

2023年3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

出口强势，能否持续？

事件：

4月13日，海关总署公布3月外贸数据，出口同比14.8%，1-2月为-6.8%；进口同比-1.4%，前值为-10.2%。

年初出口强势或主因积压带来“错位”，结构性亮点或较难改变出口下行趋势

年初以来，出口的强势反弹，主要缘于去年底积压的出口在2、3月份集中释放，剔除疫情扰动后仍延续回落。3月出口同比14.8%、高于预期的-5%，自去年10月以来首次同比转正；1季度出口同比0.5%、高于去年四季度的-6.9%，与去年四季度疫情影响下，订单推迟和年初集中抢订单带来的“错位”影响有关，去年四季度出口环比明显下降、而今年出口环比显著高于近年来同期；将去年四季度和今年一季度出口合并同比为-3.4%、低于去年第三季度的10.2%。

主要经济体来看，中国对东盟、俄罗斯、非洲出口表现亮眼，而对美欧出口持续回落。一季度，东盟、俄罗斯、非洲出口同比分别为17.8%、46.5%和18.8%，带动出口份额较去年全年分别提升1、0.8和0.5个百分点，其中，东盟出口持续高增长、但较去年二、三季度20%以上水平有所放缓，而俄罗斯出口加快增长，主要缘于“俄乌冲突”后的进口替代；美国和欧美同比分别为-17%和-7.2%，两个季度合并同比分别为-18.2%和-10%、均明显弱于去年三季度。

剔除“错位”效应后，出口表现较好的商品主要集中在出行相关的箱包、汽车、船舶，及钢材、肥料、成品油等，或大多与东盟、俄罗斯出口紧密相关。主要商品来看，3月单月同比大多好于1-2月，但一季度同比增长较快的主要集中在非半导体相关的机电产品，如通用机械、汽车、船舶等，劳动密集型的箱包、玩具，及原材料相关的成品油、肥料、塑料钢材等；此外，海关总署表示，新能源相关的“新三样”对出口拉动有所扩大，主要集中在美、欧和东盟等。出口结构性亮点，或较难改变海外经济衰退下的出口下行趋势。尽管中国对东盟、俄罗斯出口增长，有助于缓解出口下行压力，但美欧经济衰退趋势下，东盟较难独善其身；过往经验显示，东盟主要国家经济景气，均会跟随美国景气回落，进而影响对中国进口需求；且中国对东盟等转口贸易国的出口订单正面临分流压力，以越南为例，越南进口中我国份额已从2022年8月的33.4%下降2.1个百分点至今年1月份的31.2%。

常规跟踪：“错位”效应下，多数经济体出口、进口3月均好转，能源品和消费品进口提升

我国对日本、中国台湾出口降幅扩大，对其他主要经济体出口普遍好转。3月，我国出口同比较1-2月上升21.6个百分点，对日本、韩国出口同比分别较1-2月下滑3.3、9.4个百分点至-4.8%、-27.6%，而对美国、香港、越南、非洲、东盟、欧盟、印度等出口同比分别较1-2月上升43.7、45.1、41.1、27.1、15.7、17.6个百分点，对美国出口同比仍为负、但较1-2月上升14.1个百分点至-7.7%。

我国从拉丁美洲进口下滑，从其他主要经济体进口普遍好转。3月，我国进口同比较1-2月上升8.8个百分点至-1.4%，从拉丁美洲进口同比较1-2月下滑12.8个百分点至10%，对美国、欧盟、日本、东盟、中国台湾、韩国进口同比为5.6%、3.4%、-12.3%、-2.2%、-23.9%、-27%，分别较1-2月扩大10.3、8.9、10.7、5.8、7.3、2.1个百分点。

分产品看，我国能源品、消费品等进口量提升明显，机床、集成电路进口量价齐跌。3月份我国对肉类、粮食、干鲜瓜果和坚果、铜矿、铜材、塑料和橡胶进口下滑，而对其他主要进口品进口普遍好转；量价拆分来看，3月份我国铁矿砂、煤、原油、美妆等进口量上升明显，尤其是煤和褐煤，其进口额、进口数量同比分别达127.6%、150.7%；而未锻轧铜及铜材、机床、集成电路等进口额和进口数量均下滑明显，进口数量同比分别为-19.0%、-8.7%、-16.1%。

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、出口高景气部分缘于低基数效应，去年四季度库存积压或为主因.....	3
2、常规跟踪：对多数经济体出口、进口均好转，对能源品和消费品进口提升.....	5
风险提示.....	7

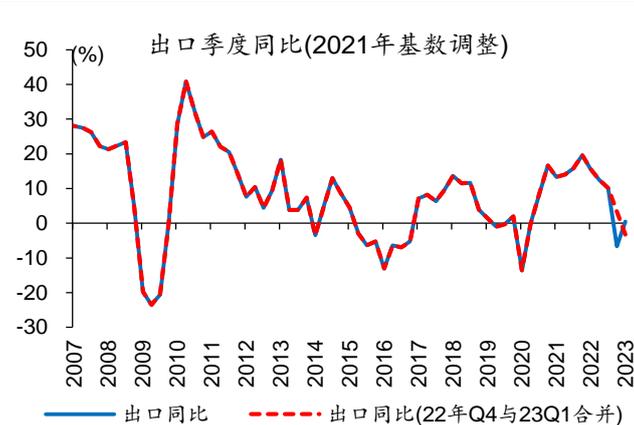
图表目录

图表 1：剔除疫情扰动后，出口延续回落.....	3
图表 2：2022 年四季度出口积压明显.....	3
图表 3：中国出口中欧盟份额上升，欧盟、美国下降.....	3
图表 4：中国对东盟出口上升尤为明显.....	3
图表 5：去年四季度成品油、鞋靴出口较三季度下滑明显.....	4
图表 6：去年四季度自动数据处理等较三季度下滑明显.....	4
图表 7：3 月份，我国仅手机和资源品钢材、铝材、稀土、肥料、成品油等出口下滑明显.....	4
图表 8：中国对东盟出口滞后于全球 PMI.....	5
图表 9：越南进口中中国份额已开始回落.....	5
图表 10：越南景气跟随美国景气回落.....	5
图表 11：马来西亚景气跟随美国景气回落.....	5
图表 12：我国对越南、韩国出口上升明显.....	6
图表 13：我国对非洲、拉丁美洲出口普遍好转.....	6
图表 14：我国从欧盟、东盟进口均好转.....	6
图表 15：我国从美国、韩国、中国台湾进口也在好转.....	6
图表 16：3 月，我国对多数商品进口均普遍回升.....	7
图表 17：能源品、消费品等进口量提升明显.....	7
图表 18：机床、集成电路进口量价齐跌.....	7

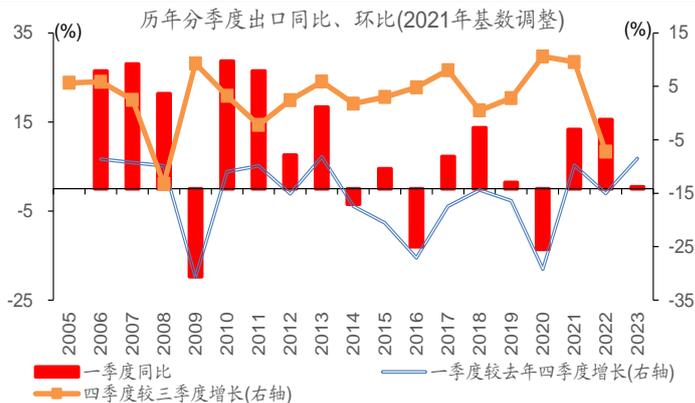
1、出口高景气部分缘于低基数效应，去年四季度库存积压或为主因

年初以来，中国出口的强势反弹，主要缘于去年底积压的出口在2、3月份集中释放，剔除疫情扰动后仍延续回落。今年3月份，出口同比为14.8%、高于预期的-5%，为去年10月以来的首次同比转正；今年一季度出口额同比为0.5%、高于去年四季度的-6.9%，与去年四季度疫情影响下、订单推迟和年初集中抢订单带来的“错位”影响有关，去年四季度出口环比三季度明显下降、而今年出口环比去年三季度显著高于近年来同期；将去年四季度和今年一季度出口合并、出口同比为-3.4%、低于去年季度的10.2%。

图表1：剔除疫情扰动后，出口延续回落



图表2：2022年四季度出口积压明显

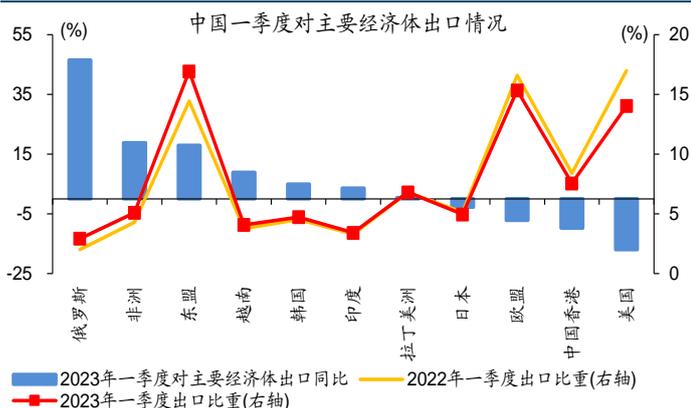


来源：Wind，国金证券研究所

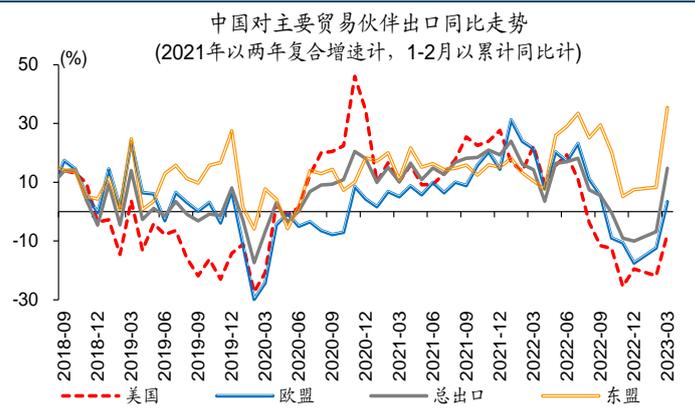
来源：Wind，国金证券研究所

主要经济体来看，中国对东盟、俄罗斯、非洲出口表现亮眼，而对美欧出口持续回落。今年一季度，我国对东盟、俄罗斯、非洲出口同比分别为17.8%、46.5%和18.8%，带动出口份额较去年全年分别提升1、0.8和0.5个百分点；其中，东盟出口持续高增长、但较去年二、三季度20%以上水平有所放缓，而对俄罗斯出口加快增长，主要缘于“俄乌冲突”爆发后的进口替代；我国对美国 and 欧美出口同比分别为-17%和-7.2%，今年一季度和去年四季度两个季度合并后、出口同比分别为-18.2%和-10%、均明显弱于去年三季度。

图表3：中国出口中欧盟份额上升，东盟、美国下降



图表4：中国对东盟出口上升尤为明显

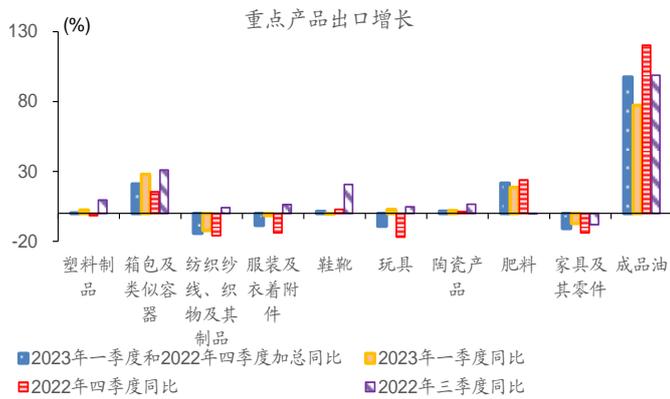


来源：Wind，国金证券研究所

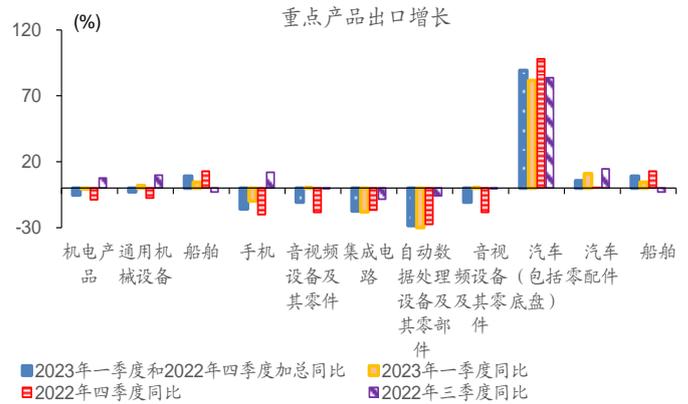
来源：Wind，国金证券研究所

剔除“错位”效应后，出口表现较好的商品主要集中在出行相关的箱包、汽车、船舶，及钢材、肥料、成品油等，或大多与东盟、俄罗斯出口紧密相关。主要商品来看，3月单月同比大多好于1-2月，但一季度同比增长较快的主要集中在非半导体相关的机电产品，如通用机械、汽车、船舶等，劳动密集型的箱包、玩具，及原材料相关的成品油、肥料、塑料钢材等；此外，海关总署表示，新能源相关的“新三样”对出口拉动有所扩大，主要集中在美、欧和东盟等。

图表5: 去年四季度成品油、鞋靴出口较三季度下滑明显



图表6: 去年四季度自动数据处理等较三季度下滑明显



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

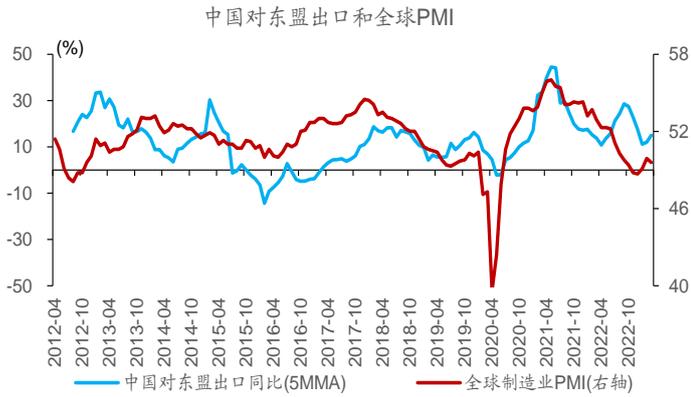
图表7: 3月份, 我国仅手机和资源品钢材、铝材、稀土、肥料、成品油等出口下滑明显

日期		较1-2月变动	2023-03	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		↑ 21.6	14.8	-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	↑ 21.7	8.4	-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	↑ 17.5	1.3	-16.2	-0.6	28.7	4.6	21.4	43.6	43.5	9.6	-27.4	7.0	-33.6	-0.5
	中药材及中式成药	↑ 28.1	61.7	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	↑ 46.8	31.9	-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	↑ 44.2	32.3	-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	↑ 87.8	90.1	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	↑ 41.6	30.9	-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	↑ 36.7	26.6	-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	↑ 31.1	13.7	-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	↑ 55.6	38.0	-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	↑ 58.1	43.0	-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	↓ -33.9	-31.9	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	↑ 25.2	11.9	-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	↓ -82.3	27.7	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)	↑ 58.6	123.8	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	汽车零配件	↑ 21.5	25.3	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	↑ 107.5	82.3	-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	↑ 17.3	13.1	-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件	↑ 6.2	-26.0	-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	↑ 32.2	22.0	-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	↑ 23.0	-3.0	-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	↓ -32.0	0.6	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	↓ -4.4	-26.6	-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	↓ -37.7	-23.3	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	↓ -27.9	1.6	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	↑ 31.7	9.1	-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	↑ 26.3	12.8	-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

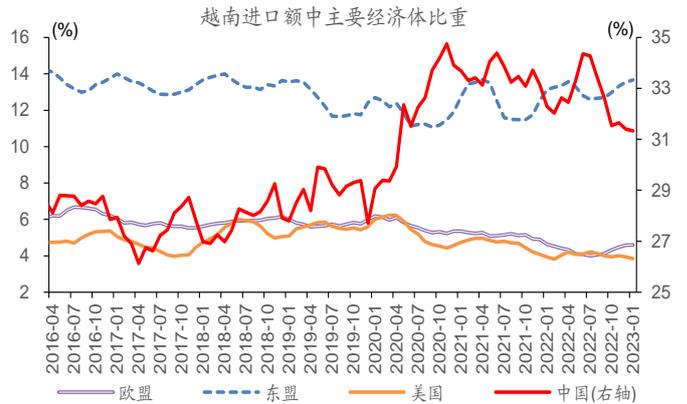
出口结构性亮点, 或较难改变海外经济衰退下的出口下行趋势。尽管中国对东盟、俄罗斯出口增长, 有助于缓解我国出口下行压力, 但美欧经济衰退趋势下, 东盟较难独善其身; 过往经验显示, 东盟主要国家经济景气, 均会跟随美国景气回落, 进而影响对中国进口需求; 且中国对东盟等转口贸易国的出口订单正面临分流压力, 以越南为例, 越南进口中我国份额已从 2022 年 8 月的 33.4% 下降 2.1 个百分点至今年 1 月份的 31.2%。

图表8: 中国对东盟出口滞后于全球PMI



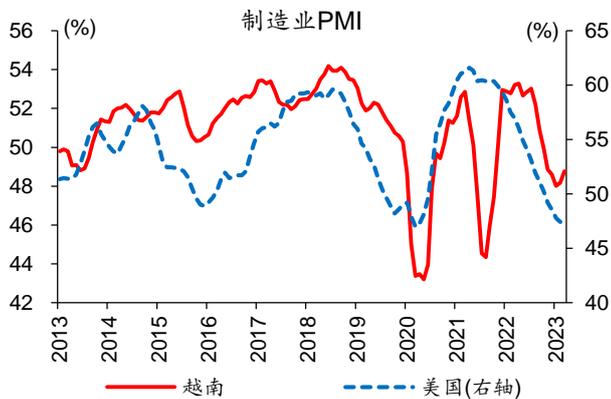
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 越南进口中中国份额已开始回落



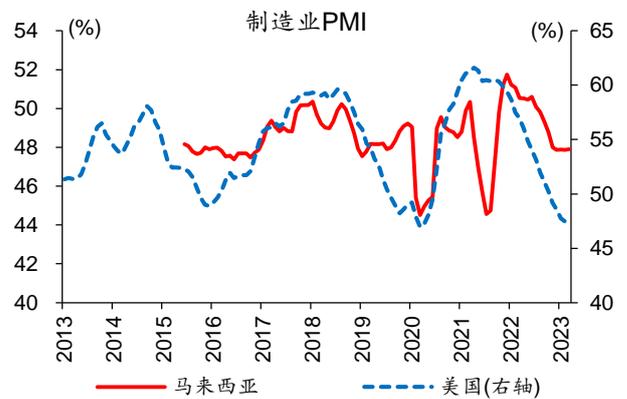
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 越南景气跟随美国景气回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 马来西亚景气跟随美国景气回落

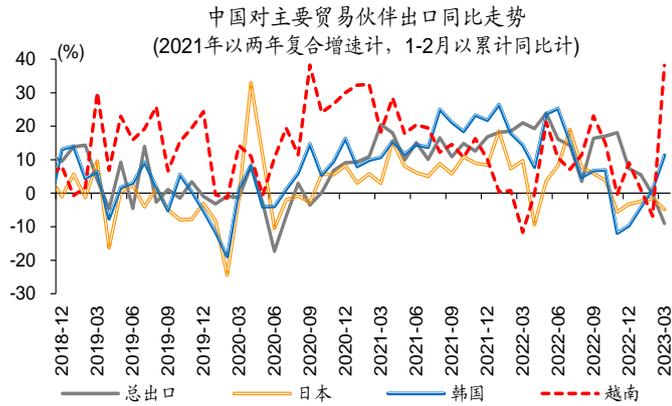


来源: Wind, 国金证券研究所

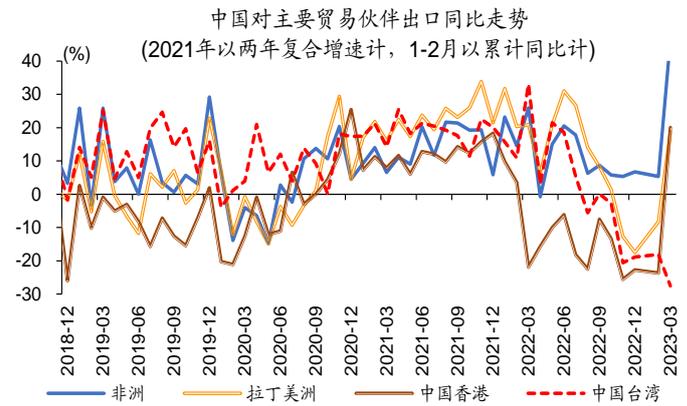
2、常规跟踪：对多数经济体出口、进口均好转，对能源品和消费品进口提升

我国对日本、中国台湾出口降幅扩大，对其他主要经济体出口普遍好转。3月，我国出口同比为14.8%，较1-2月上升21.6个百分点，仅对日本、中国台湾出口变差，对其他主要经济体普遍好转；对日本、韩国出口同比分别较1-2月下滑3.3、9.4个百分点至-4.8%、-27.6%，而对中国香港、越南、非洲、东盟、欧盟、印度等上升尤为明显，出口同比分别较1-2月上升43.7、45.1、41.1、27.1、15.7、17.6个百分点，对美国出口同比仍为负，但较1-2月上升14.1个百分点至-7.7%。

图表12: 我国对越南、韩国出口上升明显



图表13: 我国对非洲、拉丁美洲出口普遍好转

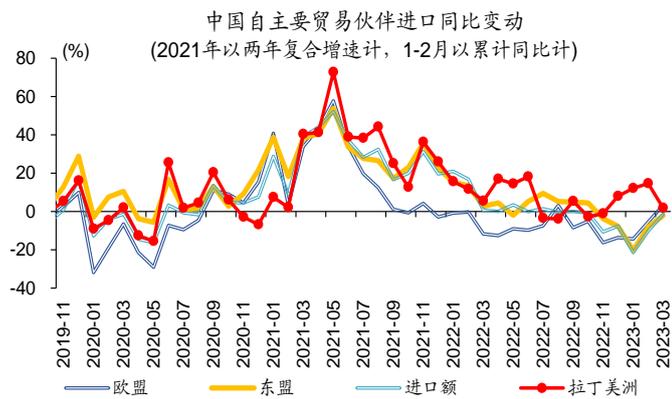


来源: Wind、国金证券研究所

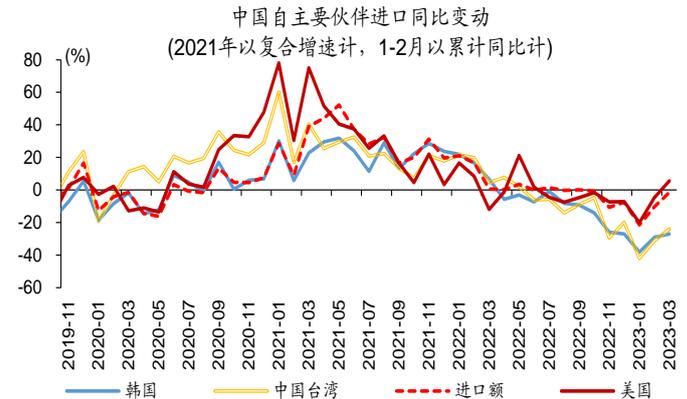
来源: Wind、国金证券研究所

我国从拉丁美洲进口下滑, 从其他主要经济体进口普遍好转。3月, 我国进口同比较1-2月上升8.8个百分点至-1.4%, 从拉丁美洲进口同比较1-2月下滑12.8个百分点至10%, 从其他主要经济体进口普遍好转; 对美国、欧盟、日本、东盟、中国台湾、韩国进口同比为5.6%、3.4%、-12.3%、-2.2%、-23.9%、-27%, 分别较1-2月扩大10.3、8.9、10.7、5.8、7.3、2.1个百分点。

图表14: 我国从欧盟、东盟进口均好转



图表15: 我国从美国、韩国、中国台湾进口也在好转



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

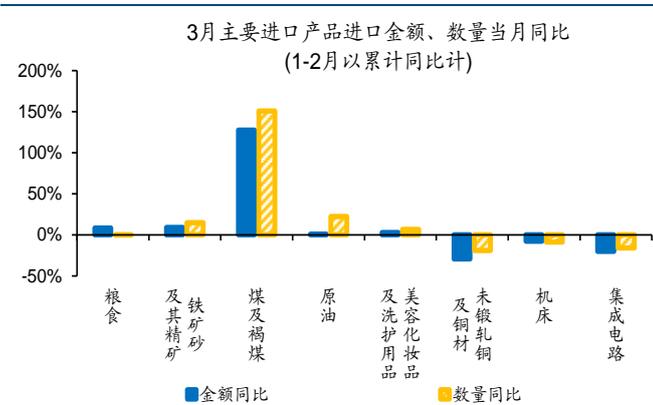
分产品看, 我国能源品、消费品等进口量提升明显, 机床、集成电路进口量价齐跌。3月份我国对肉类、粮食、干鲜瓜果和坚果、铜矿、铜材、塑料和橡胶进口下滑, 而对其他主要进口品进口普遍好转, 或反映我国内需修复; 量价拆分来看, 3月份我国铁矿砂、煤、原油、美妆等进口量上升明显, 尤其是煤和褐煤, 其进口额、进口数量同比分别达127.6%、150.7%; 而未锻轧铜及铜材、机床、集成电路等进口额和进口数量均下滑明显, 进口数量同比分别为-19.0%、-8.7%、-16.1%。

图表16: 3月, 我国对多数商品进口均普遍回升

日期		较1-2月变动	同比增速												
			2023-03	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		↑ 8.8	-1.4	-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)	↓ -22.4	-0.8	21.6	13.5	20.8	17.4	14.1	15.8	3.4	3.8	-3.1	-21.0	-27.7	-20.5
	干鲜瓜果及坚果	↓ -1.7	-0.3	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	↓ -13.5	8.4	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	↑ 52.3	112.1	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	↑ 14.6	2.8	-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)	↑ 11.1	-14.9	-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	↑ 0.1	9.0	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	↓ -12.0	-16.1	-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	↑ 86.2	127.6	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	↑ 3.0	0.7	-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	↑ 51.4	47.8	-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	↑ 25.9	16.7	-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	↑ 8.8	57.6	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	↑ 7.5	-26.5	-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	↓ -8.9	-29.4	-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	↓ -8.0	-27.6	-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)	↓ -1.2	-13.8	-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	↑ 10.7	-6.3	-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	↑ 17.8	46.3	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	↑ 12.3	-7.8	-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	↑ 28.8	-24.7	-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	↑ 19.2	-6.6	-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	↑ 10.5	-20.0	-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	↑ 4.9	-20.7	-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	↑ 9.4	2.9	-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	↑ 7.7	45.8	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	↑ 20.5	-12.7	-33.2	-38.4	-36.3	-35.0	-33.7	-32.6	-34.2	-15.2	-8.1	-25.0	-22.3	0.2

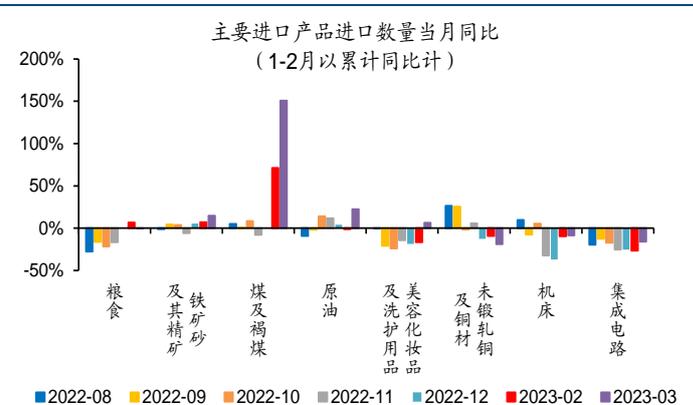
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 能源品、消费品等进口量提升明显



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 机床、集成电路进口量价齐跌



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