



宏观研究

【粤开宏观】一揽子增量政策的传导逻辑与效果——10 月经济数据的三个背离与两点启示

2024 年 11 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】化债组合拳超预期，2025 年财政政策空间打开》2024-11-10

《【粤开宏观】如何理解“力度最大”的化债行动？》2024-11-08

《【粤开证券】“特朗普 2.0 时代”：为何东山再起？对中国的影响及应对》2024-11-07

《【粤开宏观】美国大选前夜：“特朗普 2.0” VS “哈里斯意外”》2024-11-03

《【粤开宏观】双城记 2024：广州与深圳全面比较》2024-10-29

摘要

总体上看，随着一揽子增量政策逐步落地和“两重”“两新”政策的生效，10 月经济在 9 月筑底回稳的基础上，加快恢复，确认了 8 月是全年经济的底部、9 月是筑底企稳的起点。10 月规模以上工业增加值和服务业生产指数同比分别为 5.3% 和 6.3%，四季度 GDP 同比或能达到 5% 以上，助力全年“5% 左右”增速目标的实现。

经济筑底回稳主要体现为市场预期改善、资本市场回暖、房地产市场价格和销售稳定、消费回升、固定资产投资不再下行，这些指标的改善只是表象，更重要的是一揽子增量政策的作用机制是顺畅的。一揽子增量政策陆续出台，其核心目标和传导逻辑主要在于以资本市场活跃为先导，逐步修复居民、企业的资产负债表，激发微观主体活力。其一，本轮增量政策源自 9 月 24 日三大金融部门出手释放强烈的救市信号，其后 9 月 26 日中央政治局会议明确了要加大逆周期调节力度、大力提振资本市场，伴随股票市场回暖，居民预期和资产负债表改善，带动国庆期间旅游和消费回升。其二，对于企业部门，中央出台政策整治拖欠企业账款的行为，同时发布《民营经济促进法》征求意见稿，有利于解决企业现金流被占用以及预期不稳的问题。其三，财政部门宣布采取历史上最大力度的债务置换并支持房地产止跌回稳，这标志着化债思路发生重大转向，“从化债中发展”转为“发展中化债”，地方政府头顶高悬的“化债利剑”压力有所减轻，可以腾出更多精力和财力发展经济和提供公共服务。

10 月经济数据有两大突出特征：一方面，社零消费、房地产销售、制造业投资、基建投资、服务业生产、居民信贷和 M1 同比等数据显著向好，有必要理解背后的宏观政策如何生效；另一方面，工业生产、房地产投资、物价同比意外回落，有必要理清其与总体经济形势、市场预期以及其他经济指标背离的原因。

一、存量和增量政策协同发力，10 月经济加快恢复

一是预期改善，资本市场超跌态势明显得到逆转。10 月份制造业采购经理指数为 50.1%，是今年 5 月份以来制造业 PMI 首次回升到扩张区间；消费者信心指数比上月回升 1.2 个百分点，为连续六个月回落之后的首次回升；根据对 70 个大中城市房地产开发企业和中介机构进行的调查显示，预期未来半年新建商品住宅和二手房住宅销售价格保持稳定或上涨的受访从业人员占比，在 9 月提升的基础上又提高 17.6 和 15 个百分点。

二是拖累中国经济的关键房地产实现止跌回稳，稳地产政策加码生效，其中价格稳住是较大亮点，只有价格稳住房地产销售才能稳住。10 月商品房销售面积和销售额当月同比分别为 -1.6% 和 -1%，降幅分别较上月收窄 9.4 和 15.3



个百分点，带动累计同比增速降幅收窄；一线城市二手住宅销售价格环比增长 0.4%，连续下跌 12 个月后重新上涨。

三是社零消费同比持续回升，受益于资本市场回暖带来的信心提振、消费品“以旧换新”和“双十一”促销提前。8-10 月社会消费品零售总额同比分别为 2.1%、3.2%和 4.8%，逐月回升。

四是制造业投资和基建投资加快，受设备更新、“两重”建设、地方化债等政策推动。1-10 月制造业投资和广义基建投资累计同比分别为 9.3%和 9.4%，均较上月加快 0.1 个百分点。

五是服务业回升势头明显，金融业、房地产业、批发零售业景气回升。10 月服务业生产指数同比增长 6.3%，较上月加快 1.2 个百分点，其中，金融业和房地产业回升幅度超过和达到 3 个百分点，批发和零售业回升幅度为 2 个百分点。

六是居民部门重新加杠杆，M1 同比止跌回升。10 月新增居民贷款同比多增 1946 亿元，自 2 月以来首次由负转正；M1 同比由-7.4%回升至-6.1%，自 1 月以来首次回升。

二、如何理解 10 月工业生产、房地产投资、物价同比回落与背离？

10 月经济运行显著向好，市场也预期经济数据全面回升，然而工业增加值、房地产投资、CPI 和 PPI 同比却意外回落，与总体经济形势、市场预期以及其他经济指标相背离。10 月规模以上工业增加值当月同比 5.3%，低于 9 月和市场预期的 5.4%和 5.6%；房地产投资累计同比-10.3%，1-9 月累计同比和市场预期均为-10.1%；CPI 和 PPI 当月同比分别为 0.3%和-2.9%，均较 9 月回落 0.1 个百分点，且低于市场预期的 0.4%和-2.5%。

第一，工业生产持续恢复，同比回落主因居民用电的暂时性扰动。工业包括采矿业、制造业和公用事业（电力、热力、燃气及水生产和供应业）。10 月采矿业和制造业增加值同比上升，与制造业 PMI 重回景气区间相一致；但电力、热力生产和供应业增加值同比由 10.2%降至 5.5%，导致工业增加值同比由 5.4%回落至 5.3%。8-9 月高温天气使得居民用电量激增，10 月天气转凉带动居民用电量回落，10 月发电量同比由 6%降至 2.1%。

第二，房地产投资同比回落主要受商业用房拖累，商品住宅开发投资与销售回暖走势一致。10 月房地产投资当月同比由-9.4%降至-12.3%，似乎与房地产市场回暖的形势不符，但实际上，商品住宅开发投资完成额当月同比由-10.5%升至-9.4%，与市场预期一致。商业用房市场仍较低迷，拖累房地产投资，10 月办公楼、商业营业用房开发投资完成额当月同比分别由-7.2%和-14.8%降至-11.9%和-18.9%。

第三，CPI 和 PPI 同比回落主要受食品和能源价格波动、企业降价促销等影响，未来有望温和回升。10 月 CPI 和 PPI 同比均回落 0.1 个百分点，一是极端天气对鲜菜等食品的供给冲击消退，二是国际原油价格下行的输入性影响，三是国内部分行业竞争加大，企业降价促销。10 月核心 CPI 同比由 0.1%回升至 0.2%，钢铁、水泥价格也止跌回升，反映了总需求出现回暖势头。



三、9-10 月经济回暖对宏观政策的两点启示

第一，宏观调控是必要且有效的，要避免改革与逆周期调节的对立。9 月经济筑底回稳，10 月经济加快恢复，充分证明宏观政策协同发力，有效扭转了二季度以来总需求不足、预期不振、房地产和资本市场持续低迷等问题。

第二，如果政策效果不及预期，就要进一步加大政策力度。以消费为例，3 月国务院便发布了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，但家电、汽车零售额同比直至 9 月才显著回升，原因是政府补贴在 8 月才充分发力。

当前既要看到一揽子增量政策初步生效，“两新”“两重”政策效果持续显现；也要继续观察政策推动的经济回升、资本市场和房地产市场回暖能否持续，当前中国经济短期筑底回稳的基础仍需进一步夯实，10 万亿资金化债激发了地方政府积极性，但特朗普上台对中国经济和政策产生压力，这需要财政、货币、房地产等宏观政策进一步发力，增强和巩固经济回升向好势头。

其一，房地产市场的后劲是否充足。政策要保持连续性，不能看到数据好转就暂停乃至采取紧缩政策。**其二，**10 万亿资金化债在减轻地方负担的同时激发了地方积极性，体现了化债思路的变化；但是，隐性债务规模是否还有“漏网之鱼”，地方承担的较多事权和支出责任的问题未能从根本上解决，下阶段要着重加强对地方债务管理，并深化财税体制改革从根本上解决债务问题。**其三，**伴随特朗普当选并对中国加征关税，进一步对中国出口、科技、资本市场汇率、政策产生冲击，因此更大力度的逆周期调节政策和改革举措有待进一步出台。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、存量和增量政策协同发力，10月经济加快恢复.....	5
二、如何理解10月工业生产、房地产投资、物价同比回落与背离？.....	6
三、9-10月经济回暖对宏观政策的两点启示.....	9

图表目录

图表 1：2024 年以来主要经济指标同比增速.....	6
图表 2：10 月居民贷款余额同比和 M1 同比均止跌回升.....	6
图表 3：10 月工业增加值同比回落主要受电力行业拖累.....	7
图表 4：8-9 月高温导致居民用电量激增.....	7
图表 5：10 月房地产投资同比回落主要受商业用房拖累.....	8
图表 6：10 月 CPI 同比回落，但核心 CPI 同比回升.....	9
图表 7：10 月 PPI 同比回落主要受耐用消费品出厂价格拖累.....	9



一、存量和增量政策协同发力，10 月经济加快恢复

其一，市场预期改善，资本市场超跌态势明显得到逆转。10 月份制造业采购经理指数为 50.1%，是今年 5 月份以来制造业 PMI 首次回升到扩张区间；消费者信心指数比上月回升 1.2 个百分点，为连续六个月回落之后的首次回升；根据对 70 个大中城市房地产开发企业和中介机构进行的调查显示，预期未来半年新建商品住宅和二手房住宅销售价格保持稳定或上涨的受访从业人员占比，在 9 月提升的基础上又提高 17.6 和 15 个百分点。

其二，拖累中国经济的关键房地产实现止跌回稳，稳地产政策加码生效，其中价格稳住是较大亮点，只有价格稳住房地产销售才能稳住。924 一揽子金融新政和 926 政治局会议之后，购房首付比例、房贷利率下调，限购、限售、限价等措施逐步取消，降低了居民购房门槛和成本；降低存量房贷利率、加大“白名单”项目贷款投放力度等政策也减轻了居民购房的顾虑。10 月商品房销售面积和销售额同比分别为-1.6%和-1%，降幅分别较上月收窄 9.4 和 15.3 个百分点；一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别由-4.7%和-10.7%回升至-4.6%和-9.6%，二手住宅销售价格环比增长 0.4%，连续下跌 12 个月后重新上涨。

其三，社零消费同比持续回升，受益于资本市场回暖带来的信心提振、消费品“以旧换新”和“双十一”促销提前。8-10 月社会消费品零售总额同比分别为 2.1%、3.2%和 4.8%，逐月回升。政府补贴显著降低了家电、家具、汽车等耐用消费品的价格，激发了居民的消费热情。10 月家电音像、文化办公用品、家具、汽车的零售额同比分别增长 39.2%、18%、7.4%、3.7%，在 9 月大幅回升的基础上，分别继续加快 18.7、8.0、7.0、3.3 个百分点。“双十一”促销活动提前也起到了提振消费的作用，化妆品、体育娱乐用品、日用品、服装鞋帽的零售额同比增速，9 月小幅回升而 10 月大幅加快，10 月同比分别达 40.1%、26.7%、8.5%和 8%。相比之下，服务消费仍有待政策提振，8-10 月餐饮收入同比分别为 3.3%、3.1%、3.2%，1-10 月服务零售额累计同比为 6.5%，较 1-9 月下降 0.2 个百分点。

其四，制造业投资和基建投资加快，受设备更新、“两重”建设、地方化债等政策推动。1-10 月制造业投资和广义基建投资累计同比分别为 9.3%和 9.4%，均较上月加快 0.1 个百分点。大规模设备更新政策效果持续显现，1-10 月设备工器具购置投资累计同比 16.1%，对全部投资增长的贡献率超过 60%；“两重”建设持续推进，水利投资累计同比进一步升至 37.9%；地方化债调整优化，地方政府进行基建投资的能力有所增强，公共设施管理业、道路运输业投资累计同比降幅分别较 1-9 月收窄 0.1 和 0.3 个百分点。

其五，服务业回升势头明显，金融业、房地产业、批发零售业景气回升。10 月服务业生产指数同比增长 6.3%，较上月加快 1.2 个百分点，其中，金融业和房地产业回升幅度超过和达到 3 个百分点，批发和零售业回升幅度为 2 个百分点。9 月下旬宏观政策密集出台，极大地提振了市场信心，上证指数和创业板指涨幅分别超 20%和 40%，股市交投活跃，10 月沪深两市股票成交量和成交额同比增长幅度都在 1.5 倍左右，受此拉动，10 月金融业生产指数同比达 10.2%，较上月加快 3.7 个百分点。房地产市场止跌回稳，带动 10 月房地产业生产指数同比增长 0.8%，实现了从去年 6 月以来的首次由降转增。批发零售业也直接受益于社零消费回暖。

其六，居民部门重新加杠杆，M1 同比止跌回升。10 月新增居民贷款同比多增 1946 亿元，自 2 月以来首次由负转正；M1 同比由-7.4%回升至-6.1%，自 1 月以来首次回升。居民消费和购房意愿提高，同时存量房贷利率下降减少了提前还贷现象，居民部门从降杠杆转向加杠杆；与此同时，居民消费和购房回暖，资金流入企业活期存款账户，带动 M1 同比降幅收窄，经济活跃度明显提高。



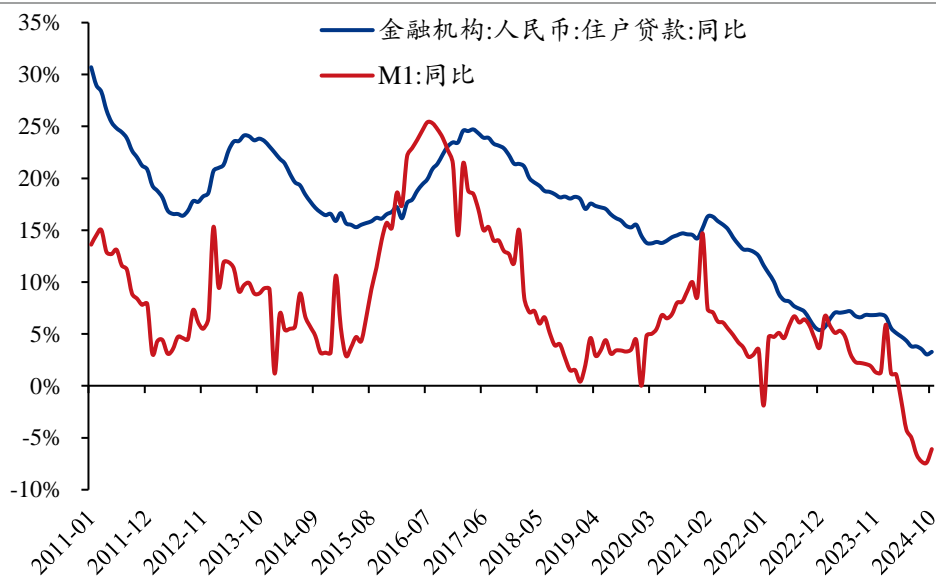
图表1：2024 年以来主要经济指标同比增速

	1-3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
GDP	5.3%			4.7%			4.6%	
规模以上工业增加值	6.1%	6.7%	5.6%	5.3%	5.1%	4.5%	5.4%	5.3%
服务业生产指数	5.5%	3.5%	4.8%	4.7%	4.8%	4.6%	5.1%	6.3%
社会消费品零售总额	4.7%	2.3%	3.7%	2.0%	2.7%	2.1%	3.2%	4.8%
其中：商品零售	4.0%	2.0%	3.6%	1.5%	2.7%	1.9%	3.3%	5.0%
餐饮收入	10.8%	4.4%	5.0%	5.4%	3.0%	3.3%	3.1%	3.2%
固定资产投资完成额	4.5%	4.2%	4.0%	3.9%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%
其中：房地产投资	-9.5%	-9.8%	-10.1%	-10.1%	-10.2%	-10.2%	-10.1%	-10.3%
制造业投资	9.9%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%	9.1%	9.2%	9.3%
广义基建投资	8.8%	7.8%	6.7%	7.7%	8.1%	7.9%	9.3%	9.4%
出口（美元计价）	1.1%	1.1%	7.4%	8.5%	7.0%	8.7%	2.4%	12.7%

注：投资同比均为累计同比

资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：10月居民贷款余额同比和M1同比均止跌回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、如何理解 10 月工业生产、房地产投资、物价同比回落与背离？

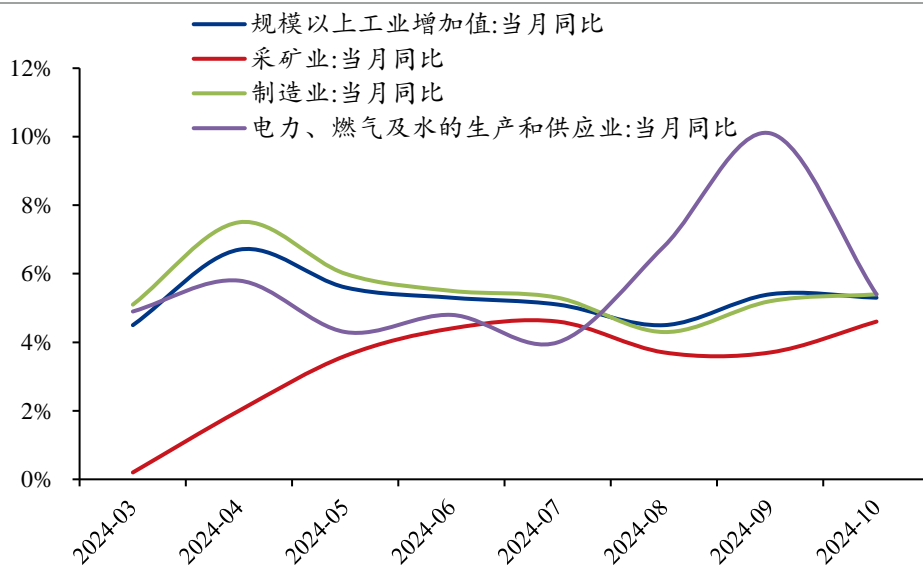
10 月经济运行显著向好，市场也预期经济数据全面回升，然而工业增加值、房地产投资、CPI 和 PPI 同比却意外回落，与总体经济形势、市场预期以及其他经济指标相背离。10 月规模以上工业增加值当月同比 5.3%，低于 9 月和市场预期的 5.4% 和 5.6%；房地产投资累计同比-10.3%，1-9 月累计同比和市场预期均为-10.1%；CPI 和 PPI 当月同比分别为 0.3% 和 -2.9%，均较 9 月回落 0.1 个百分点，且低于市场预期的 0.4% 和 -2.5%。

第一，工业生产持续恢复，同比回落主因居民用电的暂时性扰动。工业包括采矿业、



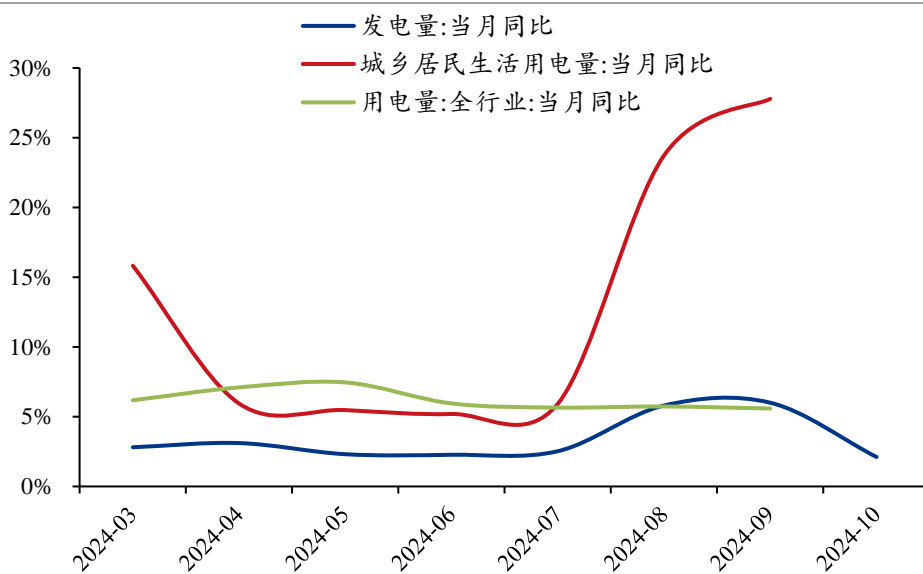
制造业和公用事业（电力、热力、燃气及水生产和供应业）。10月采矿业和制造业景气度进一步提高，增加值同比分别由3.7%和5.2%升至4.6%和5.4%，也与制造业PMI由49.8%升至50.1%相一致。工业增加值同比回落，主要源于居民用电需求波动导致的发电量同比走低。今年八九月份，我国平均气温均为1961年以来历史同期最高，西南、华东、华中区域气温明显高于去年同期，居民用电量激增，同比增速由7月的5.9%大幅升至8-9月的23.7%和27.8%，相较之下，7-9月生产用电同比基本稳定在5.6%左右。随着天气转凉，居民用电需求回落，10月发电量同比由6%降至2.1%，电力、热力生产和供应业增加值同比由10.2%降至5.5%。

图表3：10月工业增加值同比回落主要受电力行业拖累



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：8-9月高温导致居民用电量激增

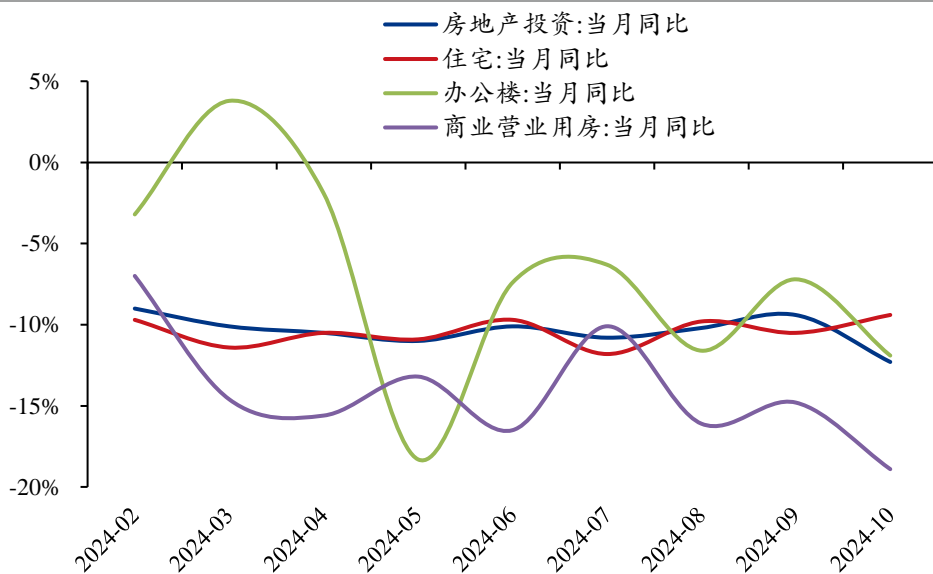


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第二，房地产投资同比回落主要受商业用房拖累，商品住宅开发投资与销售回暖走势一致。房地产投资包括商品住宅、商业用房和其他用房的开发投资。10月房地产投资当月同比由-9.4%降至-12.3%，似乎与房地产市场回暖的形势不符，但实际上，商品住宅开发投资完成额当月同比由-10.5%升至-9.4%，与市场预期一致。商业用房市场仍较低迷，拖累房地产投资，10月办公楼、商业营业用房开发投资完成额当月同比分别由-7.2%和-14.8%降至-11.9%和-18.9%。据第一太平戴维斯统计，三季度北京、上海、广州、深圳的甲级写字楼空置率分别为19.4%、21.8%、18.1%和29.9%，处于历史高位，平均租金环比分别下降6.3%、4.3%、0.7%和2.1%。

图表5：10月房地产投资同比回落主要受商业用房拖累

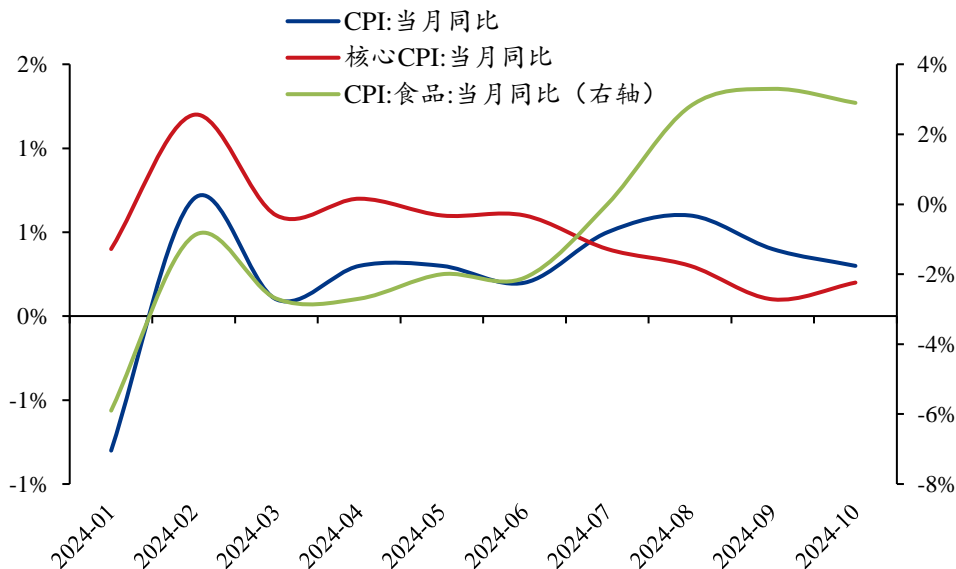


资料来源：Wind、粤开证券研究院

第三，CPI和PPI同比回落主要受食品和能源价格波动、企业降价促销等影响，未来有望温和回升。10月CPI同比小幅回落0.1个百分点，一是极端天气对鲜菜等食品的供给冲击消退，食品价格同比由3.3%回落至2.9%；二是能源价格下降，交通工具用燃料价格同比由-7.6%降至-10.5%。10月核心CPI同比由0.1%回升至0.2%，反映了居民消费出现回暖势头。10月PPI同比回落0.1个百分点，一是受国际原油价格波动下行对我国的输入性影响，石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业价格同比降幅均较上月扩大4.5个百分点；二是国内部分行业竞争加大，企业降价促销，例如耐用消费品出厂价格同比由-2.1%降至-3.1%。10月钢铁、水泥价格出现止跌回升，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格分别为连续4个月和3个月环比下降后首次上涨。随着一揽子增量政策加快推出，居民需求提振释放，CPI同比有望温和回升，PPI同比降幅也将逐步收窄。

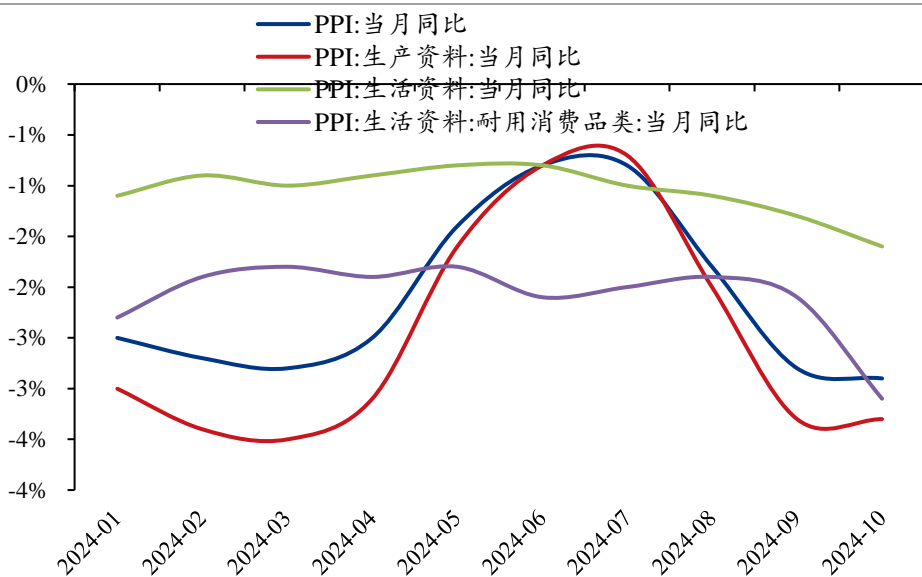


图表6：10月CPI同比回落，但核心CPI同比回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：10月PPI同比回落主要受耐用消费品出厂价格拖累



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、9-10月经济回暖对宏观政策的两点启示

第一，宏观调控是必要且有效的。要避免改革与逆周期调节的对立，逆周期调节为改革推进营造良好的经济社会基础和环境，改革进一步夯实和放大逆周期调节的成果。两者的关系不是选择其一，而是如何协调、如何落地和选择时机的问题。9月经济筑底回稳，10月经济加快恢复，充分证明了一系列存量政策和增量政策协同发力、持续显效下，有效扭转了二季度以来总需求不足、预期不振、房地产和资本市场持续低迷等问题。

第二，如果政策效果不及预期，就要进一步加大政策力度。以消费为例，3月国务



院便发布了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，但家电、汽车零售额同比直至9月才显著回升，原因是促消费政策在8月才充分发力，商务部等4部门印发《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》，对消费者购买家电产品给予补贴，国家提高了新一轮汽车以旧换新补贴标准，最高可获得2万元补贴，各地方政府也推出了相应的补贴政策。

当前中国经济短期筑底回稳的基础仍需进一步夯实，同时面临“特朗普2.0”带来的外部冲击和不确定性，这需要宏观政策进一步发力，增强和巩固经济回升向好势头。**财政政策方面**，加大逆周期调节力度，提高国债发行规模，加快专项债发行和使用，并及时根据当年出口、房地产形势变化做出是否追加预算的调整并在当年使用，提振信心和预期，建议2025年赤字大胆突破3%，一次性大幅增加赤字规模；财政支出结构向医疗、教育和养老等公共消费领域倾斜，解决居民后顾之忧，提高居民消费意愿。**货币政策方面**，用好总量和结构性政策工具，该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求；加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。**房地产政策方面**，加快解除非必要的限制性措施，让商品房回归市场化配置；探索中央层面成立“房地产稳定基金”，专项用于保交房、收储存量房、收购房企存量土地等工作，保障民生、缓解房企流动性压力；引导鼓励高品质住宅产品开发，以优质供给满足居民合理需求。

长期来看，要从根本上解决地方债务问题，要从**财政体制、债务预算管理和城投转型三个维度出发抑制地方隐性债务的产生**。（详见《防范化解债务风险：当前形势与14条综合应对举措》）

其一，财政体制方面，要稳定宏观税负、厘清政府与市场边界、上收中央事权和支出责任、对人口流出的区县进行机构合并等。

其二，债务预算制度方面，加强地方政府债务管理，建立债务与资本预算。建立健全债务风险预警和防控机制，严格控制新增债务规模，确保债务规模与经济发展水平相适应。同时，要加强财政纪律和监管力度，防止地方政府违规举债、变相举债等行为的发生。当前我国债务管理主要是余额和限额管理，尚未编制涵盖规模、结构、还本付息计划、投向等更详细的债务预算，债务约束力不足，有必要建立起债务预算和资本预算。资本预算即针对政府固定资产投资等能够形成公共固定资产的财政支出活动编制的预算；债务预算是对政府债务规模、结构、还本付息计划等进行详细规划的预算，是现行债务限额管理的升级版。

其三，加快城投转型。未来，应加快城投公司市场化转型步伐，推动其向市场化、专业化、规范化的方向发展。通过引入社会资本、优化公司治理结构、提升运营效率等方式，增强城投公司的自我造血能力和市场竞争力，从而降低对地方政府的依赖。（详见《城投公司转型的可能方向与风险——城投转型系列之三》）



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com