

9月和三季度经济数据点评

三季度经济稳中向好，四季度经济基数较低

三季度实际 GDP 增速超预期，四季度经济有望波动式上行；9 月社零同比增速超预期，基建和制造业投资当月同比增速较 8 月上行。

- 三季度实际 GDP 同比增长 4.9%，名义 GDP 同比增长 3.5%。前三季度实际 GDP 累计同比增速 5.2%，累计同比贡献率有两个特点，一是第二产业贡献率较上半年上升 3.6 个百分点，二是第三产业贡献率仍在 60% 以上的较高水平。
- 9 月工业增加值同比增长 4.5%。分行业看，1-9 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 4.4%，公用事业累计同比增速 3.5%，高技术产业累计同比增速 1.9%。
- 9 月社零同比增长 5.5%，除汽车以外的消费品零售额同比增长 5.9%。9 月房地产后周期消费延续疲弱，受中秋国庆假期影响，食品类消费增速有所上升，受接下来电商促销预期影响，弹性消费品消费增速有所下降。
- 1-9 月固定资产投资增速为 3.1%，民间固定资产投资增速下降 0.6%。制造业投资 1-9 月累计同比增长 6.2%，基建投资累计同比增长 6.2%，地产投资累计同比下降 9.1%。
- 1-9 月房地产新开工面积累计同比下降 23.4%，施工面积同比下降 7.1%，竣工面积同比增长 19.8%。商品房销售面积同比下降 7.5%，商品房销售额累计同比下降 4.6%。1-9 月国内贷款占比 12.3%，较 1-8 月上升 0.1 个百分点。
- 2023 年前三季度全国居民人均可支配收入 29398 元，同比增长 6.3%，居民人均消费支出 19530 元，累计同比增长 8.8%。与 2022 年同期相比，占比上升较多的是教育文化娱乐和医疗保健，占比下降较多的是食品烟酒和居住。
- 9 月数据验证经济触底回升。从数据来看，三季度 GDP 同比增速超预期，平减指数同比下降幅度较二季度小幅收窄；月度数据中，工业增加值同比增速持平于 8 月，社零同比增速较 8 月明显上升，固投累计同比增速较 1-8 月小幅下降，但基建和制造业当月投资增速均有不同程度上行。9 月数据中表现相对较弱的依然是房地产固定资产投资增速，但房地产数据环比也有一定改善，一是在资金端，房地产投资资金来源中，9 月国内贷款的占比和增速边际都出现明显好转，商品房销售额环比也出现向好迹象，二是在投资端，施工面积同比增速与 8 月持平，且新开工面积同比增速较 8 月有所上升。如果房地产企业现金流能够持续有效改善，则房地产投资对经济的拖累有望得到缓解。
- 宏观政策和低基数的共同作用下，四季度经济有望向上波动。整体来看，9 月和三季度经济数据体现了疫情过后经济恢复是波动式发展的过程，并且在二季度下行三季度筑底之后，四季度有望重新开始上行的过程，我们认为主要动力来自两方面，一是 PPI 同比增速持续上行，有望改善生产端企业利润率，叠加外需较强和年底可能出现补库存的情况，带动工业增加值同比增速走稳，二是居民消费力释放的斜率偏低，但一直在持续修复趋势当中，从前三季度居民消费结构对比去年同期变化情况看，服务类消费占比持续上升，四季度有电商促销、节假日消费、去年同期低基数等多重因素影响，消费对经济增速的贡献可能加大。我们维持此前观点，认为在宏观政策的支撑下，四季度经济有望开始向上波动，全年 5% 的经济增速目标能够完成。
- **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

《9 月金融数据点评》20231015
 《转债市场成交量维持低位》20231015
 《国庆后信用债发行回暖，新发债券利率下降》20231015

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

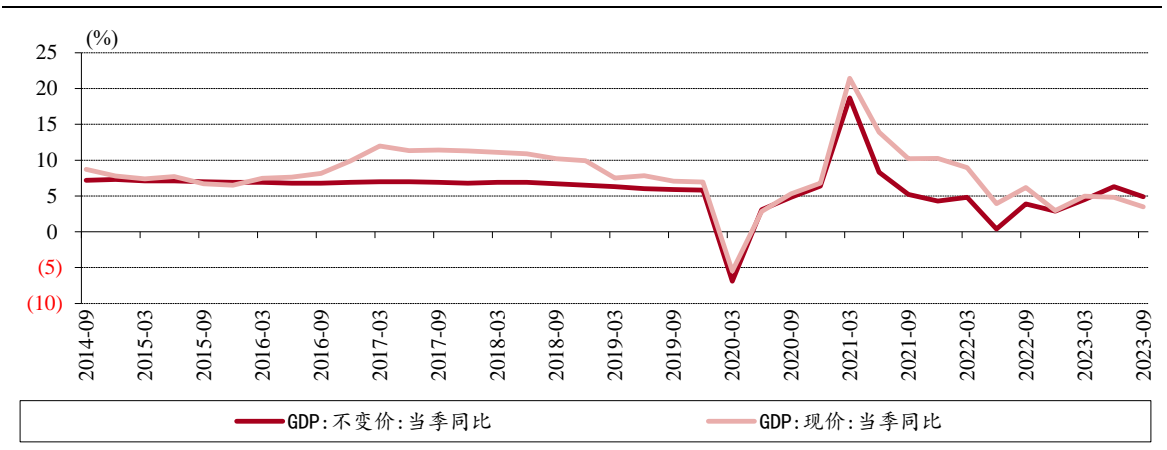
证券分析师：朱启兵

(8610)66229359
 qibing.zhu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

三季度 GDP 同比增速超预期

三季度实际 GDP 同比增长 4.9%，名义 GDP 同比增长 3.5%。三季度 GDP 实际同比增速 4.9%，较二季度下降 1.4 个百分点，三季度名义同比增速 3.5%，较二季度下降 1.3 个百分点。三季度平减指数同比下降 0.8%，较二季度上升 0.1 个百分点。一方面前三季度实际 GDP 累计同比增速 5.2%，正常情况下全年 GDP 增速实现 5% 的可能性较大，另一方面二季度经济环比探底之后，三季度环比出现筑底和波动式上行趋势。

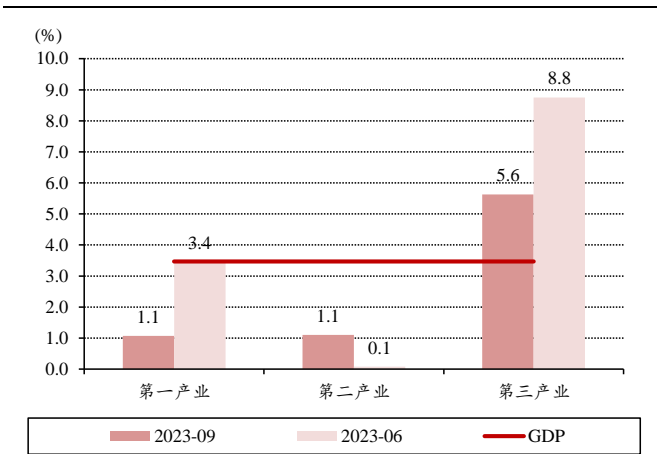
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

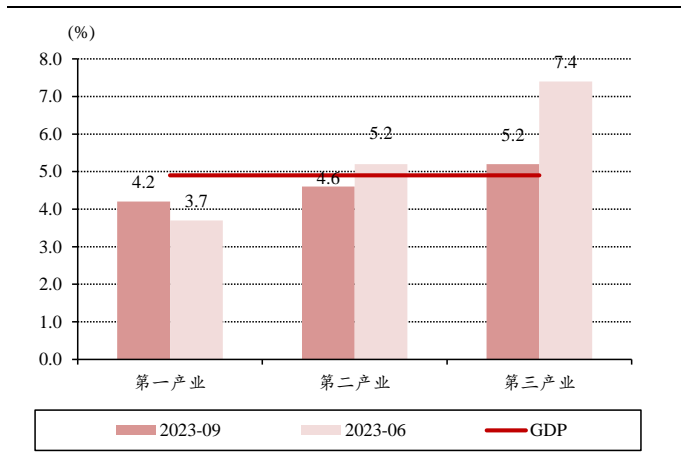
价格继续拖累二产名义增速，三产成为经济增长的重要支撑。三季度低基数效应影响明显减弱，GDP 增速较二季度有所下降：从现价看，三产三季度当季名义 GDP 同比增速 5.6%，较二季度名义增速下降 3.1 个百分点，一产名义增速 1.1%，较二季度下降 2.4 个百分点，不同的是二产受三季度 PPI 同比增速持续上行影响，名义增速较二季度上行 1.0 个百分点至 1.1%；从实际 GDP 增速看，三季度三产同比增长 5.2%，是拉动 GDP 增速的主要力量，二产实际 GDP 同比增速 4.6% 较二季度下降 0.6 个百分点，一产实际 GDP 同比增速 4.2% 较二季度上升 0.5 个百分点。前三季度实际 GDP 同比增速 5.2% 中，一产贡献 0.25 个百分点，二产贡献 1.75 个百分点，三产贡献 3.20 个百分点；从贡献率看，一产贡献率 4.8%，二产贡献率 33.7%，三产贡献率 61.5%。与上半年相比，前三季度实际 GDP 累计同比贡献率有两个特点，一是第二产业贡献率上升 3.6 个百分点，二是第三产业贡献率仍在 60% 以上的较高水平。我们认为二产在三季度出现恢复性增长的原因主要有两个，一是 PPI 同比增速在三季度中触底回升，价格因素带动工业企业利润率和生产情况好转，二是海外需求强劲超预期，带动我国部分商品出口表现较好。三产强劲一定程度上得益于消费持续温和修复，预计四季度复苏趋势持续。

图表 2. 2023 年三季度三大产业对 GDP 的拉动



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 三季度 GDP 不变价分产业同比

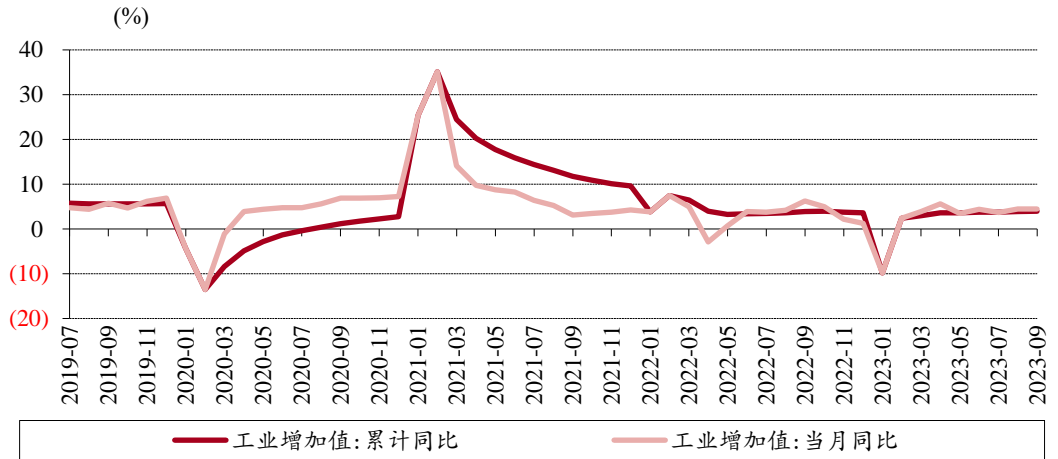


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速基本符合预期

9月工业增加值同比增速持平于8月。9月工业增加值同比增长4.5%，较8月持平，较去年同期下降1.8个百分点。9月工业增加值去年同期基数较高，对同比增速表现存在一定影响，但9月制造业PMI回升至荣枯线上方，且PPI同比增速处于持续上行通道当中，叠加稳增长的宏观政策影响和年底可能出现的库存周期波动，预计工业生产端四季度有望平稳增长。

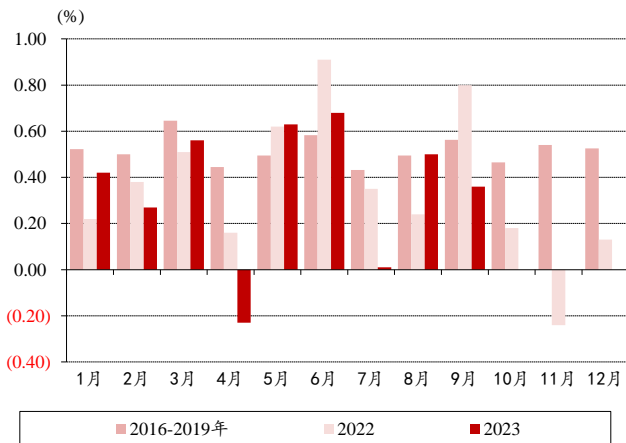
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

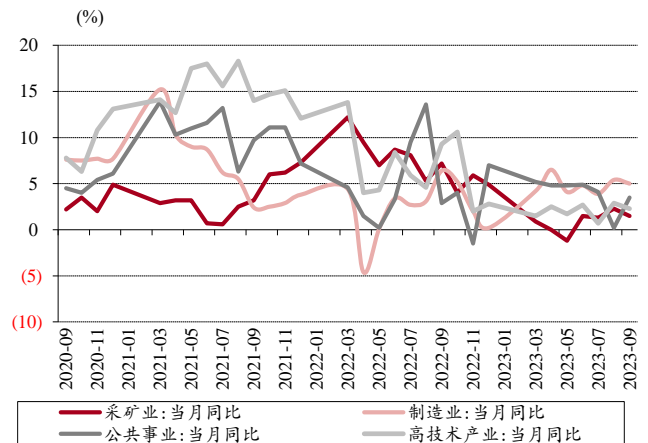
9月工业增加值环比表现相对平稳。从环比增速来看，9月工业增加值环比上升0.36%，较8月的环比增速0.50%有所下降，从历史同期增速看，9月环比增速较2016年-2019年同期的平均水平0.56%偏低，也表明工业生产当前表现相对平稳。从行业分类来看，1-9月采矿业工业增加值累计同比增长1.7%，制造业累计同比增长4.4%，公用事业累计同比增长3.5%，高技术产业累计同比增长1.9%。从企业类型来看，1-9月私企工业增加值同比增长2.3%，国企工业增加值同比增长4.6%，股份制企业同比增长4.8%，外企同比上升0.5%。从当月同比增速变化看，只有国企工业增加值同比增长较8月上升0.7个百分点，降幅较大的是外企，当月工业增加值同比增长较8月下降0.4个百分点；分行业的当月工业增加值同比增长中，公共事业行业增速较8月大幅上升3.3个百分点至3.5%，较8月下降幅度较大的是采矿业和高技术产业，分别下降0.8个百分点和0.6个百分点。9月制造业工业增加值同比增长5.0%，虽然较8月下降0.4个百分点，但1-9月累计同比增长较1-8月小幅上行0.1个百分点。

图表 5. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

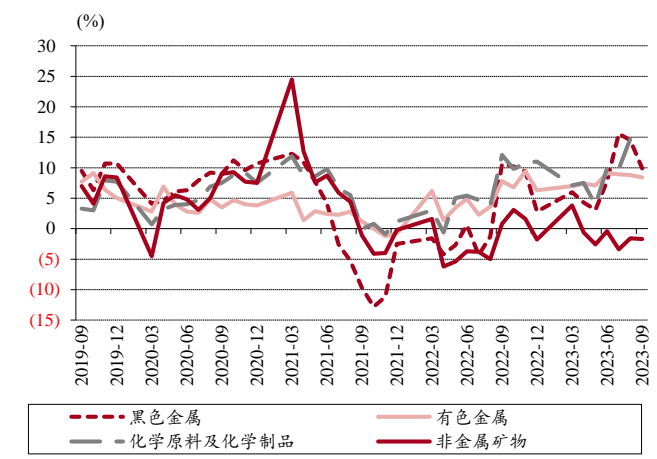
图表 6. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

