



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《信贷需求有结构性亮点，新增社融好于预期》 - 2024.06.17

宏观研究

经济修复动能边际放缓，关注内外需拉动力转换

● 核心观点

(1) 5月经济数据整体呈现边际放缓态势。在供给端，5月工业增加值虽不及预期，但保持了较高韧性，复合增速略高于4月，存在一定低基数效应，同时外需拉动+有色涨价仍是当前主要拉动力。值得注意的是，从分行业看，医药行业筑底回升迹象愈发明显；电子信息制造业和化学原料及化学制品制造业保持高景气度。在需求端，一是居民消费偏谨慎，消费需求修复不及预期，但呈现边际改善；二是基建投资或受专项债发行节奏靠后影响，边际有所回落；三是因大规模设备更新改造政策效果显现存在一定时滞，外需拉动呈现边际放缓，制造业投资亦有所边际放缓，但整体韧性仍强；四是房地产投资尚未明显企稳回暖，但政策效果已有显现，销售、开工建设边际改善。

(2) 出口拉动仍是当前经济持续修复的重要拉动力，扩内需稳增长政策效果亦逐步显现，内外需同频共振，经济延续持续修复态势。向后看，内外需拉动力或逐步切换，扩内需稳增长政策或成为经济持续修复的关键变量。继续提示，在双循环战略下，若出口增速超预期，扩内需稳增长政策节奏或有所放缓，此时外需拉动的行业仍将保持高景气度，内需支撑的行业投资机会或有所下降，因此，需要密切关注内外需拉动力边际变化情况。

(3) 基于4月和5月经济数据研判，4-5月GDP增速在5.3%左右水平，同时根据前文分析，预计短期出口韧性仍在，政策驱动下消费、投资有望温和回升，内外需同频共振拉动经济修复，预计6月经济会呈现边际向好态势，判断二季度GDP增速在5.3%-5.5%区间，略高于全年经济增长预期目标。

建议短期关注：一是新动能仍是关系未来的主线，新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网、低空经济等；二是基建投资回

升的机会；三是关注景气度较高的电子信息制造业和化学原料及化学制品制造业；四是医药行业呈现筑底回升迹象，但从要素市场来看，医药行业价格尚未止跌回升，可密切观察，关注左侧交易机会。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 工业增加值小幅低于预期，但韧性仍强	5
2 消费不及预期，政策驱动下有望温和回升	7
3 制造业投资保持韧性，房地产投资尚未止跌企稳，固定资产投资增速边际放缓	9
3.1 房地产投资增速跌幅进一步扩大，年内有望逐步改善	9
3.2 专项债发行节奏有所提速，基建投资有望温和回升	11
3.3 制造业投资好于预期，短期韧性仍强	12
4 经济有望延续持续向好的修复态势，关注内外需拉动力切换	13
风险提示	15

图表目录

图表 1: 5 月工业增加值同比增速	7
图表 2: 1-5 月分行业工业增加值同比变化情况 (%)	7
图表 3: 社会消费品零售情况	8
图表 4: 限额以上批发和零售同比增速	8
图表 5: 居民支出与居民收入增速	8
图表 6: 工业企业营收增速与城镇居民人均可支配收入增速 (%)	8
图表 7: 1-5 房地产投资增速跌幅边际收窄 (%)	11
图表 8: 1-5 月房地产销售增速情况 (%)	11
图表 9: 1-5 月房屋新开工面积同比增速	11
图表 10: 1-5 月房屋竣工面积同比增速	11
图表 11: 1-5 月制造业投资情况 (%)	13
图表 12: 1-5 月各细分行业投资增速情况 (%)	13

1 工业增加值小幅低于预期，但韧性仍强

5月工业增加值虽不及预期，但保持了较高韧性，复合增速略高于4月，存在一定低基数效应，同时外需拉动+有色涨价仍是当前主要拉动力。值得注意的是，医药行业筑底回升迹象愈发明显；电子信息制造业和化学原料及化学制品制造业保持高景气度。

5月当月工业增加值5.6%，较前值回落1.1pct，弱于预期，较wind一致预期6%低0.4pct，好于季节性，较近五年（不包括2020年和2021年两个异常年份，下同）同期均值4.5%高1.1pct。以2019年为基期，5月工业增加值年度复合增长率为4.57%，较当月同比增速小幅回落，指向存在低基数效应，但较4月工业增加值年度复合增长率4.53%高0.04pct，显示生产保持了高韧性。

