



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **9月政治局会议公开讨论经济问题，这在十八大以来可能还是第一次。**上一次在非传统月（4、7、11/12月）讨论经济问题除了特殊的2020年外，还得追溯到2016年和2018年的10月，足见这次会议的分量和不寻常。会议内容概括起来看：**在经济上更务实，在政策上则力度更大，不妨对后续的政策落地乐观一些：**

➤ 首先，经济上为“努力完成”还是“坚决完成”盖棺定论——**关键在“努力”，“5%左右”的增长目标有动态空间。**

➤ 其次，“努力”离不开政策发力，这一轮政策靠什么？**靠财政、靠地产、靠资本市场，最终可能还是要靠消费。**

➤ 第三，从具体内容看，很多表述和此前发生了明显，甚至根本的改变：

- **财政：**开始强调**财政的逆周期力度了**，这可能是最能体现政策立场转向的地方，尽管存量依旧强调政府投资，但是**增量政策**很可能会更加偏向**民生和消费**。
- **地产：**这可能是去年不提“房住不炒”之后最重要的变化，地产内容不再局限于风险提示，而是明确要求“促进房地产市场止跌回稳”，从控量的政策来讲，**这次更加重视“价”**。
- **资本市场：**不仅仅是要“提振信心”，而是要切切实实“提振市场”。政策迈出了至关重要的一步。
- **消费：**这可能是未来经济最重要的抓手，无论是稳房价、稳股市，还是基层“三保”、狠抓“就业”，抑或是促进民营经济、支持养老，最终的落脚点都是让消费好起来。

➤ **为何今年如此特殊？**我们可以透过十八大以来的仅有的两次讨论经济工作的10月政治局会议得到一些线索——**10月政治局会议讨论经济其实也并不多见，近十年来只有2016年和2018年发生过**，2016年和2018年经济运行内部和外部都存在压力。

➤ **2016年经济“缓中趋稳”，经济增速破“7%”：**内部是供给侧改革推行后经济结构性矛盾与发展分化风险，外部是美国大选、“脱欧”等地缘政治不确定性风险。随后10月召开的政治局会议阐明应对态度“要正视矛盾和问题，保持战略定力”，捋清了2016年年内“内部抓经济，外部做好政策储备”的宏观主线。具体工作安排上：财政注重区域均衡，货币强调去杠杆与防风险；巩固投资与消费的企稳回升态势。

➤ **2018年中美贸易摩擦，前三季度经济同比增速呈放缓态势。**实体需求预期走弱叠加持续的金融去杠杆对信用投放的影响，政策调整面临压力，贸易摩擦的冲击下国内经济从“外需”向“内需”换挡的诉求攀升。当年10月政治局会议明确宏观形势“经济运行稳中有变，外部环境也发生深刻变化”，应对需“增强预见性，及时采取对策”。具体工作安排上：稳预期、扩内需、助民企是首要任务；资本市场改革、激发市场活力也被纳入提纲。

## 相关研究

1. 国新办发布会解读：重磅政策的未完待续-2024/09/24
2. 本周经济热点：节前的宏观悬念-2024/09/22
3. 2024年8月财政数据点评：并未停止的“顶格”发力-2024/09/20
4. 央行动态点评：LPR不降的政策信号-2024/09/20
5. 宏观专题研究：降息的预期与现实如何博弈？-2024/09/19

➤ **无独有偶，2024年“特殊”政治局的时间前置到9月，是为四季度留下“大展身手”的空间。**从目前的经济指标来看，若是无总量政策加持，在投资、社零等分项呈现出趋势性压力的情况下，想要完成全年5%GDP增速的年初中性目标压力较大。在**内生存在基本面复苏基础不牢固的隐忧、外部有美国大选及地缘政治冲突升温的不确定性风险的背景下**，我们不难理解“特殊”政治局会议从10月再前置到9月、以此“稳经济”的深意。

➤ **最具标志性意义的还是财政政策变化：背后隐藏了两大边际变化。**第一是**民生**，主要体现在与财政相关的表述中关于“三保”的内容比以往前置了，并且对于“三保”支出的表述也从7月的“优化财政支出结构”变成了“保证必要的财政支出”。昨日（即9月25日）对特困人员下达一次性补助、发布《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》，其实都是“预告”了政策对于民生的重视程度有所提升。除此之外，9月政治局也再次提及了重点人群就业、低收入人口救助帮扶，当然，“字里行间”的民生信号都需要财政支出予以配合。

**第二是从存量转增量。**虽然“发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债”的表述并未改变，但在存量政策使用“渐近尾声”的过程中，增量政策的来临或许也“正在路上”了。政治局会议对于总量政策的基调从7月的“及早储备并适时推出一批增量政策举措”、变成了9月的“加力推出增量政策”，通过当前新增专项债发行进度明显提速（已发行全年额度的92.3%）等情况，我们认为“有效落实存量政策”的政策基调已经基本兑现，下一步的重中之重便是增量政策的诞生。

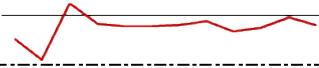
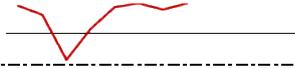
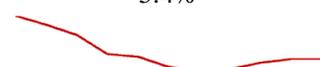
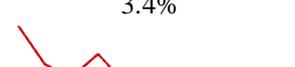
➤ **财政增量政策可能的“三支箭”？**一是做好基层保障，解决居民（尤其是困难人群）的后顾之忧，这也是此次政治局会议透露出的核心理念，“惠民生”和“促消费”正是核心所在。二是支持化解债务，缓解地方后顾之忧，包括已“停滞”三个月的特殊再融资债于9月又重启发行、今年专项债用于“其他（含支持化解地方中小银行风险）”的占比明显提升，这些都是国家支持地方留下的“痕迹”。三是银行注资，稳定金融支持经济压舱石，根据1998、2007年的两次经验，财政发债、央行配合可能是具体手段。

➤ **地产“止跌回稳”的表述无疑拔高了政策出台的紧迫性：**具体要求上，“严控增量”或意味着二、三线城市对新开工项目更加谨慎，“优化存量”可能需要政府收储发挥更大作用，不排除财政资金进场支持的可能性。结合“调整住房限购政策，降低存量房贷利率”的表述，地产下一步的倾向可能是控制供给、促进需求，“止跌回稳”考虑的可能更多是价格层面。

➤ **国家支持资本市场的态度也进一步坐实。**一是表述定调更高，从一年多前的“活跃”升级为“努力提振”。二是部署更加具体，“中长期资金入市、上市公司并购重组”等措施逐个提及，与周二国新办央行创设两项支持股票市场工具、以及证监会公布一揽子政策前后呼应。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：“特殊”政治局会议发生年份的经济背景

		2016年	2018年	2024年
注释		10月召开讨论当前经济形势的政治局会议	10月召开讨论当前经济形势的政治局会议	9月召开讨论当前经济形势的政治局会议
宏观背景		供给侧结构性改革进行时，全球经济萎靡，美国大选正在进行	中美贸易摩擦愈演愈烈	内部弱修复，同时又一美国大选年
GDP	全年GDP增速目标	6.5%-7%	6.5%左右	5%左右
	前三季度GDP增速	6.8%	6.8%	4.8%
出口	前三季度同比	-8.6%	12.2%	4.6%
	全年同比走势			
固投	前三季度同比	8.2%	5.4%	3.4%
	全年同比走势			
社零	前三季度同比	10.4%	9.3%	3.4%
	全年同比走势			

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2024年前三季度GDP增速为预测值，已标记为斜体；2024年的前三季度出口、固投、社零同比增速实则为1-8月累计同比（9月数据尚未更新）。

