

3月和一季度经济数据点评

稳扎稳打，见招拆招

一季度 GDP 受工业生产、固定资产投资和净出口支撑；3月社零受疫情拖累大幅下降；房地产投资寻底，基建投资增速上行，制造业投资维持强劲。

- 一季度实际 GDP 同比增长 4.8%，名义 GDP 同比增长 8.9%。二产的贡献率偏高 12.05 个百分点，三产贡献率低于平均水平 15.85 个百分点。
- 3 月工业增加值同比增速 5%，略低于市场预期的 5.1%。从行业分类来看，采矿业累计同比增速 10.7%，制造业累计同比增速 6.2%，公用事业累计同比增速 6.1%，高技术产业累计同比增速 14.2%。
- 3 月社零同比增速下降 3.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额下降 3%。消费增速全面回落，且向必需消费品集中。
- 1-3 月固定资产投资增速为 9.3%，其中 1-3 月民间固定资产投资增速 8.4%。制造业投资 1-3 月累计同比增长 15.6%，基建投资累计同比增长 8.5%，地产投资累计同比增长 0.7%。
- 1-3 月住宅投资增速 0.7%，土地购置面积和土地成交价款累计同比分别下降 41.8% 和下降 16.9%。新开工面积累计同比下降 17.5%，施工面积同比增长 1%。商品房销售面积同比下降 13.8%，商品房销售额累计同比下降 22.7%。
- 一季度居民收入同比增长 6.3%，支出同比增长 6.9%。
- 一季度经济数据受俄乌冲突和疫情影响较大。一季度实际 GDP 增速虽然符合市场预期，但考虑到 2 月底俄乌冲突爆发后市场下调了预期，因此 4.8% 的经济增速整体偏弱。相较 1-2 月经济数据的超预期，3 月经济数据当中不仅反应了俄乌冲突的影响，还包括了国内疫情对经济的影响，从当月增速来看，消费增速大幅下降、工业增加值增速明显回落、房地产投资增速仍在寻底，相较之下制造业投资增速维持高速增长和基建投资增速上升是 3 月经济数据中的亮点。整体来看，市场明显低估了疫情对消费的冲击，疫情对生产端的负面影响也较市场预期更大，与市场预期方向一致的是，基建投资是托底经济增速的重要手段，同时房地产政策边际也在放松。我们认为工业生产、固定资产投资和超预期的贸易顺差，是支撑一季度 GDP 增速的重要原因。
- 稳增长扰动多，政策依然“以我为主”。4 月国内疫情的影响不仅体现在对消费的拖累上，还将体现在对供应链的扰动方面，特别是对工业增加值的影响或较 3 月更大。其他影响稳增长的外部扰动还包括美联储超预期收紧的货币政策、俄乌冲突、国际大宗商品涨价等等。我们维持此前观点，认为从通胀水平和经济增速来看，我国经济基本面仍具备明显的国际比较优势，这也是我国稳增长政策可以坚持“以我为主”的前提，稳增长的政策仍将聚焦市场主体，并以财政政策为主、货币政策为辅，但需要注意的是，自俄乌冲突爆发之后，国际经济增长环境明显恶化，我国应适当保持宏观经济政策的弹性，不仅是关注经济短期增长目标，同时也要兼顾中长期的健康发展。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《促改革和稳增长全都要：9 月和三季度经济数据点评》 2021.10.14

《政策调控的着力点在防风险、转型升级和碳减排：10 月经济数据点评》 2021.11.15

《三重压力之下期待跨年政策安排：11 月经济数据点评》 2021.12.15

《稳增长力度仍需加强：12 月经济数据点评》 2022.1.19

《经济开局良好，冲击影响加大：1-2 月经济数据点评》 2022.4.18

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

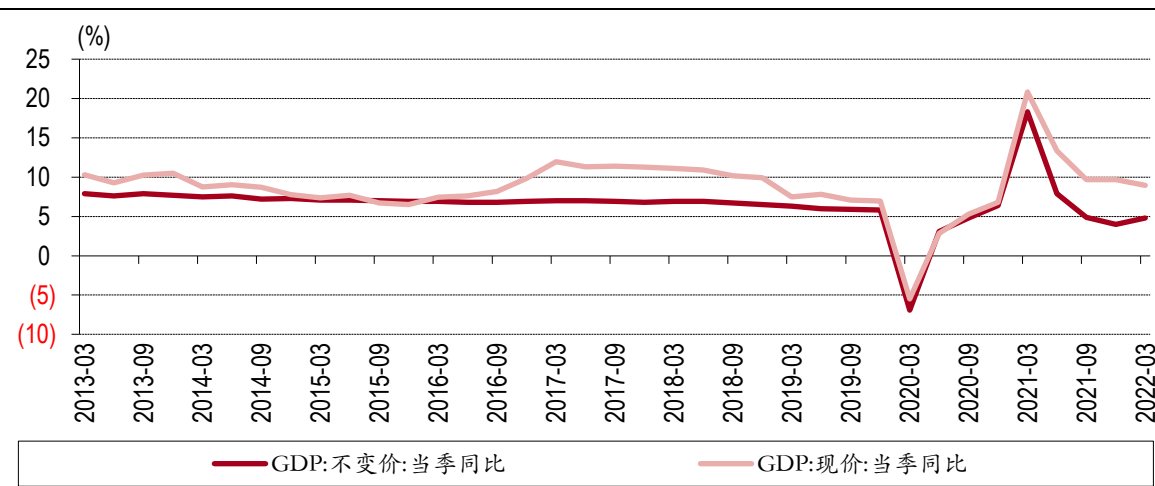
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

一季度 GDP 增速符合预期

一季度实际 GDP 同比增长 4.8%，名义 GDP 同比增长 8.9%。一季度 GDP 实际同比增速 4.8%，较 2021 年下降了 3.3 个百分点，但较 2021 年四季度上升了 0.8 个百分点；一季度名义同比增速 8.9%，较 2021 年下降了 3.9 个百分点，较 2021 年四季度下降了 0.7 个百分点。一季度平减指数同比 4%，较 2021 年下降了 0.4 个百分点，平减指数回落幅度较小，主要是受到海外俄乌冲突影响，国际大宗商品价格上涨，对我国工业品价格造成输入型上涨。一季度实际 GDP 增速符合市场预期但表现较弱，其中有海外俄乌冲突和国内疫情反弹的双重影响，二季度这两个因素将对我国经济产生持续影响。

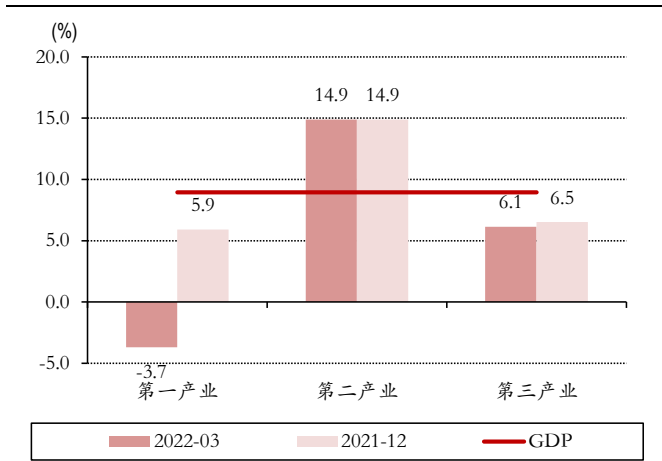
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

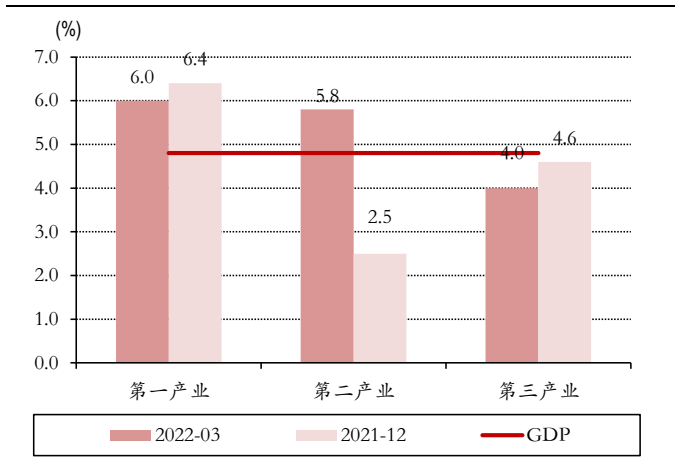
二产表现强劲，三产基本稳定。一季度三大产业名义增速较 2021 年四季度不同程度回落，但二产表现强劲，名义增速持平于 2021 年四季度，实际增速较四季度大幅上升。从名义增速的角度看，一季度二产同比增长 14.9%，远超前产的 -3.7% 和三产的 6.1%；从实际增速的角度看，二产同比增长 5.8%，较 2021 年四季度大幅上升 2.3 个百分点。从实际 GDP 贡献率来看，一季度一产贡献率 5.8%，二产贡献率 45.4%，三产贡献率 48.8%；与 2016-2019 年相比，二产的贡献率偏高 12.05 个百分点，一产贡献率偏高 3.8 个百分点，三产贡献率低于平均水平 15.85 个百分点。整体来看，二产对经济的拉动显著，三产表现疲弱。

图表 2. 一季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 一季度 GDP 不变价分产业同比

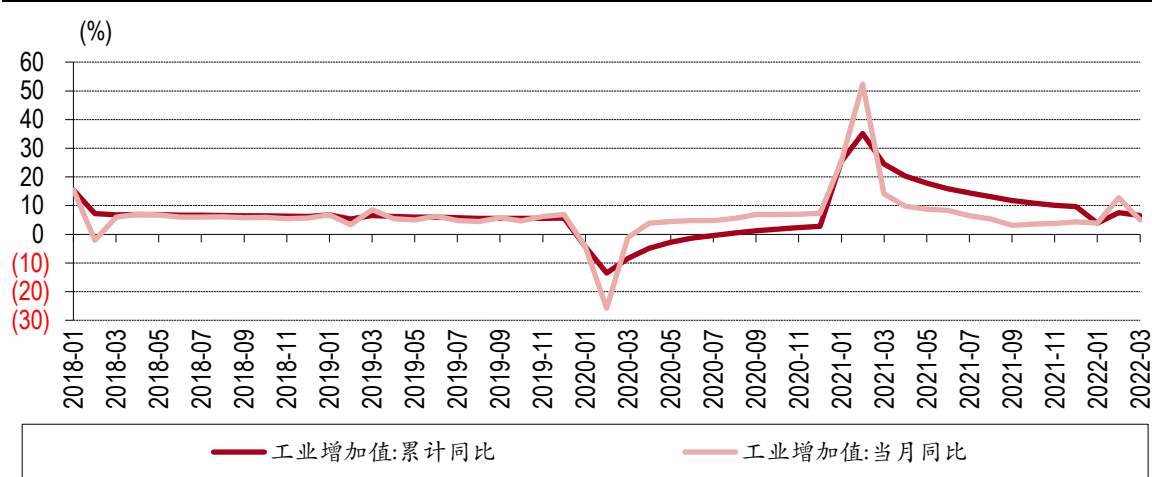


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速略低于预期

3月工业增加值增速略低于市场预期。3月工业增加值同比增长5%，略低于市场预期的5.1%，一季度，规模以上工业增加值同比增长6.5%。3月受国内疫情反弹影响，工业增加值当月同比增速较1-2月大幅下降2.5个百分点，但3月疫情对供应链的影响整体相对有限，4月工业增加值同比增速可能在3月的基础上进一步下滑。

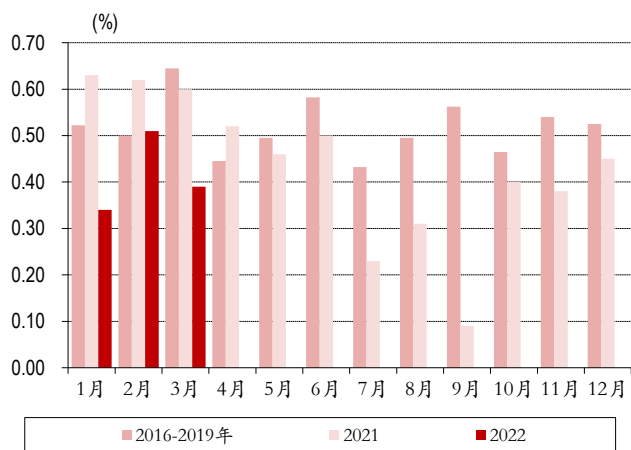
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

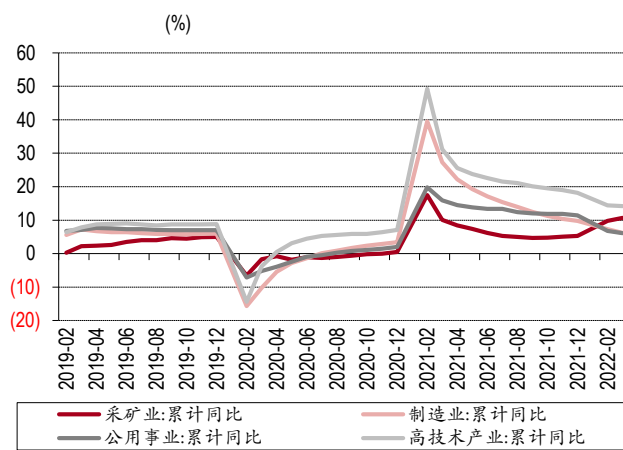
3月环比增速明显走弱。从环比增速来看，3月工业增加值环比增长0.39%，增速较2月有所下降，从季节效应看，3月是春节后复产复工的时间点，通常环比增速要较2月上升，因此也大幅低于2016-2019年同期的平均水平0.65%。从行业分类来看，1-3月采矿业工业增加值累计同比增速10.7%，制造业累计同比增速6.2%，公用事业累计同比增速6.1%，高技术产业累计同比增速14.2%。与1-2月相比，1-3月采矿业工业增加值同比增速有所上升，制造业工业增加值增速下降幅度最大。从企业类型来看，1-3月私企工业增加值同比增长7.6%，国企工业增加值同比增长5%，股份制企业同比增长7.8%，外企增长2.1%，累计同比增速较1-2月均有所下降。3月受疫情因素影响，制造业和公共事业当月工业增加值同比增速偏低，但高技术产业和采矿业仍保持了两位数的增加值同比增速。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源: 万得, 中银证券

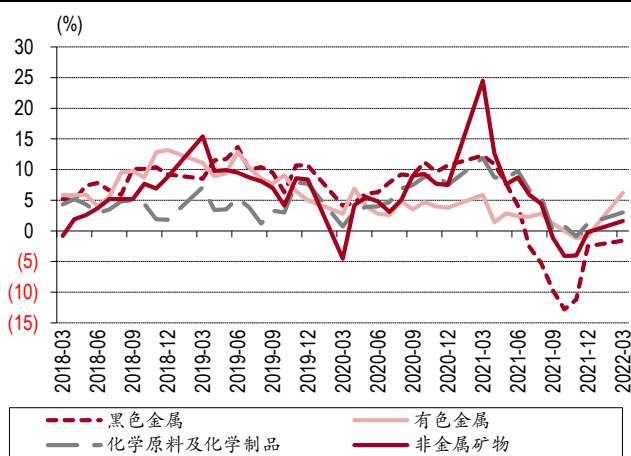
图表 6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

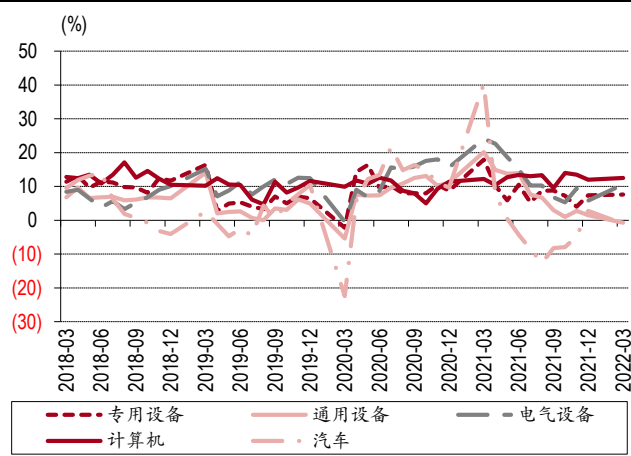
上游较好，中游和下游受挤压。上游行业方面，1-3月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长4.7%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长1.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比下降2.4%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.1%，其中化学原料行业累计同比增速较1-2月有所下滑，其他行业则有不同程度上升。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2.6%，专用设备制造业增加值累计同比增长8.2%，汽车制造业增加值累计同比增长4%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长12.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长12.7%，中游各行业1-3月工业增加值累计同比增速均较1-2月有不同程度的下降，特别是受俄乌冲突和国内疫情双重影响的汽车行业较1-2月下降了3.2个百分点。下游行业工业增加值累计同比增速也普遍下降，食品制造业增加值累计同比增长6%，纺织业增加值累计同比增长3.2%，医药制造业增加值累计同比增长11.8%，纺织行业工业增加值增速下降与出口数据相互印证，反应了海外防疫需求下降。

图表 7. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 中游制造业工业增加值当月同比增速

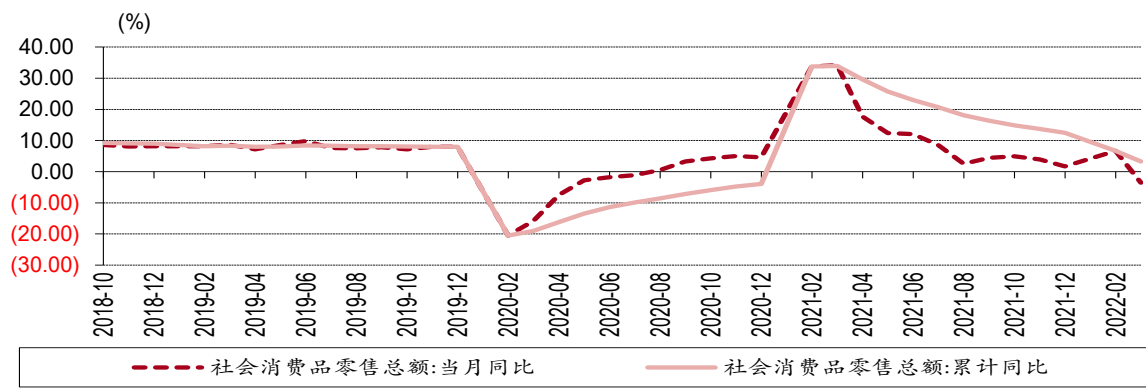


资料来源：万得，中银证券

消费受疫情拖累明显

3月社零增速同比下降。3月社零同比增速下降3.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额下降3%。一季度，社会消费品零售总额同比增长3.3%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.6%，扣除价格因素，一季度社会消费品零售总额同比实际增长1.3%。3月社零数据比较完成的体现了疫情对内需消费的影响，其中餐饮消费和弹性消费受疫情影响更大。

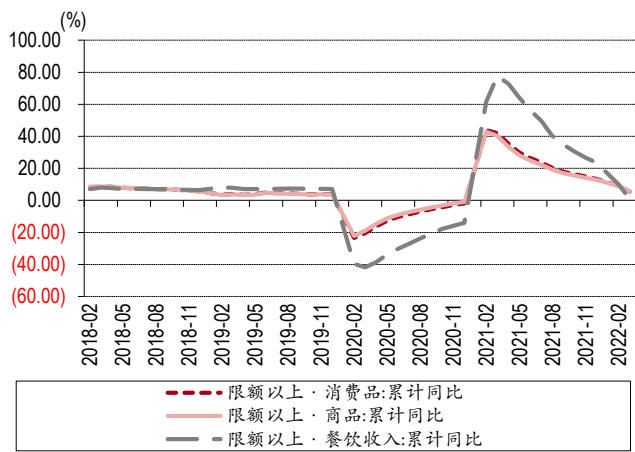
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

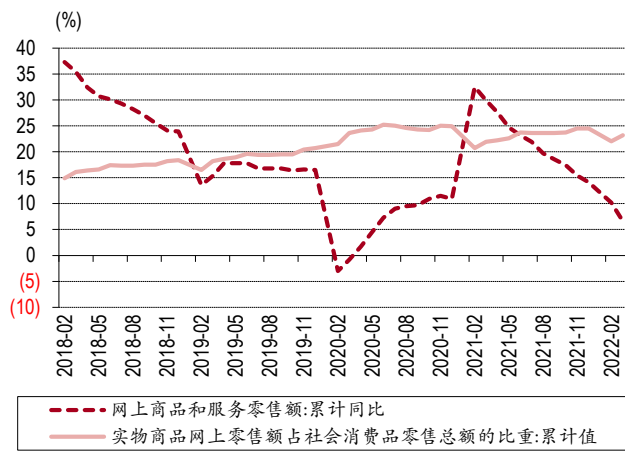
餐饮消费同比增速大幅下降。1-3月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速5.4%，其中商品零售总额同比增速为5.7%，餐饮收入总额同比增速0.9%，限额以上消费同比增速高于社零整体，表明消费向头部集中的趋势继续。1-3月网上零售额占比为27.7%，较1-2月上升1.4个百分点，较去年同期上升了1个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为6.6%，增速较1-2月下行3.6个百分点。从城乡消费增速来看，3月乡村的消费增速下降3.3%，城镇消费同比下降3.6%，疫情对城镇消费的拖累更加明显。3月在全国多地疫情反弹的影响下，消费同比增速下降，消费上网和向头部集中的趋势延续。

图表 10. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

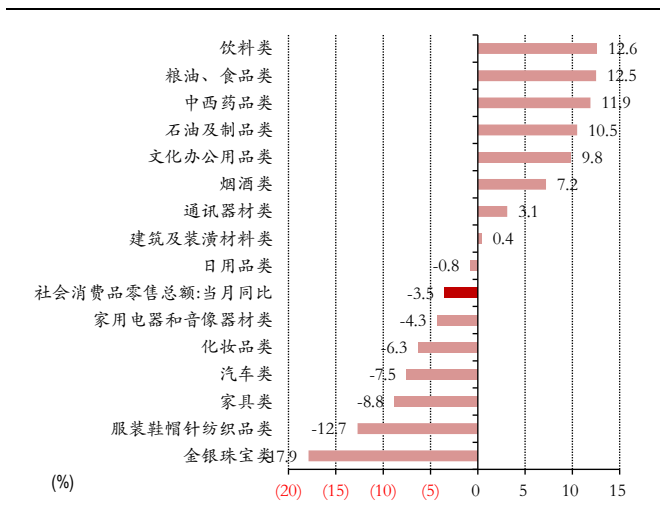
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

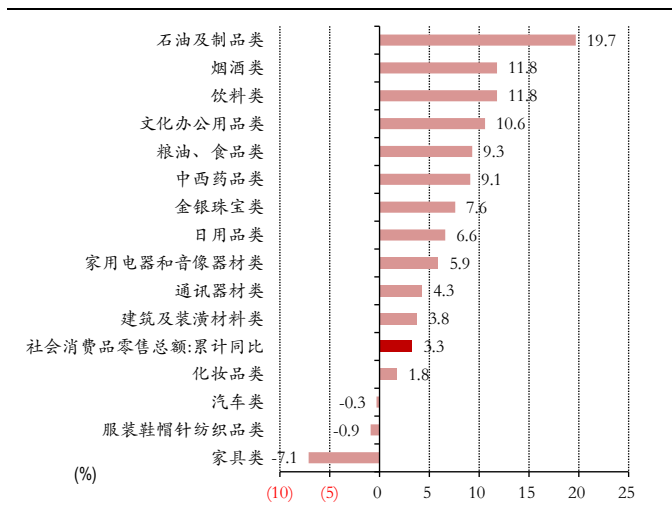
消费增速全面回落, 且向必须消费品集中。从同比增速来看, 3月限额以上企业商品零售总额同比增速下降1.4%, 同比增速较高的细分行业包括饮料、粮油食品、中西药品等, 同比增速下降的则包括金银珠宝、服装鞋帽、家具、汽车、化妆品、家电、日用品等。与1-2月相比, 增速上升的仅有粮油食品、中西药品和饮料, 增速下降幅度较大的则包括金银珠宝、家电、石油制品等。从累计同比增速看, 1-3月同比增速较高的为石油制品、烟酒和饮料, 累计同比增速下降的则有家具、服装鞋帽和汽车。从3月社零消费特征来看, 价格因素依然对石油制品消费有正贡献, 但高价格和疫情对石油制品消费量的挤出也比较明显, 以金银珠宝为代表的弹性消费品在3月的消费增速大幅下滑, 以粮油食品和饮料为代表的必须消费品增速大幅上升, 则表明疫情不确定性影响下, 居民消费的结构偏好改变。需要关注的是, 家具家电等房地产后周期消费品增速下降, 可能指向房地产销售增速疲弱。

图表 12. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比

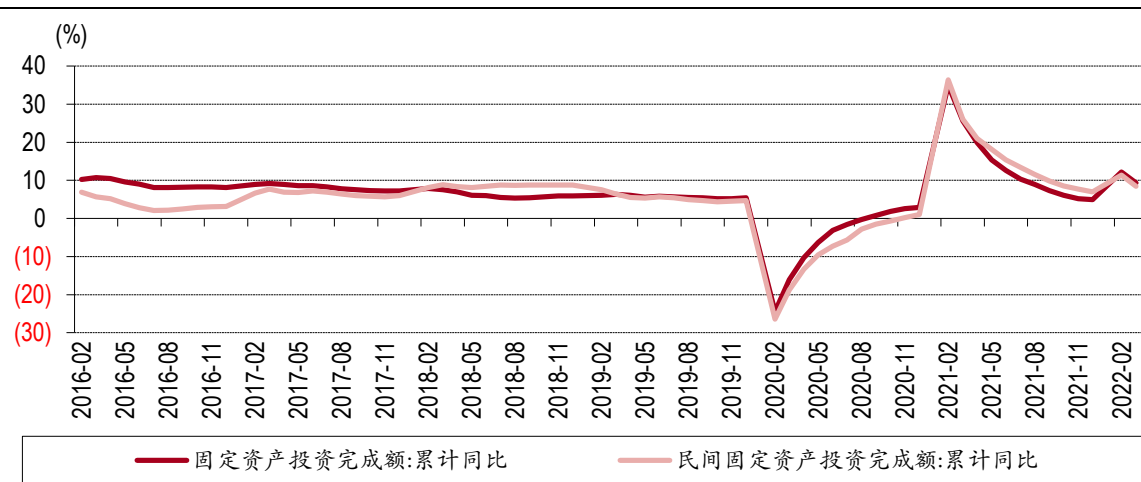


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资强劲

基建投资和制造业投资表现较好。1-3月固定资产投资增速为9.3%，其中1-3月民间固定资产投资增速8.4%。房地产投资增速依然疲弱，但制造业投资增速仍保持两位数增长，且基建投资增速较1-2月上升，是支撑固定资产投资的重要因素。

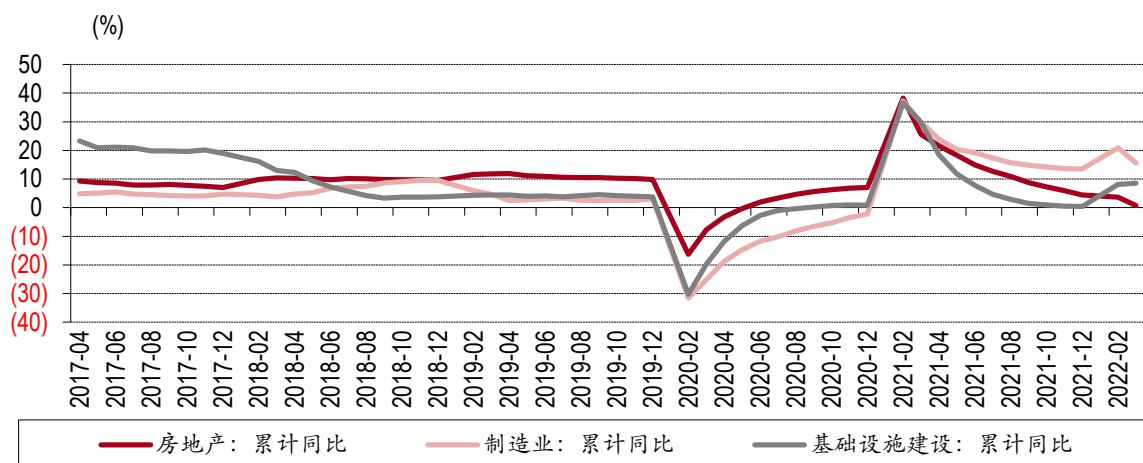
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

制造业投资坚挺，基建投资增速回升。分类别看，制造业投资1-3月累计同比增长15.6%，基建投资累计同比增长8.5%，地产投资累计同比增长0.7%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长6.8%，第二产业累计同比增长16.1%，第三产业累计同比增长6.4%；从地区来看，东部累计同比增长9.5%，中部增长14.4%，西部增长11.3%，东北下降1.4%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长9.3%，国企同比增长11.7%，外资企业增长5.5%。3月基建固投增速当月同比增长8.8%，较1-2月上升0.8个百分点，主要还是受到财政支出前置政策的影响，制造业投资增速回落至11.9%，仍维持较高水平同比增长，房地产投资增速同比下降2.4%，虽然较2021年四季度有所回升，但整体依然偏弱。从行业看，1-3月固投增速表现较好的行业包括汽车、化学原料、食品、通用设备、专用设备、农副食品等。

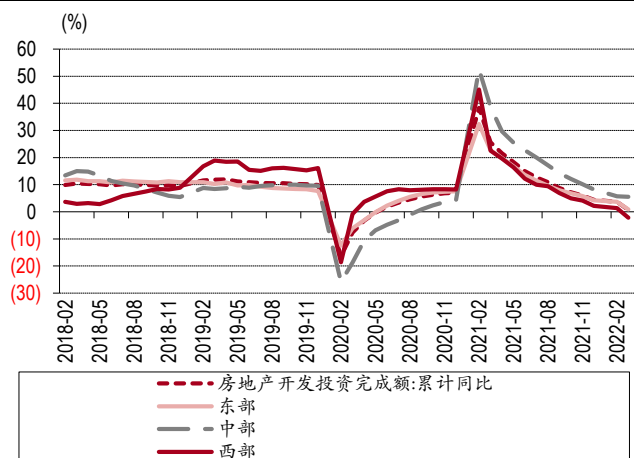
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

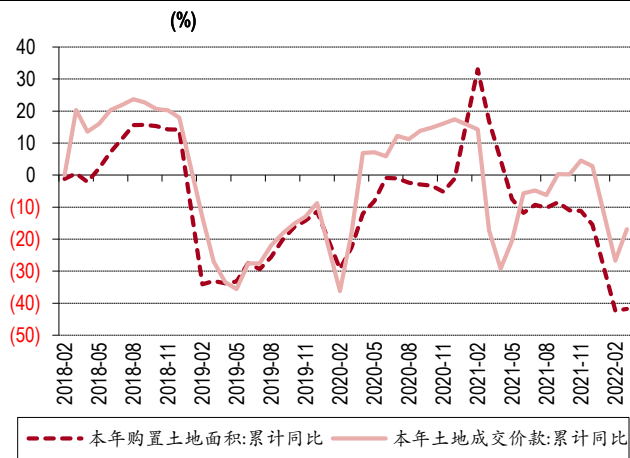
房地产投资下降幅度收窄。1-3月房地产投资增速0.7%，比1-2月下降3个百分点。其中东部地区累计同比增长0.9%、中部地区累计同比增长5.5%、西部地区累计同比下降2.2%。从房地产分类来看，住宅投资增速0.7%，办公楼投资增速下降1.6%，商业地产投资增速下降2.1%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-3月累计同比分别下降41.8%和下降16.9%。1-3月房地产新开工面积累计同比下降17.5%，施工面积同比增长1%，竣工面积同比下降11.5%。虽然1-3月房地产固定资产投资增速较1-2月继续下降，但从施工面积来看依然整体维持稳定，土地购置面积和成交价款增速也较1-2月有所上升，说明房地产投资增速开始寻底。

图表 16. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

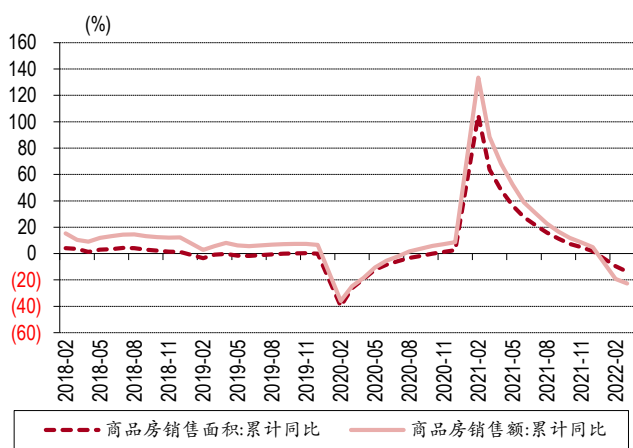
图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

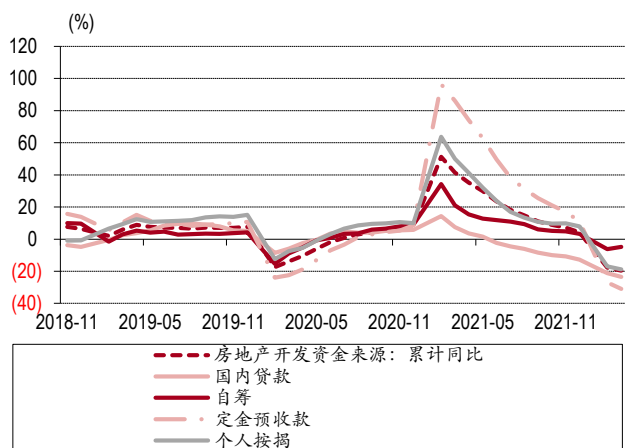
房地产销售短期受疫情影响。1-3月商品房销售面积同比下降13.8%，商品房销售额累计同比下降22.7%。1-3月商品房待售面积同比增长8.2%，其中住宅面积同比增长14.2%，办公楼累计同比增长3.9%，商业地产累计同比下降2.4%。从房地产投资资金来源看，1-3月国内贷款占比14.5%，较1-2月下降1.8个百分点，定金和预收款的占比32.1%，较1-2月上升0.2个百分点，个人按揭贷款占比上升0.3个百分点，自筹资金占比上升1.6个百分点。从增速看，1-3月房地产开发资金来源累计同比增速下降19.6%，其中国内贷款资金来源下滑23.5%，定金和预付款增速下降31%，按揭贷款资金来源增速下降18.8%。房地产销售依然疲弱，从央行一季度储户调查问卷看，居民对房价上涨的预期和购房需求都有所下降，叠加疫情影响需求释放，可能都是拖累房地产销售的原因，但从房地产投资资金来源看，自筹资金的占比和增速都较1-2月有所上升，表明房地产行业融资环境有所好转，这将支撑房地产投资增速寻底。

图表 18. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 房地产行业各渠道资金来源增速

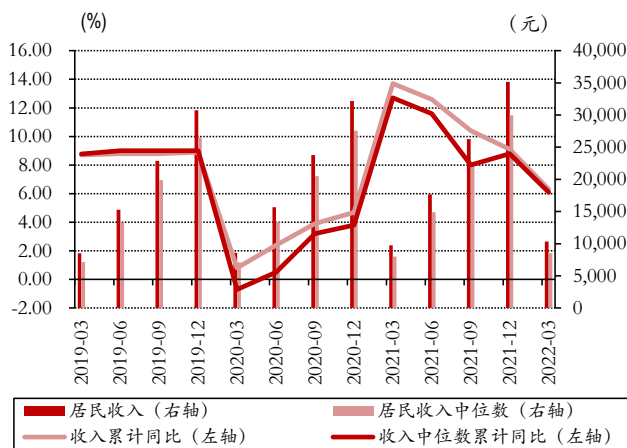


资料来源：万得，中银证券

一季度居民收入增速下降，消费结构向必需品收缩

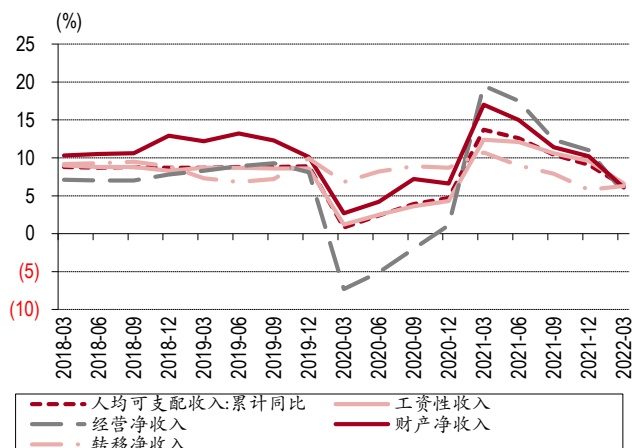
居民收入增速继续下降。一季度全国居民人均可支配收入 10345 元，累计同比增长 6.3%，其中，城镇居民人均可支配收入增长 5.4%，农村居民人均可支配收入增长 7%，剔除价格因素，一季度居民收入实际增速 5.1%，其中城镇居民实际收入增速 4.2%，农村居民实际收入增速 6.3%。从居民收入来源来看，一季度工资性收入累计同比增速 6.6%，经营净收入增速 5.4%，财产净收入累计同比增速 6.1%，转移净收入增速 6.3%；从结构来看，一季度工资性收入占比 56.8%，较 2021 年上升 0.9 个百分点，财产净收入占比上升 0.1 个百分点，转移净收入占比下降 1 个百分点。整体来看，一季度居民收入增速较 2021 年四季度继续下滑较大程度上是受到疫情影响。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

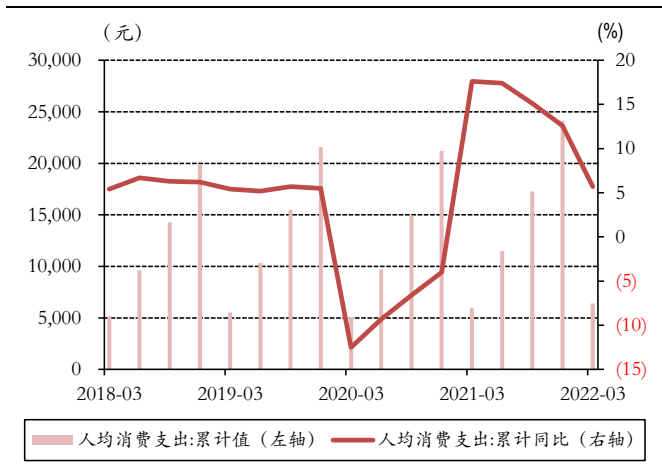
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

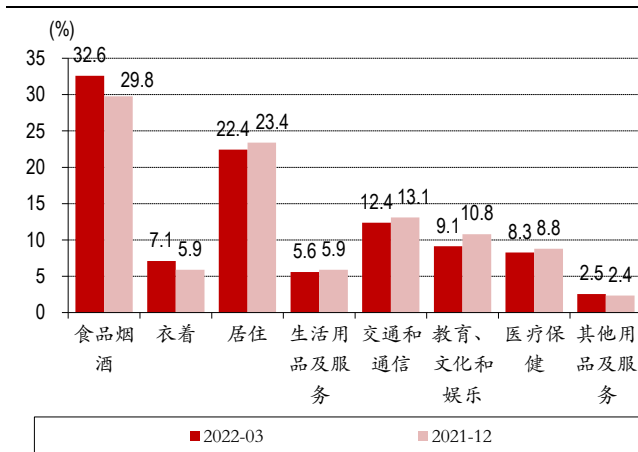
食品烟酒和衣着的消费占比上升。一季度居民人均消费支出 6393 元，累计同比增速 6.9%，扣除价格因素，实际增长 5.7%，与社零反应的情况一致的是，居民消费受疫情抑制，增速明显下行。一季度居民消费支出结构变化较大，与 2021 年相比，占比上升的是食品烟酒（上升 2.6 个百分点）、衣着（上升 1.2 个百分点）和其他用品及服务（上升 0.2 个百分点），与 2021 年一季度相比，占比上升的则是交通通信（0.6 个百分点）、医疗保健（0.2 个百分点）和其他用品及服务（上升 0.2 个百分点），而食品烟酒和衣着的占比分别下降了 0.6 个百分点和 0.2 个百分点。我们认为居民消费结构的变化，既有疫情的影响，也有价格的影响，但总的来看，居民的消费偏好明显下降。

图表 22. 居民支出增速累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 居民消费累计支出分类占比



资料来源：万得，中银证券

结论：稳扎稳打，见招拆招

一季度经济数据受俄乌冲突和疫情影响较大。一季度实际 GDP 增速虽然符合市场预期，但考虑到 2 月底俄乌冲突爆发后市场下调了预期，因此 4.8% 的经济增速整体偏弱。相较 1-2 月经济数据的超预期，3 月经济数据当中不仅反应了俄乌冲突的影响，还包括了国内疫情对经济的影响，从当月增速来看，消费增速大幅下降、工业增加值增速明显回落、房地产投资增速仍在寻底，相较之下制造业投资增速维持高增长和基建投资增速上升是 3 月经济数据中的亮点。整体来看，市场明显低估了疫情对消费的冲击，疫情对生产端的负面影响也较市场预期更大，与市场预期方向一致的是，基建投资是托底经济增速的重要手段，同时房地产政策边际也在放松。我们认为工业生产、固定资产投资和超预期的贸易顺差，是支撑一季度 GDP 增速的重要原因。

稳增长扰动多，政策依然“以我为主”。4 月国内疫情的影响不仅体现在对消费的拖累上，还将体现在对供应链的扰动方面，特别是对工业增加值的影响或较 3 月更大。其他影响稳增长的外部扰动还包括美联储超预期收紧的货币政策、俄乌冲突、国际大宗商品涨价等等。我们维持此前观点，认为从通胀水平和经济增速来看，我国经济基本面仍具备明显的国际比较优势，这也是我国稳增长政策可以坚持“以我为主”的前提，稳增长的政策仍将聚焦市场主体，并以财政政策为主、货币政策为辅，但需要注意的是，自俄乌冲突爆发之后，国际经济增长环境明显恶化，我国应当适当保持宏观经济政策的弹性，不仅是关注经济短期增长目标，同时也要兼顾中长期的健康发展。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371