



倒春寒来临，复苏的持续性如何？

——4月PMI数据点评

摘要

- **制造业 PMI：重回收缩区间，经济内生动力有待巩固。**受基数较高、内需仍显不足以及外需走弱的影响，4月制造业 PMI 录得 49.2%，下降 2.7 个百分点，再次跌回荣枯线下。从需求端看，前期市场需求加快回升对部分需求有所透支并推升基数，且海外需求趋紧运行，4月新订单指数为 48.8%，下降 4.8 个百分点；从生产端看，需求下滑带动生产活动趋缓，4月生产指数较 3月回落 4.4 个百分点至 50.2%，延续扩张态势；从就业情况看，4月从业人员指数回落 0.9 个百分点至 48.8%，连续两个月收缩；从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数均继续下降，外需走弱更为显著，预计外需将延续疲软，进口表现可能继续好于出口。从行业来看，高耗能制造业景气度下滑较多，装备制造业仍在扩张，高技术制造业和消费品制造业景气度回落至收缩区间。
- **不同规模企业景气度均走低，大企业景气下降明显。**分企业规模看，不同规模企业景气度均回落。大中小型企业生产指数均高于新订单指数，大型企业供需两端均回落较多。进出口方面，大小型企业出口指数从扩张转至收缩，而中型企业出口指数略有回升，中小企业进口指数上行，而大企业进口指数回落。从业员和企业预期方面，大、小型企业从业人员指数和企业预期指数均走低，而中型企业两个指数均有回升。4月，财政部，税务总局决定扩大全额退还增值税留抵税额政策行业范围，政治局会议也表示将破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，后续中小企业在政策的呵护下景气有望继续改善。
- **原材料和出厂价格指数大幅下跌，企业仍在去库。**4月，由于地产、传统基建需求不佳，螺纹钢、水泥等主要商品价格普遍下跌，主要原材料购进价格指数下降 4.5 个百分点至 46.4%，出厂价格指数也下行 3.7 个百分点至 44.9%。国际原油价格短期或延续震荡，若国内需求好转或支撑部分原材料价格，叠加保供稳价政策发力，预计原材料价格保持相对稳定。随着终端需求恢复，上下游的价格剪刀差有望继续收敛。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与出厂价格指数均下滑，中小企业成本压力继续边际改善。4月，供应商配送时间指数小幅回落，继续处在荣枯线以上。原材料和产成品库存指数均较 3月下降，企业仍在去库存。
- **非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度边际回落。**4月，非制造业商务活动指数为 56.4%，较上个月回落 1.8 个百分点，连续 4 个月扩张。前期服务消费加快反弹形成较高基数，服务业商务活动指数较 3月回落 1.8 个百分点至 55.1%。行业上，与居民出行和消费密切的交通运输、住宿、文化体育娱乐等，以及与企业生产活动密切的电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业景气度较高。分项指标来看，新订单、从业人员及企业预期均有所回落，而价格指数升高，后续假期消费或继续支撑服务业景气度。4月，建筑业景气度较上月回落 1.7 个百分点。土木工程建筑业和房屋建筑业需求均有上升，政策力度不减、地产逐渐转好背景下，建筑业有望维持在较高景气区间。
- **风险提示：**海外需求超预期下降，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

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 去美元化与人民币国际化新策略——基于国际货币体系演变的解析 (2023-04-30)
2. 复苏第二程：产业重点与政策加力——中央政治局会议解读 (2023-04-29)
3. 不动产全面统一登记，美国债务上限引发关注 (2023-04-28)
4. 央行重磅发声，海外数据偏弱 (2023-04-21)
5. “一带一路”大布局，哪些领域国别值得关注？ (2023-04-21)
6. 超预期中，供需两端表现不同——2023年一季度经济数据点评 (2023-04-19)
7. 正式步入注册制时代，美国通胀延续下行 (2023-04-14)
8. 错位叠加复苏，出口表现大好——3月贸易数据点评 (2023-04-14)
9. 政策呵护下居民贷款回升，企业端继续改善——3月社融数据点评 (2023-04-12)
10. 关注弱通胀中的闪光点——3月通胀数据点评 (2023-04-12)

