

# 6月和二季度经济数据点评

生产没预期的好，消费比预期的好

二季度实际 GDP 同比正增长；6月生产端继续恢复，但斜率放缓；消费受多方面影响好于预期；基建和制造业当月投资增速继续上升。

- 二季度实际 GDP 同比增长 0.4%，名义 GDP 同比增长 3.9%。
- 6月工业增加值同比增长 3.9%。1-6月采矿业工业增加值累计同比增速 9.5%，制造业 2.8%，公用事业 3.9%，高技术产业 9.6%。
- 6月社零同比增长 3.1%，其中，除汽车以外的消费品零售额增长 1.8%。
- 1-6月固定资产投资增速为 6.1%，民间固定资产投资增速 3.5%。制造业投资增长 10.4%，基建投资增长 7.1%，地产投资下降 5.4%。
- 6月房地产固定资产投资同比下降 9.4%，降幅较 5月扩大 1.6个百分点。土地购置面积和土地成交价款累计同比分别下降 48.3%和下降 46.3%。
- 上半年全国居民人均可支配收入累计同比增长 4.7%，支出累计同比增速 0.8%。二季度居民消费结构中居住和交通通信消费占比上升，有消费政策刺激的影响在。
- **本轮疫情冲击后经济复苏的情况与 2020 年二季度不同。**6月疫情冲击后经济复苏的特征依然明显，工业增加值当月同比增速继续上行，社零当月同比增速大幅转正，基建投资较上个月小幅下行但好于市场预期，其中基建和制造业当月固投增速均较 5月继续上升，在生产快速恢复常态和投资加快落地的支撑下，二季度实际 GDP 同比维持正增长。6月经济数据中具备以下几方面特点：一是生产端修复斜率明显低于市场预期，我们认为与当前工业企业产成品去库存的背景有关，加之海外经济衰退预期升温，不排除三季度生产端表现依然疲弱的情况，二是投资对经济支撑作用明显，特别是基建和制造业投资当月投资增速连续两个月回升，三是消费增速回升幅度超预期。与 2020 年二季度疫情后经济恢复期特点不同的是，此次全球经济趋势更弱，国内生产端上行弹性更低，但截至目前宽松的货币政策持续时间更长，从中央到地方的财政政策在基建投资和刺激消费方面落地更高效。
- **下半年国内经济稳增长挑战更大。**考虑到海外经济环境的变化，我们认为下半年稳增长的挑战主要来自几个方面：一是全球经济衰退预期升温，外需下降叠加我国工业企业去库存，或体现在工业增加值和出口增速方面，二是美联储加息步伐加快对国际资本市场的外溢性影响，特别是美元指数强势，或给人民币汇率带来一定程度的贬值压力，三是全球通胀居高不下，我国上半年整体通胀水平可控，但下半年防范输入型通胀的压力不减，叠加人民币汇率受美元走强影响，可能进一步缩小货币政策调控空间。我们认为在稳增长和稳就业的政策导向下，三季度货币政策难以明显收紧，宽货币和宽信用的政策将持续，并且随着年底前海外经济衰退可能从预期变为现实，我国稳外贸的重要性上升，积极的财政政策关注点将重新转向收入端。
- **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

《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》 2022.3.15

《稳扎稳打，见招拆招：3月和一季度经济数据点评》 2022.4.18

《疫情的影响超出预期，期待5月环比改善：4月经济数据点评》 2022.5.16

《超预期与斜率低并存：5月经济数据点评》  
2022.6.15

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

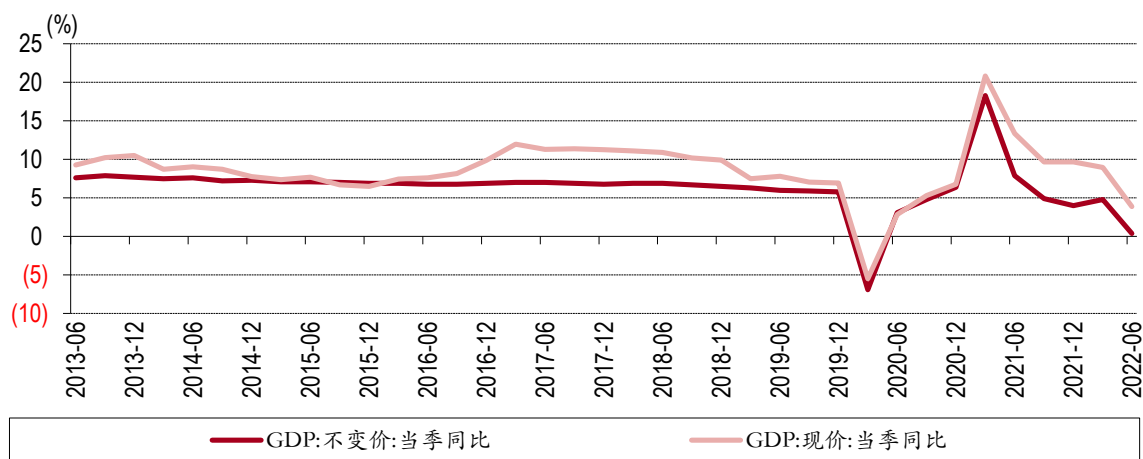
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 二季度 GDP 维持正增长

二季度实际 GDP 同比增长 0.4%，名义 GDP 同比增长 3.9%。二季度 GDP 实际同比增速 0.4%，较一季度下降了 4.4 个百分点，二季度名义同比增速 3.9%，较一季度下降了 5.1 个百分点。二季度平减指数同比 3%，较一季度下降了 0.4 个百分点，虽然海外乌克兰危机对国际物价上涨的影响仍在，但二季度国内通胀整体形势相对较高。二季度 GDP 实际同比增速虽然低于市场预期的 1%-1.5%，但考虑到疫情冲击影响范围和程度，能够取得正增长已经是很好的结果。

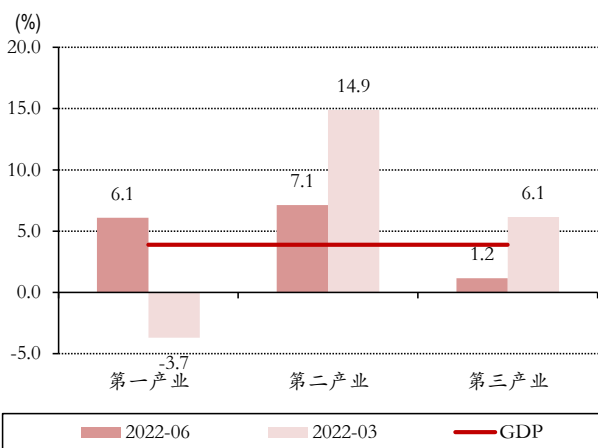
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

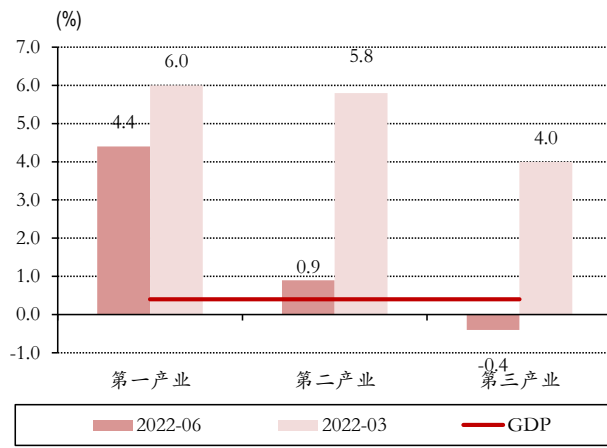
现价一产和二产表情强劲, 不变价一产同比增速最高。二季度三大产业受疫情影响的程度有较大差别, 由于疫情影响主要集中在一二线城市, 加之稳农业生产的政策落实到位, 因此第一产业受影响相对较小。从名义增速的角度看, 二季度二产同比增长 7.1%, 主要是受到 PPI 同比高增的带动, 一产名义 GDP 同比增长 6.1%, 三产名义 GDP 同比增长 1.2% 受疫情影响最大; 从实际增速的角度看, 一产同比增长 4.4%, 表现出较高的稳定性, 二产同比增长 0.9%, 三产同比下降 0.4% 受疫情冲击最为明显。从实际 GDP 贡献率来看, 上半年一产贡献率 10.7%, 二产贡献率 49.6%, 三产贡献率 39.7%; 与 2016-2019 年相比, 二产的贡献率偏高 15.03 个百分点, 一产贡献率偏高 7.95 个百分点, 三产贡献率低于平均水平 23.03 个百分点。经济数据再次表明, 疫情冲击对第三产业的负面影响最大。

图表 2. 二季度 GDP 现价分产业同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 二季度 GDP 不变价分产业同比

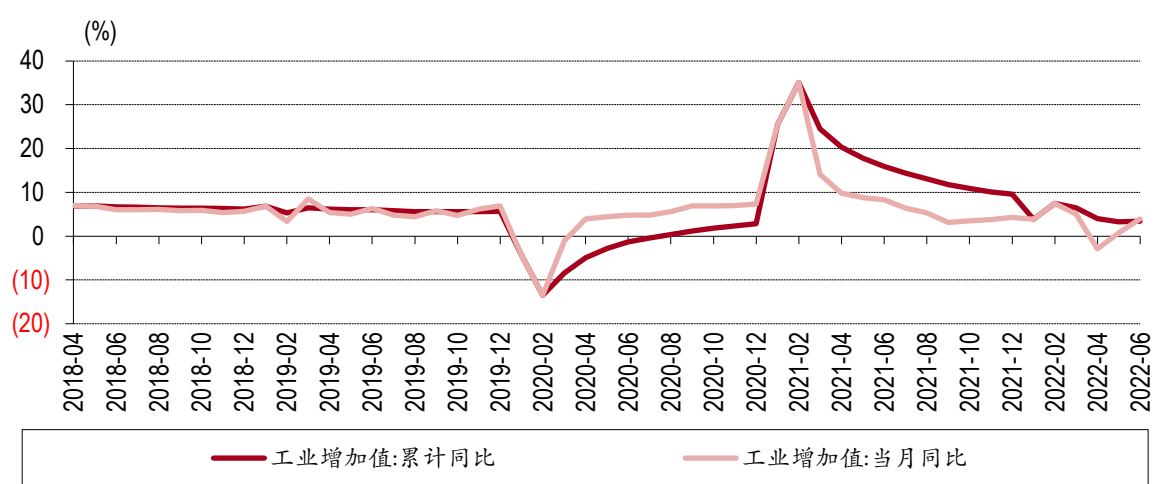


资料来源: 万得, 中银证券

## 工业增加值环比修复放慢

6月工业增加值增速同比继续上行，但幅度低于市场预期。6月工业增加值同比增长3.9%，增速上行趋势在市场预期当中，但幅度明显低于市场预期的4.5%。生产端在6月当中自疫情冲击下继续恢复，但目前制约生产端修复程度的不仅有疫情反复，还有海外需求下降、原材料价格持续上行和工业企业产成品库存高企，因此下半年工业企业去库存可能会影响工业增加值同比增速的表现。

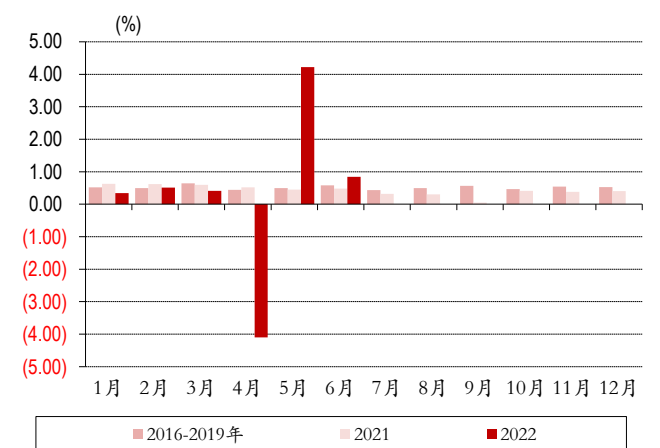
图表4. 工业增加值同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

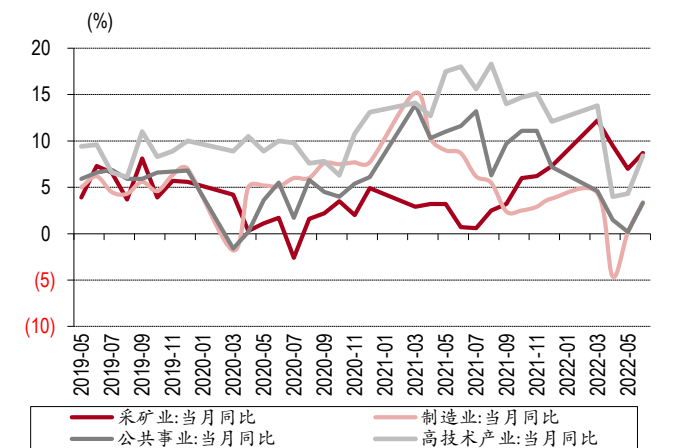
6月环比仍超过历史平均水平。从环比增速来看，6月工业增加值环比增长0.84%，疫情影响消退之后的修复进程仍在继续，但与2016-2019年同期平均环比水平0.58%相比，环比上行幅度不大。从行业分类来看，1-6月采矿业工业增加值累计同比增长9.5%，制造业累计同比增长2.8%，公用事业累计同比增长3.9%，高技术产业累计同比增长9.6%。从当月增速来看各行业同比增长均较5月进一步上行，高技术产业工业增加值同比增长8.4%，较5月增速上升4.1个百分点，升幅最大，采矿业当月同比增长8.7%，较5月上升1.7个百分点，升幅最小。从企业类型来看，1-6月私企工业增加值同比增长4%，国企工业增加值同比增长2.7%，股份制企业同比增长4.8%，外企下降2.1%，其中外企6月工业增加值同比增长3.6%，增速较5月上升9个百分点，反弹幅度最大，股份制企业当月工业增加值同比增长4%，增速最高。整体来看，疫情冲击后，各行业各类型企业工业增加值恢复程度较为均衡。

图表5. 工业增加值环比



资料来源: 万得, 中银证券

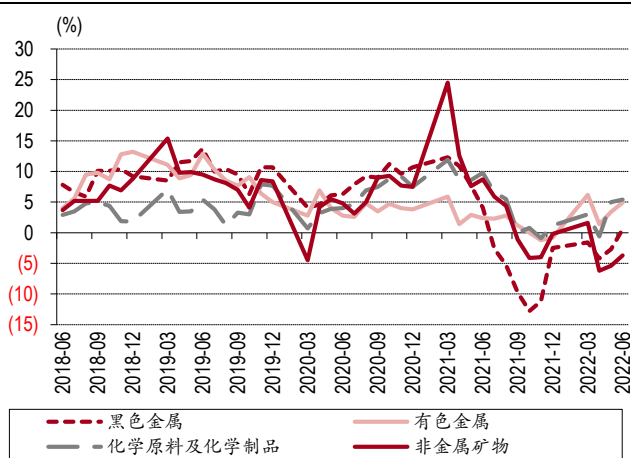
图表6. 各行业工业增加值当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

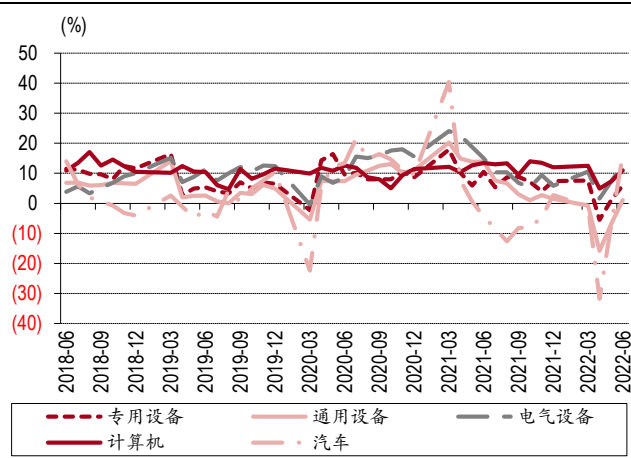
上中游当月同比增速皆反弹，下游工业增加值同比增速下行值得关注。上游行业方面，1-6月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长4%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降2.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比下降2.2%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长4.1%，上游行业工业增加值当月同比增速均较5月有所上升，其中黑色金属当月同比增速已经转正，但非金属矿物行业的当月工业增加值同比仍在下滑。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比下降2.7%，专用设备制造业增加值累计同比增长4.1%，汽车制造业增加值累计同比下降1.9%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长9.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长10.2%，中游各行业6月工业增加值当月同比增速均较5月出现较大幅度反弹，特别是汽车行业较5月上升23.2个百分点达到16.2%。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长4.1%，纺织业增加值累计同比下降1.1%，医药制造业增加值累计同比增长0.9%，需要关注的是，6月食品和纺织工业增加值当月同比增速分别较5月下降了0.5个百分点和0.4个百分点。

