

供销社体系发展的三大方向

2022年11月02日

10月17日，湖北日报《湖北基层供销社恢复重建至1373个》的报道重新将供销社系统带入大众视野。在计划经济年代曾经大放异彩的供销社，似乎重新焕发了新生。如今的供销社有何不同？未来的供销社又将走向何方？

➤ 供销社从未消失，只是随着定位的变化起伏波动

作为计划经济年代的产物，供销社诞生于社会主义改造时期。1950年7月，中华全国合作社联合总社成立。在计划经济年代，供销社主导农村的商业流通渠道。随着行政管理与定位的转变，与商业部门“三合三分”。

早期计划经济特色的底色，也使得供销社随着市场化的推进一度陷入低迷困境。90年代开始，随着计划经济年代农资专营权的失去，加之私营经济对农村商业流通渠道的挤占，供销社系统亏损逐渐扩大。供销社系统也不得不进行市场化改革，适应新的经济环境，并最终扭亏为盈。

进入21世纪，供销社系统“为农服务”的价值逐渐凸显，国家层面日益支持供销社系统服务乡村振兴。从2006年开始的“新网工程”到乡村振兴战略的全面部署，均将供销社系统作为重要平台。

褪去计划经济底色的供销社，在乡村振兴战略中重获新生。

➤ 如今的供销社早已褪去计划经济底色，以市场化方式服务三农

供销社不再是计划经济年代物资“统购统销”渠道，而是主要以市场化的方式服务三农。

2017年政策文件中对供销社的职能表述第一条即“宣传贯彻党中央、国务院‘三农’工作方针政策”。

在市场化改革之后，县及县以上供销社以机关和事业单位为主，而供销社系统内占比超过9成的基层社，大多是市场化经营的企业。

正因如此，近年来加快发展供销社的重点也在恢复发展基层社。县及县以上供销社（各层级供销社）数量保持稳定。

业务范围方面，供销社利用自己的网络渠道优势，主要销售消费品、农产品和农资。

无论是网点数量，还是销售额，消费品、农产品和农资的销售都占主导。金融服务、物流服务、生活服务等服务占比依旧很小，但近年来发展速度较快。

➤ 展望未来，我们认为供销社发展有物流、电子商务和金融三大方向

政策规划层面，发展流通服务网络一直是供销社发展的重点，2006年开始，“新网工程”上升为国家工程。新农村现代流通服务网络成为供销社建设重点。

2017年《中央编办关于中华全国供销合作总社主要职责和内设机构调整等问题的批复》中强调供销社发展的重点：“电子商务”、“金融合作”、“资产管理”。

根据全国供销合作网的具体案例，我们认为未来供销社至少有三大方向。

其一，物流层面，加快构建现代化的农村物流体系。

其二，金融层面，成立合作平台为三农提供信用支持。

其三，电子商务层面，构建城乡电子商务公共服务平台。

我们或可以在上述三个方向寻找相应投资机会。

➤ 风险提示：疫情发展超预期；地产政策效果不及预期；海外地缘政治预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

相关研究

1. 2022年10月PMI数据点评：PMI重回收缩区间重要么？-2022/10/31
2. 全球大类资产跟踪周报：内外市场热度分化-2022/10/30
3. 宏观专题研究：汇率贬值压力下还会降息吗？-2022/10/27
4. 9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26
5. 宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2022/10/25

目录

引言	3
1 中国供销社发展的起伏波动历程	4
1.1 供销社的起源与国营商业的“三合三分”	4
1.2 1999—2006 年：市场化改革扭亏为盈	5
1.3 2006—2012 年：重点发展流通服务网络	6
1.4 2013 年至今，加速发展服务乡村振兴	7
2 “非计划”时代下供销社发展定位	7
2.1 职能上，重点服务三农导向	7
2.2 组织上，重点发展基层社	8
2.3 业务范围上，消费品、农产品和农资为核心	10
3 供销社发展的三大方向：物流、电子商务和金融	11
4 风险提示	13
插图目录	14

引言

今年以来,多地报道供销社恢复建设取得明显成果,供销社体系重新进入市场视野。

供销社系统是如何发展演绎而来的,未来将何去何从?

本文重在梳理供销社的历史沿革,结合政策分析及近年发展案例分析,尝试为市场理解供销社体系提供一些启发。

1 中国供销社发展的起伏波动历程

1.1 供销社的起源与国营商业的“三合三分”

供销社是集体所有制合作经济组织，以农民社员为主体，**负责城乡商贸流通。**

供销社的产品供给有两个方向，一是向农民提供生产资料和日化用品；二是从农民手中收购农副产品，供给其他地区。

供销社的收入来源主要包括农资销售、农副产品购销、消费品零售和再生资源四大业务。

供销社的发展历史大致是成立到快速发展，随后再经历波动。

1950年7月，中华全国合作社联合总社成立，负责统一领导和管理全国的供销、生产、渔业、手工业、消费、信用合作社。这标志着全国性供销社系统正式成立。

在社会主义改造和计划经济时代背景下，1953年10月开始，国家陆续对粮食、油料、棉花“统购统销”。供销社有“统购统销”的专营权。在国家扶持下，全国供销社快速发展。

供销社定位几经变化，供销社与国营商业经历“三合三分”。

1958年、1970年、1982年三次与商业部合并，又在1962年、1975年和1995年分别从商业部门里独立出来。

1995年2月，中华全国供销合作总社再度恢复成为一个独立的机构直至今日。

1995年2月，中共中央、国务院发布《关于深化供销合作社改革的决定》，明确了供销合作社的宗旨、性质、地位和作用，决定恢复成立“中华全国供销合作总社”，并提出了支持供销合作社改革和发展的若干政策措施。

图1：供销社与国营商业的“三合三分”

划分	时间	归纳
第一合	1958年	中华全国供销合作总社与中华人民共和国城市服务部合并成立中华人民共和国第二商业部。后第二商业部与第一商业部合并。
第一分	1962年	将全国供销合作总社与中华人民共和国商业部分开包公。一切制度均按集体所有制性质办。
第二合	1970年	再次决定将供销合作社同国营商业合并，由集体所有制改为全民所有制；中华全国供销合作总社与商业部、粮食部、中央工商行政管理局合并组建中华人民共和国商业部。
第二分	1975年	当年2月决定恢复全国供销合作总社，名称改为“中华人民共和国供销合作总社”，作为中央政府的一个部门。
第三合	1982年	再次决定将供销合作社同国营商业合并，中华全国供销合作总社第三次与中华人民共和国商业部合并，但保留中华全国供销合作总社的牌子。
第三分	1995年	2月，中共中央、国务院作出了《关于深化供销合作社改革的决定》（中发〔1995〕5号），明确了供销合作社的宗旨、性质、地位和作用，决定恢复成立“中华全国供销合作总社”。

资料来源：中国改革信息库、中国供销合作网，民生证券研究院

1.2 1999—2006年：市场化改革扭亏为盈

随着市场化改革推进，供销社逐渐失去了“核心资产”——农资的专营权以及，农村商业流通渠道专营权，供销社因此亏损日益严重。

上世纪八九十年代，随着市场体制改革的推进，价格形成机制逐渐市场化。农产品与农资不再“统购统销”，供销社失去专营权。

放开私营经济后，农村私营商店开始冲击、抢占之前供销社的经营渠道，供销社系统开始亏损。1992年至1999年供销社累计亏损近450亿元。

1999年开始，国家层面推动供销合作社市场化改革解决亏损问题。

1999年，《国务院关于解决当前供销合作社几个突出问题的通知》正式出台，供销合作社的工作重点转向了扭亏增盈。2000年全系统扭亏为盈，当年系统汇总实现利润13.77亿元。2001年，情况进一步好转，汇总实现利润16.39亿元，2002年达到28.6亿元。

供销社系统市场化改革主要措施有两个方面：社企分开，在供销社系统中引入现代企业制度；以发展现代物流网络为核心，拓展供销社业务范围。

核心内容包括“四项改造”，即以参与农业产业化经营改造基层社，以实行产权多元化改造社有企业，以实现社企分开、开放办社改造联合社，以发展现代经营方式改造经营网络。

图2：1999年后供销社系统市场化改革的内容

措施	具体内容	成果
建立现代企业制度	<ul style="list-style-type: none"> • 社企分开：供销社和供销社下属企业分开，建立现代企业制度，自负盈亏，引入社会资本，以实行产权多元化改造社有企业 	<ul style="list-style-type: none"> • 120万名社有企业职工实现分流，骨干企业基本建立起现代企业制度，大批企业成为农业产业化和现代流通网络的龙头企业。
发展专业合作社	<ul style="list-style-type: none"> • 以参与农业产业化经营改造基层社 	<ul style="list-style-type: none"> • 全系统发展起2万多家专业合作社，吸收500多万户社员；发展14万家综合服务社，占全国行政村总数的22%。 • 2002年底时，基层社便结束了连续12年亏损的局面，向好的方向发展。
搭建服务平台	<ul style="list-style-type: none"> • 开放办社改造联合 	<ul style="list-style-type: none"> • 各地联合社逐渐成为合作经济组织和农产品行业协会的服务平台，全系统创办各类行业协会1.4万家，初步形成合作经济组织协会、农产品流通经纪人协会、农产品行业协会为主体的协会工作架构。
发展现代流通网络	<ul style="list-style-type: none"> • 发展现代经营方式改造经营网络 	<ul style="list-style-type: none"> • 全系统涌现出“新合作”、“中国农资”、“中国再生”品牌，商务部实施的“万村千乡市场工程”，60%以上由供销合作社的连锁经营网点承担。 • 截至2006年底，全系统实现销售总额7489亿元，比1999年增加了2971亿元，销售总额增长了66%；汇总实现利润79.5亿元，比1999年增加了200多亿元。

资料来源：中国供销合作网，民生证券研究院

1.3 2006—2012年：重点发展流通服务网络

在供销社扭亏为赢解决了“生存”问题后，2006年开始，中央层面推动支持供销社系统重点发展流通服务网络。

供销社面临流通设施亟需升级、系统网络不够健全等问题。市场化私营经济兴起，取代了原有供销社在农村的商业流通渠道，然而市场化私营经济也带来了一系列问题，例如假冒伪劣商品。

2006年开始中央出台文件支持“新网工程”。

“新网工程”即建设新农村现代流通服务网络工程。2006年5月，时任副总理回良玉听取了供销合作总社领导关于供销合作社建设“新网工程”的汇报。随后国务院办公厅下发“国阅[2006]52号”文件予以确认。后续多年中央一号文件均予以强调。

文件明确了“新网工程”建设的“四大网络”：建设农业生产资料现代经营服务网络、农副产品市场购销网络、日用消费品现代经营网络、再生资源回收利用网络。

2007年开始中央财政设立“新网工程”专项资金。截至2012年底，中央财政共投入专项资金47.5亿元。供销合作社系统“新网工程”建设在促进农村商品流通、引导农民消费、增加农民就业等方面作用日益体现，成为地方政府“三农”工作的重要抓手。

借助流通合作网络，供销社成为各级政府积极扩大内需、强化“三农”工作的重要平台。供销合作社网络在“农超对接”、各地“菜篮子”建设，包括在商务部“万村千乡”、“双百”工程中都发挥着举足轻重的作用。

1.4 2013 年至今，加速发展服务乡村振兴

2013 年后，供销社定位更为突出“为农服务”，逐渐成为乡村振兴的重要抓手。供销社系统获得大量政策文件关注与资金支持，进入快速发展阶段。

2013 年，习近平总书记在中央农村工作会议上要求继续办好供销合作社，发挥其独特优势和重要作用。强调“供销合作社要坚持从“三农”工作大局出发，牢记为农服务根本宗旨……加快成为服务农民生产生活的综合平台……努力为推进乡村振兴贡献力量……”。

2014 年和 2015 年，基层社网点同比分别增长 14.6%和 11.2%。2016 年，供销社系统财政拨款增速高达 206.6%。

2018 年，中央一号文件就全面实施乡村振兴战略作出全面部署，明确提出全面深化供销合作社综合改革，支持供销、邮政及各类企业把服务网点延伸到乡村，健全农产品产销稳定衔接机制。

2022 年 1 月，中华全国供销合作总社第七届理事会第四次全体会议指出“全国供销合作社系统坚持紧紧围绕服务，全面推进乡村振兴。”

刚刚结束的中共二十大上，中华供销社总社理事会主任梁惠玲当选中共中央委员。

图3：2013 年以来中央一号文件的相关描述

年度	相关描述
2021	深化供销合作社综合改革，开展生产、供销、信用“三位一体”综合合作试点，健全服务农民生产生活综合平台。
2020	<ul style="list-style-type: none"> 有效开发农村市场，扩大电子商务进农村覆盖面，支持供销合作社、邮政快递企业等延伸乡村物流服务网络 继续深化供销合作社综合改革，提高为农服务能力
2019	继续深化供销合作社综合改革，制定供销合作社条例
2018	全面深化供销合作社综合改革，深入推进集体林权、水利设施产权等领域改革，做好农村综合改革、农村改革试验区等工作
2017	<ul style="list-style-type: none"> 加强农民合作社规范化建设，积极发展生产、供销、信用“三位一体”综合合作 支持供销、邮政、农机等系统发挥为农服务综合平台作用，促进传统农资流通网点向现代农资综合服务商转型 继续深化供销合作社综合改革，增强为农服务能力
2016	<ul style="list-style-type: none"> 加强商贸流通、供销、邮政等系统物流服务网络和设施建设与衔接，加快完善县乡村物流体系 支持供销合作社创办领办农民合作社，引领农民参与农村产业融合发展、分享产业链收益 深入推进供销合作社综合改革，提升为农服务能力
2015	全面深化供销合作社综合改革，坚持为农服务方向，着力推进基层社改造，创新联合社治理机制，拓展为农服务领域， 把供销合作社打造成全国性为“三农”提供综合服务的骨干力量
2014	<ul style="list-style-type: none"> 发挥供销合作社扎根农村、联系农民、点多面广的优势，积极稳妥开展供销合作社综合改革试点 按照改造自我、服务农民的要求，创新组织体系和服务机制，努力把供销合作社打造成为农民生产生活服务的生力军和综合平台 支持供销合作社加强新农村现代流通网络和农产品批发市场建设

资料来源：国务院、央视网等，民生证券研究院

2 “非计划”时代下供销社发展定位

2.1 职能上，重点服务三农导向

1995 年至今，有两个文件描述了全国供销合作社总社的职能定位：《国务院

办公厅关于印发《中华全国供销合作总社组建方案》的通知》（国办发〔1995〕39号）与《中央编办关于中华全国供销合作总社主要职责和内设机构调整等问题的批复》（中央编办复字〔2017〕101号）。

图4：全国供销合作社总社职能

1995版职责	2017版职责
(一) 负责研究制订全国供销合作社的发展战略和发展规划，指导全国供销合作社的发展和改革。	(一) 宣传贯彻党中央、国务院“三农”工作方针政策，指导全国供销合作事业发展。
(二) 按照政府授权对重要农业生产资料、农副产品经营进行组织、协调、管理。	(二) 负责研究制定全国供销合作社的发展战略和发展规划，指导服务全系统改革发展。
(三) 维护各级供销合作社的合法权益。	(三) 根据授权对重要农业生产资料、农副产品经营进行组织、协调和管理，指导各级供销合作社承担政府委托的公益性服务和其他任务。
(四) 协调同有关部门的关系，指导全国供销合作社的业务活动，促进城乡物资交流。	(四) 推进供销合作社法治建设，研究提出促进农村经济社会和行业发展的政策法规建议，维护各级供销合作社的合法权益。
(五) 宣传贯彻党中央、国务院有关农村经济工作的方针、政策。	(五) 协调同有关部门的关系，指导全国供销合作社业务活动，支持供销合作社发展电子商务和开展农村合作金融服务，领办创办农民专业合作社，更好履行农服务职责。
(六) 代表中国合作社参与国际合作社联盟的各项活动。	(六) 指导社有资产运营，确保社有企业为农服务方向，履行社有资产监管职责，落实社有资产保值增值和安全责任。
(七) 承办党中央、国务院交办的其他事项。	(七) 代表中国合作社参与国际合作社联盟以及相关国际组织的事务。
	(八) 承办党中央、国务院交办的其他事项。

资料来源：中国供销合作网，民生证券研究院

对比职能表述，我们不难发现如今供销社职能发生了三大转变。

其一，顶层设计上更突出服务“三农”工作方针。2017年版文件第一条职责就明确指出“宣传贯彻党中央、国务院‘三农’工作方针政策”。

其二，服务上增加“公益性服务和其他服务”。在各级供销商的职能方面指出“承担政府委托的公益性服务和其他服务”。

其三，具体落实上指明了“电子商务”、“金融合作”、“资产管理”三大方向。2017版职责规划了供销社的未来发展大方向“支持供销合作社发展电子商务和开展农村合作金融服务”。2017版职责增添了一条“指导社有资产运营，确保社有企业为农服务方向，履行社有资产监管职责，落实社有资产保值增值和安全责任”。

2.2 组织上，重点发展基层社

根据机构性质划分，全国供销社系统可分为两类，县及以上供销社（各层级供销社），基层社。

县及以上供销社（各层级供销社）占比近1成，近年来数量保持稳定。它们主

要是政府部门与事业单位，经费主要来自财政拨款。

全国供销社系统上设中华全国供销合作总社，由国务院领导，属于正部级单位，实行理事会主任负责制。

2019年，总社下设32个省社、340个市社、2389个县社，32465个基层社；2020年，总社下设32个省社、344个市社、2412个县社，37652个基层社。

结合近几年的数据来看，各层级供销社数量则基本稳定，基层社数量呈明显增长趋势。

2020年当年，基层社数量增长16%。

2020年，各层级供销社经费主要来自财政拨款。财政全额拨款的2517个，占90.2%；差额拨款的93个，占3.3%；财政定额补贴的44个，占1.6%；实行自收自支的135个，占4.8%。

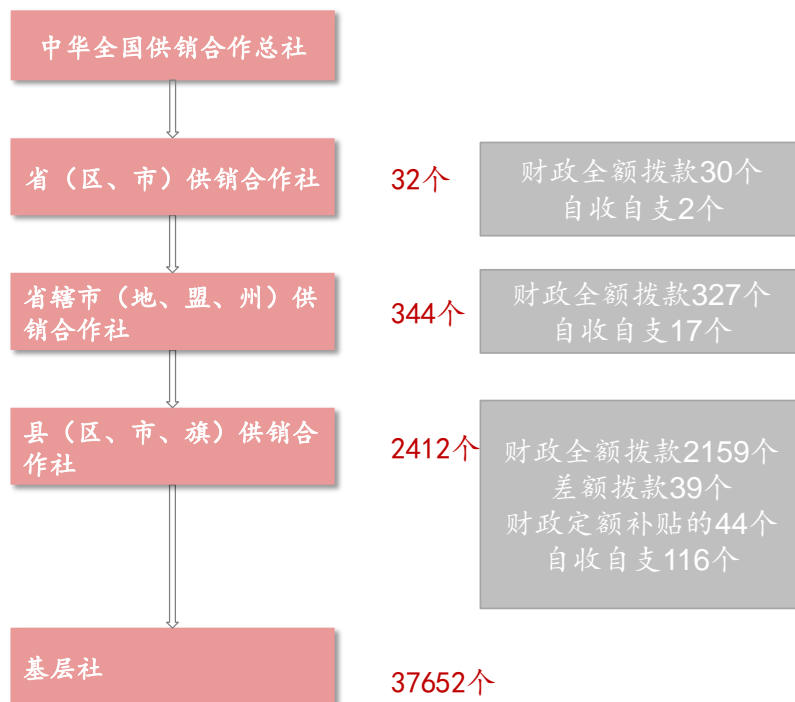
基层社占比超过9成，近年来数量呈明显增长趋势。它们主要是企业，集体企业占比约2/3。

2020年公报未发布基层社具体企业结构。根据2019年公报，截止2019年末，全系统有基层社32465个，较上年增加673个。其中：集体企业20503个，有限责任公司3753个，股份有限公司764个，股份合作公司1395个，农民合作社3317个，其他2733个。

就业方面，供销社系统就业人口接近两百万，其中县及县以上供销社（各层级供销社）占主导，基层社就业人数较少。

2020年末全系统共有职工326万人，其中，实际从业人员208.1万人。各级联合社机关4.8万人，企业114.1万人，事业单位1.4万人，基层社69.4万人，社团组织18.5万人。

图5：供销社系统组织架构



资料来源：中国供销合作网，民生证券研究院

2.3 业务范围上，消费品、农产品和农资为核心

供销社系统主要经营生活消费品、农产品与农资，2020年三者销售占比分别为34%、42%和16%。

2020年，全系统实现销售总额5.3万亿元，同比增长14.2%。其中：农业生产资料类销售额8667.1亿元，增长10.1%，农产品类销售额22205.3亿元，增长19.5%，消费品类零售额18234.5亿元，增长14.8%，再生资源类销售额2824亿元，增长21.8%。

近年来，供销社系统销售额的增长主要来自农产品与日用消费品。对比2013年、2019年和2020年的供销社全系统销售情况，农业生产资料占比变化不大，主要农副产品、日用消费品的占比扩大。

金融服务、生活服务、物流等服务销售占比虽小但增速较快。2020年，全系统金融服务营业额987.6亿元，同比增长39.5%；居民生活服务业营业额350亿元，同比增长105.2%；物流业营业额116.3亿元，同比增长70%。

图6：供销社系统各类商品销售比重

项目	2013	2019	2020
农业生产资料类	20.74%	17.11%	16.35%
日用消费品类	28.77%	34.53%	34.40%
再生资源类	0.07%	0.05%	0.05%
主要农副产品	19.59%	30.97%	41.90%
其他	30.83%	17.34%	7.30%

资料来源：中国供销合作网，民生证券研究院

图7：基层供销社各类销售网点占比

项目	2013	2019
日用消费品网点	50.32%	50.00%
农业生产资料网点	33.88%	34.45%
农副产品收购网点	15.80%	7.62%
再生资源回收网点	0.00%	7.93%
其他网点	0.00%	0.00%

资料来源：中国供销合作网，民生证券研究院

3 供销社发展的三大方向：物流、电子商务和金融

政策规划层面，发展流通服务网络一直是供销社发展的重点，2006 年开始“新网工程”上升为国家工程。

2017 年《中央编办关于中华全国供销合作总社主要职责和内设机构调整等问题的批复》中强调供销社发展的重点：“电子商务”、“金融合作”、“资产管理”。

“支持供销合作社发展电子商务和开展农村合作金融服务”。“指导社有资产运营，确保社有企业为农服务方向，履行社有资产监管职责，落实社有资产保值增值和安全责任”。

结合全国供销合作网的具体案例，我们认为未来供销社未来至少有三大方向。

其一，物流层面，加快构建现代化的农村物流体系。

物流网络建设一直以来都是供销社体系发展的重点。以广西为例，广西区社按照“1 个县级冷链物流集配中心+N 个产地保鲜仓（地头冷库）+N 个移动冷库”模式，引导冷链物流经营主体在每个县（市、区）至少建设 1 个具备加工、质检、

分级、包装、冷储、冷运等功能的县级冷链物流集配中心，打造衔接县乡村、兼顾淡旺季的公共型基础冷链物流体系。大力推广“气调包装+冷藏”等冷链保鲜技术模式，推动冷链配送服务网络向乡镇、农村下沉，打通高品质生鲜消费品下乡进村通道。以冷链物流为代表的现代化物流或是未来供销社发展的发力点。

其二，金融层面，基层社成立合作平台为三农提供信用支持。

2006年习近平同志在浙江提出建立供销合作、信用合作、农民专业合作社的“三位一体”农村新型合作体系的构想。2017年和2021年，中央一号文件均提出发展生产、供销、信用“三位一体”综合合作。信用合作是其中重要一环。

浙江省温州市社成立了全国供销合作社系统内首家农信担保公司，该公司建立收益共享机制，在基层社建立办事处，赋予代办点金融支农功能，从“供销贷”收取的小额担保费中，返还50%至基层社，缓解基层社发展的资金困难。该公司还推出了“政银担”金融支农合作模式，最显著的特色就是发挥了财政资金“四两拨千斤”的功效，首期注入省、试点地财政风险补偿金400万元，建立政府、省市担保公司和合作银行四方共担的增信分险机制，地方政府通过“风险共担、财政补助”联合金融机构，对“政银担”业务实行优惠利率，让农民的融资成本比以前下降了近40%，形成了省、市、县高效联动的三级协同支农生态圈，撬动更多金融资本下沉乡村。这种模式可能得到更大范围的推广。

其三，电子商务层面，构建城乡电子商务公共服务平台。

重庆市社牵头建设的市级农村电商综合服务平台“村村旺”上线三周年，通过社区拼团、企业团购、电商代运营、直播带货等多种营销方式，联结1800家企业用户、7万多个人用户及20多家机关、企事业单位、金融机构，“购正宗农特产品，上村村旺平台”的态势已逐步形成。构建具有地方特色的电商平台或是未来各地供销社的工作重点之一。

4 风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。
- 2) **地产政策效果不及预期。**地产牵动上下游产业链与内需，地产政策效果受多重因素影响，可能超出我们预期。
- 2) **海外地缘政治超预期。**海外地缘冲突发展不确定，可能超出我们预期。

插图目录

图 1: 供销社与国营商业的“三合三分”	5
图 2: 1999 年后供销社系统市场化改革的内容	6
图 3: 2013 年以来中央一号文件的相关描述	7
图 4: 全国供销合作社总社职能	8
图 5: 供销社系统组织架构	10
图 6: 供销系统各类商品销售比重	11
图 7: 基层供销社各类销售网点占比	11

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026