

2025 年 03 月 05 日

蓄势应变，留有后手

宏观研究团队

——2025 年政府工作报告学习

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

● 政策基调：实施更加积极有为的宏观政策

2024 年任务目标顺利完成，当前面临更多外部挑战（贸易科技冲击、单边/保护主义加剧、关税壁垒增加等）。2025 年政策取向延续“稳中求进”，强调“实施更加积极有为的宏观政策”，“根据形势变化动态调整政策”。总体看，政府工作报告延续 2024 年 12 月中央经济工作会议的基调，符合预期，加强逆周期调节决心强，后续重点关注政策落地节奏，预计财政、货币等政策将加快落地。

● 主要目标：GDP5% 凸显稳增长决心，CPI2% 指向提升物价

1、GDP 目标为 5% 左右，宏观政策提供强力支撑并留有后手。5% 的经济增长目标：短期看，是稳就业、防风险、惠民生的底线要求，与地方经济增长目标和条件也保持一致。长期看，是实现 2035 年中长期发展目标的阶段性要求，并与当下潜在增速匹配。同时，宏观政策将势必为经济增长提供强有力的政策支撑，且留有后手，将会依据形势变化动态调整、积极应对。

2、CPI 目标为 2%，约束性或加强，旨在扩大内需，提升物价，打开政策空间。CPI 目标从以 3% 调整为 2%，向社会和市场释放提价的更加鲜明的信号。2024 年以来推动物价温和回升为货币政策的重要考量，更具操作性的物价目标打开了货币政策的空间，或意味着若 CPI 持续低于 2%，货币政策可进一步加码。

● 宏观调控：宽财政、宽货币，重视民生

1、财政“更加积极”体现在三方面，广义赤字率可达 8.4%。（1）赤字率、超长期特别国债、专项债规模同时提升，广义财政赤字率提升至 8.4%。（2）支出结构注重“惠民生、促消费、增后劲”，“推动更多资金资源‘投资于民’”，财政支出或向扩大就业、居民增收减负、消费激励等领域倾斜。我们测算养老补贴、部分群体涨薪、生育补贴等收入性政策和 3000 亿元以旧换新政策有望拉动社零 1.4 个百分点，拉动 GDP0.5 个百分点。（3）专项债扩围支持收储和清欠。专项债用途为“投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等”，我们预计资金规模分别为 3.1 万亿、5000 亿、8000 亿左右。

3、货币政策“适度宽松”，支持股市楼市、消费和民企，关注后续关税扰动若加码，可能迎来货币政策落地窗口期。会议指出“适时降准降息”，宽松基调不改，节奏或适时调整。全年货币宽松幅度可期，原因有三：当前实际利率仍偏高；抬升物价的重要性提高；经济不确定性因素较多，货币政策应对空间充足。我们认为货币短期内或注重稳汇率和防空转的平衡，而中期或将迎来降准降息的窗口期。此外，会议强调结构性货币政策支持加码，其中股市楼市、消费和民营企业为新增方向，强化货币与其他调控的协同。

● 工作任务：扩消费为首、科技乘势而上，关注改革、防风险新表述

1、大力提振消费、提高投资效益，全方位扩内需。消费端一是多渠道促进居民增收，通过收入政策提升居民边际消费倾向；二是继续安排 3000 亿支持以旧换新。投资端项目或主要围绕“十四五”“两重”以及“十五五”项目等。资金方面要“用好超长期特别国债，强化超长期贷款配套融资”、专项债将实施投向领域负面清单管理并下放项目审核权限。专项债发行提速有望提振 3 月基建表现。

2、因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。会议重点关注商业航天、低空经济等新兴产业、生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业。聚焦“人工智能+”行动，推动大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等智能终端。2025 年呈“科技开门红”之势，政策因势利导，乘势而上。结合民企座谈会精神，政策加大对民企科技突围的支持，关注上述重点行业的结构性机会。

3、改革方面关注保护民企、统一大市场、资本市场改革。强调全力推进清理拖欠企业账款工作。深化资本市场投融资综合改革，推动中长期资金入市，“加强战略性力量储备和稳市机制建设”，稳股市机制有望更加健全。

4、地产需求端放松、收储加码稳房价；关注化债新表述。《报告》指出“因城施策调减限制性措施”，需求政策有望继续放松。此外，“在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权”，预计收储政策将进一步推动房价回暖。化债方面，“遏增量+化存量”并重，高风险省份约束将被打开。

