

6月和二季度经济数据点评

内需偏弱是经济的短板

二季度二产的拉动较大，但 GDP 增速低于预期，居民消费边际倾向不弱，但内需整体不强；6月延续生产强于需求的走势，房地产累计投资增速企稳。

- 二季度实际 GDP 同比增长 4.7%，名义 GDP 同比增长 4.0%。2024 年上半年实际 GDP 同比增速 5.0% 中，一产贡献 0.18 个百分点，二产贡献 2.23 个百分点，三产贡献 2.60 个百分点；整体来看，上半年经济维持生产好于需求，二产好于三产的特点。
- 6 月工业增加值同比增长 5.3%，环比较 5 月明显上升。从行业分类来看，1-6 月采矿业工业增加值累计同比增速 2.4%，制造业累计同比增速 6.5%，公用事业累计同比增速 6.0%，高技术产业累计同比增速 8.7%。
- 6 月社零同比增长 2.0%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.0%，服务消费累计同比增长 7.5%。必需品消费增速较高，房地产后期消费仍显疲弱。
- 1-6 月固定资产投资增速为 3.9%，民间固定资产投资增速 0.1%。分类别看，制造业投资 1-6 月累计同比增长 9.5%，基建投资累计同比增长 5.4%，地产投资累计同比下降 10.1%。
- 1-6 月商品房销售面积同比下降 19.0%，商品房销售额累计同比下降 25.0%，增速较 1-5 月明显上行。房地产固投资资金来源增速连续三个月小幅上升，从当月情况看，销售回款和自筹资金的占比和增速改善幅度更明显。
- 2024 年上半年全国居民人均可支配收入同比增长 5.4%，人均消费支出同比增长 6.7%。
- 二季度经济整体延续生产端强于需求端。二季度实际 GDP 同比增速低于市场预期，同时上半年实际 GDP 累计同比增速 5.0%，也将实现全年经济增速目标和稳增长的压力给到了下半年。从三次产业看，二季度无论名义 GDP 还是实际 GDP 增速，都是二产强于三产，从月度数据来看，二季度社零增速持续低于市场预期，工业增加值增速略好于市场预期，出口增速持续强于市场预期，都表明生产强于需求，外需强于内需的格局延续。从 6 月经济数据看，制造业投资和工业增加值都维持较高的同比增速，受气候因素影响，基建投资增速出现单月波动，但政府债券发行量较好一定程度上为后续基建投资稳增长提供了资金保障，6 月数据中值得关注的变化有两个，一是房地产投资累计同比增速较 1-5 月持平，同时住宅投资累计同比增速较 1-5 月小幅上升，二是即便有电商促销的价格因素利好，6 月社零环比仍落入负增长区间。
- 房地产接棒内需仍需关注。虽然截至二季度，我国外需强于内需的趋势依然在，但随着欧盟 7 月 5 日起正式落地对我国的纯电动汽车加征关税，以及美国对我国加征的部分关税 8 月 1 日起生效，外部环境的复杂性严峻性不确定性明显上升，对外需前景造成不确定性影响，稳增长需要从补齐内需疲弱的短板入手。7 月的两场重要会议可能从短期和中长期角度，对经济稳增长工作做出部署：一是二十届三中全会，市场目前关注度最高的是以消费税为代表的直接税改革，和央地财政的财权和事权再划分，二是 7 月政治局会议，是否会就稳增长进一步加码。从目前的情况看，2023 年下半年经济增长基数相对偏高，要实现 2024 年全年增长 5.0% 的增速目标，或需要积极的财政政策进一步加大支出力度，以及稳健的货币政策防范化解货币供应量同比增速快速下行可能造成的潜在风险。
- **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

《中银量化大类资产周报》20240714
 《宏观和大类资产配置周报》20240714
 《美国“流动性退潮”开始兑现》20240714

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 同比增速低于预期

二季度实际 GDP 同比增长 4.7%，名义 GDP 同比增长 4.0%。二季度 GDP 实际同比增速 4.7%，较一季度下降 0.6 个百分点，二季度名义同比增速 4.0%，较一季度下降 0.2 个百分点。二季度平减指数同比下降 0.6%，较一季度上升 0.7 个百分点。上半年实际 GDP 同比增长 5.0%，平减指数累计同比下降 0.9%。2024 年二季度实际 GDP 同比增长 4.7%，低于市场一致预期的 5.1%，上半年实际 GDP 累计同比增速 5.0%，持平于 2024 年经济增速目标，意味着下半年稳增长压力可能有所加大。

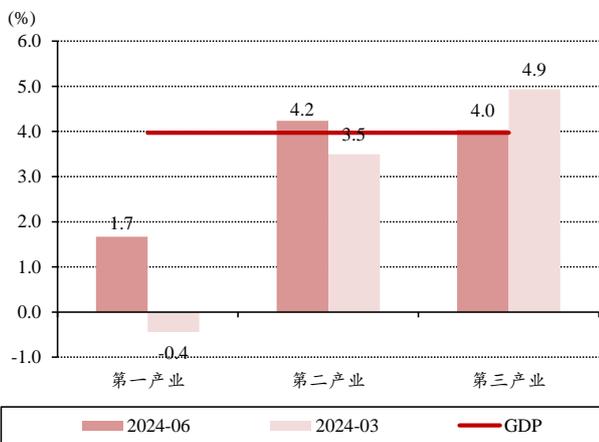
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

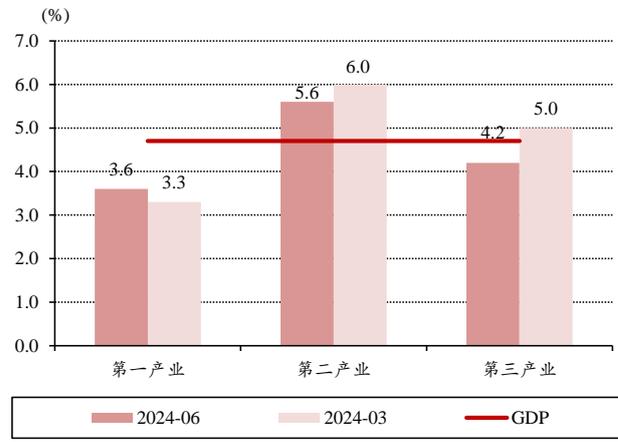
二产对 GDP 的拉动最为明显。2023 年二季度经济数据表现偏弱，因此市场预期 2024 年二季度经济数据或在基数效应影响下，支撑上半年 GDP 增速处于相对偏高水平，进而一定程度上缓解下半年经济增长压力，但二季度当中固投和社零的表现持续偏弱，从结果看，名义 GDP 和实际 GDP 增速均较一季度有所下行：从现价看，仅有二产名义 GDP 增速 4.2% 高于整体，三产名义 GDP 增速 4.0% 持平于经济整体增速；从实际 GDP 增速看，二产同比增速 5.6% 高于实际 GDP 整体增速，三产实际同比增速 4.2% 不仅低于经济整体增速，且较一季度增速下行 0.8 个百分点，回落幅度较大。2024 年上半年实际 GDP 同比增速 5.0% 中，一产贡献 0.18 个百分点，二产贡献 2.23 个百分点，三产贡献 2.60 个百分点；从贡献率看，一产贡献率 3.6%，二产贡献率 44.5%，三产贡献率 51.9%。整体来看，上半年经济维持生产好于需求，二产好于三产的特点。

图表 2. 2024 年二季度三大产业现价 GDP 同比



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

6月工业增加值同比增速好于预期

6月工业增加值同比增速较5月继续下降。6月工业增加值同比增长5.3%，较5月下降0.3个百分点，较去年同期上升1.6个百分点，高于万得一致预期同比增速5.0%。6月工业增加值同比增速下降，一定程度上受去年同期基数略高的影响，但从PMI生产指数仍在荣枯线上方来看，国内生产端表现较好的趋势依然延续。

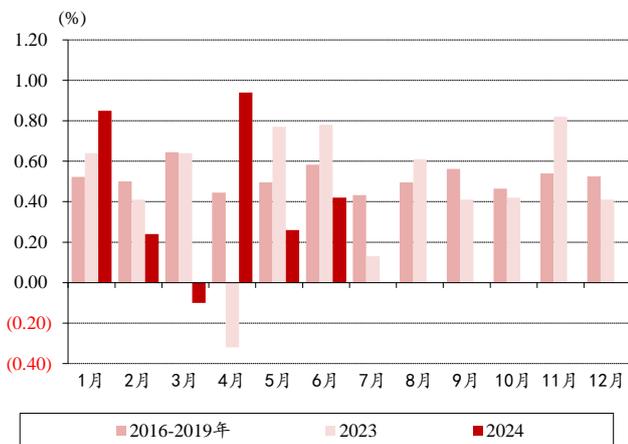
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

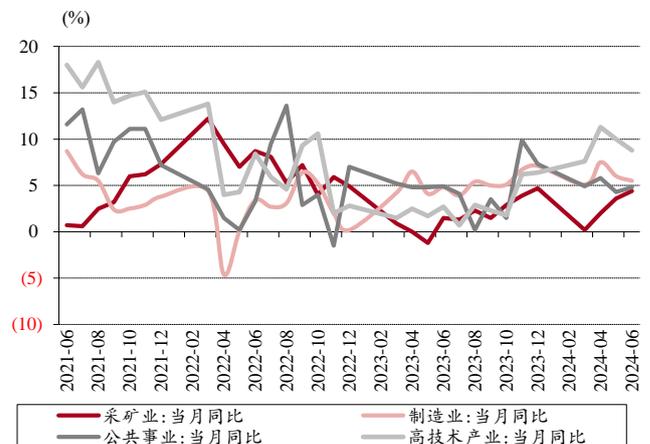
6月工业增加值环比较5月明显上升。从环比增速来看，6月工业增加值环比增长0.42%，较2016年-2019年同期平均环比增速水平0.58%偏低，但较5月的0.26%明显上升。从行业分类来看，1-6月采矿业工业增加值累计同比增速2.4%，制造业累计同比增速6.5%，公用事业累计同比增速6.0%，高技术产业累计同比增速8.7%。根据统计局数据，从企业类型来看，1-6月私企工业增加值同比增长5.7%，国企工业增加值同比增长4.6%，股份制企业同比增长6.5%，外企同比增长4.3%。与1-5月相比，采矿业工业增加值累计同比明显上升，高技术产业和私企工业增加值累计同比持平，国企、公共事业、制造业和股份制企业工业增加值累计同比增速有所下降。6月工业增加值当月同比增速较5月有所分化，采矿业、公共事业、外企当月增速上行，但高技术产业、制造业、国企、股份制企业和私企的增加值有不同程度下行。6月生产端工业增加值表现好于万得一致预期，或仍受外需带动明显，但同时也应该看到PPI同比增速上行、全国气候条件波动较大等因素对生产端造成的影响和扰动或在未来几个月持续。

图表 5. 工业增加值环比增速



资料来源: 万得, 中银证券

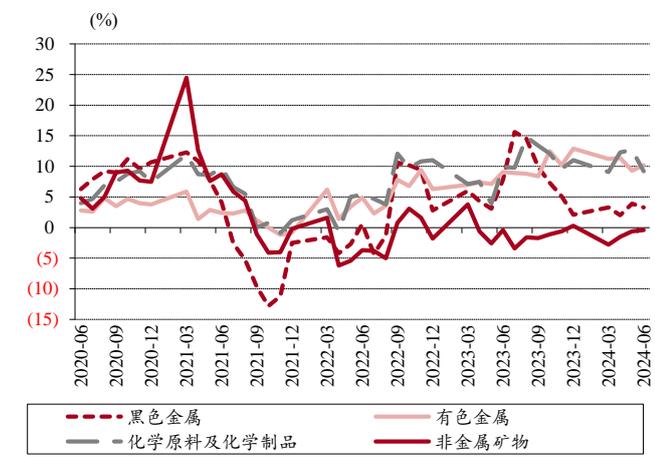
图表 6. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

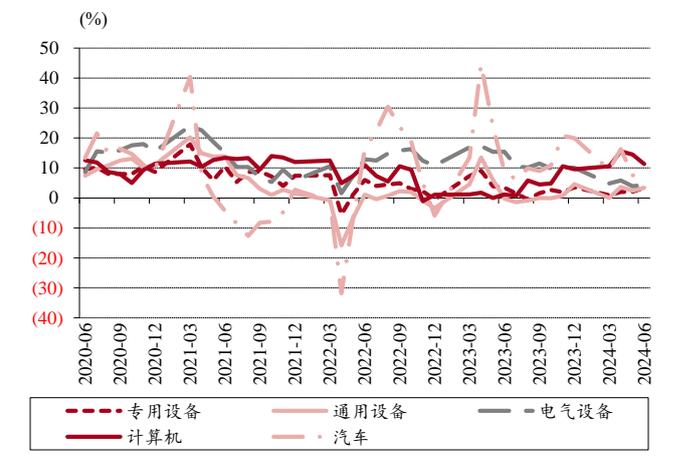
根据统计局数据，上半年，41个工业大类行业中，39个行业增加值同比增长，增长面为95.1%；在统计的619种主要工业产品中，415种产品产量同比增长，增长面为67.0%。上游行业方面，1-6月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长10.5%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长0.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长4.8%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长11.1%，从当月增速看，6月有色金属和非金属矿物行业工业增加值同比增速较5月上行。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2.8%，专用设备制造业增加值累计同比增长2.1%，汽车制造业增加值累计同比增长9.8%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长4.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长13.3%，中游行业工业增加值累计同比增长较1-5月上升的是专用设备和通用设备，当月同比增速较5月上行的有专用设备、通用设备和电气设备。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长5.4%，纺织业增加值累计同比增长5.3%，医药制造业增加值累计同比上升2.0%，下游行业当月工业增加值增速仅纺织行业较5月小幅下降。整体来看，6月中游行业和下游行业工业增加值同比增速表现较好。

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

社零增速继续走低

6月社零增速走低且低于预期。6月社零同比增长2.0%，较5月下降1.7个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.0%，较5月下降1.7个百分点，服务消费累计同比增长7.5%，较1-5月下降0.4个百分点。2013年以来6月社零环比首次落入负增长区间，虽然服务消费当月同比增速较5月小幅上行，同时存在电商促销CPI环比下降的情况，但内需整体仍表现疲弱。

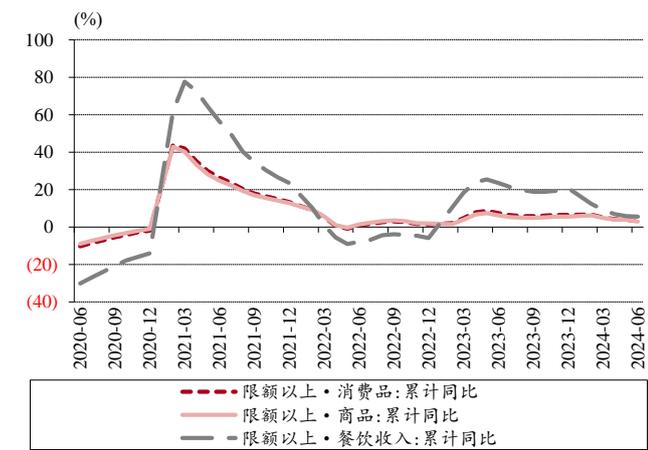
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

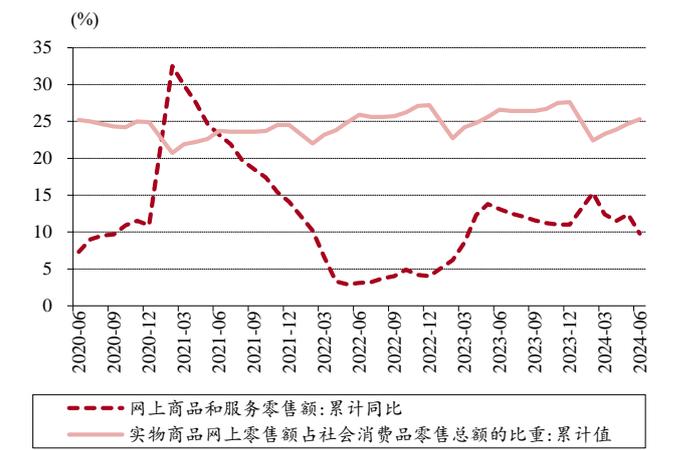
服务消费增速连续两个月上行。根据统计局数据，1-6月餐饮消费同比增长7.9%，较1-5月下降0.5个百分点，限额以上餐饮消费累计同比增长5.6%，较1-5月下降0.3个百分点；1-6月商品消费同比增长3.2%，较1-5月下降0.3个百分点，限额以上商品消费累计同比增速2.9%，较1-5月下降1.0个百分点。1-6月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长3.1%，餐饮和服务拉动消费的特征延续，同时服务消费增速回落的趋势也没有改变，商品消费增速快速下滑，其中限额以上商品消费当月同比下降1.0%。1-6月网上零售额占比为30.1%，较1-5月上升0.5个百分点，较去年同期下降1.4个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为9.8%，增速较1-5月下降2.6个百分点。6月CPI同比增长0.2%，环比下降0.2%，消费品价格整体表现相对平稳，但社零同比增速出现较明显下滑，关注居民消费篮子的价格出现结构性下降情况。

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

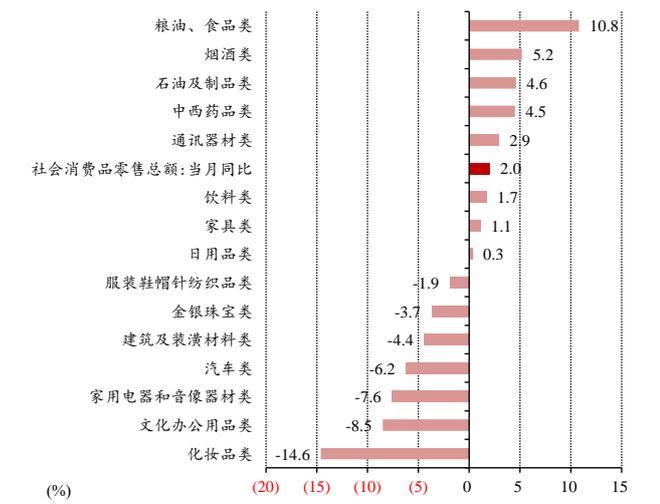
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

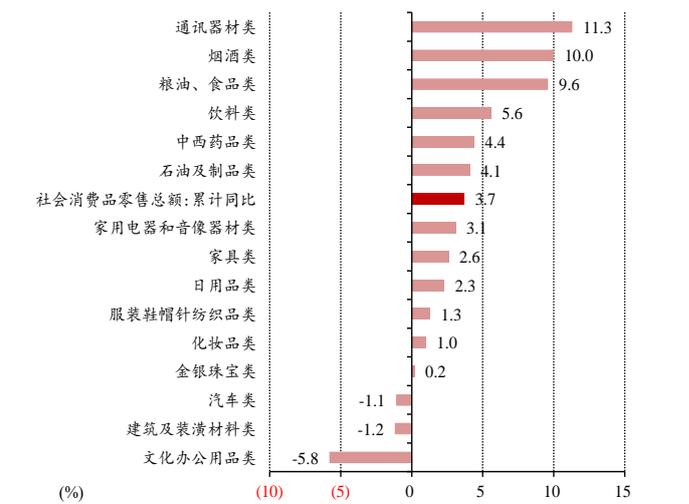
必需品消费增速较高，房地产后周期消费仍显疲弱。从同比增速来看，6月限额以上企业商品零售总额增速下降1.0%，同比增速较高的细分行业包括粮油食品、烟酒和石油制品等，同比增速下降幅度较大的是化妆品、文化办公用品和家用电器等。与5月相比，增速上升的仅有金银珠宝、粮油食品、中西药品和建筑装潢，增速下降较多的有化妆品、家用电器和通讯器材等。与1-5月相比，1-6月累计同比增速较高的细分行业包括通讯器材、烟酒和粮油食品等，累计同比增速下降的是文化办公用品、建筑装潢和汽车；累计同比增速较1-5月上升的仅有粮油食品和石油制品，增速下降较多的是化妆品、家用电器、通讯器材和汽车等。6月限额以上消费品社零增速整体偏弱，其中弹性消费品消费增速偏低，必需消费品消费增速相对较高，以汽车为代表的消费品，消费增速受价格影响较大，房地产后周期的家电和家具6月当月消费增速仍较5月下降，建筑装潢累计消费增速仍较1-5月下降。

图表 12. 2024 年 6 月各品类社零当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 2024 年 6 月各品类社零累计同比增速

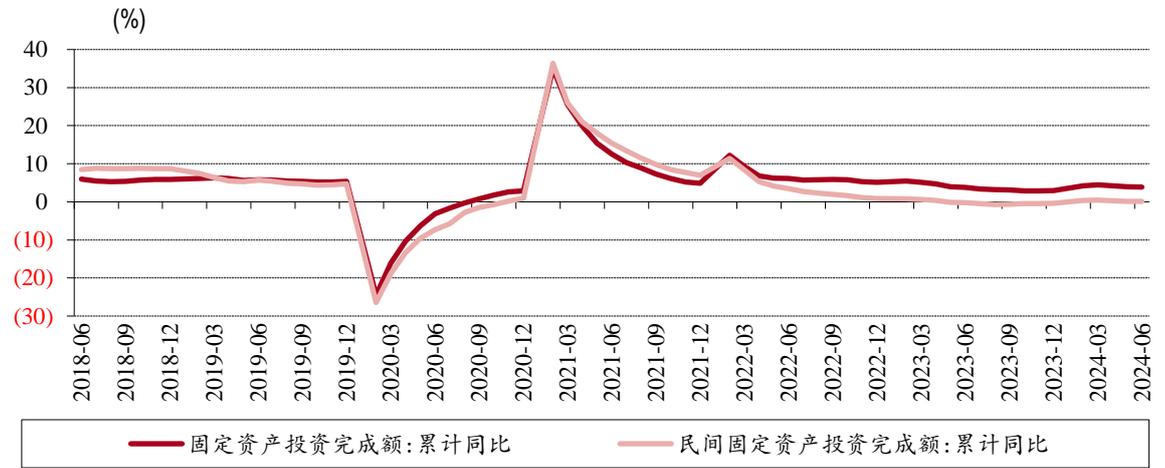


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速表现相对平稳

固投增速回落幅度继续收窄, 房地产固投累计同比增速企稳。1-6 月固定资产投资增速为 3.9%, 较 1-5 月下降 0.1 个百分点, 1-6 月民间固定资产投资增速 0.1%, 较 1-5 月持平。从分行业累计同比增速较 1-5 月变化看, 制造业增速下降 0.1 个百分点, 基建增速下降 0.3 个百分点, 房地产增速较 1-5 月持平。

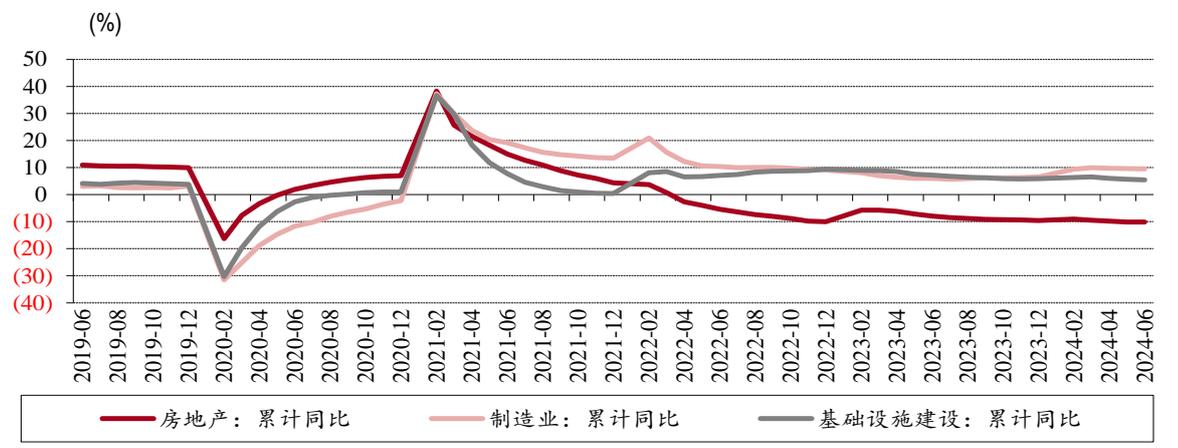
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

基建和制造业投资增速延续回落，房地产投资累计同比增速企稳。分类别看，制造业投资1-6月累计同比增长9.5%，基建投资累计同比增长5.4%，地产投资累计同比下降10.1%。根据统计局数据，从产业分类来看，第一产业累计同比增长3.1%，第二产业累计同比增长12.6%，第三产业累计同比增速下降0.2%；从地区来看，东部累计同比增长3.8%，中部增长4.0%，西部增长1.0%，东北增长3.4%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长3.8%，国企同比增长6.8%，外资企业下降15.8%。从计算当月同比增速看，6月制造业固投增长9.3%，较5月下降0.1个百分点，基建固投增长4.6%，较5月下降0.3个百分点，房地产固投增速下降7.4%，较5月下降2.7个百分点。6月制造业固定资产投资增速仍在较高水平，基建投资增速较5月小幅下滑，但从政府债券发行量环比上升来看，或主要是受到全国范围内气候异常情况拖累，基建投资后续仍有望走稳，值得关注的是房地产投资增速波动，从累计同比看，1-6月较1-5月持平，为2021年3月以来，除了2023年2月和2024年2月，首次累计同比增速持平，从当月同比增速来看，为房地产当月投资增速此前两个月连续回升后再度回落。我们认为6月气候因素对基建投资和房地产投资的影响较大，后续重点关注房地产投资当月增速波动的情况。

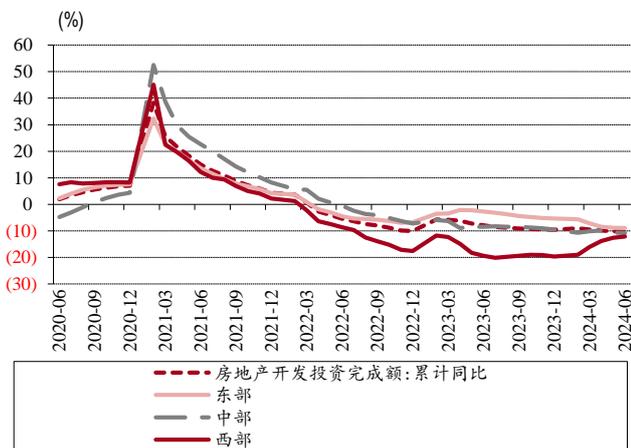
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

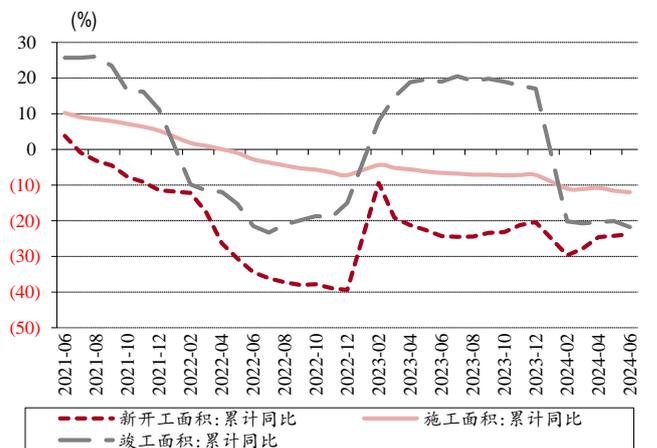
1-6月住宅投资累计同比增速较1-5月小幅上行。1-6月房地产投资累计同比增速下降10.1%，较1-5月持平。其中东部地区累计同比下降8.9%、中部地区累计同比下降10.8%、西部地区累计同比下降12.1%。根据统计局数据，从房地产分类来看，住宅投资增速下降10.4%，办公楼投资增速下降5.6%，商业地产投资增速下降13.2%。1-6月房地产新开工面积累计同比下降23.7%，施工面积同比下降12.0%，竣工面积同比下降21.8%。1-6月房地产累计投资数据较1-5月出现好转的主要是新开工和住宅投资。

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

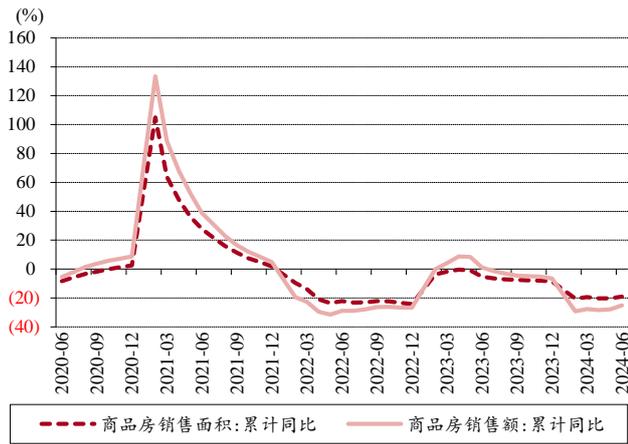
图表 17. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

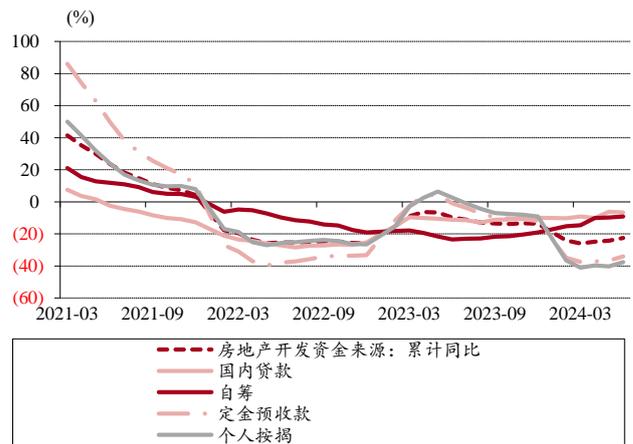
商品房销售额和销售面积累计同比增速较 1-5 月明显上行。1-6 月商品房销售面积同比下降 19.0%，商品房销售额累计同比下降 25.0%。1-6 月商品房待售面积同比增长 15.2%，其中住宅面积同比增长 23.5%，办公楼同比增长 9.6%，商业地产同比增长 2.0%。从房地产投资资金来源看，1-6 月国内贷款占比 15.3%，较 1-5 月下降 0.7 个百分点，个人按揭贷款占比 14.5%，较 1-5 月持平，定金预收款占比 29.9%，较 1-5 月上升 0.3 个百分点，自筹资金占比 35.2%，较 1-5 月上升 0.4 个百分点。从增速看，1-6 月房地产开发资金来源累计同比增速下降 22.6%，其中国内贷款资金来源增速下降 6.6%，定金和预收款增速下降 34.1%，按揭贷款资金来源增速下降 37.7%。房地产固投资资金来源增速连续三个月小幅上升，从当月情况看，销售回款和自筹资金的占比和增速改善幅度更明显。

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

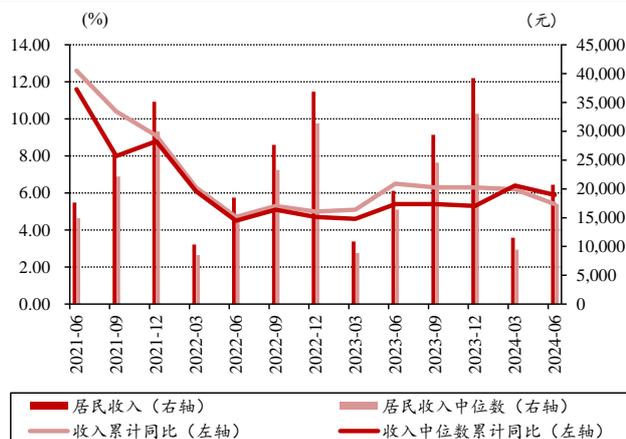


资料来源：万得，中银证券

二季度居民收入和支出增速都较一季度下降

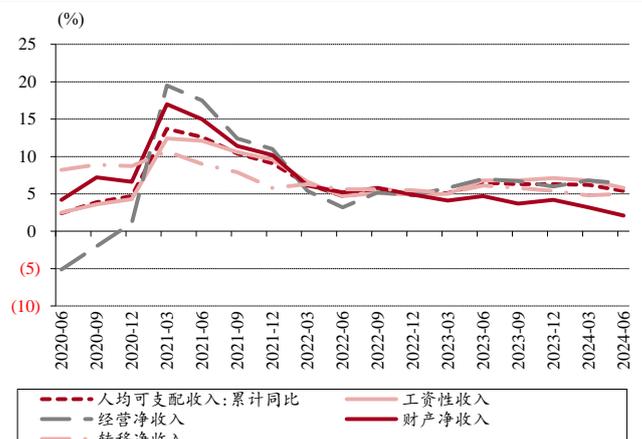
2024 年上半年居民收入同比增长 5.4%，实际收入同比增长 5.3%。2024 年上半年全国居民人均可支配收入 20733 元，同比增长 5.4%，较一季度下降 0.8 个百分点，其中，城镇居民人均可支配收入增长 4.6%，农村居民人均可支配收入增长 6.8%；剔除价格因素，2024 年上半年居民收入实际增速 5.3%，其中城镇居民实际收入增速 4.5%，农村居民实际收入增速 6.6%。从居民收入来源来看，2024 年上半年工资性收入累计同比增速 5.8%，经营净收入增速 6.4%，财产净收入累计同比增速 2.1%，转移净收入增速 5.0%；从结构来看，工资性收入占比 57.6%，较一季度上升 0.6 个百分点，经营净收入占比下降 1.4 个百分点，财产净收入占比基本持平，转移净收入占比上升 0.8 个百分点。整体来看，初次分配收入分化，经营净收入增速相对较高但占比下降，工资性收入占比上升，再分配占比和增速都持续上升。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

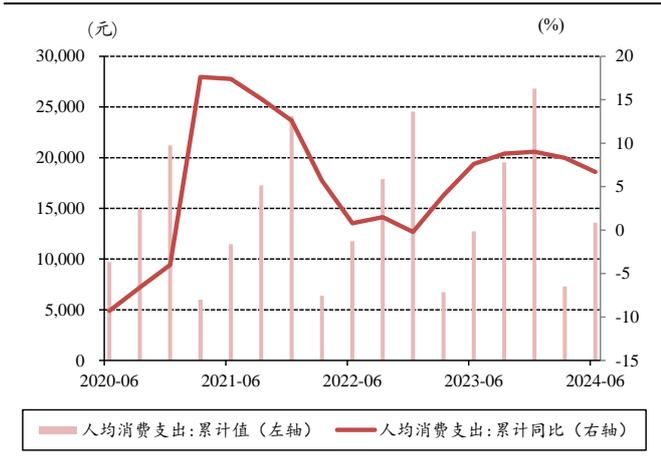
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

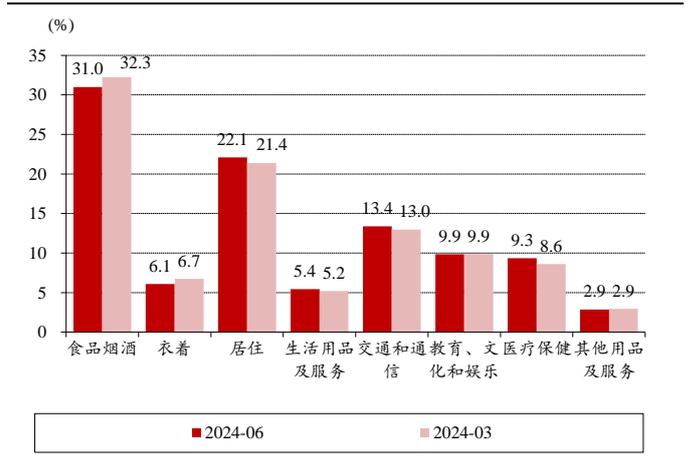
2024 年上半年居民消费的边际倾向不弱。2024 年上半年居民人均消费支出 13601 元，累计同比增长 6.7%，扣除价格因素，实际增速增长 6.7%，与一季度相比，居民消费增速下降 1.6 个百分点，但整体增速水平仍较高。上半年相较一季度，居民消费支出结构中占比上升幅度较大的是居住（占比上升 0.7 个百分点）和医疗保健（占比上升 0.7 个百分点），与 2023 年同期相比，占比上升较多的是交通通信（占比上升 0.6 个百分点）、教育文化娱乐（占比上升 0.4 个百分点）和食品烟酒（占比上升 0.3 个百分点），占比下降较多的是居住，下降了 1.1 个百分点。2024 年上半年居民消费有三方面特点：一是受价格表现持续疲弱影响显著，其中受影响最明显的是食品烟酒，二是服务类消费较强，表现在增速较高和占比上升两方面，三是居住消费占比和增速均较一季度上升。

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：内需偏弱是经济的短板

二季度经济整体延续生产端强于需求端。二季度实际 GDP 同比增速低于市场预期，同时上半年实际 GDP 累计同比增速 5.0%，也将实现全年经济增速目标和稳增长的压力给到了下半年。从三次产业看，二季度无论名义 GDP 还是实际 GDP 增速，都是二产强于三产，从月度数据来看，二季度社零增速持续低于市场预期，工业增加值增速略好于市场预期，出口增速持续强于市场预期，都表明生产强于需求，外需强于内需的格局延续。从 6 月经济数据看，制造业投资和工业增加值都维持较高的同比增速，受气候因素影响，基建投资增速出现单月波动，但政府债券发行量较好一定程度上为后续基建投资稳增长提供了资金保障，6 月数据中值得关注的变化有两个，一是房地产投资累计同比增速较 1-5 月持平，同时住宅投资累计同比增速较 1-5 月小幅上升，二是即便有电商促销的价格因素利好，6 月社零环比仍落入负增长区间。

房地产接棒内需仍需关注。虽然截至二季度，我国外需强于内需的趋势依然在，但随着欧盟 7 月 5 日起正式落地对我国的纯电动汽车加征关税，以及美国对我国加征的部分关税 8 月 1 日起生效，外部环境的复杂性严峻性不确定性明显上升，对外需前景造成不确定性影响，稳增长需要从补齐内需疲弱的短板入手。7 月的两场重要会议可能从短期和中长期角度，对经济稳增长工作做出部署：一是二十届三中全会，市场目前关注度最高的是以消费税为代表的直接税改革，和央地财政的财权和事权再划分，二是 7 月政治局会议，是否会就稳增长进一步加码。从目前的情况看，2023 年下半年经济增长基数相对偏高，要实现 2024 年全年增长 5.0% 的增速目标，或需要积极的财政政策进一步加大支出力度，以及稳健的货币政策防范化解货币供应量同比增速快速下行可能造成的潜在风险。

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予任何其他人，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