



# PMI 继续走低，但结构表现有亮点

## ——5月 PMI 数据点评

### 摘要

- **制造业 PMI：需求持续偏弱运行，新旧动能转化加速。** 内外需延续偏紧运行，经济恢复的动能依然不足，5月制造业采购经理人指数较上月继续走低 0.4 个百分点至 48.8%。从需求端看，当前经济的恢复动能不足，加之海外需求继续走低，新订单指数为 48.33%，较 4 月继续回落 0.5 个百分点，连续两个月收缩；从生产端看，需求不足使得企业更倾向于放缓生产活动，5 月生产指数较回落 0.6 个百分点至 49.6%；企业生产经营活动预期指数回落 0.6 个百分点；从业人员指数下降 0.4 个百分点至 48.4%，连续 3 个月收缩，就业形势依然严峻；从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数继续走低。从行业来看，装备制造、高技术制造业和消费品制造业均回到扩张区间，高耗能行业 PMI 则回落至 45.8%，为近 10 个月低点。
- **大型企业重新扩张，中小企业景气继续下降。** 分企业规模看，大型企业 PMI 重新回到荣枯线上，中、小型企业景气度均继续走低。大型企业产需指数均回升，均在临界线上，中小企业两个指数继续走低。进出口方面，大中小企业出口指数均在荣枯线下，大型企业出口指数有所回升，而中小企业下降；大、小型企业进口指数回落，而中型企业进口指数略有回升。外需走弱仍对不同规模企业均形成一定压制。不同规模企业预期指数均有所回落，小型企业从业人员指数略有上升。5 月，工信部表示将继续推动资本市场加大对中小企业的支持力度，中小企业景气度有望逐步改善。
- **原材料和出厂价格指数继续下跌，企业仍在去库。** 5 月，地产基建投资需求依然偏弱，工业品价格继续下跌，海外大宗商品价格震荡，主要原材料购进价格指数下降 5.6 个百分点至 40.8%，出厂价格指数也同步下行 3.3 个百分点至 41.6%。国际原油价格短期或延续震荡，若国内需求好转，部分原材料价格或有一定支撑，预计原材料价格保持相对稳定。在上游原材料价格下行的背景下，中下游企业利润空间有望逐步打开。从不同规模企业来看，大中小企业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均有所回落。总的来看，由于需求不足，不同规模企业的两个价格指数均继续走低，不同规模企业成本压力改善。供应商配送时间指数略有回升，企业库存加速回落，进入到被动去库的阶段。
- **非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度继续下行。** 5 月，非制造业商务活动指数为 54.5%，较上个月回落 1.9 个百分点，连续两个月走低，但仍在扩张。服务业维持平稳复苏趋势，服务业商务活动指数较回落 1.3 个百分点至 53.8%。行业上，与居民出行和日常消费相关的如零售、餐饮住宿、铁路和航空运输等，以及与数字经济有关的电信运营和互联网及信息技术服务业景气度较高。分项指标来看，新订单、价格及企业预期均有所回落，而从业人员指数略有升高，服务业景气指数后续仍有望维持高位。5 月，建筑业景气度较上月回落 5.7 个百分点至 58.2%。房屋建筑业、土木工程建筑业和建筑装饰业相关活动虽较上月放缓，但景气度均在 55% 以上。随着气温升高，6 月建筑业施工活动可能会有所放缓，但景气度仍有望维持高位。
- **风险提示：** 海外需求超预期下降，政策落地不及预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 人民币汇率承压，美国债务风险逼近 (2023-05-27)
2. 蓄力前行，识变应变——复苏二阶段的变奏与政策展望 (2023-05-26)
3. 财政加大重点领域支出，海外数据表现分化 (2023-05-21)
4. 如何从美国当下的信号，看未来的变化？ (2023-05-18)
5. 复苏动能减弱，未来待政策效果显现 (2023-05-17)
6. 重磅会议布局人才红利，美国债务僵局难解 (2023-05-12)
7. 本轮通胀磨底还需多久？——4月通胀数据点评 (2023-05-12)
8. 弱复苏下，居民信心仍待改善——4月社融数据点评 (2023-05-12)
9. 商品表现分化，内外需都有所指向——4月贸易数据点评 (2023-05-10)
10. 假期消费反弹明显，海外衰退预期引资产波动 (2023-05-07)

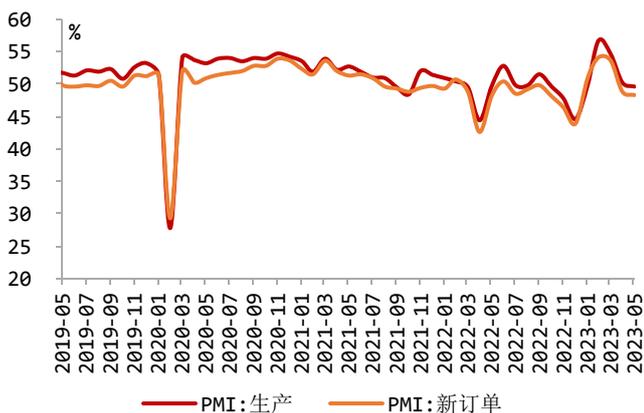
经济复苏动力依然不足，内需偏弱仍是痛点，加之外需承压，2023年5月份中国制造业采购经理指数较4月继续下降0.4个百分点至48.8%，连续两个月处于收缩区间。服务业和建筑业景气度也继续走低，但仍处于较高景气区间，非制造业商务活动指数边际回落1.9个百分点至54.5%，综合PMI产出指数也下降1.5个百分点至52.9%。制造业内外需均偏弱运行，但产业结构持续优化，新旧动能的转换有所加快。5月下旬，李强表示将采取更有针对性措施扩内需稳外需，后续将加快建设现代化产业体系，扩内需政策有望发力，支持制造业景气度趋稳回升。

## 1 制造业 PMI：需求持续偏弱运行，新旧动能转化加速

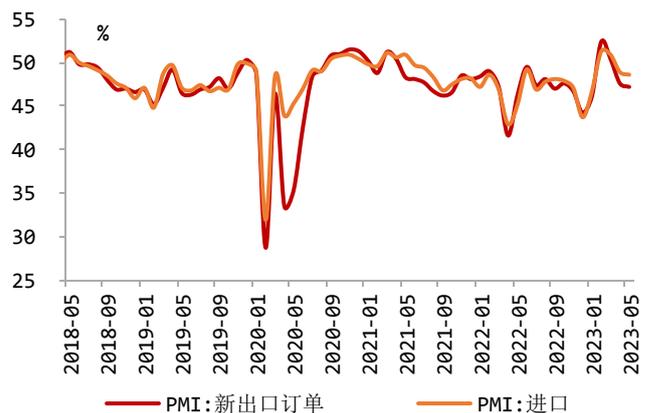
**企业生产重回荣枯线下，需求不足仍是痛点。**内外需延续偏紧运行，经济恢复的动能依然不足，2023年5月制造业采购经理人指数较上月继续走低0.4个百分点至48.8%，连续两个月在荣枯线下运行，制造业企业总体景气程度趋于下行。其中，产需指数均下降且均低于临界线，生产指数跌回收缩区间，需求指数连续两个月在荣枯线下运行。**从需求端看**，当前经济的恢复动能不足，尚难以支撑市场需求扩张，加之海外需求继续走低，5月新订单指数为48.33%，较4月继续回落0.5个百分点，连续两个月收缩，但下行幅度较上月有所减缓。企业调查显示，反映市场需求不足的企业比重为58.8%，创下自从有这项调查以来的最高值。**从生产端看**，需求不足使得企业更倾向于放缓生产活动，利用库存消耗来回笼资金，5月生产指数较4月回落0.6个百分点至49.6%，重新跌回收缩区。从供需关系来看，生产指数超过新订单指数1.3个百分点，超出幅度较4月略有收敛。**从企业预期来看**，企业预期继续下滑，5月生产经营活动预期指数录得54.1%，较4月回落0.6个百分点，但仍位于较高景气区间，连续5个月保持在54%以上，企业对未来的看法依然较为乐观。**从就业情况看**，5月从业人员指数较4月下降0.4个百分点至48.4%，连续3个月收缩，就业形势依然较为严峻。总体来看，5月政策力度边际放缓，经济复苏的内生动力减弱，需求不足问题仍是最大痛点，制造业景气程度持续下行。5月，据央行《2023年一季度中国货币政策执行报告》，下一阶段，稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节。着力支持扩大内需，为实体经济提供有力、稳固支持。另据国家发改委表示，下一步，将综合施策释放消费潜力，打造高质量消费供给体，在稳定和扩大制造业投资方面持续发力。李强在山东调研时也表示将加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，采取更有针对性措施扩内需稳外需，努力推动经济运行持续回升向好，后续扩内需政策可期。6月开始，制造业将逐步进入到生产淡季，制造业景气度或趋于平稳，但下半年制造业PMI指数仍有望在经济内生修复以及政策助力下稳中趋升。

**从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数继续走低。**新出口订单指数和进口指数分别为47.2%和48.6%，分别较前值回落0.4和0.3个百分点，均连续2个月在荣枯线下运行，但下降的幅度较上月缩小。进口方面，进口指数回落同样源于内需不足的问题，但下降程度略小于出口；出口方面，海外央行政策紧缩效应逐步显现，欧美国家经济下行压力加大，欧元区和美国5月份的Markit制造业PMI初值分别录得44.6%和57.5%，均不及预期和前值。韩国5月前20天出口同比下降16.1%，降幅较上月扩大，外需依然疲软。总体上，内需相对好于外需，进口景气度仍高于出口1.4个百分点。短期来看，欧美经济下行趋势延续，外需走弱仍对我国经济复苏形成制约。然而国内经济仍有望保持相对韧性，进口表现或继续好于出口。

从行业来看，基础原材料行业景气度持续下行，产业新旧动能转换加快推进。在调查的21个行业中，有11个行业PMI位于扩张区间，行业景气度呈现一定程度分化。装备制造业PMI和高技术制造业PMI分别为50.4%和50.5%，较上月上升0.3和1.2个百分点，消费品制造业PMI为50.8%，较上月上升1个百分点，三大行业在经历短期波动后较快趋稳回升。从行业看，食品及酒饮料精制茶、医药、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业两个指数均连续三个月位于扩张区间，供需保持增长；纺织服装服饰、计算机通信电子设备等行业生产指数升至扩张区间，生产环比改善。从预期来看，有16个行业生产经营活动预期指数位于扩张区间，其中铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业连续5个月位于60.0%以上高位景气区间。然而，高耗能行业恢复动能不足，行业PMI回落至45.8%，为近10个月低点。化学原料及化学制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均位于45.0%以下的低位景气区间，供需明显回落。5月，国家发改委主任郑栅洁发文称，将深入实施创新驱动发展战略，依靠科技创新提升产业发展水平，加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，不断塑造发展新动能新优势。加快制造业高端化、智能化、绿色化发展，促进现代服务业同先进制造业、现代农业深度融合。未来我国将加快建设现代化产业体系，高技术制造业、装备制造业加快发展仍有望带动制造业景气回升。

**图 1： 产需指数均继续下行**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 2： 新出口订单指数、进口指数下降**


数据来源：wind、西南证券整理

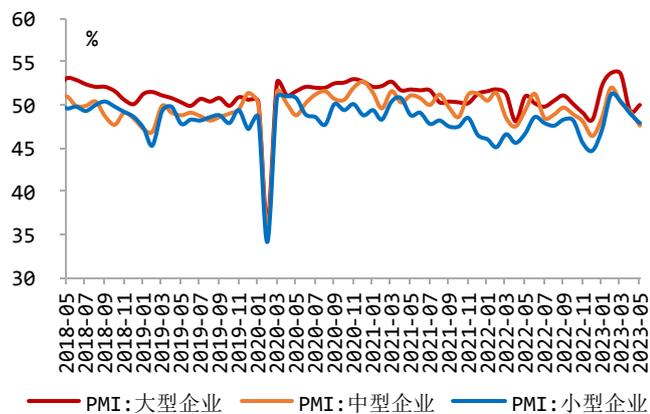
## 2 大型企业重新扩张，中小企业景气继续下降

分企业规模看，大型企业PMI重新回到荣枯线上，中、小型企业景气度均继续走低。5月，大、中、小型企业PMI分别为50.0%、47.6%和47.9%，其中大型企业较4月上升0.7个百分点，而中、小型企业较4月分别下降1.6和1.1个百分点。具体来看，大中小型企业生产指数仍然均高于新订单指数。5月，大型企业生产指数较4月上涨1.4个百分点至51.5%，中小型企业生产指数分别较4月下滑1.8和2.8个百分点至48%和47.9%，大型企业新订单指数上升1.3个百分点至50.3%，重回荣枯线上，而中小企业新订单指数下降3.0和0.7个百分点至46.3%和46.9%。进出口方面，大中小型企业出口指数均在荣枯线下，其中，大型企业出口指数有所回升，而中小型企业出口指数下降；大、小型企业进口指数回落，而中型企业进口指数略有回升。具体来看，5月，大型企业新出口订单指数较4月上升1.2个百分点至48.9%，中、小型企业新出口订单指数分别下调2.6和2.8个百分点至45.2%和44.1%。大、小型企业进口指数分别较前值下降0.1和2.9个百分点至48.3%和48.5%，中型企业进

口指数则上升 0.2 个百分点至 48.2%。总体来看，外需走弱仍对不同规模企业均形成一定压制。

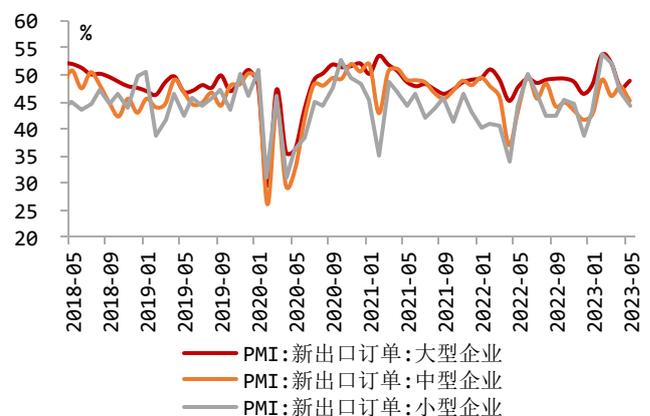
不同规模企业预期指数均有所回落，小型企业从业人员指数略有上升。大、中型企业的从业人员指数分别走低 0.2 和 1.0 个百分点至 48.9% 和 47.5%，小型企业从业人员指数略回升 0.2 个点至 48.7%。大、中、小型企业预期均有所下滑，但仍保持在荣枯线上。大、中、小型企业的生产经营活动预期指数分别回落 0.2、0.9 和 1.1 个百分点至 54.2%、54.5% 和 53.4%。5 月，工业和信息化部中小企业局副局长牟淑慧表示，下一步，将继续推动资本市场加大对中小企业的支持力度，组织开展“千帆百舸”专精特新中小企业上市培育工作，组织各地开展“一链一策一批”中小微企业融资促进行动。中小企业景气度有望逐步改善。

图 3：大型企业 PMI 回升，中小型企业 PMI 下降



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：大型企业新出口订单指数回升，中小型企业下降



数据来源：wind、西南证券整理

### 3 原材料和出厂价格指数继续走低，企业去库趋势持续

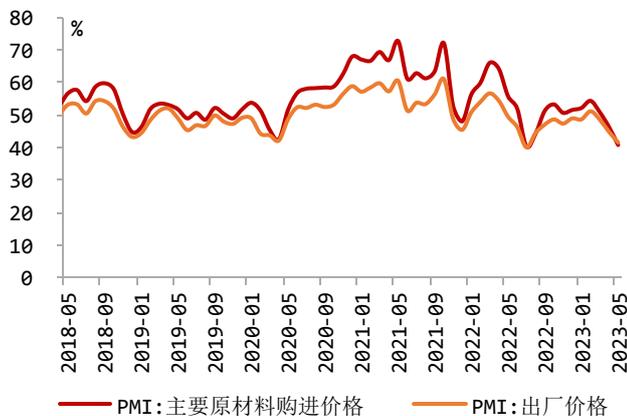
原材料购进价格指数和出厂价格指数均继续下降。5 月，国内地产、传统基建投资需求依然偏弱，螺纹钢、水泥等工业品价格继续下跌，煤炭价格也走低，海外大宗商品价格呈震荡态势，主要原材料购进价格指数下降 5.6 个百分点至 40.8%，连续两个月处于荣枯线下，出厂价格指数也同步下行 3.3 个百分点至 41.6%，连续 3 个月走低。5 月，原材料购进价格指数低于出厂价格指数 0.8 个百分点，企业成本压力继续缓解。分行业来看，基础原材料行业购进价格指数和出厂价格指数都下降至 35% 以下的较低水平，基础原材料价格较快下降；装备制造业、高技术制造业和消费品制造业的购进价格指数和出厂价格指数都运行在 50% 以下，虽然三大行业市场需求稳步释放，但市场基础仍不稳定，产品价格保持下行。其中，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均低于 31.0%，行业上下游市场活跃度不高。5 月末，市场对于美联储继续加息的预期再度升温，主要经济体需求不振，对国际油价形成一定拖累，OPEC+ 减产仍具有不确定性，需关注周末 OPEC+ 部长级会议。短期内，国际原油价格或延续震荡走势，若国内需求好转，部分原材料价格或有一定支撑，预计原材料价格保持相对稳定。在上游原材料价格下行的背景下，中下游企业的成本压力持续缓和，利润空间有望逐步打开。

从不同规模企业来看，大中小型企业主要原材料购进价格指数分别较上月下降 7.3、4.5 和 3.9 个百分点至 38.5%、41.9% 和 44.0%，均连续 2 个月收缩。大中小型企业出厂价格指数分别回落 5.2、2.1 和 1.3 个百分点至 39.2%、43.4% 和 43.9%，均连续 2 个月处于荣枯线

下。总的来看，由于需求不足，不同规模企业的两个价格指数均继续走低，不同规模企业的原材料价格指数回落幅度均大于出厂价格指数，成本压力边际改善。5月，BCI企业销售、利润前瞻指数均较前值有所回落，分别下降2.97和5.69点至67.40和53.93，而总成本前瞻指数却回升1.90点至73.81，企业销售和利润的改善预计将继续放缓。

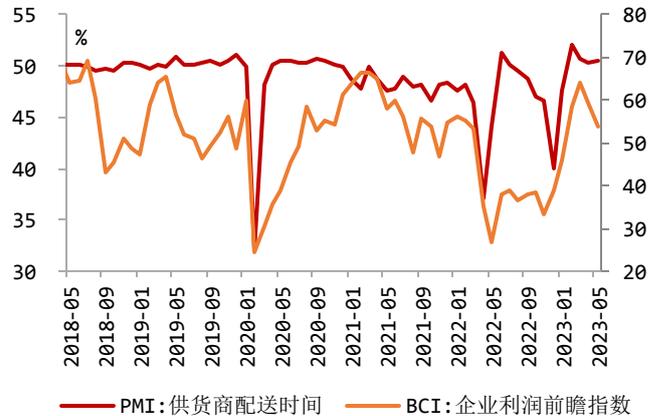
**供应商配送时间指数略有回升，企业继续去库。**5月供应商配送时间指数为50.5%，较4月略回升0.2个百分点，继续处在荣枯线以上，物流效率持续改善。另外，物流成本也继续下降，反映物流成本高的企业比重连续6个月下降。5月，产成品库存指数为48.9%，较4月下滑0.5个百分点，连续3个月收缩，原材料库存指数为47.6%，较上月继续走低0.3个百分点。4月份工业企业的营业收入同比增长0.5%，增速自今年以来首次回正，产成品存货同比上涨5.9%，企业库存加速回落，进入到被动去库的阶段。5月的库存PMI指数显示，企业去库存的趋势仍将延续。

图 5：主要原材料购进价格、出厂价格继续走低



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：供应商配送时间指数略有回升、企业利润前瞻指数下降



数据来源：wind、西南证券整理

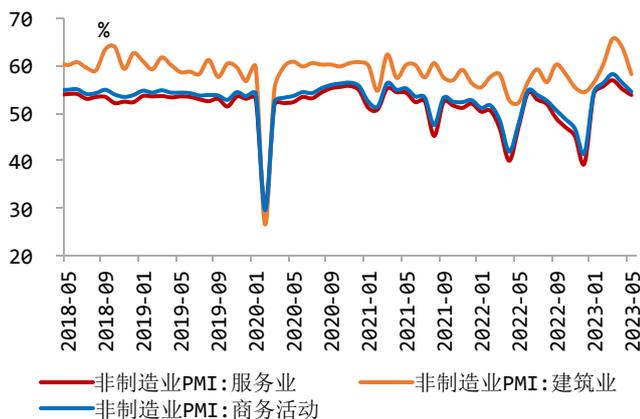
## 4 非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度继续下行

**服务业景气程度有所回调，但是仍保持在较高水平。**5月份，非制造业商务活动指数为54.5%，较上个月回落1.9个百分点，连续两个月走低，低于市场预期，但仍然在扩张区间。5月，服务业商务活动指数较4月回落1.3个百分点至53.8%，同样连续两个月下降，但仍在54%以上的较好水平，服务业维持平稳复苏趋势。从行业看，服务业商务活动指数虽较上月下降，但仍在54.5%的较高水平，显示服务业复苏趋势未变。细分行业数据显示，居民出行及日常消费加快恢复，零售业商务活动指数较上月明显上升，保持在53%以上，餐饮业和住宿业商务活动指数均在55%以上，铁路运输业和航空运输业商务活动指数在60%以上；在各地大力发展数字经济的背景下，电信运营和互联网及信息技术服务业的商务活动指数较上月均有不同程度上升，且均保持在60%以上。分项指标来看，新订单指数较上月回落6.9个百分点至49.5%，在连续4个月扩张后，重新跌至荣枯线下，在前期积压需求释放后，服务业市场新增需求显现出不足；就业情况小幅回升，从业人员指数较上月小幅上涨0.1个百分点至48.3%；从价格上看，服务业的投入品价格指数和销售价格指数均走弱，分别回调3.8、2.3个百分点至47.9%和47.8%，投入品价格指数为2015年以来的最低水平；业务活动预期指数为60.1%，较上月回落2.2个百分点，但是仍连续五个月位于60%以上的高位景气区

间，服务业企业对未来预期较为乐观。总体来看，服务业在疫后复苏情况依然好于制造业，6月端午假期或继续对服务业景气度有所支撑，服务业景气指数有望维持在高位运行。

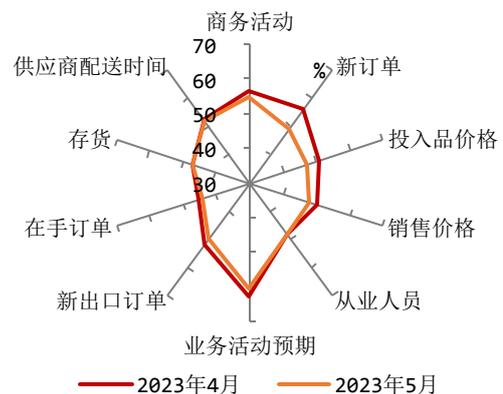
**季节性因素和政策力度减弱下，建筑业景气度继续回落。**5月，由于施工季节性放缓、政策力度边际减弱，建筑业商务活动指数为58.2%，较4月回落5.7个百分点，建筑业需求下降，新订单指数较4月下降4.0个百分点至49.5%；从用工上看，从业人员指数较4月上升0.2个百分点至48.5%，建筑业用工有一定改善；从价格上看，投入品价格、销售价格均较4月回落3.4、4.6个百分点至44.7%、46.9%，建筑业企业成本压力减弱；从预期上看，业务活动预期指数为62.1%，较4月下降2.0个百分点。细分行业数据显示，房屋建筑业、土木工程建筑业和建筑装饰业商务活动指数均在55%以上。建筑业相关活动增速虽较上月放缓，但仍保持较快恢复。Wind数据显示，截至5月31日，地方政府新增专项债发行规模达到1.9万亿元，全年发行任务进度已经过半，近期新一批新增地方债额度已下达，有望对基建投资形成支撑，5月建筑业仍有望维持在高景气区间。虽然5月全国土地市场成交规模仍在较低位，地产投资可能延续疲软态势。然而，据百年建筑网调研全国1114个保交楼项目交付情况数据，5月份保交楼已交付比例为34%，较3月上升11个百分点，地产竣工对建筑业景气也形成一定支撑。总体来看，随着气温升高，6月建筑业施工活动可能会有所放缓，但景气度仍有望维持高位。

图7：服务业、建筑业PMI指数继续下降



数据来源：wind、西南证券整理

图8：非制造业PMI各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表1：PMI情况

指标	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-1	2022-2	2022-3	2022-4	2022-5	2022-6	2022-7	2022-8	2022-9	2022-10	2022-11	2022-12	2023-1	2023-2	2023-3	2023-4	2023-5	
中采制造业PMI																										
PMI总指数	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	
生产量	52.7	51.9	51.0	50.9	49.5	48.4	52.0	51.4	50.9	50.4	49.5	44.4	49.7	52.8	49.8	49.8	51.5	49.6	47.8	44.6	49.8	56.7	54.6	50.2	49.6	
雇员	48.9	49.2	49.6	49.6	49.0	48.8	48.9	49.1	48.9	49.2	48.6	47.2	47.6	48.7	48.6	48.9	49.0	48.3	47.4	44.8	47.7	50.2	49.7	48.8	48.4	
新订单	51.3	51.5	50.9	49.6	49.3	48.8	49.4	49.7	49.3	50.7	48.8	42.6	48.2	50.4	48.5	49.2	49.8	48.1	46.4	43.9	50.9	54.1	53.6	48.8	48.3	
出口订单	48.3	48.1	47.7	46.7	46.2	46.6	48.5	48.1	48.4	49.0	47.2	41.6	46.2	49.5	47.4	48.1	47.0	47.6	46.7	44.2	46.1	52.4	50.4	47.6	47.2	
现有订货	45.9	46.6	46.1	45.9	45.6	45.0	45.7	45.6	45.8	45.2	46.1	46.0	45.0	44.2	42.6	43.1	44.1	43.9	43.4	43.1	44.5	49.3	48.9	46.8	46.1	
产成品库存	46.5	47.1	47.6	47.7	47.2	46.3	47.9	48.5	48.0	47.3	48.9	50.3	49.3	48.6	48.0	45.2	47.3	48.0	48.1	46.6	47.2	50.6	49.5	49.4	48.9	
原材料库存	47.7	48.0	47.7	47.7	48.2	47.0	47.7	49.2	49.1	48.1	47.3	46.5	47.9	48.1	47.9	48.0	47.6	47.7	46.7	47.1	49.6	49.8	48.3	47.9	47.6	
采购量	51.9	51.7	50.8	50.3	49.7	48.9	50.2	50.8	50.2	50.9	48.7	43.5	48.4	51.1	48.9	49.2	50.2	49.3	47.1	44.9	50.4	53.5	53.5	49.1	49.0	
购进价格	72.8	61.2	62.9	61.3	63.5	72.1	52.9	48.1	56.4	60.0	66.1	64.2	55.8	52.0	40.4	44.3	51.3	53.3	50.7	51.6	52.2	54.4	50.9	46.4	40.8	
供应商配送时间	47.6	47.9	48.9	48.0	48.1	46.7	48.2	48.3	47.6	48.2	46.5	37.2	44.1	51.3	50.1	49.5	48.7	47.1	46.7	40.1	47.6	52.0	50.8	50.3	50.5	
进口	50.9	49.7	49.4	48.3	46.8	47.5	48.1	48.2	47.2	48.6	46.9	42.9	45.1	49.2	46.9	47.8	48.1	47.9	47.1	43.7	46.7	51.3	50.9	48.9	48.6	
中采服务业PMI	54.3	52.3	52.5	45.2	52.4	51.6	51.1	52.0	50.3	50.5	46.7	40.0	47.1	54.3	52.8	51.9	48.9	47.0	45.1	39.4	54.0	55.6	56.9	55.1	53.8	
中采建筑业PMI	60.1	60.1	57.5	60.5	57.5	56.9	59.1	56.3	55.4	57.6	58.1	52.7	52.2	56.6	59.2	56.5	60.2	58.2	55.4	54.4	56.4	60.2	65.6	63.9	58.2	
综合PMI产出指数	54.2	52.9	52.4	48.9	51.7	50.8	52.2	52.2	51.0	51.2	48.8	42.7	48.4	54.1	52.5	51.7	50.9	49.0	47.1	42.6	52.9	56.4	57.0	54.4	52.9	
非制造业商务活动指数	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7	46.7	41.6	54.4	56.3	58.2	56.4	54.5	
财新制造业PMI	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6	50.0	49.5	-	

数据来源：wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	