

难言通缩：CPI 会震荡上行，PPI 将探底回升

——2023 下半年通胀展望

投资要点：

► CPI 走势预测：呈现U型态势，4月或是低点

2023年CPI呈现U型走势，4月或是U型阶段性低点，后续将震荡上行，全年中枢0.7%，压力相对较小。

► CPI 主要驱动因素价格分析与预判

猪肉：短期低位震荡，下半年企稳回升。供给端：去年5-12月，能繁母猪存栏量出现了一定程度的回升，按照能繁母猪存栏领先猪出栏10个月的周期推断，今年10月之前生猪供给或仍将震荡增加。需求端：下半年随着消费旺季的逐步到来，猪肉需求或将得到支撑。综合供需来看，猪价短期或保持低位震荡，下半年逐步企稳回升至年初24元/kg水平。

油价：原油价格或将保持震荡。虽然OPEC大幅减产以及美国页岩油供应的不确定性会对油价产生一定支撑，但是欧美经济走弱也将带动石油需求回落，预计未来油价将维持震荡态势。WTI原油2023年中枢约74美元/桶附近；布伦特原油2023年中枢约79美元/桶附近。

鲜菜：鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征，3-6月蔬菜大量上市，价格逐步回落；7-9月易受洪涝灾害影响，价格有所上行，10-11月，秋菜上市，价格再度小幅回落；12月至次年2月价格一般为年内高点。

服务：五一居民出行热情高涨，服务消费基本恢复至疫情前水平。预计后续随着居民出行、旅游的进一步修复，服务分项对于CPI的拉动也会逐步显现。

► PPI 走势预测：保持低位震荡，Q2后有所回升

2023年，PPI整体呈现低位震荡态势，预计下半年有所回升，但难转正，全年中枢-2.2%。

► PPI 主要驱动因素价格分析与预判

煤炭、钢铁：煤炭方面，由于生产、进口数量增多，库存处于高位，煤价或将震荡下行，不过迎峰度夏（7-9月）等用煤高峰时期，煤价可能会出现小幅上涨；钢材方面，与煤炭类似，目前库存处于高位、需求相对平淡，钢材价格或将稳中有降。

有色金属：正负力量对冲，价格延续震荡。一方面，美联储加息已接近尾声，受停止加息以及美国经济放缓影响，美元或将走弱，而美元的弱势或对以美元定价的有色等大宗价格产生一定提振。不过另一方面，有色金属价格与全球PMI走势高度相关，全球制造业PMI指数虽从低点略回升，但仍在枯荣线以下，或对有色价格产生压制。一正一负力量对冲下，有色价格或维持震荡态势。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

正文目录

1. CPI 走势预测：呈现 U 型态势，4 月或是低点.....	3
1.1. 猪价短期保持低位震荡，下半年有望企稳回升.....	3
1.2. 需求转弱、供给回落，原油价格或维持震荡.....	5
1.3. 鲜菜价格季节波动，服务业价格或将回升.....	7
2. PPI 走势预测：保持低位震荡，Q2 后有所回升.....	10
2.1. 库存高位、需求平淡，煤、钢价格或震荡下行.....	11
2.2. 美元走弱、需求不强，有色或将维持震荡.....	12
3. 风险提示.....	13

图表目录

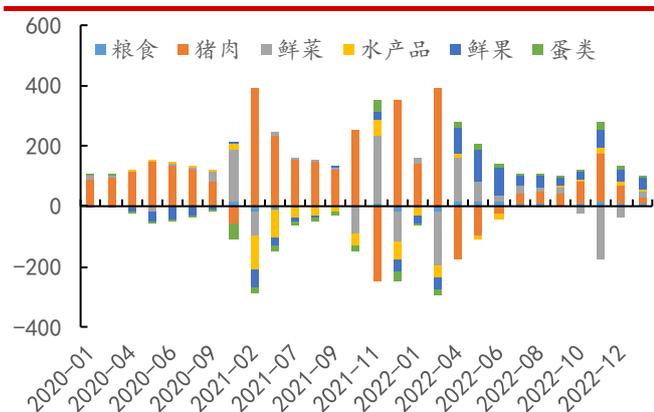
图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%).....	3
图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%).....	3
图 3 食品分项同比与猪价同比走势基本一致(%).....	3
图 4 非食品同比与服务、原油同比走势基本一致(%).....	3
图 5 能繁母猪存栏量仍然较高.....	4
图 6 能繁母猪存栏量在去年 5-12 月逐步回升(万头).....	4
图 7 16 省白条猪宰后均重仍处高位.....	5
图 8 猪肉鲜销率回落、冷冻猪肉库容率上升(%).....	5
图 9 5-6 月份后猪肉消费旺季将陆续到来(元/kg).....	5
图 10 社零中餐饮收入同比增速高于商品和总额(%).....	5
图 11 2023 年全球石油消费增长转弱.....	6
图 12 2023 年主要国家石油需求预测.....	6
图 13 2023 年全球原油新增产量同样收缩明显.....	7
图 14 2023 年美国石油产出预测.....	7
图 15 美原油增加量主要由页岩油贡献(百万桶/天).....	7
图 16 美国页岩油新井数量逐月回升(口).....	7
图 17 鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征.....	8
图 18 CPI 服务分项当月同比出现回升(%).....	9
图 19 CPI 服务分项环比同样回升明显(%).....	9
图 20 假期国内旅游出游人数、旅游收入已恢复至疫情前正常水平(%).....	9
图 21 2023 年 CPI 同比走势预测(%).....	10
图 22 焦煤价格回落明显(元/吨).....	11
图 23 CCTD 主流港口煤炭库存处于近年高位(万吨).....	11
图 24 进口煤炭数量增加明显.....	11
图 25 煤炭产量处于高位.....	11
图 26 钢材价格小幅回落.....	12
图 27 钢材库存处于高位(万吨).....	12
图 28 市场预期 5 月已是最后一次加息(%).....	12
图 29 走弱的美元或将对有色产生提振.....	13
图 30 全球 PMI 仍在枯荣线以下(美元/吨).....	13
图 31 2023 年 PPI 同比走势(%).....	13
表 1 五大行业占 PPI 权重及对 PPI 贡献.....	10

4 月 CPI、PPI 双双低于预期，引发市场对于“通缩”的担忧，我们精选核心影响因子采用分项预测法对于下半年 CPI、PPI 走势进行预判，以期市场提供较为准确的通胀前瞻。

1. CPI 走势预测：呈现 U 型态势，4 月或是低点

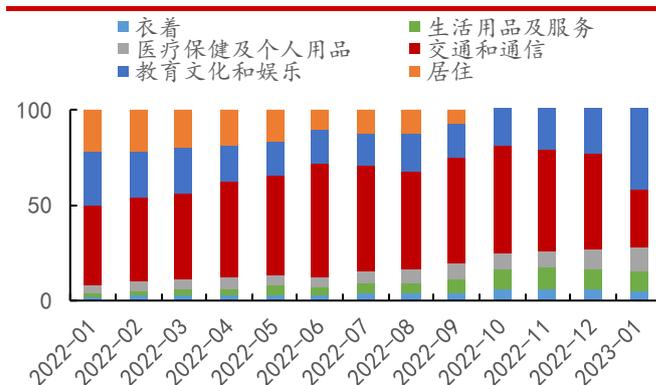
对于 CPI 未来走势的判断，核心是对其主要驱动因素价格走势进行判断。从各分项对 CPI 的贡献率可以看出，CPI 食品烟酒分项受猪肉和鲜菜价格影响较大，而 CPI 非食品烟酒分项受原油价格以及服务业价格影响较大。

图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



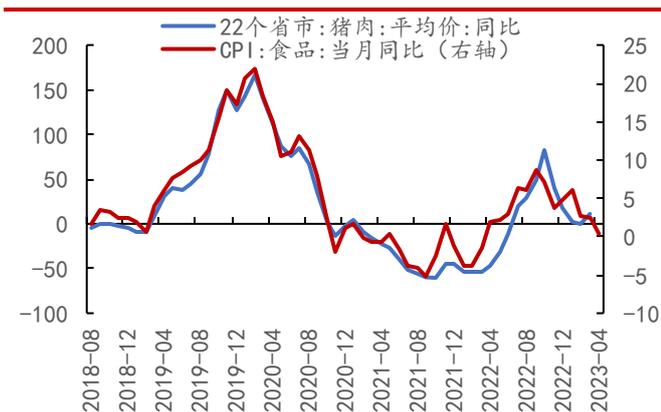
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



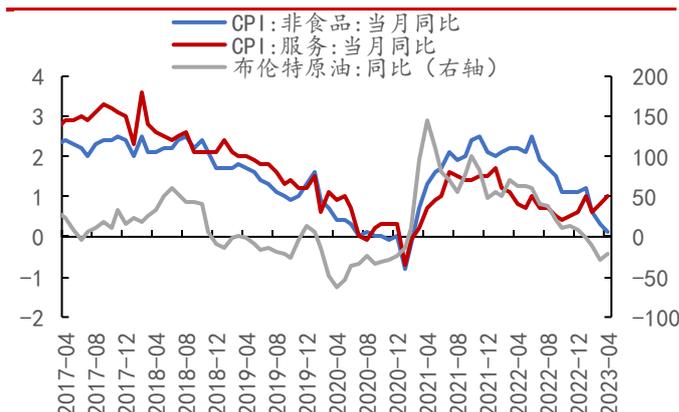
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 食品分项同比与猪价同比走势基本一致(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 非食品同比与服务、原油同比走势基本一致(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

1.1. 猪价短期保持低位震荡，下半年有望企稳回升

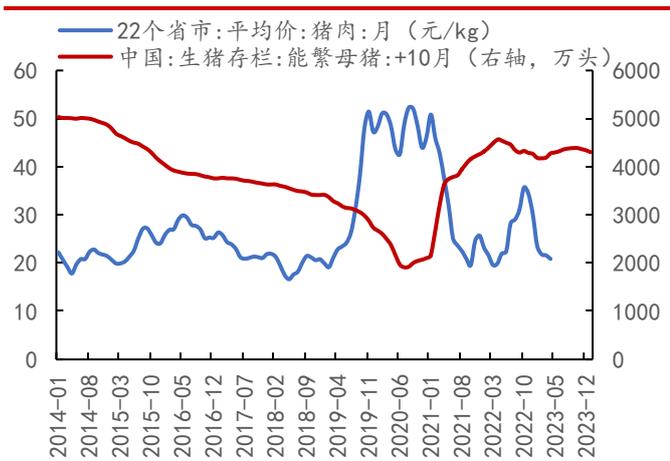
猪价较去年 10 月高点回落近 45%。由于前期养殖户压栏惜售以及二次育肥产能逐步释放，猪肉供给整体较为充裕，而猪肉消费需求虽有一定修复，却也并未大幅增

加。供大于求导致猪肉价格自去年 10 月高点 37.23 元/公斤降至今年 4 月的 20.81 元/公斤，降幅接近 45%。

供给端：能繁母猪存栏仍然较高，生猪供给或将震荡增加。能繁母猪存栏量是预判猪价走势的核心指标，从生猪的养殖周期来看，能繁母猪配种→产仔→育肥→出栏整个过程需要经历大概 10 个月，而出栏的生猪数量则会直接影响猪肉价格，因此能繁母猪存栏量领先猪价大概 10 个月。

2022 年 5-12 月，能繁母猪存栏量出现了一定程度的回升，从 4 月低点的 4177 万头增加至 4390 万头。按照能繁母猪存栏领先生猪出栏 10 个月的周期推断，今年 10 月之前生猪供给或仍将震荡增加，而后伴随今年 1-2 月能繁母猪存栏的回落而有所减少。

图 5 能繁母猪存栏量仍然较高



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 6 能繁母猪存栏量在去年 5-12 月逐步回升 (万头)

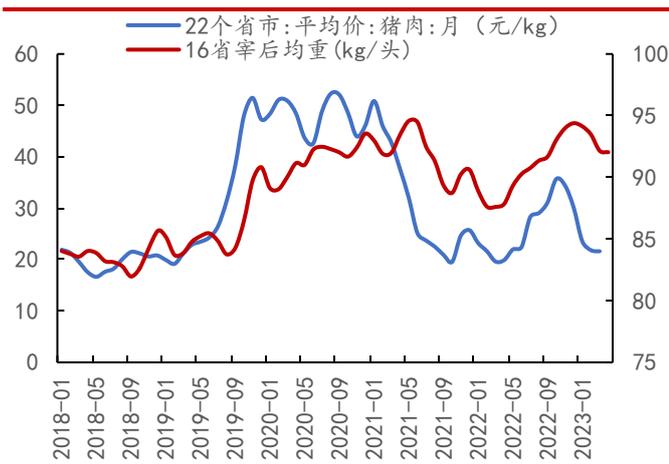


资料来源: WIND, 华西证券研究所

猪肉供给除了需要关注出栏数量外，宰后均重也是重要指标，二者共同决定了猪肉供给量的多少。一般而言，猪价越高，养殖户压栏惜售、二次育肥的动机也就越强，所以宰后均重往往是同步并略微滞后于猪肉价格。当前猪价明显低于 2019-2020 年猪价高峰时期，但 16 省/市生猪宰后均重却与当时相差不大，也在一定程度上增加了供给压力。

另外，重点屠宰企业鲜销率下降、库容率上升也能反映当前供给偏多。鲜销率下降、库容率上升意味着当前猪肉消费无法完全消化供给，部分猪肉以冻品形式流入冷库。

图 7 16 省白条猪宰后均重仍处高位



资料来源：WIND，华西证券研究所

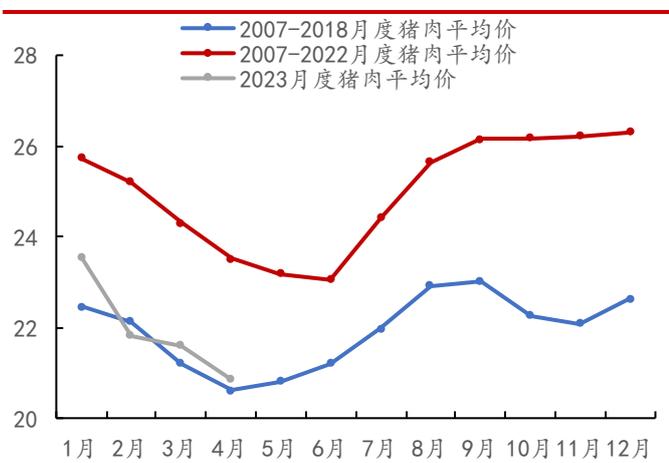
图 8 猪肉鲜销率回落、冷冻猪肉库容率上升 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

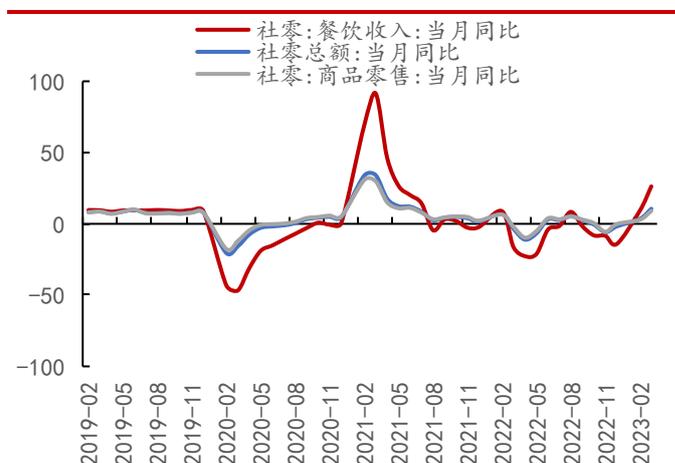
需求端：消费旺季陆续到来，需求或有更多支撑。从过往猪肉价格变动趋势来看，5-6 月份之后，随着消费旺季的陆续到来，猪价往往会呈现逐步回升的态势。另外，从当前社零中餐饮收入的同比增速来看，其修复程度明显好于商品零售，并且随着居民消费信心的不断回升，餐饮修复的持续性也会增强，对于猪肉需求同样会产生一定支撑。

图 9 5-6 月份后猪肉消费旺季将陆续到来 (元/kg)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 10 社零中餐饮收入同比增速高于商品和总额 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

综合猪肉供需结构，我们认为短期受供给偏多影响，猪价仍会保持低位震荡。下半年，随着需求旺季的陆续到来，猪价也将逐步企稳回升，持平或略超过年初 24 元/kg 的水平。

1.2. 需求转弱、供给回落，原油价格或维持震荡

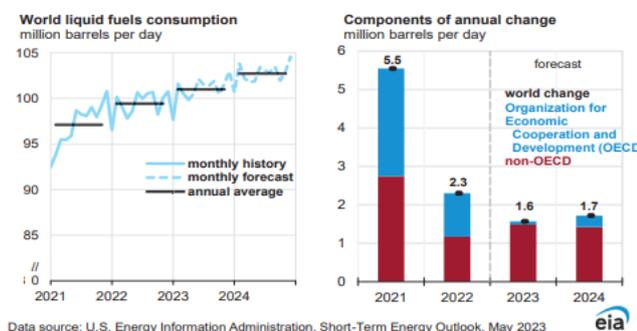
从需求端来看，欧美经济面临进一步下行压力，全球原油需求有所转弱。

美联储自去年 3 月以来已加息 10 次，累计加息 500bp，大幅度、高频率的加息对于经济的抑制作用已经逐步显现。2023 年一季度美国 GDP 同比 1.6%，而美联储 3 月预测美国全年增速 0.4%，这预示着 2023 年三季度或四季度美国经济可能会出现阶段性衰退。除此之外，银行风波以及债务上限问题也给美国经济带来较大的不确定性。

欧洲经济形势同样不容乐观，4 月欧元区制造业 PMI 进一步回落至 45.8%，较上月大幅下降 1.5 个百分点，连续 10 个月处于收缩区间。同时通胀仍处于高位，4 月调和 CPI 高达 7%，IMF 最新一期世界经济预测，将欧元区经济增速下调至 0.8%¹。

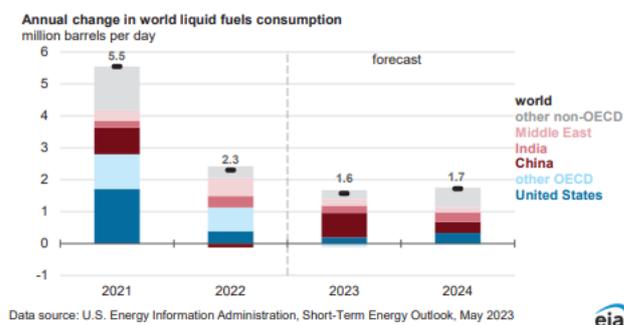
欧美经济的疲弱使得全球原油需求随之转弱。EIA 在今年 5 月的市场报告中预计 2023 年全球石油需求约为 100.99 百万桶/天，较 2022 年增加 160 万桶/天，增幅较往年明显收缩。分国别来看，中国是最大的需求贡献来源国，贡献了 2023 年新增需求的 50%左右。

图 11 2023 年全球石油消费增长转弱



资料来源：EIA，华西证券研究所

图 12 2023 年主要国家石油需求预测



资料来源：EIA，华西证券研究所

OPEC+ 大幅减产以及美国页岩油供给不确定背景下，全球原油供给增幅显著回落。

4 月 3 日，OPEC+ 宣布减产约 160 万桶/天。其中，OPEC 十国减产约 116 万桶/天，而以俄罗斯为首的“+”国家减产 50 万桶/天。该减产计划将持续到 2023 年底。EIA 预测 2023 年 OPEC 国家原油产量为 3376 万桶/天，较 2022 年减少 1.2%。

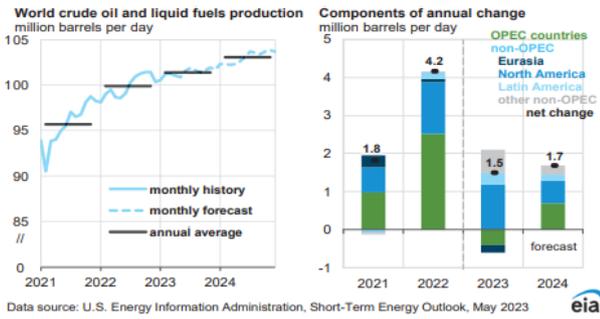
在 OPEC 减产背景下，美国成为今年石油供应增长的主要驱动力。EIA 最新报告中预计 2023 年美国原油产出将达到 1253 万桶/天，创历史新高，较 2022 年增长 5.4%。

美国新增的原油产量或全部由页岩油贡献，根据 OPEC 预测，2023 年美国页岩油产量约为 866 万桶/天，较 2022 年增加 80 万桶/天，传统的原油以及墨西哥湾原油增量比较有限。不过今年以来，美国新井数较去年年底出现小幅回落，已钻未完井数也降至近 5 年新低，后续美国页岩油产量能否如期增加也存在一定的不确定性。

结合主要产油国产量情况，EIA 预计 2023 年全球原油产量约为 101.34 百万桶/天，较 2022 年增加约 150 万桶/天，与 2022 年 450 万桶/天的增量相比明显减少。

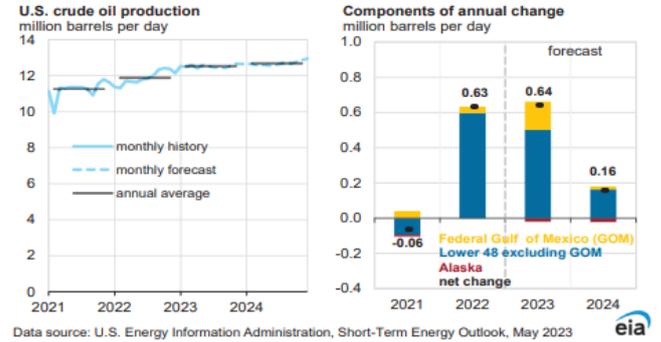
1 IMF 下调今年世界经济增速至 2.8% <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1763012038266007509&wfr=spider&for=pc>

图 13 2023 年全球原油新增产量同样收缩明显



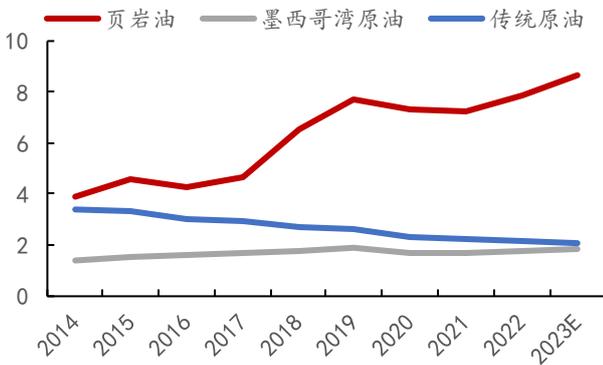
资料来源：EIA，华西证券研究所

图 14 2023 年美国石油产出预测



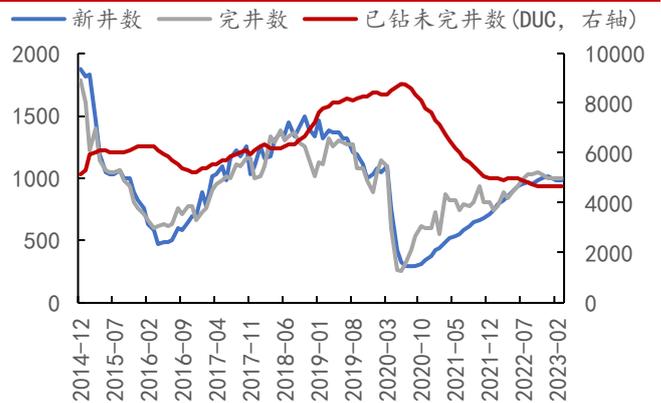
资料来源：EIA，华西证券研究所

图 15 美原油增加量主要由页岩油贡献（百万桶/天）



资料来源：OPEC，华西证券研究所

图 16 美国页岩油新井数量逐月回升（口）



资料来源：WIND，华西证券研究所

综合供需两个方面来看，未来油价或维持震荡态势。一方面欧美经济增长偏弱导致石油需求下降，但是供给端 OPEC 产量的大幅下降以及美国页岩油增产的不确定性，将会对油价产生一定支撑，预计未来油价或将维持震荡态势。

根据 EIA 预测，布伦特原油 Q2-Q4 价格分别为 77.6、78.0、78.0 美元/桶，全年平均 78.7 美元/桶；WTI 原油 Q2-Q4 价格分别为 72.5、73.0、73.0 美元/桶，全年平均 73.6 美元/桶；

1.3. 鲜菜价格季节波动，服务业价格或将回升

鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征。

一般而言，3-6 月份，随着天气转暖，露地蔬菜供应逐步恢复，蔬菜开始大量上市，价格也逐步回落，6 月一般为年内低点；

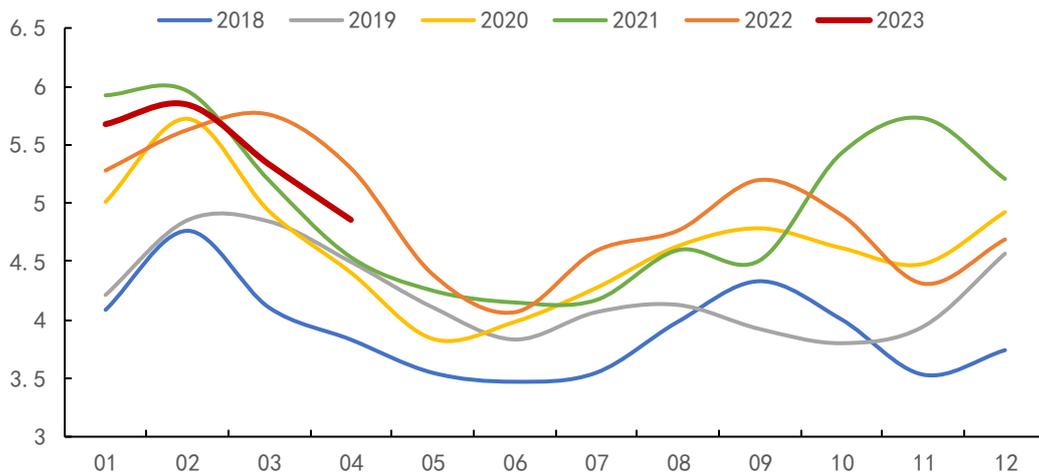
7-9 月，全国进入洪涝灾害多发期，对蔬菜生产、运输都会产生影响，这一时期蔬菜价格会小幅上涨；

10-11月，秋菜大量上市，供给相对充足，蔬菜价格会再度小幅回落。不过，如果遇到类似去年10月北方大面积持续降雨、秋季温度下降过快等因素也会出现反季节的上涨；

12月至次年的2月份，天气的逐渐转冷使得露地蔬菜结束供应，叠加季节性需求旺盛，助推蔬菜价格升至年内高点。

今年以来，蔬菜价格基本在历史区间范围内波动，符合季节性特征，预计6月份之后，蔬菜价格将会逐步企稳回升。

图 17 鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征

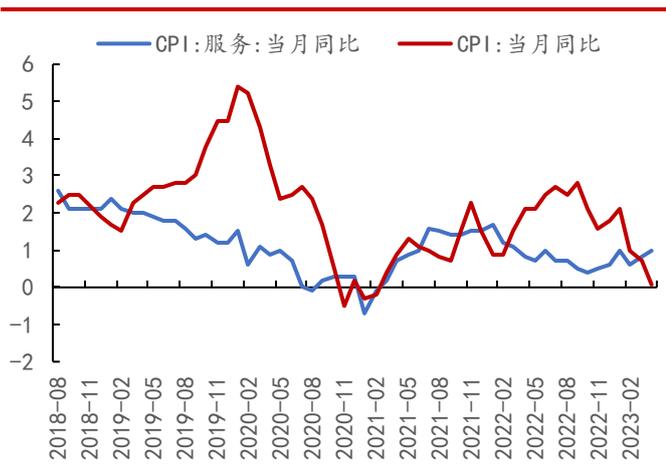


资料来源：WIND，华西证券研究所

服务业价格或将逐步回升。随着疫情的平稳转段，居民出行、旅游也正逐步恢复。五一期间，全国文化和旅游行业复苏势头较为强劲，经文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。

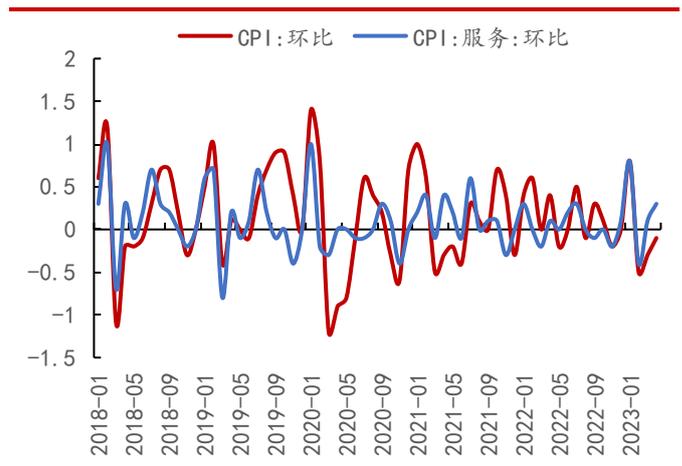
CPI 服务分项同比环比均出现明显回升，对于 CPI 的拉动也将逐步显现。CPI 服务分项同比自去年 11 月便出现触底回升迹象，4 月同比增速已回升至 1%。环比增速同业出现较快增长，4 月 CPI 服务分项环比 0.3%，好于消费品与总体 CPI 环比。预计后续随着居民出行、旅游的进一步修复，服务分项对于 CPI 的拉动也会逐步显现。

图 18 CPI 服务分项当月同比出现回升 (%)



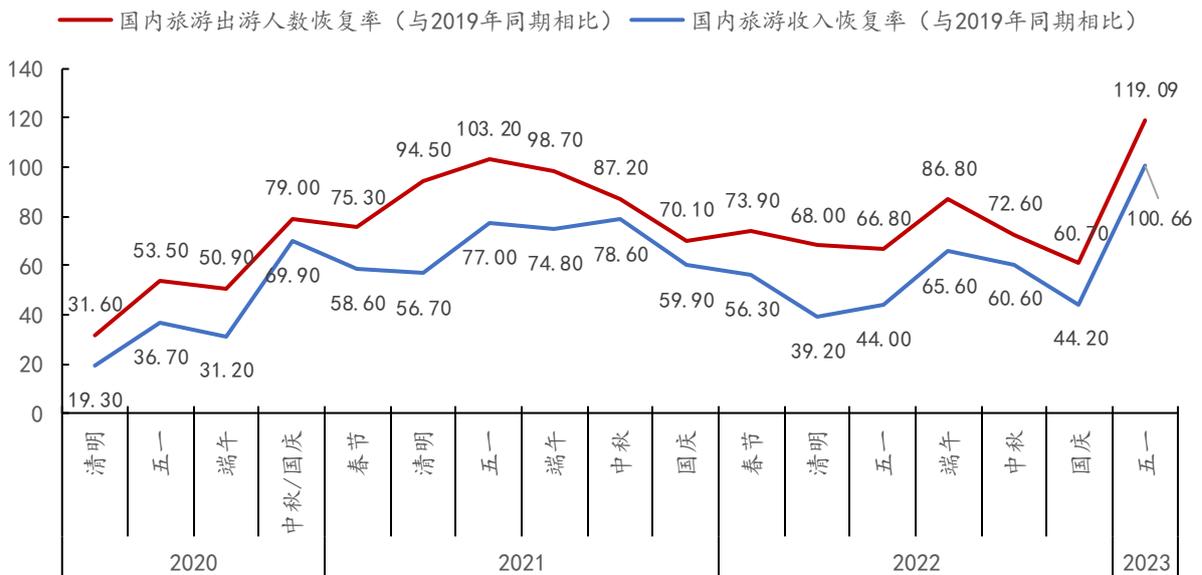
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 19 CPI 服务分项环比同样回升明显 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

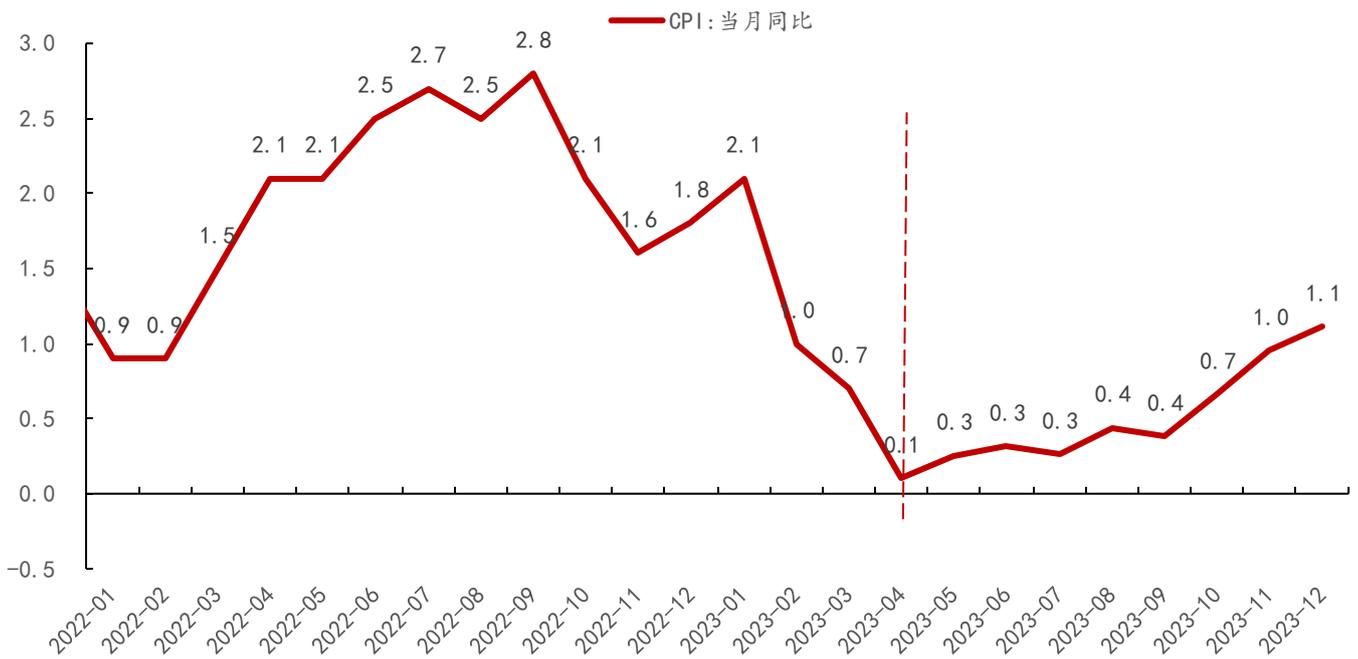
图 20 假期国内旅游出游人数、旅游收入已恢复至疫情前正常水平 (%)



资料来源: 文化和旅游部, 华西证券研究所

综上对 CPI 核心驱动因素的分析判断, 对 CPI 同比走势预测如下: 2023 年 CPI 呈现 U 型走势, 4 月或是 U 型阶段性低点, 后续将震荡上行, 全年中枢 0.7%, 压力相对较小。

图 21 2023 年 CPI 同比走势预测(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

2. PPI 走势预测：保持低位震荡，Q2 后有所回升

PPI 主要驱动因素是石油、煤炭、钢铁、有色开采及加工以及化学原料制造相关产品价格的波动。一方面，上述 5 个工业大类价格波动较为剧烈，直接主导 PPI 走势；另一方面，这 5 个工业大类均为工业上游部门，通过影响工业产品下游价格间接对 PPI 产生影响。

表 1 五大行业占 PPI 权重及对 PPI 贡献

工业大类	工业子行业	PPI 权重	对 PPI 同比贡献	对 PPI 环比贡献
石油开采及加工	石油和天然气开采业	0.73%	5.17%	1.57%
	石油加工、炼焦和核燃料加工业	3.11%	13.81%	12.62%
	合计	3.84%	18.97%	14.19%
煤炭开采及加工	煤炭开采和洗选业	1.88%	9.20%	10.77%
钢铁开采及加工	黑色金属矿采选业	0.65%	1.09%	4.53%
	黑色金属冶炼和压延加工业	5.55%	8.62%	27.25%
	合计	6.20%	9.71%	31.78%
有色开采及加工	有色金属矿采选业	0.57%	2.08%	0.08%
	有色金属冶炼和压延加工业	4.21%	5.31%	-0.77%
	合计	4.78%	7.39%	-0.69%
化学原料制造	化学原料和化学制品制造业	7.54%	8.75%	6.54%
合计		24.24%	54.02%	62.59%

资料来源：国家统计局、华西证券研究所

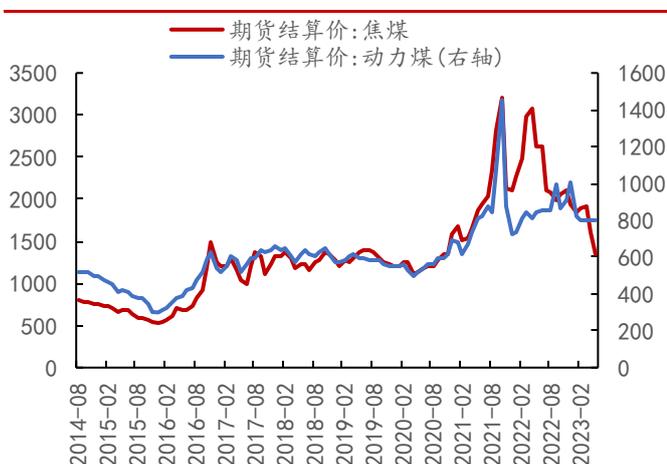
2.1. 库存高位、需求平淡，煤、钢价格或震荡下行

生产、进口数量增多，煤炭库存处于高位，煤价或将震荡下行。今年以来，我国加大了煤炭进口数量，3月进口煤炭2278万吨，较去年同期增长约184%。煤炭产量也处于高位，3月原煤产量约4.17亿吨，创近年新高，同比增长5.4%。

进口、生产的增多导致当前主流煤炭库存也处于高位，4月我国主流煤炭库存约为6549万吨，为近年来较高水平。煤炭尤其是焦煤价格近期也出现了明显回落，焦煤期货结算价从3月的约1900元/吨降至5月的约1350元/吨，降幅接近30%。

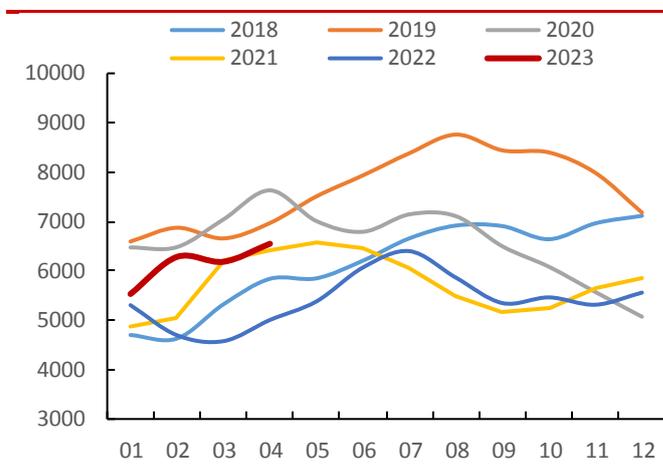
往后看，由于供给多于需求，煤炭价格或将延续震荡下行态势，不过在迎峰度夏（7-9月）和迎峰度冬（12月、次年1月）等用煤高峰时期，煤炭价格可能会有小幅上行，度过之后会再度回归相对平稳。

图 22 焦煤价格回落明显（元/吨）



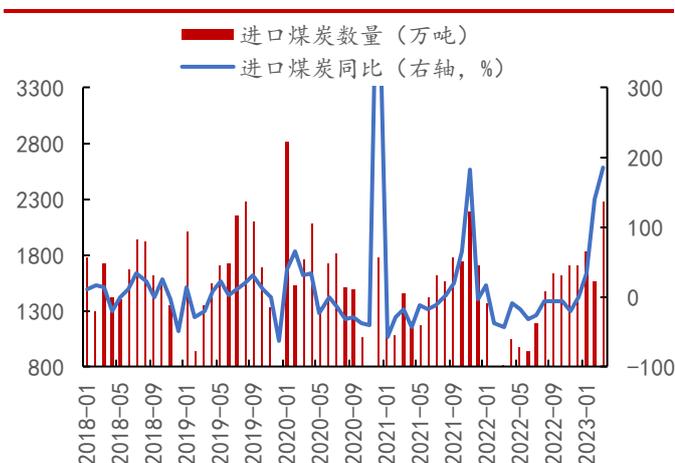
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 23 CCTD 主流港口煤炭库存处于近年高位（万吨）



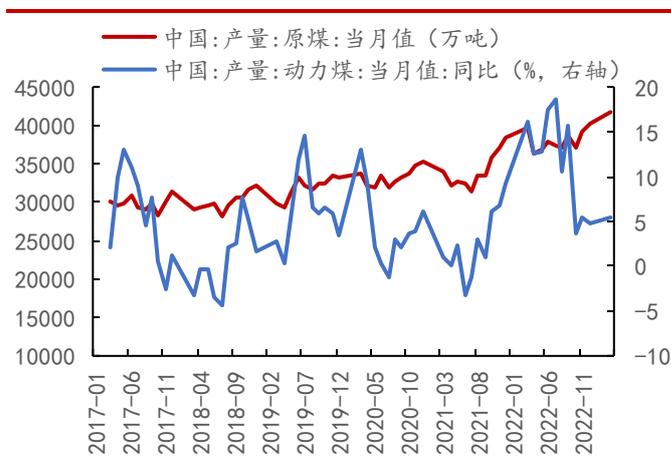
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 24 进口煤炭数量增加明显



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 25 煤炭产量处于高位



资料来源：WIND，华西证券研究所

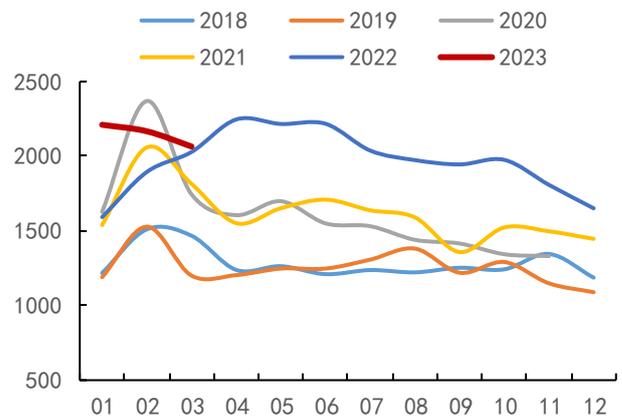
库存高位、需求平淡，钢材价格或将稳中有降。3月中钢协会会员企业钢材库存约2000万吨，处于历史较高水平。而需求端则出现了放缓迹象，近期基建修复节奏有所放慢，石油沥青装置开工率、磨机开工率均出现回落。往后看，在供给偏多，需求平淡的情况下，钢材价格或将稳中有降。

图 26 钢材价格小幅回落



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 27 钢材库存处于高位（万吨）



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.2. 美元走弱、需求不强，有色或将维持震荡

有色金属价格或将维持震荡。一方面，美联储加息已接近尾声，5月或是最后一次加息，受停止加息以及美国经济放缓影响，美元或将走弱，而美元的弱势或对以美元定价的有色等大宗价格产生一定提振。

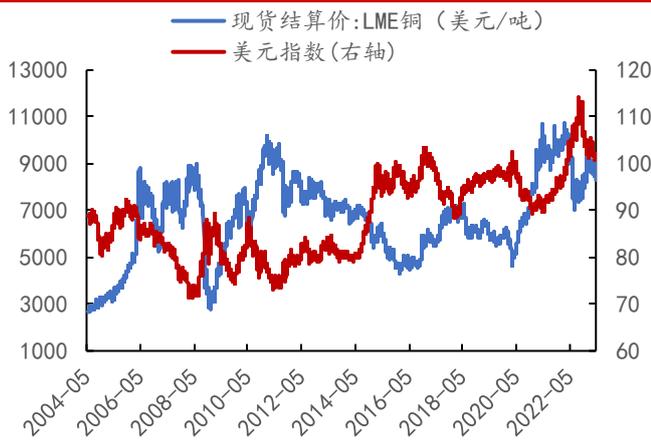
不过另一方面，有色金属价格与全球PMI走势高度相关，全球制造业PMI指数虽从低点略回升，但仍在枯荣线以下，并且随着欧美经济动能的减弱可能还会回落，或对有色价格产生压制。一正一负力量对冲下，有色价格或维持震荡态势。

图 28 市场预期5月已是最后一次加息 (%)

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/6/14								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	90.4%	9.6%
2023/7/26			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.1%	56.3%	5.6%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.9%	50.5%	21.8%	1.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.3%	50.0%	22.4%	2.2%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.1%	48.7%	23.8%	3.2%	0.1%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	24.1%	48.7%	23.8%	3.2%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	26.1%	46.7%	22.1%	3.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	8.9%	32.0%	39.6%	16.6%	2.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	24.1%	37.0%	24.5%	7.1%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.3%	4.9%	20.6%	34.5%	26.9%	10.5%	2.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.3%	4.5%	19.2%	33.2%	27.6%	12.0%	2.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.9%	6.6%	21.2%	32.4%	25.4%	10.7%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：文化和旅游部，华西证券研究所

图 29 走弱的美元或将对有色产生提振



资料来源: WIND, 华西证券研究所

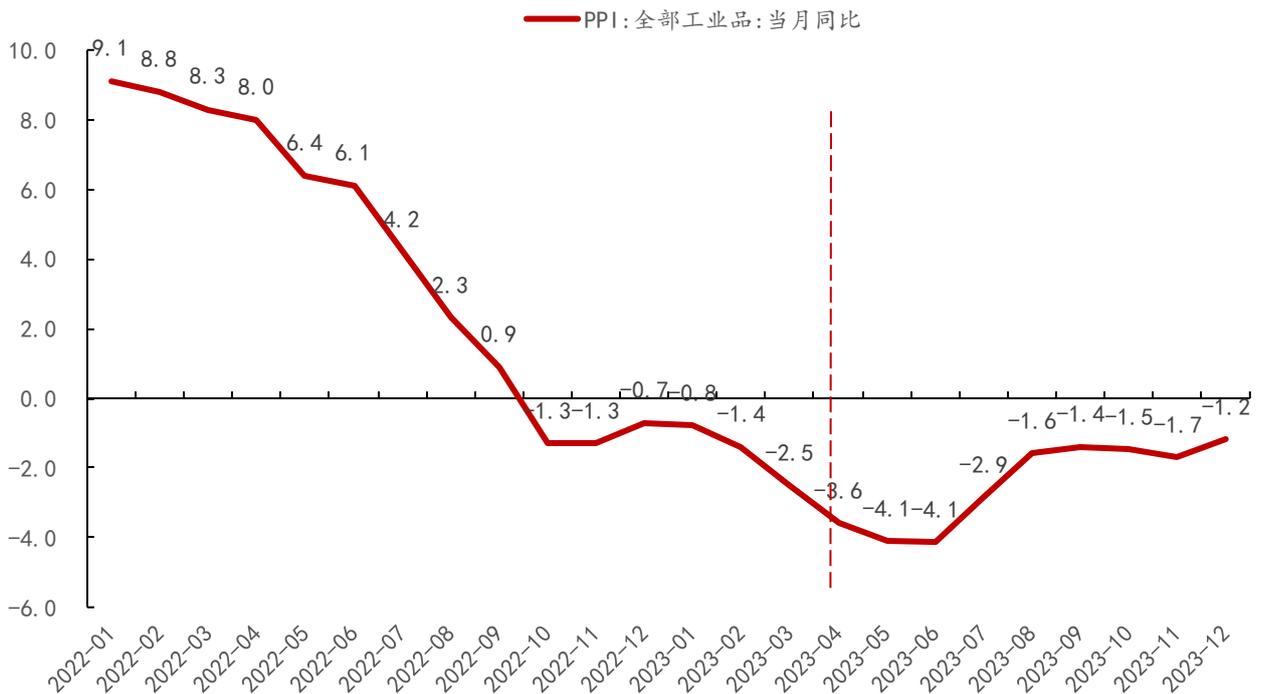
图 30 全球 PMI 仍在枯荣线以下 (美元/吨)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

综上对 PPI 核心驱动因素的分析 and 判断, 对 PPI 同比走势预测如下: 2023 年, PPI 整体呈现低位震荡态势, Q2 后有所回升, 但仍未能转正, 全年中枢-2.2%。

图 31 2023 年 PPI 同比走势 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

3. 风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。