



# 政策效果显现，供需结构改善

## ——2024年10月经济数据分析

2024年11月15日

- 核心观点：**前期一揽子政策效果逐步显现，本月经济供需结构显著改善。一则是供需结构迈向平衡之路，受益于“以旧换新”和房地产政策持续出台，居民消费和房地产销售市场均有显著改善，供给端地产新增投资有所降低，而竣工面积持续改善，工业增加值增速小幅回落，年初至今的经济供需分化逐步向均衡回归；二则是供给端结构持续改善，新质生产力依然占优，装备制造和高技术制造业保持较快增长，年初以来经济转型趋势持续显著；三则是政策转向、提速带动基建增速触底回升，伴随前期项目资金的加速落地，带动基建投资完成额回升，政策“稳增长”效果显现。
- 消费：以旧换新叠加购物节提前，社零消费全面改善。**10月社会消费品零售总额同比增长4.8%（前值为3.2%），累计同比增速3.5%（前值3.3%），环比增速0.41%（前值0.4%），过去五年的季节性环比均值为0.3%。社零消费全面改善，主要受益于三点：一是消费品以旧换新政策效果良好，家电、文化办公用品（电脑）、通讯器材等分项表现突出，家电消费同比增速39.2%（前值20.5%），办公用品同比增长18%（前值10%），家具消费同比7.4%（前值0.4%），汽车消费同比增长上行至3.7%（前值0.4%）；二是购物节活动前置，拉动化妆品、体育娱乐品、通讯器材、纺织服装分别同比增长40.1%、26.7%、14.4%和8%；其三，“促进房地产市场止跌回稳”叠加“提振资本市场”的政策组合对居民财富效应改善有一定帮助，有利于提振消费者信心。
- 基建：存量政策提速，项目资金拨付加快带动增速回升。**亦如我们前期报告判断，伴随存量项目资金加快开工将带动后续基建增速回升。1-10月份基建投资增速4.3%（前值：4.1%），或主要得益于资金拨付速度大幅提升。目前大部分固定资产投资项目按财务支出法核算，有别于形象进度法，其更侧重于实际的财务支出，即只有当资金实际支付时，才计入投资完成额。因此伴随后续存量资金拨付和化债政策启动，流动性改善有望持续拉动增速回升。
- 房地产：需求改善，投资回落，一线价格有企稳迹象。**1-10月份房地产投资累计同比增速为-10.3%（前值-10.1%），我们测算当月同比增速-12.31%（前值-9.36%）。目前来看新一轮政策尚未对房地投资端有明显拉动，后续重点关注土储专项债、货币化安置100万套城中村改造的政策落地情况。销售端交易量及价格均有企稳迹象，销售额及销售面积增速降幅收窄，各线城市商品住宅销售价格环比降幅总体收窄，一线城市二手住宅环比转涨。
- 工业生产：结构转型趋势延续，政策催化效果显著。**一是工业增加值增速小幅回落，整体仍维持较高水平。10月当月增速5.3%（前值5.4%），累计增速与上月持平。其中制造业进一步增长至5.4%（前值5.2%）。二是新质生产力仍保持较高增长。10月装备制造业增加值同比增长6.6%，高技术制造业增加值增长9.4%，增速分别快于全部规模以上工业增加值1.3和4.1个百分点。三是高频数据显示，消费制造业有望保持高增。10月钢铁开工率环比已有改善，高炉开工率重新升到80%以上，线材开工率和电炉产能利用率分别环比上行2.32pct和6.47pct。

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

聂天奇

☎：010-8092-7737

✉：nietianqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

研究助理：铁伟奥

风险提示

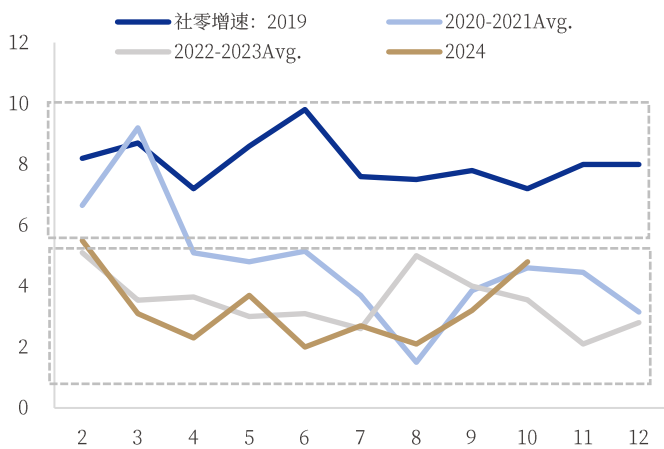
1. 政策落地不及预期的风险
2. 消费者信心恢复不及预期的风险

- **四季度和全年经济展望：**受益于化债政策启动，我们认为将大幅改善市场流动性和地方投资支出，投资和消费增速有望持续企稳向上，内需逐步接力外需，四季度 GDP 环比和同比增速均有望改善，同比增速将进一步向 5% 靠拢。

## 一、以旧换新叠加购物节提前，消费全面改善

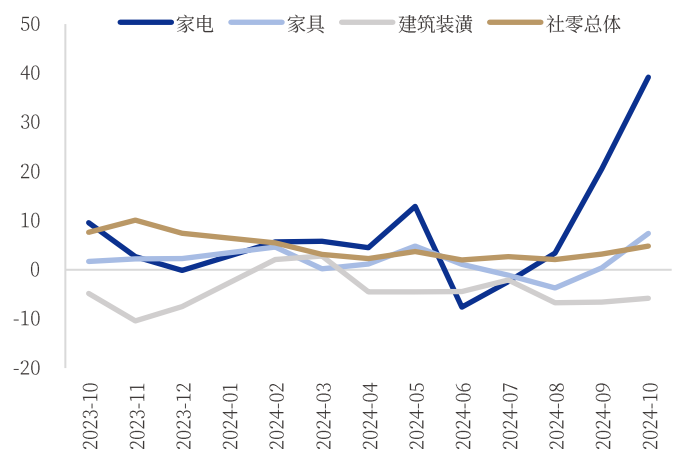
10月社会消费品零售总额同比增长4.8%（前值为3.2%），累计同比增速3.5%（前值3.3%），环比增速0.41%（前值0.4%），过去五年的季节性环比均值为0.3%。社零消费全面改善，主要受益于三点：一是消费品以旧换新政策效果良好，家电、文化办公用品（电脑）、通讯器材等分项表现突出，家电消费同比增速39.2%（前值20.5%），办公用品同比增长18%（前值10%），家具消费同比7.4%（前值0.4%），汽车消费同比增长上行至3.7%（前值0.4%）；二是购物节活动前置，拉动化妆品、体育娱乐品、通讯器材、纺织服装分别同比增长40.1%、26.7%、14.4%和8%；其三，“促进房地产市场止跌回稳”叠加“提振资本市场”的政策组合对居民财富效应改善有一定帮助，有利于提振消费者信心。

图1：2020年以来，社零增速局限在2-4%区间（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：家电消费连续三个月迎来显著改善（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

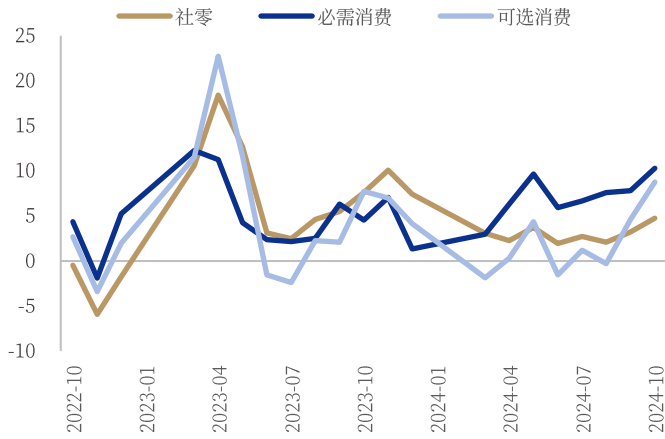
以旧换新政策叠加购物节提前，可选消费增速改善明显。家电消费连续三个月显著改善，同比增长39.2%（前值20.5%），根据商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至11月8日，2025.7万名消费者购买8大类家电产品3045.8万台，带动销售1377.9亿元。此外，办公用品同比增长18%（前值10%），家具消费同比7.4%（前值0.4%），10月份30大中城市商品房销售面积同比录得-3.8%（前值-32.4%），亦对地产后周期消费改善带来支撑。双十一购物节活动提前，今年双11较2022、2023年提前10天开启，拉动化妆品、体育娱乐品、通讯器材、纺织服装分别同比增长40.1%、26.7%、14.4%和8%。必需消费品零售增速维持较高韧性，其中日用品类零售同比增速8.5%（前值3%），需求加速上行，亦与线上消费带动有关。此外，粮油、食品类、饮料类和中西药品类分别增长10.1%、-0.9%和1.4%。

10月乘用车销量呈高速增长态势，车市表现显著强于季节性走势。乘联会数据显示，10月狭义乘用车零售226.1万辆（前值210.9万辆），同比增长11.3%（前值4.5%），环比增速7.2%（前值10.6%）。随着各地方以旧换新政策在10月全面发力，大力拉动车市增长，叠加“十一”黄金周效应，10月车市呈高速增长态势，“银九金十”效果显著。此外，10月股市活跃和楼市逐步止跌有利于居民资产负债表的修复和信心改善，有促于居民消费意愿的进一步释放。

10月国庆期间居民出行意愿有所增强，出行链相关消费已逐步恢复至常态。根据飞常准、携程统计，10月旅客运输总量0.65亿人次，同比增长15%（前值12%），比2019年同期增长13%。据交通运输部的数据显示，国庆节假期期间全社会跨区域人员流动量同比日均增长3.9%，各个重点

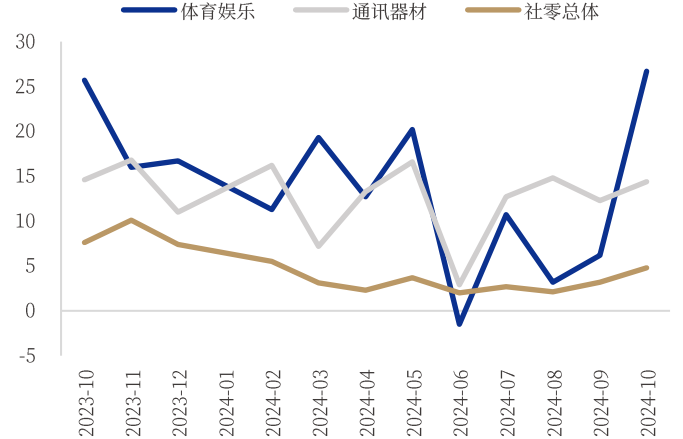
旅游城市迁徙指数普遍上行，表明居民在国庆期间的出行意愿有所增强，且整体出行活动呈现出稳中有升的态势。市内交通出行景气度有所回升，据11月6日交通运输部微信公号消息，10月全国城市轨道交通客运量环比增长7.1%，同比增长4.2%，12个主要城市地铁客运环比增长7.2%，同比增长3.7%。

图3: 可选消费增速改善明显 (%)



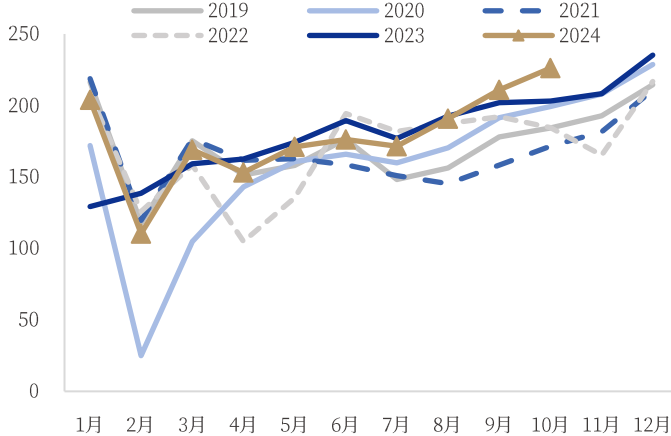
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 升级类消费快速增长 (%)



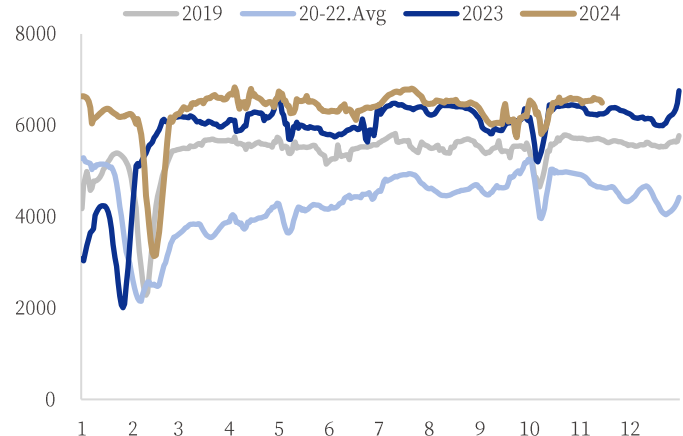
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 10月狭义乘用车零售表现显著强于季节性走势 (万辆)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 10月地铁客运量较略高于历史同期值 (万人次)

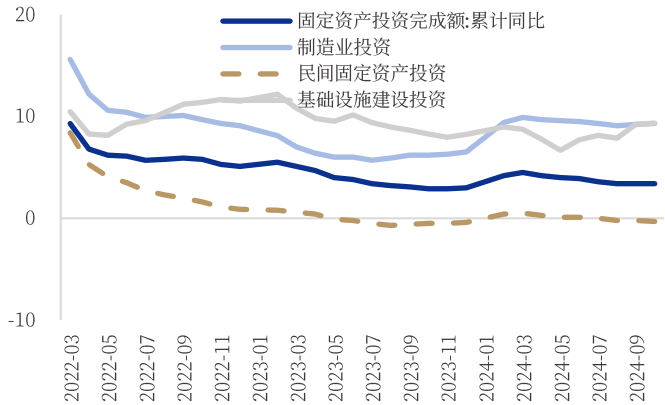


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、固定资产投资：制造业持续高增，基建触底回升

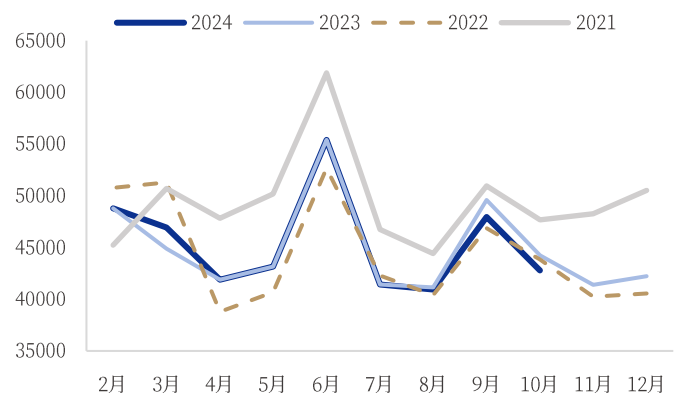
**固定资产投资增速保持平稳：**1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）423222亿元，同比增长3.4%，可比口径倒推10月当月同比3.4%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长7.6%。分领域看，制造业投资和基建投资增速小幅提升，分别增长0.1pct和0.09pct至9.3%和9.35%。房地产投资增速再度扩大跌幅，1-9月累计同比增速为-10.3%（前值-10.1%）。当月来看，制造业、基建和房地产分别为10.03%、5.79%和-12.31%（前值9.74%、2.22%和-9.36%）。

图7: 固定资产和民间固定资产投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 固定资产投资当月值 (亿元)

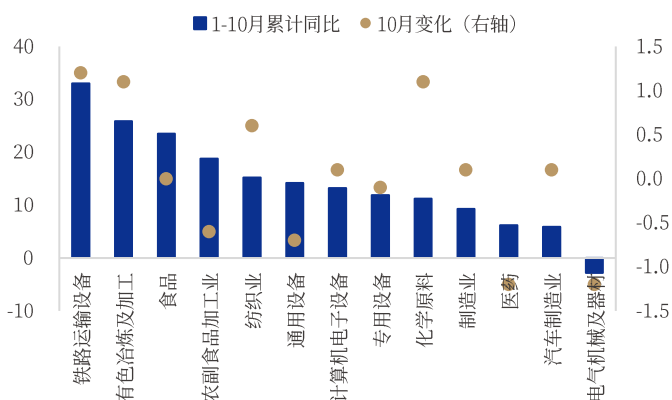


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (一) 制造业投资: 高技术投资维持较高增速

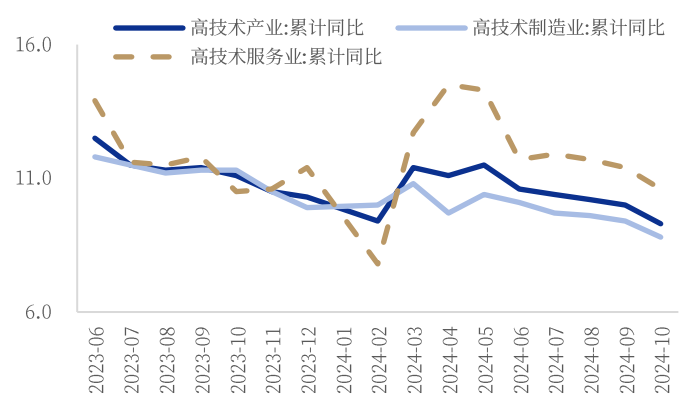
**新质生产力仍是主线，大规模设备更新和节能改造是重要支撑。**1-10月制造业投资增长9.3%（前值9.2%），增速边际继续扩张。高技术产业投资同比增长9.3%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长8.8%、10.6%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长34.5%、9.4%；高技术服务业中，专业技术服务业、电子商务服务业投资分别增长32.0%、16.3%。从分项上来看，大规模设备更新和节能改造是重要支撑，10月设备工器具购置投资增速下降0.3pct至16.1%，虽然边际放缓但仍然高增；建筑安装工程为3.6%，其他费用-3.9%，分别较上月变化0.1pct和-0.3pct。分行业来看，铁路船舶航空航天运输设备依旧是增长最快的行业，且本月累计增速上升1.2pct至33%，连续五个月上升；有色金属加工作为高技术产业的原材料上游继续受到利好，本月累计同比增速上行1.1pct至25.9%。食品制造和农副食品加工业虽保持较高增长，但已出现边际放缓迹象，食品制造增速与上月持平为23.5%，农副食品加工跌0.6pct至18.8%。纺织业增速继续走扩，本月上行0.6pct至15.2%。装备制造业上，通用设备（14.2%）和专用设备（11.9%）分别较前值跌0.7和0.1pct，虽然放缓但仍维持韧性。计算机电子增速反弹0.1pct至13.2%。展望未来，经济转型的过程中，新质生产力继续为拉动制造业投资的主力，结合需求的复苏有望持续促进制造业投资保持高增。

图9: 制造业投资分行业 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 高技术产业投资 (%)



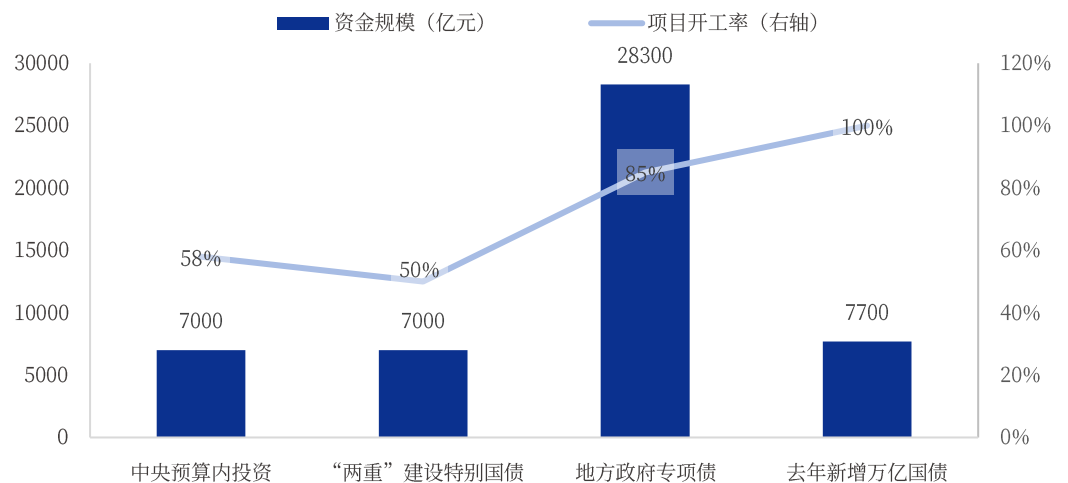
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (二) 基建投资: 资金拨付进度提速带动增速触底回升

基建投资增速自3月份至今持续回落，在本月增速触底回升，1-10月份基建投资增速4.3%（前值：4.1%）。我们认为主要是得益于9月份系列政策对年内存量项目的推进，资金拨付速度大幅提升。且伴随目前已经启动发行的新一轮债务置换方案，后续几个月资金面将得到进一步改善。目前大部分固定资产投资项目按照财务支出法核算，投资额核算与资金实际到位水平密切相关，因此伴随后续流动性改善，年内存量项目将逐步形成实物工作量。

专项债资金拨付率落后于项目开工率或是前期基建增速与债券发行量背离的因素之一。根据前期发改委公开数据：地方项目方面，今年用于项目建设的3.12万亿元的地方政府专项债，目前到9月底统计已经发行2.83万亿元，发行率是90%，项目开工率是85%，但根据财政部发布会表述，10-12月份专项债券待发额度加上已发未用的资金，共有2.3万亿元专项债券资金可安排使用。目前大部分固定资产投资项目核算采用财务支出法核算，有别于形象进度法，财务支出法侧重于实际的财务支出，即只有当资金实际支付时，才计入投资完成额。因此，当项目开工率较高，但资金拨付较慢时，投资增速往往存在滞后。

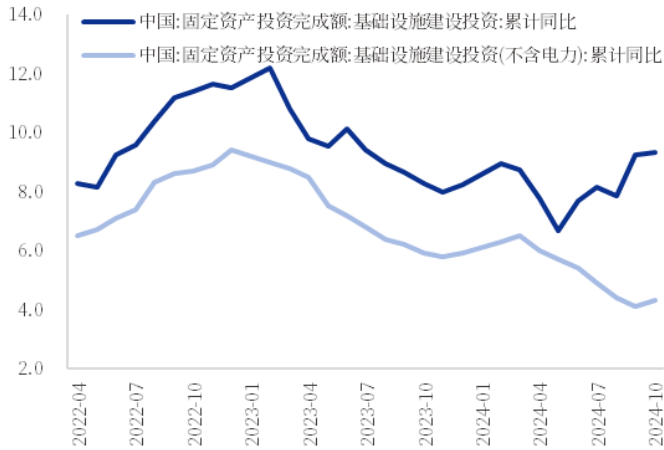
图11：年内存量各项政府投资工具资金规模和项目开工率



资料来源：国新办、发改委，中国银河证券研究院

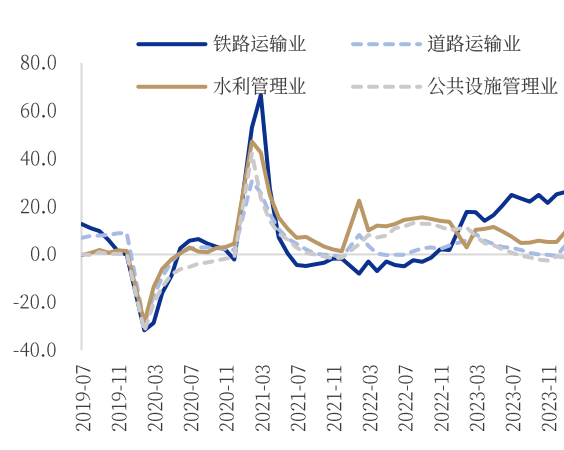
伴随项目进度提速及增量政策空间，预计后续基建增速有望回升。10月8日发改委新闻发布会上多次提及加快项目建设力度，要求专项债于本月底前发行完毕。近期政策层面对于稳增长诉求显著提升，在1.07万亿存量项目加快落地基础上，还提出了多项增量政策工具，包括发改委提前下达1000亿元“两重”建设项目清单和1000亿元中央预算内投资计划（符合条件项目可在年内形成实物工作量）、财政部提及的年内盘活4000亿元存量限额用于补充地方财力、以及“近年内规模最大的化债”（目前再融资专项债已经启动发行）。我们预计未来一段时期在提升项目建设的基础上，也能大幅改善相关上下流企业的现金流情况。对未来一段时期的基建增速可以相对乐观一些。

图12: 全国基建投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全国基建投资分项累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**增长结构方面，仍然是依托水利和铁路建设支撑，道路、公共设施仍为负增长。**铁路本月累计同比增长 14.5%（前值 17.1%），水利项目增长 37.9%（前值 37.1%），年初以来铁路和水利等中央交通建设项目持续保持较高增速。例如平陆运河等一系列全国交通网络建设，对相关投资增速拉动作用显著。另一方面，道路项目增速降幅小幅收窄至-2.1%（前值-2.4%），公共设施增速-3.4%（前值-3.5%），由地方政府主导的公共设施和道路建设仍旧较弱。伴随后续化债工作的落地，年底或明年年初或能看到地方建设项目增速的边际改善。

高频数据方面，石油沥青和水泥发运率在 11 月份持续小幅温和回升，预计后续项目资金落地将带动 11 月基建数据的进一步改善。

图14: 水泥发运率温和改善



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 石油沥青开工率低位回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

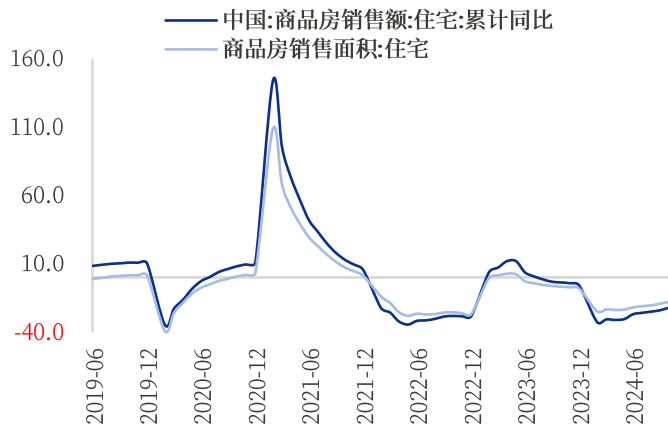
### 三、房地产：需求改善，投资回落

地产投资小幅下滑，1-10 月份房地产投资累计同比增速为-10.3%（前值-10.1%），我们测算当月同比增速-12.31%（前值-9.36%），边际走弱。目前来看新一轮政策尚未对房地投资端有明显拉动，后续重点关注土储专项债、货币化安置 100 万套城中村改造的政策落地情况。销售端交易量及价格均有企稳迹象，销售额及销售面积增速降幅收窄，各线城市商品住宅销售价格环比降幅总体收窄，一线城市二手住宅环比转涨。



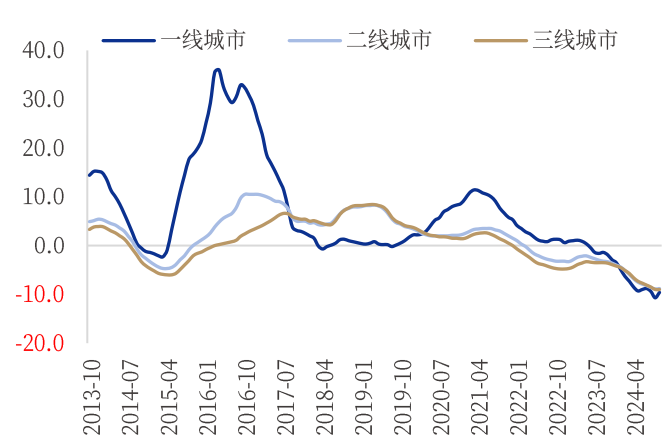
**需求端政策迅速落地，带动住房销售市场整体回暖，一线城市价格回升。**1-10月全国新建商品房销售面积77930万平方米，同比下降15.8%（前值-17.1%），新建商品房销售额76855亿元，下降20.9%，（前值-22.7%），降幅均有所收窄，受多项需求端政策集中出台，整体销售面积和销售额均呈现低位回升。价格上，70城新房价格指数-6.2%（前值-6.1%），其中一、二、三线城市新房价格指数同比-4.6%、-6.0%、-6.6%（前值-4.7%、-5.7%、-6.6%）。一线城市二手住宅销售价格环比也由上月下降1.2%转为上涨0.4%，为近13个月以来首次转涨。整体来看，销售面积和成交额改善背后三线城市仍是“以价换量”，一二线在供需逐步出清基础上相对回暖较快。

图16: 商品房销售额及销售面积累计同比增速 (%)