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

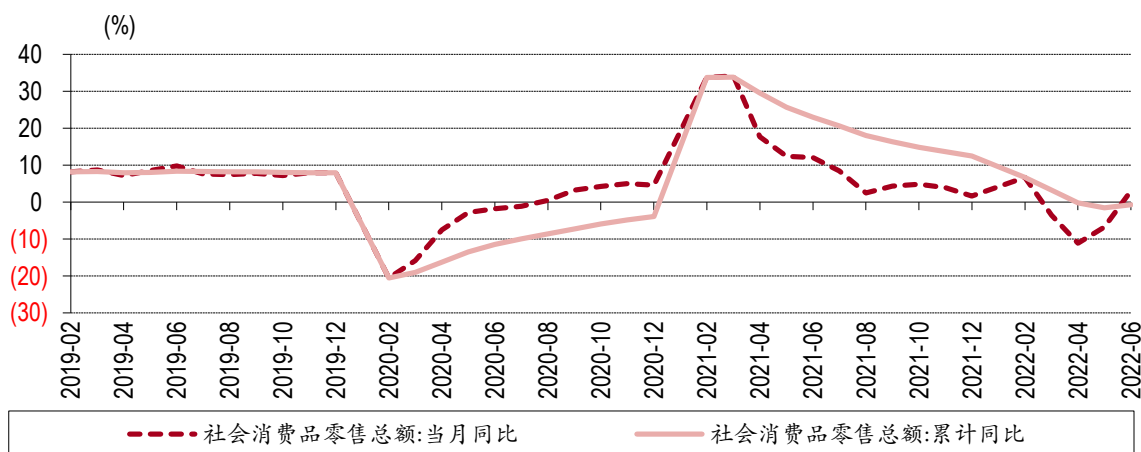


资料来源：万得，中银证券

## 汽车带动社零增速大幅反弹

6月社零同比增速转正。6月社零同比增长3.1%，其中，除汽车以外的消费品零售额增长1.8%。6月社零同比增速明显超出市场预期下降0.5%，环比增长0.53%较5月大幅上升，我们认为其中可能有四个因素，一是疫情得到有效防控，消费场景逐步恢复正常，二是电商促销一定程度上释放了此前两个月的消费需求，三是暑期消费带动服务类消费回升，四是消费刺激政策的正面影响。

图表 9. 社零名义同比增速

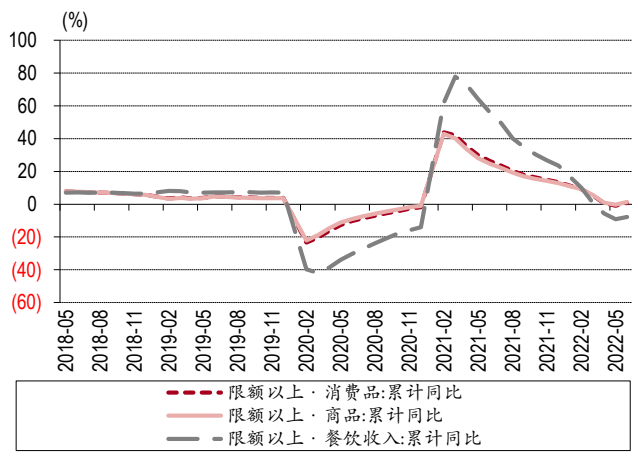


资料来源：万得，中银证券



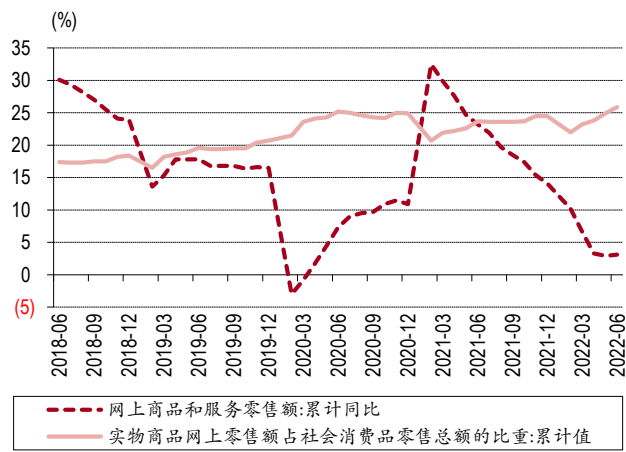
**餐饮消费引领反弹。**1-6月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长0.8%，其中商品零售总额同比增速增长1.4%，餐饮收入总额同比增速下降7.8%，疫情后居民餐饮消费增速引领反弹，餐饮消费当月同比下降4%，限额以上餐饮消费当月同比下降2.2%，分别较5月上升了17.1个百分点和18.6个百分点。1-6月网上零售额占比为29.9%，较1-5月上升1.1个百分点，较去年同期上升了1.1个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为3.1%，增速较1-5月上升0.2个百分点，网上消费增速和占比双升，有物流恢复和电商促销两方面影响。从城乡消费增速来看，6月乡村的消费增长2.7%，城镇消费同比增长3.1%，城乡消费累计同比增速仍在负增长区间。

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

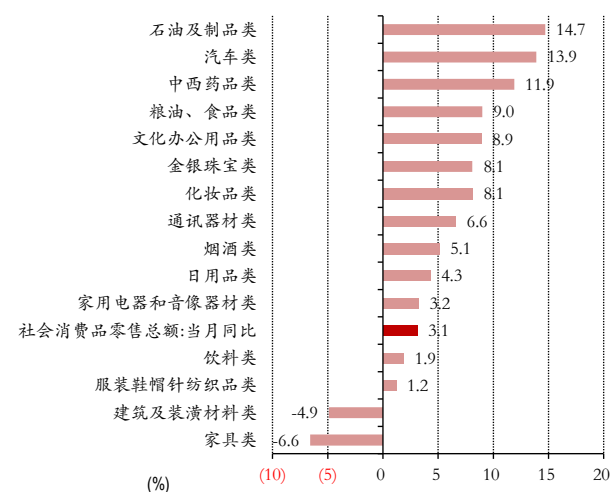
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

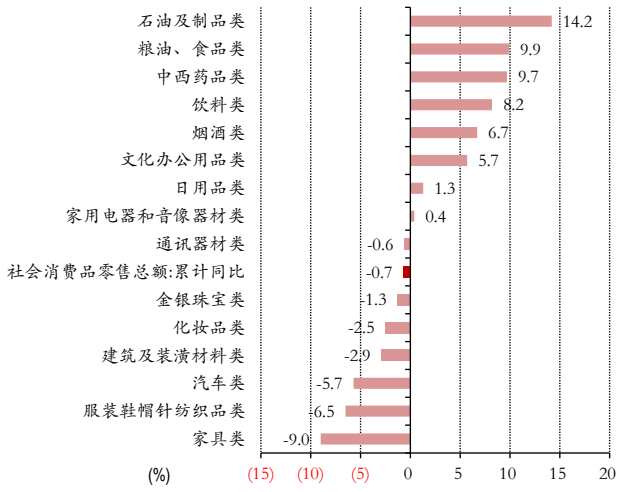
**弹性消费大幅上升。**从同比增速来看，6月限额以上企业商品零售总额同比增速8.8%，同比增速较高的细分行业包括石油制品、汽车、中西药品等，同比增速仍下降的是家具和建筑装潢。与5月相比，增速下降的仅有饮料和粮油食品，增速回升幅度较大的是汽车、金银珠宝、化妆品等。从累计同比增速看，1-6月同比增速较高的为石油制品、粮油食品和中西药品，累计同比增速下降较多的则有家具、服装鞋帽、汽车等。6月消费数据中值得乐观的点在于，弹性消费的增速恢复较大，包括汽车、金银珠宝等，表明居民消费内在动力较强，但不利因素是，房地产后周期消费越发疲弱，家具、建筑装潢的当月消费增速较5月升幅不显著且依然同比下降。

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

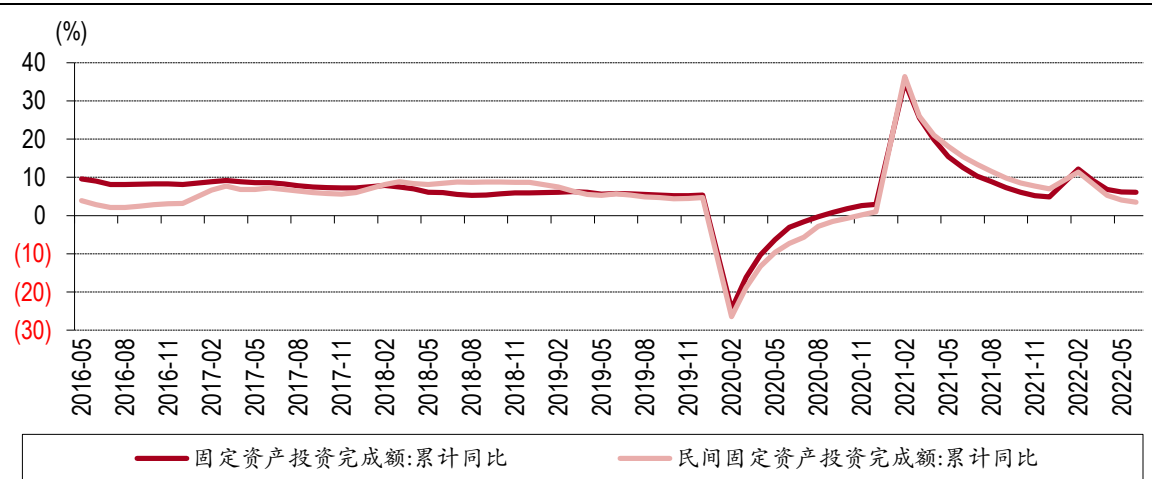


资料来源: 万得, 中银证券

## 基建和制造业投资增速均反弹

固定资产投资增速继续超预期。1-6月固定资产投资增速为6.1%，其中1-6月民间固定资产投资增速3.5%。其中基建固定资产投资累计同比增速较1-5月上行0.4个百分点，表明积极的财政政策在加快落地，制造业累计同比增速较1-5月小幅下降0.2个百分点，表现强劲。

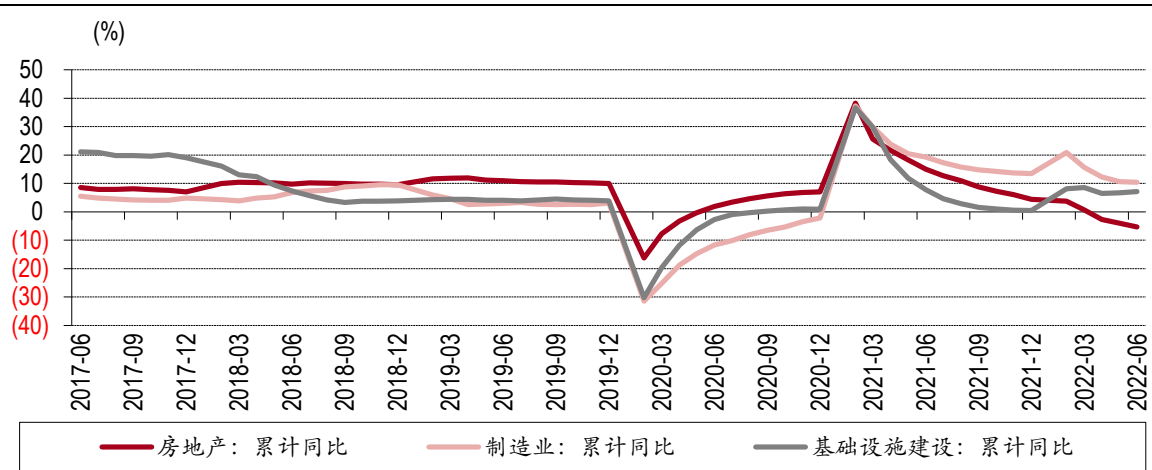
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

制造业和基建投资当月增速均继续反弹。分类别看，制造业投资1-6月累计同比增长10.4%，基建投资累计同比增长7.1%，地产投资累计同比下降5.4%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长4%，第二产业累计同比增长10.9%，第三产业累计同比增长4%；从地区来看，东部累计同比增长4.5%，中部增长10.7%，西部增长8%，东北下降0.9%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长6.2%，国企同比增长9.2%，外资企业下降2.9%。6月基建固投增速当月同比增长8.2%，较5月上升1个百分点，制造业投资增速9.9%，较5月上升2.8个百分点，房地产投资增速同比下降9.4%，较5月下降1.6个百分点。6月供应链继续维持恢复趋势，固定资产投资整体表现强劲但内部分化，基建投资增速继续上行，制造业投资增速强劲超预期，但房地产的表现疲弱低于市场预期。从行业看，1-6月固投增速表现相对较好的行业包括化学原料及化学制品、交运设备和电气设备等。

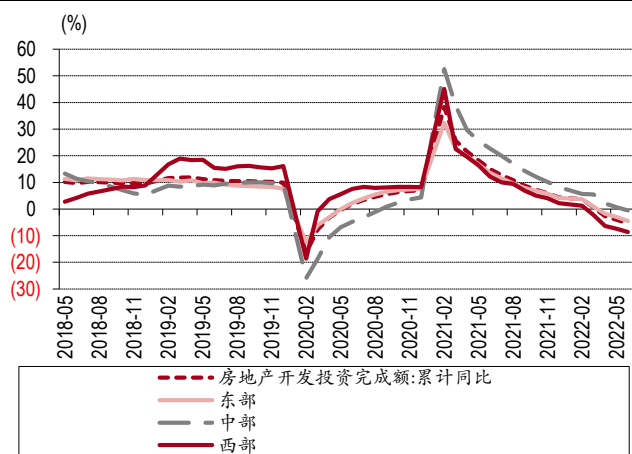
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

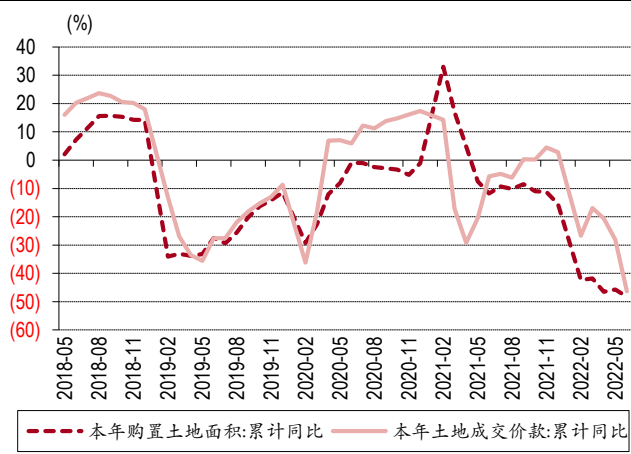
**房地产新开工、施工、竣工面积同比下降。**1-6月房地产投资增速下降5.4%，比1-5月下降1.4个百分点。其中东部地区累计同比下降4.5%、中部地区累计同比下降0.5%、西部地区累计同比下降8.6%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降4.5%，办公楼投资增速下降10.1%，商业地产投资增速下降8.7%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-6月累计同比分别下降48.3%和下降46.3%。1-6月房地产新开工面积累计同比下降34.4%，施工面积同比下降2.8%，竣工面积同比下降21.5%。从当月同比增速看，6月房地产固定资产投资同比下降9.4%，降幅较5月扩大1.6个百分点。从6月数据来看，各地的房地产销售政策放宽对房地产投资的带动有限，同时需要关注的是，新开工、施工、竣工面积同比增速都出现明显下滑，住宅投资增速下降幅度较大。

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

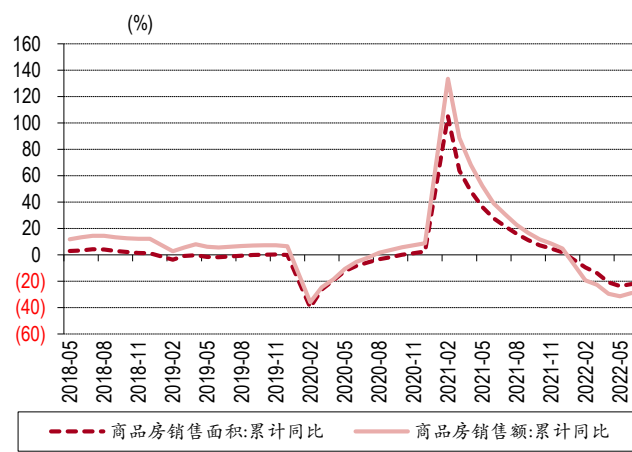
图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

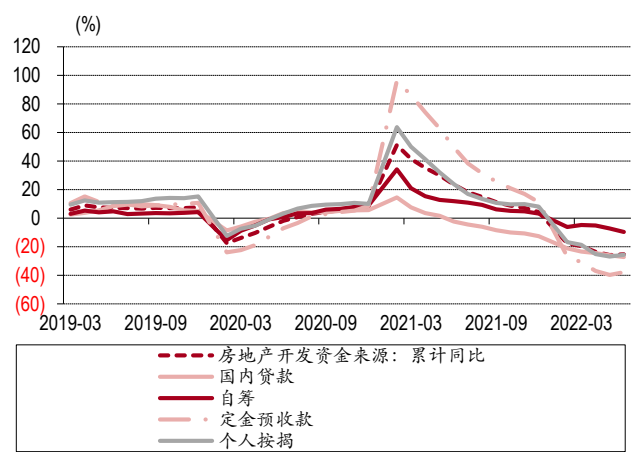
**房地产销售面积和销售额增速较5月上升。**1-6月商品房销售面积同比下降22.2%，商品房销售额累计同比下降28.9%。1-6月商品房待售面积同比增长7.3%，其中住宅面积同比增长13.5%，办公楼累计同比增长3.8%，商业地产累计同比下降3.2%。从房地产投资资金来源看，1-6月国内贷款占比12.8%，较1-5月下降0.6个百分点，定金和预收款的占比32%，较1-5月上升0.3个百分点，个人按揭贷款占比下降0.4个百分点，自筹资金占比上升0.6个百分点。从增速看，1-6月房地产开发资金来源累计同比增速下降25.3%，其中国内贷款资金来源增速下降27.2%，定金和预收款增速下降37.9%，按揭贷款资金来源增速下降25.7%。房地产销售疲弱的情况在6月边际上继续好转，但需要关注的是，销售好转的同时开工和施工面积增速下降的问题。

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

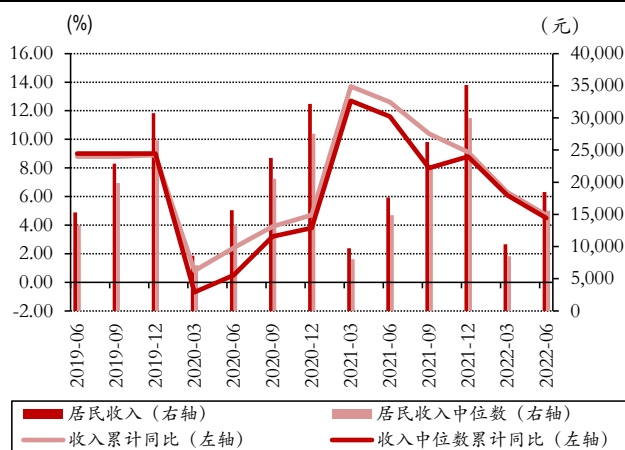


资料来源：万得，中银证券

## 二季度居民收入增速继续下降，但弹性消费结构上升

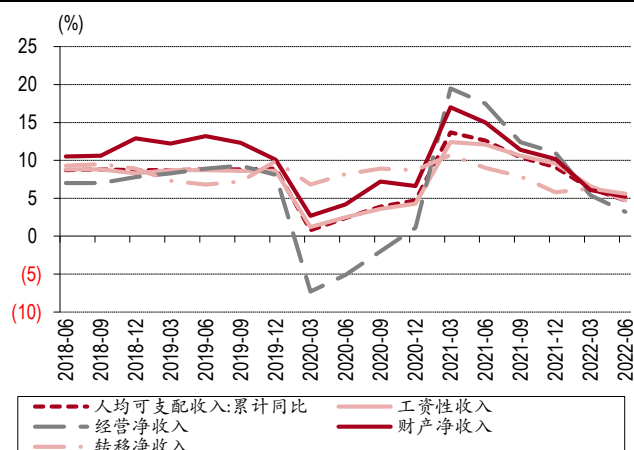
**居民收入增速继续下降。**上半年全国居民人均可支配收入 18463 元，累计同比增长 4.7%，其中，城镇居民人均可支配收入增长 3.6%，农村居民人均可支配收入增长 5.8%；剔除价格因素，上半年居民收入实际增速 3%，其中城镇居民实际收入增速 1.9%，农村居民实际收入增速 4.2%。从居民收入来源来看，上半年工资性收入累计同比增速 4.7%，经营净收入增速 3.2%，财产净收入累计同比增速 5.2%，转移净收入增速 5.6%；从结构来看，上半年工资性收入占比 57.3%，较一季度上升 0.5 个百分点，财产净收入占比上升 0.1 个百分点，转移净收入占比上升 0.7 个百分点。疫情在二季度依然对居民收入造成较大负面影响，特别是经营收入出现较大下滑。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

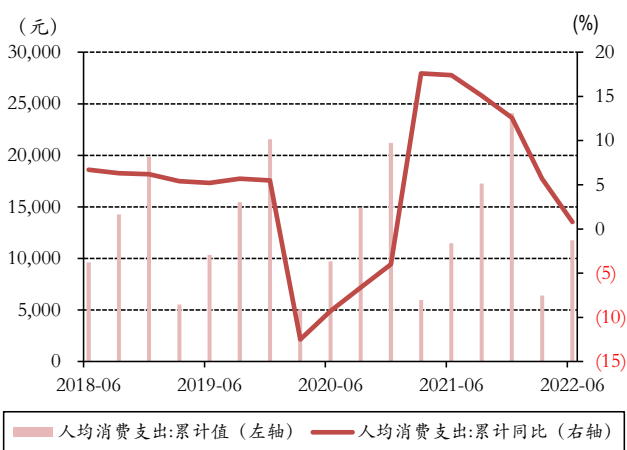
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

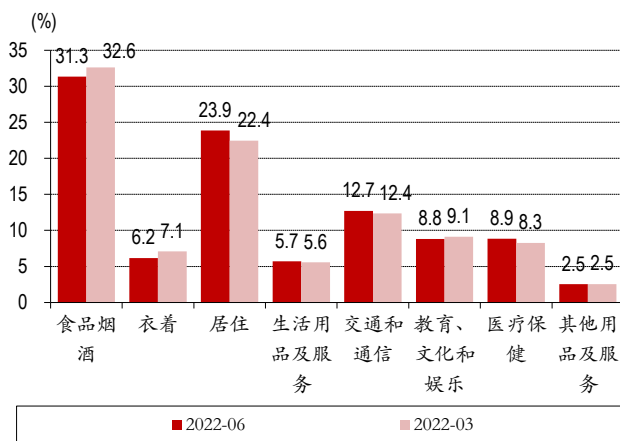
**居住和交通通信消费占比明显提升。**上半年居民人均消费支出 11756 元，累计同比增速 0.8%，扣除价格因素，实际增长 0.8%，与一季度相比，上半年居民消费增速大幅下降 4.9 个百分点。上半年居民消费支出出现了比较明显的结构性变化，占比上升的是居住（占比上升 1.4 个百分点）、医疗保健（占比上升 0.6 个百分点）、交通通信（占比上升 0.3 个百分点）和生活用品及服务（占比上升 0.1 个百分点），与 2021 年同期相比，占比上升的则是居住（占比上升 0.8 个百分点）和食品烟酒（占比上升 0.5 个百分点），同时教育文化娱乐、衣着和生活用品及服务消费占比分别下降了 0.9 个百分点、0.3 个百分点和 0.1 个百分点。二季度居民消费结构的变化一定程度上受到政策的影响，特别是居住和交通通信消费占比上升，有消费政策刺激的影响在。

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：生产没预期的好，消费比预期的好

本轮疫情冲击后经济复苏的情况与 2020 年二季度不同。6 月疫情冲击后经济复苏的特征依然明显，工业增加值当月同比增速继续上行，社零当月同比增速大幅转正，基建投资较上个月小幅下行但好于市场预期，其中基建和制造业当月固投增速均较 5 月继续上升，在生产快速恢复常态和投资加快落地的支撑下，二季度实际 GDP 同比维持正增长。6 月经济数据中具备以下几方面特点：一是生产端修复斜率明显低于市场预期，我们认为与当前工业企业产成品去库存的背景有关，加之海外经济衰退预期升温，不排除三季度生产端表现依然疲弱的情况，二是投资对经济支撑作用明显，特别是基建和制造业投资当月投资增速连续两个月回升，三是消费增速回升幅度超预期。与 2020 年二季度疫情后经济恢复期特点不同的是，此次全球经济趋势更弱，国内生产端上行弹性更低，但截至目前宽松的货币政策持续时间更长，从中央到地方的财政政策在基建投资和刺激消费方面落地更高效。

下半年国内经济稳增长挑战更大。考虑到海外经济环境的变化，我们认为下半年稳增长的挑战主要来自几个方面：一是全球经济衰退预期升温，外需下降叠加我国工业企业去库存，或体现在工业增加值和出口增速方面，二是美联储加息步伐加快对国际资本市场的外溢性影响，特别是美元指数强势，或给人民币汇率带来一定程度的贬值压力，三是全球通胀居高不下，我国上半年整体通胀水平可控，但下半年防范输入型通胀的压力不减，叠加人民币汇率受美元走强影响，可能进一步缩小货币政策调控空间。我们认为在稳增长和稳就业的政策导向下，三季度货币政策难以明显收紧，宽货币和宽信用的政策将持续，并且随着年底前海外经济衰退可能从预期变为现实，我国稳外贸的重要性上升，积极的财政政策关注点将重新转向收入端。

**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