



## 宏观专题

# 从替代效应看对俄贸易拉动全年多少出口？

### 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001  
邮箱：luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

占烁

资格编号：S0120122070060  
邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点：

- **核心观点：**前 4 个月出口增长 2.5%，整体超预期，全年出口可能与 2022 年大致持平。对俄出口自 3 月增长 136% 后，4 月仍大幅增长 153%。在俄罗斯进口中，中国对欧美国家的替代效应在 2022 年并不显著，预计 2023 年会增强，预计我国对俄出口全年增速可能达 45% 以上，拉动整体出口 1-1.4 个点。从结构方面来看，主要是化工、运输设备、塑料橡胶三类产品的替代效应最为显著，机电替代相对较弱。
- **4 月出口点评：**(1) 分地区看，警惕对东盟出口增速大幅下降：4 月对东盟出口增速降至 4.5%，达到 2020 年 6 月以来的次低值，仅高于今年 1 月。2022 年，美国、东盟、欧盟在我国出口中的占比均超过 15%，在对欧美出口不佳时，一旦对东盟出口也减速，整体出口往往难言乐观。
- (2) 分产品看，机电产品中的汽车和机械设备表现突出：机电产品增长 10.4%，高于整体出口增速，拉动出口 5.9 个点。其他产品中，纺织服装、鞋靴箱包、家具玩具均较上月明显减速，分别从 19.7%、54.4%、19.6% 降至 8.8%、22.9%、-0.2%。机电产品中，增长主要依靠汽车及其零部件、通用机械，集成电路、手机和自动数据处理器（电脑）仍然降幅较大。
- (3) 全年出口可能与去年大致持平。将全年出口分为三段，前四个月增长 2.5%，中间 4 个月受全球贸易下行和去年高基数影响，大概率将负增长；后四个月在价格因素和低基数的双重因素下预计将实现正增长，因而全年出口可能与 2022 年大致持平。
- **对俄贸易拉动多少出口：**(1) 俄罗斯是我国第 16 大出口目的地，出口规模与澳大利亚等接近，2022 年对俄出口占我国总出口的 2.1% 左右。
- (2) 2014 年 3 月克里米亚事件后，俄罗斯总进口在 2015 年大幅减少 36.3%，我国对俄出口也随之下降 35.2%。2016-2020 年，我国对俄出口规模逐年增长，年均增速高达 7.9%。但这一增长主要是恢复性的，直到 2020 年仍低于 2014 年水平。我国占俄罗斯进口份额逐年提高，2006 年只有 9.4%，2021 年提高到 24.8%。

- (3) 俄罗斯披露 2022 年进口下降 11.7%，可能存在低估。以 22 个主要贸易伙伴对俄出口数据来看，降幅可能达 2-3 成。
- (4) 参考欧央行的研究，我们将 22 个俄主要贸易伙伴分为制裁地区和非制裁地区，2022 年制裁地区对俄出口规模几乎减半，非制裁地区对俄出口仅在 3-4 月大幅下降，全年仍增长 8.5%。
- (5) 在俄罗斯总进口缩量的同时，由于欧美日韩等国商品的退出，俄罗斯进口结构中，也在发生非制裁地区对制裁地区的进口替代。不过进口替代在 2022 年并不显著，制裁地区 2022 年对俄出口减少 622 亿美元，但非制裁地区只增加 84.6 亿美元，仅占前者的 13.6%。预计 2023 年进口替代会有所加强。
- (6) 基于 5-12 月对俄出口环比增速为 0、与 2021 各月相同的两个假设，我们预计对俄出口全年增速可能达 45% 以上，拉动整体出口 1-1.4 个点。
- (7) 从结构来看，俄罗斯从我国进口的运输设备、塑料橡胶、化工、机电等四类产品存在替代效应，其中，前三者替代效应最显著。对于运输设备、塑料橡胶、化工三类产品，俄罗斯自欧美日分别下降 70.5%、53.1%、14.8%，中国进口增加 47.2%、47.2%、76.8%。相比之下，机电行业尽管从欧美日进口减少了 58.5%，但并未带来自华进口的大幅增长，2022 年俄罗斯从中国进口机电类产品仅增长 4.9%，远低于 12.7% 的整体进口增速。
- **风险提示：** 海外经济下行超预期；对东盟出口超预期下降；地缘政治事件影响全球贸易。

## 内容目录

1. 4月出口数据点评.....	4
2. 对俄贸易拉动多少出口? .....	6
2.1. 中国对俄出口: 份额逐年上升, 总量缓慢恢复.....	6
2.2. 俄乌冲突后: 非制裁地区对制裁地区的进口替代.....	7
2.3. 从总量与结构看俄罗斯自华进口的替代效应 .....	8
3. 风险提示.....	13

## 图表目录

图 1: 出口分地区拉动情况 .....	4
图 2: 对俄罗斯出口增长 153%.....	5
图 3: 出口分产品拉动情况 .....	5
图 4: 机电产品细分拉动情况.....	6
图 5: 俄罗斯总进口及其增速.....	7
图 6: 我国对俄出口及份额变化.....	7
图 7: 2021 年俄罗斯进口结果.....	8
图 8: 俄乌冲突后, 非制裁地区对俄出口规模开始超过制裁地区 .....	8
图 9: 对俄出口的月度预测 .....	9
图 10: 俄罗斯手机市场不同品牌的市占率变化 .....	11
图 11: 俄罗斯市场 top20 汽车品牌.....	12
图 12: 中国对俄罗斯出口的手机和汽车金额变化 .....	12
表 1: 欧美日对俄出口 VS 中国对俄出口 .....	9
表 2: 22 和 23 年一季度中国对俄出口 (HS2) .....	11

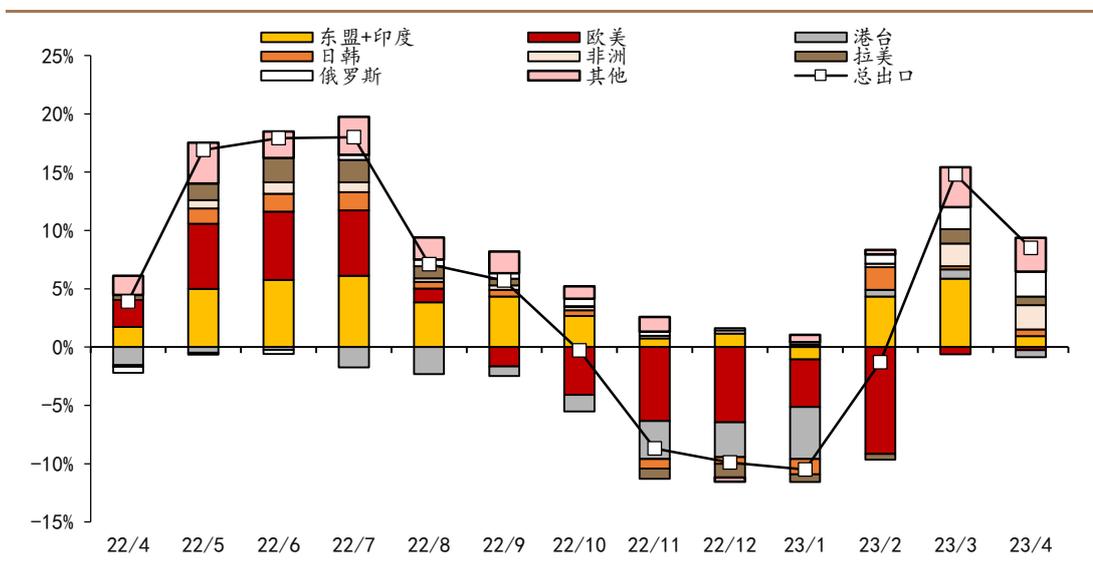
## 1.4 月出口数据点评

4月出口同比增长8.5%，基本符合市场预期，超强出口较难持续。我们认为3月超预期出口或只是昙花一现，4月出口增速落回预期内，两年平均增速从3月的14.7%降至6.2%，验证了超强出口的较难持续性。若5月两年平均增速与4月持平，出口可能进一步降至-3.5%左右。

分地区来看，需要警惕对东盟出口增速大幅下降。4月对东盟出口增速降至4.5%，达到2020年6月以来的次低值，仅高于今年1月。“东盟+印度”对出口的拉动也从3月的5.9个点，降至4月0.9个点。过去一段时间，对欧美出口增速持续负增长，东盟起到了对冲作用。2022年，美国、东盟、欧盟在我国出口中的占比均超过15%，合计达到47.6%<sup>1</sup>。因此，在对欧美出口不佳时，一旦对东盟出口也减速，整体出口往往难言乐观。

对俄罗斯出口仍是亮点。自3月对俄出口增长136%后，4月仍大幅增长153%，拉动出口2.1个点。

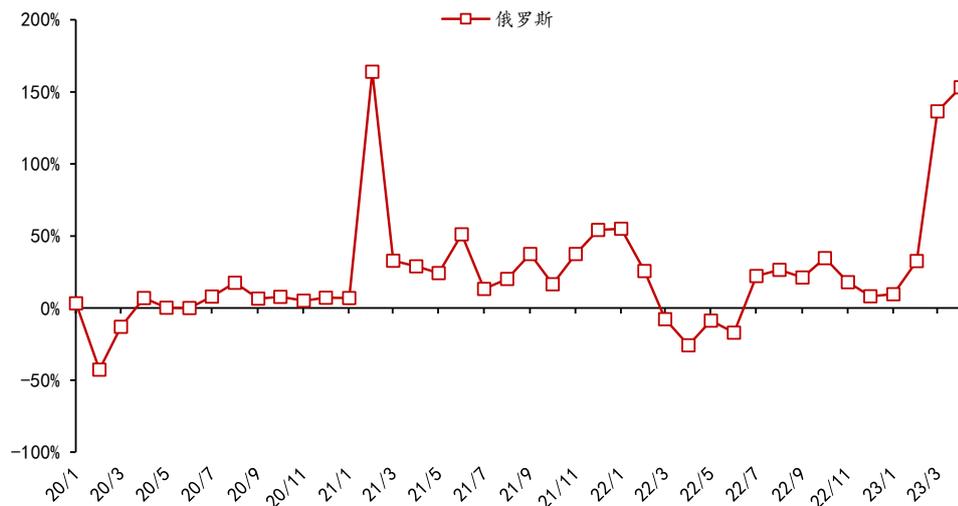
图1：出口分地区拉动情况



资料来源：CEIC，德邦研究所

<sup>1</sup> 2023.3.16 外发报告《三个维度看出口：增速何时见底？》

图 2：对俄罗斯出口增长 153%

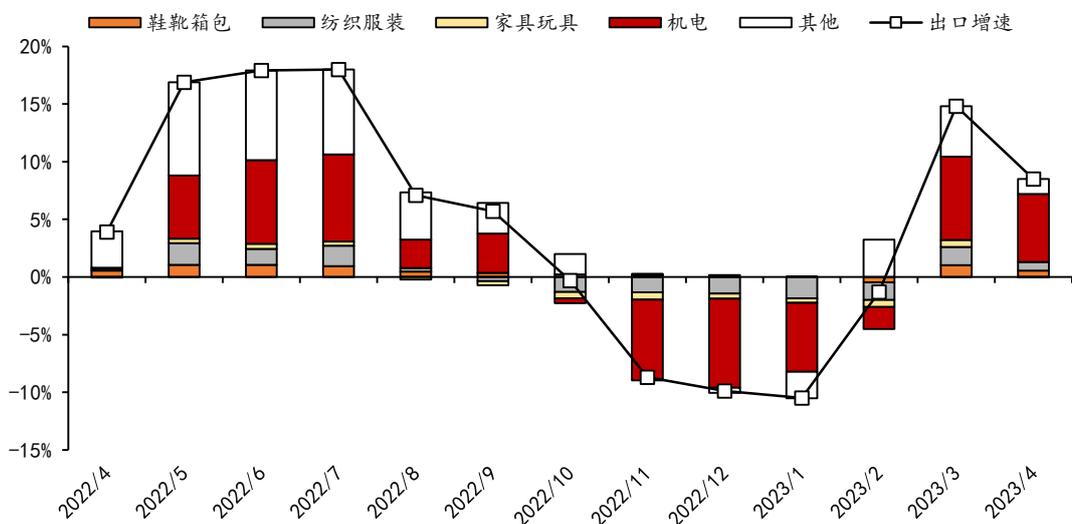


资料来源：CEIC，德邦研究所

分产品来看，机电增速仍然较快，汽车和机械设备表现突出。机电产品增长 10.4%，高于整体出口增速，拉动出口 5.9 个点。其他产品中，纺织服装、鞋靴箱包、家具玩具均较上月明显减速，分别从 19.7%、54.4%、19.6% 降至 8.8%、22.9%、-0.2%。其中，纺织服装、鞋靴箱包拉动 4 月出口 0.8 和 0.5 个点。具体看，机电产品中，增长主要依靠汽车及其零部件、通用机械，这两类产品均较 3 月有所提速，增速达到 82.9%、20.5%，拉动出口 2.7、0.3 个点。集成电路、手机和自动数据处理器(电脑)仍然降幅较大。手机和自动数据处理器(电脑)同比下降 15.5%，降幅较上月有所收窄，但仍拖累出口增速 1.6 个点。集成电路降幅则扩大至 -7.3%，对出口的拖累也进一步扩大至 0.3 个点。

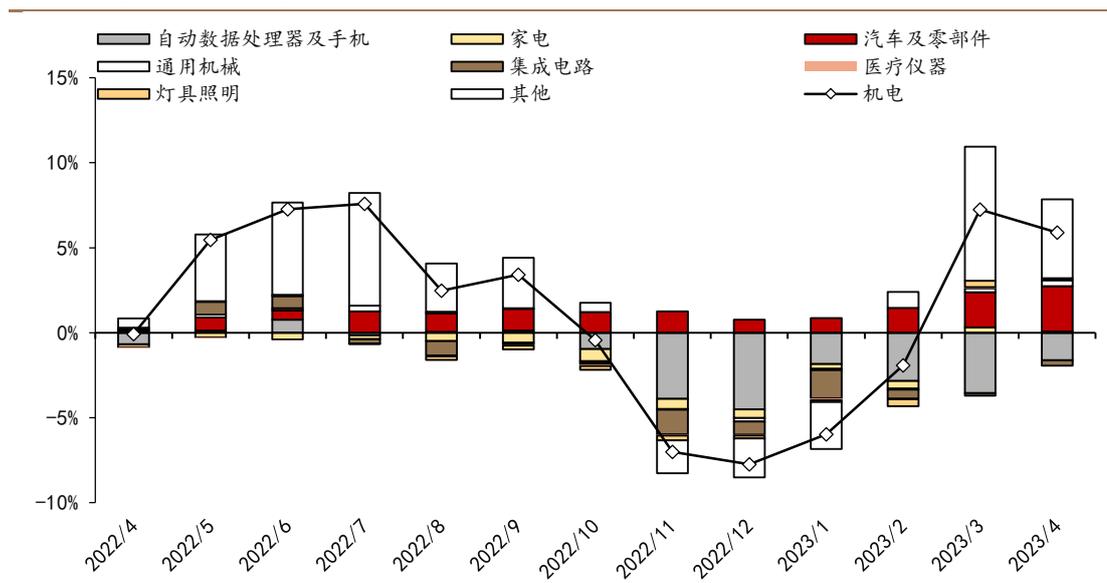
全年出口可能与去年大致持平。尽管强出口较难持续，但前 4 个月出口同比增长 2.5%，意味着全年出口预期亦当修正。将全年出口分为三段，前四个月增长 2.5%，中间 4 个月受全球贸易下行和去年高基数影响，大概率将负增长；后四个月在价格因素和低基数的双重因素下预计将实现正增长，因而全年出口可能与 2022 年大致持平。

图 3：出口分产品拉动情况



资料来源：CEIC，德邦研究所

图 4：机电产品细分拉动情况



资料来源：CEIC，德邦研究所

## 2. 对俄贸易拉动多少出口？

接下来，我们将重点分析连续 2 月倍增的对俄出口，并推算其对全年出口的影响。

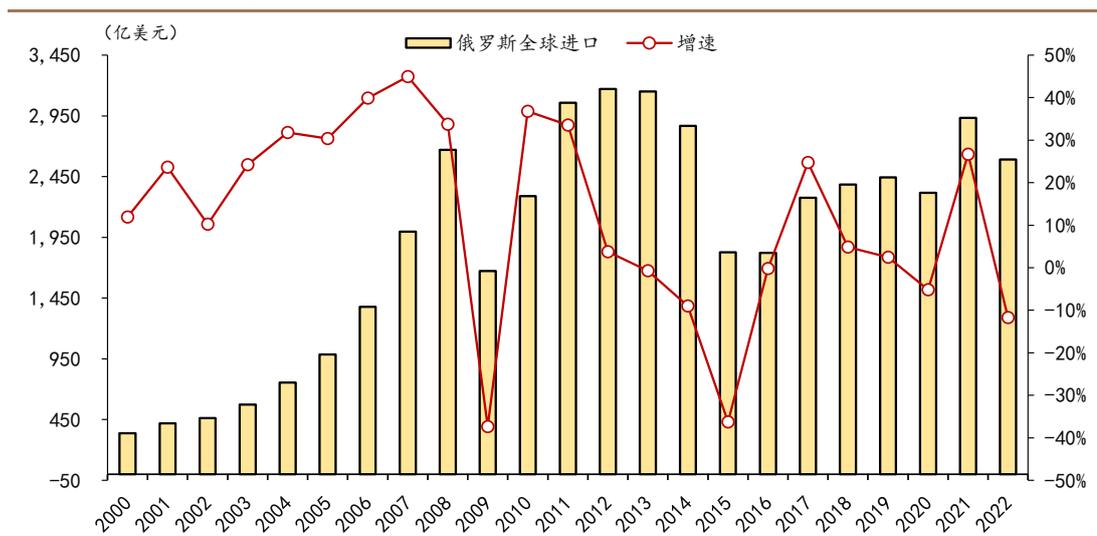
### 2.1. 中国对俄出口：份额逐年上升，总量缓慢恢复

俄罗斯是我国第 16 大出口目的地，出口规模与澳大利亚等接近。2022 年我国对俄出口 761.2 亿美元，占总出口的 2.1%，体量与澳大利亚、泰国、墨西哥等国家接近，大约是对美出口的 13%。以单个国家或地区来看，俄罗斯是我国第 16 大出口目的地。

俄罗斯进出口贸易经常受到地缘事件冲击，近年主要有 2014 年克里米亚事件、2022 年俄乌冲突，我国对俄出口也受影响较大，但两次影响的方向有所不同。

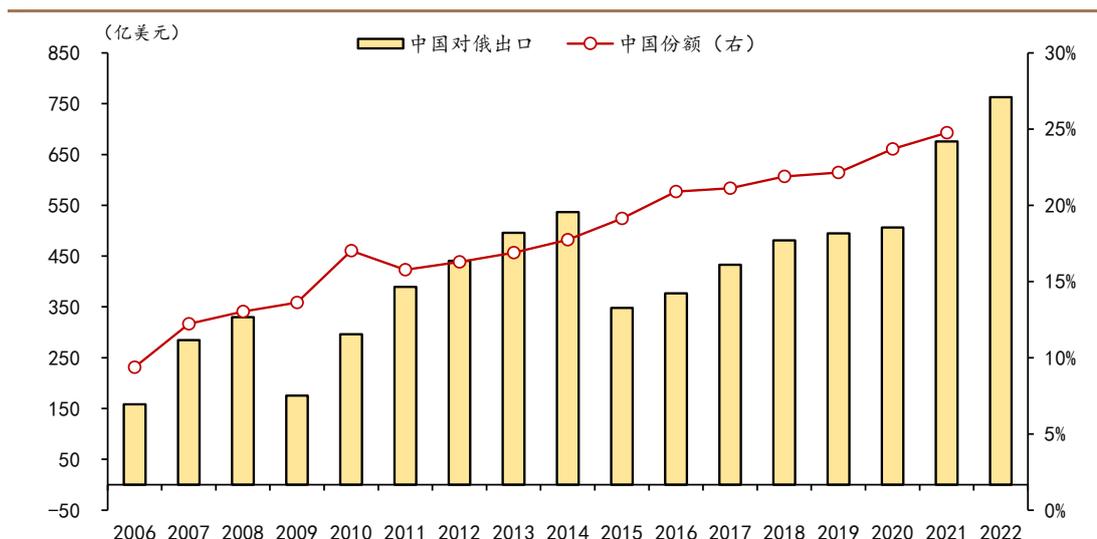
2014 年 3 月克里米亚事件后，俄罗斯总进口在 2015 年大幅减少 36.3%，我国对俄出口也随之下降 35.2%。2016-2020 年，我国对俄出口规模逐年增长，年均增速高达 7.9%。但这一增长主要是恢复性的，直到 2020 年，对俄出口规模也只有 506 亿美元，仍低于 2014 年的 537 亿美元。当然，俄罗斯的总进口恢复更慢一些，直到 2021 年也没有恢复到 13 年水平。我国占俄罗斯进口份额逐年提高，2006 年只有 9.4%，2021 年提高到 24.8%。

图 5：俄罗斯总进口及其增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：我国对俄出口及份额变化



资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.2. 俄乌冲突后：非制裁地区对制裁地区的进口替代

官方数据可能低估了 2022 年俄罗斯进口降幅，以贸易伙伴数据来看，降幅可能达 2-3 成。俄罗斯官方披露 2022 年进口下降 11.7%<sup>2</sup>，但这可能低估了进口降幅。我们汇总了 22 个俄罗斯的主要贸易伙伴披露的对俄出口数据，这 22 个国家和地区在 2021 年俄罗斯总进口里占比 83.8%，因而能够较充分反映俄罗斯贸易情况。2022 年，22 地区对俄出口规模从 2362.5 亿美元降至 1825.2 亿美元，下降了 22.7%，俄乌冲突对俄罗斯进口贸易的冲击可能略小于 2014 年克里米亚事件，但可能大于俄官方口径数据。

2022 年制裁地区对俄出口规模几乎减半，非制裁地区对俄出口仅在 3-4 月大幅下降，全年仍增长 8.5%。我们参考欧央行的研究<sup>3</sup>，以是否参与对俄制裁，将俄

<sup>2</sup> 俄罗斯 2022 年对外贸易额增长 8.1% (baidu.com)

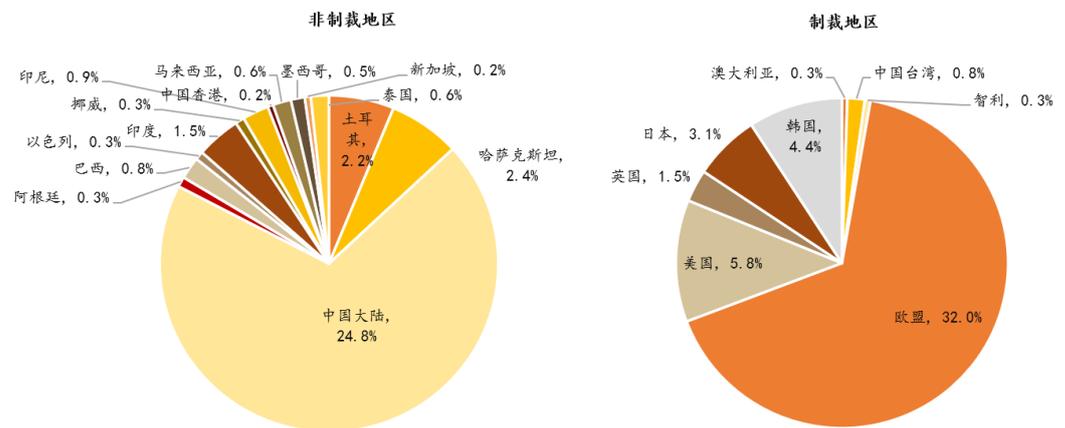
<sup>3</sup> [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202205\\_01~9a64e27f6f.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202205_01~9a64e27f6f.en.html)

罗斯的 22 个主要贸易伙伴分为制裁地区和非制裁地区。从结构看，2021 年，制裁地区占俄罗斯进口的 48.2%，其中欧盟占比 32%，美国 5.8%；非制裁地区占 35.6%，其中中国大陆占比 24.8%。2022 年，制裁地区对俄出口同比下降 45.6%，从 1362.7 亿美元降至 740.8 亿美元；而非制裁地区则不减反增，增长 8.5%，2022 年达到 1084.4 亿美元，出口规模开始超过制裁地区。从年度聚焦到月度来看，俄乌冲突发生后，非制裁地区对俄出口 3 月环比亦大幅下降 30%左右，但随后从 5 月开始回升，而制裁地区自 3 月下降约 50%后，此后维持低位、并未明显回升。

在俄罗斯总进口缩量的同时，由于欧美日韩等地区商品的退出，俄罗斯进口结构中，也在发生非制裁地区对制裁地区的进口替代。

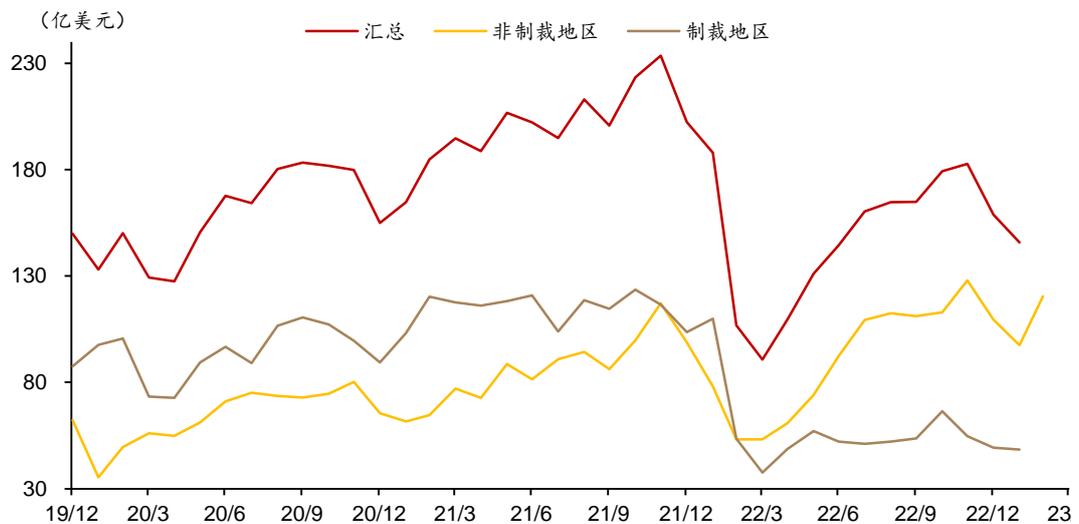
从总量上看，进口替代在 2022 年并不显著，预计 2023 年会有所加强。在我们跟踪的上述样本国家和地区中，制裁地区 2022 年对俄出口减少 622 亿美元，而非制裁地区只增加 84.6 亿美元，仅占前者的 13.6%。制裁地区对俄出口的大幅减少，并未带来非制裁地区的出口大幅增加，进口替代在 2022 年尚不明显。主要原因是俄乌冲突发生后，2022 年 3-6 月，非制裁地区对俄出口同比持续负增长，拖累了全年出口增长。若按 7-12 月出口计算，制裁地区同比减少约 368 亿美元，非制裁地区增加 96.4 亿美元，占前者的 26.2%。2023 年非制裁地区对俄出口已经恢复，制裁地区出口仍维持低位，预计进口替代将有所加强。

图 7：2021 年俄罗斯进口结果



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：俄乌冲突后，非制裁地区对俄出口规模开始超过制裁地区

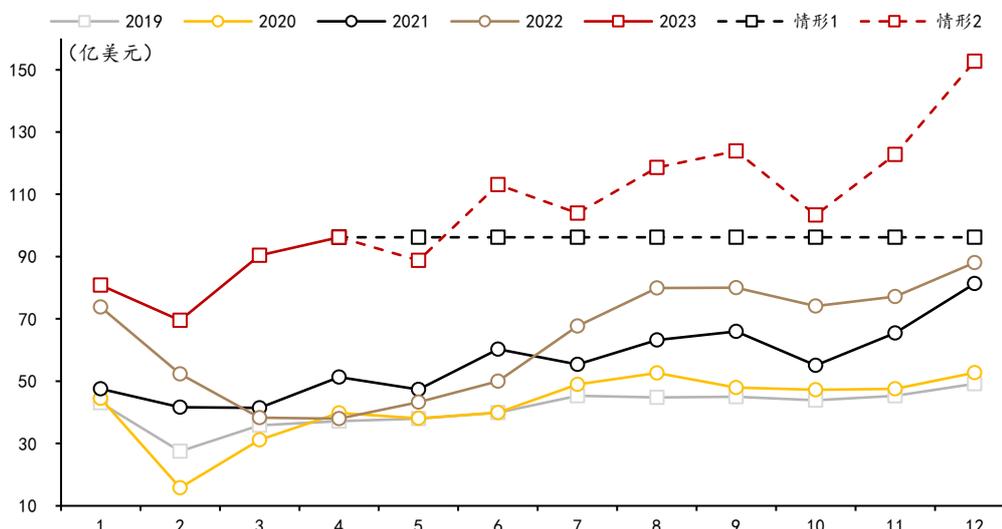


资料来源：Wind，德邦研究所

### 2.3. 从总量与结构看俄罗斯自华进口的替代效应

从出口总量来看，对俄出口全年增速可能达 45%以上，拉动整体出口 1-1.4 个点。今年 3-4 月对俄出口连续两个月同比翻倍，一方面由于对欧美等制裁地区的替代效应，另一方面也是由于去年同期基数较低。我们可以假设 5-12 月单月对俄出口均值与 4 月持平，为 96.2 亿美元，那么 5-6 月出口同比增速仍可以超过或接近 100%，7 月后出口增速会逐步降下来。这种情况下，全年对俄出口同比增长 45.1%，拉动整体出口增速约 1 个点。乐观情形下，假设 5-12 月出口环比增速与 2021 年相当，全年对俄出口同比增长 65.7%，拉动整体出口增速约 1.4 个点。

图 9：对俄出口的月度预测



资料来源：Wind，德邦研究所

从结构来看，我国对俄出口在哪些产品方面的替代效应比较显著？

我们将俄罗斯从美欧日进口产品与中国进口产品进行对比，将 HS2 位编码产品分为 22 类来看大类产品进口替代情况，剔除 7 类规模较小产品后，其余 15 类产品按增速可分为两类。

一是从欧美日进口减少，从中国进口也在减少，第 8 类 (HS41-43) 毛皮和皮革制品、旅行用品等，第 15 类 (HS72-83) 贱金属制品，第 20 类 (HS94-96) 杂制品。对于这三类商品，俄罗斯自欧美日进口规模从 90.2 亿美元减至 50.7 亿，自中国进口从 118.8 亿美元减至 106.3 亿。

二是从欧美日进口减少，但从中国进口增加，主要是机电、化工、运输设备、塑料橡胶四类产品。共有 12 类产品，自欧美日进口减少的同时，自华进口在增加，其中规模较大的主要是 4 类：第 6 类 (HS28-38) 化学及相关行业产品，第 7 类 (HS39-40) 塑料、橡胶及其制品，第 16 类 (HS84-85) 机电、音像设备及其零件，第 17 类 (HS86-89) 车辆、飞机、船舶等运输设备。这 4 类产品 2021 年占欧美日对俄出口的 71.4%，中国对俄出口的 61%，决定着对俄出口的增减。2022 年欧美日对俄出口下降 46.1%，这四类产品贡献了 35.8%；中国对俄出口增长 12.7%，四类产品贡献 12.4%。

具体来看，替代效应最显著的是运输设备、塑料橡胶和化工，欧美日对俄出口分别下降 70.5%、53.1%、14.8%，中国进口增加 47.2%、47.2%、76.8%。相比之下，机电行业尽管从欧美日进口减少了 58.5%，但并未带来自华进口的大幅增长，2022 年俄罗斯从中国进口机电类产品仅增长 4.9%，远低于 12.7% 的整体进口增速。

表 1：欧美日对俄出口 VS 中国对俄出口

类别 (section)		HS2	欧美日对俄出口				中国对俄出口			
(单位: 亿美元)			2021	2022	同比	拉动	2021	2022	同比	拉动
第2类	植物产品	6-14	20.6	19.3	-6.0%	-0.1%	6.4	8.5	32.6%	0.3%
第4类	预制食品、饮料、酒和烟草等	16-24	58.2	50.1	-13.9%	-0.7%	7.3	11.5	56.9%	0.6%
第5类	矿产品	25-27	13.6	6.9	-49.1%	-0.6%	2.0	3.6	75.0%	0.2%
第6类	化学或相关行业产品	28-38	210.6	179.3	-14.8%	-2.6%	37.9	67.0	76.8%	4.3%
第7类	塑料、橡胶及其制品	39-40	74.9	35.1	-53.1%	-3.3%	36.0	53.0	47.2%	2.5%
第8类	毛皮和皮革制品、旅行用品等	41-43	5.1	2.3	-55.7%	-0.2%	20.7	16.2	-21.9%	-0.7%
第10类	木浆、纸制品等	47-49	22.1	9.0	-59.2%	-1.1%	3.5	9.9	180.6%	0.9%
第11类	纺织品	50-63	37.4	21.5	-42.7%	-1.3%	54.3	54.1	-0.5%	0.0%
第12类	鞋伞头饰等	64-67	8.3	5.7	-31.6%	-0.2%	26.5	28.4	7.2%	0.3%
第13类	石制品、陶瓷等	68-70	13.1	6.9	-47.5%	-0.5%	10.9	11.6	6.7%	0.1%
第15类	贱金属制品	72-83	57.4	33.5	-41.6%	-2.0%	56.6	55.7	-1.6%	-0.1%
第16类	机电、音像设备及其零件	84-85	355.3	147.5	-58.5%	-17.5%	288.0	302.1	4.9%	2.1%
第17类	车辆、飞机、船舶等运输设备	86-89	207.4	61.2	-70.5%	-12.3%	50.4	74.2	47.2%	3.5%
第18类	光学、医疗、钟表及乐器等	90-92	55.2	36.2	-34.5%	-1.6%	19.6	19.9	1.3%	0.0%
第20类	杂制品	94-96	27.7	14.9	-46.2%	-1.1%	41.6	34.5	-17.2%	-1.1%
汇总 (全口径)			1187.1	640.4	-46.1%		675.5	761.2	12.7%	

资料来源: Wind, UNComtrade, 德邦研究所

进一步, 我们看看今年一季度 (特别是 3 月) 对俄出口的高速增长主要来自哪些产品。综合规模和增速来看, 对今年出口拉动最大的仍然是机电、化工、运输设备、塑料橡胶四类产品, 对 3 月和一季度对俄出口增速的贡献分别达到 72%、75%。贱金属、纺织品、光学医疗钟表乐器这三类产品次之, 对 3 月和一季度对俄出口增速的贡献分别达到 14%、12%。

此外, 俄罗斯国内市场数据表明中国手机、汽车等耐用品市场份额明显提高。根据 CNN 引用 Counterpoint Research 数据, 随着苹果和三星撤出俄罗斯, 中国手机品牌在俄罗斯市场的市占率已经从 2021 年底的 40% 左右提高到 95% 左右。而在俄罗斯汽车市场, 德日韩等国家的汽车品牌陆续退出后, 俄罗斯本土品牌和中国吉利、长城等汽车品牌份额出现明显提高。

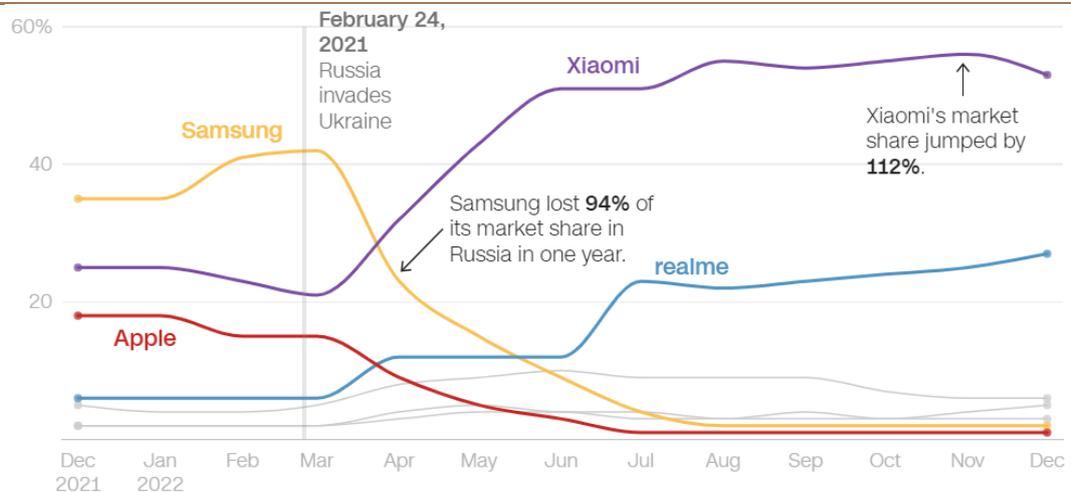
但从海关数据来看, 对俄手机出口尚未明显提升, 汽车出口则大幅增长 3 倍。手机和汽车大致分别对应 HS8517 和 HS87, 当然这两个编码的范围更广, 前者还包含其他电话机、语音传输设备, 后者包含汽车零部件。如图 12, 对俄手机出口并没有出现大幅回升, 汽车出口增长更加明显, 3 月汽车及其零部件对俄出口是去年同期的 4 倍左右。

表 2: 22 和 23 年一季度中国对俄出口 (HS2, 亿美元)

类别 (section)	HS2	2201	2202	2203	2301	2302	2303	3月同比	Q1同比	3月拉动	Q1拉动
第1类 动物产品	1-5	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	692%	37%	0%	0%
第2类 植物产品	6-14	0.6	0.6	0.5	0.8	0.7	0.7	56%	37%	1%	0%
第3类 动植物油脂等	15	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	656%	232%	0%	0%
第4类 预制食品、饮料、酒和烟草等	16-24	1.0	0.7	0.5	1.0	0.9	1.2	159%	46%	2%	1%
第5类 矿产品	25-27	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	106%	66%	0%	0%
第6类 化学或相关行业产品	28-38	5.5	3.7	2.4	6.1	5.2	5.4	127%	45%	8%	3%
第7类 塑料、橡胶及其制品	39-40	4.3	2.8	2.1	5.7	5.0	6.3	195%	84%	11%	5%
第8类 毛皮和皮革制品	41-43	1.0	0.6	0.4	1.3	0.8	1.4	297%	87%	3%	1%
第9类 木材和木制品等	44-46	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	67%	6%	0%	0%
第10类 木浆、纸制品等	47-49	0.3	0.3	0.2	1.0	1.1	1.2	404%	306%	3%	2%
第11类 纺织品	50-63	5.3	3.5	2.3	5.4	3.9	4.7	107%	26%	6%	2%
第12类 鞋伞头饰等	64-67	3.6	2.2	1.0	4.4	2.5	2.3	127%	36%	3%	1%
第13类 石制品、陶瓷等	68-70	1.1	0.7	0.5	1.2	1.0	1.2	124%	43%	2%	1%
第14类 贵金属、宝石等	71	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	230%	57%	0%	0%
第15类 贱金属制品	72-83	6.1	3.7	2.6	5.5	4.0	5.8	125%	23%	8%	2%
第16类 机械和电子设备	84-85	31.1	24.6	18.2	31.2	25.6	34.8	91%	24%	43%	11%
第17类 车辆、飞机、船舶等相关运输设备	86-89	6.6	4.2	4.4	11.0	13.4	18.2	309%	180%	36%	17%
第18类 光学、医疗、钟表及乐器等	90-92	1.3	0.9	0.7	2.0	1.8	2.4	249%	110%	5%	2%
第19类 武器和弹药	93	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		69%	0%	0%
第20类 杂制品	94-96	4.1	2.5	1.5	3.2	2.3	3.4	131%	11%	5%	1%
第21类 艺术品、收藏品和古董	97	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	203%	-22%	0%	0%
第22类 未分类商品	99	1.1	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	13%	-20%	0%	0%
汇总		73.4	52.1	38.2	80.8	69.5	90.4	137%	47%		

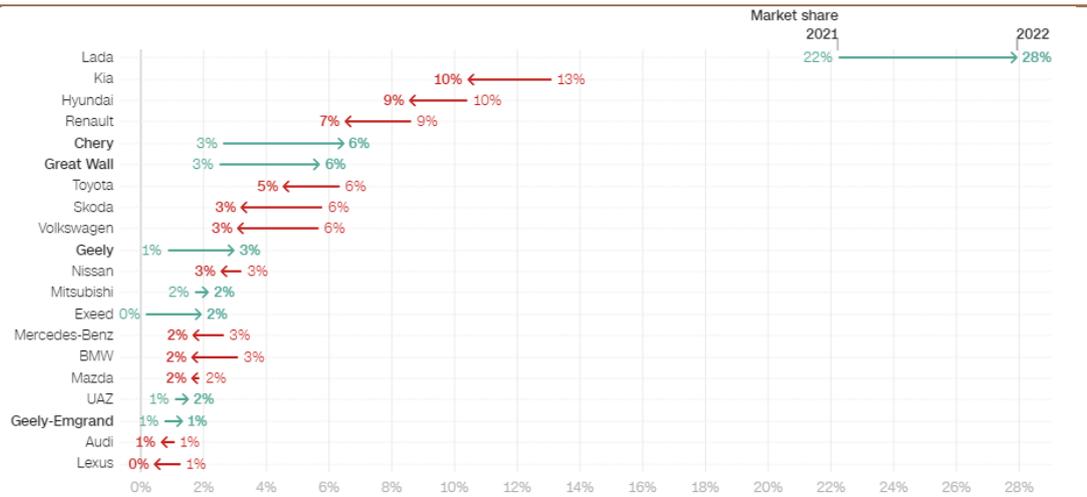
资料来源: 中国海关, 德邦研究所

图 10: 俄罗斯手机市场不同品牌的市占率变化



资料来源: Counterpoint Research, CNN, 德邦研究所

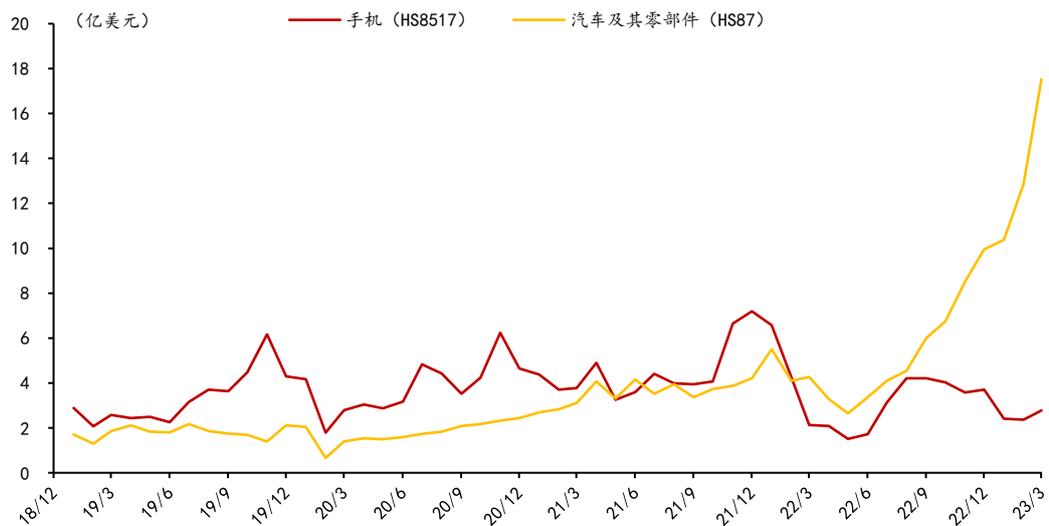
图 11: 俄罗斯市场 top20 汽车品牌



Note: Russian registration data 2021-2022. Percentages have been rounded.

资料来源: S&P Global Mobility, CNN, 德邦研究所

图 12: 中国对俄罗斯出口的手机和汽车金额变化



资料来源: 中国海关, Wind, 德邦研究所

### 3. 风险提示

- (1) 海外经济下行超预期；
- (2) 对东盟出口超预期下降；
- (3) 地缘政治事件影响全球贸易。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。