

6月和二季度经济数据点评

基数扰动或已结束，但稳增长仍需宏观政策

二季度 GDP 增速较一季度明显上行，上半年实际 GDP 增长 5.5%，以 5% 的增速目标看，一定程度上减轻了下半年经济增长压力；上半年居民消费增速超过收入增速，医疗保健和交通通信是主要增长点；6 月经济数据小幅超出市场预期，工业增加值和固投表现较好，但社零增速小幅低于市场预期，居民消费的价格弹性可能加大；从防风险的角度看，房地产行业需要宏观政策有针对性的部署。

- 二季度 GDP 实际同比增速 6.3%，名义同比增速 4.8%，二季度平减指数同比下降 0.9%，较一季度下降 1.9 个百分点。上半年实际 GDP 同比增速 5.5% 中，一产贡献 0.19 个百分点，二产贡献 1.77 个百分点，三产贡献 3.54 个百分点。
- 6 月工业增加值同比增长 4.4%，略超出市场预期，关注月底工业企业财务数据中库存数据的变化情况。
- 6 月社零同比增长 3.1%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.7%。6 月消费当月增速分化，支撑消费增速的主要是服务类消费增长。
- 1-6 月固定资产投资增速为 3.8%，民间固定资产投资增速下降 0.2%。分类别看，制造业投资 1-6 月累计同比增长 6.0%，基建投资累计同比增长 7.2%。
- 地产投资累计同比下降 7.9%，住宅投资增速下降 7.3%。6 月竣工面积累计同比增速较 5 月下降了 0.6 个百分点，但是新开工累计同比增速仍在下降，拖累施工面积累计同比增速也在下行。1-6 月商品房销售面积同比下降 5.3%，商品房销售额累计同比增长 1.1%。6 月房地产销售同比增速大幅下降。
- 上半年全国居民人均可支配收入 19672 元，同比增长 6.5%，居民人均消费支出 12739 元，累计同比增长 7.6%。2021 年之后再次出现居民消费增速超过收入增速的情况，预计下半年消费整体仍将延续修复趋势，服务消费或仍将是消费修复的主要方向。
- 6 月经济数据整体略好于预期。二季度实际 GDP 同比增速如期走高，超预期的是上半年居民消费增速超过收入增速，6 月经济数据方面，社零增速小幅低于市场预期，但工业增加值当月同比增速较 5 月走高和固定资产投资增速韧性较强均超出市场预期。整体来看，6 月和二季度经济数据表现出以下特征：一是居民消费需求较强，特别是医疗保健和交通通信消费需求，占比和增速都较高，二是 6 月制造业和基建投资增速较 5 月小幅上升，托底固定资产投资，三是工业增加值同比增速超预期，需要关注生产端去库存周期是否出现见底回升拐点，四是房地产固定资产投资依然疲弱，同时商品房销售额同比增速较 5 月大幅下滑。
- 下半年经济数据展望喜忧参半，仍需宏观政策托底短板。上半年实际 GDP 同比增长 5.5%，以全年目标增速 5% 来看，一定程度上给下半年经济增速减轻了压力。另外从当前国内外经济数据看，下半年可能存在几个超预期的乐观因素，包括但不限于，国内生产端结束去库存周期带动工业增加值增速见底回升，制造业投资需求依然强劲，基建投资增速获财政政策支撑企稳，海外美国经济强劲带动我国外需等等。但是另一方面需要关注的是，房地产固定资产投资增速下降可能仅靠保交楼政策和加大销售回款力度难以解决，从防风险的角度看，可能需要出台更有针对性的宏观政策，以稳定国内经济的向好趋势。下调全年 GDP 增速预测至 5.3%。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；国际局势复杂化。

相关研究报告

《大类资产交易周报》20230717
 《转债市场上涨，成交量下降》20230716
 《大类资产追踪周报》20230716

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

二季度 GDP 同比高增长符合预期

二季度实际 GDP 同比增长 6.3%，名义 GDP 同比增长 4.8%。二季度 GDP 实际同比增速 6.3%，较一季度上升 1.8 个百分点，二季度名义同比增速 4.8%，较一季度下降 0.2 个百分点。二季度平减指数同比下降 0.9%，较一季度下降 1.9 个百分点。二季度经济整体仍在复苏趋势之下，但有两个比较重要的问题：一是经济复苏斜率持续下降，二是通胀增速持续回落，上一次平减指数负增长还是 2015 年供给侧结构性改革之前。

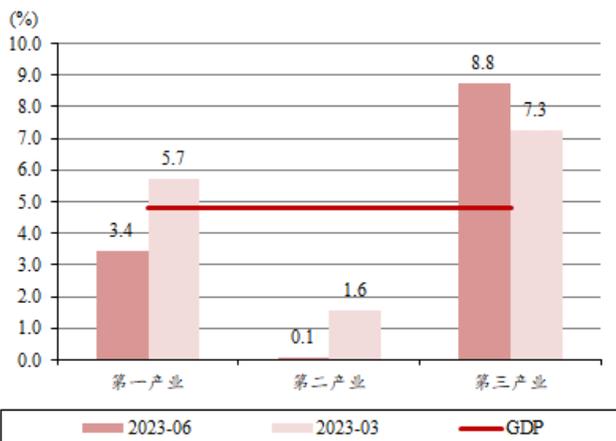
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

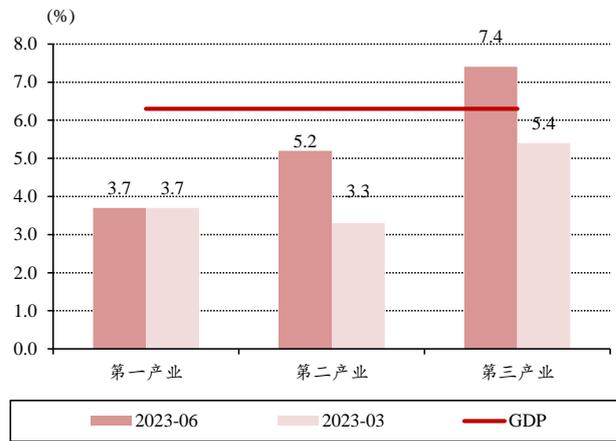
二产受价格回落拖累，三产恢复明显。二季度 GDP 增速较一季度回升，主要是基数效应的影响，但二季度产业之间增速分化比较明显：从现价看，三产二季度当季 GDP 同比增长 8.8%，增速超过一季度的 7.3%，也是三产中名义增速唯一超过一季度的产业，二产名义 GDP 当季同比增速仅有 0.1%，主要是受 PPI 同比增速下降拖累；从实际 GDP 增速看，二季度三产同比增长 7.4%，也是拉动 GDP 增速最重要的构成，二产实际 GDP 同比增速 5.2% 也不低，且同比增速高于一季度的 3.3%。上半年实际 GDP 同比增速 5.5% 中，一产贡献 0.19 个百分点，二产贡献 1.77 个百分点，三产贡献 3.54 个百分点；从贡献率看，一产贡献率 3.5%，二产贡献率 32.2%，三产贡献率 64.3%。二季度 GDP 数据结构中符合市场预期的是消费增速和拉动有所上升，超预期的是二产的贡献率较一季度进一步上升，虽然从月度数据来看，工业增加值在 4 月和 5 月持续低于市场预期，并且从 6 月来看也尚未出现上行趋势，但建筑业可能对二产的增加值整体表现提供了托底。2022 年下半年经济数据环比表现依然偏弱，预计 2023 年下半年经济数据将一定程度上受益于偏低的基数，其中消费受益或更明显，生产端依然要跟踪去库存周期的进展。

图表 2. 2023 年二季度三大产业对 GDP 的拉动



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

工业增加值同比增速超预期

6月工业增加值同比增速表现超预期。6月工业增加值同比增长4.4%，较5月上升0.9个百分点，较去年同期上升0.5个百分点。6月工业增加值同比增速较5月上行，略超出市场预期，关注月底工业企业财务数据中库存数据的变化情况。

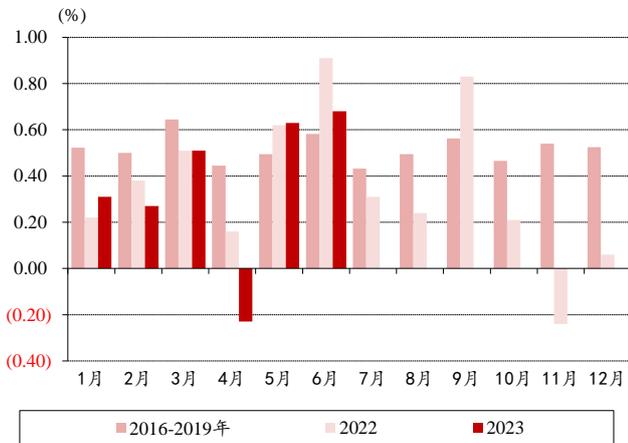
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

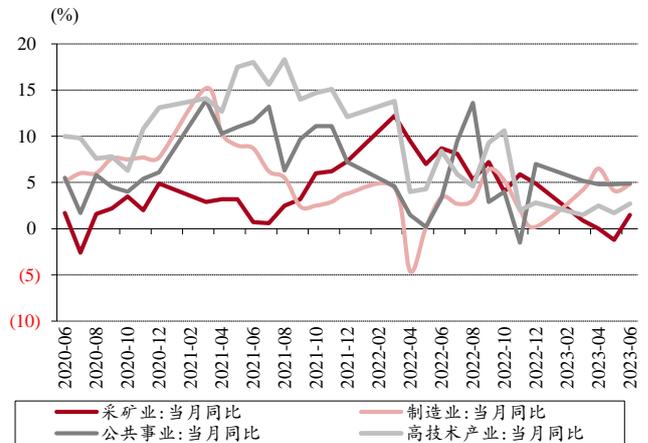
6月工业增加值环比增速较5月小幅上升。从环比增速来看，6月工业增加值环比上升0.68%，较5月增速小幅上行0.05%，从历史同期增速看，6月环比增速虽然较5月上行的幅度较历史同期上行幅度偏小，且表现也弱于2022年6月工业增加值环比表现，但高于2016-2019年同期历史环比增速，表明生产端有见底回升迹象。从行业分类来看，1-6月采矿业工业增加值累计同比增速1.7%，制造业累计同比增速4.2%，公用事业累计同比增速4.1%，高技术产业累计同比增速1.7%。从企业类型来看，1-6月私企工业增加值同比增长1.9%，国企工业增加值同比增长4.4%，股份制企业同比增长4.4%，外企同比上升0.8%。从当月同比增速变化看，除了外企，所有分类当月同比增速均有不同程度上升，外企当月工业增加值同比下降1.4%的重要原因我们认为是去年同期基数偏高的影响。需要关注的是6月制造业工业增加值当月同比增长4.8%，增速较5月上升0.7个百分点，制造业工业增加值同比增速走高虽然也有基数影响，但需要关注月底工业企业财务数据中产成品库存情况，如果工业去库存周期见底，且能够在下半年回升，则下半年经济复苏斜率下降的趋势有望边际改善。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

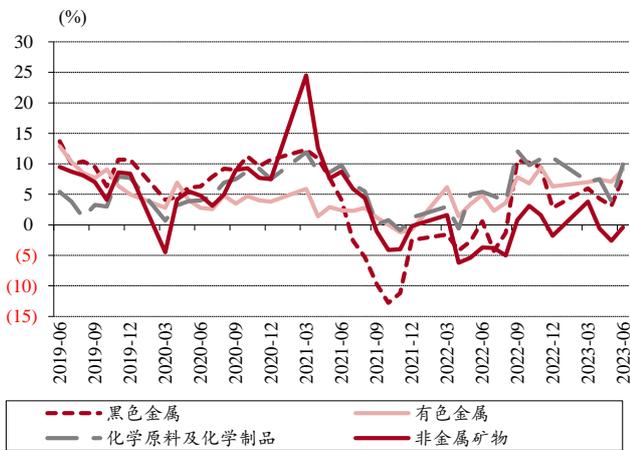
图表 6. 各行业工业增加值当月同比



资料来源：万得，中银证券

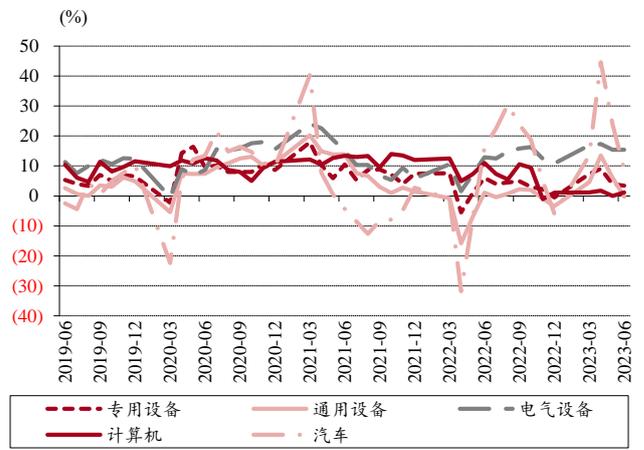
6月上游和下游行业工业增加值同比增速有所上升，中游整体仍显疲弱。上游行业方面，1-6月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长7.4%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长0.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.5%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长7.4%，当月增速方面，所有行业增速都较5月有不同程度上行，且仅有非金属矿物行业同比增速仍小幅下降。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长3.6%，专用设备制造业增加值累计同比增长5.5%，汽车制造业增加值累计同比增长13.1%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长15.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比持平，中游行业当月工业增加值同比增速表现偏弱，仅计算机行业增速较5月有所上升，通用设备行业增速较5月下降6.3个百分点且增速落入负增长区间。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长2.7%，纺织业增加值累计同比下降2.4%，医药制造业增加值累计同比下降4.9%，从增速变化看，纺织和医药行业当月同比增速虽然仍在负增长区间，但均较5月继续上升。从行业情况看，对工业增加值拖累比较明显的是中游行业，特别是通用设备、专用设备和汽车。

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

消费同比增速回落

6月社零增速小幅低于市场预期。6月社零同比增长3.1%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.7%。6月社零整体增速较5月下降9.6个百分点，除汽车以外的社零同比增速较5月下降7.8个百分点。从环比看，6月增长0.23%，较5月增速有所下降，这一增速不仅较历史同期偏低，而且从趋势看较5月增速下行。建议关注居民消费的价格弹性可能加大的情况。

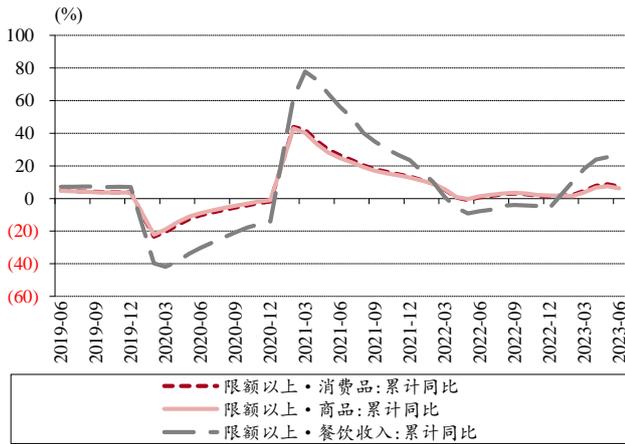
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

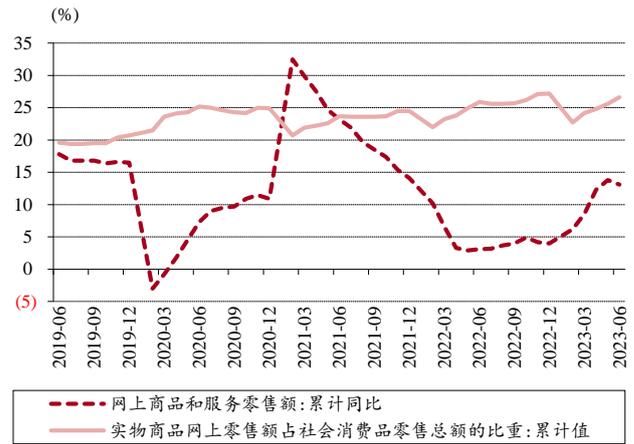
服务类消费维持高增长。6月消费当月增速分化，餐饮消费仍受低基数影响，同比增长16.1%，较5月下降19个百分点但较去年同期上升20.1个百分点，限额以上餐饮消费当月同比上升15.4%，较5月下降16个百分点但较去年同期上升17.6个百分点；6月商品消费同比增速1.7%，较5月下降8.8个百分点，限额以上商品消费增速1.4%，较5月下降9.7个百分点。1-6月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长7.4%，其中商品零售总额同比增长6.3%，餐饮收入总额同比增长23.5%。1-6月网上零售额占比为31.5%，较1-5月上升1.1个百分点，较去年同期上升了1.5个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为13.1%，增速较1-5月下降0.7个百分点。6月在电商促销活动影响下，网上消费占比持续上行，但商品消费增速进一步下降，6月支撑消费增速的主要是服务类消费增长。

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

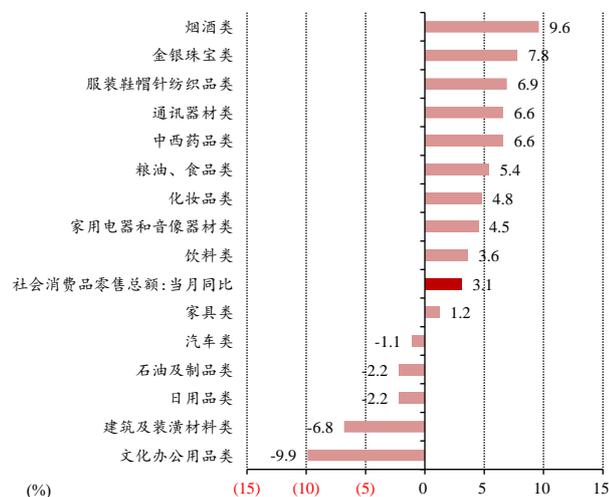
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

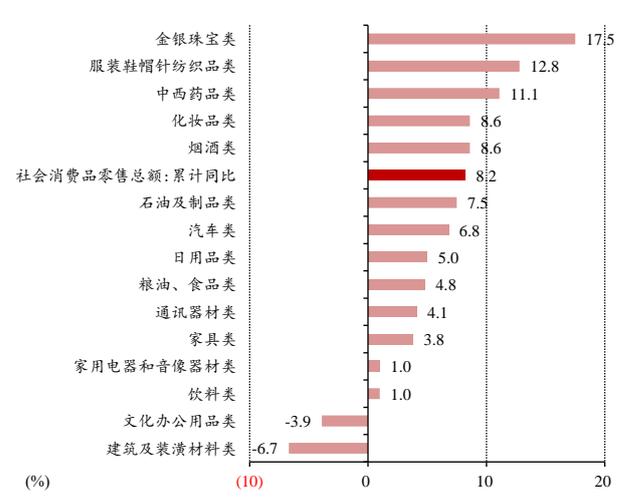
房地产后周期消费增速较5月上升。从同比增速来看，6月限额以上企业商品零售总额增速1.4%，同比增速较高的细分行业包括烟酒类、金银珠宝和服装鞋帽，同比增速下降的是文化办公用品、建筑装潢、日用品、石油制品和汽车。与5月相比，增速上升较多的有建筑装潢、粮油食品和家用电器等，增速降幅较大的有汽车、通讯器材和金银珠宝等。从累计同比增速看，1-6月同比增速较高的为金银珠宝、服装鞋帽和中西药品等，累计同比增速下降的则有建筑装潢和文化办公用品。1-6月累计同比增速较1-5月上升较多的有家用电器、通讯器材和饮料类等，消费累计增速下降较多的是汽车、石油制品和金银珠宝等。关注房地产后周期消费可能出现拐点的情况。

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超预期

房地产投资依然疲弱，但基建和制造业投资当月增速小幅上行。1-6月固定资产投资增速为3.8%，较1-5月下降0.2个百分点，1-6月民间固定资产投资增速下降0.2%，较1-5月下降0.1个百分点。房地产固投疲弱或在下半年延续，但基建和制造业投资可能支持固投增速下行趋势放缓。

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

6月三大行业固定资产投资增速分化。分类别看，制造业投资1-6月累计同比增长6.0%，基建投资累计同比增长7.2%，地产投资累计同比下降7.9%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长0.1%，第二产业累计同比增长8.9%，第三产业累计同比增长1.6%；从地区来看，东部累计同比增长6.4%，中部下降1.7%，西部增长0.8%，东北增长2.2%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长4.0%，国企同比增长8.1%，外资企业增长3.4%。6月基建固投当月同比增速6.4%，较5月上升1.5个百分点，制造业投资增速6.0%，较5月上升0.9个百分点，房地产投资增速同比下降20.6%，较5月上升0.9个百分点。6月固定资产投资环比增长0.39%，同时5月环比增速有所上调，虽然环比增速表现较去年同期和历史同期均偏弱，但从当月增速看，基建投资和制造业投资增速都较5月有所上行。

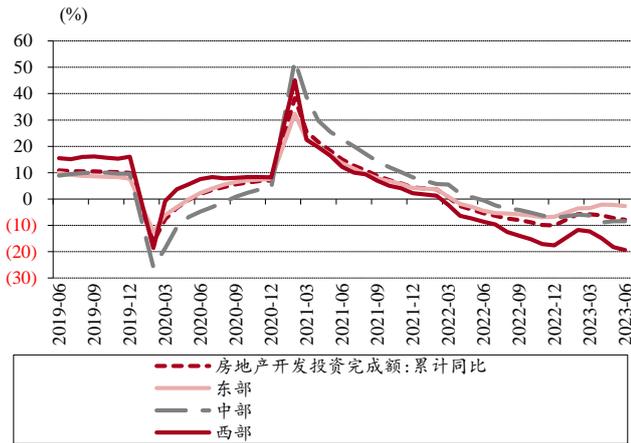
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

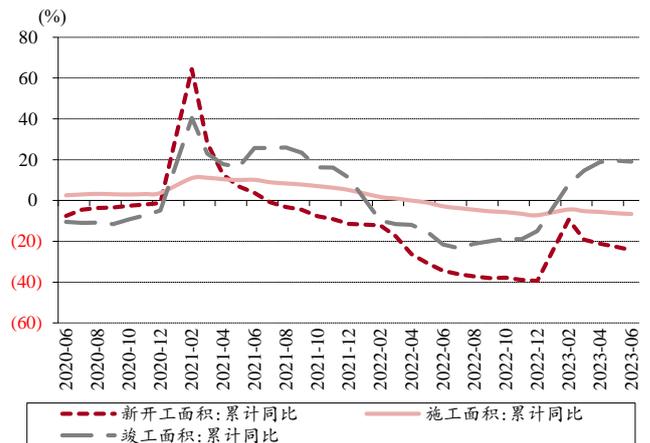
房地产当月投资增速小幅回升。1-6月房地产投资累计同比增速下降7.9%，比1-5月下降0.7个百分点。其中东部地区累计同比下降2.7%、中部地区累计同比下降8.4%、西部地区累计同比下降19.4%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降7.3%，办公楼投资增速下降7.6%，商业地产投资增速下降17.4%。1-6月房地产新开工面积累计同比下降24.3%，施工面积同比下降6.6%，竣工面积同比增长19.0%。6月竣工面积累计同比增速较5月下降了0.6个百分点，但是新开工累计同比增速仍在下降，拖累施工面积累计同比增速也在下行，预计下半年房地产固定资产投资增速或仍承压，保交楼仍是当前和未来一段时间内的政策重点。

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

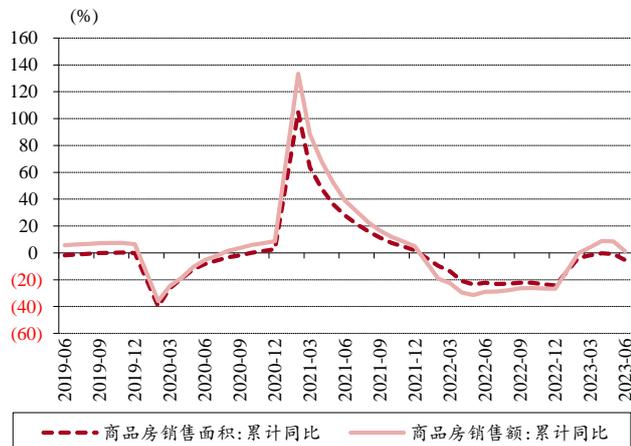
图表 17. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

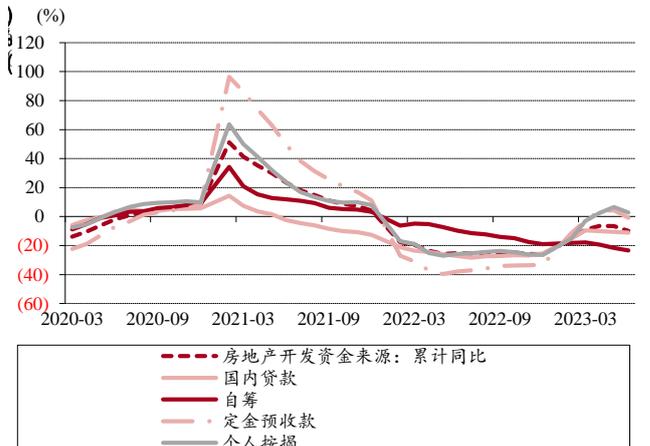
商品房销售额和销售面积同比增速大幅回落。1-6月商品房销售面积同比下降5.3%，商品房销售额累计同比增长1.1%。6月商品房待售面积同比增长17.0%，其中住宅面积同比增长18.0%，办公楼同比增长22.5%，商业地产同比增长13.2%。从房地产投资资金来源看，1-6月国内贷款占比12.6%，较1-5月下降0.2个百分点，个人按揭贷款占比18.1%，较1-5月下降0.4个百分点，定金预收款占比35.3%，较1-5月下降0.2个百分点，自筹资金占比29.9%，较1-5月上升0.8个百分点。从增速看，1-6月房地产开发资金来源累计同比增速下降9.8%，其中国内贷款资金来源增速下降11.1%，定金和预收款增速增长0.9%，按揭贷款资金来源增速增长2.7%。6月房地产销售同比增速大幅下降，结合央行“我国房地产市场供求关系已经发生深刻变化”等表述，我们认为单纯依靠保交楼和销售回款可能较难保障房地产企业正产经营现金流，房地产行业政策或在“金融16条”优化的基础上继续调整优化。

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

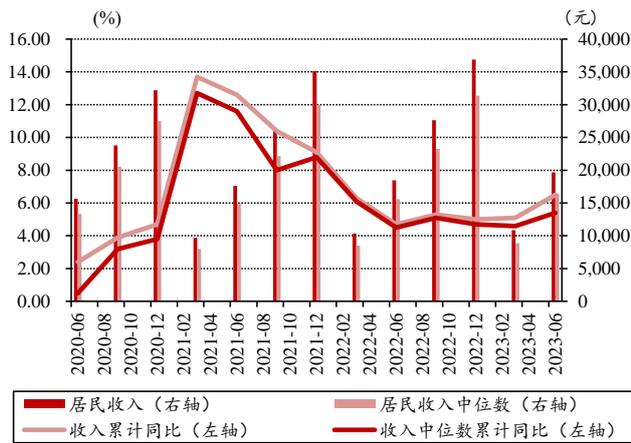


资料来源：万得，中银证券

二季度居民收入增速继续上升

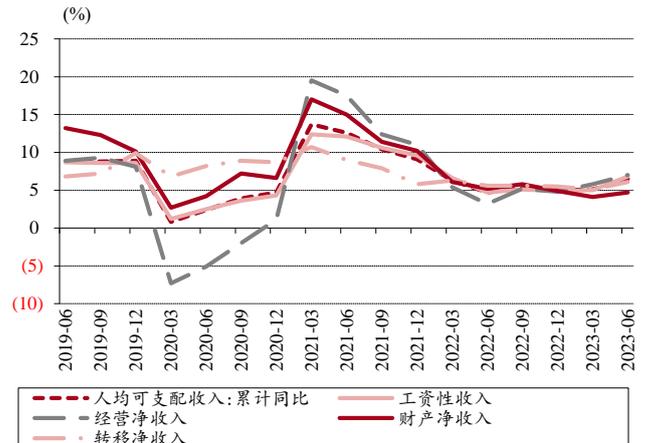
居民收入增速继续上升。2023年上半年全国居民人均可支配收入19672元，同比增长6.5%，其中，城镇居民人均可支配收入增长5.4%，农村居民人均可支配收入增长7.8%；剔除价格因素，上半年居民收入实际增速5.8%，其中城镇居民实际收入增速4.7%，农村居民实际收入增速7.2%。从居民收入来源来看，上半年工资性收入累计同比增速6.8%，经营净收入增速7.0%，财产净收入累计同比增速4.7%，转移净收入增速6.1%；从结构来看，工资性收入占比57.4%，较一季度上升0.7个百分点，经营净收入占比下降1.4个百分点，财产净收入占比持平，转移净收入占比上升0.6个百分点。上半年财产净收入增速较去年同期偏低，经营净收入增速较一季度偏低，居民收入渠道向工资收入和转移支付集中。

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

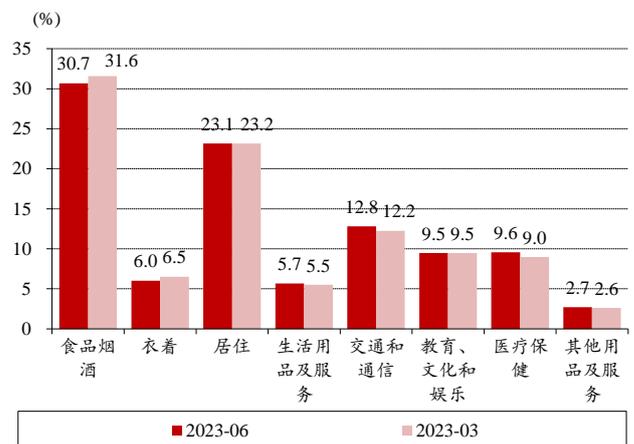
服务类消费占比延续上升趋势。2023年上半年居民人均消费支出12739元，累计同比增长7.6%，扣除价格因素，实际增速增长7.6%，与一季度相比，上半年居民消费增速上行3.6个百分点，主要是受小长假出行需求、电商促销活动和耐用消费品降价销售等多重影响。上半年相较一季度，居民消费支出结构中占比上升幅度较大的是交通通信（占比上升0.6个百分点）和医疗保健（占比上升0.6个百分点），与2022年同期相比，占比上升较多的是医疗保健（占比上升0.7个百分点）和教育文化娱乐（占比上升0.6个百分点），占比下降较多的是食品烟酒和居住，均下降了0.7个百分点。上半年居民消费需求较强，2021年之后再次出现居民消费增速超过收入增速的情况，预计下半年消费整体仍将延续修复趋势，服务消费或仍将是消费修复的主要方向。

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：基数扰动或已结束，但稳增长仍需宏观政策

6月经济数据整体略好于预期。二季度实际 GDP 同比增速如期走高，超预期的是上半年居民消费增速超过收入增速，6月经济数据方面，社零增速小幅低于市场预期，但工业增加值当月同比增速较5月走高和固定资产投资增速韧性较强均超出市场预期。整体来看，6月和二季度经济数据表现出以下特征：一是居民消费需求较强，特别是医疗保健和交通通信消费需求，占比和增速都较高，二是6月制造业和基建投资增速较5月小幅上升，托底固定资产投资，三是工业增加值同比增速超预期，需要关注生产端去库存周期是否出现见底回升拐点，四是房地产固定资产投资依然疲弱，同时商品房销售额同比增速较5月大幅下滑。

下半年经济数据展望喜忧参半，仍需宏观政策托底短板。上半年实际 GDP 同比增长 5.5%，以全年目标增速 5% 来看，一定程度上给下半年经济增速减轻了压力。另外从当前国内外经济数据看，下半年可能存在几个超预期的乐观因素，包括但不限于，国内生产端结束去库存周期带动工业增加值增速见底回升，制造业投资需求依然强劲，基建投资增速获财政政策支撑企稳，海外美国经济强劲带动我国外需等等。但是另一方面需要关注的是，房地产固定资产投资增速下降可能仅靠保交楼政策和加大销售回款力度难以解决，从防风险的角度看，可能需要出台更有针对性的宏观政策，以稳定国内经济的向好趋势。考虑到二季度 GDP 实际同比增速 6.3% 低于我们预期，下调全年 GDP 增速预测至 5.3%。

风险提示：全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；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