

# 宏观周报 20231203

## 近期股汇走势为何背离？

2023年12月03日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

- 观察历史，汇改之后人民币汇率与 A 股指数在大多时间同向波动。而近期在岸人民币升破 7.14，单月涨幅超 2.4%，A 股却未“闻风而动”，继续盘整蓄能。该如何理解近期的股汇走势背离？

从逻辑上看，股汇二者并非互为因果，而是均反映相似的经济基本面以及市场风险偏好。复盘以往人民币与 A 股明显同时走强的三段时期，均有国内需求与出口共振复苏，且海外地缘政治风险影响减退：

2017 年 5-12 月，PMI 高位运行，出口同比翻正，国内稳增长压力不大，同时美元急剧走弱；2020 年 5 月-2021 年 2 月，国内疫情得到控制，生产迅速恢复，且海外供应受阻拉升出口需求；2022 年 11 月-2023 年 2 月，疫情防控调整后需求反弹，海外衰退预期弥漫。

而回到当下，本轮汇率回升的信号噪音较大。虽有中美元首会晤及美元回落的客观因素助力，但年末结汇需求和“内外均衡”的稳汇率诉求更占主导。通过观察近期人民币外汇交易量的骤降以及离岸人民币资金市场持续偏紧，不难发现本次人民币升值的政策性居多，在近期国内数据波动背景下，“股汇联动”中的汇率信号暂有“失灵”。

- 股汇走势背离的现象还会持续多久？人民币方面，市场的活跃度在回升，势如破竹的单边行情接近尾声，预计未来两个月人民币整体偏强，其中中美利差等市场性的驱动因素逐渐增多。权益方面，一旦国内基本面回升的积极因素得到确认，A 股反弹动能预计得到释放，明年一季度股汇有望同步走强。

行业方面，以史为鉴股汇同涨期间 A 股周期股、港股地产和互联网表现会更好；而在震荡期间，题材股表现会更突出。

- 风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；海外经济体提前显著进入衰退。

### 相关研究

《明年财政加力的路径与选择》

2023-12-01

《11 月 PMI：复苏尚不稳固》

2023-11-30

## 内容目录

1. 近期股汇走势为何背离? .....	4
2. 周度高频跟踪 .....	7
3. 风险提示 .....	17

### 图表目录

图 1:	汇改后人民币与股市往往同向波动, 但近期逆转	4
图 2:	股汇同涨的背后是内外需双改善	5
图 3:	政策干预下外汇市场深度缩水	5
图 4:	离岸人民币资金成本收紧	5
图 5:	股汇同涨时期 A 股与港股的行业表现	6
图 6:	近一周 (11.27-12.3) 国务院领导活动轨迹一览	7
图 7:	汽车零售热度持续	8
图 8:	观影市场受新片提振	8
图 9:	地铁客运量高位回落	9
图 10:	地面交通人流量同比较低位	9
图 11:	国内航班执飞班次进一步上升	9
图 12:	国际航班执飞班次出现稳定向好	9
图 13:	整车货运平稳运行	10
图 14:	叠加季节性因素, 新房销售出现回升态势	11
图 15:	二手房成交量出现明显下降	12
图 16:	一线城市表现优于二线城市	12
图 17:	土地成交面积出现大幅下降	13
图 18:	土地溢价率维持同比低位	13
图 19:	高炉开工率继续上升	13
图 20:	煤炭吞吐量呈波动式上升	13
图 21:	铁路货运量延续上行态势	14
图 22:	沿海七省电厂负荷率表现平稳	14
图 23:	近期粗钢生产表现稳定	14
图 24:	螺纹钢库存小幅上升	14
图 25:	磨机运转率继续下滑	15
图 26:	沥青开工率略有下降	15
图 27:	沥青库存趋于稳定	15
图 28:	水泥产能利用率加速下滑	15
图 29:	汽车钢胎生产小幅下降	16
图 30:	PTA 开工率表现“不温不火”	16
图 31:	猪价小幅回升	16
图 32:	农产品价格持续回升	16
图 33:	螺纹钢与铁矿石指数回落	17
图 34:	水泥价格上行	17
图 35:	海外铜价微涨	17
图 36:	原油价格持续回落	17

## 1. 近期股汇走势为何背离？

观察历史，汇改之后人民币汇率与 A 股指数在大多时间同向波动。而近期在岸人民币升破 7.14，单月涨幅超 2.4%，A 股却未“闻风而动”，继续盘整蓄能。该如何理解近期的股汇走势背离？

图1：汇改后人民币与股市往往同向波动，但近期逆转

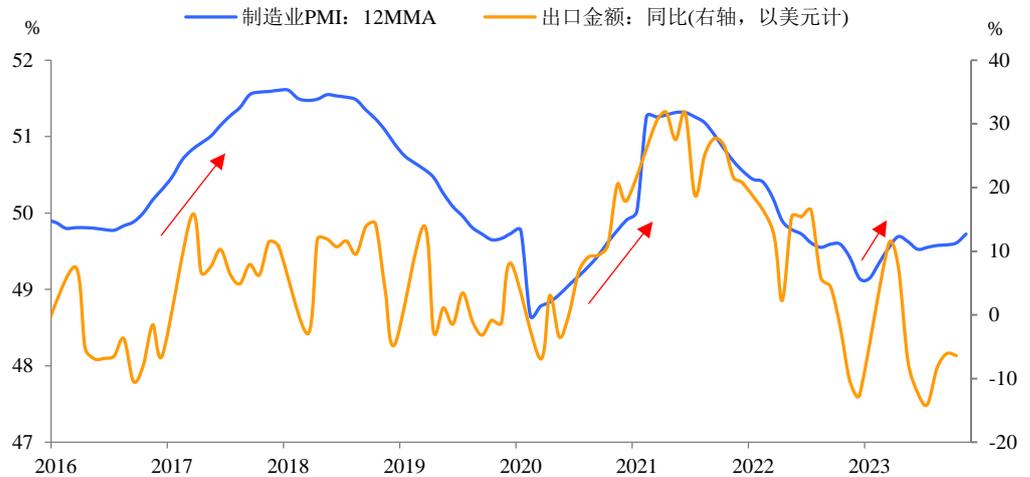


注：阴影区间为股汇同涨时期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

从逻辑上看，股汇二者并非互为因果，而是均反映相似的经济基本面以及市场风险偏好。复盘以往人民币与 A 股明显同时走强的三段时期，均有国内需求与出口共振复苏，且海外地缘政治风险影响减退：

图2: 股汇同涨的背后是内外需双改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2017年5-12月, PMI高位运行, 出口同比翻正, 国内稳增长压力不大, 同时美元急剧走弱; 2020年5月-2021年2月, 国内疫情得到控制, 生产迅速恢复, 且海外供应受阻拉升出口需求; 2022年11月-2023年2月, 疫情防控调整后需求反弹, 海外衰退预期弥漫。

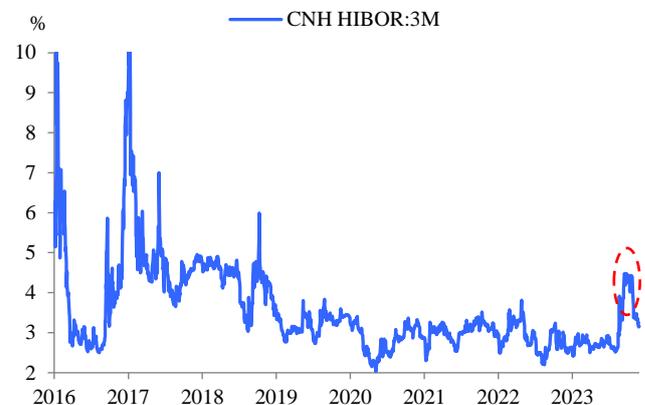
而回到当下, 本轮汇率回升的信号噪音较大。虽有中美元首会晤及美元回落的客观因素助力, 但年末结汇需求和“内外均衡”的稳汇率诉求更占主导。通过观察近期人民币外汇交易量的骤降以及离岸人民币资金市场持续偏紧, 不难发现本次人民币升值的政策性居多, 在近期国内数据波动背景下, “股汇联动”中的汇率信号暂有“失灵”。

图3: 政策干预下外汇市场深度缩水



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 离岸人民币资金成本收紧



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**股汇走势背离的现象还会持续多久？**人民币方面，市场的活跃度在回升，势如破竹的单边行情接近尾声，预计未来两个月人民币整体会偏强，其中中美利差等市场性的驱动因素逐渐增多。权益方面，一旦国内基本面回升的积极因素得到确认，A股反弹动能预计得到释放，明年一季度股汇有望同步走强。

行业方面，以史为鉴股汇同涨期间A股周期股、港股地产和互联网表现会更好；而在震荡期间，题材股表现会更突出。

图5：股汇同涨时期A股与港股的行业表现

单位：回报率（%）

人民币升值区间A股板块表现-涨幅前十行业					
	2022.11-2023.2		2020.5-2021.2		2017.5-2018.2
食品饮料	26.53	社会服务	154.21	食品饮料	50.38
传媒	22.09	电力设备	107.74	家用电器	37.29
非银金融	20.44	食品饮料	91.87	钢铁	35.22
建筑材料	19.58	汽车	66.23	煤炭	33.20
家用电器	17.53	石油石化	65.58	银行	29.44
房地产	16.74	基础化工	64.94	非银金融	27.86
轻工制造	16.31	有色金属	61.72	房地产	20.04
计算机	16.04	美容护理	51.27	有色金属	19.83
银行	15.70	家用电器	44.56	石油石化	14.08
纺织服装	13.37	机械设备	42.58	社会服务	12.91

单位：回报率（%）

人民币升值区间港股板块表现					
	2022.11-2023.2		2020.5-2021.2		2017.5-2018.2
资讯科技业	60.09	原材料业	103.92	资讯科技业	61.24
原材料业	45.51	资讯科技业	103.38	地产建筑业	37.80
非必需性消费	44.54	工业	88.22	原材料业	36.38
地产建筑业	42.45	非必需性消费	83.37	医疗保健业	36.06
医疗保健业	40.71	医疗保健业	65.27	必需性消费	35.99
金融业	36.06	必需性消费	45.26	非必需性消费	33.54
工业	31.55	金融业	26.28	金融业	30.51
综合企业	27.43	公用事业	9.21	能源业	28.62
必需性消费	26.73	综合企业	6.85	工业	28.09
公用事业	26.55	地产建筑业	6.38	综合企业	7.57
电讯业	23.67	能源业	2.43	公用事业	4.96
能源业	17.20	电讯业	-12.28	电讯业	-2.74

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 周度高频跟踪

**深化国际合作，推动高质量发展。**以“一带一路”为主线，本周国务院副总理丁薛祥分别于哈萨克斯坦、土库曼斯坦与两国总统（或总理）共同主持相关会议，携手稳步推进中国-中亚合作机制建设。国务院总理李强、国务院副总理何立峰在中国国际供应链促进博览会开幕式、英中贸易协会主席古沛勤的会见中进一步强调了深化国际合作与开放的重要性。另外，“高质量发展”也是本周一大关键词：国务院总理李强主持常务会议，充分肯定了推动高质量发展取得的相关成效并为未来发展指明了方向。

图6：近一周（11.27-12.3）国务院领导活动轨迹一览

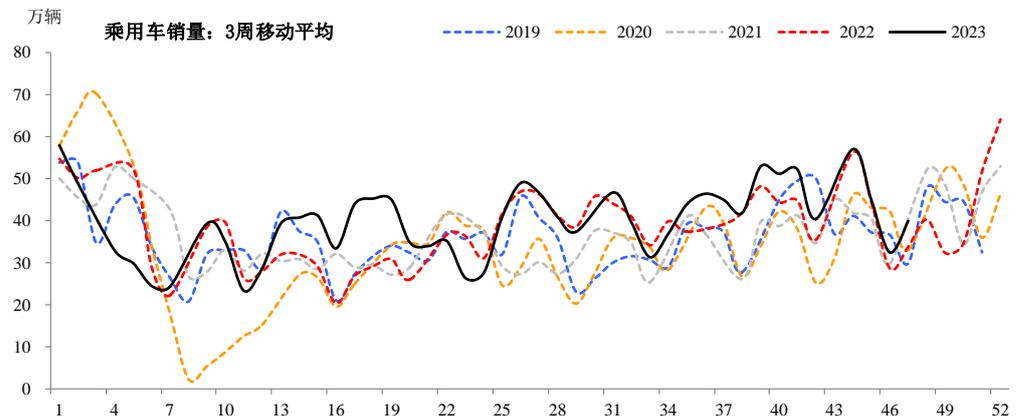
时间	活动形式	部门（及相关领导）	活动所在地	调研对象/活动内容	内容
2023/12/1	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	会议充分肯定了 <b>推动高质量发展综合督查工作</b> 取得的积极成效。会议指出，要对标国际先进水平，聚焦企业需求和市场反馈及时优化政策， <b>优化内外贸一体化发展环境</b> ，落实好相关财政金融支持政策。 会议讨论并原则通过《 <b>中华人民共和国矿产资源法（修订草案）</b> 》，强调要依法开发保护矿产资源、保障国家战略资源安全。
2023/12/1	会见	国务院副总理丁薛祥	迪拜	阿联酋总统穆罕默德	双方要进一步巩固政治互信，加强务实合作， <b>高质量共建“一带一路”</b> ，共同推动中国同阿拉伯国家、海合会国家合作达到新水平。
2023/11/30	会见	国务院副总理丁薛祥	土库曼斯坦	土库曼斯坦总统别尔德穆哈梅多夫	双方要发挥互补优势，深挖合作潜力，持续深化和拓展重点领域合作。中方愿包括土方在内的中亚各国携手稳步推进中国-中亚合作机制建设。
2023/11/30	会议	国务院副总理丁薛祥	土库曼斯坦	中土合作委员会第六次会议	中方愿同土方一道，落实好两国元首重要共识，不断充实中土全面战略伙伴关系新内涵双方同意进一步加强发展战略对接，以 <b>高质量共建“一带一路”</b> 引领中土全方位合作。
2023/11/30	会议	国务委员谌贻琴	/	全国深化根治欠薪工作经验交流会暨冬季专项行动动员部署电视电话会议	要严厉惩处恶意欠薪等违法违规行为，发挥好行政和协商手段作用，提高治理拖欠效果。加强困难农民工救助帮扶，为他们解决临时生活困难。要压实工作责任，健全长效机制，推动 <b>拖欠农民工工资问题</b> 得到根本治理。
2023/11/28	会议	国务院总理李强	北京	首届中国国际供应链促进博览会开幕式暨全球供应链创新发展论坛	李强就 <b>深化产业链供应链国际合作</b> 强调要共同构筑安全稳定、畅通高效、开放包容、互利共赢的产业链供应链。中国将积极推进同各国的产业、产能合作，带动发展中国家更深度参与全球价值链，为各国企业来华投资兴业提供更多便利。
2023/11/27	会谈	国务院总理李强	/	新西兰新任总理拉克森	中国政府高度重视中新关系，我愿同你和你领导的新西兰新一届政府一道，保持高层交往， <b>加强互利合作，增进友好交流</b> ，推动中新全面战略伙伴关系不断取得新发展，更好造福两国人民。
2023/11/27	会见	国务院副总理丁薛祥	阿斯塔纳	哈萨克斯坦总理斯迈洛夫	<b>以高质量共建“一带一路”为主线</b> ，加强经贸、能源、产能、农业和创新等领域合作，拓展互联互通，密切人文交流，推动中哈全方位互利合作提质升级。
2023/11/27	会见	国务院副总理丁薛祥	阿斯塔纳	哈萨克斯坦总统托卡耶夫	中方愿同哈方一道，以落实两国元首重要共识为引领， <b>以推进高质量共建“一带一路”为主线</b> ，携手推动中哈永久全面战略伙伴关系向更高水平、更广阔空间迈进。
2023/11/27	会议	国务院副总理丁薛祥	阿斯塔纳	中哈合作委员会会议	中方愿同哈方筑牢互信根基，加强发展战略对接，强化政策协调，拓展互利合作， <b>深化“一带一路”倡议同“光明之路”新经济政策对接</b> ，积极探索合作新模式新路径。
2023/11/27	会见	国务院副总理何立峰	北京	英中贸易协会主席古沛勤	中国坚持敞开大门搞建设，坚定不移推进 <b>高水平对外开放</b> 。希望英中贸易继续发挥优势，深化两国经贸交流合作。

数据来源：中国政府网，国务院官网，新华社，东吴证券研究所

汽车零售热度持续，观影市场受新片提振。11月20日至26日乘联社口径乘用车

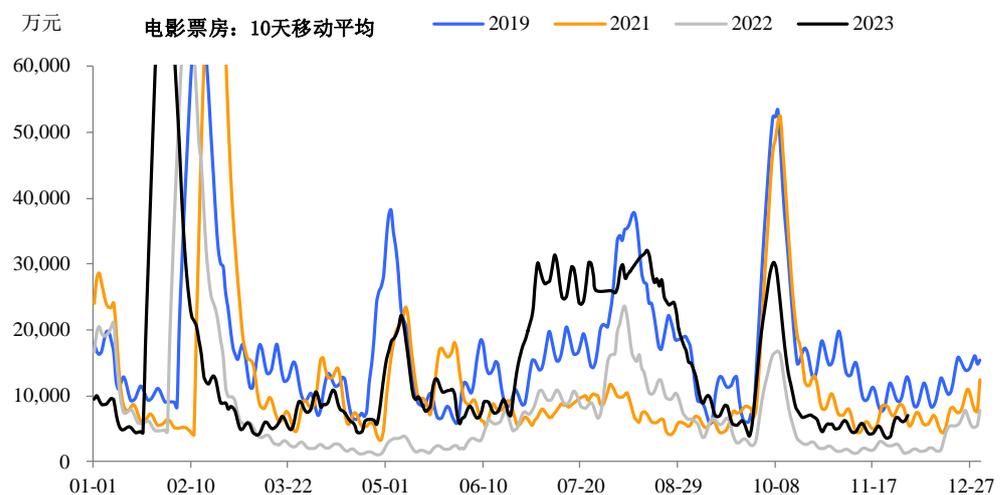
零售销量同比增长 11%。随着天气转冷和政策持续推动下，县乡市场的出行需求规模有较大潜力，助力年末乘用车市场的逐步走强。本周观影市场迎来多部国内外新片上映，票房周环比由跌转涨，体量更强的新片助力电影市场进一步回暖，与 2021 年同期水平差距缩小。

图7：汽车零售热度持续



注：横轴为周数；乘联会每年同期的周度数据的日期分割不一，可能产生误差  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

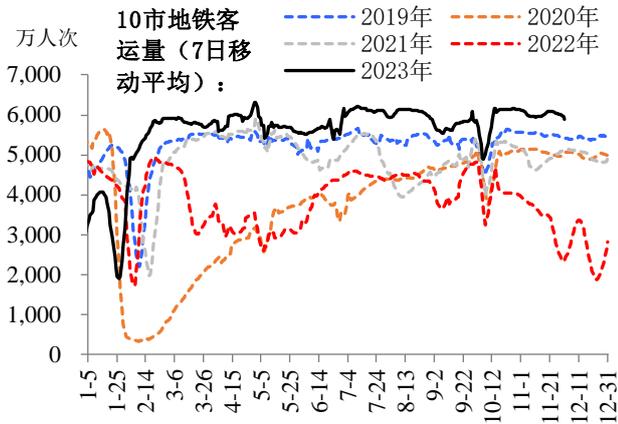
图8：观影市场受新片提振



数据来源：Wind，东吴证券研究所

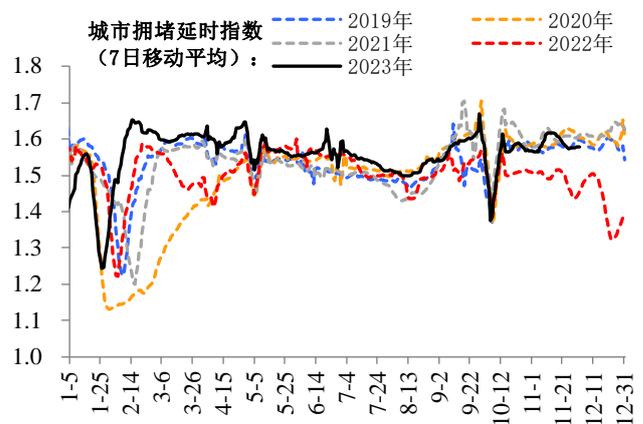
**出行：客运需求回落，货运平稳运行。**多省市出现降温或对居民出行意愿造成一定影响。本周 10 市地铁客运量从高位小幅回落，环比下降 2.9%。**地面交通人流量表现亦不佳：**本周城市拥堵延时指数虽然整体保持稳定，但比起往年同期水平（除 2022 年外）来说处于较低位。

图9：地铁客运量高位回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

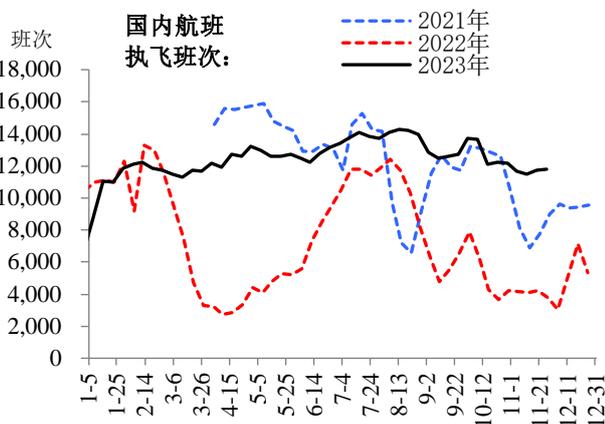
图10：地面交通人流量同比较低位



数据来源：iFind，东吴证券研究所

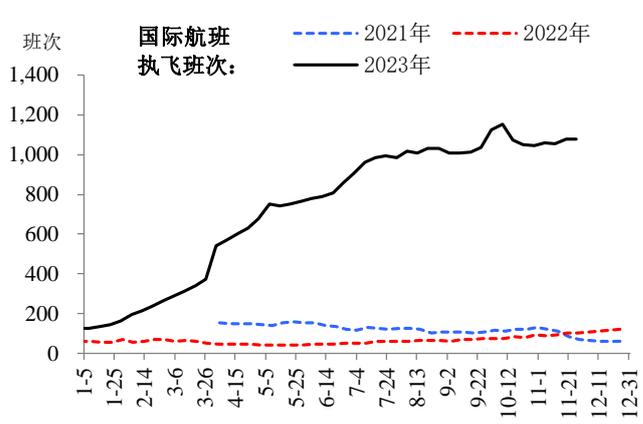
**航空出行出现持续向好态势。**冬春新航季，国内机场加快调整航班计划，增加商务干线，适应居民出行需求。叠加机票燃油费的进一步下降，近期国内航班执飞班次继续上升。国际航线市场加速恢复，部分航线恢复率达 100%，也带动了国际航班执飞班次的上行。

图11：国内航班执飞班次进一步上升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

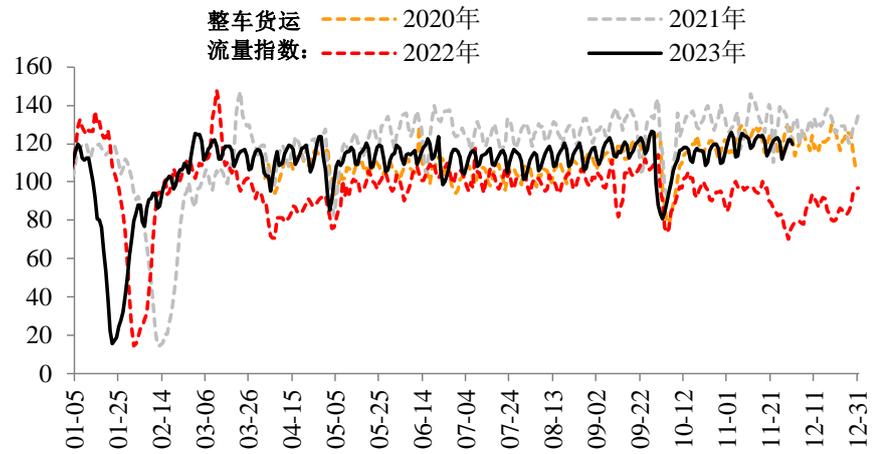
图12：国际航班执飞班次出现稳定向好



数据来源：iFind，东吴证券研究所

**货运平稳运行。**货运需求整体趋于平稳，本周整车货运流量指数环比小幅下降 0.8%；同比来看“不温不火”，位于历年同期的中间水平。

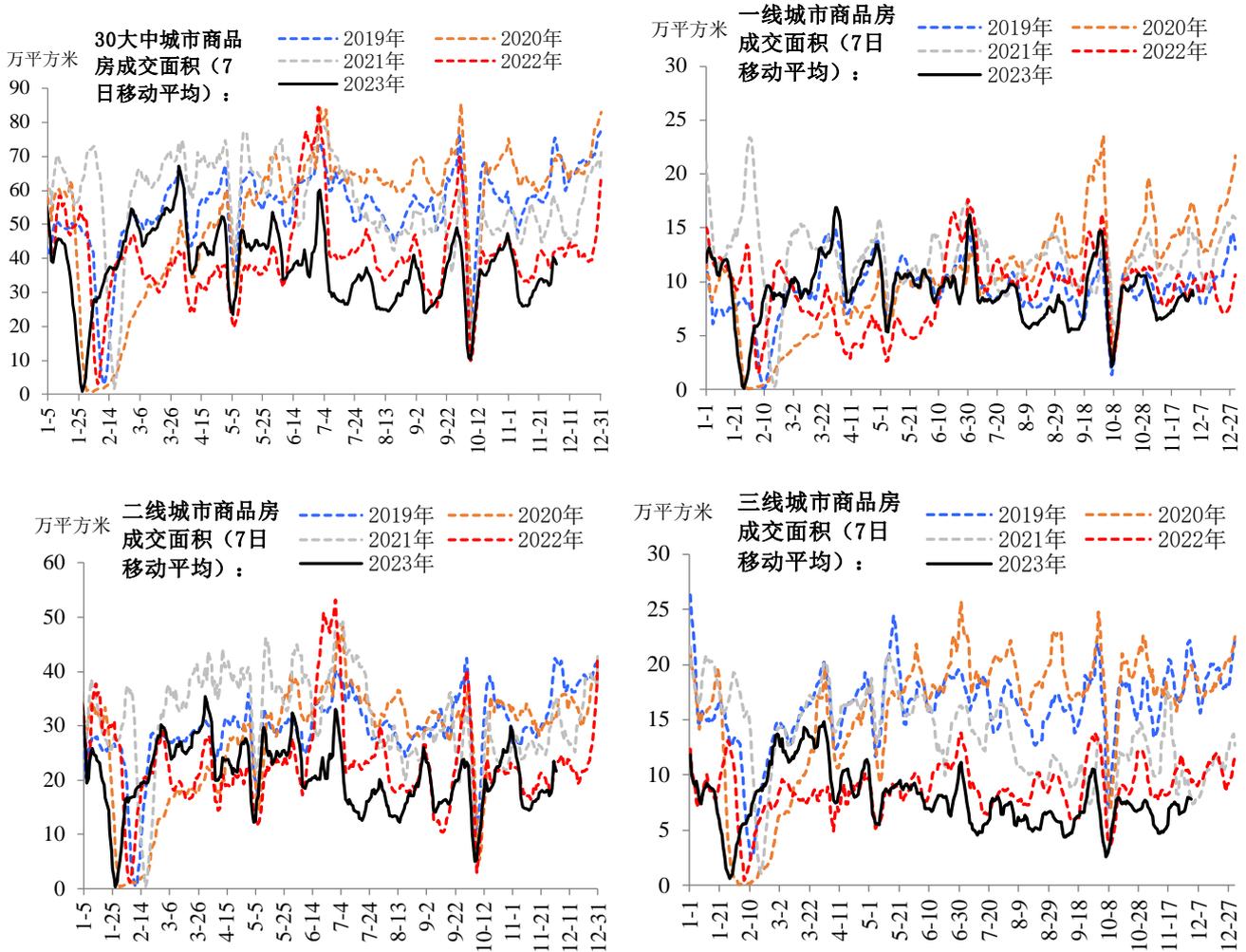
图13: 整车货运平稳运行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**地产: 新房市场与二手房市场又“分道扬镳”了。**本周商品房成交量回升, 其中30城商品房成交面积环比上涨14.0%, 指数向好背后更多是二、三线城市的驱动——二、三线城市新房成交面积分别环比上涨19.7%、19.1%; 反观一线城市表现不佳, 本周新房成交面积小幅回落1.4%。整体来看, 本周新房销售仍处于近五年低位, 政策利好带来的提振或有待展现。

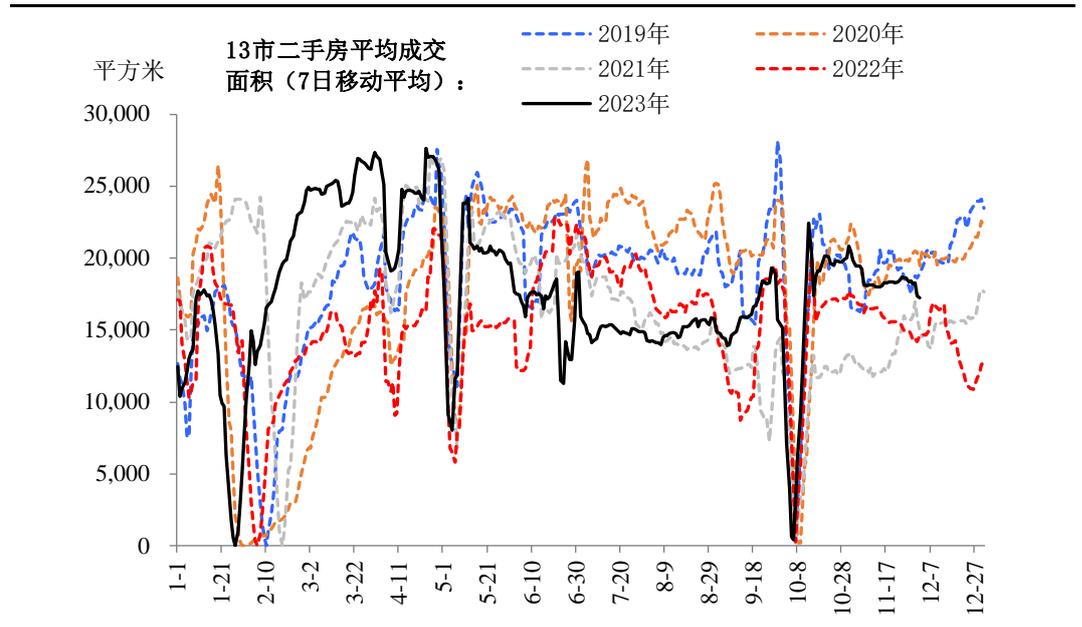
图14: 叠加季节性因素, 新房销售出现回升态势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

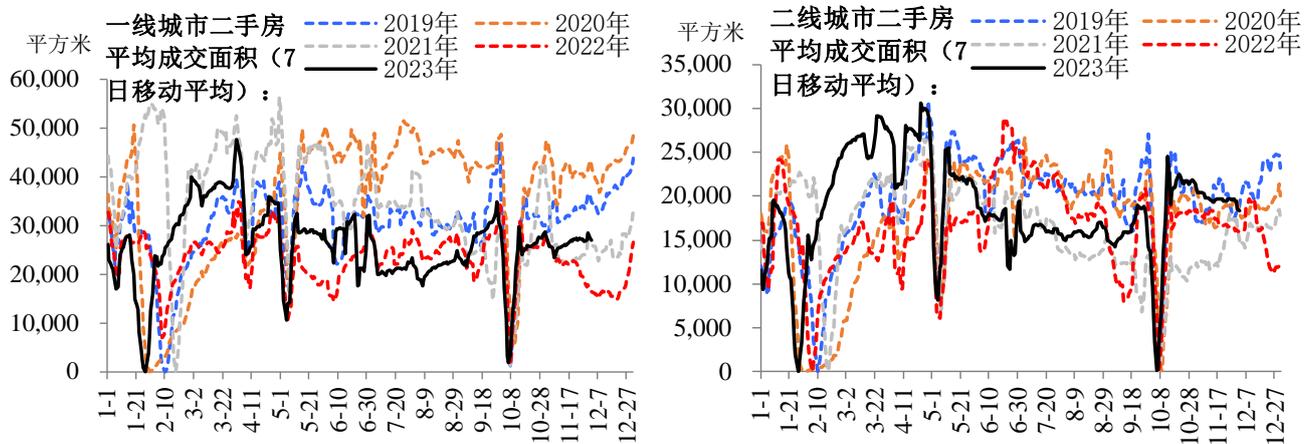
二手房市场“变冷”了? 本周二手房成交量出现明显回落, 13市二手房成交面积环比下降7.5%, 与2019年同期(11.27-12.1)差距进一步加大。分城市来看, 一线城市表现略好于二线城市: 本周一线城市二手房交易环比小幅下降0.4%, 而二线城市环比下降9.6%。

图15: 二手房成交量出现明显下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

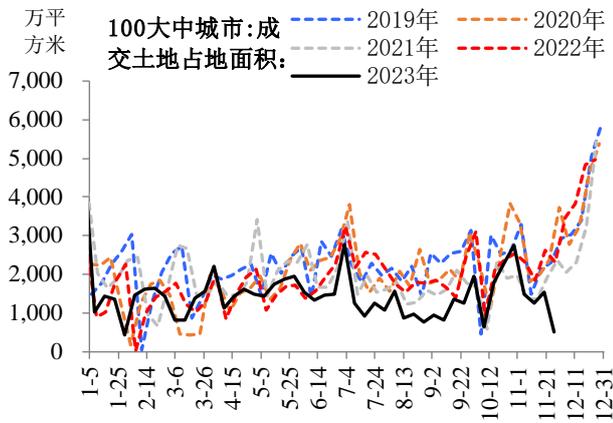
图16: 一线城市表现优于二线城市



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

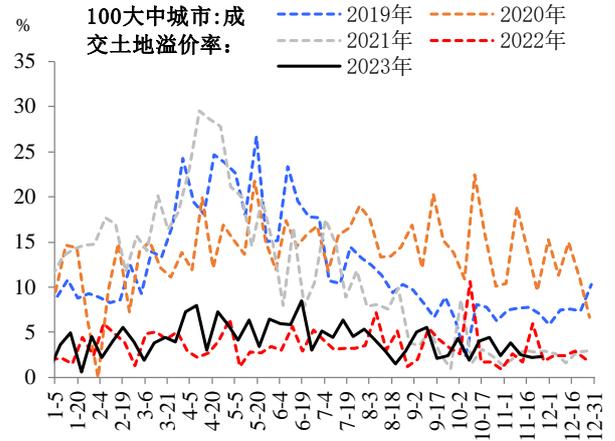
**土地市场遇冷。** 本周土地成交面积一反历年上升常态，出现低位大幅度下降，100大中城市成交土地占地面积较2022年同期水平降幅再次扩大。土地溢价率于低位维稳，仍处于近五年低位。整体来看，政策利好下房企信心仍不足，政策优化空间仍存。

图17: 土地成交面积出现大幅下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

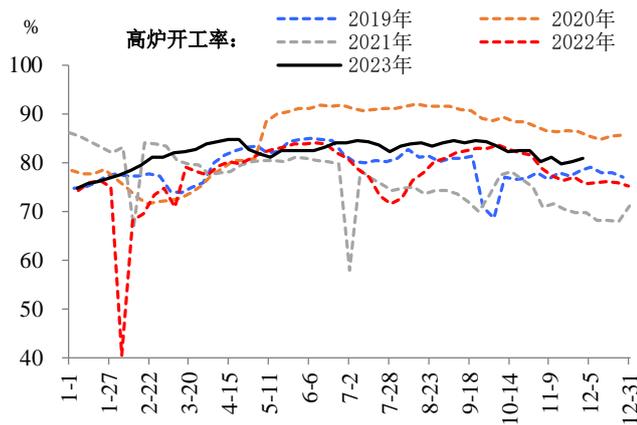
图18: 土地溢价率维持同比低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

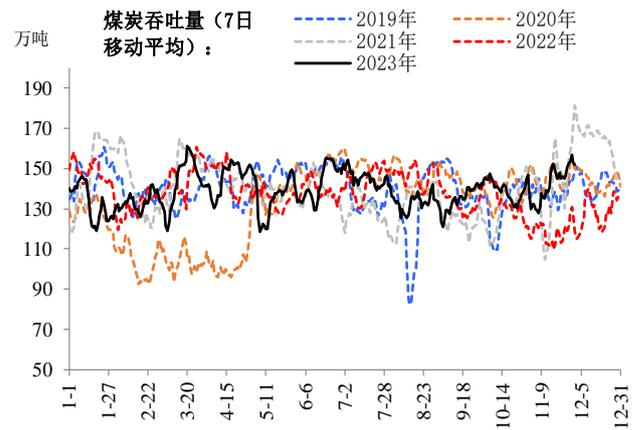
**生产: 工业生产加速势头显著。**11月制造业PMI“逆势下行”,不过12月伊始工业端传来了一些好消息——**近期部分工业生产指标显现加速态势:**本周高炉开工率环比上升0.7pct,延续了上周的上升趋势;煤炭吞吐量周度环比上升4.7%,一改上周的下滑态势;此外铁路货运量上行势头明显、沿海七省电厂负荷率也表现平稳,均明显优于历史同期水平。**整体来看,我们认为本周延续了上周工业端生产加速的势头。**

图19: 高炉开工率继续上升



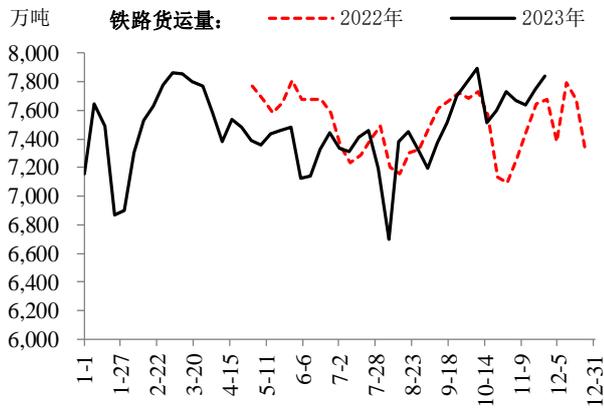
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 煤炭吞吐量呈波动式上升



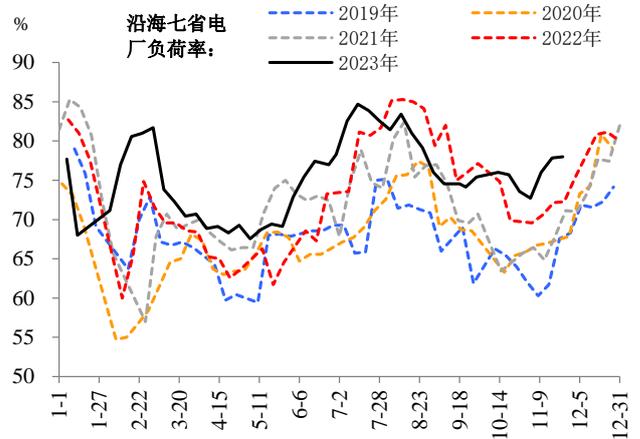
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 铁路货运量延续上行态势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

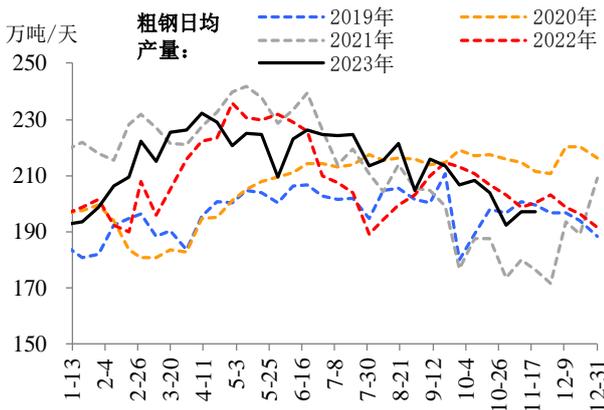
图22: 沿海七省电厂负荷率表现平稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

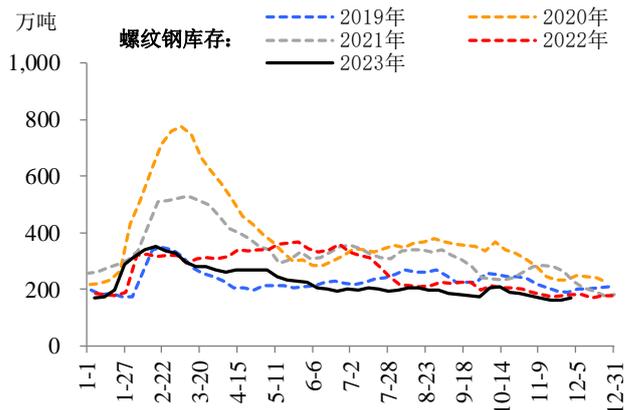
分行业来看, 建筑业生产节奏平缓。在前期国内积极财政政策信号对建筑业形成积极拉动后, 近期建筑业生产节奏又回归平缓, 其中粗钢生产节奏趋稳。水泥生产和沥青(更偏向交通基建)生产节奏均有放缓: 沥青方面, 本周沥青开工率有所回落, 环比录得-1.1 pct, 同时仍处于历史同期较低水平。水泥方面, 本周水泥产能利用出现明显下滑, 其环比增速为-11.8 pct; 且磨机运转率仍处于下行通道中。

图23: 近期粗钢生产表现稳定



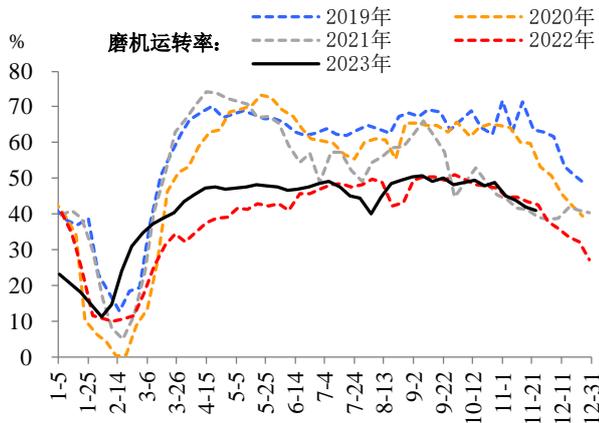
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 螺纹钢库存小幅上升



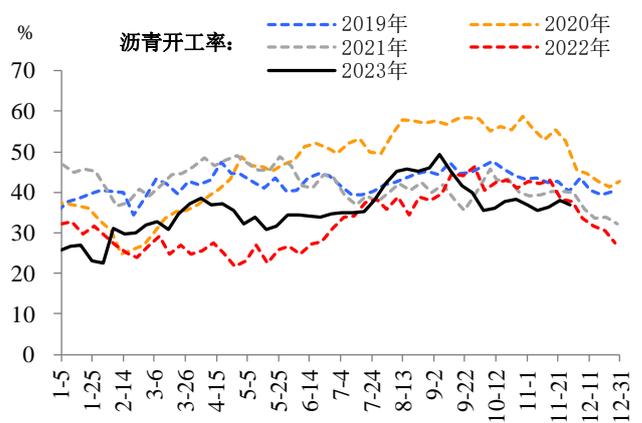
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 磨机运转率继续下滑



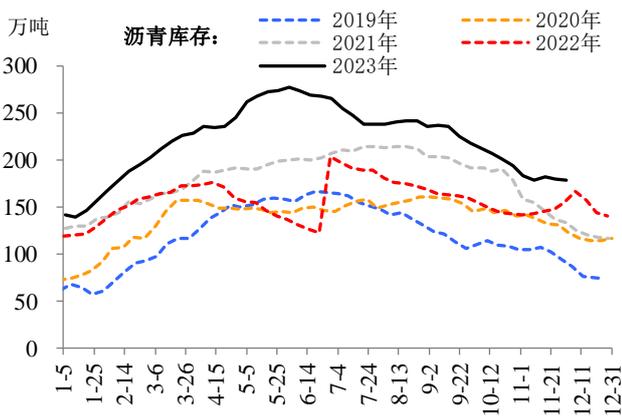
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 沥青开工率略有下降



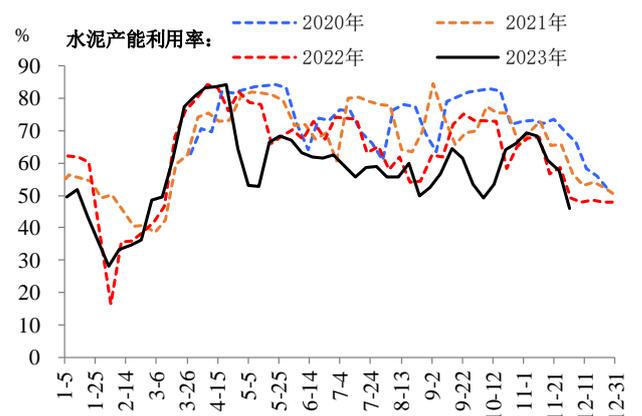
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 沥青库存趋于稳定



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

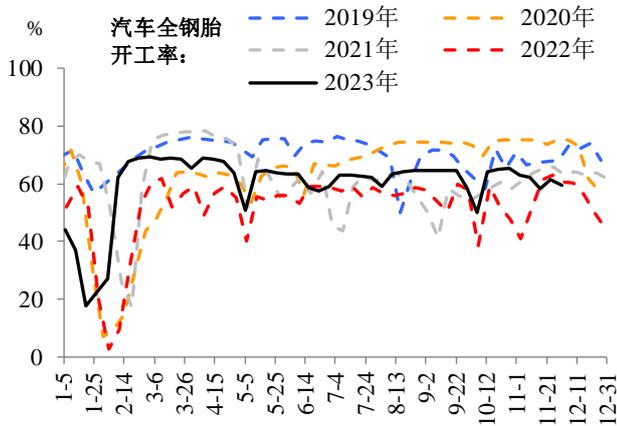
图28: 水泥产能利用率加速下滑



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

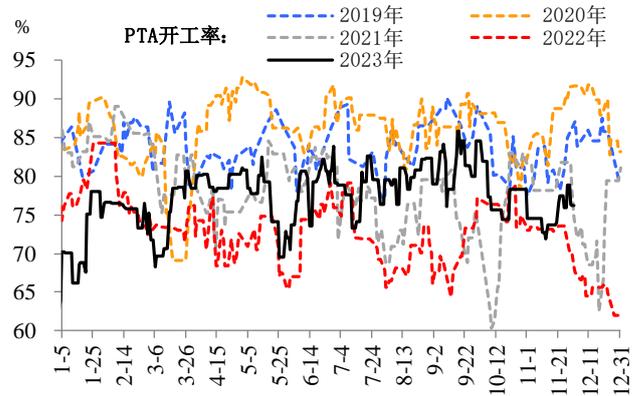
**汽车业生产速度略有缓减。**本周汽车生产略有放缓，其中汽车全钢胎开工率环比下降 1.8 pct，近期表现略低于历史同期水平。**纺织业生产趋稳**，本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别为 77.3 %、87.5%，与上周基本持平，整体来看纺织业生产仍“不温不火”。

图29: 汽车钢胎生产小幅下降



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

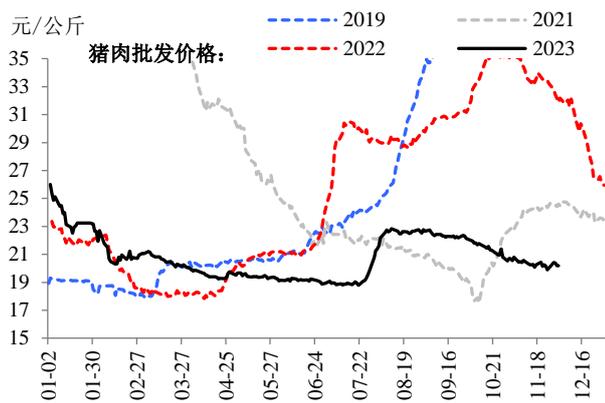
图30: PTA 开工率表现“不温不火”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

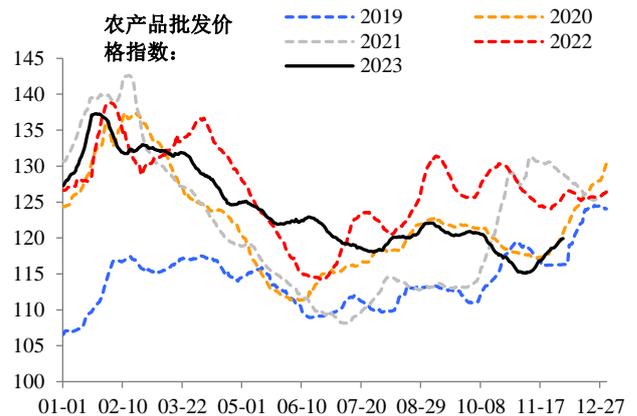
**通胀: 食品价格涨幅扩大通胀: 食品价格持续上升。**本周农产品批发价格 200 指数周环比增长 1.3%，涨幅较上周略有收窄。其中猪肉平均批发价格为 20.29 元/斤，价格小幅回升，周环比上升 0.6%，由跌转涨，随着温度下降，生猪市场进入逐渐进入传统旺季，消费端迎来小幅回暖，同时政策面年内第三批中央猪肉储备收储工作的发布，也推动猪肉价格合理回升；蔬菜价格涨势收窄，本周周环比上升 1.7%，水果价格增速小幅上升，周环比上升 1.5%。

图31: 猪价小幅回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 农产品价格持续回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**国内工业品价格多数回落, 需求表现偏弱。**本周南华工业品指数周环比下降 0.6%，其中螺纹钢与铁矿石价格转跌，本周周环比分别下降 1.5%和 1.4%，本周主要钢材库存

环比上升，库存出现回升，需求方面钢材需求进入淡季，表现疲弱，螺纹钢表观需求较上周小幅回落；由于临近年末，部分区域项目出现集中赶工，推动需求的回升，本周水泥价格周环比上升 2.0%，涨幅较上周略收窄；玻璃价格本周持续上升，周环比增加 3.2%，涨幅较上周走阔，近期主要受纯碱价格上升而导致的生产成本增加及地产政策利好的影响；本周有色金属持续涨跌互现，LME 铜本周微涨，周环比增长 0.6%，LME 铝价格持续下跌，周环比-1.15%，跌幅进一步扩大；因美国原油产量新高，库存连续上升以及市场对于石油供给过剩的担忧情绪，国际油价本周持续回落，布伦特原油周环比下降 0.5%。

图33: 螺纹钢与铁矿石指数回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 水泥价格上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 海外铜价微涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 原油价格持续回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 风险提示

政策定力超预期；出口超预期萎缩；海外经济体提前显著进入衰退。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>