



Research and
Development Center

中国经济的多周期嵌套分析 ——2023 年中期宏观展望

2023 年 5 月 7 日

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

中国经济的多周期嵌套分析

2023年5月7日

2023年下半年我国有望迎来库存周期、设备更新周期、信用周期三大周期共振向上的局面，经济复苏力度有望超预期。

- **库存周期：下半年可能探底回升。**结合工业企业产成品存货同比和营收同比，企业3月跨入“被动去库存”阶段，宏观象限对应经济周期中的复苏。我们认为，新一轮库存周期预计在2023年三季度开启，（1）根据我国库销比与库存周期之间的经验规律，库销比拐点领先“主动补库存”约12个月。（2）我们判断3月出口超预期背后，不是积压订单释放，而是抢订单，因此出口表现转好具备较强的持续性。加之出口是库存周期的领先指标，其反弹通常会引发企业加速去库，也预示着新一轮库存周期或将到来。
- **设备更新周期：下半年可能底部回升。**设备更新周期是经济中一种为期约7-10年的周期性波动，受设备更替和资本开支驱动。2023年，新一轮设备更新周期值得期待，具体的判断依据有三点：第一，从周期轮回的角度，我国已处于上一轮设备更新周期的尾部，距离下一轮设备更新周期开启的时间越来越近。第二，产业升级的需要，在世界百年未有之大变局背景下，在激烈的国际竞争中，中国制造业想要抢占高地，需要加快设备更新的步伐。第三，政策的强力推动，2022年三季度以来政府密集出台支持重点行业设备更新改造的鼓励性政策。2023年我国有望迎来新一轮的设备更新周期，推动制造业投资上升，并对经济增长形成强力支撑。
- **信用周期：有望持续向上。**2021年7月以来，尽管高层将狭义流动性维持在偏宽松的状态，并通过多项政策引导宽信用，但在疫情反复冲击、地产持续低迷、严控地方隐性债务的情况下，信用周期一直停留于“供给驱动”阶段。我们判断，2023年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段。一是贴息政策力度较强，且引领产业升级、发展先进制造业的方向明确。二是3月央行降准，为信贷持续强势增长扫除了障碍。除此之外，地产的拖累或将在今年显著减弱。
- **2023年下半年有望迎来三周期共振向上，利好权益资产。**2020年与2023年Q1均为疫后复苏时期，但两段时期的资产表现截然不同，2020年股市大涨，而今年Q1市场与超预期的宏观数据基本“脱敏”。我们判断，其原因主要在于两者经济周期位置迥异。2020年疫后复苏，库存周期和信用周期均向上，复苏特征是工业复苏领先于服务业。而本轮复苏，信用周期已出现上升迹象，但企业依然处于去库存阶段。A股5000多家上市公司中，七成属于工业，股市天然对工业复苏更敏感，对服务业复苏的反应相对较小。我们判断2023年下半年将迎来库存周期、设备更新周期、信用周期，三周期共振向上的局面，经济复苏力度有望超预期。回顾历轮“三周期上行”的时期，A股一般能够取得较好的表现。
- **风险因素：政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。**

目录

一、库存周期：下半年可能探底回升	4
1.1 我国库存周期已切换至被动去库存，对应经济周期中的复苏	4
1.2 库存周期本质是需求的映射	5
1.3 新一轮库存周期预计在 2023 年三季度启动	7
二、设备更新周期：下半年有望底部回升	9
2.1 新一轮设备更新周期有望启动	9
2.2 工业行业投资潜力三维度评价体系	13
2.3 制造业投资对经济增长的拉动料将持续回升	15
三、信用周期：有望持续向上	16
3.1 信用周期指数的构建方法	16
3.2 信用周期的二阶段论：供给驱动和需求驱动	17
3.3 2023 年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段	18
四、周期叠加：三周期有望共振向上	21
五、资产配置：看好股市表现	23
风险因素	25

表目录

表 1：每一轮设备更新周期的主导行业	11
表 2：支持制造业投资的鼓励性政策	12
表 3：领导层调研聚焦先进制造业、科技自立自强	12
表 4：工业行业投资潜力三维度评价体系	14
表 5：本次评价面向的四大类行业及所含行业	14
表 6：四个大类行业综合得分比较	15
表 7：2023 年贴息政策整理	19

图目录

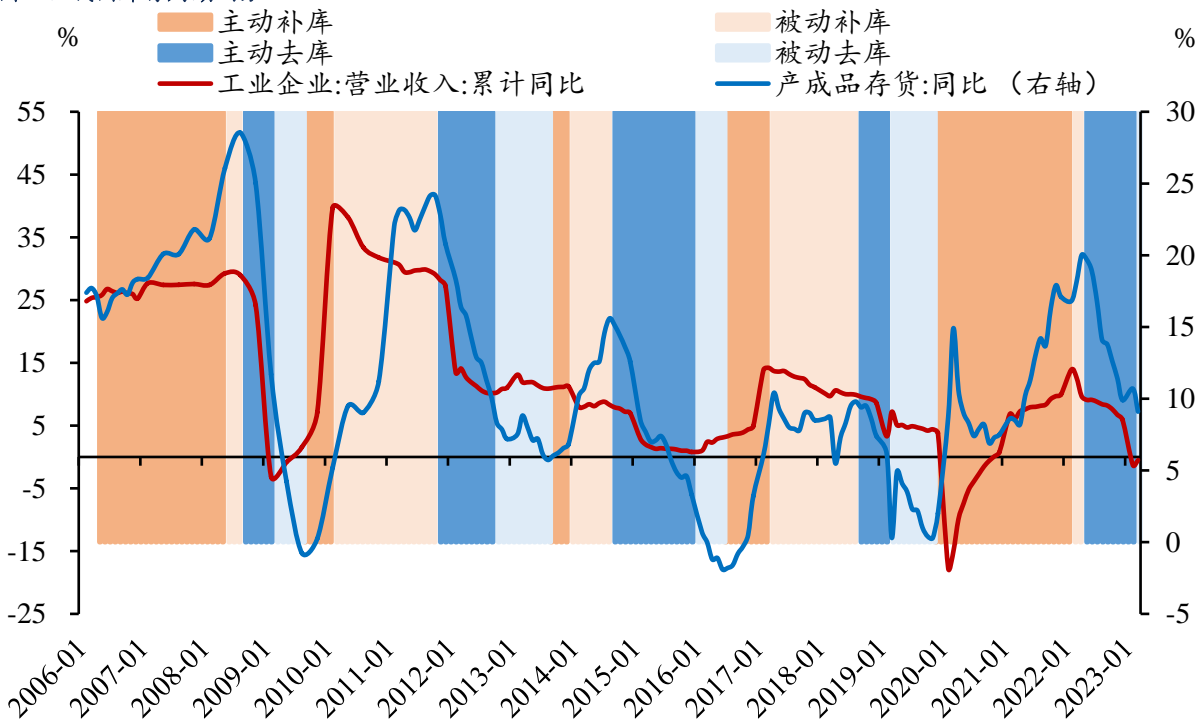
图 1：我国库存周期划分	4
图 2：库存周期与经济周期的对应关系	5
图 3：库销比是库存周期的镜像，库销比触顶（触底）要早于库存增速触底（触顶）	6
图 4：出口领先于库存周期	7
图 5：我国库销比与库存同比	7
图 6：跨境货物贸易人民币业务结算金额在 3 月创出历史新高	8
图 7：各行业库存周期位置	9
图 8：主要经济体都存在明显的设备更新周期	10
图 9：设备工器具购置在固定资产投资中占比不断下降	10
图 10：主要工业设备产量增速明显回升	13
图 11：制造业投资与 GDP 的比值有望持续回升	16
图 12：信用周期指数相比社融指标更具优势	17
图 13：2006 年至今的五轮信用周期	17
图 14：信用周期指数、短期贷款及票据融资同比与中长期贷款余额同比	18
图 15：近几个月信贷主要分项全部改善	20
图 16：贷款需求的大幅上升	21
图 17：三周期嵌套	21
图 18：2020 年交易强复苏，2023 年交易弱复苏	22
图 19：A 股市值行业分布（2023 年 4 月）	22
图 20：2023 年二季度 GDP 增速可能达到 8% 以上，预计全年达到 6%	23
图 21：三周期共振时期股市表现较好	24
图 22：企业中长贷上升期，价值股和成长股往往共振向好	24
图 23：2023 年债市收益率大方向可能为上行	25

一、库存周期：下半年可能探底回升

1.1 我国库存周期已切换至被动去库存，对应经济周期中的复苏

使用产成品库存增速划分我国的库存周期，“波谷-波谷”为一轮周期。2000年以来，中国共经历了完整的6轮库存周期，分别为：2000-2002、2002-2006、2006-2009、2009-2013、2013-2016、2016-2019，时间长度分别为：29个月、43个月、39个月、48个月、34个月、41个月，一次库存周期平均持续39个月，大约3年时间。

图 1：我国库存周期划分

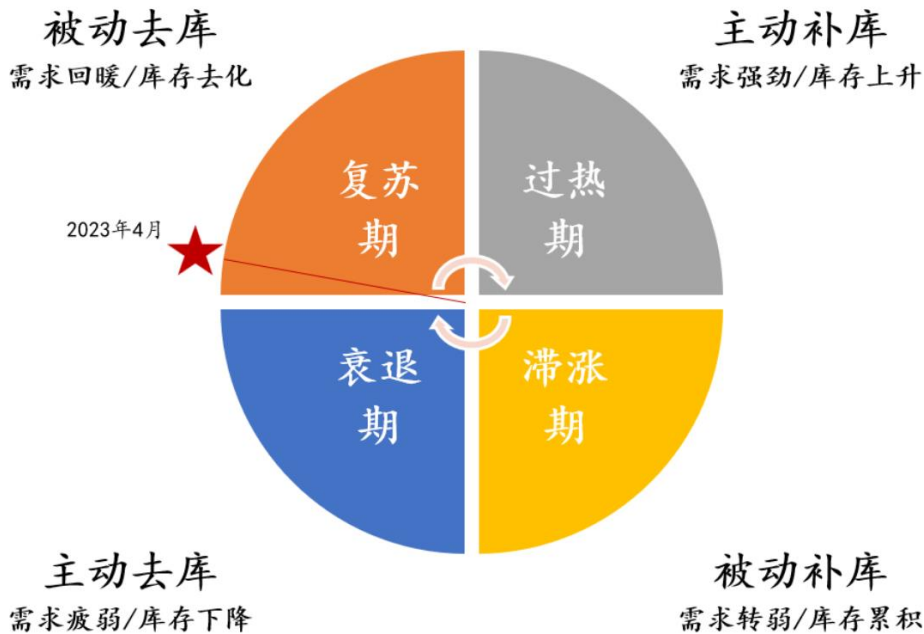


资料来源：万得，信达证券研发中心

企业3月跨入“被动去库存”阶段。工业企业财务数据显示，2022年4月产成品存货同比达峰后进入下行通道，企业处于去库存阶段。结合营收数据，2022年全年在疫情反复以及房地产下行的负面影响下，需求偏弱，企业营收累计同比全年逐季下降，截至2023年2月企业处于主动去库存的状态。3月份企业营业收入单月同比转正，可见企业已经跨入“被动去库存”阶段。我们判断，随着经济逐步修复，叠加4月后基数走低，工业企业营收同比增速或已经在2月触底，二季度将迎来持续的改善，“被动去库存”将会持续至年中。

宏观现象上，我国处于经济周期中的复苏。库存周期四个阶段可以与经济周期对应，主动补库存近似于过热，被动补库存近似于滞胀，主动去库存近似于衰退，被动去库存近似于复苏。宏观层面上，目前经济刚迈过衰退期，进入复苏期的前端。

图 2：库存周期与经济周期的对应关系



资料来源：信达证券研发中心

1.2 库存周期本质是需求的映射

销售增速变化领先于库存周期。依据库存理论，当需求回暖，销量上涨，企业会相应增产，开始补库存过程；当需求回落，销量下跌，企业会相应减产，进入去库存过程。自 2000 年以来美国出现的完整库存周期中，销量增速拐点分别出现在 2001 年 9 月、2003 年 8 月、2009 年 4 月、2013 年 4 月、2015 年 12 月，而库存增速拐点出现在 2002 年 2 月、2004 年 2 月、2009 年 8 月，2013 年 11 月、2016 年 6 月，销售增速峰值领先 5 个月、6 个月、4 个月、7 个月、6 个月，销售增速变化领先于库存周期变化平均 5.6 个月。由此看来，销售增速变化领先于库存周期。

企业追求合理的库销比，这是库存周期性波动的根源。我们再引入库销比的概念，库销比为当期库存与销量的比值，美国商务部每个月在公布制造业库存指标时，也会更新库销比的最新数据。被动去库存阶段，需求开始好转，而企业由于在上一周期中的库存积压，仍然处于去库存之中，库销比下降；主动补库存阶段，随着需求持续好转，企业开始主动补库存，库销比维持低位；当需求回落，销量降低，而企业仍在补库存，库销比上升，进入被动补库存阶段；需求持续回落，企业主动减少库存，库销比维持高位，企业主动去库存。在一轮完整的库存周期中，库销比也会经历一个轮回，库销比的走势方向与库存增速相反，且库销比触顶（触底）要早于库存增速触底（触顶）。库销比综合反映了库存和销售的相对力量变化，而销售领先于库存，因此库销比成为库存周期的镜像，能够辅助判断库存周期。

图 3：库销比是库存周期的镜像，库销比触顶（触底）要早于库存增速触底（触顶）



资料来源：万得，信达证券研发中心

更为重要的是，库销比是判断库存水平合理与否的重要指标。遵循库存比的变动逻辑，库销比存在一个合理区间，也可以用来判断库存水平处在哪一阶段。2000年-2019年，美国库销比均值为1.31， $\frac{1}{4}$ 分位数为1.25， $\frac{3}{4}$ 分位数为1.38。我们观察到库销比存在均值回归的特性，符合企业维持库销比稳定的目标。2020年3月起因为疫情影响导致的物流不畅、供应链受阻等问题，供需错位较为严重，库存水平处在不合理区间。2021年下半年以来库销比逐步向正常水平回归。

基于需求（库销比）决定库存周期的理论，可知出口的变化领先于库存周期的变化。利用工业企业的出口交货值与营业收入的比值可以刻画我国工业对于出口的依赖程度。2001年我国入世推动了工业体系出口依赖度的上升，该值由2002年年初的17.5%左右上升至2006年的峰值近20.0%，随后缓慢回落。截至2022年我国工业的出口依赖度在11.0%左右，其中计算机通信（46.7%）、文教体娱用品（27.8%）、皮革制鞋（23.1%）、家具（22.8%）、纺织服装（20.6%）出口依赖度较高，均超过20%。出口景气度反映了全球宏观环境的变化，而我国工业对外依赖性依然较强，因此出口是表征企业产品需求的良好指标。观察2001年以来我国出口和库存周期的关系，可以发现出口同比的变化领先于库存同比1-2个季度，也证实了这一理论。

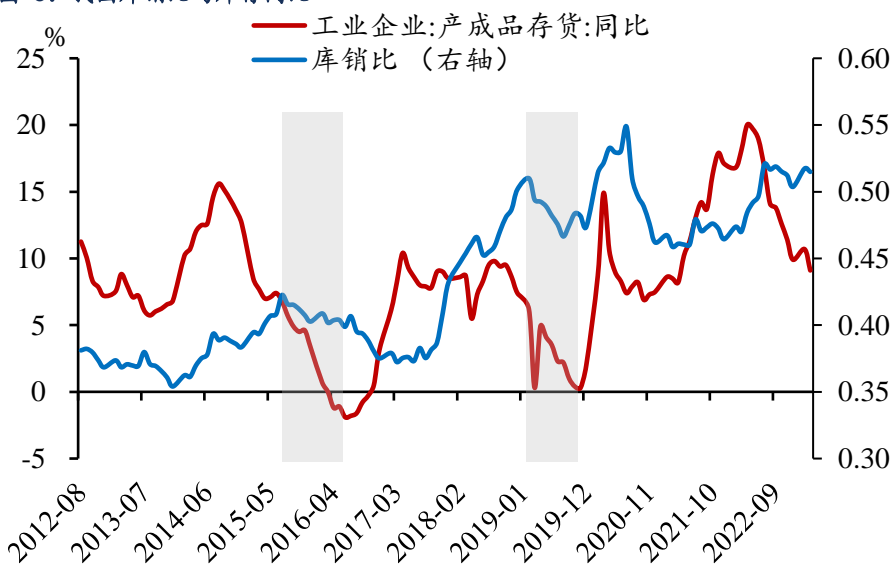
图 4：出口领先于库存周期


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 新一轮库存周期预计在 2023 年三季度启动

结合库销比与出口的近期变化，我们认为，新一轮库存周期预计在 2023 年三季度开启。

根据我国库销比与库存周期之间的经验规律，库销比拐点领先“主动补库存”约 12 个月。在上一部分，我们提出库销比与库存的变化有着较为稳定的关系，并使用美国公布的数据进行了验证。我国官方虽然并未公布库销比的数据，但使用库存除以营业收入的当月值可以构建我国工业企业的库销比数据（1-2 月的累计营业收入要除以 2）。数据显示，2012 年以来我国库销比均值为 0.434，且有着较为稳定的波动空间，与我们对于库销比的理解一致。本轮库存周期中，库销比于 2022 年 7 月触顶，随后回落。回顾 2016 与 2019 年开启的两轮库存周期，库销比的触顶时间在 2015 年 7 月、2019 年 2 月，库存向上的拐点发生在 2016 年 7 月、2019 年 12 月，领先时间分别为 12 个月、10 个月。考虑到本轮库销比触顶时间在 2022 年 7 月，我们预计 2023 年三季度企业将进入“主动补库存”阶段。

图 5：我国库销比与库存同比


资料来源：万得，信达证券研发中心

作为领先指标的出口在3月反弹，预示着新一轮库存周期或将到来。3月中国出口(+14.8%)大幅好于市场预期。不管是对主要贸易伙伴，还是出口重点商品，几乎全面改善。同期韩国(-13.6%)、越南(-13.2%)仍然保持弱势。市场的普遍观点认为出口同比高增的原因在于积压订单释放，因此出口的反弹是不可持续的。然而，我们判断，出口超预期的背后并非积压订单的释放，有三个因素共同对出口形成支撑。

一是企业出口抢订单已初显成效。在去年年末防疫措施调整之后，许多省份开始鼓励企业出国抢订单，出海目的地涉及欧美、南亚、非洲等多个地区。我们认为，3月出口高增部分来自于国内企业出国抢订单所带来的影响。此外，近期巴西、德国、土耳其等多国领导密集访华，我们预计将对我国建筑企业基础设施、新能源建设等多个领域订单起到扩容的作用。

二是出口结构优化，竞争力凸显。一季度电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品合计出口同比增长66.9%，对出口整体形成强力拉动。

三是我国与“一带一路”沿线国家、金砖国家的经贸合作不断扩大，政策红利释放。3月我国对东盟、俄罗斯、非洲、拉美等国家地区出口高增，我们判断这与人民币国际化进程加速推进，部分贸易转向人民币结算有关。在美联储收紧流动性的大环境下，如果海外国家可以用人民币代替美元结算来自中国的进口货物，则其购买力能够得到大幅的提升。我们可以从数据和新闻中找到一些蛛丝马迹，比如跨境货物贸易人民币业务结算金额在3月创出历史新高，同比增长35.8%；再比如今年以来，陆续有伊拉克、孟加拉、巴西等国宣布允许在对华贸易中使用人民币结算。

鉴于以上三个因素均不是短期变化，我们认为超预期的出口并非昙花一现，而是具备较强的持续性，三季度之前出口可能都能保持一定的韧性。出口是库存周期的领先指标，其反弹通常会引发企业加速去库，也预示着新一轮库存周期或将到来。

图 6：跨境货物贸易人民币业务结算金额在 3 月创出历史新高

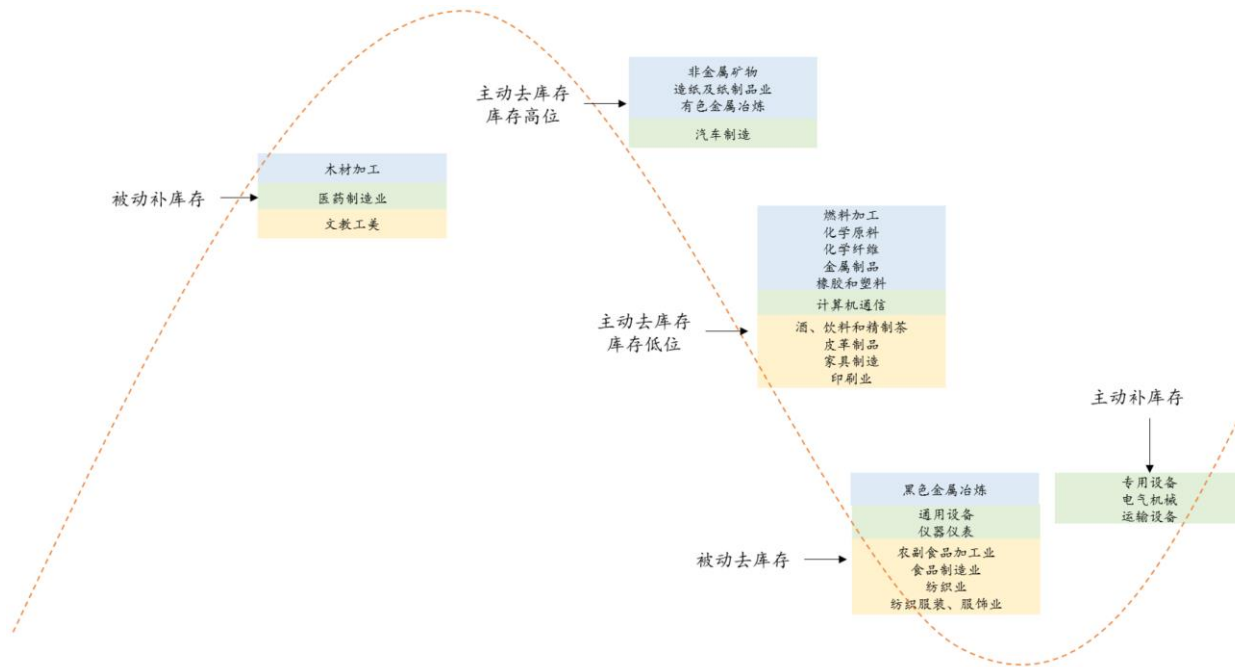


资料来源:万得, 信达证券研发中心

利用行业的库存和营收数据，观察细分行业的库存周期位置。中游原材料加工业中，在基建投资同比高增的带动下，黑色金属冶炼已处于被动去库存阶段；燃料加工、化学原料等行业去库较为顺利，库存降到较低位置；非金属矿物、有色金属冶炼需求复苏偏弱，去库较慢。下游制造业中，专用设备、电气机械、运输设备等行业已开始主动补库存，景气度率先迎来复苏，其表现可以与中采 PMI 互为印证（4月专用设备、电气机械器材等行业 PMI

持续位于临界点以上，产需继续释放)；通用设备、仪器仪表处于主动去库阶段，且库存水平偏低，临近去库的末期。下游消费品行业，在内需逐渐修复的环境下，农副食品加工、食品制造、纺织等行业已进入被动去库存阶段，行业发展预期向好。

图 7：各行业库存周期位置

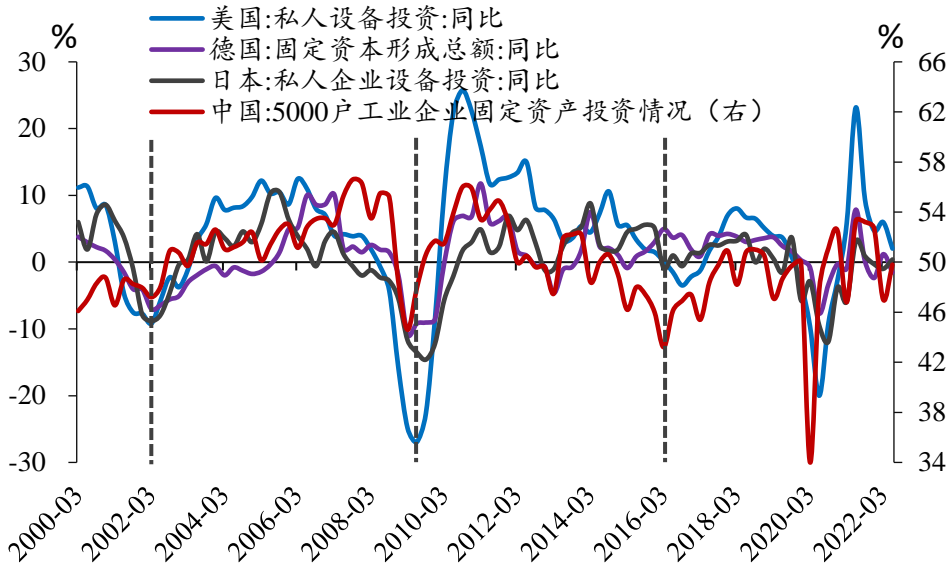


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、设备更新周期：下半年有望底部回升

2.1 新一轮设备更新周期有望启动

设备更新周期是经济中一种为期约 7-10 年的周期性波动，受设备更替和资本开支驱动。生产中由于机器设备存在磨损、技术进步等因素，往往过几年就需要更新，这种设备更替带动资本开支呈现出周期性变化，从而产生有规律的经济周期性变化。具体而言，当整个经济处于设备投资的高峰期时，就会产生大量的资本支出，依靠固定资产投资拉动经济步入繁荣；而当一轮设备投资完成后，投资又会步入低谷，从而使经济陷入低迷。对设备投资类数据进行跨国比较可以发现，美国、德国、日本等主要经济体都存在明显的设备更新周期，中国当然也不例外。此外，进入 2000 年之后，在全球化快速发展时代，主要经济体设备更新周期具有较强同步性，近年来随着全球化遇挫，同步性有所减弱。

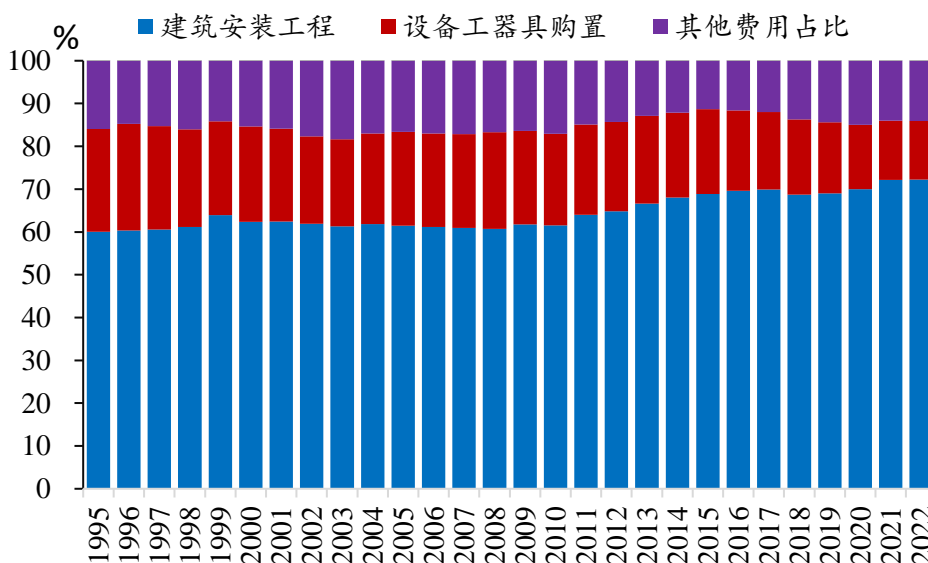
图 8：主要经济体都存在明显的设备更新周期


资料来源：万得，信达证券研发中心

2023 年，疫情干扰明显减弱，新一轮设备更新周期值得期待，具体的判断依据有三点：

第一，周期的轮回。1980 年以来，我国经济已经历了 4 个周期，目前正处于第 5 个周期中。观察最近的两轮设备更新周期，2009 年-2016 年，时长约为 7 年。最近的一轮设备更新周期始于 2016 年末/2017 年初，目前已经经过了 6 年左右。从周期轮回的角度，我国已处于上一轮设备更新周期的尾部，距离下一轮设备更新周期开启的时间越来越近。

第二，产业升级的需要。90 年代以来设备工器具购置在固定资产投资中占比不断下降。上世纪 90 年代末，建筑安装工程占比为 60%，设备工器具购置为 24%；2022 年，建筑安装工程占比升至 72%，设备工器具购置降至 14%。设备投资可能需要补上长期欠账。在世界百年未有之大变局背景下，在激烈的国际竞争中，中国制造业想要抢占高地，需要加快设备更新的步伐。

图 9：设备工器具购置在固定资产投资中占比不断下降


资料来源：万得，信达证券研发中心

观察我国每一轮设备更新周期，可以发现主导行业也发生着变化。鉴于数据可得性，我们计算了 2003 年以来历

轮设备更新周期开启时分行业的制造业投资比重。2003 年制造业投资完成额数据首次发布，当年黑色金属冶炼、化学原料、非金属矿物制品、有色冶炼是制造业投资中的主导行业，四个行业投资完成额占比合计达到了近 35%。2009 年化学原料、非金属矿物制品、金属制品业等原材料加工类行业占比依然较高，但黑色金属冶炼的占比大幅下降至 5.6%。与此同时，通用设备、电气机械、专用设备的投资占比均上升至 5% 以上。2017 年，装备制造类行业的地位进一步提升，电气机械、通用设备、汽车制造业、计算机通信、专用设备五个行业的占比合计达到了 33.5%，成为了制造业投资中的主导行业。从投资结构变迁中可以看到一条较为清晰的主线，在近 20 年的大浪淘沙中，我国中高端制造业不断崛起。

表 1：每一轮设备更新周期的主导行业

排名	2003		2009		2017	
1	黑色金属冶炼及压延加工业	13.1%	化学原料及化学制品制造业	10.2%	非金属矿物制品业	8.8%
2	化学原料及化学制品制造业	10.3%	非金属矿物制品业	10.1%	化学原料及化学制品制造业	7.2%
3	非金属矿物制品业	7.2%	通用设备制造业	7.6%	电气机械及器材制造业	6.9%
4	计算机、通信和其他电子设备制造业	7.2%	电气机械及器材制造业	6.1%	通用设备制造业	6.8%
5	纺织业	5.7%	黑色金属冶炼及压延加工业	5.6%	汽车制造业	6.8%
6	医药制造业	4.7%	专用设备制造业	5.2%	计算机、通信和其他电子设备制造业	6.7%
7	有色金属冶炼及压延加工业	4.2%	农副食品加工业	4.8%	专用设备制造业	6.4%
8	农副食品加工业	3.7%	金属制品业	4.8%	农副食品加工业	6.2%
9	通用设备制造业	3.4%	计算机、通信和其他电子设备制造业	4.5%	金属制品业	5.4%
10	专用设备制造业	3.2%	有色金属冶炼及压延加工业	3.7%	橡胶和塑料制品业	3.6%

资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：标红的行业为高技术制造业

第三，政策的强力推动。“十四五”以来，大力发展制造业多次被写入国家重要文件，体现了高层对制造业的重视。做强制造业是我国经济未来的主要发力点之一，针对制造业的政策支持料将继续加大。对于设备更新，2022 年三季度以来，国常会密集提出支持重点行业设备更新改造的鼓励性政策，包含设立设备更新改造专项再贷款，以及提出引导商业银行扩大中长期贷款投放，为重点项目建设、设备更新改造配足融资。

此外，开年以来各地持续加大金融对制造业的支持力度。例如，2 月深圳银保监局有关部门负责人表示，今年将推动金融要素向制造业倾斜投放，重点支持高技术制造业、深圳“20+8”产业集群，推进先进制造业集群发展，提高制造业企业自主创新能力；北京市发展改革委等 11 部门联合印发《关于北京市推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》，提出推动制造业贷款增速不低于 15%、制造业中长期贷款增量不低于 1000 亿元。我们预计，在政策的推动下，先进制造业投资有望保持高增长态势。

表 2：支持制造业投资的鼓励性政策

时间	事件	要点
8月31日	国务院常务会议	1、尽快出台支持制造业企业、职业院校等设备更新改造的政策。 2、引导商业银行扩大中长期贷款投放，为重点项目建设、设备更新改造配足融资。
9月7日	国务院常务会议	对高校、职业院校和实训基地等设备购置和更新改造新增贷款，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。申请贴息截至今年12月31日。
9月13日	国务院常务会议	对制造业、服务业、社会服务领域等在第四季度更新改造设备，支持全国性商业银行以不高于3.2%的利率积极投放中长期贷款。专项再贷款额度2000亿元以上，尽量满足实际需求，期限1年、可展期两次。
9月28日	央行发布公告与沟通交流纪要	人民银行设立设备更新改造专项再贷款，额度2000亿元以上。
11月16日	发改委新闻发布会	引导金融机构加大对制造业中长期贷款的支持力度，协调推动实施设备更新改造专项再贷款及财政贴息。

资料来源：信达证券研发中心整理

两会之后领导层大兴调研之风，聚焦先进制造业、科技自立自强，相关产业可能成为制造业投资的重点方向。近期中央和地方政府均密集调研，包括总书记4月13日广东调研、4月12日总理北京调研科技型等企业等。相比以往的调研，本次调研更加强调高质量发展、建设现代化产业体系，聚焦先进制造业、科技自立自强等领域。后续相关产业或存在较大政策空间，可能成为制造业投资的重点方向。

表 3：领导层调研聚焦先进制造业、科技自立自强

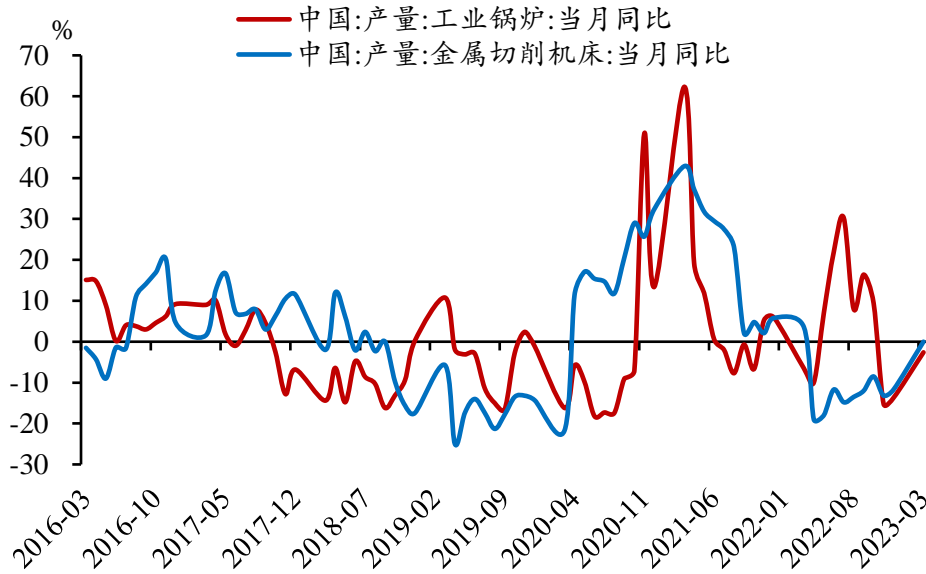
地点	日期	调研目的地	行业
广东	4月10-13日	韩国乐金显示公司	液晶面板
		广汽埃安新能源汽车股份有限公司	新能源汽车
		海水养殖种子工程南方基地	海水养殖
湖南	3月11-22日	比亚迪汽车有限公司	新能源汽车
		中国铁建重工	智能装备施工、高端轨道设备
		中国铁建重工集团股份有限公司	功能玻璃面板
		中车株洲电力机车有限公司	电力机车
		株洲硬质合金集团有限公司	金属切削工具
		湖南山河科技股份有限公司	航空产品
北京	4月13日	银河航天（北京）网络技术有限公司	卫星网络
		北京海博思创科技股份有限公司	新能源、储能产业
		北京地平线机器人技术研发有限公司	驾驶芯片

资料来源：中国政府网，中国经济周刊，新华网，信达证券研发中心

微观层面，工业锅炉、金属切削机床等主要工业设备产量回升传递出积极信号。作为制造业投资的中上游，工业锅炉、金属切削机床等设备的产销呈现周期性特征，且与设备更新周期的时点基本吻合。2023年初，主要工业设备产量增速明显回升，3月金属切削机床与工业锅炉产量同比增速分别为-2.6%、0.0%，较去年12月回升11.0、

11.7 个百分点。

图 10：主要工业设备产量增速明显回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 工业行业投资潜力三维度评价体系

如何评估行业未来的投资潜力？我们采用固定资产投资、利润总额和产能利用率三个指标，也就是三个维度来对每个大类行业进行评分，得分最高的行业即为未来投资潜力最高的行业。由于行业与行业之间存在不同的特性，在评估潜力的时候，我们不再进行横向比较，而是采取时间上的纵向比较方法，也就是每个行业不同发展阶段之间的比较。

评估投资潜力的具体步骤是：首先计算四个大类行业 2009 年以后的固定资产投资、利润总额的同比增速和 2017 年以后的产能利用率；然后计算对应的投资增速分位数、利润增速分位数和产能利用率分位数；再根据每个行业三个指标 2022 年的分位数进行打分。理论上，行业投资增速分位数越小，说明近些年行业投资对比以前较弱，处于“欠投资”的状态，未来投资潜力较大；行业利润增速分位数和产能利用率分位数越高，代表近些年行业盈利情况较好、现有产能利用较为充分，这样的行业未来投资潜力较大。最后将每个行业三个指标对应的评分加总，得出最终分数。

表 4：工业行业投资潜力三维度评价体系

维度/得分	评分考虑	2	1	0
投资增速	过去投资增速越低 未来投资潜力越大	2022年投资增速 分位数小于40%	2022年投资增速 分位数在40%-50%之间	2022年投资增速 分位数大于50%
产能利用率	过去产能利用率越高 未来投资潜力越大	2022年产能利用率 分位数大于60%	2022年产能利用率 分位数在50%-60%之间	2022年产能利用率 分位数小于50%
利润增速	过去利润增速越高 未来投资潜力越大	2022年利润增速 分位数大于60%	2022年利润增速 分位数在50%-60%之间	2022年利润增速 分位数小于50%

资料来源：信达证券研发中心

工业行业分类依据为国民经济行业分类标准（GB/T4754-2017），考虑到数据可得性，本次评价未能覆盖全部工业行业，仅覆盖部分行业。我们从上游到下游分为上游采矿业、中游原材料加工业、中游设备制造业、下游装备制造业，四大类行业展开评价。

表 5：本次评价面向的四大类行业及所含行业

行业大类	所含行业
上游采矿业	煤炭开采和洗选业 石油和天然气开采业 黑色金属矿采选业 有色金属矿采选业 非金属矿采选业
中游原材料加工业	化学原料和化学制品制造业 化学纤维制造业 非金属矿物制品业 黑色金属冶炼和压延加工业 有色金属冶炼和压延加工业
中游设备制造业	通用设备制造业 专用设备制造业 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
下游装备制造业	汽车制造业 电气机械和器材制造业 计算机、通信和其他电子设备制造业 仪器仪表制造业

资料来源：信达证券研发中心

从结果上来看，设备制造业和采掘业评分最高，为 5 分；原材料加工业为 1 分；装备制造业为 0 分。也就是行业投资潜力排名是设备制造业=采掘业>原材料加工业>装备制造业。

设备制造业和采掘业各个维度表现比较均衡，投资潜力均较好。

原材料加工业产能利用率和利润维度表现不佳，投资潜力一般。

下游装备制造业各个维度表现均不佳，需警惕新的产能过剩风险。

表 6：四个大类行业综合得分比较

行业	投资	产能利用率	利润	总分
设备制造业	1	2	2	5
采掘业	1	2	2	5
原材料加工业	1	0	0	1
下游装备制造业	0	0	0	0

资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 制造业投资对经济增长的拉动料将持续回升

在多因素的支撑下，制造业投资对经济增长的拉动料将持续回升。把时间线拉长，2015 年至 2020 年制造业投资与 GDP 的比值处于下行通道，五年间从 25.2% 下滑至 21.1%，显示出制造业投资对于经济增长的拉动作用逐步降低。2023 年，在政策东风的助力下，我国有望迎来新一轮的设备更新周期，推动制造业投资，尤其是高技术制造业投资的上升，并对经济增长形成强力支撑，制造业投资与 GDP 的比值也有望随之持续回升。我们预计，2023 年制造业投资的同比增速将维持在 8% 的高增速。需要注意的是，虽然今年制造业投资的同比增速可能略低于去年，但考虑到今年价格对制造业投资的贡献要显著低于去年，实际制造业投资增速或与去年基本持平。

图 11：制造业投资与 GDP 的比值有望持续回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：预计 2023 年制造业投资同比 8%左右

三、信用周期：有望持续向上

3.1 信用周期指数的构建方法

对于“宽/紧信用”，单看商业银行资产增速仍然是不够的，从银行信用扩张的路径可知，央行通过控制基础货币来约束银行信用派生上限，而增加基础货币只能来自央行资产端扩张。这意味着，在央行扩表周期内，商业银行资产需要扩张得更快，才能称为“宽信用”。反之，“紧信用”则表现为商业银行相对央行资产扩张得更慢。

我们将“商业银行总资产/央行总资产”求同比，构建得到信用周期指数。将资产倍数求同比，从长期上升的数据趋势中抽取出周期波动。对比信用周期指数与常见的社融指标，前者在多个方面显示出优势：一是涵盖面更广，能够更加完备地刻画商业银行信用周期；二是波动性更强、周期性更明显，在我国 GDP 增速缓慢下行的长期趋势下，社融、信贷增速等指标反映的实体经济信用周期在拉长、波动率下降；三是具备领先性，2008 年以后，信用周期指数领先社融增速 8-12 个月达到峰值，可以用来预判社融的周期性变化。

信用周期指数反映的是银行和央行的资产增速差。通过数学推导可以进一步得到：

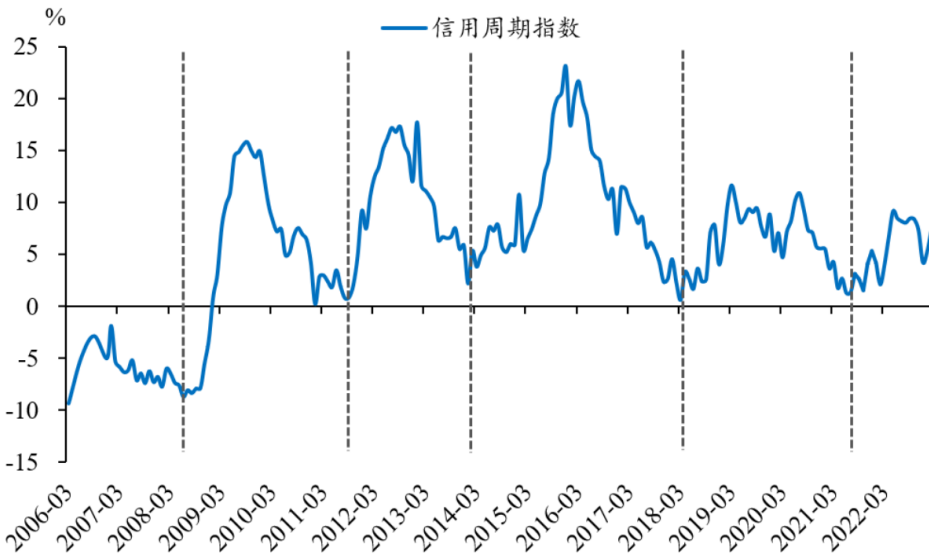
信用周期指数 = (商业银行总资产/央行总资产) 求同比 \approx 商业银行总资产增速 - 央行总资产增速

从结果上看，基于两种公式推算的历史数据拟合度较高，误差很小。

图 12：信用周期指数相比社融指标更具优势


资料来源：万得，信达证券研发中心

我国过去的几轮信用周期：200601-200806、200807-201108、201109-201401、201402-201803、201804-202106，一轮完整的周期大约持续三年左右。

图 13：2006 年至今的五轮信用周期


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 信用周期的二阶段论：供给驱动和需求驱动

信用周期指数聚焦于商业银行的资产端，但难以反映其结构的变化。本部分通过拆解银行资产端内部的细项来进一步将信用周期划分为两个阶段，这可以帮助我们更好地理解信贷扩张以及收缩的路径，进而能够对未来基本面和政策的动向进行提前研判。

信贷可以分为“逆周期”信贷与“顺周期”信贷。信用存在一定的内生性。在实体经济偏强时，市场主体的融资需求会相对旺盛；反之在实体经济偏冷时，融资需求自然会有所下降。当实体融资需求偏弱、或遭遇事件因素冲

击的时候，即便央行扩表，放松流动性，也可能出现贷款不增加的局面。事实上，我国央行对于商业银行的信贷额度会直接施加干预，具体而言，央行会在经济偏弱时要求银行完成信贷扩张的指标，在经济偏强时通过额度限制信贷增量的幅度。由此我们可以把信贷分为“逆周期”信贷与“顺周期”信贷。票据融资和企业短期贷款是典型的“逆周期”信贷，货币政策转向宽松，而实体经济融资需求短期难以抬升，因此前期表现为票据冲量来满足监管层信贷投放的要求，利率降低的情况下企业短贷也较容易被带动。居民中长贷、企业中长贷则是“顺周期”信贷，只有当经济内生动能增强，企业主体信心恢复时，企业扩大资本开支意愿才能得到增强；居民端就业、收入预期提振，加杠杆动力加强，对应银行信贷中的中长贷趋势性上行，在信贷中的占比也随之走高。

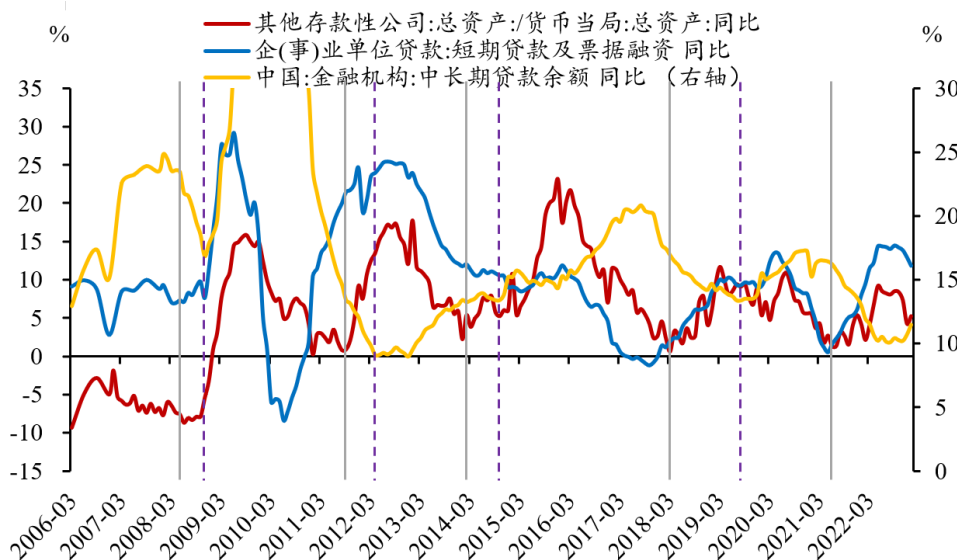
由于宽信用传导往往存在“票据短贷→中长贷”的规律，我们将信用周期分为两个阶段。

“供给驱动”阶段：货币政策转向宽松，为了满足监管层的信贷投放指标，票据、短贷等“逆周期”信贷增速上升，而企业中长期贷款等“顺周期”信贷尚未启动。

“需求驱动”阶段：当政策发力一段时间后，企业活力得已修复，居民对于就业与收入的预期改善，企业中长期贷款、居民中长贷等“顺周期”信贷增速拐头向上。

回顾 2006 年以来信用周期指数、短期贷款及票据融资同比、中长期贷款余额同比三者的走势，可以发现短期贷款及票据融资同比向上的拐点要略微早于信用周期指数，而中长期贷款余额同比的拐点要晚于信用周期指数，印证了宽信用传导的规律。

图 14：信用周期指数、短期贷款及票据融资同比与中长期贷款余额同比



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.3 2023 年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段

信用周期指数在 2021 年 6 月触底，随后拐头向上，这意味着本轮信用周期的开始时间为 2021 年下半年。我们进一步分析其背后的宏观环境。2021 年年底政治局会议定调“稳定宏观经济大盘”，中央经济工作会议重提“逆周期调控”，2022 年稳增长政策明显加码，包含大规模的留抵退税、7400 亿元的政策性开发性金融工具、2000 亿元设备更新改造专项再贷款、调增 5000 多亿元专项债限额等。房地产政策方面，2021 年四季度开始政策面屡次吹风“松绑房贷”，随后央行积极落实金融委要求，加快满足房地产合理资金需求。在“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的框架下，各地对调控政策进行优化，包含下调首套房贷利率、二孩三孩家庭允许购买多套住房、放松公积金贷款政策、发放购房补贴等。

截至 2022 年年末，信用周期依然处于“供给驱动”阶段。尽管高层将狭义流动性维持在偏宽松的状态，并通过多项政策引导宽信用，但在疫情反复冲击、地产持续低迷、严控地方政府隐性债务不放松的情况下，信用周期一直停留在“供给驱动”的阶段。2022 年信贷投放所呈现的“锯齿状”季节性波动较为突出，季末（3、6、9 月）远高于往年同期，而次月（4、7、10 月）大幅回落，低于往年同期。其背后是 2022 年宏观基本面需求修复相对缓慢，政策发力对信用扩张形成支撑。观察信贷结构，2022 年信贷结构不佳，中长期贷款增速偏弱。整体来看，截至 2022 年年末，信用周期依然处于“供给驱动”的阶段。

我们判断，2023 年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段。

一是贴息政策力度较强，且引领产业升级、发展先进制造业的方向明确，符合国家长期规划，无须担忧政策持续性。今年的贴息工具，不仅有全国统一性的，包括创业担保贷款、民族民贸贷款贴息、支农和扶贫贷款贴息等，民生支出力度继续加大。也有地方专属性的，政策受众面广，尤其是信息服务、装备制造、人工智能、新能源、医药健康、集成电路、技术改造等先进制造业领域，财政贴息支持力度足。这一特征符合中国经济转型高质量发展的政策思路，在十四五规划期内，有关政策仍有进一步加码的可能，贴息工具或继续作为重要抓手。

表 7：2023 年贴息政策整理

贴息政策	地区	举例
创业担保贷款	全国	四川省成都市 《关于进一步加大创业担保贷款贴息力度全力支持重点群体创业就业的通知》 贷款额度与期限：个人最高可申请贷款20万元；小微企业最高不超过300万元；贷款期限个人最长不超过3年，小微企业最长不超过2年。 贴息方式：贷款利率上限不超过LPR+150BP，财政部门按照合同约定的LPR进行贴息。
民族民贸贷款贴息	全国	天津市 贴息率：不高于2.88% 企业申请贴息金额=该企业贷款本金金额×贴息率×贴息天数/360 贴息上限：单户企业每年贴息金额不超过150万元
设备更新改造贴息再贷款	全国	额度：2000亿元以上 支持领域：教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造 期限：期限1年，可展期2次，每次展期期限1年 利率：金融机构放贷利率不高于3.2%（财政贴息2.5%），向央行支付利率1.75% 激励比例：100%
专精特新、科创贷款贴息	天津市、江苏省、深圳市等	深圳市 《南山区促进产业高质量发展专项资金管理办法》 1) 初创期小微企业：最高按实际支付利息70%的比例给予贴息扶持，每家企业每年贴息总额最高50万元。 2) 科技金融贷款贴息支持：按照企业实际支付利息的70%给予补贴。每家企业每年最高资助100万元。 3) 成长期企业：最高按实际支付利息50%的比例给予贴息扶持，每家企业每年贴息总额最高100万元。 4) 专精特新“小巨人”企业：最高按实际支付利息70%的比例给予贴息扶持，每家企业每年贴息总额最高300万元。 5) 工业产值超过3亿元且产值增速高于全区工业总产值平均增速的工业企业：最高按实际支付利息50%的比例给予贴息扶持，每家企业每年贴息总额最高300万元。 6) 拟上市企业贷款贴息扶持：最高按实际支付利息70%的比例给予贴息扶持，每家企业每年贴息总额最高200万元。 7) 出口企业：最高按实际支付利息50%的比例给予贴息扶持，每家企业每年贴息总额最高20万元。 8) 企业绿色发展：对南山区企业通过抵押排污权、碳配额、国家核证自愿减排量（CCER）获得的银行贷款，按实际支付利息50%的比例给予贴息扶持，贴息期限3年。企业可就多个贷款合同申请贴息，每年最高100万元，以自然年作为计算标准。
文化和旅游贷款贴息	河北省、山西省等	河北省 《河北省旅游发展专项资金（含抢救性资源保护）管理办法》 贴息贷款重点支持河北省文化和旅游重大战略工程项目、省重点建设项目、产业转型升级项目、融合示范新业态项目等。单个项目贴息金额不超过项目贴息期内（一年度）所付利息的60%，每个项目补助资金不超过100万元，全省每年“贷款贴息”总额不超过2500万元，所需资金通过旅游发展专项资金安排。

资料来源：地方政府网站，信达证券研发中心

二是 3 月央行降准，与贴息政策共同形成服务实体经济的合力，为信贷持续强势增长扫除了障碍。贴息工具不仅与“加力提效”的财政基调相契合，也恰好体现了今年货币政策“精准有力”的要求。央行降准有利于打好宏观政策组合拳，与财政赤字、专项债、贴息等财政工具做好协调配合。此外，考虑到信贷快速增长派生存款、居民超额储蓄推高存款等因素可能造成准备金缺口，降准释放长期资金约 5200 亿元，为信贷持续强势增长扫除了障碍，创造了条件。

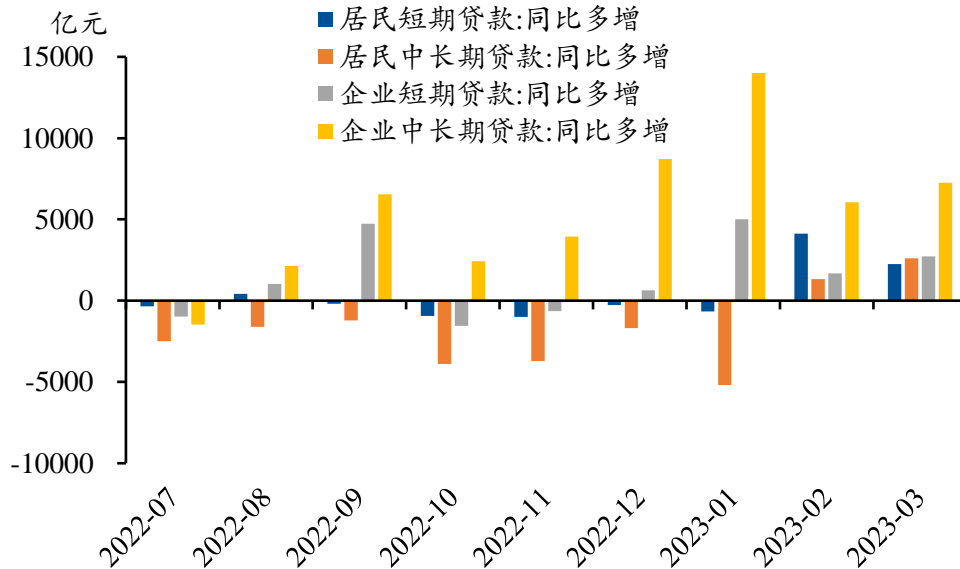
三是从经济内生动能修复的逻辑来看，当前经济修复成色较好，下半年可能出现设备更新周期和库存周期共振向上的局面。今年以来，经济内生动能处于复苏通道之中。在新一轮设备更新周期的带动下，制造业投资势头强劲、

保持较高增速。考虑到二季度企业去库存有望结束，下半年可能出现设备更新周期和库存周期共振向上的局面，进一步强化企业部门加杠杆意愿。

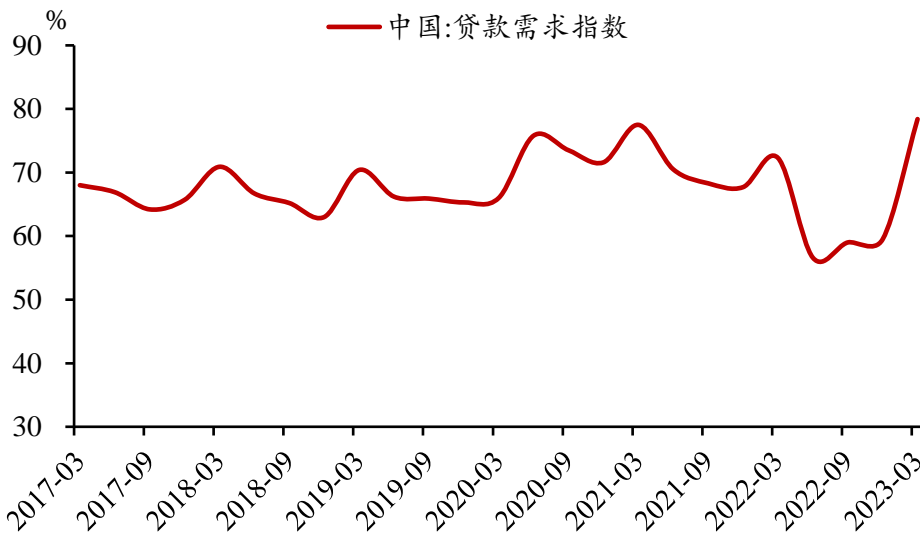
除此之外，地产的拖累或将在今年显著减弱。去年房地产销售受到期房信心、收入预期和疫情等多个因素影响。一方面今年疫情影响逐渐减弱，对地产销售的压制得到松绑。另一方面房价也在释放出企稳信号。2023年3月，70个大中城市新建商品住宅价格指数环比连续两个月上涨，一、二、三线城市环比分别上涨0.3%、0.6%、0.3%。房价下跌或持平会打击购房者的积极性，使购房者观望情绪加重，反之房价上涨是地产销售回暖的积极信号。我们预计2023年在利好因素逐步累积的助推下，全国的地产销售面积有望企稳，居民中长贷对于信用扩张的拖累或将显著减弱。

自2023年初以来，“信用大扩张”已经初步显现。截至2023年3月，贷款增速达到11.8%，比去年末上升0.7个百分点。主要分项全部改善，居民短期贷款、居民中长期贷款、企业短期贷款、企业中长期贷款等主要分项全部同比多增。贷款增长对票据融资依赖低，居民部门和企业部门信贷投放明显上升。另外，4月初央行的问卷调查报告显示，一季度贷款需求指数为78.4%，比上一季度上升了18.9个百分点，同比上升6.1个百分点。贷款需求的大幅上升，也印证了信用周期有望迈入“需求驱动”阶段。

图 15：近几个月信贷主要分项全部改善



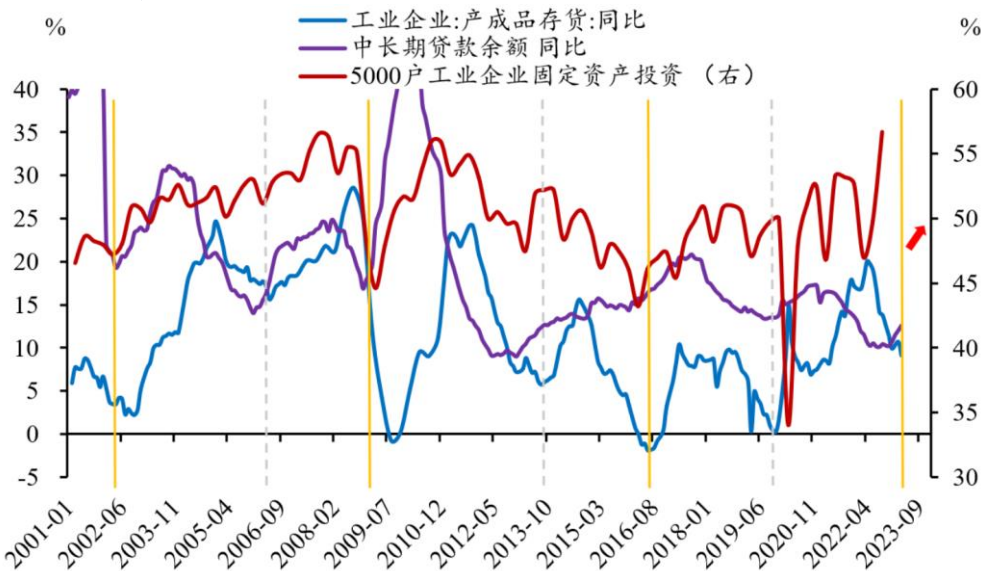
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：贷款需求的大幅上升


资料来源：万得，信达证券研发中心

四、周期叠加：三周期有望共振向上

从逻辑和实践上，库存周期、设备更新周期、信用周期三大周期之间存在一定内在关联。1) 参考熊彼特的经济周期理论，不同长度的周期之间存在嵌套关系。根据我国的经验，一轮设备更新周期嵌套着两轮库存周期。2001年至2008年、2009至2016年两个时间段我国分别经历了两轮完整的库存周期，且设备更新周期和库存周期的开启时间基本一致；2) 货币政策积极能为企业创造良好的融资环境，对企业增加资本开支发挥支持作用；3) 企业设备投资或是补库的行为会进一步提振企业融资需求，助力信用扩张。

图 17：三周期嵌套


资料来源：万得，信达证券研发中心

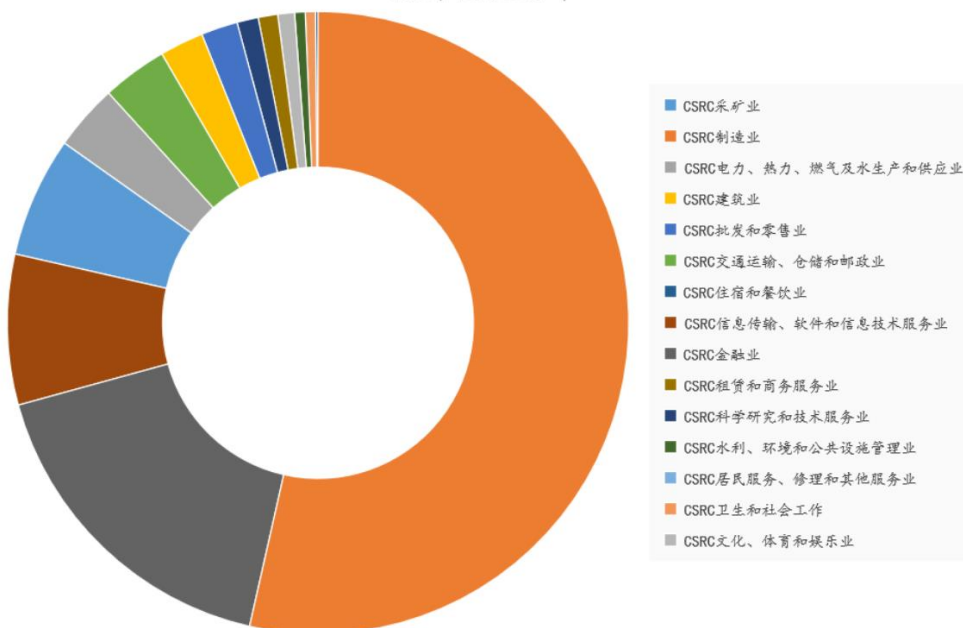
注释：黄线代表设备更新周期与库存周期开启的时间，灰色虚线代表只有库存周期开启的时间

2020年与2023年一季度均为疫后复苏时期，但两段时期的资产表现截然不同。2020年疫后修复阶段，股市涨幅较大，上证综指在3月触底之后迎来了一轮牛市。而2023年这轮复苏，4月信贷、出口、经济数据等宏观指标接连超预期，而从股市表现看，市场与宏观数据基本“脱敏”。

图 18：2020 年交易强复苏，2023 年交易弱复苏


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们判断，经济周期位置迥异是造成市场表现不同的关键原因。2023 一季度 GDP 增速高达 4.5%，总量大超预期，但从结构看，复苏不均衡，服务业强复苏，工业弱复苏。一季度，服务业生产指数累计同比 6.7%，去年全年为-0.1%，大幅回升了 6.8 个百分点。反观规模以上工业增加值累计同比 3%，较去年全年增速（3.6%）下降了 0.6 个百分点。我们认为，这是本轮复苏和 2020 年下半年复苏最大的不同。2020 年疫后复苏，当时社会各界对中国经济仍然充满信心，库存周期和信用周期均向上，复苏特征是工业复苏领先于服务业，复苏交易升温引发股市大涨。而本轮复苏，很多企业和居民信心不足，表现在工业复苏弱和居民存款强，信用周期已出现上升迹象，但企业依然处于去库存阶段。A 股 5000 多家上市公司中，七成属于工业，股市天然对工业复苏更敏感，对服务业复苏的反应相对较小。

图 19：A 股市值行业分布（2023 年 4 月）
A 股市值行业分布


资料来源：万得，信达证券研发中心

在三周期共振的推动下，工业复苏或仍有很大空间。目前企业仍处于去库存阶段，对应于工业弱复苏。工业产销
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

率已经降至 2000 年以来最低位，工业产能利用率已经降至 2017 年以来（除 2020 年一季度外）最低位，继续下降时间可能已不长久。在前文中我们判断 2023 年下半年将迎来库存周期、设备更新周期、信用周期，三周期共振向上的局面，预计会推动关键指标企稳回升，对工业构成利好。下半年工业复苏可能比上半年更强，股市也可能更多交易复苏。

鉴于 2023 年一季度 GDP 已经大超预期，我们上修全年经济预测，预计二季度 GDP 将达到 8% 以上，全年将达到 6%。

图 20：2023 年二季度 GDP 增速可能达到 8% 以上，预计全年达到 6%



资料来源：万得，信达证券研发中心

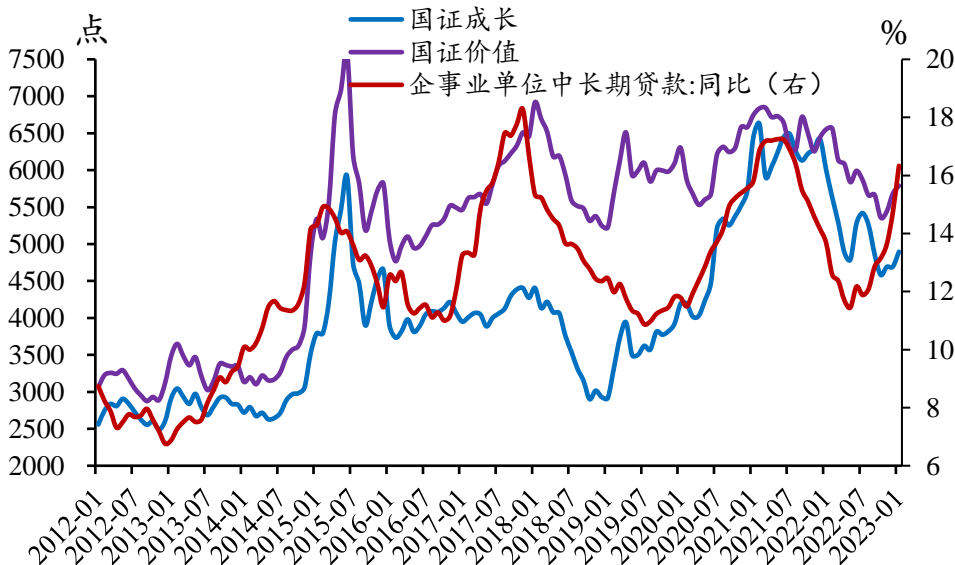
五、资产配置：看好股市表现

三周期共振向上是对权益市场较为友好的环境。回顾历轮“三周期上行”的时期，A 股一般表现较好。一方面，信用扩张时期，货币金融环境较为友好；另一方面，库存周期与设备更新周期启动时，经济基本面往往随之改善。历史上典型的三周期上行时期有 2009Q2-2010Q1、2016Q2-2017Q1，权益市场均迎来牛市行情。2009Q2-2010Q1，万得全 A 由 2000 点附近涨到 2800 点附近，涨幅超过 40%；2016Q2-2017Q1，万得全 A 从 4000 点左右涨到 4600 点左右，涨幅近 15%。

图 21：三周期共振时期股市表现较好


资料来源：万得，信达证券研发中心

风格层面，企业中长贷进入上升期，重视价值成长共振机会。制造业中长贷政策、贴息贷款政策、基础设施投资基金、新增专项债等多项政策有望共同推动企业中长贷回升。历史经验显示，在企业中长贷上升期，价值股和成长股一般呈共振向好行情。

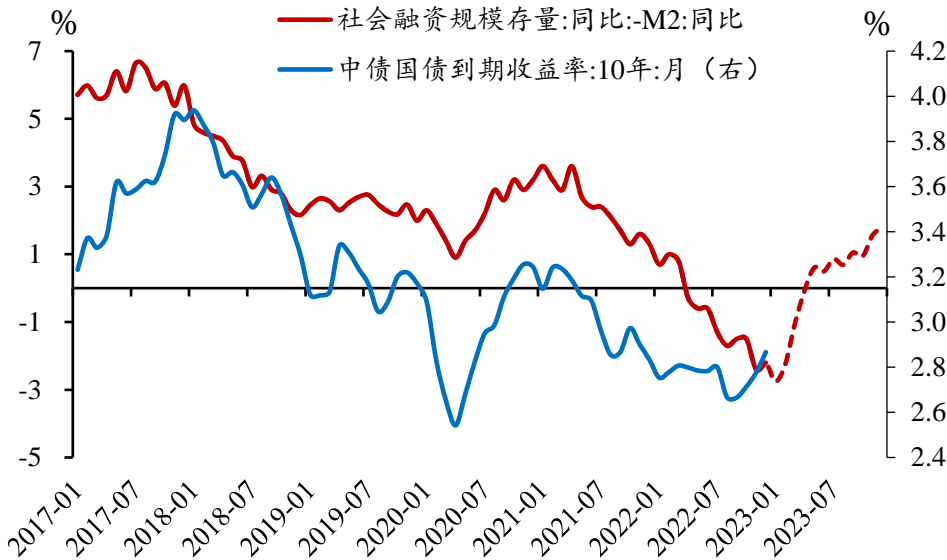
图 22：企业中长贷上升期，价值股和成长股往往共振向好


资料来源：万得，信达证券研发中心

建议关注三条投资主线，(1) 大消费板块，包含酒饮料、纺织服装、餐饮、旅游等，五一假期出行人数、消费额数据已较去年显著增长，今年消费或将呈现出加速恢复态势；国家发展改革委 4 月例行新闻发布会表示，“国家发改委正在抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件”，促消费政策可期。(2) 政策支持力度较大，与设备更新需求相关的机械设备板块，包含专用设备、通用设备等行业。(3) 成长板块中的数字经济、人工智能等。二十大报告明确提出加快建设数字中国，具体要求包括加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群等。数字经济迎来快速发展期，其中蕴含重要投资机遇。

二季度后债市收益率可能转为上行。社融主要反映实体企业融资状况，M2 主要反映广义流动性。根据历史经验，当社融和 M2 增速差收窄时，十年期国债利率一般走低，债市走牛，反之则相反。2022 年得益于居民储蓄意愿高企、大规模留抵退税等因素，M2 增长较快，但我们判断，2023 年这些因素难以持续，M2 增速或将下降。与此同时，社融增速可能小幅上升，这意味着银行间流动性或将逐渐趋紧。

图 23：2023 年债市收益率大方向可能为上行



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com

华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。