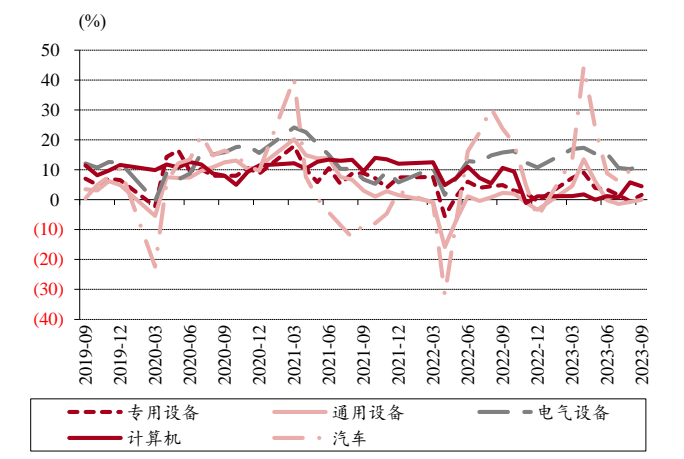
9月上游行业工业增加值同比增速较8月整体有所下降。上游行业方面，1-9月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长9.2%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降0.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长7.8%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长7.8%，虽然上游行业累计增速较1-8月上行，但当月增速方面，普遍较8月下降，其中黑色金属下降4.6个百分点，化学原料下降1.4个百分点，降幅较大。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2.1%，专用设备制造业增加值累计同比增长3.9%，汽车制造业增加值累计同比增长11.4%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长14.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长1.4%，中游行业与上游行业工业增加值表现差异较大，累计同比增速较1-8月以下降为主，但当月同比增速中专用设备、电气设备、通用设备增速较8月有不同程度上行。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长2.9%，纺织业增加值累计同比下降1.3%，医药制造业增加值累计同比下降5.2%，9月食品行业工业增加值同比增速明显好转。我们认为影响9月行业工业增加值表现分化的三个因素，一是PPI同比增速持续上行推动上游行业累计同比增速上升，二是以新能源汽车等为代表的产品出口表现强劲，对产业链上对应的中游行业当月工业增加值表现有所提振，三是中秋国庆假期前，居民消费预期较强，带动下游相关消费品生产表现相对较好。

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

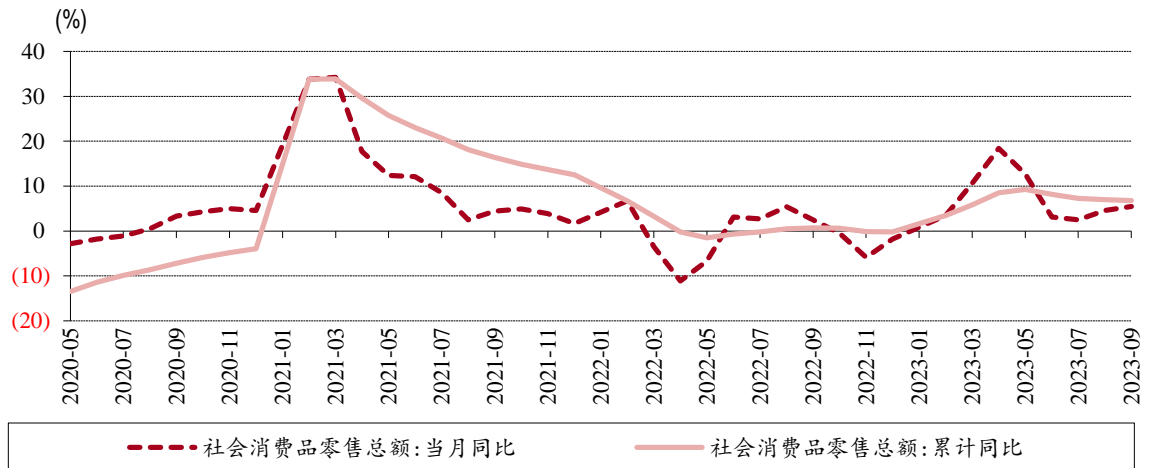


资料来源：万得，中银证券

社零延续超预期

9月社零增速继续超出市场预期。9月社零同比增长5.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长5.9%。9月社零整体增速较8月上升0.9个百分点，除汽车以外的社零同比增速较8月上升0.8个百分点。从环比看，9月增长0.02%，在8月基数不高的情况下，较历史同期水平依然偏低，表明消费整体仍处于温和增长的趋势之下。但从基数影响的角度看，去年同期自9月开始至四季度结束，社零在疫情影响之下，整体表现疲弱，因此四季度不排除消费同比增速持续超预期。

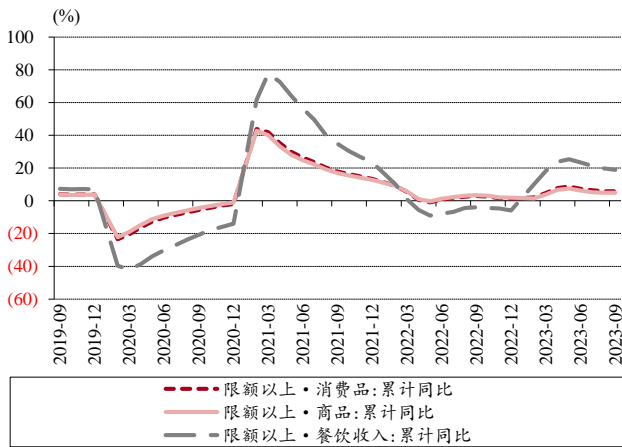
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

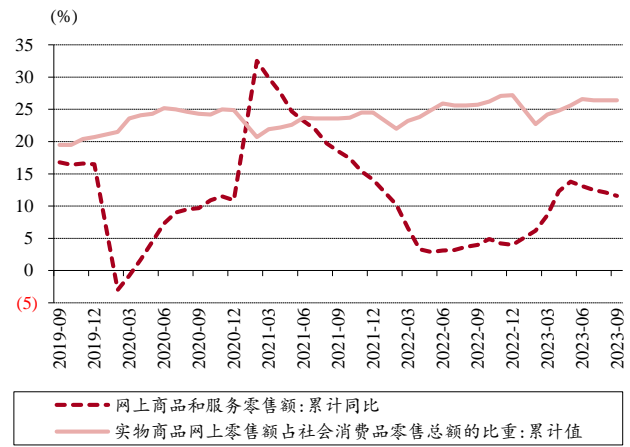
基数效应带动商品和服务消费当月增速上行。9 月低基数对服务消费的影响依然明显, 当月同比增长 13.8%, 较 8 月上升 1.4 个百分点, 较去年同期上, 15.5 个百分点, 限额以上餐饮消费当月同比上升 12.8%, 较 8 月上升 2.4 个百分点且较去年同期上升 12.7 个百分点; 9 月商品消费同比增长 4.6%, 较 8 月上升 0.9 个百分点, 限额以上商品消费增速 4.7%, 较 8 月上升 2.2 个百分点。1-9 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长 5.9%, 其中商品零售总额同比增长 4.9%, 餐饮收入总额同比增长 18.9%。1-9 月网上零售额占比为 31.6%, 较 1-8 月上升 0.1 个百分点, 较去年同期上升了 1.7 个百分点, 网上商品和服务零售额累计同比增速为 11.6%, 增速较 1-8 月下降 0.5 个百分点。

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

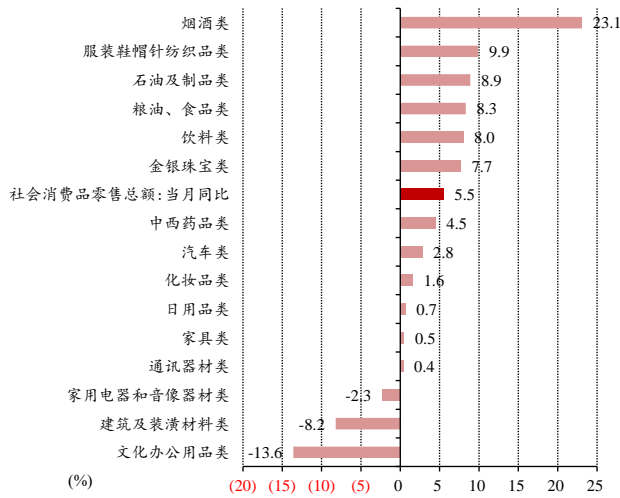
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

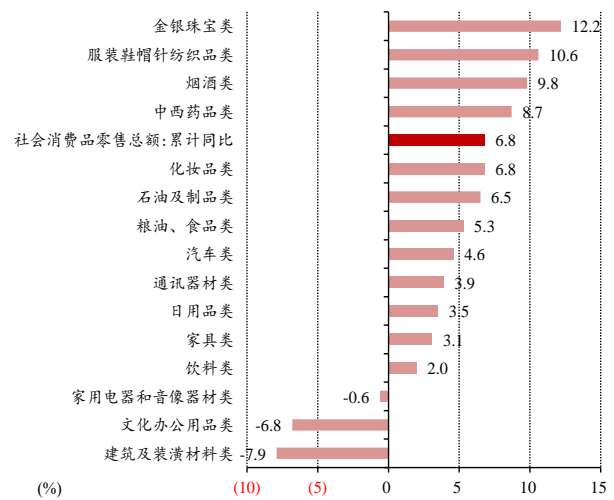
房地产后周期消费增速依然疲弱, 食品消费增速上升。从同比增速来看, 9 月限额以上企业商品零售总额增速 4.7%, 同比增速较高的细分行业包括烟酒类、服装鞋帽和石油制品等, 同比增速下降的是文化办公用品、建筑装潢和家电。与 8 月相比, 增速上升较多的有烟酒、饮料和纺织服装等, 增速下降较多的有化妆品、通讯器材和文化办公用品等。从累计同比增速看, 1-9 月同比增速较高的为金银珠宝、服装鞋帽和烟酒等, 累计同比增速下降的则有建筑装潢、文化办公用品和家用电器。1-9 月累计同比增速较 1-8 月上升的有烟酒、饮料、粮油食品和石油制品, 消费累计增速下降较多的是文化办公用品、化妆品、金银珠宝和中西药品等。9 月房地产后周期消费延续疲弱, 受中秋国庆假期影响, 食品类消费增速有所上升, 受接下来电商促销预期影响, 弹性消费品消费增速有所下降。

图表 12. 各品类社零当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比增速

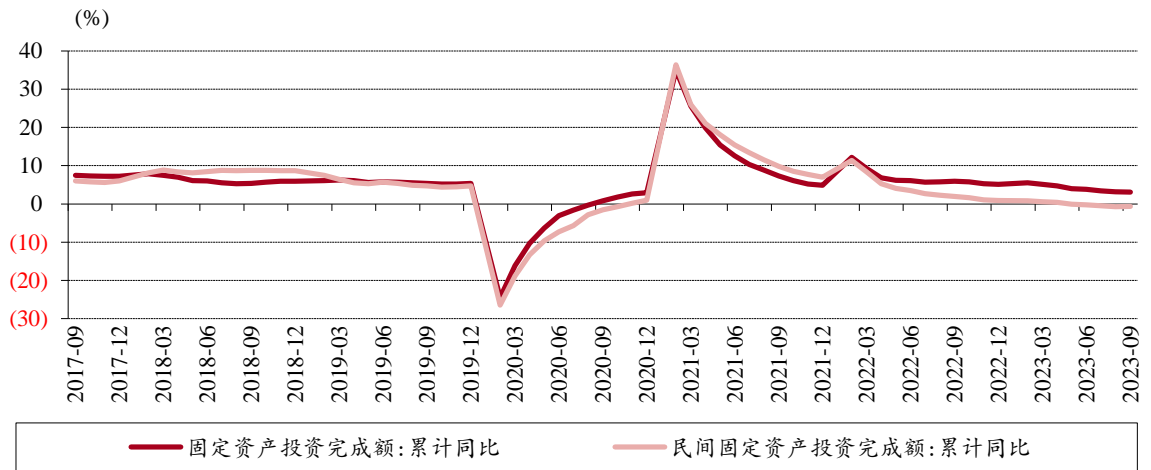


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速内部延续分化

房地产投资依然偏弱, 制造业投资和基建投资当月增速持续上行。1-9月固定资产投资增速为 3.1%, 较 1-8月下降 0.1 个百分点, 1-9月民间固定资产投资增速下降 0.6%, 较 1-8月上升 0.1 个百分点。受 8 月底至今宏观政策组合拳影响, 固定资产投资增速逐步企稳。

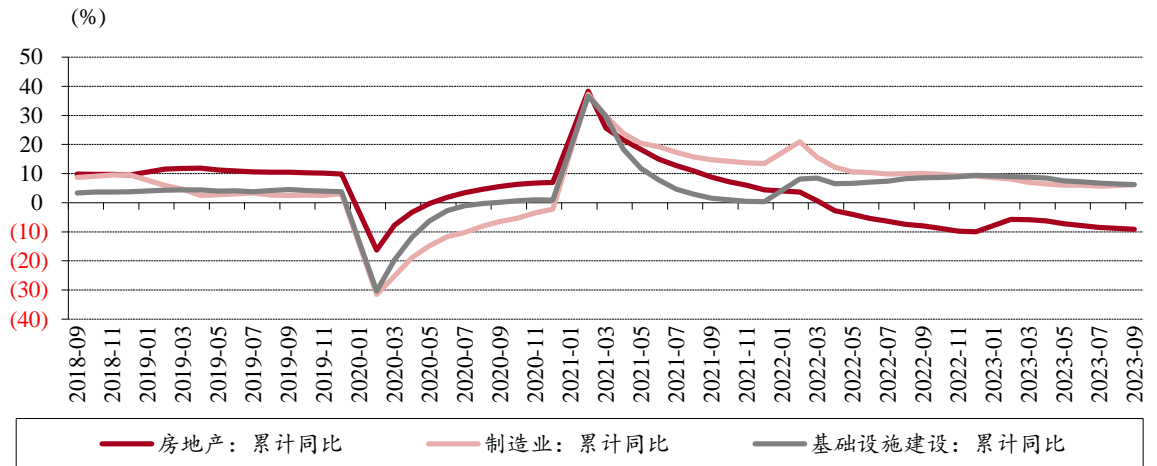
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

9月三大行业固定资产投资增速继续分化。分类别看, 制造业投资 1-9月累计同比增长 6.2%, 基建投资累计同比增长 6.2%, 地产投资累计同比下降 9.1%。从产业分类来看, 第一产业累计同比下降 1.0%, 第二产业累计同比增长 9.0%, 第三产业累计同比增长 0.7%; 从地区来看, 东部累计同比增长 5.4%, 中部下降 0.9%, 西部下降 0.4%, 东北下降 2.7%; 从企业类型来看, 内资企业累计同比增长 3.3%, 国企同比增长 7.2%, 外资企业增长 1.7%。9月基建固投当月同比增速 5.0%, 较 8 月上升 1.1 个百分点, 制造业投资增速 7.9%, 较 8 月上升 0.8 个百分点, 房地产投资增速同比下降 18.7%, 较 8 月上升 0.4 个百分点。9 月固定资产投资分化的情况依然存在, 受宏观政策组合拳影响, 9 月基建投资和制造业投资增速较 8 月整体上行, 房地产 9 月投资增速也较 8 月小幅上升, 但同比增速仍处于明显偏低的水平。

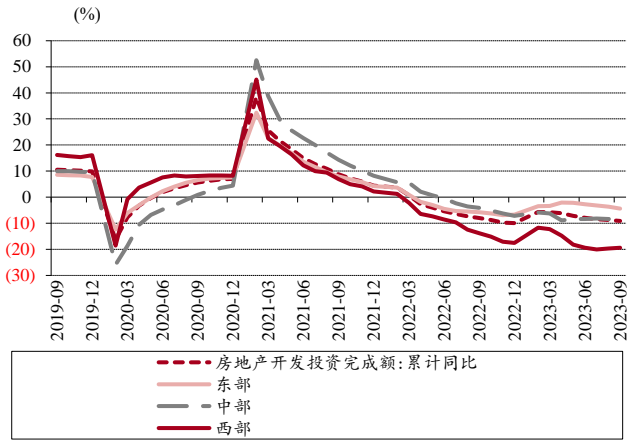
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

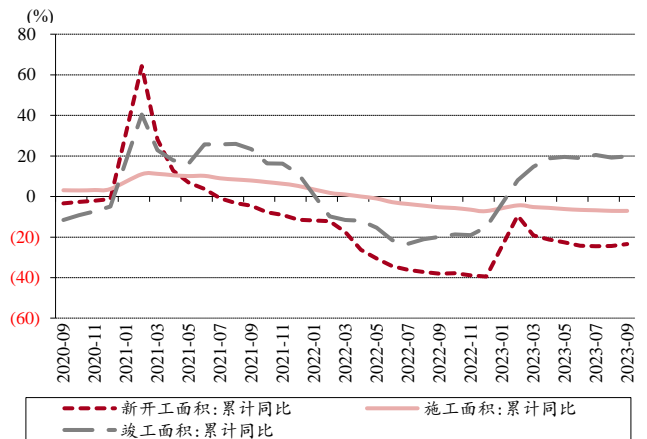
9月房地产当月投资增速边际好转。1-9月房地产投资累计同比增速下降9.1%，比1-8月下降0.3个百分点。其中东部地区累计同比下降4.4%、中部地区累计同比下降8.4%、西部地区累计同比下降19.4%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降8.4%，办公楼投资增速下降11.0%，商业地产投资增速下降17.6%。1-9月房地产新开工面积累计同比下降23.4%，施工面积同比下降7.1%，竣工面积同比增长19.8%。9月竣工面积同比增速继续上行，同时新开工面积累计同比增速较8月有所上升，整体来看，房地产投资9月边际出现好转迹象，但主要体现在西部地区和商业地产方面，住宅投资累计同比增速仍在下降。

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

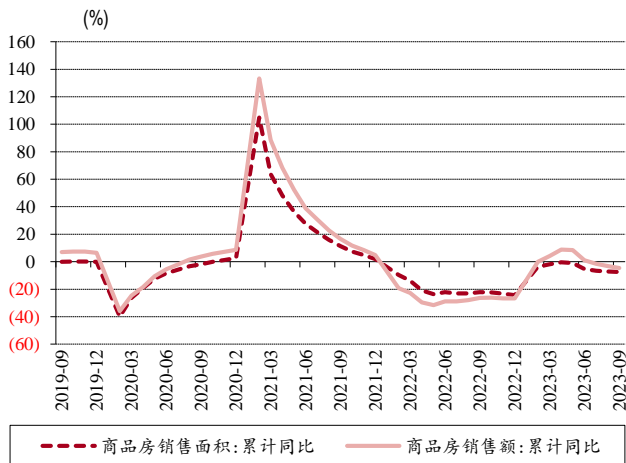
图表 17. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

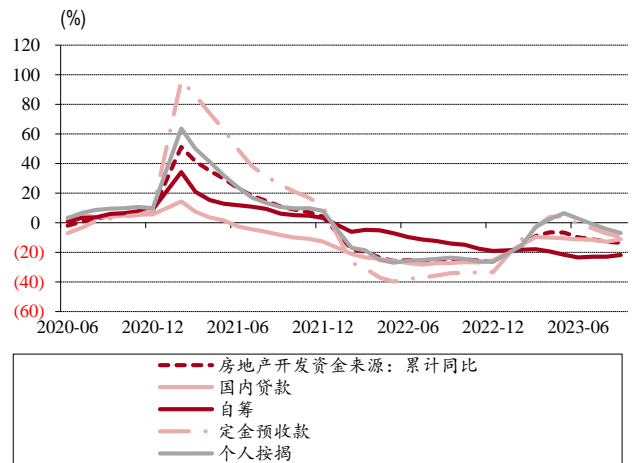
商品房销售额和销售面积当月增速有所上行。1-9月商品房销售面积同比下降7.5%，商品房销售额累计同比下降4.6%。9月商品房待售面积同比增长18.3%，其中住宅面积同比增长19.7%，办公楼同比增长21.4%，商业地产同比增长14.1%。从房地产投资资金来源看，1-9月国内贷款占比12.3%，较1-8月上升0.1个百分点，个人按揭贷款占比17.4%，较1-8月下降0.4个百分点，定金预收款占比34.3%，较1-8月下降0.4个百分点，自筹资金占比31.9%，较1-8月上升0.7个百分点。从增速看，1-9月房地产开发资金来源累计同比增速下降13.5%，其中国内贷款资金来源增速下降11.1%，定金和预收款增速下降9.6%，按揭贷款资金来源增速下降6.9%。9月房地产固定资产投资资金来源出现边际好转，从当月同比增速看，商品房销售额增速较8月有所上升，国内贷款占比上行，增速较8月大幅上升。虽然房地产固投增速依然明显偏低，但从资金来源看，销售端已经出现一定环比改善，加之贷款资金来源出现好转迹象，如果房地产企业现金流能够持续有效改善，则有望减少房地产投资对经济的拖累程度。

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

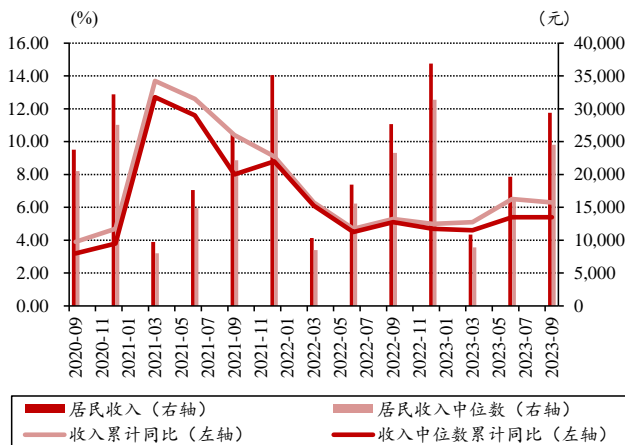


资料来源：万得，中银证券

三季度居民消费增长强劲

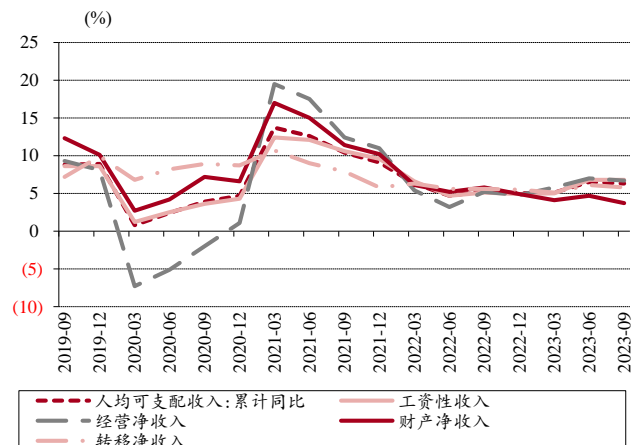
前三季度居民实际收入增较上半年小幅增长。2023 年前三季度全国居民人均可支配收入 29398 元，同比增长 6.3%，其中，城镇居民人均可支配收入增长 5.2%，农村居民人均可支配收入增长 7.6%；剔除价格因素，前三季度居民收入实际增速 5.9%，其中城镇居民实际收入增速 4.7%，农村居民实际收入增速 7.3%。从居民收入来源来看，前三季度工资性收入累计同比增速 6.8%，经营净收入增速 6.7%，财产净收入累计同比增速 3.7%，转移净收入增速 5.8%；从结构来看，工资性收入占比 57.0%，较上半年下降 0.5 个百分点，经营净收入占比上升 0.3 个百分点，财产净收入占比下降 0.2 个百分点，转移净收入占比上升 0.3 个百分点。随着经济持续恢复，经营净收入的占比有所上升。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

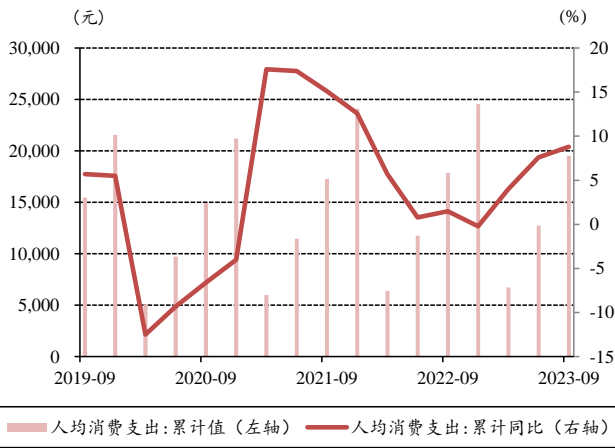
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

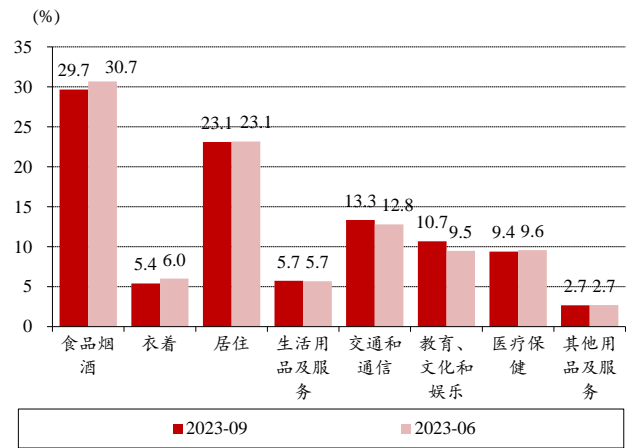
服务类消费占比延续上升趋势，居住消费占比明显下降。2023 年前三季度居民人均消费支出 19530 元，累计同比增长 8.8%，扣除价格因素，实际增速增长 8.8%，与上半年相比，前三季度居民消费增速上行 1.2 个百分点，整体仍处于温和修复通道当中。前三季度相较于上半年，居民消费支出结构中占比上升幅度较大的是教育文化娱乐(占比上升 1.2 个百分点)和交通通信(占比上升 0.5 个百分点)，与 2022 年同期相比，占比上升较多的是教育文化娱乐(占比上升 0.7 个百分点)和医疗保健(占比上升 0.5 个百分点)，占比下降较多的是食品烟酒和居住，分别下降了 0.7 个百分点和 0.6 个百分点。三季度居民暑期出行消费需求较强，因此对服务类消费的带动比较明显，食品价格表现疲弱，因此食品类消费占比有所下降，商品销售额同比下降，同样影响了居民的居住消费和居住类后周期消费的占比。

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: 三季度经济稳中向好, 四季度经济基数较低

9月数据验证经济触底回升。从数据来看, 三季度 GDP 同比增速超预期, 平减指数同比下降幅度较二季度小幅收窄; 月度数据中, 工业增加值同比增速持平于 8 月, 社零同比增速较 8 月明显上升, 固投累计同比增速较 1-8 月小幅下降, 但基建和制造业当月投资增速均有不同程度上行。9 月数据中表现相对较弱的依然是房地产固定资产投资增速, 但房地产数据环比也有一定改善, 一是在资金端, 房地产投资资金来源中, 9 月国内贷款的占比和增速边际都出现明显好转, 商品房销售额环比也出现向好迹象, 二是在投资端, 施工面积同比增速与 8 月持平, 且新开工面积同比增速较 8 月有所上升。如果房地产企业现金流能够持续有效改善, 则房地产投资对经济的拖累有望得到缓解。

宏观政策和低基数的共同作用下, 四季度经济有望向上波动。整体来看, 9 月和三季度经济数据体现了疫情过后经济恢复是波动式发展的过程, 并且在二季度下行三季度筑底之后, 四季度有望重新开始上行的过程, 我们认为主要动力来自两方面, 一是 PPI 同比增速持续上行, 有望改善生产端企业利润率, 叠加外需较强和年底可能出现补库存的情况, 带动工业增加值同比增速走稳, 二是居民消费力释放的斜率偏低, 但一直在持续修复趋势当中, 从前三季度居民消费结构对比去年同期变化情况看, 服务类消费占比持续上升, 四季度有电商促销、节假日消费、去年同期低基数等多重因素影响, 消费对经济增速的贡献可能加大。我们维持此前观点, 认为在宏观政策的支撑下, 四季度经济有望开始向上波动, 全年 5% 的经济增速目标能够完成。

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任何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