

2023年1-2月出口点评

宏观经济点评

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

出口转乐观？为时尚早！

事件：

3月7日，海关总署公布1-2月外贸数据，出口同比-6.8%，前值为-9.9%；进口同比下降-10.2%，前值为-7.5%。

出口降幅收窄主因高附加值消费品拉动、持续性存疑，出口压力仍不容忽视

我国出口降幅收窄，主要由高附加值消费品出口回升拉动，中间品和低附加值产品出口持续低迷。1-2月，我国机电产品出口降幅较上月收窄5.5个百分点至-7.4%，表现较为亮眼，其中占比较高的手机、汽车、家用电器等高附加值终端消费出口明显好转，而集成电路、自动数据处理设备及零部件等中间品出口持续低迷；去年底表现一度好转的服装、塑料、灯具、家具等低附加值产品出口明显走弱。

出口、尤其是高附加值消费品等边际改善，或部分缘于积压订单释放，而年后新出口订单的改善集中在纺织、农副食品等低附加值领域，较难支撑出口持续改善。去年底疫情集中“过峰”带来的生产停滞，手机等出口交付延后导致去年底出口下降更多、而年后集中交付带来出口的边际改善；最新PMI数据显示，纺织服装、农副食品、非金属矿物制品等新出口订单改善显著，但对出口贡献相对有限，而计算机通信、汽车等新出口订单改善不明显。

对主要贸易伙伴的出口分化，亦指向出口边际改善的持续性存疑。1-2月，我国对美国出口降幅扩大至21.8%、连续3期在20%左右的降幅，作为全球经济的火车头，美国消费需求、尤其与出口紧密相关的商品消费仍在走弱；我国对东盟、东盟出口边际改善，其中对东盟出口中间品增多、或部分得益于其生产扰动，对越南出口显著下滑、对马来西亚等出口边际改善，或缘于纺织服装等低附加值产品和机电等高附加值产品的差异。

重申观点：外需收缩、份额“回吐”、价格效应趋弱三重拖累下，出口压力仍不容忽视。海外需求仍处于趋势性收缩阶段，超额储蓄对美国消费的支撑已在逐步减弱，美国批发、零售库存去化才刚开始，而欧洲景气持续处于收缩区间；出口份额“回吐”的影响已开始显现，美国、欧盟从我国进口份额趋势性下降；出口的价格支撑逐步减弱，过去两年商品价格上涨对出口金额形成一定支撑、供需矛盾缓解下价格效应趋弱。

常规跟踪：出口降幅收窄，进口降幅扩大、多数商品进口价格支撑走弱

我国对东盟、日本等出口好转，对中国香港、非洲出口增速下滑。1-2月，我国出口降幅收窄3.1个百分点至-6.8%，对东盟、日本出口明显好转；对拉丁美洲、中国台湾出口也在好转，出口降幅分别为较上月收窄9.2、0.7个百分点至-8.3%、-18.1%；而对美国、中国香港出口降幅扩大2.3、0.8个百分点至-21.8%、-23.5%，对非洲出口同比回落0.9个百分点至5.8%；同期越南、韩国出口也在好转，同比分别为-1.9%、-12.1%，较上月上升1.6、4.5个百分点。

我国从发达经济体进口普遍好转，而从新兴经济体进口加速下行、拖累明显。1-2月，我国进口同比为-10.2%，降幅较去年12月走阔2.7个百分点；自美国、欧盟、拉丁美洲进口有所恢复，而对日本、东盟、中国台湾、韩国等出口拖累明显、降幅分别较上月扩大6.6、0.6、11.1、2.0个百分点至-23.1%、-8.3%、-30.9%、-29%。

进口分产品看，我国铁矿砂、铜矿砂、煤等资源品、食品类以及防疫类物资进口额上升，对铁矿砂、铜材、煤、机床等进口量也在好转，价格支撑分化。1-2月我国铁矿砂、煤、粮食等进口量同比分别为7.3%、71.4%、6.9%，分别较上月提升1.7、71.5、6.1个百分点，对出口额拉动明显；未锻轧铜及铜材、机床等进口量同比分别较上月提升3.5、27.4个百分点至-9.3%、-9.8%，而相应进口价格下跌；而原油、集成电路等进口量等降幅持续走阔。

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、出口降幅收窄主因高附加值消费品拉动、持续性存疑，出口压力仍不容忽视.....	3
2、常规跟踪：出口降幅收窄，进口降幅扩大、多数商品进口价格支撑走弱.....	5
风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 我国机电类产品出口表现较为亮眼.....	3
图表 2： 1-2 月高附加值消费品出口好转.....	3
图表 3： 2022 年底疫情干扰下生产下滑明显.....	3
图表 4： 我国对欧盟、东盟出口好转，对美出口持续拖累.....	4
图表 5： 我国对越南、马来西亚出口上升.....	4
图表 6： 美国商品消费持续负增长.....	4
图表 7： 欧元区生产恢复仍旧低迷.....	4
图表 8： 美国、欧盟从中国进口比重下降.....	5
图表 9： 印度以及部分东南亚地区出口份额加速提升.....	5
图表 10： 我国对东盟、日本出口普遍好转.....	5
图表 11： 我国对拉丁美洲出口也在好转.....	5
图表 12： 我国从发达经济体进口普遍好转.....	6
图表 13： 我国从新兴经济体进口走弱.....	6
图表 14： 1-2 月资源品和防疫物资进口上升明显.....	6
图表 15： 集成电路、机床、未锻轧铜出口价格拖累显现.....	7
图表 16： 铁矿砂、煤、粮食等进口量上升.....	7

1、出口降幅收窄主因高附加值消费品拉动、持续性存疑，出口压力仍不容忽视

我国出口降幅收窄，主因高附加值消费品出口回升拉动，中间品和低附加值产品出口持续低迷。1-2月份，国机电产品出口同比-7.4%，降幅较上月收窄5.5个百分点，表现较为亮眼，其中占比较高的手机、家用电器等高附加值终端消费出口明显好转，出口同比较上月上升31.3、7.7个百分点至2%、-13.3%，而集成电路等中间品出口降幅较上月扩大10个百分点至-26%，自动数据处理设备及零部件等中间品出口持续低迷、降幅为-32.2%；此外，去年底表现一度好转的服装、塑料、灯具、家具等低附加值产品出口明显走弱，降幅分别较上月扩大4.6、7.1、5.7、2.7个百分点至-14.9%、-10.2%、-17.6%、17.5%。

图表1：我国机电类产品出口表现较为亮眼

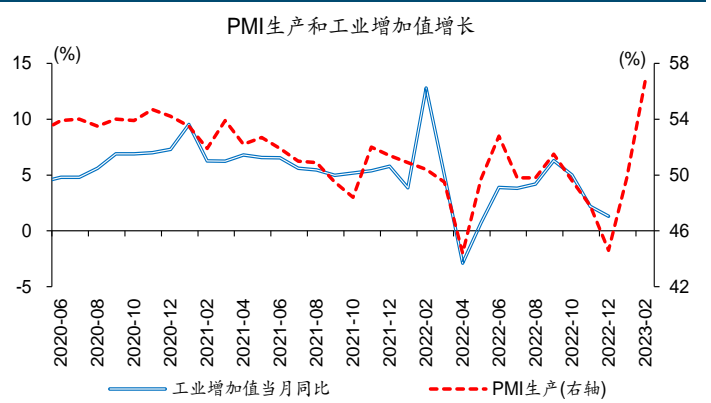
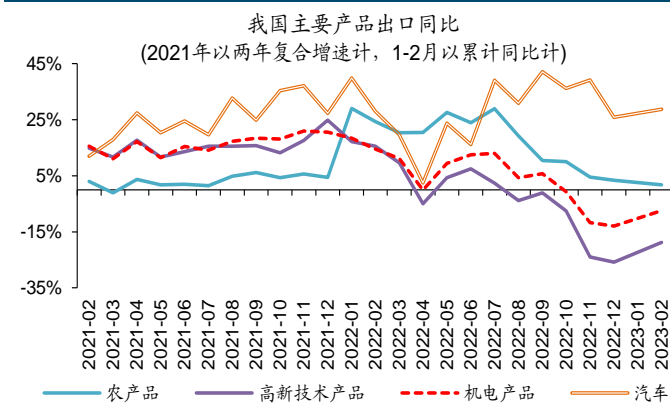
日期		较2022年12月	同比增速											
		月变动	2023-01&02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-01&02
总出口		↑ 3.1	-6.8	-9.9	-9.0	-0.3	5.6	7.4	18.1	17.1	16.4	3.5	14.3	16.1
消费品	水产品	↓ -5.5	-13.3	-7.8	-11.8	-7.1	-10.5	1.6	12.8	15.4	22.2	9.8	14.3	16.7
	粮食	↓ -15.6	-16.2	-0.6	28.7	4.6	21.4	43.6	43.5	9.6	-27.4	7.0	-33.6	-0.5
	中药材及中成药	↑ 10.9	33.6	22.7	27.3	17.7	29.2	-3.5	3.1	16.5	30.4	0.4	6.2	9.9
	服装及衣着附件	↓ -4.6	-14.9	-10.3	-14.9	-16.9	-4.4	5.0	18.5	19.1	24.6	1.9	10.5	5.9
	鞋靴	↓ -14.2	-11.9	2.2	3.7	2.7	8.3	16.4	37.5	45.7	49.5	28.0	26.6	21.7
	箱包及类似容器	↓ -11.9	2.3	14.3	12.2	19.7	27.9	24.0	41.3	47.1	50.5	30.8	32.6	24.1
	玩具	↓ -0.6	-10.7	-10.1	-21.9	-17.9	-9.7	2.2	27.9	35.3	33.0	17.6	13.8	21.4
	塑料制品	↓ -7.1	-10.2	-3.0	-4.1	2.8	5.4	3.2	20.5	18.7	17.8	9.7	20.8	14.5
	家具及其零件	↓ -2.7	-17.5	-14.8	-15.9	-10.6	-9.4	-12.7	-2.1	-0.3	0.3	-3.0	7.1	1.8
	灯具、照明装置及其零件	↓ -5.7	-17.6	-11.9	-18.2	-15.7	-14.5	-12.6	-0.9	5.9	3.1	9.8	9.9	-6.2
	陶瓷产品	↓ -12.9	-15.0	-2.2	-1.6	8.0	8.9	-0.5	11.5	18.5	14.4	0.8	3.8	11.4
	手机	↑ 31.3	2.0	-29.2	-33.3	7.0	23.2	21.5	-10.3	2.8	14.0	-7.3	14.1	1.2
家用电器	↑ 7.7	-13.3	-20.9	-22.9	-25.0	-19.8	-16.5	-7.7	-13.1	-8.3	-5.4	-8.5	-3.7	
成品油	↓ -95.8	110.0	205.8	100.4	63.9	131.4	134.2	39.3	-10.0	7.3	0.5	-0.2	8.9	
汽车（包括底盘）	↓ -25.5	65.2	90.7	113.1	89.2	128.9	65.2	64.0	21.2	46.7	8.6	54.6	103.5	
中间品和资本品	汽车零部件	↑ 5.9	3.8	-2.1	-0.3	4.8	5.2	11.7	27.3	13.8	13.1	-0.2	7.1	5.1
	船舶	↓ -62.6	-25.3	37.4	-19.9	23.7	-2.3	36.7	-30.5	16.3	-21.3	-31.1	-3.1	-1.5
	通用机械装备	↑ 9.1	-4.2	-13.2	-3.2	-5.3	1.9	7.0	21.3	8.9	9.2	2.8	27.1	13.5
	自动数据处理设备及其零部件	↑ 3.5	-32.2	-35.7	-28.3	-16.6	-12.6	-6.8	2.8	9.2	-5.5	-5.1	9.8	9.7
	音视频设备及其零件	↑ 10.4	-10.2	-20.6	-20.5	-13.5	-5.8	-2.5	8.2	10.9	-1.4	-5.7	-7.7	-7.6
	集成电路	↓ -10.0	-26.0	-16.0	-29.8	-2.4	-2.2	-17.2	-5.3	16.5	17.6	1.1	15.5	27.3
	钢材	↑ 32.6	32.6	0.0	0.7	1.7	0.5	36.6	48.0	52.8	91.3	12.3	25.2	48.2
	未锻轧铝及铝材	↑ 2.5	-22.2	-24.7	-18.2	-1.6	7.3	21.1	58.9	62.7	96.9	78.9	75.6	58.8
	稀土	↑ 9.6	14.4	4.8	44.4	47.3	63.5	80.8	43.9	44.6	124.0	100.8	100.1	61.8
	肥料	↓ -49.1	29.5	78.6	28.5	-0.6	5.4	23.8	-25.3	-24.0	-39.2	-16.1	-6.0	26.6
防疫	纺织纱线、织物及其制品	↑ 0.4	-22.5	-23.0	-14.9	-9.1	-2.7	-0.3	16.1	7.9	15.7	0.9	22.2	11.8
	医疗仪器及器械	↓ -0.8	-13.6	-12.7	-12.7	-13.9	-10.2	-9.6	1.6	-1.3	-9.6	-10.2	4.9	5.9

来源：Wind、国金证券研究所

出口、尤其是高附加值消费品等边际改善，或部分缘于积压订单释放、而年后新出口订单的改善集中在纺织、农副食品等低附加值领域，较难支撑出口持续改善。去年年底疫情集中“过封”带来的生产停滞，手机等出口交付延后导致去年底出口下降更多，而年后集中交付带来出口的边际改善；家用电器出口的回升或与今年以来海运价格持续走低有关，我国大件家居、家电等出口主要通过海运完成，运价下跌有利于疫情期间积压的家用电器去库存；最新PMI数据显示（详情参见《亮眼的新出口订单，指向出口反弹？》），纺织服装、农副食品、非金属矿物制品等新出口订单改善显著，但对出口贡献相对有限，而计算机通信、汽车等新出口订单改善不明显，指向出口承压。

图表2：1-2月高附加值消费品出口好转

图表3：2022年底疫情干扰下生产下滑明显



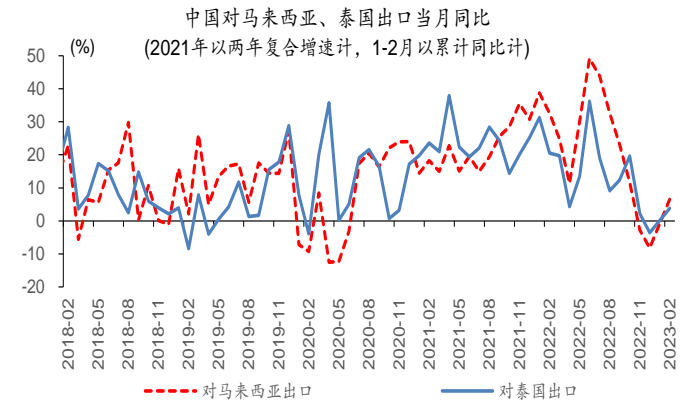
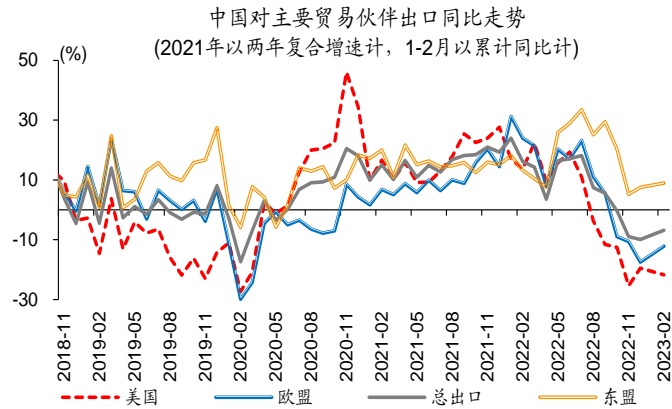
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所、国金证券研究所

对主要贸易伙伴的出口分化，亦指向出口边际改善的持续性存疑。1-2月，我国出口同比-6.8%，较去年12月收窄3.1个百分点，而对美国出口降幅扩大至21.8%、连续3期在20%左右的降幅，作为全球经济的火车头，美国消费需求、尤其与出口紧密相关的商品消费仍在走弱；我国对欧盟、东盟出口边际改善，对欧盟出口降幅收窄5.3个百分点至-12.2%、对东盟出口同比扩大1.5个百分点至9.0%，其中对欧盟出口中间品增多、或部分得益于其生产扰动；对越南出口显著下滑、对马来西亚等出口边际改善，或缘于纺织服装等低附加值产品和机电等高附加值产品的差异。

图表4：我国对欧盟、东盟出口好转，对美出口持续拖累

图表5：我国对越南、马来西亚出口上升



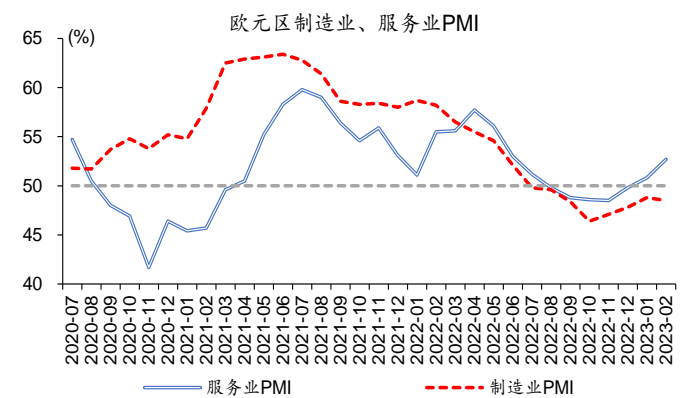
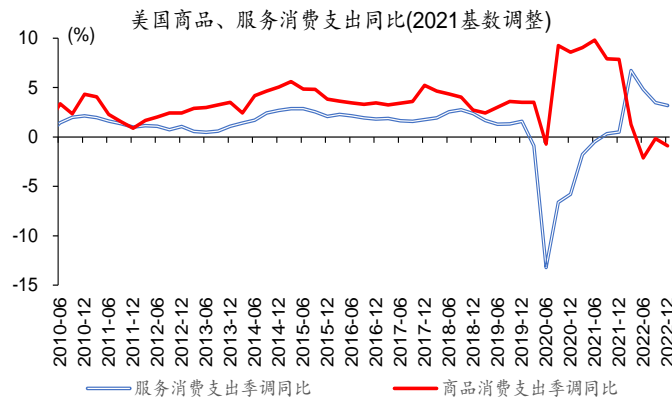
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

重申观点：外需收缩、份额“回吐”、价格效应趋弱三重拖累下，出口压力仍不容忽视。海外需求仍处于趋势性收缩阶段，超额储蓄对美国消费的支撑已在逐步减弱(详情参见《美国超额储蓄还能支撑消费吗?》)，美国批发、零售库存去化才刚开始(详情参见《美国库存周期“长鞭效应”的逆转》)，而欧洲景气持续处于收缩区间；出口份额“回吐”的影响已开始显现，美国、欧盟从我国进口份额趋势性下降；出口的价格支撑逐步减弱，过去两年商品价格上涨对出口金额形成一定支撑、供需矛盾缓解下价格效应趋弱。

图表6：美国商品消费持续负增长

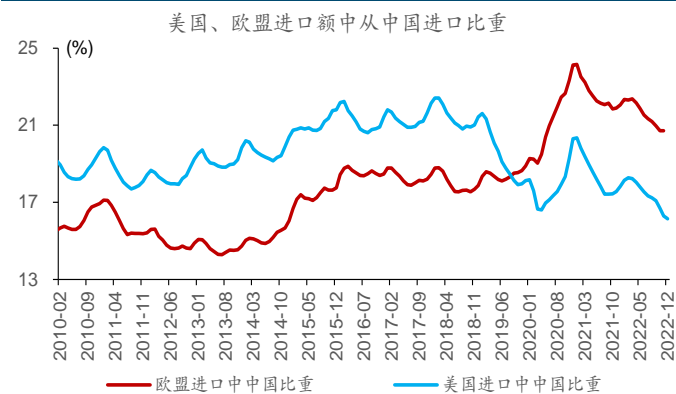
图表7：欧元区生产恢复仍旧低迷



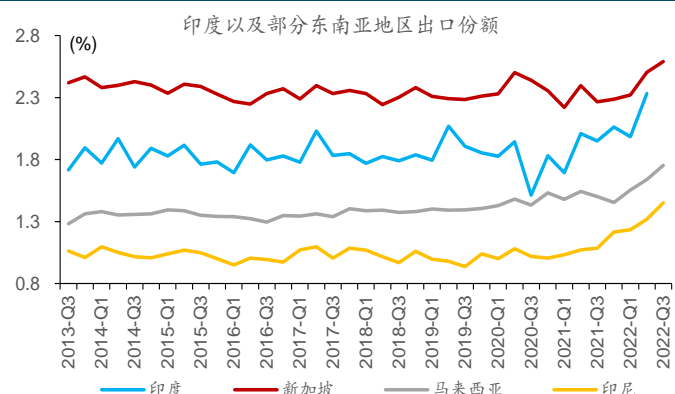
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表8: 美国、欧盟从中国进口比重下降



图表9: 印度以及部分东南亚地区出口份额加速提升



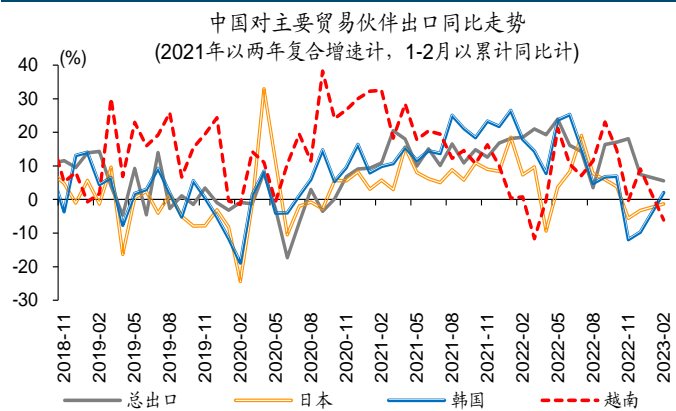
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

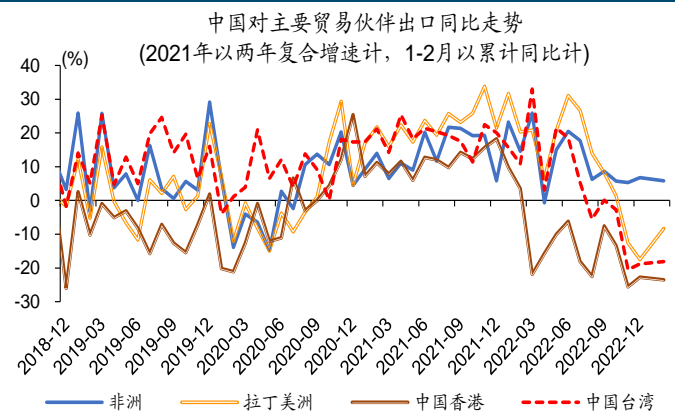
2、常规跟踪：出口降幅收窄，进口降幅扩大、多数商品进口价格支撑走弱

我国对多数经济体出口好转，同期越南、韩国出口也在好转。1-2月，我国出口降幅收窄3.1个百分点至-6.8%，对东盟、日本出口明显好转；对拉丁美洲、中国台湾出口也在好转，出口降幅分别为较上月收窄9.2、0.7个百分点至-8.3%、-18.1%；而对美国出口降幅扩大2.3个百分点至-21.8%，对中国香港出口同比降幅扩大0.8个百分点至-23.5%，对非洲出口同比回落0.9个百分点至5.8%；同期贸易中转国越南、以及对全球经济较敏感的韩国出口也在好转，同比分别为-1.9%、-12.1%，较上月上升1.6、4.5个百分点。

图表10: 我国对东盟、日本出口普遍好转



图表11: 我国对拉丁美洲出口也在好转

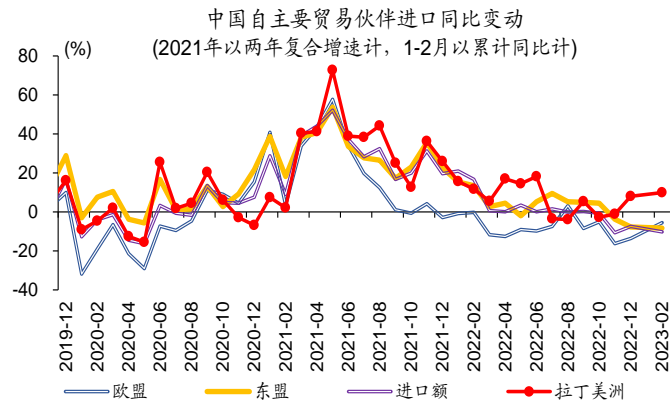


来源: Wind、国金证券研究所

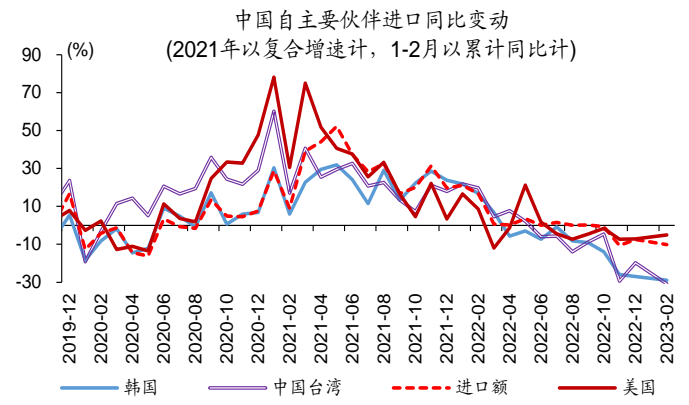
来源: Wind、国金证券研究所

我国从发达经济体进口普遍好转，而从新兴经济体进口加速下行、拖累明显。1-2月，我国进口同比为-10.2%，降幅较去年12月走阔2.7个百分点；对主要伙伴国进口中，自美国、欧盟、拉丁美洲进口有所恢复，进口同比分别较上月上升2.1、8.2个百分点至-5%、-5.5%、10%；而对日本、东盟、中国台湾、韩国等出口拖累明显、降幅分别较上月扩大6.6、0.6、11.1、2.0个百分点至-23.1%、-8.3%、-30.9%、-29%。

图表12: 我国从发达经济体进口普遍好转



图表13: 我国从新兴经济体进口走弱



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

分产品看, 我国铁矿砂、铜矿砂、煤等资源品、食品类以及防疫类物资进口额上升, 对铁矿砂、铜材、煤、机床等进口量也在好转。分产品看, 1-2月我国铁矿砂、煤、粮食等进口量同比分别为7.3%、71.4%、6.9%, 分别较上月提升1.7、71.5、6.1个百分点, 拉动出口额明显提升; 未锻轧铜及铜材、机床等进口量同比分别较上月提升3.5、27.4个百分点至-9.3%、-9.8%, 而相应进口价格下跌; 而原油、集成电路等进口量等降幅持续走阔。

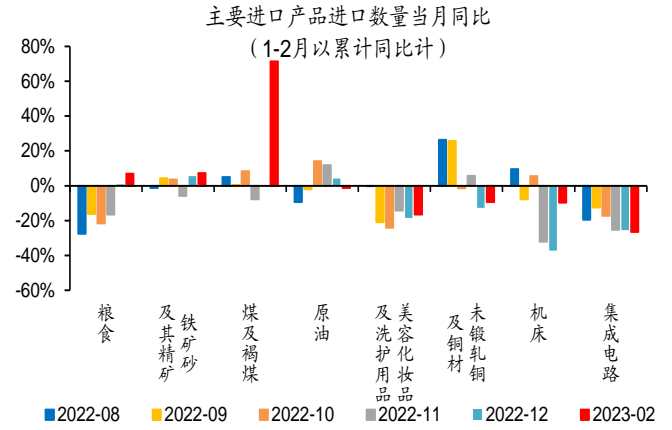
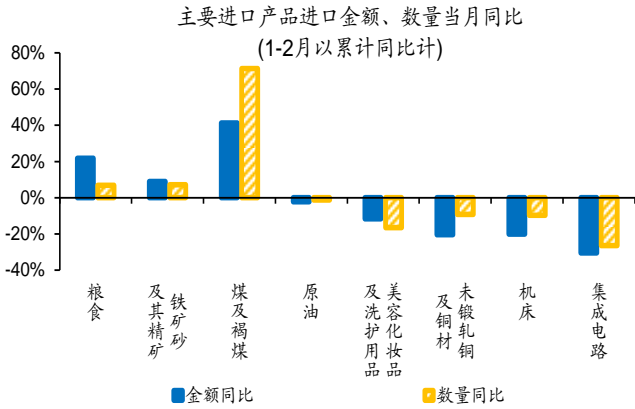
图表14: 1-2月资源品和防疫物资进口上升明显

日期	较2022年12月变动	同比增速												
		2023-01&02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-01&02	
总进口	↓ -2.7	-10.2	-7.5	-10.6	-0.7	0.2	0.0	1.6	0.0	3.5	0.1	0.7	16.8	
消费品	肉类(包括杂碎)	↑ 8.2	21.6	13.5	20.8	17.4	14.1	15.8	3.4	3.8	-3.1	-21.0	-27.7	-20.5
	新鲜瓜果及坚果	↓ -17.5	1.4	18.9	-0.6	4.0	-22.8	-35.4	4.2	34.7	3.6	1.1	26.4	5.8
	粮食	↑ 2.9	21.9	18.9	-2.5	-5.1	12.6	-9.1	6.8	-7.1	27.0	28.3	11.6	28.6
	食用植物油	↑ 54.2	59.7	5.6	74.5	38.9	14.7	-21.7	-3.2	-59.7	-44.4	-55.3	-39.0	-43.3
	美容化妆品及洗护用品	↑ 19.1	-11.7	-30.8	-20.2	-6.1	-18.7	-10.1	0.7	-6.1	-4.4	-6.9	-12.8	1.5
	汽车(包括底盘)	↓ -10.3	-25.9	-15.6	-21.2	50.6	-11.6	27.1	-7.6	-37.8	-6.2	18.2	2.9	12.7
中间品和资本品	铁矿砂及其精矿	↑ 14.1	8.9	-5.2	-22.4	-26.8	-38.8	-46.6	-35.6	-28.4	-17.7	-28.6	-34.0	-27.7
	铜矿砂及其精矿	↑ 15.2	-4.2	-19.4	-11.6	-14.2	-11.6	4.7	-7.2	26.2	20.7	12.5	15.1	36.0
	煤及褐煤	↑ 62.7	41.4	-21.4	-26.0	2.8	1.5	32.1	28.9	16.5	87.8	102.3	6.7	123.8
	原油	↓ -17.5	-2.3	15.2	28.1	43.8	34.2	27.9	38.9	43.8	81.4	81.5	36.0	49.2
	成品油	↓ -29.0	-3.5	25.5	16.2	13.3	9.5	-12.7	-9.1	8.5	26.5	7.2	20.7	62.7
	天然气	↑ 3.7	-9.2	-12.9	-2.9	8.9	41.4	26.7	27.0	26.2	47.9	31.5	37.7	81.3
	肥料	↓ -137.1	48.7	185.8	18.8	46.0	109.2	210.0	115.0	112.2	102.0	52.2	18.5	60.4
	钢材	↓ -11.4	-34.0	-22.5	-34.5	-19.7	-18.7	-1.8	-4.3	-14.9	-12.2	1.3	-5.0	23.8
	未锻轧铜及铜材	↑ 6.4	-20.5	-26.8	-13.5	-18.1	5.7	12.9	-0.4	22.0	7.4	9.2	5.9	35.5
	初级形状的塑料	↑ 4.1	-19.5	-23.7	-20.4	-11.5	-13.1	-13.3	-4.3	-0.2	-0.2	-7.1	-9.0	6.2
	天然及合成橡胶(包括胶乳)	↓ -9.2	-12.6	-3.4	-3.8	12.5	0.0	10.1	10.9	17.8	4.4	-2.1	0.7	23.2
	原木及锯材	↑ 11.7	-17.0	-28.8	-30.8	-30.1	-31.4	-22.3	-24.1	-9.1	-2.7	-8.0	-13.1	4.0
	纸浆	↓ -20.5	28.5	49.0	11.4	15.5	21.2	12.7	-1.4	-2.8	-3.8	8.1	-2.3	21.6
	机床	↑ 2.5	-20.2	-22.7	-21.6	0.7	-27.3	-22.5	5.7	-16.6	-31.2	-13.1	-10.6	9.3
	自动数据处理设备及其零部件	↓ -16.9	-53.4	-36.5	-34.9	-29.5	-23.4	-20.6	-13.7	-12.8	-20.0	-13.5	2.8	26.4
二极管及类似半导体器件	↓ -20.3	-25.8	-5.5	-4.7	-4.9	-2.0	3.8	-7.9	-0.4	-1.1	-5.9	-4.8	14.7	
集成电路	↓ -8.5	-30.5	-22.0	-27.6	-1.1	-5.6	-12.4	-2.7	-5.3	-2.4	5.1	6.9	19.3	
汽车零配件	↓ -28.1	-25.5	2.6	-27.4	-16.1	-19.3	-16.5	-19.6	-13.1	-14.8	-16.9	-19.6	-18.1	
防疫	医疗仪器及器械	↑ 7.5	-6.5	-14.0	-19.8	-12.0	-11.0	0.5	-5.1	-3.7	-2.7	-16.3	-15.6	8.8
	医药材及药品	↑ 50.9	38.0	-12.8	-15.9	-19.2	-22.5	15.4	4.0	16.4	24.3	-13.7	-20.9	2.6
	纺织纱线、织物及其制品	↑ 5.2	-33.2	-38.4	-36.3	-35.0	-33.7	-32.6	-34.2	-15.2	-8.1	-25.0	-22.3	0.2

来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 集成电路、机床、未锻轧铜出口价格拖累显现

图表16: 铁矿砂、煤、粮食等进口量上升



来源: Wind、国金证券研究所

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。

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：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	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 嘉里建设广场 T3-2402