



2025 年 5 月 28 日

首席经济学家：郑后成

执业证书编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

邮箱：houchengzheng@163.com

相关报告

1.英大证券宏观评论：4 月我国 PPI 同比与美国 CPI 同比大概率双双下行，美联储降息时点或在 6 月左右（20250414）

2.英大证券宏观评论：25 年我国外交与军事或“有惊”但“无险”，货币政策着力夯实 A 股市场“政策底”（20250331）

3.英大证券宏观评论：1 月 CPI 月度边际上行幅度略强于季节性，美国 CPI 同比或不具备大幅上行的基础（20250214）

4.英大证券宏观评论：实施更加积极有为的宏观政策，2025 年上半年是重要落地“窗口期”（20241218）

5.英大证券宏观评论：宏观政策主基调力度空前，新能源是新发展理念的重要承载行业（20241212）

6.英大证券宏观评论：制造业 PMI 连续 2 个月位于扩张区间，产成品存货同比低点或在明年 3 季度左右（20241206）

7.英大证券宏观评论：2025 年上半年 CPI 当月同比或低位徘徊，下半年 PPI 当月同比大概率高于上半年（20241120）

8.英大证券宏观评论：2024 年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势（20241111）

9.英大证券宏观评论：全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场（20241030）

10.英大证券宏观评论：下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革的牵引作用（20240826）

11.英大证券宏观评论：新质生产力是一项系统工程，进一步全面深化改革时间紧任务重（20240729）

汽车类消费增速领先石油及制品类，尚需进一步推出提振房地产投资增速的政策

——4 月经济数据解读

- 4 月工业增加值当月同比 6.10%，预期 5.70%，前值 7.70%；4 月工业增加值累计同比 6.40%，前值 6.50%；4 月固定资产投资完成额累计同比 4.0%，预期 4.30%，前值 4.20%；4 月社会消费品零售总额当月同比 5.10%，预期 5.50%，前值 5.90%；4 月社会消费品零售总额累计同比 4.70%，前值 4.60%。我们解读如下：
- 一、采矿业与国有及国有控股企业工增增速面临压力，四大经济类型相关性明显更高；
- 二、第三产业是“稳投资”的主要方向之一，5 月房地产投资增速或还将继续承压；
- 三、4 月就业数据“多空交织”，对我国就业情况持谨慎乐观的态度；
- 四、汽车类与石油及制品类拖累 4 月消费增速，从经验与逻辑看汽车类领先石油及制品类；
- 五、“对等关税”是 4 月宏观经济承压主因，5 月我国宏观经济或不具备大幅上行基础。
- 风险提示：1. 关税对我国出口的影响超预期；2. 美联储降息力度低于预期。
- 注：本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。

正文目录

一、采矿业与国有及国有控股企业工增增速面临压力，四大经济类型相关性明显更高	3
二、第三产业是“稳投资”的主要方向之一，5月房地产投资增速或还将继续承压	4
三、4月就业数据“多空交织”，对我国就业情况持谨慎乐观的态度	7
四、汽车类与石油及制品类拖累4月消费增速，从经验与逻辑看汽车类领先石油及制品类	7
五、“对等关税”是4月宏观经济承压主因，5月我国宏观经济或不具备大幅上行基础	9

图表目录

图1：四大经济类型之间的相关性明显更高，走势具有更强的一致性（%）	3
图2：国有及国有控股企业与电力燃气及水的生产和供应业接近高度相关（%）	4
图3：房地产开发占固定资产投资完成额比重持续下探是必然趋势（%）	5
图4：煤焦钢产业链价格尚未看到止跌倾向，表明房地产投资需求较为疲弱（元/吨）	6
图5：年内社会消费品零售总额累计值同比与累计同比差值还将维持在1个百分点左右（%）	8
图6：汽车类零售额增速领先于石油及制品类零售额增速是情理之中的事情（%）	9

事件：4月工业增加值当月同比6.10%，预期5.70%，前值7.70%；4月工业增加值累计同比6.40%，前值6.50%；4月固定资产投资完成额累计同比4.0%，预期4.30%，前值4.20%；4月社会消费品零售总额当月同比5.10%，预期5.50%，前值5.90%；4月社会消费品零售总额累计同比4.70%，前值4.60%。

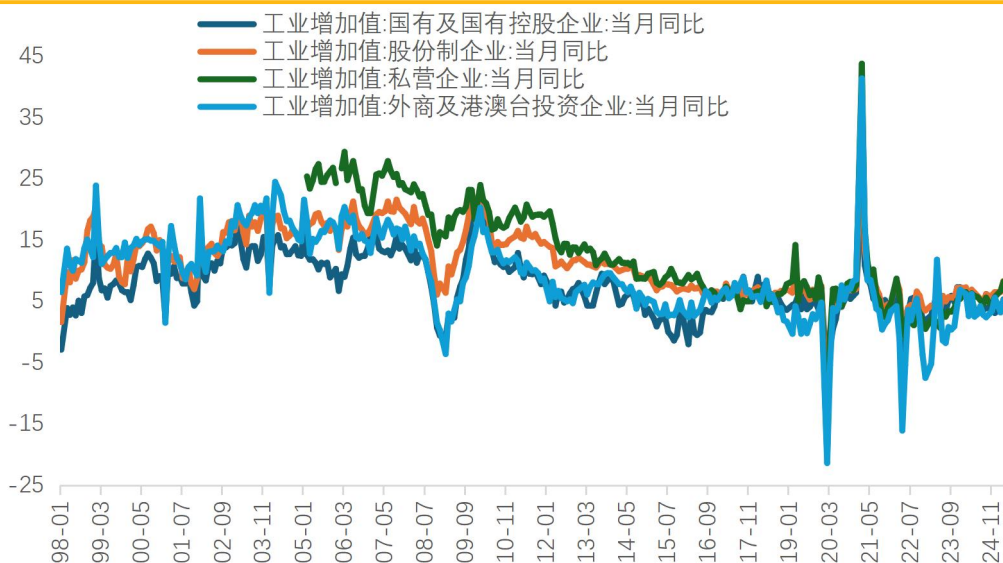
点评：

一、采矿业与国有及国有控股企业工增增速面临压力，四大经济类型相关性明显更高

4月工业增加值相关数据的表现并不突出，体现在以下三点：**一是**4月工业增加值当月同比录得6.10%，高于预期0.40个百分点，位于2021年下半年以来的相对高位，但是较前值下行1.60个百分点，创近3个月新低；**二是**4月工业增加值累计同比录得6.40%，较前值下行0.10个百分点，为2024年3月以来次高值；**三是**4月工业增加值环比录得0.22%，较前值下行0.22个百分点，降幅高达50%，创2024年4月以来新低。

分部类看，4月采矿业、制造业与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比分别为5.70%、6.60%、2.10%，分别较前值下行3.60、1.30、1.40个百分点。4月三大部类工业增加值当月同比均较前值下行，其中，采矿业的下行幅度最大，可能的原因有两点：**一是**经济基本面方面，4月初特朗普政府超预期推出“对等关税”，利空全球宏观经济前景，施压采矿业工业增加值当月同比；**二是**受低基数效应影响，3月采矿业工业增加值当月同比大幅上行5.0个百分点至9.30%，在4月基数走高的背景下，出现一定程度的回落。类似现象也出现在制造业与电力燃气及水的生产和供应业中，但是作为上游，采矿业这一现象表现得最为明显。**分经济类型看**，4月国有及国有控股企业、股份制企业、私营企业、外商及港澳台投资企业工业增加值当月同比分别为2.90%、6.60%、6.70%、3.90%，分别较前值下行2.40、1.70、1.50、1.30个百分点。该组数据的特征是，国有及国有控股企业下行幅度最大，较3月下行高达2.40个百分点，且绝对读数垫底，仅为2.90%，创2023年3月以来新低。

图 1：四大经济类型之间的相关性明显更高，走势具有更强的一致性（%）



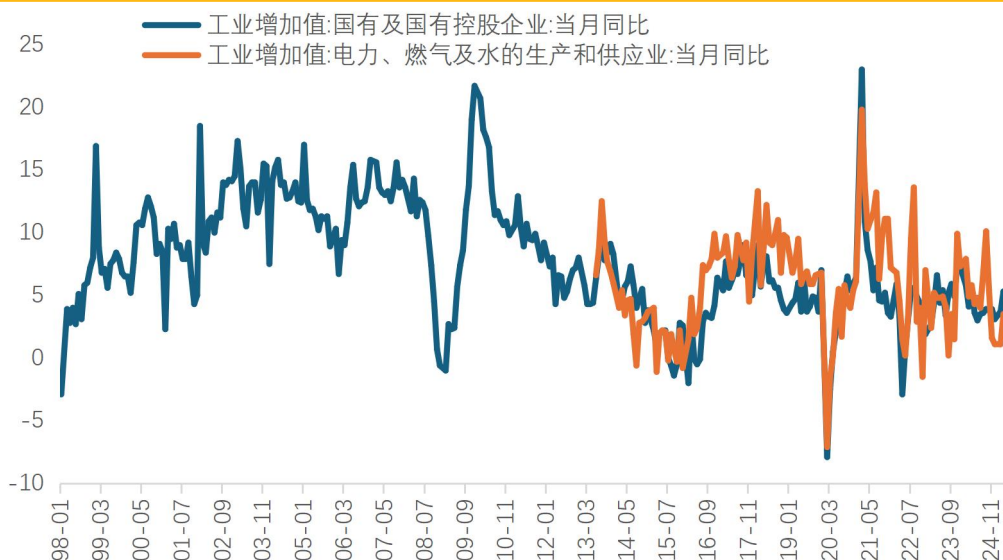
数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

我们同时测算三大部类内部的相关性，以及四大经济类型之间的相关性。**三大部类方面**，以采矿业为“轴”，采矿业与制造业、电力燃气及水的生产和供应业的相关系数分别为0.2864、0.0996。**四大经济类型方面**，以国有及国有控股企业为“轴”，

国有及国有控股企业与股份制企业、私营企业、外商及港澳台投资企业的相关系数分别为 0.8784、0.7601、0.8504，属于高度相关。可见，与三大部类所代表的上中下游产业链相比，四大经济类型之间的相关性明显更高，走势具有更强的一致性。

在以上分析的基础上，我们测算 PPI 当月同比与三大部类以及四大经济类型之间的相关性。**三大部类方面**，PPI 当月同比与采矿业、制造业、电力燃气及水的生产和供应业的相关系数分别为 0.0257、-0.0799、0.5420，也就是说，PPI 当月同比与采矿业、制造业工业增加值当月同比的相关系数很低，乃至负相关，但是与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比的相关系数却高达 0.5420。**四大经济类型方面**，PPI 当月同比与国有及国有控股企业、股份制企业、私营企业、外商及港澳台投资企业的相关系数分别为 0.4027、0.2580、0.2427、0.2434，其中，与国有及国有控股企业的相关系数最高，与其他三大经济类型的相关系数也不低。在此基础上，我们测算国有及国有控股企业与电力燃气及水的生产和供应业之间的相关性，二者的相关系数为 0.7348，为中度相关，接近高度相关。

图 2：国有及国有控股企业与电力燃气及水的生产和供应业接近高度相关（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

二、第三产业是“稳投资”的主要方向之一，5 月房地产投资增速或还将继续承压

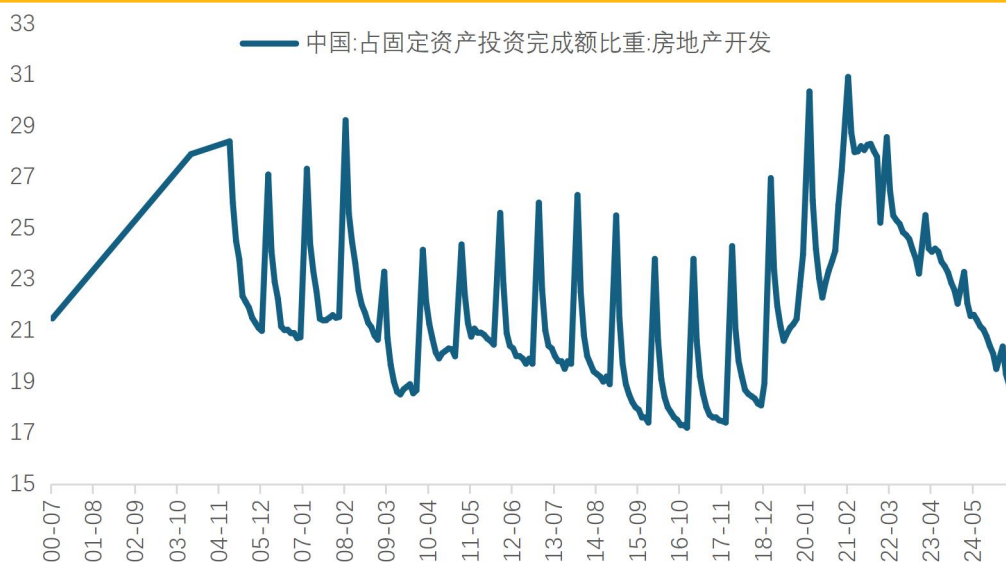
4 月固定资产投资相关数据的表现较为一般，体现在以下两点：**一是**4 月固定资产投资完成额累计同比录得 4.0%，低于预期 0.30 个百分点，较前值下行 0.20 个百分点，创近 3 个月新低；**二是**4 月固定资产投资完成额环比录得 0.10%，较前值下行 0.09 个百分点，降幅接近 50%，创 2024 年 4 月以来新低。**从结构看**，4 月第一、二、三产业固定资产投资完成额累计同比为 13.20%、11.70%、-0.20%，分别较前值下行 2.80、0.20、0.30 个百分点。其中，第一产业下行幅度最大，但是连续 3 个月录得两位数增长；第三产业时隔 2 个月再度进入负值区间，表明第三产业较为疲弱。值得指出的是，4 月第一、二、三产业占固定资产投资完成额比重分别为 2.02%、35.22%、62.76%，其中，第三产业是当前固定资产投资完成额的“顶梁柱”。可见，有效推升固定资产投资完成额累计同比，第三产业是“重中之重”：**一是**第三产业的占比最高；**二是**第三产业在第一、二、三产业中最为疲弱，推升空间最大。因此，第三产业的固定资产投资，应该是“稳增长”的主要方向之一。**换个角度看**：4 月房地产开发投资完成额累计同比为 -10.30%，较前值下行 0.40 个百分点，创近 3 个月新低；4 月基础设施建设投资（不含

电力)完成额累计同比为 5.80%，持平于前值，为 2024 年 5 月以来高点，与此同时，4 月基础设施建设投资完成额累计同比为 10.85%，较前值下行 0.65 个百分点，连续 2 个月录得两位数增长，为 2023 年 3 月以来次高值；4 月制造业固定资产投资完成额累计同比为 8.80%，较前值下行 0.30 个百分点，创 2024 年 2 月以来新低。

房地产投资方面，在 3 月较 2 月小幅下行 0.10 个百分点的背景下，4 月房地产开发投资完成额累计同比较 3 月大幅下行 0.40 个百分点，时隔 3 个月再次滑入-10.0%以下区间。1-4 月累计同比较 1-3 月累计同比下行 0.40 个百分点，换算成当月同比的话，4 月房地产开发投资完成额当月同比为-11.53%，较前值下行 1.22 个百分点。回顾 1999 年月有数据记录来的数据，低于-10.0%的月份有 11 个月，其中，2020 年 1 次（2 月的-16.30%），2022 年 1 次（12 月的-10.0%），2024 年 8 次，2025 年 4 月的-10.30%，位列第四名，如果剔除掉新冠肺炎疫情期间的异常值，即 2020 年 2 月的-16.30%，则 2025 年 4 月的-10.30%位列第三名。但是，如果从当月同比的角度看，情况并没有这么差，因为低于-11.53%这一读数的月度数据有 19 个，主要集中在 2022 年、2023 年与 2024 年。

换个角度看，4 月房地产开发占固定资产投资完成额比重录得 18.86%，较前值下行 0.43 个百分点，创 2018 年 12 月以来新低。在基建投资增速与制造业投资增速持续录得正值，而房地产投资增速持续录得负值的背景下，房地产开发占固定资产投资完成额比重持续下探是必然趋势。预计在短期内，该趋势还将延续。以上表明，4 月房地产基本面临较大压力。与这一判断相呼应的是，4 月 M1 同比为 1.50%，较前值下行 0.10 个百分点，位于历史相对低位区间，与此同时，4 月国房景气指数为 93.86，较前值下行 0.09 个点，结束“十一连涨”。

图 3：房地产开发占固定资产投资完成额比重持续下探是必然趋势（%）

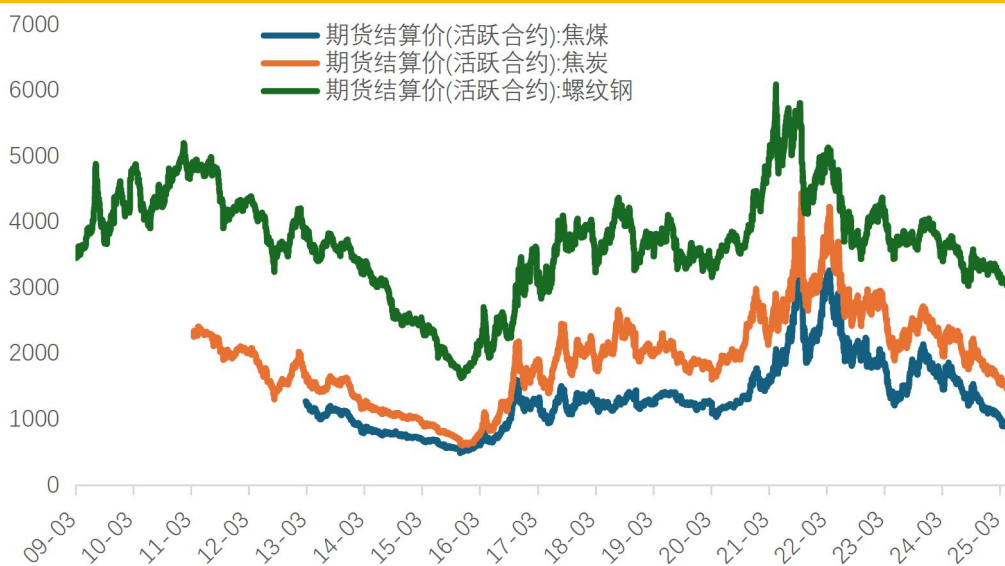


数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

从结构上看，4 月东部地区、中部地区、西部地区、东北地区房地产开发投资完成额累计同比录得-11.70%、-9.60%、-4.80%、-21.80%，分别较前值下行 0.20、1.30、0、1.80 个百分点。从累计值看，2025 年 1-4 月东部地区、中部地区、西部地区、东北地区分别为 16838.00 亿元、5598.00 亿元、4881.00 亿元、412.34 亿元，其中，东部地区、中部地区、西部地区、东北地区的占比分别为 60.72%、20.19%、17.60%、1.49%。可见，东部地区居于主导地位。此外，东北地区在 3 月-20.0%的基础上，4 月下探 1.80 个百分点，表明目前东北地区房地产基本面较为一般。

4月建筑工程、安装工程、设备工器具购置、其他费用投资完成额累计同比分别为-12.60%、-14.80%、-9.70%、-6.90%，分别较前值上行-0.10、0.90、5.70、-1.30个百分点。其中，安装工程、设备工器具购置较前值上行，而建筑工程、其他费用则较前值下行。但是应该看到，在房地产投资中占比高的是建筑工程与其他费用，而安装工程与设备工器具购置占比较低。以2025年1-4月为例，建筑工程、安装工程、设备工器具购置、其他费用投资完成额累计值分别为14873.13亿元、825.16亿、200.52亿元、11830.75亿元，占比分别为53.64%、2.98%、0.72%、42.66%。可见，建筑工程、其他费用在房地产投资中占据主导地位。“其他费用”指在固定资产建造和购置过程中发生的，除建筑安装工程和设备、工器具购置投资完成额以外的费用，土地购置费在其中占较高比重。

图4：煤焦钢产业链价格尚未看到止跌倾向，表明房地产投资需求较为疲弱（元/吨）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

展望5月，房地产开发投资完成额累计同比或还将继续承压：**一是**从图形走势看，房地产开发投资完成额累计同比在2-4月加速下探，目前难以看出较为明显的止跌趋势；**二是**从煤焦钢产业链的价格走势看，截止至5月27日，螺纹钢期货价格已经跌破3000元/吨，而焦煤与焦炭价格则跌回2016年至2017年的水平，且煤焦钢产业链价格尚未看到止跌倾向，表明房地产投资需求较为疲弱；**三是**包括中美在内的全球贸易摩擦对出口产业链企业以及就业情况产生不利影响，有可能加大相应企业主体、企业主体以及相关人士面临的财务压力，进而对房地产价格以及房地产产业链形成压力，利空房地产开发投资完成额累计同比；**四是**4月居民户新增中长期人民币贷款当月值录得-1231.00亿元，环比多减6278.00亿元，同比少减435.00亿元。该读数创2024年5月以来新低，与之相呼应的是，4月个人按揭贷款累计同比录得-8.50%，较前值下行1.50个百分点。当然，我们也应该看到，近期美元指数出现一定程度贬值倾向，相应地，人民币汇率出现一定幅度升值倾向。海外资金的流入，在一定程度上利多房地产价格，进而利多房地产投资增速。值得指出的是，2022年以来，居民户新增中长期人民币贷款当月值这一指标存在较为明显的“4月现象”，即2022年-2025年4月居民户新增中长期人民币贷款当月值均录得负值：2022年-2025年4月居民户新增中长期人民币贷款当月值分别录得-313.72亿元、-1,156.00亿元、-1,666.00亿元、-1,231.00亿元，而在2022年之前，4月该指标均录得正值。

三、4月就业数据“多空交织”，对我国就业情况持谨慎乐观的态度

4月城镇调查失业率相关数据整体较3月下行，仅从这一点看，4月就业情况是好转的：**一是**4月城镇调查失业率录得5.10%，较前值下行0.10个百分点，持平于2024年12月，为2024年12月以来低点；**二是**4月31个大城市城镇调查失业率录得5.10%，较前值下行0.10个百分点，持平于2025年1月，为2025年1月以来低点；**三是**4月本地户籍人口就业人员调查失业率录得5.20%，较前值下行0.10个百分点，持平于2024年11月，为2024年11月以来低点；**四是**4月外来户籍人口就业人员调查失业率录得4.80%，较前值下行0.10个百分点，创近3个月新低；**五是**4月外来农业户籍人口就业人员调查失业率录得4.70%，较前值下行0.30个百分点，创近3个月新低。

与以上数据形成呼应的是，2025年2月、3月规模以上工业企业平均用工人数累计同比录得0.10%、0.10%，时隔31个月重返正值区间，与此同时，2025年2月、3月规模以上工业企业亏损企业亏损额累计同比录得-2.30%、-6.10%，时隔5个月重返负值区间。仅从这一组数据看，工业企业用工情况有好转迹象。

但是我们还要看到，当前依旧存在利空就业情况的数据。**第一**，4月企业就业人员周平均工作时间录得48.30小时/周，较前值下行0.20小时/周。剔除掉2月的47.10小时/周，则为2024年3月以来最低值。企业就业人员周平均工作时间脱离前期高位区间，表明宏观经济需求相对疲弱，进而利空工业企业用工量。**第二**，3月农村外出务工劳动力人数同比录得1.10%，较前值下行0.10个百分点，创2023年3月以来新低，表明外出务工需求增速下降。**第三**，从宏观经济基本面看，在美国全球范围推出“对等关税”的背景下，叠加考虑短期内美联储继续暂停降息，以及我国房地产投资增速维持下行趋势，我国宏观经济需求在短期可能还面临一定压力，可能对我国就业情况形成一定压力。综上，我们对就业情况持谨慎乐观的态度。

四、汽车类与石油及制品类拖累4月消费增速，从经验与逻辑看汽车类领先石油及制品类

4月消费数据表现一般，体现在两点：**一是**4月社会消费品零售总额当月同比录得5.10%，低于预期0.40个百分点，较前值下行0.80个百分点，为2024年3月以来次高值；**二是**4月社会消费品零售总额环比录得0.24%，较前值下行0.23个百分点，降幅接近50%，创2024年7月以来新低。累计同比方面，4月社会消费品零售总额累计同比4.70%，较前值上行0.10个百分点，持平于2024年3月，为2024年3月以来高点。

关于消费数据，有两个统计特征。**第一，季节性方面**，从1980年至2024年，4季度社会消费品零售总额季度值，总是高于3季度，此外，以2季度社会消费品零售总额季度值是否高于1季度为标准，可以把1980年以来的社会消费品零售总额季度数据分为四个阶段：**第一阶段**从1980年至1992年，在该阶段，2季度低于1季度；**第二阶段**从1993年至1996年，在该阶段，2季度高于1季度，年内走势总体“逐季上行”；**第三阶段**从1997年至2009年，在该阶段，2季度低于1季度；**第四阶段**从2010年至2024年，在该阶段，2季度高于1季度，年内走势总体“逐季上行”，唯一的例外是2021年3季度录得106153.00亿元，较2021年2季度下行530.50亿元。**第二，累计值同比方面**，将社会消费品零售总额累计值做“同比”，得出“社会消费品零售总额累计值同比”。我们发现，与“社会消费品零售总额累计同比”这一指标相比，二者存在出入。2025年2-4月社会消费品零售总额累计值同比分别录得2.98%、3.61%、3.73%，而2-4月社会消费品零售总额累计同比分别录得4.0%、4.60%、4.70%，二者的差值分别为1.02、0.99、0.97个百分点。回顾二者差值的走势，可以发现较为明显的特征，

就是有的时候在 ± 0.10 个百分点之下，有的时候远高于 ± 0.10 个百分点，但是不论如何，偏差是以年度为单位的。也就是说，在2025年2-4月二者的差值分别为1.02、0.99、0.97个百分点的背景下，2025年5-12月，社会消费品零售总额累计值同比与社会消费品零售总额累计同比的差值还将维持在1.0个百分点左右。

图 5：年内社会消费品零售总额累计值同比与累计同比差值还将维持在 1 个百分点左右 (%)

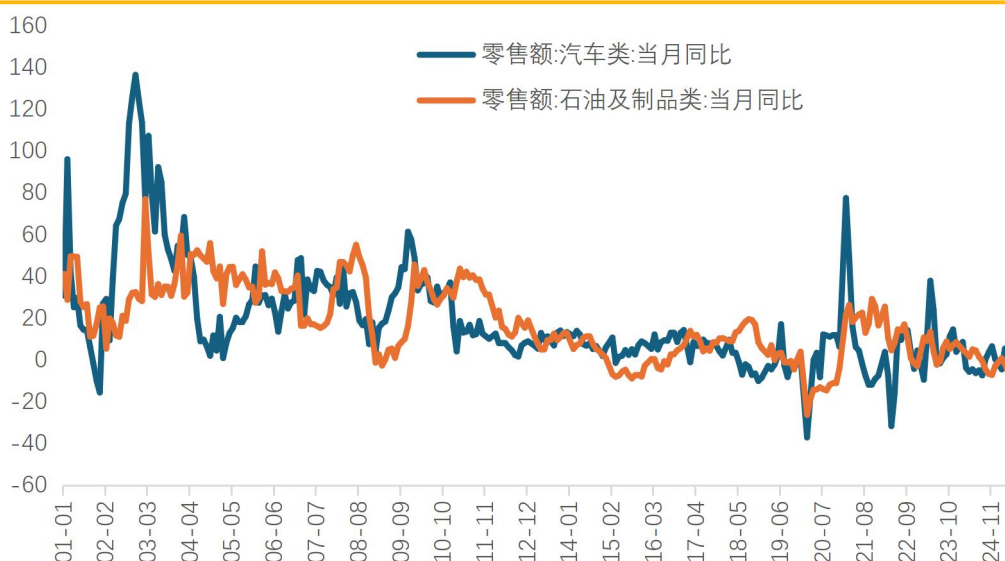


数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

对 4 月消费增速形成拖累的因素主要有以下两点。**首先是石油及制品类零售额当月同比**：一是 4 月石油及制品类零售额当月同比录得-5.70%，在已经公布数据的 16 类中，位列倒数第一，且是唯一录得负增长的细项；**二是 4 月石油及制品类零售额当月同比较 3 月下行 3.80 个百分点**，从月度环比的角度，对 4 月消费增速形成拖累。**其次是汽车类零售额当月同比**：虽然 4 月汽车类零售额当月同比录得 0.70%，位于正值区间，但是较前值大幅下行 4.80 个百分点，值得指出的是，4.80 个百分点的下行幅度，在 16 个细项中是最大的。

在以上分析的基础上，我们探究汽车类零售额增速与石油及制品类零售额增速二者之间的关系。**从相关系数看**，汽车类零售额累计同比与石油及制品类零售额累计同比的相关系数为 0.6574，汽车类零售额当月同比与石油及制品类零售额当月同比的相关系数为 0.4679，二者均为中度相关。由于累计同比的稳定性强于当月同比，因此前者相关系数的读数高于后者相关系数的读数。**从图形走势上看**，不论是在周期底部，还是在周期顶部，汽车类零售额增速均领先石油及制品类零售额增速，最为明显的是 2008 年美国次贷危机期间，汽车类零售额当月同比在 2009 年 1 月触底，而石油及制品类零售额当月同比则在 2009 年 3 月触底，此后汽车类零售额当月同比在 2009 年 11 月触顶，而石油及制品类零售额当月同比则在 2010 年 1 月触顶；**从宏观逻辑上看**，二者均是宏观经济周期的重要组成部分，其中，汽车是下游重要需求之一，而石油则是宏观经济的“影子指标”。在“需求领先于供给”以及“数量领先于价格”两大宏观逻辑的支撑下，汽车类零售额增速领先于石油及制品类零售额增速是情理之中的事情。

图 6：汽车类零售额增速领先于石油及制品类零售额增速是情理之中的事情（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

五、“对等关税”是 4 月宏观经济承压主因，5 月我国宏观经济或不具备大幅上行基础

4 月我国宏观经济主要指标总体承压，早有预兆。从先行指标看，4 月制造业 PMI 录得 49.0，较前值大幅下行 1.50 个百分点，时隔 2 个月再次滑至荣枯线之下，持平于 2023 年 12 月与 2023 年 6 月，为 2023 年 6 月以来低点。与此同时，4 月非制造业 PMI 录得 50.40，较前值下行 0.40 个百分点，处于历史相对低位区间。从价格角度看，4 月我国 PPI 当月同比录得-2.70%，较前值下行 0.20 个百分点，创 2024 年 11 月以来新低，在价格角度预示 4 月我国宏观经济大概率承压。从宏观经济基本面看，4 月初特朗普政府推出对等关税，对包括我国在内的全球宏观经济预期形成重大冲击，此后中美“关税战”不断升级，对我国宏观经济实际运行形成一定影响。

进入 5 月，中美“关税战”得到较大程度的缓和。即便如此，425 政治局会议提出“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，预计中美在关税方面的博弈还将持续存在。此外，即使下调关税税率，但是也比此前要高，对我国出口增速也将形成利空，况且前期“抢出口”也在较大程度上透支后期的海外需求。美联储货币政策方面，受新订单推动，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值 52.3，高于预期 2.40 个百分点，较前值上行 2.10 个百分点，创三个月新高；5 月 Markit 服务业 PMI 初值 52.3，高于预期 1.30 个百分点，较前值上行 1.50 个百分点，创下两个月新高；5 月 Markit 综合 PMI 初值 52.1，高于预期 1.80 个百分点，较前值上行 1.50 个百分点。该组数据超预期且超前值，降低美联储在短期内降息的概率。此外，5 月 2 日美国最高法院以 7-2 的票数作出裁决，允许特朗普罢免国家劳资关系委员会（NLRB）和功绩制保护委员会（MSPB）负责人，同时，裁决保护美联储免受特朗普罢免高级官员的影响，法院特别指出美联储是一个“结构独特的准私人实体”。这就意味着 2026 年 5 月之前，鲍威尔还将担任美联储主席，也就是说，美联储短期降息的概率大幅降低。美联储继续暂停降息，在一定程度上加大我国面临的外部约束。综合以上几点，叠加考虑 5 月房地产投资增速短期或还将继续承压，我们认为，5 月我国宏观经济或不具备大幅上行基础。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。