



宏观研究

【粤开宏观】库存周期的误区、分歧与辨析

2023年10月22日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】经济下行压力最大的时刻已经过去：9月经济数据解读—宏观研究》
2023-10-18

《【粤开宏观】特殊再融资债券重启—宏观研究》2023-10-15

《【粤开宏观】关于减税降费的一些认知与思考—宏观研究》2023-10-15

《【粤开宏观】美国房地产发展模式对中国的启示：海外房地产系列之一》2023-10-11

《【粤开宏观】城投平台全面梳理：界定、转型与隐性债务测算》2023-09-24

摘要

关于经济周期运行，市场上有两种流行的分析范式：一是消费、投资、出口“三驾马车”的总需求模型；二是四大“周期理论”，包括库存周期、产能周期、房地产周期与创新周期，也称基钦周期、朱格拉周期、库兹涅茨周期与康德拉季耶夫周期，大小周期相互嵌套，长度分别在3年、10年、20年和50年左右。

库存周期是应用最广的周期理论，相关指标显示，当前新一轮库存周期正在开启，将对经济形成有力支撑，引发市场高度关注。然而市场对于库存周期存在一定分歧，例如依据哪些指标划分库存周期的不同阶段、库存周期与经济周期孰因孰果、当前企业库存是低是高，进而影响到对当前和未来经济形势的判断。本文将针对上述市场分歧进行重点辨析。

一、什么是库存周期？

库存也称存货，是指企业持有的以备出售的产成品或商品、处在生产过程中的在产品、在生产过程或提供劳务过程中耗用的材料、物料等。库存周期是指企业库存存在3年左右的周期性波动特征。2000年至今，我国共经历了7轮库存周期，平均周期长度在40个月左右。

从库存增减来看，库存周期分为补库存和去库存；从库存变化的主导因素来看，又可分为企业主动调整 and 市场需求变化导致的被动调整。由于企业根据市场需求来调整生产计划和库存水平，库存变动滞后于需求变动，于是便形成了库存周期的四个阶段：主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存。

不同研究者对库存周期的阶段划分存在差别：一是需求指标的选择上，是用工业企业营业收入同比还是PPI同比；二是库存指标的选择上，是用名义库存同比还是实际库存同比（工业企业产成品存货同比-PPI同比）。

我们建议采用PPI和名义库存的指标组合：第一，使用人群更多，更容易与资本市场达成共识；第二，相较工业企业营业收入，PPI同比更平滑，周期性也更显著；第三，所谓的“实际库存”依然受到PPI同比的干扰，扣减PPI得到的“实际库存”并不代表真实情况，后文将详细阐述。

当然，名义库存也可能存在领先真实情况的问题，在分析预期主导的资产价格时关系不大，但在研判经济形势时需稍加留意，例如名义库存触底反弹并不意味着企业立即加快生产补库存。

二、库存周期有哪些作用？



库存周期理论之所以会被广泛使用，有两大原因：一是其从微观企业的行为决策出发，叙事框架清晰，简单易懂；二是其对于经济形势分析与大类资产配置具有重要的指导和辅助作用。

首先，库存周期有助于定位经济周期的所处阶段。一方面，被动去库存和主动补库存对应着经济的上行周期，被动补库存和主动去库存对应着经济的下行周期。通过对当前库存周期所处阶段的分析，能够更准确地研判经济形势。另一方面，库存周期的周期性波动特征，对于经济周期的持续时间和拐点判断，能够提供历史经验上的参考，经济繁荣时提示风险，经济低迷时增强信心。但是库存周期理论也存在所有周期理论的共同缺陷，周期有强弱之分，在使用过程中不能刻舟求剑，而应具体问题具体分析。即使去库存的持续时间已经超过历史平均水平，库存同比也已降至历史低位，若总需求持续低迷，补库存阶段也完全可能迟迟不至。

其次，库存周期有助于指导大类资产配置。大类资产配置的一个常用分析框架是美林投资时钟，根据经济增长和通货膨胀的不同组合，经济周期可划分为复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段，每个阶段都有相应的优势资产。库存周期的四个阶段与美林投资时钟的四个阶段有一定程度的重合，辅助投资决策：被动去库存对应于复苏，股票占优；主动补库存对应于过热，大宗商品占优；被动补库存对应于滞胀，现金占优；主动去库存对应于衰退，债券占优。此外，库存周期的四个阶段也反映了不同的市场供求关系和企业盈利空间，对于分析权益资产的分子端有着重要的指示作用。

三、库存周期与经济周期是何关系？

关于库存周期和经济周期，市场上存在两种截然不同的观点：一方认为，库存周期是经济周期的重要驱动力，库存周期至关重要；另一方认为，库存周期是经济周期的结果而非原因，库存变化滞后于需求变化，库存周期无足轻重。

上述两种观点都有可取之处，但也都失之偏颇。对库存周期与经济周期关系更准确的描述应该是：库存周期具有明显的顺周期性，经济好时锦上添花，经济差时雪上加霜，但经济好时不会釜底抽薪，经济差时也不会雪中送炭。

首先，企业主动补库存会促进经济，主动去库存也将拖累经济。支出法来看， $GDP = \text{消费} + \text{投资} + \text{净出口}$ ，其中的投资包括固定资产投资和存货投资。企业主动补库存或去库存，就是增加存货投资或减少存货投资，对总需求和经济增长有着重要影响。生产法来看，企业主动补库存或去库存，意味着企业加快或放缓生产，同样对经济存在促进或拖累作用。

其次，被动补库存和被动去库存是经济周期的结果，而不是驱动力。被动补库存是因为商品卖不出去，只能记在存货投资这个科目上，并不是企业的主观意愿，被动去库存亦然。生产法来看，被动补库存和被动去库存的库存变动主要由需求变动引起，企业生产并没有大的波动，因此对经济影响不大。

四、当前库存周期处于什么位置？

从主流指标来看，当前我国库存周期正进入主动补库存阶段，9月PPI同比已连续3个月回升，8月工业企业产成品存货同比也已触底反弹。但也有观点



认为，当前企业库存仍处高位，不具备主动补库存的条件，依据有两个：一是扣减 PPI 后的实际库存同比依然较高，8 月仍有 5.4%，距离上一轮低点的 1.2% 还有一段距离；二是产成品周转天数处于历史较高水平，8 月为 20.3 天，显著高于 2019 年同期的 17.2 天。

上述两个反驳理由都存在一定问题。

首先，实际库存这一指标存在失真，受到上游原材料价格大幅波动的干扰。上游原材料行业在 PPI 和工业企业产成品存货中的权重（占比）分别在 35% 和 30% 左右，而且上游原材料行业的价格波动要显著大于库存波动。总体同比等于分行业同比的加权平均，因此 PPI 同比相较名义库存同比，受上游原材料行业的影响更大，从而使得扣减 PPI 得到的“实际库存”不能反映真实情况。以纺织服装业为例，当前名义库存同比处于历史低位，根据本行业 PPI 计算的实际库存同比也处于历史低位，但根据总体 PPI 计算的实际库存同比却处于相对高位，名义库存同比反而更贴合真实情况。工业行业总体也是如此，最近一轮 PPI 周期中，前期高点更高，近期低点更低，使得计算得到的实际库存同比前期低点更低，当前位置更高。

其次，产成品周转天数也与历史不可比，受到统计口径调整的干扰。产成品周转天数出现了这样一种反常现象：供给侧结构性改革之前的 2014 和 2015 年，当时产能严重过剩，PPI 同比持续负增长，但产成品周转天数却反而显著低于“去库存”后的 2018 和 2019 年，且该指标在 2017 年经历了异常的中枢抬升。

背后的原因是：2017 年以来国家统计局对数据进行了“挤水分”，一是根据企业组织结构调查情况，对企业集团（公司）跨地区、跨行业重复计算进行了剔除；二是在“营改增”后，由于服务业税负降低，部分工业企业将内部非工业生产经营活动剥离，转向服务业。尤其是后者，对工业企业营业收入和营业成本有非常大的影响，对产成品存货的影响则相对较小，因为除批发、零售、运输等少数行业以外，服务业大多产销一体，基本不存在存货。产成品存货周转天数=360×平均产成品存货÷主营业务成本×累计月数÷12。在营业成本相较产成品存货大幅下降的背景下，存货周转天数自然显著上升。

总的来说，产成品周转天数不是观察库存周期的良好指标。首先，尽管经过可比口径调整计算后的数据比公布值更合理，但受限于原始数据的质量，结果并不完全可靠；其次，指标并未呈现出明显的周期性特征，自然也难以判断周期位置。

我们更倾向于库存周期正进入主动补库存阶段。主动补库存的真实含义是企业加快生产，三季度工业产能利用率已连续 2 个季度加快，并且企业总库存中，原材料和在产品等占比已降至历史低位，也蕴藏着补库存和加快生产的动能。如前所述，库存周期只是锦上添花，源头在于总需求的有效回暖，当前宏观总需求不足、微观主体信心不振的问题仍未根本性解决，仍需稳增长政策持续发力。

风险提示：不同指标组合对库存周期的划分不同，产成品周转天数的调整计算可能存在误差



目 录

一、什么是库存周期？	5
二、库存周期有哪些作用？	7
三、库存周期与经济周期是何关系？	8
四、当前库存周期处于什么位置？	9

图表目录

图表 1： 2000 年至今，我国共经历了 7 轮库存周期.....	5
图表 2： 库存周期的四个阶段.....	6
图表 3： 企业营收与 PPI 同比、名义库存与实际库存同比走势存在差异.....	6
图表 4： 工业企业产成品存货与名义 GDP 存在较高相关性.....	7
图表 5： 库存周期与美林时钟的大致对应关系	8
图表 6： 存货投资占 GDP 比重较小，但对 GDP 增长的贡献率不低.....	9
图表 7： PPI 同比与产成品存货同比触底反弹.....	9
图表 8： 实际库存同比和产成品周转天数仍处较高水平	10
图表 9： 上游原材料行业在 PPI 中的权重略高于在产成品存货中的占比.....	10
图表 10： 上游原材料行业的价格波动要显著大于库存波动.....	11
图表 11： 纺织服装业的名义库存同比更贴合真实情况	11
图表 12： 上游原材料价格剧烈波动影响 PPI 同比，进而影响实际库存同比的计算	12
图表 13： 产成品周转天数的中枢出现了异常抬升.....	12
图表 14： 口径调整对工业企业营业成本的影响很大.....	13
图表 15： 口径调整对工业企业产成品存货的影响相对较小.....	13
图表 16： 以 2016 年绝对值为基准的产成品周转天数调整.....	14
图表 17： 以 2023 年绝对值为基准的产成品周转天数调整.....	14
图表 18： 三季度工业产能利用率已连续 2 个季度回升.....	15
图表 19： 总库存中，原材料和在产品等占比处于历史低位.....	15

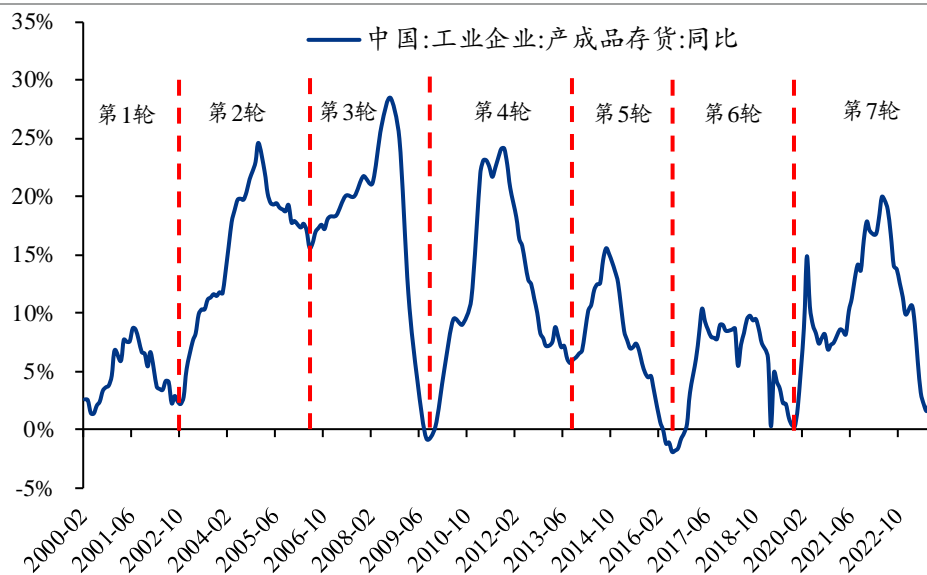


一、什么是库存周期？

库存也称存货，是指企业持有的以备出售的产成品或商品、处在生产过程中的在产品、在生产过程或提供劳务过程中耗用的材料、物料等。简单来说，库存包括：原材料、在产品、半成品、产成品、库存商品、周转材料（包装物、低值易耗品）等。

库存周期是指企业库存存在 3 年左右的周期性波动特征。市场通常使用工业企业产成品存货同比来观察库存周期。2000 年至今，我国共经历了 7 轮库存周期，平均周期长度在 40 个月左右。

图表1：2000 年至今，我国共经历了 7 轮库存周期



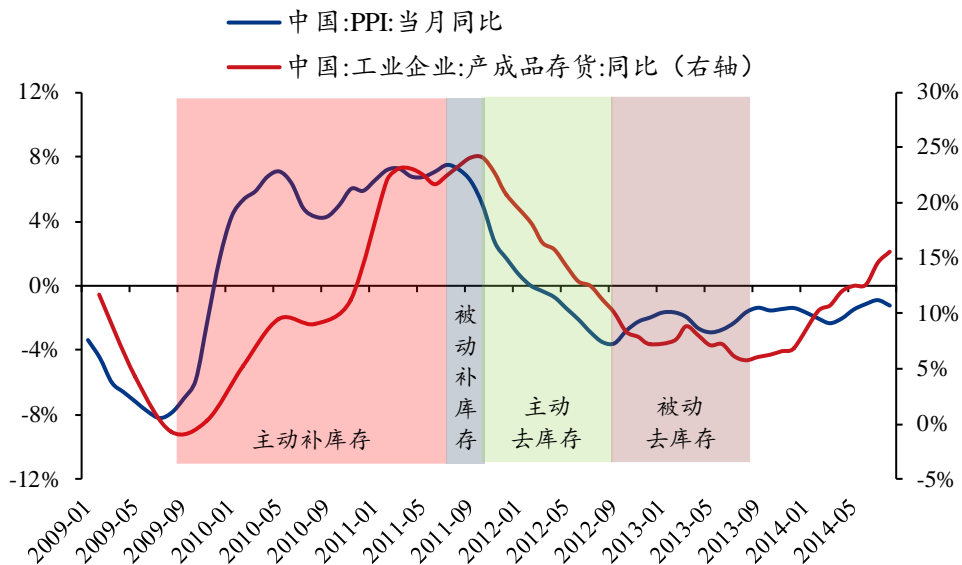
资料来源：Wind、粤开证券研究院

从库存增减来看，库存周期分为补库存和去库存；从库存变化的主导因素来看，又可分为企业主动调整 and 市场需求变化导致的被动调整。由于企业根据市场需求来调整生产计划和库存水平，库存变动滞后于需求变动，于是便形成了库存周期的四个阶段：主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存。第一阶段：市场需求开始回暖，企业生产仍较谨慎，库存被动减少，属于被动去库存；第二阶段：市场需求持续上升，企业加快生产并增加库存，属于主动补库存；第三阶段：市场需求开始走弱，但企业未及时减少生产，导致库存被动增加，属于被动补库存；第四阶段：市场需求持续下降，企业减少生产并加快库存去化，属于主动去库存。四个阶段周而复始，从任何一个环节开始的四个阶段都是一个完整的周期。但不是每一轮周期都必然包含四个阶段，当经济出现剧烈变化时，像被动补库存或被动去库存可能会被跳过。

工业企业营业收入或 PPI 同比通常被作为需求变动的代理变量，再结合工业企业产成品存货同比，便可以确定库存周期的不同阶段。例如 2009 年 8 月至 2013 年 8 月的一轮库存周期，便完整经历了从主动补库存到被动去库存的四个阶段。



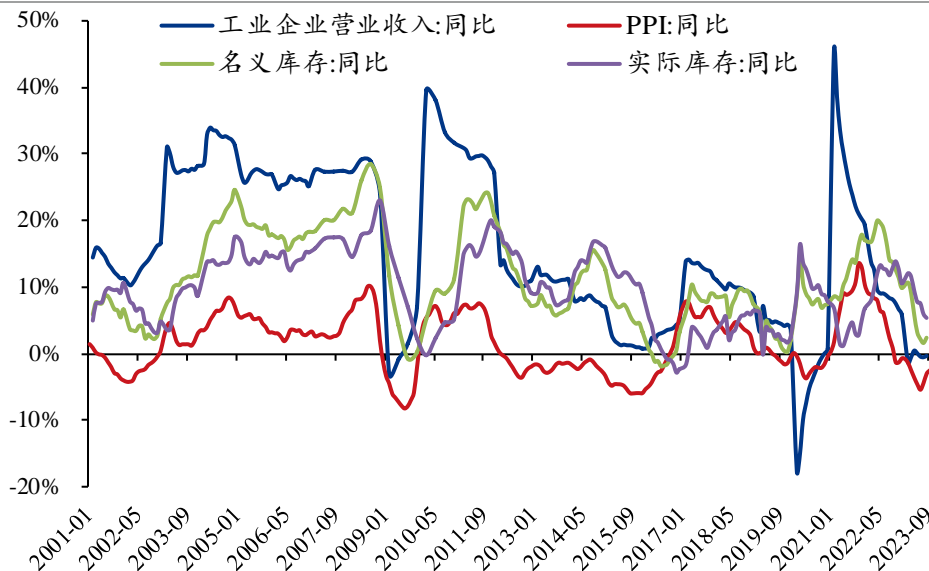
图表2: 库存周期的四个阶段



资料来源: Wind、粤开证券研究院

需要注意的是,不同研究者对库存周期的阶段划分可能存在细微差别,每个阶段的起止时间会有几个月的错位。一是需求指标的选择上,工业企业营业收入和 PPI 同比走势总体一致,但拐点上有区别。二是库存指标的选择上,工业企业产成品存货是名义值,会受到价格因素的影响,因此也有研究者采用实际库存同比(工业企业产成品存货同比-PPI 同比),会比名义库存同比滞后 1-6 个月。

图表3: 企业营收与 PPI 同比、名义库存与实际库存同比走势存在差异



资料来源: Wind、粤开证券研究院

我们建议采用 PPI 和名义库存的指标组合:第一,使用人群更多,更容易与资本市场达成共识;第二,相较工业企业营业收入, PPI 同比更平滑,周期性也更显著;第三,所谓的“实际库存”依然受到 PPI 同比的干扰,扣减 PPI 得到的“实际库存”并不代表



真实情况，后文将详细阐述。

当然，名义库存也可能存在领先真实情况的问题，在分析预期主导的资产价格时关系不大，但在研判经济形势时需稍加留意，例如名义库存触底反弹并不意味着企业立即加快生产补库存。

二、库存周期有哪些作用？

库存周期理论之所以会被广泛使用，有两大原因：一是其从微观企业的行为决策出发，叙事框架清晰，简单易懂；二是其对于经济形势分析与大类资产配置具有重要的指导和辅助作用。

首先，库存周期有助于定位经济周期的所处阶段。一方面，被动去库存和主动补库存对应着经济的上行周期，被动补库存和主动去库存对应着经济的下行周期。通过对当前库存周期所处阶段的分析，能够更准确地研判经济形势。另一方面，库存周期的周期性波动特征，对于经济周期的持续时间和拐点判断，能够提供历史经验上的参考，经济繁荣时提示风险，经济低迷时增强信心。但是库存周期理论也存在所有周期理论的共同缺陷，周期有强弱之分，在使用过程中不能刻舟求剑，而应具体问题具体分析。即使去库存的持续时间已经超过历史平均水平，库存同比也已降至历史低位，若总需求持续低迷，补库存阶段也完全可能迟迟不至。

图表4：工业企业产成品存货与名义GDP存在较高相关性



资料来源：Wind、粤开证券研究院

其次，库存周期有助于指导大类资产配置。大类资产配置的一个常用分析框架是美林投资时钟，根据经济增长和通货膨胀的不同组合，经济周期可划分为复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段，每个阶段都有相应的优势资产。库存周期的四个阶段与美林投资时钟的四个阶段有一定程度的重合，辅助投资决策：被动去库存对应于复苏，股票占优；主动补库存对应于过热，大宗商品占优；被动补库存对应于滞胀，现金占优；主动去库存对应于衰退，债券占优。此外，库存周期的四个阶段也反映了不同的市场供求关系和企业盈利空间，对于分析权益资产的分子端有着重要的指示作用。


图表5：库存周期与美林时钟的大致对应关系

库存周期	美林时钟	占优资产	经济表现	企业盈利
被动去库存	复苏	股票	需求↑，库存↓	↑
主动补库存	过热	大宗商品	需求↑，库存↑	↑
被动补库存	滞胀	现金	需求↓，库存↑	↓
主动去库存	衰退	债券	需求↓，库存↓	↓

资料来源：粤开证券研究院

三、库存周期与经济周期是何关系？

关于库存周期和经济周期，市场上存在两种截然不同的观点：一方认为，库存周期是经济周期的重要驱动力，库存增加，也就是存货投资增加，将加快经济增长；库存减少，存货投资减少，则会增大经济下行压力，因此库存周期至关重要。另一方认为，库存周期是经济周期的结果而非原因，库存变化滞后于需求变化，库存周期不过是企业适应市场环境变化而进行的库存调整而已，因此库存周期无足轻重。

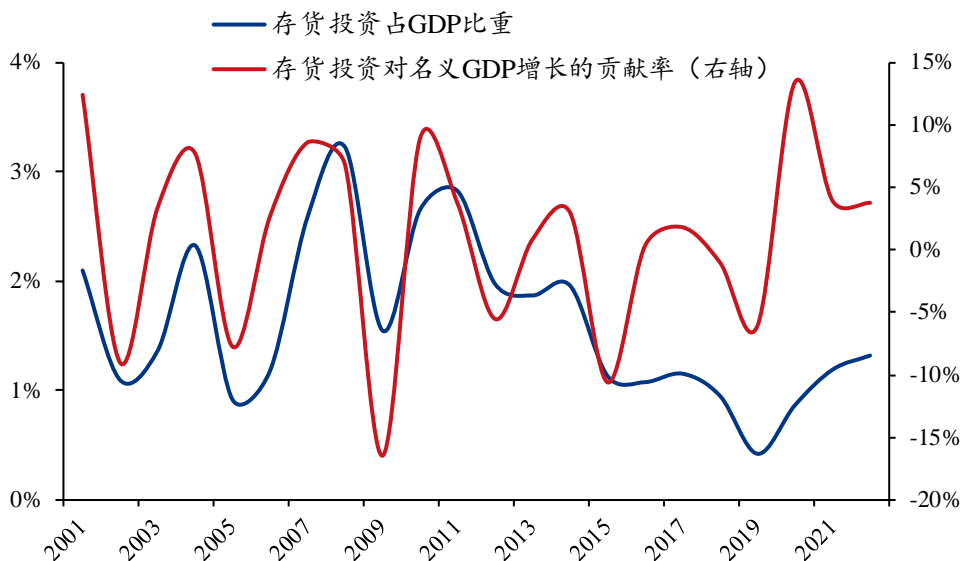
上述两种观点都有可取之处，但也都失之偏颇。对库存周期与经济周期关系更准确的描述应该是：库存周期具有明显的顺周期性，经济好时锦上添花，经济差时雪上加霜，但经济好时不会釜底抽薪，经济差时也不会雪中送炭。

首先，企业主动补库存会促进经济，主动去库存也将拖累经济。支出法来看， $GDP = 消费 + 投资 + 净出口$ ，其中的投资包括固定资产投资和存货投资。企业主动补库存或去库存，就是增加存货投资或减少存货投资，对总需求和经济增长有着重要影响。虽然存货投资在 GDP 总体中占比不高，但由于其波动较大，因此对经济增长的贡献率并不低，2022 年存货投资占 GDP 比重为 1.3%，对名义 GDP 增长的贡献率（存货投资增量/GDP 增量）为 3.8%。生产法来看，企业主动补库存或去库存，意味着企业加快或放缓生产，同样对经济存在促进或拖累作用。

其次，被动补库存和被动去库存是经济周期的结果，而不是驱动力。虽然从支出法来看，被动补库存和被动去库存也表现为存货投资的增减，但这更多属于统计核算中的一个剩余项。被动补库存是因为商品卖不出去，只能记在存货投资这个科目上，并不是企业的主观意愿，被动去库存亦然。生产法来看，被动补库存和被动去库存的库存变动主要由需求变动引起，企业生产并没有大的波动，因此对经济影响不大。例如 2020 年存货投资对名义 GDP 增长的贡献率高达 13.5%，不是因为企业主动增加库存，而是因为疫情对需求端的冲击和制约大于生产端，使得许多商品被积压为库存。



图表6: 存货投资占 GDP 比重较小, 但对 GDP 增长的贡献率不低

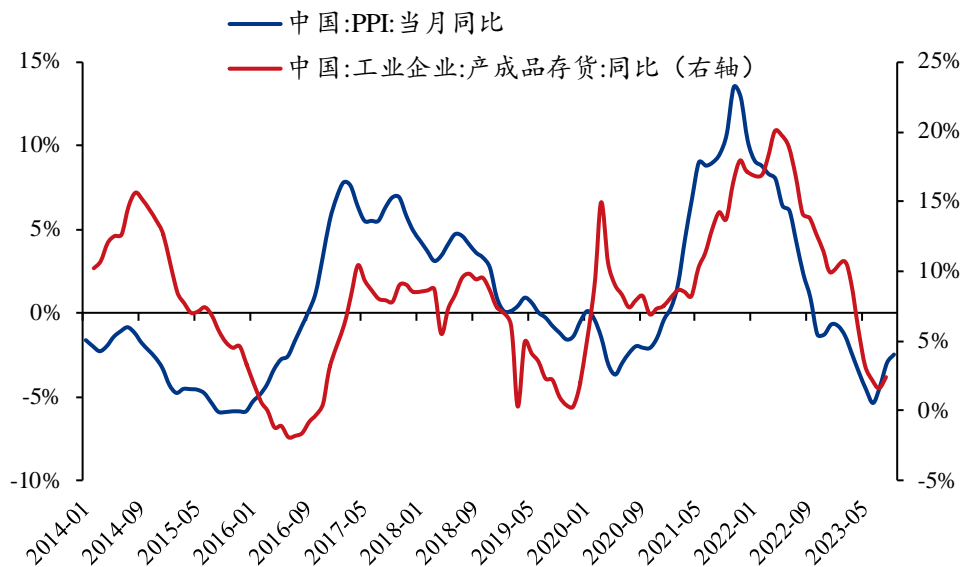


资料来源: Wind、粤开证券研究院

四、当前库存周期处于什么位置?

从主流指标来看, 当前我国库存周期正进入主动补库存阶段, 9月 PPI 同比已连续 3 个月回升, 8 月工业企业产成品存货同比也已触底反弹。但也有观点认为, 当前企业库存仍处高位, 不具备主动补库存的条件, 依据有两个: 一是扣减 PPI 后的实际库存同比依然较高, 8 月仍有 5.4%, 距离上一轮低点的 1.2% 还有一段距离; 二是产成品周转天数处于历史较高水平, 8 月为 20.3 天, 显著高于 2019 年同期的 17.2 天。

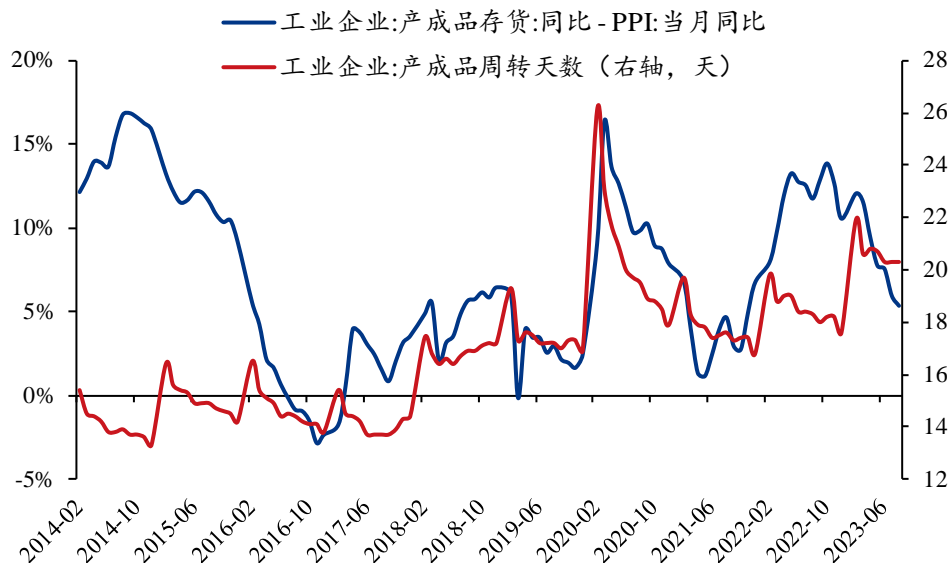
图表7: PPI 同比与产成品存货同比触底反弹



资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表8: 实际库存同比和产成品周转天数仍处较高水平

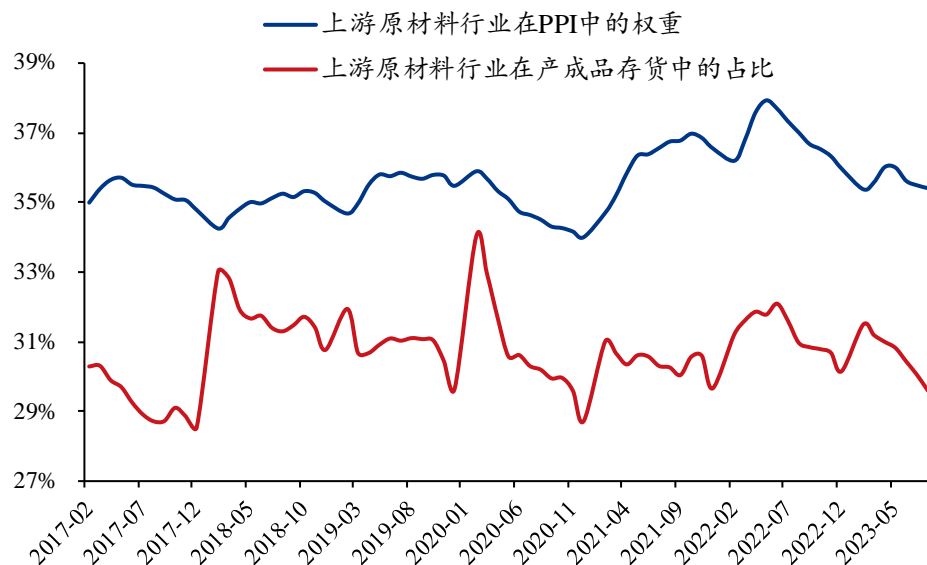


资料来源: Wind、粤开证券研究院

上述两个反驳理由都存在一定问题。

首先，实际库存这一指标存在失真，受到上游原材料价格大幅波动的干扰。上游原材料行业在 PPI 和工业企业产成品存货中的权重（占比）分别在 35% 和 30% 左右，而且上游原材料行业的价格波动要显著大于库存波动。总体同比等于分行业同比的加权平均，因此 PPI 同比相较名义库存同比，受上游原材料行业的影响更大，从而使得扣减 PPI 得到的“实际库存”不能反映真实情况。以纺织服装业为例，当前名义库存同比处于历史低位，根据本行业 PPI 计算的实际库存同比也处于历史低位，但根据总体 PPI 计算的实际库存同比却处于相对高位，名义库存同比反而更贴合真实情况。工业行业总体也是如此，最近一轮 PPI 周期中，前期高点更高，近期低点更低，使得计算得到的实际库存同比前期低点更低，当前位置更高。

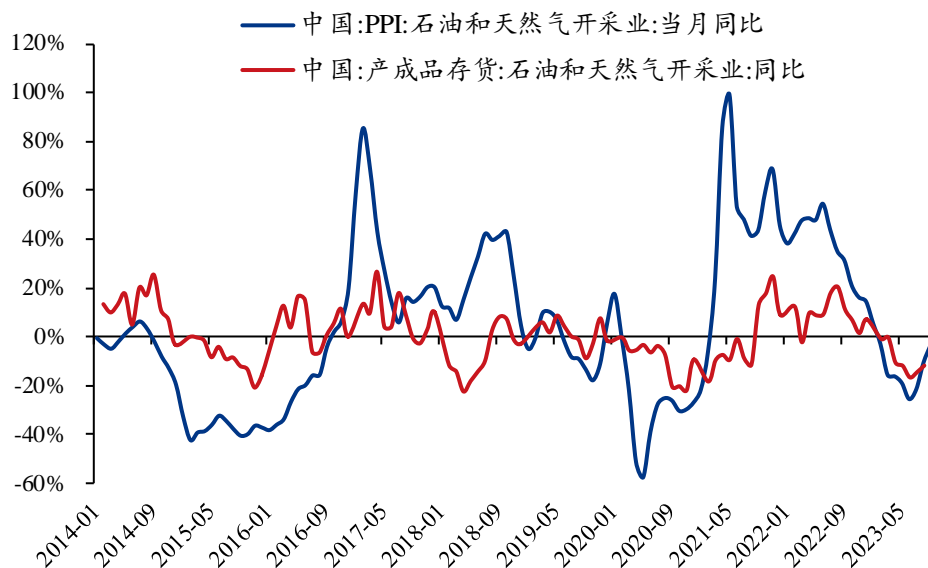
图表9: 上游原材料行业在 PPI 中的权重略高于在产成品存货中的占比



注: PPI 权重根据营业收入占比估算, PPI 同比权重应为上年同期营业收入占比, 图中未作调整
资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表10: 上游原材料行业的价格波动要显著大于库存波动



资料来源: Wind、粤开证券研究院

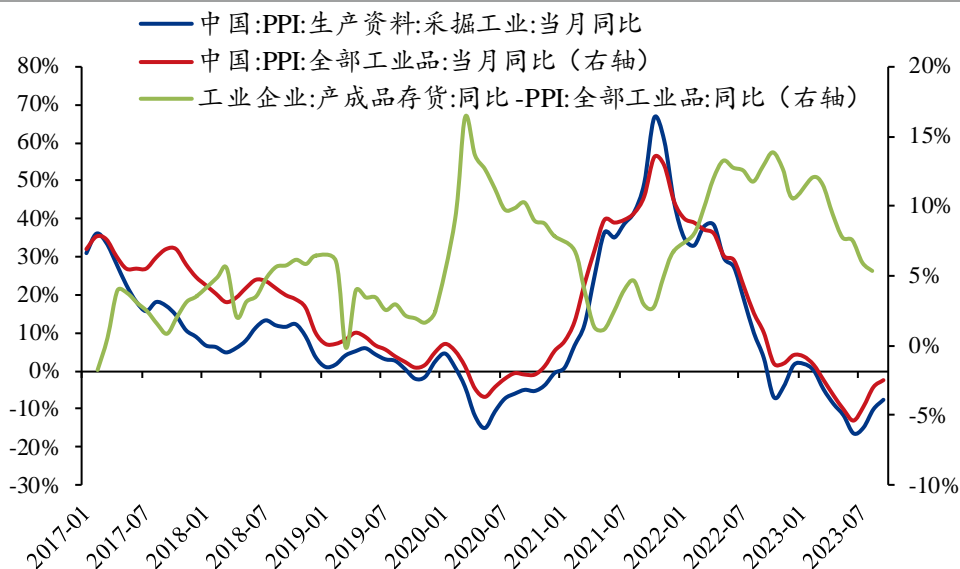
图表11: 纺织服装业的名义库存同比更贴合真实情况



资料来源: Wind、粤开证券研究院



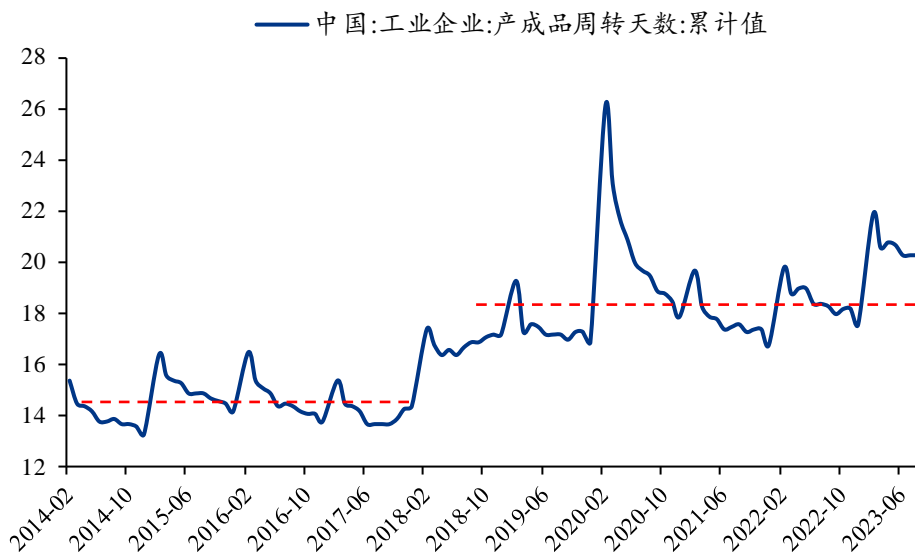
图表12: 上游原材料价格剧烈波动影响PPI同比, 进而影响实际库存同比的计算



资料来源: Wind、粤开证券研究院

其次, 产成品周转天数也与历史不可比, 受到统计口径调整的干扰。工业企业经济效益指标中的同比增速, 都是按照可比口径计算的, 但产成品周转天数却是根据非可比口径的绝对值计算的, 从而出现了这样一种反常现象: 供给侧结构性改革之前的 2014 和 2015 年, 当时产能严重过剩, PPI 同比持续负增长, 但产成品周转天数却反而显著低于“去库存”后的 2018 和 2019 年, 且该指标在 2017 年经历了异常的中枢抬升。

图表13: 产成品周转天数的中枢出现了异常抬升



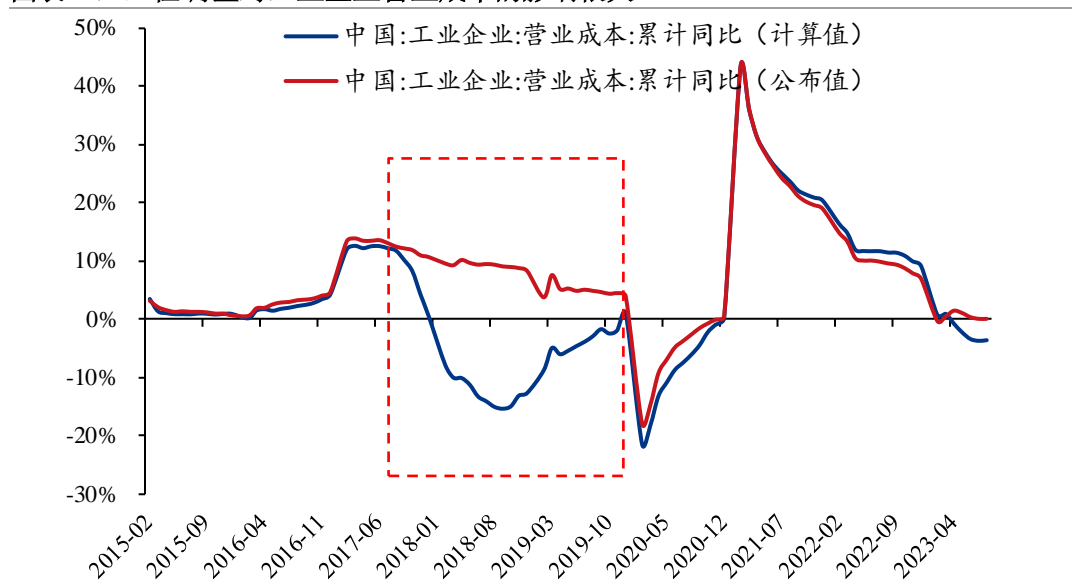
资料来源: Wind、粤开证券研究院

背后的原因是: 除了常规的规模以上工业企业调查名单调整, 2017 年以来国家统计局对统计数据进行了“挤水分”, 一是根据企业组织结构调查情况, 对企业集团(公司)跨地区、跨行业重复计算进行了剔重; 二是在“营改增”后, 由于服务业税负降低, 部



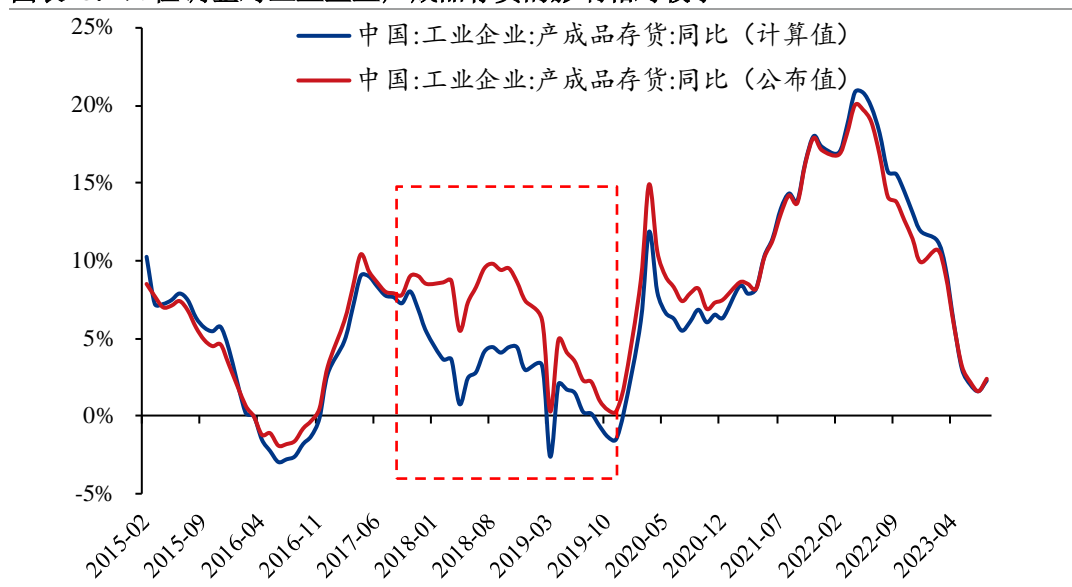
分工业企业将内部非工业生产经营活动剥离，转向服务业。尤其是后者，对工业企业营业收入和营业成本有非常大的影响，对产成品存货的影响则相对较小，因为除批发、零售、运输等少数行业以外，服务业大多产销一体，基本不存在存货。产成品存货周转天数=360×平均产成品存货÷主营业务成本×累计月数÷12。在营业成本相较产成品存货大幅下降的背景下，存货周转天数自然显著上升。

图表14: 口径调整对工业企业营业成本的影响很大



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表15: 口径调整对工业企业产成品存货的影响相对较小



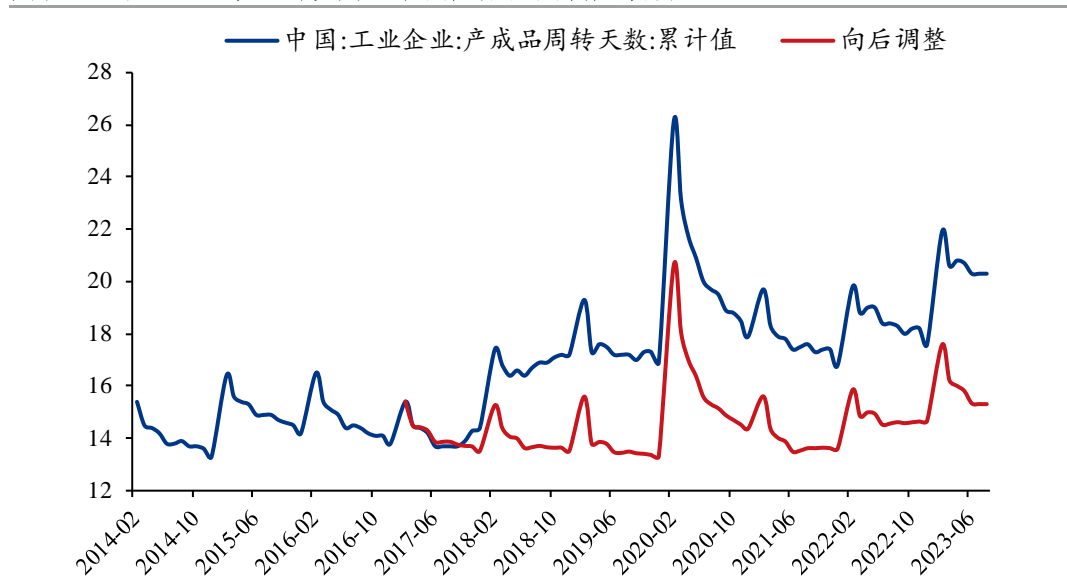
资料来源: Wind、粤开证券研究院

按照可比口径调整计算后，产成品周转天数的表现更为合理。一种是以 2016 年的绝对值为基准，根据官方公布的同比增速计算往后年份的绝对值；另一种是以 2023 年的绝对值为基准，根据同比增速计算之前年份的绝对值，由于 2023 年 9-12 月的数据尚未公



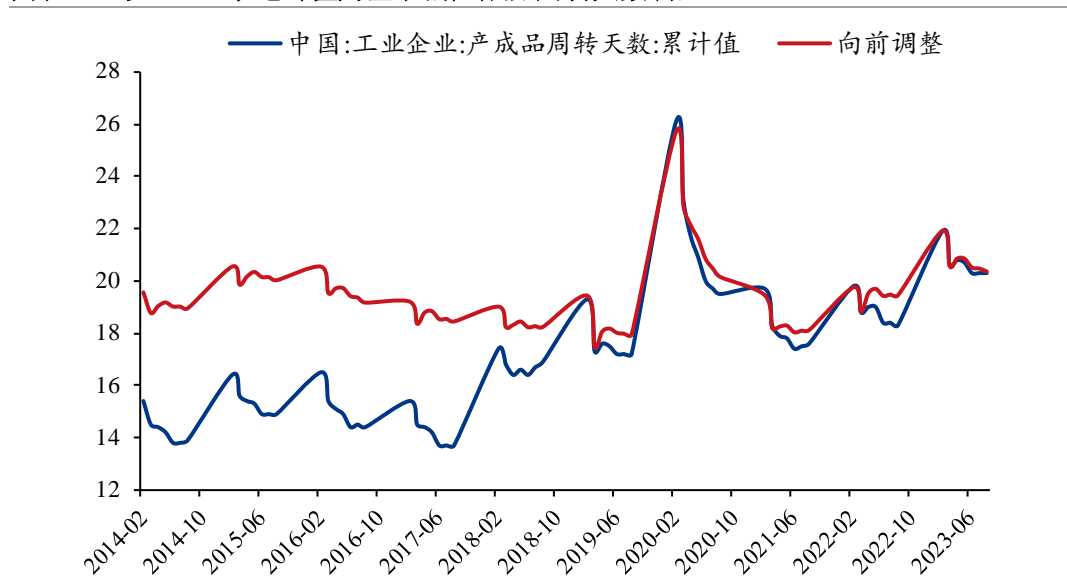
布，因此只能计算各年 2-8 月的数据。可以看到，调整后的产成品周转天数，在供给侧结构性改革后的 2016 年持续下降，但疫情以来也明显上升，除了需求低迷导致销售去化放缓以外，或许也与脱钩断链和供应链紧张背景下，企业库存管理从“效率第一（just in time）”转向兼顾“以防万一（just in case）”有关。

图表16: 以 2016 年绝对值为基准的产成品周转天数调整



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表17: 以 2023 年绝对值为基准的产成品周转天数调整



资料来源: Wind、粤开证券研究院

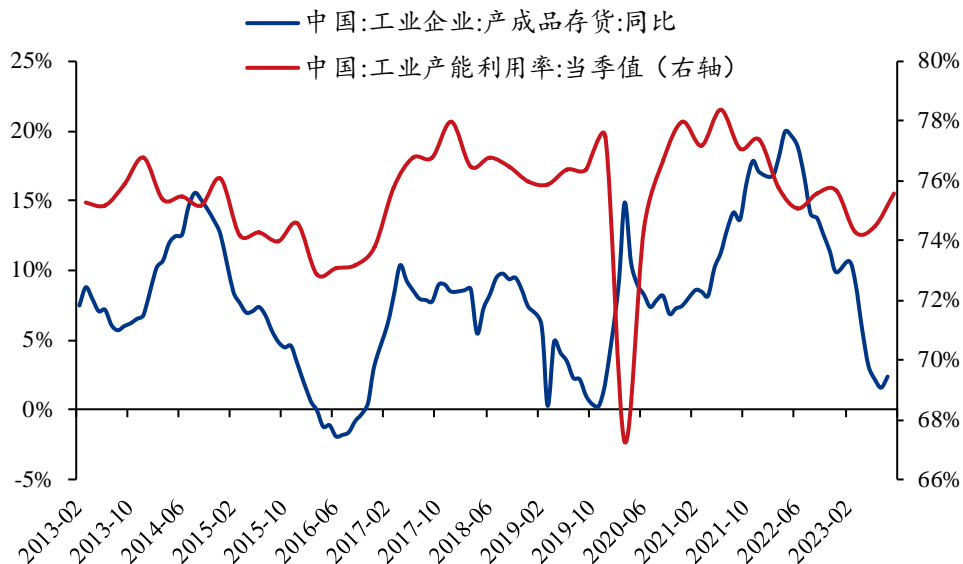
总的来说，产成品周转天数不是观察库存周期的良好指标。首先，尽管调整后的数据比公布值更合理，但受限于原始数据的质量，结果并不完全可靠；其次，指标并未呈现出明显的周期性特征，自然也难以判断周期位置。

我们更倾向于库存周期正进入主动补库存阶段。主动补库存的真实含义是企业加快



生产，三季度工业产能利用率已连续 2 个季度加快，并且企业总库存中，原材料和在产品等占比已降至历史低位，也蕴藏着补库存和加快生产的动能。如前所述，库存周期只是锦上添花，源头在于总需求的有效回暖，当前宏观总需求不足、微观主体信心不振的问题仍未根本性解决，仍需稳增长政策持续发力。

图表18: 三季度工业产能利用率已连续 2 个季度回升



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表19: 总库存中，原材料和在产品等占比处于历史低位



资料来源: Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com