

9 月和三季度经济数据点评

GDP 增速或受贸易拖累，国内复苏趋势依然向好

三季度 GDP 增速低于预期或受进口高增长影响；9 月工业增加值和社零增速超出市场预期；固定资产投资累计同比增速转正；居民收入增长明显恢复。

- 三季度 GDP 当季实际同比增速 4.9%，名义同比增速 5.5%，前三季度实际 GDP 累计同比增长 0.7%，年内首次转正。
- 9 月工业增加值同比增速 6.9%，1-9 月工业增加值同比增速 1.2%。采矿业累计同比-0.6%，制造业累计同比 1.7%，公用事业累计同比 0.8%，高技术产业累计同比 5.9%。
- 9 月社零同比增速 3.3%，限额以上企业商品零售总额同比增速 5..6%，乡村消费增速回升较快，餐饮消费加速修复，限额以上消费增速继续领跑。
- 1-9 月固定资产投资增速为 0.8%，为年内首次转正，民间固定资产投资增速-1.5%。制造业投资累计同比增长-6.5%，基建投资累计同比增长 0.2%，为年内首次转正，地产投资累计同比增长 5.6%。
- 住宅投资增速 6.1%、办公楼投资增速 0.5%、商业地产投资增速-2.5%。房地产政策的收紧一定程度上开始影响土地购置面积和施工面积增速。1-9 月商品房销售面积同比增长-1.8%，商品房销售额累计同比增长 3.7%。房地产投资资金来源中自筹资金占比和增速大幅上升。
- 前三季度全国居民人均可支配收入 2.38 万元，累计同比增长 3.9%。前三季度居民人均消费支出 1.49 万元，累计同比增速-6.6%，居民消费依然向食品烟酒和居住大幅集中，但较上半年服务性消费占比大幅提升。
- **三季度 GDP 低于预期，但经济数据继续向好。**9 月工业增加值增速、社零增速均大幅好于市场预期，固定资产投资累计同比增速年内首次转正，但三季度 GDP 同比增速 4.9%，低于市场预期。从三季度月度经济数据整体情况来看，投资方面房地产投资维持高增长，基建投资累计同比增速 9 月转正，消费方面社零 8 月当月同比增速转正，9 月增速大幅超预期，此前发布的出口增速和金融数据也维持了较高增速。因此三季度 GDP 增速低于预期，或是受到进口增速超预期高增的影响，净出口对 GDP 的拉动较二季度有所下降。我们认为贸易的好转有利于经济双循环发展，国内经济复苏的趋势依然向好。
- **四季度货币政策易松难紧。**四季度国内外经济基本面情况相对复杂：一是 10 月国内召开全会，市场同时关注十四五规划建议内容；二是 11 月美国大选结果公布，考虑到邮寄选票的影响，11 月上旬至中旬全球资本市场可能出现明显波动；三是 12 月跨年前后国内金融市场流动性可能出现波动。并且考虑到今年上半年为对冲经济增速下行的影响，央行向经济体注入了大量流动性，实体经济负债增速明显上升，从 12 月底到明年春节前后这部分流动性面临续做和重新定价。在上述因素影响下，预计货币政策易松难紧，不排除在海外资本市场波动加大对国内产生外溢性影响时，国内采取降准操作的可能。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。**

相关研究报告

《经济在波动中恢复：4 月经济数据点评》2020.5.15

《经济数据边际修复的速度在下降：5 月经济数据点评》2020.6.15

《经济真的向好，问题也依然存在：6 月和二季度经济数据点评》2020.7.16

《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

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

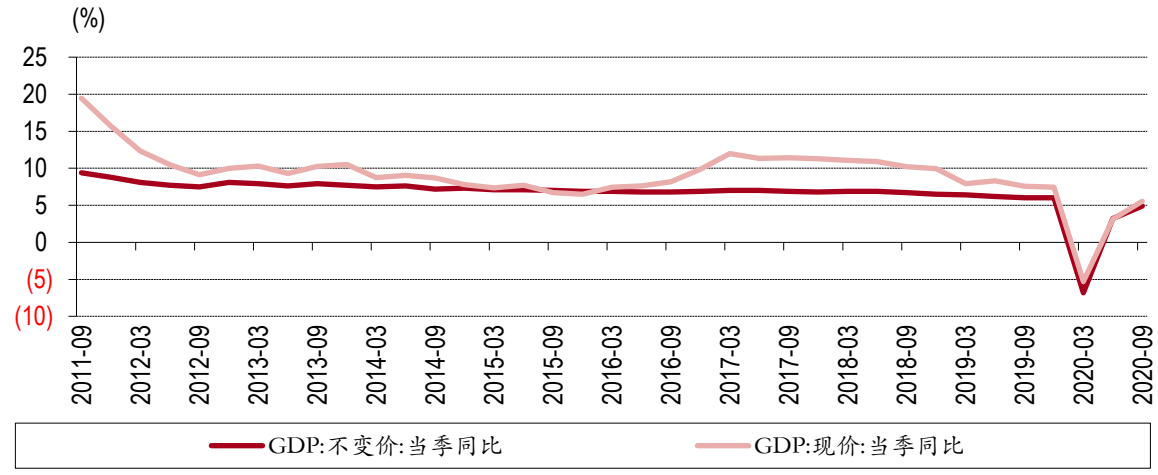
证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

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

三季度 GDP 增长 4.9%

前三季度实际 GDP 累计同比 0.7%，名义 GDP 累计同比 1.4%。三季度 GDP 当季实际同比增速 4.9%，较二季度回升了 1.7 个百分点；三季度名义同比增速 5.5%，较二季度回升了 2.4 个百分点。前三季度实际 GDP 累计同比增长 0.7%，年内首次转正。三季度平减指数累计同比 0.7%，与二季度持平，三季度当中受汛期影响 CPI 同比增速波动较大，PPI 同比增速 9 月也出现小幅下行。三季度 GDP 实际同比增速虽然低于市场预期，但是从月度数据来看，国内经济复苏趋势依然向好，可能受到国际贸易波动的影响。

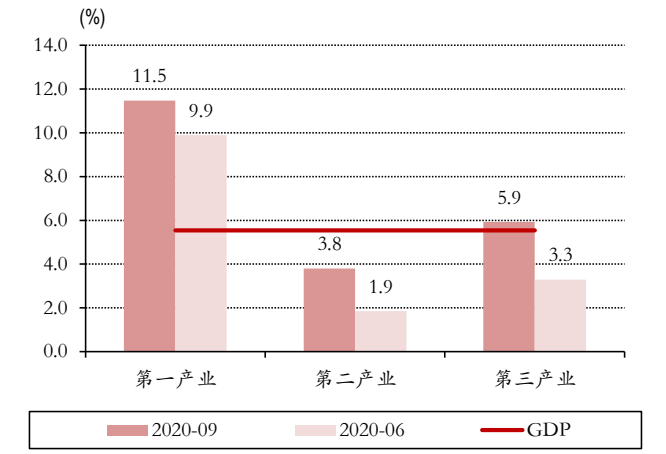
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

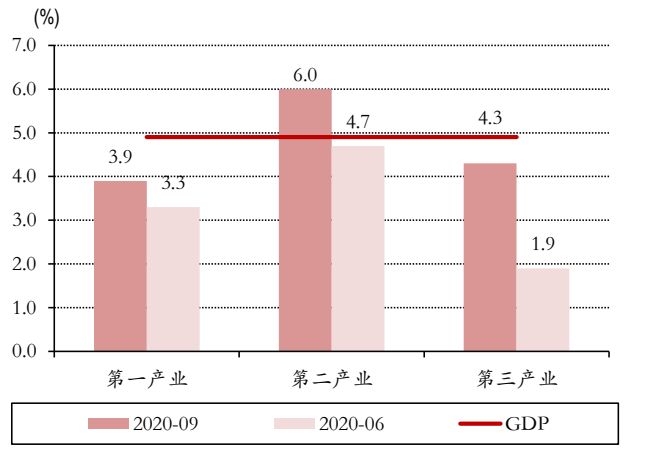
三大产业修复趋势无碍。三季度三大产业同比增速均较二季度继续回升，从名义增速的角度看，三季度一产同比增速 11.5%，远超过二产的 3.8%和三产的 5.9%；从实际增速的角度看，一产同比增长 3.9%，二产同比增长 6%，三产增长 4.3%，二产依然是拉动 GDP 实际同比增速上升的重要力量。从物价角度看，二产依然处于通缩状态下，但一产的平减指数当季达到 7.3%，较二季度继续上升 0.9 个点，或将表现在 CPI 的食品价格下降趋势放缓当中。三季度 GDP 实际同比增速虽然低于市场预期，但三产同比增速明显回升，表示经济结构内部加快调整。

图表 2. 三季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 三季度 GDP 不变价分产业同比

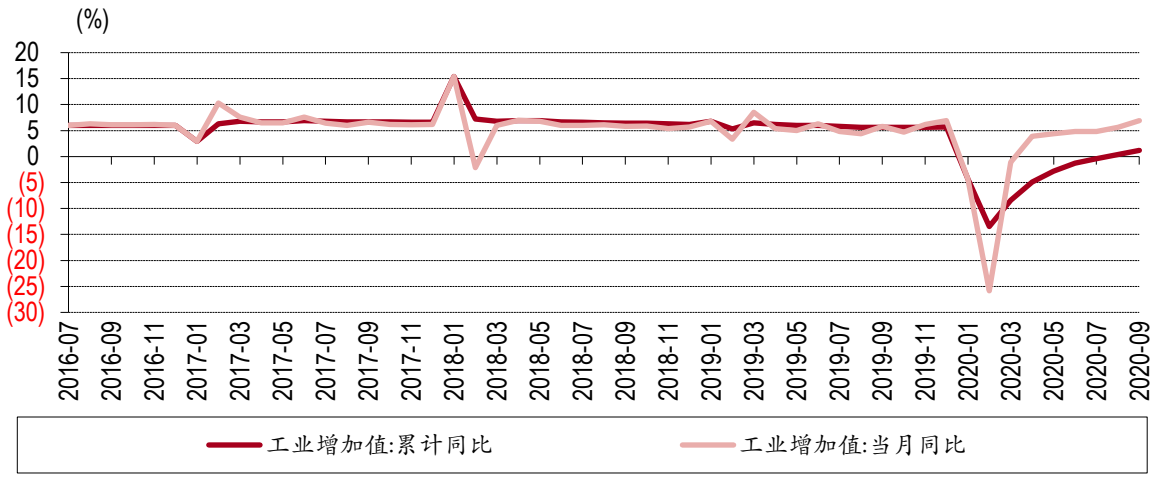


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速再超预期

9 月工业增加值增速加速上行。9 月工业增加值同比增速 6.9%，较 8 月上升 1.3 个百分点，较去年同期上升 1.1 个百分点；1-9 月工业增加值同比增速 1.2%，较 1-8 月上升 0.8 个百分点，较去年同期下降 4.4 个百分点，降幅继续收窄。从数据表现看，9 月工业增加值累计同比增速加速上升，表明受益于国内需求恢复，生产端的复苏基础加固，且由于海外疫情防控不利叠加二次上升，国内企业的海外订单出现上升趋势。

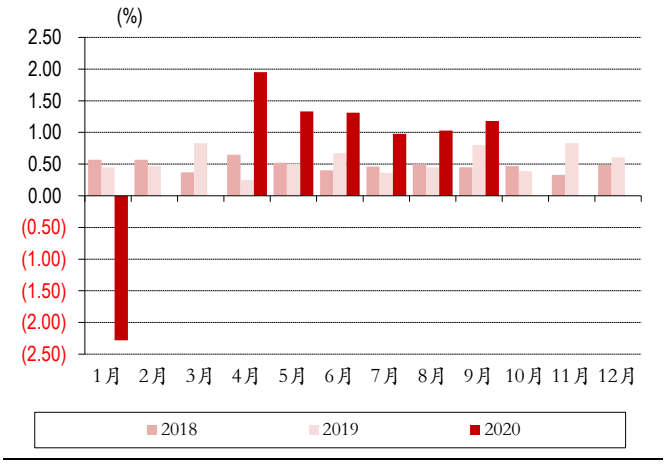
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

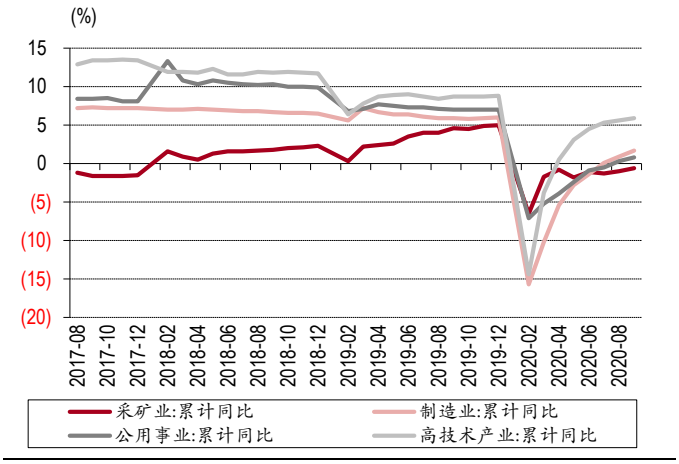
9 月环比强劲上行。从环比增速来看，9 月工业增加值环比增长 1.18%，不仅显著高于 2014 年以来历史同时期水平，且相较 7 月和 8 月都有明显上升。从 2019 年季度工业增加值环比来看，季初环比增速将明显下降，但目前国内工业企业海外订单强劲，国内需求复苏趋势上行，需要关注 10 月工业增加值的环比表现。从行业分类来看，1-9 月采矿业工业增加值累计同比增速-0.6%，制造业累计同比增速 1.7%，公用事业累计同比增速 0.8%，高技术产业累计同比增速 5.9%。9 月各行业工业增加值累计同比增速都有显著回升，其中增长最明显的是制造业，较 1-8 月回升了 0.8 个百分点，从当月同比看，制造业 9 月工业增加值同比增长 7.6%，较去年同期上升 2 个百分点，表明国内制造业回暖情况较好。从企业类型来看，9 月企业工业增加值同比增长 7.9%，较 8 月上升 2.2 个百分点，且同比增速最高，国企工业增加值同比增速 6.5%最低，股份制企业同比增速 6.8%，较 8 月上升幅度最小。分地区来看，东北地区工业增加值同比增长 8.5%，增速最高且较 8 月回升幅度最大，东部地区同比增长 8%，较 8 月增速回升 1.2 个百分点。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

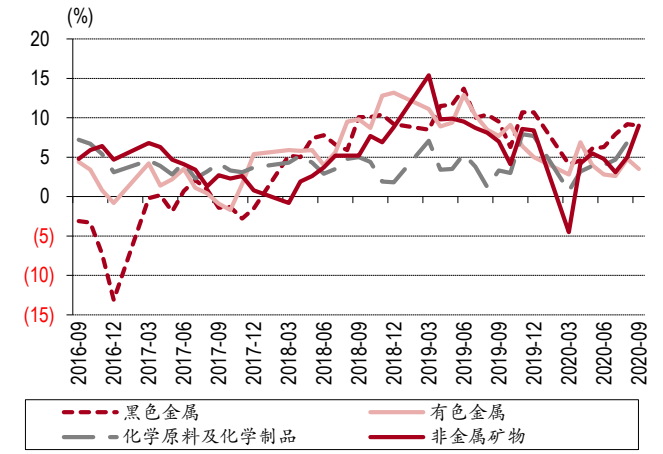
图表 6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

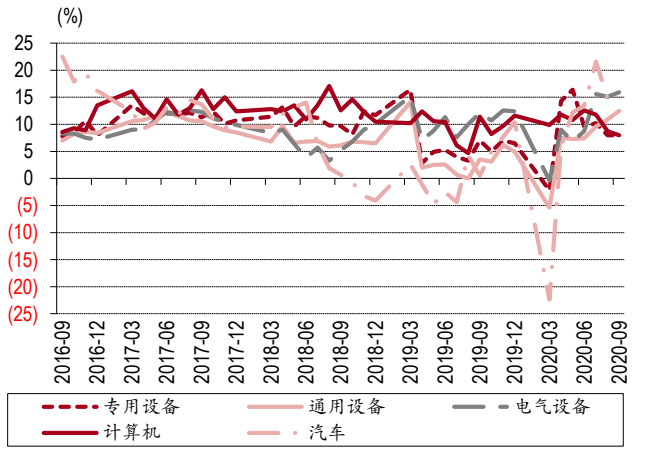
累计同比都有上升，下游 9 月工业增加值当月同比表现最强劲。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 1.5%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长 0.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 5.3%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 1.9%，从当月工业增加值增速来看，化学原料和非金属矿物的增速有所上升，黑色金属和有色金属增速有所下降。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 2.6%，专用设备制造业增加值累计同比增长 5.1%，汽车制造业增加值累计同比增长 4.4%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 5.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 7.2%，9 月中游行业工业增加值累计同比增速依然持续上升，其中通用设备、电气设备、汽车行业累计同比增速较 1-8 月均上行超过 1 个百分点，但当月同比增速中，计算机行业增速有所下降。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 0.8%，纺织业增加值累计同比增长-1.7%，医药制造业增加值累计同比增长 3%，从当月同比增速来看，下游增速回升的幅度更大。

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

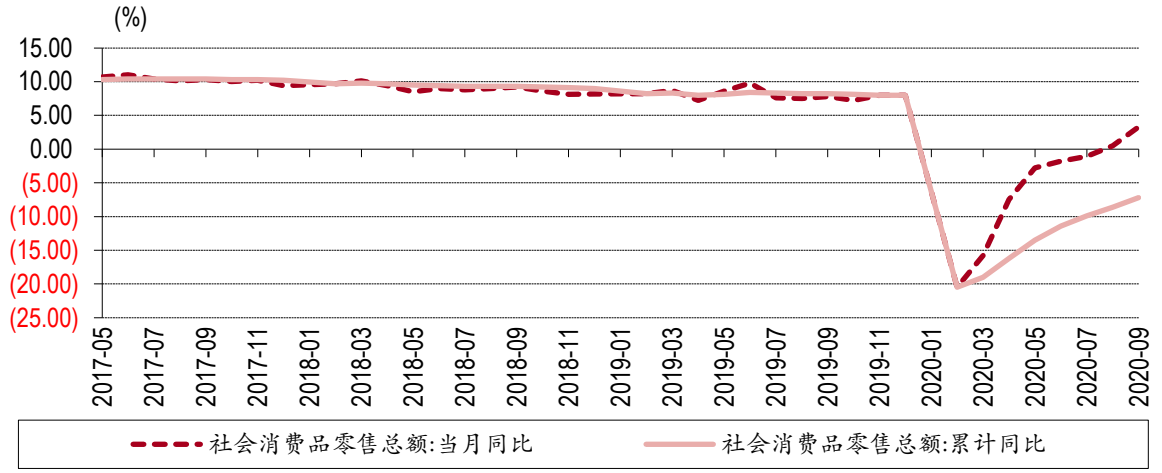


资料来源：万得，中银证券

社零大幅超预期

实际消费回升强劲。9 月社零同比增速 3.3%，较 8 月回升了 2.8 个百分点，1-9 月社零累计同比增速为-7.2%，较 1-8 月回升 1.4 个百分点。9 月社零实际同比增速 2.4%，较 8 月上升 3.5 个百分点，1-9 月累计实际同比增长-9.1%，较 1-8 月上升 1.5 个百分点。9 月社零增速加速上升，且实际社零增速较名义增速上升幅度更大。

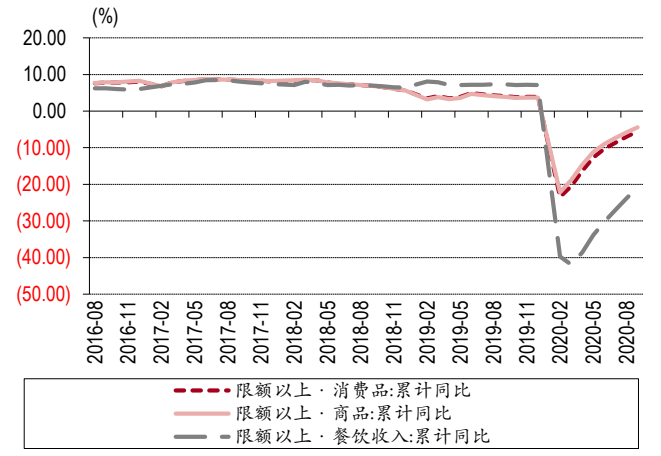
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

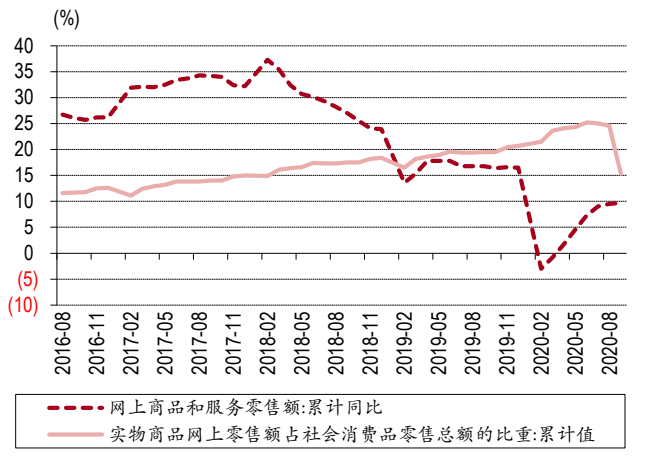
限额以上消费维持强劲增长。1-9 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-5.5%，较 1-8 月上升 1.2 个百分点，其中商品零售总额同比增速为-4.4%，较 1-8 月回升 1.4 个百分点，餐饮收入总额同比增速-20.8%，较 1-8 月上升 3 个百分点。1-9 月网上零售额占比为 29.3%，较 1-8 月下降 0.3 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 9.7%，较 1-8 月上升 0.2 个百分点。从城乡消费增速来看，9 月乡村的消费增速 4%，较 8 月上升 3.3 个百分点，城镇消费同比增速 3.2%，较 8 月上升 2.7 个百分点。9 月餐饮行业收入增速-2.9%，较 8 月上升 4.1 个百分点，商品销售收入增速 4.1%，较 8 月上升 2.6 个百分点。9 月社零增速进一步加速上升，乡村消费增速回升较快，餐饮消费加速修复，限额以上消费增速继续领跑,9 月网上消费占比有所下滑,我们认为是受到紧邻节假日消费和未来电商促销的挤出。

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

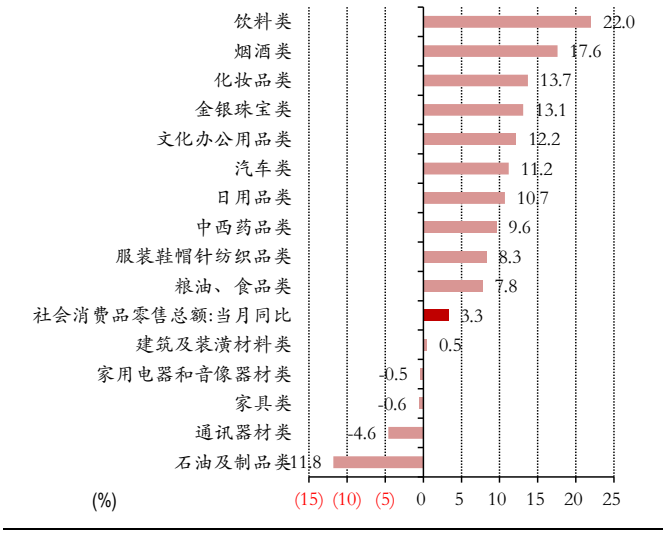
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

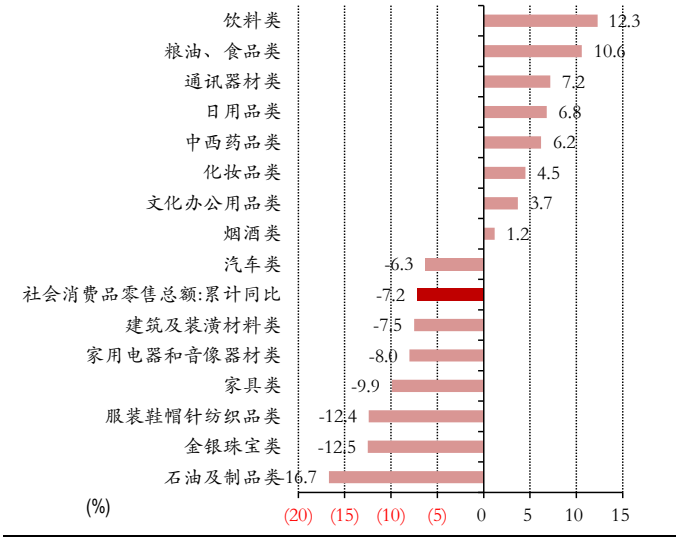
通讯器材消费延后。从同比增速来看，9 月限额以上企业商品零售总额同比增速 5..6%，较 8 月上升了 0.5 个百分点，同比增速较高的细分行业包括饮料、烟酒、化妆品等，增速最低的行业则包括石油制品、通讯器材、家具等。与 8 月相比大多数行业增速还是以上升为主，增幅显著的是烟酒、饮料和服装鞋帽，另一方面增速下降明显的是通讯器材、化妆品和家电，其中通讯器材的增速较 8 月大幅下降 29.7 个百分点，主要是受到接下来新机发行影响。从累计同比增速来看，1-9 月销售增速大幅上升的是金银珠宝、服装鞋帽、汽车等，增速下滑的则是通讯器材、粮油食品、中西药品。

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

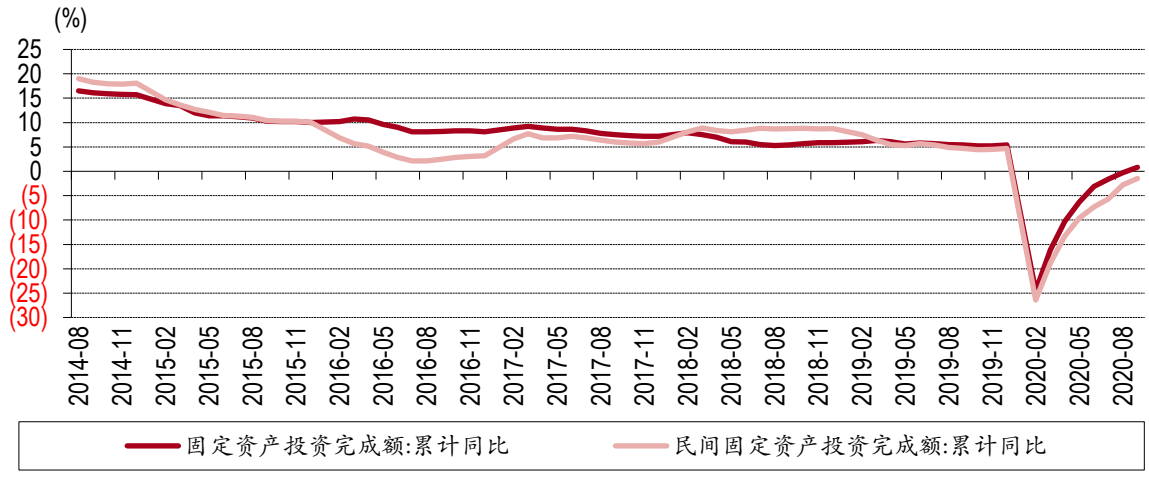


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速转正

民间固定资产投资增速回升幅度更大。1-9 月固定资产投资增速为 0.8%，较 1-8 月回升 1.1 个百分点，为年内首次转正，1-9 月民间固定资产投资增速-1.5%，较 1-8 月回升 1.3 个百分点。9 月固定资产投资增速年内首次转正，民间固定资产投资增速虽然尚未转正，但累计同比增速回升幅度更显著。

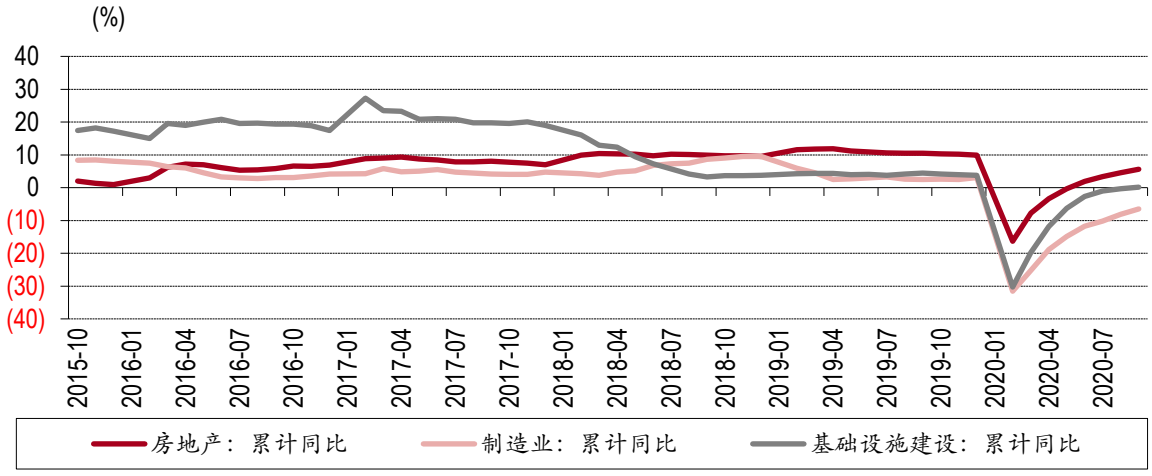
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

9 月制造业投资增速继续强劲上升，基建投资增速年内首次转正。分类别看，制造业投资 1-9 月累计同比增长-6.5%，较 1-8 月回升 1.6 个百分点；基建投资累计同比增长 0.2%，较 1-8 月回升 0.5 个百分点，为年内首次转正；地产投资累计同比增长 5.6%，较 1-8 月回升 1 个百分点。1-9 月固定资产投资中基建回升速度继续放缓但增速回正，房地产虽然受到政策约束但投资增速依然强劲，制造业投资增速回升幅度继续领跑。从制造业细分行业看，累计同比增速较 8 月明显上升的包括农副食品加工、医药、汽车、纺织、金属制品、交运设备、通用设备等行业。

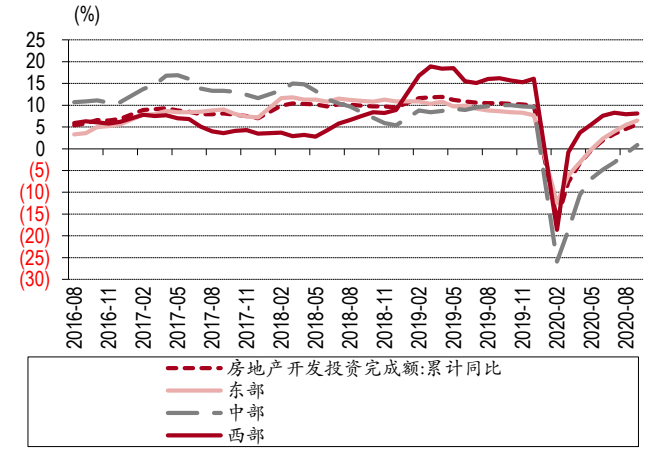
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

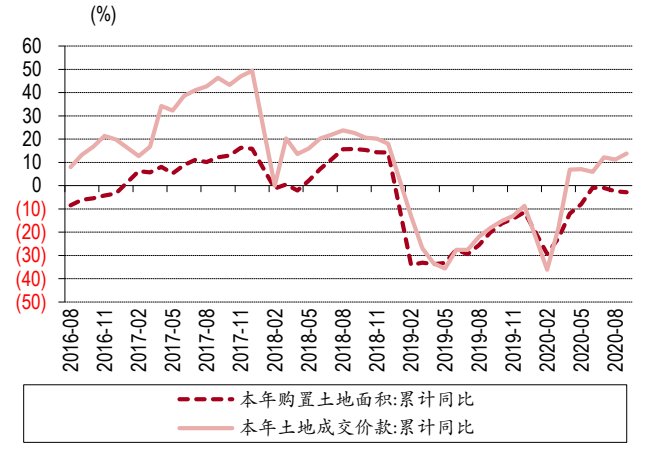
房地产投资增速上升幅度有所收窄。1-9 月房地产投资增速 5.6%，较 1-8 月回升了 1 个百分点，其中东部地区累计同比增长 6.5%、中部地区累计同比增长 0.9%、西部地区累计同比增长 8.1%，分别较 1-8 月回升 1 个百分点、2 个百分点和 0.2 个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速 6.1%、办公楼投资增速 0.5%、商业地产投资增速-2.5%，分别较 1-8 月回升 0.8 个百分点、1.5 个百分点和 0.4 个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-9 月累计同比增长-2.9%和 13.8%，较 1-8 月分别下降了 0.5 个百分点和上升了 2.6 个百分点。1-9 月房地产新开工面积累计同比增长-3.4%，较 1-8 月上升 0.2 个百分点，施工面积同比增长 3.1%，较 1-8 月下降 0.2 个百分点，竣工面积同比增长-11.6%，较 1-8 月下降 0.8 个百分点。整体来看，9 月房地产土地市场有所回落，新开工面积增速虽然继续上行，但施工面积同比增速出现下行，房地产政策的收紧一定程度上开始影响土地购置面积和施工面积增速。

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

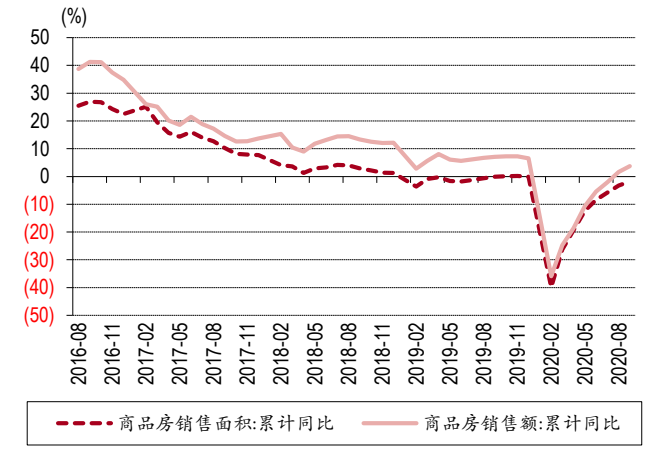
图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

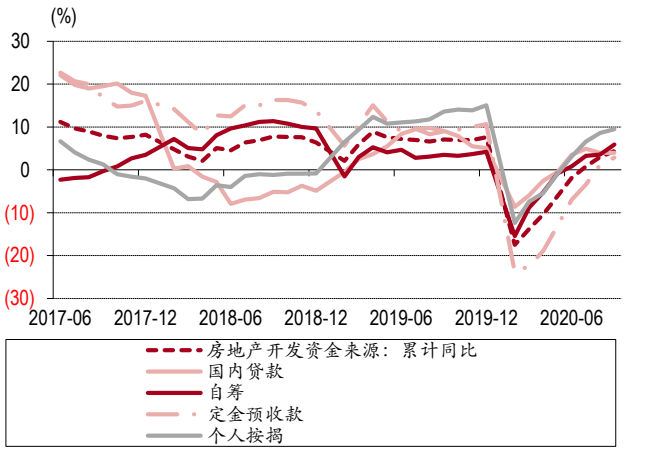
房地产销售依然向好。1-9 月商品房销售面积同比增长-1.8%，较 1-8 月回升 1.5 个百分点，商品房销售额累计同比增长 3.7%，较 1-8 月回升 2.1 个百分点。从待售面积来看，1-9 月商品房待售面积同比增速 0.5%，较 1-8 月持平，其中住宅面积同比增速-0.4%，较 1-8 月下降 0.6 个百分点，办公楼累计同比 2.6%，较 1-8 月下降 0.5 个百分点，商业地产累计同比-1.8%，较 1-8 月上升 0.5 个百分点。房地产销售依然强劲，在价格上行预期扰动下，销售金额同比增速继续快于销售面积的回升幅度。从房地产投资资金来源看，1-9 月国内贷款占比 15%，较 1-8 月下降 0.4 个百分点，定金和预付款的占比 33.1%，则较 1-8 月下降 0.1 个百分点，个人按揭贷款占比下降 0.2 个百分点，占比上升的是自筹资金，大幅上升 0.7 个百分点。从增速看，1-9 月房地产开发资金来源累计同比增速 4.4%，较 1-8 月回升了 1.4 个百分点，其中国内贷款资金来源增速 4%，定金和预付款增速 2.9%，按揭贷款资金来源增速 9.5%，增速明显上升的是自筹资金增速 5.9%，较 8 月上升了 2.3 个百分点。

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

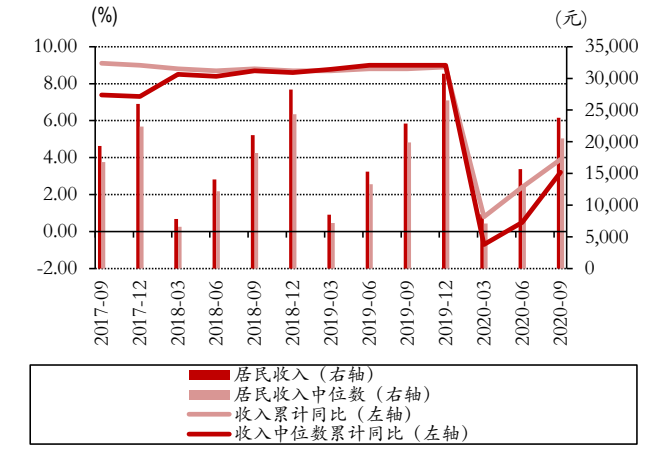


资料来源：万得，中银证券

居民消费开始向服务性消费倾向

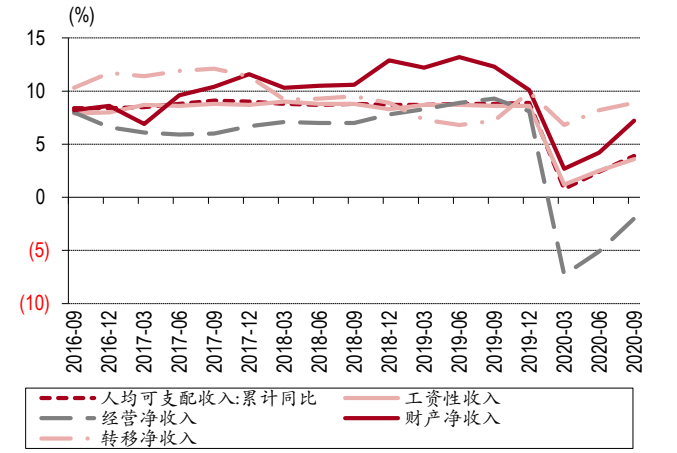
居民收入增速继续强劲回升。前三季度全国居民人均可支配收入 2.38 万元，累计同比增长 3.9%，增速较上半年上升 1.5 个百分点；居民收入中位数累计同比增速 3.2%，较上半年大幅上升 2.7 个百分点。剔除价格因素，前三季度居民收入实际增速 0.6%，较上半年上升 1.9 个百分点。从居民收入来源来看，前三季度工资性收入累计同比增速 3.6%、经营净收入增速-2%，财产净收入累计同比增速 7.2%，转移净收入增速 8.9%，四项收入来源增速均较上半年继续上升，其中经营收入增速回升幅度继续领跑，财产收入增速也继续大幅回升，四项中依然是转移净收入增速最高，且增速较去年同期上升了 1.7 个百分点；从结构来看，相较上半年占比上升的包括经营净收入和转移净收入，工资性收入占比继续下行。农村居民收入增速累计同比增长 5.8%，城镇居民收入增速累计同比增长 2.8%，均较上半年明显回升。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

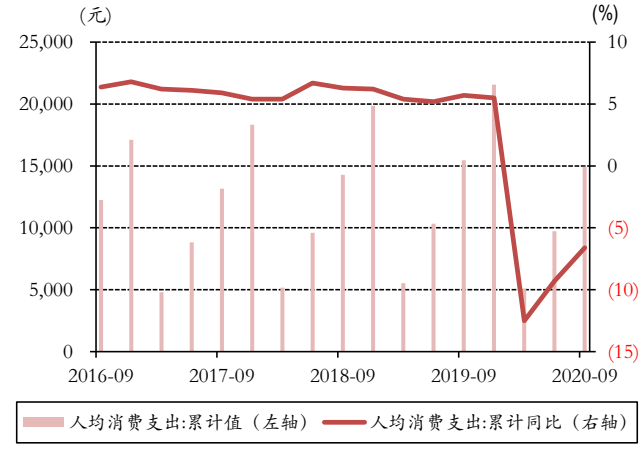
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

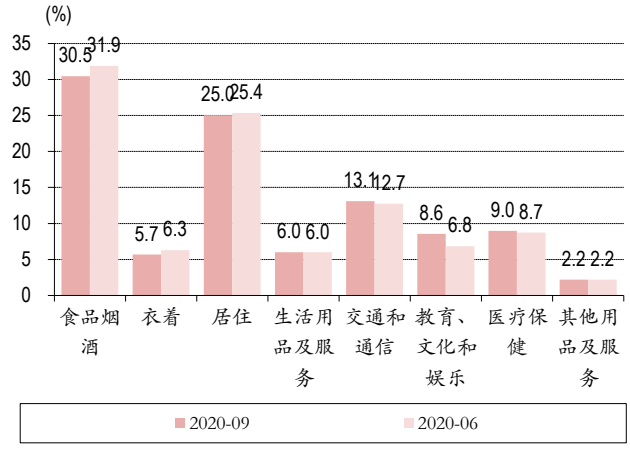
服务性消费增速大幅回升。前三季度居民人均消费支出 1.49 万元，累计同比增速-6.6%，较 2019 年同期下降 12.3 个百分点，但较上半年增速回升了 2.7 个百分点。从居民消费支出结构来看，前三季度居民在食品烟酒方面的消费占比为 30.5%，较上半年下降了 1.4 个百分点，居住的消费占比 25%，较上半年下降了 0.3 个百分点，占比上升的包括教育文化娱乐上升 1.7 个百分点、交通通信上升 0.4 个百分点和医疗保健上升 0.2 个百分点。整体来看，相较去年同期，居民消费依然向食品烟酒和居住大幅集中，但较上半年服务性消费的占比边际大幅提升。从增速来看，前三季度依然只有食品烟酒和居住消费正增长，但相较上半年增速明显回升的包括教育文化娱乐（回升 8 个百分点）、交通通信（回升 4.8 个百分点）、医疗保健（回升 4.5 个百分点）等。居民服务性消费增长，有利于改善居民消费结构，也表明消费复苏的趋势进一步确定。

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. 居民消费支出分类占比



资料来源：万得，中银证券

结论：GDP 增速或受贸易拖累，国内复苏趋势依然向好

三季度 GDP 低于预期，但经济数据继续向好。9 月工业增加值增速、社零增速均大幅好于市场预期，固定资产投资累计同比增速年内首次转正，但三季度 GDP 同比增速 4.9%，低于市场预期。从三季度月度经济数据整体情况来看，投资方面房地产投资维持高增长，基建投资累计同比增速 9 月转正，消费方面社零 8 月当月同比增速转正，9 月增速大幅超预期，此前发布的出口增速和金融数据也维持了较高增速。因此三季度 GDP 增速低于预期，或是受到进口增速超预期高增的影响，净出口对 GDP 的拉动较二季度有所下降。我们认为贸易的好转有利于经济双循环发展，国内经济复苏的趋势依然向好。

四季度货币政策易松难紧。四季度国内外经济基本面情况相对复杂：一是 10 月国内召开全会，市场同时关注十四五规划建议内容；二是 11 月美国大选结果公布，考虑到邮寄选票的影响，11 月上旬至中旬全球资本市场可能出现明显波动；三是 12 月跨年前后国内金融市场流动性可能出现波动。并且考虑到今年上半年为对冲经济增速下行的影响，央行向经济体注入了大量流动性，实体经济负债增速明显上升，从 12 月底到明年春节前后这部分流动性面临续做和重新定价。在上述因素影响下，预计货币政策易松难紧，不排除在海外资本市场波动加大对国内产生外溢性影响时，国内采取降准操作的可能。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。

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