

2023年4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）

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）

zhaow@gjzq.com.cn

yang_fei@gjzq.com.cn

对东盟出口大幅回落，透露的信号？

事件：

5月9日，海关总署公布4月外贸数据，出口同比8.5%，预期为6.4%，前值为14.8%；进口同比-7.9%，前值为-1.4%。**我国对东盟出口回落明显，需警惕东盟对我国出口支撑走弱信号**

4月出口回落、但同比读数依然较高，部分缘于去年同期的低基数效应。4月，出口同比为8.5%，较3月回落6.3个百分点，仍高于市场预期的6.4%；去年4月，疫情在上海等地集中暴发，导致去年4月出口同比明显回落、仅为3.5%，较3月回落10.8个百分点，这样的读数对今年4月的出口形成了一定支撑；将2023年出口数据两年复合处理后，4月出口同比为6.0%、3月为14.5%，较3月回落了8.5个百分点。

4月对东盟出口回落明显，作为我国最大的出口支撑经济体、需警惕后续可能延续的走弱态势。4月，我国对东盟出口同比为4.5%，较3月回落了30.9个百分点，对东盟出口同比为2020年7月以来最低水平；对东盟出口大幅回落，或缘于前期积压订单逐步释放，我国对东盟出口集中在电气机械和设备、金属制品、纺织、化工和橡胶塑料杂项制品等劳动密集型产品，随着国内生产恢复、年前疫情期间积压订单对出口的支撑在明显减弱，进而减少东盟从我国进口。**东盟经济体进口均在普遍回落、指向外需仍在走弱，东盟对我国出口支撑走弱态势或将延续。**我国对东盟10国出口中，印尼、马来西亚、越南、新加坡、泰国、菲律宾等六个经济体进口份额较高、且在持续上行，而今年2月以来这6个经济体进口普遍开始负增长；东盟经济体往往以转口贸易为主，其进口走弱指向外需走弱、海外订单在缩减；而东盟经济体从我国进口纺织、手机、机械等原材料较多，东盟进口的持续走弱将对我国后续出口形成明显压力。

我国出口亦存在明显亮点，集中体现在对俄罗斯、非洲等出口，但对应出口份额及商品份额贡献有限，或难以改变出口下行趋势。我国对俄罗斯、非洲出口上升明显，以俄罗斯为例，我国出口中俄罗斯份额从去年3月的1.4%持续上升至今年4月的3.3%，俄罗斯进口中我国比重持续上行、从2020年7月的23.4%升至今年1月的26.7%；而俄罗斯进口商品主要集中在机械和工具等、服装等劳动密集产品进口不多，占我国出口商品份额有限，难以改变出口下行趋势。

常规跟踪：对美国出口持续负增长、对欧盟未明显改善、对主要经济体进口普遍走弱

4月美国持续负增长、对欧盟出口也未明显改善，对俄罗斯、非洲等出口表现相对亮眼。4月，对美国出口同比持续为负、较上月降幅收窄1.2个百分点至-6.5%，对欧盟出口同比为3.9%、仅较上月略抬升0.5个百分点，对韩国、印度出口同比下降10.4、9.2个百分点至0.9%和6.1%；而对日本、非洲、俄罗斯等出口表现相对亮眼，出口同比分别较上月提升16.3、3.5、16.7个百分点至11.5%、49.9%、153.1%。

我国多数劳动密集型产品出口已在走弱、资源品出口多数负增长。4月，除玩具、手机外的劳动密集型产品出口已明显回落，铝材、稀土、肥料、成品油等资源品出口均负增长；汽车及零部件、通用机械设备、钢材出口表现相对亮眼。我国从主要经济体进口全面负增长，对多数经济体进口降幅在持续扩大。4月，我国进口同比较3月下降6.5个百分点至-7.9%，远低于市场预期的-0.1%，其中从美国、欧盟、日本、东盟、中国台湾、拉丁美洲进口同比分别为-3.1%、-0.1%、-15.8%、-6.3%、-26.7%、-12.9%，分别较3月下降8.7、3.5、3.6、4.1、2.8、14.7个百分点。

我国对多数商品进口均明显走弱，多数资源品价格走弱明显。4月，我国对原油、铁矿砂、二极管、机床、纺织纱线进口降幅分别较上月走阔29.2、14.8、10.0、5.2、3.3个百分点，对煤及褐煤、天然气等进口同比回落92.7、4.3个百分点，其中煤及褐煤、铁矿砂、机床等进口量增价减，对其他重点商品进口数量持续负增长。

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、我国对东盟出口回落明显，需警惕东盟对我国出口支撑走弱信号.....	3
2、对美国出口持续负增长、对欧盟未明显改善，对主要经济体进口普遍走弱.....	5
风险提示.....	8

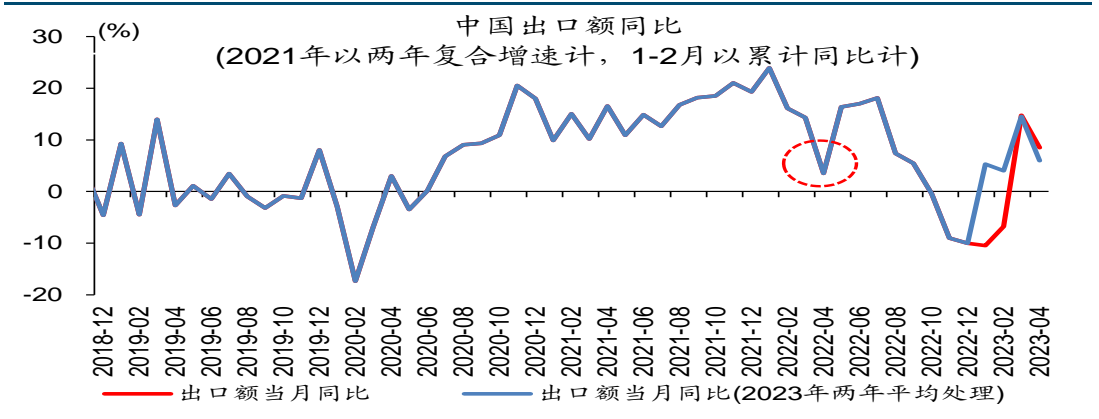
图表目录

图表 1：4 月出口同比读数较高，或缘于低基数效应.....	3
图表 2：4 月，中国对东盟出口同比下滑 30.9 个百分点.....	3
图表 3：4 月，中国出口中东盟重点经济体份额全面下滑.....	3
图表 4：对东盟 5 国出口集中在电气机械设备等.....	4
图表 5：东盟 5 国从中国进口金属、杂项制品比重上升.....	4
图表 6：中国对印尼、马来西亚出口较多.....	4
图表 7：中国对越南、新加坡、泰国、菲律宾出口较多.....	4
图表 8：2 月以来，东盟重点经济体进口普遍转负.....	4
图表 9：印尼、越南、马来西亚等进口均负增长.....	4
图表 10：越南出口下滑或缘于美国需求走弱拖累.....	5
图表 11：美国对机械设备、纺织等制品进口大幅走弱.....	5
图表 12：俄罗斯进口中中国份额持续上行.....	5
图表 13：俄罗斯主要进口机械和工具等商品.....	5
图表 14：我国对越南出口同比转负.....	6
图表 15：我国对非洲出口有所好转.....	6
图表 16：4 月，汽车及零配件、通用机械设备、钢材等出口表现亮眼.....	6
图表 17：我国从欧盟、东盟进口同比转负.....	7
图表 18：我国从美国进口也在走弱.....	7
图表 19：4 月，我国对多数商品进口均走弱明显.....	7
图表 20：仅煤及褐煤出口额同比为正.....	8
图表 21：仅铜材、机床、集成电路进口量降幅收窄.....	8

1、我国对东盟出口回落明显，需警惕东盟对我国出口支撑走弱信号

4月出口回落，但同比读数依然较高，部分缘于去年同期的低基数效应。4月，出口同比为8.5%，较3月回落6.3个百分点，仍高于市场预期的6.4%；去年4月，疫情在上海等地集中暴发，导致去年4月出口同比明显回落，仅为3.5%，较3月回落10.8个百分点，这样的读数对今年4月的出口形成了一定支撑；将2023年出口数据两年复合处理后，4月出口同比为6.0%、3月为14.5%，较3月回落了8.5个百分点。

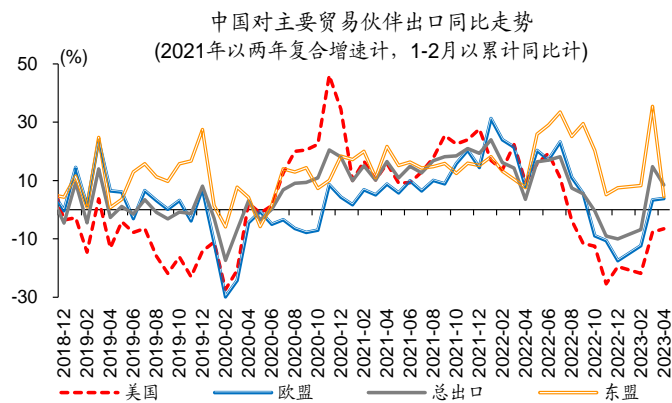
图表1：4月出口同比读数较高，或缘于低基数效应



来源：Wind，国金证券研究所

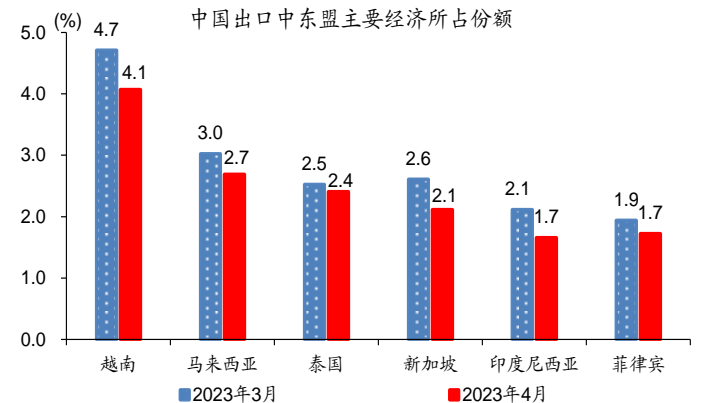
4月对东盟出口回落明显，作为我国最大的出口支撑经济体、需警惕后续可能延续的走弱态势。东盟作为我国最大出口经济体，4月对东盟出口份额为15.6%、高于欧盟的15.1%和美国的14.6%；而4月我国对东盟出口同比为4.5%，较3月回落了30.9个百分点，对东盟出口同比为2020年7月以来最低水平；4月，对东盟主要经济体出口份额均大幅回落，或缘于前期积压订单逐步释放，我国对东盟出口中份额较高的5国、出口主要集中在电气机械和设备、金属制品、纺织、化工和橡胶塑料杂项制品等劳动密集型产品，随着国内生产恢复、年前疫情期间积压订单对出口的支撑在明显减弱，进而减少东盟从我国进口。

图表2：4月，中国对东盟出口同比下滑30.9个百分点



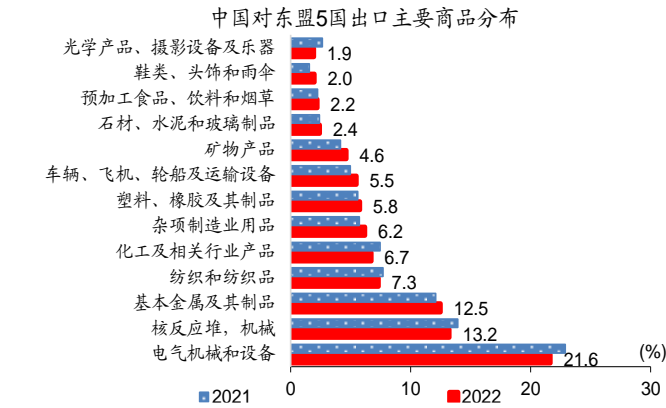
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：中国出口中占比较高的东盟经济体份额全面回落



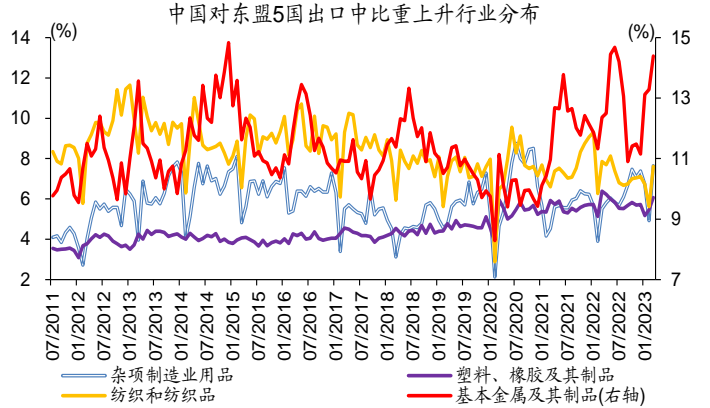
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：对东盟5国出口集中在电气机械设备等



来源：Wind，国金证券研究所

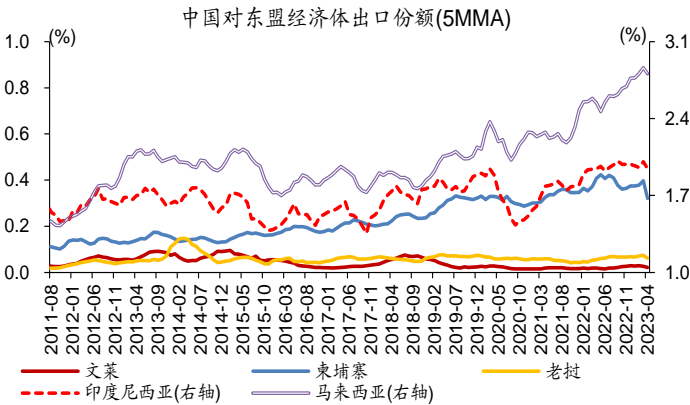
图表5：东盟5国从中国进口金属、杂项制品比重上升



来源：Wind，国金证券研究所

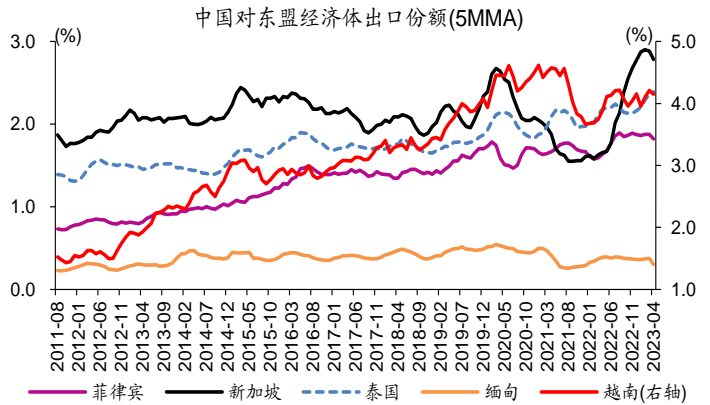
东盟经济体进口在普遍回落、指向外需仍在走弱，东盟对我国出口支撑走弱态势或将延续。我国对东盟10国出口中，印尼、马来西亚、越南、新加坡、泰国、菲律宾等六个经济体进口份额较高、且在持续上行，而今年2月以来这6个经济体进口普遍开始负增长；东盟经济体往往以转口贸易为主，其进口走弱指向外需走弱、海外订单在缩减；以转口贸易国越南为例，越南主要出口计算机、机器设备、电话手机、纺织品等，其最大经济体美国份额从去年7月的34.2%持续回落8.1个百分点至今年3月的26.1%，而且美国机械、纺织服装等进口在持续大幅下滑；东盟进口的持续走弱将对我国后续出口形成明显压力。

图表6：中国对印尼、马来西亚出口较多



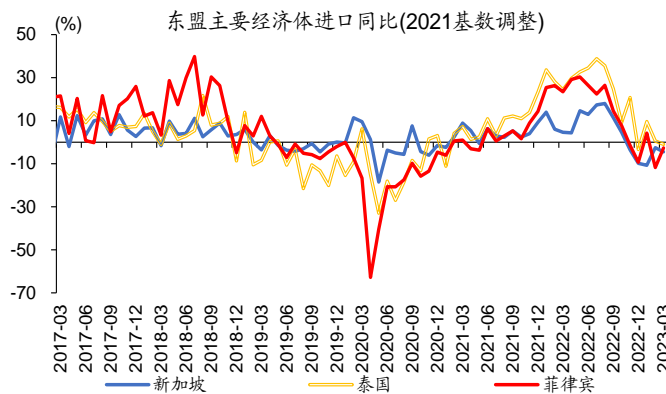
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：中国对越南、新加坡、泰国、菲律宾出口较多



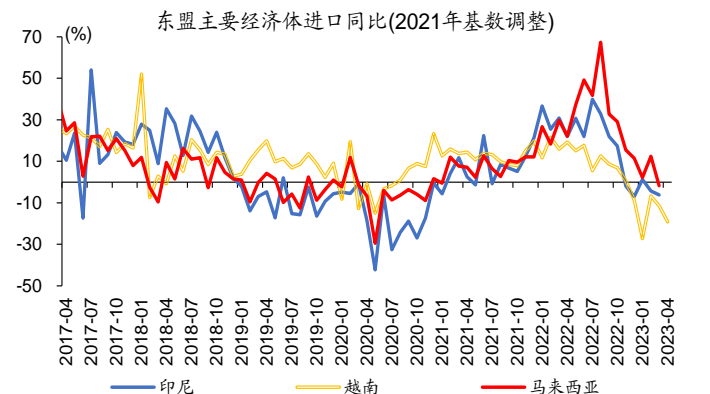
来源：Wind，国金证券研究所

图表8：2月以来，东盟重点经济体进口普遍转负



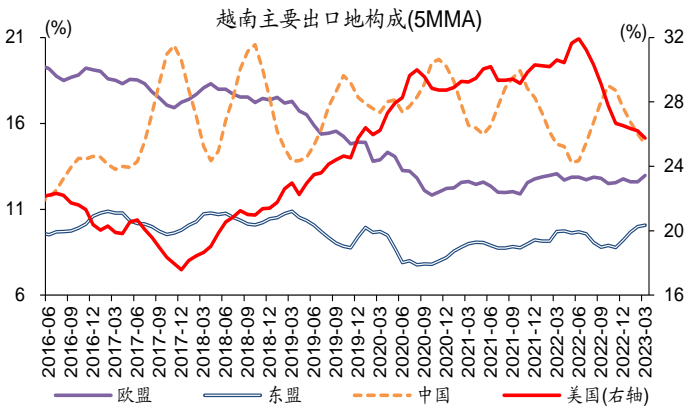
来源：Wind，国金证券研究所

图表9：印尼、越南、马来西亚等进口均负增长



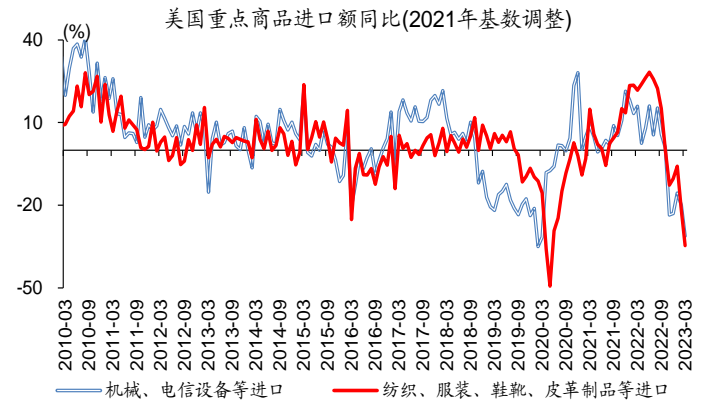
来源：Wind，国金证券研究所

图表10: 越南出口下滑或缘于美国需求走弱拖累



来源: Wind, 国金证券研究所

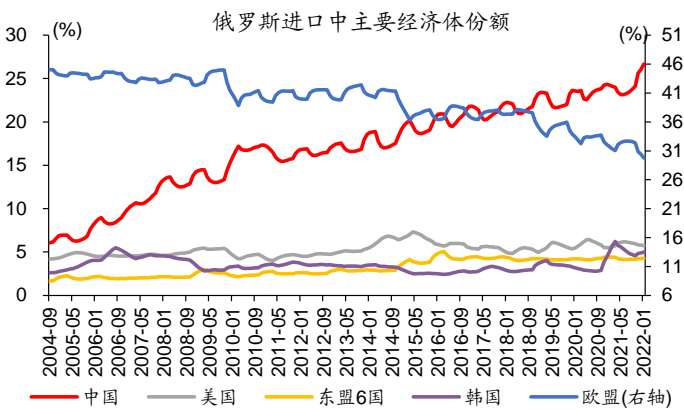
图表11: 美国对机械设备、纺织等制品进口大幅走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

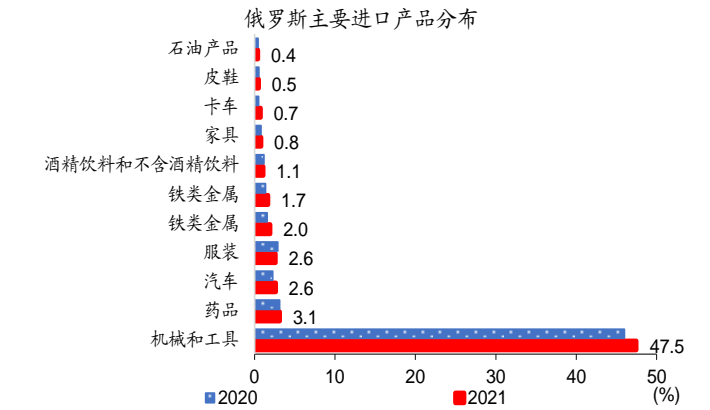
我国出口亦存在明显亮点,集中体现在对俄罗斯、非洲等出口,但对应出口份额及商品份额贡献有限,或难以改变出口下行趋势。我国对俄罗斯、非洲出口上升明显,以俄罗斯为例,我国出口中俄罗斯份额从去年3月的1.4%持续上升至今年4月的3.3%、翻了一倍多,俄罗斯进口中我国比重持续上行、从2020年7月的23.4%升至今年1月的26.7%;而俄罗斯进口商品主要集中在机械和工具等、服装等劳动密集产品进口不多,占我国总出口商品份额有限,或将难以改变我国出口下行趋势。

图表12: 俄罗斯进口中中国份额持续上行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 俄罗斯主要进口机械和工具等商品

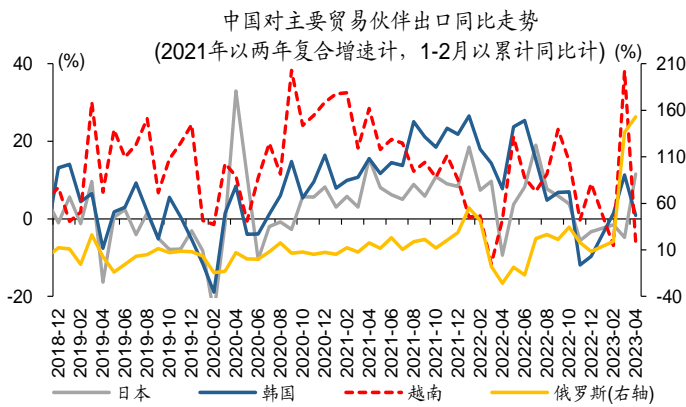


来源: Wind, 国金证券研究所

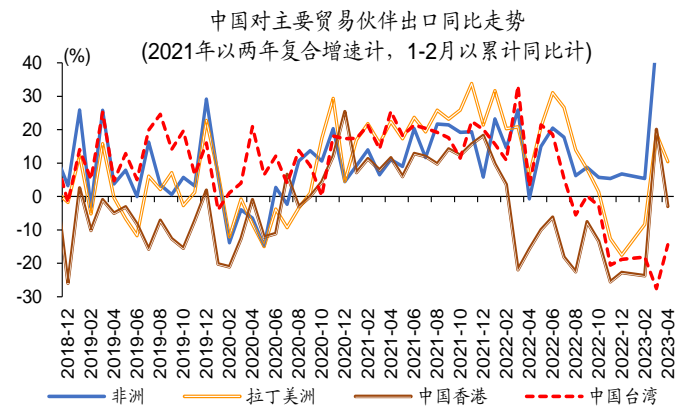
2、对美国出口持续负增长、对欧盟未明显改善,对主要经济体进口普遍走弱

4月美国持续负增长、对欧盟出口也未明显改善,对俄罗斯、非洲等出口表现相对亮眼。4月,对美国出口同比持续为负、较上月降幅收窄1.2个百分点至-6.5%,对欧盟出口同比为3.9%、仅较上月略抬升0.5个百分点,对韩国、印度出口同比下降10.4、9.2个百分点至0.9%和6.1%;而对日本、非洲、俄罗斯等出口表现相对亮眼,出口同比分别较上月提升16.3、3.5、16.7个百分点至11.5%、49.9%、153.1%;对中国香港、中国台湾出口持续负增长,分别为-3.0%、-14.4%。

图表14: 我国对越南出口同比转负



图表15: 我国对非洲出口有所好转



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

我国多数劳动密集型产品出口已在走弱、资源品出口多数负增长。4月,除玩具、手机外的劳动密集型产品出口虽持续正增长,但已明显回落,也指向积压订单对出口的支撑在走弱;铝材、稀土、肥料、成品油等资源品出口均负增长;而汽车、汽车零部件、通用机械设备、钢材等出口表现相对亮眼,出口同比分别较3月上升71.9、4.7、7.4、26.0个百分点至71.9%、30.0%、20.5%、26.6%。

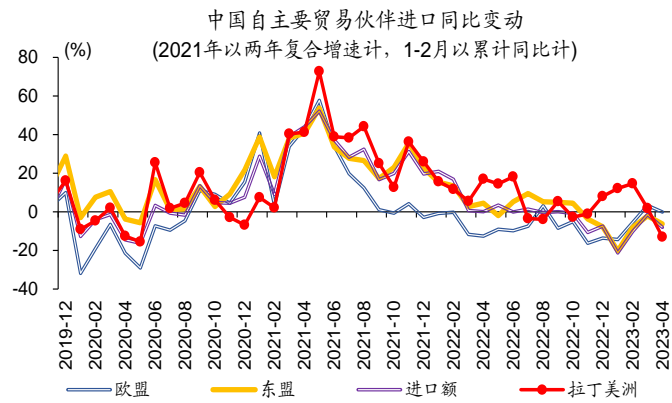
图表16: 4月,汽车及配件、通用机械设备、钢材等出口表现亮眼

日期	较3月变动	同比增速											
		2023-04	2023-03	2023-01&02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	23年一季度&22四季度	23年一季度	22年四季度	22年三季度	
总进口	↓ -6.5	-7.9	-1.4	-10.2	-7.5	-10.6	-0.7	0.2	-9.0	-10.9	-6.5	0.4	
消费品	肉类(包括杂碎)	↓ -7.2	-8.0	-0.8	21.6	13.5	20.8	17.4	14.1	15.4	13.3	17.2	10.9
	新鲜瓜果及坚果	↑ 67.2	67.0	0.3	1.4	18.9	-0.6	4.0	-22.8	4.0	1.0	8.5	-18.7
	粮食	↓ -19.9	-11.5	8.4	21.9	18.9	-2.5	-5.1	12.6	11.3	17.4	5.1	2.8
	食用植物油	↑ 16.4	128.5	112.1	59.7	5.6	74.5	38.9	14.7	51.2	76.1	36.0	-4.1
	美容化妆品及洗护用品	↓ -25.7	-22.8	2.8	-11.7	-30.8	-20.2	-6.1	-18.7	-13.2	-6.3	-18.9	-10.5
	汽车(包括底盘)	↓ -26.1	-40.9	-14.9	-25.9	-15.6	-21.2	50.6	-11.6	-13.5	-22.4	-3.4	0.4
中间品和资本品	铁矿砂及其精矿	↓ -14.8	-5.8	9.0	8.9	-5.2	-22.4	-26.8	-38.8	-6.1	8.9	-19.5	-40.6
	铜矿砂及其精矿	↑ 15.0	-1.1	-16.1	-4.2	-19.4	-11.6	-14.2	-11.6	-11.6	-8.3	-15.0	-5.0
	煤及褐煤	↓ -92.7	34.8	127.6	41.4	-21.4	-26.0	2.8	1.5	12.2	65.8	-17.3	19.1
	原油	↓ -29.2	-28.5	0.7	-2.3	15.2	28.1	43.8	34.2	12.5	-1.2	27.8	33.5
	成品油	↑ 50.3	98.1	47.8	-3.5	25.5	16.2	13.3	9.5	15.5	12.8	18.4	-4.7
	天然气	↓ -4.3	12.4	16.7	-9.2	-12.9	-2.9	8.9	41.4	-3.9	-3.1	-4.5	32.1
	肥料	↓ -20.4	37.2	57.6	48.7	185.8	18.8	46.0	109.2	55.5	51.9	60.8	142.4
	钢材	↓ -4.7	-31.2	-26.5	-34.0	-22.5	-34.5	-19.7	-18.7	-28.8	-31.5	-26.2	-8.8
	未锻轧铜及铜材	↑ 4.8	-24.6	-29.4	-20.5	-26.8	-13.5	-18.1	5.7	-21.7	-23.6	-19.9	5.9
	初级形状的塑料	↑ 0.9	-26.7	-27.6	-19.5	-23.7	-20.4	-11.5	-13.1	-20.6	-22.5	-18.8	-10.5
	天然及合成橡胶(包括胶乳)	↑ 14.4	0.6	-13.8	-12.6	-3.4	-3.8	12.5	0.0	-6.3	-13.0	0.9	6.7
	原木及锯材	↓ -4.0	-10.3	-6.3	-17.0	-28.8	-30.8	-30.1	-31.4	-22.8	-13.3	-29.9	-26.0
	纸浆	↓ -22.8	23.4	46.3	28.5	49.0	11.4	15.5	21.2	28.5	33.9	23.0	10.9
	机床	↓ -5.2	-13.0	-7.8	-20.2	-22.7	-21.6	0.7	-27.3	-15.3	-15.4	-15.3	-15.2
	自动数据处理设备及其零部件	↑ 12.6	-12.0	-24.7	-53.4	-36.5	-34.9	-29.5	-23.4	-38.3	-43.5	-33.9	-19.4
二极管及类似半导体器件	↓ -10.0	-16.6	-6.6	-25.8	-5.5	-4.7	-4.9	-2.0	-11.9	-19.3	-5.0	-2.1	
集成电路	↓ -2.1	-22.2	-20.0	-30.5	-22.0	-27.6	-1.1	-5.6	-22.1	-26.8	-17.9	-7.0	
汽车零配件	↓ -6.0	-26.7	-20.7	-25.5	2.6	-27.4	-16.1	-19.3	-19.5	-24.0	-15.3	-18.5	
防疫	医疗仪器及器械	↑ 3.3	6.2	2.9	-6.5	-14.0	-19.8	-12.0	-11.0	-9.7	-2.9	-15.4	-5.4
	医药材及药品	↑ 15.7	61.4	45.8	38.0	-12.8	-15.9	-19.2	-22.5	10.2	40.9	-15.8	-2.4
	纺织纱线、织物及其制品	↓ -3.3	-16.0	-12.7	-33.2	-38.4	-36.3	-35.0	-33.7	-31.7	-25.9	-36.6	-33.5

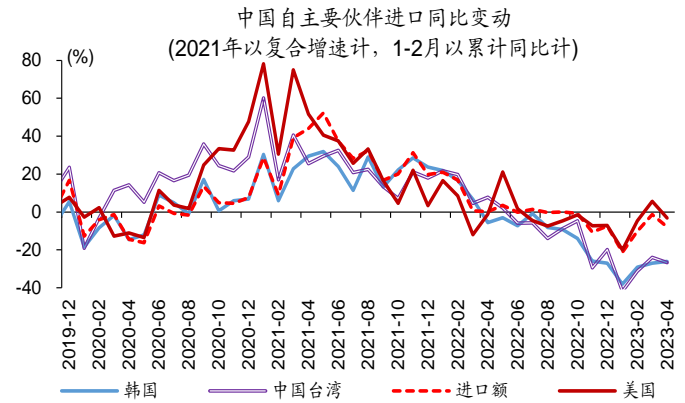
来源: Wind、国金证券研究所

我国从主要经济体进口全面负增长,对多数经济体进口降幅在持续扩大。4月,我国进口同比较3月下降6.5个百分点至-7.9%,远低于市场预期的-0.1%,其中从美国、欧盟、日本、东盟、中国台湾、拉丁美洲进口同比分别为-3.1%、-0.1%、-15.8%、-6.3%、-26.7%、-12.9%,分别较3月下降8.7、3.5、3.6、4.1、2.8、14.7个百分点,从韩国进口降幅较上月略收窄1个百分点至-26.0%。

图表17: 我国从欧盟、东盟进口同比转负



图表18: 我国从美国进口也在走弱



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

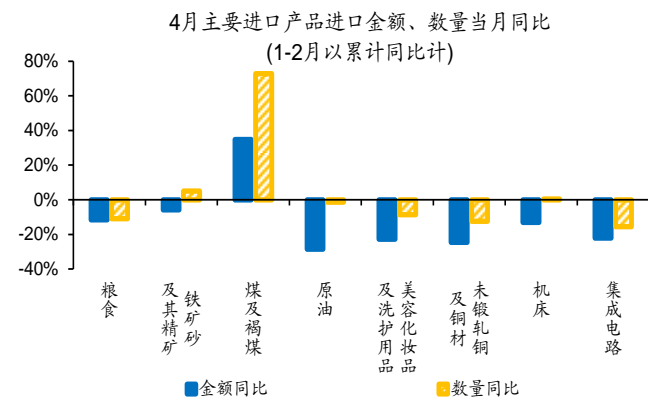
分产品看,我国对多数商品进口均明显走弱,多数资源品价格走弱明显。4月,我国对原油、铁矿砂、二极管、机床、纺织纱线进口降幅分别较上月扩大29.2、14.8、10.0、5.2、3.3个百分点至-28.5%、-5.8%、-16.6%、-13.0%、-16.0%,对煤及褐煤、天然气等进口同比回落92.7、4.3个百分点至为34.8%、12.4%;而对坚果、植物油、成品油、医疗仪器、医药材等进口有所好转,进口同比分别较上月提升67.2、16.4、50.3、3.3、15.7个百分点至67.0%、128.5%、98.1%、6.2%、61.4%;其中煤及褐煤、铁矿砂、机床等进口量增价减,其他重点商品进口量持续负增长。

图表19: 4月,我国对多数商品进口均走弱明显

日期	较3月变动	同比增长											
		2023-04	2023-03	2023-01&02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	23年一季度&22四季度	23年一季度	22年四季度	22年三季度	
总进口	↓ -6.5	-7.9	-1.4	-10.2	-7.5	-10.6	-0.7	0.2	-9.0	-10.9	-6.5	0.4	
消费品	肉类(包括杂碎)	↓ -7.2	-8.0	-0.8	21.6	13.5	20.8	17.4	14.1	15.4	13.3	17.2	10.9
	干鲜瓜果及坚果	↑ 67.2	67.0	-0.3	1.4	18.9	-0.6	4.0	-22.8	4.0	1.0	8.5	-18.7
	粮食	↓ -19.9	-11.5	8.4	21.9	18.9	-2.5	-5.1	12.6	11.3	17.4	5.1	2.8
	食用植物油	↑ 16.4	128.5	112.1	59.7	5.6	74.5	38.9	14.7	51.2	76.1	36.0	-4.1
	美容化妆品及洗护用品	↓ -25.7	-22.8	2.8	-11.7	-30.8	-20.2	-6.1	-18.7	-13.2	-6.3	-18.9	-10.5
	汽车(包括底盘)	↓ -26.1	-40.9	-14.9	-25.9	-15.6	-21.2	50.6	-11.6	-13.5	-22.4	-3.4	0.4
中间品和资本品	铁矿砂及其精矿	↓ -14.8	-5.8	9.0	8.9	-5.2	-22.4	-26.8	-38.8	-6.1	8.9	-19.5	-40.6
	铜矿砂及其精矿	↑ 15.0	-1.1	-16.1	-4.2	-19.4	-11.6	-14.2	-11.6	-11.6	-8.3	-15.0	-5.0
	煤及褐煤	↓ -92.7	34.8	127.6	41.4	-21.4	-26.0	2.8	1.5	12.2	65.8	-17.3	19.1
	原油	↓ -29.2	-28.5	0.7	-2.3	15.2	28.1	43.8	34.2	12.5	-1.2	27.8	33.5
	成品油	↑ 50.3	98.1	47.8	-3.5	25.5	16.2	13.3	9.5	15.5	12.8	18.4	-4.7
	天然气	↓ -4.3	12.4	16.7	-9.2	-12.9	-2.9	8.9	41.4	-3.9	-3.1	-4.5	32.1
	肥料	↓ -20.4	37.2	57.6	48.7	185.8	18.8	46.0	109.2	55.5	51.9	60.8	142.4
	钢材	↓ -4.7	-31.2	-26.5	-34.0	-22.5	-34.5	-19.7	-18.7	-28.8	-31.5	-26.2	-8.8
	未锻轧铜及铜材	↑ 4.8	-24.6	-29.4	-20.5	-26.8	-13.5	-18.1	5.7	-21.7	-23.6	-19.9	5.9
	初级形状的塑料	↑ 0.9	-26.7	-27.6	-19.5	-23.7	-20.4	-11.5	-13.1	-20.6	-22.5	-18.8	-10.5
	天然及合成橡胶(包括胶乳)	↑ 14.4	0.6	-13.8	-12.6	-3.4	-3.8	12.5	0.0	-6.3	-13.0	0.9	6.7
	原木及锯材	↓ -4.0	-10.3	-6.3	-17.0	-28.8	-30.8	-30.1	-31.4	-22.8	-13.3	-29.9	-26.0
	纸浆	↓ -22.8	23.4	46.3	28.5	49.0	11.4	15.5	21.2	28.5	33.9	23.0	10.9
	机床	↓ -5.2	-13.0	-7.8	-20.2	-22.7	-21.6	0.7	-27.3	-15.3	-15.4	-15.3	-15.2
	自动数据处理设备及其零部件	↑ 12.6	-12.0	-24.7	-53.4	-36.5	-34.9	-29.5	-23.4	-38.3	-43.5	-33.9	-19.4
二极管及类似半导体器件	↓ -10.0	-16.6	-6.6	-25.8	-5.5	-4.7	-4.9	-2.0	-11.9	-19.3	-5.0	-2.1	
集成电路	↓ -2.1	-22.2	-20.0	-30.5	-22.0	-27.6	-1.1	-5.6	-22.1	-26.8	-17.9	-7.0	
汽车零配件	↓ -6.0	-26.7	-20.7	-25.5	2.6	-27.4	-16.1	-19.3	-19.5	-24.0	-15.3	-18.5	
防疫	医疗仪器及器械	↑ 3.3	6.2	2.9	-6.5	-14.0	-19.8	-12.0	-11.0	-9.7	-2.9	-15.4	-5.4
	医药材及药品	↑ 15.7	61.4	45.8	38.0	-12.8	-15.9	-19.2	-22.5	10.2	40.9	-15.8	-2.4
	纺织纱线、织物及其制品	↓ -3.3	-16.0	-12.7	-33.2	-38.4	-36.3	-35.0	-33.7	-31.7	-25.9	-36.6	-33.5

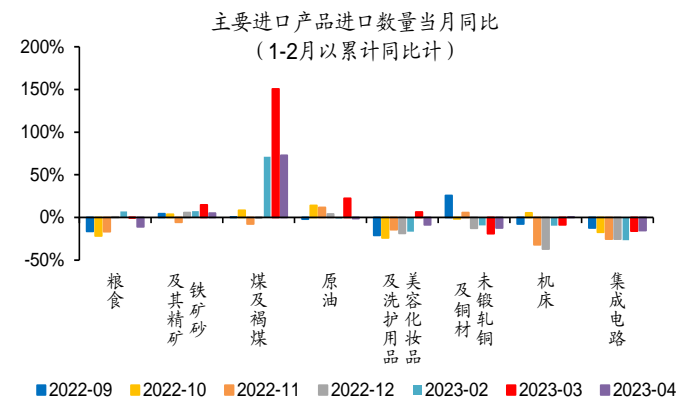
来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 仅煤及褐煤出口额同比为正



来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 仅铜材、机床、集成电路进口量降幅收窄



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。

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