宏观经济专题

宏观经济报告

长期视角下，疫情改变了什么？

引言：人类与新冠病毒的相互斗争尚未结束。本次新冠疫情对人类的冲击仍然没有形成一个稳定的状态。虽然新冠疫情对经济体系的短期冲击巨大，但我们仍需要拿着望远镜观察这场疫情的长期深远影响，它可能带来一些永久的趋势性变化，而这种长视角的思维对投资的意义更大。

一、疫情将催生一个科技创新的时代

疫情加速了对于科技信息技术、生物技术、数字经济、健康产业等方面的需求。21 世纪将是科技飞速发展的时点，是一个更加注重创新的世纪。信息技术进步是成功应对国内疫情不容忽视的重要因素，而生物疫苗研发等医疗科技的发展也是未来应对重大疫情的根基，此外数字经济渗透率也因疫情而全面提升。这些科技领域在疫情期间得到了充分应用和重视，未来也将呈现加速发展趋势。

二、长期改变人们的生活方式

对于办公、教育、娱乐、消费、出行、旅游、社交等方面将出现长期性、趋势性的变化。办公和教育方面，网络教育和线上办公获得大范围推广。在消费和娱乐方面，线下消费活动转移至线上，摆脱空间限制的数字经济消费模式优势凸显，获得发展新机遇。在出行、旅游和社交方面，公共交通的选择变少，出国、出境旅游将大幅减少，线下社交转移动线上社交。**这些变化都将伴随着疫情不确定性和反复而持续存在。**

三、全球化趋势不确定性上升，外部环境更加复杂和艰难

1、历史上，广义的全球化出现过 6 次。最近的一次是二战之后由美国主导的全球化。历史整体呈现出“天下大势合久必分分久必合”的发展特点。

2、全球产业链分工格局被打破。主要表现在 4 个方面：第一，某些国家部分工厂迁回本国，保全产业链的完整性；第二，某些国家涉及到民生、公共卫生、公共安全和必须消费品的产业链未来将摆脱进口依赖；第三，高新技术产业链国外技术封锁；第四，中国方面，“全球产业链去中国化”担忧显现。

3、我国国产替代和产业链上下游延伸将明显加速。国家大基金主要投资芯片领域，显示我国实现产业链完整、国产替代的意志和决心。

4、未来我国将更加依赖内需对经济增长的拉动。我国未来消费潜力和空间大，逆全球化趋势下，我国将更加依赖内需对经济增长的拉动。

四、告别老路，新经济模式逐渐取代旧增长模式

新经济将逐渐取代旧增长模式。新经济占 GDP 总量的比重不高（2018 年为 16.1%），但对 GDP 增长的拉动明显（2018 年为 1.2%）。疫情期间，以科技和消费主导的新兴产业逆势发展，未来空间打开。

五、行业集中度提升，强者恒强趋势加速

行业集中度将伴随着疫情持续存在、市场有限恢复而加速提升。其原因在于，行业龙头公司往往拥有更高的盈利能力、更稳定的现金流和更健康的资产负债情况，因此其对抗外生风险的能力强于中小企业。疫情影响下，龙头公司凭借规模优势得以生存，但小企业持续经营能力严重受损将不得已退出市场。

六、国际金融环境趋势性变化迹象更加明显

首先，全球利率空间进一步压缩，央行货币政策空间进一步收窄，但本次中国央行货币政策宽松比较克制，未来空间较大；其次，非常规的货币政策操作（零利率以及无限 QE）将透支美元信用属性；最后，人民币可能进入稳定升值趋势，人民币资产吸引力上升，看多中国股市。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

一、疫情将催生一个科技创新的时代 4
1、对于信息技术的需求增强 4
2、对于生物医疗科技的重视程度提高 4
3、数字经济渗透率加速提升 5
4、对于公共卫生管理系统的诉求提升 6
5、大健康产业有望迎来加速发展 7
6、物业管理迎来历史性发展机遇 7
二、长期性地改变人们的生活方式 8
1、教育和办公方式的转变 8
2、消费和娱乐方式的转变 8
3、出行、旅游和社交方式 9
三、全球化趋势不确定性上升 10
1、外部环境更加复杂和艰难 10
2、全球产业链分工格局被打破 11
3、我国国产替代和产业链上下游延伸将明显加速 12
4、更加依赖内需对经济增长的拉动 13
四、告别老路，新经济模式逐渐取代旧增长模式 14
五、行业集中度加速提升，强者恒强 15
六、国际金融环境发生趋势性变化 16
1、全球利率空间进一步压缩，央行货币政策空间进一步收窄，但中国货币政策空间仍存 16
2、美元国际货币地位趋弱 16
3、人民币可能进入稳定升值趋势，人民币资产吸引力上升，看多中国股市 17

图表目录

图表 1：信息技术的广泛应用是战胜疫情的核心因素之一 4
图表 2：医药生物上市公司研发投入占营业收入比重（%，算术平均） 5
图表 3：数字经济与工业经济的区别 6
图表 4：公共卫生管理系统需求提升 6
图表 5：大健康产业规模预测 7
图表 6：房地产管理和开放收入增速上升 8
图表 7：物业管理的四个方向 8
图表 8：远成办公 APP 用户激增 8
图表 9：游戏收入上行，电影票房收入下行 9

图表 10：线下消费娱乐转至线上 9
图表 11：旅游行业景气度下降 10
图表 12：全球贸易占 GDP 比重下降 11
图表 13：我国在全球产业链位于中游制造，并积极努力向上下游发展 12
图表 14：国家大基金主要投资芯片领域 13
图表 15：全球视角下，我国消费率明显偏低，内需空间较大 14
图表 16：新经济对 GDP 的拉动效应 15
图表 17：龙头公司盈利能力更强（%，算术平均） 15
图表 18：行业集中度 CR10（营业收入） 15
图表 19：全球央行政策利率下调 16
图表 20：美联储资产负债表极度扩张 17
图表 21：美元指数 17
图表 22：海外机构对全球各国经济的预测 17

引言

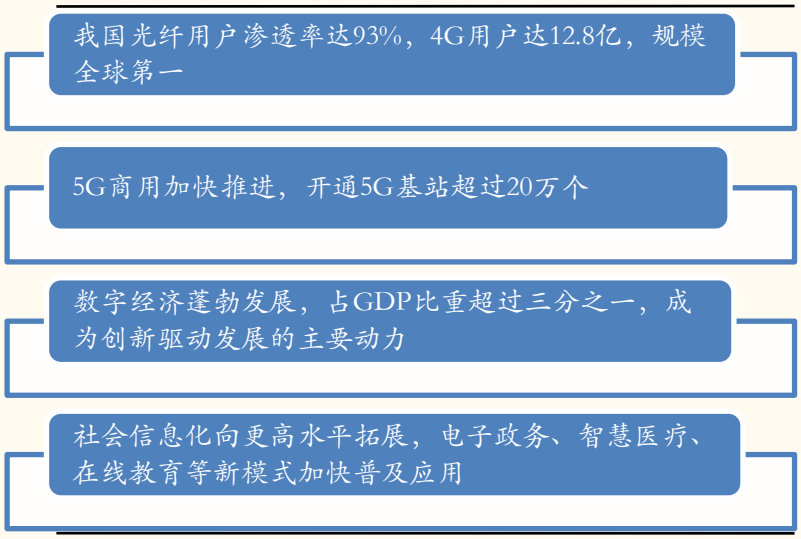
人类与新冠病毒的相互斗争尚未结束。本次新冠疫情对人类的冲击仍然没有形成一个稳定的状态，新冠病毒与人类的平衡关系仍然没有形成。虽然新冠疫情对经济体系的短期冲击巨大，但我们需要拿着望远镜观察这场疫情的长期深远影响，它可能永久地改变了一些趋势性的东西，这种长视角的思维对投资的意义更大。本文将着重阐述可能的六点长期趋势性变化。

一、疫情将催生一个科技创新的时代

1、对于信息技术的需求增强

我国信息技术的高速发展是成功应对国内疫情不容忽视的重要因素。多数文献指出：制度优势是我国成功应对疫情的重要因素。我们认为：另一个不容忽视的核心因素在于我国信息技术的高速发展。我国光纤用户渗透率已达 93%，4G 用户 12.8 亿，规模全球第一，为数字经济提供了发展的基础。随着 5G 技术的推进和应用落地，数字经济迎来蓬勃发展的加速阶段，我国数字经济占 GDP 比重超过三分之一，成为驱动经济发展的新动能。在应对疫情方面，信息通信等高新技术应用增强了我国信息获取能力、响应速度以及财富资源积累，这些是本次疫情得到控制的坚实后盾，也是后续复工复产有序进行的重要支撑。同时，疫情使人们更清楚地认识到科技发展的重要性。未来，无论从政策还是从经济、金融、社会共识等多个方面，支持和推动科技创新和应用必要性和迫切性更加明显。

图表 1：信息技术的广泛应用是战胜疫情的核心因素之一



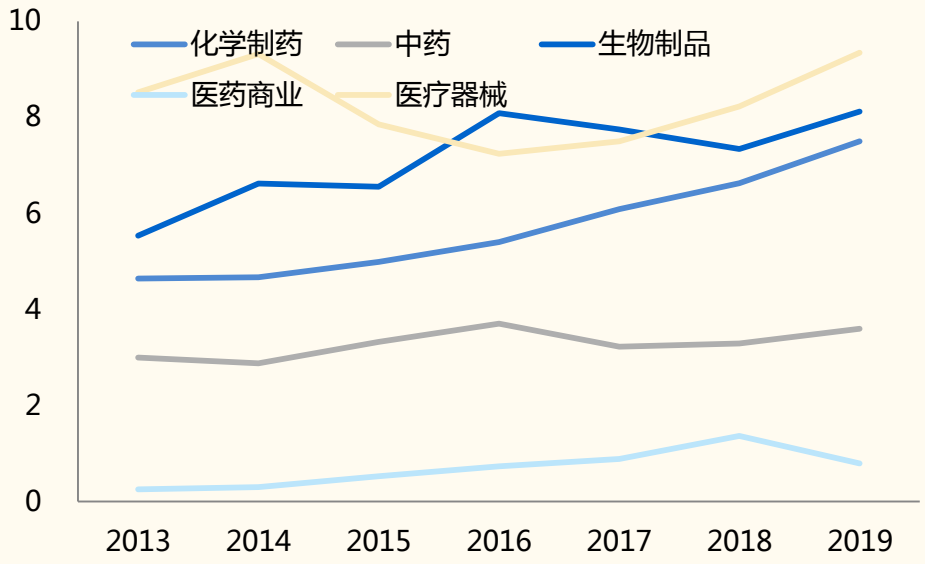
来源：公开资料，国金证券研究所

2、对于生物医疗科技的重视程度提高

生物疫苗研发等医疗科技的发展，是未来应对重大疫情的根基。一个国家若拥有强大的生物疫苗研发实力，能够在较短时间内研发出新冠疫苗克制病毒传染，将减少大量社会经济损失和人员死亡。经过此次疫情，国家和社会充分认识到了生物医疗科技的重要性。未来，各个国家为避免受到像新冠疫情等流行病毒

的再次感染，也必将建立一个强大的生物医疗技术研发体系，用于支持病毒疫苗等医疗技术的研发。行业方面，生物制品、化药、医疗器械等领域上市公司近年来研发投入占营业收入比重持续提升也佐证生物医疗技术的研发投入加大是持续性的大趋势。

图表 2：医药生物上市公司研发投入占营业收入比重（%，算术平均）



来源：Wind，国金证券研究所

3、数字经济渗透率加速提升

疫情影响下，数字经济加速下沉，在多数行业和产业当中渗透率全面提升。疫情影响下，政策加大对于基础设施建设的逆周期调节力度，而七项新基建领域中三项（大数据中心、人工智能和工业互联网）就与数字经济紧密相关。数字经济能够优化生产要素的资源配置效率，同时也可以作为一种资本积累。从技术上来说，随着计算能力的逐渐强大，数字经济能够大大降低企业或者产业之间的交易成本，从而带动效率提升。从资本积累的角度来说，数据成为企业最重要的资产，信息和如何使用信息是成功的关键。

图表 3：数字经济与工业经济的区别

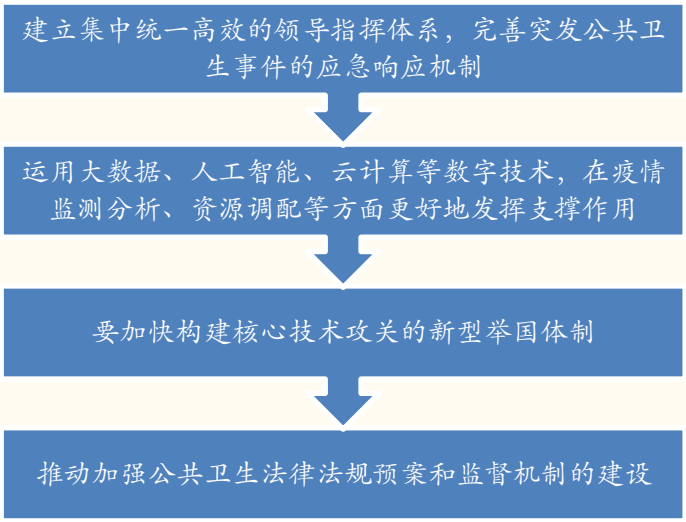
区别	工业经济	数字经济	数字经济代表性企业
基础设施	铁公鸡	云网端	平台类：阿里巴巴、腾讯、百度；共享类：摩拜、滴滴；工业类：特斯拉汽车、西门子；社交类：新浪、腾讯；生活服务类：美团、大众点评、携程；文化类：抖音；电商类：阿里巴巴、京东
生产工具	机械工具	智能工具	
生产资料	物质和原材料	数据、数字化内容	
分工方式	线型分工	平台/网络协作	
生产模式	标准化、规模化	定制化、多样化	

来源： 公开资料，国金证券研究所

4、对于公共卫生管理系统的诉求提升

一个强大的公共卫生管理和应急系统对于人民安全具有重要作用，疫情之后国家必将加大公共卫生管理和响应系统的投入力度，使居民生命安全得到更大保障。疫情基本得到控制后，公共卫生管理系统补短板势在必行，这其中包括传染病网络直报系统、公共医疗资源紧急响应机制，重大公共卫生事件行政紧急权力落地实施的法律法规等。公共卫生领域补短板，管理系统升级离不开通信、大数据、监测、人工智能等技术的发展。借助大数据、人工智能等高新技术的公共卫生和社会管理系统将获得更大发展，例如智慧城市等。

图表 4：公共卫生管理系统需求提升



来源： 公开资料，国金证券研究所

5、大健康产业有望迎来加速发展

疫情提高人们对于健康消费的重视程度，健康食品产业链，健康管理，健康服务产业或因此长期受益。此次疫情爆发蔓延与食用野生动物，食品市场直接相关，同时暴露出居民日常生活的卫生陋习，从而引发人们对长期以来的消费和卫生观念的反思，并促进全社会对健康安全关注度大幅上升，更加注重加强自身防护和提高免疫力，对健康绿色产品和服务的需求显著增长。

大健康产业已成为我国经济发展新的着力点，行业规模有望保持持续增长。2017 年至 2019 年间，大健康产业保持持续增长，2020 年我国大健康产业总体规模有望超过 10 万亿元。国家将“健康中国”升级为国家战略，可见政策给予健康产业空前利好的发展机会，疫情的影响更是加速了健康产业与大数据的结合发展。总结而言，疫情大大提升了人们对于健康食品产业链、健康管理、健康服务相关产业的需求.

图表 5：大健康产业规模预测

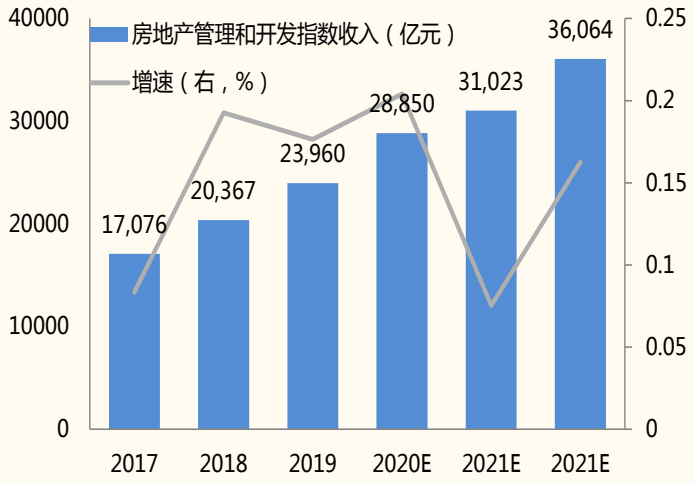


来源： Wind，国金证券研究所

6、物业管理迎来历史性发展机遇

物业管理能力的价值在新冠疫情下得到重视：“封闭式管理”成为一种疫情来临时普遍的社区管理模式，小区管理成为居民安全的最后一道防线。未来，小区物业的应急防控体系逐渐清晰，物业管理服务的价值进一步受到人们的重视，物业企业也经历着一次专业化程度高低的检验。长期看，优质的社区管理能力在应急和响应两方面越发重要：紧急应变能力及服务能力将成为物管行业新的机遇和挑战。

