

# 当下出口有哪些新线索？

报告发布日期

2023年05月08日

## 研究结论

- 3月超预期的出口数据背后有积压订单集中释放带来的量价支撑这一短期因素，但同样也是一系列长期逻辑的体现，包括对美转口贸易畅通、“一带一路”高修复弹性、原油转口等等。后续出口成色如何？“一带一路”贸易可能会拉动哪些商品出口？本文将对这些问题进行探讨。
- **后续出口价格仍然面临回落压力。**由于供应链效率的降低，疫情后海关出关统计和企业实际生产时点之间的差距被放大，目前PPI已领先出口价格指数6个月（过去以同步为主），这也导致在PPI同比快速下行期，3月出口价格同比不降反升。展望后续，以PPI为参考，4月价格对出口的拖累幅度预计有限，但Q2整体出口价格仍会处在下行斜率较快的阶段，5月起出口价格指数同比或将转负。
- **4月可能还存在订单集中释放的余波。**3月出口订单集中释放的影响较为显著，但我们认为4月当月同比从14.8%这一高位迅速转负的概率并不大。数量方面，参考全国港口集装箱吞吐（目前来看这是为数不多的、全国性的、具有一定预测效果的公开高频数据），截至4月高环比基数下集装箱吞吐环比（1%）低于季节性（2.3%），未明显回落，且与季节性差距逐周收敛（上月有清明假期的影响）。
- **后续出口成色将会如何？对价格稍作调整后，我们维持全年出口-1%至-3%的预测。**从三个核心参数来看，一是全年发达国家贸易需求依然面临压力，二是参考PPI走势，出口价格或将进入快速下行区间，三是出口份额韧性极强，主要源于转口贸易渠道畅通减轻了贸易摩擦的负面影响：WTO口径下，2020年以来中国一直有约2个百分点的超额出口份额，去年截至11月回落至1.8个百分点左右，我们认为这一超额份额今年有望维持在1.6个百分点左右，对应约15.9%的出口份额。
- **除了转口以外，和“一带一路”国家的贸易也可能成为新的全年增量。**据海关新闻发布会，人民币口径下今年一季度中国对“一带一路”沿线国家出口2.04万亿元，增长25.3%，远高于同期出口整体增速8.4%，除了东盟以外，对阿联酋、土耳其等国出口增速均在30%以上。随着更多边境陆运口岸逐渐打开，加上人民币结算带来的外贸优势，全年对“一带一路”国家的出口或迎来更高修复弹性。
- **“一带一路”国家对中国资本品和耐用消费品出口的拉动力更强，以俄罗斯为例：**
  - （1）交运设备表现最佳，**拉动力主要源于车辆及其零部件；轨道交运、船舶同比增幅均很高，但占比较少。
  - （2）化工产品对俄出口表现普遍较好，**但细分商品分化为明显，如部分小规模出口产品表现突出，包括橡胶及其制品，洗涤剂和润滑剂等，鞣料和着色料等，可能和此类商品部分已经是终端产品有关；大规模出口产品走势上有所分化，其中无机、有机化学品等拉动力较弱，或是因为俄罗斯并非化工强国，进口中间品需求较小。
  - （3）对机电产品有一定拉动力，其中机械大于电子。**值得注意的是，虽然2023年3月对俄出口电子产品增幅大于机械，但从今年Q1各个月份来看，可持续性和稳定性要弱于机械产品。此外，中国与沿线国家深化合作也可能为中国工程机械出口带来新机遇。
  - （4）俄罗斯对多数轻工产品出口拉动力较为有限，**但部分涉及俄罗斯当地较为丰富的自然资源的行业（木材、动物皮革等等，对应中国出口纸浆、皮革制品）中俄之间协作有所强化，或与这些产品原先是去往欧洲有关。
- **原油触及价格上限或成为石油相关转口贸易的催化剂。**中国作为一个工业制成品出口国，近期成品油出口增速明显偏高，或说明中国正在更多从俄罗斯、沙特等国进口原油，加工后向世界出口成品油（包括去往新加坡再加工）。此外4月俄罗斯乌拉尔级原油价格也正逐渐接近欧盟限价的上限（60美元/桶），届时油轮运输渠道将愈发复杂，中国这一出口增量或能延续。

## 风险提示

- 中美贸易摩擦影响超预期；能源大宗价格波动；假设条件变化影响测算结果。

### 证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

### 联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

### 相关报告

超预期出口源于何处？——3月进出口点评	2023-04-16
如何理解实际数据表现好于高频数据？——1-2月进出口点评	2023-03-11

## 目录

后续出口成色将会如何？ .....	4
后续出口价格仍然面临回落压力 .....	4
集装箱高频数据显示 4 月出口数量还存在前期释放余波 .....	4
3 月出口数据带来了哪些新出口线索？ .....	6
“一带一路”国家内需拉动的更多是资本品以及耐用消费品 .....	6
原油价格触及上限可能成为石油转口贸易的催化剂 .....	8
风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: PPI 和出口价格指数同比 (%)	4
图 2: 出口交货值/出口金额 (%)	4
图 3: 沿海港口集装箱吞吐数据环比和出口金额环比 (%)	5
图 4: 新旧集装箱吞吐指标对比 (%)	6
图 5: 全国港口集装箱吞吐及其季节性参考 (%)	6
图 6: 2023 年 3 月对俄出口交运占比及其同比 (%)	6
图 7: 2023 年 3 月对俄出口交运占比的升幅 (%)	6
图 8: 2023 年 3 月对俄出口大规模化学品占比及其同比 (%)	7
图 9: 2023 年 3 月对俄出口小规模化学品占比及其同比 (%)	7
图 10: 2023 年 3 月对俄出口机电占比及其同比 (%)	8
图 11: 2023 年 3 月对俄出口机电占比的升幅 (%)	8
图 12: 从俄进口、对新加坡出口当月同比增速 (%)	9
图 13: 从俄罗斯和沙特进口原油的价格 (美元/kg)	9

3 月超预期的出口数据背后有积压订单集中释放带来的量价支撑这一短期因素，但同样也是一系列长期逻辑的体现，包括对美转口贸易畅通、“一带一路”高修复弹性、原油转口等等。后续出口成色如何？“一带一路”贸易可能会拉动哪些商品出口？本文将对这些问题进行探讨。

## 后续出口成色将会如何？

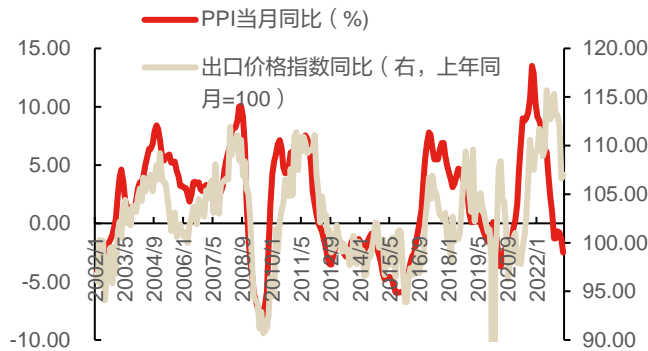
3 月出口订单集中释放的影响较为显著，但我们认为 4 月当月同比从 14.8% 这一高位迅速转负的概率并不大，除了低基数以外，一方面，高频数据显示 4 月可能还存在部分订单集中释放的余波，另一方面，PPI 目前领先出口价格指数 6-8 个月，价格拖累出口同比读数的幅度预计较为有限。不过需要注意的是，即便有 3 月超预期的出口数据，我们依然维持全年出口-1%至-3%的预测，且目前调整主要源于出口价格。

## 后续出口价格仍然面临回落压力

从 3 月的出口数据中可以看到，出口价格不降反升，远超预期，不过我们认为未来价格还是会回落。长期以来 CRB、PPI 和出口价格指数走势都有明显正相关性，但需要注意的是，从去年 4 月左右出口价格指数的变动就明显滞后于 PPI 了，我们认为主要原因在于——

**去年供应链效率有所回落，订单积压导致 PPI 领先出口价格指数 6-8 个月，两者不再是同步指标。**短期来看，去年中国供应链波动与往年相比更剧烈，多次经历了“供应链受阻——供应链恢复——订单集中释放”这一过程，我们可以从出口交货值/出口金额来观察，其中出口交货值代表制造业企业当月自营出口或交给外贸部门的产品价值（含来料加工、来件装配等），而出口金额则是根据当月出关商品来决定，从外贸部门到出关之间的时间差的变化将导致这一比例波动。不难发现，2020 年以来这一比值逐渐降低，说明供应链、物流效率有所下降导致货物较难及时出口，尤其是去年这一比值整体回落，且在今年 Q1 达到历史较低水平，意味着目前的出口价格韧性有相当部分源于纯粹的会计因素，即更早期的订单（价格更高）反映在当前出口价格指数中。

图 1：PPI 和出口价格指数同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：出口交货值/出口金额（%）

	1-2月累计	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2012	85.4	84.2	83.8	78.6	83.7	78.9	80.1	80.0	82.0	85.4	79.2
2013	77.5	80.8	77.3	82.4	90.5	79.8	80.3	88.5	86.6	83.6	83.9
2014	85.9	93.3	83.2	82.1	91.9	75.2	77.8	85.5	84.7	83.7	82.4
2015	83.6	109.5	86.2	82.7	88.5	81.3	80.5	84.1	85.6	85.9	77.7
2016	87.8	94.1	85.3	84.9	91.2	82.1	79.6	89.9	89.4	84.8	81.2
2017	84.8	87.3	83.1	82.3	87.7	81.0	81.4	89.9	90.1	83.9	78.5
2018	76.9	90.5	75.0	76.1	77.0	74.6	76.3	76.9	78.0	76.4	76.7
2019	73.4	76.9	76.1	69.4	72.7	67.9	70.7	76.5	72.4	71.8	69.8
2020	72.4	80.0	69.8	66.5	70.6	61.9	63.6	68.8	69.9	68.1	68.7
2021	68.2	77.0	67.8	66.2	67.2	64.3	63.6	67.8	65.5	66.6	68.4
2022	69.3	76.2	66.0	64.5	64.3	57.4	60.6	65.0	63.5	62.5	63.3
2023	60.5	58.4									

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 集装箱高频数据显示 4 月出口数量还存在前期释放余波

近期中国出口可供参考的先行指标逐渐减少，如去年 12 月起中港协便不再公布旬度集装箱吞吐数据；从 2022 年的经验来看，新出口订单 PMI 也难以单独反映出口的强弱；3 月越南等国的出口数据能够发挥的“金丝雀”功效似乎也有减弱；运价指数由于当前集装箱供应量过大，加上全球港口运行效率明显回升，参考意义也大不如前。综合来看，目前仍有一定参考价值的公开高频数据

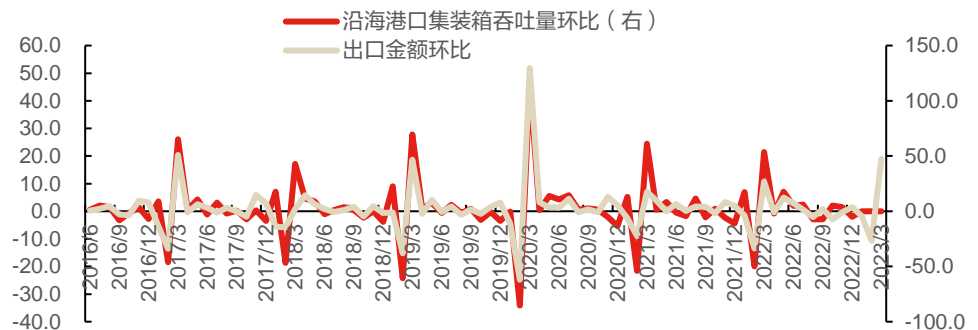
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

仅剩去年 4 月起交通部公布的全国港口集装箱吞吐数据（后简称新指标），那么这一数据跟踪效果如何？

- 集装箱吞吐数据能否反映出口金额走势？由于新指标时间周期较短，不妨参考沿海港口集装箱吞吐量当月值的环比（后简称旧指标），旧指标和出口金额（美元口径）环比多数时间具有不错的相关性；
- 新数据历史区间短，不足以计算同比，也无法和往年季节性作比较，如何寻找一个合适的参考坐标？我们再次以旧指标作为参考，从过往数据来看，新旧指标绝对值之间的比值有一定波动，去年 5-9 月旧指标稳定在新指标的 96.5-97.6% 之间，且环比走势具有一定参考价值，不过需要注意的是，去年 10 月以后新指标开始低于旧指标，10-12 月这一比值上升至 101.8-104.3%，同时 10-11 月新老数据环比走势偶有分化，12 月后回归正常。此外，今年 3 月 17 日起该数据频率从日频降低为周频，我们将周频数据取平均换算为日频之后，按照当周在本月的天数估算出全月的集装箱吞吐量，这种估算方法与日频精准数据相比，月集装箱吞吐量估计误差大约在正负 1.3% 之间。
- 该数据效果如何？这一方法能够较好预测去年 11 月之前的情况，如去年 8 月截至 10 日和 20 日都能捕捉到当月集装箱吞吐显著回落（当月同比从 7 月 18.1% 大幅下降至 8 月 7.4%）；10 月截至 16 日也可以发现当月集装箱吞吐迅速走弱，对应 10 月当月出口同比由正转负；而在今年 3 月，在有春节错位抬高 2 月基数叠加全球贸易需求走弱的背景下，集装箱吞吐量依然超过季节性，也一定程度上印证了 3 月有集中释放订单带来的出口数量支撑。需要注意的是，集装箱吞吐数据预测实际出口金额的有效性会受到箱重影响，如 2022 年 11-12 月集装箱吞吐数据就明显高估了实际出口金额（当时存在空箱吞吐），不过考虑到 2023 年 1-2 月起集装箱吞吐量不再需要进一步下修以匹配实际出口金额（如设置一个空箱下调系数），目前集装箱已经从空箱吞吐走向了空箱存放，集装箱数据观测的价值有进一步提升。

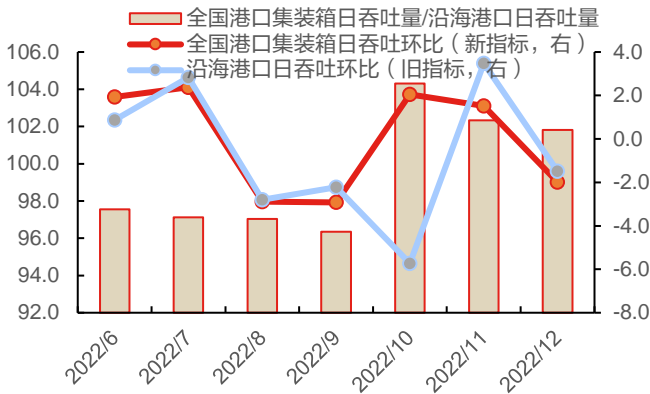
那么从高频数据来看，4 月出口数据表现如何？4 月集装箱吞吐数据仍略低于季节性，集装箱吞吐量环比预计约 1%（2015 至 2019 以及 2021 年平均参考为 2.3%），但考虑到 3 月环比基数高，以及集装箱吞吐与季节性的差距逐周缩小（上旬有清明，截至 23 日环比为-1.3%），或指向 4 月仍有订单释放的余波。

图 3：沿海港口集装箱吞吐数据环比和出口金额环比（%）



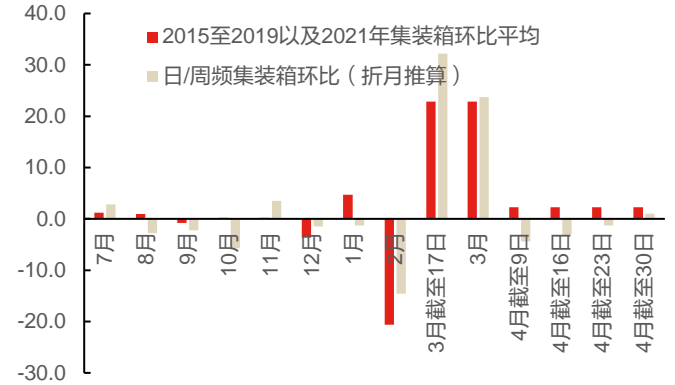
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：新旧集装箱吞吐指标对比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：全国港口集装箱吞吐及其季节性参考（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3月出口数据带来了哪些新出口线索？

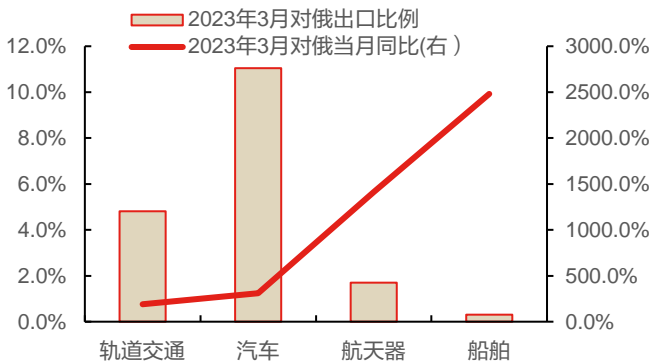
今年是“一带一路”倡议提出十周年，十年来，我国对“一带一路”沿线国家进出口占我国外贸整体的比重从2013年的25%显著提升到2022年的32.9%。今年3月一带一路国家也带动了相当比例的贸易增量，据海关新闻发布会，人民币口径下今年一季度中国对“一带一路”沿线国家出口2.04万亿元，增长25.3%，远高于同期出口整体增速8.4%，除了东盟以外，对阿联酋、土耳其等国出口增速均在30%以上。随着更多边境陆运口岸逐渐打开，加上人民币结算带来的外贸优势，全年对一带一路国家的出口或迎来高修复弹性。

#### “一带一路”国家内需拉动的更多是资本品以及耐用消费品

具体由哪些商品拉动？以俄罗斯为例，2023年3月对俄出口当月同比增速高达136.4%，分商品（HS分类）来看：

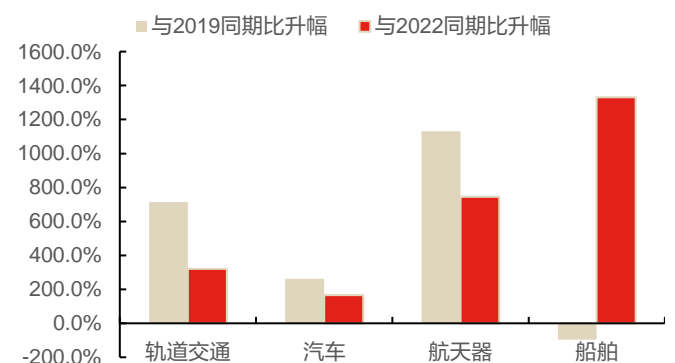
- 交运设备表现最佳，拉动力主要源于车辆及其零部件；轨道交运、船舶同比增幅均很高，但占比较少。今年交运设备3月当月同比增速高达308.6%，其对俄当月出口占交运设备总出口的9.1%（分别较2022和2019年同期上升5.8和5.6个百分点，增长176%、155.6%），其中车辆（及其零部件）不仅为出口大项，而且当月同比高达310%（与2022年相比对俄出口占比上升6.9个百分点，增长166.6%）；今年截至3月轨道交通、船舶、航天器出口合计占总出口的比例约1%，不过对俄出口占比升幅和出口金额同比增速都处于高位。

图 6：2023年3月对俄出口交运占比及其同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2023年3月对俄出口交运占比的升幅（%）

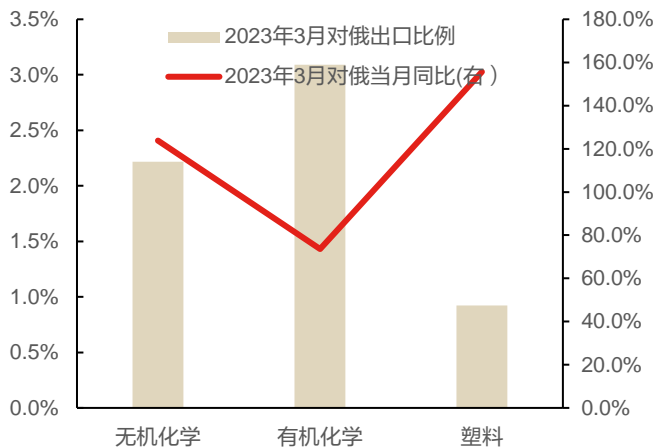


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

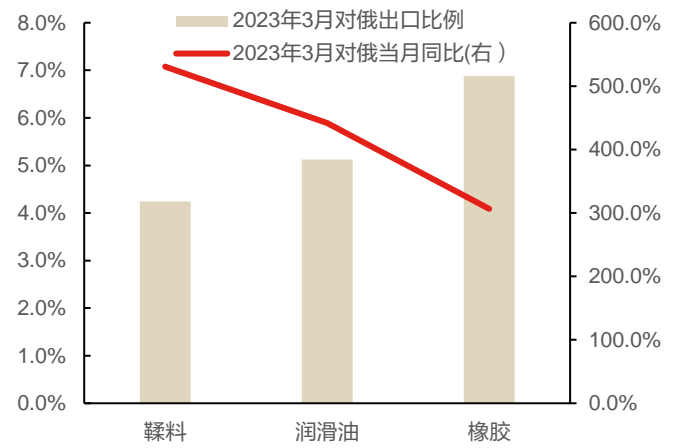
- 化工产品对俄出口表现较好，但细分商品分化较为明显，如部分小规模出口产品对俄贸易表现突出，而大规模出口产品走势则有所分化。今年3月化工产品、橡胶塑料当月同比增速分别为125.3%和191.4%，具体来看：
  - 无机、有机化学品等部分主要出口化工产品（今年截至3月累计出口占比在1个百分点以上）增长较慢。3月无机化学品、有机化学品对俄出口当月同比分别为123.8%和73.6%，对俄当月出口占此类商品总出口的比重分别为2.2%和3.1%（分别较2022年同期上升1和1.7个百分点），我们认为，修复弹性较小的一个原因是这些产品（不含塑料，塑料高于对俄当月出口增速）往往涉及较多化工中间品，而俄罗斯并非化工制造强国，以2021年为例，世界范围内俄罗斯进、出口化学品的份额仅1.5%和1.1%（中国的六分之一至七分之一），自然在这些产品上俄罗斯拉动中国出口的能力较弱。
  - 橡胶及其制品、洗涤剂 and 润滑剂等、鞣料和着色料等相对小品类的产品对俄出口增量较为明显，可能和此类商品部分已经是终端产品有关。3月橡胶及其制品，洗涤剂 and 润滑剂等，鞣料和着色料（今年截至3月累计出口占比都在1个百分点以下）对俄出口当月同比分别高达306.6%、442%、530.7%，占各自商品总出口的比例分别为6.9%、5.1%、4.2%（较2022年同期分别增长4、4.9、3.7个百分点）。

图 8：2023 年 3 月对俄出口大规模化学品占比及其同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

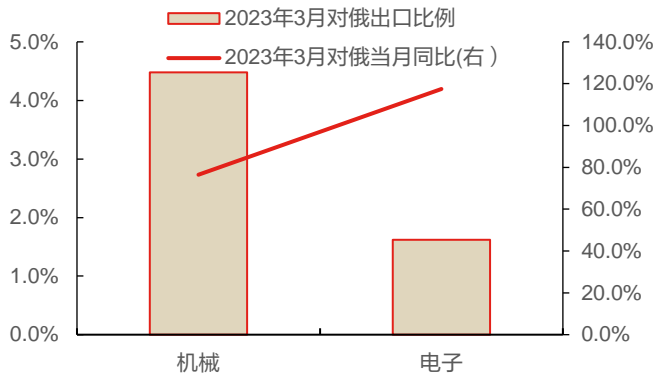
图 9：2023 年 3 月对俄出口小规模化学品占比及其同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

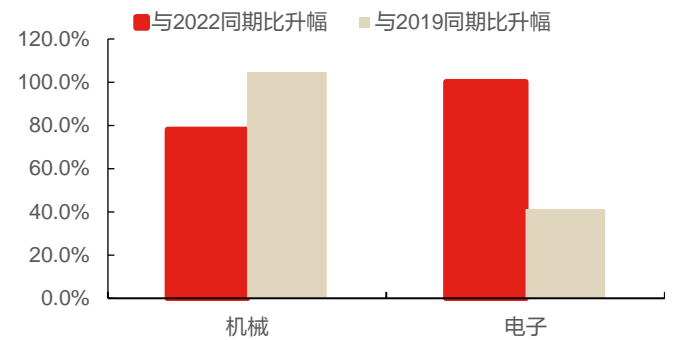
- 对机电产品有一定拉动力，其中机械大于电子。今年3月机电产品（HS第16类）对俄当月出口同比增速为90.3%，低于整体；对俄出口占此类商品总出口的2.7%，与2022年同期比增长1.2个百分点。分项来看，2023年3月机械、电子设备对俄出口当月同比分别为76.5%和117.5%，由于对俄出口机械占该商品总出口的比重高于电子，导致俄对中国机械产品出口的拉动力强于电子产品，分别拉动对应产品总出口1.9和1个百分点（2023年3月机械、电子设备当月出口同比分别为-0.9%和8.7%）。值得注意的是，虽然2023年3月对俄出口电子产品增幅大于机械，但从今年Q1各月份来看，可持续性和稳定性要弱于机械产品。此外，中国与中东深化合作也可能为中国工程机械出口带来新机遇。

图 10：2023 年 3 月对俄出口机电占比及其同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：2023 年 3 月对俄出口机电占比的升幅（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

- 俄罗斯对多数轻工产品的拉动力较为有限，但部分涉及俄罗斯当地较为丰富的自然资源（木材、动物皮革等等）的行业，中俄产业协作有所加强。纺织、鞋帽伞、杂项制成品（如玩具、家具）等轻工业产品对俄出口占其总比例在 1.5-3.6% 之间，与 2022 年同期相比上升 0.7-1.5 个百分点，增幅相对较小。部分轻工业产品拉动力较弱（即 3 月劳动密集型产品出口高增较少源于对俄出口），部分和俄罗斯人均消费水平较弱有关，且 19 年至今年均实际最终消费支出增速不足 2%。  
值得注意的是，革、毛、皮及其制品，纸浆等（分别对应俄罗斯的皮革、木材等自然资源）合计仅占中国总出口约 1.7 个百分点，但 2023 年 3 月当月对俄出口这些产品占对俄出口的比例高达 7.1%（明显高于整体），当月同比增速分别高达 244.3% 和 393.4%。

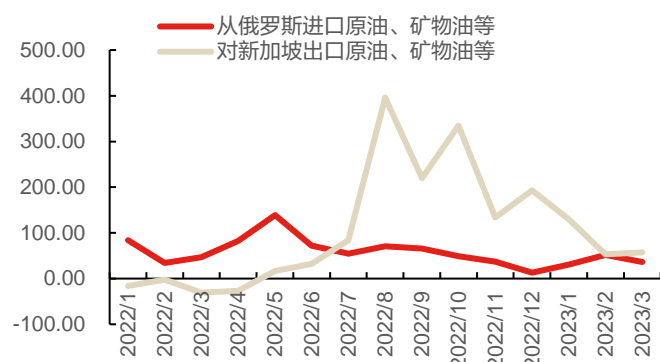
## 原油价格触及上限可能成为石油转口贸易的催化剂

中国作为一个工业制成品出口国，近期成品油出口增速明显偏高，截至 2023 年 3 月成品油出口累计同比高达 70.3%，拉动出口 0.72 个百分点（3 月总累计出口同比为 0.5%），如何理解？

我们认为这一现象或表明中国正在更多从俄罗斯、沙特等国进口原油，加工后向世界出口成品油。对新加坡累计出口增速高达 78.2%，明显高于其他东盟国家，占中国对东盟出口比重为 16.7%，同比提高 5.5 个百分点。值得注意的是，新加坡是世界原油运输和加工的枢纽之一，或说明中国对新加坡出口后，新加坡在本地进一步加工以满足各地需求（如石油混合）后再进行转口。与此同时，我国从俄罗斯进口原油的规模较大，去年 4 月以来从俄罗斯进口金额增速一直维持在高位，截至今年 3 月累计同比增速仍有 37%；原油进口数量（单位为 kg）累计同比增速也有 32.7%。此外，价格方面明显更优惠，去年 4 月起中国从俄罗斯进口原油的单价仅为沙特渠道的 80-90%，而此前则恰好相反。值得注意的是，Argus 的数据显示，整个 4 月俄罗斯乌拉尔级原油价格也正逐渐接近欧盟限价的上限（60 美元/桶），届时油轮运输渠道将愈发复杂，中国这一出口推动因素或能暂时延续。

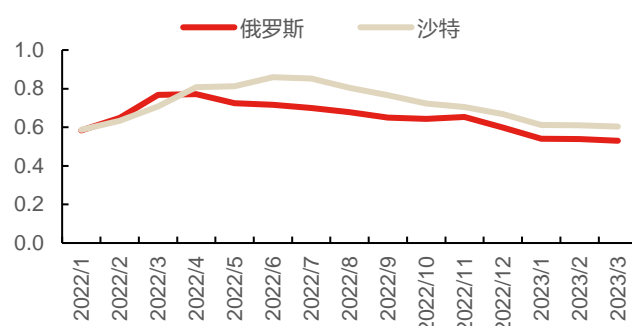


图 12: 从俄进口、对新加坡出口当月同比增速 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 13: 从俄罗斯和沙特进口原油的价格 (美元/kg)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 风险提示

**中美贸易摩擦影响超预期。**目前出口份额强韧性的核心逻辑仍是转口贸易渠道顺畅, 若出口份额回到 2019 年, 出口增速预测将从-1 至-3%下行至-11 至-13%。

**能源大宗价格波动。**今年出口价格具有较高不确定性, 如欧洲还没有经历冬夏能源考验、美国经济与美联储走向的不确定, 以及欧佩克减产节奏等等, 都会对出口预测产生较大影响。

**假设条件变化影响测算结果。**文中预测均基于一定假设 (如出口份额等), 和实际情况有一定差距。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。