



## 关税政策下，原油价格承压

2025年04月12日

本周（4.7-4.11）工业生产表现分化，高炉开工率、石油沥青开工率上升，显示基建投资仍有韧性，下游开工率继续回落，显示汽车生产或边际转弱。地产成交面积有所下滑，表现弱于季节性。美国关税政策引发全球经济衰退预期，叠加 OPEC+ 增加原油增产幅度，国际原油价格大幅下跌；此外，避险情绪主导下，铜铝等其他大宗商品价格也明显承压。

于债市而言，3 月 CPI 同比降幅收窄，PPI 同比降幅扩大，通胀整体低于预期，物价指标维持低位一方面反映内需仍然不足，另一方面也为宽松政策提供空间。此外，关税政策和反制措施将加大外需不确定性，出口增速或边际转弱，叠加国内经济稳增长压力，货币宽松预期或逐渐增强，对债市仍形成一定支撑。往后看，关注一季度 GDP 数据的公布，以评估一季度基本面修复态势，或与后续的政策基调形成共振。

## ➤ 生产端观察：

**中上游方面**，唐山高炉开工率较上周上升，螺纹钢开工率基本持平，PTA 开工率回落，纯碱开工率上升，石油沥青装置开工率有所回暖，指向基建开工或边际改善。

**下游方面**，汽车全钢胎开工率和半钢胎开工率连续多周出现回落，美国关税政策影响下或一定程度拖累国内汽车生产。

## ➤ 需求端观察：

**地产方面**，30 大中城市商品房成交面积较上周下降，表现弱于季节性，尤其是三线城市下降幅度较大。

**基建方面**，螺纹钢价格较上周下降，处于历年同期较低水平；水泥价格由升转降，仍高于去年同期水平；沥青期货和玻璃期货价格有所回落。

**消费方面**，汽车消费有所下降，仍强于季节性；电影票房有所回升，仍弱于季节性。

**贸易方面**，CCFI 和 SCFI 指数小幅回升；BDI 指数明显下降，干散货运输需求边际回落。

**交通物流方面**，全国迁徙规模指数环周下降，地铁客运量有所回升。

## ➤ 通胀观察：

**CPI 方面**，农产品批发价格 200 指数较上周上升 0.25% 至 119.9 点，猪肉平均批发价下降 0.34% 至 20.7 元/公斤。

**PPI 方面**，美国关税政策引发全球经济衰退预期，叠加 OPEC+ 增加原油增产幅度，导致油价大幅下跌，布伦特原油现货价格较上周下降 12.6% 至 65.2 美元/桶，WTI 原油期货价格为 60.7 美元/桶，环周下降 11.64%。

此外，全球避险情绪升温下，其他大宗商品价格也明显承压，LME 铜现货价下降 6.18% 至 8856.4 美元/吨，LME 铝现货价较上周下降 4.73% 至 2341.7 美元/吨。

## ➤ 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期。



## 分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

邮箱：tanyiming@mszq.com

## 研究助理 谢瑶

执业证书：S0100123070021

邮箱：xieyao@mszq.com

## 相关研究

- 1.利率专题：历史上的外部冲击与债市演绎-2025/04/10
- 2.利率专题：行情演绎挑战前低？-2025/04/10
- 3.可转债打新系列：伟测转债：国内头部第三方 IC 测试企业-2025/04/08
- 4.信用点评 20250407：各品种重回前低？-2025/04/07
- 5.可转债季度策略：25Q2，转债谋定而后动-2025/04/07

# 目录

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>1 生产：工业生产有所分化</b>         | <b>3</b>  |
| 1.1 钢铁：唐山高炉开工率上升             | 3         |
| 1.2 煤炭：秦皇岛煤炭库存下降             | 3         |
| 1.3 化工：涤纶长丝开工率下降             | 4         |
| 1.4 汽车轮胎：汽车轮胎开工率下降           | 5         |
| <b>2 需求：30 大中城市商品房成交面积下降</b> | <b>6</b>  |
| 2.1 地产：30 大中城市商品房成交面积下降      | 6         |
| 2.2 基建：价格指数普遍回落              | 7         |
| 2.3 消费：乘用车零售及批发日均销量均下降       | 9         |
| 2.4 贸易：出口指数分化                | 9         |
| 2.5 交通物流：全国迁徙规模指数下降          | 10        |
| <b>3 通胀：国际原油价格大幅下跌</b>       | <b>11</b> |
| 3.1 CPI：农产品批发价格 200 指数上升     | 11        |
| 3.2 PPI：原油价格下降               | 12        |
| <b>4 风险提示</b>                | <b>14</b> |
| <b>插图目录</b>                  | <b>15</b> |

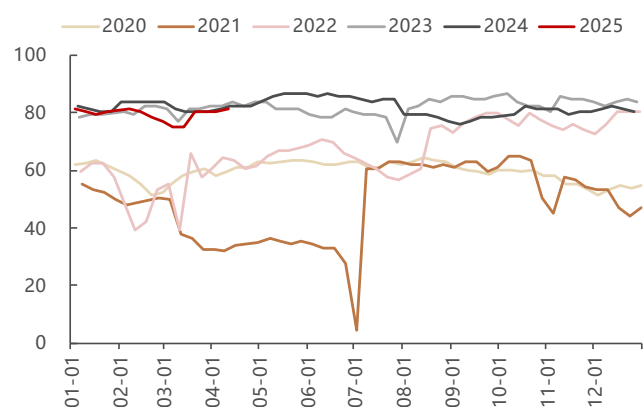
# 1 生产：工业生产有所分化

## 1.1 钢铁：唐山高炉开工率上升

截至4月11日，唐山高炉开工率为81.5%，环周上升1.09pct；螺纹钢开工率为41.6%，环周基本持平；主要钢材品种库存为1176.7万吨，环周下降3.19%。

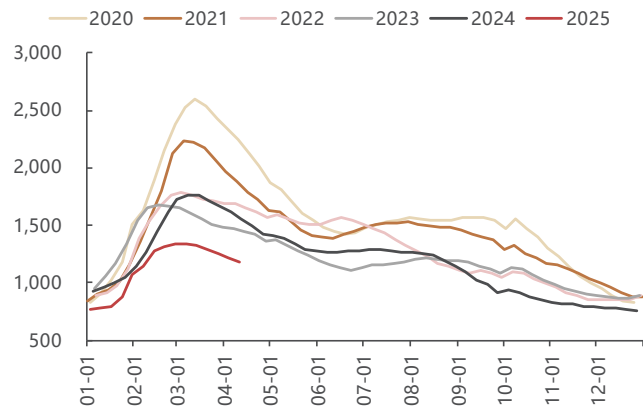
截至4月10日，全国主要钢企高炉开工率为77.2%，环周下降0.3pct。

图1：唐山高炉开工率上升 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院  
 注：数据截至2025/4/11

图2：主要钢材品种库存下降 (万吨)



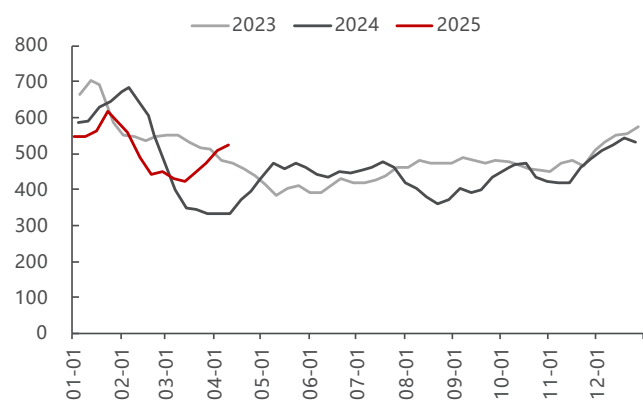
资料来源：iFinD，民生证券研究院  
 注：数据截至2025/4/11

## 1.2 煤炭：秦皇岛煤炭库存下降

截至4月10日，独立焦化企业(100家)产能利用率为80.6%，环周上升0.19pct；独立焦化企业库存为523.5万吨，环周上升3.26%。

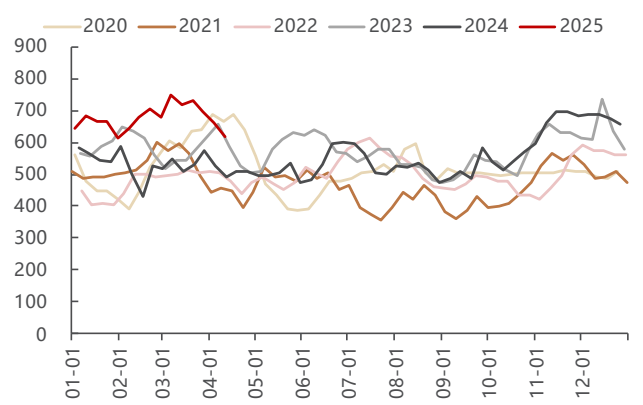
截至4月11日，秦皇岛煤炭库存为616万吨，环周下降6.67%。

图3：独立焦化企业(100家)库存上升 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院  
 注：数据截至2025/4/10

图4：秦皇岛港煤炭库存下降 (万吨)

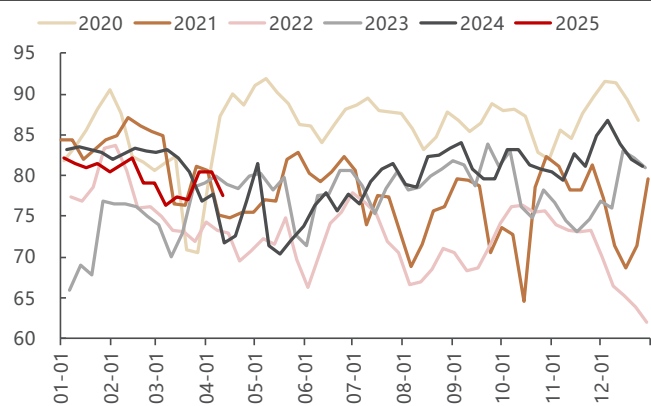


资料来源：iFinD，民生证券研究院  
 注：数据截至2025/4/11

## 1.3 化工：涤纶长丝开工率下降

截至 4 月 11 日，PTA 开工率为 77.6%，环周下降 2.91pct；纯碱开工率为 88.1%，环周上升 2.96pct；苯乙烯开工率为 68.4%，环周下降 4.87pct。截至 4 月 10 日，聚酯切片开工率为 89.1%，环周上升 1.37pct；江浙地区涤纶长丝开工率为 95.3%，环周下降 0.2pct。截至 4 月 9 日，石油沥青装置开工率为 27.6%，环周上升 1.9pct。

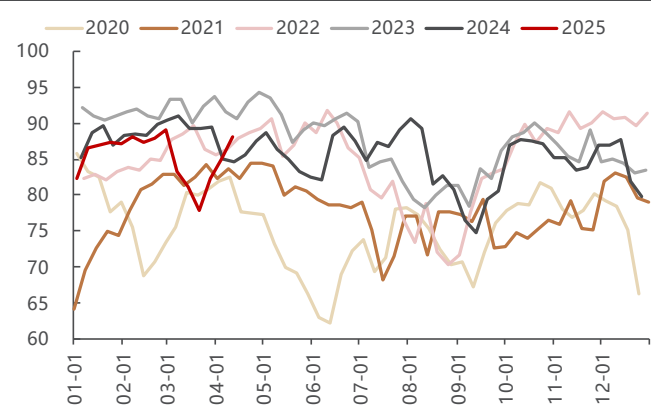
图5：PTA 开工率下降 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

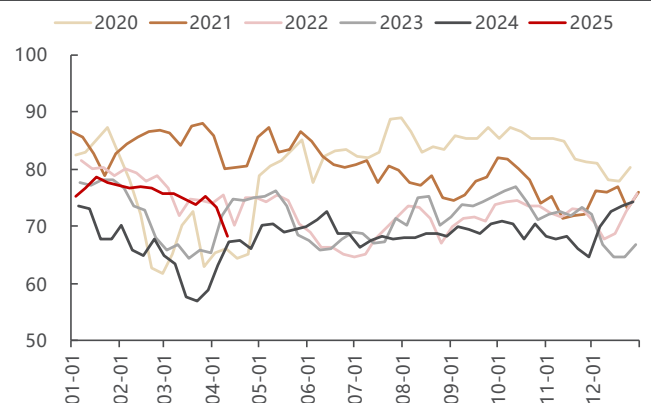
图6：纯碱开工率上升 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

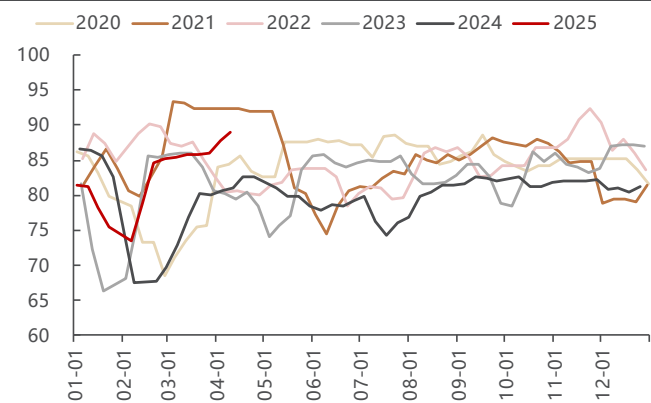
图7：苯乙烯开工率下降 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

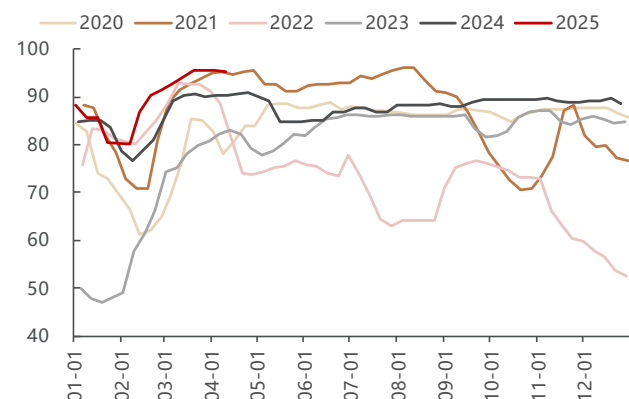
注：数据截至 2025/4/11

图8：聚酯切片开工率上升 (%)



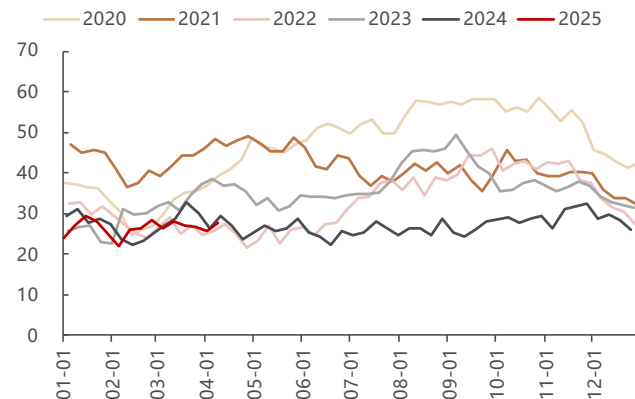
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/10

**图9：江浙地区涤纶长丝开工率下降 (%)**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/10

**图10：石油沥青装置开工率上升 (%)**


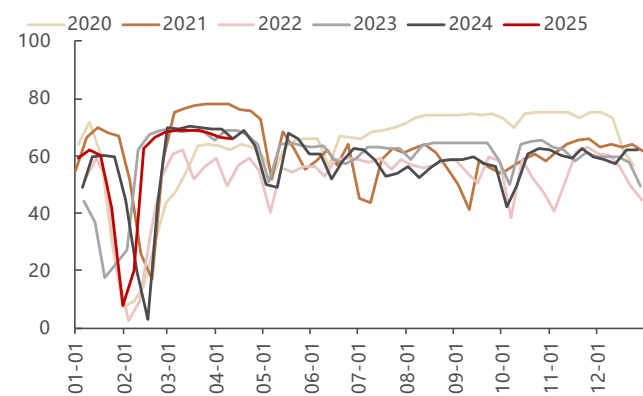
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/9

## 1.4 汽车轮胎：汽车轮胎开工率下降

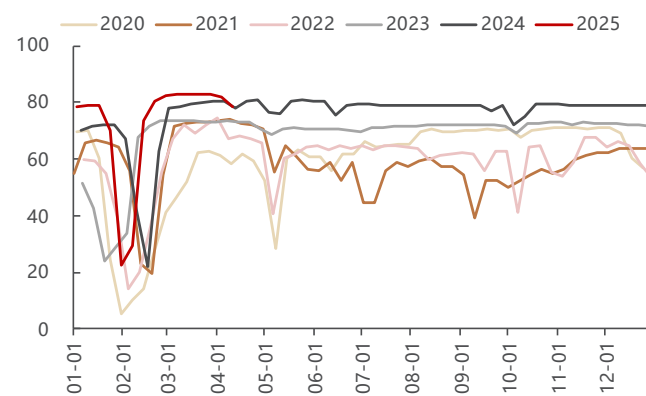
截至 4 月 11 日，汽车轮胎（全钢胎）开工率为 66.2%，环周下降 0.37pct；

汽车轮胎（半钢胎）开工率为 78.5%，环周下降 3.23pct。

**图11：汽车轮胎（全钢胎）开工率下降 (%)**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

**图12：汽车轮胎（半钢胎）开工率下降 (%)**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

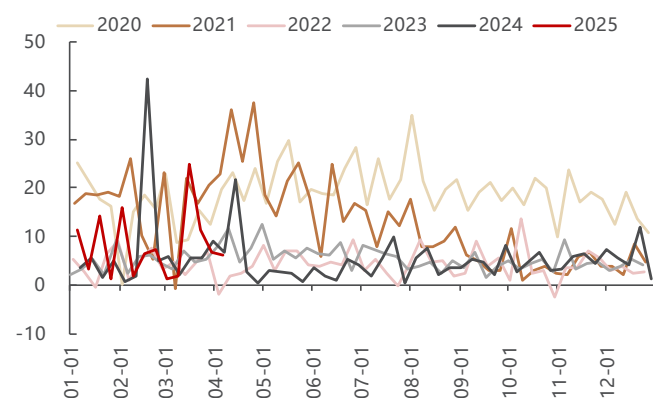
## 2 需求：30 大中城市商品房成交面积下降

### 2.1 地产：30 大中城市商品房成交面积下降

截至 4 月 6 日（最新数据），100 大中城市土地成交溢价率为 6.2%，环周下降 0.63pct。100 大中城市成交土地占地面积为 1248.4 万平方米，环周下降 18.56%；其中，一线城市成交土地占地面积为 157.9 万平方米，环周上升 146.75%；二线城市成交土地占地面积为 506.8 万平方米，环周下降 12.83%；三线城市成交土地占地面积为 583.7 万平方米，环周下降 34.23%。

截至 4 月 12 日，30 大中城市商品房成交面积为 138 万平方米，环周下降 37.93%；其中，一线城市商品房成交面积为 44.1 万平方米，环周下降 33.62%；二线城市商品房成交面积为 70 万平方米，环周下降 25.21%；三线城市商品房成交面积为 24 万平方米，环周下降 61.57%。

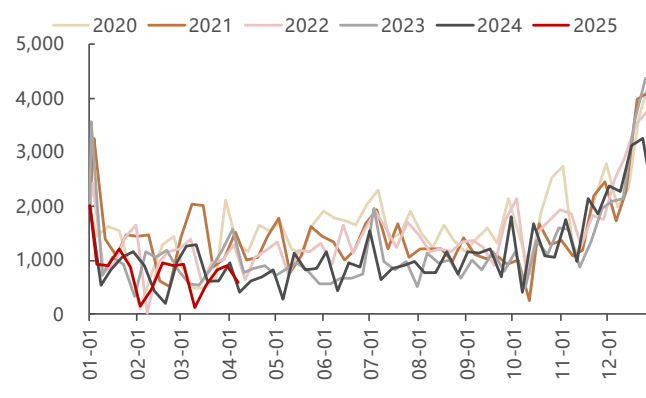
图13：2025/3/31-4/6 百大中城市成交土地溢价率下降（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

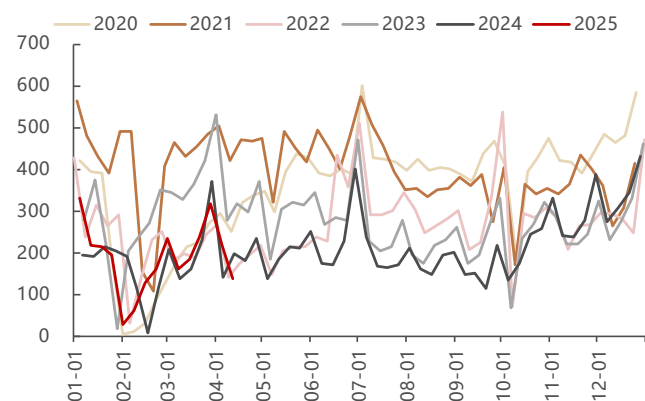
注：数据截至 2025/4/6

图14：2025/3/31-4/6 百大中城市中三线城市土地成交面积下降（万平方米）



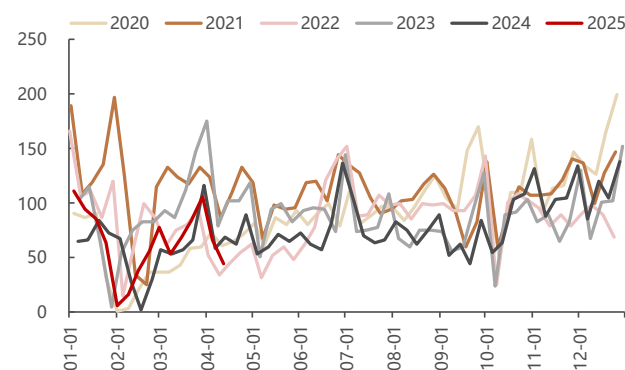
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/6

**图15：30 大中城市商品房成交面积下降（万平方米）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/12

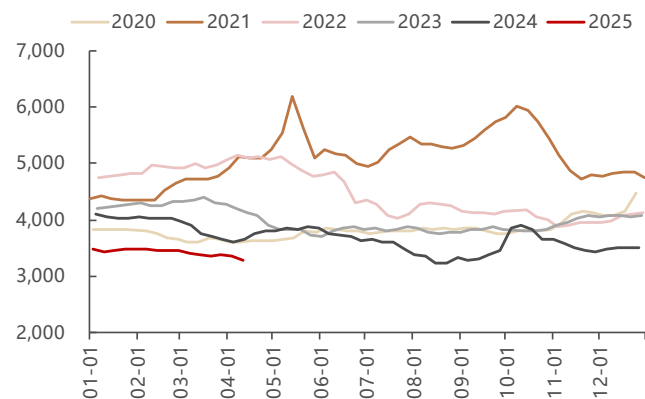
**图16：30 大中城市一线城市商品房成交面积下降（万平方米）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/12

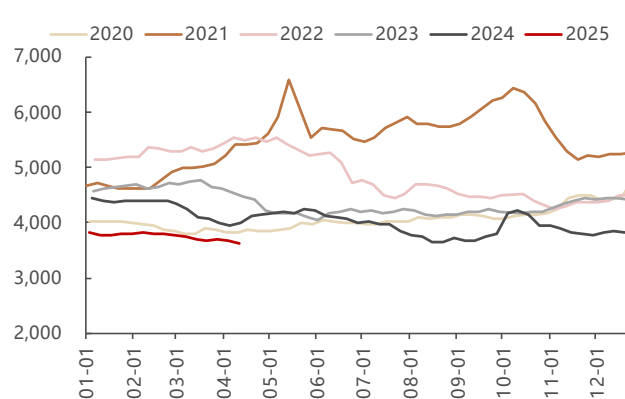
## 2.2 基建：价格指数普遍回落

截至 4 月 11 日，螺纹钢价格为 3291.2 元/吨，环周下降 1.78%；高线价格为 3623.8 元/吨，环周下降 1.34%；热轧板卷价格为 3341.4 元/吨，环周下降 2%；冷轧板卷价格为 3926 元/吨，环周下降 2.28%；沥青期货价格为 3301.4 元/吨，环周下降 8.97%；水泥价格指数为 127.1 点，环周下降 0.27%；无氧铜杆价格为 74934 元/吨，环周下降 6.96%；玻璃期货价格为 1176.4 元/吨，环周下降 2.96%。

**图17：螺纹钢价格下降（元/吨）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

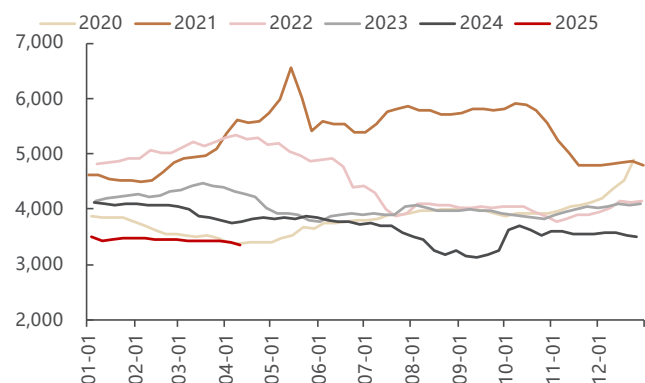
注：数据截至 2025/4/11

**图18：高线价格下降（元/吨）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

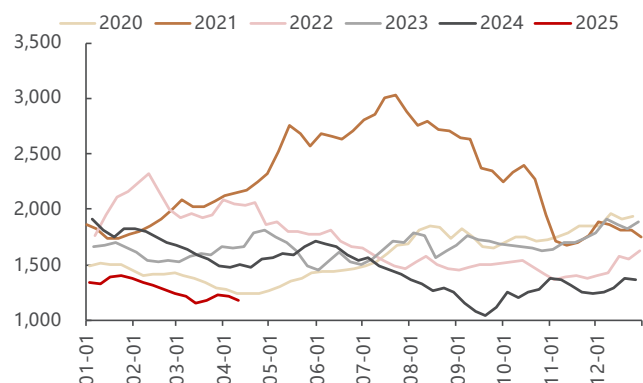
图19：热轧板卷价格下降（元/吨）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

