

# 全球制造业转移下东南亚国家受益程度解析

## 报告摘要:

### ● 全球新一轮制造业转移使得东南亚五国受益较大

从全球范围来看,新一轮大规模的制造业转移已经开启,低端制造业将从中国转向东南亚国家。东南亚总共有11个国家,6亿多人口。其中马来西亚、菲律宾、泰国、越南和印尼五国的经济规模较大,有着一定的产业基础沉淀,制度建设相对完备,开放程度较高,估计在本轮中国制造业向东南亚转移的过程中受益的程度会相对较大。

### ● 产业转移的国际浪潮已经到来

自英国工业革命到目前为止,全球范围内出现过三次大规模的世界级制造业转移浪潮,最早是从英国转向美国,然后是从美国转向日本德国和之后的亚洲四小龙,再之后是这些地区制造业转向中国。现阶段第四轮全球低端制造业转移浪潮已经开启。经过三十多年的发展,中国第二产业的人工成本优势逐渐丧失。对于东南亚国家而言,有利国际条件已经具备,而中美贸易摩擦可能会加速中国低端制造业向东南亚转移。中国向东南亚国家转移产业对全球产业链和中国制造业都产生了巨大的影响,中国会在这一过程中加快国内低端产能出清的过程,而东南亚国家能否抓住本轮全球制造业转移的机会,决定了自身经济的发展前景。

### ● 五国在劳动力禀赋上各有优势,印尼马来西亚资源更为丰富

东南亚五国能否承接从中国转移出去的制造业以推进经济增长,主要取决于其要素资源禀赋以及由此决定的产业结构与全球产业转移的需求是否契合。综合而言,在劳动力禀赋上,东南亚五国各有优势。就人口总量而言,印尼和菲律宾占优;年龄结构上,目前泰国适龄劳动人口占比最大;而在用工成本上,菲律宾和越南较为低廉。能源丰沛度也是影响国家经济成长的重要因素,相对而言,印度尼西亚和马来西亚油气资源较为丰富。

### ● 五国优势产业不尽相同

东南亚五国优势产业不尽相同,所以在承接中国制造业过程中受益的行业也会不同。综合而言,越南在纺织服装业,农产品和机电仪器设备等行业具有一定的比较优势,产业结构与当下中国产业转移的重点较为契合。印尼是矿产资源大国,在农产品,矿产品和非金属制品等行业优势显著。马来西亚是东南亚的第二大产油国和天然气生产国,工业体系较为完整,在矿产品和机电仪器设备上有一定优势。泰国的优势产业是农产品和非金属制品。菲律宾则主要在机电仪器设备方面较强。

### ● 核心假设风险:

重大政局变动; 汇率剧烈波动; 中美贸易摩擦

分析师: 张静静



SAC 执业号: S0260518040001

SFC CE No. BOP790



010-59136616



zhangjingjing@gf.com.cn

## 相关研究:

地产竣工或已处在小周期底部区域	2019-08-13
人民币汇率怎么看	2019-08-05
外部环境不确定性如何影响宏观面?	2019-08-04

联系人: 陈蒋辉 852-37191030  
(香港) georgechen@gfgroup.com.hk

## 目录索引

一、东南亚国家经济概览.....	4
二、产业转移的国际浪潮已经到来.....	6
三、东南亚五国要素禀赋分析.....	8
四、东南亚五国产业结构分析.....	10

## 图表索引

图 1: 亚洲主要国家或地区人口规模 (亿人) .....	4
图 2: 东南亚各国人口总量 (2016 年, 百万人) .....	4
图 3: 东南亚八国 2018 年 GDP 总量 (亿美元) .....	5
图 4: 东南亚八国 2018 年营商环境指数排名 .....	5
图 5: 东南亚五国人均 GNI (美元) .....	5
图 6: 主要国家(英中美日德)制造业全球占比 (%) .....	6
图 7: 中国第二产业人工成本占 GDP 的比重 (%) .....	6
图 8: 五国 FDI 存量与 GDP 的比值 (%) .....	7
图 9: 中国纺织产业主营业务收入累计同比 (%) .....	7
图 10: 中国纺织产业固定资产投资累计同比 (%) .....	7
图 11: 五国人口年龄结构 (2017 年) .....	8
图 12: 用工成本 (2018 年, 美元/月) .....	8
表 1: 系统总装机容量与发电量 .....	9
表 2: 五国各产业显性比较优势指数 (RCA, 2017 年) .....	10

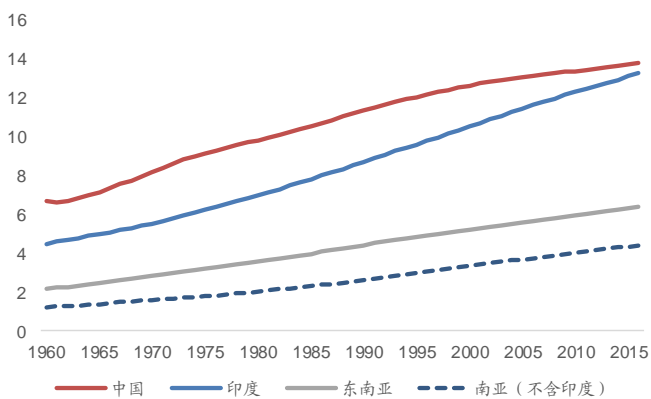
十九大指出，中国将从高速增长转向高质量发展，从满足温饱到满足多样性需求升级，把中国从工业强国建设成为现代化强国。中国经济目前正处在转型升级的关键时刻，从全球范围来看，新一轮大规模的制造业转移已经开启，制造业随着全球化的扩张在低劳动成本国家间转移，从七十年代的亚洲四小龙<sup>1</sup>到中国，目前正在向东南亚国家转移。

那么，哪些东南亚国家会率先在本轮全球制造业转移中受益呢？目前来看，曾经的“亚洲四小虎”<sup>2</sup>和效仿中国推进“革新开放”的越南可能性最大。这些国家能否抓住本轮全球制造业转移的机会，决定了自身经济的发展前景。

## 一、东南亚国家经济概览

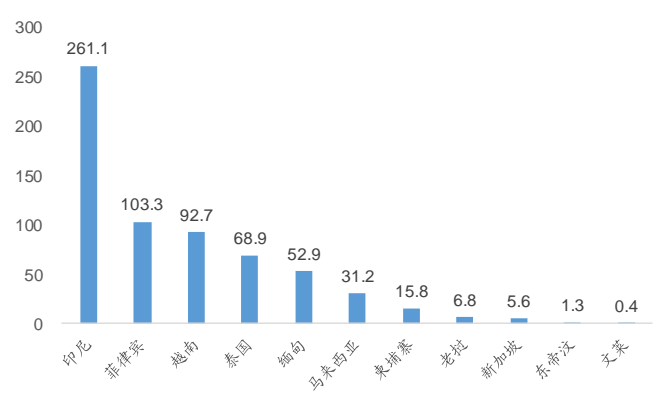
东南亚总共有11个国家，具体包括柬埔寨，老挝，泰国，缅甸，越南，马来西亚，文莱，新加坡，东帝汶，印度尼西亚，和菲律宾。各国要素禀赋不同，发展阶段不一。2016年，东南亚11个国家加总人口为6.4亿，低于中国13.8亿的水平（图表1）。

图 1：亚洲主要国家或地区人口规模（亿人）



数据来源：World Bank，广发证券发展研究中心

图 2：东南亚各国人口总量（2016年，百万人）



数据来源：World Bank，广发证券发展研究中心

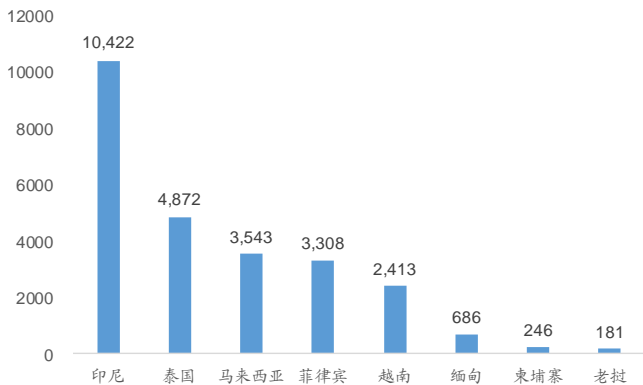
按照世界银行的数据，2016年东帝汶人口仅127万人，文莱人口只有42万，人口太少，自身制造业也不强，在本轮制造业转移的大背景下能承接的制造业规模有限。新加坡虽然有560万人，但是2018年新加坡GNI水平已达到58770美元，属于发达经济体，估计在本轮全球制造业转移中受益程度较小。

缅甸、柬埔寨和老挝经济规模不大，2018年GDP总值均不到700亿美元（图3），人均国民总收入偏低、抗风险能力较差，属于联合国定义的“最不发达国家”（Least Developed Countries），短期内仍难以大规模地承接国际资本和产业转移。此外，当前缅甸、柬埔寨和老挝三国法律制度不健全，投资者权益难以通过法律途径获得有效保障。在世界银行营商环境指数排名中，近三年缅甸、柬埔寨和老挝三国皆排名在130位之后、营商环境很差（图4）。

<sup>1</sup>指中国香港，中国台湾，新加坡和韩国。

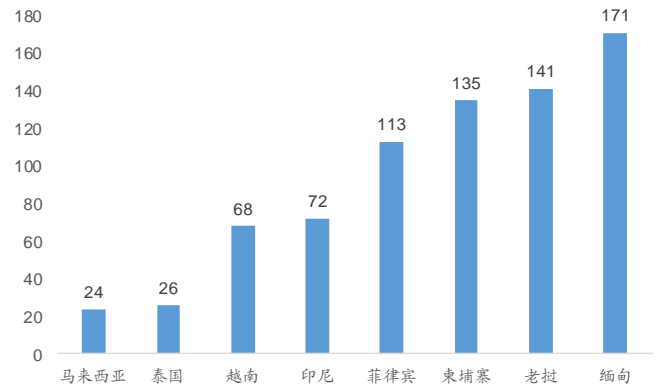
<sup>2</sup>指马来西亚，泰国，印尼和菲律宾。

图 3: 东南亚八国2018年GDP总量(亿美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

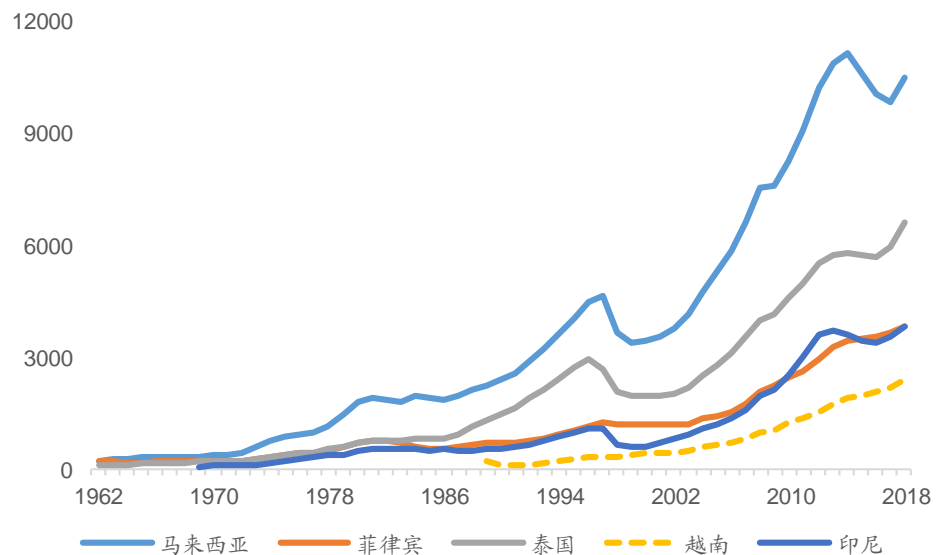
图 4: 东南亚八国2018年营商环境指数排名



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

相比之下, 马来西亚、菲律宾、泰国、越南和印尼五国的经济规模较大。除越南外的四国都曾是接棒“亚洲四小龙”制造业产业发展的“亚洲四小虎”, 有着一定的产业基础沉淀, 制度建设相对完备, 开放程度较高, 投资较为便捷; 而越南近些年更是效仿中国推进革新开放, 经济增长迈入快车道, 在政策制度环境建设上也取得了显著成就。

图 5: 东南亚五国人均GNI(美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

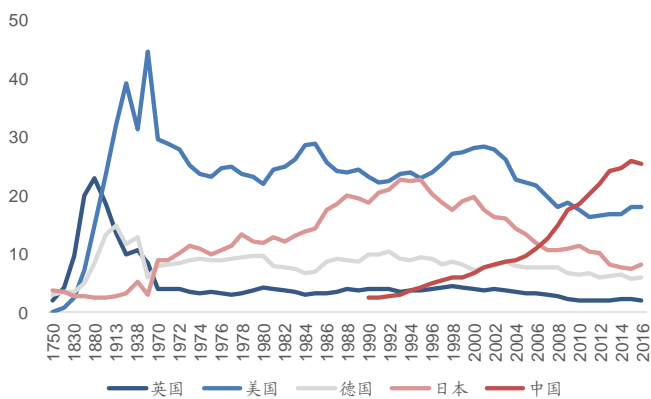
所以, 在本轮中国制造业向东南亚转移的过程中, 我们预计马来西亚、菲律宾、泰国、越南和印尼五国受益的程度会相对较大, 也将是我们重点分析的五个国家。

## 二、产业转移的国际浪潮已经到来

一个国家在不同发展阶段的优劣不同，制造业发展有其基本的特征。当人工成本提高，一些低端制造业就可能开始转移。低端制造业通常会转向一个更低成本的平台。粗略划分，自英国工业革命到目前为止，全球范围内出现过三次大规模的世界级制造业转移浪潮：

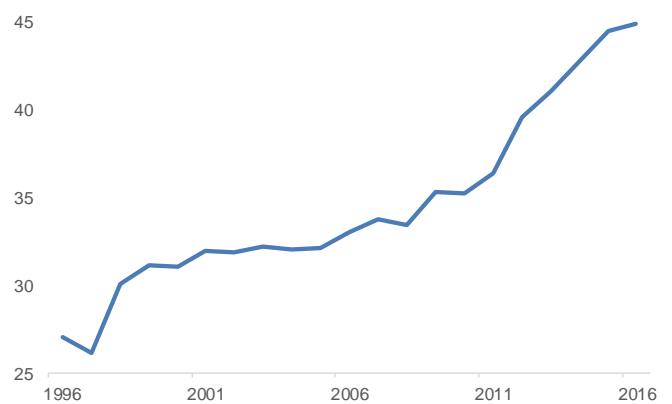
- (一) 十九世纪末二十世纪初，英国制造业开始向美国转移；
- (二) 二战之后，美国制造业向德国、日本和后来的亚洲“四小龙”转移；
- (三) 在二十世纪八十年代初，德国日本和亚洲“四小龙”制造业向中国转移。

图 6：主要国家(英中美日德)制造业全球占比 (%)



数据来源：Bairoch, UN, 广发证券发展研究中心

图 7：中国第二产业人工成本占GDP的比重 (%)



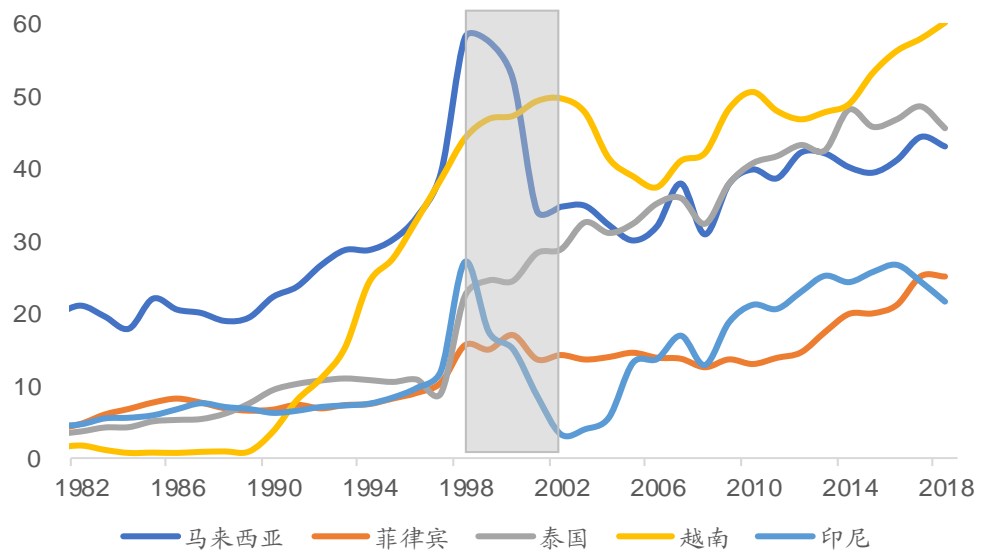
数据来源：CEIC, 广发证券发展研究中心

就制造业占全球比重而言，英国曾在1880年制造业占全球比重达到22.9%，随后开始逐渐向美国转移，占比也逐渐下降。第二次世界大战之后，美国制造业占全球比重曾一度到达过44.7%，几乎占了全球制造业的一半。而中国制造业占全球比重的高峰出现在2015年，达到25.8%（图6）。

现阶段第四轮全球低端制造业转移浪潮已经开启。经过三十多年的发展，中国第二产业的人工成本优势逐渐丧失。第二产业人工成本占制造业GDP的比重已经从上世纪90年代末期的不到30%上升到目前的45%，是低端劳动力密集型产业向外转移的主要原因（图7）。对于东南亚国家而言，有利国际条件已经具备。

当前国际资本对东南亚五国的投资热度不一。从FDI存量/GDP指标来看，目前越南上升势头比较显著，已达到平均1美元GDP就对应着0.6美元的FDI；泰国和马来西亚也是外商青睐的地区，外资投资基础良好，每1美元GDP分别对应0.45和0.43美元FDI；印尼和菲律宾则是国际资本关注相对不足的“价值洼地”，比值仅分别为0.27和0.25，但是菲律宾近些年来增长速度有所上升（图8）。

图 8: 五国FDI存量与GDP的比值 (%)

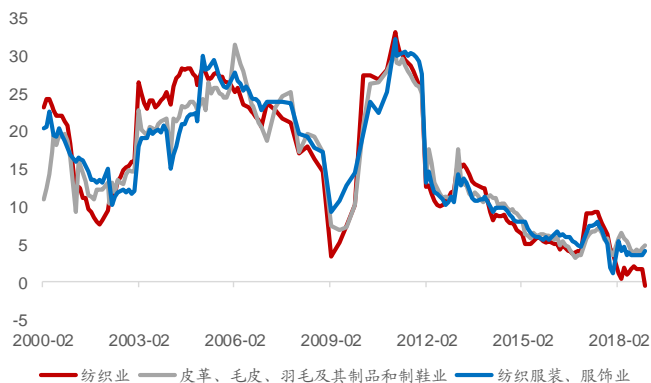


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

中美贸易摩擦可能会加速中国低端制造业向东南亚转移。为规避美国对华加征关税, 中国企业的东南亚投资出现激增。以越南为例, 中国对越南的新增投资批准额在今年1月至5月20日期间达到15.6亿美元, 增至上年同期的5.6倍。在泰国, 来自中国的投资也在增加。泰国投资促进委员会今年前3个月批准的来自中国的直接投资增至上年同期的2倍, 达到292亿泰铢。

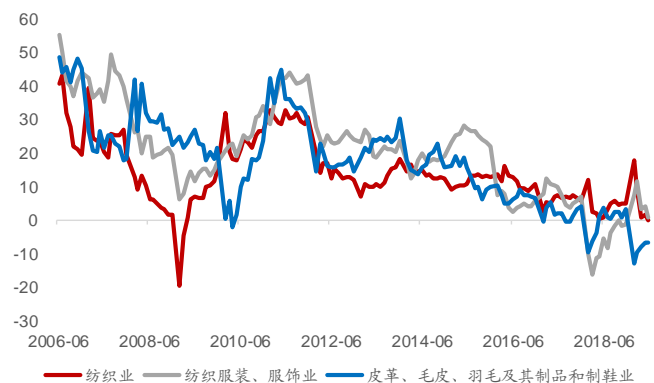
中国向东南亚国家转移产业对全球产业链和中国制造业都产生了巨大的影响。从数据上来看, 中国对东南亚投资的步伐在2010年之后显著加快, 投资的门类主要集中于机电仪器设备、化学工业、金属和非金属制品以及纺织服装等资源密集型和劳动密集型产业之上。相应地, 中国也加快了国内低端产能出清的过程, 重点转出产业的投资额增速显著下滑。

图 9: 中国纺织产业主营业务收入累计同比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 中国纺织产业固定资产投资累计同比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从劳动密集型产业中最具代表性的产业——纺服产业的发展轨迹上可以发现，随着产业转移进程的推进，东南亚国家承担了更多的纺织服装订单，中国纺服企业总出口量增速下滑，收入的进一步提升遇到了相当大的阻力，社会投资意愿降低，行业总资产规模缩水；从营收规模上看，2018年中国纺服产业子版块之一的纺织业主营业务收入总额出现了近些年来首次年度同比下滑，其他两大子行业下行压力同样显著（图9）；从资产规模上来看，国内三大子板块的固定资产投资额同比增速在2011年中国对外投资额开始迅猛增长之后呈现全方位下滑态势，2018年出现了自2008年金融危机以来的首次月度同比负增长，部分月份跌幅甚至超过15%（图10）。

### 三、东南亚五国要素禀赋分析

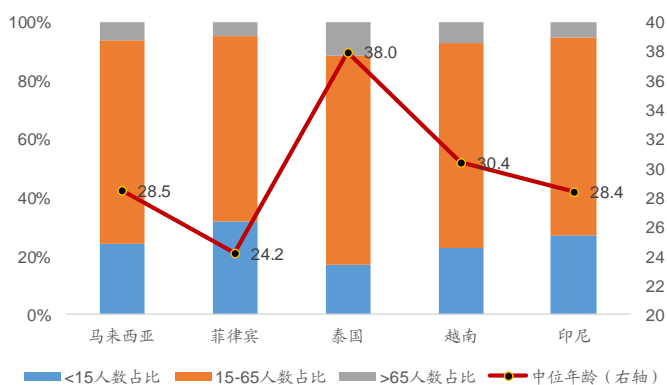
东南亚五国能否承接从中国转移出去的制造业以推进经济增长，主要取决于其要素资源禀赋以及由此决定的产业结构与全球产业转移的需求是否契合。

#### 1.要素禀赋：劳动力

低端制造业要求的核心要素是劳动力数量和成本。东南亚是世界上人口最稠密的地区之一，印度尼西亚和菲律宾在人口上都超过一亿，在人口总数上竞争优势均较为显著。

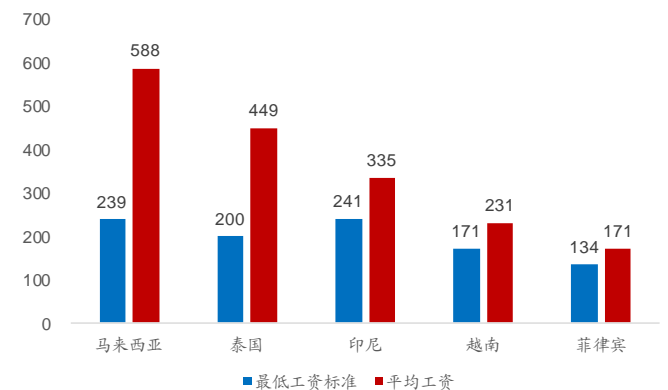
从年龄结构上而言，目前五国中泰国适龄劳动人口（15-65岁）比重最高，菲律宾平均年龄最小。一般而言，适龄劳动人口（15-65岁）比重高的国家社会抚养率低，保障支出负担轻，财富积累迅速，有利于经济快速成长，被称之为“人口红利”。当前泰国适龄人口比重超过71%，在五国中“人口红利”最高；马来西亚、印尼、越南也都达到67%以上；菲律宾最低。但是菲律宾的低于15岁的比例最大，相对应的，菲律宾的国民平均年龄在五国中最小，只有24.2岁。根据国际劳工组织的数据，在劳动人口工作参与率这项指标上，目前越南最高，达到80%，马来西亚最低，只有63%。

图 11：五国人口年龄结构（2017年）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：用工成本（2018年，美元/月）



数据来源：Wind，Statista, International Labour Organization，广发证券发展研究中心



用工成本方面，菲律宾的平均工资最低，越南的年工作时长最长。无论是最低工资标准还是平均工资，菲律宾在五国中都是最低的，越南位列第四；马来西亚人工成本最高。工作时长方面，越南劳工年工作时间最长，约为2340小时/年；泰国和马来西亚工作时间接近，分别为2284和2268小时；菲律宾为2215小时，印尼排名最低，为2027小时。综合比较，越南和菲律宾劳工的性价比较高。

综合而言，在劳动力禀赋上，东南亚五国各有优势。就人口总量而言，印尼和菲律宾占优；年龄结构上，目前泰国适龄劳动人口占比最大。而在用工成本上，菲律宾和越南较为低廉。

## 2.要素禀赋：能源

能源丰沛度也是影响国家经济发展前景的重要因素。印尼各项能源产量均遥遥领先，尤其在煤炭定价方面还拥有一定的话语权；马来西亚同样拥有丰富的油气资源，在满足自身需求的同时还可供给国际市场；泰国能源产量相对较少，煤炭和原油的进口依存度高，但天然气生产拥有一定优势；越南煤炭资源依靠进口，原油则实现了净出口；菲律宾能源产量最少，原油基本完全依赖国际市场。目前各国的发电量能基本满足国内需求，马来西亚和泰国较为领先，其余三国的发电水平与经济增长之间仍有缺口，且存在过于依赖火电、效率低下、环境破坏严重等问题。

表 1：系统总装机容量与发电量

年份	系统总装机容量（兆瓦）				总发电量（太瓦时）				人均发电 （千瓦时）	人均消费 （千瓦时）
	2017	2020E	2025E	2030E	2017	2020E	2025E	2030E	2017	2017
马来西亚	34,201	41,000	45,708	-	156.66	191.94	-	-	4856	4596
泰国	52,713	55,720	-	70,686	191.33	198.00	220.00	-	2771	2540
越南	38,353	44,224	68,367	100,215	164.83	265.00	400.00	572.00	1760	1411
印尼	59,659	85,000	113,895	140,000	248.61	343.61	577.61	775.61	949	812
菲律宾	22,728	23,192	29,130	37,361	94.37	-	116.50	-	865	699

数据来源：Wind,各国电力发展投资计划，BMI RESEARCH，International Energy Agency，互联网公开数据整理，广发证券发展研究中心

## 四、东南亚五国产业结构分析

在产业转移浪潮到来之际，产业结构与国际资本投资需求相契合的国家将占得先机。美国经济学家Balassa Bela于1965年构建了显性比较优势指数<sup>3</sup>（RCA）来反映一国某一产业贸易的比较优势。该指数表示一国总出口中某类商品出口的占比相对于全球总贸易中该商品出口占比的比值，当指数大于125时，可认为该类商品拥有比较优势；若小于80，则属于比较劣势。根据UN Comtrade的分类原则，我们将《商品名称及编码协调制度的国际公约》中二位编码（2-digit HS Commodities）下的97个子行业进行重新归纳和测算，来对东南亚五国的贸易结构和国际竞争地位进行分析。

表 2：五国各产业显性比较优势指数（RCA，2017 年）

	马来西亚	菲律宾	泰国	越南	印尼
农产品	112.15	106.83	<b>157.63</b>	<b>140.22</b>	<b>242.89</b>
矿产品	<b>152.39</b>	30.79	44.09	26.35	<b>229.16</b>
化学制品	59.64	21.87	57.42	16.13	70.24
纺织服装	35.71	38.87	62.77	<b>358.42</b>	<b>173.30</b>
非金属制品	122.58	67.68	<b>194.77</b>	90.18	<b>169.19</b>
金属制品	66.74	68.52	92.27	40.28	86.19
机电仪器设备	<b>148.47</b>	<b>206.12</b>	107.96	<b>140.19</b>	29.44
交通运输设备	15.93	44.49	113.49	14.08	36.84
高端用品	59.75	41.73	43.05	<b>150.06</b>	58.54
其他	20.31	0.00	0.00	8.10	1.46

数据来源：UN Comtrade, 广发证券发展研究中心

注：非金属制品包括橡塑皮革、木材纸张和陶瓷玻璃等制品；高端用品包括玩具钟表和艺术品种等

越南在纺织服装业，农产品和机电仪器设备等行业具有一定的比较优势。尤其是在纺织服装业上，越南成衣制造业已初具规模，纺服产业配套完善，制衣工效率达到中国工人的70%~80%，人工费用却只有中国的40%。2017年全球纺织服装的总贸易额为10479亿美元，中国出口的占比仍然接近35%，而越南占比仅有5%。若本轮产业转移浪潮之中有5%-10%的产能转移到越南，可给越南出口带来524亿-1048亿美元的增量，相当于越南2017年出口总量的25%-50%。机电仪器设备方面，越南正推进新的全球电子产业制造中心的打造，除中国的直接投资外，三星、英特尔、LG等电子巨头均已在越南投入超过10亿美元以建设新的生产基地。

印尼是矿产资源大国，在农产品，矿产品和非金属制品等行业优势显著。不过，由于过度依赖于能源出口，近些年来印尼忽视了对工业产业链的投资建设，大型工业企业和产业集群发展长期滞后，工业基础薄弱，缺乏深加工技术实力，难以将矿产资源的禀赋优势有效地转移到附加值更高的化学制品以及金属制品之上；同时，机械工业尤其落后，生产设备老旧，原料、零部件及模具对国际市场的依赖程度较

<sup>3</sup> 详见 Balassa, B. (1965), Trade Liberalisation and Revealed Comparative Advantage, The Manchester School, 33, 99-123

高，呈现出一定程度上的产业空心化的特征。

马来西亚是东南亚的第二大产油国和天然气生产国，工业体系较为完整，在矿产和机电仪器设备上有一定优势。总体上，马来西亚的油气产业与汽车产业均局限于自产自销，对出口的贡献力度较小。马来西亚在芯片、半导体等附加值较高的电子产品生产方面曾取得一定突破，半导体装配量一度占世界总量的三分之一，中国每年进口的芯片集成电路中也有超过20%的份额来自马来西亚。然而，受中国“芯片国产化”政策的影响，马来西亚出口份额的维持将面临较大压力。同时，由于劳动力数量较少且工资水平目前已经较高，马来西亚劳动密集型产业的发展潜力有限。

泰国的优势产业是农产品和非金属制品。当前泰国拥有东盟地区最大的电子电气生产基地，主要生产半导体集成电路、电子硬件组件以及大型家用电器，汽车生产能力也居东盟国家之首。此外，泰国还掌握了地区领先的金属冶炼技术，金属制品和非金属制品的出口量领先五国。菲律宾则主要在机电仪器设备上存在一定优势。在机电仪器设备生产方面，菲律宾建立了良好的电子制造供应链以及规模较大的零部件制造基地，鼓励本国受过高等教育的学生从事电子电气设备制造，以提升本国电子产品供应链地位。然而，菲律宾仅在部分工业领域实现了突破，整体工业基础仍十分薄弱，除机电仪器设备生产外的制造业大都处于比较劣势。

## 风险提示

重大政局变动；汇率剧烈波动；中美贸易摩擦

## 广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外消费品行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在潜在的利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

---

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

---

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。