

出口承压回落，进口低位平稳

——2023年中进出口数据分析与展望

核心内容:

7月13日海关总署公布上半年进出口数据: 2023年上半年进出口总额29182亿美元,同比增速-4.7%。其中,出口16634亿美元,增速-3.2%;进口12547亿美元,增速-6.7%;顺差4087亿元。6月份进出口总额5000亿元,同比增速-10.1%,其中出口2853亿美元,同比增速-12.4%,进口2147亿美元,同比增速-6.8%。

1.上半年出口增速先高后低,二季度承压回落。上半年得益于订单激增、出口新品类等利好因素,开年我国出口向好超出预期,进入5月份,随着订单积压效应、海外需求等走弱,出口增速承压回落。6月当月出口同比下降12.4%(前值-7.5%),继3、4月份出口高增之后回落趋势明显。基数效应上,去年同期同比增速17.02%,处于本轮出口下行周期前高位。外需方面,海外PMI指数持续低迷,中国新出口订单指数连续四个月下行。贸易方式上,一般贸易出口同比-13.6%(前值-9.1%),增速延续下行对整体出口增速拖累较大。

2.进口低位平稳,国内需求不振使得进口起色不大。进入二季度我国经济复苏动能偏弱,企业仍处于去库存阶段,这进一步制约了国内需求的修复。6月进口同比下降6.8%,增速降幅有所下行。其中铜矿、铜材进口量累计同比增速分别为7.9%和-12%,成为拖累进口增速的最大因素。原油进口量累计同比上行至11.7%,大豆进口量累计同比反弹至13.6%,对进口金额形成一定支撑。需要注意,进入二季度中国进口价格同比已经转负,这也是导致进口持续低迷的原因之一。

3.东盟和金砖国家是今年以来中国出口的主要支撑。中国对东盟、欧盟和美国的出口占比分别由2020年的14.8%、15.1%和17.4%调整为2023年上半年的15.8%、15.5%和14.4%。2023年上半年,中国大陆对中国香港、日本、韩国的出口占总出口额的比重分别为7.6%、4.8%、4.6%,总体规模与美国、欧盟、东盟接近。从趋势看,中国香港、日本的重要性都有明显下降,韩国相对稳定。中国对印度出口占中国出口额比重从2020年的2.6%升至2023年上半年的3.4%,中国对俄罗斯出口占中国出口比重在2022年之前稳定在2.0%左右,而2023年上半年快速升至3.1%。

4.俄罗斯持续高增长但欧美越韩增速下滑显著。6月中国对俄罗斯出口同比增速达90.9%,连续四个月延续高增长态势,原因在于国际制裁加剧背景下俄罗斯将从欧洲等地的商品进口转向我国。对欧盟和美出口分别为-12.9%和-23.7%,分别比上个月下行5.9和5.5个百分点,主要受到欧美高利率对国内总需求有较强抑制效应等拖累。对越南出口增速为-16.3%(前值-23.4%),对韩国出口增速下滑至-19.8%(前值-20.3%),对越南、韩国出口增速显著下滑反映全球贸易周期仍在磨底。

5.2022年中国出口占全球的份额略有回落,主要是让给能源出口国、北

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

研究助理: 吕雷

风险提示:

1. 内需不足的风险
2. 海外衰退的风险

美自贸区（也是主要商品出口国）、印度与新加坡等。原因包括国内受到疫情反复对生产和运输的影响，海外因素包括一是能源价格高位运行，推动商品出口国的出口份额明显提升；二是美国持续驱动制造业回迁美加墨自贸区；三是东南亚国家以及印度等对中国形成产业竞争。2023 年一季度，中国出口占全球比重为 14.02%，较去年同期上升 0.28 个百分点，预计在全球能源价格回落的影响下，今年全年中国出口占全球份额有望稳定在 14.5% 左右。

6.从出口主要商品来看，机电和劳动密集型产品对出口增长拖累加剧。6 月机电产品、劳动密集型产品和高新技术产品增速分别为 -9.0%、-15.2% 和 -16.8%。手机（-23.3%）与集成电路（-19.4%）出口增速延续低位，反映当前全球电子消费需求疲弱，汽车（110%）和汽车配件（5.1%）出口增速维持韧性，对机电出口形成支撑；玩具、鞋靴、家具、纺织、服装、塑料等商品均为两位数以上的负增长，对劳动密集型产品出口增速形成较大拖累，表明全球需求下行尚未出现拐点。

7.中国出口呈现明显的基钦周期特征。本轮上行始于 2020Q3，2020 年下半年至 2021 年中国实现 30% 以上的高速增长，2022 年上半年也保持在 15% 以上，出口景气持续期共 8 个季度。本轮下行的触发因素是美联储、欧央行于 2022 年 3 月、7 月开始激进加息，中国出口在 2022 年 7 月之后快速下行。随着今年下半年美联储和欧央行相继停止加息，预计 2023 年末至 2024 年初美欧经济将迎来底部，因此预计 2023Q4 中国出口增速将逐渐见底，本轮下行期持续期约 5 个季度。

8.出口见底前工业企业利润增长将承压。进口额占名义 GDP 的 18%，出口额占名义 GDP 的 21%。今年上半年出口增速转负，叠加 PPI 持续下行，工业企业利润增长压力较大。此时恢复和扩大内需将成为首要任务，驱动力主要是三季度组合政策出台，四季度出口接近底部，同期库存周期逐渐见底，工业企业利润增速有望见底回升。

9.出口年底有望见底，进口弱势低增长。展望下半年，当前全球主要经济体制造业 PMI 普遍延续下行态势，叠加去年 7 月份出口高基数影响，预计 7 月出口同比增速读数仍处低位，此后随着高基数效应减弱、美欧停止加息，出口增速降幅有望逐步收窄，并将在 4 季度迎来底部，全年增速预计在 -3% 左右。进口方面受到国内需求的影响，二季度以来我国生产复苏动能边际减弱，随着 6 月政策性降息落地，政策面研究强调推出经济持续回升向好的一批政策措施，三季度起国内经济复苏动能有望转强，有利于进出需求的边际修复。但是进口总体仍然弱势，预计年内在 -5% 左右低增长。

目 录

一、出口承压回落，进口低位平稳.....	4
二、出口国别结构：东盟和金砖国家是今年以来中国出口的主要支撑.....	5
三、中国出口占全球份额的变化.....	7
四、出口商品结构：机电和劳动密集型产品对出口增长拖累加剧.....	8
五、中国出口本轮周期底部预计在 2023Q4，此前工业企业利润增长将承压.....	9
六、出口年底有望见底，进口弱势低增长.....	9

一、出口承压回落，进口低位平稳

上半年出口增速先高后低，二季度承压回落：上半年得益于订单激增、出口新品类等利好因素，开年我国出口向好超出预期，进入5月份，随着订单积压效应、海外需求等走弱，出口增速承压回落。6月当月商品出口2853亿美元，同比下降12.4%（前值-7.5%），继3、4月份出口高增之后回落趋势明显。基数效应上，去年同期同比增速17.02%，处于本轮出口下行周期前高位。外需方面，海外PMI指数持续低迷，6月美国、欧元区制造业Markit PMI分别下探至46.3%、43.4%，中国新出口订单指数连续四个月下行，6月下探至46.4%。贸易方式上，6月一般贸易出口1880亿美元，同比-13.6%（前值-9.1%），增速延续下行对整体出口增速拖累较大；进料加工贸易出口509.4亿美元，同比-19.6%；海关特殊监管区物流货物出口201亿美元，同比-2.44%。

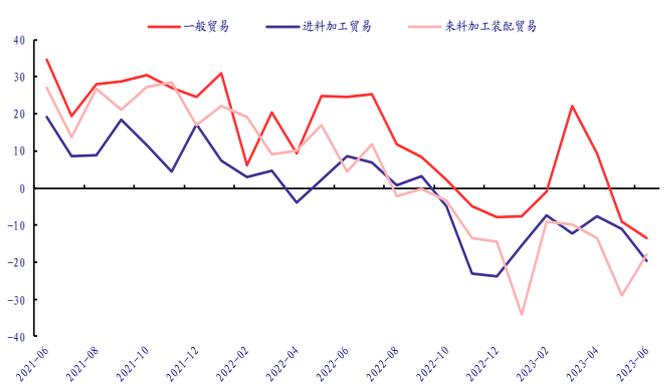
进口低位平稳，国内需求不振使得进口起色不大：进入二季度我国经济复苏动能偏弱，企业仍处于去库存阶段，这进一步制约了国内需求的修复。6月商品进口2147亿美元，同比下降6.8%，增速降幅有所下行。其中铜矿、铜材进口量累计同比增速分别为7.9%和-12%，两者价格均回落超10个百分点，成为拖累进口增速的最大因素。原油进口量累计同比上行至11.7%，大豆进口量累计同比反弹至13.6%，对进口金额形成一定支撑。需要注意，进入二季度中国进口价格同比已经转负，这也是导致进口持续低迷的原因之一。

图 1：出口承压回落，进口弱势平稳



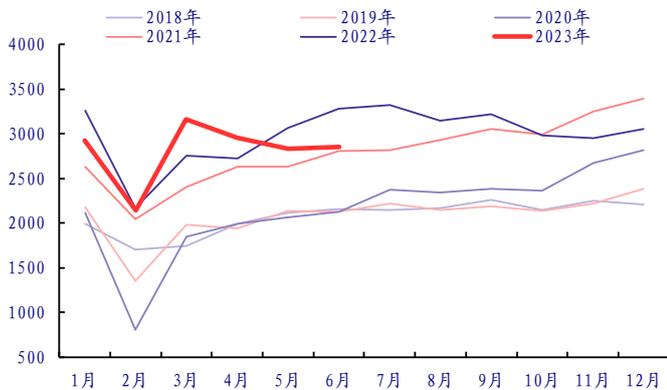
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 2：一般贸易出口同比增速延续下探



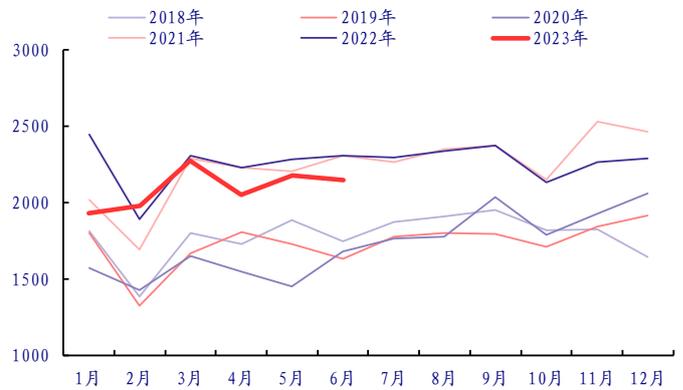
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 3: 单月出口金额 (亿美元)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 4: 单月进口金额 (亿美元)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

二、出口国别结构: 东盟和金砖国家是今年以来中国出口的主要支撑

出口目的地相对重要性: 中国对东盟出口占中国出口额的比重从 2020 年的 14.8% 升至 2022 年的 15.8%，2023 年上半年出口份额占比与去年末持平。中国对欧盟出口占中国出口额的比重自 2020 年以来一直稳定在 15.5% 左右。中国对美出口占中国出口额的比重从 2020 年的 17.4% 降至 2022 年的 16.2%，2023 年上半年进一步降至 14.4%。2023 年上半年，中国大陆对中国香港、日本、韩国的出口占总出口额的比重分别为 7.6%、4.8%、4.6%，总体规模与美国、欧盟、东盟接近。从趋势看，中国香港、日本的重要性都有明显下降，韩国相对稳定。中国对印度出口占中国出口额比重从 2020 年的 2.6% 升至 2022 年的 3.3%，2023 年上半年进一步升至 3.4%。中国对俄罗斯出口占中国出口比重在 2022 年之前稳定在 2.0% 左右，而 2023 年上半年快速升至 3.1%。

图 5: 中国大陆对前十大出口目的地的比重与增速

出口指标	年度	东盟	欧盟	美国	中国香港	日本	韩国	印度	中国台湾	俄罗斯	巴西	其他国家和地区
占总体比重 (美元计价: %)	2023	15.8	15.5	14.4	7.6	4.8	4.6	3.4	1.9	3.1	1.7	27.2
	2022	15.8	15.6	16.2	8.3	4.8	4.5	3.3	2.3	2.1	1.7	25.3
	2021	14.4	15.4	17.2	10.4	4.9	4.4	2.9	2.3	2.0	1.6	24.3
	2020	14.8	15.1	17.4	10.5	5.5	4.3	2.6	2.3	2.0	1.3	24.1
累计同比 (美元计价: %)	2023	0.0	-7.0	-18.2	-11.9	-5.0	-6.1	-1.7	-24.6	76.9	-2.1	6.4
	2022	17.3	8.4	1.0	-15.1	4.3	9.2	21.5	4.1	12.7	15.6	11.3
	2021	26.1	32.6	27.5	28.6	16.3	32.3	46.1	30.3	33.6	53.4	31.0
	2020	6.8	-8.8	7.9	-2.3	-0.4	1.4	-10.8	9.2	1.7	-1.7	14.5

资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

出口分国别 (美元计价当月同比) 增速: 6 月, 中国对东盟出口同比-16.9% (前值-15.9%), 对欧盟出口同比-12.9% (前值-7%), 对美国出口同比-23.7% (前值-18.2%), 对中国香港出口同比-20.6% (前值-14.9%), 对日本出口同比-15.6% (前值-13.3%), 对韩国出口同比-19.8% (前值-20.3%), 对印度出口同比-13.6% (前值-4.1%), 对主要出口国/地区出口增速全面回落。

图 6: 对美国、欧盟、东盟出口增速 (美元当月同比%)

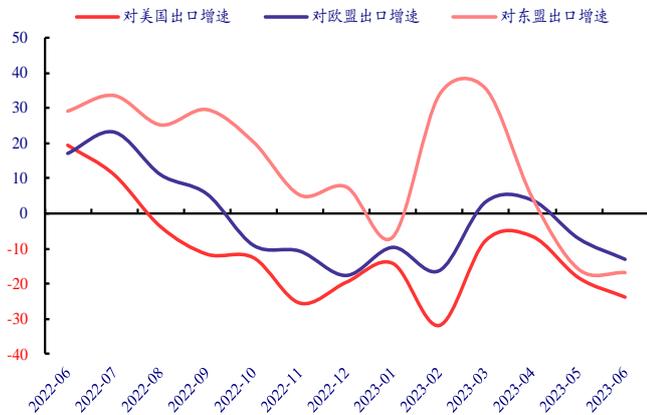
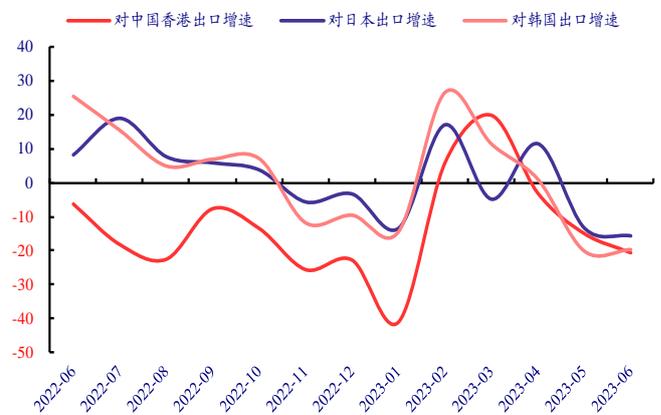


图 7: 对中国香港、日本、韩国出口增速 (美元当月同比%)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

俄罗斯持续高增长但欧美越韩增速下滑显著。6月中国对俄罗斯出口同比增速达90.9%，连续四个月延续高增长态势，主要原因在于国际制裁加剧背景下俄罗斯将从欧洲等地的商品进口转向我国。6月份对欧盟和美出口分别为-12.9%和-23.7%，分别比上个月下行5.9和5.5个百分点，主要受到欧美高利率对国内总需求有较强抑制效应等拖累。6月中国对越南出口增速为-16.3%（前值-23.4%），对越南出口约占对东盟整体出口比重的25%，对越出口降速拖累对东盟出口增速下滑至-16.9%，增速持续下行。对韩国出口增速下滑至-19.8%（前值-20.3%）。对越南、韩国出口增速显著下滑反映全球贸易周期仍在磨底，其中越南出口增速已连续4个月负增长，韩国自2022年10月以来出口增速持续为负。

图 8: 全球主要经济体制造业 PMI 变化

制造业 PMI	美国 Markit	美国 ISM	欧元区 法国	欧元区 德国	英国	日本	韩国	中国 财新	中国 中采	越南	印度	巴西	俄罗斯	墨西哥	
2023-06	46.3	46.0	43.4	46.0	40.6	46.5	49.8	47.8	50.5	49.0	46.2	57.8	46.6	52.6	50.9
2023-05	48.4	46.9	44.8	45.7	43.2	47.1	50.6	48.4	50.9	48.8	45.3	58.7	47.1	53.5	50.5
2023-04	50.2	47.1	45.8	45.6	44.5	47.8	49.5	48.1	49.5	49.2	46.7	57.2	44.3	52.6	51.1
2023-03	49.2	46.3	47.3	47.3	44.7	47.9	49.2	47.6	50.0	51.9	47.7	56.4	47.0	53.2	51.0
2023-02	47.3	47.7	48.5	47.4	46.3	49.3	47.7	48.5	51.6	52.6	51.2	55.3	49.2	53.6	51.0
2023-01	46.9	47.4	48.8	50.5	47.3	47.0	48.9	48.5	49.2	50.1	47.4	55.4	47.5	52.6	48.9
2022-12	46.2	48.4	47.8	49.2	47.1	45.3	48.9	48.2	49.0	47.0	46.4	57.8	44.2	53.0	51.3
2022-11	47.7	49.0	47.1	48.3	46.2	46.5	49.0	49.0	49.4	48.0	47.4	55.7	44.3	53.2	50.6
2022-10	50.4	50.2	46.4	47.2	45.1	46.2	50.7	48.2	49.2	49.2	50.6	55.3	50.8	50.7	50.3
2022-09	52.0	50.9	48.4	47.7	47.8	48.4	50.8	47.3	48.1	50.1	52.5	55.1	51.1	52.0	50.3
2022-08	51.5	52.8	49.6	50.6	49.1	47.3	51.5	47.6	49.5	49.4	52.7	56.2	51.9	51.7	48.5
2022-07	52.2	52.8	49.8	49.5	49.3	52.1	52.1	49.8	50.4	49.0	51.2	56.4	54.0	50.3	48.5
2022-06	52.7	53.0	52.1	51.4	52.0	52.8	52.7	51.3	51.7	50.2	54.0	53.9	54.1	50.9	52.2

资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

三、中国出口占全球份额的变化

2015至2019年中国出口占全球比重基本稳定在13.0%左右。2020年与2021年，由于中国在全球新冠疫情中率先实现了产业链的稳定，中国出口占全球份额分别上升至14.7%和15.0%。2022年，中国出口占全球的份额下降0.6个百分点，主要是让给能源出口国、北美自贸区（也是主要商品出口国）、印度与新加坡等。原因包括国内受到疫情反复对生产和运输的影响，海外因素包括一是能源价格高位运行，推动商品出口国的出口份额明显提升；二是美国持续驱动制造业回迁美加墨自贸区；三是东南亚国家以及印度等对中国形成产业竞争。

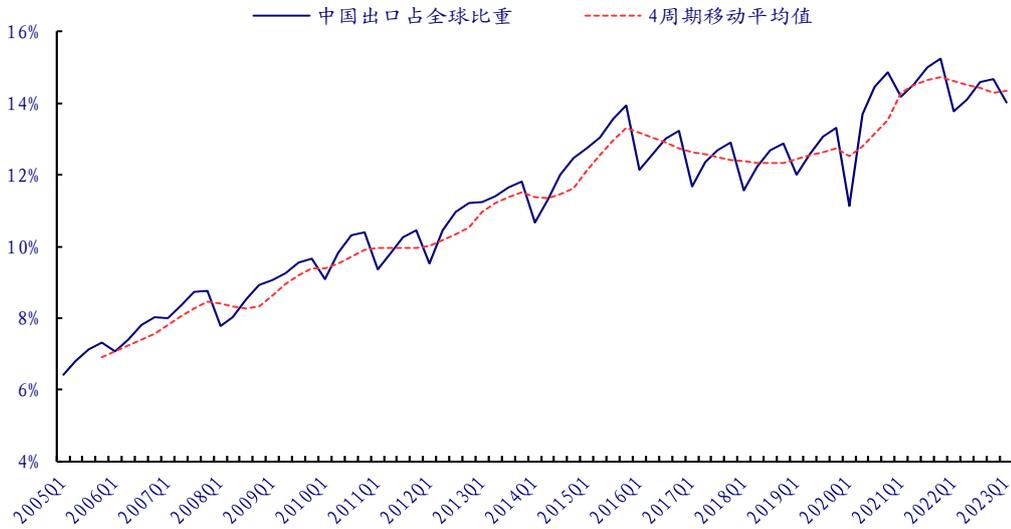
截止2023年一季度，中国出口占全球比重为14.02%，较去年同期上升0.28个百分点，预计在全球能源价格回落的影响下，今年全年中国出口占全球份额有望稳定在14.5%左右。

图9：主要经济体出口占全球份额

区域	出口占全球比重			份额同期变化	区域	出口占全球比重			份额同期变化
	2021	2022	2023Q1	百分点数		2021	2022	2023Q1	百分点数
亚洲	38.0%	36.6%	35.6%	-1.11	欧洲	35.8%	34.9%	34.9%	1.63
——中国内地	15.0%	14.4%	14.02%	0.28	——比利时	3.76%	3.88%	4.19%	0.34
——印度	1.77%	1.82%	1.96%	-0.01	——德国	7.33%	6.65%	7.40%	0.32
——新加坡	2.05%	2.07%	2.04%	-0.08	——意大利	2.76%	2.64%	2.92%	0.18
——越南	1.50%	1.49%	1.35%	-0.16	——西班牙	1.70%	1.68%	1.93%	0.18
——日本	3.38%	3.00%	2.96%	-0.21	——法国	2.62%	2.48%	2.81%	0.16
——韩国	2.88%	2.74%	2.58%	-0.33	——瑞士	1.70%	1.61%	1.91%	0.15
——中国香港	3.00%	2.45%	2.22%	-0.35	——英国	2.11%	2.13%	2.13%	0.1
——中国台湾	2.00%	1.92%	1.67%	-0.35	——荷兰	2.46%	2.54%	2.55%	-0.16
商品出口国					北美	12.3%	13.0%	13.5%	0.87
——澳大利亚	1.54%	1.66%	1.68%	0.08	——加拿大	2.27%	2.40%	2.42%	0.02
——巴西	1.26%	1.34%	1.30%	0.07	——墨西哥	2.21%	2.32%	2.41%	0.19
——沙特	1.24%	1.65%	1.53%	-0.12	——美国	7.85%	8.29%	8.68%	0.66
——俄罗斯	2.21%	2.14%	1.74%	-0.86					

资料来源：WTO，中国银河证券研究院

图 10: 2020 年以来中国出口份额显著提升, 2023 年一季度同比上升 0.3 个百分点



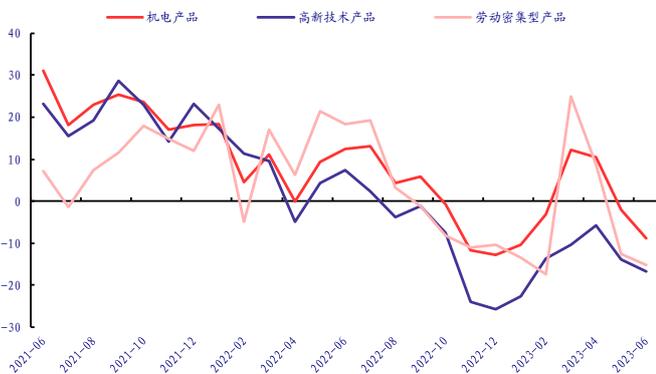
资料来源: WTO, 中国银河证券研究院

四、出口商品结构: 机电和劳动密集型产品对出口增长拖累加剧

出口产品结构上,6月机电产品、劳动密集型产品和高新技术产品增速分别为-9.0%、-15.2%和-16.8%,前值分别为-2.1%、-12.7%和-13.9%。机电产品出口增速降幅回落近 7 个百分点,高新技术产品和劳动密集型产品出口增速降幅亦扩大约 3 个百分点。

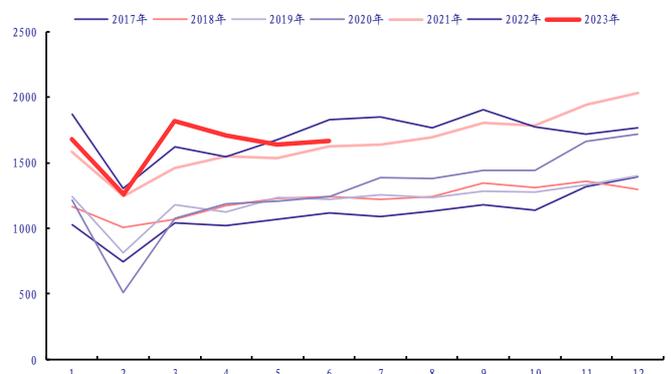
从具体品类来看,机电产品中,手机(-23.3%)与集成电路(-19.4%)出口增速延续低位,反映当前全球电子消费需求疲弱,汽车(110%)和汽车配件(5.1%)出口增速维持韧性,对机电出口形成支撑;玩具、鞋靴、家具、纺织、服装、塑料等商品均为两位数以上的负增长,对劳动密集型产品出口增速形成较大拖累,表明全球需求下行尚未出现拐点。

图 11: 机电和劳动密集型产品对出口增长拖累加剧



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 12: 机电产品出口 (亿美元)



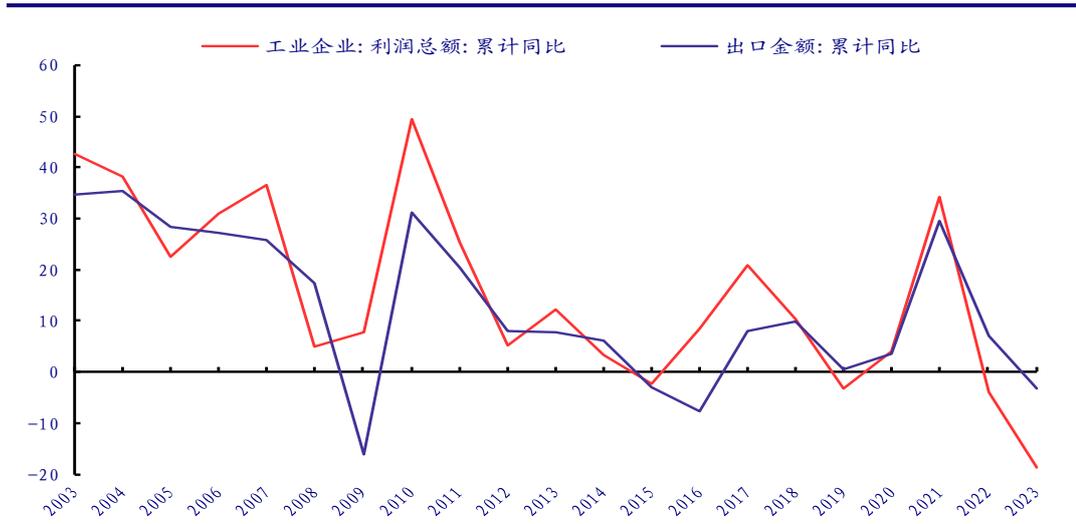
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

五、中国出口本轮周期底部预计在 2023Q4，此前工业企业利润增长将承压

中国出口呈现出 3 至 4 年的基钦周期特征。最新一轮上行的触发因素是 2020Q2 美国出台超常规刺激政策，加之中国快速恢复生产秩序，2020 年下半年至 2021 年中国出口实现了 30% 以上的高速增长，2022 年上半年也保持在 15% 以上的较高增速，出口景气持续期共 8 个季度。最新一轮下行的触发因素是美联储、欧央行等先后于 2022 年 3 月、7 月开始激进加息，中国出口在 2022 年 7 月之后加速下行。2022 年下半年以来全球大宗商品价格回落，随着今年下半年美联储和欧央行相继停止加息，预计 2023 年末至 2024 年初美欧经济将迎来底部，之后中国出口将迎来真正的底部。因此预计 2023Q4 中国出口增速将逐渐见底，本轮下行期持续期约 5 个季度，至此本轮出口周期结束，长度共计 13 个季度。

出口下行的影响主要在工业层面。进口额占名义 GDP 的 18%，出口额占名义 GDP 的 21%，对中国经济影响显著。今年上半年出口增速转负，叠加 PPI 持续下行，工业企业利润增长压力较大。此时恢复和扩大内需将成为首要任务，驱动力主要是三季度组合政策出台，四季度出口接近底部，同期库存周期逐渐见底，工业企业利润增速有望见底回升。

图 13：中国的出口具有较为明显的基钦周期特征，本轮驱动因素主要是美联储的货币政策转向



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、出口年底有望见底，进口弱势低增长

整体而言，上半年我国出口呈现一定的韧性。在全球需求景气度疲软的大背景下，我国大力开拓新兴市场、培育壮大优势产业，上半年出口同比下降 3.2%，出口规模较为稳定。展望下半年，当前全球主要经济体制造业 PMI 普遍延续下行态势，表明短期内外需疲软态势尚未见底，叠加去年 7 月份出口高基数影响，预计 7 月出口同比增速读数仍处低位，此后随着高基数效应减弱、美欧停止加息，出口增速降幅有望逐步收窄，并将在 4 季度迎来底部，全年增速预计在 -3% 左右。

进口方面受到国内需求的影响，二季度以来我国生产复苏动能边际减弱，随着 6 月政策性降息落地，政策面研究强调推出经济持续回升向好的一批政策措施，三季度起国内经济复苏动能有望转强，有利于进出需求的边际修复。但是进口总体仍然弱势，预计年内在 -5% 左右低增长。

图表目录

图 1: 出口承压回落, 进口弱势平稳.....	4
图 2: 一般贸易出口同比增速延续下探.....	4
图 3: 单月出口金额 (亿美元)	5
图 4: 单月进口金额 (亿美元)	5
图 5: 中国大陆对前十大出口目的地的比重与增速.....	5
图 6: 对美国、欧盟、东盟出口增速 (美元当月同比%)	6
图 7: 对中国香港、日本、韩国出口增速 (美元当月同比%)	6
图 8: 全球主要经济体制造业 PMI 变化.....	6
图 9: 主要经济体出口占全球份额.....	7
图 10: 2020 年以来中国出口份额显著提升, 2023 年一季度同比上升 0.3 个百分点	8
图 11: 机电和劳动密集型产品对出口增长拖累加剧	8
图 12: 机电产品出口 (亿美元)	8
图 13: 中国的出口具有较为明显的基钦周期特征, 本轮驱动因素主要是美联储的货币政策转向	9

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn