

二季度经济数据点评：需求修复仍需政策加力



魏争 分析师
Email: weizheng@lczq.com
证书: S1320524100001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lczq.com
证书: S1320523020004

摘要:

GDP：实际偏强，名义偏弱，供需错配未解。 二季度 GDP 同比增长 5.2%，名义增速 3.9%，平减指数-1.3%。实际增长偏强的原因主要有三点：一是“以旧换新”政策支持下，耐用品消费持续放量；二是“设备更新改造”政策下，设备工器具投资高增；三是“抢出口”叠加“抢转口”，外需景气较高。但名义增速偏弱，价格水平偏低，指向供需错配的情况仍有待改善。

生产：工业高增动能放缓，服务业稳定增长。 二季度工业增加值增速为 6.8%，工业生产保持较高增长，主因出口总体较强，出口交货值增速较高。但 6 月环比增速低于季节性，或指向出口“抢单效应”边际减弱，外需对工业拉动减弱，从结构上看，一方面，传统劳动密集型产业受关税政策扰动影响，产出增速放缓，反映市场对出口预期的不确定性；另一方面，技术密集型产业在新质生产力趋势推动下继续保持较高增长。服务业增长稳定，服务业生产指数累计增速为 5.9%，信息传输、软件和信息技术服务业增速较快。

投资：基建、制造业、地产均回落。 二季度固定资产投资累计增速 2.8%，较一季度放缓。**基建方面**，广义基建累计增速 8.9%，狭义基建累计增速 4.6%，较一季度下降 2.6pct，主要受水利、公共设施投资放缓拖累；**制造业方面**，制造业投资累计增速 7.5%，较一季度下降 1.6pct，主因利润承压下企业扩张意愿低迷：固定资产扩建投资同比增速-4.7%，较一季度大幅下降 16.0pct。结构上看，设备工器具购置维持高增，指向政策补贴仍具支撑力。分行业看，航空航天、通用设备、专用设备、计算机投资增速较高。**地产方面**，6 月，房地产投资增速为-12.9%，累计增速-11.2%，降幅进一步扩大。资金端看，二季度地产资金到位增速为-6.2%，主要受个人按揭贷款和定金拖累；商品房销售面积、销售额累计增速分别为-3.5%、-5.5%，进一步回落。地产走弱指向随着政策红利边际效应减弱，地产领域出现回踩态势，指向政策进一步加码的必要性。

消费：商品消费稳健，餐饮动能不足。 二季度社零同比增长 4.6%，较一季度下降。结构上看，耐用品消费在“以旧换新”推动下保持高增，家电、家具、通讯器材增速均超 20%；汽车消费单月同比增速 4.6%，较上月上升 3.5pct，增速明显提升或与汽车行业“反内卷”有关。餐饮消费显著走弱，6 月单月增速从 5.9%降至 0.9%，背后可能有两点原因，一是社交属

相关报告

6 月外贸数据点评：出口韧性延续

2025.07.21

美国 6 月 CPI：基本符合预期，但关税影响初步显现

2025.07.16

6 月金融数据点评：结构改善初显，信贷扩张尚待盈利信号确认

2025.07.15

性聚餐减少；二是“外卖大战”拖累实体店家餐饮收入。

展望：需求修复仍需政策加力。总结看，美国加征关税压力下，中国二季度 GDP 仍然实现了 5.2% 的增长，上半年累计增速达 5.3%。下半年只需维持 4.7% 以上的增速，即可完成全年 5% 的目标。但是，名义 GDP 低位运行的情况仍未改善，提振内需依旧是政策主线。6 月数据传达出以下三点边际变化，需要政策进一步加码支持。**内需方面**，一是消费结构性分化，餐饮动能不足；二是地产仍有下探趋势，三是基建和制造业投资韧性出现动摇。**外需方面**，一是对等关税豁免期延至 8 月 1 日，后续关税走向存在不确定性，或影响出口；二是美国对转口贸易打击加剧，例如对部分从越南转口商品加征 40% 关税，削弱转口带来的出口红利；三是上半年“抢出口”“抢转口”效应明显，或可能透支下半年订单，叠加高基数压力，下半年出口或面临出口动能不足的风险。在此背景下，我们认为政策延续性是稳住下半年需求的关键，一是财政支出节奏在下半年或逐步提速。考虑到上半年财政发行进度偏快，下半年财政资金的发力点或更多体现为结构性精准投放与前期融资的支出兑现。从财政支出节奏传导至实体经济的滞后特征看，下半年基建与制造业的资金保障，更多依赖于上半年政府债的“蓄势”，以及财政支出的持续放量。形成“前期融资—后期支出—再带动信贷配套”的链条，对制造业和基建的托底也会更为清晰；二是货币政策依旧有空间。在“适度宽松”的总基调下，一方面，央行可能继续降息，一是继续引导市场利率下行，降低企业融资成本。二是托住地产市场，巩固“924”以来的企稳态势。另一方面，结构性货币政策或继续聚焦科技创新、扩大消费、民营小微，弥补经济结构短板。

风险提示：国内政策落地不及预期，海外政策变动超预期。

目 录

1. GDP: 二季度实现平稳增长.....	5
2. 生产: 总量高增, 边际动能放缓	5
3. 投资: 基建、制造业、地产投资均有回落.....	7
4. 消费: 上半年耐用品消费高增	10
5. 展望: 需求修复仍需政策加力	11
风险提示	11

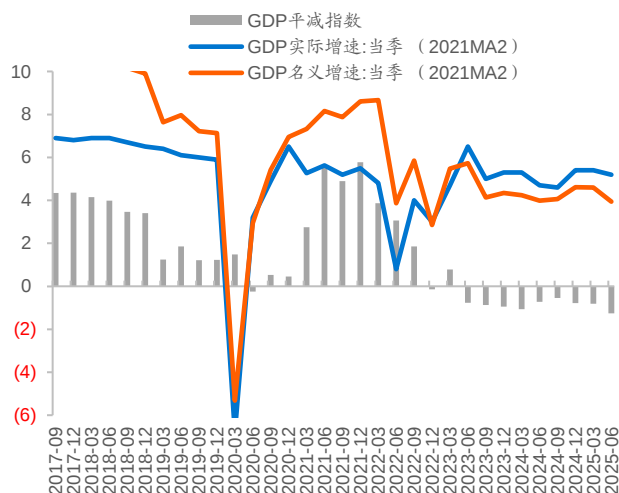
图表目录

图 1	GDP 实际增速略有回落，平减指数降幅收窄（%）	5
图 2	当季 GDP 环比增速（%）	5
图 3	第三产业增速上升（%）	5
图 4	三大产业对 GDP 拉动（%）	5
图 5	6 月出口交货值高增（%）	6
图 6	制造业、采矿业增加值延续一季度景气趋势（%）	6
图 7	服务业生产指数同比提升（%）	6
图 8	技术密集型产业增加值同比增速高升（%）	7
图 9	固定资产投资边际走弱（%）	8
图 10	基建投资增速降低（%）	8
图 11	广义基建分项增速（%）	8
图 12	狭义基建分项增速（%）	8
图 13	“两新”覆盖领域投资依旧较高，但略有放缓（%）	9
图 14	房地产新开工、施工、竣工面积累计增速（%）	9
图 15	商品房销售面积增速降幅扩大（%）	9
图 16	商品房销售额增速降幅扩大（%）	10
图 17	资金到位增速走弱（%）	10
图 18	6 月社零增速放缓（%）	10
图 19	餐饮消费下滑明显（%）	10
图 20	消费品类别累计增速（%）	11

1. GDP：二季度实现平稳增长

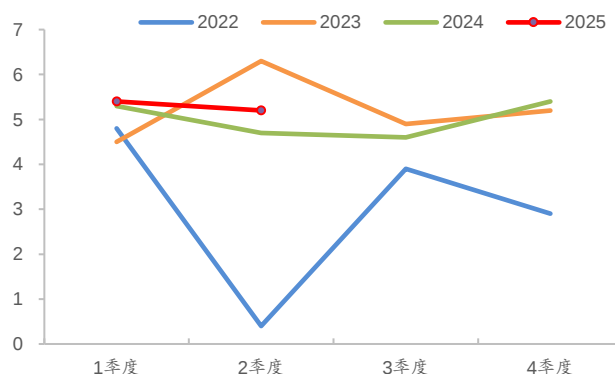
实际增长偏强，名义增长偏弱。二季度，实际 GDP 增速为 5.2%、名义 GDP 增速为 3.9%，平减指数进一步扩大至-1.3%。实际偏强、名义偏弱指向供需错配的情况仍有待改善。需求端看，实际 GDP 平稳增长主要，一是“以旧换新”政策支持下，可选消费持续放量；二是“设备更新改造”政策下，设备工器具投资高增；三是“抢出口”叠加“抢转口”，外需景气较高。分产业看，第二产业增速回落，第三产业上升：二季度，第二产业增速为 4.8%，下降 1.1pct，第三产业增速为 5.7%，上升 0.4pct。

图1 GDP 实际增速略有回落，平减指数降幅收窄（%）



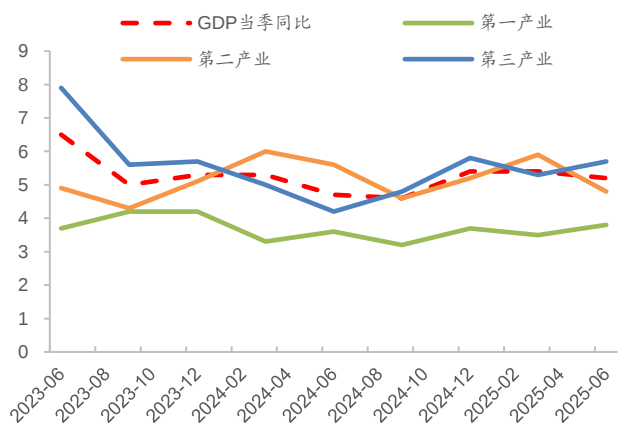
资料来源：Wind，联储证券研究院

图2 当季 GDP 环比增速（%）



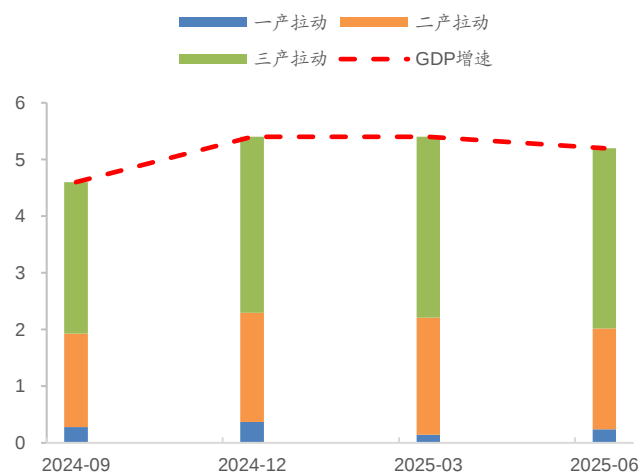
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 第三产业增速上升（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 三大产业对 GDP 拉动（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

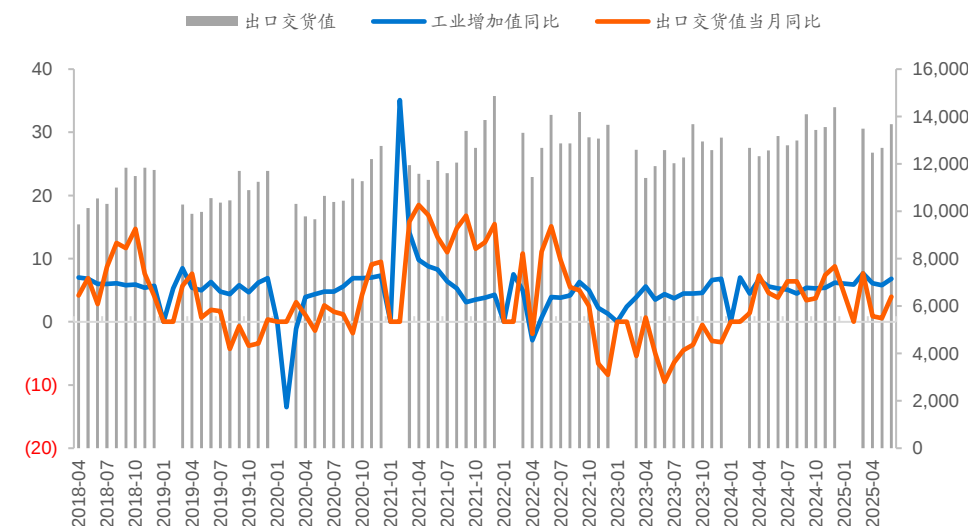
2. 生产：总量高增，边际动能放缓

生产较强，工业增加值与服务业生产同比增速较高。6月，工业增加值同比增速为6.8%，二季度实现增速6.4%。二季度工业生产强劲主因出口总体较强，二季度出口交货值同比增速4.2%，6月同比4.0%，单月提升3.4pct。环比上看，6月环比增速为0.5%，略低于季节性，指向供给端工业生产增长动能放缓，或指向出口“抢单效应”边际减弱。从结构上看，制造业、采矿业增加值延续一季度较强增速，分别为7.0%、6.0%；电热燃水增速与一季度持平，同比为1.9%。服务业生产指数累计增速为5.9%，较一季度上

升 0.1pct。其中，信息传输、软件和信息技术服务业贡献较大，6 月单月增速达 11.6%。

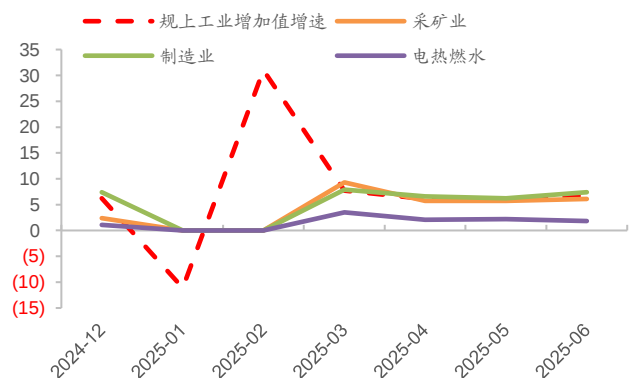
技术密集型产业增加值增速较快，劳动密集型产业增速放缓。分行业看，一方面，新兴领域增加值增速加快，主要受新质生产力发展趋势推动。其中通用设备、运输设备、电气机械、计算机、仪器仪表、汽车等技术密集型产业工业增加值增速分别为 8.3%、16.6%、12.2%、11.1%、7.6%、11.3%，均处于较高水平。另一方面，受关税政策扰动，劳动密集型产业增加值放缓，反映市场对出口预期的不确定性。纺织服装、皮革皮鞋制品、家具制造等产业增加值增速分别为-0.4%、0.5%、4.7%。

图5 6月出口交货值高增(%)



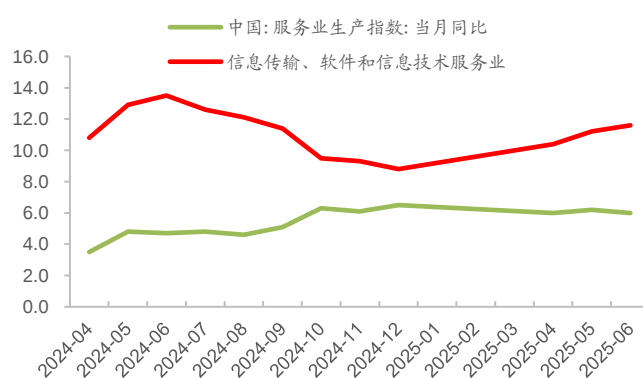
资料来源：Wind，联储证券研究院

图6 制造业、采矿业增加值延续一季度景气趋势(%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 服务业生产指数同比提升(%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 技术密集型产业增加值同比增速高升(%)

项目	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11
上游	石油、煤炭及其他燃料加工业	4.9	3.5	3.1	4.0	3.4	4.2
	化学原料和化学制品制造业	8.2	8.3	8.9	9.2	9.5	8.9
	化学纤维制造业	6.9	7.0	7.2	8.0	7.8	9.0
	橡胶和塑料制品业	7.1	7.2	7.8	8.4	8.9	8.2
	非金属矿物制品业	-0.5	-0.6	-0.5	-0.9	-2.1	-1.4
	黑色金属冶炼和压延加工业	5.6	6.0	6.2	6.4	5.7	4.0
中游	有色金属冶炼和压延加工业	7.6	7.1	6.9	6.6	6.6	9.7
	金属制品业	8.8	9.3	10.0	10.8	11.5	7.0
	通用设备制造业	8.3	8.4	9.0	9.4	9.5	3.6
	专用设备制造业	3.8	3.7	4.0	4.1	3.8	2.8
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	16.6	18.4	19.4	20.0	20.8	10.9
	电气机械和器材制造业	12.2	12.3	12.7	12.4	12.0	5.1
	计算机、通信和其他电子设备制造业	11.1	11.1	11.3	11.5	10.6	11.8
	仪器仪表制造业	7.6	7.9	9.2	9.4	9.0	6.0
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	2.8	2.9	2.7	2.4	0.6	0.1
	造纸和纸制品业	3.4	3.4	3.6	3.8	4.0	8.2
下游	农副食品加工业	7.5	7.3	7.2	7.2	8.3	2.2
	食品制造业	6.3	6.2	6.2	5.9	5.2	5.8
	酒、饮料和精制茶制造业	4.7	5.0	5.2	5.2	3.9	4.8
	烟草制品业	2.4	1.7	1.8	2.1	2.7	2.2
	纺织业	4.1	4.4	5.5	6.5	7.0	5.1
	纺织服装、服饰业	-0.4	-0.2	0.6	1.9	1.5	0.8
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.5	0.7	1.6	1.7	1.9	4.6
	家具制造业	-4.7	-4.5	-3.7	-2.5	-1.7	0.8
	印刷和记录媒介复制业	1.7	1.5	1.8	2.4	2.4	2.9
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	3.0	1.6	-0.4	-0.6	-2.2	0.7
	医药制造业	1.3	0.9	0.8	0.4	-0.1	3.6
	汽车制造业	11.3	11.2	11.2	11.8	12.0	9.1

资料来源: Wind, 联储证券研究院

3. 投资: 基建、制造业、地产投资均有回落

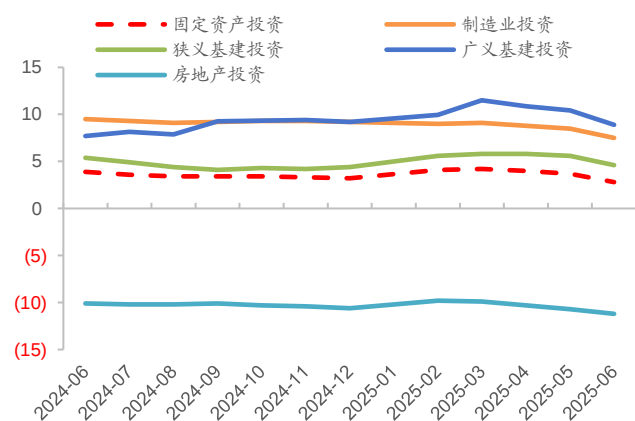
固定资产投资增速转弱。二季度, 固定资产投资累计增速 2.8%, 较一季度下降 1.4pct。三大分项均回落。

基建投资回落, 水利、环境和公共设施管理业投资为最大拖累。二季度, 广义基建累计增速 8.9%, 狭义基建累计增速 4.6%, 较一季度分别回落 1.5pct、1.0pct。分项看, 基建主要支撑为电热燃水增速 22.8%, 较一季度下降 3.2pct; 水利、环境、公共设施领域投资增速下降明显, 同比为 3.5%, 较一季度下降 6.3pct。

制造业投资增速略降低。二季度, 制造业投资累计增速 7.5%, 较一季度下降 1.6pct。从项目性质上看, 扩建项目投资增速为-4.7%, 较一季度大幅下降 16.0pct, 指向利润疲弱压力下, 工业企业对扩大生产运行规模较为谨慎。从结构上看, 设备工器具购置增速依旧较高, 二季度为 17.3%, 与一季度相比略放缓 1.7pct, 指向设备更新改造补贴政策依旧为制造业投资动能的主要支撑, 但是今年以来财政补贴边际抵减, 设备投资边际降低。“两新”覆盖领域投资依旧较高, 但略有放缓。航空航天、通用设备、专用设备、计算机投资增速分别为 27.3%、16.6%、6.2%、4.6%, 较一季度分别下降 10.6pct、0.6pct、1.9pct、5.9pct。

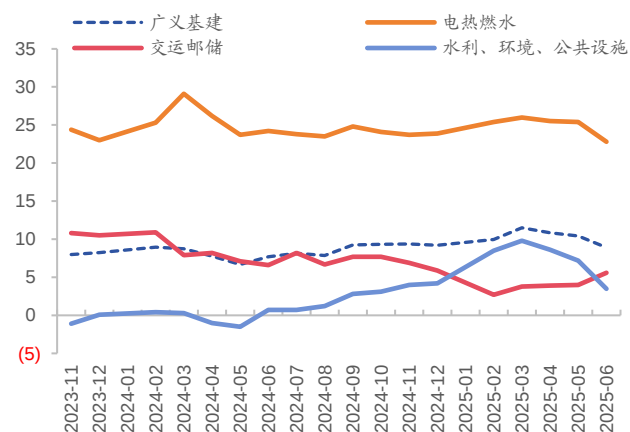
地产投资端、资金端、销售端均转弱。6月, 房地产投资单月增速-12.9%, 累计增速-11.2%, 降幅进一步扩大。**资金端看,**二季度地产资金到位增速为-6.2%, 降幅较一季度扩大 2.5pct, 主要受个人按揭贷款和定金拖累, 同比增速分别为-11.4%、-7.5%, 较一季度降幅分别扩大 4.4pct、6.4pct。**销售端看,**6月, 商品房销售面积、销售额增速降幅进一步扩大, 累计增速分别为-3.5%、-5.5%, 较一季度分别扩大 0.5pct、3.4pct。“924”政策到今年一季度, 地产在政策红利下企稳回升。二季度以来, 随着政策红利边际效应减弱, 地产领域出现回踩态势, 指向政策进一步加码的必要性。

图9 固定资产投资边际走弱 (%)



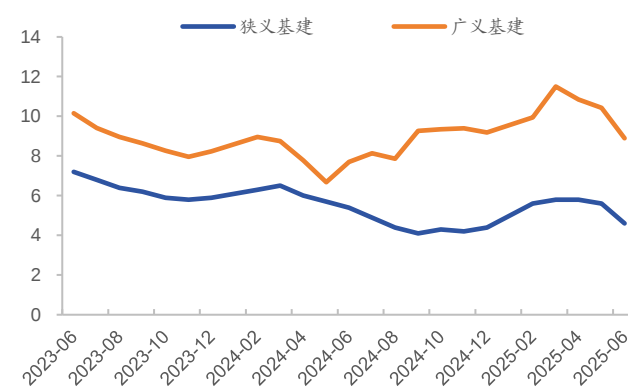
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 广义基建分项增速 (%)



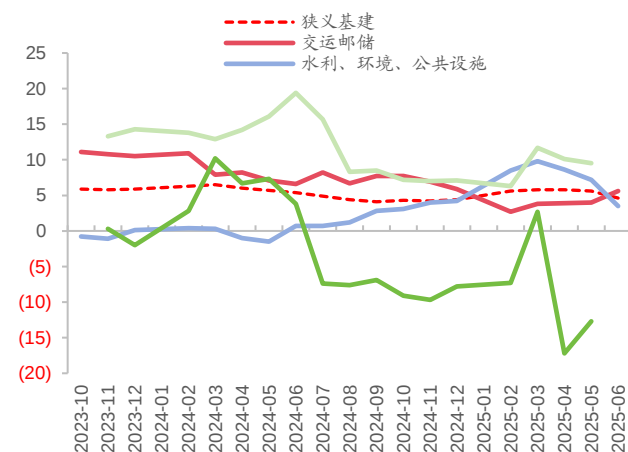
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 基建投资增速降低 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 狭义基建分项增速 (%)



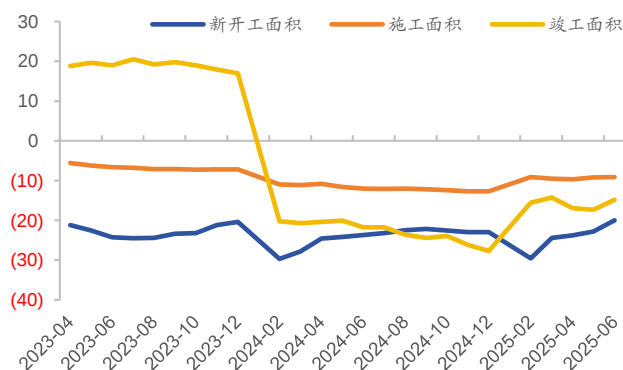
资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 “两新”覆盖领域投资依旧较高，但略有放缓（%）

项目	项目	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10
制造业	制造业	7.5	8.5	8.8	9.1	9	9.2	9.3	9.3
上游原材料	石油煤炭	14.4	18.8	18	25.8	48.3	14.8	10	8.1
	化学原料	-1.1	0.4	1.3	2.1	6	8.6	9.6	11.2
	化纤	10.6	16.4	17.6	15.8	16	4.7	6	5.9
	橡胶塑料	14.6	15.7	14.7	17.9	14.3	14.3	15.5	14.1
	非金矿物	-5.1	-3.6	-2.9	-1.8	0.2	1.6	2.3	2.3
	黑金冶炼	-0.6	-1.6	2	5.5	5.7	1.8	2.8	4.3
	有色冶炼	9.1	14.3	16.4	17.9	16.1	24.2	25.3	25.9
中游装备制造	金属制品	11.1	11	11.5	12.2	10.8	16.6	16.3	15.8
	通用设备	16.6	17.5	17.9	17.2	21.6	15.5	14.9	14.2
	专用设备	6.2	7.9	8.4	8.1	9	11.6	11.7	11.9
	电气机械	-7.8	-8.6	-7.5	-7.4	-8.6	-3.9	-3.4	-2.8
	电子设备	4.6	7	9	10.5	9.6	12	12.6	13.2
	仪器仪表	-15.6	-13.6	-15.1	-15.4	-13.2	-0.2	-1.6	-1.3
	木材加工	15.9	17.1	17.5	15.2	21.7	7.8	7.2	4.2
	航空航天等运	27.3	26.1	29.6	37.9	37.3	34.9	30.6	33
下游消费制造	农副食品	18.4	17.7	18.4	18.6	17.4	18	18.2	18.8
	食品制造	16.0	16.1	16.6	18	21	22.9	24.5	23.5
	酒水饮料	9.2	9.5	9.8	8.2	16.5	18	18.9	19.9
	烟草制品	18.0	10.5	11	32.2	-13.6	-20.9	-14.6	-13.5
	纺织业	14.5	15.1	14.7	13.5	13.6	15.6	16.2	15.2
	纺织服装	27.0	27.6	27.1	22.9	18.5	18	18.2	17.5
	皮革制造	24.0	26.6	26.6	23.7	16.9	17.1	15	14.1
	家具制造	17.5	13.4	12.7	8.9	13.7	9	9.7	9.8
	印刷复制	11.2	12	13	14.8	10.6	16.8	16.6	16.1
	文工体娱	12.4	13.2	11.5	13.4	10.6	13.7	13.7	12.6
	医药制造	-3.0	0.9	2.6	4.4	3.5	6.9	6	6.2
	汽车制造	22.2	23.4	23.6	24.5	27	7.5	7.2	5.9
	纸制品	8.9	9.4	7.6	11.9	0.5	18.5	19.6	20.6
	废弃资源利用	18.6	18.1	17.9	11.2	10.5	7.5	9.7	12.9
	设备修理	44.2	62.2	44.3	43.6	45.5	5.8	7.6	-3

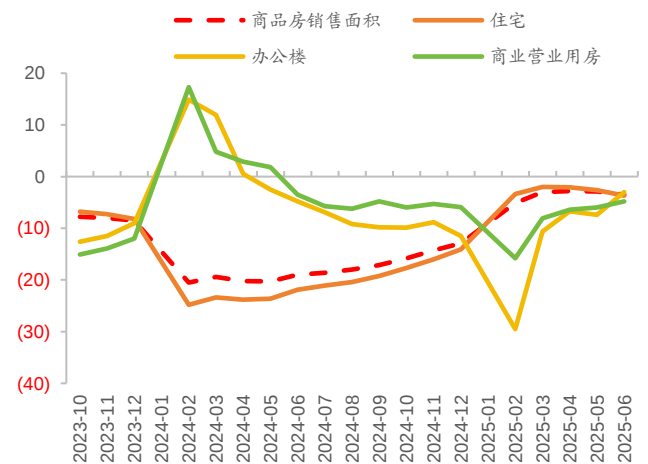
资料来源：Wind，联储证券研究院

图14 房地产新开工、施工、竣工面积累计增速（%）



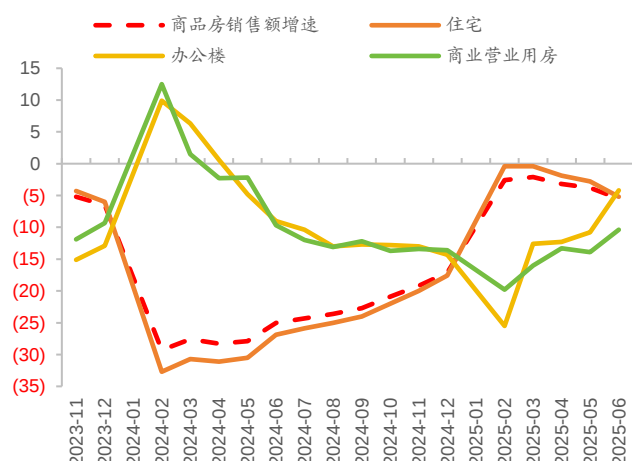
资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 商品房销售面积增速降幅扩大（%）



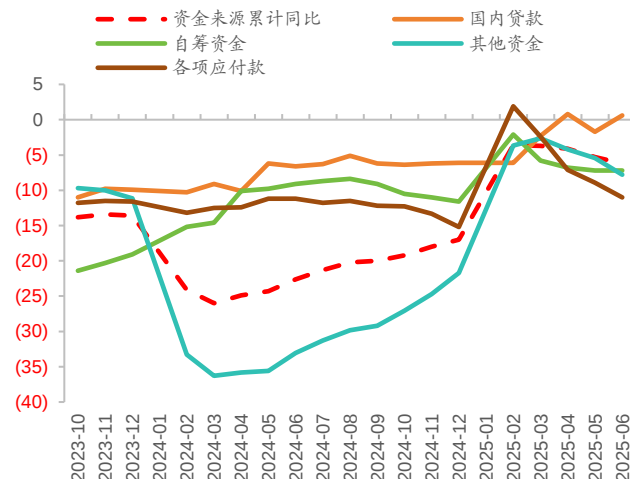
资料来源：Wind，联储证券研究院

图16 商品房销售额增速降幅扩大 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图17 资金到位增速走弱 (%)



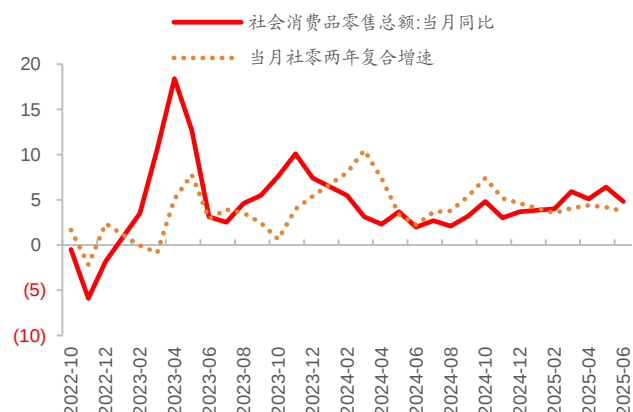
资料来源：Wind，联储证券研究院

4. 消费：上半年耐用品消费高增

商品消费较强，餐饮消费较弱。二季度，社零同比增速 4.6%，较一季度下降 1.1pct。结构上看，上半年商品消费放量显著，同比增速 5.1%，较一季度上升 0.5pct。餐饮消费降温，同比增速为 4.3%，较一季度下降 0.4pct。6 月，餐饮消费单月同比增速仅为 0.9%，较上月大幅下降 5.0pct，背后可能有两点原因，一是社交属性聚餐减少；二是“外卖大战”拖累实体店家餐饮收入。

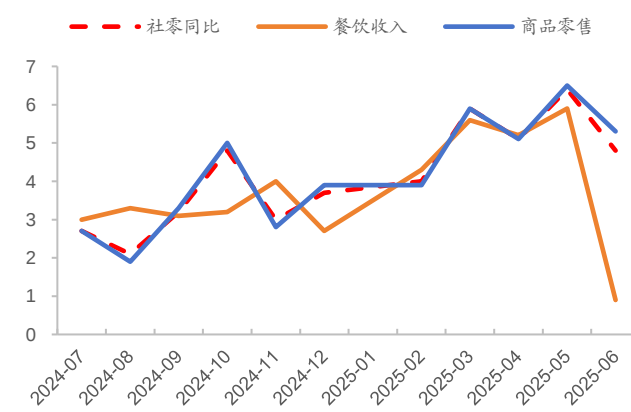
消费品类别看，耐用品消费构成最大支撑。二季度，限上商品消费累计增速为 6.3%，较一季度上升 0.5pct。分商品类别看，耐用品消费增速较高，主要源于“以旧换新”消费政策的支持。家电和音响器材、家具、通讯器材类商品持续放量，二季度累计增速分别达 30.7%、22.9%和 24.1%；6 月，汽车消费同比增速 4.6%，较上月上升 3.5pct，汽车消费增速明显提升或与汽车行业“反内卷”有关。

图18 6 月社零增速放缓 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图19 餐饮消费下滑明显 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图20 消费品类别累计增速 (%)

	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10
限上商品同比	6.3	6.4	6.0	5.8	4.4	2.7	2.5	2.7
必选消费	12.7	12.9	11.9	10.8	9.4	10.1	9.3	9.3
粮食饮烟	9.5	10.4	10.0	9.7	8.7	8.2	8.2	8.5
服装鞋帽针纺织品类	3.1	3.3	3.1	3.4	3.3	0.3	0.4	1.1
化妆品类	2.9	4.1	4.0	3.2	4.4	-1.1	-1.3	3.0
日用品类	7.3	7.2	7.0	6.8	5.7	3.0	2.7	2.9
家用电器和音像器材类	30.7	30.2	23.9	19.3	10.9	12.3	9.6	7.8
中西药品类	1.4	1.8	2.2	2.1	2.5	3.1	3.6	4.3
家具类	22.9	21.4	20.2	18.1	11.7	3.6	2.9	1.9
可选消费	5.7	6.0	5.9	5.7	4.0	5.0	4.9	4.6
金银珠宝类	11.3	12.3	10.4	6.9	5.4	-3.1	-3.3	-3.0
体育、娱乐用品类	22.2	25.7	24.9	25.4	25.0	11.1	10.5	11.5
书报杂志类	-4.1	-2.3	-0.7	2.0	1.2	-1.6	-0.2	1.2
文化办公用品类	25.4	25.7	24.4	21.7	21.8	-0.3	-1.3	-0.6
通讯器材类	24.1	27.1	25.4	26.9	26.2	9.9	9.5	12.2
石油及制品类	-3.4	-2.6	-1.4	-0.1	0.9	0.3	0.6	1.3
建筑及装潢材料类	2.6	3.0	2.3	0.0	0.1	-2.0	-2.3	-3.0
汽车类	0.8	-0.1	-0.5	-0.8	-4.4	-0.5	-0.7	-1.5

资料来源：Wind，联储证券研究院

5. 展望：需求修复仍需政策加力

总结看，美国加征关税压力下，中国二季度 GDP 仍然实现了 5.2% 的增长，上半年累计增速达 5.3%。下半年只需维持 4.7% 以上的增速，即可完成全年 5% 的目标。但是，名义 GDP 低位运行的情况仍未改善，提振内需依旧是政策主线。6 月数据传达出以下三点边际变化，需要政策进一步加码支持。**内需方面**，一是消费结构性分化，餐饮动能不足；二是地产仍有下探趋势，三是基建和制造业投资韧性出现动摇。**外需方面**，一是对等关税豁免期延至 8 月 1 日，后续关税走向存在不确定性，或影响出口；二是美国对转口贸易打击加剧，例如对部分从越南转口商品加征 40% 关税，削弱转口带来的出口红利；三是上半年“抢出口”“抢转口”效应明显，或可能透支下半年订单，叠加高基数压力，下半年出口或面临出口动能不足的风险。在此背景下，我们认为政策延续性是稳住下半年需求的关键，一是财政支出节奏在下半年或逐步提速。考虑到上半年财政发行进度偏快，下半年财政资金的发力点或更多体现为结构性精准投放与前期融资的支出兑现。从财政支出节奏传导至实体经济的滞后特征看，下半年基建与制造业的资金保障，更多依赖于上半年政府债的“蓄势”，以及财政支出的持续放量。形成“前期融资—后期支出—再带动信贷配套”的链条，对制造业和基建的托底也会更为清晰；二是货币政策依旧有空间。在“适度宽松”的总基调下，一方面，央行可能继续降息，一是继续引导市场利率下行，降低企业融资成本。二是托住地产市场，巩固“924”以来的企稳态势。另一方面，结构性货币政策或继续聚焦科技创新、扩大消费、民营小微，弥补经济结构短板。

风险提示

国内政策落地不及预期，海外政策变动超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000