

2023年08月09日

## 核心CPI超季节性回升——7月通胀数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**事件：**7月CPI同比-0.3%，预期-0.5%，前值-0.3%；PPI同比-4.4%，预期-4.1%，前值-5.4%。

### ● 非食品项价格明显回升带动CPI环比由负转正

7月CPI同比降幅较前值扩大0.3个百分点至-0.3%，环比由负转正，较前值上升0.4个百分点至0.2%。

#### (1) 食品项：鲜菜、鲜果价格带动食品项环比降幅扩大

7月食品项环比降幅较前值扩大0.5个百分点至-1.0%。蔬菜方面，供给充足且集中释放，蔬菜价格有所下行，往后看，供给旺季蔬菜价格仍有下行压力。猪肉方面，受极端天气影响，短期内猪肉供不应求，猪肉价格环比回升。往后看，下半年猪肉供给充足，猪价上涨缺乏长期驱动力，预计年内猪肉价格仍将处于低位区间。

#### (2) 非食品项：旅游、家用器具价格环比明显回升

7月CPI非食品项环比由负转正，较前值回升0.6个百分点至0.5%。分项看，环比涨幅明显上行的行业有旅游、交通工具用燃料、家用器具等。涨幅较前月明显下降的行业有通信服务等。季节性上看，明显高于季节性的分项有旅游、交通工具用燃料、家用器具、中药等。明显低于季节性的分项有西药、医疗保健、家庭服务等。需要指出的是，旅游与家用器具项分别为服务消费与大宗实物消费的典型分项，其CPI环比均高于季节性，反映居民消费动能有所回暖。

#### (3) 核心CPI同环比均明显回升

7月剔除食品和能源的核心CPI同比较前值回升0.4个百分点至0.8%，环比较前值回升0.6个百分点至0.5%。结合服务CPI环比较前值环比回升、BCI指数回升来看，服务业、中小企业经营景气度均明显提升。值得一提的是，核心CPI环比与服务CPI环比3个月以来首次均明显高于季节性，一方面或因前期价格超跌后的企稳反弹，另一方面显示供需格局出现转变迹象，居民信心有所修复。

### ● PPI同比回升，大宗商品价格涨多跌少

7月PPI同比降幅收窄1个百分点至-4.4%，环比降幅收窄0.6个百分点至-0.2%。

#### (1) 多重复合指标显示，上下游产品价格均回升，上游成本回升较快

CPI-PPI同比剪刀差收窄，PPI生活资料-生产资料同比增速差收窄，PPI-PPIRM同比增速差较前值上升，上游的采掘工业、原材料工业、加工工业同比涨幅较前值回升，下游产品同比涨幅整体小幅回升。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游原材料成本与下游消费品价格均回升，但上游成本回升相对较快。据我们测算的价格传导指数（CTIC指数）来看，截至6月价格传导较好的行业有金属制品、专用设备制造、电气机械及器材制造、计算机与电子通信、农副食品加工、纺织、木材加工、造纸、橡胶和塑料制品、汽车制造。

#### (2) 39个工业行业看，需求预期转暖，大宗商品价格涨多跌少

能源方面，沙特、俄罗斯减产，美国增产动能减弱叠加美联储加息落地，带动国内石油链产品价格环比回升；旺季下游日耗增加，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅收窄。金属方面，政治局会议积极表态提振市场风险偏好，黑色价格有所回升，美国衰退预期降温带动有色价格偏强运行，地产复苏速度缓慢，非金属矿价格环比跌幅扩大。

### ● 预计8月CPI、PPI同比或将回升

预计8月CPI环比为0.2%左右，CPI同比涨幅回升至0%左右，同比或在四季度由负转正，全年平均同比在0%-1%之间；预计8月PPI环比继续回升，且后续同比降幅将逐月收窄，全年平均同比在-3%至-2%之间。8月PPI同环比均有所上行，主因同期基数回落叠加近期美国经济与我国政策预期利好驱动大宗商品价格上行，而8月CPI同比负增长主因同期高基数及鲜菜、鲜果等食品项拖累，9-10月同期基数仍然较高，CPI或仍呈阶段性同比负增，四季度或将由负转正。但从核心CPI来看，服务消费与实物消费均有所好转，当前处于传统消费旺季，短期或仍可持续。长期看，中美具有共振补库可能性，且国内相关政策将陆续落地，或将提振消费需求，有望带动CPI、PPI同比加快回升。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

### 相关研究报告

《出口同比或将见底回升——7月进出口数据点评—宏观经济点评》

-2023.8.8

《稳增长政策密集出台—宏观周报》

-2023.8.6

《低失业率或是当前美国就业市场的“底气”——美国7月非农就业数据点评—宏观经济点评》-2023.8.6

## 目 录

1、非食品项价格明显回升带动 CPI 环比由负转正	3
1.1、食品项：鲜菜、鲜果价格带动食品项环比降幅扩大	3
1.2、非食品项：旅游、家用器具价格环比明显回升	4
1.3、核心 CPI 同环比均明显回升	4
2、PPI 同比回升，大宗商品价格涨多跌少	5
2.1、多重复合指标显示，上下游产品价格均回升，上游成本回升较快	5
2.2、需求预期转暖，大宗商品价格涨多跌少	5
3、后续通胀预测：8 月 CPI、PPI 同比或将回升	7
3.1、CPI 预测：预计 8 月 CPI 同比回升，四季度由负转正	7
3.2、PPI 预测：预计 PPI 同比降幅有所收窄	7
3.3、预计 2023 年后续 CPI、PPI 整体均呈回升态势	7
4、风险提示	8

## 图表目录

图 1：2023 年 7 月 CPI 同比回落	3
图 2：2023 年 7 月食品价格环比降幅扩大	3
图 3：2023 年 7 月旅游 CPI 环比大幅回升	4
图 4：2023 年 7 月旅游、家用器具 CPI 环比好于季节性	4
图 5：2023 年 7 月核心 CPI、服务 CPI 同比回升	5
图 6：2023 年 7 月 BCI 指数环比有所回升	5
图 7：截至 2023 年 6 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数	6
图 8：2022 年基数回落，PPI 同比见底回升	7
图 9：PPI 重点工业品价格涨跌互现	7
图 10：CPI 和 PPI 预测	8
图 11：CPI-PPI 预测	8

事件：7月CPI同比-0.3%，预期-0.5%，前值-0.3%；PPI同比-4.4%，预期-4.1%，前值-5.4%。

## 1、非食品项价格明显回升带动CPI环比由负转正

7月CPI同比降幅较前值扩大0.3个百分点至-0.3%，环比由负转正，较前值上升0.4个百分点至0.2%。CPI数据显示鲜菜、鲜果价格环比下行带动食品项环比降幅扩大。旅游、家用器具价格带动非食品项环比回升。核心CPI、服务CPI环比3个月以来首次均明显高于季节性（指疫情前2016-2019年同期均值，下同），或反映供需格局出现转变迹象，居民信心有所修复。

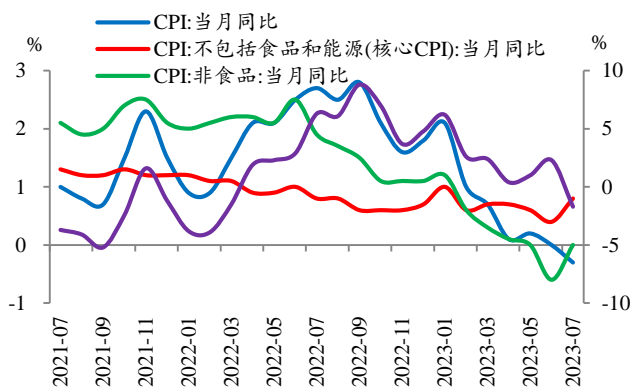
### 1.1、食品项：鲜菜、鲜果价格带动食品项环比降幅扩大

7月食品项环比降幅较前值扩大0.5个百分点至-1.0%。蛋类、猪肉价格环比降幅收窄，鲜果价格环比降幅扩大，鲜菜价格环比由正转负。

蔬菜方面，供给充足且集中释放，高温影响需求，蔬菜价格下行，7月CPI鲜菜环比由正转负，较前值回落4.2个百分点至-1.9%。往后看，8月蔬菜仍处供给旺季，蔬菜价格仍有下行压力。高频指标看，截至8月9日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比下跌1.1%。

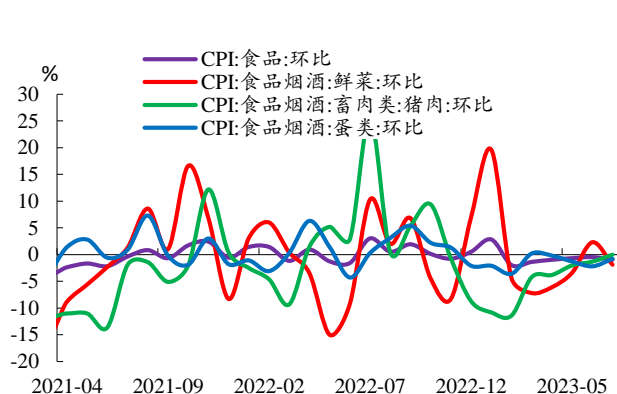
猪肉方面，受极端天气影响，短期内猪肉供不应求，猪肉价格有所上行，7月CPI猪肉环比较前值回升1.3个百分点至0%。长期看，能繁存栏量高位难降，下半年猪肉整体供给充足，猪价上涨缺乏长期驱动力；短期看，一方面，极端天气影响消退，供给逐渐恢复，猪价仍有下行压力，另一方面，需求端缺乏支撑动能。总体看，预计年内猪肉价格仍将处于低位区间。

图1：2023年7月CPI同比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年7月食品价格环比降幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

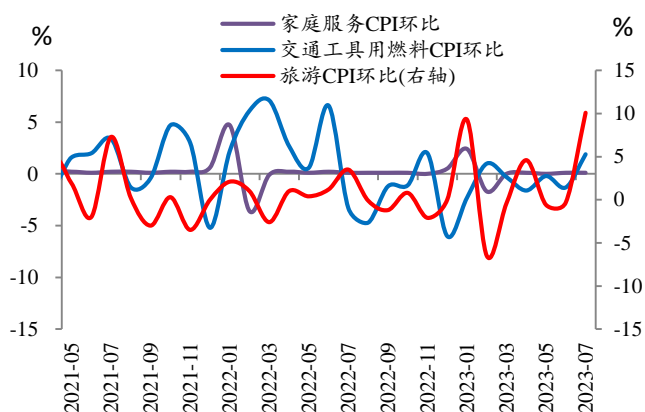
## 1.2、非食品项：旅游、家用器具价格环比明显回升

7月CPI非食品项环比由负转正，较前值回升0.6个百分点至0.5%。分项看，环比回升主要源于旅游价格回升。

(1) 与前值相比，环比涨幅明显上行的行业有旅游（环比由负转正，较前值回升10.4个百分点至10.1%）、交通工具用燃料（反映油价上升影响）、家用器具（环比由负转正，较前值回升1.8个百分点至0.9%）等。涨幅较前月明显下降的行业有通信服务（环比降幅较前值扩大0.2个百分点至-0.2%）等。

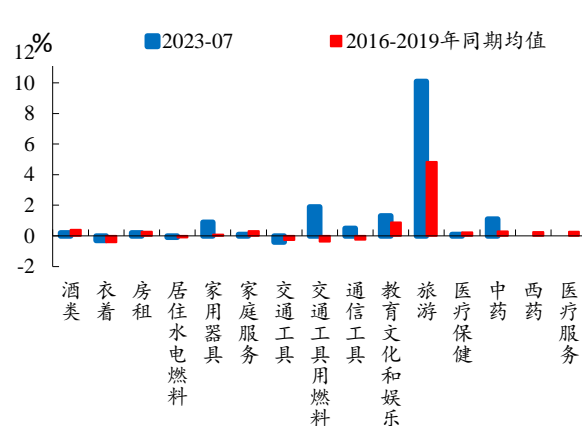
(2) 与环比的季节性规律相比，明显高于季节性的分项有旅游、交通工具用燃料、家用器具、中药等。明显低于季节性的分项有西药、医疗保健、家庭服务等。需要指出的是，旅游与家用器具项分别为服务消费与大宗实物消费的典型分项，其CPI环比均高于季节性，反映居民消费动能有所回暖。

图3：2023年7月旅游CPI环比大幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

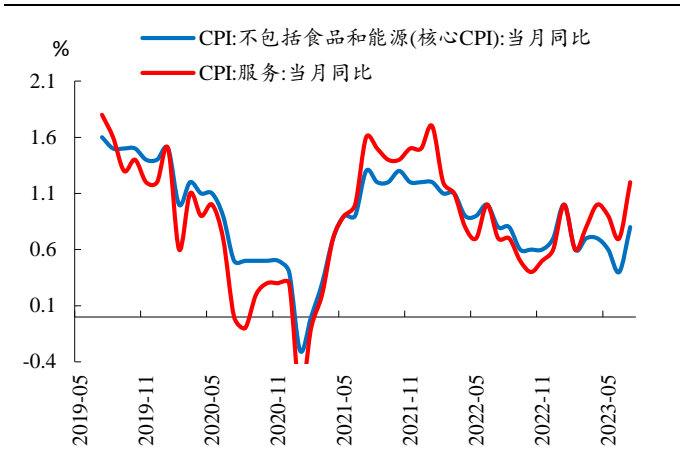
图4：2023年7月旅游、家用器具CPI环比好于季节性



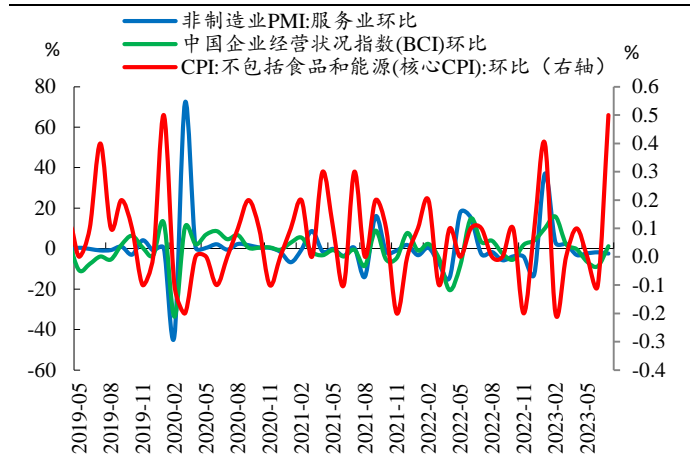
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3、核心CPI同环比均明显回升

7月剔除食品和能源的核心CPI同比较前值回升0.4个百分点至0.8%，环比较前值回升0.6个百分点至0.5%。结合服务CPI环比较前值回升0.7个百分点至0.8%，中国企业经营状况指数(BCI)较前值回升0.6个点至50.9点来看，服务业、中小企业经营景气度均明显提升。值得一提的是，核心CPI环比与服务CPI环比3个月以来首次均明显高于季节性，一方面或因前期价格超跌后的企稳反弹，另一方面显示当前供需格局或出现转变迹象，居民信心有所修复。

**图5：2023年7月核心CPI、服务CPI同比回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2023年7月BCI指数环比有所回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、PPI同比回升，大宗商品价格涨多跌少

7月PPI同比降幅收窄1个百分点至-4.4%，环比降幅收窄0.6个百分点至-0.2%。

### 2.1、多重复合指标显示，上下游产品价格均回升，上游成本回升较快

(1) CPI-PPI同比剪刀差收窄，7月较前值下降1.3个百分点至4.1%，PPI生活资料-生产资料同比增速差收窄1.2个百分点至5.1%；PPI-PPIRM同比增速差较前值上升0.6个百分点至1.7%；同时，受2022年同期高基数回落影响，上游的采掘工业、原材料工业、加工工业同比涨幅较前值回升，且更接近原料端的采掘工业与原材料工业回升幅度更大，下游产品同比涨幅整体小幅回升。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游原材料成本与下游消费品价格均回升，但上游成本回升相对较快。

(2) 根据我们测算的价格传导指数（CTIC指数）来看，中下游行业价格传导整体有所改善。截至6月，价格传导较好的行业有金属制品、专用设备制造、电气机械及器材制造、计算机与电子通信、农副食品加工、纺织、木材加工、造纸、橡胶和塑料制品、汽车制造。其余中下游行业价格传导仍然存在一定梗阻。

### 2.2、需求预期转暖，大宗商品价格涨多跌少

(1) 能源方面，沙特、俄罗斯减产，美国增产动能减弱叠加美联储加息落地，带动国内石油链产品价格环比回升；旺季下游日耗增加，提振需求，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅收窄。

沙特、俄罗斯减产，美国增产动能减弱，美联储加息靴子落地，市场情绪得以提振，7月布伦特原油期货价格环比上涨6.4%，WTI原油期货环比上涨7.8%，带动国内油气开采业产品价格上升。PPI石油和天然气开采业环比由负转正，较前值回升5.8个百分点至4.2%，石油加工、化学制品等石油链产品价格环比均明显回升。

煤炭价格环比降幅收窄。动力煤方面，夏季随温度升高下游电厂日耗升高，秦皇岛动力末煤7月期货价格环比上升7.7%，预计未来随旺季采购需求接近尾声，且台风影响下电厂日耗回落，价格或有所承压；焦煤方面，第二轮提价落地叠加供给

扰动，焦煤价格有所回升。总体看，7月PPI煤炭开采和洗选业环比降幅较前值收窄4.4个百分点至-2.0%。

(2) 金属方面，政治局会议积极表态提振市场风险偏好，黑色价格有所回升，美国衰退预期降温带动有色价格偏强运行，地产复苏速度缓慢，非金属矿价格环比跌幅扩大。

黑色方面，政治局会议表态偏积极，市场风险偏好提升，螺纹钢价格有所上升，PPI黑色金属矿采选业环比由负转正，较前值上升2.4个百分点至1.2%，PPI黑色金属冶炼及压延加工业环比降幅较前值收窄2.1个百分点至-0.1%。

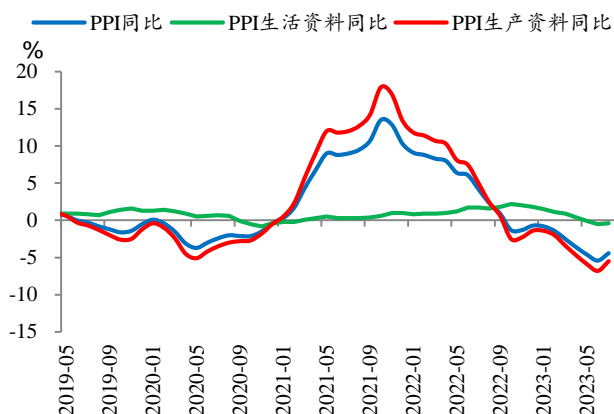
有色方面，美国二季度经济数据表现强于预期，衰退预期有所降温，有色价格震荡偏强运行，国际铜月均期货价环比上升1.7%，铝月均期货价环比回落0.5%，PPI有色金属矿采选业环比涨幅较前值收窄0.2个百分点至0.5%，PPI有色金属冶炼及压延加工业环比由负转正，较前值回升1.2个百分点至0.4%。

非金属矿方面，地产复苏速度较缓，旺季需求释放不足，7月水泥价格延续回落，带动PPI非金属矿物制品业环比较前值下降0.1个百分点至-2%。

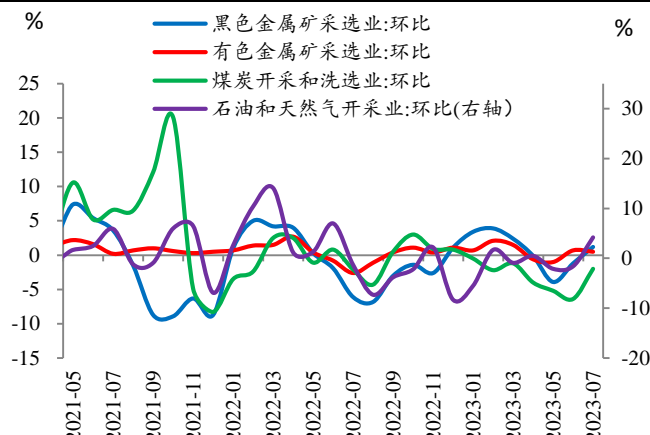
图7：截至2023年6月行业细项CTIC在历史上的分位数

历史分位数 (2003年以来)	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	注释
上游														
煤炭开采和洗选产品	70.60%	73.30%	76.70%	84.40%	77.80%	65.00%	26.50%	2.40%	2.40%	19.60%	42.40%	44.70%	52.60%	
石油和天然气开采产品	87.20%	88.50%	92.40%	95.70%	98.30%	99.50%	0.40%	1.60%	44.40%	83.10%	73.40%	70.70%	73.20%	
黑色金属矿采选产品	1.40%	94.10%	88.40%	87.10%	81.60%	80.50%	91.70%	85.10%	68.00%	51.30%	46.70%	47.40%	37.90%	
有色金属矿采选产品	44.70%	42.60%	42.00%	44.20%	87.30%	94.40%	90.40%	95.90%	98.60%	6.50%	25.90%	32.00%	27.80%	
非金属矿采选产品	48.00%	57.60%	67.00%	87.80%	96.60%	97.90%	95.00%	99.10%	2.40%	5.30%	7.70%	13.80%	20.20%	
石油、煤炭及其他燃料加工业	51.40%	53.80%	48.50%	43.60%	32.20%	35.00%	73.80%	95.40%	4.50%	22.10%	60.00%	73.10%	72.40%	
化学原料及化学制品制造业	25.30%	22.00%	7.20%	5.70%	98.50%	93.00%	97.20%	90.50%	89.30%	80.20%	75.30%	74.30%	72.10%	
化学纤维制造业	11.90%	11.70%	8.60%	28.50%	47.80%	70.80%	73.90%	62.10%	16.00%	18.40%	10.30%	12.80%	15.10%	
非金属矿物制品业	34.80%	36.40%	35.40%	3.30%	97.40%	97.50%	97.90%	97.10%	96.70%	93.00%	84.80%	82.50%	80.10%	
黑色金属冶炼及压延加工业	5.90%	95.50%	91.30%	92.80%	92.90%	94.40%	95.80%	93.20%	92.00%	67.10%	62.30%	60.20%	51.80%	
有色金属冶炼及压延加工业	14.90%	10.20%	4.30%	95.70%	91.50%	91.60%	93.10%	90.50%	89.30%	84.20%	80.50%	71.70%	69.60%	
废弃资源和废旧材料回收加工业	47.30%	0.40%	95.30%	90.60%	81.30%	77.30%	78.80%	75.60%	73.00%	68.60%	63.30%	61.70%	56.90%	
电力、热力生产和供应	84.20%	86.40%	93.60%	96.20%	97.90%	97.00%	95.80%	93.80%	94.60%	0.80%	7.30%	8.50%	13.70%	
燃气生产和供应	77.80%	80.50%	82.20%	82.30%	89.50%	90.80%	82.10%	95.00%	0.40%	12.70%	16.30%	24.70%	30.30%	
水的生产和供应	32.70%	34.70%	38.80%	39.40%	41.40%	47.50%	69.20%	16.90%	23.00%	28.20%	28.50%	28.80%	29.10%	
中游														
金属制品	95.70%	3.30%	16.00%	23.90%	29.20%	52.50%	71.30%	74.70%	81.80%	77.00%	73.40%	69.90%	71.60%	
通用设备制造业	83.40%	96.00%	11.60%	16.10%	20.60%	20.40%	22.50%	29.80%	25.90%	23.50%	22.60%	31.80%	32.30%	
专用设备制造业	88.10%	96.00%	13.90%	18.40%	31.20%	23.40%	27.00%	41.00%	27.40%	41.10%	51.80%	56.50%	59.70%	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	96.10%	97.40%	98.70%	7.90%	13.30%	12.00%	5.80%	9.90%	13.10%	22.90%	29.70%	32.90%	37.60%	
电气机械及器材制造业	80.40%	86.80%	97.80%	1.20%	5.00%	4.10%	2.90%	6.10%	9.00%	11.40%	14.20%	24.70%	40.80%	
计算机、通信和其他电子设备制造业	25.10%	20.30%	5.00%	0.40%	92.80%	78.30%	74.20%	2.80%	30.00%	20.90%	28.50%	40.60%	42.90%	
仪器仪表	88.00%	90.20%	94.00%	99.50%	1.20%	0.40%	99.50%	2.00%	4.90%	5.70%	9.30%	14.60%	27.50%	
其他制造业	57.30%	61.70%	88.70%	99.00%	4.60%	9.20%	7.30%	13.30%	15.90%	25.00%	30.30%	36.40%	41.70%	
金属制品、机械和设备修理服务	77.90%	91.40%	95.30%	2.30%	12.20%	9.80%	5.20%	8.20%	13.30%	16.90%	20.40%	22.40%	23.00%	
下游														
农副食品加工业	53.70%	57.30%	60.80%	62.80%	67.60%	69.40%	68.40%	70.20%	73.30%	84.20%	97.40%	23.00%	41.70%	
食品制造业	50.70%	45.50%	43.40%	38.50%	36.60%	33.30%	26.00%	21.60%	1.30%	1.30%	98.70%	52.50%	39.20%	
酒、饮料和精制茶制造业	23.80%	17.60%	39.10%	44.20%	63.30%	75.00%	78.00%	87.80%	90.60%	1.30%	3.80%	6.40%	7.50%	
烟草制品	61.10%	64.70%	71.00%	71.40%	77.40%	4.10%	12.30%	2.70%	6.60%	14.40%	16.80%	20.50%	21.50%	
纺织业	68.00%	70.70%	72.50%	47.40%	36.80%	73.30%	86.70%	90.00%	92.50%	83.10%	83.60%	78.00%	68.80%	
纺织服装服饰	70.10%	76.40%	88.80%	94.20%	98.50%	4.10%	4.10%	8.10%	9.30%	9.20%	7.70%	12.80%	15.10%	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和鞋业	47.70%	50.00%	68.10%	74.20%	77.40%	88.80%	89.00%	90.50%	96.00%	98.60%	3.80%	6.40%	7.50%	
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	64.10%	63.20%	78.20%	85.70%	2.80%	41.60%	36.90%	68.90%	80.00%	69.70%	45.40%	44.80%	46.80%	
家具	82.00%	83.80%	86.90%	95.70%	4.20%	11.10%	13.60%	17.50%	18.60%	18.40%	22.00%	26.90%	26.50%	
造纸和纸制品	8.90%	14.70%	20.20%	5.70%	16.90%	34.70%	33.70%	35.10%	37.30%	39.40%	48.00%	51.20%	53.10%	
印刷和记录媒介复制业	79.10%	79.40%	86.90%	94.20%	2.80%	11.10%	17.80%	37.80%	58.60%	34.20%	33.70%	20.50%	20.20%	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	92.50%	92.60%	95.60%	98.50%	21.10%	22.20%	15.00%	18.90%	26.60%	32.80%	35.00%	37.10%	36.70%	
医药制造业	49.20%	50.00%	49.20%	55.70%	12.60%	58.30%	54.70%	9.40%	34.60%	44.70%	42.80%	43.50%	35.40%	
橡胶和塑料制品业	25.30%	20.50%	11.50%	10.00%	92.90%	94.40%	94.50%	94.50%	92.00%	89.40%	88.30%	83.30%	73.40%	
汽车制造	58.20%	70.50%	33.30%	61.40%	50.70%	63.80%	65.70%	67.50%	72.00%	71.00%	68.80%	67.90%	72.10%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2022年基数回落，PPI同比见底回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：PPI重点工业品价格涨多跌少**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、后续通胀预测：8月CPI、PPI同比或将回升

#### 3.1、CPI预测：预计8月CPI同比回升，四季度由负转正

高频数据看，截至8月8日农产品批发价格200指数较前值略有回升，环比+0.1%，蔬菜价格环比有所回落，猪肉价格环比有所回升，未来食品CPI或将小幅下降；非食品按略等于季节性（2015-2019年同期均值）假设，考虑成品油、猪肉价格8月的调整，初步预测8月CPI环比为0.2%左右，CPI同比涨幅回升至0%左右。再往后，猪价下半年难有大幅上涨，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，非食品消费表现可能与季节性相似，CPI同比或在四季度由负转正，全年平均同比在0%-1%之间。

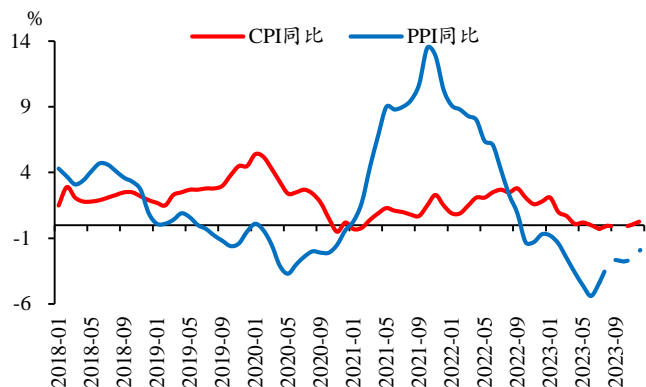
#### 3.2、PPI预测：预计PPI同比降幅有所收窄

高频数据看，截至8月8日的CRB现货指数平均值基本与前值持平，截至8月9日的南华工业品指数平均值环比较前值上升2.6%，预计8月PPI环比继续回升，叠加2022年同期基数开始下降，预计PPI同比降幅继续收窄。往后看，受高基数与全球需求放缓影响，全年PPI同比可能整体处于负增长区间，但后续同比降幅或因基数效应而持续收窄。全年平均同比在-3%至-2%之间。

#### 3.3、预计2023年后续CPI、PPI整体均呈回升态势

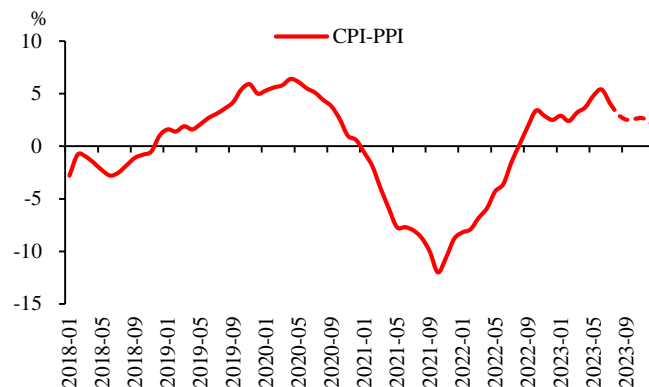
预计8月PPI同环比均有所上行，主因同期基数回落叠加美国经济与我国政策预期或驱动大宗商品价格上行，而预计8月CPI同比负增长主因同期高基数及鲜菜、鲜果等食品项拖累，9-10月同期基数仍然较高，预计CPI或仍呈阶段性同比负增。但从核心CPI来看，服务消费与实物消费均有所好转，当前处于传统消费旺季，短期回升或仍可持续。中长期看，中美具有共振补库可能性，且国内相关政策将陆续落地，或将提振消费需求，有望带动CPI、PPI同比加快回升。

图10: CPI和PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: CPI-PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

政策变化超预期; 疫情演变超预期。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn