

出口增速转正，明年怎么看？

——11月进出口数据分析

事件概述

2023年12月7日，海关总署公布2023年10月份进出口数据。按美元计，11月我国出口2919.3亿美元，同比0.5%，前值-6.4%，（预期0.7%），进口2235.4亿美元，同比-0.6%，前值3.0%，（预期3.5%）；按人民币计，11月我国出口2.1万亿元，同比1.7%，前值-3.1%，进口1.6万亿元，同比0.6%，前值6.4%。

核心观点

整体来看，11月出口增速基本符合预期，进口增速则明显低于预期，反映出当前海外需求有一定韧性，国内需求则有待进一步修复。

出口方面，11月同比0.5%，基本符合市场预期。去年基数走低以及海外经济体修复延续或是导致出口增速转正的主要原因。基数方面，去年11月出口绝对值为2906亿美元（上月2936亿美元），较前月环比回落约1个百分点，对出口增速有一定助力。而海外需求方面，11月海外主要经济体PMI出现了不同程度的回升，反映出海外需求维持了一定的韧性。国别方面，对东盟、日韩等国出口降幅收窄，对美国、印度等出口增速转正，对欧盟出口降幅扩大；产品方面，手机表现最为亮眼，汽车增速有所回落，自动数据处理设备降幅收窄、集成电路由负转正。

进口方面，11月同比-0.6%，低于市场预期的3.5%。去年基数走高以及环比增速低于季节性是11月出口增速低于预期的主要原因。基数方面，去年11月进口2248亿元，环比增加约6个百分点；环比方面，11月环比增速2.4%，低于近5年约8%的环比均值，反映出国内需求仍待进一步修复，两个因素叠加造成本月进口增速不及市场预期。国别方面，我国对东盟进口转负、对美国进口降幅扩大、对日、韩进口降幅收窄；产品方面：成品油、铁矿砂、铜矿砂等上游原材料进口增速继续保持较高水平

明年出口增速或小幅转正。2023年我国出口份额保持了较强的韧性，根据WTO最新公布的数据，我国商品出口占全球出口的份额仍维持在15%左右。随着明年美国补库周期逐步开启以及中美关系边际改善或将带动美国进口中国占比继续回升；东盟、欧元区份额大概率维持韧性，“一带一路”国家份额有望继续提升。我们判断2024年出口增速或小幅转正，全年同比增速3%左右。

► 出口增速小幅转正，基数叠加外需修复

总量方面：11月我国出口2919.3亿美元，同比0.5%，基本符合市场预期。环比方面，为6.22%，基本符合积极性特征。去年基数走低以及海外经济体修复延续或是导致出口增速转正的主要原因。

基数方面，去年11月出口绝对值为2906亿美元（上月2936亿美元），较前月环比回落约1个百分点，对出口增速有一定助力。

当然除了基础低之外，海外需求恢复延续也是重要因素。11月海外主要经济体PMI出现了不同程度的回升。11月全球制造业PMI为49.3%，环比回升0.5个百分点。11月欧元区、东盟制造业PMI为44.2%和50.0%，环比回升1.1和0.4个百分点，美国ISM制造业PMI为46.7%，与上月持平。海外需求的恢复也带动了我国出口的企稳。

国别方面：11月我国对东盟、日韩等国出口降幅收窄，对美国、印度等出口增速转正，对欧盟出口降幅扩大。具体来看，11月我国对东盟、日本、韩国出口同比增速分别为-7.07%、-8.26%、-3.56%，降幅较上月分别收窄8.03、4.73和13.45个百分点。不过对日、韩出口降幅收窄更多的是基数效应，而对东盟出口的改善则更多的是新增效应，去年11月

对东盟出口基数反而有所抬升，较前月环比增加了约 3 个百分点。

对美国、印度出口同比增速由负转正，二者的增速分别为 7.35%（前值-8.19%）和 5.80%（前值-1.52%）。不过对美出口转正更多的是基数效应，去年 11 月对美出口 408 亿美元，较前月环比回落近 13 个百分点。而今年 11 月对美出口 438 亿美元，较上月环比增加约 1.5 个百分点。对欧盟出口同比-13.17%，降幅较上月扩大 1.3 个百分点。

产品方面：从大类来看，机电、高新技术产品转正，劳动密集型产品降幅收窄。具体来看，机电产品、高新技术产品、农产品出口同比增速分别为 1.3%（前值-6.7%）、2.9%（前值-9.2%）、3.5%（前值 0%），劳动密集型产品出口同比增速-5.0%，降幅较上月收窄 6 个百分点。

从细分品种来看，手机表现最为亮眼，汽车增速有所回落，自动数据处理设备降幅收窄、集成电路由负转正。11 月手机出口同比增速 54.6%，增速较上月扩大近 32 个百分点，拉动出口 2.1 个百分点，表现最为亮眼。从量价拆分来看，同比增速扩大更多是数量贡献，11 月我国出口手机 8266 万台，较上月增加 155 万台，但是平均价格为 206 万美元/万台，较上月扩回落 25 万美元/万台。

汽车方面，11 月出口增速 27.88%，增幅较上月回落近 18 个百分点，去年基数走高以及出口环比有所回落是主要原因。整体看汽车出口仍保持了相对强势。另外，自动数据处理及零部件同比-10.95%，降幅较上月收窄约 10 个百分点；集成电路出口同比 12%，由负转正。二者出口的改善一方面在去年基数走低另一方面 11 月出口金额实际的改善。

▶ 进口增速再度转负，基数走高是主要原因

总量方面：11 月我国进口 2235 亿美元，同比-0.6%，低于市场预期的 3.5%。从环比看，为 2.4%，低于近 5 年约 8%的环比均值。去年基数走高以及环比增速低于季节性是 11 月出口增速低于预期的主要原因。

11 月进口低于市场预期，我们认为主要有两个原因：一是环比增速低于往年均值水平，11 月进口环比 2.4%，低于近 5 年约 8%的环比均值；二是去年基数走高，去年 11 月进口 2248 亿元，环比增加约 6 个百分点。两个因素叠加造成本月进口增速不及市场预期。

国别方面：我国对东盟进口转负、对美国进口降幅扩大、对日、韩进口降幅收窄。具体来看，11 月我国对东盟进口同比-6.39%（前值 10.22%），基数走高叠加环比回落是主要原因。对美进口同比增速-15.06%，降幅较上月扩大近 11 个百分点，基数走高则是主要原因，去年 11 月对美进口环比增加近 28 个百分点，抵消了今年 11 月环比增加的 13 个百分点。对日本、韩国进口同比分别为-0.28%和-2.29%，降幅均有所收窄。

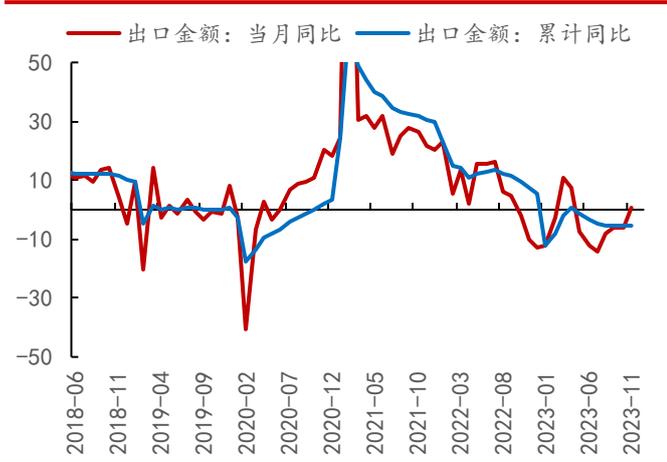
产品方面：成品油、铁矿砂、铜矿砂等上游原材料进口增速继续保持较高水平。具体来看，成品油、铜矿砂进口同比增速分别为 24.9%和 11.6%，铁矿砂进口同比 29.1%，增速较上月扩大 7 个百分点。另外，纺织纱线、医药材及药品等进口增速也相对较高，分别为 19.8%和 20.3%。

▶ 出口份额韧性较强，明年出口或小幅转正

2023 年我国出口份额保持了较强的韧性。根据 WTO 最新公布的数据，截至 8 月，我国商品出口占全球出口的份额仍维持在 15%左右，保持了较强的韧性。从国别来看，东盟、欧盟、美国仍是我国前三大主要出口国，对美出口的占比近期有所回升，一带一路国家占比继续稳步增加。

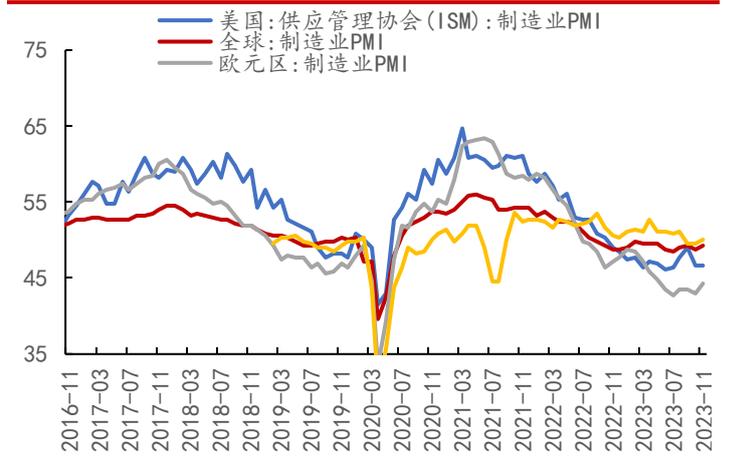
2024 年我国出口增速或将逐步转正。美国补库周期逐步开启以及中美关系边际改善或将带动美国进口中国占比继续回升；东盟、欧元区份额大概率维持韧性，“一带一路”国家份额有望继续提升。我们判断 2024 年出口增速或小幅转正，全年同比增速 3%左右。

图 1 出口同比时隔 6 个月转正 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 2 主要经济体 PMI 出现不同程度回升



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 3 11 月对主要国家/地区出口增速

对主要国家/地区出口增速								
单位 (%)	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
	同比增速				拉动点数			
美国	7.3	-8.2	-9.3	-9.5	1.0	-1.3	-1.5	-1.5
东盟	-7.1	-15.1	-15.8	-13.4	-1.2	-2.5	-2.6	-2.1
其中: 越南	-0.2	-5.4	-2.9	-1.2	0.0	-0.2	-0.1	0.0
泰国	-0.3	-3.1	-4.4	-9.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
马来西亚	-14.5	-17.5	-13.2	-13.7	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4
印尼	5.7	-8.3	-19.1	-12.0	0.1	-0.2	-0.4	-0.2
菲律宾	-24.1	-27.1	-26.5	-27.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
新加坡	-12.9	-33.3	-36.1	-25.7	-0.3	-0.9	-1.1	-0.6
欧盟	-14.5	-12.6	-11.6	-19.6	-2.2	-1.9	-1.7	-3.2
其中: 德国	-16.7	-18.2	-10.9	-22.7	-0.5	-0.6	-0.3	-0.8
法国	-6.5	-7.7	-9.8	-14.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
荷兰	-15.6	-20.3	-18.7	-27.2	-0.5	-0.7	-0.6	-1.0
意大利	-14.0	-1.5	-2.6	-13.0	-0.2	0.0	0.0	-0.2
英国	-4.1	-7.5	5.3	-12.9	-0.1	-0.2	0.1	-0.3
加拿大	1.3	-13.3	-9.3	-14.7	0.0	-0.2	-0.1	-0.2
日本	-8.3	-13.0	-6.4	-20.1	-0.4	-0.7	-0.3	-1.0
澳大利亚	-9.1	5.9	-17.8	-12.3	-0.2	0.1	-0.4	-0.3
新西兰	-17.8	-16.8	-6.2	-17.8	-0.1	0.0	0.0	-0.1
印度	5.8	-1.5	2.1	0.7	0.2	-0.1	0.1	0.0
韩国	-3.6	-17.0	-7.0	-14.5	-0.2	-0.8	-0.3	-0.6
俄罗斯	33.6	17.2	20.6	16.3	0.9	0.4	0.5	0.4
非洲	3.0	-4.9	-3.1	-5.4	0.2	-0.2	-0.1	-0.3
其中: 南非	-18.1	-11.5	-14.5	-18.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
拉丁美洲	4.9	-6.0	-3.7	-7.8	0.3	-0.4	-0.3	-0.6
其中: 巴西	16.6	-12.1	-11.7	-14.5	0.3	-0.2	-0.2	-0.3
中国香港	1.4	-5.2	-10.0	-2.5	0.1	-0.5	-1.0	-0.2
中国台湾	6.4	-4.4	-4.1	-4.8	0.1	-0.1	-0.1	-0.1

资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 4 11 月主要商品出口增速

主要商品出口增速								
单位 (%)	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
	同比增速				拉动点数			
自动数据处理设备及其零部件	-10.9	-20.2	-11.6	-18.2	-0.7	-1.3	-0.7	-1.2
集成电路	12.0	-16.6	-5.0	-4.6	0.5	-0.8	-0.2	-0.2
手机	54.6	21.8	-7.1	-20.5	2.1	1.1	-0.4	-0.6
液晶平板显示模组	6.2	6.2	7.4	5.9	0.0	0.0	0.1	0.0
家用电器	11.8	8.0	12.4	11.4	0.3	0.2	0.3	0.3
汽车包括底盘	27.9	45.0	45.1	35.2	0.7	1.1	0.9	0.7
汽车零部件	10.1	3.4	11.3	2.6	0.2	0.1	0.2	0.1
船舶	115.7	34.2	12.0	40.9	0.6	0.2	0.1	0.2
通用机械设备	1.5	-1.2	-1.0	-1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
音视频设备及其零件	-1.7	-7.3	-1.0	-5.5	0.0	-0.1	0.0	-0.1
医疗仪器及器械	-2.0	-7.5	5.3	-7.1	0.0	0.0	0.0	0.0
钢材	-11.7	-7.1	-5.9	-30.6	-0.3	-0.2	-0.1	-1.0
未锻轧铝及铝材	-3.0	-17.8	-19.0	-24.8	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
成品油	-20.4	10.4	-19.9	-10.5	-0.4	0.1	-0.3	-0.2
稀土	-36.3	-61.0	-36.8	-32.2	0.0	0.0	0.0	0.0
服装及衣着附件	-4.4	-10.2	-8.9	-12.5	0.2	-0.5	-0.4	-0.7
鞋靴	-20.0	-22.0	-17.6	-22.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4
纺织纱线、织物及制品	-1.3	-5.8	-3.6	-6.4	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3
箱包及类似容器	-5.0	-13.6	-9.8	-8.9	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
玩具	-16.8	-17.4	-15.0	-15.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3
塑料制品	-3.4	-11.3	-5.9	-7.4	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2
家具及其零件	3.6	-9.1	-4.7	-6.8	0.1	-0.2	-0.1	-0.1
灯具照明装置及其零件	-6.0	-15.2	-10.6	-7.6	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
陶瓷产品	-22.3	-32.6	-26.2	-23.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
肥料	13.2	-34.0	-23.7	-38.5	0.0	-0.2	-0.1	-0.2
机电产品*	1.3	-6.7	-6.1	-7.3	0.7	-4.0	-3.6	-4.2
高新技术产品*	2.9	-9.2	-8.3	-13.2	0.7	-2.6	-2.3	-3.3
农产品*	3.5	0.0	1.6	-2.3	0.1	0.0	0.0	-0.1
劳动密集型产品*	-5.0	-11.1	-8.2	-10.9	-0.9	-2.0	-1.4	-2.1

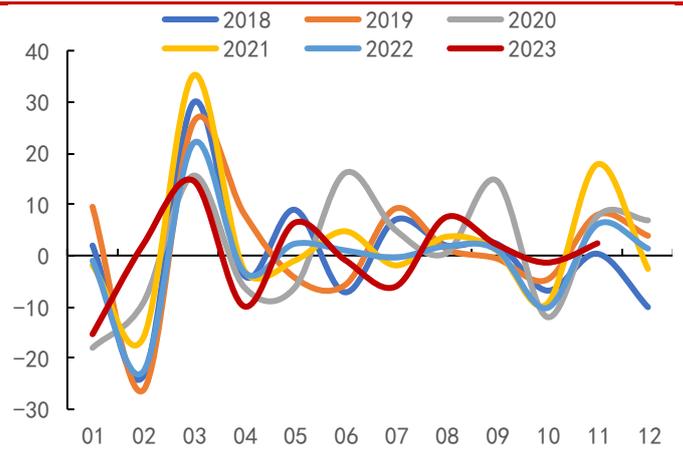
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 5 进口同比再度转负 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 6 进口环比增速低于季节性均值 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 7 11 月对主要国家/地区进口增速

向主要国家/地区进口增速								
单位 (%)	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
	同比增速				拉动点数			
美国	-15.1	-3.7	-12.6	-7.9	-1.1	-0.2	-0.8	-0.4
东盟	-6.4	10.2	-7.0	-5.9	-1.1	1.6	-1.1	-0.9
其中：越南	21.1	20.1	1.2	2.1	0.7	0.8	0.0	0.1
泰国	-11.9	4.6	-7.6	-10.6	-0.2	0.1	-0.1	-0.2
马来西亚	-10.8	18.0	-1.4	-5.3	-0.5	0.7	-0.1	-0.2
印尼	-20.0	-6.8	-18.9	-10.5	-0.7	-0.2	-0.6	-0.3
菲律宾	-3.7	7.3	-5.1	-15.4	0.0	0.1	0.0	-0.1
新加坡	-4.5	35.5	-6.7	-15.2	-0.1	0.4	-0.1	-0.2
欧盟	1.6	5.8	0.2	-5.7	0.2	0.6	0.0	-0.6
其中：德国	-7.9	-6.3	-7.2	-3.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1
法国	-2.0	2.6	18.4	-3.7	0.0	0.0	0.2	-0.1
荷兰	47.4	30.9	105.6	41.1	0.2	0.2	0.4	0.2
意大利	6.9	17.8	-4.5	-5.6	0.1	0.2	0.0	-0.1
英国	-5.0	4.3	-2.1	7.3	0.0	0.0	0.0	0.1
加拿大	-2.0	-17.6	-2.7	-28.2	0.0	-0.4	0.0	-0.6
日本	-0.3	-8.3	-13.7	-16.9	0.0	-0.6	-1.0	-1.1
澳大利亚	8.6	12.0	4.9	-0.8	0.4	0.6	0.2	0.0
新西兰	-20.3	-25.2	-21.4	-19.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
印度	34.8	37.2	4.7	6.7	0.2	0.2	0.0	0.0
韩国	-2.3	-8.9	-14.8	-21.9	-0.2	-0.7	-1.1	-1.6
俄罗斯	6.3	8.6	8.2	2.7	0.3	0.4	0.4	0.1
非洲	8.6	22.0	-6.7	0.7	0.3	0.9	-0.3	0.0
其中：南非	28.0	21.8	-25.0	-22.4	0.3	0.2	-0.4	-0.4
拉丁美洲	11.1	27.5	-2.9	4.6	1.0	2.1	-0.3	0.4
其中：巴西	33.7	39.0	9.2	8.8	1.3	1.4	0.4	0.4
中国香港	52.1	-6.7	40.3	69.6	0.2	0.0	0.1	0.2
中国台湾	5.8	-2.8	-14.8	-7.4	0.4	-0.3	-1.4	-0.6

资料来源：WIND，华西证券研究所

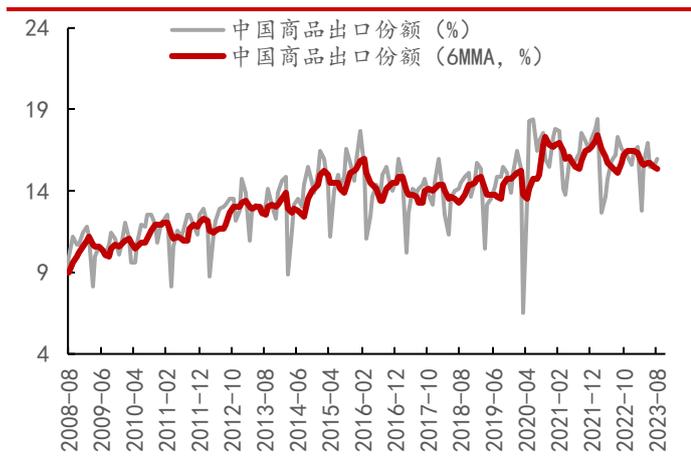
图 8 11 月主要商品进口增速

主要商品进口增速								
单位 (%)	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
	同比增速				拉动点数			
汽车零配件	-5.8	2.7	1.0	-12.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1
汽车和汽车底盘	9.2	11.8	-8.2	-5.2	0.2	0.2	-0.1	-0.1
机床	-5.8	-12.3	2.6	-5.5	0.0	0.0	0.0	0.0
空载重量超过2吨的飞机	-54.4	-46.0	-67.9	-32.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1
医疗仪器及器械	-4.0	1.6	-4.0	-8.6	0.0	0.0	0.0	0.0
集成电路	8.5	-10.0	-17.0	-10.3	1.1	-1.6	-2.8	-1.5
二极管及类似半导体器件	-18.2	-8.1	-19.1	-24.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3
自动数据处理设备及其零部件	14.4	60.0	-5.5	-10.8	0.3	1.1	-0.1	-0.2
原油	-12.8	8.4	0.0	0.5	-1.3	1.2	0.0	0.1
成品油	24.9	56.2	66.4	42.3	0.2	0.4	0.4	0.3
煤及褐煤	4.7	-4.2	0.6	-0.7	0.1	-0.1	0.0	0.0
铁矿砂及其精矿	29.1	22.1	4.0	6.3	1.2	1.0	0.2	0.3
铜矿砂及其精矿	11.6	34.9	6.8	20.6	0.2	0.6	0.1	0.4
钢材	-23.6	-23.2	-25.6	-29.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
未锻造的铜及铜材	5.1	28.1	-1.2	-7.0	0.1	0.4	0.0	-0.1
初级形状的塑料	-14.1	-11.1	-16.8	-16.8	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3
粮食	4.2	8.9	-22.6	-5.2	0.1	0.2	-0.7	-0.2
肉类包括杂碎	-30.1	-32.0	-28.5	-23.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3
鲜、干水果及坚果	-16.2	48.8	63.0	24.8	-0.1	0.2	0.2	0.1
大豆	-7.8	2.7	-26.3	0.6	-0.2	0.0	-0.6	0.0
食用植物油	-34.5	-0.3	-10.8	17.6	-0.2	0.0	0.0	0.1
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-10.8	-10.5	-18.5	-13.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
原木及锯材	-16.4	-13.6	-25.9	-31.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
纸浆	-11.9	-11.9	-15.4	-16.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
纺织纱线、织物及制品	19.8	32.4	21.6	19.0	0.1	0.1	0.1	0.1
医药材及药品	20.3	43.0	24.4	2.2	0.3	0.6	0.3	0.0
机电产品*	4.2	0.3	-10.0	-9.5	0.5	0.1	-4.0	-3.6
高新技术产品*	8.1	2.0	-10.8	-9.5	2.1	0.6	-3.3	-2.6
农产品*	-10.0	-0.9	-12.0	-7.9	-0.9	-0.1	-1.0	-0.7

资料来源：WIND，华西证券研究所

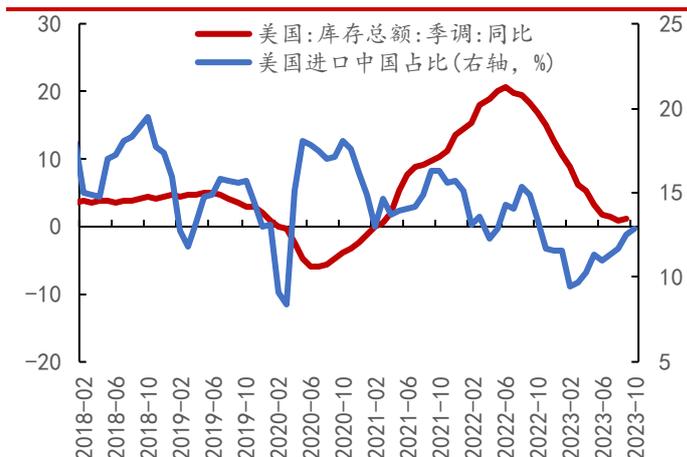
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图9 中国商品出口份额韧性较强 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图10 美国从中国进口占比有所回升 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观分析师：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070003

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。