，本轮情况还需结合目前最新的供需格局加以判断，因此我们结合梳理的行业产能周期位置情况，以此来作为衡量供需格局的代理指标。目前涨价顺畅且产能继续扩张的领域主要是：贵金属、乘用车、风电。同时，涨价顺畅且产能周期反转的领域为：化学原料、能源金属、电池。

**风险提示：**地缘局势加速恶化，美国通胀上行幅度超预期。

### 策略研究 · 策略专题

证券分析师：吴信坤 021-61761046  
wuxinkun@guosen.com.cn  
S0980525120001

证券分析师：余培仪 021-61761040  
yupeiyi@guosen.com.cn  
S0980526010001

#### 基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	9239.72/10.52
创业板/月涨跌幅 (%)	3596.71/9.13
AH 股价差指数	119.42
A 股总/流通市值 (万亿元)	102.45/93.64

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《26Q1 主动偏股公募明显减配港股互联网》——2026-04-28
- 《策略周报-上涨过后，如何客观判断 AI 的拥挤度？》——2026-04-25
- 《策略周报-反弹走到哪一步了？》——2026-04-18
- 《策略专题-地缘扰动下长短线外资的最新动向——2026Q1 股市外资季度动向跟踪》——2026-04-10
- 《策略专题-PPI 转正，共识之外的潜在影响》——2026-04-09

## 内容目录

1. 出口链：关注医药化工、电子和新能源 .....	4
2. A 股维度：高端制造、化工电子材料涨价弹性更大 .....	6
3. 涨价传导顺畅且产能改善方向：关注化工、金属及新能源 .....	8
风险提示 .....	9
免责声明 .....	10

## 图表目录

图 1: 2022 年油价高企时“新三样”出口维持高增长 .....	5
图 2: 能源系涨价背景下, 出口敏感度更高的是医药和化工 .....	5
图 3: 有色系涨价背景下, 出口敏感度更高的是电子和新能源 .....	5
图 4: 黑色系涨价背景下, 出口敏感度更高的是汽车与部分家电以及金属制品 .....	6
图 5: 2022 年油价高企时“新三样”出口维持高增长 .....	7
图 6: 能源系涨价背景下, 出口敏感度更高的是医药和化工 .....	7
图 7: 黑色系涨价背景下, 出口敏感度更高的是汽车与部分家电以及金属制品 .....	7
图 8: 目前部分资源品和高端制造的供需格局呈现改善趋势 .....	8
表 1: 内卷二级行业周期所处位置 .....	9

在前期报告《PPI 转正，共识之外的潜在影响》中，我们从总量维度指出，本轮 PPI 回升能否兑现至企业盈利修复，关键在于需求端能否维持稳定。然而总量层面的温和判断并不意味着结构上的同质化——涨价从上游向下游的传导，从来都是沿产业链非对称扩散的，不同环节在承担成本压力与转嫁成本压力方面存在显著差异。

本文将视角下沉至行业层面，尝试回答三个具体问题：在本轮 PPI 回升中，哪些出口赛道能够实现涨价与销售金额的同步扩张？历史上哪些 A 股板块的盈利能够稳定跟随上游价格走强？以及叠加当前的产能周期背景下，哪些方向更可能在本轮“反内卷”推进中走出供需双击的行情。

## 1. 出口链：关注医药化工、电子和新能源

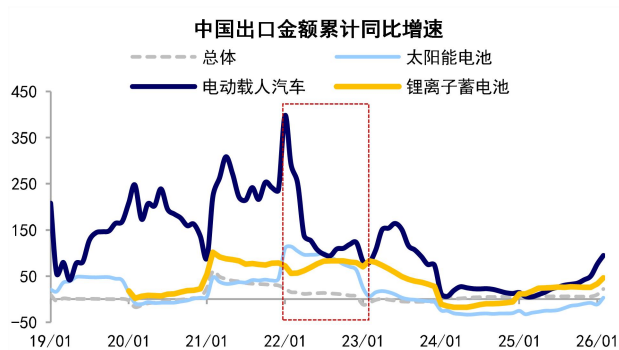
在《PPI 转正，共识之外的潜在影响》中我们指出，对于本轮 PPI 回升到企业盈利改善的传导路径中，外需是相对积极的变量因素，也是本次传导能否顺畅的关键。参考 2022 年的出口结构，尽管通胀高企背景下全球需求出现下滑，但国内的新三样（电动车、锂电池和光伏）出口逆势高增，成为拉动当年出口的重要抓手。因此我们首先观测哪些细分板块的出口在涨价背景下能够实现更高的弹性。

**构建以产业链逻辑为约束的敏感性回归框架，寻找涨价受益方向。**在预测变量端，我们采用两类上游价格指标作为涨价的代理变量。一是统计局口径的 PPIRM（工业生产者购进价格指数）分项，反映企业实际采购端的成本变化；二是南华商品指数的细分品种同比，覆盖数十个具体商品，颗粒度更细、领先性也更强。两类指标并用，既能覆盖不同产业链的上游定价信号，又能交叉验证涨价传导的稳健性。在被解释变量端，我们选取海关总署公布的 HS 分类细分商品出口金额当月同比作为观测对象，同时，在出口细分商品中，我们专门挑选出口金额占比超过 0.5% 的相对较大板块，剔除了规模较小的细分方向。建模方法上，我们采用单变量线性回归逐一测算每对“上游价格 - 出口金额”组合的传导关系，滞后阶数遍历 0 - 6 个月，对每个被解释变量挑选拟合优度最优的“预测变量 - 滞后阶数”组合作为该细分方向的最佳传导路径，输出传导系数 Beta、领先阶数与解释度  $R^2$ 。同时我们在传统回归框架基础上引入了产业链逻辑约束：我们预先筛选出经济学意义上合理的上游品种集合，再在此集合中寻找最优匹配，避免出现“农产品价格解释汽车出口”这类纯粹由数据巧合驱动的伪回归结果。

**出口链里的涨价受益板块：化工材料、新能源、电子等高端制造。**基于上述框架以及过去二十年数据样本的测算结果，我们发现具备稳定传导关系的出口品种主要集中在化工材料、以及新能源、电子等高端制造。具体而言我们将原材料分为能源、有色金属、黑色三个方向，能源链条涨价背景下，基本有机化学品对化工原料类价格的传导最为顺畅，两者近乎同步联动，传导系数接近 3，意味着化工原料价格同比每抬升 1 个百分点，基本有机化学品出口金额同比的弹性可放大近 3 个百分点。医药材及药品、箱包鞋靴、成品油等品类也呈现出类似的稳定传导节奏。

有色金属链条的传导节奏略显滞后，但波及的新兴出口品类更广、弹性也更大。回归显示，有色金属价格对我国相关出口的传导阶数主要集中在 1 - 3 个月，意味着铜、铝价格抬升后，大约一个季度内下游出口的同比增速开始明显抬升。表现最突出的是电子与新能源出口板块——自动数据处理设备的零部件、锂离子蓄电池、太阳能电池、二极管及类似半导体器件、印刷电路、集成电路等品种均显示出对有色金属价格的明显正向敏感。其背后的核心逻辑是，这些板块的出口定价包含了技术溢价和品牌溢价，企业能够将上游成本的上升有效转嫁至终端。

黑色系向高附加值终端的传导具有最大的 $\beta$ 弹性。回归结果中最值得关注的是黑色价格向整车出口的传导：纯电动乘用车、电动载人汽车、乘用车以及钢铁板材对黑色价格均呈现出较高的传导系数。此外，家用电器、集装箱、文化产品对黑色价格的敏感度也均显著为正。

**图1: 2022年油价高企时“新三样”出口维持高增长**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**图2: 能源系涨价背景下, 出口敏感度更高的是医药和化工**

出口商品细分种类	最敏感的涨价品种	领先阶数(月)	传导系数beta	解释度(R <sup>2</sup> )
基本有机化学品	化工原料类	0	2.9	75%
箱包及类似容器	纺织原料类	0	2.9	16%
医药材及药品	化工原料类	0	2.8	21%
鞋靴	塑料	0	1.4	27%
成品油	低硫燃料油	4	1.1	47%
纺织织物	乙二醇	0	0.8	17%
塑料制品	原油	2	-0.5	22%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**图3: 有色系涨价背景下, 出口敏感度更高的是电子和新能源**

出口商品细分种类	最敏感的涨价品种	领先阶数(月)	传导系数	解释度(R <sup>2</sup> )
自动数据处理设备的零件、附件	国际铜	1	1.7	43%
锂离子蓄电池	有色金属	3	1.6	35%
太阳能电池	有色金属	3	1.6	36%
电子元件	有色金属材料类	0	1.4	51%
蓄电池	有色金属	3	1.4	33%
印刷电路	有色金属材料类	0	1.3	49%
集成电路	国际铜	1	1.1	36%
二极管及类似半导体器件	有色金属	3	1.1	38%
笔记本电脑	国际铜	6	1.0	35%
自动数据处理设备及其零部件	国际铜	6	1.0	47%
自动数据处理设备	国际铜	6	0.9	39%
电工器材	有色金属	0	0.8	21%
机械基础件	国际铜	6	0.7	23%
通用机械设备	国际铜	6	0.7	21%
音视频设备及其零件	有色金属	5	-0.6	29%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 黑色系涨价背景下, 出口敏感度更高的是汽车与部分家电以及金属制品

出口商品细分种类	最敏感的涨价品种	领先阶数 (月)	传导系数	解释度 (R <sup>2</sup> )
纯电动乘用车	黑色	0	8.0	46%
电动载人汽车	黑色	4	2.8	29%
乘用车	黑色	4	1.6	41%
钢铁板材	黑色	3	1.5	56%
文化产品	黑色	0	1.0	33%
家用电器	黑色	0	0.9	34%
低压开关及控制装置	黑色	2	0.3	19%
电气控制装置	黑色	2	0.3	16%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 2. A 股维度: 高端制造、化工电子材料涨价弹性更大

除了出口链, 我们进一步测算 A 股层面不同行业基本面对原材料涨价的敏感度。沿用上一章节的回归框架和产业链逻辑约束, 我们将被解释变量由出口金额切换至 A 股上市公司的基本面指标, 观察涨价向企业盈利的传导效果。具体来看, 我们综合考虑归母净利润单季增速、ROE、净利率三个基本面指标, 对每个 A 股细分行业分别与上游价格变量建立回归关系, 从中选择解释力最强的基本面指标作为该行业的代表, 季频数据的滞后阶数遍历 0 - 2 个季度。与出口维度相比, A 股基本面的传导节奏整体偏慢——这符合直观的产业逻辑: 原材料涨价需要先通过库存周转、成本核算、订单调整等环节反映到财务报表中, 时滞通常大于出口报价的调整速度。

**历史上涨价传导顺畅的 A 股细分板块: 化工材料、高端制造。**回归结果显示, 能源链条里, 涨价传导至 A 股基本面的主要通道集中在上中游, 化学原料与电子化学品是其中盈利弹性更显著的方向, 且时滞很短。从行业逻辑看, 这些上游基础材料环节的产品定价往往与原料价格保持相对稳定的加工费差, 只要需求端不出现明显恶化, 价格传导的时滞极短, 盈利的  $\beta$  弹性也最为显著。除此之外还有电机。

有色金属涨价的受益方向则是下游的新能源与电子。回归显示, 有色金属价格对乘用车基本面的传导系数高达 15.5、对电池板块的传导系数 3.5、对光学光电子的传导系数 4.1, 均呈现出明显的正相关关系。这一结果看似违反直觉——为何下游制造反而能从上游涨价中受益? 核心原因在于, 这些板块具备明显的定价权和库存红利: 电池、光伏、电动车等新能源企业通常会提前锁定铜、锂、稀土等关键金属的采购价格, 当有色价格上行时, 低价库存的价值重估与产品提价预期形成双击。

黑色系的受益板块呈现"上游资源+高端装备+全球贸易"的三轨结构。回归结果中, 航天装备 II、装修建材、航运港口、风电设备等方向对黑色价格均显示出正向敏感。风电设备、光伏设备的传导系数偏小, 但回归关系稳定, 说明这些环节的基本面与黑色价格存在持续的相关关系。

**历史上受损于涨价的细分板块：医疗器械、消费电子、工程机械等部分中游制造。**此外，我们还关注在涨价链条中的潜在受损方向。回归结果显示，装修装饰、商用车、医疗器械、工程机械、消费电子、厨卫电器、黑色家电等板块对上游价格变量的传导系数均显著为负。这些板块的共同特征是成本转嫁能力偏弱——要么下游客户议价权较强（如厨卫电器面对地产商、工程机械面对基建方），要么产品同质化程度较高、缺乏定价权（如商用车、部分消费电子）。这一结论与我们此前的定性判断一致：本轮 PPI 回升对中游制造的影响是结构性分化的，具备技术壁垒、品牌溢价或全球份额提升逻辑的环节受益，同质化竞争的传统中游制造则可能面临毛利压缩的压力。

值得注意的是，以上回归结果基于历史数据及经验，但本次情况存在一定的特殊性，例如，在 AI 基础设施投资周期持续走强的背景下，通信板块的顺价能力得到极大增加，因此当前通信的情况与历史经验背离。

**图5：2022 年油价高企时“新三样”出口维持高增长**

出口商品细分种类	最敏感的涨价品种	领先阶数(季)	传导系数 beta	解释度 (R <sup>2</sup> )
电机 II	燃料、动力类	0	23.4	17%
化学原料	乙二醇	0	3.2	57%
电子化学品 II	乙二醇	1	2.8	55%
化学制品	苯乙烯	0	1.3	45%
化学纤维	苯乙烯	0	1.2	15%
文娱用品	原油	1	-0.8	16%
医疗器械	原油	1	-1.2	30%
商用车	原油	1	-3.7	34%
装修装饰 II	燃料、动力类	0	-116.9	20%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**图6：能源系涨价背景下，出口敏感度更高的是医药和化工**

出口商品细分种类	最敏感的涨价品种	领先阶数(季)	传导系数 beta	解释度 (R <sup>2</sup> )
乘用车	有色金属	0	15.5	31%
光学光电子	锡	0	4.1	14%
电池	有色金属	0	3.5	57%
家居用品	有色金属	0	2.2	13%
电网设备	有色金属	0	0.1	13%
消费电子	有色金属	1	-0.7	23%
工程机械	有色金属	2	-1.9	36%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**图7：黑色系涨价背景下，出口敏感度更高的是汽车与部分家电以及金属制品**

出口商品细分种类	最敏感的涨价品种	领先阶数(季)	传导系数	解释度 (R <sup>2</sup> )
航天装备 II	黑色	0	5.7	22%
装修建材	黑色	0	2.9	30%
航运港口	黑色	1	1.9	52%
计算机设备	黑色	0	1.2	13%
白色家电	黑色	0	0.6	17%
风电设备	黑色	2	0.1	53%
光伏设备	黑色	0	0.1	15%
黑色家电	黑色	0	-0.03	11%
通信设备	黑色	2	-0.1	35%
厨卫电器	黑色金属材料类	2	-8.8	16%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

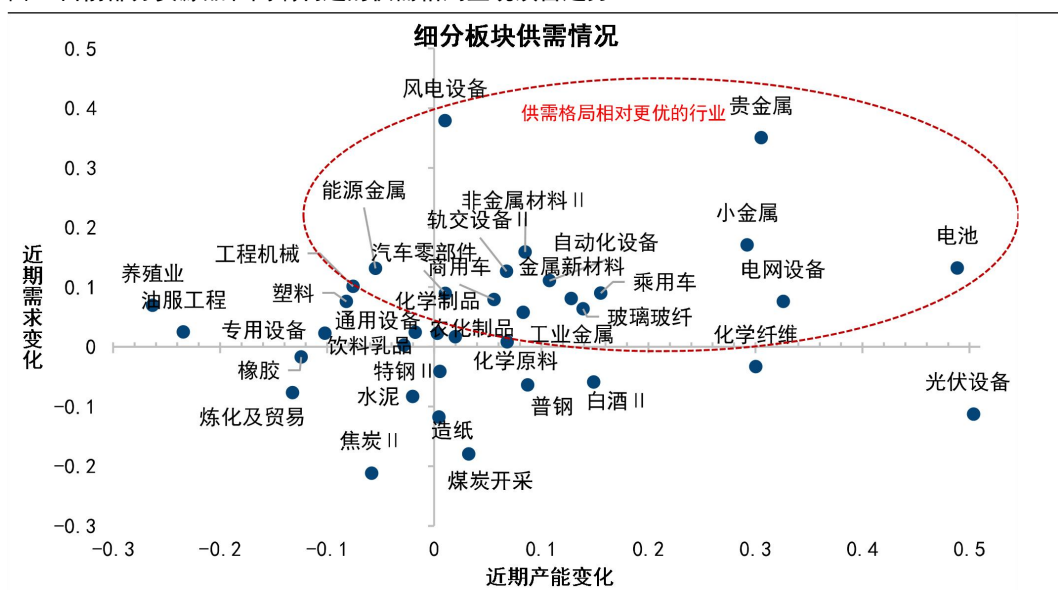
### 3. 涨价传导顺畅且产能改善方向：关注化工、金属及新能源

如前文所述，本文第二部分我们仅讨论了历史上 A 股行业涨价传导能力，但本轮情况如何还需结合目前最新的供需格局加以判断，因此我们结合前期报告《哪些领域“反内卷”更值得期待？》中梳理的行业产能周期位置情况，以此来作为衡量供需格局的代理指标。

**涨价顺畅且产能继续扩张的领域：贵金属、乘用车、风电。** 据此我们筛选出两类最值得期待的方向，一是需求扩张、产能继续扩张、且涨价传导顺畅的行业，景气能够有效支撑产能的合理扩张。这类行业的共性在于需求端具备新兴增长逻辑、景气能够有效支撑其供给端进一步扩张，典型代表包括非金属材料、贵金属、乘用车、风电。这些行业在出口端与 A 股基本面两个维度均显示出基本面对资源品价格的高弹性，背后叠加了出海份额持续提升的产业叙事，使其在这轮的 PPI 涨价背景下盈利或获得更大的向上空间。这类方向的共同特征是：需求的确定性强于供给的不确定性，涨价能够有效传导至终端定价，产能扩张是对景气的合理回应。

**涨价顺畅且产能周期望反转的领域：化学原料、能源金属、电池。** 第二类同样期待的方向，是需求扩张、产能阶段性出清、涨价传导进入加速期的行业。这类行业经历了较长的产能去化周期、当前产能利用率或处于底部回升阶段，在涨价背景下盈利弹性最大，典型代表包括化学原料、能源金属、电池。这三个方向也都是 A 股回归测试中，对资源品涨价传导关系最为稳健的行业。从供需格局看，化工行业从 2022 年下半年开始进入盈利下行周期，2025 年以来在建工程增速已显著回落；能源金属与电池环节在“反内卷”政策推动下，头部企业的产能扩张计划也已明显放缓。这类行业一旦需求侧出现边际改善，盈利的向上弹性将同时来自价格回升与产能利用率抬升的双重驱动，同样是本轮 PPI 回升周期中值得期待的方向。

图8：目前部分资源品和高端制造的供需格局呈现改善趋势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表1: 内卷二级行业周期所处位置

内卷二级行业	产能利用率所处区间	近期产能利用率变化	近期产能利用率变化	产能	库存	需求
养殖业	企稳	▼ -0.02	▼ -0.13	收缩	小幅去库	上行
化学原料	底部左侧	▼ -0.09	▼ -0.11	温和扩张	温和补库	温和回暖
化学制品	下行放缓	▼ -0.19	▼ -0.31	不变	小幅去库	温和回暖
化学纤维	仍在下行	▼ -0.31	▼ -0.21	扩张	温和补库	小幅下行
塑料	下行放缓	▼ -0.11	▼ -0.20	收缩	温和补库	上行
橡胶	下行放缓	▼ -0.18	▼ -0.71	收缩	温和补库	温和下行
农化制品	下行放缓	▼ -0.14	▼ -0.20	不变	温和补库	温和回暖
非金属材料 II	企稳	▲ 0.04	▼ -0.32	温和扩张	补库	上行
冶钢原料	下行放缓	▼ -0.11	▼ -0.14	显著收缩	温和去库	下行
普钢	下行放缓	▼ -0.11	▼ -0.18	温和扩张	去库	下行
特钢 II	仍在下行	▼ -0.12	▼ -0.13	不变	温和去库	小幅下行
金属新材料	底部左侧	▼ -0.07	▼ -0.36	温和扩张	补库	上行
工业金属	下行放缓	▼ -0.17	▼ -0.34	温和扩张	补库	上行
贵金属	上行	▲ 0.35	▼ -0.06	显著扩张	补库	显著上行
小金属	下行放缓	▼ -0.25	▼ -0.30	显著扩张	大幅去库	上行
能源金属	底部左侧	▼ -0.12	▼ -0.46	温和收缩	补库	上行
汽车零部件	下行放缓	▼ -0.08	▼ -0.18	不变	补库	上行
乘用车	企稳	▼ -0.01	▼ -0.15	显著扩张	补库	上行
商用车	下行放缓	▼ -0.01	▼ -0.29	温和扩张	补库	上行
白酒 II	底部左侧	▼ -0.02	▼ -0.05	扩张	补库	下行
饮料乳品	底部左侧	▼ -0.07	▼ -0.18	不变	去库	温和回暖
造纸	加速下行	▼ -0.10	▼ -0.06	不变	持平	下行
水泥	下行放缓	▼ -0.10	▼ -0.12	不变	去库	下行
玻璃玻纤	下行放缓	▼ -0.05	▼ -0.09	扩张	温和去库	上行
光伏设备	下行放缓	▼ -0.25	▼ -0.42	显著扩张	大幅去库	下行
风电设备	上行	▲ 0.22	▼ -0.03	不变	大幅补库	显著上行
电池	底部左侧	▼ -0.05	▼ -0.46	显著扩张	大幅补库	上行
电网设备	下行放缓	▼ -0.07	▼ -0.07	显著扩张	补库	上行
通用设备	下行放缓	▼ -0.12	▼ -0.12	温和收缩	补库	持平
专用设备	下行放缓	▼ -0.15	▼ -0.24	收缩	不变	小幅上行
轨交设备 II	上行	▲ 0.19	▼ -0.14	温和扩张	持平	上行
工程机械	底部左侧	▼ -0.09	▼ -0.26	温和收缩	温和补库	上行
自动化设备	底部左侧	▼ -0.04	▼ -0.24	扩张	补库	上行
煤炭开采	加速下行	▼ -0.15	▼ -0.11	温和扩张	小幅去库	下行
焦炭 II	下行放缓	▼ -0.22	▼ -0.33	温和收缩	去库	下行
油气开采 II	加速下行	▼ -132.09	▼ -3.91	显著收缩	补库	小幅下行
油服工程	下行放缓	▼ -0.08	▼ -0.10	收缩	温和补库	小幅上行
炼化及贸易	仍在下行	▼ -0.64	▼ -0.66	收缩	去库	下行

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

地缘局势加速恶化, 美国通胀上行幅度超预期。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032