

宏观经济宏观月报

12月民间投资回暖，总需求改善或具备持续性

核心观点

2025年1月17日国家统计局发布2024年12月份经济增长数据，重点关注的经济增长类数据如下：

- 2024年国内生产总值1349084亿元，按不变价格计算，比上年增长5.0%；四季度不变价GDP同比增长5.4%，较三季度加快0.8个百分点；
- 12月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.2%，较11月份上升0.8个百分点；
- 12月份，社会消费品零售总额45172亿元，同比增长3.7%，较11月份回升0.7个百分点；
- 1-12月份，全国固定资产投资（不含农户）514374亿元，同比增长3.2%，较1-11月小幅回落0.1个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资同比增长7.2%；
- 12月份，进出口总额40670亿元，同比增长6.8%。其中，出口24099亿元，增长10.9%；进口16570亿元，增长1.3%；
- 12月份，全国城镇调查失业率为5.1%，较上月上升0.1个百分点，持平上年同月。

12月国内经济增速上升至5.6%左右。

基于生产法测算的月度GDP同比增速在12月份约为5.6%，较11月上升0.3个百分点，表明12月国内供给仍偏强，其中工业、服务业均构成向上拉动，建筑业小幅拖累。需求方面，12月国内消费、出口当月同比明显上升且环比偏高，12月投资当月同比小幅回落主要受高基数影响，实际上投资12月环比表现较强劲。整体来看，12月中国内需和外需均出现较明显的回暖现象。

12月国内民间投资回暖，总需求改善或具备持续性。

2024年9月底以来，国内政府需求走强是较确定的事实，但政府需求的走强能否撬动民间需求改善，这是总需求回升是否具备持续性的根本。不含电力的基础设施建设投资增速是政府需求代表性的跟踪指标，而民间固定资产投资增速是民间需求代表性的跟踪指标。

2024年12月民间固定资产投资当月同比明显反弹至2.6%，创下2023年以来的最高水平，表明2024年9月以来国内政府需求的走强在2024年12月开始撬动民间需求改善，这也意味着这一轮总需求回升或具备较强持续性。

此外值得关注的是，历史上民间固定资产投资增速与房地产开发投资增速大体同向运行，但2024年12月民间固定资产投资增速明显反弹而房地产开发投资增速却继续回落打破了这一趋势，这很可能与当前房地产“严控增量”政策对房地产开发投资的抑制作用有关。随着房地产去库存进程的推进，预计“严控增量”政策将逐渐消退，届时房地产开发投资增速或也将出现较明显的回升改善。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

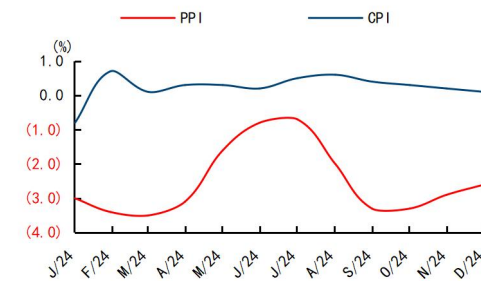
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	3.20
社零总额当月同比	3.70
出口当月同比	10.70
M2	7.30

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-11月国内供给保持韧性但需求偏弱》——2024-12-16
- 《宏观经济宏观月报-总需求拐点已至，持续性有待验证》——2024-11-15
- 《宏观经济宏观季报-三季度内需明显走弱凸显稳增长的重要性》——2024-10-22
- 《宏观经济宏观月报-受抑需求集中释放，稳增长效应值得期待》——2024-10-18
- 《国信证券-债海观潮，大势研判（10年期国债2.3%具备配置价值）》——2024-10-08

内容目录

12 月经济：民间投资回暖，总需求改善或具备持续性	4
就业：12 月调查失业率季节性小幅上升，就业保持稳定	5
生产端：12 月工业和服务业生产同比均上升	6
需求端：投资—受高基数影响，12 月投资同比小幅回落	7
需求端：消费—12 月国内消费增速回升	9
需求端：进出口—出口增速明显反弹	10
12 月通胀解读：国内核心 CPI 表现偏强，验证内需回暖改善	11
12 月中国核心 CPI 同比延续上升态势	11
12 月 CPI 环比仍低于季节性水平，表现偏弱	12
12 月 PPI 当月同比降幅继续收窄	13
12 月 PPI 环比仍低于历史平均水平，表现偏弱	14
基于高频指标对 2025 年 1 月 CPI 和 PPI 同比的预测	15
风险提示	16

图表目录

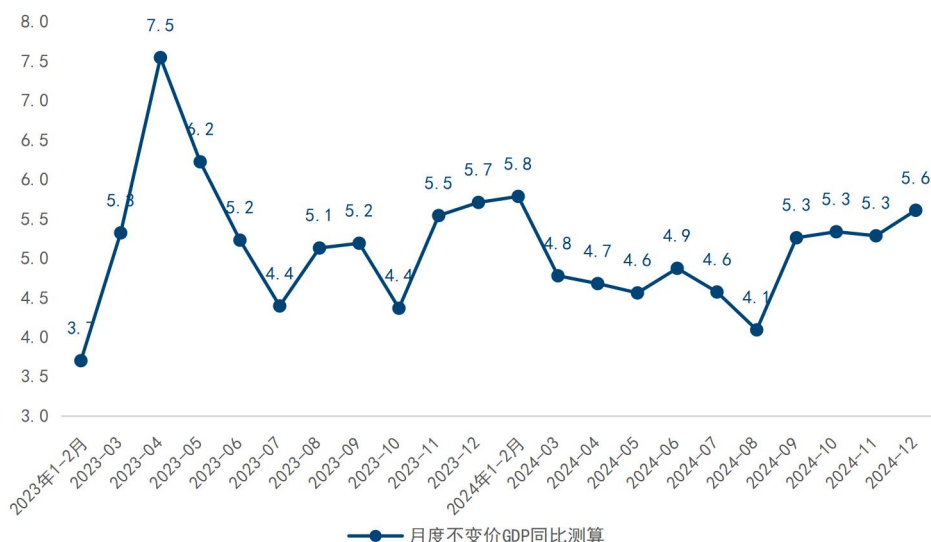
图 1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算	4
图 2: 中国民间投资与政府投资同比走势一览	5
图 3: 中国民间投资与房地产开发投资同比走势一览	5
图 4: 12 月国内调查失业率季节性小幅上升, 就业保持稳定	5
图 5: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图 6: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图 7: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	6
图 8: 12 月各品类产品产量当月同比与 11 月当月同比的差值一览	7
图 9: 12 月服务业生产指数同比增速再次回升	7
图 10: 中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图 11: 中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图 12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	8
图 13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	8
图 14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图 15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览	9
图 16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览	9
图 17: 12 月不同商品的销售金额当月同比较 11 月变化幅度一览	10
图 18: 中国出口、进口当月同比增速一览	10
图 19: 中国出口、进口环比与历年同期水平一览	10
图 20: 国内不同出口产品对整体出口同比的拉动幅度	11
图 21: 中国 CPI、核心 CPI 当月同比一览	12
图 22: 中国消费品、服务 CPI 当月同比一览	12
图 23: 中国 CPI 环比与历史均值比较	12
图 24: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较	13
图 25: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较	13
图 26: 中国 CPI 非食品中服务品价格环比与历史均值比较	13
图 27: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较	13
图 28: 中国 PPI 当月同比走势一览	14
图 29: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格当月同比一览	14
图 30: 中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览	14
图 31: 中国 PPI 环比与历史均值一览	15
图 32: 中国 PPI 生产资料分项价格环比与历史均值	15
图 33: 中国 PPI 生活资料分项价格环比与历史均值	15
图 34: 中国食品高频价格指数走势	16
图 35: 中国工业品价格高频指标走势	16

12 月经济：民间投资回暖，总需求改善或具备持续性

基于生产法测算的月度 GDP 同比增速在 12 月份约为 5.6%，较 11 月上升 0.3 个百分点，表明 12 月国内供给仍偏强，其中工业、服务业均构成向上拉动，建筑业小幅拖累。需求方面，12 月国内消费、出口当月同比明显上升且环比偏高，12 月投资当月同比小幅回落主要受高基数影响，实际上投资 12 月环比表现较强劲。整体来看，12 月中国内需和外需均出现较明显的回暖现象。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度 GDP 同比？-20230623》），我们测算了中国实际 GDP 的月度同比增速。2024 年 12 月国内实际 GDP 同比约为 5.6%，较 11 月上升 0.3 个百分点。

图1：中国实际 GDP 月度同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

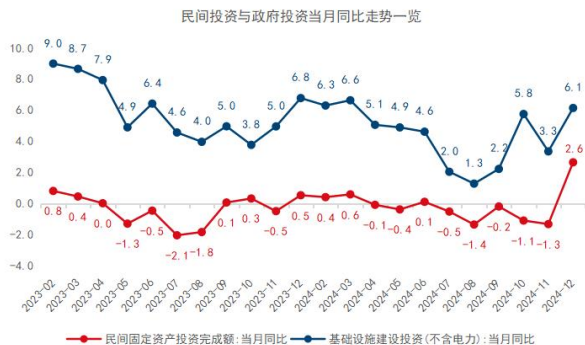
2024 年 9 月底以来，国内政府需求走强是较确定的事实，但政府需求的走强能否撬动民间需求改善，这是总需求回升是否具备持续性的根本。不含电力的基础设施建设投资增速是政府需求代表性的跟踪指标，而民间固定资产投资增速是民间需求代表性的跟踪指标。

2024 年前三季度，不含电力的基础设施建设投资增速持续回落，但 2024 年 9 月以来，不含电力的基础设施建设投资增速持续上升，2024 年 12 月回升至 6.1%，创 2024 年 4 月以来新高水平。2024 年 1-11 月，民间固定资产投资大部分时间均处于同比负增长状态中，其中 10、11 月持续回落；但随着 2024 年 9 月以来政府需求持续回暖，2024 年 12 月民间固定资产投资当月同比明显反弹至 2.6%，创下 2023 年以来的最高水平，表明政府需求的走强在 2024 年 12 月开始撬动民间需求改善，这也意味着这一轮总需求回升很可能具备较强的持续性。

此外值得关注的是，历史上民间固定资产投资增速与房地产开发投资增速大体同向运行，但 2024 年 12 月民间固定资产投资增速明显反弹而房地产开发投资增速

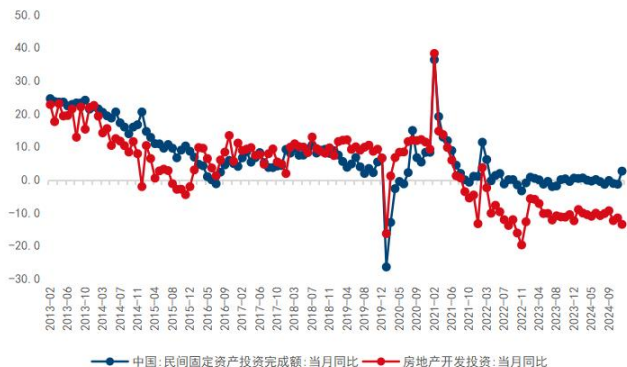
却继续回落打破了这一趋势，这很可能与当前房地产“严控增量”政策对房地产开发投资的抑制作用有关。随着房地产去库存进程的推进，预计“严控增量”政策将逐渐消退，届时房地产开发投资增速或也将出现较明显的回升改善。

图2：中国民间投资与政府投资同比走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图3：中国民间投资与房地产开发投资同比走势一览



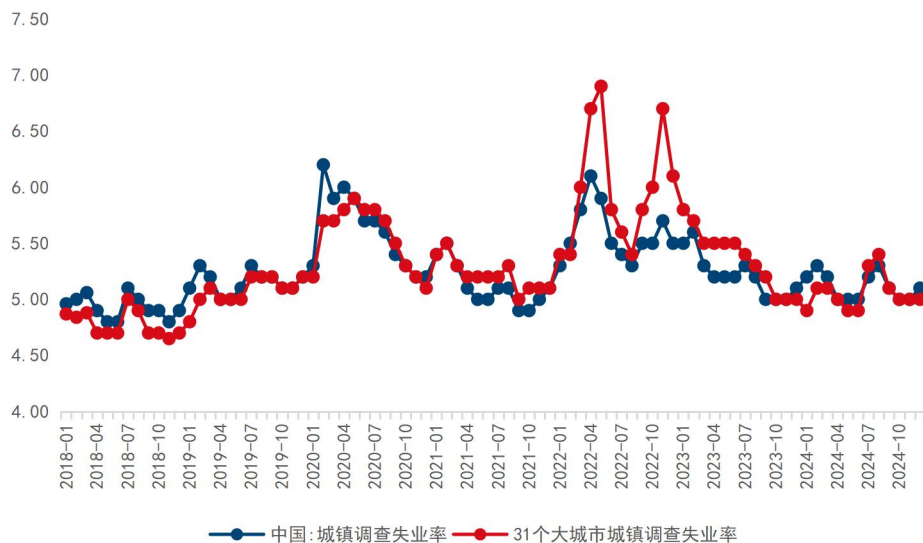
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

就业：12月调查失业率季节性小幅上升，就业保持稳定

12月国内城镇调查失业率为5.1%，较11月上升0.1个百分点。2018、2019年12月城镇调查失业率平均值较11月上行0.10个百分点。今年12月国内城镇调查失业率上升幅度持平疫情前历史同期平均水平，表明国内整体就业情况保持稳定。

12月大城市调查失业率为5.0%，持平11月。2018、2019年12月大城市调查失业率平均值较11月上升0.08个百分点。今年12月国内大城市调查失业率表现优于疫情前历史同期平均水平，表明国内大城市就业情况强于疫情前同期水平，且优于国内整体就业水平。

图4：12月国内调查失业率季节性小幅上升，就业保持稳定



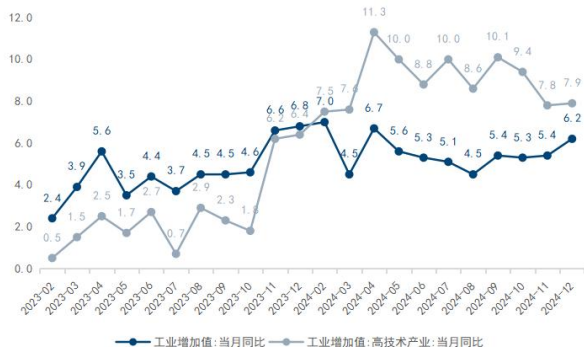
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：12月工业和服务业生产同比均上升

12月国内规模以上工业增加值当月同比为6.2%，较11月当月同比明显上升0.8个百分点。从工业增加值定基指数的环比来看，2024年12月环比高于2017-2023年同期平均水平，表明12月国内工业生产环比动能仍偏强。

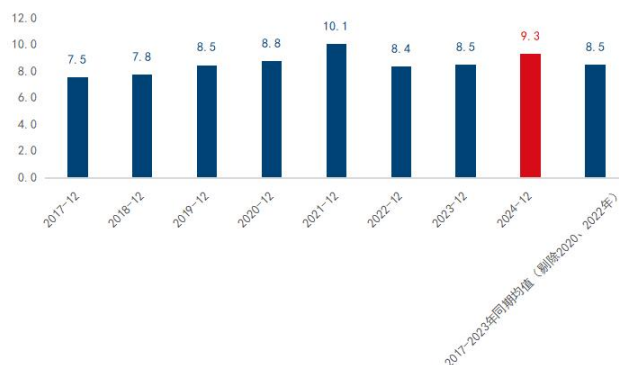
值得关注的是，2024年12月中国高技术产业工业增加值同比仍明显高于整体工业增加值同比，今年以来中国高技术工业产品的生产表现亮眼。

图5：中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

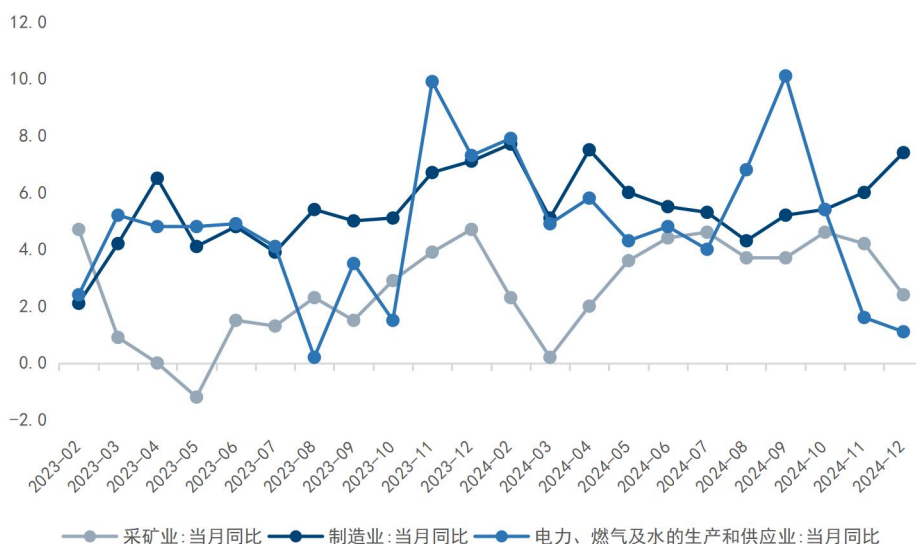
图6：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

分三大门类看，12月制造业增加值同比继续上升，采矿业、公用事业增加值同比继续回落。

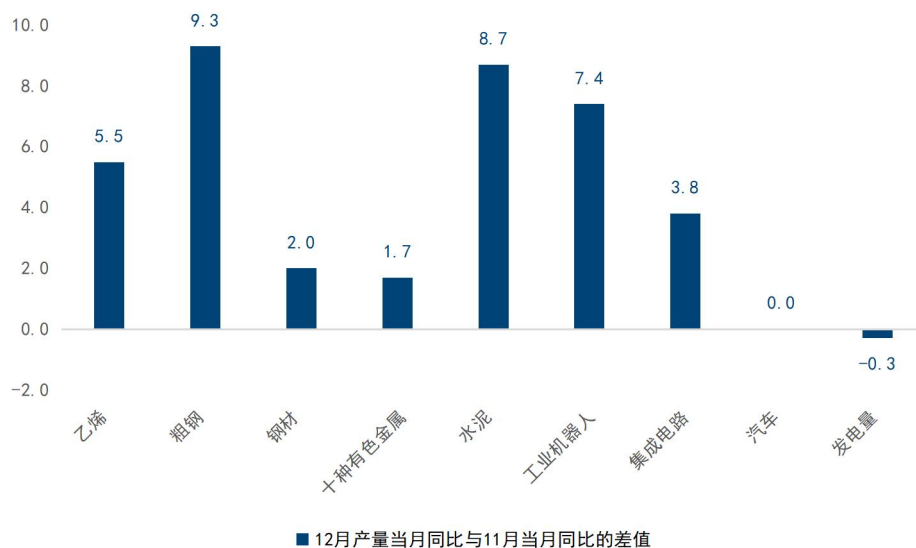
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看，12月和投资相关的粗钢、水泥产量同比抬升幅度最为显著，工业机器人、集成电路产量同比也出现较明显的上升，乙烯、十种有色金属、钢材产量同比有所上升，汽车产量同比持平上月。

