

4月经济数据点评

期待宏观政策“求进”

4月经济数据普遍较3月回落，且低于万得一致预期；高技术产业工业增加值同比增速仍保持较高增长；服务消费受节假日影响，累计同比增速相对较强；固定资产投资累计同比增速由升转降，主要受房地产投资拖累。

- 4月工业增加值同比增长4.1%，较3月下降1.6个百分点。1-4月采矿业工业增加值累计同比增速5.5%，制造业累计同比增速5.8%，公用事业累计同比增速4.5%，高技术产业累计同比增速12.6%。
- 4月社零同比增长0.2%，较3月下降1.5个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长1.8%，较3月下降1.4个百分点；1-4月服务消费累计同比增长5.6%。
- 1-4月固定资产投资累计同比增速下降1.6%，民间固定资产投资累计同比下降5.2%。制造业投资1-4月累计同比增长1.2%，基建投资累计同比增长4.9%，地产投资累计同比下降13.7%。
- 1-4月商品房销售面积同比下降10.2%，商品房销售额累计同比下降14.6%。2026年4月，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降3.7%，较3月下降0.1个百分点，二手住宅价格指数下降6.2%，较3月上升0.1个百分点。
- 4月经济数据全面回落且普遍低于市场预期。4月经济数据的表现更像是2025年四季度的延续：整体上呈现“供强需弱”的特点，工业增加值同比增速更多是相对社零增速的表现偏好，社零同比增速逐步下行并回落至1.0%下方，固定资产投资累计同比增速落入负增长区间，经济数据的亮点是工业增加值中高技术产业和制造业同比增速较高。但2026年4月经济数据也有新变化：一是制造业固定资产投资在较高基数水平下，增速开始下降，二是商品消费同比增速下行趋势更为显著，三是海外局势变动，从产业链供给端和产成品需求端同时影响我国工业增加值表现。
- 关注宏观政策是否会根据经济数据预调微调。我们认为，我国经济当前的主要任务，是在“十五五”期间，加大经济转型升级力度，确保科技自立自强、产业链自主可控，从这一长远目标来看，我国经济目前仍运行在正确的方向上；但从中短期看，“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，增强经济发展内生动力”可能会面临一系列挑战。首先是中东局势仍未稳定，影响全球能源和化工产业链安全，对我国的影响主要是上游相关行业工业增加值同比增速回落；其次是以美国为代表的海外4月通胀走高，可能影响全球主要央行货币政策，进而影响全球经济增长前景；第三是我国内需偏弱，以社零为例，4月服务消费增速相对较稳是受假期出行需求提振，但4月不仅弹性消费品、耐用消费品、房地产后周期消费品社零增速均较3月下降，必需消费品的社零增速也出现明显下滑。我们认为，短期内稳增长的重要性有所上升，扩内需是重要抓手，从4月政治局会议安排看，建议关注“六网”投资、服务业扩能提质和重大项目开工等政策落地进度。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济超预期回落；国际局势复杂化。

相关研究报告

《社融结构与债券利率》20260518
 《策略周报》20260517
 《美国PPI超预期，但特朗普表态强硬》
 20260517

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

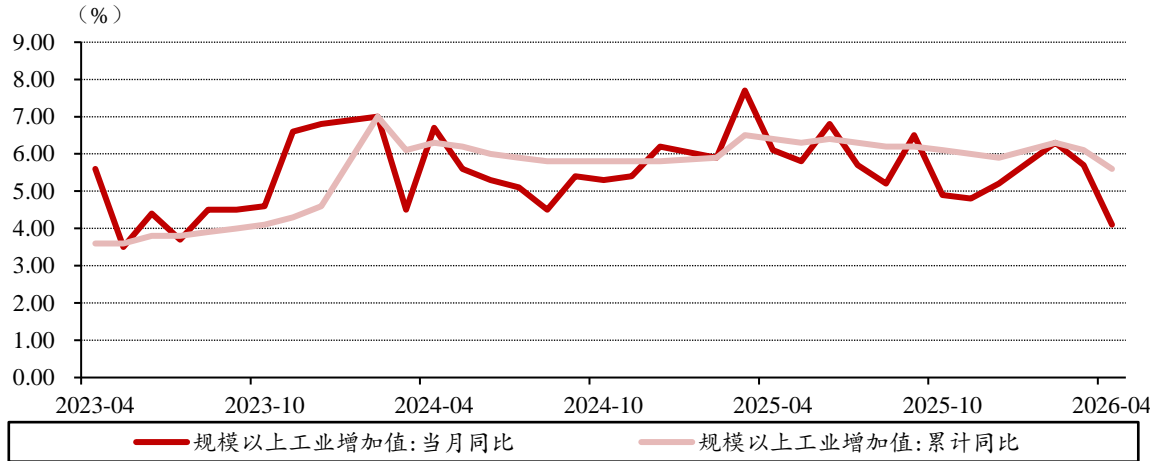
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值同比增速低于预期

4月工业增加值同比增长4.1%，较3月下降1.6个百分点，较去年同期下降2.0个百分点，低于万得一致预期同比增速5.63%。

图表 1. 工业增加值同比增速



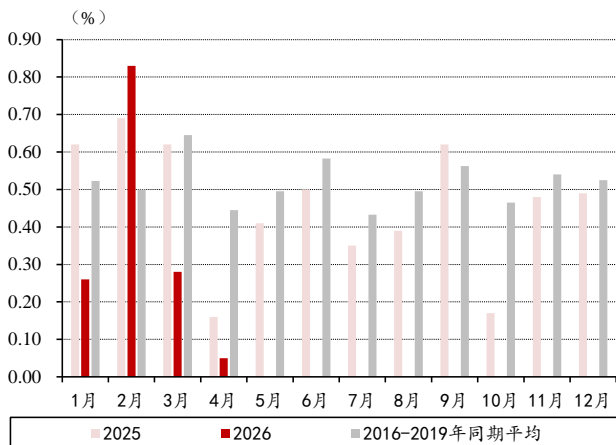
资料来源：万得，中银证券

从环比增速来看，4月工业增加值环比上升0.05%，与2016年-2019年期间同期平均水平0.45%相比明显偏低，也低于去年同期的环比增速0.16%，4月工业增加值环比较3月下降，趋势上符合季节性规律，但环比增速明显低于历史水平。

从行业分类来看，1-4月采矿业工业增加值累计同比增速5.5%，制造业累计同比增速5.8%，公用事业累计同比增速4.5%，高技术产业累计同比增速12.6%。从企业类型来看，1-4月国企工业增加值同比增速4.4%，股份制企业同比增速6.0%，外企工业增加值同比增速3.9%，私企工业增加值同比增速5.2%。与1-3月相比，1-4月累计同比增速上升的是公共事业和高技术产业，下降的是私企、制造业、股份制、采矿业和国企，外企工增累计同比增速持平于1-3月。4月当月工业增加值同比增速相较3月，各行业和企业类型中工业增加值同比增速上升的是公共事业、高技术产业和外企，国企、制造业、股份制企业、采矿业和私企当月工增同比增速下降幅度均超过1.0个百分点。

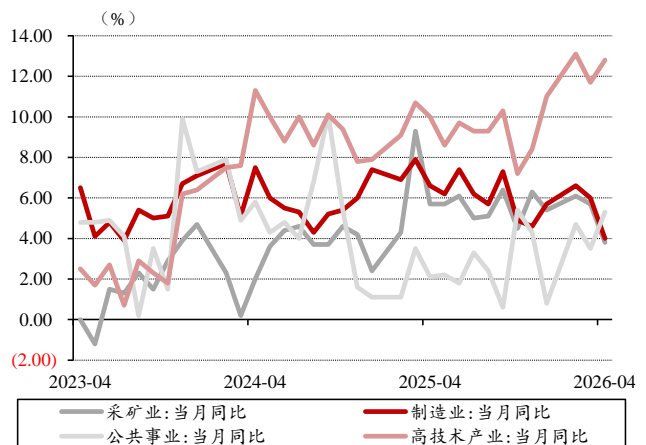
1-4月，装备制造业增加值同比增长8.7%，高技术制造业增加值增长12.6%，分别快于全部规模以上工业增加值3.1和7.0个百分点；分产品看，3D打印设备、锂离子电池、工业机器人产品产量同比分别增长50.9%、36.0%、25.7%。

图表 2. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 主要行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

4月中东局势对我国工业增加值同比增速变化的影响明显加大，分行业工业增加值整体趋于下行，特别是采矿业和大宗周期品加工业当月增加值同比增速受原材料供应链限制，同比增速下降较为明显。

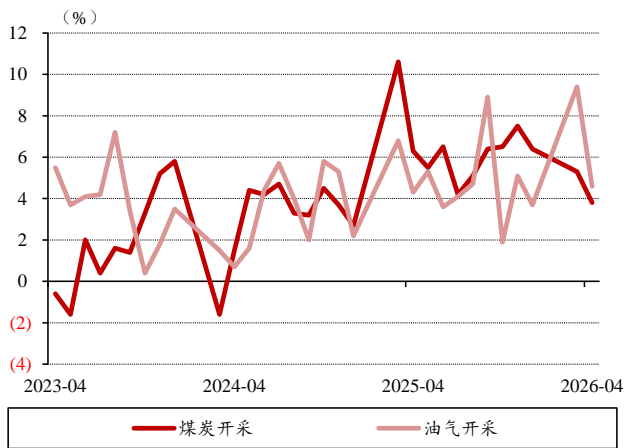
采矿业方面，1-4月煤炭开采和洗选业增加值累计同比增长5.9%，石油和天然气开采业增加值累计同比增长6.5%；从当月同比增速来看，较3月增速均出现较大幅度下降。

消费类制造业方面，1-4月农副食品加工业增加值累计同比增长6.0%，纺织业增加值累计同比增长3.5%，医药制造业增加值累计同比增长5.7%；从当月同比增速来看，仅纺织业较3月增速小幅上行，农副食品加工业和医药制造业分别较3月增速下降4.5个百分点和5.5个百分点。

大宗周期品制造业方面，1-4月化学原料及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下降2.3%，黑色金属冶炼及压延加工业增加值累计同比增长1.8%，有色金属冶炼及压延加工业增加值累计同比增长1.5%；从当月同比增速来看，较3月增速均有不同程度下滑。

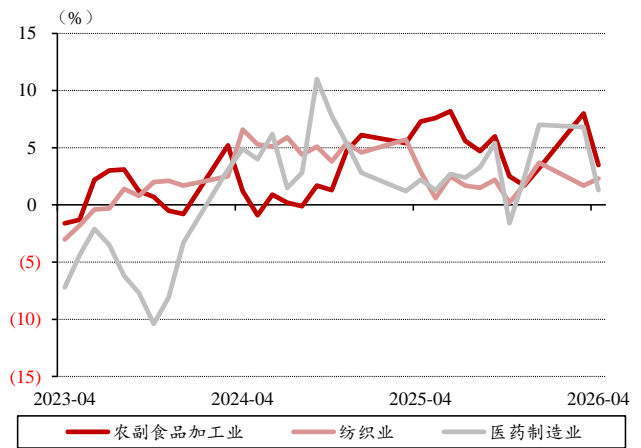
中游设备制造业方面，1-4月通用设备制造业增加值累计同比增长7.2%，专用设备制造业增加值累计同比增长7.4%，汽车制造业增加值累计同比增长6.1%，电气机械及器材制造业增加值累计同比增长6.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长14.0%；从当月同比增速来看，计算机通信和汽车行业较3月增速有所上升。

