



A 股策略周报 20250921

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：王况炜（执业 S1130525060007）

mouyiling@gjzq.com.cn

wangkuangwei@gjzq.com.cn

真正的牛市还未开始

“预防式降息”之后的场景：新一轮全球实物需求的扩张

在过去的 30 年中，美联储于 1995 年、1998 年、2019 年和 2024 年进行过预防式降息，此后美国经济基本都实现了“软着陆”，即 GDP 增速扭转下行趋势，且失业率略有下行。本轮，“软着陆”或是美联储设定的基准场景：美联储小幅上调了 2025-2027 年的实际 GDP 增长预测，并下调了 2026-2027 年失业率预测。美联储“预防式降息”对美股而言，意味着流动性增强且经济企稳的概率回升，因此美股在过去的几次“预防式降息”后往往表现较好；对新兴市场而言，美联储降息的影响主要通过两条路径：（1）降息后缓解新兴市场的汇率贬值压力，给内部货币政策更大的施政空间，近期，多个重要新兴经济体（包括多个东盟国家及墨西哥、巴西、南非等国）对美汇率走强，为其国内潜在的经济刺激政策留下空间，若经济增长企稳，其资本市场或受益于美元的外溢；（2）降息后美国若实现“软着陆”，在基本层面，新兴市场也受到一定的美国需求外溢拉动。对中国这样的净出口大国而言，预防式降息后的经济“软着陆”意味着海外资本开支构成的外需与新兴市场复苏对于外需的拉动将进一步上升。

国内经济“走弱”的本质与“反内卷”的影响：出口价格或成为 PPI 的领先指标

9 月 15 日，国内 8 月经济数据出炉，整体继续在“反内卷”影响下呈现下行趋势：房地产投资降幅继续扩大，基础建设投资和制造业投资增速下行，工业企业增加值增速下行。但在单纯的数据走弱之外也要看到一些积极因素：（1）PPI 中的新涨价因素比 7 月要强，出现了年内第一个拐点，上游“反内卷”限产带动煤炭、黑色金属价格环比转正，当前 PPI 可能与 2005-2006 年一样，受到外需拉动企稳，当时：海外零售补库 → 出口订单价格抬升 → 出口商回补原料 → 国内大宗及 PPI 滞后回升，这一“需求在外、库存先行”的传导顺序，使出口价格成为整条链的领先指标；（2）出口上的高附加值产品仍然保持强势：机电产品仍然是出口的主要拉动，这些以订单生产的产品议价能力较强；（3）国内已经开始出现一些原材料补库的现象：今年 3 月以来，制造业 PMI 中的原材料库存分项上升，且规模以上工业企业的存货增速-产成品存货增速上行，也表明国内企业或已受到外需拉动开始补库，从具体的产品上来看，化纤、塑料、烧碱、乙烯等化工品和粗钢、十种有色金属等金属材料产量增速在近期均有所回升。经济模式已经从强“供给拉动”转向“供给出清+海外商品需求回升”，意味着在同样名义 GDP 增长下，企业的盈利水平将开始修复。

站在下一个风口：出口出海

从过去的经验来看，2019 年和 2024 年降息周期中，A 股出口型上市公司（各行业中海外营收占比前 30% 的公司）相较于沪深 300 有超额收益，从行业分布来看，并不完全只存在于所谓“利率敏感型”的成长性行业，而是取决于当时行业的具体供需情况。我们筛选了共计 18 个细分二级行业或受益于本轮“预防式降息”，这些行业主要分为三类：（1）投资相关的资本品：光伏、通用设备、半导体、通信设备、商用车等；（2）与制造业景气复苏相关的中间品：塑料、电子化学品、化学制品等；（3）具备自身产业趋势的消费和医药：游戏、个护用品、服装家纺、医疗器械等。

盈利的牛市或许即将开始

与市场投资者认知不同的是，我们认为中国盈利基本面回升的牛市行情可能正在孕育。目前，降息后正在开启新的场景转换，两类机会可以关注：一方面是流动性压制解除后，6-8 月滞涨的港股或有补涨行情；另一方面，成长投资会逐步从科技驱动走向出口出海。我们的中期维度推荐保持不变：第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：上游资源（铜、铝、油、金）、资本品（工程机械、重卡、锂电、风电设备）以及原材料（基础化工品、玻纤、造纸、钢铁）；第二，盈利修复之后内需相关领域也将逐渐出现机会：食品饮料、猪、旅游及景区等；第三，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升，其次是券商。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。

内容目录

1、“预防式降息”之后的场景	3
1.1 “软着陆”预期往往上升	3
1.2 降息后，发达市场往往表现较好，新兴市场分化	4
2、国内经济“走弱”的本质与“反内卷”的影响	5
3、站在下一个风口：出口出海	7
4、真正的牛市还未开始，等待基本面验证	9
风险提示	9

图表目录

图表 1：历史上四次“预防式降息”后均实现“软着陆”	3
图表 2：本次经济预测中，美联储上调 GDP 增长及就业	3
图表 3：美联储点阵图显示 2026 年仅降息一次	3
图表 4：美联储观察工具显示市场预期 2026 年降息三次	3
图表 5：过去四次预防式降息后，发达市场往往表现较好	4
图表 6：过去四次预防式降息后，中国资产的表现分化	4
图表 7：6 月初至 8 月中旬，港股由于流动性问题相对 A 股滞涨	4
图表 8：8 月，投资增速继续下行	5
图表 9：8 月，工业增加值增速继续下行	5
图表 10：价格指数中的翘尾因素拖累减弱，新涨价因素开始显现	5
图表 11：煤炭、黑色、有色等价格在 8 月环比转正	5
图表 12：与其他时期不同，2006-2007 年，出口价格领先于国内 PPI	6
图表 13：2006-2007 年机电、车辆、武器等高附加值产品出口数量增速高于整体，拉动价格上行（单位：%）	6
图表 14：2006-2007 年，出口订单拉动国内企业进行原材料补库，进口矿产品、油脂、贵金属等增多	6
图表 15：今年以来，机电、特殊交易品、车辆等品类对出口金额的拉动最大	6
图表 16：国内企业已出现原材料补库迹象	7
图表 17：当前，纯碱开工率高于历史同期水平	7
图表 18：化工原材料产量近期增速上行	7
图表 19：粗钢、有色金属等金属产量近期增速上行	7
图表 20：2019 年降息周期时具备超额收益的出口型二级行业	8
图表 21：2024 年降息周期时具备超额收益的出口型二级行业	8
图表 22：本轮筛选的可能受益于海外“软着陆”情景的出口型二级行业	9

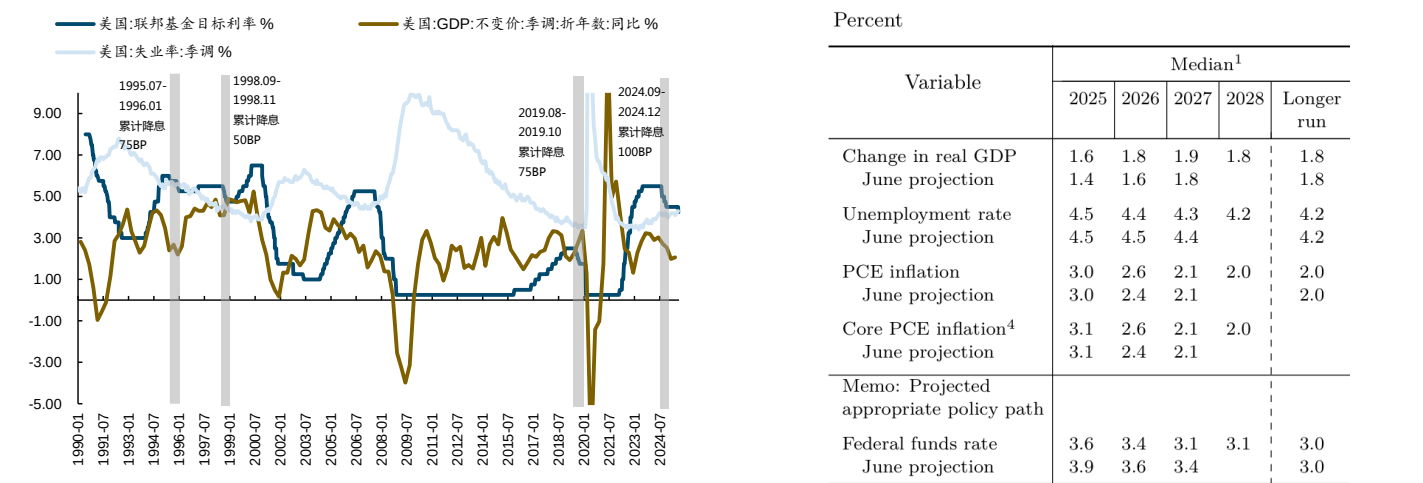
1、“预防式降息”之后的场景：新一轮全球实物需求的扩张

1.1 “软着陆”预期往往上升

本周最为引人注目的事件可能就在于9月17日美联储宣布9月份利率决议降息25BP，并公布经济预测。从美联储议息声明来看，本轮降息更像是一轮“预防式降息”，因为GDP增长虽然没有大幅下行或者转负，但“就业的下行风险已经上升”。此外，从历史上来看，每一次“预防式降息”的特征都是单次降息幅度小，且可能会在中间暂停以观察效果，这和本次25BP的小幅降息也符合。

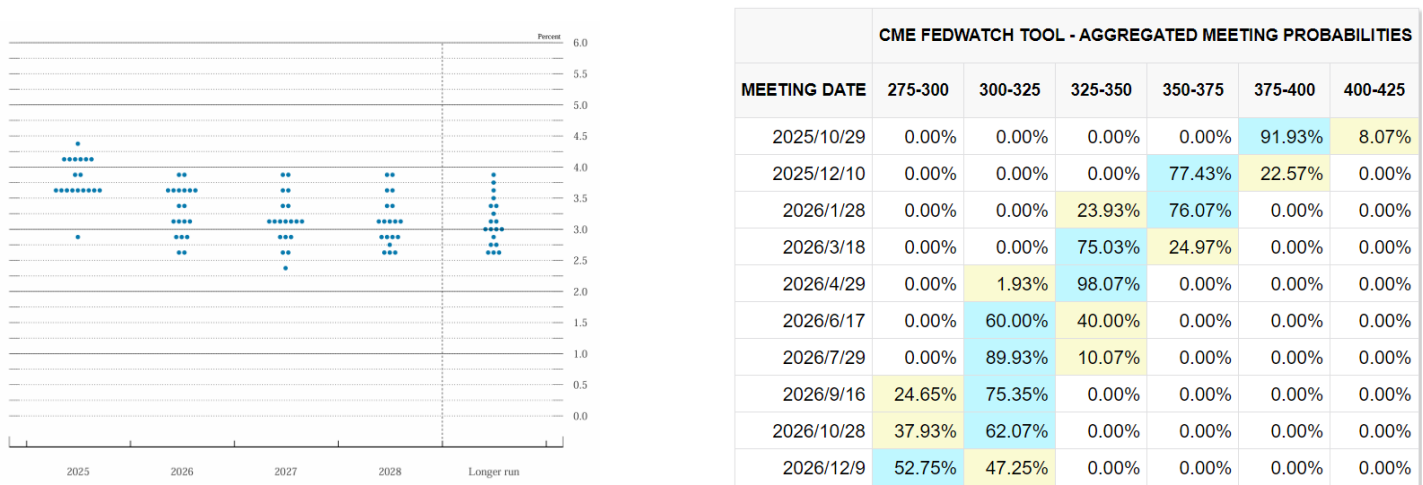
在过去的30年中，美联储于1995年、1998年、2019年和2024年进行过预防式降息，此后美国经济基本都实现了“软着陆”，即GDP增速扭转下行趋势，且失业率略有下行。本轮，“软着陆”或是美联储设定的基准场景：在经济预测中，美联储小幅上调了2025-2027年的实际GDP增长预测（1.4%/1.6%/1.8%→1.6%/1.8%/1.9%），并下调了2026-2027年失业率预测（4.5%/4.4%→4.4%/4.3%），显示其对美国经济“软着陆”仍有信心。尽管如此，美联储同时也将2026年的PCE通胀预测从此前的2.4%上升至2.6%，显示通胀风险仍然未消散，因此也不难理解为何在9月的点阵图中，投票官员认为2026年仅降息一次，低于当前CME期货市场所定价的降息三次的预期。

图表1：历史上四次“预防式降息”后均实现“软着陆” 图表2：本次经济预测中，美联储上调GDP增长及就业



来源：wind，国金证券研究所 来源：美联储，国金证券研究所

图表3：美联储点阵图显示2026年仅降息一次 图表4：美联储观察工具显示市场预期2026年降息三次



来源：美联储，国金证券研究所 来源：CME，国金证券研究所



1.2 降息后，发达市场往往表现较好，新兴市场分化

美联储“预防式降息”对美股而言，意味着流动性增强且经济企稳的概率回升，因此美股在过去的几次“预防式降息”后往往表现较好，标普 500 在上文提到的历史上 4 个降息区间中分别实现涨幅为 16.2%、8.6%、1.9%、4.4%，MSCI 发达市场指数在 4 个区间中同样录得涨幅分别为 10.3%、9.1%、2.1%、1.8%。但新兴市场在“预防式降息”时间段中的表现则有所分化，MSCI 新兴市场指数在 4 个区间中录得涨跌幅为 3.1%、12.4%、0.5%和-0.6%，代表中国资产的上证综指和恒生指数在 2019 年 8 月至 10 月的降息周期中实现跌幅。

图表5：过去四次预防式降息后，发达市场往往表现较好

第一次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
msci发达市场	10.3	6.0	0.6	2.9	3.6	
msci新兴市场	3.1	9.2	-1.2	2.7	-2.2	
第二次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
msci发达市场	9.1	-9.0	1.0	4.9	18.1	
msci新兴市场	12.4	-19.6	7.9	3.3	12.3	
第三次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
msci发达市场	2.1	-0.3	-0.2	-2.2	2.9	
msci新兴市场	0.5	-5.1	-2.9	-5.1	1.2	
第四次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
msci发达市场	1.8	4.7	2.9	3.4	1.8	
msci新兴市场	-0.6	1.7	0.6	6.2	-0.6	
本次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
msci发达市场	---	8.4	2.2	---	---	
msci新兴市场	---	12.5	5.9	---	---	

来源：wind，国金证券研究所

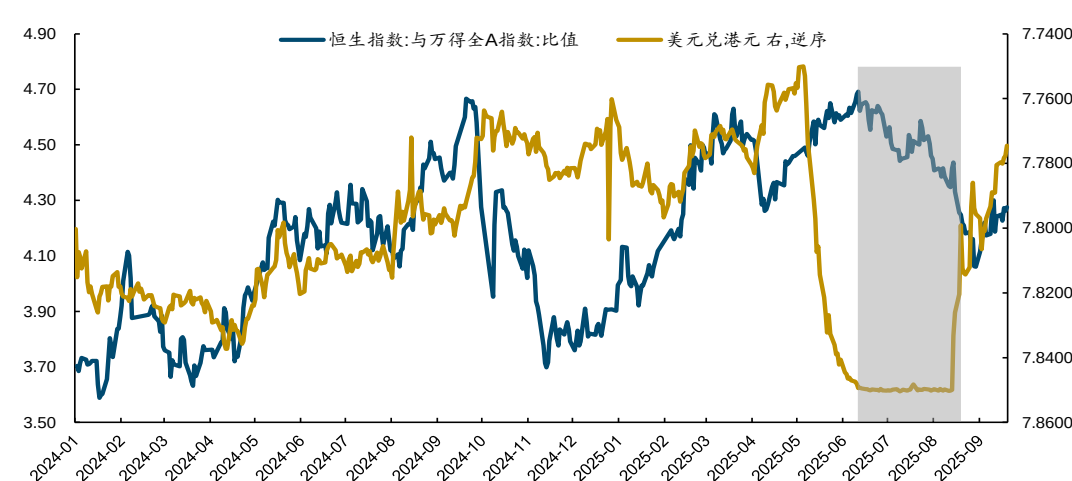
图表6：过去四次预防式降息后，中国资产的表现分化

第一次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
上证综指	-15.5	-1.8	-7.8	11.6	13.2	
恒生指数	20.8	10.4	-2.0	-0.5	5.0	
第二次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
上证综指	4.9	-11.1	9.0	-1.1	-7.1	
恒生指数	27.7	-8.9	0.1	25.0	28.7	
第三次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
上证综指	-0.1	-5.5	-2.4	-1.6	0.9	
恒生指数	-3.1	-7.2	-3.4	-7.4	-2.4	
第四次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
上证综指	24.0	-9.7	-5.0	20.0	24.0	
恒生指数	11.8	0.5	3.3	17.8	11.8	
本次预防式降息						
指数名称	整个降息周期 涨跌幅，%	降息前1Q	降息前1M	降息后1M	降息后1Q	降息前后1个 季度涨跌幅
上证综指	---	14.4	4.9	---	---	
恒生指数	---	11.8	6.5	---	---	

来源：wind，国金证券研究所

对新兴市场而言，美联储降息的影响主要通过两条路径：（1）降息后缓解新兴市场的汇率贬值压力，给内部货币政策更大的施政空间，若经济增长企稳，或受益于美元的外溢；（2）降息后美国若实现“软着陆”，在基本面层面，新兴市场也受到一定的美国需求外溢拉动。近期，多个重要新兴经济体（包括多个东盟国家及墨西哥、巴西、南非等国）对美汇率走强，为其国内潜在的经济刺激政策留下空间。对中国这样的净出口大国而言，预防式降息后的经济“软着陆”意味着海外资本开支构成的外需支撑将更加坚实，在港股与 A 股的比较中，由于港币在 6 月初至 8 月中旬兑美元长时间触发弱方兑换保证，香港金管局买入港币卖出美元，港股市场流动性受到压制，这一时间内恒生指数始终跑输万得全 A，8 月 22 日杰克逊霍尔会议使降息预期升温后，港币兑美元走强，此后恒生指数开始重新追上万得全 A 涨幅，往后看，港股可能阶段性会更加受益于美联储降息后美元的外溢。

图表7：6 月初至 8 月中旬，港股由于流动性问题相对 A 股滞涨



来源：wind，国金证券研究所

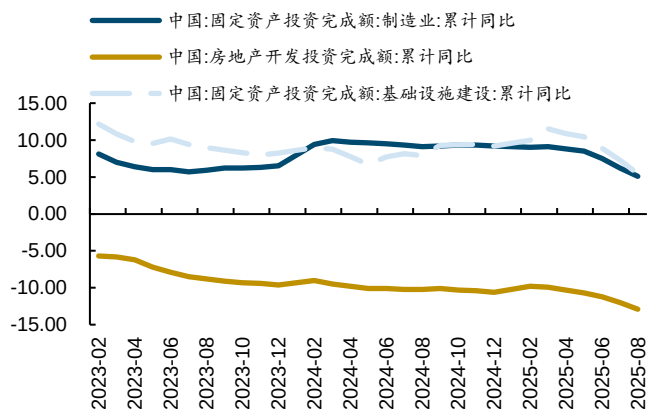


2、国内经济“走弱”的本质与“反内卷”的影响

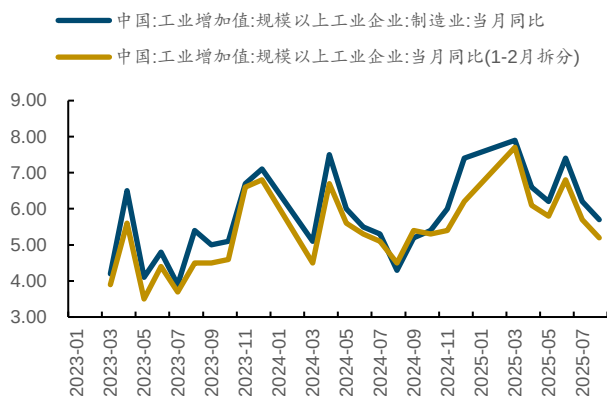
9月15日，国内8月经济数据出炉，整体继续呈现下行趋势：固定资产投资中的房地产投资降幅继续扩大，基础建设投资和制造业投资增速下行，工业企业增加值增速下行。这一数据走弱在“反内卷”的背景下，或许也是一种正常现象，“反内卷”意味着经济改善的顺序是受益于供给减少而“先提价”，此后再由需求回升拉动“后扩产”，因此在当前PPI仍未转正的情况下，投资和生产数据的下行中反应了价格和量的双重拖累，其中“量”的拖累是“反内卷”的必经之路。

图表8：8月，投资增速继续下行

图表9：8月，工业增加值增速继续下行



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

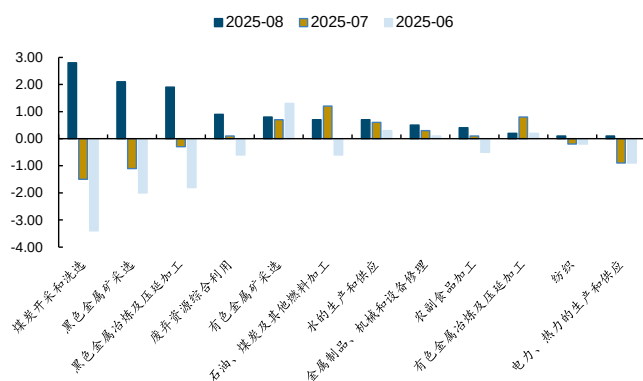
但在单纯的需求数据之外也要看到一些积极因素：（1）PPI 中的新涨价因素比 7 月要强，出现了年内第一个拐点，上游“反内卷”限产带动煤炭、黑色金属价格环比转正，当前 PPI 可能与 2005-2006 年一样，受到外需拉动企稳，当时：海外零售补库 → 出口订单价格抬升 → 出口商回补原料 → 国内大宗及 PPI 滞后回升，这一“需求在外、库存先行”的传导顺序，使出口价格成为整条链的领先指标；（2）出口上的高附加值产品仍然保持强势：机电产品仍然是出口大头，要这些以订单生产的产品议价能力较强；（3）国内已经开始出现一些原材料补库的现象：今年 3 月以来，制造业 PMI 中的原材料库存分项上升，且规模以上工业企业的存货增速-产成品存货增速上行，也表明国内企业或已受到外需拉动开始补库，从具体的产品上来看，化纤、塑料、烧碱、乙烯等化工品和粗钢、十种有色金属等金属材料产量增速在近期均有所上行。

图表10：价格指数中的翘尾因素拖累减弱，新涨价因素开始显现

图表11：煤炭、黑色、有色等价格在8月环比转正

月份	PPI		CPI	
	翘尾因素	新涨价因素	翘尾因素	新涨价因素
2025-08	-0.66	-2.16	-0.87	0.48
2025-07	-1.40	-2.24	-0.48	0.48
2025-06	-1.58	-1.96	0.00	0.10
2025-05	-1.77	-1.58	-0.29	0.10
2025-04	-1.58	-1.12	-0.39	0.29
2025-03	-1.77	-1.12	-0.29	0.29
2025-02	-1.86	-0.28	-1.25	0.58
2025-01	-2.13	-0.19	-0.29	0.78

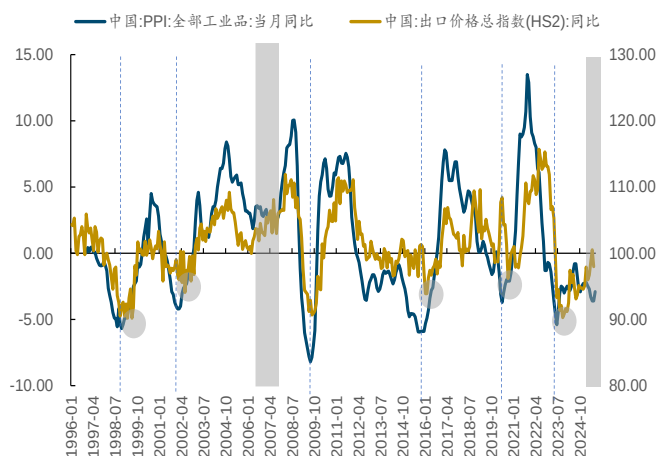
来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

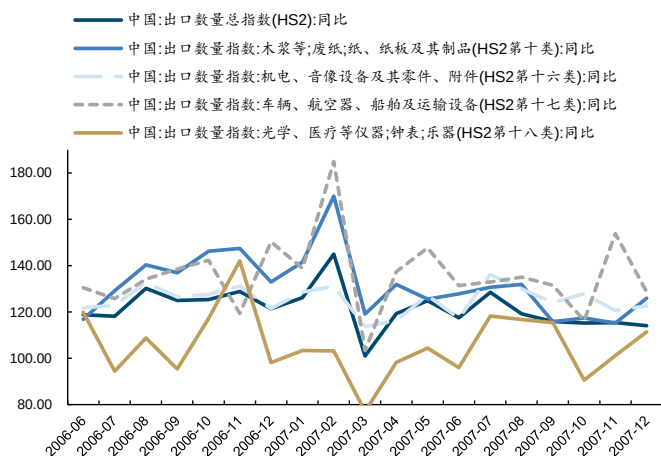


图表12: 与其他时期不同, 2006-2007年, 出口价格领先于国内PPI



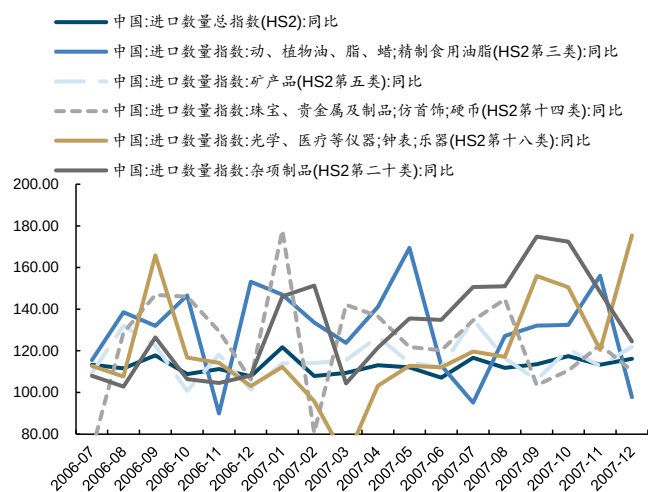
来源: wind, 国金证券研究所

图表13: 2006-2007年机电、车辆、武器等高附加值产品出口数量增速高于整体, 拉动价格上行(单位: %)



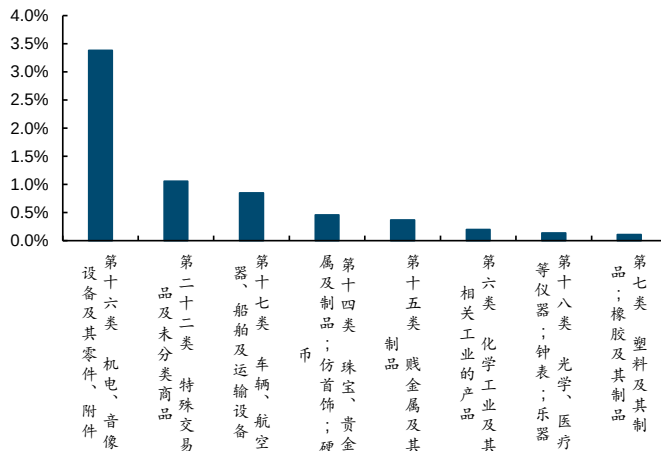
来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 2006-2007年, 出口订单拉动国内企业进行原材料补库, 进口矿产品、油脂、贵金属等增多



来源: wind, 国金证券研究所

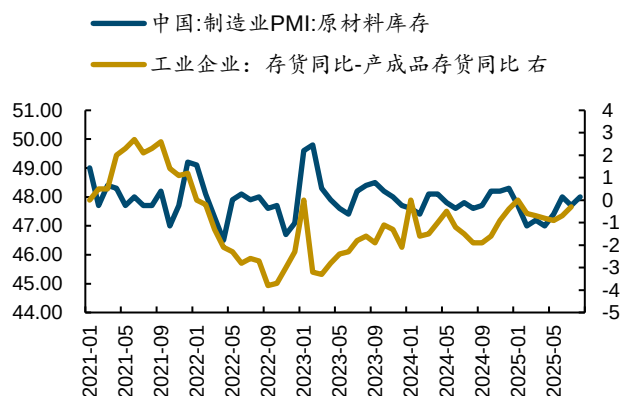
图表15: 今年以来, 机电、特殊交易品、车辆等品类对出口金额的拉动最大



来源: wind, 国金证券研究所

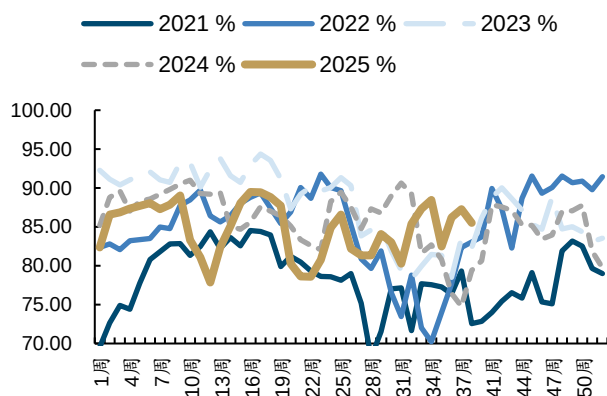


图表16: 国内企业已出现原材料补库迹象



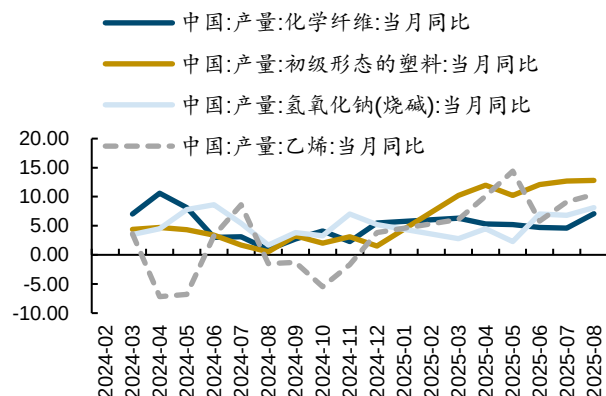
来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 当前, 纯碱开工率高于历史同期水平



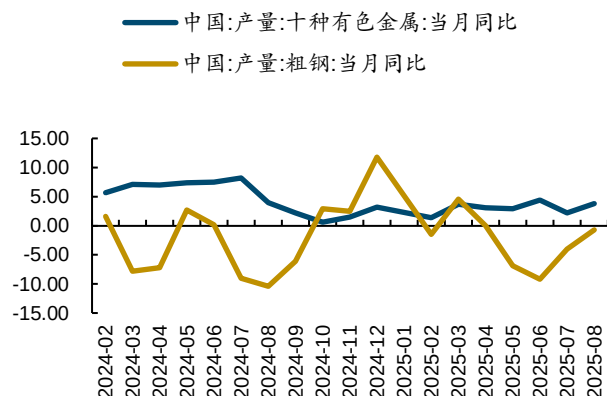
来源: wind, 国金证券研究所

图表18: 化工原材料产量近期增速上行



来源: wind, 国金证券研究所

图表19: 粗钢、有色金属等金属产量近期增速上行



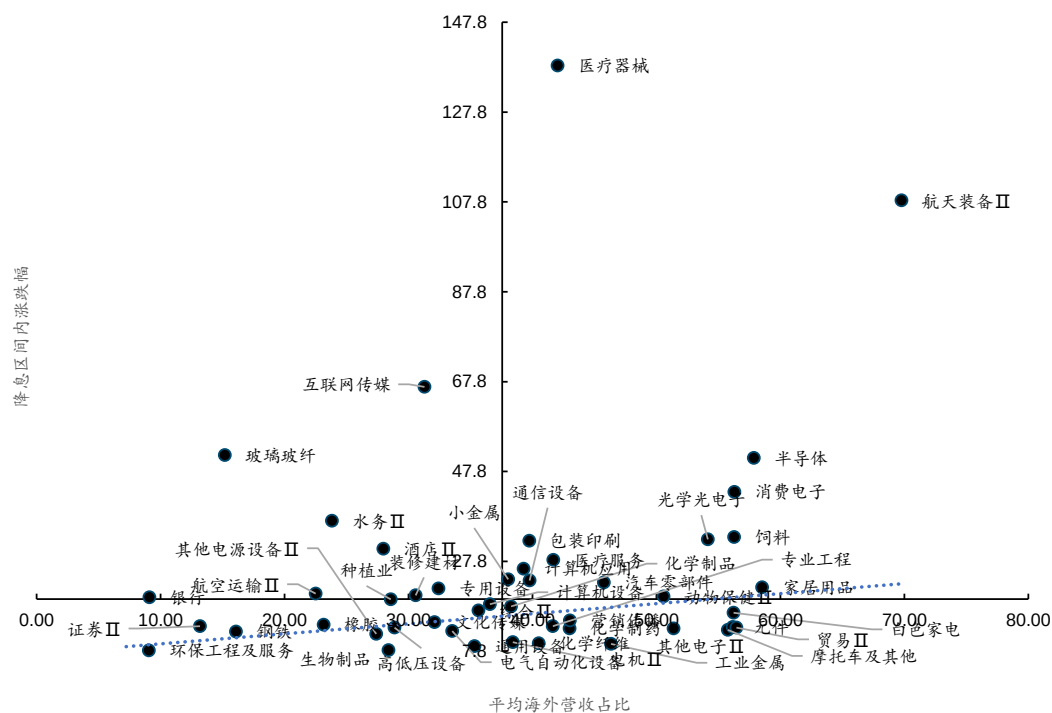
来源: wind, 国金证券研究所

3、站在下一个风口：出口出海

从过去的经验来看, 2019 年和 2024 年降息周期中, A 股出口型上市公司 (各行业中海外营收占比前 30% 的公司) 相较沪深 300 有超额收益, 超额收益分别为 11.5% 和 3.1%。2019 年时具备较高超额收益的二级行业主要是医疗器械、航天装备、半导体、消费电子、互联网传媒、玻璃玻纤等行业; 2024 年时具备较高超额收益的二级行业主要是其他电源设备、软件开发、广告营销、橡胶等行业; 从行业分布来看, 并不完全只存在于所谓“利率敏感型”的成长性行业, 而是取决于当时行业的具体供需情况。

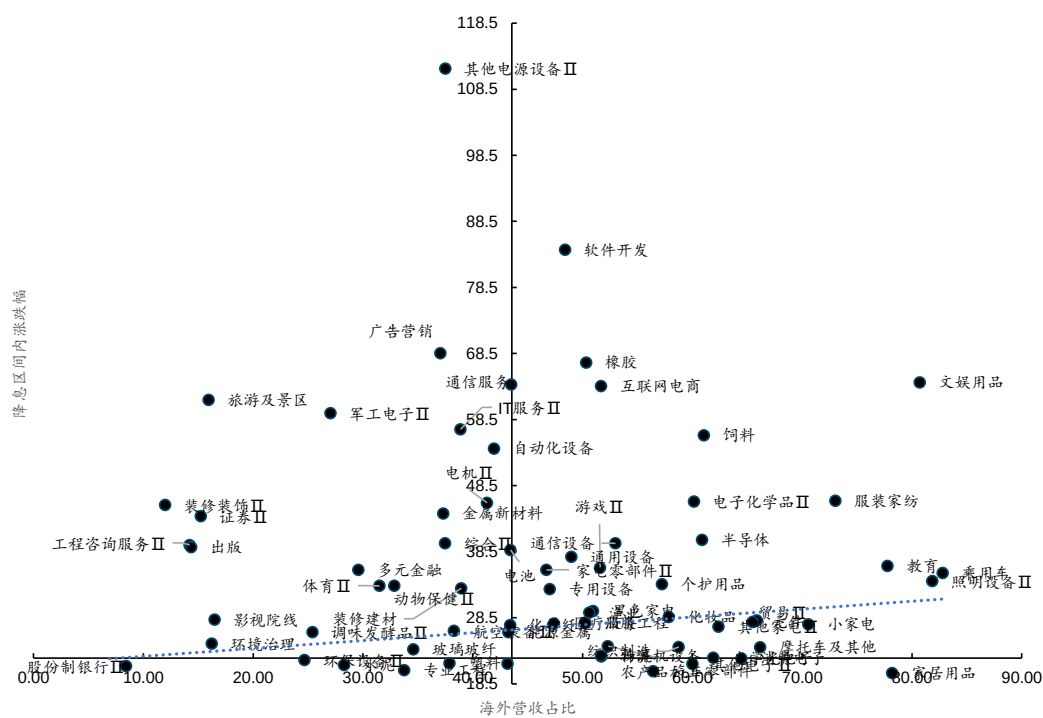
本轮预防性降息下, 在内部产品价格暂时因价格尚未企稳, 且在“反内卷”倡导下投资需求减弱的背景下, 积极参与全球竞争的出口出海企业, 既能够通过产品出口能够规避国内的价格内卷压力, 又在海外经济体“软着陆”概率上升之下能够受益于增量需求, 是当前市场内较为稀缺的高增长主线。我们筛选了共计 18 个细分二级行业, 它们的共同特征是: 海外营收占比高于 50%, 海外毛利率高于国内毛利率, 且 2025H1 海外营收增速高于国内营收增速, 这意味着出口对其利润率是正贡献; 同时, 以分析师一致预期来看, 2025H2 的净利润增速高于 2025H1, 年内就存在边际改善。这些行业主要分为三类: (1) 投资相关的资本品: 光伏、通用设备、半导体、通信设备、商用车辆等与制造业景气复苏相关的中间品: 塑料、电子化学品、化学制品等; (3) 具备自身产业趋势的消费和医药: 游戏、个护用品、服装家纺、医疗器械等。

图表20: 2019 年降息周期时具备超额收益的出口型二级行业



来源：wind，国金证券研究所

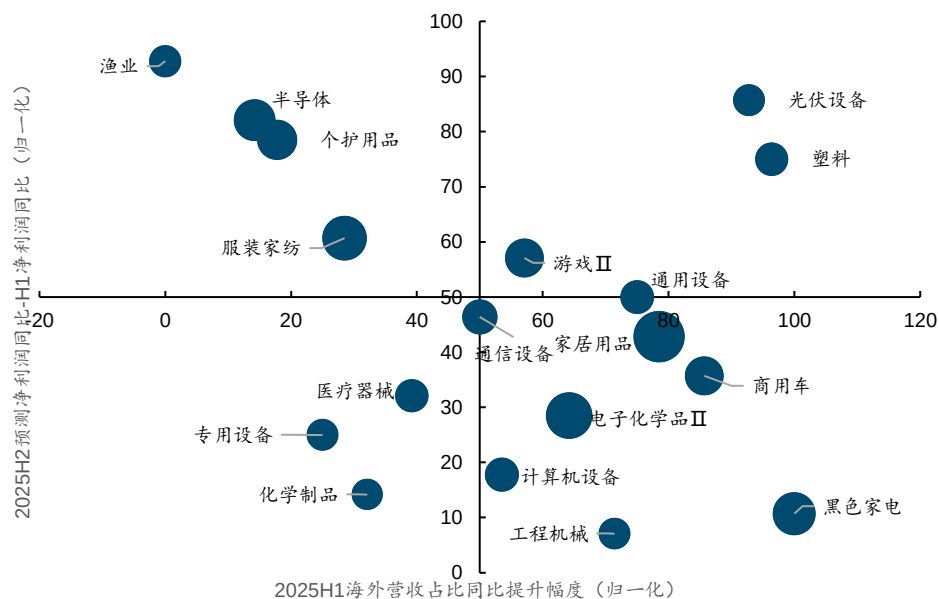
图表21：2024 年降息周期时具备超额收益的出口型二级行业



来源：wind，国金证券研究所



图表22：本轮筛选的可能受益于海外“软着陆”情景的出口型二级行业



来源：wind，国金证券研究所

4. 盈利的牛市或许即将开始

本周市场有小幅回调，但在回调中行情依然在延续扩散，除了TMT以外的制造、消费、资源均有表现不错的细分行业，这一特征来源于：一方面，本周美联储降息的靴子落地，在部分前期抢跑了“反内卷”和“降息”预期的行业出现了“买预期，卖事实”的回调；另一方面，本周出炉的国内经济数据亮点较少，基本面与预期脱节，市场出现再平衡。

往未来看，我们认为基本面的兑现是下一阶段市场上行的重要驱动，而它正在酝酿：一方面，历史经验和当前美联储的经济预测，都意味着在9月降息之后，海外“软着陆”的概率提升，这对我们此前不断强调的资本开支形成的外需而言构成强力支撑；另一方面，虽然国内“量”、“价”仍未企稳，但积极因素已经在酝酿，包括PPI和CPI中翘尾因素拖累的减小和新涨价因素的增强，以及国内企业出现的原材料补库行为，都与2006-2007年时受外需拉动，国内价格企稳的经验相类似。在这一阶段，可以关注两个维度的机会：一方面是流动性压制解除后，6-8月滞涨的港股或有补涨行情；另一方面，可以寻找一批出口出海，率先受益于外需修复的标的，我们筛选了18个相应二级行业，主要集中在资本品（光伏、通用设备、半导体、通信设备、商用车等）、中间品（塑料、电子化学品、化学制品等）和消费、医药领域（游戏、个人防护用品、服装家纺、医疗器械等）。

我们的中期维度推荐保持不变：

- 第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：上游资源（铜、铝、油、金）、资本品（工程机械、重卡、锂电、风电设备）以及原材料（基础化工品、玻纤、造纸、钢铁）；
- 第二，盈利修复之后内需相关领域也将逐渐出现机会：食品饮料、猪、旅游及景区等；
- 第三，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升，其次是券商。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究