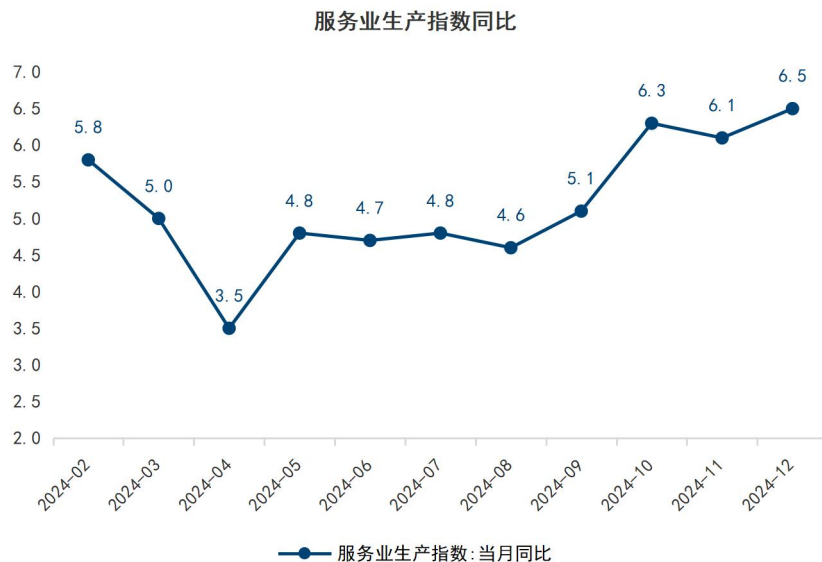
图8: 12月各品类产品产量当月同比与11月当月同比的差值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 2024年12月国内服务业生产指数当月同比增速为6.5%, 较11月当月同比上升0.4个百分点, 12月国内服务业生产有所回暖。

图9: 12月服务业生产指数同比增速再次回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资—受高基数影响, 12月投资同比小幅回落

12月国内固定资产投资当月同比为2.3%, 较11月小幅回落0.1个百分点。从环比来看, 2024年12月国内固定资产投资环比增速高于2017年以来同期平均值, 表明12月国内投资环比动能并不弱, 当月同比小幅回落主要受2023年同期高基数影响。

图10: 中国固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图11: 中国固定资产投资完成额环比增速一览

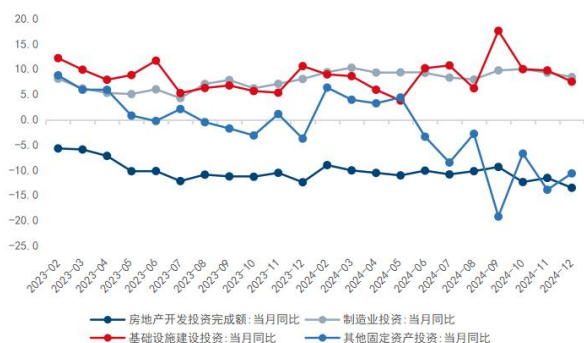


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

12月基建、房地产开发、制造业投资当月同比有所回落, 其他投资当月同比有所反弹但仍处于明显负增长状态中。

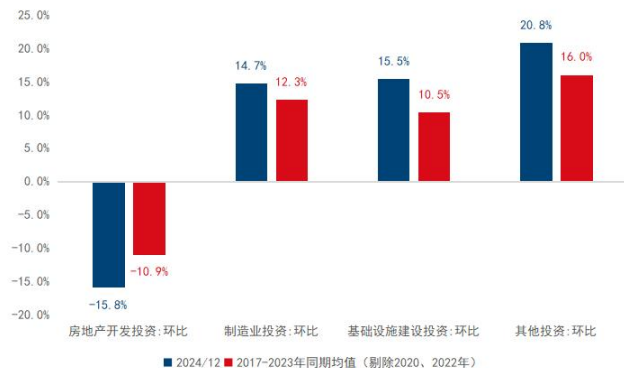
环比方面, 12月制造业、基建、其他投资环比均高于历史同期均值, 房地产开发投资环比低于历史同期均值。12月国内房地产开发投资走弱或主要受“严控增量”政策的短期影响。

图12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

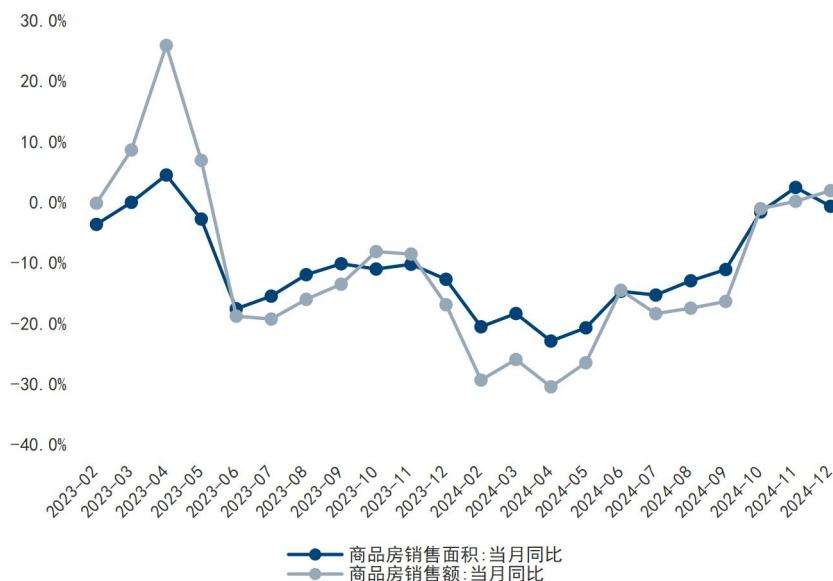
图13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

12月国内商品房销售面积当月同比小幅回落, 但销售额同比继续抬升, 表明受支持性政策影响国内房地产市场延续回暖态势。

图14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：消费—12月国内消费增速回升

12月社会消费品零售总额当月同比为3.7%，较11月当月同比回升0.7个百分点。其中商品零售为3.9%，回升1.1个百分点；餐饮2.7%，回落1.3个百分点。

从环比来看，2024年12月社会消费品零售总额环比高于2020-2023年同期平均水平，表明12月社会消费品零售总额环比增长偏强。

图15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

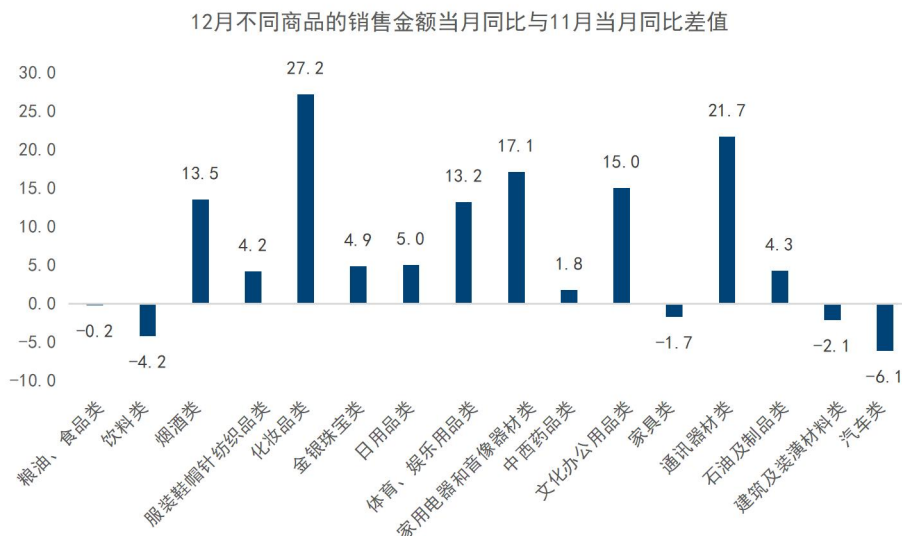
图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

从不同类别的商品销售情况来看，12月大部分商品销售同比均出现上升，其中与“以旧换新”政策相关的家用电器和音像器材类、通讯器材类销售同比继续明显上升，但汽车类销售同比出现明显回落；此外，烟酒类、化妆品类、体育娱乐用品类、文化办公用品类销售同比上升幅度也很大。

图17: 12月不同商品的销售金额当月同比较11月变化幅度一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 进出口—出口增速明显反弹

12月中国出口(人民币计价,若无特别提示,后文进出口均为人民币计价)当月同比明显反弹,进口同比亦明显回升。12月中国出口当月同比为10.9%,较11月当月同比反弹5.1个百分点;12月进口当月同比为1.3%,较11月当月同比回升6.0个百分点。

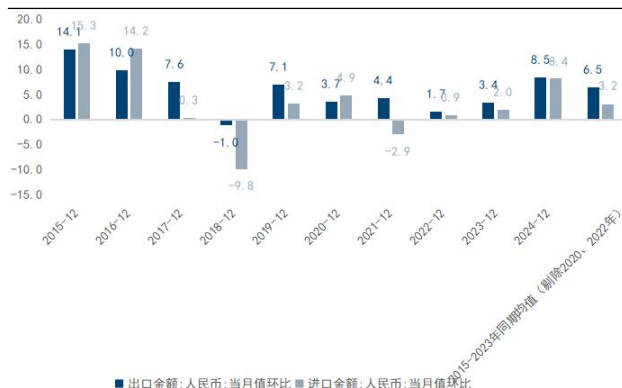
从环比来看,12月国内出口和进口环比均高于历史平均水平,体现12月国内出口和进口环比景气偏强偏弱,或与美国加征关税前的抢出口效应有关。

图18: 中国出口、进口当月同比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

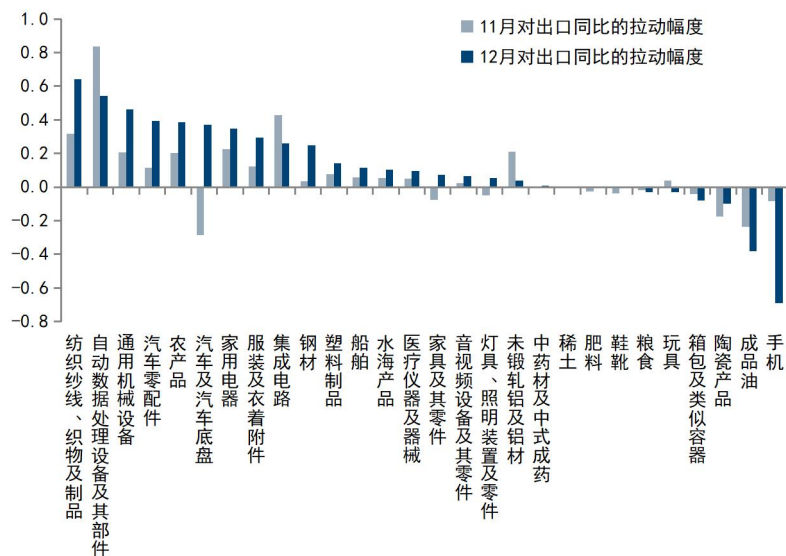
图19: 中国出口、进口环比与历年同期水平一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

12月纺织纱线织物及制品、通用机械设备、汽车零配件、农产品、服装及衣着附件对出口同比的拉动较大且幅度有所上升;自动数据处理设备及其部件对出口同比的拉动有所回落但绝对值仍较大;汽车及汽车底盘对出口同比的拉动由负转正,显示国内汽车产业链的抢出口效应较强。

图20: 国内不同出口产品对整体出口同比的拉动幅度



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

12月通胀解读: 国内核心CPI表现偏强, 验证内需回暖改善

12月国内CPI同比继续小幅回落, 其中食品构成主要拖累, 核心CPI和能源构成向上拉动分项; 12月PPI当月同比降幅继续收窄, 偏中游的原材料工业价格同比降幅收窄幅度最大, 表明供给侧结构性改革和扩内需政策在中游原材料工业领域效果显著。整体来看, 12月国内综合通胀同比延续企稳回升走势, 其中核心CPI和整体PPI同比均延续积极的上升态势, 12月核心CPI表现偏强验证了内需回暖改善。

从环比来看, 12月国内CPI和PPI环比仍低于季节性水平, 表现偏弱; 但核心CPI环比高于季节性并创下2011年以来同期新高水平, 表现偏强。12月CPI环比低于季节性水平主要受食品所拖累, 非食品环比高于季节性水平; PPI环比低于季节性水平, 主要受偏下游的加工工业所拖累, 但偏中游的原材料工业价格环比维持正值且高于历史同期均值, 显示供给侧结构性改革和扩内需政策在中游原材料工业领域效果显著。

在春节效应推动下, 2025年1月国内综合通胀同比有望明显上升。基于高频价格指标的表现, 考虑稳增长政策显效以及春节效应对2025年1月价格的推动作用, 预计1月国内CPI食品价格环比约为3.5%, CPI非食品价格环比约为0.5%, CPI整体环比约为1.1%, 1月CPI同比或明显上升至0.9%; 预计1月国内PPI环比约为零, 1月PPI同比或继续上升至-2.1%。

12月中国核心CPI同比延续上升态势

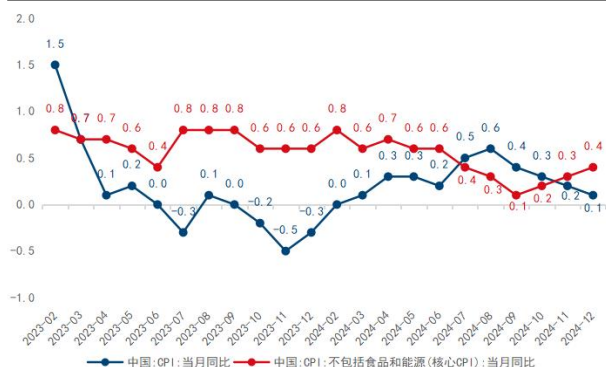
12月中国CPI当月同比为0.1%, 较11月继续回落0.1个百分点; 12月核心CPI当月同比为0.4%, 较11月继续上升0.1个百分点; 12月消费品CPI当月同比为-0.2%, 较11月继续回落0.2个百分点; 12月服务品CPI当月同比为0.5%, 较

11 月上升 0.1 个百分点；12 月食品 CPI 当月同比为-0.5%，较 11 月继续明显回落 1.5 个百分点，12 月非食品 CPI 当月同比为 0.2%，较 11 月上升 0.2 个百分点。

12 月核心 CPI 同比上升 0.1 个百分点，服务品 CPI 同比亦上升 0.1 个百分点，表明 12 月国内核心商品 CPI 同比也继续上升 0.1 个百分点左右。12 月交通工具用燃料价格同比继续上升，表明 12 月国内能源价格同比继续回升。

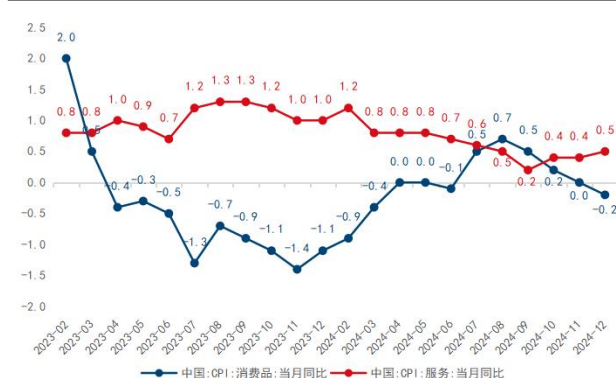
整体来看，12 月国内 CPI 同比继续小幅回落，其中食品构成主要拖累，核心 CPI 和能源构成向上拉动分项。

图21：中国 CPI、核心 CPI 当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：2 月为 1-2 月累计同比）

图22：中国消费品、服务 CPI 当月同比一览

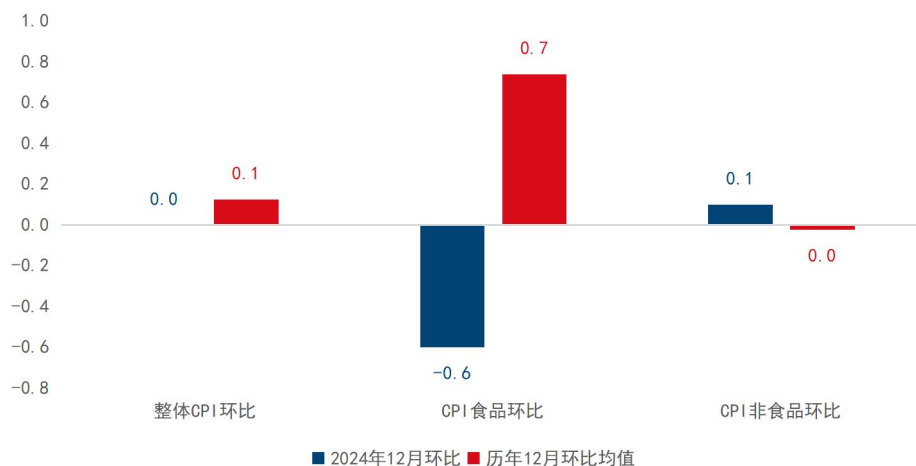


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：2 月为 1-2 月累计同比）

12 月 CPI 环比仍低于季节性水平，表现偏弱

12 月 CPI 环比为零，低于季节性水平约 0.1 个百分点。其中 12 月食品价格环比明显低于季节性水平，非食品价格环比高于季节性。此外，12 月核心 CPI 环比为 0.2%，高于季节性水平约 0.1 个百分点，创 2011 年以来同期新高水平（季节性水平指 2016 年以来历史同期环比平均值，下同）。

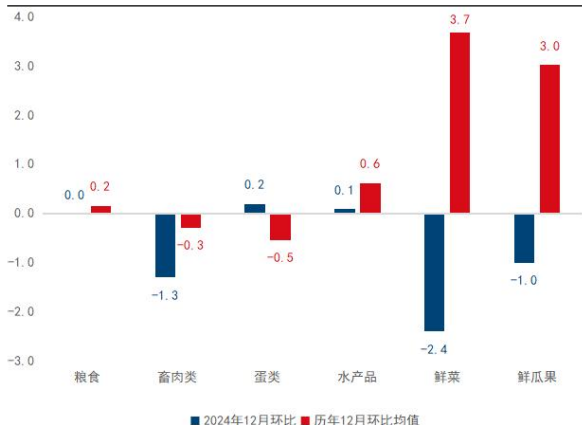
图23：中国 CPI 环比与历史均值比较



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

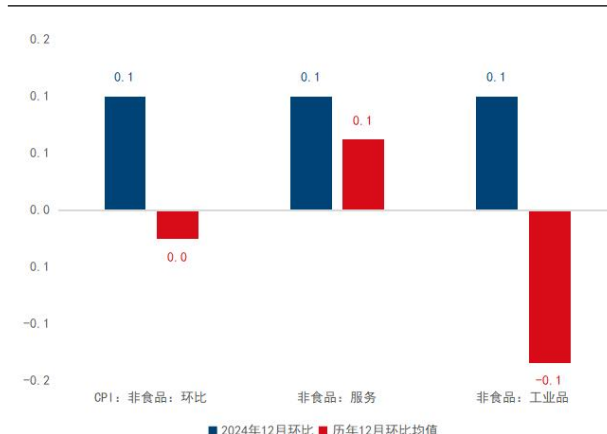
12月食品环比为-0.6%，低于季节性约1.3个百分点，其中鲜菜、鲜瓜果、畜肉是拖累食品价格环比低于季节性的主要分项；12月非食品环比为0.1%，高于季节性0.1个百分点，其中服务、工业品价格环比均高于季节性水平。

图24: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较



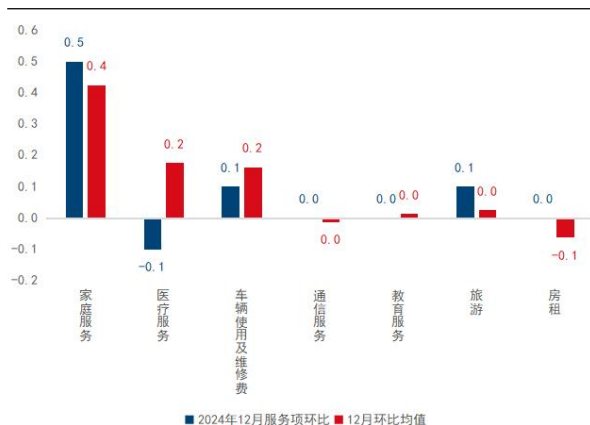
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图25: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较



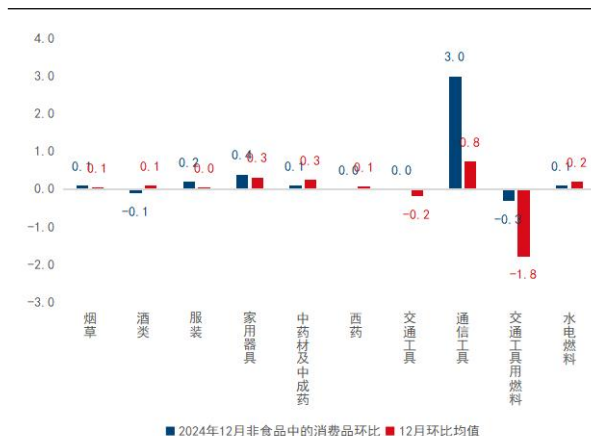
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图26: 中国 CPI 非食品中服务品价格环比与历史均值比较



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图27: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较



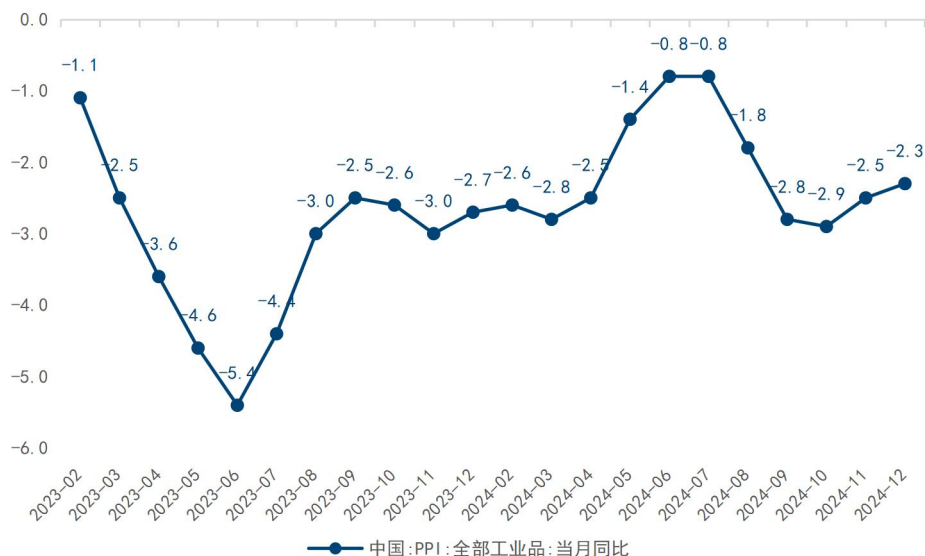
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

12月PPI当月同比降幅继续收窄

12月中国PPI同比为-2.3%，同比降幅较11月继续收窄0.2个百分点。其中PPI生产资料价格同比为-2.6%，降幅较11月收窄0.3个百分点；PPI生活资料价格同比为-1.4%，降幅持平11月。

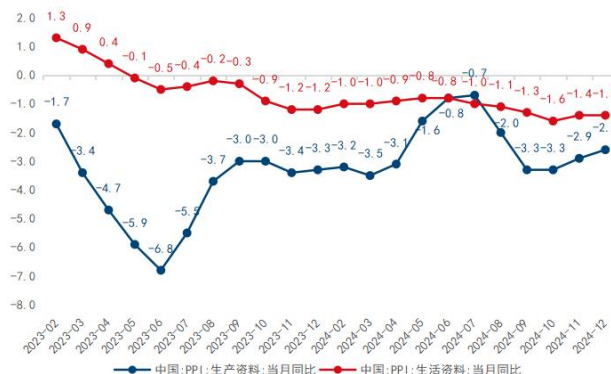
整体来看，12月国内PPI同比降幅继续收窄，其中生产资料价格同比降幅收窄是主因，生产资料价格同比降幅持平上月。生产资料各分项中，偏上游的采掘工业和偏下游的加工工业价格同比降幅收窄较小，偏中游的原材料工业价格同比降幅收窄幅度较大，表明供给侧结构性改革和扩内需政策在中游原材料工业领域效果显著。

图28: 中国 PPI 当月同比走势一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图29: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格当月同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 2 月为 1-2 月累计同比)

图30: 中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览

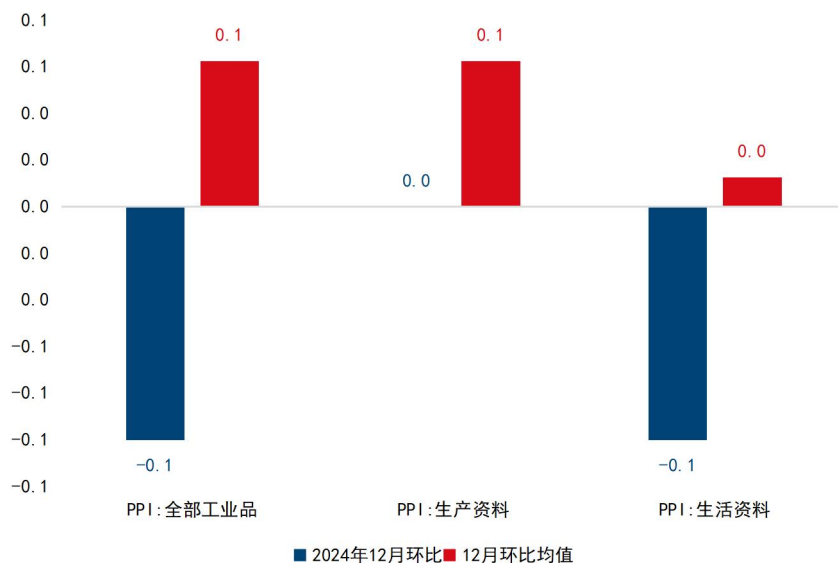


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 2 月为 1-2 月累计同比)

12 月 PPI 环比仍低于历史平均水平，表现偏弱

12 月 PPI 环比为-0.1%，较 11 月回落 0.2 个百分点，转为负值，仍低于历史同期均值。其中 PPI 生产资料和生活资料价格环比均低于历史同期均值。PPI 生产资料 12 月环比为零，较上月回落 0.1 个百分点，低于历史同期均值 0.1 个百分点；PPI 生活资料 12 月环比为-0.1%，较上月回落 0.1 个百分点，低于历史同期均值 0.1 个百分点。

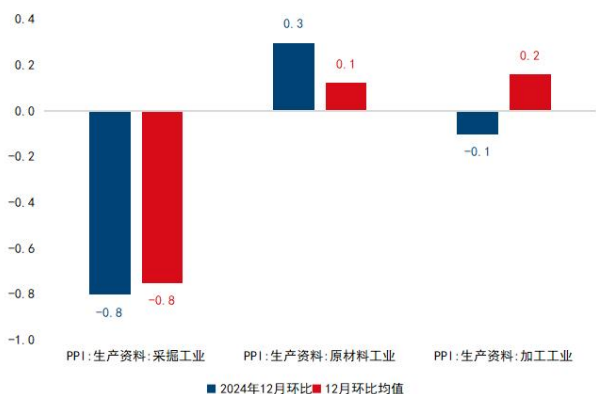
图31: 中国 PPI 环比与历史均值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

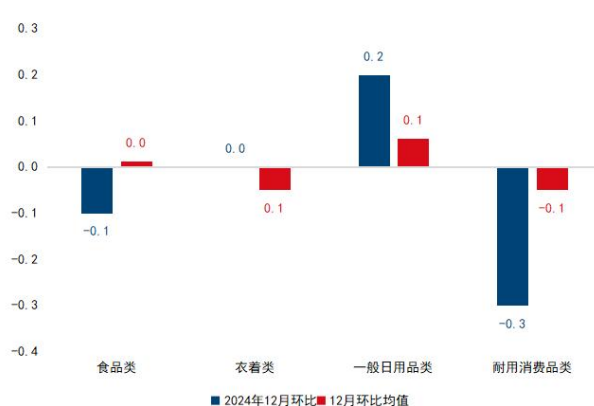
生产资料中, 12 月加工工业价格环比低于历史同期均值, 采掘工业价格同比基本持平历史同期均值, 原材料工业价格环比高于历史同期均值; 生活资料中, 食品类、耐用消费品类价格环比低于历史同期均值, 衣着类、一般日用品类高于历史同期均值。

图32: 中国 PPI 生产资料分项价格环比与历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图33: 中国 PPI 生活资料分项价格环比与历史均值

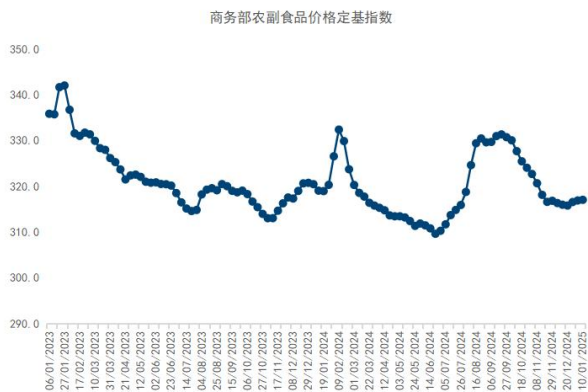


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

基于高频指标对 2025 年 1 月 CPI 和 PPI 同比的预测

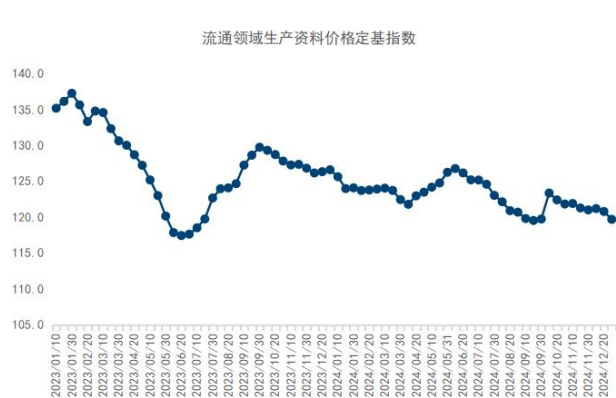
在春节效应推动下, 2025 年 1 月国内综合通胀同比有望明显上升。基于高频价格指标的表现, 考虑稳增长政策显效以及春节效应对 2025 年 1 月价格的推动作用, 预计 1 月国内 CPI 食品价格环比约为 3.5%, CPI 非食品价格环比约为 0.5%, CPI 整体环比约为 1.1%, 1 月 CPI 同比或明显上升至 0.9%; 预计 1 月国内 PPI 环比约为零, 1 月 PPI 同比或继续上升至-2.1%。

图34: 中国食品高频价格指数走势



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图35: 中国工业品价格高频指标走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032