

# 3月和一季度经济数据点评

## 稳增长成绩来之不易

一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，主要受益于生产端工业增加值和居民消费的拉动；3 月工增和社零增速低于市场预期，固投增速略超市场预期；3 月经济数据逻辑未变，制造业和消费维持向好趋势，基建保持平稳增长，主要拖累仍是房地产固投未见见底迹象。

- 一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，名义 GDP 同比增长 4.2%。
- 3 月工业增加值同比增长 4.5%，1-3 月采矿业工业增加值累计同比增速 1.6%，制造业累计同比增速 6.7%，公用事业累计同比增速 6.9%，高技术产业累计同比增速 7.5%。
- 3 月社零同比增长 3.1%，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.9%，服务消费累计同比增长 10.0%。
- 1-3 月固定资产投资增速为 4.5%，民间固定资产投资增速 0.5%，制造业投资 1-3 月累计同比增长 9.9%，基建投资累计同比增长 6.5%，地产投资累计同比下降 9.5%。
- 1-3 月房地产新开工面积累计同比下降 27.8%，施工面积同比下降 11.1%，竣工面积同比下降 20.7%。1-3 月商品房销售面积同比下降 19.4%，商品房销售额累计同比下降 27.6%。
- 一季度全国居民人均可支配收入同比增长 6.2%，人均消费同比增长 8.3%。
- 一季度 GDP 增速超预期，3 月经济数据低于预期。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，从需求端难以解释的主要原因，是一季度社会消费品零售总额和固定资产投资均仅增长 4.5%，但从生产端看，一季度工业增加值同比增长 6.1%，服务业增加值同比增长 5%。综合起来，5.3% 的 GDP 增长不难解释。从 3 月数据看，工业增加值当月同比增速和社零当月同比增速均较 1-2 月下降且低于市场预期，增速上行且略超市场预期的是固投增速。从分项来看，3 月经济数据的逻辑与此前差异不大，制造业投资、基建投资和居民消费是拉动经济增长的主要动力，房地产产业链在投资和销售方面目前仍未见底迹象。此外一季度居民收入增长 6.2%，支出增长 8.3%，均较去年同期显著好转，且有两点值得关注：一是居民工资性收入增速和占比均较去年同期上升，或表明居民就业形势或有一定改善，二是居民消费支出结构中，居住占比明显回落，可能对其他消费产生了一定外溢性影响。
- 仍需宏观政策稳定增长成果。从一季度数据表现看，经济的亮点和风险点都比较明显：一方面，年内制造业在《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》和 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款支持下，有望保持同比较高增速，基建投资在 2023 年结转 5000 亿元增发的特别国债和 2024 年新发的 1 万亿元超长期特别国债支持下，有望维持增速平稳，一季度全国城镇调查失业率较去年同期下降 0.3 个百分点，或支持居民消费增速平稳释放；但另一方面，房地产产业链走势仍有不确定性，持续影响房地产固定资产投资和居民中长期贷款需求，年初以来工业品价格同比增速偏弱，可能影响工业企业利润率修复，出口同比增速波动较大，企业融资需求偏弱等问题也都依然存在。我们认为一季度稳增长成绩来之不易，但国内当前最大的问题仍是内需不足，短期到中期需要关注三方面问题：一是政府债发行的节奏和规模，二是 PPI 同比增速上行趋势和工业企业利润率有效修复，三是海外以美联储和日央行为代表的高利率环境对全球宏观经济预期的影响。
- **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

《转债新发减缓》20240415

《中银量化大类资产周报》20240415

《宏观和大类资产配置周报》20240414

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 同比增速超预期

一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，名义 GDP 同比增长 4.2%。一季度 GDP 实际同比增速 5.3%，较 2023 年四季度上升 0.1 个百分点，一季度名义同比增速 4.2%，较四季度上升 0.5 个百分点。一季度平减指数同比下降 1.3%，较四季度上升 0.2 个百分点。一季度名义 GDP 同比增速依然低于实际增速，但名义 GDP 较 2023 年四季度上升的幅度更大，表明物价和企业盈利都在修复过程当中。

### 如何理解一季度实际 GDP 同比 5.3% 的增速

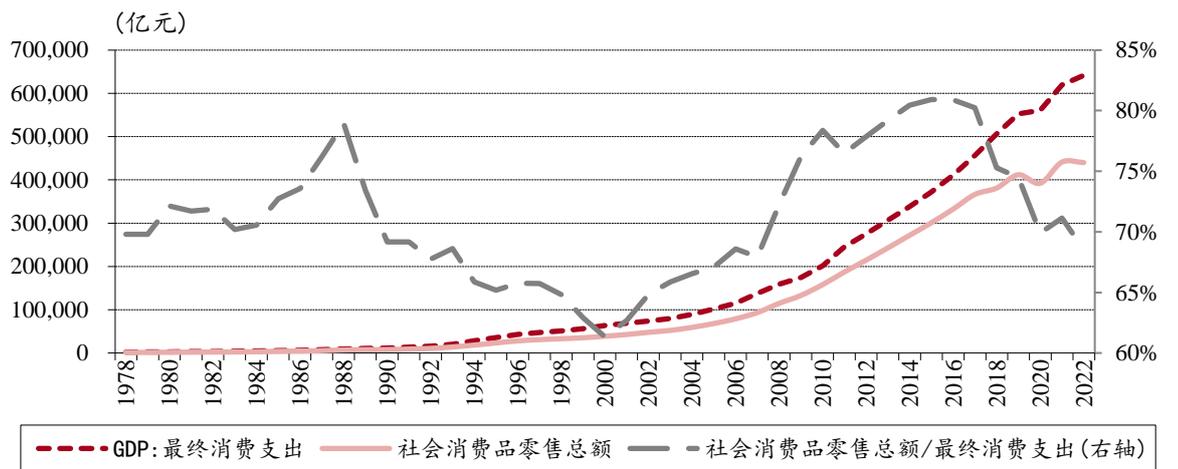
一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，但一季度社会消费品零售总额和固定资产投资均仅增长 4.5%，似乎从需求端难以解释 5.3% 的增速。

这里的困惑其实来源于对统计口径的误解。社会消费品零售总额和 GDP 核算的最终消费支出口径并不一致。社零中只包含商品零售和餐饮服务，餐饮以外的服务均不包含；2023 年起，统计局开始单独发布服务零售数据，弥补了社零不含餐饮服务的缺陷。此外，社零中也不包含自有住房等虚拟消费。从时间序列看，社零的总金额一直是低于支出法 GDP 核算中的最终消费支出的。

从统计局公布的数据看，一季度商品零售同比增长 4%，服务零售同比增长 10%。从 CPI 的权重大致可以得出，消费支出中消费品占比 1/3，服务占比 2/3。以此权重做一个简单估算，一季度消费支出增长大致是 6%。

从生产端看，一季度工业增加值同比增长 6.1%，服务业增加值同比增长 5%。综合起来，5.3% 的 GDP 增长不难解释。

图 1. 最终消费支出不等于社会消费品零售总额



资料来源：万得，中银证券

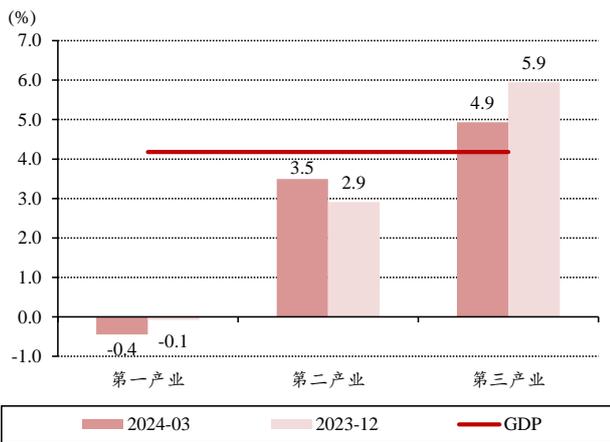
图表 2. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

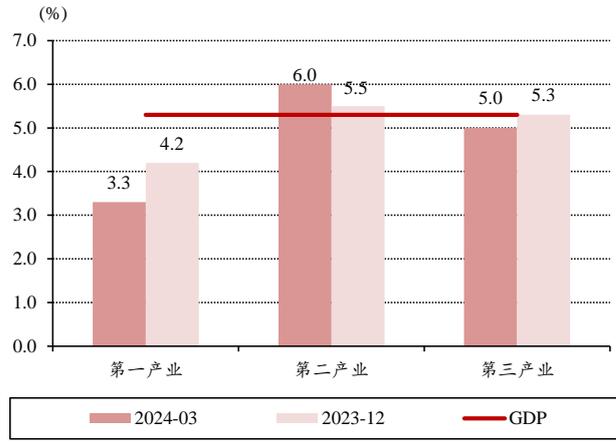
**GDP 延续 2023 年四季度增速特点。**一方面表现为名义 GDP 增速和实际 GDP 增速连续两个季度上升，另一方面表现为三产对名义 GDP 增速的拉动更强，二产对实际 GDP 增速的贡献更大。从现价看，一季度三产名义 GDP 同比增长 4.9%，虽然较 2023 年四季度的增速 5.9% 明显下滑，但是高于 GDP 整体表现，二产的名义 GDP 增速较 2023 年四季度上升 0.6 个百分点；从实际 GDP 增速看，二产增长 6.0%，较 2023 年四季度上升 0.5 个百分点，三产增速 5.0%，较 2023 年四季度下降 0.3 个百分点。2024 年一季度实际 GDP 同比增长 5.3% 中，一产贡献 0.13 个百分点，二产贡献 2.24 个百分点，三产贡献 2.93 个百分点；从贡献率看，一产贡献率 2.5%，二产贡献率 42.2%，三产贡献率 55.2%。与 2023 年全年、2023 年一季度、以及疫情前四年一季度平均水平相比，一季度实际 GDP 累计同比贡献率的结构特点都表现为二产占比上升三产占比下降。我们认为一季度经济增长取得较好的结果，主要原因在于以二产为代表的生产端表现强劲。

图表 3. 2024 年一季度三大产业现价 GDP 同比



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 一季度 GDP 不变价分产业同比

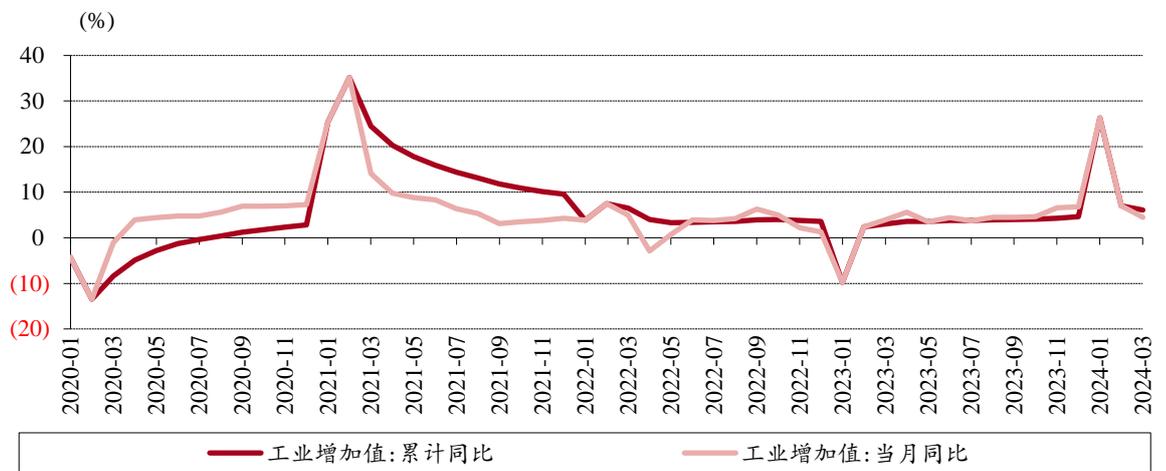


资料来源：万得，中银证券

### 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速较 1-2 月明显下降。**3 月工业增加值同比增长 4.5%，较 1-2 月下降 2.5 个百分点，较去年同期下降 1.1 个百分点，低于万得一致预期同比增速 5.3%。3 月工业增加值同比增速走低，一定程度上受到去年同期基数上行的影响，从 1-3 月累计同比增速 6.1% 看，工业增加值一季度整体表现不弱。

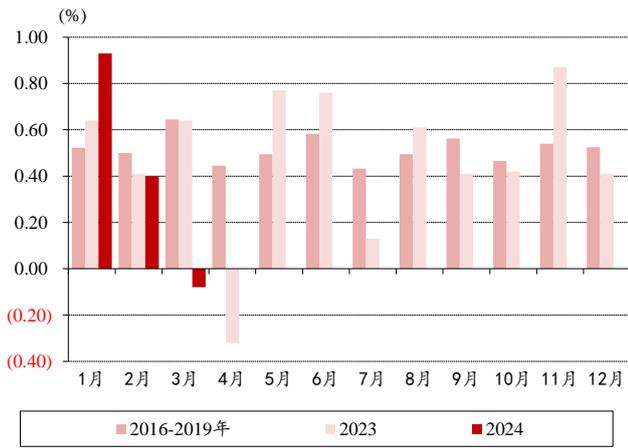
图表 5. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

