



宏观研究

【粤开宏观】7月 PPI 同比企稳回升，预计 2024 年下半年回正

2023 年 08 月 09 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：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201

近期报告

《【粤开宏观】疫后恢复的结构性特征明显，全年“保 5”仍需加力》2023-07-18

《【粤开宏观】持续优化发展环境，促进民营经济更大作为》2023-07-20

《【粤开宏观】政治局会议的新提法与信号》2023-07-24

《【粤开宏观】财政收入恢复性增长的背后——上半年财政形势分析与展望》2023-07-30

《【粤开宏观】防范化解债务风险：当前形势与 14 条应对举措》2023-08-01

摘要

7 月 CPI 同比和 PPI 同比分别为-0.3%和-4.4%，CPI 同比转负，PPI 同比更是连续 10 个月负增长。物价总体较为低迷，主要是源于宏观总需求不足、微观主体信心不振。物价持续低迷将影响企业营收和利润、居民就业和收入、政府税收和财力，可能冲击微观主体的预期和信心，产生通缩和经济衰退的可能风险，需高度关注，并积极采取扩大逆周期调节的政策。

7 月 PPI 同比较上月回升 1 个百分点，似乎出现企稳回升迹象。由此引申出两个问题：第一，未来 PPI 同比将持续回升，还是可能像 2012 年那轮连续 54 个月负增长一样持续低迷？第二，如果 PPI 同比延续回升态势，那么何时才能转正？

一、PPI 同比底部回升趋势能否持续？预计将开启新一轮上行周期

回顾历次 PPI 负增长的情况，PPI 短期出现好转，不一定真的能触底回升。例如，2012 年 3 月 PPI 同比增速下降至负值后，持续在负区间震荡，时长达 54 个月；期间曾多次出现“阶段性”拐点，但随即又继续探底。

本次 PPI 负增长的过程，不会像 2012-2016 年一样曲折和持久。2012 年之所以会出现长达 54 个月的 PPI 负增长，原因有二：一是我国经济从高速增长切换至新常态，产业结构和发展模式的转变，并非一蹴而就。二是前期政策带来了产能过剩等问题，始终掣肘 PPI 回升的速度。“四万亿”刺激计划带动经济复苏的同时，也带来了产能过剩等问题。为化解供需矛盾，我国加快去产能力度，并于 2015-2016 年提出“三去一降一补”的供给侧结构性改革要求。产能出清，最终带动 PPI 走出负增长“阴霾”。反观当下，并不存在严重的产能过剩，PPI 负增长的时长并不会重蹈 2012-2016 年的“覆辙”。

当前的宏观环境具备支持 PPI 持续上行的基础。一是鼓励民营经济、促消费、稳地产政策密集出台，有望带动内需提振。住建部、央行纷纷表态将推进“认房不认贷”、降低存量房贷利率等政策落地，有利于房地产市场逐步企稳。同时，近期监管部门要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，根据推算，8 月、9 月月均发行规模在 0.67 万亿左右，对基建形成支撑。房地产投资企稳、基建投资保持高位，将抬升钢铁、水泥、玻璃等大宗商品价格。二是企业库存去化速度开始放缓，下半年有望进入补库阶段。7 月 PMI 产成品库存指数和原材料库存指数分别回升 0.2 个和 0.8 个百分点。三是货币环境中长期内将保持宽松。2023 年仍处在降息通道中，央行也表态，将保持流动性合理充裕，发挥总量和结构性货币政策工具作用。四是海外进入加息尾声，叠加供给层面的因素，将对海外定价大宗商品产生支撑。美国通胀逐步接近政策目标，有望在今年结束加息，带动外需修复。油价方面，OPEC 自发减产如期执行，北美页岩油增产空间有限，供给端不断收紧



促使原油价格持续上涨。铜价方面，美国加息趋缓，制造业 PMI 回暖，“软着陆”逐步成为现实，海外库存有所增加但仍处于历史低位，预计铜价将维持强势震荡格局。五是基数效应逐渐减弱。

二、PPI 同比何时才能转正？预计要到 2024 年下半年

本轮 PPI 同比回升速度将低于 2001-2002 年、2008-2009 年以及 2019-2020 年那三轮。一是全球化红利消退，外需和出口支撑力度减弱。随着疫情消退和欧美经济体生产恢复，逆全球化和脱钩断链风险进一步上升，将对我国出口形成压力。二是不会实施“大水漫灌”式的强刺激，同时本轮房地产链条缺位。当前经济仍处于恢复之中，宏观政策要加大逆周期调控力度，但不会大水漫灌，而是依靠提振消费和有效投资。此外，当前房地产市场仍较低迷，对经济和 PPI 的拉动作用要明显弱于前几轮。三是不存在显著的供给冲击和输入性通胀压力。当前全球生产已逐步恢复正常，欧美通胀已从高位回落，不存在明显的输入性通胀压力。虽然今年以来异常气候和粮食危机风险上升，但我国高度重视粮食和能源安全，预计冲击相对可控。

我们分别根据历史经验和油价拟合的方式来预测未来 PPI 走势，结果均显示 PPI 同比将于 2024 年下半年回正。

尽管 PPI 同比将逐步回升，但回升速度仍然偏慢，对企业营收和利润、居民就业和收入、政府税收和财力等造成拖累。因此有必要加大政策调控力度，从宏观上采取更加积极的财政、货币政策扩大总需求，从微观上提振市场主体信心，从全局上防范风险，以加快 PPI 回升步伐。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目录

一、PPI 同比连续 10 个月负增长，影响企业营收和利润、居民就业和收入、政府税收和财力，冲击微观主体预期和信心	4
二、PPI 同比底部回升趋势能否持续？预计将开启新一轮上行周期.....	7
三、PPI 同比何时才能转正？预计要到 2024 年下半年	9

图表目录

图表 1：2000 年以来 PPI 运行情况.....	4
图表 2：今年以来，政府税收增速放缓.....	5
图表 3：国际油价回落带动国内石油开采、加工行业价格下降.....	6
图表 4：黑色金属价格与房地产投资密切相关且存在一定滞后.....	6
图表 5：6 月以来主要大宗商品价格环比转正	7
图表 6：4 次 PPI 负增长阶段的基本情况.....	8
图表 7：“四万亿”计划带动投资走高、经济快速升温	9
图表 8：根据历史 PPI 上行周期进行预测（方法一）	10
图表 9：利用 EIA 预测油价拟合 PPI（方法二）	10

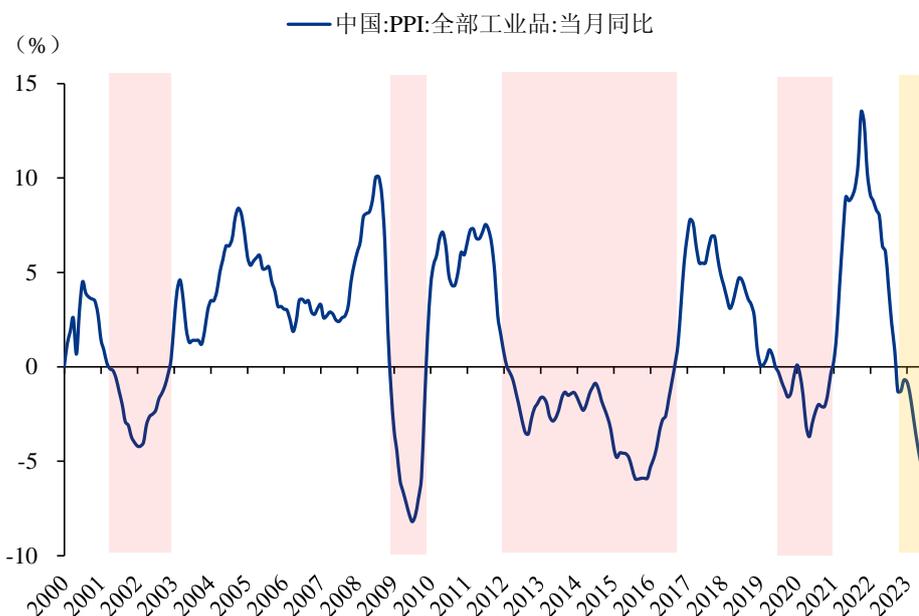


一、PPI 同比连续 10 个月负增长，影响企业营收和利润、居民就业和收入、政府税收和财力，冲击微观主体预期和信心

7 月 PPI 同比增速为-4.4%，连续 10 个月负增长。PPI 同比增速从 2021 年 10 月 13.5% 的高点持续下行，2022 年 10 月降至负值，6 月达到低点-5.4%，7 月降幅有所收窄。

本轮是 2000 年以来第五次 PPI 同比陷入负增长区间。前四轮分别是 2001 年 4 月至 2002 年 11 月，2008 年 12 月至 2009 年 11 月，2012 年 3 月至 2016 年 8 月，2019 年 7 月至 2020 年 12 月，平均持续时长 18 个月。本轮 PPI 同比的低点位置较深，低点-5.4%，超过第一次、第四次 PPI 负增长时期的-4.3%和-3.7%，与第三次产能过剩时期的低点-5.9%较为接近。

图表1：2000 年以来 PPI 运行情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

PPI 持续低迷对经济造成严重影响。

第一，PPI 同比负增长拖累企业营收和利润，导致企业预期和信心不振。6 月规模以上工业企业营业收入和利润总额累计同比分别下降 0.4% 和 16.8%。企业预期偏弱、信心不足，放缓投资扩产步伐，并加快去库存，进一步拖累经济增长。1-6 月民间投资同比增速为-0.2%，规模以上工业企业存货同比从 2021 年 11 月 19.0% 的高点持续降至 2023 年 6 月的-0.1%。

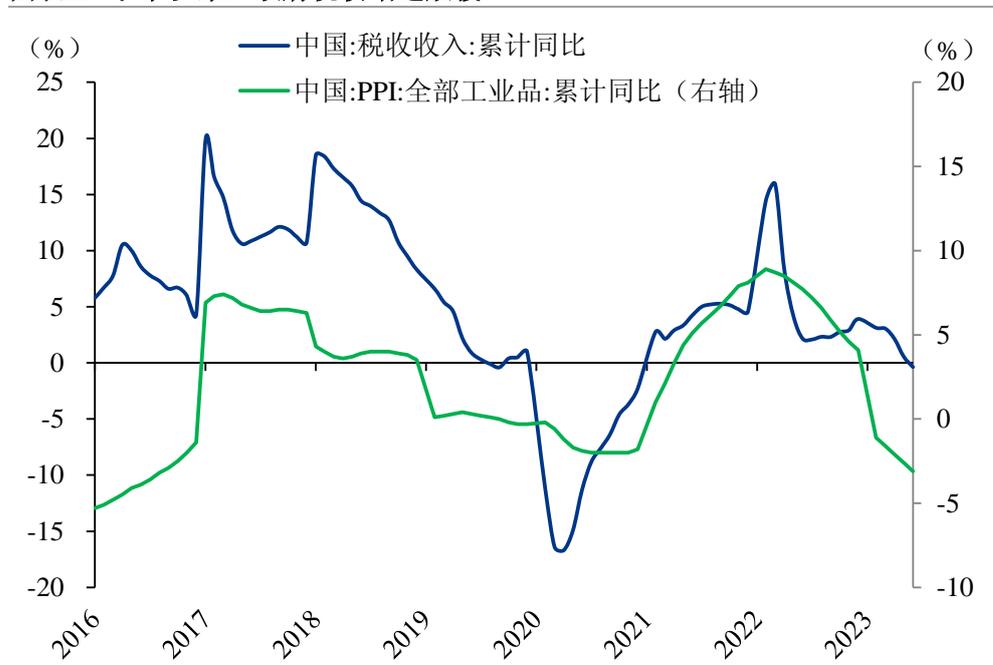
第二，企业经营状况恶化，将加剧居民就业和收入增速下行压力。当前全社会就业压力仍大，尤其是青年人群就业形势较差，既制约居民收入和消费增长，也是对人力资源的极大浪费。6 月份 16-24 岁劳动力调查失业率为 21.3%，2019-2022 年同期分别为 11.6%、15.4%、15.4% 和 19.3%。

第三，税收收入也与 PPI 密切相关，PPI 为负，企业收入和利润下行，直接影响财政增收。今年上半年税收收入的两年平均同比增速为-0.4%，加剧地方财政收支矛盾和偿债压力，也限制了政府逆周期调控的能力。



若物价长期低迷，可能进一步引发通缩和经济衰退风险。随着 CPI、PPI 的下跌，企业的利润也跟着下降，就会出现投资减少、居民收入减少甚至失业的情况。从而会进一步抑制消费和投资，总需求不足，大量资源被闲置，失业率上升，经济前景悲观，物价持续下跌。通缩会导致实际利率上升，使得企业债务负担加重，于是企业被迫抛售资产和产品，由此加剧通货紧缩。物价螺旋式下跌，债务负担螺旋式上升，贷款和投资减少，经济陷入更加严重的衰退，亦即费雪的“债务-通缩”循环。

图表2：今年以来，政府税收增速放缓



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：税收收入 2021-2023 年均为两年平均增速）

本轮 PPI 同比负增长，主要受三方面因素影响。

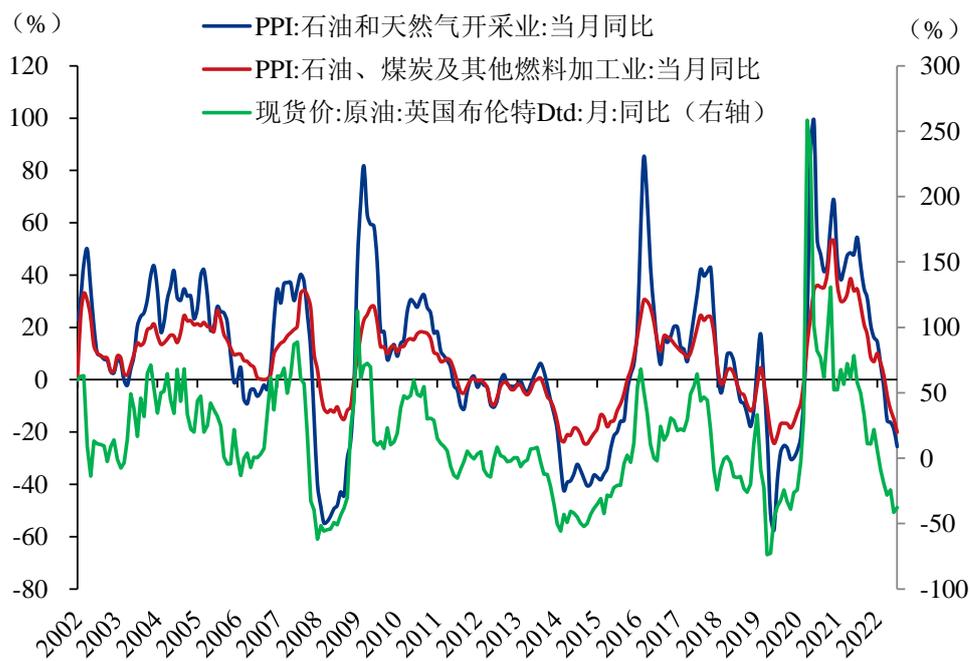
一是国际输入性因素影响，全球经济增长动能不足，带动国内 PPI 持续回落。去年以来，欧美持续大幅度加息，降低全球风险偏好的同时抬高了企业部门的融资和运营成本，削弱了其投资扩产意愿，影响经济增长预期。一方面，导致石油等国际定价的大宗商品价格回落。2023 年 7 月现货布油价格同比下降 24.9%；受此影响，PPI 细分结构中的石油和天然气开采业价格当月同比下降 21.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 18.3%。另一方面，部分出口产品国际需求减少，影响相关行业价格。2023 年 1-7 月，计算机、通信和其他电子设备制造业价格下降 0.9%。

二是国内需求不振，尤其是投资增速放缓，带动相关工业品价格下行。2023 年以来，受房地产市场低迷和纾困政策落地时滞、银行机构激励不足的影响，房地产投资持续负增长，拖累固定资产投资完成额。房地产投资累计同比由 3 月的-5.8%进一步下滑至 6 月的-7.9%，固定资产投资完成额从 5.1%降至 3.8%。7 月螺纹钢、纯碱期货结算价较去年同期分别下降 4.1%、20.7%；相应地，7 月 PPI 中黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 10.6%，非金属矿物制品业价格下降-1.6%。石油、化工、黑色、有色、非金属矿相关的 7 个行业合计影响 PPI 下降约 3.4 个百分点，占 7 月降幅-4.4%的八成。

三是上年同期基数较高也是影响 PPI 下降的重要因素。7 月 PPI 同比增速中翘尾因素影响近-2 个百分点。

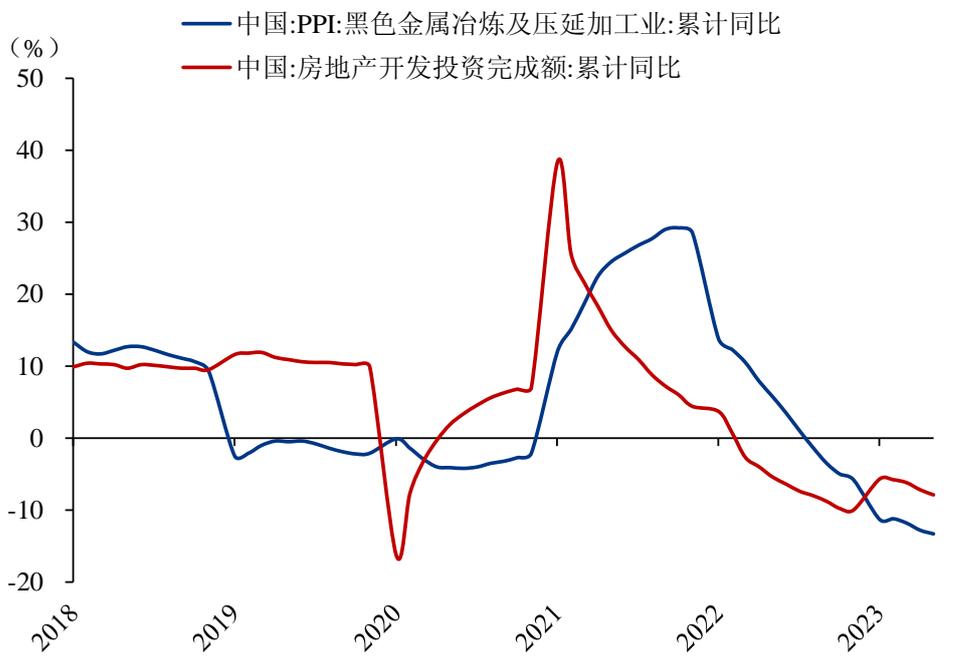


图表3：国际油价回落带动国内石油开采、加工行业价格下降



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：黑色金属价格与房地产投资密切相关且存在一定滞后



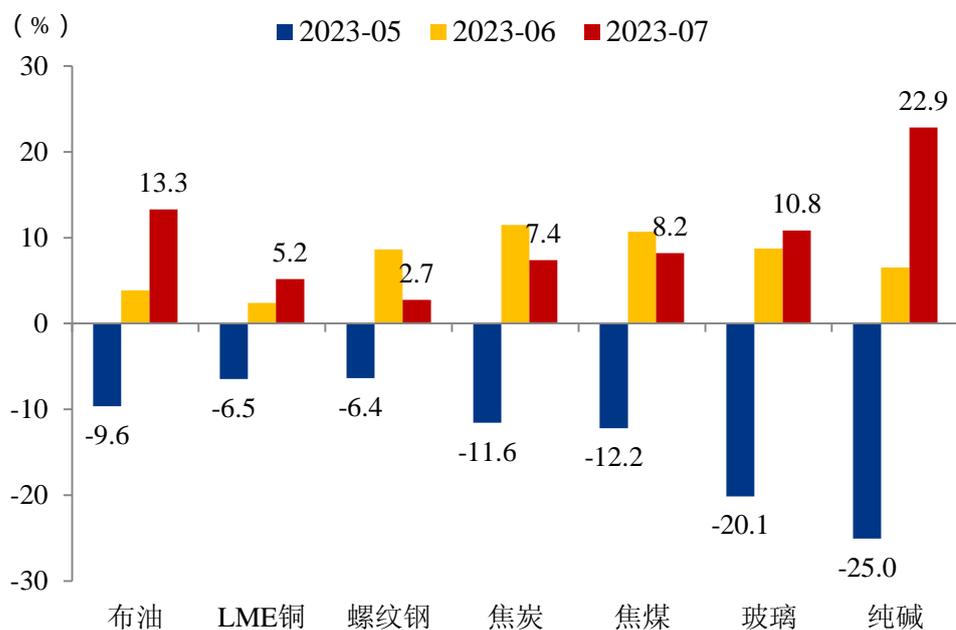
资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、PPI 同比底部回升趋势能否持续？预计将开启新一轮上行周期

7 月 PPI 同比出现边际改善。总量上，PPI 同比、环比降幅均在缩窄，分别收窄 1.0 和 0.6 个百分点；基数效应有所减弱，翘尾因素影响-1.6 个百分点，较上月下降 1.2 个百分点。结构上，5 月底 6 月初开始，原油、焦煤焦炭、黑色金属、化工、有色等主要大宗商品均有不同程度回暖，环比增幅变大（如图表 5 所示）。一方面，对 PPI 形成一定支撑，石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业降幅缩窄 4.1、5.4 和 6.2 个百分点，幅度较大。另一方面，大宗商品对需求的边际变化及其敏感，价格抬升意味着国内外经济动能正加速修复。

图表5：6 月以来主要大宗商品价格环比转正



资料来源：Wind、粤开证券研究院

回顾历次 PPI 负增长的情况，PPI 短期出现好转，不一定就真能触底反弹。例如，2012 年 3 月 PPI 同比增速下降至负值后，持续在负区间震荡，时长达 54 个月；期间曾多次出现“阶段性”拐点，但随即又继续探底。那么，7 月 PPI 是“开启上行周期的拐点”，还只是“下行期中的回调”？是会像 2012 年一样出现拐点随后二次探底，还是会开启一波持续的上行？

第一，本轮 PPI 负增长的过程，不会像 2012-2016 年一样持久，7 月的触底反弹将开启新一轮上行周期。2012 年之所以会出现长达 54 个月的 PPI 负增长，原因有二：一是经济增速换挡并非一蹴而就。2012 年起，我国 GDP 增速持续下台阶，先后“破 8”“破 7”，逐步由高速增长切换至新常态，这背后是产业结构和发展模式的转变，需要充分的时间调整。二是前期政策带来了产能过剩等问题，始终掣肘 PPI 回升的速度。“四万亿”计划带动了投资回升、经济复苏，也带来了产能过剩和价格泡沫等问题。2009-2011 年期间，原煤、粗钢、水泥产量的平均增速高达 8.8%、9.9% 和 13.7%。过剩的产能压低了价格增长动力，为化解供需矛盾，我国于 2013 年出台了《国务院关于化解产能过剩严重矛盾的指导意见》，明确淘汰钢铁、水泥等行业的落后产能，我国经济进入“漫长”的前期刺激政策消化期。2015 年，中央进一步提出“三去一降一补”的供



供给侧结构性改革要求。直到这一时期，PPI 才逐渐走出负增长“阴霾”，2015 年原煤、粗钢、水泥等产量出现了本世纪以来首次下降。反观当下，并不存在严重的产能过剩，PPI 负增长的时长并不会重蹈 2012-2016 年的“覆辙”。

第二，当前的宏观环境具备支持 PPI 持续上行的基础。

一是鼓励民营经济、促消费、稳地产政策密集出台，有望带动内需提振。7 月政治局会议后陆续出台了《关于促进民营经济发展壮大的意见》、《关于恢复和扩大消费的措施》等政策文件，有利于经济加速修复。住建部、央行纷纷表态将推进“认房不认贷”、降低存量房贷利率等政策落地，有利于房地产市场逐步企稳。同时，近期监管部门要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕。根据今年预算报告，全年新增专项债额度为 3.8 万亿元，截至 7 月底还有 1.34 万亿待发行，按照 9 月发完计算，则 8 月、9 月月均发行规模在 0.67 万亿左右，对基建形成支撑。房地产投资企稳、基建投资保持高位，将抬升钢铁、水泥、玻璃等大宗商品价格。7 月焦煤、焦炭、螺纹钢等主要大宗商品价格环比均转正。

二是企业库存去化速度开始放缓，下半年有望进入补库阶段。7 月 PMI 产成品库存指数和原材料库存指数分别回升 0.2 个和 0.8 个百分点。

三是货币环境中长期内将保持宽松。2023 年仍处在降息通道中，央行也表态，将保持流动性合理充裕，发挥总量和结构性货币政策工具作用。

四是海外进入加息尾声，叠加供给层面的因素，将对海外定价大宗商品产生支撑。美国通胀逐步接近政策目标，有望在今年结束加息，带动外需修复。油价方面，OPEC 自发减产如期执行，沙特表示 7 月份开始实施的自愿额外减产日均 100 万桶原油的措施将延长 1 个月至 8 月底；北美页岩油增产空间有限，EIA 预测美国页岩油主产区原油产量或于 2023 年 7 月见顶、8 月回落。供给端不断收紧促使原油价格持续上涨。铜价方面，加息趋缓，制造业 PMI 回暖，“软着陆”逐步成为现实，海外库存有所增加但仍处于历史低位，预计铜价将维持强势震荡格局。

五是基数效应逐渐减弱。

图表6：4 次 PPI 负增长阶段的基本情况

	首次负增长出现时间	点位	向下探底时长	低点出现时间	点位	向上攀升时长	最后一次负增长出现时间	点位	持续时长
第一阶段	2001 年 4 月	-0.10%	11 个月	2002 年 3 月	-4.30%	9 个月	2002 年 11 月	-0.40%	20 个月
第二阶段	2008 年 12 月	-1.14%	8 个月	2009 年 7 月	-8.20%	4 个月	2009 年 11 月	-2.08%	12 个月
第三阶段	2012 年 3 月	-0.32%	43 个月	2015 年 9 月	-5.95%	11 个月	2016 年 8 月	-0.80%	54 个月
第四阶段	2019 年 7 月	-0.30%	11 个月	2020 年 5 月	-3.70%	7 个月	2020 年 12 月	-0.40%	18 个月

资料来源：Wind、粤开证券研究院



三、PPI 同比何时才能转正？预计要到 2024 年下半年

如果后续 PPI 同比延续回升态势，那么负增长还将持续多久，何时才能转正？是否会像 2001-2002 年、2008-2009 年以及 2019-2020 年那三轮一样迎来快速反弹？

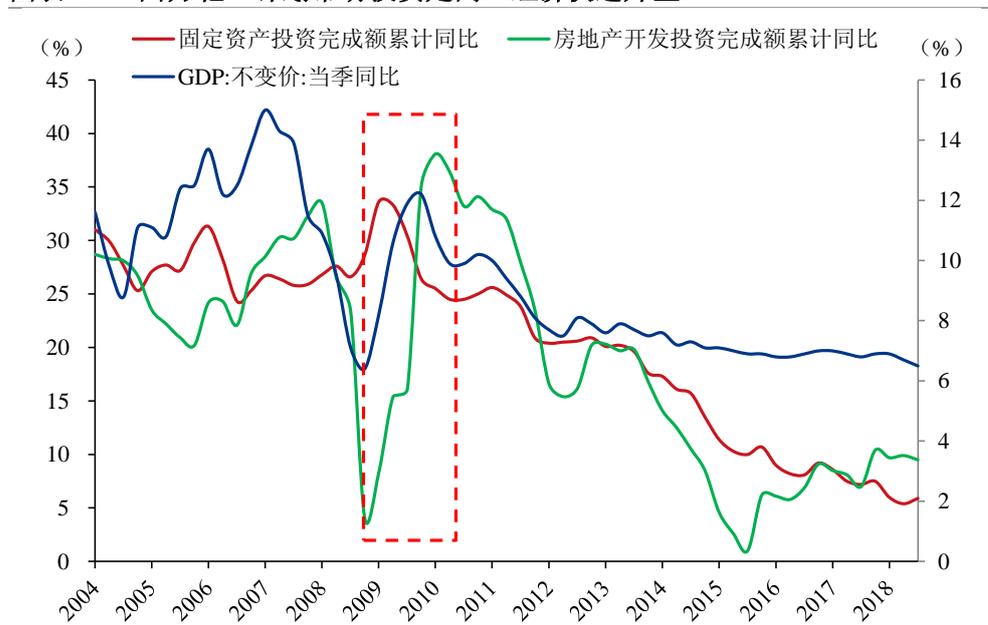
本轮 PPI 同比回升速度将低于之前的三轮。

一是全球化红利消退，外需和出口支撑力度减弱。2001 年我国加入 WTO，成功融入全球经贸体系，成为“世界工厂”，出口迅猛增长，2002 年同比增速达 22.4%，远超 2001 年的 6.8%，将 PPI 带出负增长的泥潭。2019 年我国出口受中美贸易摩擦冲击而快速回落，但 2020 年我国疫情防控和生产恢复领先全球，防疫物资和居家办公等相关商品出口高增，出口份额逆势提升。然而随着疫情消退和欧美经济体生产恢复，逆全球化和脱钩断链风险进一步上升，将对我国出口形成压力。

二是不会实施“大水漫灌”式的强刺激，同时本轮房地产链条缺位。在 2008 年国际金融危机的巨大冲击下，2009 年“四万亿”投资计划有效提振总需求，将经济拉回正轨，但强力刺激也引发了通胀高企、产能过剩、地方政府债务风险等一系列问题。当前经济仍处于恢复之中，宏观政策要加大逆周期调控力度，但不会大水漫灌，而是依靠提振消费和有效投资。此外，当前房地产市场仍较低迷，对经济和 PPI 的拉动作用要明显弱于前几轮。

三是不存在显著的供给冲击和输入性通胀压力。2020 年后 PPI 同比快速攀升，很大程度上源于疫情对产业链供应链的冲击，以及俄乌冲突等因素造成的供给短缺。当前全球生产已逐步恢复正常，欧美通胀已从高位回落，不存在明显的输入性通胀压力。虽然今年以来异常气候和粮食危机风险上升，但我国高度重视粮食和能源安全，预计冲击相对可控。

图表7：“四万亿”计划带动投资走高、经济快速升温



资料来源: Wind、粤开证券研究院

我们分别根据历史经验和油价拟合的方式来预测未来 PPI 走势，结果均显示 PPI 同比将于 2024 年下半年回正。



方法一：利用前几轮 PPI 回升时期的环比均值进行预测。我们选取 2002 年、2006 年、2009 年、2016 年和 2020 年 5 年作为基准，这 5 年 PPI 均触底反弹，之后持续回升。计算这 5 年 PPI 各个月份的环比均值，用以代替 2023 年 7 月至 2024 年 6 月的 PPI 环比，进而测算 PPI 同比增速。

方法二：利用 EIA 公布的原油预测价格来拟合未来 PPI 同比增速。石油相关行业对我国 PPI 影响最大，两者走势也高度相关，因此以 PPI 环比增速为因变量，WTI 原油环比增速为自变量，进行回归，样本区间为 2012 年 1 月至 2023 年 7 月。利用 EIA 公布的 WTI 原油预测值，套入拟合方程，计算 PPI 环比预测值，进而计算 PPI 同比预测值。

图表8：根据历史 PPI 上行周期进行预测（方法一）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：利用 EIA 预测油价拟合 PPI（方法二）



资料来源：Wind、粤开证券研究院



尽管 PPI 同比将逐步回升，但回升速度仍然偏慢，对企业营收和利润、居民就业和收入、政府税收和财力等造成拖累。因此有必要加大政策调控力度，从宏观上采取更加积极的财政、货币政策扩大总需求，从微观上提振市场主体信心，从全局上防范风险，以加快 PPI 回升步伐。

第一，继续实施积极的财政政策，以支出政策为主、收入政策为辅，不宜再出台大规模减税降费等边际效应下降的政策，支出端要加快专项债的发行和使用，促进基建投资企稳回升。第二，实施稳健的货币政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，降低企业实际利率。当前物价水平持续下行，PPI 已连续 10 个月为负，以名义利率-物价水平衡量的实际利率上升，因此货币政策有必要发挥作用降低企业负担。第三，适时调整优化房地产政策，更好满足居民刚性和改善性住房需求。第四，从政策、制度、法治和理论突破四个层面，解决社会主义市场经济和民营经济的相关理论问题极为迫切，才能真正稳定市场信心与预期。



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。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

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、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com