图表 6：房地产管理和开放收入增速上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：物业管理的四个方向

- 加大物企实力与服务品牌的关注度，中小企业竞争力将进一步被弱化
- 物业服务要匹配疫情对人们心理和消费习惯的改变
- 智能化和科技化是物业管理新的发展方向
- 卫生、健康、安全、应急响应等将成为物业服务管理最重要的考量因素

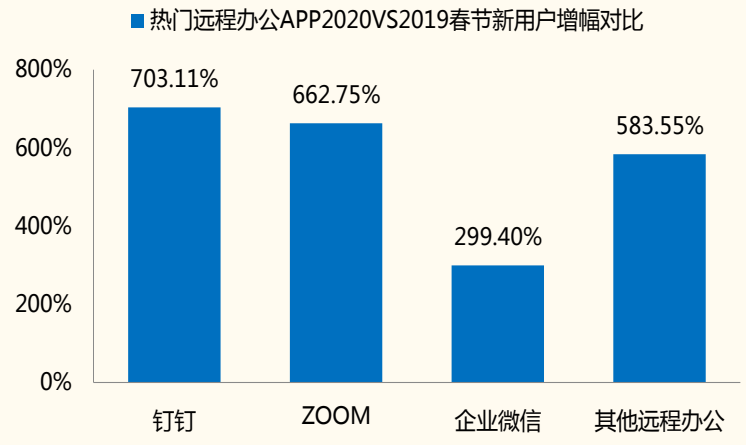
来源：公开资料，国金证券研究所

二、长期性地改变人们的生活方式

1、教育和办公方式的转变

网络教育和线上办公获得大范围推广。2020 年春节期间钉钉、企业微信等远程办公软件的新增用户下载量对比 2019 年春节出现爆发式的增长。人们因为疫情居家隔离，线上办公和网课教育被迫成为一种选择。通信技术的进步使得线上交互体验感较好，人们开始形成偏好。因此，疫情可能长期改变了教育和办公方式（由线下转变为线上）。

图表 8：远成办公 APP 用户激增



来源：公开资料，国金证券研究所

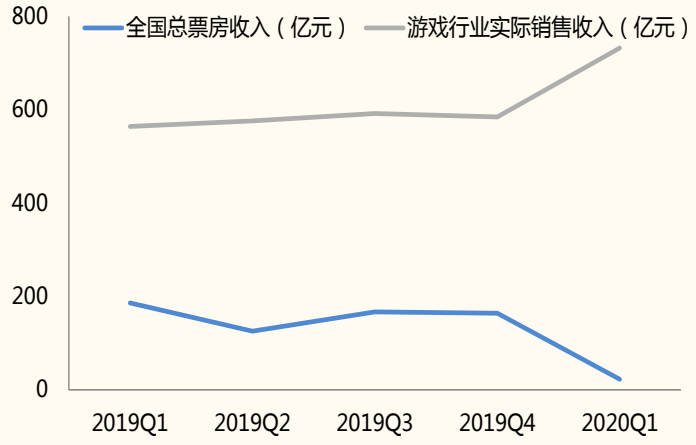
2、消费和娱乐方式的转变

消费：随着疫情发展,线下消费活动转移至线上，摆脱空间限制的数字经济消费

模式优势凸显，获得发展新机遇。电商企业积极发挥平台优势，开拓货源、优化库存，长期化影响人们消费习惯。

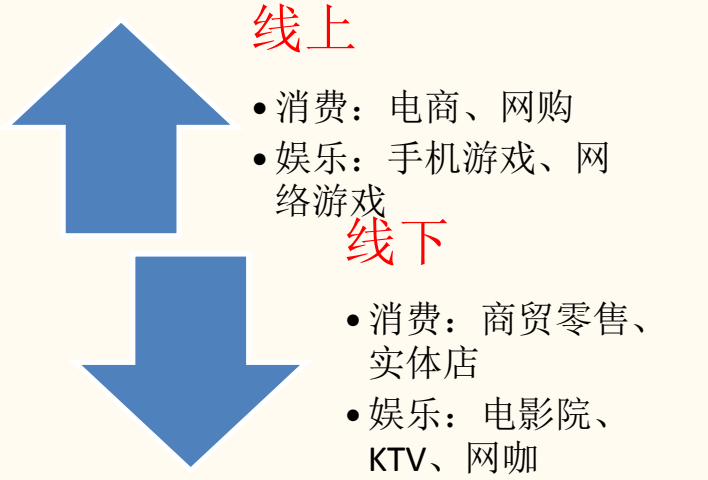
娱乐：因新冠病毒可能长期存在，聚集性娱乐消费可能受到长期影响。例如KTV、网咖等；而线上手机游戏、虚拟网络游戏将增多，例如王者荣耀、抖音等人均在线时长显著提升；传媒行业受疫情影响较大，例如电影院票房收入损失惨重。

图表 9：游戏收入上行，电影票房收入下行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：线下消费娱乐转至线上



来源：国金证券研究所

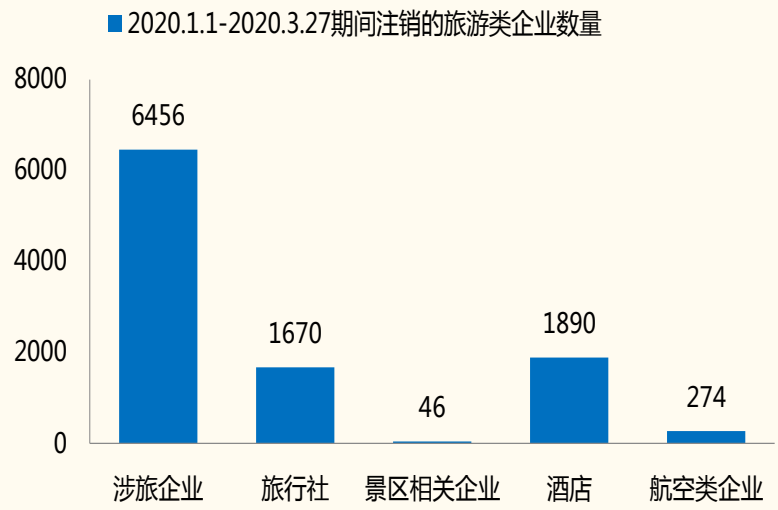
3、出行、旅游和社交方式

出行：公共交通的选择变少，例如航空、火车、公共汽车等。疫情期间，根据防疫防空管理措施，落实“四保”要求，坚持压力不减、力度不减、措施不减，坚持底线思维，时刻绷紧疫情防控这根弦；坚定不移坚持“外防输入、内防反弹”的防控策略，航空公司持续按着 “五个一”和“一国一策”方案的实施，对疫情输入风险较大的航班果断发出“熔断”指令，严防境外疫情输入，导致航班数量大幅减少。

旅游：出国、出境旅游将大幅减少。中国文旅部的数据显示，2019 年中国公民出境旅游人数达到 1.55 亿人次，中国目前是全球最大客源输出国，也是多个国家第一大客源国。疫情影响下，根据商务部 6 月 15 日晚发布的《中国对外贸易形势报告（2020 年春季）》，2020 年前四个月，中国旅行服务进出口总额为 4227.1 亿元，下降 35.8%，其中出口下降 44.6%，进口下降 34.7%。其中旅游服务进口代表出境游项目，前四月由于疫情影响，出境游同比下降超过三成。

社交：线下社交转移动线上社交，微信、QQ、今日头条的用户活跃度大幅提升。

图表 11：旅游行业景气度下降



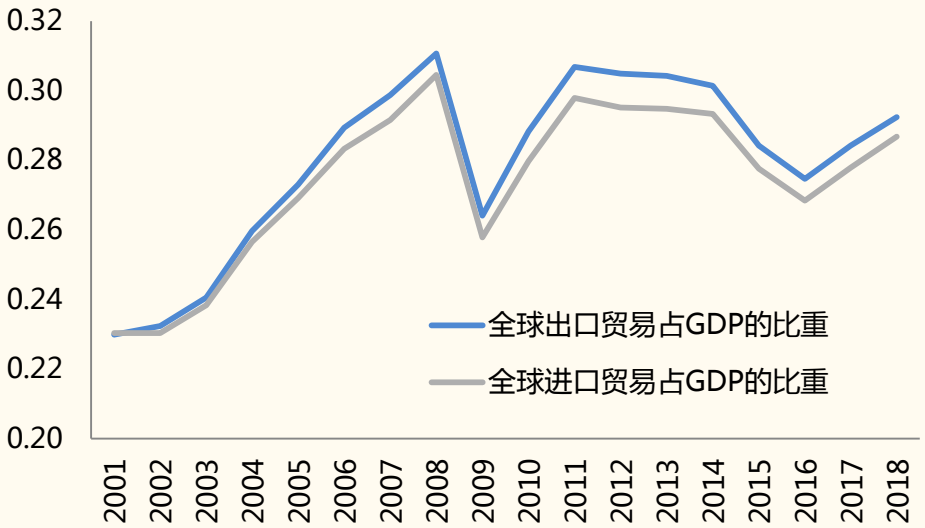
来源： 公开资料，国金证券研究所

三、全球化趋势不确定性上升

1、外部环境更加复杂和艰难

历史上，广义的全球化出现过 6 次。最近的一次是二战之后由美国主导的全球化。历史整体呈现出“天下大势合久必分分久必合”的发展特点。自 2001 年中国加入 WTO 开始，全球化的步伐日益加快，全球贸易占 GDP 的比重从 2001 年的 23%一路升至 2008 年的 31%。2015 年后，全球进出口贸易占比 GDP 比重下降，由 30%的水平降至 27%，逆全球化趋势开始出现，各国贸易保护主义势力抬头。疫情加速了这一过程，各国以邻为壑，从相互合作关系走向相互竞争。例如美国在多数产业的供应链上“去中国化”，导致一些国际资本离开中国。

图表 12：全球贸易占 GDP 比重下降



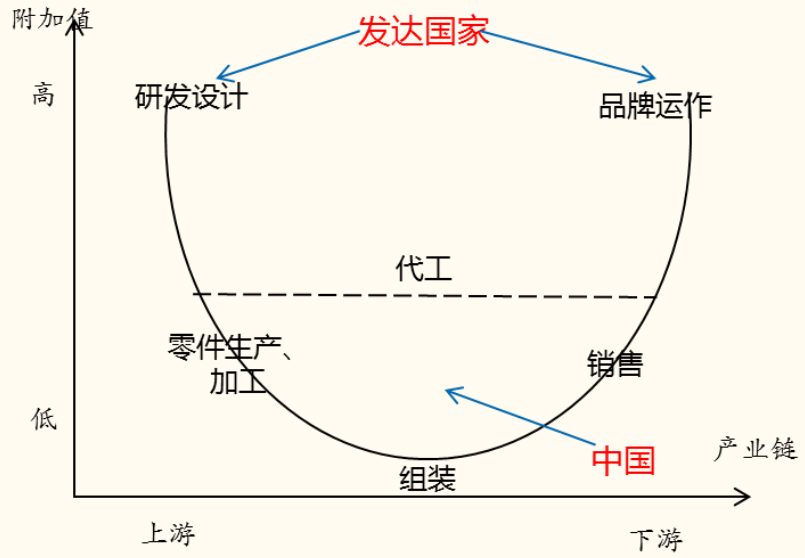
来源：Wind，国金证券研究所

2、全球产业链分工格局被打破

疫情影响下全球产业链分工格局发生重大变化，主要体现在四个方面：

- 一些国家为使产业链完整，不被逆全球化和疫情导致的全球贸易流通受阻所拖累，将部分工厂迁回本国，保全产业链的完整性。
- 一些国家在涉及到民生、公共卫生、公共安全和必须消费品的产业链集群强烈依赖进口（例如口罩、医疗器械等防疫物资的生产），随着疫情的影响，这些国家将试图摆脱进口依赖。
- 高新技术产业链例如半导体产业链、汽车产业链、先进制造产业链等受到国外技术封锁而被阻断。
- 中国方面，疫情之下，对“产业链去中国化”、“从中国撤资”、“脱钩论”的担忧显现。

图表 13：我国在全球产业链位于中游制造，并积极努力向上下游发展



来源：国金证券研究所

3、我国国产替代和产业链上下游延伸将明显加速

国家大基金主要投资芯片领域，显示国家实现产业链完整、国产替代的意志和决心。疫情导致贸易保护注意抬头，多数高端制造产业核心技术被国外封锁，例如美国封锁华为海思芯片设计等。高新技术和先进制造，特别是和 5G 等通信技术相关的产业链，包括基站、服务器和手机及其相关芯片板块，国内厂商国产替代和打通产业链上下游，这一趋势将越发明显。国家大基金主要投向集成电路方向相关企业，对被国外技术垄断“卡脖子”的半导体产业链相关环节的公司给予大力支持。未来投入力度将不断增大，显示国家实现产业链完整、国产替代的意志和决心。

图表 14：国家大基金主要投资芯片领域

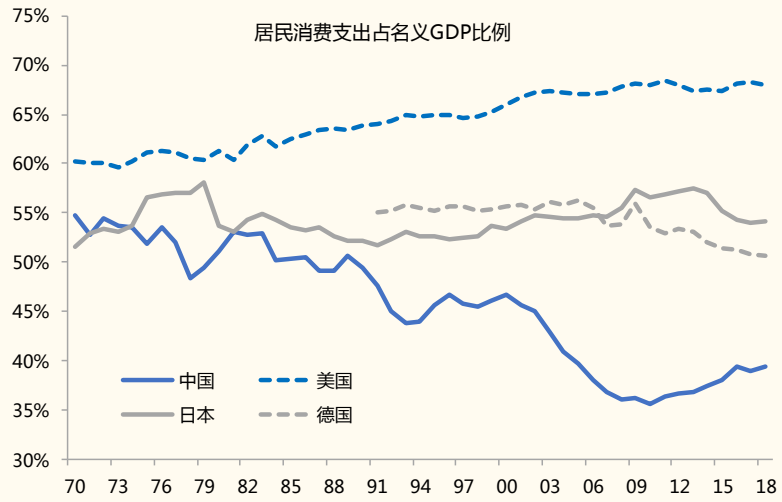
证券名称	行业	主营业务
紫光国微	信息技术	集成电路芯片设计和系统集成解决方案
瑞芯微	信息技术	集成电路及应用方案的设计、开发和销售
安集科技	材料	关键半导体材料的研发和产业化
赛微电子	信息技术	从事惯性、卫星、组合导航产品的研发、生产与销售
万业企业	房地产	房地产企业
景嘉微	工业	从事高可靠电子产品的研发、生产和销售，产品主要涉及图形显控、小型专用化雷达和其他三大领域
太极实业	工业	半导体业务、工程技术服务业务、光伏电站投资运营业务和材料业务
雅克科技	材料	电子半导体材料，深冷复合材料以及塑料助剂材料研发和生产
晶方科技	信息技术	开发与创新新技术，为客户提供可靠的，小型化，高性能和高性价比的半导体封装量产服务商
沪硅产业-U	信息技术	半导体硅片研发、制造及销售

来源：Wind，国金证券研究所

4、更加依赖内需对经济增长的拉动

启动经济内循环，居民消费增长潜力巨大。从国际比较来看，2018 年我国居民消费率为 39.3%，与其他国家相比，美国（68.0%）、日本（54.1%）、德国（50.6%），我国居民消费率明显偏低。从纵向来看，我国居民消费率低点为 2010 年（35.6%），此后虽然有所回升，但与历史数据相比，依然处于偏低的水平。偏低的居民消费率，意味着未来消费潜力和空间大。逆全球化趋势下，我国将更加依赖内需对经济增长的拉动。

图表 15：全球视角下，我国消费率明显偏低，内需空间较大

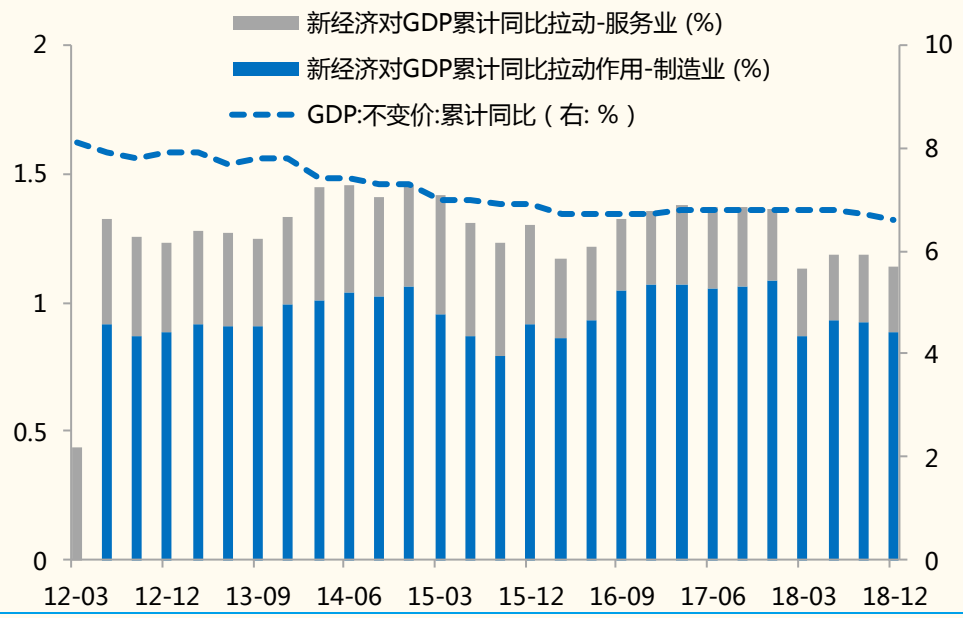


来源：Wind，国金证券研究所

四、告别老路，新经济模式逐渐取代旧增长模式

新旧动能转换，新经济逐步替代旧的增长模式。旧增长模式：拉动基建和房地产等固定资产投资的模式。新增长模式：以科技和消费主导的新兴产业在疫情期间逆势发展，未来空间打开。典型的产业包括线上消费娱乐、直播带货、短视频、医疗服务、电商、在线教育、网课、线上办公、游戏等。根据统计局数据，2018 年新经济占 GDP 总量的 16.1%，较前一年提升 0.4 个百分点。其中，新经济制造业占 GDP 总量的 6.9%，新经济服务业占 GDP 总量的 8.5%。2018 年，新经济对拉动实际 GDP 同比 1.2 个百分点，其中新经济制造业拉动 0.9 个百分点，新经济服务业拉动 0.3 个百分点。虽然新经济在经济总规模中占比相对较小，但是对于经济的拉动作用是相对明显的。

图表 16：新经济对 GDP 的拉动效应

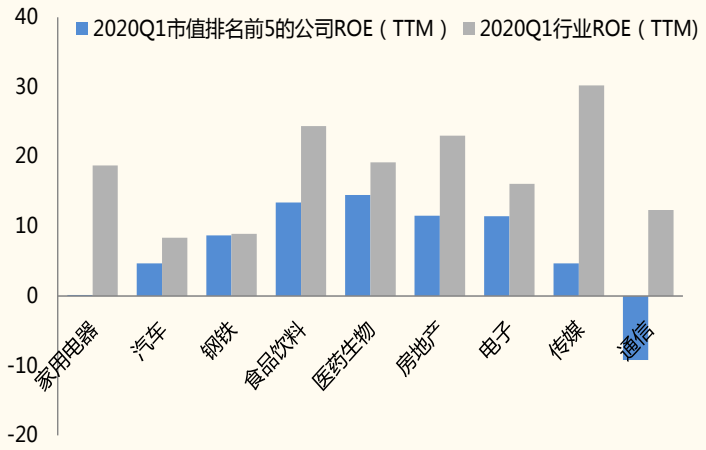


来源：Wind，国金证券研究所

五、行业集中度加速提升，强者恒强

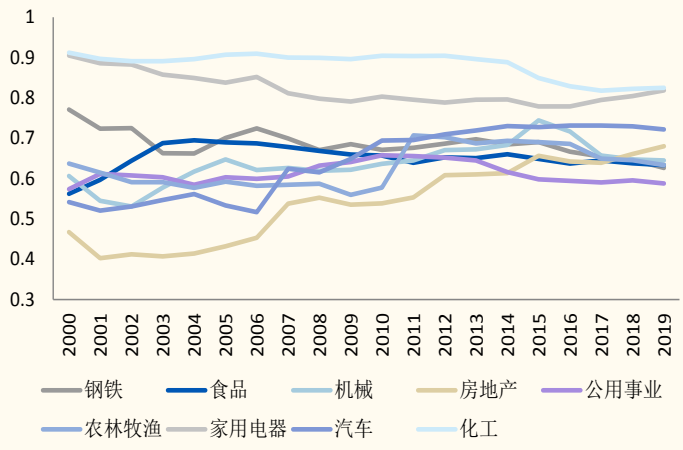
疫情影响下，中小企业经营困难，将加剧部分行业的出清，集中度提升加速。行业龙头公司往往拥有更高的盈利能力、更稳定的现金流和更健康的资产负债情况，因此其对抗外生风险的能力强于中小企业。疫情影响下，龙头公司凭借规模优势得以生存，但小企业持续经营能力严重受损，不得不退出市场。因此，行业集中度将伴随着疫情持续存在、市场有限恢复而加速提升。

图表 17：龙头公司盈利能力更强（%，算术平均）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：行业集中度 CR10（营业收入）



来源：Wind，国金证券研究所

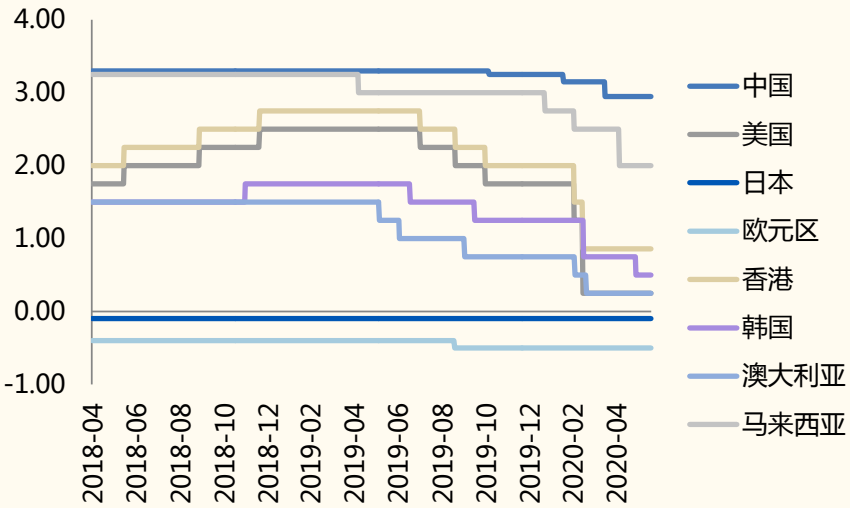
六、国际金融环境发生趋势性变化

1、全球利率空间进一步压缩，央行货币政策空间进一步收窄，但中国货币政策空间仍存

疫情影响下，全球央行货币政策宽松，最终导致了全球利率空间进一步受到压缩。在未来疫情逐渐消退，经济明显复苏看到前，货币宽松的退出将是十分困难的。在全球大放水的前提下，全球利率已经接近零利率甚至负利率，疫情致使空间进一步被压缩。

对中国的启示：未来货币政策空间较大。由于本次疫情全球央行采取了非常规的货币政策，通过极限宽松的方式避免信用风险和流动性风险引发的金融危机和经济危机。从全球央行的政策利率水平来看，本次疫情各国央行下调政策基准利率较大，其中美国联邦基金目标利率下降 150bp，香港下降 114bp，韩国下降 75bp 等等。**但就中国而言，**疫情导致的政策利率下调也只有 30bp（MLF 利率由 3.25%降至 2.95%）。整体来看，货币政策是比较克制的。现阶段，中国在世界主要经济体中政策利率空间较大，未来货币政策操作的空间也更加广阔。

图表 19：全球央行政策利率下调

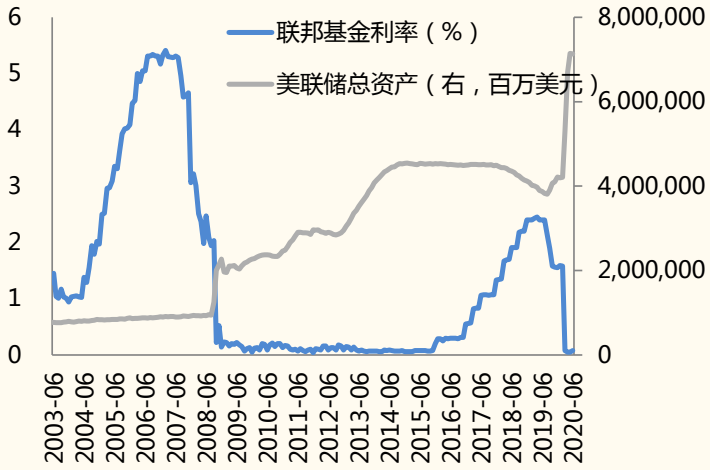


来源：Wind，国金证券研究所

2、美元国际货币地位趋弱

重回“零利率”、无限量化宽松，透支美元信用属性。美元作为国际储备货币，内在价值不断趋弱。疫情期间，美联储重启无限量化宽松保持美元流动性充足并将联邦基金目标利率降至 0-0.25%区间。这种非常规货币政策操作，将透支美元信用属性。

图表 20：美联储资产负债表极度扩张



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：美元指数



来源：Wind，国金证券研究所

3、人民币可能进入稳定升值趋势，人民币资产吸引力上升，看多中国股市

从经济增长的角度来讲，中国经济国内经济领先全球复苏趋势确定，国内经济基本面好于海外（无论是从海外机构预测、疫情防控还是经济韧性来看）。

从货币政策和利率层面，全球央行宽松，我国从量价的程度上相对更小（每个国家的利率水平下的程度以及量化宽松的程度），我国相对全球利差走扩，有助于人民币资产的升值。

从人民币资产配置的角度来看，股票的性价比较高。我们以 1/PE-10 年期国债收益率来衡量，该值越大表明股票相对于债券的配置性价比越高，现阶段该值仍处于高位，说明股票资产性价比和预期回报率较高。

图表 22：海外机构对全球各国经济的预测

	IMF预测2020	2019	2018
中国	1.18	6.14	6.60
美国	-5.91	2.35	2.88
日本	-5.16	0.89	1.14
英国	-6.50	1.24	1.36
法国	-7.18	1.25	1.56
德国	-6.95	0.54	1.91
韩国	-1.18	1.95	2.76
俄罗斯	-5.47	1.08	1.71
土耳其	-5.00	0.25	3.48
巴西	-5.30	0.88	1.44
印度	1.87	6.12	7.30
新加坡	-3.47	0.55	2.93

来源：Wind，国金证券研究所

‘

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH