

经济继续弱回升，下半年偏平稳

2022年6月经济数据点评

核心内容：

- **2 季度经济实现正增长，经济持续恢复** 2022 年 2 季度经济增速略低于市场预期，但仍然实现正增长。2 季度经济运行再次受到了疫情封控的影响。4 月份和 5 月份长三角、珠三角以及长春等地区先后封控，6 月份封控减弱经济逐步恢复。2 季度，房地产投资和消费仍然较弱，基建投资回升，制造业投资相对平稳，出口仍然保持高速增长。3 季度来看，房地产投资低位震荡，消费回升，基建投资平稳，制造业投资小幅回落，工业增加值增速上行。
- **防控减弱，制造业继续恢复** 6 月份制造业继续恢复，工业增加值同比环比回升，环比回升至正常水平，同比仍然偏弱。疫情防控对物流阻断减弱，4、5 月份回落速度最快的汽车生产在 6 月份快速回升，其他制造业部门也都有不同程度的上行。工业的逐步修复需要疫情防控持续的放松，下半年工业生产仍然承压。第一，持续防疫政策对工业的干扰长期化，国内需求恢复速度仍然偏缓；第二，海外“衰退”预期下，订单的逐步减少会反馈至工业生产中；第三，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。预计 3 季度工业生产仍然逐步恢复至正常水平，4 季度可能平稳。
- **消费刺激政策逐步见效** 社会零售品消费总额继续回升，6 月份消费增速略低于市场预期，新冠防控对社会零售消费影响减弱，消费增速恢复正，并且消费增速回升会在 3 季度持续。6 月份尽管封控措施缓解，但餐饮消费和服务消费恢复仍然较慢，商品零售消费持续恢复，预计 7 月份消费增速的回升中，餐饮和服务类消费占比上行。从限额商品销售中看到，受刺激政策推动的汽车消费快速上行，生活必需品、石油制品、金银珠宝、通讯器材、办公用品均持续恢复，但房地产相关消费仍然相对疲软。疫情常态化对于消费的压制可以类比 2021 年，社会消费即使回升也较为弱势。3 季度消费增速预计 4.5% 左右，全年消费预计在 1.5% 左右。
- **制造业投资动能减弱，基建平稳，房地产待观察** 2022 年 1-6 月固定资产投资回落速度减缓，其中制造业投资增速表现平稳；基建投资上行是政策加快的结果；房地产投资继续下滑。制造业投资仍然处于高位，但其动力已经减弱，PMI 显示制造业生产虽然持续修复，但订单累积并不迅速，加上制造业利润下滑，下半年制造业投资增速可能回落。基建投资受益于政府投入的加快，1-6 月份地方政府专项债融资结束，财政资金直达下放使得基建投资下半年平稳。房地产投资继续下滑，房地产销售有所回暖，房地产新开工仍然下滑，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能 4 季度止跌。
- **下游需求仍然偏弱，修复可能偏缓** 经济运行的各项指标在 6 月份继续回升，整体经济运行要逐步适应常态化的疫情防控，这会影响经济的回升的速度。3 季度生产逐步恢复正常，经济重新寻找平衡，在此之前经济周期仍然没有进入上升通道。政策层也在逐步调整，减少各种政策对经济的干扰。

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

一、2 季度经济实现正增长，经济持续恢复

2022 年 2 季度经济增速略低于市场预期，但仍然实现正增长。2 季度经济运行再次受到了疫情封控的影响，形势较为复杂。4 月份和 5 月份长三角、珠三角以及长春等地区先后封控，经济增速仅比 2020 年 3 月份略好，6 月份封控减弱经济逐步恢复。

从供给层面来看，2 季度工业生产弱于 1 季度。PMI 显示订单回落，产成品库存上行，工业生产受到压制。4、5 月份工业生产再次走低，受到了疫情封控的影响，尤其是汽车行业等受影响较深。虽然原材料价格上行带来了上游生产的回升，但对整个下游需求均有压制。较好的方面是出口行业保持平稳，出口交货值创出新高，相关行业的生产平稳。

从需求方面来看，制造业投资表现较好，制造业的投资额持续上行。持续的政策和资金支持带动了制造业的投资，政策效果已经在制造业显现。基建投资持续上行，2 季度基建投资继续回升，政府债券发行速度较快，基建投资上半年持续走高。

