

9月通胀数据点评：库存周期拐点已至



左景冉 分析师

Email: zuojingran@lczq.com

证书: S1320523020001

投资要点:

当前 CPI 同比压力主要集中于食品分项，其中猪价低迷对于数据改善拖累明显。国内 8 月猪价涨幅过快，价格层面对于市场需求改善已实现基本兑现，四季度猪肉价格基数仍将面临新一轮上涨周期，考虑在当前市场环境下猪价尚不具备大幅上涨的基础，其对于 CPI 同比数据拖累年内仍将持续。

CPI 环比数据延续正区间显示消费市场的持续修复，走势与均值数据背离或与本年度双节假期的特殊分布相关。

当前 PPI 环比拉动项仍主要集中于上游原料端，同时在其内部分项产品价格走势也呈现一定程度的分化。9 月国内上游原料走强品类包含两条主线：原油线和地产线。与上述两类商品价格走强相对的是，9 月煤炭类商品环比增速 1.1%，落后于历史均值水平约 1.5 个百分点，可视为年度煤炭类商品弱势表现的延续。

我们在 8 月份 PMI 数据解读报告中提出，“预计 8 月份将为产成品库存拐点”，本月数据公布后进一步得到验证。回溯过去数轮补库周期，其在库存结构优化的同时会伴随企业利润的提升，而工业企业盈利改善，则会进一步形成更强的补库存预期，原材料补库带动价格进一步上涨，三者形成完成闭环带动市场整体向好，对此我们建议应重点把握权益市场中相关企业盈利反转所带来的投资机会。

同时，我们要对本轮库存周期进行提示，虽然判断补库拐点将至，但本轮补库周期上行幅度预计有限。

风险提示：巴以冲突扩大、美联储货币政策超预期、国内经济恢复不及预期等。

相关报告

9月金融数据点评：信贷结构改善，增量政策出台仍有必要

2023.10.16

8月利润数据解读：利润增速由负转正，企业盈利修复超预期

2023.10.13

9月PMI数据解读：制造业PMI重回荣枯线以上

2023.10.09

目 录

1. CPI: 猪价低迷对于数据拖累效应明显	4
2. PPI: 原油系和地产系商品价格上涨	7
3. PPI 角度看库存周期: 拐点验证、高度存疑	10
4. 风险提示	13

图目录

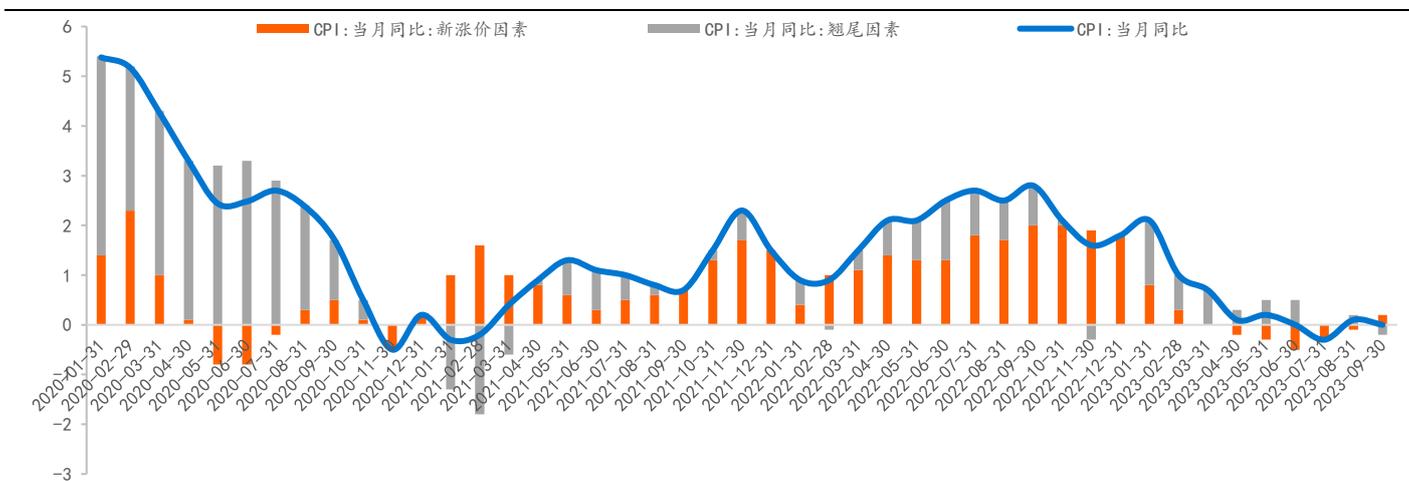
图 1	9 月国内 CPI 同比增速转平 (%)	4
图 2	猪价低迷对 CPI 同比数据拖累明显 (元/千克、%)	5
图 3	9 月 CPI 环比数据走势与历史均值背离 (%)	5
图 4	食品及非食品分项对 CPI 环比数据拉动情况 (%)	6
图 5	9 月肉类 CPI 环比分项增速落后于均值水平 (%)	6
图 6	猪肉价格 8 月快速上涨 (元/公斤、%)	6
图 7	猪粮比价处在历史底部区间 (元/千克)	6
图 8	PPI 同比增速持续收窄 (%)	7
图 9	PPI 环比涨幅扩大 (%)	7
图 10	上游原料端环比价格走势显著分化 (%)	8
图 11	石油和天然气开采分项环比走势与均值增速对比 (%)	8
图 12	9 月国际油价创下年度新高 (美元/桶)	8
图 13	9 月国际原油供需缺口年度首次转负 (百万桶/天)	9
图 14	原油价格对美国通胀水平有重要影响 (美元/桶、%)	9
图 15	下半年国内火力发电量增速大幅放缓 (亿千瓦时、%)	10
图 16	钢铁及有色金属价格初步筑底 (元/吨)	10
图 17	过去六轮库存周期时段划分 (%)	11
图 18	PPI 可视为存货拐点判断的领先指标 (%)	11
图 19	PPI 可视为实际存货拐点判断的领先指标 (%)	11
图 20	补库周期通常伴随企业盈利的改善 (%)	12
图 21	回补库存幅度与国内地产投资增速高度相关 (%)	13
图 22	库存周期与出口表现有较强相关性 (%)	13

2023年10月13日，国家统计局公布9月国内通胀数据，CPI¹同比持平，前值0.1%，预测值0.2%，涨幅略低于市场预期，环比上涨0.2%，前值0.3%；PPI²同比增速-2.5%，前值-3%，预测值-2.4%，环比增速0.4%，前值0.2%。

1. CPI: 猪价低迷对于数据拖累效应明显

9月国内CPI同比持平，涨幅较上月略有放缓。CPI同比由升转平，涨幅略低于市场预期，其中翘尾因素影响再度对CPI形成拖累，负面拉动效应0.2个百分点。与之相对的是，新涨价因素在连续6个月处在负增长区间后，本月再度实现转正。目前国内市场问题主要集中于需求端，新涨价因素负增长区间时长超过2020年新冠疫情爆发期间，为近年来的新高，其拉动效应转正显示当前集中推出的稳经济、促消费政策初见成效，内需市场已经进入修复区间，考虑2022年CPI基数高点已于年中度过，未来同比数据有望逐步企稳回升。

图1 9月国内CPI同比增速转平(%)



资料来源：iFind，联储证券研究院

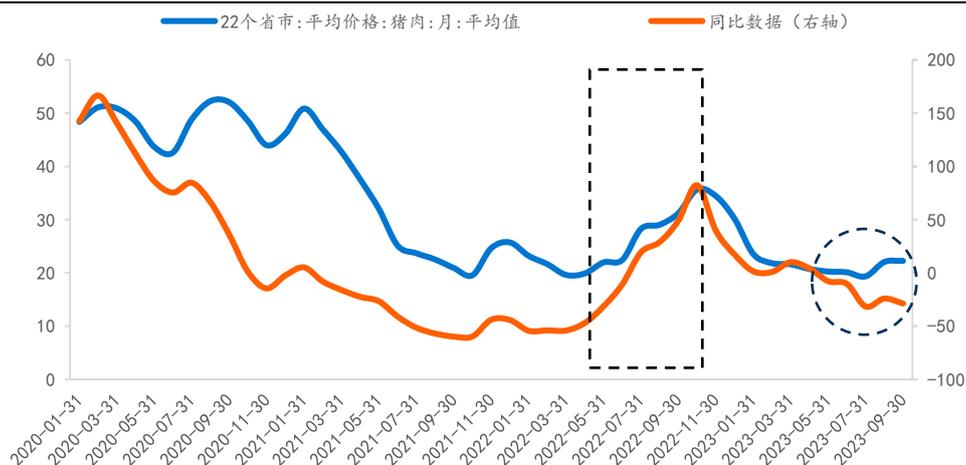
当前CPI同比压力主要集中于食品分项，其中猪价低迷对于数据改善拖累明显。2022年全年国内猪价持续处在上行区间，尤其在三、四季度存在两轮快速上涨周期。进入2023年后，猪价的持续走弱对CPI同比数据形成显著拖累，8月、9月猪价同比降幅为-24.1%、-28.68%。

我们认为，国内8月猪价涨幅过快，价格层面对于市场需求改善已实现基本兑现，四季度猪肉价格基数仍将面临新一轮上涨周期，考虑在当前市场环境下猪价尚不具备大幅上涨的基础，其对于CPI同比数据拖累年内仍将持续。

¹ 2023年9月份居民消费价格同比持平 环比上涨0.2% - 国家统计局 ([stats.gov.cn](https://www.stats.gov.cn))

² 2023年9月份工业生产者出厂价格同比下降2.5% 环比上涨0.4% - 国家统计局 ([stats.gov.cn](https://www.stats.gov.cn))

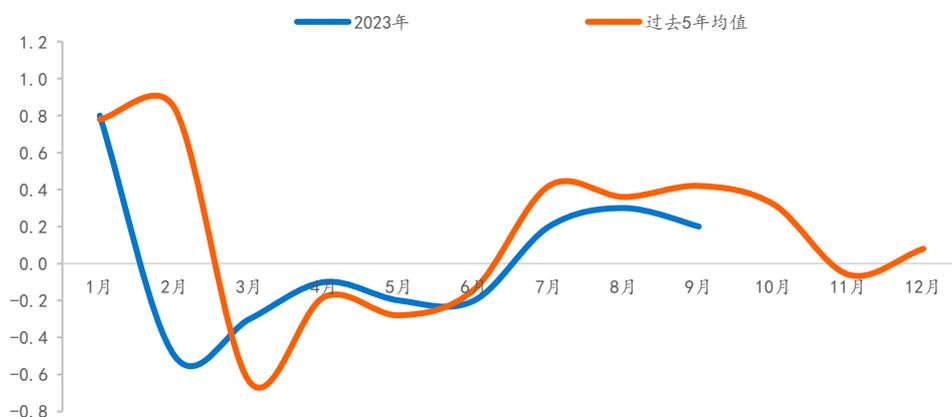
图2 猪价低迷对CPI同比数据拖累明显(元/千克、%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

9月国内CPI环比增速0.2%，涨幅较前值收窄0.1个百分点，走势与历史均值相比有所背离。我们认为，环比数据延续正区间显示消费市场的持续修复，走势背离与本年度双节假期的特殊分布相关。2023年9月前后为暑期消费季及中秋国庆黄金周，两时段消费需求的集中释放客观上对本月环比数据形成部分压制，考虑国庆假期时段分布主要集中于10月，且本年为疫情政策修复后的首年，参考5月假期消费需求修复式增长模式，预计下月CPI环比数据表现将较为亮眼。

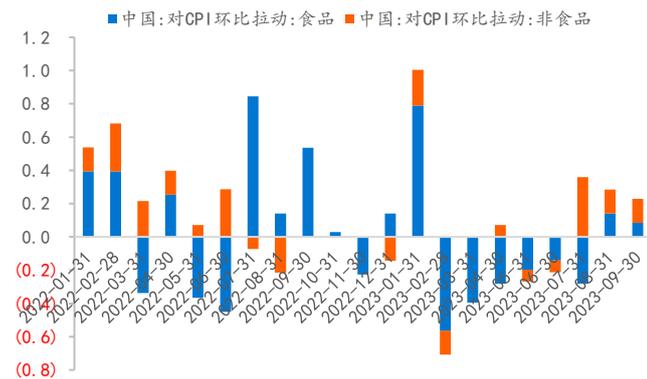
图3 9月CPI环比数据走势与历史均值背离(%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

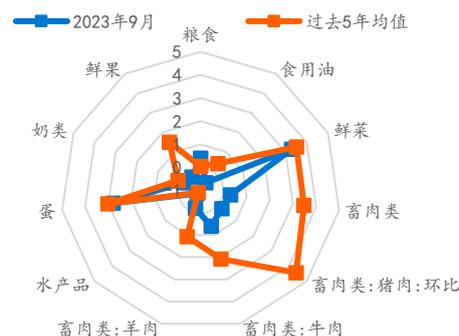
分项来看，9月食品分项及非食品分项均对环比数据实现正向拉动。其中食品价格环比上涨0.3%，相较前值回落0.2个百分点，对CPI正向拉动约为0.08%。同历史均值水平相比，多数分项表现符合周期，其中鲜菜、鲜果、蛋类、粮食、水产品环比增速分别为3.3%、-0.3%、2.8%、0.4%、-0.8%。

图4 食品及非食品分项对CPI环比数据拉动情况(%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

图5 9月肉类CPI环比分项增速落后于均值水平(%)

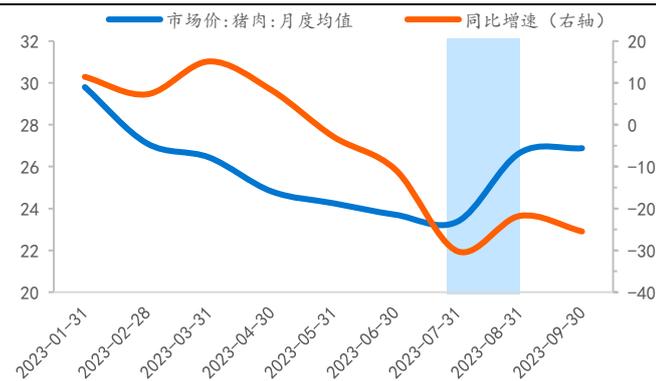


资料来源: iFind, 联储证券研究院

与均值分化主要分项为肉类产品，其中猪肉分项环比增速差异最为明显，对于猪肉价格走势，我们的观点包含以下几点：

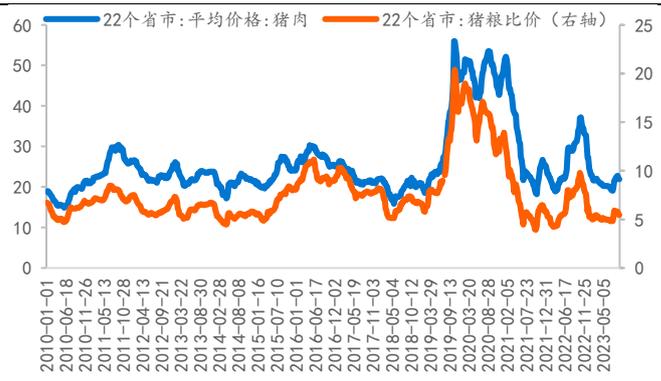
- 第一， 畜肉中主要权重项猪肉价格 2022 年持续扩张区间，导致 2023 年产能严重过剩，猪肉价格持续低位震荡，猪粮比价跌至历史波动区间的底部位置。
- 第二， 8 月经过中央两轮收储工作推进，部分缓解市场供给端压力，同时叠加需求端负面影响逐步修复，相关产品价格或将迎来集中反弹。但我们在 8 月通胀解读报告中做出过判断“短期其增速过快，且当前市场供给尚属宽裕，不排除 9 月增速将略有放缓”，本月其市场表现验证我们对猪肉价格走势提出的观点。
- 第三， 四季度猪价修复的根本逻辑并未出现变化，从猪粮比价角度看，目前仍处在历史低位区间，猪价上行仍有较为充足的空间。而四季度是国内传统的猪肉消费旺季，供需两端猪肉价格均有足够支撑，我们判断当前猪价对 8 月上涨周期已实现消化，年内猪肉价格将呈现温和上涨趋势。

图6 猪肉价格 8 月快速上涨(元/公斤、%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

图7 猪粮比价处在历史底部区间(元/千克)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

非食品价格环比上涨 0.2%，涨幅与前值持平，走势符合历史规律。消费品价格环比上涨 0.4%，其中能源价格上涨影响明显，受国际油价走强的影响，国内汽油价格上涨 2.4%，上半年国内原料端持续存在的输入性通缩负面影响得到阶段性缓解。与之相对的是，服务类商品价格表现相对偏弱，环比增长-0.1%，其中受暑期消费季结束的影响，机票、住宿、旅游价格分别下降 12.6%、5.5%和 3.4%，但伴随十月份黄金周消费季纳入统计，服务类价格环比将得到较大幅度改善。

表1 9月国内CPI分项环比增速与均值数据对比(%)

	CPI	食品(28.19%)	非食品(71.81%)	核心CPI	消费品	服务	
2023-09	0.2	0.3	0.2	0.1	0.4	-0.1	
2023-08	0.3	0.5	0.2	0.0	0.4	0.1	
2022-09	0.3	1.9	0.0	0.0	0.6	-0.1	
过去5年均值	0.4	1.5	0.2	0.2	0.7	0.1	
		食品烟酒(28%)					
	粮食(2%)	鲜菜(1.85%)	畜肉类(3.03%)	畜肉类:猪肉(1.25%)	鲜果(2.03)	水产品(2%)	
2023-09	0.4	3.3	0.3	0.2	-0.3	-0.8	
2023-08	0.2	0.2	4.7	11.4	-4.4	-0.2	
2022-09	0.2	6.8	3.0	5.4	1.3	0.8	
过去5年均值	0.0	3.5	3.5	4.4	1.5	-0.9	
	居住(22.12%)	教育文化和娱乐(13.65%)	交通和通信(11.25%)	医疗保健(11.24%)	衣着(6.81%)	生活用品及服务(4.74%)	其他用品和服务(2%)
2023-09	0.0	0.4	0.1	0.1	0.8	0.1	-0.1
2023-08	0.1	0.2	1.0	0.1	-0.1	-0.3	0.0
2022-09	-0.1	0.4	-0.6	0.0	0.8	0.0	-0.3
过去5年均值	0.1	0.5	-0.2	0.1	0.8	0.0	-0.1

资料来源: iFind, 联储证券研究院

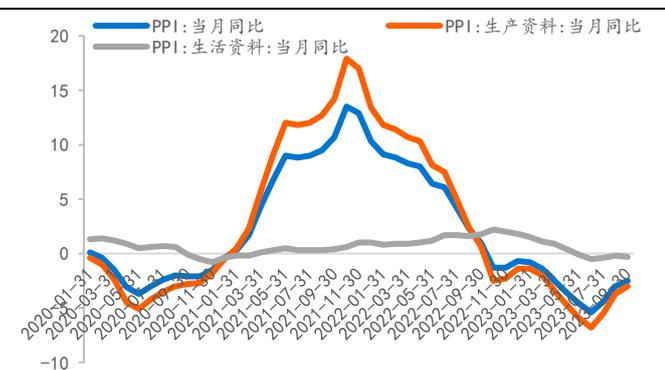
备注: 括号内为各分项权重参考, 由于具体数据国家统计局并未公布, 部分按照同比数据测算

2. PPI: 原油系和地产系商品价格上涨

9月国内PPI同比数据降幅延续收窄趋势, 增速-2.5%, 其中生产资料价格增速-3%, 降幅较前值收窄 0.7 个百分点, 生活资料价格增速-0.3%, 降幅较前值放大 0.1 个百分点。同比数据走势进一步验证我们在7月通胀报告点评中对其所做出的判断, “7月为数据年内低点, 预计未来将实现触底反弹”, 目前, 主导同比数据反弹的影响因素主要有三个: 2022年基数高点已过、国际大宗商品价格反弹、国内部分工业品市场需求改善。

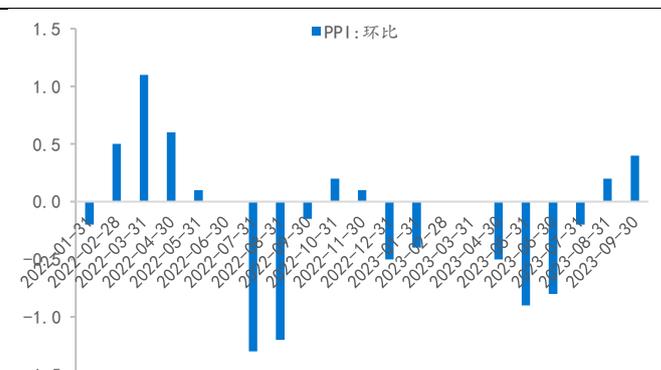
9月PPI环比增幅持续放大, 较前值增长0.2个百分点, 其中, 生产资料价格上涨0.5%, 涨幅扩大0.2个百分点; 生活资料价格上涨0.1%, 涨幅与上月相同。

图8 PPI同比增速持续收窄(%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

图9 PPI环比涨幅扩大(%)



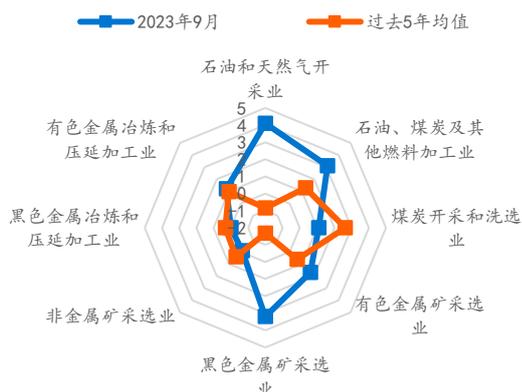
资料来源: iFind, 联储证券研究院

具体来看, 当前PPI环比拉动项仍主要集中于上游原料端, 同时在其内部分项产品价格走势也呈现一定程度的分化。

9月国内上游原料走强品类包含两条主线: 原油线、地产线。

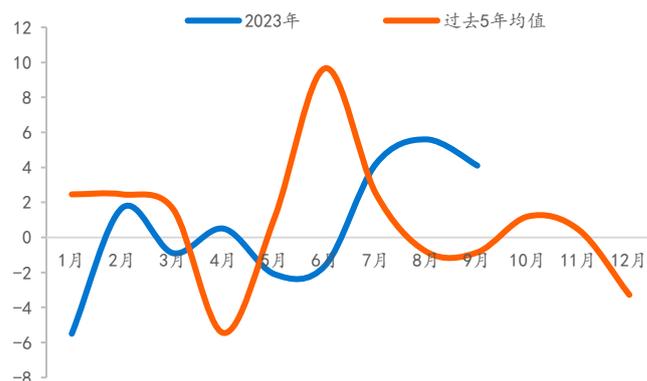
原油系商品价格上涨主要受国际原油价格持续走强的影响, 石油和天然气开采业价格上涨4.1%, 石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨3.1%, 环比增速水平显著强于历史均值水平。

图10 上游原料端环比价格走势显著分化 (%)



资料来源：iFind，联储证券研究院

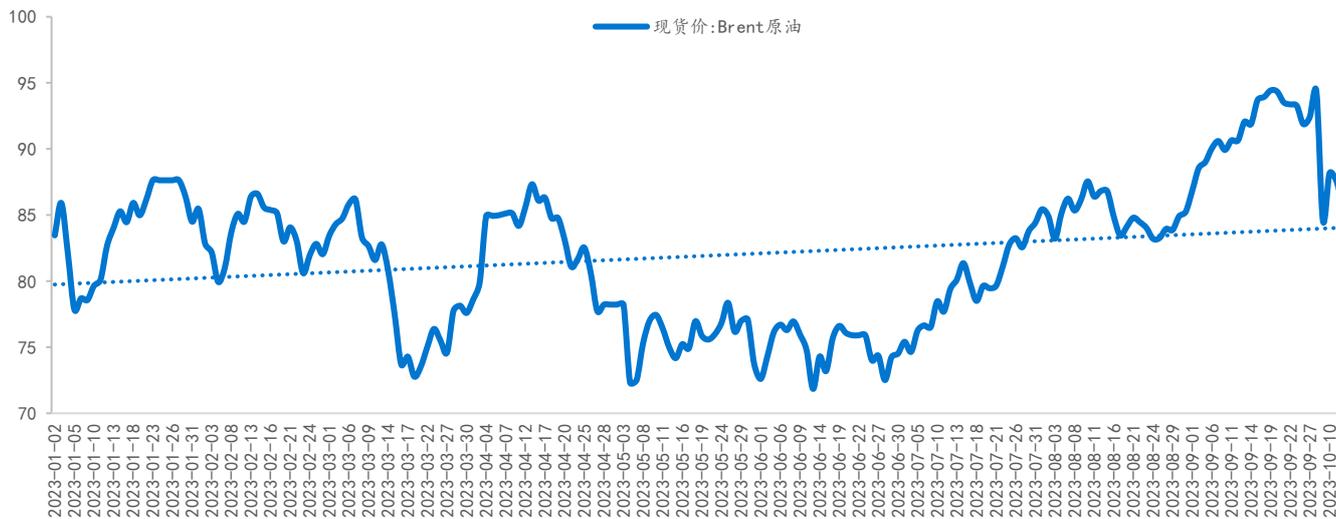
图11 石油和天然气开采分项环比走势与均值增速对比 (%)



资料来源：iFind，联储证券研究院

纵观三季度国际原油价格走势，市场在年中完成了主导逻辑切换。一、二季度原油市场主要由需求端主导，全球主要经济体普遍面临高通胀影响，纷纷大幅回收流动性，对经济修复形成显著抑制，原油市场在3月份、4月份经历两轮较大幅度回调，年中布伦特原油现货价格跌至年度低点 71.84 美元/桶。进入三季度后，原油市场主导逻辑切换至供给端，7月起以沙特、俄罗斯为代表的主要产油国宣布各自限产措施³，9月沙特和俄罗斯再度宣布将该措施期限延长至 2023 年年底⁴。市场对于供给端的担忧推动原油价格6月末开始持续走强，9月末布伦特原油现货价格达到年内高点 94.36 美元/桶。

图12 9月国际油价创下年度新高 (美元/桶)



资料来源：iFind，联储证券研究院

对于原油价格走势，我们观点包含以下几点：

- 第一， 九月原油价格上涨过快，若无事件催化，短期内不具备突破 100 美元/桶能力。十月原油价格快速回调也反映市场对于原油市场的判断，而通过趋势线推测，目前价格基本回落至合理估值区间。
- 第二， 供需基本面对油价提供有力支撑。三季度开始，国际原油供需平衡出现部分反转，主要产油国坚决限产对冲了需求端负面影响。当前两个产油国沙特和

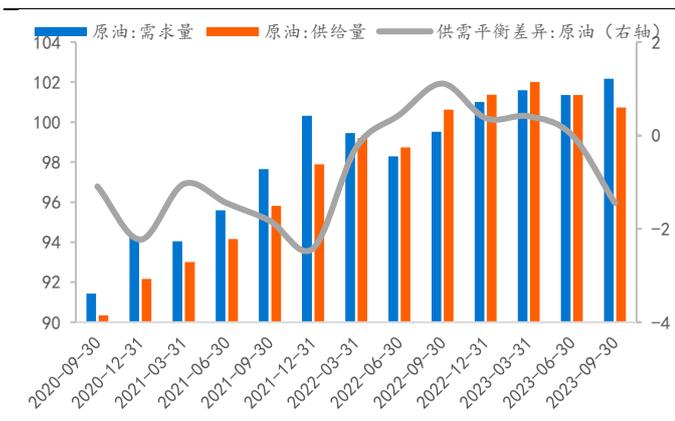
³ https://content-static.cctvnews.cctv.com/snow-book/index.html?item_id=2121625903993783748

⁴ <https://www.stcn.com/article/detail/970971.html>

俄罗斯 9 月相继宣布延长限产政策至年底，供给端紧张局面预计短期内仍将延续，而需求端全球主要经济体已经呈现筑底现象，预计四季度原油价格将维持在当前相对高位区间震荡。

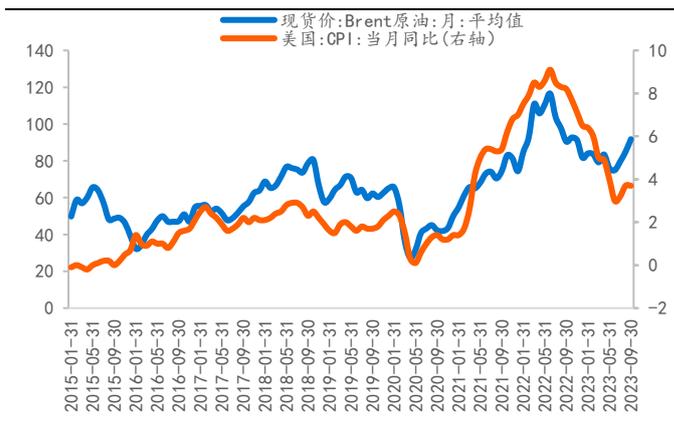
第三，国际原油市场尚存两大主要风险点。一为 10 月爆发的巴以冲突，当前该冲突尚未出现扩大趋势，但需要密切关注其是否会蔓延至周边主要产油国，尤其对当前市场供给主要增量——伊朗的影响；二为美联储货币政策的调整。原油价格对美国通胀水平有着重要影响，原油价格与美国 CPI 同比数据走势呈现较高的相关性，考虑 2024 年为美国大选年，对于抗通胀稳经济两者抉择存在调整的可能，因此需要重点关注四季度两次美联储议息会议的决策。

图13 9月国际原油供需缺口年度首次转负（百万桶/天）



资料来源: iFind, 联储证券研究院

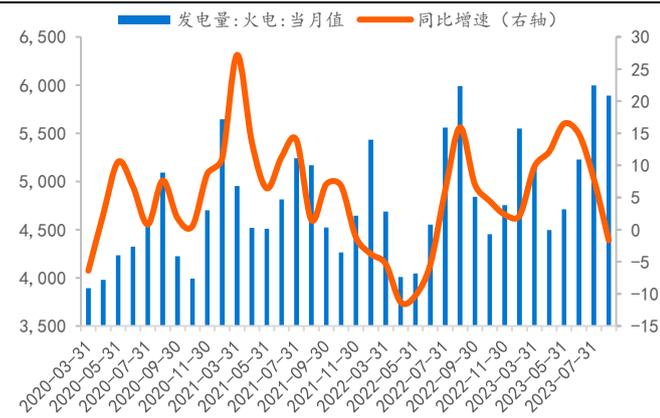
图14 原油价格对美国通胀水平有重要影响（美元/桶、%）



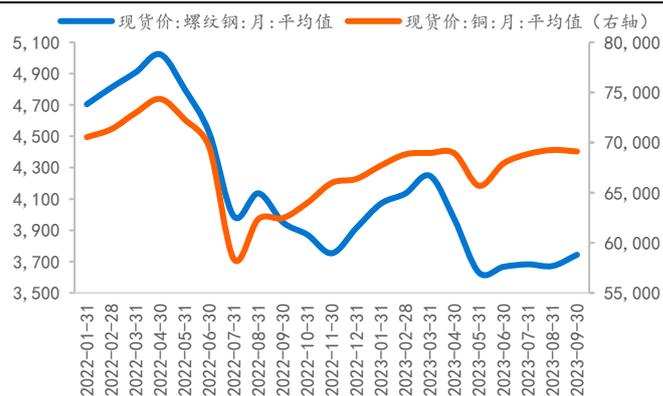
资料来源: iFind, 联储证券研究院

9月份地产类原料商品也实现筑底，但在复苏节奏上，板块内部仍存在一定程度的先后特征。伴随国内地产刺激政策的相继出台，地产类商品价格也在9月份实现筑底，矿产端商品价格反弹明显，黑色金属矿产业、有色金属矿产业环比上涨3.2%、1.7%，涨幅显著优于历史均值。而中游冶炼端价格修复节奏虽落后于矿产端，但环比增速基本实现与均值持平。但当前国内房地产市场修复尚处于初级阶段，相关商品价格反弹持续性仍有限验证，后续需要重点观察刺激政策落地程度。

与上述两类商品价格走强相对的是，9月煤炭类商品环比增速1.1%，落后于历史均值水平约1.5个百分点，可视为年度煤炭类商品弱势表现的延续。从其主要应用场景来看，年中开始国内火力发电量增速开始大幅放缓，8月同比增速年内首次将至负增长区间，但考虑四季度即将进入煤炭消费旺季，北方地区供暖需求将带动相关商品价格走强，预计其价格有望实现筑底。

图15 下半年国内火力发电量增速大幅放缓 (亿千瓦时、%)


资料来源：iFind，联储证券研究院

图16 钢铁及有色金属价格初步筑底 (元/吨)


资料来源：iFind，联储证券研究院

上游产品价格抬升效应开始向中下游进行传导。9月中游制造业商品价格环比增速较上月有小幅上涨，电气机械和交运行业表现较为亮眼。下游消费品行业中，受秋季换装季到来的影响，衣着商品价格较前值有所抬升，食品分项增速不及历史均值水平。

表2 9月PPI各分项环比增速与均值数据对比 (%)

	PPI	生产资料	生活资料	
2023-09	0.4	0.5	0.1	
2023-08	0.2	0.3	0.1	
2022-09	-0.15	-0.24	0.14	
过去5年均值	0.37	0.432	0.128	
	采掘	原料	加工	
2023-09	1.8	1.3	0.1	
2023-08	0.9	1.4	-0.2	
2022-09	-0.83	0.08	-0.34	
过去5年均值	1.274	0.736	0.212	
	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
2023-09	0.2	0.2	0.1	0
2023-08	0.6	-0.2	-0.3	-0.1
2022-09	0.34	0.29	0	0
过去5年均值	0.308	0.078	0.04	-0.06

资料来源：iFind，联储证券研究院

3. PPI 角度看库存周期：拐点验证、高度存疑

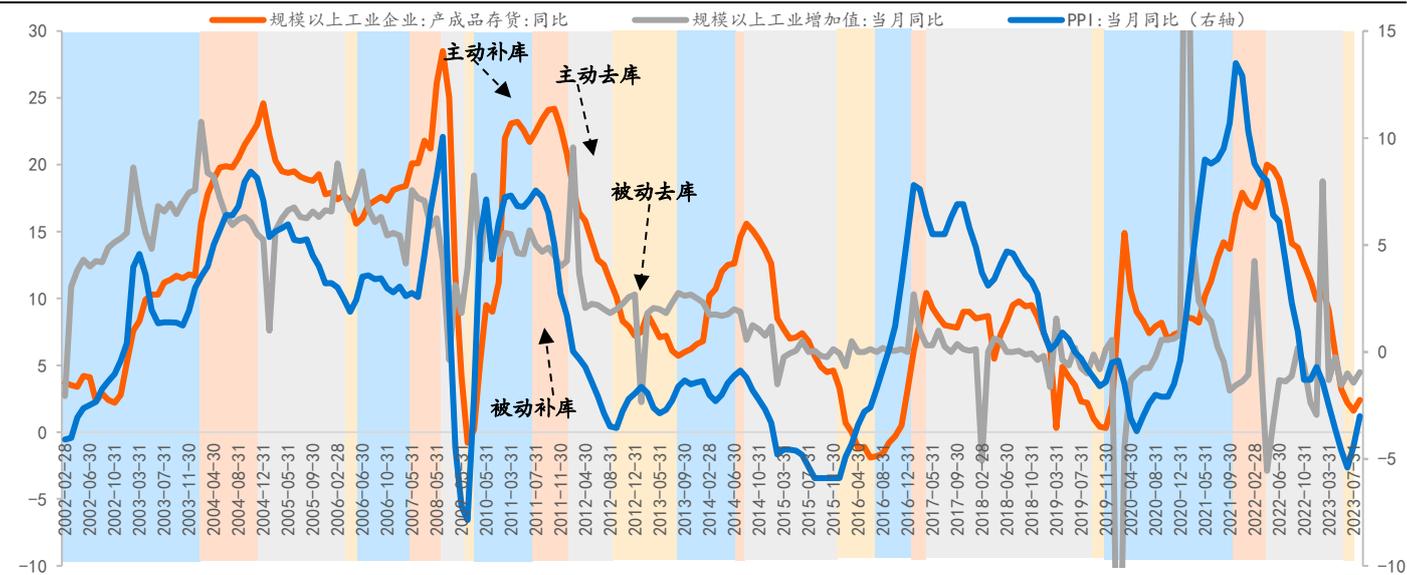
我们在8月份PMI数据解读报告中提出，“预计8月份将为产成品库存拐点”，本月数据公布后进一步得到验证。

一般来说，库存是经济（产出）的滞后指标，因此在经济（产出）出现拐点时，通常是伴随着库存的意愿性改变，而具体的库存变化趋势暂时不会改变。当经济由盛入衰时，库存由主动补库存转向被动补库存。经济由衰转盛时，库存由主动去库存转向被动去库存。

通常来说，库存为经济周期的滞后类指标，在宏观经济拐点出现后，一般伴随着去库存意愿的调整。处在不同的环境中，库存周期的长短不一，我们通常将一轮完整的库存周期划分为主动补库、被动补库、主动去库和被动去库。

其中在被动去库时段，随着产量和库存的持续减少，市场供求格局发生悄然改变，产成品价格开始出现反转，由于产量调整速度一般慢于销售增长，库存将面临被动消耗的局面。随着被动去库周期的结束，市场会进入新一轮补库周期，因此，价格的调整通常会先于补库周期而到来。

图17 过去六轮库存周期时段划分(%)⁵

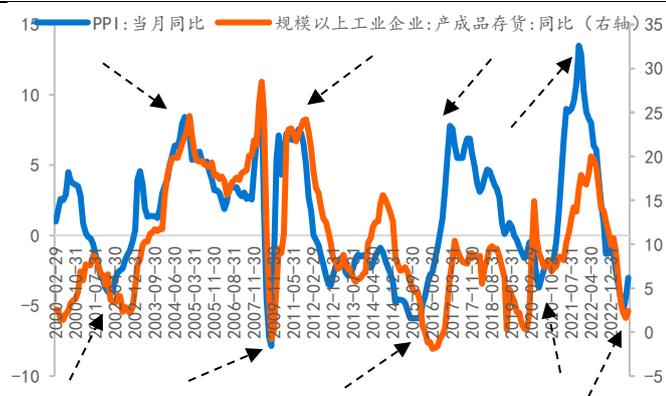


资料来源：iFind，联储证券研究院

注：蓝色段代表主动补库时段、粉色段代表被动补库时段、灰色段代表主动去库时段、黄色段代表被动去库时段

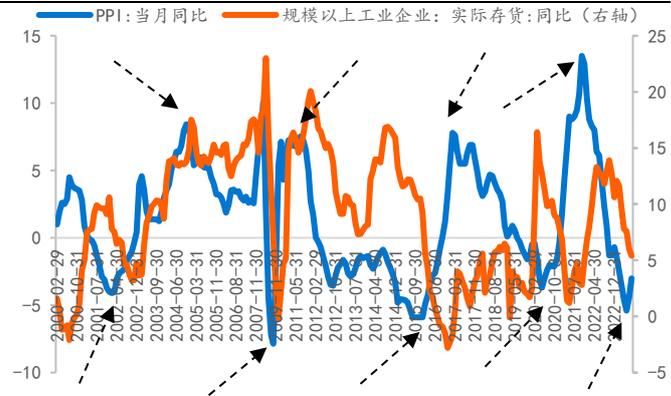
通过上文的描述，我们认为价格的反转可视为补库周期到来的前置指标，因此，我们可以通过PPI数据转向，概率性判断产成品库存以及实际库存拐点的位置，将两者走势进行叠加，我们可以发现PPI同比走势和企业库存周期有很强正相关关系

图18 PPI 可视为存货拐点判断的领先指标 (%)



资料来源：iFind，联储证券研究院

图19 PPI 可视为实际存货⁶拐点判断的领先指标 (%)



资料来源：iFind，联储证券研究院

我们选取2002年至今九个PPI与产成品库存及实际库存拐点进行对比，可发现PPI拐点均先于两者到来。对于产成品库存来讲，PPI领先周期为2-3个月⁷，对于实际库存来讲，PPI领先周期分布相对分散，数据均值为6.5个月。考虑本轮PPI拐点出现在6月，因此我们判断本轮名义库存周期拐点为本年8月，实际库存拐点将在2023年末或2024年年初出现。

⁵ 有关于主被动库存二级周期拐点的确认，我们参考了国家经济预测部2017年对当年库存周期进行划分的依据 <http://www.sic.gov.cn/News/455/8365.htm>

⁶ 产成品库存又称为名义库存，包含价格上涨因素、库存数量上涨因素两方面，因此图表中实际库存同比数据我们按照产成品库存同比-PPI 同比进行计算

⁷ 多数周期领先月数为2，均值数据领先月数为3

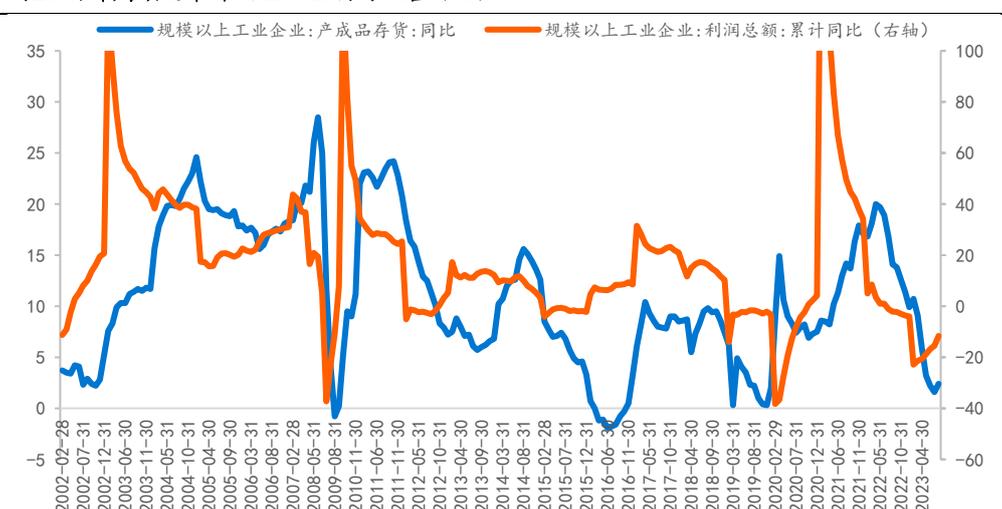
表3 PPI 拐点领先产成品库存及实际库存月数统计

	PPI	产成品库存	领先月数	实际库存	领先月数
第1次拐点	2002年2月	2002年4月	2	2002年11月	9
第2次拐点	2004年10月	2004年12月	2	2004年12月	2
第3次拐点	2009年8月	2009年8月	0	2010年2月	6
第4次拐点	2011年8月	2011年10月	2	2011年11月	3
第5次拐点	2015年12月	2016年5月	5	2016年11月	11
第6次拐点	2017年2月	2017年4月	2	2017年4月	2
第7次拐点	2020年5月	2020年10月	5	2021年5月	12
第8次拐点	2021年10月	2022年4月	6	2022年5月	7
第9次拐点	2023年6月				

资料来源：iFind，联储证券研究院

回溯过去数轮补库周期，其在库存结构优化的同时会伴随企业利润的提升，而工业企业盈利改善，则会进一步形成更强的补库存预期，原材料补库带动价格进一步上涨，三者形成完成闭环带动市场整体向好，对此我们建议应重点把握权益市场中相关企业盈利反转所带来的投资机会。

图20 补库周期通常伴随企业盈利的改善（%）

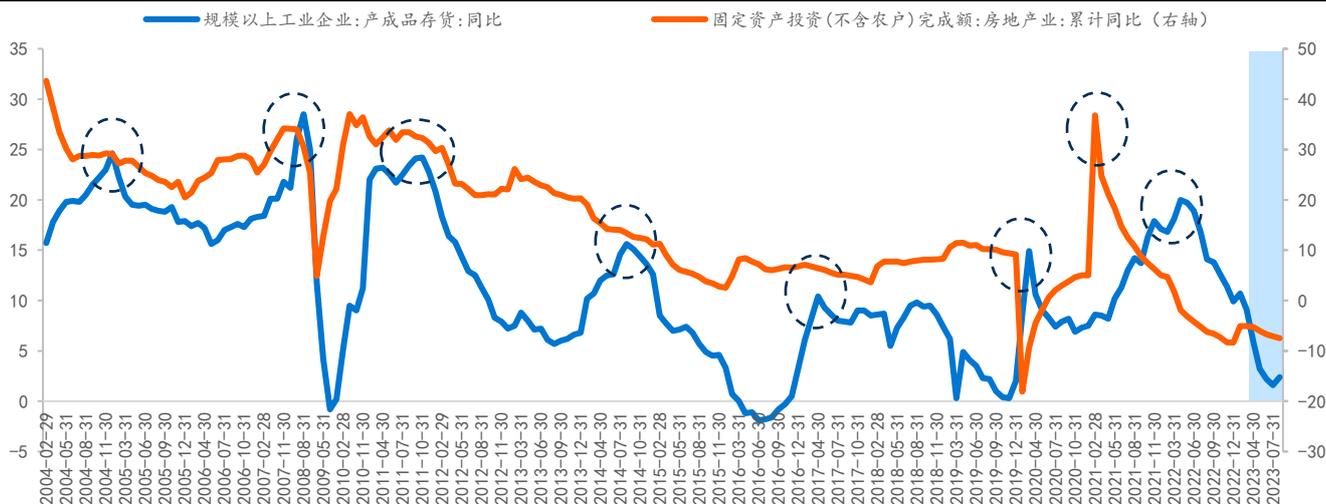


资料来源：iFind，联储证券研究院

同时，我们要对本轮库存周期进行提示，虽然判断补库拐点将至，但本轮补库周期上行幅度预计有限，主要原因包含以下几点：

- 第一，本轮国内经济复苏周期主要难点在于解决需求端的疲软，部分上游行业供给过剩现象较为严重，特殊的市场供需结构将对部分企业回补库存意愿形成抑制。
- 第二，回溯过去数轮补库周期，可以发现补库高度与地产景气度高度相关，由于地产行业在国内经济体系中的重要地位，更强的补库意愿往往意味着高景气地产市场的拉动。当前时点下，虽然政策面有关于地产行业的托底政策相继出台，市场开始出现触底迹象，但从周期视角来看仍处在相对的底部位置，很难支撑补库幅度上行至过高高度。

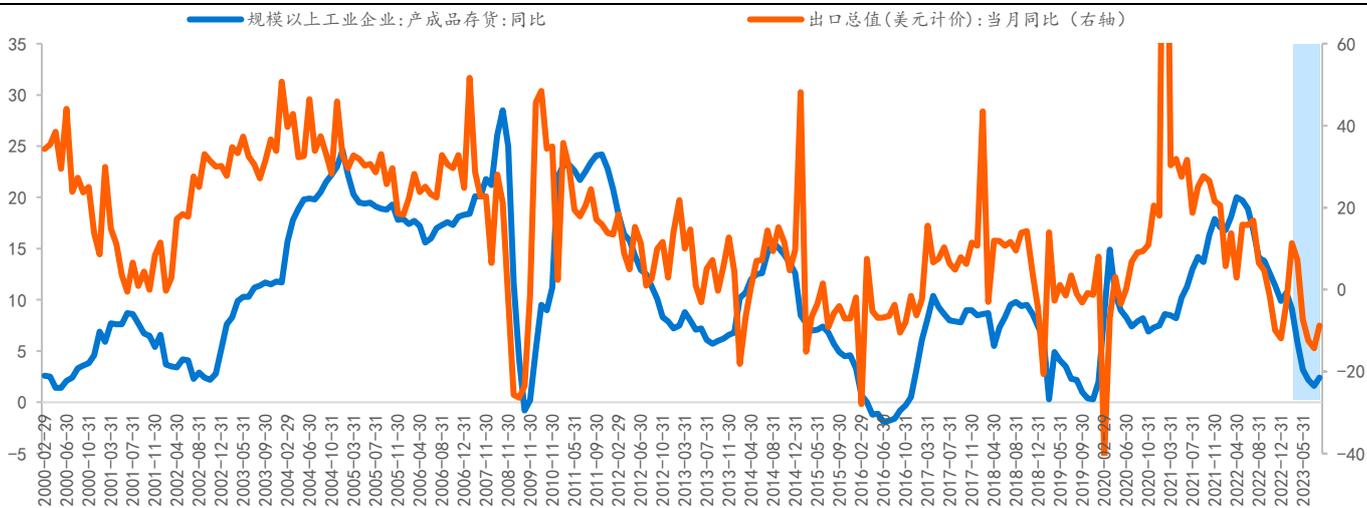
图21 回补库存幅度与国内地产投资增速高度相关 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

第三, 作为我国国民经济的三驾马车之一, 出口景气程度对经济发展形势影响深远。将产成品库存和出口总值过去走势进行对比, 两者呈现较强正相关性, 且出口拐点通常前置于库存, 更高的出口景气度往往意味着更强的补库高度。当前主要经济体为抑制高通胀, 收紧货币政策, 加剧了全球需求的收缩, 欧美经济近期初步呈现触底迹象, 但复苏周期何时开启尚存疑问, 因此尚不宜在当前时点对补库高度有过高期望。

图22 库存周期与出口表现有较强相关性 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

4. 风险提示

巴以冲突扩大、美联储货币政策超预期、国内经济恢复不及预期等。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000