一季度景气反弹推升基数，经济复苏动力仍待巩固，加之海外需求偏弱，2023年4月份中国制造业采购经理指数较3月回落2.7个百分点至49.2%，在连续3个月扩张后重回收缩区间。服务业和建筑业景气度边际回落，但仍处于较高景气区间，对经济形成一定支撑，非制造业商务活动指数边际回落1.8个百分点至56.4%，综合PMI产出指数也下降2.6个百分点至54.4%。外需在高利率的影响下下行压力或将有所增大，或成为国内制造业修复的压制因素之一。然而，4月份召开的政治局会议仍体现出对经济的呵护态势，政策稳增长力度预计不会大幅减弱，调结构、扩内需、保市场主体仍是政策发力重点所在。后续制造业景气度有望稳中趋升。

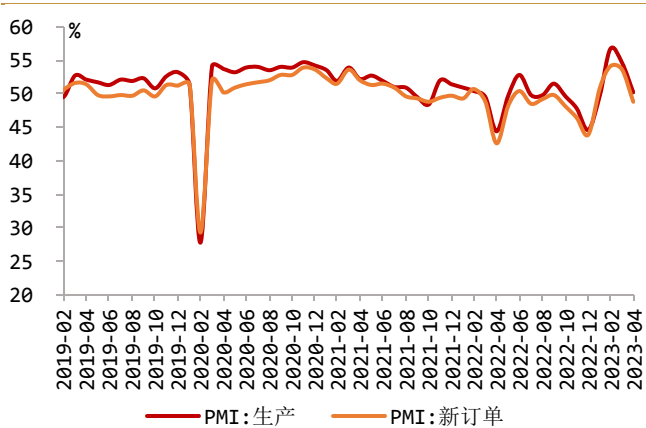
1 制造业 PMI：重回收缩区间，经济内生动力有待巩固

企业生产稳中趋缓，需求不足问题仍较突出。受一季度基数较高、内需仍显不足以及外需走弱的影响，2023年4月制造业采购经理人指数录得49.2%，较3月下降2.7个百分点，再次跌回荣枯线之下，制造业企业的生产经营活动趋缓。其中，产需指数均有所回落，但需求端下滑至收缩区间，供给端仍保持了扩张态势。**从需求端看**，一方面前期市场需求加快回升，对部分需求有所透支，推升了需求基数，另一方面海外需求趋紧运行，4月新订单指数为48.8%，较3月大幅回落4.8个百分点，重新跌至临界线下，显示出经济内生动力依然不足。企业对市场需求不足感受较为强烈，调查反映订单不足的企业比重接近57%，为2020年4月份以来最高值。**从生产端看**，需求下滑带动生产活动趋缓，4月生产指数较3月回落4.4个百分点至50.2%，延续了扩张的态势，体现出企业生产的韧性仍强。生产指数超过新订单指数1.4个百分点，超出幅度较3月扩大。**从企业预期来看**，虽然本月制造业供需两端均有较大程度的走弱，但企业预期仅小幅下滑，4月生产经营活动预期指数录得54.7%，较3月回落0.8个百分点，仍位于较高景气区间，企业预期相对乐观。**从就业情况看**，4月从业人员指数较3月下降0.9个百分点至48.8%，连续两个月处于收缩区间。今年就业形势依然较为严峻，近期国务院提出了15条稳就业举措，加快促进就业形势回暖。但劳动力成本普遍回落，4月份反映劳动力不足的企业比重降至近年来最低值，反映劳动力成本高的企业比重较上月下降1.1个百分点至30%。总体来看，4月经济复苏的内生动力有所减弱，制造业PMI再度收缩，存量需求释放后新增需求不足。4月末召开的政治局会议对一季度经济复苏的势头给予了积极评价，但“经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力”，后续经济结构仍将持续优化调整，加快建设现代化产业体系。此外，扩大内需的政策仍将持续发力，并加大对市场主体的支持。预计5月制造业PMI指数在政策助力下稳中趋升。

从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数均回落。新出口订单指数和进口指数分别为47.6%和48.9%，分别较前值回落2.8和2.0个百分点，重新跌至收缩区间。进口方面，内需恢复的持续性仍显不足，但下降程度小于出口景气度；出口方面，海外银行信贷条件趋紧，流动性收缩，经济下行压力增大，叠加去库趋势延续，欧元区4月份制造业PMI初值为45.5%，不及预期和前值，美国一季度GDP环比仅增长1.1%，大幅不及预期，欧美经济前景仍不乐观。韩国4月前20天出口同比下降11.0%，但降幅有所收敛，海外的需求保持疲软态势。总体上，内需状况相对好于外需，进口景气度仍高于出口1.3个百分点。短期来看，尽管3月的出口数据显著超预期，但高利率仍将对欧美经济造成一定压力，我国外需走弱的趋势不变。然而国内经济在扩大内需政策助力下有望保持韧性，预计后续进口表现可能继续好于出口。

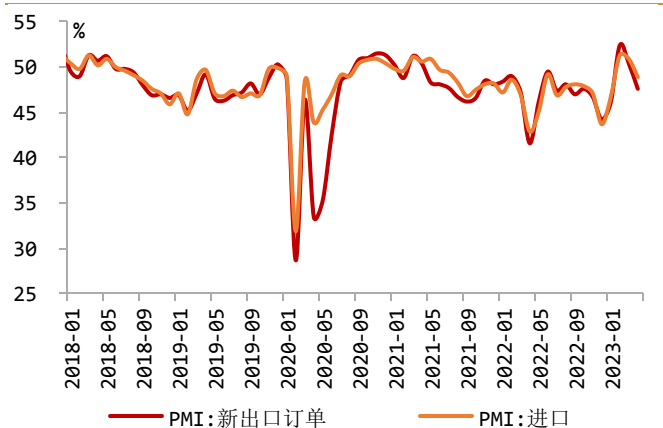
从行业来看，高耗能制造业景气度下滑较多，装备制造业仍在扩张。装备制造业 PMI 虽较上月下降 2.9 个百分点至 50.1%，但仍处于扩张区间，对经济增长形成支撑。专用设备、电气机械器材等行业两个指数持续位于临界点以上，供需继续释放，通用设备、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业企业预期较为乐观；高耗能行业对本月制造业景气度的拖累作用显著，高耗能行业 PMI 较上月下降 3.2 个百分点至 47.9%，由扩张转为收缩。化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均降至收缩区间，相关行业市场需求不足，生产活动放缓；与终端消费相关的高技术制造业和消费品制造业市场需求在一季度提前释放，推动基数上升，4 月高技术制造业和消费品行业的 PMI 指数较上月分别回落 1.9 和 2.1 个百分点至 49.3% 和 49.8%。但农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业的企业预期仍然向好。4 月，政治局会议强调加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，提出要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造，并重视通用人工智能发展。可见，优化经济结构、强化科技自立自强仍是政策导向，高技术制造业、装备制造业仍有望起到引领作用。消费品制造业在节假日消费的带动下也有望边际改善。

图 1：供需指数均继续下行



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数、进口指数下降



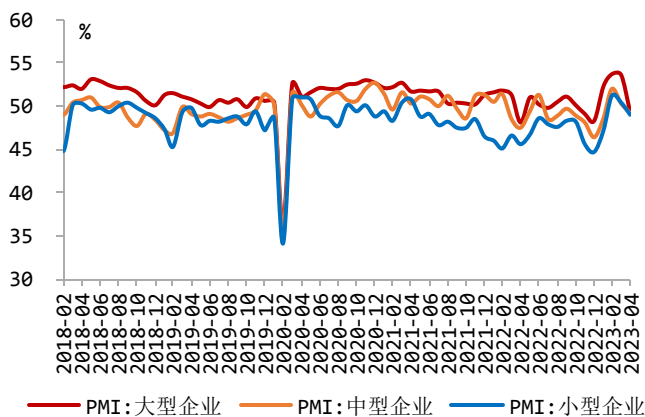
数据来源：wind、西南证券整理

2 不同规模企业景气度均走低，大企业景气下降明显

分企业规模看，不同规模企业景气度均回落，大型企业供需均显著回落。4 月，大、中、小型企业 PMI 分别为 49.3%、49.2% 和 49.0%，分别较 3 月下降 4.3、1.1 和 1.4 个百分点，不同规模企业景气度均走低。具体来看，大中小型企业生产指数仍然均高于新订单指数，大型企业供需两端均回落较多。4 月，大中小型企业生产指数分别较 3 月下滑 7.1、2.8 和 1.3 个百分点至 50.1%、49.8% 和 50.7%，大型企业新订单指数下滑 7.5 个百分点至 49.0%，而中小企业新订单指数下降 2.0 和 3.2 个百分点至 49.3% 和 47.6%。进出口方面，大中小型企业出口指数均在荣枯线下，其中，大、小型企业出口指数从扩张转至收缩，而中型企业出口指数略有回升；中、小型企业进口指数上行，而大型企业进口指数回落。具体来看，4 月，大、中、小型企业新出口订单指数分别较 3 月下调 4.5、1.7 和 5.2 个百分点至 47.7%、47.8% 和 46.9%；中、小型企业进口指数分别较前值上升 3.6 和 4.7 个百分点至 48.0% 和 51.4%，大型企业进口指数则下降 5.1 个百分点至 48.9%。总体来看，外需走弱对不同规模企业均形成一定压制，大型企业的内需下滑程度更为显著。

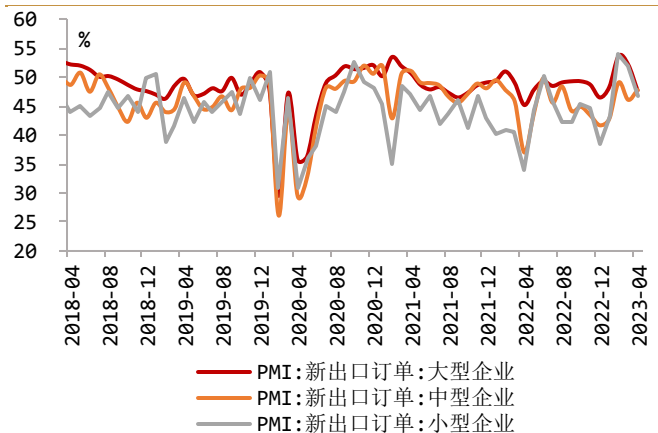
大、小型企业从业人员指数和企业预期均走低，而中型企业两个指数均有回升。大、小型企业的从业人员指数分别走低 1.5 和 1.6 个百分点至 49.1% 和 48.5%，重新回到收缩区间，中型企业从业人员指数略回升 0.6 个点至 48.5%。相比之下，中、小型企业的就业压力依然显著。大、小型企业预期下滑较多，中型企业预期有所回升，但仍均在荣枯线上。大、小型企业的生产经营活动预期指数分别回落 2.3 和 1.8 个百分点至 54.4% 和 54.5%，而中型企业的生产经营活动预期指数则较上月回升 2.4 个百分点至 55.4%。4 月，工信部表示今年计划全国范围内再培育 100 个中小企业特色产业集群，财政部，税务总局也发布关于扩大全额退还增值税留抵税额政策行业范围的公告。4 月份的政治局会议也表示将破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心。后续中小企业在政策的呵护下景气有望继续改善。

图 3：大中小型企业 PMI 均下降



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：大、小型企业新出口订单指数下降，中型企业回升



数据来源：wind、西南证券整理

3 原材料和出厂价格指数大幅下跌，企业仍在去库

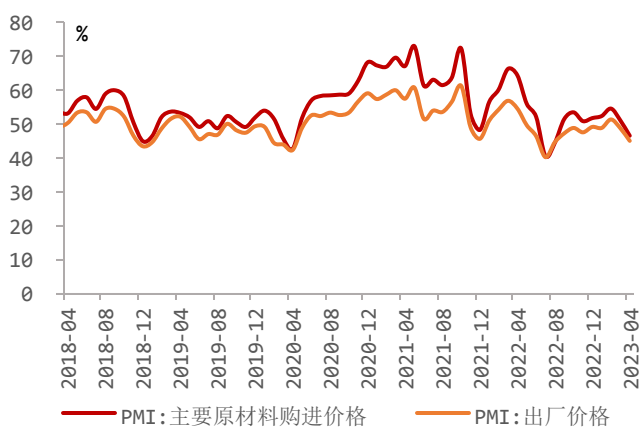
原材料购进价格指数和出厂价格指数均大幅下降。4 月，由于地产、传统基建需求不佳，螺纹钢、水泥等主要商品价格普遍下跌，主要原材料购进价格指数下降 4.5 个百分点至 46.4%，在连续 7 个月扩张后再度回落至荣枯线之下，出厂价格指数也同步下行 3.7 个百分点至 44.9%。4 月原材料购进价格指数依然高于出厂价格指数，但剪刀差继续收敛，原材料成本仍在向下游传导。其中，黑色金属冶炼及压延加工业两个价格指数均降至 30.0% 以下。企业调查显示，反映原材料成本高的企业比重为 43%，较上月下降 4.2 个百分点，为 2021 年以来的最低点。4 月的数据显示出原材料价格仍处于下行区间，意味着 4 月 PPI 或将继续下探。4 月初，OPEC+ 超预期宣布将从 5 月起减产石油产量超过 100 万桶/天，欧美经济在高利率的影响下预计继续走弱。短期内，国际原油价格或延续震荡走势，若国内需求好转，部分原材料价格或有一定支撑，叠加保供稳价政策发力，预计原材料价格保持相对稳定。随着国内终端需求恢复，上下游的价格剪刀差有望继续收敛，对中下游企业利润形成利好。

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 3 月下降 5.5、4.7 和 1.8 个百分点至 45.8%、46.4% 和 47.9%，大、中型企业原材料购进价格停止扩张转而回落，而小型企业原材料购进价格则连续 2 个月收缩。大中小型企业出厂价格指数分别回落 5.6、2.6 和 1.7 个百分点至 44.4%、45.5% 和 45.2%，大中小型企业出厂价格指数均在荣枯线下。总的来看，不同规模企业的两个价格指数均有所下调，但中小企业的原材料价格指数回落

幅度大于出厂价格指数，价格剪刀差收敛，中小企业成本压力边际改善。4月，BCI企业销售、利润、总成本前瞻指数均较前值有所回落，分别下降5.29、4.59和4.22点至70.37、59.62和71.91，年初以来的企业销售和利润的改善预计将开始放缓。

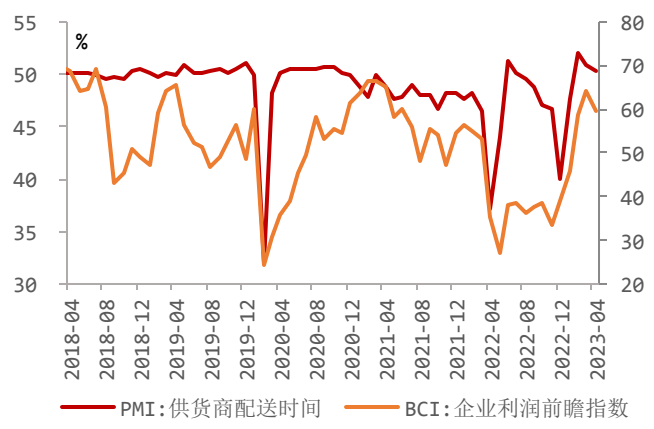
供应商配送时间指数继续扩张，企业仍在去库阶段。4月供应商配送时间指数为50.3%，较3月下降0.5个百分点，但继续处在荣枯线以上，疫后物流效率持续改善。4月，产成品库存指数为49.4%，较3月下滑0.1个百分点，连续两月处于收缩区间，原材料库存指数为47.9%，较3月继续走低0.4个百分点。3月份工业企业的营业收入同比增长-0.5%，降幅收敛，产成品存货同比上涨9.1%，涨幅回落，短暂体现出被动去库的趋势。4月的库存PMI指数显示，企业在年初短暂补库之后，仍回归至去库存的道路中。

图5：主要原材料购进价格、出厂价格继续走低



数据来源：wind、西南证券整理

图6：供应商配送时间指数、企业利润前瞻指数下降



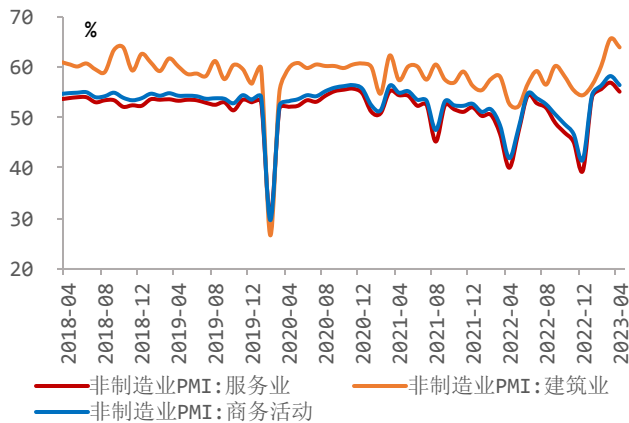
数据来源：wind、西南证券整理

4 非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度边际回落

服务业景气度边际回落，但有望维持在高位。4月份，非制造业商务活动指数为56.4%，较上个月回落1.8个百分点，连续4个月处于荣枯线上，小幅低于市场预期。4月，服务业商务活动指数较3月回落1.8个百分点至55.1%，由于一季度服务消费快速反弹，形成较高的基数，本月服务业景气度在连续3个月走高后开始回落，但仍处于较高景气区间。从行业看，在节日效应的带动下，与居民出行和消费密切相关的交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于60.0%，行业业务总量明显增长；与企业生产活动密切相关的电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数继续位于57.0%以上较高景气区间，行业发展态势向好。分项指标来看，新订单指数较上月回落2.1个百分点至56.4%，但依然保持在较高景气区间，服务业市场需求持续释放；就业情况小幅转弱，从业人员指数较上月小幅回落0.6个百分点至48.2%；从价格上看，与制造业的价格走势不同的是，服务业的投入品价格指数和销售价格指数均走高，分别回升2.1、2.8个百分点至51.7%和50.1%；业务活动预期指数为62.3%，较上月小幅回落0.9个百分点，连续四个月位于高位景气区间，企业对市场恢复发展信心较强。总体来看，服务业在疫后复苏的情况明显好于制造业，4月的服务业景气指数虽有回落但需求仍呈现出扩张的态势。“五一”出行和消费需求旺盛，国铁集团表示自4月27日至5月4日，全国铁路预计发送旅客1.2亿人次，较2019年同期增长20%，超历史同期最高水平。此外，商务部监测数据显示，“五一”假期首日，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长21.4%。预计“五一”假期仍将对后续的服务消费有所支撑，服务业景气指数或维持在相对高位。

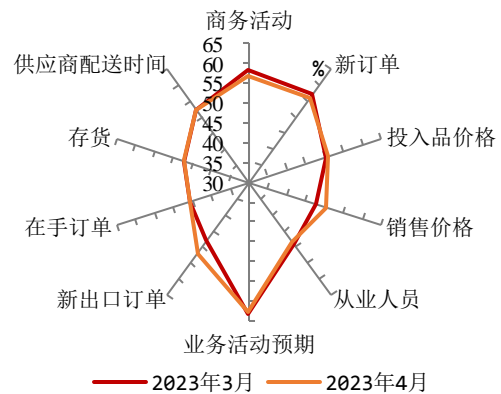
建筑业景气度边际回落，原因或在于施工季节性放缓。4月，建筑业商务活动指数为63.9%，较3月回落1.7个百分点，“金三银四”即将结束，4月雨水开始增多，建筑业开工有所放缓。从分项指标看，4月，建筑业需求上升，新订单指数较3月小幅上升3.3个百分点至53.5%，政府专项债发行对建筑业需求有所支撑，同时也说明建筑业景气度边际回落的主要原因在于生产端；从用工上看，从业人员指数较3月走低3.0个百分点至48.3%，在连续3个月扩张后重回荣枯线下，建筑业用工改善趋势有所放缓；从价格上看，投入品价格、销售价格分别较3月回落和上升6.3、0.6个百分点至48.1%、51.5%，可以看出建筑业企业的成本压力正在减弱；从预期上看，业务活动预期指数为64.1%，较3月回升0.4个百分点。从行业情况看，土木工程建筑业和房屋建筑业的新订单指数较上月均有不同程度上升，土木工程建筑业商务活动指数继续高于70.0%，重大工程建设有序推进。截至4月25日，年内新增专项债发行规模达1.5万亿元，占全年限额超过40.5%。4月政治局会议指出积极的财政政策要加力提效，预计二季度的专项债发行仍将对基建投资形成支撑。房地产方面，政治局会议提出要从根本上解决企业账款拖欠的问题，有望继续改善地产相关现金流。4月份企业拿地热情有所回暖，100大中城市成交土地占地面积月环比上升36.33%。此外，各地仍在继续因城施策地出台鼓励地产销售的政策。政策力度不减、地产逐渐转好背景下，建筑业有望继续维持在较高景气区间。

图7：服务业、建筑业PMI指数边际回落



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	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	2022-9	2022-10	2022-11	2022-12	2023-1	2023-2	2023-3	2023-4
中采制造业PMI																									
PMI总指数	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	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2
生产量	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	51.5	49.6	47.8	44.6	49.8	56.7	54.6	50.2
雇员	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	49.0	48.3	47.4	44.8	47.7	50.2	49.7	48.8
新订单	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	49.8	48.1	46.4	43.9	50.9	54.1	53.6	48.8
出口订单	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	47.0	47.6	46.7	44.2	46.1	52.4	50.4	47.6
现有订单	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	44.1	43.9	43.4	43.1	44.5	49.3	48.9	46.8
产成品库存	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	47.3	48.0	48.1	46.6	47.2	50.6	49.5	49.4
原材料库存	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	47.6	47.7	46.7	47.1	49.6	49.8	48.3	47.9
采购量	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	50.2	49.3	47.1	44.9	50.4	53.5	53.5	49.1
购进价格	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	51.3	53.3	50.7	51.6	52.2	54.4	50.9	46.4
供应前配送时间	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	48.7	47.1	46.7	40.1	47.6	52.0	50.8	50.3
进口	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	48.1	47.9	47.1	43.7	46.7	51.3	50.9	48.9
中采服务业PMI	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	48.9	47.0	45.1	39.4	54.0	55.6	56.9	55.1
中采建筑业PMI	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	60.2	58.2	55.4	54.4	56.4	60.2	65.6	63.9
综合PMI产出指数	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	50.9	49.0	47.1	42.6	52.9	56.4	57.0	54.4
非制造业商务活动指数	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	50.6	48.7	46.7	41.6	54.4	56.3	58.2	56.4
财新制造业PMI	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	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6	50.0	-

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn