

外需还有指望吗？

2020 年中国外贸形势展望及政策建议

4 月份中国出口增速大幅反弹，但外需疲弱或将使得出口超预期增长难以维系。预计 2020 年中国进出口金额大概率出现负增长，但降幅弱于全球平均。

- 4 月份，中国按美元计价的出口增速为 3.5%，较 3 月份反弹了 10.1 个百分点，远超市场预期，主要是受 2019 年低基数效应、海外防疫物资需求增加以及外贸企业加快复工复产带动。
- 虽然中国出口增长超预期，但 4 月份 OECD 综合领先指标和摩根大通全球综合 PMI 指数继续回落，反映出疫情冲击下外部需求疲弱态势进一步加重。中国制造业 PMI 中的新出口订单指数作为出口增速的领先指标，在 4 月份也出现大幅回落，预示着中国出口仍将承压。
- 疫情发展和中美经贸关系变化是影响中国出口增长的重要因素。在疫情方面，新兴市场疫情逐步蔓延，多国在解封后出现疫情反弹，加之经济重启后需求端恢复较慢，均对中国出口增长形成制约。在中美经贸关系方面，美国可能以追究疫情蔓延责任以及中国没有执行好第一阶段贸易协定为由恢复对中国出口商品加征关税，在大选期间特朗普也可能会利用执政优势树立对中国的强硬立场来拉取选票。近期，中国涉港的立法安排又为中美经贸关系增加了新的不确定性。
- 我们得出如下结论：一是 2020 年中国进出口金额大概率出现负增长，但降幅弱于全球平均；二是经常项目有望顺差，但顺差规模可能较上年有所收窄；三是在国内经济结构转型、外贸依存度下降背景下，外贸对于国民经济的间接影响要大于直接影响；四是在全球经济停摆情况下，中国依然能够保持进口能力并非坏事。
- 我们提出如下建议：一是加快推动外向型企业和地区转型；二是加快推动外贸发展方式转变；三是保障产业链供应链稳定；四是适时增加战略物资进口；五是加强亚洲区域经济合作。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

*管涛、刘立品为本报告重要贡献者

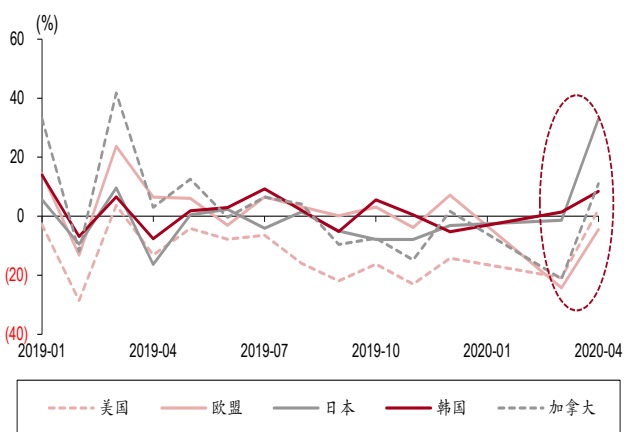
一、4 月份中国出口增速远超市场预期

2 月底以来，海外疫情加速蔓延，全球经济增长受到严重冲击。在外需疲弱背景下，4 月份中国按美元计价的出口增速为 3.5%，较 3 月份反弹了 10.1 个百分点，远超市场预期。究其原因，一方面，2019 年 4 月份出口增速为-2.71%，对日本、美国出口增速分别为-16%和-13%，低基数效应在一定程度上推升了 2020 年 4 月份出口增速；另一方面，海外防疫物资需求增加以及国内企业复工复产带动前期积压订单交付也对 2020 年 4 月份出口增速大幅反弹形成重要支撑。

国别角度：4 月份，中国对日本、韩国、加拿大、美国和欧盟出口增速有所改善。其中，对日本、韩国出口增速分别由 3 月份的-1.4%、1.4%反弹至 33%、8.4%；对欧盟、美国和加拿大出口增速在经历了 3 月份的大幅下滑后明显反弹，分别由-24.2%、-20.8%、-21.2%升至-4.5%、2.3%、11%（见图表 1）。相反，中国对东盟、巴西、南非和印度出口增速出现回落。其中，东盟出口是中国出口的重要亮点，出口增速由 3 月份的 7.7%回落至 4 月份的 4.2%，仍然保持正增长；对巴西、南非出口增速分别由 3 月份的 3.7%、-14.2%分别回落至-10.2%、-21.9%；对印度出口增速则由 3 月份的-2.6%快速降至-39.7%，下滑了 37 个百分点（见图表 2）。除了对部分国家出口存在低基数效应外，中国对主要国家出口增速变化也与当地疫情发展有关。疫情得到控制、经济逐渐重启的国家和地区，进出口能力恢复较快。相反，疫情风险上升、经济暂时停摆的国家和地区，进出口活跃度下降较多。

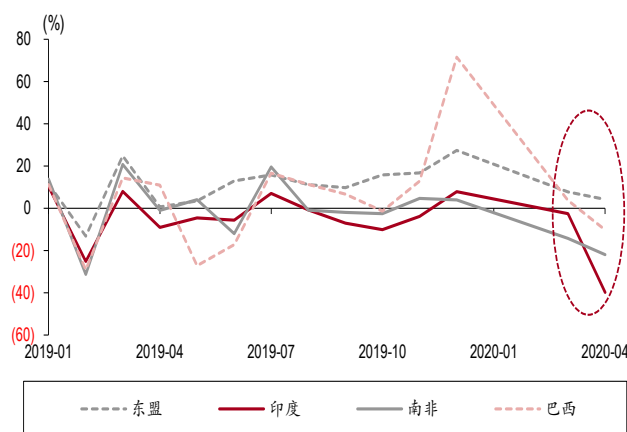
商品角度：4 月份，中国出口的医疗用品规模出现较快增长。其中，塑料制品出口继续保持高增长，同比增速由 3 月份的 56.8%升至 63.8%；医疗仪器及器械、自动数据处理设备及其部件、纺织纱线、织物及制品出口增速分别较 3 月份反弹了 48.3、53.6 和 55.7 个百分点，自动数据处理设备及其部件、纺织品出口增加额占货物出口增加额的比重分别为 94.6%和 71.7%，是出口增速的主要贡献项。这反映出海外疫情蔓延推升防疫物资需求。此外，灯具、照明装置及类似品、船舶出口虽然是负增长，但同比增速较 3 月份分别反弹了 18.3 和 18.7 个百分点，可能反映出国内企业复工复产带动前期积压订单交付。相反，服装及衣着附件的出口增速从 3 月份的-24.8%继续回落至-30.3%，出口增加额占货物出口增加额比重由-16.4%降至-43.5%，是出口增速的主要拖累项（见图表 3）。

图表 1. 4 月份出口增速回升的主要国家



资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 2. 4 月份出口增速回落的主要国家



资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 3.3、4 月份主要商品出口增速和贡献情况 (%)

主要出口商品	2020 年 3 月		2020 年 4 月		环比增速差异
	同比增速	变动额占比	同比增速	变动额占比	
货物出口	(6.6)	(100)	3.5	100	10.1
塑料制品	56.8	15.4	63.8	36.3	7.1
医疗仪器及器械	2.0	0.2	50.3	7.5	48.3
自动数据处理设备及其部件	(3.7)	(4.0)	49.9	94.6	53.6
纺织纱线、织物及制品	(6.3)	(4.6)	49.4	71.7	55.7
药材	11.5	0.1	13.6	0.2	2.2
农产品	4.0	2.0	5.4	5.0	1.4
灯具、照明装置及类似品	(21.4)	(3.4)	(3.1)	(1.2)	18.3
船舶	(30.7)	(3.3)	(12.0)	(2.7)	18.7
家具及其零件	(16.1)	(5.1)	(13.3)	(8.9)	2.9
液晶显示板	(19.7)	(3.1)	(19.4)	(4.8)	0.3
集成电路	10.2	6.2	7.0	8.2	(3.2)
成品油(海关口径)	0.4	0.1	(2.4)	(1.3)	(2.9)
未锻造的铝及铝材	(4.7)	(0.5)	(9.7)	(1.9)	(5.0)
玩具	(2.0)	(0.3)	(11.0)	(3.3)	(9.0)
水海产品	(12.6)	(1.6)	(15.6)	(4.0)	(3.0)
稀土	50.0	0.1	(19.7)	(0.1)	(69.7)
肥料	2.8	0.1	(30.0)	(2.8)	(32.8)
服装及衣着附件	(24.8)	(16.4)	(30.3)	(43.5)	(5.5)
箱包及类似容器	(22.8)	(2.9)	(39.9)	(13.5)	(17.1)

资料来源：海关总署，万得，中银证券

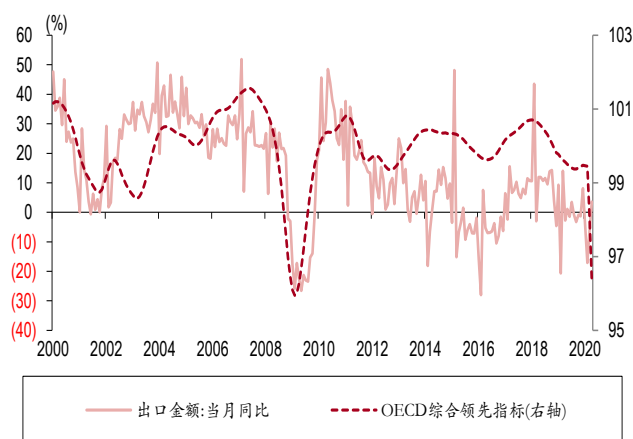
二、中国出口增速超预期态势恐难以维系

未来全球经济和贸易形势均存在较大不确定性。4月14日IMF预计，全球经济将在2020年收缩3%，如果疫情在2020年下半年消退，防控措施可以逐步取消，随着政策支持经济活动恢复正常，全球经济将在2021年增长5.8%，但如果2020年疫情持续时间拉长，甚至2021年出现二次暴发，还要将今明两年经济增速分别下调3个百分点和8个百分点。5月18日IMF总裁格奥尔基耶娃表示，可能会进一步下调全球经济预测。4月8日WTO预计，在乐观情景下，全球商品贸易量（进、出口量平均值）将在2020年下降13%，2021年反弹21%；但在悲观情景下，全球商品贸易将在2020年下降32%甚至更多，2021年反弹24%。

OECD 领先指标和全球 PMI 反映外需压力仍大。OECD 综合领先指标是反映全球经济增长态势，为经济周期拐点提供信号的重要指标。该指标与中国出口增速有较强正相关性，并具有一定的领先性。例如，上次金融危机时期，OECD 领先指标经历大幅下滑，并于2009年2月份达到低点后开始反弹，中国出口增速则在同年5月份达到低点后出现反弹（见图表4）。摩根大通全球综合 PMI 指数也是反映外需状况的常用指标，与中国出口增速具有一定正相关性（见图表5）。2020年4月份，中国出口增速出现超预期反弹，但同期 OECD 综合领先指标为 96.35，较上月回落 1.76，接近 2008 年金融危机时期最低点 95.95；摩根大通全球综合 PMI 指数为 26.5，较上月回落 12.7。

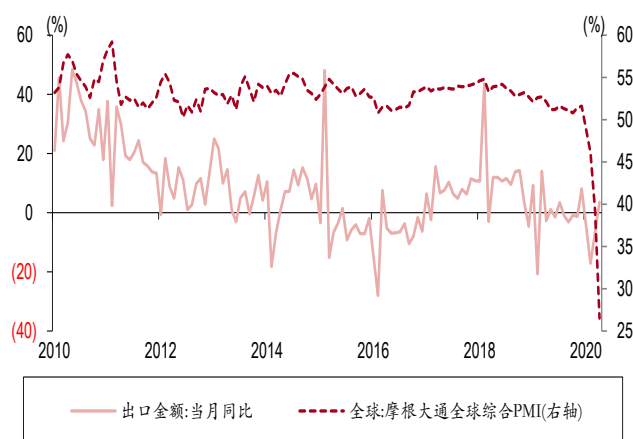
新出口订单指数大幅下滑预示中国出口或将承压。在制造业 PMI 的分项指标中，新出口订单指数反映了外贸企业的手持订单量，对短期出口形势具有较强的预判作用。从 2005 年至今的数据来看，出口增速与滞后四个月的新出口订单指数相关性较高，二者相关系数为 0.67。VAR 模型的脉冲响应图也显示，PMI 新出口订单指数领先出口增速 4 至 5 个月。2020 年 4 月份，PMI 新出口订单指数为 33.5%，较上月回落 12.9 个百分点，与同期出口增速大幅反弹形成明显反差。预计在前期积压订单完成交付后，当期订单减少对出口的压力将在数月内逐步显现（见图表6）。

图表 4.4 月份 OECD 领先指标接近上次金融危机低点



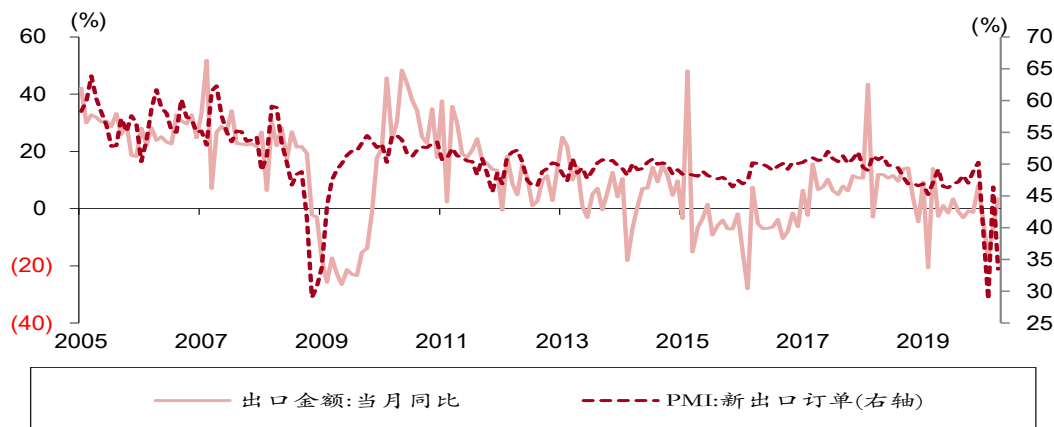
资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 5.4 月份摩根大通全球综合 PMI 指数降至 26.5%



资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 6.4 月份 PMI 新出口订单指数大幅下滑



资料来源：海关总署，万得，中银证券

三、疫情和中美关系是中国出口增长的“拦路虎”

关注海外疫情防控情况对出口的影响

警惕新兴市场疫情加速蔓延风险。从出口结构来看，近年来美欧日在中国出口贸易中的重要性有所下降，2019 年中国对美欧日出口占总出口比重为 40%，较 2008 年回落 7 个百分点；相反，新兴经济体在中国出口贸易中的重要性上升，2019 年中国对东盟出口占比为 14%，较 2008 年上升 6 个百分点，对印度、俄罗斯出口占比均上升了 1 个百分点。从各国疫情发展形势来看，欧洲国家疫情明显缓和，美国单日新增确诊病例也有所下降，但 5 月 26 日新增病例仍然接近 2 万，新兴市场新增确诊病例上升较快，5 月 26 日巴西新增病例接近 2 万，俄罗斯新增 8915 例，印度约为 6000 例，东盟（合计）新增 1342 例，南非新增 649 例。随着疫情重灾区从欧美转向新兴市场，这将影响中国出口市场化多元化的努力。

各国复工复产可能导致疫情出现反弹。4 月底以来，包括美国、德国、法国、意大利、西班牙等在内的多个国家先后出台“解封”政策以恢复经济发展（见图表 7、8），美国、德国等国餐厅订餐人数同比增速先后开始回升（见图表 9）。但是从韩国经验来看，在疫情缓和后宣布 5 月 6 日解封，随后疫情反复又迫使政府 5 月 9 日重启封锁措施（见图表 8）。更何况，美国和部分新兴市场在疫情没有出现明显好转的情况下也开始放松管制措施，很有可能会加速病毒传播，导致疫情二次冲击。这不仅会大幅推升救助成本，也会进一步加重对经济的伤害。

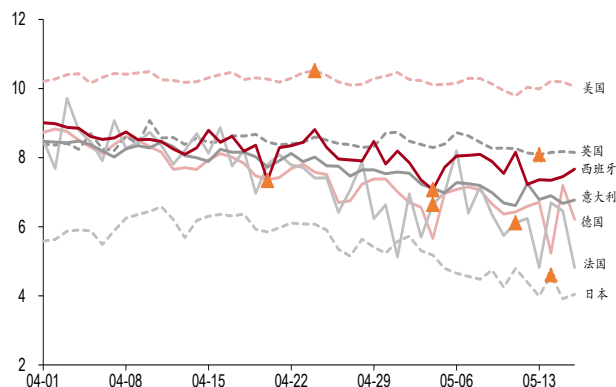
疫情造成的心理冲击制约需求快速恢复。即便多个国家重启经济活动，但由于对疫情反弹的担忧没有完全消退，企业和居民对经济前景和收入预期的恶化会导致需求恢复存在时滞。从经济率先重启的中国经验可以看到，4月份中国经济的需求端恢复弱于供给端：社会消费品零售总额同比增速为-7.5%，较上月回升8.3个百分点，固定资产投资累计增速为-10.3%，较上月回升5.8个百分点，均低于市场预期，但工业增加值同比增速为3.9%，较3月回升5个百分点，超出市场预期。

关注中美经贸关系变化对出口的可能冲击

第一阶段贸易协定执行情况可能成为美国恢复对中国进口商品加征关税的借口。今年初，中美双方正式签署的第一阶段经贸协议明确规定，2020年和2021年中国对美进口商品和服务总额合计增加2000亿美元，远超过两国商品和服务贸易增长的长期趋势（详见报告2020年4月8日《中美经贸协议中增加进口的安排能够兑现吗？》）。但是，疫情冲击下，全球经济增长放缓，跨境经贸往来受阻，大大增加了中国兑现扩大进口承诺的难度。据美方统计，今年一季度，美国商品出口金额下降3.8%，对华出口金额下降14.7%；据中方统计，今年前4个月，中国自美进口货物增速由一季度的-3.7%降至-5.9%，但降幅小于总体货物贸易进口增速（按美元计价）。同时，中国扩大自美农产品和能源进口本身也受制于美国供给能力和国际市场状况。如中方统计显示，今年一季度，中国自美进口农产品355.6亿元，增长1.1倍；进口猪肉16.8万吨，增加6.4倍，金额为30.4亿元，增长16倍。但在疫情冲击下，美国肉类供应链受到影响，导致美国肉价大幅上涨。4月份，美国季调CPI同比增速为0.4%，其中牛肉和猪肉价格同比增速分别为7.5%、6.8%（见图表10）。为满足美国国内需求，部分企业开始从出口转向本土市场¹。再如，据美方统计，今年一季度，美国对华出口原油数量同比下降53.8%，国际油价下跌导致出口原油金额同比下降55%。

美国还可能出于地缘政治考虑重新升级对华经贸摩擦。一方面，在美国疫情没有出现明显好转情况下，各州陆续出台解封政策，可能导致美国疫情进一步恶化。为了转移国内防疫不力的注意力，美国政府频频将疫情蔓延责任甩锅给中国，并威胁通过加征关税等措施进行追责。另一方面，鉴于遏制中国发展已经成为美国两党共识，中美经贸关系会是今年美国大选期间的热点话题，特朗普也可能利用执政优势树立对中国的强硬立场来拉取选票。尽管第一阶段协议中有不可抗力条款，让两国政府可以疫情影响为由重谈协议的执行进度安排，但出于大选政治的考虑，特朗普政府可能不会轻易松口。5月21日，美国白宫首席经济顾问库德洛表示，美中两国达成的第一阶段贸易协议依然完好，没有重新谈判的计划²。事实上，近期，美国政府为对中国加强技术封锁，不断扩大出口管制范围和将更多中资企业纳入“实体清单”，并通过收紧中概股赴美上市挂牌的条件和限制联邦养老金对中国投资，将经贸冲突进一步扩大至金融领域。近期，中国涉港的立法安排又为中美两国经贸关系增加了新的不确定性。

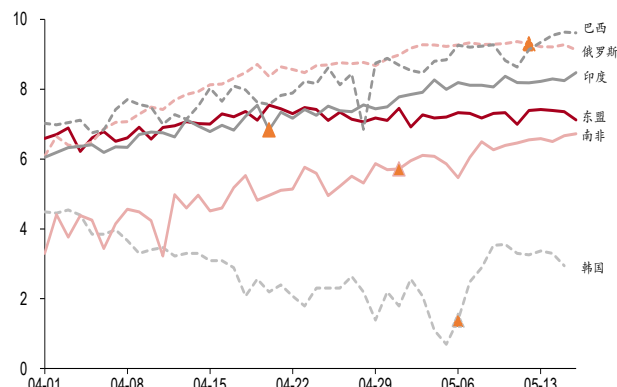
图表 7. 主要发达经济体单日新增病例与解封日期



资料来源：万得，中银证券

注：纵坐标为新增病例对数值，▲对应解封日期

图表 8. 主要新兴经济体单日新增病例与解封日期



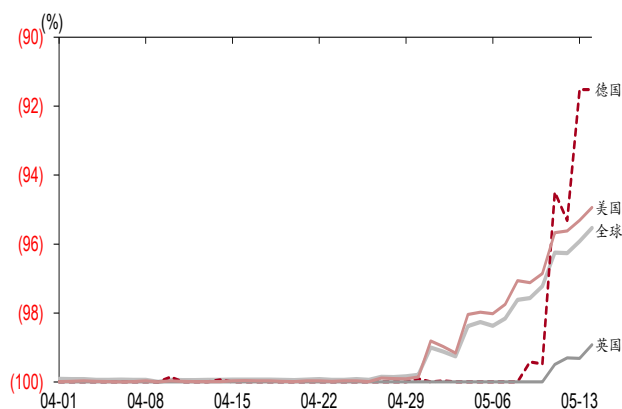
资料来源：万得，中银证券

注：纵坐标为新增病例对数值，▲对应解封日期

¹ 环球网，<https://m.huanqiu.com/article/3yDVvyl7UaM>，2020年5月13日。

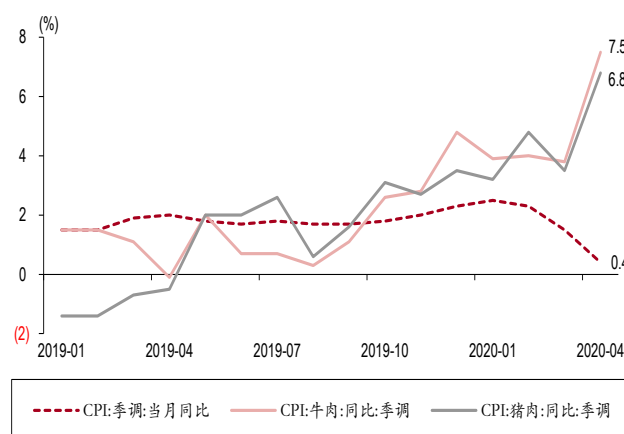
² Yahoo，<https://finance.yahoo.com/news/renewed-us-china-tensions-put-130001953.html>，2020年5月22日。

图表 9. 餐厅订餐人数同比增速变化情况



资料来源: OpenTable, 中银证券

图表 10. 在疫情冲击下, 美国国内肉类价格出现明显上涨



资料来源: 美国劳工部, 万得, 中银证券

四、主要结论

今年中国进出口金额大概率出现负增长, 但降幅弱于全球平均。受累于全球经济衰退影响, 预计今年中国进出口金额大概率出现负增长, 但进出口降幅要弱于全球平均, 主要基于以下三方面原因。一是中国疫情已经得到基本控制, 并率先推动企业复工复产, 经济在全球范围内具备比较增长优势。二是中国已经深度嵌入全球产业链供应链。麦肯锡全球研究院数据显示, 在 186 个国家和地区中, 33 个国家的第一大出口目的地是中国, 65 个国家的第一大进口来源地是中国³。因此, 其他国家的进出口贸易 (哪怕是最低限度的进出口贸易) 会在一定程度上推动中国贸易增长 (详见报告 2020 年 3 月 3 日《新冠疫情与制造业转移: 会影响中国全球产业链供应链地位吗?》)。三是由于中国具备产业门类齐全优势, 其他国家产业链供应链中断, 反而有利于增强中国产品的替代能力。例如, 4 月份越南纺织品出口增速为-17.4%, 而中国纺织品出口增速则高达 49.4%。

今年中国经常项目有望顺差, 但顺差规模可能较上年有所收窄。经常项目差额取决于储蓄投资缺口。虽然一季度我国经常项目出现逆差, 但由于储蓄大于投资的结构因素短期不会改变。特别是在经济增速放缓时, 居民收入预期恶化导致消费倾向降低, 并出现民间投资不足, 因此, 预计出口能力恢复将快于进口, 货物贸易仍有望出现顺差, 进而支撑全年经常项目顺差。但由于中外经济增速差距重新扩大, 因此, 经常项目顺差规模可能较上年有所收窄。在结构上, 货物和服务贸易差额继续对经常项目收支发挥主导作用, 可能表现为货物贸易顺差缩小、服务贸易逆差下降。

外贸对国民经济的间接影响要大于直接影响。在 GDP 支出法核算公式中, 贸易差额反映国外对国内货物和服务净需求。随着中国经济结构从外需转向内需, 外贸依存度逐步下降, 外贸对国民经济的直接影响变小。但考虑外贸进出口与企业生产经营、居民就业和收入预期息息相关, 因此在评估外贸对经济的影响时, 除了要看贸易差额的变动外, 还要关注进出口的变动情况。例如, 前 4 个月中国进、出口额负增长体现了疫情对全球经济以及产业链供应链的冲击。另据商务部估算, 中国外贸进出口直接或间接带动就业超过 1.8 亿人⁴。外贸持续低迷会加剧就业压力, 进而影响居民收入预期。

在全球经济停摆情况下依然能够保持进口能力并非坏事。中国按照第一阶段贸易协定扩大农产品进口, 这在一定程度上可以缓解国内农产品供给短缺导致的通胀压力。设备、原材料进口增加也会影响企业供应能力。例如, “外商投资企业作为投资进口的设备、物品”是在资本项下记录为 FDI 流入, 经常项下记录为货物进口; 加工贸易进口备料往往用于复出口, 这部分进口增加也会带动加工贸易出口。此外, 为了应对国外的技术封锁, 国内高科技公司可能会增加进口备货, 以备不急之需。

³ 麦肯锡全球研究院, 中国与世界: 理解变化中的经济联系, 2019 年 7 月。

⁴ 中国政府网, http://www.gov.cn/xinwen/2019-09/29/content_5435035.htm, 2019 年 9 月 29 日。

五、政策建议

加快推动外向型企业 and 地区转型。在国内疫情蔓延时期，疫情防控导致外贸企业生产被迫中断。随着国内疫情逐步好转，海外疫情开始加速蔓延导致订单需求大幅萎缩，对外向型企业和地区均产生较大冲击。上次金融危机时期，中国经济经历了短暂衰退后便实现了“V”型反弹。但目前来看，全球疫情形势和经济增长仍然存在较大不确定性。如果疫情持续时间较长，则意味着经济衰退持续时间也会更长。按照 WTO4 月初的预测，在乐观情景下，2021 年全球商品贸易量将略高于 2019 年，约为 1.05 倍，而在悲观情景下，2021 年全球商品贸易量也只有 2019 年的 84%。因此，要加快推动外向型企业和地区内外兼修，并要做好最坏的打算。一方面，加快推动外贸企业数字化转型，例如支持跨境电商、鼓励外贸企业举办线上展会等，拓展企业销售渠道；另一方面，加快推动生产标准国际化，助力企业立足国内和国际两个市场，增强企业抵御外部风险能力。

加快推动外贸发展方式转变。为应对疫情冲击，全球主要央行采取了大规模货币刺激政策。由于中国货币政策仍处于正常状态，并且国内经济率先步入复苏进程，因此，不排除中国有可能重新面临大规模资本流入，加剧汇率升值压力，进而削弱出口竞争力。为此，需要加快推动外贸发展方式从过去以价取胜转向以质取胜，加强自主出口品牌建设，提高出口产品附加值率和非价格竞争力。同时，要大力发展外贸新业态，加大市场采购贸易方式试点力度。以佛山市为例，正是由于市场采购出口大幅增长，带动该市前 4 个月出口依然实现正增长，累计增速为 0.5%，而同期广东省出口增速为 -9.8%。此外，还要与国内经济转型、产业升级相结合，大力发展国内服务业，提升服务业国际竞争力，改善服务贸易收支状况。

保障产业链供应链稳定。当期中国已经深度融入全球分工体系，此次疫情严重破坏了全球产业链供应链稳定，也对国内企业产生了较大影响。在国内疫情暴发期间，部分中国企业停产导致国外企业面临断供风险；而随着海外疫情加速蔓延，国外企业停产以及海外需求减少反过来影响国内企业的生产和销售。为保障产业链供应链稳定，需要针对不同类型的企业采取针对性的支持政策，疏通上中下游流通环节。具体而言，对于面临进口零部件断供风险的企业，要引导企业加强海外供应监测，制定替代预案，保障进口通道畅通；对于因国内疫情防控而无法正常经营的企业，要根据所在地的疫情发展情况逐步恢复企业生产供应，企业产生的相关亏损，应加大财政帮扶力度；对于出口受阻的企业，要疏通企业出口通道，积极引导支持企业拓展国际市场，并提升企业产品在国外的竞争力。

适时增加战略物资进口。在疫情冲击下，世界经济陷入深度衰退，大宗商品价格处于低迷状态。基于此，建议抓住时机增加战略物资进口。这可以实现一石多鸟：一是将部分外汇储备转为战略物资储备，增强经济发展后劲，并减少外汇储备的风险暴露；二是通过加大国内战略物资收储设施建设，部分拉动社会投资；三是可以稳定国际大宗商品价格，支持新兴市场和发展中国家的经济发展。

加强亚洲区域经济合作。近年来逆全球化思潮日益高涨，未来全球经济、贸易、供应链可能会呈现碎片化和区域化特点。鉴于亚洲国家文化具有相似性，各国之间容易达成共识，政策协调相对简单，中国应该通过积极推动区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的签署工作和中日韩自贸协定（FTA）谈判进程，强化亚洲区域经济合作。此外，除了经济合作之外，亚洲国家还需要在公共卫生方面加强交流合作，实现信息共享、合作研发，共同维护亚洲公共卫生安全。同时，还可借此机会推动发展亚洲地区的巨灾保险产品。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371