

双因素制约下，制造业仍边际修复 ——8月PMI数据点评

摘要

- **制造业 PMI：需求端边际改善，政策叠加假日效应显现。**尽管近期疫情、高温等因素扰动，但扩内需宏观政策持续发力，制造业景气度趋升，8月制造业 PMI 指数为 49.4%，较上月回升 0.4 个百分点，但仍处于收缩区间。需求端看，促消费政策、中秋假日临近等推动下，8月新订单指数为 49.2%，较上月回升 0.7 个百分点；生产端看，相关产业供应链受部分地区高温限电举措拖累，8月生产指数与上月持平为 49.8%；从进出口情况看，进口指数回升幅度大于新出口订单指数，出口方面，国内产业链供应链修复，欧洲供应链问题持续，外需仍具有一定韧性；进口景气度也有回升。海外流动性紧缩加快，外需或逐渐减弱，国内稳增长政策接续，进口有望稳中有升。从行业看，消费品制造业在假日效应下增长，装备制造业和高技术制造业 PMI 回落但仍在扩张区间，基础原材料行业新订单指数较上月有所上升，但仍在荣枯线下。
- **大中型企业景气度回升，小型企业 PMI 继续走低。**分企业规模看，大、中型企业 PMI 均较上月回升，大型企业由收缩转为扩张，中型企业仍在荣枯线下，小型企业进一步回落。大型企业产需均回升至扩张区间，中、小型企业均呈生产走弱、需求改善态势。进出口方面，大中型企业进出口指数均上升，小型企业进出口指数均回落。从业人员和经营预期方面，大中企业从业人员指数回升，小企业从业人员指数继续下滑；大型企业经营活动预期指数回升，中小企业预期回落。疫情反复拖累中小企业，“放管服”改革深化有望激发中小企业活力。
- **企业成本压力继续缓解，产成品加快去库存。**主要原材料购进价格指数和出厂价格指数在上月较低基础上分别回升 3.9 和 4.4 个百分点至 44.3% 和 44.5%，出厂价格指数的回升幅度大于原材料购进价格，企业盈利空间增大。预计国际油价短期延续震荡，中期或由于需求收缩逐步走低。后续在稳经济宏观政策及保供稳价政策支撑下，价格或继续维持在较稳定水平。分规模看，不同规模企业原材料购进价格以及出厂价格指数均呈上行态势，大型企业出厂价格回升快于原材料购进价格。在疫情和高温因素影响下，制造业原材料供应商交货时间较上月放慢。需求边际改善，企业去库存加快，产成品库存指数继续下滑，原材料库存较上月小幅上涨。
- **非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度均走低。**8月份，非制造业商务活动指数为 52.6%，较上个月回落 1.2 个百分点。8月疫情叠加极端高温天气，服务业需求减弱。从行业看，住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业景气度高，餐饮、航空运输、景区服务和文体娱乐等景气度下滑，房地产、租赁及商务服务、居民服务等行业继续收缩。分项指标来看，新订单指数及预期均下滑，投入品价格回升，销售价格较上月持平。后续高温天气缓和叠加节假日临近，服务业需求或有回升，但疫情仍是不确定因素。高温及疫情影响施工进度，叠加房地产低迷拖累，建筑业景气度回落。随着高温解除及政策发力，基建投资或将加快，房地产投资企稳，建筑业景气度有望回升。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，地缘政治局势进一步升级，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

联系人：刘彦宏
电话：010-55758502
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 国内稳经济扩投资，美欧日显衰退征兆 (2022-08-28)
2. 一羽千钧，继往开来——节奏转换下的新平衡与战略主线 (2022-08-25)
3. 亦泛其流：从国际资本流动看我国经济和政策 (2022-08-20)
4. 政策卯足力气扩内需，美联储纪要提示节奏 (2022-08-19)
5. 原油的价格趋势、周期影响与传导效应——穿透宏观与微观视角下的解析 (2022-08-17)
6. 数据伴随降息，以我为主促复苏——7月经济数据点评 (2022-08-16)
7. 不及预期下反映偏弱的需求——7月社融数据点评 (2022-08-13)
8. 国内支持投资多管齐下，美国通胀增速放缓 (2022-08-12)
9. 温和的 CPI，超预期回落的 PPI——7月通胀数据点评 (2022-08-11)
10. 在彼河侧：全球视角下我国货币政策的方向 (2022-08-08)

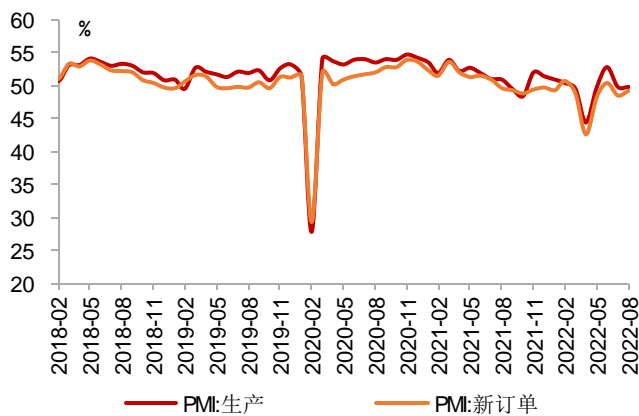
扩内需政策持续发力，但新冠疫情多地散发、极端高温天气对经济复苏节奏有所干扰，2022年8月份中国制造业采购经理指数较上月回升0.4个百分点至49.4%，但仍处于收缩区间，而非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数分别较7月回落1.2和0.8个百分点至52.6%和51.7%，均在荣枯线上。8月，制造业市场需求边际回暖，但受到疫情、高温天气等因素的制约，产需指数仍在荣枯线下。8月下旬，国常会部署稳增长19项接续政策，“放管服”改革继续深化，随着后续季节性因素消退，生产端有望回升，需求端或继续改善，制造业景气度后续或呈回升态势，但国内疫情反复仍是制造业复苏的扰动项。

1 制造业 PMI：需求端边际改善，政策叠加假日效应显现

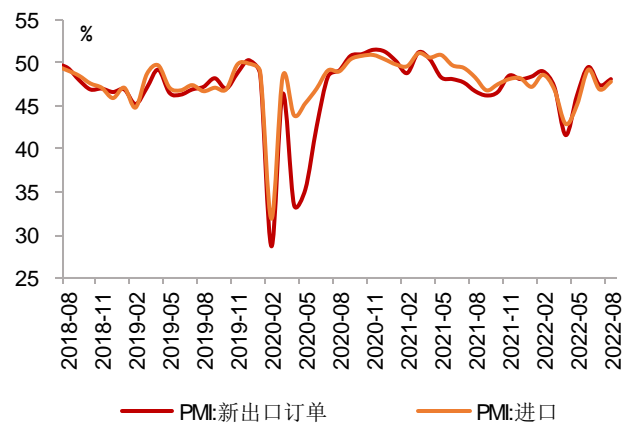
政策叠加假日促需求回升，企业预期有所改善。尽管受到疫情、高温等多重不利因素影响，但在扩内需宏观政策持续发力下，制造业景气度趋升，2022年8月制造业采购经理人数指数为49.4%，较上月回升0.4个百分点，但仍处于收缩区间，经济下行压力仍不容忽视，制造业复苏基础有待巩固。制造业产需指数一平一升，**从需求端看**，受促消费政策、中秋假日临近等因素推动，8月新订单指数为49.2%，较上月回升0.7个百分点，但在高温天气和疫情影响下，新订单指数仍处于临界线以下。8月调查企业反映市场需求不足的占比达54%，较7月的52%上升2个百分点，连续5个月升高。**从生产端看**，尽管需求有所改善，但部分地区高温限电举措，对相关产业供应链有一定影响，8月生产指数与上月持平为49.8%，仍处于荣枯线下。8月份，制造业产业链供应链持续修复，各地出台的促消费政策对市场需求起到一定提振作用，但高温天气、疫情散发等因素使得制造业景气回升幅度偏小，经济回升动力依然偏弱。制造业需求端回升、生产端持平，供需剪刀差继续收敛。稳增长政策继续加码，季节性不利因素或逐步消退，原材料价格趋于回落，企业成本压力减弱，预期有所回暖，8月，生产经营活动预期为52.3%，较上月回升0.3个百分点，继续位于扩张区间。8月从业人员指数较上月也回升0.3个百分点至48.9%，但继续处于荣枯线下，仍需加大力度巩固就业形势。总体来看，我国稳增长政策效应有所显现，制造业景气有所上升，但制造业的复苏仍面临着极端高温天气、疫情等困难，需求的改善仍有待巩固。8月下旬，国务院常务会议部署19项稳经济一揽子政策的接续政策，货币、财政政策将继续在扩内需上积极作为。李克强于经济大省政府主要负责人经济形势座谈会上也提到必须增强紧迫感，巩固经济恢复基础，要多想办法促消费，扩大有效投资并带动消费。此外，为应对川渝地区极端高温和干旱灾害，国家能源局表示将全力缓解川渝地区的电力供应紧张局面。预计随着“金九银十”传统旺季的到来，叠加宏观政策继续加码，极端天气的影响减弱，制造业生产及需求两端或均有所改善，制造业景气度有望延续回升态势，但疫情多地散发或对市场需求有一定抑制。

从进出口情况来看，进口指数回升幅度大于新出口订单指数，新出口订单指数和进口指数分别为48.1%和47.8%，较前值升高0.7和0.9个百分点，但仍连续16个月和15个月处于收缩区间。进口方面，内需得到促消费政策及假日的提振，进口景气回升相对较快；出口方面，国内产业链供应链持续修复，欧洲供应链问题持续，外需仍具有一定韧性，我国出口景气度回升，但仍受到海外通胀高企、流动性紧缩等的抑制。出口景气度高于进口0.3个百分点，差值较上月有所收敛，内需改善好于外需。总体上，欧洲能源供应紧张、电价成本高企、美国通胀暂时见顶回落，短期支撑我国出口，但海外流动性紧缩加快，外需或逐渐减弱，而国内稳增长政策得到接续，政策效应或持续显现，进口端有望维持回升态势。

从行业来看，节日效应下消费品制造业增长，新动能行业景气有所回落。从细分行业来看，调查的 21 个行业中，有 12 个行业 PMI 较上月上升。8 月，随着各项促消费政策落地，消费品行业 PMI 升至 52.3%，高于上月 0.9 个百分点，连续 4 个月上升。其中，由于中秋假日临近，企业加快备货，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业两个指数均升至 55.0% 以上较高景气区间；然而经济新动能扩张速度有所放缓，装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 50.9% 和 50.6%，仍高于临界点，但低于上月 0.3 和 0.9 个百分点，或源于四川等地高温限电对部分产业供应链的影响；基础原材料行业新订单指数虽较上月有所上升，仍保持在 44% 以下，基础原材料市场需求相对疲软，耗能相对较高的化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业两个指数均低于 45.0%，企业产需回落明显。8 月，国常会决定延续实施新能源汽车免征车购税等政策，继续扩大新能源汽车消费，商务部也表示下一步将加紧推出新版的《鼓励外商投资产业目录》，进一步扩大先进制造、科技创新、现代服务等领域鼓励外商投资的范围，装备制造业和高技术制造业有望延续扩张态势。随着中秋、国庆假日的临近，消费品制造业在节日因素下或维持在较高景气区间内。

图 1：产需指数一平一升


数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数、进口指数均回升


数据来源：wind、西南证券整理

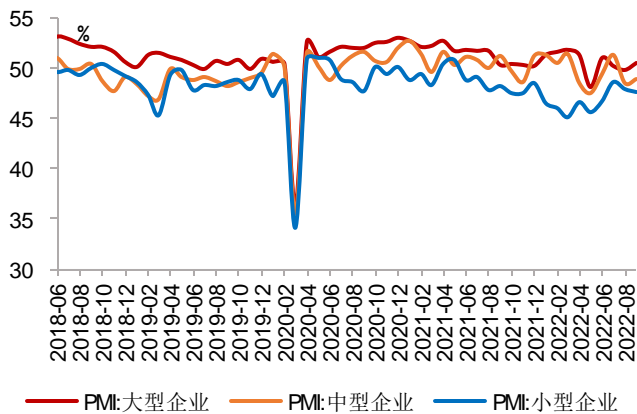
2 大中型企业景气度回升，小型企业 PMI 继续走低

分企业规模看，大中型企业景气度回升，小型企业 PMI 继续下行。8 月，大、中型企业 PMI 分别为 50.5% 和 48.9%，分别较上月上升 0.7 和 0.4 个百分点，大型企业 PMI 在上月收缩后转为扩张，中型企业仍在荣枯线以下。小型企业 PMI 较上月回落 0.3 个百分点，连续 16 个月处于收缩区间。具体来看，中小企业的生产指数回落，大型企业生产回升，不同规模企业的需求均有所改善。结构上，大型企业的需求回升程度大于生产，小型企业的生产端下滑更显著。8 月，大型企业生产指数较上月回升 0.5 个百分点至 51.4%，中、小型企业生产指数分别较前值回落 0.2 和 0.8 个百分点至 49.0% 和 47.4%，新订单指数分别升高 0.9、0.6 和 0.2 个百分点至 50.9%、48.4% 和 46.5%。进出口方面，大中型企业进出口指数均呈上升态势，小型企业进出口指数均回落。具体来看，8 月，大、中型企业新出口订单指数分别升高 0.6 和 2.8 个百分点至 49.1% 和 48.4%，进口指数分别较前值上升 1.0 和 1.9 个百分点至 48.1% 和 47.9%，但仍均在临界线下，小型企业新出口订单指数和进口指数分别回落 3.7 和 3.4 个百分点至 42.4% 和 44.8%。国内产业链持续修复、内外需均有所改善影响下，大中型

企业外贸景气度回升。小型企业出口仍受到外贸淡季、海外高通胀等因素的影响，进口或与国内疫情相关。与大中型企业不同的是，小型企业出口景气度仍低于进口。

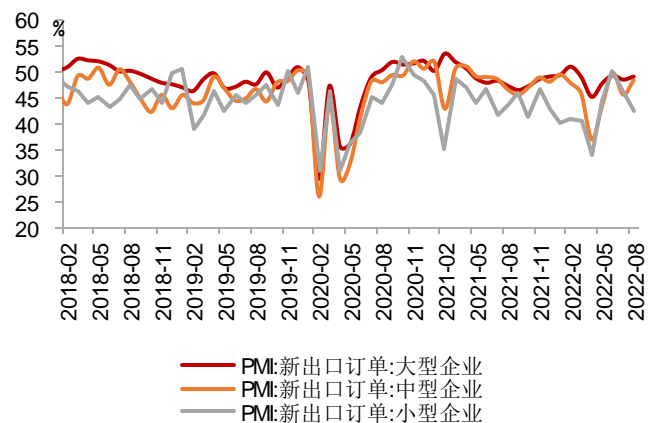
大型企业经营活动预期指数回升，中小企业预期回落，大中型企业从业人员指数回升。由于毕业季到来及稳就业措施落地，大、中型企业的从业人员指数较上月分别回升 0.2 和 1.1 个百分点至 50.1% 和 48.0%，大型企业从业人员指数在连续 10 个月收缩后重新回到荣枯线以上。然而小型企业从业人员指数继续下滑 0.5 个百分点至 47.6%，连续两个月回落。预期方面，大型企业经济活动预期指数较上月升高 1.2 个百分点至 52.7%，而中、小型企业的预期分别回落 0.3 和 0.9 个百分点至 52.5% 和 51.2%，连续两个月呈下降趋势。8 月底，国务院召开第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议，一方面用适度规模财政货币政策加力宏观调控，另一方面深化“放管服”改革增强发展内生动力。深化“放管服”改革可为中小企业发展创造更好的营商环境，有望激发中小企业的市场活力，但短期疫情的反复或仍给中小企业的发展带来挑战。

图 3：大、中型企业 PMI 回升，小型企业 PMI 继续走低



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：大中型企业新出口订单指数回升，小型企业回落



数据来源：wind、西南证券整理

3 企业成本压力继续缓解，产成品加快去库存

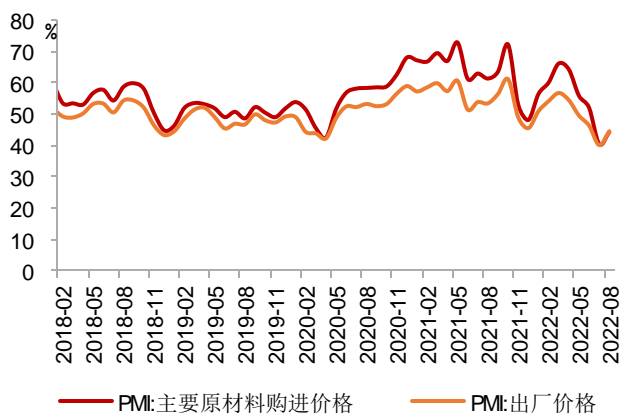
价格指数均有回升，出厂价格指数升至原材料购进价格指数之上。8 月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数在 7 月较低的基础上分别回升 3.9 和 4.4 个百分点至 44.3% 和 44.5%，在连续 4 个月下降后首度回升，但分别连续 2 个月和 4 个月处于临界线下。值得注意的是，8 月出厂价格指数的回升幅度大于原材料购进价格，且出厂价格指数自 2016 年来首次高于原材料购进价格，企业成本压力得到较大程度缓解，盈利空间增大。企业调查显示，8 月份反映原材料成本高的企业比重为 48.4%，较上月下降 2.4 个百分点，自 2021 年以来首次落入 50% 以下。俄乌冲突持续，OPEC+ 实际增产缓慢，伊核谈判有一定进展但不确定性较大，沙特能源大臣表示由于原油期货市场和基本面脱节，可能会迫使 OPEC+ 采取行动。多重供需因素作用下，预计国际油价短期延续震荡，中期或由于需求收缩逐步走低。国内政策上，发改委在 8 月份新闻发布会上提出千方百计做好重要民生商品保供稳价工作，后续在稳经济宏观政策及保供稳价政策支持下，价格或继续维持在较稳定水平。

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 7 月上升 4.2、2.9 和 4.6 个百分点至 42.9%、44.7% 和 46.8%，出厂价格指数分别回升 6.8、2.3 和 2.3 个百分点至 44.6%、43.2% 和 46.2%，不同规模企业原材料购进价格指数以及出厂价格指数均呈现

上行态势，大型企业出厂价格回升快于原材料购进价格，而中小企业出厂价格的回升程度慢于原材料购进价格，且仅大型企业的出厂价格指数高于原材料购进价格指数，大型企业的利润空间改善更为明显，而中小企业的利润空间有所收敛。8月，BCI企业利润前瞻指数、总成本前瞻指数均较前值有所下调，分别回落2.32和4.31点至36.42和73.27，企业成本压力继续减弱，销售前瞻指数则回升3.30个百分点至52.27，市场需求有所改善。

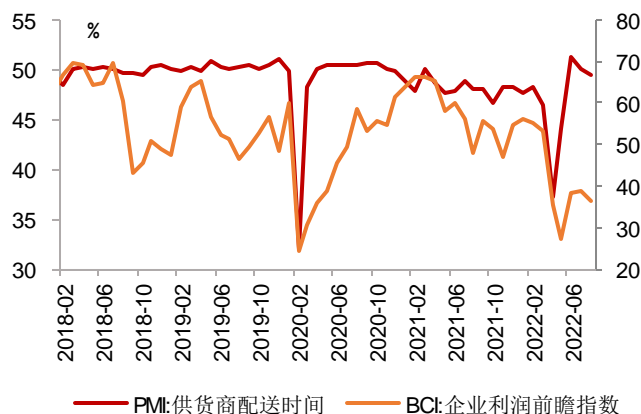
供应商配送时间指数跌入临界线下，企业产成品去库存、原材料小幅补库存。8月，供应商配送时间指数为49.5%，较上月下滑0.6个百分点，在连续2个月扩张后跌入收缩区间，在疫情和高温因素影响下，制造业原材料供应商交货时间较上月放慢，供应商配送时间指数继续走低。8月，产成品库存指数为45.2%，较上月回落2.8个百分点，连续4个月下降，需求边际改善，但生产受高温限电等因素制约，企业去库存进程加快。8月，企业由上月去原材料库存转为补原材料库存，但下游需求复苏的持续性具有不确定性，原材料库存指数为48.0%，仅较上月回升0.1个百分点。

图5：主要原材料购进价格、出厂价格回升



数据来源：wind、西南证券整理

图6：供应商配送时间指数回落，企业利润前瞻指数下降



数据来源：wind、西南证券整理

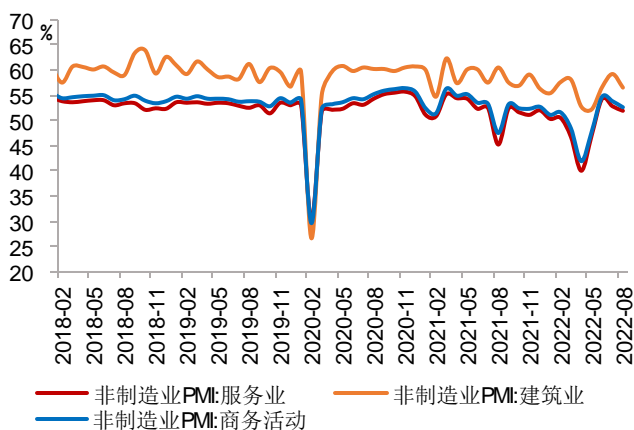
4 非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度均走低

疫情叠加高温天气，服务业景气度有所下滑。8月份，非制造业商务活动指数为52.6%，较上个月回落1.2个百分点，连续3个月处于扩张区间。8月份，由于本土疫情波及全国多个省市，川渝等地区出现极端高温天气，服务业需求有所减弱，服务业商务活动指数较上月回落0.9个百分点至51.9%，但仍在荣枯线上，且回落幅度低于非制造业总体水平，说明尽管疫情反复，但统筹防疫与经济发展的工作仍显示出一定成效。从行业来看，住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均高于55.0%，但在疫情影响下，餐饮、航空运输、景区服务和文体娱乐等接触型服务业商务活动指数较上月均有不同程度下降。房地产、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数继续位于收缩区间。预期方面，零售、铁路运输、邮政、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业业务活动预期指数均位于60.0%以上高位景气区间。分项指标来看，8月，新订单指数为49.2%，较上月下降0.3个百分点，继续位于收缩区间，疫情及高温双重因素作用下服务业需求继续走低，业务活动预期指数也较上月下降1.2个百分点至57.6%。此外，服务业投入品价格回升0.2个百分点至49.4%，销售价格指数与上月持平，由于需求相对疲软，服务业的成本压力较制造业而言有所增大。从业人员指数较上月升高0.1个百分点至46.7%，仍处于较低水

平。8月末，新冠肺炎疫情仍在多地扩散，服务业复苏仍面临较大困难，然而高效统筹疫情防控和经济社会发展相关工作持续推进，疫情防控措施更加精准规范，一定程度上或减弱后续疫情对服务业的负面冲击。另外，随着极端高温天气逐步缓和，中秋、国庆等节假日的临近，或对后续服务业景气度有所提振，但疫情反复仍具不确定性。

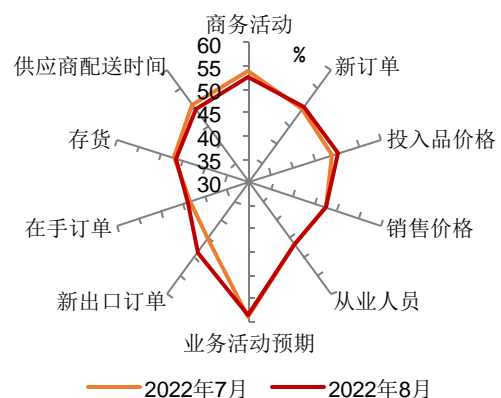
建筑业景气度相对大幅下滑，房屋建筑业拖累较大。8月，建筑业商务活动指数为 56.5%，较上月下降 2.7 个百分点，但仍在临界线之上，由于高温天气影响施工进度，建筑业景气度有所回落。从分项指标看，8 月，建筑业需求继续回暖，新订单指数较上月上升 2.3 个百分点至 53.4%，连续三个月扩张，说明景气指数回落主要缘于生产端；从用工上看，从业人员指数与上月持平为 47.7%，连续 5 个月处于临界线下，建筑业用工问题仍较突出；从价格上看，与制造业一致的是，投入品价格和销售价格均处回升，但投入品价格大幅上行 8.4 个百分点至 53.4%，在连续两个月收缩后重新回到荣枯线上，而销售价格升高 1.2 个百分点至 51.4%，仍在扩张区间，建筑业成本压力有所加大；业务活动预期指数为 62.9%，较上月回升 1.9 个百分点。从行业情况看，与基础设施建设相关的土木工程建筑业商务活动指数为 57.1%，较上月回落 1.0 个百分点，但在专项债、政策性开发性金融工具等政策支持下，新订单指数和从业人员指数分别上升 3.7 和 12.2 个百分点至 55.5% 和 64.1%。而房屋建筑业 PMI 回落幅度大于土木工程建筑业，建筑业仍受到房地产市场低迷的拖累。8 月，国常会部署 19 项接续政策，增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，10 月底前 5000 多亿元专项债结存限额发行完毕，随着高温解除后，基础设施建设投资后续有望加快。房地产方面，“保交楼”举措不断推出，住建部、财政部、人民银行等推出政策性银行专项借款支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，各地方陆续设立房地产纾困基金，另外央行也在部分金融机构货币信贷形势分析座谈会上提出保障房地产合理融资需求，8 月份，与房地产贷款相关的 5 年期以上 LPR 大幅下调 15 个基点，支持楼市需求回暖。预计在多项政策发力下，房地产投资或逐步企稳，建筑业景气度有望在 9 月回升，但疫情反复仍给施工进度带来一定不确定性。

图 7：服务业、建筑业 PMI 指数回落



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	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	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	
中采制造业PMI																						
PMI 总指数	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	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	
生产量	54.2	53.5	51.9	53.9	52.2	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	
雇员	49.6	48.4	48.1	50.1	49.6	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	
新订单	53.6	52.3	51.5	53.6	52.0	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	
出口订单	51.3	50.2	48.8	51.2	50.4	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	
现有订货	47.1	47.3	46.1	46.6	46.4	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	
产成品库存	46.2	49.0	48.0	46.7	46.8	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	
原材料库存	48.6	49.0	47.7	48.4	48.3	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	
采购量	53.2	52.0	51.6	53.1	51.7	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	
购进价格	68.0	67.1	66.7	69.4	66.9	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	
供应商配送时间	49.9	48.8	47.9	50.0	48.7	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	
进口	50.4	49.8	49.6	51.1	50.6	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	
中采服务业PMI	54.8	51.1	50.8	55.2	54.4	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	
中采建筑业PMI	60.7	60.0	54.7	62.3	57.4	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	
综合PMI产出指数	55.1	52.8	51.6	55.3	53.8	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	
非制造业商务活动指数	55.7	51.5	51.4	56.3	54.9	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	
财新制造业PMI	53.0	51.5	50.9	50.6	51.9	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	-	

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@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	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn