

研报精选

2021年5月10日 第22期

宏观专栏

关注中观运行的三个现象

报告指出，行业分化显著对经济复苏的可持续性带来压力，具体有三个比较突出的现象：下游制造业生产景气仍然偏弱；制造业投资似乎有“均值回归”现象；上游工业品价格快速上行挤压中下游利润空间。

区域“闯关”碳中和

报告分析，不同方法测算各地的碳排放量有所差异，达峰情况也有不同。自下而上汇总得出我国2030年前可实现碳达峰，其中，江苏、上海等省市在2025年前有望率先达峰，而传统能源大省可能面临更多挑战。

专题聚焦

一文看懂五一假期数据

五一假期，国内游人次超疫前同期，海南离岛免税持续高增长，酒店与餐饮消费也持续良好复苏势头，此前被压抑的消费需求补偿式释放，带动各地消费数据继续回暖，交通运输客运量恢复如期而至。

非农“爆冷”凸显“用工荒”

美国4月非农就业远不及预期。在需求表现较好的情况下，就业“爆冷”凸显了用工短缺、劳动力匹配难的问题。报告认为，如果拜登的政策只刺激需求，不促进供给，那么市场对通胀的担忧还将更甚。

宏观专栏

关注中观运行的三个现象

中金宏观团队推出新的研究产品，每月定期从生产、价格、需求和利润等多个角度对各工业子行业抽丝剥茧，旨在及时发现经济运行中的新现象及其对市场的含义。

行业分化显著，对经济复苏的可持续性带来压力，具体而言有三个比较突出的现象：中上游制造业生产保持较高景气，产能利用率达到近年来同期新高，而下游有所改善，但仍然相对较弱；制造业投资似乎有“均值回归”现象，2020年四季度增速高的行业，今年一季度增速回落；上游工业品价格快速上行背景下，中下游制造业的利润空间开始受到影响，需关注成本压力上升对相关行业利润的压缩。

中游生产旺盛，上游价格抬升

年初以来，中游制造业生产保持较高景气，通信电子、电气机械、专用设备等行业增长较快；下游消费品制造业生产有所改善，但表现仍弱于工业生产总体。2021年1季度工业产能利用率创下2013年来的同期新高，其中化学纤维、黑色金属、专用设备、电气机械设备等中上游制造业产能利用率均在80%以上。工业品价格走势分化，上游原材料价格快速攀升，尤其以石油化工产业链（石油开采、石油加工、化学纤维、化学制品等）和钢铁产业链（黑色金属矿采选、黑色金属冶炼和压延等），价格同比涨幅较大。

制造业投资增速“均值回归”

外需是工业生产高景气的重要支撑因素，1季度工业企业出口交货值两年平均增速约为8.4%，达到2012年以来增速区间的相对高位。年初以来，中游设备制造业出口保持10%以上的高增速，下游消费品和上游原材料制造业出口增速也持续上行，两年复合增速较2020年4季度分别改善了4.7和3.9个百分点。

1季度制造业分行业投资呈现“均值回归”特征，2020年增长较快的中上

游制造业投资增速降幅较大，如运输设备、通用设备、化学制品、橡胶塑料等行业，1季度两年平均增速较2020年4季度降幅都在15个百分点以上；前期低增速行业出现了一定程度的增速修复，比如文娱用品制造业、纺织服装业等。

消费修复分化仍然延续，服务消费和限额以下消费持续弱于总体消费。3月社会消费品零售总额两年平均增长6.3%，为疫情以来单月增速的新高，但仍低于疫情前的中枢水平。结构上的分化依然延续，包括商品零售和餐饮收入的分化、限额以上和限额以下的分化等，线下服务和中小企业并未修复到位。

原材料价格上行，开始挤压中下游利润

1季度工企利润延续较高增速，其中，上游行业的利润增长主要来自于“价”的拉动，中游行业利润则更多受到“量”的支撑。伴随上游工业品价格的快速上行，3月中游和下游制造业营收利润率环比表现均明显弱于往年同期，原材料价格上涨对中下游利润的影响已经开始体现。

以上观点来自：2021年5月7日中金公司研究部已发布的《关注三个现象》

张文朗 SAC执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

区域“闯关”碳中和

实现碳达峰、碳中和的目标，不仅需要“自上而下”政策引导，更需要各地“自下而上”的勇于探索和积极实践。然而，如何厘清各地实际碳排放量是首要的难题。“谁生产谁负责”还是“谁消费谁负责”？不同方法测算各地的碳排放量有所差异，达峰情况也有不同。

“自下而上”可能的碳达峰路线图。根据CEADs、生产者责任法及消费者责任法三种方法，“自下而上”汇总得出中国整体2030年可实现碳达峰，峰值规模在99-108亿吨之间；其中，截止2018年已达峰的省市碳排放量占全国总碳排放量的20%-30%。当然，各省市能源布局不同、产业结构不同，碳中和目标下可能面临的冲击也不同。

从传统能源到新能源，我国能源供给的区域分布将更趋均衡。实现碳中和目标，以新能源替代化石能源的结构转型至关重要。相比于化石能源的资源属性，新能源的制造业属性有望推动整体能源供给的区域分布更趋均衡，也会降低形成“资源诅咒”的可能。

能源版图变革可能会推动产业格局重塑。基于未来能源版图的变革及各行业核心成本构成，我们认为，能源成本敏感性行业，如电解铝、时延需求低的数据中心有望继续向新能源相对富集、成本降低的地区转移；反之，对原材料、市场需求更为敏感的行业可能受到的影响相对有限。

他山之石，国际经验借鉴。伴随能源和产业格局重塑，部分地区可能会面临增长放缓、转型动力不足、职工转岗或失业等问题。实现碳达峰、碳中和需要借鉴国际经验，北欧五国低碳合作及卢森堡产业转型等经验具有一定参考意义。

以上观点来自：2021年4月29日中金研究院已发布的《区域“闯关”碳中和》

李南南 SAC执业证书编号：S0080118080023

左烜烜 SAC执业证书编号：S0080120090014

吴慧敏 SAC执业证书编号：S0080511030004 SFC CE Ref: AUZ699

专题聚焦

一文看懂五一假期数据

旅游酒店及餐饮

五一假期旅游数据出炉，国内游人次超疫前同期，海南离岛免税持续高增长，酒店与餐饮消费也持续良好复苏势头。

旅游：国内游人次已超疫前同期，品质休闲游备受青睐。经文化和旅游部测算，2021年“五一”假期全国国内旅游出游2.3亿人次，按可比口径恢复至疫前同期的103.2%；国内旅游收入1132.3亿元，恢复至疫前同期的77.0%；旅游人次及收入恢复环比清明假期均有改善，尤以“价”的改善更为显著。

免税：离岛免税持续高增长。据海口海关统计（海关统计的数据以旅客提货为准），5月1日至3日离岛免税购物金额约为4.85亿元，购物人次6.54万人次，分别同比增长215%和140%。

酒店：订单量较疫前同期增长，高星酒店表现突出。根据去哪儿数据，五一假期酒店预订量较2019年增长超4成，携程数据显示酒店单日订单量对比2019年同期增幅最高达70%；同时受出境游回流及品质休闲游趋势更为显著的影响，高星酒店表现突出。

餐饮：3月全国餐饮收入超疫情前同期水平，五一持续良好复苏势头。据国家统计局数据，今年1-2月全国餐饮收入恢复至2019年同期的96%，3月超疫情前同期水平，较2019年同期增长2%。

零售、轻工日化

从我们监测的五一小长假消费数据看，受益于各地政府及零售龙头积极推出促消费活动等因素拉动，此前被压抑的消费需求补偿式释放，带动各地消费数据继续回暖，部分地区超19年同期水平，其中品质消费、体验消费等为亮点。展望后续，我们认为伴随我国疫情有效管控及疫苗接种，消费有望延续向好趋势。

“五一”小长假消费数据继续向好，部分地区超19年同期水平。伴随全国消费促进月活动于5月1日启动，各地组织开展系列商旅文体活动，叠加居民消费需求补偿式释放，带动消费市场持续回暖。国家信息中心大数据监测显示，假期前两天全国各大城市重点商圈人流量明显增长，其中长沙、深圳、南京、天津等地已超过2019年同期水平；5月1-2日，银联网络交易金额7543亿元，同比+5.5%（较2019年同期+6.9%）。

消费升级、品质生活为主旋律，免税购物、颜值经济热度高。假期期间免税消费火爆，前文提到，据海口海关统计数据，5月1-3日离岛免税购物金额4.85亿元，购物人次6.54万人次，同比分别高增215.24%/140.23%，人均消费超过7400元。此外，据京东数据，“五一”假期家电、家装、家居等改善生活品质的升级品类增速迅猛，其中洗烘一体洗衣机、8K电视机、新风空调、除菌净化空调分别同比+395%/+268%/+200%/+171%。分地区看，县域市场升级品类同样火热，颜值经济崛起趋势明显，5月1-3日，淘宝特价版县域消费者最爱购买的商品中，男士彩妆购买同比+1692.6%，蛋白粉同比+276.8%，洗脸巾、筋膜枪、无钢圈内衣紧随其后，同比分别增长239.4%/192.7%/145.4%。

年轻群体成消费主力，带火“躺吃旅行”等新式体验消费。根据去哪儿数据，今年五一出游的人群中，90后占比超过50%，其中95后占比达到23%。伴随年轻消费者对旅游舒适感的重视程度提高，宅酒店的“躺吃旅行”成为热点，据饿了么五一消费报告，5月1-3日，全国外卖订单量同比显著增长，其中酒店和景区外卖订单同增两倍以上。此外，据百度数据，“音乐节”、“剧本杀”等体验消费相关搜索量同比分别增长185%/169%，位居年轻人最热衷的消费方式之列。

交通运输物流

我们跟踪了“五一”假期的交通运输数据。总体而言，交通运输客运量恢复如期而至。根据交通运输部数据，2021年“五一”假期日均总客运量同比2019年增长3.2%，其中铁路客运量同比2019年增长8.1%，航空客运量达到2019年的98.6%，道路客运量同比2019年小幅增长0.9%。总体客运量同比2019年增速

已经从春节的-70.9%到清明-4.0%再到“五一”假期的+3.2%，可以看到交通运输客运量回暖趋势明显。

“五一”假期铁路发送旅客量超预期。根据交通运输部的数据，“五一”假期前三天铁路旅客发送量达到4729万人次，其中5月1日铁路旅客发送量达到1883万人次，创下单日铁路旅客发送量新高。用日均铁路客运量来与2019年和2020年进行比较，2021年铁路旅客发送量同比2019年增长8.1%，同比2020年增长173.2%，铁路客运量已经超过2019年的水平。“五一”假期铁路客运量在所有客运量的占比也从2019年的22.6%提升至29.5%。

民航客运量已接近2019年。根据交通运输部的数据，“五一”假期前三天民航客运量达到506万人次，日均客运量达到169万人次，同比2019年下降1.4%，同比2020年上升186.6%。

道路客运量和全国高速公路交通流量同比2019年小幅增长。根据交通运输部的数据，“五一”假期前三天道路客运量达到约1亿人次，日均客运量约3473万人次，同比2019年小幅提升0.9%，同比2020年上升102.9%；交通运输部路网中心预计“五一”假期全国高速公路网日均流量5250万辆到5450万辆，较2020年同期增长16%—20%，较2019年同期预计增长2% -6%。

快递业务量维持高增长。根据国家邮政局监测数据，今年“五一”假期前两天，全国邮政快递业共揽收快递包裹4.94亿件，同比增长26%；投递快递包裹近5亿件，同比增长22%。

传媒

根据艺恩数据，截至2021年5月5日15时，2021年五一档含服务费票房为15.74亿元，较2019年五一档（2019年5月1日~5月4日，4天）增长3.2%。我们预计，2021年五一档（5月1日至5月5日，5天）含服务费票房或落入我们前期预测的14.44~18.35亿元区间内，有望接近中性情形预测17亿元。

观影需求稳健复苏，观影人次较2019年同期增10.3%。根据艺恩数据，2021年五一档前4日（2021年5月1日~5月4日）含服务费票房14.62亿元，恢复至2019

年同期的95.9%。1) 平均票价: 2021年五一档前4日平均票价较2019年同期下降13.0%。2) 观影人次: 2021年五一档前4日观影人次较2019年同期增长10.3%。我们认为, 继元旦档和春节档后, 档期聚焦效应仍然明显, 观影人次的同比增长再次说明观影需求步入稳健复苏的常态化轨道。3) 地域分布: 档期内三线及以下城市票房及观影人次占比较2019年提升至47.4%/49.9%。

多部国产影片表现相对均衡, 影片口碑影响票房走势。根据艺恩数据, 从单片表现来看, 票房方面, 在好莱坞影片缺席下国产影片间竞争激烈, 其中《你的婚礼》(光线传媒参与出品)/《悬崖之上》(中国电影参与出品)以4.59/4.25亿元票房位列第1和2名, 票房占比分别为31.4%/29.0%; 影片票房CR1/CR3较2019年下降48.8ppt/22.2ppt, 票房分布均衡。



以上观点来自: 中金研究部已经发布的《五一国内游人次超疫前同期, 价格恢复较清明改善显著》《五一小长假消费延续回暖势头, 品质消费、体验消费为亮点》《“五一”交运数据跟踪: 铁路航空如期恢复, 快递业务维持高增长》《2021年五一档回顾: 观影需求稳健复苏, 各影片表现相对均衡》

林思婕 SAC 执业证书编号: S0080520080005 SFC CE Ref: BPI420
 刘凝菲 SAC 执业证书编号: S0080120060073
 郭海燕 SAC 执业证书编号: S0080511080006 SFC CE Ref: AIQ935
 樊俊豪 SAC 执业证书编号: S0080513080004 SFC CE Ref: BDO986
 徐卓楠 SAC 执业证书编号: S0080520080008 SFC CE Ref: BPR695
 杨鑫 CFA SAC 执业证书编号: S0080511080003 SFC CE Ref: APY553
 张文杰 SAC 执业证书编号: S0080520120003
 张雪晴 CFA SAC 执业证书编号: S0080517090001 SFC CE Ref: BNC281
 焦杉 SAC 执业证书编号: S0080120060075

专题聚焦

非农“爆冷”凸显“用工荒”

美国4月非农就业远不及预期。在需求表现较好的情况下，就业“爆冷”凸显了用工短缺、劳动力匹配难的问题。我们认为，如果这一问题不能解决，将延缓就业复苏速度，同时加大工资上涨压力。因为大概率只有提高工资，才能吸引劳动力回归工作。

往前看，要重视供给冲击对经济运行和资产价格的影响。疫情后的诸多现象，如美国“用工荒”，芯片短缺，海运运费上涨，上游原材料涨价，背后都有供给因素的催化。我们可能正在经历“一代人只会见到一次的”全球性供给冲击。

非农欠佳给了美联储继续宽松的理由，但低利率解决不了供给瓶颈，关键是要提高供给弹性。我们认为，如果拜登的政策只刺激需求，不促进供给，那么市场对通胀的担忧还将更甚。

美国4月新增非农就业26.6万人，远不及预期的97.8万人。失业率小幅上升至6.1%。季调后的劳动参与率较上月增加0.2个百分点至61.7%，如果看非季调数据，劳动参与率是下降的。每周工作时间升至35小时。时薪同比增速降至0.3%，环比增速升至0.7%，双双高于预期。

如何理解上述数据？新增就业不及预期可能是因为需求放缓，也可能是因为供给跟不上。考虑到每周工作时间、环比工资增速均是上升的，而劳动力参与率变化不大，我们认为更多是供给问题。我们强调，当前美国面临的一个挑战是劳动者就业意愿不足，雇员和雇主匹配难度增加，企业只能通过增加工作时间来满足需求，同时提高工资来吸引劳动者。这份非农数据反映的情况与我们的判断在逻辑上是比较吻合的。

劳动者就业意愿为何不足？一是老年人因为害怕感染新冠病毒，进而选择提前退休。二是女性因为学校及托儿所关闭，为照顾子女而不得不放弃工作。

三是美国政府的失业补贴较为慷慨，无形中提高了劳动者的保留工资（reservation wage），降低了就业意愿。这些因素有些可能是永久的，比如老年人提前退休；有些则取决于公共政策，比如学校和托儿所何时重启，失业补贴何时到期。

对此，美国一些州政府已采取措施激励劳动者回归工作。比如，蒙大拿州与南卡罗莱纳州宣布将于6月底取消额外的失业救助，蒙大拿州还计划为返回工作的人提供现金奖励。两州州长均为共和党人，而共和党人一直抱怨失业福利过高，导致美国民众没有意愿重新回到劳动力市场，造成用工荒。不排除其他共和党控制的地方政府可能会进一步跟进。

此外，对时薪增速的解读也需要特别小心。时薪同比增速往往会受到基数效应和结构效应（composition effect）的影响。后者是指，经济衰退时，那些工资偏低的雇员更容易被解雇，平均工资反而上升；反过来，经济复苏时低工资者重新就业，平均工资下降。

针对上述问题，我们首先可以看工资的环比变动以排除基数效应。这次时薪环比增速为0.7%，好于预期，说明工资还是有上涨压力的。对企业来说，吸引劳动者的一个手段就是提高工资。近期美联储的制造业工资预期指数和美国中小企业加薪指数都呈现上升趋势，说明企业是有加薪压力的。

我们还可以看其他受结构效应影响较小的工资指标，比如亚特兰大联储的工资增长指数。根据该指标的最新数据，工资增长并未像此前经济衰退时那样大幅下降，而是保持了韧性。这也再次反映劳动力供给不足、雇员与雇主匹配难度增加是当前的主要矛盾。

以上观点来自：2021年5月8日中金公司研究部已发布的《非农“爆冷”凸显“用工荒”》

刘政宁 SAC执业证书编号：S0080520080007

张文朗 SAC执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.5.4 海外宏观热点速评：供应链紧张制约制造业增长 | 美国4月制造业PMI 点评
- 2021.5.5 海外宏观专题报告：美国“用工荒”支撑通胀
- 2021.5.5 海外宏观简评：耶伦加息言论刺激市场敏感神经
- 2021.5.7 中国宏观专题报告：关注三个现象
- 2021.5.7 中国宏观简评：出口韧性超预期 | 4月进出口数据点评
- 2021.5.8 海外宏观简评：宏观探市：复苏深化支持再通胀交易 | 4月全球PMI跟踪
- 2021.5.8 海外宏观周报：非农“爆冷”凸显“用工荒”

策略及大宗商品

- 2021.5.4 大宗商品：大豆：供应溢价从南美转向北美
- 2021.5.5 大宗商品：玉米：全球平衡偏紧，天气推波助澜
- 2021.5.5 数据观察：图说大宗：供应风险升温
- 2021.5.5 海外市场观察：海外资产配置月报（2021-5）：五月是否卖出？
- 2021.5.5 量化策略周报：量化策略周报（242）：看好创业板指未来反弹
- 2021.5.7 全球资金流向监测：外资连续36周流入中资股；南向转为流出
- 2021.5.7 海外策略：印度疫情升级的内外部影响
- 2021.5.9 海外市场观察：美国原材料库存已接近历史高位 | 2021年5月3日~5月9日
- 2021.5.9 海外中资股策略周报：通胀问题成为短期焦点
- 2021.5.9 主题策略：港股打新指南
- 2021.5.9 海外策略：印度继续升级，美更多州计划开放 | 疫情疫苗周度追踪（5月8日）
- 2021.5.9 A股策略周报：市场可能处于“中期调整”尾声
- 2021.5.9 主题策略：捕捉资产轮动的高阶信号

固定收益

- 2021.5.6 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.5.7 固收+周报：久期测算的探索：细节处理与Python实践
- 2021.5.7 简评：出口仍坚挺，进口价升量缩 | ——2021年4月贸易数据点评
- 2021.5.7 简评：2021年5月十大转债

行业

- 2021.5.3 化工：从SASOL的努力看煤化工企业的减排
- 2021.5.3 科技：科技硬件周报（5/1）：A股年报季收官，苹果业绩会广受关注

- 2021.5.4 博彩及奢侈品：四月总博彩收入同比增长1,014%；期待五一假期好消息
- 2021.5.5 银行：资产负债表修复超预期，头部机构营收增长强劲——1Q21业绩回顾
- 2021.5.5 交通运输物流：“五一”交运数据跟踪：铁路航空如期恢复，快递业务维持高增长
- 2021.5.5 传媒互联网：周报：五一档票房基本恢复，新一批国产网游版号下发
- 2021.5.5 金融：“既普且惠”的互联网银行标杆——基于网商及微众财报的观察
- 2021.5.5 家电及相关：市场有压力，突破点在新市场、新品类
- 2021.5.5 主题研究：光伏周报：主产业链报价延续涨势，玻璃再让利有望促进组件开工
- 2021.5.5 传媒互联网：2021年五一档回顾：观影需求稳健复苏，各影片表现相对均衡
- 2021.5.5 交通运输物流：航空物流：千亿市场，大有可为
- 2021.5.5 银行：信贷需求旺盛，零售复苏，对公强劲——1Q21央行贷款投向报告点评
- 2021.5.5 电力电气设备：风电制造：景气需求下业绩高增长，招标价下行，部分环节成本承压
- 2021.5.6 科技：迈向电动智能化，汽车处理器市场迎新变革
- 2021.5.6 金融：中国消费金融行业：增长回归稳健、监管重构格局、模式决定估值
- 2021.5.6 旅游酒店及餐饮：五一国内游人次超疫前同期，价格恢复较清明改善显著
- 2021.5.6 日常消费：阿里线上数据月报：1Q21品类表现分化，酒类与白奶等维持高增
- 2021.5.6 可选消费：五一小长假消费延续回暖势头，品质消费、体验消费为亮点
- 2021.5.6 航空航天科技：回撤是市场过度反应，建议投资者把握行业高景气中的个股机会
- 2021.5.6 交通运输物流：双周报152期：五一出行需求强劲，集运运价继续上涨
- 2021.5.6 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻：铜铝价格维持强劲，低估水泥板块有望趋上
- 2021.5.6 证券及其他：FY20及1Q21业绩回顾：业务增长与转型并进、板块估值已具吸引力
- 2021.5.6 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2021年5月组合
- 2021.5.6 节能环保：2020&1Q21回顾：疫情致2020板块业绩承压，固废维持高速增长
- 2021.5.6 交通运输物流：透过交通看经济（82期）：客货运持续回暖，干散货市场维持畅旺
- 2021.5.7 金融：“跨境理财通”细则发布，多家银行受益

- 2021.5.7 有色金属：有色持仓略微下降，锂钴镍铝板块增仓明显，铝板块仍显著低配
- 2021.5.7 电力电气设备：1Q21持仓及陆港通分析：持仓整体回调，特高压、锂电设备受青睐
- 2021.5.7 房地产：“五一”新房销售增势延续，首批“两集中”宅地进入密集成交期
- 2021.5.7 机械：2020及1Q21机械行业业绩回顾：工业自动化高景气延续
- 2021.5.7 房地产：A股房企业绩回顾：扩规模转向提质效，新变革孕育新机遇
- 2021.5.7 主题研究：电新行业2020与1Q21业绩回顾：景气高涨，百花齐放
- 2021.5.8 主题研究：2020 & 1Q21业绩回顾：行业高景气，盈利创新高
- 2021.5.8 主题研究：光伏回顾：2H20高增，1Q21分化，看好基本面二季度迎来自上拐点
- 2021.5.8 银行：社融增速或将如期回落—4月社融预测
- 2021.5.9 医疗健康：进入业绩真空期，关注超跌后的配置机会
- 2021.5.9 化工：国际油价上行，六氟磷酸锂、草甘膦价格再创新高
- 2021.5.9 半导体：缺芯引发全球关注，提升芯片制造产能是国内半导体产业发展关键
- 2021.5.9 科技：FY20&1Q21业绩回顾：半导体设计/制造板块迎来高景气周期
- 2021.5.9 传媒互联网：周报：4月中国手游全球收入持续高增长，关注进口影片定档进展

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究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。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章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、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn