

如果三季度 GDP 在 4% 以下，后续靠何发力？

——兼评 8 月经济数据

报告日期：2022-09-17

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：2022 年 1-8 月工业增加值累计同比 3.6%，社零累计同比 0.5%，固定资产投资累计同比 5.8%（预期 5.3%）。其中，基建投资 10.37%，制造业投资 10.0%，房地产投资 -7.4%。

●一、生产：工业生产和服务业生产均呈低基数上的“弱修复”。其中工业生产受多地疫情反复、高温限电限产叠加外需走弱的影响，回升幅度有限；装备制造业景气度较高，汽车制造连续 4 个月改善；疫情扰动之下，我们理解 8 月服务业生产回升主要由基数效应贡献。

1、受制于疫情反复、高温限电限产，工业生产呈现低基数上的“弱修复”，装备制造业景气度较高，汽车制造连续 4 个月改善。

1) 多地疫情反复、高温限电限产叠加外需走弱，8 月工业生产呈现低基数上的“弱修复”。8 月工业增加值同比为 4.2%，较前值回升了 0.4 个百分点；1-8 月累计同比增长 3.6%，较 1-7 月提升 0.1 个百分点。需要注意的是，工业生产弱修复建立在去年的低基数上，这一点我们在 8 月的报告中已予以提示。2021 年三季度多地就发改委“能耗双控”目标先后推出限电限产措施，工业生产快速走弱，2021 年 8 至 10 月工业增加值同比分别为 5.3%、3.1%、3.5%，由此形成的低基数对今年下半年的经济修复在数值上构成“支撑”。其中，福建、陕西、江苏、浙江等地基数效应较为明显。环比看，8 月工业增加值环比季调为 0.32%，低于过去四年同期均值的 0.43%（剔除 2020 年异常值），表明工业生产环比弱于季节性。出口方面，8 月出口交货值累计同比回落了 4.3 个百分点至 5.5%，后续外需面临走弱风险，出口或呈有韧性的回落，相应对工业生产的支持力度进入下行通道。

2) 分行业看，装备制造业景气度较高，汽车制造连续 4 个月改善。40.0% 的行业工业增加值累计同比较上月有所修复，其中汽车制造、电力热力、电气机械的累计同比较前值回升了 8.0、4.9、2.3 个百分点至 30.5%、15.3%、14.8%。总体看，8 月高技术产业增速下滑，但装备制造业改善了 1.1 个百分点至 9.5%，其中汽车行业向好势头不减，8 月国内汽车产销分别完成 239.5 万辆和 238.3 万辆，同比分别增长 38.3% 和 32.1%。印证了我们在《四问利润传导，这次不一样？》指出的“本轮 CPI-PPI 回升周期利好通信设备、电气机械、汽车、交运设备、电力等中游设备制造”。

2、8 月服务业生产指数呈低基数上的小幅改善，疫情扰动之下，我们理解该回升主要由基数效应贡献。8 月服务业生产指数同比较前值回升了 1.2 个百分点至 1.8%，其中，信息传输、软件和信息技术服务业，住宿和餐饮业，金融业生产指数分别增长 8.9%、7.4%、4.8%。8 月疫情散发程度较 7 月更严重，且静默管控区域更多，高温天气同样制约服务业活动，因此我们仍理解该回升主要由基数效应贡献，体现于 2021 年 8 月服务业生产指数的两年复合增速为 4.4%，6 月和 7 月分别为 6.5%、5.6%。

●二、固定资产投资：地产连续 14 个月回落，制造业投资总体平稳，前期专项债继续支撑，加新增政策性金融工具加快投放，基建投资进一步高增。

1-8 月固定资产投资累计同比较前值回升了 0.1 个百分点至 5.8%，三年复合平均增速 4.7%、持平前值，仍需关注地产分项的拖累。

1) 地产：销售和竣工回暖；央地多措并举推进“保交楼”，融资结构小幅改善；坚持“底线思维”的需求端宽松仍可预期，看好地产、建筑建材。具体看：

其一，基本面看，地产投资延续下滑，销售和竣工回暖。1-8 月地产投资累计同比较前值回落 1.0 个百分点至 -7.4%，连续 14 个月下滑，尽管去年下半年基数偏低，但基本面可能难有实质性改善。前端看，销售好转，拿地新开工仍弱，1-8 月商品房销售面积同比 -23.0%（前值 -23.1%），土地购置面积同比 -49.7%（前值 -48.1%），新开工面积同比 -37.2%（前值 -36.1%）；在监管部门千方百计推动“保交楼、稳民生”要求下，后端的竣工面积累计同比小幅升至 -21.1%（前值为 -23.3%），而同比从 7 月的 -36.0% 改善至 -2.5%。地产风险事件或已阶段性企稳，8 月 30 个大中城市商品房成交面积同比下滑 19%（5 月、6 月和 7 月分别同比下滑 52%、7%、33%），进入金九银十重要观察期。

其二，融资面看，央地多措并举推进“保交楼”，融资结构小幅改善。1-8 月开发资金来源累计同比 -25%，此前“销售企稳、自融仍弱”的结构发生变化，国内信贷有所好转。定金及预收款累计同比为 -35.8%、较前值回升了 1.3 个百分点；个人按揭贷款累计同比为 -24.4%、较前值回升了 0.8 个百分点；国内信贷累计同比为 -27.4%、较前值回升了 1.0 个百分点；仅自筹资金较弱。保交楼为近期地产宽松政策的一大旋律，8 月以来超过 10 城陆续出台措施，8 月 12 日银保监会表示积极主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究、强调千方百计推动“保交楼、稳民生”，8 月 19 日住建部、财政部、央行出台措施，通过政策性银行专项借款促进保交楼。按目前的“保交楼”效果来看，我们预计后续“保交楼”相关政策仍将继续推进、加强落实，且可能继续扩大规模。不过，目前针对地产企业的供给端政策仍有限，多数房企仍疲于应对现金流保卫战，后续政策仍需观察。

其三，政策面看，坚持“底线思维”的需求端宽松仍可预期。8 月经济数据点评中我们明确指出“需求端宽松进入新阶段”，同时我们基于年初以来的 300 余条地产政策、独家测算了高能级+省会城市宽松比例，8 月第 3 周该宽松比例攀升至 39.4%，因而当周观点中我们上调了地产板块评级，过去四周地产板块近 10% 的超额收益也印证了该判断。需要指出的是，中央房住不炒的定位从未动摇，诸如 9 月 15 日青岛住建局公号删除“二手房不再限购”的表述、9 月 16 日苏州撤回此前“放松限外”的政策。我们仍维持 8 月的判断，即地产需求端宽松仍将加码，高能级城市和热门都市圈的地产宽松仍可预期，但一线城市放开较难；我们判断“大招”概率较低，更多的可能是部分技术细节的调整。宽松预期是引导 8 月地产板块向好的逻辑，但宽松是否见效（提振销售、维稳房价）可能是金

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_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16

3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

4.《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

5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们与经济“合理区间”的距离》2022-05-31

6.《华安证券_宏观研究_破局之路，妙手何方？——2022 中期宏观展望》2022-6-14

7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_雨疏霞光现——5 月经济数据点评》2022-6-15

8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_再问经济合理增速区间》2022-7-15

9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_经济承压，被动降息作用几何？——7 月经济数据和 815 降息点评》2022-8-15

九银十的交易主线。9月高能级+省会城市宽松比例为40%，在基本面筑底信号趋显的当下，我们倾向于认为地产板块仍具备配置价值，同时伴随地产风险事件企稳，此前受掣肘的建筑材料有望重回成本回落逻辑、兑现利润弹性。

2) 制造业：总体增速平稳、汽车韧性较强。1-8月制造业投资累计同比增长10.0%，自4月疫情以来持续处于10%附近，符合我们年中策略“制造业年内难有超预期表现”的判断；剔除基数效应后，1-8月制造业投资三年复合增速为5.4%。分行业来看，计算机通信电子、电气机械、医药等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为18.1%、13.7%、13.3%。整体来看，84.6%的制造业行业出现边际改善，其中纺织业、汽车制造、交运设备、电气机械投资分别改善了0.80、0.79、0.76、0.63个百分点。政策方面，9月13日国常会决定“进一步延长制造业缓税补缴期限，加力助企纾困；确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造”；9月16日，根据21世纪经济报道，近期监管部门组织地方申报中长期贷款项目，投向双碳、传统产业改造升级、电子、生物、航空航天、高端仪器等高端制造业，共涉及16大领域128个细分领域，指向制造业技改政策支持加大。但鉴于当前民营企业利润仍处于低位，延续“国民分化”态势，可能会对制造业投资弹性形成压制，仍需关注相关政策的落地效果。

3) 基建：新增政策性金融工具+5000亿专项债限额接力，基建高增确定性仍强。1-8月广义基建增速为10.37%，较前值提升了0.79个百分点，符合我们8月经济数据点评《经济承压，被动降息作用几何？》中的预测；狭义基建（不含电力）增速8.3%，前值7.4%。分行业看，1-8月电热燃水、水利管理业、水利环境、公共设施管理业保持超过10%的高增速，分别为15.1%、14.5%、11.8%、11.7%。值得注意的是，道路运输、铁路运输增速有明显提升，与政策性金融工具在投向上侧重于“交通基础设施”有关。根据中建政研数据，截至8月20日，农发行基金中交通基础设施项目投资占比44%，国开行基金中占比86%。

年初以来，基建一直是经济运行中最大的确定性，三因素共振下预计9月、10月增速或超11%。资金端，6月新增专项债原需于8月末使用完毕，但高温、疫情散发影响了部分地区的专项债支出进度，同时新增政策性金融工具+5000亿专项债限额空间接力下，基建配套融资适时跟进，专项债支出进度有所迟滞，缓支部分和新增政策工具将继续补足基建资金。项目端，9月5日首批3000亿政策性金融工具已全部投放完毕，此外发改委表示“今年前期准备的项目清单，总体上能够满足5000多亿元限额存量的发行需求”，基建资金和基建项目有望齐头并进。开工端，9月水泥磨机运转率达到50.52%、为全年高点，水泥发运率较前值提升了4.8个百分点至50.5%，水泥指标在8月下旬回落9月回升，指向高温天气对水泥作业的影响在逐步消退；石油沥青装置开工率44.5%、较8月末提升了6.4个百分点，其中交通道路沥青好于建筑沥青，与基建分项中“道路运输、铁路运输改善较快”相互印证；挖掘机指标小幅承压，其中8月产量当月同比回落3.4个百分点至0.0%，开工小时数回落1.1个百分点至-6.9%，两项指标均好于6月水平。伴随高温天气陆续退场、各地抢抓三季度施工旺季，基建高景气料将持续，9月、10月增速或超11%。

● 三、消费和就业：8月消费在疫情扩散压力下逆势反弹，主要由汽车、化妆品分项贡献；失业率连续3个月运行于全年目标中枢之下，高校就业小幅改善，预计全年新增就业1350-1400万人。

1) 消费方面，8月疫情散发情况较7月加重，在多地静默管理的考验下消费展现较强韧性，8月社零累计同比为0.5%、较前值回升了0.7个百分点，再次回归正增长；当月同比5.4%、较前值改善了2.7个百分点。消费复苏主要由汽车、化妆品、鞋帽服饰等分项贡献，分别较前值改善了2.3、2.3、1.2个百分点，但竣工端的建筑材料增速下滑了0.8个百分点至-4.4%。自6月以来，我们看好汽车消费的观点未曾改变，除国务院持续落实车辆购置税优惠政策以外，省级层面促汽车消费的政策占比达到58.3%。

2) 就业方面，城镇调查失业率较前值下行0.1个百分点至5.3%，连续3个月运行于全年失业率目标中枢之下。分结构来看，25-59岁就业人员调查失业率为4.3%、持平前值，16-24岁就业人员调查失业率下降1.2个百分点至18.7%，在连续9个月上行后形势有所缓和，一方面在于高校毕业生季收场，另一方面指向稳就业政策逐步收取成效。2022年8月城镇累计新增就业898万人、累计同比-4.3%，跌幅较前值收窄了0.5个百分点。我们认为就业落实节奏仍与2020年较为相似，预计全年新增就业1350-1400万人。用工方面，8月大型、中型企业的从业人员PMI较上月改善了0.2、1.1个百分点，而小型企业回落了0.5个百分点至47.6%，小微企业在疫情下受创最重的特征未有改变，仍需助企纾困、帮扶小微等一揽子政策的落实落地。

四、如何看待三季度经济以及再论全年经济增速？

8月经济数据的亮点在于从此前的“基建独木难支”转向“生产、消费、基建”的齐头并进。尽管部分分项是由低基数带来的数值上的修复，但随着稳经济一揽子政策的落实到位，一批稳投资、促消费、惠民生的重大项目加速形成实物工作量，经济有望继续稳步修复。我们延续此前的生产法角度，对GDP进行测算，根据7-8月的月度和高频数据，我们测算三季度GDP有望达到3.8%左右（一、二、三产增速分别为5.8%、5.1%和2.6%）。由此做进一步延伸，若全年要完成3.5%的增速，需要Q4在5%左右，具备实现的基础；若全年要完成4.0%的增速，需要Q4在6.5%左右，需要付出较大努力；若全年要完成4.5%的增速，需要Q4在8%以上，需要付出极大努力。基于客观数据的测算，依目前情况，全年经济增速落在3.5%左右的概率较大，且9-10月是最重要的发力窗口期，对全年经济增速的弹性空间可能具有决定性作用。

在经济增长动能方面，从支出法的角度来看，出口支持力度将下滑；消费稳步修复，但受常态化疫情防控、居民收入增速等压制，复苏力度可能受限。好的方面在于地产最差的时候已经过去，随着保交楼、需求端等政策加码，地产后续有望企稳，并稳步修复。制造业政策持续发力，也有望维持稳定，但弹性可能受限。稳增长最重要的发力点将落在基建上面，基建确定性高增源于资金（6000亿政策性金融工具+5000亿专项债存量限额+基建配套贷款，杠杆效应显著且有望超预期）+项目+开工。

● 风险提示

货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 工业生产呈低基数上的弱修复



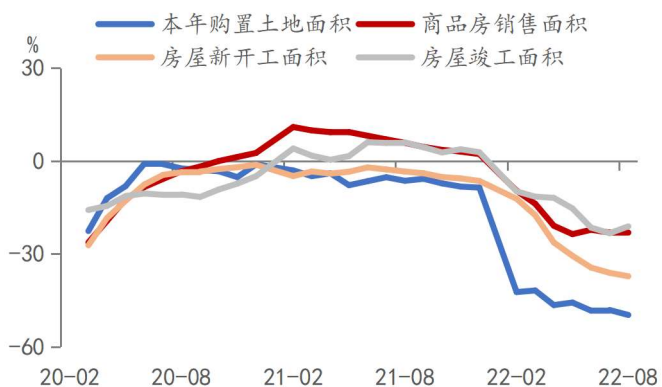
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 工业生产环比季调基本弱于季节性



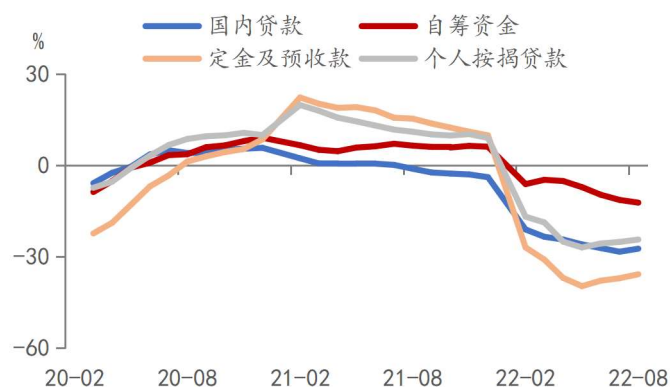
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 地产基本面仍探底、仅竣工回暖



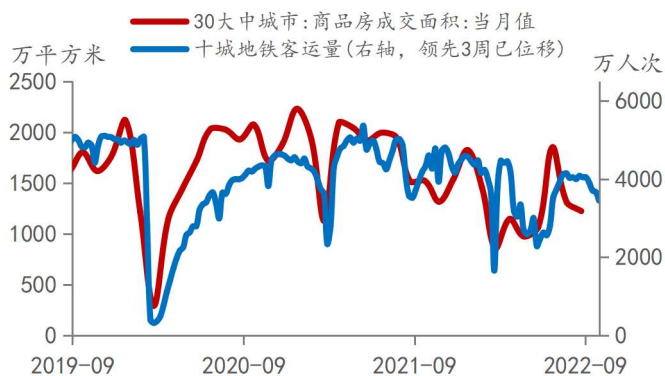
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 融资端销售回款和国内信贷边际改善



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 5 疫情反复下, 居民消费半径收窄或制约 9 月销售



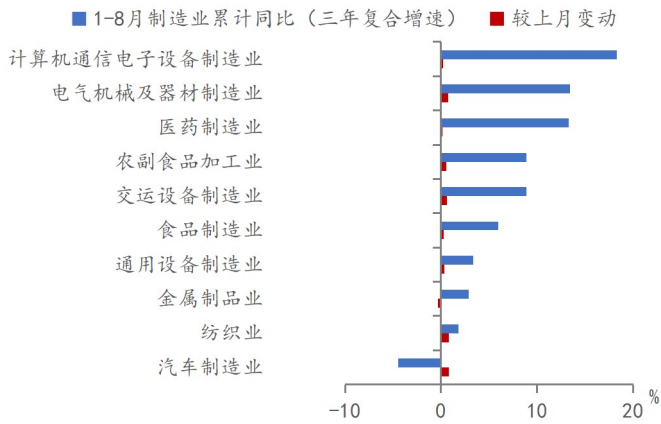
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 高能级城市放松比例维持高位



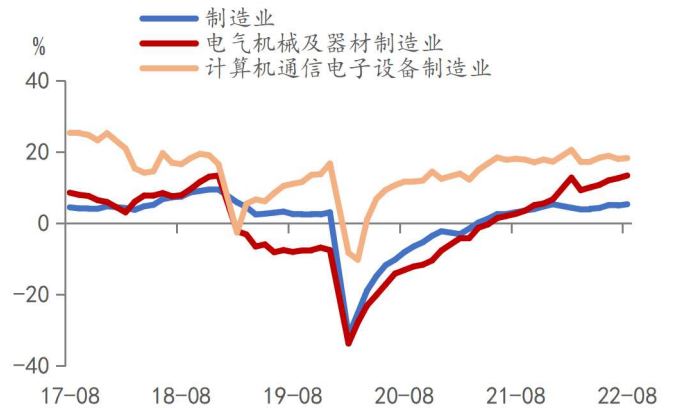
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 高端制造景气度仍高



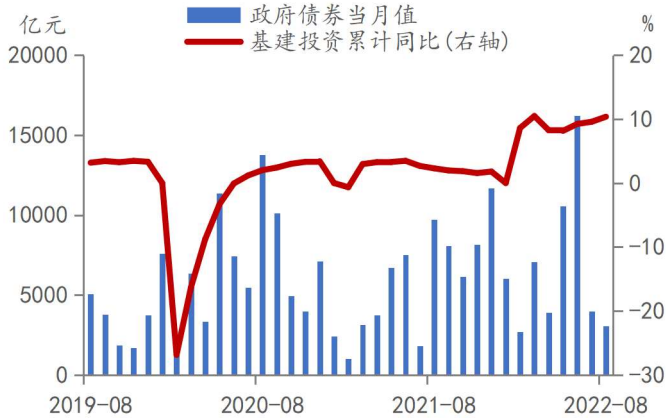
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 制造业投资增速保持平稳



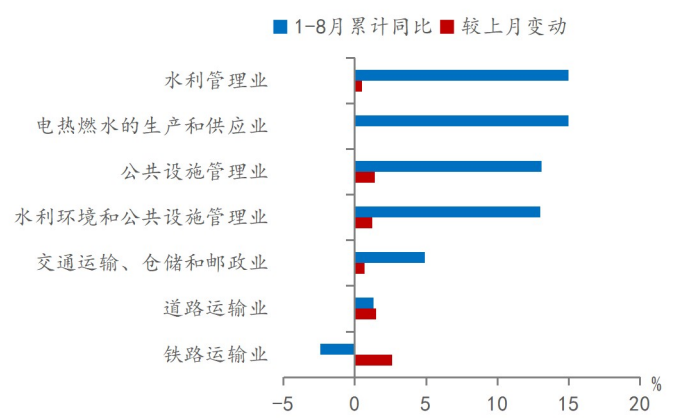
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021年为两年复合增速

图表9 新增专项债收尾, 政策性金融工具与限额空间接力



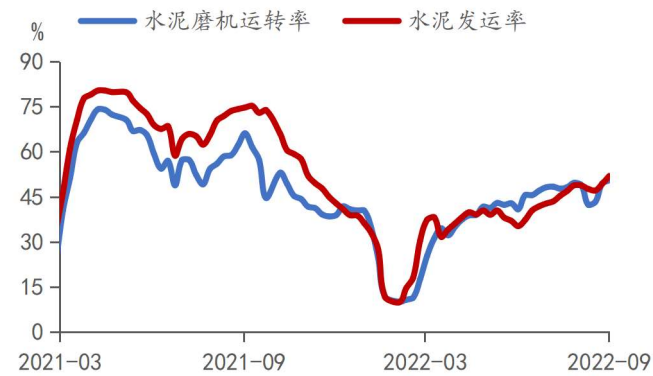
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021年为两年复合增速

图表10 铁路、道路、水利、公共设施投资提速



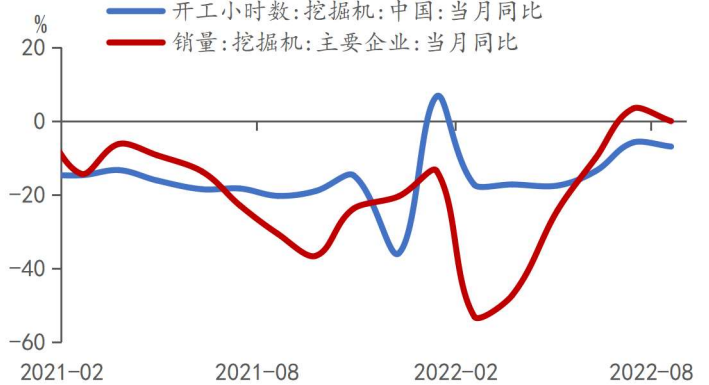
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表11 高温天气影响, 水泥作业8月走弱9月改善



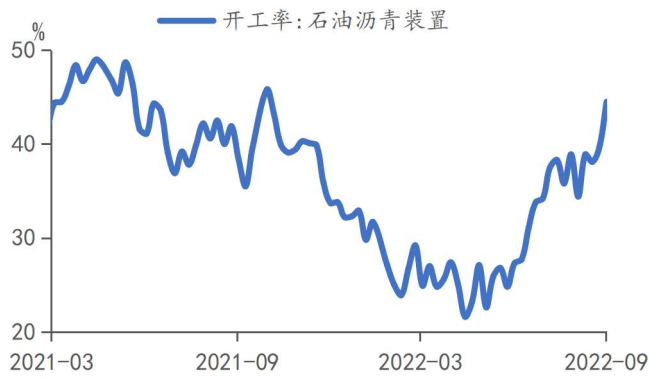
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表12 高温天气影响, 8月挖掘机指标小幅承压



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 石油沥青开工率达全年高位



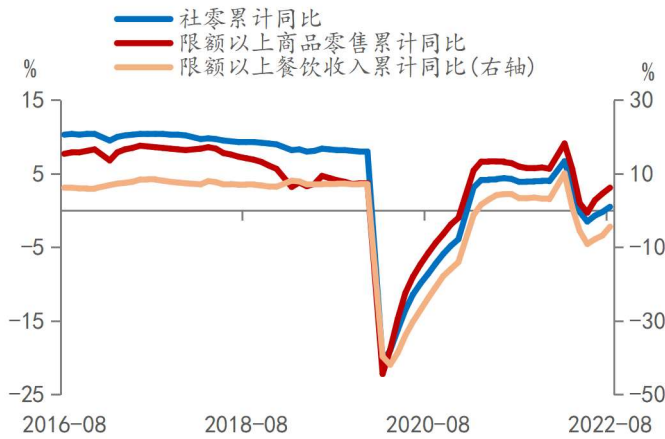
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 交通沥青开工率快速提升



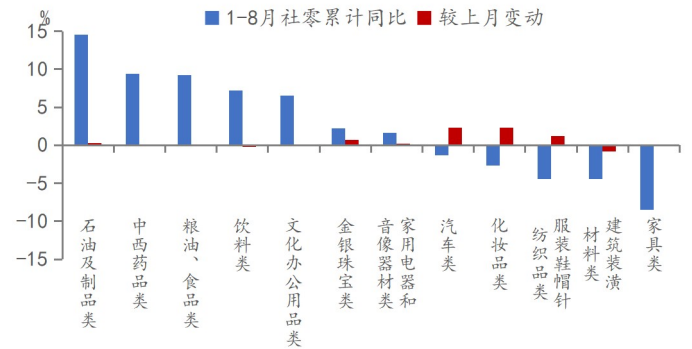
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 消费经受疫情考验, 显现韧性



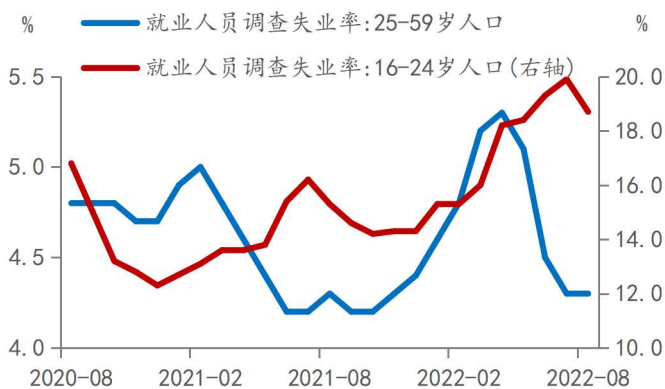
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 16 汽车、化妆品、服装消费改善较快



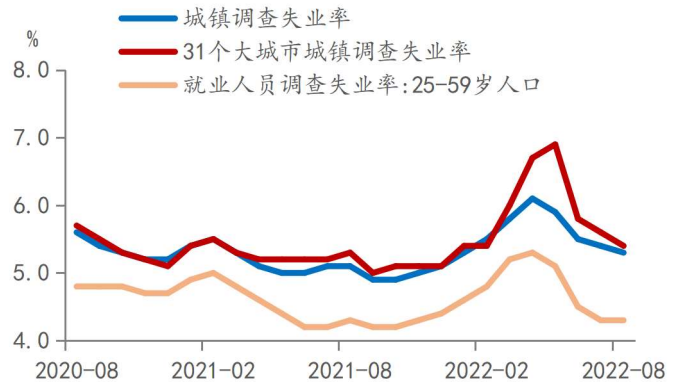
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 青年失业率小幅改善



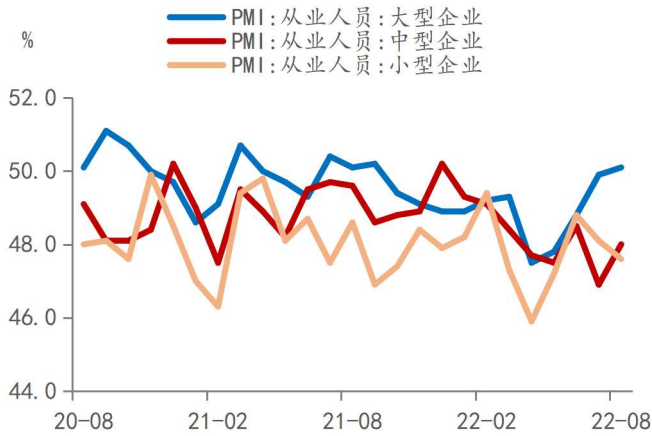
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 失业率连续 3 个月运行在全年目标中枢以下



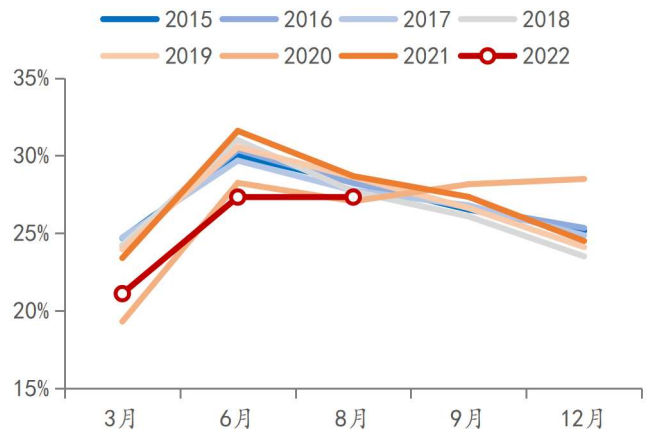
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 小型企业用工仍弱



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 8月就业落实进度赶超 2020 年同期



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 三季度 GDP 增速测算

结果汇总 (%)	GDP	对三季度经济的拉动	第一产业 (农业)	第二产业	工业	建筑业	第三产业	批发和零售业	交通运输、仓储和邮政业	住宿和餐饮业	金融业	房地产业	信息、软件和信息技术服务业	租赁和商务服务业	其他行业
2022Q3增速预测	3.8		5.8	5.1	4.7	7.0	2.6	4.9	-8.4	5.3	5.8	-4.7	11.0	3.0	3.2
7月	2.8	1.0	5.5	4.0	3.8	5.0	1.6	3.2	-11.0	-1.5	5.7	-6.0	11.0	2.0	3.0
8月	3.7	1.2	5.8	4.7	4.2	7.0	2.7	5.1	-8.0	8.4	5.8	-5.0	11.0	3.0	3.0
9月	4.9	1.6	6.0	6.5	6.0	9.0	3.6	6.5	-6.0	9.0	6.0	-3.0	11.0	4.0	3.5
分项占GDP比重 (以2021年为准) (%)	100.0		7.4	39.5	32.6	6.9	53.1	9.7	4.1	1.6	8.1	6.8	3.9	3.1	15.9
分项占二/三产比重 (以2021年为准) (%)					82.6	17.4		18.2	7.8	2.9	15.1	12.9	7.3	5.8	29.9
分项对GDP拉动率 (百分点)	3.8		0.4	2.0	1.5	0.5	1.4	0.5	-0.3	0.1	0.5	-0.3	0.4	0.1	0.5
历史数据 (%)															
2022-06	0.4		4.4	0.9	0.4	3.6	-0.4	-1.8	-3.5	-5.3	5.9	-7	7.6	-3.3	-0.2
2022-03	4.8		6	5.8	6.4	1.4	4	3.9	2.1	-0.3	5.1	-2	10.8	5.1	4.9
2021-12	4		6.4	2.5	3.8	-2.1	4.6	5.9	4	4.7	5.5	-2.9	11.5	5.6	5
2021-09	4.9		7.1	3.6	4.9	-1.8	5.4	7.6	5.9	5.7	4	-1.6	17.1	5.8	5.2
2021-06	7.9		7.6	7.5	8.8	1.8	8.3	9.6	12.7	17.1	4.1	7.1	19.5	5.8	6.2
2021-03	18.3		8.1	24.4	24.4	22.8	15.6	26.6	32.1	43.7	5.4	21.4	21.2	7.9	8.8
2020-12	6.4		4.3	6.7	6.8	5.8	6.6	6.8	8	-0.8	5.9	4.9	21	4.8	4.4
2020-09	4.8		4.1	5.9	5.5	7.3	4.2	3.6	4.3	-8.7	6.8	4.6	20.1	-4.2	2.1
2020-06	3.1		3.5	4.6	4.1	7	1.8	1.6	2	-21.7	6	2.4	17.3	-5.3	-1.1
2020-03	-6.9		-3.1	-9.7	-8.5	-18.2	-5.4	-17.5	-13.6	-39.5	4.9	-7.6	14.6	-6.7	-2
2019-12	5.8		3.4	5	5	4.9	6.9	5.3	5.7	5.3	6.5	2.1	18.6	10	7.1
2019-09	5.9		2.7	4.5	4.2	5.8	7.4	5.5	6.9	5.9	6.5	3.9	21	8.7	7.4
2019-06	6		3.3	4.7	4.7	4.7	7.2	5.9	6.6	5.6	7.1	2.1	23.2	7.5	6.6
2019-03	6.3		2.7	5.3	5.2	5.8	7.2	5.7	6.8	5.2	6.5	2.2	24.3	8.5	6.5
2018-12	6.5		3.5	5.8	5.7	6.4	7.8	5.9	8.8	6.1	6.2	1.8	26.2	9.4	7.9

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 22 三季度 GDP 增速测算简化版

当季同比 (%)	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
2022Q3增速预测	3.8	5.8	5.1	4.7	7.0	2.6
7月	2.8	5.5	4.0	3.8	5.0	1.6
8月	3.7	5.8	4.7	4.2	7.0	2.7
9月	4.9	6.0	6.5	6.0	9.0	3.6

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 23 年底达到 3.5%对应的季度增速

年底达到 3.5%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.4%	4.4%	0.9%	-0.4%	2.5%	5.0%	3.1%	1.8%
2022Q3	3.8%	5.8%	5.1%	2.6%	3.0%	5.4%	3.8%	2.0%
2022Q4	5.0%	6.0%	6.0%	4.0%	3.5%	5.6%	4.4%	2.6%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 24 年底达到 4.0%对应的季度增速

年底达到 4.0%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.4%	4.4%	0.9%	-0.4%	2.5%	5.0%	3.1%	1.8%
2022Q3	3.8%	5.8%	5.1%	2.6%	3.0%	5.4%	3.8%	2.0%
2022Q4	6.5%	6.6%	6.7%	6.3%	4.0%	5.8%	4.6%	3.2%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 25 年底达到 4.5%对应的季度增速

年底达到 4.5%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.4%	4.4%	0.9%	-0.4%	2.5%	5.0%	3.1%	1.8%
2022Q3	3.8%	5.8%	5.1%	2.6%	3.0%	5.4%	3.8%	2.0%
2022Q4	8.2%	7.8%	8.4%	8.2%	4.5%	6.3%	5.1%	3.7%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

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。