

PMI走势因何背离？

实体经济图谱
2023年第14期

分析师：陈兴 博士
财通宏观首席分析师
S0160523030002
联系人：谢钰
2023年6月4日

结论：PMI走势因何背离？

- 5月中采制造业PMI线下继续下探，供需双双走弱，从中观高频数据来看，一方面，终端需求延续走低，35城地产销量增速回落，乘用车批、零销量增速也双双下降；另一方面，工业生产有所转紧，低基数效应下沿海电厂发电耗煤增速有所上行，而钢厂钢材产量增速降幅再度走扩，汽车、化工、钢铁等主要行业开工率也是涨少跌多。
- 5月中采PMI延续下行，并创下2016年以来同期新低；而5月财新PMI录得50.9，回升至荣枯线上。二者背离主因统计样本不同，财新PMI的行业分布中服务业和轻工业企业占比更高，而这些行业相对韧性较强，如根据产业在线，6月三大白电排产延续高增，空调、冰箱和洗衣机排产较去年同期生产实绩上涨20%，各企业对内外需预期较为乐观并积极备货；中采PMI样本企业则更加侧重于重工业，但这些部门受需求不足的影响拖累更大，如化工、非金属矿物和黑色等传统行业生产指数和新订单指数均低于45%，产需明显回落。
- 风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

各行业量价速览

收入	量	升	降	降						降		降		降	降
	价			降	分化	升	降	降	升	降	降		升	降	
行业	电力	客运	货运	煤炭	有色	原油	玻璃	水泥	钢铁	化工	重卡	农副食品	休闲服务	乘用车	房地产
	基础设施			生产制造									消费服务		

重要政策回顾

部门/会议	文件/主题	内容
中央国家安全委员会	二十届中央国家安全委员会第一次会议	习近平主持召开二十届中央国家安全委员会第一次会议强调， 加快推进国家安全体系和能力现代化，以新安全格局保障新发展格局 。会议强调，当前我们所面临的国家安全问题的复杂程度、艰巨程度明显加大。国家安全战线要树立战略自信、坚定必胜信心，充分看到自身优势和有利条件。要坚持底线思维和极限思维，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。要加快推进国家安全体系和能力现代化，突出实战实用鲜明导向，更加注重协同高效、法治思维、科技赋能、基层基础，推动各方面建设有机衔接、联动集成。
教育部等十八部门	《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》	教育部等十八部门联合印发《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》。《意见》要求， 要改进学校教学与服务 。按照课程方案开齐开足开好科学类课程，修订完善课程标准及教材，同时将教辅书纳入监管体系。强化实验教学，并广泛组织中小學生前往科学教育场所，进行场景式、体验式科学实践活动。为薄弱地区、薄弱学校援建科学教育场所，提供设备、器材、图书、软件等， 并探索利用人工智能、虚拟现实等技术手段改进和强化实验教学 ，弥补优质教育教学资源不足的状况。
中共中央政治局	建设教育强国第五次集体学习	中共中央政治局5月29日下午就建设教育强国进行第五次集体学习。习近平指出， 要把服务高质量发展作为建设教育强国的重要任务 。建设教育强国、科技强国、人才强国具有内在一致性和相互支撑性，要把三者有机结合起来、一体统筹推进，形成推动高质量发展的倍增效应。 进一步加强科学教育、工程教育，加强拔尖创新人才自主培养，为解决我国关键核心技术攻关提供人才支撑 。系统分析我国各方面人才发展趋势及缺口状况，根据科学技术发展态势，聚焦国家重大战略需求，动态调整优化高等教育学科设置，有的放矢培养国家战略人才和急需紧缺人才，提升教育对高质量发展的支撑力、贡献力。统筹职业教育、高等教育、继续教育，推进职普融通、产教融合、科教融汇，源源不断培养高素质技术技能人才、大国工匠、能工巧匠。
国务院办公厅	《加强医疗保障基金使用常态化监管的实施意见》	国务院办公厅发布关于加强医疗保障基金使用常态化监管的实施意见，意见指出， 各级医保行政部门要加强对医保经办机构医保协议签订、履行等情况的监督，促进医保经办机构业务规范 。强化对定点医药机构纳入医保基金支付范围的医疗服务行为、医疗费用，以及参保人员医保基金使用情况等方面的监督。国家医保局负责监督指导全国医保基金使用常态化监管工作，省级医保行政部门负责监督指导本行政区域内医保基金使用常态化监管工作，地市级以下医保行政部门要落实好常态化监管任务。意见要求，研究制定医保基金使用日常监管办法，健全完善工作机制，细化监督检查工作规范和要求。强化医保经办支付环节费用审核，落实日常核查全覆盖。
工信部	2023工业绿色发展大会	工信部副部长辛国斌1日在2023工业绿色发展大会上表示， 为进一步推动工业绿色发展 ，还需要践行几大重点工作。 一是 工业产业结构高端化，精确遏制“两高”项目，培育壮大战略性新兴产业； 二是 能源消费低碳化，大力推动钢铁、有色金属、建材等重点行业以及数据中心等重点领域提效； 三是 资源利用循环化，引导可再生资源产业规范发展，推进大宗工业固体废物规模化、高值化利用，推动企业、园区、行业、区域间横向和循环发展； 四是 生产过程清洁化，从源头、过程、末端入手，研发、推广、应用先进工艺装备，推动清洁改造； 五是 产品供给绿色化，加强发展新能源产业，推广新能源汽车、绿色智能船舶，助力全社会走绿色低碳道路； 六是 制造流程绿色化，以数字化转型驱动生产方式变革，以5G、大数据、人工智能等新一代信息技术推动能源资源、环境管理水平不断提升。

目录

消费服务

房地产：5月35城地产销量增速回落，百城房价增速稳中趋缓。

乘用车：5月前28天乘用车批、零销量增速下滑，5月库存预警指数回落。

家电：4月三大白电厂家销量增速均涨，库销比普遍回升。

休闲服务：上周电影票房收入、人次双双回落，市场热度骤降。

农副食品：本周肉、果价格续降、鲜菜转升，预计6月CPI大体稳定。

生产制造

重卡：5月重卡销量同比增速回落，生产疲软拖累运输需求。

化工：本周PTA产业链产品价格涨跌平互现，涤纶POY库存去化。

钢铁：本周钢价降、毛利升，钢材产量增速下行，库存双双去化。

水泥：本周全国水泥均价回落，企业库容比续升。

玻璃：本周浮法玻璃均价回落，库存延续回补。

原油：本周原油价格下行，CRB指数、美元指数走高。

有色：本周金属价格普遍走高，铜库存升、铝库存降。

煤炭：本周煤炭价格分化，秦皇岛港煤炭库存继续回补。

基础设施

货运：5月前28天货运量增速均降，本周货运流量指数下降。

客运：本周地铁客运量下行，执行航班数国内降、国际升。

电力：5月电厂耗煤同比增速上行，本周电厂煤炭库存回补。

房地产：5月35城地产销量增速回落，百城房价增速稳中趋缓

指标

数据表现

解读

需求

5月35城地产销量增速回落至12%。

价格

5月百城房价同、环比增速稳中趋缓。

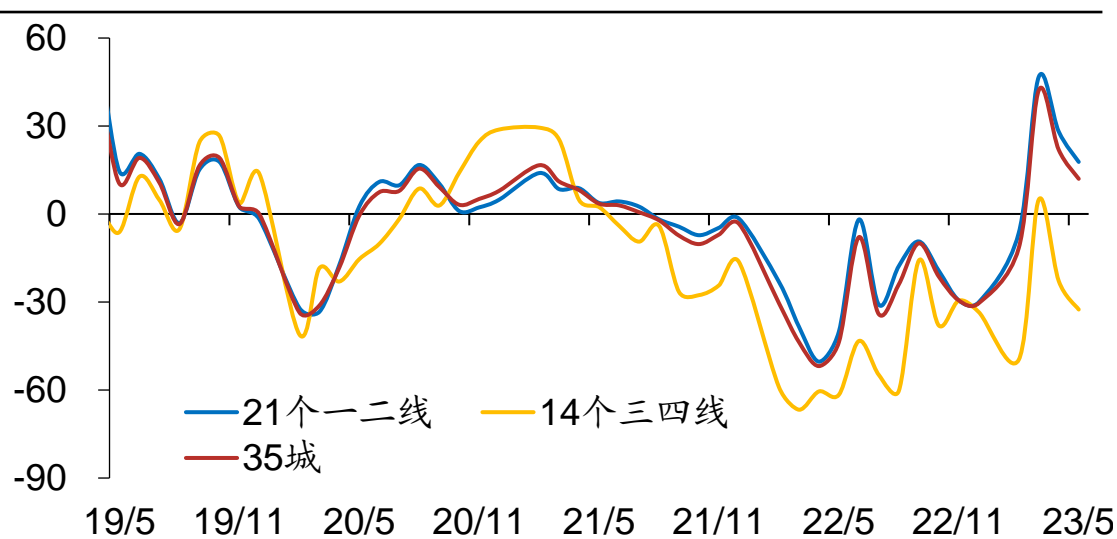
土地成交 上周百城土地成交面积同比增速降幅收窄，溢价率上升。

库存

5月十大城市商品房库销比降至11.7个月。

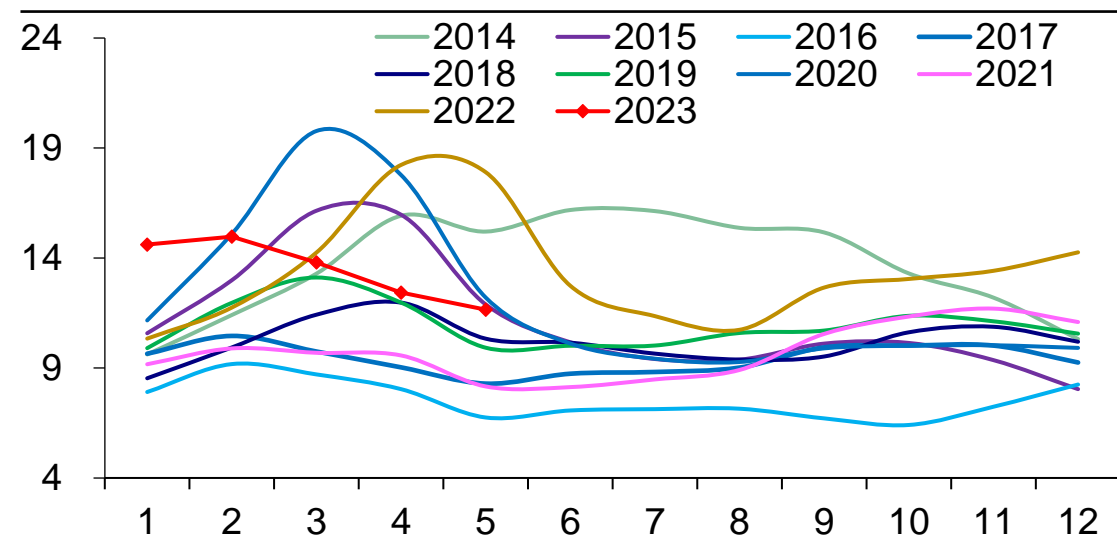
5月百城房价同比和环比增速稳中趋缓。而5月地产销售增速继续走弱，龙头房企销量增速明显走低，而35城地产销量增速也有所回落，其中主要受三四线销量增速下滑拖累。5月十大城市商品房库销比回落，但仍然处于历年同期中等偏高水平，上周十大城市商品房库销比由升转降。土地成交方面，上周土地市场量缩价升，百城土地成交面积增速降幅收窄，而溢价率有所上行。

图1 35城地产销量同比增速 (%)



来源：WIND，财通证券研究所，21年为两年平均增速

图2 十大城市商品房库销比 (月)



来源：WIND，财通证券研究所

乘用车：5月前28天乘用车批、零销量增速下滑，5月库存预警指数回落

指标

数据表现

解读

需求

5月前28天乘联会乘用车批发增速降至13%、零售销量增速降至19%。

生产

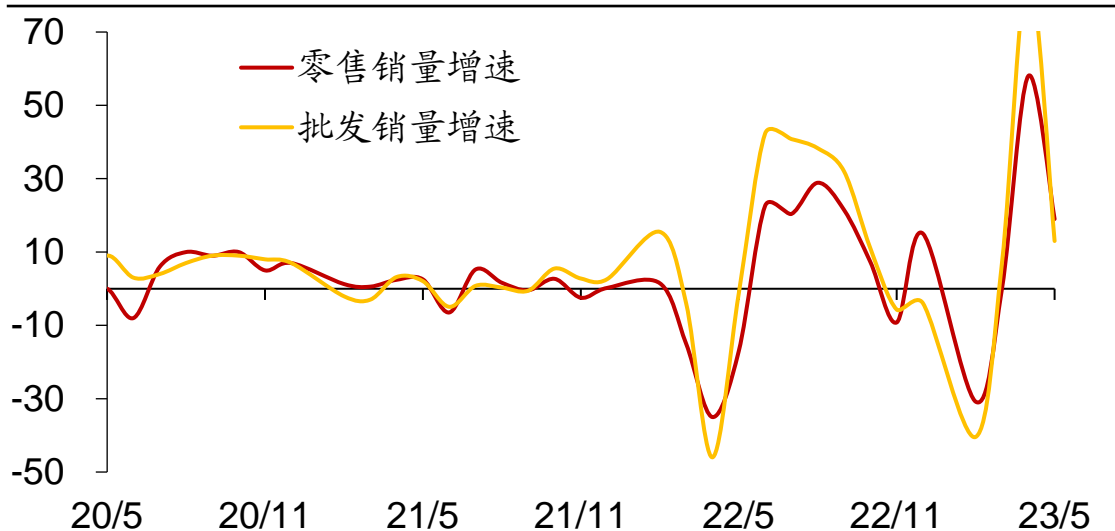
本周半钢胎开工率降至70.6%。

库存

5月汽车经销商库存预警指数回落至55.4%。

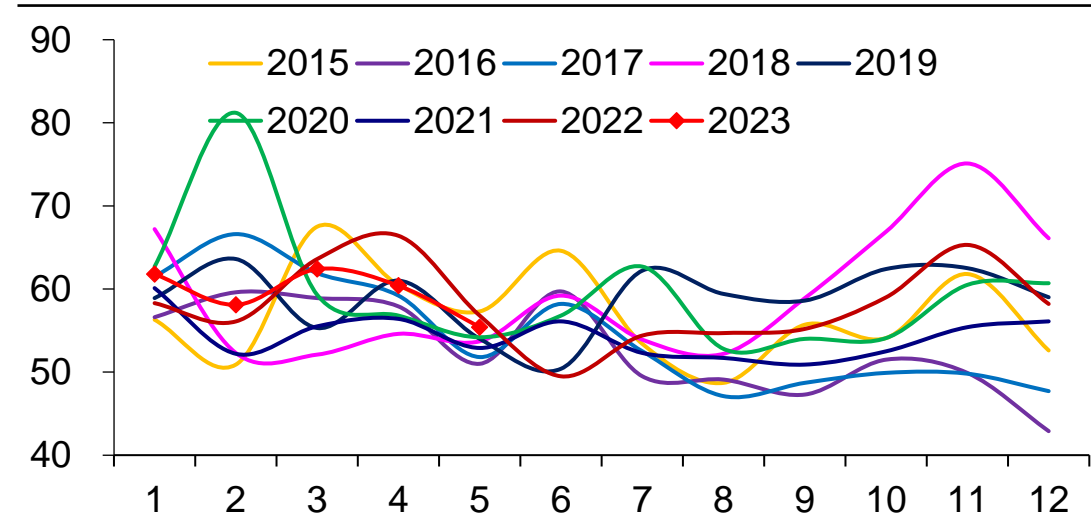
五一假期需求释放叠加补贴推进，使得全月汽车销售呈现前高后低，逐周下滑，整体来看，5月前28天乘用车批发、零售销量增速，在去年同期基数有所抬升的背景下双双回落，其中批发销量降幅较大，不过两者增速仍处较高水平。本周半钢胎开工率继续下降，仍处疫情以来同期新高，但低于2019年同期水平。需求高位使得库存有所去化，5月汽车经销商库存预警指数回落。

图3 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)



来源：WIND，财通证券研究所，21年为两年平均增速

图4 汽车经销商库存预警指数 (%)



来源：WIND，财通证券研究所

家电：4月三大白电厂家销量增速均涨，库销比普遍回升

指标

数据表现

解读

需求

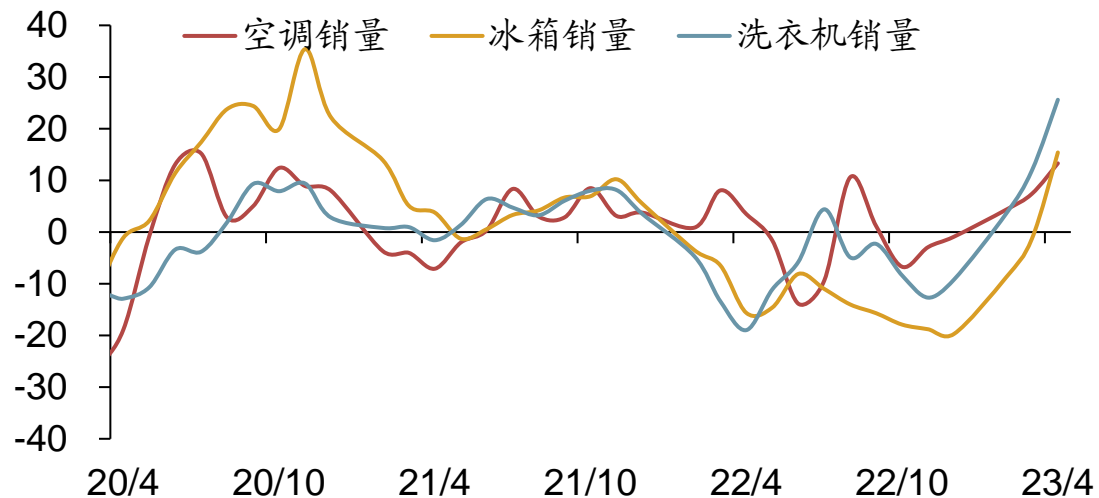
4月产业在线冰箱和洗衣机厂家销量增速分别上行至15.4%和25.6%。

库存

4月产业在线冰箱、洗衣机厂家库销比分别升至0.59、0.36。

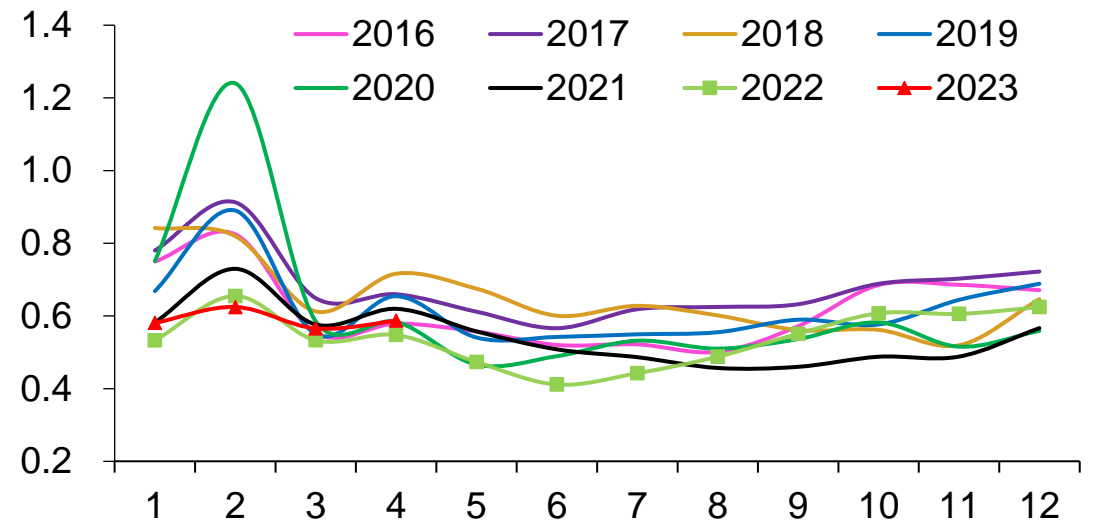
4月三大白电厂家销量增速均有上行，其中冰箱增速由负转正，洗衣机和空调增速也双双回升。具体来看，进入传统家电生产备货旺季，冰箱市场内销恢复较好，而出口仍有低迷；洗衣机则靠外需拉动更多，内销也有同步回暖。4月三大白电厂家库存水平均有回升，其中空调仍处历年以来同期高位，而冰箱和洗衣机处于2016年以来同期较低水平。

图5 产业在线三大白电厂家销量当月同比增速 (%)



来源：WIND，财通证券研究所，21年为两年平均增速

图6 产业在线冰箱库销比



来源：WIND，财通证券研究所

休闲服务：上周电影票房收入、人次双双回落，市场热度骤降

指标

数据表现

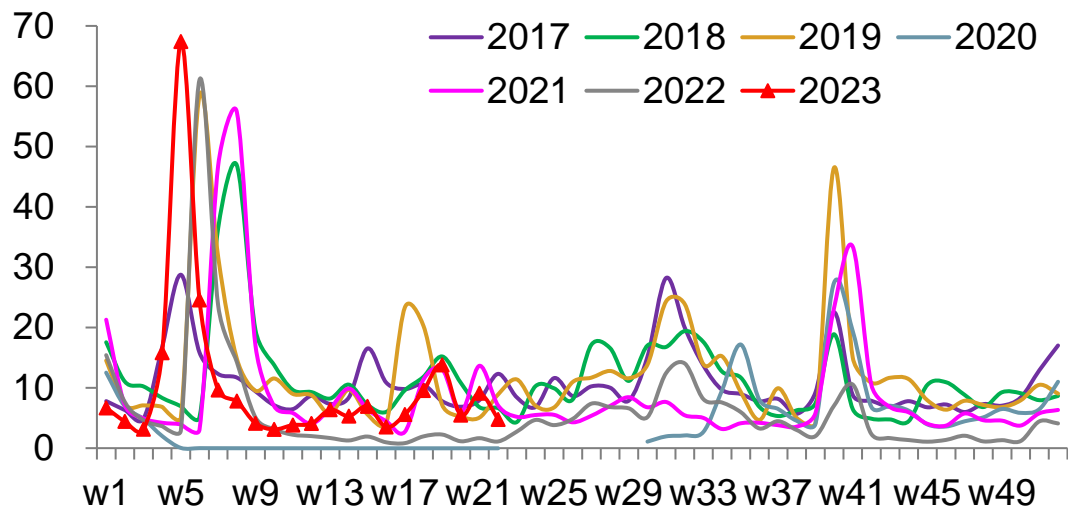
解读

需求

上周电影票房收入及观影人次双双回落，其中票房收入回落至4.8亿元，环比增速-47.7%，观影人次回落至1257万人次，环比增速-47.3%。

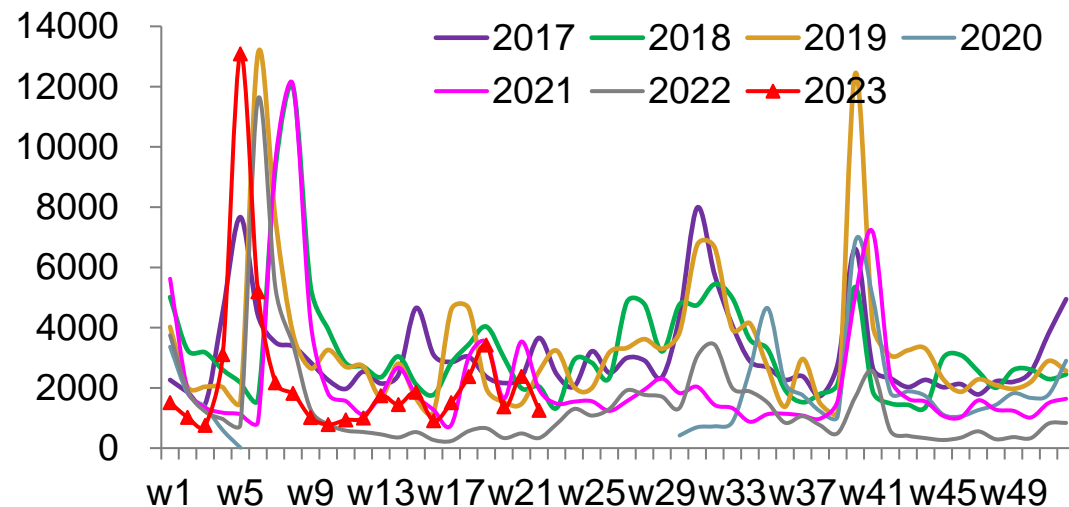
上周票房收入与观影人次双双回落，全国影院营业总数和营业率同步下行。上周新片开画体量总体实力不强，仅有日本动画《刀剑神域进击篇：暮色黄昏》进入周票房收入前五，市场热度大幅回落。具体来看，《速度与激情10》以2.3亿元周票房收入领跑市场，《人生路不熟》和《银河护卫队3》分别以7726万元和5430万元周票房收入位列周榜第二和第三，其余影片票房均未破5000万元。

图7 当周电影票房收入（亿元）



来源：WIND，财通证券研究所

图8 当周观影人次（万人次）



来源：WIND，财通证券研究所

农副食品：本周肉、果价格续降、鲜菜转升，预计6月CPI大体稳定

指标

数据表现

解读

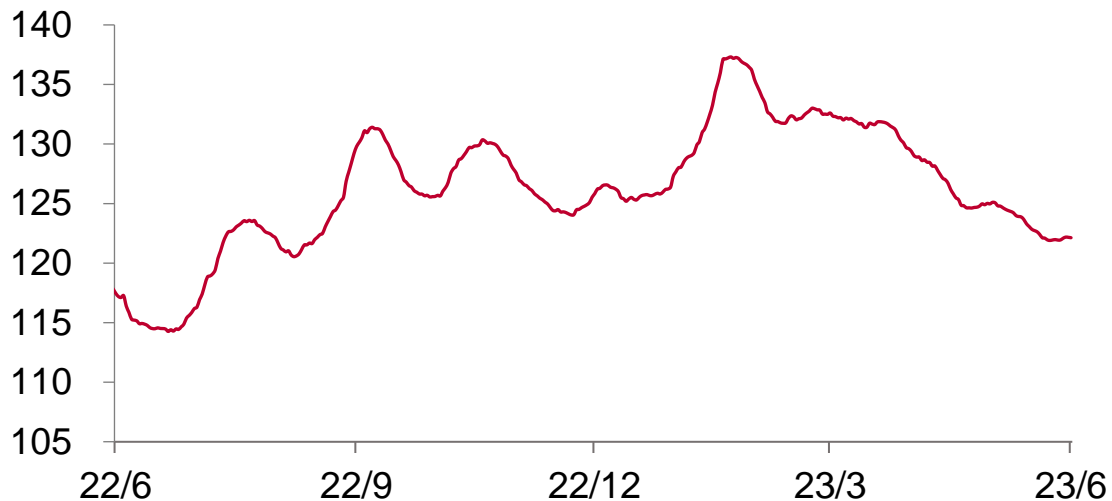
价格

本周猪肉平均批发价环比增速走扩至-0.7%，
鸡蛋平均批发价环比增速与上周持平，
鲜菜平均批发价环比增速降幅转升至2.0%，
鲜果平均批发价增速下降至-0.5%。

本周农业部农产品批发价格指数
环比增速转升至0.1%，
上周商务部食用农产品价格指数环比降幅收窄至-0.3%。

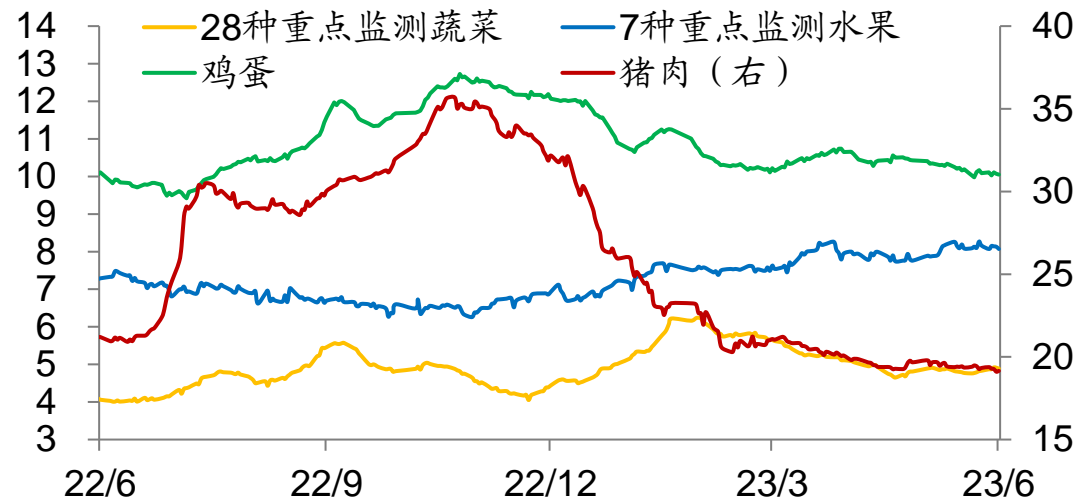
本周农业部农产品批发价格指数环比增速转升，上周商务部食用农产品价格指数环比跌幅收窄。从高频数据看，本周猪肉平均批发价环比增速降幅走扩、鲜果平均批发价环比增速转降，鸡蛋价格走平，鲜菜价格转升。整体来看，5月下旬6月初，鲜菜、鲜果价格反弹，鸡蛋、猪肉价格下行，预计6月CPI增速大体稳定。

图9 农产品批发价格200指数



来源：WIND，财通证券研究所

图10 猪肉、蔬菜、水果和鸡蛋平均批发价（元/公斤）



来源：WIND，财通证券研究所

重卡：5月重卡销量同比增速回落，生产疲软拖累运输需求

指标

数据表现

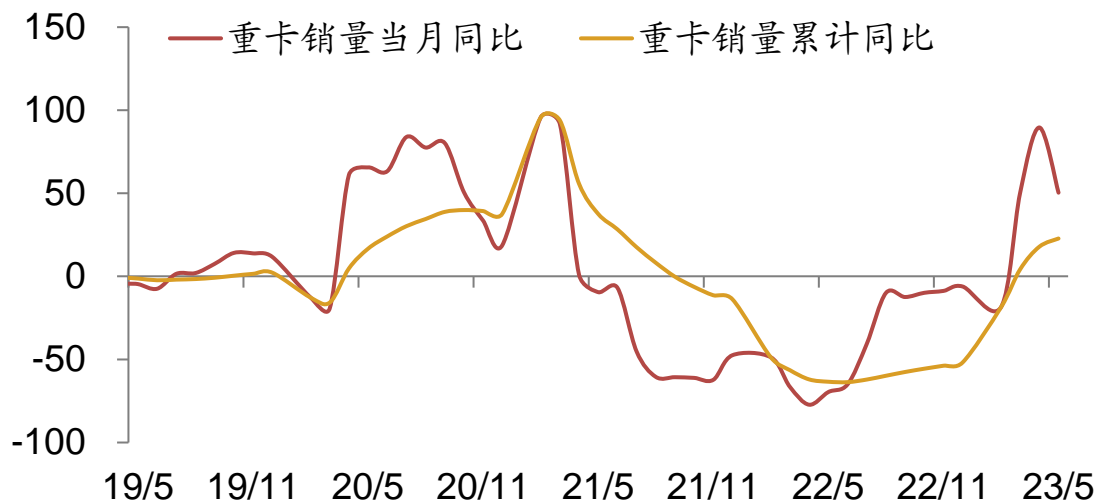
解读

需求

5月重卡销量约7.4万辆，
同比增速回落至50%，
环比增速降幅收窄至-11%。

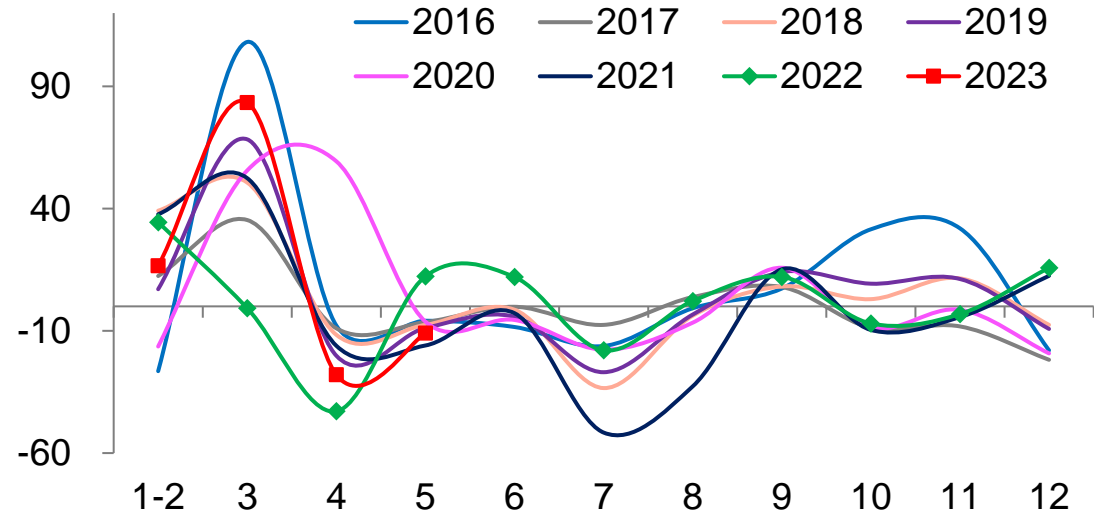
5月重卡销量同比增速有所回落，在去年同期低基数的背景下保持强劲势头，不过，5月重卡绝对销量水平仍为7年以来同期第二低位。5月重卡销量环比增速降幅有所收窄。一方面，5月制造业PMI延续下探，固定资产投资走弱，景气低迷下运输行业需求同步收缩，重卡行业终端和渠道订单均不及预期，物流用户车辆运营盈利不佳。另一方面，重卡库存仍在高位，去库存仍是目前不少重卡企业的重点工作之一。

图11 重卡销量同比增速 (%)



来源：WIND，财通证券研究所

图12 重卡销量环比增速 (%)



来源：WIND，财通证券研究所

化工：本周PTA产业链产品价格涨跌平互现，涤纶POY库存去化

指标

数据表现

解读

价格

本周PTA产业链产品价格涨跌平互现，其中PTA下行、聚酯切片持平、涤纶POY上行。

生产

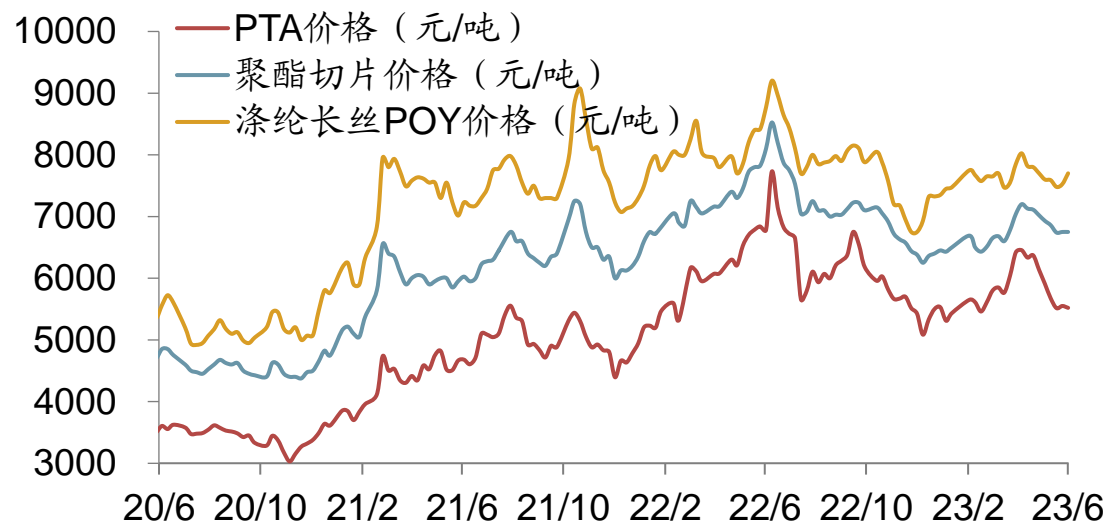
本周聚酯产业链开工率涨多跌少，其中PTA有所回落，而聚酯和PX上行。本周纯碱开工率有所走高。

库存

本周涤纶POY库存天数降至13.2天。

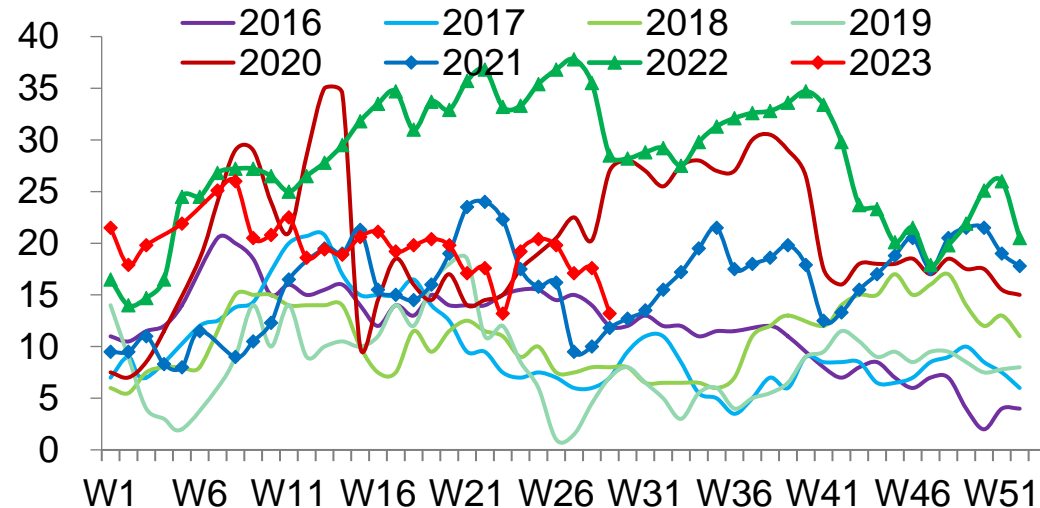
本周PTA产业链产品价格涨跌平互现，其中PTA有所下行，聚酯切片与上周持平，而涤纶POY上行。生产端延续好转，本周聚酯产业链开工率涨多跌少，其中聚酯和PX双双上行，仅PTA有所回落。本周纯碱开工率有所走高。随着中下旬PTA装置陆续检修，原料宽松、需求淡季的矛盾有所改善，PTA价格止跌小幅回暖，涤丝工厂趁此提价，在买涨不买跌的情绪带动下，下游企业阶段性补库动作，本周涤纶POY库存天数由补转去。

图13 化纤产业链产品价格（元/吨）



来源：WIND，财通证券研究所

图14 历年各周涤纶POY库存天数（天）



来源：WIND，财通证券研究所

钢铁：本周钢价降、毛利升，钢材产量增速下行，库存双双去化

指标

数据表现

解读

价格

本周钢价螺纹、热板均降，
吨钢毛利螺纹、热板双双上行。
本周铁矿石价格指数走高。

生产

本周全国钢厂高炉开工率持平于上周，
样本钢厂钢材产量增速降幅走扩至-5.6%。

库存

本周样本钢厂钢材库存去化，
钢材社会库存延续去化。

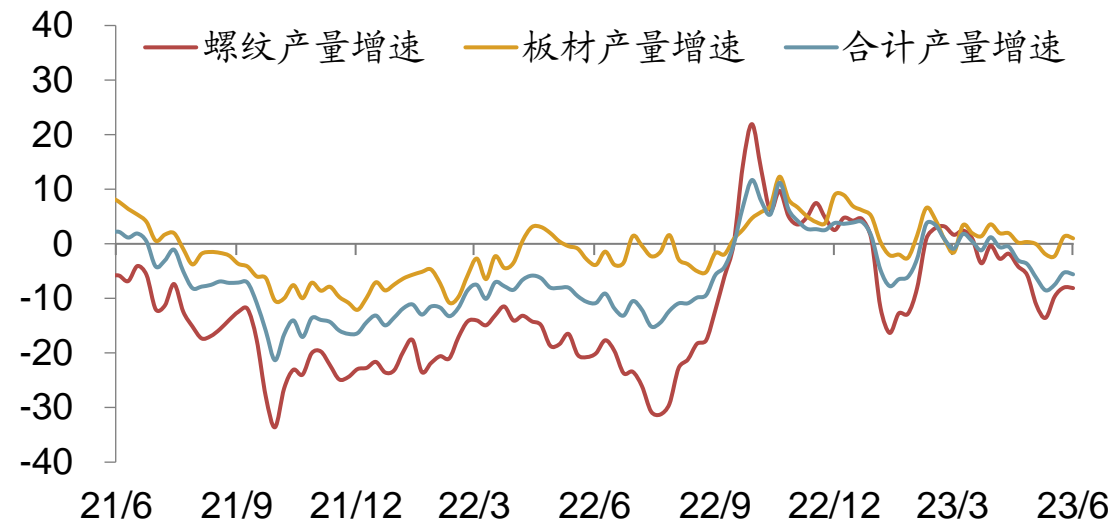
本周钢价螺纹、热板均降，受原材料价格下行的影响，吨钢毛利螺纹、热板双双上行。供应端有所转紧，本周样本钢厂钢材产量增速降幅有所走扩，全国钢厂高炉开工率保持平稳。本周市场成交氛围积极，全国建材成交量环比回升，叠加刚需备库，本周样本钢厂钢材库存去化，钢材社会库存同步去化。

图15 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）



来源：WIND，财通证券研究所

图16 Mysteel样本钢厂钢材产量增速（%）



来源：WIND，财通证券研究所

水泥：本周全国水泥均价回落，企业库容比续升

指标

数据表现

解读

价格

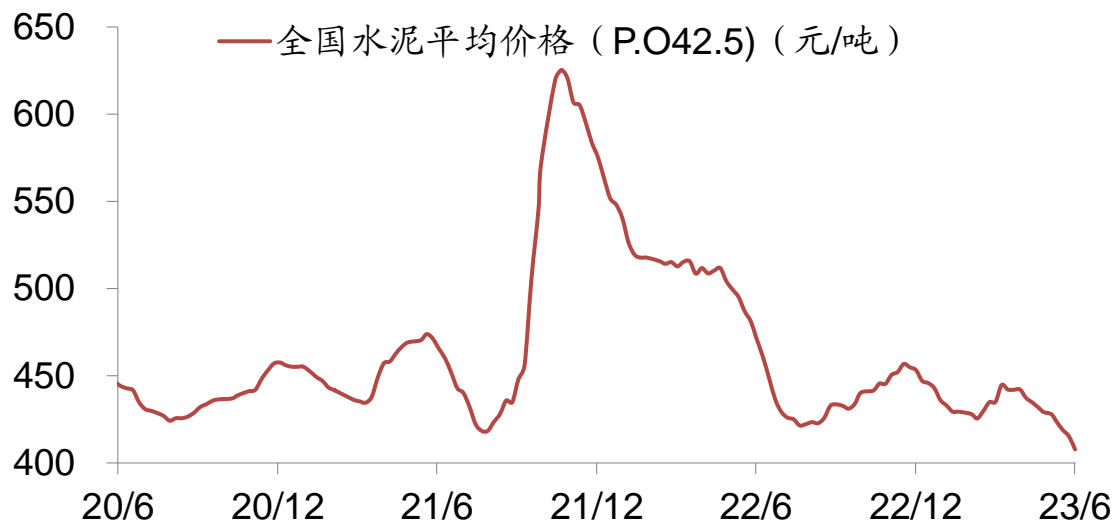
本周全国水泥市场价格回落，
环比增速降幅有所走扩。

库存

本周全国水泥企业库容比升至74.7%。

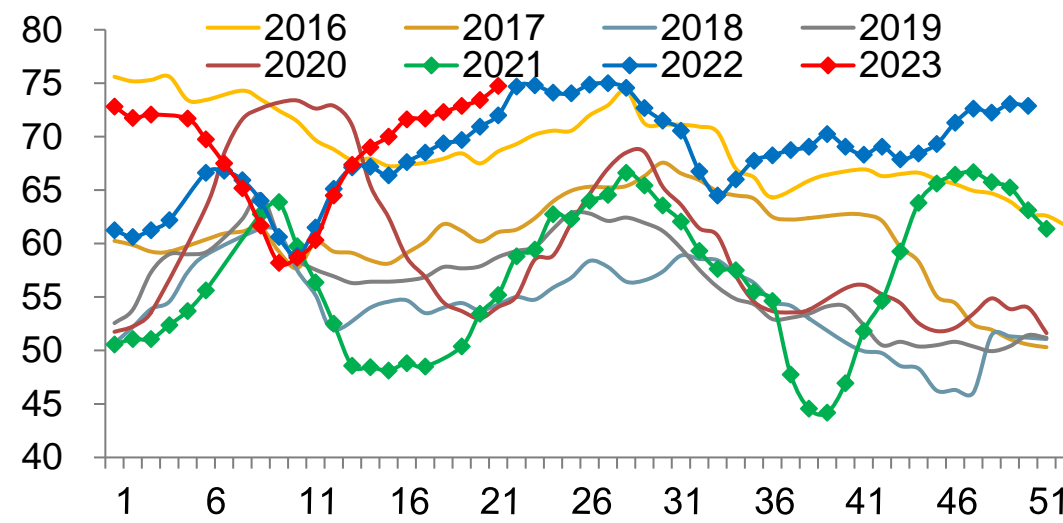
本周全国水泥市场价格回落，环比增速降幅有所走扩，水泥企业库容比延续上行。5月底6月初，受市场资金短缺、雨水天气增多等不利因素影响，国内水泥市场需求进一步减弱，不同地区企业出货量为4-7成不等。因市场供需关系持续恶化，企业销售压力较大，为抢占市场份额，价格继续下行。分区域来看，东北、华东、中南和西南地区水泥价格均有下调，而华北和西北保持平稳。

图17 全国水泥平均价格（元/吨）



来源：WIND，财通证券研究所

图18 全国水泥企业库容比（%）



来源：WIND，财通证券研究所

玻璃：本周浮法玻璃均价回落，库存延续回补

指标

数据表现

解读

价格

本周全国浮法玻璃均价回落，
环比增速降幅走扩。

本周全国浮法玻璃均价有所回落，环比增速走扩。周内市场延续弱势整理格局，浮法厂产销较弱，价格进一步走低。目前下游部分大型工程玻璃厂仍有一定库存，部分中小厂开工一般，以按需采购为主，原片消化缓慢；下游加工厂新增订单仍显疲软，终端需求表现一般，本周全国浮法玻璃厂库延续回补。

库存

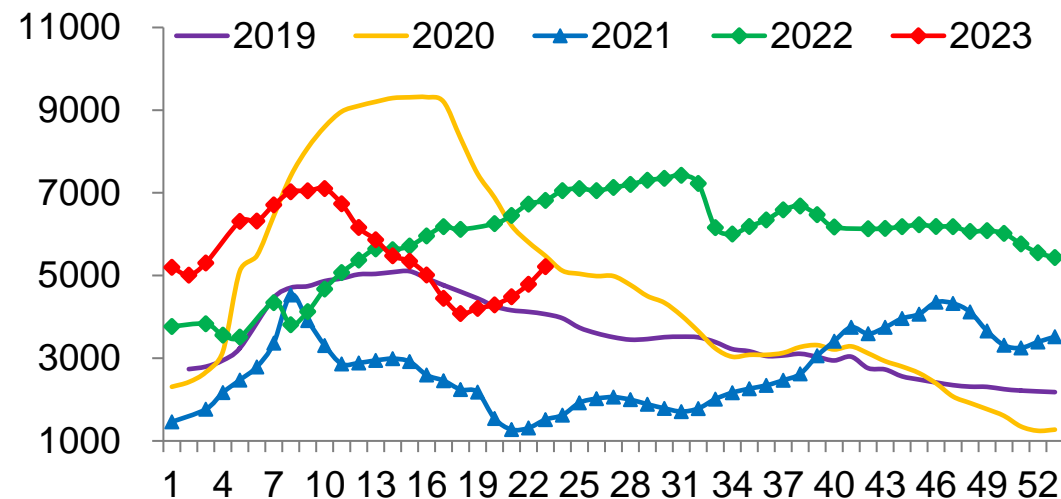
本周浮法玻璃库存升至5213万重箱。

图19 全国浮法白玻周均价（元/重箱）



来源：卓创资讯，财通证券研究所

图20 全国浮法玻璃厂库（万重箱）

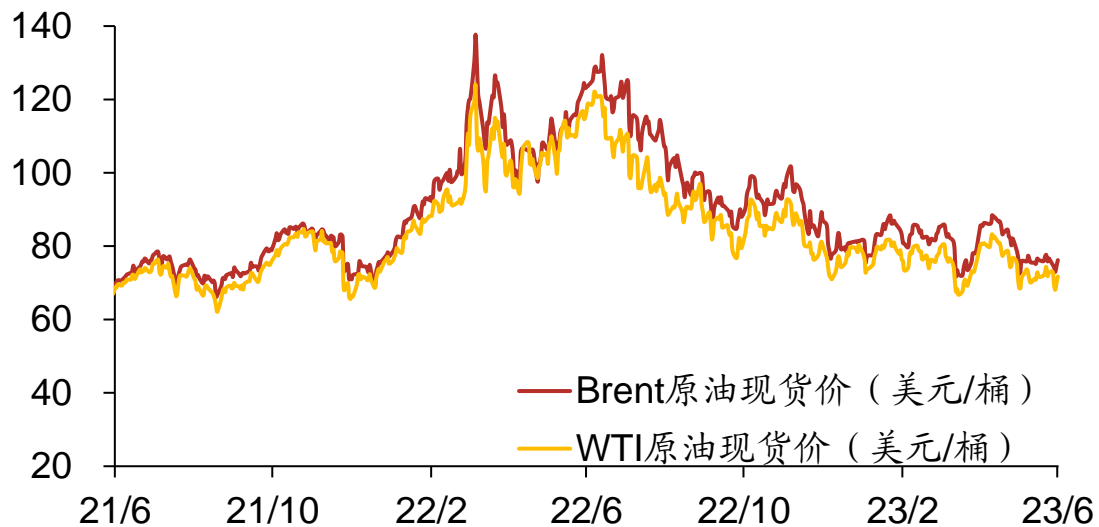


来源：卓创资讯，财通证券研究所

原油：本周原油价格下行，CRB指数、美元指数走高

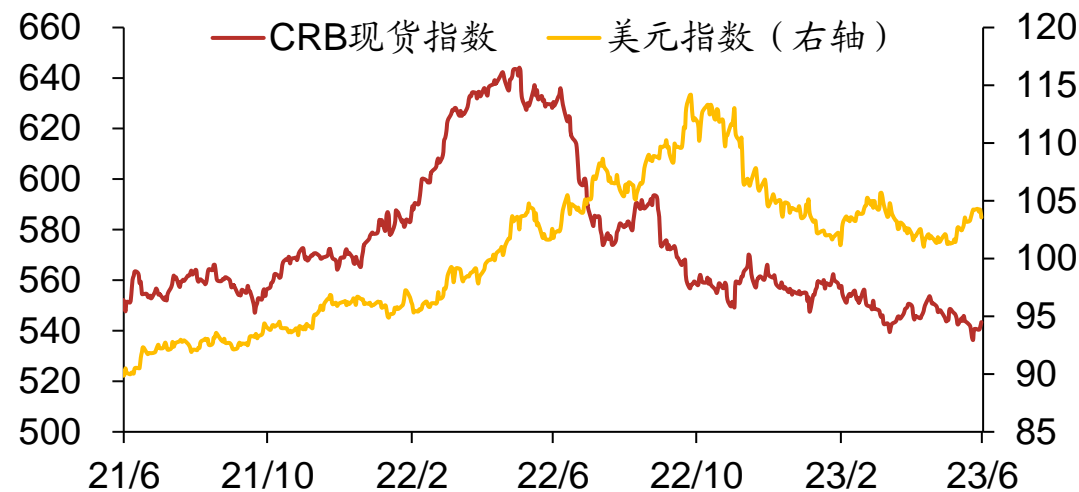
指标	数据表现	解读
原油价格	本周Brent、WTI原油均价下行。	周初受美国债务上限达成协议提振，油价有所高开，然而法案是否能通过国会引发市场担忧，叠加主要原油生产商减产信号矛盾，油价随后承压下行；随着周三法案通过，乐观情绪推动油价反弹，不过国内公布5月制造业PMI位于收缩区间，中国经济放缓担忧限制油价上涨空间，本周Brent、WTI原油价格先降后升，均值下行。上周全美商业原油库存回补，本周贝克休斯原油钻井平台数量下降，本周CRB指数均值走高。
生产、库存	上周全美商业原油库存回补， 本周贝克休斯原油钻井平台数量下降。 本周CRB指数均值走高。	
美元指数	本周美元指数均值走高。	

图21 Brent和WTI原油现货价格（美元/桶）



来源：WIND，财通证券研究所

图22 CRB现货价格指数与美元指数



来源：WIND，财通证券研究所

有色：本周金属价格普遍走高，铜库存升、铝库存降

指标

数据表现

解读

价格

本周LME铜、LME铝价格均涨；
COMEX银、COMEX黄金均价双双走高。

库存

本周LME铜库存升、COMEX铜库存降，整体上升；
LME铝库存去化。

本周主要受海外因素主导，最近矿端干扰减弱明显，但智利新产能投产有限，对金属价格形成支撑；美国债务上限谈判通过，市场风险情绪转暖，进一步带动金属价格上行，本周LME铜、LME铝均价有所上涨，COMEX银和COMEX黄金均价双双上行。本周LME铜库存升、COMEX铜库存降，整体上升；铝库存回补。

图23 LME铜和铝现货价格（美元/吨）



来源：WIND，财通证券研究所

图24 LME铝库存（万吨）



来源：WIND，财通证券研究所

煤炭：本周煤炭价格分化，秦皇岛港煤炭库存继续回补

指标

数据表现

解读

价格 本周焦煤价格上升、动力煤价格续降。

生产 本周大、小型焦化企业开工率均转升，中型焦化企业开工率下降。

库存 本周秦皇岛港煤炭库存小幅上升。

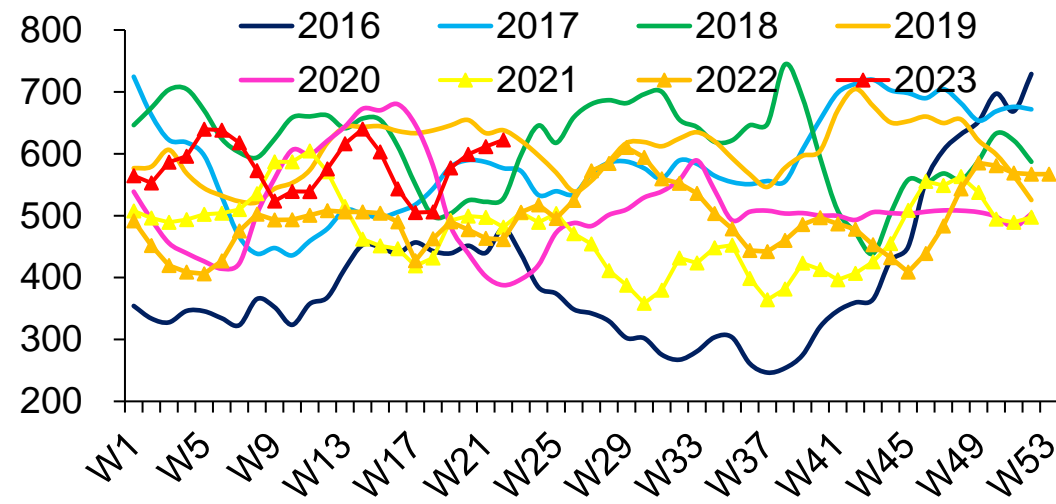
本周煤炭价格普遍下跌，焦煤、动力煤均价大幅回落。生产方面，本周大、小型焦化企业开工率均降，中型焦化企业开工率转升，各类型企业开工率处均2017年以来同期中低位。目前内贸煤炭需求低迷，基本以压价为主，中转港口至终端电厂环节库存均持续积累至创记录的高位水平，本周秦皇岛港煤炭库存小幅上行。

图25 焦煤和动力煤价格（元/吨）



来源：WIND，财通证券研究所

图26 历年各周秦皇岛港煤炭库存（万吨）



来源：WIND，财通证券研究所

货运：5月前28天货运量增速均降，本周货运流量指数下降

指标

数据表现

解读

海运

本周BDTI指数、CCFI指数、BDI指数均降。
5月前28天重点港口集装箱吞吐量同比降幅收窄，
重点港口货物吞吐量同比降幅走扩。

铁路

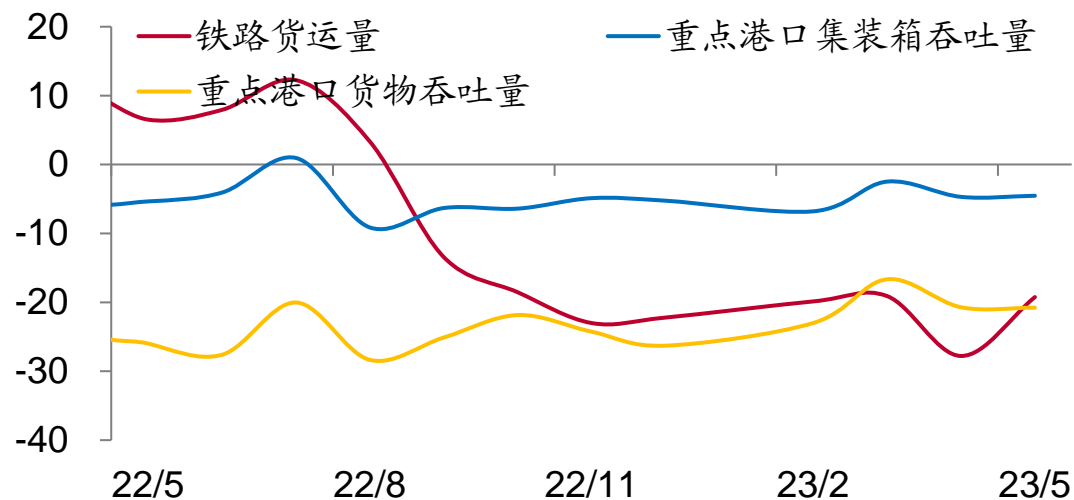
5月前28天铁路货运量同比降幅收窄。

公路

本周公路物流运价指数降，
本周整车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞
吐量指数和公共物流园吞吐量指数均降。

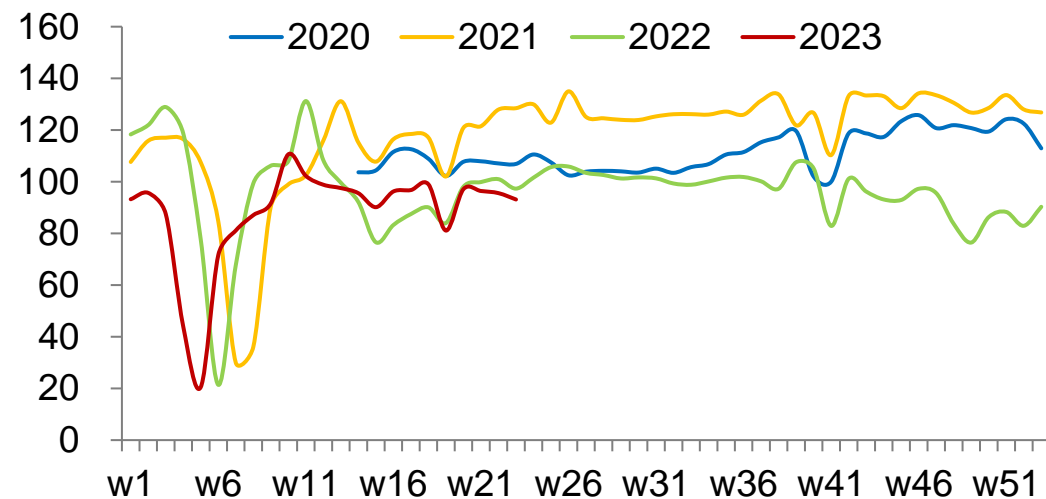
本周集、散和油运表现均不佳，BDTI指数、BDI指数、
CCFI指数均下行。5月前28天货运量降幅均有所下降，
其中重点港口集装箱吞吐量和铁路货运量同比增速降
幅收窄，而货物吞吐量增速降幅走扩。本周整车货运
流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数均值与
公共物流园吞吐量指数均值回落，同比增速下行。

图27 货运量同比增速 (%)



来源：交通部，财通证券研究所

图28 全国整车货运流量指数



来源：G7物联，财通证券研究所

客运：本周地铁客运量下行，执行航班数国内降、国际升

指标

数据表现

解读

旅客发送

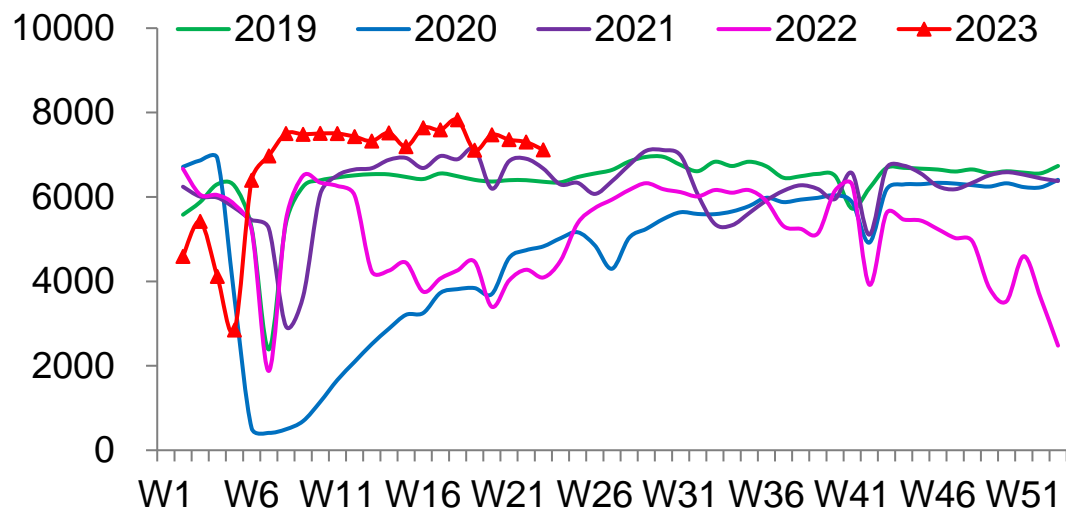
本周23城地铁客运量下行，
四大一线城市地铁客运量回落。

航空

本周我国执行航班架次数
国内降、国际升。

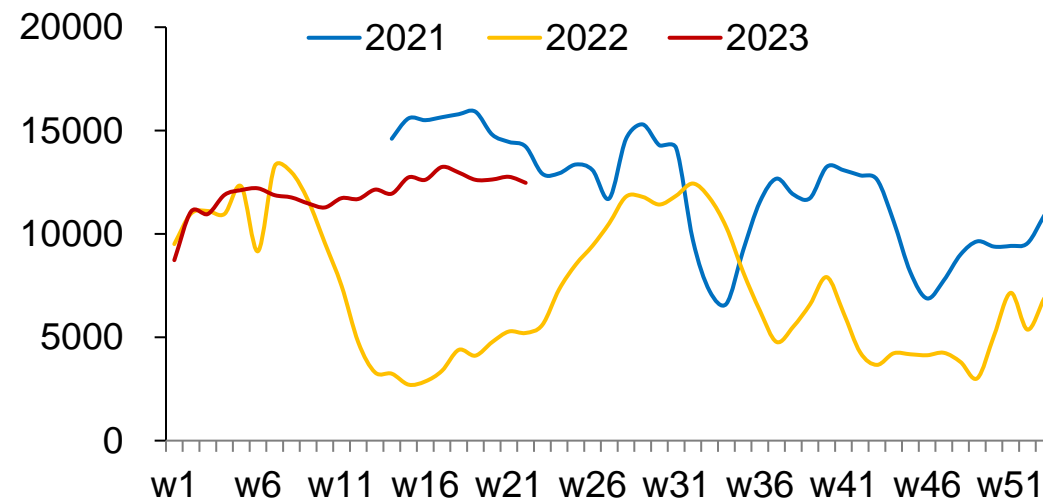
本周全国23城地铁客运量下行。四大一线城市地铁客运量均降，上海、北京地铁客运量分别为2019年同期的95.4%、88.8%，深圳客运量续创2018年以来新高。本周我国执行国内航班架次数下降，环比增速下降，同比增速降幅收窄；执行国际航班架次数上行，同比增速降幅走扩，环比增速降幅收窄。

图29 全国23城地铁客运量（万人次）



来源：WIND，财通证券研究所

图30 我国执行国内航班架次数（架次）



来源：WIND，财通证券研究所

电力：5月电厂耗煤同比增速上行，本周电厂煤炭库存回补

指标

数据表现

解读

生产

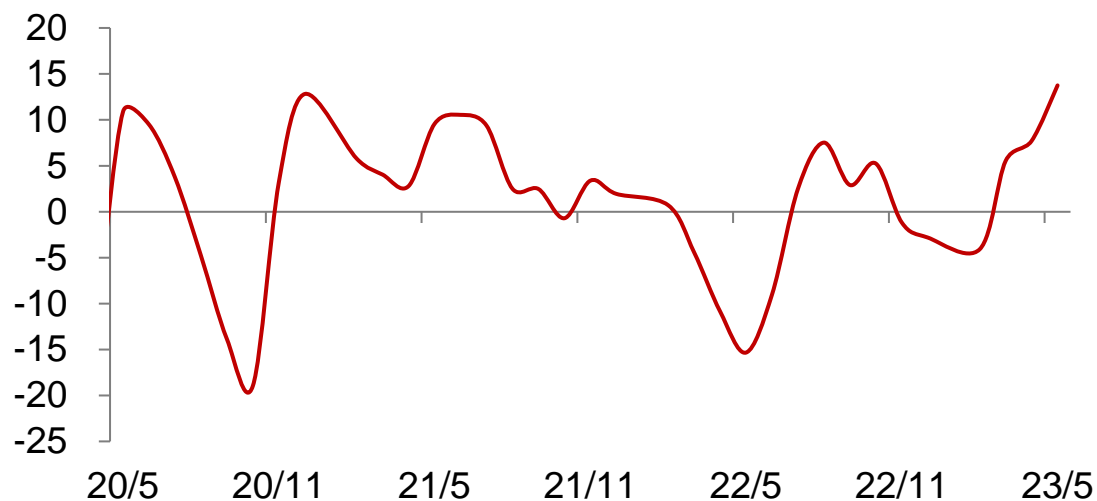
5月沿海八省电厂
发电耗煤同比增速上行至13.8%。

库存

本周沿海八省电厂动力煤库存续升。

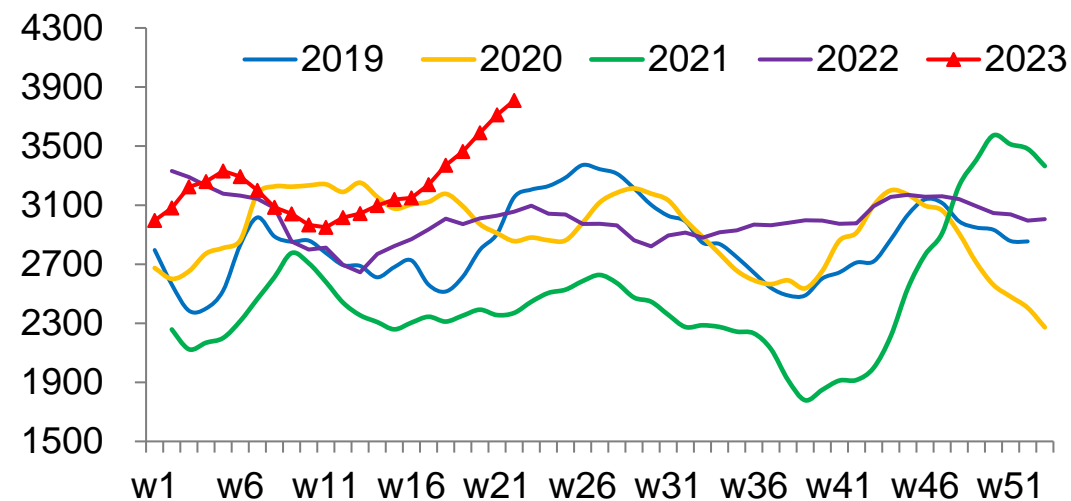
5月沿海八省电厂日均发电耗煤同比增速回暖，主因发电需求增加，而电煤价格下滑也较为明显，日均耗煤5月下旬较月上旬和中旬回升显著。在需求带动下电厂存在累库需求，本周沿海八省电厂动力煤库存回补，库存水平续创2019年以来同期新高。

图31 沿海八省电厂动力煤日耗同比增速 (%)



来源：WIND，财通证券研究所，21年为两年平均增速

图32 沿海八省电厂合计库存 (万吨)



来源：WIND，财通证券研究所

风险提示

政策变动，经济恢复不及预期

分析师简介:

陈兴：金融学博士，浙江大学工学学士，财通证券宏观首席分析师。曾任中泰证券宏观首席分析师（董事），中泰证券公募基金投资顾问业务投决会委员。荣获Wind金牌分析师宏观研究第三名、第四届CEIC与EMIS杰出成就分析师、Wind最佳路演分析师、新浪财经金麒麟最佳分析师·未来之星等奖项。



分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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并进行证券或期权交易，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。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。