



出口延续改善趋势，物价将温和回升

中美利率汇率



中美国债利率

中国利率 10Y	2.31%
美国利率 10Y	4.10%

研究员	徐静雅
投资咨询证书号	S0620518010002
联系方式	025-58519177
邮箱	jyxu@njzq.com.cn

● 摘要

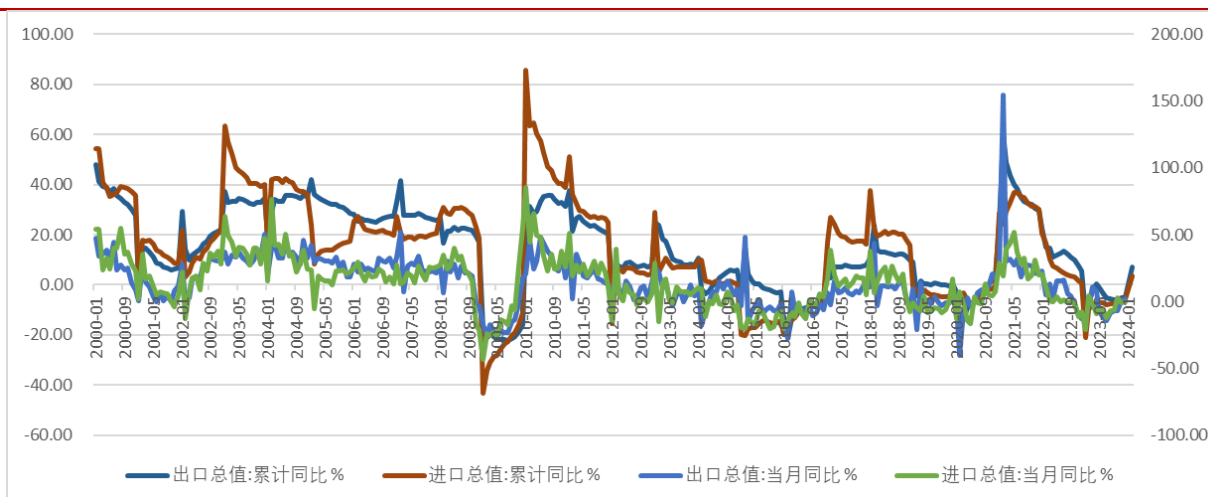
- 1-2月出口5280亿美元，同比增7.1%，12月单月3036亿。出口从2023年7月伴随美国制造业去库存，探出底部，基本稳定在2800亿美元以上。1-2月，考虑到春节，出口数据仅次于2022年，延续上年10月以来的回升趋势，符合预期。进口4028亿，同比增3.5%，考虑到春节，月均稳定在2000亿以上，延续7月以来改善的趋势。美国供需关系随着库存价格探出底部，会逐步改善，我国出口将跟随延续回升态势。
- 2月物价数据来看，消费者物价指数0.7%，前值-0.8%，基数贡献-0.3%，环比1%。新涨价因素在春节月份达到1%，一改四季度物价环比低迷的态势。环比在春节月份达到1%有季节性原因，具体来看，主要是食品、出行贡献，食品里面鲜菜畜肉禽肉水产品鲜果贡献，出行里面就是交通工具用燃料、旅游贡献，增长较多的项目显然和春节有较大关系，但是也给全年的基数至少1%的基础。PPI-2.7%，前值-2.5%，基数贡献-2.5%，环比-0.2%，仅有原油上游价格有支撑。今年物价指数基数和环比来看，都会保持上涨趋势。
- 30大中城市地产销售低于预期，仅高于2020年，二手房供给的冲击加剧了供给的程度，今年至少6亿平的需求，在新房销售数据表现不明显。地产供给还需要时间消化，打击了经济整体的信心。但是除去地产部分的经济数据表现较好。二手房这一块导致原本属于经济里增长的部分缺失，提前透支，随着土地小周期，供给稀缺的时候，这种透支将不明显，经济仍会向原本的潜在增速不断靠拢。
- 风险提示：海内外流动性压力超预期、海内外经济下行压力超预期

一、出口延续改善趋势

1-2月出口5280亿美元，同比增7.1%，12月单月3036亿。出口在2023年7月伴随美国制造业的去库存，探出底部，基本能稳定在2800亿美元以上。1-2月，考虑到春节，出口数据仅次于2022年，延续上年10月以来的回升趋势，符合预期。进口4028亿，同比增3.5%，考虑到春节，月均稳定在2000亿以上，延续7月以来改善的趋势。国内的进出口来看，2020年以来，仍然在不断新高。目前相较2019年，仍有显著的发展。

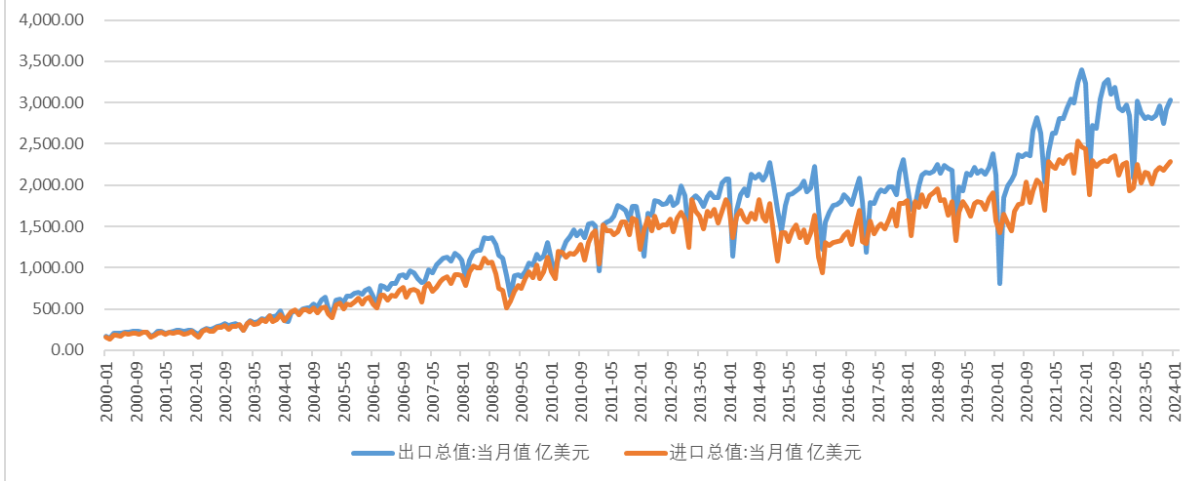
美国的制造业来看，从2022年下半年以来，不断去库存，目前库存在0%左右，销售略有提振，有去库存进入尾程，被动去库存的迹象，PPI指数也从2022年中回落到0.9%，基数和环比探出低位，大概率在年中或快或慢探到底部。对我国出口而言，显然去库存，出口增速很受压制，但是整体态势出口仍在不断发展。美国供需关系伴随库存价格探出底部，会逐步改善，我国出口将跟随延续回升态势。

图表 1：出口延续2023年7月以来改善趋势



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 2：出口在2023年7月伴随美国制造业的去库存，探出底部，基本能稳定在2800亿美元以上



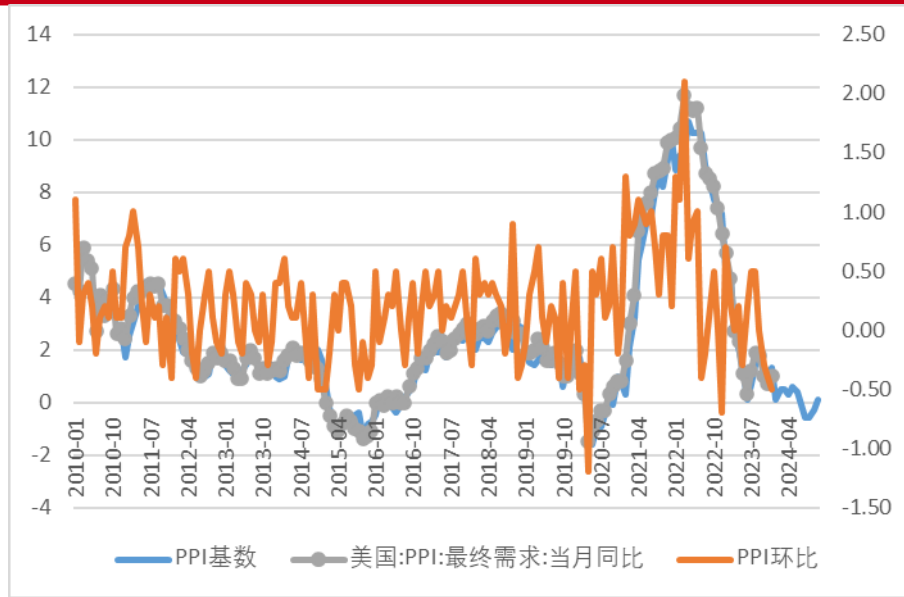
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 3：美国的制造业来看，从2022年下半年以来，不断去库存，目前库存在0%左右



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 4：美国PPI大概率在年中或快或慢探到底部



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

二、物价将保持温和上升

2月物价数据来看，消费者物价指数0.7%，前值-0.8%，基数贡献-0.3%，环比1%。新涨价因素在春节月份达到1%，一改四季度物价环比低迷态势。环比在春节月份达到1%有季节性因素，具体来看，主要是食品、出行贡献，食品就是鲜菜畜肉禽肉水产品鲜果贡献，出行就是交通工具用燃料、旅游贡献，增长较多的项目显然和春节有较大关系，但是也给全年的基数至少1%的基础。

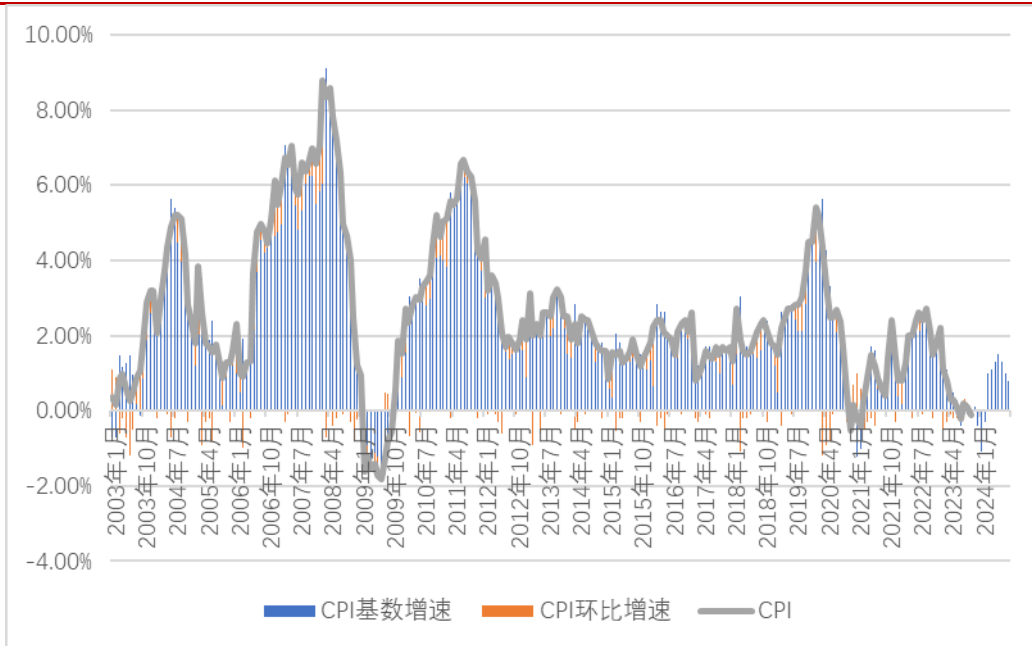
PPI -2.7%，前值-2.5%，基数贡献-2.5%，环比-0.2%，仅有原油上游价格有支撑。今年物价指数基数和环比来看，都会保持上涨趋势。

图表 5：CPI环比细分项

指标名称环比	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
CPI	1.0	0.3	0.1	-0.5	-0.1	0.2	0.3	0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3	-0.5	0.8
其中：食品	3.3	0.4	0.9	-0.9	-0.8	0.3	0.5	-1.0	-0.5	-0.7	-1.0	-1.4	-2.0	2.8
非食品	0.5	0.2	-0.1	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.5	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.3
其中：消费品	0.5	0.3	0.1	-0.3	0.0	0.1	0.0	0.5	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.2	0.4
服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其中不包括食品和能源(核心CPI)	1.1	0.2	0.1	-0.5	-0.1	0.4	0.4	-0.1	-0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.6	0.7
其中不包括鲜菜和鲜果	1.0	0.4	0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.1	0.8	0.1	-0.1	0.3	0.1	-0.4	0.8
食	2.2	0.3	0.6	-0.6	-0.4	0.2	0.4	-0.6	-0.2	0.4	-0.6	-0.9	-1.3	2.0
食品烟酒	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.4	0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.0
粮食	-0.6	-1.0	-0.4	-0.3	0.0	-0.6	0.1	-0.6	-1.0	-0.5	-0.4	-0.1	-0.1	-0.7
食用油	2.7	3.8	6.9	-4.1	-1.9	3.3	0.2	-1.9	2.3	-3.4	-6.1	-7.2	-4.4	19.6
鲜菜	3.4	-0.5	-0.6	-1.6	-1.0	0.3	4.7	-0.6	-1.2	-1.3	-1.9	-2.4	-5.9	-5.3
畜肉类	7.2	-0.2	-1.0	-3.0	-2.0	0.2	1.4	0.0	-1.3	-2.0	-3.8	-4.2	-11.4	-10.8
猪肉	-0.3	-0.9	-0.4	-0.6	0.0	0.6	0.0	-1.4	-1.9	-0.9	-0.5	-0.7	-1.2	0.9
牛肉	1.3	-0.3	0.4	-0.8	-0.8	-0.2	-0.5	-1.3	-1.3	-0.4	-0.4	0.1	-0.4	-0.1
羊肉	3.4	-0.5	-0.6	-1.6	-1.0	0.3	4.7	-0.6	-1.2	-1.3	-1.9	-2.4	-5.9	-5.3
禽肉	6.2	2.6	0.9	-1.6	-1.4	-0.8	-0.2	0.3	-1.2	0.0	0.5	-0.8	-1.5	5.5
水产品	-2.2	-1.5	-0.2	-2.7	-3.6	2.8	7.0	-0.8	-2.2	-1.3	-0.2	0.2	-3.6	-2.1
蛋类	-0.4	-0.5	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.2	-0.2	0.3	-0.6	-0.6
奶类	4.3	-0.5	1.7	1.9	0.9	-0.3	-4.4	-5.1	-1.7	-0.3	-0.7	0.4	-1.2	9.2
烟草	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒类	-0.9	-0.3	0.1	0.2	0.0	-0.4	-0.4	0.2	-0.3	0.0	0.0	0.4	0.3	-0.9
衣	-0.2	-0.3	0.1	0.6	0.2	0.8	-0.1	-0.3	-0.2	0.4	-0.1	0.5	-0.1	-0.5
服装	-0.2	-0.3	0.1	0.6	0.3	0.9	-0.1	-0.3	-0.2	0.4	-0.1	0.5	-0.2	-0.5
衣着加工服务费	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
鞋类	0.0	-0.2	0.1	0.2	0.0	0.4	0.0	-0.4	-0.2	0.5	0.1	0.7	0.2	-0.5
住	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0
租房房租	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.3	-0.1
水电燃料	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1
生活	-0.5	1.0	0.8	-0.2	0.1	0.1	-0.3	0.6	-0.5	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
生活用品及服务	0.0	0.6	0.6	-1.1	1.1	0.0	-0.6	0.9	-0.9	-0.6	-0.6	0.4	0.0	0.2
家政服务	-1.7	2.7	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	-1.7	2.4
行	1.6	0.1	-1.2	-1.4	0.0	0.1	1.0	1.2	-0.5	-0.6	-0.4	-0.4	-0.5	0.2
交通工具	0.1	-0.1	-0.7	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.9	-1.6	-0.1	0.1
交通工具用燃料	1.9	-1.0	-4.5	-2.7	1.8	2.3	4.8	1.9	-1.3	-0.2	-1.6	-0.3	1.0	-2.3
交通工具使用和维修	2.6	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.1	-1.4	1.9
通信工具	-1.1	-0.3	3.1	-1.8	-0.3	0.1	-0.8	0.5	-0.2	-0.8	-0.4	-0.1	-0.6	-1.0
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
邮政服务	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.3	0.1
教育文化教育和娱乐	1.7	0.7	0.1	-0.9	0.0	0.4	0.2	1.3	-0.2	-0.1	0.5	-0.1	-0.8	1.3
教育服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
旅游	3.1	4.2	0.1	-5.9	-0.3	-3.4	1.4	0.1	-0.3	-0.6	4.6	-0.4	-6.5	9.3
医疗	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
医疗保健	0.1	0.1	0.0	0.3	0.2	1.0	0.8	1.1	0.8	0.6	0.4	0.5	0.4	0.9
中药	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
西药	0.6	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3
其他	-0.2	1.1	0.3	-0.6	0.1	-0.1	0.0	0.9	-0.6	0.2	1.0	0.8	-0.3	1.1

资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 6: CPI拆分基数和环比



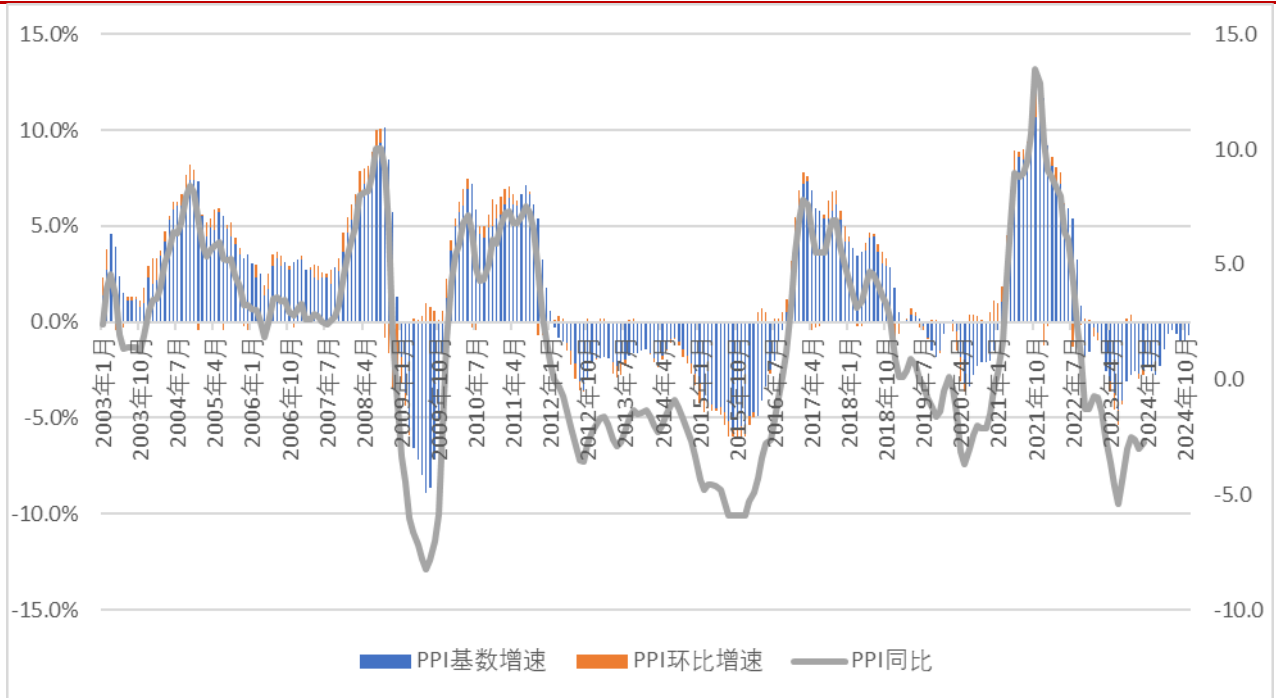
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 7: PPI环比细分项

指标名称环比	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
PPI	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	0.0	0.4	0.2	-0.2	-0.8	-0.9	-0.5	0.0	0.0	-0.4
生产资料	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.5	0.3	-0.4	-1.1	-1.2	-0.6	0.0	0.1	-0.5
采掘	0.2	0.2	-1.1	-0.3	2.4	1.8	0.9	-0.1	-3.5	-3.4	-2.0	-0.5	-0.3	-1.0
原材料	-0.4	-0.2	-0.5	-0.9	0.4	2.0	1.4	-0.2	-3.6	-3.5	-2.0	-0.2	0.7	-0.7
加工	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.2	-0.4	-0.6	-0.9	-0.4	0.1	-0.1	-0.4
生活资料	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.3
食品	0.0	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	0.2	0.6	0.3	-0.2	-0.3	-0.5	-0.1	-0.1	-0.5
衣着	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.2	0.6	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3
一般日用品	-0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	-0.3	0.0
耐用消费品	0.0	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.2	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	-0.5	-0.2
主要行业PPI														
煤炭开采和洗选业	-0.7	0.1	0.0	0.3	3.4	1.1	-0.8	-2.0	-6.4	-5.2	-4.0	-1.2	-2.2	-0.5
石油和天然气开采业	2.5	-0.8	-6.6	-8.8	-2.8	0.1	5.6	4.2	-1.6	-2.1	0.5	-0.9	1.7	-5.5
黑色金属矿采选业	0.3	2.3	3.2	1.8	1.6	3.2	0.9	1.2	-1.2	-3.9	-0.1	2.4	3.9	3.4
有色金属矿采选业	-0.2	0.6	0.1	-0.5	0.6	1.7	1.0	0.5	0.7	-1.0	-0.6	1.5	2.1	0.7
非金属矿采选业	-0.1	0.1	-0.2	0.3	0.7	-0.1	-0.4	-1.7	-0.5	-0.1	0.1	-0.5	0.1	-0.1
农副食品加工业	-0.3	-0.5	-0.7	-0.8	-0.4	0.6	1.3	0.1	-0.7	-0.7	-1.3	-0.5	-0.3	-1.4
食品制造业	-0.6	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.2
酒、饮料和精制茶制造业	0.0	-0.1	0.0	0.2	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.1	0.3	-0.2	0.2	0.3	0.4
烟草制品业	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
纺织业	0.1	-0.3	-0.5	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	-0.3	-0.7
纺织服装、服饰业	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	0.1	-0.1	0.6	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.3
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.2	-0.1	0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.7	-0.1	0.4	0.1	-0.4	-0.3
造纸及纸制品业	-0.2	-0.3	-0.1	0.3	1.1	-0.1	-0.7	-1.1	-1.2	-0.9	-1.2	-1.1	-0.5	-0.2
印刷业和记录媒介的复制	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.4	-0.2	0.7	-0.2	0.2	-0.4	0.0
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.2	-1.7	-3.0	-2.5	2.5	3.1	5.4	0.2	-2.6	-3.3	-2.3	-0.4	0.6	-3.2
化学原料及化学制品制造业	-0.5	-1.1	-0.7	-0.9	0.7	2.0	0.6	-1.2	-2.6	-2.0	-1.1	0.0	0.0	-1.3
医药制造业	-0.3	0.2	-0.5	-0.1	0.1	-0.1	-0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.6
化学纤维制造业	0.7	0.0	-0.5	-1.2	0.1	1.1	0.3	-0.3	-0.3	-0.6	1.1	0.3	1.4	-0.1
橡胶和塑料制品业	-0.1	-0.4	-0.3	0.0	0.1	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.5	-0.3	-0.3	-0.5
非金属矿物制品业	-0.4	-0.6	0.1	-0.1	-0.1	-0.8	-1.2	-2.0	-1.9	-0.9	-0.1	0.0	-0.7	-0.5
黑色金属冶炼及压延加工业	-0.4	0.4	0.8	1.1	-0.6	0.0	0.1	-0.1	-2.2	-4.2	-1.0	1.3	1.7	1.5
有色金属冶炼及压延加工业	0.2	0.3	-0.3	-0.1	-0.2	1.2	0.4	0.4	-0.8	-1.1	0.2	-0.3	1.0	0.0
金属制品业	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.3
通用设备制造业	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2
汽车制造业	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.2	0.0	0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.3	0.0	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.1	-0.3	-0.6	-0.2	-0.3	0.3	-0.4	0.2	0.0	-0.3	-0.7	0.4	-1.1	-1.2
电力、热力的生产和供应业	-1.3	0.7	0.8	-0.7	-0.7	0.1	0.2	-0.6	-0.8	0.1	-0.2	-0.3	0.9	0.3
燃气生产和供应业	-0.9	1.4	2.3	1.4	0.3	0.1	0.3	-0.5	-1.4	-1.8	-2.7	-0.6	0.7	1.1
水的生产和供应业	-0.4	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
PPIRM	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	0.2	0.6	0.2	-0.5	-1.1	-1.1	-0.7	0.0	-0.2	0.7
燃料、动力类	-0.3	-0.8	-0.5	-0.1	1.4	1.8	1.1	-1.4	-2.8	-2.0	-2.0	-1.1	-0.5	-1.3
黑色金属材料类	-0.3	0.8	0.7	0.3	0.2	0.4	-0.5	-0.3	-1.3	-2.2	-0.4	1.1	1.2	0.7
有色金属材料类	0.0	0.3	-0.1	-0.2	-0.3	0.9	0.2	0.3	-0.5	-1.0	0.2	0.7	0.9	0.4
化工原料类	-0.2	-0.8	-0.7	-0.8	1.0	1.6	0.5	-1.5	-2.0	-1.3	-1.1	-0.2	-0.4	-1.2
木材及纸浆类	-0.2	-0.1	0.1	0.6	0.4	0.0	-0.8	-0.9	-1.2	-1.4	-1.4	-0.7	-0.7	-0.4
建筑材料类	-0.5	-0.1	0.3	0.1	-0.3	-1.0	-1.4	-1.9	-1.6	-0.7	0.3	0.1	-1.0	-0.7
其他工业原材料及半成品类	-0.1	0.1	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	-0.2	-0.4	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.4
农副产品类	-0.5	-1.0	-1.0	-1.3	-0.7	0.4	1.7	-0.1	-1.0	-1.0	-1.1	0.2	-1.0	-2.3
纺织原料类	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	0.3	0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.3

资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 8：PPI拆分基数和环比



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

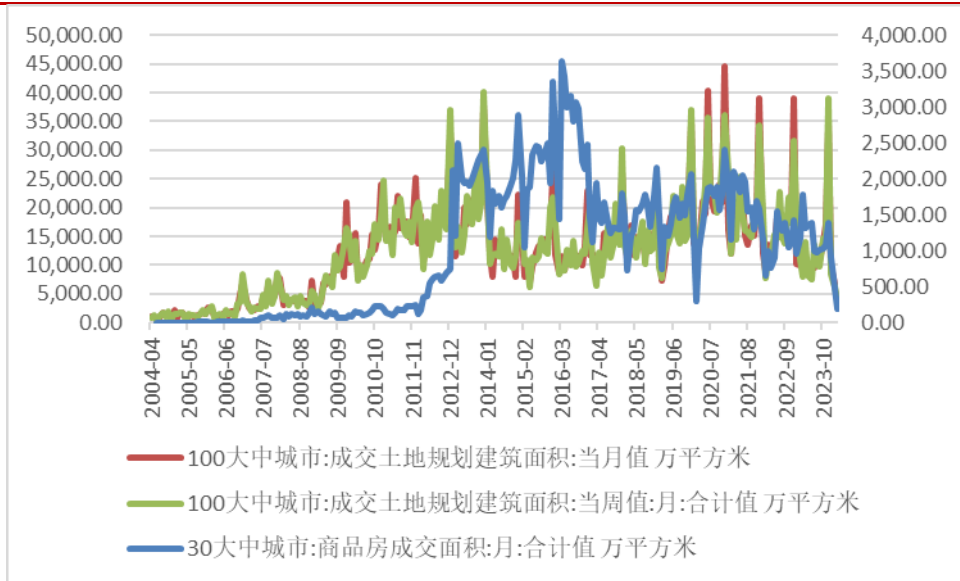
三、对经济保持信心，密切关注地产

从数据来看，3月季末，4月季初，如果经济数据在3月能符合预期或者超预期，4月的下探较弱，今年全年就能确定一个比较好的基础。能够表明供求改善比较明显。



30大中城市地产销售数据来看，899万、484万、3月现在181万，今年的地产销售显然是低于预期的，仅高于2020年，距离2019年仍有较大差距。二手房供给的冲击加剧了供给的程度，今年至少6亿平的需求，在新房销售方面表现不明显，被二手房冲击的严重。地产供给还需要时间消化，打击了经济整体的信心。但是除去地产部分的经济数据表现较好。二手房这一块导致原本属于经济里增长的部分缺失，提前透支，随着土地小周期，供给稀缺的时候，这种透支将不明显，经济仍会向原本的潜在增速不断靠拢。

图表 9：30个大中城市地产销售低于预期



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

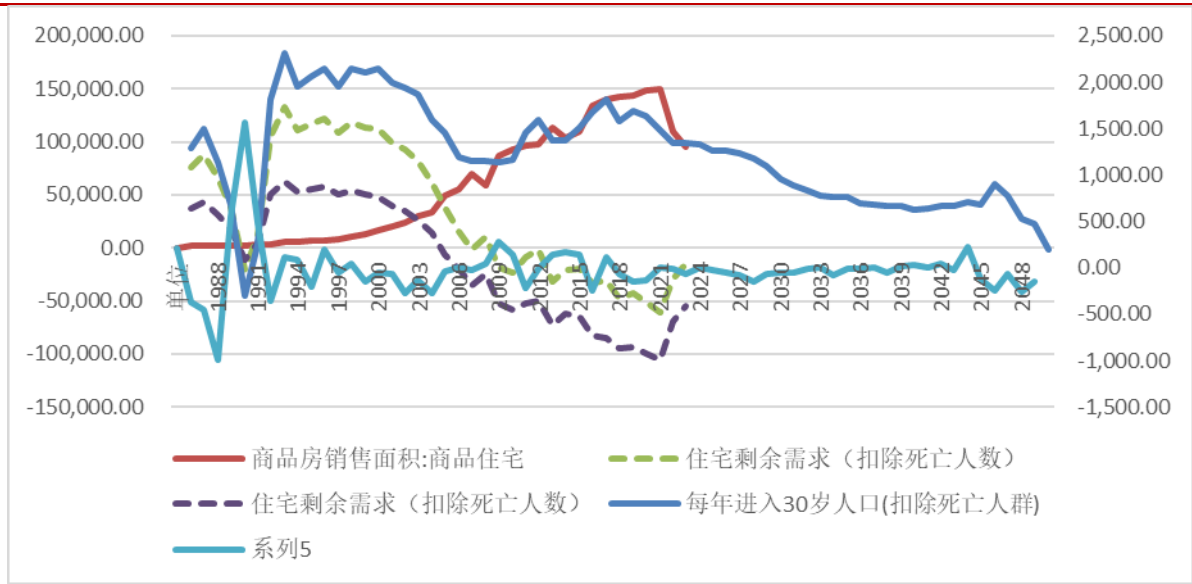
图表 10：土地供给2021年见顶回落



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所



图表 11：新增30岁人口提供6亿平需求



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

风险提示：海内外流动性压力超预期、海内外经济下行压力超预期

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，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。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。