

# 9月和三季度经济数据点评

## 经济弱复苏，增长有韧性

9月工业增加值增速超预期，固定资产投资增速基本符合预期，社零增速低于预期；延续生产较强、需求较弱复苏格局。

- 三季度实际GDP同比增长3.9%，名义GDP同比增长6.1%。
- 9月工业增加值同比增长6.3%，较8月上升2.1个百分点。采矿业较8月上升1.9个百分点，高技术产业较8月上升4.7个百分点，制造业较8月上升3.3个百分点，但公共事业较8月下降了10.7个百分点。
- 9月社零同比增长2.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额增长1.2%。
- 1-9月固定资产投资增速5.9%，民间固定资产投资增速2%，制造业投资累计同比10.1%，基建累计同比8.6%，地产投资累计同比下降8%。
- 9月房地产固定资产投资同比下降12.1%，增速较8月回升1.7个百分点。随着保交楼政策和资金落地，以及央行下调部分房地产销售贷款利率，房地产销售同比增速下降幅度连续两个月收窄，预计随着房地产销售情况好转，房地产固定资产投资增速也将筑底。
- 前三季度居民收入累计同比增长5.3%，居民支出累计同比增速1.5%。
- **9月经济数据相对较好。**9月经济数据各项表现有所分化：工业增加值同比增速超出市场预期，固定资产投资增速较1-8月小幅上行，基本符合市场预期，社零增速较8月明显下降，低于市场预期。9月经济数据仍表现出生产端较强、需求端偏弱的特征，从需求端看，9月全国多地仍有散发疫情，是影响服务性消费持续释放的原因之一，消费者对于接下来电商促销的预期是挤出9月商品消费的重要因素，此外房地产销售同比增速已经连续两个月回升，以及食品价格同比走高，也对居民消费构成一定挤出；从生产端看，工业增加值环比增速超出历史平均水平，或是受生产资料价格同比增速下降和工业企业四季度季节性补库存影响。虽然9月社零消费表现偏弱，但从居民消费看，三季度相较二季度当季支出增速回升7.8个百分点，表明内需韧性较强。
- **聚焦经济发展“质的有效提升和量的合理增长”。**中长期来看，我国经济对内面临的主要问题是转型升级，对外面临的主要问题是安全发展，这就要求从构建安全完备的产业链供应链和高端工业化入手；中短期来看，当前全球范围内为应对通胀高企，美联储牵头全球大部分央行开启了加息进程，但加息的过程对全球外汇、外资、主权债务、国际贸易等都造成了明显的影响。与全球其他国家和地区相比，我国经济增长的基本面具备明显的比较优势，通胀处于持续可控水平，公共事业和服务稳定性较强，宏观政策仍处宽松趋势下且持续保有政策空间，未来一段时间内托底经济增速的动力或仍来源于基建投资和固定资产投资，边际改善的影响或来自于居民消费和房地产投资，因此货币政策仍将保持流动性适度宽松，积极的财政政策也将在减税降费等方面继续发力。

**风险提示：**全球通胀上行过快；流动性回流美债；新冠疫情影响不确定。

### 相关研究报告

《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

《生产没预期的好，消费比预期的好：6月和二季度经济数据点评》2022.7.15

《从复苏到均衡的拐点比预期来的快：7月经济数据点评》2022.8.15

《内需有韧性：8月经济数据点评》2022.9.16

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

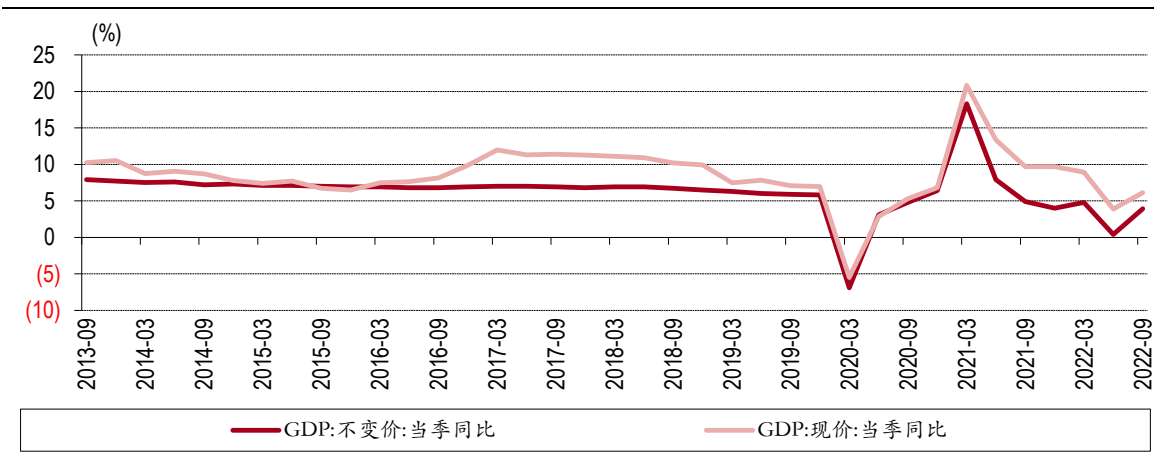
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 三季度 GDP 超预期

三季度实际 GDP 同比增长 3.9%，名义 GDP 同比增长 6.1%。三季度 GDP 实际同比增速 3.9%，较二季度上升了 3.5 个百分点，三季度名义同比增速 6.1%，较二季度上升 2.2 个百分点。三季度平减指数同比 1.8%，较二季度下降了 1.2 个百分点，虽然三季度 CPI 同比增速较二季度有所上升，但 PPI 同比增速大幅下降，带动平减指数下行。三季度 GDP 同比增速较二季度回升在市场预期当中，并且同比增速超出市场预期，表明经济复苏韧性较强。

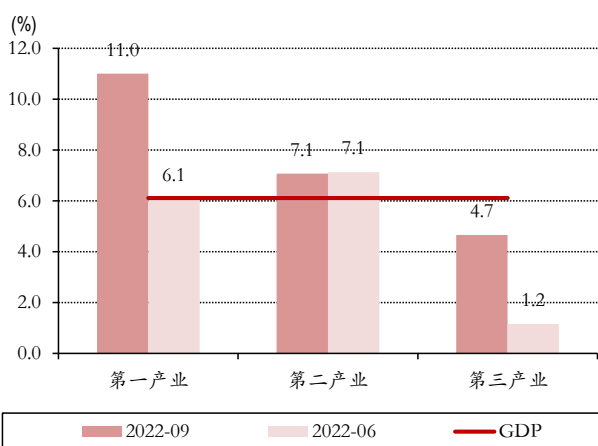
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

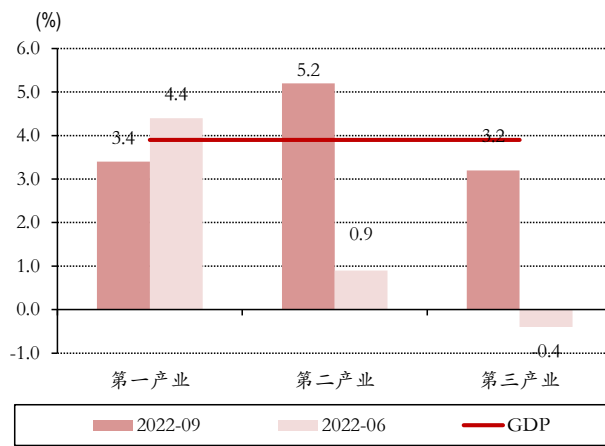
**二产表现强劲，三产仍在恢复过程中。**三季度 GDP 增速较二季度明显回升，但一二三产表现明显不同。从名义增速的角度看，三季度二产同比增长 7.1% 与二季度持平，主要是受到 PPI 同比增速较二季度大幅下降的影响，二产名义 GDP 同比增长 11%，较二季度增速上升幅度较大，主要是受 CPI 同比增速上行推动，三产名义 GDP 同比增长 4.7%，从疫情的影响下环比恢复明显；从实际增速的角度看，一产同比增长 3.4%，较二季度增速有所下降，二产同比增长 5.2%，较二季度增速大幅上升，三产同比增长 3.2%，增速转正。从实际 GDP 贡献率来看，前三季度一产贡献率 9.3%，二产贡献率 48.8%，三产贡献率 41.9%；与 2016-2019 年相比，二产的贡献率偏高 14.75 个百分点，一产贡献率偏高 5.75 个百分点，三产贡献率低于平均水平 20.5 个百分点。三季度经济整体处于疫情冲击后的恢复期，一产表现整体平稳，三产环比恢复，二产保持韧性。

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

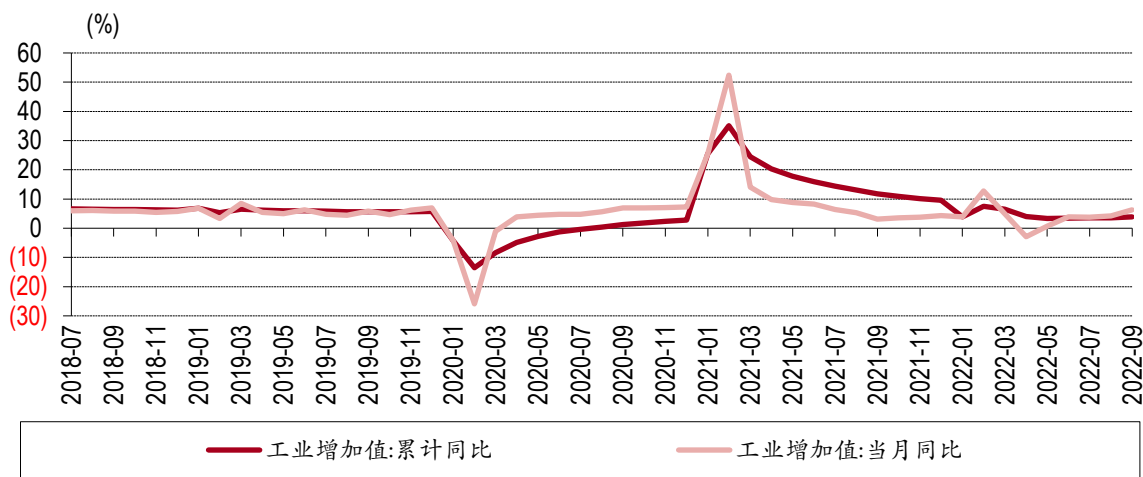


资料来源：万得，中银证券

## 工业增加值同比超预期

9月工业增加值增速同比较8月继续回升。9月工业增加值同比增长6.3%，较8月上升2.1个百分点，超出市场预期。9月工业增加值同比增速继续回升，关注制造业工业增加值同比增速大幅回升的现象，不排除部分工业细分行业去库存接近尾声，并在四季度开始新一轮补库存的可能。

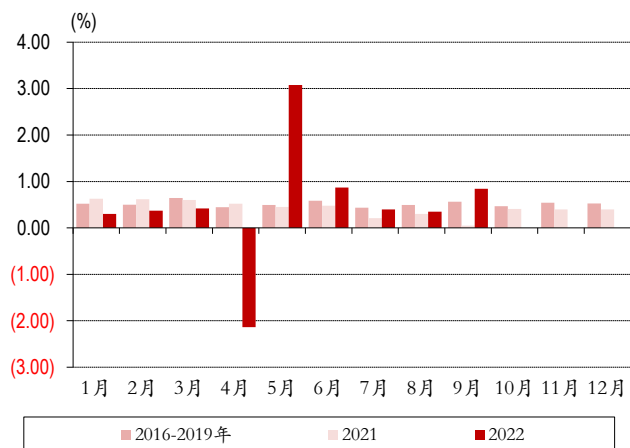
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

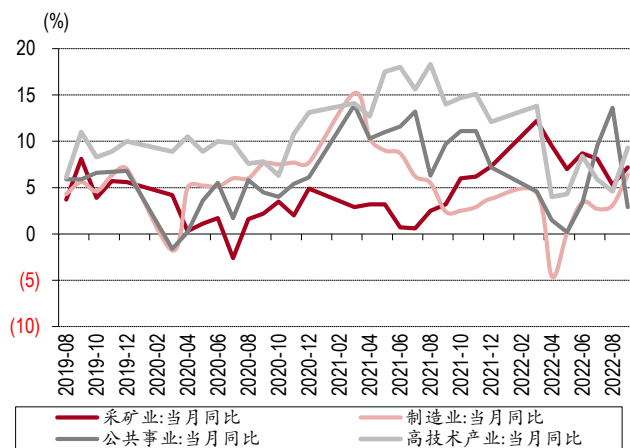
9月环比增速明显高于历史同期。从环比增速来看，9月工业增加值环比增长0.84%，不仅大幅高于2021年同期的0.05%，并且也高于历史同期的0.56%，表明疫情和高温天气影响过后，生产端恢复韧性较强。从行业分类来看，1-9月采矿业工业增加值累计同比增长8.5%，制造业累计同比增长3.2%，公用事业累计同比增长5.6%，高技术产业累计同比增长8.5%。从当月增速来看，采矿业较8月上升1.9个百分点，高技术产业较8月上升4.7个百分点，制造业较8月上升3.3个百分点，但公共事业较8月下降了10.7个百分点。从企业类型来看，1-9月私企工业增加值同比增长3.4%，国企工业增加值同比增长3.6%，股份制企业同比增长4.9%，外企下降0.1%，但从当月增速看，股份制、私企、外企工业增加值同比增速均较8月有不同幅度上行。整体来看，9月在去年同期低基数和当月环比高增长的双重影响下，工业增加值同比增速超出市场预期，其中制造业工业增加值表现强劲，或可能指向新一轮产成品补库存，另外外企工业增加值同比增速持续上行，也表明我国相较海外在生产端的比较优势依然存在。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

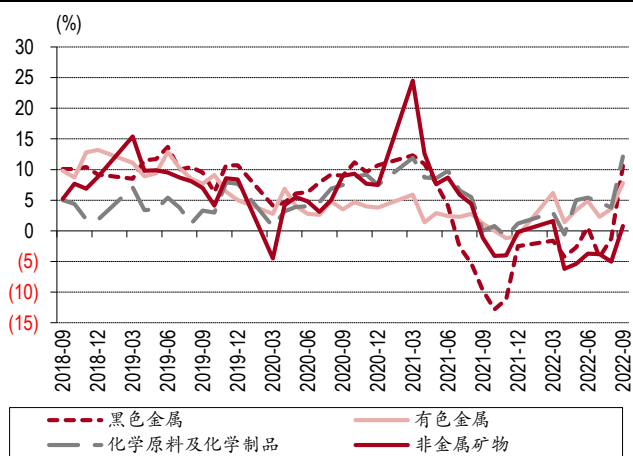
图表 6. 各行业工业增加值当月同比



资料来源：万得，中银证券

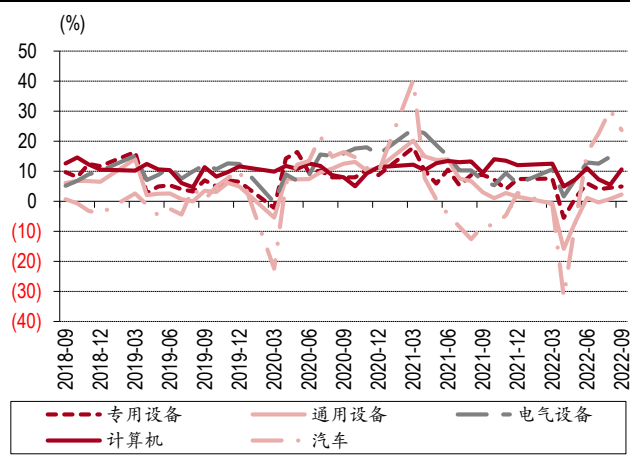
**9月中上游行业工业增加值继续回升。**上游行业方面，1-9月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长4.3%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降2.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比下降0.9%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长4.3%，上游行业工业增加值均较8月大幅上升，其中黑色金属工业增加值较8月上行11.9个百分点。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比下降1.4%，专用设备制造业增加值累计同比增长4.4%，汽车制造业增加值累计同比增长6.9%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长11.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长9.5%，中游行业中，汽车行业工业增加值同比增速较8月下降6.8个百分点回落至23.7%，其他行业同比增速均较8月上升。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长3.5%，纺织业增加值累计同比下降2%，医药制造业增加值累计同比下降4.3%，从当月增速看，除了公共事业之外，其他行业同样较8月普遍上升。9月PPI同比增速回落幅度继续超预期可能是工业增加值增速上行的原因之一，但同样存在工业企业四季度季节性补库存的可能。

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

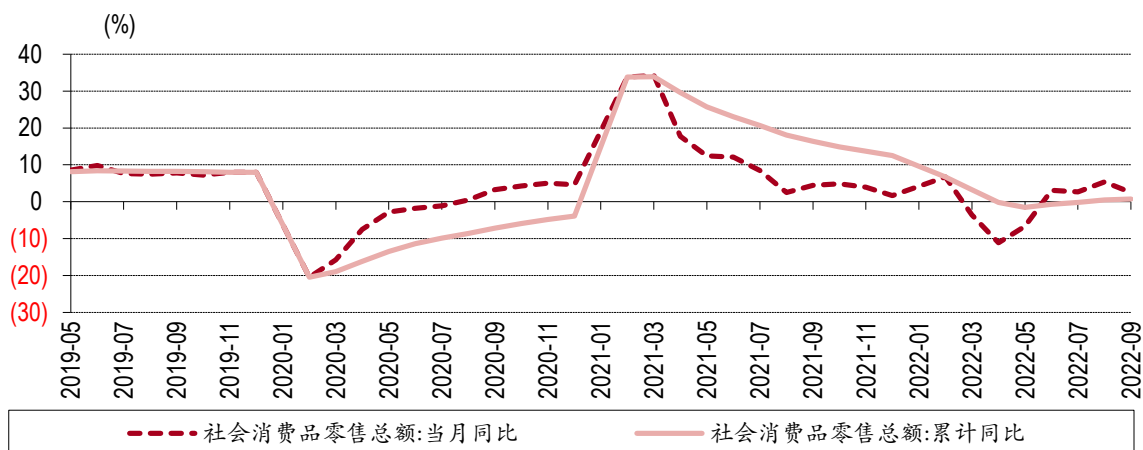


资料来源：万得，中银证券

## 消费增速偏弱

**9月社零同比增速低于市场预期。**9月社零同比增长2.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额增长1.2%。9月社零整体增速较8月下降2.9个百分点，除汽车以外的社零同比增速较8月下降3.1个百分点，汽车仍是拉动社零的重要因素，另外10月下旬开始的电商促销活动也对9月社零消费构成挤出。

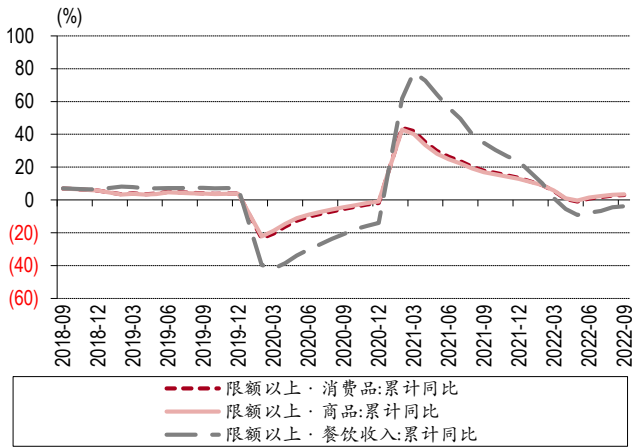
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

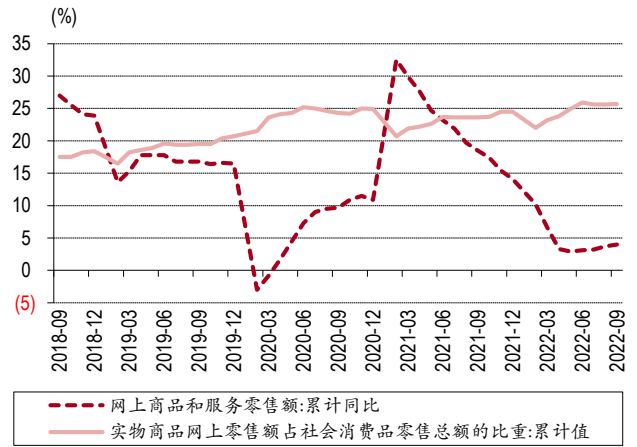
餐饮消费增速回落幅度更大。1-9 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长 3%，其中商品零售总额同比增速增长 3.5%，餐饮收入总额同比增速下降 3.9%。9 月全国多地疫情反弹，餐饮消费增速再度回落，餐饮消费当月同比下降 1.7%，较 8 月回落 10.1 个百分点，限额以上餐饮消费当月同比增长 0.1%，较 8 月回落 12.8 个百分点，9 月商品消费同比增速较 8 月下降 2.1 个百分点，限额以上商品消费增速较 8 月上下下降 2.5 个百分点。1-9 月网上零售额占比为 29.9%，较 1-8 月上升 0.1 个百分点，较去年同期上升了 1.1 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 4%，增速较 1-8 月上升 0.3 个百分点，9 月疫情反弹对服务消费的拖累较大。从城乡消费增速来看，9 月乡村的消费增长 2.3%，城镇消费同比增长 2.5%，城镇消费增速回落幅度更大。

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

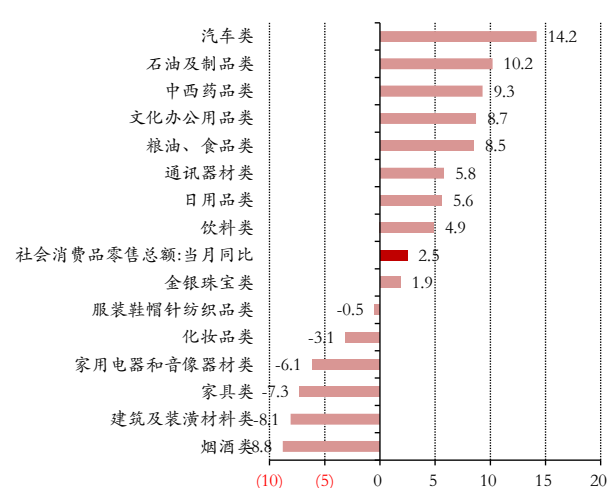
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

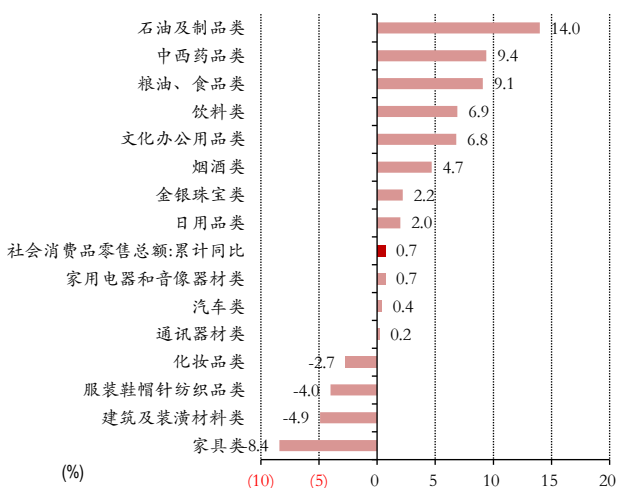
电商促销预期挤出 9 月消费。从同比增速来看，9 月限额以上企业商品零售总额同比增速 6.6%，同比增速较高的细分行业包括汽车、石油制品、中西药品等，同比增速下降的包括烟酒、建筑装潢、家具、家电、化妆品和服装鞋帽。与 8 月相比，增速下降较多的有烟酒、家电和石油制品等，增速上升幅度较大的是通讯器材、化妆品和文化办公用品等。从累计同比增速看，1-9 月同比增速较高的为石油制品、中西药品和粮油食品，累计同比增速下降的则有家具、建筑装潢、服装鞋帽和化妆品。1-9 月累计同比增速上升较多的是汽车、通讯汽车和日用品，消费累计增速下降较多的是烟酒、家电和石油制品。9 月社零表现疲弱除了疫情影响，还有电商促销预期的挤出，以及房地产销售额同比增速回升的挤出。

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

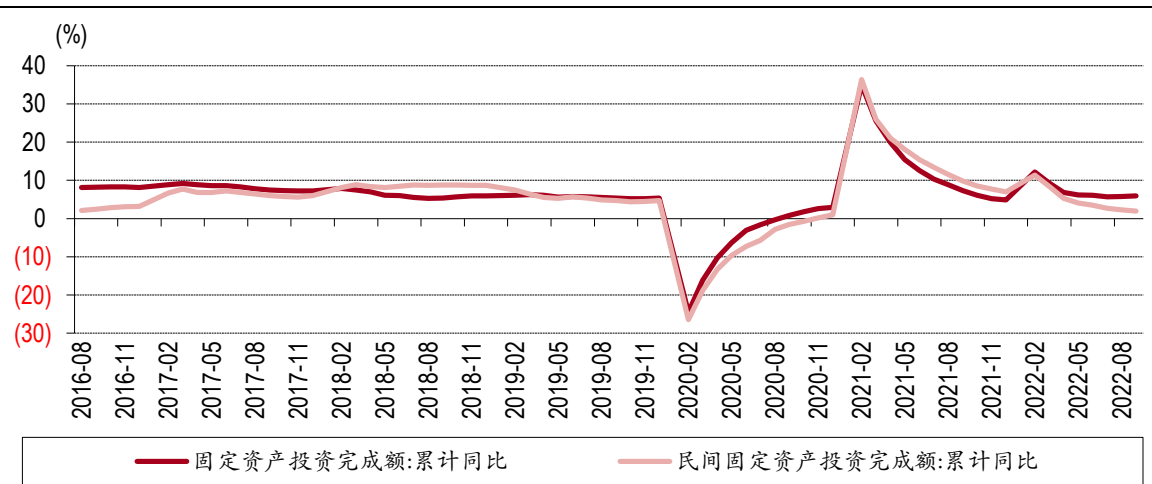


资料来源: 万得, 中银证券

## 基建和制造业投资保持高增长

固定资产投资增速小幅上升。1-9月固定资产投资增速为5.9%，1-9月民间固定资产投资增速2%。1-9月固定资产投资增速较1-8月上升，主要是受基建和制造业投资增速维持在较高水平的影响，民间固定资产投资增速较1-8月下行，仍是受房地产行业拖累。

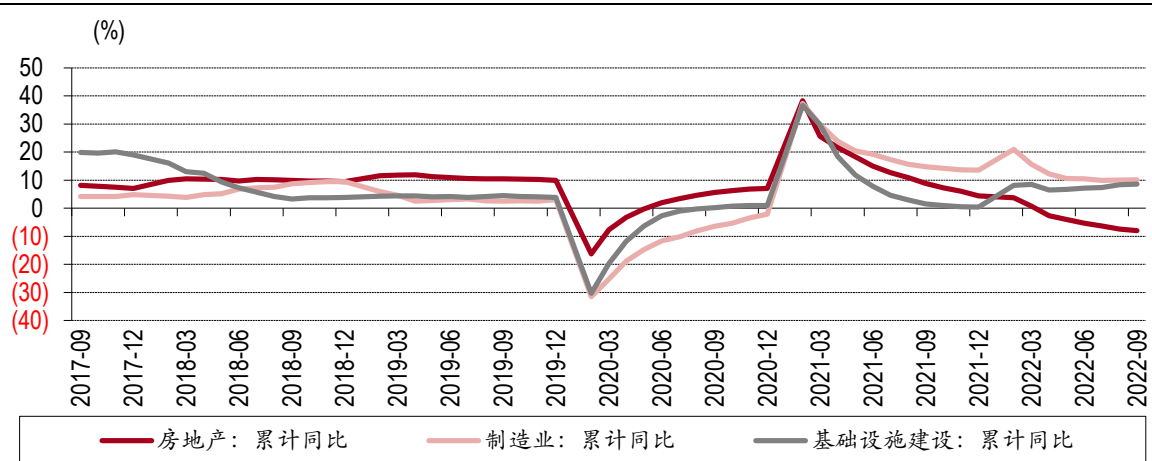
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

制造业投资当月增速继续小幅上行, 基建投资维持较高增速。分类别看, 制造业投资1-9月累计同比增长10.1%, 基建投资累计同比增长8.6%, 地产投资累计同比下降8%。从产业分类来看, 第一产业累计同比增长1.6%, 第二产业累计同比增长11%, 第三产业累计同比增长3.9%; 从地区来看, 东部累计同比增长4.3%, 中部增长10%, 西部增长6.7%, 东北增长0.2%; 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10.6%, 外资企业下降2.9%。9月基建固投增速当月同比增长10.5%, 较8月下降3.7个百分点, 制造业投资增速10.7%, 较8月上升0.1个百分点, 房地产投资增速同比下降12.1%, 较8月上升1.7个百分点。9月基建投资增速维持在较高水平, 制造业投资增速较8月继续小幅上升, 比较超预期的是房地产投资增速较8月回升, 或表明房地产投资增速已处于底部水平。从行业看, 1-9月固投增速表现相对较好的行业包括化学原料、有色金属、计算机通信、电气设备、农副食品和医药等。

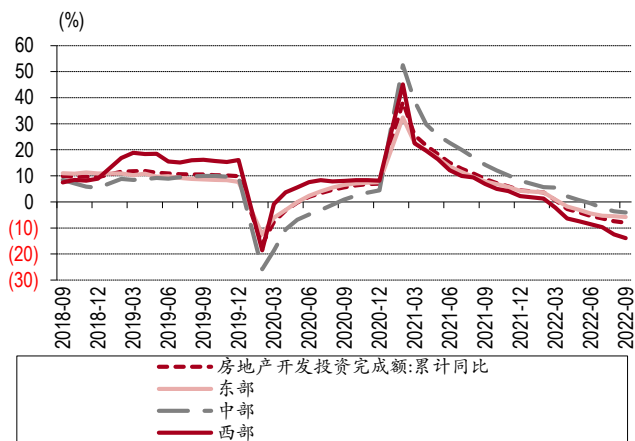
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

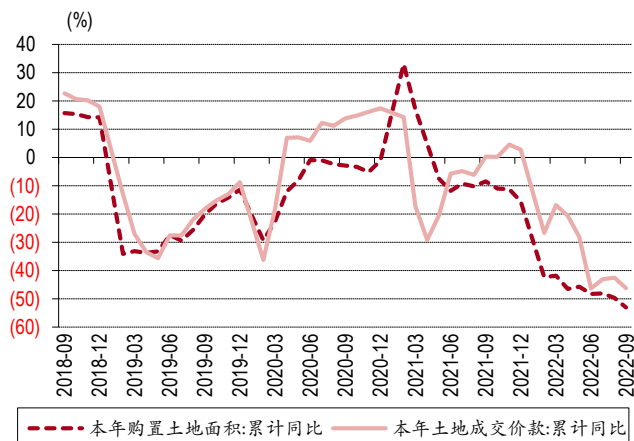
**房地产当月投资增速回升。**1-9月房地产投资增速下降8%，比1-8月下降0.6个百分点。其中东部地区累计同比下降5.8%、中部地区累计同比下降4.1%、西部地区累计同比下降13.9%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降7.5%，办公楼投资增速下降9.9%，商业地产投资增速下降12.2%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-9月累计同比分别下降53%和下降46.2%。1-9月房地产新开工面积累计同比下降38%，施工面积同比下降5.3%，竣工面积同比下降19.9%。从当月同比增速看，9月房地产固定资产投资同比下降12.1%，增速较8月回升1.7个百分点，表明各地随着保交楼政策和资金到位，投资增速有所回升。

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

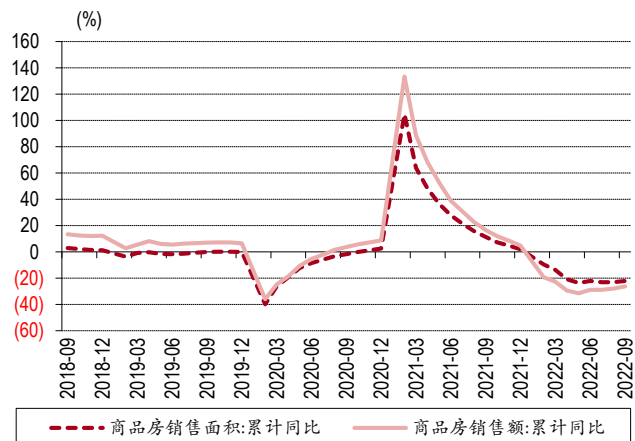
图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

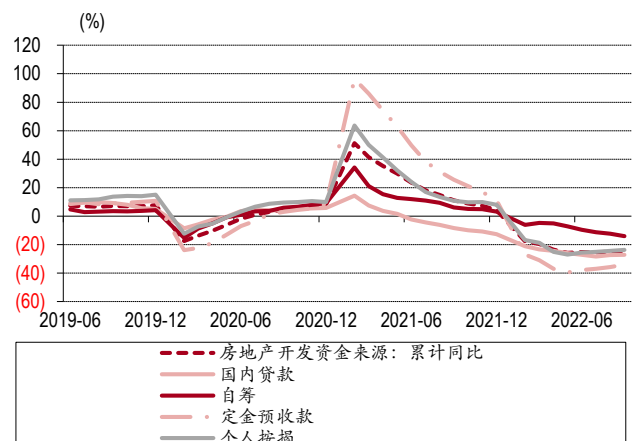
**房地产销售持续出现好转迹象。**1-9月商品房销售面积同比下降22.2%，商品房销售额累计同比下降26.3%。1-9月商品房待售面积同比增长8.1%，其中住宅面积同比增长15.6%，办公楼累计同比增长6.4%，商业地产累计同比下降3.8%。从房地产投资资金来源看，1-9月国内贷款占比12%，较1-8月下降0.2个百分点，定金和预收款的占比32.7%，较1-8月上升0.2个百分点。从增速看，1-9月房地产开发资金来源累计同比增速下降24.5%，其中国内贷款资金来源增速下降27.2%，定金和预收款增速下降34.1%，按揭贷款资金来源增速下降23.7%。随着保交楼政策和资金落地，以及央行下调部分房地产销售贷款利率，房地产销售同比增速下降幅度连续两个月收窄，预计随着房地产销售情况好转，房地产固定资产投资增速也将筑底。

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

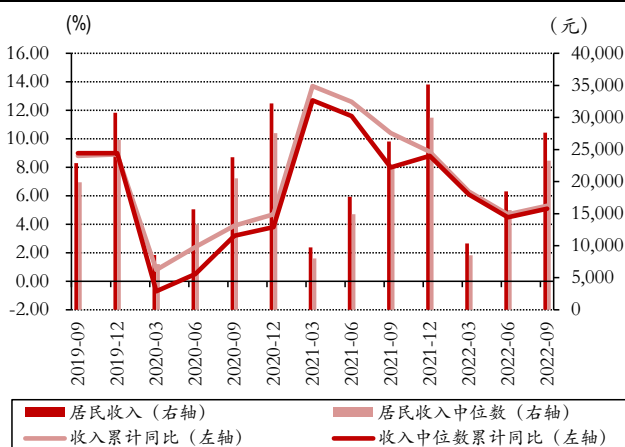


资料来源：万得，中银证券

## 三季度居民收入增速回升

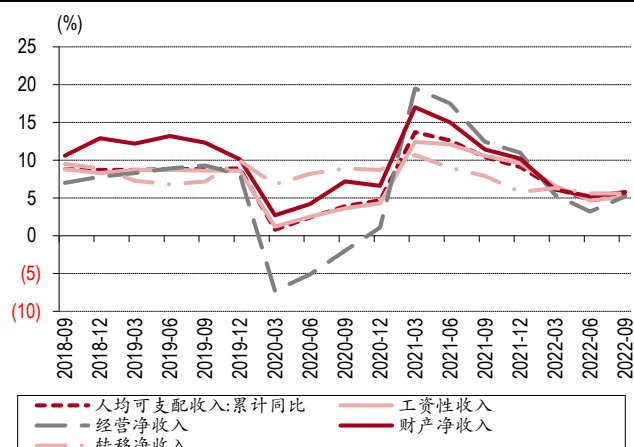
**居民收入增速平稳回升。**前三季度全国居民人均可支配收入 27650 元，累计同比增长 5.3%，其中，城镇居民人均可支配收入增长 4.3%，农村居民人均可支配收入增长 6.4%；剔除价格因素，上半年居民收入实际增速 3.2%，其中城镇居民实际收入增速 2.3%，农村居民实际收入增速 4.3%。从居民收入来源来看，前三季度工资性收入累计同比增速 5.1%，经营净收入增速 5.2%，财产净收入累计同比增速 5.8%，转移净收入增速 5.6%；从结构来看，前三季度工资性收入占比 56.7%，较上半年下降 0.6 个百分点，经营净收入占比上升 0.4 个百分点，财产净收入占比下降 0.1 个百分点，转移净收入占比上升 0.3 个百分点。随着经济从疫情冲击中恢复，居民经营收入恢复向好幅度最大。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

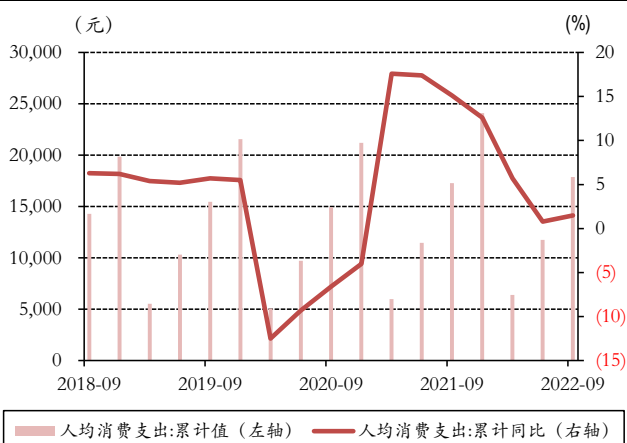
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

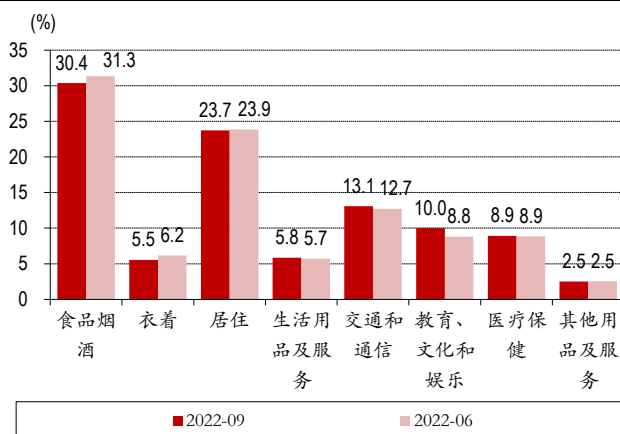
**教育文化娱乐和交通通信消费占比环比上升幅度较大。**前三季度居民人均消费支出 17878 元，累计同比增速 1.5%，扣除价格因素，实际增长 1.5%，与上半年相比，前三季度居民消费增速回升 0.7 个百分点。前三季度相较于上半年居民消费支出结构继续变化，占比上升的是教育文化娱乐（占比上升 1.2 个百分点）、交通通信（占比上升 0.4 个百分点）、生活用品及服务（占比上升 0.1 个百分点）和医疗保健（占比上升 0.1 个百分点），与 2022 年同期相比，占比上升的则是食品烟酒（占比上升 0.6 个百分点）、居住（占比上升 0.4 个百分点）、交通通信（占比上升 0.1 个百分点）和其他用品及服务（占比上升 0.1 个百分点），占比下降较多的是教育文化娱乐和衣着，分别下降了 0.8 个百分点和 0.3 个百分点。疫情冲击影响过后，居民服务消费的修复过程比较明显。

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：经济弱复苏，增长有韧性

**9月经济数据相对较好。**9月经济数据各项表现有所分化：工业增加值同比增速超出市场预期，固定资产投资增速较1-8月小幅上行，基本符合市场预期，社零增速较8月明显下降，低于市场预期。9月经济数据仍表现出生产端较强、需求端偏弱的特征，从需求端看，9月全国多地仍有散发疫情，是影响服务性消费持续释放的原因之一，消费者对于接下来电商促销的预期是挤出9月商品消费的重要因素，此外房地产销售同比增速已经连续两个月回升，以及食品价格同比走高，也对居民消费构成一定挤出；从生产端看，工业增加值环比增速超出历史平均水平，或是受生产资料价格同比增速下降和工业企业四季度季节性补库存影响。虽然9月社零消费表现偏弱，但从居民消费看，三季度相较二季度当季支出增速回升7.8个百分点，表明内需韧性较强。

**聚焦经济发展“质的有效提升和量的合理增长”。**中长期来看，我国经济对内面临的主要问题是转型升级，对外面临的主要问题是安全发展，这就要求从构建安全完备的产业链供应链和高端工业化入手；中短期来看，当前全球范围内为应对通胀高企，美联储牵头全球大部分央行开启了加息进程，但加息的过程对全球外汇、外资、主权债务、国际贸易等都造成了明显的影响。与全球其他国家和地区相比，我国经济增长的基本面具备明显的比较优势，通胀处于持续可控水平，公共事业和服务稳定性较强，宏观政策仍处宽松趋势下且持续保有政策空间，未来一段时间内托底经济增速的动力或仍来源于基建投资和固定资产投资，边际改善的影响或来自于居民消费和房地产投资，因此货币政策仍将保持流动性适度宽松，积极的财政政策也将在减税降费等方面继续发力。

**风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；新冠疫情影响不确定。**

## 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