1-5月工业增加值累计同比增速6.2%，较前值回落0.1pct。以2019年为基期，1-5月工业增加值累计复合增长率为5.41%，较1-4月工业增加值累计复合增长率5.55%回落0.14pct。

从分行业增加值边际变化来看，上游采掘、上游原材料和中游设备制造业均出现结构性调整，下游消费基本呈现边际放缓态势。在已公布数据的行业中，上游采掘的2个行业中，煤炭开采和洗选业工业增加值同比增速延续边际回升，石油和天然气开采业工业增加值同比增速边际回落。上游原材料的7个行业中，3个行业工业增加值同比增速边际改善，较上个月减少一个行业；4个行业工业增加值同比增速边际回落。其中，边际改善的行业是化学原料及化学制品制造业、医药制造业、金属制品业；边际回落的行业是橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业。中游设备的6个行业中，3个行业工业增加值同比增速边际改善，较上个月减少3个行业；3个行业工业增加值同比增速边际回落。其中，边际改善的行业是专用设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电子信息制造业；边际回落的行业是通用设备制造业、汽车制造业、电气机械及器材制造业。下游消费的4个行业工业增加值同比增速基本均呈现边际回落，指向当前终端需求仍有待改善。

外需拉动、有色金属涨价仍是拉动生产扩张的主要动力。从工业增加值同比增速绝对值排名分析，排名前五的行业是电子信息制造业（13.80%）、有色金属

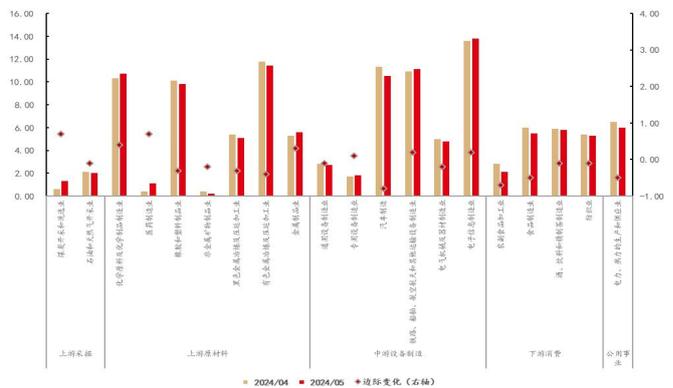
冶炼及压延加工业(11.4%)、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(11.1%)、化学原料及化学制品制造业(10.7%)、汽车制造业(10.5%)，其中有色金属冶炼及压延加工业或主要因有色金属涨价，带动生产扩张；电子信息制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业或主要受外需拉动，对应的出口增速保持较强韧性，如5月机电出口增速7.51%、船舶出口增速57.13%。

医药制造业呈现筑底回升迹象，电子信息制造业和化学原料及化学制品制造业保持高景气度。从边际变化来看，工业增加值同比增速边际改善排名前五的行业是煤炭开采和洗选业(0.7pct)、医药制造业(0.7pct)、化学原料及化学制品制造业(0.4pct)、金属制品业(0.3pct)、电子信息制造业(0.2pct)，与工业增加值同比增速绝对值排名出现较大分歧。值得注意的是，医药制造业工业增加值累计同比增速连续5个月边际改善，呈现筑底回升迹象，但工业增加值累计同比增速绝对值较低，且PPI医药制造业价格环比增速-0.1%，持平前值，价格延续回落，或指向医药行业已步入弱复苏阶段，可重点观察；化学原料及化学制品制造业工业增加值同比增速边际改善，同时其同比增速绝对值处于较高水平，且5月化学原料及化学制品制造业价格环比增速0.1%，由负转正，较前值回升0.2pct，整体指向化学原料及化学制品制造业处于高景气度；电子信息制造业工业增加值同比增速亦呈现边际改善，且同比增速处于高位，应是出口拉动效应，前期有较为充分体现；煤炭开采和洗选业工业增加值同比增速边际改善，但绝对值处于低位，或缘于夏季用电需求增加导致。

往后看，继续提示，短期生产韧性犹在。一是短期出口增速韧性仍强，仍将有效支撑生产。从主要贸易伙伴来看，短期我国对美国、欧盟、日本、韩国出口增速有望维持韧性，存在边际改善空间，对俄罗斯出口或存在下行风险。由于马来西亚、泰国、越南、老挝等国家经济景气度较高，出口保持了较高韧性，亦会对我国出口产生支撑(详见报告《假期旅游热度有所降温，短期出口韧性犹在》)。二是专项债发行节奏提速，基建投资回暖，亦会对生产产生拉动作用，在通胀数据中已有所显现(详见报告《内外需拉动力逐步切换，PPI超预期回升》)。三是稳增长政策效果逐步显现，有望支撑生产韧性。消费品以旧换新、大规模设备更新改造、近期房地产领域的“四支箭”以及房地产融资协调机制等政策效果有望逐步显现，有望支撑生产韧性。

图表 1：5 月工业增加值同比增速


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 2：1-5 月分行业工业增加值同比变化情况 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 消费不及预期，政策驱动下有望温和回升

5 月社零同比增速为 3.7%，较前值回升 1.4pct，弱于预期，较 wind 一致预期 4.5%低 0.8pct，弱于季节性，较近五年均值 6.76%低 3.06pct。其中，汽车当月同比增速-4.4%，仍是主要拖累，但较前值回升 1.2pct，边际有所改善；除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.7%，高于社零整体增速水平，较前值回升 1.5pct。

从结构分析，5 月餐饮消费好于商品消费，餐饮消费和商品消费增速均呈现边际回升。若考虑基数效应问题，餐饮消费存在较为明显的低基数效应，且年度复合增速边际回落，指向仍存在较为明显的修复空间，而商品消费基本不存在基数效应。5 月餐饮收入当月同比增速 5%，较 4 月增速回升 0.6pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平 8.76%低 3.76pct。若考虑基数效应，以 2019 年为基期，5 月当月餐饮收入复合增速为 2.82%，较当月同比增速回落 2.18pct，显示存在低基数效应，同时，较 4 月餐饮收入复合增速 3.2%回落 0.38pct，呈现边际回落态势，整体指向当前餐饮消费仍存在持续修复空间。商品零售总额当月同比增速为 3.6%，较前值回升 1.6pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平 6.6%低 3pct。若考虑基数效应，以 2019 年为基期，5 月当月商品零售总额复合增速为 3.65%，基本持平当前增速水平，基本不存在基数效应问题，亦较 4 月当月商品零售总额复合增速 3.23%回升 0.42pct，呈现边际回升态势。

从限额以上批发和零售业来看，当月同比增速排名前五的商品是体育、娱乐用品类（20.2%）、化妆品（18.7%）、通讯器材类（16.6%）、家用电器和音像器材类（12.9%）、粮油、食品类（9.3%）。其中，通讯器材类、家用电器和音像器材类、体育、娱乐用品类或与近期出口保持韧性相关。

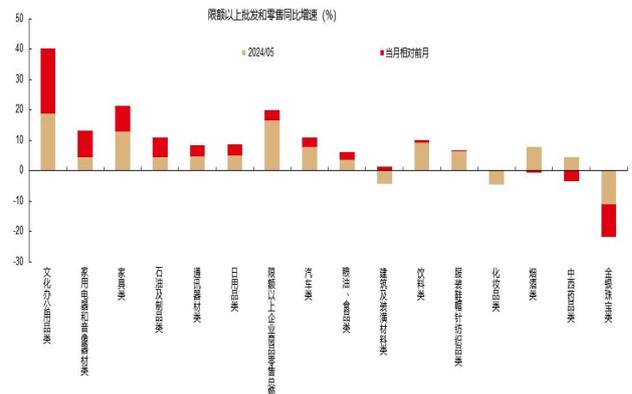
往后看，消费持续修复仍有压力，随着政策效果逐步显现，消费或温和回升。居民消费仍偏谨慎，居民预期和消费信心有待进一步修复。从5月信贷数据可以看出，居民短期贷款新增243亿元，同比少增1745亿元，亦弱于季节性，同时5月CPI环比增速转负，均指向当前终端消费需求仍相对疲软，居民消费偏谨慎，居民预期和消费信心有待进一步修复。

图表 3：社会消费品零售情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 4：限额以上批发和零售同比增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 5：居民支出与居民收入增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 6：工业企业营收增速与城镇居民人均可支配收入增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 制造业投资保持韧性，房地产投资尚未止跌企稳，固定资产投资增速边际放缓

1-5月固定资产投资累计同比增长4.0%，较前值下降0.2pct，弱于预期，较wind一致预期4.2%低0.2pct，弱于季节性，较近五年均值水平6.1%低2.1pct。考虑基数效应，以2019年为基期，1-5月固定资产投资累计复合增速为4.43%，较1-4月累计同比增速回升0.43pct，显示存在高基数效应，但仍呈现为边际回落态势，较1-4月复合增速4.62%低0.19pct。其中，房地产投资累计同比增长-10.1%，较前值回落0.3pct，是主要拖累；制造业投资保持了较高韧性，是主要支撑，制造业投资累计同比增长9.6%，较前值回落0.1pct；基建投资（不包括电力）累计同比增长5.7%，较前值回落0.3pct。

3.1 房地产投资增速跌幅进一步扩大，年内有望逐步改善

1-5月房地产投资累计同比增速-10.1%，较前值回落0.3pct，跌幅进一步扩大，持平wind一致预期。

从销售端看，房地产销售景气度温和边际改善，稳地产政策效果有待进一步观察。1-5月商品房销售额累计同比增速-27.9%，较前值回升0.4pct，跌幅边际收窄，商品房销售边际有所趋稳。当下政策效果或存在一定时滞，目前商品房整体销售同比增速仍处于负增长区间，景气度仍相对较低，居民购房意愿相对仍不强，5月居民中长期贷款同比少增，亦有所体现，未来仍需进一步观察政策效果。

从投资端看，政策稳开发，新开工和竣工面积同比增速继续边际改善，但房企拿地意愿仍相对较低，房屋施工面积累计同比增速边际放缓。1-5月房屋施工面积累计同比增速为-11.62%，较前值回落0.77pct；新开工面积累计同比增速-24.25%，较前值回升0.45pct；房屋竣工面积累计同比-20.06%，较前值回升0.29pct。在房地产融资协调机制持续推进和消化存量房产的政策引导下，房屋新开工面积和竣工面积累计同比增速边际改善。但因房屋销售尚未明显回暖，房企拿地意愿仍相对较低，1-4月土地购置费累计同比-6.1%，虽有边际回升，但仍处于历史较低水平，制约了新开工面积累计同比增速改善。

从资金来源看，房企融资连续两个月边际改善，房地产融资协调机制或是主要推动力。1-5月房地产开发资金累计同比-24.3%，较前值回升0.6pct，连续两个月边际改善。其中，国内贷款累计同比增速-6.2%，较前值回落3.9pct，边际改善最为显著，或主要源自房地产融资协调机制持续推进；其他资金累计同比增速-35.59%，较前值回升0.23pct，个人按揭贷款累计同比增速-40.2%，较前值回落0.5pct，定金及预收款累计同比-36.7%，较前值回升0.5pct。

往后看，在消化存量房产的政策引导下，房地产投资增速有望逐步边际改善。一是在消化存量房产的政策引导下，稳地产政策持续加码，带动房地产存量项目建设，房地产投资增速有望逐步止跌企稳。4月中共中央政治局会议明确强调“统筹研究消化存量房产与优化增量住房政策措施”，给市场打了一针“强心针”，一定程度提振市场信心。5月17日，央行联合国家金融监管总局在住房金融方面连续发出稳地产“四支箭”，推出3000亿保障性住房再贷款、降低住房公积金贷款利率、降低首付比例、取消全国层面首套和二套房贷利率政策下限等。尽管政策效果存在一定时滞，但随着政策效果逐步显现，房地产投资有望逐步边际改善。二是年内房地产融资协调机制仍将持续推进，支持“遇困”房地产项目有序开工建设，保障房地产市场平稳健康发展，对房地产投资产生支撑作用。近日，金融监管总局和住房和城乡建设部联合印发《关于进一步发挥城市房地产融资协调机制作用满足房地产项目合理融资需求的通知》，提出了多项可操作、可落地的工作举措，致力于加强项目推送效率和质量，更加精准支持房地产项目合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展，政策效果或将更为明显显效。

图表 7：1-5 房地产投资增速跌幅边际收窄 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 8：1-5 月房地产销售增速情况 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 9：1-5 月房屋新开工面积同比增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 10：1-5 月房屋竣工面积同比增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 专项债发行节奏有所提速，基建投资有望温和回升

基建投资边际小幅回落。1-5 月基建投资（不含电力）累计同比增长 5.7%，较前值回落 0.3pct，或与当前专项债发行节奏相对靠后有关。今年专项债发行节奏明显慢于去年，对基建投资的支撑有所减弱，进而基建投资增速边际放缓。尽管 5 月政府债券融资有所增加，但从专项债发行到形成实物工作量存在一定时滞，5 月专项债发行对当月基建投资支撑相对较弱。从高频数据来看，石油沥青装置开工率、水泥价格指数等低于历史同期水平，亦佐证了当前基建投资实物工作量形成相对缓慢。5 月石油沥青装置平均周开工率为 26.98%，较 2023 年同期下降 17.31%；5 月平均水泥价格指数为 109.6，较 2023 年同期下降 16.40%。在实物工作量形成相对缓慢的背景下，基建投资维持韧性，或与财务支出法统计有关。

往后看，专项债发行提速，基建投资增速或温和回升。5月超长期特别国债已进入发行期，新增专项债发行亦有所提速。5月政府债券净融资为13270.78亿元，较4月增加13705.92亿元，5月净融资额占1-4月净融资额合计的95.09%，融资节奏明显加快。其中，5月国债净融资6921.94亿元，较4月增加7906.38亿元，达到1-4月国债净融资额合计的180.24%；5月地方政府专项债净融资额为5333.05亿元，较4月增加4876.11亿元，是1-4月地方政府专项债净融资额合计的74.83%；5月地方政府专项债净融资额为1015.79亿元，较4月增加923.43亿元，占1-4月地方政府专项债净融资额合计的33.98%。此外，在化解地方政府隐性债务背景下，城投债发行相对节制，5月城投债净融资额为-498.73亿元，4月为-342.42亿元，连续两个月为净偿还。综合考虑地方政府、中央政府和城投公司发债情况，5月债券净融资12772.05亿元，较4月增加13549.61亿元，为1-4月净融资额合计的87.20%。

3.3 制造业投资好于预期，短期韧性仍强

1-5月制造业投资累计同比增速9.6%，好于预期，较wind一致预期9.4%高0.2pct，较前值回落0.1pct，虽然边际有所回落，但保持了较强韧性，对固定资产投资增速形成了较好支撑。

从细分行业来看，（1）外需拉动的制造业增速保持较高韧性，但边际变化有所分化，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业景气度边际改善，电气机械及器材制造业、纺织业景气度边际放缓。1-5月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（34.7%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（14.8%）、电气机械及器材制造业（8.1%）、纺织业（13.4%）保持了较高的韧性，较前值变动分别为7pct、1.7pct、-2pct、-2.9pct。

（2）农副食品加工业、食品制造业等必需品行业增速保持较高增速。1-5月农副食品加工业、食品制造业累计同比增速21.4%和29.7%，远高于制造业整体累计同比增速水平，较1-4月累计同比增速变动2.2pct和1.9pct，呈现边际向好态势，但结合CPI的食品分项价格来看，仍处于负增长，指向终端消费需求仍有待改善，或将制约未来持续改善空间。

（3）黄金和有色金属价格上涨，推升相关行业投资增速走高，但边际变化亦有所分化，有色金属冶炼及压延工业投资增速边际放缓，金属制品业投资增速

边际改善。1-5月有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业累计投资增速分别为18.4%和17.3%，较前值变动分别为-1.6pct和0.9pct。

(4) 专项债发行节奏靠后，基建投资增速边际回落，制约了专用设备投资扩张。1-5月通用设备制造业和专用设备制造业累计投资增速分别为13.5%和12.7%，较1-4月回落0.3pct和-1.2pct。

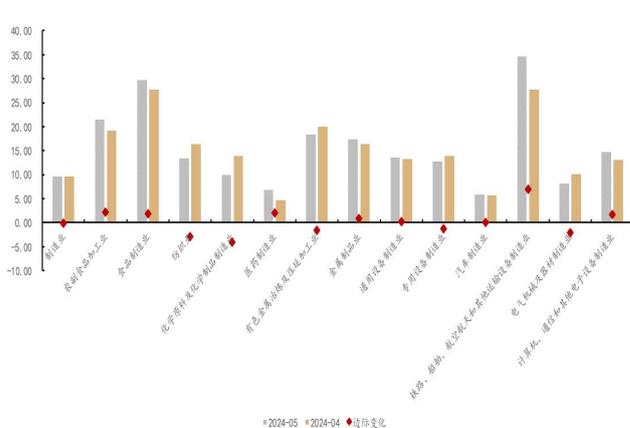
往后看，短期制造业投资韧性仍强，但内外需拉动力逐步切换，或带来制造业投资机会的结构性变化。短期来看，外需对制造业投资的拉动作用仍将保持一定韧性，但拉动作用或呈现边际放缓。内需方面，专项债发行节奏提速，基建投资增速有望温和回升，对制造业投资支撑作用有待增强。但考虑内外需拉动力逐步切换，未来制造业投资的支撑或将着眼于内需。值得注意的是，在双循环战略下，若出口增速超预期，扩内需稳增长政策节奏或有所放缓，此时外需拉动行业仍将保持高景气度，内需支撑行业投资机会或有所下降，因此，需要密切关注内外需拉动力边际变化情况。

图表 11：1-5 月制造业投资情况 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 12：1-5 月各细分行业投资增速情况 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 经济有望延续持续向好的修复态势，关注内外需拉动力切换

从当前分析可知，出口拉动仍是当前经济持续修复的重要拉动力，扩内需稳增长政策效果亦逐步显现，内外需同频共振，经济延续持续修复态势。向后看，

内外需拉动力或逐步切换，扩内需稳增长政策或成为经济持续修复的关键变量。继续提示，在双循环战略下，若出口增速超预期，扩内需稳增长政策节奏或有所放缓，此时外需拉动的行业仍将保持高景气度，内需支撑的行业投资机会或有所下降，因此，需要密切关注内外需拉动力边际变化情况。

(1) 短期看，出口保持韧性，但对经济拉动作用边际有所减弱，外需拉动的制造业投资行业增速已出现边际放缓迹象。中长期看，全球经济增长不确定性有所增大以及贸易摩擦升温，我国出口增速仍面临挑战，外需拉动作用或进一步放缓。一方面，全球经济不确定性仍大，对全球贸易产生扰动。近期日本车企在量产认证申请过程中存在碰撞数据造假、发动机功率测试舞弊、刹车测试成绩造假等违规行为，或增大日本经济稳健修复的不确定性；法国大选的不确定性，亦增大了欧元区经济弱修复的不确定性；美国经济不确定性已有所增大，结构性矛盾愈发凸显，如制造业景气度连续两个月回落，美国居民实际收入增速转负，虽然非农就业人数和申领失业救济人数的指标表明就业市场仍然强劲，但失业率上升和职位空缺下降反映出裂缝正在形成，并且民调显示三分之二的美国中产阶级面临财务困境。另一方面，全球贸易摩擦有所升温，亦会增大全球贸易不确定性。如中美贸易摩擦不断，美方发布对华加征 301 关税四年期复审结果，拜登政府正考虑进一步限制中国取得用于人工智能的芯片技术等；欧盟宣布将在 7 月初对中国进口的电动汽车加征关税等。

(2) 政策引导下，消费或将温和回升。短期居民消费偏谨慎，消费需求修复不及预期，居民收入和预期持续修复仍是关键，而这是慢变量，需逐步修复。但以旧换新、降低汽车首付比例等政策效果逐步显现，同时有效降低全社会物流成本，将会降低以新型线上消费模式为代表的新消费业态的交易成本，有望对消费形成一定支撑。

(3) 专项债发行节奏提速，叠加特别国债步入发行期，基建投资或温和回升，但难以有超预期增量信息。

(4) 在消化存量房产的政策引导下，房地产投资增速有望逐步边际改善。一方面，在消化存量房产的政策引导下，稳地产政策持续加码，带动房地产存量项目建设，房地产投资增速有望逐步止跌企稳。另一方面，房地产融资协调机制

持续推进，支持“遇困”房地产项目有序开工建设，保障房地产市场平稳健康发展，对房地产投资产生支撑作用。

基于4月和5月经济数据研判，4-5月GDP增速在5.3%左右水平，同时根据前文分析，预计短期出口韧性仍在，政策驱动下消费、投资有望温和回升，内外需共振下，预计6月经济会呈现边际向好态势，判断二季度GDP增速在5.3%-5.5%区间，略高于全年经济增长预期目标。

建议短期关注：一是新动能仍是关系未来的主线，新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网、低空经济等；二是基建投资回升的机会；三是关注景气度较高的电子信息制造业和化学原料及化学制品制造业；四是医药行业呈现筑底回升迹象，但从要素市场来看，医药行业价格尚未止跌回升，可密切观察，关注左侧交易机会。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048