

2023年03月10日

通胀高速上行风险不大——2月通胀数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：2月CPI同比上涨1%，预期1.8%，前值2.1%；PPI同比下跌1.4%，预期-1.3%，前值-0.8%。

● CPI同环比涨幅下降，供给改善推动价格下行

CPI同比涨幅下降1.1个百分点至1%，环比涨幅下降1.3个百分点至-0.5%。

(1) **食品项：**节后需求走弱、供给改善，食品环比由正转负。2月食品价格环比由正转负，较上月下降4.8个百分点至-2%。蔬菜方面，气温整体回升、蔬菜供给改善，叠加节后需求回落，2月CPI鲜菜环比上月下降24个百分点至-4.4%；猪肉方面，供给面偏宽而需求较弱，价格继续下跌，2月CPI猪肉环比跌幅扩大0.6个百分点至-11.4%；往后看，菜价或将季节性下行，猪价或将底部震荡。

(2) **非食品项：**环比由正转负，实物消费有所回暖。2月非食品环比上月下降0.5个百分点至-0.2%。分项看，环比涨幅较前月明显改善的行业有交通工具用燃料、酒类，环比涨幅较前月明显下降的行业有旅游（节后出行游玩需求回落）、家庭服务、交通工具使用和维修等。季节性上看，明显高于季节性的分项是交通工具用燃料，反映2月物流运输需求增加、成品油价维持高位的影响。明显低于季节性的分项是旅游，反映节后进入旅游淡季，需求回落较快。此外，衣着、服装价格环比好于季节性，指向疫后居民实物消费需求有所回暖。

(3) **供给快速修复，核心CPI和服务CPI环比由正转负。**2月剔除食品和能源的核心CPI同环比前值下降0.4个百分点至0.6%，环比前值下降0.6个百分点由正转负至-0.2%。结合服务业PMI回升1.6个百分点至55.6%、CPI服务环比下降1.2个百分点至-0.4%、中国企业经营状况指数（BCI）大幅上升7.9个百分点至57.6%来看，服务业供给端持续改善，中小企业景气度恢复速度加快。海外来看，日本、韩国、泰国等防疫放松后约3个季度内，核心CPI同比均呈上涨态势，但上行速度逐渐趋缓；限制举措放松后约2个季度内，核心CPI环比中枢明显高于放松前。综合来看，我们预计后续随着消费场景恢复，我国服务消费需求带动服务CPI和核心CPI温和上行的趋势未变；但鉴于我国居民补贴较少，且疫后劳动力供需严重失衡概率较小，通胀高速上行风险不大。

● PPI同比降幅扩大、环比涨幅回升，大宗商品涨多跌少

PPI同比降幅扩大0.6个百分点至-1.4%，环比涨幅上升0.4个百分点至0%。

(1) **多重复合指标显示，价格传导存在分化，总体仍存梗阻。**CPI-PPI同比剪刀差再度缩窄，2月较前值降低0.5个百分点至2.4%，PPI生活资料-生产资料同比增速差扩大0.2个百分点至3.1%；同时，受2022年同期高基数影响，更接近原料端的采掘工业与原材料工业同比降幅较大，下游的食品、衣着、一般日用品和耐用消费品同比涨幅亦有所回落。以上复合指标指向的结论虽有差异，但总体看，若以同比为衡量基准，价格传导仍有梗阻。

(2) **40个工业行业看，年后国内经济持续修复，欧美经济超预期，大宗商品涨多跌少。**能源方面，2月国际油价较1月有所下行，而国内油价受供应合同与调价机制等影响而维持高位，PPI石化产业链环比由负转正；冬季采暖需求下降，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。金属方面，国内节后需求进入预期验证阶段，下游基建复工较快，螺纹钢与有色价格高位震荡运行；非金属矿因地产开工偏弱、需求回升较慢，同时供给较充足，价格低位震荡。整体看，需求端基本符合温和复苏预期，价格窄幅震荡上行。

● 后续通胀预测：预计CPI维持震荡，PPI降幅扩大，关注服务消费、基建

预测3月CPI环比降幅收窄，带动CPI同比维持震荡；3月PPI环比可能小幅上行，同比降幅扩大。总体看，国内PPI的胜负手或在于国内经济修复弹性与美联储加息节奏、海外衰退的博弈；而CPI回升幅度取决于居民信心恢复程度与消费回升弹性。预计全年CPI温和通胀，PPI同比在-1%左右。从通胀看投资机会，关注疫后修复、服务CPI回升驱动的服务消费；以及基建高增对上游周期品的拉动。虽供给恢复较快而需求温和恢复，但因服务业消费、基数效应等因素，核心CPI将趋回升，或对利率形成上升压力。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《出口边际改善，但总体仍不乐观——2月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.3.7

《应对不确定性——政府工作报告点评—宏观经济点评》-2023.3.5

《消费或被低估——兼评2月PMI数据—宏观经济点评》-2023.3.1

目 录

1、 CPI 同比涨幅下降，供给改善推动食品价格下降	3
1.1 食品项：节后需求走弱、供给改善，食品环比由正转负	3
1.2 非食品项：环比由正转负，实物消费价格有所回暖	4
1.3 供给快速修复，核心 CPI 和服务 CPI 环比由正转负	4
2、 PPI 同比降幅扩大、环比涨幅回升，大宗商品涨多跌少	8
2.1 多重复合指标显示，价格传导存在分化，总体仍存梗阻	8
2.2 国内经济修复逻辑未被证伪，欧美经济超预期，大宗商品涨多跌少	8
3、 后续通胀预测：3 月 CPI 同比回升、PPI 同比回落	10
3.1、 CPI 预测：预计 CPI 同比回升但幅度有限	10
3.2、 PPI 预测：预计 PPI 同比降幅扩大	10
4、 风险提示	11

图表目录

图 1： 春节错位、节后需求回落导致 2 月 CPI 同比下滑	3
图 2： 鲜菜价格环比回落，猪肉价格环比下行趋势放缓	3
图 3： 2 月 CPI 旅游项环比回落	4
图 4： 衣着、酒类、通信工具等价格环比均弱于季节性	4
图 5： 2 月核心 CPI 同比有所回落	5
图 6： BCI 环比涨幅继续提高	5
图 7： 国内外疫情防控措施放松节点介绍	6
图 8： 我国核心 CPI 同比仍有一定上行空间	6
图 9： 我国核心 CPI 环比中枢或较 2022 年有所抬升	6
图 10： 我国服务业 CPI 同比前期走势与日本相似度更高	7
图 11： 2021 年下半年日本新增确诊低于韩国、泰国	7
图 12： 放松防疫限制后日本服务业 PMI 震荡上行	7
图 13： 放松防疫限制后我国服务业 PMI 维持上行趋势	7
图 14： 受 2022 年高基数影响，PPI 同比下滑	9
图 15： PPI 重点工业品环比上涨居多	9
图 16： 2 月国际原油价格先涨后降	9
图 17： 2 月国内成品油价维持上行	9
图 18： 我国进口原油价格变化一般滞后于国际原油价格	10
图 19： 2 月煤炭价格前低后高	10
图 20： CPI 和 PPI 预测	11
图 21： CPI-PPI 预测	11

2月CPI同比上涨1%，预期1.8%，前值2.1%；PPI同比下跌1.4%，预期-1.3%，前值-0.8%。

1、CPI同比涨幅下降，供给改善推动食品价格下降

2月CPI同比涨幅下降1.1个百分点至1%，环比涨幅下降1.3个百分点至-0.5%。CPI数据显示节后消费需求季节性回落，而供给端改善速度加快。食品CPI环比由正转负，其中蔬菜受气温回暖供给改善、以及节后需求回落影响价格由涨转跌，需求平淡、供给偏宽驱动猪价延续下行；节后旅游需求回落，叠加供给端恢复，价格下跌较快，服务业PMI上行与核心CPI下行也同步反映供给改善但消费信心仍有待提升，参考东亚国家疫情限制放松后价格变化趋势以及未来低基数影响，预计未来服务CPI上行带动核心CPI温和上行的整体趋势未变。

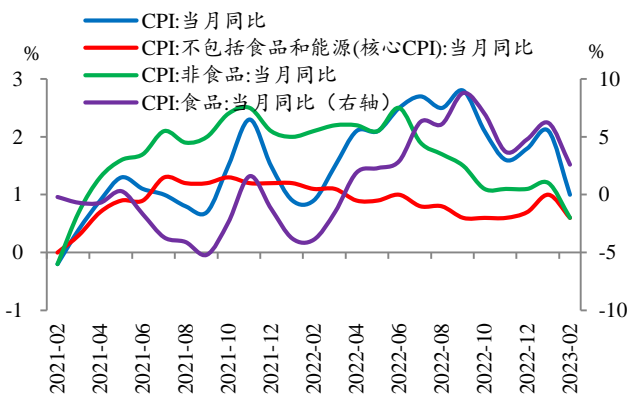
1.1 食品项：节后需求走弱、供给改善，食品环比由正转负

2月食品项环比由正转负，较上月下降4.8个百分点至-2%，鲜菜、鲜果、水产品价格环比由正转负，猪肉跌幅较上月扩大。

蔬菜方面，进入2月气温整体回升，蔬菜供给有所改善，叠加节后需求回落，供需因素皆反转，蔬菜价格转入季节性下行，2月CPI鲜菜环比由正转负，较上月下降24个百分点至-4.4%，环比下降幅度大于季节性(指疫情前同为1月春节的年份，即2012年、2014年、2017年同期均值)。往后看，随气温进一步回升，蔬菜生产供应继续增加，蔬菜价格大概率延续下行趋势。高频指标看，截至3月9日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比较上月下跌4.8%。

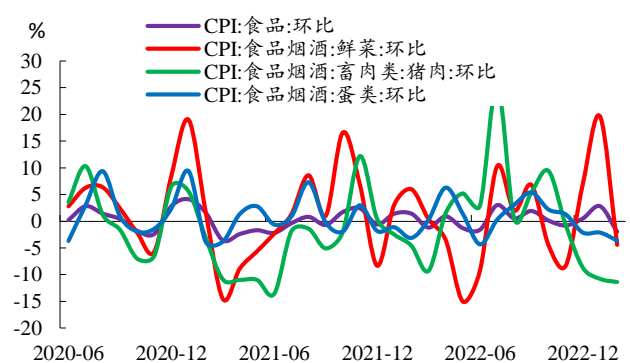
猪肉方面，节后进入消费淡季，整体需求下滑，供给端二次育肥补栏再起，缓解部分供给释放压力，2月下旬发改委收储工作为猪肉价格提供底部支撑，2月CPI猪肉环比跌幅扩大0.6个百分点至-11.4%。往后看，长期看，能繁母猪存栏量于2022年4月至12月连续上升8个月，中长期供给偏宽；短期看，一方面，市场二次育肥补栏高涨或导致供给端短暂缩紧，但同时将加大后期出栏价格下行压力；另一方面，节后进入肉类传统消费淡季，需求端支撑动能有限。总体看，预计短期内猪价或在底部震荡波动，中长期仍将处于低位区间。

图1：春节错位、节后需求回落导致2月CPI同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：鲜菜价格环比回落，猪肉价格环比下行趋势放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

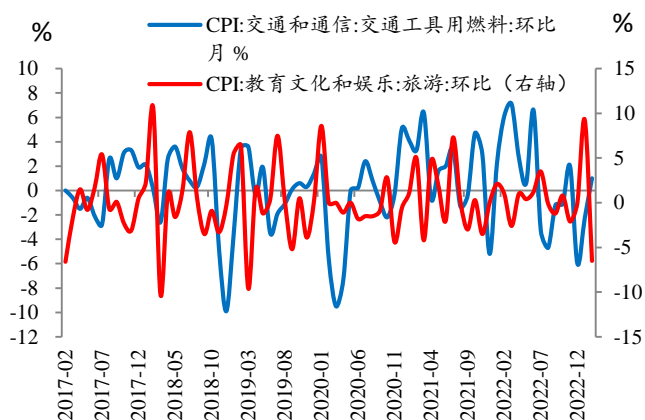
1.2 非食品项：环比由正转负，实物消费价格有所回暖

2月CPI非食品项环比由正转负，相较上月下降0.5个百分点至-0.2%。分项看，环比下降主要源于旅游与家庭服务价格回落。

(1) 与上月相比，环比涨幅较前月明显改善的行业有交通工具用燃料（环比由负转正，上升3.3个百分点至1%）、酒类（上月环比跌幅过大，本月企稳回升）。涨幅较前月明显下降的行业有旅游（节后出行游玩需求回落）、家庭服务（环比由正转负，下降4.1个百分点至-1.7%）、交通工具使用和维修等。

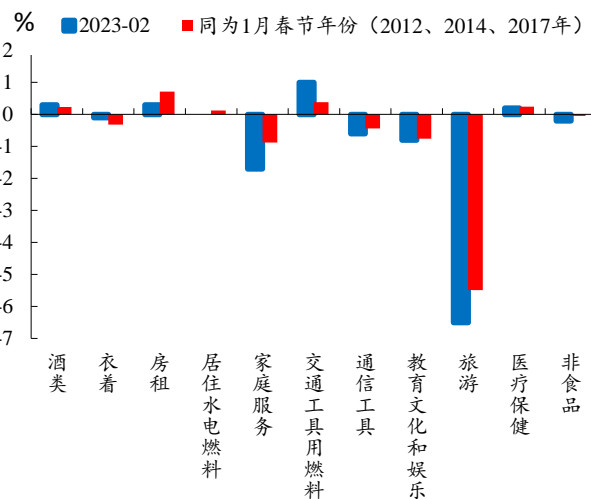
(2) 与环比的季节性规律（指疫情前同为1月春节的年份，即2012年、2014年、2017年同期均值）相比，明显高于季节性的分项是交通工具用燃料，反映2月物流运输需求增加、成品油价维持高位的影响。明显低于季节性的分项是旅游，反映节后进入旅游淡季，需求回落较快。需要注意的是，家庭服务2月环比由正转负，连续弱于季节性，指向家政服务恢复较为乏力，原因可能在于居民收入增速下滑限制了家政服务需求；此外，衣着、服装价格环比好于季节性，指向疫后居民实物消费需求有所回暖。

图3：2月CPI旅游项环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

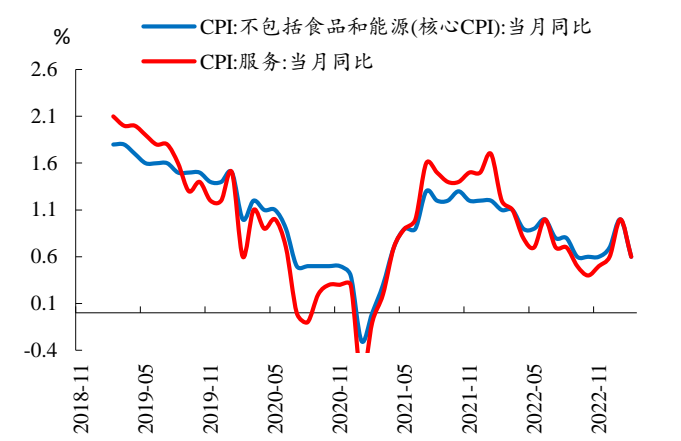
图4：衣着、酒类、通信工具等价格环比均弱于季节性



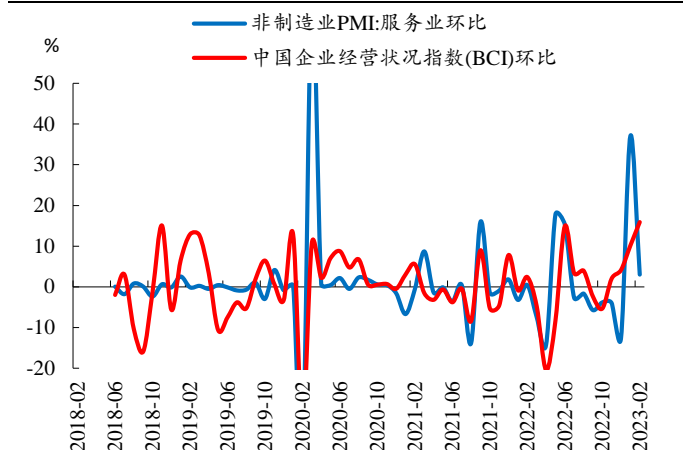
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 供给快速修复，核心CPI和服务CPI环比由正转负

2月剔除食品和能源的核心CPI同比较前值下降0.4个百分点至0.6%，环比较前值下降0.6个百分点由正转负至-0.2%。结合服务业PMI上升1.6个百分点至55.6%、CPI服务环比下降1.2个百分点至-0.4%、中国企业经营状况指数(BCI)大幅上升7.9个百分点至57.6%来看，服务业供给端继续改善，中小企业景气度恢复速度加快。核心CPI和服务CPI价格环比下跌幅度大于疫情前同期均值（即环比跌幅大于疫情前同为1月春节的2012、2014、2017年同期均值），或主要受服务业供给恢复较快影响，也同时反映居民消费信心仍有待提升。

图5：2月核心CPI同比有所回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：BCI环比涨幅继续提高


数据来源：Wind、开源证券研究所

由于东亚地区国家与我国文化与生活习惯相近，且前期均采取相对严格的防疫举措，因此其防疫限制举措放松、消费场景恢复后的核心CPI与服务CPI走势或对我国具有一定参考意义。我们分别将日本、韩国、泰国等放松限制政策当月作为T=0基准月，观察发现：（1）限制举措放松后约3个季度内，日、韩、泰三国核心CPI同比均呈上涨态势，但上行速度逐渐趋缓。（2）限制举措放松后约2个季度内，日、韩、泰三国核心CPI环比中枢明显高于放松前。（3）限制举措放松前6个月至今，我国核心CPI与服务CPI同比走势与日本更为接近，这可能与中日两国放松前皆采取较为严格的防疫举措有关。

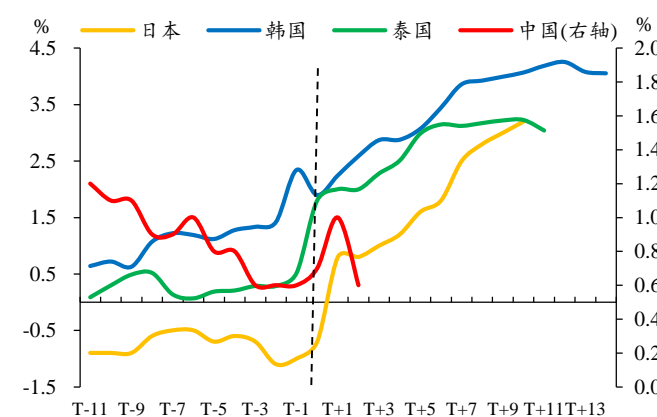
综合国内外疫情限制放松前后价格走势变化以及供需变化节奏，我们预计后续随着消费场景恢复，我国服务消费需求带动服务CPI温和上行的趋势未变。核心CPI来看，考虑到日本、韩国均在疫情散发以来发放一定规模的居民补贴，民间潜在消费动能较强，而泰国旅游业对于核心CPI影响较大；我国居民端补贴政策相对较少，消费信心有待进一步恢复，且占核心CPI比重较高的地产后周期消费品需求短时间内回升或有限，因此核心CPI同比在初期脉冲式修复之后上行速度或低于日本、韩国、泰国，后续核心CPI虽受低基数影响，但高速上行风险有限。

图7：国内外疫情防控措施放松节点介绍

国家	节点开始时间	节点所处时期	说明
韩国	2021.11.1	疫情上行前期	当地时间2021年11月1日，韩国卫生部门宣布执行新的防疫措施，分三个阶段逐步解除防疫限制。
泰国	2022.2.1	疫情上行后期	2022年2月1日开始，泰国宣布免隔离入境，宣布前后6天累计有超过3万名游客入境泰国。
日本	2022.3.22	疫情达峰后	2022年3月22日，日本东京都等18个都道府县全面解除为应对新冠疫情扩大而发布的紧急事态宣言，解除相关防疫行政限制措施。
中国	2022.12.7	疫情上行前期	2022年12月7日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组下发《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，优化疫情防控举措。

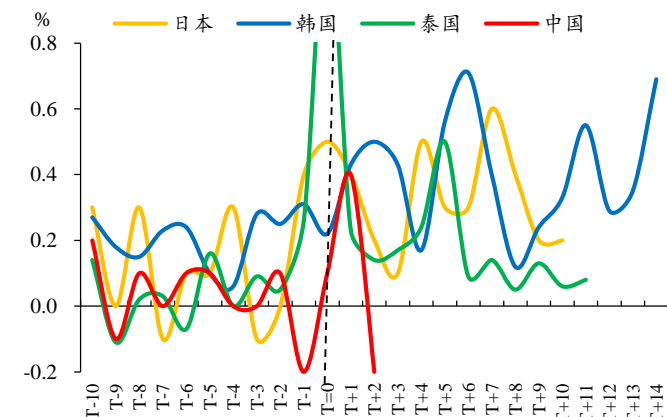
资料来源：央视网、开源证券研究所

图8：我国核心CPI同比仍有一定上行空间



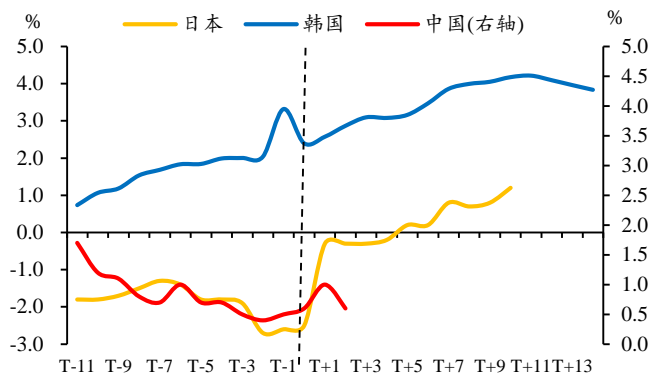
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：我国核心CPI环比中枢或较2022年有所抬升



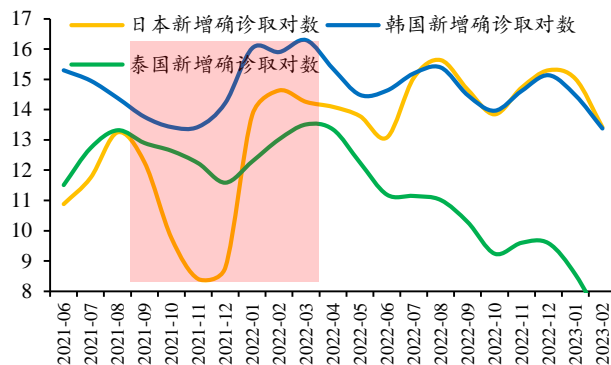
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 我国服务业 CPI 同比前期走势与日本相似度更高



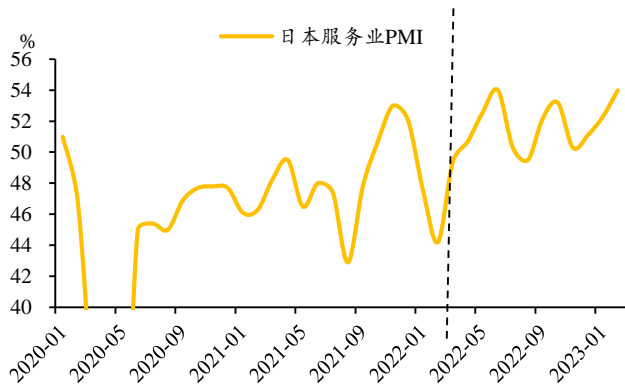
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2021年下半年日本新增确诊低于韩国、泰国



