

2021 年 05 月 09 日

## 消费的弹性

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

居民消费，是截至目前，主要经济指标中，唯一没有恢复到正常水平的宏观变量。消费修复偏慢的原因是什么，未来会如何演绎？本文详细梳理，可供参考。

### ● 疫后消费特征：线下活动加快正常化，但消费未恢复正常、“K”型分化

线下活动加快正常化，但居民消费迟迟未恢复到正常增长水平。五一期间，旅游出行等线下活动加快恢复，游客人数已超过疫情前正常水平，而以旅游收入衡量的消费只恢复到正常水平的 77%，春节、清明等假期亦出现类似人流修复快于消费的现象。总体消费的修复也滞后于其他主要变量，生产、投资和出口等指标单月增速，2020 年年中已先后超过疫情前水平，而社零增速持续低于正常水平。

结构上看，消费“K”型分化明显，商品、服务及区域消费修复不尽相同。商品消费修复快于服务消费，3 月商品零售和餐饮收入两年复合增速分别为 6.9%和 0.9%，分别较 2019 年 12 月低 1 个百分点和 8 个百分点。不同地区消费修复也大不相同，安徽等劳动力输出大省的消费，早在 2020 年 5 月已回到疫情前水平；而广东、浙江等劳动力输入大省消费修复滞后，社零增速仍明显低于正常水平。

### ● 消费“K”型分化的原因：疫情的影响或被低估，收支等尚未恢复正常

疫后就业、收支等迟迟未恢复正常，可能是消费“K”型分化的重要原因。疫情对中低收入人群就业影响明显，以农村外出务工劳动力为例，人数持续低于正常水平，1 季度较 2019 年同期少增近 250 万人、而以往同期至少增加 200 万人。居民收支也尚未恢复正常水平，1 季度收入增速 7%、低于 8.8%左右的正常水平；同时，消费意愿显著下降，支出增速只有 3.9%、远低于疫情前 8-9%左右的增速。

居民收入等分化加剧，也可能影响消费修复节奏和结构。疫情后，居民人均可支配收入增速，持续低于居民人均可支配收入中位数增速，1 季度分别为 7%和 5.8%、而疫情前均为 9%左右增速；这组指标的分化，意味着疫情对中低收入人群的影响，大于中高收入人群。不同群体财富增长也有类似分化，招商零售客户数据显示，2020 年高净值客户和金葵花客户资产规模增速，明显高于普通客户。

### ● 居民消费未来演化：修复大势所趋，节奏、弹性仍需观察

伴随经济活动加快正常化、“K”型分化逐步收敛，消费修复大势所趋。新冠疫情对微观个体的影响，无论居民还是企业，均存在“K”型分化，直接或间接拖累居民消费的修复。随着经济活动加快正常化、政策精准支持等效果显现，中小微企业、中低收入人群等生产生活行为或逐渐恢复，进而带动居民消费进一步修复。

然而，居民收入、消费意愿等的恢复或仍需时间，对消费修复节奏、弹性的影响，有待进一步观察。百年不遇的新冠疫情，对经济微观个体的影响可能存在低估；疫后不同群体的收支、消费意愿等修复的进度，仍有一些潜在不确定性因素，可能影响消费的弹性。此外，可参照历史经验的匮乏，加大对消费形势研判的难度。

### ● 风险提示：全球疫情反复，政策效果不及预期。

## 相关研究报告

《宏观经济专题-美国“用工荒”愈演愈烈》-2021.5.8

《宏观经济专题-全球大通胀时代》-2021.5.8

《宏观经济点评-进击的出口》-2021.5.8

## 目 录

1、 消费的弹性 .....	4
1.1、 疫后消费特征：尚未恢复正常、“K”型分化 .....	4
1.2、 消费“K”型分化的原因：疫情的影响或被低估 .....	6
1.3、 消费未来演化：修复大势所趋，弹性仍需观察 .....	7
2、 高频数据跟踪 .....	9
2.1、 通胀观察：蔬菜价格上涨、猪肉价格小幅回落 .....	9
2.2、 汇率表现：美元指数回落，人民币对美元升值 .....	9
2.3、 大宗商品：商品价格普遍上涨，金属指数领涨 .....	10
3、 中观行业跟踪 .....	10
3.1、 下游：商品房成交回落，土地市场量涨价跌 .....	10
3.2、 中游：钢铁、水泥、玻璃价格均上涨 .....	12
3.3、 上游：国际原油价格上涨，动力煤价格持平前周 .....	14
4、 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1： 主要假期数据显示，人流修复快于消费 .....	4
图 2： 居民消费增长尚未正常水平 .....	4
图 3： 社零尚未修复到疫情前水平 .....	5
图 4： 限额以上企业的社零已经回升至疫情前水平 .....	5
图 5： 2020 年年中以来，汽车消费明显增长 .....	5
图 6： 高端汽车销售明显好于中低端 .....	5
图 7： 广东、浙江、福建社零增速仍明显低于疫情前 .....	6
图 8： 一线城市中，上海消费修复最快 .....	6
图 9： 农村外出务工人员仍低于正常水平 .....	6
图 10： 石油消费明显修复明显慢于汽车销售 .....	6
图 11： 居民收入和支出均未恢复至疫情前 .....	7
图 12： 居民储蓄意愿较强、消费意愿偏弱 .....	7
图 13： 居民收入明显分化 .....	7
图 14： 不同群体资产增长分化 .....	7
图 15： 小型企业景气回升 .....	8
图 16： 消费与收入走势大体类似 .....	8
图 17： 居民收入受多个因素影响 .....	8
图 18： 居民未来信心指数有所回落 .....	8
图 19： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨 .....	9
图 20： 农业部猪肉平均批发价下跌 .....	9
图 21： 人民币对美元升值，美元指数回落 .....	9
图 22： 人民币对欧元、日元升值 .....	9
图 23： 美元兑人民币即期-中间日均价差为-54 基点 .....	10
图 24： 离岸、在岸人民币日均价差 33 基点 .....	10
图 25： 30 大中城商品房成交面积回落 .....	11
图 26： 30 大中城商品房一线城市成交面积减少 .....	11

图 27: 30 大中城商品房二线城市成交面积减少 .....	11
图 28: 30 大中城商品房三线城市成交面积减少 .....	11
图 29: 100 城供应土地占地面积增加 .....	12
图 30: 100 城供应土地挂牌均价上涨 .....	12
图 31: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降 .....	12
图 32: 三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降 .....	12
图 33: 线材、长材价格指数均上涨 .....	13
图 34: 前周全国高炉开工率回升 .....	13
图 35: 水泥价格指数上涨 .....	13
图 36: 玻璃价格指数上涨 .....	13
图 37: 长江有色市场铜、铝价格均上涨 .....	14
图 38: 长江有色市场铅价格上涨、锌价格走平 .....	14
图 39: 上期所铜库存增加、铝库存减少 .....	14
图 40: 上期所铅、锌库存均增加 .....	14
图 41: 焦煤、动力煤价格均持平前周 .....	15
图 42: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升 .....	15
图 43: 国际原油期货结算价格上涨 .....	15
图 44: LME3 个月铜、铝价格均上涨 .....	15
表 1: 商品期货市场核心品种普遍上涨 .....	10
表 2: 商品期货市场细分品种中, 铁矿石指数领涨 .....	10

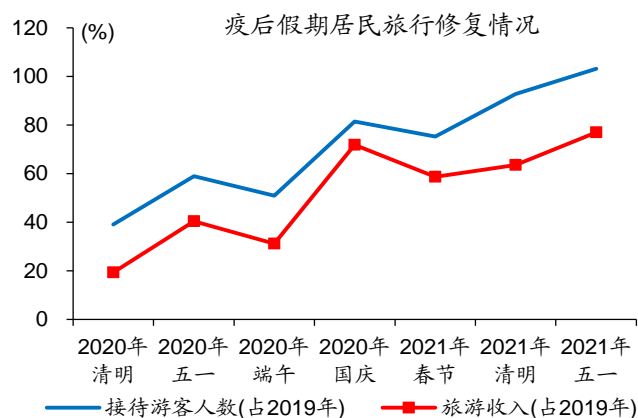
居民消费，是主要经济指标中迟迟未恢复正常水平的变量，也是影响经济和市场研判的关键。为此，本文详细梳理疫后消费特征、影响因素及未来演化。

## 1、消费的弹性

### 1.1、疫后消费特征：尚未恢复正常、“K”型分化

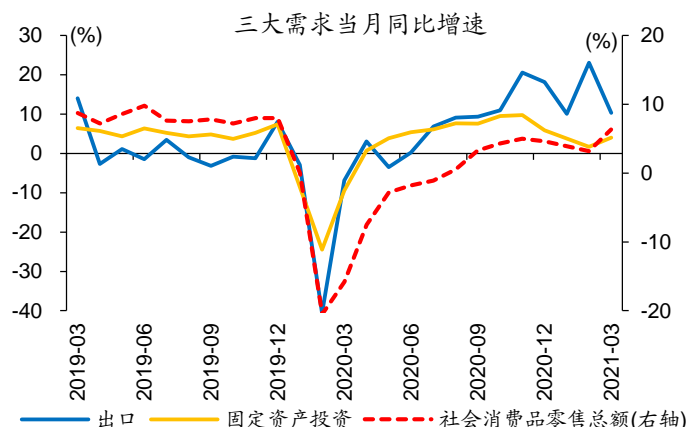
线下活动加快正常化，但居民消费迟迟未恢复到正常增长水平。五一期间，旅游出行等线下活动加快恢复，游客人数已超过疫情前正常水平，而以旅游收入衡量的消费只恢复到正常水平的 77%，春节、清明等假期亦出现类似人流修复快于消费的现象。总体消费的修复也滞后于其他主要变量，生产、投资和出口等单月增速，在 2020 年年中开始已先后超过疫情前水平，而社零增速持续低于正常水平。

图1：主要假期数据显示，人流修复快于消费



数据来源：文化和旅游部、开源证券研究所

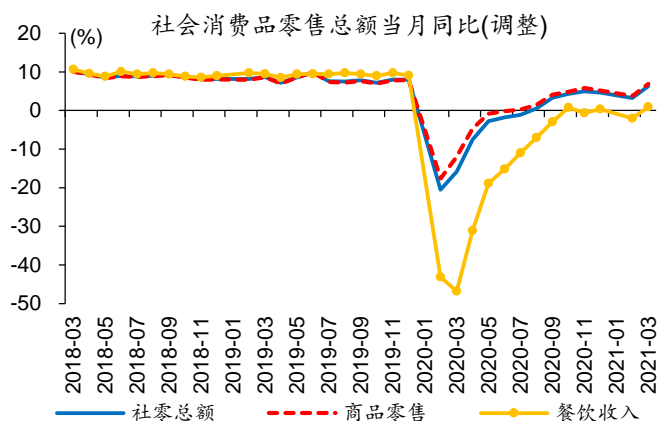
图2：居民消费增长尚未正常水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

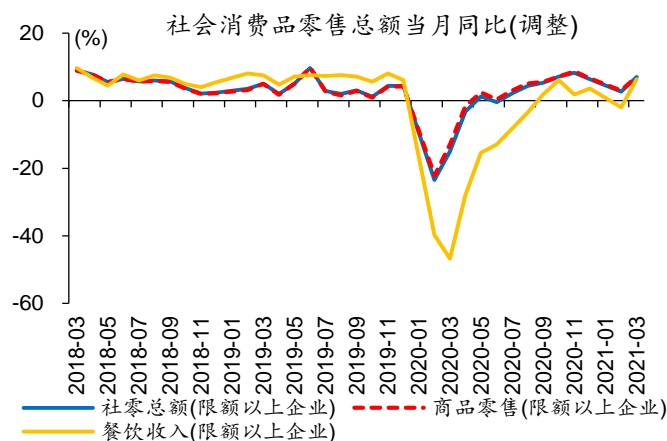
结构上看，消费“K”型分化明显，商品消费修复快于服务消费、均出现明显的结构分化。3月，商品零售和餐饮收入两年复合增速分别为 6.9%和 0.9%，分别较 2019 年 12 月低 1 个百分点和 8 个百分点，而限额以上企业的相关指标早已超过疫情前。商品和服务消费内部结构分化，部分商品和服务消费增长较快，例如，2020 年下半年汽车消费持续在两位数以上增长，不同车型销售出现明显分化、高端车型增长明显快于中低端；春节、端午等节假日电影票房收入，也持续超过疫情前同期。

图3: 社零尚未修复到疫情前水平



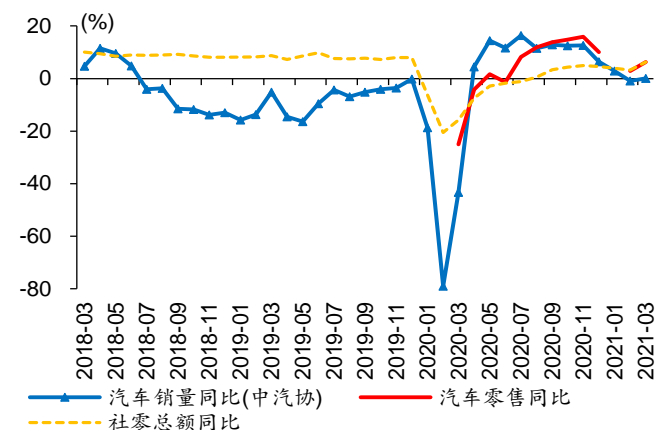
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 限额以上企业的社零已经回升至疫情前水平



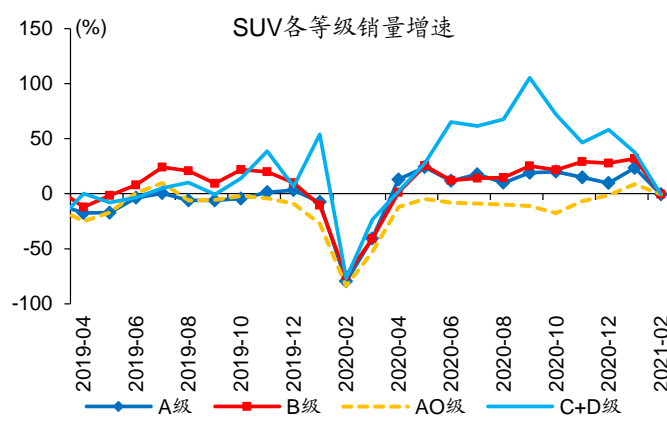
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2020 年年中以来, 汽车消费明显增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 高端汽车销售明显好于中低端

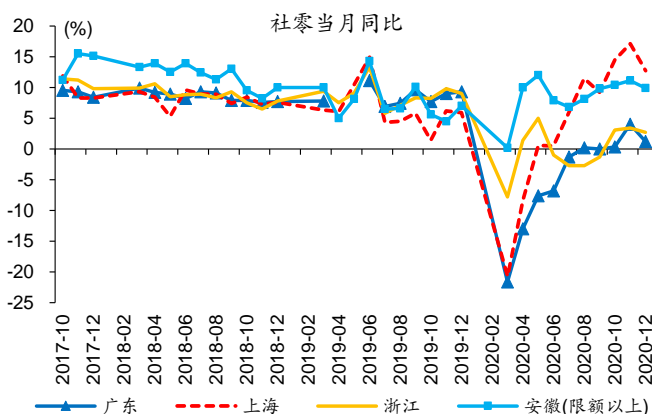


数据来源: Wind、开源证券研究所

不同地区消费修复大为不同, 部分劳动力输入大省消费偏慢。疫情期间, 广东、上海等社零同比一度下降超 20%, 安徽等回落幅度较小; 伴随疫情逐步消退, 安徽率先恢复到疫情前, 上海消费随后也加快回升、社零增速显著超过疫情前, 而广东消费修复偏慢、社零增速仍低于正常水平 5 个百分点左右, 其中广州和深圳消费修复也明显慢于上海。类似的, 浙江、福建等劳动力输入大省消费修复也相对较慢。

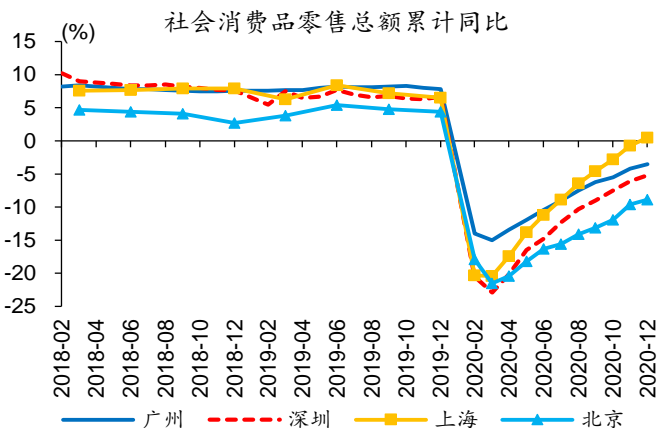


图7: 广东、浙江、福建社零增速仍明显低于疫情前



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 一线城市中, 上海消费修复最快

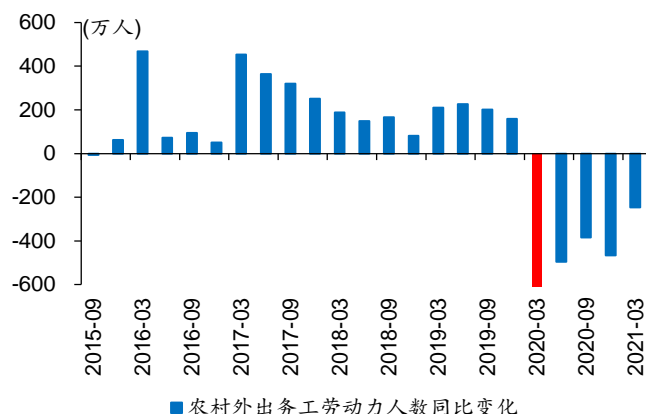


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 1.2、消费“K”型分化的原因: 疫情的影响或被低估

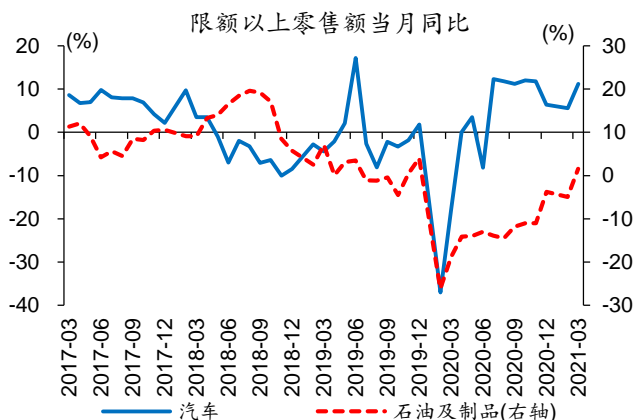
疫情对部分微观个体生产、生活等行为的影响, 尚未完全消退。疫情对中低收入人群就业影响明显, 以农村外出务工劳动力为例, 人数持续低于正常水平, 1季度较2019年同期少增近250万人、而以往同期至少增加200万人。疫情及疫情防控对生活行为也可能尚未完全消退, 与线下活动相关石油制品消费刚刚恢复正增长、明显滞后总体消费和汽车销售。

图9: 农村外出务工人员仍低于正常水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

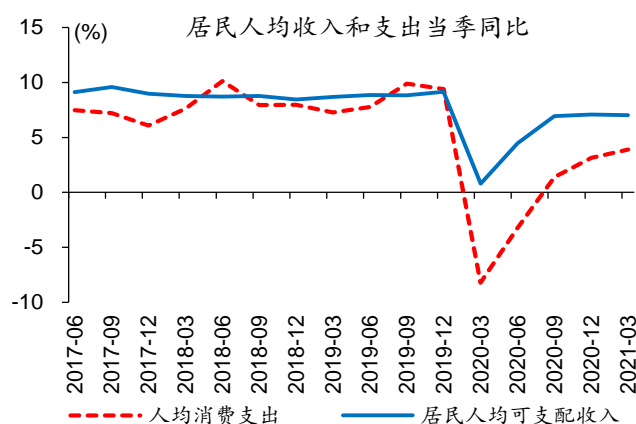
图10: 石油消费明显修复明显慢于汽车销售



数据来源: Wind、开源证券研究所

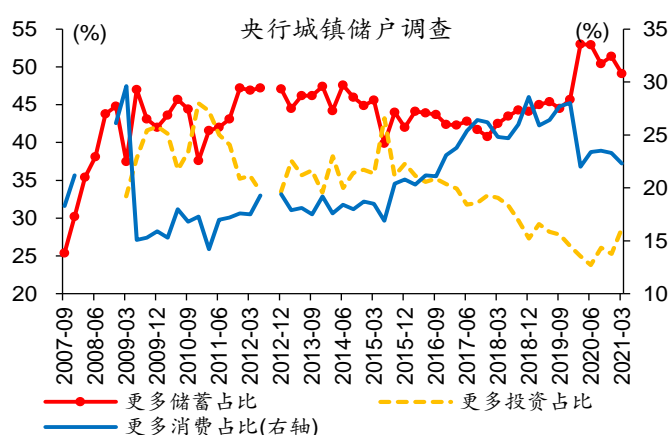
居民收入修复偏慢、消费意愿偏弱等, 或是影响消费修复的重要因素。伴随经济活动逐步修复, 居民收支逐步修复、但尚未恢复正常水平, 居民收入增速连续3个季度维持在7%左右、低于疫情前平均8.8%的水平; 居民支出修复更慢、2021年一季度两年复合增速只有3.9%。央行调查数据显示, 后疫情时代, 居民储蓄意愿明显增强、而消费意愿显著下降, 更多消费占比较2019年底下降5.7个百分点。

图11: 居民收入和支出均未恢复至疫情前



数据来源: Wind、开源证券研究所

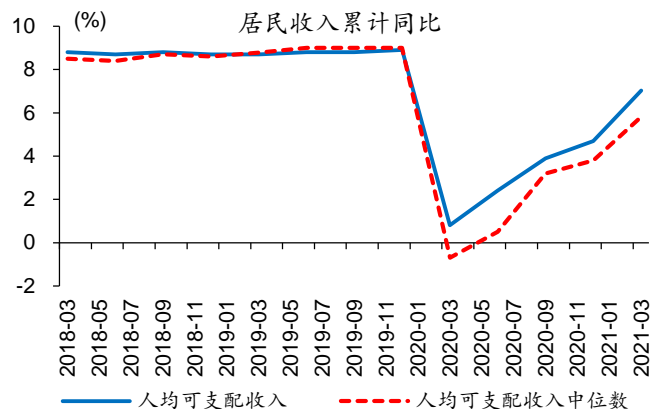
图12: 居民储蓄意愿较强、消费意愿偏弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

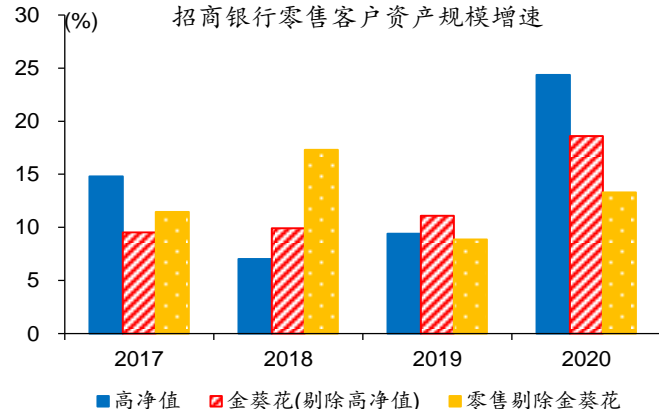
居民收入等分化加剧，也可能影响消费修复进度和结构变化。疫情后，居民人均可支配收入增速，持续低于居民人均可支配收入中位数增速，1季度分别为7%和5.8%，而疫情前均为9%左右增速；这组指标的分化，意味着疫情对中低收入人群的影响，大于中高收入人群。不同群体财富增长也有类似分化，招商零售客户数据显示，2020年高净值客户和金葵花客户资产规模增速，明显高于普通客户。

图13: 居民收入明显分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 不同群体资产增长分化

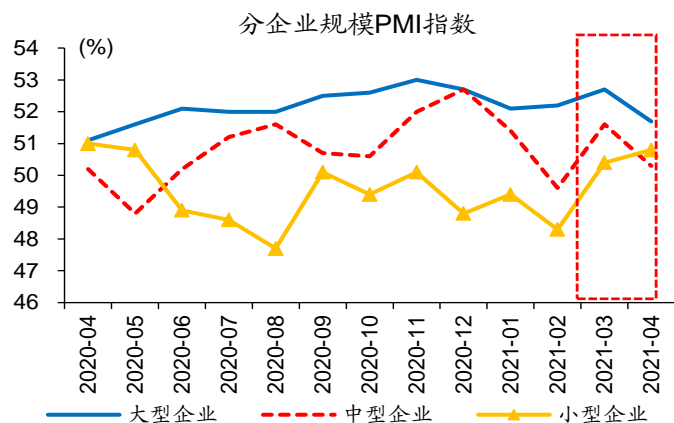


数据来源: 招商银行年报、开源证券研究所

### 1.3、消费未来演化：修复大势所趋，弹性仍需观察

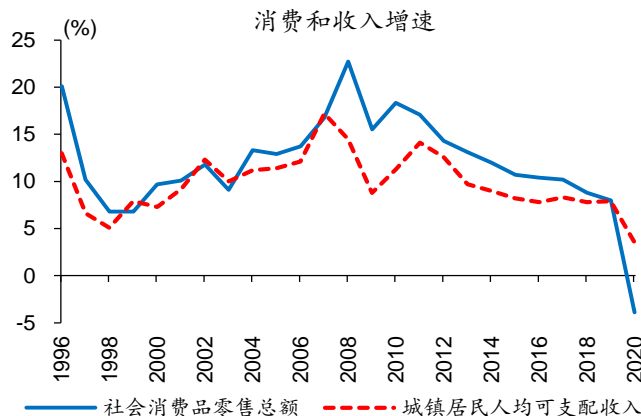
伴随经济活动加快正常化、“K”型分化逐步收敛，消费修复大势所趋。新冠疫情对微观个体的影响，无论居民还是企业，均存在“K”型分化，直接或间接拖累居民消费的修复。随着经济活动加快正常化、政策精准支持等效果显现，中小微企业、中低收入人群等生产生活行为或逐渐恢复，进而带动居民消费进一步修复。

图15: 小型企业景气回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

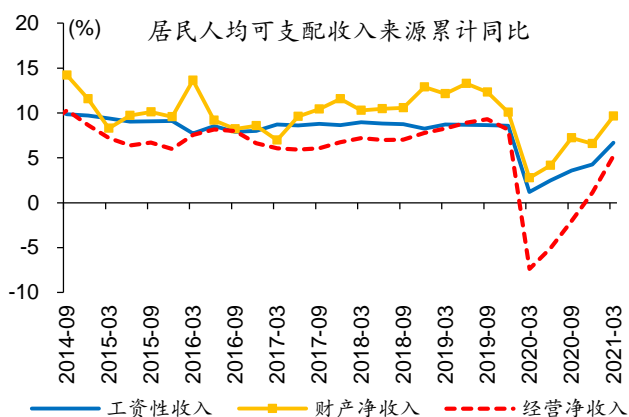
图16: 消费与收入走势大体类似



数据来源: Wind、开源证券研究所

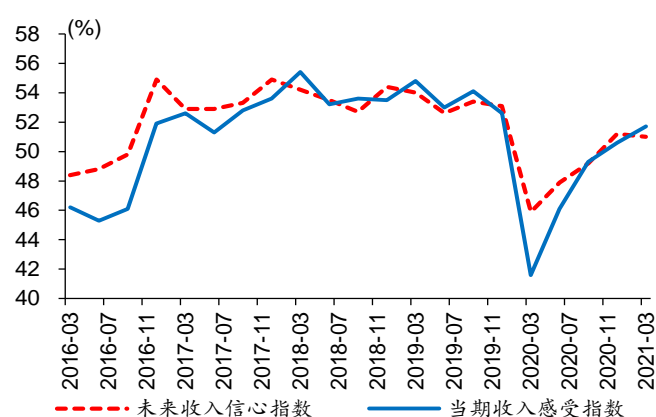
然而，居民收入、消费意愿等的恢复或仍需时间，对消费修复节奏、弹性的影响，有待进一步观察。百年不遇的新冠疫情，对经济微观个体的影响可能存在低估；疫后不同群体的收支、消费意愿等修复的进度，仍有一些潜在不确定性因素，可能影响消费的弹性。此外，可参照历史经验的匮乏，加大对消费形势研判的难度。

图17: 居民收入受多个因素影响



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 居民未来信心指数有所回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

经过以上研究，我们发现：

(1) 线下活动加快正常化，但居民消费迟迟未恢复到正常增长水平。结构上看，消费“K”型分化明显，商品、服务及区域消费修复不尽相同。

(2) 疫后就业、收支等迟迟未恢复正常，可能是消费“K”型分化的重要原因。居民收入等分化加剧，也可能影响消费修复节奏和结构。

(3) 伴随经济活动加快正常化、“K”型分化逐步收敛，消费修复大势所趋。但居民收入、消费意愿等的恢复或仍需时间，对消费修复节奏、弹性的影响，有待观察。

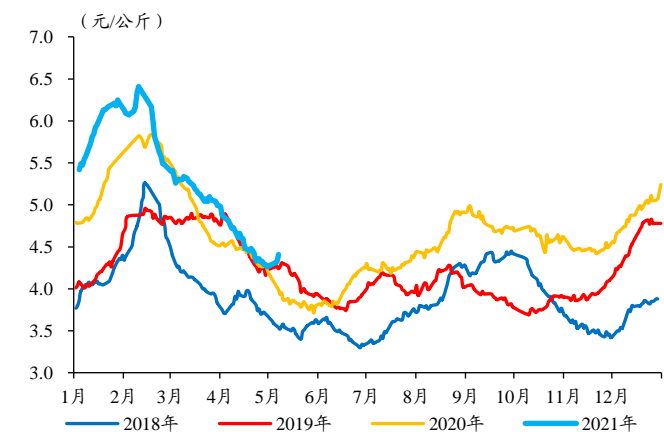


## 2、高频数据跟踪

### 2.1、通胀观察：蔬菜价格上涨、猪肉价格小幅回落

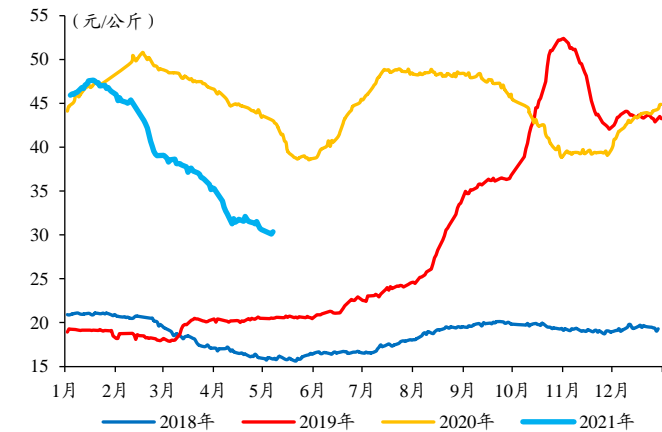
上周（5月3日-5月9日），蔬菜价格上涨、猪肉价格小幅回落。农业部28种重点监测蔬菜平均批发价周环比上涨3.5%，至4.41元/公斤。猪肉平均批发价周环比下跌0.8%，至30.36元/公斤。

图19：农业部28种重点监测蔬菜价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：农业部猪肉平均批发价下跌

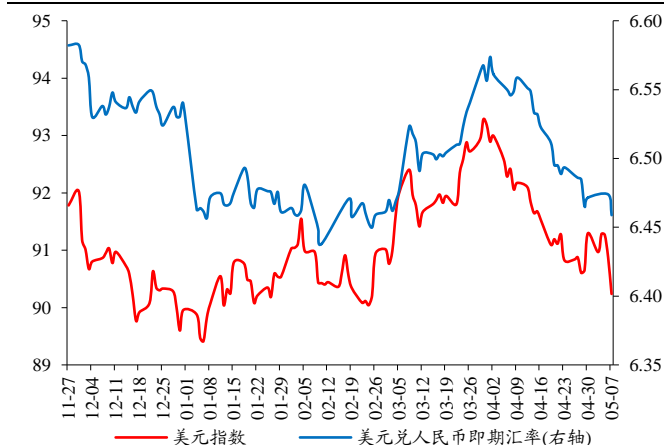


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.2、汇率表现：美元指数回落，人民币对美元升值

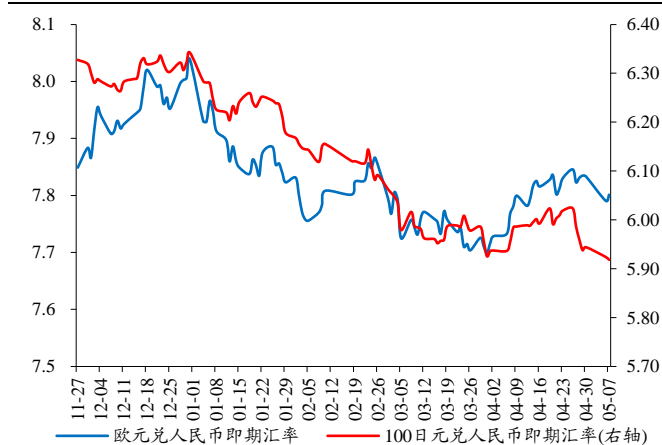
上周（5月3日-5月8日），人民币对美元升值0.20%，周五美元兑人民币汇率收于6.46；美元指数收于90.24，周环比回落1.16%。美元兑人民币即期-中间日均价差为-54基点；离岸、在岸人民币日均价差33基点。

图21：人民币对美元升值，美元指数回落



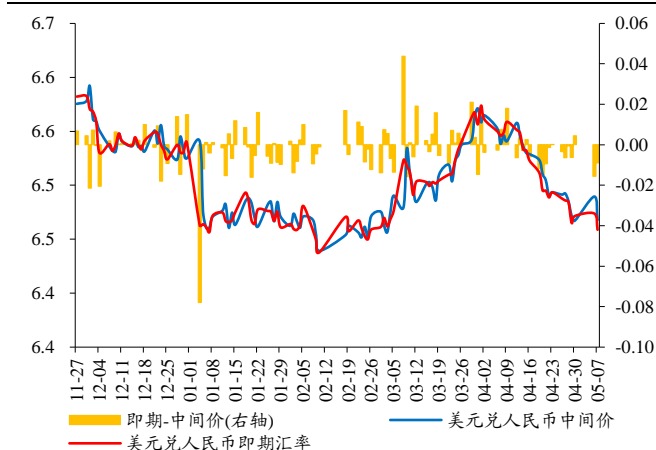
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：人民币对欧元、日元升值



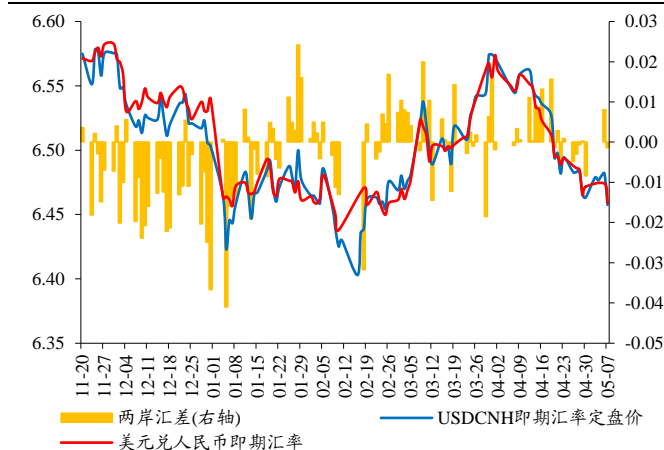
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23: 美元兑人民币即期-中间日均价差为-54 基点



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 离岸、在岸人民币日均价差 33 基点



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.3、大宗商品: 商品价格普遍上涨, 金属指数领涨

上周(5月3日-5月9日), 商品期货核心品种普遍上涨, 金属指数领涨。上周南华商品综合指数上涨4.5%。核心品种普遍上涨, 金属指数领涨, 周环比涨幅6.0%。细分品种来看, 主要品种均上涨, 其中, 铁矿石指数领涨, 周环比涨幅为12.7%。

表1: 商品期货市场核心品种普遍上涨

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能源化工指数	南华贵金属指数
上周涨幅	4.5%	4.9%	3.5%	6.0%	4.5%	3.8%
前周涨幅	1.6%	2.6%	-2.0%	2.5%	2.4%	-1.4%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 商品期货市场细分品种中, 铁矿石指数领涨

	能源化工				金属				加工				农产品	
	南华铁矿石指数	南华动力煤指数	南华焦煤指数	南华沪锌指数	南华沪铜指数	南华白银指数	南华黄金指数	南华玻璃指数	南华沥青指数	南华螺纹钢指数	南华PTA指数	南华PVC指数	南华玉米指数	南华豆粕指数
上周涨幅	12.7%	9.5%	9.4%	2.8%	4.2%	6.1%	2.6%	5.2%	2.2%	5.3%	1.8%	4.8%	3.1%	3.7%
前周涨幅	-1.4%	5.8%	1.6%	1.9%	3.5%	-1.8%	-1.2%	7.0%	4.9%	1.7%	3.7%	-2.0%	-0.9%	-2.0%

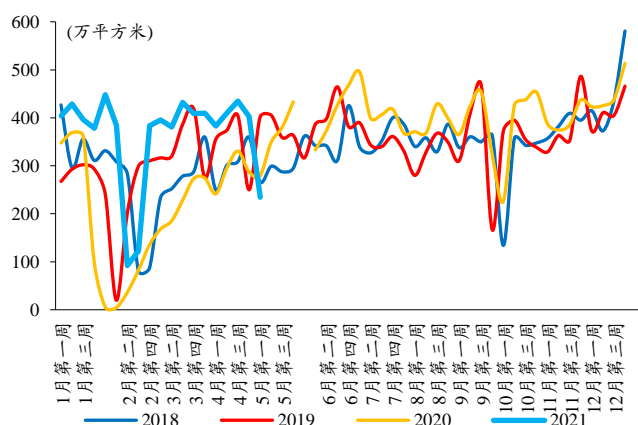
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 3、中观行业跟踪

### 3.1、下游: 商品房成交回落, 土地市场量涨价跌

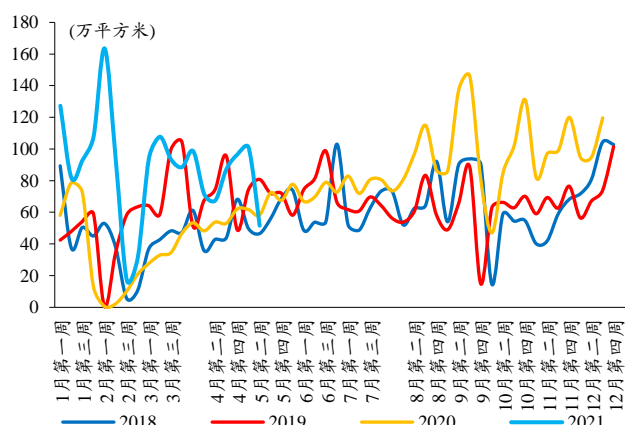
前周(5月2日-5月8日), 30大中城市商品房成交面积回落, 一线、二线、三线城市成交面积均减少。前周, 30城商品房成交面积235万平方米。分城市来看, 一线城市成交面积52万平方米, 周环比下降48.9%; 二线城市成交面积112万平方米, 周环比下降44.7%; 三线城市成交面积71万平方米, 周环比下降28.4%。

图25: 30大中城商品房成交面积回落



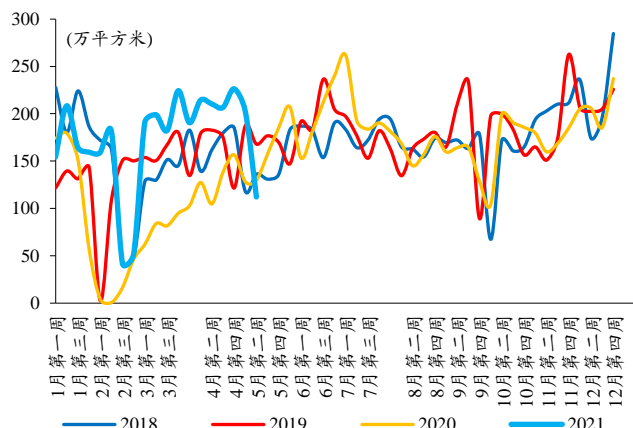
数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 30大中城商品房一线城市成交面积减少



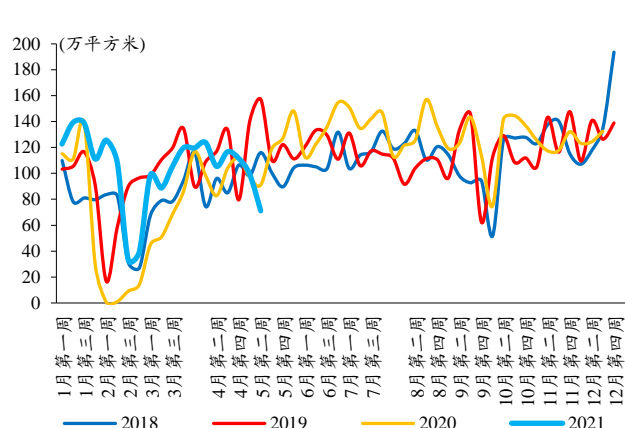
数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 30大中城商品房二线城市成交面积减少



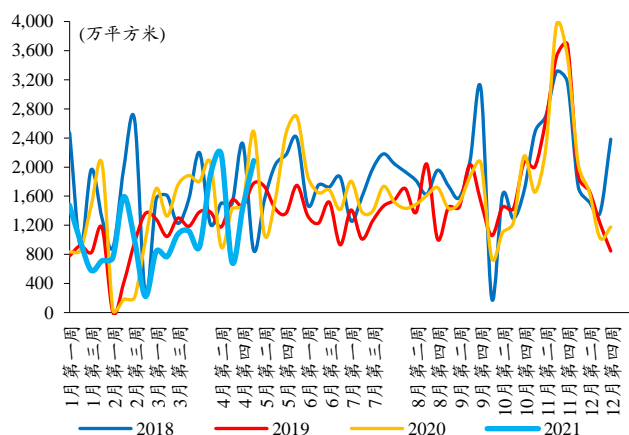
数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 30大中城商品房三线城市成交面积减少

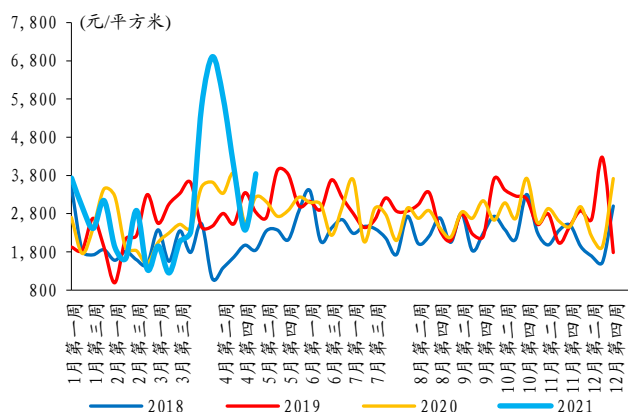


数据来源: Wind、开源证券研究所

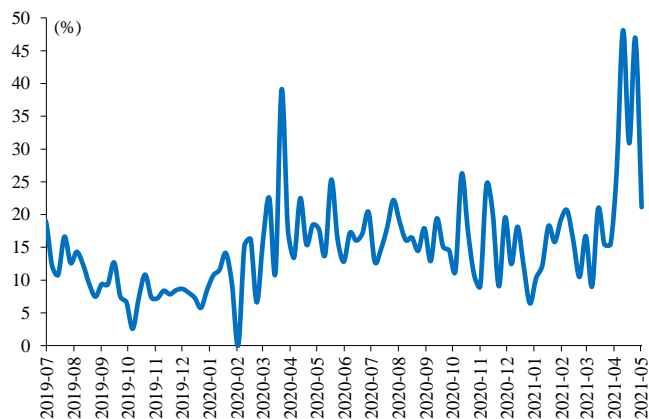
土地供应量价齐升,土地成交溢价率下降。前周(4月26日-5月2日),100大中城市土地供应占地面积2090万平方米,周环比上升44.1%;土地挂牌均价3844元/平方米,周环比上涨62.3%。前周,成交土地溢价率下降25.77个百分点。

**图29：100城供应土地占地面积增加**


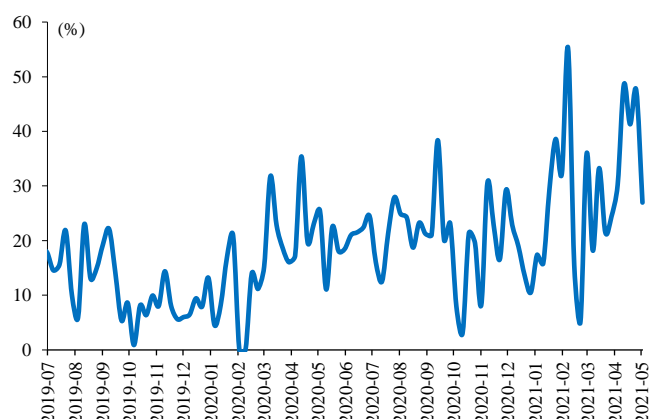
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图30：100城供应土地挂牌均价上涨**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图31：100城住宅类用地成交土地溢价率下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

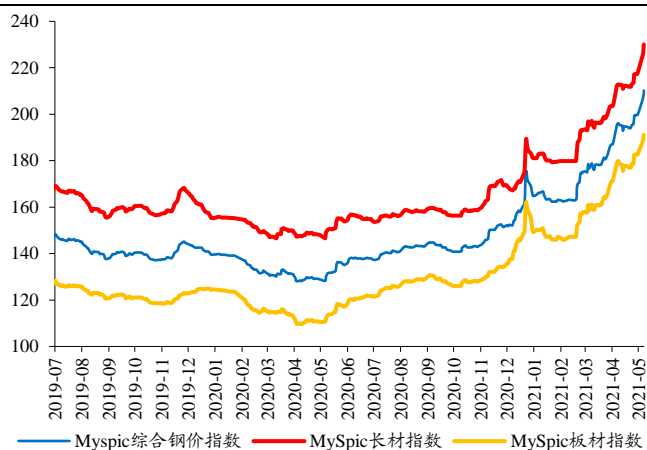
**图32：三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、中游：钢铁、水泥、玻璃价格均上涨

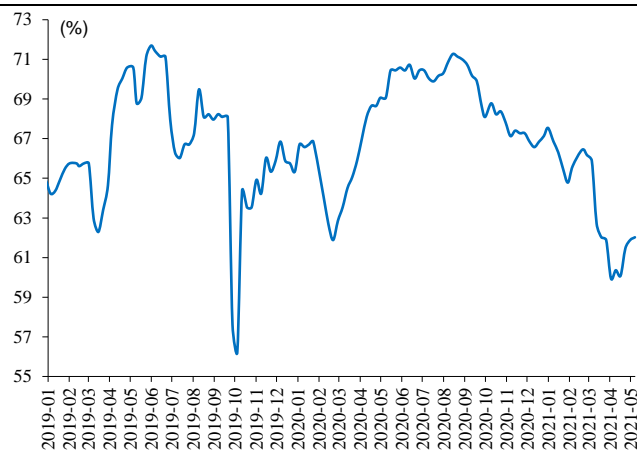
上周（5月3日-5月9日），钢铁价格上涨，高炉开工率持平。上周，Myspic 钢价综指收于 210.15，周环比上涨 5.2%。全国高炉开工率为 62.0%，周环比上升 0.1%。全国水泥价格指数收于 158.16，周环比上涨 0.5%；全国玻璃价格指数收于 1635.24，周环比涨幅为 1.7%。

图33: 线材、长材价格指数均上涨



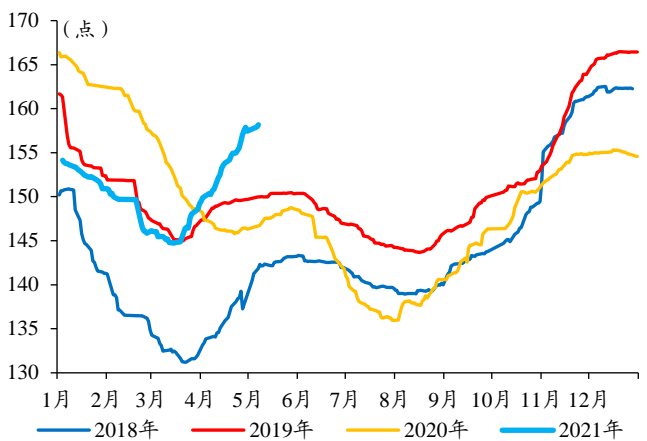
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 前周全国高炉开工率回升



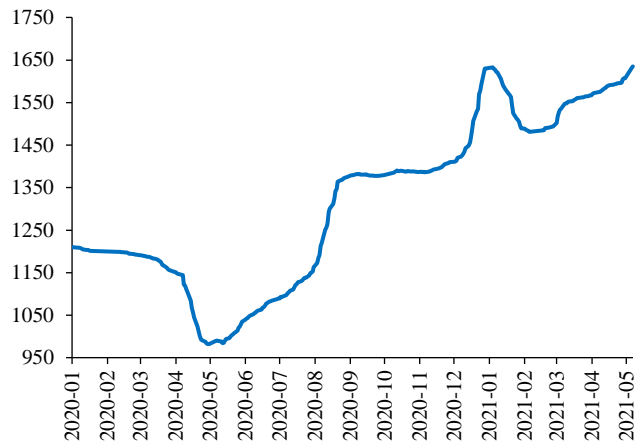
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 水泥价格指数上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 玻璃价格指数上涨

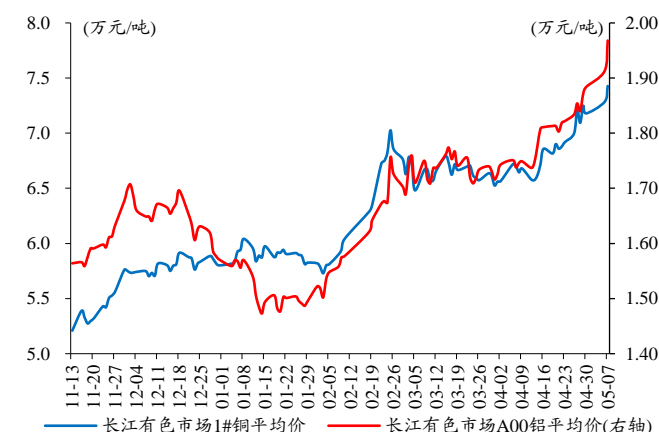


数据来源: Wind、开源证券研究所

有色金属多数上涨, 其中铜、铝、铅价格均上涨、锌价格走平; 橡胶价格走平。上周(5月3日-5月9日), 长江有色铜、铝、铅价格周环比分别上涨3.0%、6.1%、1.3%, 锌价格周环比走平。上期所库存小计来看, 铜、铝、锌库存周环比分别上升4.3%、3.7%和3.6%, 铝库存周环比回落5.2%。上周, 橡胶价格收于11,920元/吨, 周环比走平。

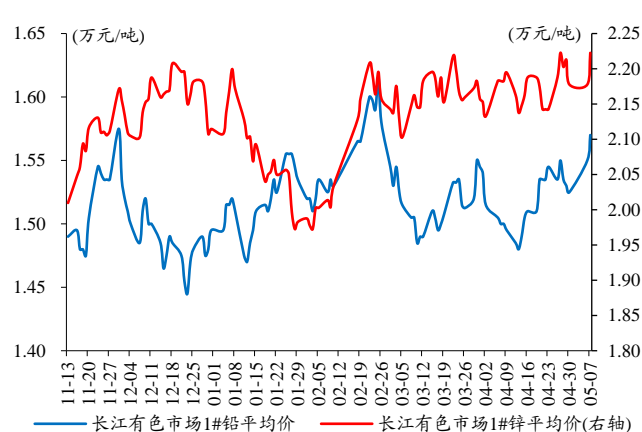


图37: 长江有色市场铜、铝价格均上涨



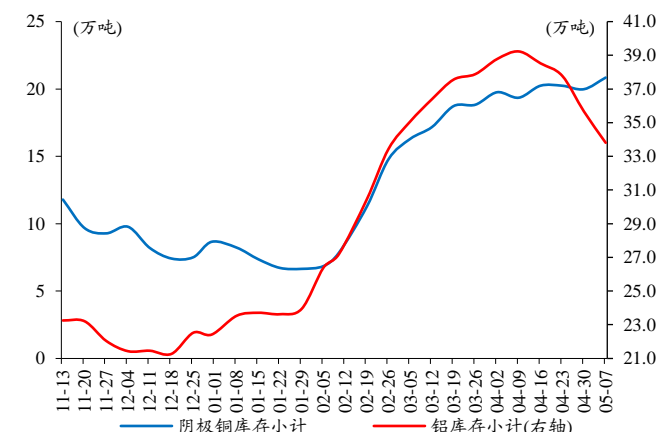
数据来源: Wind、开源证券研究所

图38: 长江有色市场铅价格上涨、锌价格走平



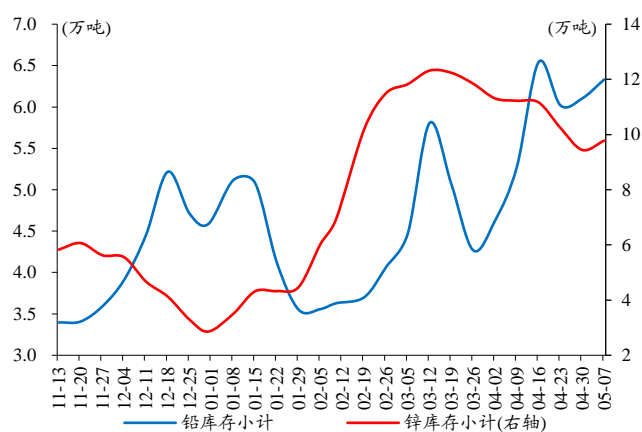
数据来源: Wind、开源证券研究所

图39: 上期所铜库存增加、铝库存减少



数据来源: Wind、开源证券研究所

图40: 上期所铅、锌库存均增加

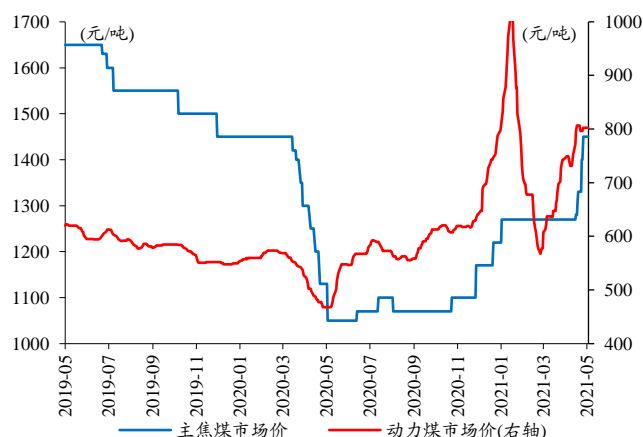


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.3、上游: 国际原油价格上涨, 动力煤价格持平前周

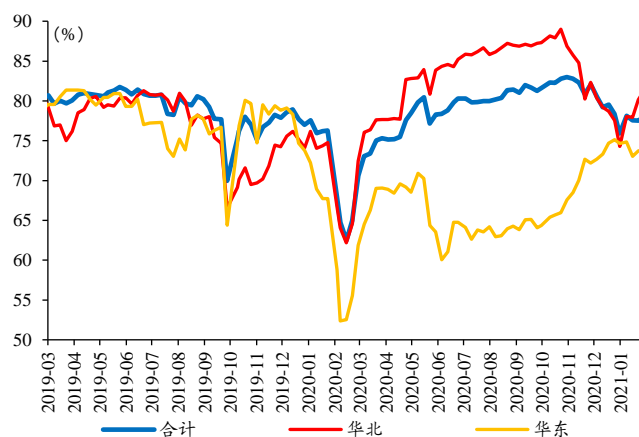
上周(5月3日-5月9日), 主焦煤、动力煤价格均持平前周; 国内独立焦化厂(100家)焦炉生产率上涨。上周, 焦煤价格为1450元/吨, 持平前周; 动力煤价格802.50元/吨, 持平前周。国内独立焦化厂(100家)焦炉生产率74.55%, 较前周上升1.0%。

图41: 焦煤、动力煤价格均持平前周



数据来源: Wind、开源证券研究所

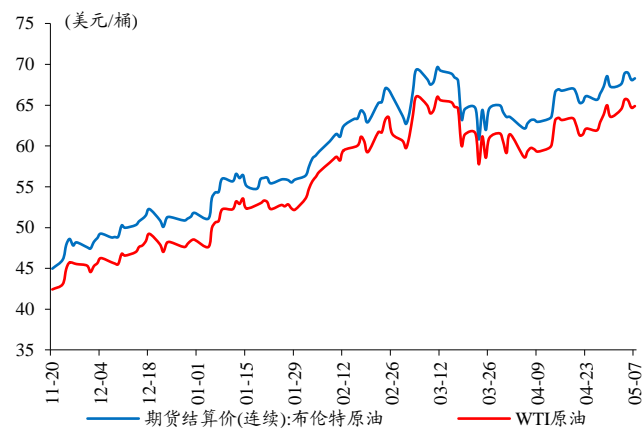
图42: 国内独立焦化厂(100家)焦炉生产率上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

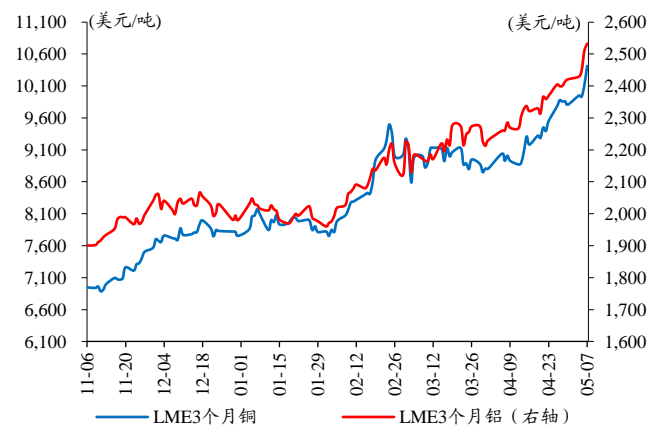
上周(5月3日-5月9日),国际原油价格上涨,国内汽油、柴油价格均上涨,LME3个月铜、铝、铅、锌期货价格均上涨。上周,国际原油期货结算价格上涨,布伦特原油和WTI原油期货结算价周环比分别上涨1.5%、2.1%;国内汽油和柴油价格分别较前周上涨0.5%和0.8%。LME3个月铜、铝、铅、锌期货价格周环比涨幅分别为5.6%、4.9%、5.5%、3.9%。

图43: 国际原油期货结算价格上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: LME3个月铜、铝价格均上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

通过高频数据,我们可以发现:

(1) 蔬菜价格季节性上涨,猪肉价格持续回落、创2019年9月以来新低,玉米、大豆等农产品价格上涨推升饲料价格,对猪肉价格影响需持续关注。

(2) 南华商品综合指数连续四周上涨,本周主要细分品种均上涨,前期涨幅较大的铁矿石、动力煤继续领涨。

(3) 五一期间30城商品房成交面积回落,其中,一、二、三线城市商品房成交面积均季节性回落。土地市场交易旺盛,成交量价齐升。

(4) 与地产、基建相关的钢铁、水泥价格持续上涨；后地产周期相关的玻璃价格现货走平、期货价格涨幅较大。

#### 4、风险提示

全球疫情反复，政策效果不及预期。

## 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R2（中低风险），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C2、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C2、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的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

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	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	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，属于机密材料，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16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