图2：近十年 9、10 月政治局会议议题及主要内容

时间	9月政治局会议主要议题	是否与经济相关？ 若相关，具体内容？	时间	10月政治局会议主要议题	是否与经济相关？ 若相关，具体内容？
2024.09.26	分析研究当前经济形势和经济工作	<b>要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。</b>	2023.10.27	审议《关于进一步推动新时代东北全面振兴取得新突破若干政策措施的意见》	否
2023.09.27	审议《关于二十届中央第一轮巡视情况的综合报告》	否	2022.10.25	研究部署学习宣传贯彻党的二十大精神	否
2022.09.09	研究拟提请党的十九届七中全会讨论的文件 审议《十九届中央政治局贯彻执行中央八项规定情况报告》《关于党的十九大以来整治形式主义为基层减负工作情况的报告》	否	2021.10.18	研究全面总结党的百年奋斗重大成就和历史经验问题	否
2021年	/	/	2020.10.16	审议《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	否
2020.09.28	研究制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标重大问题，审议《中国共产党中央委员会工作条例》	<b>推动“十四五”时期我国经济社会发展，必须坚持党的全面领导，坚持和完善中国特色社会主义制度，不断提高贯彻新发展理念能力和水平。</b>	2019.10.24	研究坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题	否
2019.09.24	审议《新时代爱国主义教育实施纲要》和《中国共产党党校（行政学院）工作条例》	否	2018.10.31	分析研究当前经济形势，部署当前经济工作	<b>实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，有效应对外部经济环境变化，确保经济平稳运行。研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难，促进资本市场长期健康发展。继续积极有效利用外资，维护在华外资企业合法权益。</b>
2018.09.21	审议《中国共产党支部工作条例（试行）》和《2018—2022年全国干部教育培训规划》	否	2017.10.27	研究部署学习宣传贯彻党的十九大精神	否
2017.09.18	研究拟提请党的十八届七中全会讨论的十八届中央委员会向中国共产党第十九次全国代表大会的报告稿、《中国共产党章程（修正案）》稿等	否	2016.10.28	分析研究当前经济形势和经济工作	<b>要有效实施积极的财政政策，保证财政合理支出，加大对特困地区和困难省份支持力度。要坚持稳健的货币政策，在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范金融风险。要落实供给侧结构性改革各项任务，抓紧完成年度重点改革任务。要巩固投资有所企稳态势，推动消费平稳增长，促进对外贸易改善。</b>
2016.09.27	研究全面从严治党重大问题	否	2015.10.12	研究制定国民经济和社会发展第十三个五年规划重大问题	否
2015.09.11	审议通过了《生态文明体制改革总体方案》、《关于繁荣发展社会主义文艺的意见》	否	2014年	/	/
2014.09.30	研究全面推进依法治国重大问题，总结全党深入开展党的群众路线教育实践活动，研究部署巩固扩大教育实践活动成果工作	否	2013.10.29	讨论十八届二中全会以来中央政治局工作，研究全面深化改革重大问题	否
2013.09.30	审议并同意印发《科学发展观学习纲要》	否			

资料来源：中国政府网、新华社，民生证券研究院

**图3：历史上非常规时间讨论经济的政治局会议的主要内容**

10月研究当前经济工作的政治局会议		
	2016年10月	2018年10月
宏观形势研判	经济走势继续分化，地区、产业、企业之间增长情况差异较大，经济运行中的矛盾和问题仍然较多	当前经济运行 <b>稳中有变</b> ，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。我国经济正在由高速增长阶段转向高质量发展阶段， <b>外部环境也发生深刻变化，一些政策效应有待进一步释放</b>
应对态度	要正视矛盾和问题，保持战略定力，确保实现今年经济社会发展预期目标	要高度重视，增强预见性，及时采取对策
主线	继续坚持适度扩大总需求，以推进供给侧结构性改革为主线，确保实现今年经济社会发展预期目标。	要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线
下一步工作具体	<b>财政：</b> 有效实施积极的财政政策，保证财政合理支出，加大对特困地区和困难省份支持力度 <b>货币：</b> 坚持稳健的货币政策，在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。 <b>内需：</b> 巩固投资有所企稳态势，推动消费平稳增长 <b>外贸：</b> 促进对外贸易改善	<b>财政货币：</b> 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策 <b>“六稳”：</b> 做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作 <b>企业：</b> 坚持“两个毫不动摇”，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难 <b>资本市场：</b> 围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展 <b>外资：</b> 继续积极有效利用外资，维护在华外资企业合法权益

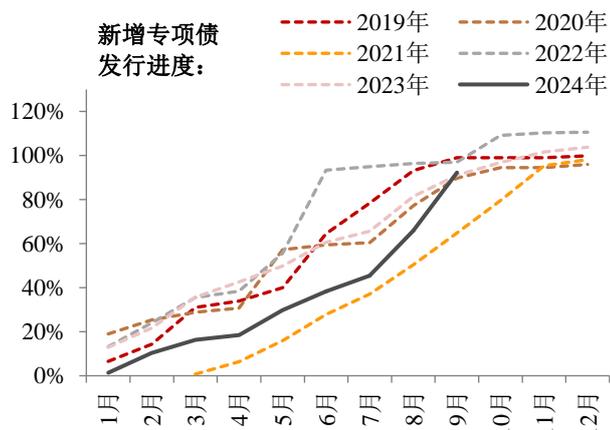
资料来源：中国政府网、新华社，民生证券研究院

**图4：2024年9月政治局会议的具体部署比2024年4月、7月定调力度更强**

2024年4月政治局会议	2024年7月政治局会议	2024年9月政治局会议
1、要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，要积极扩大国内需求	1、要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险，	1、要 <b>加大财政货币政策逆周期调节力度</b>
2、要因地制宜发展新质生产力	2、宏观政策要持续用力、更加给力。	2、要 <b>促进房地产市场止跌回稳</b>
3、要坚定不移深化改革扩大开放，	3、要以提振消费为重点扩大国内需求，	3、要 <b>努力提振资本市场、支持上市公司并购重组</b>
4、要持续防范化解重点领域风险	4、要培育壮大新兴产业和未来产业。	4、要 <b>帮助企业渡过难关</b>
5、要扎实推进绿色低碳发展	5、要推进高水平对外开放，	5、要把 <b>促消费和惠民生结合起来、培育新型消费业态</b>
6、要切实保障和改善民生	6、要持续防范化解重点领域风险。	6、要 <b>抓紧完善生育支持政策体系</b>
7、推动长三角一体化发展	7、要扎实推进乡村全面振兴，	7、要 <b>加大引资稳资力度</b>
	8、要加大保障和改善民生力度。	8、要 <b>守住兜牢民生底线、加强低收入人口救助帮扶、切实抓好</b>

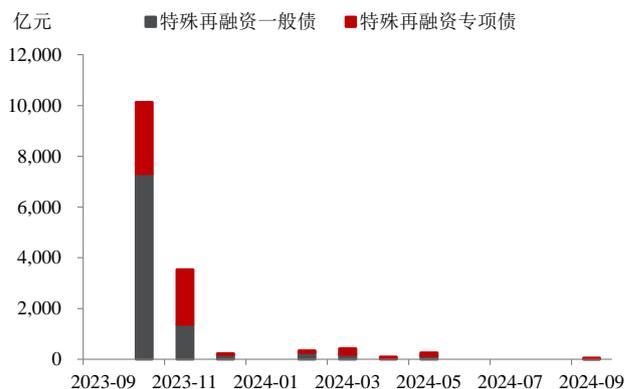
资料来源：新华社，民生证券研究院

图5：新增专项债发行进度明显提速



资料来源：Wind，民生证券研究院

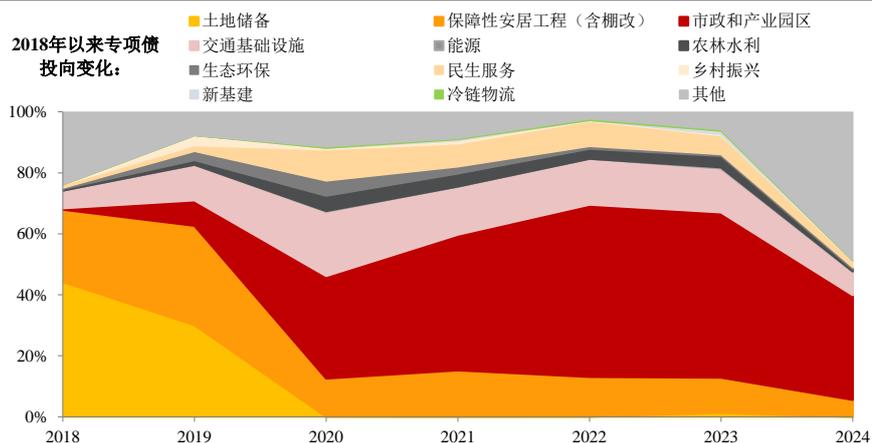
图6：“停滞”三个月的特殊再融资债于9月又重启发行



资料来源：企业预警通，民生证券研究院

注：2024年9月数据截至9月26日。

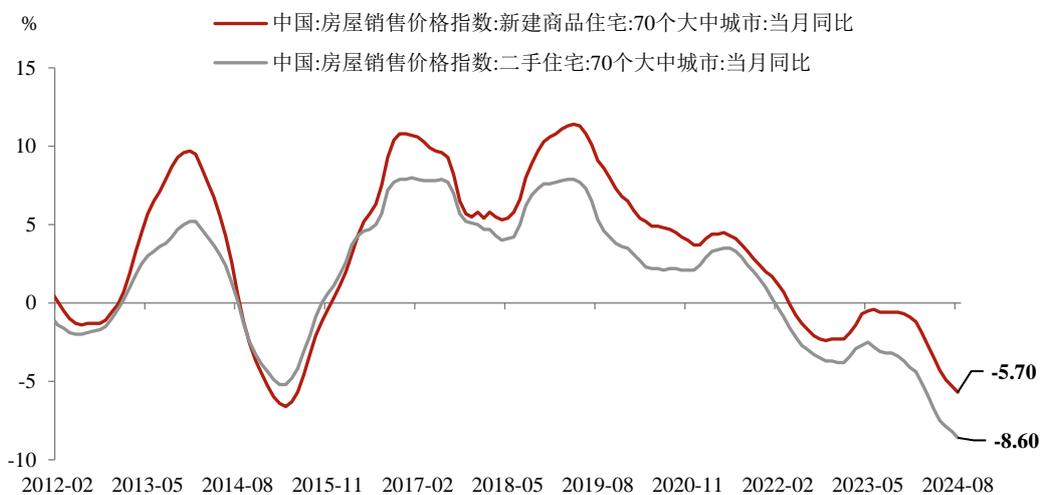
图7：今年专项债用于“其他（含支持化解地方中小银行风险）”的占比明显提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2024年数据截至9月26日。

图8: 2024年8月房价偏弱



资料来源: wind, 民生证券研究院

图9：近三次政治局会议措辞对比

	2024年4月	2024年7月	2024年9月
<b>经济形势</b>	经济运行中积极因素增多，呈现 <b>增长较快、结构优化、质效向好</b> 的特征， <b>经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，开局良好、回升向好</b> 是当前经济运行的基本特征和趋势。但仍面临诸多挑战： <b>有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。</b>	经济运行总体 <b>平稳、稳中有进</b> ，延续回升向好态势，新动能新优势加快培育，高质量发展扎实推进，社会大局保持 <b>稳定</b> 。 当前 <b>外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。</b>	<b>我国经济的基本面及市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利的条件并未改变。</b> 同时，当前经济运行出现 <b>一些新的情况和问题</b> 。要全面客观冷静看待当前经济形势， <b>正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。</b>
<b>总量政策</b>	<b>要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策。</b> 要做好宏观政策取向一致性评估，加强预期管理。 着力推动高质量发展，坚持乘势而上， <b>避免前紧后松，切实巩固和增强经济回升向好态势。</b>	进一步全面深化改革，加大宏观调控力度，...， <b>坚定不移完成全年经济社会发展目标任务。</b> 宏观政策要 <b>持续用力、更加给力</b> 。要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策， <b>加快全面落实已经确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。</b> <b>要切实增强宏观政策取向一致性，</b> 形成各方面共同推动高质量发展的强大合力。要继续发挥好经济大省挑大梁作用。	<b>要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，</b> 进一步提高政策措施的针对性、有效性， <b>努力完成全年经济社会发展目标任务。</b>
<b>货币政策</b>	实施好稳健的货币政策。 <b>要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具</b> ，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。	<b>要综合运用多种货币政策工具，</b> 加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本 <b>稳中有降</b> 。	<b>要降低存款准备金率，实施有力度的降息。</b>
<b>财政政策</b>	实施好积极的财政政策。 <b>要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度</b> ，保持必要的财政支出强度，确保基层“三保”按时足额支出。	<b>要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，</b> 支持国家重大战略和重点领域安全能力建设， <b>更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。</b> 要优化财政支出结构，兜牢“三保”底线。 <b>要完善和落实地方一揽子化债方案，</b> 创造条件加快化解地方融资平台债务风险。	<b>要保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，</b> 更好发挥政府投资带动作用。
<b>内需</b>	要 <b>积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。</b> 要创造更多消费场景。	<b>要以提振消费为重点扩大国内需求，</b> 经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。 <b>要进一步调动民间投资积极性，扩大有效投资。</b>	<b>要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。</b> 要培育新型消费业态。
<b>外贸外资</b>	坚定不移深化改革扩大开放。积极扩大中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口，支持民营企业拓展海外市场，加大力度吸引和利用外资。	<b>要推进高水平对外开放，</b> 进一步营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，稳步扩大制度型开放，落实制造业领域外资准入限制措施“清零”要求，推出新一轮服务业扩大开放试点举措，促进利用外资企稳回升。 <b>要积极培育外贸发展新动能，</b> 拓展中间品贸易、绿色贸易。要扎实推进高质量共建“一带一路”。	<b>要加大引资稳资力度，</b> 抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施， <b>进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。</b>
<b>民营经济</b>	实施好政府和社会资本合作新机制，充分激发民间投资活力。 支持民营企业拓展海外市场	<b>促进各种所有制经济优势互补、共同发展。</b> 完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度，防止和纠正一些地方利用行政、刑事手段干预经济纠纷。 <b>要弘扬企业家精神，在改革创新和公平竞争中加快建设更多世界一流企业。</b>	<b>要帮助企业渡过难关，</b> 进一步规范涉企执法、监管行为。 <b>要出台民营经济促进法，</b> 为非公有制经济发展营造良好环境。
<b>民生</b>	要切实保障和改善民生，突出就业优先导向，促进中低收入群体增收	要强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。 要加强低收入人口救助帮扶，织密扎牢社会保障网。	<b>要守住兜牢民生底线，</b> 重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。 <b>要加强低收入人口救助帮扶。</b> 要抓好食品和水电气热等重要物资的保供稳价。要切实抓好粮食和农业生产，关心农民增收，抓好秋冬生产，确保国家粮食安全。
<b>地产</b>	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任， <b>切实做好保交房工作，</b> 保障购房人合法权益。 要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， <b>统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，</b> 抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策， <b>坚持消化存量和优化增量相结合，</b> 积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。	<b>要促进房地产市场止跌回稳，</b> 对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。 <b>要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，</b> 抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026