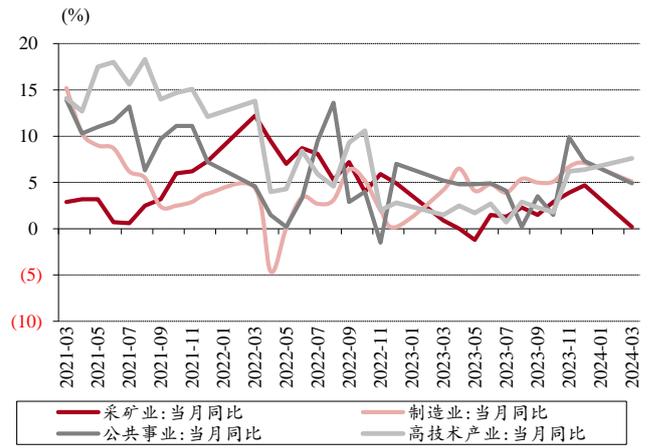
**3月工业增加值环比表现较好。**从环比增速来看，3月工业增加值环比下降0.08%，较2016年-2019年期间同期平均水平0.65%明显偏低。从行业分类来看，1-3月采矿业工业增加值累计同比增速1.6%，制造业累计同比增速6.7%，公用事业累计同比增速6.9%，高技术产业累计同比增速7.5%。根据统计局数据，从企业类型来看，1-3月私企工业增加值同比增长5.4%，国企工业增加值同比增长5.2%，股份制企业同比增长6.5%，外企同比上升4.8%。与1-2月相比，高技术产业工业增加值累计同比增速持平，其他分类工业增加值累计同比增速均有不同程度下行。3月工业增加值同比增速表现有所分化，高技术产业较1-2月增速上升，制造业、私企、外企、股份制企业工业增加值增速较去年同期增速有所上行，表现偏弱的是采矿业，我们认为主要是受年初以来PPI同比增速偏弱且持续低于预期的影响。

图表 6. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

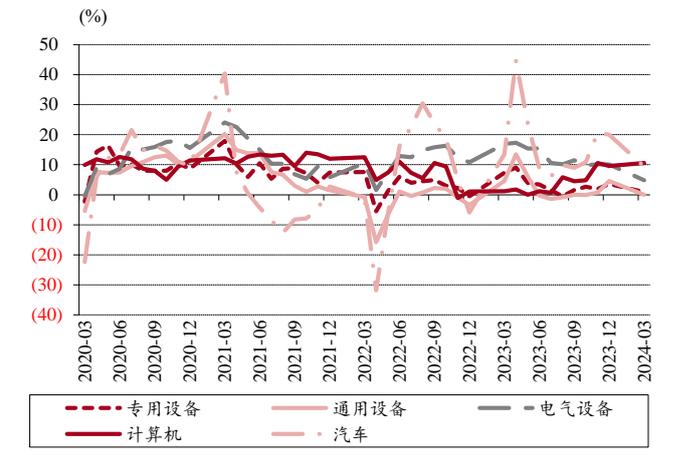
**3月下游行业工业增加值增速表现相对较好。**上游行业方面，1-3月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长9.6%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长1.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长6.6%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长12.0%，相较1-2月，只有黑色金属当月工业增加值增速上行1.2个百分点，相较去年同期，有色金属、化学原料和黑色金属一季度工业增加值累计同比增速都有上行。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2.4%，专用设备制造业增加值累计同比增长1.6%，汽车制造业增加值累计同比增长9.7%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长4.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长13.0%，中游行业工业增加值延续分化，3月计算机行业工业增加值增速在较高水平上继续上行，电力设备行业一季度工业增加值累计同比增速较1-2月小幅上行。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长6.4%，纺织业增加值累计同比增长4.9%，医药制造业增加值累计同比下降1.0%，下游行业当月工业增加值增速都有不同程度上升，其中医药行业工业增加值累计同比增速较1-2月明显回升。从3月工业增加值增速的边际变化看，下游行业的表现相对更好。

图表 8. 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 9. 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

### 社零增速受基数效应影响有所下降

**3月社零增速低于预期。**3月社零同比增长3.1%，较1-2月下降2.4个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.9%，较1-2月下降1.3个百分点，服务消费累计同比增长10.0%，较1-2月下降2.3个百分点。3月社零增速下降，受基数效应影响较大，从环比增速看，基数效应在4月仍将对社零产生明显扰动。

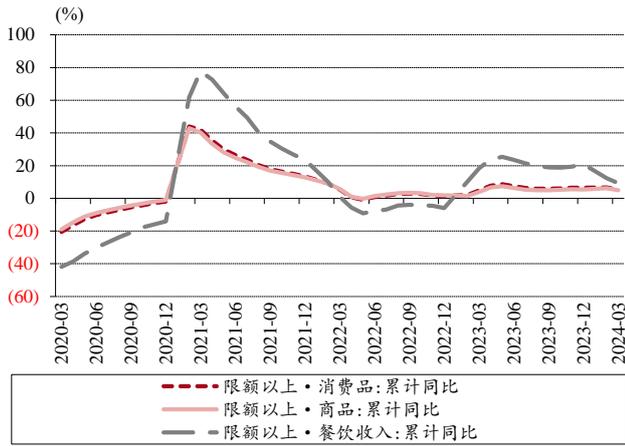
图表 10. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

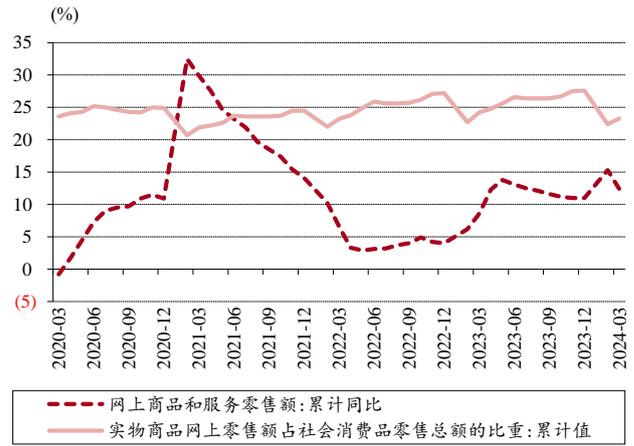
**服务消费维持高增。**根据统计局数据，1-3月餐饮消费同比增长10.8%，较1-2月下降1.7个百分点，限额以上餐饮消费同比增长9.2%，较1-2月下降3.2个百分点；1-3月商品消费同比增速4.0%，较1-2月下降0.6个百分点，限额以上商品消费累计同比增速4.9%，较1-2月下降1.3个百分点。1-3月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长5.2%，餐饮和服务拉动消费的特征延续。1-3月网上零售额占比为27.5%，较1-2月上升1.0个百分点，但较去年同期下降1.1个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为12.4%，增速较1-2月下降2.9个百分点。3月消费呈现出春节假期结束后整体回落的特点，同时再次表现出限额以上消费增速低于社零整体增速的特点。

图表 11. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

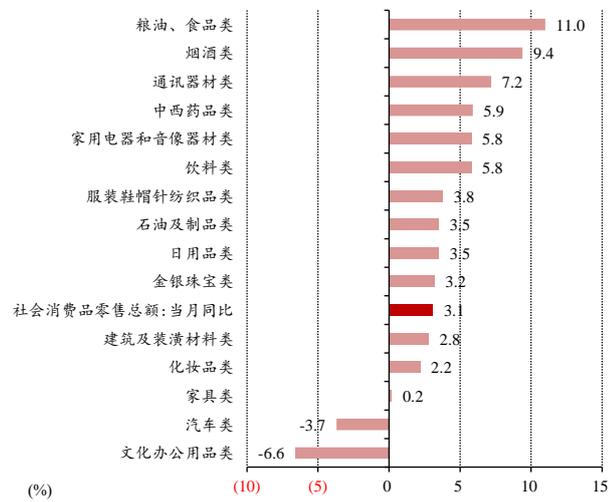
图表 12. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

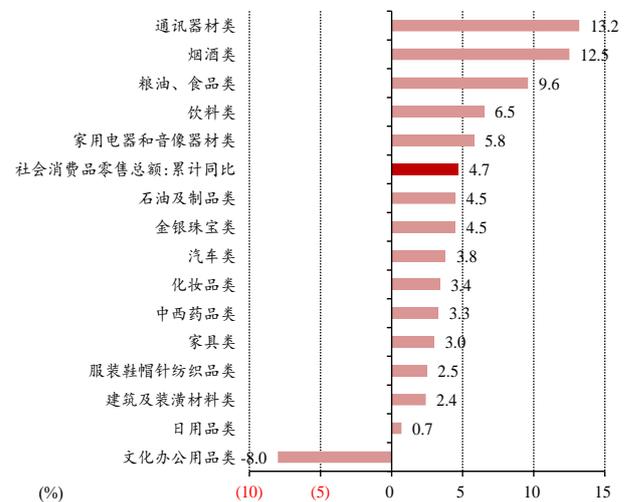
**关注政策影响下家电消费与房地产后周期消费的分化。**从同比增速来看, 3月限额以上企业商品零售总额增速2.6%, 同比增速较高的细分行业包括粮油食品、烟酒和通讯器材等, 同比增速下降的是文化办公用品和汽车。与1-2月相比, 增速上升较多的有日用品、中西药品和文化办公用品等, 增速下降较多的有汽车、通讯器材和家具等。与1-2月相比, 1-3月累计同比增速较高的细分行业包括通讯器材、烟酒和粮油食品等, 累计同比增速下降的是文化办公用品, 累计同比增速较1-2月上升较多的是日用品和中西药品, 增速下降较多的是汽车、通讯器材和家具等。3月房地产后周期消费中, 家用电器的消费增速和增速变化, 都明显好于家具和建筑装潢, 可能是受到消费品以旧换新政策影响。

图表 13. 各品类社零当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 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

**固投增速延续上行。**1-3月固定资产投资增速为4.5%, 较1-2月上升0.3个百分点, 1-3月民间固定资产投资增速0.5%, 较1-2月上升0.1个百分点。从分行业累计同比增速变化看, 制造业增速上升0.5个百分点, 基建增速上升0.2个百分点, 房地产增速下降0.5个百分点。

图表 15. 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

**1-3月制造业和基建投资增速坚挺、房地产投资拖累的格局延续。**分类别看, 制造业投资1-3月累计同比增长9.9%, 基建投资累计同比增长6.5%, 地产投资累计同比下降9.5%。根据统计局数据, 从产业分类来看, 第一产业累计同比增长1.0%, 第二产业累计同比增长13.4%, 第三产业累计同比增长0.8%; 从地区来看, 东部累计同比增长5.7%, 中部增长4.1%, 西部增长1.4%, 东北增长9.6%; 从企业类型来看, 内资企业累计同比增长4.4%, 国企同比增长7.8%, 外资企业下降10.4%。从计算当月同比增速看, 3月制造业固投增长10.3%, 较1-2月上升0.9个百分点, 基建固投增长6.6%, 较1-2月上升0.3个百分点, 房地产固投增速下降16.8%, 较1-2月下降3.4个百分点。展望后续, 制造业在国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》和5000亿元科技创新和技术改造再贷款支持下, 有望保持同比较高增速, 基建投资在2023年结转5000亿元增发的特别国债和2024年新发的1万亿元超长期特别国债支持下, 有望维持增速平稳。

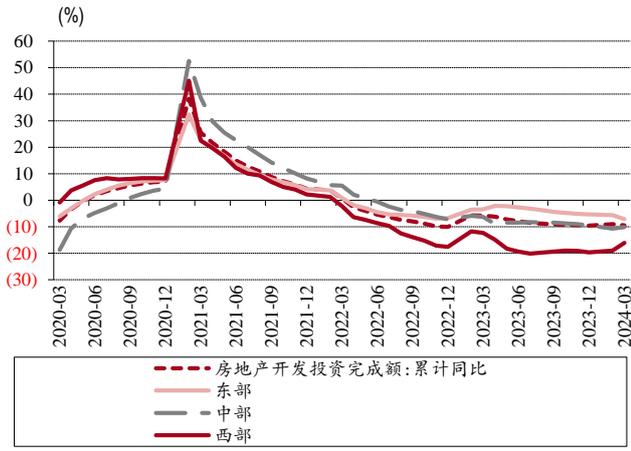
图表 16. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

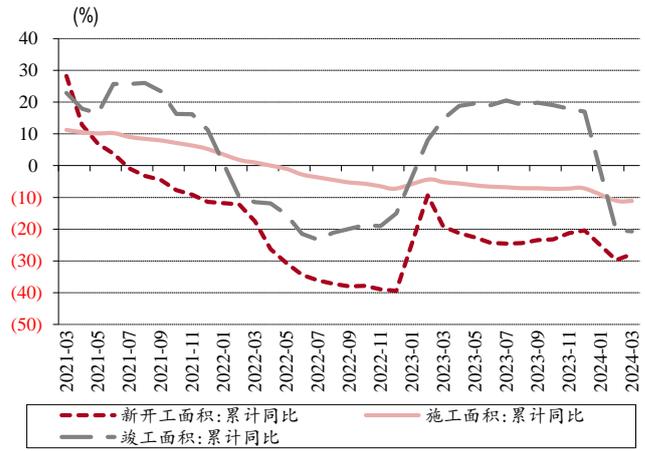
**1-3月房地产固定资产投资增速继续下滑。**1-3月房地产投资累计同比增速下降9.5%, 比1-2月下降0.5个百分点。其中东部地区累计同比下降7.1%、中部地区累计同比下降10.1%、西部地区累计同比下降16.1%。根据统计局数据, 从房地产分类来看, 住宅投资增速下降10.5%, 办公楼投资增速下降0.4%, 商业地产投资增速下降10.5%。1-3月房地产新开工面积累计同比下降27.8%, 施工面积同比下降11.1%, 竣工面积同比下降20.7%。1-3月房地产投资数据整体仍没有企稳迹象, 较1-2月出现边际好转的仅有办公楼投资增速上升2.8个百分点和新开工面积同比增速上升1.9个百分点, 另外施工面积较1-2月小幅下降0.1个百分点, 或表明在前期房地产融资白名单等政策的影响下, 2024年保交楼整体有保障。

图表 17. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

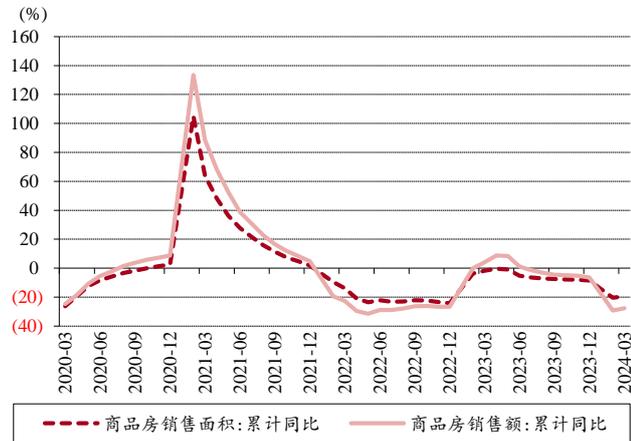
图表 18. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

**关注房价和房地产销售变化情况。**1-3月商品房销售面积同比下降19.4%，商品房销售额累计同比下降27.6%。1-3月商品房待售面积同比增长15.6%，其中住宅面积同比增长23.9%，办公楼同比增长11.1%，商业地产同比增长1.5%。从房地产投资资金来源看，1-3月国内贷款占比17.7%，较1-2月下降1.7个百分点，个人按揭贷款占比14.2%，较1-2月上升0.5个百分点，定金预收款占比28.9%，较1-2月上升0.4个百分点，自筹资金占比33.8%，较1-2月上升0.6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26.0%，其中国内贷款资金来源增速下降9.1%，定金和预收款增速下降37.5%，按揭贷款资金来源增速下降41.0%。整体来看，来自银行的贷款资金增速上行且占比较去年同期明显上升，但商品房销售资金仍未见明显好转，定金预收和按揭贷款同比仍持续下降，这与3月居民中长期贷款表现偏弱可以互相印证。

图表 19. 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 20. 房地产行业各渠道资金来源增速

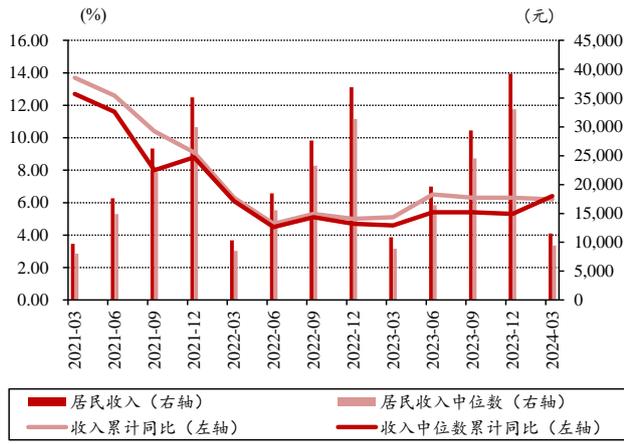


资料来源：万得，中银证券

## 一季度居民消费增速较高

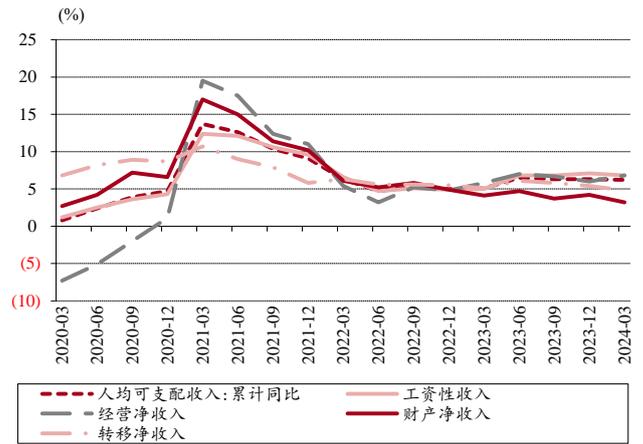
**一季度居民收入同比增长 6.2%，实际收入同比增长 6.2%。**一季度全国居民人均可支配收入 11539 元，同比增长 6.2%，较 2023 年小幅下降 0.1 个百分点，其中，城镇居民人均可支配收入增长 5.3%，农村居民人均可支配收入增长 7.6%；剔除价格因素，一季度居民收入实际增速 6.2%，其中城镇居民实际收入增速 5.3%，农村居民实际收入增速 7.7%。从居民收入来源来看，一季度工资性收入累计同比增速 6.8%，经营净收入增速 6.8%，财产净收入累计同比增速 3.2%，转移净收入增速 4.8%；从结构来看，工资性收入占比 57.1%，较 2023 年上升 0.8 个百分点，经营净收入占比上升 0.3 个百分点，财产净收入占比持平，转移净收入占比下降 1.1 个百分点。一季度居民工资性收入增速较高、占比上升，一定程度上解释了居民消费增速较强的原因，同时或也表明 2024 年居民就业形势有望较 2023 年边际好转。

图表 21. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

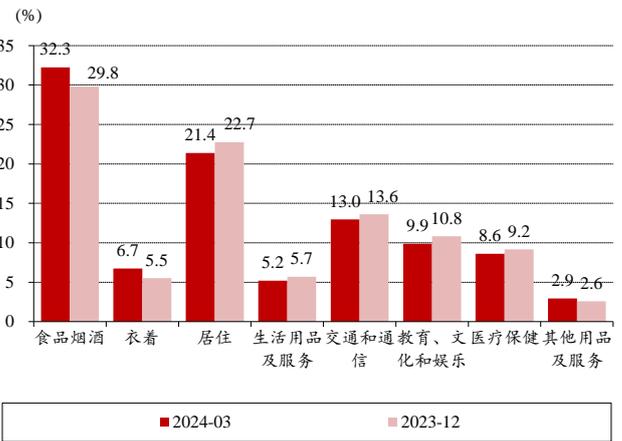
一季度居民居住消费占比下降，对其他消费品类产生较明显的外溢性影响。一季度居民人均消费支出 7299 元，累计同比增长 8.3%，扣除价格因素，实际增速增长 8.3%，与 2023 年相比，一季度居民消费增速下降 0.7 个百分点，但较 2023 年同期增速上升 4.3 个百分点。一季度相较 2023 年，居民消费支出结构中占比上升幅度较大的是食品烟酒（占比上升 2.5 个百分点）、衣着（占比上升 1.2）和其他用品及服务（占比上升 0.3 个百分点），与 2023 年同期相比，占比上升较多的是食品烟酒（占比上升 0.7 个百分点）、交通通信（占比上升 0.7 个百分点）和教育文化娱乐（占比上升 0.4 个百分点），占比下降较多的是居住和医疗保健，分别下降了 1.8 个百分点和 0.4 个百分点。一季度居民消费结构转换的特点更加鲜明，一方面居住消费的占比已经回落到 21.4%，与一季度历史数据相比，已经回落至 2018 年水平，另一方面，受居住和生活用品及服务消费占比下降影响，食品烟酒、交通通信、教育文化娱乐、其他用品及服务 and 衣着，都有不同程度的消费占比上升。

图表 23. 居民支出增速累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 居民消费累计支出分类占比



资料来源：万得，中银证券

### 结论：稳增长成绩来之不易

**一季度 GDP 增速超预期，3 月经济数据低于预期。**一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，从需求端难以解释的主要原因，是一季度社会消费品零售总额和固定资产投资均仅增长 4.5%，但从生产端看，一季度工业增加值同比增长 6.1%，服务业增加值同比增长 5%。综合起来，5.3% 的 GDP 增长不难解释。从 3 月数据看，工业增加值当月同比增速和社零当月同比增速均较 1-2 月下降且低于市场预期，增速上行且略超市场预期的是固投增速。从分项来看，3 月经济数据的逻辑与此前差异不大，制造业投资、基建投资和居民消费是拉动经济增长的主要动力，房地产产业链在投资和销售方面目前仍未见底迹象。此外一季度居民收入增长 6.2%，支出增长 8.3%，均较去年同期显著好转，且有两点值得关注：一是居民工资性收入增速和占比均较去年同期上升，或表明居民就业形势或有一定改善，二是居民消费支出结构中，居住占比明显回落，可能对其他消费产生了一定外溢性影响。

**仍需宏观政策稳定增长成果。**从一季度数据表现看，经济的亮点和风险点都比较明显：一方面，年内制造业在国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》和 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款支持下，有望保持同比较高增速，基建投资在 2023 年结转 5000 亿元增发的特别国债和 2024 年新发的 1 万亿元超长期特别国债支持下，有望维持增速平稳，一季度全国城镇调查失业率较去年同期下降 0.3 个百分点，或支持居民消费增速平稳释放；但另一方面，房地产产业链走势仍有不确定性，持续影响房地产固定资产投资和居民中长期贷款需求，年初以来工业品价格同比增速偏弱，可能影响工业企业利润率修复，出口同比增速波动较大，企业融资需求偏弱等问题也都依然存在。我们认为一季度稳增长成绩来之不易，但国内当前最大的问题仍是内需不足，短期到中期需要关注三方面问题：一是政府债发行的节奏和规模，二是 PPI 同比增速上行趋势和工业企业利润率有效修复，三是海外以美联储和日央行为代表的高利率环境对全球宏观经济预期的影响。

**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予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。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