

降准降息预期升温，坚守 A 股市场投资主线

——7 月通胀及金融数据解读

核心要点：

- **7月PPI数据解读：**受国内生产供应总体充足、部分行业需求改善及国际大宗商品价格传导等因素影响，7月PPI同比、环比降幅均收窄，呈现出边际改善的迹象。随着下半年基数回落，大宗商品价格维持高位，叠加逆周期调节政策持续发力，工业品价格有望受到提振。分行业来看，7月，受国际原油、工业金属价格上行等影响，上游采矿业和中游材料业PPI同比整体回升，仅非金属矿物相关行业表现低迷。从中游制造业来看，汽车制造业表现不佳，计算机、通信和其他电子设备制造业有所回暖。从下游消费业来看，将行业划分为食、衣、住及其他方面。对于食，农副食品加工业表现低迷，酒、饮料和精制茶制造业、烟草制品业均有所回升。对于衣，行业整体呈现出边际改善态势。对于住，家具制造业受到扩内需政策提振。其他行业中，造纸及纸制品业、印刷业和记录媒介的复制同比降幅扩大，文教、工美、体育和娱乐用品制造业同比上涨6.3%，医药制造业同比由上月持平转正。
- **7月金融数据解读：**7月人民币贷款增加3459亿元，同比少增3498亿元，单月新增规模创下2009年11月以来新低，其中，居民部门贷款相对低迷。社会融资规模增量5282亿元，同比少增2703亿元，创下2016年7月以来新低，主要受社融口径人民币贷款拖累。M1、M2增速双双回落，M1与M2的“剪刀差”较上月进一步扩大0.2个百分点，资金空转现象较为严重。整体来看，企业和居民的信心亟待恢复，需求不足问题仍较为突出。下一步如何提振实体经济活跃度，进一步扩大内需，仍将是政策的发力点。综合当前宏观经济背景，7月政治局会议也明确提出“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，在7月金融数据低于预期的表现下，市场对于降准降息的预期升温，这更是实体经济的需求。
- **把握主线投资机会：**基于A股市场投资环境分析，尤其是当前市场存量博弈为主的背景下，结合7月中央政治局会议及后续政策，以及通胀数据、金融数据的表现，建议关注以下“2+1”主线轮动：（1）国产科技替代创新：电子（半导体、消费电子）、通信（光芯片、运营商转型数字经济平台）、计算机（AI算力、数据要素、信创）以及传媒（游戏、广告、平台经济）等；（2）大消费细分领域：医药生物、新能源消费、食品饮料、酒店、旅游、交运等；（3）中国特色估值重塑主题：能源、电力、基建、房地产产业链等。
- **风险提示：**国内经济复苏不及预期风险，国内政策落实不及预期风险，海外加息及经济衰退风险。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

相关研究

2023-07-25，7月中央政治局会议解读：提振A股市场，把握主线投资机会

2023-07-22，国内“稳预期”政策密集出台，基金加仓“大主线”

2023-07-16，策略周观察：A股市场蓄势上行，美国通胀超预期降温

2023-07-03，2023年A股市场中期投资展望：时蕴新生，秉纲执本

2023-06-19，投资环境的边际变化与多重政策合力催化A股市场颠簸上行

2023-5-21，可持续高质量发展专题：中国特色估值体系重塑“中国元素”与投资逻辑再审视

2023-5-21，房地产行业专题：周期未变，市场竞争格局在动

2023-5-16，可持续高质量发展专题：谁主沉浮？专注制胜—兼顾选股策略

2023-04-08，二季度A股市场投资策略展望：把握主线投资机会

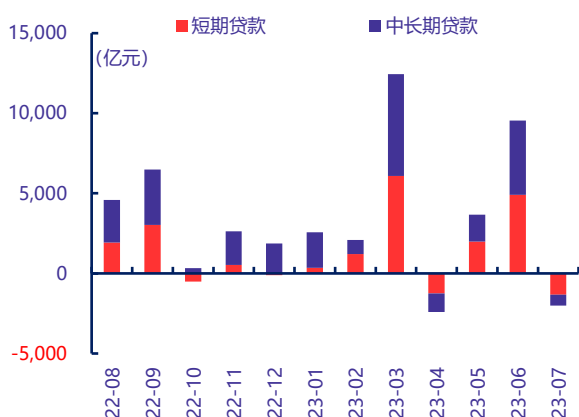
目 录

一、7月金融数据解读	3
二、7月 PPI 数据解读	4
三、把握主线投资机会	6
(一) 国产替代科技创新	6
(二) 大消费细分领域	8
(三) 中国特色估值重塑主题	9
四、风险提示	11
插图目录	12

一、7月金融数据解读

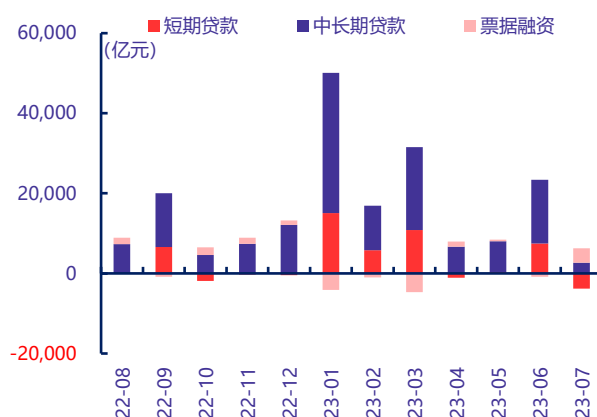
7月，人民币贷款增加3459亿元，同比少增3498亿元，单月新增规模创下2009年11月以来新低，较上月的3.05万亿元明显下滑。分部门看，居民部门贷款低迷，7月住户贷款减少2007亿元，其中，短期贷款减少1335亿元，中长期贷款减少672亿元；7月企（事）业单位贷款增加2378亿元，新增规模较上月有所回落，其中，短期贷款减少3785亿元，中长期贷款增加2712亿元，票据融资增加3597亿元；非银行业金融机构贷款增加2170亿元。如图1-2所示。

图 1. 居民部门贷款情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

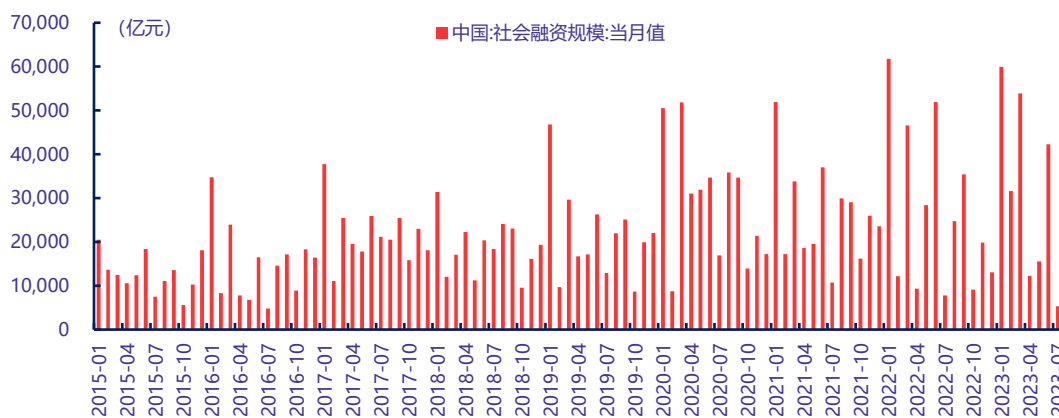
图 2. 企业部门贷款情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

7月，社会融资规模增量为5282亿元，比上年同期少2703亿元，创下2016年7月以来新低，较上月的4.22万亿元显著回落，主要在于社融口径人民币贷款7月仅增加364亿元，创下有统计数据以来的新低。7月末，社会融资规模存量为365.77万亿元，同比增长8.9%，增速较上月回落0.1个百分点，低于市场预期。如图3所示。

图 3. 社会融资规模

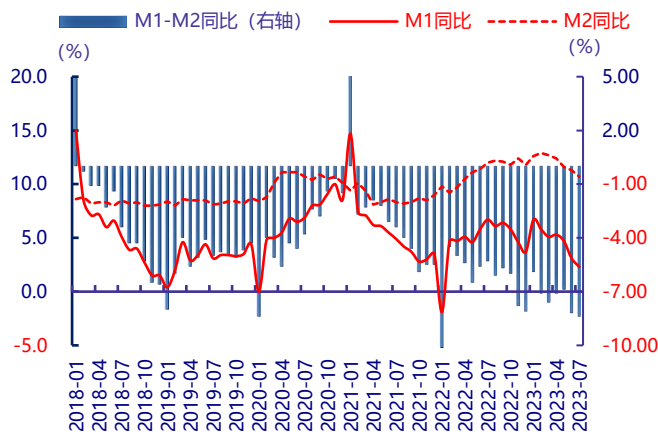


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

7月末，M2余额285.4万亿元，同比增长10.7%，增速分别比上月末和上年同期低0.6个和1.3个百分点。M1余额67.72万亿元，同比增长2.3%，增速分别比上月末和上年同期低0.8

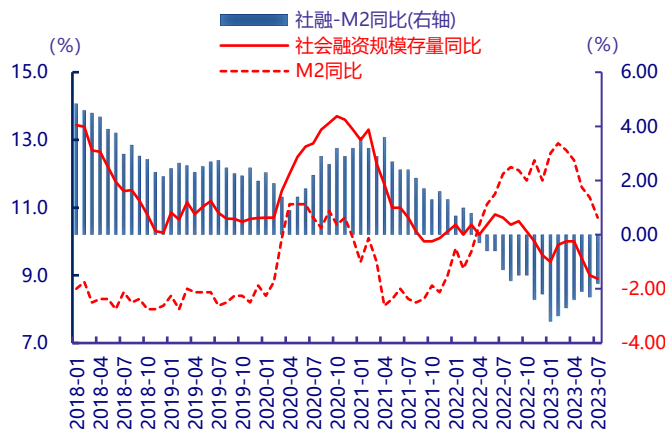
个和 4.4 个百分点。7 月 M1-M2 增速差为-8.4%，负剪刀差较上月进一步扩大 0.2 个百分点，反映出宽货币向实体经济传导不畅，资金在金融体系内部空转现象较为严重。如图 4-5 所示。

图 4. M1-M2 同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5. 社会融资规模存量-M2 同比



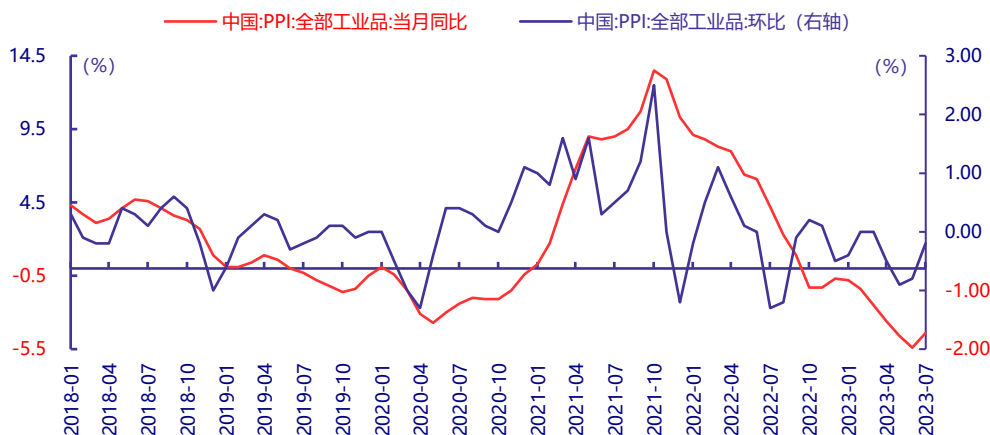
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

整体来看，7 月金融数据超预期回落，表现出企业和居民的信心尚未恢复，需求疲弱问题仍较突出。随着 7 月中央政治局会议释放积极信号，近期利好政策密集出台，下一步如何提振实体经济活跃度，进一步扩大内需，仍将是政策的发力点。在 7 月金融数据低于预期的表现下，市场对于降准降息的预期也有所升温。

二、7 月 PPI 数据解读

受国内生产供应总体充足、部分行业需求改善及国际大宗商品价格传导等因素影响，7 月 PPI 同比、环比降幅均收窄。从同比看，7 月 PPI 下降 4.4%，降幅比上月收窄 1.0 个百分点。从环比看，7 月 PPI 下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点。整体来看，PPI 数据呈现出边际改善的迹象，随着下半年基数回落，大宗商品价格维持高位，叠加逆周期调节政策持续发力，工业品价格有望受到提振。如图 6 所示。

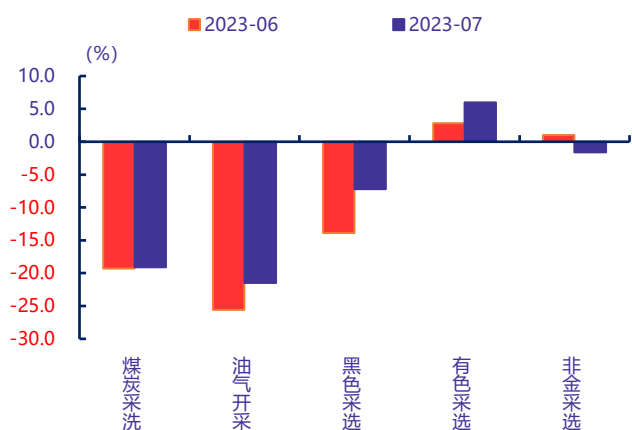
图 6. PPI 同比及环比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

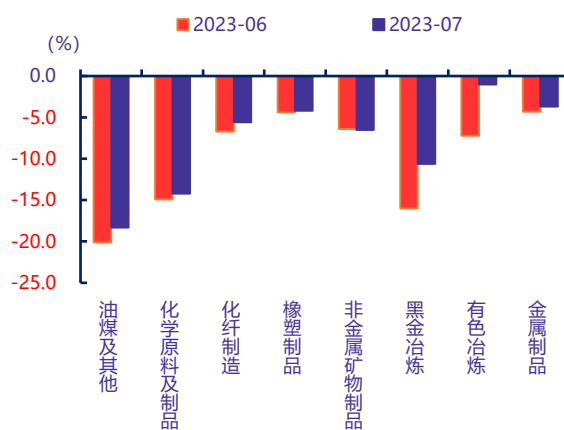
7月,受国际原油、工业金属价格上行等影响,上游采矿业和中游材料业PPI同比整体回升,仅非金属矿物相关行业表现低迷。从上游采矿业来看,石油和天然气开采业PPI同比下降21.5%,降幅比上月收窄4.1个百分点;黑色金属矿采选业PPI同比下降7.2%,降幅比上月收窄6.7个百分点;有色金属矿采选业PPI同比上涨6.0%,较上月2.8%的涨幅明显提升。从中游材料业来看,黑色金属冶炼及压延加工业和有色金属冶炼及压延加工业PPI同比分别下降10.6%、1.0%,降幅比上月分别收窄5.4、6.2个百分点。如图7-10所示。

图 7. 上游采矿业 PPI 同比



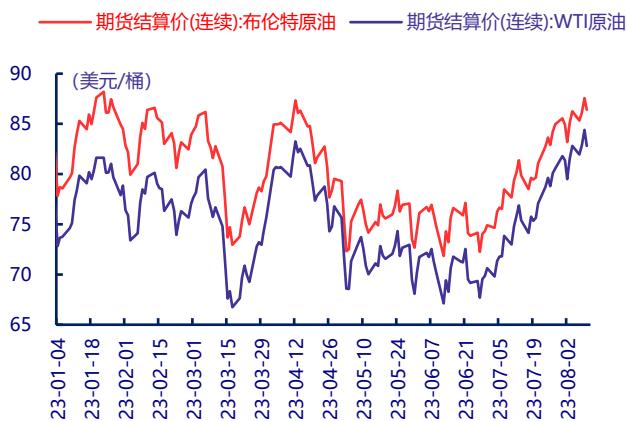
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 8. 中游材料行业 PPI 同比



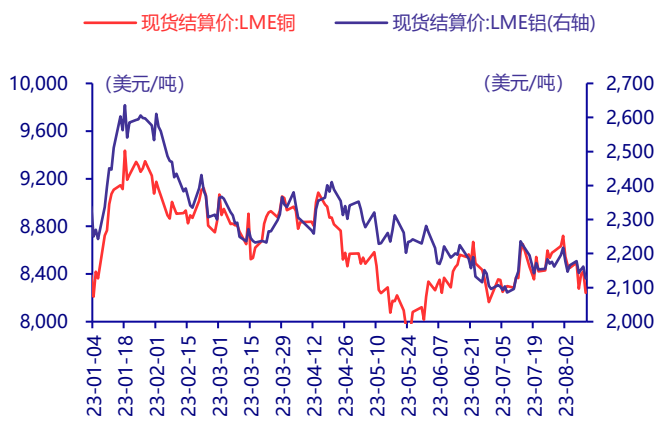
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9. 国际市场油价走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 10. 工业金属价格走势



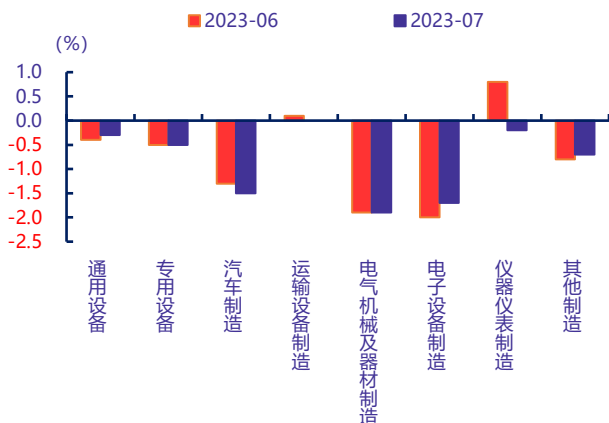
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从中游制造业来看,汽车制造业表现不佳,PPI同比下降1.5%,降幅比上个月扩大0.2个百分点。仪器仪表制造业显著下滑,PPI同比转负。计算机、通信和其他电子设备制造业有所回暖,PPI同比下降1.7%,降幅比上个月收窄0.3个百分点。如图11所示。

从下游消费业来看,将行业划分为食、衣、住及其他方面。对于食,农副食品加工业表现低迷,PPI同比降幅扩大1.0个百分点;酒、饮料和精制茶制造业、烟草制品业均有所回升。对于衣,纺织业、纺织服装、服饰业以及皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业整体呈现出边际改善态势。对于住,受扩内需政策提振,家具制造业PPI同比上涨0.6%,涨幅较上月提升0.3

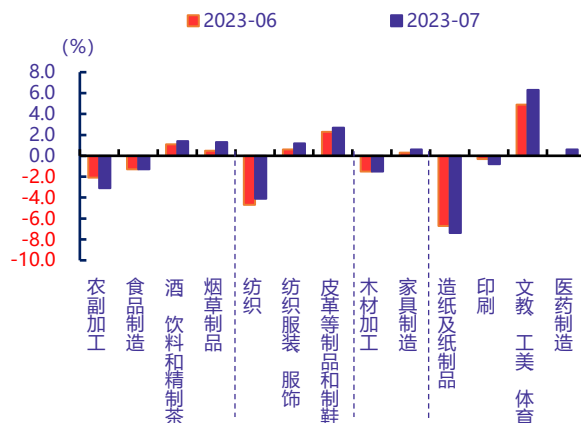
个百分点。其他行业中，造纸及纸制品业、印刷业和记录媒介的复制 PPI 同比降幅均扩大；文教、工美、体育和娱乐用品制造业 PPI 同比上涨 6.3%，涨幅较上月提升 1.4 个百分点；医药制造业 PPI 同比由上月持平转正。如图 12 所示。

图 11. 中游制造行业 PPI 同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 12. 下游消费行业 PPI 同比



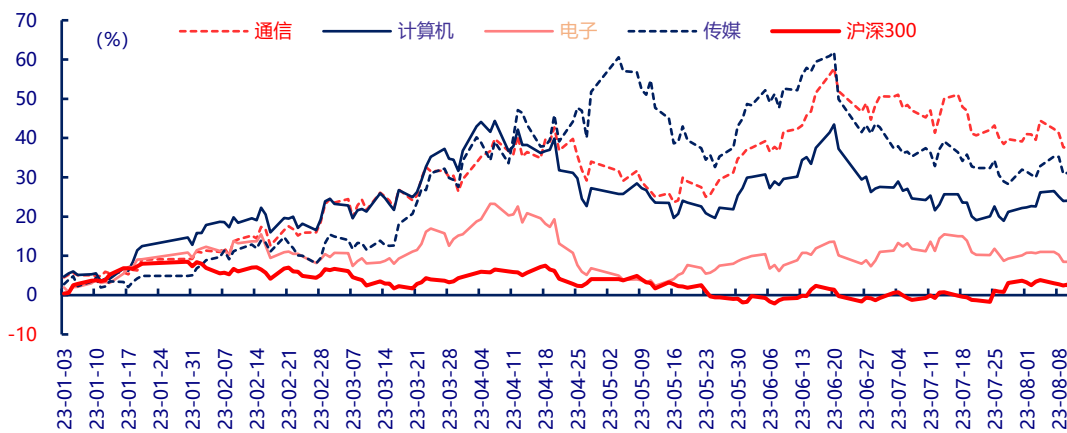
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、把握主线投资机会

(一) 国产替代科技创新

自 2023 年年初以来，TMT 板块整体显著跑赢沪深 300 指数。上半年，在 ChatGPT 及人工智能相关概念催化下，通信行业累计大涨 50.66%，传媒行业累计上涨 42.75%，计算机行业累计上涨 27.57%，电子行业累计上涨 11%。但 6 月下旬以来，受市场情绪降温影响，TMT 板块普遍回调，近期持续处于震荡区间。如图 13 所示。

图 13. 2023 年以来 TMT 板块累计涨跌幅



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从估值来看，自二季度以来，伴随着市场对于人工智能主题行情的热度，TMT 板块经历了先上涨而后回调的过程。当前 TMT 板块估值分位数表现相对分化，其中，截至 8 月 11 日，

国产硬软件、计算机和数字经济处于估值相对高位，均在 70%以上，通信和国产化创新指数则处在估值相对低位。如表 1 所示。

表 1. TMT 行业 PE (TTM) 及其分位数

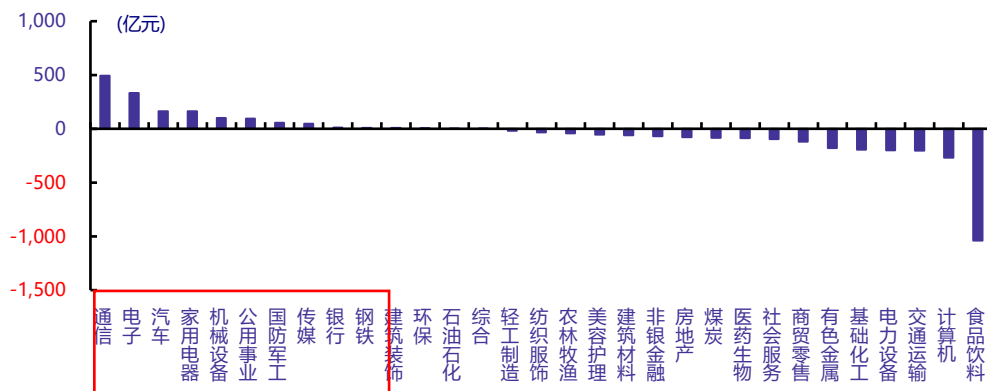
PE(TTM)							PE 估值分位数%(2010 年以来)						
证券简称	3 月底	4 月底	5 月底	6 月底	7 月底	8 月	证券简称	3 月底	4 月底	5 月底	6 月底	7 月底	8 月
国产化创新指数	23.34	23.30	22.28	23.04	23.05	21.79	国产化创新指数	32.76	23.56	17.31	28.74	28.99	13.03
国产软硬件指数	99.41	108.64	106.90	112.81	105.98	104.92	国产软硬件指数	94.68	99.75	97.25	99.31	96.68	96.31
国产电脑指数	58.23	72.23	72.88	72.96	69.61	67.19	国产电脑指数	41.16	59.98	61.89	62.12	56.48	52.93
自主科技	37.88	42.54	41.18	44.65	43.40	41.84	自主科技	32.64	36.67	40.80	52.30	47.01	44.14
TMT 指数	39.10	41.92	41.62	41.76	39.96	38.98	TMT 指数	21.34	24.89	27.21	27.57	23.07	21.17
电子	34.24	35.92	43.67	44.76	44.52	42.88	电子	19.43	24.32	42.74	46.28	45.31	41.05
计算机	65.15	69.41	69.46	69.69	67.16	66.27	计算机	77.98	83.76	83.85	84.29	80.37	79.22
传媒	42.54	46.90	48.19	47.55	45.37	44.32	传媒	52.72	61.71	64.11	62.87	57.79	55.32
通信	31.12	30.78	31.34	34.77	32.94	32.03	通信	9.07	8.45	9.47	22.10	13.19	10.98
数字经济	40.32	47.70	46.01	48.09	46.75	45.43	数字经济	57.42	66.03	77.99	95.69	83.25	72.73

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 注: 更新至 8 月 11 日

政策层面，7 月 24 日，中央政治局会议重点强调 AI 和数字经济，提出“要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业”“要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展”的说法。8 月 4 日，在四部门联合召开的新闻发布会上，发改委提到“强化国家战略科技力量，加强创新能力建设，发挥科技型骨干企业引领支撑作用”，强调“支持突破‘卡脖子’问题”。相关政策不断出台，持续引领 TMT 板块的未来发展。

从公募基金二季度来看，公募基金增持最多的前五大行业分别为通信、电子、汽车、家用电器和机械设备，进一步印证了国产替代科技创新的投资主线。同时，7 月 PPI 分行业同比表明，计算机、通信和其他电子设备制造业边际改善。叠加上述政策的持续催化，TMT 板块有望迎来新一轮上涨机会。如图 14 所示。

图 14. 公募基金二季度各行业增减持情况



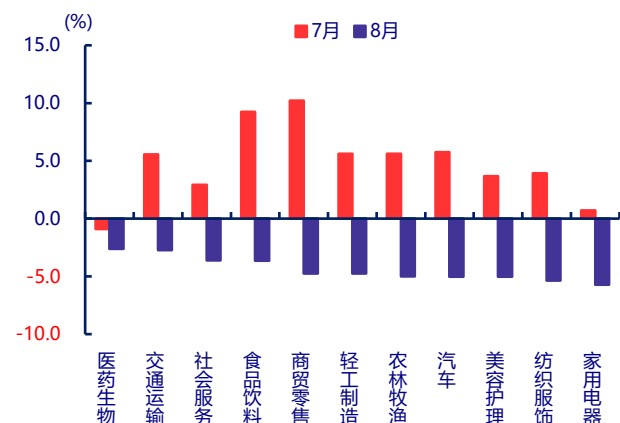
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 大消费细分领域

7月,从PPI同比来看,生活资料价格下降0.4%,影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.11个百分点。其中,食品价格下降0.9%,衣着价格上涨1.5%,一般日用品价格上涨0.8%,耐用消费品价格下降1.5%。从PPI环比来看,生活资料价格上涨0.3%,影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.07个百分点。其中,食品价格上涨0.3%,衣着价格上涨0.6%,一般日用品和耐用消费品价格均上涨0.2%。整体来看,消费行情有所好转。

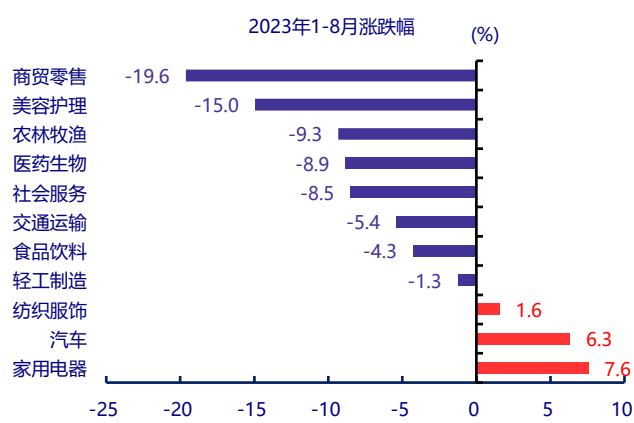
7月,大消费板块多数行业录得上涨,8月则开始回调。从7月CPI数据来看,食品烟酒、纺织服饰、文旅教育、中药、医疗服务等板块价格小幅上扬,表明供需关系有所改善,随着促消费政策措施逐步落地,未来消费板块业绩有望稳中有增。如图15-16所示。

图 15. 2023 年 8 月消费行业纷纷回调



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 16. 2023 年 1-8 月消费行业多数下跌 (截至 8 月 11 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 2. 消费行业 PE (TTM) 及其分位数

证券简称	PE(TTM)						证券简称	PE 估值分位数%(2010 年以来)					
	3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月		3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月
医药生物	23.95	24.44	28.27	26.92	26.75	26.03	医药生物	3.61	5.35	12.64	10.38	10.07	8.83
纺织服饰	24.03	23.93	24.59	25.19	25.79	24.35	纺织服饰	35.13	34.07	38.90	43.28	46.37	37.04
食品饮料	35.58	33.10	28.65	28.80	31.47	30.33	食品饮料	68.83	59.97	32.76	33.55	49.91	43.36
家用电器	14.50	14.63	13.33	14.83	14.70	13.86	家用电器	29.48	31.81	14.96	34.79	32.91	19.86
美容护理	57.28	52.54	45.50	44.95	46.73	44.33	美容护理	88.66	81.14	64.73	62.08	69.28	58.86
农林牧渔	98.03	36.94	27.66	28.65	30.27	28.77	农林牧渔	93.68	42.14	18.97	20.69	26.38	21.07
社会服务	122.90	109.15	85.05	84.34	85.62	82.62	社会服务	95.10	91.38	85.12	84.20	85.60	82.18
交通运输	12.38	12.71	12.82	12.76	13.93	13.55	交通运输	5.81	7.23	7.88	7.49	14.31	11.62
汽车	30.79	29.26	27.84	30.40	32.08	30.53	汽车	86.24	80.84	76.35	84.24	89.61	84.80
商贸零售	38.27	38.46	35.66	34.63	38.18	36.40	商贸零售	80.69	81.00	71.72	69.37	80.37	74.97
轻工制造	31.09	28.30	29.19	30.15	31.61	30.11	轻工制造	43.42	35.00	36.96	40.18	45.27	40.06

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 注: 更新至 8 月 11 日

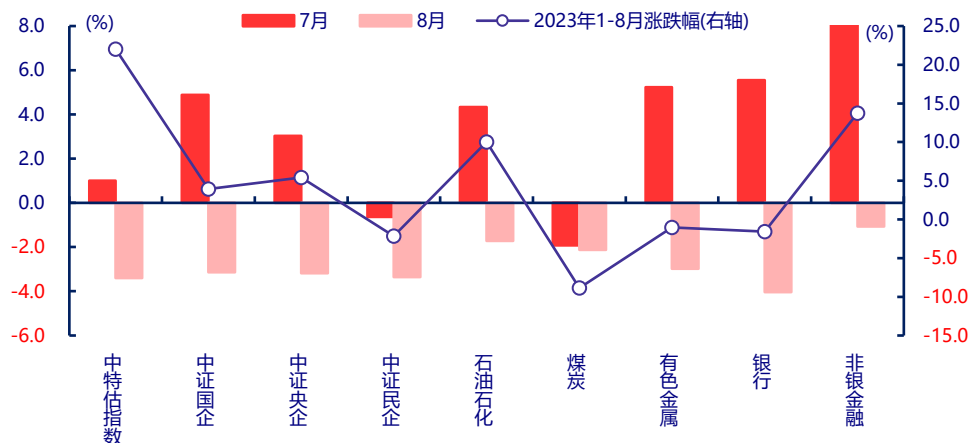
从估值及其分位数来看，8月以来，消费行业估值及其分位数略有回调，估值分化明显。截至8月11日，大消费板块中，仅汽车、社会服务、商贸零售的PE估值水平高于2010年以来60%分位数，其中，汽车、商贸零售行业估值水平长期维持在80%分位数左右，而社会服务行业的估值水平呈持续下降趋势。纺织服饰、食品饮料、美容护理、轻工制造等行业估值处于中低水平，农林牧渔、家用电器、交通运输、医药生物等细分行业的估值处于历史较低水平。其中，医药生物的PE估值处于2010年以来8.83%分位数水平，6月以来持续回调。如表2所示。

（三）中国特色估值重塑主题

中国特色估值重塑主题主要涉及能源、金融、基建、房地产产业链等，其成分股均为中央国有企业。7月部分上游能源、资源品价格呈上升趋势，利好中特估板块。其中，从PPI同比来看，有色金属矿采选业价格同比上涨6%。从PPI环比来看，石油和天然气开采业价格环比上涨4.2%，黑色金属矿采选业价格环比上涨1.2%，有色金属矿采选业价格环比上涨0.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨0.2%。

7月，中特估指数涨1%，而中证国企涨4.89%，中证央企涨3.03%；受国际原油价格上涨带动，石油石化涨4.34%，有色金属涨5.3%；受“活跃资本市场，提振投资者信心”刺激，7月，银行上涨5.5%，非银金融上涨14.41%。8月以来，受市场调整影响，上述板块均小幅下跌。如图17所示。

图 17. 中特估指数、能源、金融板块涨跌行情（截至 2023 年 8 月 11 日）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从估值来看，自中国特色估值体系提出开始，中证央企和中证国企PE估值稳步提升，8月略微有所回调，但总体保持平稳，变化幅度较小。截至8月11日，中特估指数年初至今上涨了22.01%，其PE为7.44倍，处于2010年以来23.53%分位数水平，总体仍然处于历史较低水平。其中，煤炭、有色金属、银行等行业的估值水平处于2010年以来10%分位数水平以下，处于非常低的水平。如表3所示。

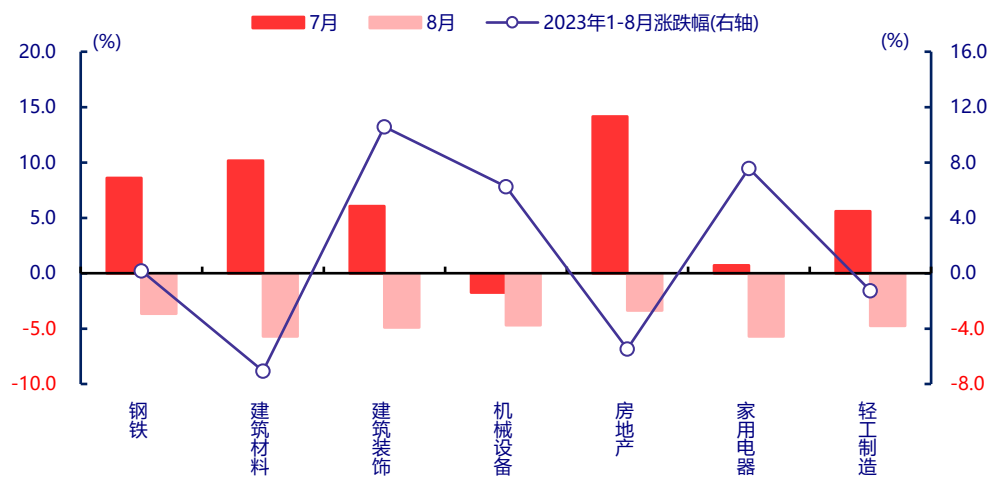
表 3. 中特估指数、能源、金融等 PE (TTM) 及其分位数

证券简称	PE(TTM)						证券简称	PE 估值分位数(2010 年以来)					
	3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月		3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月
中特估指数	7.04	7.81	7.64	7.55	7.63	7.44	中特估指数	17.74	28.52	25.47	24.38	25.26	23.53
中证国企	11.99	12.48	11.89	11.93	12.40	12.07	中证国企	35.35	46.73	32.28	33.45	45.93	37.40
中证央企	9.92	10.58	10.16	10.19	10.41	10.17	中证央企	28.92	44.90	33.15	34.03	40.14	33.33
中证民企	39.82	42.08	40.73	36.61	36.37	35.21	中证民企	53.03	57.02	56.38	39.47	38.72	35.25
石油石化	11.64	14.78	14.11	14.11	14.67	14.42	石油石化	4.43	27.03	20.54	20.54	25.72	23.13
煤炭	6.78	6.61	6.01	6.11	6.04	5.91	煤炭	4.51	2.80	0.59	1.16	0.70	0.06
有色金属	13.81	13.65	13.19	13.28	13.75	13.35	有色金属	1.91	1.44	0.06	0.27	1.74	0.48
银行	4.75	4.93	4.78	4.68	4.95	4.75	银行	4.61	10.57	5.64	2.74	11.27	4.61
非银金融	16.45	17.70	14.41	13.86	15.87	15.75	非银金融	39.04	54.60	18.71	14.11	33.50	32.32

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 注: 更新至 8 月 11 日

7 月, 从 CPI 环比增速来看, 居住价格指数环比上涨 0.1%, 居住中租房房租价格指数环比上涨 0.2%, 表明 7 月住房租赁市场火热程度出现小幅上升。在“调整优化房地产政策”、“认房不认贷”等政策利好刺激下, 地产链板块 7 月多数行业收涨; 政策刺激下的行情持续时间较短, 8 月纷纷开始回调。如图 18 所示。

图 18. 地产链板块涨跌行情 (截至 2023 年 8 月 11 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

截至 8 月 11 日, 地产链中, 钢铁、房地产、建筑材料、机械设备、轻工制造的 PE 历史分位数分别为 61.83%、60.65%、51.18%、51.00%、40.06%, 处于 2010 年以来中等水平; 而家用电器、建筑装饰的 PE 分位数分别为 18.86%、19.71%, 估值水平较低, 但两个行业均处于地产链下游, 受房地产销售端影响较大, 2023 年以来, 房地产销售行情总体较低迷, 随着房地产政策调整优化, 局部城市行情或短暂爆发, 有望刺激建筑装饰、家用电器行业上涨。如表 4 所示。

表 4. 房地产行业 PE (TTM) 及其分位数

证券简称	PE(TTM)						证券简称	PE 估值分位数(%) (2010 年以来)					
	3 月底	4 月底	5 月底	6 月底	7 月底	8 月		3 月底	4 月底	5 月底	6 月底	7 月底	8 月
钢铁	17.88	19.49	22.51	23.13	25.26	24.30	钢铁	42.14	45.66	54.76	56.97	64.87	61.83
建筑材料	16.94	17.47	17.96	18.15	20.02	18.85	建筑材料	43.00	45.95	48.34	49.35	54.40	51.18
建筑装饰	9.76	11.23	9.81	9.65	10.27	9.77	建筑装饰	19.53	42.42	20.90	17.04	29.11	19.71
机械设备	31.60	30.02	29.89	32.06	31.36	29.87	机械设备	61.90	52.09	51.18	63.60	60.59	51.00
房地产	13.97	14.36	13.82	13.88	16.17	15.62	房地产	50.62	53.51	49.14	49.89	65.02	60.65
家用电器	14.50	14.63	13.33	14.83	14.70	13.86	家用电器	29.48	31.81	14.96	34.79	32.91	19.86
轻工制造	31.09	28.30	29.19	30.15	31.61	30.11	轻工制造	43.42	35.00	36.96	40.18	45.27	40.06

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 注: 更新至 8 月 11 日

四、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律, 但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势, 所以报告结论有可能无法正确预测市场发展, 报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现, 文中观点仅供参考, 不构成投资建议。

插图目录

图 1. 居民部门贷款情况.....	3
图 2. 企业部门贷款情况.....	3
图 3. 社会融资规模.....	3
图 4. M1-M2 同比.....	4
图 5. 社会融资规模存量-M2 同比.....	4
图 6. PPI 同比及环比.....	4
图 7. 上游采矿行业 PPI 同比.....	5
图 8. 中游材料行业 PPI 同比.....	5
图 9. 国际市场油价走势.....	5
图 10. 工业金属价格走势.....	5
图 11. 中游制造行业 PPI 同比.....	6
图 12. 下游消费行业 PPI 同比.....	6
图 13. 2023 年以来 TMT 板块累计涨跌幅.....	6
图 14. 公募基金二季报各行业增减持情况.....	7
图 15. 2023 年 8 月消费行业纷纷回调.....	8
图 16. 2023 年 1-8 月消费行业多数下跌（截至 8 月 11 日）.....	8
图 17. 中特估指数、能源、金融板块涨跌行情（截至 2023 年 8 月 11 日）.....	9
图 18. 地产链板块涨跌行情（截至 2023 年 8 月 11 日）.....	10

表格目录

表 1. TMT 行业 PE (TTM) 及其分位数.....	7
表 2. 消费行业 PE (TTM) 及其分位数.....	8
表 3. 中特估指数、能源、金融等 PE (TTM) 及其分位数.....	10
表 4. 房地产行业 PE (TTM) 及其分位数.....	11

分析师简介及承诺

分析师：杨超，清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn