

2023年09月10日

## CPI同比由负转正——8月通胀数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**事件：**8月CPI同比0.1%，预期0.2%，前值-0.3%；PPI同比-3.0%，预期-2.9%，前值-4.4%。

### ● 食品价格回升带动CPI环比涨幅扩大

8月CPI同比由负转正，较前值回升0.4个百分点至0.1%，环比涨幅扩大，较前值回升0.1个百分点至0.3%。

#### (1) 食品项：鲜菜、猪肉价格带动食品项环比由负转正

8月食品项环比由负转正，较前值扩大1.5个百分点至0.5%。蔬菜方面，极端天气影响蔬菜生产运输，蔬菜价格回升，往后看，9月蔬菜生产运输或将恢复平稳，蔬菜价格上涨或有所减缓。猪肉方面，受台风暴雨天气影响，猪头价格有所回升；往后看，极端天气影响消退，供给逐渐恢复，预计年内猪肉价格仍将处于低位区间。

#### (2) 非食品项：服务与实物价格带动非食品项环比涨幅收窄

8月CPI非食品项环比涨幅收窄，较前值回落0.3个百分点至0.2%。环比涨幅较前值明显上行的行业有交通工具用燃料等；环比涨幅较前值明显下降的行业有旅游、家用器具等。季节性上看，明显高于季节性的分项有交通工具用燃料、旅游、鞋类等；明显低于季节性的分项有酒类、家用器具、通信工具等。需要指出的是，8月旅游价格环比高于季节性而家用器具、通信工具价格环比低于季节性，或反映假期服务消费较为稳健而实物消费仍有待提振。

#### (3) 核心CPI同比持平，环比回落

8月核心CPI同比与前值持平，为0.8%，环比较前值回落0.5个百分点至0%。结合服务CPI环比、服务业PMI、中国企业经营状况指数较前值均回落来看，8月中小企业与服务业恢复节奏有所放缓。需要指出的是，核心CPI环比与服务CPI环比在7月高于季节性后，8月再次低于季节性，反映居民消费仍缺乏韧性，消费信心有待进一步提振。

### ● PPI同环比均回升，大宗商品价格涨多跌少

8月PPI同比降幅较前值收窄1.4个百分点至-3.0%，环比由负转正，回升0.4个百分点至0.2%。

#### (1) 多重复合指标显示，上游成本回升较快，价格传导仍存梗阻

CPI-PPI同比剪刀差收窄，PPI生活资料-生产资料同比增速差收窄，PPI-PPIRM同比增速差收窄，上游的采掘工业、原材料工业、加工工业同比较前值回升，下游产品同比涨跌分化。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游原材料成本回升较快而下游消费品价格涨跌分化，价格传导仍有梗阻。据我们测算的价格传导指数（CTIC指数）来看，截至7月价格传导较好的行业有金属制品、专用设备制造、电气机械及器材制造、计算机与电子通信、仪器仪表、农副食品加工、纺织、木材加工、造纸、橡胶和塑料制品、汽车制造。

#### (2) 39个工业行业看，供给约束叠加政策利好，大宗商品价格涨多跌少

能源方面，沙特、俄罗斯减产延续，带动国内石油链产品价格环比回升；海外天然气煤炭价格上涨，带动PPI煤炭开采和洗选业环比降幅收窄。金属方面，国内稳地产稳增长政策提振市场情绪，黑色、有色价格震荡偏强运行，地产施工端复苏速度较慢，非金属矿价格环比下行。

### ● 预计9月CPI同比回落、PPI同比回升

8月CPI同环比回升主要由鲜菜猪肉等食品价格带动，而核心CPI表现仍较为平淡，9-10月同期基数仍较高。预计9月CPI环比为0.2%左右，同比回落至0%左右，四季度或将再次由负转正，全年平均同比在0%-1%之间；预计9月PPI环比继续回升，且后续同比降幅或因基数效应与大宗商品价格环比回升而持续收窄，全年平均同比在-3%至-2%之间。中长期看，随着国内稳地产稳增长相关政策见效，或将提振商品及相关原材料消费需求，有望加速CPI、PPI回升节奏。

### ● 风险提示：政策变化超预期。

### 相关研究报告

《价格仍是拖累出口增长的主要原因——8月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.9.8

《百年变局与中国经济的转型之路—宏观深度报告》-2023.9.5

《百年变局与中国经济的转型之路—宏观深度报告》-2023.9.5

## 目 录

1、 食品价格回升带动 CPI 环比涨幅扩大 .....	3
1.1、 食品项：鲜菜、猪肉价格带动食品项环比由负转正 .....	3
1.2、 非食品项：服务与实物价格带动非食品项环比涨幅收窄 .....	4
1.3、 核心 CPI 同比持平，环比回落 .....	4
2、 PPI 同环比均回升，大宗商品价格涨多跌少 .....	5
2.1、 多重复合指标显示，上游成本回升较快，价格传导仍存梗阻 .....	5
2.2、 供给约束叠加政策利好，大宗商品价格涨多跌少 .....	5
3、 后续通胀预测：9 月 CPI 同比回落、PPI 同比回升 .....	7
3.1、 CPI 预测：预计 9 月 CPI 同比回落，四季度由负转正 .....	7
3.2、 PPI 预测：预计 PPI 同比降幅收窄 .....	7
3.3、 预计后续稳增长政策将加速 CPI、PPI 回升节奏 .....	7
4、 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1： 2023 年 8 月 CPI 同比回升 .....	3
图 2： 2023 年 8 月食品 CPI 环比由负转正 .....	3
图 3： 2023 年 8 月旅游 CPI 环比涨幅收窄 .....	4
图 4： 2023 年 8 月交通工具用燃料、旅游 CPI 环比好于季节性 .....	4
图 5： 2023 年 8 月核心 CPI 同比回落，服务 CPI 同比回升 .....	5
图 6： 2023 年 8 月 BCI 指数环比回落 .....	5
图 7： 截至 2023 年 7 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数 .....	6
图 8： 2022 年基数回落，PPI 同比回升 .....	7
图 9： PPI 重点工业品价格涨多跌少 .....	7
图 10： CPI 和 PPI 预测 .....	8
图 11： CPI-PPI 预测 .....	8



事件：8月CPI同比0.1%，预期0.2%，前值-0.3%；PPI同比-3.0%，预期-2.9%，前值-4.4%。

## 1、食品价格回升带动CPI环比涨幅扩大

8月CPI同比由负转正，较前值回升0.4个百分点至0.1%，环比涨幅扩大，较前值回升0.1个百分点至0.3%。CPI数据显示猪肉、鲜菜等价格带动食品项环比由负转正，旅游、家用器具价格回落带动非食品项环比涨幅收窄。核心CPI环比与服务CPI环比在7月高于季节性（指疫情前2016-2019年同期均值，下同）后，8月再次低于季节性，反映居民消费仍缺乏韧性，消费信心有待进一步提振。

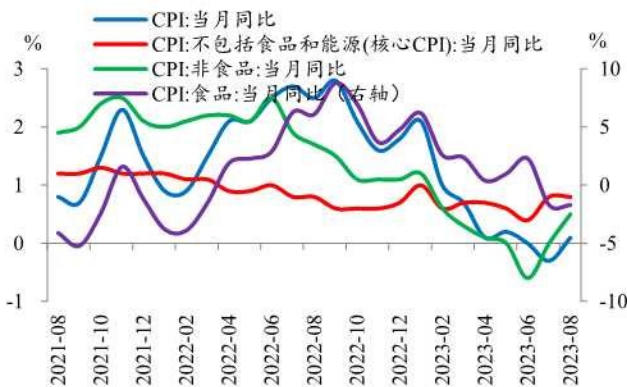
### 1.1、食品项：鲜菜、猪肉价格带动食品项环比由负转正

8月食品项环比由负转正，较前值扩大1.5个百分点至0.5%。鲜果价格环比降幅收窄，鲜菜、蛋类价格环比由负转正，猪肉价格环比涨幅扩大。

蔬菜方面，极端天气影响蔬菜生产运输，蔬菜价格回升，8月CPI鲜菜环比由负转正，较前值回升2.1个百分点至0.2%。往后看，9月极端天气减少，蔬菜生产运输或将恢复平稳，蔬菜价格上涨或有所减缓。高频指标看，截至9月8日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比回升4.4%。

猪肉方面，受台风暴雨天气影响，短期内猪肉供不应求，猪肉价格有所上行，8月CPI猪肉环比较前值回升11.4个百分点至11.4%。往后看，长期看，能繁存栏量高位难降，下半年猪肉整体供给充足，猪价上涨缺乏长期驱动力；短期看，极端天气影响消退，供给逐渐恢复，猪价仍有下行压力。总体看，预计年内猪肉价格仍将处于低位区间。

图1：2023年8月CPI同比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年8月食品CPI环比由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

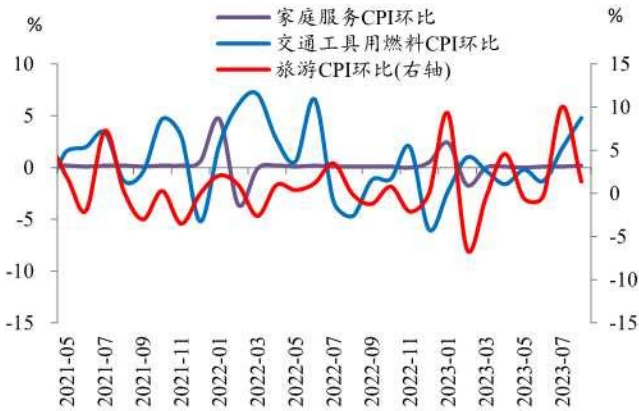
### 1.2、非食品项：服务与实物价格带动非食品项环比涨幅收窄

8月CPI非食品项环比涨幅收窄，较前值回落0.3个百分点至0.2%。分项看，环比回落主要源于旅游、家用器具价格环比回落。

(1) 与前值相比，环比涨幅明显上行的行业有交通工具用燃料（环比涨幅扩大，较前值上升2.9个百分点至4.8%）等。涨幅较前值明显下降的行业有旅游（环比涨幅收窄，较前值下降8.7个百分点至1.4%）、家用器具（环比由正转负，较前值下降1.5个百分点至-0.6%）等。

(2) 与环比的季节性规律相比，明显高于季节性的分项有交通工具用燃料、旅游等。明显低于季节性的分项有酒类、家用器具、通信工具等。需要指出的是，8月服务价格与实物价格出现分化，旅游价格环比高于季节性而家用器具、通信工具价格环比低于季节性，或反映假期服务消费较为稳健而实物消费仍有待提振。

图3：2023年8月旅游CPI环比涨幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023年8月交通工具用燃料、旅游CPI环比好于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

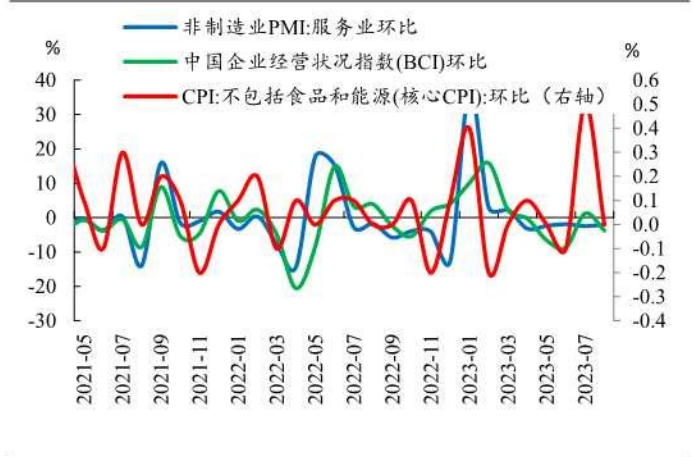
### 1.3、核心CPI同比持平，环比回落

8月剔除食品和能源的核心CPI同比与前值持平，为0.8%，环比较前值回落0.5个百分点至0%。结合服务CPI环比较前值回落0.7个百分点至0.1%，服务业PMI较前值回落1个百分点至50.5%，中国企业经营状况指数较前值回落1.9个点至49点来看，8月中小企业与服务业恢复节奏有所放缓。需要指出的是，核心CPI环比与服务CPI环比在7月高于季节性后，8月再次低于季节性，反映居民消费仍缺乏韧性，消费信心有待进一步提振。



**图5：2023年8月核心CPI同比回落，服务CPI同比回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2023年8月BCI指数环比回落**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、PPI 同环比均回升，大宗商品价格涨多跌少

8月PPI同比降幅较前值收窄1.4个百分点至-3.0%，环比由负转正，回升0.4个百分点至0.2%。

### 2.1、多重复合指标显示，上游成本回升较快，价格传导仍存梗阻

(1) 8月CPI-PPI同比剪刀差收窄，较前值下降1个百分点至3.1%，PPI生活资料-生产资料同比增速差较前值收窄1.6个百分点至3.5%；PPI-PPIRM同比增速差较前值收窄0.1个百分点至1.6%；同时，受2022年同期高基数回落影响，上游的采掘工业、原材料工业、加工工业同比较前值回升，且更接近原料端的采掘工业与原材料工业回升幅度更大，下游产品同比涨跌分化，食品与耐用消费品同比回升而衣着与日用品同比回落。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游原材料成本回升较快而下游消费品价格涨跌分化，价格传导仍有梗阻。

(2) 根据我们测算的价格传导指数（CTIC 指数）来看，中下游行业价格传导整体有所改善。截至7月，价格传导较好的行业有金属制品、专用设备制造、电气机械及器材制造、计算机与电子通信、仪器仪表、农副食品加工、纺织、木材加工、造纸、橡胶和塑料制品、汽车制造。其余中下游行业价格传导仍然存在一定梗阻。

### 2.2、供给约束叠加政策利好，大宗商品价格涨多跌少

(1) 能源方面，沙特、俄罗斯减产延续，带动国内石油链产品价格环比回升；海外天然气煤炭价格上涨，带动PPI煤炭开采和洗选业环比降幅收窄。

沙特、俄罗斯减产延续，原油价格继续上涨，8月布伦特原油期货价格环比上涨5.9%，WTI原油期货环比上涨7.2%，带动国内石油链产品价格上升。PPI石油和天然气开采业环比较前值回升1.4个百分点至5.6%，石油加工、化学制品、化学纤维等石油链产品价格环比均明显回升。

煤炭价格环比降幅收窄。动力煤方面，海外天然气煤炭价格上涨带动国内煤炭价格，同时港口去库显著，预计未来需求仍有支撑，价格上涨或仍将延续。总体看，

8月PPI煤炭开采和洗选业环比降幅较前值收窄1.2个百分点至-0.8%。

(2) 金属方面，国内稳地产稳增长政策提振市场情绪，黑色、有色价格震荡偏强运行，地产施工端复苏速度较慢，非金属矿价格环比下行。

黑色方面，国内稳地产稳增长政策提振市场情绪，螺纹钢价格震荡上行，PPI黑色金属矿采选业环比涨幅收窄，较前值回落0.3个百分点至0.9%，PPI黑色金属冶炼及压延加工业环比较前值回升0.2个百分点至0.1%。

有色方面，国内地产政策调整提振有色市场，有色价格震荡偏强运行，国际铜月均期货价环比上升0.3%，铝月均期货价环比回升2%，PPI有色金属矿采选业环比涨幅较前值上升0.5个百分点至1.0%，PPI有色金属冶炼及压延加工业环比较前值持平，为0.4%。

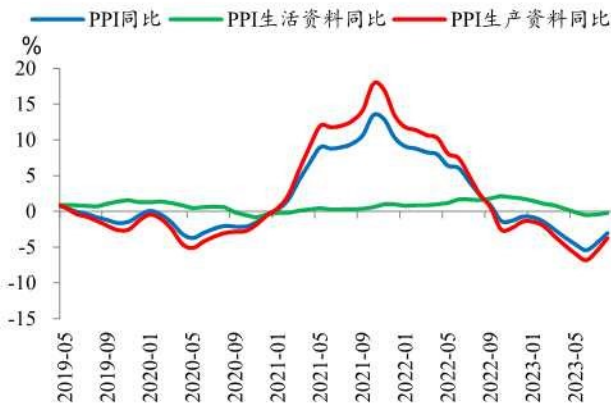
非金属矿方面，政策尚未传导至地产施工端，8月水泥价格延续回落，带动PPI非金属矿物制品业环比下降1.2%。

图7：截至2023年7月行业细项CTIC在历史上的分位数

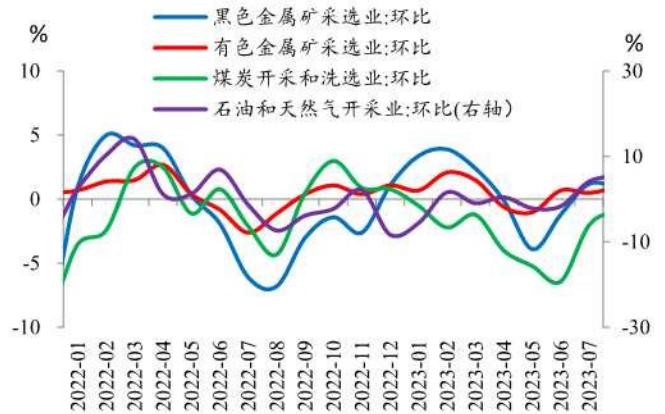
历史分位数 (2003年以来)	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	趋势图
<b>上游</b>															
煤炭开采和洗选产品	70.60%	73.30%	76.70%	84.40%	77.80%	65.00%	26.50%	2.40%	2.40%	19.60%	42.40%	44.70%	52.60%	62.00%	
石油和天然气开采产品	87.20%	88.50%	92.40%	95.70%	98.30%	99.50%	0.40%	1.60%	44.40%	83.10%	73.40%	70.70%	73.20%	71.70%	
黑色金属矿采选产品	1.40%	94.10%	88.40%	87.10%	81.60%	80.50%	91.70%	85.10%	68.00%	51.30%	46.70%	47.40%	37.90%	32.50%	
有色金属矿采选产品	44.70%	42.60%	42.00%	44.20%	87.30%	94.40%	90.40%	95.90%	98.60%	6.50%	25.90%	32.00%	27.80%	23.70%	
非金属矿采选产品	48.00%	57.60%	67.00%	87.80%	96.80%	97.90%	95.00%	98.10%	2.40%	5.30%	7.70%	13.80%	20.20%	29.80%	
石油、煤炭及其他燃料加工业	51.40%	53.80%	48.50%	43.60%	32.20%	35.00%	73.80%	95.40%	4.50%	22.10%	60.00%	73.10%	72.40%	77.00%	
化学原料及化学制品制造业	25.30%	22.00%	7.20%	5.70%	98.50%	93.00%	97.20%	90.50%	89.30%	80.20%	75.30%	74.30%	72.10%	72.50%	
化学纤维制造业	11.90%	11.70%	8.60%	28.50%	47.80%	70.80%	73.90%	62.10%	16.00%	18.40%	10.30%	12.80%	15.10%	15.00%	
非金属矿物制品业	34.80%	36.40%	35.40%	3.30%	97.40%	97.50%	97.90%	97.10%	96.70%	93.00%	84.80%	82.50%	80.10%	81.80%	
黑色金属冶炼及压延加工业	5.90%	95.50%	91.30%	92.80%	92.90%	94.40%	95.80%	93.20%	92.00%	67.10%	62.30%	60.20%	51.80%	51.20%	
有色金属冶炼及压延加工业	14.90%	10.20%	4.30%	95.70%	91.50%	91.60%	93.10%	90.50%	89.30%	84.20%	80.50%	71.70%	69.60%	62.50%	
废弃资源和废旧材料回收加工业	47.90%	0.40%	95.30%	90.60%	81.30%	77.30%	78.80%	75.60%	73.00%	68.60%	63.30%	61.70%	56.90%	51.70%	
电力、热力生产和供应	84.20%	86.40%	93.60%	96.20%	97.90%	97.00%	95.80%	93.80%	94.60%	0.80%	7.30%	8.50%	13.70%	11.20%	
燃气生产和供应	77.80%	80.50%	82.20%	82.30%	89.50%	90.80%	82.10%	95.00%	0.40%	12.70%	16.30%	24.70%	30.30%	30.20%	
水的生产和供应	32.70%	34.70%	38.80%	39.40%	41.40%	47.50%	69.20%	16.90%	23.00%	28.20%	28.50%	28.80%	29.10%	28.60%	
<b>中游</b>															
金属制品	95.70%	3.30%	16.00%	23.90%	29.20%	52.50%	71.30%	74.70%	81.80%	77.00%	73.40%	69.90%	71.60%	87.90%	
通用设备制造业	83.40%	96.00%	11.60%	16.10%	20.60%	20.40%	22.50%	29.80%	25.90%	23.50%	22.60%	31.80%	32.30%	33.50%	
专用设备制造业	88.10%	96.00%	13.90%	18.40%	31.20%	23.40%	27.00%	41.00%	27.40%	41.10%	51.80%	56.50%	59.70%	70.00%	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	96.10%	97.40%	98.70%	7.90%	13.30%	12.00%	5.80%	9.90%	13.10%	22.90%	29.70%	32.90%	37.60%	39.10%	
电气机械及器材制造业	80.40%	86.80%	97.80%	1.20%	5.00%	4.10%	2.90%	6.10%	9.00%	11.40%	14.20%	24.70%	40.80%	71.70%	
计算机、通信和其他电子设备制造业	25.10%	20.30%	5.00%	0.40%	92.80%	78.30%	74.20%	2.80%	30.00%	20.90%	28.50%	40.60%	42.90%	44.70%	
仪器仪表	88.00%	90.20%	94.00%	99.50%	1.20%	0.40%	99.50%	2.00%	4.90%	5.70%	9.30%	14.60%	27.50%	62.50%	
其他制造业	57.30%	61.70%	88.70%	99.00%	4.60%	9.20%	7.30%	13.30%	15.90%	25.00%	30.30%	36.40%	41.70%	43.30%	
金属制品、机械和设备修理服务	77.90%	91.40%	95.30%	2.30%	12.20%	9.80%	5.20%	8.20%	13.30%	16.90%	20.40%	22.40%	23.00%	22.80%	
<b>下游</b>															
农副食品加工业	53.70%	57.30%	60.80%	62.80%	67.60%	69.40%	68.40%	70.20%	73.30%	84.20%	97.40%	23.00%	41.70%	48.70%	
食品制造业	50.70%	46.50%	43.40%	38.50%	36.60%	33.30%	26.00%	21.60%	1.30%	1.30%	98.70%	52.50%	39.20%	35.00%	
酒、饮料和精制茶制造业	23.80%	17.60%	39.10%	44.20%	63.30%	75.00%	78.00%	87.80%	90.60%	1.30%	3.80%	6.40%	7.50%	7.50%	
烟草制品	61.10%	64.70%	71.00%	71.40%	77.40%	4.10%	12.30%	2.70%	6.60%	14.40%	16.80%	20.50%	21.50%	10.00%	
纺织业	68.00%	70.70%	72.50%	47.40%	36.80%	73.30%	86.70%	90.00%	92.50%	83.10%	83.60%	78.00%	68.80%	68.90%	
纺织服装服饰业	70.10%	76.40%	89.80%	94.20%	98.50%	4.10%	4.10%	8.10%	9.30%	9.20%	7.70%	12.80%	15.10%	12.50%	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	47.70%	50.00%	68.10%	74.20%	77.40%	88.80%	89.00%	90.50%	96.00%	98.60%	3.80%	6.40%	7.50%	7.50%	
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	64.10%	63.20%	78.20%	85.70%	2.80%	41.60%	36.90%	68.90%	80.00%	69.70%	46.40%	44.80%	46.60%	47.50%	
家具	82.00%	83.80%	86.90%	95.70%	4.20%	11.10%	13.80%	17.50%	18.60%	18.40%	22.00%	26.90%	26.50%	23.70%	
造纸和纸制品业	8.90%	14.70%	20.20%	5.70%	16.90%	34.70%	39.70%	35.10%	37.30%	39.40%	48.00%	61.20%	53.10%	58.70%	
印刷和记录媒介复制业	79.10%	79.40%	86.90%	94.20%	2.80%	11.10%	17.80%	37.80%	58.60%	34.20%	33.70%	20.50%	20.20%	30.00%	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	92.50%	92.60%	95.60%	98.50%	21.10%	22.20%	15.00%	18.90%	26.60%	32.80%	35.00%	37.10%	36.70%	23.70%	
医药制造业	49.20%	50.00%	49.20%	55.70%	12.60%	58.30%	54.70%	9.40%	34.60%	44.70%	42.80%	43.50%	35.40%	23.70%	
橡胶和塑料制品业	25.30%	20.50%	11.50%	10.00%	92.90%	94.40%	94.50%	94.50%	92.00%	89.40%	88.30%	83.30%	73.40%	76.20%	
汽车制造业	58.20%	70.50%	33.30%	61.40%	50.70%	63.80%	65.70%	67.50%	72.00%	71.00%	68.80%	67.90%	72.10%	81.20%	

数据来源：Wind、开源证券研究所



**图8：2022年基数回落，PPI同比回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：PPI重点工业品价格涨多跌少**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、后续通胀预测：9月CPI同比回落、PPI同比回升

#### 3.1、CPI预测：预计9月CPI同比回落，四季度由负转正

高频数据看，截至9月8日农产品批发价格200指数较前值略有回升，环比+1.6%，蔬菜与猪肉价格环比均有所回升，未来食品CPI环比或将继续回升；非食品按略等于季节性（2015-2019年同期均值）假设，考虑成品油、猪肉价格9月的调整，初步预测9月CPI环比为0.2%左右，CPI同比下滑至0%左右。再往后，猪价下半年难有大幅上涨，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，非食品消费表现可能与季节性相似，CPI同比或在四季度由负转正，全年平均同比在0%-1%之间。

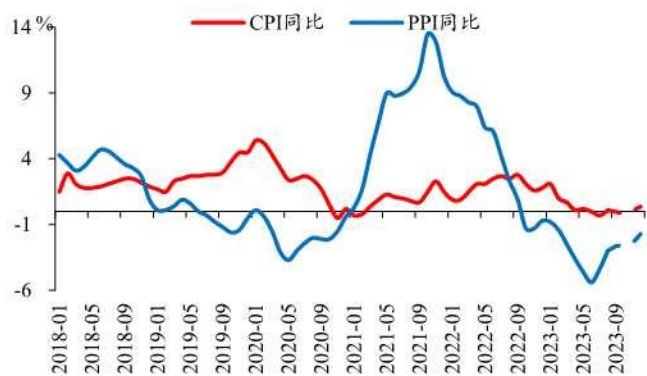
#### 3.2、PPI预测：预计PPI同比降幅收窄

高频数据看，截至9月7日的CRB现货指数平均值环比下降0.2%，截至9月8日的南华工业品指数平均值环比回升5.3%，预计9月PPI环比继续回升，叠加2022年同期基数开始下降，预计PPI同比降幅继续收窄。往后看，受高基数影响，全年PPI同比可能整体处于负增长区间，但后续同比降幅或因基数效应与大宗商品价格环比回升而持续收窄。全年平均同比在-3%至-2%之间。

#### 3.3、预计后续稳增长政策将加速CPI、PPI回升节奏

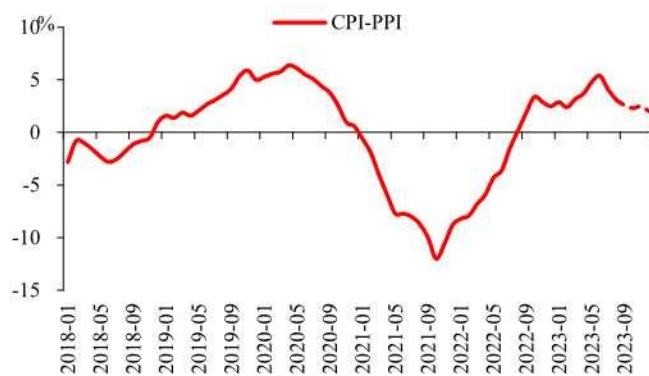
从CPI来看，8月主要由鲜菜猪肉等食品价格带动CPI同环比回升，而核心CPI表现仍较为平淡，9-10月同期基数较高，预计CPI或仍呈阶段性同比负增。从PPI来看，2022年同期基数回落与近期大宗商品价格回暖带动PPI同环比回升，未来整体走势或将持续这一进程。中长期看，随着国内稳地产稳增长相关政策见效，或将提振商品及相关原材料消费需求，有望加速CPI、PPI回升节奏。

图10: CPI和PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: CPI-PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

政策变化超预期。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn