

扩基建、稳地产，对通胀有何影响？——3月物价点评

报告日期：2022-04-11

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

- 事件：3月CPI同比增长1.50%，预期值1.26%，前值0.90%；PPI同比8.30%，预期值8.04%，前值8.80%。
- 一、CPI同比上涨1.5%，高于前值；食品CPI同比降幅收窄，环比由正转负，猪肉、鲜果、水产品是主拖累，鲜菜、粮食是主支撑；非食品同比再度小幅上升，环比涨幅较上月小幅下降，能源价格高企，服务价格较弱；核心CPI环比由正转负，同比持平前值，经济景气总体较弱。

CPI同比上行，受疫情冲击和国际粮食价格波动、化肥价格上行等影响，鲜菜和粮食CPI同比上涨；国际油价和天然气价格仍在高位，再度拉动交通工具燃料环比高升；经济受国内外扰动而承压，经济景气较上月下降，核心CPI环比由正转负，同比持平前值。

3月CPI同比上涨1.5%，高于前值；环比为0%，较上月涨幅下降0.6个百分点。其中，食品CPI环比受猪肉、鲜果、水产品拖累，下降1.2%；非食品环比上升0.3%，略低于前值，拉动CPI上升约0.25个百分点，拉动力度不及2月，主因服务业受疫情冲击。核心CPI同比持平前值。PMI和BCI指数均较上月下降，因此核心CPI环比由正转负，下跌0.1%。分项看：

1、食品项：环比由正转负，下降1.2%，其中猪肉、鲜果、水产品是主要拖累项，鲜菜与粮食是主支撑。

1) 鲜菜价格受疫情冲击以及化肥价格上升的影响上涨，鲜菜CPI同比大幅上升17.2%；环比涨幅由上月的6%降至0.4%，仍是CPI环比的主要拉动项，环比涨幅显著高于季节性约10.8个百分点；同比大幅上升17.2%，较上月上升17.3个百分点。3月28种重点监测蔬菜平均批发价环比上涨2.33%；高频指标看，4月初28种重点监测蔬菜平均批发价略高于3月均值。

2) 粮食价格受国际粮食价格大幅上升及国内疫情影响上涨，粮食CPI环比上升0.5%，对CPI环比拉动0.01%，与鲜菜拉动效果一致，环比涨幅略高于季节性0.49个百分点，同比上涨2%。国际粮食价格扰动提升，3月30日央行印发《关于做好2022年金融支持全面推进乡村振兴重点工作的意见》，强调粮食安全金融保障，加大对大豆、油料等重要农产品供给金融支持；4月1日国务院副总理胡春华在全国玉米水稻生产工作推进电视电话会议上强调要巩固发展稻谷产量稳中有增的好势头，确保市场供应稳定。粮食安全重要性有所提升。

3) 鲜果与水产品环比均由正转负，同比涨幅均下降，水产品与鲜果CPI同比涨幅较上月分别下跌0.7和2.3个百分点，鲜果环比低于季节性，但水产品略高于季节性，禁渔期对水产品价格形成一定提振。

4) 猪肉CPI环比降幅继续扩大，下降9.3%，低于上月4.7个百分点，低于季节性约3.6个百分点，同比也延续下跌趋势，降幅较上月缩减1.1个百分点至-41.4%。猪肉下跌主要原因仍是供给充足，2月能繁母猪存栏同比已降至0.5%，但能繁母猪存栏同比一般领先猪肉价格变动10个月，从存栏对价格的领先性来看，当前猪肉供给仍在高位，因此价格仍处于低位。4月1日发改委会同有关方面开展年内第三批中央冻猪肉储备收储工作，拟于4月2日、3日收储4万吨冻猪肉，但提振效果有限，猪粮比仍持续低于5:1，因此，发改委4月8日宣布拟于近日开展年内第四批4万吨冻肉收储工作。

2、非食品项：非食品环比上升，涨幅较上月有所下降，一方面国际油价和天然气价格依然高企，拉动交通工具燃料CPI和居住水电燃料CPI环比上升；另一方面疫情冲击房租和旅游业，服务业CPI普遍略低于季节性。

3月CPI非食品环比上升0.3%，较季节性高0.44个百分点，同比上升2.2%，涨幅高于上月0.1个百分点。非食品内部同比涨多跌少，环比涨跌互现，具体从环比来看：

1) 显著低于季节性的分项为房租、西药和通信服务。疫情冲击下房租CPI持平前值，环比为0%，低于季节性0.28个百分点，低于剔除疫情影响的季节性(2016-2019年同期均值)0.55个百分点。西药环比与中药环比均上升，但西药CPI低于季节性0.2个百分点，是医药保健CPI低于季节性0.1个百分点的主拖累。通信服务环比下降0.1%，低于季节性0.06个百分点。

2) 旅游分项受疫情冲击影响，环比下降2.6%，但高于剔除疫情影响的季节性4个百分点。

3) 能源方面，国际油价持续带动国内成品油价格上涨，天然气价格持续走高；交通工具用燃料受汽油、柴油价格上涨的影响，CPI环比由上月的6.1%升至7.1%，高于季节性7.64个百分点；居住水电燃料CPI在大宗商品价格上涨的拉动下上升，环比涨幅为0.7%，高于上月的0.1%，高于季节性1个百分点。

3、核心CPI：经济景气较上月下降，核心CPI环比下跌0.1%，同比持平前值1.1%。3月核心CPI环比由正转负，下跌0.1%，但高于剔除疫情影响的季节性0.03个百分点。受疫情冲击，3月制造业PMI、服务业PMI、BCI指数较上月均下滑，经济承压。需求总体仍然疲弱，3月核心CPI同比持平前值。

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI-PPI触底了吗？价格传导如何》2021-11-10
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观专题_CPI-PPI见底回升，如何配置资产？——通胀系列之一》2021-12-09
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_是终点也是起点——12月PMI点评》2021-12-31
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_价格传导加强，困境反转来了？》2022-02-16
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_俄乌冲突：全球通胀“黑天鹅”？》2022-02-25
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_基于机器学习的PPI预测模型——量化知宏观系列之一》2022-03-08
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_油价暴涨对CPI和PPI有何影响？——2月物价点评》2022-03-10

● **二、PPI 同比涨幅下降，环比再度回升；受俄乌冲突等影响，煤炭、原油、黑色、有色等重点品种价格基本全线上涨；上下游价格仍在传导，传导效果有所提升。**

PPI 同比延续下行，主因基数较高，且下游行业 PPI 涨幅有限。在对俄制裁加码、国内基建发力等影响下，重点工业品价格保持上涨，煤炭、原油、黑色、有色产业链价格全线上升。3 月 CPI-PPI 负缺口缩减，PPI-PPIRM 缺口持平前值，PPI 生产资料-生活资料增速差再度缩窄，说明上游价格继续向下游传导。

PPI 同比延续下行，3 月 PPI 同比涨幅缩窄 0.5 个百分点至 8.3%，环比再升 0.6 个百分点至 1.1%，主因大宗商品价格在国际形势扰动下均有上涨，重点品种煤炭、原油、黑色、有色产业链价格全面上升。3 月 CPI-PPI 负的缺口再度缩窄 1.1 个百分点至 -6.8%，PPI-PPIRM 缺口持平前值 -2.4%，上游成本继续向下游传导。

1、大类看：生产资料-生活资料增速差再度缩窄，缩窄幅度扩大。

3 月 PPI 生产资料和生活资料涨幅差距继续缩窄，PPI 生产资料同比涨幅下降 0.7 个百分点至 10.7%，生活资料同比与前值持平，PPI 生产资料-生活资料增速差缩窄 0.7 个百分点至 9.8%，缩窄幅度较前值上升，说明上游成本仍在向下传导，传导效果略有提升。

2、七大产业看：上游环比全面上涨，下游环比以升为主。

上游环比全面上涨，下游环比主要靠食品和一般日用品拉动。采掘工业环比上升 3.5 个百分点至 4.8%，同比涨幅扩大 5 个百分点至 38.0%，再度上升，主要受国际大宗商品价格持续上升的影响；原材料工业同比涨幅缩窄 1.2 个百分点至 16.7%；中游加工工业同比涨幅缩窄 0.9 个百分点至 5.7%。下游的食品和一般日用品同比涨幅均有所上升，分别上升 0.3 和 0.4 个百分点；衣着和耐用消费品同比分别上升 0.8% 和 0.3%，但涨幅较上月缩窄。而环比来看，食品类和一般日用品类 PPI 环比小幅上升，衣着类 PPI 环比下降 0.2%，耐用消费品类 PPI 环比为 0%，较上月上升 0.1 个百分点。

3、40 个工业行业看：油价与天然气仍在高位，重点品种基本全线上涨。

1) 煤炭价格涨幅继续扩大拉动煤炭产业链。煤炭价格环比涨幅全线上涨，焦煤、动力煤分别环比上升 20.41%、3.70%，带动煤炭开采和洗选业价格环比由跌转升，涨幅扩大 4.9 个百分点至 2.5%。4 月 7 日至 8 日，美英日以及欧盟对俄制裁加码，其中包括禁止俄罗斯煤炭进口，欧盟给成员国 120 天时间逐步减少直至停止俄煤炭进口。国际煤炭供给受到冲击，国内方面，3 月 28 日国家发展改革委印发通知，进一步完善煤炭市场价格形成机制，强调引导煤炭价格在合理区间运行。在国内外多因素的扰动下，我们预计 4 月煤炭价格会继续走高，需要关注国内政策实施力度。

2) 原油价格仍在高位，提振化工产业链。虽然 IEA 宣布释放 6266.2 万桶石油储备，稳住了原油价格持续上升的趋势，但原油价格仍在高位，拉动石化产业链价格大幅上涨，其中石油和天然气开采业环比上升 14.1%，涨幅较上月上升 3.7 个百分点，石油加工、炼焦及核燃料加工业上升 7.9%，化学原料及化学制品制造业与化学纤维制造业环比分别小幅上涨 0.8 和 0.9 个百分点至 1.8%、2%，橡胶和塑料制品业环比为 0.2%，比上月上涨 0.2 个百分点。

3) 黑色产业链价格上升、非金属矿价格降幅缩窄。基建发力，水泥市场环比上升 1.5%，铁矿石和螺纹钢价格环比分别上升 10.33%、2.56%，拉动黑色金属矿采选业环比上升 4.2%，黑色金属冶炼和压延加工业环比涨幅增加 0.7 个百分点至 1.4%，非金属矿物制品业环比跌幅缩小 0.8 个百分点，下降 0.2%。

4) 铜价上升拉动有色链价格。国际有色金属价格上涨，3 月 LME3 个月铜价环比上升 3.56%，对应 PPI 有色金属矿采选业环比上升 1.5%，有色金属冶炼和压延加工业环比上升 2.7%。

5) 天然气期货月均价环比大幅上升 58.64%，电力热力生产和供应业价格环比上涨 0.4%，燃气生产和供应业环比上升 3.7%。当地时间 3 月 28 日，俄总统普京要求“不友好国家”供应天然气改用卢布结算，G7 已拒绝这一要求。为减少对俄能源依赖，欧盟将在今年年底前向美国购买至少 150 亿立方米的液化天然气，取代俄罗斯供应，欧盟首脑支持天然气共同采购机制。德国计划年底停止进口俄油，2024 年停用俄气。然而欧洲对俄能源的依赖度较高，以德国为例，根据 IEA 对俄能源进口依赖度（每种燃料的俄罗斯进口与国内燃料消耗的比率）的计算，2020 年德国对俄国天然气的进口依赖度大概在 46%，依赖度较高，在所有进口俄天然气的国家中排名第 10（10/43），原油及成品油的俄进口依赖度为 37.2%，在所有进口俄原油的国家中排名第 9（9/38，5 个国家缺失数据）。俄罗斯方面进一步表示，自 4 月 1 日起，俄罗斯的天然气将不再输入拉脱维亚、爱沙尼亚、立陶宛和英国。而 4 月 7 日，美国参议院通过了一项禁止从俄罗斯进口石油和天然气的法案。天然气供给受到严重冲击，预计 4 月天然气价格仍会走高，拉动 PPI 上行。

● **三、油价短期小幅下行，中期因结构性短缺而高位震荡，下半年或受全球需求回落再度走低。**

近期对俄制裁加码，IEA 积极抛储提振市场预期、弥补短期供给，而 OPEC 坚持温和增产计划。具体而言，扰动油价的因素需关注以下方面：

供给端方面，1) OPEC 坚持逐步增产，与 IEA 意见背离。3 月 31 日 OPEC+ 在线上会议上批准了 5 月份每日增加 43.2 万桶石油供应的增产计划，同时，本次会议中 OPEC+ 决定将 IEA 提供的任何数据从其原油产量估计中排除。

IEA 与 OPEC 矛盾加深，在 IEA 积极抛储的情况下，预计 OPEC 会继续坚持稳步增产，可能不会大幅增加增产目标救市；2) IEA 宣布释放 1.2 亿桶石油储备，其中美国将释放 6055.9 万桶。IEA 成员国于 4 月 1 日就新的紧急释放石油库存达成协议，4 月 7 日 IEA 确认释放总额，迄今为止承诺的总量为 1.2 亿桶，是 IEA 历史上最大的库存释放。3 月 31 日白宫宣布未来半年每天释放 100 万桶石油，IEA 抛储计划中来自美国的 6055.9 万桶石油是 3 月 31 日宣布的 1.8 亿桶战略石油储备 (SPR) 释放总量的一部分。此次石油储备释放有助于弥补短期供给，但是对长期石油结构性短缺作用有限。另外，美国原油库存已降至 9.77 亿桶，其中 SPR 降至 5.683 亿桶，为 2002 年 5 月以来最低水平，长期仍需补足库存，短期 SPR 的大量释放可能会导致长期石油供给的进一步紧缩；3) 对俄罗斯制裁加剧，俄罗斯出口进一步受到限制。美国参议院 4 月 7 日通过了一项禁止从俄罗斯进口石油和天然气的法案，4 月 8 日美国总统拜登正式签署了终止与俄罗斯和白俄罗斯正常贸易关系的法案。IEA 预测从 4 月开始，随着制裁的实施和买家回避出口，俄罗斯石油产量可能会减少 300 万桶/日。参考 2021 年 11 月的数据进行计算，若美国、日本和经合组织欧洲地区全体对俄罗斯原油进行能源制裁，我们预计俄罗斯石油供给约减少 524.4 万桶/日，其中原油、凝析油及原料大概在 374.8 万桶/日左右。随着制裁措施的实施，石油供给将产生巨大缺口；4) 伊核谈判进入终局，需关注美国态度。伊朗外长阿卜杜拉希扬表示，维也纳会谈已经接近达成协议，伊方已通过一名欧盟高级谈判代表向美国传达了伊朗对剩余问题的建议，目前“皮球在美国手中”。IEA 在 2 月的报告中预测伊朗制裁解除将增加 130 万桶/日，3 月预测伊朗石油出口量在解除制裁后可能会在六个月内增加约 100 万桶/日。综合判断，伊朗被解除制裁后最大可恢复到制裁前的最高水平（即约 380 万桶/日），为原油市场带来新增的约 125 万桶/日的供给。

需求端方面，从原油裂解价差看短期需求仍然波动上行，OPEC 在 2022 年 3 月的月报中，预计 2022 年全球石油需求将增长 415 万桶/日达到 100.9 百万桶/日，全球石油消费量将在 2022 年第三季度超过 1 亿桶/日，与 2 月预测结果相比，同时上调了 2021 年和 2022 年的石油需求量，因此年度全球石油需求增长量不变。

整体而言，预计油价短期在 IEA 的积极抛储下会小幅下行，中期因结构性短缺而高位震荡。根据 EIA 预测，若俄乌冲突不继续升级，年中之后原油供需可能渐趋平衡，下半年或受全球需求回落再度走低。

● 四、基建发力，地产宽松，上游原材料价格可能难以顺利下行。

我们在报告《“量跌价升”背后的近忧与远虑》中通过计算认为，基建发力较容易带动有色金属与化工类大宗商品上行，以史为鉴，基建对工业品价格的拉动普遍会提前反应，但并不持久；地产上行周期的整个周期大宗商品的价格涨幅普遍较高。扩基建、稳地产可能使得今年上游原材料价格难以顺畅下行。原材料价格上涨是本轮通胀的重要原因之一，我们观察基建与地产周期对应的 CPI 与 PPI 变动，可以发现：

1、在基建投资上行期（2008.02-2009.06、2012.02-2013.03），CPI 同比在周期开始后三个月以及周期结束时低于期初 CPI 同比，周期结束时 PPI 同比基本低于期初同比；

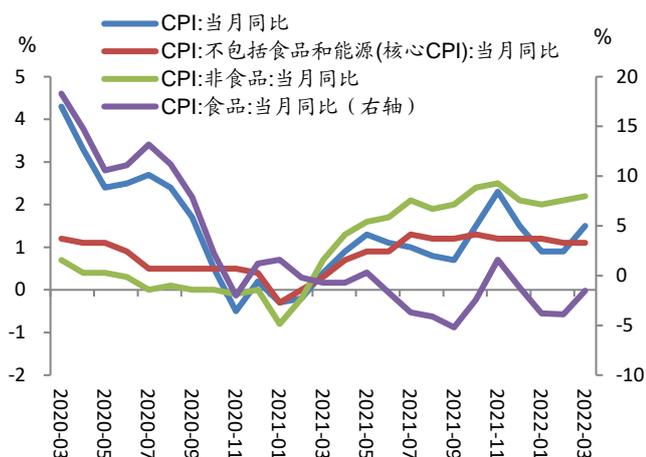
2、房地产投资上行期（1999.12-2004.02、2006.02-2008.06、2009.02-2010.05、2015.12-2019.04）CPI 同比普遍在周期开始后一月、后三个月以及整个周期内上升，周期结束时 PPI 同比基本高于期初同比。

综合来看，房地产投资作为顺周期变量，其增速上升更容易拉动 CPI 和 PPI 上行。3 月 30 日国常会提出合理扩大专项债使用范围并决定新开工一批条件成熟的水利工程，4 月 6 日国常会强调部分政策可提前实施，我们判断基建高增的确定性进一步增强，但基建对 CPI 和 PPI 的拉动可能有限。4 月 6 日国常会还指出“优化保障性住房金融服务”，叠加各地楼市放宽政策频出，我们预计地产政策有望继续走宽，带动地产需求回暖，而这将在一个更长的时间维度给上游原材料带来支撑。因此，维持此前判断，在俄乌冲突、扩基建、稳地产的影响下，需警惕今年 PPI 同比回落速度较慢，且回落幅度有限。

● 风险提示

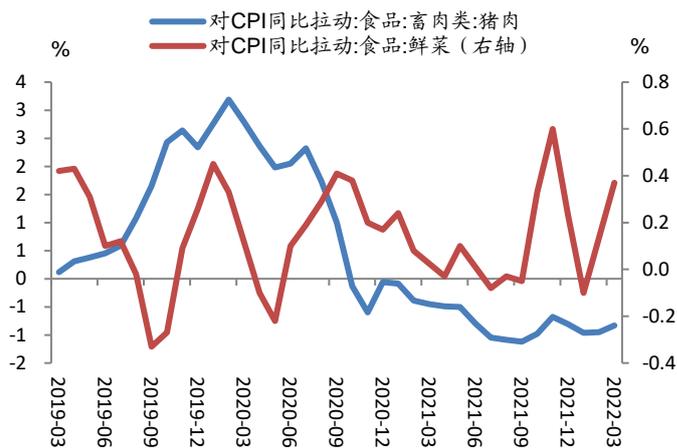
国内外经济扰动因素增加，国内政策落地效果不及预期。

图表 1 CPI 同比有所上行



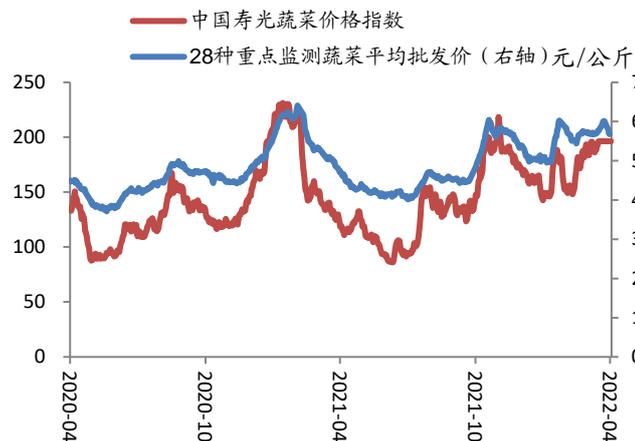
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 猪价拖累 CPI, 鲜菜是主要拉动项



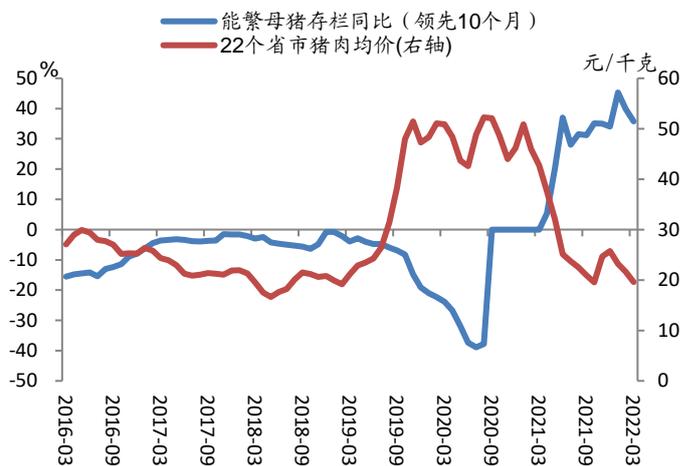
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 蔬菜价格持续上升



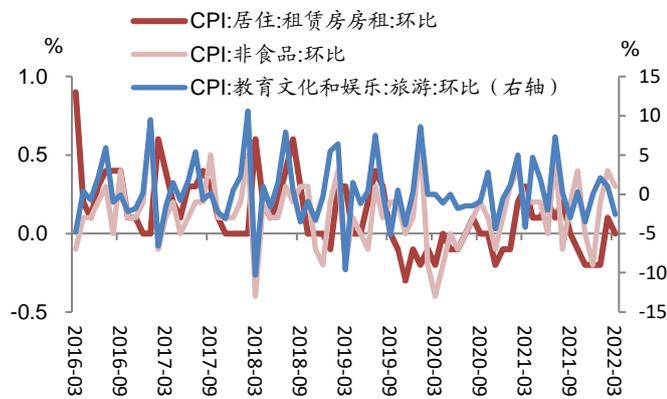
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 猪肉价格寻底



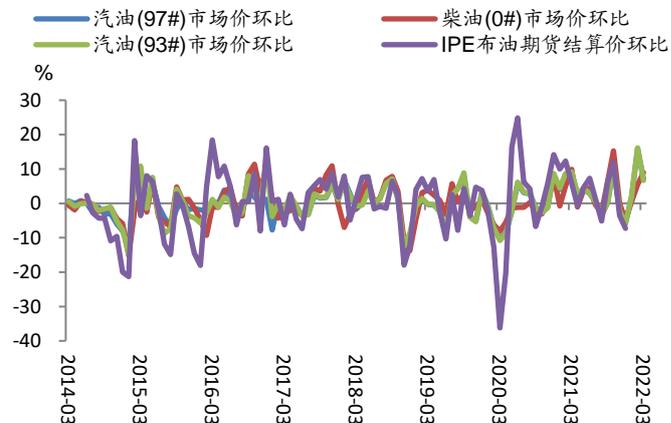
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 5 CPI 非食品重点项目变化



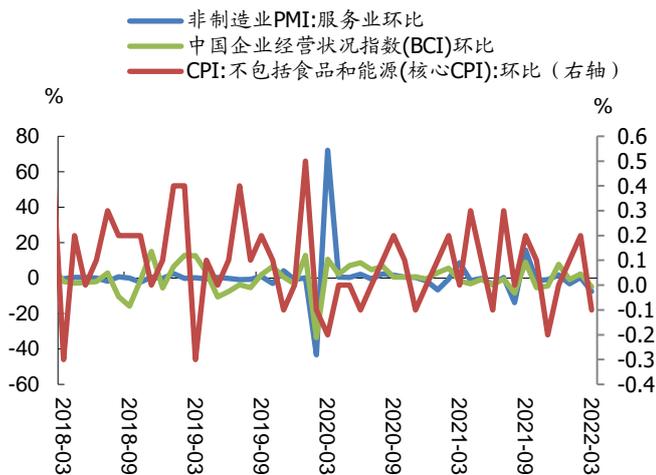
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 汽油、柴油价格环比上涨



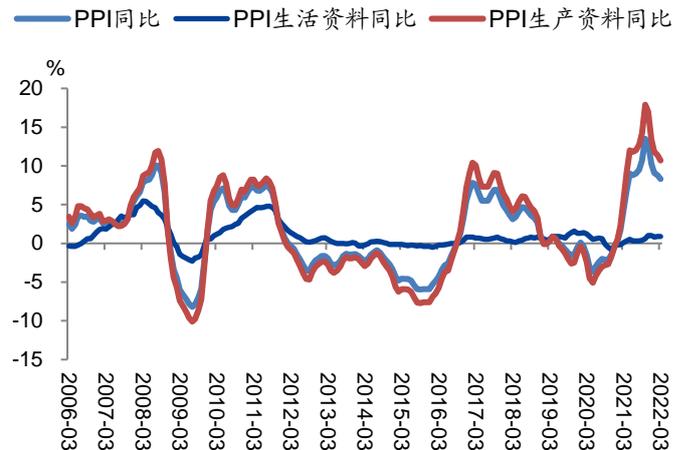
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 核心 CPI 环比由正转负



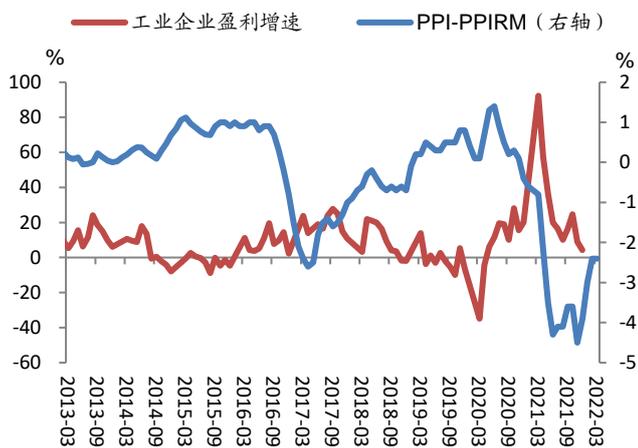
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 PPI 同比下行, 生产资料与生活资料增速差减小



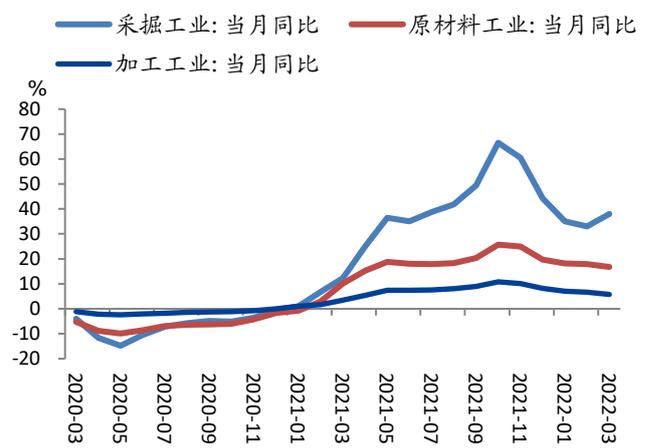
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 PPI-PIRM 缺口持平前值



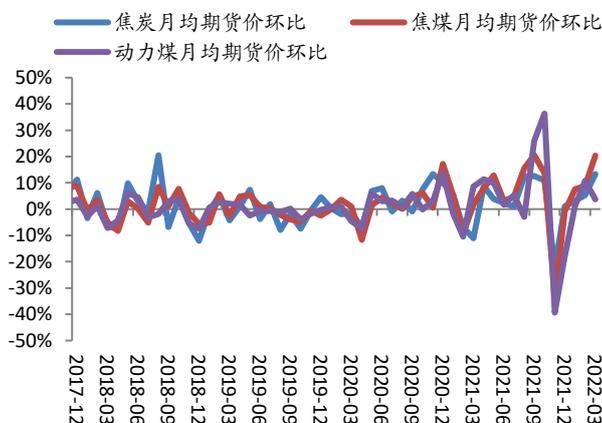
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 采掘工业 PPI 同比再度攀升



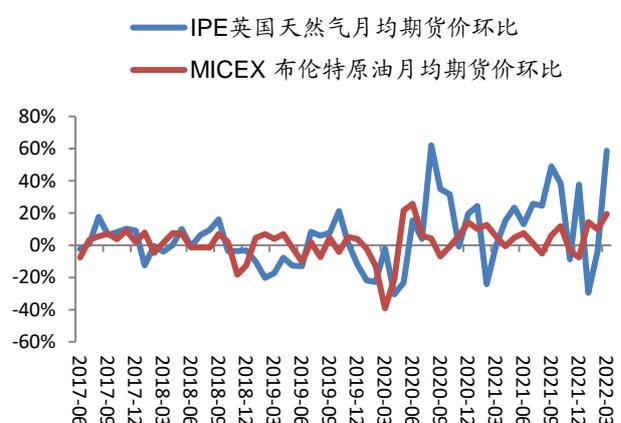
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 煤炭价格环比上升



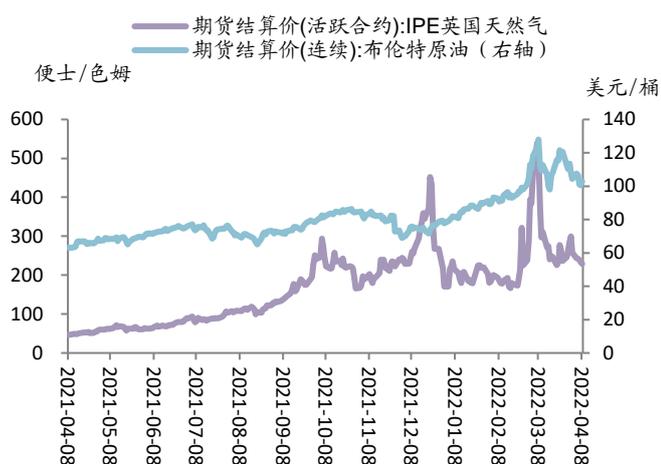
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 原油与天然气价格环比上升



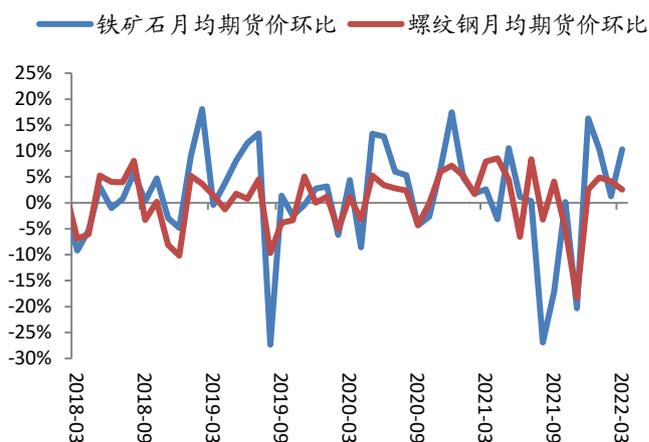
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 高频数据下天然气价格上涨，原油价格有所回落



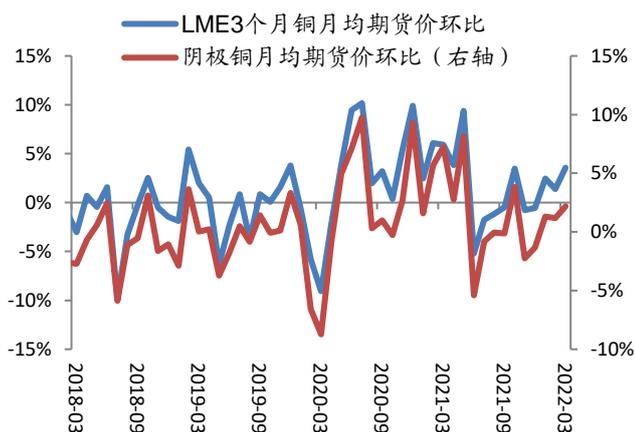
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 铁矿石与螺纹钢价格环比上升



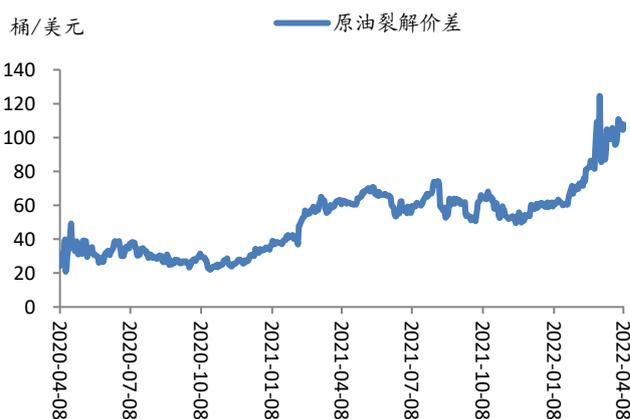
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 铜价环比上升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 原油裂解价差波动上行



资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 17 基建投资周期 CPI、PPI 同比涨跌复盘

基建投资周期		CPI	PPI
2004.03-2008.02 基建投资同比增速下行期	后一个月	0.80	1.00
	后三个月	2.00	2.40
	全周期	5.70	2.62
2008.02-2009.06 基建投资同比增速上行期	前一个月	1.60	0.52
	后一个月	-0.40	1.33
	后三个月	-1.00	1.60
	全周期	-10.40	-14.42
2009.06-2012.02 基建投资同比增速下行期	后一个月	-0.10	-0.40
	后三个月	0.90	0.81
	全周期	4.90	7.83
2012.02-2013.03 基建投资同比增速上行期	前一个月	-1.30	-0.70
	后一个月	0.40	-0.35
	后三个月	-0.20	-1.43
	全周期	-1.13	-1.95
2013.03-2018.09 基建投资同比增速下行期	后一个月	0.32	-0.70
	后三个月	0.60	-0.78
	全周期	0.43	5.52

资料来源：wind，华安证券研究所测算

图表 18 房地产投资周期 CPI、PPI 同比涨跌复盘

房地产开发投资周期		CPI	PPI
1999.12-2004.02 房地产开发投资上行期	前一个月	-0.10	0.21
	后一个月	0.80	0.86
	后三个月	0.80	2.70
	全周期	3.10	4.33
2004.02-2006.02 房地产开发投资下行期	后一个月	0.90	0.50
	后三个月	2.30	2.20
	全周期	-1.20	-0.49
2006.02-2008.06 房地产开发投资上行期	前一个月	-1.00	-0.04
	后一个月	-0.10	-0.52
	后三个月	0.50	-0.58
	全周期	6.20	5.83
2008.06-2009.02 房地产开发投资下行期	后一个月	-0.80	1.19
	后三个月	-2.50	0.29
	全周期	-8.70	-13.31
2009.02-2010.05 房地产开发投资上行期	前一个月	-2.60	-1.12
	后一个月	0.40	-1.53
	后三个月	0.20	-2.73
	全周期	4.70	11.60
2010.05-2015.12 房地产开发投资下行期	后一个月	-0.20	-0.72
	后三个月	0.40	-2.81
	全周期	-1.50	-13.03
2015.12-2019.04 房地产开发投资上行期	前一个月	0.11	0.00
	后一个月	0.20	0.60
	后三个月	0.70	1.60
	全周期	0.90	6.80

资料来源：wind，华安证券研究所测算

图表 19 IEA 成员国集结 1.2 亿桶石油储备明细表

国家	千桶
澳大利亚	1608
爱沙尼亚	74
芬兰	369
法国	6047
德国	6480
希腊	624
匈牙利	531
爱尔兰	451
意大利	5000
日本	15000
韩国	7230
立陶宛	180
荷兰	1600
新西兰	483
波兰	2298
西班牙	4000
土耳其	3060
英国	4408
美国	60559
IEA 总计	120000

资料来源：IEA，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。