

2025 年 02 月 16 日

特朗普关税政策再起新变化

宏观研究团队

——宏观周报

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

● 国内宏观政策：短期内货币宽松节奏或有不确定性

过去两周（2月3日-2月16日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作，要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”等。2月14日，国家发改委表示，2025年要加大宏观政策逆周期调节，全方位扩大国内需求。实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，打好政策“组合拳”。

基建与产业方面，近两周政策聚焦新能源上网电价市场化改革、优化调整国家物流枢纽规划布局、发改委将推动冰雪经济纳入国家“十五五”相关规划、进一步发展完善数字经济、农业农村部印发《全国农业科技创新重点领域（2024-2028年）》等。

货币方面，央行发布四季度货币政策执行报告。《报告》强调实施“适度宽松的货币政策”“强化逆周期调节”，及“推动企业融资和居民信贷成本下降”，基调比三季度更偏宽。但同时短期内宽松节奏或有不确定性，《报告》新增“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”，并加强对稳汇率的重视。我们认为后续仍可能降准降息，但宽松的节奏或需权衡后而定。降准降息的下一个窗口期，核心或是人民币汇率压力边际减弱。可关注国内1-2月经济数据，以及后续贸易局势是否出现超预期变化。

消费政策方面，近两周多省份继续发放大规模消费券，如山东省发放总额为3亿元消费券、上海市将发放5亿元服务消费券。主要涉及消费品以旧换新之外的餐饮住宿、旅游、电影等业态。商务部、文化和旅游部、国铁集团等9单位印发《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》，将银发旅游列车适老化、绿色化、舒适化改造纳入大规模设备更新和消费品以旧换新支持范围。

金融监管方面，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，提出八方面共18条政策措施，推动要素资源向科技创新、先进制造、绿色低碳、普惠民生等重大战略、重点领域、薄弱环节集聚。此外，《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》2月15日起施行，中介机构IPO项目开始执行分段收费；金融监管总局明确10家试点保险公司开展投资黄金业务试点。

贸易相关政策聚焦商务部对美国加征关税发表回应，中方敦促美方摒弃零和思维，纠正错误做法，回到多边贸易体制正确轨道上来，与各国一道通过平等磋商解决各自关切。此外，商务部对钨、锑、铋、钼、铟相关物项实施出口管制；工信部等五部门调整重大技术装备进口税收政策有关目录。

● 海外宏观政策：美国总统特朗普将引入对等关税

海外宏观方面，2月14日，美国总统特朗普签署备忘录，将引入对等关税。特朗普表示，将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；不要期待会有任何豁免；很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税。美国印度讨论贸易合作，2月15日美国总统特朗普与印度总理莫迪在白宫会面。特朗普表示，印度和美国已就能源问题达成协议，美国和印度的贸易逆差近1000亿美元，美国希望能够销售石油和天然气来弥补赤字，印度将会购买美国的石油和天然气。

美联储主席鲍威尔表示，基础经济非常强劲；政策存在不确定性；需要静观政策的效果，才能考虑未来的行动；在通胀问题上接近但尚未达到目标；目前希望保持政策的紧缩状态；美联储可能不得不针对关税政策调整利率。

● **风险提示**：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

相关研究报告

- 《企业贷款有力支撑信贷“开门红”——宏观经济点评》-2025.2.15
- 《货币政策的内在逻辑和短期博弈——四季度货币政策报告学习》-2025.2.14
- 《美联储 2025 上半年或难降息——美国 1 月 CPI 点评》-2025.2.13

目 录

1、国内宏观：	3
1.1、 经济增长：全方位扩大国内需求	3
1.2、 基建及产业政策：国家超算互联网平台推出“AI 生态伙伴加速计划”	3
1.3、 货币政策：货币政策的内在逻辑和短期博弈	4
1.4、 消费政策：进一步推动银发旅游发展	5
1.5、 金融监管：支持资本市场做好金融“五篇大文章”	5
1.6、 贸易相关：中方敦促美方摒弃零和思维	6
2、 海外宏观：美国总统特朗普将引入对等关税	7
3、 风险提示	9
表 1： 国常会研究提振消费有关工作	3
表 2： 深化新能源上网电价市场化改革	4
表 3： 实施好适度宽松的货币政策	4
表 4： 上海市将采取摇号形式发放 5 亿元服务消费券	5
表 5： 中介机构 IPO 项目开始执行分段收费	6
表 6： 欧盟对原产于中国的生物柴油征收 10.0%-35.6%的反倾销税	6
表 7： 若美国加征关税，欧盟将对美国采取反制措施	8
表 8： 2 月第二周海外股指普遍上涨	9
表 9： 2 月第二周国际大宗商品涨跌分化	9

1、国内宏观：短期内货币宽松节奏或有不确定性

1.1、经济增长：全方位扩大国内需求

2月11日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作，要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”等。2月14日，国家发改委表示，2025年要加大宏观政策逆周期调节，全方位扩大国内需求。实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，打好政策“组合拳”。

表1：国常会研究提振消费有关工作

时间	机构/领导	主题	具体内容
02.11	国常会	提振消费	国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作，要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”等。会议还审议通过《2025年稳外资行动方案》，研究化解重点产业结构性矛盾政策措施；讨论并原则通过《中华人民共和国国家发展规划法（草案）》，决定将草案提请全国人大常委会审议。
02.14	国家发改委	逆周期调节	国家发改委称，2025年要加大宏观政策逆周期调节，全方位扩大国内需求。实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，打好政策“组合拳”，加强财政、货币、就业、投资、消费、产业、区域、价格、环保、监管等政策和改革开放举措的协调配合。把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，提高政策整体效能。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

1.2、基建及产业政策：国家超算互联网平台推出“AI生态伙伴加速计划”

基建与产业方面，近两周政策聚焦新能源上网电价市场化改革、优化调整国家物流枢纽规划布局、发改委将推动冰雪经济纳入国家“十五五”相关规划、进一步发展完善数字经济、农业农村部印发《全国农业科技创新重点领域(2024-2028年)》等。

表2：深化新能源上网电价市场化改革

时间	机构/领导	主题	具体内容
02.09	国家发改委、国家能源局	《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展 的通知》	推动新能源上网电量参与市场交易，新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，新能源项目可报量报价参与交易，也可接受市场形成的价格；鼓励新能源发电企业与电力用户签订多年期购电协议，提前管理市场风险，形成稳定供求关系。
02.06	国家发改委	国家物流枢纽规划 布局	国家发改委优化调整国家物流枢纽规划布局，新增 26 个国家物流枢纽，对部分国家物流枢纽规划布局进行优化调整，并对高质量推进国家物流枢纽网络建设提出 4 方面要求。
02.06	国家发改委	冰雪经济	国家发改委将重点从规划、政策、资金等三方面支持冰雪经济发展，并积极推动相关内容纳入国家“十五五”相关规划。
02.12	国家数据局	数字经济	国家数据局局长刘烈宏发文称，2025 年将推进统计核算试点，完善数字经济监测评估指标体系；出台促进数据交易机构高质量发展政策文件，探索数据要素价值实现模式和路径；会同财政部完善数据资产入表政策体系，以推进数据资产入表带动企业数据开发利用；稳妥推进数据资本化，稳步推进数据资产融资增信，规范公司股东以数据作价出资行为。
02.12	国家超算互联网平台	“AI 生态伙伴加速计划”	国家超算互联网平台宣布推出“AI 生态伙伴加速计划”，提供 3 个月 DeepSeek API 接口免费使用、千万卡时算力资源池等激励。
02.14	农业农村部	《全国农业科技创新重点领域（2024—2028 年）》	农业农村部印发《全国农业科技创新重点领域（2024—2028 年）》的通知，其中，农业新品种培育方面主要目标是：以种质资源保护为基础、自主创新为核心、供种安全为底线，集中力量破难题、补短板、强优势、控风险，推动育种技术体系迭代升级和生物育种研发应用，抓紧培育具有自主知识产权的优良品种，加快实现重要农产品种源自主可控，筑牢农业现代化的种子基础。

资料来源：中国政府网、中国经济时报等、开源证券研究所

1.3、 货币政策：货币政策的内在逻辑和短期博弈

近两周货币政策聚焦央行发布四季度货币政策执行报告。《报告》强调实施“适度宽松的货币政策”“强化逆周期调节”，及“推动企业融资和居民信贷成本下降”，基调比三季度更偏宽。但同时短期内宽松节奏或有不确定性，《报告》新增“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”，并加强对稳汇率的重视。我们认为后续仍可能降准降息，但宽松的节奏或需权衡后而定。降准降息的下一个窗口期，核心或是人民币汇率压力边际减弱。可关注国内 1-2 月经济数据，以及后续贸易局势是否出现超预期变化。

表3：实施好适度宽松的货币政策

时间	机构/领导	主题	具体内容
02.14	央行	货币政策	央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。报告表示，下一阶段，实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。畅通货币政策传导机制，更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源，提高资金使用效率。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

1.4、消费政策：进一步推动银发旅游发展

消费方面，近两周多省份继续发放大规模消费券，如山东省发放总额为 3 亿元消费券、上海市将发放 5 亿元服务消费券。主要涉及消费品以旧换新之外的餐饮住宿、旅游、电影等业态。商务部、文化和旅游部、国铁集团等 9 单位印发《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》，将银发旅游列车适老化、绿色化、舒适化改造纳入大规模设备更新和消费品以旧换新支持范围。

表4：上海市将采取摇号形式发放 5 亿元服务消费券

时间	机构/领导	主题	具体内容
02.08	山东省	3 亿	我们将坚持“政策+活动”双轮驱动，推动餐饮消费持续向好。政策方面，全省 16 市将统筹财政资金 3 亿元发放消费券，重点用于消费品以旧换新之外的餐饮、住宿等消费业态，省财政安排 5000 万元，对各市发放消费券给予补助。活动方面，突出地域特色、聚焦时令菜品，全年举办“齐鲁美食节”“中国鲁菜美食文化节”等不少于 300 场餐饮促消费活动，在全省举办 3-5 场餐饮领域全国性专业展会，持续激发餐饮消费热情。
02.10	上海市	5 亿	上海市商务委员会主任、党组书记朱民介绍总体安排。本轮服务消费券投入市级财政资金 5 亿元，资金分配为：餐饮 3.6 亿元、旅游 9000 万元、电影 3000 万元、体育 2000 万元。消费者最早可于 2 月 22 日报名参加餐饮、旅游消费券的摇号，所有消费券于 3 月 1 日起核销，于 6 月发放完毕。
02.10	广西省		为深入贯彻落实中央经济工作会议部署要求，抢抓金蛇新春促销旺季，根据 2025 广西欢乐迎新消费季活动安排，释放餐饮、住宿服务消费潜力，自治区商务厅决定于 2025 年 2 月 14 日至 3 月 22 日开展 2025 年广西欢乐迎新消费季餐饮、住宿消费券发放活动
02.11	商务部等 9 单位	《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》	商务部、文化和旅游部、国铁集团等 9 单位印发《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》，面向社会征集并受理银发旅游列车开行需求，多种形式开展产品定制服务；将银发旅游列车适老化、绿色化、舒适化改造纳入大规模设备更新和消费品以旧换新支持范围，开发银发旅游列车主题旅游线路和产品。

资料来源：新华网、证券时报、观点网等、开源证券研究所

1.5、金融监管：支持资本市场做好金融“五篇大文章”

近两周，金融监管政策聚焦证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，提出八方面共 18 条政策措施，推动要素资源向科技创新、先进制造、绿色低碳、普惠民生等重大战略、重点领域、薄弱环节集聚。此外，《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》2 月 15 日起施行，中介机构 IPO 项目开始执行分段收费；金融监管总局明确 10 家试点保险公司开展投资黄金业务试点。

表5：中介机构 IPO 项目开始执行分段收费

时间	机构/领导	主题	具体内容
02.08	证监会	《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，提出八方面共 18 条政策措施，推动要素资源向科技创新、先进制造、绿色低碳、普惠民生等重大战略、重点领域、薄弱环节集聚。《实施意见》提出，支持优质未盈利科技型企业上市，完善科技型企业信息披露规则，适时扩大发行承销制度试点适用范围，优化并购重组估值、支付工具等机制安排，发展多元股权融资和多层次债券市场。
02.11	国家金融监管总局	投资黄金业务试点	国家金融监管总局近期印发通知，明确 10 家试点保险公司开展投资黄金业务试点。按照通知对投资额度的规定，截至 2024 年三季度末，上述 10 家试点保险公司总资产超 20 万亿元，按 1%的总资产规模计算，可投资黄金的资金量可超 2000 亿元。多位专家表示，对保险公司而言，允许保险资金投资黄金，将丰富险资资产配置工具，提高风险分散水平。多家券商团队分析人士预测称，黄金牛市尚未结束，黄金价格有望进一步上涨。
02.15	国务院	《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》	《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》2 月 15 日起施行，中介机构 IPO 项目开始执行分段收费，后续更新材料及新申报企业将披露收费情况。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

1.6、贸易相关：中方敦促美方摒弃零和思维

近两周，贸易相关政策聚焦商务部对美国加征关税发表回应，中方敦促美方摒弃零和思维，纠正错误做法，回到多边贸易体制正确轨道上来，与各国一道通过平等磋商解决各自关切。此外，商务部对钨、锑、铋、钼、铟相关物项实施出口管制；工信部等五部门调整重大技术装备进口税收政策有关目录。

表6：欧盟对原产于中国的生物柴油征收 10.0%-35.6%的反倾销税

时间	机构/领导	主题	具体内容
02.05	商务部、海关总署	出口管制	商务部、海关总署公告称，为维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务，经国务院批准，对钨、锑、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。
02.07	商务部	关税	商务部回应美国对中国商品增加关税相关问题表示，中方不会主动挑起贸易争端，愿通过对话协商来解决问题，但对于单边霸凌举措，一定会采取必要措施，坚决捍卫自身权益。
02.13	商务部	关税	商务部回应美对进口钢铝征收 25%关税：美方做法是典型的单边主义、保护主义行为，很多国家已经明确表达了反对意见，美国内也有很大反对声音；中方敦促美方摒弃零和思维，纠正错误做法，回到多边贸易体制正确轨道上来，与各国一道通过平等磋商解决各自关切。
02.13	欧盟委员会	关税	欧盟委员会发布公告，对原产于中国的生物柴油作出反倾销肯定性终裁，决定对涉案产品征收 10.0%-35.6%的反倾销税。
02.15	工信部等五部门	进口税收	工信部等五部门调整重大技术装备进口税收政策有关目录，《国家支持发展的重大技术装备和产品目录（2025 年版）》、《重大技术装备和产品进口关键零部件、原材料商品目录（2025 年版）》和《进口不予免税的重大技术装备和产品目录（2025 年版）》自 2025 年 3 月 1 日起执行。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

2、海外宏观：美国总统特朗普将引入对等关税

过去三周（2月4日-2月16日），海外宏观政策关注美欧货币政策表态、全球贸易问题等。

美联储主席鲍威尔表示，基础经济非常强劲；政策存在不确定性；需要静观政策的效果，才能考虑未来的行动；在通胀问题上接近但尚未达到目标；目前希望保持政策的紧缩状态；美联储可能不得不针对关税政策调整利率。欧央行首席经济学家连恩提醒称不要太关注中性利率，在决定降息幅度时将仔细研究经济数据。欧央行管委 Vujcic 称，市场预期欧洲央行 2025 年再有三次降息目前来看是合理的。

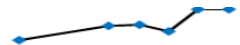
关税问题方面，2月14日，美国总统特朗普签署备忘录，将引入对等关税。特朗普表示，通过其他国家运送商品以避开关税的做法将不被接受；将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；不要期待会有任何豁免；很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税；短期价格有可能上升。美国印度讨论贸易合作，2月15日美国总统特朗普与印度总理莫迪在白宫会面。特朗普表示，印度和美国已就能源问题达成协议，美国和印度的贸易逆差近 1000 亿美元，美国希望能够销售石油和天然气来弥补赤字，印度将会购买美国的石油和天然气。印度总理莫迪表示，印度已宣布对美国削减关税。

