

## 出口如何重构？产品哪些机会？ ——离不开的“中国制造”系列二

### 投资要点：

- 我们在第一篇《离不开的“中国制造”——全球产业链重构的分析》中指出，在全球产业链重构背景下，我国制造业优势依然存在。而全球产业链重构的焦点则集中在中美贸易领域。本篇在此基础上，从中美贸易角度，进一步探析，过去几年我国外需结构发生了哪些变化？以及当前哪些商品依然表现亮眼？
- 风险提示：海外货币政策超预期，地缘政治风险。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

## 目 录

---

1. 中美贸易：过去五年，有何变化？ .....	7
2. 细分商品：贸易流如何迁移？ .....	10
3. 今年以来：哪些商品，仍比较强？ .....	26

## 图目录

图 1	关税清单分布 (%) .....	7
图 2	被加征关税商品主要集中在机电等 (2017, %) .....	8
图 3	被加征关税商品详细分布 (2017, %) .....	8
图 4	美国对我国进口依赖度大幅下降 (%) .....	9
图 5	美国对其他地区进口明显上升 (201806=100) .....	9
图 6	美国进口来源对象份额变化 (2023 年-2017 年, %) .....	9
图 7	美国进口关税清单商品变化 (2017=100) .....	10
图 8	美国进口非关税清单商品变化 (2017=100) .....	10
图 9	美国自我国进口份额下降的分布 (对比 2017 年, %) .....	10
图 10	美国自我国进口分类变化 (2017=100) .....	10
图 11	美国自我国进口半导体产品减少约 6 成 (201806=100) .....	11
图 12	美国对泰国和越南半导体产品的依赖度明显提升 (%) .....	11
图 13	半导体产品出口占我国总出口比重上升 (%) .....	11
图 14	我国半导体产品出口占全球份额超 35% (%) .....	11
图 15	我国半导体产品主要出口到亚洲地区 (2023, %) .....	12
图 16	向荷兰等出口半导体产品增加明显 (2023-2017, %) .....	12
图 17	荷兰对我国半导体进口依赖度大幅提升 (%) .....	12
图 18	韩国对我国半导体进口依赖度仍高 (%) .....	12
图 19	美国自其他地区进口汽车零部件明显增加 (201806=100) .....	13
图 20	美国对墨西哥汽车零部件的进口依赖度再筑高 (%) .....	13
图 21	汽车零部件出口占我国总出口比重上升 (%) .....	13
图 22	我国汽车零部件出口占全球份额提升 (%) .....	13
图 23	我国汽车零部件仍主要出口到美国 (2023, %) .....	14
图 24	我国向墨西哥与中东出口汽车零部件增加 (2023-2017, %) .....	14
图 25	墨西哥对我国汽车零部件进口依赖度提升 (%) .....	14
图 26	阿联酋对我国汽车零部件进口依赖度提升 (%) .....	14
图 27	美国对电动载人汽车需求很大 (201806=100) .....	15
图 28	美国对日韩加德电动载人汽车的依赖度较高 (%) .....	15
图 29	我国电动载人汽车出口占全球份额提升 (%) .....	15
图 30	我国电动载人汽车主要出口到欧洲 (2023, %) .....	16

图 31	我国向欧洲地区出口电动载人汽车明显增加（2023-2017，%）	16
图 32	英国对我国电动载人汽车进口依赖度飙升（%）	16
图 33	西班牙对我国电动载人汽车进口依赖度飙升（%）	16
图 34	美国自我国进口家具产品减少超 4 成（201806=100）	17
图 35	美国对墨西哥和越南家具产品依赖提升明显（%）	17
图 36	家具产品出口占我国总出口比重稳定（%）	17
图 37	我国家具产品出口占全球份额提升（%）	17
图 38	我国家具产品仍主要出口到美国（2023，%）	18
图 39	我国向东南亚出口家具产品明显增加（2023-2017，%）	18
图 40	东南亚五国对我国家具产品进口依赖度较高（%）	18
图 41	墨西哥对我国家具产品进口依赖度提升（%）	18
图 42	美国自我国进口电子设备减少超 4 成（201806=100）	19
图 43	美国对我国电子设备进口依赖度不足 1 成（%）	19
图 44	电子设备出口占我国总出口比重下滑（%）	19
图 45	我国电子设备出口占全球份额下降（%）	19
图 46	我国电子设备仍主要出口到美国（2023，%）	20
图 47	我国向亚洲出口电子设备明显增加（2023-2017，%）	20
图 48	美国自我国进口锂电子电池需求大幅放大（201806=100）	20
图 49	美国对我国锂电子电池进口依赖度超 7 成（%）	20
图 50	锂电子电池出口占我国总出口比重提升（%）	21
图 51	我国锂电子电池出口占全球份额近 6 成（%）	21
图 52	我国内地锂电子电池主要出口到美德韩（2023，%）	21
图 53	我国向欧美地区出口锂电子电池明显增加（2023-2017，%）	21
图 54	德国对我国锂电子电池进口依赖度近 5 成（%）	21
图 55	韩国对我国锂电子电池进口依赖度超 9 成（%）	21
图 56	美国自我国进口运动器材仍多（201806=100）	22
图 57	美国对我国运动器材进口依赖度超 5 成（%）	22
图 58	运动器材出口占我国总出口比重回归常态（%）	22
图 59	我国运动器材出口占全球份额超 5 成（%）	22
图 60	我国内地运动器材仍主要出口到美国（2023，%）	23
图 61	我国向东南亚出口运动器材增加（2023-2017，%）	23
图 62	东南亚五国对我国运动器材进口依赖度超 6 成（%）	23
图 63	美国自我国进口衣服鞋帽下滑较多（201806=100）	24

图 64	美国对我国衣服鞋帽进口依赖度仍高 (%)	24
图 65	衣服鞋帽出口占我国总出口比重有所下滑 (%)	24
图 66	我国衣服鞋帽出口占全球份额仍超 5 成 (%)	24
图 67	我国衣服鞋帽主要出口到美国 (2023, %)	24
图 68	我国向东南亚出口衣服鞋帽增加 (2023-2017, %)	24
图 69	我国太阳能电池出口占全球份额超 8 成 (2023, %)	25
图 70	我国主要太阳能电池出口到荷兰、巴西和印度 (2023, %)	25
图 71	美国自我国进口个人防护装备仍多 (201806=100)	25
图 72	美国对我国个人防护装备进口依赖度仍高 (%)	25
图 73	个人防护装备出口占我国总出口比重回归政策 (2023, %)	26
图 74	我国个人防护装备出口占全球份额接近 4 成 (%)	26
图 75	我国内地个人防护装备主要出口到美国 (2023, %)	26
图 76	今年一季度我国出口表现依然较好的商品 (%)	27
图 77	我国船与集装箱出口高增长 (%)	27
图 78	我国船出口占全球份额近 6 成 (%)	28
图 79	船主要出口到利比里亚和中国香港 (2023, %)	28
图 80	我国集装箱出口占全球份额近 8 成 (%)	28
图 81	集装箱主要出口到中国香港和美国 (2023, %)	28
图 82	我国电动汽车出口高增长 (%)	29
图 83	我国摩托车出口占全球份额超 4 成 (%)	29
图 84	我国摩托车主要出口到美国 (2023, %)	29
图 85	我国家用电器出口高增长 (%)	30
图 86	我国冰箱出口占全球份额超 3 成 (%)	30
图 87	我国冰箱主要出口到美日韩 (2023, %)	30
图 88	我国洗衣机出口占全球份额近 4 成 (%)	31
图 89	我国内地洗衣机主要出口到日俄 (2023, %)	31
图 90	我国电扇出口占全球份额超 8 成 (%)	31
图 91	我国电扇主要出口到美国 (2023, %)	31
图 92	我国吸尘器出口占全球份额超 4 成 (%)	32
图 93	我国吸尘器主要出口到美德日 (2023, %)	32
图 94	我国航空煤油出口增速 (%)	32
图 95	航空煤油出口对象的分布 (2023, %)	32
图 96	我国中游设备出口高增长 1 (%)	33

图 97	我国中游设备出口高增长 2 (%) .....	33
图 98	我国变压器出口占全球份额近 3 成 (%) .....	33
图 99	我国内地变压器出口对象分布 (2023, %) .....	33
图 100	我国包装机械出口占全球份额提升 (%) .....	34
图 101	我国包装机械主要出口到美俄 (2023, %) .....	34
图 102	我国集成电路出口高增长 (%) .....	34
图 103	我国内地集成电路出口对象分布 (2023, %) .....	34

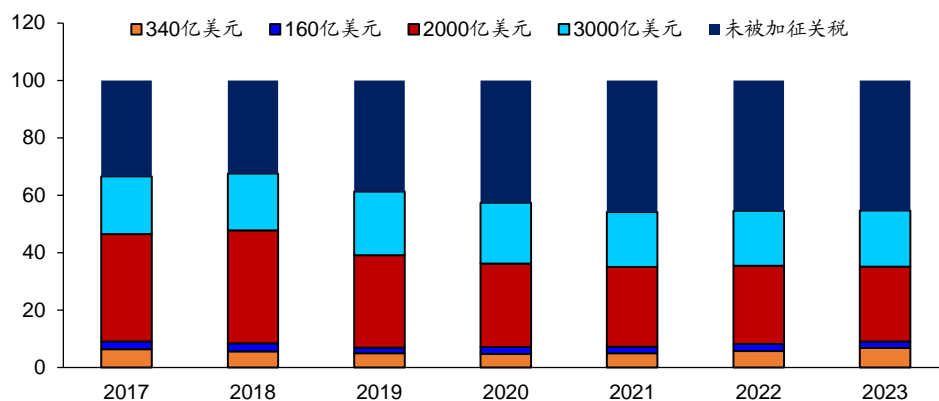
## 1. 中美贸易：过去五年，有何变化？

贸易摩擦再度出现。5月14日，美国政府宣布对我国180亿美元商品加征额外关税，涉及电动汽车、锂电池、半导体、医疗用品等商品。此次变化是在2018年中美贸易摩擦基础上的延续。那么，在关税影响下，过去5年，中美贸易有何变化？

此前关税清单商品份额已下降。自2018年中美贸易摩擦开始，美国针对我国进口商品共计发布4批次加征关税清单，前3批次商品均被加征关税25%（分别为2018年6月公布的340亿美元商品清单、2018年8月公布的160亿美元商品清单以及2018年9月公布的2000亿美元商品清单），第4批次商品被加征关税7.5%（2019年9月公布的3000亿美元商品清单，只执行了其中的一部分）。

从美国自我国进口商品金额来看，2017年进口商品中有67%的商品被列入关税清单。其中，46.5%的进口商品被加征25%的关税，20.1%的进口商品被加征7.5%的关税。截至2023年，美国自我国进口商品中被加征关税的商品份额已经降至55%左右。

图1 关税清单分布（%）

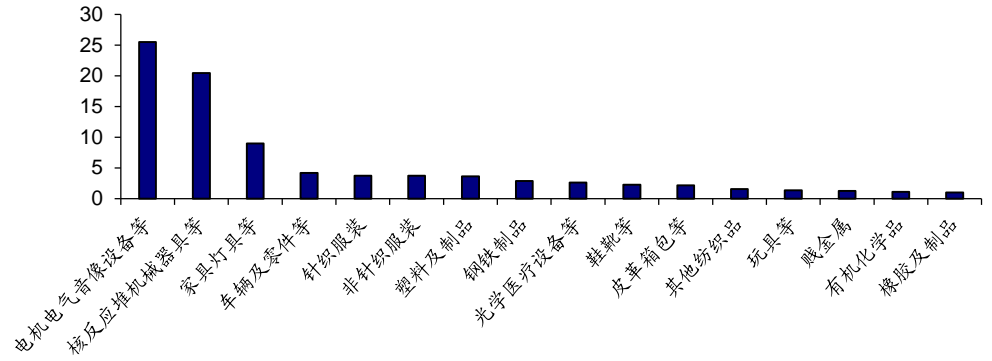


资料来源：美国贸易办公室，美国贸易普查局，HTI测算

被加征关税商品主要集中在机电类商品。以2017年进口额测算，我国被美国加征关税的商品有近50.0%集中在机电和音像设备及零件。其中，电机、电气设备等占比为25.5%，核反应堆、机械器具等比重为20.4%。

这也是美国自我国进口的重点商品。以2017年进口额测算，美国从我国进口的商品中超过50.0%集中在机电、音像设备及零件领域。其中，电机、电气设备等比重为29.1%，核反应堆、机械器具等比重为21.7%。此外，家具、车辆、服装、塑料制品、钢铁制品以及光学医疗设备等也是进口和被加征关税的重点。

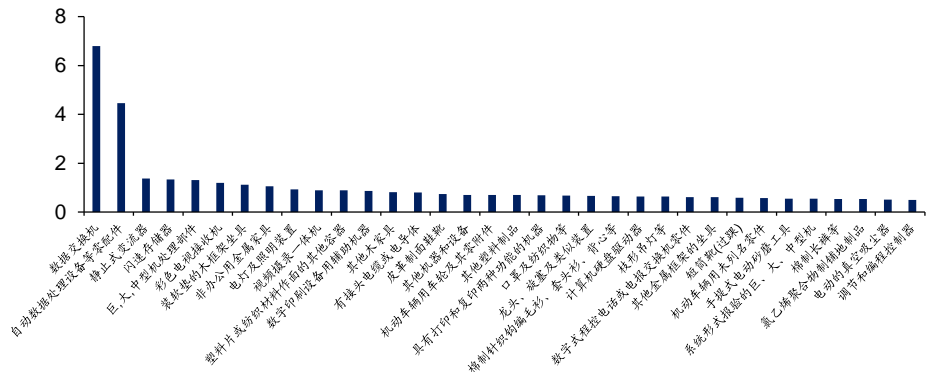
图2 被加征关税商品主要集中在机电等 (2017, %)



资料来源：UN Comtrade, HTI

进一步来看，基于 HS6 位编码测算，被加征关税商品中数据交换机占比最高 (6.8%)，其次是自动数据处理设备零件等 (4.5%)，而静止式变流器 (1.4%)、闪存存储器 (1.3%)、巨大中型机处理部件 (1.3%)、彩色电视接收机 (1.2%)、装软垫的木框架坐具 (1.1%)、非办公用金属家具 (1.0%) 等也是重点。

图3 被加征关税商品详细分布 (2017, %)



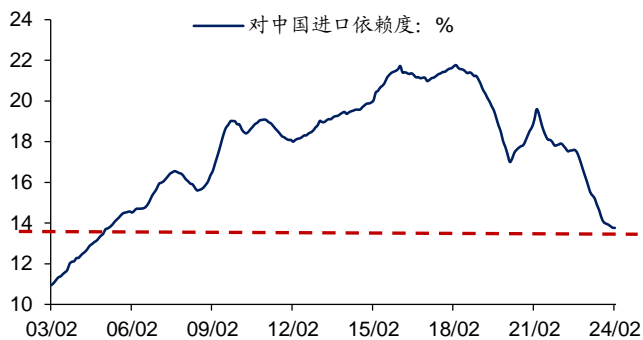
资料来源：UN Comtrade, HTI

自 2018 年中美贸易摩擦以来，中美贸易直接依赖度有所下降：美国对我国进口依赖度已降至 2005 年的水平。自 2000 年以来，美国对我国进口依赖度不断攀升，从之前的 5.0% 附近一路攀升至 22.0% 附近 (2017-2018)，我国持续多年是美国第一大进口来源国。自 2018 年中美贸易摩擦以来，这一趋势开始逆转，美国自我国进口份额开始持续下降 (2020-2021 年受新冠冲击略有回升)。截至 2024 年 2 月，这一份额已下降至 13.8%，为 2005 年附近水平。

但美国需求仍然较强。尽管美国自我国进口不断减少，但美国经济需求仍然相对稳健。截至 2024 年 2 月，相比贸易摩擦起点 (2018 年 6 月)，美国自我国进口减少了约 20.0%，而自世界其他地方进口则增加了约 40.0%。

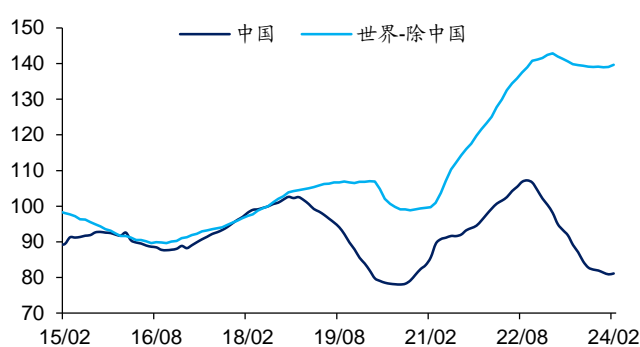


图4 美国对我国进口依赖度大幅下降 (%)



资料来源：UN Comtrade, HTI

图5 美国对其他地区进口明显上升 (201806=100)

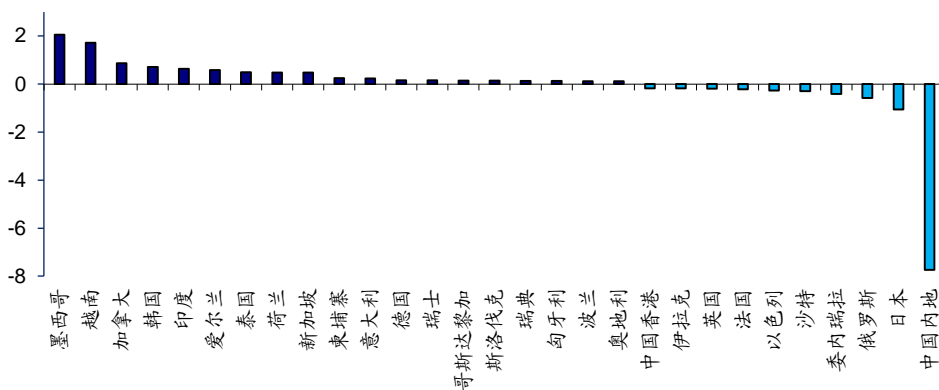


资料来源：UN Comtrade, HTI

**美国从哪些经济体的进口增加了？**截至 2023 年，美国自我进口份额下滑了约 7.7 个百分点（相比 2017 年）。而美国自墨西哥、越南、加拿大、韩国以及印度等地进口明显增加。例如，美国自墨西哥进口份额增加约 2.0 个百分点，自越南进口份额增加 1.7 个百分点，自加拿大、韩国以及印度等地进口份额也分别增加 0.9 个百分点、0.7 个百分点以及 0.6 个百分点。

截至 2023 年，美国自墨西哥进口份额提升至 15.4%，超越我国成为美国第一大进口来源国。（2006 年以来首次被超越）

图6 美国进口来源对象份额变化 (2023 年-2017 年, %)

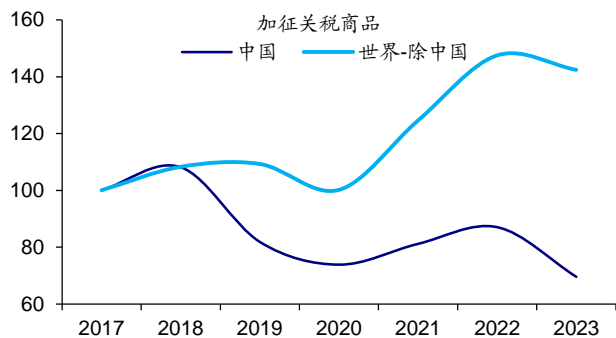


资料来源：UN Comtrade, HTI

**被加征关税商品：“替代效应”更为明显。**分类别来看，截至 2023 年，美国整体的进口中，对加征关税类的商品进口增加了 29.5%，对非关税清单商品进口增加了 41.7%，整体略高于关税清单商品。

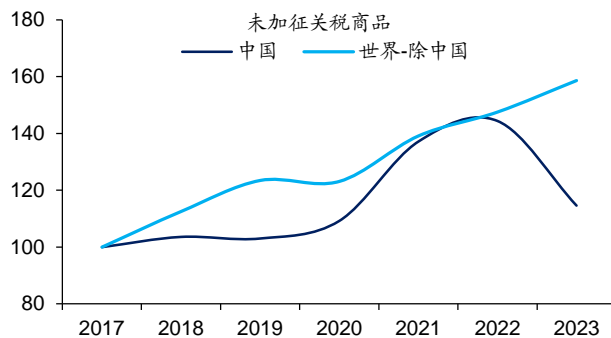
**进一步来看，**对于加征关税清单内的商品，美国自我进口减少了 30.5%，自其他地区进口则增加了 42.5%；对于非关税清单商品，美国自我进口仍增长 14.6%（2020-2022 年期间大幅上行，2023 年回落），自其他地区进口则增加了 58.6%。

图7 美国进口关税清单商品变化 (2017=100)



资料来源: UN Comtrade, HTI

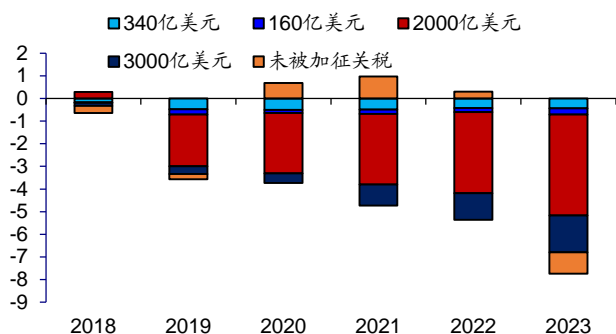
图8 美国进口非关税清单商品变化 (2017=100)



资料来源: UN Comtrade, HTI

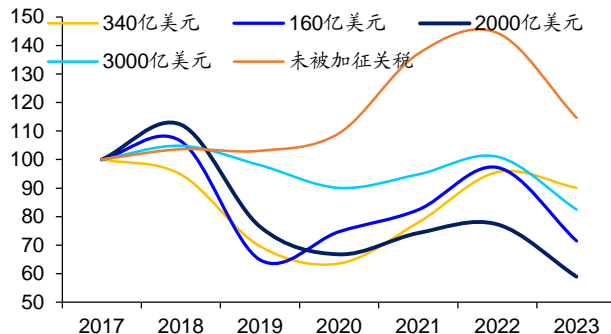
第3批次加征关税商品受到的冲击较大。截至2023年,美国对我国进口依赖度下降了7.7个百分点,约90.0%集中在被加征关税的商品,尤其是第3批次商品。截至2023年,对于第3批次商品,美国自我国进口减少了41.1%,美国自我国进口份额下降了4.5个百分点;第4批次商品进口也减少了17.5%,美国自我国进口份额下降了1.6个百分点。而未加征关税商品在2020-2022年期间,美国自我国进口份额还是提升的,不过在2023年下滑了约0.9个百分点。

图9 美国自我国进口份额下降的分布 (对比2017年,%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图10 美国自我国进口分类变化 (2017=100)



资料来源: UN Comtrade, HTI

## 2. 细分商品: 贸易流如何迁移?

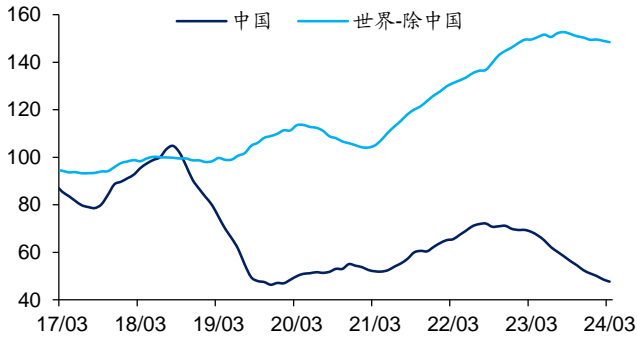
接下来,我们从具体商品角度,深入剖析中美贸易链条的变化。我们首先来分析下我国被加征25%关税的重点商品,考察贸易流的变化。

就半导体产品而言,美国对我国的直接依赖度已经明显下降,泰国、越南等替代了我国较多的份额。不过,我国半导体产品出口依然强劲,是全球最大的半导体产品出口国,主要流向亚洲和欧洲地区,例如,韩国、越南、荷兰以及印度等。尤其是美国依赖较高的韩国和越南等,实际上非常依赖我国的生产。

具体来看,截至3月,相比贸易摩擦起点,美国自我国进口半导体产品减少了52.3%,而自其他地区进口增加了48.4%。2018年6月,美国半导体产品主要进口来源国为马来西亚(29.9%)、中国(11.7%)以及日本(9.9%)。

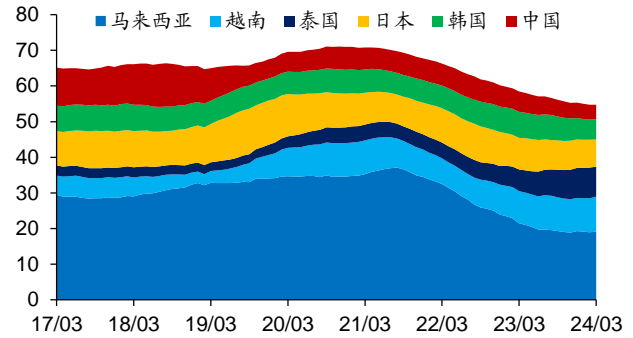
美国自泰国和越南等进口的半导体产品明显增加。截至3月,相比贸易摩擦起点,美国自我国进口份额下降了7.6个百分点,马来西亚下降了10.8个百分点;泰国则提升了5.7个百分点,越南也提升了5.2个百分点。当前主要进口来源国已经变化为马来西亚(19.1%)、越南(9.8%)和泰国(8.4%),美国自我国进口份额已经不足5.0%。

图11 美国自我国进口半导体产品减少约 6 成 (201806=100)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图12 美国对泰国和越南半导体产品的依赖度明显提升 (%)



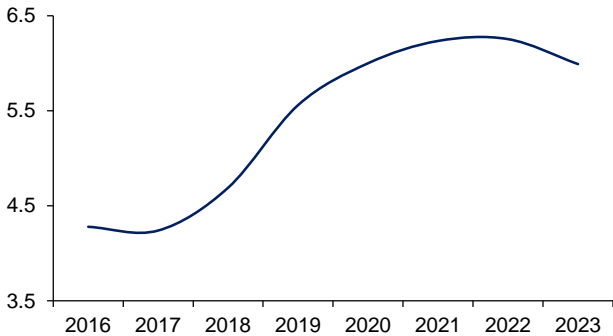
资料来源: UN Comtrade, HTI

但是,我国半导体产品的整体出口并没有降下来,反而仍然提升。从我国出口来看,截至 2023 年,半导体产品出口占我国总出口的比重并未下降,反而自 18 年以来稳步提升至 6.0%。从全球出口来看,我国依然是全球最大的半导体出口经济体,我国半导体产品在全球的出口份额从 2017 年的 27.3% 提升至 35.5%, 远超第二 (马来西亚, 15.7%) 和第三 (美国, 13.0%)。

当前我国半导体产品主要出口到亚洲地区。截至 2023 年,除中国香港外,我国内地半导体出口到其他亚洲地区和韩国的比重都接近 10%,越南、荷兰、印度、马来西亚都在 4%-6% 之间。

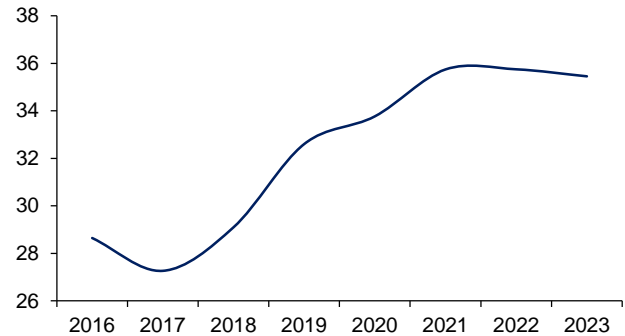
相比 2017 年,2023 年我国向荷兰出口半导体产品份额提升最多 (4.4 个百分点),其次是越南 (1.4 个百分点)、巴西 (1.3 个百分点) 以及西班牙 (1.1 个百分点)。对新加坡减少 3.5 个百分点、日本减少 2.2 个百分点、韩国减少 1.8 个百分点以及美国减少约 1.0 个百分点。我国出口到美国的份额已经不足 2.0%,最新的关税升级影响或相对有限。

图13 半导体产品出口占我国总出口比重上升 (%)



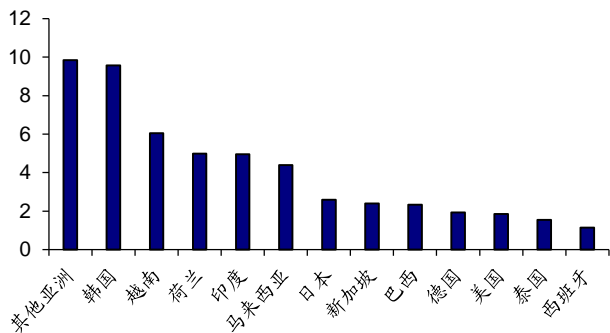
资料来源: UN Comtrade, HTI

图14 我国半导体产品出口占全球份额超 35% (%)



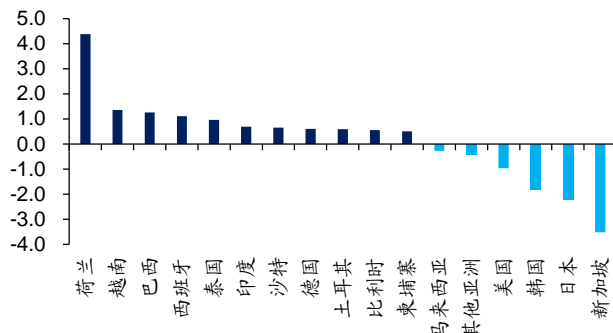
资料来源: UN Comtrade, HTI

图15 我国半导体产品主要出口到亚洲地区（2023，%）



资料来源：UN Comtrade, HTI

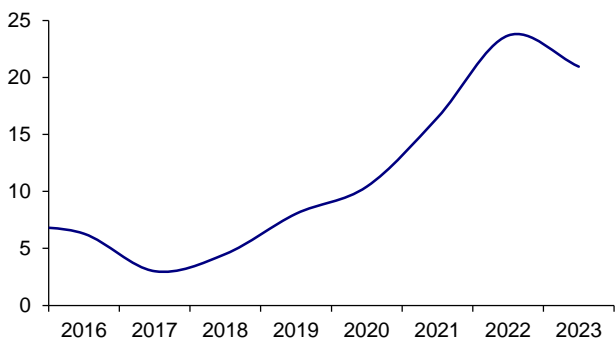
图16 向荷兰等出口半导体产品增加明显（2023-2017，%）



资料来源：UN Comtrade, HTI

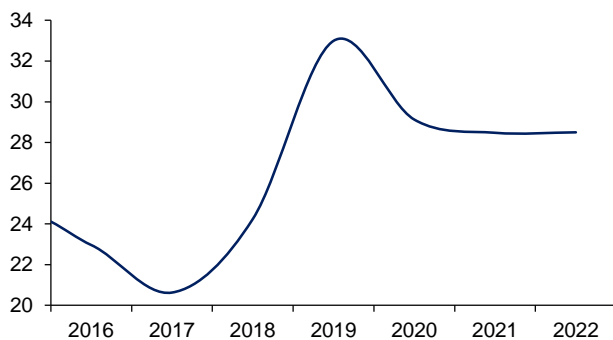
进一步来看，荷兰最近几年大幅增加我国进口、减少自马来西亚和德国的进口。相比 2017 年，2023 年荷兰自我国进口半导体产品份额提升 18 个百分点至 21.0%，我国成为其第二大进口来源国（之前是第九）。截至 2022 年，韩国对我国半导体产品的进口依赖度也近 3 成左右（排名第一），越南对我国半导体产品的进口依赖度为 18.8%（仅次于韩国的 33.2%，排名第二）。

图17 荷兰对我国半导体进口依赖度大幅提升 (%)



资料来源：UN Comtrade, HTI

图18 韩国对我国半导体进口依赖度仍高 (%)



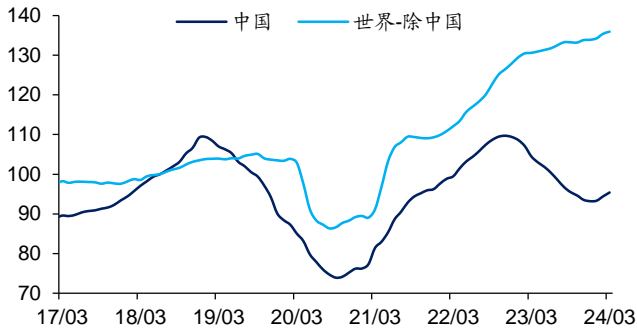
资料来源：UN Comtrade, HTI

就汽车零部件而言，美国对我国的直接依赖度下降了，但我国依然是美国主要进口来源之一。墨西哥和东南亚部分经济体在逐步替代中国下降的份额，尤其是墨西哥。不过，我国汽车零部件出口在全球地位稳步提升，已经成为全球第二大汽车零部件出口国。尤其是美国最为依赖的墨西哥实际上非常依赖中国的生产。此外，中国也在逐步增加对中东地区的出口。

具体来看，截至 3 月，相比贸易摩擦起点，美国自我国进口汽车零部件减少 4.6%，而自其他地区进口则增加了 35.9%。2018 年 6 月，美国汽车零部件主要进口来源国是墨西哥（34.0%）、中国（15.3%）、加拿大（13.6%）和日本（12.3%）。

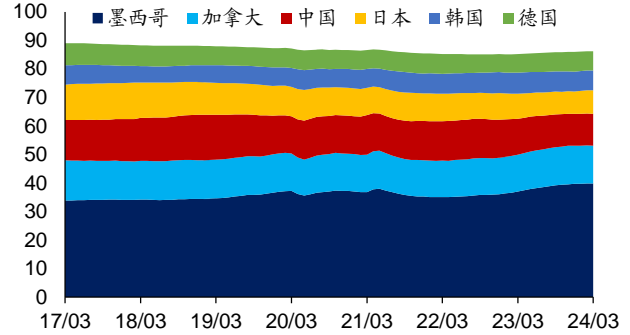
美国自墨西哥进口的汽车零部件大幅提升。截至 3 月，相比贸易摩擦起点，美国自我国进口份额下降 4.1 个百分点，日本下降 4.1 个百分点；墨西哥则提升 5.8 个百分点，其他如韩国、印度、泰国、越南等也有所增加。不过，当前我国依然是美国主要依赖之一，当前美国主要进口来源国是墨西哥（39.8%）、加拿大（13.3%）和中国（11.2%）。

图19 美国自其他地区进口汽车零部件明显增加 (201806=100)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图20 美国对墨西哥汽车零部件的进口依赖度再筑高 (%)



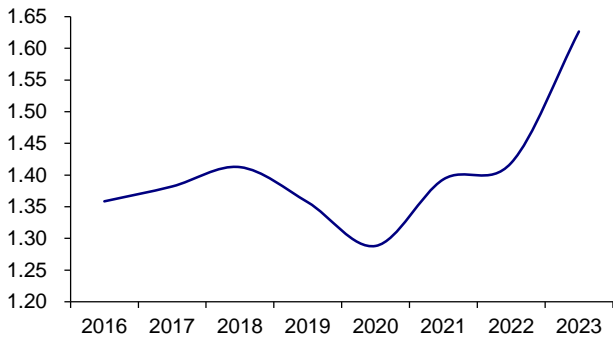
资料来源: UN Comtrade, HTI

但是我国的汽车零部件的出口不仅没有下降,反而有所提升。汽车零部件出口占我国总出口的比重自2020年开始回升,当前较2018年提升0.2个百分点。从全球出口来看,我国出口占全球份额明显提升,从2017年的9.4%提升至2023年的13.9%,超过美国和日本,成为全球第二大汽车零部件出口国,仅次于德国(17.3%)。

贸易方向有何变化?我国汽车零部件主要出口到美国。截至2023年,我国汽车零部件出口到美国的比重为20.1%,远高于其他经济体;出口到日本、墨西哥、德国、韩国以及俄罗斯等也较多,但均不足10.0%。

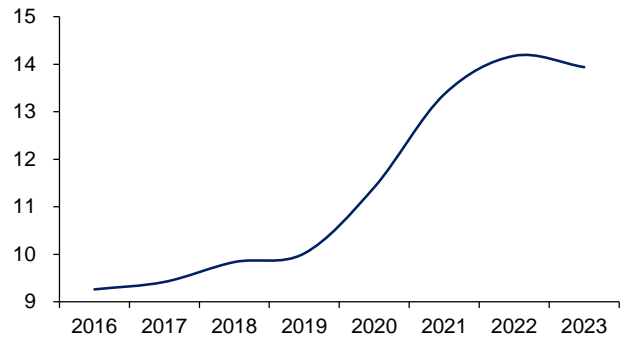
相比2017年,我国向墨西哥、伊朗和阿联酋出口汽车零部件份额提升较多,均超过2个百分点;墨西哥超过德国,成为我国第三大出口对象。对美国出口份额大幅减少12.1个百分点至20.1%(仍是第一),日本减少1.7个百分点至7.7%(仍是第二)。

图21 汽车零部件出口占我国总出口比重上升 (%)



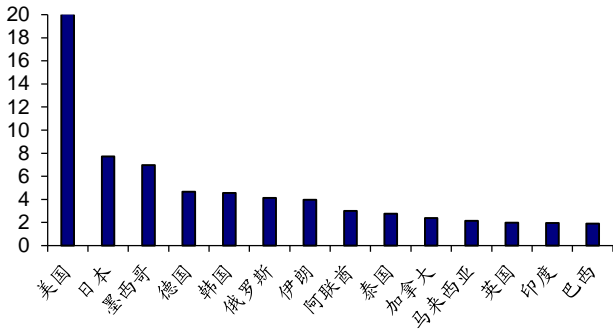
资料来源: UN Comtrade, HTI

图22 我国汽车零部件出口占全球份额提升 (%)



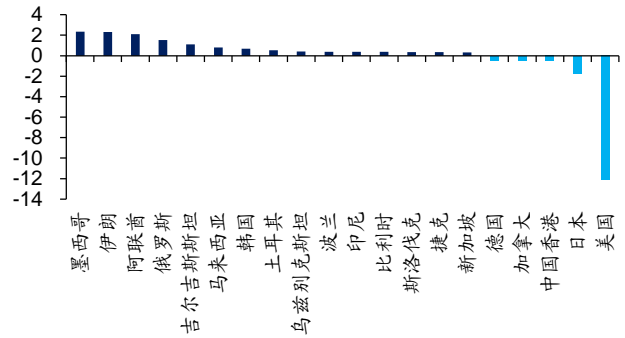
资料来源: UN Comtrade, HTI

图23 我国汽车零部件仍主要出口到美国 (2023, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图24 我国向墨西哥与中东出口汽车零部件增加 (2023-2017, %)

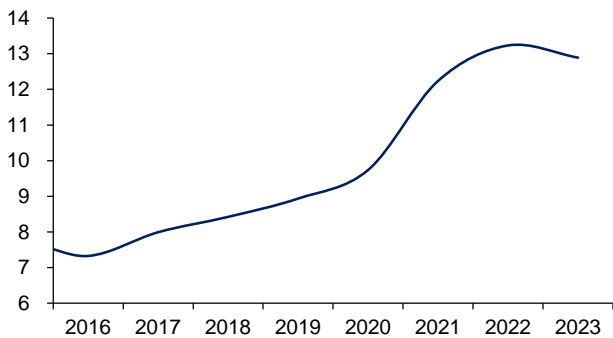


资料来源: UN Comtrade, HTI

进一步来看, 墨西哥最近几年明显增加我国进口, 减少对美国、日本和韩国的进口。相比 2017 年, 2023 年墨西哥自我国进口汽车零部件份额提升 4.9 个百分点至 12.9%, 我国稳居墨西哥第二大进口来源国, 仅次于美国 (53.1%, 第一)。墨西哥自美国、日本和韩国进口份额分别减少 4.3 个百分点、2.0 个百分点和 1.6 个百分点。

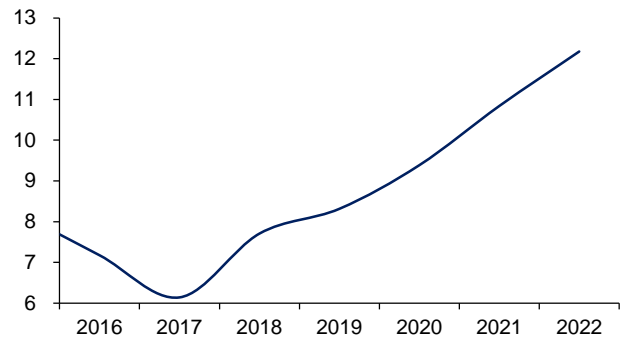
截至 2022 年, 我国也是阿联酋第二大进口来源国 (仅次于日本的 34.5%), 进口份额从 2017 年的 6.1% 提升至 2022 年的 12.2%。

图25 墨西哥对我国汽车零部件进口依赖度提升 (%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图26 阿联酋对我国汽车零部件进口依赖度提升 (%)



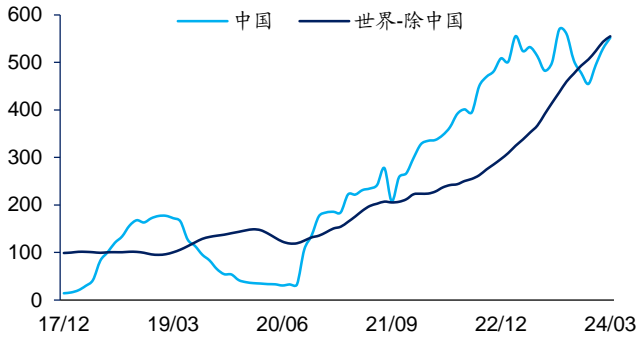
资料来源: UN Comtrade, HTI

就电动载人汽车而言, 美国对我国的直接依赖度非常低, 主要依赖日本、韩国、加拿大以及德国等地区。我国电动载人汽车出口在全球地位也提升明显, 成为全球第二大出口国。此外, 我国电动载人汽车出口主要布局在欧洲, 对美出口份额非常低。

具体来看, 截至 3 月, 相比贸易摩擦起点, 美国自我国进口电动载人汽车增加 552.0%, 而自其他地区进口增加了 554.7%, 反映美国需求很大。不过, 美国对我国依赖度很低, 自我国进口份额仅 1.0%。日本常年是美国最主要的电动载人汽车来源国; 其次, 美国对墨西哥、韩国、加拿大和德国等进口依赖也较高。

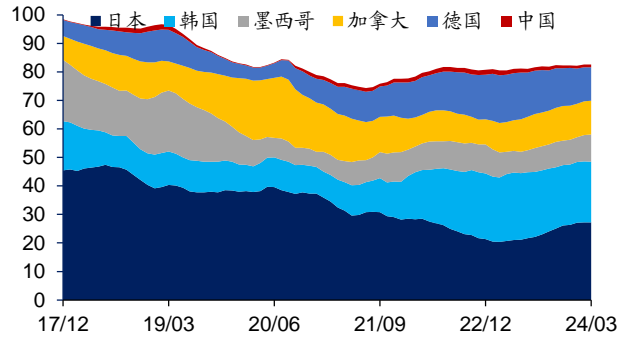
美国自韩德进口明显提升。截至 3 月, 相比贸易摩擦起点, 美国自日本进口份额下降 20.2 个百分点至 27.3% (仍是第一), 自墨西哥进口份额下降 7.4 个百分点至 9.5% (由第二下滑至第五)。自韩国进口份额提升 9.9 个百分点至 21.3% (升至第二), 德国提升 4.4 个百分点至 11.7% (升至第三)。

图27 美国对电动载人汽车需求很大 (201806=100)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图28 美国对日韩加德电动载人汽车的依赖度较高 (%)



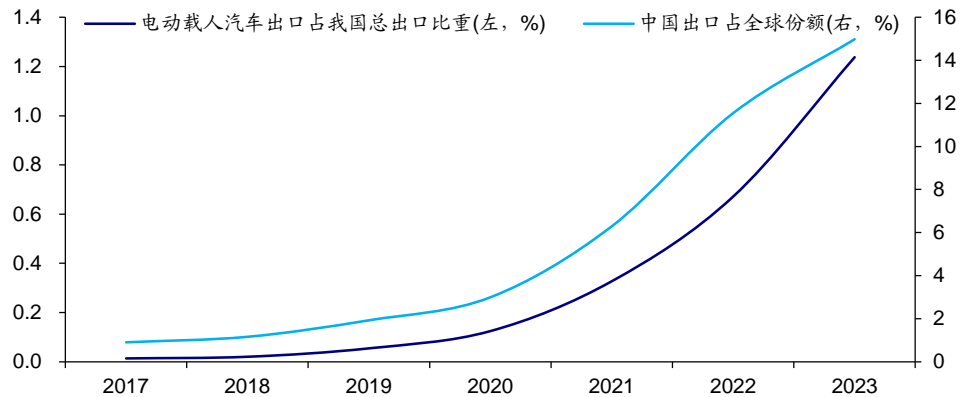
资料来源: UN Comtrade, HTI

我国电动载人汽车出口在持续提升。从我国出口来看，电动载人汽车出口占我国总出口的比重从 0.01% 提升至 1.2%；从全球出口来看，我国出口占全球份额明显提升，从 2017 年的 0.9% 提升至 2023 年的 15.0%。我国出口占全球份额超过日本、美国以及多个欧洲经济体，成为全球第二大电动载人汽车出口国，仅次于德国（27.1%）。日本和美国的出口份额下滑最多，分别为 23.7 个百分点和 8.4 个百分点。

贸易有何变化？我国电动载人汽车主要出口到欧洲。截至 2023 年，我国电动载人汽车出口到比利时和英国的比重都超过 10.0%；其次，西班牙、澳大利亚、泰国等也较多，比重均超 6.0%。

相比 2017 年，我国向英国出口电动载人汽车份额提升最多（12.1 个百分点），英国超过美日韩以及欧洲多个经济体，成为我国第二大出口对象，仅次于比利时（第三上升至第一）。对美国出口份额大幅减少 23.4 个百分点；孟加拉国减少 20.2 个百分点。我国电动载人汽车出口到美国的份额仅 1.1%，最新关税升级的影响或相对有限。

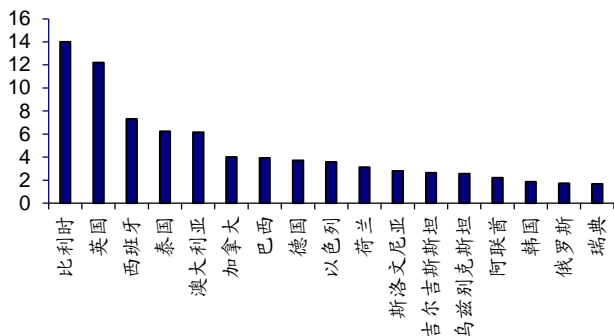
图29 我国电动载人汽车出口占全球份额提升 (%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

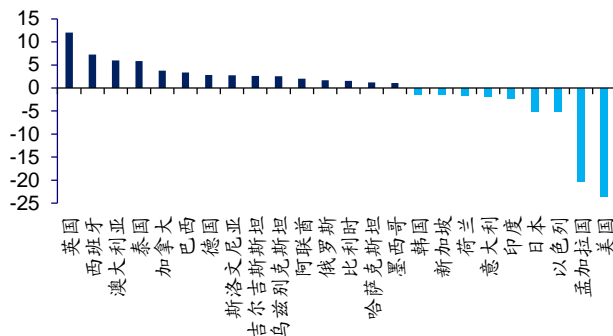


图30 我国电动载人汽车主要出口到欧洲 (2023, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图31 我国向欧洲地区出口电动载人汽车明显增加 (2023-2017, %)

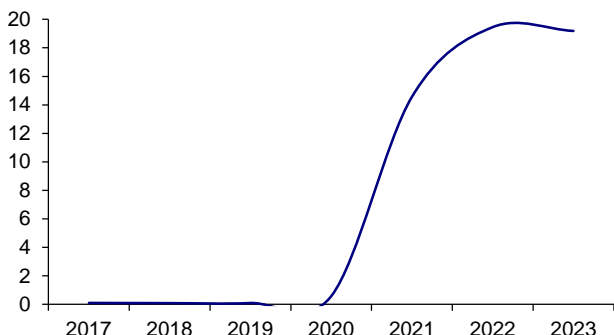


资料来源: UN Comtrade, HTI

进一步来看,英国近期大幅增加自我国进口、减少对日韩与欧洲的进口。相比2017年,英国自我国进口电动载人汽车份额提升19.1个百分点至19.2%,我国超过日韩以及欧美多个经济体,成为其第二大进口来源国,仅次于德国(25.2%,第一)。实际上英国自德国进口份额也提升了10.1个百分点,自日本进口份额则减少22.6个百分点至8.1%(第一降至第三),荷兰减少16.7个百分点(第二下降至19名)。

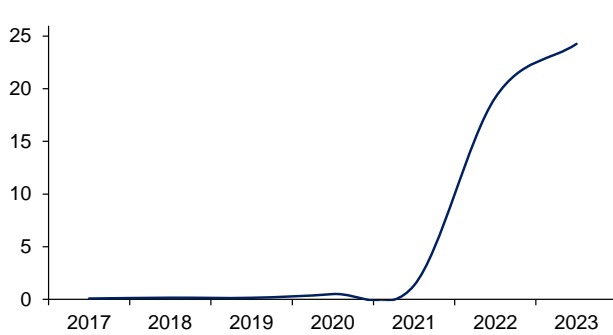
西班牙也是如此,我国超过日韩、英德等欧洲多个经济体,成为其电动载人汽车第一大进口来源国(依赖度从0%附近提升至24.3%)。而西班牙自日本、土耳其、英国、法国以及韩国等进口则大幅下降。

图32 英国对我国电动载人汽车进口依赖度飙升 (%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图33 西班牙对我国电动载人汽车进口依赖度飙升 (%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

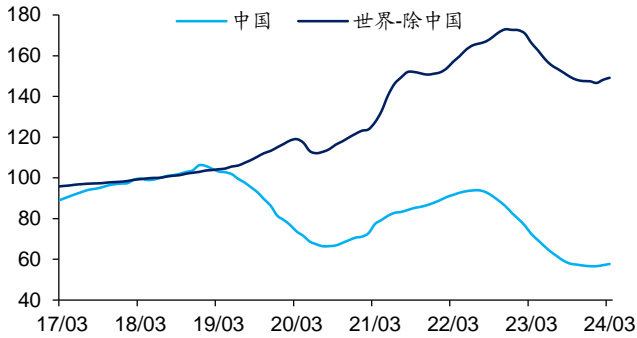
就家具产品而言,美国对我国直接依赖度下降幅度较大,但依赖度仍在高位。越南和墨西哥等替代较多我国的份额,尤其是越南。不过,越南和墨西哥实际上也非常依赖中国的家具产品生产。我国在家具产品领域的出口地位依然稳健,仍是全球最大的出口国。我国对美出口份额依然偏高,但已经在逐步增加对东南亚等地区的布局。

具体来看,家具产品:墨西哥和越南替代较多。截至3月,相比贸易摩擦起点,美国自我国进口家具产品减少42.3%,而自其他地区进口则增加了49.2%。美国对我国依赖度也大幅下降。2018年6月,美国主要自我国进口,份额为52.0%(在19年6月之前均在50%以上),第二的墨西哥仅16.0%。

美国自越南进口明显提升。截至3月,相比贸易摩擦起点,美国自我国进口份额减少22.5个百分点至29.6%(仍是第一);自墨西哥进口份额增加2.9个百分点至18.9%(保持第二),越南大幅增加10.2个百分点至18.1%(保持第三)。此外,美国自柬埔寨、加拿大、印尼以及泰国等进口份额均有所提升。

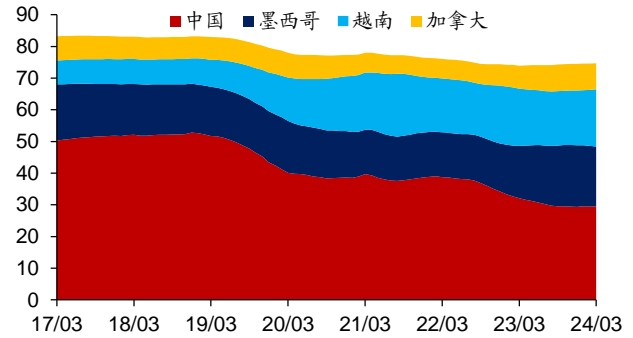


图34 美国自我国进口家具产品减少超4成（201806=100）



资料来源：UN Comtrade, HTI

图35 美国对墨西哥和越南家具产品依赖提升明显（%）



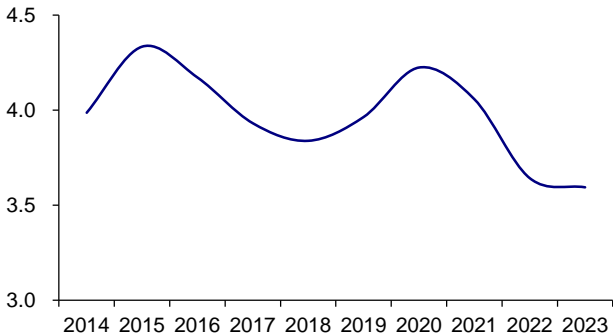
资料来源：UN Comtrade, HTI

**家具产品：我国出口仍在提升。**从我国出口来看，家电产品出口占我国总出口的比重自2020年有所下滑，不过依然有3.6%，相对稳定。**从全球出口来看，我国出口占全球份额明显提升，**从2017年的41.8%提升至2023年的46.7%（2021-2022年期间一度超过48.0%），我国一直是全球最大的家具产品出口国，远高于其他经济体，其他经济体出口份额均不足8%。

**贸易方向有何变化？我国家具产品主要出口到美国。**截至2023年，我国家具产品出口到美国的比重超过25.0%，远高于其他经济体；其次，主要出口到欧洲以及东南亚经济体，份额在2%-4%不等。

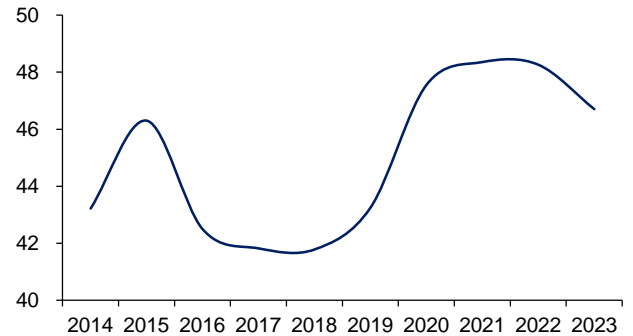
**相比2017年，我国向东南亚地区出口家具产品份额提升较多，**马来西亚、泰国、菲律宾、越南以及印尼合计提升了5个多百分点；**对美国出口份额减少7.6个百分点至25.2%（仍是第一），**日本减少0.9个百分点至4.4%（第二），英国减少0.7个百分点至4.2%（第三）。

图36 家具产品出口占我国总出口比重稳定（%）



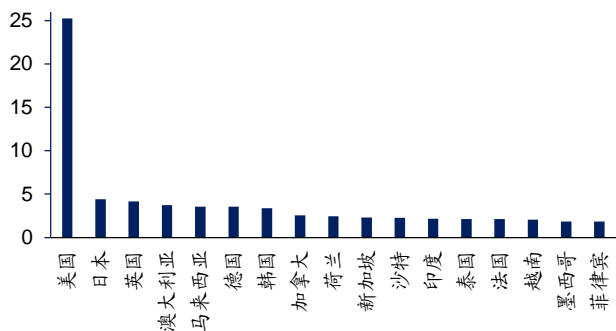
资料来源：UN Comtrade, HTI

图37 我国家具产品出口占全球份额提升（%）



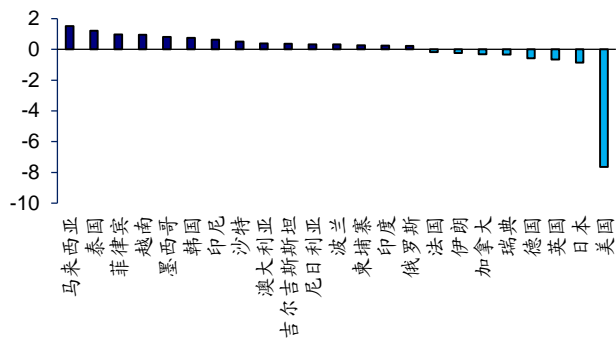
资料来源：UN Comtrade, HTI

图38 我国家具产品仍主要出口到美国 (2023, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图39 我国向东南亚出口家具产品明显增加 (2023-2017, %)

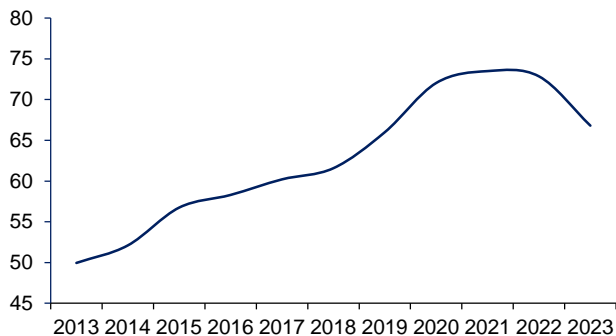


资料来源: UN Comtrade, HTI

进一步来看, 东南亚对我国依赖度处于高位。相比 2017 年, 东南亚五国自我国进口家具产品份额提升 6.6 个百分点至 66.8%, 我国一直是其第一大进口来源国。从 17 年开始, 对我国的进口依赖度就在 6 成以上, 2020-2022 年期间一度在 7 成以上。马来西亚和越南对我国的进口依赖度都超过 6 成。

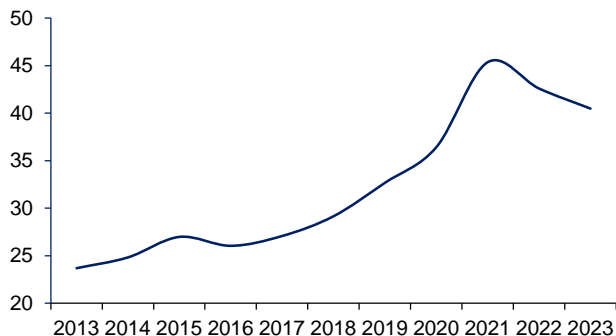
墨西哥对我国依赖度也提升明显。截至 2023 年, 墨西哥对我国家具产品进口依赖度提升至 40.5%, 较 2017 年提升 13.4 个百分点, 是其第一大进口来源国。

图40 东南亚五国对我国家具产品进口依赖度较高 (%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图41 墨西哥对我国家具产品进口依赖度提升 (%)



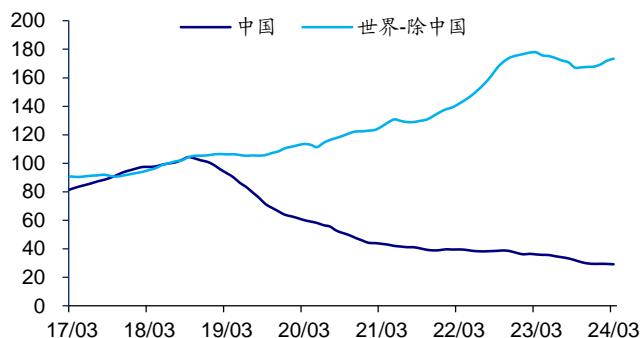
资料来源: UN Comtrade, HTI

就电子设备而言, 美国对我国直接依赖度大幅下降, 东南亚等地区替代较多我国下降的份额, 尤其是越南。我国出口略有下滑, 但在全球的地位依然稳健, 仍是全球最大的出口国。我国对美出口份额依然不低, 不过已经在逐步增加对东南亚和中东地区的出口布局。

具体来看, 截至 3 月, 相比贸易摩擦起点, 美国自我国进口 IT 硬件和消费电子减少 70.8%, 而自其他地区进口则增加 73.4%。美国对我国依赖度已经不足 1 成。2018 年 6 月, 美国 IT 硬件和消费电子主要自我国 (38.0%, 第二) 和墨西哥 (40.9%, 第一) 进口。

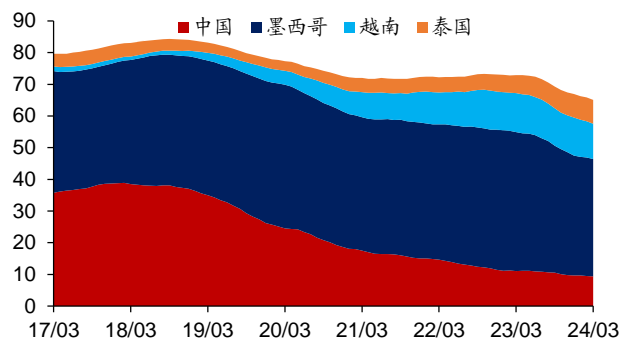
美国自东南亚进口明显提升。截至 3 月, 相比贸易摩擦起点, 美国自我国进口份额大幅下降 28.7 个百分点至 9.4% (第三); 自越南进口份额上升 10.1 个百分点至 11.2% (第二), 泰国提升 3.6 个百分点至 7.5%。此外, 印度和印尼也均有提升。

图42 美国自我国进口电子设备减少超4成（201806=100）



资料来源：UN Comtrade, HTI

图43 美国对我国电子设备进口依赖度不足1成（%）



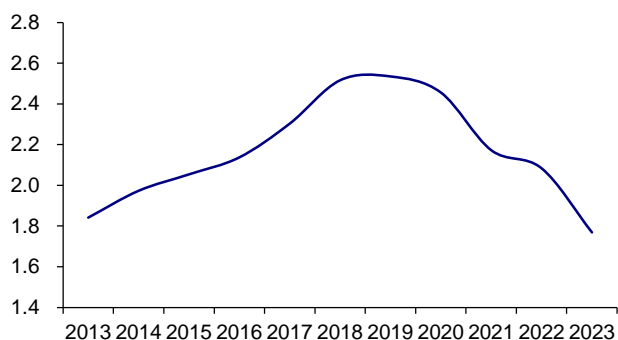
资料来源：UN Comtrade, HTI

**电子设备：我国出口下滑。**从我国出口来看，电子设备出口占我国总出口的比重略有放缓。从全球出口来看，我国出口占全球份额略有下滑，从2017年的33.1%下滑至2023年的29.9%，不过仍是全球最大的出口国，明显高于其他经济体。马来西亚、匈牙利、波兰等出口份额有所提升；墨西哥（仍是第二，15.8%）和荷兰（第四，9.1%）出口份额也有所下滑。美国则略下滑0.2个百分点至15.1%。

**贸易方向有何变化？我国IT硬件和消费电子产品仍主要出口到美国。**截至2023年，我国IT硬件和消费电子出口到美国的比重为15.0%；其次是荷兰和日本的7.2%和6.1%。

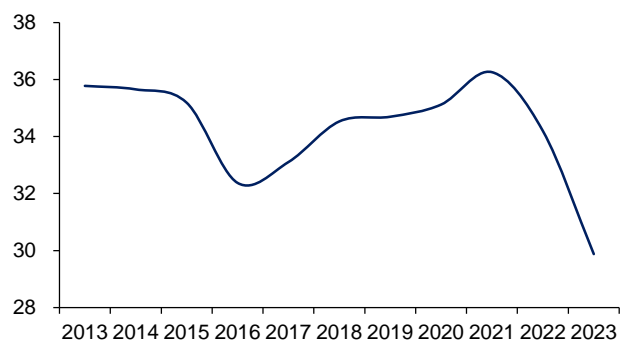
**相比2017年，我国向亚洲出口IT硬件和消费电子份额提升较多，**马来西亚、日本、阿联酋、印度、荷兰以及越南等出口份额都提升1个百分点以上。对美国出口份额则大幅减少14.1个百分点。

图44 电子设备出口占我国总出口比重下滑（%）



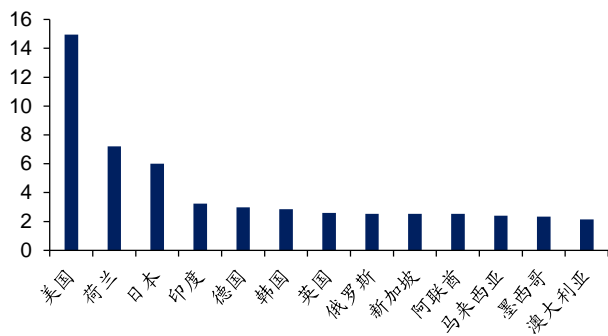
资料来源：UN Comtrade, HTI

图45 我国电子设备出口占全球份额下降（%）



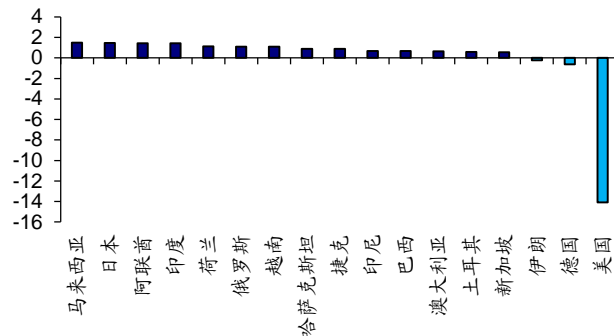
资料来源：UN Comtrade, HTI

图46 我国电子设备仍主要出口到美国 (2023, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图47 我国向亚洲出口电子设备明显增加 (2023-2017, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

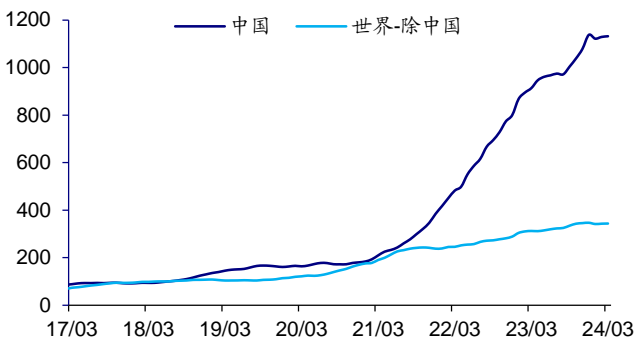
接下来, 我们重点讨论我国被加征 7.5%关税的重点商品, 来分析全球贸易流的变化。

就锂电子电池而言, 美国对我国的直接依赖度非常高。而我国出口也非常稳健, 常年是全球最大的锂电子电池出口国。除对美出口份额较多外, 我国也在逐步提升对欧洲以及韩国等地区的出口。

具体来看, 截至 3 月, 相比贸易摩擦起点, 美国自我国进口锂电子电池增加 1031.4%, 自其他地区进口增加 244.1%。美国对于锂电池需求放大, 或与能源转型大趋势下, 电动汽车和储能系统产业蓬勃发展有关。

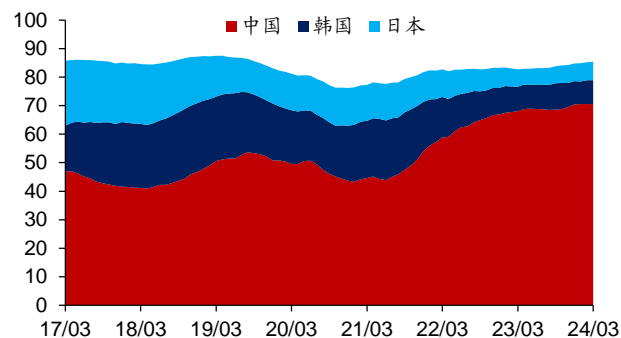
美国对我国依赖度超 7 成。2018 年 6 月, 美国锂电子电池进口主要依赖我国 (42.2%)、韩国 (22.6%) 和日本 (20.0%)。截至 3 月, 自我国进口份额大幅提升 28.4 个百分点至 70.6%, 自韩国进口份额下降 14.3 个百分点至 8.3%, 自日本进口份额下降 13.4 个百分点至 6.6%。

图48 美国自我国进口锂电子电池需求大幅放大 (201806=100)



资料来源: UN Comtrade, HTI

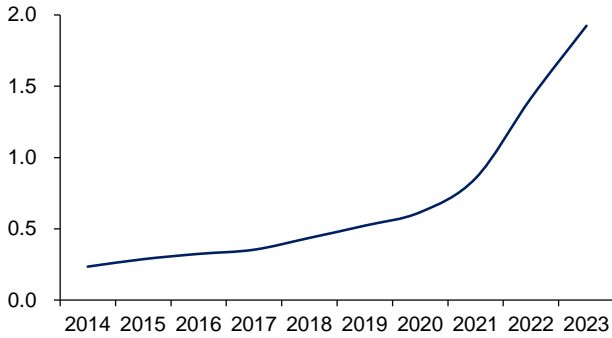
图49 美国对我国锂电子电池进口依赖度超 7 成 (%)



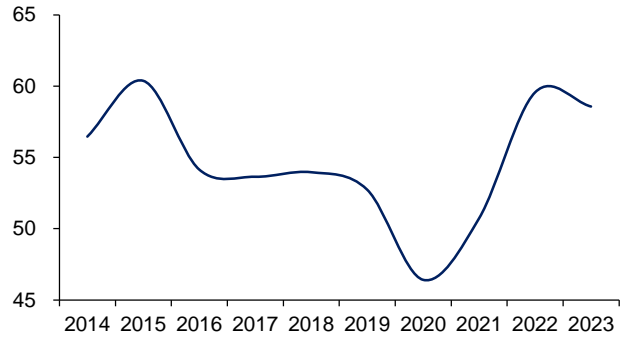
资料来源: UN Comtrade, HTI

**锂电子电池: 我国出口明显提升。**从我国出口来看, 锂电子电池出口占我国总出口的比重持续上升, 从 0.2%附近一路上升至 2.0%。从全球出口来看, 我国出口占全球份额明显回升, 从 2017 年的 53.6%提升至 2023 年的 58.6%, 我国一直是全球最大的锂电池出口国, 远高于其他经济体。日本出口份额减少 14.5 个百分点至 2.8%、美国减少 5.8 个百分点至 2.9%。

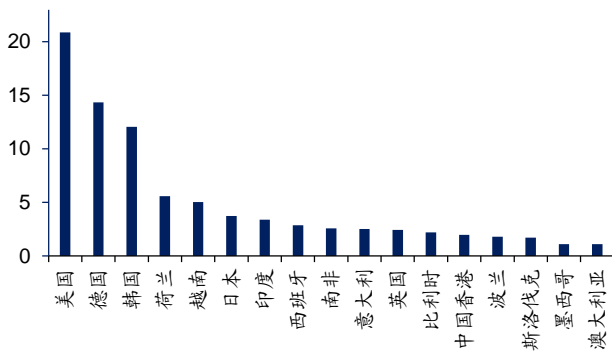
**贸易方向有何变化? 我国锂电子电池主要出口到美欧。**截至 2023 年, 我国锂电子电池出口到美国的比重超过 20%; 其次是德国和韩国的 14.4%和 12.1%。相比 2017 年, 我国向美欧出口锂电子电池份额提升较多, 德国提升 10.4 个百分点至 14.4% (升至第二), 美国提升 7.5 个百分点至 20.9% (升至第一), 韩国提升 5.8 个百分点 (升至第三)。而向日本、越南以及印度等出口份额下降较多。

**图50 锂电子电池出口占我国总出口比重提升 (%)**


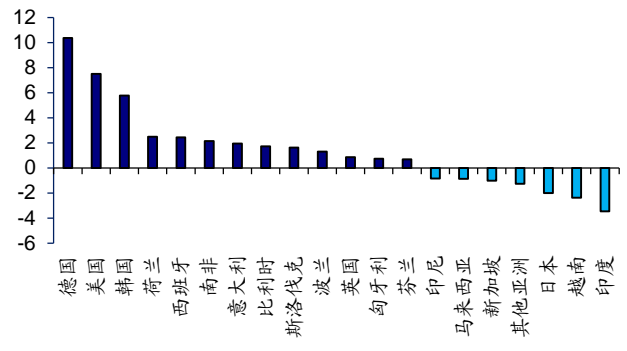
资料来源：UN Comtrade, HTI

**图51 我国锂电子电池出口占全球份额近 6 成 (%)**


资料来源：UN Comtrade, HTI

**图52 我国内地锂电子电池主要出口到美德韩 (2023, %)**


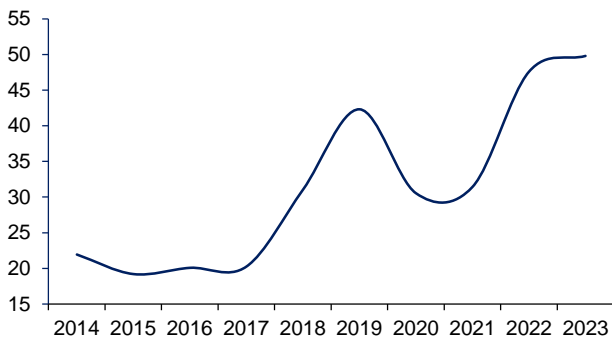
资料来源：UN Comtrade, HTI

**图53 我国向欧美地区出口锂电子电池明显增加 (2023-2017, %)**


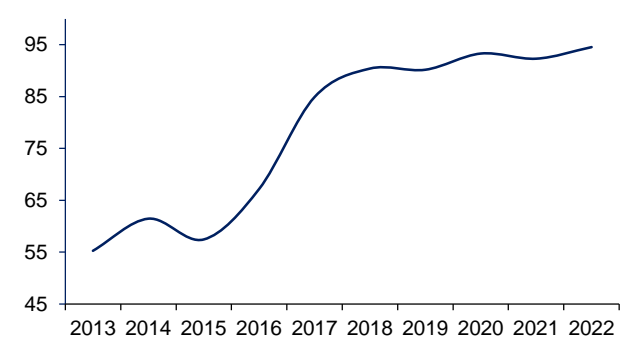
资料来源：UN Comtrade, HTI

进一步来看，美韩德对我国依赖度处于高位。截至 2023 年，德国自我国进口锂电子电池份额接近 5 成，较 2017 年提升了 29.5 个百分点，我国是其第一大进口来源国。同时，从波兰和匈牙利进口份额也提升 10 个百分点以上；而自日本和韩国进口份额大幅下降 14.7 个百分点和 29.3 个百分点。

韩国一直高度依赖我国进口，2017 年自我国进口锂电子电池份额高达 84.9%，到 2022 年再度提升 9.6 个百分点至 94.6%。

**图54 德国对我国锂电子电池进口依赖度近 5 成 (%)**


资料来源：UN Comtrade, HTI

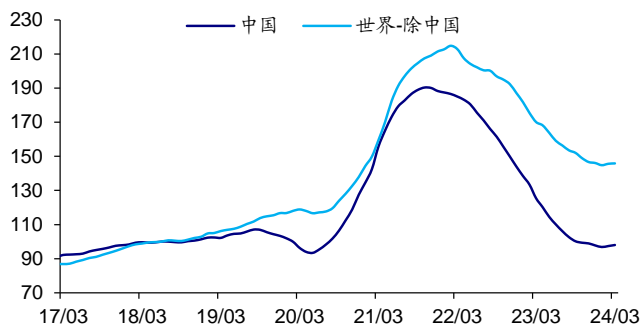
**图55 韩国对我国锂电子电池进口依赖度超 9 成 (%)**


资料来源：UN Comtrade, HTI

就运动器材而言，美国也严重依赖我国，部分下降的份额被越南替代，但越南的运动器材生产也很依赖中国。我国出口保持稳步抬升，持续多年为全球最大的出口国。尽管目前仍主要出口到美国，我国已经在逐步提升对东南亚地区的出口。

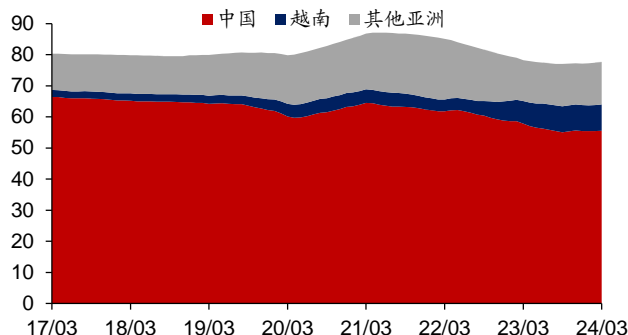
具体来看，截至 3 月，相比贸易摩擦起点，美国自我国进口运动器材减少 2.0%，而自其他地区进口则增加 45.9%。美国对我国依赖度仍超 5 成。2018 年 6 月，美国运动器材主要自我国进口（65.0%，第一），其他亚洲地区有 12.3%。截至 3 月，自我国进口份额下降 9.5 个百分点至 55.6%（仍是第一），不过自越南进口份额大幅上升 6.1 个百分点至 8.5%。

图56 美国自我国进口运动器材仍多（201806=100）



资料来源：UN Comtrade, HTI

图57 美国对我国运动器材进口依赖度超 5 成（%）

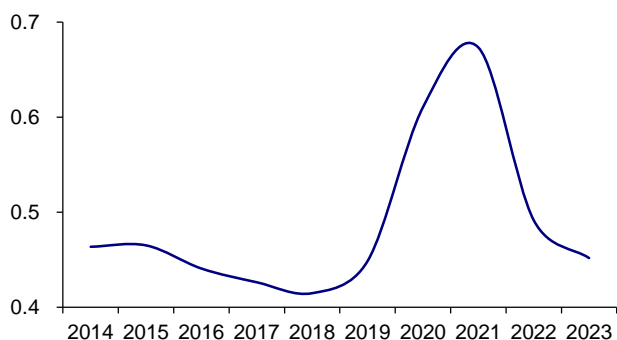


资料来源：UN Comtrade, HTI

**运动器材：我国出口明显提升。**从我国出口来看，运动器材出口占我国总出口的比重回归常态，2021 年一度接近 0.7%。从全球出口来看，我国出口占全球份额明显提升，从 2017 年的 50.9% 提升至 2023 年的 57.2%，我国一直是全球最大的运动器材出口国，远高于其他经济体。美国出口份额减少 2.9 个百分点至 10.6%（第二）、英国、意大利以及德国等均减少 1 个百分点以上。

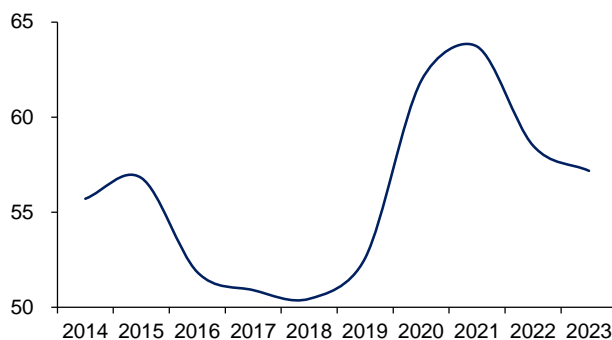
**贸易方向有何变化？我国运动器材仍主要出口到美国。**截至 2023 年，我国运动器材出口到美国的比重超过 30.0%；其次是日本和欧洲经济体，份额均不足 5.0%。相比 2017 年，我国向东南亚出口运动器材份额提升，马来西亚、越南、新加坡、菲律宾、泰国以及印尼等共提升 4.7 个百分点；美国则减少 0.3 个百分点至 34.5%（仍是第一）；出口到欧洲多个国家份额也有所下降。

图58 运动器材出口占我国总出口比重回归常态（%）



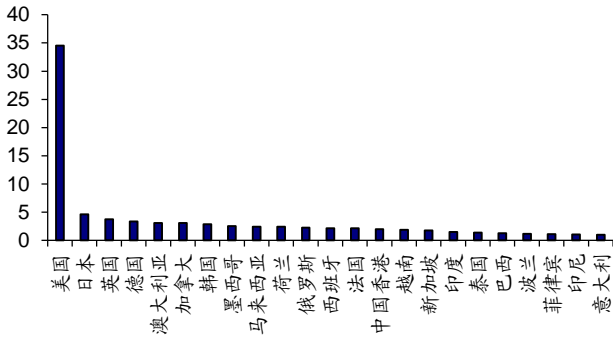
资料来源：UN Comtrade, HTI

图59 我国运动器材出口占全球份额超 5 成（%）



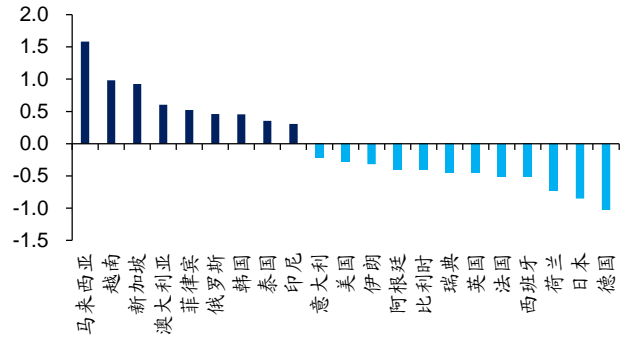
资料来源：UN Comtrade, HTI

图60 我国内地运动器材仍主要出口到美国 (2023, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

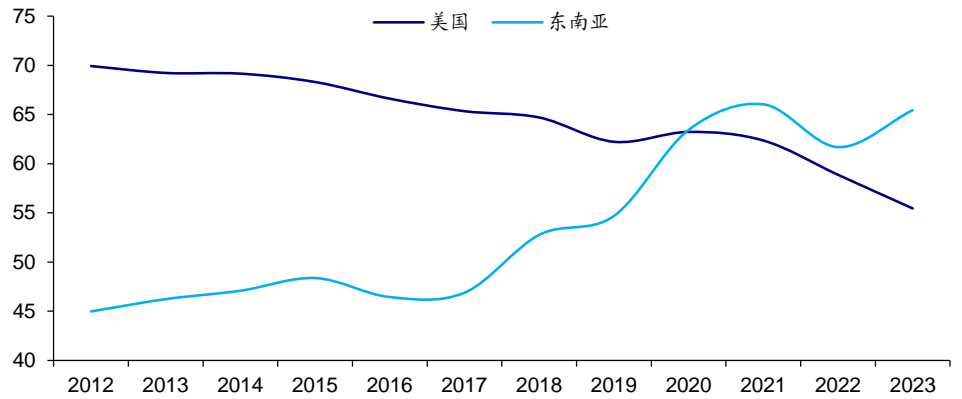
图61 我国向东南亚出口运动器材增加 (2023-2017, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

**东南亚接力，增加自我国进口。**截至 2023 年，东南亚主五国自我国进口运动器材份额超 6 成，较 2017 年提升了 18.6 个百分点，**我国是其第一大进口来源国**。美国对我国运动器材的进口依赖度仍高，不过相比 2017 年份额下降了约 10 个百分点。

图62 东南亚五国对我国运动器材进口依赖度超 6 成 (%)



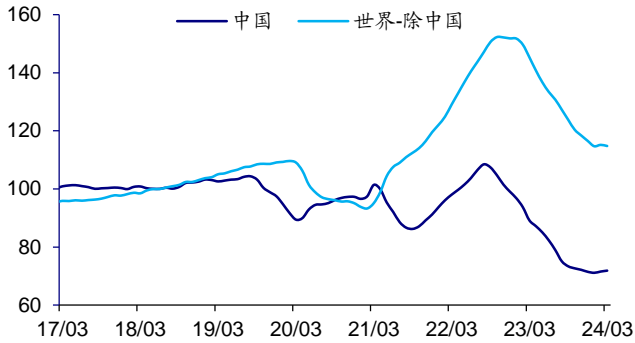
资料来源: UN Comtrade, HTI

**就衣服鞋帽而言，美国对我国的直接依赖度下滑较多，但仍重点依赖我国。**越南替代不少我国下降的份额。我国出口也略有下滑，但仍是全球最大的出口国。我国除对美出口份额偏高外，已经在逐步增加对中亚和东南亚等地区的布局。

**具体来看，截至 3 月，相比贸易摩擦起点，美国自我国进口衣服鞋帽减少 28.2%，而自其他地区进口则增加 14.8%。美国对我国依赖度仍超 3 成。**2018 年 6 月，美国衣服鞋帽主要自我国 (41.3%，第一) 和越南 (14.0%，第二) 进口。截至 3 月，自我国进口份额下降 10.7 个百分点至 30.6% (仍是第一)，自越南进口份额大幅上升 4.2 个百分点至 18.1%。

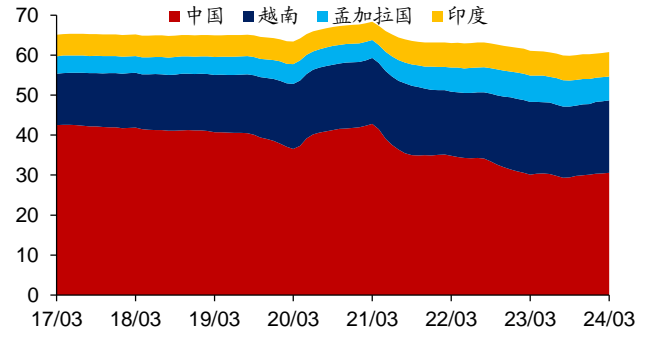


图63 美国自我国进口衣服鞋帽下滑较多 (201806=100)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图64 美国对我国衣服鞋帽进口依赖度仍高 (%)

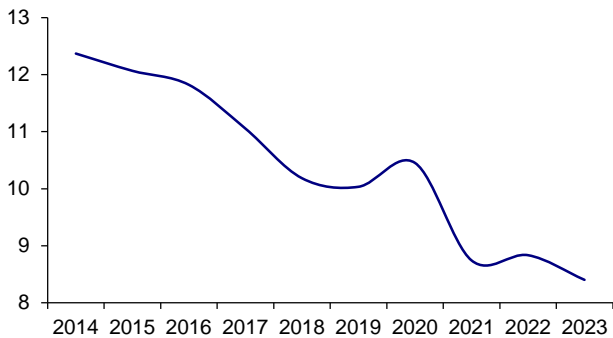


资料来源: UN Comtrade, HTI

**衣服鞋帽: 我国出口有所下滑。**从我国出口来看, 衣服鞋帽出口占我国总出口的比重有所放缓, 从 2017 年的 11.1% 下降至 8.4%。从全球出口来看, 我国出口占全球份额有所下滑, 从 2017 年的 52.5% 下降至 2023 年的 50.5%。不过, 我国仍是全球最大的衣服鞋帽出口国, 远高于其他经济体。此外, 英国出口份额下降 1.4 个百分点、波兰和德国出口份额均提升 1 个百分点以上。

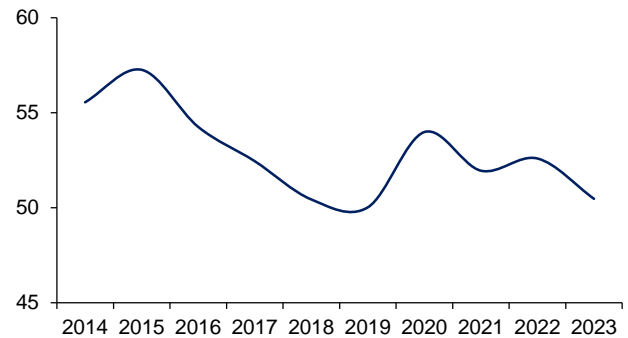
**贸易方向有何变化? 我国衣服鞋帽主要出口到美国。**截至 2023 年, 我国衣服鞋帽出口到美国的比重超过 20%; 其次是日本 (6.2%, 第二)。相比 2017 年, 我国向中东南亚出口衣服鞋帽份额提升较多, 吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦、马来西亚以及越南的出口份额均提升 1 个百分点以上; 而向美国、日本以及英国出口份额均下降了 1-2 个百分点。

图65 衣服鞋帽出口占我国总出口比重有所下滑 (%)



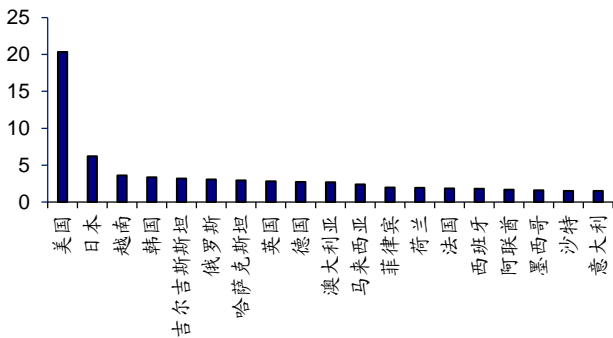
资料来源: UN Comtrade, HTI

图66 我国衣服鞋帽出口占全球份额仍超 5 成 (%)



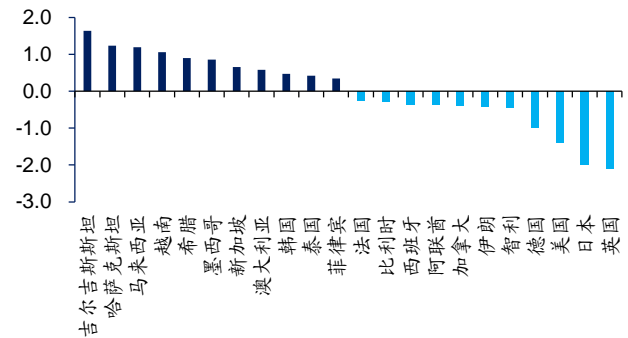
资料来源: UN Comtrade, HTI

图67 我国衣服鞋帽主要出口到美国 (2023, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图68 我国向东南亚出口衣服鞋帽增加 (2023-2017, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

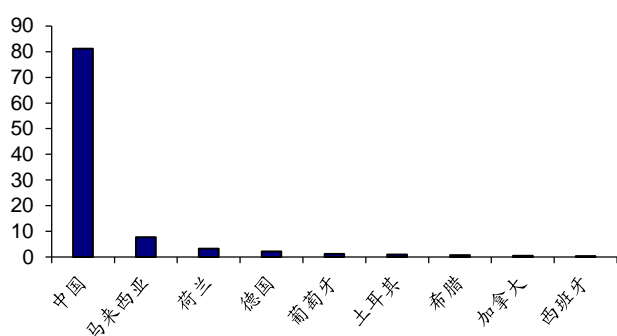


就太阳能电池而言，美国对我国的直接依赖度非常低，不过全球对我国的依赖度非常高。我国目前主要出口到欧洲、印度等地区，我国对美出口份额也非常低。

具体来看，截至 3 月，美国自我国进口太阳能电池的份额仅 0.07%。不过，我国出口太阳能电池占总出口比重升至 1.3%。尤其是，我国出口太阳能电池占全球份额高达 81.3%。

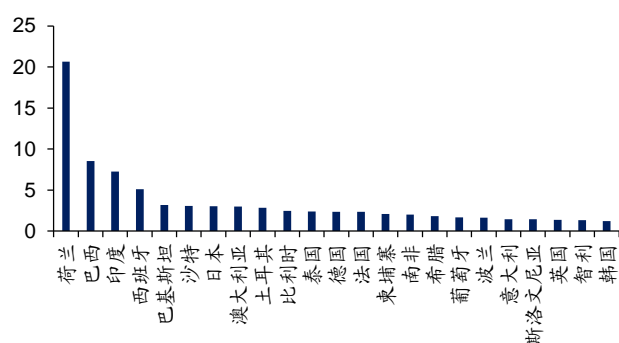
从结构来看，截至 2023 年，我国太阳能电池主要出口到荷兰（20.7%）、巴西（8.5%）、印度（7.3%）以及西班牙（5.1%）等。我国出口到美国的份额仅 0.24%，最新关税升级的影响或相对有限。

图69 我国太阳能电池出口占全球份额超 8 成（2023，%）



资料来源：UN Comtrade, HTI

图70 我国主要太阳能电池出口到荷兰、巴西和印度（2023，%）



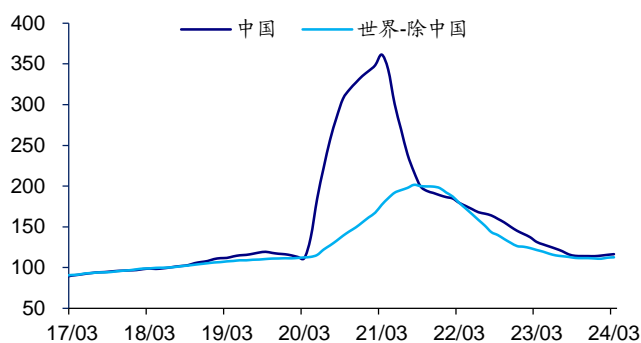
资料来源：UN Comtrade, HTI

就个人防护装备而言，美国非常依赖我国，尤其是 2020-2021 年期间。尽管我国出口恢复常态，但依然是全球最大的出口国。我国主要出口到美国，并且在逐步增加对东南亚地区的布局。

具体来看，截至 3 月，相比贸易摩擦起点，美国自我国进口个人防护装备增加 16.5%，自其他地区进口增加 12.5%。尤其是 2020-2021 年期间，对我国进口大增。

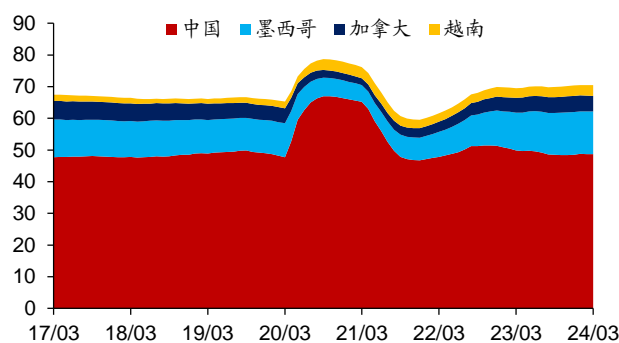
美国对我国依赖度仍近 5 成。2018 年 6 月，美国个人防护装备主要自我国（47.9%，第一）和墨西哥（11.3%，第二）进口。截至 3 月，自我国进口份额上升 0.9 个百分点至 48.7%（仍是第一，尤其是 2020-2021 年期间一度接近 70%）。此外，自墨西哥和越南进口份额均提升了约 2.0 个百分点。

图71 美国自我国进口个人防护装备仍多（201806=100）



资料来源：UN Comtrade, HTI

图72 美国对我国个人防护装备进口依赖度仍高 (%)

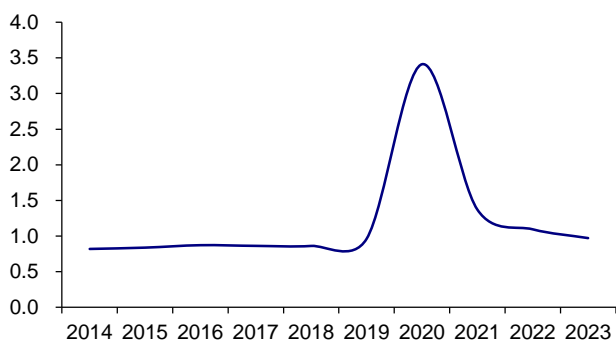


资料来源：UN Comtrade, HTI

**个人防护装备：我国出口回归常态。**从我国出口来看，个人防护装备出口占我国总出口回归常态，从 2017 年的 0.9% 大幅上升至 2020 年的 3.4% 高点，此后逐步回落至 1.0%。从全球出口来看，我国出口占全球份额也回归常态，从 2017 年的 29.8% 上升至 2020 年的 59.2%，此后逐步回落至 37.0%。不过，我国仍是全球最大的个人防护装备出口国，远高于其他经济体。此外，德国出口份额下降 0.8 个百分点至 13.3%（第二）、美国出口份额下降 0.7 个百分点至 10.7%（第三）。

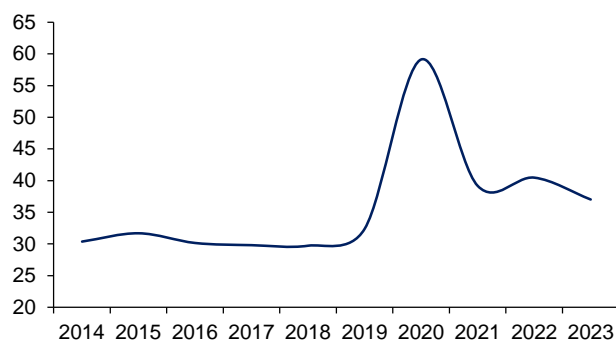
**贸易方向有何变化？**截至 2023 年，我国个人防护装备出口到美国的比重为 28.0%，尽管较 2017 年有所回落，仍然大幅领先于其他经济；对第二的日本出口份额仅 7.5%，其他经济体都在 5.0% 以下。相比 2017 年，我国对新加坡、马来西亚、越南、墨西哥、泰国、俄罗斯、印尼以及菲律宾等地区出口份额有所提升。

图73 个人防护装备出口占我国总出口比重回归政策（2023，%）



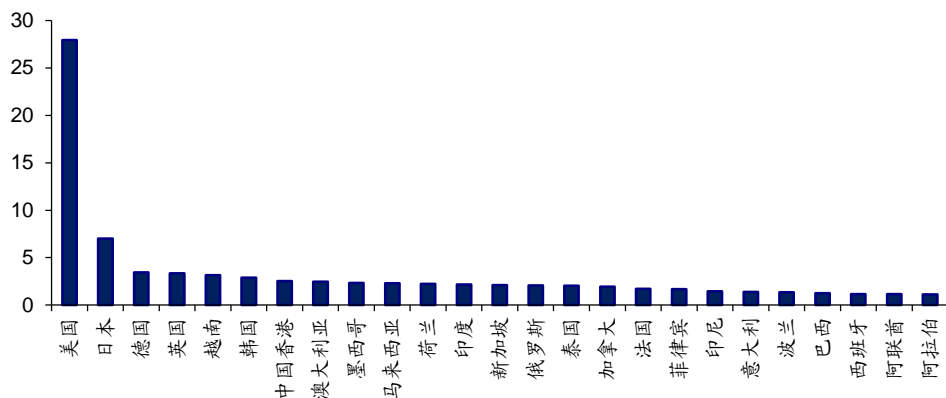
资料来源：UN Comtrade, HTI

图74 我国个人防护装备出口占全球份额接近 4 成 (%)



资料来源：UN Comtrade, HTI

图75 我国内地个人防护装备主要出口到美国（2023，%）



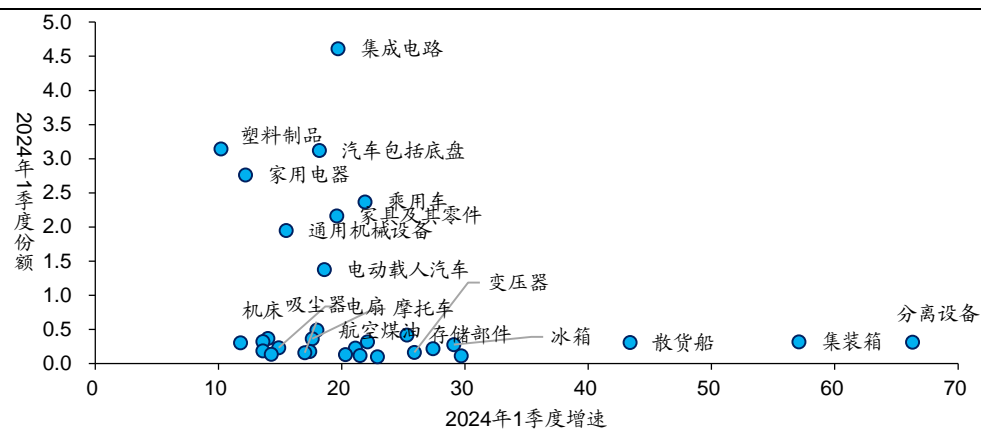
资料来源：UN Comtrade, HTI

### 3. 今年以来：哪些商品，仍比较强？

今年以来，我国外需表现出色，除了前文中提到的一些商品外，仍有不少关键商品表现出色。

截至 4 月，我国出口增速为 1.5%，依然表现稳健。经过筛选（1 季度出口增速在 10% 以上，出口份额在 0.1% 以上），有较多商品表现出色。尤其是，船舶出口增长 106.0%（份额为 1.2%）、集装箱船出口增长 292.1%（份额为 0.6%）、插电混动乘用车增长 120.8%（份额为 0.2%）、非插电混动乘用车增长 618.0%（份额为 0.1%）。

图76 今年一季度我国出口表现依然较好的商品 (%)



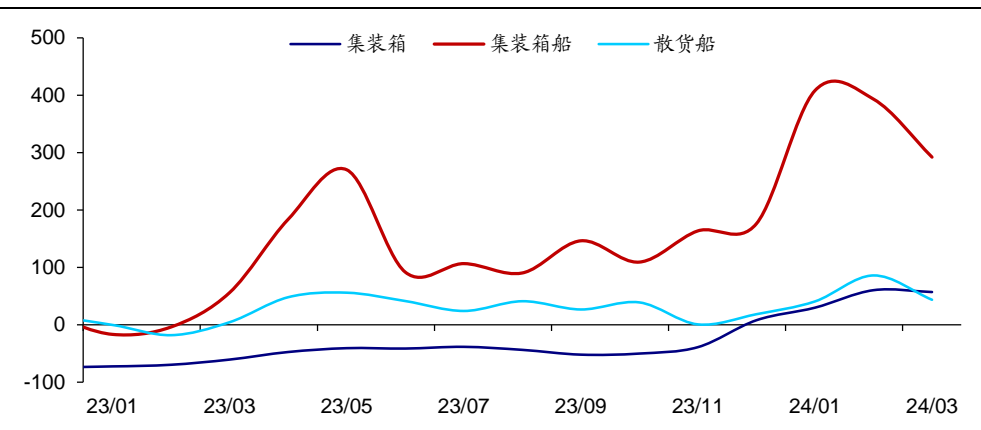
资料来源：Wind, HTI

就航运行业而言，受全球产业链恢复以及地缘政治风险影响，全球船和集装箱的需求有所增加。而我国内地生产船与集装箱的技术先进，出口表现较为强势，进一步巩固了我国内地出口在全球的地位。目前，船主要出口到利比尼亚、中国香港以及新加坡等；而集装箱则主要出口到中国香港、美国以及新加坡等。

具体来看，船与集装箱出口高增长。1 季度我国船舶出口增速高达 106.0%，实际上从 2023 年 4 月起，船舶出口就保持大两位数的高增长。其中，集装箱船表现更加突出，1 季度出口增速高达 292.1%，从 2023 年初就保持近 3 位数的高速增长，2023 年增速为 125.0%。散货船表现也不差，1 季度出口增速高达 43.4%，从 2023 年 4 月开始保持大两位数高增长。

集装箱在经历 2021 年高增长，2022-2023 年低迷后，再度表现出色，1 季度出口增速高达 57.1%。

图77 我国船与集装箱出口高增长 (%)



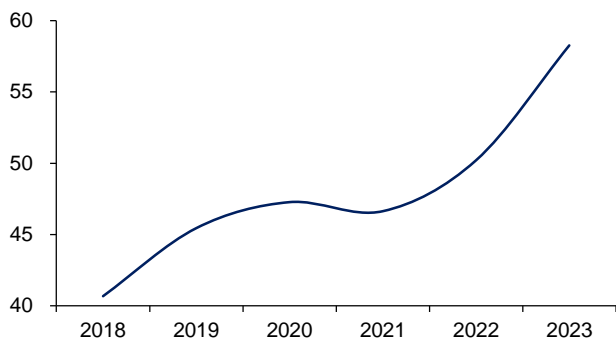
资料来源：Wind, HTI

船：贡献全球近 6 成出口。截至 1 季度，我国集装箱船和散货船出口占总出口比重提升至 0.9%附近。截至 2023 年，占全球总出口的份额提升至 58.3%，较 2018 年提升了近 20 个百分点，明显高于日本的 23.7%。

主要出口到哪里？截至 2023 年，我国内地船主要出口到利比里亚 (25.6%)、中国香港 (23.7%) 以及新加坡 (17.4%)。出口到马绍尔群岛和巴拿马份额也不低，均超过 5.0%。

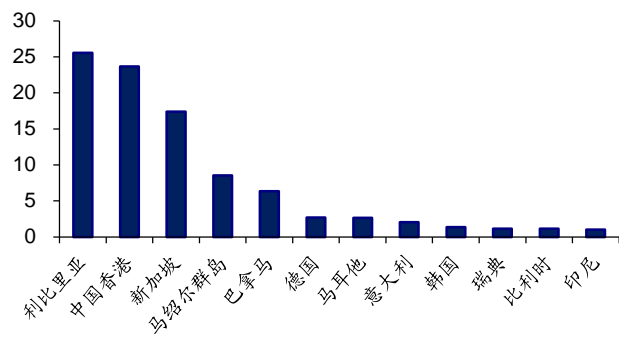
我国船出口保持高增长，可能与造船技术不断进步、成本优势，劳动力和原材料成本相对低、新船需求增加以及产业链完备等因素有关。

图78 我国船出口占全球份额近6成(%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图79 船主要出口到利比里亚和中国香港(2023, %)



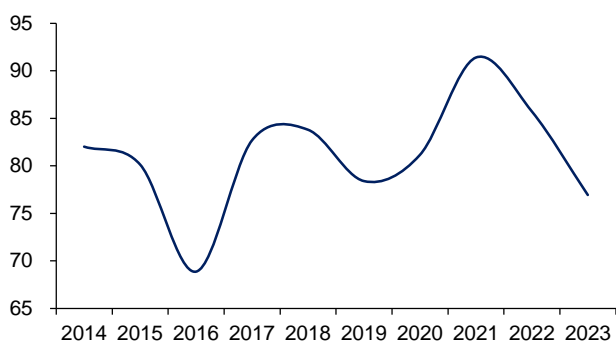
资料来源: UN Comtrade, HTI

**集装箱: 贡献全球近8成出口。**截至1季度,我国集装箱出口占总出口比重回落至0.3%附近。截至2023年,占全球总出口的份额也有所下降,不过仍高达76.9%。

**主要出口到哪里?**截至2023年,我国内地集装箱主要出口到中国香港(29.5%)和美国(11.8%)。出口到新加坡、法国、丹麦以及德国等份额也不低,均超过5.0%。

我国集装箱出口保持高速增长,可能与生产能力领先(例如,我国生产了全球96%以上的干货集装箱和100%的冷藏集装箱)、产业链完备、船舶需求高等因素有关。

图80 我国集装箱出口占全球份额近8成(%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图81 集装箱主要出口到中国香港和美国(2023, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

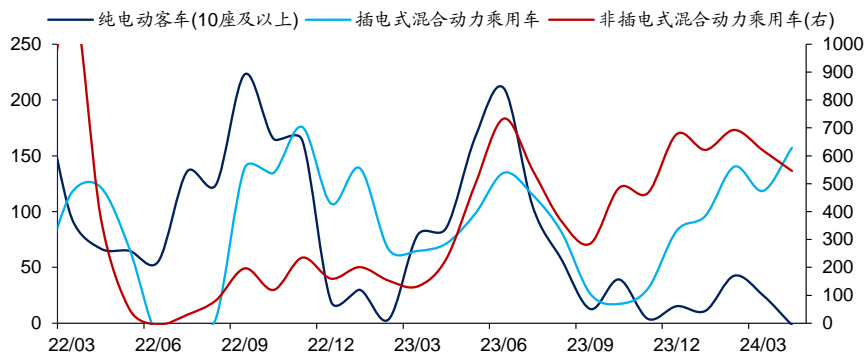
就交运行业而言,电动汽车与摩托车表现较为出色。受加征关税影响,我国电动汽车逐步从美国转移到欧洲。而不受关税影响的摩托车则主要出口到美国和墨西哥等地区。

**具体来看,电动汽车高速增长。**1季度我国乘用车出口增速高达21.9%,近几年一直保持高速增长,2022年和2023年出口增速高达89.5%和78.0%。尤其是电动载人汽车出口增速为18.6%,出口份额也提升至1.4%。

电动载人汽车出口自2019年以来保持高速增长,多数时间可以保持3位数的增速(2022年和2023年出口增速为122.2%和73.4%)。其中,1季度插电式混动汽车出口增速高达120.8%,非插电式高达618.0%。

**摩托车出口增速也不弱。**1季度出口增速为17.6%,出口份额为0.4%。内燃机摩托车和电动摩托车分别增长21.1%和14.3%。

图82 我国电动汽车出口高增长 (%)



资料来源: Wind, HTI

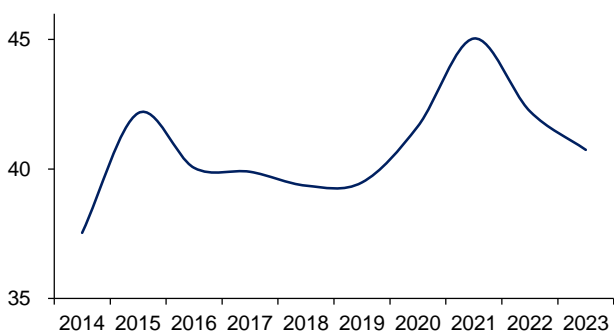
**电动载人汽车：向欧洲转移。**前文已经提到，截至 2023 年，我国出口占全球份额超过日本、美国以及多个欧洲经济体，成为全球第二大电动载人汽车出口国，仅次于德国（27.1%）。受加征关税影响，我国电动载人汽车出口向欧洲转移，相比 2017 年，我国向英国出口电动载人汽车份额提升最多（12.1 个百分点），对美国出口份额则大幅减少 23.4 个百分点至 1.1%。

**摩托车：主要出口到美洲。**截至 1 季度，我国摩托车出口占总出口比重为 0.4%。截至 2023 年，占全球总出口的份额有所下降，不过仍高达 40.7%，明显高于德国（12.6%）和日本（12.3%）。

**主要出口到哪里？**截至 2023 年，我国摩托车主要出口到美国（12.9%），相比 2017 年增加了 5.9 个百分点；其次，出口到墨西哥（7.7%）、土耳其（4.1%）和菲律宾（3.5%）等。美国对我国进口依赖度从 2015 年前的 6%附近提升至 25.1%。同时，对俄罗斯出口提升 1.7 个百分点。

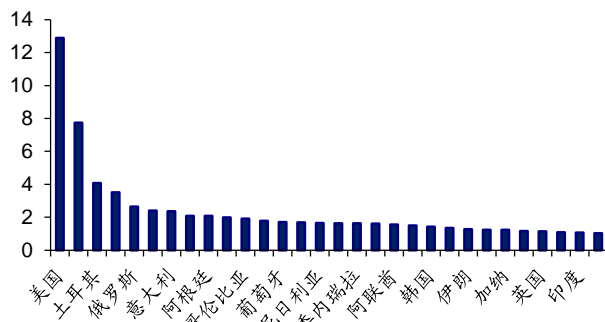
此外，还有其他类型汽车或零件出口增速较高，但份额较低，也值得关注。例如，1 季度，车用发动机出口增长 33.7%（份额仅 0.09%，去年 11 月以来保持 2 位数增长）、纯电动客车(10 座及以上)出口增长 29.2%（份额仅 0.05%，2022 年初以来持续高速增长）、专用汽车出口增长 22.9%（份额仅 0.1%）、汽车零配件出口增长 8.4%（份额有 2.8%）等等。

图83 我国摩托车出口占全球份额超 4 成 (%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

图84 我国摩托车主要出口到美国 (2023, %)



资料来源: UN Comtrade, HTI

就家具而言，在经历了 2023 年的低迷后，今年以来出口表现较为出色。并在加征关税的影响下，逐步减少了对美出口，增加了对东南亚等地区的出口。

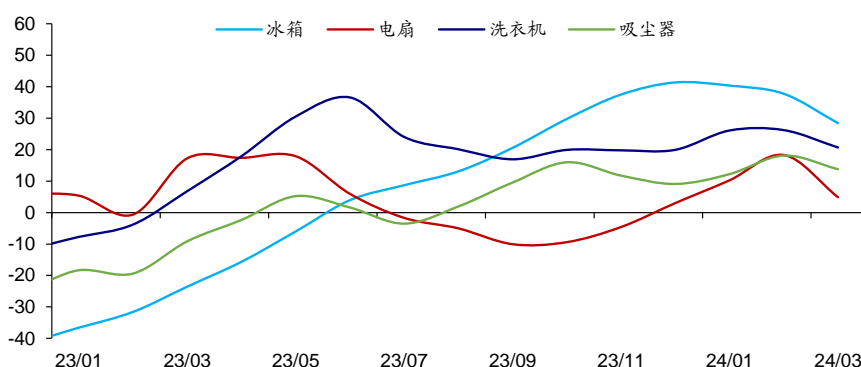
具体来看，家具出口高增长。我国家具及零件在经历了 2023 年的低迷后回暖，前 4 个月出口增速高达 16.5%，出口份额也高达 2.2%。前文已经提到，我国出口占全球份额从 2017 年的 41.8%提升至 2023 年的 46.7%（2021-2022 年期间一度超过 48.0%），我国一直是全球最大的家具产品出口国，远高于其他经济体。

我国向东南亚地区出口家具产品份额提升较多，相比 2017 年，我国向马来西亚、泰国、菲律宾、越南以及印尼等出口份额合计提升了 5 个多百分点，对美国出口份额则减少 7.6 个百分点至 25.2%。

就家电而言，在经历了 2022 年下半年的低迷后，自 2023 年下半年开始表现就较为出色。尽管有个别商品受加征关税影响（洗衣机），并未撼动我国出口在全球的地位。不同电器出口对象表现不一，但主要集中于美国、欧洲、日本以及俄罗斯等。

具体来说，冰箱洗衣机高增长。1 季度我国家用电器出口增速高达 12.2%，自经历了 2022 年下半年低迷后，从 2023 年下半年开始表现出色，最近半年都保持 2 位增长，占总出口份额也高达 2.8%。其中，冰箱和洗衣机表现更加出色。1 季度冰箱出口增长 29.1%，洗衣机出口增长 21.5%；近半年，冰箱出口增速平均超过 30%，洗衣机平均超过 20%，二者占总出口份额也有 0.4%。电扇和吸尘器出口表现也不错，也有 2 位数的增长。

图85 我国家用电器出口高增长 (%)

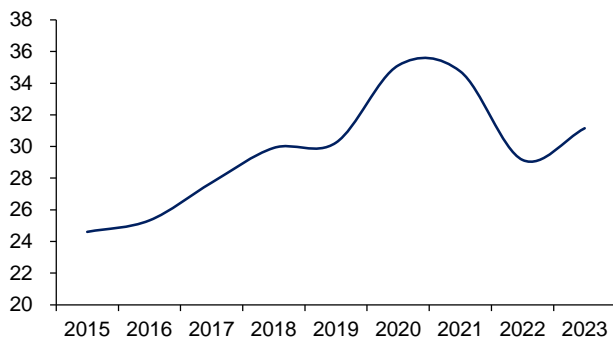


资料来源：Wind, HTI

**冰箱：主要出口到美日韩。**截至 1 季度，我国冰箱出口占总出口比重为 0.3%。截至 2023 年，占全球总出口的份额有所回升，超过 30.0%，明显高于墨西哥（17.8%）和土耳其（5.9%）。

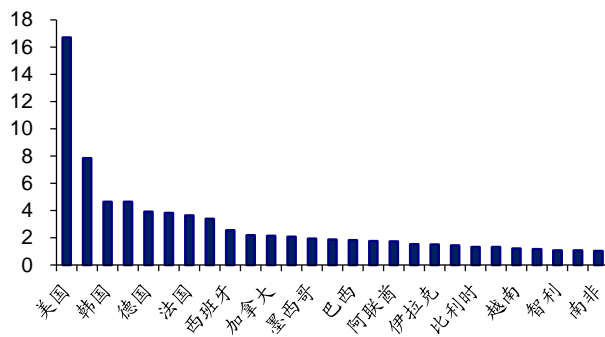
**主要出口到哪里？**截至 2023 年，我国冰箱主要出口到美国（16.7%）；其次是日本（7.8%）、韩国（4.6%）、英国（4.6%）以及德国（3.9%）和俄罗斯（3.8%）。相比 2017 年，我国对美出口份额下降 1.6 个百分点，对韩国和俄罗斯出口份额提升 2.4 个百分点和 2.2 个百分点。

图86 我国冰箱出口占全球份额超 3 成 (%)



资料来源：UN Comtrade, HTI

图87 我国冰箱主要出口到美日韩 (2023, %)



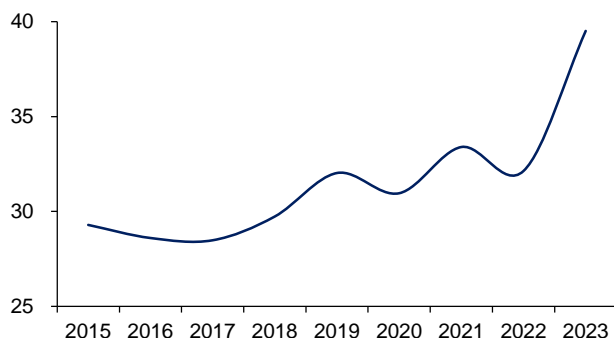
资料来源：UN Comtrade, HTI

**洗衣机：主要出口到日俄。**截至 1 季度，我国洗衣机出口占总出口比重为 0.1%。截至 2023 年，占全球总出口的份额明显提升，接近 40.0%。明显高于波兰（16.3%）和土耳其（12.3%）。



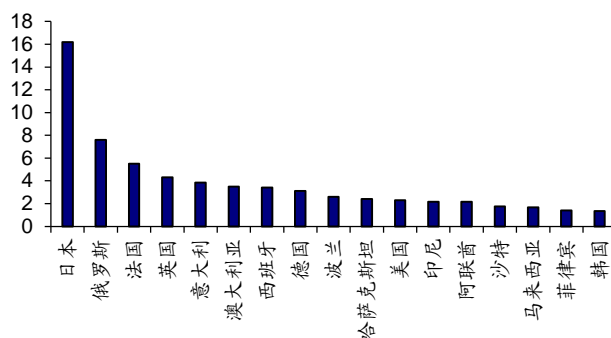
**主要出口到哪里？**截至 2023 年，我国洗衣机主要出口到日本（16.2%）；其次是俄罗斯（7.6%）、法国（5.5%）、英国（4.3%）以及意大利（3.8%）和澳大利亚（3.5%）。相比 2017 年，我国对日出口份额下降 5.7 个百分点，对俄罗斯和法国出口份额提升 5.4 个百分点和 2.1 个百分点。

图88 我国洗衣机出口占全球份额近 4 成（%）



资料来源：UN Comtrade, HTI

图89 我国内地洗衣机主要出口到日俄（2023，%）

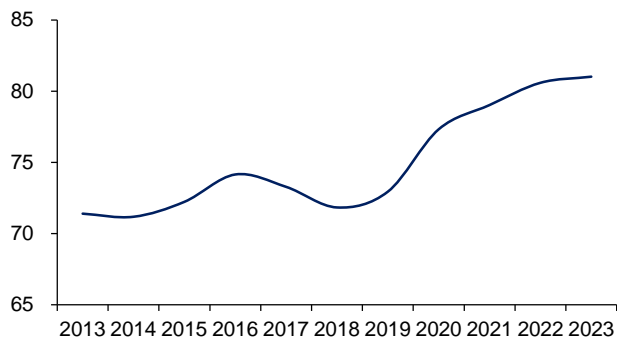


资料来源：UN Comtrade, HTI

**电扇：主要出口到美国。**截至 1 季度，我国电扇出口占总出口比重为 0.2%。截至 2023 年，占全球总出口的份额明显提升，超过 80%。

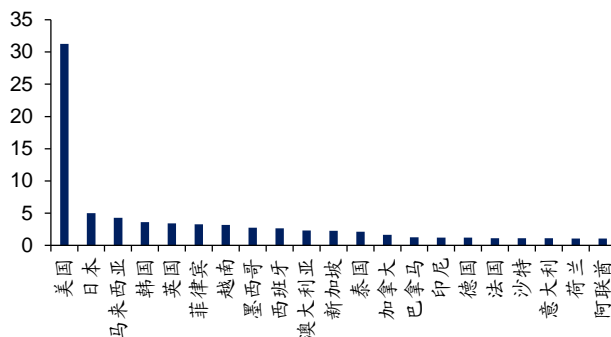
**主要出口到哪里？**截至 2023 年，我国电扇主要出口到美国（31.3%）；其次是日本（5.0%），其他较低。相比 2017 年，我国对美出口份额下降 3.5 个百分点，对日韩出口份额共下降 3.6 个百分点，对东南亚出口份额则大幅提升，马来西亚、菲律宾、越南、新加坡、泰国和印尼共增加 8.9 个百分点。

图90 我国电扇出口占全球份额超 8 成（%）



资料来源：UN Comtrade, HTI

图91 我国电扇主要出口到美国（2023，%）

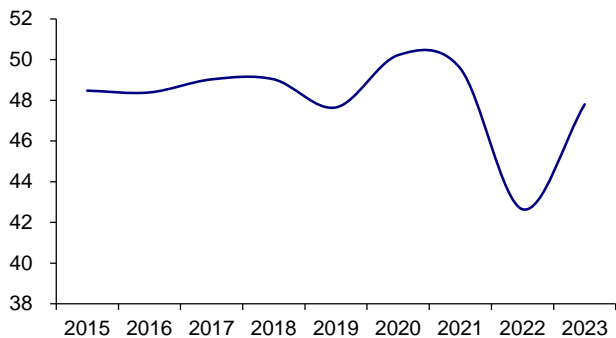


资料来源：UN Comtrade, HTI

**吸尘器：主要出口到美德日。**截至 1 季度，我国吸尘器出口占总出口比重为 0.2%。截至 2022 年，占全球总出口的份额有所下降，不过仍高达 42.7%，明显高于德国（12.2%）和荷兰（9.1%）。

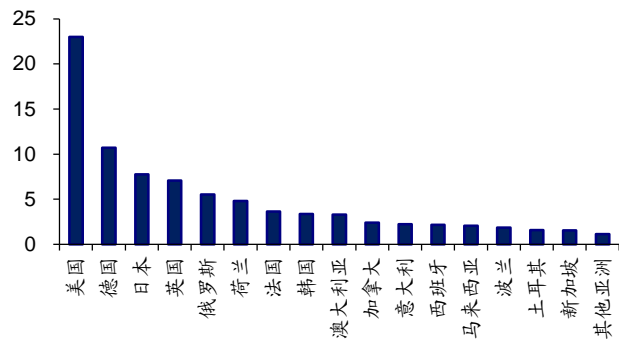
**主要出口到哪里？**截至 2023 年，我国吸尘器主要出口到美国（23.0%）；其次是欧洲，如德国（10.7%）、英国（7.7%）、荷兰（4.8%）以及法国（3.7%）；日本和俄罗斯也有 7.8%和 5.5%。相比 2017 年，我国对美出口份额大幅减少 20.1 个百分点，对俄罗斯出口份额大幅提升 4.5 个百分点。

图92 我国吸尘器出口占全球份额超4成 (%)



资料来源：UN Comtrade, HTI

图93 我国吸尘器主要出口到美德日 (2023, %)



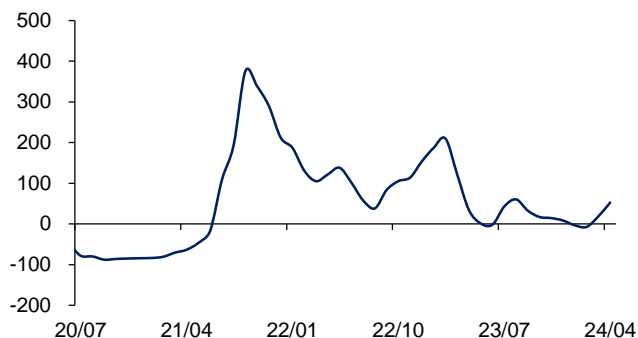
资料来源：UN Comtrade, HTI

就航空煤油而言，受加征关税影响较小，自 2021 年开始其出口就持续保持高增长，主要出口到中国香港、荷兰以及越南等。

具体来说，航空煤油出口高增长。1 季度我国航空煤油出口增速高达 18.0%，自 2021 年下半年开始持续保持高增长，尽管近期有所回落，但最近半年都保持 2 位增长，占总出口份额也有 0.5%。

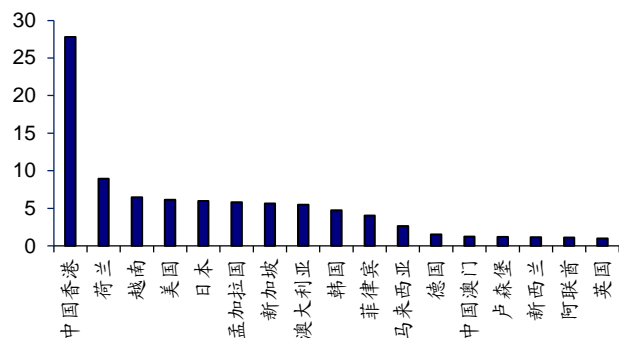
主要出口到哪里？截至 2023 年，航空煤油主要出口到中国香港 (27.8%)；其次是荷兰 (9.0%)、越南 (6.5%) 以及美国 (6.1%)。相比 2017 年，我国对美出口份额减少 8.3 个百分点，对荷兰出口份额提升 5.4 个百分点，日本提升 3.1 个百分点。

图94 我国航空煤油出口增速 (%)



资料来源：Wind, HTI

图95 航空煤油出口对象的分布 (2023, %)



资料来源：UN Comtrade, HTI

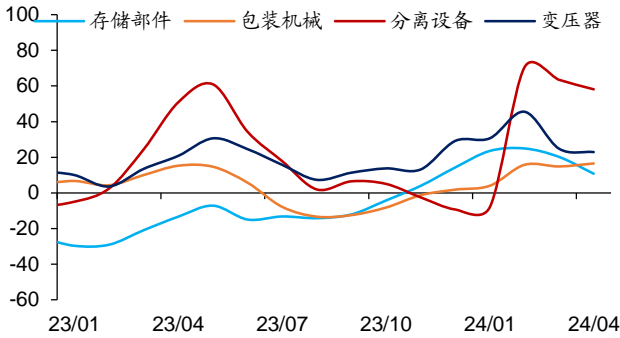
就中游设备而言，多数商品今年以来出口表现出色，其中变压器受加征关税干扰。

具体来说，分离设备出口高增长。1 季度我国多个中游设备商品出口高增，尤其是分离设备出口增长 66.3%，今年以来表现出色。例如，变压器出口增长 25.9%，从 2021 年开始长期保持 2 位数高速增长；存储部件出口增长 25.3%，在经历了 2022-2023 年的低迷后，从 2023 年底开始表现出色；包装机械出口也增长 20.3%。

此外，通用机械设备、机床以及音视频设备等出口分别增长 15.5%、13.6%和 14.0%。

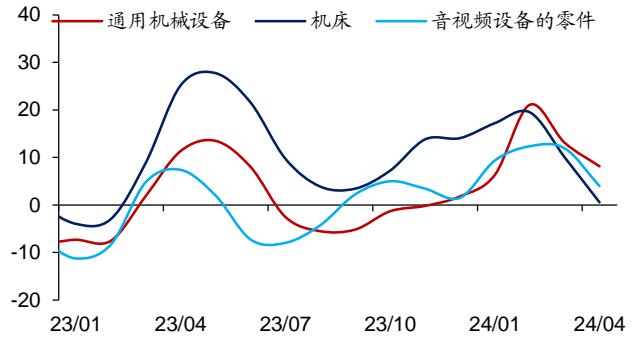


图96 我国中游设备出口高增长 1 (%)



资料来源: Wind, HTI

图97 我国中游设备出口高增长 2 (%)

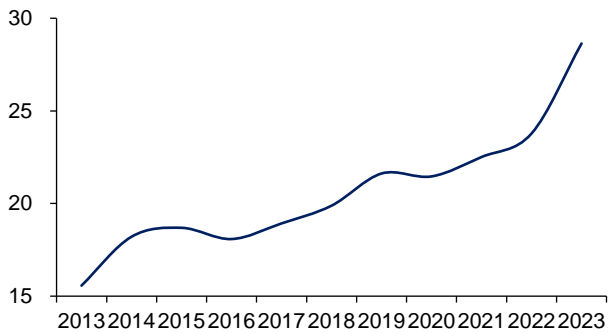


资料来源: Wind, HTI

**变压器：对俄罗斯大增。**截至 1 季度，我国变压器出口占总出口比重为 0.2%。截至 2023 年，占全球总出口的份抬升至 28.6%，明显高于墨西哥（11.6%）和土耳其（7.9%）。

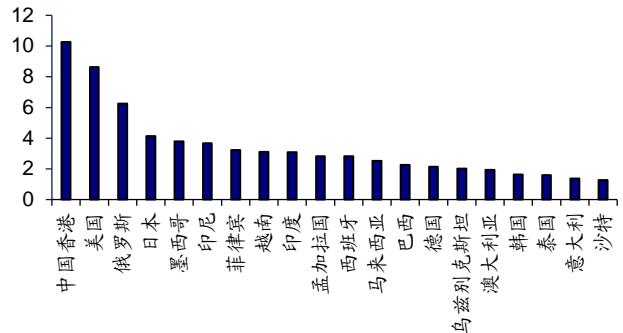
**主要出口到哪里？**截至 2023 年，变压器主要出口到中国香港（10.2%）和美国（10.3%）；其次是俄罗斯（8.6%）和日本（6.2%）。相比 2017 年，我国对美出口份额减少 0.7 个百分点，对俄罗斯出口份额大幅提升 5.7 个百分点。

图98 我国变压器出口占全球份额近 3 成 (%)



资料来源: UN Comtrade, HTI

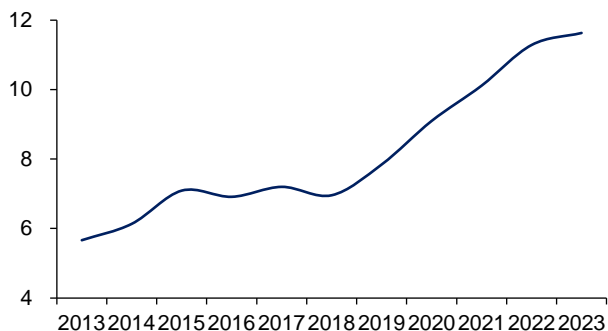
图99 我国内地变压器出口对象分布 (2023, %)



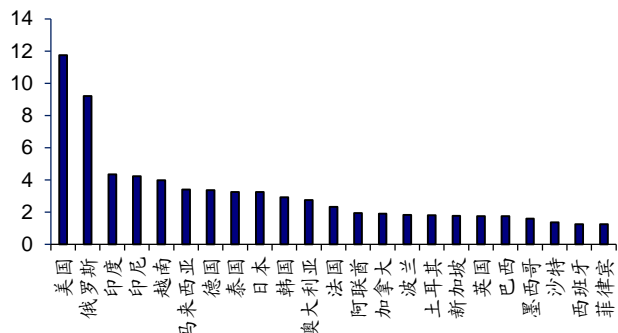
资料来源: UN Comtrade, HTI

**包装机械：对俄罗斯大增。**截至 1 季度，我国包装机械出口占总出口比重为 0.1%。截至 2023 年，占全球总出口的份抬升 10.0%以上，仅次于德国（25.4%）和意大利（22.9%）。

**主要出口到哪里？**截至 2023 年，我国包装机械主要出口到美国（11.8%）和俄罗斯（9.2%）。相比 2017 年，我国对美出口份额大幅减少 4.5 个百分点，对俄罗斯出口份额大幅提升 6.2 个百分点；对东南亚经济体出口份额也明显提升，对印尼、越南、马来西亚以及泰国等合计提升 4.4 个百分点。

**图100 我国包装机械出口占全球份额提升 (%)**


资料来源：UN Comtrade, HTI

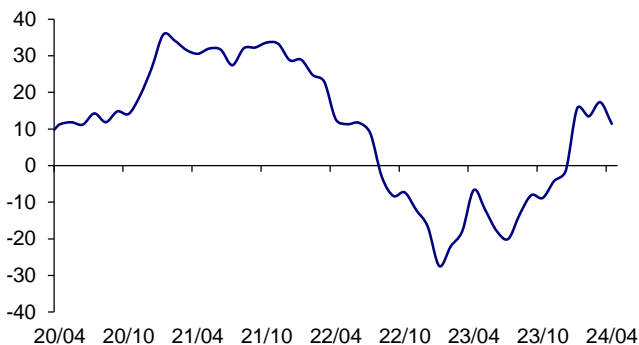
**图101 我国包装机械主要出口到美俄 (2023, %)**


资料来源：UN Comtrade, HTI

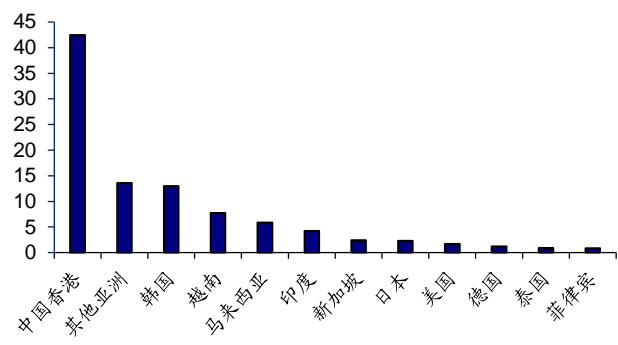
就集成电路而言，尽管受加征关税影响，出口表现依然出色，近几年主要增加了对印度、韩国以及越南等地区的布局。

具体来说，集成电路出口高增长。1 季度我国集成电路出口增速高达 19.7%，自年初以来开始持续保持高增长，占总出口份额也有 4.6%。

主要出口到哪里？截至 2023 年，集成电路主要出口到中国香港 (42.5%)；其次韩国 (13.0%)、越南 (7.8%) 以及马来西亚 (5.9%)。相比 2017 年，我国对美出口份额减少 8.3 个百分点，对荷兰出口份额提升 5.4 个百分点，日本提升 3.1 个百分点。

**图102 我国集成电路出口高增长 (%)**


资料来源：Wind, HTI

**图103 我国内地集成电路出口对象分布 (2023, %)**


资料来源：UN Comtrade, HTI

此外，还有其他类型商品出口增速较高，但份额较低，也值得关注。

例如，1 季度食品加工机械出口增长 16.1% (份额仅 0.08%)、手表出口增长 19.3% (份额仅 0.06%，2023 年 10 月以来持续高增长)、数字式相机出口增长 50.9% (份额仅 0.03%，近半年来平均出口增速近 50.0%)、氧化铝出口增长 42.2% (份额仅 0.03%，近半年来平均出口增速超 65.0%)、啤酒出口增长 20.7% (份额仅 0.01%，2022 年以来持续保持高增长，近半年来平均出口增速近 30.0%) 等等。

**风险提示：**海外货币政策超预期，地缘政治风险。

## APPENDIX 1

### Summary

#### Investment Highlights:

Our first report, 'Indispensable 'Made in China' - Analysis of Global Supply Chain Restructuring,' notes that China's manufacturing strengths persist amidst global supply chain restructuring, with a focus on Sino-US trade. Building on this, we delve into changes in China's external demand structure in recent years and identify standout goods.

Risk Warning: Unanticipated foreign monetary policies and geopolitical risks.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，梁中华，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Zhonghua Liang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，周林泓，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Amber Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

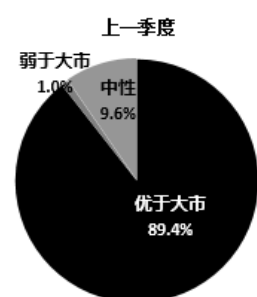
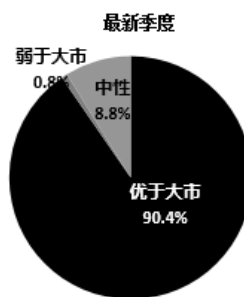
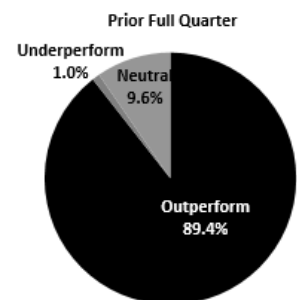
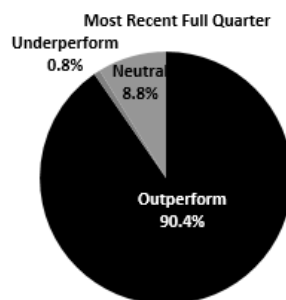
**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

### 评级分布 Rating Distribution



ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

#### 截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong



Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程,并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前,请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责

任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：** 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决策。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。



**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People’s Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong

---

International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---