

# 12月经济数据点评

## 2023 顺利收官，2024 复苏延续

四季度三产名义增速较高，二产实际增速较高；12月工业增加值增速超预期，社零增速低于预期，房地产投资增速持续下行。

- 四季度实际 GDP 同比增长 5.2%，名义 GDP 同比增长 3.7%。全年实际 GDP 同比增长 5.2%，平减指数累计同比下降 0.5%。
- 12 月工业增加值同比增长 6.8%，1-12 月采矿业工业增加值累计同比增速 2.3%，制造业增速 5.0%，公用事业增速 4.3%，高技术产业增速 2.7%。
- 12 月社零同比增长 7.4%，除汽车以外的消费品零售额同比增长 7.9%，服务消费累计同比增长 20.0%。
- 1-12 月固定资产投资增速为 3.0%，民间固定资产投资增速下降 0.4%。12 月基建固投当月同比增速 6.8%，制造业投资增速 8.2%，房地产投资增速同比下降 24.0%。
- 1-12 月房地产投资累计同比增速下降 9.6%，住宅投资增速下降 9.3%，商品房销售面积同比下降 8.5%，商品房销售额累计同比下降 6.5%。1-12 月房地产开发资金来源累计同比增速下降 13.6%。
- 2023 年居民收入同比增长 6.3%，实际收入同比增长 6.1%。居民人均消费支出累计同比增长 9.0%。与 2022 年同期相比，消费占比上升较多的是教育文化娱乐、交通通信和医疗保健，占比下降较多的是居住和食品烟酒。
- 2023 年增速目标顺利实现。2023 年实际 GDP 同比增长 5.2%，完成了 5% 的增速目标。四季度实际 GDP 同比增长 5.2%，虽然略低于市场预期的 5.4%，但二产和三产同比增速均较三季度有所上行。从 12 月经济数据整体表现看，工业增加值同比增速较 11 月有所上升，连续三个月好于市场预期，社零增速较 11 月有所下降，增速表现较市场预期偏低，固投增速基本符合市场预期。12 月和四季度数据中既有季节性因素影响也有趋势性变化：一是春节前的假期消费对社零品类的影响比较明显，同时居民收入增速整体保持平稳，有利于消费持续稳定复苏，但以汽车为代表的大宗消费增速在 12 月下跌幅度较大，二是四季度以来工业增加值同比表现较好的趋势，或有望受益于补库存周期和外需强劲，在 2024 年延续，三是制造业投资增速维持在偏高水平，基建投资也受益于财政支出前置和赤字率上行维持在较高水平，四是房地产投资和销售增速仍未见底。
- 2024 年经济稳增长的重点不少。目前市场一致预期 2024 年经济复苏延续性较强的方面包括三点，一是通胀增速偏弱但将延续上行趋势，不仅带动 2024 年名义 GDP 增速反弹超过实际增速，同时有助于企业进一步修复盈利能力，二是受库存周期上行和利润率持续修复影响，制造业投资增速维持在偏高水平，三是外需表现保持强劲，我国出口增速将转正。虽然经济有复苏延续的趋势，但结构性问题的存在仍需稳增长政策扶持：一是扭转房地产投资持续下行的趋势，二是稳定居民就业和收入增速，三是积极的财政政策加大基建投资支出，四是货币政策保持流动性适度宽松的同时，进一步降低实体经济融资成本。随着 2023 年经济数据收官，在 3 月 18 日之前，国内将处于经济数据的空窗期，因此市场对政策的关注度将有所上升，短期内财政政策的重点或在于政府债券发行，赤字率和财政支出安排等细节或要等到 3 月两会政府工作报告，因此宏观政策调整的重点可能聚焦于货币政策是否落地降准降息或加大结构性货币工具使用，时间上可能关注 20 日 LPR 利率发布情况，以及月底美联储议息会议前后叠加国内假期前资金紧张，是否可能落地降准。
- **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

《MLF 降息条件尚未成熟》20240116

《经济预测的意义何在？》20240116

《降息预期“逆通胀走强”》20240114

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

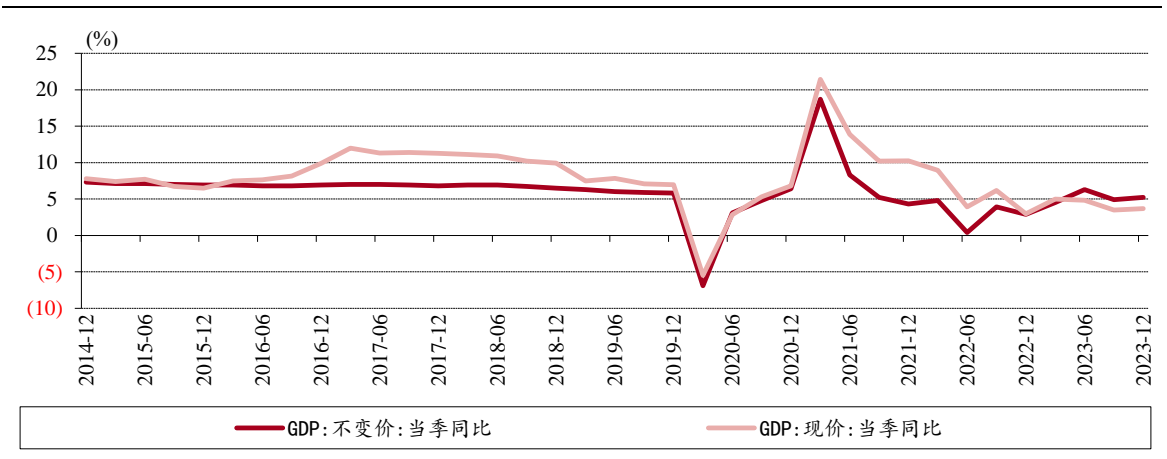
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 四季度 GDP 同比增速略低于预期

四季度实际 GDP 同比增长 5.2%，名义 GDP 同比增长 3.7%。四季度 GDP 实际同比增速 5.2%，较三季度上升 0.3 个百分点，四季度名义同比增速 3.7%，较三季度上升 0.2 个百分点。四季度平减指数同比下降 1.4%，较三季度下降 0.6 个百分点。全年实际 GDP 同比增长 5.2%，平减指数累计同比下降 0.5%。2023 年 GDP 实现 5% 以上的目标增速，其中消费贡献较大；但四季度实际 GDP 增速较市场预期的 5.4% 略低，主要也是受消费增速表现略低于预期的影响。

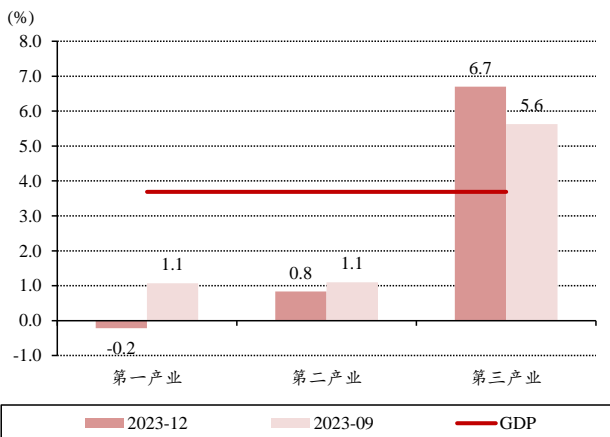
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

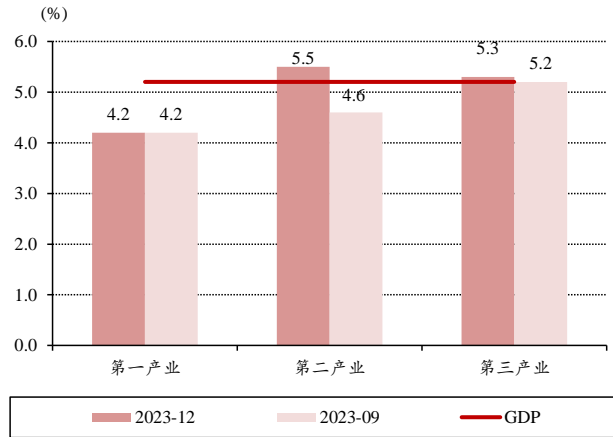
三产对名义 GDP 的拉动最大，二产对实际 GDP 的影响较显著。四季度在低基数效应影响下，名义 GDP 和实际 GDP 增速都较三季度有所回升：从现价看，三产是拉动名义 GDP 增速最重要的构成，并且三次产业中只有三产四季度名义 GDP 增速较三季度上升，一产和二产的名义增速偏低，且均较三季度有不同程度下行；从实际 GDP 增速看，三次产业增速差异明显收窄，三产实际 GDP 增速 5.3%，仍在整体增速上方，二产实际 GDP 增速 5.5%，较三季度增速上行 0.9 个百分点，增速上行幅度最大。2023 年实际 GDP 同比增长 5.2% 中，一产贡献 0.30 个百分点，二产贡献 1.84 个百分点，三产贡献 3.07 个百分点；从贡献率看，一产贡献率 5.7%，二产贡献率 35.3%，三产贡献率 59.0%。与前三季度相比，全年实际 GDP 累计同比贡献率的结构中，二产占比上升三产占比下降，与疫情前四年平均水平相比，一产贡献率上升幅度最大，其次是二产，三产贡献率下降 2.53 个百分点。我们认为 2023 年经济整体受到疫情影响造成的低基数，以及防控放松后波浪式发展的通道中，三产增速受低基数提振录得高增长，但需求端复苏斜率整体偏低，二产恢复的过程中波动比较明显，并且受价格因素拖累显著。

图表 2. 2023 年四季度三大产业现价 GDP 同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 四季度 GDP 不变价分产业同比

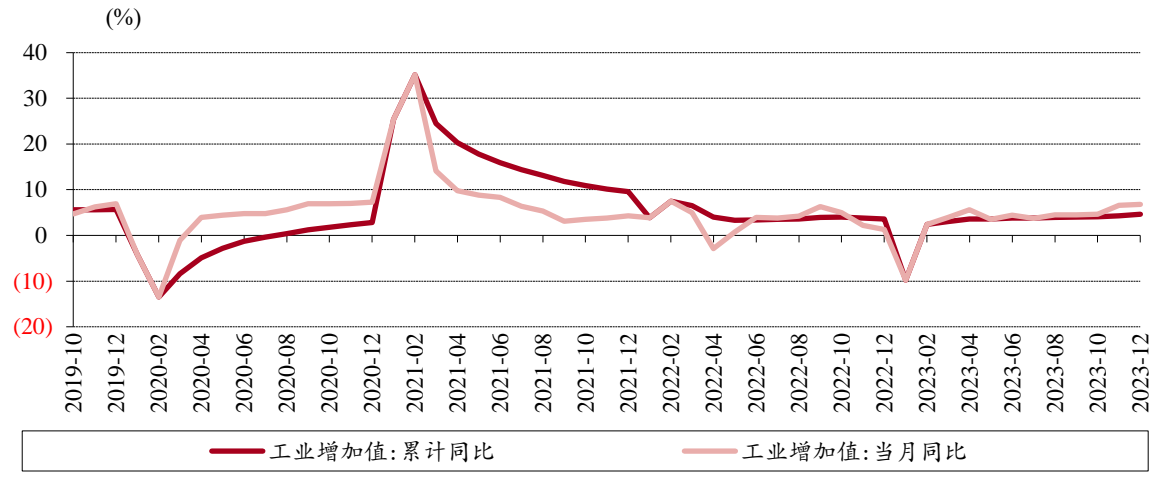


资料来源：万得，中银证券

## 工业增加值同比增速持续超预期

12月工业增加值同比增速较11月继续上升。12月工业增加值同比增长6.8%，较11月上升0.2个百分点，较去年同期上升5.5个百分点。虽然12月工业增加值同比增速上升也有低基数的影响，但更重要的是工业企业补库存和利润率持续修复，带动工业增加值环比表现向历史同期平均水平回归。

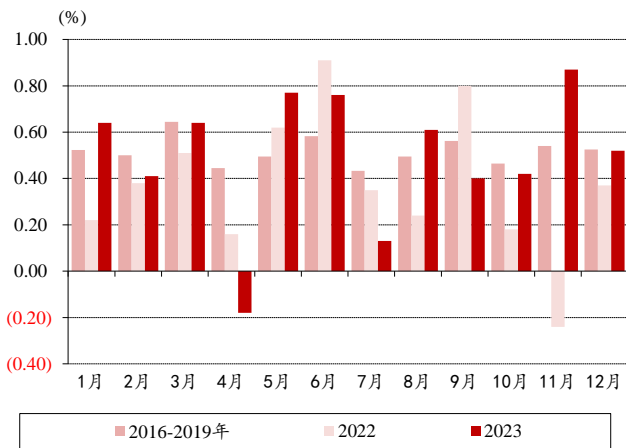
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

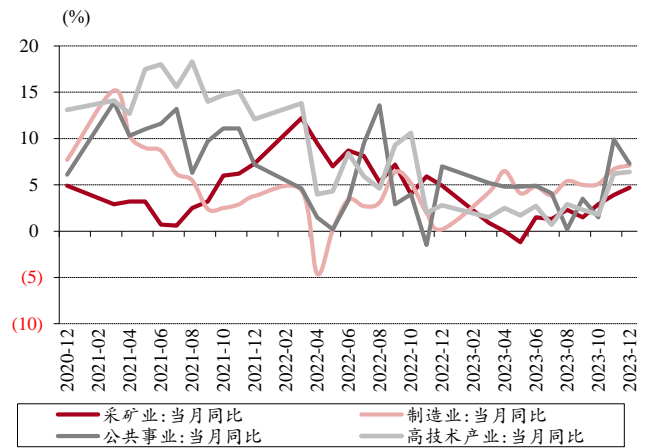
12月工业增加值环比表现较好。从环比增速来看，12月工业增加值环比上升0.52%，较11月的环比增速有所下降，但比较接近历史同期的12月环比增速0.53%，表明生产端向好的趋势延续。从行业分类来看，1-12月采矿业工业增加值累计同比增长2.3%，制造业累计同比增长5.0%，公用事业累计同比增长4.3%，高技术产业累计同比增长2.7%。从企业类型来看，1-12月私企工业增加值同比增长3.1%，国企工业增加值同比增长5.0%，股份制企业同比增长5.3%，外企同比上升1.4%。从当月同比增速变化看，大部分分类都较11月上行，上升幅度较大的仍是外企，当月工业增加值同比增速较11月上升2.5个百分点；分行业的当月工业增加值同比增速中，仅公共事业增速较11月下降2.6个百分点，升幅较大的是采矿业，增速上升0.8个百分点。12月工业增加值同比增速表现好，我们认为仍是此前的三方面因素影响，一是工业企业利润率持续改善的预期，虽然12月PPI同比增速小幅低于市场预期，但市场预期2024年PPI同比增速上行的趋势不变，二是工业企业补库存的趋势仍在，三是12月出口增速小幅超预期，表明外需边际仍在好转。

图表 5. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

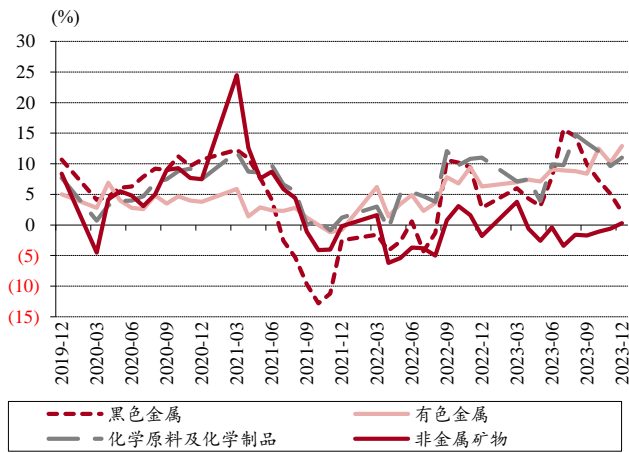
图表 6. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

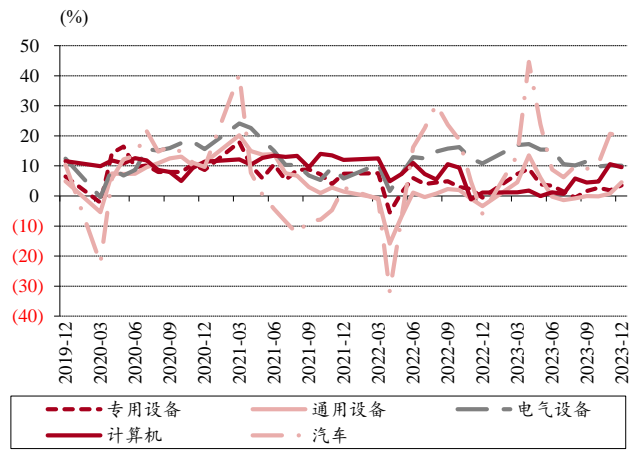
**12月行业分化加大，需求端对生产端的影响较此前进一步放大。**上游行业方面，1-12月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长9.6%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降0.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长7.1%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长8.8%，上游行业只有黑色金属工业增加值增速表现较弱，当月增速较11月下降3个百分点，累计增速下降0.4个百分点，其他上游行业工业增加值当月和累计同比增速表现均有不同程度上行。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2.0%，专用设备制造业增加值累计同比增长3.6%，汽车制造业增加值累计同比增长13.0%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长12.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长3.4%，中游行业工业增加值有所分化，当月增速表现较11月上升的有专用设备和通用设备，电气、计算机、汽车则较11月增速有不同程度下降。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0.6%，医药制造业增加值累计同比下降5.8%，12月食品和医药行业当月工业增加值增速较11月有所上行。上中下游行业工业增加值同比增速表现有所分化，一定程度上受需求波动影响，影响上游需求的除了2024年全球经济增速预期还有国内基建投资增速预期，短期内影响中游增加值表现的主要是出口数据。

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



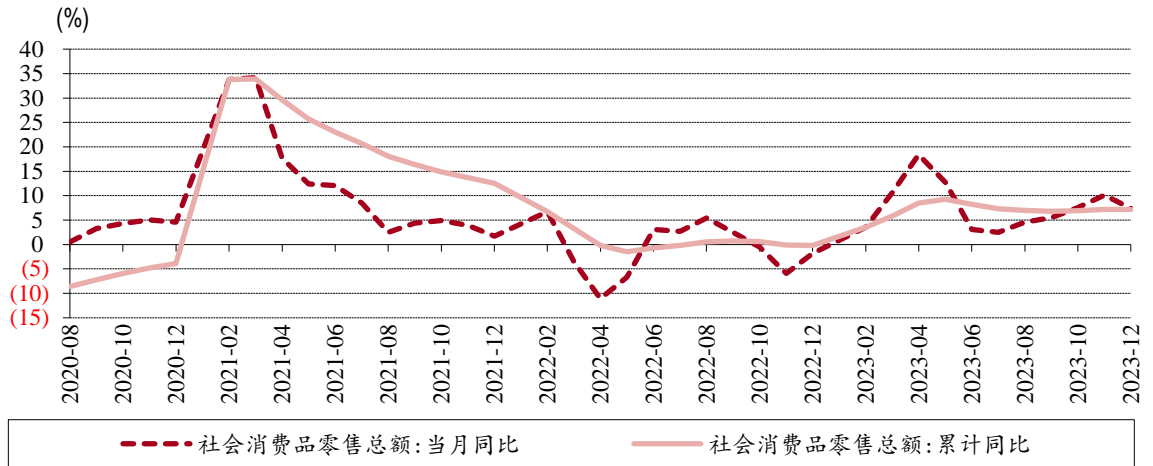
资料来源：万得，中银证券

## 低基数依然扰动社零增速

**12月社零增速继续低于市场预期。**12月社零同比增长7.4%，较11月下降2.7个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长7.9%，较11月下降1.7个百分点，服务消费累计同比增长20.0%较1-11月上升0.5个百分点。12月社零同比增速基数效应较11月有所减弱，但仍推动社零增速维持在偏高水平；从环比增速0.42%看，虽然低于历史同期平均水平0.73%，但较11月大幅上升。我们认为12月社零同比增速表现不弱，特别是服务消费累计同比增速上行，表明内需复苏趋势延续，但受以汽车为代表的大宗消费拖累较为明显。



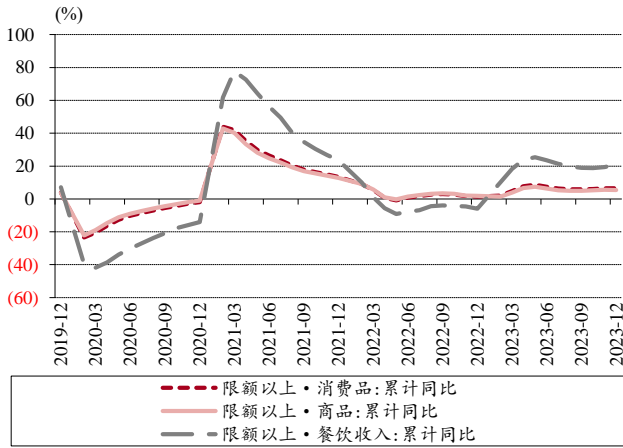
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

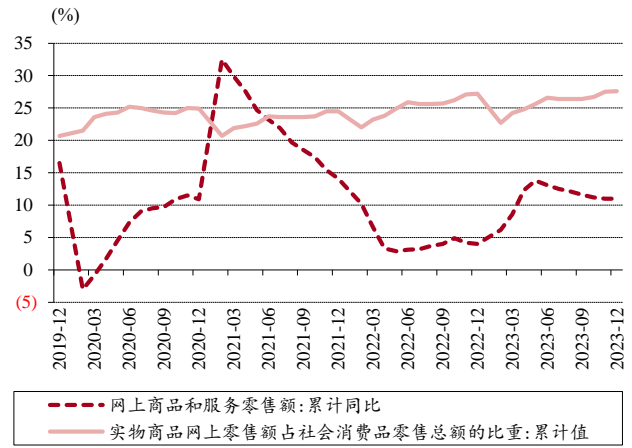
**2023 年餐饮消费同比大幅增长。**12 月餐饮消费当月同比增长 30.0%，较 11 月上升 4.2 个百分点，限额以上餐饮消费当月同比上升 37.7%，较 11 月上升 13.1 个百分点且较去年同期上升 55.5 个百分点；12 月商品消费同比增速 4.8%，较 11 月下降 3.2 个百分点，限额以上商品消费增速 4.8%，较 11 月下降 4.2 个百分点。1-12 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长 6.5%，其中商品零售总额同比增长 5.5%，餐饮收入总额同比增长 20.9%。1-12 月网上零售额占比为 32.7%，较 1-11 月上升 0.1 个百分点，较去年同期上升了 1.4 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 11.0%，增速较 1-11 月持平。包括餐饮在内的服务消费在 2023 年同比实现高增长，一定程度上是受低基数影响，2024 年消费延续弱复苏是市场一致预期，但仍需要关注包括汽车和房地产后周期在内的大宗消费表现对社零的整体影响。

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

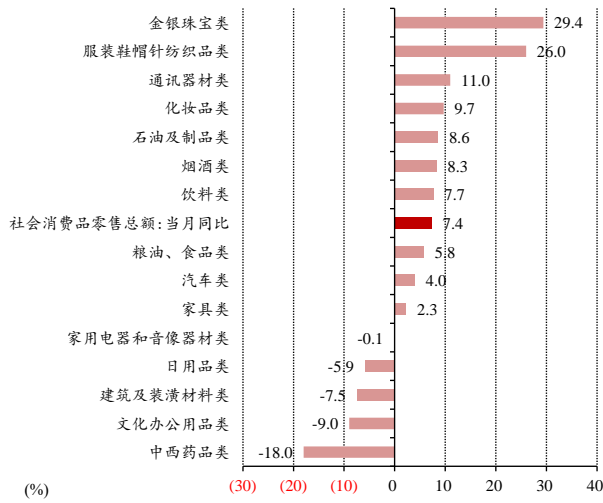
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

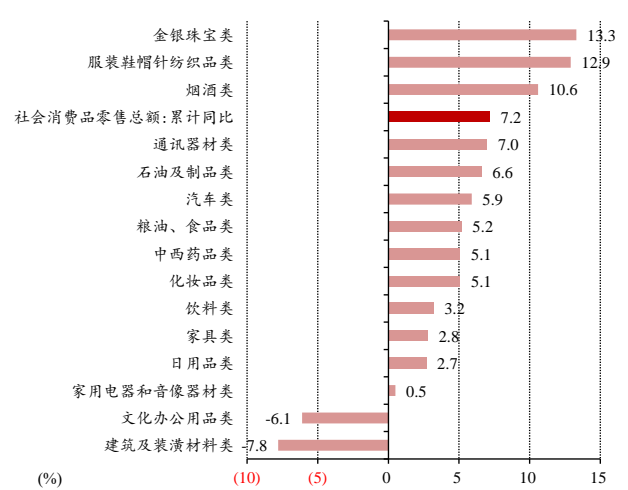
**12 月大宗商品消费增速下滑显著。**从同比增速来看，12 月限额以上企业商品零售总额增速 4.8%，同比增速较高的细分行业包括金银珠宝、服装鞋帽和通讯器材等，同比增速下降的是中西药品、文化办公用品、建筑装潢、日用品和家电。与 11 月相比，增速上升较多的有金银珠宝、化妆品和服装鞋帽等，增速下降较多的有中西药品、汽车和日用品等。从累计同比增速看，1-12 月同比增速较高的为金银珠宝、服装鞋帽和烟酒等，累计同比增速下降的则有建筑装潢和文化办公用品。1-12 月累计同比增速较 1-11 月上升较多的有金银珠宝、服装鞋帽和通讯器材等，消费累计增速下降较多的是中西药品和日用品等。12 月消费品增速表现主要有以下几个特点：一是春节消费特征明显，包括金银珠宝、服装鞋帽在内的弹性消费品增速大幅上升，二是基数效应明显，如中西药品消费增速大幅下降，三是大宗消费品消费增速下滑明显，如汽车等。

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

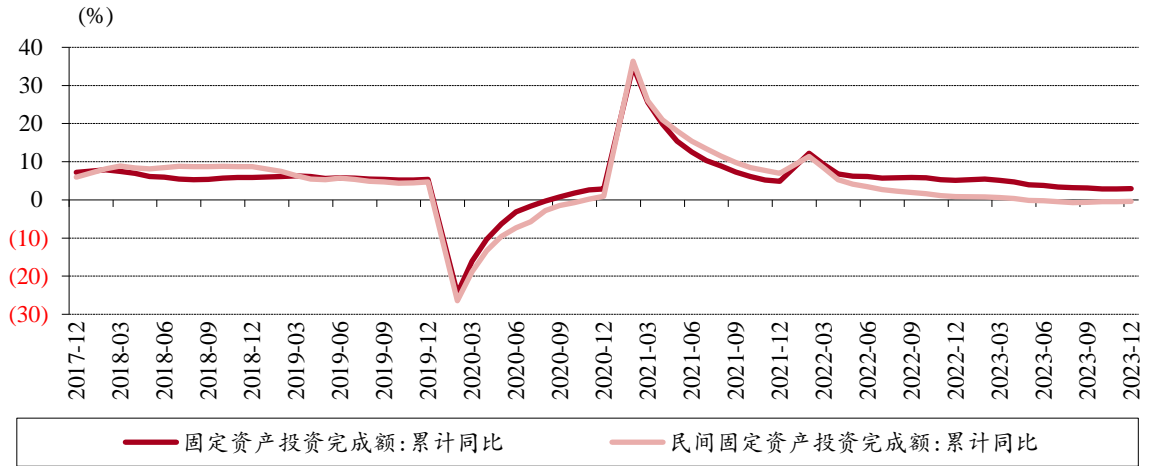


资料来源: 万得, 中银证券

### 固定资产投资增速小幅上行

制造业和基建投资增速上行, 房地产投资仍在下滑。1-12月固定资产投资增速为3.0%, 较1-11月上升0.1个百分点, 1-12月民间固定资产投资增速下降0.4%, 较1-11月上升0.1个百分点。从分行业累计同比增速较1-11月变化看, 制造业增速上升0.2个百分点, 基建增速上升0.1个百分点, 房地产增速下降0.2个百分点。

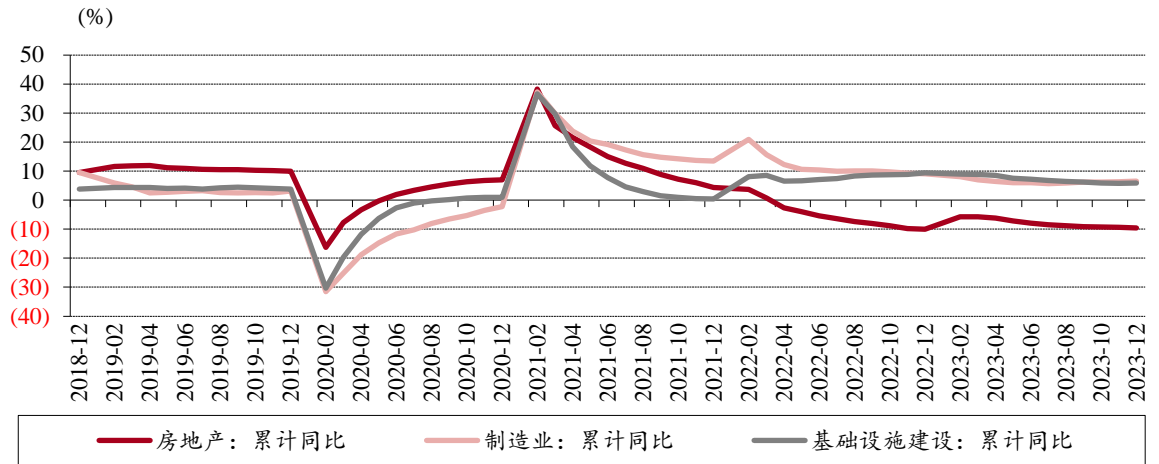
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

12月房地产投资增速下行幅度有所加大。分类别看, 制造业投资1-12月累计同比增长6.5%, 基建投资累计同比增长5.9%, 地产投资累计同比下降9.6%。从产业分类来看, 第一产业累计同比下降0.1%, 第二产业累计同比增长9.0%, 第三产业累计同比增长0.4%; 从地区来看, 东部累计同比增长4.4%, 中部增长0.3%, 西部增长0.1%, 东北下降1.8%; 从企业类型来看, 内资企业累计同比增长3.2%, 国企同比增长6.4%, 外资企业增长0.6%。12月基建固投当月同比增速6.8%, 较11月上升1.8个百分点, 制造业投资增速8.2%, 较11月上升0.9个百分点, 房地产投资增速同比下降24.0%, 较11月下降5.9个百分点。12月固投增速延续分化走势, 一方面制造业投资增速在较高水平上延续上行, 基建投资也受政府债券发行放量提振继续上行, 另一方面虽然此前政策进一步放松了房地产行业融资条件, 但12月房地产投资尚未见增速触底迹象。

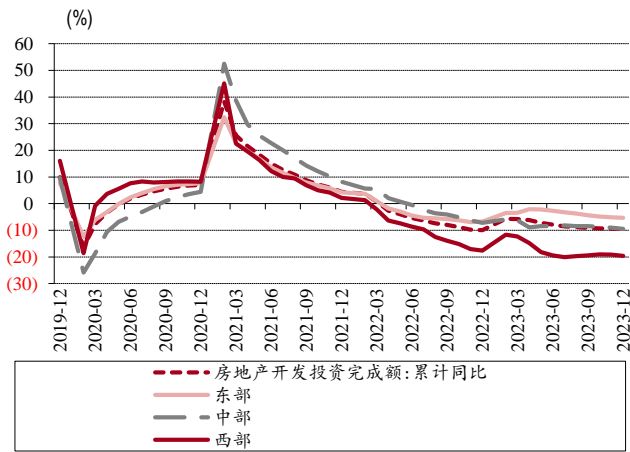
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

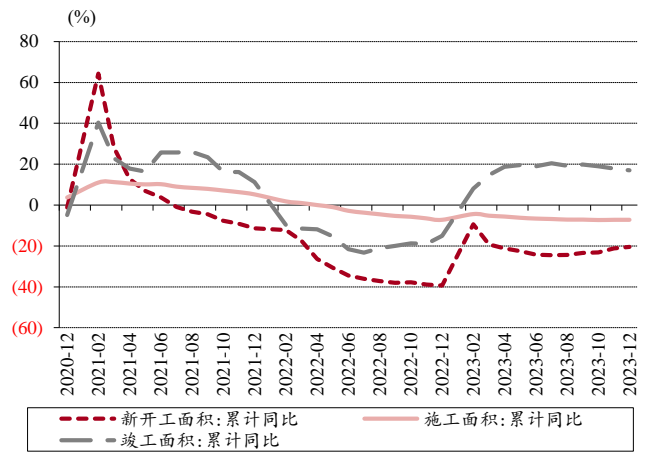
**12月房地产当月投资增速回落幅度有所加大。**1-12月房地产投资累计同比增速下降9.6%，比1-11月下降0.2个百分点。其中东部地区累计同比下降5.3%、中部地区累计同比下降9.5%、西部地区累计同比下降19.6%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降9.3%，办公楼投资增速下降9.4%，商业地产投资增速下降16.9%。1-12月房地产新开工面积累计同比下降20.4%，施工面积同比下降7.2%，竣工面积同比增长17.0%。12月竣工面积当月同比增速好转，但新开工面积当月同比增速有所反复，施工面积累计同比增速小幅上行，房地产投资尚未出现明显好转迹象，我们认为有两个原因，一是节假日因素导致年底到年初是房地产投资停工时间，二是房地产企业融资和销售依然偏弱。

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

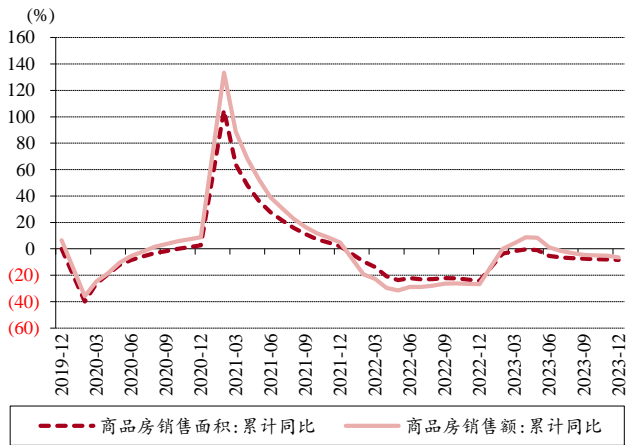
图表 17. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

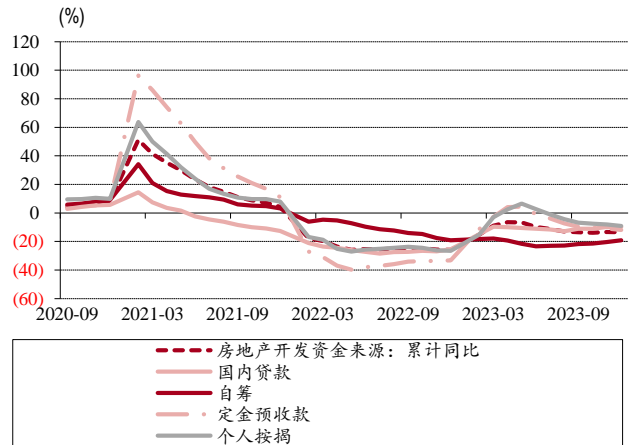
**关注房地产投资资金来源变化。**1-12月商品房销售面积同比下降8.5%，商品房销售额累计同比下降6.5%。12月商品房待售面积同比增长19.0%，其中住宅面积同比增长22.2%，办公楼同比增长17.7%，商业地产同比增长13.3%。从房地产投资资金来源看，1-12月国内贷款占比12.2%，较1-11月上升0.1个百分点，个人按揭贷款占比16.9%，较1-11月下降0.2个百分点，定金预收款占比33.9%，较1-11月上升0.1个百分点，自筹资金占比32.9%，较1-11月持平。从增速看，1-12月房地产开发资金来源累计同比增速下降13.6%，其中国内贷款资金来源增速下降9.9%，定金和预收款增速下降11.9%，按揭贷款资金来源增速下降9.1%。虽然11月房地产投资资金来源增速一度上行，12月再度出现下行，其中贷款增速下行幅度最大，其次是按揭和定金，我们认为房地产投资增速要实现筑底回升，房地产企业流动资金需要先实现好转，但从目前的情况看，仅有筹资渠道资金来源的增速表现相对稳定，来自银行的贷款和来自销售收入的资金增速波动都较大。

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

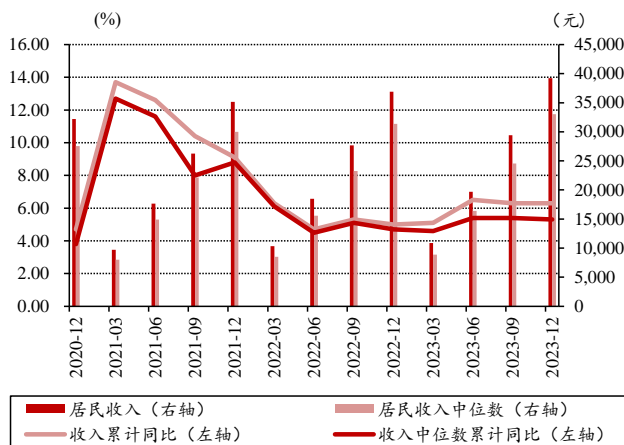


资料来源: 万得, 中银证券

## 四季度居民消费平稳增长

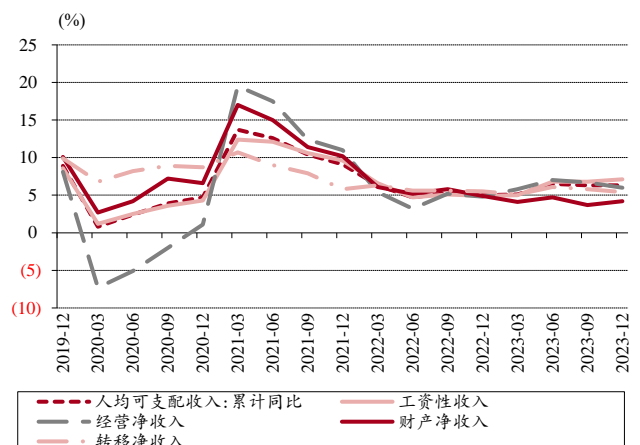
2023 年居民收入同比增长 6.3%，实际收入同比增长 6.1%。2023 年全国居民人均可支配收入 39218 元，同比增长 6.3%，与前三季度收入增速持平，其中，城镇居民人均可支配收入增长 5.1%，农村居民人均可支配收入增长 7.7%；剔除价格因素，2023 年居民收入实际增速 6.1%，其中城镇居民实际收入增速 4.8%，农村居民实际收入增速 7.6%。从居民收入来源来看，2023 年工资性收入累计同比增速 7.1%，经营净收入增速 6.0%，财产净收入累计同比增速 4.2%，转移净收入增速 5.4%；从结构来看，工资性收入占比 56.2%，较前三季度下降 0.7 个百分点，经营净收入占比上升 0.9 个百分点，财产净收入占比下降 0.1 个百分点，转移净收入占比持平。工资性收入增速最高但占比下降，经营净收入增速下降但占比上升，关注居民收入结构性调整后，对 2024 年居民消费和通胀的潜在影响。

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

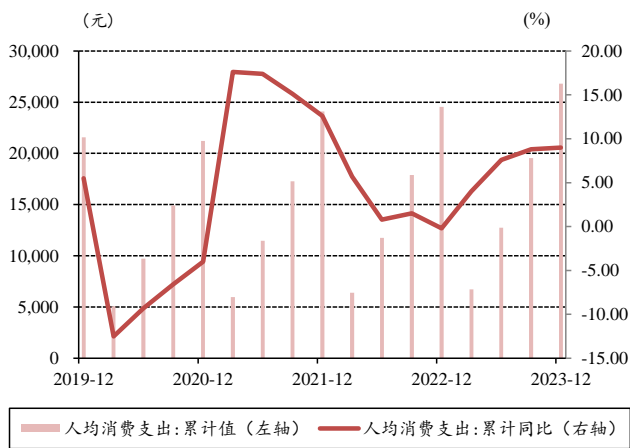


资料来源: 万得, 中银证券



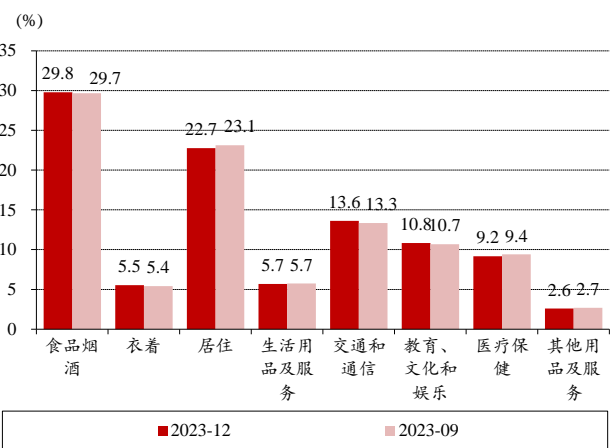
**2023年居民消费边际上从居住向服务转移。**2023年居民人均消费支出26796元，累计同比增长9.0%，扣除价格因素，实际增速增长9.0%，与前三季度相比，全年居民消费增速上行0.2个百分点，整体仍处于温和修复通道当中。全年相较前三季度，居民消费支出结构中占比上升幅度较大的是交通通信（占比上升0.3个百分点）和教育文化娱乐（占比上升0.2个百分点），与2022年同期相比，占比上升较多的是教育文化娱乐（占比上升0.8个百分点）、交通通信（占比上升0.6个百分点）和医疗保健（占比上升0.5个百分点），占比下降较多的是居住和食品烟酒，分别下降了1.2个百分点和0.7个百分点。2023年居民消费结构的变化中既有价格因素的影响，也有消费偏好的影响，其中居住消费增速偏低、占比下降，交通通信消费受能源价格波动和新品发售的双重影响，服务消费则在占比和增速上都较2022年实现了上升。

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：2023 顺利收官，2024 复苏延续

**2023 年增速目标顺利实现。**2023 年实际 GDP 同比增长 5.2%，完成了 5% 的增速目标，其中三产的贡献最大，但与疫情前的三次产业占比结构相较，2024 年三产仍有恢复空间。四季度实际 GDP 同比增长 5.2%，虽然略低于市场预期的 5.4%，但二产和三产同比增速均较三季度有所上行，特别是二产实际 GDP 增速较三季度上升 0.9 个百分点，预计生产端复苏向好的趋势将在 2024 年延续。从 12 月经济数据整体表现看，工业增加值同比增速较 11 月有所上升，连续三个月好于市场预期，社零增速较 11 月有所下降，增速表现较市场预期偏低，固投增速基本符合市场预期。12 月和四季度数据中既有季节性因素影响也有趋势性变化：一是春节前的假期消费对社零品类的影响比较明显，同时居民收入增速整体保持平稳，有利于消费持续稳定复苏，但以汽车为代表的大宗消费增速在 12 月下跌幅度较大，二是四季度以来工业增加值同比表现较好的趋势，或有望受益于补库存周期和外需强劲，在 2024 年延续，三是制造业投资增速维持在偏高水平，基建投资也受益于财政支出前置和赤字率上行，维持在较高水平，四是房地产投资和销售增速仍未见底。

**2024 年经济稳增长的重点不少。**目前市场一致预期 2024 年经济复苏延续性较强的方面包括三点，一是通胀增速偏弱但将延续上行趋势，不仅带动 2024 年名义 GDP 增速反弹超过实际增速，同时有助于企业进一步修复盈利能力，二是受库存周期上行和利润率持续修复影响，制造业投资增速维持在偏高水平，三是外需表现保持强劲，我国受益于较高的国际贸易份额，出口增速将转正。虽然经济有复苏延续的趋势，但结构性问题的存在仍需稳增长政策扶持：一是扭转房地产投资持续下行的趋势，二是稳定居民就业和收入增速，三是积极的财政政策加大基建投资支出，四是货币政策保持流动性适度宽松的同时，进一步降低实体经济融资成本。随着 2023 年经济数据收官，在 3 月 18 日之前，国内将处于经济数据的空窗期，因此市场对政策的关注度将有所上升，短期内财政政策的重点或在于政府债券发行，赤字率和财政支出安排等细节或要等到 3 月两会政府工作报告，因此宏观政策调整的重点可能聚焦于货币政策是否落地降准降息或加大结构性货币工具使用，时间上可能关注 20 日 LPR 利率发布情况，以及月底美联储议息会议前后叠加国内假期前资金紧张，是否可能落地降准。

**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