

盈利底与社融顶

——4月复盘与5月展望

核心内容:

抛开海外的影响，当前市场可能在担心两个问题，一是社融和信贷增速即将见顶回落？二是企业盈利见底之后能不能回升？

第一个问题，2022Q4以来中长期贷款投放持续加速，2023Q1以来社会融资增速也随着政府债发行加速而明显上升，3月达到了10.0%。但问题在于，考虑到政策前置的效应，信贷与社会融资增速可能在二季度见顶，这种预期导致了权益市场整体上行乏力，以及国债收益率的持续下行，并在进入5月之后开始冲击2.75%的低位。

第二个问题，从基数来看，PPI确实将于5月左右见底，有利于工业企业利润增速修复。但问题在于，今年的经济增长更注重内生，因此斜率也相对平缓。消费、房地产销售、固定资产投资等缺少快速上行的可能性。同时，出口增速的底部、工业产成品库存增速的底部都要到下半年才会陆续出现。这决定了PPI尽管会见底，但可能会在负值状态持续运行，直至年底才接近转正。“见底但不回升”的企业盈利，并不利于权益投资。

特别是，4月28日中央政治局会议将下一阶段的首要任务从恢复和扩大需求切换成加快建设现代化产业体系，进一步加重了上面两项担忧——政策已经见顶，但企业盈利底可能持续时间过长、回升斜率过低。

对于这两个问题，我们有三点提示。具体数据预测可参考最后一页图13。

第一，融资最终还是带动有效需求，而且这种带动是具有乘数效应的。正如一季度金融统计数据新闻发布会指出的：“去年以来，货币政策支持稳增长力度持续加大，供给端见效较快。但生产、分配、流通、消费等环节的传导有一个过程，疫情反复扰动也使企业和居民信心偏弱，需求端存在时滞。金融数据领先于经济数据，实际上反映了供需恢复不匹配（供过于求）的现状”。前期的融资，在下半年逐渐形成居民消费、购房或企业投资等有效需求之后，会通过乘数效应数倍驱动总需求的增长。

第二，复盘可以发现，企业盈利增速对于季度及更长期的A股市场走势是最具决定性的因素，货币与政策因素更多是在季度以下的层面起作用。特别是，近年A股市场的结构性特征越来越显著，信贷与社会融资增速的解释力是明显下降的。反而是PPI同比增速变化更能预测市场拐点。

第三，局部的、平缓的边际改善也是复苏。复苏格局对应债券牛市尾声、股票牛市开局。从一季度数据来看，GDP之中服务业强工业弱。消费修复但其中汽车、通讯器材、建筑装潢、家电、文体用品等同比仍为负。固定资产投资之中民间投资低迷，制造业投资降速。房地产销售转正但能否进一步改善仍然存疑，房地产开发投资则主要依靠保交楼的支撑。对此，悲观者会认为复苏力度太不够，但乐观者会认为复苏还有空间。

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

研究助理: 于金潼

特别感谢: 吕雷、铁伟奥

风险提示:

1. 全球经济衰退
2. 地缘政治事件

目 录

一、全球资产复盘与外部环境分析	3
二、中国周期定位与行业轮动	6

一、全球资产复盘与外部环境分析

美国名义利率: 4月以来美国10年期国债收益率在3.3%至3.6%之间震荡,5月4日美联储加息25BP之后收于3.37%。此次议息会将联邦基金利率目标区间从4.75%至5.0%上调至5.0%至5.25%。虽然美联储主席鲍威尔强调“今天还没有做出暂停加息的决定”,但市场预期这将是最后一次加息,且年内可能降息。这里需要提示的是,美国通胀下半年将进入粘性区间,核心通胀的刚性与通胀率的反弹将导致年内降息预期的波动。

美国实际利率与黄金: 4月以来美国10年期TIPS收益率在1.06%至1.36%之间震荡,但伦敦金价却从1980美元/盎司的高位持续上行,且两次冲击2050美元/盎司。

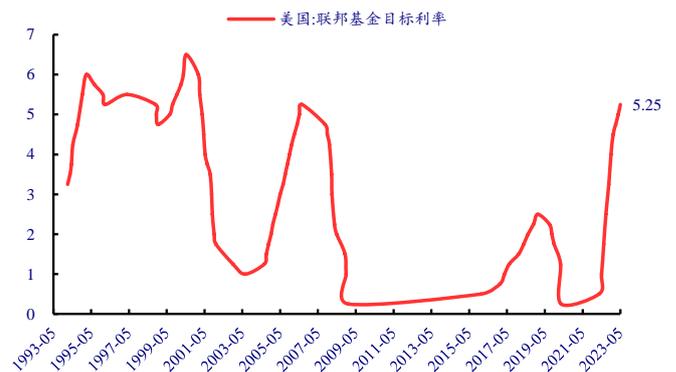
美元指数与USDCNY: 4月美元指数相对弱势,在101.8左右震荡,5月4日收于101.4。但同期人民币对美元小幅贬值,USDCNY从6.88调整至月末的6.93。

图1: 美国10年期、2年期与1年期国债名义收益率



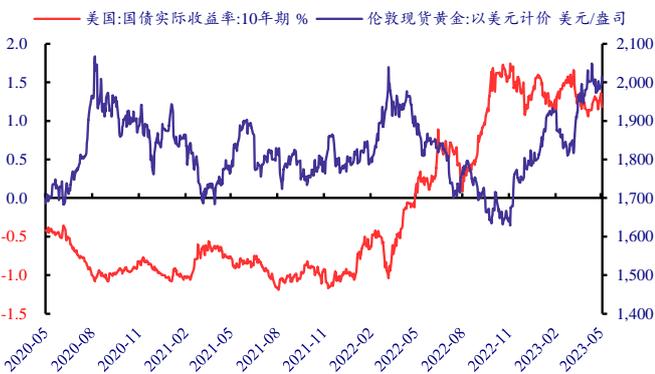
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 美国政策利率联邦基金目标利率上限



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 美国10年期通胀保值国债(TIPS)收益率与黄金价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美元指数与USDCNY即期汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

全球股市：4月美国主要股指、欧洲主要股指、亚太主要股指全部小幅收正，但A股、港股、中概股等调整，可能与人民币兑美元小幅贬值原因类似，受地缘政治因素等影响。

国内外工业品：布伦特原油价格4月上旬受OPEC+减产的助推，从80美元/桶以下冲高至88美元/桶，但之后又开始回落，进入5月受美国再次出现银行业危机的影响，又大幅降至72.5美元/桶。此外，铜价、国内螺纹钢等都出现明显调整，显示全球经济衰退预期强化、国内经济复苏不及预期等。

图5：2022年11月以来全球风险资产月度涨幅以及2023年以来累计涨幅（截至5月4日）

资产价格月度涨幅：%		2022M11	2022M12	2023M1	2023M2	2023M3	2023M4	2023年以来 涨幅
A股 港股	万得全A	11.0	-2.1	7.4	-0.4	-0.1	-0.8	4.9
	上证综指	14.9	-1.9	5.4	0.3	0.5	1.9	7.6
	沪深300	13.8	0.6	7.4	-3.1	0.2	-0.2	4.1
	创业板指	2.1	0.3	10.0	-7.1	-0.4	-2.4	-0.9
	恒生指数	34.2	8.7	10.4	-10.3	2.3	-2.0	0.6
亚太	日经225指数	7.6	-6.9	4.7	0.0	2.3	3.9	10.6
	韩国综合指数	10.3	-8.1	8.4	-1.5	3.1	2.0	11.9
	富时新加坡指数	6.9	-0.8	3.5	-3.4	-0.1	0.4	0.6
美股	万得中概股100指数	37.7	10.6	18.5	-10.7	4.2	-10.3	-0.1
	道琼斯指数	0.8	-2.1	2.8	-3.1	1.2	3.8	2.9
	标普500	4.1	-3.0	6.2	-1.2	3.2	2.9	8.6
	纳斯达克指数	7.8	-4.7	10.7	0.5	6.6	1.8	16.8
欧股	英国富时指数	9.3	-0.8	4.3	1.2	-3.8	3.3	5.6
	法国CAC40指数	17.0	-2.9	9.4	2.6	0.4	3.1	15.7
	德国DAX指数	18.9	-3.0	8.7	1.6	1.6	2.6	14.4
大宗 商品	CRB工业指数	-5.8	0.8	0.1	-1.7	-0.3	1.4	-3.5
	布伦特原油	-21.0	2.9	-2.7	-2.6	-3.8	0.8	-9.1
	LME铜	13.0	4.2	10.8	-2.5	2.2	-4.5	2.7
	螺纹钢	2.8	8.7	1.4	-1.4	-1.0	-11.8	-10.4
	伦敦金	24.0	4.2	5.8	-5.0	8.4	0.5	9.2
汇率 利率	美元指数	-8.4	-3.1	-1.3	2.7	-2.0	-0.5	-1.8
	中债国债总财富指数	1.0	0.6	0.0	0.1	0.6	0.7	1.4

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

对于下一阶段的外部环境变化，我们有以下五点判断：

1.美国劳动参与率持续提升，劳动力市场缺口趋于缩小，既有助于通胀率缓和，也有助于经济软着陆。3月失业率3.5%，劳动参与率升至62.6%（前值62.5%，疫情前为63.3%），时薪同比4.24%，趋于下行，预计2023年末回落至3.5%。

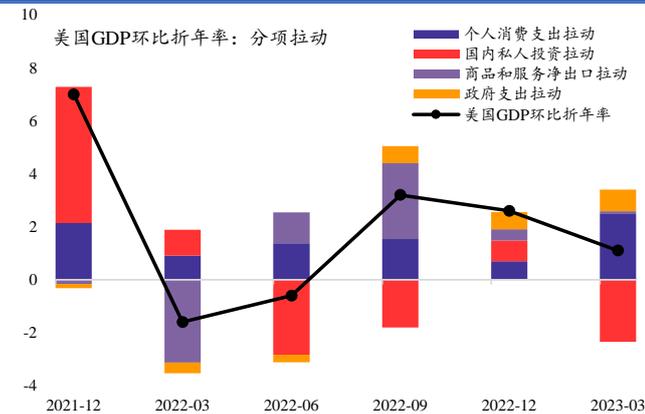
2.美国一季度GDP环比折年率低于预期，但经济韧性仍在。美国一季度GDP同比1.56%（前值0.88%）；环比折年1.1%，低于2.0%的市场预期，从分项来看，主要拖累是私人存货投资，主要支撑是个人消费支出。这已经证明，劳动力市场偏紧、劳动薪资保持较高增速，支撑了占美国GDP绝大比例的消费的韧性，也是美国经济软着陆的主要力量。同时，我们从月度数据中也发现，美国的住宅销售也已经呈现出见底的迹象。

3.美国通胀率下行，但核心通胀压力仍在。由于基数效应的影响，二季度美国CPI下行较为确定，因此5月3日美联储将最后一次加息25BP之后停止加息；但下半年美国CPI进入粘性区间，因此年内降息仍有不确定性。

4.由于通胀压力更大，欧央行比美联储更鹰派，压制美元指数。美联储今年以来加息3次共计75BP（2月2日25BP、3月22日25BP、5月3日25BP），市场预期已停止加息且年内可能降息。欧央行今年以来加息3次共计125BP（2月2日50BP、3月22日50BP、5月4日25BP），考虑到欧元区核心HICP居高不下，市场预期欧央行6月仍将加息25BP，意味着二季度欧央行比美联储更鹰派。这也是美元指数进一步下行的驱动力之一。

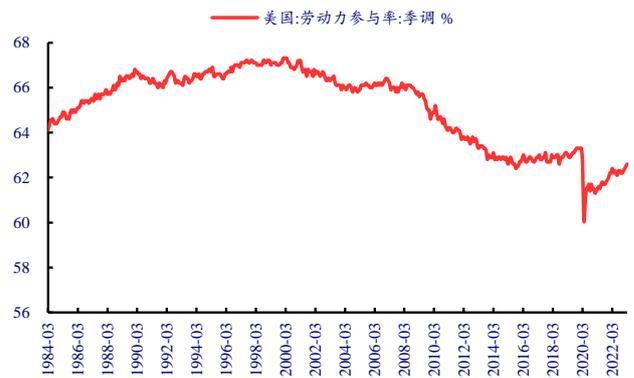
5.海外银行业的风险仍然存在。但由于政府兜底储户存款、货币当局流动性工具充足，因此出现大规模挤兑的危机模式仍概率不高。这反而会强化美联储停止加息之后尽快降息的预期，对全球金融市场形成流动性宽松利好。但在年度层面，商业银行的信贷派生还是会受到影响，对实体经济的影响在下半年才会陆续出现。这对中国的影响可能有两个方面：经常账户方面，欧美经济的底部在很大程度上也是中国出口的真正底部；金融账户层面，中美利差倒挂程度趋于收窄，人民币贬值压力缓解，有利于人民币资产重估与FDI流入。

图 6: 2023Q1 美国 GDP 环比折年率 1.1%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 美国 3 月劳动参与率上升至 62.6%



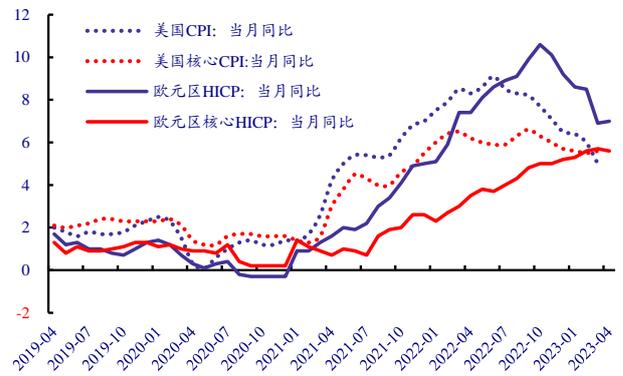
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 美国服务时薪增速回落，商品生产时薪增速维持高位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 美国与欧元区的通胀率与核心通胀率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、中国周期定位与行业轮动

A股表现与行业风格：2月以来A股一直呈现出整体低迷但结构性板块占优的状态。从行业轮动来看，4月此前涨幅显著的TMT板块开始局部降温，其中计算机行业最明显。中国特色估值体系开始升温，与此相关的石油石化、建筑、金融等涨幅居前。利率方面，5月4日商业银行同业存单收益率收于2.56%，10年期国债收益率收于2.77%，都延续着下行趋势。同时MLF利率、LPR从去年8月之后就再也没有下降。

图 10：2022 年 11 月以来 A 股主要板块月度涨幅以及 2023 年以来累计涨幅（截至 5 月 4 日）

指数	日期	2023年以来 指数涨幅	2023M04 涨幅	2023M03 涨幅	2023M02 涨幅	2023M01 涨幅	2022M12 涨幅	2022M11 涨幅
基准	上证50	2.2%	0.6%	-2.7%	-2.5%	6.6%	1.1%	13.5%
	沪深300	4.1%	-0.5%	-0.5%	-2.1%	7.4%	0.5%	9.8%
	中证500	6.8%	-1.6%	-0.3%	1.1%	7.2%	-4.7%	6.0%
中信 一级 行业	石油石化	17.3%	6.2%	0.8%	1.9%	7.8%	-5.4%	10.3%
	煤炭	2.5%	-1.5%	-4.1%	2.8%	5.3%	-10.1%	7.2%
	有色金属	5.8%	-1.0%	-3.8%	-3.2%	14.8%	-5.5%	8.0%
	电力及公用事业	6.2%	2.0%	-2.1%	1.8%	2.2%	-4.4%	8.2%
	钢铁	2.5%	-2.0%	-7.3%	4.3%	7.7%	-6.5%	8.3%
	基础化工	-6.4%	-7.5%	-6.5%	0.1%	8.7%	-4.2%	7.7%
	建筑	26.1%	10.8%	2.6%	3.0%	5.4%	-7.0%	13.8%
	建材	-3.6%	-5.1%	-6.6%	0.1%	8.7%	-3.6%	18.8%
	轻工制造	-0.7%	-4.3%	-6.8%	6.4%	4.3%	1.4%	12.4%
	机械	4.9%	-2.2%	-4.1%	1.7%	10.1%	-5.6%	2.9%
	电力设备及新能源	-4.7%	-4.0%	-4.9%	-5.1%	10.6%	-4.0%	2.4%
	国防军工	1.5%	-1.2%	-3.8%	1.0%	6.2%	-4.1%	-6.3%
	汽车	-2.3%	-6.0%	-5.8%	-1.2%	11.3%	-6.7%	8.1%
	商贸零售	1.5%	-1.3%	1.3%	1.0%	-0.7%	2.1%	18.7%
	消费者服务	-16.6%	-9.0%	-2.6%	-1.3%	-1.4%	8.2%	18.7%
	家电	9.9%	2.4%	0.1%	1.2%	8.3%	1.4%	13.5%
	纺织服装	4.3%	-1.3%	-6.3%	5.5%	4.2%	1.3%	9.9%
	医药	2.8%	0.2%	-3.7%	0.2%	5.6%	-2.6%	6.5%
	食品饮料	-2.2%	-5.8%	-1.7%	1.0%	5.2%	11.1%	16.5%
	农林牧渔	-2.9%	-4.1%	-1.8%	0.4%	3.1%	1.3%	5.2%
	银行	4.9%	4.6%	-1.6%	-3.7%	3.1%	1.1%	13.5%
	非银行金融	11.9%	6.5%	-3.3%	-2.5%	8.7%	-1.0%	15.2%
	房地产	-8.9%	-2.6%	-7.0%	-2.2%	3.1%	-7.2%	26.1%
	交通运输	2.1%	1.2%	-0.2%	-0.7%	1.6%	0.6%	8.2%
	电子	8.6%	-5.1%	7.3%	0.2%	8.7%	-4.1%	2.7%
	通信	29.6%	2.4%	9.1%	8.2%	9.2%	-4.0%	2.9%
	计算机	27.4%	-6.8%	16.9%	5.3%	12.7%	-3.0%	-1.7%
	传媒	61.6%	13.7%	22.2%	4.4%	5.2%	2.2%	14.5%
	综合	-10.0%	-8.1%	-7.1%	2.4%	2.3%	-5.9%	11.9%
	综合金融	6.3%	-2.5%	-4.9%	4.4%	4.8%	-0.8%	9.4%

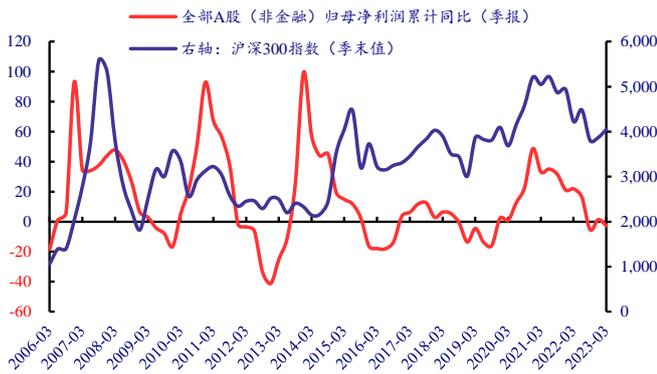
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

当前市场的担忧在于，政策没有增量，信贷和社会融资增速可能已经见顶，但同时企业盈利的底部可能持续时间过长、回升斜率过低。对于这两个问题，我们有三点提示。具体数据预测可参考本节最后的预测。

1.国内信贷增长到形成有效需求还需要时间。货币方面，M2 增速降至 12.7%（前值 12.9%），但总体仍然宽松；3 月 M1 增速降至 5.1%（前值 5.8%），仍然偏低。信用方面，中长期贷款投放持续加速，余额增速从 2022 年 11 月的 10.2% 升至 2023 年 3 月 12.6%；社会融资增速从 2022 年 6 月的 10.8% 降至 2023 年 1 月的 9.4%，之后反弹至 3 月到达 10.0%，其中除了贷款之外，政府债余额增速也明显回升，但企业债券余额增速仍然保持低位。从融资到有效需求一般时滞是一直两个季度，但考虑到疤痕效应的存在，居民的消费和购房意愿、企业的投资意愿还需要更多的时间去恢复。2023Q1 央行调查问卷显示，居民消费意愿和投资（金融资产）意愿已经有所修复。

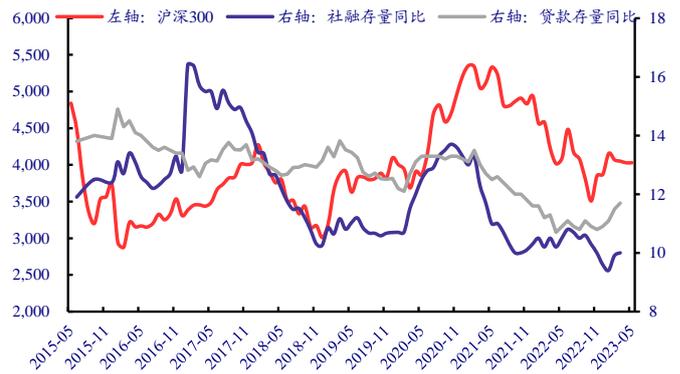
2.复盘可以发现，企业盈利增速对于季度及更长期的 A 股市场走势是最具决定性的因素，货币与政策因素更多是在季度以下的层面起作用。特别是，近年来 A 股的结构特征越来越显著，信贷与社会融资增速的解释力是明显下降的，反而是 PPI 更能预测市场拐点——无论是 2015 年 12 月 PPI 见底回升，2017 年 10 月 PPI 见顶回落；2020 年 5 月 PPI 见底回升，2021 年 10 月 PPI 见顶回落，都为市场给出了明确的买入或卖出信号。

图 11: 上市公司净利润增速与沪深 300 指数之间的关系



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 信贷增速、社会融资增速与沪深 300 指数之间的相关性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3.经济在复苏但斜率相对平缓。一季度 GDP 同比增长 4.5%，工业增加值同比增长 3.0%，但 3 月服务业生产指数上升至 9.2%，工业弱而服务强。调查失业率 3 月降至 5.3%，一季度社会消费品零售额同比+5.8%，餐饮收入+13.9%，但汽车、通讯器材、建筑装潢、家电、文体用品等同比仍为负值。一季度固定资产投资同比+5.1%，但民间投资只有+0.6%。其中基建投资+10.8%、房地产开发投资-5.8%、制造业投资+7.0%。一季度住宅销售面积同比+1.4%，住宅销售额+7.1%，住宅竣工面积同比+14.7%，但施工面积同比-5.4%，新开工面积同比-19.2%，70 城住宅价格指数仍为负值。总体而言，今年的经济复苏主要依靠消费和服务业的内生驱动，政策力度温和，复苏斜率平缓。

总之，局部的、平缓的复苏也是复苏。在投资时钟之中，复苏对应债券牛市尾声、股票牛市开局。正如 4 月 28 日中央政治局会议指出的，当前经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，三重压力得到缓解。但经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力。因此要把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解。从下一阶段重点工作排序来看，加快建设现代化产业体系超越恢复和扩大需求上升至第一位，

主要包括突破短板同时强化优势、巩固和扩大新能源汽车发展优势、重视通用人工智能发展等。这一政策重心的切换明显早于市场预期，也充分说明了未来中国经济增长要聚焦新的增长点，而不是回归大斜率拉升但副作用更明显的旧周期。

图 13: 国内外主要宏观经济指标预测 (2023 年 4 月 25 日更新)

分类	指标	实际值			预测值			季度				年度
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	Q1	Q2	Q3	Q4	2023年
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.52	3.92	3.48	3.50	3.60	3.40	3.48	3.40	3.20	2.80	2.80
	中国10年期国债收益率	2.90	2.90	2.85	2.89	2.75	2.70	2.85	2.70	2.80	2.90	2.90
	美元指数	102.6	105.0	102.1	101.9	100.5	100.2	102.1	100.2	98.8	97.1	97.1
	USDCNY即期	6.87	6.94	6.76	6.85	6.80	6.82	6.76	6.82	6.75	6.70	6.70
通胀率	CPI: 当月同比	2.1	1.0	0.8	0.5	0.9	1.0	1.3	0.8	1.1	1.4	1.2
	PPI: 当月同比	-0.8	-1.4	-2.4	-2.9	-3.0	-2.8	-1.6	-2.9	-0.6	0.1	-1.3
货币 金融	M1: 同比	6.7	5.8	5.1	5.5	5.6	5.4	5.9	5.4	5.0	6.4	6.4
	M2: 同比	12.6	12.9	12.7	12.8	12.7	12.7	12.8	12.7	12.5	12.3	12.3
	社会融资存量: 同比	9.4	9.9	10.0	9.8	9.7	9.6	9.7	9.6	9.6	9.8	9.8
	社会融资规模新增(万亿元)	5.99	3.15	5.38	1.30	2.70	4.00	14.50	8.00	7.00	4.70	34.22
	信贷新增(万亿元)	4.90	1.81	3.89	0.70	1.80	2.90	10.60	5.40	4.50	3.20	23.70
进出口	出口(美元值): 当月同比	-10.5	-1.3	14.8	6.5	-5.4	-5.5	0.5	-1.9	-4.5	2.4	-1.0
	进口(美元值): 当月同比	-21.4	4.2	-1.4	3.2	0.9	1.9	-7.1	2.0	-2.4	1.9	-1.4
	贸易差额(亿美元): 当月值	1001	168	882	600	600	750	2047	1950	2410	2400	8807
国内 经济	制造业PMI: %	50.1	52.6	51.9	51.2	50.8	49.8	-	-	-	-	-
	工业增加值: 当月同比	-	2.4	3.9	6.8	6.2	4.8	3.0	5.9	4.5	4.9	4.6
	社会消费品零售总额: 当月同比	-	3.5	10.6	24.3	15.5	3.9	5.8	13.7	8.6	11.3	9.8
	固定资产投资: 累计同比	-	5.5	5.1	5.3	4.9	4.6	5.1	4.6	4.5	4.0	4.0
	——制造业投资	-	8.1	7.0	7.1	6.4	5.2	7.0	5.2	4.5	4.7	4.7
	——房地产开发投资	-	-5.7	-5.8	-5.3	-4.5	-3.4	-5.8	-3.4	-2.0	0.3	0.3
	——基础设施建设投资	-	12.2	8.8	9.4	8.3	7.2	8.8	7.2	6.2	5.3	5.3
GDP	实际GDP同比		-			-		4.5	7.8	6.0	6.2	6.1
	名义GDP同比		-			-		5.5	9.1	7.3	7.2	7.2

资料来源: 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 美国 10 年期、2 年期与 1 年期国债名义收益率	3
图 2: 美国政策利率联邦基金目标利率上限	3
图 3: 美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率与黄金价格.....	3
图 4: 美元指数与 USDCNY 即期汇率	3
图 5: 2022 年 11 月以来全球风险资产月度涨幅以及 2023 年以来累计涨幅 (截至 5 月 4 日)	4
图 6: 2023Q1 美国 GDP 环比折年率 1.1%	5
图 7: 美国 3 月劳动参与率上升至 62.6%	5
图 8: 美国服务时薪增速回落, 商品生产时薪增速维持高位.....	5
图 9: 美国与欧元区的通胀率与核心通胀率对比	5
图 10: 2022 年 11 月以来 A 股主要板块月度涨幅以及 2023 年以来累计涨幅 (截至 5 月 4 日)	6
图 11: 上市公司净利润增速与沪深 300 指数之间的关系	7
图 12: 信贷增速、社会融资增速与沪深 300 指数之间的相关性.....	7
图 13: 国内外主要宏观经济指标预测 (2023 年 4 月 25 日更新)	8

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn