

中信证券研究部



程强
宏观经济首席
分析师
S1010520010002



玛西高娃
宏观分析师
S1010520100001

核心观点

国务院全体会议一般每半年召开一次，8月16日李强总理主持召开国务院第二次全体会议。第二次会议召开于当前宏观经济压力较大、个别领域风险较高的背景下，故将核心议题设置为“如何加强行政效能，更好地贯彻落实政治局会议的工作精神”，体现了政府对于当前经济形势的重视、对于出台稳增长政策的决心。预计后续还将陆续有切实有效的稳增长政策出台落地。本周公布7月经济数据，数据呈现出不同程度的放缓，我们测算的生产端和需求端加权两年复合同比增速均低于4%，完成全年经济增速目标仍需付出艰苦努力，基本面角度看政策也存在加速加码的必要性。下周开始将公布8月国内LPR报价，同时建议关注海外主要国家PMI和美联储主席在杰克逊霍尔全球央行年会上的讲话。

■ 8月16日李强总理主持召开国务院第二次全体会议，本次会议研究的核心问题、部署的任务重心与3月召开的国务院第一次全体会议存在较大不同。国务院全体会议一般每半年召开一次，主要任务为讨论决定国务院工作中的重大事项、部署国务院的重要工作。今年3月17日的国务院第一次全体会议是新一届政府班子的全体会议，召开时点下所处宏观经济环境运行较为平稳，故核心议题主要包括本届政府职能、五年行政思路、着力抓好重点任务落实等，致力于在新的起点上推动各项工作实现良好开局。第二次会议召开于当前宏观经济压力较大、个别领域风险较高的背景下，故将核心议题设置为“如何加强行政效能，更好地贯彻落实政治局会议的工作精神”，体现了政府对于当前经济形势的重视、对于出台稳增长政策的决心。

■ 本次国务院全体会议聚焦于“一个任务”，并提出“四种办法”，旨在鼓励各部门加速出台切实有效的稳增长政策。7月24日政治局会议释放出政策发力的积极信号，市场普遍预期将有一揽子稳增长政策陆续出台，但至今政策出台的速度和力度均不及预期。与此同时，近期公布的7月金融和经济数据均较为疲弱，对稳增长政策的诉求进一步提升。在此背景下，本次国务院全体会议将重点任务设置为“大力提升行政效能，为完成各项任务提供有力保障”，旨在鼓励各部门加速出台切实有效的稳增长政策、并强化形成政策合力，为完成政治局会议部署的各项任务提供有力保障。针对这一重点任务，会议提出四种具体的解决办法：（1）强化全局观，找准切入点；（2）主动跨前一步，加强协同配合；（3）打破思维定势，优化工作流程；（4）更好履职尽责，把监管与服务、保安全与促发展有机结合起来。

■ 宏观运行跟踪：7月经济数据呈现不同程度放缓。7月我们测算的生产端和需求端加权两年复合同比增速均低于4%，完成全年经济增速目标仍需付出艰苦努力。分领域来看，工业和服务业增速两年复合同比分别为3.8%、3.1%，太阳能电池和新能源汽车等新经济工业产品产量增速亮眼。投资各分项单月同比增速呈现不同程度放缓，下半年基建投资将面临高基数压力，制造业投资有望企稳回升，地产投资或将维持弱均衡状态。消费数据表现低于预期，商品消费疲软是核心拖累因素。向后看，我们认为经济数据转好，一方面需要政策加速发力见效，另一方面也需要时间。8月公开市场操作利率下调可能是新一轮逆周期调节政策的起点，财政、类财政政策有可能加大力度，助力稳经济和稳汇率。

的兼顾。

- 下周开始将公布 8 月国内 LPR 报价，关注海外主要国家 PMI 和美联储主席在杰克逊霍尔全球央行年会上的讲话。下周将公布 8 月国内 LPR 报价，8 月 15 日 MLF 利率下调 15bps，预计 8 月 1 年期和 5 年期 LPR 利率至少将等量下调，同时关注 5 年期 LPR 利率下调幅度是否是超过 15bps。海外方面，下周美联储主席鲍威尔将在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，料将透露更多后续联储政策方向；同时还有美国、欧元区、日本等主要区域的制造业 PMI 等数据披露。
- 风险因素：内需恢复不及预期，国内政策不及预期，海外衰退及风险事件超预期，海外加息超预期等。

目录

对比两次国务院全体会议：有何深意？	4
宏观运行跟踪：7 月经济数据呈现不同程度放缓	8
风险因素	10

插图目录

图 1：今年二季度以来，我国经济增长出现一定程度放缓	5
图 2：今年以来我国房地产投资的下行尚未见到拐点	5
图 3：国务院第二次全体会议针对部署任务提出的四种解决办法	6
图 4：7 月工业增加值增速有所回落	8
图 5：7 月三大门类工业增加值增速均较上月有所下降	8
图 6：固定资产投资（推算单月同比）	9
图 7：7 月社会消费品零售总额环比季调增速录得负值	9
图 8：下周宏观关注重点	10

表格目录

表 1：今年两次国务院全体会议的全方位对比	4
表 2：证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问中提到的政策措施	6

■ 对比两次国务院全体会议：有何深意？

国务院全体会议一般每半年召开一次，主要任务为讨论决定国务院工作中的重大事项、部署国务院的重要工作。国务院全体会议是中华人民共和国国务院现行的法定会议之一，由全体国务院组成人员组成，由总理召集和主持。今年的两次会议分别召开于 3 月 17 日和 8 月 16 日，第一次会议的主题为“当好贯彻党中央决策部署的执行人行动派实干家，在新的起点上推动各项工作开好局起好步”，第二次会议的主题为“全面落实党中央决策部署，坚定不移推动高质量发展，大力提升行政效能，为完成各项任务提供有力保障”。

通过深入学习两次国务院全体会议精神，我们发现，立足于不同的召开背景和宏观经济环境，两次会议研究的核心问题、部署的任务重心存在较大不同。

表 1：今年两次国务院全体会议的全方位对比

	国务院第一次全体会议	国务院第二次全体会议
召开时间	2023 年 3 月 17 日	2023 年 8 月 16 日
会议主题	当好贯彻党中央决策部署的执行人行动派实干家 在新的起点上推动各项工作开好局起好步	全面落实党中央决策部署 坚定不移推动高质量发展 大力提升行政效能 为完成各项任务提供有力保障
核心议题	本届政府职能 五年行政思路 今年重点任务的部署落实	如何更好地贯彻落实 7 月 26 日政治局会议的工作精神
重点任务	大兴调查研究 搞好机构改革	提升行政效能，为完成各项任务提供有力保障
任务目标	在新的起点上推动各项工作开好局、起好步	确保完成全年目标任务

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

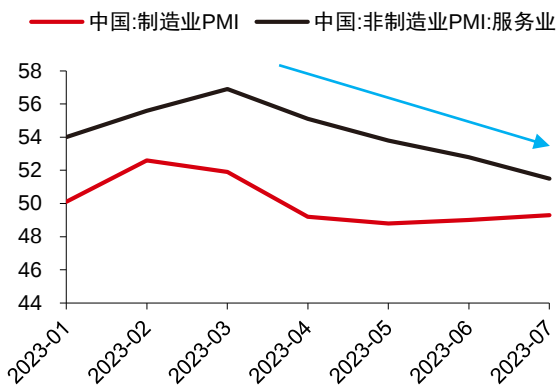
第一次会议是新一届国务院的第一次全体会议，召开时点下所处宏观经济环境运行较为平稳，故核心议题主要包括本届政府职能、五年行政思路、着力抓好重点任务落实等，致力于在新的起点上推动各项工作实现良好开局。今年 3 月 17 日的国务院第一次全体会议是新一届政府班子首次召集国务院全体会议，因此核心的研究内容包括本届政府职能、五年行政思路。同时，第一次会议召开时，国内宏观经济运行尚处于疫后“报复性”复苏阶段，经济运行态势良好，故会议主要强调的是“要按照党中央对今年工作的部署，着力抓好重点任务落实，在新的起点上推动各项工作开好局、起好步”。

第一次会议重点部署的任务包括“大兴调查研究”与“搞好机构改革”，在过去的几个月里明确看到了上述任务的落实和落地。在今年的国务院第一次全体会议上，李强总理强调，“要全面加强政府自身建设，把政治建设摆在首位，大兴调查研究之风，认真落实机构改革任务，坚持严格依法行政，提高创造性执行效能，为完成各项目标任务提供有力保障”。3 月份以来，在总书记的带领下，全党大兴调查研究之风。机构改革方面，也切实看到了一系列政策的出台和落地，如国家金融监督管理总局的挂牌运行、企业债发行审核职责的顺利转移、国家数据局局长的任命、各地数据要素发展规划的出台等。

第二次会议召开于宏观经济压力较大、个别领域风险较高的背景下，核心议题为“如何更好地贯彻落实 7 月 26 日政治局会议的工作精神”，体现了政府对于当前经济形势的

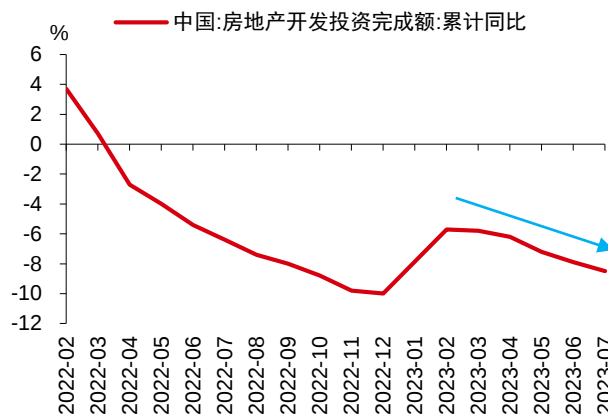
重视、对于出台稳增长政策的决心。今年4月开始，我国宏观经济修复出现一定放缓态势，7月各项经济数据显示我国当前经济运行仍然面临一定压力，并且房地产、地方债等领域的风险较之一季度也更加凸显。在此背景下，第二次会议更加聚焦于经济增长动能的修复与稳增长政策的出台。主要研究的问题就是，如何鼓励各部门出台切实有效的政策、并加强协同合作，确保7月政治局会议部署的各项工作顺利完成。

图 1：今年二季度以来，我国经济增长出现一定程度放缓



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：今年以来我国房地产投资的下行尚未见到拐点



资料来源：Wind，中信证券研究部

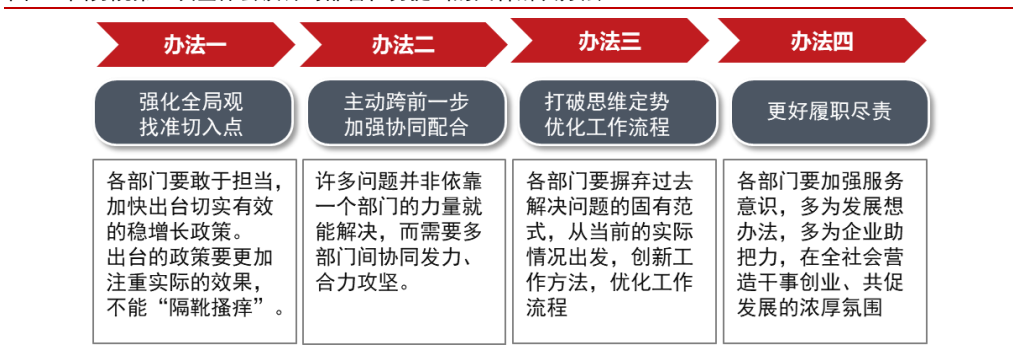
第二次会议的核心内容主要分为两个部分，第一部分是“说问题”，第二部分是“谈干法”。其中，第一部分强调的核心问题与7月政治局会议高度一致，均聚焦于“扩大内需”、“防范风险”等领域。7月24日的政治局会议指出，内需不足是当前最大的困难和挑战，同时强调企业经营困难，重点领域风险隐患较多。在部署下半年经济工作时强调，“要着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。本次国务院全体会议牢牢把握住政治局会议的核心精神，强调要“要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间，提振大宗消费，调动民间投资积极性，扎实做好重大项目前期研究和储备”，并围绕这一目标做好下一步工作的再部署、再推进。

较之于第一部分“核心问题”的阐述，第二部分的“任务部署”是国务院全体会议的重中之重。本次会议部署的重点任务为“大力提升行政效能，为完成各项任务提供有力保障”，旨在鼓励各部门加速出台切实有效的稳增长政策、并加强政策合力。7月24日政治局会议释放出政策发力的积极信号，大力提振市场信心，市场普遍预期将有一揽子稳增长政策陆续出台。但截至今日，政策出台的速度和力度均不及预期。与此同时，近期公布的7月金融和经济数据均较为疲弱，对稳增长政策的诉求进一步提升。在此背景下，本次国务院全体会议也将重点任务设置为，鼓励各部门加速出台切实有效的稳增长政策，并强化形成政策合力，为完成政治局会议部署的各项任务提供有力保障。

针对这一重点任务，提出四种具体的解决办法。一是，国务院各部门要强化全局观念，心怀“国之大者”，找准工作切入点，打开工作新局面。二是，要主动跨前一步，加强协同配合，围绕“高效办成一件事”合力攻坚，不断增强群众和企业的获得感。三是，要打破思维定势，坚持一切从实际出发，不断优化工作流程和推进方式。四是，要更好履职尽责

责，把监管与服务、保安全与促发展有机结合起来，多为发展想办法，多为企业助把力，在全社会营造干事创业、共促发展的浓厚氛围。我们对上述四种办法的学习心得具体如下：

图 3：国务院第二次全体会议针对部署任务提出的四种解决办法



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

第一，强化全局观，找准切入点。一方面，各部门要站在全局的角度思考问题，敢于担当、敢于先行，加快制定并出台切实有效的稳增长政策。另一方面，出台的政策要更有针对性、更加切中要害、更加注重实际的效果，密切关注市场与社会各界的反馈，不能“隔靴搔痒”。例如，针对 7 月政治局会议提出的“活跃资本市场，提振投资者信心”这一目标，证监会成立了专项工作组专门制定工作方案，确定了包括大力发展权益类基金、提高上市公司吸引力、优化完善交易机制等一系列的政策。8 月 18 日，证监会有关负责人在媒体采访中提到，有关部门已关注到市场对调降证券交易印花税税率的呼吁和关切，并肯定了历史上调降印花税政策的积极效应。

表 2：证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问中提到的政策措施

政策方向	具体措施
加快投资端改革 大力发展权益类基金	一是放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力度
	二是推进公募基金费率改革全面落地，降低管理费率水平
	三是引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，促进公募基金总量提升和结构优化
	四是引导公募基金管理人加大自购旗下权益类基金力度
	五是建立公募基金管理人“逆周期布局”激励约束机制，减少顺周期共振
	六是拓宽公募基金投资范围和策略，放宽公募基金投资股票股指期货、股指期货、国债期货等品种的投资限制
提高上市公司投资吸引力，更好回报投资者	一是制定实施资本市场服务高水平科技自立自强行动方案。建立完善突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”
	二是强化分红导向，推动提升上市公司特别是大市值公司分红的稳定性、持续增长性和可预期性。研究完善系统性长期性分红约束机制
	三是修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购
	四是深化上市公司并购重组市场化改革。优化完善“小额快速”审核机制，适当提高轻资产科技型企业重组的估值包容性，丰富重组支付和融资工具
	五是进一步推动中国特色估值体系建设。突出扶优限劣，研究对于破发或破净的上市公司和行业，适当限制其融资活动，要求其提出改善市值的方案
	六是统筹好一二级市场平衡。合理把握 IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节
优化完善交易机制 提升交易便利性	已宣布：降低结算备付金缴纳比例，降低股票基金申报数量要求，研究将 ETF 引入盘后固定价格交易机制，推出创业板询价转让和配售减持制度
	一是降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率
	二是进一步扩大融资融券标的范围，降低融资融券费率，将 ETF 纳入转融通标的
	三是完善股份减持制度，加强对违规减持、“绕道式”减持的监管，同时严惩违规减持行为
	四是优化交易监管，增强交易便利和畅通性，提升交易监管透明度。适时推出程序化交易报告制
	五是研究适当延长 A 股市场、交易所债券市场交易时间，更好满足投资交易需求

政策方向	具体措施
激发市场机构活力 促进行业高质量发展	一是坚持集约化、差异化、功能化、国际化发展方向，建设高质量投资银行。优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率
	二是实施融资融券逆周期调节，在杠杆风险总体可控的前提下，研究适度降低场内融资融券保证金比率
	三是研究推出深证 100 股指期货期权、中证 1000ETF 期权等系列金融期货期权品种，更好满足投资者风险管理需要。允许更多境内外投资机构在审慎前提下使用衍生品管理风险
	四是落实差异化监管政策，对优质私募股权创投基金简化登记备案，进一步推进私募股权创投基金实物分配股票试点
	五是大力发展中国特色指数体系和指数化投资，鼓励各类资金通过指数化投资入市
支持香港市场发展 统筹提升 A 股、港股活跃度	已宣布：在沪深港通中引入大宗交易机制
	一是持续优化互联互通机制，进一步拓展互联互通标的范围，港股通中增设人民币股票交易柜台
	二是在香港推出国债期货及相关 A 股指数期权
	三是支持在美上市中概股在香港双重上市
加强跨部委协同，形成 活跃资本市场合力	推动优化上市公司股权激励个人所得税纳税时点等资本市场相关税收安排
	推动建立健全保险资金等权益投资长周期考核机制，促进其加大权益类投资力度
	引导和支持银行理财资金积极入市
	支持银行类机构等更多投资者全面参与交易所债券市场

资料来源：证监会官网，中信证券研究部

第二，主动跨前一步，加强协同配合。许多问题并非依靠一个部门的力量就能解决，而需要多部门间协同发力、合力攻坚。基于此，本次会议强调各部门应主动加强与其他部门的协调配合，发挥政策的合力效能。例如，地方债务所涉及的资金有不少来自于金融机构，因此地方债务风险的问题不仅是财政问题，也是金融问题。要更好地防范化解地方债务风险，需要财政与金融监管部门之间实现更好的协同配合。

第三，打破思维定势，优化工作流程。强调各部门要摒弃过去解决问题的固有范式，从当前的实际情况出发，创新工作方法，优化工作流程。例如，相比于过去人口大规模高速城镇化时期，当前地产进入减量提质、瘦身强身阶段。正如 7 月政治局会议所提到的，“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”。新形势下，各部门不能再一味使用过去的老办法解决问题，而应积极采用新手段。

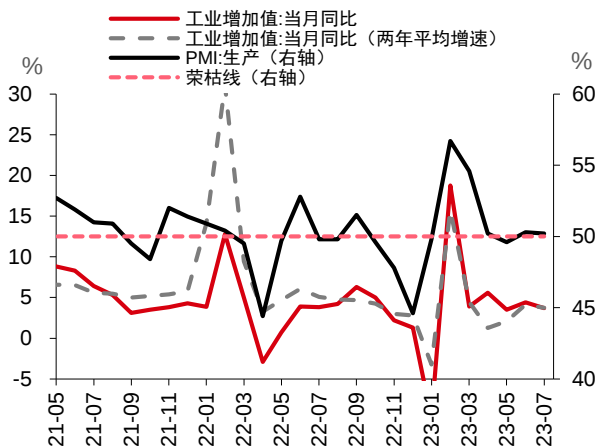
第四，更好履职尽责，把监管与服务、保安全与促发展有机结合起来。强调各部门要加强服务意识，多为发展想办法，多为企业助把力，在全社会营造干事创业、共促发展的浓厚氛围。今年以来，民营企业投资不足的问题较为严峻，微观主体对未来的预期偏弱。在此背景下，更需要各部门加强对企业的服务意识，增强企业信心。近期李强总理召开平台企业座谈会、发改委召开民企座谈会、商务部组织外资企业圆桌会、浙江省印发《关于促进平台经济高质量发展的实施意见》等均是中央政策的深入落实。

■ 宏观运行跟踪：7 月经济数据呈现不同程度放缓

本周国内数据发布集中在工业、投资、消费和就业数据，7 月经济数据出现不同程度放缓，有必要加大逆周期调节力度。我们测算 7 月生产端和需求端加权两年复合同比增速均低于 4%，完成全年经济增速目标仍需付出艰苦努力。经济数据转好，一方面需要政策加速发力见效，另一方面也需要时间，关键还是要通过稳增长政策协同发力，提振预期和信心，扭转偏弱的趋势性力量。8 月公开市场操作利率下调可能是新一轮逆周期调节政策的起点，考虑到汇率接近 7.30 关口，我们认为财政、类财政政策有可能加大力度，增强宏观政策的协调配合，助力稳经济和稳汇率的兼顾。

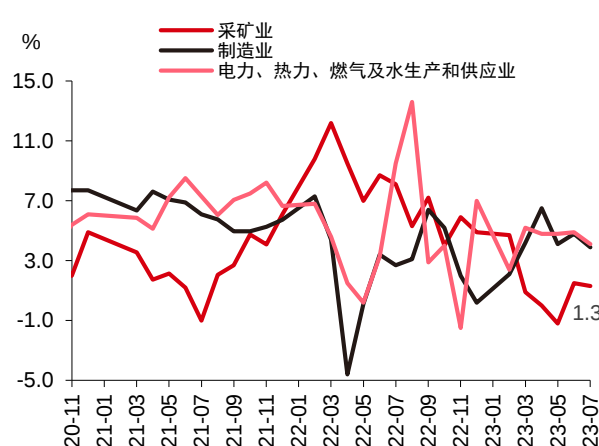
工业和服务业：2023 年 7 月工业和服务业总体保持稳步复苏。7 月份规模以上工业增加值两年平均增速为 3.8%，较前值下降 0.4 个百分点。从环比看，7 月份规模以上工业增加值较上月增长 0.01%。在三大门类中，采矿业、制造业和电热力生产和供应业 7 月份同比增速分别较前值下降 0.2、0.9 和 0.8 个百分点。7 月份原材料制造业增加值同比增长 8.8%，较上月加快 2.0 个百分点，这可能与 7 月份 PPI 同比增速的拐点出现有关。重点工业产品中，7 月太阳能电池和新能源汽车产量分别同比增长 65.1%和 24.9%，显示新经济增长动能保持较快增长。7 月份服务业生产指数两年平均增速为 3.1%，较前值下降 0.9 个百分点，接触型聚集型服务业和现代服务业活跃度处于较高水平，相关企业业务总量显著上升。

图 4：7 月工业增加值增速有所回落



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：7 月三大门类工业增加值增速均较上月有所下降

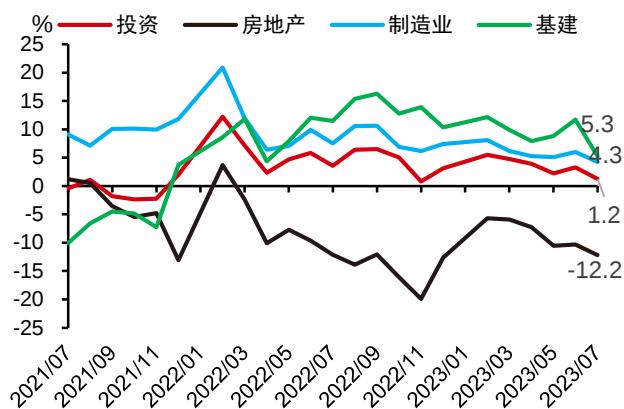


资料来源：Wind，中信证券研究部

投资：7 月固定资产投资各分项单月增速呈现不同程度放缓，下半年基建投资将面临高基数压力，制造业投资有望企稳回升，地产投资或将维持弱均衡状态。1-7 月，固定资产投资累计同比增长 3.4%，低于 Wind 一致预期的 3.9%，前值 3.8%。我们推算的基建、制造业、地产分项单月同比全面回落。基建投资增速放缓可能是因为 7 月极端天气较多、专项债监管趋严，8-9 月基建投资将面临高基数压力。制造业投资增速回落一方面反映利润降幅收窄尚未向投资增速传导，另一方面也与需求不足拖累工业增加值增速下行有关。但本轮工业企业利润回暖或缺地产和外需助力，可能对制造业投资的提振效果较慢。不过前期

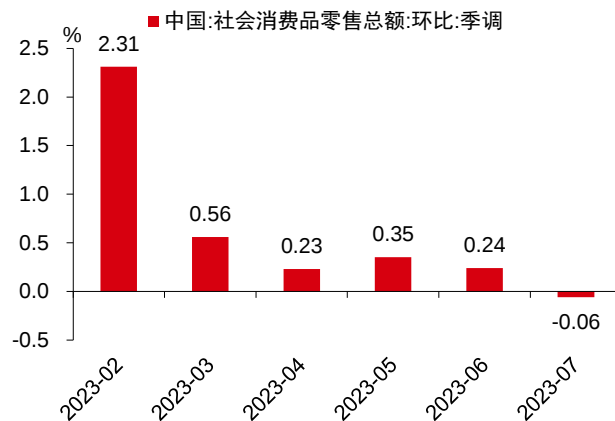
出台的稳预期政策、价格回暖、央行降息可能会对制造业投资形成支撑。房地产开发投资延续低迷，核心矛盾仍是销售疲软和保交楼进展偏慢。后续建议关注城中村改造、平急两用基础设施等政策如何推进，这可能是影响后续基建和地产投资弹性的重要变量。

图 6：固定资产投资（推算单月同比）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：7 月社会消费品零售总额环比季调增速录得负值



资料来源：Wind，中信证券研究部

消费：7 月消费数据表现明显低于预期，消费复苏进程有所回摆，商品消费疲软是核心拖累因素。7 月社会消费品零售总额同比增速为 2.5%，大幅低于 Wind 一致预期 5.3%，两年平均增速较上月回落了 0.5 个百分点，季调环比出现年内首个负增长（-0.06%），各维度数据均显示 7 月消费复苏动能较上月有所减弱。今年自 4 月以来，社消的两年平均增速始终较为平稳，预计后续这一指标或仍稳定在 2.5%-3% 的区间。分行业来看，商品与服务消费的分化特征显著。以化妆品、地产链为代表的大多数商品消费均出现较大幅度回落，除石油制品外的其他各类商品本月环比均低于历史均值；餐饮消费在暑期消费旺季的带动作用下取得较好表现。7 月就业情况整体较为稳定，总体失业率的上涨主要受到季节性因素的影响。

就业情况较为平稳，总体失业率的上涨主要受到季节性因素的扰动。7 月城镇调查失业率为 5.3%，较上月扩大 0.1 个百分点，但主要与季节性因素有关。以 2019 年为例，7 月城镇调查失业率为 5.3%，较之于 6 月高出 0.2 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.4%，较上月回落了 0.1 个百分点，这一边际变化明显好于历史同期的季节性特征。以 2019 年为例，7 月 31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%，较上月提升了 0.2 个百分点。此外，国家统计局宣布，全国分年龄段的城镇调查失业率（包含 16-24 岁青年失业率、25-59 岁失业率等）数据将暂停公布。根据国家统计局新闻发言人的表述，此次调整主要是考虑到：城镇青年人中在校规模不断扩大，针对“毕业前寻找工作的学生是否应纳入劳动力调查统计”这一问题需要进一步研究，对于青年人年龄范围或亦需要重新界定。

下周开始将公布 8 月国内 LPR 报价。下周将公布 8 月国内 LPR 报价，8 月 15 日 MLF 利率下调 15bps，预计 8 月 1 年期和 5 年期 LPR 利率至少将等量下调，同时关注 5 年期 LPR 下调幅度是否是超过 15bps。海外方面，下周美联储主席鲍威尔将在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，料将透露更多后续联储政策方向；同时还有美国、欧元区、日本等

国的制造业 PMI 等数据披露。

图 8：下周宏观关注重点

下周关注重点	
周一（8.21）	中国 8 月 LPR，德国 7 月生产者物价指数
周二（8.22）	美国 7 月成屋销售，美国 8 月里奇蒙德联储制造业指数
周三（8.23）	澳大利亚 8 月制造业及服务业 PMI，日本 8 月制造业及服务业 PMI，德国 8 月制造业及服务业 PMI，欧元区 8 月制造业及服务业 PMI，英国 8 月制造业及服务业 PMI，美国 8 月制造业及服务业 PMI，加拿大 6 月零售销售，欧元区 8 月消费者信心初值，API 上周原油库存变化，EIA 上周原油库存变化
周四（8.24）	美国上周初请失业金人数，美国 8 月堪萨斯联储制造业指数，法国第二季度 GDP 终值
周五（8.25）	美联储主席鲍威尔将于在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，德国第二季度国内生产总值终值，德国 8 月 Ifo 商业景气指数，美国 8 月密歇根大学消费信心指数

资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 风险因素

内需恢复不及预期，国内政策不及预期，海外衰退及风险事件超预期，海外加息超预期等。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。