

## 四个乐观的理由——兼评 6 月 PMI 和 629 国常会

报告日期: 2022-07-01

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

### 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_我们为什么看好基建?》2022-03-02
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_百年变局之下,坚定看多中国——4月政治局会议点评》2022-04-29
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们距离 5.5%,还有多远的路要走?》2022-05-17
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_破局之路,妙手何方?——2022 中期宏观展望》2022-06-14
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_成本压力结构性缓解,利好哪些中下游?——兼评 5 月企业利润》2022-06-28

### 主要观点:

- **事件:** 6 月官方制造业 PMI 50.2%, 预期 50.5%, 前值 49.6%; 6 月官方非制造业 PMI 54.7%, 预期 50.5%, 前值 47.8%。国务院总理李克强 29 日主持召开国务院常务会议, 确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措, 扩大有效投资、促进就业和消费。

#### ● 报告正文:

6 月制造业 PMI 全面改善, 629 国常会再增 3000 亿政策性金融工具支持重大项目建设, 疫情受控下消费存在超预期可能性, 上游结构性降价有利于部分中下游行业盈利改善和“困境反转”。本文主要从这四个方面刻画近期宏观面乐观因素。

- **理由一: 6 月制造业景气度全面改善, 尽管弱于季节性, 但偏离度大幅收窄。**

6 月制造业景气度稳步回升, 呈现出供需恢复、物流改善、产品去库特征。虽仍不及季节性但偏离度大幅收窄, 较 4-5 月明显改善。

6 月制造业景气度稳步回升, 供给景气度略高于需求, 内需改善幅度略好于外需。6 月制造业 PMI 回升 0.6 个百分点至 50.2%, 时隔三个月重回荣枯线上方; 供给端看, PMI 生产回升 3.1 个百分点至 52.8%; 需求端看, PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口回升 2.2、3.3、4.1 个百分点至 50.4%、49.5%、49.2%。出口方面, 随着疫情逐渐受控、稳经济一揽子措施落地、复工复产加快, 出口订单稳步回升, 6 月中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比回升 3.5%, 截至 6 月 20 日我国八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比大幅改善, 预计 6 月中国出口增速维持稳定。不过鉴于去年 6 月出口基数上行(2021 年 6 月出口同比两年复合增速为 15%, 较前值 11% 有所上行), 6 月出口增速可能也难大幅上行。

**物流继续改善, 产成品延续去库。**6 月 PMI 供货商配送时间较前值回升 7.2 个百分点至 51.3%。6 月 PMI 原材料库存回升 0.2 个百分点至 48.1%, 产成品库存回落 0.7 个百分点至 48.6%, 反映随着疫情受控, 复工复产进行, 产成品延续去库。

**中游制造和下游消费产需恢复更好。**根据统计局数据, 汽车、通用设备、专用设备、计算机通信电子设备等行业产需指数均高于 54.0%, 恢复快于制造业总体。

**分企业类型看, 中小型企业恢复幅度更大, 但小企业景气度绝对水平仍差。**6 月 PMI 大型企业、中型企业、小型企业分别变化-0.8、1.9、1.9 个百分点至 50.2%、51.3%、48.6%, 即中小型企业景气度恢复幅度更大, 但小型企业总体仍承压, 与 BCI 指数反映的情况较为一致。6 月中国企业经营状况指数 (BCI) 较前值回升 5.6 个百分点至 42.9%, 好于 4-5 月, 但仍大幅低于疫情前。其中利润前瞻指数虽大幅回升 11.2 个百分点至 38.2%, 但绝对值仍低, 与企业利润数据反映的“国强民弱”特点较为一致。

6 月制造业总体景气度回升, 呈现出供需恢复、物流改善、产品去库特征。大部分指标与季节性(指 2016-2019 均值)相比仍欠佳, 但差距已经明显收窄, 例如表征供需的制造业 PMI、PMI 生产、PMI 新订单、PMI 进口虽仍低于季节性, 但偏离度仅在 0.1-1.2 个百分点之间; PMI 产成品库存略高于季节性 1.8 个百分点, 说明制造业仍未恢复至疫情前, 但已较 4-5 月明显改善, 后续政策还需在产需端持续发力。

- **理由二: 3000 亿政策性金融工具打开基建想象空间, 理想情况下有望撬动 2.4-3 万亿增量资金, 助力经济增速向 5.5% 靠拢。**

**建筑业 PMI 大幅回升, 持续位于扩张区间。**6 月建筑业 PMI 回升 4.4 个百分点至 56.6%。其中建筑业新订单和建筑业业务活动预期指数分别回升 4.4 和 5.2 个百分点至 50.8% 和 63.1%, 呈现出需求和预期双强局面。在政策加码支持下, 预计后续新老基建齐发力, 基建高增确定性进一步增强。

6 月 30 日国常会提出“运用政策性、开发性金融工具, 通过发行金融债券等筹资 3000 亿元, 用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥”。此前我们多次提示下半年基建投资或面临“项目等资金”的窘境, 近期稳增长政策加快加码发力, 基建增量资金包括 3000 亿金融债券补充资本金、调增政策性银行 8000 亿元信贷额度以及大概率会落地的明年专项债提前批额度等, 基建项目和基建资金齐头并进、助推经济回归合理区间。具体来看, 根据 1996、2004、2009、2015、2019 年国务院关于固定资产投资项目资本金管理的规定, 各行业项目资本金比率下限大

多落在[20%, 30%], 其中铁路、公路、城市轨道交通、电力为 20%。本次 3000 亿金融债不得超过全部资本金的 50%, 若资本金比率设为 20%-25%, 则 3000 亿金融债实际杠杆比例为 10.0 倍、8.0 倍, 拉动专项债 3 万、2.4 万亿元, 推升基建投资增速至 20.4%、17.5%, 测算全年 GDP 增速从 4.5% 升至 6.1%、5.7%。

综合资金、项目端看, 下半年或将重现 2020 年“资金等项目”, 理想情况下预计全年基建增速 15%、拉动 GDP 同比至 5.3%。在《破局之路, 妙手何方? ——2022 中期宏观展望》中我们测算, 截至 4 月底, 26 省重大项目年内计划投资总额为 11.2 万亿元, 可比口径下 23 省重大项目年内计划投资总额 9.71 万亿元, 同比增速 12.0%。一方面, 年内项目储备短期可能难以满足增量资金的到位, 另一方面筹措满足收益率要求的优质项目可能在时间和空间上均有压力。因此我们取基建资金增速和项目增速的平均值 15% 作为合意增速, 对应全年 GDP 为 5.3%, 接近 5.5% 的经济增长目标。

● **理由三: 疫情受控、防疫放松, 超额储蓄+消费券为消费的超预期奠定基础。**

**6 月服务业大幅恢复。**6 月非制造业 PMI 商务活动指数大幅回升 6.9 个百分点至 54.7%, 创年内新高。其中服务业 PMI 回升 7.2 个百分点至 54.3%, 时隔三个月重回荣枯线以上。表征需求的 PMI 服务业新订单指数大幅回升 10 个百分点至 53.7%, 表征预期的服务业业务活动预期指数回升 5.8 个百分点至 61%, 说明服务业需求和信心均明显恢复。行业层面, 根据统计局数据, 景气较高的有铁路运输、航空运输、道路运输、住宿、餐饮、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等。此外, 地产景气度明显改善, 6 月 30 个大中城市商品房成交面积同比下滑 13% (1-2 月下降近 30%、3 月下降 47%、4 月下降 54%、5 月下降 48%), 降幅缩窄, 印证了我们此前的判断, 即以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标, 该指标领先 30 城商品房成交面积约 3 周, 从而推测 6 月之后地产销售将见拐点。

中国工业和信息化部 29 日宣布, 即日起取消通信行程卡“星号”标记, 随着疫情受控、防疫放松, 消费弹性有望继续打开。我们在中期策略报告《破局之路, 妙手何方? ——2022 中期宏观展望》曾提示在疫情消退的前提下, 消费存在超预期可能性。其一, 疫情变量逐步消退, 居民部门超额储蓄或拉动社零 1.9 个百分点; 其二, 本轮消费券行业设计较 2020 年更合理, 经测算对消费总体拉动约为 7.5-8.0 倍、高于 2020 年的 6.4 倍。假设今年全年发放消费券 500 亿元, 则拉动居民消费 4000 亿元、改善社零增速 1.0 个百分点。总体看, 综合疫情受控、防控放松后服务业逐步修复, 以及超额储蓄和消费券对消费的拉动。我们建议关注汽车、餐饮等消费, 家电、家具次之。

● **理由四: 上游成本压力缓解, 中下游“困境反转”机会来临。**

价格指数有所回落, 我们测算 6 月 PPI 同比在 6.3% 左右, 随着上游利润见顶和美国衰退预期发酵, 中下游行业成本压力料将改善, 提示部分中下游行业“困境反转”机会。

6 月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别较前值回落 3.8、3.2 个百分点至 52%、46.3%, 出厂价格连续 2 个月位于收缩区间。结合高频数据来看, 截至 6 月 17 日的生产资料价格指数环比回升 0.4%, 但 6 月中旬之后南华工业品指数和 CRB 工业原料现货指数加速下跌, 6 月两者分别环比回升 0.06% 和下降 2.55%。综合以上, 我们预计 6 月 PPI 环比可能在 0.2% 左右, 同比在 6.3% 左右。

此外, PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为 -5.7% (前值 -6.3%), 负缺口继续回落, 说明中下游行业成本压力减轻。维持我们在报告《成本压力结构性缓解, 利好哪些中下游? ——兼评 5 月企业利润》中的观点, 随着上游利润见顶和美国衰退预期发酵, 中下游行业成本压力料将改善, 部分行业将具备较强的利润弹性。

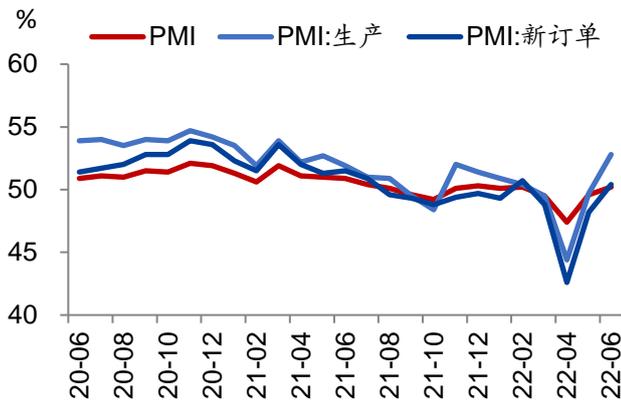
1) 上游利润见顶回落, CPI-PPI 表征的利润传导重新启程, 推动中游、下游利润渐次回升, 利好食品饮料、建筑材料、家用电器、医药生物等行业。

2) 美国衰退预期交易下, “空有色多能源”利好电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交运设备等行业。美国持续激进加息下, 市场衰退预期逐步升温, 受经济复苏供需节奏错位和耐用品消费-服务消费错位影响, 预计有色价格领先下行且幅度远大于油价。我们基于投入产出表的完全消耗系数测算, 认为对有色依赖度高、对油依赖度低的行业在下半年可能具有更大的利润弹性, 即电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交运设备有望受益。

● **风险提示**

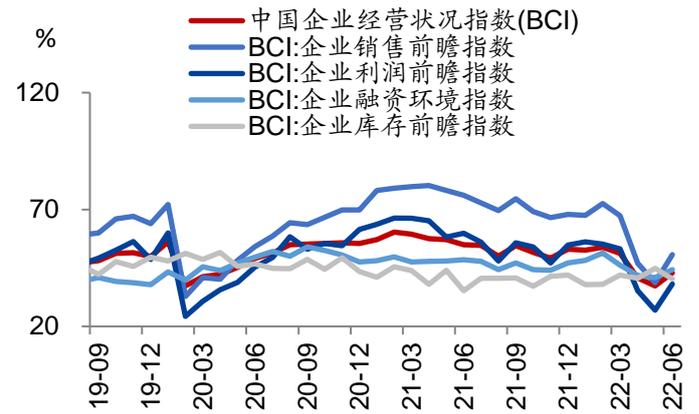
疫情演化超预期, 基建投资不及预期, 政策实施力度不及预期。

图表 1 制造业景气度全面回升



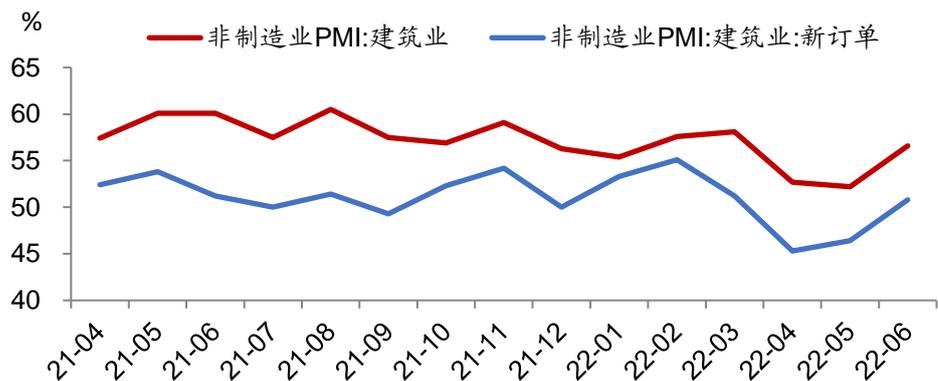
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 BCI 指数显示民营中小企业景气度回升



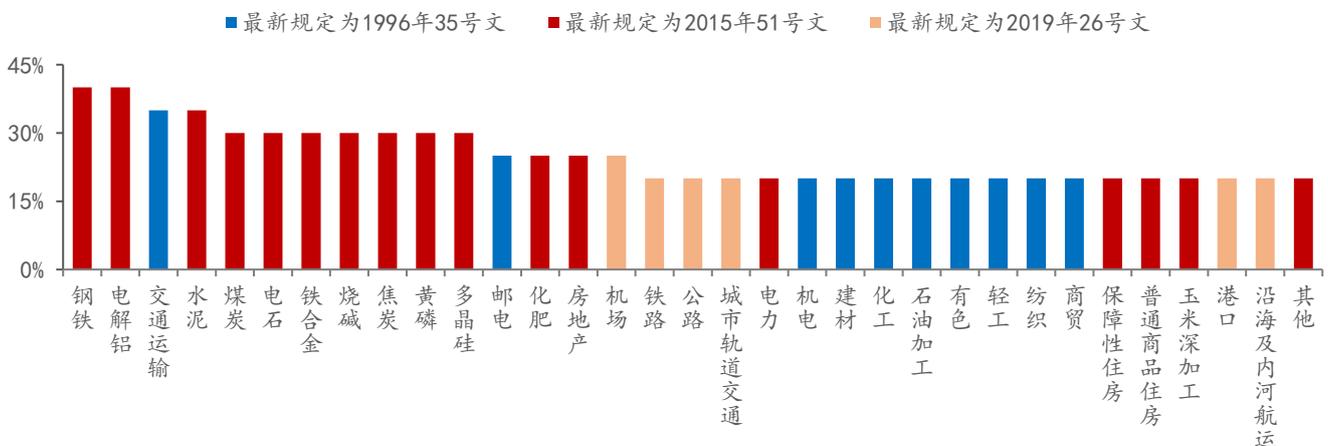
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 建筑业景气度大幅回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 各行业项目资本金比例统计



注: 各年规定中项目分类不完全一致, 此处仅统计明确规定项目资本金比例的行业。

资料来源: 国务院, 华安证券研究所

**图5 不同资本金比例下，基建自筹资金测算**

	自筹资金															
	城投债		PPP		政府性基金支出		新增专项债		政策性信贷		广义非标融资		其他自筹资金		自筹资金合计	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
2016年	7,326	5.6	8,920	6.8	15,454	11.8	1,199	0.9	14,599	11.2	21,313	16.3	8,404	6.4	77,215	59.2
2017年	2,527	1.8	17,480	12.2	20,127	14.1	2,191	1.5	12,023	8.4	21,228	14.8	7,042	4.9	82,618	57.7
2018年	2,880	2.1	24,110	17.2	27,047	19.3	4,226	3.0	9,903	7.1	-16,078	-11.5	28,303	20.2	80,392	57.4
2019年	4,176	2.9	23,675	16.7	26,856	19.0	13,162	9.3	13,361	9.4	-7,374	-5.2	3,991	2.8	77,846	55.0
2020年	7,392	4.9	19,791	13.2	29,377	19.5	23,412	15.6	25,484	16.9	-10,482	-7.0	-13,657	-9.1	81,318	54.1
2021年	6,861	4.1	15,185	9.1	32,969	19.8	19,506	11.7	21,542	12.9	-11,761	-7.1	643	0.4	84,945	51.0
2022年(资本金比例20%)	6,480	3.2	12,046	6.0	29,635	14.8	24,376	12.1	46,000	22.9	-11,761	-5.9	5,788	2.9	112,563	56.1
2022年(资本金比例25%)	6,480	3.3	12,046	6.2	29,635	15.1	24,376	12.5	41,200	21.1	-11,761	-6.0	5,788	3.0	107,763	55.1

注：新增资本金和资本金撬动的部分可能计入政策性信贷、国内贷款、专项债、PPP、其他自筹资金等，此处简化处理全部计入政策性信贷，不影响总量估算。

资料来源：财政部，wind，华安证券研究所测算

**图6 不同资本金比例下，基建资金来源测算**

	基建投资资金来源测算									
	国家预算内资金		国内贷款		自筹资金合计		外资及其他资金		基建投资资金	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	同比(%)
2016年	20,853	15.99	21,084	16.16	77,215	59.20	11,284	8.7	130,436	
2017年	23,219	16.22	23,398	16.35	82,618	57.72	13,906	9.7	143,141	9.7
2018年	24,172	17.26	21,587	15.42	80,392	57.41	13,869	9.9	140,020	-2.2
2019年	24,697	17.45	22,590	15.96	77,846	54.99	16,424	11.6	141,557	1.1
2020年	31,611	21.02	21,156	14.07	81,318	54.06	16,326	10.9	150,411	6.3
2021年	31,901	19.16	33,439	20.08	84,945	51.01	16,229	9.7	166,514	10.7
2022年(资本金比例20%)	34,779	17.34	36,875	18.39	112,563	56.14	16,300	8.1	200,517	20.4
2022年(资本金比例25%)	34,779	17.77	36,875	18.84	107,763	55.06	16,300	8.3	195,717	17.5

注：新增资本金和资本金撬动的部分可能计入政策性信贷、国内贷款、专项债、PPP、其他自筹资金等，此处简化处理全部计入政策性信贷，不影响总量估算。

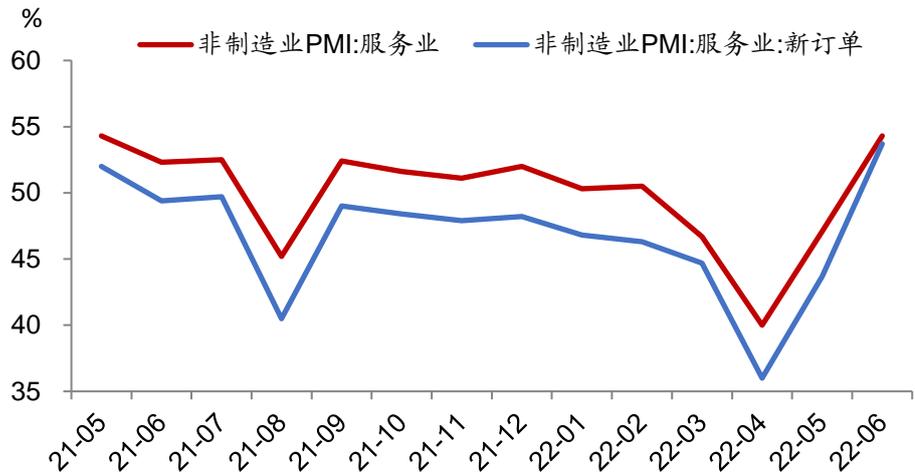
资料来源：财政部，wind，华安证券研究所测算

**图7 不同资本金比例下，基建和GDP增速敏感性测算**

	GDP 实际	GDP 名义	资本形成总额	基建	制造业	地产建安	地产消费	最终消费	净出口
基准情形	4.5%	6.9%	8.4%	9.0%	15.0%	3.0%	-5.0%	5.9%	7.1%
资本金比例 20%	6.1%	8.5%	11.9%	20.4%	15.0%	3.0%	-5.0%	5.9%	7.1%
资本金比例 25%	5.7%	8.1%	11.0%	17.5%	15.0%	3.0%	-5.0%	5.9%	7.1%

资料来源：财政部，wind，华安证券研究所测算

图表 8 服务业景气度大幅回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 省级促消政策与消费券覆盖行业

行业	覆盖频次	覆盖频率
汽车	18	75.0%
家电	15	62.5%
餐饮	10	41.7%
文旅	5	20.8%
零售	3	12.5%
家具	3	12.5%
住宿	2	8.3%
成品油	2	8.3%

资料来源: 各地人民政府网、新闻报道, 华安证券研究所

图表 10 城市促消政策与消费券覆盖行业

行业	覆盖频次	覆盖频率
餐饮	21	55.3%
汽车	19	50.0%
家电	16	42.1%
零售	11	28.9%
文旅	9	23.7%
体育	4	10.5%

资料来源: 各地人民政府网、新闻报道, 华安证券研究所

图表 11 2022 年 3 月以来消费券对消费的拉动

城市	时间	消费券金额 (亿元)	拉动消费 (亿元)	实际/预计	拉动比率
郑州	3月8日	0.3	2.3	实际	7.5
青海	3月31日	1.9	12.0	预计	6.3
无锡	4月30日	0.1	1.0	预计	8.3
晋城	5月1日	0.5	5.0	预计	10.0
海南	5月27日	1.2	10.0	预计	8.3
广东	1月至5月	6.1	35.8	实际	5.9
广西	五一	0.0	0.3	实际	13.5
佛山	2月至5月	0.1	1.0	实际	17.1
义乌	6月3日	0.1	0.6	实际	5.0
<b>总计</b>		<b>10.3</b>	<b>68.0</b>		<b>7.6</b>

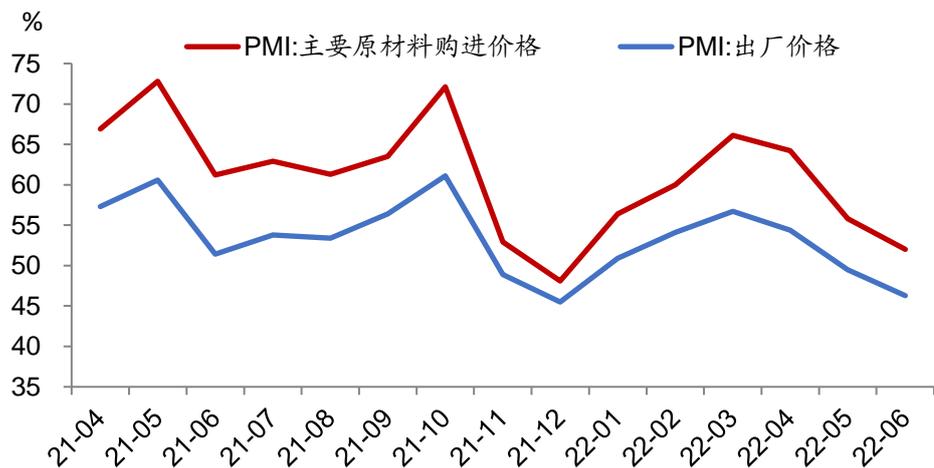
资料来源: 各地人民政府网、新闻报道, 华安证券研究所测算

图表 12 2020 年消费券对消费的拉动

城市	时间	统计时间段	发放总额	核销金额	核销率	拉动消费	拉动消费/ 发放总额	拉动消费/ 核销金额
晋城	3.22	03.22-04.19	1500	1442	96.1%	17300	11.5	12.0
杭州	3.27	03.27-04.16	37500	32100	85.6%	342200	9.1	10.7
嘉兴	3.31	03.31-04.16	10600				0.0	
佛山	4.01	04.01-04.11	5000	3870	77.4%	13600	2.7	3.5
内江	4.10	04.10-04.24		243		821		3.4
沈阳	4.10	04.10-04.24	2000	944	47.2%	6459	3.2	6.8
衢州	4.03	04.03-04.13	3390	1846	54.5%	10147	3.0	5.5
郑州	4.03	04.03-04.16	5000	3925	78.5%	55200	11.0	14.1
赤峰	4.05	04.05-04.20	500	364	72.8%	3692	7.4	10.1
呼和浩特	4.05	04.05-04.14	1000	86	8.6%	719	0.7	8.4
绍兴	4.05	04.05-04.12	7500	2333	31.1%	10900	1.5	4.7
宁波	4.17	04.17-04.23	1070	515	48.1%	5321	5.0	10.3
乌鲁木齐	4.18	04.18-04.24	4786	330	6.9%	5498	1.1	16.7
温州	4.18	04.18-04.25	19720	13000	65.9%	98200	5.0	7.6
<b>总计</b>			<b>99566</b>	<b>60998</b>	<b>68.3%</b>	<b>570057</b>	<b>6.4</b>	<b>9.3</b>

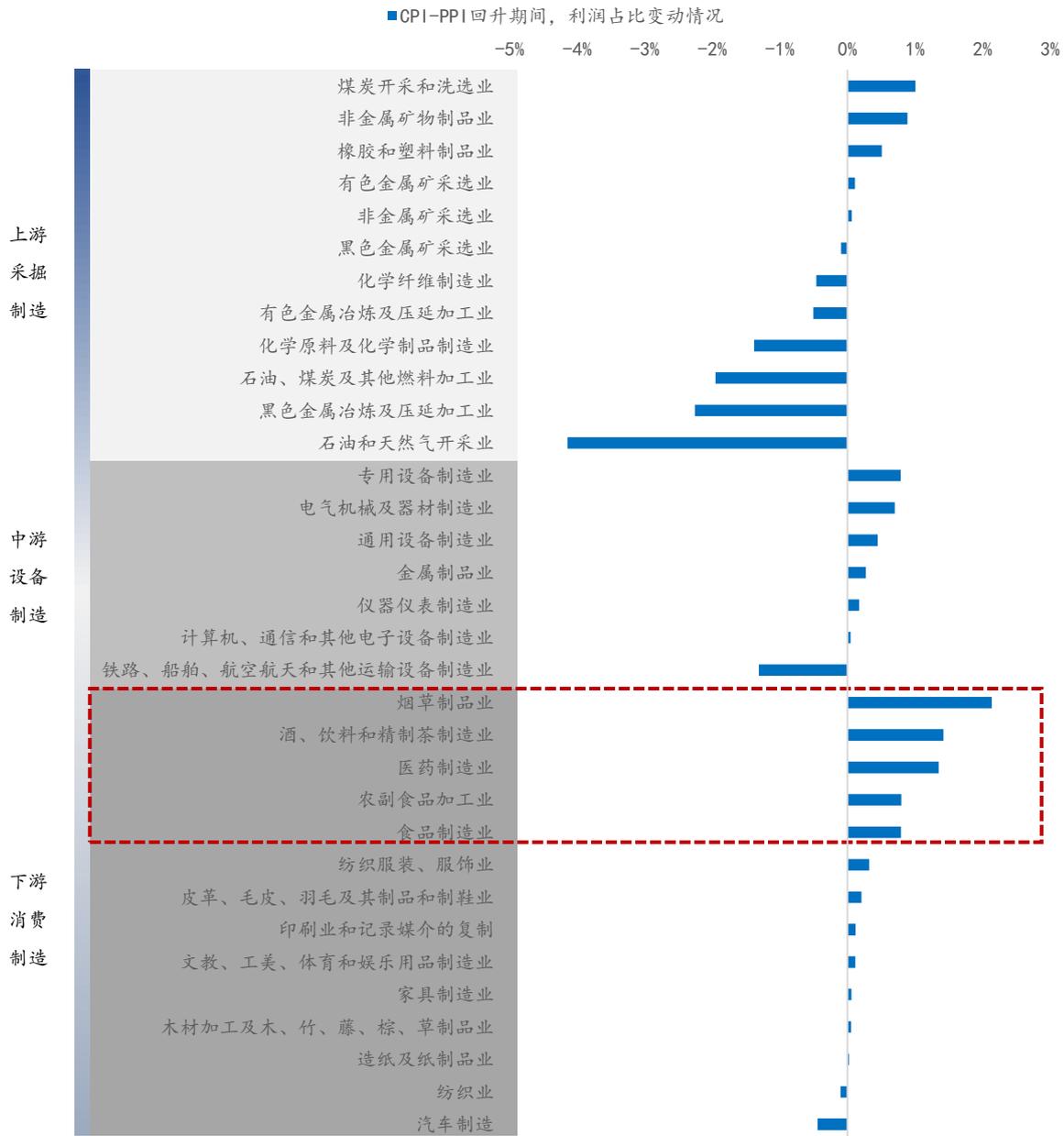
资料来源：北京大学国发院《消费券的中国实践》，华安证券研究所

图表 13 价格指数持续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 14 CPI-PPI 回升与工业行业利润分配的关系



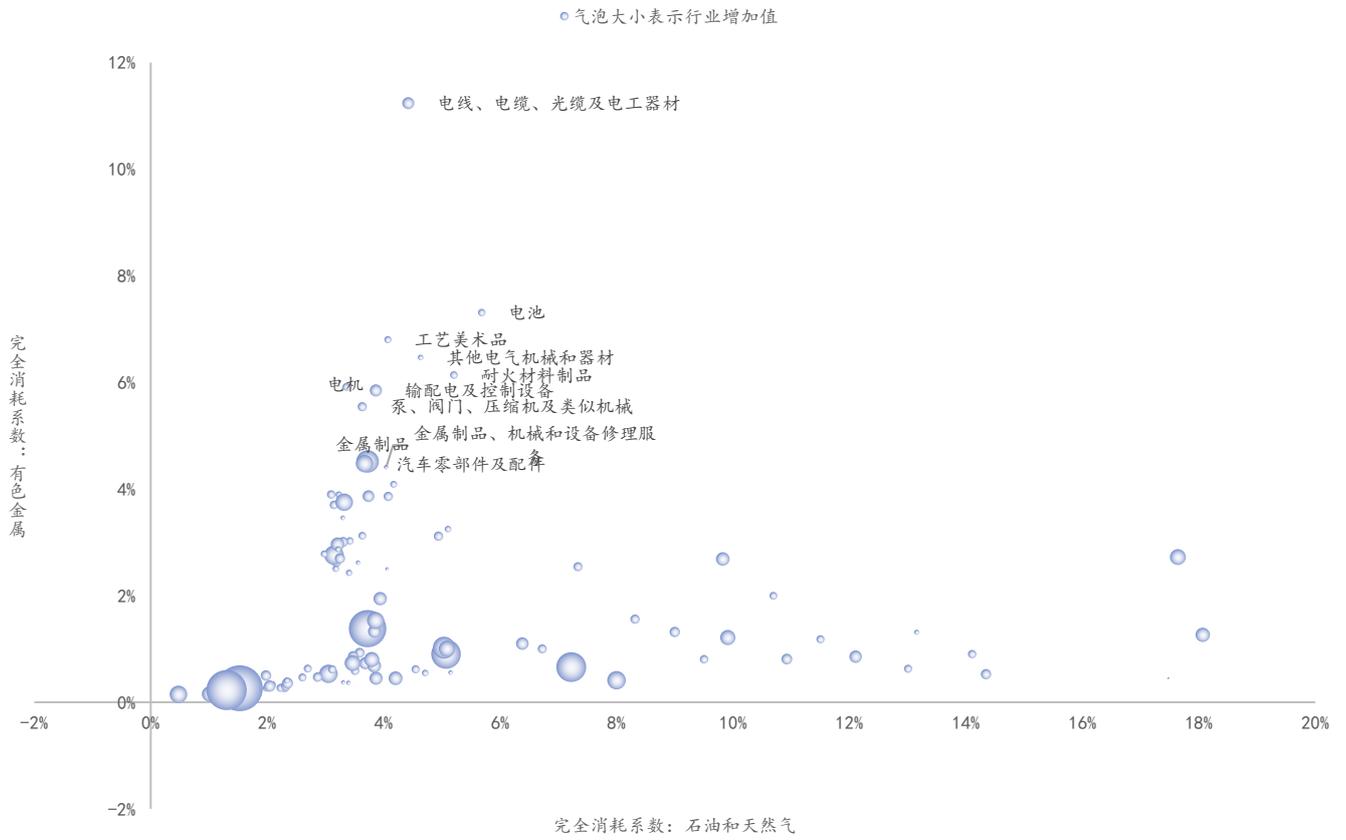
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 15 CPI-PPI 回升与申万一级指数收益率的关系

收益率情况	历史均值			2000.7至2002.2			2004.11至2007.9			2008.8至2009.8			2010.5至2012.8			2017.2至2020.4		
	后三个月	至剪刀差回正	至剪刀差回顶	后三个	至剪刀差回正	至剪刀差回顶	后三个	至剪刀差回正	至剪刀差回顶	后三个	至剪刀差回正	至剪刀差回顶	后三个	至剪刀差回正	至剪刀差回顶	后三个	至剪刀差回正	至剪刀差回顶
食品饮料	-0.9	8.9	35.9															
建筑材料	4.1	1.0	11.2															
家用电器	1.6	-4.6	10.8															
医药生物	-1.6	-8.5	10.7															
休闲服务	-4.8	-9.3	6.2															
国防军工	-6.7	-13.9	2.6															
房地产	-1.6	-9.2	1.8															
有色金属	-7.7	-9.7	0.2															
汽车	-3.6	-14.3	-0.6															
电子	-4.9	-17.7	-1.5															
机械设备	-0.3	-6.3	-2.2															
农林牧渔	-4.7	-11.0	-4.0															
计算机	-8.5	-18.2	-5.5															
非银金融	-7.9	-14.7	-8.2															
电气设备	-3.0	-15.2	-8.8															
银行	-12.2	-14.7	10.2															
综合	-8.4	-16.0	10.3															
通信	-0.2	-10.7	10.6															
采掘	-10.1	-16.1	12.5															
化工	-8.4	-13.5	13.4															
建筑装饰	1.0	-7.3	13.6															
纺织服装	-5.7	-14.3	13.8															
公用事业	-1.6	-13.2	14.1															
商业贸易	-4.1	-16.1	16.3															
轻工制造	-8.4	-17.6	16.4															
钢铁	-7.0	-11.0	17.3															
传媒	-6.7	-18.5	17.6															
交通运输	-7.7	-17.6	19.0															

资料来源：WIND，华安证券研究所 注：指数收益率红色表示正收益，蓝色表示负收益，第二轮期间股指涨幅过大、以及宏观形势与本轮差异较大，在计算历史均值时予以剔除

图表 16 “空有色多能源” 利好行业一览



资料来源：wind，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 年、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 15%；
- 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。