图表 4. 采矿业工业增加值当月同比增速



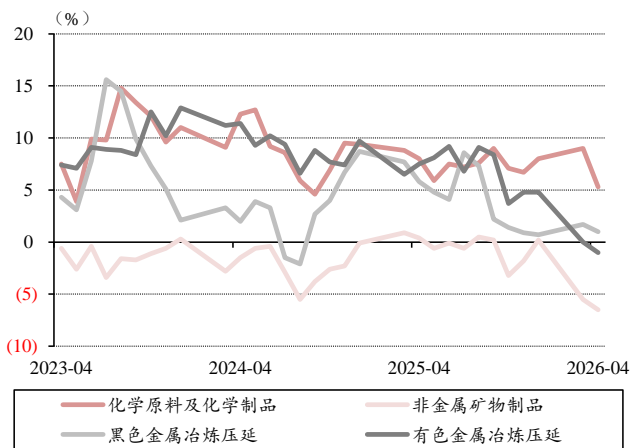
资料来源：万得，中银证券

图 5. 消费类制造业工业增加值当月同比增速



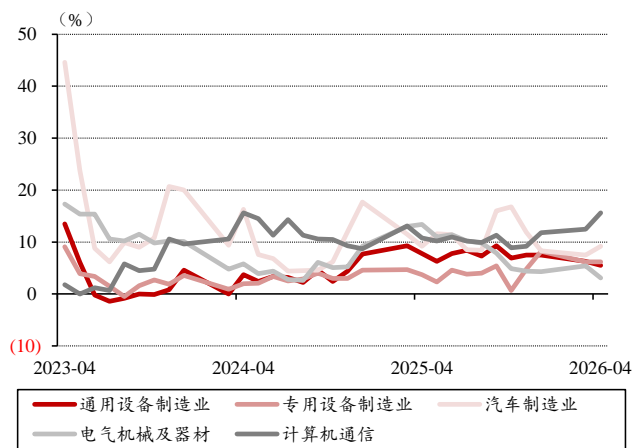
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 大宗周期品加工业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 中游设备制造业工业增加值当月同比增速



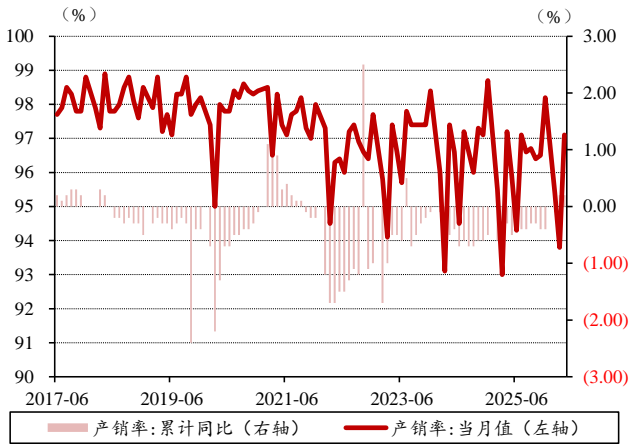
资料来源：万得，中银证券

4月外需延续较强表现。

4月规模以上工业企业产销率为97.1%，较3月上升3.3个百分点，较去年同期下降0.1个百分点，当月同比增速下降0.2%；1-4月规模以上工业企业产销率为95.6%，较去年同期上升0.3个百分点，累计同比增长0.2%。

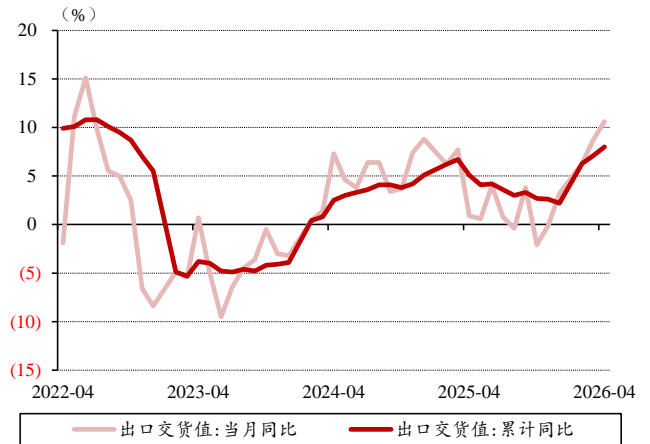
4月规模以上工业企业出口交货值同比增长10.6%，较3月上升1.9个百分点，1-4月规模以上工业企业出口交货值累计同比增长8.0%，较1-3月上升0.9个百分点。

图表 8. 产销率当月值和累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 出口交货值同比增速



资料来源：万得，中银证券

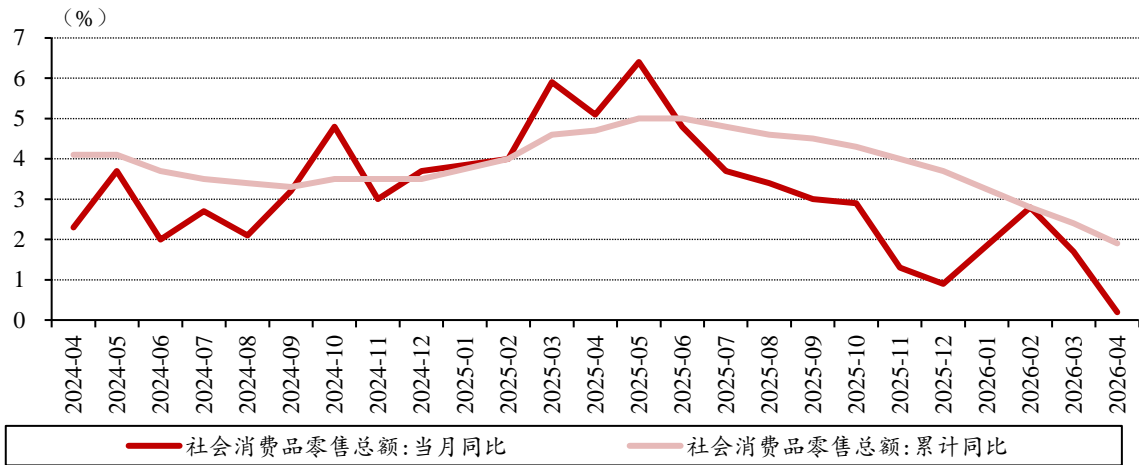
消费疲弱

4月社零同比增长0.2%，较3月下降1.5个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长1.8%，较3月下降1.4个百分点；1-4月社零累计同比增长1.9%，其中，服务消费累计同比增长5.6%，较1-3月上升0.1个百分点。

4月社零环比下降0.5%，较去年同期环比增速下降0.6个百分点，较历史同期平均水平明显偏低。

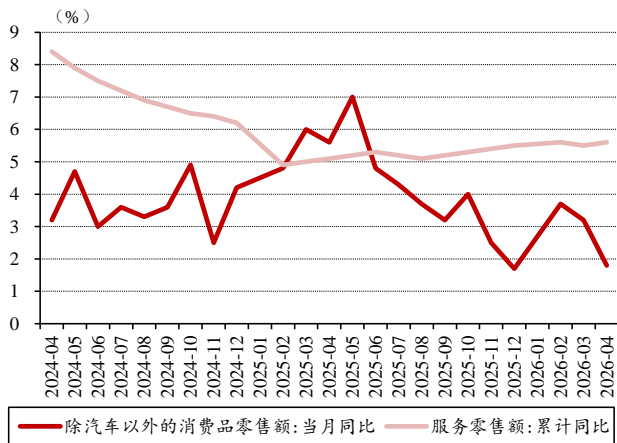
4月社零同比增速明显回落，汽车消费、耐用消费品和弹性消费品的拖累都比较大。

图表 10. 社会消费品零售额同比增速



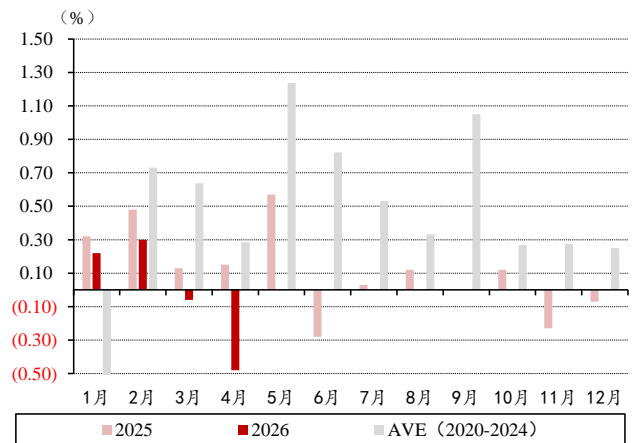
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车以外社零和服务消费增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 社零环比增速的历史波动



资料来源: 万得, 中银证券

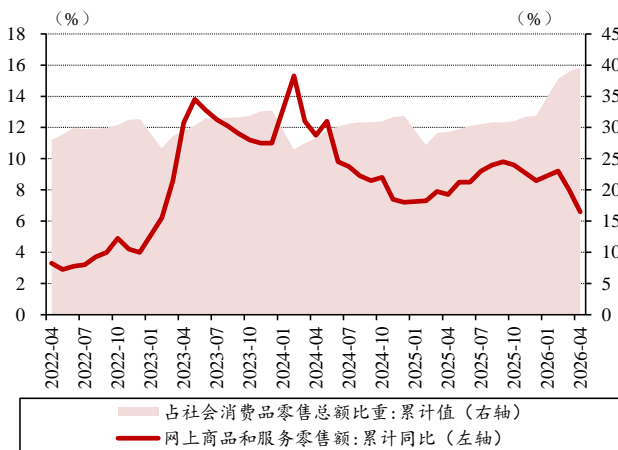
1-4月网上商品和服务零售额累计同比增长6.6%，增速较1-3月下降1.4个百分点，其中实物商品网上零售额累计同比增长5.7%，增速较1-3月下降1.8个百分点。4月网上零售额累计占比为39.6%，较2026年同期上升10.3个百分点，较1-3月上升0.6个百分点。

4月商品消费同比下降0.1%，较3月下降1.6个百分点，限额以上商品消费同比下降4.9%，较3月下降6.1个百分点；4月餐饮消费同比增长2.2%，较3月下降0.7个百分点，限额以上餐饮消费同比增长0.9%，较3月下降1.1个百分点。

1-4月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长0.6%，限额以上企业商品消费累计同比增速0.4%，弱于餐饮消费累计同比增速3.1%。

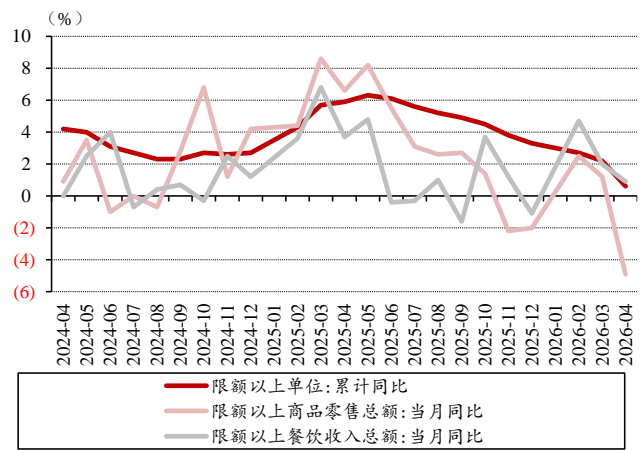
据统计局解读，1-4月，服务零售额同比增长5.6%，增速比1-3月份加快0.1个百分点。其中，通讯信息服务类、旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类、交通出行服务类零售额较快增长。

图表 13. 网上零售总额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 限额以上企业社零增速



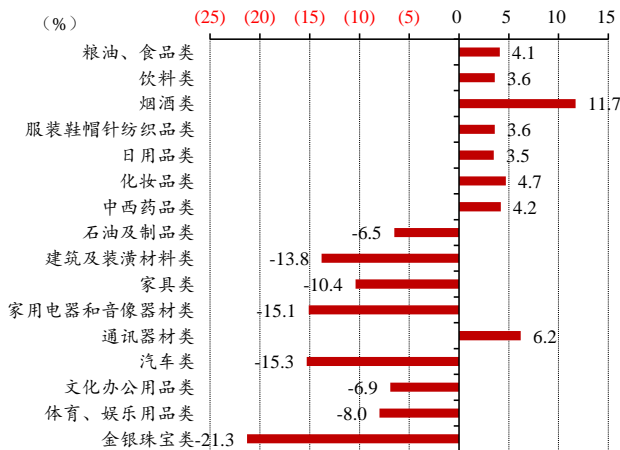
资料来源: 万得, 中银证券

4月商品消费增速较3月相比整体以下降为主，降幅较大的是弹性消费品、耐用消费品和房地产后周期消费品。

从产品分类来看，4月限额以上企业商品零售总额增速较高的细分行业包括烟酒类(11.7%)、通讯器材类(6.2%)和化妆品类(4.7%)，增速较低的细分行业包括金银珠宝类(-21.3%)、汽车类(-15.3%)和家用电器和音像器材类(-15.1%)；与3月相比，增速上升的仅有烟酒类，增速下降超过10个百分点的有金银珠宝类、文化办公用品类、通讯器材类和家用电器。

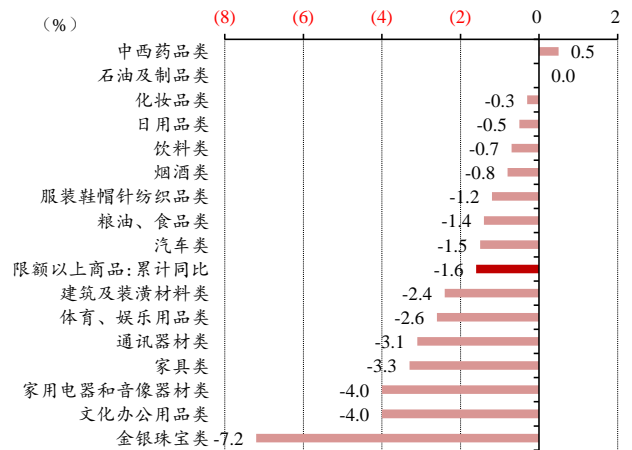
1-4月累计同比增速较高的品类有通讯器材类、烟酒类和粮油食品类等，累计同比增速下降的品类有汽车类、建筑及装潢材料类、石油及制品类、家电、家具和体育娱乐用品等；累计同比增速较1-3月上升较多的有烟酒类、服装鞋帽针纺织品类和饮料类等，累计同比增速较1-3月下降较多的有体育娱乐用品类、文化办公用品类和家用电器和音像器材类等。

图表 15. 各品类社零当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 各品类社零累计同比增速较前一个月变动

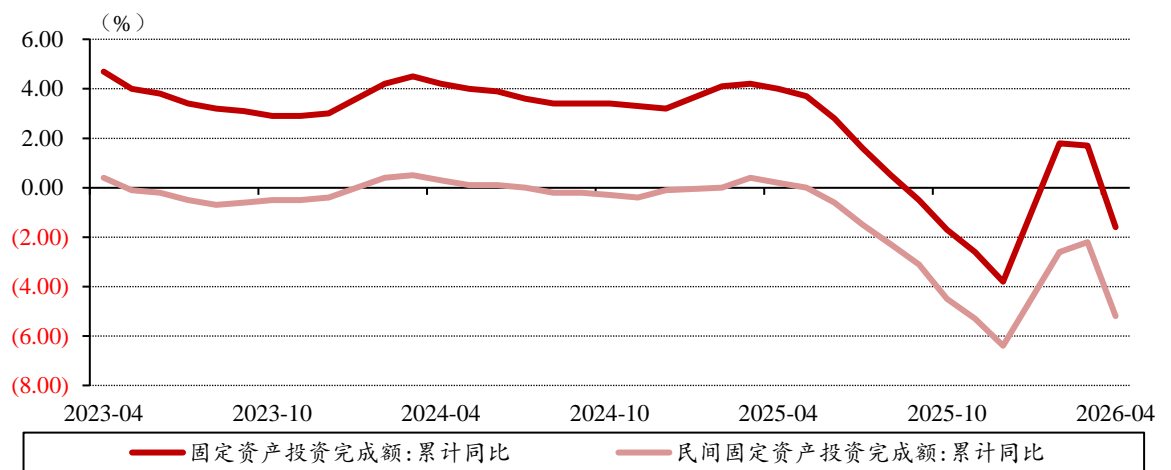


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资累计同比增速由增转降

1-4月固定资产投资累计同比增速下降1.6%，较1-3月下降3.3个百分点，1-4月民间固定资产投资累计同比下降5.2%，较1-3月下降3.0个百分点。扣除房地产开发投资，1-4月全国固定资产投资增长1.3%，民间投资下降1.9%。4月固定资产投资环比下降2.36%。

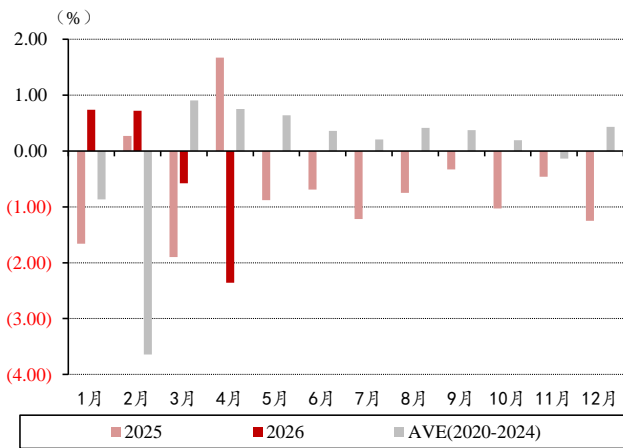
图表 17. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

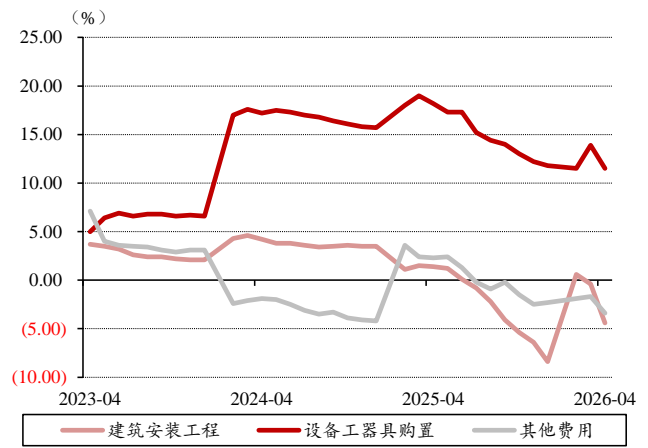
从分项构成分类看，2026年1-4月建筑安装工程投资累计同比下降4.4%，设备工器具购置投资累计同比增长11.5%，其他费用累计同比下降3.4%；与1-3月相比，增速分别下降4.0个百分点、下降2.4个百分点和下降1.7个百分点。

图表 18. 固定资产投资环比增速的季节规律



资料来源: 万得, 中银证券

图表 19. 固投各项构成分类的累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

房地产投资偏弱是固定资产投资累计同比增速下降的直接原因, 但 1-4 月所有一级行业固投累计同比增速均较 1-3 月有不同程度下降, 制造业下辖分类中也仅有电气机械固投增速较 1-3 月上升。

从产业分类来看, 第一产业累计同比增长 10.1%, 第二产业累计同比增长 2.5%, 第三产业累计同比下降 4.2%; 从地区来看, 东部累计同比下降 2.6%, 中部下降 1.2%, 西部下降 3.3%, 东北下降 15.0%; 从企业类型来看, 内资企业累计同比下降 1.3%, 国有控股同比增长 2.5%, 外商投资下降 4.9%。

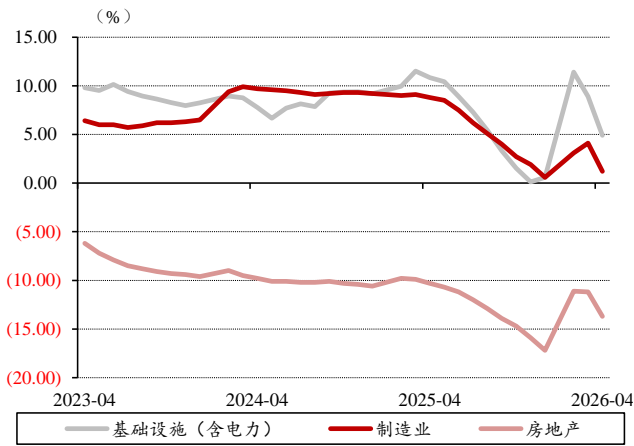
分主要行业看, 制造业投资 1-4 月累计同比增长 1.2%, 基建投资累计同比增长 4.9%, 地产投资累计同比下降 13.7%。从我们测算的当月同比增速看, 4 月制造业投资同比增速下降 4.3%, 较 3 月下降 9.2 个百分点, 基建投资同比增速下降 3.1%, 较 3 月下降 10.2 个百分点, 房地产投资同比增速下降 20.1%, 较 3 月下降 8.4 个百分点。

1-4 月固投增速较高的一级分类行业包括交运仓储(11.1%)、采矿业(11.1%)和农林牧渔业(9.3%), 固投增速较低的行业包括教育(-11.2%)、卫生社会(-10.9%)和文体娱(-9.9%)。制造业行业分类下, 固投增速较高的细分行业包括铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(24.7%)、纺织业(12.1%)、通用设备制造业(5.5%)和计算机通信(5.4%), 固投增速较低的行业包括医药制造业(-7.8%)、专用设备制造业(-6.0%)和食品制造业(-4.5%)。

与 1-3 月相比, 一级分类行业中固投增速降幅较小的行业是卫生社会、制造业和教育, 固投增速下行较多的行业是农林牧渔业、交运仓储和公共事业。制造业行业分类下, 固投增速上行的行业仅有电气机械及器材制造业, 固投增速下行较多的行业是通用设备制造业、金属制品业和专用设备制造业。

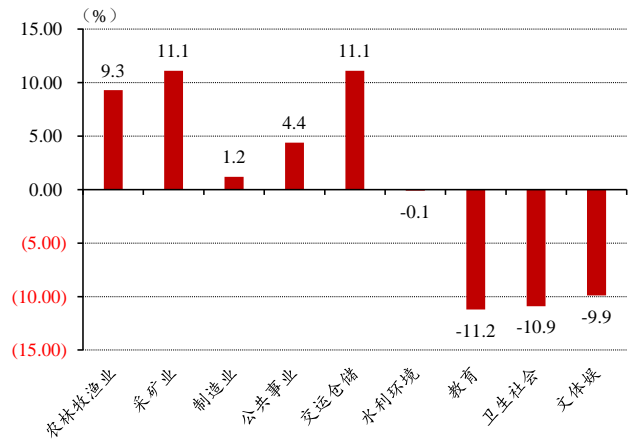
据统计局解读, 1-4 月知识产权产品投资同比增长 8.9%, 高技术产业投资同比增长 6.1%, 其中航空、航天器及设备制造业, 计算机及办公设备制造业, 信息服务业投资分别增长 17.9%、13.9%、18.1%。经济整体仍朝转型升级、向新向优方向发展。

图表 20. 固投三大行业分类的累计同比增速走势



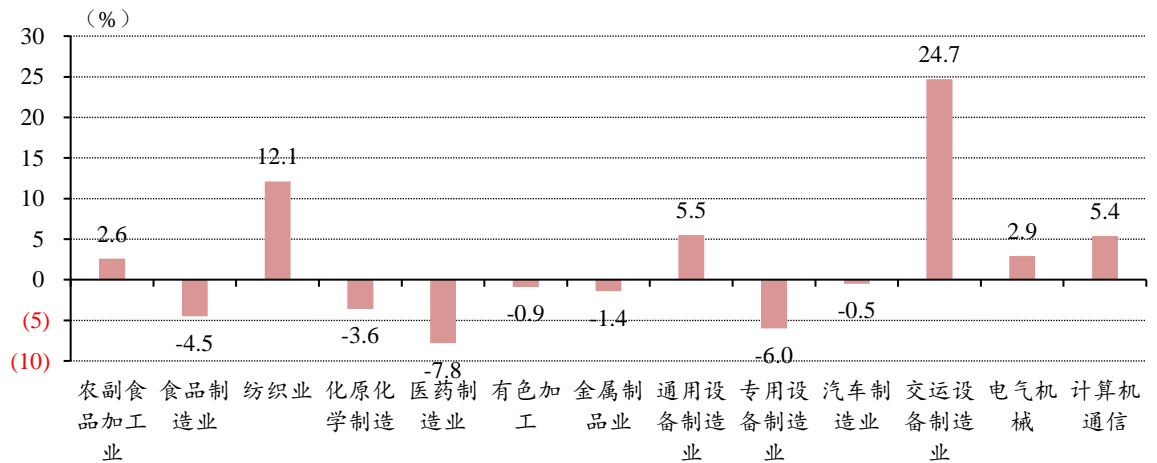
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 固投主要行业分类的累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

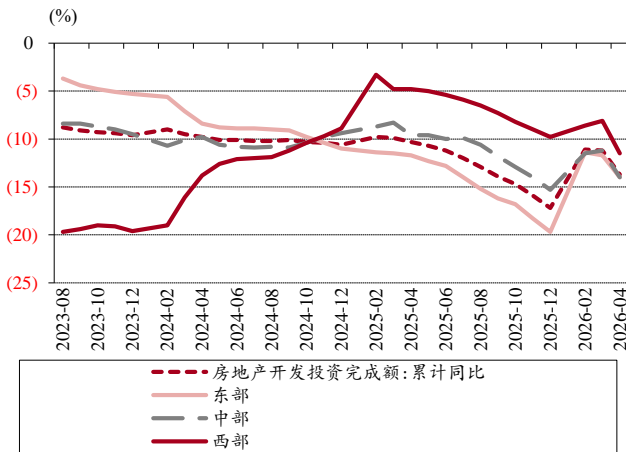
图表 22. 制造业部分行业分类的累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

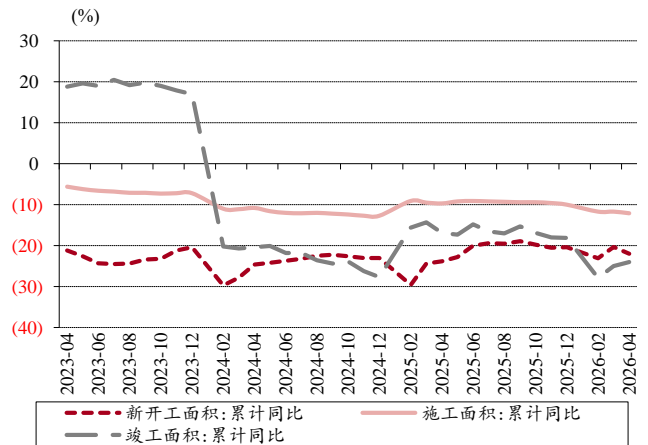
1-4月房地产固定资产投资增速较1-3月继续下降。1-4月房地产投资累计同比增速下降13.7%，比1-3月下降2.5个百分点。其中东部地区累计同比下降14.0%、中部地区累计同比下降14.0%、西部地区累计同比下降11.5%。从房地产分类来看，1-4月住宅投资增速下降13.1%，办公楼投资增速下降18.3%，商业地产投资增速下降19.5%。1-4月房地产新开工面积累计同比下降22.0%，施工面积同比下降12.1%，竣工面积同比下降24.0%。1-4月房地产固定资产投资仍在继续下探，施工面积增速相对波动较小，新开工面积同比增速降幅扩大。

图表 23. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

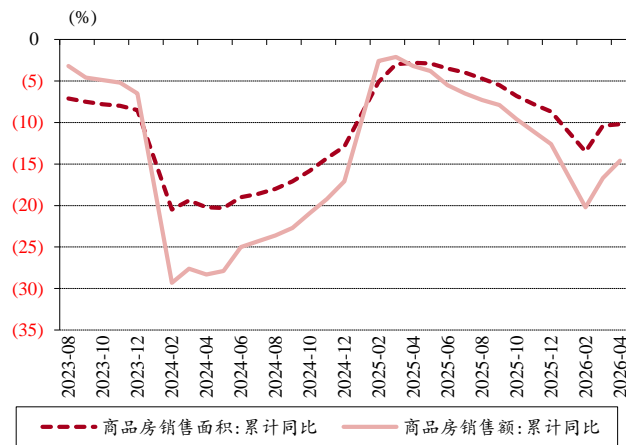
图表 24. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

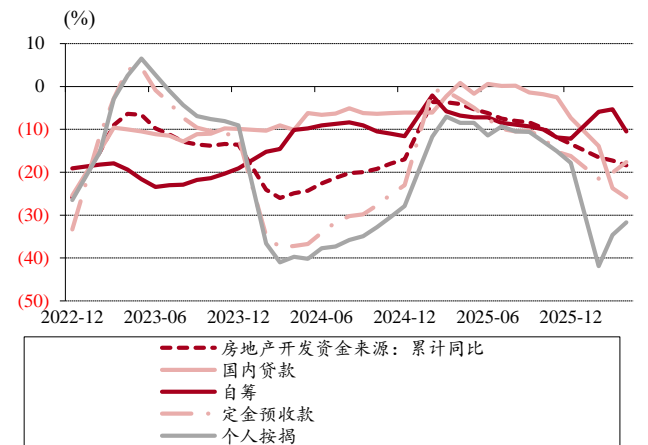
商品房销售额和销售面积同比增速较 1-3 月降幅继续小幅收窄。1-4 月商品房销售面积同比下降 10.2%，商品房销售额累计同比下降 14.6%。1-4 月商品房待售面积同比下降 0.5%，其中住宅面积同比增长 1.0%，办公楼同比增长 0.8%，商业地产同比下降 6.3%。从房地产投资资金来源看，1-4 月国内贷款占比 15.7%，较 1-4 月下降 0.9 个百分点，个人按揭贷款占比 11.6%，较 1-3 月上升 0.8 个百分点，定金预收款占比 29.9%，较 1-3 月上升 1.3 个百分点，自筹资金占比 36.9%，较 1-3 月下降 1.0 个百分点。从增速看，1-4 月房地产开发资金来源累计同比增速下降 18.4%，其中国内贷款资金来源同比下降 25.9%，定金和预收款增速下降 17.6%，个人按揭贷款资金来源增速下降 31.7%。2026 年 4 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.7%，较 3 月下降 0.1 个百分点，二手住宅价格指数下降 6.2%，较 3 月上升 0.1 个百分点。

图表 25. 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 26. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：期待宏观政策“求进”

4 月经济数据全面回落且普遍低于市场预期。4 月经济数据的表现更像是 2025 年四季度的延续：整体上呈现“供强需弱”的特点，工业增加值同比增速更多是相对社零增速的表现偏好，社零同比增速逐步下行并回落至 1.0% 下方，固定资产投资累计同比增速落入负增长区间，经济数据的亮点是工业增加值中高技术产业和制造业同比增速较高。但 2026 年 4 月经济数据也有新变化：一是制造业固定资产投资在较高基数水平下，增速开始下降，二是商品消费同比增速下行趋势更为显著，三是海外局势变动，从产业链供给端和产成品需求端同时影响我国工业增加值表现。

关注宏观政策是否会根据经济数据预调微调。我们认为，我国经济当前的主要任务，是在“十五五”期间，加大经济转型升级力度，确保科技自立自强、产业链自主可控，从这一长远目标来看，我国经济目前仍运行在正确的方向上；但从中短期看，“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，增强经济发展内生动力”可能会面临一系列挑战。首先是中东局势仍未稳定，影响全球能源和化工产业链安全，对我国的影响主要是上游相关行业工业增加值同比增速回落；其次是以美国为代表的海外4月通胀走高，可能影响全球主要央行货币政策，进而影响全球经济增长前景；第三是我国内需偏弱，以社零为例，4月服务消费增速相对较稳是受假期出行需求提振，但4月不仅弹性消费品、耐用消费品、房地产后周期消费品社零增速均较3月下降，必需消费品的社零增速也出现明显下滑。我们认为，短期内稳增长的重要性有所上升，扩内需是重要抓手，从4月政治局会议安排看，建议关注“六网”投资、服务业扩能提质和重大项目开工等政策落地进度。

风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济超预期回落；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