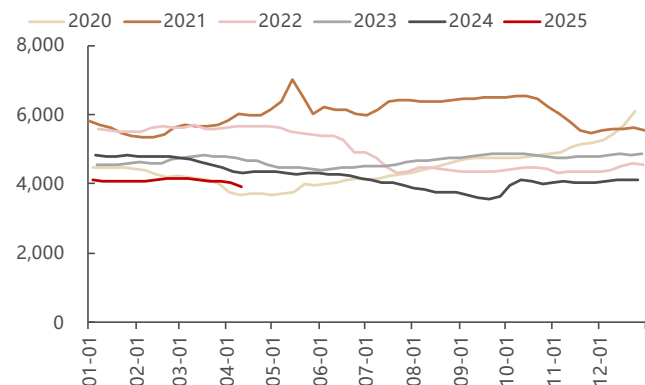
图20：玻璃期货价格下降（元/吨）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

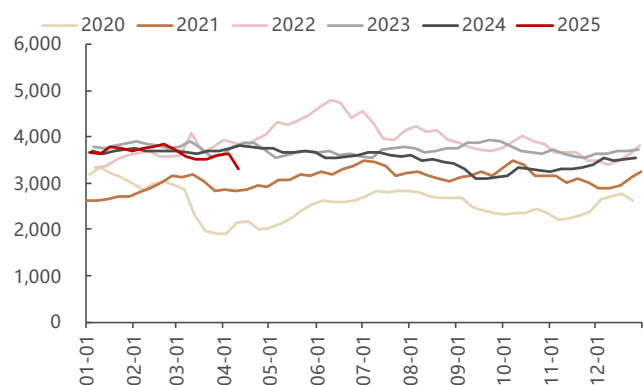
图21：冷轧板卷价格下降（元/吨）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

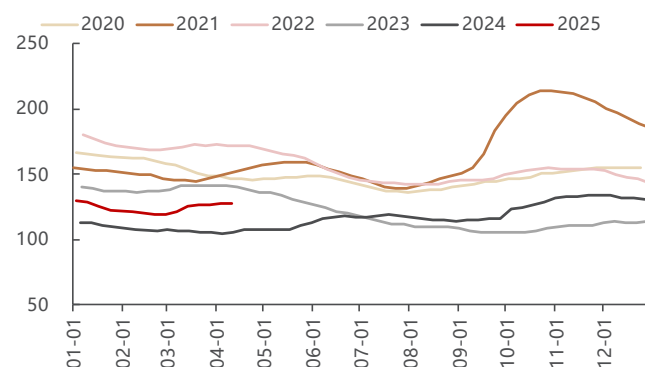
图22：沥青期货价格下降（元/吨）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

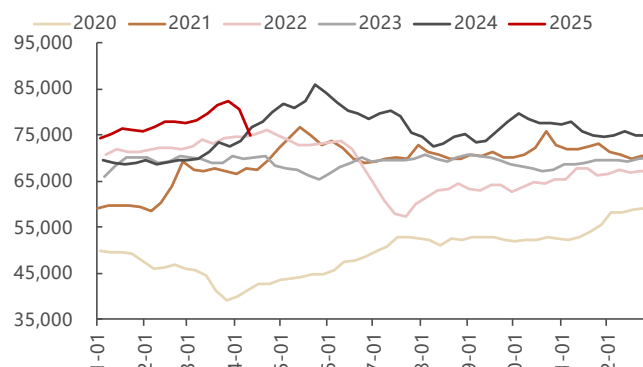
图23：水泥价格指数下降（点）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

图24：无氧铜杆价格下降（元/吨）



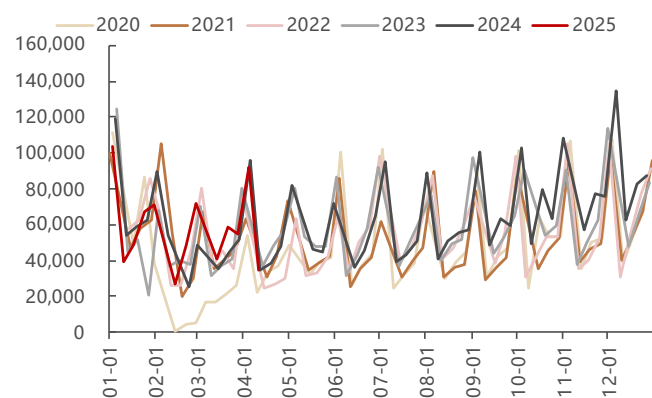
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

## 2.3 消费：乘用车零售及批发日均销量均下降

截至4月11日，乘用车零售日均销量为34918辆，环周下降61.96%；乘用车批发日均销量为35406辆，环周下降73.98%。截至4月11日，全国当周电影票房为46175.9万元，环周上升118.69%。

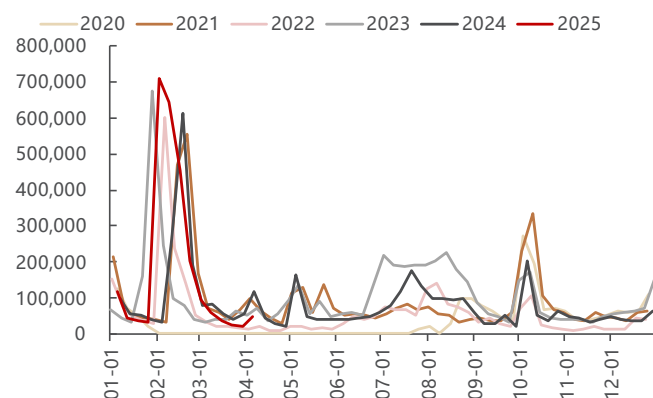
图25：乘用车零售日均销量下降（辆）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至2025/4/11

图26：全国当周电影票房上升（万元）



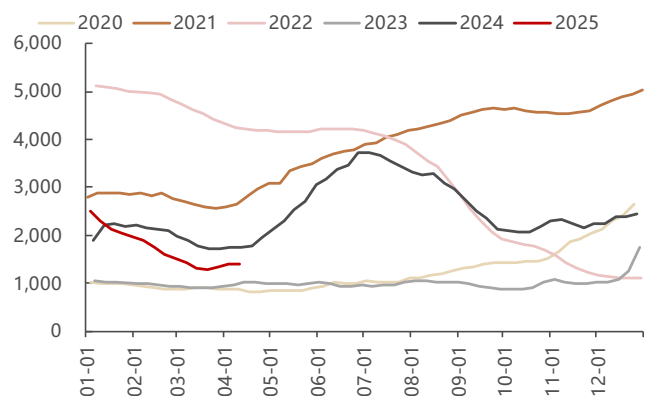
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至2025/4/11

## 2.4 贸易：出口指数分化

截至4月11日，出口方面，CCFI综合指数为1107.3点，环周上升0.41%；SCFI综合指数为1394.7点，环周上升0.14%；宁波出口集装箱运价指数为961.6点，环周下降2.1%。全球范围来看，波罗的海干散货指数为1309点，环周下降16.06%。截至4月9日，进口方面，CICFI综合指数为706.4点，环周上升0.56%。

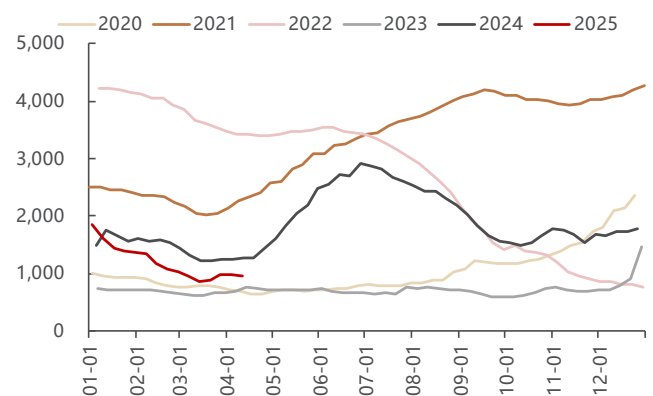
图27：SCFI综合指数上升（点）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

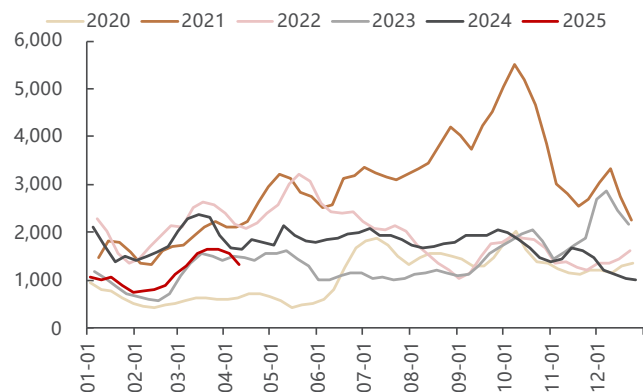
注：数据截至2025/4/11

图28：宁波出口集装箱运价指数下降（点）



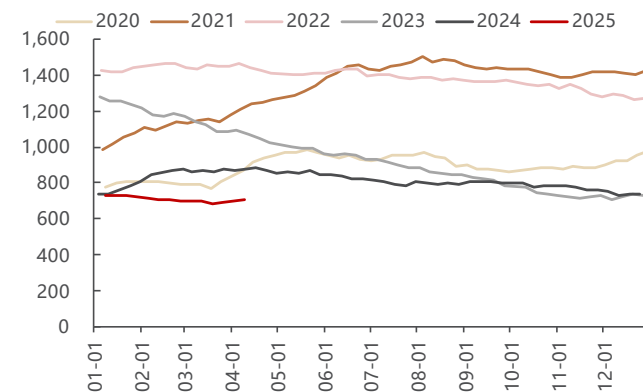
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至2025/4/11

**图29：波罗的海干散货指数下降(点)**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

**图30：CICFI 综合指数上升 (点)**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

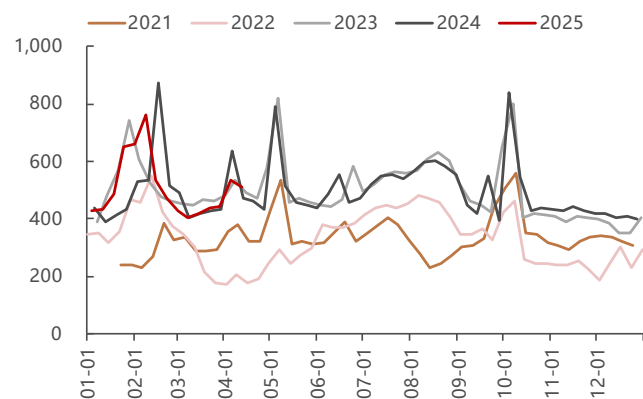
注：数据截至 2025/4/9

## 2.5 交通物流：全国迁徙规模指数下降

截至 4 月 12 日，全国迁徙规模指数为 511，环周下降 4.34%。

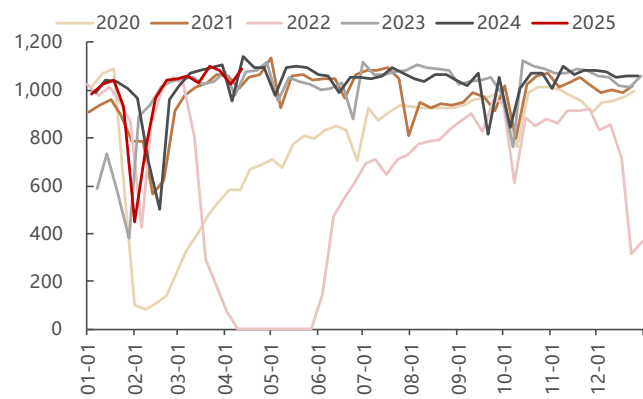
截至 4 月 12 日，一线城市高峰拥堵指数为 1.8，环周上升 10.07%。

截至 4 月 12 日，上海地铁客运量为 1089.4 万人次，环周上升 6.09%。

**图31：全国迁徙规模指数下降 (点)**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/12

**图32：上海地铁客运量上升 (万人次)**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

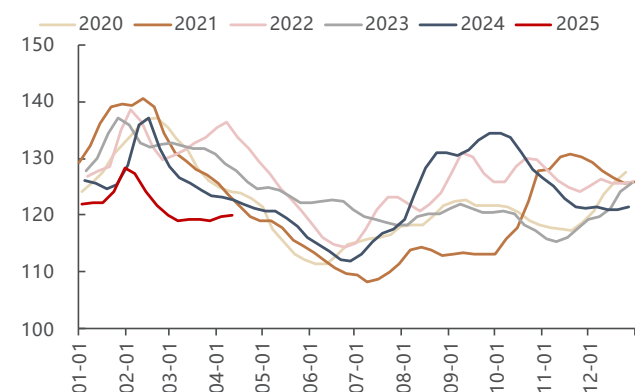
注：数据截至 2025/4/12

## 3 通胀：国际原油价格大幅下跌

### 3.1 CPI：农产品批发价格 200 指数上升

截至 4 月 11 日，农产品批发价格 200 指数为 119.9 点，环周上升 0.25%。猪肉平均批发价为 20.7 元/公斤，环周下降 0.34%；牛肉平均批发价为 61.3 元/公斤，环周上升 0.68%；羊肉平均批发价为 59.1 元/公斤，环周下降 0.1%；鸡蛋平均批发价为 7.9 元/公斤，环周下降 1.82%；大带鱼平均批发价为 41.2 元/公斤，环周上升 0.53%。猪粮比价为 6.6，环周下降 0.23%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 4.9 元/公斤，环周上升 0.74%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.5 元/公斤，环周下降 0.43%。

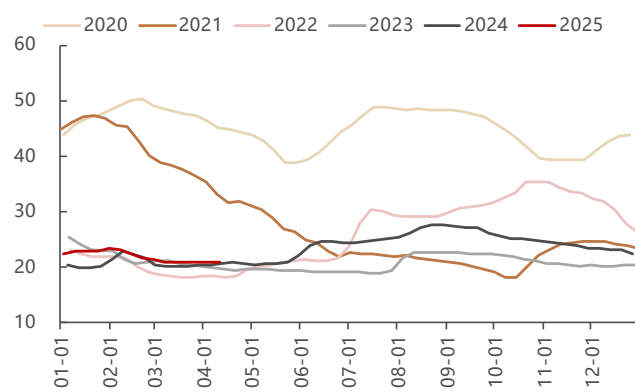
图33：农产品批发价格 200 指数上升（点）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

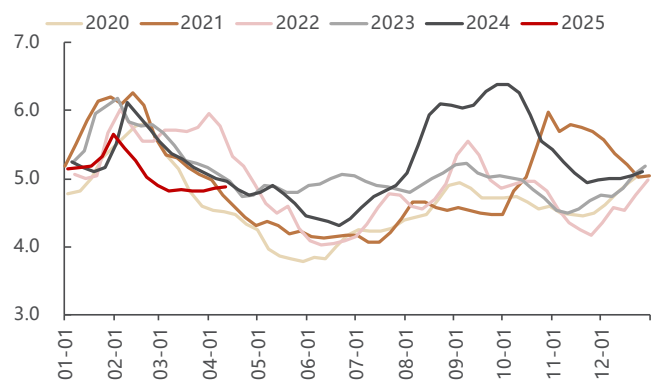
图34：猪肉平均批发价下降（元/公斤）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

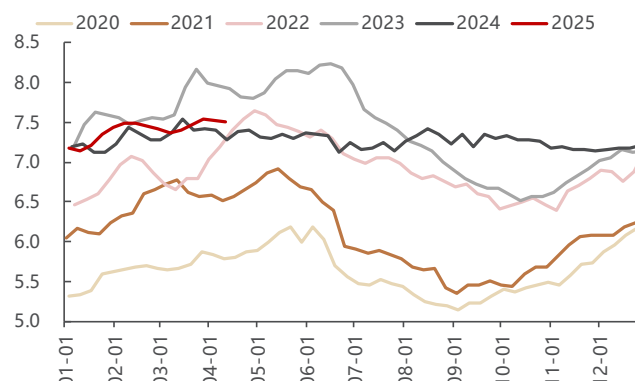
图35：28 种重点监测蔬菜平均批发价格上升(元/公斤)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

图36：7 种重点监测水果平均批发价格下降（元/公斤）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

## 3.2 PPI：原油价格下降

**工业品价格下降。**截至 4 月 11 日，南华综合指数为 2400.7 点，环周下降 5.91%；南华工业品指数为 3493.7 点，环周下降 6.84%。

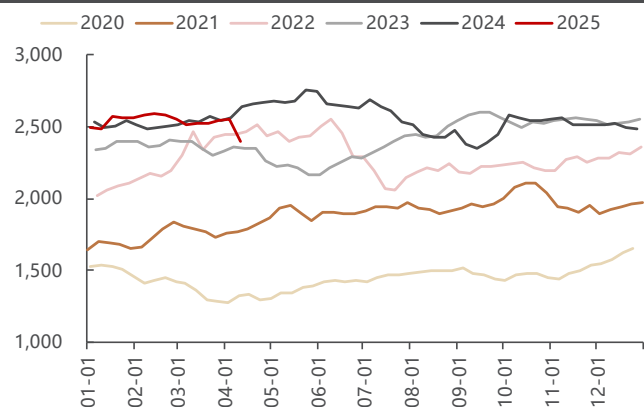
**原油价格下降。**截至 4 月 11 日，布伦特原油现货价格为 65.2 美元/桶，环周下降 12.6%；WTI 原油期货价格为 60.7 美元/桶，环周下降 11.64%。

**天然气价格下降。**截至 4 月 11 日，IPE 英国天然气期货结算价为 85.6 便士/色姆，环周下降 11.54%。

**橡胶价格下降。**截至 4 月 11 日，天然橡胶期货价格为 14915 元/吨，环周下降 10.38%。

**有色金属价格下降。**截至 4 月 11 日，LME 铜现货价为 8856.4 美元/吨，环周下降 6.18%；LME 铝现货价为 2341.7 美元/吨，环周下降 4.73%。

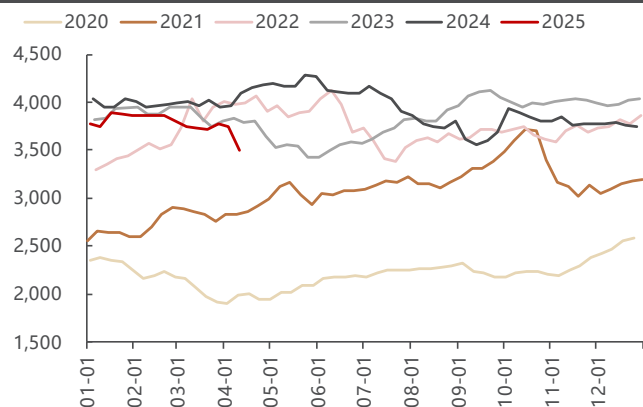
图37：南华综合指数下降（点）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

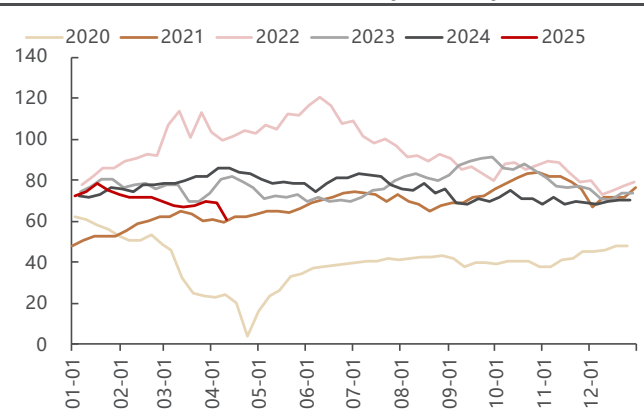
图38：南华工业品指数下降（点）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

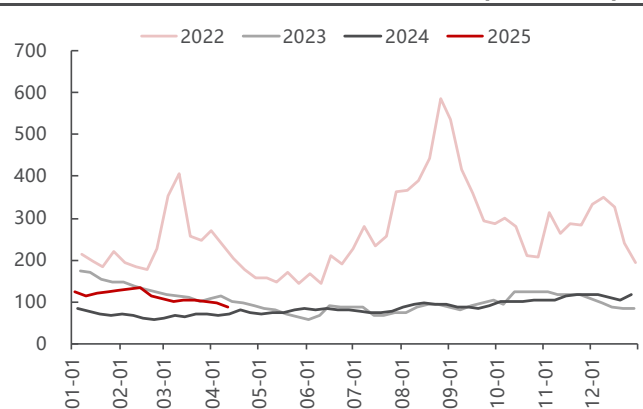
图39：WTI 原油期货价格下降（美元/桶）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

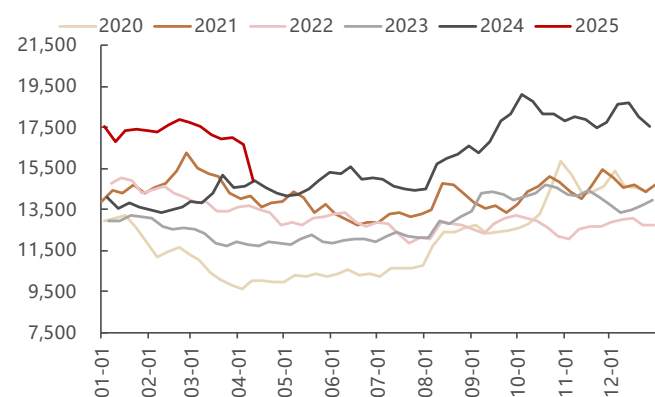
图40：IPE 英国天然气期货结算价下降（便士/色姆）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

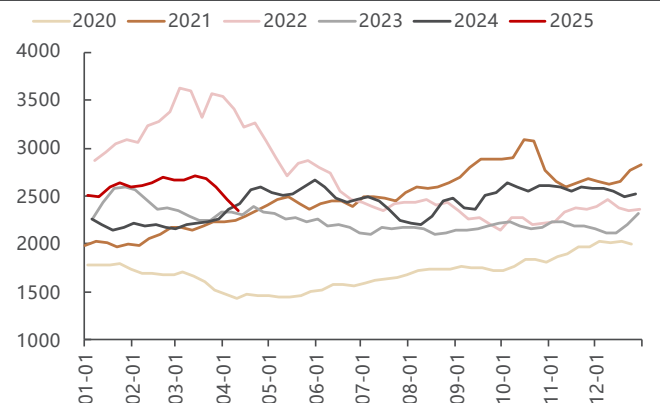
图41：天然橡胶期货价格下降（美元/吨）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

图42：LME 铝价格下降（美元/吨）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/11

## 4 风险提示

- 1) **政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化。
- 2) **基本面变化超预期**：经济基本面变化可能超预期。

## 插图目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 1: 唐山高炉开工率上升 (%)                            | 3  |
| 图 2: 主要钢材品种库存下降 (万吨)                          | 3  |
| 图 3: 独立焦化企业(100 家)库存上升 (%)                    | 3  |
| 图 4: 秦皇岛港煤炭库存下降 (万吨)                          | 3  |
| 图 5: PTA 开工率下降 (%)                            | 4  |
| 图 6: 纯碱开工率上升 (%)                              | 4  |
| 图 7: 苯乙烯开工率下降 (%)                             | 4  |
| 图 8: 聚酯切片开工率上升 (%)                            | 4  |
| 图 9: 江浙地区涤纶长丝开工率下降 (%)                        | 5  |
| 图 10: 石油沥青装置开工率上升 (%)                         | 5  |
| 图 11: 汽车轮胎 (全钢胎) 开工率下降 (%)                    | 5  |
| 图 12: 汽车轮胎 (半钢胎) 开工率下降 (%)                    | 5  |
| 图 13: 2025/3/31-4/6 百大中城市成交土地溢价率下降 (%)        | 6  |
| 图 14: 2025/3/31-4/6 百大中城市中三线城市土地成交面积下降 (万平方米) | 6  |
| 图 15: 30 大中城市商品房成交面积下降 (万平方米)                 | 7  |
| 图 16: 30 大中城市一线城市商品房成交面积下降 (万平方米)             | 7  |
| 图 17: 螺纹钢价格下降 (元/吨)                           | 7  |
| 图 18: 高线价格下降 (元/吨)                            | 7  |
| 图 19: 热轧板卷价格下降 (元/吨)                          | 8  |
| 图 20: 玻璃期货价格下降 (元/吨)                          | 8  |
| 图 21: 冷轧板卷价格下降 (元/吨)                          | 8  |
| 图 22: 沥青期货价格下降 (元/吨)                          | 8  |
| 图 23: 水泥价格指数下降 (点)                            | 8  |
| 图 24: 无氧铜杆价格下降 (元/吨)                          | 8  |
| 图 25: 乘用车零售日均销量下降 (辆)                         | 9  |
| 图 26: 全国当周电影票房上升 (万元)                         | 9  |
| 图 27: SCFI 综合指数上升 (点)                         | 9  |
| 图 28: 宁波出口集装箱运价指数下降 (点)                       | 9  |
| 图 29: 波罗的海干散货指数下降(点)                          | 10 |
| 图 30: CICI 综合指数上升 (点)                         | 10 |
| 图 31: 全国迁徙规模指数下降 (点)                          | 10 |
| 图 32: 上海地铁客运量上升 (万人次)                         | 10 |
| 图 33: 农产品批发价格 200 指数上升 (点)                    | 11 |
| 图 34: 猪肉平均批发价下降 (元/公斤)                        | 11 |
| 图 35: 28 种重点监测蔬菜平均批发价格上升 (元/公斤)               | 11 |
| 图 36: 7 种重点监测水果平均批发价格下降 (元/公斤)                | 11 |
| 图 37: 南华综合指数下降 (点)                            | 12 |
| 图 38: 南华工业品指数下降 (点)                           | 12 |
| 图 39: WTI 原油期货价格下降 (美元/桶)                     | 12 |
| 图 40: IPE 英国天然气期货结算价下降 (便士/色姆)                | 12 |
| 图 41: 天然橡胶期货价格下降 (美元/吨)                       | 13 |
| 图 42: LME 铝价格下降 (美元/吨)                        | 13 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048