

3月和一季度经济数据点评

经济增速超预期，有好也有忧

一季度实际 GDP 同比增长 4.5% 超预期；3 月工增低于市场预期，固投累计同比略低于市场预期，但社零同比大幅超出市场预期；消费是支撑一季度经济超预期的最重要因素；关注 3 月制造业投资和房地产投资增速下降的背后，是否有信贷资源紧张的影响；关注 4 月政治局会议。

- 一季度 GDP 实际同比增速 4.5%，名义同比增速 5.0%。三产一季度当季 GDP 名义同比增速 7.3%，实际同比增长 5.4%，是拉动 GDP 的重要组成。
- 3 月工业增加值同比增长 3.9%，从行业分类来看，1-3 月采矿业累计同比 3.2%，制造业累计同比 2.9%，公用事业累计同比 3.3%，高技术产业累计同比 0.9%。对 3 月工业增加值构成一定拖累的主要是下游行业。
- 3 月社零同比增长 10.6%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 10.5%。餐饮消费同比继续大幅上升。
- 1-3 月固定资产投资增速为 5.1%，民间固定资产投资增速 0.6%，制造业投资累计同比增长 7.0%，基建投资增长 8.8%，地产投资下降 5.8%。
- 1-3 月住宅投资增速下降 4.1%，新开工面积累计同比下降 19.2%，施工面积同比下降 5.2%，竣工面积同比增长 14.7%。商品房销售面积同比下降 1.8%，商品房销售额累计同比增长 4.1%。从房地产投资资金来源看，1-3 月个人按揭贷款占比较 1-2 月上升 1.4 个百分点，定金预收款占比较 1-2 月上升 1.0 个百分点。
- 一季度全国居民人均可支配收入 10870 元，同比增长 5.1%，居民人均消费支出 6738 元，累计同比增长 4.0%。
- 一季度经济数据整体强于市场预期。一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，明显强于万得一致预期 4.0%，3 月工业增加值同比增速较 1-2 月上行但低于市场预期，社零同比增速大幅上行超出市场预期，1-3 月固定资产投资累计同比增长较 1-2 月下行且低于市场预期。一季度实际 GDP 同比增速较高，其中消费的拉动达到 3 个百分点，我们认为消费高增包括几方面原因：一是疫情防控政策调整和春节消费叠加，推动了季节性消费，二是线下消费场景持续恢复，推动了服务业消费持续回暖，三是房地产融资政策调整，释放居民购房消费意愿，四是汽车促销政策加大居民大宗商品消费支出。但 3 月经济数据中仍有一定结构性问题，如制造业投资增速和房地产投资增速下滑。
- 二季度关注 4 月政治局会议和货币政策放松预期。一季度经济增速超预期，好的方面是证实了我国经济复苏趋势强劲韧性十足，但市场或因此担忧政策忽略经济数据中存在的结构性问题，导致稳增长政策力度减小。我们认为虽然一季度金融数据持续大幅超预期，但金融资源可能仍偏紧张：一方面是房地产融资放松之后，房地产信贷需求和个人按揭贷款需求都出现恢复性回升，另一方面，基建投资和制造业仍维持在较高水平。如果银行业资产端扩表的速度偏慢，则实体经济部门可能出现信贷资源挤出或融资成本上行压力，同时如果银行资产端扩张，则负债端的扩张可能导致存款结构性减少、央行扩表、以及部分银行补充资本金需求上升等现象出现。我们认为在经济复苏基础尚不牢固且通胀压力整体较小的情况下，货币政策存在预调微调的可能。基于一季度较好的经济增速表现，我们上调 2023 年全年 GDP 增速预期至 6.0%。短期关注 4 月政治局会议对接下来经济发展的部署。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；美国银行业金融风险影响加大；国际局势复杂化。

相关研究报告

《转债市场小幅上涨》20230416

《大类资产交易周报》20230416

《信用债新发债券利率长端分化，日均成交额走高》20230416

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

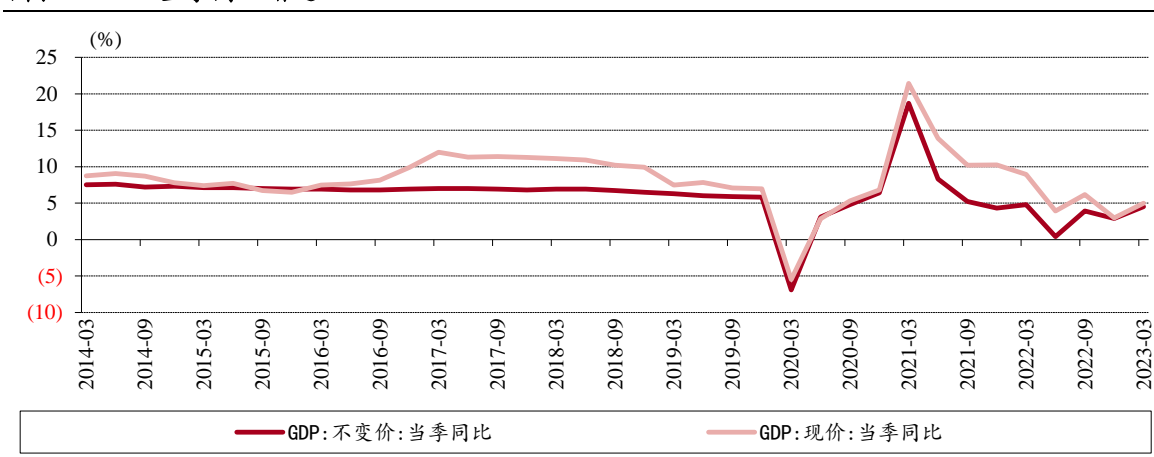
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

一季度 GDP 明显超出预期

一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，名义 GDP 同比增长 5.0%。一季度 GDP 实际同比增速 4.5%，较 2022 年全年上升 1.5 个百分点，一季度名义同比增速 5.0%，较 2022 年全年下降 0.3 个百分点。一季度平减指数同比增长 0.9%，较 2022 年四季度上升 0.4 个百分点。一季度影响经济增长的因素包括疫情防控政策调整、春节假期、复产复工等因素，一季度实际经济增速明显高于万得一致预期的 4.0%，表明经济内生动力较强。

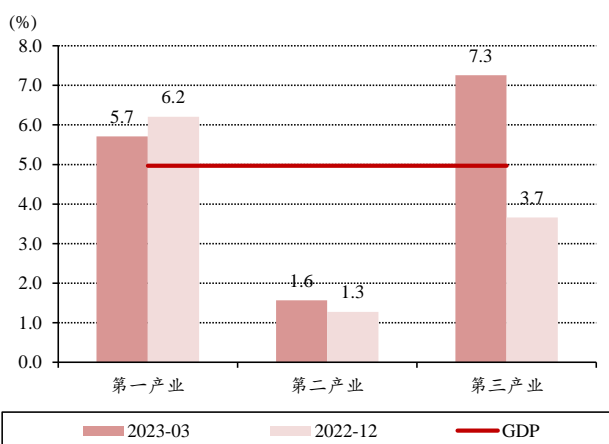
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

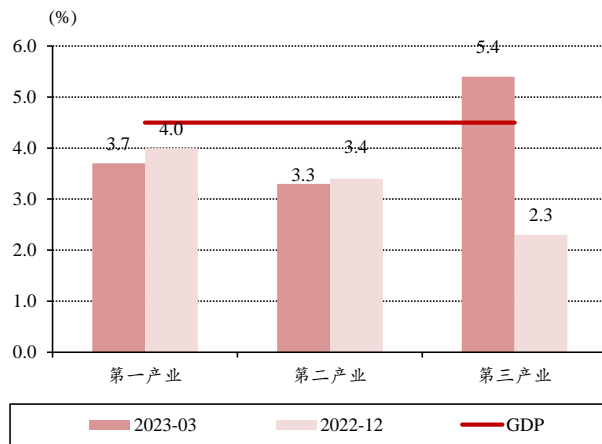
二产偏弱，三产走强。一季度 GDP 增速较四季度回落，与 2022 年不同的是，2023 年三产表现强劲：从现价看，三产一季度当季 GDP 同比增速 7.3%，远超 2022 年四季度的 3.7%；从实际 GDP 增速看，一季度三产同比增长 5.4%，是拉动 GDP 的重要组成，相较之下二产实际 GDP 同比增速仅有 3.3%。一季度实际 GDP 同比增长 4.5% 中，一产贡献 0.15 个百分点，二产贡献 1.29 个百分点，三产贡献 3.06 个百分点；从贡献率看，一产贡献率 3.3%，二产贡献率 28.6%，三产贡献率 68.0%。随着疫情防控政策调整，线下经济场景加速恢复，三产出现补偿式修复增长，因此一季度对经济增长拉动较为明显，相较之下，由于当前外需边际走势疲弱，加之国内产成品库存水平比较高，国内生产端受到一定负面影响，二产表现偏弱。

图表 2. 2023 年一季度三大产业对 GDP 的拉动



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

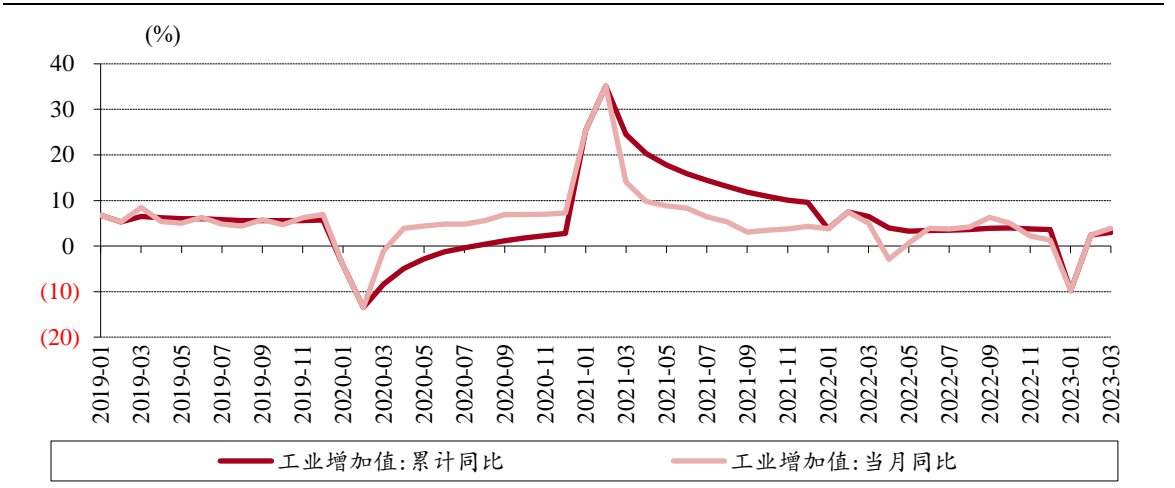


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速继续低于预期

3月工业增加值同比增速低于预期。3月工业增加值同比增长3.9%，较1-2月上升1.5个百分点，但同比增速表现依然低于市场预期。3月工业增加值同比增速较市场预期偏弱，或有两个原因，一是国内生产端产成品库存偏高，因此去库存或有一定影响，二是外需相对疲弱，对生产端和生产预期也有一定抑制。

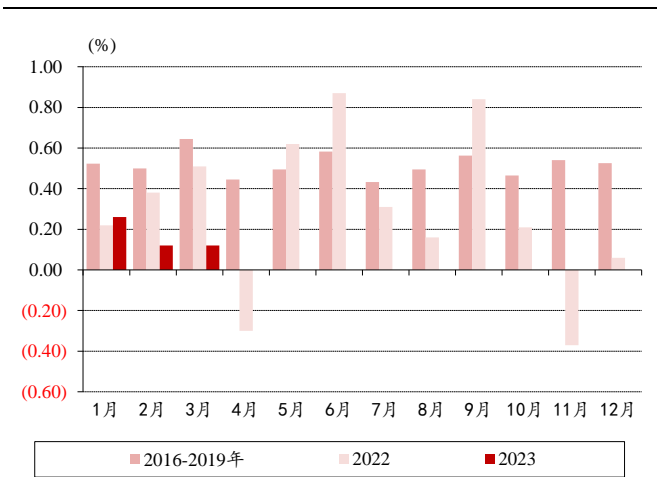
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

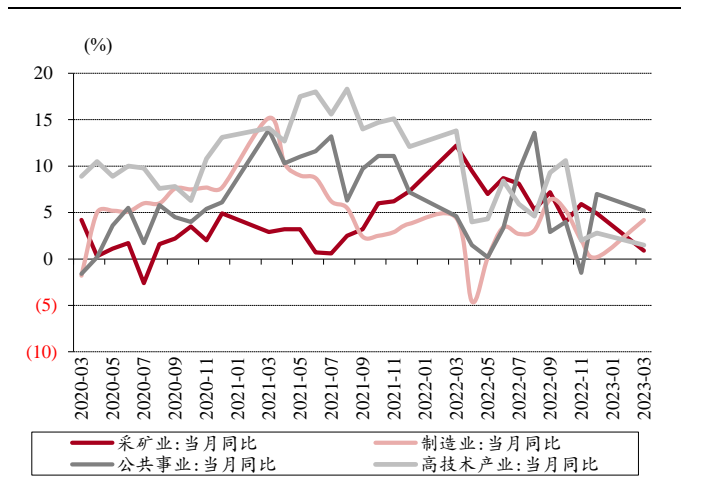
3月工业增加值环比增速依然低于历史同期平均水平。从环比增速来看，3月工业增加值环比正增0.12%，较2月持平，与历史同期环比平均增长0.65%相比偏低，与3月环比增速倾向于上行的季节性规律相比也偏低。从行业分类来看，1-3月采矿业工业增加值累计同比增速3.2%，制造业累计同比增速2.9%，公用事业累计同比增速3.3%，高技术产业累计同比增速0.9%。从企业类型来看，1-3月民企工业增加值同比增长2.0%，国企工业增加值同比增长3.3%，股份制企业同比增长4.3%，外企同比下降2.7%，从当月同比增速变化看，都较1-2月出现不同程度的上升，其中外企工业增加值当月同比增速较1-2月上升8.9个百分点，升幅最大。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

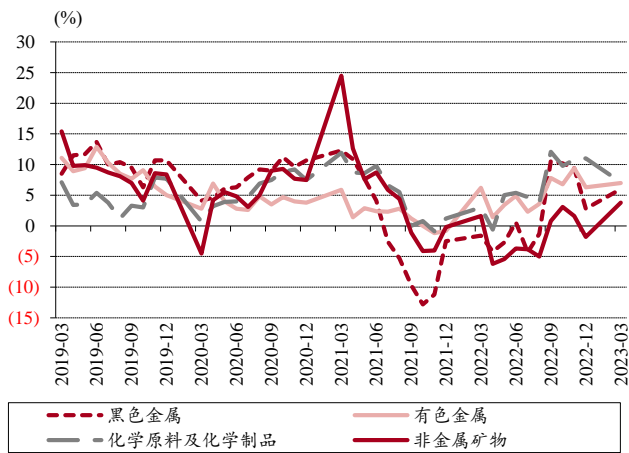
图表 6. 各行业工业增加值当月同比



资料来源：万得，中银证券

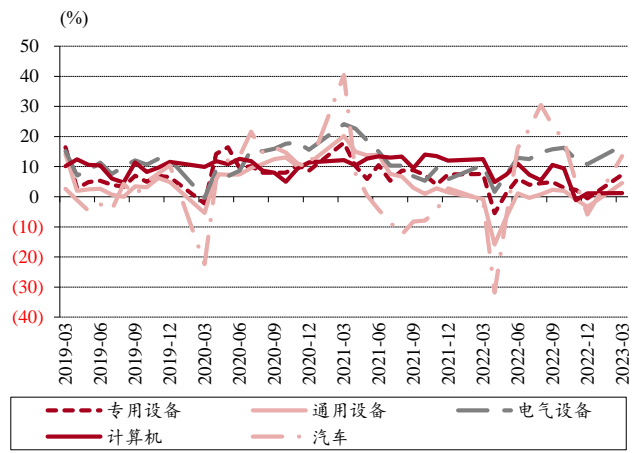
3月中游行业工业增加值同比增速回升显著。上游行业方面，1-3月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长7.6%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长2.0%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.9%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长6.9%，上游行业中仅化学原料增速较1-2月有所下降。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长1.1%，专用设备制造业增加值累计同比增长5.5%，汽车制造业增加值累计同比增长4.4%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长15.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比下降1.1%，中游行业中计算机工业增加值累计同比增速仍在负增长区间，但包括计算机行业在内的全部细分行业当月工业增加值增速较1-2月有不同程度的上升。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长3.3%，纺织业增加值累计同比下降3.2%，医药制造业增加值累计同比下降5.1%，从增速变化看，食品和医药行业增加值累计同比增速较1-2月都有所下降。分行业情况看，对3月工业增加值构成一定拖累的主要是下游行业。

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

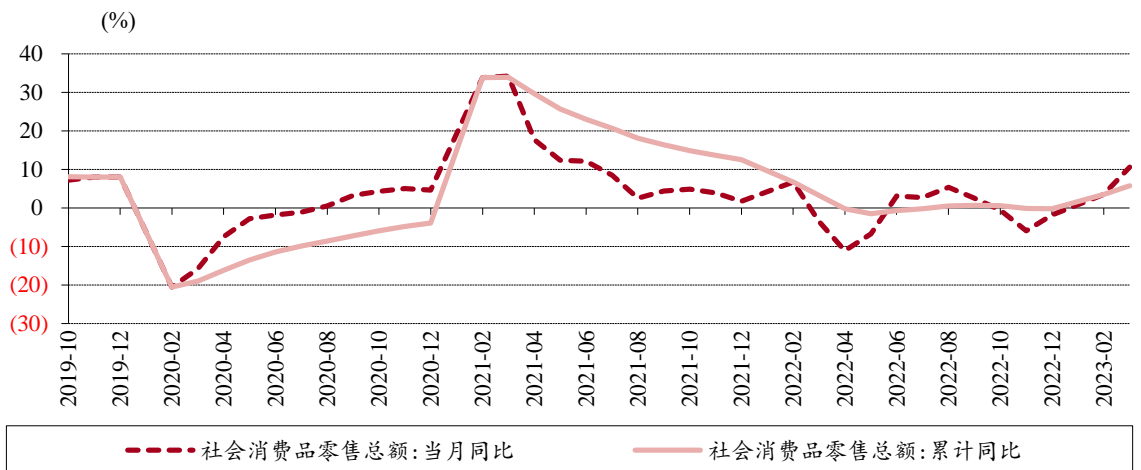


资料来源：万得，中银证券

消费同比增速大幅超预期

3月社零同比增速较1-2月大幅上升。3月社零同比增长10.6%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长10.5%。3月社零整体增速较1-2月上升7.1个百分点，除汽车以外的社零同比增速较1-2月上升5.5个百分点，表明内需恢复趋势维持强劲，但3月社零环比增长0.15%，从数据看低于历史同期平均水平，且较2月环比增速下降，也维持了同比超预期、环比偏弱的增长格局。

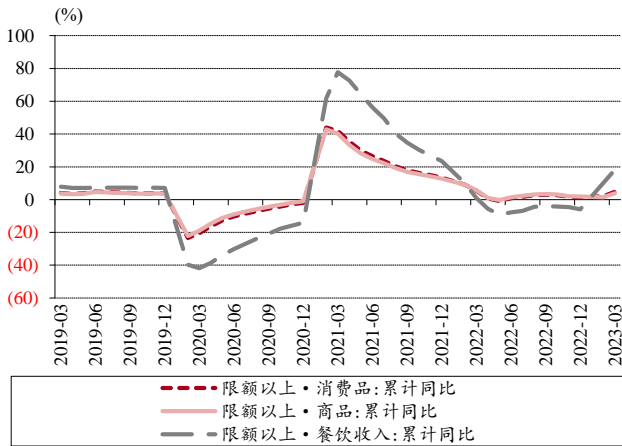
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

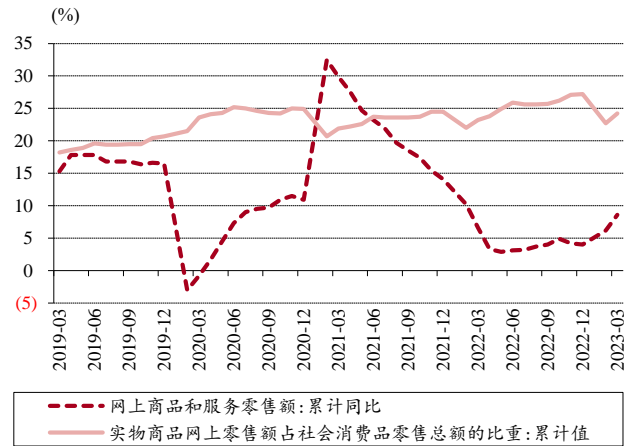
餐饮消费同比继续大幅上升。1-3月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长4.8%，其中商品零售总额同比增长3.9%，餐饮收入总额同比增长18.3%。3月居民消费进一步释放，尤其是线下消费场景保持较快恢复速度，餐饮消费同比增长26.3%，较1-2月上升17.1个百分点，限额以上餐饮消费当月同比上升37.2%，较1-2月上升27个百分点，3月商品消费同比增速较1-2月上升6.2个百分点，限额以上商品消费增速较1-2月上升7个百分点。1-3月网上零售额占比为28.6%，较1-2月上升1.9个百分点，较去年同期上升了0.9个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为8.6%，增速较1-2月上升2.4个百分点。从城乡消费增速来看，3月乡村的消费增长10.0%，城镇消费同比增长10.7%，城镇消费增速更快、较1-2月上升幅度也更大。3月居民消费继续释放。

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

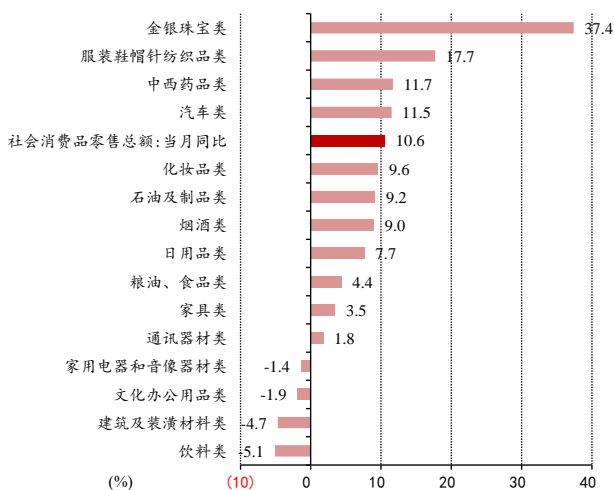
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

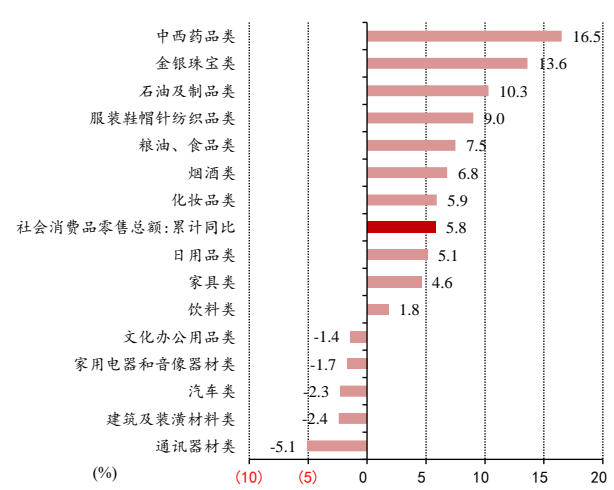
汽车消费增速大幅上行。从同比增速来看，3月限额以上企业商品零售总额增速10.1%，同比增速较高的细分行业包括金银珠宝、纺织服装和中西药品，同比增速下降幅度较大的是饮料、建筑装潢和文化办公用品等。与1-2月相比，增速上升较多的有金银珠宝、汽车、服装鞋帽等，增速降幅较大的有饮料、中西药品和粮油食品等。从累计同比增速看，1-3月同比增速较高的为中西药品、金银珠宝和石油制品，累计同比增速下降较多的则有通讯器材、建筑装潢和汽车等。1-3月累计同比增速较1-2月上升较多的有金银珠宝、汽车和服装鞋帽等，消费累计增速下降较多的是饮料、中西药品和粮油食品等。从消费品分类看，基数效应对1-3月社零的影响比较大，除此之外，降价销售等因素推动汽车3月销售额同比大幅正增长，但房地产后周期消费仍处于相对偏低水平。

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增速

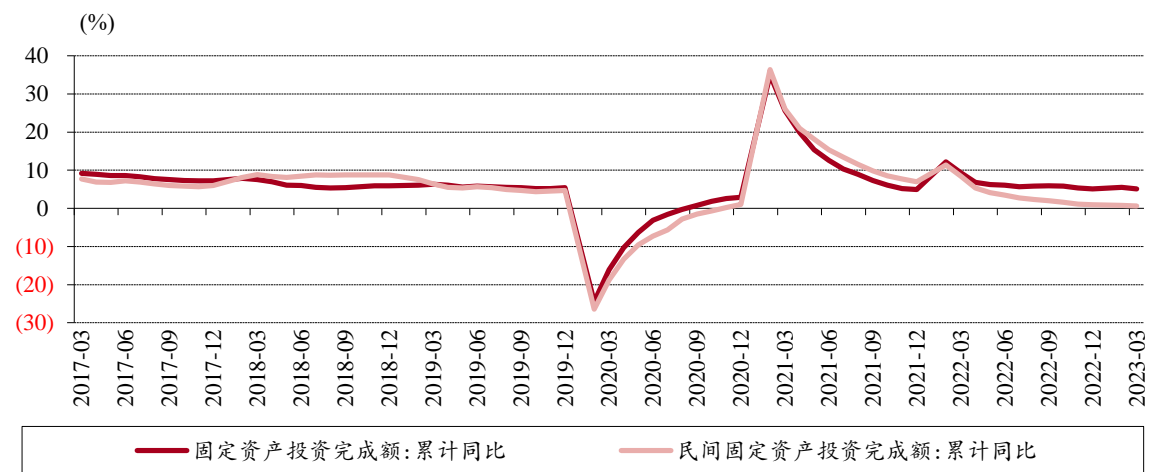


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速略低于预期

固定资产投资增速走低。1-3月固定资产投资增速为5.1%，较1-2月下降0.4个百分点，1-3月民间固定资产投资增速0.6%，较1-2月下降0.2个百分点。三大细分行业当中只有基建投资增速较去年同期小幅上升。

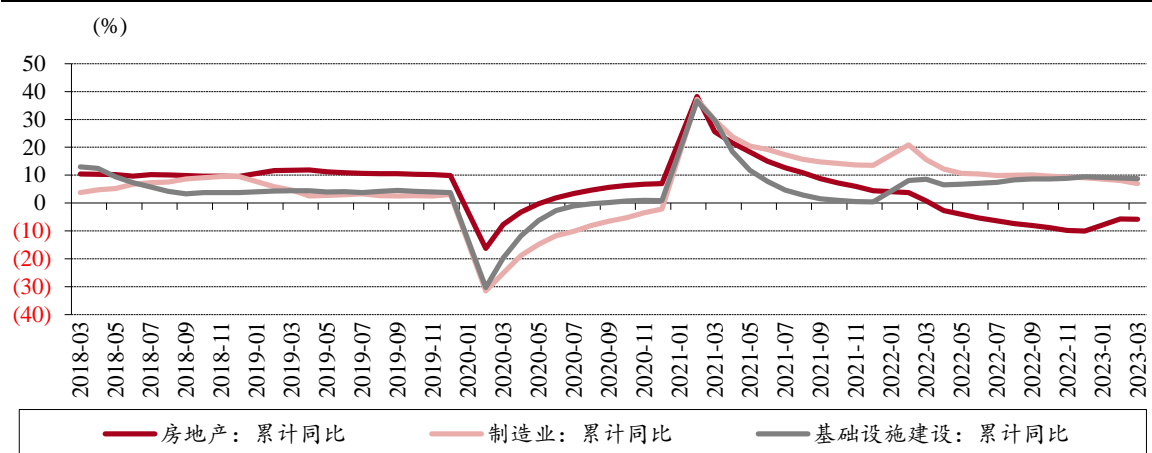
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

3月三大行业固定资产投资增速均较1-2月有不同程度下降。分类别看, 制造业投资1-3月累计同比增长7.0%, 基建投资累计同比增长8.8%, 地产投资累计同比下降5.8%。从产业分类来看, 第一产业累计同比增长0.5%, 第二产业累计同比增长8.7%, 第三产业累计同比增长3.6%; 从地区来看, 东部累计同比增长6.5%, 中部增长1.5%, 西部增长4.9%, 东北增长13.7%; 从企业类型来看, 内资企业累计同比增长5.3%, 国企同比增长10.0%, 外资企业增长3.7%。3月基建固投当月同比增速8.7%, 较1-2月下降0.3个百分点, 制造业投资增速6.2%, 较1-2月下降1.9个百分点, 房地产投资增速同比下降7.2%, 较1-2月下降1.5个百分点。3月基建投资增速小幅回落或有基数原因的影响, 但考虑到目前各地加快重大项目落地, 预计基建投资整体仍将保持平稳, 需要关注的是制造业和房地产投资增速的回落, 是否会成为趋势。从行业看, 1-3月固投增速表现相对较好的行业包括电气设备、纺织、化学原料和食品等。

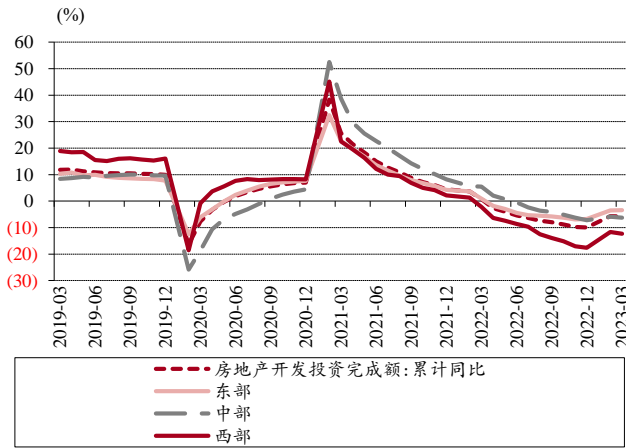
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

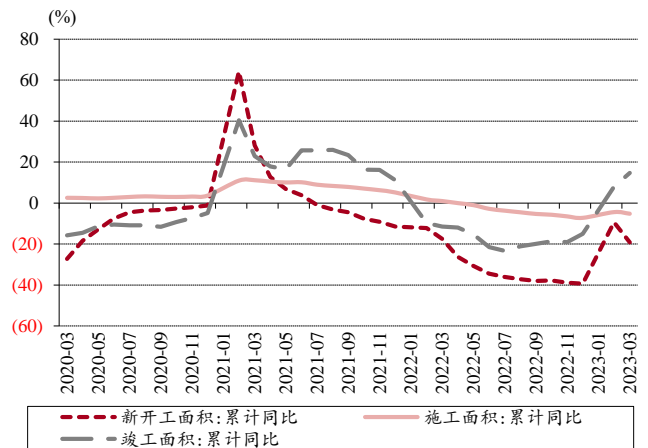
房地产当月投资增速又现回落。1-3月房地产投资累计同比增速下降5.8%，比1-2月下降0.1个百分点。其中东部地区累计同比下降3.4%、中部地区累计同比下降6.3%、西部地区累计同比下降12.3%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降4.1%，办公楼投资增速下降11.5%，商业地产投资增速下降17.1%。1-3月房地产新开工面积累计同比下降19.2%，施工面积同比下降5.2%，竣工面积同比增长14.7%。房地产固定资产投资两个月上升之后3月增速下降，一定程度上受新开工面积同比增速下降影响，我们认为此前房地产公司土地购置面积收缩或在2023年持续给新开工造成压力，同时新开工面积同比下降会持续影响施工面积，但竣工面积同比大幅上升，一定程度上印证保交楼的政策仍在落实当中。

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

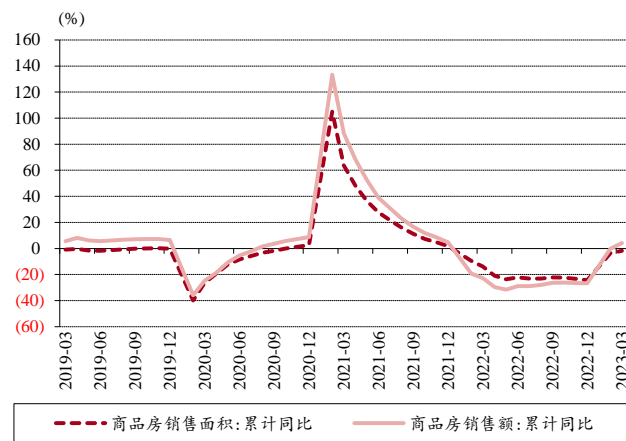
图表 17. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

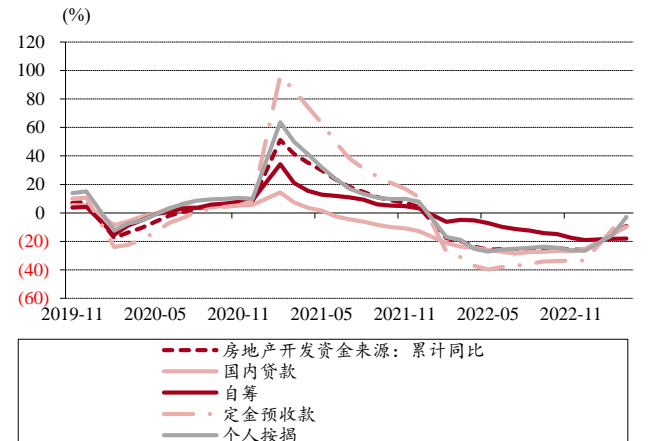
商品房销售额同比转正。1-3月商品房销售面积同比下降1.8%，商品房销售额累计同比增长4.1%。3月商品房待售面积同比增长15.4%，其中住宅面积同比增长15.5%，办公楼同比增长21.9%，商业地产同比增长13.6%。从房地产投资资金来源看，1-3月国内贷款占比14.4%，较1-2月下降2.0个百分点，个人按揭贷款占比17.8%，较1-2月上升1.4个百分点，定金预收款占比34.3%，较1-2月上升1.0个百分点，自筹资金占比29.3%，较1-2月下降0.4个百分点。从增速看，1-3月房地产开发资金来源累计同比增速下降9.0%，其中国内贷款资金来源增速下降9.6%，定金和预收款增速下降2.8%，按揭贷款资金来源增速下降2.9%。3月房地产数据主要表明销售转暖的迹象比较明显。

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

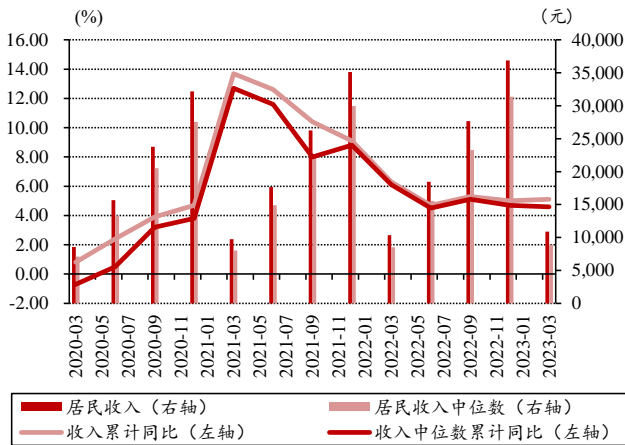


资料来源：万得，中银证券

一季度居民收入增速较四季度小幅上升

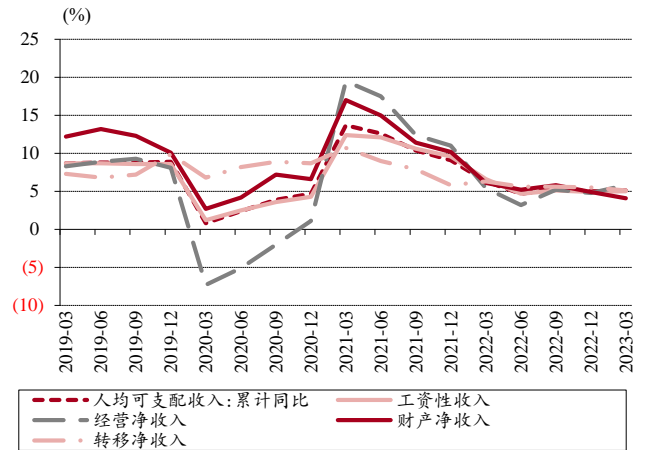
居民收入增速小幅上升。2023年一季度全国居民人均可支配收入10870元，同比增长5.1%，其中，城镇居民人均可支配收入增长4.0%，农村居民人均可支配收入增长6.1%；剔除价格因素，一季度居民收入实际增速3.8%，其中城镇居民实际收入增速2.7%，农村居民实际收入增速4.8%。从居民收入来源来看，一季度工资性收入累计同比增速5.0%，经营净收入增速5.8%，财产净收入累计同比增速4.1%，转移净收入增速5.1%；从结构来看，工资性收入占比56.7%，较2022年上升0.9个百分点，经营净收入占比上升0.1个百分点，财产净收入占比上升0.1个百分点，转移净收入占比下降1.1个百分点。一季度居民收入增速较2022年小幅上升0.1个百分点，主要是经营性收入增速加快和工资性收入增速小幅好转。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

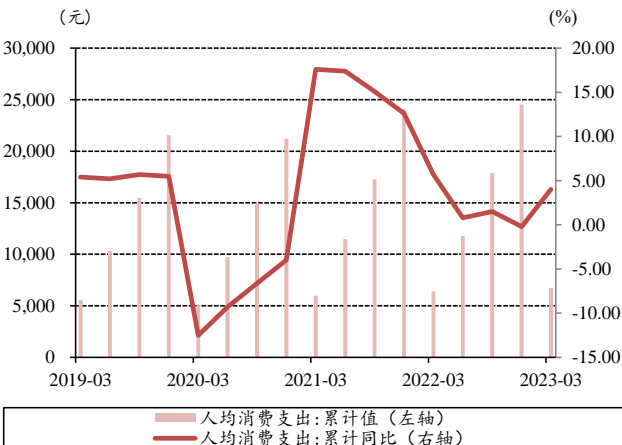
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

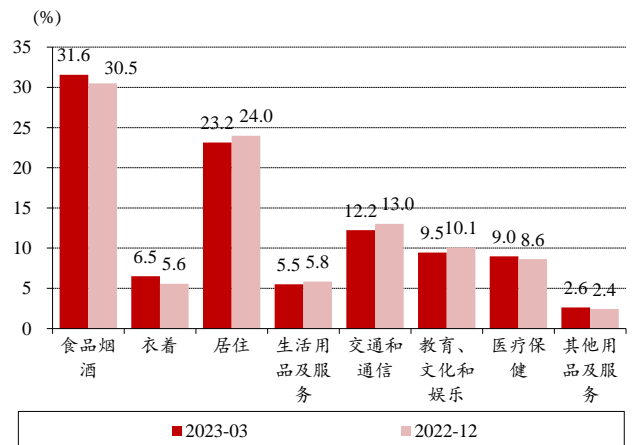
与去年同期相比，服务类消费占比明显上升。2023年一季度居民人均消费支出6738元，累计同比增长4.0%，扣除价格因素，实际增速增长4.0%，与2022年相比，一季度居民消费增速上行4.2个百分点，主要是受疫情防控政策调整影响。一季度相较2022年，居民消费支出结构中占比上升幅度较大的是食品烟酒（占比上升1.1个百分点）和衣着（占比上升0.9个百分点），与2022年同期相比，占比上升较多的是居住（占比上升0.7个百分点）、医疗保健（占比上升0.7个百分点）和教育文化娱乐（占比上升0.3个百分点），占比下降较多的是食品烟酒和衣着，分别下降了1.0个百分点和0.6个百分点。随着防疫政策调整，一季度居民服务消费表现较为强劲。

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：经济增速超预期，有好也有忧

一季度经济数据整体强于市场预期。一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，明显强于万得一致预期 4.0%，3 月工业增加值同比增速较 1-2 月上行但低于市场预期，社零同比增速大幅上行超出市场预期，1-3 月固定资产投资累计同比增长较 1-2 月下行且低于市场预期。一季度实际 GDP 同比增速较高，其中消费的拉动达到 3 个百分点，我们认为消费高增包括几方面原因：一是疫情防控政策调整和春节消费叠加，推动了季节性消费，二是线下消费场景持续恢复，推动了服务业消费持续回暖，三是房地产融资政策调整，释放居民购房消费意愿，四是汽车促销政策加大居民大宗商品消费支出。但 3 月经济数据中仍有一定结构性问题，如制造业投资增速和房地产投资增速下滑。

二季度关注 4 月政治局会议和货币政策放松预期。一季度经济增速超预期，好的方面是证实了我国经济复苏趋势强劲韧性十足，但市场或因此担忧政策忽略经济数据中存在的结构性问题，导致稳增长政策力度减小。我们认为虽然一季度金融数据持续大幅超预期，但金融资源可能仍偏紧张：一方面是房地产融资放松之后，房地产信贷需求和个人按揭贷款需求都出现恢复性回升，另一方面，基建投资和制造业仍维持在较高水平。如果银行业资产端扩表的速度偏慢，则实体经济部门可能出现信贷资源挤出或融资成本上行压力，同时如果银行资产端扩张，则负债端的扩张可能导致存款结构性减少、央行扩表、以及部分银行补充资本金需求上升等现象出现。我们认为在经济复苏基础尚不牢固且通胀压力整体较小的情况下，货币政策存在预调微调的可能。基于一季度较好的经济增速表现，我们上调 2023 年全年 GDP 增速预期至 6.0%。短期关注 4 月政治局会议对接下来经济发展的部署。

风险提示：全球通胀回落偏慢；美国银行业金融风险影响加大；国际局势复杂化。

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。

本报告期内含保密信息，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，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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