制造业是二季度经济重要看点

——2021 年二季度宏观环境展望

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ 一季度末制造业景气度回升，小企业经营压力明显缓解

一季度制造业景气度回升。截至 3 月末，制造业 PMI 指数在三个月的连续下降后明显回升。分不同规模企业看，3 月末大、中、小型企业景气度均有所回升。大、中型企业 PMI 指数分别为 52.7%和 51.6%，分别高于上个月 0.5 和 2.1 个百分点，维持在荣枯线以上。另一方面，期间小型企业经营压力显著缓解，PMI 数据为 50.4%，回归至荣枯线以上，小型企业生产经营活动预期上升至 58.4%，发展信心增强，为二季度国内制造业的结构性修复提供基础。

❖ 制造业增加值有望成为二季度工业增长的亮点

新兴、传统制造业增加值表现均较好。据国家统计局数据，2021 年前 2 月国内高技术、新兴制造业延续去年 3 月以来的高增速，电气设备、计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速分别实现 69.4%和 48.5%，在碳中和、制造业高质量发展等政策的助推下，二季度新兴制造业有望维持较高增速。另一方面，年初以来，国内装备制造业增加值也维持较高增速。考虑到装备制造业增加值是基建项目开工的重要观测指标，而年内基建投资增速具备较强韧性，二季度装备制造业增加值有望延续温和增长。

值得一提的是，当前国际大宗商品价格持续上扬，制造业主要原材料购进价格指数高于近 5 年同期水平。但从工业企业的利润端看，当前中上游制造企业盈利能力获产销两旺支撑，企业生产成本反被摊薄至历史较低水平。短期来看，大宗商品价格上涨对二季度企业采购意愿的影响相对有限。

❖ 二季度制造业投资增速有望持续修复

制造业投资受多种因素助推。尽管 2020 年国内制造业投资增速累计为负，但我们认为，今年制造业投资有望迎来显著修复。当前国内贷款、表外票据融资增速均较快，2 月企业中长期贷款增加 1.1 万亿元。从资金投向看，企业中长期贷款多用于固定资产投资，如制造业设备更新、项目改建扩建，中长期贷款明显增加，一定程度反映国内企业资本开支意愿增强，二季度制造业投资有望开启修复。

❖ 投资建议

首先，碳中和目标提出后，新能源对传统能源的替代将持续发生，新能源设备有望成为新一轮设备投资的重点。其次，政府工作报告重申“两新一重”目标，传统基建、制造业升级具备较大的设备投资空间。最后，当前为开工旺季，基建项目施工加速，相关设备制造业有望迎来业绩增量，二季度建议关注工程机械行业的高景气度。

❖ **风险提示：**海外疫情超预期发展，国内消费需求持续低于预期。

证券研究报告

所属部门	总量研究部
川财一级行业	总量研究
川财二级行业	宏观经济
报告类别	宏观深度
报告时间	2021/3/31

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

陈琦
证书编号：S1100520120001
chenqi@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、 生产：生产维持韧性，关注制造业增长驱动 4
1.1 二季度制造业景气度有望持续回升 4
1.2 工业生产延续回升，制造业实现较高增速 5
1.3 二季度企业盈利能力有望延续修复 6
二、投资：基建投资值得期待，制造业投资有望持续改善 7
三、外贸：二季度进口规模有望持续抬升 8
四、物价：二季度大宗商品价格上涨拉动 PPI 上涨 10
五、二季度流动性环境将持续“相机抉择” 11
六、政府报告重提 GDP 增长目标 14
风险提示 16

图表目录

图 1：PMI 生产维持韧性 4
图 2：原材料购进价格持续上行 4
图 3：工业增加值恢复良好 5
图 4：赶工有望对工业增加值形成支撑 5
图 5：工业企业利润持续修复 6
图 6：制造业盈利能力逐步回升 6
图 7：固定资产投资上行趋势明确 7
图 8：地产投资对固定资产投资也有支撑 7
图 9：地产融资端正持续收紧 7
图 10：基建投资年内有望维持韧性 7
图 11：制造业投资有望明显改善 8
图 12：企业中长期贷款规模显著增长 8
图 13：进口维持较高增速 9
图 14：出口增速明显提升 9
图 15：东盟贸易额稳健发展 9
图 16：对欧美出口同比增速较好 9
图 17：口罩带动纺织品出口活跃 10
图 18：机电产品出口持续增加 10
图 19：年初 CPI 增速回归平稳 10
图 20：CPI 七大分项环比有升有降 10
图 21：年初 PPI 增速显著回升 11
图 22：上游行业价格持续上行 11
图 23：M2 增速维持韧性 12
图 24：M1 增速有所下行 12
图 25：社融维持较高增速 12
图 26：人民币贷款是一季度主要增量 12
图 27：人民币贷款增速较快 13
图 28：外币贷款增长较快 13
图 29：社零数据恢复明显 13
图 30：线下消费回升趋势显现 13
图 31：美联储货币供应量持续高企 14
图 32：美国流动性延续宽松 14
图 33：财政空间温和收缩 15
图 34：地方政府债券发行维持韧性 15

一、 生产：生产维持韧性，关注制造业增长驱动

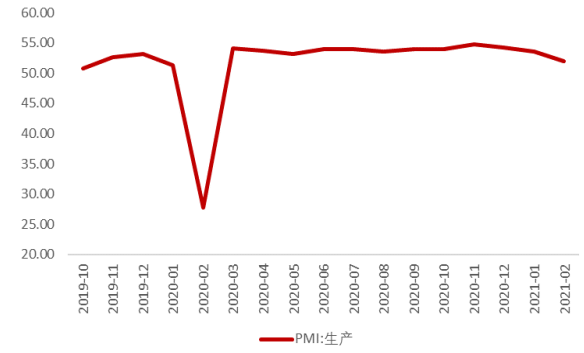
1.1 二季度制造业景气度有望持续回升

一季度制造业景气度回升。自去年 12 月起制造业 PMI 指数环比出现小幅下降，经历了三个月的连续下降之后，制造业 PMI 迎来稳中回升。着眼不同规模企业的表现，期间大中小型企业景气度均有所回升。一方面 3 月大、中型企业 PMI 指数分别为 52.7%和 51.6%，分别高于上个月 0.5 和 2.1 个百分点，继续在保持荣枯线以上，大、中型制造企业经营状况平稳。另一方面，期间小型企业经营压力得到大幅缓解，小型企业 PMI 指数为 50.4%，高于上个月 2.1 个百分点，重新恢复到荣枯线以上，并且生产经营活动预期上升至 58.4%，小型企业发展信心大大增强，二季度制造业景气度表现有望全线修复。

制造业供需活动扩张步伐加快。生产方面，3 月制造业生产指数为 53.9%，较 2 月上升 2.0 个百分点，国内企业生产活动维持活跃，制造业扩张步伐加快。从细分指标看，3 月原材料库存指数为 48.4%，尽管仍低于荣枯线，但较上个月回升 0.7 个百分点，印证制造业企业投产意愿持续修复。

值得一提的是，3 月制造业主要原材料购进价格指数仍远高于近 5 年同期水平。在全球经济持续修复的背景下，当前大宗商品价格持续上扬，但从工业企业的利润端看，企业盈利能力较强，大宗商品价格上涨对二季度企业采购意愿的影响有限。

图 1： PMI 生产维持韧性



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 2： 原材料购进价格持续上行



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

1.2 工业生产延续回升，制造业实现较高增速

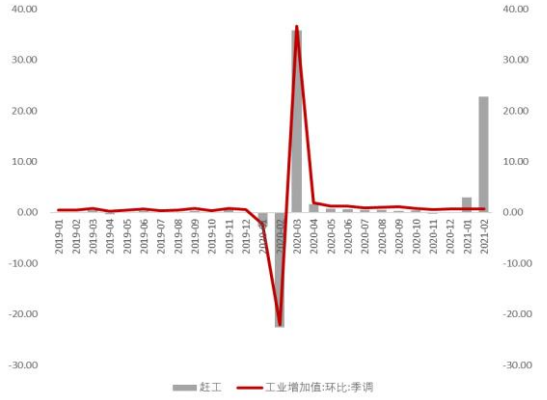
工业生产延续回升，制造业实现较高增速。在去年同期低基数的影响下，前2月国内规模以上工业增加值同比增长35.1%，采矿业、制造业增速分别为17.5%和 39.5%，工业生产积极修复；展望2021年二季度，企业赶工或对工业增加值形成稳健支撑。从单月数据看，2月全国规模以上工业增加值环比增长0.69%，时值春节假期，期间工业增加值仍能实现正增长，“就地过年”对节后复工的积极意义如期显现，二季度工业增加值数据表现值得期待。

图 3： 工业增加值恢复良好



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 4： 赶工有望对工业增加值形成支撑



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

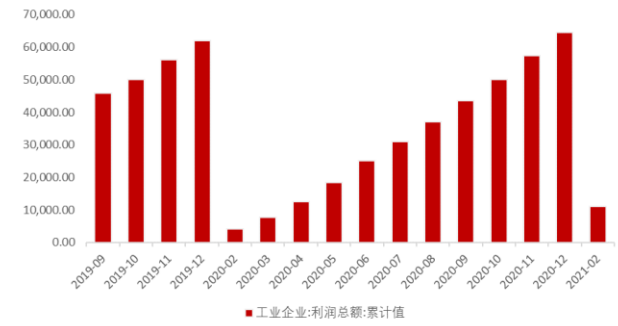
制造业有望成为2021年二季度国内工业生产的重要增量点。一方面，就前2月数据看，高技术、新兴制造业延续去年三月以来的高增速，电气设备、计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速分别实现 69.4%和48.5%。另一方面，传统制造业也有较为明显的增长，前2月通用设备制造业、专用设备制造业及汽车制造业增速分别为62.4%、59.2%和70.9%。传统基建方面，2020下半年以来，国内黑色、有色、水泥等周期相关行业增长持续较好，装备制造业增加值也维持较高增速。装备制造业增加值是基建项目开工的重要观测指标，2021年全年均有望延续温和增长。

政策方面，制造业升级有望成为制造业发展的新主题。当前国内新经济快速崛起，去年提出“两新一重”，今年我国确认2060年前实现碳中和的目标，新能源、新基建等重点政策对国内制造业发展提出了新要求，制造业升级是后续制造业增长、投资的主题。《意见》特别提出，提升制造业创新能力、提高制造业生产效率、并支撑制造业绿色发展，年内高技术、新能源相关专用设备制造业有望维持较高增速。

1.3 二季度企业盈利能力有望延续修复

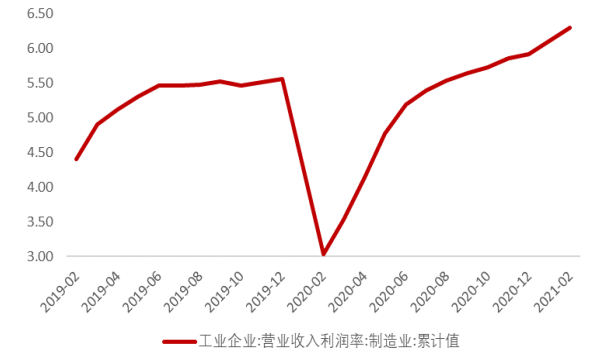
前 2 月工业盈利加快修复。1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 11140.1 亿元，同比增长 1.79 倍，比 2019 年 1—2 月份增长 72.1%，两年平均增长 31.2%，自去年下半年以来，工业企业利润延续较快的增长态势。1-2 月 1.79 倍的高增长，一方面源于去年受新冠疫情的影响，基数较低，去年 1-2 月规模以上工业企业利润同比下降 38.3%，随着疫情的有效防控，自去年 5 月以来，国内、海外需求共同修复，工业企业利润修复加快。另一方面，在今年春节就地过年政策的推动下，部分员工在过年期间能够保持正常到岗，企业开工时间延长，企业生产加快，和往年比受到春节影响大大缩小。

图 5： 工业企业利润持续修复



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

图 6： 制造业盈利能力逐步回升



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

制造业有望迎来规模、盈利的双重驱动。具体来看，制造业同样拉动工业企业盈利改善。1-2 月，装备制造业和高技术制造业利润同比分别增长 7.07 倍和 3.08 倍。值得一提的是，医药制造业受益于疫苗需求迅速增加以及防疫防控的需求，利润同比增长 95.4%，制造业有望迎来规模、盈利的双重驱动。

二、投资：基建投资值得期待，制造业投资有望持续改善

2021 年二季度基建投资增速值得期待。尽管在去年低基数对 2021 年前 2 月数据观测有一定影响，但仍能看出国内固定资产投资较强的修复动力。回顾 2020 年，在 2020 年一季度疫情的影响下，2020 年制造业投资延续弱势，基建、地产投资是固定资产投资的重要支撑。

今年尽管财政政策空间有所收缩，但两会工作报告仍对“两新一重”重点提及，全年基建投资增速仍然值得期待。具体来看，虽然 2021 年我国已不再安排发行抗疫特别国债，但地方政府专项债额度维持 3.65 万亿的高位，叠加去年财政余款仍具规模，年内基建投资有望迎来有效支撑。但地产方面，在“房住不炒”的政策基调下，房企融资端大概率将持续收紧，地产投资增速或缓慢下行。

图 7： 固定资产投资上行趋势明确



图 8： 地产投资对固定资产投资也有支撑

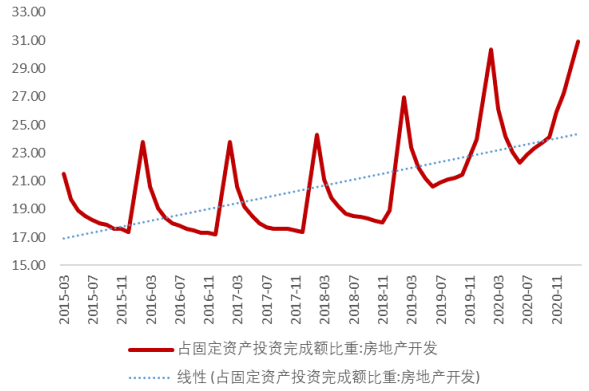


图 9： 地产融资端正持续收紧

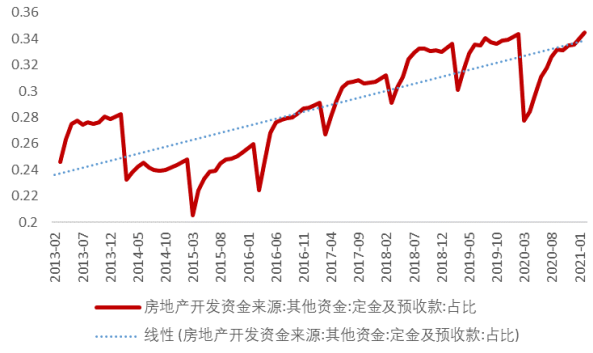
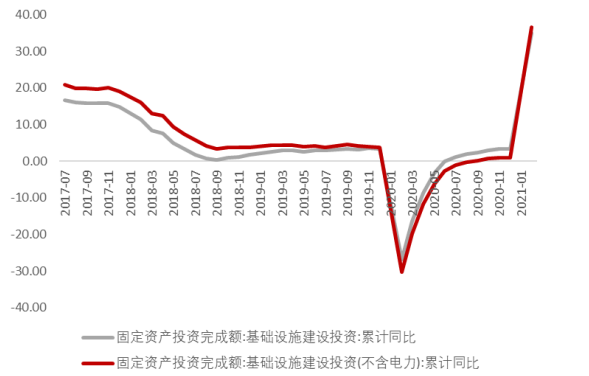


图 10： 基建投资年内有望维持韧性



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

关注年内制造业投资增速修复。尽管 2020 年国内制造业投资增速累计为

负，但我们认为，今年制造业投资有望迎来显著修复。一方面当前国内贷款、表外票据融资增速均较快，2 月企业中长期贷款增加 1.1 万亿元。从资金投向看，企业中长期贷款多用于固定资产投资，如制造业设备更新、项目改建扩建，中长期贷款明显增加，一定程度反映国内企业资本开支意愿增强。

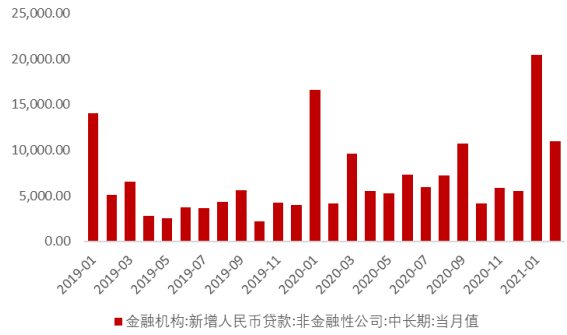
另一方面，当前为地产“竣工”周期，在融资端收紧的背景下，地产企业倾向加速施工，降低杠杆率，叠加二、三季度为基建项目施工旺季，相关设备制造业有望迎来业绩增量，全年建议关注工程机械行业的高景气度。

图 11：制造业投资有望明显改善



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 12：企业中长期贷款规模显著增长



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

三、外贸：二季度进口规模有望持续抬升

一季度我国进出口贸易额同比增幅明显。2021 年前 2 个月我国延续了去年 6 月以来进出口由负转正、持续向好的态势。从出口国别看，1 至 2 月我国对欧盟、美国的出口累计同比增速分别为 62.6%和 81.3%，在疫情好转及去年同期低基数的影响下，一季度进出口贸易增速良好。从具体国家来看，新兴市场方面，1 至 2 月我国对东盟商品出口的累计同比增速为 53.0%。东盟、欧盟、美国、日本和韩国是当前我国前五大的贸易伙伴，其中东盟为我第一大贸易伙伴，我国与东盟贸易总值 1205.11 亿美元，增长 41.9%，占我外贸总值的 14.4%；欧盟为我第二大贸易伙伴，与欧盟贸易总值为 1196.04 亿美元，增长 49.6%，占 14.3%；美国、日本和韩国贸易总额分别为 1097.98 亿美元、535.66 亿美元和 494.55 亿美元。受新冠疫情影响，去年前 2 个月进出口同比下降 9.7%，基数较低也是今年增幅较大的原因之一。

此外，外需恢复也是我国出口韧性维持的重要原因之一。从外需来看，欧美等主要经济体生产和消费回升，带动了我国出口的高速增长。一方面得益于

欧美经济制造业的恢复，欧美制造业 PMI 维持高位，另一方面受益于财政刺激计划，欧美主要经济体消费复苏。由于今年春节期间不少人选择了就地过年，一些外贸企业在春节期间维持了生产，订单能够及时交付。从市场预期看，当前国内外疫苗接种工作持续推进，海内外需求有望趋势性回升，2 月出口企业生产经营活动预期指数为 60.8%，位于高景气区间，制造业出口企业对近期外贸形势仍保持乐观。

海外大宗商品价格涨幅较大，或将推升我国进口贸易额。我国能源、原材料进口量增速延续高位，其主要原因是，国内传统基建提振需求。在多重因素的共同作用下，原油价格有较大幅度的增长，铜及新能源相关的有色金属表现同样有所增长。1 至 2 月天然气、原油和铁矿砂进口量分别增长 4.1%、17.4%和 48.4%，其中铁矿砂的进口均价增长 46.7%，铁矿砂进口量价齐升，在价格因素的影响下，二季度我国进口贸易总额规模或将推升。

图 13：进口维持较高增速

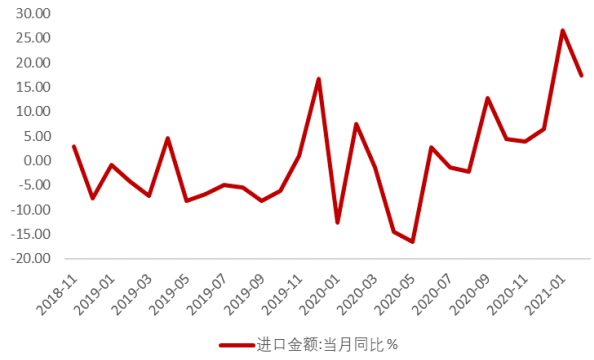


图 14：出口增速明显提升

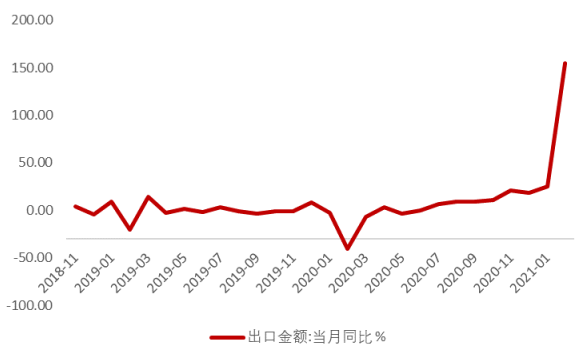
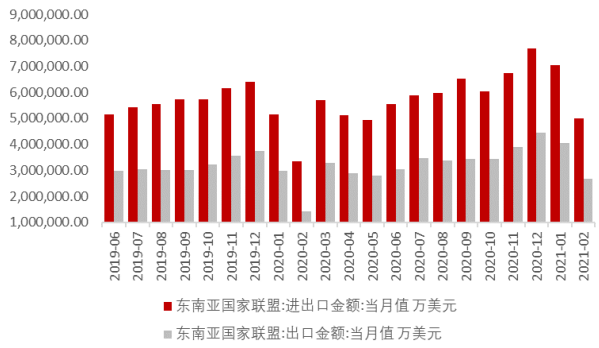
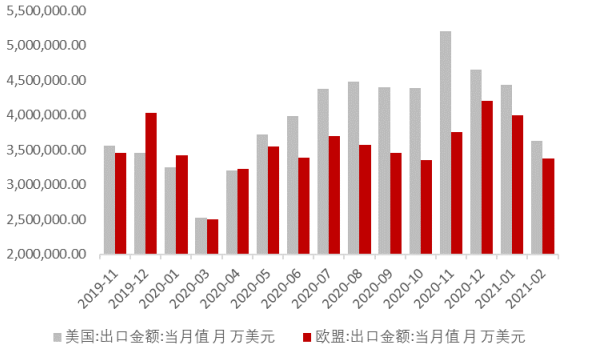


图 15：东盟贸易额稳健发展



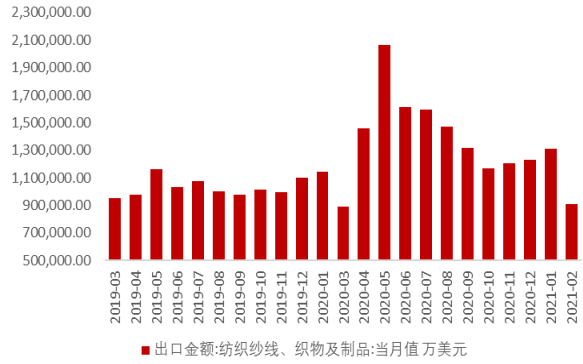
资料来源：wind，川财证券研究所

图 16：对欧美出口同比增速较好



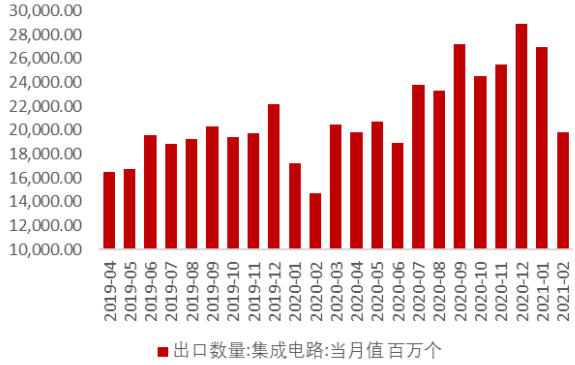
资料来源：wind，川财证券研究所

图 17：口罩带动纺织品出口活跃



资料来源：wind，川财证券研究所

图 18：机电产品出口持续增加

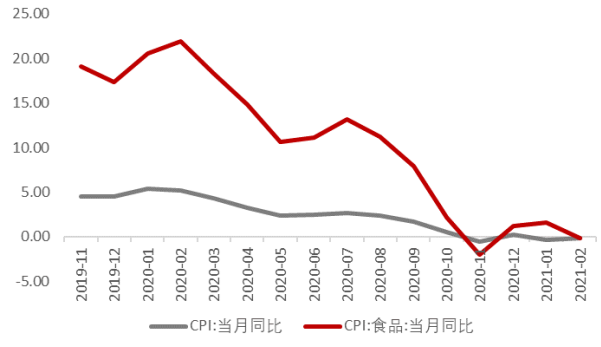


资料来源：wind，川财证券研究所

四、物价：二季度大宗商品价格上涨拉动 PPI 上涨

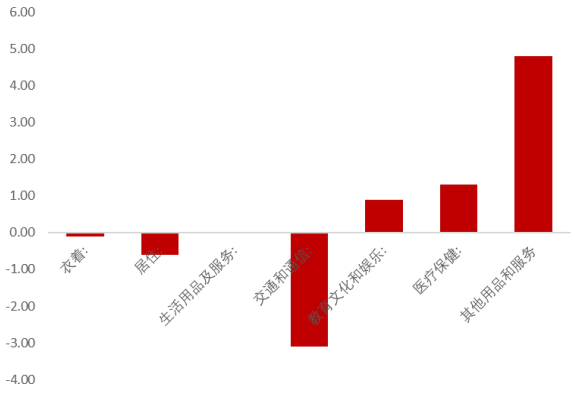
春节因素助推 CPI 结构变化。2 月 CPI 同比降幅为 0.2%，较 1 月收窄 0.1 个百分点；在“猪周期”消退及春节因素的共同影响下，数据结构较去年同期有所变化。2 月食品项价格同比再度上涨 0.3%，但畜肉价格的同比增速为负，影响 CPI 下行 0.34 个百分点，鲜菜、鲜果成为短期食品项价格上行的重要动力。在春节假日的影响下，鲜菜、鲜果需求提振、价格持续回升，同比增速分别为 3.3%和 3.1%，共计影响 CPI 上行 0.14 个百分点。

图 19：年初 CPI 增速回归平稳



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 20：CPI 七大分项环比有升有降

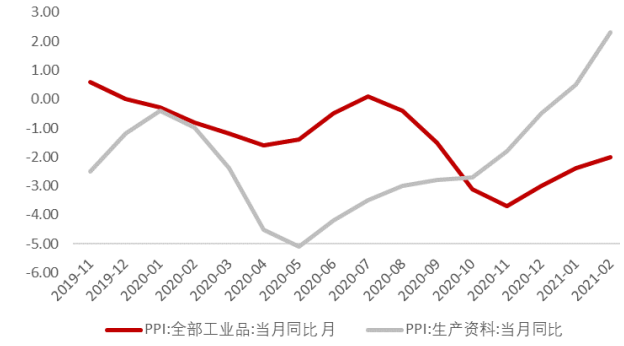


资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

居民消费有望延续温和回升。2 月 CPI 其他七大分项价格环比四涨一平两降，在“就地过年”倡议的影响下，2 月教育文化娱乐价格环比上涨 0.8%。此外，在节前政府发放购车补贴等利好因素的提振下，乘用车销售状况良

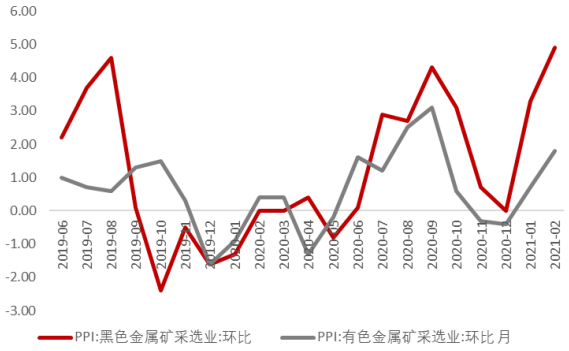
好，2 月交通通信分项价格上涨 1.1%。当前居民消费回暖是大势所趋，二季度 CPI 数据结构有望持续优化。

图 21：年初 PPI 增速显著回升



资料来源：wind，川财证券研究所，单位:%

图 22：上游行业价格持续上行



资料来源：wind，川财证券研究所，单位:%

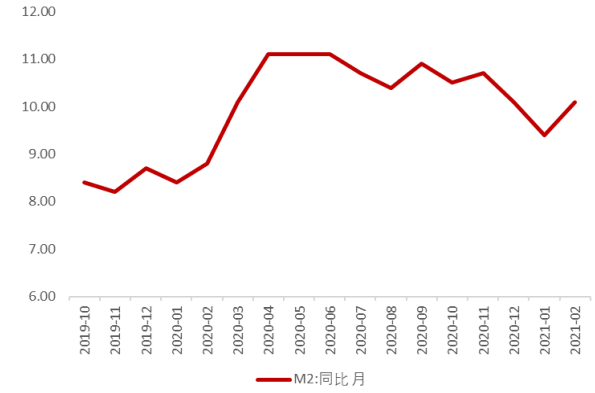
PPI 同比增速或将持续加快。2 月 PPI 同比增速为 1.7%，自 1 月转正后增速再度加快，成本端是支撑 PPI 数据改善的重要因素。具体来看，一方面海内外需求持续回暖，带动工业品价格上行；而另一方面，期间国际大宗商品价格延续上涨，工业生产成本压力或传导至产品端。

预计二季度工业生产购进价格将延续上行。首先，后疫情时代海外经济体补库开启，直接提振原材料需求；其次，在“弱美元”、“再通胀”的市场预期下，海外制造企业采购意愿增加，以美元定价的大宗商品价格上行加速，前 2 月工业生产者购进价格平均上涨 1.6%；此外，当前部分生产国疫情影响尚未消退，产能缺位引发部分商品阶段性的供给收缩，后续 PPI 数据观测需考虑汇率及原油价格变动。

五、二季度流动性环境将持续“相机抉择”

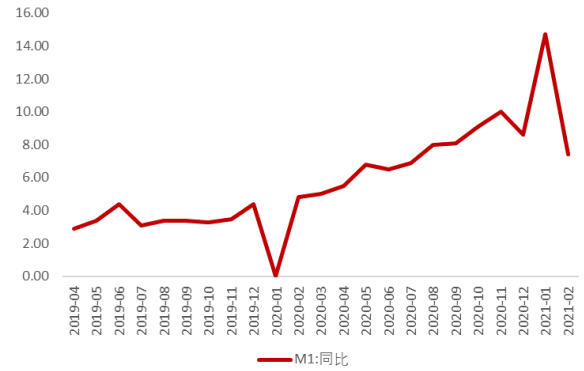
M2 增速小幅回升。2 月 M2 同比增速有所回升，环比上行 0.7 个百分点，税期过后，财政支出季节性加速，M2 增速如期回升。2 月 M1 同比增速明显下调，究其原因，一方面 2 月国内房地产调控政策持续加码，对企业支票、活期存款规模有所压制；另一方面，春节假期来临，企业部门再生产、投资意愿季节性走弱，居民取现需求季节性走强，综合影响当月 M1 增速。考虑到今年春节假期错位，2 月 M1、M2 同比增速剪刀差对工业品需求的代表作用有限，当前海外制造、消费品补库周期开启，工业品需求回暖趋势仍较明确，二季度 M1、M2 剪刀差有望温和走扩。

图 23： M2 增速维持韧性



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 24： M1 增速有所下行



资料来源：wind，川财证券研究所

本外币贷款是一季度社融的主要增量。截至 2 月末，国内社融存量同比增长 13.3%，环比上行 0.3 个百分点，社融增速维持稳健。2 月社融口径人民币和外币贷款同比分别多增 6211 亿元和 212 亿元，是 2 月社会融资的主要增量。具体来看，2 月企业单位贷款增加 1.2 万亿元，其中中长期贷款增加 1.1 万亿元。从资金投向看，企业中长期贷款多用于固定资产投资，如制造业设备更新、项目改建扩建，期间企业中长期贷款明显增加，一定程度反映国内企业资本开支意愿增强，后续建议关注年内制造业投资增速修复。值得一提的是，外币贷款增速与企业进口活动具备较高的相关性，2 月外币贷款增加或与近期大宗商品进口均价上涨有关，二季度外币贷款或持续增长。

图 25： 社融维持较高增速

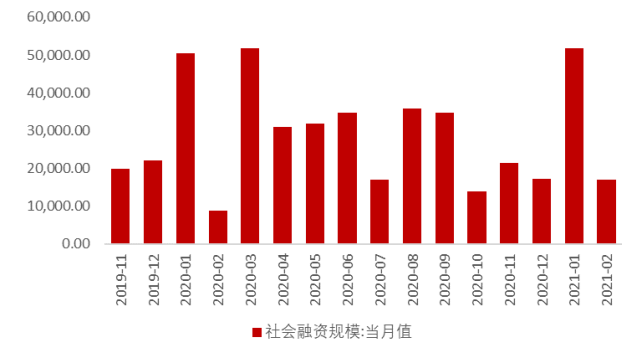


图 26： 人民币贷款是一季度主要增量

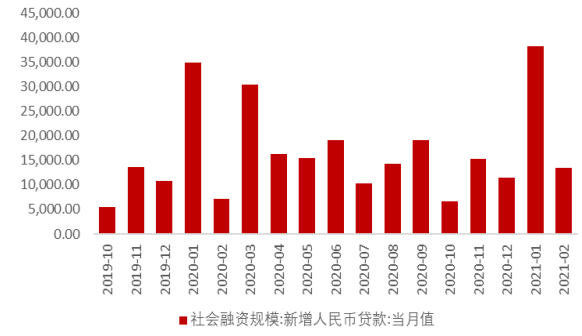
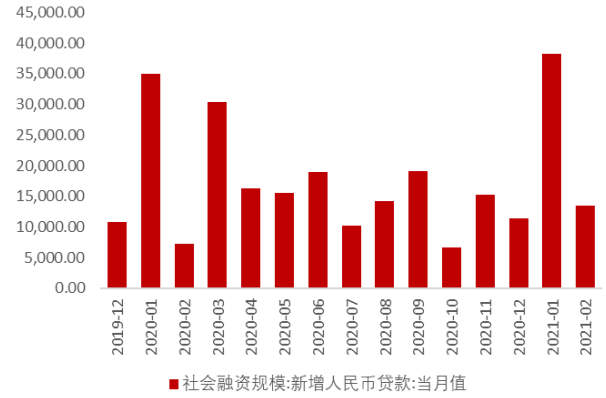


图 27：人民币贷款增速较快



资料来源：wind，川财证券研究所，单位，亿元

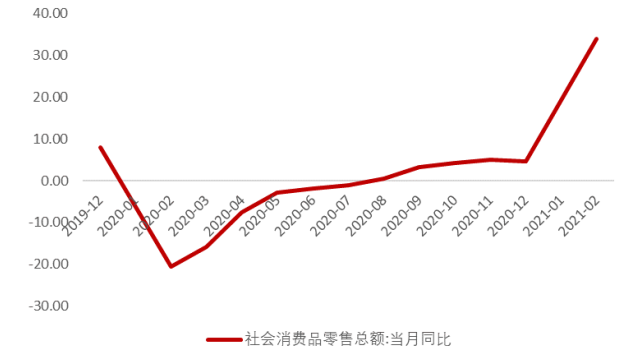
图 28：外币贷款增长较快



资料来源：wind，川财证券研究所，单位，亿元

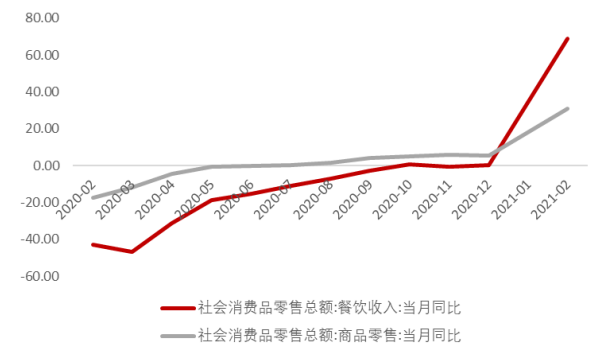
居民存款明显上升，关注二季度居民消费回升。2 月居民部门存款规模显著回升，当月增加 3.26 万亿元，同时财政性存款、非金融企业存款单月分别减少 8479 亿元和 2.42 万亿元，春节对国内存款结构影响明显。一方面，在就地过年的倡议下，2 月财政支出加速，流动性向实体经济进一步倾斜；另一方面，春节期间，企业分红、奖金发放活动密集，流动性由企业存款向居民存款转化。

图 29：社零数据恢复明显



资料来源：wind，川财证券研究所，单位，亿元

图 30：线下消费回升趋势显现



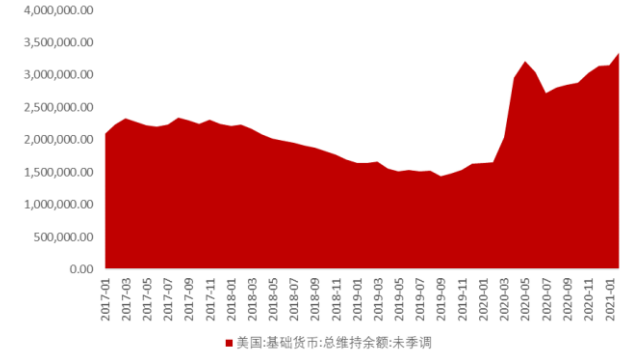
资料来源：wind，川财证券研究所

国内流动性基础良好，央行注重“相机抉择”。去年以来，为对冲疫情冲击，海外各央行开启“扩表”周期，海外流动性环境波动较强。相对而言，我国央行以积极的财政政策为主，维持正常化的货币政策，为我国货币政策保留了较大的调控空间。2 月以来，尽管央行政策以资金净回笼为主，但市场利率始终围绕逆回购利率运行，并未出现明显偏离。

政策工具方面，国内货币工具已转向以公开市场操作为主，SLF、MLF、逆回购逐步成为央行的重要调控方式，对流动性的“收放”具备较强的灵活性，央行对法定准备金率、LPR 等传统性货币工具的调节整体较为谨慎。

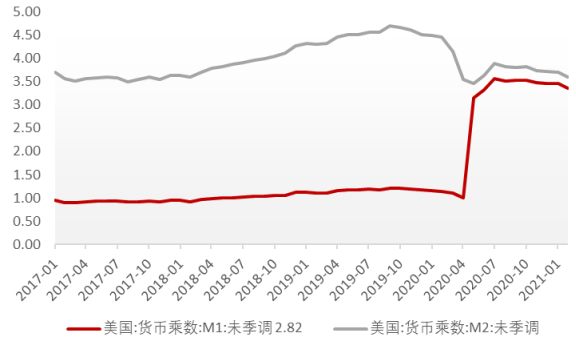
值得注意的是，近期俄罗斯央行意外开启加息，市场对于美联储“Taper QE”也有较多猜疑，市场担忧全球将开启“加息周期”。当前国内货币政策基础较好，市场利率维持合理区间，2 月央行资产负债表表现印证当前央行“重价不重量”的调控思路，我们认为，当前国内或不存在“加息”的紧迫性，央行仍将“相机抉择”，后续逆回购操作或仍维持较小规模操作。

图 31： 美联储货币供应量持续高企



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿美元

图 32： 美国流动性延续宽松



资料来源：wind，川财证券研究所

关注国内货币政策的抗通胀能力。当前中美货币政策存在分歧，后期或将从汇率升值、输入性通胀两大方面影响国内宏观环境。从通胀角度看，汇率一定程度上反映两国物价水平的比值，在国际低利率环境的影响下，通胀走高引发各国货币在其本国的购买力下降，推升国际大宗商品价格。

得益于国内稳健的货币政策，人民币购买力受通胀影响或弱于海外，国内货币政策具备“抗通胀”属性。在人民币需求加大、跨境资本持续流入的背景下，人民币汇率或延续“稳中有升”态势，中长期有望稳定人民币的国际购买力，在一定程度上缓解国际大宗商品价格的上行。

六、政府报告重提 GDP 增长目标

重提 GDP 增速目标，就业、通胀目标共同优化。在疫情因素的影响下，2020 年政府工作报告未明确提出当年 GDP 增长目标。2020 年下半年以来，国内经济基本面持续修复，报告重提 GDP 增速目标，并将 2021 年 GDP 增速定在 6%以上。在就业方面，报告将 2021 年城镇调查失业率目标定为

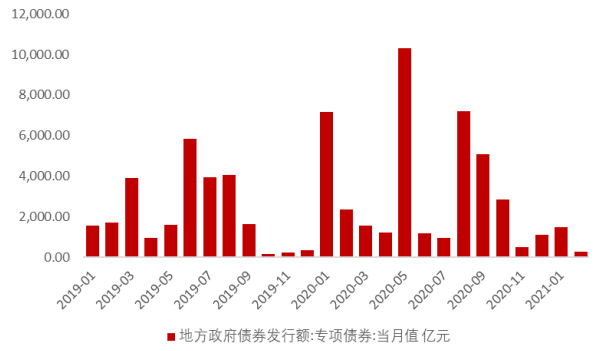
5.5%左右，较去年（6%）下调 0.5 个百分点；全年 CPI 涨幅目标定为 3.0%左右，较去年（3.5%）同样下调 0.5 个百分点，就业、通胀政策目标共同优化，静待年内宏观政策精准发力、提质增效。

图 33：财政空间温和收缩



资料来源：wind，川财证券研究所，单位，亿元

图 34：地方政府债券发行维持韧性



资料来源：wind，川财证券研究所

财政总量回归常态，结构提质增效。报告指出，2021 年财政赤字率拟按 3.2%左右安排，较去年“3.6%以上”表述有所下调，财政政策总量回归常态化。但在结构上，报告进一步加强对基本民生、重点领域的支出保障，提出建立常态化财政资金直达机制，并将 2.8 万亿元中央财政资金纳入直达机制，市县基层有望获得更加及时有力的财力支持。此外，报告明确提出，2021 年要继续安排中央本级支出“负增长”，并明显增加对地方一般性转移支付，考虑到当前西部部分省份对中央转移支付、税收返还的依赖性仍较强，预计年内财政支出结构将进一步向中、西部省份倾斜。

在政府债务融资方面，报告提出拟安排发行地方政府专项债券 3.65 万亿元，规模较 2020 年减少 1000 亿元，并不再发行特别抗疫国债，2021 年社融同比增速有望维持稳健。2017 年以来，地方政府专项债的发行节奏逐步加快，并持续向“两新一重”等重点领域倾斜。值得一提的是，今年报告在继续推进区域协调发展、“两新一重”的同时，强调“优先支持在建工程”，年内固定资产投资动能有望温和发力，二季度周期、传统制造业有望率先受益。

风险提示

外部市场冲击风险

外部市场发生黑天鹅事件造成剧烈波动

价格风险

主要工业原料超预期调整

需求风险

下游需求低于预期

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个期间证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个期间行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399