

“见微知著”系列报告

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

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

 分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

 联系人：李雪莱
 lixuelai@gjzq.com.cn

出口走弱的新线索

近期港口集装箱吞吐情况有所好转，但其中我国港口空箱回流情况加剧，扰动了传统港口集装箱吞吐对我国出口变动的指示作用，海外空箱堆积更为严峻，进一步印证外需疲软、尚未改善，均指向我国出口仍将延续低迷。

一、热点思考：港口集装箱吞吐好转，但空箱回流加剧，指向我国出口或将延续低迷

近期我国港口集装箱吞吐有所改善，但空箱回流及堆积加剧，采用集装箱吞吐作为出口的映射或存偏误。经验显示，港口集装箱吞吐可作为我国出口走势的高频映射，今年春节后我国港口集装箱吞吐量显著提升，1月至2月中旬增幅达13.7%，引发我国出口好转的预期；值得注意的是，其中空箱吞吐明显提升，本周上海港口集装箱可用指数达0.64，高于去年同期的0.56、指向港口空箱堆积加剧；去年空箱回流现象已有所显现，去年年底，我国外贸集装箱吞吐同比提升5.5%、远高于长三角、珠三角外贸重箱吞吐同比的-13%、-20%，指向本轮集装箱吞吐改善或难以指向出口好转。空箱堆积现象在欧美国家也有所显现，指向外需疲软对我国出口的拖累或仍未结束，未来港口空箱去化对出口边际变动的映射值得关注。截至2月18日，美国洛杉矶港和比利时安特卫普港集装箱可用指数分别为0.79、0.8，显著高于上海港口的0.64；去年8月以来，美国长滩港口重箱进口同比由6月的16.4%回落至今年1月的-32.3%、远低于空箱进口同比6.5%，欧美港口近期数据均指向海外需求仍然偏弱、对我国出口拖累仍将持续。中期来看，传统港口集装箱吞吐指示作用有所减弱，中期来看，港口空箱去化、欧美重箱进口边际好转或可作为我国出口相较可靠的高频映射。

二、物流人流跟踪：节后市内人流维持高位，货运物流恢复至去年同期

市内出行水平远超过往、跨区人口流动力度进一步减弱，节后消费热度进一步减弱。本周城市地铁客流量较上周回升7.4%，为2021、2022年同期水平的116.1%、119.6%；反映市内人口流动力度的全国拥堵延时指数较上周回升6.4%、较2022年同期同比上涨10%。国内执行航班架次较上周回落1.3%，反映跨区域人口流动的全国迁徙规模较上周回落10%；市内出行更多集中在工作出行，消费热度持续减弱，代表连锁餐饮流水恢复强度由上周的71%回落至本周的53%。交通物流恢复略慢于人流，但目前公路货运、快递业务均已恢复至春节前水平。本周铁路货运量较上周回升1.3%，高速公路货车通行量较上周回升16.7%、已恢复至节前水平；邮政快递业务持续修复，快递揽收量恢复强度较上周提升4.8个百分点至128.7%、快递投递量恢复强度较上周提升4.5个百分点至119.9%。上周，全国整车货运流量指数延续提升、较前周增长13.3%，分地区看，浙江、广东、福建等地物流恢复相较更快，分别较前周提升24.9%、22.2%、21.8%。

三、产需高频跟踪：中下游生产持续提升，上游投资相关活动恢复有所加快、地产相关产需仍低迷

建筑行业工程项目复工工有所加快，开工水平显著提升、但劳务到位情况仍偏弱。截至2月14日，全国工程项目复工率显著提升、较上周提升38个百分点至77%、已超去年同期水平的70%，相较于上周明显弱于去年同期的开工情况，本周开工进度明显加快；分地区来看，华东、华中地区工程项目开工水平较高、分别为84%、83%，东北、西北、华北地区开工水平较弱，分别为14%、51%、54%；全国工程项目劳务到位率达68.2%、较去年同期回落2.6个百分点。节后上游开工加快、地产链相关产需仍低迷，汽车等部分下游开工维持高位。本周钢铁、水泥等上游生产均改善，全国高炉开工率较上周回升1.1个百分点至80%，水泥开工率较上周提升20.5个百分点至37%、显著高于去年同期的17%；但地产相关的玻璃、建筑钢材等产需进一步走弱，本周建筑钢材成交量仅为去年同期水平的47%、玻璃表观需求同比回落10.2%。相较之下，中下游行业开工持续改善，涤纶长丝开工率提升3.7个百分点至62%；汽车开工率已达70%。

风险提示：疫情反复，数据统计存在误差或遗漏。

内容目录

一、热点思考：出口走弱的新线索.....	4
二、物流人流跟踪：节后市内人流维持高位，物流基本恢复至去年同期.....	6
三、产需高频追踪：节后建筑行业开工恢复加快，工业产需延续恢复.....	9
风险提示.....	13

图表目录

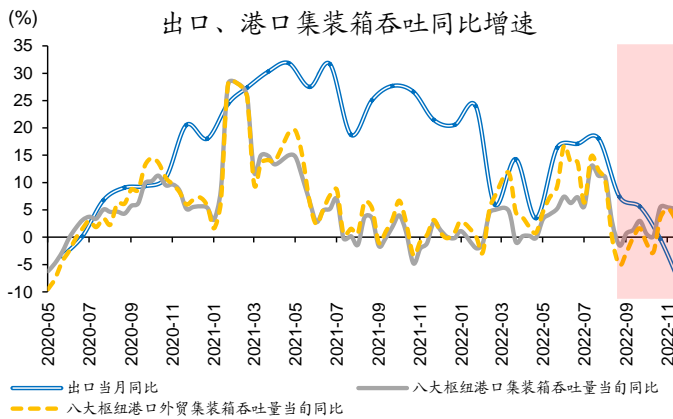
图表 1： 过往出口增速与枢纽港口集装箱吞吐走势相近.....	4
图表 2： 近期全国港口日吞吐量明显提升.....	4
图表 3： 2022 年下半年我国出口金额当月同比走弱.....	4
图表 4： 2022 年下半年我国关键海域集装箱吞吐持续提升.....	4
图表 5： 去年年底以来，枢纽港口重箱外贸明显回落.....	5
图表 6： 上海港口集装箱可用指数明显高于去年同期.....	5
图表 7： 洛杉矶港口集装箱可用指数远超国内港口.....	5
图表 8： 安特卫普港口集装箱可用指数远超国内港口.....	5
图表 9： 去年 9 月以来，长滩空箱进口同比远超重箱.....	5
图表 10： 去年以来，洛杉矶港口空箱进口比例显著提升.....	5
图表 11： 2022 年全球供应链压力显著缓解.....	6
图表 12： 2021 年全球集装箱产量显著提升.....	6
图表 13： 本周，CCFI 综合指数略有回落.....	6
图表 14： 本周，东南亚航线出口运价下行.....	6
图表 15： 本周，美西航线出口运价略有回落.....	6
图表 16： 本周，欧洲航线出口运价回落.....	6
图表 17： 全国样本城市地铁客流量延续上升.....	7
图表 18： 全国样本城市地铁客运量环比总体上升.....	7
图表 19： 本周，全国拥堵延时指数远超同期.....	7
图表 20： 全国样本城市拥堵指数周环比总体上涨.....	7
图表 21： 节后国内执行航班架次有所回落.....	8
图表 22： 春节后全国迁徙规模指数延续回落.....	8
图表 23： 代表线下小酒馆营业情况明显好转.....	8
图表 24： 代表连锁餐饮节后流水强度有所减弱.....	8
图表 25： 节后铁路货运运输货物延续回升.....	8
图表 26： 节后全国快递物流恢复强度已达节前水平.....	8

图表 27: 全国整车货运物流指数持续回升	9
图表 28: 多数地区整车货运流量指数明显提升	9
图表 29: 本周全国工程项目开工率已超去年同期	9
图表 30: 本周全国工程项目劳务到位率仍弱于过往	9
图表 31: 全国钢材表观消费量超去年同期	10
图表 32: 全国高炉开工率延续回升	10
图表 33: 全国钢厂盈利率延续提升	10
图表 34: 本周, 建筑钢材成交量明显走弱	10
图表 35: 水泥粉磨开工率延续回升	10
图表 36: 全国水泥出货率持续提升	10
图表 37: 全国水泥库存延续回落	11
图表 38: 全国水泥价格进一步走弱	11
图表 39: 玻璃表观消费量远低于过往	11
图表 40: 玻璃生产明显回落	11
图表 41: 全国玻璃库存持续提升	11
图表 42: 沥青开工率高于去年同期	11
图表 43: 国内 PTA 开工率略有上升	12
图表 44: 涤纶长丝开工率持续提升	12
图表 45: 汽车半钢胎开工率持续提升	12
图表 46: 汽车全钢胎开工率持续提升	12
图表 47: 30 大中城市商品房成交面积延续提升	12
图表 48: 节后商品房成交降幅收窄	12
图表 49: 本周全国二手房成交面积持续提升	13
图表 50: 二线城市二手房成交提升更为显著	13

一、热点思考：出口走弱的新线索

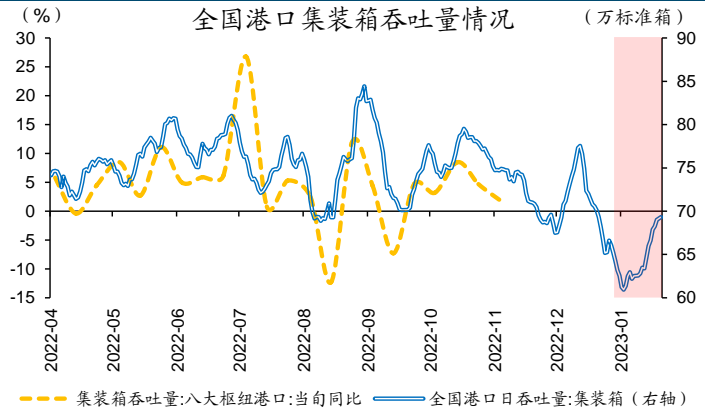
过往集装箱吞吐可作为出口变动的高频映射，但近期指示作用减弱，年初集装箱吞吐提升对出口改善的指示或存偏误。年初是我国出口数据真空期，经验显示，高频指标港口集装箱吞吐量一定程度可作为我国出口走势的映射、助于更为及时地把握出口变动；春节后港口集装箱吞吐量显著提升，1月至2月中旬提升幅度达13.7%，引发关于出口边际改善的预期，但本轮集装箱吞吐改善或难以指向出口好转。去年9月开始，港口集装箱吞吐量对我国出口增速的映射作用开始减弱，去年9月至11月，八大枢纽港口集装箱吞吐量当月同比提升4.9个百分点、但出口金额当月同比回落14.6个百分点。

图表1：过往出口增速与枢纽港口集装箱吞吐走势相近



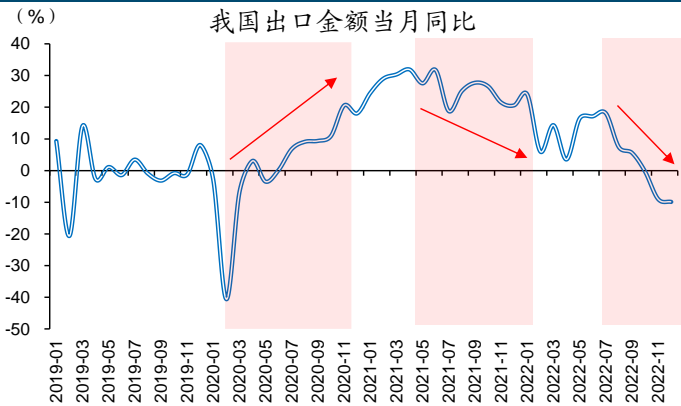
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：近期全国港口日吞吐量明显提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：2022年下半年我国出口金额当月同比走弱



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：2022年下半年我国关键海域集装箱吞吐持续提升

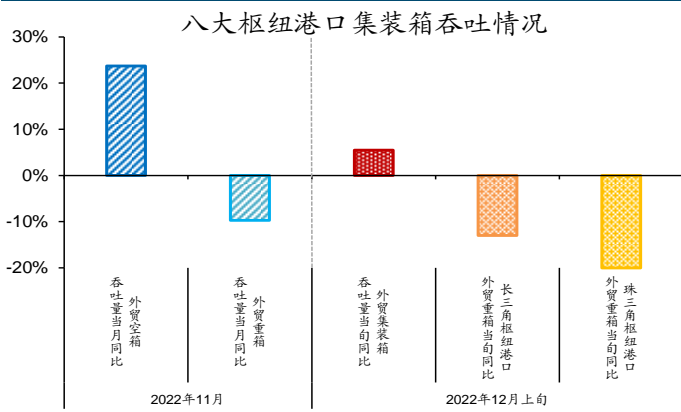


来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

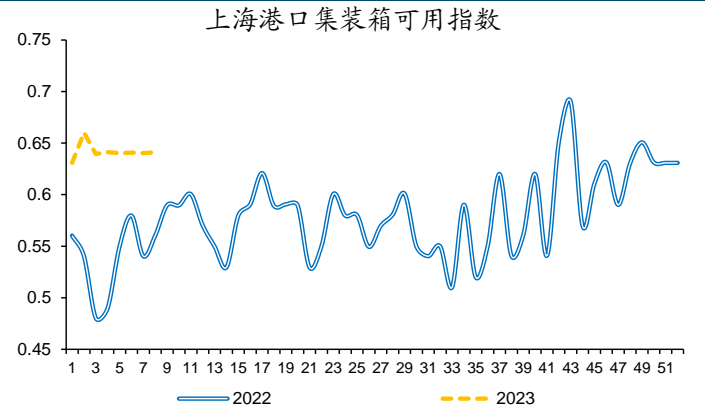
上述情况的原因是港口空箱回流堆积情况加剧、扰动整体集装箱吞吐表现。我国港口集装箱吞吐包括空箱吞吐、重箱吞吐两大方面，其中载货集装箱（重箱）可形成实际外贸量，去年8月之后，空箱吞吐对总体集装箱吞吐影响力度提升，去年11月，八大枢纽港口外贸空箱吞吐量同比增长23.7%、而外贸重箱吞吐量同比回落9.7%，去年12月，外贸集装箱吞吐量同比提升5.5%、远高于长三角、珠三角地区枢纽港口外贸重箱吞吐量同比的-13%、-20%；今年以来，空箱吞吐力度加大对集装箱吞吐的扰动加剧，截至2月18日，上海港口集装箱可用指数¹达0.64、显著高于去年同期的0.56、港口空箱堆积情况加剧。

¹ 港口集装箱可用指数高于0.5，意味着入港集装箱的数量大于离港集装箱的数量，容易造成空箱在港口堆积的情况。

图表5: 去年年底以来, 枢纽港口重箱外贸明显回落



图表6: 上海港口集装箱可用指数明显高于去年同期

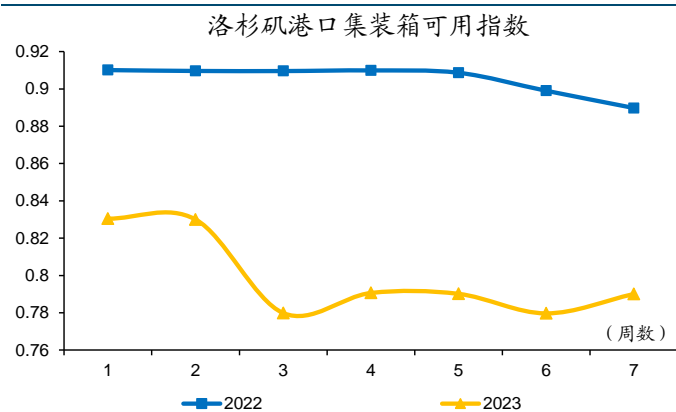


来源: 中国港口, 国金证券研究所

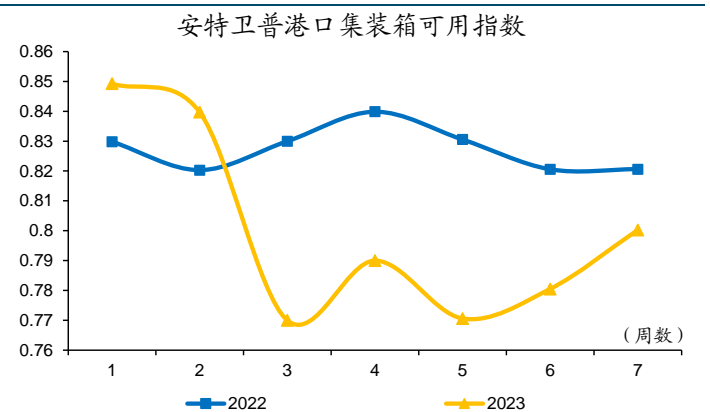
来源: Container xChange, 国金证券研究所

海外国家港口空箱堆积更为严峻, 进一步指向外需疲软对我国出口的拖累仍将持续。截至2月18日, 美国洛杉矶港和比利时安特卫普港的集装箱可用指数分别为0.79、0.8, 仍显著高于上海港口的0.64, 指向欧美等重要进口国空箱堆积情况超过国内水平; 去年下半年开始, 美国长滩港口重箱进口同比显著回落、由去年6月的16.4%回落至今年1月的-32.3%、远低于空箱进口同比6.5%; 美国洛杉矶港口进口空箱比例显著提升、由去年8月的0.5%提升至今年1月的1.7%, 对应出口空箱²占比由74.4%回落至70.4%, 海外港口1月数据进一步指向外需拖累下, 我国出口低迷仍将延续。

图表7: 洛杉矶港口集装箱可用指数远超国内港口



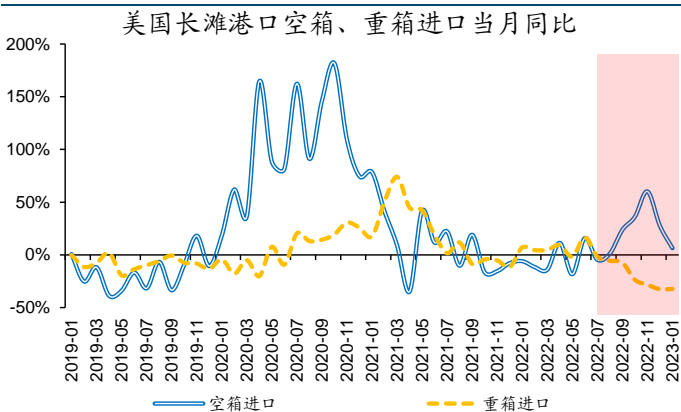
图表8: 安特卫普港口集装箱可用指数远超国内港口



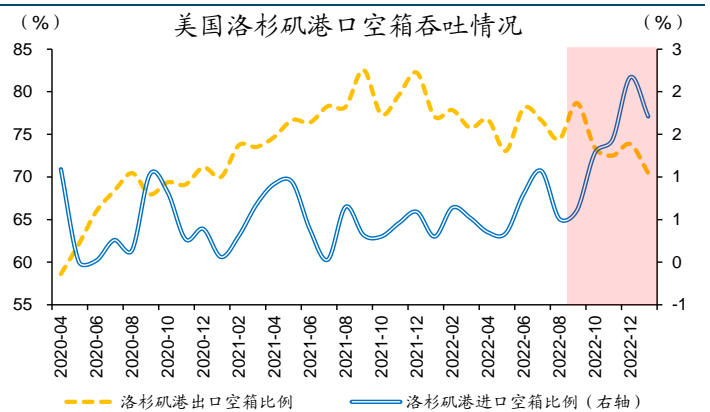
来源: Container xChange, 国金证券研究所

来源: Container xChange, 国金证券研究所

图表9: 去年9月以来, 长滩空箱进口同比远超重箱



图表10: 去年以来, 洛杉矶港口空箱进口比例显著提升



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

外需疲软导致集装箱产能过剩影响进一步凸显、航运价格持续回落, 未来港口空箱边际去

2 对于典型进口国而言, 集装箱从出口国运至进口国完成卸货后需回流至出口国以进行下一次外贸活动, 因此出口空箱比例下降一定程度反映典型进口国外贸需求的减少。

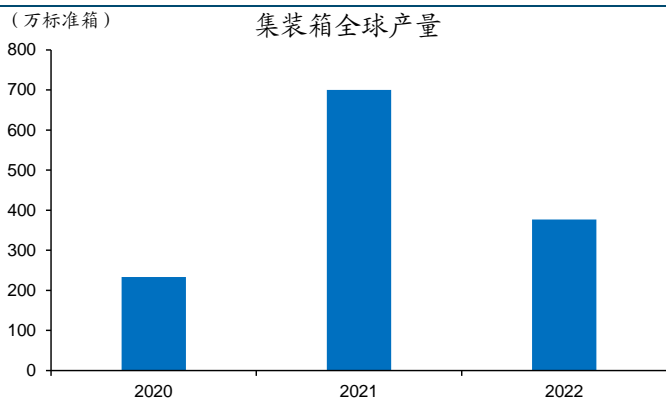
化或是出口较为合理观测视角。2021年以来，全球供应链持续紧张，为缓解运输压力，全球集装箱产量显著增长，2021年全球集装箱产量较2020年提升3倍；随着供应链瓶颈回归正常化，全球航运市场集装箱过剩比例超过10%、出口集装箱价格持续下行；同时，2022年主要欧美国家经济景气度持续走弱，共同导致目前港口空箱堆积水平远高于过往。在当前情况下，传统的港口集装箱吞吐对出口的指示作用有所减弱，中期来看，我国港口空箱去化、欧美国家重箱进口边际好转或可作为我国出口相较可靠的高频映射。

图表11: 2022年全球供应链压力显著缓解



来源: Wind, 国金证券研究所

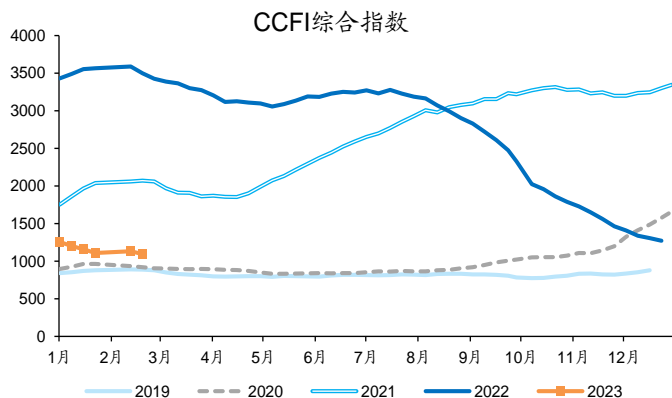
图表12: 2021年全球集装箱产量显著提升



来源: Container xChange, 国金证券研究所

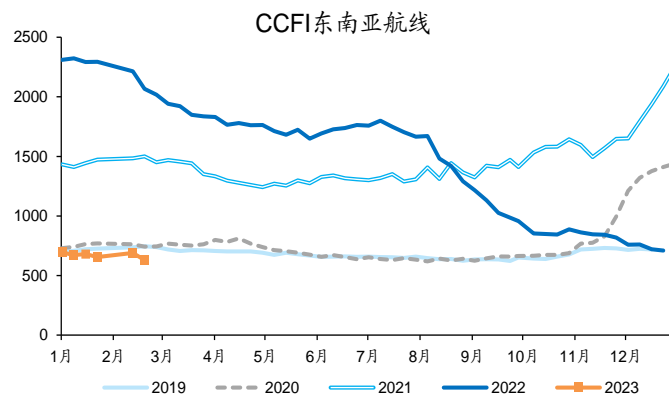
空箱堆积加剧、海运市场低迷使得我国集装箱出口价格持续下行，进一步验证我国出口低迷仍将延续。本周(2月11日至2月17日)，中国出口集装箱运价指数CCFI略有下降、较上周下降3.5%，仍维持较低水平、分别为2021年、2022年同期水平的47.2%、68.7%；分航线看，东南亚、美西航线分别较上周下降8.7%、6.1%，欧洲、地中海、日本航线延续下行、分别较上周回落2.6%、1.7%、3.1%。

图表13: 本周, CCFI综合指数略有回落



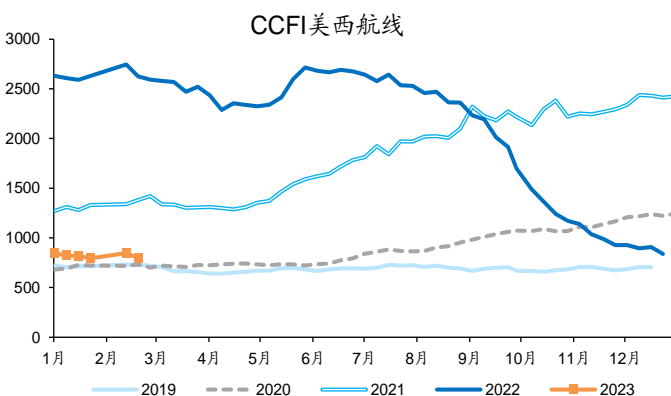
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 本周, 东南亚航线出口运价下行



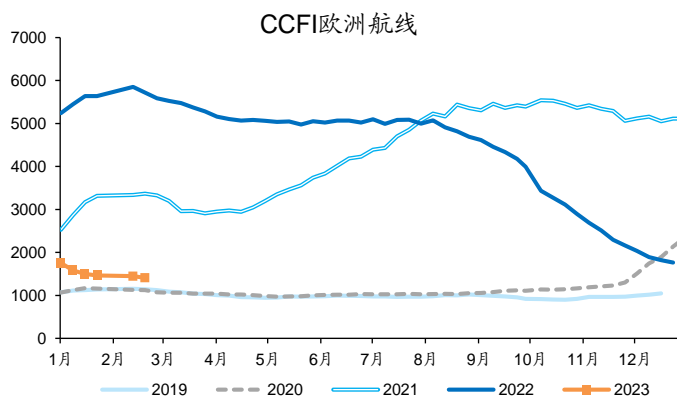
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 本周, 美西航线出口运价略有回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 本周, 欧洲航线出口运价回落

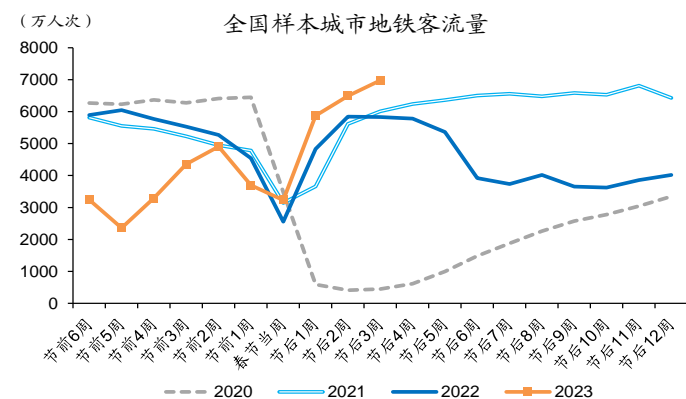


来源: Wind, 国金证券研究所

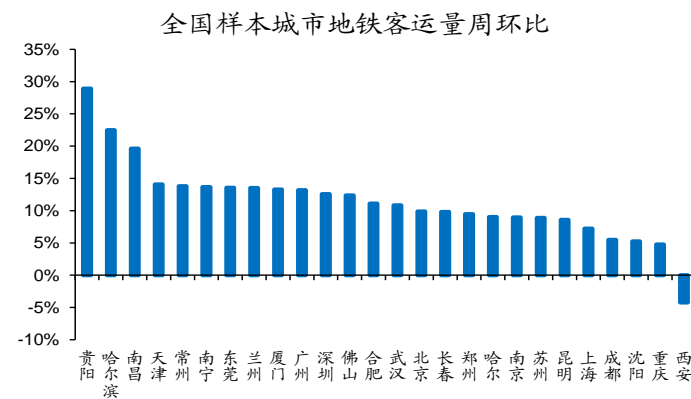
二、物流人流跟踪：节后市内人流维持高位，物流基本恢复至去年同期

市内出行水平延续提升，地铁客流、城市拥堵情况持续超过往年同期水平。本周（2月11日至2月17日），本周城市地铁客流量延续回升、较上周回升7.4%，为2021、2022年同期水平的116.1%、119.6%；分城市来看，贵阳、哈尔滨、南昌等地地铁客流回升幅度较大、分别较上周回升28.9%、22.5%、19.6%；反映市内人口流动力度的全国拥堵延时指数延续回升、较上周回升6.4%、较2022年同期同比上涨10.2%，西宁、兰州、海口等城市回升幅度最大、分别较上周回升22.9%、19.3%、14.6%。

图表17：全国样本城市地铁客流量延续上升



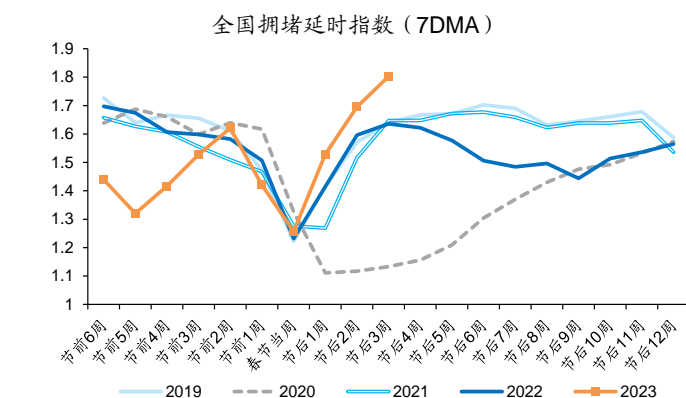
图表18：全国样本城市地铁客运量环比总体上升



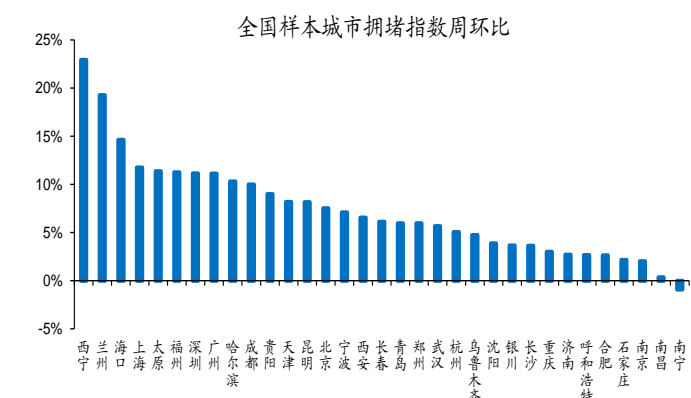
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表19：本周，全国拥堵延时指数远超同期



图表20：全国样本城市拥堵指数周环比总体上涨

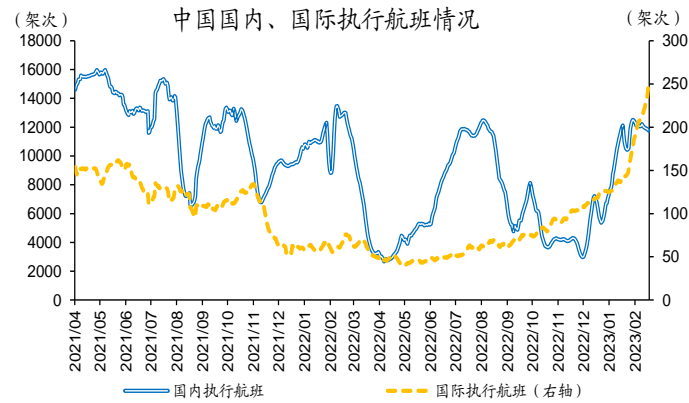


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

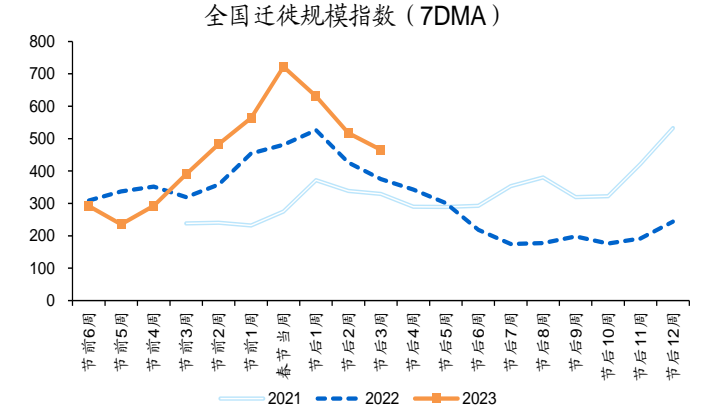
伴随返工高峰结束，国内跨区人口流动力度有所减弱，但整体水平仍超过往年。本周（2月11日至2月17日），国内执行航班架次继续回落、较上周回落1.3%，国际执行航班架次延续提升、较上周增加10.4%。本周，反映跨区域人口流动力的全国迁徙规模指数季节性回落、较上周回落10.06%，但整体水平显著高于过往同期、为去年同期水平的124.1%。从人口迁入迁出结构来看，本周广州、北京、深圳、上海的人口迁入规模占比分别为3.1%、2.5%、2%，超过东莞、佛山、苏州的1.7%、1.6%、1.6%，或指向节后商务出行的人口流动规模加大。

图表21: 节后国内执行航班架次有所回落



来源: Wind, 国金证券研究所

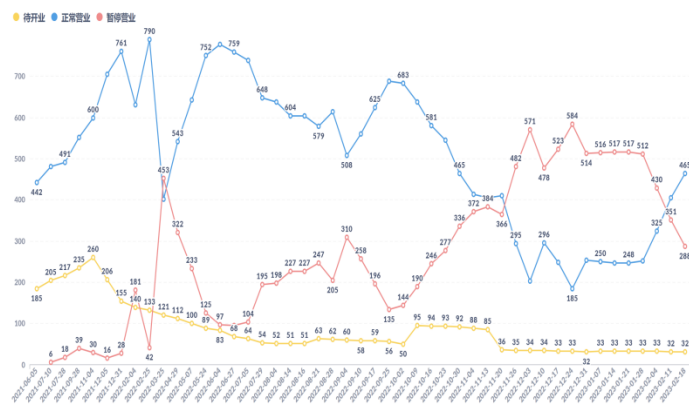
图表22: 春节后全国迁徙规模指数延续回落



来源: 百度地图, 国金证券研究所

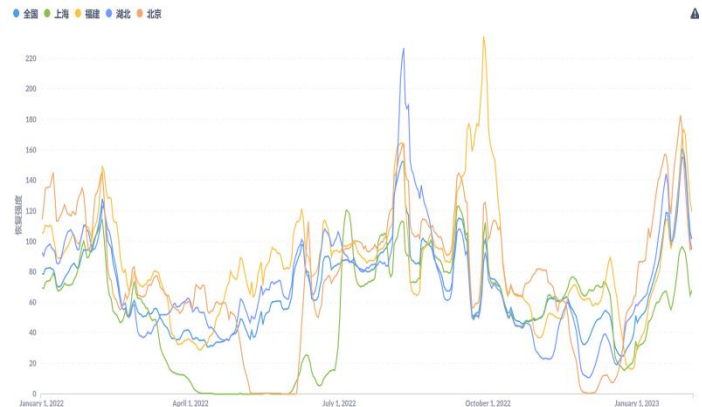
节后线下消费热度有所减弱, 但线下场景营业状态持续改善。国金数字未来 Lab 数据显示, 本周 (2月11日至2月17日), 代表线下小酒馆营业店面数持续提升、较上周提升 14.8%, 暂停营业店面数显著回落、较上周减少 17.9%。本周代表连锁餐饮流水恢复强度进一步回落, 全国流水恢复强度由上周的 70.9% 回落至本周的 53%。

图表23: 代表线下小酒馆营业情况明显好转



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

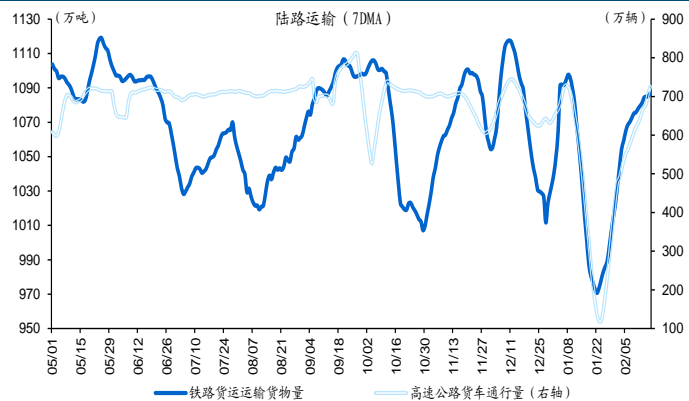
图表24: 代表连锁餐饮节后流水强度有所减弱



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

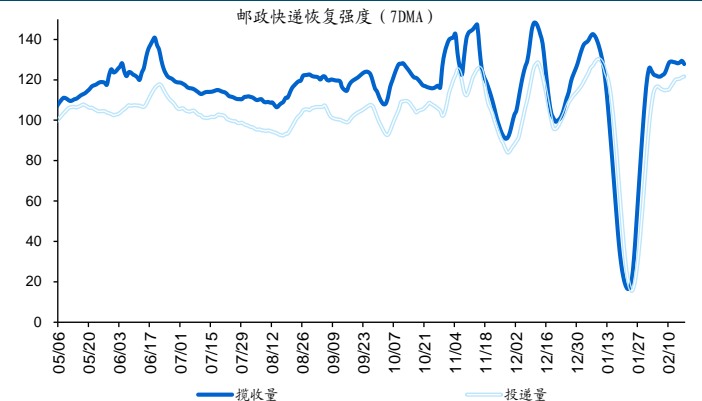
交通物流恢复慢于人流, 目前公路货运、快递业务均已恢复至春节前水平。本周 (2月11日至2月17日), 铁路货运量较上周回升 1.3%, 高速公路货车通行量较上周回升 16.7%、已恢复至节前水平; 邮政快递业务量持续修复, 快递揽收量恢复强度较上周提升 4.8 个百分点至 128.7%、快递投递量恢复强度较上周提升 4.5 个百分点至 119.9%。上周 (2月4日至2月10日), 全国整车货运流量指数延续提升、较前周增长 13.3%, 分地区看, 浙江、广东、福建等地物流恢复较快, 分别较前周提升 24.9%、22.2%、21.8%。

图表25: 节后铁路货运运输货物延续回升



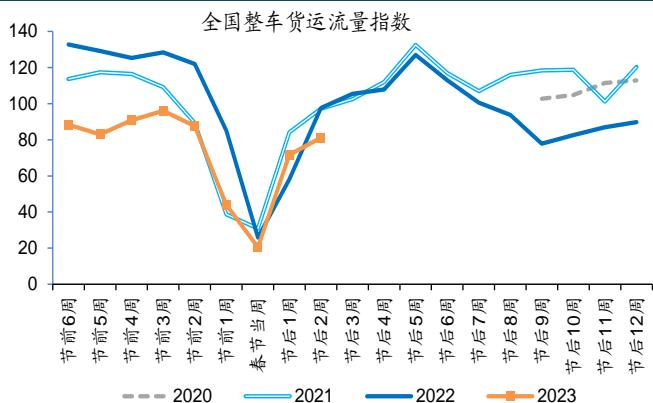
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表26: 节后全国快递物流恢复强度已达节前水平



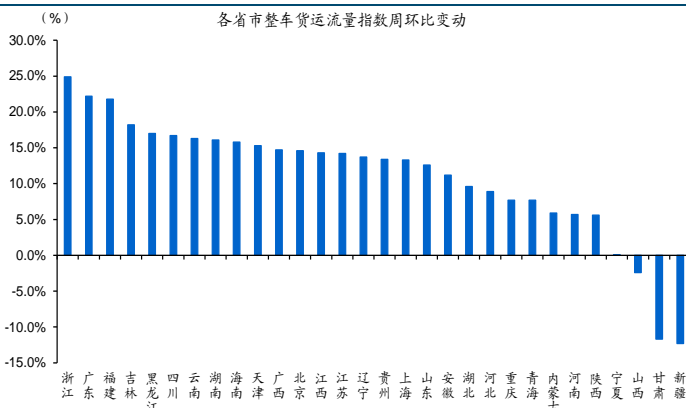
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表27: 全国整车货运物流指数持续回升



来源: G7 物联, 国金证券研究所

图表28: 多数地区整车货运流量指数明显提升

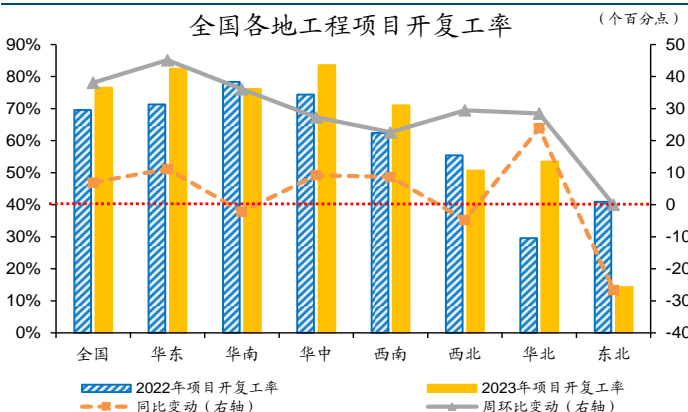


来源: G7 物联, 国金证券研究所

三、产需高频追踪：节后建筑行业开工恢复加快，工业产需延续恢复

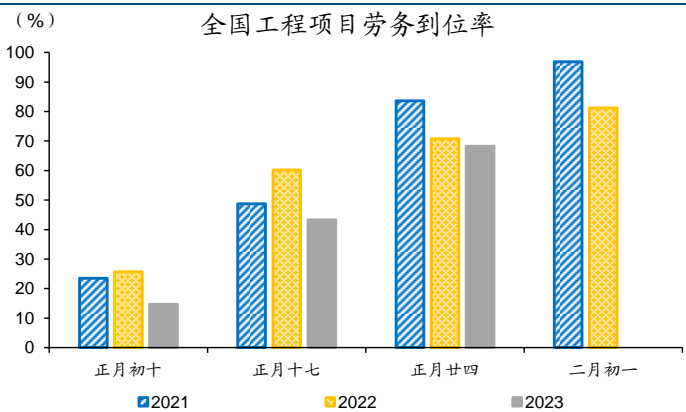
节后工程项目复工加快，开工水平显著提升、劳务到位率仍偏低。截至2月14日，全国工程项目开复工率显著提升、较上周提升38.1个百分点至76.5%、已超去年同期水平的69.6%，工程项目开工进度明显加快；分地区来看，华东、华中地区工程项目开工水平较高、分别为83.6%、82.5%，东北、西北、华北地区开工水平相对较弱，分别为14.3%、50.7%、53.5%；本周全国工程项目劳务到位率达68.2%、较去年同期回落2.6个百分点。

图表29: 本周全国工程项目开工率已超去年同期



来源: 百年建筑网, 国金证券研究所

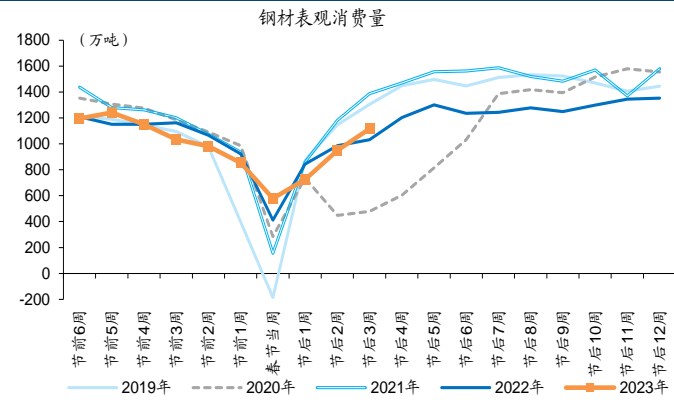
图表30: 本周全国工程项目劳务到位率仍弱于过往



来源: 百年建筑网, 国金证券研究所

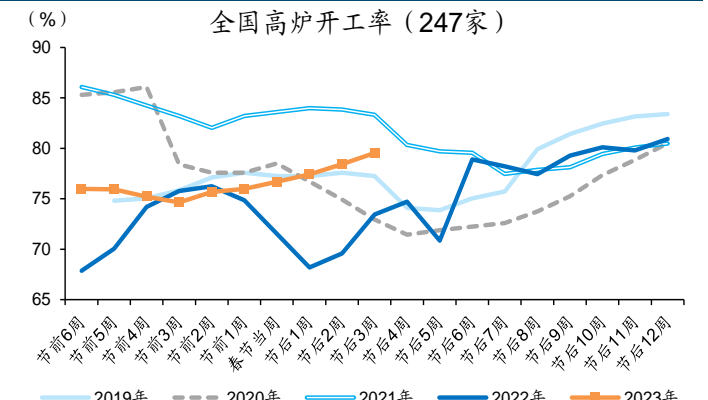
节后钢铁需求结构分化加剧、地产用钢需求进一步走弱，总体开工、盈利有所改善。本周(2月11日至2月17日)，钢铁总体产需持续提升，全国钢铁表观消费量较上周回升18%，钢铁需求边际改善，超过2022年同期；钢铁生产延续恢复，全国高炉开工率较上周回升1.1个百分点至79.5%；产需改善下，全国247家钢厂盈利率延续提升、较上周回升0.4个百分点至38.9%；但地产相关用钢需求进一步走弱，本周建筑钢材成交量8.4万吨、分别仅为2021年、2022年同期水平的54.8%、47.0%。

图表31: 全国钢材表观消费量超去年同期



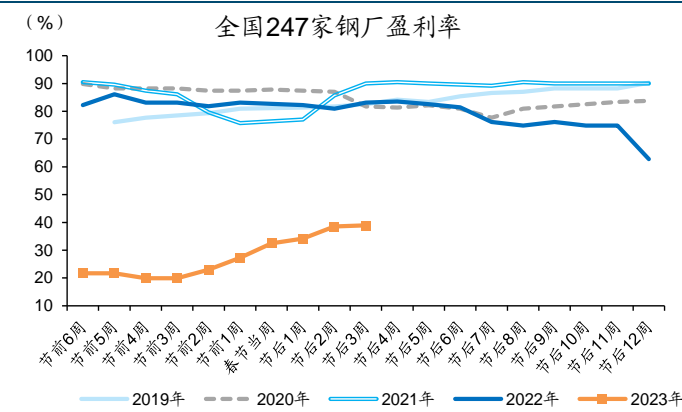
来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 全国高炉开工率延续回升



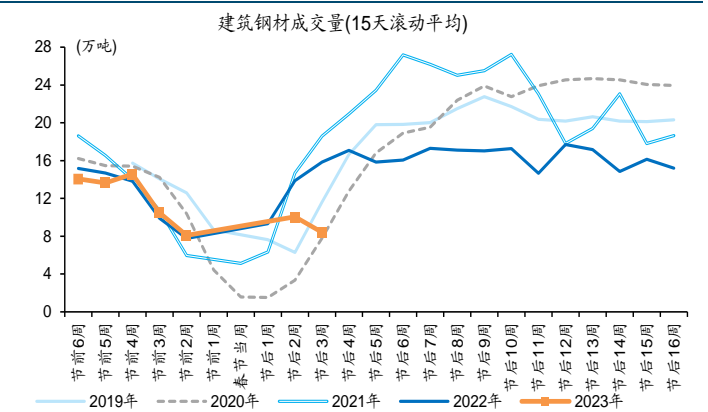
来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 全国钢厂盈利率延续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

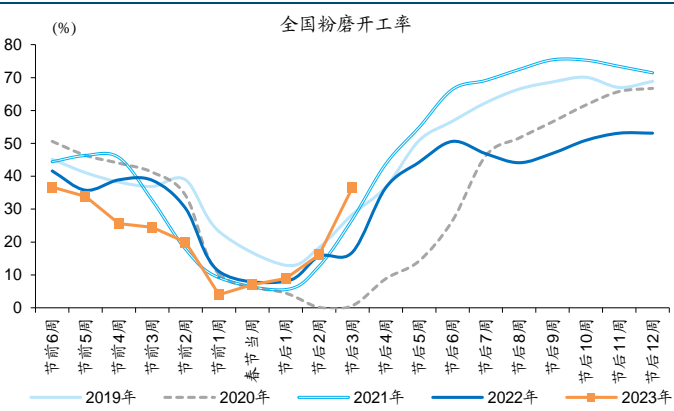
图表34: 本周, 建筑钢材成交量明显走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

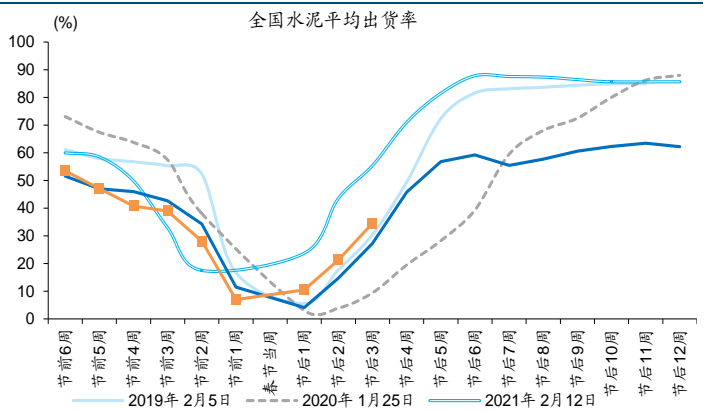
水泥产需快速提升, 带动库存持续去化。本周(2月11日至2月17日), 全国水泥开工率延续提升、较上周回升20.5个百分点至36.7%、显著高于去年同期的16.9%, 指向水泥相关生产明显加快; 水泥需求持续改善, 全国水泥出货率较上周回升13.3个百分点至34.6%、高于去年同期水平7.3个百分点, 对应水泥库存进一步去化、库容比较前周回落2个百分点, 水泥价格有所企稳、较上周提升0.2%。

图表35: 水泥粉磨开工率延续回升



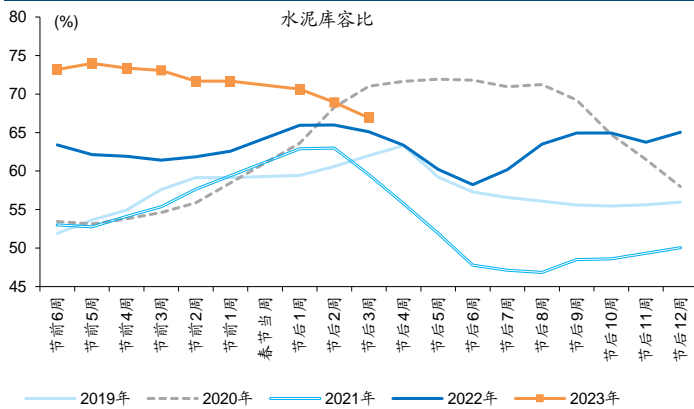
来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 全国水泥出货率持续提升



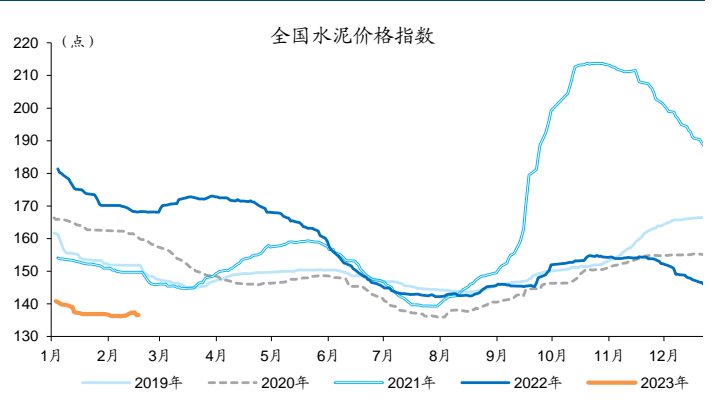
来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 全国水泥库存延续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

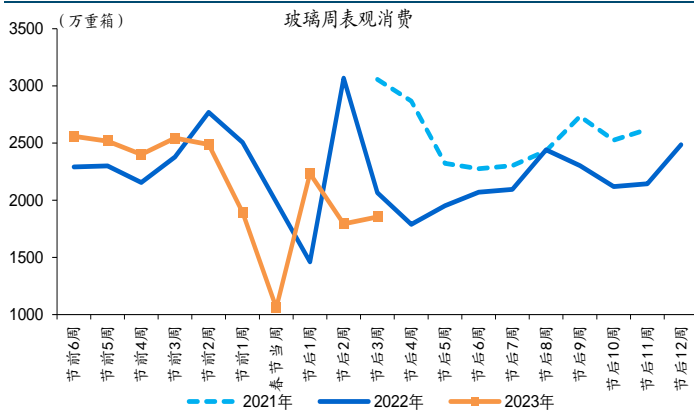
图表38: 全国水泥价格进一步走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

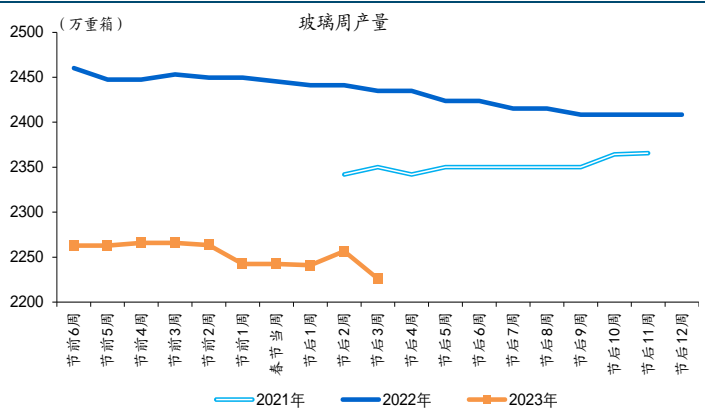
地产开工低迷拖累下, 玻璃产需维持低位, 沥青开工略有提升。本周(2月11日至2月17日), 玻璃产量明显下行、较上周回落1.4%, 玻璃需求维持低位、表观消费远低于过往同期水平, 需求疲软导致玻璃库存进一步上行、本周玻璃库存较上周提升5.6%、为去年同期的159%, 玻璃产需双弱进一步指向地产开工仍然低迷。本周沥青开工率略有提升、较上周回升0.7个百分点至32.9%、为去年同期的127%, 映射今年节后基建落地情况较好。

图表39: 玻璃表观消费量远低于过往



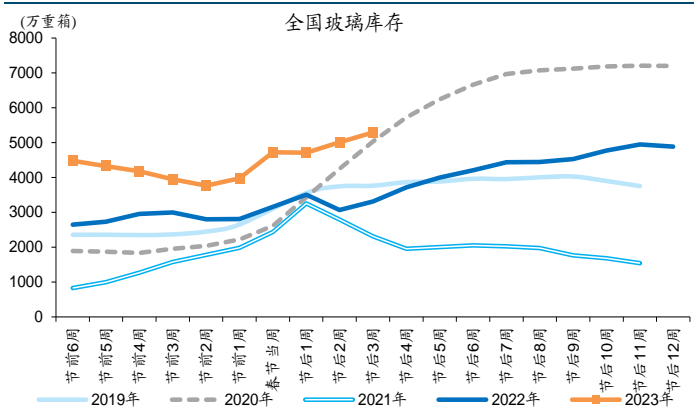
来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 玻璃生产明显回落



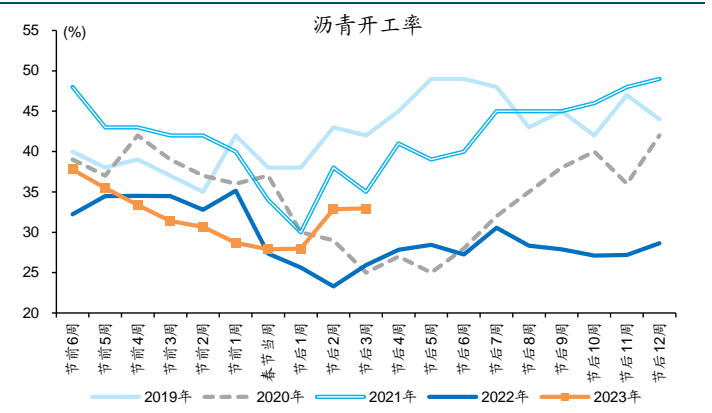
来源: Wind, 国金证券研究所

图表41: 全国玻璃库存持续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

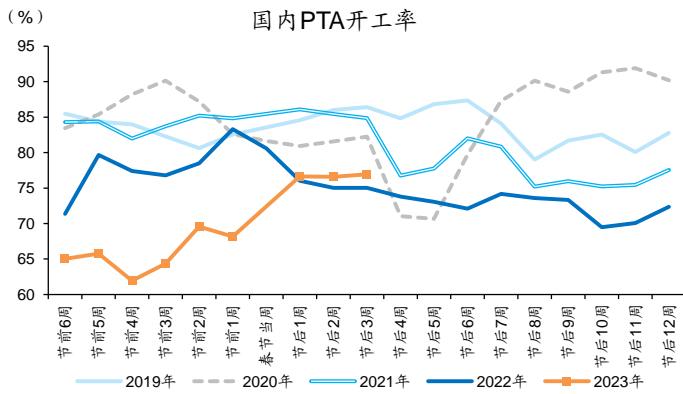
图表42: 沥青开工率高于去年同期



来源: Wind, 国金证券研究所

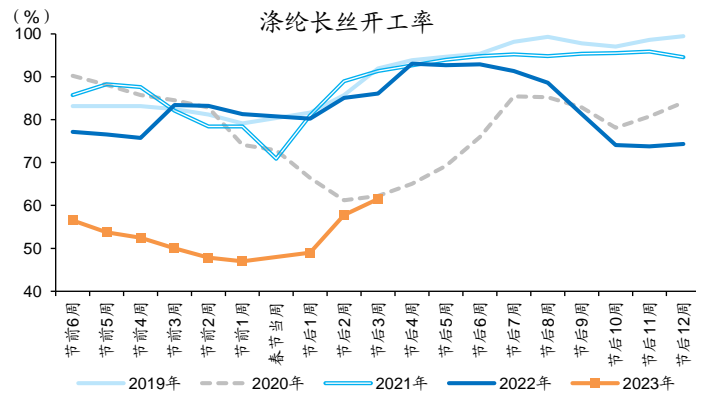
中游生产持续改善, 汽车相关行业开工景气延续。本周(2月11日至2月17日), 国内PTA开工率有所上升、较上周上升0.3个百分点至76.9%, 较去年同期提升1.9个百分点; 涤纶长丝开工率较上周前回升3.7个百分点至61.5%; 本周, 汽车开工率延续提升, 其中半钢胎开工率较上周回升4个百分点至71.7%、较去年同期提升16.4个百分点, 全钢胎开工率较上周回升5.3个百分点至67.6%、较去年同期提升14.8个百分点。

图表43: 国内PTA开工率略有上升



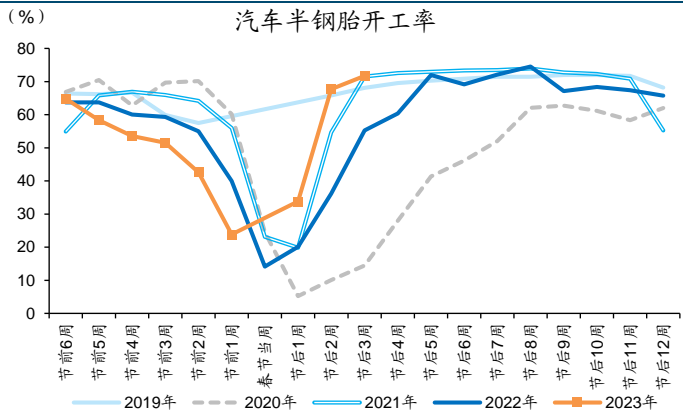
来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: 涤纶长丝开工率持续提升



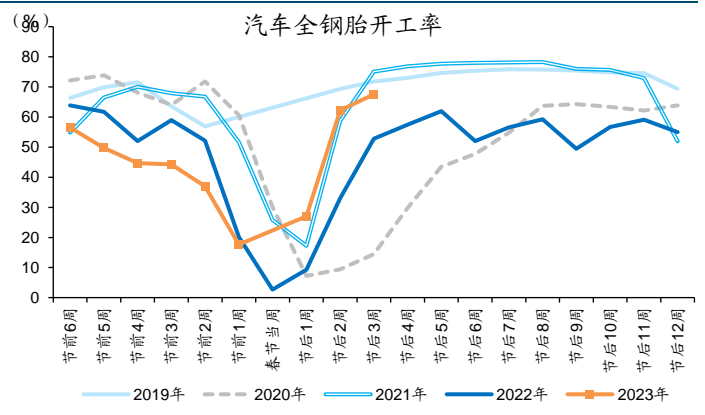
来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 汽车半钢胎开工率持续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

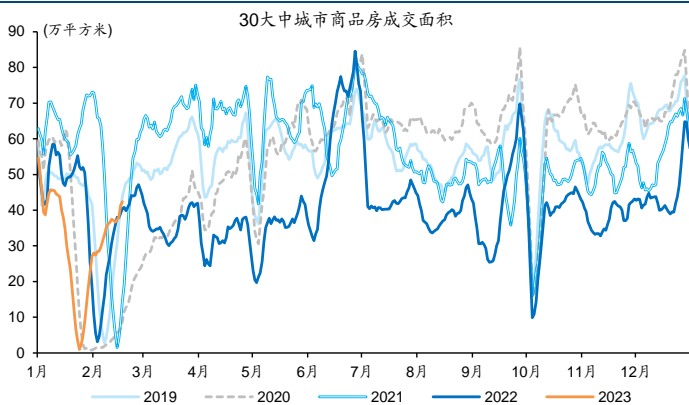
图表46: 汽车全钢胎开工率持续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

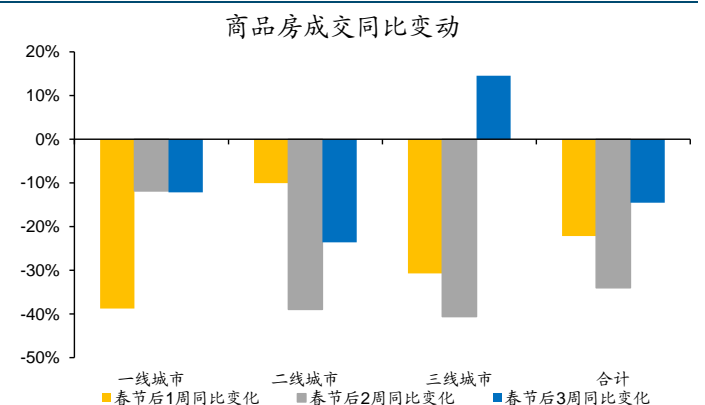
节后全国商品房成交延续提升, 二手房成交明显好于去年同期。本周(2月11日至2月17日), 30大中城市商品房成交同比回落14.5%, 分城市来看, 一线、二线、三线城市分别较去年同期回落12.1%、23.6%、14.6%。本周, 二手房成交面积显著回升、较前周回升13%、节后提升力度远大于过往同期、较去年同期同比提升45.9%。

图表47: 30大中城市商品房成交面积延续提升



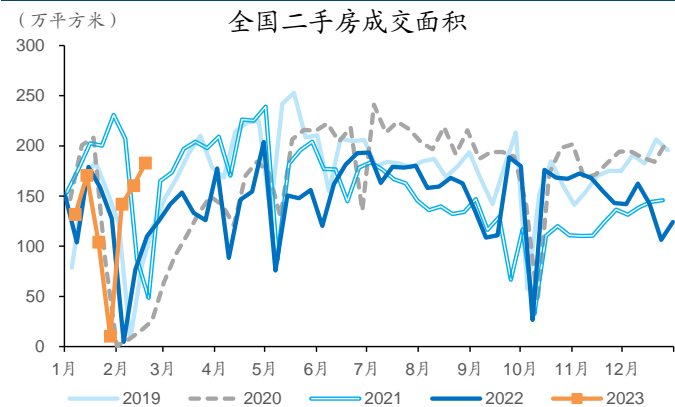
来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 节后商品房成交降幅收窄

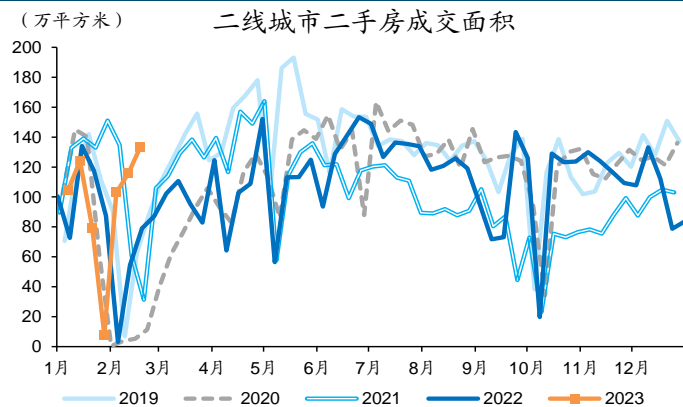


来源: Wind, 国金证券研究所

图表49：本周全国二手房成交面积持续提升



图表50：二线城市二手房成交提升更为显著



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- (1) 近期我国港口集装箱吞吐有所改善、但空箱回流及堆积加剧，采用集装箱吞吐作为出口的映射或存偏误。空箱堆积现象在欧美国家也有所显现，指向外需疲软对我国出口的拖累或仍未结束，未来港口空箱去化对出口边际变动的映射值得关注。
- (2) 市内出行水平远超过往、跨区人口流动力度进一步减弱，节后消费热度进一步减弱。交通物流恢复略慢于人流，但目前公路货运、快递业务均已恢复至春节前水平。
- (3) 建筑行业工程项目开复工有所加快，开工水平显著提升、但劳务到位情况仍偏弱。节后上游开工加快、地产链相关产需仍低迷，汽车等部分下游开工维持高位。

风险提示

- 1、疫情反复。疫情演绎仍存在不确定性，仍需紧密跟踪各地疫情演变及对疫情防控和经济的潜在扰动。
- 2、数据统计误差或遗漏。一些数据指标，可能存在统计或者处理方法上的误差和偏误；部分数据结果也可能受到样本范围、统计口径等影响。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402