

# 宏观周报 20230605

## 两大 PMI 各走各路，谁会先回头？

2023年06月05日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《5月非农：是美联储换挡的证据吗？》

2023-06-03

《PMI：最“冷”的5月，谁会先按耐不住？》

2023-05-31

- 上周公布的两个制造业 PMI “一升一降”，产生背离：5月官方制造业 PMI 录得 48.8%(环比-0.4pct)，处于荣枯线之下；而财新 PMI 录得 50.9% (环比+1.4pct)，处于荣枯线之上。两大 PMI 指数“各奔东西”，究竟该信谁？哪个指数又会率先“回头”？
- 两大 PMI 指数的背离其实并不陌生。根据我们统计，历史上官方 PMI 和财新 PMI 发生背离的概率为 33.0%。由于官方 PMI 和财新 PMI 的统计样本、统计时间、调整方式等方面存在差异，两大指数发生背离的情况时有发生。不过，5月两大指数的“分道扬镳”更显特殊：不仅环比变动方向不一，而且分别处于荣枯线上下两侧的情况更是少见。
- 财新 PMI 更偏“出口”；官方 PMI 则兼顾国内和海外，综合性更强。通过官方 PMI 和财新 PMI 的统计样本来看，官方 PMI 样本企业覆盖全国，同时受国内外经济环境因素影响；而财新 PMI 涵盖的企业大多位于东部沿海地区，这些企业的出口占比更高。基于此，我们猜测官方 PMI 可能与制造业投资（内需）的相关性更高、财新 PMI 与出口（外需）的相关性更高。结果显示，官方 PMI 与制造业投资的相关性强于财新 PMI，但与出口金额的相关性稍微弱于财新 PMI，符合我们的猜想。
- 投资降温+出口韧性=两大指数的背离。再结合现在的经济形势来看，此次官方 PMI 和财新 PMI 的“背道而驰”就不显意外了。目前宏观基本面整体表现为制造业投资降温、而出口保持韧性，使得以投资（内需）为导向的官方 PMI 下滑，而以出口（外需）为导向的财新 PMI 却上升。
- 往后看，怎么变？由外需驱动的财新 PMI 赢得了一时，却怎么也赢不了“一世”。在高利率的背景下，欧美的总需求仍处于下行通道；越南进出口连续数月下降，5月数据仍显萎靡；这些都是全球需求低迷的“缩影”。单从各国最新 PMI 数据来看，美国、欧元区、越南等 PMI 均迎来自下滑，外需的“持续发力”看起来并不可靠。因此，在积压订单势能逐步消耗之后，我们预计接下来偏外需导向的财新 PMI 将迎来冲击，并很有可能逐步向官方 PMI 靠拢。
- 上周高频数据显示：终端需求表现分化，供给仍偏弱。汽车销量动能不足，新房销售反弹、二手房销售降温；出行人流量相对稳定，但是整车货运量仍处于近3年同期的最低位。开工方面建筑业趋缓，汽车生产节奏平稳。食品及工业品价格初步企稳。流动性方面，月初资金利率回升。
- 风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足，导致经济进一步加速放缓。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，资金大幅回流欧美市场。

## 内容目录

1. 两大 PMI 各走各路，谁会先回头? .....	4
2. 周度高频跟踪 .....	7
3. 风险提示 .....	16

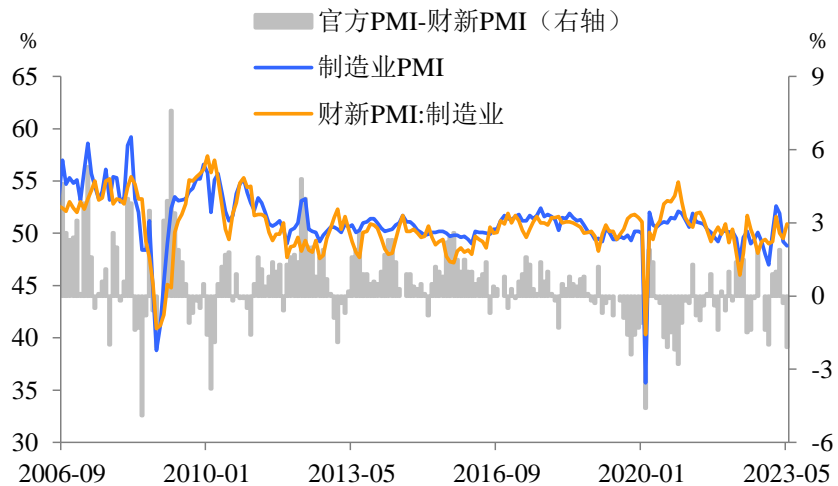
## 图表目录

图 1:	历史上官方 PMI 和财新 PMI 发生背离的情况时有发生 .....	4
图 2:	官方 PMI 与制造业投资的相关性强于财新 PMI .....	5
图 3:	官方 PMI 与出口金额的相关性略弱于财新 PMI .....	5
图 4:	多个国家 PMI 数值出现下滑 .....	6
图 5:	近一周 (5.29-6.4) 国内宏观高频数据一览 .....	7
图 6:	近一周 (5.29-6.4) 国务院领导活动轨迹一览 .....	8
图 7:	汽车零售销量动能放缓 .....	9
图 8:	地铁客运量已远超 2019 年同期水平 .....	9
图 9:	地面交通人流量继续小幅下滑 .....	9
图 10:	国内航班执飞班次稳中有升 .....	10
图 11:	国际航班执飞班次持续攀升 .....	10
图 12:	货运流量创近 3 年同期新低 .....	10
图 13:	以二线城市为首的新房销售开始反弹 .....	11
图 14:	二手房销售降温明显, 但仍高于 2019 年同期水平 .....	11
图 15:	高炉开工率表现平稳 .....	12
图 16:	煤炭吞吐量大幅下行 .....	12
图 17:	粗钢产量低于 2022 年同期水平 .....	12
图 18:	近期螺纹钢去库速度放缓 .....	12
图 19:	沥青开工率处于历史较低位 .....	13
图 20:	磨机运转率表现不佳 .....	13
图 21:	汽车钢胎开工率表现平稳 .....	13
图 22:	纺服业表现并不理想 .....	13
图 23:	猪价延续疲软 .....	14
图 24:	地产链情绪受提振 .....	14
图 25:	螺纹钢表需企稳 .....	14
图 26:	水泥发运率小幅回升 .....	14
图 27:	煤需求走弱 .....	15
图 28:	油价回升 .....	15
图 29:	一周广谱利率变动 .....	15
图 30:	票据利率 5 月末回落 .....	16
图 31:	央行流动性操作 .....	16
图 32:	隔夜回购占比持续超 90% .....	16
图 33:	债市杠杆率月初接近 110 水平 .....	16
表 1:	官方 PMI 与财新 PMI 对比 .....	4

## 1. 两大 PMI 各走各路，谁会先回头？

上周公布的两个制造业 PMI“一升一降”，产生背离：5 月官方制造业 PMI 录得 48.8%（环比-0.4pct），处于荣枯线之下；而财新 PMI 录得 50.9%（环比+1.4pct），处于荣枯线之上。两大 PMI 指数“各奔东西”，究竟该信谁？哪个指数又会率先“回头”？

图1：历史上官方 PMI 和财新 PMI 发生背离的情况时有发生



数据来源：Wind，东吴证券研究所

两大 PMI 指数的背离其实并不陌生。根据我们统计，历史上官方 PMI 和财新 PMI 发生背离的概率为 33.0%。由于官方 PMI 和财新 PMI 的统计样本、统计时间、调整方式等方面存在差异，两大指数发生背离的情况时有发生。不过，5 月两大指数的“分道扬镳”更显特殊：不仅环比变动方向不一，而且分别处于荣枯线上下两侧的情况更是少见。

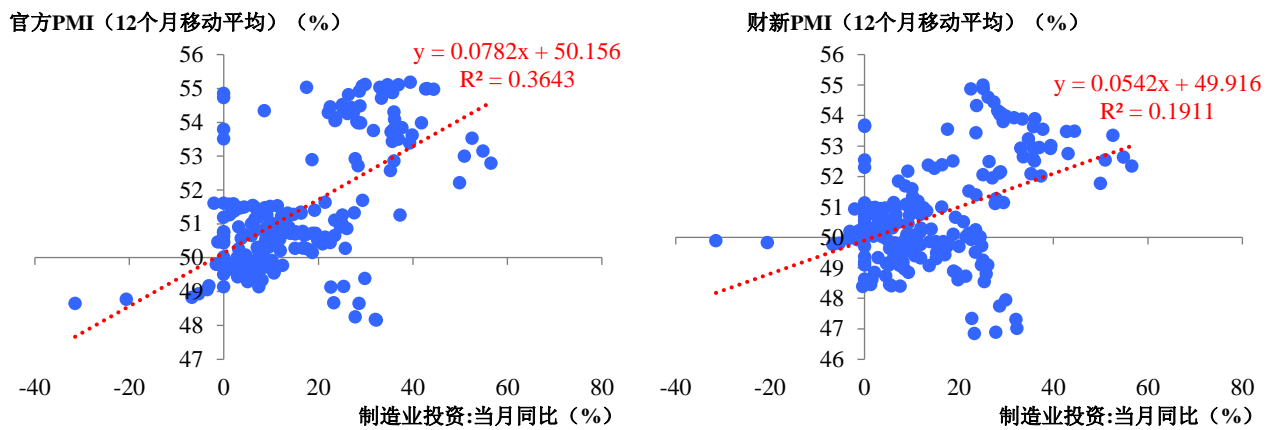
表1：官方 PMI 与财新 PMI 对比

指标名称	官方 PMI	财新 PMI
调查机构	国家统计局	财新传媒
样本企业数量	3000 家	400 家
样本企业类型	以大中型央企、国企为主	以中小型民企为主
样本企业范围	覆盖全国，涵盖 31 个制造业大类	东部沿海地区、出口占比较高的企业
调查时间	每月 20-25 号	每月中旬
公布时间	每月最后一天	下月的第一个工作日
调整方法	按照 X-13 的方法进行季节性调整	基于 33 个国家的历史数据生成的
主要细项权重	新订单 30%、生产 25%、从业人员 20%、供应商配送时间 15%、原材料库存 10% (注：其中供应商配送时间为逆向指数)	

数据来源：国家统计局，财新传媒，东吴证券研究所

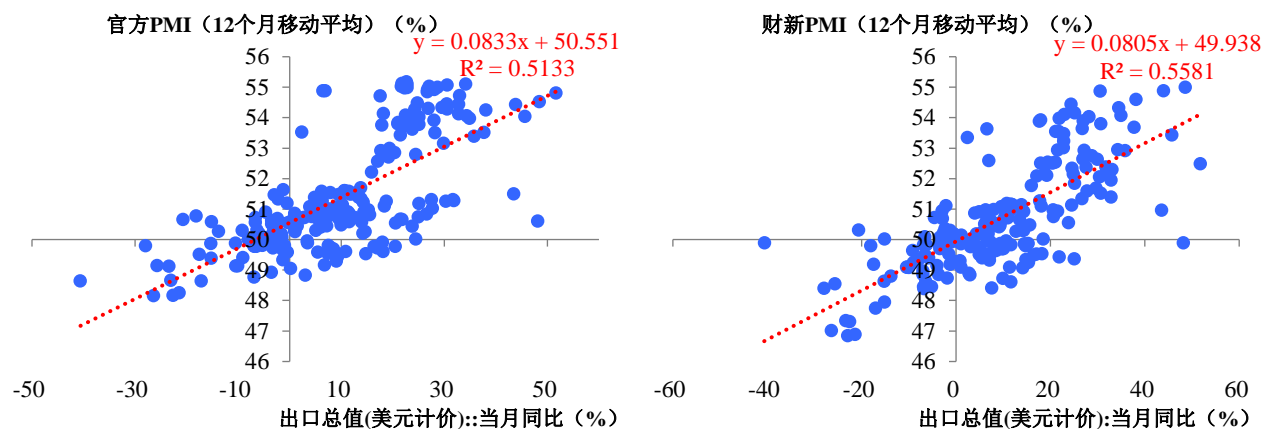
财新 PMI 更偏“出口”；官方 PMI 则兼顾国内和海外，综合性更强。通过官方 PMI 和财新 PMI 的统计样本来看，官方 PMI 样本企业覆盖全国，同时受国内外经济环境因素影响；而财新 PMI 涵盖的企业大多位于东部沿海地区，这些企业的出口占比更高。基于此，我们猜测官方 PMI 可能与制造业投资（内需）的相关性更高、财新 PMI 与出口（外需）的相关性更高。结果显示，官方 PMI 与制造业投资的相关性强于财新 PMI，但与出口金额的相关性稍微弱于财新 PMI，符合我们的猜想。

图2: 官方 PMI 与制造业投资的相关性强于财新 PMI



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 官方 PMI 与出口金额的相关性略弱于财新 PMI



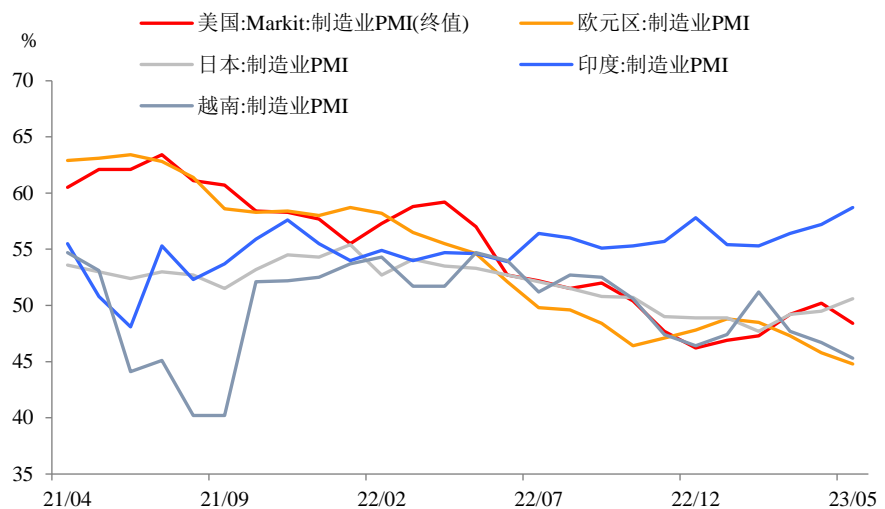
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资降温+出口韧性=两大指数的背离。再结合现在的经济形势来看，此次官方 PMI 和财新 PMI 的“背道而驰”就不显意外了。目前宏观基本面整体表现为制造业投资降温、而出口保持韧性，使得以投资（内需）为导向的官方 PMI 下滑，而以出口（外需）

为导向的财新 PMI 却上升。

往后看，怎么变？由外需驱动的财新 PMI 赢得了一时，却怎么也赢不了“一世”。在高利率的背景下，欧美的总需求仍处于下行通道；越南进出口连续数月下降，5月数据仍显萎靡；这些都是全球需求低迷的“缩影”。单从各国最新 PMI 数据来看，美国、欧元区、越南等 PMI 均迎来下滑，外需的“持续发力”看起来并不可靠。因此，在积压订单势能逐步消耗之后，我们预计接下来偏外需导向的财新 PMI 将迎来冲击，并很有可能逐步向官方 PMI 靠拢。

图4：多个国家 PMI 数值出现下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所



## 2. 周度高频跟踪

上周高频数据显示，终端需求表现分化，供给仍偏弱。汽车销量动能不足，新房销售反弹、二手房销售降温；出行人流量相对稳定，但是整车货运量仍处于近3年同期的最低位。开工方面建筑业趋缓，汽车生产节奏平稳。食品及工业品价格初步企稳。流动性方面，月初资金利率回升。

图5: 近一周(5.29-6.4)国内宏观高频数据一览

【东吴宏观】国内宏观经济核心高频数据									
	周度周环比(%)	周度月环比(%)	同比(%)				分位值(近5年)	更新时间	
			6月至今	5月	4月	3月			
<b>需求端</b>									
消费	电影票房	-30.8	-70.0	163.6	366.1	402.9	109.0	46.3	6/2
	汽车销量	3.7	-11.6		16.7	54.0	1.1	56.8	5/28
	家电销量	-39.0				17.7	-13.0		5/28
地产	30城商品房成交面积	10.0	88.2	6.0	24.5	31.2	45.0	32.9	6/3
	一线城市	5.2	48.5	20.5	86.1	127.4	63.0	46.3	6/3
	二线城市	21.6	141.6	13.9	19.8	15.0	35.5	54.3	6/3
	三线城市	-17.0	23.1	-21.4	-2.0	13.7	53.3	9.8	6/3
	二手房成交面积(5市)	-11.6	128.9	33.1	58.7	55.9	80.2	55.9	6/3
	土地成交面积	-12.9	9.5		2.6	0.8	-13.4	28.7	5/28
	土地溢价率(pct)	2.1	-0.5		1.5	3.3	-1.3	33.7	5/28
出行	地铁客运量(10重点市)	-2.2	-10.3	48.5	90.3	81.5	53.5	77.4	6/1
	货运流量	-2.3	5.6	-4.5	-3.1	12.7	-8.1		6/2
	拥堵延时(30省会)	-0.1	4.3	-4.0	3.7	11.8	11.8	49.6	6/3
<b>供给端</b>									
综合	高炉开工率(pct)	0.0	0.7	-1.3	-1.0	4.5	6.7	69.8	6/2
	电厂煤耗量	11.9	8.3		20.0	10.1	7.6		5/25
	煤炭吞吐量	-20.5	-19.4	-27.8	-1.0	1.7	-2.5	13.8	6/3
建筑	建筑钢材产量	2.5	-1.8		-3.5	1.6	6.4	83.2	5/20
	粗钢产量	-0.2	-3.3		-2.3	0.0	8.1	87.1	5/20
	螺纹钢库存	-2.3	-16.4	-34.5	-31.9	-18.5	-5.7	35.5	6/2
	沥青开工率(pct)	0.9	-5.5		6.9	12.2	6.9	15.5	5/24
	水泥库容比(pct)	0.2	3.6		1.1	3.1	6.7	93	5/26
	磨机运转率(pct)	-0.6	0.1		5.8	9.2	10.7	41.7	5/25
	汽车	全钢胎开工率(pct)	-0.4	19.1	7.2	7.6	12.2	10.7	44.6
纺织	PTA开工率(pct)	-4.6	-9.6		0.8	6.8	-0.3	20.8	5/28
	聚酯开工率(pct)	0.1	-0.1		4.5	5.1	-6.1	75.3	5/28
<b>价格</b>									
综合	农产品批发200	-0.1	-2.3	3.8	0.2	-4.5	-0.9	56.6	6/2
	义乌小商品指数	0.1	-0.2	-0.6	-0.5	-0.3	-1.6	54.8	6/4
	南华工业品指数	0.0	-5.3	-14.8	-10.5	-5.5	-1.6	72.6	6/2
食品	猪肉批发价	-0.7	-2.2	-9.7	-6.2	5.3	12.8	14.3	6/2
	重点蔬菜批发价	2.0	1.2	20.1	10.3	-8.3	-7.4	70	6/2
	重点水果批发价	-0.5	3.3	11.3	8.5	5.5	16.1	96.5	6/2
工业	布伦特原油	-2.0	-5.0	-38.7	-33.2	-18.6	-33.8	20.2	6/2
	LME铜	1.6	-4.5	-12.5	-12.1	-13.4	-13.7	60.9	6/2
	动力煤	-3.4	-10.6		-24.6	-18.7	-2.5	59.1	5/26
	焦煤	-3.7	-9.9	-33.6	-25.5	-23.9	-4.5	64.9	6/2
	南华有色	1.1	-4.8	-6.0	-3.8	-4.1	-2.7	80.3	6/2
	螺纹钢	0.2	-4.0	-19.3	-16.7	-16.8	-8.8	51.9	6/2
	铁矿石	3.7	2.4	0.3	6.0	6.9	24.2	84.1	6/2
	玻璃	-1.5	-17.6	-21.5	-17.8	-19.3	-26.4	41.6	6/2
	水泥	-1.9	-6.7	-19.9	-20.1	-19.0	-18.0	0.1	6/2
	<b>进出口</b>								
	中国出口集装箱运价	-0.8	-3.8	-41.6	-69.5	-69.7	-70.0	46.6	6/2
	上海出口集装箱运价	4.6	3.0	-51.1	-76.4	-76.3	-80.0	50	6/2

注：部分数据更新滞后

数据来源：Wind，奥维数据，iFind，东吴证券研究所

上周关键词：营商环境、新能源汽车、学前教育、安全等。通过追踪上周国务院领导的活动轨迹以及相关讲话内容，我们发现营商环境、新能源汽车、学前教育、安全等词汇为关键词。在上周五的国常会上，国务院总理李强强调“要把打造市场化、法治化、国际化营商环境摆在重要位置”，还提出要通过延续和优化新能源车购置税减免、完善充电基础设施体系等方式鼓励新能源汽车消费。此外，总理还提出“提高学前教育投入”，在此基础上还要加大向贫困地区的倾斜。

图6：近一周（5.29-6.4）国务院领导活动轨迹一览

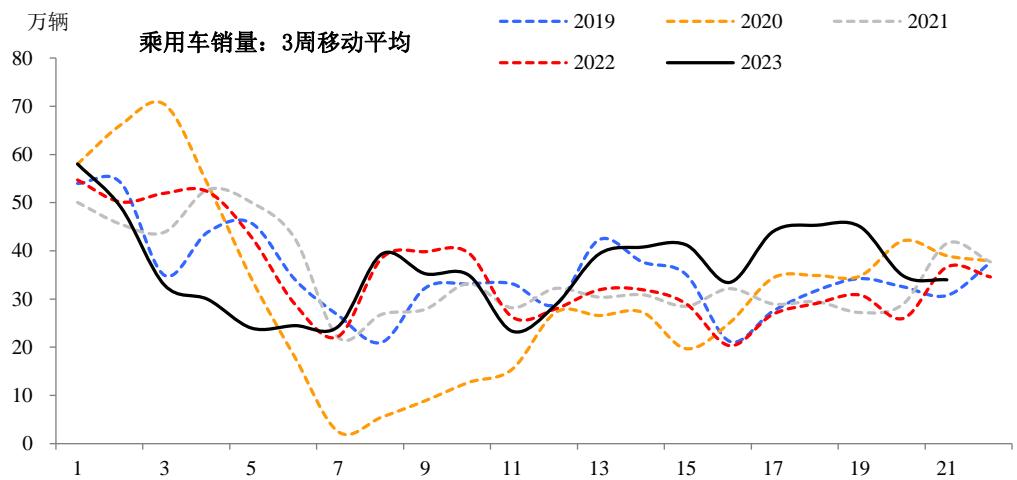
时间	活动形式	部门（及相关领导）	活动所在地	调研对象/活动内容	内容
2023/6/2	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	要把打造市场化、法治化、国际化营商环境摆在重要位置。在放宽市场准入、促进公平竞争、保护知识产权、建设统一大市场等方面，分批次加快推出针对性强、含金量高的政策措施。 巩固和扩大新能源汽车发展优势，进一步优化产业布局，加强动力电池系统、新型底盘架构、智能驾驶体系等重点领域关键核心技术攻关。要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系，进一步稳定市场预期、优化消费环境，更大释放新能源汽车消费潜力。 要加强财政投入保障，提高对学前教育投入比重，加大对农村地区、民族地区倾斜力度，促进学前教育事业普及普惠、安全优质发展。
2023/6/1	视频通话	国务院副总理何立峰	/	法国经济、财政及工业、数字主权部部长布鲁诺·勒梅尔	双方就国际与多边事务协调、巩固并深化双边经济财金合作等议题进行了深入交流。
2023/5/30	开幕式	国务院副总理丁薛祥	上海	新开发银行第八届理事会年会开幕式	中国作为创始成员国和东道国，始终与其他成员国一道，推动新开发银行稳健运营和不断发展。
2023/5/31	开幕式	国务院副总理张国清	北京	2023年全国“安全生产月”活动启动仪式	进一步推动各方面强化安全意识，严格安全管理，提升应急能力，夯实筑牢社会安全生产基础。

数据来源：中国政府网，国务院官网，东吴证券研究所

消费方面，持续“亮眼”的汽车零售也动能不足了。5月28日当周乘用车零售销量回落至2022及2021年同期水平以下，5月以来乘用车零售销量同比增速收窄至16.7%。居民需求在月初提前释放，导致5月中下旬终端客流以及订单回落，车市热度整体降温。汽车出口仍保持强势，根据乘联会的表述，新能源车出口主要市场为西欧与东南亚市场，且今年对俄罗斯出口汽车量大幅增长。



图7：汽车零售销量动能放缓



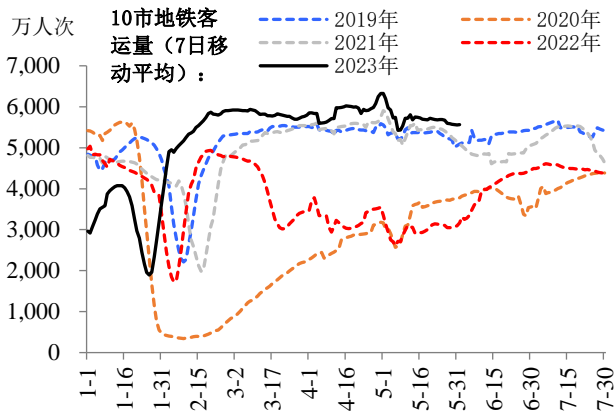
注：横轴为周数

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**出行：居民出行整体依旧火热，货运流量创新低。**上周城市人流量出现小幅下滑：上周10市地铁客运量周度环比下降2.2%，30省会拥堵延时指数环比下滑0.1%。不过整体来说，目前轨道交通和地面交通人流量均已超过2019年同期水平。

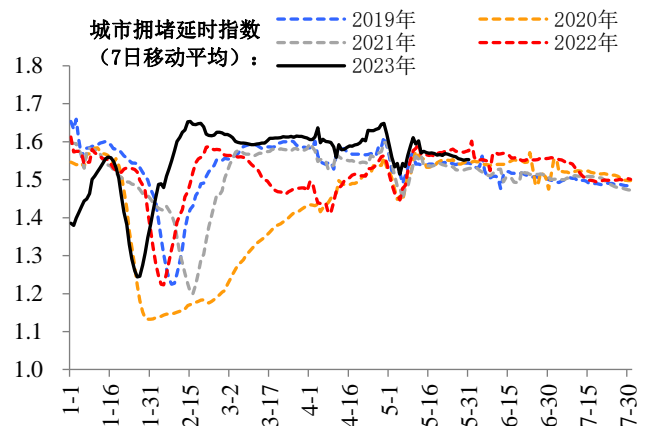
此外，近期国内航班执飞班次整体稳中有升；国际航班执飞班次更是持续攀升，显现强劲恢复态势。整体来看，疫后居民出行意愿仍居高位，客流的持续增长一定程度上体现了商业活动的回暖，消费复苏态势显现。

图8：地铁客运量已远超2019年同期水平



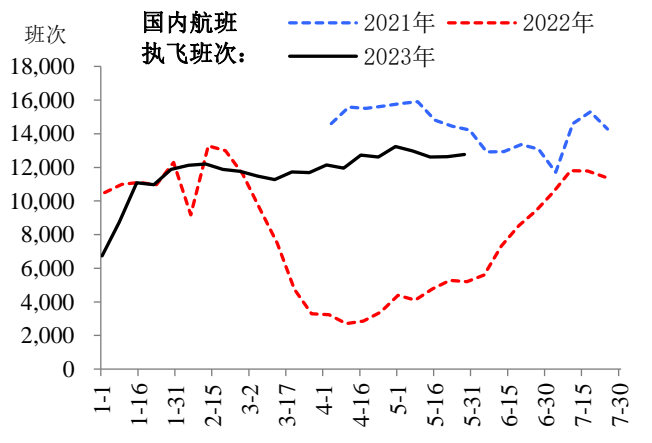
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：地面交通人流量继续小幅下滑



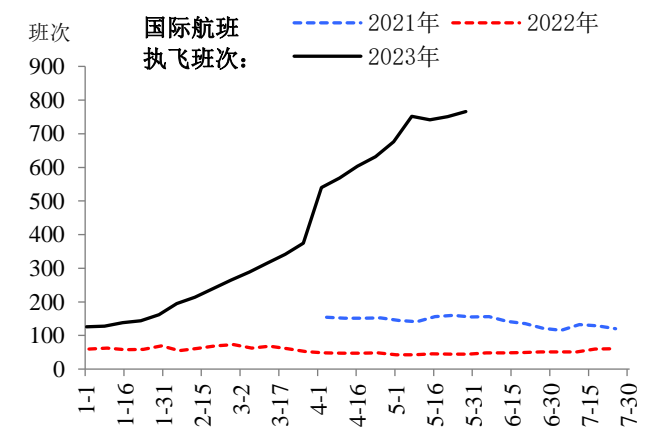
数据来源：iFind，东吴证券研究所

图10: 国内航班执飞班次稳中有升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

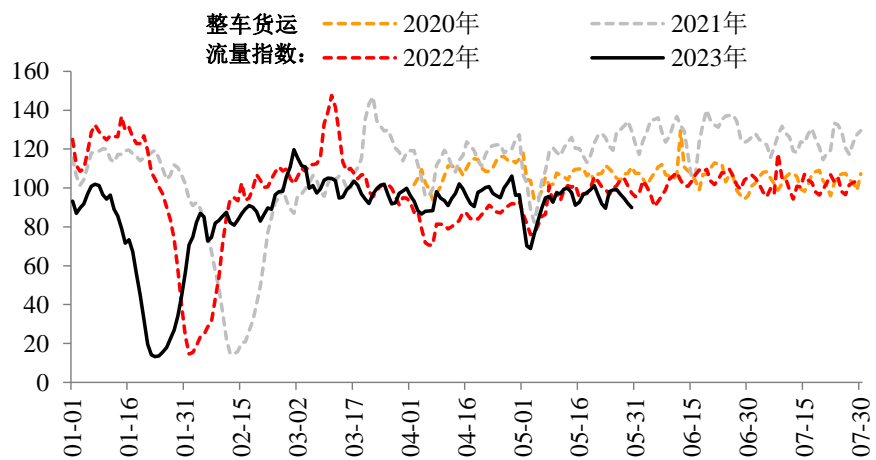
图11: 国际航班执飞班次持续攀升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

**货运方面**, 环比来看, 上周整车货运流量指数较上周下滑 2.3%, 降幅变大; 同比来看, 货运流量继续创近 3 年来同期新低。货运整体表现不佳, 需求疲软仍是痛点。

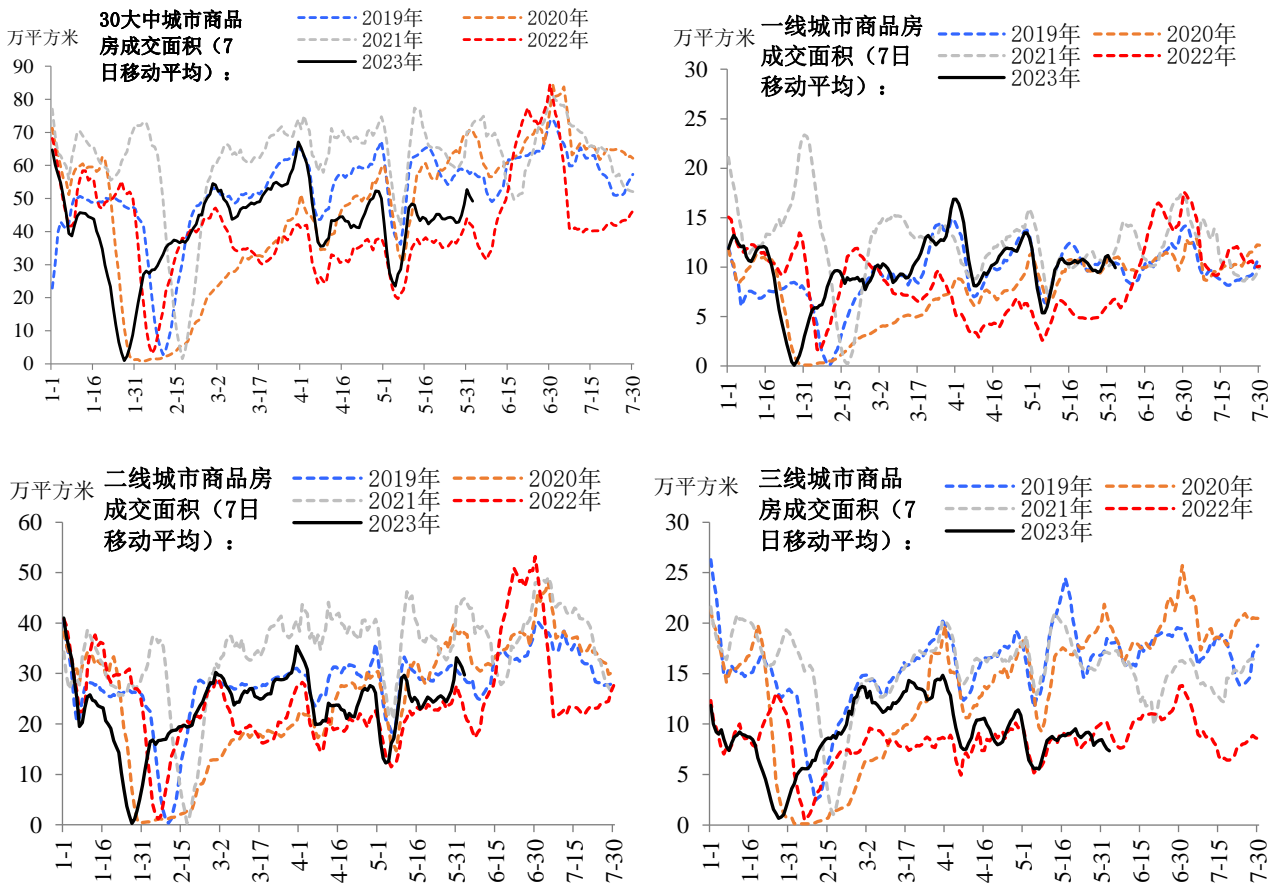
图12: 货运流量创近 3 年同期新低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**地产: 新房斜坡下的反弹, 二手房销售降温明显。**上周新房和二手房销售表现分化: 环比来看, 新房销售升温, 而二手房降温; 同比来看, 二手房销售情况仍好于新房。上周 30 大中城市商品房成交面积周度环比上升 10.0%, 其中一、二线城市新房销售面积分别升高 5.2%、21.6%, 而三线城市却大幅下降 17.0%。整体来看, 目前商品房销售情况依旧低迷, 30 城商品房成交面积仍不及 2019 年同期水平。

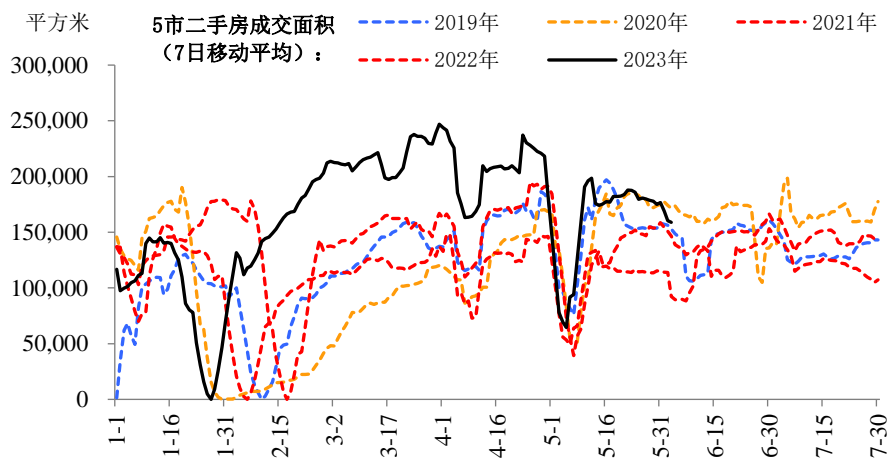
图13: 以二线城市为首的新房销售开始反弹



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

与商品房相比，二手房销售虽有降温，但整体表现仍更好。上周5市二手房成交面积周度环比大幅下行11.6%，不过整体来看销售面积仍然超过2019年同期水平，处于历史较高位。

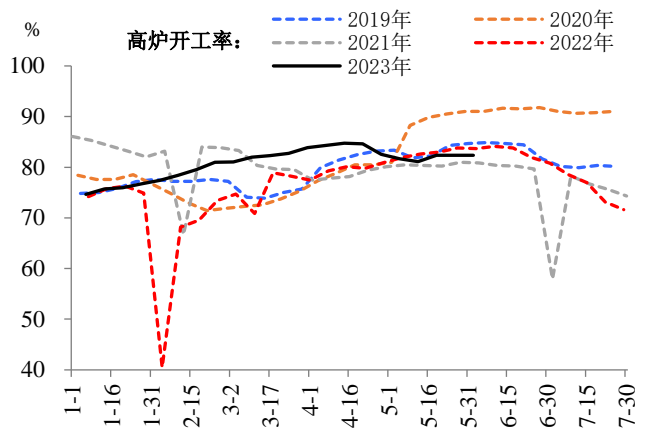
图14: 二手房销售降温明显，但仍高于2019年同期水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

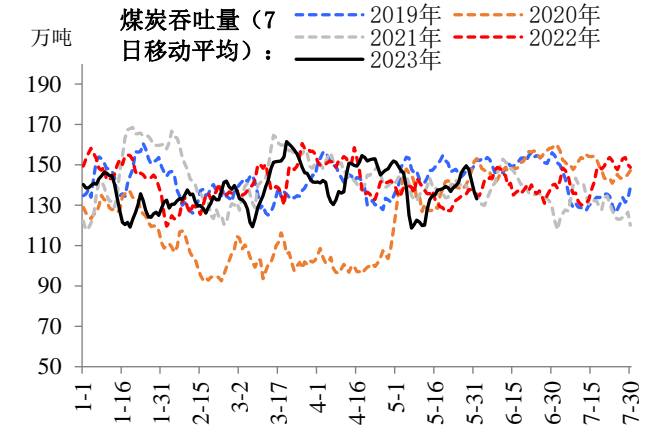
**生产：工业生产节奏变缓。**上周高炉开工率与前值基本持平，录得82.4%，处于历史同期较低水平。煤炭吞吐量大幅下滑，周度环比增速为-20.5%，工业生产整体节奏变缓。

图15：高炉开工率表现平稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

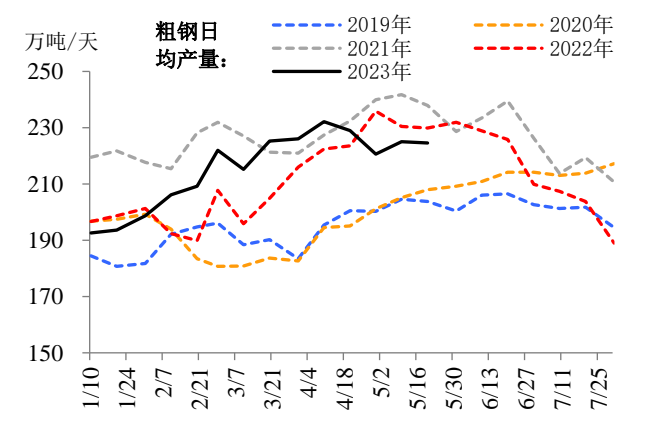
图16：煤炭吞吐量大幅下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

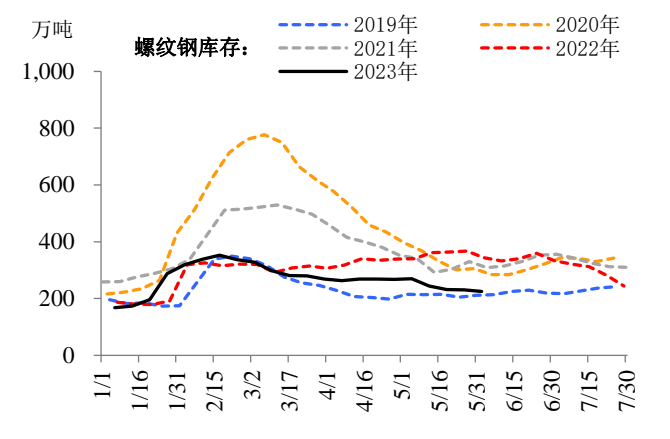
**分行业来看，建筑业生产节奏趋缓。**目前粗钢产量处于历史同期中间水平；螺纹钢保持去库状态，其库存环比下降2.3%，近期去库速度有所放缓。而用于基建的沥青，生产情况仍不太乐观，目前沥青开工率和磨机运转率均处于历史较低位。

图17：粗钢产量低于2022年同期水平



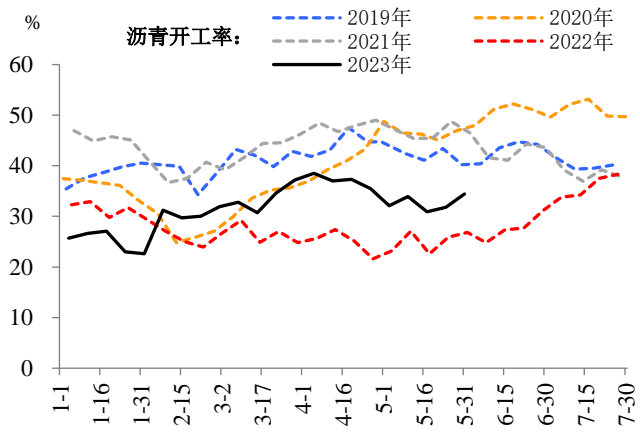
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：近期螺纹钢去库速度放缓



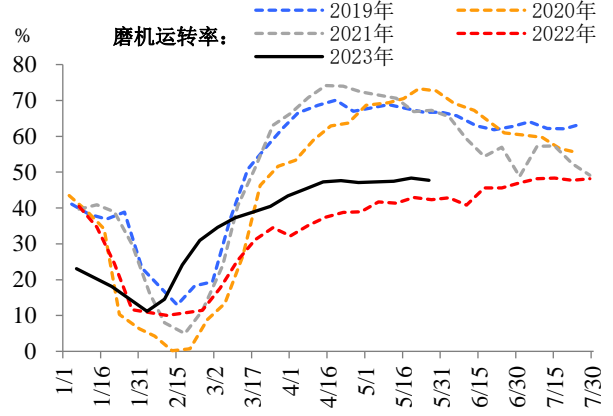
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19: 沥青开工率处于历史较低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

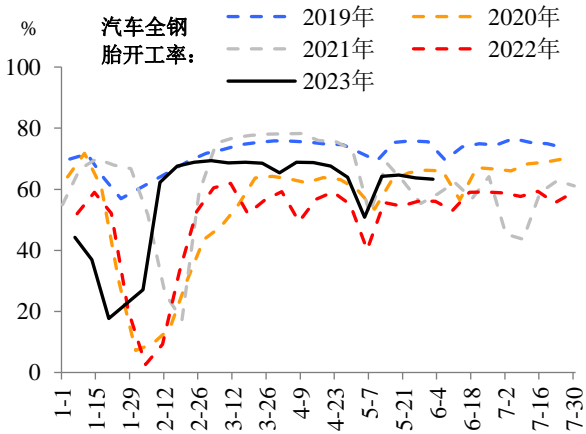
图20: 磨机运转率表现不佳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

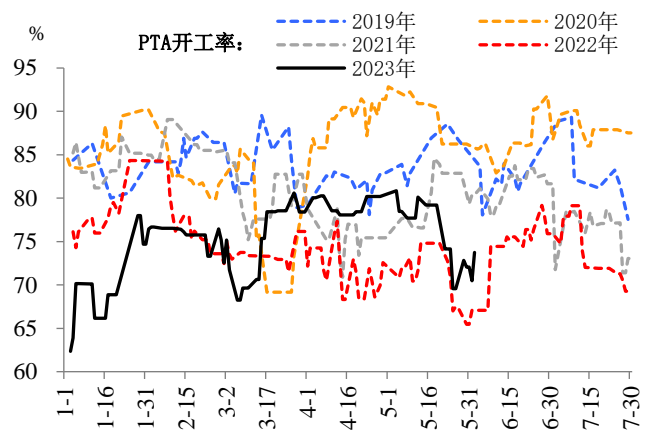
**汽车业生产节奏平稳。**上周全钢胎开工率环比小幅下降 0.4pct、6 月以来同比上升 7.2pct, 较 2022 年生产情况有所好转。**纺服业生产表现并不理想,**最新数据显示 PTA、聚酯开工率分别录得 69.6%、88.3%, 周度环比增速为 -4.6pct、0.1pct。整体来看, PTA 开工率仍处于历史同期低位, 纺服业复苏“长路漫漫”。

图21: 汽车钢胎开工率表现平稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

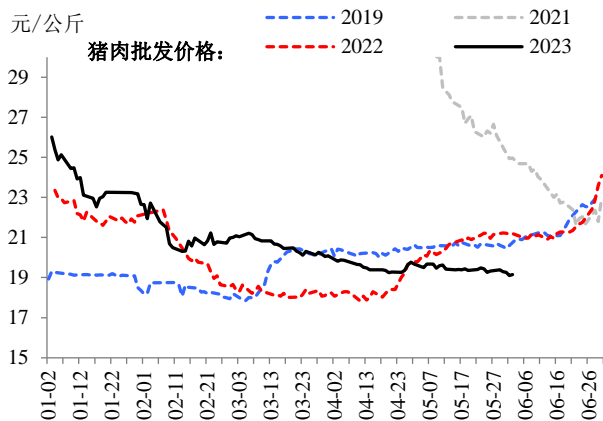
图22: 纺服业表现并不理想



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

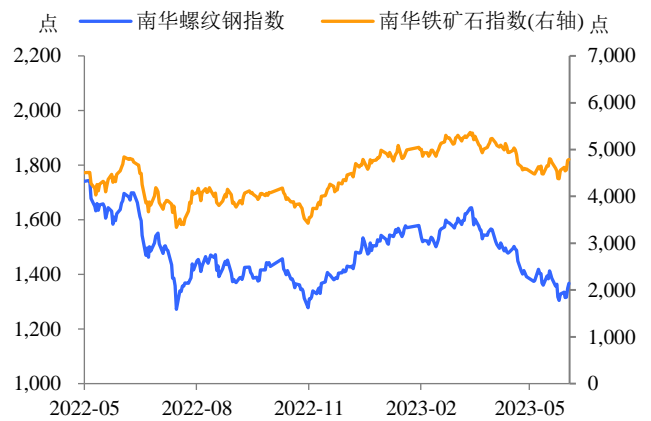
**价格: 食品通胀逐步企稳。**上周农产品批发综合价格周环比下跌 0.1%。上周猪肉批发价周环比下跌 0.7%, 猪肉供需失衡问题仍持续, 但有边际好转信号, 5 月末养殖端出栏缩量, 6 月端午备货需求临近, 利好猪价止跌。上周鲜菜价格周环比转涨 2.0%, 水果价格周环比下跌 0.5%。

图23: 猪价延续疲软



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

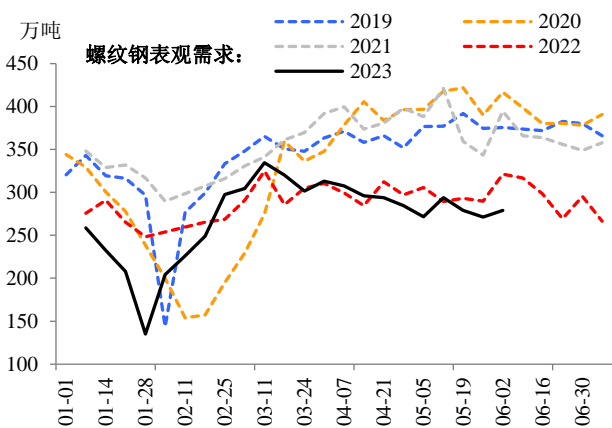
图24: 地产链情绪受提振



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

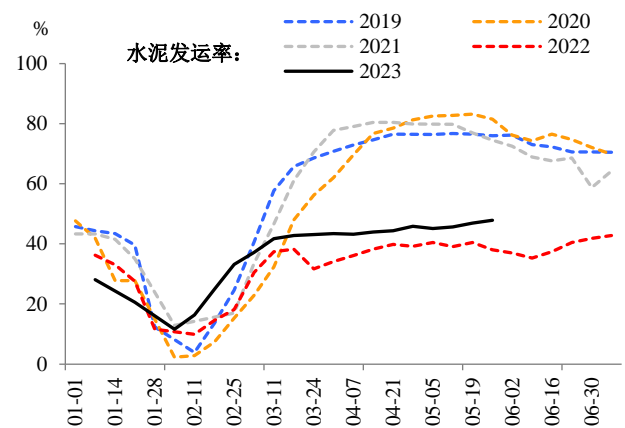
**工业品价格情绪提振。**数据放缓下政策“呼之欲出”，提振地产链工业品情绪，上周螺纹钢、铁矿石价格周环比分别上涨 0.2%、3.7%，但水泥价格持续下跌。螺纹钢表需、水泥发运率均有回暖迹象。上周动力煤、焦煤价格环比下跌，多地进入高温天气，电力需求回升，但开工端需求放缓的拖累更加显著。海外方面，美国债务上限协议达成提振铜、油价格，上周铜价环比上涨 1.6%；油价 V 型回升，上周仍环比下跌 2.0%。

图25: 螺纹钢表需企稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

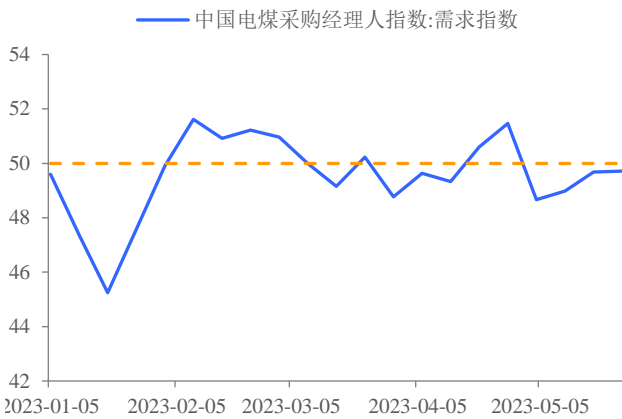
图26: 水泥发运率小幅回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



图27: 煤需求走弱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

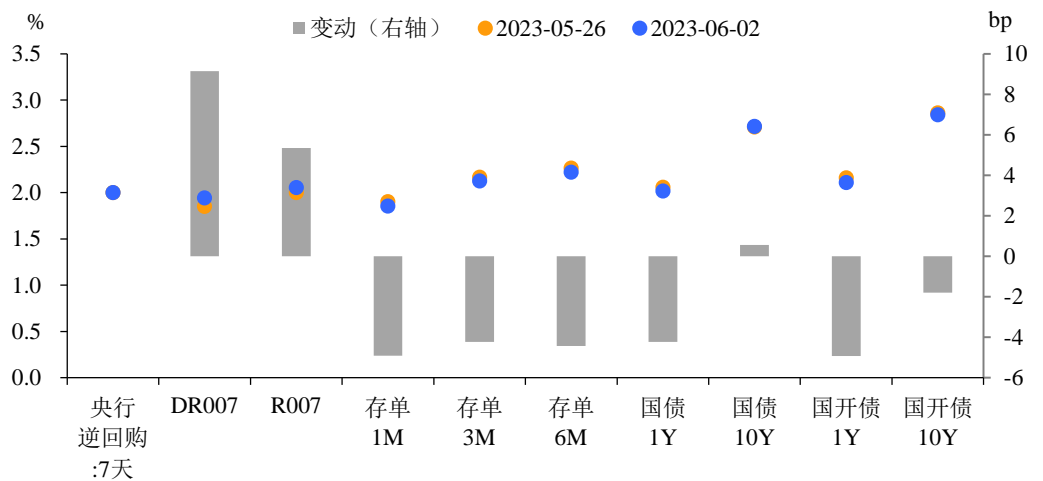
图28: 油价回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

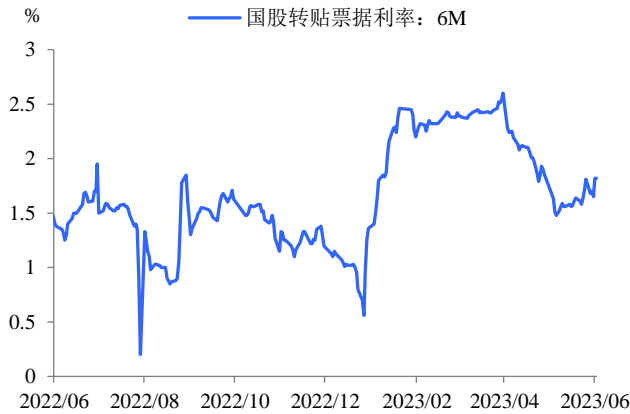
**流动性方面，月初资金利率回升。**上周 DR007 及 R007 利率周均值环比分别上升约 9bp、5bp，DR007 利率仍处 2% 水平以下。半年期票据利率在 5 月 26 日当周回升至 1.8% 水平，但 5 月 31 日再度转弱至 1.65%，5 月信贷数据预计不强。本周央行流动性回笼 790 亿元。上周质押式回购成交量自高位回落，但隔夜回购占比持续超 90%。6 月初杠杆率接近 110 水平。

图29: 一周广谱利率变动



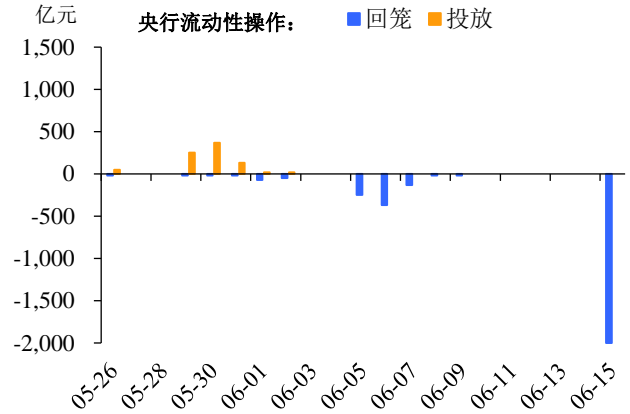
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 票据利率5月末回落



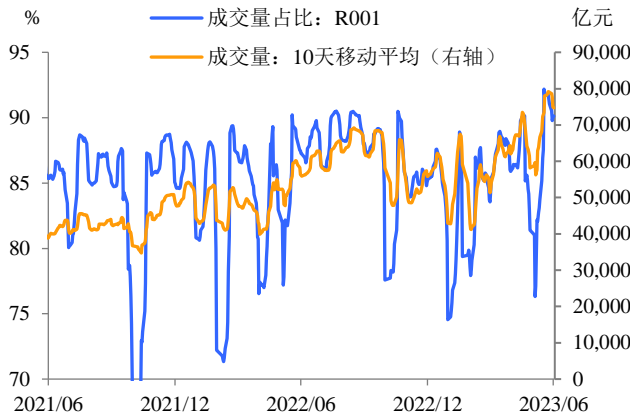
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 央行流动性操作



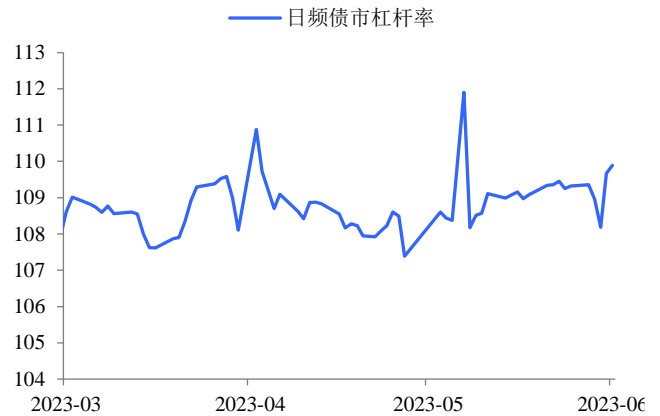
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 隔夜回购占比持续超 90%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 债市杠杆率月初接近 110 水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 风险提示

东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足，导致经济进一步加速放缓。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，资金大幅回流欧美市场。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