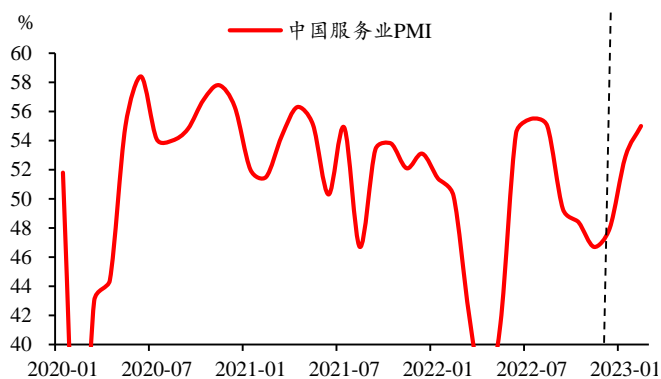
数据来源: Our world in data、开源证券研究所

图12: 放松防疫限制后日本服务业 PMI 震荡上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 放松防疫限制后我国服务业 PMI 维持上行趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、PPI 同比降幅扩大、环比涨幅回升，大宗商品涨多跌少

2月PPI同比降幅扩大0.6个百分点至-1.4%，环比涨幅上升0.4个百分点至0%。

2.1 多重复合指标显示，价格传导存在分化，总体仍存梗阻

CPI-PPI 同比剪刀差再度收窄，2月较前值降低0.5个百分点至2.4%，指向上游价格韧性较强，下游需求仍有待提升。PPI 生活资料-生产资料同比增速差扩大 0.2个百分点至3.1%；PPI-PPIRM 同比负缺口与上月持平，仍为-0.9%，指向PPI传导仍有阻碍；同时，受2022年同期高基数影响，上游的采掘工业、加工工业同比涨幅较前值回落，且更接近原料端的采掘工业与原材料工业同比降幅更大，下游的食品、衣着、一般日用品和耐用消费品同比涨幅亦有所回落。从以上复合指标指向的结论虽有差异，但总体看，若以同比为衡量基准，价格传导仍有梗阻。

2.2 国内经济稳步修复，欧美经济超预期，大宗商品涨多跌少

(1) 能源方面，美国通胀韧性点燃市场加息预期，2月国际油价较1月有所下行，而国内油价受供应合同以及油品价格调价机制等影响维持高位，PPI石化产业链环
由负转正；冬季采暖需求下降，安全事故对现货供给影响有限，动力煤价格环比继续下降，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。

2月前半段欧美经济强于预期，叠加中国经济复苏开局良好；后半段美联储加息预期升温，2月国际油价先涨后降，整体维持高位，布伦特原油期货价格2月环比下降1.8%，WTI原油期货环比下降1.7%。而我国成品油定价机制使得油品价格调整滞后于国际，1月国内成品油价格上调，但2月价格未作调整，且我国进口原油价格受供应合同价格约束，通常滞后于国际原油价格变化一个月，而1月国际原油价格整体环比上升，国家统计局解释“输入性因素推动国内石油相关行业价格上行”。PPI石油和天然气开采业、石油加工、化学制品、化学纤维等行业价格环比均由负转正。

煤炭价格环比继续回落。动力煤方面，需求端供暖需求有所下滑，供给端现货市场价格受事故影响有限，动力煤2月期货价格环比降幅收窄14.1个百分点至-3.3%，而港口现货价格降幅更大，预计后续随电厂日耗上升、工厂开工率提升，刚需采购或继续回升，价格将有所上行；焦煤方面，2月上旬现货市场供应宽松而需求偏弱，煤企销售压力大，现货价格下调。总体看，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大1.7个百分点至-2.2%。

(2) 金属方面，国内节后需求进入预期验证阶段，下游复工较快，螺纹钢价格高位震荡运行；而国内有色因下游基建开工良好，价格仍处高位；非金属矿价格因节后地产开工不及预期、需求回升较慢，价格低位震荡。整体看，下游需求端基本符合温和复苏预期，价格窄幅震荡上行。

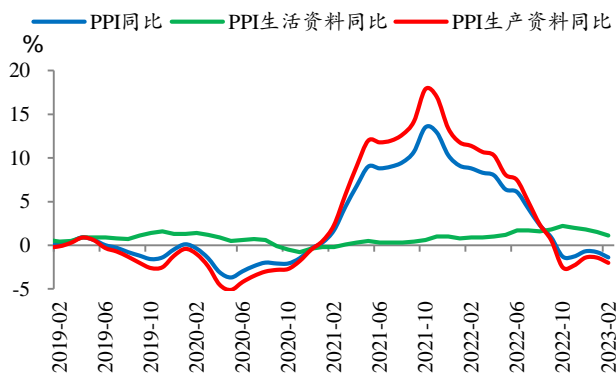
黑色方面，节后螺纹钢价格由预期转向现实，下游复工相对较快，需求持续回暖，同时供给端压力不大，螺纹钢价格高位震荡运行，PPI黑色金属矿采选业环比涨幅扩大0.5个百分点至3.9%，黑色金属冶炼及压延加工业环比涨幅扩大0.2个百分点至1.7%。

有色方面，国内节后基建开工恢复良好，整体库存处于历史低位，有色价格维持高位，国际铜月均期货价环比上升1.6%，铝月均期货价环比上升1.7%，国内PPI

有色金属矿采选业环比涨幅扩大 1.4 个百分点至 2.1%，有色金属冶炼及压延加工业环比涨幅扩大 1 个百分点至 1%。

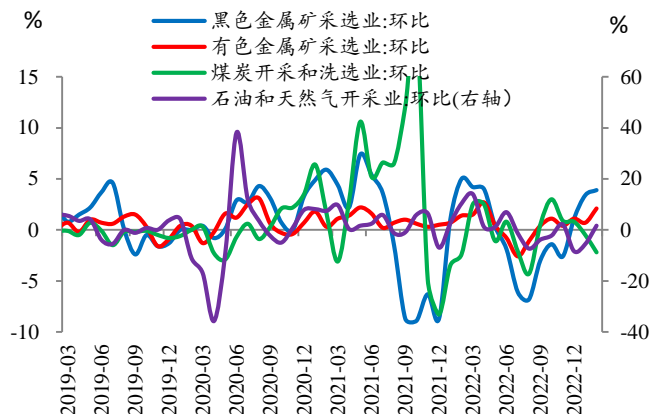
非金属矿方面，节后地产开工启动不及预期，水泥需求季节性回升速度偏慢，2 月水泥价格整体仍处低位，带动 PPI 非金属矿物制品业环比降幅扩大 0.2 个百分点至 -0.7%。

图14：受 2022 年高基数影响，PPI 同比下滑



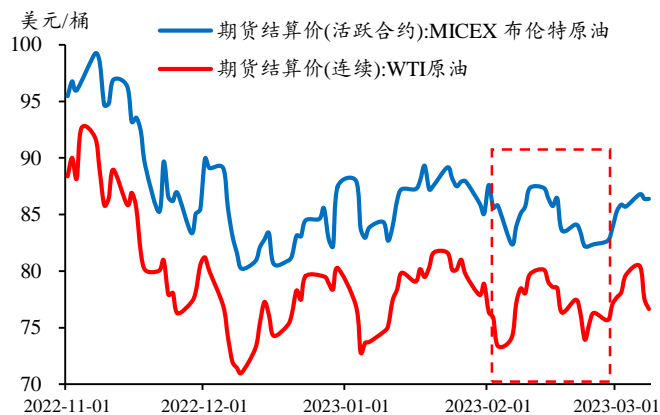
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：PPI 重点工业品环比上涨居多



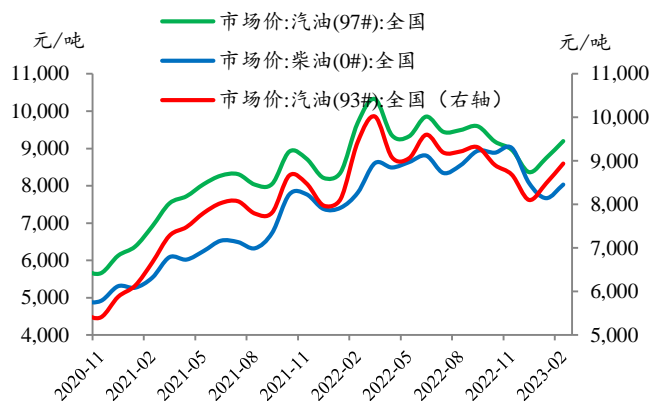
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2 月国际原油价格先涨后降

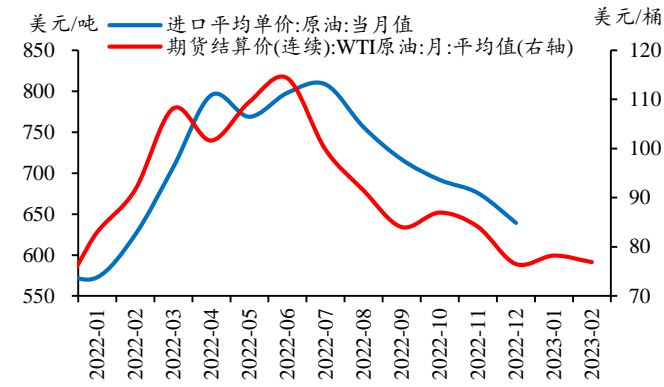


数据来源：Wind、开源证券研究所

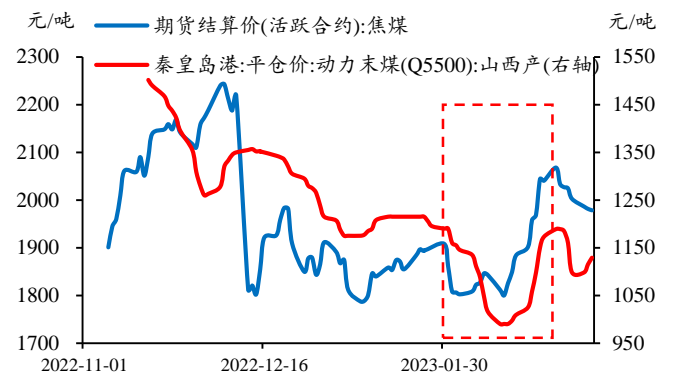
图17：2 月国内成品油价维持上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：我国进口原油价格变化一般滞后于国际原油价格


数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2月煤炭价格前低后高


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测：3月CPI同比维持震荡、PPI同比降幅扩大

3.1、CPI预测：预计CPI同比维持震荡

高频数据看，截至3月9日食品价格较上月总体有所下滑，蔬菜水果价格已进入下行区间，猪肉价格仍在底部震荡但2022年同期基数较低，未来食品CPI或将小幅下降；国内节后供给端修复速度较快，消费需求或也因经济回暖而继续恢复，非食品暂按略高于季节性（疫情前同为1月春节的2012、2014、2017年）假设，初步预测3月CPI环比降幅收窄，带动CPI同比维持震荡。再往后，预计蔬菜价格将回落至正常区间，猪价半年内难有大幅上涨，下游接触性服务消费需求持续修复，核心通胀后续或平缓抬升，非食品消费表现可能与季节性相似，疫后劳动力结构性失衡而导致的通胀风险或不大，后续CPI同比预计先下后上，全年温和通胀。

3.2、PPI预测：预计PPI同比降幅扩大

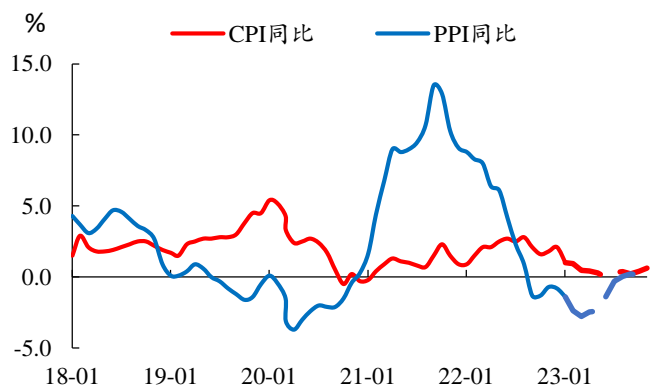
高频数据看，3月上旬大宗商品价格高位震荡，截至3月9日的南华工业品指数与CRB现货指数环比与上月基本持平，而国内动力煤价格较2月偏高，以此推断3月PPI环比可能小幅上行，但鉴于基数上行，预计PPI同比降幅扩大。往后看，受高基数影响，上半年PPI同比可能整体处于通缩区间。不过，国内疫情达峰后经济修复，地产端政策有望继续发力，需求持续回升，因此PPI通缩幅度预计不大，全年同比预计在-1%左右。

总体看，一方面，国内猪肉供给前三个季度整体趋宽，价格环比难有较大起色，同比受2022年基数效应影响大，下半年猪价同比大概率率为负；美联储主席鲍威尔意外放鹰，令市场重新审视美联储放缓加息节奏，为PPI带来下行压力。另一方面，节后国内生产消费持续修复，生产与服务业消费恢复将对服务CPI和核心CPI形成支撑，并从投资端对PPI形成一定支撑。因此国内PPI的胜负手或在于国内经济修复弹性与美联储加息节奏、海外衰退的博弈；而CPI回升幅度取决于居民信心恢复程度与消费修复弹性。

从通胀看投资机会，关注疫后修复、服务CPI温和回升驱动的服务消费；以及基建高增对上游周期品的拉动。虽供给恢复较快而需求温和恢复，但因服务业消费拉动、基数效应等因素，核心CPI将趋回升，或对利率形成上升压力。不过总体来看，我们认为中国的疫后修复不会造成较大的劳动力供需失衡压力，从而国内高通

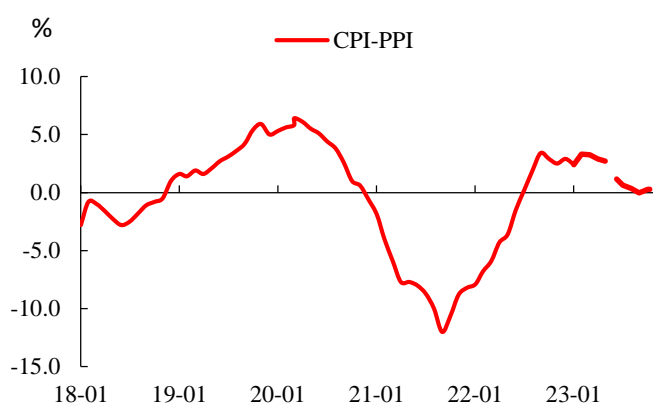
胀风险或不大，CPI 将温和上升。

图20: CPI 和 PPI 预测



数据来源: Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

图21: CPI-PPI 预测



数据来源: Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

4、风险提示

政策变化超预期；疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn