信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

弱复苏格局下的经济特征

——6 月经济数据点评

2020 年 7 月 16 日

李一爽　分析师

证券研究报告

固定收益

点评报告

李一爽 分析师
执业编号：S1500520050002
联系电话：+86 18817583889
邮 箱： liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

弱复苏格局下的经济特征

2020 年 7 月 16 日

本期内容提要

- **GDP 缘何超预期？**2020 年二季度，中国 GDP 超预期回升至 3.2%，主要原因来自于第三产业增速的回暖。虽然二季度服务业生产指数的均值只有-0.4%，但第三产业的增速却达到了 1.9%。由于服务业生产指数衡量的是偏市场化的服务行业，那么包括行政、教育、医疗等非市场化的其他服务业可能需要出现非常大幅的回暖。从支出法 GDP 的角度看，贸易顺差扩大带来的净出口的改善，也是推动经济增速超预期的主要原因。但是我国季度 GDP 增速主要是从生产法的维度上统计的，支出法更多是通过轧差进行的补充。理论上出口改善对应生产法就已经反映在了我国的工业产出上，进口减少相当于更多使用国内产品，增加国内需求的恢复，这可能也是服务业超预期的主要原因。

- **出口增速改善推动工业增加值回升。**6 月工业增加值同比从上月的 4.4%回升至 4.8%，这主要还是出口改善的贡献。6 月出口交货值达到 2.6%，较 5 月上行 4%，初步估算这将拉动我国工业增加值上升 0.8%。从行业上看，制造业增速反而从上月的 5.2%下行至 5.1%。只有医药、汽车、电气机械以及计算机、通信与电子设备制造业的增速较 5 月提升幅度超过 1%，其他主要行业的增速也均较 5 月出现了一定程度上的下滑，这种下滑可能更多仍是源于终端需求不振带来的主动去库存。而后续消费与制造业投资需求偏弱也将在较长时间内对这些行业造成冲击，从而限制工业增加值的回升幅度。

- **基建投资边际放缓，医药电子继续回暖。**土地购置推动房地产投资增速回升，雨水天气使基建投资增速边际放缓。制造业投资增速负增长，主要行业中只有医药与电子行业投资增速继续回暖。

- **尽管 618 推升网络零售，但社零负增长仍在持续。**居民实际收入累计增速从-3.9%回升-1.3%，回升速度显然要慢于 GDP 的回升速度。主要非耐用品消费的增速好于耐用消费品，显示收入下滑仍对居民的购买能力带来了负面冲击，而受到疫情影响，教育、文化、娱乐等服务消费增速还处在 35%的负增长下。因此，未来消费的回升依然面临着较大的阻力。

- **地产销售边际放缓，地产数据韧性中存隐忧。**6 月房地产销售面积当月增速从 9.7%降至 2.1%，弱于 30 城销售的改善幅度，或显示在经历了前期需求的集中释放后，多数三四线城市的地产修复速度正在减缓。此外，新开工当月增速从 2.5%升至 8.9%，并未受到雨水天气的影响，这或将为开发商未来推盘提升奠定基础。竣工当月增速由 6.3%降至到了-6.8%，仍然呈现出了较大的波动性。此外，土地购置面积同比增速接近 0 增长，土地成交价款同比增速从 7.1%降至 5.9%。

- 总体来看，二季度经济数据显示中国经济已经走出疫情的阴霾，逐步进入平稳运行的状态，但这一状态整体是偏弱的，且中途仍有波动。出口失速的风险已经解除，但大幅回升的可能性仍然相对较低；消费与制造业投资的缓慢恢复，将限制工业增加值恢复的高度。在疫情下，服务消费的改善仍然需要更长的时间。房地产市场虽然韧性仍存，但未来政策可

能边际收紧，叠加部分三四线城市前期需求快速释放可能带来后继乏力的问题。6 月基建投资增速虽有所下滑，但在大量政府债券的加持下，全年进一步向上应该是确定的趋势。在这样的背景下，我们认为政策仍需维持宽松的基调，对经济复苏提供支持。

目 录

一、服务业增速超预期推升二季度 GDP 3
二、出口增速改善推动工业增加值回升 3
三、基建投资边际放缓 医药电子继续回暖 5
四、尽管 618 推升网络零售 但社零仍然维持负增长 7
五、地产销售边际放缓，地产数据韧性中存隐忧 8
六、关注 7 月大学生毕业对失业率的影响 9
风险因素 10

表 目 录

表 1：工业增加值分行业增速比较（%） 5
表 2：固定资产投资分行业增速比较（%） 7
表 3：消费分项增速比较（%） 8

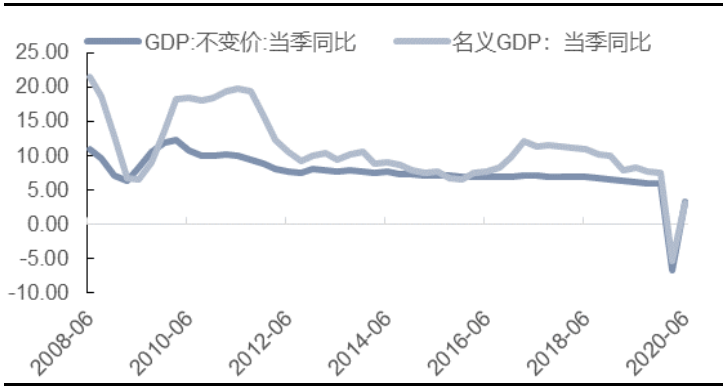
图 目 录

图 1：名义 GDP 与实际 GDP 增速 3
图 2：三大产业对 GDP 的拉动率 3
图 3：制造业增速出现回落 4
图 4：工业增加值增速的回升幅度弱于发电量 4
图 5：主要工业产品产量同比增速比较 5
图 6：6 月出口交货值继续回升，出口提振工业增速 5
图 7：地产基建带动投资增速回升 6
图 8：其他费用继续快速回升 6
图 9：社零恢复速度仍然较慢 8
图 10：地产后周期产业链消费增速回升 8
图 11：地产数据继续改善 9
图 12：销售当月增速大幅回升，新开工回升力度偏弱 9

一、服务业增速超预期推升二季度 GDP

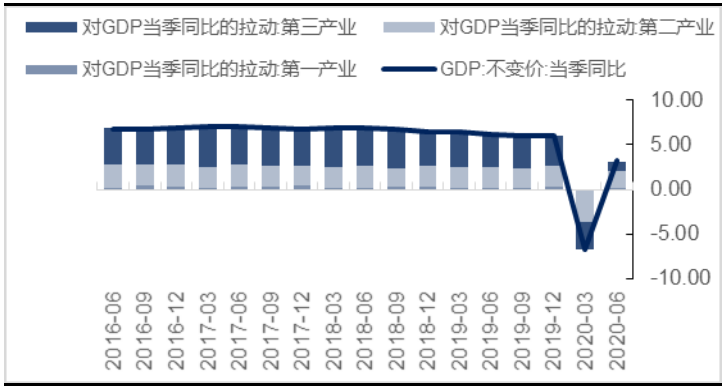
2020 年二季度，中国 GDP 增速回升至 3.2%，好于市场预期的 2.5%。GDP 增速超预期的主要原因来自于第三产业增速的回暖。虽然二季度服务业生产指数的均值只有-0.4%，但 GDP 中二季度第三产业的增速却达到了 1.9%。由于服务业生产指数衡量的是偏市场化的服务行业，那么包括行政、教育、医疗等非市场化服务业的其他服务业可能需要出现非常大幅的回暖,这需要后续数字的验证。而第二产业增加值增速达到了 4.7%，也要高于最近三个月工业增加值的平均值。照此推断二季度规模以下工业企业的表现更好，但这似乎与实际情况不完全一致。

图 1：名义 GDP 与实际 GDP 增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：三大产业对 GDP 的拉动率



资料来源：万得，信达证券研发中心

从支出法 GDP 的角度看，贸易顺差扩大带来的净出口的改善，也是推动经济增速超预期的主要原因。4-5 月中国国际收支口径经常项目差额，就已经超过了 7000 亿人民币的顺差，二季度整体可能超过 1 万亿，这确实对 GDP 存在一定的提振作用。但是我国季度 GDP 增速主要是从生产法的维度上统计的，支出法更多是通过轧差进行的补充。理论上出口改善对应生产法就已经反映在了我国的工业产出上，进口减少相当于更多使用国内产品，增加国内需求的恢复，这可能也是服务业超预期的主要原因。

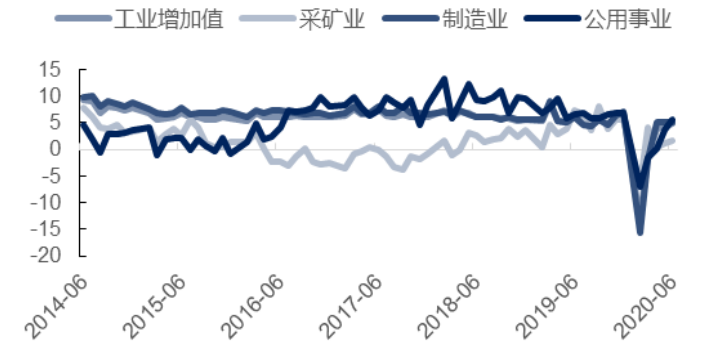
二、出口增速改善推动工业增加值回升

6 月工业增加值同比从上月的 4.4%回升至 4.8%，大致符合市场预期。根据我们之前的观点，随着国内建筑业施工进入淡季，加上前期积压订单逐步完成，6 月工业增加值增速可能出现一定的反复。而高频数据也显示，6 月国内生产活动的修复速度出现了边际放缓，但工业增加值仍然出现了上行，这主要还是出口改善的贡献。6 月出口交货值达到 2.6%，较 5 月上行 4%，

初步估算这将拉动我国工业增加值上升 0.8%。此外，6 月发电量增速从 4.3%上升到了 6.5%，第二产业用电量也从 2.9%上升到 4.3%，均较工业增加值的升幅更高，我们猜测这主要也是由于工业增加值的回升更多是相对能耗更高的设备制造业的回升推动有关。而从部分工业品的产量增速看，多数产品与 5 月增速大致持平，但智能手机 6 月产出增速高达 26%，这也与消费数据中通讯器材销售大幅提升相对应，或反映了 618 购物节以及外需回暖的双重影响。

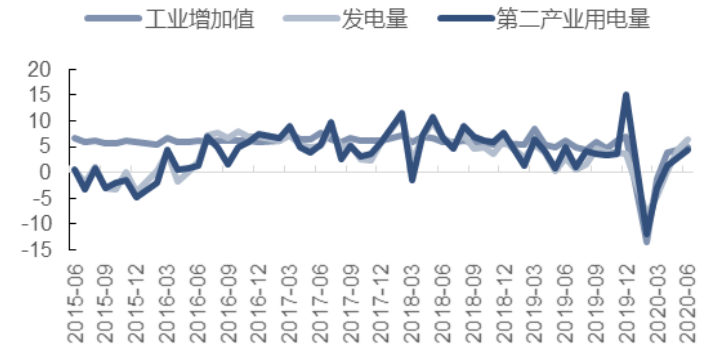
从行业上看，采矿业与公用事业的增速均较上月显著回升，而制造业增速反而出现了一定的回落，从上月的 5.2%下行至 5.1%。只有医药、汽车、电气机械以及计算机、通信与电子设备制造业的增速较 5 月提升幅度超过 1%。后两者可能与出口增速的改善有关。此外，工业原材料中的黑色、化工行业的产出增速大致与 5 月持平，有色、建材的产出增速反而较 5 月有所下降。但除了这几个行业之外，其他主要行业的增速也均较 5 月出现了一定程度上的下滑，这种下滑可能更多仍是源于终端需求不振带来的主动去库存。而后续消费与制造业投资需求偏弱可能也将在未来较长时间内对这些行业的增速造成冲击，从而限制工业增加值的回升幅度。

图 3：制造业增速出现回落



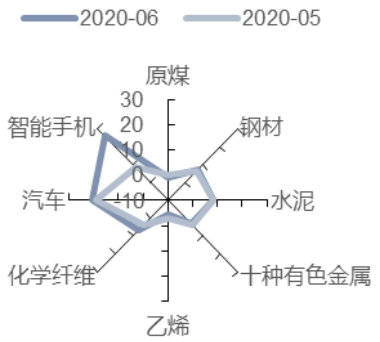
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：工业增加值增速的回升幅度弱于发电量



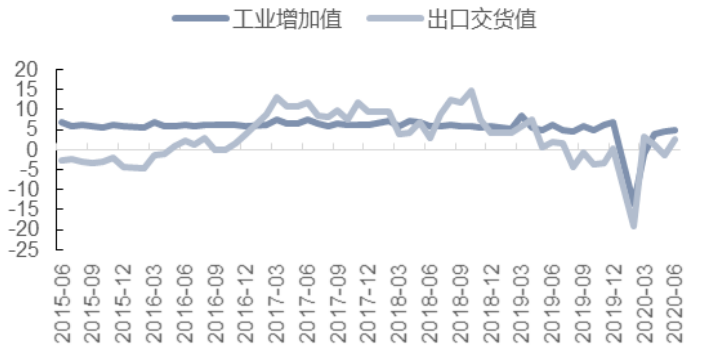
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：主要工业产品产量同比增速比较



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：6 月出口交货值继续回升，出口提振工业增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：工业增加值分行业增速比较（%）

		增速变动	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
消费品	农副食品加工业	-1.9	-2.4	-0.5	3	-4.8	-16	-0.3	-0.6	-2.7	-1.2	0	1.5	2.5
	食品制造业	-5	1.3	6.3	7.5	5.7	-18.2	4.6	5.5	3.4	4.2	5	7.3	6.7
	纺织业	-1.1	3.2	4.3	2	-5.5	-27.2	0.2	2.5	-1.3	0.6	0.1	1.2	1.6
	医药制造业	1.9	3.9	2	4.8	10.4	-12.3	5.3	5.1	7.1	7.3	8.3	7.4	5.9
	汽车制造业	1.2	13.4	12.2	5.8	-22.4	-31.8	10.4	7.7	4.9	0.5	4.3	-4.4	-2.5
中间品	非金属矿物制品业	-0.7	4.8	5.5	4.2	-4.5	-21.1	8.4	8.6	4.1	7	8.1	8.7	9.5
	黑色金属冶炼及压延加工业	0.2	6.3	6.1	4.6	4.1	-2	10.7	10.7	6.3	9.5	10.4	10	13.7
	有色金属冶炼及压延加工业	-1.2	2.8	4	6.9	2.8	-8.5	5	6.4	9.1	7.7	8.5	10.3	12.9
	化学原料及化学制品制造业	0.1	4	3.9	3.2	0.7	-12.3	7.7	7.9	3	3.3	1.2	3.8	5.4
资本品	橡胶和塑料制品业	-0.8	2.7	3.5	5.2	-5.5	-25.2	3.7	5.7	3.9	5.7	4.5	5.2	4.8
	金属制品业	-1	2.6	3.6	8.9	-1.6	-26.9	6.3	6	3.1	2.6	0.9	4.2	5.7
	通用设备制造业	0.1	7.4	7.3	7.5	-5.4	-28.2	4.9	6.2	3.1	3.5	0	0.7	2.6
	专用设备制造业	-6.8	9.6	16.4	14.3	-2.2	-24.4	6.5	7	5	7	3.3	4	5.3
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-3.7	-1.2	2.5	5.7	0.5	-28.2	-6.8	0.1	3	4.7	7.8	15.7	14.5
	电气机械及器材制造业	1.9	8.7	6.8	9	-0.4	-24.7	12.4	12.6	10.7	12.1	10	7.6	11.3
	计算机、通信和其他电子设备制造业	1.8	12.6	10.8	11.8	9.9	-13.8	11.6	9.7	8.2	11.4	4.7	6.1	10.4

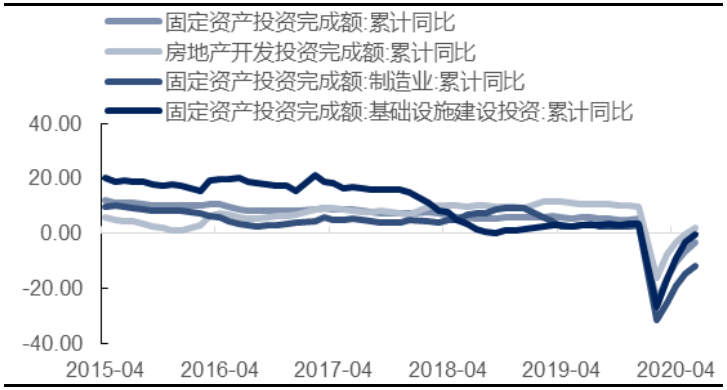
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、基建投资边际放缓 医药电子继续回暖

6 月固定资产投资增速从-6.3%回升至-3.1%，好于预期的-3.5%，对应当月增速达到 1%。其中，房地产投资增速转正，回升至 1.9%，对应当月增速上升至 8.5%，但整体固定资产投资完成额中其他费用的增速还在快速回升，可以印证地产投资的改善主要仍是由土地购置贡献。全口径基建投资增速升至-0.1%，也对应当月投资增速从 10.9%降至 8.3%，说明淡季到来叠加

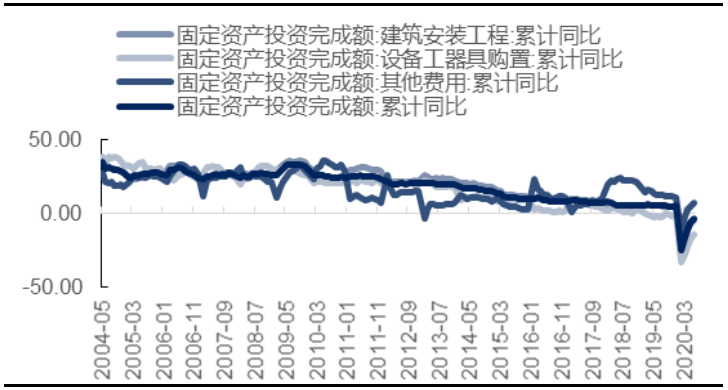
雨水、洪涝灾害的影响，使得建筑业需求有所下行。制造业投资增速从-14.8%回升至-11.7%，仍然相对低迷，对应当月增速仍然为-3.5%，在疫情对未来经济造成了较大不确定性的背景下，叠加企业利润受到重创，制造业投资年内累计增速转正仍然面临较大的困难。从分行业的投资增速看，几乎全部行业投资增速均较 5 月有所改善，但仍处于深度的负增长之中。而此前已经转正的公用事业，医药制造，计算机、通信和其他电子设备制造业的投资增速在上月大幅回升的基础上，本月仍在持续转暖，前者可能仍是由于电网投资规模的加大，而后两者可能更多代表了高技术产业的发展方向。此外，民间投资增速回升至-7.3%，升幅和绝对值均弱于整体投资增速，显示投资更多仍由政府投资推动。

图 7：地产基建带动投资增速回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：其他费用继续快速回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：固定资产投资分行业增速比较（%）

		增速变动	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
消费品	农副食品加工业	6.1	-16.8	-22.9	-27.9	-32.8	-38.9	-8.7	-9.3	-10.1	-10.8	-9.4	-7.6	-7.4
	食品制造业	5.3	-12.6	-17.9	-21.5	-29.1	-35.1	-3.7	-4.8	-3.8	-3	-2.2	-1.4	0.4
	纺织业	3.8	-22.4	-26.2	-32.5	-37.1	-44	-8.9	-8.7	-8.5	-8.2	-5	-2.6	-0.3
	医药制造业	6.7	13.6	6.9	-2.7	-11.9	-22.1	8.4	7.8	7.9	7	7.4	6.9	8.4
	汽车制造业	2.3	-20.9	-23.2	-22.9	-27.2	-41	-1.5	-0.4	-0.3	1.8	1.5	1.8	0.2
资本品	金属制品业	2.9	-16.5	-19.4	-23.8	-31.3	-38.1	-3.9	-3.8	-3.3	-4.5	-3.5	-5.2	-5.2
	通用设备制造业	2.2	-18	-20.2	-25.1	-32.1	-40.1	2.2	1.4	0.9	1.6	1.2	2.1	2.8
	专用设备制造业	2.5	-12.7	-15.2	-19.6	-27.1	-36.2	9.7	9.5	9.8	8.7	6.6	7.2	7.2
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	5.2	-16.3	-21.5	-26.2	-31.6	-39.7	-2.5	-5.7	-5.9	-8.3	-10.7	-10.4	-10.5
	电气机械及器材制造业	3	-17.1	-20.1	-23	-27.8	-33.7	-7.5	-6.8	-7.5	-7.6	-8	-7.5	-8.1
	计算机、通信和其他电子设备制造业	2.5	9.4	6.9	1.1	-10.2	-8.3	16.8	13.8	13.6	11.6	11.1	10.5	8.5
中间品	化学原料及化学制品制造业	3.6	-14.2	-17.8	-22.4	-30.8	-33	4.2	4.6	6.6	7.6	7.9	9.4	9.3
	有色金属冶炼及压延加工业	-4	-9.6	-5.6	-9.7	-11.6	-17.3	1.2	-1.3	-1.3	-2.6	-4.3	-3.8	-3.4
基建	公用事业	4.4	18.2	13.8	7.6	2	-6.4	4.5	3.6	1.9	0.4	0.4	0	-0.5
	交运仓储邮政	4.9	-1.2	-6.1	-12.1	-20.7	-30.1	3.4	4.3	4.6	4.7	5.5	4.6	5.1
	水利环境公共管理	1.6	-4.9	-6.5	-11.2	-18.5	-30.1	2.9	2.8	2.7	3.5	2.4	2.6	2.5
地产	房地产开发	2.2	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9

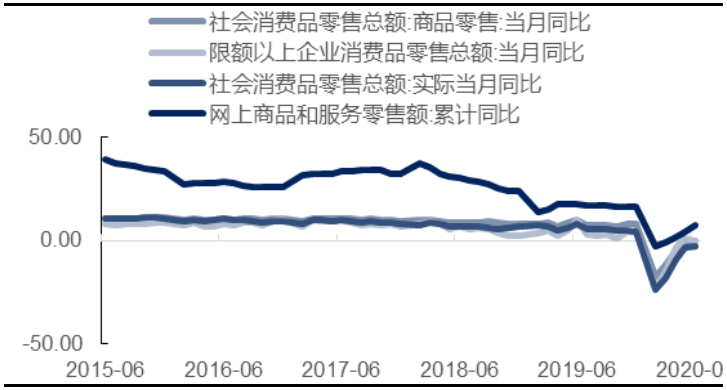
资料来源：万得，信达证券研发中心

四、尽管 618 推升网络零售 但社零仍然维持负增长

尽管在 618 购物节的刺激下，网络销售增速大幅提升，但 6 月社零整体增速仍然仅从-2.8%回升至-1.8%，远低于市场预期的 0.8%，在主要需求分项中仍然表现较弱。社零中商品零售-0.2%，仍然维持负增长，仅比上月收窄 0.6%，餐饮增速下降 15.2%，降幅的收敛过程也进一步趋缓。而扣除价格因素后社零实际增速由-3.7%升至-2.9%。限额以上零售增速再度转负，从 1.3%回落至-0.4%。在从零售分类上看，食品、日用品等多数非耐用品均保持了两位数以上的增速，服装销售增速也接近转正，家电、通信器材与文化办公用品增速这类标准化的耐用品销售增速显著改善，或与 618 购物节有关，但家具、建材的消费增速有所下滑，可能与此前积压订单的需求释放，叠加缺乏网络渠道有关。汽油消费增速预期仍然维持在-13%左右，但汽车消费增速从上月 3.5%下降到了-8.6%，这主要受到了去年高基数的影响，7 月增速有望回归平稳。

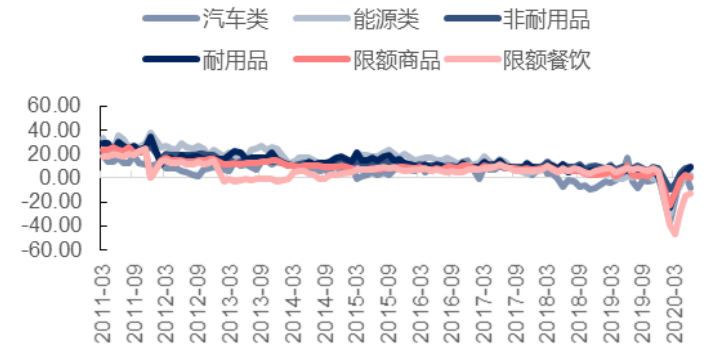
而从全国居民收入与支出中可以发现，居民实际收入累计增速从-3.9%回升-1.3%，回升速度显然要慢于 GDP 的回升速度，在国家保企业、保就业的方针下，居民收入受到的下行压力，也限制了其消费能力。主要非耐用品消费的增速好于耐用消费品，显示疫情带来的收入下滑仍对居民的购买能力带来一定的负面冲击，而受到疫情影响，教育、文化、娱乐等服务消费增速还处在 35%的负增长下。因此，未来消费的回升依然面临着较大的阻力。

图 9：社零恢复速度仍然较慢



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：地产后周期产业链消费增速回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 3：消费分项增速比较（%）

		增速变动	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05	2019-04
非耐用品	粮油、食品类	-1	18.2	19.2	9.7	9.7	8.9	9	10.4	12.5	9.9	9.8	11.4	9.3
	饮料类	6.6	12.9	6.3	3.1	13.9	13	9.5	8.9	10.4	9.7	9.1	12.7	9.7
	烟酒类	16.5	7.1	-9.4	-15.7	12.5	8.3	4.4	4.2	12.6	10.9	8.2	6.6	3.3
	服装鞋帽针纺织品类	16.3	-18.5	-34.8	-30.9	1.9	4.6	-0.8	3.6	5.2	2.9	5.2	4.1	-1.1
	化妆品类	15.1	3.5	-11.6	-14.1	11.9	16.8	6.2	13.4	12.8	9.4	22.5	16.7	6.7
	日用品类	8	8.3	0.3	-6.6	13.9	17.5	12	12	13	13	12.3	11.4	12.6
	中西药品类	0.6	8.6	8	0.2	8.2	4.9	5.1	6.6	7.7	11.6	10.4	11.2	11.5
耐用品	金银珠宝类	18	-12.1	-30.1	-41.1	3.7	-1.1	-4.5	-6.6	-7	-1.6	7.8	4.7	0.4
	家用电器和音像器材类	21.2	-8.5	-29.7	-30	2.7	9.7	0.7	5.4	4.2	3	7.7	5.8	3.2
	文化办公用品类	0.4	6.5	6.1	-8.9	-11.5	4.6	-3.4	-0.2	19.8	14.5	6.5	3.1	3.6
	家具类	17.3	-5.4	-22.7	-33.5	1.8	6.5	1.8	6.3	5.7	6.3	8.3	6.1	4.2
	通讯器材类	5.7	12.2	6.5	-8.8	8.8	12.1	22.9	8.4	3.5	1	5.9	6.7	2.1
	建筑及装潢材料类	8.1	-5.8	-13.9	-30.5	0.6	-0.3	2.6	4.2	5.9	0.4	1.1	-1.1	-0.3
能源	石油及制品类	4.7	-14.1	-18.8	-26.2	4	0.5	-4.5	-0.4	-1.2	-1.1	3.5	3.1	0.1
汽车类	汽车类	18.1	0	-18.1	-37	1.8	-1.8	-3.3	-2.2	-8.1	-2.6	17.2	2.1	-2.1

资料来源：万得，信达证券研发中心

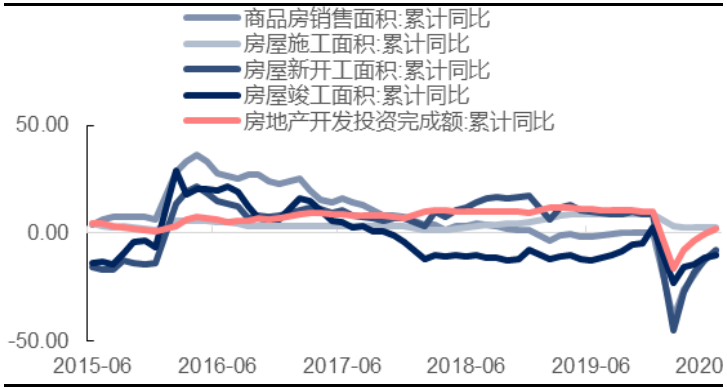
五、地产销售边际放缓，地产数据韧性中存隐忧

6 月房地产销售面积累计增速回升至-8.4%，但当月增速从 9.7%降至 2.1%，弱于 30 城销售的改善幅度，或显示在经历了前期需求的集中释放后，多数三四线城市的地产修复速度正在减缓。此外，新开工累计增速从-12.8%升至-7.6%，对应当月增速

从 2.5%升至 8.9%，并未受到雨水天气的影响，这或将为开发商未来推盘提升奠定基础。竣工当月增速由 6.3%降至到了-6.8%，仍然呈现出了较大的波动性。此外，土地购置面积同比增速接近 0 增长，土地成交价款同比增速从 7.1%降至 5.9%。

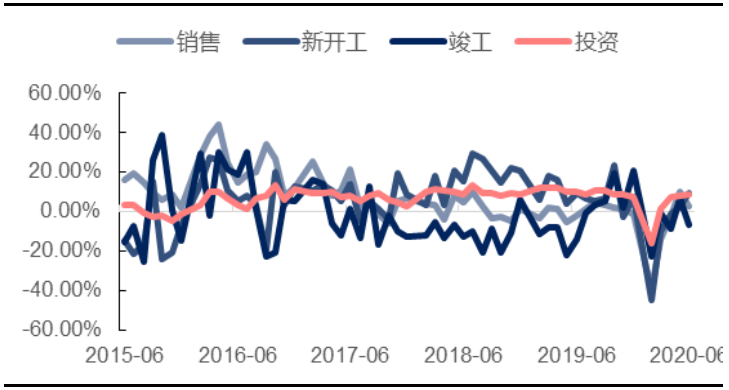
总体上看，由于今年房贷利率下滑，地方政府关于人才引进方面政策的放松，叠加开发商融资成本降低，使得房地产市场出现了回暖迹象，土地溢价率的提升以及房价上行也使得居民的预期发生了一定的变化，这使得房地产数据屡超预期。但是 6 月房地产销售增速的下滑，也显示房地产积压需求的释放已经基本结束。我们认为在当前的市场环境下，房地产的韧性还能够维持一段时间。但是在下半年还存有两大隐忧，首先是政策环境的变化，部分城市房价的上涨已经引起了监管层的注意，深圳、宁波等地已采取了相对严厉的房地产限制措施，未来在 7 月政治局会议上相应的表态也十分值得关注。其次，部分三四线城市的房地产库存已经回升到了 2014-2015 年的水平，一旦近期积压需求释放完毕，那么房地产市场在下半年或是四季度仍然存在一定的调整压力，这需要我们未来密切关注。

图 11：地产数据继续改善



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：销售当月增速大幅回升，新开工回升力度偏弱



资料来源：万得，信达证券研发中心

六、关注 7 月大学生毕业对失业率的影响

城镇新增就业人数累计值达到 564 万人，完成新增城镇就业 900 万人的目标应该不成问题。6 月城镇调查失业率从 5 月的 5.9%降至 5.7%，根据统计局发言人的说法，我国 3 月约 18.3%的就业人员处于在职未上班状态，而 6 月这一比例已经降至 0.8%。与去年同期持平，可以说服务业的恢复，对于失业率的回落发挥了关键的作用。但是，在往年 7 月，由于大学生加入就业市场，失业率均会出现一定程度上的跳升。受疫情影响，今年高校毕业生招聘需求下降，求职面试都受到一定限制。从劳动力调查数据显示，6 月份，全国 20-24 岁大专及以上人员，这部分人群主要是新毕业大学生，调查失业率达到 19.3%，比 5 月份上升 2.1 个百分点，比上年同期上升 3.9 个百分点。这可能使 7 月的失业率再度突破 6%的目标之上。因此在这样的背景下，仍然需要政策的相关支持。

总体来看，二季度经济数据显示中国经济已经走出疫情的阴霾，逐步进入平稳运行的状态，但这一状态整体是偏弱的，且中途仍有波动。出口失速的风险已经解除，但大幅回升的可能性仍然相对较低；消费与制造业投资的缓慢恢复，将限制工业增加值恢复的高度。在疫情下，服务消费的改善仍然需要更长的时间。房地产市场虽然韧性仍存，但未来政策可能边际收紧，叠加部分三四线城市前期需求快速释放可能带来后继乏力的问题。只有 6 月基建投资增速虽有所下滑，但在大量政府债券的加持下，全年进一步向上应该是确定的趋势。在这样的背景下，我们认为政策仍需维持宽松的基调，对经济复苏提供支持。

风险因素

国内政策支持力度不达预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，6 年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、2017 年第四名。

周俚君，新加坡国立大学数量金融学硕士，曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。