



战争冲击下的出口机遇

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

战争冲击下的出口机遇

能源冲击下，凭借着独立性更高的能源供应链，中国高能耗商品（纸浆、非金属矿物制造业、钢铁制造业、有色金属制造业）、能化商品（化学制品行业，包括无机化学品、有机化学品）、半导体及相关器材行业（这里主要使用 HS8541、HS8542 口径的集成电路、半导体器件等）、新能源相关商品出口或有望上行，并支撑后续出口增速。后续值得关注的是以美国为代表的全球需求端的变化。

风险提示

本文对中国份额和变动的估算存在一定主观判断，实际出口份额变化或超预期。

地缘政治冲突对经济和全球贸易的影响偏向于主观判断，关注后续地缘政治冲突的变化和对经济的超预期影响。

出口是今年经济的压舱石，但地缘政治冲突、AI 贸易等对出口的影响存在不确定性，关注相关行业的变动。



内容目录

战争冲击下的出口机遇.....	3
风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 部分地区化石能源自给率	3
图表 2: 主要地区对中东能源抗冲击能力排序	4
图表 3: 2022 年中国-欧盟出口商品份额的变化	4
图表 4: 主要地区对中东地区原油和相关加工业的完全消耗系数	6
图表 5: 主要地区对中东四国能源行业的直接消耗系数	6
图表 6: 主要地区对中东四国能源行业的完全消耗系数	7
图表 7: 主要地区的发电方式	8
图表 8: 韩国分行业用电与电耗情况	8
图表 9: 台湾分行业用电与电耗情况	9
图表 10: 日本分行业分行业用电与电耗情况	9
图表 11: 各地化工行业对中东能源的依赖情况	10
图表 12: 新能源相关商品出口	11
图表 13: 原油价格大幅上行或推升全球出口贸易价格增速与出口增速	11
图表 14: 商品贸易增量的预测	12

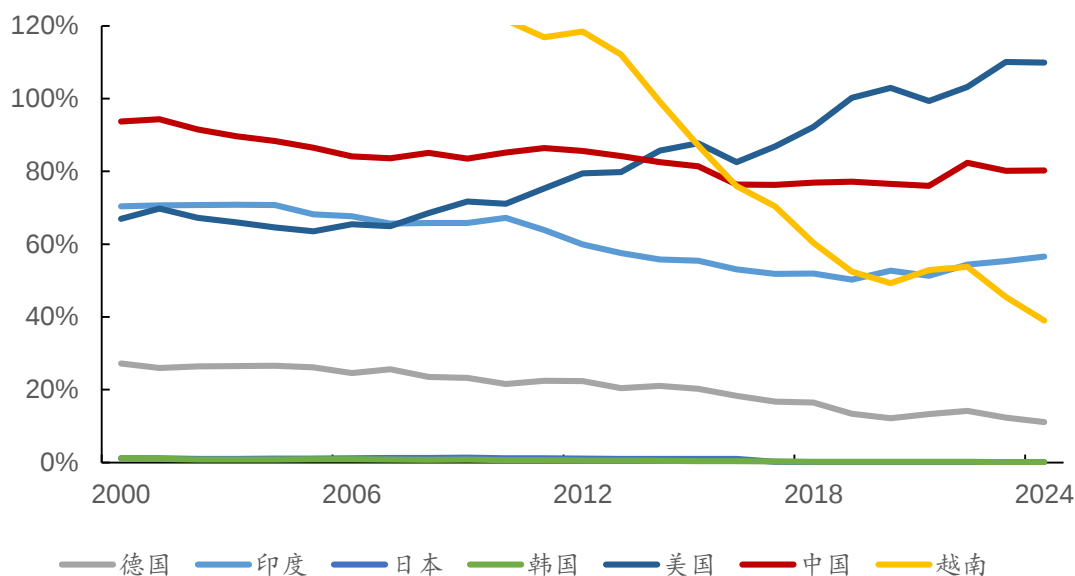


战争冲击下的出口机遇

从关税战到全球公共卫生事件再到俄乌冲突，全球供应链持续承压（OPEC+等地区提供能源，拉美、澳大利亚等地区提供矿产资源，东亚和东南亚等地区负责加工制造），此次美以伊冲突对全球能源、航运、制造业、供应链的稳定和安全构成了新一轮威胁。

中国的能源结构以煤炭为核心，煤炭、石油、天然气、核电和可再生能源的消费占比分别为 51.4%、18.2%、8.7%、21.7%。较高的煤炭和可再生能源消费比重对应了较高的能源自给率。2025 年中国能源自给率（生产总量/消费总量）为 83%，化石能源的自给率为 80%，显著高于越南、印度、德国、日本、韩国等国（图 2）。中国大陆对霍尔木兹海峡的直接依赖度为 7%，综合抗冲击系数为 76%，韩国、中国台湾、新加坡、日本对霍尔木兹海峡油气的直接依赖度分别为 33%、27%、26%、21%，受冲击最明显。

图表1：部分地区化石能源自给率



来源：our world in data, 国金证券研究所



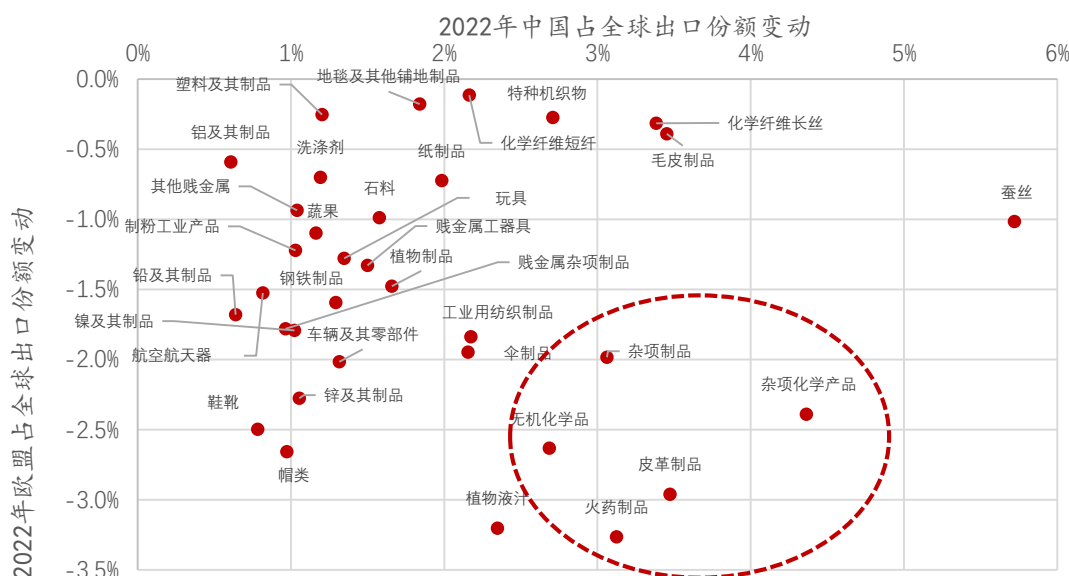
图表2：主要地区对中东能源抗冲击能力排序

国家/地区	油气冲击敏感度					油气危机抗冲击系数				
	霍尔木兹油气进口占一次能源比重	石油进口占一次能源比重	天然气进口占一次能源比重	石油消费+进口气占一次能源比重	终端能源总量(EJ)	本地天然气占终端能源	本地煤炭占终端能源	核能占终端能源	可再生能源占终端能源	综合抗冲击系数
印度尼西亚	1%	16%	-8%	29%	5.2	22%	48%	0%	7%	77%
中国内地（大陆）	7%	13%	4%	22%	87.7	7%	54%	2%	13%	76%
美国	1%	-2%	-5%	38%	44.5	47%	8%	6%	9%	70%
巴基斯坦	25%	25%	12%	38%	1.6	40%	12%	5%	9%	65%
印度	13%	23%	3%	30%	20	4%	44%	1%	7%	56%
马来西亚	12%	14%	-25%	36%	2.4	48%	0%	0%	6%	54%
法国	—	30%	13%	43%	3.9	0%	0%	32%	14%	46%
越南	—	19%	0%	26%	2.4	5%	22%	0%	18%	45%
泰国	27%	34%	14%	60%	2.6	23%	3%	0%	5%	31%
墨西哥	—	-6%	28%	71%	4	20%	1%	1%	6%	29%
德国	—	35%	23%	60%	5.7	2%	7%	0%	17%	26%
日本	21%	36%	19%	56%	8.5	0%	0%	3%	9%	13%
韩国	33%	40%	18%	60%	6.6	0%	0%	9%	3%	13%
菲律宾	10%	39%	5%	46%	1	0%	0%	0%	10%	10%
中国台湾	27%	34%	24%	59%	2.3	0%	0%	2%	5%	6%
新加坡	26%	86%	12%	99%	1.4	0%	0%	0%	1%	1%
中国香港	—	65%	20%	86%	0.3	0%	0%	0%	1%	1%

来源：J P MORGAN，国金证券研究所

2022 年俄乌战争引发欧洲能源供应短缺，导致两类欧洲制造业的产能转移到中国：一类是原油产业链相关商品，比如杂项化学品、无机化学品、火药等化学制品、纺织制品等；另一类是高耗能商品，比如贱金属、钢铁制品、锌镍制品等。2022 年中国能化商品的出口份额大幅上行 1.9 个百分点，东盟、欧盟、日本的出口份额分别下降 0.9、0.7、0.5 个百分点；中国高耗能商品（钢铁、钢铁制品、有色金属制品、贱金属及其制品等）的出口份额上行 1.3 个百分点，欧盟的出口份额下降 0.7 个百分点。

图表3：2022 年中国-欧盟出口商品份额的变化



来源：trademap，国金证券研究所

我们用全球投入产出表计算了各地区和行业对中东能源的直接消耗系数/完全消耗系数（直接/完全消耗系数越大，对中东地区的依赖度越高），从结果来看，泰国、韩国、中国台湾、日本、菲律宾等地区对中东地区的能源依赖度最高，俄罗斯、美国、加拿大等地区对中东地区的能源依赖度最低，中国对中东地区的依赖度则处于中等水平（见图 5、6）。

横向比较各地区和行业对中东能源的依赖度，以下几类产业的产能和出口份额可能转移到国内：



一是泰国、日本、中国台湾、韩国的高耗电行业。

泰国、日本、中国台湾、韩国天然气发电占总发电的 28% 以上，电力和燃气供应业对中东四国能源的完全消耗系数在 10% 以上，而中国的完全消耗系数仅为 3.6%。

韩国的半导体及相关器件、热轧钢板及板材是用电大户，占韩国总用电的 8.4%、7.3%，中国台湾的半导体制造业、石油及煤制品制造业、钢铁制造业用电占总用电的 11.7%、7.1%、6.2%，日本的粗钢、钢材、钢铁铸锻制品占工业用电的 15%，泰国的食品生产、电气机械和设备生产、钢铁工业用电占总用电的 7.5%、6.4%、4.7%。（见图 8、9、10）

韩国的水泥、粗钢、纸张的单位产出电耗超过了 10%，中国台湾的石油及煤制品制造业、基本化学材料制造业、纸浆制造业的单位产出电耗超过了 15%，日本的无机化学品、钢铁铸锻制品、纸浆的单位产出电耗超过了 10%。

因此，如果以上地区出现用电紧张，这些地区的钢铁、纸浆、无机化学品和半导体的产能可能率先向中国转移。

二是韩国、日本、印度的石化和化工制造业。

以原油为核心的化工链条将面临供给短缺和成本上升的压力，泰国、日本、韩国的化学品和化学制造业对中东能源的直接消耗系数分别为 0.05、0.02、0.02，而中国接近 0。考虑产出规模后，韩国、日本、印度对中东四国能源的依赖度大幅高于其他地区（图 11）。

这意味着，韩国、日本、印度三地的化工行业更容易出现原料短缺压力，且上游原料供给短缺会成为下游产业链的产能瓶颈，相关商品的订单和产能可能转向中国。

除化学原料行业外（主要是有机、无机化学品），韩国的化学纤维、合成树脂和橡胶、化肥和农药、蓄电池对有机和无机化学原料的直接消耗系数达到了 46%、38%、22%、17%；日本合成树脂、化学纤维、橡胶制品、药剂、化学肥料对基础石化产品、有机和无机化工品的直接消耗系数达到了 35.5%、26.2%、18.5%、17.7%；印度的橡胶和塑料制品、医药和医药化学品对有机和无机化学品的直接消耗系数达到了 28.6%、25%。

从产业链视角看，除化学原料行业外，随着库存的逐渐下滑，原材料的短缺会向更广泛的产业链传导，上述地区的化学纤维、树脂和橡胶、化肥和农药、医药等的产能和订单或转向中国。

额外需要注意的是，出于供应链安全等方面的考虑，中国或也在主动减少相关商品的出口，比如为了保障国内春耕等，2026 年 3 月 25 日，海关已暂停除硫酸铵以外的所有肥料产品出口通关，包括磷肥、尿素、钾肥、复合肥等。但相比海外，中国备份产业更为完善，随着原油价格走高，中国的新型煤化工开始具有经济性（盈亏平衡线在油价 50-70 美元/桶），原材料的短缺压力更低，化学纤维、橡胶等其他行业或相对受益。

三是完全消耗系数视线下，相比于日韩、东南亚等地区，中国在非金属制造业、钢铁、有色、造纸、橡胶、塑料、纺织服装、家具制造等行业上也具有比较优势。

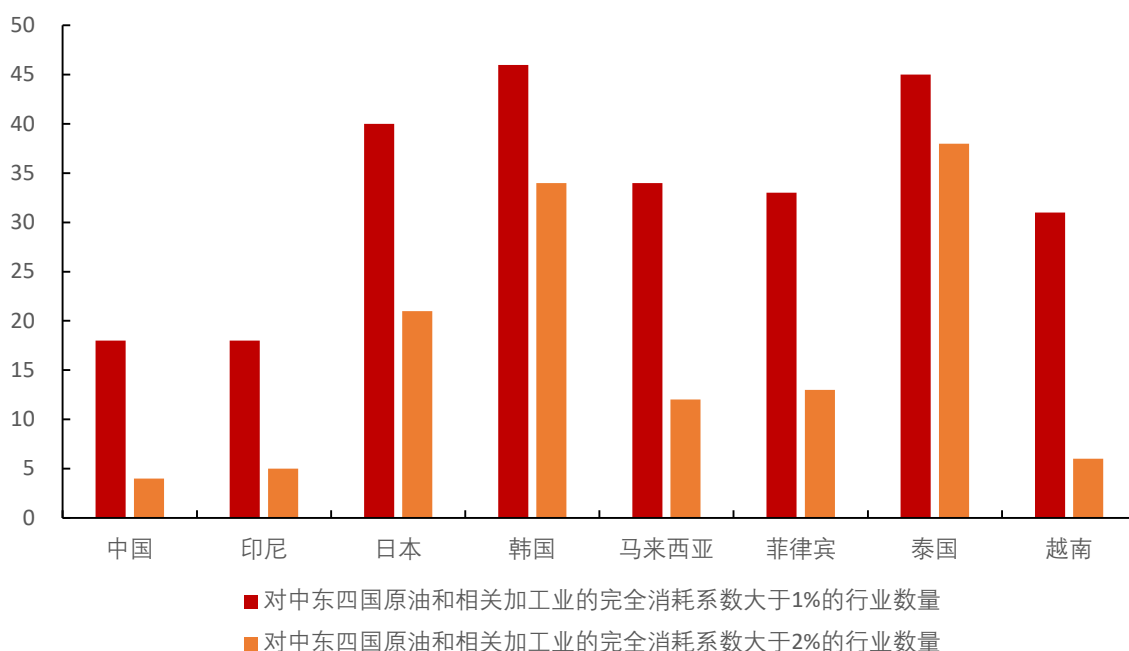
从直接消耗系数上看，除电力和能化行业之外，日韩、中国、东南亚等主要地区对中东四国能源的直接消耗系数差距并不明显，相对优势较弱。仅泰国在有色金属、非金属、钢铁等行业上对中东四国能源的直接消耗系数明显高于其他地区。不过泰国相关产业产出占国内总产出的比重仅 2.4%，整体影响较小。

但从产业链视角上看，电力、能化行业几乎涉及了主要工业行业，完全消耗系数显示在与电力、能化行业关联度较高的高电耗行业（非金属制造业、钢铁、有色、造纸）、能化产业链（橡胶、塑料、纺织服装）上，中国相比于日韩、泰国、菲律宾、印度等均具有比较优势，中国占相关行业的份额或有望上行。

最后，除原油、能化等相关产业外，东南亚地区的航运业对中东地区的能源依赖度也较高，其中航空运输业大于陆路运输业大于水陆运输业。但运输业作为服务业，并不太涉及全球竞争，海运船舶和国际航司也可以在全球主要港口、机场加油。需要关注的是，如果油价持续上行，运输业或面临较大的成本冲击，航运效率或有所下滑。



图表4：主要地区对中东地区原油和相关加工业的完全消耗系数



来源：OECD，国金证券研究所

图表5：主要地区对中东四国能源行业的直接消耗系数

对中东地区能源的直接依赖度	焦炭和精炼石油产品制造	电力、燃气等供应	化学品和化学制品制造	贵金属、有色金属制造	其他非金属矿物制品制造	基本钢铁制造	其他采矿和采石
泰国	0.18	0.17	0.05	0.04	0.04	0.04	0.03
韩国	0.20	0.08	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
中国台湾	0.21	0.14	0.01	0.00	0.00	0.01	0.04
文莱	0.11	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	0.27	0.16	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
菲律宾	0.19	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
印度	0.14	0.05	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
巴基斯坦	0.14	0.06	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01
马来西亚	0.05	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
立陶宛	0.14	0.06	0.04	0.01	0.02	0.02	0.02
新加坡	0.15	0.03	0.01	0.00	0.00	0.01	-
希腊	0.08	0.03	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00
土耳其	0.15	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
越南	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
老挝	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00
中国大陆（内地）	0.07	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
波兰	0.08	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
印度尼西亚	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
新西兰	0.11	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
法国	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
缅甸	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
意大利	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
阿根廷	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
澳大利亚	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
英国	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
墨西哥	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
德国	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加拿大	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
美国	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中国香港	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
俄罗斯联邦	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：OECD，国金证券研究所

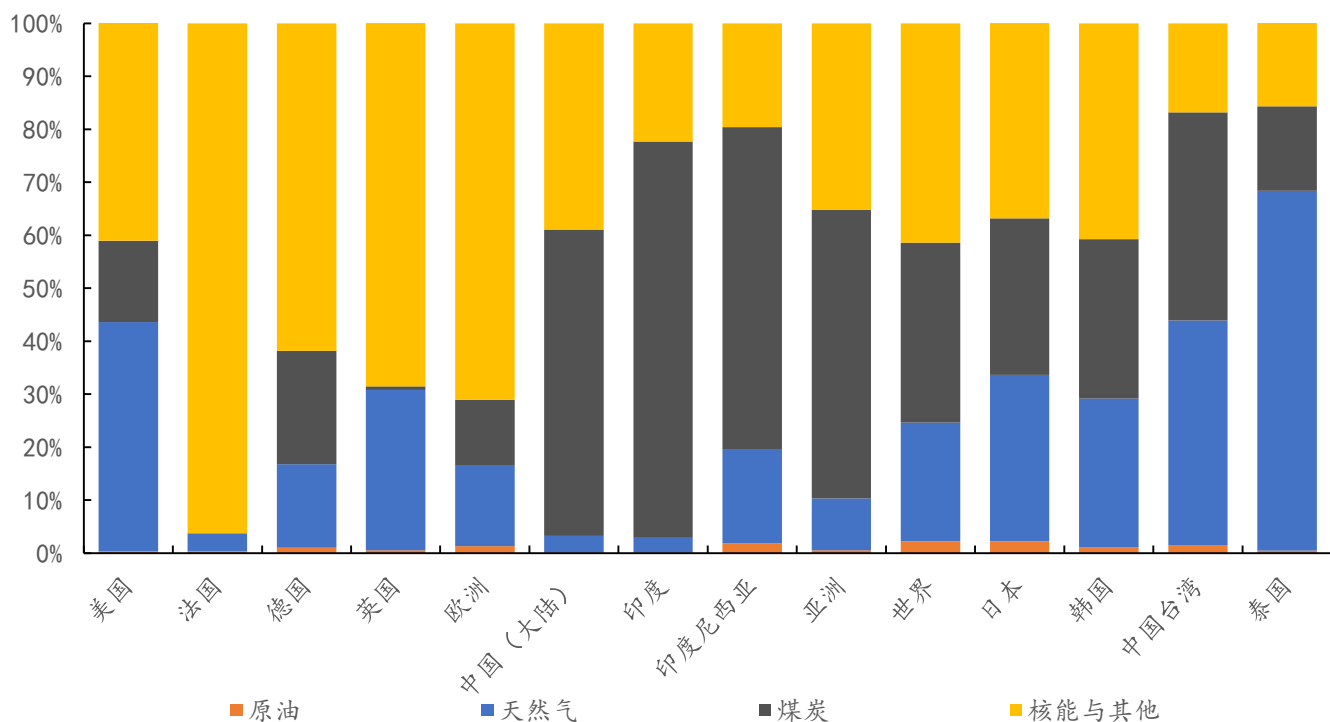

图表6：主要地区对中东四国能源行业的完全消耗系数

对中东地区能源的 依赖度	电力、燃 气等供应	焦炭和精 炼石油产 品制造	航空运输	化学品和 化学制造 业	其他非金 属矿物制 造业	基本钢铁 制造	陆路运输 和管道运 输	贵金属、 有色金属 制造	纸、印刷 和记录媒 体复制	水路运输	橡胶和塑 料制造业	纺织品、 服装、皮 革相关制 造业	家具制造
泰国	0.226	0.208	0.099	0.098	0.095	0.080	0.077	0.076	0.062	0.059	0.046	0.044	0.041
韩国	0.128	0.234	0.052	0.072	0.049	0.042	0.035	0.036	0.031	0.081	0.039	0.028	0.023
中国台湾	0.159	0.231	0.099	0.069	0.033	0.036	0.061	0.023	0.028	0.006	0.035	0.022	0.014
文莱	0.033	0.146	0.098	0.057	0.021	0.014	0.005	0.008	0.026	0.070	0.030	0.018	0.027
日本	0.214	0.301	0.069	0.074	0.027	0.030	0.024	0.025	0.025	0.063	0.027	0.024	0.013
菲律宾	0.044	0.259	0.106	0.042	0.024	0.022	0.040	0.018	0.019	0.047	0.023	0.015	0.011
印度	0.066	0.160	0.083	0.069	0.035	0.026	0.039	0.023	0.027	0.026	0.040	0.025	0.019
巴基斯坦	0.125	0.171	0.061	0.034	0.025	0.025	0.035	0.028	0.020	0.030	0.023	0.007	0.016
马来西亚	0.022	0.077	0.054	0.040	0.022	0.018	0.034	0.015	0.020	0.042	0.023	0.016	0.017
立陶宛	0.072	0.150	0.022	0.050	0.031	0.024	0.012	0.019	0.013	0.006	0.015	0.007	0.006
新加坡	0.048	0.182	0.043	0.031	0.021	0.025	0.018	0.013	0.014	0.026	0.015	0.012	0.011
希腊	0.039	0.098	0.030	0.026	0.019	0.023	0.020	0.013	0.013	0.029	0.015	0.011	0.008
土耳其	0.062	0.179	0.035	0.022	0.017	0.013	0.015	0.011	0.013	0.011	0.018	0.011	0.010
越南	0.011	0.029	0.035	0.028	0.013	0.009	0.027	0.008	0.015	0.031	0.023	0.012	0.012
老挝	0.014	0.033	0.055	0.027	0.013	0.014	0.024	0.014	0.014	0.007	0.020	0.010	0.011
中国大陆（内地）	0.036	0.090	0.032	0.023	0.014	0.014	0.018	0.011	0.010	0.019	0.014	0.006	0.008
波兰	0.023	0.099	0.036	0.021	0.011	0.011	0.019	0.009	0.008	0.007	0.007		0.006
印度尼西亚	0.014	0.037	0.030	0.029	0.014	0.005	0.020	0.008	0.013	0.037	0.019	0.010	0.011
新西兰	0.043	0.130	0.015	0.022	0.012	0.011	0.015	0.010	0.009	0.006	0.011	0.006	0.006
法国	0.020	0.040	0.028	0.018	0.011	0.012	0.022	0.008	0.007	0.018	0.007	0.006	0.006
缅甸	0.013	0.048	0.036	0.010	0.012	0.012	0.022	0.010	0.008	0.017	0.009	0.004	0.006
意大利	0.019	0.032	0.033	0.019	0.011	0.013	0.017	0.010	0.008	0.024	0.009	0.006	0.006
阿根廷	0.011	0.015	0.024	0.007	0.004	0.004	0.019	0.003	0.004	0.006	0.005	0.003	0.003
澳大利亚	0.008	0.022	0.014	0.012	0.005	0.007	0.011	0.006	0.005	0.009	0.008	0.004	0.004
英国	0.009	0.014	0.025	0.006	0.004	0.004	0.013	0.004	0.005	0.012	0.005	0.002	0.003
墨西哥	0.002	0.008	0.012	0.006	0.003	0.005	0.005	0.003	0.003	0.005	0.005	0.003	0.003
德国	0.007	0.024	0.007	0.007	0.004	0.005	0.004	0.005	0.003	0.006	0.005	0.003	0.002
加拿大	0.004	0.025	0.006	0.006	0.004	0.005	0.003	0.004	0.003	0.007	0.004	0.003	0.002
美国	0.005	0.016	0.005	0.004	0.003	0.004	0.005	0.003	0.002	0.007	0.004	0.003	0.002
中国香港	0.003	0.007	0.007	0.004	0.007	0.006	0.002	0.003	0.003	0.011	0.004	0.002	0.001
俄罗斯联邦	0.001	0.001	0.001	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002	0.003	0.002	0.001

来源：OECD，国金证券研究所

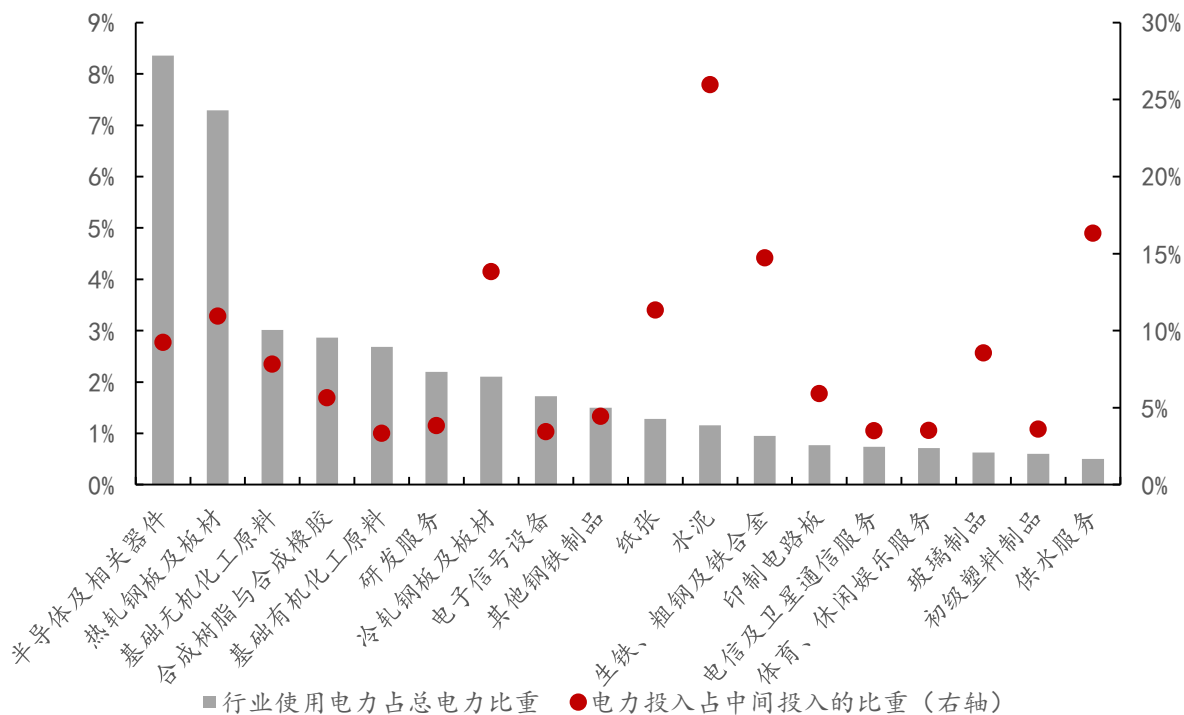


图表7：主要地区的发电方式



来源：Ember, 国金证券研究所

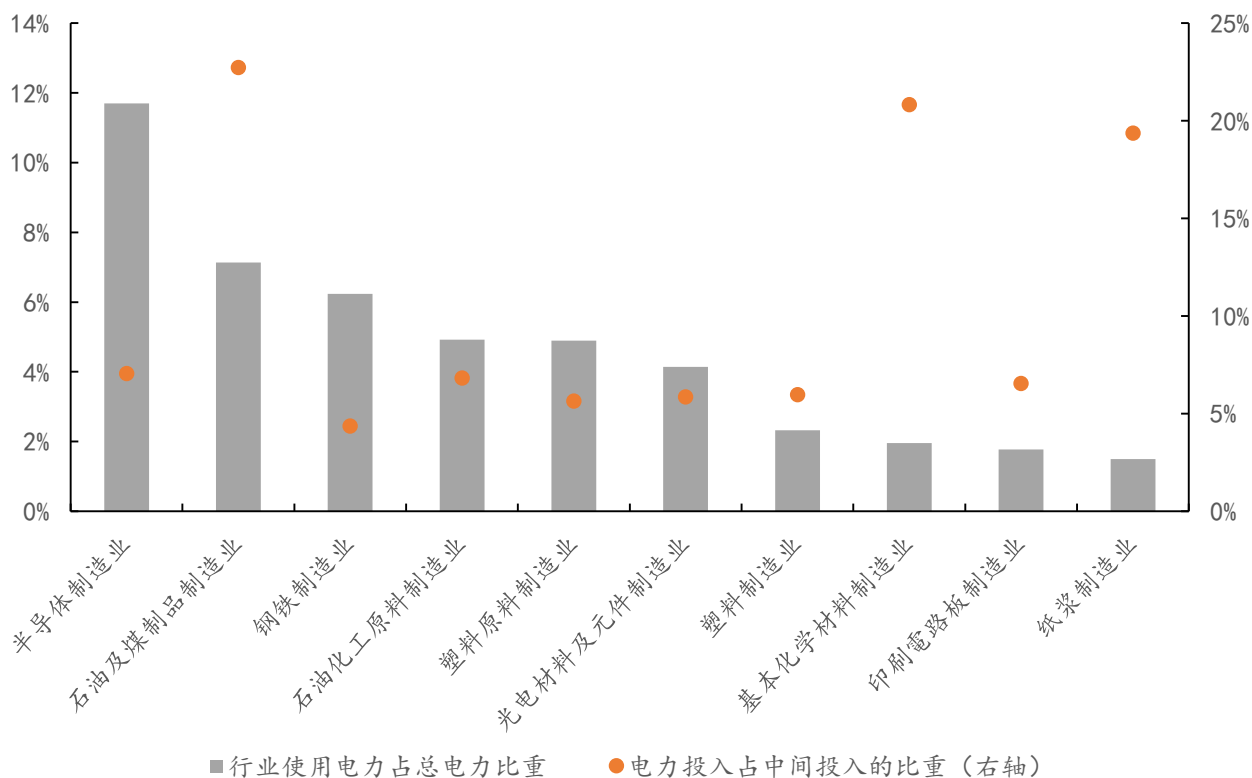
图表8：韩国分行业用电与电耗情况



来源：韩国央行，国金证券研究所（注：按照行业用电占总用电比重来选取行业，部分行业电耗较高，但总用电规模并不大，比如有色金属制品、金属铸件等）

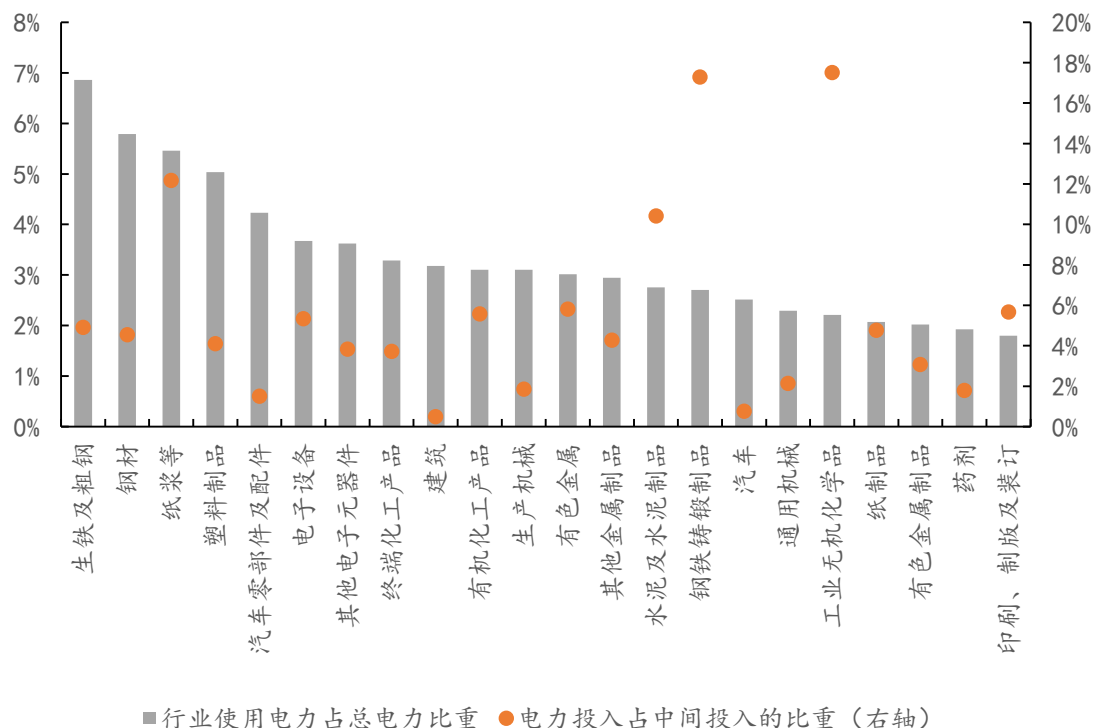


图表9：台湾分行业用电与电耗情况



来源：中国台湾统计局，国金证券研究所（注：按照行业用电占总用电比重来选取行业，部分行业电耗较高，但总用电规模并不大，比如除黑色、铝之外的基本金属单位电耗为 9%，但占总用电规模仅 1%，因此并未显示）

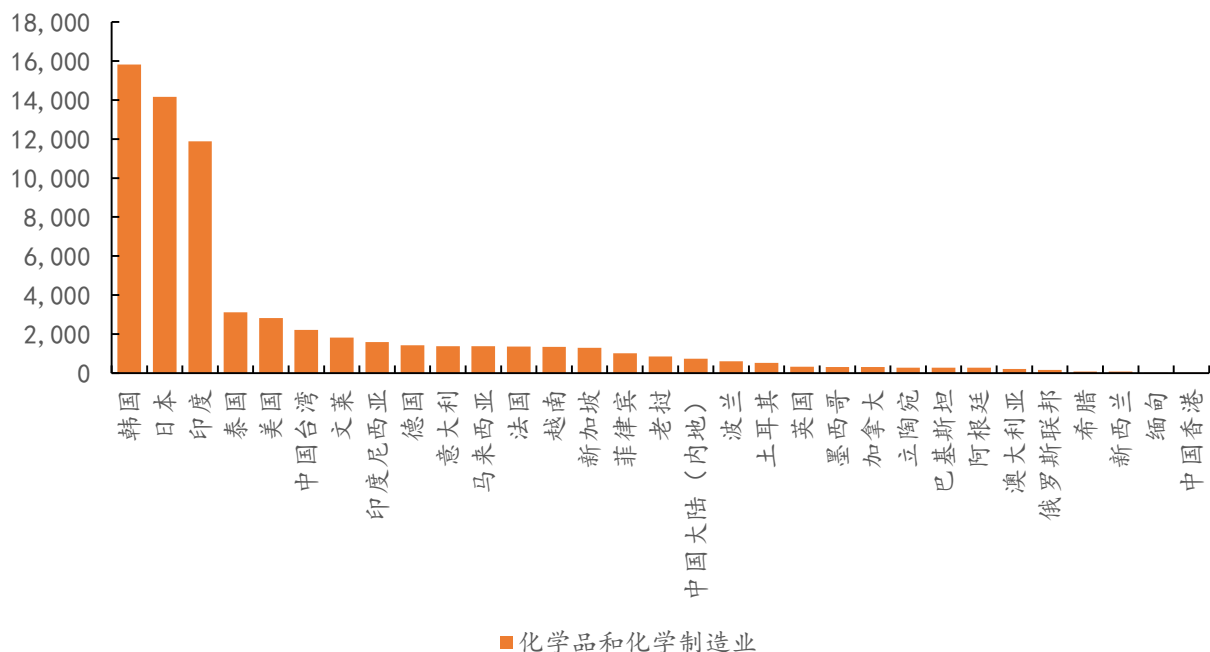
图表10：日本分行业分行业用电与电耗情况





来源：日本统计局，国金证券研究所

图表11：各地化工业对中东能源的依赖情况



来源：OECD，国金证券研究所

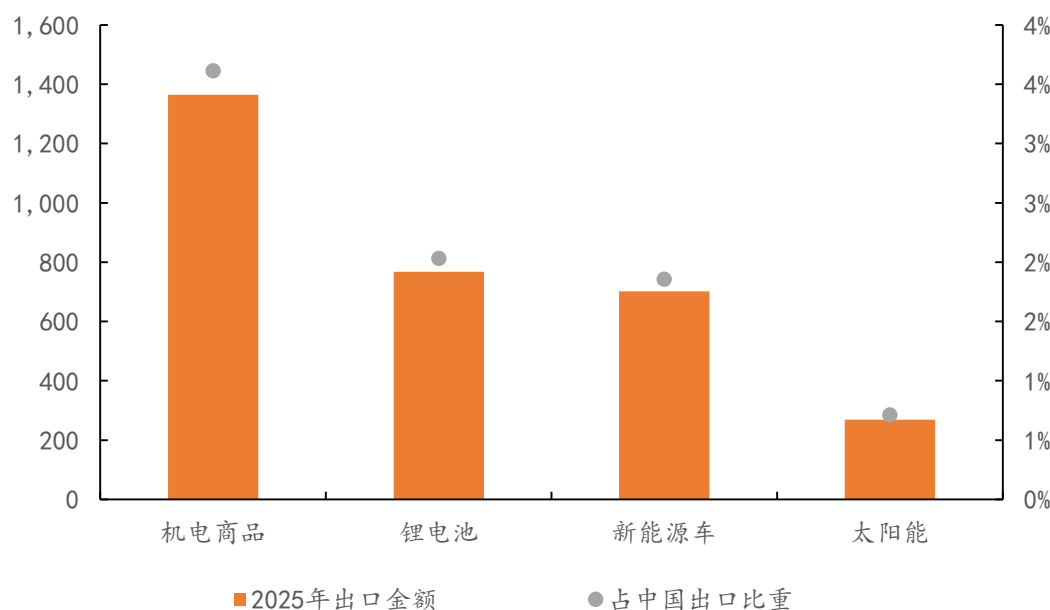
考虑到部分商品存在重叠，我们将以上中国出口份额受益行业划分为三类：高能耗商品（纸浆、非金属矿物制造业、钢铁制造业、有色金属制造业）、能化商品（化学制品行业，包括无机化学品、有机化学品）、半导体及相关器材行业（这里主要使用 HS8541、HS8542 口径的集成电路、半导体器件等）。

2025 年中国高耗能商品、能化商品、半导体及相关器材制造业的出口分别占比 9.6%、7.4%、6.2%，这三类商品的出口份额每提升 1 个百分点，将分别拉动出口增速 0.4、0.5、0.4 个百分点。

另外，中东能源冲击也带动中国新能源商品的出口需求。2025 年 3 月中国新能源相关商品（新能源车、电动摩托车和脚踏车、蓄电池、光伏、风力发电等商品）出口同比大涨 64%，其中新能源车出口数据同比增长 130%。2024 年中国新能源商品占全球出口份额的 27%，占中国出口的 6.9%。全球新能源消费需求提高 1 个百分点，将拉动中国出口 0.1 个百分点左右；中国新能源商品出口份额每提高 1 个百分点，将拉动出口增速 0.3 个百分点。



图表12：新能源相关商品出口



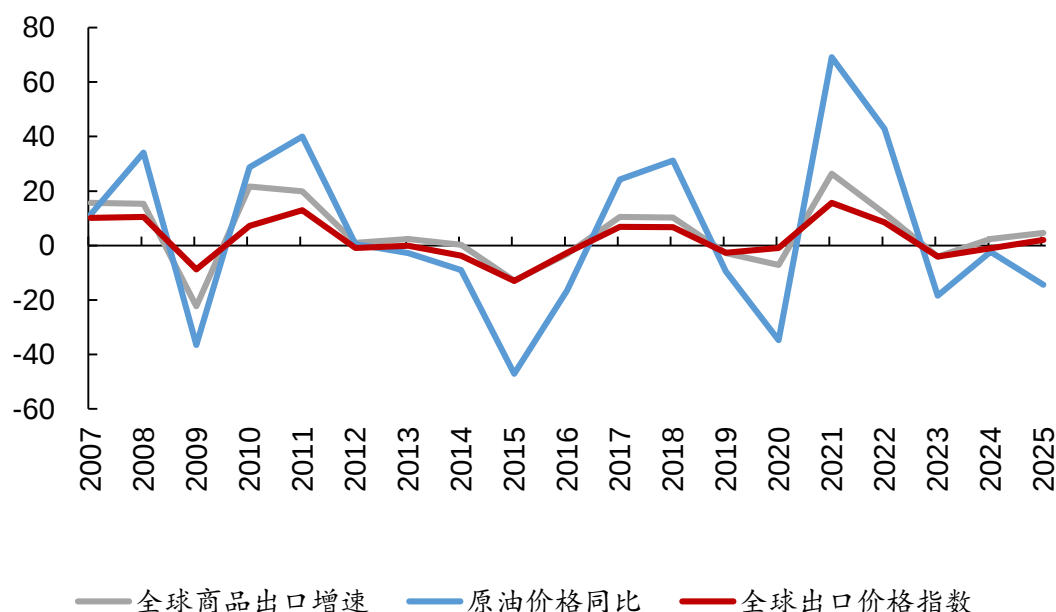
来源：Trade map，国金证券研究所

与此同时，也不能忽视战争对全球总需求和贸易规模的损害。

IMF 预计油价上行 10% 将造成全球 GDP 增速下滑 0.1-0.2 个百分点，能源进口国可能面临更大幅度的经济压力。WTO 估算如果 2026 年原油和液化天然气 (LNG) 价格持续高企，GDP 增速将下降 0.3 个百分点，贸易增速下降 0.5 个百分点，能源进口国的贸易增速将下降 1.0 个百分点。橡胶、塑料制品、纺织服装等原油中下游商品受成本端涨价影响，需求或有所回落。此外，能源冲击下，全球经济景气度下或带动更广泛的商品消费需求下行，关注后续出口需求的变化。

总的来看，能源冲击下，凭借着独立性更高的能源供应链，中国高能耗商品（纸浆、非金属矿物制造业、钢铁制造业、有色金属制造业）、能化商品（化学制品行业，包括无机化学品、有机化学品）、半导体及相关器材行业（这里主要使用 HS8541、HS8542 口径的集成电路、半导体器件等）、新能源相关商品出口或有望上行，并支撑后续出口增速。后续值得关注的是以美国为代表的全球需求端的变化。

图表13：原油价格大幅上行或推升全球出口贸易价格增速与出口增速



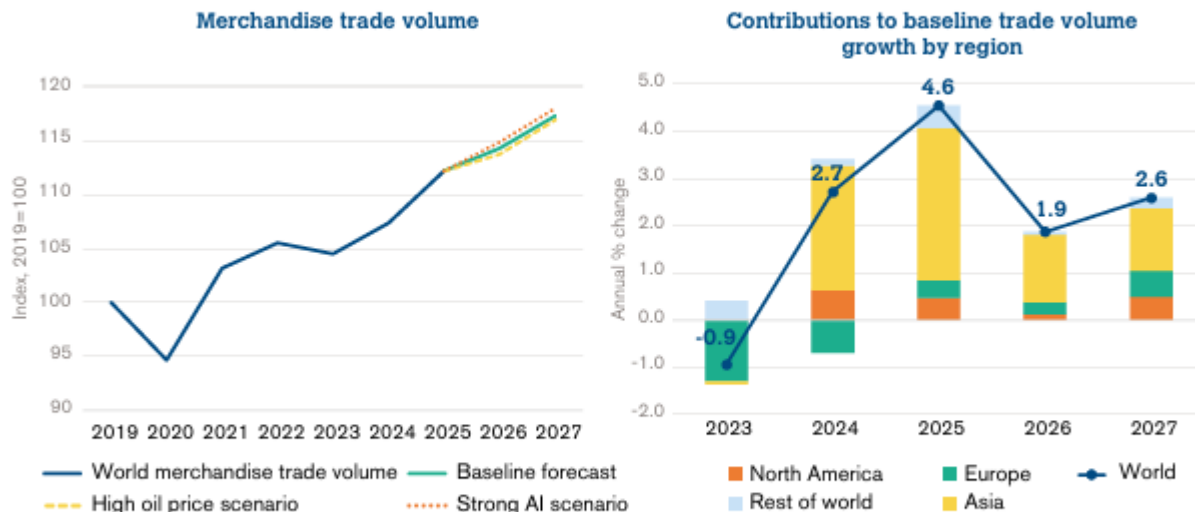


来源：国金证券研究所

图表14：商品贸易增量的预测

Chart 1: World merchandise trade volume growth, 2019-2027

Index, 2019=100 and annual % change



Note: Trade refers to average of exports and imports. Figures for 2026 and 2027 are projections.

Sources: WTO for historical trade statistics. WTO Secretariat estimates for trade forecasts.

来源：WTO，国金证券研究所

风险提示

本文对中国份额和变动的估算存在一定主观判断，实际出口份额变化或超预期。

地缘政治冲突对经济和全球贸易的影响偏向于主观判断，关注后续地缘政治冲突的变化和对经济的超预期影响。

出口是今年经济的压舱石，但地缘政治冲突、AI 贸易等对出口的影响存在不确定性，关注相关行业的变动。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究