

经济增长保持平稳，结构冷热分化

——9月经济数据点评报告

2025年10月21日

投资要点：

- **总结与展望：全年实现5%的目标增速压力较小，政策进一步加码的可能性下降。**三季度经济运行整体平稳，生产依然旺盛，出口强韧性部分对冲了投资端增速回落。四季度主要关注的措施包括存量政策的执行，5000亿政策性金融工具将逐步落地，全部用于补充项目资本金，有助于给基建、制造业投资带来一定支撑，未来对于新兴产业发展政策值得期待。近期中央财政安排下达的5000亿元地方债结存限额，均有助于给四季度和明年年初基建带来支撑。四季度高基数下经济增速预期放缓，在政策兜底下，全年增速仍有保障。
- **事件：2024Q3, GDP 不变价同比 4.8%，环比 1.1%。**工业增加值同比由 5.2%上行至 6.5%，固投累计同比由 0.5%降为-0.5%，其中制造业、基建、房地产投资分别由 5.1%、5.42%、-12.9%下跌为 4%、3.34%、-13.9%，社零当月同比由 3.4%回落为 3%。
- **GDP 三季度同比小幅放缓，第二产业下滑幅度最大。**三季度受到高温天气、海外政策、反内卷、基数等因素的影响，经济增速边际放缓，但累计增速达到 5.2%，全年达到目标增速无忧。工业生产依然为经济重要拉动项，反内卷政策下，工业产能利用率同比回落，汽车、计算机、通信等新质生产力相关产业开工仍强。出口保持强韧性，给经济支撑加强。
- **出口强韧性支撑工业生产，行业生产增速分化。**工业增加值同环比均上涨，高技术产业保持领跑，高基数下公用事业增速放缓。采矿业整体增速上行，原煤、天然气、原油产量同比增速均上涨。黑色金属产业链受反内卷政策影响显著，有色金属加工和非金属矿物制品也边际回落。两新政策、出口强韧给中游设备制造带来支撑。下游高端制造生产保持旺盛，工业机器人、集成电路等符合新质生产力方向的产业增速持续上行，汽车生产保持旺盛。
- **地产投资拖累持续，销售依然偏弱。**投资增速整体下行，设备购置增速放缓，但依然为重要支撑。建安工程继续下探，新开工偏弱影响继续传导。房地产新开工、竣工跌幅收窄，施工增速延续缓步回落。地产销售“金九银十”表现平淡，房价尚未回暖，库存再度累积。房企资金来源持续承压收紧，销售带来一定约束，房企拿地依然疲弱。
- **基建增速回落，电力投资形成一定拖累，政策有待助力维稳基建。**高温天气扰动消退，对基建开工的干扰逐步减弱。基建分项增速均回落，电热气生产和供应业下滑幅度最大。在化债的背景下，城投项目端部分约束了基建增速。从两个“5000 亿”的政策性金融工具和中央财政安排结存限额来看，政策有望维稳基

分析师：

徐飞

执业证书编号：

S0270520010001

电话：

18621750958

邮箱：

xufei@wlzq.com.cn

分析师：

于天旭

执业证书编号：

S0270522110001

电话：

17717422697

邮箱：

yutx@wlzq.com.cn

相关研究

基数作用加强，核心通胀缓步上行

政策、关税多因素作用下，内需边际放缓

政策基调延续，会议部署针对性加强

建。

- **制造业投资增速显著放缓，反内卷、设备更新、关税多重因素影响企业投资。**出口强韧性下给制造业投资带来支撑，但关税政策的不确定性仍存，制造业企业或主动削减投资，设备更新政策效果逐渐递减。企业销售、利润前瞻 BCI 指数均明显回暖，5000 亿元的政策性金融工具有望投向新质生产力方向，有助于维稳反内卷和出口压力下的制造业增速，四季度制造业表现仍有支撑。
- **高基数、中秋节错月、两新政策效果递减等多因素叠加影响下，消费增速持续回落。**三季度居民人均可支配收入、人均消费支出均放缓，消费支出下滑幅度相对更快，部分抑制了消费情绪。可选消费表现分化，两新政策效应正在递减，家具、家电等销售增速边际下滑，耐用品前期消费透支带来一定影响。而国补覆盖以及苹果 17 在 9 月上市，通讯器材增速走高。汽车依然供销两旺。随着金价持续突破新高，金银珠宝类消费增速放缓。
- **风险因素：**关税政策变动超预期，我国政策出台和落地不及预期，居民消费、购房持续低迷。

正文目录

事件	4
1 经济增速整体表现较好，结构有所分化	4
2 出口强韧性支撑工业生产，行业结构分化	5
3 投资：地产拖累作用持续，基建、制造业增速回落	7
3.1 房地产投资继续下探，销售依然偏弱	7
3.2 基建增速回落，电力投资形成一定拖累	8
3.3 制造业投资明显回落，企业信心有待改善	9
4 消费增速回落，消费品表现分化	10
5 就业边际好转，结构问题仍存	11
6 总结与展望	12
7 风险提示	12
图表 1: GDP 同比回落，环比上行 (%)	4
图表 2: 汽车、计算机、通信等产能利用率提升 (%)	4
图表 3: 工业生产增速反弹，高技术持续领跑 (%)	5
图表 4: 工业企业出口交货值反弹上行 (亿元, %)	5
图表 5: 工业品产量增速走势 (%)	6
图表 6: 上游黑色、有色金属加工回落 (%)	6
图表 7: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)	6
图表 8: 服务业生产指数持平 (%)	7
图表 9: 服务业活动预期指数再度下行 (%)	7
图表 10: 房屋新开工、竣工上行，施工回落 (%)	8
图表 11: 商品房销售回落，库存再度积累 (%)	8
图表 12: 资金来源小幅收紧 (%)	8
图表 13: 土地购置面积同比依然负增 (万平方米, %)	8
图表 14: 基建投资增速回落，电力拖累较大 (%)	9
图表 15: 基建各分项增速均回落 (%)	9
图表 16: 制造业投资增速回落，企业持续去库 (%)	9
图表 17: 出口韧性较强，支撑制造业表现 (%)	9
图表 18: 居民存款窄幅震荡 (%)	10
图表 19: 消费者信心指数修复放缓	10
图表 20: 消费分项同比增速表现 (%)	11
图表 21: 失业率小幅下行 (%)	11
图表 22: 结构性就业压力仍存 (%)	11

事件

2025年第三季度，GDP不变价当季同比增速4.8%，环比增长1.1%，累计同比5.2%。工业增加值9月当月同比增速上行1.3个百分点至6.5%，环比上涨0.64%，前值为0.37%。1-9月，固定资产投资累计同比增速-0.5%，前值0.5%，其中，房地产开发投资累计同比增速回落1个百分点至-13.9%，基建投资累计同比增速回落2.08个百分点至3.34%，制造业投资增速累计同比回落1.1个百分点至4%。社会消费品零售总额同比增速由上月的3.4%回落为3%。

1 经济增速整体表现较好，结构有所分化

GDP全年达到5%的目标增速压力不大，第二产业同比增速下滑幅度最大。初步核算，2025年三季度GDP不变价当季同比增速为4.8%，市场预期为4.8%，2025年一、二季度同比增速分别为5.2%、5.4%，三季度季调环比增速为1.1%，2025年前三季度累计同比增速达到5.2%。分产业看，第一产业累计同比增速由上半年的3.7%小幅上行为3.8%，第二、三产业累计同比增速分别由5.3%、5.5%下降为4.9%、5.4%，第二产业降幅相对较大。

工业产能利用率环比季节性上行，同比回落。全国规模以上工业产能利用率由二季度的74%上行为74.6%，比上年同期回落0.5个百分点，投资下滑带来一定拖累。分行业来看，煤炭开采和洗选业较上年同期下滑幅度最大，其次是化学原料及化学制品业。下游汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业较二季度和去年同期产能利用率均上行，新质生产力相关产业开工保持旺盛。黑色金属冶炼在反内卷政策带动下环比二季度回落，但较去年同期上行，部分落后产能退出带来一定拉动。

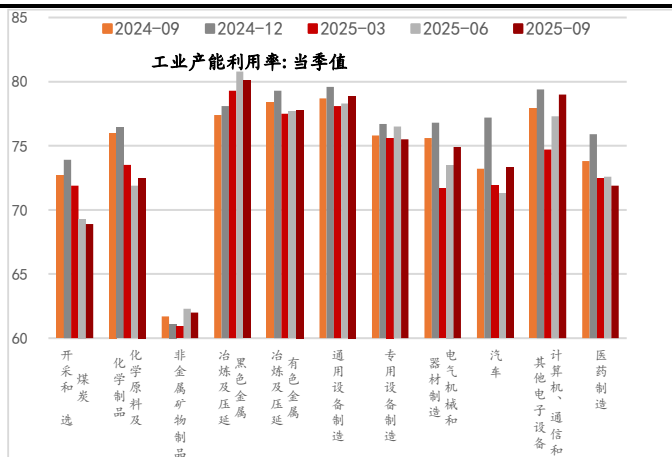
三季度受到高温天气、海外政策、反内卷、基数等因素的影响，经济增速边际放缓，但累计增速达到5.2%，全年达到目标增速无忧。工业生产依然为经济重要拉动项，新质生产力发展明显提速。两新政策对于经济的拉动作用持续发力，但效果边际递减。房地产投资依然承压，基建开工受到天气、项目约束影响。海外不确定性影响下，出口保持了强韧性，非洲、拉美等区域出口拉动作用加强。在高基数作用下，四季度经济增速可能进一步放缓。政策方面，四季度主要关注存量政策的执行，以及5000亿元新型政策性金融工具的投向，有助于给经济托底。

图表1: GDP同比回落，环比上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 汽车、计算机、通信等产能利用率提升(%)

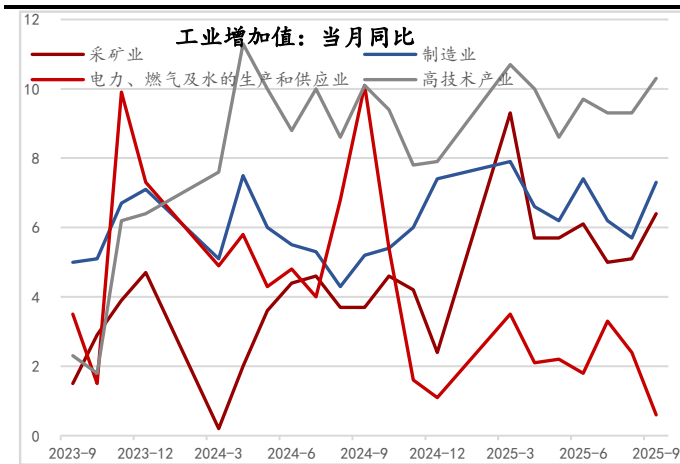


资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 出口强韧性支撑工业生产，行业结构分化

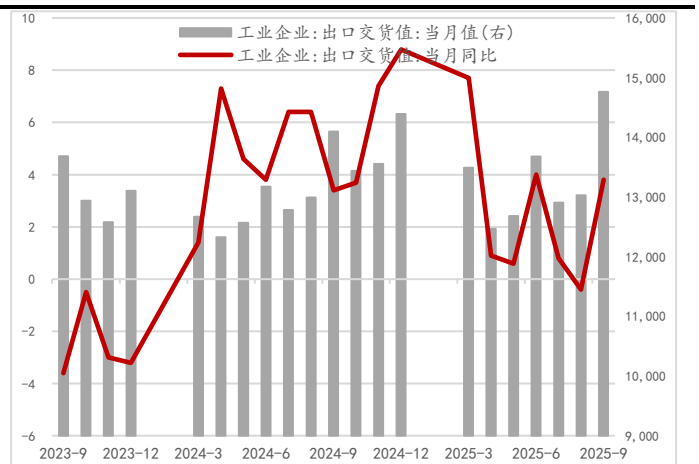
工业生产同环比增速上行，出口强韧性支撑工业表现，高技术产业持续领跑，公用事业增速放缓。9月，工业增加值当月同比增速上行1.3个百分点至6.5%，好于市场预期的5.2%，环比上涨0.64%，前值为0.37%，前三季度累计同比持平于上月的6.2%。发电量同比由上月的1.6%回落至1.5%。分三大门类看，9月，采矿业同比上行1.3个百分点至6.4%。制造业同比由上月的5.7%上行至7.3%；高技术产业同比由上月的9.3%上行至10.3%，持续领跑整体。电力、燃气及水的生产和供应业同比回落1.8个百分点至0.6%，9月气温逐渐回落和去年同期高基数带来一定影响。工业企业出口交货值当月同比由-0.4%大幅反弹至3.8%，累计增速由3%上行为3.3%。

图表3：工业生产增速反弹，高技术持续领跑（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

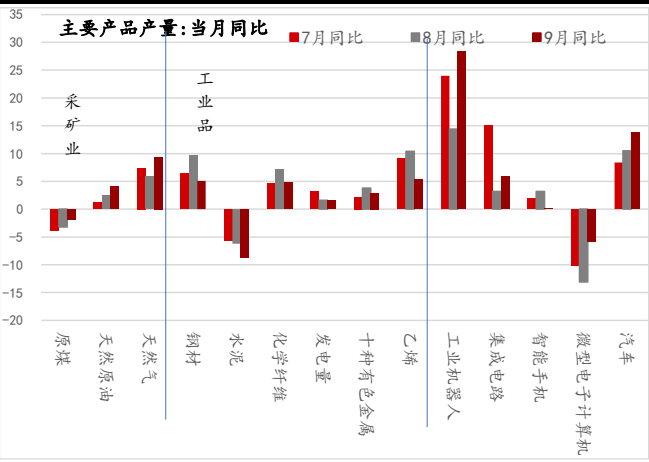
图表4：工业企业出口交货值反弹上行（亿元，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

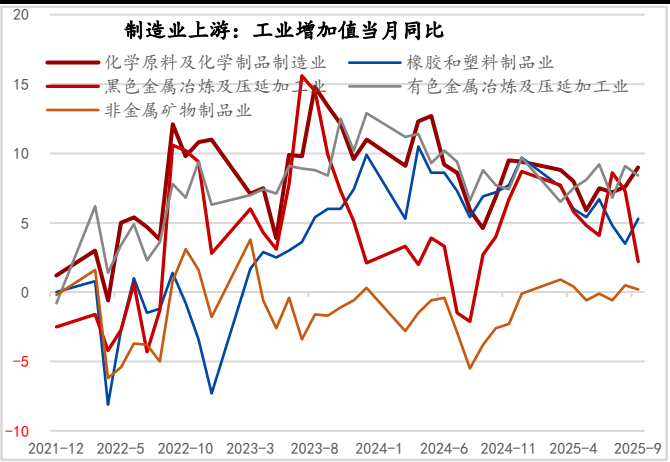
行业生产增速分化，黑色金属受反内卷政策影响显著，两新政策、出口强韧给中游设备制造带来支撑，下游高端制造生产保持旺盛。细分行业来看，采矿业整体增速上行，其中，原煤、天然气、原油产量同比增速均上涨。上游原材料加工业中，黑色金属冶炼及压延加工业增速大幅下行，反内卷政策发力效果显著，有色金属加工和非金属矿物制品也边际回落，钢材、水泥、有色金属产量同比均放缓；化学原料和化学制品制造、橡胶和塑料制品业同比上行。中游设备制造业中，通用设备、专用设备制造业增速均上行，大规模设备更新政策持续显效，电气机械及器材制造业增速回落。下游制造业中，汽车制造业同比上行7.6个百分点至16%，上行幅度相对最大。符合新质生产力方向的产业增速持续上行，计算机、通信和其他电子设备制造业同比由9.9%上行至11.3%，工业机器人生产增速大幅上行，集成电路产量再度回温。而铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比回落1.7个百分点至10.3%。

图表5: 工业品产量增速走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 上游黑色、有色金属加工回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

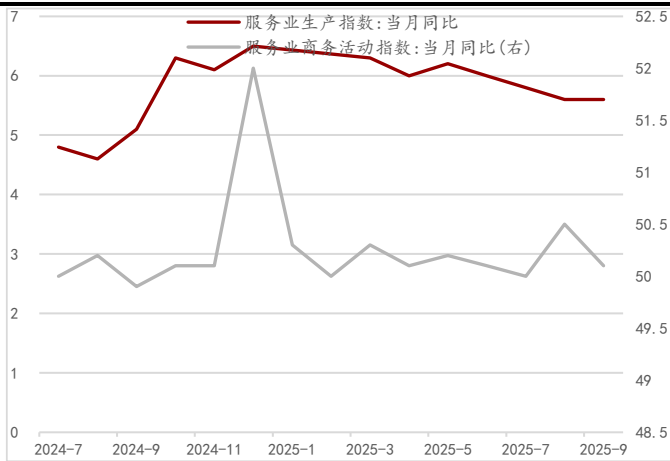
图表7: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)

制造业具体行业		当月同比 (%)		累计同比 (%)				
		2025年9月	2024年9月	2025年9月	2025年8月	9-8月累计同比	2024年9月	2024年8月
上游	化学原料和化学制品制造业	9.00	4.60	8.10	8.00	0.10	9.00	9.70
上游	橡胶和塑料制品业	5.30	6.90	6.20	6.30	-0.10	8.40	8.60
上游	非金属矿物制品业	0.20	-3.80	-0.30	-0.30	0.00	-1.30	-1.00
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	2.20	2.70	5.70	6.10	-0.40	3.10	3.20
上游	有色金属冶炼及压延加工业	8.40	8.80	7.80	7.70	0.10	10.20	10.30
上游	金属制品业	4.00	9.30	7.00	7.40	-0.40	7.10	6.70
中游	通用设备制造业	9.30	4.60	8.30	8.10	0.20	3.00	2.80
中游	专用设备制造业	5.40	4.00	4.10	3.80	0.30	2.50	2.30
中游	电气机械及器材制造业	7.90	6.10	11.10	11.60	-0.50	4.50	4.20
中游	农副食品加工业	6.00	1.70	6.70	6.90	-0.20	1.40	1.40
中游	纺织业	2.20	5.10	3.20	3.40	-0.20	5.30	5.20
下游	食品制造业	6.50	4.10	5.50	5.40	0.10	5.60	5.80
下游	医药制造业	5.40	11.00	2.10	1.60	0.50	3.10	2.10
下游	汽车制造业	16.00	4.60	11.20	10.50	0.70	7.90	8.40
下游	计算机、通信和其他电子设备制造业	11.30	10.60	10.90	10.80	0.10	12.80	13.10
下游	船舶、航空航天和其他运输设备制造业	10.30	13.70	14.80	15.60	-0.80	12.10	11.90

资料来源: Wind, 万联证券研究所

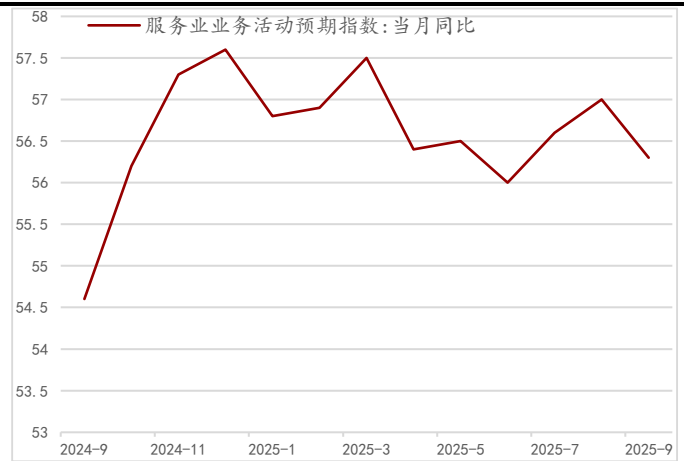
服务业生产指数同比持平，但商务活动有所回落，行业表现分化，服务业活动预期指数再度下行。服务业生产指数9月累计同比持平于5.9%，当月同比持平于5.6%，商务活动指数当月同比由50.5%回落为50.1%；服务业活动预期指数由8月的57%回落为56.3%，当前居民消费依然受到信心因素制约。信息传输、软件和信息技术服务业同比由12.1%上行为12.8%，租赁和商务服务业同比由7.4%上行为7.8%，金融业同比由9.2%回落为8.7，商务活动行业表现有所分化。

图表8: 服务业生产指数持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 服务业活动预期指数再度下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 投资: 地产拖累作用持续, 基建、制造业增速回落

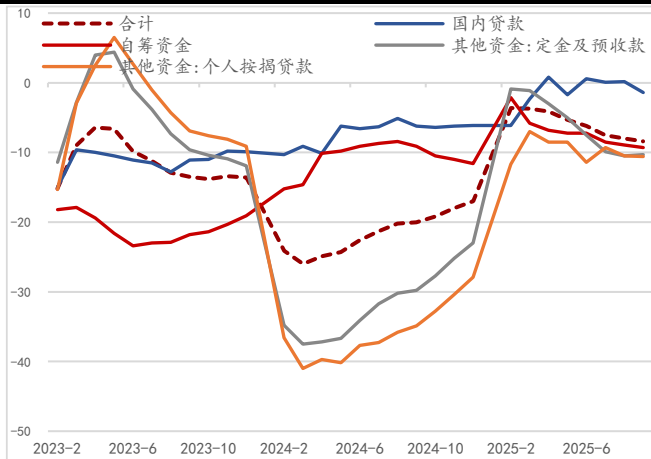
投资各个分项增速均回落, 环比延续负增, 新开工偏弱持续传导至建安工程, 设备购置进一步放缓。2025年前三季度, 固定资产投资累计同比增速-0.5%, 前值0.5%, 固投季调环比增速为-0.07%, 前值为-0.15%。其中, 房地产开发投资累计同比增速继续回落1个百分点至-13.9%; 基建累计同比增速回落2.08个百分点至3.34%, 基建(不含电力)累计同比增速回落0.9个百分点至1.1%; 制造业累计同比增速回落1.1个百分点至4%, 民间固定资产投资回落0.8个百分点至-3.1%。第一、二、三产业投资增速均回落。设备工器具购置同比持续放缓, 设备更新政策节奏前置, 效果逐渐衰减, 但增速依然领跑整体, 建筑安装工程同比由-2.2%继续下探至-4.1%, 新开工偏弱的影响继续传导。

3.1 房地产投资继续下探, 销售依然偏弱

房地产投资低位继续下探, 新开工、竣工跌幅收窄, 施工增速延续缓步回落。2025年9月, 房地产投资累计同比增速再度回落1个百分点至-13.9%, 地产投资依然承压。具体来看, 房屋新开工面积累计同比增速上行0.6个百分点至-18.9%, 房屋施工面积累计同比由-9.3%下降为-9.4%, 新开工持续偏弱向施工端逐步传导, 竣工增速由-17%上行至-15.3%。

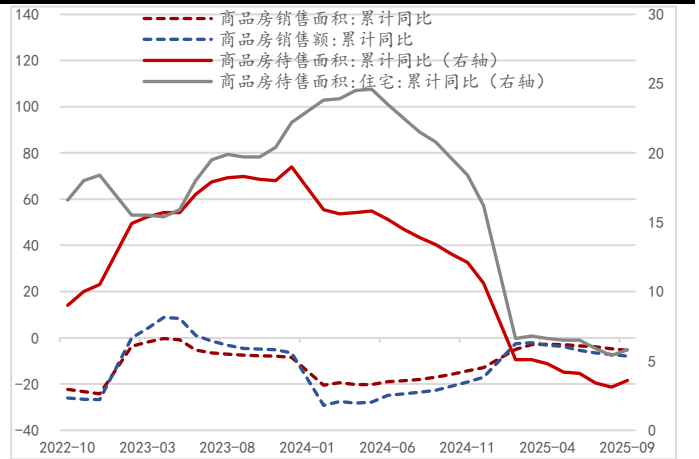
地产销售“金九银十”表现平淡, 房价尚未回暖, 库存再度累积。商品房销售面积累计同比由-4.7%继续下探至-5.5%, 商品房销售额由-7.3%下跌为-7.9%, 房地产销售“量”的跌幅相对“价”更大。70城地产销售价格来看, 二手住宅销售价格同环比均回落, 北京、上海、杭州等城市新房环比价格上行, 部分受供给地段影响。商品房库存再度累积, 待售面积同比上行。8月以来, 北上深等一线城市相继优化楼市政策, 助力提振地产市场, 二手房销售表现相对好于新房, 但房价尚未企稳, 地产销售的改善仍需时间消化和居民信心企稳。

图表10: 房屋新开工、竣工上行, 施工回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

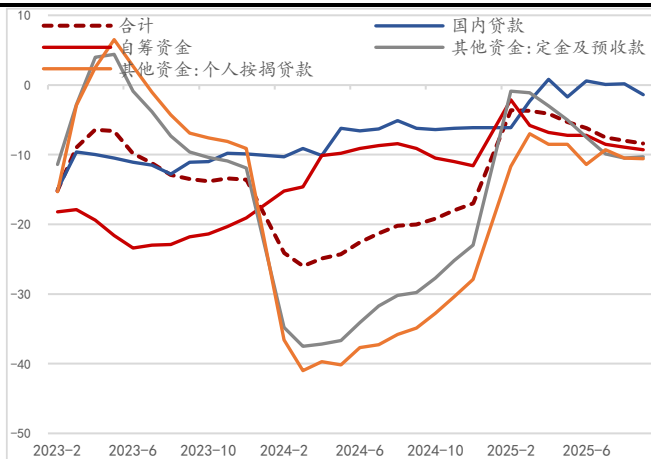
图表11: 商品房销售回落, 库存再度积累 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

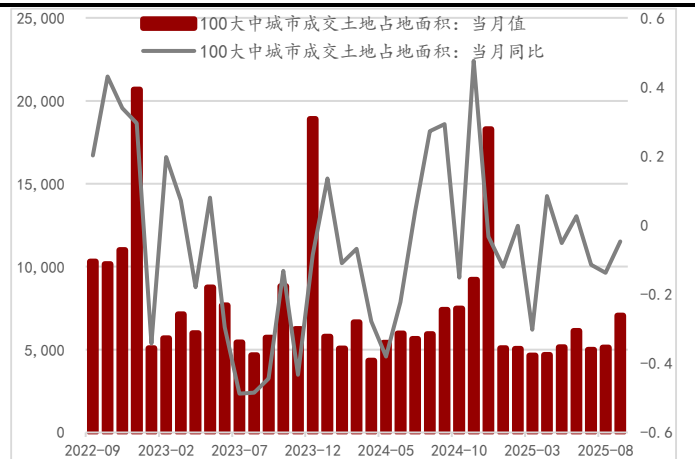
房企资金来源持续承压收紧, 销售带来一定约束, 房企拿地依然疲弱。房地产开发资金来源增速由-8%回落为-8.4%。其中, 定金及预收款增速小幅下行, 与销售转弱相互印证, 个人按揭贷款分项增速跌幅由10.5%小幅上行为10.3%。国内贷款增速转负, 自筹资金增速也进一步下行。资金端约束下, 房企拿地依然谨慎, 从100大中城市土地成交来看, 9月拿地环比季节性好转, 但在低基数下, 增速依然为负。地产收储、以旧换新长期政策方向下, 地产去库存为重要方向, 土地供应整体仍处于放缓进程。

图表12: 资金来源小幅收紧 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 土地购置面积同比依然负增 (万平方米, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

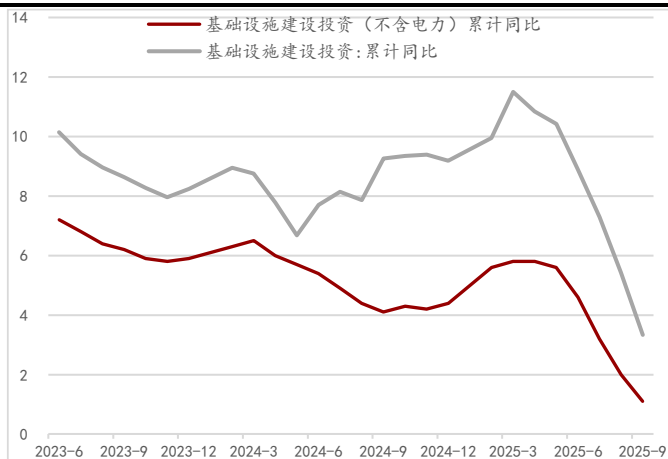
3.2 基建增速回落, 电力投资形成一定拖累

基建投资下滑, 天气扰动正逐步消退, 政策发力有助于维稳基建。基建累计同比增速回落2.08个百分点至3.34%, 基建(不含电力)累计同比增速回落0.9个百分点至1.1%, 电力投资建设带来一定拖累。高温天气扰动消退, 对基建开工的干扰逐步减弱。今年地方专项债发行节奏前移行边际放缓。地方化债的背景下, 基建投向项目监管严格, 城投项目端部分约束了基建增速。从两个“5000亿”的政策性金融工具和中央财政安排结存限额来看, 政策有望维稳基建。

基建各分项增速均回落, 电热气生产和供应业下滑幅度最大。从细分项来看, 电力、

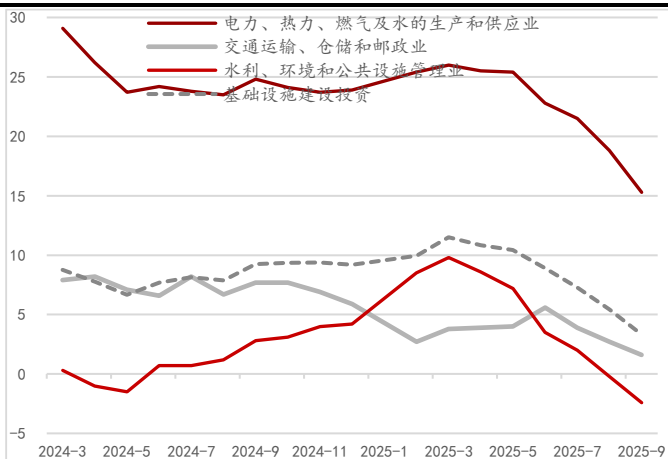
热力、燃气及水的生产和供应业下行提速，反内卷政策带来一定影响。水利、环境和公共设施管理业下行幅度也略快于整体，交通运输、仓储和邮政业下行速度相对最慢。随着后续财政资金陆续到位，各基建分项下降速度有望放缓。

图表14: 基建投资增速回落，电力拖累较大 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 基建各分项增速均回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.3 制造业投资明显回落，企业信心有待改善

制造业投资增速显著放缓，反内卷、设备更新、关税多重因素影响企业投资。制造业累计同比增速回落1.1个百分点至4%，自今年3月以来持续下滑，民间固定资产投资回落0.8个百分点至-3.1%。反内卷政策、设备更新政策效应递减影响下，制造业投资增速放缓，出口强韧性下给制造业投资带来支撑，但关税政策的不确定性仍存，制造业企业或主动削减投资。从企业BCI指数来看，企业销售、利润前瞻指数均明显回暖，经营状况指数也有所好转，库存再度去化，四季度制造业表现仍有支撑。5000亿元的政策性金融工具有望投向新质生产力方向，有助于维稳反内卷和出口压力下的制造业增速。

图表16: 制造业投资增速回落，企业持续去库 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 出口韧性较强，支撑制造业表现 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

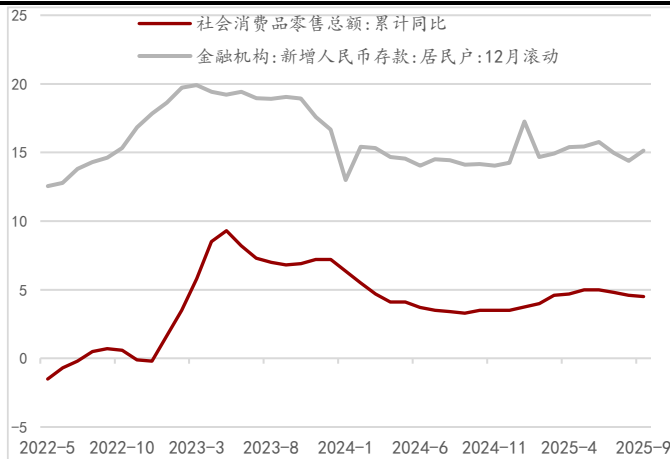
4 消费增速回落，消费品表现分化

高基数、中秋节错月、两新政策效果递减等多因素叠加影响下，消费增速持续回落。

9月，社会消费品零售总额同比增速由上月的3.4%回落为3%，市场预期3.1%，去年同期高基数带来一定影响。其中，除汽车以外的消费品零售增速由上月的3.7%下跌至3.2%；餐饮同比增速放缓1.2个百分点至0.9%，9月中秋节假日错月给同比带来一定影响；限额以上企业零售同比由上月的2.4%下跌至2.3%；城镇消费同比由3.2%下行为2.9%，农村消费由4.6%下行为4%。消费端需求相对偏弱，当前供需矛盾延续。

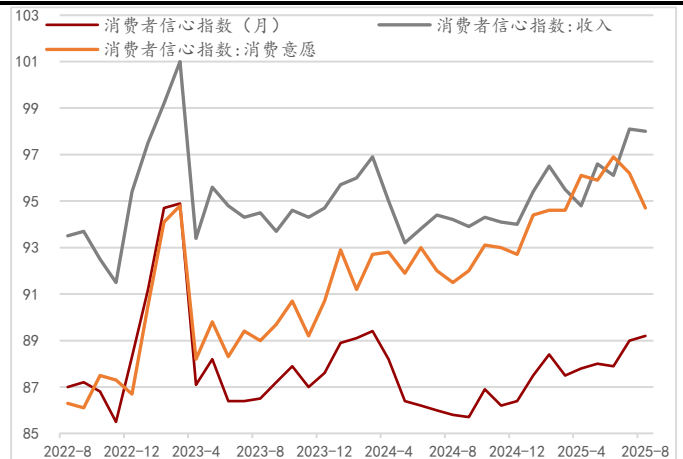
居民收支增速放缓，消费意愿指数再度回落。三季度居民人均可支配收入累计同比由二季度的5.4%降至5.2%，人均消费支出由4.6%降至3.8%，消费支出下滑幅度相对更快，收入端放缓部分抑制了消费情绪。从8月消费者信心指数来看，消费者收入和消费意愿信心指数再度转跌，一方面受制于收入和就业影响，另一方面，股市表现较好，部分资金转向投资也带来一定影响。

图表18: 居民存款窄幅震荡 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 消费者信心指数修复放缓



资料来源: Wind, 万联证券研究所

细分消费行业表现分化，部分国补相关行业消费放缓。必选消费来看，粮油食品、服饰、烟酒、中西药品类消费增速上行，而饮料、日用品类增速回落。可选消费表现分化，随着国补规范化和资金池约束下，两新政策效应正在递减，家具、家电等销售增速边际下滑，家电基数压力较大，下滑速度相对最快。汽车消费同比由0.8%上行为1.6%，汽车供销两旺。国补覆盖以及苹果17在9月上市，通讯器材在9月增速走高。文化办公用品在高基数下增速放缓，但暑期结束学校开学带来的消费支撑仍存。随着金价持续突破新高，金银珠宝类消费增速放缓。

图表20: 消费分项同比增速表现 (%)

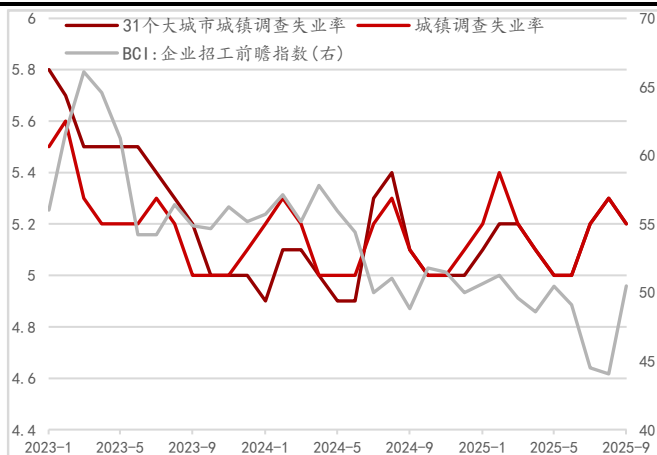
同比增速	按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速					
	2025年9月	2025年8月	2024年9月	2024年8月	较上月变动	
粮油、食品类	6.3	5.8	11.1	10.1	↑ 0.5	必选消费
饮料类	-0.8	2.8	-0.7	2.7	↓ -3.6	必选消费
烟酒类	1.6	-2.3	-0.7	3.1	↑ 3.9	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	4.7	3.1	-0.4	-1.6	↑ 1.6	必选消费
日用品类	6.8	7.7	3	1.3	↓ -0.9	必选消费
中西药品类	1.9	0.9	5.4	4.3	↑ 1	必选消费
餐饮	0.9	2.1	3.1	3.3	↓ -1.2	可选消费
化妆品类	8.6	5.1	-4.5	-6.1	↑ 3.5	可选消费
金银珠宝类	9.7	16.8	-7.8	-12	↓ -7.1	可选消费
文化办公用品类	6.2	14.2	10	-1.9	↓ -8	可选消费
通讯器材类	16.2	7.3	12.3	14.8	↑ 8.9	可选消费
石油及制品类	-7.1	-8	-4.4	-0.4	↑ 0.9	可选消费
汽车类	1.6	0.8	0.4	-7.3	↑ 0.8	可选消费
家用电器和音像器材类	3.3	14.3	20.5	3.4	↓ -11	可选消费(地产相关)
家具类	16.2	18.6	0.4	-3.7	↓ -2.4	可选消费(地产相关)
建筑及装潢材料类	-0.1	-0.7	-6.6	-6.7	↑ 0.6	可选消费(地产相关)
社会消费品零售总额	3	3.4	3.2	2.1	↓ -0.4	整体
限额以上企业消费品零售总额	4.5	4.6	3.3	3.4	↓ -0.1	整体
除汽车以外社零	2.3	2.4	2.6	-0.6	↓ -0.1	整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 就业边际好转, 结构问题仍存

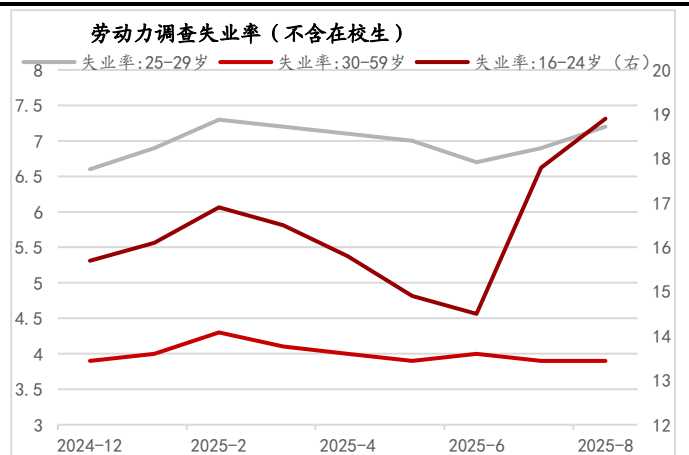
失业率边际下行, 结构性就业问题仍存。城镇失业率由5.3%回落至5.2%, 农民失业率持平于4.7%, BCI企业招工前瞻指数大幅反弹上行。就业人员平均工作时间由48.5小时/周上行为48.6小时/周。从年龄结构来看, 16-24岁的青年就业压力依然比较大, 更新至8月的数据持续上行, 毕业季带来的季节性压力持续, 中年失业率持平与3.9%。

图表21: 失业率小幅下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: 结构性就业压力仍存 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

6 总结与展望

全年实现5%的目标增速压力较小，政策进一步加码的可能性下降。三季度经济运行整体平稳，生产依然旺盛，出口强韧性部分对冲了投资端增速回落。四季度主要关注的措施包括存量政策的执行，5000亿政策性金融工具将逐步落地，全部用于补充项目资本金，有助于给基建、制造业投资带来一定支撑，未来对于新兴产业发展政策值得期待。近期中央财政安排下达的5000亿元地方债结存限额，均有助于给四季度和明年年初基建带来支撑。四季度高基数下经济增速预期放缓，在政策兜底下，全年增速仍有保障。

7 风险提示

关税政策变动超预期，我国政策出台和落地不及预期，居民消费、购房持续低迷。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场