

结构性通胀和通缩的“双线”投资逻辑——8月物价点评

报告日期: 2022-09-12

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_CPI-PPI 见底回升,如何配置资产?——通胀系列之一》2021-12-09
- 2.《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
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_猪价周期反转将至,三季度CPI同比可能破3%—4月物价点评》2022-05-11
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_关注CPI涨价,更需关注PPI下行非坦途—5月物价点评》2022-06-12
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如果CPI连续破3%,货币政策还会淡定吗?——兼评6月物价和央行“地量”逆回购》2022-07-09
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_四问利润传导,这次不一样?》2022-08-04
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI何时破3%,CPI-PPI上行利好哪些行业?——7月物价点评》2022-08-10

主要观点:

●事件:8月CPI同比上涨2.5%,预期2.8%,前值2.7%;PPI同比上涨2.3%,预期3%,前值4.2%。

●一、CPI同比上涨2.5%,低于前值;环比由正转负。食品项环比涨幅缩窄,支撑是蛋类、鲜菜、羊肉,9月初蔬菜价格仍大幅上涨,不过综合来看后续持续大幅上涨概率不高;猪价环比涨幅缩窄,预计后续短期涨幅偏弱,中长期中枢仍趋上行。非食品项涨幅缩窄,环比涨幅明显弱于季节性的是房租、家用电器、交通工具燃料等分项,反映就业仍有压力、消费低迷、国际油价下跌、国内疫情反复抑制出行需求。核心CPI偏弱,经济总体承压。

8月CPI同比涨幅较前值回落0.2个百分点至2.5%,其中食品项CPI同比前值回落0.2个百分点至6.1%,非食品项同比前值回落0.2个百分点至1.7%,核心CPI同比持平前值的0.8%;8月CPI环比涨幅较前值回落0.6个百分点至-0.1%,其中核心CPI环比涨幅较前值缩窄0.1个百分点至0%。

分项看:

1、食品项:涨幅总体稳定,环比涨幅较大的是蛋类、鲜菜、羊肉,仍需关注后续蔬菜稳产保供情况;猪价环比涨幅较上月缩窄,往后看,短期可能涨幅偏弱,中长期猪价中枢仍趋上涨。

1)食品项中,环比涨幅较为明显的是蛋类、鲜菜、羊肉,环比分别上涨3.1%、2.0%、1.1%;其中鲜菜先涨后跌,8月上旬北方蔬菜大量上市、价格回落;下旬南方高温干旱导致供给收紧,菜价走高。预计在北方蔬菜延迟上市和南方天气转凉的支撑下,后续蔬菜价格难以持续大幅上涨。但从高频指标看,截至9月9日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比上涨16%,较8月涨幅扩大12个百分点,仍需密切关注后续蔬菜稳产保供情况。

2)8月猪价环比涨幅缩窄。8月猪肉CPI同比涨幅扩大2.2个百分点至22.4%;环比涨幅回落25.2个百分点至0.4%。8月22个省市猪肉均价上升至29.05元/千克,环比上涨2.8%。

8月生猪市场供需双弱,猪价高位小幅震荡。往后看,一方面,长期看,领先10个月的能繁母猪存栏同比低位运行,产能去化仍未结束,主要由供给端驱动的猪周期将持续支撑猪肉价格中枢上行;另一方面,短期看,需求端,随着天气转凉、中秋国庆双节到来、学校开学,猪肉需求将增加;供给端,头部企业逐步提升计划出栏量,发改委也已投放中央冻猪肉储备。因此,预计短期猪价涨幅总体偏弱。

2、非食品项:同比环比涨幅均缩窄,环比涨幅明显弱于季节性的是房租、家用电器、交通工具燃料、西药等分项,反映就业仍有压力、消费低迷、国际油价下跌、国内疫情反复抑制出行需求。

8月CPI非食品项同比涨幅缩窄0.2个百分点至1.7%,环比降幅扩大0.2个百分点至-0.3%。环比看,大部分分项涨幅较前值回落。

1)与上月相比,环比涨幅明显缩窄的分项是家用电器、交通工具用燃料、通信工具、旅游分项,与国际油价下跌、国内疫情反复抑制出行需求等因素有关。

2)与环比的季节性规律(指2016-2019年同期均值)相比,明显低于季节性的分项是房租、家用电器、交通工具燃料、西药等分项;旅游分项价格反而高于季节性表现0.15个百分点。由此看来,疫情干扰并不能解释经济偏弱的全部(旅游价格高于季节性);家用电器等耐用消费品价格走弱反映消费偏弱;房租价格偏弱反映就业压力仍大。

3、核心CPI:同比涨幅持平前值,环比涨幅缩窄,经济总体仍承压。

8月剔除食品和能源的核心CPI同比持平前值的0.8%,自2021年8月以来核心CPI同比总体趋势下行。8月核心CPI环比涨幅较前值回落0.1个百分点至0%。8月制造业PMI录得49.4%,低于荣枯线;服务业PMI较前值回落0.9个百分点至51.9%,反映受疫情反复、地产低迷等影响,经济总体承压。

●二、PPI同比延续下行,多数行业环比下行,但重点工业品降幅较前值涨跌互现,我国仍存输入性通胀压力;CPI-PPI缺口时隔19个月首度由负转正,PPI-PPIRM等复合指标显示上游向下游价格传导能力有所增强。

PPI同比延续下行,大部分行业环比总体下行,但主要工业品价格降幅涨跌互现;地缘政治冲突继续发酵,我国仍存输入性通胀风险。8月CPI-PPI缺口时隔19个月首度由负转正,PPI生产资料-生活资料增速差再度缩窄,PPI-PPIRM负缺口亦缩窄,反映价格传导更趋畅通。

PPI同比延续回落,8月PPI同比涨幅缩窄1.9个百分点至2.3%,环比降幅缩窄0.1个百分点至-1.2%。CPI-PPI剪刀差连续10个月上行,缺口时隔19个月首度由负转正至0.2%;PPI生产资料-生活资料增速差缩窄2.5个百分点至0.8%;PPI-PPIRM负缺口缩窄0.4个百分点至-1.9%。

1、大类看:生产资料-生活资料增速差大幅缩窄,反映价格延续传导。

8月PPI生产资料和生活资料增速差缩小,PPI生产资料同比涨幅下降2.6

个百分点至2.4%，生活资料涨幅小幅回落0.1个百分点至1.6%，PPI生产资料-生活资料增速差缩窄2.5个百分点至0.8%，反映价格延续传导。

2、七大产业看：各部门价格走势分化明显，总体仍呈现出上游价格向下游传导的态势。

环比看，上游行业环比涨幅大幅缩窄，下游行业涨幅有升有降，但总体看各部门分化仍明显。其中上游采掘工业环比降幅扩大2.6个百分点至-4.5%；原材料和加工工业环比降幅分别缩小0.1和0.4个百分点至-2.4%和-0.9%。下游行业价格波动不明显，其中食品和耐用消费品环比涨幅缩窄，衣着和一般日用品环比涨幅扩大。总体看，七大产业仍呈现出上游价格向下游传导的态势。

3、40个工业行业看：大部分行业环比下行，但主要行业降幅涨跌互现，地缘政治冲突继续发酵，我国仍存输入性通胀风险。

1) 能源方面，天然气价格大涨，高频煤炭价格涨幅扩大，油价下跌。天然气价格环比大涨。当地时间8月19日，俄罗斯宣布对北溪1号天然气管道进行检修，于8月31日至9月2日停气三天。受欧洲地缘政治影响，8月天然气价格继续上行且涨幅扩大。英国天然气月均期货价格环比大涨66.43%；纽约天然气月均期货价格环比由负转正，较前月上升27.6个百分点至22.19%。受疫情抑制国内煤炭开采、地缘政治冲突造成海外供给短缺等影响，8月煤炭价格总体涨幅扩大，焦炭、焦煤和动力煤价格环比分别为0.89%、-0.73%和0.72%，较前值涨幅分别扩大18.14、19.3、和1.6个百分点。受月初市场对伊核协议持乐观预期，美联储加息和需求下降等因素影响，油价大幅下滑，8月布伦特原油价格环比下降7%，对应PPI石油和天然气开采业环比降幅扩大6个百分点至-7.3%，石油加工、炼焦及核燃料加工业环比降幅扩大2.8个百分点至-4.8%。

2) 铁矿石和螺纹钢价格环比小幅上行，PPI黑色产业链价格涨跌互现。8月铁矿石价格环比涨幅扩大15个百分点至0.4%，螺纹钢价格环比涨幅扩大13.3个百分点至1.7%。PPI中，黑色金属矿采选业环比降幅扩大0.7个百分点至-6.8%，黑色金属冶炼及压延加工业环比降幅缩窄2.1个百分点至-4.1%。

3) 铜价环比上涨，PPI有色产业链降幅缩窄。LME3个月铜价环比涨幅扩大21.8个百分点至5.6%，PPI有色金属矿采选业环比降幅缩窄1.5个百分点至-1.1%，有色金属冶炼及压延加工业环比降幅缩窄4个百分点至-2%。

● 三、上游成本回落，持续提示中下游行业盈利改善机会。

1、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能力持续提升，典型的有通用设备、专用设备、交运设备、电气机械、仪器仪表、金属制品、纺织业、皮革制品、木材、汽车制造等行业。

2、维持我们在报告《四问利润传导，这次不一样？》中的观点，综合来看，本轮CPI-PPI回升周期中“建筑建材、家电”仍有效，同时有色先于能源回落利好通信设备、电气机械、汽车、交运设备、电力、金属制品，但黑色系存在上行风险，金属制品或不及预期；伴随地产风险事件企稳，此前受掣肘的建筑建材有望重回成本回落逻辑、兑现利润弹性。

● 四、后续通胀走势判断，以及投资主线如何演绎？

1、CPI预测

高频数据看，截至9月8日食品价格较上月总体回升，特别是鲜菜、蛋类涨幅较大；非食品按季节性环比涨幅将扩大，初步预测9月CPI同比将上行至3.2%左右。再往后，季节性之外，假设猪价逐渐上行（假设生猪均价月均环比上行4%左右），粮价上行（测算中主要考虑小麦小幅涨价），油价维持高位（三季度维持在90-100美元左右高位震荡，四季度加速回落至70美元附近），测算结果有所下修，即9月预计达到年内高点在3.2%左右，10-11月逐渐回落至2.3%-2.7%之间，12月再回升，全年累计同比在2.2%左右。

2、PPI预测

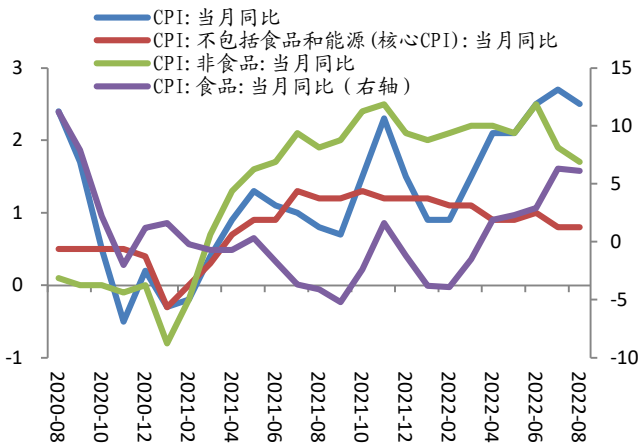
高频数据看，9月上旬大宗商品价格继续回落，截至9月2日的生产资料价格指数环比下降1.1%，南华工业品指数环比下降0.34%，CRB工业原料现货指数环比下降2.89%，以此推断9月PPI环比可能仍然为负，使得PPI同比继续下行至1%以下。往后看，在海外需求延续回落、油价可能三季度坚挺（90-100美元）、四季度加速回落（至70美元）的综合假设下，预计PPI同比延续回落，四季度大概率落入通缩（-1%至-3%之间），全年同比下调至4%左右。

综合8月数据来看，我们认为结构性通胀的背面是结构性通缩，“通胀”体现的是局部领域的供需失衡，例如蔬菜供给收紧、猪周期上行、俄乌冲突引发“能源危机”和输入性通胀压力等；“通缩”体现的是国内消费需求仍偏弱、海外需求总体下滑，例如核心CPI偏弱，PPI同比下行幅度超预期等。因此，对于“通胀”一面，我们仍旧看好猪价上涨的结构性行情，但后续猪价涨幅总体可能受限。对于“通缩”一面，我们持续提示上游成本下行，CPI-PPI上行带来的中下游盈利改善机会；以及全球衰退初期阶段做空“铜油比”利好中游设备制造业。

● 风险提示

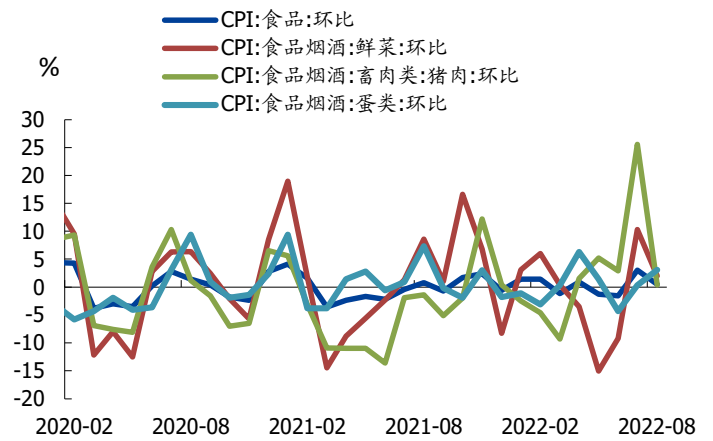
俄乌冲突超预期恶化，国内经济超预期下行。

图表 1 8月 CPI 同比总体偏弱



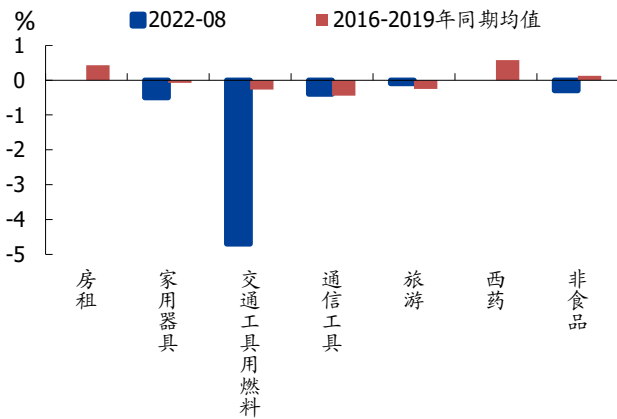
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 8月 CPI 环比由正转负



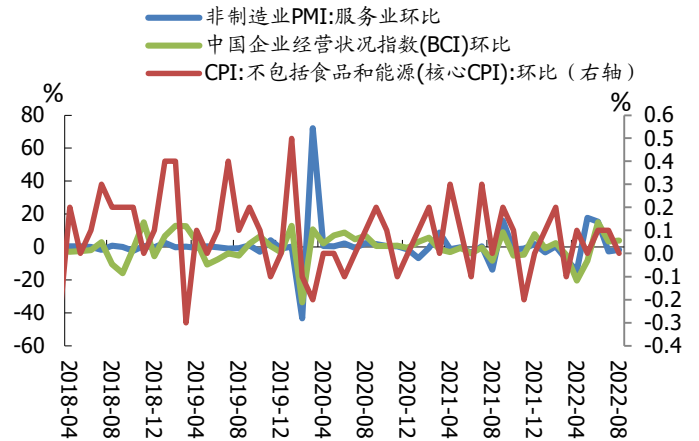
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 8月 CPI 非食品环比较季节性表现



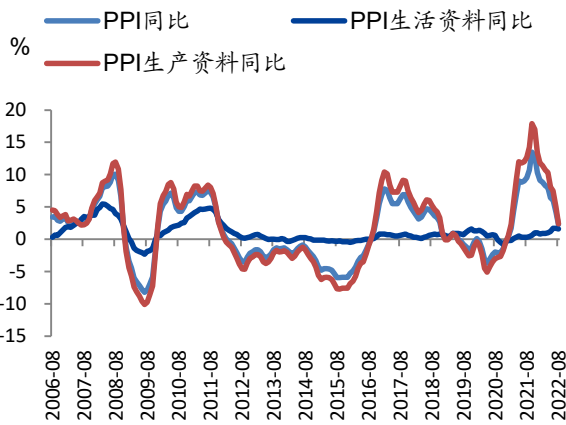
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 8月核心 CPI 偏弱



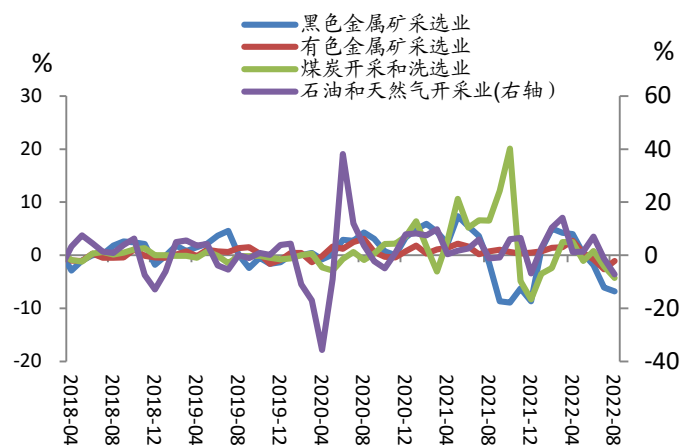
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 5 PPI 同比大幅下行



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 PPI 重点工业品分项环比多数下跌



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 截至 2022 年 7 月上中下游行业 CTIC

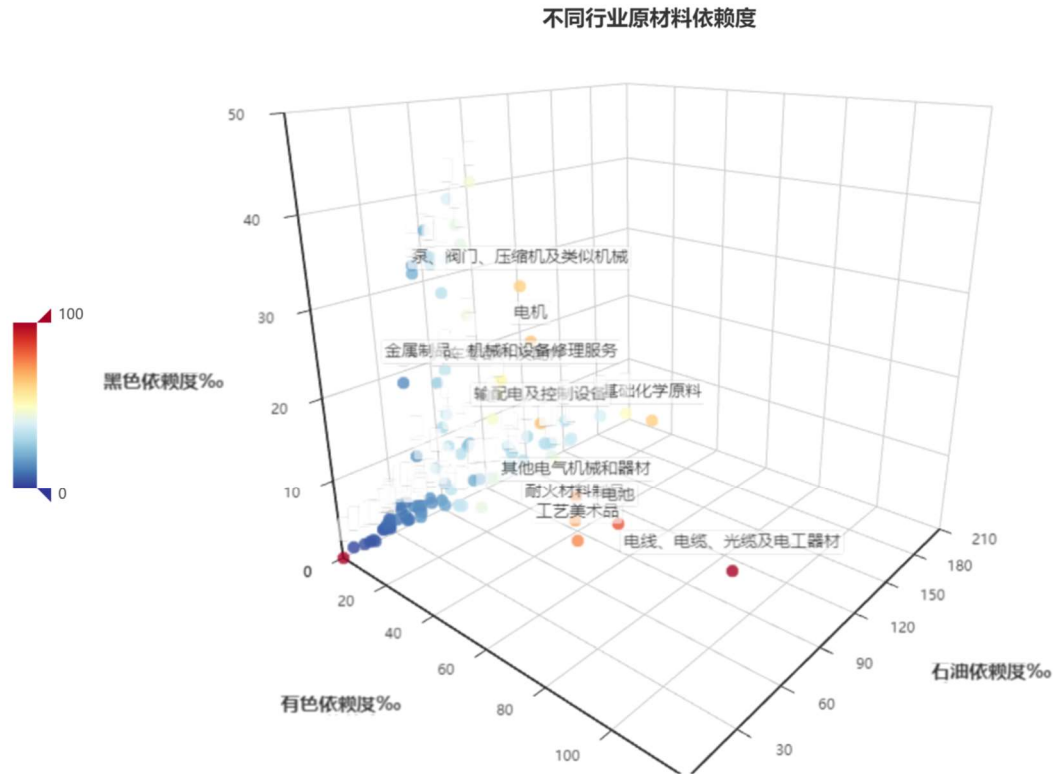
各子行业(按自身历史分位数 (2003 年以来))	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	趋势图
煤炭开采和洗选产品	5.770	5.224	3.630	3.985	4.733	5.067	5.256	5.407	5.567	5.666	5.614	5.545	5.419	5.349	5.590	5.645	5.566	5.529	5.610	
石油和天然气开采产品	196.293	-37.051	30.672	56.667	53.346	35.280	31.228	25.560	27.146	31.809	26.507	24.323	27.108	33.393	34.582	37.586	41.811	44.192		
黑色金属矿采选产品	6.410	5.496	4.711	4.316	4.193	4.262	4.273	4.035	3.283	2.175	1.462	-0.788	-2.671	-3.181	-3.275	-2.020	-10.058	-382.267	13.054	
有色金属矿采选产品	-646.136	11.780	5.169	3.965	3.216	3.173	2.725	2.150	1.921	1.639	1.715	2.031	2.032	2.261	2.352	2.462	2.406	1.968	1.726	
非金属矿采选产品	-2.253	2.743	0.413	0.272	0.431	0.519	0.597	0.681	0.608	0.649	0.804	1.136	1.261	1.262	1.243	1.148	1.256	1.306	1.797	
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.794	0.187	1.018	0.508	0.620	1.120	1.189	1.308	1.373	1.316	1.206	1.215	1.209	1.141	1.100	1.262	1.167	1.076	1.108	
化学原料及化学制品制造业	-2.388	2.392	1.825	1.593	1.506	1.581	1.619	1.697	1.627	1.572	1.531	1.604	1.636	1.593	1.358	1.258	1.295	1.300	1.273	
化学纤维制品	2.919	-0.181	1.491	1.473	1.295	1.269	1.418	1.463	1.364	1.264	1.223	1.195	1.097	0.971	0.489	0.416	0.656	0.922	0.767	
非金属矿物制品业	81.682	-3.819	-0.916	0.188	0.421	0.421	0.366	0.370	0.588	0.969	1.116	1.178	1.129	1.111	1.091	0.912	0.832	0.618	0.640	
黑色金属冶炼及压延加工业	1.884	1.709	1.780	1.905	1.862	1.673	1.602	1.721	1.879	2.024	1.897	1.992	1.853	1.774	1.383	0.840	-0.434	-2.778	3.724	
有色金属冶炼及压延加工业	1.828	1.848	1.877	1.844	1.822	1.784	1.724	1.732	1.761	1.769	1.715	1.638	1.692	1.693	1.628	1.536	1.347	1.282	0.654	
废弃资源和废旧材料回收加工业	9.279	8.760	8.460	8.370	8.313	8.212	8.064	8.006	7.965	7.724	7.706	7.945	7.932	7.903	7.746	7.680	7.162	7.054	-10.471	
电力、热力生产和供应	-7.854	-1.442	-0.593	-0.145	-0.081	-0.106	-0.038	-0.032	0.017	0.048	0.157	0.389	0.712	0.825	0.748	0.786	1.012	1.085	1.249	
燃气生产和供应	-0.030	-0.307	0.155	0.059	0.046	0.130	0.146	0.254	0.354	0.288	0.299	0.497	0.472	0.461	0.626	0.832	0.743	0.866		
水的生产和供应	-1.502	2.290	0.986	0.672	0.603	0.784	0.725	0.607	0.554	0.510	0.432	0.529	0.603	0.508	0.569	0.572	0.556	0.444	0.543	
金属制品	0.356	0.426	0.444	0.466	0.514	0.596	0.661	0.695	0.707	0.677	0.798	0.980	1.072	1.064	1.078	1.102	1.521	1.616	-2.565	
通用设备制造业	-0.078	-0.099	0.053	0.091	0.131	0.215	0.272	0.315	0.349	0.334	0.389	0.510	0.565	0.524	0.514	0.461	0.680	0.710	2.279	
专用设备制造业	-0.928	-0.341	-0.170	-0.084	0.043	0.023	0.116	0.157	0.172	0.209	0.251	0.339	0.420	0.381	0.410	0.463	0.618	0.780	1.896	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.733	-0.080	0.000	-0.026	0.080	0.084	0.128	0.166	0.172	0.241	0.296	0.283	0.388	0.443	0.556	0.567	0.749	0.912	1.517	
电气机械及器材制造业	-0.428	-0.116	0.190	0.394	0.508	0.639	0.754	0.765	0.738	0.694	0.796	0.919	0.939	0.967	1.048	1.104	1.244	1.448	2.487	
计算机、通信和其他电子设备制造业	2.347	2.946	37.550	-2.268	-0.634	-0.450	-0.172	0.356	0.556	0.522	0.555	0.604	0.575	0.636	0.494	0.194	0.432	0.530	0.000	
仪器仪表	4.526	-3.137	-0.099	-0.287	-0.163	-0.337	-0.118	0.000	-0.050	-0.052	-0.082	0.222	0.349	0.321	0.211	0.340	0.497	1.047	1.800	
其他制造产品	2.388	0.000	-0.056	0.038	0.079	0.016	0.096	0.091	0.118	0.104	0.181	0.226	0.251	0.349	0.506	0.450	0.545	0.720	0.954	
金属制品、机械和设备修理服务	0.521	-0.131	-0.226	-0.251	-0.072	-0.167	-0.097	-0.077	0.052	0.014	-0.031	-0.039	-0.042	-0.126	-0.090	-0.148	0.373	0.783	1.737	
农副食品加工业	7.098	6.714	6.361	5.736	5.361	4.874	4.414	3.892	3.307	2.968	3.391	3.041	0.854	-0.554	1.446	3.452	4.331	5.037	5.571	
食品制造业	0.395	0.700	0.526	0.617	0.847	0.931	1.097	1.363	1.553	1.547	1.795	2.479	3.770	4.466	3.796	2.666	2.352	2.015	1.792	
酒、饮料和精制茶制造业	3.641	2.742	2.085	1.621	1.225	1.286	1.252	0.963	0.874	0.585	0.472	0.453	0.493	0.321	0.495	0.748	0.716	0.663	0.474	
烟草制品	33.723	4.654	1.420	0.833	0.805	1.072	0.943	0.909	0.891	0.664	0.769	1.243	1.546	1.798	2.361	2.418	2.330	1.528	1.808	
纺织业	1.960	3.034	0.078	0.624	0.851	1.045	1.137	1.205	1.258	1.238	1.344	1.485	1.587	1.657	1.800	1.788	1.697	1.605	1.685	
纺织服装服饰	0.806	1.115	-1.136	-0.123	-0.127	-0.143	-0.054	0.022	0.079	0.136	0.178	0.105	0.205	0.196	0.100	0.108	0.259	0.451	0.584	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	6.370	-21.777	-1.383	-0.494	-0.278	-0.334	-0.128	-0.038	0.093	0.138	0.242	0.457	0.586	0.564	0.458	0.192	0.339	0.616	0.660	
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	10.829	0.247	0.084	0.205	0.316	0.319	0.440	0.460	0.530	0.670	0.813	0.828	0.853	0.842	0.995	1.012	1.066	1.020	1.017	
家具	-19.992	-1.330	-0.245	-0.049	0.000	-0.236	-0.035	0.000	0.159	0.179	0.222	0.402	0.480	0.607	0.572	0.577	0.901	1.254	1.403	
造纸和纸制品	-1.743	0.704	0.752	0.995	1.105	1.168	0.995	0.861	0.762	0.677	0.792	0.872	0.793	0.575	0.163	0.189	0.151	0.159	0.391	
印刷和记录媒介复制业	-10.397	-1.458	-0.315	-0.088	0.174	0.192	0.282	0.236	0.207	0.199	0.307	0.331	0.495	0.546	0.773	0.741	0.445	0.577	0.697	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.511	0.903	0.576	0.473	0.397	0.254	0.252	-0.047	0.107	0.130	0.222	0.239	0.267	0.443	0.298	0.212	0.287	1.015	1.215	
医药制造业	3.064	0.000	-0.445	-0.677	-0.612	-0.711	-0.660	-0.453	-0.436	-0.235	0.044	0.052	0.000	0.123	0.467	0.415	0.385	0.517	0.635	
橡胶和塑料制品业	-10.535	-0.363	0.258	0.347	0.354	0.391	0.428	0.416	0.417	0.434	0.492	0.487	0.485	0.480	0.448	0.425	0.422	0.402	0.359	
汽车制造	-1.458	-1.296	-0.469	-0.312	-0.215	-0.128	-0.172	-0.100	-0.060	-0.025	0.053	0.099	0.147	0.254	0.291	0.330	0.416	0.273	0.707	

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 8 截至 2022 年 7 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数

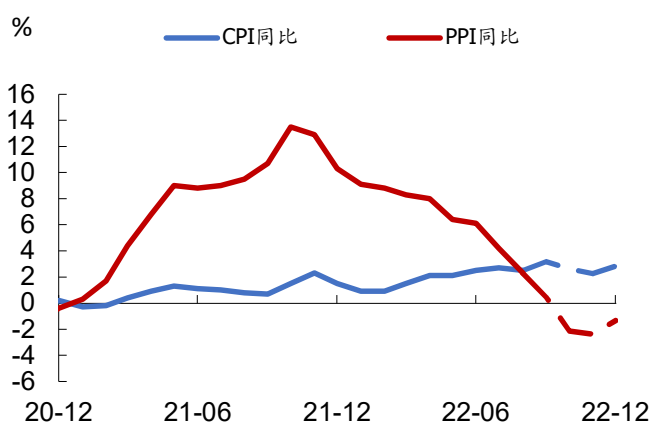
各子行业(按自身历史分位数 (2003 年以来))	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	趋势图
煤炭开采和洗选产品	57.30%	64.70%	68.80%	73.40%	74.80%	73.20%	71.60%	68.60%	65.80%	73.20%	74.60%	72.20%	70.60%	73.30%	
石油和天然气开采产品	82.00%	79.00%	74.60%	74.30%	74.80%	80.20%	74.20%	71.30%	74.40%	81.40%	81.90%	84.10%	87.20%	88.50%	
黑色金属矿采选产品	56.30%	57.10%	50.80%	32.70%	23.70%	18.30%	11.40%	8.00%	7.90%	7.80%	12.30%	1.50%	1.40%	94.10%	
有色金属矿采选产品	52.70%	50.00%	47.30%	46.50%	44.00%	45.00%	49.10%	50.00%	52.30%	54.60%	55.30%	54.50%	44.70%	42.60%	
非金属矿采选产品	30.00%	30.80%	32.00%	30.90%	31.70%	34.60%	43.60%	46.00%	46.30%	45.20%	43.30%	46.10%	48.00%	57.60%	
石油、煤炭及其他燃料加工业	56.90%	63.80%	74.60%	75.60%	74.40%	64.90%	65.00%	64.70%	56.70%	53.40%	70.80%	60.20%	51.40%	53.80%	
化学原料及化学制品制造业	52.70%	58.90%	66.60%	58.60%	49.10%	41.60%	55.70%	61.20%	53.90%	28.10%	21.50%	24.20%	25.30%	22.00%	
化学纤维制品	32.70%	42.80%	47.30%	37.90%	30.50%	28.30%	24.50%	12.90%	9.50%	4.60%	4.60%	10.60%	11.90%	11.70%	
非金属矿物制品业	28.60%	26.70%	27.50%	34.90%	51.10%	61.40%	67.60%	61.70%	60.60%	57.70%	48.40%	44.00%	34.80%	36.40%	
黑色金属冶炼及压延加工业	40.00%	37.50%	45.60%	58.60%	64.40%	60.00%	63.90%	53.20%	44.40%	29.60%	24.60%	15.10%	5.90%	95.50%	
有色金属冶炼及压延加工业	58.10%	51.70%	52.60%	56.80%	57.60%	48.30%									

图表 9 各行业原材料依赖度



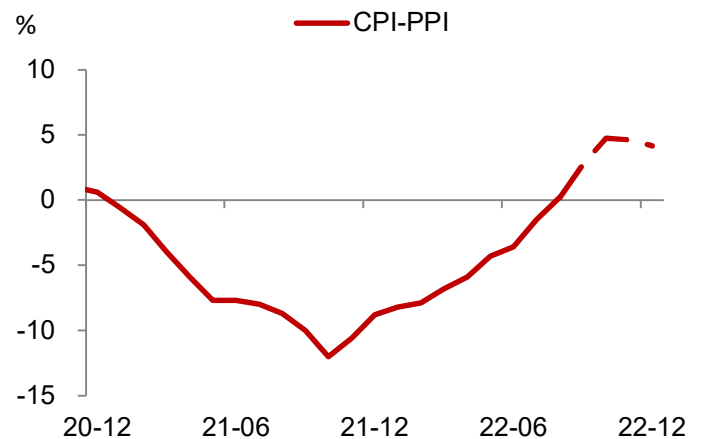
资料来源：国家统计局，华安证券研究所测算

图表 10 CPI 和 PPI 预测



资料来源：Wind，华安证券研究所 注：虚线代表预测值

图表 11 CPI-PPI 预测



资料来源：Wind，华安证券研究所 注：虚线代表预测值

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。