

“重估中国”系列报告

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）

yang_fei@gjzq.com.cn

为何青年失业率逆势上升？

3月总体失业率下降、而青年失业率明显上升，部分观点将此归因于高校毕业生就业困难，或低估了庞大低学历就业群体压力。本文系统梳理青年就业情况、政策应对及潜在影响，可供参考。

一问：青年失业率逆势上升·主因高校毕业生拖累？低学历人群就业拖累或更大

高校毕业生就业承压、但集中体现在7月前后，并不能解释当前青年失业率的逆势上升。3月，城镇调查失业率较2月回落0.3个百分点至5.3%、与2021年同期水平相当，而16-24岁人口调查失业率较2月上升1.5个百分点至19.6%、创历史同期新高。部分高校数据显示，高校毕业生就业率近年来呈下滑态势，某专业招聘网站显示，多数行业计划减招2023年应届生；但高校毕业生对失业率的影响主要集中在毕业季，使得青年失业率往往在7月前后出现明显抬升。相较于高校毕业生，低学历青年人数更多、或是拖累当前青年失业率的重要因素。第七次人口普查数据显示，16-24岁人口中，高中及以下学历人群占比达60%，剔除在校生成后，高中及以下学历就业人员占比接近70%；按照青年人口数和调查失业率推算，青年失业人口可能超过2400万人；而2022年高校毕业生剔除研究生录取人数后求职毕业生理论上不到950万人、即使都计入失业，也不及青年失业人数的40%，皆指向低学历就业人群的影响不容忽视。

二问：青年失业率逆势上升·哪些行业拖累较大？服务业拖累或大于制造业出口链

青年人就业超3成在批发零售、住宿餐饮、居民服务等劳动密集型服务业，且呈现制造业向服务业转移的特征。第七次人口普查数据显示，城市青年人就业主要集中在制造业（21.4%）、批发零售（17.6%）、住宿餐饮（9.2%）、教育（7.1%）、建筑（5.8%）、居民服务（5.5%）等，其中低学历青年集中在偏劳动密集的批发零售、住宿餐饮、建筑、制造等行业；相较于第六次人口普查，青年就业中租赁和商务服务、住宿餐饮等占比明显提升，而制造业大幅下降。青年失业率逆势上升，受服务业的拖累或大于制造业出口链。一季度制造业从业人员数较去年同期减少56万人，其中青年就业比重高达5.6%的计算机通信电子人数下降最多、达31万人，而电气机械、通用和专用设备、汽车制造等行业就业趋于改善；纺织服装等出口依赖度较高、劳动密集行业就业持续下滑，但占青年就业比重不超过4%。线下活动恢复过程中，批发零售、住宿餐饮等服务业招工有所增多，但春节后劳动力供给快于需求修复，推升青年失业率。

三问：破解青年就业问题·有哪些“积极”信号？政策“对症下药”、服务业修复滞后效应

近期，政策对稳就业重视度明显提升、尤其关注农民工和高校毕业生等重点群体就业，重点加强中小微企业和国企吸纳就业等支持。4月以来，关于高校毕业生、农民工等重点就业群体稳就业会议和举措明显增多，举措主要包括三个方面，一是稳定和扩大就业容量，加大对吸纳就业企业的政策支持、助力企业稳外贸订单等，支持国企扩大招聘、实施百万青年见习计划等；二是加大就业、创业培训等政策支持；三是引导农民工有序外出、强化返岗合作和协同等。政策加大稳就业、经济持续修复等，有望缓解就业压力，带动中低收入人群收入和消费修复。稳就业措施主要是阶段性缓解就业压力，经济活动修复带动就业需求增多才是根本解决之道。某招聘网站数据显示，企业招工需求在逐步修复、制造业快于服务业。伴随低学历人员就业集中的服务业进一步修复，低收入群体的就业、收入将修复，部分收入水平偏低的中、西部省市收入增长和追赶已开始显现，有利于提振中低收入群体消费。

风险提示：经济修复和政策效果不及预期。

内容目录

| | |
|--|----|
| 一问：青年失业率逆势上升，主因高校毕业生拖累？低学历人群就业拖累或更大 | 4 |
| 二问：青年失业率逆势上升，哪些行业拖累较大？服务业拖累或大于制造业出口链 | 6 |
| 三问：破解青年就业问题，有哪些“积极”信号？政策“对症下药”、服务业修复滞后效应 | 9 |
| 风险提示 | 10 |

图表目录

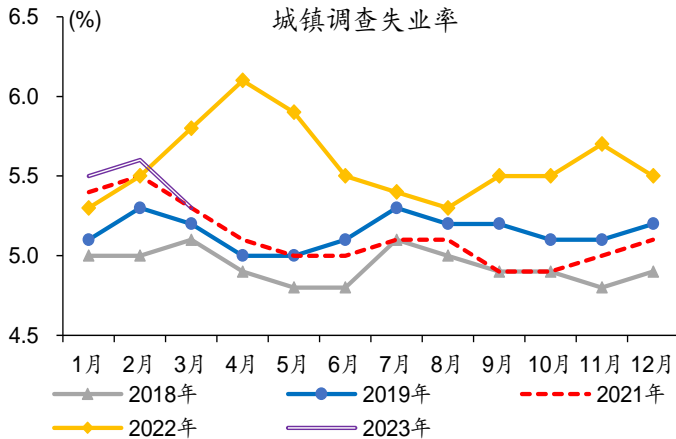
| | |
|-------------------------------------|---|
| 图表 1：城镇调查失业率季节性下行 | 4 |
| 图表 2：青年失业率逆势上升 | 4 |
| 图表 3：部分高校就业率普遍下滑 | 4 |
| 图表 4：毕业生签约和获得 offer 的比重下滑 | 4 |
| 图表 5：高校毕业生招聘仍相对低迷 | 5 |
| 图表 6：高校毕业生就业压力集中在 7 月前后 | 5 |
| 图表 7：青年中低学历人员比重占比接近六成 | 5 |
| 图表 8：剔除在读生后，青年求职中低学历占比达七成 | 5 |
| 图表 9：高校毕业生对青年失业的解释有限 | 6 |
| 图表 10：低学历就业人员是青年就业主力 | 6 |
| 图表 11：青年就业集中在制造、批发零售、住宿餐饮等 | 6 |
| 图表 12：青年人制造业就业集中在计算机通信、电气等 | 6 |
| 图表 13：青年就业中，租赁服务、住宿餐饮等增加较多 | 7 |
| 图表 14：对高校发布岗位集中在信传、制造、金融等 | 7 |
| 图表 15：城镇就业中制造、批发零售、建筑等下滑明显 | 7 |
| 图表 16：制造业中计算机、通信等吸纳就业增加 | 7 |
| 图表 17：纺织、服装、橡胶等制造业行业吸纳就业减少 | 7 |
| 图表 18：教育、地产等行业上市公司员工数量下滑明显 | 7 |
| 图表 19：2023 年一季度制造业从业人员数较去年走弱 | 8 |
| 图表 20：2023 年一季度计算机通信行业就业弱于去年 | 8 |
| 图表 21：劳动密集型出口行业青年就业比例不高 | 8 |
| 图表 22：出口依赖度高于 10% 制造业行业青年就业分布 | 8 |
| 图表 23：一季度农村外出务工数增加、收入增长放缓 | 8 |
| 图表 24：青年就业集中在受场景有关的服务业 | 8 |
| 图表 25：农民工、高校毕业生等重点群体稳就业措施增多 | 9 |
| 图表 26：企业招工、经营景气均开始恢复 | 9 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 27: 多数行业招工需求边际改善, 制造业快于服务业..... | 9 |
| 图表 28: 疫后中、低收入群体收入受冲击更大..... | 10 |
| 图表 29: 服务业从业人员景气度滞后于失业率变化..... | 10 |
| 图表 30: 一季度, 中低收入地区收入增长相对更快..... | 10 |
| 图表 31: 低收入人群收入改善对消费的提振更明显..... | 10 |

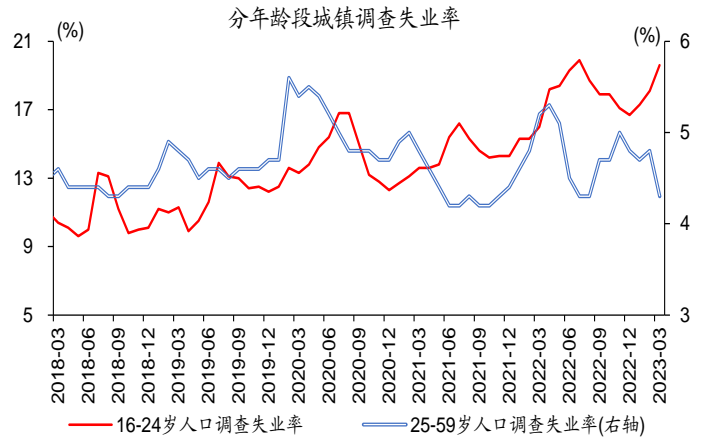
一问：青年失业率逆势上升，主因高校毕业生拖累？低学历人群就业拖累或更大

总体就业边际改善下，结构性就业压力有所加大，青年失业率逆势上升。2023年3月，城镇调查失业率较2月回落0.3个百分点至5.3%，与2021年同期水平相当、明显低于2022年同期水平；但结构性就业压力进一步凸显，16-24岁人口调查失业率较2月抬升1.5个百分点至19.6%、创历史同期新高，相较之下，25-59岁人口调查失业率较2月下降0.5个百分点至4.3%、已处于近年来低位。

图表1：城镇调查失业率季节性下行



图表2：青年失业率逆势上升

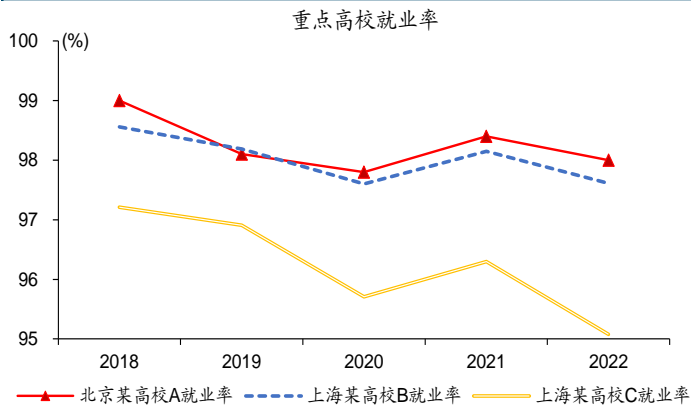


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

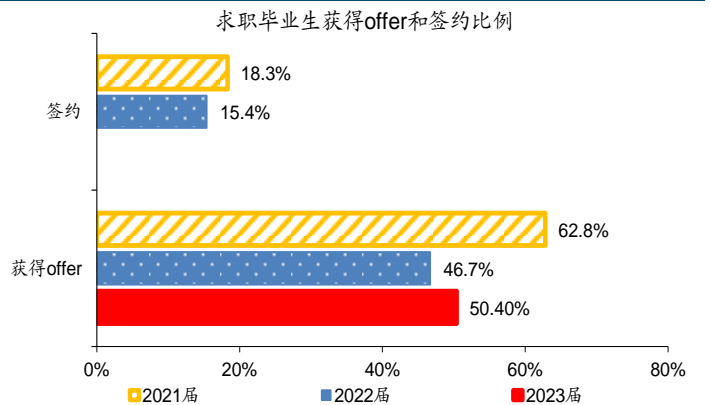
高校毕业生就业承压，但集中体现在7月前后，并不能解释当前青年失业率的逆势上升。近几年高校就业压力明显加大，部分高校披露的就业报告显示近几年毕业生就业率整体呈下滑态势。专业招聘网站数据显示，截至4月中旬，2023届毕业生和2022届毕业生获得offer的比例均明显低于2021届同期，而多数行业计划减招2023年应届生，指向高校毕业生就业承压。但高校毕业生对失业率的影响主要集中在毕业季，使得青年失业率往往在7月前后出现明显抬升。

图表3：部分高校就业率普遍下滑



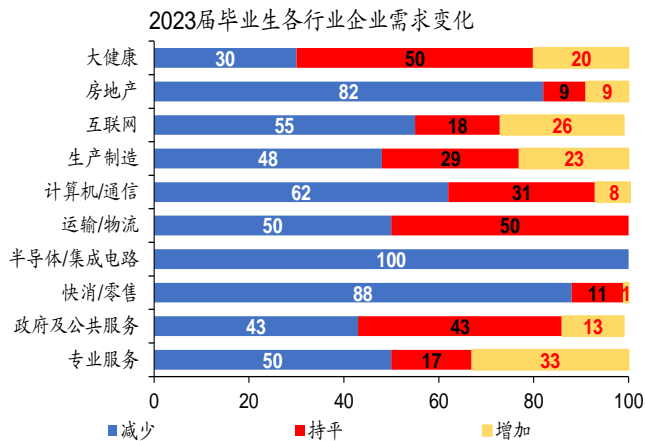
来源：重点高校信息公开网、就业质量报告，国金证券研究所

图表4：毕业生签约和获得offer的比重下滑



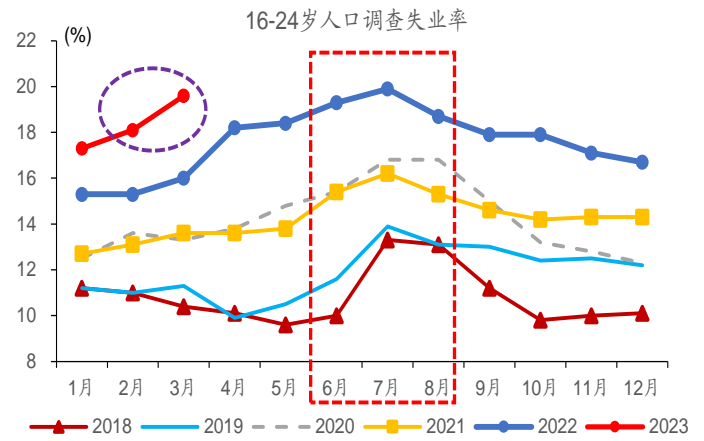
来源：智联招聘，国金证券研究所

图表5: 高校毕业生招聘仍相对低迷



来源: 前程无忧, 国金证券研究所

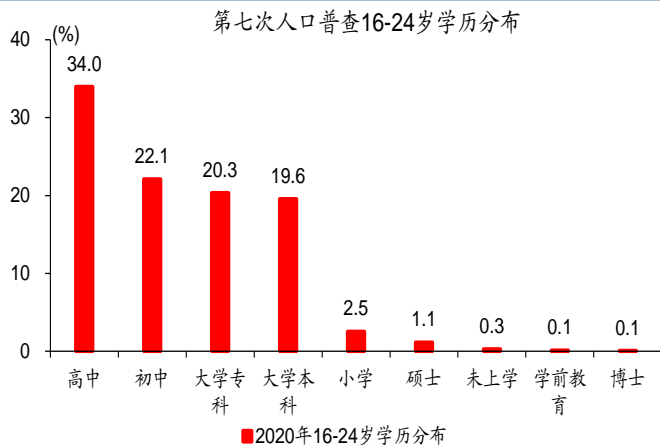
图表6: 高校毕业生就业压力集中在7月前后



来源: Wind, 国金证券研究所

相较于高校毕业生, 低学历青年人数更多、或是拖累当前青年失业率的重要因素。第七次人口普查数据显示, 16-24岁人口中, 高中及以下学历人群占比达60%, 剔除在校生成后, 高中及以下学历就业人员占比接近70%; 按照青年人口数和调查失业率推算, 青年失业人口可能超过2400万人; 而2022年高校毕业生剔除研究生录取人数后求职毕业生理论上不到950万人、即使都计入失业, 也不及青年失业人数的40%, 皆指向低学历就业人群的影响不容忽视; 2022年工作不太固定、就业更容易受到短期经济波动影响的16-24岁农民工约2800万人, 青年农民工就业问题值得关注。

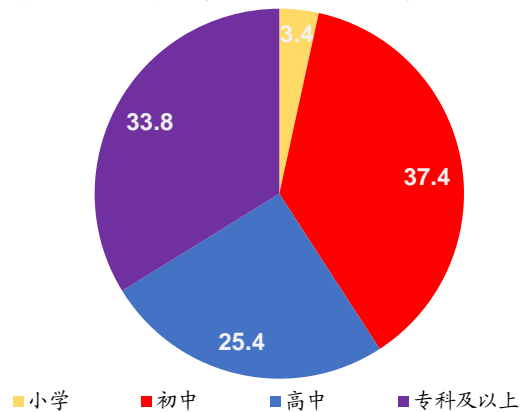
图表7: 青年中低学历人员比重占比接近六成



来源: 第七次人口普查, 国金证券研究所

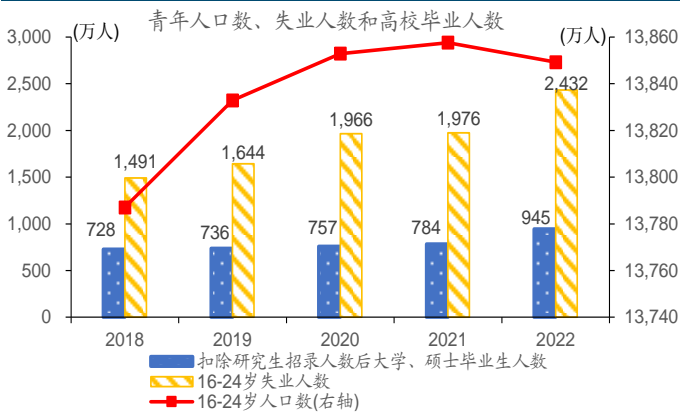
图表8: 剔除在读生后, 青年求职中低学历占比达七成

第七次人口普查青年需要求职人员学历分布



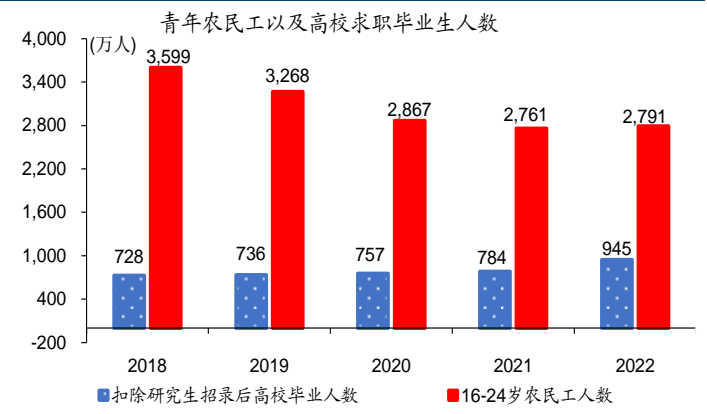
来源: 第七次人口普查, 国金证券研究所

图表9：高校毕业生对青年失业的解释有限



来源：Wind、教育部、第七次人口普查，国金证券研究所

图表10：低学历就业人员是青年就业主力



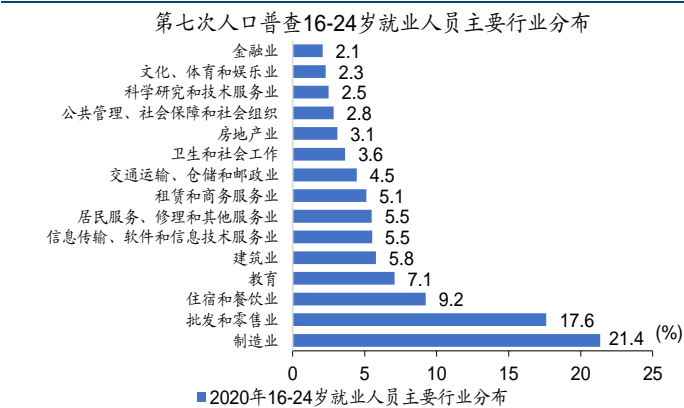
来源：Wind、教育部，国金证券研究所

二问：青年失业率逆势上升，哪些行业拖累较大？服务业拖累或大于制造业出口链

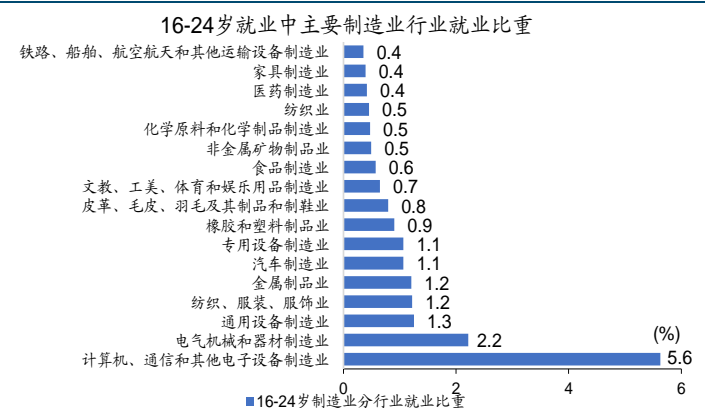
青年人超3成在批发零售、住宿餐饮、居民服务等劳动密集型服务业就业，且呈现制造业向服务业转移的特征。第七次人口普查数据显示，青年人就业主要集中在制造业(21.4%)、批发零售(17.6%)、住宿餐饮(9.2%)、教育(7.1%)、建筑(5.8%)、信息软件(5.5%)、居民服务(5.5%)等，其中制造业就业主要集中在计算机通信、电气机械、通用设备、纺织服装等；高校毕业生就业相对集中在信息软件、金融、房地产、教育、中高端制造等行业，低学历青年集中在偏劳动密集的批发零售、住宿餐饮、建筑、制造等行业；相较于上次普查，青年就业中租赁和商务服务、住宿餐饮等占比明显提升，而制造业占比下降最多。

图表11：青年就业集中在制造、批发零售、住宿餐饮等

图表12：青年人制造业就业集中在计算机通信、电气等

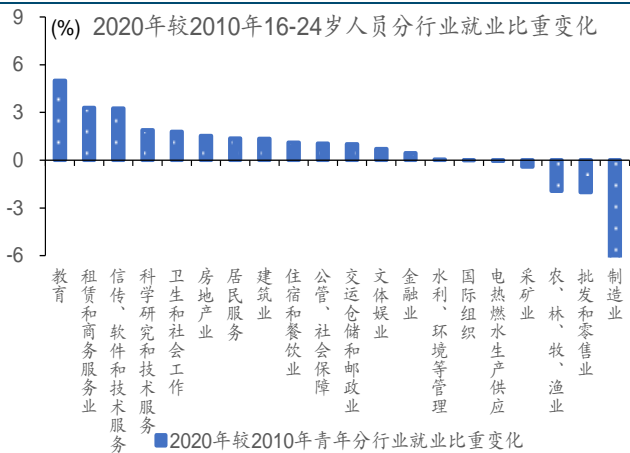


来源：第七次人口普查，国金证券研究所



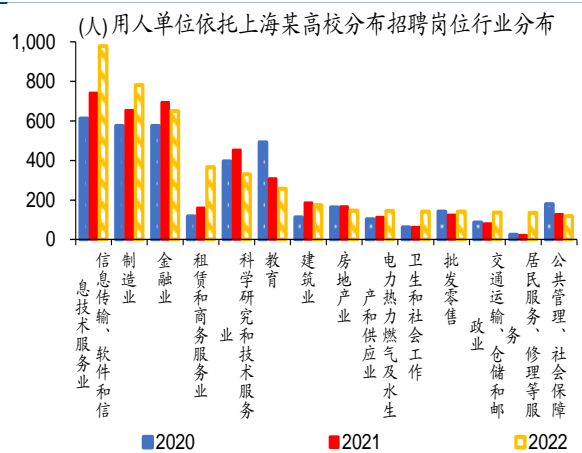
来源：第七次人口普查，国金证券研究所

图表13: 青年就业中, 租赁服务、住宿餐饮等增加较多



来源: 第七次人口普查、第六次人口普查, 国金证券研究所

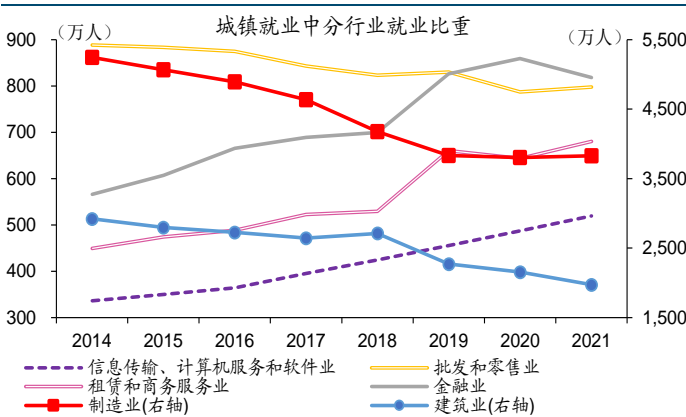
图表14: 对高校发布岗位集中在信传、制造、金融等



来源: 重点高校信息公开网, 国金证券研究所

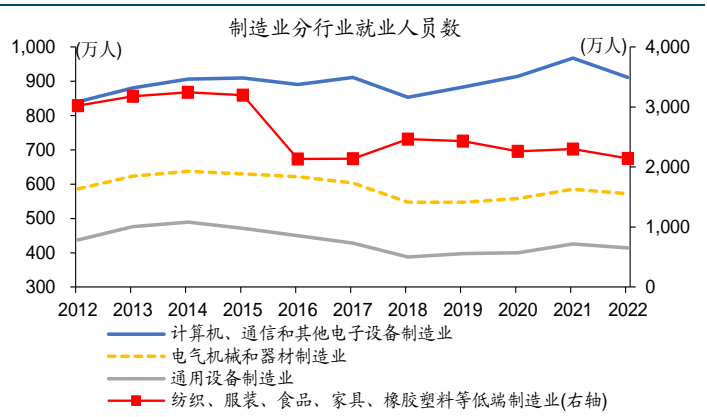
过去几年青年失业率中枢明显抬升, 既受疫情对经济冲击、尤其是场景相关服务业, 也与制造低端岗位替代及教育、地产等行业不景气有关。2018 年有数据以来, 城镇调查失业率中枢逐步抬升、疫后加快, 青年失业率抬升尤为显著, 与城镇就业人数逐年下滑等表现一致。从城镇分行业就业来看, 制造业、建筑业、批发零售等行业就业明显下降, 其中制造业中纺织、服装、橡胶塑料等劳动密集制造业吸纳就业趋势性下降, 或与低端制造外迁以及机器替代等有关, 对低学历青年就业形成一定拖累; 教育、地产等行业景气大幅回落, 导致招工需求收缩、甚至大幅裁员, 也加大青年就业压力。

图表15: 城镇就业中制造、批发零售、建筑等下滑明显



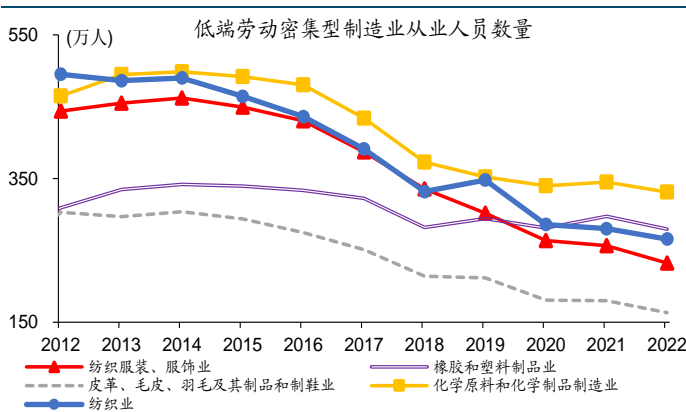
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 制造业中计算机、通信等吸纳就业增加



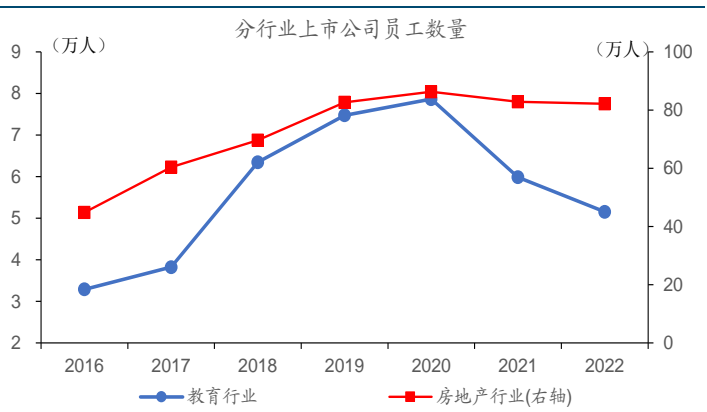
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 纺织、服装、橡胶等制造业行业吸纳就业减少



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 教育、地产等行业上市公司员工数量下滑明显



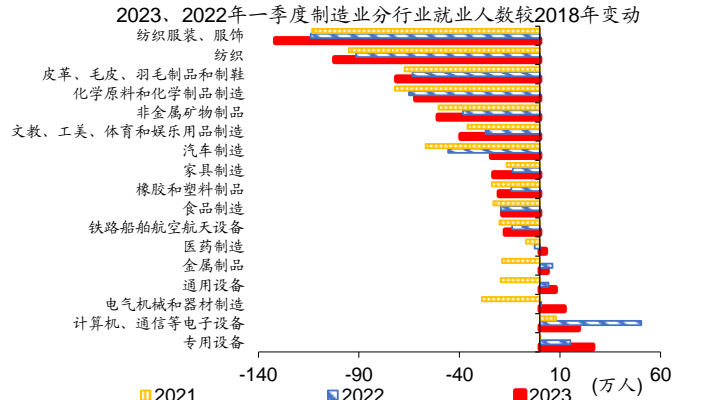
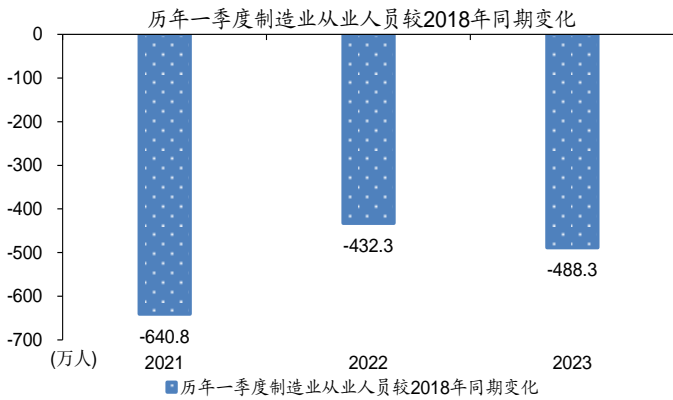
来源: Wind, 国金证券研究所

青年失业率逆势上升, 受服务业的拖累或大于制造业出口链。一季度制造业从业人数较去年同期在走弱、减少了 56 万人, 其中青年就业比重高达 5.6% 的计算机通信电子行业人

数下降最多、达 31 万人，而电气机械、通用和专用设备、汽车制造等行业就业趋于改善；纺织服装服饰、皮革毛皮、文体用品等出口依赖度较高、劳动密集型行业就业弱于以往同期，但这些行业青年就业比重相对较低、合计比重不超过 4%。

图表19: 2023 年一季度制造业从业人员数较去年走弱

图表20: 2023 年一季度计算机通信行业就业弱于去年

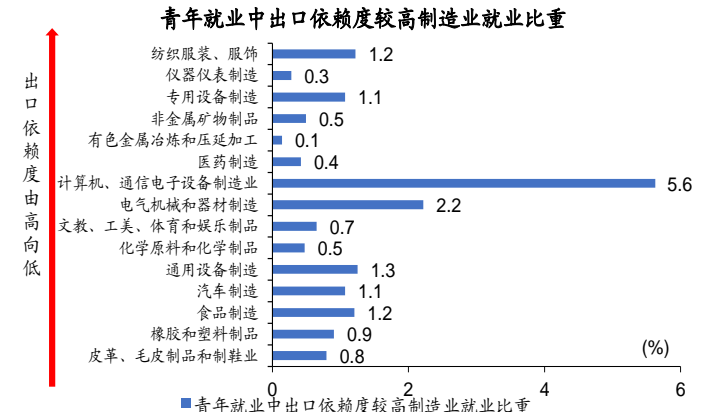
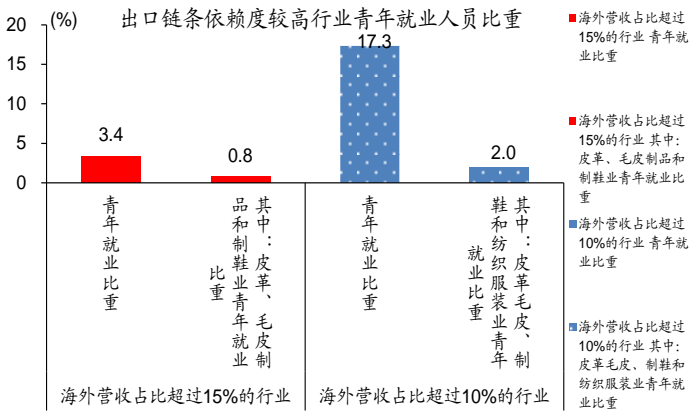


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 劳动密集型出口行业青年就业比例不高

图表22: 出口依赖度高于 10% 制造业行业青年就业分布



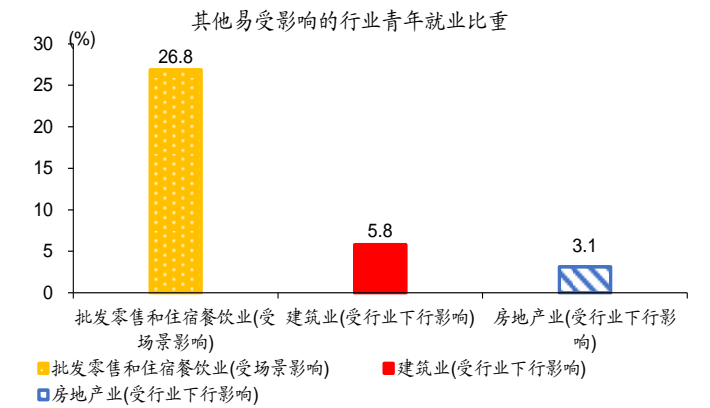
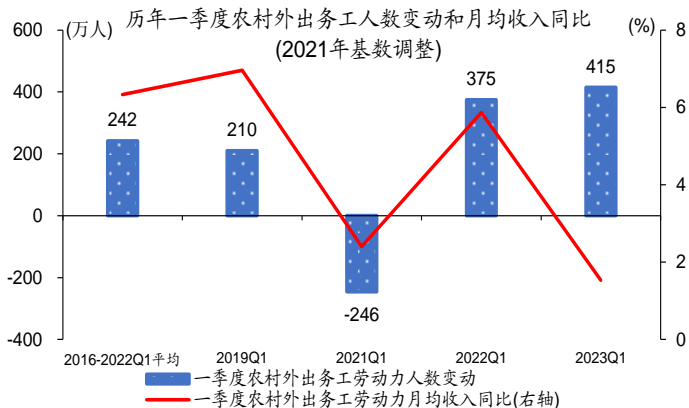
来源: Wind、第七次人口普查, 国金证券研究所

来源: Wind、第七次人口普查, 国金证券研究所

经济修复过程中, 青年失业率却逆势攀升, 或缘于春节后劳动力供给快于需求修复。去年底外出务工者较往年提前返乡, 节后集中返城带来劳动力集中供给, 以农民工为例, 1 季度农民工外出务工人员同比增加 415 万人、高于去年的 375 万人和历史平均的 242 万人; 招工需求虽在改善、但修复需要一定过程, 过去几年企业报表受到的损伤, 决定了企业招工能力和意愿的修复不会“一蹴而就”, 尤其是青年就业中比重高达 26.8% 的批发零售、住宿餐饮等行业、受疫情冲击尤为严重, 服务业就业供给修复滞后于企业招工需求修复, 或导致供需错配、影响青年就业修复进度。

图表23: 一季度农村外出务工人数增加, 收入增长放缓

图表24: 青年就业集中在受场景有关的服务业



来源: Wind、第七次人口普查, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

三问：破解青年就业问题，有哪些“积极”信号？政策“对症下药”、服务业修复滞后效应

近期，政策对稳就业重视度明显提升、尤其关注农民工和高校毕业生等重点群体就业，重点加强中小微企业和国企吸纳就业等支持。4月以来，关于高校毕业生、农民工等重点群体稳就业会议和举措明显增多，部委和地方层面亦积极加大稳就业力度。举措主要包括三个方面，一是稳定和扩大就业容量，加大对吸纳就业企业的政策支持、助力企业稳外贸订单等，支持国企扩大招聘、实施百万青年见习计划等；二是加大就业、创业培训等政策支持；三是引导农民工有序外出、强化返岗合作和协同等。

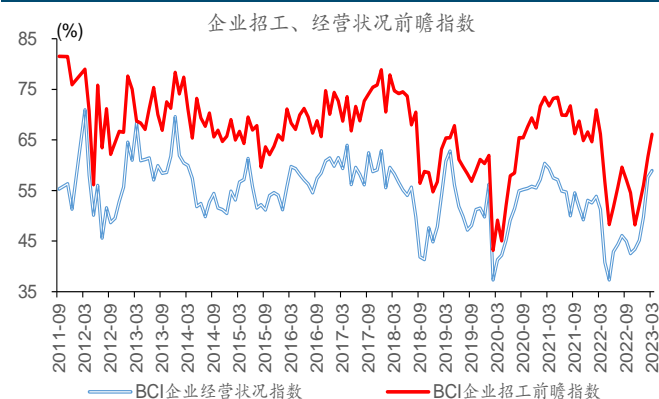
图表25：农民工、高校毕业生等重点群体稳就业措施增多

| | 日期 | 事件 | 主要内容 |
|----|------------|------------------------------------|---|
| 中央 | 2023.03.05 | 《政府工作报告》 | 落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置。 |
| | 2023.04.07 | 人社部部署开展2023年高校毕业生等青年就业创业推进计划 | 以中小微企业吸纳毕业生就业政策落实行动、公共部门稳岗扩岗行动、高校毕业生等青年创业服务支持行动、青年专项技能提升行动等10个行动为重点，开展2023年高校毕业生等青年就业创业推进计划。 |
| | 2023.04.07 | 国务院常务会议 | 外贸对稳增长稳就业有重要的支撑作用，要实施好稳外贸政策组合拳，帮助企业稳订单拓市场；目前高校毕业生就业已进入关键阶段，加大对吸纳高校毕业生数量多的企业的政策、资金支持，推动应届毕业生多渠道就业。 |
| | 2023.04.14 | 国务院常务会议 | 认真做好高校毕业生、农民工等重点群体就业服务，采取务实管用措施稳定制造业、外贸企业等就业规模，突出就业导向优化高校专业设置，面向市场需求提升职业教育和技能培训质量。 |
| | 2023.04.20 | 人力资源社会保障部等6部门关于开展2023年民营企业服务月活动的通知 | 联定于4—5月在全国开展2023年民营企业服务月活动，以高校毕业生、退役军人、脱贫劳动力、登记失业人员、农民工为重点，同时面向各类求职人员，旨在促进民营经济高质量发展，带动和扩大就业。 |
| | 2023.04.26 | 国务院办公厅印发《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》 | 支持金融机构开展稳岗扩岗服务和贷款业务，支持国有企业扩大招聘规模、稳定机关事业单位岗位规模，并动员各类企事业单位、社会组织等募集不少于100万个青年见习岗位；聚焦高校毕业生、农民工等重点群体创业需求，支持其创办投资少、风险小的创业项目；加大技能培训支持力度。 |
| | 2023.04.28 | 中共中央政治局会议 | 会议强调，要切实保障和改善民生，强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。 |
| 地方 | 2023.01.05 | 河北《关于进一步支持农民工就业创业的十八条政策措施》 | 全面落实社保费缓缴、稳岗返还、留工培训补助、社会保险补贴等政策，重点支持农民工就业集中的建筑业、制造业、服务业企业渡过难关；引导农民工有序外出务工；持续开展省内区域性结对帮扶，深化京津冀冀劳务协作。 |
| | 2023.03.29 | 《关于开展县城农民工市民化质量提升行动的通知》 | 鼓励农民工自选机构并垫付培训费参加高技能人才培训，取得证书的按规定给予培训补贴；对吸纳外来农民工较多的县域给予财政倾斜支持；将符合条件的进城农民工纳入住房保障范围；保障农民工子女义务教育学位供给等。 |
| | 2023.04.03 | 天津 | 积极推进吸纳农民工就业数量较多、成效较好的项目落地；及时提供就业岗位信息，帮助有意愿的本市户籍农民工有序外出务工。 |
| | 2023.04.18 | 内蒙古自治区人社部门 | 开展“春暖农民工”等专项活动，提供灵活多样的就业、创业、培训等服务；开展农牧民工返岗复工“点对点”直达运输服务，组织农牧民工返岗复工13.23万人。 |
| | 2023.04.24 | 新疆八部门联合下发《方案》 | 聚焦高校毕业生、农村劳动力、就业困难人员等重点群体，通过实施创业环境优化、创业主体培育等八项行动计划释放创新创业动力；用好再贷款再贴现政策，引导金融机构重点支持小微企业，特别是加大对劳动密集型企业的政策倾斜。 |

来源：人力资源和社会保障部、人民政府网，国金证券研究所

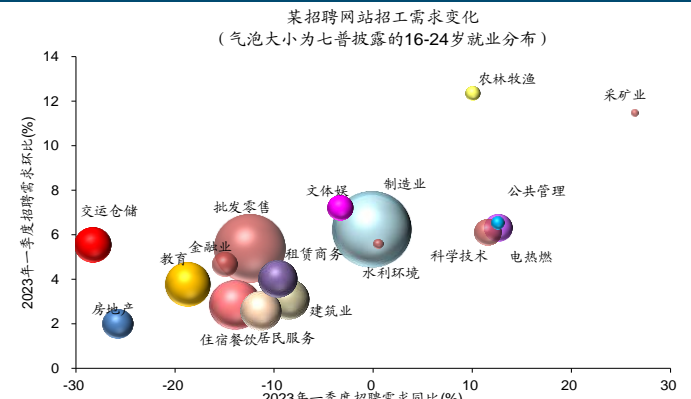
政策加大稳就业、经济持续修复等，有望进一步缓解青年就业压力。稳就业措施主要是阶段性缓解就业压力，经济活动修复带动就业需求增多才是根本解决之道；当前经济已开启复苏之路，BCI企业招工前瞻指数、大型招聘网站数据显示，企业招工需求正在逐步修复，与场景相关的批发零售、餐饮等服务业边际修复、但程度相对弱于制造业。伴随经济继续复苏、尤其是场景相关活动持续修复，服务业、消费制造业相关招工需求有望进一步修复，进而带动相关就业的持续修复。

图表26：企业招工、经营景气均开始恢复



来源：Wind，国金证券研究所

图表27：多数行业招工需求边际改善，制造业快于服务业

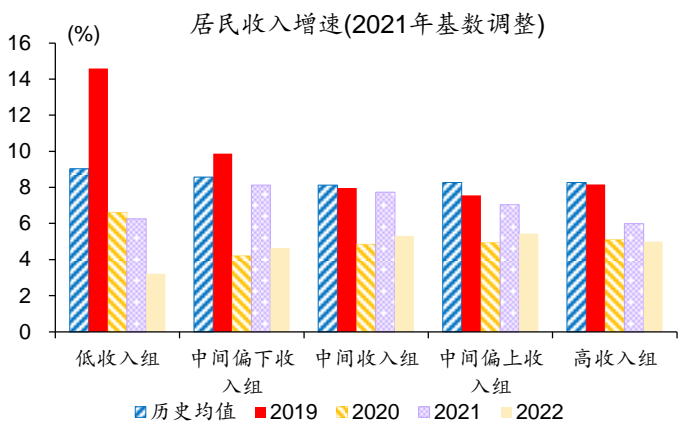


来源：第七次人口普查、国金数字未来 Lab，国金证券研究所

青年人就业改善，有助于带动中低收入人群收入修复，进而助力消费进一步修复。过去几年青年就业承压、收入下滑，尤其是低学历青年就业集中的服务业、消费制造等受冲击更

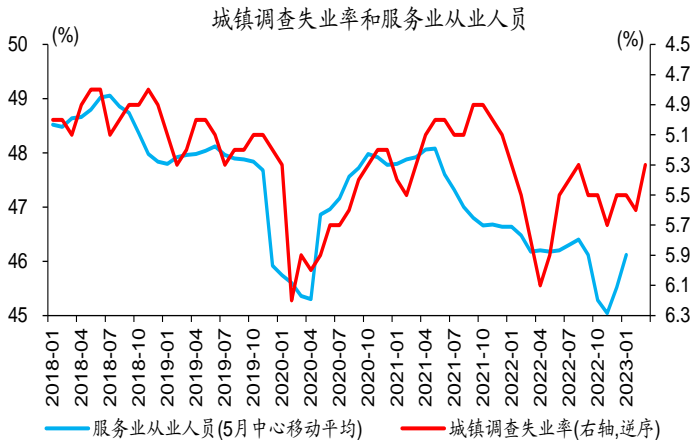
大，拖累中低收入群体收入增长；领先指标显示，青年就业压力有望缓解。伴随低学历人员就业集中的服务业修复，低收入群体的就业、收入将修复，部分收入水平偏低的中、西部省市收入增长和追赶已开始显现，有利于提振中低收入群体消费。

图表28: 疫后中、低收入群体收入受冲击更大



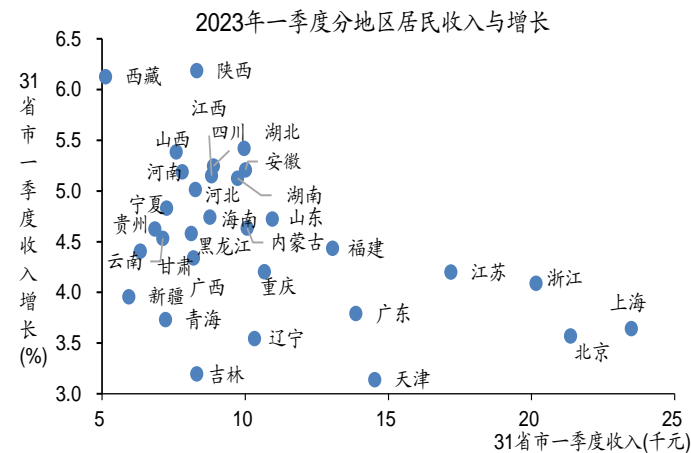
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 服务业从业人员景气度滞后于失业率变化



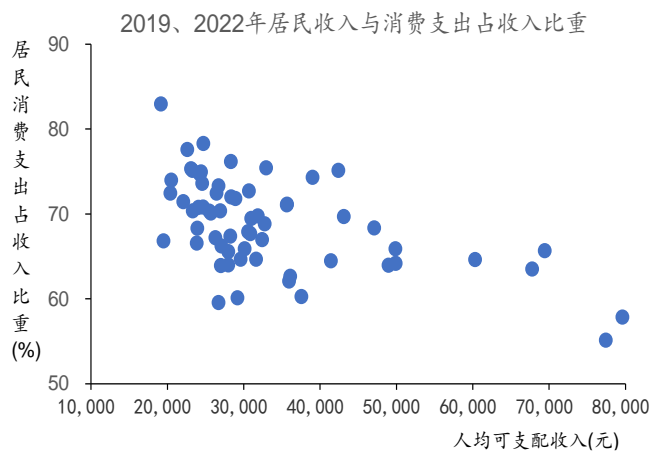
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 一季度, 中低收入地区收入增长相对更快



来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 低收入人群收入改善对消费的提振更明显



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- (1) 青年失业率逆势上升, 低学历人群就业拖累或更大。高校毕业生就业承压、但集中体现在7月前后, 并不能解释当前青年失业率的逆势上升。相较于高校毕业生, 低学历青年人数更多、或是拖累当前青年失业率的重要因素。
- (2) 青年失业率逆势上升, 服务业拖累或大于制造业出口链。城市青年人超3成在批发零售、住宿餐饮、居民服务等劳动密集型服务业就业, 且呈现制造业向服务业转移的特征。青年失业率逆势上升, 受服务业的拖累或大于制造业出口链。
- (3) 破解青年就业问题过程中, 政策“对症下药”、服务业修复或相对滞后。近期, 政策对稳就业重视度明显提升、尤其关注农民工和高校毕业生等重点群体就业。政策加大稳就业、经济持续修复等, 有望缓解就业压力, 带动中低收入人群收入和消费修复。

风险提示

- 1、经济修复和政策效果不及预期。经济修复结构分化, 带来就业拉动弱化, 或影响青年就业; 稳就业措施推进和落地进度偏慢, 对就业的支持不及预期。

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 |