复苏趋势延续，经济结构优化

——宏观月报（2020 年第 2 期）

报告要点：

- **供需缺口收敛，内需复苏加快**

8 月中采制造业 PMI 指数为 51%，连续 6 个月处于枯荣线之上。8 月生产指数为 53.5%，较上月略有回落；新订单指数为 52%，较上月回升 0.3 个百分点，供需缺口收敛，总需求继续恢复。8 月主要原材料购进价格指数为 58.3%，较上月回升 0.2 个百分点；出厂价格指数为 53.2%，较上月回升了 1 个百分点，也反映出下游需求恢复加快。

- **出口高景气，传统需求复苏**

8 月我国出口 2532.6 亿美元，同比增长 9.5%。传统需求回暖，防疫物资需求维持高位。8 月海外国家对我国医疗物资需求保持旺盛，同时以服装和家具为代表的传统出口需求增速较上月也大幅回升，传统外需持续的边际改善。进口增速低于市场预期，主要受到国内替代国外供给以及大宗商品价格下跌影响。

- **CPI 重回跌势，PPI 继续修复**

8 月 CPI 同比上涨 2.3%，增速较上月下滑。非食品项基本稳定，食品项因猪肉价格同比增速回落而下滑。年内非食品项难以大幅上行，食品项在猪肉价格下行，猪肉价格高基数的影响下，有望进一步走低。 8 月 PPI 同比-2%，继续回升。全球经济复苏，商品价格上升带动 PPI 进一步回暖。未来随着疫情趋稳，预计外需进一步释放和国内基建需求共振，PPI 将维持上行趋势。

- **社融高于预期，信贷结构继续改善**

8 月新增社融 3.58 万亿元，M2 增速为 10.4%，人民币贷款增加 1.28 万亿元。8 月份社融与信贷数据均好于市场预期。M1-M2 剪刀差收窄，经济活跃度上升。企业中长期贷款较快，投资活动继续改善。居民中长期贷款维持高位，房地产销售维持高景气。预期未来两个月社融增速维持高位。

- **工业增加值超预期，消费当月同比转正**

8 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，超出市场预期，上游周期性行业表现亮眼，主要工业品产量维持高增。8 月社零同比增速为 0.5%，较上月回升了 1.6 个百分点，年内首次转正。可选消费恢复性增长。8 月汽车零售同比增长了 11.8%，仍维持在较高水平，对社零转正拉动较多。

- **制造业投资超预期，地产投资维持韧性**

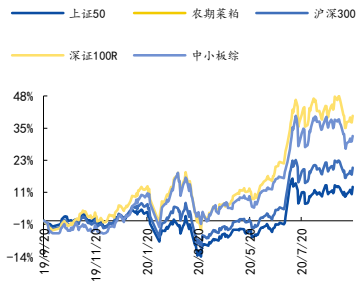
1-8 月全国固定资产投资同比下滑 0.3%，房地产投资累计同比增长 4.6%，基建投资（不含电力）累计同比下降 0.3%，制造业投资累计同比下滑 8.1%。制造业投资回升超预期，医药和计算机设备维持高增，纺织、通用设备、交通运输设备等也在八月加快修复，主要受益于出口需求以及国内基建施工需求。房地产投资仍然强劲，需求维持高景气。8 月房地产开发投资同比增长 11.8%，商品房销售面积和销售额分别同比增长了 13.7%和 27.1%，较 7 月继续加快。在房地产销售回款强劲的支撑下，年内房地产投资仍将维持强势。8 月基建回升速度放缓，增速较 7 月回落了 4 个百分点，考虑到专项债发行节奏，预计基建投资将会在四季度加速。

风险提示：新冠疫情风险，政策不及预期风险，中美摩擦升级风险

主要数据：

上证综指：	3338.09
深圳成指：	13245.09
沪深 300：	4737.09
中小盘指：	4434.23
创业板指：	2596.08

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-经济持续改善，资金面压力犹存-宏观流动性双周报(第 4 期)》2020.09.14

《国元宏观-社融超市场预期，信贷结构持续改善-8 月社融数据点评》2020.09.13

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

内容目录

1. PMI：内需恢复加快，供需缺口收敛 4
1.1 内需改善，供需缺口收窄 4
1.2 出厂价格回升快于原材料价格 4
1.3 小型企业继续承压，服务业景气回升 5
2. 进出口：贸易延续改善，出口维持高增 6
2.1 传统需求回暖，出口延续高增 6
3. CPI 重回下行通道，PPI 继续修复 7
3.1 猪肉价格同比回落带动 CPI 下行 7
3.2 PPI 继续回升，工业需求回暖 7
4. 信贷社融：社融超市场预期，信贷结构持续改善 8
4.1 M2 增速回落，M1 增速回升 8
4.2 中长期贷款维持高增，贷款结构进一步改善 8
4.3 社融增速超预期，专项债贡献主要增量 9
5.工业增加值超预期，消费当月同比转正 10
5.1 8 月工业增加值加速回升 10
5.2 社零当月同比转正，汽车消费贡献大 11
6.地产投资有韧性，制造业投资超预期 12
风险提示 14

图表目录

图 1：生产与新订单 4
图 2：中采 PMI 分项 4
图 3：出厂价格指数与原材料购进价格指数 5
图 4：小型企业 PMI 继续承压 5
图 5：服务业继续回升 5
图 6：进出口继续景气 6
图 7：传统需求回暖 6
图 9：8 月 CPI 重回下行趋势 7
图 10：猪肉价格同比回落带动 CPI 下行 7

图 11：PPI 持续回暖 8
图 12：有色金属等行业回升较快 8
图 13：M1 与 M2 剪刀差收窄 8
图 14：新增人民币存款情况 8
图 15：居民中长期贷款稳定增长 9
图 16： 企业中长期贷款增长较快 9
图 17：8 月社融超预期回升 9
图 18： 政府债券是主要拉动项 9
图 19：8 月工业增加值加速回升 10
图 20：细分行业工业增加值同比 10
图 21：上游行业回升强劲 11
图 22：主要工业品产量维持高增 11
图 23：8 月社零当月同比转正 11
图 24：可选消费增速较快 11
图 25：汽车是社零转正的主要拉动项 12
图 26：固定资产投资完成额累计同比 13
图 27： 基建投资回升速度放缓 13
图 28： 高景气子行业拉动制造业回升 13
图 29：房地产投资额维持高增 13
图 30： 住宅投资回升较快 13
图 31：商品房销售维持高景气 13

1. PMI：内需恢复加快，供需缺口收敛

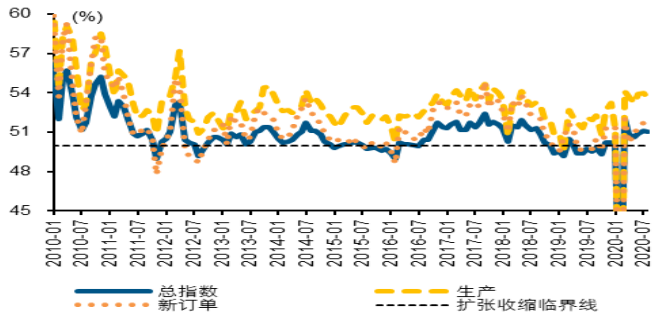
8 月中采制造业 PMI 指数为 51，较上月回落 0.1 个百分点，略低于市场预期，连续 6 个月处于枯荣线之上；非制造业 PMI 指数为 55.2，较上月回升 1 个百分点。综合 PMI 产出指数为 54.15，较上月回升 0.4 个百分点。

1.1 内需改善，供需缺口收窄

从细分项来看，8 月生产指数为 53.5%，虽较上月回落了 0.5 个百分点，但总供给仍处于景气区间；新订单指数为 52%，较上月回升 0.3 个百分点，总需求继续恢复。从行业情况看，医药、非金属制品、金属制品、铁路船舶、电气机械器材等制造业新订单指数在临界点以上连续上升，行业复苏动能继续增强。

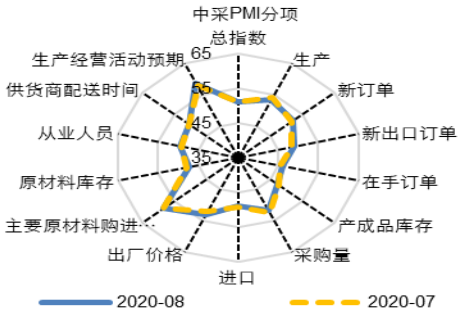
8 月新出口订单指数为 49.1%，较上月回升了 0.7 个百分点，连续三个月回升，但回升速度大幅放缓。全球 5 月底陆续复工后，短期 PMI 快速回升，但是未来持续上升概率难度较大，同时叠加近期疫情反复，预计未来出口改善力度将边际放缓。

图 1：生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：中采 PMI 分项

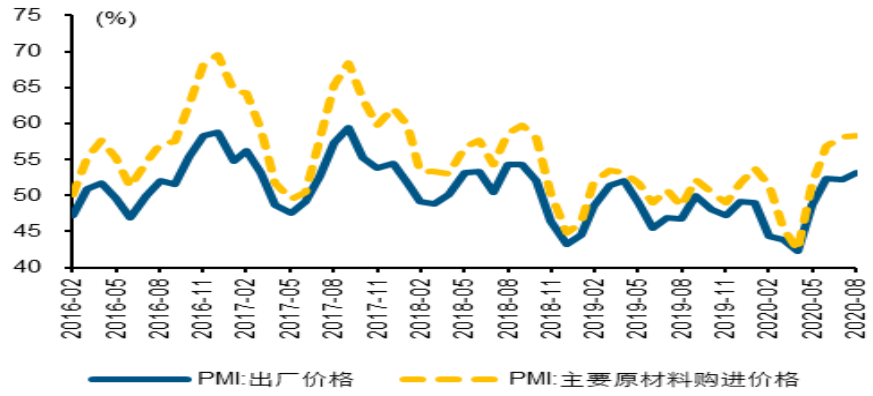


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 出厂价格回升快于原材料价格

8 月主要原材料购进价格指数为 58.3%，较上月回升 0.2 个百分点；出厂价格指数为 53.2%，较上月回升了 1 个百分点，反映出下游需求逐步恢复。上游产品价格涨幅明显，钢铁、有色等制造业主要原材料购进价格指数均高于 63.0%，但是购进价格指数和出厂价格指数两者剪刀差收窄，在终端需求恢复的情况下，上游原材料价格上涨对中下游制造业带来的成本压力有所缓解。

图 3：出厂价格指数与原材料购进价格指数



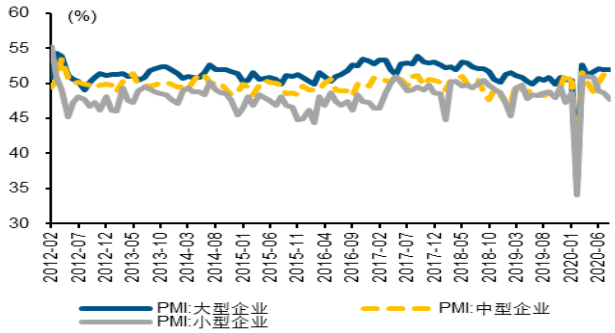
资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.3 小型企业继续承压，服务业景气回升

8 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 52.0%、51.6%、47.7%，较上月分别持平，上升 0.4，下降 0.9 个百分点。3 月以来，大型企业 PMI 指数已连续 6 月处于荣枯线以上，而小微企业面临着相对更大的经营压力。由于大型企业具有更加完善的经营能力和抗风险能力，使得其能够在“后疫情”阶段更快复苏，由此也导致整个行业集中度不断提升。

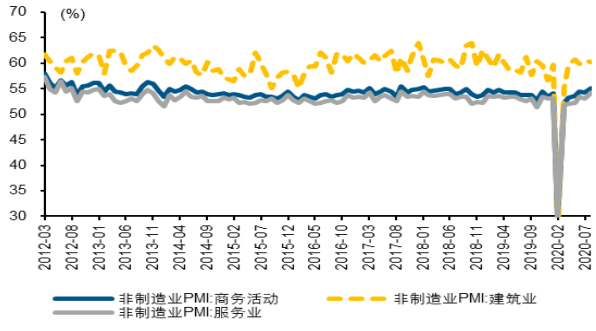
8 月非制造业 PMI 为 55.2%，较上月回升 1.0 个百分点。其中服务业 PMI 指数为 54.3%，较上月大幅回升了 1.2 个百分点。建筑业 PMI 指数为 60.2%，较上月小幅回落 0.3 个百分点，受天气影响较大。分行业看交通运输、电信等行业商务活动指数连续 4 个月位于 60.0%以上，持续快速恢复。

图 4：小型企业 PMI 继续承压



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：服务业继续回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. 进出口：贸易延续改善，出口维持高增

根据中国海关总署数据，8 月我国进出口总值为 4115.9 亿美元，同比增长 4.2%。其中出口 2532.6 亿美元,同比增长 9.5%,较上月回升 2.3 个百分点;进口 1763.3 亿美元，同比下降 2.1%，较上月下滑 0.7 个百分点；贸易差额为 589.3 亿美元，较上月小幅下滑。

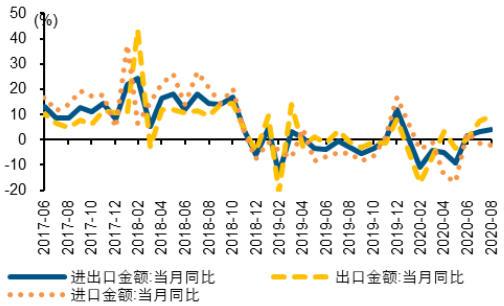
2.1 传统需求回暖，出口延续高增

8 月出口超市场预期。以人民币计价，中国 8 月出口同比增长 11.6%。从国别来看，8 月我国对美国、东盟、日本和欧盟的出口增速分别为 20%、13%、-0.8%、-6.5%，对美国和日本出口增速回升，对东盟和欧盟增速回落。从出口产品类别看，传统需求回暖，防疫物资需求维持高位。8 月海外国家对我国医疗物资需求保持旺盛，虽同比增速较上月大幅回落，但仍旧维持高景气。同时 8 月以服装和家具为代表的传统出口需求增速较上月分别回升了 1 和 12 个百分点，家具出口也回到了正增长区间，传统外需持续的边际改善。

8 月进口同比增速为-2.1%，较上月回落了 0.7 个百分点，继续低于市场预期。分国别来看，8 月我国对美国、日本、韩国的进口增速均出现小幅回落，对东盟和欧盟的进口增速有所回升。进口低于预期主要受两方面原因影响，一是国外受疫情影响供应不足,同时对部分疫情严重的国家采取了进口限制,国内替代了部分国外供给；去年同期基数较大；二是虽然进口量恢复显著，但原油、大豆、铁矿石等商品价格下跌，导致相关产品进口金额下滑。

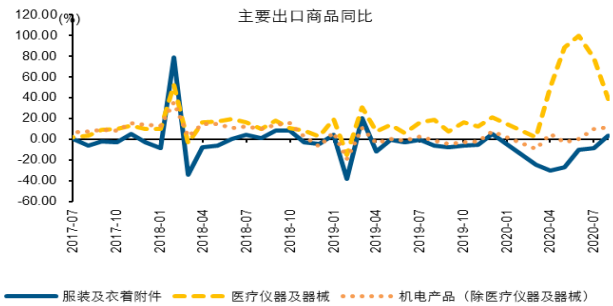
8 月贸易顺差为 589.3 亿美元，较 7 月略有收窄但同比仍维持高增。整体看我国进出口仍处于高景气区间，展望后续，预计出口年内将保持在较高增速区间，进口增城偏弱，贸易顺差维持高增，后期需关注发达国家经济恢复和新兴经济体的疫情发展情况。

图 6：进出口继续景气



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 7：传统需求回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

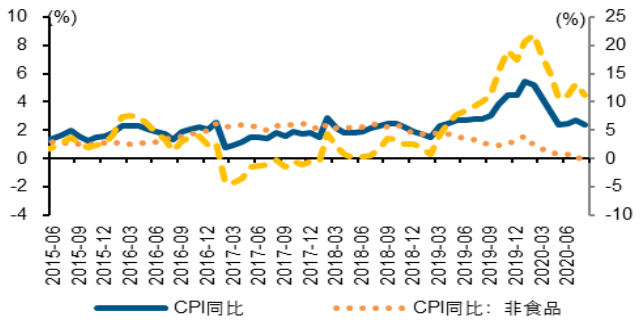
3. CPI 重回下行通道，PPI 继续修复

8 月 CPI 同比上涨 2.3%，较上月回落 0.3 个百分点；7 月 PPI 同比下降 2%，较上月回升 0.4 个百分点。

3.1 猪肉价格同比回落带动 CPI 下行

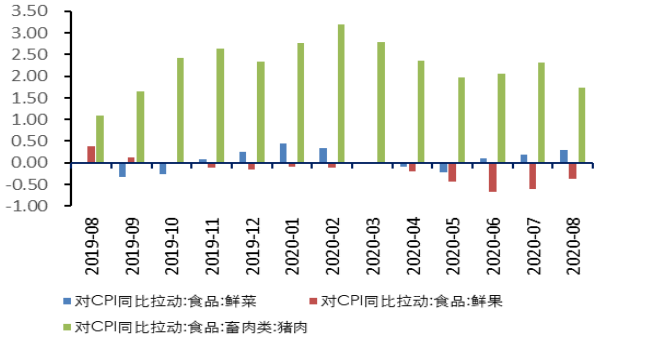
8 月食品 CPI 同比上涨 11.2%（前值 13.2%），增速回落；非食品 CPI 同比上涨 0.1%（前值 0.0%）；核心 CPI 同比上涨 0.5%，和上月基本持平。食品项对 CPI 同比贡献了 1.65 个百分点，其中猪肉贡献为 1.74 个百分点，猪肉价格同比较上月大幅回落。食品方面，环比蛋类（9.4%）、鲜菜（6.4%）涨幅偏高，猪肉（1.2%）涨势明显放缓。菜价与蛋价上涨均符合季节规律，鲜菜供给受台风水涝等扰动频繁，而蛋类在夏季产蛋率下降、储存时间缩短，两者往往自 9 月入秋后价格趋于回落。非食品方面，教育文娱、医疗保健、居住环比依然弱于季节性，其他用品服务、交通和通信环比较强，服务业在逐步恢复。

图 9：8 月 CPI 重回下行趋势



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 10：猪肉价格同比回落带动 CPI 下行



资料来源：Wind，国元证券研究中心

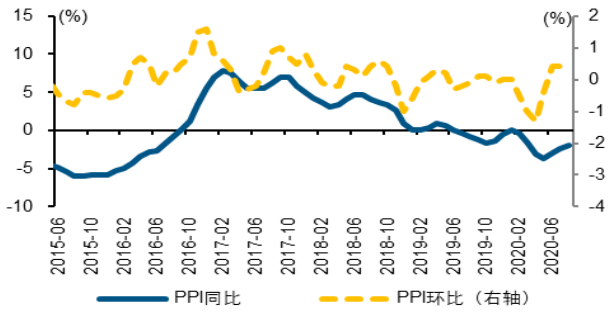
3.2 PPI 继续回升，工业需求回暖

8 月 PPI 同比-2%，较上月回升 0.4 个百分点，环比涨 0.3%，较上月小幅回落。8 月 PPI 生产资料下滑 3%，环比上升 0.4%；生活资料同比上涨 0.6%，环比涨幅为 0.71%。

分行业来看，全球大宗商品价格上行带动国内工业品价格上升，市场需求继续恢复。从细分行业看，煤炭开采和洗选业（-0.9%）环比转负，石油、煤炭及其他燃料加工业（1.2%）涨幅收窄，化学原料及化学制品制造业（-0.2%）跌幅扩大，非金属矿物制品业（-0.4%）环比跌幅收窄，黑色金属冶炼及压延加工业（1.5%）涨幅扩大，有色金属冶炼及压延加工业（3.0%）环比小幅回落。

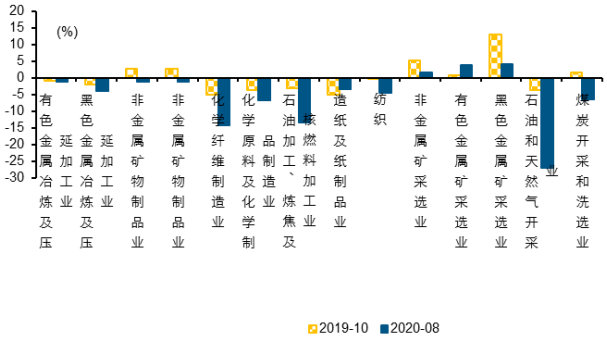
预计年内 CPI 逐步下行，PPI 维持修复趋势。年内非食品方面，消费信心逐步修复但难以大幅上行。食品方面，水灾影响消退，食品运输与供给恢复正常。猪肉在价格下行，高基数的影响下，猪肉分项有望进一步拉低 CPI。从 PPI 看，随着全球经济复苏，商品价格上升带动 PPI 进一步回暖。未来随着疫情趋稳，预计外需进一步释放和国内基建需求共振，PPI 将维持上行趋势。

图 11：PPI 持续回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 12：有色金属等行业回升较快



资料来源：Wind，国元证券研究中心

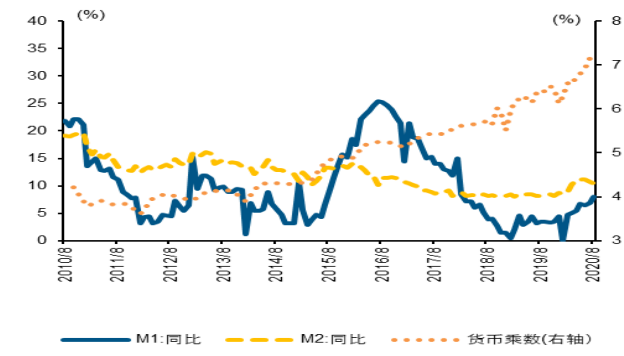
4. 信贷社融：社融超市场预期，信贷结构持续改善

9 月 11 日央行公布 8 月金融统计数据，数据显示 8 月新增社融 3.58 万亿元，同比增加 1.39 万亿元；M2 增速为 10.4%，较上月回落；人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。

4.1 M2 增速回落，M1 增速回升

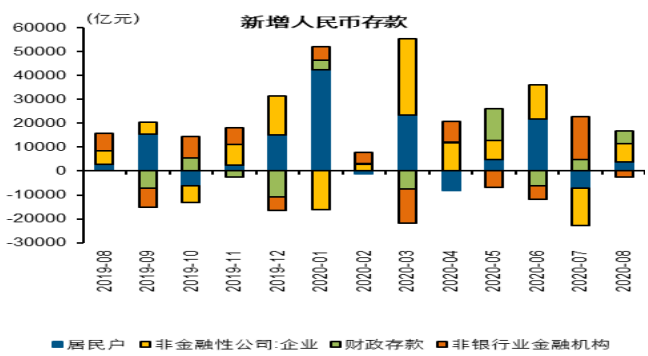
M2 当月同比增速 10.4%，增速较上月回落 0.3 个百分点，比去年同比高 2.2 个百分点；M1 当月同比增速 8%，增速较上月回升 1.1 个百分点，比去年同期高 4.6 个百分点。8 月新增人民币存款 1.94 万亿元，其中居民存款增加 3973 亿元，同比多增 1259 亿元，企业部门存款增加 7491 亿元，同比多增 1699 亿元。8 月财政存款增加 5339 亿元，主要源于政府债券的大量发行。M1 和 M2 剪刀差明显收窄，反映了经济活动持续恢复，预计随着财政投放节奏加快，后期 M2 增速将回升。

图 13：M1 与 M2 剪刀差收窄



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 14：新增人民币存款情况



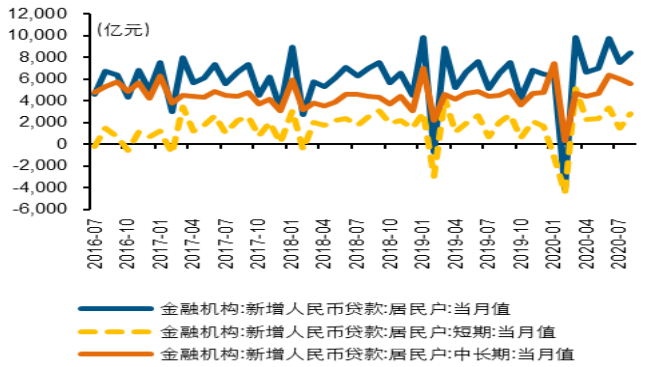
资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.2 中长期贷款维持高增，贷款结构进一步改善

8 月份新增人民币贷款 1.28 万亿元，相比去年同期多增加 700 亿元。(1)居民层面，

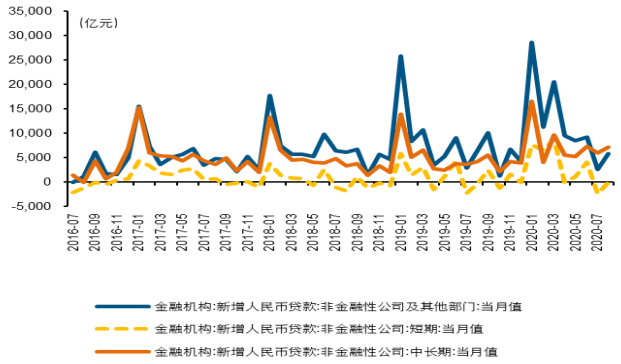
新增居民贷款 8415 亿元，比去年同期多增 1877 亿元，维持了 4 月以来的稳定增长。新增居民中长期贷款 5571 亿元，比去年同期多增 1031 亿元，地产销售仍然景气。（2）企业融资层面，新增企业贷款 5797 亿元，比去年同期少增 716 亿元，其中企业中长期贷款新增 7252 亿元，较去年同期多增 2967 亿元，显示企业投资活动继续改善，中长期贷款需求较强。

图 15：居民中长期贷款稳定增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 16： 企业中长期贷款增长较快

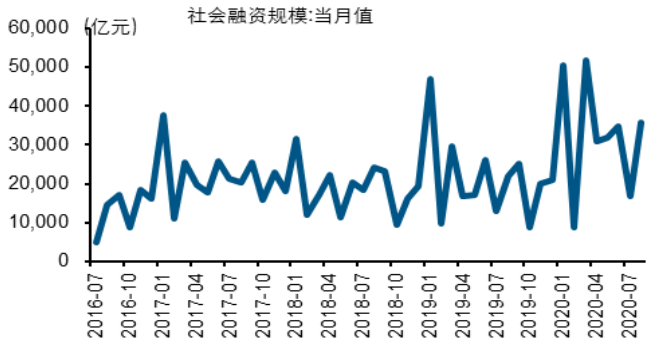


资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.3 社融增速超预期，专项债贡献主要增量

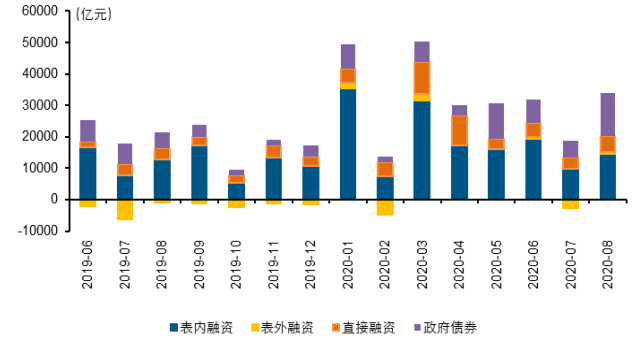
8 月社融余额同比增速 13.3%，比上月高出了 0.4 个百分点。当月社融规模 3.58 万亿，比去年同期多增 1.39 万亿元，超出市场预期。主要源于（1）地方政府专项债当月融资 1.38 亿元，比去年同期多增 8729 亿元。(2)当月新增表外融资 710 亿元，同比多增了 1725 亿元，其中当月新增未贴现银行承兑汇票 1441 亿元，同比多增 1284 亿元。（3）当月股票融资 1282 亿元，同比多增了 1026 亿元，持续扩大直接融资比重。

图 17：8 月社融超预期回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 18： 政府债券是主要拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究中心

整体来看，8 月份社融与信贷数据均好于市场预期。M1 增速延续回升，M1-M2 剪刀差收窄，显示经济活跃度上升。企业中长期贷款较快，显示企业对未来经济预期乐观，投资活动继续改善，中长期贷款需求旺盛。居民中长期贷款维持高位，房地产销售维持高景气。社融超预期，政府债券发行加速，考虑到 9-12 月还有约 2.8 万亿政府性债券发行额度，预期未来两个月社融增速或将抬升。

5.工业增加值超预期，消费当月同比转正

8 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较上月上升 0.8 个百分点，1-8 月工业增加值累计同比增长 0.4%。8 月社零同比增速为 0.5%,较上月回升了 1.6 个百分点，年内首次转正。工业增加值与消费当月同比增速均超出市场预期，经济恢复动力较强。

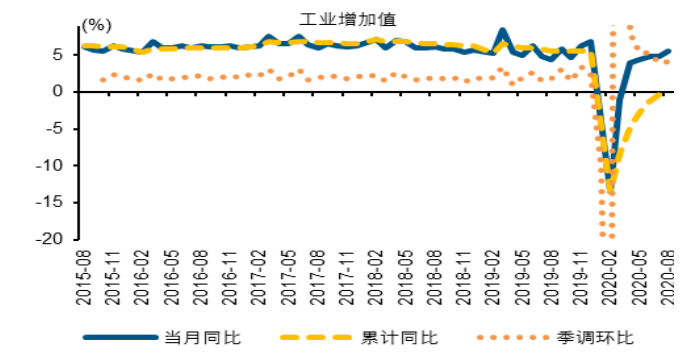
5.1 8 月工业增加值加速回升

8 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较上月上升 0.8 个百分点，较去年同期上升 1.2 个百分点，1-8 月工业增加值累计同比增长 0.4%。工业增加值当月同比增速超出市场预期，经济恢复动力较强。从行业大类看，8 月采矿业同比增长 1.6%，较上月回升了 4.2 个百分点，同比转正；制造业同比增长 6.0%，增速与上月持平；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 5.8%，增速较上月大幅上升 4.1 个百分点；高新技术产业 8 月同比增长 7.6%，维持高增速但对整体拉动减弱。

从具体行业看，上游周期性行业表现亮眼，化工、钢铁、有色等同比增速都较 7 月有所上升，其中有色金属和化学原料 8 月增速较上月上升了 2.2 个百分点。中游行业除通用设备行业之外，其他行业当月同比增速有所下降，汽车当月同比增速较上月下滑了 6.8 个百分点。下游行业中，食品当月增速较 7 月下降了 1.3 个百分点。

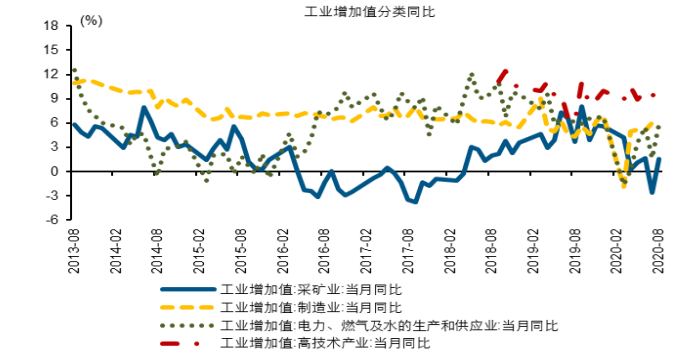
从主要工业品看，8 月发电量同比上升 6.8%，增速较上月回升 4.9 个百分点；钢材产量当月同比上升 11.3%，增速较上月回升 1.4 个百分点；水泥产量当月同比上升 6.6%，增速较上月回升 3 个百分点；而汽车产量当月同比上升 7.6%，增速较 7 月大幅回落 19.2 个百分点。

图 19：8 月工业增加值加速回升



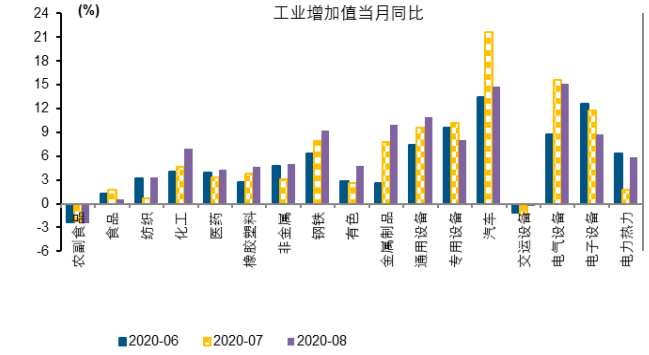
资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究中心

图 20：细分行业工业增加值同比



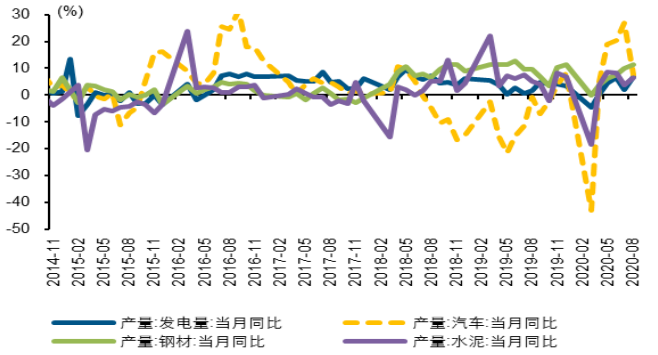
资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究中心

图 21：上游行业回升强劲



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 22：主要工业品产量维持高增



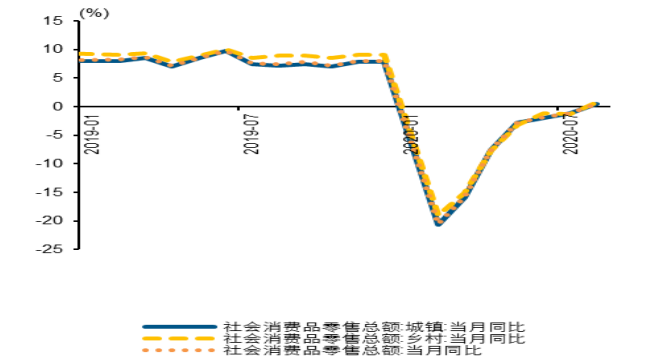
资料来源：Wind，国元证券研究中心

5.2 社零当月同比转正，汽车消费贡献大

8 月社零同比增速为 0.5%，较上月回升了 1.6 个百分点，高于市场预期。1-8 月社零累计同比增速为-8.6%，较 1-7 月回升了 1.3 个百分点。餐饮收入总额同比增速为-26.6%，较 1-7 月回升了 3 个百分点。8 月社零增速年内首次转正，需求端恢复性增长。

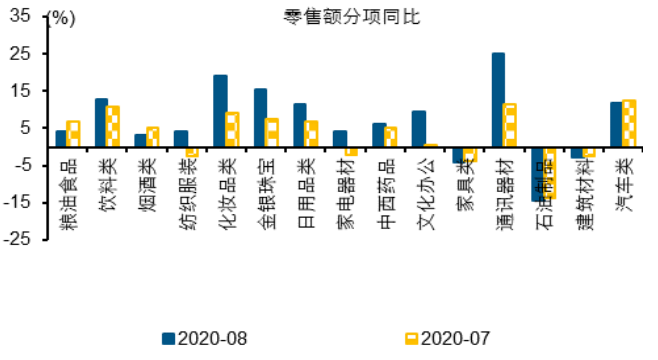
随着疫情好转，可选消费恢复性增长。8 月通讯器材、化妆品和金银珠宝、文化办公用品同比增速较快；而石油制品，家具类，建筑材料等增速较慢。8 月汽车零售同比增长了 11.8%，增速较上月回落了 0.5 个百分点，但仍维持在较高水平，对社零转正拉动较多，汽车中商用车销量同比大幅增长了 41.5%，主要得益于物流运输需求的快速增长。

图 23：8 月社零当月同比转正



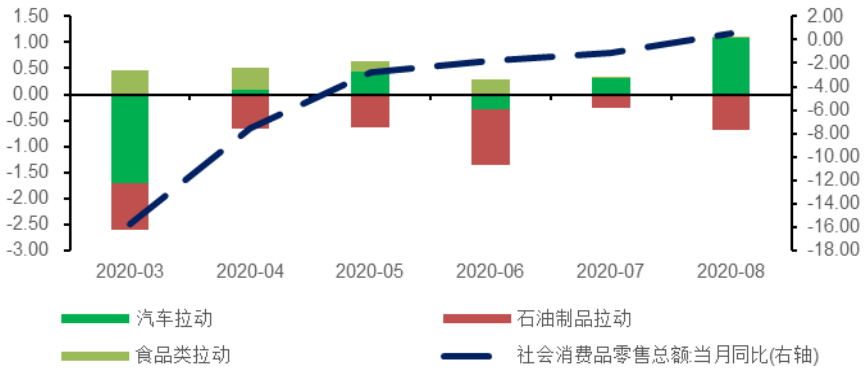
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 24：可选消费增速较快



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 25：汽车是社零转正的主要拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究中心

6.地产投资有韧性，制造业投资超预期

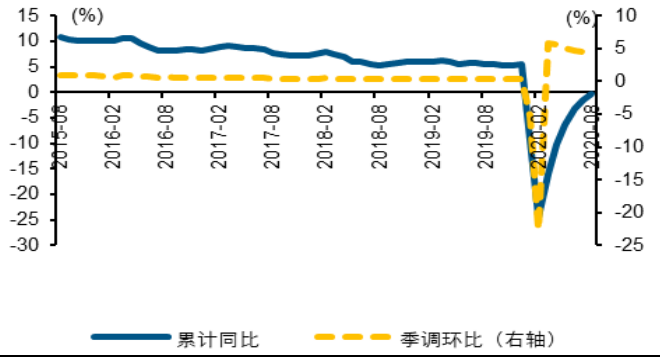
1-8 月全国固定资产投资同比下滑 0.3%，较 1-7 月回升了 1.3 个百分点；1-8 月国有固定资产投资同比上升 3.2%，较 1-7 月下滑 0.6 个百分点；民间固定资产投资同比下滑 2.8%，较 1-7 月回升了 2.9 个百分点。分类别看，房地产投资 1-8 累计同比增长 4.6%，较 1-7 月上升 1.2 个百分点；基建投资（不含电力）累计同比下降 0.3%，较 1-7 月回升了 0.7 个百分点；制造业投资累计同比下滑 8.1%，较 1-7 月回升了 2.1 个百分点。

制造业投资回升超预期，在部分高景气子行业带动下回升速度加快。1-8 月高新技术制造业投资同比增长 8.8%，是制造业投资回升的主要拉动项。从细分行业看，医药和计算机设备维持高增，农副食品、纺织、通用设备、交通运输设备制造等也在八月加快修复，主要受益于出口需求以及国内基建施工需求。

房地产投资仍然强劲，需求维持高景气。8 月房地产开发投资同比增长 11.8%，较上月基本持平； 8 月商品房销售面积和销售额分别同比增长了 13.7%和 27.1%，较 7 月继续加快。新开工、施工和竣工面积当月同比分别为增长 2.4%、13.2%、和下滑 9.8%；8 月土地成交价款、土地购置面积同比分别增长 8%和下降 7.6%。整体看，8 月房地产销售市场继续火热，带动投资走强。在监管趋严背景下，8 月土地市场有所降温，土地购置面积同比下滑。预计在房地产销售回款强劲的支撑下，年内房地产投资仍将维持强势。

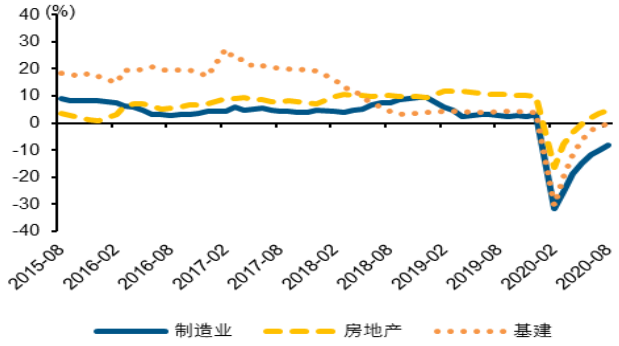
基建回升速度放缓。根据测算 8 月基建投资（不含电力）同比增长 3.9%，增速较 7 月回落了 4 个百分点。受天气影响，8 月雨水天气较往年同期偏多。考虑到专项债发行和项目落地的时间间隙，8 月为专项债发行高峰，预计基建投资将会在四季度加速。

图 26：固定资产投资完成额累计同比



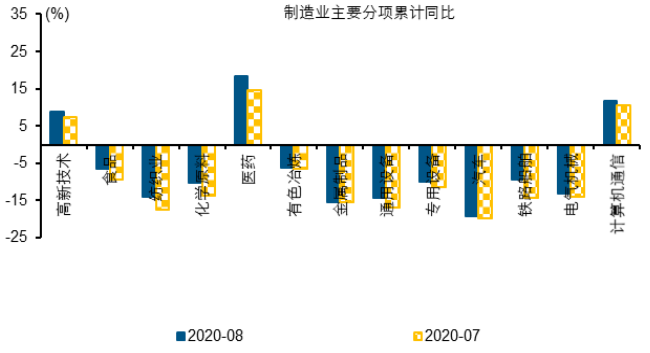
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 27： 基建投资回升速度放缓



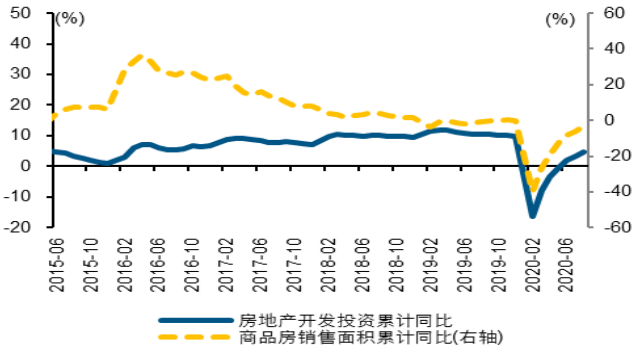
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 28： 高景气子行业拉动制造业回升



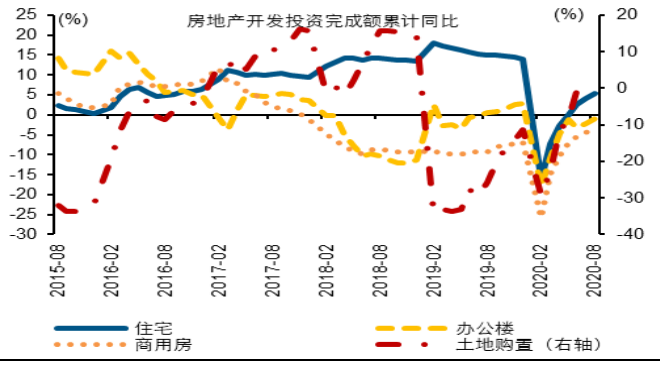
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 29：房地产投资额维持高增



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 30： 住宅投资回升较快



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 31：商品房销售维持高景气



资料来源：Wind，国元证券研究中心

整体看，8 月经济数据略超市场预期，供需两旺，内需恢复性增长，海外复工的需求也有拉动。房地产与基建投资预计年内将维持高增，消费后续或在双节带动下进一步恢复，预计 3 季度经济较 2 季度将继续回升。

风险提示

新冠疫情风险，政策不及预期风险，中美摩擦升级风险

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188