



宏观研究

【粤开宏观】物价保卫战：低迷原因、展望及应对

2024年04月28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：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】中国出口的全球份额（2001-2023）：趋势、结构及展望》
2024-04-21

《【粤开宏观】如何理解一季度经济数据的总体表现与三重背离》2024-04-16

《【粤开宏观】新一轮资本市场制度改革的历史使命与着力方向——新“国九条”学习体会》2024-04-15

《【粤开宏观】财税体制与经济发展：当前制约因素与未来改革方向》2024-04-11

《【粤开宏观】负利率结束，日本能否从“名义复兴”走向“实际复兴”》2024-04-09

摘要

物价低迷是当前经济中亟待解决的问题。一季度实际 GDP 同比 5.3%，但名义 GDP 同比仅 4.2%，名义增速低于实际增速的背后是物价持续低迷。一季度 GDP 平减指数为-1.1%，CPI 和 PPI 同比分别为 0%和-2.7%，PPI 同比连续 18 个月负增长。物价低迷将对企业利润、居民收入、就业等造成不利冲击，加剧微观感受与宏观数据之间的背离，拖慢经济恢复步伐。

对于物价低迷应当具体拆分其影响因素，而不是泛化地归因为需求不足或者供给过剩。经过分析，我们认为：

第一，物价低迷在中国已经出现了长期化的趋势。2012 年之后，CPI 和核心 CPI 同比长期徘徊在 3%甚至 2%以下。一方面，中国长期存在居民储蓄率偏高而消费率偏低的问题；另一方面，供需形势发生了重大变化。传统需求供给过剩而新兴需求供给不足，物价低迷和消费不足并存。

第二，当前 CPI 同比低迷主要是商品物价低迷，疫后快速恢复的服务消费价格是上涨的。目前 CPI 低迷主要源于食品、耐用消费品和房租价格三大块，可以归结为国际粮油价格下行、生猪规模化养殖后产能去化缓慢、汽车通讯器材等技术进步和降价促销抢份额、居民收入预期不稳等，既有供给又有需求因素。

第三，当前 PPI 同比低迷主要是石化产业链、建材产业链、耐用品制造业的拖累，合计贡献了 PPI 同比降幅的近 90%，分别受到传统基建下行、房地产市场低迷以及部分新兴行业供需失衡等因素影响。此外，服装等部分行业受外需和海外价格扰动，疫情期间显著受益于海外订单增加和价格上涨，2023 年以来面临“红利回吐”。

第四，预计物价同比温和回升，年内仍将低位运行。CPI 和 PPI 同比或分别由 2023 年的 0.2%和-3%回升至 2024 年的 0.6%和-0.8%。

第五，应以更大力度的宏观调控有效推动物价回升。采取更加积极的财政和货币政策，尽快大力度举措保供给、促需求、稳房价来稳房地产市场，同时推动体制改革激发消费活力。

风险提示：出口回落超预期、房地产市场低迷超预期



目 录

一、CPI 同比持续低迷的三大因素.....	3
(一) 食品价格是主要拖累项.....	3
(二) 耐用消费品价格降幅显著.....	5
(三) 房租价格拖累服务价格.....	7
二、PPI 同比持续低迷的四大因素.....	8
(一) 石化产业链受国际油价和国内需求共同作用.....	9
(二) 建材产业链受房地产投资低迷拖累.....	10
(三) 耐用品制造业主要受供需失衡影响.....	11
(四) 服装等部分行业受外需和海外价格扰动.....	13
三、预计物价同比温和回升，年内仍将低位运行.....	14
(一) CPI 和 PPI 同比大概率回升.....	14
(二) 物价低迷已成为中国经济的一个长期现象.....	15
四、应以更大力度的宏观调控有效推动物价回升.....	16

图表目录

图表 1: CPI 同比较为低迷，服务 CPI 略好于消费品 CPI.....	3
图表 2: 食品价格是 CPI 同比的主要拖累项.....	4
图表 3: 国际粮食价格下降对国内粮价存在输入性影响.....	4
图表 4: 生猪产能偏高导致猪肉价格低迷.....	5
图表 5: 家具、家电、家装、汽车等零售额涨幅较低.....	6
图表 6: 手机、汽车等价格同比长期为负.....	6
图表 7: 新能源汽车带动乘用车销量重新回升.....	7
图表 8: 2015 年前后，房租分别与房价和居民收入更相关.....	8
图表 9: PPI 同比连续 18 个月负增长.....	8
图表 10: 国际油价对国内石化产业链影响显著.....	9
图表 11: 地方基建投资收缩导致沥青价格相对低迷.....	10
图表 12: 房地产投资下行压低螺纹钢和水泥价格.....	10
图表 13: 煤炭、非金属矿物制品、黑色金属冶炼 PPI 同比为负.....	11
图表 14: 耐用品制造业 PPI 同比下行明显.....	12
图表 15: 2022-2023 年汽车制造业、电气机械及器材制造业投资高增.....	12
图表 16: 手机产能和产能利用率持续下行.....	13
图表 17: 2023 年以来，国内服装 PPI 与国内服装 CPI 显著背离.....	13
图表 18: 随着外需回落，中国服装行业面临“红利回吐”.....	14
图表 19: CPI 和 PPI 同比预测.....	15
图表 20: 2012 年以来 CPI 和核心 CPI 同比明显低于通胀目标.....	16

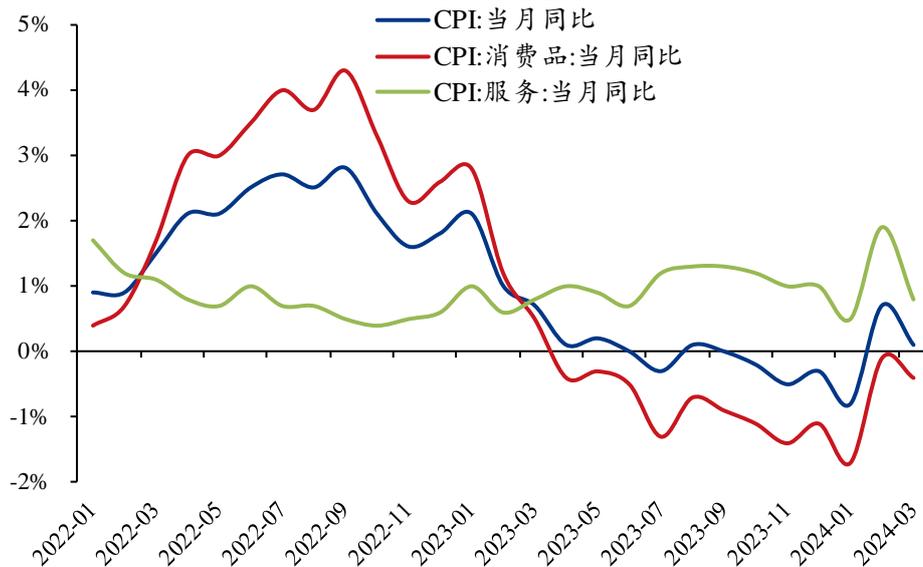


一、CPI 同比持续低迷的三大因素

2023 年 4 月以来，CPI 同比便在 0% 附近甚至以下徘徊，仅在 2024 年 2 月因春节错位而小幅抬升。

尽管服务消费持续升温带动服务价格较快上涨，但仍不足以扭转总体 CPI 的低迷态势。居民出行需求旺盛，一季度旅游、宾馆住宿 CPI 同比分别上涨 10.1% 和 3.5%，然而服务 CPI 同比仅上涨 1.1%。进一步，受消费品 CPI 同比下降 0.7% 拖累，一季度总体 CPI 同比仅为 0%。

图表1：CPI 同比较为低迷，服务 CPI 略好于消费品 CPI



资料来源：Wind、粤开证券研究院

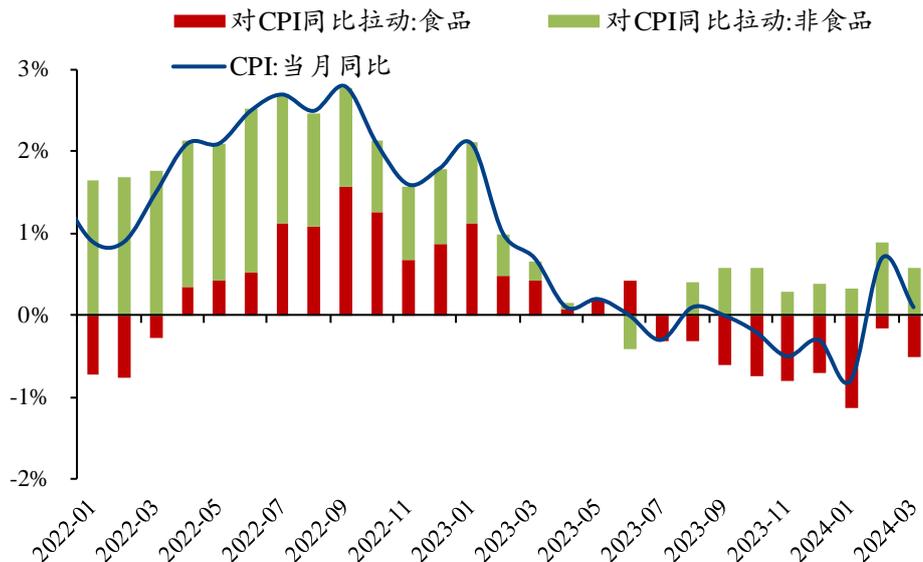
（一）食品价格是主要拖累项

食品价格一直是影响 CPI 同比的重要因素：一方面，食品在居民消费中占比较高，使得食品价格在 CPI 中的权重达 19% 左右；另一方面，食品价格易受供给端影响而大起大落，例如 2019 年以来猪肉价格同比最高和最低分别为 135.2% 和 -46.9%，直接影响 CPI 同比 3.19 和 -1.12 个百分点。

2023 年 7 月以来，食品价格对 CPI 同比的拉动持续为负。2024 年一季度食品价格同比下降 3.2%，拖累 CPI 同比 0.6 个百分点。具体来看，一是受国际粮油价格下降带动，2023 年 1 月至 2024 年 3 月，国内粮食和食用油价格同比分别从 2.7% 和 6.5% 一路降至 0.5% 和 -5.3%；二是生猪规模化养殖和产业集中度提升后，抗风险能力提高的同时也导致产能去化缓慢，猪肉价格持续低迷，3 月同比下降 2.4%；三是其他肉蛋奶等供应均较充足，一季度鸡蛋、牛肉、羊肉、禽肉、奶类价格同比分别下降 8%、7.7%、5.3%、1.4%、1.1%。

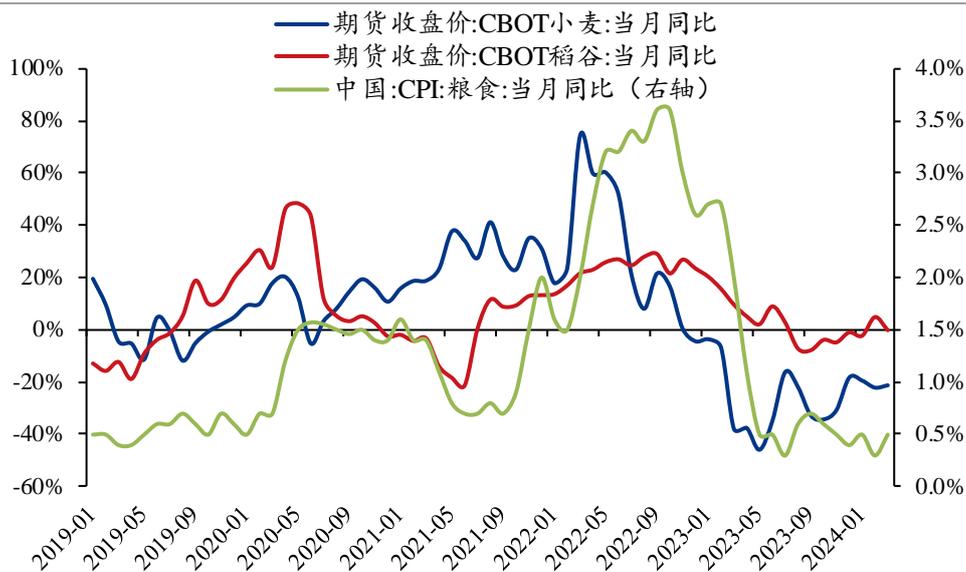


图表2：食品价格是 CPI 同比的主要拖累项



资料来源：Wind、粤开证券研究院

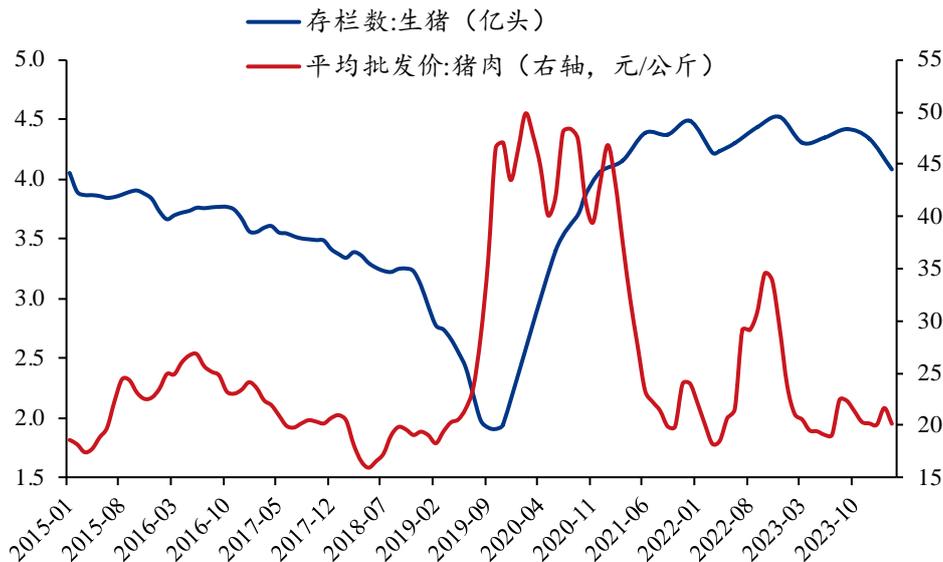
图表3：国际粮食价格下降对国内粮价存在输入性影响



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表4：生猪产能偏高导致猪肉价格低迷



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）耐用消费品价格降幅显著

家电、汽车等耐用消费品价格也是 CPI 同比的重要拖累项。3 月家用器具、通信工具、交通工具 CPI 同比分别为-0.8%、-2.4%和-4.6%。

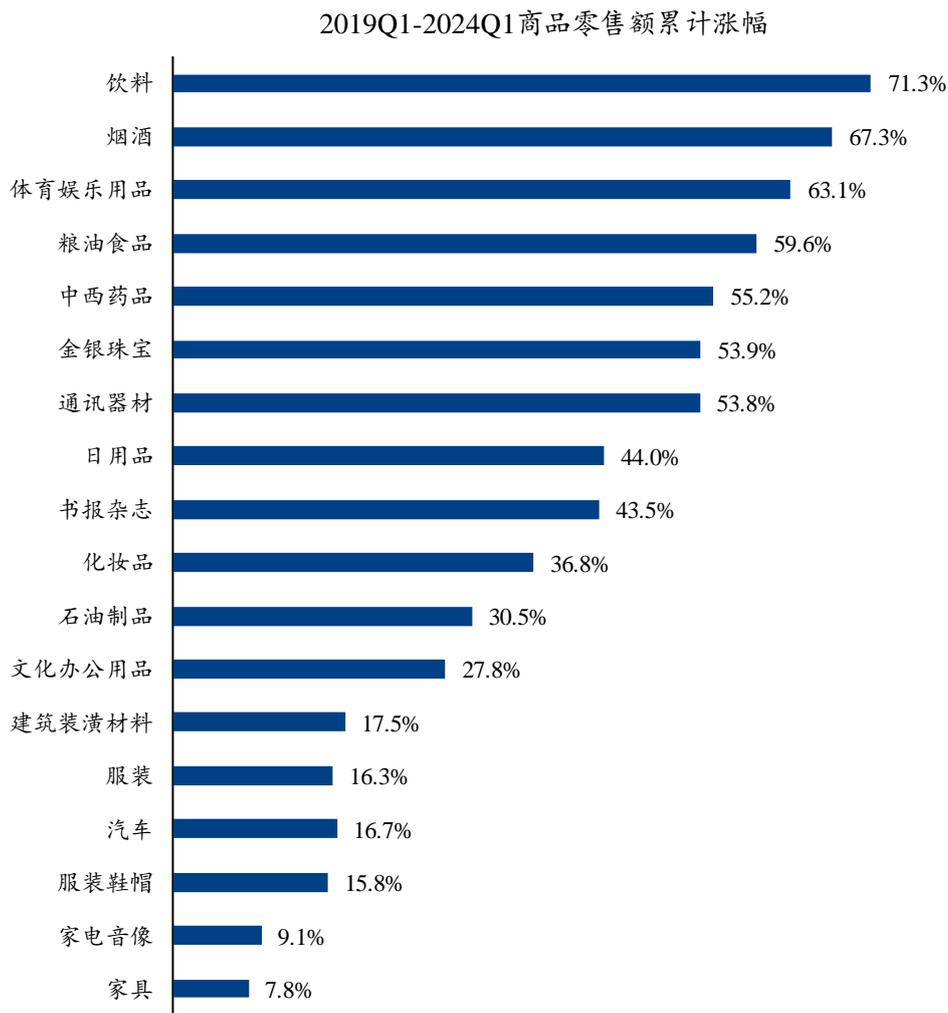
需求端来看，受房地产市场低迷、居民就业和收入预期不稳等因素影响，耐用消费品需求不振。2024 年一季度相较 2019 年同期，饮料、食品、日用品等非耐用品的零售额累计涨幅超 40%，而家具、家电、家装、汽车等耐用品的零售额累计涨幅不到 20%。

供给端来看，电子产品、汽车等由于技术进步、规模经济、行业竞争激烈，价格长期趋于下行，客观上为消费者带来了实惠。除中美贸易摩擦和疫情期间供应链紧张等少数供给冲击以外，交通工具和通信工具 CPI 同比一直为负。此外，2024 年一季度通讯器材零售额较 2019 年同期增长 53.8%，需求并不低，但通信工具 CPI 同比仍下降 2.1%，也表明供给因素占主导。

需要注意的是，汽车价格降幅明显扩大。一方面，乘用车销量自 2017 年见顶回落，2020 年以来受益于新能源汽车的吸引力，总体销量才出现回升，但传统燃油车销量仍持续下滑。另一方面，中国通过新能源汽车在汽车行业实现“弯道超车”，但资本集中涌入也导致短期内的供需失衡，车企纷纷通过降价来争夺市场份额。

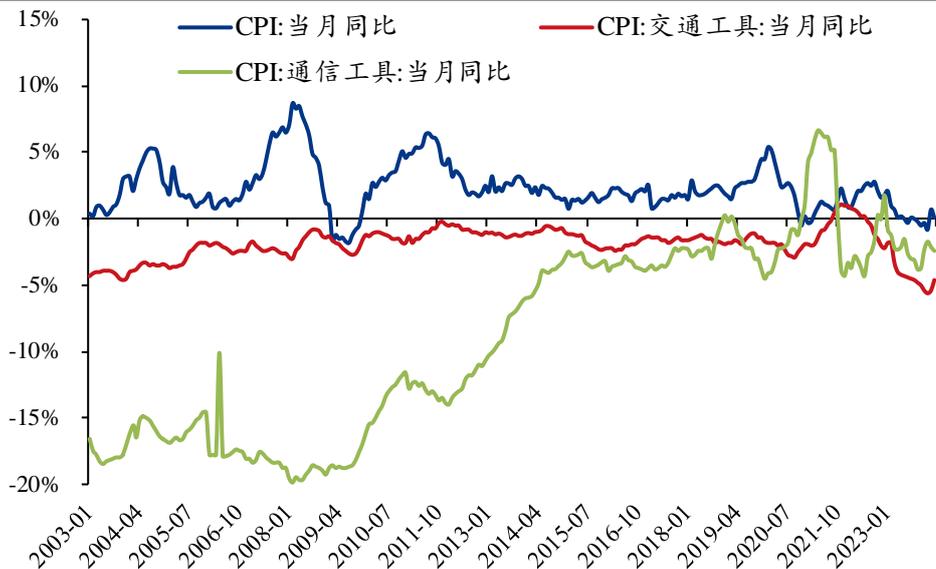


图表5: 家具、家电、家装、汽车等零售额涨幅较低



资料来源: Wind、粤开证券研究院

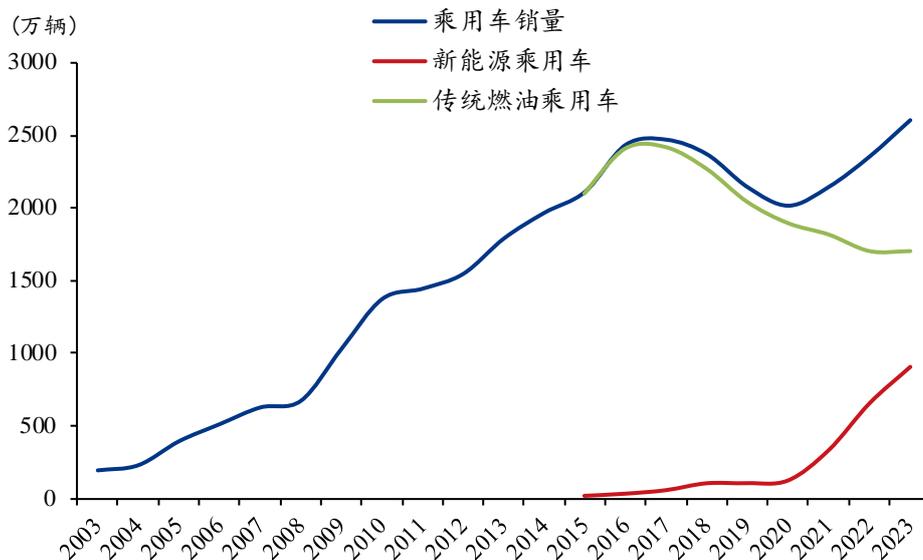
图表6: 手机、汽车等价格同比长期为负



资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表7：新能源汽车带动乘用车销量重新回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（三）房租价格拖累服务价格

一季度旅游、宾馆住宿和交通工具租赁费价格同比分别上涨 10.1%、3.5%和 1.8%，家政服务、教育服务和医疗服务价格同比分别上涨 3.1%、1.7%和 1.5%，然而总体服务价格同比仅上涨 1.1%，主要受房租价格拖累，一季度同比仅为 0%。

疫情以来，房租价格同比中枢显著下移，由之前的 2%以上降至 0%左右。值得关注的是，2015 年以前，房租与房价走势一致，一是需求端租房和购房是替代品，价格同涨同跌；二是供给端新增房源购房成本上升，出租房屋的要价也会更高。但 2015 年之后，房租与房价开始背离，与居民收入更为紧密。房价在棚改货币化安置、学区房等因素影响下仍有几轮上涨，但房租并未随之明显变化。相应地，近期房价仍未企稳，但房租已随经济恢复而逐步回升。当然，由于居民收入预期不稳，房租价格同比仍在低位运行。



图表8：2015年前后，房租分别与房价和居民收入更相关

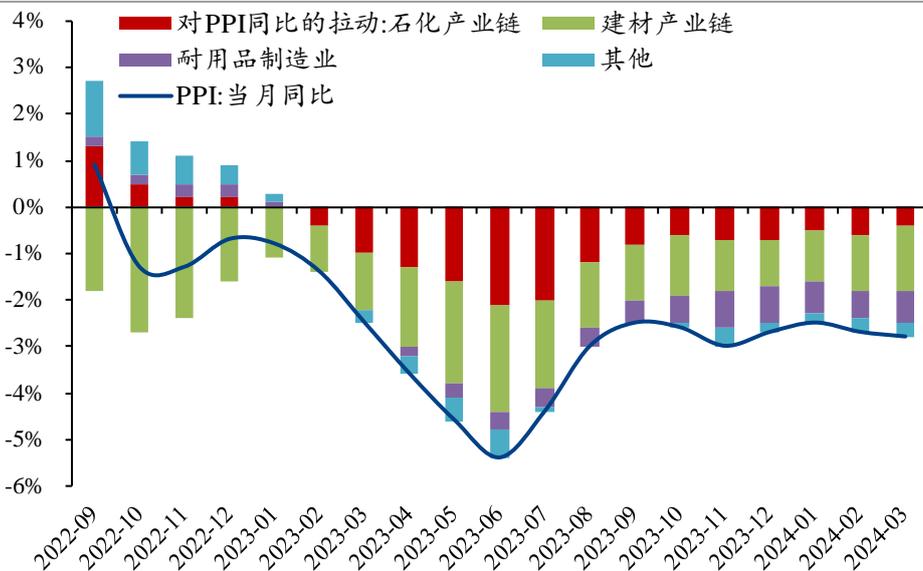


资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、PPI 同比持续低迷的四大因素

2022年10月以来，PPI 同比已连续18个月负增长。2024年3月，PPI 同比-2.8%，其中石化产业链、建材产业链、耐用品制造业对其的拉动分别为-0.4、-1.4和-0.7个百分点，合计贡献了PPI 同比降幅的近90%。

图表9：PPI 同比连续18个月负增长



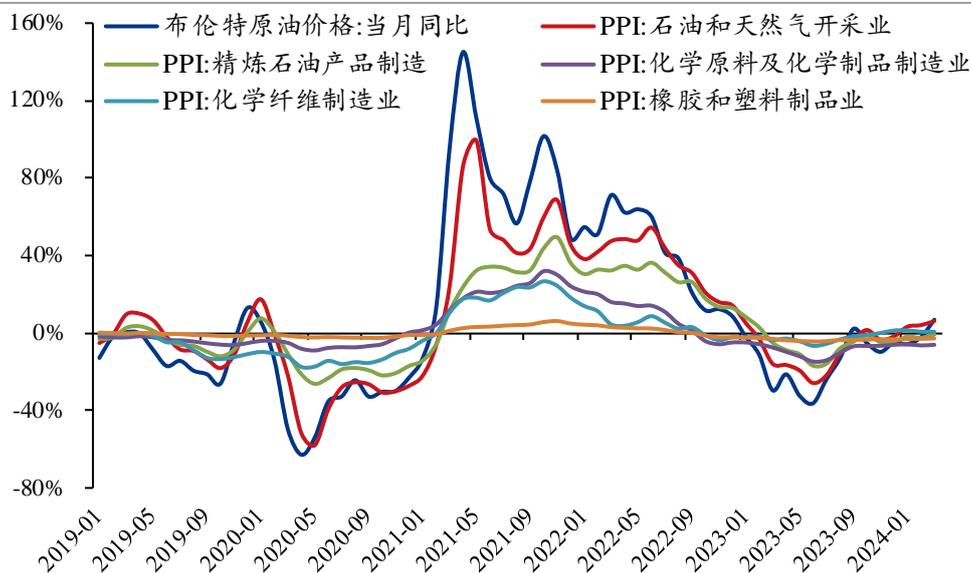
资料来源：Wind、粤开证券研究院



（一）石化产业链受国际油价和国内需求共同作用

石油是工业的血液，既是重要的化石能源，也是一系列化工产品的原材料。石油价格是国际定价，对国内石化产业链相关价格影响显著，布伦特原油价格同比领先国内油气开采 PPI 同比一个月左右。

图表10：国际油价对国内石化产业链影响显著



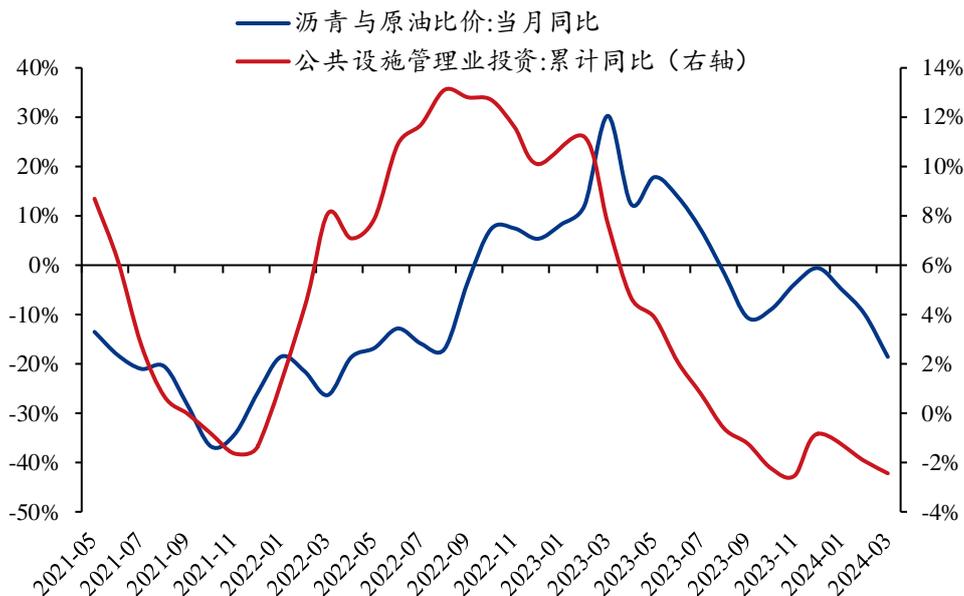
资料来源：Wind、粤开证券研究院

国内石化产品价格低迷，由先前的国际油价拖累为主，转为当前的国内需求压制为主。2023年初，国际油价同比由正转负，带动国内石化 PPI 同比快速下行；2024年3月，国际油价和国内油气开采 PPI 同比已分别转正至 6.9%和 6.3%，但石油精炼、化学原料、塑料制品 PPI 同比仍负，分别为-0.8%、-6.5%和-3.1%，3月石化产业链对总体 PPI 同比向下拉动 0.4 个百分点。

以沥青为例，沥青主要从石油中制取，被广泛用于道路等基础设施建设。2023年以来，沥青与原油比价（衡量沥青的相对价格）同比持续下行，主因地方传统基建投资同比显著收缩。地方政府受化债和财政紧平衡约束，土地出让收入因房地产市场低迷而大幅下滑，2024年一季度主要依赖地方财政资金的公共设施管理业投资同比降至-2.4%。



图表11：地方基建投资收缩导致沥青价格相对低迷



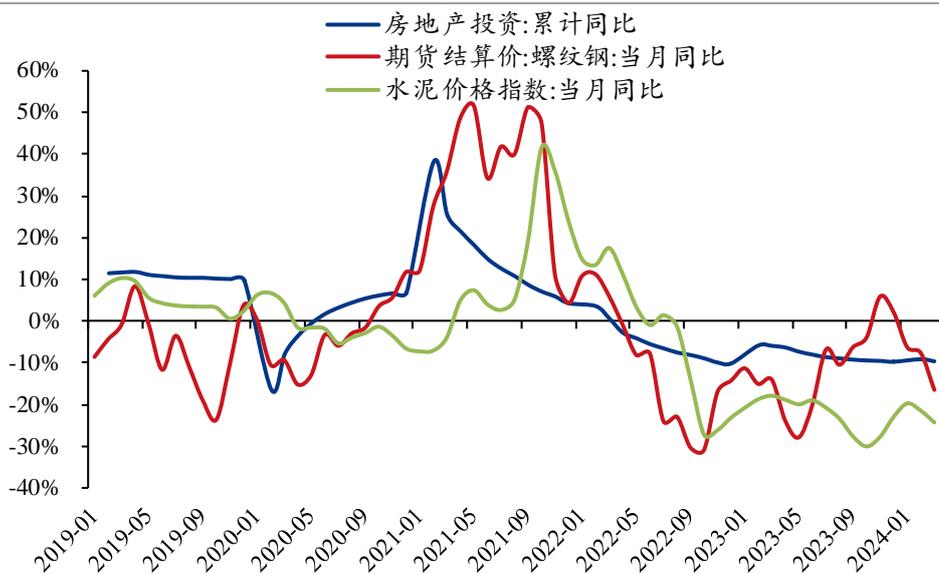
资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）建材产业链受房地产投资低迷拖累

房地产是当前经济恢复的最大拖累项，新房销售低迷、房企资金紧张、投资信心不足等问题仍未完全扭转。一季度商品房销售面积和销售额同比分别下降 19.4% 和 27.6%，房地产投资同比下降 9.5%。房地产销售低迷加剧房企资金紧张和债务压力，1-3 月 TOP100 房企销售总额同比下降 49%。

房地产投资下行压低了螺纹钢、水泥等建材价格，并传导至上游的煤炭等行业。3 月煤炭开采、煤炭加工、非金属矿物制品、黑色金属冶炼 PPI 同比分别为-15%、-20.9%、-8.1% 和 -7.2%，建材产业链对总体 PPI 同比向下拉动 1.4 个百分点。

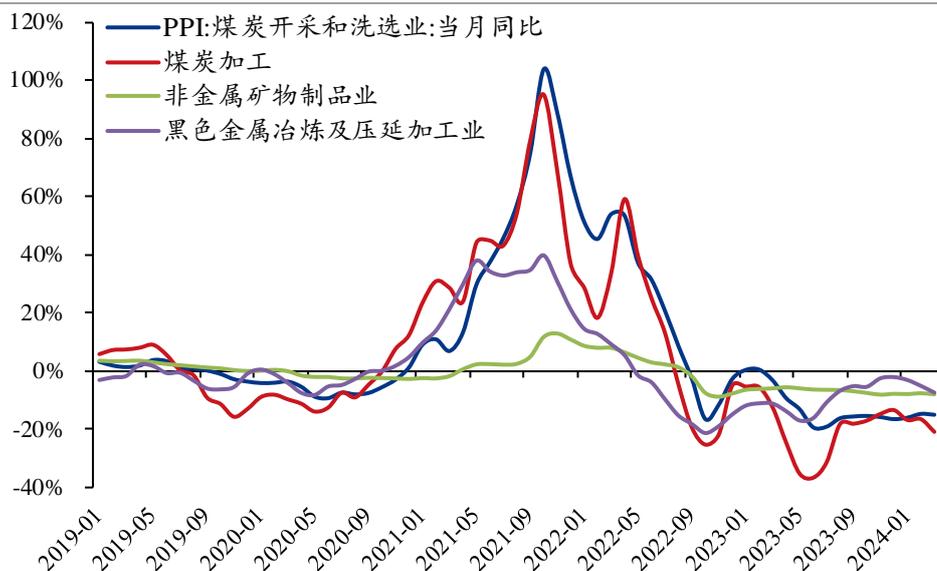
图表12：房地产投资下行压低螺纹钢和水泥价格



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表13: 煤炭、非金属矿物制品、黑色金属冶炼 PPI 同比为负



资料来源: Wind、粤开证券研究院

(三) 耐用品制造业主要受供需失衡影响

一是房地产市场低迷导致家电等地产后周期消费需求不振。3月家用器具CPI和家用电器器具制造业PPI同比分别为-0.8%和-1.2%。

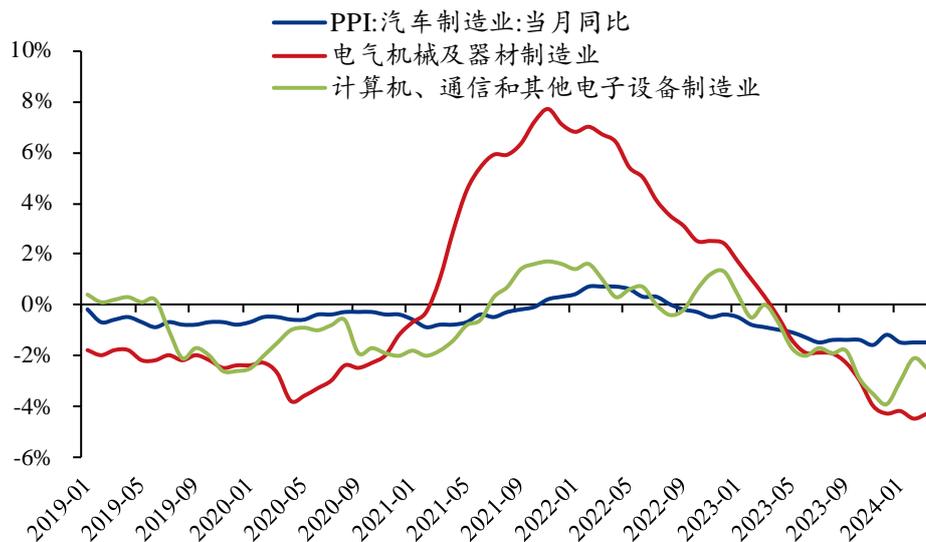
二是新能源汽车、锂电池、光伏产品“新三样”产能扩张较快，短期内超过了市场需求的消化能力。2022-2023年，汽车制造业、电气机械及器材制造业投资高增，产能快速扩张。技术进步和规模经济降低了生产成本，激烈的市场竞争又压缩了厂商利润空间，2024年3月汽车制造业、电气机械及器材制造业PPI同比分别为-1.5%和-4.3%。

三是计算机、手机等行业面临市场饱和与激烈竞争。手机产能于2016年触顶，此后持续收缩；不仅如此，2021年以来计算机、通信和其他电子设备制造业的产能利用率也不断下行。2024年3月计算机制造业和通信设备制造业PPI同比分别为-0.6%和-2.9%。

2024年3月耐用品制造业对总体PPI同比向下拉动0.7个百分点。



图表14：耐用品制造业 PPI 同比下行明显



资料来源：Wind、粤开证券研究院

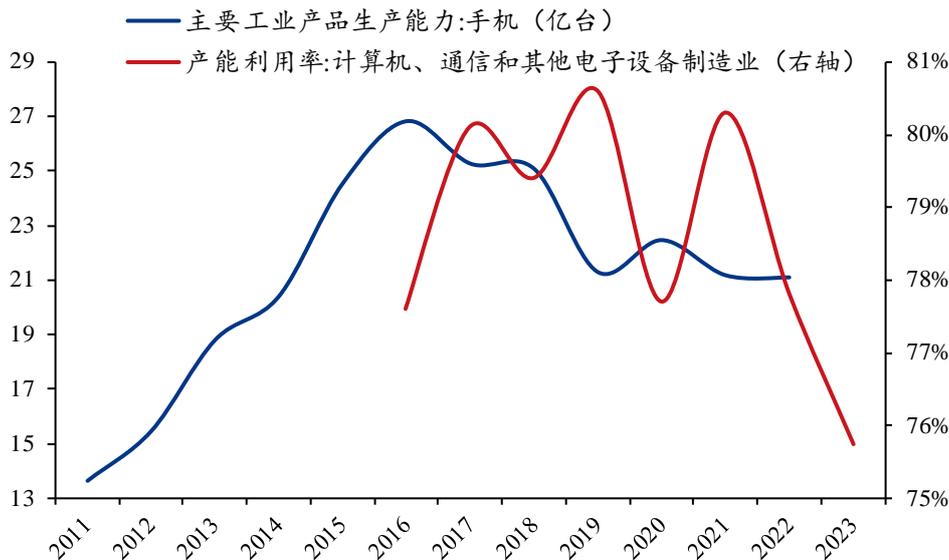
图表15：2022-2023 年汽车制造业、电气机械及器材制造业投资高增



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表16: 手机产能和产能利用率持续下行



资料来源: Wind、粤开证券研究院

(四) 服装等部分行业受外需和海外价格扰动

2023 年以来，国内服装 PPI 与国内服装 CPI 显著背离，反而与美国服装 CPI 走势一致。正常而言，无论是成本推动还是需求拉动，国内同一商品的 CPI 和 PPI 应具有较强相关性。然而 2023 年 1 月至 2024 年 3 月，国内服装 CPI 从 0.6% 一路升至 1.8%，国内服装 PPI 同比却从 1% 降至 0.4%，与此同时，美国服装 CPI 同比从 3.7% 降至 0.2%。

国内服装 PPI 与美国服装 CPI 的相关性，源于疫情爆发后的海外需求和价格变化。2021-2022 年，中国服装行业显著受益于海外订单增加和价格上涨；随着海外生产恢复和价格回落，中国服装行业也面临“红利回吐”，出口交货值和单价均大幅回落。

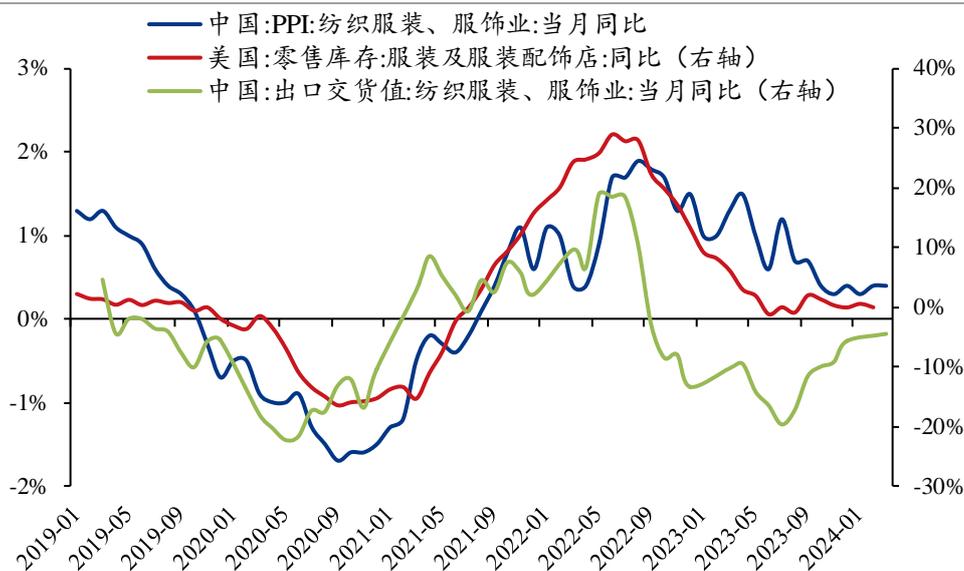
图表17: 2023 年以来，国内服装 PPI 与国内服装 CPI 显著背离



资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表18：随着外需回落，中国服装行业面临“红利回吐”



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、预计物价同比温和回升，年内仍将低位运行

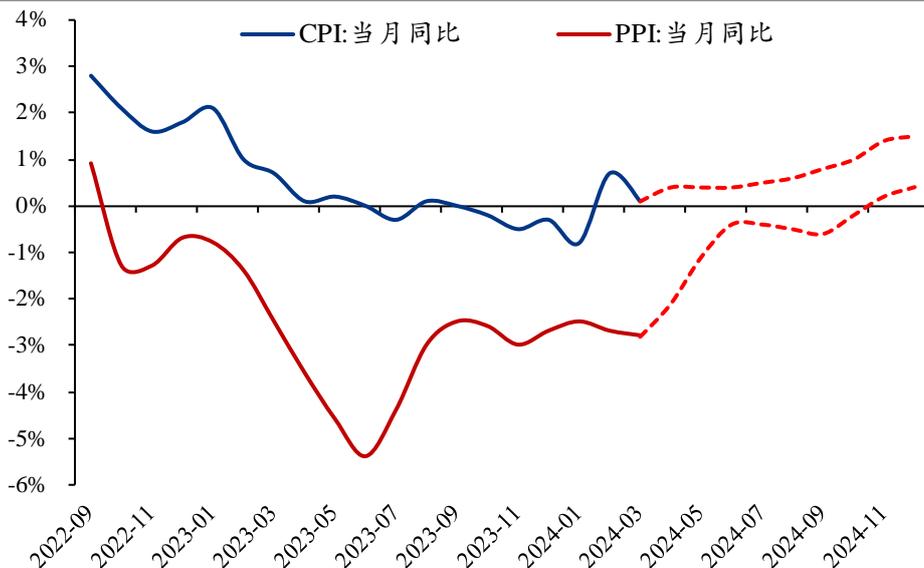
(一) CPI 和 PPI 同比大概率回升

随着国内经济持续恢复，2024 年物价将温和回升，预计 CPI 和 PPI 同比分别由 2023 年的 0.2% 和 -3% 回升至 0.6% 和 -0.8%。一是基数效应决定了 2024 年 CPI 和 PPI 前低后高的走势，通胀回升的斜率则取决于终端需求的强弱。二是输入性因素的拖累减弱，国际原油、有色、粮食等大宗商品价格同比企稳回升，将对国内相关商品价格形成提振。三是总需求回暖，服务消费需求旺盛，政策推动大规模设备更新和消费品以旧换新，美国补库存周期利好出口，将对相关行业带来积极影响。四是供给端产能去化，部分行业加大供给侧结构性改革，猪肉、上游原材料价格有望企稳。

然而国内仍面临有效需求不足、社会预期偏弱，经济回升向好的基础尚不牢固，外部环境复杂性、严峻性、不确定性较大，物价回升斜率或总体偏缓。



图表19: CPI 和 PPI 同比预测



资料来源: Wind、粤开证券研究院

(二) 物价低迷已成为中国经济的一个长期现象

2012 年之前, CPI 同比时常突破政府工作报告设定的目标, 而 2012 年之后, CPI 和核心 CPI 同比便长期徘徊在 3% 甚至 2% 以下, CPI 同比仅在 2019 年因非洲猪瘟和环保限产导致的“超级猪周期”而短暂突破 3%。

一方面, 中国长期存在居民储蓄率偏高而消费率偏低的问题。一是国民收入分配中劳动报酬占比不高, 居民没有充分享受到经济高速增长成果; 二是贫富差距有所扩大, 高收入人群的边际消费倾向较低, 制约了总体消费率的提升; 三是住房、教育、医疗、养老等基本公共服务供给不足, 迫使居民增加预防性储蓄。

另一方面, 供需形势发生了重大变化。经济发展早期阶段, 生产能力逐步爬坡, 居民基本消费需求十分旺盛, 供不应求导致量增价涨; 等到生产能力充分提高, 量上的需求已基本满足, 居民消费转向质上的提高, 但产业转型并非一蹴而就, 结果是传统需求供给过剩而新兴需求供给不足, 物价低迷和消费不足并存。



图表20：2012年以来CPI和核心CPI同比明显低于通胀目标



资料来源：Wind、粤开证券研究院

四、应以更大力度的宏观调控有效推动物价回升

第一，货币政策应承担起稳定通胀的职责。根据泰勒规则，当实际通胀偏离通胀目标时，政策利率应以更大的幅度同向变动。2021年四季度至2023年四季度，GDP平减指数下降了7个百分点，而金融机构人民币贷款加权平均利率同期仅下降0.9个百分点，意味着实际利率反而上升6.1个百分点，抑制了居民消费和企业投资的回升。

货币政策仍有进一步发力的空间，该降准降准，该降息降息。2024年2月5日降准后金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%，1年期MLF利率为2.5%，政策空间相对充足。此外，货币政策应增强透明度，例如将“稳健的货币政策”改为宽松、中性、紧缩等更明确的表述，公布央行关注的通胀指标和目标，以稳定公众的通胀预期。

第二，积极的财政政策要发挥扩大总需求、提振消费的作用。加快政府债券发行和使用，尽快形成实物工作量，同时要及时根据形势变化做出是否追加预算的调整并在当年使用，提振信心和预期。今年赤字规模和地方政府专项债比去年分别增加1800亿和1000亿，中央发行1万亿超长期特别国债，去年的1万亿增发国债主要在今年使用，今年的可用财力明显增加，但要尽快发行。推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，提振制造业投资和居民消费。

从过去的重投资转向投资与消费并重，对失业大学生、低保线以上社平工资以下居民等部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税APP等建立起补贴群体的筛选机制；提高农村居民的养老金水平，为公众提供更多优质的民生服务，促进消费或提高居民的抗风险能力，确保社会和人心稳定。

第三，尽快稳定房地产、股市等资产价格，改善微观主体资产负债表，提振市场信心。房地产政策要做好保供给、促需求、稳房价。其一，满足房地产融资合理需求，对于行业问题引发的房企现金流问题可以予以适当救助支持，防止引发系统性风险，对于不合规以及自身冒进经营导致的问题根据市场化法治化原则处理，尽量减少房地产企业



出险对需求的冲击；适当调整对金融机构的考核指标，避免房地产暴雷的硬着陆。其二，放松乃至逐步取消一线城市非核心区在过热时期出台的房地产限制政策，以区为单位更加精准调控，以释放潜在需求。其三，根据社保缴纳年限等释放部分购房资格指标，提振需求。其四，降低各环节购房成本，例如提高房贷利息抵扣个税幅度、降低交易环节税费等。其五，在一线城市核心地段推出高品质商品房。

股票市场应提高上市公司质量，保证入口畅通的同时加大退市力度，加大对违法违规行为的惩处力度；继续强化分红导向，优化分红、回购制度，提高市场长期吸引力；加大长期资金引入力度等。

第四，中长期来看，推动财政体制、收入分配、户籍制度等方面的改革，化解居民消费率偏低的长期问题。推进以人为本的新型城镇化，缩小户籍人口和常住人口城镇化率之间的差距；推动基本公共服务均等化，缩小贫富差距；打造生育友好型社会，应对人口老龄化和少子化；加速落后产能出清，促进产业升级和产品创新，通过高质量供给创造有效需求；使居民有稳定收入能消费、没有后顾之忧敢消费、消费环境优获得感强愿消费。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会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公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

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。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。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，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com