表7：若美国加征关税，欧盟将对美国采取反制措施

时间	机构/领导	主题	具体内容
02.07	美联储	货币政策	美联储副主席杰斐逊表示，劳动力市场处于“高压”状态有助于减少经济不平等，但高通胀会侵蚀劳动力市场火热带来的好处。暂时维持利率在当前水平是适宜的。
02.13	日本首相石破茂	关税	日本首相石破茂：目前没有计划审查政府与日本央行的协议；在多个层面要求美国给予日本钢铁关税豁免。
02.05	欧央行	货币政策	欧洲央行管委维勒鲁瓦表示，正在接近 2% 的通胀目标，欧洲央行可能会有更多的降息。预计法国不会出现经济衰退，预计法国经济在 2026 年和 2027 年将逐步恢复。
02.14	特朗普	关税	美国总统特朗普签署备忘录，将引入对等关税。特朗普表示，通过其他国家运送商品以避免关税的做法将不被接受；将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；不要期待会有任何豁免；很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税；短期价格有可能上升。相关措施的生效日期并未公布，一位白宫高级官员称，这一庞大过程可能需要数周甚至数月才能完成。
02.10	欧盟委员会	关税	欧盟委员会发表声明称，在收到关于对欧盟商品征收额外关税的正式通知之前，欧盟不会做出官方回应。欧盟认为美国对输美钢铝加征关税毫无道理。若美国对欧盟加征关税，欧盟将对美国采取反制措施，保护欧洲企业、工人和消费者的利益免受不合理措施的影响。
02.15	特朗普	贸易合作	美国总统特朗普与印度总理莫迪在白宫会面。特朗普表示，印度和美国已就能源问题达成协议，美国和印度的贸易逆差近 1000 亿美元，美国希望能够销售石油和天然气来弥补赤字，印度将会购买美国的石油和天然气。特朗普希望美国能够成为印度的第一大供应国。印度总理莫迪表示，印度已宣布对美国削减关税。
02.13	美联储主席鲍威尔	货币政策	美联储主席鲍威尔表示，基础经济非常强劲；政策存在不确定性；需要静观政策的效果，才能考虑未来的行动；在通胀问题上接近但尚未达到目标；目前希望保持政策的紧缩状态；美联储可能不得不针对关税政策调整利率。最新的消费者价格数据显示虽然央行在抑制通胀上取得了实质性进展，但依然有更多工作要做。美联储将继续履行监管和监督职责；计划重新提出巴塞尔协议 III 的最终方案；将对美联储的框架进行适当和谨慎的调整。
02.13	美联储博斯蒂克	货币政策	美联储博斯蒂克表示，美联储将按兵不动，直至情况更加明朗；如果经济按预期发展，预计到 2026 年初通胀率将达到 2%，届时希望能够接近中性利率水平；可能 2025 年能进一步接近中性利率，但目前对下一步何时采取行动的信心较低；中性利率可能在 3% 至 3.5% 之间；耐心意味着下一次降息将在稍后进行，以便有时间获取更多信息；在经济走向更加明朗之前，不会愿意再次调整利率。
02.07	日本央行	货币政策	日本央行鹰派委员田村直树呼吁加快加息步伐，称有必要在 2025 财年下半年至少将利率提高至大约 1%，以降低物价上行风险。前日本央行行长黑田东彦表示，日本已经“完全”结束了通缩，央行继续加息以使政策正常化是绝对自然的。
02.08	欧央行	货币政策	欧洲央行首席经济学家连恩提醒称不要太关注中性利率，在决定降息幅度时将仔细研究经济数据。欧洲央行管委 Vujcic 称，市场预期欧洲央行 2025 年再有三次降息目前来看是合理的。

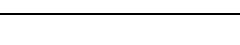
资料来源：央视新闻、每日经济新闻、财联社等、开源证券研究所

表8：2月第二周海外股指普遍上涨

名称	2月14日	2月7日	近一周涨跌幅	变化趋势
标普 500	6114.63	6025.99	1.47%	
纳斯达克指数	20026.77	19523.40	2.58%	
道琼斯工业指数	44711.43	44303.40	0.92%	
德国 DAX	22513.42	21787.00	3.33%	
英国富时 100	8732.46	8700.53	0.37%	
法国 CAC40	8178.54	7973.03	2.58%	
韩国综合指数	2591.05	2521.92	2.74%	
日经 225	6114.63	6025.99	1.47%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：2月第二周国际大宗商品涨跌分化

名称	2月14日	2月7日	近一周涨跌幅	变化趋势
期货结算价(连续):布伦特原油 (美元/桶)	74.74	74.66	0.11%	
期货结算价(连续):WTI 原油 (美元/桶)	70.74	71.00	-0.37%	
期货收盘价(连续):NYMEX 天然气 (美元/百万英热单位)	3.73	3.31	12.47%	
期货结算价(连续):IPE 理查德湾煤炭 (美元/吨)	96.25	99.25	-3.02%	
现货收盘价(场内盘):LME 铜 (美元/吨)	9,812.00	9,288.00	5.64%	
现货收盘价(场内盘):LME 铝 (美元/吨)	2,662.00	2,639.50	0.85%	
期货收盘价(连续):COMEX 黄金 (美元/盎司)	2,878.20	2,866.40	0.41%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

国内外货币政策持续分化，国内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R2（中低风险），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C2、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C2、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