表现较弱的是房地产投资和社会总零售。房地产投资方面，房地产先行指标卖地收入、商品房销售面积和销售额均在 6 月份低位回升，但仍然处于负增长状态。房地产资金到位情况并未好转，房地产开发商资金较为紧张。社会零售消费在 6 月份恢复正增长，但 2 季度仅有 -4.9% 的增速。疫情防控已经对零售消费带来巨大的影响，汽车、石油制品、房地产相关的家用电器和家具、升级消费的金银珠宝等均大幅下滑，食品和药品消费再次上行。对新冠疫情的防控在 6 月份放松，消费刺激政策已经开始见效，汽车行业消费大幅回升，未来服务类消费和餐饮消费也会上行。

2 季度 GDP 增速 0.4%，主要封控影响了整个 4 月份和 5 月份经济运行，6 月份经济才开始缓慢恢复。2022 年 2 季度 GDP 增长 292,464 亿元，同比增长 0.4%，名义增长 3.9%。

表 1: 2 季度经济运行数据

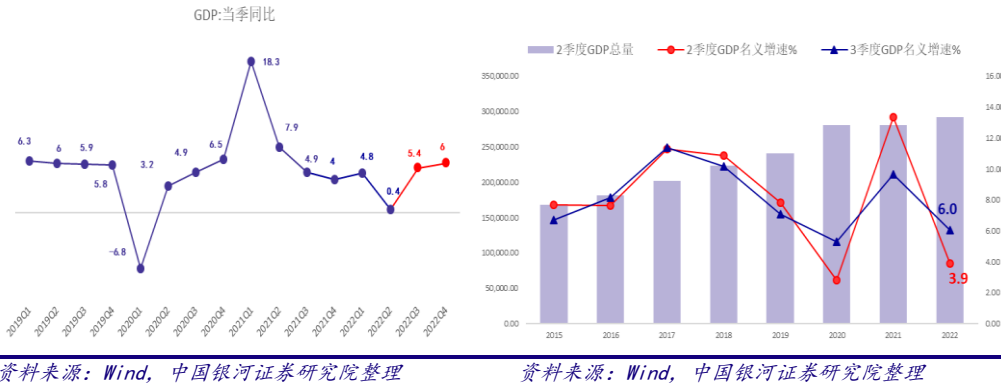
%	GDP	工业增加值	社会消费零售总额	固定资产投资(当季同比)				出口	CPI	PPI
				总投资(累计同比)	制造业	房地产	基建			
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.7	-7.7	2.0	-1.4
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7.0	14.9	7.9	1.6	6.3
2018	6.7	6.2	9.0	5.9	9.5	9.5	1.8	9.9	2.1	3.5
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	0.2	2.9	-0.3
2020	2.2	2.8	-3.9	2.9	-2.2	7.0	3.4	3.6	2.5	-1.8
2021	8.1	9.6	12.5	4.9	13.5	4.4	0.4	29.9	0.9	8.1
2022E	4.2	4.6	1.5	5.9	6.6	-3.1	7.2	9.1	2.0	5.6
2022Q1	4.8	7.2	1.6	9.3	15.6	0.7	8.5	8.1	1.1	8.7
2022Q2	0.4	0.6	-4.9	6.1	10.4	-5.4	7.1	12.9	2.2	6.8
2022Q3E	5.4	5.2	4.3	5.8	8.5	-5.0	8.0	8.9	2.5	4.7
2022Q4E	6.0	5.4	5.0	5.9	6.6	-3.1	7.2	6.3	2.4	2.2

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2 季度，规模以上工业增加值增长 0.6%，房地产投资下行 5.4%，基建投资增长 7.1%，制造业投资增长了 10.4%，全社会消费总额下行 4.9%，出口总额增长了 12.9%。从数据中可以看到，房地产投资和消费仍然较弱，基建投资回升，制造业投资相对平稳，出口仍然保持高速增长。3 季度来看，房地产投资低位震荡，消费回升，基建投资平稳，制造业投资小幅回落，工业增加值增速上行。

图 1: 2 季度 GDP 实际增长 (%)

图 2: 2 季度 GDP 名义增长率 (%)



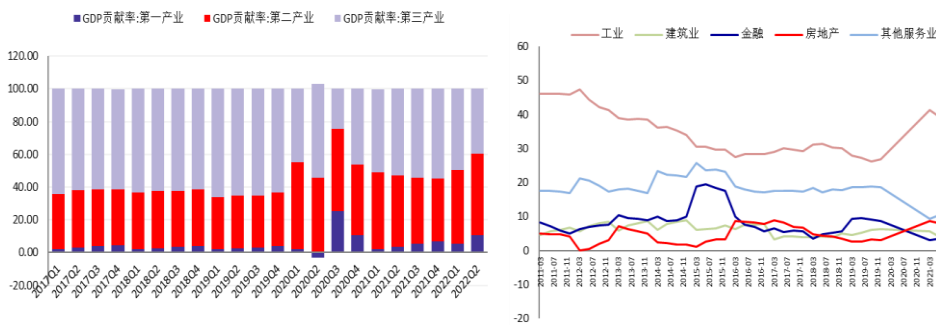
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从各部门对 GDP 的贡献来看, 第二产业对 GDP 的贡献上行。第二产业的上行可以预计, 工业生产仍然保持在较好的位置上, 主要是出口拉动, 而房地产较为低迷, 疫情下交通、旅游、餐饮等较弱, 带来了第三产业的低迷。

图3: 三产对 GDP 的贡献 (%)

图4: 各行业对经济贡献 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、防控减弱, 制造业继续恢复

6 月份制造业继续恢复, 工业增加值同比环比回升, 环比回升至正常水平, 同比仍然偏弱。疫情防控对物流阻断减弱, 4、5 月份回落速度最快的汽车生产在 6 月份快速回升, 其他制造业部门也都有不同程度的上行。工业的逐步修复需要疫情防控持续的放松, 下半年工业生产仍然承压。第一, 持续防疫政策对工业的干扰长期化, 国内需求恢复速度仍然偏缓; 第二, 海外“衰退”预期下, 订单的逐步减少会反馈至工业生产中; 第三, 工业产成品库存仍然走高, 消化库存需要时间。预计 3 季度工业生产仍然逐步恢复至正常水平, 4 季度可能平稳。

6 月份规模以上工业增加值同比增长 3.9%, 比 5 月份上行 3.2 个百分点, 市场预期 4.1%, 环比回升 0.84%。工业增加值同比和环比回升, 虽然绝对值仍然处于历年均值之下, 但是回升的趋势较为明显。6 月份采矿业依然保持高增长, 制造业恢复增长, 水电燃气增速上行。

我国工业生产回升, 6 月份疫情防控对生产的影响消退, 制造业生产继续恢复: (1) 采矿业生产仍然较高, 得益于原材料价格的高涨。采矿业生产增速录得 8.7%, 比 5 月份上行 1.7 个百分点; 其中煤炭洗选业生产增速 11.2%, 仍然处于较高的位置; (2) 主要行业生产均有所

回升；16个制造业行业中有13个生产回升，3个行业生产增速下滑。6月份汽车产业恢复速度最快，汽车行业受到疫情封控影响最大，而受到稳增长措施支持较多，汽车行业消费和生产逐步恢复。出口行业仍然表现较好，计算机制造、电气机械和专用设备生产恢复较快；(3)生活必需品生产稍有下滑，农副食品、食品制造和纺织业生产比上个月回落。

工业生产保持持续恢复的状态。首先，必选消费品的生产趋近于平稳，如食品和农副产品加工生产增速回落；其次，房地产基建产业链恢复速度偏缓，如黑色金属冶炼(0.6%)和金属制品(0.1%)；再次，出口行业表现依然强劲；最后，汽车行业快速反弹。

工业生产仍然受到疫情防控的影响，PMI订单显示生产订单有所恢复，生产恢复仍然没有结束，但下半年压力较大。未来工业生产上行需要封控继续缓解以及政策持续支持。封控缓解后，相关积压订单会带来生产的反弹，生产会有一些的恢复；但防疫常态化后，对生产的压制是持续性的。稳增长措施仍然需要继续，国内订单恢复速度偏缓。

海外需求对工业生产的拉动会逐步减弱，需要国内的需求补充。受到美联储加息以及国内下游开工的不足，大宗商品市场出现普跌，从供给影响的原油，到全球商品铜，以及中国商品钢材和铁矿石价格均下行。海外“衰退”预计下半年到来，海外需求会逐步走弱。虽然商品价格下行使得制造业企业成本下滑，但是如果订单下滑更快，工业生产受到影响更大。

生产恢复至正常水平是3季度的主题，稳增长的措施效果在3季度显现。工业生产4季度可能相对平稳，再次走高的可能性偏弱，下半年货币政策和财政政策仍然需要相互配合。

图 5: 工业增加值同比增速回升 (%)

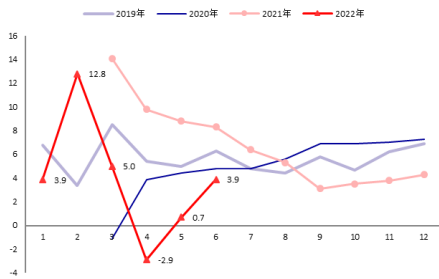
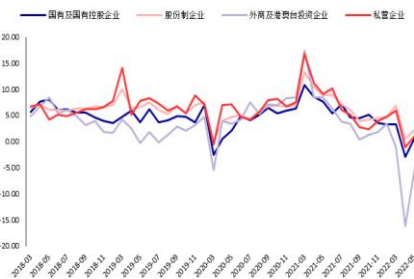


图 6: 外资企业生产回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

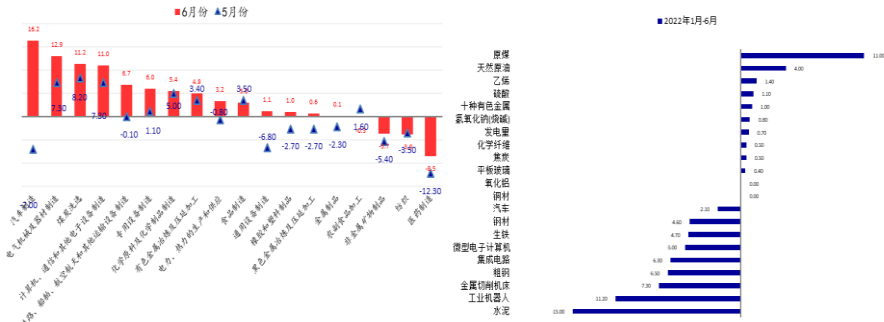
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

采矿业增速仍然较快,制造业有一定程度的恢复。采矿业生产仍然在高位,6月份录得8.7%的增速,夏季用电高峰带来了对原材料的需求,对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业。原材料行业表现均较好,6月份原煤产量继续上行,十种有色金属产量小幅走高,发电机组产量继续回升。但是相关工业品在6月份继续回落,6月份水泥、玻璃、钢材、计算机、移动通讯手机、金属机床、集成电路的产量继续负增长,但6月份汽车产量快速上行。

6月份上游行业的产品继续恢复,中游行业偏疲软,前期强势的下游计算机等行业生产回落,前期疲弱的汽车生产反弹。6月汽车产量继续恢复,从5月份的-4.8%回升至本月的26.8%,单月产量257万辆,其中新能源车产量60.5万辆,增速120.8%,新能源车产量仍然高速增长。

图 7: 主要行业生产当月同比增速 (%)

图 8: 主要工业品生产累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

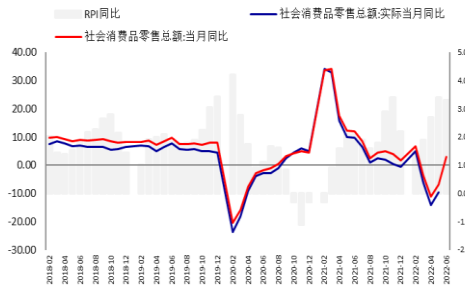
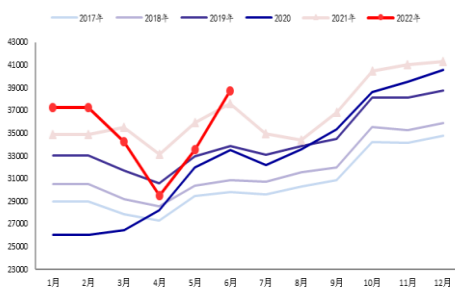
三、消费刺激政策在逐步见效

社会零售品消费总额继续回升, 6月份消费增速略低于市场预期, 新冠防控对社会零售消费影响减弱, 消费增速恢复正, 并且消费增速回升会在3季度持续。6月份尽管封控措施缓解, 但餐饮消费和服务消费恢复仍然较慢, 商品零售消费持续恢复, 预计7月份消费增速的回升中, 餐饮和服务类消费占比上行。从限额商品销售中看到, 受刺激政策推动的汽车消费快速上行, 生活必需品、石油制品、金银珠宝、通讯器材、办公用品均持续恢复, 但房地产相关消费仍然相对疲软。疫情常态化对于消费的压制可以类比2021年, 社会消费即使回升也较为弱势。3季度消费增速预计4.5%左右, 全年消费预计在1.5%左右。

6月份社会零售总额38,742亿元, 增长速度为3.1%, 市场预期0%。2022年6月份社会消费零售增速恢复正增长, 随着新冠疫情防控措施好转, 零售消费好转持续。1-6社会零售总额210,432亿元, 同比增长-0.7%。

图9: 2022年5月消费额回升 (%)

图10: 消费额实际同比回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

6月份商品零售和餐饮收入有所回升, 商品零售恢复正增长, 但餐饮收入仍然负增长。新冠疫情防控仍然对餐饮消费压力仍然较强。6月份餐饮消费增速-4.0%, 商品消费3.9%。

6月份各行业消费增速回升, 但是家具和建筑材料消费负增长, 其他商品消费恢复正增长:

- (1) 居民食品和药品消费增速小幅回落, 增速仍然属于正常水平。
- (2) 汽车消费快速回升, 汽车消费刺激效果显现。6月份汽车消费增速上行至13.9%, 比5月份16%的增速大幅上行。
- (3) 石油及石油制品的消费受到价格影响继续; 石油和石油制品消费增速14.7%, 比上月上行6.4%。
- (4) 消费升级产品有所恢复, 金银珠宝、服装鞋帽、通讯器材消费回升, 但房地产相关的家具和建筑装潢材料消费6月份仍然负增长。

2022年上半年人均可支配收入和支出持续下滑,2季度疫情封控对居民收入和支出产生巨大的影响。居民资产负债表破坏下,消费谨慎度未来可能上行。上半年居民收入增速3.6%,比1季度下滑1.8个百分点,居民支出增速0.8%,下滑4.9个百分点。

图 11: 商品和餐饮零售销售增速 (%)

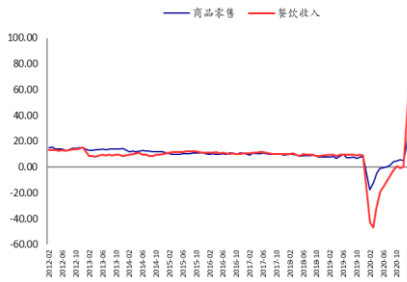
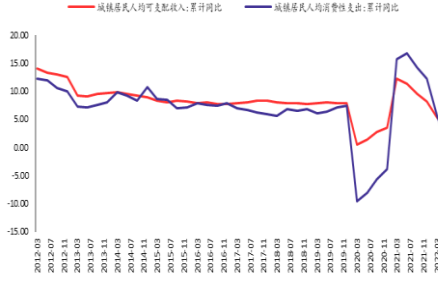


图 12: 城镇居民人均可支配收入和消费支出 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

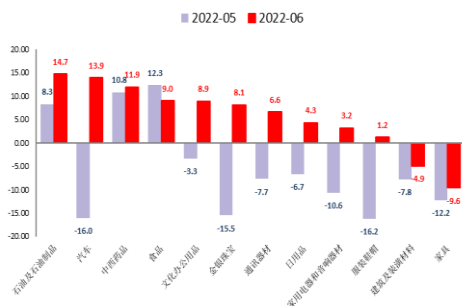
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

受到居民收入水平下滑和新冠疫情封控的影响,1-6月份社会消费零售总额负增长。6月份新冠封控政策缓解,消费增速恢复正增长,但仍然在历史平均水平之下,下游恢复速度偏缓。商品消费持续恢复,6月份受到汽车消费刺激政策的影响,汽车消费单月达到4551亿元,占限额商品消费额的33%,消费上行幅度较快。

7月份消费增速预计继续回升,服务类消费和餐饮消费预计贡献继续上行,商品类消费中汽车、房地产相关产品消费也会有所贡献。

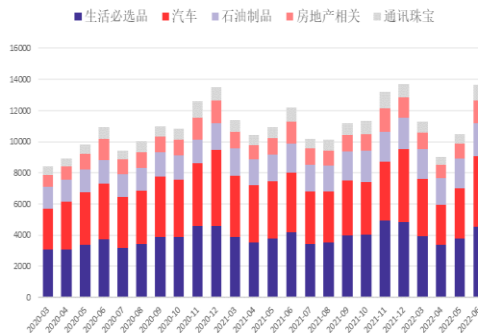
预计3季度消费增速恢复至4.5%-5.0%,随着新冠疫情防控常态化,预计下半年社会零售消费增长恢复至5.0%左右。根据2022年疫情防控的情况,预计全年消费增速可能在1.5%左右。

图 13: 2022年6月份商品消费情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 2022年6月份消费商品额 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、制造业投资动能减弱,基建平稳,房地产待观察

2022年1-6月固定资产投资回落速度减缓,其中制造业投资增速表现平稳;基建投资上行是政策加快的结果;房地产投资继续下滑。制造业投资仍然处于高位,但其动力已经减弱,PMI显示制造业生产虽然持续修复,但订单累积并不迅速,加上制造业利润下滑,下半年制造业投资增速可能回落。基建投资受益于政府投入的加快,1-6月份地方政府专项债融资结束,

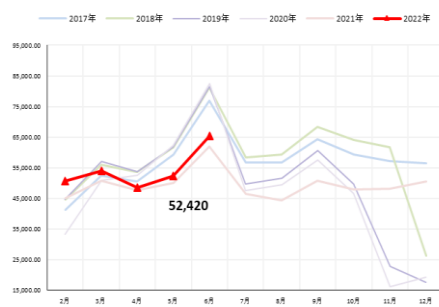
财政资金直达下放使得基建投资下半年平稳。房地产投资继续下滑，房地产销售有所回暖，房地产新开工仍然下滑，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能4季度止跌。

2022年1-6月份，固定资产投资额271,430亿元，同比增长6.1%，高于6.0%的市场预期。民间固定资产投资153,074亿元，同比增长3.5%。从环比看，6月份固定资产投资增长0.95%。6月份固定资产投资额稳步上行，投资增速小幅回落。

制造业投资上行，6月份单月制造业投资额3.2万亿，增速9.9%，制造业投资平稳。基建投资回升，6月份基建投资增加额2.0万亿，单月基建投资增速录得8.2%，基建投资增速持续上行。房地产投资继续下滑，6月投资额1.61万亿，当月投资增速-9.4%，比5月份的-7.8%下滑速度加快。

1-6月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的40.8%，比例处于较高的水平。房地产占比小幅回落，占总投资额的25.2%。基建投资占总投资额的27.5%，基建下半年会保持平稳。

图 15: 固定资产投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

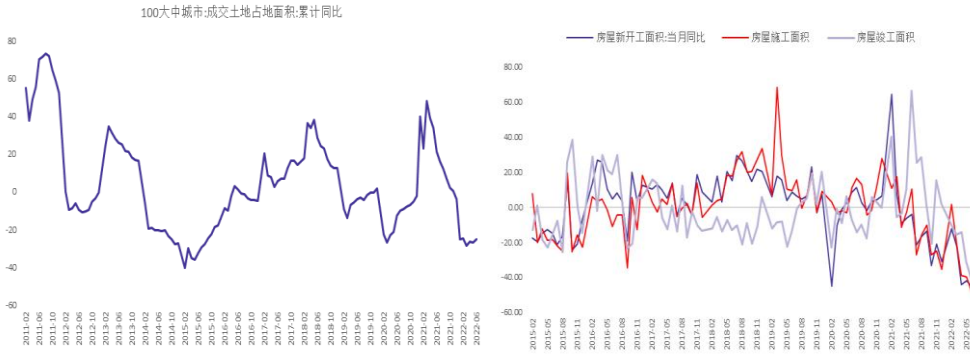
1、房地产先行指标略有回升，但幅度仍然较弱

2022年1-6月房地产总体投资增速继续负增长，6月单月投资额回落速度加快。房地产市场持续低迷，消费者商品房贷款利率继续下行。从1-6月份的房地产资金情况来说，房地产到位资金仍然较为紧张，但是随着商品房销售回升，定金和预付款回升。6月份我国居民长期信贷稍有回升，这是政策鼓励的结果，但是效果仍然不理想，一方面消费者对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。6月份商品房销售面积和销售稍有回升，但新屋开工、施工、竣工回落。央行在需求侧发力，商业银行对于购房限制在逐步放松，各地方政府对于房地产需求端支持在加大，但房地产企稳需要信心和时间，政策持续支持是可以预期的。

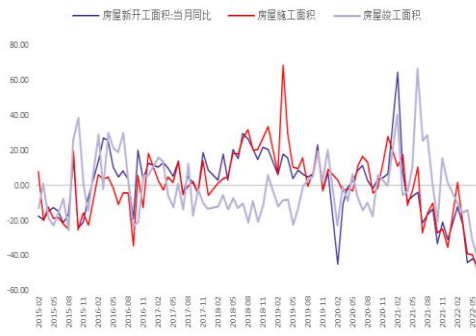
2022年1-6月份房地产投资额68,314亿元，比去年同期下降了5.4%。房地产单月投资负增长，新冠防控稍有好转，6月商品房销售稍有好转，但房地产投资仍然下滑。房地产行业相关政策放松，这种放松暂时支持需求端，对于供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 17: 100 大中城市土地成交 (%)

图 18: 施工面积回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



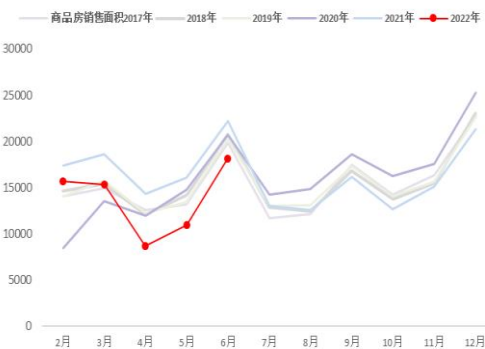
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看,新屋开工、施工和竣工1-6月份仍然负增长,人员和物流阻断稍有缓解,但新开工、施工和竣工仍然下滑。6月份,新增房地产新开工面积1.47亿平方米,比去年同期的2.69亿平方米下滑45.1%;竣工面积5,274万平方米,下滑40.7%;施工面积比去年同期回落48.1%至17.2亿平方米。房地产新开工仍然负增长,2022年开发商更需要资金予以支持。施工和竣工仍然受到疫情控制影响,随着复工复产会有所回升。从土地流转来看,6月份100大中城市土地成交面积增速下行25.0%,比上月回升1.7个百分点,房地产开发商拿地谨慎,拿地稍有回升,房地产一级市场情况仍然不乐观。

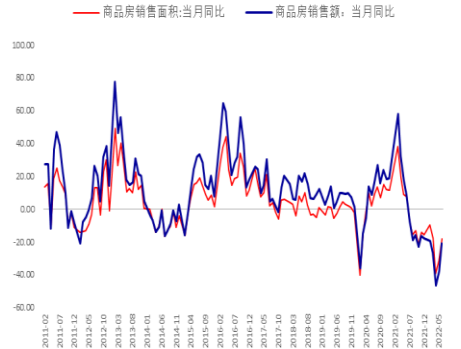
从销售端来看,商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度减弱。6月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-18.3%和-20.8%,商品房销售仍然处于负增长,整体房地产销售因为(1)疫情防控;(2)收入减少的原因处于低迷的状态,疫情防控阻碍了房地产销售。

图 19: 商品房单月销售面积小幅回升 (%)

图 20: 商品房销售面积和销售额小幅回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

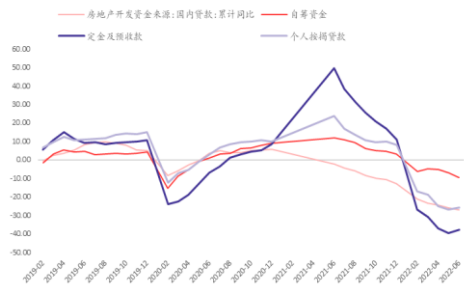
房地产行业到位资金情况稍有改善,主要是房地产销售好转后个人按揭贷款和定金预付款上行。2022年1-6月份房地产到位资金增速-25.3%,其中来自国内贷款的资金增速为-27.2%,来自定金及预收款资金增长-37.9%,来自个人按揭贷款资金增长-25.7%。6月份定金预付款占到位资金的32.0%,比例有所回升,开发商自筹资金加大,国内信贷资金支持力度仍然不足。应付账款额度仍然较大,开发商资金较为紧绷。

房地产行业压力仍然较大,政策在2022年继续放松,中央经济工作会议明确了支持房地产行业健康发展的态度。但是房地产下行具有惯性,房地产商的红线限制仍然存在,房地产自身的金融监管限制仍然存在。同时叠加了疫情防控的冲击,使得物流和人员流动困难,房地产销售处于困境,更加剧了房地产行业的下滑。现阶段房地产政策多集中在需求侧,起作用也需要时间。

6月份房地产投资完成额负增长，商品房销售面积和销售额稍有好转，开发商拿地稍有回升，但新房开工、施工和竣工下滑持续，仍然处于较弱的位置，房地产压力仍然较大。对房地产的调控放松仍然持续。

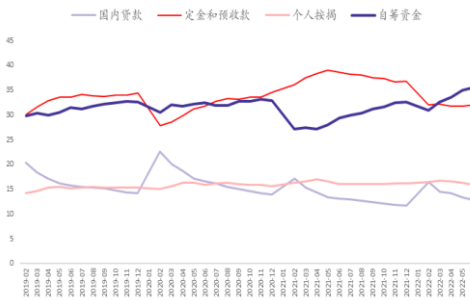
2021年房地产投资完成额预计达到14.7万亿左右，2022年预计房地产投资完成额14万亿，投资增速负增长。

图 21: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: 房地产资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

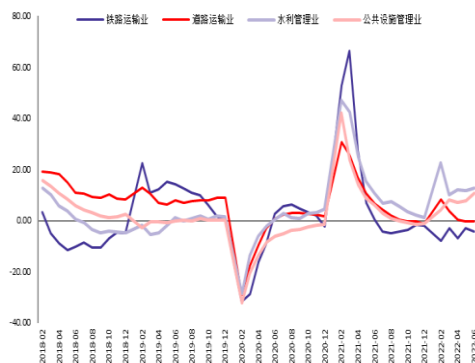
2、基础设施投资上行

基础设施投资速度小幅回升,1-6月份投资增速达到7.1%。基础设施投资额增长缓步上行,地方政府专项债下发速度加快,2季度已经全部发放完毕,3季度基础设施投资稳定。

2021年度地方政府专项债额度为3.65万亿,与2020年持平。中央经济工作会议明确我国要保持积极的财政政策,要求财政资金下放提前,财政至今下放速度加快、力度要加强。1-6月份政府债券净融资额达到4.6万亿,速度较快。

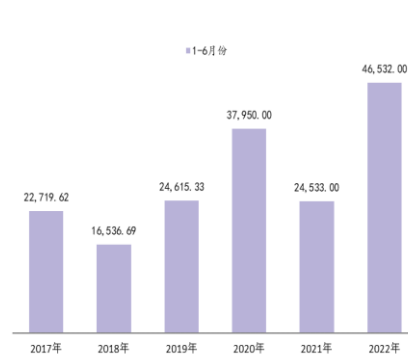
鉴于地方政府投资动作加快,公共设施、水利管理建设动作加快,这两项投资在3季度持续。下半年基建投资预计稳定在7%左右。

图 23: 基础设施投资各行业增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: 政府债券融资进度 (亿)



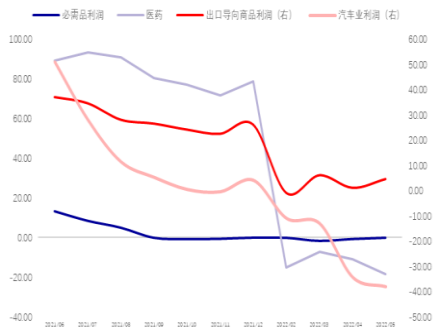
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、制造业投资平稳

制造业投资高位平稳。行业利润继续分化,中下游行业利润继续下降,整体制造业投资未来逐步回落。由于PPI未来逐步回落,上、中、下游行业利润增速分化会逐步减弱。

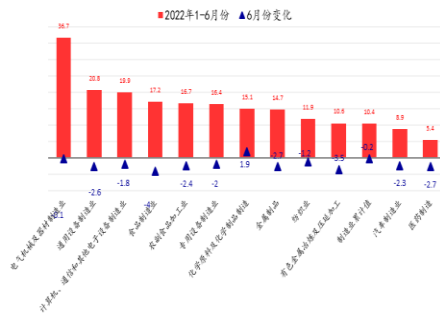
制造业受到利润驱动、对未来的经济的信心、新订单等因素影响,制造业投资下半年可能缓慢回落。1-6月份制造业投资增速10.4%,比1-5月份下行0.2个百分点。1-6月份电气机械及器材制造业、通用设备、食品、农副食品、专用设备投资增速较好。6月份单月几乎所有行业的投资均有所回落,制造业投资可能高峰已过。

图 25: 各行业利润分化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 26: 制造业各行业累计投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

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部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

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

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@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