

## 中国宏观周报

# 中国对外贸易结构新变化

2011年以来中国对外贸易增速放缓，2015年下降8%，2016年年初至今同比下降7.9%。贸易增速放缓的同时，中国对外贸易结构也在发生变化。过去几年，中国对发达国家出口比重上升，对大宗商品出口国进口比重下降，部分高技术产品占出口比重增加，消费品占进口比重上升。

**发达国家仍是中国出口的主要市场。**2013年以前，中国对发达国家出口比重下降，对新兴市场出口比重上升，这一趋势在过去几年被打断。2015年中国对OECD国家出口高于对非OECD国家出口。发达国家中，美国重新超过欧盟成为中国最大的出口目的地，日本占中国出口比重持续下降；新兴市场中，东盟和非洲占中国出口比重上升最快，金砖国家占比回落，韩国和台湾占比变化不大。

**中国对香港出口大部分是转口贸易，一部分货物转出口回到中国。**香港过去是中国出口第一大目的地，亚洲金融危机后香港占中国出口比重下降，最近几年略有回升。2015年香港占中国出口14.7%，仅次于美国和欧盟。中国对香港出口大部分是转口贸易，留存香港本地的比例很低。除了向第三方市场转出口之外，也有一部分货物转出口回到中国。

**出口大类产品结构趋于稳定，部分高技术产品占出口比重上升。**2000年代中期以前，机电类产品占出口比重上升，纺织类产品占出口比重下降。近十年，两大类产品出口占比趋于稳定。一些具体产品出口占比变化较大：电子产品中，手机出口逐步替代计算机出口；杂项制品中，灯具、照明装置出口占比上升，玩具占比下降；高新技术产品中，无人机出口大幅增长；钢铁行业产能过剩背景下，出口量大幅增长。

**发达国家也是中国进口主要来源。**韩国超过日本成为中国第一大进口来源地。美国和欧盟占中国进口比重最近几年略有回升。大宗商品价格下跌拖累中国从OPEC国家和澳大利亚进口。中国出口到香港后转出口回到中国的贸易，按照原产国的原则，在进口统计中统计为从中国进口，受国内需求的影响。

**进口商品中，大宗商品占比回落，消费品进口占比上升。**由于大宗商品价格下跌，原油和铁矿石进口占进口比重下降，但大豆进口占比相对平稳。消费品进口比重上升：黄金珠宝占进口比重大幅增加，医药品、水果和坚果、酒类、化妆品及护肤品占进口比重也都出现上升。

分析员

**刘臻**

SAC 执证编号: S0080512120001  
SFC CE Ref: BEI881  
liu.liu@cicc.com.cn

分析员

**梁红**

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

### 近期研究报告

- 宏观经济 | 4 季度全球经济主要风险点总结 (2016.10.09)
- 宏观经济 | 9 月非农就业: 整体表现不错, 12 月将如期加息 (2016.10.07)
- 宏观经济 | 外汇储备降幅扩大 (2016.10.07)
- 宏观经济 | 人民币正式入篮 SDR, 所占权重为 10.92% (2016.10.03)
- 宏观经济 | 增长平稳, 结构分化 (2016.10.01)
- 宏观经济 | 再通胀进行时: 房地产再升温 (2016.10.01)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



## 中国对外贸易结构新变化

过去几年中国对外贸易增速放缓，2011~2015年进出口总额年均增长2.1%，远低于1998~2008年平均23%的增速。今年前8个月进出口总额同比下降7.9%，延续去年的负增长态势。世界贸易组织9月27日下调了对明年两年全球贸易增速的预期，将2016年全球贸易增速预期从2.8%下调至1.7%，2017年增速预期从3.6%下调至1.8~3.1%的区间。往前看，全球贸易增长仍面临阻碍。中国对外贸易增速放缓的同时，对外贸易结构也发生了变化，本篇报告对过去几年中国进出口地区和产品结构的变化进行梳理。

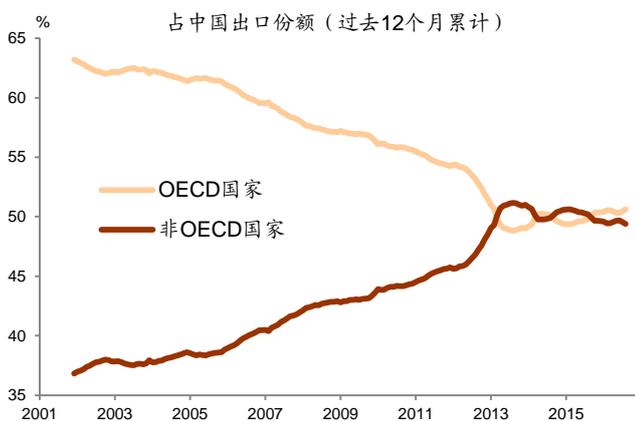
### 出口地区结构变化

**发达国家仍是中国出口主要去向。**2013年以前，中国对发达国家出口比重下降，对新兴市场出口比重上升，这一趋势在过去几年被打断。2015年，中国对OECD国家出口高于对非OECD国家出口。（图表1）

**发达国家中，美国重新超过欧盟成为中国最大的出口目的地，日本占中国出口比重持续下降。**2015年美国、欧盟和日本约占中国出口总额的39.5%。（图表2）

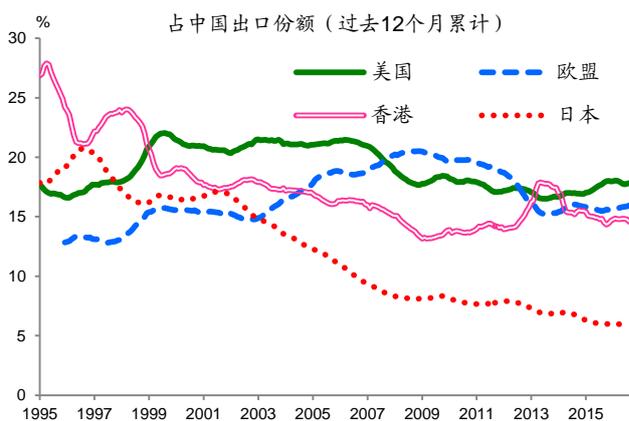
- ▶ **美国重新成为中国出口最大目的地。**2008年金融危机后，中国对美国出口增速放缓，美国占中国出口比重被欧盟超过。之后欧洲经济受欧债危机拖累，2012年美国再度成为中国第一大出口目的地。2015年美国占中国出口18%，与2010年持平。
- ▶ **欧盟占中国出口比重回落。**2015年欧盟占中国出口15.6%，比2010年下降4.1个百分点。2010~2015年，除英国占中国出口比重上升0.2个百分点外，主要欧盟国家占比都出现下滑，德国、意大利、法国、荷兰、西班牙分别下降1.3、0.8、0.6、0.5、0.2个百分点。欧盟中，中国对德国出口最多，2015年占中国出口3%。
- ▶ **日本占中国出口比重持续下滑。**1990年代中期，日本占中国出口比重曾高达20%，超过美国和欧盟占比。亚洲金融危机后，日本占中国出口份额逐步下滑，2015年降至6%。按单个国家或地区计算，日本是中国出口第三大目的地，仅次于美国和香港。

图表1：对发达国家和新兴市场出口份额趋于稳定



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表2：美国超过欧盟成为中国出口最大的目的地



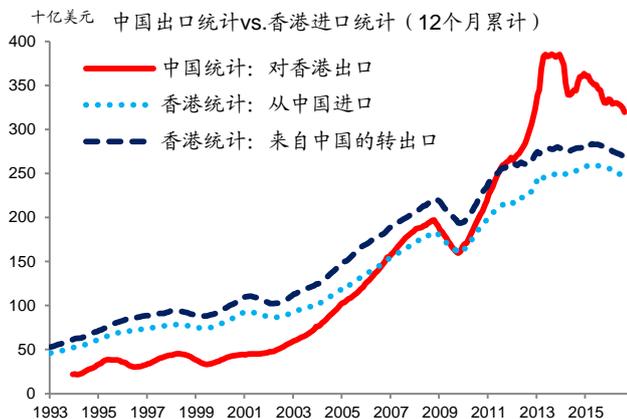
资料来源：CEIC、中金公司研究部



**香港占中国出口比重回升。**香港 1990 年代曾是中国出口第一大目的地，亚洲金融危机之后，香港占中国出口比重大幅下降，2008 年全球金融危机后略有回升。2015 年香港占中国出口 14.7%。（图表 2）

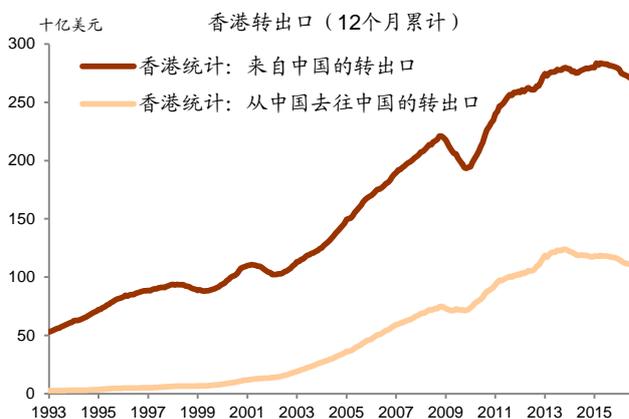
- ▶ **中国对香港出口大部分是转口贸易。**中国对香港出口中，留存香港本地的贸易量很少，大部分出口到香港以外的地区。根据香港公布的贸易统计数据，来自中国的转口贸易金额高于香港从中国进口额，因为转出口过程中也实现了一部分增加值。（图表 3）
- ▶ **中国和香港贸易统计出现偏离。**2011 年以来，中国统计的对香港出口额开始超过香港统计的从中国的进口额。根据商务部解释<sup>1</sup>，内地和香港贸易统计存在差别的主要原因包括：统计口径不同、折算汇率不同和季节性因素，但这些因素可能仍然无法解释两地贸易统计持续的差异。（图表 3）
- ▶ **中国对香港出口一定程度上受国内需求影响。**中国对香港的出口，中国出口到香港的转口贸易有很大一部分最终又回到了中国。2015 年中国出口到香港的转口贸易中，转出口回到中国的贸易超过 40%；从 2000 年以来的增量看，转出口回中国的贸易贡献了 60%以上。（图表 4）

图表 3：中国和香港双边贸易统计出现大幅偏离



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 4：中国对香港出口增长主要来自于国内需求



资料来源：CEIC、中金公司研究部

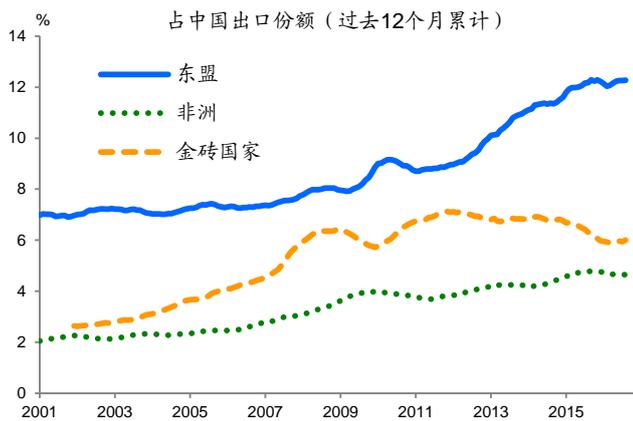
**新兴市场中，东盟和非洲占中国出口比重上升最快，中国对金砖国家出口过去几年略有回落，对韩国和台湾出口占比变化不大。**

- ▶ **中国对东盟出口持续增长。**2015 年东盟占中国出口 12.2%，比 2010 年上升 3.5 个百分点。东盟十国中，中国对越南出口增长最快。2015 年越南占中国出口 2.9%，比 2010 年上升 1.4 个百分点。按单个国家和地区计算，越南已是中国出口第六大目的地。（图表 5）
- ▶ **非洲占比中国出口比重上升。**2015 年非洲占中国出口 4.8%，比 2010 年上升 1 个百分点。（图表 5）
- ▶ **对金砖国家出口出现分化。**2008 年全球金融危机后，中国对其他金砖国家出口增速放缓。最近两三年，俄罗斯、巴西和南非经济受大宗商品价格下跌拖累，占中国出口比重下滑；而印度经济保持较快增长，占中国出口比重上升。2015 年，印度、俄罗斯、巴西和南非分别占中国出口 2.6%、1.5%、1.2%和 0.7%。（图表 6）
- ▶ **韩国和台湾占比变化不大。**2015 年韩国和台湾占中国出口比重分别为 4.4%和 2%，和 2010 年基本持平。按单个国家和经济体计算，韩国是中国出口第四大目的地。

<sup>1</sup> 2016 年 2 月 3 日，“商务部：三因素导致内地与香港外贸数据出现差异”，新华网，[http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-02/03/c\\_128698842.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-02/03/c_128698842.htm)

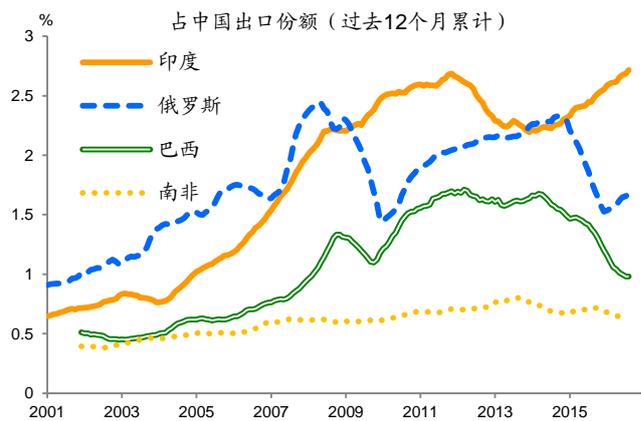


图表 5：对东盟和非洲出口比重上升



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 6：对金砖国家出口比重出现分化



资料来源：CEIC、中金公司研究部

### 出口产品结构变化

出口大类结构趋于稳定。按照 HS 分类标准，中国出口品中占比最高的是第十六类机电类产品<sup>2</sup>，包括机械设备类（第 84 章）<sup>3</sup>产品和电器电子（第 85 章）<sup>4</sup>，2015 年分别占出口 16%和 26.3%；其次是第十一类纺织类产品<sup>5</sup>，2015 年占出口 12%。1990 年代至 2000 年代中期，机电类产品出口比重上升，纺织类产品出口比重下降。最近十年，出口大类产品结构趋于稳定。（图表 7）

最近几年出口中，一些产品占出口份额变化如下。

- ▶ **手机出口逐步替代计算机。**计算机占出口比重 2004 年达到 10%左右，之后几年基本稳定在这一水平。2010 年以来，随着智能手机的兴起，手机占出口比重上升，计算机占出口比重下滑。（图表 8）
- ▶ **灯具、照明装置占比上升。**HS 两位数行业中，第二十类杂项制品占出口比重过去几年增长较快，2015 年占出口 6.8%，比 2010 年上升 1.2 个百分点，其中灯具和照明装置贡献较大。杂项制品中还包括玩具，占出口比重比 1990 年代至 2000 年代初的水平大幅下降。（图表 9）
- ▶ **无人机出口大幅增长。**过去两年无人机产业快速发展，无人机出口也大幅增长。自重 2000 公斤以下飞机出口额从 2013 年不到 100 万美元，增长到 2015 年约 5.5 亿美元。（图表 10）
- ▶ **钢材出口量持续增长。**中国的钢材出口在 2004~2008 年间增长较快。2009 年由于外需放缓，而国内宽松政策刺激了内需，钢铁出口回落。最近几年国内需求放缓，钢铁行业产能过剩加剧，钢材出口量再度扩张。但是由于钢铁价格大幅下跌，钢铁占出口额比重仍然低于 2007 年的高点。（图表 11、12）

<sup>2</sup> 第十六类：机器、机械器具、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件

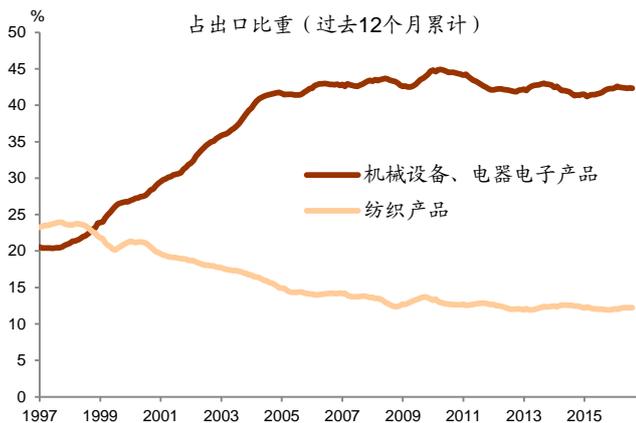
<sup>3</sup> 第十六类第 84 章：核反应堆、锅炉、机器、机械器具及其零件

<sup>4</sup> 第十六类第 85 章：电机、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件

<sup>5</sup> 第十一类：纺织原料及纺织制品，包括第 50~63 章

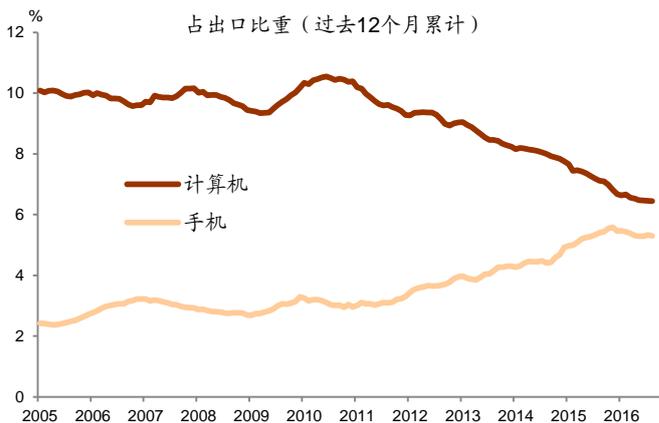


图表 7: 出口大类产品结构趋于稳定



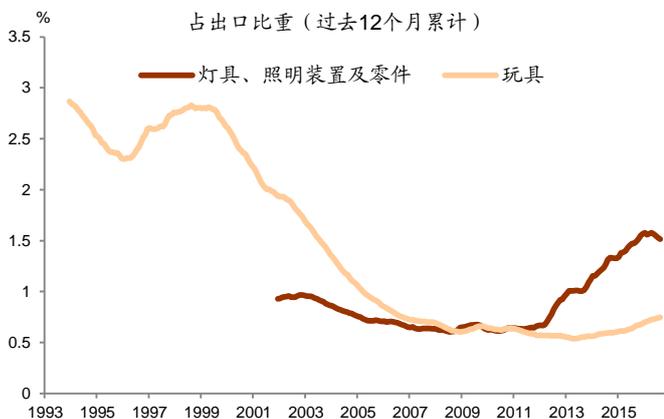
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 8: 手机替代计算机



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 9: 灯具照明装置出口增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 10: 无人机出口大幅增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 11: 钢材占出口额比重 2009 年达到顶峰



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 12: 钢材出口量持续增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



### 进口地区结构变化

发达国家是中国进口主要来源。占中国进口比重前五的经济体是韩国、美国、台湾、中国、日本，2015年分别占中国进口总额的10.4%、8.9%、8.6%、8.6%、8.5%；欧盟作为一个整体，占中国进口的12.5%。（图表13）

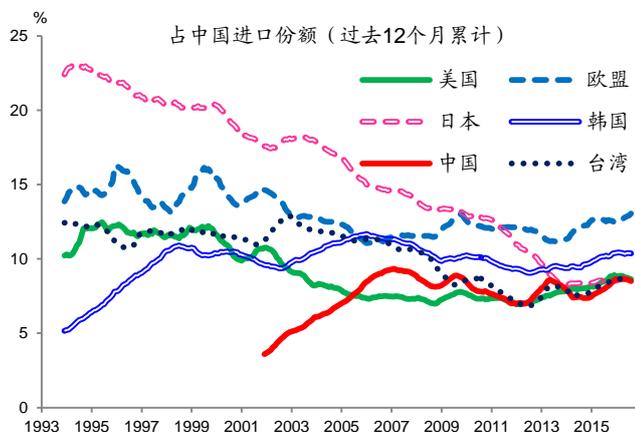
- ▶ **韩国超过日本，成为中国第一大进口来源地。**日本过去是中国第一大进口来源地，但1990年代以来日本占中国进口比重持续下降，2015年降至8.5%。韩国占中国进口比重过去几年略有回升，2015年为10.4%，超过日本水平。
- ▶ **美国和欧盟占中国进口比重最近几年略有回升。**中国从欧美进口主要是机械和电子产品，相对份额上升。2015年美国占中国进口8.9%，比2010年上升1.6个百分点；2015年欧盟占中国进口12.5%，比2010年上升0.4个百分点。
- ▶ **对大宗商品出口国进口占比下降。**过去几年，大宗商品价格大幅下跌，拖累中国从澳大利亚和OPEC国家进口（图表14）。
- ▶ **国内需求对进口造成扰动。**我国进口统计包含从国内的进口，这部分进口主要是经过香港的转口贸易，中国出口到香港后再进口到中国。这部分进口要受国内需求影响。

### 进口产品结构变化

大宗商品进口比重回落，消费品进口比重上升。由于油价和大宗商品价格下跌，原油和铁矿石进口占比最近几年出现回落，大豆进口占比相对平稳。黄金珠宝等消费品进口占比上升。

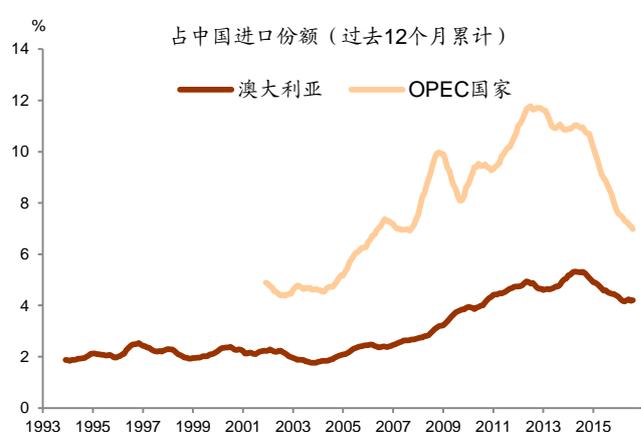
- ▶ **原油和铁矿石进口比重下降。**2003年以来，原油和铁矿石等大宗商品进口大幅增长。2014年以来，原油和铁矿石进口受进口拖累。大豆进口价格也出现回落，但占进口比重过去几年相对平稳。（图表15）
- ▶ **黄金珠宝进口大幅增长。**中国黄金珠宝（HS第十四大类）进口2014年以来大幅增长，而未分类商品（HS第二十二大类）进口出现了大幅回落，可能因为过去黄金珠宝进口被归入未分类商品中。如果将这两类商品合在一起看，从2010年就开始大幅增长。（图表16）
- ▶ **部分消费品进口增长较快。**医药品、水果和坚果、酒类、美容化妆品及护肤品进口都出现了快速增长，占进口比重大幅上升。（图表17、18）

图表13：中国主要进口来源地



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表14：大宗商品出口国进口比重下降

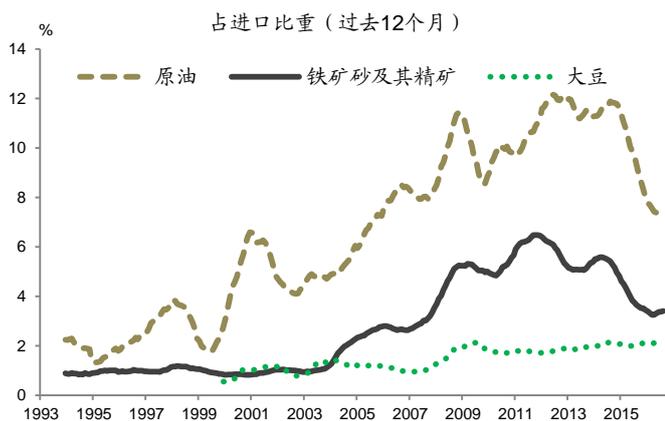


资料来源：CEIC、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 15: 原油和铁矿石进口占比下降



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 16: 黄金进口占比大幅增长



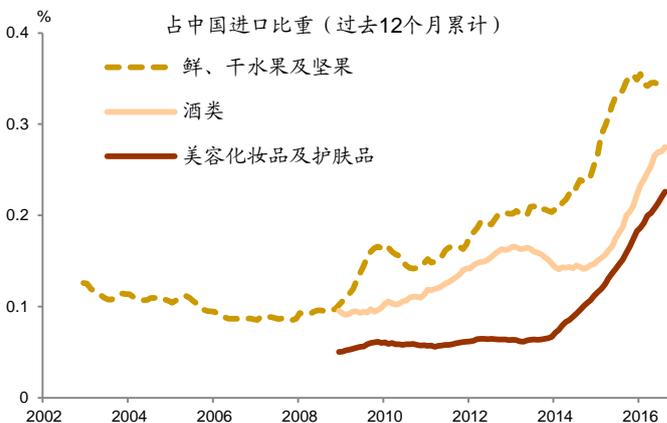
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 17: 医药品进口比重增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 18: 消费品进口比重上升



资料来源: CEIC、中金公司研究部



图表 19: 主要宏观经济指标及预测

			月度										年度			
			2015-11	2015-12	2016-1	2016-2	2016-3	2016-4	2016-5	2016-6	2016-7	2016-8	2016-9	2015	2016E	2017E
<b>经济增长</b>																
GDP	当期	亿元	-	192,251	-	-	160,710	-	-	179,927	-	-	-	685,506		
GDP	同比	%	-	6.8	-	-	6.7	-	-	6.7	-	-	-	6.9	6.7	6.7
GDP	季调环比	%	-	1.5	-	-	1.2	-	-	1.8	-	-	-	-		
<b>名义GDP</b>																
名义GDP	同比	%	-	6.1	-	-	7.1	-	-	7.3	-	-	6.4	8.1	8.2	
GDP平减指数	同比	%	-	-0.6	-	-	0.4	-	-	0.6	-	-	-0.5	1.3	1.4	
<b>经济增长贡献</b>																
最终消费支出	累计	百分点	-	4.1	-	-	5.7	-	-	4.9	-	-	4.1			
资本形成总额	累计	百分点	-	2.9	-	-	2.4	-	-	2.5	-	-	2.9			
货物和服务净出口	累计	百分点	-	-0.1	-	-	-1.4	-	-	-0.7	-	-	-0.1			
<b>通货膨胀</b>																
CPI	同比	%	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.4	1.9	1.8	
食品CPI	同比	%	2.3	2.7	4.1	7.3	7.6	7.4	5.9	4.6	3.3	1.3	2.3			
非食品CPI	同比	%	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4	1.0			
PPI	同比	%	-5.9	-5.9	-5.3	-4.9	-4.3	-3.4	-2.8	-2.6	-1.7	-0.8	-5.2	-2.2	1.2	
<b>PMI</b>																
PMI	指数	%	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	-		
汇丰PMI	指数	%	48.6	48.2	48.4	48.0	49.7	49.4	49.2	48.6	50.6	50.0	50.1	-		
<b>工业</b>																
工业增加值	同比	%	6.2	5.9	-	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.0	6.0	
工业增加值	季调环比	%	0.59	0.46	0.45	0.43	0.64	0.45	0.46	0.50	0.52	0.53	-			
<b>工业企业利润</b>																
利润总额	累计同比	%	-1.9	-2.3	-	4.8	7.4	6.5	6.4	6.2	6.9	8.4	-2.3			
<b>零售</b>																
社会消费品零售	同比	%	11.2	11.1	-	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.7	10.5	
社会消费品零售	季调环比	%	0.90	0.81	0.84	0.77	0.82	0.85	0.81	0.91	0.79	0.83	-			
<b>投资</b>																
固定资产投资	累计同比	%	10.2	10.0	-	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	10.0	11.3	11.8	
制造业	累计同比	%	8.4	8.1	-	7.5	6.4	6.0	4.6	3.3	3.0	2.8	8.1			
基础设施	累计同比	%	18.0	17.3	-	15.7	19.2	19.7	19.8	20.3	18.7	18.3	17.3			
房地产开发投资	累计同比	%	1.3	1.0	-	3.0	6.2	7.2	7.0	6.1	5.3	5.4	1.0			
固定资产投资	季调环比	%	0.91	0.92	0.81	0.71	0.65	0.60	0.62	0.52	0.50	0.58	-			
<b>房地产</b>																
商品房销售额	累计同比	%	15.6	14.4	-	43.6	54.1	55.9	50.7	42.1	39.8	38.7	14.4			
商品房销售面积	累计同比	%	7.4	6.5	-	28.2	33.1	36.5	33.2	27.9	26.4	25.5	6.5			
新开工面积	累计同比	%	-14.7	-14.0	-	13.7	19.2	21.4	18.3	14.9	13.7	12.2	-14.0			
施工面积	累计同比	%	1.8	1.3	-	5.9	5.8	5.8	5.6	5.0	4.8	4.6	1.3			
<b>对外贸易和投资</b>																
出口	同比	%	-7.1	-1.6	-11.4	-25.3	11.5	-1.8	-4.1	-4.9	-5.4	-2.8	-2.9	-3.8	1.8	
进口	同比	%	-9.0	-7.4	-19.0	-13.8	-7.6	-10.9	-0.4	-8.4	-12.5	1.5	-14.2	-5.4	3.2	
贸易盈余	当期	亿美元	540	596	597	300	267	424	469	471	500	520	5,930	5,988	5,873	
FDI	当期	亿美元	89	173	120	179	102	200	134	153	139	153	1,263			
<b>国际收支</b>																
经常账户差额	当期	亿美元	-	919	-	-	393	-	-	641	-	-	2,932			
比GDP	%												2.8			
资本和金融账户差额	当期	亿美元	-	-1,659	-	-	-1,234	-	-	-488	-	-	-5,041			
外汇储备余额	期末	亿美元	34,383	33,304	32,309	32,023	32,126	32,197	31,917	32,052	32,011	31,852	33,304			
	增量	亿美元	-872	-1,079	-995	-286	103	71	-279	134	-41	-159	-188	-5,127		
<b>财政</b>																
财政收入	同比	%	11.4	14.2	-	6.5	7.7	15.0	7.7	1.9	3.7	2.3	8.4			
财政支出	同比	%	25.9	0.8	-	12.2	20.3	4.6	17.8	20.3	0.3	10.5	15.8			
财政收支差额	金额	亿元	-4,982	-13,263	-	6,215	-5,277	2,414	0	-7,003	2,002	-4,293	-23,551	-22,000		
<b>货币信贷</b>																
M2	同比	%	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	13.3	13.0	13.0	
M1	同比	%	15.7	15.2	18.6	17.4	22.1	22.9	23.7	24.6	25.4	25.3	15.2			
M0	同比	%	3.2	4.9	15.1	-4.8	4.4	6.0	6.3	7.2	7.2	7.4	4.9			
新增存款	增量	亿元	14,300	-370	20,400	8,467	25,200	8,323	18,300	24,600	5,071	17,800	149,700			
新增贷款	增量	亿元	7,089	5,978	25,100	7,266	13,700	5,556	9,855	13,800	4,636	9,487	117,200	139,000	151,000	
社会融资总量	增量	亿元	10,255	18,114	34,758	8,312	23,931	7,809	6,770	16,479	4,791	14,697	154,086			
新增财政存款	增量	亿元	2,845	-14,582	5,119	-1,690	-1,739	9,318	1,619	-3,295	4,882	-1,809	-914			
央行外汇资产	增量	亿元	-3,158	-7,082	-6,445	-2,279	-1,448	-544	-537	-977	-1,905	-1,919	-22,144			
<b>利率和准备金率</b>																
1年期存款利率	期末	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	
1年期贷款利率	期末	%	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35		
法定存款准备金率	期末	%	17.5	17.5	17.5	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.5	16.5		
<b>汇率</b>																
人民币汇率中间价	期末	元/美元	6.40	6.49	6.55	6.55	6.46	6.46	6.58	6.63	6.65	6.69	6.68	6.49		
人民币即期汇率	期末	元/美元	6.40	6.49	6.58	6.55	6.45	6.47	6.59	6.65	6.64	6.68	6.67	6.49	6.68	
名义有效汇率	当期	2010=100	127.3	125.9	124.9	123.9	123.0	121.3	121.1	119.5	117.9	117.1	-			
实际有效汇率	当期	2010=100	131.0	130.3	129.8	130.8	128.6	126.2	125.1	123.0	121.8	120.9	-			

资料来源: 国家统计局, 海关总署, 中国人民银行, 外汇管理局, 财政部, 商务部, Markit, CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902  
编辑：张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

