

# 经济持续降温 通胀拐点将现

## ——8 月经济数据小结



华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES

### 分析师

张 晶

SAC 执业证书编号: S1000510120033  
(0755) 8249 2011  
zhangjing@ mail.htlhsc.com.cn

陈 勇

SAC 执业证书编号: S1000510120044  
(021) 2010 6011  
chenyongsz@ mail.htlhsc.com.cn

曹 阳

SAC 执业证书编号: S1000511050001  
(021)-50106413  
caoyang@ mail.htlhsc.com.cn

### 联系人

杨 斌

(0755)82776426  
yangbin@mail.htlhsc.com.cn

### 相关研究

年度报告:《转型先声, 博弈先机》,  
12/05/2010

半年度报告:《经济着陆与政策调整》,  
06/05/2011

二季度宏观报告:《库存调整与产能调  
整》, 04/07/2011

2011 年 4 月数据点评:《增长下滑、通胀  
高企》, 05/11/2011

- 我们对 8 月宏观经济金融数据的总体看法是: 经济持续降温, 通胀压力未减。无论从工业生产、固定资产投资, 还是国内消费、对外贸易, 各项需求因素都出现疲态, 而货币信贷数据也印证了经济疲弱的格局。尽管通胀短期压力仍较大, 但 9 月份之后, 通胀拐点将现, 4 季度降至 6% 以下将是大概率事件。我们认为未来 1-2 个季度内, 经济着陆的速度和方式还存在不确定性, 但其核心观察因素不再是通胀, 而是房地产市场。
- 通胀同比数据较 7 月高点略低, 但环比仍处上升通道。除食品之外, 各项服务类项目价格开始上升, 特别是与人工服务相关的价格。历史数据显示, 9 月 CPI 环比通常为正, 且幅度偏大, 故而通胀预期较强的背景下, 不排除 9 月 CPI 有创新高的可能。但 9 月之后, 通胀拐点将现。在此预期下, 尽管政策短期难以放松, 但最紧的一页正在过去。
- 生产活动出现放缓。8 月工业增加值增速下滑基本符合市场预期, 这和我们一直以来坚持的库存高位和生产减缓的观点是一致的; 工业增加值增速下滑反映了经济缓慢着陆态势, 虽然 PMI 指数显示需求明显弱势, 但从实际消费、投资和出口来看, 实际需求下滑依然平缓, 这种下滑还需要和发电量数据的显著下滑进一步验证。
- 从需求来看, 8 月份的投资放缓, 出口同比增速仍然保持在较高的水平, 一定程度上是由于去年同期的基数较低所致, 对日本出口大幅上升拉动也是一个因素。进口方面, 价格因素以及我国对大宗货币进口关税降低导致了进口额再创新高。国内消费增速弱势难改。值得注意的是, 8 月份固定资产投资中, 房地产投资下滑明显, 制造业投资有所反弹, 我们认为这是整个固定资产投资增速下滑中的正常插曲, 房地产投资增速下滑反映了保障房建设进度趋于饱和、商品房建设放缓的情况。消费层面, 高通胀对消费的抑制已越来越明显, 但考虑了发展迅猛的网络购物交易规模后, 消费增速仍保持基本稳定。出口月度数据在年内再次出现大幅上涨的可能性不大。此外, 虽然从 8 月份的数据看外贸状况暂时还无需担忧, 但出口环境的恶化却不容忽视, 海外市场的恶化很难避免, 而外贸对经济的拉动作用将受到较大影响。
- 金融数据显示, 货币供应从紧趋势还在延续, 居民和非金融企业新增存款同比均出现回落。尽管 8 月新增信贷规模略超预期, 但结构上看, 短期贷款及票据融资在快速上升, 其占比已持续超过 5 成, 反映企业的投资意愿低迷。
- 尽管我们认为短期内, 政策的紧缩力度仍将持续。但在当前时点上, 我们对政策、流动性和通胀不再悲观。因为近期出台的政策足以打压本已疲软的需求, 这是政策不会再紧、流动性下行空间不大、通胀不再新高的核心理由。

## 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 物价：拐点将现 .....                 | 4  |
| 工业：继续下滑 .....                 | 5  |
| 消费：弱势难改 .....                 | 6  |
| 投资：下滑加速 .....                 | 7  |
| 对外贸易：顺差收窄 .....               | 8  |
| 货币信贷：继续寻底 .....               | 9  |
| 附件 1：2011 年宏观经济指标预测(更新) ..... | 10 |
| 附件 2：2011 年 8 月宏观经济指标预测 ..... | 11 |

## 图表目录

|       |                          |    |
|-------|--------------------------|----|
| 图 1:  | 8 月上中下游价格同比收缩幅度基本同步 (%)  | 4  |
| 图 2:  | 肉禽类价格上涨仍是主力, 但环比涨幅减少 (%) | 4  |
| 图 3:  | 与人工服务相关的服务类价格均走高 (%)     | 4  |
| 图 4:  | 9 月份 CPI 环比上涨是大概率事件      | 4  |
| 图 5:  | 工业增加值增速低位下滑 (%)          | 5  |
| 图 6:  | 工业库存高位反弹 (%)             | 5  |
| 图 7:  | 发电量增速明显下滑                | 5  |
| 图 8:  | 下游行业不乐观 (%)              | 5  |
| 图 9:  | 8 月消费走弱                  | 6  |
| 图 10: | 8 月必需品消费出现下滑             | 6  |
| 图 11: | 剔除汽车与石油后的消费亦出现下滑 (%)     | 6  |
| 图 12: | 考虑了网购的消费增速仍维持稳定增长 (%)    | 6  |
| 图 13: | 固定资产投资增速下滑加快             | 7  |
| 图 14: | 新开工数据无需过分解读 (%)          | 7  |
| 图 15: | 制造业投资出现反复                | 7  |
| 图 16: | 房地产投资增速有所下滑 (%)          | 7  |
| 图 17: | 出口总额月度变化 (%)             | 8  |
| 图 18: | 进口总额月度变化 (%)             | 8  |
| 图 19: | 对 G3 出口低位反弹 (%)          | 8  |
| 图 20: | 对金砖国家及东盟出口趋于稳定 (%)       | 8  |
| 图 21: | M1 和 M2 增速仍在回落 (%)       | 9  |
| 图 22: | M1 和 M2 增速差持续为负 (%)      | 9  |
| 图 23: | 短期贷款占比仍上升 (%)            | 9  |
| 图 24: | 存款增速下降带动 M2 增速下滑 (亿元)    | 9  |
| 表 1:  | 2011 年宏观经济指标预测           | 10 |

表 1: 2011 年宏观经济指标预测 (更新) ..... **Error! Bookmark not defined.**

表 2: 2011 年 8 月宏观经济指标预测 ..... **Error! Bookmark not defined.**

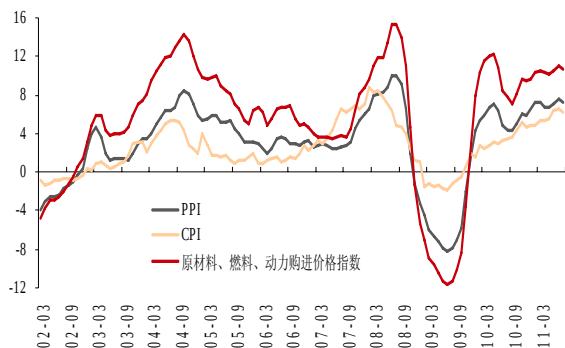
## 物价：拐点将现

**数据表现：**8月份，CPI同比上涨6.2%，环比上涨0.3%；PPI同比上涨7.3%，环比上涨0.1%；PPIRM同比上涨10.6%，环比上涨0.2%。

**评论：**8月份，上、中、下游物价同比指数均较7月有所收敛，但环比看，仍在上涨通道中。从结构上来看，肉禽类价格对8月份CPI的贡献度仍然十分显著，但这主要是基于基期的因素，从绝对水平上看，肉禽价格环比上涨的幅度已经明显减弱（8月肉禽类环比上涨为1.5%，较7月环比下降了3.2个百分点）。但是，服务类价格已经出现了较普遍的上涨。其中，居住类当中的租房、水、电及燃料类价格同比上涨趋势显著，而其他与人工服务价格相关的项目，如家庭服务及加工维修服务、衣着加工服务费、个人服务等项的上涨幅度均出现显著的上涨趋势，且同比涨幅基本都创下新高。

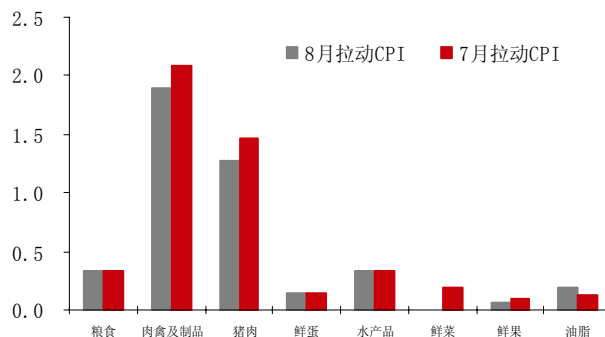
**展望：**从历史上看，9月份的物价环比几乎均为正，且环比上涨幅度较大——过去10年来，9月份CPI的环比均值为0.7%，这主要反映的是季节性因素的影响。而目前通胀预期应高于历史平均水平，故而9月CPI环比值若达到0.9%，则9月CPI同比就将与7月的峰值持平。我们认为，9月CPI有创新高的可能性，在此预期下，货币政策短期内放松的概率不大。但9月过后，4季度的CPI同比水平有望逐步下降。故而，对于货币政策而言，最紧的一页正在翻过去。

图1： 8月上中下游价格同比收缩幅度基本同步（%）



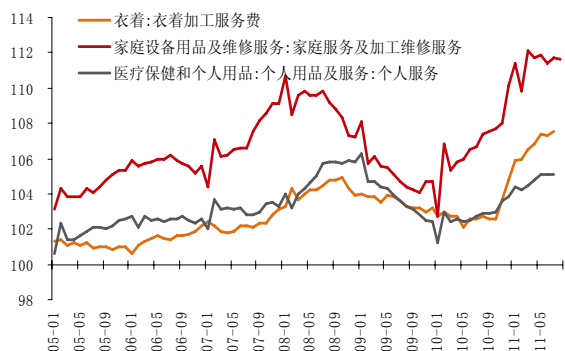
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图2： 肉禽类价格上涨仍是主力，但环比涨幅减少（%）



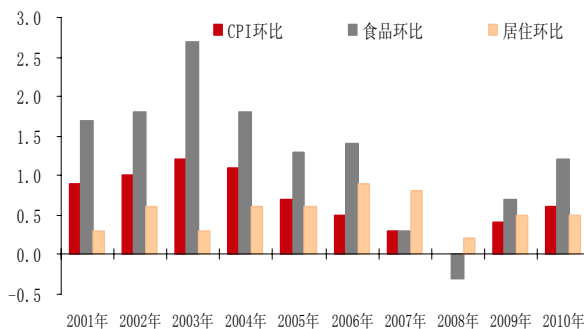
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图3： 与人工服务相关的服务类价格均走高（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图4： 9月份CPI环比上涨是大概率事件



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

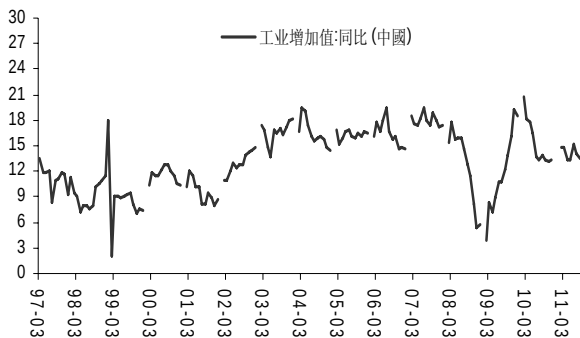
## 工业：继续下滑

**数据表现：**2011年8月份，规模以上工业增加值同比增长13.5%，比6月份回落0.5个百分点。从环比看，7月份，规模以上工业增加值增长1.0%。

**评论：**工业增加值增速下滑基本符合市场预期，但幅度低于我们预期，这和我们一直以来坚持的库存高位和生产减缓的观点是一致的；工业增加值增速下滑反映了经济缓慢着陆态势，虽然PMI指数显示需求明显弱势，但从实际消费、投资和出口来看，实际需求下滑依然平缓，这种下滑还需要和发电量数据的显著下滑进一步验证；从行业看，中上游行业表现不一，下游行业有所下滑。

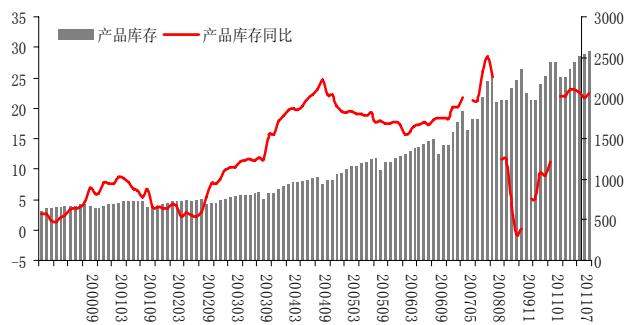
**展望：**库存水平还在高位，需求将进一步放缓，节能减排政策将是确定性政策目标，未来工业生产增长仍有不大的下行空间。

图 5： 工业增加值增速低位下滑（%）



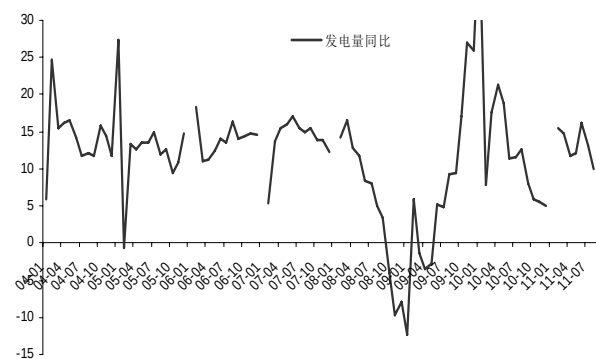
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 6： 工业库存高位反弹（%）



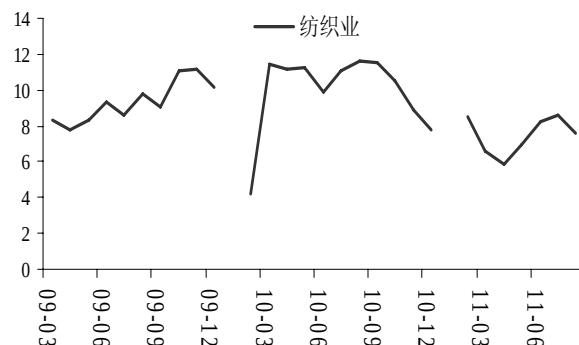
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 7： 发电量增速明显下滑



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 8： 下游行业不乐观（%）



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

## 消费：弱势难改

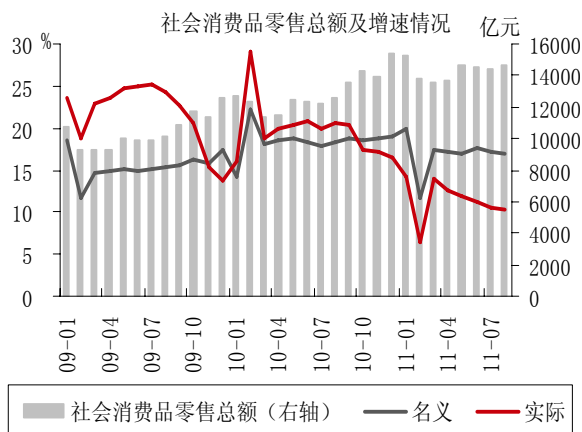
**数据表现：**2011年8月份，社会消费品零售总额14705亿元，同比增长17.0%，环比增长1.36%。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额6902亿元，增长22.1%。

**评论：**8月消费增速走弱，无论是名义增速还是实际增速都出现下滑。从结构上看，暑期通常为必需品的消费淡季，吃、穿、日用这类传统的必须消费品增速延续了7月份的下滑趋势。可选消费品的增速亦不乐观，我们剔除了汽车与家电后的消费增速尽管有所提高，但趋势仍然向下；剔除了汽车与石油相关品后的消费增速则与整体消费增速基本保持一致。

不过，我们基于目前增速迅猛的网络购物交易状况，数据统计发现，当前的网购交易额可对社会消费品零售总额的补充在3-4个百分点。

**展望：**我们对未来消费增长谨慎乐观。中国仍处于消费升级过程中，但由于高通胀对居民日常消费能力形成抑制，加上汽车和房地产销售下滑的负面影响，故而消费增速短期内难以向上超预期。我们还将密切关注网络购物的发展情况。

图9： 8月消费走弱



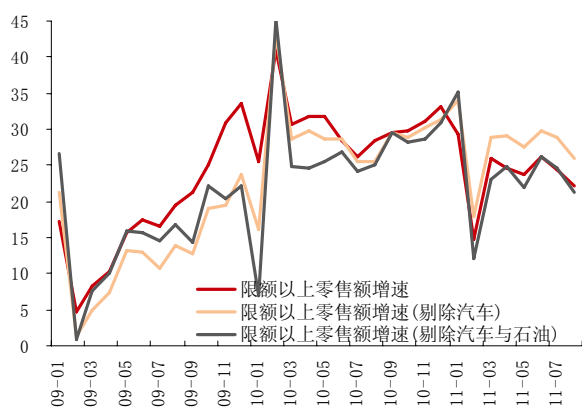
资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图10： 8月必需品消费出现下滑



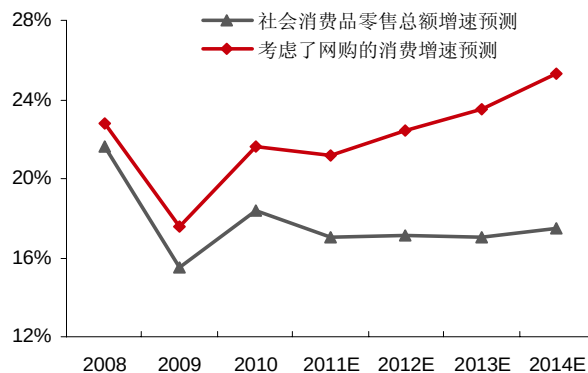
资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图11： 剔除汽车与石油后的消费亦出现下滑（%）



资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图12： 考虑了网购的消费增速仍维持稳定增长（%）



资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

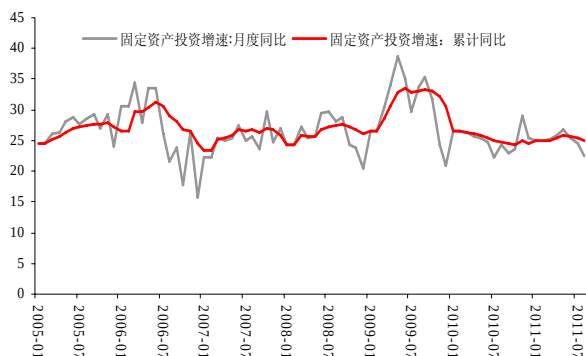
## 投资：下滑加速

**数据表现：**2011年1-8月份，固定资产投资（不含农户）180608亿元，同比增长25%，比1-7月份回落0.4个百分点。从环比看，8月份固定资产投资（不含农户）增长1.16%。

**评论：**固定资产投资增速符合我们预期，但差于市场预期，月度同比从24.6%下降到22.4%，比上月有所加快；从行业来看，房地产投资下滑明显，制造业投资有所反弹，我们认为这是整个固定资产投资增速下滑中的正常插曲，房地产投资增速下滑反映了保障房建设进度趋于饱和、商品房建设放缓的情况；虽然新开工投资规模有所增长，但无论从后续资金状况、还是历史可比性来看，我们认为这一状况没有很强参考意义，因为2007年和2010年，该数据都出现了大涨和大跌的情况，但实际固定资产投资并没有出现大幅波动。

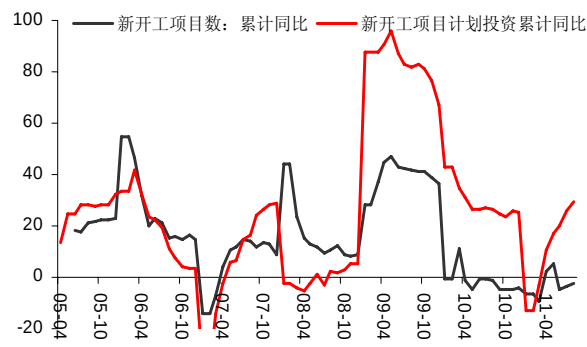
**展望：**政策紧缩还将持续，需求将继续放缓，资金趋于紧张，未来固定资产投资建设进度将放缓，投资增速将继续下滑。

图 13： 固定资产投资增速下滑加快



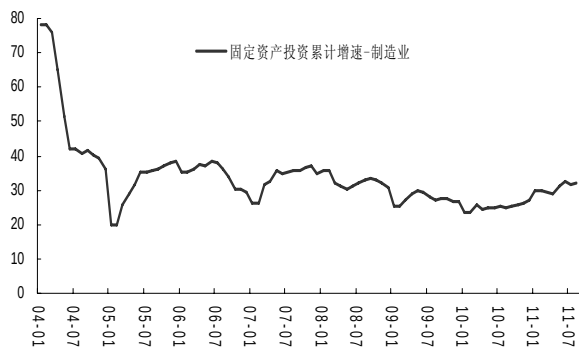
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 14： 新开工数据无需过分解读（%）



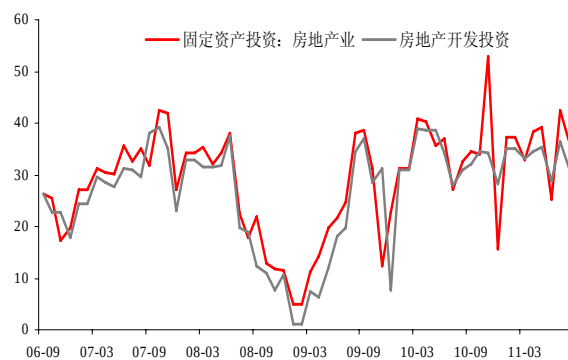
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 15： 制造业投资出现反复



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 16： 房地产投资增速有所下滑（%）



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所



## 对外贸易：顺差收窄

8月当月我国进出口总值3288.7亿美元，同比增长27.1%。其中出口1733.1亿美元，同比增长24.5%；进口1555.6亿美元，同比增长30.2%。8月当月贸易顺差177.5亿美元，环比明显回落。

**评论：**8月份进出口数据超出了市场和我们的预期。8月份出口同比增速仍然保持在较高的水平，一定程度上是由于去年同期的基数较低所致，对日本出口大幅上升拉动也是一个因素。此外，由于新兴市场国家，如东盟、巴西、印度等国的需求旺盛，一定程度上弥补了欧美市场不振的影响，使总体出口增速保持来了一个较高的水平。进口方面，虽然国际大宗商品价格已经由高位回落，但与去年同期水平相比仍有较大涨幅。而近期我国对原油、铁矿砂等大宗货物调低了进口关税，也导致了原油、铁矿石等主要进口产品同比涨幅达到50%左右，拉动了进口总体规模的上升。此外，国内通货膨胀始终居高不下，国内物价上涨或在一定程度上导致了国外商品的替代效用增大，也成为进口规模始终平稳上升的原因之一。

**展望：**从过去几年的历史数据来看，月度出口数据的峰值多出现在第三季度。因此，我们认为出口月度数据在今年余下时间再次出现大幅上涨的可能性不大。虽然从8月份的数据看外贸状况暂时还无需担忧，但出口环境的恶化却不容忽视，海外市场的恶化很难避免，而外贸对经济的拉动作用将受到较大影响。

图 17： 出口总额月度变化（%）



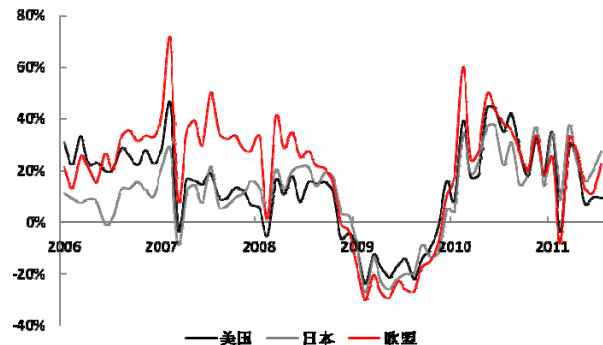
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 18： 进口总额月度变化（%）



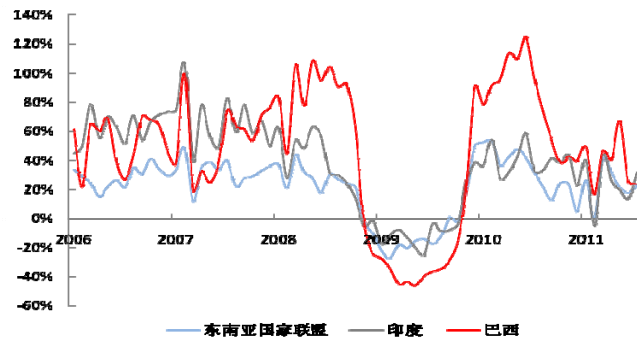
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 19： 对 G3 出口低位反弹（%）



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 20： 对金砖国家及东盟出口趋于稳定（%）



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所



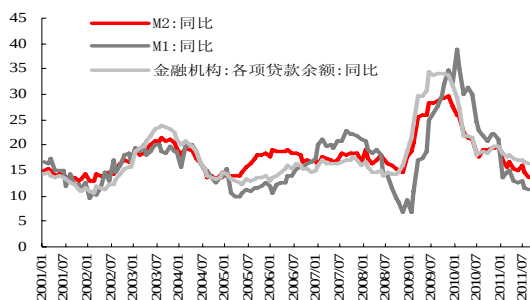
## 货币信贷：继续寻底

**数据表现：**8月末，M2余额78.07万亿元，同比增长13.5%，M1余额27.33万亿元，同比增长11.2%；人民币贷款余额52.44万亿元，同比增长16.4%；8月份人民币贷款增加5485亿元，同比多增93亿元；人民币存款余额78.67万亿元，同比增长15.5%。

**评论：1. M2增速继续下滑，货币条件维持从紧。**8月份M2增速低于预期，主要原因是存款同比增速出现放缓，8月存款余额同比增速15.5%，相比2001-2010年同期平均17.5%有较大回落。居民和非金融企业新增存款同比均出现回落，其中居民新增存款增速的回落反映表外理财规模的回升，而企业存款同比增速的回落则是持续紧缩政策和经济增速放缓的结果。**2. 新增贷款规模略超预期。**其中新增短期贷款及票据融资快速上升，说明：1) 企业流动性依然紧张；2) 信贷投放可能向中小企业定向放松。中长期新增贷款下滑说明企业的投资意愿低迷。

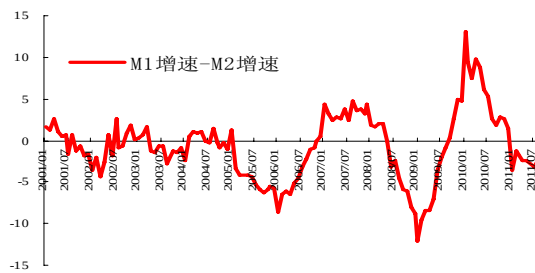
**展望：**我们对未来政策的判断是：紧缩的主基调不变，但方式可能微调，未来进一步从紧的可能性不大。判断依据是：1) 央行扩大存准缴存范围，已相当于提高了2-3次准备金率，继续加码的可能性降低；2) 货币政策对经济的影响有提前效应，中央已经开始重视货币政策的滞后和累积效应。基于此，我们认为M2正在寻底，而近期对流动性“体系外循环”的压缩将对M2有提升作用。在紧缩主基调不变之下，信贷未来可能对中小企业、保障房等领域定向放松。

图 21： M1 和 M2 增速仍在回落（%）



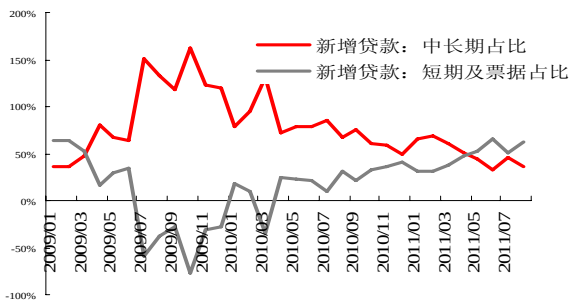
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 22： M1 和 M2 增速差持续为负（%）



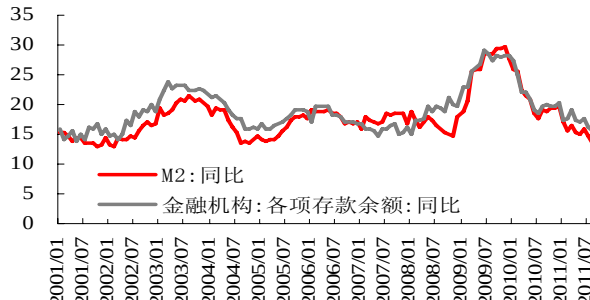
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 23： 短期贷款占比仍上升（%）



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 24： 存款增速下降带动 M2 增速下滑（亿元）



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

## 附件 1：2011 年宏观经济指标预测(更新)

表 1：2011 年宏观经济指标预测

|              | 2009Y | 2010Y | 2011Y | 2011Q1E | 2011Q2E | 2011Q3E | 2011Q4E |
|--------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>GDP</b>   |       |       |       |         |         |         |         |
| （累计同比，%）     | 9.1   | 10.3  | 9.3   | 9.7     | 9.8     | 9.5     | 9.3     |
| （当季同比，%）     |       |       |       | 9.7     | 9.8     | 9.1     | 8.5     |
| （环比，%）       |       |       |       | 2.1     | 2.2     | 1.8     | 2.2     |
| 规模以上工业增加值    |       |       |       |         |         |         |         |
| （同比，%）       | 11    | 15.7  | 13.5  | 14.4    | 14.5    | 13.7    | 13      |
| 工业企业利润       |       |       |       |         |         |         |         |
| （累计同比，%）     |       | 49.4  | 19.0  | 32      | 28      | 21      | 19      |
| 城镇固定资产投资     |       |       |       |         |         |         |         |
| （累计同比，%）     | 30.5  | 24.5  | 22    | 25      | 25.6    | 23      | 22      |
| 社会消费品零售总额    |       |       |       |         |         |         |         |
| （累计同比，%）     | 15.5  | 18.3  | 16.9  | 16.3    | 17.2    | 17.2    | 17      |
| <b>CPI</b>   |       |       |       |         |         |         |         |
| （当期同比，%）     | -0.7  | 3.3   | 5.5   | 5.1     | 5.7     | 6.4     | 5.3     |
| <b>PPI</b>   |       |       |       |         |         |         |         |
| （当期同比，%）     | -5.4  | 5.5   | 6.6   | 7.0     | 6.9     | 7.1     | 5.2     |
| <b>PPIRM</b> |       |       |       |         |         |         |         |
| （当期同比，%）     | -7.9  | 9.6   | 9.7   | 10.3    | 10.2    | 10.2    | 7.9     |
| 出口           |       |       |       |         |         |         |         |
| （当期同比，%）     | -16   | 30.1  | 19.3  | 26.5    | 22.1    | 16.1    | 14.7    |
| 进口           |       |       |       |         |         |         |         |
| （当期同比，%）     | -11.2 | 35.8  | 22.8  | 32.6    | 23.1    | 20.9    | 16.8    |
| 贸易差额         |       |       |       |         |         |         |         |
| （十亿美元）       | 196.1 | 183.1 | 166.4 | -11.4   | 46.7    | 57.6    | 63.2    |
| <b>M2</b>    |       |       |       |         |         |         |         |
| （期末余额同比，%）   | 27.7  | 19.7  | 15    | 16.6    | 15.9    | 15      | 15      |
| <b>M1</b>    |       |       |       |         |         |         |         |
| （期末余额同比，%）   | 32.4  | 21.2  | 13    | 15      | 13.1    | 12.7    | 13      |
| 人民币贷款        |       |       |       |         |         |         |         |
| （当期新增，十亿元）   | 9590  | 7927  | 7200  | 2255    | 1900    | 1500    | 1500    |
| 一年期定期存款利率    |       |       |       |         |         |         |         |
| （期末，%）       | 2.25  | 2.75  | 3.75  | 3.00    | 3.50    | 3.75    | 3.75    |
| 人民币兑美元汇率(期末) | 6.83  | 6.62  | 6.30  | 6.55    | 6.40    | 6.35    | 6.30    |

数据来源：CEIC，Wind，华泰联合证券研究所

## 附件 2：2011 年 8 月宏观经济指标预测

表 1： 2011 年 8 月宏观经济指标预测

|            | 08/11 | 07/11 | 06/11 | 05/11 | 04/11 | 03/11 | 02/11 | 01/11 | 12/10 | 11/10 | 10/10 | 09/10 | 08/10 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 预测    | 实际    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 工业增加值      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （当期同比，%）   | 13.1  | 13.5  | 14    | 15.1  | 13.3  | 13.4  | 14.8  | 14.1  | NA    | 13.5  | 13.3  | 13.1  | 13.3  |
| 城镇固定资产投资   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （累计同比，%）   | 24.9  | 25.0  | 25.4  | 25.6  | 25.8  | 25.4  | 25    | 24.9  | NA    | 24.5  | 24.9  | 24.4  | 24.5  |
| 消费品零售总额    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （当期同比，%）   | 17.0  | 17.0  | 17.2  | 17.7  | 16.9  | 17.1  | 17.4  | 15.8  | NA    | 19.1  | 18.7  | 18.6  | 18.8  |
| CPI        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （当期同比，%）   | 6.0   | 6.2   | 6.5   | 6.4   | 5.5   | 5.3   | 5.4   | 4.9   | 4.9   | 4.6   | 5.1   | 4.4   | 3.6   |
| PPI        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （当期同比，%）   | 7.1   | 7.3   | 7.5   | 7.1   | 6.8   | 6.8   | 7.4   | 7.2   | 6.6   | 5.9   | 6.1   | 5     | 4.3   |
| 出口         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （当期同比，%）   | 18.5  | 24.5  | 20.4  | 17.9  | 19.4  | 29.9  | 35.8  | 2.4   | 37.7  | 17.9  | 34.9  | 22.9  | 25.1  |
| 进口         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （当期同比，%）   | 19.0  | 30.2  | 22.9  | 19.2  | 28.4  | 21.8  | 27.4  | 19.7  | 51.4  | 25.6  | 37.9  | 25.4  | 24.4  |
| 贸易差额       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （十亿美元）     | 22.8  | 17.8  | 31.5  | 22.3  | 13.1  | 11.4  | 1.4   | -7.3  | 6.5   | 13.1  | 22.9  | 27.1  | 16.9  |
| M2         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （期末余额同比，%） | 14.5  | 13.5  | 14.7  | 15.9  | 15.1  | 15.3  | 16.6  | 15.7  | 17.2  | 19.7  | 19.5  | 19.3  | 19    |
| M1         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （期末余额同比，%） | 11.3  | 11.2  | 11.6  | 13.1  | 12.7  | 12.9  | 15    | 14.5  | 13.6  | 21.2  | 22.1  | 22.1  | 20.9  |
| 人民币贷款      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| （当期新增，十亿元） | 500.0 | 549   | 493   | 634   | 552   | 740   | 679   | 535.6 | 1040  | 481   | 564   | 588   | 596   |
| （期末余额同比，%） | 16.5  | 16.5  | 16.6  | 16.9  | 17.1  | 17.5  | 17.9  | 17.7  | 18.5  | 19.9  | 19.8  | 19.3  | 18.5  |

数据来源：CEIC、WIND、华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

**深 圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上 海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。