



局部疫情反复和工企利润分化，导致双引擎复苏短期遇阻

在 [2021 年中期宏观经济展望](#) 中，我们提到：中国经济的双引擎复苏特征在下半年将变得更加明显。虽然最新发布的 5 月进出口和社会消费品零售数据暂未能验证我们的观点，但是我们仍认为，双引擎复苏的长期趋势不会改变。

究其原因，除了外部需求回落和消费韧性不足拖累了出口和消费之外，局部疫情反复和工企利润分化也在一定程度上拖累了双引擎复苏。整体来看，拖累双引擎复苏的多为短期因素，而长期的结构性因素则推动经济延续双引擎复苏的格局。

广东疫情反弹对出口和消费造成短期拖累。广东作为中国主要的出口加工贸易省份，其出口约占全国四分之一。广东省三大港口货运吞吐量在疫情反弹后出现明显回落，同比增速从 4 月的 13.3% 降至 5 月的 12.4%。疫情导致的封锁隔离，除了影响港口运力，也将拖累外贸加工企业的生产。此外，封锁隔离措施导致私人交通和公共交通出行显著减少，人口流动显著下降，抑制短期内的消费复苏。目前，广东省疫情已得到有效防控，预计其对出口和消费的影响将是短暂的。

工业降速背景下，利润分化对消费的间接影响。PPI 在上下游行业间的速度差异，导致上游行业利润增速加快、下游行业利润增速放缓，这将进一步压缩下游行业的利润空间，对工业的持续复苏造成负面影响。此外，中下游制造业和消费行业的利润压缩，将拖累就业人员的收入提升，并挤压消费、抑制消费引擎的复苏。

展望未来，中国出口的全球市场份额仍处高位，增速回落的空间有限。夏季的疫情反弹压制了当季出口、造成出口延迟，或在一定程度上抵消下半年因基数上升带来的同比增速回落。长期来看，在就业回暖、疫苗接种、额外储蓄的支撑下，消费复苏仍将向好。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021 年 6 月 29 日

相关报告：

[《2021 年中期宏观经济展望：聚焦高质量和结构性的复苏》](#) (2021-06-07)

[《4 月中国宏观数据点评——投资和出口带动工业趋稳，消费引擎仍待加强》](#)
(2021-05-18)

[《4 月中国宏观数据点评——流动性拐点进一步确认，CPI 与 PPI 的剪刀差引担忧》](#) (2021-05-18)

[《4 月中国宏观数据点评——贸易持续回暖，供需推动航运》](#) (2021-05-10)

浦银国际

宏观灼见

局部疫情反复和工企利润分化，导致双引擎复苏短期遇阻

局部疫情反复和工企利润分化，导致双引擎 复苏短期遇阻

在 [2021 年中期宏观经济展望](#) 中，我们提到：中国经济的双引擎复苏特征在下半年将变得更加明显。然而，最新发布的 5 月进出口和社会消费品零售数据暂未能验证我们的观点。究其原因，除了外部需求回落和消费韧性不足拖累了出口和消费之外，局部疫情反复和工企利润分化也在一定程度上拖累了双引擎复苏。整体来看，拖累双引擎复苏的多为短期因素，而长期的结构性因素则推动经济延续双引擎复苏的格局。

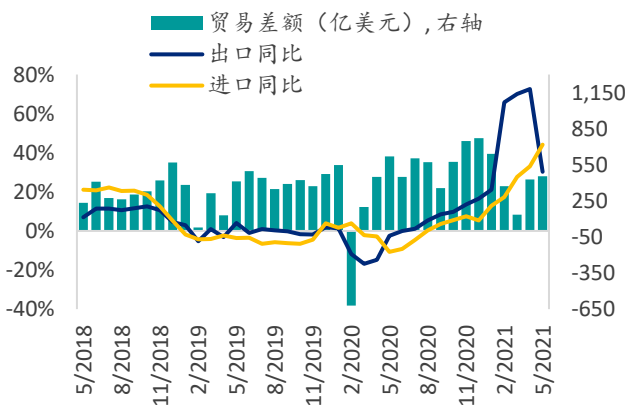
● 出口因外需和疫情降速，出口高份额保证韧性仍在

外需下降导致出口增速放缓

出口增速的拐点显现。5 月，出口（美元计）同比增长 27.9%，低于预期（32.1%），较前期下降 4.4 个百分点。在低基数回升的影响下，5 月出口的同比增速较 1-4 月的累计同比增速（44.0%）有明显回落。就两年年均增速而言，5 月的出口较 2019 年同期年均增长 11.1%，低于 4 月的 16.8%。

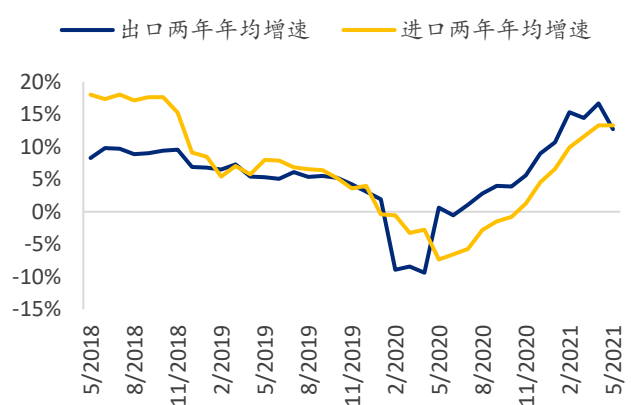
对主要目的地的出口均出现下滑，对美出口下降明显。5 月，中国对美国（9.1%）、日本（8.0%）、韩国（11.7%）、欧盟（5.8%）、东盟（15.1%）、南美（17.3%）的出口较 2019 年同期的年均增速均有所下降。其中，中国对美出口的两年年均增速从 4 月的 15.8% 降至 9.1%，为年初至今的最低增速。

图表 1：进出口同比增速与贸易差额



注：同比增速为 3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

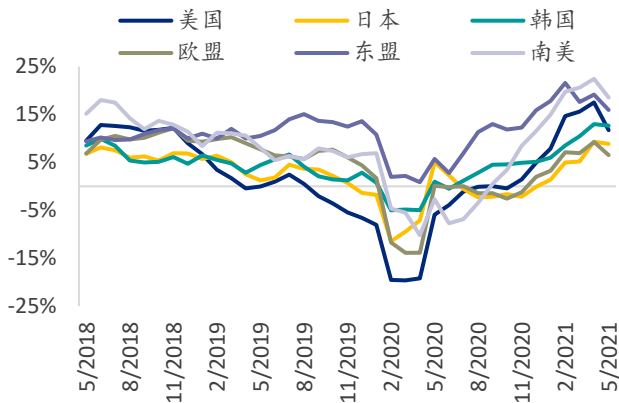
图表 2：进出口两年年均增速



注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

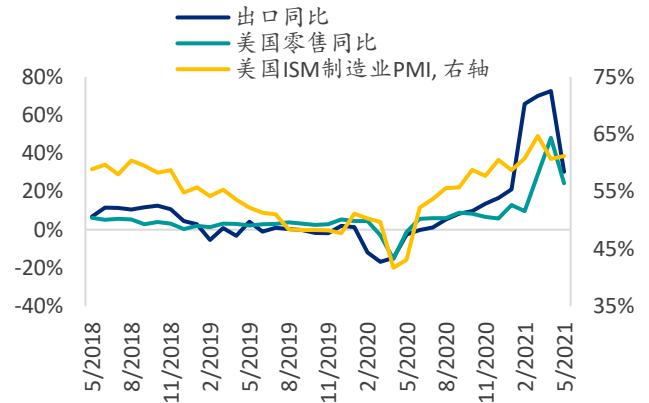
中国出口增速回落受到美国制造业扩张放缓、零售增速下降的影响。受劳动力短缺和供应链问题的影响，美国 ISM 制造业 PMI 指数从 3 月的峰值（64.7%）回落至 5 月的 61.2%；第二轮经济刺激方案的财政补贴峰值已过，叠加基数效应，使得美国零售同比增速从 4 月的 48.1% 降至 5 月的 24.4%。受到上述双重影响，中国出口增速出现大幅回落，消费品和电子产品的出口下降明显。

图表 3：中国出口至主要目的地两年年均增速出现回落



注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 4：中国出口增速回落受到美国制造业扩张放缓、零售增速下降的影响

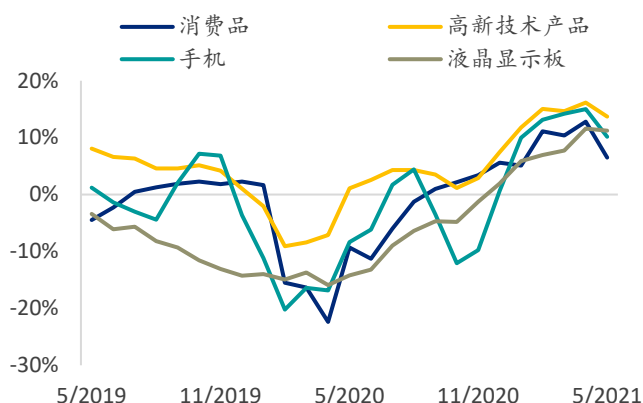


注：出口同比为 3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

消费品和电子产品出口增速有所下滑。5 月，主要消费品（服装、鞋类、家具、玩具）的出口较 2019 年同期年均增长 4.3%，较 4 月回落约 5.2 个百分点。其中，服装、家具、鞋类出口的两年年均增速分别下降 7.2、4.9、0.5 个百分点。5 月，以手机和液晶显示板为代表的电子产品出口增速下降明显，两年年均增速分别为 5.6% 和 7.6%，较前期下降 10.0 和 11.1 个百分点。高技术产品出口增速小幅回落。5 月，高技术产品出口同比增长 15.7%，较 2019 年同期年均增长 11.7%，与 3 月持平、略低于 4 月的 17.7%。

全球疫情持续，带动防疫物资出口回升。5 月，全球新冠疫情较 4 月有所回落，但是单月新增确诊病例仍达到 2,022.0 万人，为迄今第二多新增病例的月份。受此影响，5 月防疫物资出口维持较高水平：用于制造口罩的纺织制品出口额达 121.2 亿美元，与 4 月（121.6 亿美元）基本持平；医药材及药品出口额达 17.1 亿美元，环比增长 6.4%；医疗器械及仪器出口额达 48.5 亿美元，环比增长 6.4%。

图表 5：消费品和电子产品出口的两年年均增速有所回落



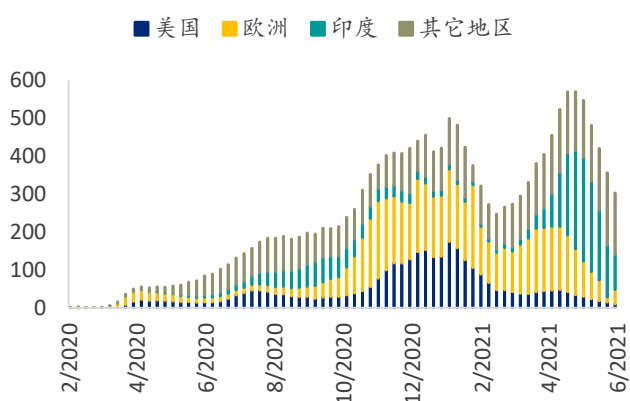
注：3个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 6：2021年5月消费品和电子产品出口的两年年均增速和同比增速

单位：%	两年年均增速	同比增速
服装	0.0%	37.0%
鞋类	-5.6%	63.5%
玩具	23.1%	68.9%
家具	12.8%	50.5%
高新技术产品	11.7%	15.7%
手机	5.6%	12.9%
液晶显示板	7.6%	59.6%

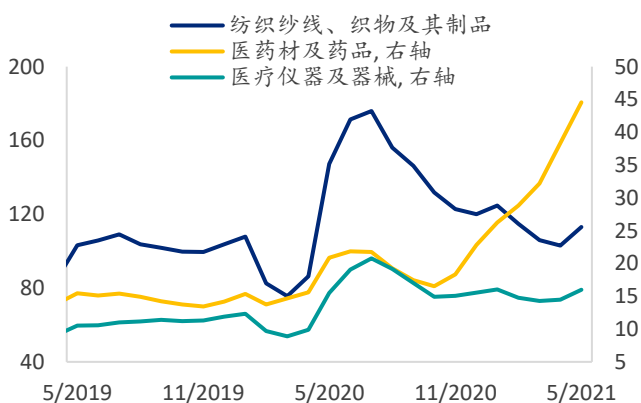
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：全球主要地区每周新增新冠确诊病例(万人)情况



注：截至2021年6月21日
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 8：防疫物资出口(亿美元)有所回升



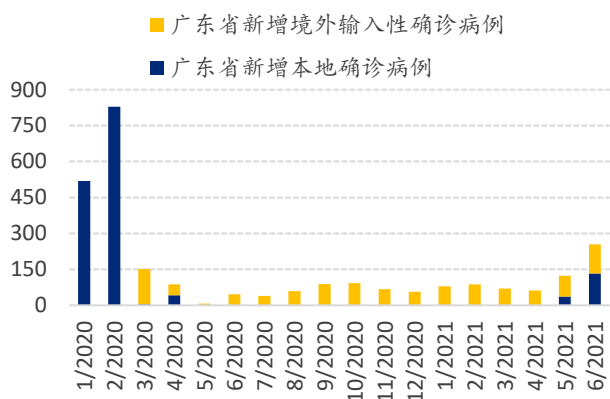
注：3个月移动平均
资料来源：CEIC，浦银国际

局部疫情反复拖累整体出口

广东疫情小幅反弹。时隔9个月，广东省再次出现本地新冠确诊病例，5月合计新增37例，6月新增病例达到133例（截至6月24日）。此外，广东省输入性确诊病例也有较大幅度上升，5月合计新增87例，6月新增病例达到122例（截至6月24日）。

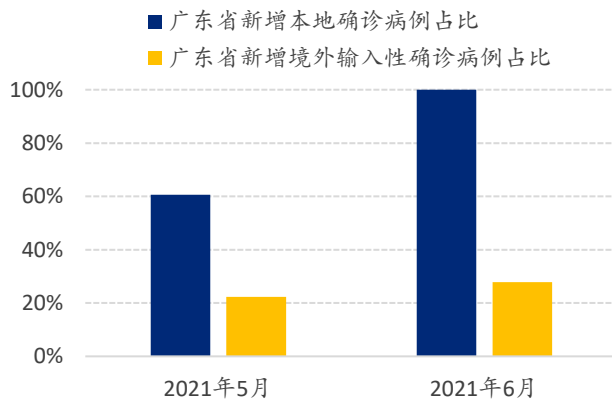
广东疫情对国内经济复苏的影响值得关注。在国内疫情防控整体较好的背景下，广东成为了全国疫情最严重的地区，本地新冠确诊病例占比从5月的61%升至6月24日的100%，而输入性确诊病例占比也升至28%。因此，广东疫情所产生的影响是分析短期内中国经济复苏进程不能忽视的因素。

图表 9：广东省新冠肺炎新增确诊病例数



注：截至 2021 年 6 月 24 日
资料来源：Wind，浦银国际

图表 10：除港澳台地区，广东省新冠肺炎新增确诊病例数的占比扩大

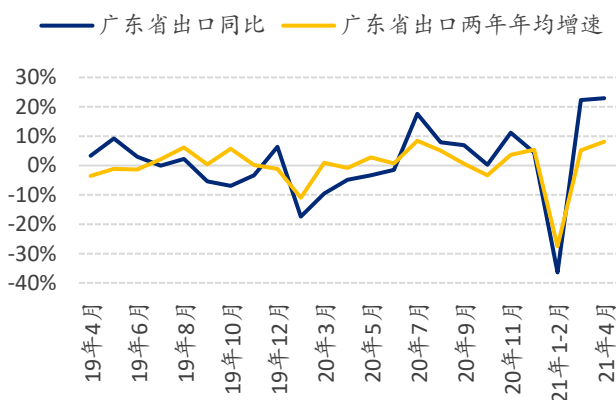


注：截至 2021 年 6 月 24 日
资料来源：Wind，浦银国际

疫情将影响约四分之一的出口。广东作为中国主要的出口加工贸易省份，其 2019 年出口（人民币计）约占全国的 29.2%，疫情影响下的 2020 年其占比也达到了 24.3%。今年疫情反弹前，广东省 4 月出口（人民币计）的同比增速为 22.9%，高于当月全国出口的同比增速（22.2%），拉动了整体出口。

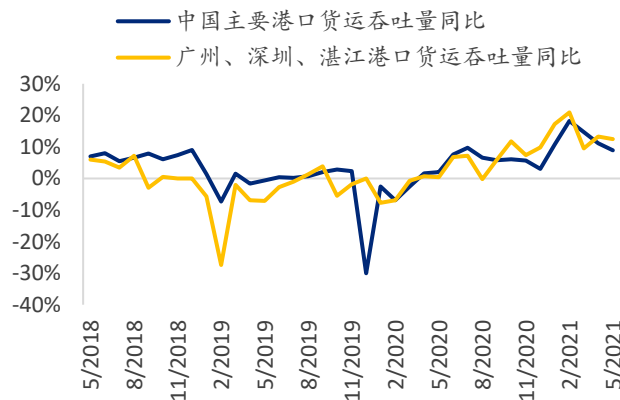
虽然广东省 5 月出口数据尚未披露，但是广东省三大港口货运吞吐量在疫情反弹后出现明显回落，同比增速从 4 月的 13.3% 降至 5 月的 12.4%。疫情导致的封锁隔离，除了影响港口运力，也将拖累外贸加工企业的生产。由此我们判断，广东省疫情反弹对出口增速的拖累将是显著的，但考虑到疫情在 6 月末已被有效防控，其对出口的影响料将不会持久。

图表 11：广东省出口恢复情况



注：数据披露至 2021 年 4 月
资料来源：Wind，浦银国际

图表 12：广东省三大港口货运吞吐量并未出现大幅下降



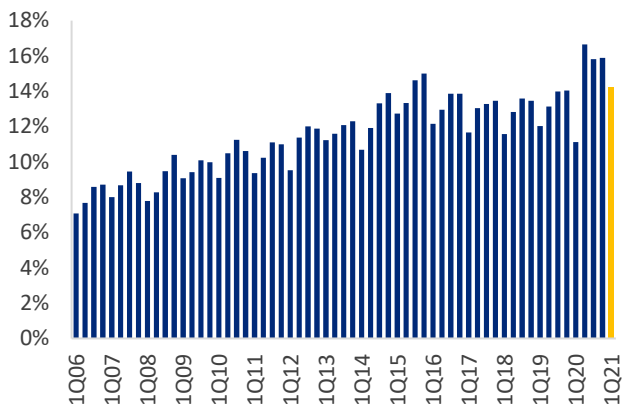
资料来源：Wind，浦银国际

出口高份额保证韧性仍在

中国出口的全球市场份额仍处高位，增速回落的空间有限。2020年新冠疫情暴发后，中国出口较早恢复，占全球市场的份额在2Q20升至历史高位（16.7%）。此后，伴随全球经济复苏、各国出口恢复，中国出口的全球市场份额逐渐回落，1Q21下降至14.2%。纵向比较，14.2%的份额为历年一季度的最高值，季节因素也导致2Q21的份额有回升空间。

因此，基于较高的出口份额以及国内外疫情严重程度差异，我们预计下半年的出口前景依然向好、出口增速呈现正常化回落。此外，夏季的疫情反弹压制了当季出口、造成出口延迟，或在一定程度上抵消下半年因基数上升带来的同比增速回落。

图表 13: 中国货物出口的全球市场份额在疫情后升至高位



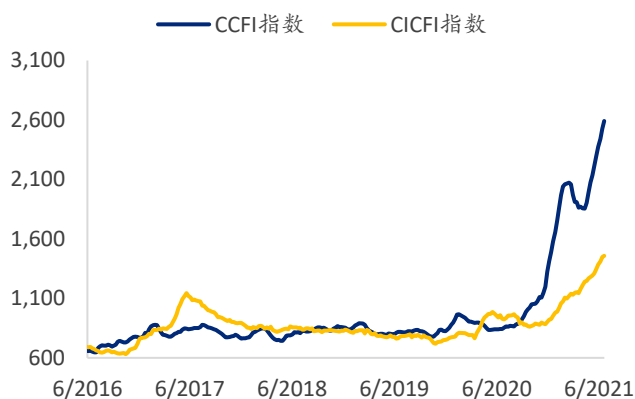
资料来源：WTO，浦银国际

图表 14: 历年一季度中国货物出口的全球市场份额



资料来源：WTO，浦银国际

图表 15: 中国出口集装箱运价指数（CCFI）与中国进口集装箱运价指数（CICFI）升至新高



注：截至2021年6月21日

资料来源：Wind，浦银国际

需求驱动下运价走高。根据我们 [2021 年中期宏观经济展望](#)，全球经济共振复苏，贸易回暖导致航运需求回升，中国出口（CCFI）、进口（CICFI）集装箱运价指数在 6 月双双创新高。截至 6 月 21 日，CCFI 升至历史最高点（2,591.41 点）。中国出口航运热度不减，显示出口需求依旧旺盛，我们因此预计出口仍将保持韧性，出口引擎将进一步推动下半年经济增长。

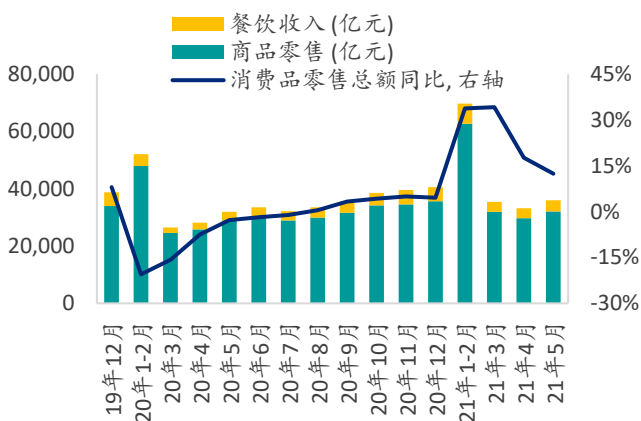
● 消费韧性不足和工企利润分化拖累消费复苏

消费引擎恢复增长，增速边际改善幅度较小

消费恢复增长势头。5 月，社会消费品零售总额同比增长 12.4%，低于预期（14.0%），但是 5 月社消零售的两年年均增速回升至 4.5%，高于 4 月的 4.3%，较今年 1-4 月社消零售总额的两年年均增速（4.2%）呈现边际回升。

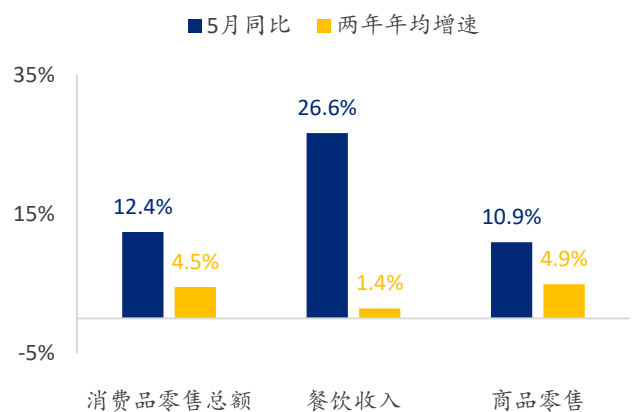
餐饮收入和商品零售回升，带动整体消费恢复增长。5 月，餐饮收入为 3,816.0 亿元、商品零售为 3.22 万亿元，均为三个月以来新高。就两年年均增速而言，餐饮收入从前期的 0.4% 升至 5 月的 1.4%；商品零售从前期的 4.8% 升至 5 月的 4.9%，显示出餐饮和零售的恢复呈现更加均衡的态势，但是增速的边际改善幅度较小。

图表 16：社会消费品零售总额恢复增长势头



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 17：2021 年 5 月社消零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



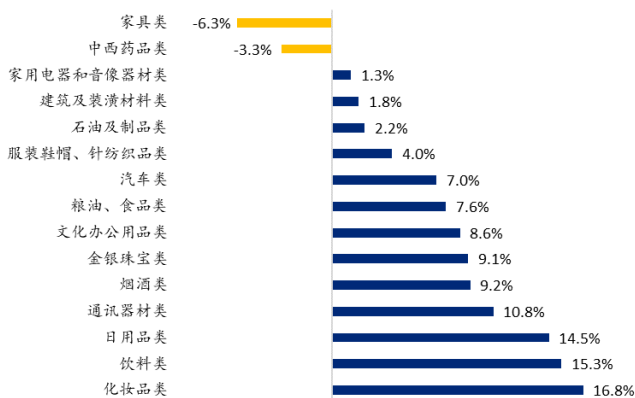
资料来源：国家统计局，浦银国际

商品零售的恢复存在分化。通过比较两年年均增速，我们发现5月家具类（-6.3%）和中西药品类（-3.3%）两个行业仍未恢复至2019年同期水平，而家用电器和音响器材类的增速实现由负转正，从4月的-3.6%回升至5月的1.3%。消费升级行业的恢复显示出消费动能正逐步释放；而疫情防控影响了药品零售，中西药品类的恢复将伴随疫苗接种率上升而逐步回暖。此外，化妆品类（16.8%）、饮料类（15.3%）、日用品类（14.5%）的两年年均增速较快，为恢复领先的零售行业，各零售行业恢复程度的分化有所扩大。

服务业复苏的韧性值得关注。通过比较各年五一档和端午档观影人次数据，我们发现今年五一档观影人次恢复较好（总计4,414.6万人次），较2019年增长约26.8%，两年年均增速达到12.6%。而端午档观影人次仅为1,303.5万人次，虽然端午档观影人次在2018年后已呈现下降趋势，但今年的下降幅度异常显著，仅为2019年端午档观影人次的58.6%。

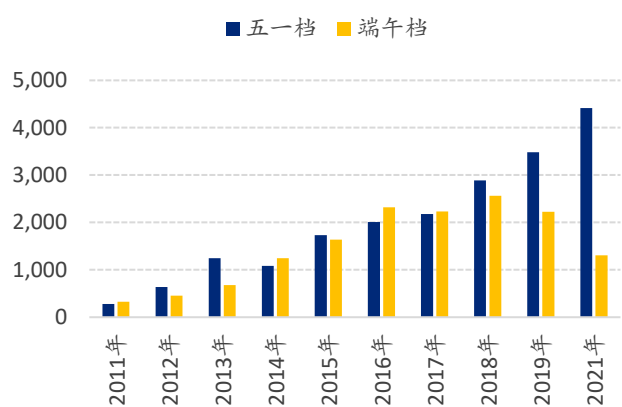
排除不同年份上映电影热度的差异，五一档和端午档观影人次的巨大差距说明，局部疫情反弹对线下消费的抑制作用仍显著，而短期内消费者对同一商品的消费频率下降也显示出消费意愿的回升仍不够强劲。

图表 18：2021 年 5 月各零售行业两年年均增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 19：各年档期观影人次（万）



资料来源：Wind，浦银国际

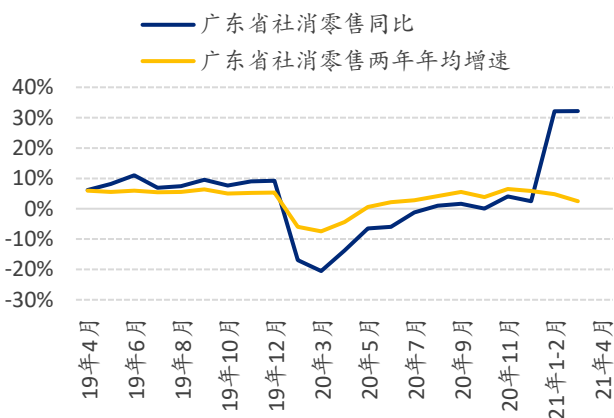
广东疫情反弹拖累短期内本地消费复苏

夏季疫情前，广东省的消费复苏略慢。今年夏季疫情反弹前，广东省3月社消零售额的同比增速为32.2%，两年年均增速为2.5%，均低于当月全国社消零售总额的同比增速（34.2%）和两年年均增速（6.3%）。考虑到广东省社消零售额只占全国的十分之一（2019年为10.4%，2020年为10.3%），因此广东略慢于全国水平的社消零售额增速对全国消费复苏的拖累有限。

疫情造成人口流动显著下降，抑制短期内的消费复苏。虽然广东省尚未披露 4-5 月的社消零售额数据，但根据人口流动的下降幅度，我们预计广东省夏季疫情对消费的冲击将是短期显著、长期趋缓的。以广州市为例，交通拥堵延时指数和地铁客运量在 5 月中旬开始出现大幅下降，其中交通拥堵延时指数从 5 月 14 日的 1.81 降至 6 月 14 日的 1.16，同一时间节点的地铁客运量从 966.8 万人次降至 214.9 万人次，显示出封锁隔离措施导致私人交通和公共交通出行显著减少，由此导致的人口流动下降，对消费（尤其是服务业相关消费）的冲击将是短期显著的。

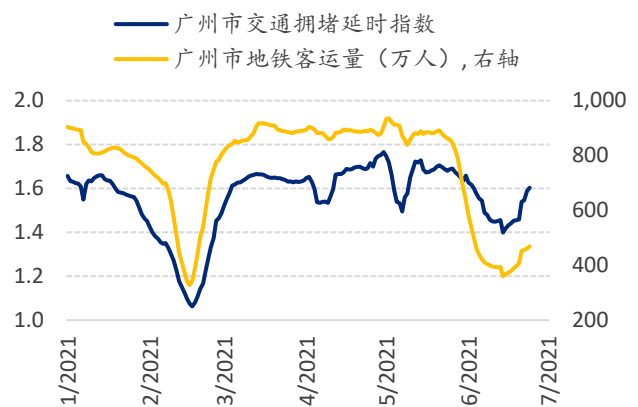
目前，广东省封锁隔离措施已有所放宽，私人交通出行也出现较大回升，我们预计广东疫情对消费引擎的拖累仅会维持 1-2 个月，对下半年消费引擎复苏的负面影响将逐渐减弱。

图表 20：广东省社消零售恢复情况



注：数据披露至 2021 年 3 月
资料来源：Wind，浦银国际

图表 21：以广州市为例，疫情导致人口流动性明显下降



注：7 日移动平均
资料来源：Wind，浦银国际

工业降速背景下，利润分化对消费的间接影响

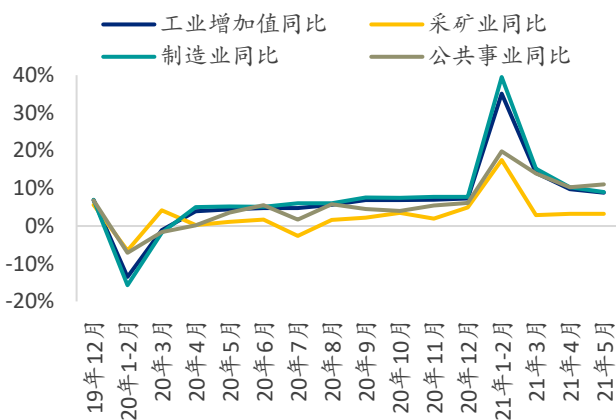
工业生产降速、韧性仍在。5 月，工业增加值同比增长 8.8%，低于预期（9.2%），较前期下降 1.0 个百分点。排除基数效应，5 月工业增加值两年年均增长 6.6%，低于 3 月和 4 月的增速（均为 6.8%），但是增速降幅较小，显示工业生产的韧性仍在。

工业增速分化，制造业降速明显。5 月，工业三大门类中的制造业，工业增加值同比增长 9.0%，高于采矿业（3.2%），低于公共事业（11.0%）；其中，制造业 5 月的同比增速为年初至今最低，较 4 月下降 1.3 个百分点。考虑到低基数效应在 4 月基本结束，因此 5 月制造业工业增加值同比增速的下降确实反映出制造业生产下滑。

医药制造业、装备制造业的生产向好。5月，就工业增加值同比增速而言，医药制造业（34.0%），和包括金属制品业（19.2%）、电气机械和器材制造业（18.7%）、通用设备制造业（13.8%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（12.7%）在内的装备制造业，处于主要行业的领先地位，复苏动力依旧充足。

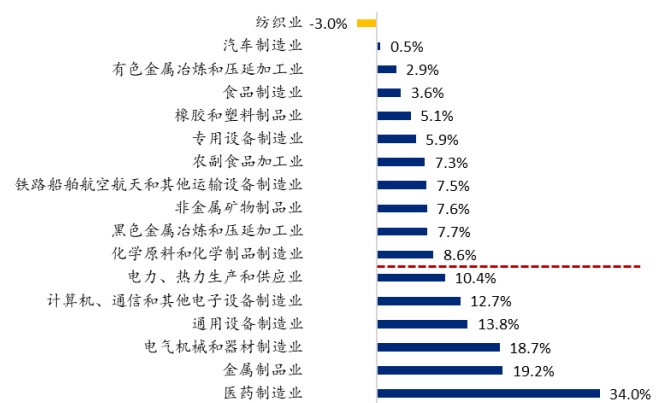
高基数和出口回落影响了汽车制造业和纺织业的工业生产。去年4月（5.8%）至5月（12.2%），汽车制造业的工业增加值同比增速显著上升。受基数效应的影响，汽车制造业的同比增速从今年4月的7.7%回落至5月的0.5%，但实际的工业生产变化不大。5月，包括服装在内的消费品出口有所下滑，出口下降导致纺织业的工业增加值同比增速下降，从4月的2.5%降至5月的-3.0%，成为唯一工业增加值同比负增长的行业。

图表 22：工业生产降速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 23：2021年5月各行业工业增加值同比增速

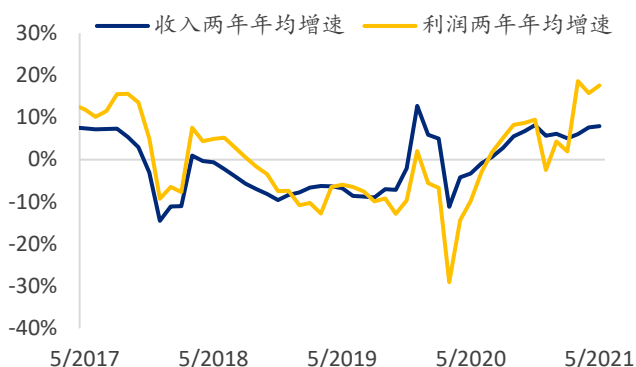


注：红色虚线为5月工业增加值同比增速
资料来源：CEIC，浦银国际

工业效益整体向好，行业间分化较大。5月，工业企业利润同比增长36.4%，较2019年同期年均增长17.6%；营业收入同比增长21.0%，两年年均增速8.0%。5月工业企业利润和营收的两年年均增速都处于较高水平，但行业间利润增速分化显著，受自上而下的价格修复影响显著。

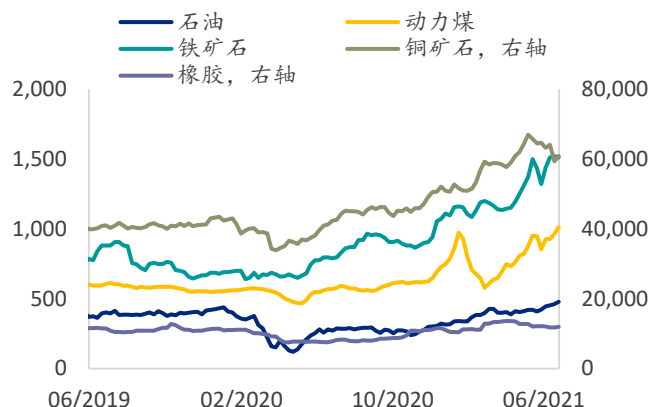
大宗商品价格上升带动PPI显著增长。5月，PPI同比增幅显著扩大，从前期的6.8%上升至9.0%，高于预期（8.5%）。受能源、有色和黑色金属矿石价格带动，5月生产资料价格同比增速升至12.0%，较前期上涨2.9个百分点，是推动PPI上行的主要动力。自上而下的价格修复过程明显。5月，采掘（36.4%）、原材料（18.8%）、加工（7.4%）的价格修复受大宗商品通胀驱动，延续“上游快、下游慢”的特征。

图表 24: 工业企业收入和利润的两年年均增速延续上升趋势



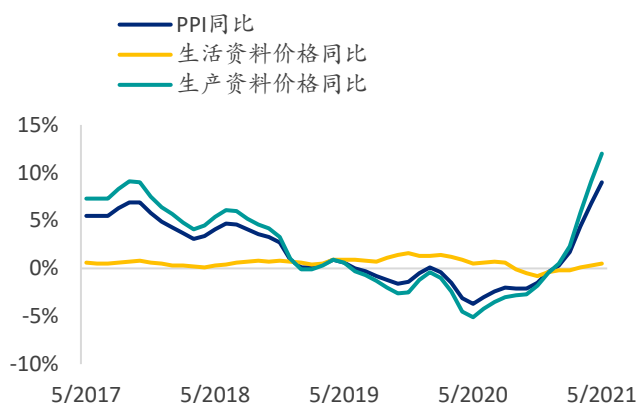
注: 3个月移动平均
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 25: 大宗商品价格5月维持高位



注: 石油价格为元/桶, 其他商品价格为元/吨
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 26: 生产资料价格修复, PPI 同比增速扩大



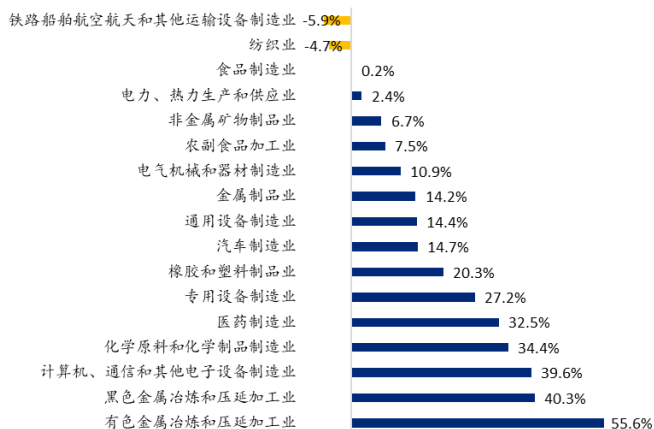
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 27: 最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	5月	4月	5月	4月
整体 PPI	9.0	6.8	1.6	0.9
其中: 生产资料	12.0	9.1	2.1	1.2
采掘	36.4	24.9	6.5	1.8
原材料	18.8	15.2	2.1	0.8
加工	7.4	5.4	1.7	1.3
其中: 生活资料	0.5	0.3	0.1	0.1
食品	2.2	1.8	0.0	-0.3
衣着	-0.6	-0.6	0.0	0.2
一般日用品	0.5	0.3	0.4	0.3
耐用消费品	-0.8	-0.9	0.1	0.4

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 28: 2021 年 5 月利润总额的两年年均增速



资料来源: CEIC, 浦银国际计算

自上而下的价格修复导致行业间利润分化。PPI 在上下游行业间的速度差异，导致上游行业利润增速加快、下游行业利润增速放缓。其中，最明显的是，5 月有色金属冶炼和压延加工业和黑色金属冶炼和压延加工业的利润增长显著，两年年均增速分别达到 55.6%和 40.3%，处于主要行业的领先地位。

由自上而下的价格修复导致上下游行业的利润增速分化，将进一步压缩下游行业的利润空间，对工业的持续复苏造成负面影响。此外，中下游制造业和消费行业的利润压缩，将拖累就业人员的收入提升，并挤压消费、抑制消费引擎的复苏。

就业回暖、疫苗接种、额外储蓄，消费复苏的基础

持续回暖的就业市场和大规模的疫苗接种为消费复苏提供支撑。5 月，城镇调查失业率降至 5.0%，较 4 月回落 0.1 个百分点，降至 2019 年 6 月以来的新低。在新冠疫苗接种方面，截至 6 月 21 日，中国每百人疫苗接种量为 72.9 剂，单日新增疫苗接种总量为 2,080.1 万剂，疫苗接种速度明显加快。就业率持续下行和疫苗接种率不断上升，将对消费的持续复苏提供支撑，也在一定程度上弥补了消费韧性不足。

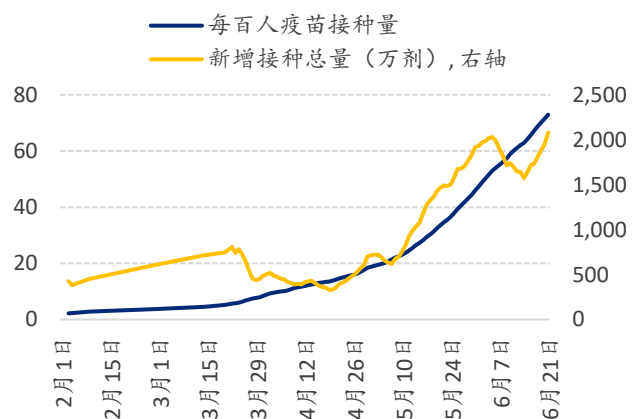
此外，根据我们在 [2021 年中期宏观经济展望](#) 的估算，除了 2020 年总计 3.59 万亿元的额外储蓄，今年一季度新增的额外储蓄达到 1.01 万亿元，显示额外储蓄仍未完全释放，这将对消费的持续复苏提供动能。

图表 29：2021 年 5 月城镇调查失业率继续下行



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 30：中国疫苗接种速度加快



注：截至 2021 年 6 月 21 日；新增接种总量为 7 日移动平均
资料来源：Wind，浦银国际

图表 31: 疫情导致人均储蓄 (元) 显著增长



资料来源: CEIC, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并接受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