2020 年 11 月 01 日

促消费政策加码

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **促消费政策加码，线上线下加快融合、增加公共基础设施供给举措“长短皆宜”**

9 月以来，新一轮促消费政策密集落地，着重释放服务消费潜力、兼顾实物消费升级。伴随疫情压制逐步减弱，居民消费持续改善，三季度人均消费支出已回归增长（1.4%）；但不同类型消费修复明显分化，衣食住行等均已恢复增长、但教育文娱、生活服务同比跌幅仍在 10%左右。这一背景下，9 月以来中央加大对服务消费支持力度，兼顾促进超龄大家电更新换代、秋冬应急物资储备等实物消费。

本轮促消费举措与 2018 年底以来的促消费政策思路一脉相承，通过加大线上线下融合、鼓励创新业态，释放居民服务消费潜力。以 2018 年 9 月国务院文件为标志，我国促消费政策思路明显变化，从过往直接刺激实物消费转向通过供给端“提质扩容”释放消费潜力，服务消费、线上消费成为重点。本轮促消费，一方面要求加快医教文娱线上线下融合，另一方面鼓励拓展文旅消费、激活消费意愿。

实物消费升级政策也有兼顾、且不乏“亮点”；促家电更新、物资储备的同时，明确对症公共供给不足“痛点”。本轮促消费创新性启动“大家电安全使用年限提醒”活动，促进更新需求释放；据中国家电协会的预测，2020 年将有 1.6 亿台家电产品达到安全使用年限。值得关注的是，政策明确提出加快老旧小区、增加地下停车场建设等，直击近年来居住消费领域“痛点”，后续推进情况值得关注。

短期来看，实物促消费政策见效可能相对更快，家电和医药消费或将进一步修复。从可选消费品需求的修复情况来看，三季度汽车销售高速增长、而家电和装修材料等后地产消费品修复相对滞后。考虑到二、三季度或是房屋集中交付期，家电家具等需求或将逐步释放。从京东和天猫双十一的预售额来看，家用电器增速位于前五，消费需求较为旺盛；此外，秋冬储备需求下，医药预售额增长也较快。

中长期而言，线上线下融合、增加公共基础设施供给举措“长短皆宜”，有助于释放长期消费潜力。近年来，网上零售的快速增长主要体现在实物消费领域，而服务消费占比总体偏低、不足两成。伴随以 5G 为代表的新一代信息基础设施的加快建设、新技术的推广应用，线上教育和娱乐、远程办公等服务消费需求有望加快释放。2020 至 2025 年，5G 商用直接带动的经济总产出可能达 10.6 万亿元。

实物消费“结构升级”将是长期趋势，高能级城市耐用品消费转向节能、环保；低线城市及农村大众消费品增量需求仍大。伴随我国居民消费能力提升，传统家电、普通汽车需求增长最快的阶段可能已经过去，但不同地区、不同群体需求或将明显分化。以汽车为例，当前农村汽车保有量仅 22.3%、仅为城镇的一半左右，未来或仍存较大增量空间；高能级城市的新能源汽车销量，或将保持较高增速。

● **风险提示：**海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-出口链和服务消费，仍是经济核心驱动》-2020.10.31

《宏观经济点评-“十四五”的“攻守之道”》-2020.10.30

《宏观经济点评-利润数据不乏亮点，消费制造加快改善》-2020.10.27

目 录

1、 国内热点：促消费政策加码 3
2、 高频数据跟踪 9
2.1、 通胀观察：蔬菜平均批发价上涨、猪肉平均批发价下跌 9
2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元贬值 9
2.3、 大宗商品：商品期货多数下跌，能化指数领跌 10
3、 中观行业跟踪 11
3.1、 下游：商品房成交面积上升，土地市场量价齐跌 11
3.2、 中游：钢铁、水泥价格普涨，玻璃价格下降 12
3.3、 上游：原油结算价下降，铝、铅价格上涨，铜、锌价格下降 14
4、 风险提示 15

图表目录

图 1： 居民教育文化娱乐等服务消费恢复缓慢 3
图 2： 实物商品中，家电和建材消费恢复相对较慢 3
图 3： 《近期扩内需促消费的工作方案》的主要举措 4
图 4： 2018 年以来，消费促进政策思路一脉相承 4
图 5： 疫情以来，在线教育用户规模爆发式增长 5
图 6： 疫情背景下，在线医疗用户明显增长 5
图 7： 中国大家电保有量接近日本水平 5
图 8： 2020 年初，我国正式发布家电使用安全年限标准 5
图 9： 电梯和停车场等供给不足，是居住消费“痛点” 6
图 10： 我国停车场供给率仅 5 成左右，“缺口”巨大 6
图 11： 京东和天猫“11 预售”，医药和家电高速增长 6
图 12： 我国网上消费中服务占比相对较低 7
图 13： 5G 信息技术，有助于从供需两端释放消费潜力 7
图 14： 中国消费者在娱乐和教育领域，消费潜力较大 7
图 15： 农村汽车保有量相对较低 8
图 16： 近年来新能源汽车增长相对较快 8
图 17： 影响新能源汽车购买意愿的主要因素 8
图 18： 新能源汽车需求主要分布在一二线城市 8

表 1： 下半年，中央新一轮促消费政策陆续出台 3
表 2： 下半年，地方进一步推进促消费相关举措 3
表 3： 京东和天猫“11 预售”，手机电脑家电预售额较高 6

1、 国内热点：促消费政策加码

近期，中央层面发布促消费新政、地方政府也推行相关举措，促消费再度加码。7 月，商务部组织全国百个城市进行“消费促进月”，因地制宜举办不同主题的促消费系列活动；9 月以来，中央层面密集出台促消费的相关政策，以服务消费、新型消费等为主要对象，进一步释放被抑制、被冻结的消费需求。在中央号召下，地方结合自身情况、陆续推行促消费相关举措；例如北京启动“时尚消费月”，山东推行“快递进村”三年行动计划等。

表1：下半年，中央新一轮促消费政策陆续出台

时间	政策文件	主要内容
3 月	发改委等 23 部委《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	重点推进文旅休闲消费提质升级，着力建设城乡融合消费网络，加快构建“智能+”消费生态体系。
4 月	《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	加促进城市消费升级，补齐乡村消费短板，激活传统商品消费，扩大服务消费，培育新兴消费，活跃消费市场，促进出口产品内销，
7 月	商务部《关于做好 2020 年全国“消费促进月”活动筹备有关工作的通知》	9 月 9 日—10 月 8 日间，在百座大中城市，组织万家重点企业、主要电商平台，举办线上线下深度融合、商品服务同步促销、商旅文游购娱一体的“1+N”系列促消费活动.
9 月	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	推动线上线下消费融合，加快新型消费基础设施和服务保障能力建设，优化新型消费发展环境，加大新型消费政策支持力度。
10 月	《关于开展文化和旅游消费试点示范工作的通知》	增强文旅产品、服务供给能力，优化消费环境，创新业态模式、拓展文旅消费空间。
10 月	《近期扩内需促消费的工作方案》	推动线上消费、加快线上线下消费融合，开辟服务消费新模式，实施促进实物消费政策，加大对制造企业支持力度。

资料来源：中国政府网、新华网、人民网、开源证券研究所

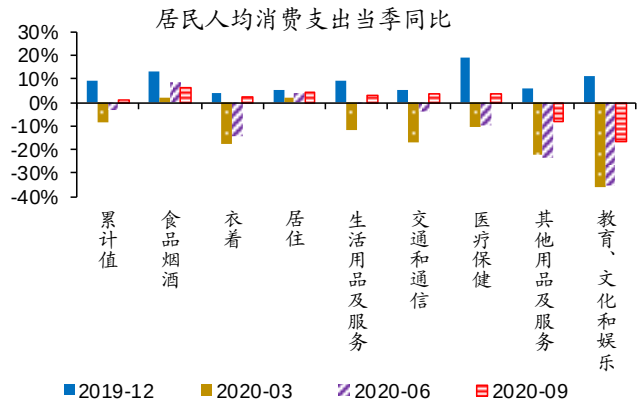
表2：下半年，地方进一步推进促消费相关举措

时间	地方	具体措施
7 月	深圳	奖励“以旧换新”购买小汽车（含新能源车）；实施家电“以旧换新”和智能产品补贴计划。
7 月	新疆	明确将进一步完善优化快递物流设施布局，推进地州中心城市航空、公铁陆运集散中心及中小城镇快递配送中心建设。
7 月	山东	实施“快递进村”三年行动计划，着力推动邮快合作、快快合作、快交合作、快商合作等模式。
7 月-10 月	重庆	市商务委联合各部门举办”2020 不夜重庆生活节“。
9 月	北京	启动“2020 年全国消费促进月暨北京时尚消费月”。
10 月	湖北	延续新能源汽车补贴政策，建立“互联网+家电回收”网络等。
10 月	广州	举办“2020 广东步行街（商圈）促消费活动”。

资料来源：地方政府网、新华网、人民网、开源证券研究所

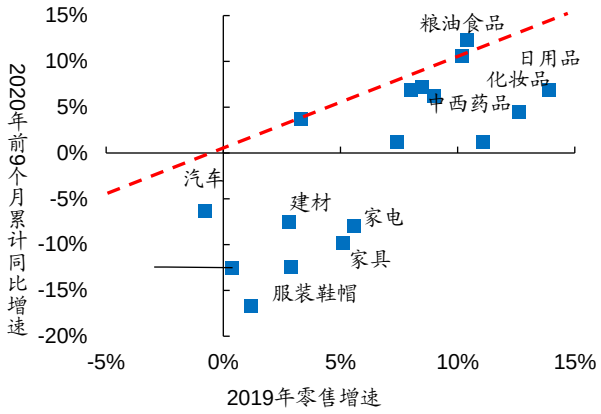
消费修复不均背景下，本轮促消费重在释放服务消费潜力、兼顾实物消费升级。随着国内疫情的逐步缓解，居民消费总体持续改善，截至 3 季度人均消费支出同比增速已回归正值、3 季度同比增长 1.4%。但不同类型消费修复进步显著，衣食住行及交通通信消费增速已恢复增长，但居民服务、教育和文化娱乐同比跌幅仍在 10%上下。这一背景下，促消费政策重心主要在服务消费领域，兼顾实物消费升级。

图1：居民教育文化娱乐等服务消费恢复缓慢



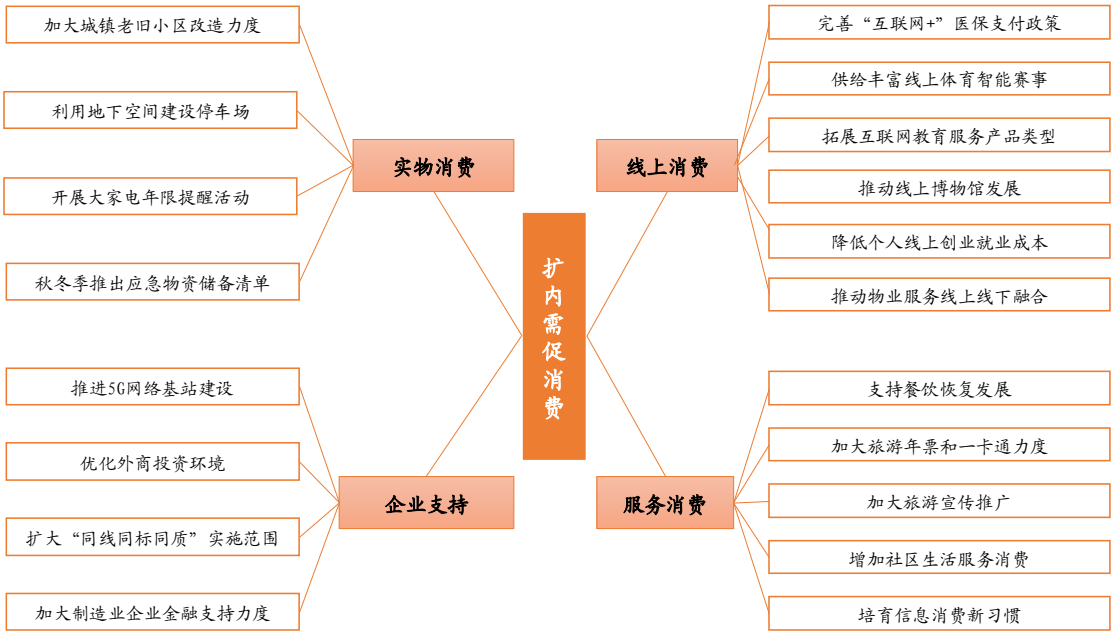
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：实物商品中，家电和建材消费恢复相对较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：《近期扩内需促消费的工作方案》的主要举措



资料来源：中国政府网、新华网、人民网、开源证券研究所

本轮促消费政策，与 2018 年以来的消费促进政策思路一脉相承。以 2018 年 9 月国务院出台的《关于完善促进消业态创新费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》为标志，我国促消费政策思路发生明显变化，从过往直接刺激消费需求、或通过税收减免和财政补贴鼓励消费为主，转变为主要通过增加供给数量、提升供给质量和灵活性，引领居民消费潜力释放。具体来看，促消费重点对象由实物为主转向服务为主，消费方式由线下转为线上线下相融合。

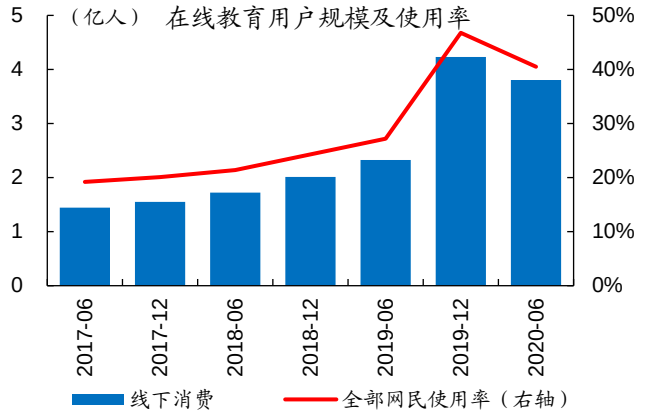
图4：2018 年以来，消费促进政策思路一脉相承



资料来源：中国政府网、新华网、人民网、开源证券研究所

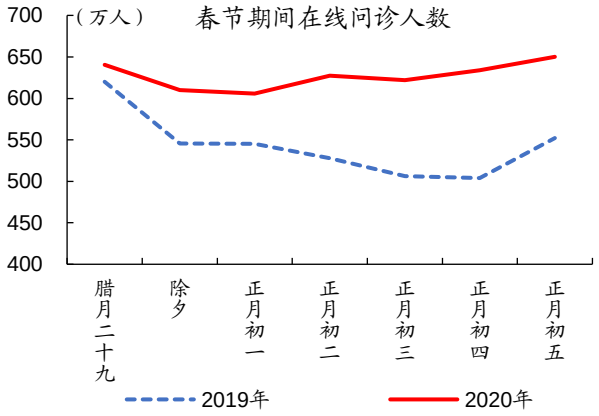
促进服务消费，以线上线下加快融合、创新消费模式为主，针对不同领域举措有所差异。一方面，加快推动教育娱乐文化等服务消费转至线上供给，以满足疫情以来快速增长的线上消费需求；另一方面，针对旅游家政等线上线下体验差距较大的服务消费，推动加快经营方式和业态创新，包括加大旅游年票和一卡通发行力度、增加社区服务消费、鼓励有条件的地方建设信息消费体验中心等，激活居民消费意愿。

图5：疫情以来，在线教育用户规模爆发式增长



数据来源：《中国互联网络发展状况统计报告》、开源证券研究所

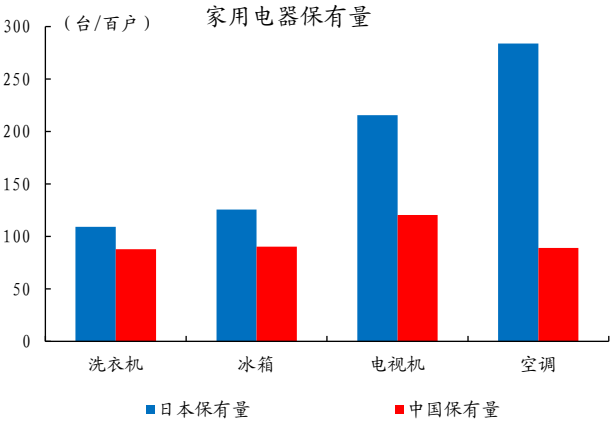
图6：疫情背景下，在线医疗用户明显增长



数据来源：易观研究院、开源证券研究所

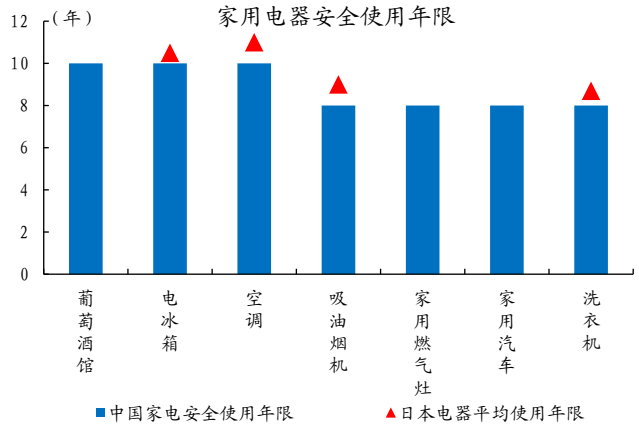
实物消费升级政策亮点突出，促家电更新、增强物资储备同时，明确对症公共供给不足“痛点”。2020 年 1 月，我国正式发布家电使用安全年限标准，涵盖冰箱空调洗衣机 6 大品类 8 个产品、安全使用年限从 8 年到 10 年不等；近期促消费政策创新提出“开展大家电年限提醒活动”，有助于家电更新需求的释放。根据中国家电协会的预测，2020 年预计 1.6 亿台家电产品达到安全使用年限。值得关注的是，政策明确提出加快老旧小区、改造增加地下停车场供给等，直击近年来城镇居民居住消费“痛点”，后续推进情况值得关注。

图7：中国大家电保有量接近日本水平



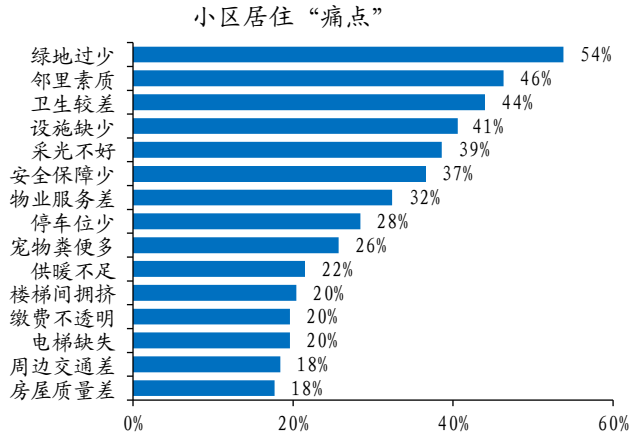
数据来源：中国产业发展研究网、开源证券研究所

图8：2020 年初，我国正式发布家电使用安全年限标准



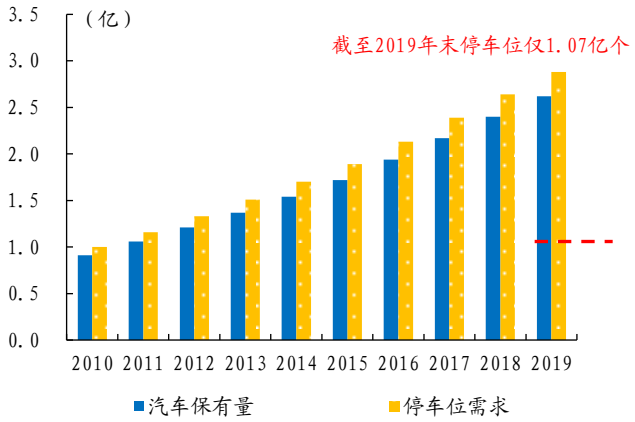
数据来源：中国家用电器协会组织、开源证券研究所

图9：电梯和停车场等供给不足，是居住消费“痛点”



数据来源：贝壳研究院、开源证券研究所

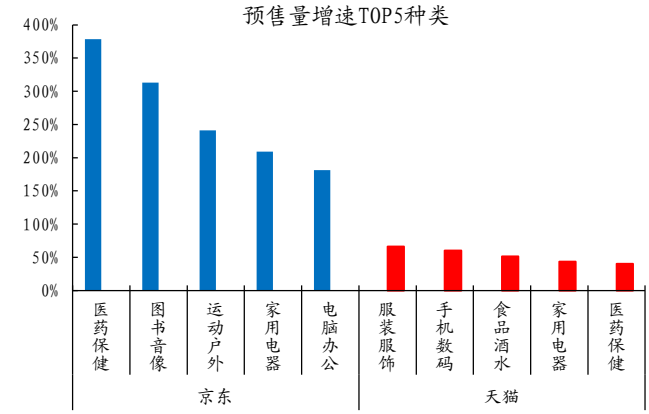
图10：我国停车场供给率仅5成左右，“缺口”巨大[1]



数据来源：国家统计局、前瞻产业研究院、开源证券研究所

短期来看，实物促消费政策见效可能相对更快，家电和医药消费或将进一步修复。从可选消费品需求的修复情况来看，三季度汽车销售高速增长、而家电和装修材料等后地产消费品修复相对滞后。考虑到二、三季度或是房屋集中交付期，家电家具等需求或将逐步释放。从京东和天猫双十一的预售额来看，家用电器增速位于前五、增速超过100%，消费需求旺盛；此外，秋冬储备需求下，医药预售额也在高速增长。

图11：京东和天猫“11预售”[2]，医药和家电高速增长



数据来源：欧特欧咨询、开源证券研究所

表3：京东和天猫“11预售”，手机电脑家电预售额较高

京东		天猫	
排名	品类	排名	品类
1	手机	1	护肤套装
2	笔记本电脑	2	精华
3	烟机灶具	3	手机
4	净水器	4	乳液面霜
5	冰箱	5	眼部护理
6	洗衣机	6	眼部彩妆
7	投影机	7	运动服
8	扫地机器人	8	面膜
9	按摩设备	9	洗衣机
10	中央空调	10	童装

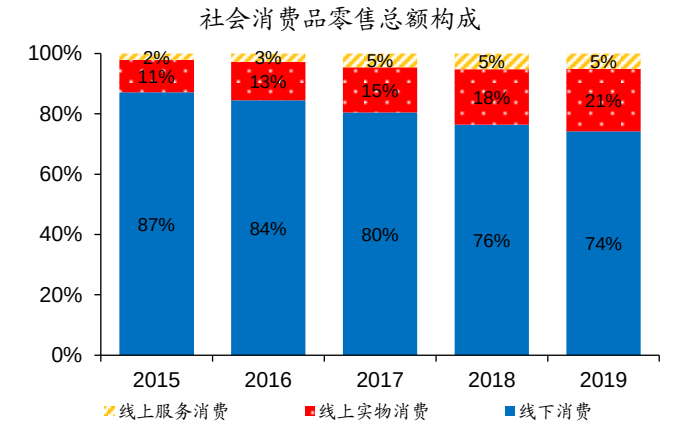
资料来源：欧特欧咨询、开源证券研究所

[1] 根据住建部发布的《城市停车设施规划导则》,规划人口小于50万的城市,停车位与汽车保有量的比例应该在1.1:1至1.5:1之间；规划人口大于50万的城市，停车位与汽车保有量的比例应在1.1:1至1.3:1之间。

[2] 统计时间为10月21日至10月28日。

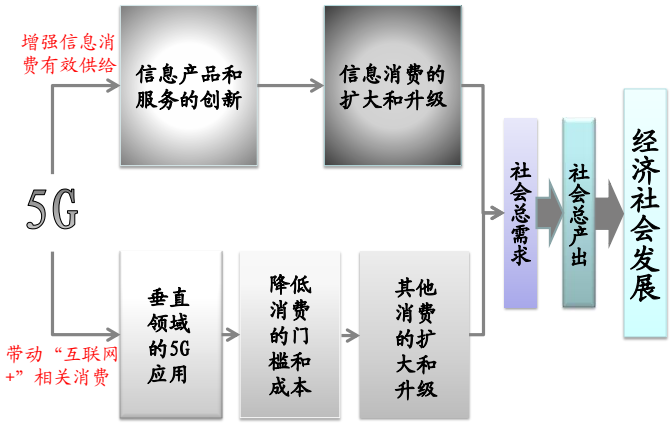
中长期而言，加快线上线下消费融合、增加公共基础设施供给举措“长短皆宜”，有助于加快释放教育、医疗等服务消费需求。近年来，网上零售的快速增长主要体现在实物消费领域，而服务消费占比总体偏低、不足两成。伴随以 5G 为代表的新一代信息基础设施的加快建设、新技术的推广应用，线上教育和娱乐、远程办公等服务消费需求有望加快释放。根据中国信息通信研究院的预测，2020 至 2025 年，5G 商用直接带动的经济总产出可能达 10.6 万亿元，间接拉动的经济总产出约 24.8 万亿元。

图12：我国网上消费中服务占比相对较低



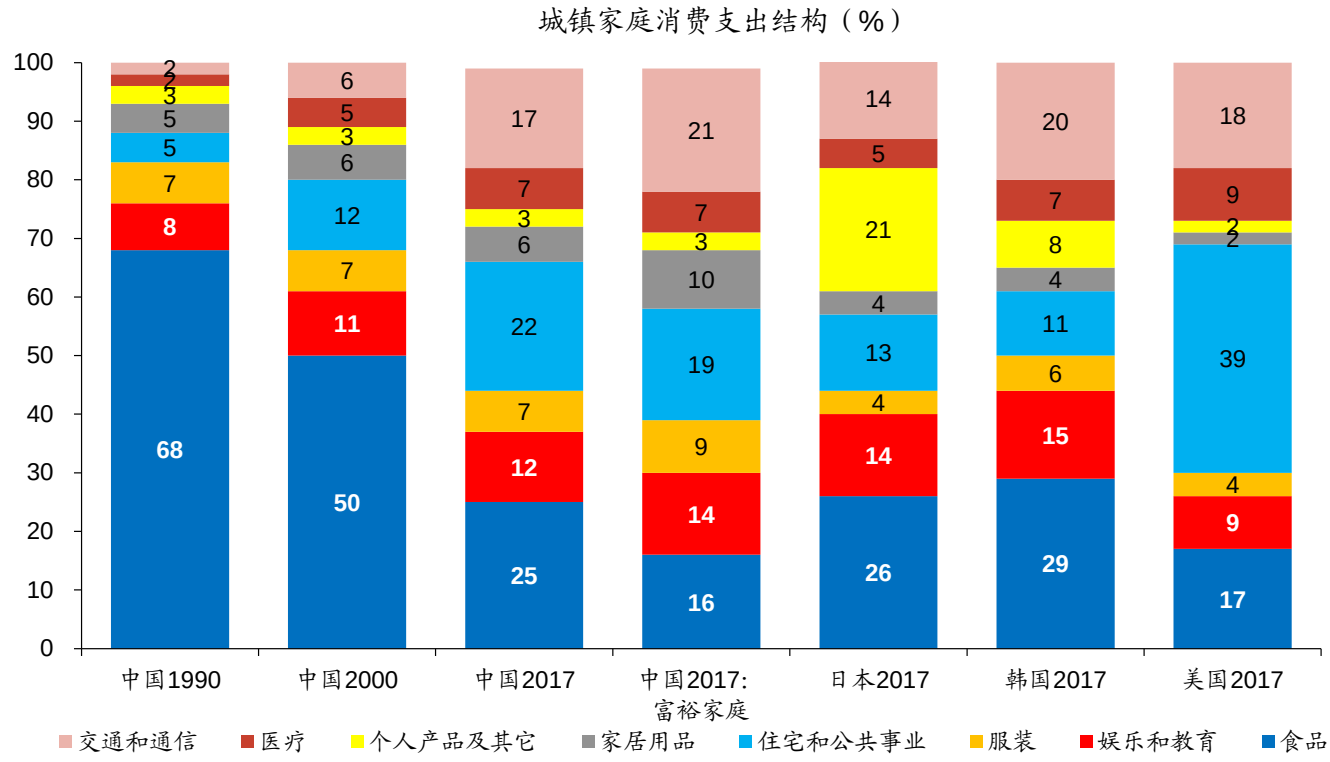
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：5G 信息技术，有助于从供需两端释放消费潜力



资料来源：《中国互联网络发展状况统计报告》、开源证券研究所

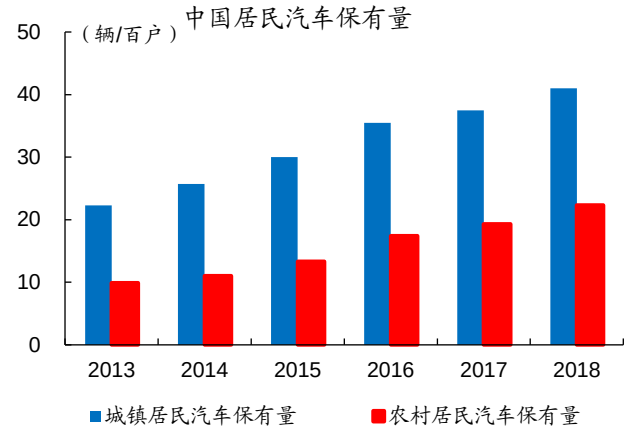
图14：中国消费者在娱乐和教育领域，消费潜力较大



数据来源：麦肯锡全球研究院、开源证券研究所

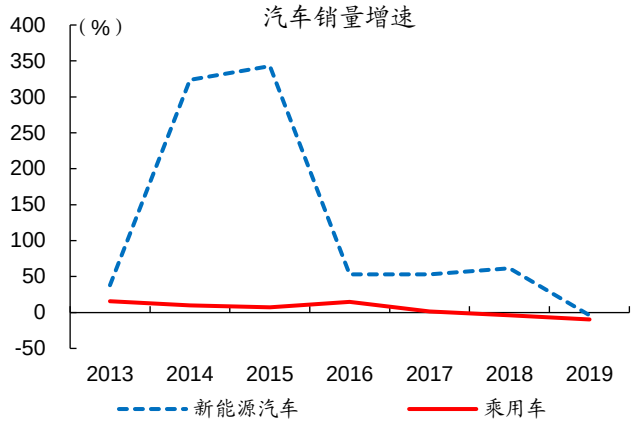
实物消费“结构升级”将是长期趋势，高能级城市耐用品消费转向节能环保，低能级城市及农村大众消费品仍存增量。伴随我国居民消费能力提升，传统家电、普通汽车需求增长的阶段可能已经过去，不同地区、不同消费群体未来需求表现或将明显分化。以汽车为例，充电基础设施供给相对较好的一二线城市，新能源汽车需求有望保持较高增速；相较之下，汽车保有量相对较低的低线城市和农村地区，耐用品消费潜力较大，普通汽车和家电等增量需求或仍然较大。

图15：农村汽车保有量相对较低



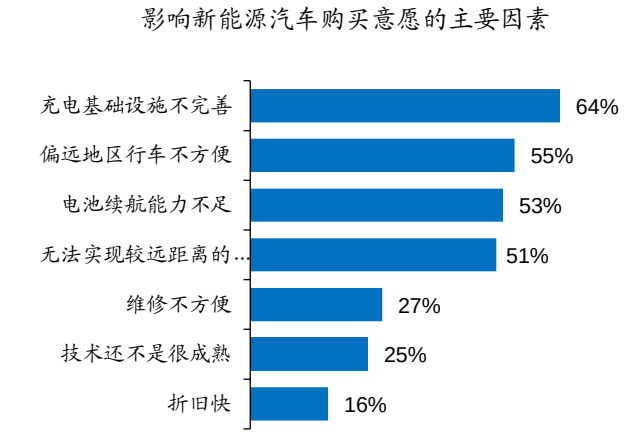
数据来源：新华网、开源证券研究所

图16：近年来新能源汽车增长相对较快



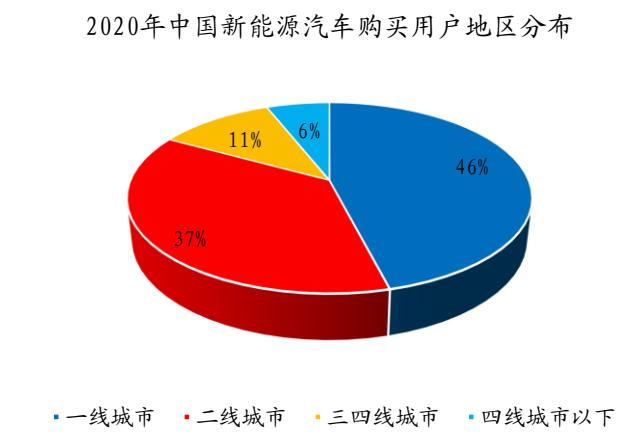
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图17：影响新能源汽车购买意愿的主要因素



数据来源：新华网、开源证券研究所

图18：新能源汽车需求主要分布在一二线城市



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

通过以上研究，我们发现：

1) 9 月以来，新一轮促消费政策密集落地。本轮促消费举措与 2018 年底以来的促消费政策思路一脉相承，通过加大线上线下融合等，释放居民服务消费潜力。

2) 实物消费升级政策也有兼顾、且不乏“亮点”；促家电更新、增强物资储的同时，明确对症公共供给不足“痛点”。

3) 短期来看，实物促消费见效可能相对更快，家电和医药消费等有望进一步修复。从京东和天猫双十一的预售额来看，家电和医药预售额高速增长。

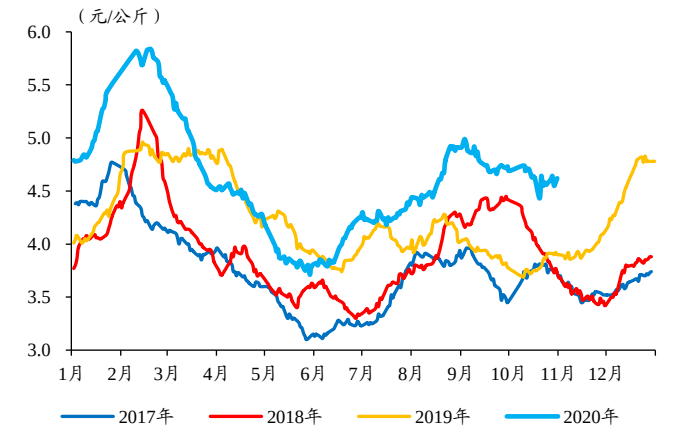
4) 中长期而言，线上线下融合、增加公共基础设施供给举措“长短皆宜”，有助于释放服务消费的长期潜力。实物消费“结构升级”将是长期趋势，高能级城市耐用品消费转向节能环保，低能级城市及农村大众消费品仍存增量。

2、 高频数据跟踪

2.1、 通胀观察：蔬菜平均批发价上涨、猪肉平均批发价下跌

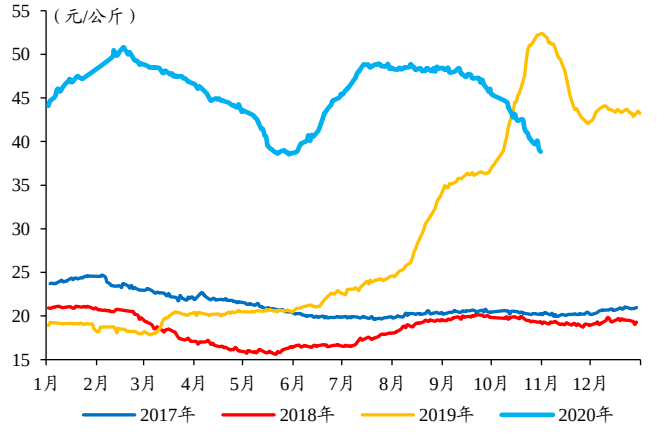
上周（10 月 26 日-10 月 30 日），蔬菜价格上涨、猪肉价格下跌。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比上涨 1.3%，至 4.62 元/公斤。猪肉平均批发价周环比下跌 3.9%，至 38.85 元/公斤。

图 20：农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 21：农业部猪肉平均批发价下跌

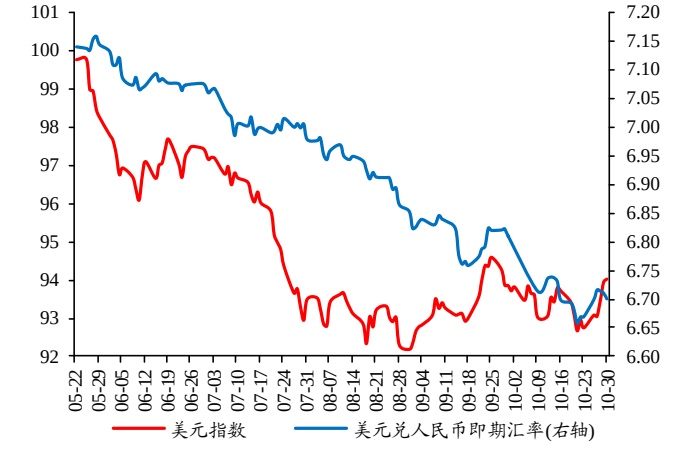


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元贬值

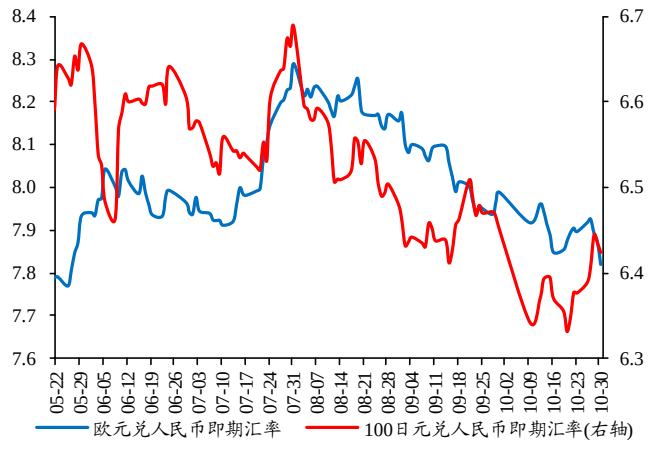
上周（10 月 26 日-10 月 30 日），人民币对美元贬值 0.47%，周五美元兑人民币汇率收于 6.70；美元指数收于 94.02，较前周上涨 1.38%。美元兑人民币即期-中间日均价差为-3 基点；离岸、在岸人民币日均价差-13 基点。

图 22：人民币对美元贬值，美元指数上涨



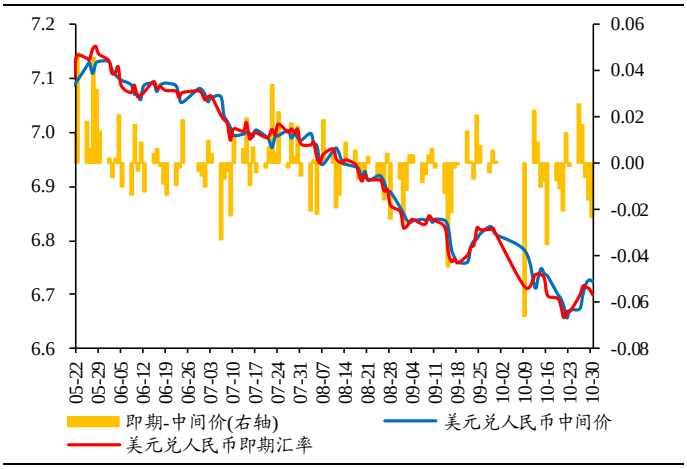
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 23：人民币对欧元升值、对日元贬值



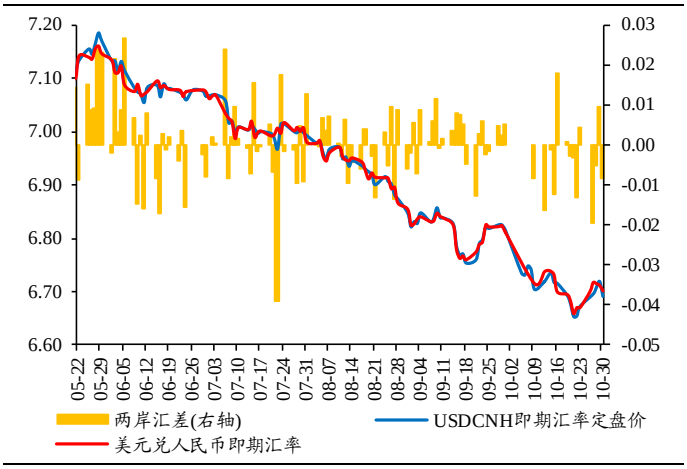
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 24：美元兑人民币即期-中间日均价差为-3 基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 25：离岸、在岸人民币日均价差-13 基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 大宗商品：商品期货多数下跌，能化指数领跌

上周（10 月 26 日-10 月 30 日），商品期货核心品种多数下跌，能化指数领跌。上周南华商品综合指数下降 3.2%。核心品种多数下跌，能化指数领跌，周环比跌幅 4.5%。细分品种来看，动力煤指数领涨，周环比涨幅为 3.8%；沥青指数领跌，周环比跌幅为 8.6%。

表 3：商品期货市场核心品种多数下跌

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能源化工指数	南华贵金属指数
上周涨幅	-3.2%	-3.1%	0.3%	0.4%	-4.5%	-3.0%
前周涨幅	-0.4%	-0.1%	-1.0%	0.1%	-0.1%	0.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表 4：商品期货市场细分品种中，动力煤指数领涨

	能源化工			金属						加工			农产品	
	南华铁矿石指数	南华动力煤指	南华焦煤指数	南华沪锌指数	南华沪铜指数	南华白银指数	南华黄金指数	南华玻璃指数	南华沥青指数	南华螺纹钢指数	南华PTA指数	南华PVC指数	南华玉米指数	南华豆粕指数
上周涨幅	3.0%	3.8%	0.7%	-1.0%	-1.9%	-5.5%	-1.6%	2.1%	-8.6%	2.4%	-5.1%	3.2%	1.9%	-1.3%
前周涨幅	-1.8%	-0.8%	0.9%	4.6%	0.9%	1.4%	-0.3%	-1.1%	-0.2%	-0.4%	-2.0%	-2.1%	-0.5%	-1.3%

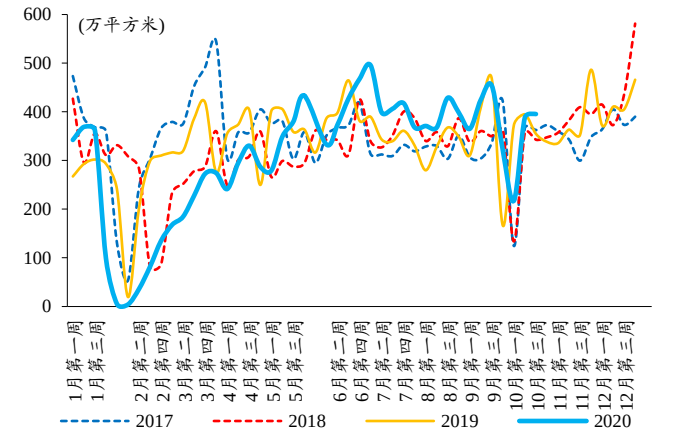
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 中观行业跟踪

3.1、 下游：商品房成交面积上升，土地市场量价齐跌

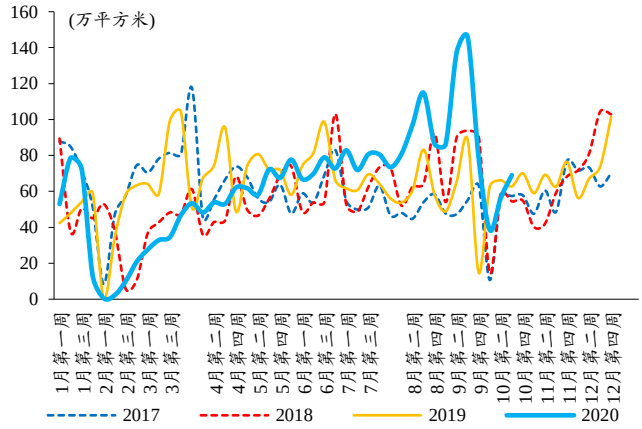
前周（10 月 19 日-10 月 25 日），30 大中城市商品房成交面积环比上升，一、三线城市成交面积上升，二线城市成交面积下降。前周，30 城商品房成交面积 395 万平方米，周环比上升 1.8%。分城市来看，一线城市成交面积 69 万平方米，周环比上升 22.4%；二线城市成交面积 191 万平方米，周环比下降 4.4%；三线城市成交面积 136 万平方米，周环比上升 2.5%。

图 26：30 大中城商品房成交面积环比上升



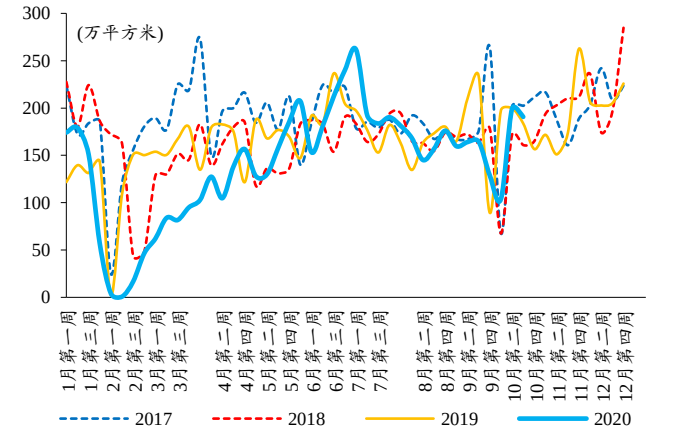
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 27：30 大中城商品房一线城市成交面积上升



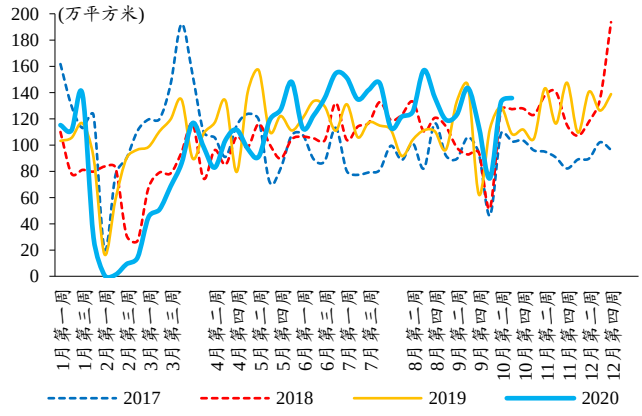
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 28：30 大中城商品房二线城市成交面积下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

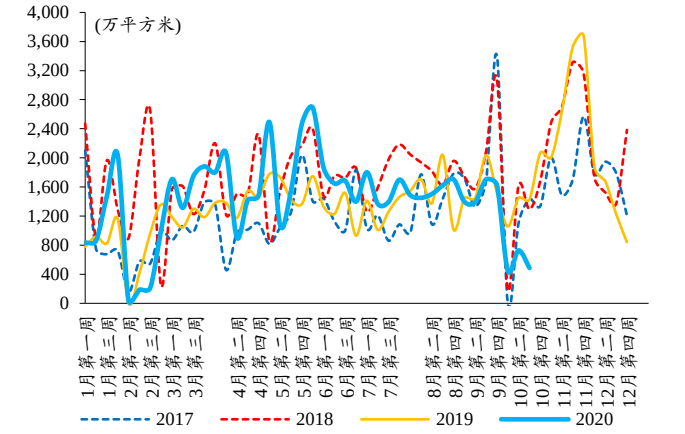
图 29：30 大中城商品房三线城市成交面积上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

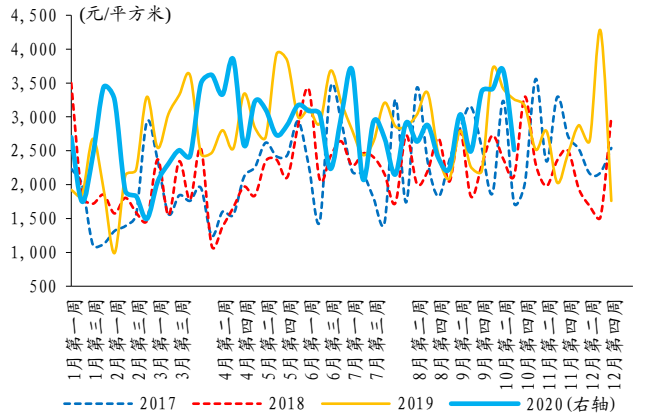
土地供应量价齐跌，土地成交溢价率下降。前周（10 月 19 日-10 月 25 日），100 大中城市土地供应占地面积 485 万平方米，周环比减少 33.3%；土地挂牌均价 2512 元/平方米，周环比下跌 31.8%。前周，土地溢价率下降 8.71 个百分点。

图 30：100 城供应土地占地面积减少



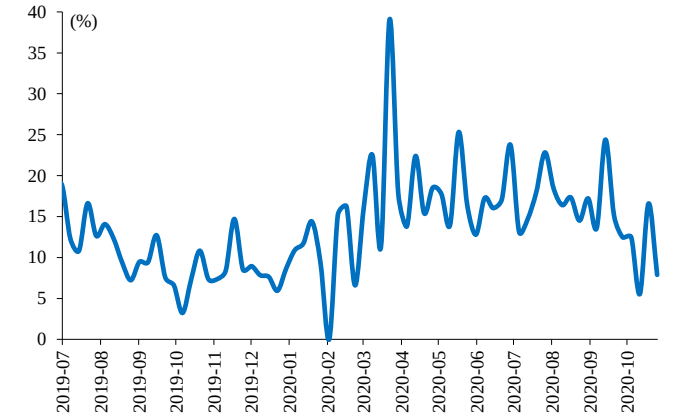
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 31：100 城供应土地挂牌均价下降



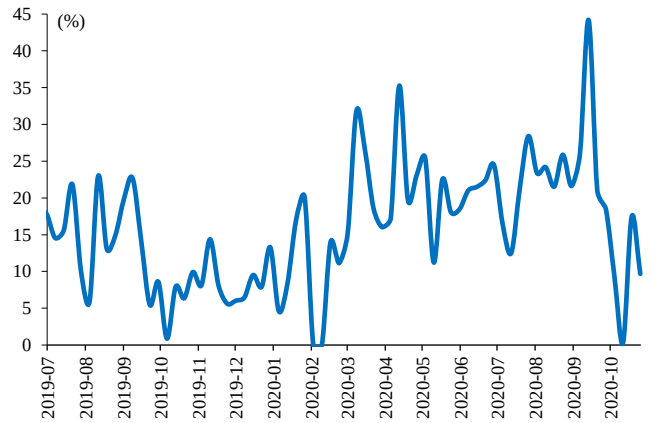
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 32：100 城住宅类用地成交土地溢价率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 33：100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降

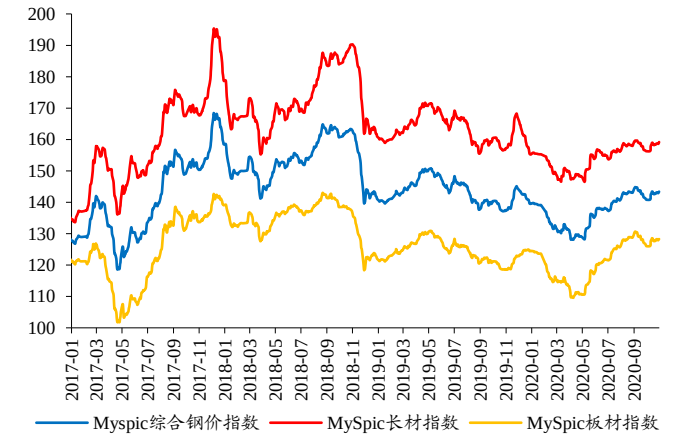


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中游：钢铁、水泥价格普涨，玻璃价格下降

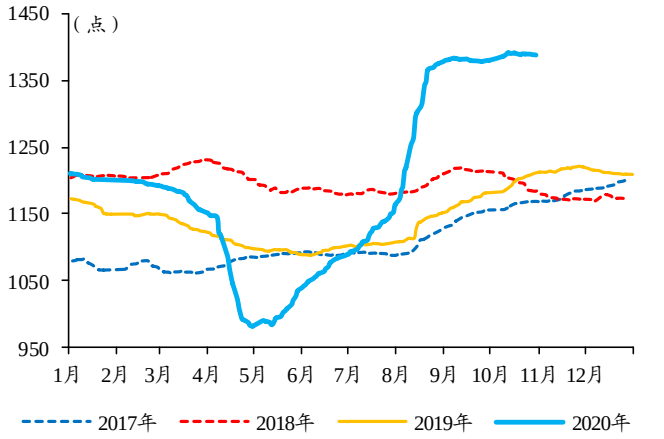
上周（10 月 26 日-10 月 30 日），钢铁、水泥价格上涨，玻璃价格微降。上周，Myspic 钢价综指收于 143.38，周环比上涨 0.2%。全国水泥价格指数收于 150.88，周环比上涨 0.3%；全国玻璃价格指数收于 1,361.81，周环比下降 0.1%。

图 34：线材、长材价格指数均上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

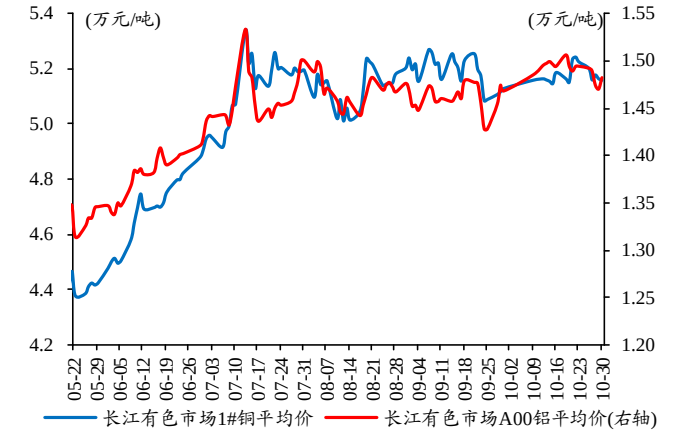
图 35：玻璃价格指数微降



数据来源：Wind、开源证券研究所

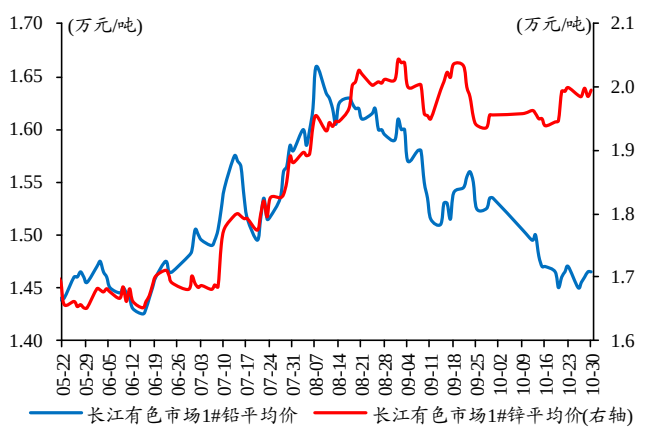
有色金属有涨有跌，其中铜铝铅锌价格均下跌，铅库存上涨、铜铝锌库存下降；橡胶价格较前周上涨。上周（10 月 26 日-10 月 30 日），有色金属价格均下跌，长江有色铜、铝、铅、锌价格分别周环比下降 1.3%、0.8%、0.3%、0.2%。上期所库存小计来看，铅库存周环比上涨，铜、铝、锌库存环比下降。上周，橡胶价格收于 10,720 元/吨，价格较前周上涨 5.9%。

图 38：长江有色市场铜、铝价格下跌



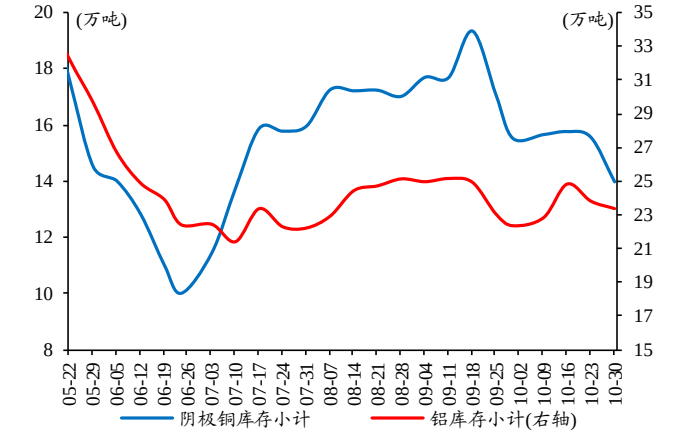
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 39：长江有色市场铅、锌价格下跌



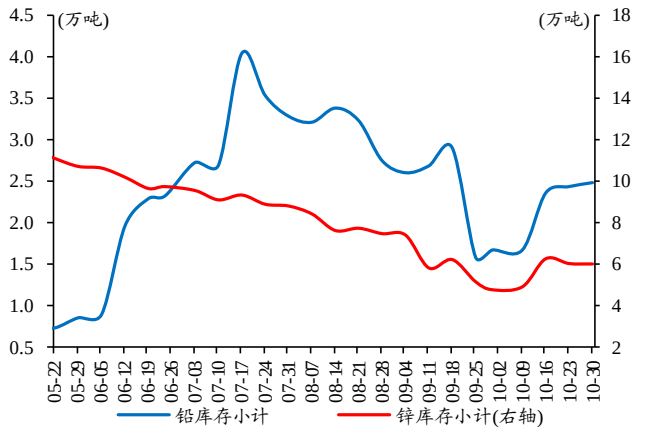
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 40：上期所铜、铝、锌库存均下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 41：上期所铅库存增加

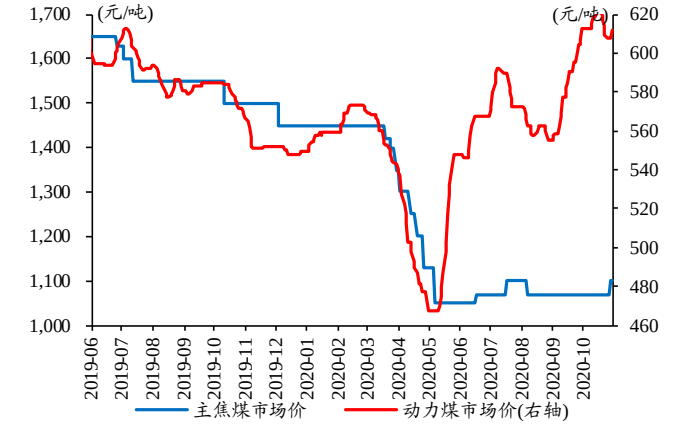


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 上游：原油结算价下降，铝、铅价格上涨，铜、锌价格下降

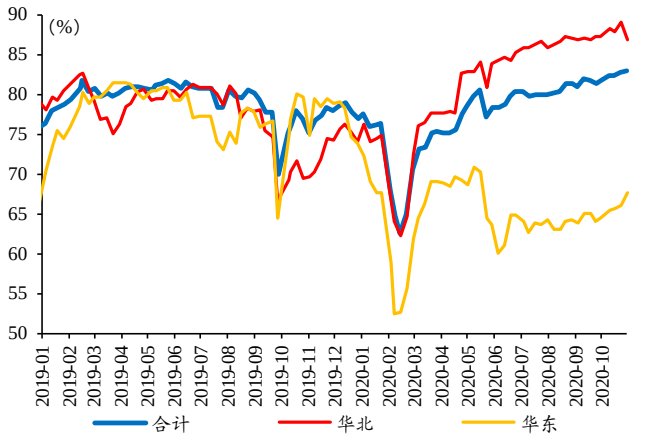
上周（10 月 26 日-10 月 30 日），主焦煤价格上涨、动力煤市场价格上涨；国内独立焦化厂焦炉生产率上涨。上周，焦煤价格为 1100 元/吨，较上周上涨 2.8%；动力煤价格 611.5 元/吨，较前周上涨 0.3%。国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率 82.99%，较前周上升 0.2%。

图 42：焦煤价格上涨、动力煤价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

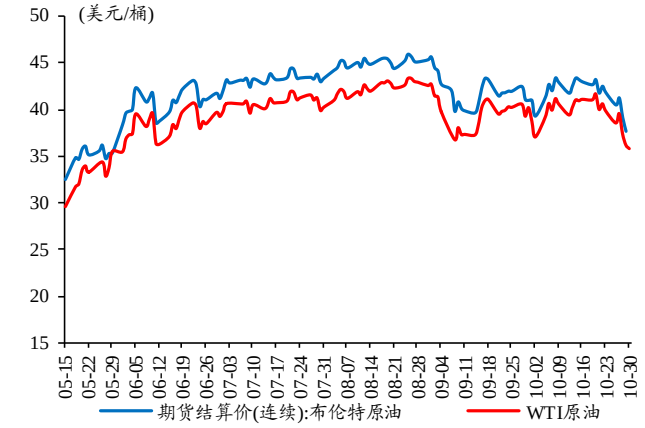
图 43：国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

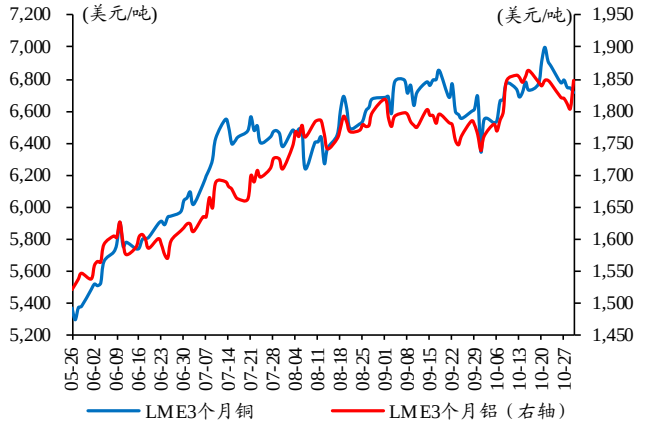
上周（10 月 26 日-10 月 30 日），国际原油价格下降，国内汽油、柴油价格均下跌，LME3 个月铝、铅期货价格上涨，铜、锌期货价格下降。上周，国际原油期货结算价格上涨，布伦特原油和 WTI 原油期货结算价周环比分别下跌 9.9%、10.2%；国内汽油较前周下跌 0.6%、柴油较前周下跌 0.3%。LME3 个月铝、铅期货价格周环比涨幅分别为 0.3%、1.8%，铜、锌期货价格周环比跌幅分别为 2.4%，1.1%。

图 44：国际原油期货结算价格下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 45：LME3 个月铜价格下跌、铝价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn