



2026年4月29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：美伊战争或至少延续至中期选举，年内我国央行降准降息的力度不会非常大（20260326）

2.英大证券宏观评论：1月美国ISM制造业PMI远超预期，后期走势有待进一步观察（20260306）

3.英大证券宏观评论：生产力与生产关系视角下的2025年中央经济工作会议八项重点任务（20251216）

4.英大证券宏观评论：2026年我国将继续在国际经贸斗争中“占优”，“绿色”主题排序“跨越式”上升（20251212）

5.英大证券宏观评论：2026年A股大盘或面临支撑，年内高点大概率位于下半年（20251205）

6.英大证券宏观评论：2026年我国CPI同比大概率高于2025年（20251124）

7.英大证券宏观评论：2026年我国外汇储备大概率在3.3万亿美元基础上稳步上行（20251110）

8.英大证券宏观评论：高水平科技引领发展新质生产力，明后两年我国GDP增速预期目标或均为“5.0%左右”（20251030）

9.英大证券宏观评论：“适时加力”落在4季度概率大于3季度，中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头（20250807）

10.英大证券宏观评论：“猪油”共振向下是5月CPI当月同比承压主因，6月我国PPI当月同比大概率还将低位徘徊（20250619）

11.英大证券宏观评论：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（20250528）

1季度GDP增速录得5.0%完全符合预期，人民币汇率升值利多一线城市房价环比

——3月经济数据解读

➤ 3月工业增加值当月同比5.70%，预期5.40%，前值6.30%；3月工业增加值累计同比6.10%，前值6.30%；3月固定资产投资完成额累计同比1.70%，前值1.80%；3月社会消费品零售总额当月同比1.70%，预期2.50%，前值2.80%；3月社会消费品零售总额累计同比2.40%，前值2.80%。我们解读如下：

➤ 一、高技术制造业生产维持较高增速，而劳动密集型行业生产增速则持续承压；

➤ 二、民间投资、第二产业以及制造业投资是3月固定资产投资增速的支撑项；

➤ 三、人民币汇率升值利多一线城市房价环比，70个大中城市房价同比或将企稳；

➤ 四、3月消费数据表现较为一般，4月消费增速或还将继续承压；

➤ 五、1季度GDP增速录得5.0%完全符合我们预期，2季度GDP增速或不低于5.0%。

➤ 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、高技术制造行业生产维持较高增速，而劳动密集型行业生产增速则持续承压	3
二、民间投资、第二产业以及制造业投资是 3 月固定资产投资增速的支撑项	4
三、人民币汇率升值利多一线城市房价环比，70 个大中城市房价同比或将企稳	5
四、3 月消费数据表现较为一般，4 月消费增速或还将继续承压	6
五、1 季度 GDP 增速录得 5.0% 完全符合我们预期，2 季度 GDP 增速或不低于 5.0%	8

图表目录

图 1：信息传输软件和信息技术服务业对 3 月服务业生产指数同比形成支撑（%）	3
图 2：制造业固定资产投资完成额累计同比与第二产业固定资产投资累计同比高度相关（%）	4
图 3：70 个大中城市房屋销售价格当月同比滞后于 70 个大中城市房屋销售价格环比（%；%）	6
图 4：美国消费者信心指数领先中国消费者信心指数（%；%）	7
图 5：出口金额累计同比是 1 季度 GDP 当月同比的主要支撑项（%）	8

事件：3月工业增加值当月同比5.70%，预期5.40%，前值6.30%；3月工业增加值累计同比6.10%，前值6.30%；3月固定资产投资完成额累计同比1.70%，前值1.80%；3月社会消费品零售总额当月同比1.70%，预期2.50%，前值2.80%；3月社会消费品零售总额累计同比2.40%，前值2.80%。

点评：

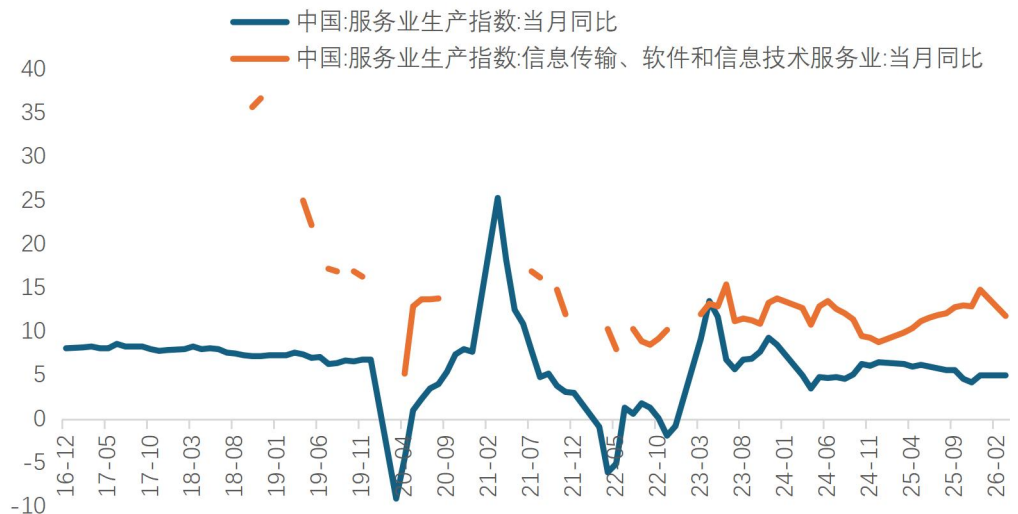
一、高技术制造行业生产维持较高增速，而劳动密集型行业生产增速则持续承压

3月工业增加值当月同比录得5.70%，虽然高于预期0.30个百分点，但是较前值下行0.60个百分点，创近3个月新低；3月工业增加值累计同比录得6.10%，较前值下行0.20个百分点，较2025年全年高出0.20个百分点；3月工业增加值环比录得0.28%，较前值下行0.55个百分点，创近5个月新低。在3月是我国传统开工旺季的背景下，3月工业增加值当月同比、累计同比、环比均较前值下行，表明3月工业增加值数据的表现不是非常好。

与以上判断相印证的是，不管是三大部类，还是四大经济类型，工业增加值当月同比均较前值下行：**分部类看**，3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%、6.00%、3.50%，分别较前值下行0.40、0.60、1.20个百分点；**分经济类型看**，3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5.90%、6.20%、4.00%、3.70%，分别较前值下行1.70、0.70、3.40、0.30个百分点。**值得指出的是**，3月高技术产业工业增加值当月同比录得11.70%，虽然较前值下行1.40个百分点，但是高出总体工业增加值当月同比6.0个百分点，为2022年4月以来次低值，表明国家政策引导下，我国产业升级与结构转型持续进行。

3月服务业生产指数当月同比录得5.0%，较前值下行0.20个百分点，其中，3月信息传输软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业、金融业服务业生产指数当月同比分别录得11.80%、10.10%、6.70%，分别较前值上行1.70、1.90、-0.30个百分点；3月服务业生产指数累计同比录得5.10%，较前值下行0.10个百分点，创2024年12月以来新低。综上，在服务业生产指数同比总体弱势的情况下，信息传输软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业依旧逆势上行，表明市场需求较为旺盛，对3月服务业生产指数同比形成支撑。

图1：信息传输软件和信息技术服务业对3月服务业生产指数同比形成支撑（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

这一现象在出口交货值数据中也有明显体现。3月出口交货值当月同比录得8.70%，较前值上行2.40个百分点，创2025年2月以来新高；3月出口交货值累计同比录得7.10%，较前值上行0.80个百分点，创2022年11月以来新高。细分行业层面，从月度边际上行幅度看，3月排名前六位的是烟草制品业、化学原料及化学制品制造业、汽车制造业、电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、非金属矿物制品业，其出口交货值当月同比分别为33.20%、23.40%、36.30%、10.50%、9.30%、11.70%，分别较前值上行33.60、22.50、17.00、9.10、8.10、7.10个百分点，而排在后六位的是有色金属冶炼及压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业、纺织业木材加工及木竹藤棕草制品业、文教工美体育和娱乐用品制造业、印刷和记录媒介的复制业，其出口交货值当月同比分别为38.90%、25.30%、-11.40%、-20.20%、-11.60%、-12.10%，分别较前值下行36.50、17.70、10.40、8.70、7.20、6.60个百分点。可见，高技术制造行业的出口交货值维持在较高增速，而劳动密集型行业的出口交货值增速则持续承压。

二、民间投资、第二产业以及制造业投资是3月固定资产投资增速的支撑项

3月固定资产投资完成额累计同比录得1.70%，虽然较前值下行0.10个百分点，但是连续2个月位于正值区间；3月固定资产投资完成额环比录得0.52%，较前值下行0.47个百分点，创近3个月新低；3月扣除房地产开发投资的固定资产投资完成额累计同比录得4.80%，较前值下行0.40个百分点，但是高出3月固定资产投资完成额累计同比3.10个百分点，表明房地产投资是固定资产投资的主要拖累项。从民间投资看，3月民间固定资产投资完成额累计同比为-2.20%，较前值上行0.40个百分点，创近7个月新高，此外，3月扣除掉房地产开发投资的民间固定资产投资完成额累计同比录得1.30%，较前值上行0.30个百分点，创近5个月新高。可见，从月度边际上行幅度这一角度看，民间投资是3月固定资产投资完成额累计同比的支撑力量。

图2：制造业固定资产投资完成额累计同比与第二产业固定资产投资累计同比高度相关(%)



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

3月第一、二、三产业固定资产投资累计同比分别为15.90%、5.80%、-1.00%，分别较前值上行-1.50、0.40、-0.60个百分点。其中，第一产业录得2025年4月以来次高值，第二产业创近5个月新高，而第三产业连续11个月位于负值区间。可见，对固定资产投资完成额累计同比形成支撑的是第二产业。从固定资产投资内部的“三驾小马车”看：**一是**3月房地产开发投资完成额累计同比为-11.20%，较前值下行0.10个百分点，为2025年6月以来次高值，但是连续44个月位于负值区间；**二是**3月基础设施建设投资完成额

累计同比为 8.90%，较前值下行 2.50 个百分点，为 2025 年 6 月以来次高值；三是 3 月制造业固定资产投资完成额累计同比为 4.10%，较前值上行 1.00 个百分点，创近 6 个月新高。可见，对固定资产投资完成额累计同比形成支撑的是制造业。这一点与第二产业对固定资产投资完成额累计同比形成支撑是一致的，毕竟第二产业指采矿业、制造业、电力燃气及水的生产和供应业，以及建筑业，而制造业在第二产业中的占比较高。经测算，制造业固定资产投资完成额累计同比与第二产业固定资产投资累计同比的相关系数高达 0.9867。

三、人民币汇率升值利多一线城市房价环比，70 个大中城市房价同比或将企稳

3 月房地产开发投资完成额累计同比为-11.20%，较前值下行 0.10 个百分点，为 2025 年 6 月以来次高值，但是连续 44 个月位于负值区间。**分地区看**，3 月东部地区、西部地区、中部地区、东北地区房地产开发投资完成额累计同比分别录得-11.70%、-8.10%、-11.20%、-31.60%，分别较前值上行-0.30、0.50、0.30、-1.50 个百分点。其中，西部地区、中部地区较前值上行，是 3 月房地产开发投资完成额累计同比的支撑项，而东部地区与东北地区则是主要拖累项，尤其是东北地区创 2017 年 3 月有数据记录以来最低值。

3 月房地产数据的一个典型特征是“销售-新开工-施工-竣工”链条的四个环节均较 2 月上行。具体看：3 月商品房销售面积累计同比为-10.40%，较前值上行 3.10 个百分点，为 2025 年 2 月以来次低；3 月房屋新开工面积累计同比为-20.30%，较前值上行 2.80 个百分点，为近 4 个月新高；3 月房屋施工面积累计同比为-11.70%，持平于前值，为 2025 年 2 月以来低点；3 月房屋竣工面积累计同比为-25.00%，较前值上行 2.90 个百分点，为 2025 年 2 月以来次低值。该组数据表明房地产市场同比数据可能面临系统性的抬升。

与房地产链条数据相对应的是房价的环比数据出现改善，即使房价同比数据还面临一定压力。具体看：**新建商品住宅方面**，3 月 70 个大中城市新建商品住宅房屋销售价格指数当月同比录得-3.60%，较前值下行 0.10 个百分点，创近 9 个月新低，而 3 月 70 个大中城市新建商品住宅房屋销售价格指数环比录得-0.20%，较前值上行 0.10 个百分点，创近 10 个月新高；**二手住宅方面**，3 月 70 个大中城市二手住宅房屋销售价格指数当月同比录得-3.60%，持平于前值，而 3 月 70 个大中城市二手住宅房屋销售价格指数环比录得-0.20%，较前值上行 0.20 个百分点，创近 12 个月新高，为 2023 年 5 月以来高点。可见，3 月房价环比指标的表现优于房价同比指标的表现。我们打开房价环比的内部结构：**一是**3 月一线、二线、三线城市新建商品住宅房屋销售价格指数环比分别录得 0.20%、-0.20%、-0.30%，分别较前值上行 0.20、0、0 个百分点，其中，一线城市时隔 11 个月重返正值区间；**二是**3 月一线、二线、三线城市二手住宅房屋销售价格指数环比分别录得 0.40%、-0.40%、-0.20%，分别较前值上行 0.50、0.10、0.20 个百分点。可见，一线城市是 3 月房价环比上行的主要支撑项。接下来我们需要回答三个问题：**一是**一线城市的房价环比中短期能否持续位于正值区间？**二是**二线城市与三线城市的房价环比能否转正？**三是**一线城市的房价同比能否企稳？

针对第一个问题，客观而言，环比这一指标具有较强的季节性。2025 年 1 月与 3 月一线城市房价环比分别录得 0.10%与 0.20%，但是 4-12 月则持续录得负增长。也就是说，1 季度房价环比录得正值，在一定程度上是季节性现象。此外，即使是房价持续下跌的年份，也存在房价环比录得正值的月份，如 2024 年 1-10 月一线城市房价环比持续录得负增长，但是 11 月与 12 月分别录得 0、0.20%。具体到 2026 年，在 1-2 月录得负值，3 月录得正值的情况下，短期大概率还将录得正值，因为本轮房价环比的上行从 2025 年 12 月启动，连续 4 个月累计上行 1.50 个百分点。在人民币汇率持续升值的背景下，海外资金进入我国，优先购买一线城市前低跌幅较大的房产，尤其是地段较为核心的二手房，

大概率对一线城市的房价环比形成支撑。

在回答完第一个问题之后，对第二个与第三个问题的回答，则相对简单。**针对第二个问题**，不论是二手住宅还是新建商品住宅，二线与三线城市的房价环比与一线城市的房价环比，在绝大多数情况下是趋同的。如果这一判断成立，一线城市房价环比与70个大中城市房屋销售价格指数环比也是趋同的。这就意味着70个大中城市房屋销售价格指数环比在中短期内大概率转正。**针对第三个问题**，70个大中城市房屋销售价格指数当月同比滞后于70个大中城市房屋销售价格指数环比，这就意味着，在70个大中城市房屋销售价格指数环比转正的情况下，70个大中城市房屋销售价格指数当月同比或将企稳。

图3：70个大中城市房屋销售价格当月同比滞后于70个大中城市房屋销售价格环比(%; %)



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

四、3月消费数据表现较为一般，4月消费增速或还将继续承压

3月消费数据表现较为一般：**一是**3月社会消费品零售总额当月同比录得1.70%，低于预期0.80个百分点，较前值下行1.10个百分点；**二是**3月社会消费品零售总额累计同比录得2.40%，较前值下行0.40个百分点，创2023年2月以来新低；**三是**3月社会消费品零售总额环比录得0.14%，较前值下行0.35个百分点，创近3个月新低。

具体看，在3月已经公布的16类零售商品中：增速较2月上行的有6类，其中，石油及制品类、通讯器材类、文化办公用品类、中西药品类、化妆品类、饮料类分别录得0.10%、27.30%、15.00%、5.70%、8.30%、8.20%，分别较前值上行9.80、9.50、9.20、5.00、3.80、2.20个百分点；增速较2月下行的有10类，其中，家具类、烟酒类、家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类、体育娱乐用品类、汽车类、服装鞋帽针纺织品类、日用品类、金银珠宝类、粮油食品类分别录得-8.70%、7.70%、-5.00%、-9.00%、-2.00%、-11.80%、7.00%、4.60%、11.70%、9.50%，分别较前值下行17.50、11.40、8.30、6.80、6.10、4.50、3.40、2.00、1.30、0.70个百分点。

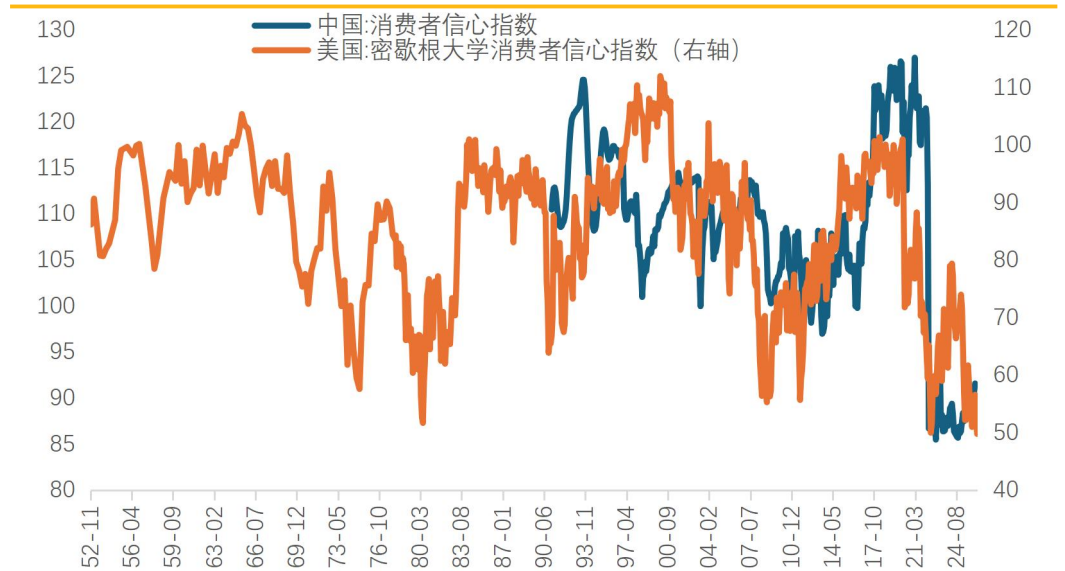
受国际油价上行的拉动，3月石油及制品类零售总额当月同比的月度边际上行幅度最大，高达9.80个百分点，是3月社会消费品零售总额当月同比的支撑项；与生产端的信息传输软件和信息技术服务业服务业生产指数当月同比维持上行走势相一致，消费端的通讯器材类零售总额当月同比也较2月大幅上行9.50个百分点，且绝对读数录得27.30%，创近9个月新高；主要受3月开学季与开工季的影响，文化办公用品类零售总额当月同比的表现也十分突出。**展望4月**，美以伊战争使得国际油价居高不下，叠加2025年4月

受“对等关税”推出的影响，国际油价大幅下跌，因此4月国际油价同比大概率在3月的基础上上行，对4月石油及制品类零售总额当月同比形成支撑；在3月计算机通信和其他电子设备制造业出口交货值当月同比录得9.30%，较前值大幅上行8.10个百分点，创2022年7月以来新高的背景下，预期后期还将继续上行，对通讯器材类零售总额当月同比形成拉升，经测算，虽然二者的相关系数仅为0.2480，但是走势较为趋同，而在我国出口增速维持在较高水平的背景下，预计4月通讯器材类零售总额当月同比还将位于较高位置。

3月包括家具类、家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类等房地产后周期类消费品增速不仅录得深度负增长，且较2月大幅下行，从这个角度看，与3月商品房销售面积累计同比较前值上行3.10个百分点这一现象相背离，但是如果考虑到3月商品房销售面积累计同比仅为-10.40%，依旧位于深度负增长区间，则房地产后周期类消费品增速承压下行也属正常。此外，在社会消费品零售总额中占比第一的汽车类仅录得-11.80%，较前值下行4.50个百分点，创2022年6月以来新低，也是3月社会消费品零售总额当月同比的重要拖累项。

展望4月，社会消费品零售总额当月同比或还将继续承压。我们做出这一判断的依据有以下四点。**第一**，3月城镇调查失业率录得5.40%，较前值上行0.10个百分点，持平于2025年2月，为2023年3月以来新高。**第二**，1季度居民人均可支配收入累计实际同比录得4.00%，较前值下行1.0个百分点，创2023年2季度以来新低。**第三**，3月企业就业人员平均工作时间录得48.1小时/周，持平于前值，为2025年3月以来低点。**第四**，虽然3月CPI当月同比录得1.0%，录得2023年2月以来次高值，但是3月CPI同比的主要支撑项是国际油价，8大分项中，除了“交通和通信”项较前值上行之外，其余七个分项小部分持平于前值，大部分较前值下行。

图4：美国消费者信心指数领先中国消费者信心指数（%；%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

展望短期，从中美两国消费者信心指数看，我国消费增速或还将面临一定压力。2月我国消费者信心指数录得91.60，较1月上行1.0个百分点，创2023年4月以来新高，预示我国居民消费积极性上升。中美两国作为全球前两位经济体，两国消费者信心指数之间存在较强的关联度，且从图形走势看，美国消费者信心指数领先中国消费者信心指数。当前我国尚未公布3月与4月消费者信心指数，但是3月与4月美国消费者信心指数分别为53.30、49.80，其中，4月的49.80创1953年2月有数据记录以来新低，且首

次跌至 50 之下。如果仅从这一点看，当前美国的消费增速面临一定压力。在 4 月美国消费者信心指数创新低的背景下，预计 3 月与 4 月我国消费者信心指数大概率在 2 月 91.60 这一阶段性新高的基础上下行。从这一点看，短期之内我国消费增速或还将面临一定压力。

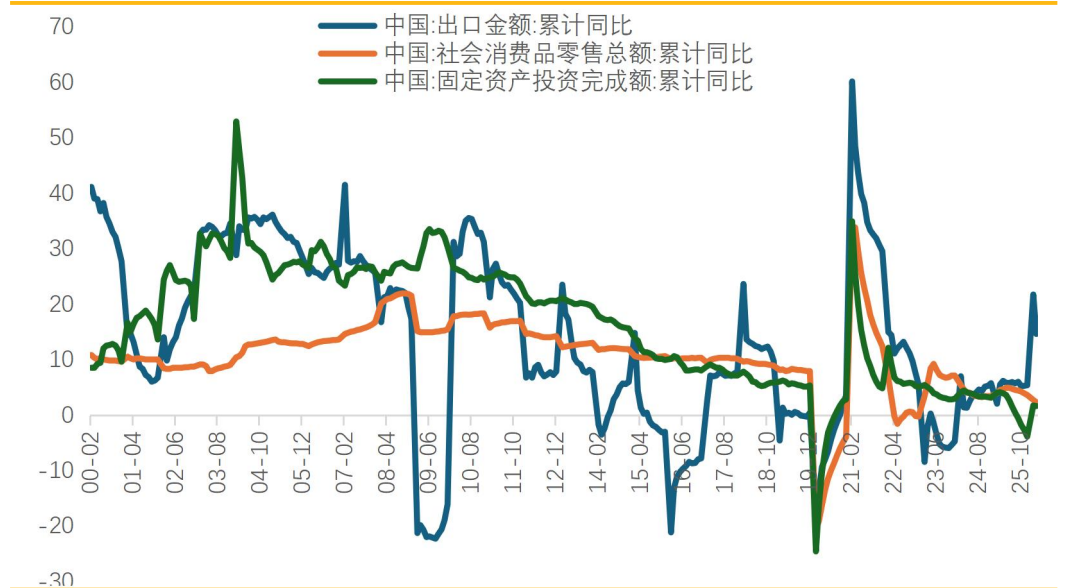
五、1 季度 GDP 增速录得 5.0% 完全符合我们预期，2 季度 GDP 增速或不低于 5.0%

1 季度 GDP 不变价当季同比录得 5.0%，较前值大幅上行 0.50 个百分点，较 2025 年 1 季度下行 0.40 个百分点，创近 3 个季度新高；1 季度 GDP 现价当季同比录得 4.94%，较前值上行 1.06 个百分点，较 2025 年 1 季度上行 0.46 个百分点，创 2023 年 3 季度以来新高。值得指出的是，1 季度 GDP 不变价当季同比录得高增长，是在 2025 年 1 季度 5.40% 这一高基数的基础上取得的。**同样值得指出的是**，1 季度 GDP 不变价当季同比录得 5.0%，完全符合我们在“国家统计局 2026 年 1 季度中国百名经济学家信心调查”中的预判。

从生产端看，3 月工业增加值累计同比录得 6.10%，较前值下行 0.20 个百分点，较 2025 年全年高出 0.20 个百分点，与此同时，3 月服务业生产指数累计同比录得 5.10%，较前值下行 0.10 个百分点，创 2024 年 12 月以来新低。考虑到二者均高于 1 季度 GDP 不变价当季同比 5.0% 的读数，因此二者均是 1 季度 GDP 不变价当季同比录得 5.0% 的支撑项，且考虑到 3 月工业增加值累计同比高于 3 月服务业生产指数累计同比，因此工业增加值增速是 1 季度 GDP 当月同比的主要支撑项。至于 1 季度 GDP 不变价当季同比 5.0% 的读数，低于 3 月工业增加值累计同比与 3 月服务业生产指数累计同比，一个可能的解释是 2025 年 1 季度 5.40% 的基数较高。

从需求端看：3 月出口金额累计同比录得 14.70%，较前值下行 7.10 个百分点，较 2025 年全年上行 9.25 个百分点，较 2025 年同期上行 9.11 个百分点；3 月固定资产投资完成额累计同比录得 1.70%，较前值下行 0.10 个百分点，较 2025 年全年上行 5.50 个百分点，较 2025 年同期下行 2.50 个百分点；3 月社会消费品零售总额累计同比录得 **2.40%**，较前值下行 0.40 个百分点，较 2025 年全年下行 1.30 个百分点，较 2025 年同期下行 2.20 个百分点。可见，出口金额累计同比是 1 季度 GDP 当月同比的主要支撑项。

图 5：出口金额累计同比是 1 季度 GDP 当月同比的主要支撑项（%）



数据来源：Wind 资讯，英大证券整理

从三大产业看：3 月第一产业 GDP 不变价当季同比录得 3.80%，较前值下行 0.40 个百分点；3 月第二产业 GDP 不变价当季同比录得 4.90%，较前值上行 1.50 个百分点；3

月第三产业 GDP 不变价当季同比录得 5.20%，持平于前值。综上，从绝对读数看，第三产业是 1 季度 GDP 当月同比的主要支撑项，而从月度边际上行幅度看，是第二产业是 1 季度 GDP 当月同比的主要支撑项。

从 GDP 不变价当季同比的内部结构看：1 季度金融业、工业、房地产业、交通运输仓储和邮政业、交批发和零售业的 GDP 不变价当季同比分别录得 6.50%、6.10%、-0.10%、4.30%、4.10%，分别较前值上行 3.20、1.10、0.90、0.90、0.40 个百分点，是 1 季度 GDP 不变价当季同比的主要支撑项；1 季度其他行业、建筑业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业、农林牧渔业、信息传输软件和信息技术服务业的 GDP 不变价当季同比分别录得 4.00%、-3.80%、4.30%、12.20%、4.00%、10.60%，分别较前值下行 1.90、1.30、1.30、0.50、0.30、0.10 个百分点，是 1 季度 GDP 不变价当季同比的主要拖累项。值得指出的是，以上支撑项与拖累项的判断标准是较前值，也就是 2025 年 4 季度上行还是下行。

诚然，在 3 月主要经济指标较 2 月下行的背景下，不排除 4-6 月主要经济指标在 3 月基础上下行的可能。**但是展望 2 季度**，我们认为 2 季度 GDP 不变价当季同比或不低于 5.0%。我们做出这一判断的依据主要有以下三点。**第一**，2 季度我国 PPI 当月同比大概率高于 1 季度：1-3 月我国 PPI 当月同比分别为-1.40%、-0.90%、0.50%，均值为-0.93%，预计 4-6 月我国 PPI 当月同比均位于正值区间，这就意味着 2 季度我国 GDP 现价当季同比大概率高于 1 季度，进而 2 季度我国 GDP 不变价当季同比大概率高于 1 季度。**第二**，2025 年 2 季度 GDP 不变价当季同比为 5.20%，较 2025 年 1 季度下行 0.20 个百分点，在基数角度利多 2026 年 2 季度 GDP 不变价当季同比。**第三**，虽然消费增速与固定资产投资增速承压，但是出口增速有望维持在较高水平，此外，固定资产投资中的制造业投资也有望录得较高增速，二者大概率对 2 季度 GDP 不变价同比形成支撑。

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是在过去、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。