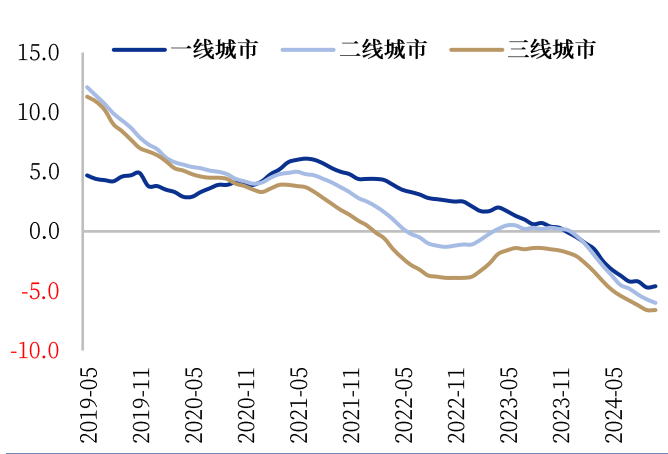
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 中国一、二、三线城市二手房价格指数



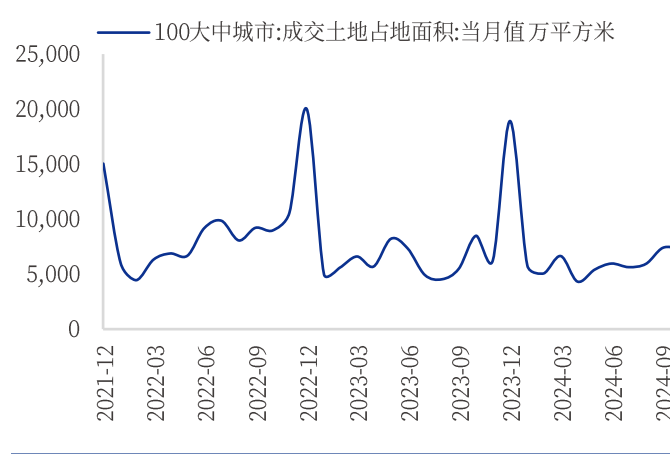
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 中国一、二、三线城市新房价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 100大中城市土地成交面积9月小幅改善



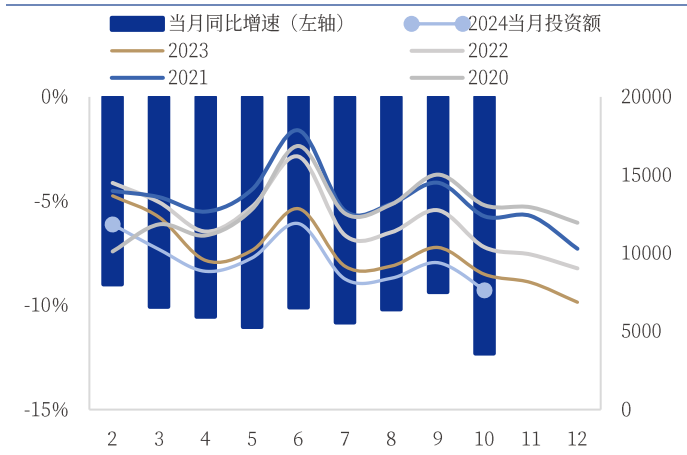
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**“严控增量”下房地产开发投资增速回落，关注后续100万套住房改造政策落地进度。**1-10月全国房地产开发投资86309亿元，同比下降10.3%（前值-10.1%）。按当月计算，10月房地产开发投资额为7628亿元（前值9396亿元），同比下降12.31%（前值-9.36%），开发投资增速月整体回落。房屋新开工-22.6%（前值-22.2%）增速小幅回落，住宅施工面积-12.9%（前值-12.7%），竣工面积-23.4%（前值-23.9%）。本月开发投资整体回落，仅竣工面积增速降幅有所改善，或收益于“白名单”信贷投放力度加大。9月土地成交面积7315万平方米，较上月环比降低1%，同比降低-13.8%，本月房地产一级开发市场整体偏弱。9月国房景气度指数92.49（前值92.41），持续小幅回升，主要来自于销售端的改善。整体来看，“白名单”信贷投放力度加大之下，本月地产开发



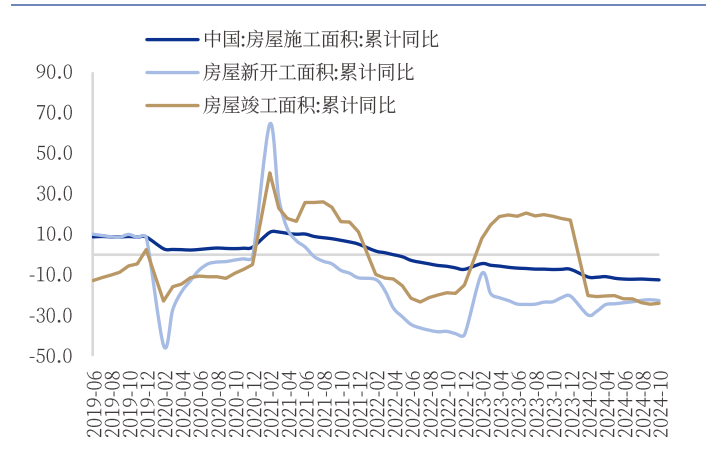
和土地交易均有所改善，下一步需要重点关注住建部“100 万套城中村和危房改造”的落地进度及对地产行业的托底效用。

图20: 1-10 月份房地产投资额 (亿元) 及当月同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 房地产新开工、施工、竣工面积增速低位平稳 (%)

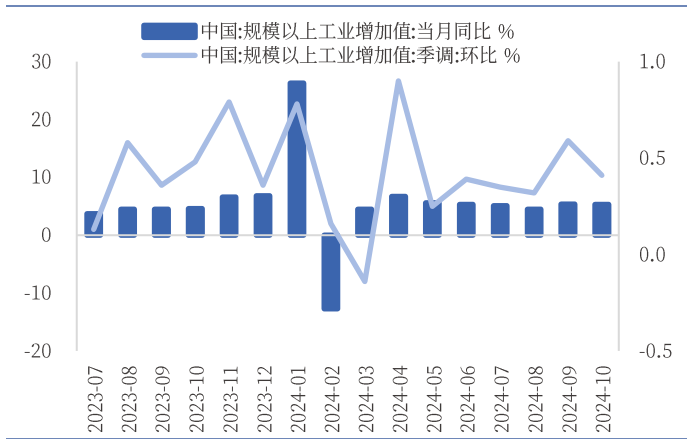


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、工业生产：以旧换新带动生产回暖

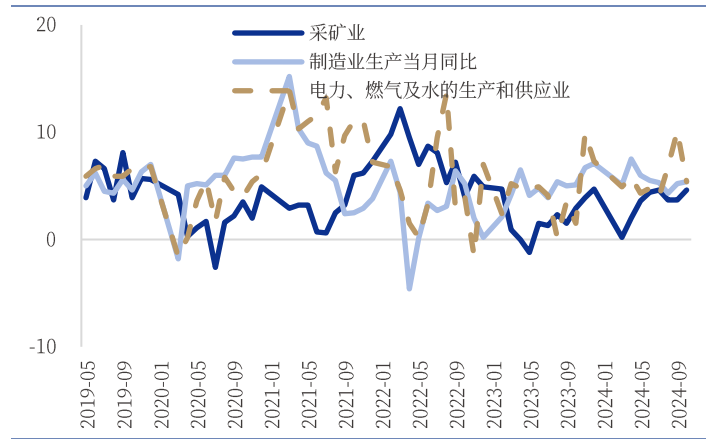
10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%。从环比看，10 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.41%。1—10 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.8%。

图22: 工业增加值同比和环比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 工业增加值三大行业 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

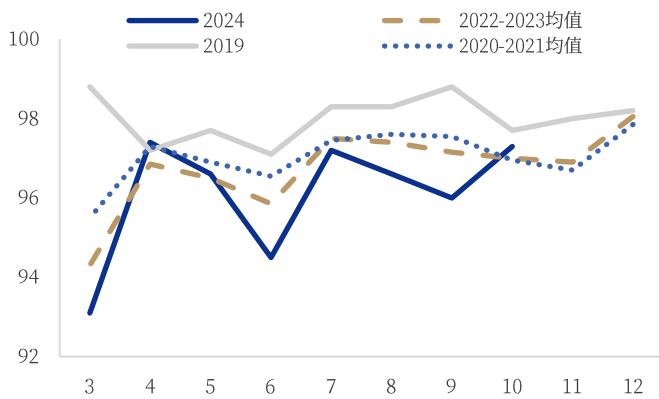
**工业增加值小幅回落，整体仍维持较高水平。**三大门类看，10 月份采矿业增加值同比增长 4.6%（前值 3.7%），制造业增长 5.4%（前值 5.2%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%（前值 10.10%）。10 月制造业工业增加值继续边际上升，以旧换新驱动明显。

**新质生产力依然占优，传统行业小幅改善。**装备制造业增加值同比增长 6.6%，高技术制造业增加值增长 9.4%，分别快于全部规模以上工业增加值 1.3 和 4.1 个百分点。具体来看，计算机电子设备、医药和有色金属加工是增速最高的三个行业，10 月工业增加值增速分别为 10.5%、7.8% 和 7.7%，分别下降 0.1、3.2 和 1.1pct；边际变化最大的是铁路运输设备，本月大幅下行 9.3pct 至 4.4%，主要原因是铁路运输设备在去年 10 月开始高速增长，基数就此抬升。传统行业反而在本月有所上行，橡胶和塑料较上月涨 0.3pct 至 7.2%，煤炭开采涨 1.3pct 至 4.5%，黑色金属加工涨 1.3pct 至 4%。

反应在产量上,10月新能源汽车产量再次加速2.5pct至36.3%,但集成电路下降1.2pct至24.8%,工业机器人上升1.8pct至13.3%。传统行业产量反弹,原煤、钢材、焦炭、粗钢、生铁、水泥产量当月同比分别上行0.1-0.6pct,尤其是钢材产量增速同比转正至0.5%。工业经济需求逐步改善,10月产销率为97.3%,上行1.3pct,且高于过去两年,反转了本年度以来产销持续低迷的情况。

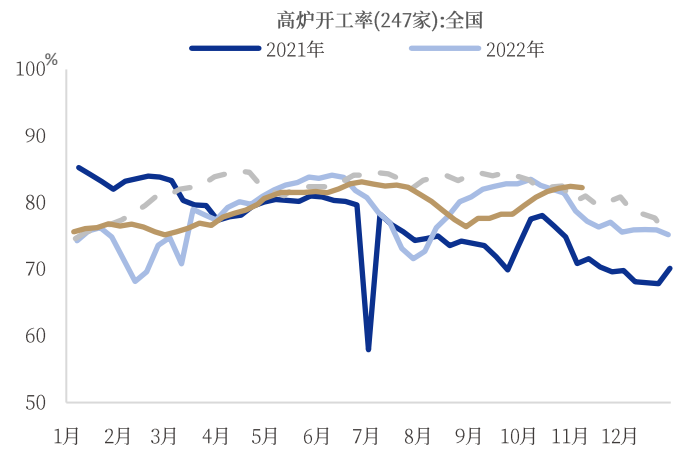
**高频数据显示,10月钢铁开工率改善,消费制造业继续保持高增。**10月钢铁开工率虽然同比仍然下降,但环比已有改善,高炉开工率重新升到80%以上,平均保持81.07%,环比上行3.11pct;线材开工率和电炉产能利用率分别环比上行2.32pct和6.47pct至49.28%和61.75%。基建产业链虽然保持低迷但已有改善,水泥发运率环比涨2.11pct至37.51%,螺纹钢开工率涨5.16pct至42.08%。消费制造业保持高增,汽车半钢胎开工率在10月后半月假期后开工率达到79.4%,PTA开工率和江浙织机负荷率分别同比上行4.74pct和11.32pct至81.52%和77.14%。

图24: 产销率 (%)



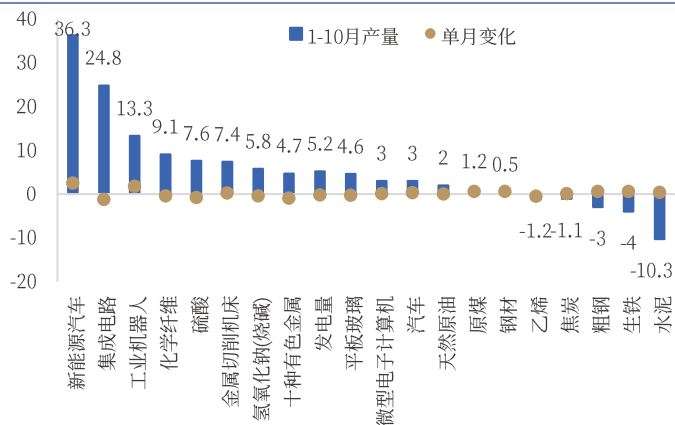
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 高炉开工率



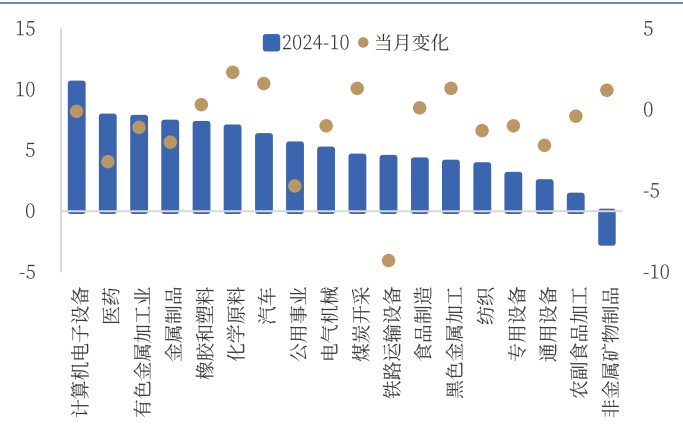
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 产品产量增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 工业增加值分行业 (%)



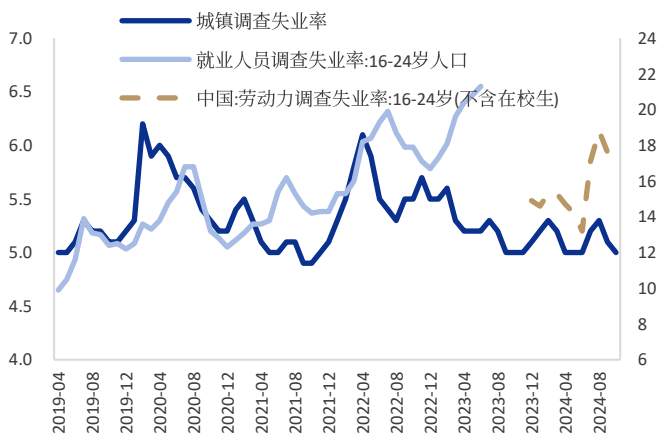
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、就业：调查失业率整体下行，本地户籍改善明显

**失业率好转，本地户籍就业改善。**1-10 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.1%，比上年同期下降 0.2 个百分点。10 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.1pct。本地户籍劳动力调查失业率为 5.1%，下降 0.1pct；外来户籍劳动力调查失业率为 4.8%，与上月持平；其中外来农业户籍劳动力调查失业率为 4.7%，上行 0.1pct。本地户籍失业率本次就业情况的改善主要原因是以旧换新带来的消费和生产的提升带动了用工需求，制造业增加值和投资的上行尤其是新质生产力领域的持续推进带动就业岗位的增加。其次，基建投资的高增长增加实物工作量并提高用工需求。第三，需求的改善增加中小企业信心以及用工需求，BCI 前瞻指数和中小企业劳动力需求指数均有提高。

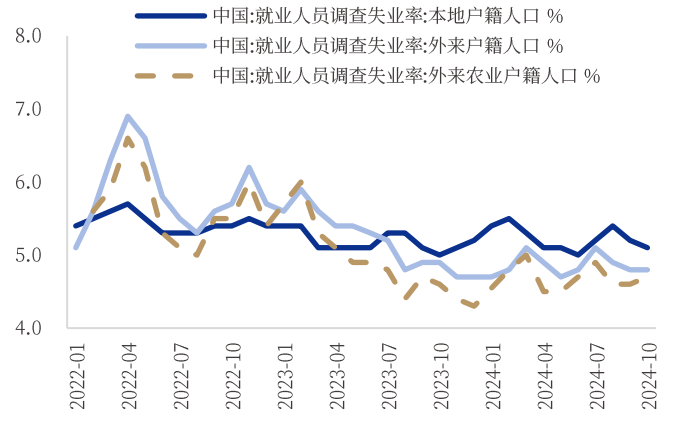
展望未来，就业是民生之本，在外部环境不确定性增加的情况下，政策更多以我为主，关注内需和内生动能，在内需的不断复苏下，就业市场也会持续改善。2024 年 9 月 25 日，中共中央和国务院发布《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》。9 月 26 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，强调要守住兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作。10 月 9 日，在发改委发布会上，国家发展改革委副主任李春临表示，将大力实施就业优先战略，坚持依靠发展促就业，并指出“扩大就业关键还是要发展，尤其是高质量发展。”总共说明了四方面措施共同促进就业：一是扩大有效需求，通过中央预算内投资的引领作用和激发民间投资活力，对能够吸纳较多就业的项目给予更大的支持。二是增强新兴产业就业创造效应，以创造更多的知识技能型岗位；三是拓宽生活服务性行业就业空间，创新服务消费模式，发展银发经济，释放养老、家政、托育、物流等领域的就业潜力。四是发挥职业教育和技能培训的作用。表明政策对于就业市场的重视，以及通过提升就业质量来促进经济高质量发展的策略。

图28：城镇调查失业率（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图29：本地户籍调查失业率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图30: 失业保险基金支出 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: BCI: 企业招工前瞻指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观组组长。聂天奇：宏观分析师。吕雷：宏观分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn