

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《外需波动影响信贷，加速改善可期》 - 2025.05.16

宏观研究

4 月经济呈供给驱动特征，应超前关注科技产业对投资的补充

● 投资要点

4 月经济运行呈现“增速边际放缓、韧性延续”的特征。受外部环境不确定性上升影响，当月经济增速边际回落；在低基数效应下，按照生产法测算，4 月经济增速拟合值为 5.5%，低于 3 月经济增速，基本持平 1-2 月经济增速，经济增速保持一定韧性。从增长动能看，考虑到外部环境复杂性加剧，可能强化市场主体谨慎预期，进而对消费、投资和生产活动形成收缩压力，经济动能呈现显著的供给驱动特征，供需缺口持续扩大。

当前宏观环境的主要矛盾是中美贸易摩擦，成为影响市场定价的主要因素。尽管中美经贸会谈释放积极信号，但未来不确定性仍大。4 月 12 日，中美经贸会谈释放积极信号，美国对我国加征关税税率从 145% 调降至 30%，其中，24% 的关税在初始的 90 天内暂停实施。我们理解，良好的开端展示了双方沟通的诚意，关税从 145% 的非理性水平降至目前相对理性水平，这应是双方正常经贸合作的基础，在 90 天的豁免期内，美国对我国加征关税税率已经达到 51%，仍高于最惠国待遇的平均关税税率，或是中美经贸谈判的开始，后续谈判或将进入实质性环节。考虑美国特朗普政府过往的一贯行事风格，后续谈判或存在反复的可能。

基准假设：基于未来不确定性考虑，短期市场微观主体采取谨慎策略，以订单驱动生产，短期生产、投资和消费或趋于收缩，关注领先指标 PPI 同比增速变化。

基于避险和对政策不确定性的恐慌，在 90 天豁免期内，美国或加大进口，以避免未来不确定性影响，这或支撑短期我国出口韧性。近期新闻报道亦支撑了这一观点，根据维齐恩全球海运订单追踪系统的数据，在截至 5 月 14 日的七天内，平均订单量较截至 5 月 5 日的 7 天内增加了超 277%。

考虑 90 天豁免期，7 月 8 日左右到期，同时考虑关税政策存在滞后影响，预计 8 月之前，出口增速仍有望维持韧性，甚至因“抢出口”或超预期走强。但基于未来不确定性的考虑，短期市场微观主体或更为谨慎，企业生产或以订单驱动，投资扩产意愿下降，市场微观个体对就业和收入预期不稳，居民预算约束趋严，进而对消费形成收缩压力。此外，考虑外贸转内需的潜在影响，以内需为主的企业投资生产亦会受到一定冲击。若以上预期兑现，国内稳增长政策效果不足以对冲外部冲击影响，则 PPI 同比增速或维持低位震荡或跌幅进一步扩大；若国内稳增长政策效果可有效对冲外部冲击影响，则 PPI 同比增速有望边际改善。基于此，重点关注通胀高频指标变化情况。

情形一：90 天豁免期结束，中美经贸谈判并未取得进一步成果，24% 关税不再豁免，那么 2025 年美国对我国加征关税税率为 54%，外

需冲击或进一步加剧，增量稳增长政策有望加码，重点关注7月中共中央政治局会议。

情形二：90 天豁免期结束前，中美经贸谈判取得进一步成果，2025 年美国对我国加征关税税率不高于 30%，市场预期回暖，需求端收缩压力或有所减弱。增量稳增长政策进一步加码的概率有所降低，或基于宏观审慎原则谋划出台相关增量稳增长政策。

● **风险提示：**

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 4月经济韧性犹在，不确定性或推升市场主体谨慎情绪	5
2 消费增速季节性放缓，政策驱动效果持续显现	6
2.1 4月消费增速因季节性扰动边际放缓，限额以上和限额以下消费增速向下收敛.....	6
2.2 政策驱动型商品需求保持稳定，升级类消费回暖	7
3 房价止跌回升是房地产投资企稳的前置条件，年内一线城市有望率先止跌企稳	8
3.1 房价尚未止跌企稳，掣肘房地产投资回暖	9
3.2 房地产供给收缩，加力去库存	11
3.3 人工智能、算力产业、低空经济有望成为政策支持的重点方向.....	11
4 展望：高不确定性对需求产生收缩压力，关注价格指标的前瞻性指引	12
风险提示	14

图表目录

图表 1: 供给 VS 需求.....	6
图表 2: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	7
图表 3: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	7
图表 4: 限额以上和限额以下消费同比增速 (%)	7
图表 5: 限额以上商品消费增速 (%)	8
图表 6: 限额以上商品消费增速边际变化 (%)	8
图表 7: 4 月全国商品房销售均价 (元/平方米)	9
图表 8: 4 月全国住宅房销售均价 (元/平方米)	9
图表 9: 70 大中城市房屋销售价格指数同比增速 (%)	10
图表 10: 70 大中城市二手住宅销售价格指数同比增速 (%)	10
图表 11: 7 房屋竣工面积同比增速 (%)	11
图表 12: 商品房待售面积同比增速 (%)	11

1 4 月经济韧性犹在，不确定性或推升市场主体谨慎情绪

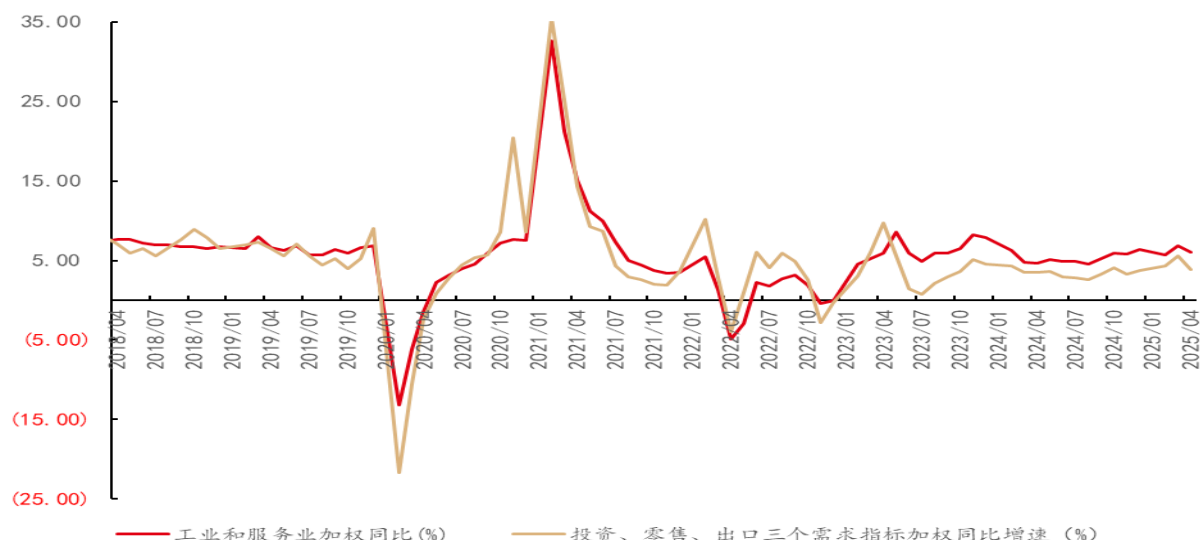
4 月外部环境不确定性明显提升，4 月经济增速较 3 月有所放缓，但仍保持了一定的韧性，且在低基数背景下，按照生产法拟合，4 月经济增速或在 5.5% 左右水平，好于 1-2 月拟合数据。从经济增长动能来看，促生产稳增长特点较为明显，供需缺口进一步扩大。我们理解，4 月出口增速超预期保持韧性，并未因外部环境不确定性提升而显著走弱，但未来不确定性上升，或市场主体或偏谨慎，消费、投资、生产均有所收缩。

(1) 按照生产法拟合，4 月我国经济增速为 5.5%，较 3 月经济增速 6.2% 低 0.7pct，显示外部环境不确定性对经济产生一定负向影响，但好于 1-2 月经济增速拟合值 5.4%，4 月经济仍保持了一定韧性。

(2) 在需求端，根据投资、零售和出口三个需求指标加权同比增速为 3.88%，较前值下降 1.18pct。其中，投资、社零和出口贡献均环比回落，出口边际降幅最为明显。投资、社零和出口分别贡献 1.45%、2.31% 和 0.12%，较前值分别回落 0.23pct、0.48pct 和 0.94pct。我们理解，4 月 2 日美国对主要贸易伙伴加征非理性关税，虽然 4 月出口保持了一定韧性，仅是边际放缓，但市场主体悲观预期上升，在一定程度上增大了市场主体的谨慎情绪，对投资和消费亦产生一定扰动。

(3) 在供给端，工业和服务业加权同比增速为 6.0%，较前值下降 0.8pct，其中，工业生产和服务业生产分别贡献 2.1% 和 3.9%，较前值分别变动 -0.6pct 和 -0.2pct，服务业生产保持相对韧性，工业生产边际放缓相对较为明显。

(4) 从供需两端来看，生产和需求均有所放缓，但需求端放缓斜率大于供给端，供需缺口有所扩大。4 月供需缺口为 2.12%，较前值扩大 0.84pct，供需缺口进一步扩大，4 月 PPI 同比增速进一步放缓亦体现了当前有效需求不足问题，4 月 PPI 同比增速为 -2.7%，较 3 月下降 0.2pct。

图表1：供给 VS 需求


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 消费增速季节性放缓，政策驱动效果持续显现

2.1 4月消费增速因季节性扰动边际放缓，限额以上和限额以下消费增速向下收敛

(1) 季节性扰动，4月社零增速有所放缓，但好于季节性水平

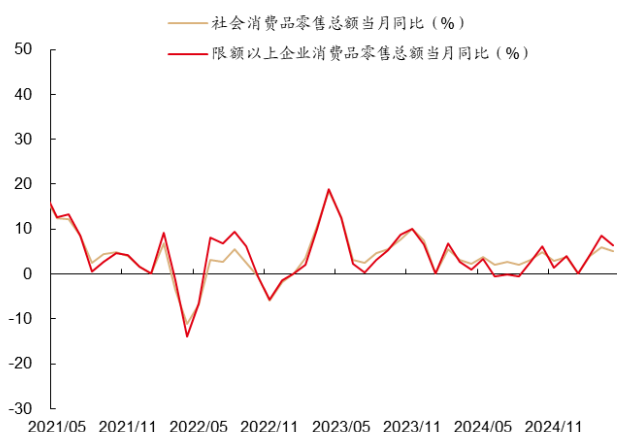
4月社零同比增速为5.1%，弱于wind一致预期5.5%，较前值回落0.8pct。我们理解，4月社零增速环比走弱，或因季节性原因，考虑5月小长假来临，居民或主动增加5月消费支出计划，或压缩了4月消费支出，但仍好于季节性水平。从社零增速环比变动来看，4月社零同比增速边际变动好于季节性水平。2025年4月社零同比增速较前值下降0.8pct，较2024年、2019年和2018年同期社零同比增速变动均值为-1pct高0.2pct¹。

(2) 汽车消费放缓，成为商品消费回落的重要拖累。

4月商品消费同比增速5.1%，较前值下降0.8pct，持平社零同比增速；餐饮收入同比增速5.2%，较前值下降0.4pct，高于社零同比增速。其中，汽车类消费较为明显放缓，成为商品消费回落的主要重要拖累，4月汽车类零售同比增速为0.7%，较前值回落4.8pct，且不存在高基数效应。

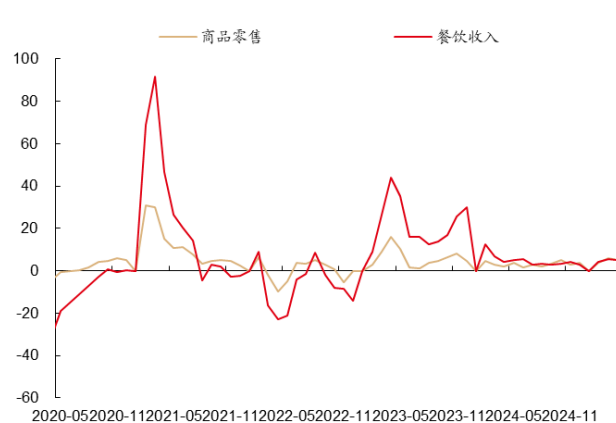
¹ 2023年、2022年、2021年和2020年的4月存在外部冲击扰动，不具有可比性。

图表2：社会消费品零售总额同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：商品零售和餐饮收入同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

（3）限额以上单位消费仍是社零的主要支撑力，但限额以上和限额以下消费增速均边际放缓，两者向下收敛。

4月限额以上单位的消费品零售总额同比增长6.3%，较前值8.5%回落2.2pct，增速边际放缓；限额以下单位的消费品零售总额同比增速为0.56%，较前值0.92%下降0.36pct。

图表4：限额以上和限额以下消费同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.2 政策驱动型商品需求保持稳定，升级类消费回暖

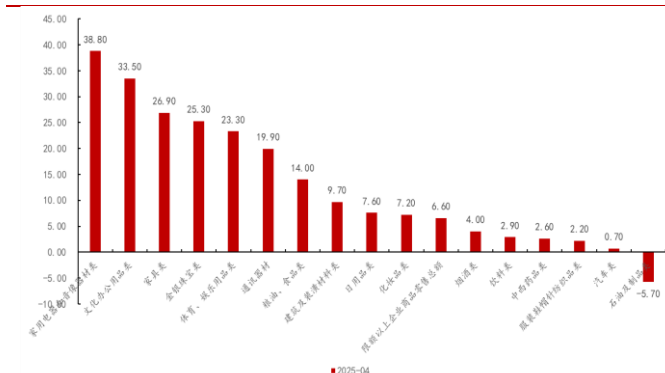
从限额以上商品消费同比增速来看，促消费政策持续显效，政策驱动型商品消费增速保持稳健增长。4月家用电器和音响器材类、文化办公用品类、家具类、通讯器材、建筑及装潢材料类消费同比增速分别为38.8%、33.5%、26.9%、19.9%、

9.7%。值得注意的是，部分政策驱动型商品消费边际有所放缓，如汽车类、家具类、通讯器材类等，4月汽车类、家具类和通讯器材类同比增速边际变化分别为-2.6%、-8.7%和-4.8%，一方面或是618大促即将到来，部分消费后移，或导致4月消费有所放缓，另一方面，房地产销售有所放缓，或带动家具消费放缓。

文化办公用品类、体育、娱乐用品类消费保持高速增长，这与各地区促进文体旅融合发展有关，或是促消费的重要抓手，后续仍需值得关注。4月文化办公用品类、体育、娱乐、用品类同比增速分别为33.5%和19.9%，增速维持高位，背后或与各地区促进文体旅融合发展有关，如“票根经济”成为“五一”假期文旅消费新增长点，背后则是文体旅融合发展促消费的直接体现。《提振消费专项行动方案》亦强调“扩大文体旅消费”，未来文体旅融合发展或仍有望成为各地区促消费的有力手段，值得关注。

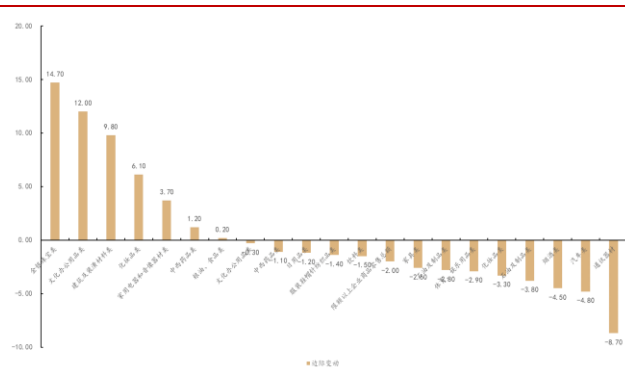
升级类消费有所增长。4月金银珠宝类、化妆品类消费同比增速分别为25.3%和7.2%，较前值变动分别为14.7pct和6.1pct。

图表5：限额以上商品消费增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：限额以上商品消费增速边际变化（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3 房价止跌回升是房地产投资企稳的前置条件，重点关注人工智能、算力产业和低空经济产业投资机会

固定资产投资增速环比小幅回落，其中，房地产投资延续下跌趋势，是主要拖累；财政前置发力，支撑基建投资保持相对稳定。1-4月固定资产投资累计同比增速4.0%，弱于wind一致预期4.3%，较前值下跌0.2pct。其中，狭义基建投资累计同比增速为5.8%，持平前值，广义基建投资累计同比增速为10.85%，较

前值回落 0.3pct；制造业投资累计同比增速为 8.8%，较前值回落 0.3%；房地产投资累计同比增速为-10.3%，较前值回落 0.4pct。

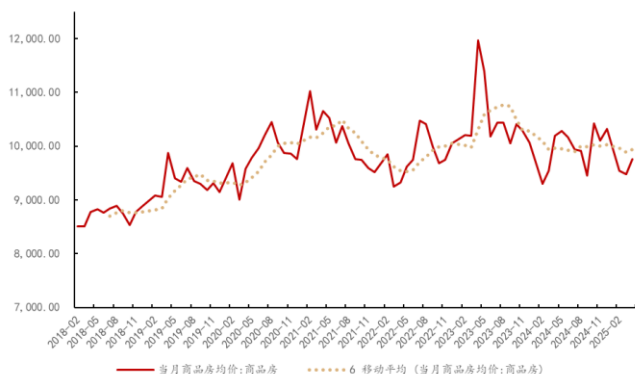
向后看，2025 年是财政大年，且财政前置发力，基建投资有望成为固定资产投资增速的压舱石，同时，中美经贸会谈释放利好信号，短期出口有望保持韧性，叠加设备更新政策，亦会支撑制造业增速韧性，因此房地产投资增速或成为影响固定资产投资增速的重要变量。我们理解，房价止跌企稳回升是房地产投资企稳的前置变量，全国层面房价或尚未止跌企稳，但高能级城市房价回升拐点已经显现，一线城市房价或有望年内止跌企稳，二三线城市房价或存在一定滞后性，房地产投资增速难言年内改善。后续，政策端关注收储政策优化落地。此外，从高质量的长期目标来看，人工智能、算力产业和低空经济有望成为政策支持的重点方向。

3.1 房价尚未止跌企稳，掣肘房地产投资回暖

当前房地产市场供求关系发生重大变化，房价作为供需博弈的结果，房价企稳回升是房地产投资的前置变量。若房价不能企稳回升，直接反映了需求弱于供给，同时亦形成负反馈效应，预期价格走弱，减少房屋持有，导致供需进一步失衡。

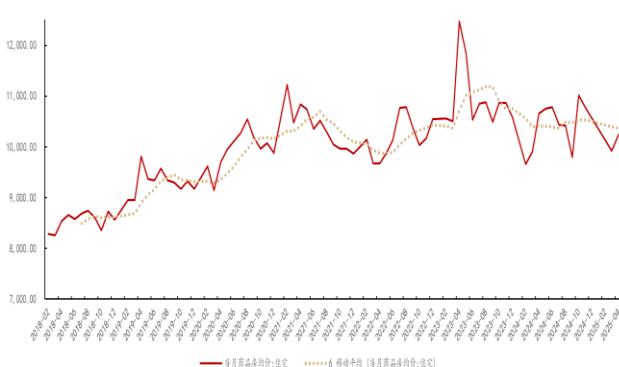
4 月全国商品房和住宅均价或尚未止跌企稳。4 月全国商品房销售均价为 9756.38 元/平方米，同比增速为-4.29%，跌幅较前值扩大 3.51%；4 月全国住宅销售均价为 10245.6 元/平方米，同比增速为-3.85%，跌幅较前值扩大 4.01%。

图表7：4 月全国商品房销售均价（元/平方米）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：4 月全国住宅房销售均价（元/平方米）



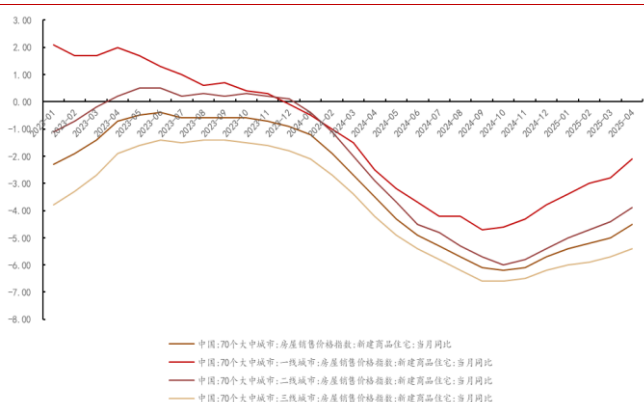
资料来源：Wind，中邮证券研究所

从 70 大中城市房屋销售价格来看，70 大中城市房价跌幅持续收窄，或显示房价回暖拐点已经有所显现，且高能级城市房价回暖领先于其他城市。4 月 70 大

中城市房屋销售价格指数同比增速为-4.5%，较前值回升0.5pct，尽管尚未止跌，但跌幅连续6个月边际改善，或指向房价回暖的拐点已经显现。其中，一线城市、二线城市和三线城市房屋销售价格指数当月同比分别为-2.1%、-3.9%和-5.4%，较前值变动分别为0.7pct、0.5pct、0.3pct，高能级城市房价回暖幅度最为明显。此外，一线城市房屋销售价格指数同比增速连续7个月边际改善，二线城市房屋销售均价同比增速连续6个月边际改善，三线城市房屋销售均价同比增速连续5个月边际改善，亦指向高能级城市修复好于其他城市。

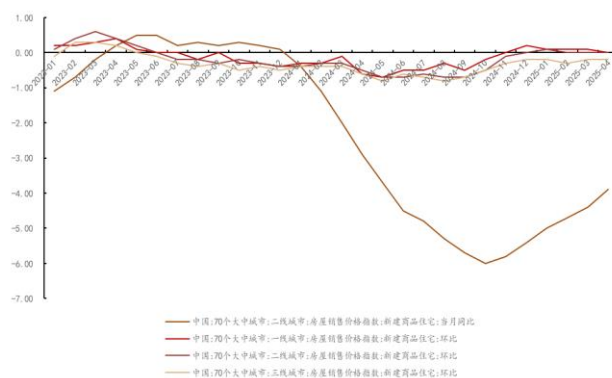
从70大中城市二手住宅销售价格来看，70大中城市二手住宅价格跌幅亦呈现持续收窄态势，二手房房价回暖拐点已经出现。4月70大中城市二手住宅销售价格指数同比增速为-6.8%，较前值回升0.5pct，连续7个月边际改善。其中，一线城市、二线城市、三线城市二手住宅销售价格指数同比增速分别为-3.2%、-6.5%、-7.4%，较前值分别回升0.9pct、0.5pct、0.4pct，分别连续7个月、7个月和6个月边际改善。

图表9：70大中城市房屋销售价格指数同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表10：70大中城市二手住宅销售价格指数同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

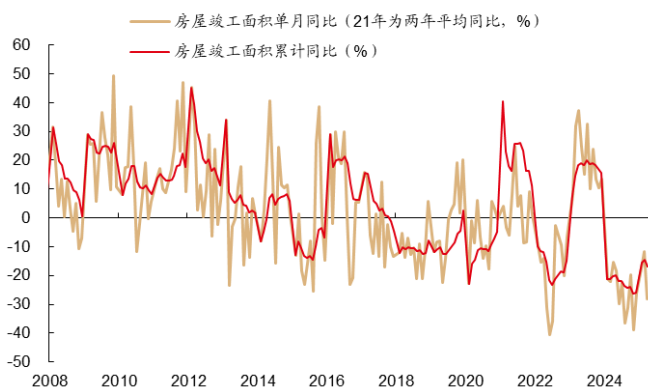
仅从70大中城市房屋销售价格指数同比增速边际改善均值线性外推，一线城市房价有望年底止跌企稳，二线城市房价止跌企稳时间或在明年6月份，三线城市房价止跌企稳或在后年。若以上预期兑现，年内房地产投资降幅或难言企稳。从政策端来看，短期或进入存量政策优化实施阶段，关注收储政策优化落地（详见报告《中共中央政治局会议精神学习》），如二季度以来，“稳楼市”政策持续发力，地方土地收储节奏明显加快。据克而瑞地产研究不完全统计，4月份公告

拟收储土地达 7198 公顷、涉及金额 1730 亿元，面积和金额均超过一季度总量，土地收储计划密集出台。

3.2 房地产供给收缩，加力去库存

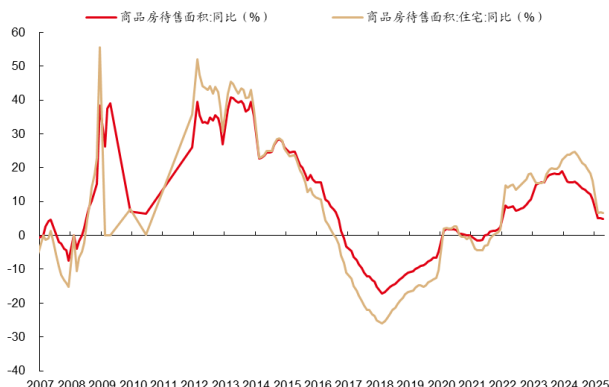
4 月商品房新开工面积和施工面积同比增速分别为-24.13%和-9.78%，较前值变动分别为 0.67pct 和-0.23%，显示新开工面积同比增速小幅边际改善，施工面积同比增速跌幅继续扩大。4 月商品房待售面积同比增速为 4.8%，较前值回落 0.3pct；住宅待售面积同比增速为 6.6%，较前值仅回落 0.2pct，仍处于 2018 年以来 97.30%的历史分位水平，去库压力仍在。

图表11：房屋竣工面积同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表12：商品房待售面积同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3.3 人工智能、算力产业、低空经济等有望成为政策支持的重点方向

发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要抓手，其中，人工智能、算力产业和低空经济是新质生产力的重要发展方向，且蕴含巨大投资空间，在实现科技创新的同时，亦会成为经济增长的重要推动力，正如 2022 年新能源产业。基于此，人工智能、算力产业和低空经济等有望成为政策支持的重点方向，可持续重点关注。

(1) 开年以来，我国大模型得到长足发展，Deep Seek 取得重大突破，数字化和智能化或已成为新质生产力发展的重中之重，后续大模型广泛应用将对居民生活和工作方式产生显著影响，特别是由此引发产品更新换代，或成为新一轮科技革命的引领行业。根据赛迪顾问人工智能与大数据研究中心数据，2025 年到 2035 年，我国人工智能产业规模预计将从 3985 亿元增长至 17295 亿元，复合年增长率为 15.6%。

(2) 大模型爆发带来算力需求指数级增长，亦会带来超万亿投资机会。根据 IDC 的数据，预计从 2024 年到 2026 年，中国的智能算力规模将从 725 EFLOPS 增长到 1460 EFLOPS，年增长率超过 40%。为了满足不断增长的算力需求，企业正在加快部署超大规模数据中心、开发定制化 AI 芯片以及建设分布式计算网络。未来算力产业有望带动超万亿级的投资机会。从基础设施建设来看，在高质量算力需求推动下，全球算力基础设施正加速向超大规模集群化方向演进。据通信产业报告预测，2025 年算力调度的市场规模可能超过 400 亿元；行业应用落地及端侧智能设备崛起，预计到 2025 年，中国算力下游市场的规模将超过 1.5 万亿元，成为数字经济发展的主要动力。

(3) 2024 年是低空经济发展元年，2025 年低空经济基础设施建设重点年份，各地均推出计划加强低空经济基础设施建设，中央空管委即将在六个城市开展 eVTOL 试点，未来中国低空经济存在万亿元投资空间。根据中国民用航空局数据，2025 年中国低空经济的市场规模有望达到 1.5 万亿元，到 2035 年更是有望达到 3.5 万亿元。

4 展望：高不确定性对需求产生收缩压力，关注价格指标的前瞻性指引

4 月经济运行呈现“增速边际放缓、韧性延续”的特征。受外部环境不确定性上升影响，当月经济增速边际回落；在低基数效应下，按照生产法测算，4 月经济增速拟合值为 5.5%，低于 3 月经济增速，基本持平 1-2 月经济增速，经济增速保持一定韧性。从增长动能看，考虑到外部环境复杂性加剧，可能强化市场主体谨慎预期，进而对消费、投资和生产活动形成收缩压力，经济动能呈现显著的供给驱动特征，供需缺口持续扩大。

当前宏观环境的主要矛盾是中美贸易摩擦，成为影响市场定价的主要因素。尽管中美经贸会谈释放积极信号，但未来不确定性仍大。4 月 12 日，中美经贸会谈释放积极信号，美国对我国加征关税税率从 145%调降至 30%，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施。我们理解，良好的开端展示了双方沟通的诚意，关税从 145%的非理性水平降至目前相对理性水平，这应是双方正常经贸合作的

基础，在 90 天的豁免期内，美国对我国加征关税税率已经达到 51%，仍高于最惠国待遇的平均关税税率，或是中美经贸谈判的开始，后续谈判或将进入实质性环节。考虑美国特朗普政府过往的一贯行事风格，后续谈判或存在反复的可能（详见报告《释放诚意的部分完成，步入实质性阶段》）。

基准假设：基于未来不确定性，短期市场微观主体采取谨慎策略，以订单驱动生产，短期生产、投资和消费或趋于收缩，关注领先指标 PPI 同比增速变化。

基于避险和对政策不确定性的恐慌，在 90 天豁免期内，美国或加大进口，以避免未来不确定性影响，这或支撑短期我国出口韧性。近期新闻报道亦支撑了这一观点，根据维齐恩全球海运订单追踪系统的数据，在截至 5 月 14 日的七天内，平均订单量较截至 5 月 5 日的 7 天内增加了超 277%。

考虑 90 天豁免期，7 月 8 日左右到期，同时考虑关税政策存在滞后影响，预计 8 月之前，出口增速仍有望维持韧性，甚至因“抢出口”或超预期走强。但基于未来不确定性的考虑，短期市场微观主体或更为谨慎，企业生产或以订单驱动，投资扩产意愿下降，市场微观个体对就业和收入预期不稳，居民预算约束趋严，进而对消费形成收缩压力。此外，考虑外贸转内需的潜在影响，以内需为主的企业投资生产亦会受到一定冲击。若以上预期兑现，国内稳增长政策效果不足以对冲外部冲击影响，则 PPI 同比增速或维持低位震荡或跌幅进一步扩大；若国内稳增长政策效果可有效对冲外部冲击影响，则 PPI 同比增速有望边际改善。基于此，重点关注通胀高频指标变化情况。

情形一：90 天豁免期结束，中美经贸谈判并未取得进一步成果，24%关税不再豁免，那么 2025 年美国对我国加征关税税率为 54%，外需冲击或进一步加剧，增量稳增长政策有望加码，重点关注 7 月中共中央政治局会议。

若 90 天豁免期结束，中美经贸谈判并未取得进一步成果，24%关税税率不再豁免，即 2025 年美国对我国加征关税税率达到 54%，或进一步增大市场悲观预期，即使我国可以通过转口贸易部分对冲外部冲击影响，但市场悲观预期增大，且抢出口透支年内需求，或对生产、投资和消费形成进一步收缩压力。在此情境下，我们理解，7 月中共中央政治局会议成为观察增量稳增长政策出台的观察窗口。

情形二：90 天豁免期结束前，中美经贸谈判取得进一步成果，2025 年美国对我国加征关税税率不高于 30%，市场预期回暖，需求端收缩压力或有所减弱。增量稳增长政策进一步加码的概率有所降低，或基于宏观审慎原则谋划出台相关增量稳增长政策。

若 90 天豁免期结束，中美经贸谈判取得进一步成果，2025 年美国对我国加征关税税率不高于 30%。因前期“抢出口”行为或部分投资年内需求，8 月之后出口或依然有所放缓，但市场预期修正趋稳，需求端收缩压力或有所减弱，经济内生增长动能或有所回升。此情景下，增量稳增长政策进一步加码的概率有所降低，或基于宏观审慎原则谋划出台相关增量稳增长政策。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048