5、稳就业和完善社会保障。一是更大力度稳定和扩大就业；二是真金白银强化医疗、养老、生育支持，旨在提升居民预期，可观察后续配套政策。

● 抓落实：打好政策“组合拳”，提高政策实效

“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足”，指向当内外部环境存在扰动时，“蓄势待发”的政策将加速落地。关注后续超长期特别国债发行、专项债提速、二季度可能的货币政策落地等。政策托底经济的速度可能较 2024 年更快，因而经济可能出现“N”或者“V”型波动。

● 风险提示：经济增长不及预期，政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《相对客观地看待关税影响——宏观经济专题》-2025.3.5

《实施更加积极有为的宏观政策——宏观周报》-2025.3.2

《PMI 升幅弱于季节性，逆周期政策或将发力——兼评 2 月 PMI 数据》-2025.3.1

目 录

1、政策基调：实施更加积极有为的宏观政策.....	3
2、主要目标：GDP5%凸显稳增长决心，CPI2%指向提升物价.....	3
3、宏观调控：宽财政、宽货币，重视民生.....	4
4、扩消费为首、科技乘势而上，关注改革、防风险新表述.....	6
4.1、大力提振消费、提高投资效益，全方位扩内需.....	6
4.2、因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系.....	6
4.3、改革方面关注保护民企、统一大市场、资本市场改革.....	7
4.4、有效防范化解重点领域风险：地产、化债、金融.....	7
4.5、稳就业和完善社会保障.....	8
5、抓落实：打好政策“组合拳”，提高政策实效.....	8
6、风险提示.....	9

图表目录

图 1：经济大省 2025 年增速目标大多持平 2024 年.....	4
图 2：GDP 后十名省份多数下调增速目标.....	4
图 3：四类消费政策或拉动 2025 年社零 1.4 个百分点.....	5
图 4：测算 2025 年广义赤字率约为 8.4%.....	6
图 5：2025 年一般公共预算支出同比增长 4%.....	6
图 6：31 省市政府工作报告新质生产力相关词频.....	7
图 7：二手房价初步呈现筑底迹象.....	8
表 1：GDP 目标连续三年保持一致.....	4

1、政策基调：实施更加积极有为的宏观政策

(1) 2024 年经济稳中有进，当前面临更多外部挑战。会议指出 2024 年“‘稳’的态势巩固延续”、“‘进’的步伐坚实有力”，经济社会发展主要目标任务顺利完成。困难方面，外部挑战较 2024 年增多，如对我国贸易科技领域的冲击、单边/保护主义加剧、关税壁垒增加等；内部面临有效需求不足特别是消费不振、企业经营困难、就业增收压力、基层财政困难等（未提 2024 年的“部分行业产能过剩”）。

(2) 2025 年政策取向延续“稳中求进”，强调“实施更加积极有为的宏观政策”。会议强调“实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求”，指向将加强逆周期调节。较中央经济工作会议新增“根据形势变化动态调整政策”、“注重目标引领，把握政策取向，讲求时机力度，强化系统思维”，指向宏观调控力度应有一定灵活性，视时机调整。

总体看，政府工作报告延续 2024 年 12 月中央经济工作会议的基调和内容，符合市场预期，后续重点关注政策落地节奏，预计财政、货币等政策将加快落地。

2、主要目标：GDP5%凸显稳增长决心，CPI2%指向提升物价

2025 年发展主要预期目标：GDP 增长 5%左右，城镇调查失业率 5.5%左右，CPI 涨幅 2%左右，居民收入增长和经济增长同步。

1、5%左右的经济目标支撑短期稳增长并衔接中长期目标，宏观政策提供强力支撑并留有后手。

(1) 短期看，一是稳就业、防风险、惠民生的底线要求。2025 年内外部扰动不减，要缓解民生领域压力，巩固经济平稳增长态势；二是与地方经济增长目标和条件保持一致。31 省市 GDP 目标加权平均值为 5.3%，近半数省份目标设为“5%左右”或“5%以上”。

(2) 长期看，是实现 2035 年中长期发展目标的阶段性要求。社科院金融研究所和央行调查统计司分别测算我国 2025 年潜在经济增长率约为 5.16%、5.1%，目前产出缺口仍小幅为负。我们基于 HP 滤波 ($\lambda=25$) 测算，2024 年产出缺口已改善至接近 0，仍有待实施更加积极的宏观调控政策，推动产出缺口明显回正。

(3) 宏观政策将为实现 5%提供有力支撑。3 月 5 日国务院研究室主任沈丹阳解读《政府工作报告》时指出“一揽子增量政策和存量政策正持续发挥作用，特别是今年实施多年未有的更加积极有为的宏观政策组合，势必为经济增长提供强有力的政策支撑。还要看到，宏观经济政策实际上还留有后手，将会依据形势变化动态调整、积极应对”。当下经济外部冲击的不确定性较大、内部需求和预期仍待实质性改善。实现 5%的目标或需“超常规”的逆周期政策力度，会议也指出“实现这些目标很不容易，必须付出艰苦努力”。

(2) CPI 目标为 2%，约束性或加强，旨在扩大内需，提升物价，打开政策空间。

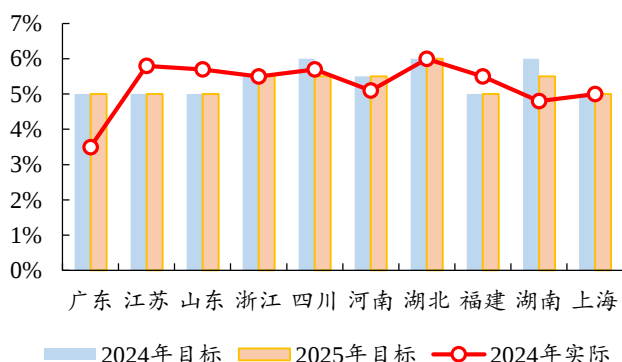
CPI 目标调整为 2%，旨在扩大内需，提升物价，也打开了政策宽松的空间。《报告》解释“目的在于通过各项政策和改革共同作用，改善供求关系，使价格总水平处在合理区间”。本次物价目标的背后意义或有所转变。此前 3%的物价目标的意图为上限约束，而随着近两年国内物价增速走低，2025 年 2%的目标更具备实操性，约

束性或有所加强，旨在扩大内需，提升物价水平。还需注意对货币政策的指示意义：2024 年以来推动物价温和回升为货币政策的首要考量，更具操作性的物价目标打开了货币政策的空间，或意味着若 CPI 持续低于 2%，货币政策可进一步加码。3 月 5 日国务院研究室副主任陈昌盛解读《政府工作报告》时也指出“物价涨幅预期目标调整为 2% 左右，背后是一个更为积极、政策导向更加鲜明的信号，向全社会和市场强化价格指标的导向作用，努力通过各种政策推动物价温和回升”。

(3) 失业率目标指向加大稳就业力度。

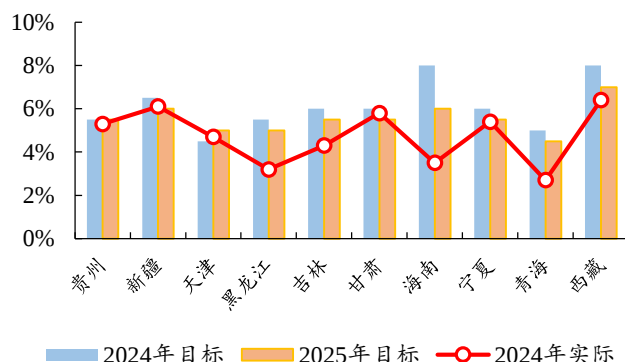
城镇调查失业率 5.5% 左右，与 2024 年持平，“体现了在就业总量和结构性矛盾更加突出背景下，加大稳就业力度的要求”。地方两会中各省失业率目标也与 2024 年差异不大，多数省份定为“5.5% 左右”，均值为 5.4%。

图1：经济大省 2025 年增速目标大多持平 2024 年



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：GDP 后十名省份多数下调增速目标



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：GDP 目标连续三年保持一致

年份	GDP 目标增速	GDP 实际增速
2025	5%左右	/
2024	5%左右	5%
2023	5%左右	5.2%
2022	5.5%左右	3.0%
2021	6%以上	8.1%
2020	/	2.3%
2019	6%-6.5%	6.1%
2018	6.5%左右	6.6%
2017	6.5%	6.9%

数据来源：历年政府工作报告、开源证券研究所

3、宏观调控：宽财政、宽货币，重视民生

总体看，会议要求“强化宏观政策民生导向”；宏观调控根据形势动态调整。

1、财政“更加积极”体现在三方面，广义赤字率可达 8.4%。

(1) 赤字率、超长期特别国债、专项债规模同时提升。三者分别安排 4%、4.4

万亿和 1.3 万亿（分别增加 1 个百分点、5000 亿、3000 亿），还增加 5000 亿特别国债支持国有大型银行补充资本。广义财政赤字约为 11.9 万亿元（5.66+4.4+1.3+0.5 万亿元）¹，测算广义财政赤字率约为 8.4%。

（2）惠民生促消费为主要发力方向。2025 年财政支出强度扩大，一般公共预算支出规模 29.7 万亿元，同比增长超 4%。支出结构注重“惠民生、促消费、增后劲”，“推动更多资金资源‘投资于人’”，财政支出或向扩大就业、居民增收减负、消费激励等领域倾斜。我们测算养老补贴、部分群体涨薪、生育补贴等收入性政策对消费和经济的拉动。假设老龄补贴 2000 亿元左右，生育补贴 2000 亿元左右，公务员月薪上涨约 500 元，叠加以旧换新 3000 亿，测算四类政策合计资金 7480 亿元、提振消费 6721 亿元，有望拉动 2025 年社零增速 1.4 个百分点，拉动 GDP 增速 0.5 个百分点。

图3：四类消费政策或拉动 2025 年社零 1.4 个百分点

	2000亿 老龄补贴	2000亿生育补贴		公务员涨薪	3000亿消费品 以旧换新	合计支出 7480亿元
		直接拉动	提高生育			
拉动社零(亿元)	1500	1260	195	336	3430	6721
拉动社零增速	0.31%	0.26%	0.04%	0.07%	0.70%	1.38%
拉动GDP增速	0.12%	0.10%	0.02%	0.03%	0.27%	0.52%

数据来源：Wind、开源证券研究所

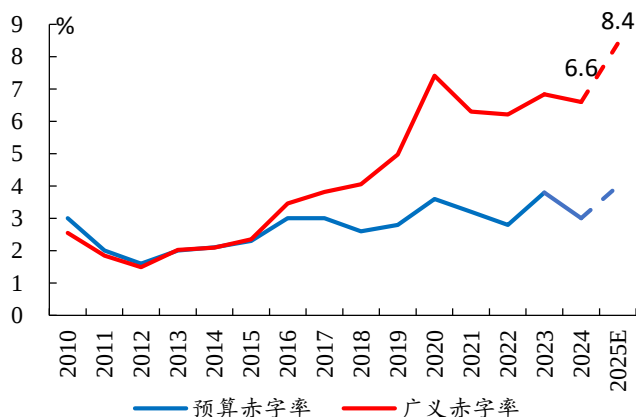
（3）专项债扩围支持收储和清欠。会议强调专项债用途为“投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等”，增加了收储和消化企业拖欠款。近期地方土储专项债启动发行，我们预计 2025 年可能有 5000 亿专项债用于收储和收购存量商品房。“消化地方政府拖欠企业账款”，我们判断对应每年安排 8000 亿元专项债用于化债，结合 2024 年 12 月审计署指出“适当增加地方政府专项债券用于清欠²”，判断用于偿还企业欠款的规模为 8000 亿左右。则投向项目建设的专项债额度约为 3.1 万亿，与 2024 年基本持平。随着两会的召开，预计专项债将加速审批和发行，对基建形成支撑。

2、货币政策“适度宽松”，支持股市楼市、消费和民企，关注后续关税扰动若加码，可能迎来货币政策落地窗口期。会议指出“适时降准降息”，宽松基调不改，节奏或适时调整。全年货币宽松幅度可期，原因有三：当前实际利率仍偏高；抬升物价的重要性提高；经济不确定性因素较多，货币政策应对空间充足。节奏上我们认为货币短期内或注重稳汇率和防空转的平衡，而中期或将迎来降准降息的窗口期，主因 3-4 月关税扰动可能加大。此外，会议强调结构性货币政策支持加码，包括稳股市楼市、科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等，其中股市楼市、消费和民营企业都为新增方向，强化货币与其他调控的协同。

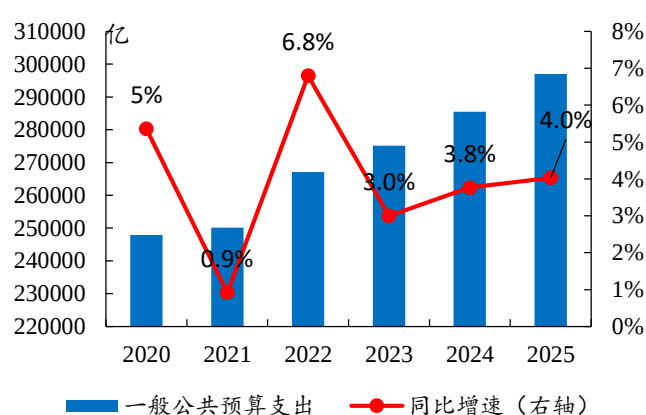
¹ 由一般赤字和专项债、超长期特别国债、特别国债组成

² <https://news.qq.com/rain/a/20241222A05CJG00>

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图4：测算 2025 年广义赤字率约为 8.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：广义赤字口径包括一般赤字、专项债、超长期特别国债与特别国债

图5：2025 年一般公共预算支出同比增长 4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、扩消费为首、科技乘势而上，关注改革、防风险新表述

4.1、大力提振消费、提高投资效益，全方位扩内需

会议指出“**加快补上内需特别是消费短板**”。消费端一是民生导向，多渠道促进居民增收，通过收入政策提升居民边际消费倾向；二是继续安排 3000 亿超长期债支持以旧换新；三是扩大服务消费供给、释放新型消费潜力。结合上文财政重点支持，我们认为消费增长动能有望释放。

投资端项目或主要包括“十四五”重大工程、“两重”以及地方两会提及的“十五五”项目等。资金方面强调“用好超长期特别国债，强化超长期贷款配套融资”、专项债将实施投向领域负面清单管理并下放项目审核权限，关注超长期特别国债和专项债的发行节奏，及配套信贷的投放情况。

4.2、因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系

会议明确新质生产力的三个抓手为壮大新兴产业、传统产业升级和数字经济。重点关注商业航天、低空经济等新兴产业、生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业。同时聚焦“人工智能+”行动，推动大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等智能终端。

地方大力发展人工智能产业链。分析地方两会新质生产力相关词汇，提及频次最高的领域依次为人工智能、绿色低碳、低空经济、新材料、新能源汽车、生物医药等，AI 产业链无疑是 2025 年地方产业的焦点。未来产业例如具身智能、量子科技、原子级制造、核技术应用等有少数省份提及，或仍呈区域性布局。

2025 开年呈“科技开门红”之势，政策因势利导，乘势而上。政府工作报告将培育壮大新兴产业列为发展新质生产力的首要任务，结合民企座谈会精神，政策加大对民企科技突围的支持，关注上述重点行业的结构性机会。

图6：31 省市政府工作报告新质生产力相关词频



数据来源：Wind、开源证券研究所

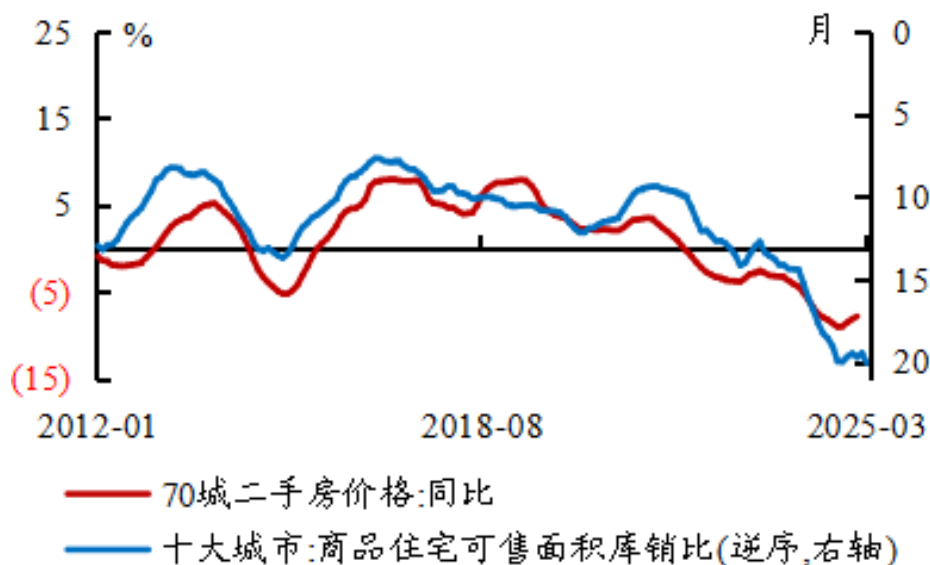
4.3、改革方面关注保护民企、统一大市场、资本市场改革

改革方面，关注保护民企、统一大市场、资本市场改革。一是推动国企加快建设“履行战略使命评价制度”，保护民营企业和民营企业合法权益，加力推进清理拖欠企业账款工作。二是加快统一大市场建设，综合整治“内卷式”竞争。三是推进财税金融改革，加快推行消费税改革；深化资本市场投融资综合改革，推动中长期资金入市，会议指出“加强战略性力量储备和稳市机制建设”、“优化股票发行上市和并购重组制度”，或指向稳股市机制将更加健全。

4.4、有效防范化解重点领域风险：地产、化债、金融

(1) 地产需求端放松、收储加码稳房价。“因城施策调减限制性措施”为地产的新提法，需求端有望继续放开。会议提出“加力实施城中村和危旧房改造”，各地地方在政府工作报告中也加大旧改力度，浙江、四川、福建等 9 个省份公布的城中村改造目标合计约超过 32 万户（套），15 省公布老旧小区改造数量，共涉及超 50 万户（套）。

推进收储方面，会议提出“在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权”。从领先指标“十城商品住宅库存比”来看，二手房价初步呈现筑底迹象但回升动能仍不明显，若如上文假设 2025 年政府收储规模约 5000 亿，叠加 2024 年 10 月住建部新增 100 万套货币化安置，有望形成合力改善房地产供需结构、进一步推动房价回暖，且后续可能择机扩大规模。

图7：二手房价初步呈现筑底迹象


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）化债方面，“遏增量+化存量”并重，高风险省份约束将被打开。关注“优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”的表述，或指向高风险12省新增投资约束有松动的空间。会议还指出“加快剥离地方融资平台政府融资功能，推动市场化转型”，地方退平台有序推进，或有助于地方项目建设打开融资渠道。

（3）金融风险方面，《报告》指出综合采取“补充资本金、兼并重组、市场退出等方式”分类化解地方中小金融机构风险。

4.5、稳就业和完善社会保障

稳就业和完善社会保障方面：一是更大力度稳定和扩大就业；二是强化基本医疗卫生服务，居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再提高30元和5元；三是社保政策完善，城乡居民基础养老金最低标准继续提高20元、适当提高退休人员基本养老金、发放育儿补贴等。提升社保标准或是惠民生促消费的举措之一，旨在提升居民预期，可观察后续配套政策。

其他：会议提出新型城镇化战略行动具体举措，如“全面推进常住地提供基本公共服务”，“将符合条件的农业转移人口纳入住房保障体系，畅通参加社会保险渠道”等；加大稳外贸政策力度，支持企业稳订单拓市场，大力鼓励外商投资；深入实施科教兴国战略等。

5、抓落实：打好政策“组合拳”，提高政策实效

会议强调打好政策“组合拳”，提高政策实效。《报告》指出，要“打好政策‘组合拳’，出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效”，指向后续将进入政策落地期。特别是当内外部环境存在扰动时，“蓄势待发”的政策将加速落地。

预计两会后各项政策加速出台实施，例如超长期特别国债将在 3 月开始发行使用，专项债项目也将加速推进。1-2 月专项债发行进度快于 2024 年同期，但复工人流偏弱拖累建筑业。预计 3 月专项债发行将显著提速，重点支持基建和民生领域，基建从 3 月起或有改善，但资金从拨付到形成实物工作量需要时间。考虑关税扰动和地产的持续性问题，二季度可能是货币政策落地窗口期。因此，与 2024 年的“U”字型增长不同，2025 年政策托底经济的速度可能更快，因而经济更类似于“V”型波动或者“N”型波动。

6、风险提示

经济增长不及预期，政策执行力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn