

## 宏观经济点评

证券研究报告

## 2023年6月出口点评

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)  
zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组

分析师: 杨飞 (执业 S1130521120001)  
yang\_fei@gjzq.com.cn

宏观经济组

联系人: 李雪莱  
lixuelai@gjzq.com.cn

## 出口大幅回落, 只是“外需”拖累吗?

## 事件:

7月13日, 海关总署公布6月外贸数据, 以美元计, 出口同比-12.4%, 前值-7.5%; 进口同比-6.8%, 前值-4.5%。

## 出口大幅下滑的原因: 价格回落、外需拖累、数据口径“修正”等

6月我国出口加速下行, 或部分受资源品出口价格回落、汇率变动拖累以美元计价出口表现等价格端因素拖累。6月我国出口同比较5月回落4.9个百分点至-12.4%, 从量价关系来看, 6月以成品油、钢材等为代表的资源品出口金额同比分别较5月回落15.7、11.8个百分点, 全球商品价格回落影响下, 对应产品出口价格同比分别较5月回落6.4、6.3个百分点, 而出口数量同比仅较5月回落8.5、8.4个百分点。当前人民币快速贬值下, 俄罗斯、巴西、沙特等采用人民币结算的“一带一路”沿线国家与我国外贸增多, 或一定程度压低以美元计价的出口读数。

发达经济体及部分新兴经济体进口需求回落、去年同期积压需求释放导致基数偏高等需求因素, 也是拖累出口回落的原因之一。6月我国对欧美等发达经济体出口同比延续回落、对前期表现较好的拉美、非洲等新兴经济体出口同比转负。从对应国家进口需求来看, 欧美国家进口同比已于3月转负, 越南、南非等新兴经济体进口同比进入下行区间; 6月欧美PMI持续下行, 日韩、东盟等PMI低于荣枯线, 中东欧等部分“一带一路”沿线国家经济景气明显回落。去年同期正值疫后复工复产, 带动积压出口订单快速释放, 因此“高基数”亦一定程度拖累当前出口表现。

6月以累计值折算的出口同比明显弱于实际当月同比, 或可能指向东盟等经济体、部分劳动密集型产品对我国前期出口的支撑存在一定高估。6月出口当月同比-12.4%、但以出口累计值推算的当月同比为-19.8%, 明显低于实际当月同比, 为2010年以来首次出现; 分国别看, 这种现象集中在非洲、东盟、澳大利亚等经济体, 分产品看, 累计弱于当月表现更多出现在服装鞋靴、家具玩具、塑料制品等出口占比比较大的劳动密集型产品; 当前出口数据口径调整后的背离, 或指向东盟等经济体以及部分劳动密集型消费品对我国今年前期出口的支撑可能存在一定程度高估。

## 常规跟踪: 部分新兴经济体对出口的支撑减弱, 全球商品价格回落对进出口金额的影响加大

6月我国出口显著回落, 对主要贸易伙伴出口进一步回落。6月我国出口同比-12.4%, 对多数外贸伙伴出口均为负增, 其中对美国、欧盟、日本出口同比分别为-24%、-13%、-16%, 分别较5月回落6、6、2个百分点, 拖累总体出口回落6.2%; 对东盟、拉美、非洲出口同比分别较5月回落1.9.7、19.9个百分点, 合计拖累我国总体出口回落3.8%。分产品看, 生产相关机电产品、资源品出口显著回落, 消费电子出口仍低迷。6月机电产品出口同比回落9%, 拖累总体出口回落5.2%, 生产相关的通用机械设备同比较5月回落9.9个百分点至-2.4%, 集成电路、手机等消费电子延续低迷。全球商品价格回落下, 钢材等资源产品出口持续走弱, 较5月回落15.7个百分点至-40.5%。

6月进口进一步下行, 自拉美、非洲等新兴经济体的进口回落是主要拖累。6月进口同比-6.8%; 分国家看, 自欧盟、美国、东盟等进口低位企稳, 同比回落0.2、5.8、0.2个百分点; 当前进口主要拖累在于, 自拉美、非洲等新兴经济体进口的显著回落以及自中国台湾、韩国、日本等亚洲经济体进口延续低迷, 拖累总体进口回落5.3%。分产品看, 进口占比比较高的机电产品等进口低迷仍是主要拖累, 全球大宗商品价格回落使进口金额表现明显弱于进口量表现。6月集成电路、半导体等机电产品进口延续低迷持续对总进口形成拖累, 机电及高新技术产品合计拖累总体进口回落6%; 从量价关系看, 当前成品油、原油、天然气、粮食等大宗商品进口数量同比均明显好于金额同比。

风险提示: 全球疫情反复超预期, 地缘政治“黑天鹅”。

## 内容目录

1、出口大幅下滑的原因：价格回落、外需拖累、数据口径“修正”等 .....	3
2、常规跟踪：对多数贸易伙伴出口回落，价格走弱对进出口金额的拖累加大.....	5
风险提示.....	9

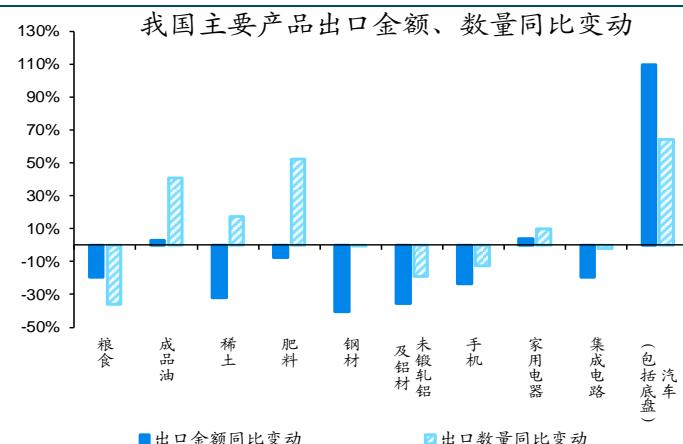
## 图表目录

图表 1：6 月多数产品出口数量同比表现好于金额.....	3
图表 2：综合、工业原料、金属等价格指数持续回落.....	3
图表 3：以人民币结算跨境贸易占总体外贸比重提升.....	3
图表 4：过往人民币贬值期间，以美元计价出口走弱.....	3
图表 5：近期主要经济体进口总额同比明显回落.....	4
图表 6：部分“一带一路”国家进口同比有所走弱.....	4
图表 7：我国主要出口对象经济景气普遍低迷.....	4
图表 8：部分“一带一路”沿线国家经济景气已开始回落.....	4
图表 9：6 月，以出口累计值这算的当月同比明显低于实际出口当月同比.....	5
图表 10：非洲、东盟等累计折算当月值相较更低.....	5
图表 11：家具、服装等产品累计折算当月值相较更低.....	5
图表 12：6 月，我国出口同比进一步下行.....	6
图表 13：6 月，中国对主要贸易伙伴出口同比普遍回落.....	6
图表 14：6 月，中国对日韩、中国香港出口延续低迷.....	6
图表 15：中国对新兴经济体出口同比普遍回落.....	6
图表 16：6 月，生产相关机电产品、资源品出口显著回落，消费电子出口仍低迷.....	7
图表 17：6 月我国进口同比延续负增.....	7
图表 18：6 月我国进口同比表现明显好于出口.....	7
图表 19：6 月我国自美国、欧盟等经济体进口低位企稳.....	8
图表 20：6 月我国对拉美等经济体进口显著回落.....	8
图表 21：6 月，我国进口占比较大的机电产品进口延续低迷，医疗相关产品进口明显走弱.....	8
图表 22：全球商品价格回落下，进口数量表现好于金额.....	9
图表 23：原油、成品油等部分资源品进口量仍提升.....	9

## 1、出口大幅下滑的原因：价格回落、外需拖累、数据口径“修正”等

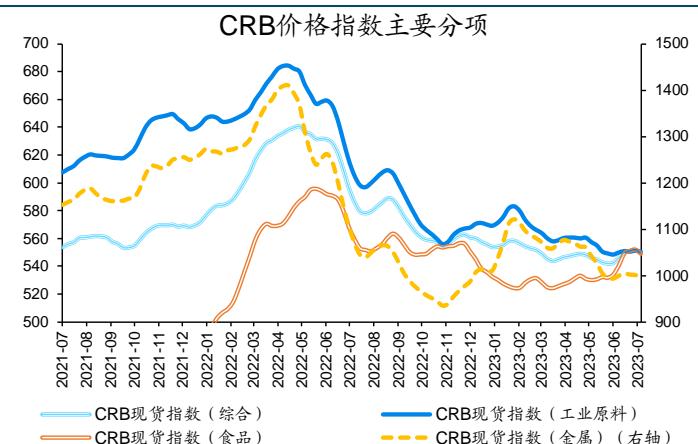
6月我国出口加速下行，或部分受资源品出口价格回落、汇率变动拖累以美元计价出口表现等价格端因素拖累。6月我国出口同比较5月回落4.9个百分点至-12.4%，从量价关系来看，6月以成品油、钢材等为代表的资源品出口金额同比分别较5月回落15.7、11.8个百分点，全球商品价格回落影响下，对应产品出口价格同比分别较5月回落6.4、6.3个百分点，而出口数量同比仅较5月回落8.5、8.4个百分点。回溯过往，人民币贬值期间，以人民币计价出口表现往往明显好于以美元计价的出口表现；6月人民币贬值力度持续加大下，俄罗斯、巴西、沙特等采用人民币结算的“一带一路”沿线国家与我国外贸增多，或一定程度压低以美元计价的出口读数。

图表1：6月多数产品出口数量同比表现好于金额



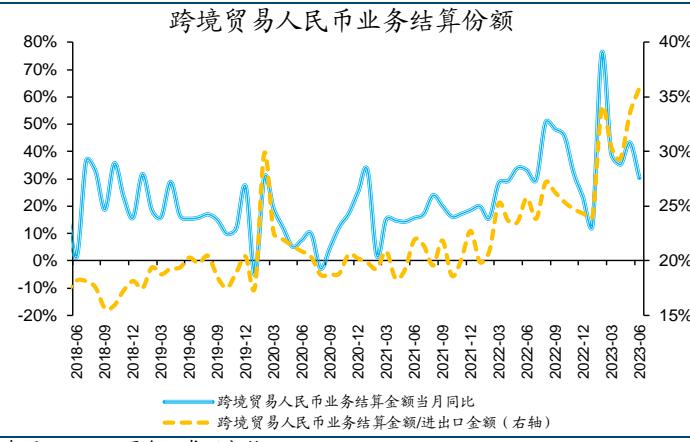
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：综合、工业原料、金属等价格指数持续回落



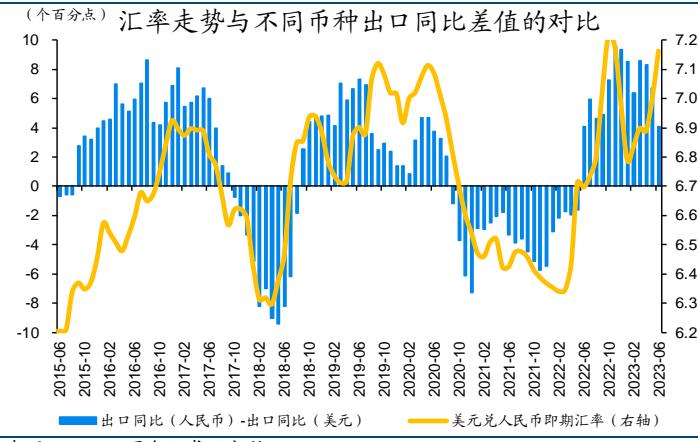
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：以人民币结算跨境贸易占总体外贸比重提升



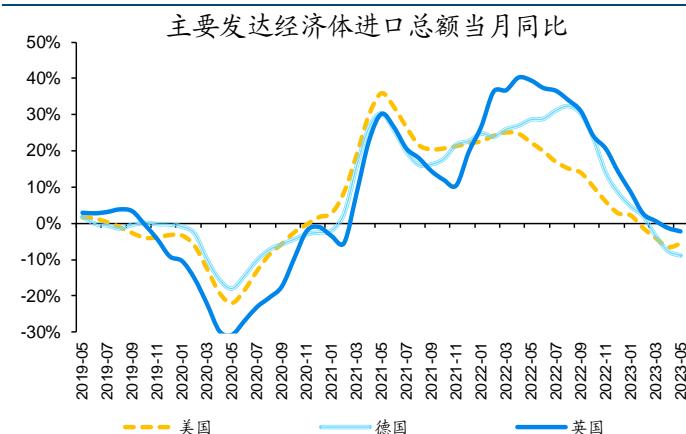
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：过往人民币贬值期间，以美元计价出口走弱

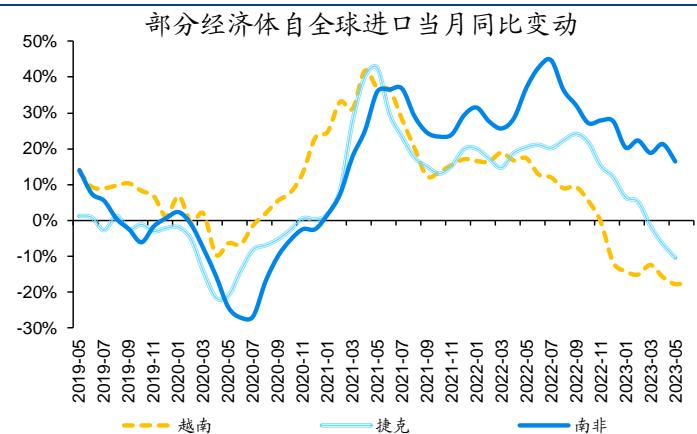


来源：Wind，国金证券研究所

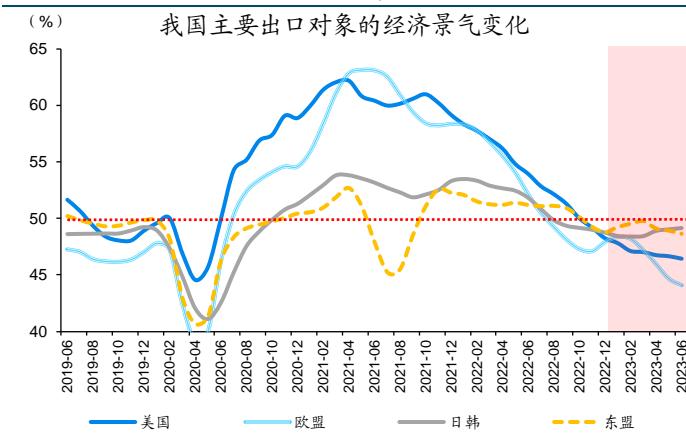
发达经济体及部分新兴经济体进口需求回落、去年同期积压需求释放导致基数偏高等需求因素，也是拖累出口回落的原因之一。6月我国对主要贸易伙伴出口普遍负增，对欧美等发达经济体出口同比延续回落的同时，对前期自我国进口表现较好拉美、印度、非洲等新兴经济体出口同比亦转负。从对应国家进口需求来看，美国、德国、英国等欧美国家进口总额同比已于3月转负，越南、捷克、南非等“一带一路”代表国家进口亦进入下行区间；6月，欧美制造业PMI进一步下行，日韩、东盟等PMI持续低于荣枯线，前期对我国出口支撑力度较大的中东欧等部分“一带一路”沿线国家经济景气开始回落。此外，去年同期正值疫后复工复产，带动积压出口订单快速释放，因此高基数亦一定程度拖累当前出口表现。

**图表5：近期主要发达经济体进口总额同比明显回落**


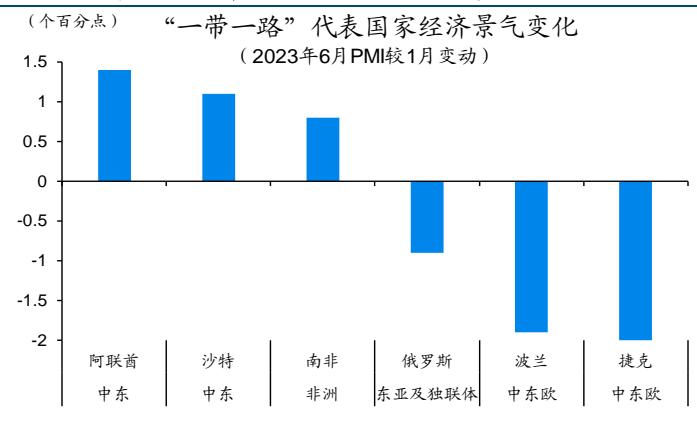
来源：Wind，国金证券研究所

**图表6：部分“一带一路”国家进口同比有所走弱**


来源：Wind，国金证券研究所

**图表7：我国主要出口对象经济景气普遍低迷**


来源：Wind，国金证券研究所

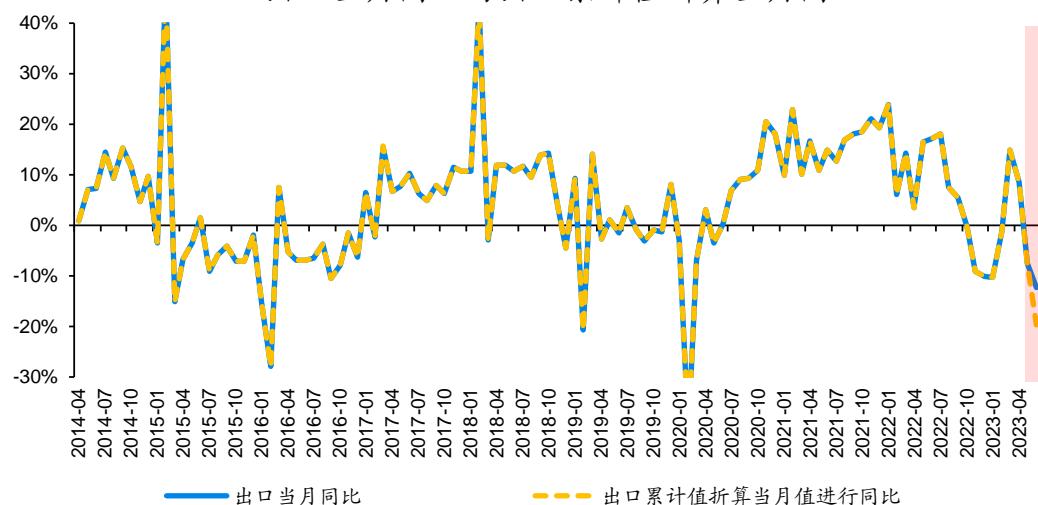
**图表8：部分“一带一路”沿线国家经济景气已开始回落**


来源：Wind，国金证券研究所

6月以累计值折算的出口同比明显弱于实际当月同比，或指向对出口贡献较大的东盟等经济体、部分劳动密集型产品对我国前期出口的支撑被高估。回溯过往可以发现，以出口累计值折算的当月同比与出口实际当月同比表现较为一致，但6月两者明显分化，出口当月同比-12.4%、但以出口累计值推算的当月同比为-19.8%，明显低于实际当月同比。分国别看，这种现象集中在非洲、东盟、澳大利亚等经济体，分产品看，累计弱于当月表现更多出现在服装鞋靴、家具玩具、塑料制品等出口占比较大的劳动密集型产品；当前出口数据口径调整后的背离，或指向东盟等经济体以及部分劳动密集型消费品对我国今年前期出口的支撑可能存在一定程度高估。

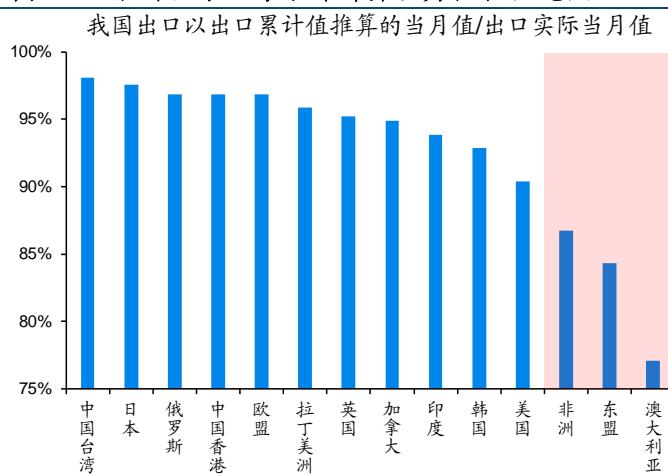
图表9: 6月, 以出口累计值这算的当月同比明显低于实际出口当月同比

出口当月同比与出口累计值折算当月同比



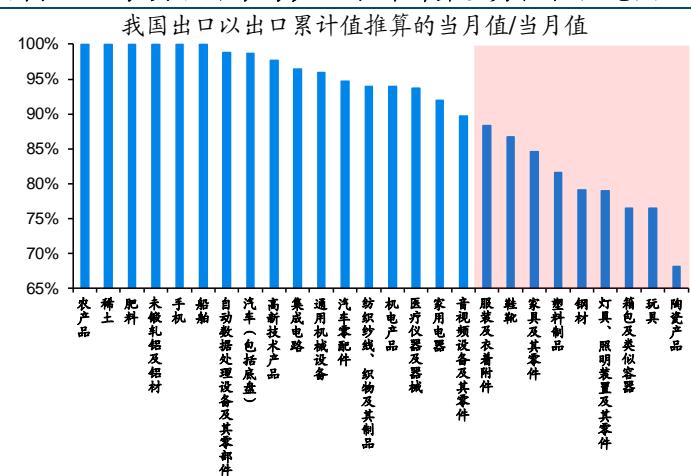
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 非洲、东盟等累计折算当月值相较更低



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 家具、服装等产品累计折算当月值相较更低

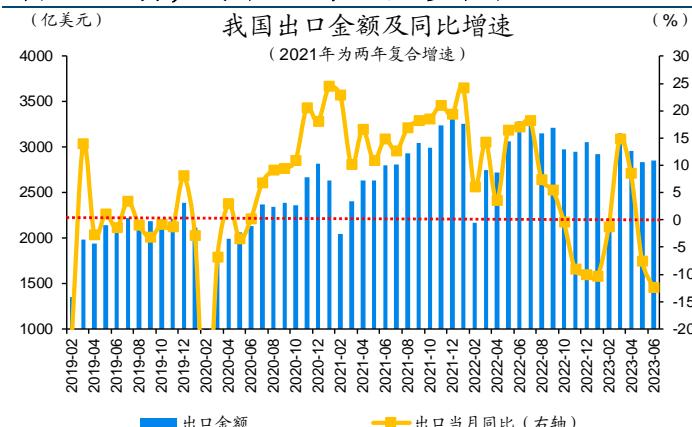


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2. 常规跟踪：对多数贸易伙伴出口回落，价格走弱对进出口金额的拖累加大

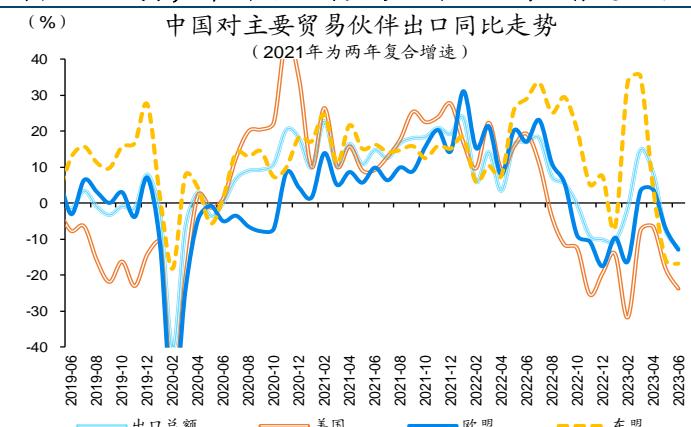
6月我国出口持续下行，对主要贸易伙伴出口普遍进一步回落。6月我国出口同比-12.4%，低于预期-10%，前值为-7.5%。6月我国对多数外贸伙伴出口均为负增，其中对美国、欧盟、日本出口同比分别为-23.7%、-12.9%、-15.6%，分别较5月回落5.5、5.9、2.3个百分点，合计拖累我国总体出口回落6.2%；对东盟、拉丁美洲、非洲出口同比分别较5月回落1、9.7、19.9个百分点至-16.9%、-10.8%、-6.9%，合计拖累我国总体出口回落3.8%；相较之下，我国对俄出口同比维持高位、达91%。

图表12: 6月, 我国出口同比进一步下行



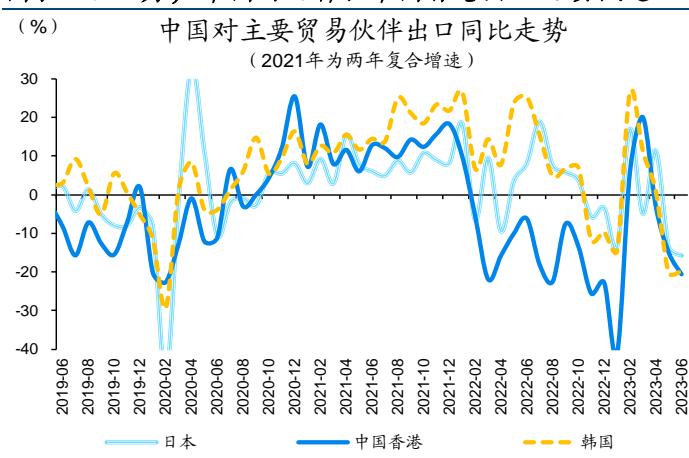
来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 6月, 中国对主要贸易伙伴出口同比普遍回落



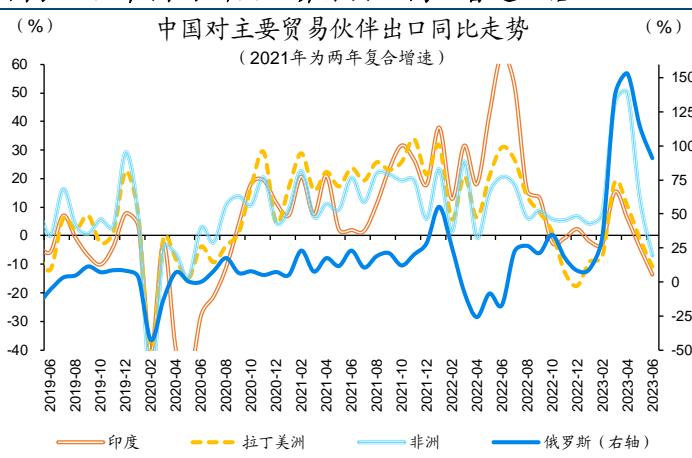
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 6月, 中国对日韩、中国香港出口延续低迷



来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 中国对新兴经济体出口同比普遍回落



来源: Wind, 国金证券研究所

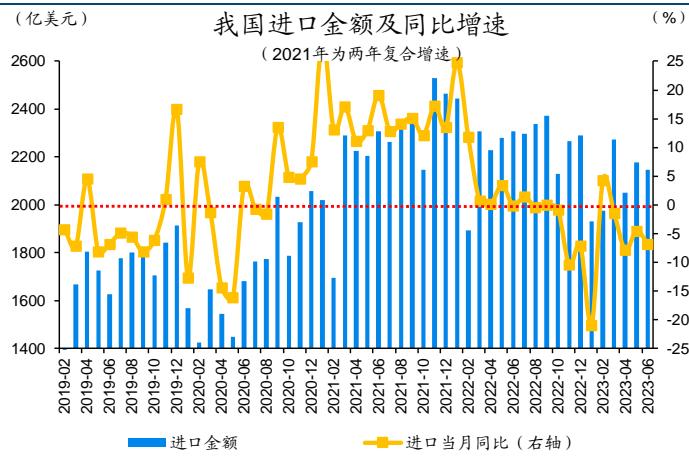
分产品看，生产相关机电产品、资源品出口显著回落，消费电子出口仍低迷。6月，我国多数产品出口回落，总体机电产品出口同比回落9%，拖累我国总体出口回落5.2%，其中生产相关的通用机械设备同比较5月回落9.9个百分点至-2.4%，集成电路、自动数据处理装备、手机等消费电子延续低迷。全球大宗商品价格回落，钢材等资源产品出口持续走弱，较5月回落15.7个百分点至-40.5%；前期表现景气的船舶出口明显走弱，较5月回落47.4个百分点至-24%；汽车及零部件出口维持景气，同比109.9%。

**图表16: 6月, 生产相关机电产品、资源品出口显著回落, 消费电子出口仍低迷**

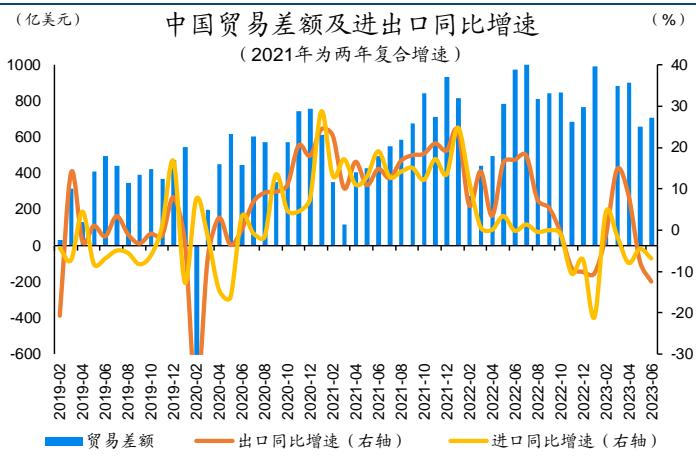
日期	较上月变动	同比增速								
		2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	
消费品	总出口	-4.9	-12.4	-7.5	8.5	14.8	-6.8	-9.9	-9.0	-0.3
	水产品	-1.7	-21.7	-20.0	-10.3	8.3	26.9	-30.4	-8.0	-12.1
	粮食	-26.3	-19.4	6.9	-32.3	1.3	-35.8	3.8	-0.6	28.7
	中药材及中式成药	21.0	-0.8	-21.8	10.6	-9.1	-	-	-7.4	2.9
	服装及衣着附件	-2.0	-14.5	-12.5	14.0	31.9	-21.8	-10.6	-10.3	-14.9
	鞋靴	-11.5	-21.3	-9.8	13.3	32.3	-26.7	-3.6	2.2	3.7
	箱包及类似容器	-6.2	-5.1	1.2	36.8	90.1	-8.7	8.7	14.3	12.2
	玩具	-4.3	-27.3	-23.0	-0.5	30.9	-14.9	-8.4	-10.1	-21.9
	塑料制品	-1.0	-12.0	-11.1	7.6	26.6	-7.1	-11.9	-3.0	-4.1
	家具及其零件	-0.2	-15.1	-14.8	0.0	13.7	-25.2	-13.2	-14.8	-15.9
	灯具、照明装置及其零件	-6.9	-10.3	-3.4	7.2	38.0	-34.9	-8.3	-11.9	-18.2
	陶瓷产品	-6.1	-28.2	-22.1	14.5	43.0	-17.1	-13.9	-2.2	-1.6
	手机	1.7	-23.3	-25.0	-12.7	-31.9	-11.6	12.1	-29.2	-33.3
	家用电器	3.2	3.9	0.7	2.2	11.9	-16.4	-11.0	-20.9	-22.9
	成品油	-15.7	2.7	18.4	-19.8	27.7	116.6	104.3	205.8	100.4
	纺织纱线、织物及其制品	0.0	-14.3	-14.3	3.9	9.1	-14.6	-26.4	-23.0	-14.9
	医疗仪器及器械	-5.4	-8.5	-3.2	7.4	12.8	-4.9	-19.2	-12.7	-12.7
	汽车(包括底盘)	-13.5	109.9	123.5	195.7	123.8	68.7	62.1	90.7	113.1
中间品和资本品	机电产品	-6.8	-9.0	-2.1	10.4	12.3	-3.2	-10.4	-12.9	-11.7
	汽车零配件	-8.3	5.1	13.4	30.0	25.3	7.8	1.1	-2.1	-0.3
	船舶	-47.4	-24.0	23.5	79.2	82.3	-13.1	-30.5	37.4	-19.9
	通用机械设备	-9.9	-2.4	7.5	20.5	13.1	-2.6	-5.2	-13.2	-3.2
	自动数据处理设备及其零部件	-13.7	-24.7	-10.9	-17.0	-26.0	-28.4	-35.3	-35.7	-28.3
	音视频设备及其零件	-4.3	-15.2	-10.9	-1.5	22.0	-4.5	-13.9	-20.6	-20.5
	集成电路	6.4	-19.4	-25.8	-7.3	-3.0	-10.6	-38.0	-16.0	-29.8
	高新技术产品	-2.9	-16.8	-13.9	-5.9	-10.4	-13.8	-22.6	-25.8	-24.0
	钢材	-15.7	-40.5	-24.8	20.4	54.1	33.5	17.8	-13.5	-2.6
	未锻轧铝及铝材	6.7	-35.4	-42.1	-35.4	-26.6	-18.0	-25.3	-24.7	-18.2
	稀土	0.4	-31.9	-32.3	-24.7	-23.3	-6.8	41.3	4.8	44.4
	肥料	-11.0	-7.3	3.7	-18.2	1.6	36.4	24.9	78.6	28.5

来源: Wind、国金证券研究所

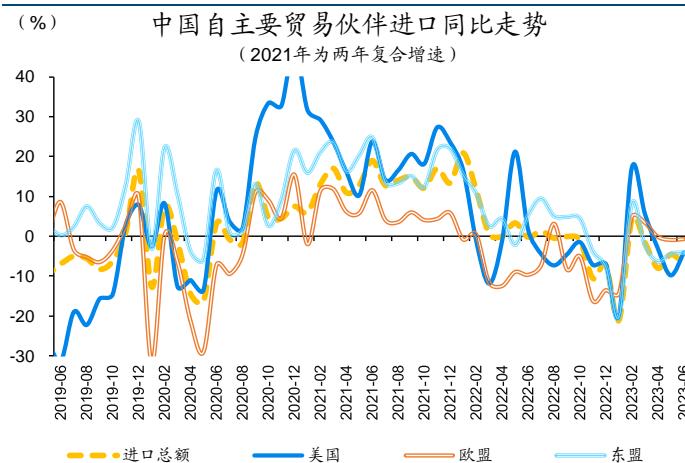
6月我国进口进一步下行, 自拉美、非洲、印度等新兴经济体的进口回落是主要拖累。6月, 我国进口同比降幅较5月走扩2.3个百分点至-6.8%; 6月贸易顺差706.2亿美元, 低于预期749亿美元, 高于前值658.1亿美元。分进口国家来看, 6月, 我国自欧盟、美国、东盟的进口低位企稳, 同比回升分别较5月提升0.2%、5.8%、0.2个百分点至-0.7%、-4.1%、-4.1%; 当前进口走弱的主要拖累在于, 我国自拉美、非洲、印度等新兴经济体进口的显著回落以及我国自中国台湾、韩国、日本等亚洲发达经济体进口的延续低迷, 合计拖累总体进口回落5.3%。

**图表17: 6月我国进口同比延续负增**


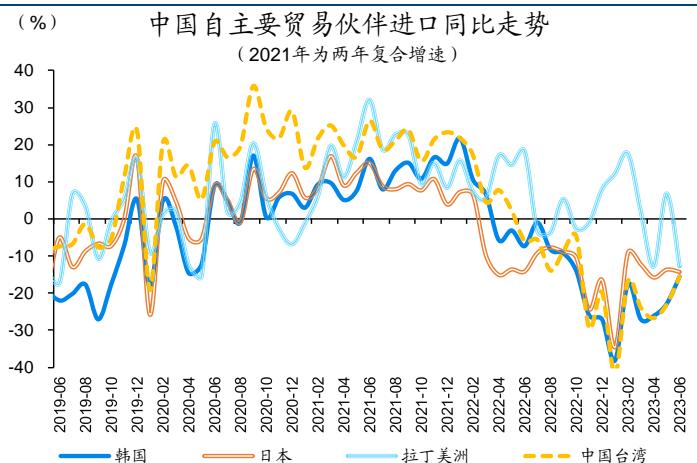
来源: Wind、国金证券研究所

**图表18: 6月我国进口同比表现明显好于出口**


来源: Wind、国金证券研究所

**图表19: 6月我国自美国、欧盟等经济体进口低位企稳**


来源: Wind, 国金证券研究所

**图表20: 6月我国对拉美等经济体进口显著回落**


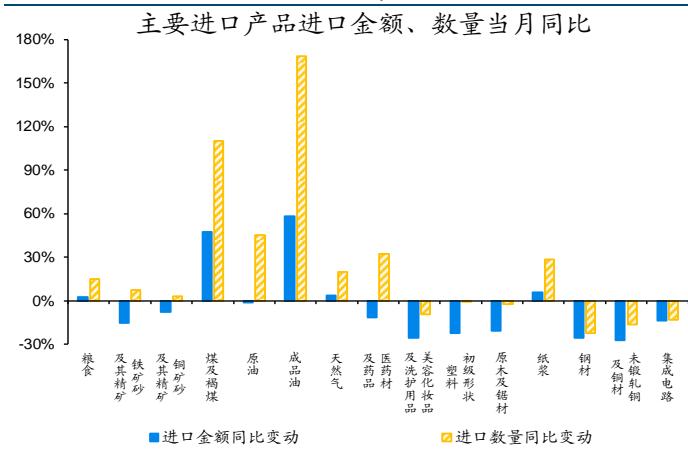
来源: Wind, 国金证券研究所

分产品看，进口占比较高的机电产品等进口低迷仍是主要拖累，全球大宗商品价格回落亦影响进口金额表现。6月我国集成电路、半导体等机电产品进口延续低迷持续对总体进口形成拖累，机电及高新技术产品合计拖累我国进口回落6%；医疗仪器及器械、医药材及药品等医疗相关产品进口显著回落，同比分别较5月回落13.8、16.2个百分点至-17.1%、-11.6%。从量价关系来看，全球大宗商品价格下行使得主要产品进口金额同比明显弱于进口数量，比如：成品油、原油、天然气等进口金额同比分别为58.3%、-1.4%、3.8%，对应进口数量同比分别高出进口金额同比110.3、46.8、15.9个百分点。

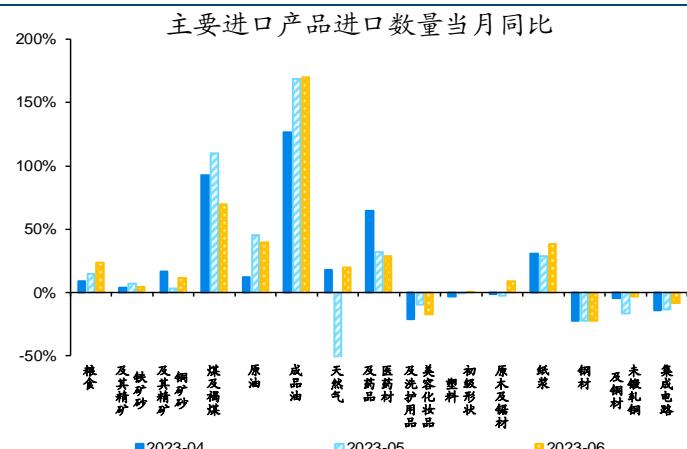
**图表21: 6月，我国进口占比较大的机电产品进口延续低迷，医疗相关产品进口明显走弱**

日期	较上月变动	同比增速								
		2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	
<b>总进口</b>	<b>-2.3</b>	<b>-6.8</b>	<b>-4.5</b>	<b>-7.9</b>	<b>-1.4</b>	<b>4.3</b>	<b>-21</b>	<b>-7.12</b>	<b>-10.48</b>	
消费品	农产品	1.7	4.4	2.6	5.7	16.3	27.6	1.5	11.5	9.4
	粮食	-3.8	2.6	6.4	-11.5	8.4	53.3	3.2	18.9	-2.5
	美容化妆品及洗护用品	-6.1	-25.7	-19.6	-22.8	2.8	8.5	-29.9	-30.8	-20.2
	汽车（包括底盘）	32.9	5.3	-27.6	-40.9	-14.9	-30.9	-21.7	-15.6	-21.2
	医药材及药品	-16.2	-11.6	4.6	61.4	45.8	47.5	28.8	-12.8	-15.9
	医疗仪器及器械	-13.8	-17.1	-3.3	6.2	2.9	0.9	-13.4	-14.0	-19.8
	纺织纱线、织物及其制品	7.9	-8.7	-16.5	-16.0	-12.7	-10.3	-50.0	-38.4	-36.3
中间品和资本品	铁矿砂及其精矿	-2.6	-15.1	-12.5	-5.8	9.0	11.6	6.4	-5.2	-22.4
	铜矿砂及其精矿	-12.5	-7.6	4.9	-1.1	-16.1	-1.7	-6.6	-19.4	-11.6
	煤及褐煤	11.9	47.6	35.7	34.8	127.6	126.6	5.9	-21.4	-26.0
	原油	12.6	-1.4	-14.0	-28.5	0.7	4.8	-8.0	15.2	28.1
	成品油	10.0	58.3	48.3	98.1	47.8	15.2	-19.1	25.5	16.2
	天然气	0.1	3.8	3.7	12.1	15.9	23.1	-26.3	-12.9	-3.1
	初级形状的塑料	1.6	-22.2	-23.8	-26.7	-27.6	-6.5	-30.7	-23.7	-20.4
	天然及合成橡胶（包括胶乳）	-9.8	-7.2	2.6	0.6	-13.8	2.9	-24.5	-3.4	-3.8
	原木及锯材	-8.4	-20.6	-12.2	-10.3	-6.3	-2.2	-27.4	-28.8	-30.8
	纸浆	-18.8	5.6	24.4	23.4	46.3	30.1	27.2	49.0	11.4
	钢材	-7.7	-25.8	-18.2	-31.2	-26.5	-19.7	-45.0	-22.5	-34.5
	未锻轧铜及铜材	-9.9	-27.2	-17.3	-24.6	-29.4	-20.0	-20.9	-26.8	-13.5
	机电产品	5.6	-8.8	-14.3	-16.3	-15.9	-13.6	-35.4	-19.5	-23.8
	机床	-37.0	-12.8	24.1	-13.0	-7.8	-4.6	-34.0	-22.7	-21.6
	自动数据处理设备机器零部件	8.8	-9.9	-18.7	-12.0	-24.7	-42.6	-61.1	-36.5	-34.9
	二极管及类似半导体器件	-0.1	-21.1	-21.0	-16.6	-6.6	-3.1	-41.7	-5.5	-4.7
	集成电路	5.2	-13.6	-18.8	-22.2	-20.0	-19.1	-39.3	-22.0	-27.6
	汽车零配件	7.1	-11.0	-18.1	-26.7	-20.7	-10.6	-35.9	2.6	-27.4

来源: Wind、国金证券研究所

**图表22：全球商品价格回落下，进口数量表现好于金额**


来源：Wind，国金证券研究所

**图表23：原油、成品油等部分资源品进口量仍提升**


来源：Wind，国金证券研究所

## 风险提示

- 1、全球疫情反复超预期。变异毒株等导致全球疫情仍存在反复的可能，或加大全球经济、供应链变化的不确定性。
- 2、地缘政治“黑天鹅”。逆全球化思潮、地缘政治冲突等，可能对全球和地区贸易产生影响。

**特别声明：**

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

---

**上海**  
电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402

---