信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

生产弱于预期显示需求分化 Q2 增速 3%存在较大难度

——5 月经济数据点评

2020 年 6 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

生产弱于预期显示需求分化 Q2 增速 3%存在较大难度

2020 年 6 月 16 日

本期内容提要

- **事件：**根据国家统计局公布的最新数据，中国 5 月规模以上工业增加值同比增 4.4%，预期增 4.9%，前值增 3.9%。5 月社会消费品零售总额同比降 2.8%，预期降 1.5%，前值降 7.5%。1-5 月固定资产投资（不含农户）同比降 6.3%，预期降 6.3%，1-4 月降 10.3%。1-5 月房地产开发投资同比降 0.3%，前值降 3.3%。1-5 月全国城镇新增就业 460 万人，同比少增 137 万人，5 月份，全国城镇调查失业率为 5.9%，比 4 月份下降 0.1 个百分点。对此我们进行点评分析。

- **点评：**

- 生产方面，5 月工业增速弱于预期，尽管建筑链条的行业维持高增长，但高频监测外行业多数增速回落，这也是工业改善幅度弱于电力增速的重要原因，显示整体需求不足仍然限制了生产的普遍恢复，而且 5 月下半月以来发电量弱于上半月，也显示随着赶工需求回落，生产活动出现了进一步的放缓。

- 投资方面，地产投资当月增速升至 8%，基建投资当月增速超过 10%，支撑了投资增速的恢复。但制造业投资增速仍然相对低迷，维持负增长。具体行业看，电力投资推动公用事业投资增速回升，这或许是推升铜价的重要原因。在制造业行业分类中，只有医药、电子行业维持正增长，这可能也是未来中国经济发展的方向。

- 消费增速的修复速度仍然较慢。商品零售仍然负增长，限额以上零售增速转正，主要非耐用品消费的增速多数仍要好于耐用消费品，但地产后周期的家电、家具、建材销售均出现了显著改善。

- 开发商加速推盘地产销售增速大幅改善，新开工增速回升速度放缓，显示地产市场已进入去库存周期。疫情影响减弱，竣工增速大幅提升，这也拖累施工增速减弱。土地仍对地产投资起到支撑作用，但土地成交价款的滞涨。

- 5 月城镇调查失业率从 4 月的 6%降至 5.9%，这可能主要由于服务业生产恢复的带动。城镇新增就业人数累计值达到 460 万人，实现目标应该不成问题。考虑 4、5 月的工业增加值与服务业生产指数，我们预计二季度 GDP 中性预期在 2.5%左右，实现 3%的增速仍然面临较大难度。

- 总体来看，尽管高频数据恢复较快，但统计局公布的经济数据却仍然弱于预期，这主要还是由于前期积压的订单逐步减少，尽管建筑链条仍然保持了较高的景气度，但是消费与制造业投资的内生动能相对较弱，出口仍然面临下行压力，高频监测以外的行业仍然面临着普遍的需求不足的局面，这可能使我国经济复苏的过程更早面临天花板效应。随因此，我们认为经济未来仍将呈现出非对称 W 型的运行态势。

目 录

一、工业增速弱于预期 高频监测外行业多数增速回落 5 月下半月下行压力更大 2
二、地产基建推动投资增速回升 医药电子在制造业投资中唯二正增长 3
三、消费增速修复仍然较慢 地产后周期消费增速回升 5
四、地产销售大幅回升，新开工回升速度有所放缓 6
五、服务业生产恢复推动失业率回落 7
六、二季度 GDP 增速中性预期 2.5% 回到 3%存在较大难度 7
风险因素 8

表 目 录

表 1：工业增加值分行业增速比较（%） 3
表 2：固定资产投资分行业增速比较（%） 5
表 3：消费分项增速比较（%） 6

图 目 录

图 1：制造业增速恢复的速度弱于采矿业与公用事业 2
图 2：工业增加值增速的回升幅度弱于发电量 2
图 3：主要工业产品产量同比增速比较 3
图 4：5 月出口交货值继续回落 3
图 5：地产基建带动投资增速回升 4
图 6：其他费用快速回升 4
图 7：社零整体速度仍然较慢 6
图 8：地产后周期产业链消费增速回升 6
图 9：地产数据继续改善 7
图 10：销售当月增速大幅回升，新开工回升力度偏弱 7

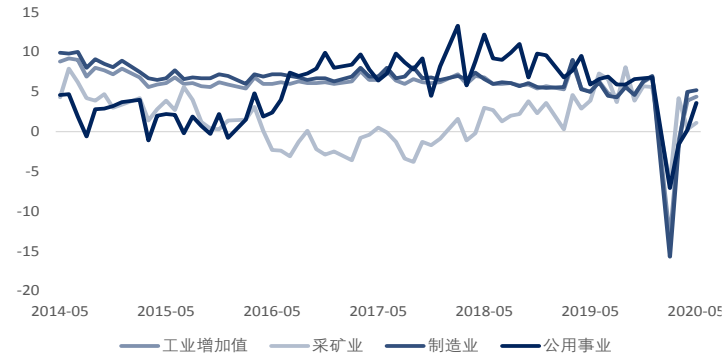
一、工业增速弱于预期 高频监测外行业多数增速回落 5 月下半月下行压力更大

5 月工业增加值同比从上月的 3.9%回升至 4.4%，弱于市场预期的 4.9%。市场之所以对工业增加值的预期较高，主要也是月中披露的发电数据相对较高。国家电网公布的用电量数据看，尽管第三产业的恢复速度较快，但由于其占比较低，增速同比仍低于工业，因此发电量的变化主仍有工业驱动。此前，新华社报道 5 月前 15 天发电量同比增长 5.6%；发展改革委披露 5 月份前 20 天发电量同比增长 5.2%；但统计局公布的 5 月全月发电量增速却仅为 4.3%，这说明 5 月下旬工业动能似乎出现了一定的回落。但即便如此，工业增加值的增幅似乎也很难与发电量增速匹配，我们可以从行业数据中找到一些线索。

从行业上看，采矿业与公用事业的增速均较上月显著回升，而制造业增速仅由上月的 5%上升至 5.2%，升幅相对工业更弱。相比于 4 月多数制造业行业增速有所回升，5 月仅有汽车、专用设备制造以及纺织这三个行业增速相对 4 月升幅超过了 2%，前两者可与重卡、工程机械销售的大幅回升对应。此外，中间品的非金属材料、黑色金属、化工这三个高耗能行业产出增速也出现了回升，这似乎与建筑链条需求的恢复有关，这也能部分解释发电量增速比工业增速改善的更快。以上行业多数都是可以观察到高频数据的行业。但除了这几个行业之外，其他主要行业的增速反而都较 4 月出现了一定程度的下滑，这些没有高频数据行业的回落也是市场高估工业增速的重要原因。这似乎也说明了经济恢复的过程比之前市场预期的要更加困难。尽管生产能力快速恢复，在需求偏弱却制约了这些行业改善的幅度。而我们观察的高能耗行业 5 月下半月增速还有所回升，因此可以猜想，其他行业在前期积压订单逐步完成后，在 5 月下旬增速进一步放缓。

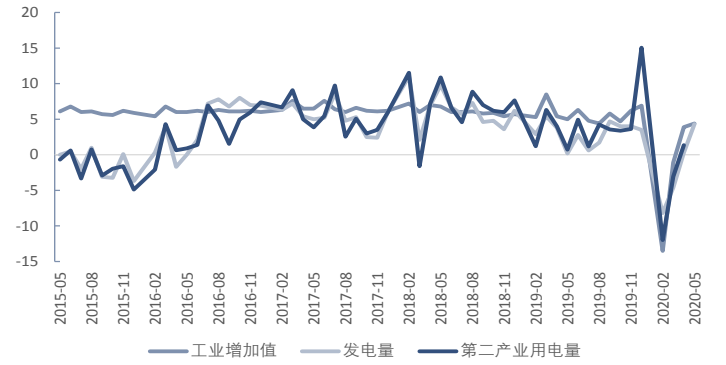
此外，5 月出口交货值增速降至-1.4%，较上月下滑 2.5%，与出口数据的变动保持一致，略低于人民币计价的出口增速。根据我们之前的研究经验，这将大致拖累工业增加值 0.5%，这也是工业增速不及预期的重要原因，我们估计，未来出口仍将面临更大的下行压力，这也将成为显著工业增速回升的重要因素。

图 1：制造业增速恢复的速度弱于采矿业与公用事业



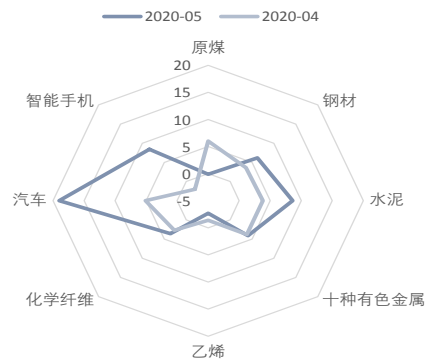
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：工业增加值增速的回升幅度弱于发电量



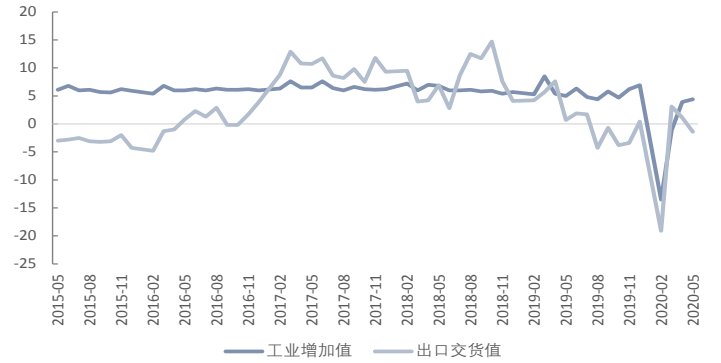
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：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 4：5 月出口交货值继续回落



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	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05
消费品	农副食品加工业	-3.5	-0.5	3	-4.8	-16	-0.3	-0.6	-2.7	-1.2	0	1.5	2.5	4.4
	食品制造业	-1.2	6.3	7.5	5.7	-18.2	4.6	5.5	3.4	4.2	5	7.3	6.7	4.6
	纺织业	2.3	4.3	2	-5.5	-27.2	0.2	2.5	-1.3	0.6	0.1	1.2	1.6	0.7
	医药制造业	-2.8	2	4.8	10.4	-12.3	5.3	5.1	7.1	7.3	8.3	7.4	5.9	5.6
	汽车制造业	6.4	12.2	5.8	-22.4	-31.8	10.4	7.7	4.9	0.5	4.3	-4.4	-2.5	-4.7
中间品	非金属矿物制品业	1.3	5.5	4.2	-4.5	-21.1	8.4	8.6	4.1	7	8.1	8.7	9.5	9.9
	黑色金属冶炼及压延加工业	1.5	6.1	4.6	4.1	-2	10.7	10.7	6.3	9.5	10.4	10	13.7	11.7
	有色金属冶炼及压延加工业	-2.9	4	6.9	2.8	-8.5	5	6.4	9.1	7.7	8.5	10.3	12.9	9.4
	化学原料及化学制品制造业	0.7	3.9	3.2	0.7	-12.3	7.7	7.9	3	3.3	1.2	3.8	5.4	3.5
资本品	橡胶和塑料制品业	-1.7	3.5	5.2	-5.5	-25.2	3.7	5.7	3.9	5.7	4.5	5.2	4.8	5.1
	金属制品业	-5.3	3.6	8.9	-1.6	-26.9	6.3	6	3.1	2.6	0.9	4.2	5.7	6.5
	通用设备制造业	-0.2	7.3	7.5	-5.4	-28.2	4.9	6.2	3.1	3.5	0	0.7	2.6	2.5
	专用设备制造业	2.1	16.4	14.3	-2.2	-24.4	6.5	7	5	7	3.3	4	5.3	4.9
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-3.2	2.5	5.7	0.5	-28.2	-6.8	0.1	3	4.7	7.8	15.7	14.5	8.3
	电气机械及器材制造业	-2.2	6.8	9	-0.4	-24.7	12.4	12.6	10.7	12.1	10	7.6	11.3	8.8
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1	10.8	11.8	9.9	-13.8	11.6	9.7	8.2	11.4	4.7	6.1	10.4	10.6

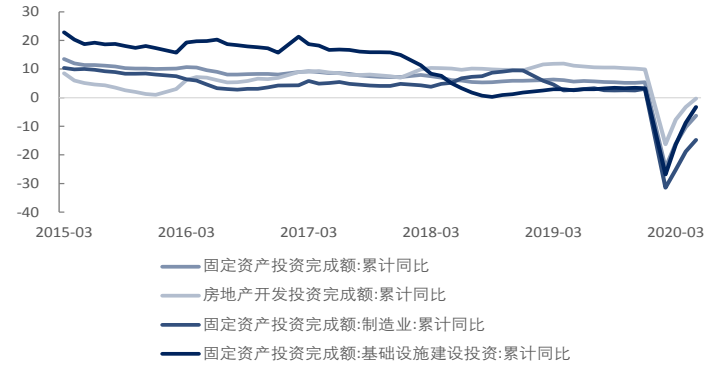
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、地产基建推动投资增速回升 医药电子在制造业投资中唯二正增长

5 月固定资产投资增速从-10.3%回升至-6.3%，对应当月增速转正，符合市场预期。其中，房地产投资增速回升至-0.3%，对应当月增速达到 8.1%，但整体固定资产投资完成额中其他费用的增速还在继续回升，可以印证地产投资的改善仍包含大量土地贡献。全口径基建投资增速升至-3.3%，也对应当月投资增速达到了 10.9%，说明建筑链条需求集中释放，这也印证了 5 月

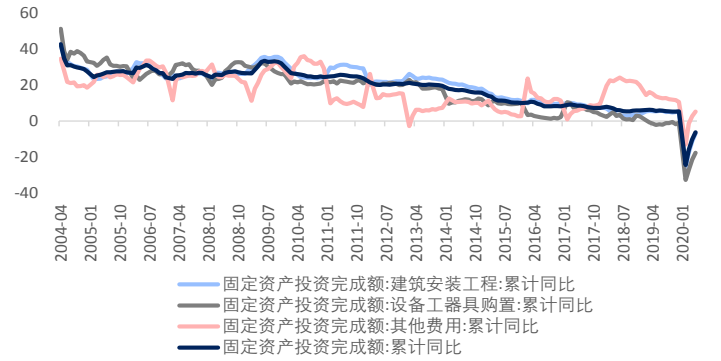
以来建筑用钢、水泥等微观数据的改善。制造业投资增速从-18.8%回升至 14.8%，仍然相对低迷，对应单月增速仍然为负，在疫情防控常态化对经济前景带来较大不确定性的背景下，制造业投资年内累计增速转正仍然面临较大的困难。从分行业的投资增速看，多数行业均较 4 月有所改善，但仍处于 20%的负增长区间。公用事业的投资增速由 4 月的 7.6%上升到了 13.8%，这也是全口径基建增速显著高于狭义口径的主要原因，电力投资的快速上行似乎也能解释铜价的快速上升。此外，医药制造、计算机、通信和其他电子设备制造业是另外两个投资增速正增长的行业，这也代表了高技术的发展方向。此外，民间投资增速-9.6%，升幅和绝对值均弱于整体投资增速，显示投资更多仍有政府投资推动。

图 5：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 6：其他费用快速回升



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（%）

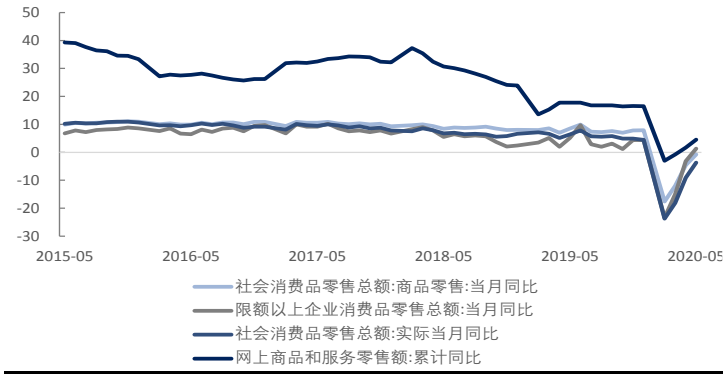
		增速变动	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05
消费品	农副食品加工业	5	-22.9	-27.9	-32.8	-38.9	-8.7	-9.3	-10.1	-10.8	-9.4	-7.6	-7.4	-7.4
	食品制造业	3.6	-17.9	-21.5	-29.1	-35.1	-3.7	-4.8	-3.8	-3	-2.2	-1.4	0.4	-1
	纺织业	6.3	-26.2	-32.5	-37.1	-44	-8.9	-8.7	-8.5	-8.2	-5	-2.6	-0.3	1.6
	医药制造业	9.6	6.9	-2.7	-11.9	-22.1	8.4	7.8	7.9	7	7.4	6.9	8.4	8.1
	汽车制造业	-0.3	-23.2	-22.9	-27.2	-41	-1.5	-0.4	-0.3	1.8	1.5	1.8	0.2	-0.1
资本品	金属制品业	4.4	-19.4	-23.8	-31.3	-38.1	-3.9	-3.8	-3.3	-4.5	-3.5	-5.2	-5.2	-4.8
	通用设备制造业	4.9	-20.2	-25.1	-32.1	-40.1	2.2	1.4	0.9	1.6	1.2	2.1	2.8	1.4
	专用设备制造业	4.4	-15.2	-19.6	-27.1	-36.2	9.7	9.5	9.8	8.7	6.6	7.2	7.2	6.2
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.7	-21.5	-26.2	-31.6	-39.7	-2.5	-5.7	-5.9	-8.3	-10.7	-10.4	-10.5	-8.6
	电气机械及器材制造业	2.9	-20.1	-23	-27.8	-33.7	-7.5	-6.8	-7.5	-7.6	-8	-7.5	-8.1	-5.9
	计算机、通信和其他电子设备制造业	5.8	6.9	1.1	-10.2	-8.3	16.8	13.8	13.6	11.6	11.1	10.5	8.5	6.2
中间品	化学原料及化学制品制造业	4.6	-17.8	-22.4	-30.8	-33	4.2	4.6	6.6	7.6	7.9	9.4	9.3	7.4
	有色金属冶炼及压延加工业	4.1	-5.6	-9.7	-11.6	-17.3	1.2	-1.3	-1.3	-2.6	-4.3	-3.8	-3.4	-9.7
基建	公用事业	6.2	13.8	7.6	2	-6.4	4.5	3.6	1.9	0.4	0.4	0	-0.5	0.8
	交运仓储邮政	6	-6.1	-12.1	-20.7	-30.1	3.4	4.3	4.6	4.7	5.5	4.6	5.1	5
	水利环境公共管理	4.7	-6.5	-11.2	-18.5	-30.1	2.9	2.8	2.7	3.5	2.4	2.6	2.5	1.4
地产	房地产开发	3	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2

资料来源：万得，信达证券研发中心

三、消费增速修复仍然较慢 地产后周期消费增速回升

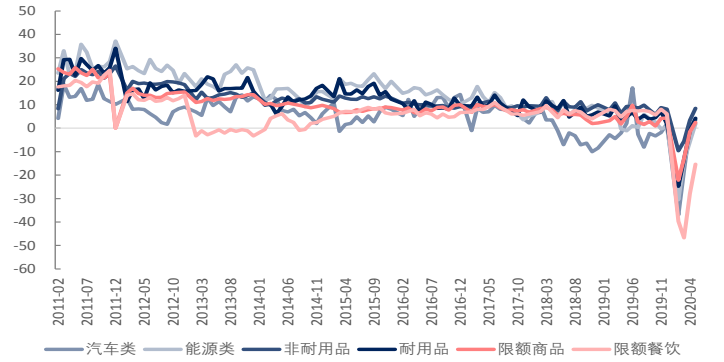
4 月社零增速从-7.5%回升至-2.8%，仍然低于市场预期的-1.5%，累计增速从-16.3%升至-13.5%，在主要需求分项中仍然表现较弱。社零中商品零售回落-0.8%，接近正增长，降幅比上月收窄 3.8%，餐饮增速下降 18.9%，降幅比上月收窄 12.2%。而扣除价格因素后实际增速由-9.1%升至-3.7%。限额以上零售增速转正，从-3.2%回升至 1.3%。从零售分类上看，食品与日用品等多数非耐用品均保持了两位数以上的增速，服装销售增速也接近转正。地产后周期的家电、家具、建材销售均出现了显著改善，通信器材与办公用品增速略有回落，汽车消费增速从 0 上升至 3.5%，升幅小于高频数据，汽油消费增速仍然维持在-14%左右。主要非耐用品消费的增速多数仍要好于耐用消费品，显示疫情带来的收入下滑仍对商品消费带来了一定的负面冲击。

图 7：社零整体速度仍然较慢



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：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	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05
非耐用品	粮油、食品类	-6.8	11.4	18.2	19.2	9.7	9.7	8.9	9	10.4	12.5	9.9	9.8	11.4
	饮料类	3.8	16.7	12.9	6.3	3.1	13.9	13	9.5	8.9	10.4	9.7	9.1	12.7
	烟酒类	3.3	10.4	7.1	-9.4	-15.7	12.5	8.3	4.4	4.2	12.6	10.9	8.2	6.6
	服装鞋帽针纺织品类	17.9	-0.6	-18.5	-34.8	-30.9	1.9	4.6	-0.8	3.6	5.2	2.9	5.2	4.1
	化妆品类	9.4	12.9	3.5	-11.6	-14.1	11.9	16.8	6.2	13.4	12.8	9.4	22.5	16.7
	日用品类	9	17.3	8.3	0.3	-6.6	13.9	17.5	12	12	13	13	12.3	11.4
	中西药品类	-1.3	7.3	8.6	8	0.2	8.2	4.9	5.1	6.6	7.7	11.6	10.4	11.2
耐用品	金银珠宝类	8.2	-3.9	-12.1	-30.1	-41.1	3.7	-1.1	-4.5	-6.6	-7	-1.6	7.8	4.7
	家用电器和音像器材类	12.8	4.3	-8.5	-29.7	-30	2.7	9.7	0.7	5.4	4.2	3	7.7	5.8
	文化办公用品类	-4.6	1.9	6.5	6.1	-8.9	-11.5	4.6	-3.4	-0.2	19.8	14.5	6.5	3.1
	家具类	8.4	3	-5.4	-22.7	-33.5	1.8	6.5	1.8	6.3	5.7	6.3	8.3	6.1
	通讯器材类	-0.8	11.4	12.2	6.5	-8.8	8.8	12.1	22.9	8.4	3.5	1	5.9	6.7
	建筑及装潢材料类	7.7	1.9	-5.8	-13.9	-30.5	0.6	-0.3	2.6	4.2	5.9	0.4	1.1	-1.1
能源	石油及制品类	0.1	-14	-14.1	-18.8	-26.2	4	0.5	-4.5	-0.4	-1.2	-1.1	3.5	3.1
汽车类	汽车类	3.5	3.5	0	-18.1	-37	1.8	-1.8	-3.3	-2.2	-8.1	-2.6	17.2	2.1

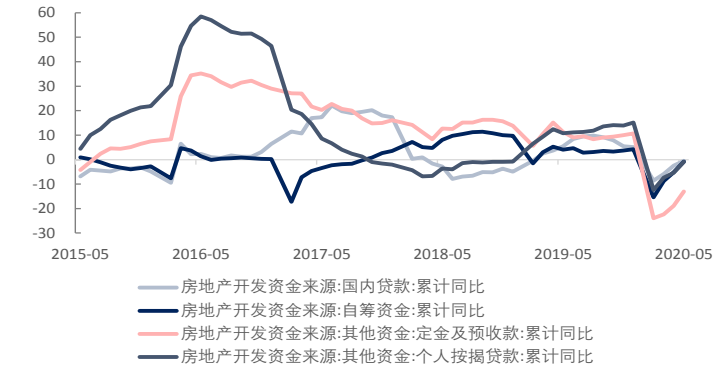
资料来源：万得，信达证券研发中心

四、地产销售大幅回升，新开工回升速度有所放缓

5 月房地产销售面积同样在回升的过程中，累计增速回升至-12.3%，当月增速回升至 9.7%，好于 30 城销售的改善幅度，或显示开发商在三四线城市加速推盘是推动销售增速回升的重要原因。此外，新开工增速累计增速从-18.4%上升至 12.8%，当月增速从-1.3%升至 2.5%，升幅弱于销售增速的回升，显示房地产市场政策去库存的过程中。竣工当月增速由-8.8%上升到了

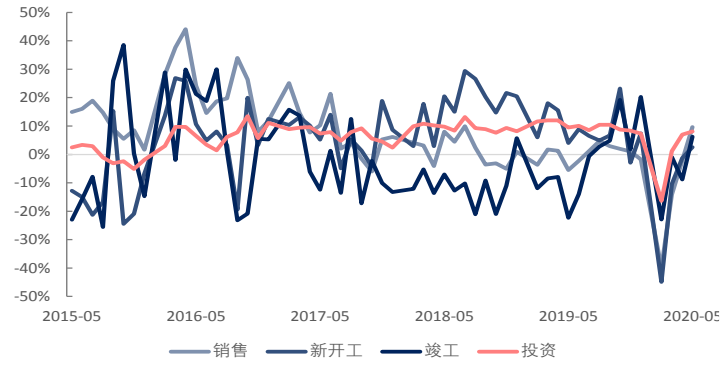
6.2%，显示在疫情的冲击逐步过去后，竣工周期仍然在持续推进，竣工的提升使得施工增速稳中有落。此外，土地购置面积同比增速继续恢复，土地成交价款同比增速几乎与上月持平，反映出在经历了 4 月土地成交的集中释放后，多数开发商对后市依然维持谨慎。

图 9：地产数据继续改善



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：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

五、服务业生产恢复推动失业率回落

5 月城镇调查失业率从 4 月的 6%降至 5.9%。城镇新增就业人数累计值达到 460 万人，已完成今年目标的一半以上，实现目标应该不成问题。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 5 月这一比例已经降至 1.2%。随着企业的复工复产，尤其是服务业生产的恢复，对于失业率的回落发挥了关键的作用。但是统计局发言人也承认，由于就业总量压力较大、就业不充分现象明显、大学生等重点群体就业压力仍大，未来就业形势仍然不容乐观。

六、二季度 GDP 增速中性预期 2.5% 回到 3%存在较大难度

4-5 月工业增加值平均增速为 4.2%，服务业生产指数均值为-1.8%。假设 6 月工业增加值与服务业生产指数增速均升至 5%，对应二季度工业与服务业增速就分别为 5%和 0.7%。考虑服务业生产指数只代表了服务业之中偏市场化的分类，还有类似医疗、教育等行业不在服务业生产指数的统计范围内，这些子行业包含在了 GDP 统计中的其他行业中，这些其他行业一季度增速在-1%左右，服务业生产指数为-9.1%。假设其他服务业二季度增速恢复至 3%，加上服务业生产指数的 0.7%，这大致将带动 GDP 中的服务业增速上行至 1.6%。综合工业与服务业在 GDP 中的占比，这也大致对应二季度 GDP 回到 2.7%左右。考虑到上述假设已经相对乐观，对二季度 GDP 中性的预期在 2.5%，GDP 增速回到 3%是非常困难的。考虑到三四季度经济的

逐步回升，可能大致与一季度的深坑对应，或许二季度 GDP 增速大致能为全年的经济增速提供很大的借鉴意义。

总体来看，尽管高频数据恢复较快，但统计局公布的经济数据却仍然弱于预期，这主要还是由于前期积压的订单逐步减少，尽管建筑链条仍然保持了较高的景气度，但是消费与制造业投资的内生动能相对较弱，出口仍然面临下行压力，高频监测以外的行业仍然面临着普遍的需求不足的局面，这可能使我国经济复苏的过程更早面临天花板效应。随着 6 月以后建筑链条赶工需求的回落，以及出口下行更突出的显现，消费与制造业投资的回升很难对冲这样的下行压力。因此，我们认为经济未来仍将呈现出非对称 W 型的运行态势。

风险因素

疫情反复，海外重启经济计划失败，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。