经济复苏边际空间——国内下降，国外犹存

报告日期：2020年06月04日

胡研宏 英大证券 宏观研究员
执业证书编号 ： S0990113110017
联系电话：188 2526 9825（微信同）
联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

*《金缕衣》〈杜秋娘〉：“*花开堪折直须折，莫待无花空折枝。*”*

报告观点：

1. 复工稳步提高，但潜在空间很小。（1）原油价格和化工品价格持续上涨；黑色系工业品新高。（2）猪肉价格回落后反弹，猪肉供需缺口支撑价格。大豆进口持续增长，贸易协议稳定执行。
2. 货币政策上，流动性平滑为主，而非扩张。原料企业积极复产，中下游企业扩张略微困难，成本高企。居民的再次加杠杆行为应当保持克制。
3. 推荐关注：农产品（猪肉、饲料股)机会；黄金及黄金股投资机会。

报告有效期：3 个月

一、全球制造业收缩趋势未变

全球经济的情况变化可以从 PMI 的表格变迁也更清晰，从大面积的扩张转化为大面积的收缩，其中日本、欧元区、美国的制造业萎缩的更加严重。这就是当前，我们面临的全球经济背景，总需求的萎缩是必然要面对的问题，而不是或然问题，甚至国家之间以邻为壑的政策可能还会有更多，这些风险需要我们谨慎对待。

指标名称	中国 PMI	美国:供应管理协会(ISM):制造业 PMI	日本:制造业 PMI	欧元区:制造业 PMI	韩国:制造业 PMI:季调	越南:Markit 越南制造业 PMI	印度:制造业 PMI	英国:制造业 PMI	俄罗斯:制造业 PMI	巴西:制造业 PMI
2020-05	50.60	43.10	38.40	39.40	41.30	42.70	30.80	40.70	36.20	38.30
2020-04	50.80	41.50	41.90	33.40	41.60	32.70	27.40	32.60	31.30	36.00
2020-03	52.00	49.10	44.80	44.50	44.20	41.90	51.80	47.80	47.50	48.40
2020-02	35.70	50.10	47.80	49.20	48.70	49.00	54.50	51.70	48.20	52.30
2020-01	50.00	50.90	48.80	47.90	49.80	50.60	55.30	50.00	47.90	51.00
2019-12	50.20	47.80	48.40	46.30	50.10	50.80	52.70	47.50	47.50	50.20
2019-11	50.20	48.10	48.90	46.90	49.40	51.00	51.20	48.90	45.60	52.90
2019-10	49.30	48.30	48.40	45.90	48.40	50.00	50.60	49.60	47.20	52.20
2019-09	49.80	47.80	48.90	45.70	48.00	50.50	51.40	48.30	46.30	53.40
2019-08	49.50	49.10	49.30	47.00	49.00	51.40	51.40	47.40	49.10	52.50
2019-07	49.70	51.20	49.40	46.50	47.30	52.60	52.50	48.00	49.30	49.90
2019-06	49.40	51.70	49.30	47.60	47.50	52.50	52.10	48.00	48.60	51.00
2019-05	49.40	52.10	49.80	47.70	48.40	52.00	52.70	49.40	49.80	50.20
2019-04	50.10	52.80	50.20	47.90	50.20	52.50	51.80	53.10	51.80	51.50
2019-03	50.50	55.30	49.20	47.50	48.80	51.90	52.60	55.10	52.80	52.80
2019-02	49.20	54.20	48.90	49.30	47.20	51.20	54.30	52.10	50.10	53.40
2019-01	49.50	56.60	50.30	50.50	48.30	51.90	53.90	52.60	50.90	52.70
2018-12	49.40	54.30	52.60	51.40	49.80	53.80	53.20	54.20	51.70	52.60
2018-11	50.00	59.30	52.20	51.80	48.60	56.50	54.00	53.60	52.60	52.70
2018-10	50.20	57.70	52.90	52.00	51.00	53.90	53.10	51.10	51.30	51.10
2018-09	50.80	59.80	52.50	53.20	51.30	51.50	52.20	53.60	50.00	50.90
2018-08	51.30	61.30	52.50	54.60	49.90	53.70	51.70	52.80	48.90	51.10
2018-07	51.20	58.10	52.30	55.10	48.30	54.90	52.30	53.80	48.10	50.50
2018-06	51.50	60.20	53.00	54.90	49.80	55.70	53.10	54.40	49.50	49.80

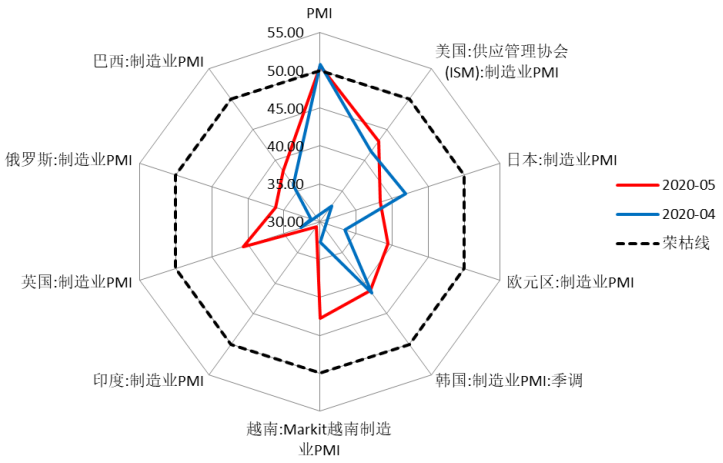
2018-05	51.90	58.70	52.80	55.50	48.90	53.90	51.20	54.30	49.80	50.70
2018-04	51.40	57.30	53.80	56.20	48.40	52.70	51.60	53.90	51.30	52.30
2018-03	51.50	59.30	53.10	56.60	49.10	51.60	51.00	54.90	50.60	53.40
2018-02	50.30	60.80	54.10	58.60	50.30	53.50	52.10	55.20	50.20	53.20
2018-01	51.30	59.10	54.80	59.60	50.70	53.40	52.40	55.30	52.10	51.20
2017-12	51.60	59.30	54.00	60.60	49.90	52.50	54.70	56.20	52.00	52.40

数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

我们复核了现有的宏观经济分析框架，得出的结论是——全球经济有望进一步企稳，中国经济可能继续上行。随着全球经济的反弹中国的经济上升可能更进一步维持，预计反弹持续到年底。未来全球经济进一步上行，还是短暂见顶，还需要看经济反弹过程中，产业反弹的水平以及全球贸易政策变化。如果反弹的行业相对集中且溢出效应不够明显，那么经济的持续恢复随时可能中断。**中国在未来的经济复苏过程中，一方面面临启动国内消费的困难（房贷支出刚性和收入低增长基本面的约束），另一方面是国际贸易在本轮 COVID-19 冲击下短期恢复历史水平太难所导致的出口永久性下滑的风险。**这些意味着经济的复苏上有天花板，下则是中国经济增长的刚性需求支撑。2020 年 5 月份全球 PMI 雷达图收缩，中国在扩张区间，其他国家处于萎缩区间，保持衰退特征。部分国家持续遭受 COVID-19 疫情及国内骚乱双重影响，预计恢复进一步推迟。

指标名称	中国 PMI	美国:供应管理协会(ISM):制造业 PMI	日本:制造业 PMI	欧元区:制造业 PMI	韩国:制造业 PMI:季调	越南:Markit 制造业 PMI	印度:制造业 PMI	英国:制造业 PMI	俄罗斯:制造业 PMI	巴西:制造业 PMI
2020-05	50.60	43.10	38.40	39.40	41.30	42.70	30.80	40.70	36.20	38.30
2020-04	50.80	41.50	41.90	33.40	41.60	32.70	27.40	32.60	31.30	36.00

数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

我们对经济有两个情景展望，这基于疫情影响的先后顺序以及疫情控制的先后顺序对经济复工的影响：

情景 1：预计中国 6 月份 PMI 进一步上升，但留给 3 季度的上升空间已经很小，经济的压力将在未来逐渐显现，当前的预期改善的经济氛围将逐渐被替代。

情景 2：全球经济（非中国地区）从泥潭中走出来，逐渐恢复扩张，那么预计扩张将持续 2-3 个月，那么这种全球性影响会继续带动中国经济再上行一段时间。预计中国的 PMI 水平最晚可能在 9-10 月见顶。

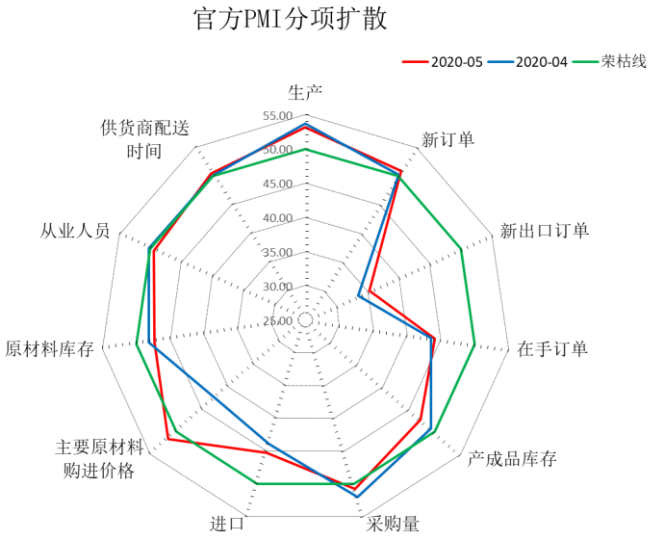
综合来看，中国的经济恢复性扩张仍然有 3 个月左右的空间，最晚预计在四季度扩张结束（10 月前后）。如果是相对消极的情景发生，那么继续扩张可能还剩 1 个月（在 6 月或者 7 月 PMI 短暂见顶）。基于一个疲软的全球经济环境，我们提醒投资者关注全球总需求萎缩永久性特点，供应很快会超过需求的复苏，部分资产价格再次下跌可能很快就会到来。

二、中国 PMI 雷达图扩张放缓

中国宏观经济长期趋势的核心因素人口老龄化，这带来潜在增长率的长期下

滑。短期问题是 COVID-19 全球大流行带来的中国社会总需求疲软以及非中国地区经济总需求下滑压制中国出口。我们需要考量无 COVID-19 疫情影响下经济本身趋势，然后再叠加二者影响对宏观经济走势进行预判，承接第一部分的疫情和复工关系的简要分析，**预计在四季度中国经济将回归到常态约束，也就是回归低增长长期趋势的约束。2021 年的经济数据的同比是失去考察意义的（2020 年基数低），投资者应当更加注重环比数据变动对投资的指导意义**。

2020 年 5 月份，制造业采购经理指数和非制造业商务活动指数均保持在临界点以上，其中制造业采购经理指数为 50.6%，比上月小幅回落 0.2 个百分点；非制造业商务活动指数为 53.6%，比上月上升 0.4 个百分点。综合 PMI 产出指数为 53.4%，与上月持平。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从雷达图看出，主要原料购进价格仍然处于扩张区间，制造业企业原料成本再度上升。新出口订单恢复缓慢，总体仍然下滑，但下滑放缓。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。生产指数为 53.2%，虽比上月回落 0.5 个百分点，但高于临界点，表明制造业生产继续改善。新订单指数为 50.9%，比上月上升 0.7 个百分点，表明制造业市场需求有所

增加。原材料库存指数为 47.3%，比上月下降 0.9 个百分点，表明制造业主要原材料库存量减少。从业人员指数为 49.4%，比上月回落 0.8 个百分点，表明制造业企业用工景气度低于上月。供应商配送时间指数为 50.5%，比上月上升 0.4 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。

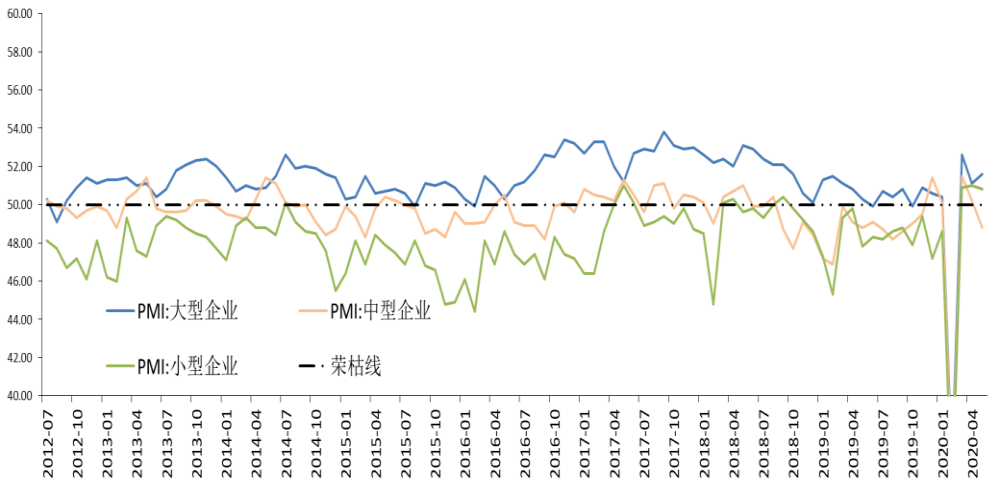
综合预判：

预计 6 月 PMI 维持扩张，但不乐观。5 月 PMI 扩张部分主要是原料价格上涨，但出口订单仍然萎缩。伴随全球复工推进，预计出口订单在 6/7 月份迎来扩张抵消一部分原料价格上升带来的负面冲击，总体影响较为中性。PMI 可能在 6 月进一步上升。

三、大型企业扩张，中型企业萎缩，小型企业扩张

在刺激经济过程中，通常大型企业率先启动，随后中小型企业开始跟进。但目前来看，大型企业继续扩张而中型企业进入萎缩，小型企业扩张放缓。

我们认为中小型企业对于原料价格可能较为敏感，而大型企业一方面占据上游原料链条，另一方面资源整合能力强对抗成本能力也强，因而影响较小。如果原料价格继续上升，预计中型企业将持续收缩，小型企业也会跌破荣枯线。中小型企业的萎缩会直接对经济产生冲击。



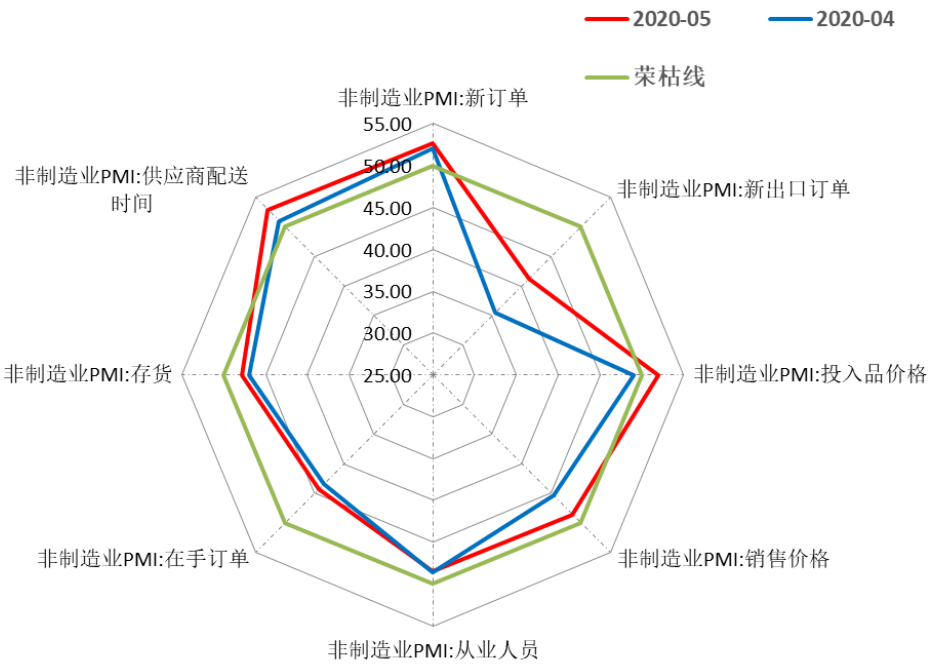
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.6%，比上月上升 0.5 个百分点，维持扩张；中、小型企业 PMI 分别为 48.8%和 50.8%，比上月回落 1.4 和 0.2 个百分点。中型企业开始收缩，小型企业保持扩张。

我们维持之前报告撰写的看法：从系统风险的重要性角度看，经济的风险因子主要集中在大型企业上，大型企业在产业链所处上游以及规模定价权上具备一定的垄断能量。客观的社会需求萎缩首先导致中下游竞争程度较高的企业，被动向上游和大型企业让利，自身承受需求萎缩的代价。在中小企业长期的萎缩下滑后，整个微观生态的企业让利空间已经很小，导致中小型企业数量和产量下降，而大型企业无法从中小企业身上挤轧更多的利润出来。当前，大型企业逆周期提价能力已经大大削弱。考虑本次疫情和复工情况，我们认为 5 月份的 PMI 数据中，疫情对生产的影响已经变小，而经济自然基本面的影响开始逐渐上升。经济数据的好坏不能继续归咎于疫情，而要认清经济的基本面事实。当然这并非容易的事情。小企业的成本控制能力相对较弱，未来可能也会快速转差。当前**大型企业采取的高价格策略（供给侧赋能）占据了利润分配的优势并未因为疫情有所改变，中小企业的生存空间不乐观，可能导致经济系统脆弱性加剧，在未来一段时间压力很大**。

四、非制造业 PMI 扩张

5 月份，非制造业商务活动指数为 53.6%，比上月上升 0.4 个百分点。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

看得出，价格和配送时间是非 PMI 数据靓丽的核心（业务预期活动干扰非 PMI 指数的真实性），但投入品价格上涨不利于企业的利润积累。在手订单和存货水平较低。销售价格疲软意味着消费不够旺盛。

（1）新订单指数为 52.6%，比上月上升 0.5 个百分点，表明非制造业市场需求继续回暖。分行业看，建筑业新订单指数为 58.0%，高于上月 4.8 个百分点；服务业新订单指数为 51.7%，略低于上月 0.2 个百分点。

（2）**投入品价格指数为 52.0%，比上月上升 3.0 个百分点，位于临界点之上**，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平有所上涨。分行业看，建筑业投入品价格指数为 60.0%，比上月上升 10.7 个百分点；服务业投入品价格指数为 50.6%，高于上月 1.7 个百分点，升至临界点之上。

（3）销售价格指数为 48.6%，比上月回升 3.2 个百分点，表明非制造业销售价格总体降幅有所收窄。分行业看，建筑业销售价格指数为 54.7%，高于上月 4.5 个百分点；服务业销售价格指数为 47.6%，比上月回升 3.0 个百分点。

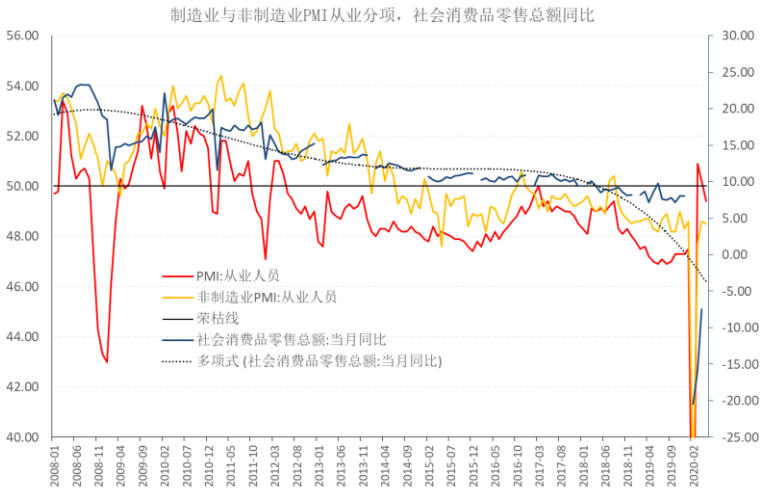
（4）从业人员指数为 48.5%，比上月小幅回落 0.1 个百分点。分行业看，建筑业从业人员指数为 58.8%，比上月上升 1.7 个百分点；服务业从业人员指数为 46.7%，比上月下降 0.4 个百分点。

（5）业务活动预期指数为 63.9%，比上月上升 3.8 个百分点，表明非制造业企业对近期市场发展信心继续改善。分行业看，建筑业业务活动预期指数为 67.5%，高于上月 2.1 个百分点；服务业业务活动预期指数为 63.2%，比上月上升 4.0 个百分点。

分行业看，建筑业商务活动指数为 60.8%，高于上月 1.1 个百分点。服务业商务活动指数为 52.3%，比上月上升 0.2 个百分点。从行业大类看，零售业、餐饮业、铁路运输业、航空运输业、电信广播电视卫星传输服务、互联网软件信息服务等行业商务活动指数位于 55.0%以上，文化体育娱乐业、资本市场服务等行业商务活动指数位于 45.0%以下。

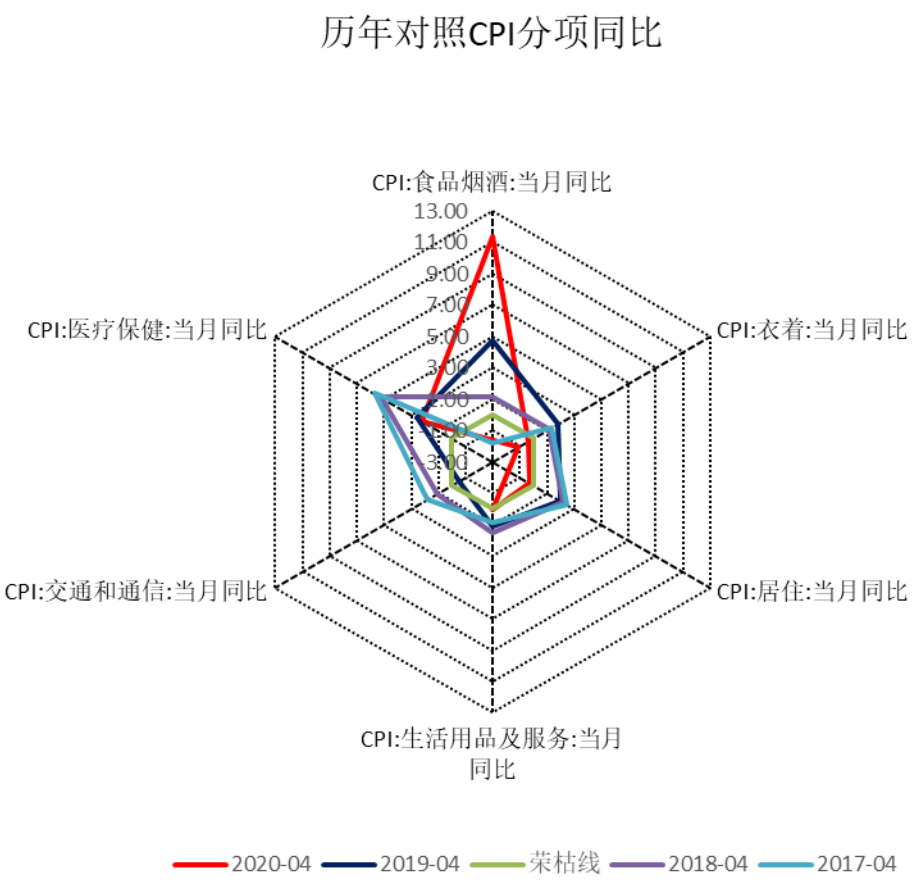
五、就业难看、消费下行

制造业从业人员指数为 49.4%，比上月回落 0.8 个百分点，表明制造业企业用工景气度低于上月，位于临界点之下，表明制造业企业用工量有所减少。非制造从业人员指数为 48.5%，比上月小幅回落 0.1 个百分点。分行业看，建筑业从业人员指数为 58.8%，比上月上升 1.7 个百分点；服务业从业人员指数为 46.7%，比上月下降 0.4 个百分点。**（1）就业下滑不利于消费扩张。**（2）**就业下滑施压居民部门债务扩张。爆发疫情对收入冲击上的累积效应已经达到 5 个月，接近半年的收入受到影响。这必然会导致消费数据相对难看，同时还会导致部分债务出现问题，降低银行债务质量。**疫情以来商品的绝对价格并未显著下降。保持继续上升没有改变。消费在数量层面受到疫情冲击有所下降，但消费总金额角度的下滑程度受到物价上涨对冲。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

居民部门支出大多是刚性的——衣食住行。农产品的价格持续上涨，开支增大；房屋租金论年上升，影响周期则相对长一些。居民部门刚性支出的增加，挤压非刚性支出部分的消费。总体来讲，需要适应性减少耐用品更新频率，减少手机更新频率，减少家电设备更新，减少汽车购买等。前面提到，现在的经济存在于消费者端的是家庭部门的消费约束。然而居民支出大部分是刚性的，在收入相对稳定的情况下，当刚性的消费品价格增长，必然减少非刚性需求；在收入下滑的情况下，刚性支出可能会微弱减少，而非刚性支出会大幅度减少，以维持家庭收支平衡。我们可以从消费品价格指数上看到这一特征，那么增加一个物价的雷达图。



从图上可以看出，近 4 年，4 月份物价水平都是上升的，但比较平衡。2020 年 4 月份，食品烟酒分项物价同比增幅显著，主要来自于肉类贡献。但食品支出是刚性支出，很难削减。 历年 4 月份的医疗保健支出增长是相对于其他分项较高的。**今年 4 月份的交通通信消费增速同比比历年差很多。这和今年的疫情紧密相关，预计这一同比全年为负数**。

六、警惕物价快速反弹对经济复苏的阻碍

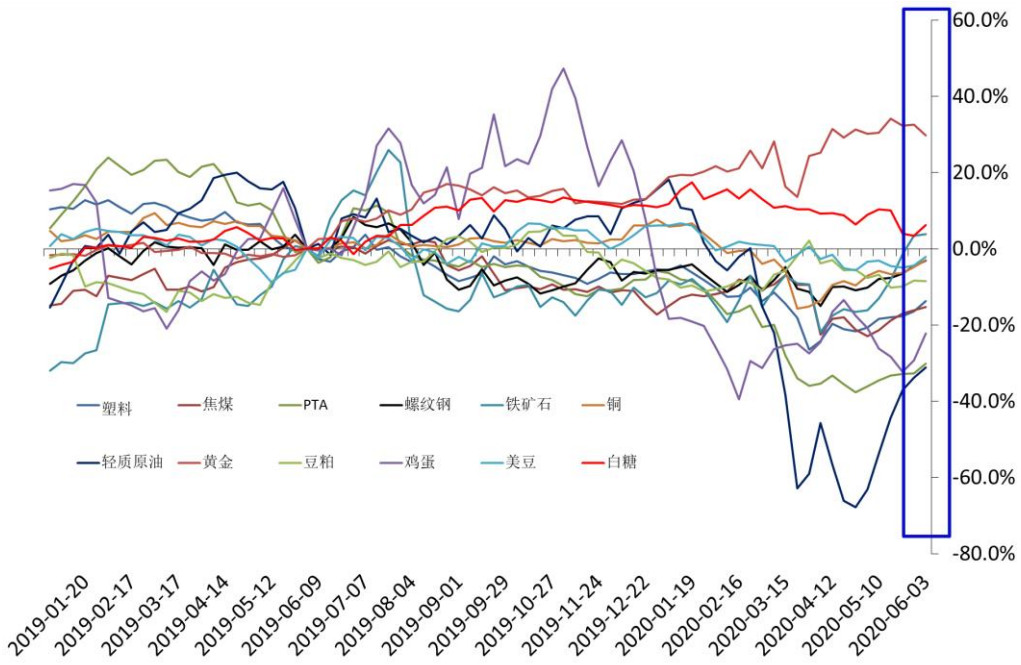
2019 年初以来，以原油为代表的能源化工品价格整体下滑（但下游的化工品反弹幅度较大，价格总体受到疫情的影响较小），以铁矿石为代表的中国黑色系工业品价格相对坚挺。农产品除了鸡蛋受累于产能相对过剩跌幅较大，其他商品表现都相对坚挺。饲料价格相对稳定，大豆进口相对充裕，但并未形成趋势性的压力，压榨相对谨慎，并未滔滔不绝，开机率相对保守和玉米价格受益于低库存，

低储备，价格相对坚挺。目前来看，以猪肉和饲料豆粕代表的农产品价格坚挺将持续维持，下半年生猪存栏上升有望带动饲料价格反弹。**目前经济恢复相对稳定，但快速反弹的商品价格可能会抑制经济复苏的进程。**这意味着工业品通缩和农产品通胀的局面将贯穿 2020 年整年。

20190602-20200603

名称	涨跌幅	名称	涨跌幅
黄金	29.76%	豆粕	-8.42%
白糖	6.26%	塑料	-13.67%
铁矿石	3.85%	焦煤	-15.30%
美豆	-2.11%	鸡蛋	-22.23%
铜	-2.92%	PTA	-30.12%
螺纹钢	-3.09%	轻质原油	-31.13%

数据来源：英大证券研究所整理，WIND



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

当前，境外疫情病例增长并未显著下降，但全球复工势在必行。没有国家愿意继续封锁，均转向经济恢复和民生为重，物资需求在快速回升。在经济恢复期（补库存、恢复正常采购、逐步恢复出口），下游中游商品或者资产价格可能相

对坚挺，上游会相对疲软，这是我们 1 月份的观点，从现在看中国的中下游化工品有不少已经大幅度反弹，而原油继续萎靡，但总有例外，铁矿石这个上游原料价格新高，那是伴随着中国钢材产量创纪录。

这些价格的上行为复工中的钢铁化工下游企业带来显著的压力，因为在需求尚且疲软的情况下，这类企业很难将原料成本转嫁给消费者，从而其难以有效积累充分利润增加风险抗击能力，基于此，企业的经营行为会相对保守。行业竞争会相对激烈，甚至可能进一步让利销售，甚至考虑到其他因素，会为了现金流回笼而折本经营。**我们从中型企业在 5 月份的 PMI 再次跌破荣枯线的数据信息，应该去关照这些负面的经济信号，以便于更为全面的评估当前经济的状态。下一步这种影响力可能会传导至小企业上来。当然也存在全球复苏带动出口订单的可能，将下滑推迟的概率也一样较大。**

当前中国的经济问题，复产提升，但消费提升慢一步。我们以前报告提到，现在的经济存在于消费者端的是家庭部门的消费约束。然而居民支出大部分是刚性的，在收入相对稳定的情况下，当刚性的消费品价格增长，必然减少非刚性需求；在收入下滑的情况下，刚性支出可能会微弱减少，而非刚性支出会大幅度减少，以维持家庭收支平衡。**今年的消费特征应该是平民化，低端化。刚性需求领域，消费升级是难以出现的。科技品的消费价格难以提升，限制科技企业的利润积累。**

七、未来状态与投资建议

当前中国央行的货币政策的抓手仍然是平滑一切经济主体的流动性，不让他们破产，只要不破产。因而有众多金融机构期待更多的流动性是不切实际的，现在最大的问题是复工，而非要钱，只有系统性重要实体企业维持扩张，流动性注入才有意义，而这些企业目前所能享受的融资便利是充分的，过剩的流动性则会通过金融泡沫干扰实体经济的恢复进程。

基于美元流动性、全球资产配置分布，我们在 2019 年，2020 年均推荐的黄

金资产，黄金 ETF 和黄金股涨幅 10-13%。2020 年初推荐的原油因为疫情大幅下跌，尽管近期录得反弹（仍然比年初下跌 35%左右）。从最新的评估来看，黄金仍然值得关注，而原油则保持中性，要观察全球经济的复苏状况。

猪肉股是我们在 2019 年和 2020 年均加以推荐的投资标的，今年表现仍然优秀（在沪深 300 下跌 3%左右的情况下，前 3 生猪养殖企业股价涨幅均达到 30%左右）。猪肉价格年内难以持续下跌，年底前仍然会有一波反弹。考虑到鸡肉替代和进口，猪肉这一轮反弹力度会相对弱，但养殖集中化仍然有利于龙头企业保持较好的利润水平。从确定性角度来看，仍然值得留守猪肉股。

在投资品种上，继续推荐关注农产品肉类和饲料（猪肉、鸡肉股、饲料股、农产品期货）的确定性机会。谨慎对待化工类耐用品更新的投资机会（需求是核心主导）。科技消费投资谨慎。黄金 ETF 继续维持推荐，优于黄金股的波动性。

相关报告

《20200522-留得青山，赢得未来——物价展望下行》
《20200508-肉食品通胀要持续多久？》
《20200422-经济生产稳中向好，食品消费确定性强——原油负价格及展望》
《20200404-央行给不了企业订单，复苏需要信心和耐心》
《20200322-经济生产、商品价格评估、市场异常点评及机会展望》
《20200308-近期宏观经济评估及展望》
《20200221-全球制造业分析暨 COVID-19 疫情影响评估》
《2020 年经济试探着陆，风险仍大》
《20191212-猪肉价格仍将高位运行，难言见顶》
《20191202- PMI 季节反弹，经济未来仍谨慎》
《20191111-滞胀扩散，不见终点？》
《20191102- 全球制造业状态严峻，防范意外冲击》
《20191019-猪肉贵，其他农产品会涨么？》
《20191005- 宏观经济预计仍将萎缩》
《20190915-食品通胀叠加全球制造业收缩，系统风险大》
《20190902- 宏观经济可能会进一步萎缩》
《20190810-食品通胀、工业品通缩，引致系统风险增大》
《20190803- 价格扩张不是经济扩张，风险持续积聚》
《20190708-非农就业亮眼，不改美国经济放缓趋势》
《20190701- 关注大型企业经营状况，提高风险意识》
《20190520- 宏观经济评估与股票市场展望》
《2019 年宏观经济迷雾航行，逐鹿低波动》

《20181209-工业通缩预期增强、经济还将下行》

《为什么中国暂时没有发生危机？》

《中国的经济脆弱性在增大》

《经济演化下一阶段的特征分析》

风险提示：

（1）本文仅供参考，风险自担！

（2）文中的推演，将在未来用数据来跟踪，逻辑框架只是观察宏观经济的一个维度，如果被市场重点关注则对资产定价产生重要影响。

（3）笔者的分析逻辑存在不严密风险，后续经济运行需要持续跟进经济的最新变化。

小贴士：

背景资料:

PMI 调查，涉及《国民经济行业分类》（GB/T4754-2011）中制造业的 31 个行业大类，3000 家调查样本。制造业采购经理调查问卷涉及生产量、新订单、出口订货、现有订货、产成品库存、采购量、进口、购进价格、出厂价格、原材料库存、从业人员、供应商配送时间、生产经营活动预期等 13 个问题。对每个问题分别计算扩散指数，即正向回答的企业个数百分比加上回答不变的百分比的一半。其中出厂价格指数于 2017 年 1 月起发布。PMI 是一个综合指数，由 5 个扩散指数（分类指数）加权计算而成。5 个分类指数及其权数是依据其对经济的先行影响程度确定的。具体包括：新订单指数，权数为 30%；生产指数，权数为 25%；从业人员指数，权数为 20%；供应商配送时间指数，权数为 15%；原材料库存指数，权数为 10%。其中，供应商配送时间指数为逆指数，在合成 PMI 综合指数时进行反向运算。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢沪深 300 指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随沪深 300 指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输沪深 300 指数

公司评级

买　　入	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 15%以上
增　　持	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 5-15%之间
中　　性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回　　避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 5%以上