复苏趋势延续，结构特征仍存

——宏观月报（2020 年第 1 期）

报告要点：

- **景气持续复苏，但内需修复较弱**

7 月中采制造业 PMI 指数连续 5 个月处于枯荣线之上，显示我国经济持续复苏势头不减。生产指数逆季节上行；新订单指数环比小幅回升，新出口订单较上月环比大幅上升，反映出需求继续恢复，但内需恢复相对较弱。

- **出口超预期，防疫需求旺盛**

出口增长超出市场预期，主要原因一是防疫物资对出口的持续提振作用，部分海外国家疫情反弹对我国医疗物资需求旺盛；二是新兴经济体巴西、印度、南非等疫情严重化，我国劳动密集型产品出现“出口替代效应”；三是发达经济体欧盟、美国、日本等经济逐步恢复，传统需求进一步释放。

进口增速低于市场预期，主要受到大宗商品价格下跌影响。

- **猪价助推 CPI，PPI 继续修复**

7 月 CPI 同比上涨 2.7%，主要是猪肉价格回升拉动 CPI 上行。8 月高频数据显示猪肉、水果、蔬菜价格较为平稳，同时猪肉产能仍在恢复，同时考虑到 19 年下半年猪价处于历史高位，预计今年 CPI 难以出现趋势性上升。

7 月 PPI 同比下滑 2.4 个百分点，较 6 月提升 0.6 个百分点。国际原油价格持续回升，拉动石油产业链上下游价格，同时国内建筑业高景气带动上游采矿业价格持续回升。随着海内外经济和需求不断恢复，部分行业环比涨幅仍有上升的空间，预计 PPI 今年将维持修复态势。

- **信贷社融总量低于预期，但结构健康**

7 月新增信贷 9927 亿元、同比少增 631 亿元，信贷增速年内首次回落。企业短贷和票据融资规模进一步降低，但在疫情管制解除、房地产销售回暖支撑下，居民端信贷投放继续回暖，同时企业中长期贷款也不弱，整体信贷结构有所改善。

7 月新增社融 1.69 万亿元，低于市场预期。社融不及预期更多地反应的是前期应对疫情的宽松货币政策逐步退出，但是货币政策基调并未明显收紧。未来几个月，在基建投资发力，地方债国债持续发行背景下，社融存量增速有望平稳。

- **工业增加值与消费弱于预期，修复边际放缓**

7 月规模以上工业增加值同比增 4.8%，较前值持平，但在低基数背景下今年 7 月工业增加值未能进一步提升，反应出工业生产仍然偏弱。

7 月社零同比增速为-1.1%，低于市场预期。汽车销售成为亮点，有去年国五国六转换的低基数原因。但是剔除汽车后的社零同比增速低于上月，显示消费复苏仍然较缓慢。

- **地产投资恢复最快，基建下半年有望表现**

地产需求继续回升，但是地产调控政策并未放松，预计后续商品房销售的增长可能逐渐放缓。随着下半年剩余专项债额度发行完毕，基建资金来源也将得到进一步改善，预计今年基建投资有望继续加快。制造业投资仍面临着需求疲弱的问题。

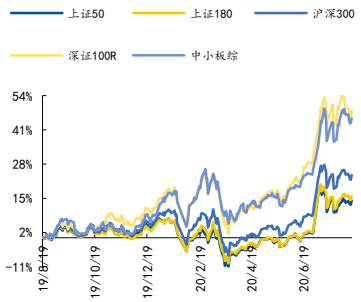
- **风险提示**

新冠疫情加剧风险，中美关系恶化风险，政策不及预期风险

主要数据：

上证综指：	3360.10
深圳成指：	13489.01
沪深 300：	4704.63
中小盘指：	4549.52
创业板指：	2668.71

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《暖日晴风初破冻》2020.07.28

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：景气持续复苏，内需恢复较弱 4
1.1 需求逐步恢复，但内需修复仍较弱 4
1.2 原材料价格回升快于出厂价格 4
1.3 小企业经营承压，建筑业维持高景气 5
2. 进出口：防疫需求旺盛，传统需求恢复 6
2.1 外需复苏加快，出口创年内新高 6
3. 猪肉价格助推 CPI，PPI 继续修复 7
3.1 猪肉价格回升助推 CPI 上行 7
3.2 PPI 继续回升，工业需求回暖 7
4. 信贷社融：总量偏弱但结构健康 8
4.1 信贷总量弱于预期，但结构改善明显 8
4.2 社融回落主要受非常规性宽松退出影响 9
4.3 M1 增速明显回升，M2 增速小幅下降 10
5.工业增加值与消费弱于预期，修复边际放缓 11
5.1 工业增加值低于预期，结构分化明显 11
5.2 消费仍然不及预期，汽车消费成亮点 11
6.地产投资恢复最快，基建下半年有望表现 12
7.风险提示 13

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 出现连续下行 5
图 5：非制造业 PMI 基本恢复到疫情前水平 5
图 6：进出口继续回暖 6
图 7：7 月防疫物资出口维持高位 6
图 9：7 月 CPI 由降转升 7
图 10：猪肉是 CPI 上行主要拉动项 7

图 11：PPI 持续回暖 8
图 12：采掘工业 PPI 增幅收窄 8
图 13：信贷增速有所放缓 9
图 14：企业中长期贷款增速连续上升 9
图 15：新增社融规模回归往年均值 10
图 16：M1 增速回升，M2 增速回落 10
图 17：7 月居民存款净减少幅度明显超过 2019 年同期 10
图 18：工业增加值同比 11
图 19：主要工业产品当月同比 11
图 20：社会消费品总额 12
图 21：各品类社零当月同比 12
图 22：固定资产累计同比 13
图 23： 分行业固定资产投资累计增速 13

1. PMI：景气持续复苏，内需恢复较弱

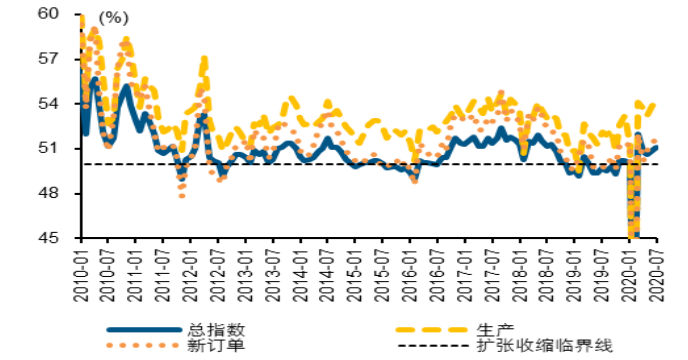
7 月中采制造业 PMI 指数为 51.1，较上月回升 0.2 个百分点，高于市场预期，连续 5 个月处于枯荣线之上；非制造业 PMI 指数为 54.2，较上月回落 0.2 个百分点。综合 PMI 产出指数为 54.1，较上月微降 0.1 个百分点。

1.1 需求逐步恢复，但内需修复仍较弱

从细分项来看，7 月生产指数为 54%，环比回升 1 个百分点，往年 7 月为工业生产传统淡季，今年供给逆季节上行；新订单指数为 51.7%，环比回升 0.3 个百分点，需求继续恢复。从行业情况看，造纸印刷、电气、机械器材、计算机通信电子设备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。

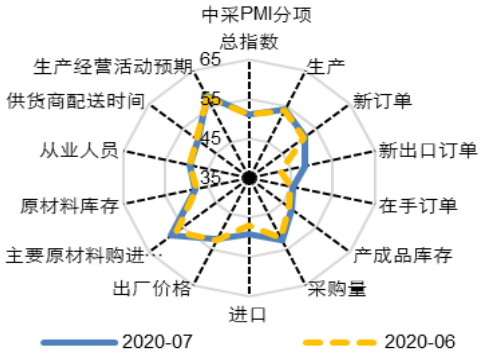
7 月新出口订单为 48.4%，较上月环比上升 5.8 个百分点，连续两个月大幅回升，全球 5 月底陆续复工，短期出口持续好于预期。但是考虑到新订单指数环比仅回升 0.3 个百分点，扣除出口订单对新订单指数的拉动，内需恢复仍然相对较弱。7 月产成品库存指数为 47.6%，较上月上升 0.8 个百分点，出厂价格指数为 52.2%，较上月回落 0.2 个百分点，反应出下游需求仍然较为疲弱。

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

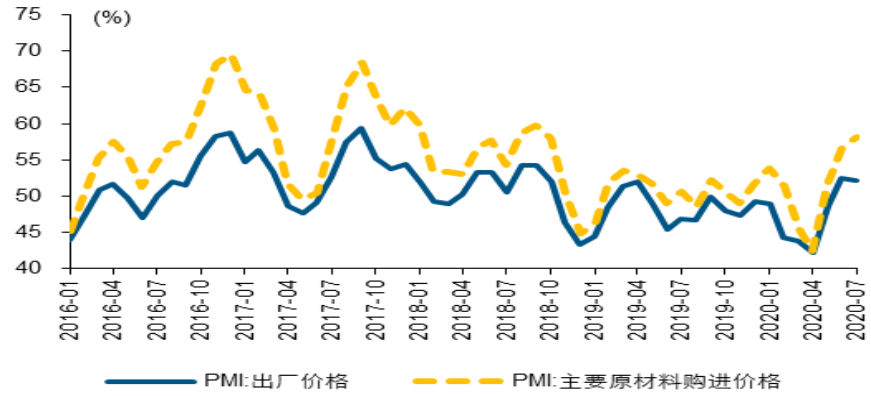


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 原材料价格回升快于出厂价格

7 月主要原材料购进价格指数为 58.1%，环比回升 1.3 个百分点；出厂价格指数为 52.2%，环比回落 0.2 个百分点；上游产品价格涨幅明显，石油加工、钢铁、有色等制造业主要原材料购进价格指数均高于 63.0%，出厂价格指数均高于 58.0%。但是购进价格指数和出厂价格指数两者剪刀差有所扩大，在终端需求不足的情况下，需要关注上游原材料价格上涨对中下游制造业带来的成本压力。

图 3：出厂价格指数与原材料购进价格指数



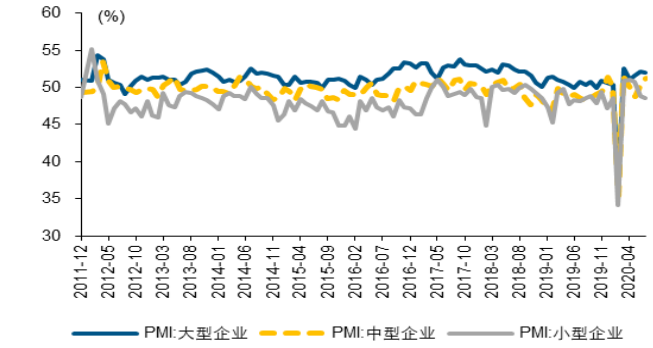
资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.3 小企业经营承压，建筑业维持高景气

7 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 52.0%、51.2%、47.6%，环比分别下降 0.1，上升 1.0，下降 0.3 个百分点。3 月以来，大型企业 PMI 指数已连续 5 月处于荣枯线以上，而面对下游需求复苏疲弱的情况，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。

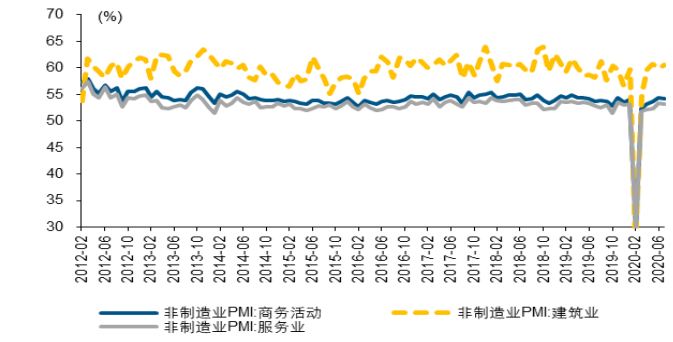
7 月非制造业 PMI 为 54.2%，较上月回落 0.2 个百分点，其中建筑业 PMI 由上月的 59.8%上升 0.7 个百分点至 60.5%；服务业 PMI 为 53.1%，较上月回落 0.3 个百分点。非制造业 PMI 基本恢复到疫情前的水平，其中建筑业 PMI 景气度回升更显著，充分反映出我国基建投资逆周期调节的作用。

图 4：小型企业 PMI 出现连续下行



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：非制造业 PMI 基本恢复到疫情前水平



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. 进出口：防疫需求旺盛，传统需求恢复

7 月我国进出口总值为 4129.3 亿美元，同比增长 3.4%。其中出口 2376.3 亿美元，同比增长 7.2%；进口 1753.0 亿美元，同比下降 1.4%，贸易差额为 623.3 亿美元。

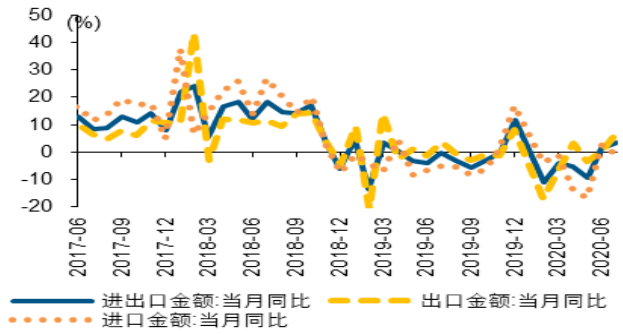
2.1 外需复苏加快，出口创年内新高

7 月出口超预期。以人民币计价，中国 7 月出口同比增长 10.4%，这与 PMI 新出口订单、美国、欧盟和日本 PMI 的回升数据吻合。从出口产品类别看，纺织纱线出口仍然保持较高景气，同比增长 48%，海外疫情反复导致对防疫物资需求仍旺盛，但是环比增速已经放缓；此外，7 月传统外需修复，玩具、家具、灯具照明和高新技术产品出口增速明显，服装、箱包等劳动密集型产品出口持续改善，反映传统外需持续的边际改善。综合两项结构数据来看，7 月出口增速超预期，一是防疫物资对出口的持续提振作用，部分海外国家疫情反弹，对我国医疗物资需求旺盛；二是新兴经济体巴西、印度、南非等疫情严重化，我国劳动密集型产品有望出现“出口替代效应”；三是发达经济体欧盟、美国、日本等经济逐步恢复，传统需求进一步释放。

7 月进口同比增速为-1.4%，人民币值同比增速为 1.6%，预期增长 2.5%，前值增长 6.2%，低于市场预期，主要受三方面原因影响，一是去年同期基数较大；二是虽然进口量恢复显著，但原油、大豆等商品价格下跌；三是国内产业端补库存意愿趋于缓和。

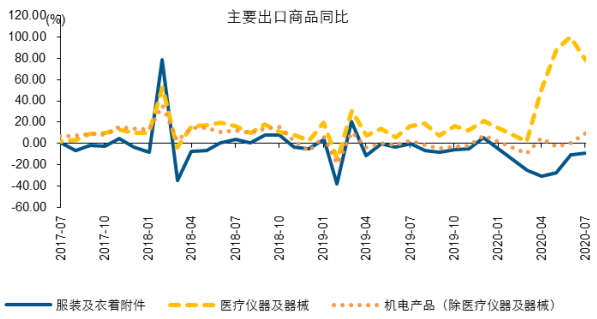
7 月贸易顺差为 623.3 亿美元，较 6 月扩大，主要反映的是海外经济复苏带来的出口超预期。预计进出口短期将保持在较高增速区间，三季度进出口将进一步改善，需关注发达国家经济恢复和新兴经济体的疫情发展情况

图 6：进出口继续回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 7：7 月防疫物资出口维持高位



资料来源：Wind，国元证券研究中心

展望后续，重点关注出口数据是否稳定。发达国家虽然经济逐步复苏，但是疫情尚未完全控制，重点关注出口能否持续回升；全球疫情影响仍在，短期内难以消除，国外对防控防疫物资需求依旧旺盛，有利于国内出口结构性增长。

3. 猪肉价格助推 CPI，PPI 继续修复

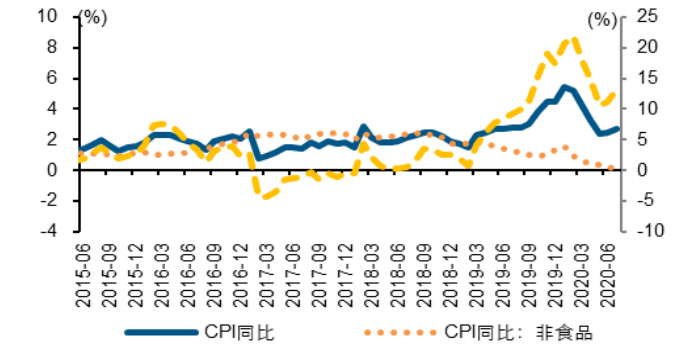
7 月 CPI 同比上涨 2.7%，前值为 2.5%，市场预期为 2.6%；7 月 PPI 同比下降 2.4%，预期降 2.4%，前值下降 3.0%。

3.1 猪肉价格回升助推 CPI 上行

猪肉价格回升拉动 CPI 上行。食品项对 CPI 同比贡献了 2.68 个百分点，其中猪肉贡献为 2.32 个百分点，此外蔬菜、水产品价格也均有所上涨。CPI 环比上涨 0.6%，环比涨幅由负转正，其中食品项对 CPI 环比的拉动为 0.62 个百分点。6 月以来猪肉价格持续回升，主要受到猪肉消费季节性上行的影响，此外国内疫情防控常态化，餐饮等需求回暖，也刺激了包括猪肉在内的食品价格。

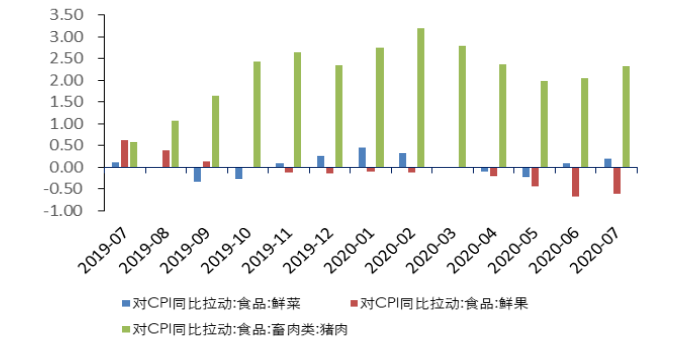
7 月非食品价格同比由上月上涨 0.3%转为持平，但从环比来看，非食品价格环比涨幅由上月下降 0.1%转为持平，表明部分非食品需求仍在缓慢恢复，居住、生活用品和服务环比涨幅由负转为持平，受国际原油价格回升影响，交通和通信环比由上月-0.3%转为 0.3%，其他用品和服务的环比涨幅也进一步扩大。预计下半年居民非食品类需求也将延续复苏，但旅游、衣着等非必需品价格环比涨幅受疫情防控和收入下滑影响，或将继续受到压制。

图 9：7 月 CPI 由降转升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 10：猪肉是 CPI 上行主要拉动项



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

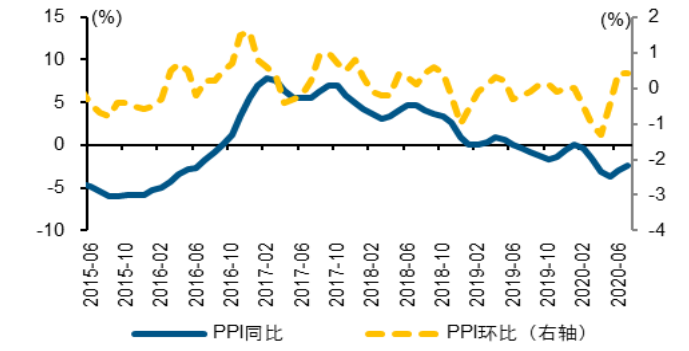
从 PPI 数据来看，7 月 PPI 环比涨 0.4%，与上月持平；同比下滑 2.4 个百分点，较 6 月提升 0.6 个百分点；生产资料环比涨幅为 0.5%，与上月持平，生活资料环比涨幅为 0.7%，较上月上升 0.1 个百分点，显示出工业生产正在逐步回暖。

分行业来看，国际原油价格持续回升，拉动石油产业链上下游价格，其中石油天然气开采业价格上涨 12%，石油煤炭及燃料加工上涨 3.4%。当前国际原油价格仍在缓慢回升，预计产业链出厂价格也将持续修复，但环比涨幅将放缓。上游矿采业价格环比延续较高的涨幅，黑色金属、有色金属矿采及加工业 7 月环比涨幅分别为 2.7%、2.5%，显示下游需求强势回暖，4 月以来建筑业 PMI 和新订单分项处于历史较高水平，上半年基建和房地产投资也维持了较高的景气度，预计三四季度景气

度将延续，将支撑下半年相关上游行业价格。

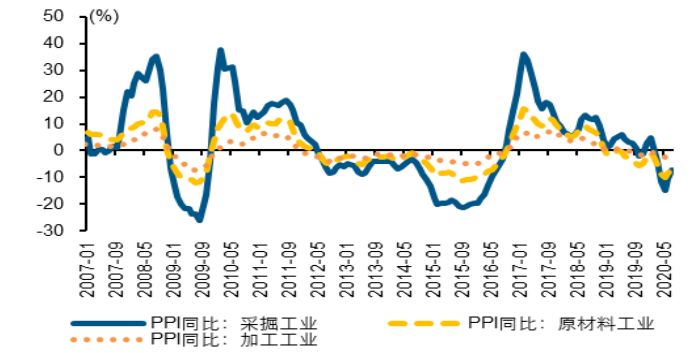
预计 PPI 今年将维持修复趋势。随着海内外经济和需求不断恢复，部分行业环比涨幅仍有上升的空间；同时 7 月国内中采 PMI 录得 51.1，基建和房地产产业链维持高景气度，下游服务和消费也仍有较大的恢复空间；此外海外复工稳步回升，全球贸易正在恢复，PPI 同比跌幅收窄趋势较为明确。但价格修复的速度和上限仍受到疫情二次反复、疫苗开发进度以及中美贸易摩擦等不确定事件的影响。

图 11：PPI 持续回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 12：采掘工业 PPI 增幅收窄



资料来源：Wind，国元证券研究中心

4. 信贷社融：总量偏弱但结构健康

7 月新增社融规模 1.69 万亿元，同比增加 4028 万亿元。7 月末社融存量同比增长 12.9%，较上月回升 0.1 个百分点。7 月新增人民币贷款 9927 万亿元，同比少增 673 亿元。7 月末，M2 同比增加 10.7%，较 6 月份增速回落 0.4 个百分点；M1 同比增长 6.9%，增速较 6 月份回升 0.4 个百分点。

4.1 信贷总量弱于预期，但结构改善明显

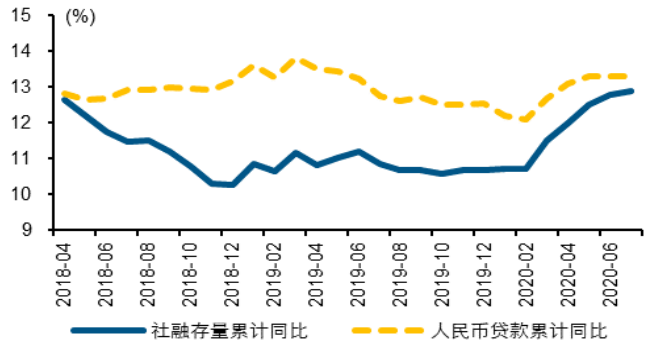
7 月新增信贷 9927 亿元、同比少增 631 亿元，市场预期 1.1 万亿元；信贷增速年内首次回落，增速环比 6 月回落 0.2 个百分点。按照易纲行长预计的全年 20 万亿信贷规模推算年底信贷增速约 13.1%，考虑到上半年信贷投放占全年额度比重为 60%、整体数据符合预期。

虽然 7 月信贷总量偏弱，但是结构上仍比较健康。信贷分项上看，7 月份新增中长期贷款 5968 亿元，处于过去四个月次高水平，同比多增 2290 亿元；公司中长期贷款同比规模增长最大，公司信贷需求仍然不弱。而短期贷款和票据融资则同比分别减少 2305 亿元和 226 亿元，企业短贷和票据融资收缩幅度超过去年同期，可能与打击资金空转、信贷额度约束等有关。居民信贷方面，7 月新增居民贷款 7578 亿元，同比多增 2466 亿元，其中新增短期贷款 1510 亿元，同比多增 815 亿元；新增中长期贷款 6067 亿元，同比多增 1650 亿元。居民端的回暖主要和经济逐步重启后，带动消费和楼市回暖，从而信贷需求有所改善有关。

整体来看，7 月信贷数据要低于市场预期，企业短贷和票据融资规模进一步降低，

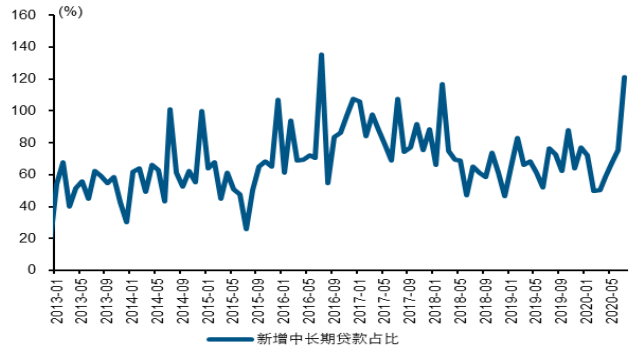
但疫情管制解除、房地产销售回暖支撑下，居民端信贷投放继续回暖，同时企业中长期贷款也不弱，整体信贷结构有所改善。

图 13：信贷增速有所放缓



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 14：企业中长期贷款增速连续上升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

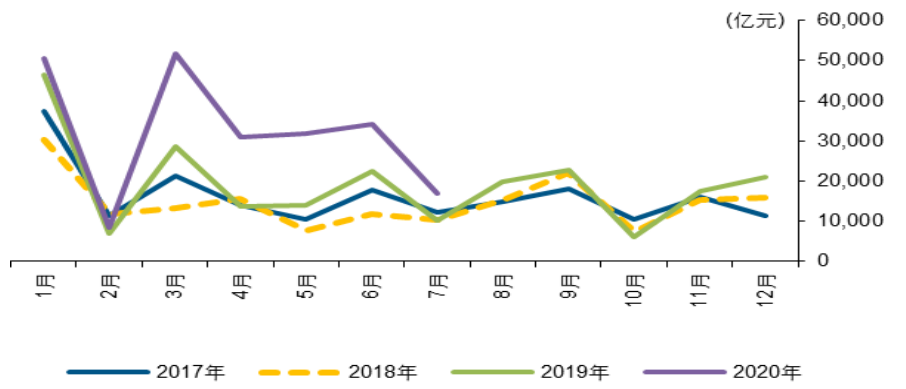
4.2 社融回落主要受非常规性宽松退出影响

7 月新增社融 1.69 万亿元，同比多增 4068 亿元，但低于市场平均预期的 1.86 万亿元。相较于前几个月单月 3 万亿以上的规模，出现了明显的下降，回到了正常年份的平均水平附近。

社融同比数据方面，主要贡献来自：新增人民币贷款同比多增 2114 亿元，未贴现银行承兑汇票同比少减 3432 亿元，新增委托贷款同比少减 835 亿元，非金融企业境内股票融资同比多增 622 亿元。主要的拖累项为：地方政府债券发行延后的影响同比少增 968 亿元；企业债券主要受到债券市场收益率上行的影响同比少增 561 亿元；新增信托贷款同比多减 691 亿元。总体来看，此次社融不及预期，更多地反应的是非常规性货币政策工具逐步退出，常规性的货币政策工具并没有收紧。

未来几个月，社融存量增速可能继续抬升。一方面积极财政措施仍将进一步落实，项目新开工和施工进程加快、基建投资发力等或仍将带动企业信贷等增长；同时，地方债、国债等剩余发行规模较大，尤其是专项债集中在 8、9 月发行，届时将对社融形成一定支持。

图 15：新增社融规模回归往年均值



资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.3 M1 增速明显回升，M2 增速小幅下降

7 月末，M2 同比增长 10.7%，增速较 6 月末回落 0.4 个百分点，是今年以来的第一次回落；M1 同比增 6.9%，较上月回升 0.4 个百分点；M1 与 M2 的剪刀差趋于收窄。M1 回升，一方面与 7 月份房地产销量火热带动居民存款向企业存款迁徙有关；另一方面也反映了随着国内经济的逐步恢复，投资落地和需求修复加快，货币活性提升。M2 增速小幅下降主要由于信贷投放有所放缓所致。当前国内的经济仍处于持续修复阶段，随着下半年财政支出和基建投资的加快，这种趋势仍可能会延续。

居民存款出现明显下降，而非银存款出现明显回升，居民资金入市明显。7 月份居民存款减少 7195 亿元，而去年同期数据则为减少 1032 亿元；而 7 月非银行金融机构存款增加 1.8 万亿元，高于去年同期 1.34 万亿增量。主要原因在于 7 月股市出现快速上涨，吸引居民存款搬家，导致非银行金融机构存款增加。

总体来看，7 月金融数据总量上弱于市场预期，但结构上仍比较健康。新增信贷的同比少增主要受疫情期间的刺激措施逐步退出影响，居民、企业中长期贷款和居民短期贷款同比多增反映消费和投资意愿并不弱。随着年内广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，年内 M2 增速将重回上升通道。

图 16：M1 增速回升，M2 增速回落

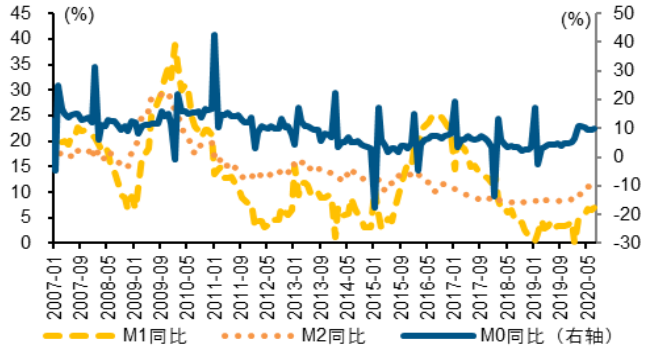
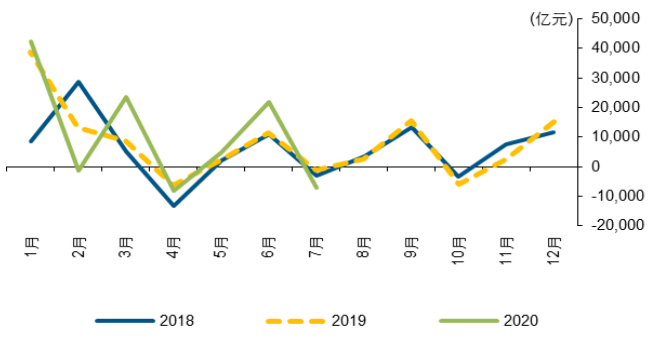


图 17：7 月居民存款净减少幅度明显超过 2019 年同期



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

5.工业增加值与消费弱于预期，修复边际放缓

7 月规模以上工业增加值同比增 4.8%，市场预期值为 5.2%，前值 4.8%；7 月社会消费品零售同比降 1.1%，市场预期增 1.2%，前值降 1.8%；1-7 月固定资产投资同比降 1.6%，符合预期，前值降 1.6%。

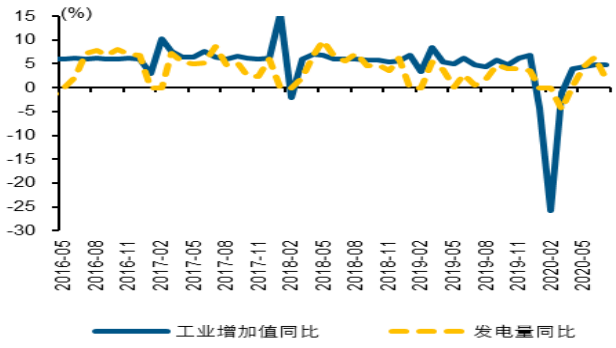
5.1 工业增加值低于预期，结构分化明显

7 月规模以上工业增加值同比增 4.8%，前值为 4.8%。虽然 7 月份工业增速较前值持平，但主要受去年低基数的影响，去年同期工业增速较 6 月回落 1.5 个百分点，在低基数背景下今年 7 月工业增加值未能进一步提升，反应出工业生产仍然偏弱。

从主要行业看，汽车、电气机械及器材、金属制品、通用设备、黑金冶炼及压延加工增速较快，当月增速分别回升 8.2、6.9、5.2、2.2、1.6 个百分点；而电热业纺织业、非金属矿物制品业增速则有较为明显的回落。

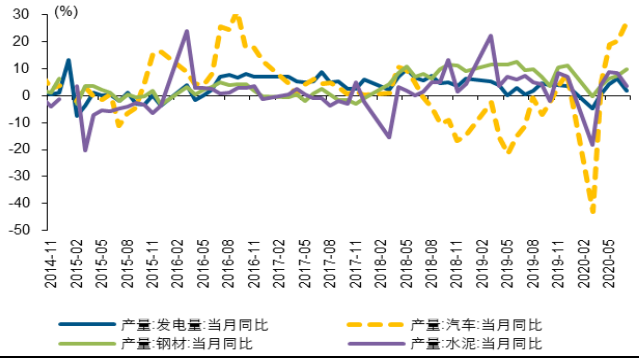
从主要产品看，水泥产量和钢材产量 7 月出现分化。水泥产量当月同比仅增长 3.6%，低于前值 8.4%；而钢材产量同比增长 9.9%，好于前值 7.5%；汽车产量同比增长 26.8%，好于前值 20.4%。钢材好于预期主要原因可能在于汽车生产旺盛，同时市场对 9 月需求乐观。水泥生产低于预期可能是受到 7 月南方洪灾的影响。

图 18：工业增加值同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 19：主要工业产品当月同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

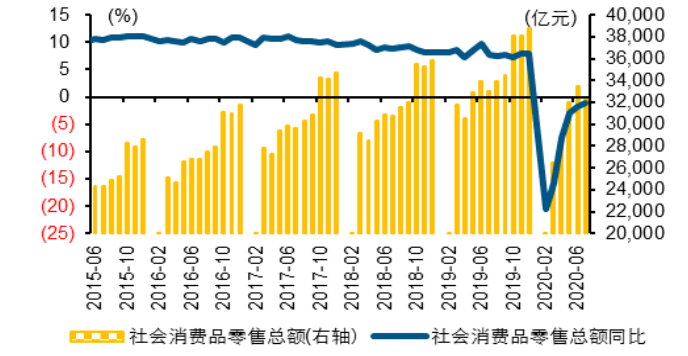
5.2 消费仍然不及预期，汽车消费成亮点

7 月社零同比增速为-1.1%，较上月回升了 0.7 个百分点，低于市场预期。1-7 月社零累计同比增速为-9.9%，较 1-6 月回升了 1.5 个百分点。社零回升幅度逐月放缓，反应出需求没有报复性反弹，恢复较为疲弱。

分类别来看，7 月份汽车销售大幅改善，金银珠宝消费也表现强势。汽车消费一方面因为厂商促销，同时也受到去年低基数影响（去年 7 月实施国六新标准，厂商于 6 月集中促销国 5 标准车辆，导致 7 月汽车销量下滑）；而金银珠宝消费很可能受到 7 月国际黄金价格上涨的影响，预计汽车和珠宝消费难以对社零形成趋势性的拉动。

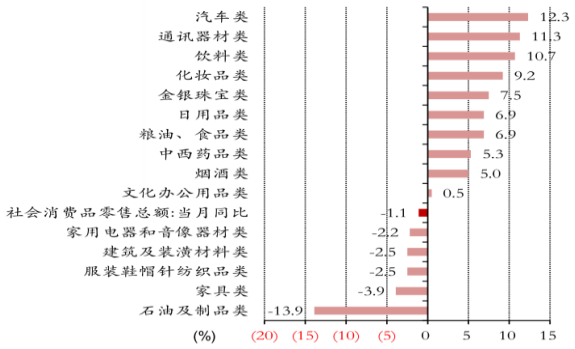
同时考虑到上半年居民收入增速下降的影响，预计短期消费继续修复动能有限。

图 20：社会消费品总额



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 21：各品类社零当月同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

6.地产投资恢复最快，基建下半年有望表现

1-7 月固定资产投资增速为-1.6%，较 1-6 月回升 1.5 个百分点，1-7 月民间固定资产投资增速-5.7%，较 1-6 月回升 1.6 个百分点，符合市场预期。

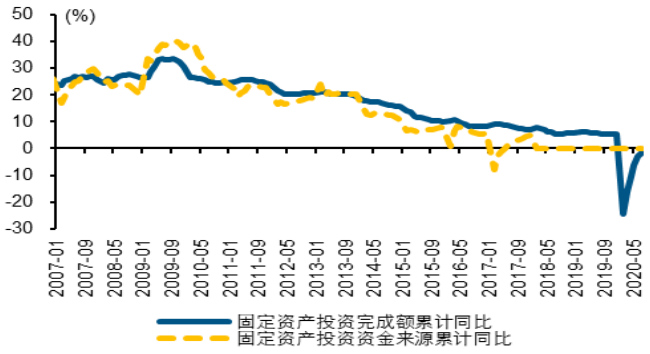
分类别看，制造业投资 1-7 月累计同比增长-10.2%，较 1-6 月回升 1.5 个百分点；基建投资累计同比增长-1%，较 1-6 月回升 1.6 个百分点；地产投资累计同比增长 3.4%，较 1-6 月回升 1.5 个百分点。

房地产累计同比增速依然强势。从需求端来看，7 月份房地产需求显著增加，7 月当月商品房销售面积、销售额增速分别提升了 7.32、7.58 个百分点。1-7 月房地产新开工面积累计同比增长-4.5%，较 1-6 月回升了 3.1 个百分点，施工面积同比增长 3%，较 1-6 月回升了 0.4 个百分点。整体看，7 月土地市场火热，对房地产固投影响明显，开工面积同比增速持续上升，带动施工面积温和上行，但竣工面积增速较低。未来要密切关注房地产调控政策对投资端带来的影响，7 月中旬以来，深圳、南京、杭州等一、二线城市再度收紧了地产政策，同时央行货币政策也边际收紧，预计后续商品房销售的增长可能逐渐放缓。

基建投资增速回升，后续仍有回升空间。根据测算，7 月基建（不含电力）当月同比增速为 7.89%，较 6 月回升了 1.09 个百分点。预计今年基建投资有望继续加快。一方面，随着南方水灾消退，建筑施工环境得到有效改善；另一方面，随着下半年剩余专项债额度发行完毕，基建资金来源也将得到进一步改善。

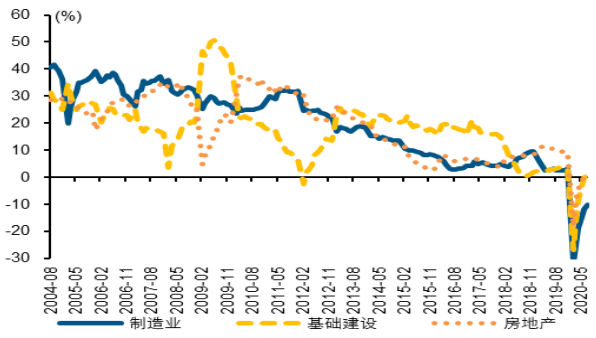
制造业投资仍较疲弱。根据测算，7 月制造业投资当月同比增速为-3.11%，环比上月回升 0.4 个百分点，回升速度仍明显弱于基建和地产。主要原因在于制造业中小民营企业较多，抗风险能力较弱，在下游需求较弱，海外疫情尚未完全消退的背景下，制造业投资年内或难以大幅改善。

图 22：固定资产累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 23： 分行业固定资产投资累计增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心

7.风险提示

新冠疫情加剧风险，中美关系恶化风险，政策不及预期风险

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