

12 月和四季度经济数据点评

生产无忧，消费有虑

工业增加值超预期；社零低于预期；四季度 GDP 增速超预期。

- 四季度实际 GDP 同比增长 6.5%，超出市场预期。2020 年我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，名义 GDP 突破 100 万亿元。
- 12 月工业增加值同比增速 7.3%，环比增长 1.1%。1-12 月采矿业增速 0.5%，制造业增速 3.4%，公用事业增速 2%，高技术产业增速 7.1%。
- 12 月社零同比增速 4.6%，剔除汽车的影响，社零同比增速 4.4%。12 月限额以上企业商品零售总额同比增速 6.6%，与 11 月相比增幅显著的是房地产后周期行业，包括石油制品、家电、建筑装潢、家具等。
- 1-12 月固定资产投资增速为 2.9%，民间固定资产投资增速 1%。分类别看，制造业投资增长-2.2%，基建投资增长 0.9%，地产投资增长 7%。从月度数据来看，房地产固定资产投资连续两个月出现下行，基建投资增速快速下降，是导致固投增速低于预期的重要原因。
- 从房地产分类来看，住宅投资增速 7.6%，土地购置面积和土地成交价款累计同比增长-1.1%和 17.4%，12 月房地产行业购地增速快速上行、新开工增速持续改善、竣工增速持续上行。2020 年商品房销售面积增长 2.6%，销售额增长 8.7%。
- 2020 年全国居民人均可支配收入增长 4.7%，人均消费支出增速-4%。相较 2019 年，2020 年期间居民消费依然向食品烟酒和居住集中，但四季度当中服务性消费的占比边际大幅提升。
- **四季度经济数据好于预期。**2020 年经济数据收官，我国 GDP 首次突破 100 万亿元，四季度 GDP 实际同比增速 6.5%明显超出市场预期，显示出经济恢复动力强劲。从 12 月数据来看，生产和消费出现了明显的分化，工业增加值同比增速继续上行，好于市场预期，但社零增速较 11 月出现下降，低于市场预期，固定资产投资增速方面，房地产投资增速依然强劲，制造业投资增速也维持了快速上升的趋势，但基建投资增速成为拖累固投的重要因素。
- **2021 年政策求变。**2020 年顺利收官，我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，展望 2021 年国内政策面的工作重点则在于稳定复苏趋势兼顾经济转型升级，以及应对海外的政策外溢性、经济复苏不稳定性和资本市场波动性的三方面冲击。目前来看 2021 年我国经济增速仍将领先全球，考虑到释放内需将成为未来一段时间内的政策重点，不排除我国可能在经济发展的过程当中改革部分存量问题，如居住消费对居民其他消费的挤出效应。宏观政策方面，为平衡中短期发展和中长期改革之间的矛盾，财政政策和货币政策或仍将维持总量适度宽松，并且在落实上更侧重结构性调整。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。**

相关研究报告

《经济快速修复过程结束，基本面和政策面的博弈开始：7 月经济数据点评》2020.8.14

《需求超预期，关注持续性：8 月经济数据点评》2020.9.15

《GDP 增速或受贸易拖累，国内复苏趋势依然向好：9 月和三季度经济数据点评》2020.10.19

《年底看好工业补库存和消费弹性：10 月经济数据点评》2020.11.16

《当经济复苏衔接转型升级:11 月经济数据点评》2020.12.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

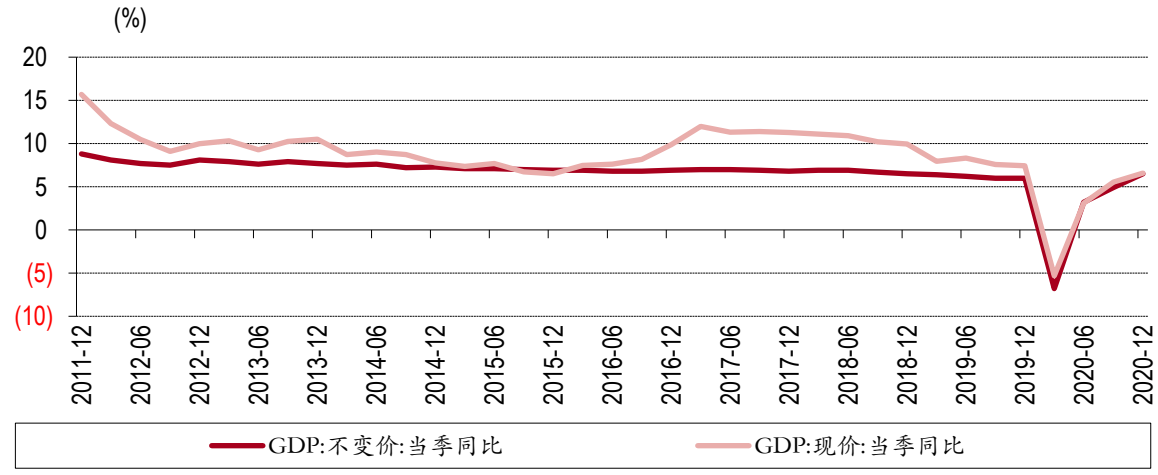
证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

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

2020 年 GDP 破百万亿

四季度实际 GDP 同比增长 6.5%，名义 GDP 同比增长 6.6%，超出市场预期。四季度 GDP 当季实际同比增速 6.5%，较三季度回升了 1.6 个百分点；四季度名义同比增速 6.6%，较三季度回升了 1 个百分点。2020 年全年实际 GDP 累计同比增长 2.3%，超出市场预期。四季度平减指数累计同比 0.7%，与三季度持平，四季度当中受食品价格高基数、国际能源价格波动、国内寒潮天气的影响，物价波动较大。2020 年我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，名义 GDP 突破 100 万亿元，四季度 GDP 实际同比增速不仅超出市场预期，并且大幅回升至 2018 年四季度水平。

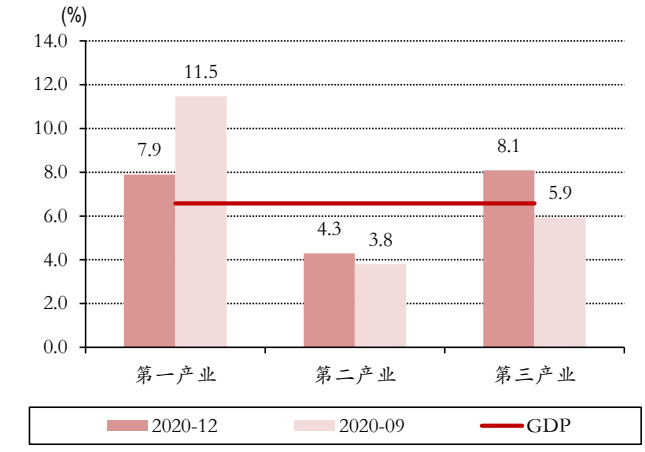
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

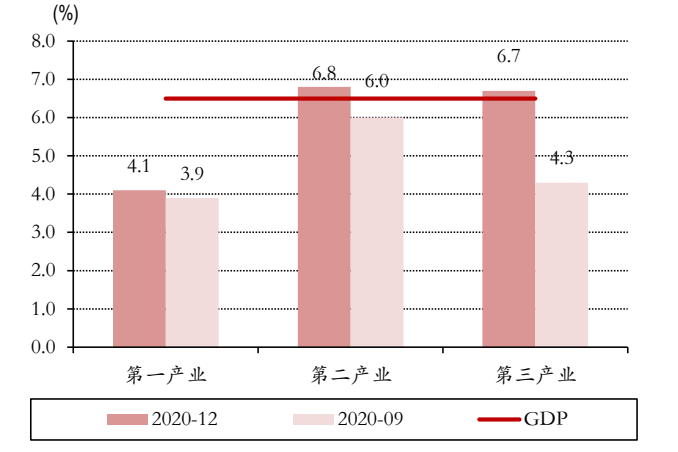
三产增速快速反弹。四季度二产和三产同比增速均较三季度继续回升，从名义增速的角度看，四季度三产增速较三季度上升 2.2 个百分点，二产较三季度上升 0.5 个百分点，一季度名义 GDP 增速有所下滑；从实际增速的角度看，三产增速较三季度上升 2.4 个百分点，二产较三季度上升 0.8 个百分点，虽然二产还是增速最高的构成，但三产增速快速上升表明经济增长内部结构回归均衡。从全年累计拉动来看，一产拉动 GDP 0.21 个百分点，二产拉动 0.98 个百分点，三产拉动 1.11 个百分点，三产当中信息传输、软件和信息技术服务业，金融业增加值分别增长 16.9%、7.0%，增速分别快于第三产业 14.8、4.9 个百分点。

图表 2. 四季度 GDP 现价分产业同比



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

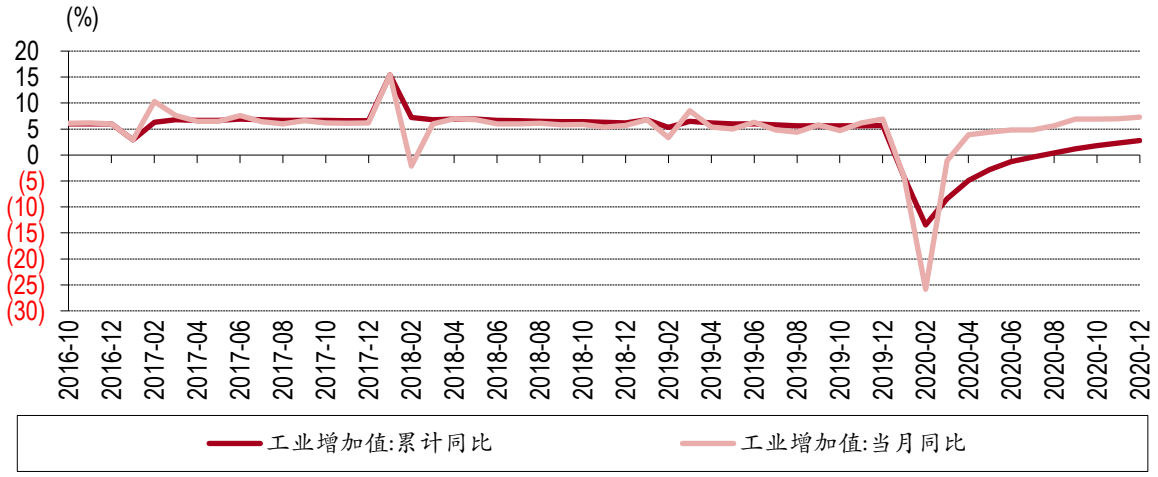


资料来源：万得，中银证券

工业增加值增速强劲超预期

12 月工业增加值增速再次超预期。12 月工业增加值同比增速 7.3%，较 11 月上升 0.3 个百分点，较去年同期上升 0.4 个百分点；1-12 月工业增加值同比增速 2.8%，较 1-11 月上升 0.5 个百分点，较去年同期下降 2.9 个百分点，降幅继续收窄。12 月工业增加值同比增速继续超出市场预期，表明生产端的恢复过程持续强劲，我们预计有两个原因，一是海外疫情影响下订单向我国转移，二是年底补库存带动生产走高。

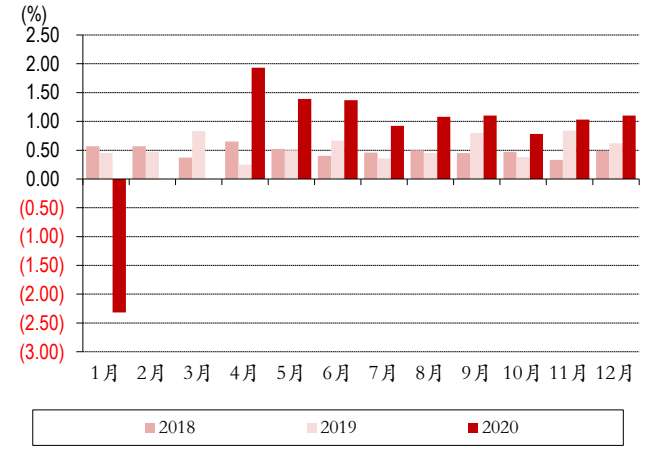
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

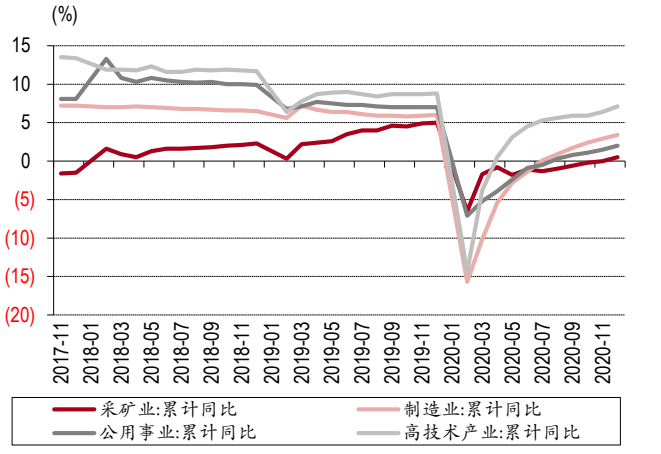
12 月环比增速强劲超预期。从环比增速来看，12 月工业增加值环比增长 1.1%，继续维持 2013 年以来历史同时期最高增速水平，同时也高于 11 月的 1.03%，小幅超出了 12 月环比增速持平 11 月的季节性规律。从行业分类来看，1-12 月采矿业工业增加值累计同比增速 0.5%，制造业累计同比增速 3.4%，公用事业累计同比增速 2%，高技术产业累计同比增速 7.1%。12 月各行业工业增加值累计同比增速继续回升，高基数产业工业增加值回升幅度最大，采矿业当月工业增加值同比增速大幅上行。从企业类型来看，12 月私企工业增加值同比增长 7.6%，较 11 月上升 0.8 个百分点，国企工业增加值同比增速 6.4%，较 11 月上行 0.5 个百分点，股份制企业同比增速 7%，较 11 月上升 0.2 个百分点，外企增长 8.5%，较 11 月上升 0.2 个百分点。分地区来看，东北地区和中部地区工业增加值当月同比增速较 11 月分别上升 1.9 个百分点和 0.2 个百分点，东部地区持平，西部地区则是下降了 0.7 个百分点。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

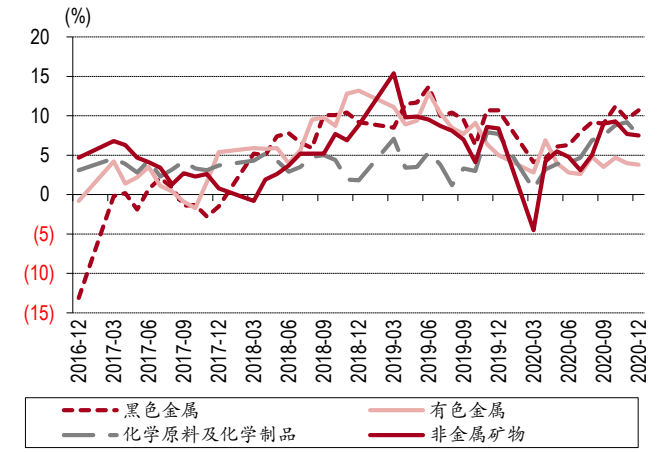
图表 6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

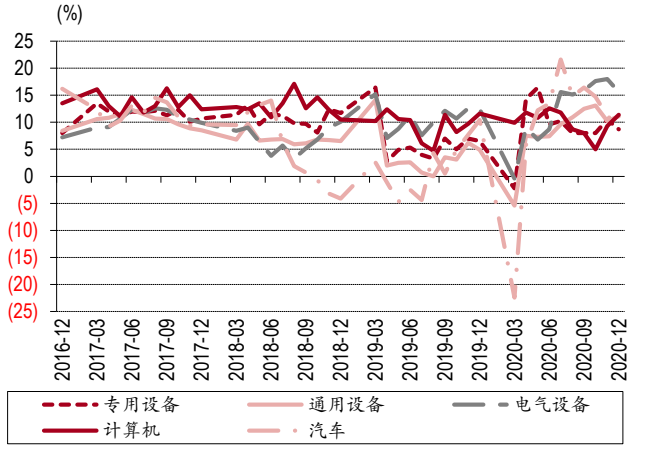
工业增加值表现继续分化，下游相对较强。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 3.4%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长 2.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 6.7%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 2.5%，从当月工业增加值增速来看，上游行业分化较大，其中黑色金属当月同比增速较 11 月大幅上升，但其他行业都有不同程度的下降。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 5.1%，专用设备制造业增加值累计同比增长 6.3%，汽车制造业增加值累计同比增长 6.6%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 8.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 7.7%，12 月中游行业工业增加值累计同比增速继续上升，当月同比增速表现强劲的包括计算机和通用设备，汽车行业工业增加值增速连续三个月下降。下游行业工业增加值累计同比增速继续恢复，食品制造业增加值累计同比增长 1.5%，纺织业增加值累计同比增长 0.7%，医药制造业增加值累计同比增长 5.9%，临近两节消费旺季，下游工业增加值同比增速出现不同程度上行。

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

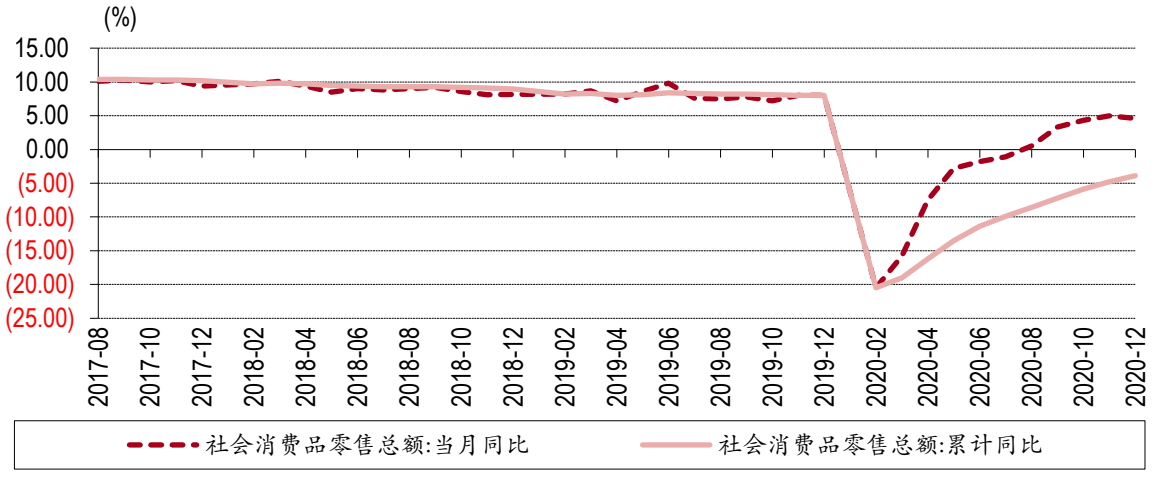


资料来源：万得，中银证券

消费不及预期

12 月社零增速较 11 月回落。12 月社零同比增速 4.6%，较 11 月下降了 0.4 个百分点，1-12 月社零累计同比增速为-3.9%，较 1-11 月回升 0.9 个百分点。12 月社零实际同比增速 4.91%，较 11 月下降 1.2 个百分点，1-12 月累计实际同比增长-5.23%，较 1-11 月上升 1.1 个百分点。12 月剔除汽车的影响，社零同比增速 4.4%，较 11 月上升 0.2 个百分点。汽车等大额消费增速下降是影响社零增速的重要原因。

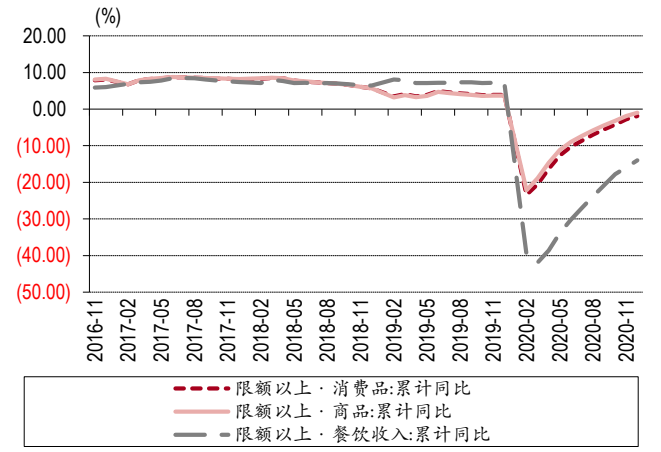
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

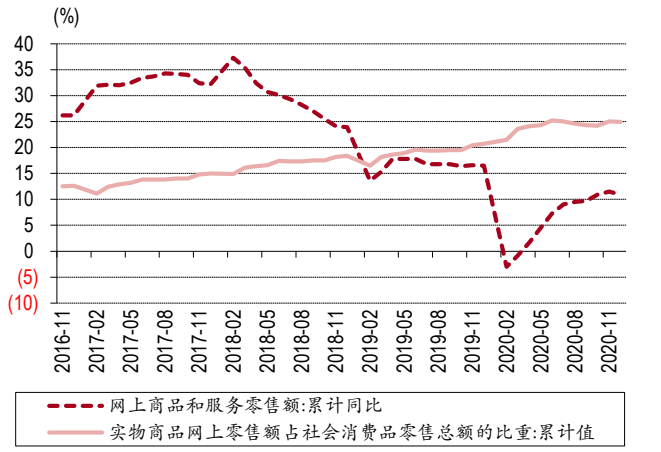
限额以上商品消费增速大幅回落。1-12 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-1.9%，较 1-11 月上升 0.7 个百分点，其中商品零售总额同比增速为-1%，较 1-11 月回升 0.9 个百分点，餐饮收入总额同比增速-14%，较 1-11 月上升 1.9 个百分点。1-12 月网上零售额占比为 30%，较 1-11 月持平，网上商品和服务零售额累计同比增速为 10.9%，较 1-11 月下降 0.6 个百分点。从城乡消费增速来看，12 月乡村的消费增速 5.9%，较 11 月上升 0.3 个百分点，城镇消费同比增速 4.4%，较 11 月下降 0.5 个百分点。12 月餐饮行业收入增速 0.4%，较 11 月上升 1 个百分点，商品销售收入增速 5.2%，较 11 月下降 0.6 个百分点。12 月限额以上消费依然受到 11 月电商促销的挤出影响，商品消费增速较 11 月下降，但餐饮消费增速转正。

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

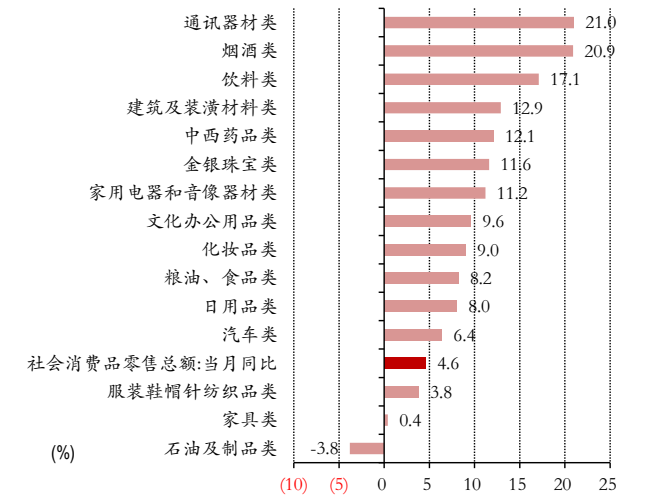
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

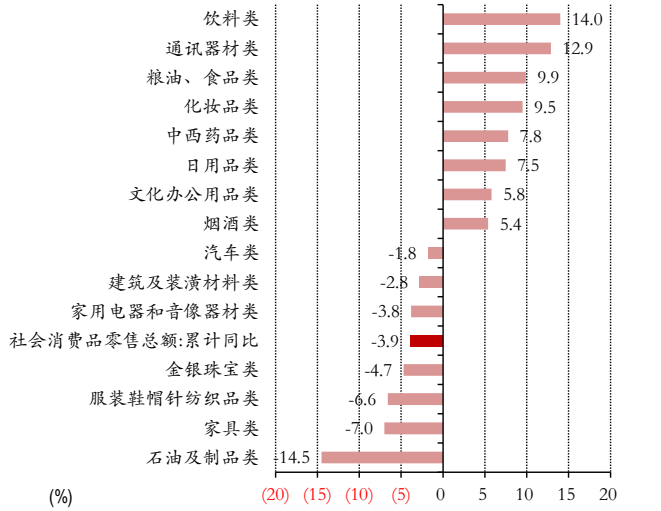
房地产后周期消费增速明显回升。从同比增速来看，12 月限额以上企业商品零售总额同比增速 6.6%，较 11 月下降了 2.1 个百分点，同比增速较高的细分行业包括通讯器材、烟酒、饮料等，只有石油制品消费负增长，低于社零当月增速的还有家具和服装鞋帽。与 11 月相比增幅显著的是房地产后周期行业，包括石油制品、家电、建筑装潢、家具等，受到两节消费影响，烟酒消费增速快速上升。从累计同比增速来看，1-12 月销售增速整体较高的是饮料、通讯器材、粮油食品等，全年仍有石油制品、家具、服装鞋帽、金银珠宝、家电、建筑装潢、汽车七个行业负增长。

图表 12. 各品类社零当月同比



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比

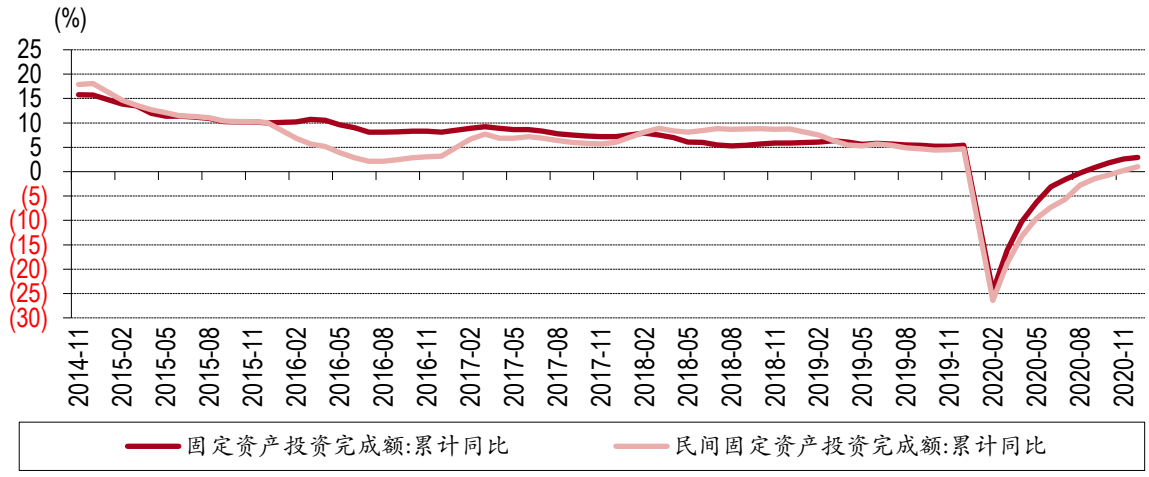


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速低于预期

制造业投资增速维持快速上行。1-12 月固定资产投资增速为 2.9%，较 1-11 月回升 0.3 个百分点，1-12 月民间固定资产投资增速 1%，较 1-11 月回升 0.8 个百分点。12 月民间固定资产投资增速回升的幅度明显超过固投整体增速表现。

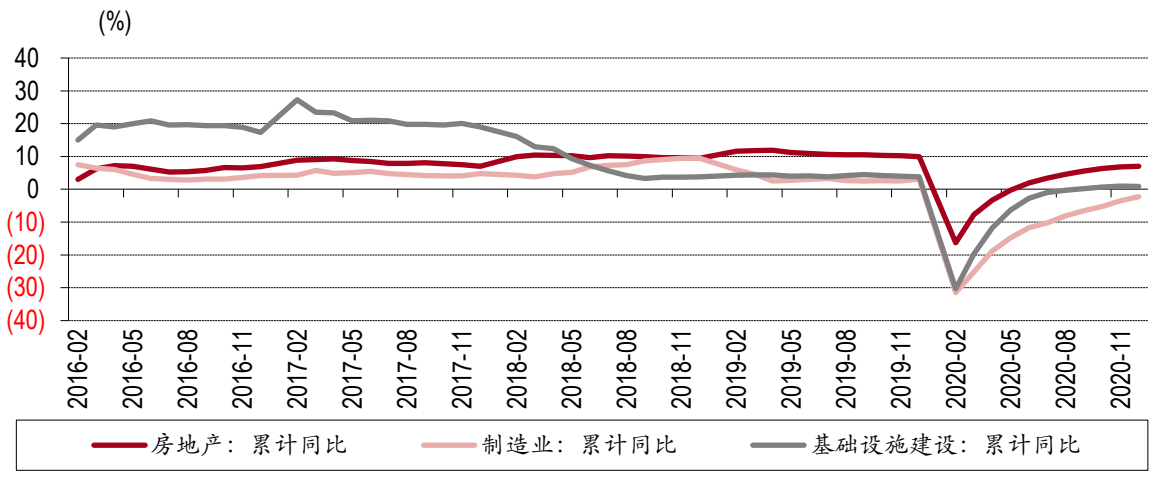
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

12 月制造业投资增速继续快速回升，基建增速持下降，房地产投资增速依旧强势。分类别看，制造业投资 1-12 月累计同比增长-2.2%，较 1-11 月回升 1.3 个百分点，虽然增速上升幅度较大，但全年未能实现正增长；基建投资累计同比增长 0.9%，较 1-11 月下降 0.1 个百分点；地产投资累计同比增长 7%，较 1-11 月回升 0.2 个百分点。1-12 月固定资产投资增速最高的还是房地产，但从月度数据来看，房地产固定资产投资连续两个月出现下行，基建投资增速快速下降，是导致固投增速低于预期的重要原因，制造业固定资产投资增速依然较高，但由于两节效应、寒潮影响等因素较 11 月还是出现了下降。从分类增速较 1-11 月变化来看，第一产业和第二产业增速回升较快，设备器具和建筑安装工程增速继续上行，扩建投资增速领跑，中部地区固定资产投资增速改善幅度较大。从制造业细分行业看，累计同比增速较 11 月明显上升的包括通用设备、专用设备、电气机械、化学原料、汽车、有色金属、交运设备、农副食品加工等行业。

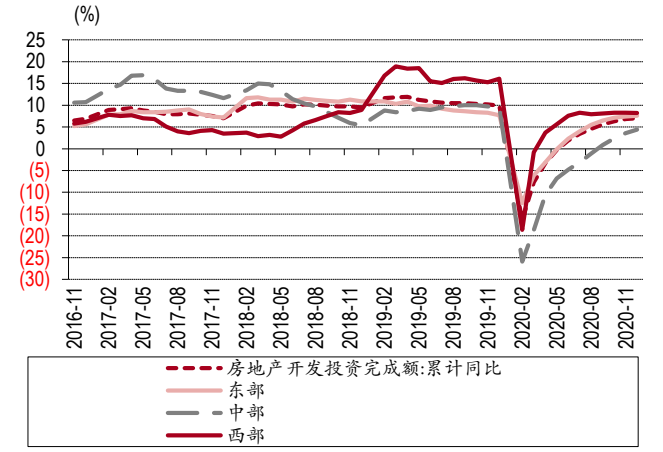
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

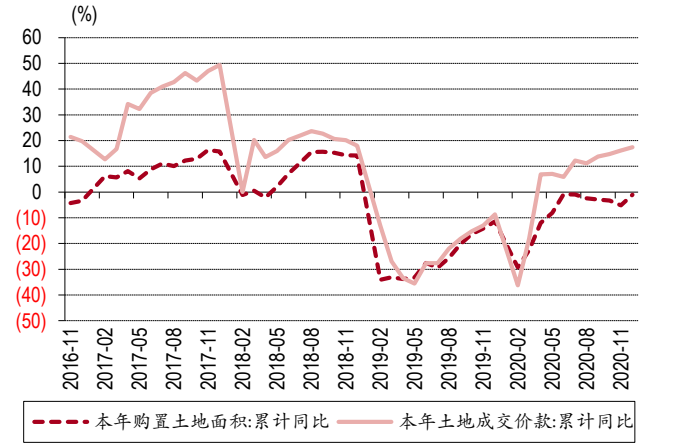
12 月房地产投资增速继续回落。1-12 月房地产投资增速 7%，较 1-11 月上升了 0.2 个百分点，其中东部地区累计同比增长 7.6%、中部地区累计同比增长 4.4%、西部地区累计同比增长 8.2%，分别较 1-11 月上升 0.2 个百分点、0.8 个百分点和下降 0.1 个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速 7.6%、办公楼投资增速 5.4%、商业地产投资增速-1.1%，分别较 1-11 月上升 0.2 个百分点、上升 1.2 个百分点和上升 0.8 个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-12 月累计同比增长-1.1%和 17.4%，较 1-11 月分别上升 4.1 个百分点和 1.3 个百分点。1-12 月房地产新开工面积累计同比增长-1.2%，较 1-11 月上升 0.8 个百分点，施工面积同比增长 3.7%，较 1-11 月上升 0.5 个百分点，竣工面积同比增长-4.9%，较 1-11 月上升 2.4 个百分点。整体来看，12 月房地产行业购地增速快速上行、新开工增速持续改善、竣工增速持续上行。

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

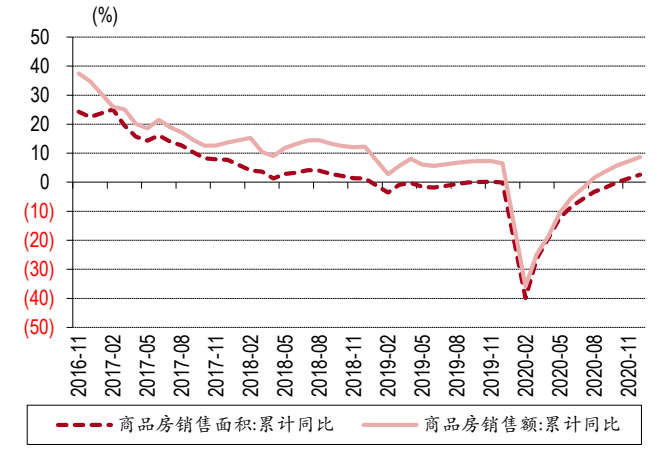
图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

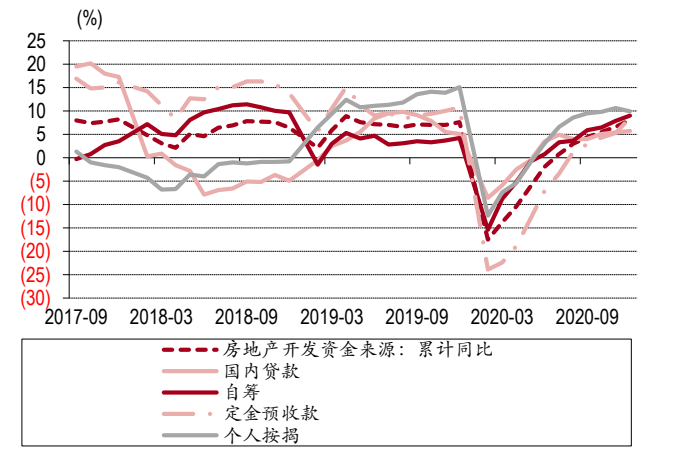
2020 年商品房销售面积增长 2.6%，销售额增长 8.7%。1-12 月商品房销售面积同比增长 2.6%，较 1-11 月回升 1.3 个百分点，商品房销售额累计同比增长 8.7%，较 1-11 月回升 1.5 个百分点。1-12 月商品房待售面积同比增速 0.1%，较 1-11 月持平，其中住宅面积同比增速-0.4%，较 1-11 月上升 0.6 个百分点，办公楼累计同比-0.1%，较 1-11 月下降 1.9 个百分点，商业地产累计同比-2.6%，较 1-11 月上升 0.8 个百分点。从房地产投资资金来源看，1-12 月国内贷款占比 13.8%，较 1-11 月下降 0.4 个百分点，定金和预付款的占比 34.5%，较 1-11 月上升 0.9 个百分点，个人按揭贷款占比下降 0.2 个百分点，自筹资金占比下降 0.3 个百分点。从增速看，1-12 月房地产开发资金来源累计同比增速 8.1%，较 1-11 月回升了 1.5 个百分点，其中国内贷款资金来源增速 5.7%，定金和预付款增速 8.5%，按揭贷款资金来源增速 9.9%，居民购房需求依然强劲，关注居住消费对其他居民消费的挤出。

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

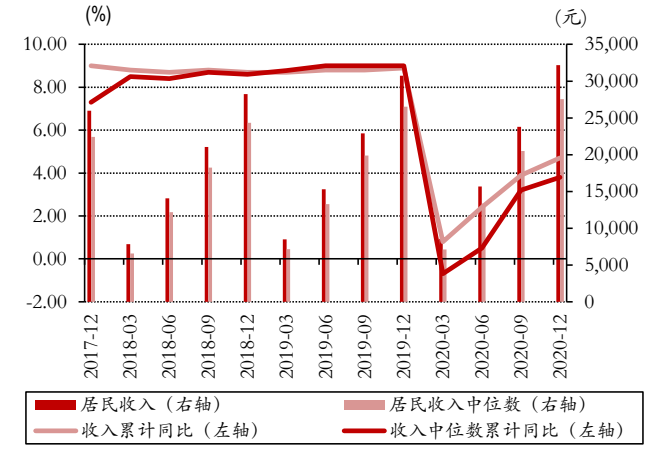


资料来源：万得，中银证券

2020 年居住消费占比再上升

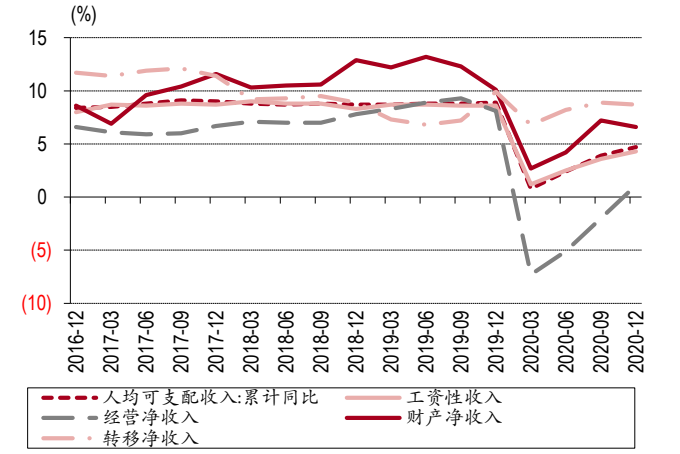
居民收入增速回升，消费负增长。2020 年全国居民人均可支配收入 3.22 万元，累计同比增长 4.7%，增速较前三个季度上升 0.8 个百分点；居民收入中位数累计同比增速 3.8%，较前三个季度上升 0.6 个百分点。剔除价格因素，2020 年居民收入实际增速 2.1%，较前三个季度上升 1.5 个百分点。从居民收入来源来看，全年工资性收入累计同比增速 4.3%、经营净收入增速 1.1%，财产净收入累计同比增速 6.6%，转移净收入增速 8.7%，其中财产净收入和转移净收入增速较前三个季度有所下滑，但经营净收入全年同比增速转正；从结构来看，相较前三个季度占比上升的包括经营净收入和转移净收入，工资性收入占比下降 1 个百分点。农村居民收入增速累计同比增长 6.9%，城镇居民收入增速累计同比增长 3.5%，均较前三个季度明显回升。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

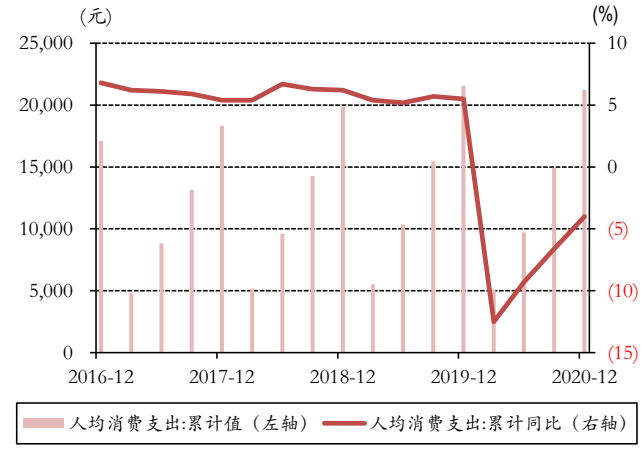
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

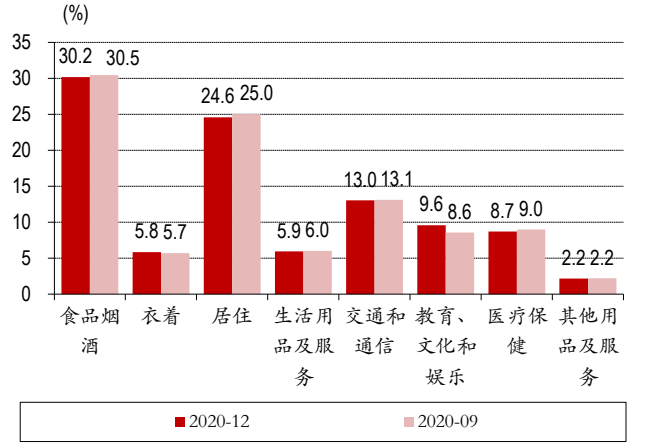
教育文化娱乐消费占比大幅上升。2020 年居民人均消费支出 2.12 万元，累计同比增速-4%，较 2019 年下降 9.5 个百分点，较前三个季度增速回升了 2.6 个百分点。从居民消费支出结构来看，2020 年居民在食品烟酒方面的消费占比为 30.2%，较前三个季度下降了 0.3 个百分点，居住的消费占比 24.6%，较前三个季度下降了 0.4 个百分点，占比上升的包括教育文化娱乐上升 1 个百分点、衣着上升了 0.2 个百分点。整体来看，相较 2019 年，居民消费依然向食品烟酒和居住大幅集中，四季度当中服务性消费的占比边际大幅提升。从增速来看，2020 年只有食品烟酒和居住消费正增长，但相较前三季度增速明显回升的包括教育文化娱乐（回升 8.6 个百分点）、其他用品和服务（回升 6.4 个百分点）、衣着（回升 4.5 个百分点）、交通通信（回升 2.4 个百分点）、医疗保健（回升 2.3 个百分点）等。需要关注的是，12 月居民消费增速低于市场预期，同时无论是房地产投资资金来源中定金预付款还是金融数据中的居民贷款均有明显增长，或指向居民购房对消费产生了明显的挤出。

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：生产无忧，消费有虑

四季度经济数据好于预期。2020 年经济数据收官，我国 GDP 首次突破 100 万亿元，四季度 GDP 实际同比增速 6.5%明显超出市场预期，显示出经济恢复动力强劲。从 12 月数据来看，生产和消费出现了明显的分化，工业增加值同比增速继续上行，好于市场预期，但社零增速较 11 月出现下降，低于市场预期，固定资产投资增速方面，房地产投资增速依然强劲，制造业投资增速也维持了快速上升的趋势，但基建投资增速成为拖累固投的重要因素。截至四季度末，我国 GDP 增速已经回升至 2018 年四季度水平，2021 年预计经济工作重点在于稳定国内现有经济向好趋势不变的情况下，客观评估基数效应的影响，以及平稳应对海外刺激政策影响和经济基本面的波动。

2021 年政策求变。2020 年顺利收官，我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，展望 2021 年国内政策面的工作重点则在于稳定复苏趋势兼顾经济转型升级，以及应对海外的政策外溢性、经济复苏不稳定性和资本市场波动性的三方面冲击。目前来看 2021 年我国经济增速仍将领先全球，考虑到释放内需将成为未来一段时间内的政策重点，不排除我国可能在经济发展的过程当中改革部分存量问题，如居住消费对居民其他消费的挤出效应。宏观政策方面，为平衡中短期发展和中长期改革之间的矛盾，财政政策和货币政策或仍将维持总量适度宽松，并且在落实上更侧重结构性调整。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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刊载或转发的，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