

6 月和二季度经济数据点评

经济真的向好，问题也依然存在

二季度 GDP 增速超预期；6 月工业增加值和固定资产投资均超预期，仅社零增速低于预期；居民收入和消费增速依然偏低。

- 二季度 GDP 增长 3.2%，上半年实际 GDP 累计同比-1.6%，名义 GDP 累计同比-0.9%。
- 6 月工业增加值同比增速 4.8%，1-6 月工业增加值同比增速-1.3%。采矿业工业增加值累计同比增速-1.1%，制造业累计同比增速-1.4 %，公用事业累计同比增速-0.9%，高技术产业累计同比增速 4.5%。
- 6 月社零同比增速-1.8%，1-6 月社零累计同比增速为-11.4%。6 月的社零数据受到电商促销活动的扰动，一定程度上可能造成部分品类当月销售被挤出，未来仍需关注汽车和房地产后周期等大额消费增速的持续变化。
- 1-6 月固定资产投资增速为-3.1%，民间固定资产投资增速-7.3%。制造业投资累计同比增长-11.7%，基建投资累计同比增长-2.7%，地产投资累计同比增长 1.9%。
- 1-6 月房地产土地购置面积和土地成交价款累计同比增长-0.9%和 5.9%，商品房销售面积同比增长-8.4%，商品房销售额累计同比增长-5.4%，房地产投资资金来源累计同比增速-1.9%，其中国内贷款资金来源增速 3.5%，定金和预付款增速-7%。
- 上半年全国居民人均可支配收入 1.57 万元，累计同比增长 2.4%，居民收入中位数累计同比增速 0.5%；居民人均消费支出 9718 元，累计同比增速-9.3%。二季度剔除消费品价格上涨对食品消费的影响，居民消费在居住、交通通信和生活用品及服务方面增长比较显著。
- **二季度经济数据明显好于预期，我们上调全年 GDP 增速至 2%。**上半年经济数据收官，二季度实际 GDP 同比增长 3.2%，超出市场预期，表明我国经济恢复趋势明确，内生动力强劲。从 6 月数据来看，工业增加值增长超预期、固定资产投资增速超预期，特别是制造业投资增速较 5 月回升幅度显著，显示我国经济转型升级的内在需求明确。但另一方面问题依然存在，最直接的问题就是社零增速继续低于预期，同时二季度居民收入和消费增速依然较低，除此之外也需要开始关注需求恢复持续偏弱的背景下，6 月数据中已经出现的部分行业工业增加值当月增速开始震荡分化的情况。
- **政策工具为海外的冲击而准备。**从目前经济数据反映出的基本面表现来看，国内经济恢复趋势较强劲，但海外的情况较为复杂，一方面是全球新冠疫情没有得到有效控制，特别是美国近期新确诊人数快速上升，可能直接影响我国外需增长，另一方面下半年美国大选渐行渐近，从历史经验看中国牌在美国大选期间被使用的概率极大。在海外具有较大不确定性的情况下，我们认为当前国内财政政策可能以夯实效果为主，部分货币政策工具转而为应对海外冲击做准备。接下来需要关注 7 月政治局会议对下半年经济工作的定调和安排。
- **风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。**

相关研究报告

《2019 年完成任务:12 月和四季度经济数据点评》2020.1.17

《实事求是反映冲击，宽松可期难见强刺激：1-2 月经济数据点评》2020.3.16

《新冠疫情冲击下，一季度数据走出 V 型趋势：3 月和一季度经济数据点评》2020.4.17

《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：11 月经济数据点评》2020.6.15

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

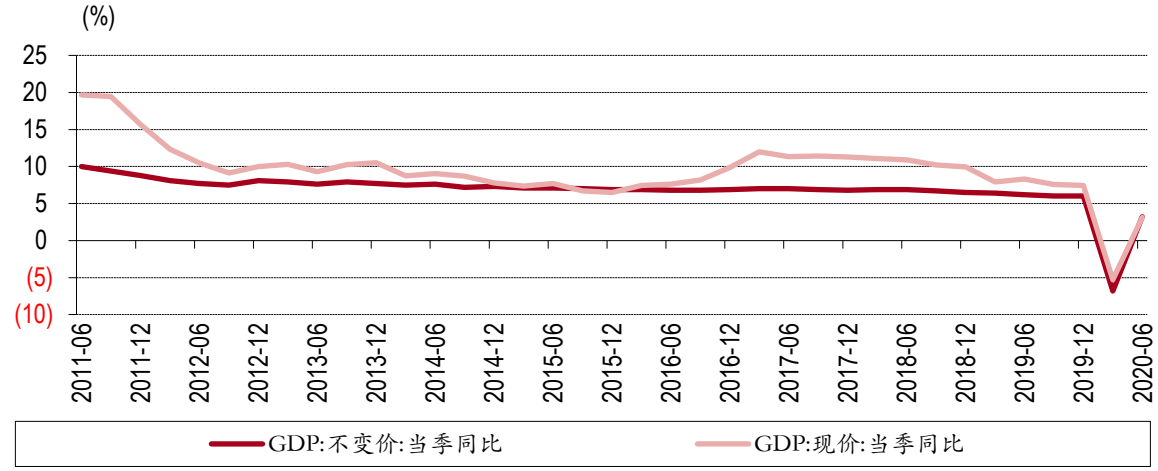
证券分析师：张晓娇
(8621)2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

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 增长 3.2%

上半年实际 GDP 累计同比-1.6%，名义 GDP 累计同比-0.9%。二季度 GDP 当季实际同比增速 3.2%，较一季度回升了 10 个百分点；二季度名义同比增速 3.1%，较一季度回升了 8.4 个百分点。二季度平减指数累计同比 0.7%，较一季度下行了 0.9 个百分点，主要是受工业品价格通缩的负面影响。整体来看，二季度 GDP 环比增速 11.5%明显超出市场预期，显示出我国经济较好的韧性和内生增长动力。

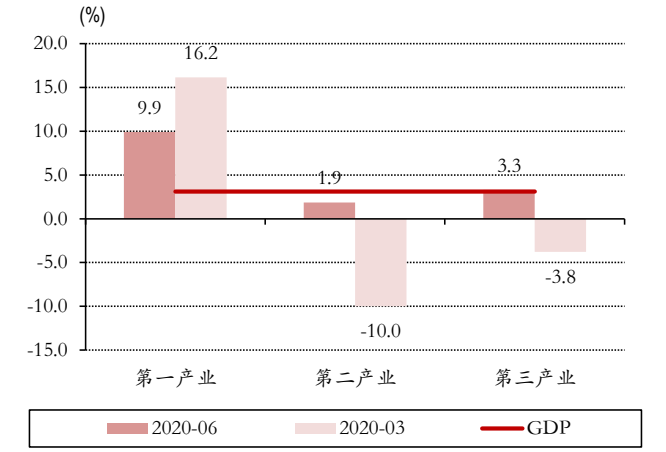
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

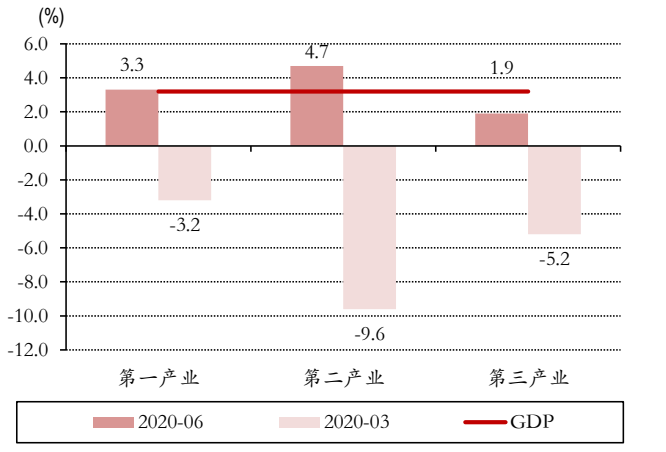
一产通胀二产通缩三产稳定增长。从名义增速的角度看，二季度一产同比增速 9.9%，远超过二产的 1.9%和三产的 3.3%；从实际增速的角度看，一产同比增长 3.3%，二产同比增长 4.7%，一产的通胀和二产的通缩从 CPI 中食品项目同比大幅上涨和 PPI 同比明显负增长也可以看出，三产增长 1.9%，三产的价格表现也较强劲，且三产的平减指数与一季度相比整体较平稳。二季度 GDP 增速明显超出市场预期，从产业看，主要是名义上三产恢复、实际上二产恢复均对 GDP 增长提振较多。

图表 2. 一季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 一季度 GDP 不变价分产业同比

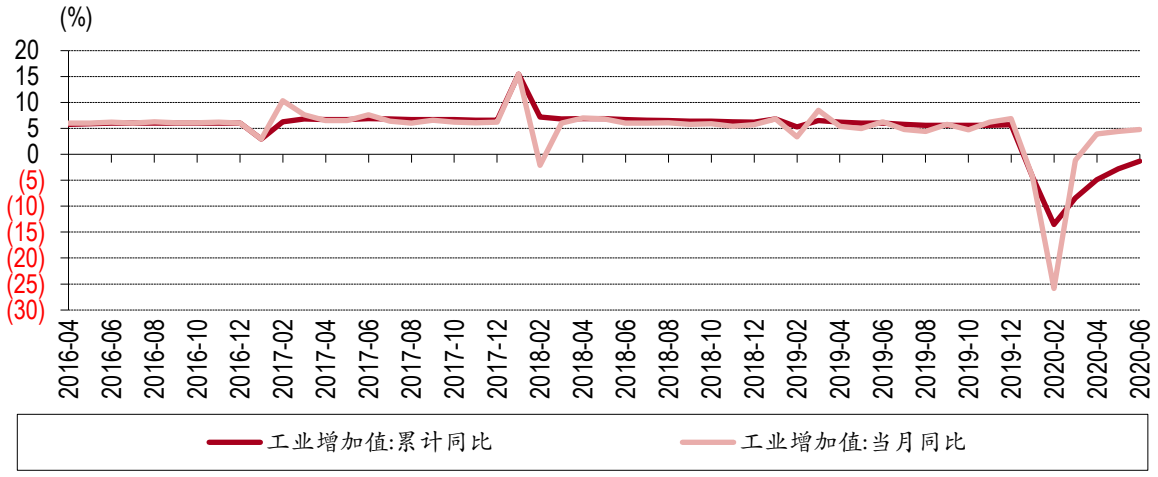


资料来源：万得，中银证券

工业增加值增长趋于稳定

生产增长强劲。6 月工业增加值同比增速 4.8%，较 5 月上升 0.4 个百分点，较去年同期下降 1.5 个百分点；1-6 月工业增加值同比增速-1.3%，较去年同期下降 7.3 个百分点。6 月工业增加值同比增速环比 5 月改善的幅度继续缩小，从同比增速趋势来看，自 4 月之后当月工业增加值增速趋于稳定，我们认为受新冠疫情的冲击，国内外需求端都出现了明显回落，且恢复速度慢于生产端，预计接下来一段时间内，工业增加值会在新的供需均衡增速上震荡。

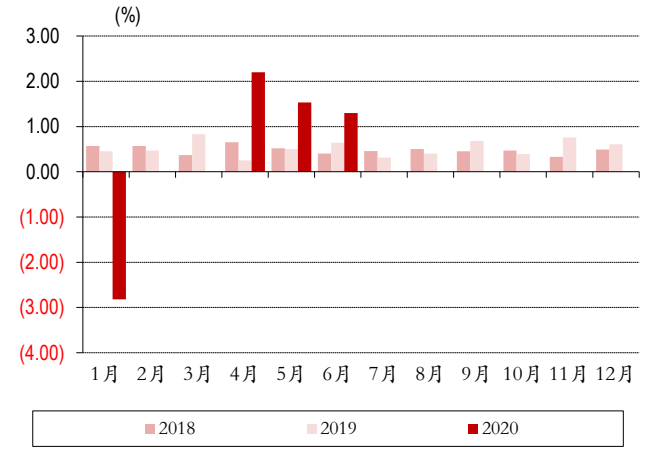
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

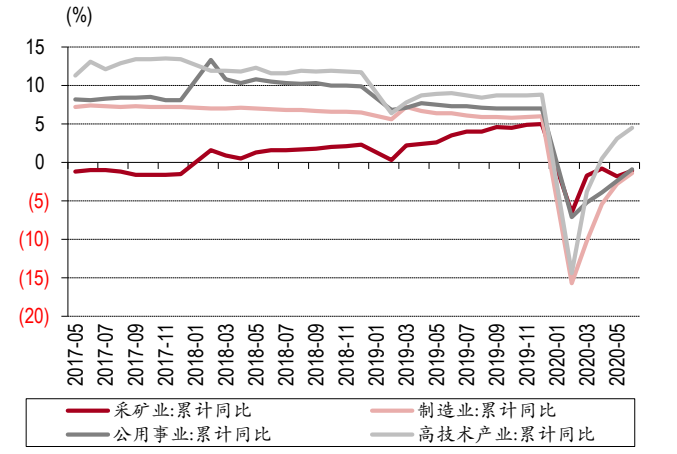
6 月环比依然强劲，但环比增速持续回落。从环比增速来看，6 月工业增加值环比增长 1.3%，依然处于疫情冲击后的生产修复期，但环比改善的幅度较 5 月有所下降。从行业分类来看，1-6 月采矿业工业增加值累计同比增速-1.1%，制造业累计同比增速-1.4 %，公用事业累计同比增速-0.9%，高技术产业累计同比增速 4.5%。行业表现有所分化，高技术产业累计同比增速继续快速上行，且当月同比增长 10%最高，制造业当月增速 5.1%，虽然较 5 月小幅回落 0.1 个百分点但表现依然强劲，采矿业当月同比增速 1.7%，较 5 月有所上升，公共事业当月增加值同比增长 5.5%，维持了自 3 月以来的同比增速快速回升。从企业类型来看，6 月工业增加值增速较 5 月反弹幅度最大的依次是国企、外企和股份制，私企 6 月工业增加值同比增速较 5 月下滑了 2.3 个百分点，1-6 月工业增加值累计同比增速最高的依然是私企-0.1%，最低的是外企-3.4%。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

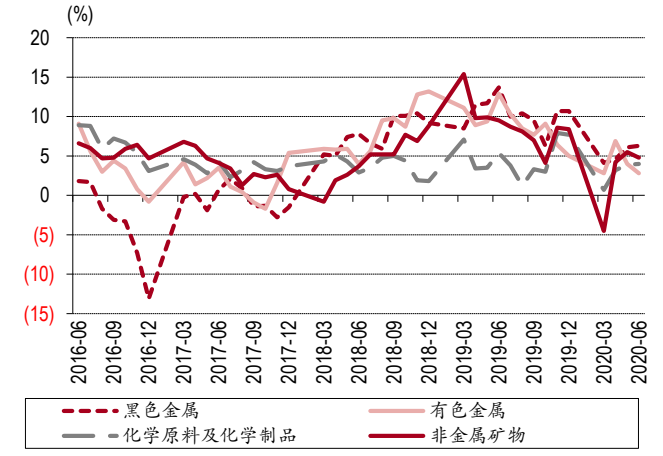
图表 6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

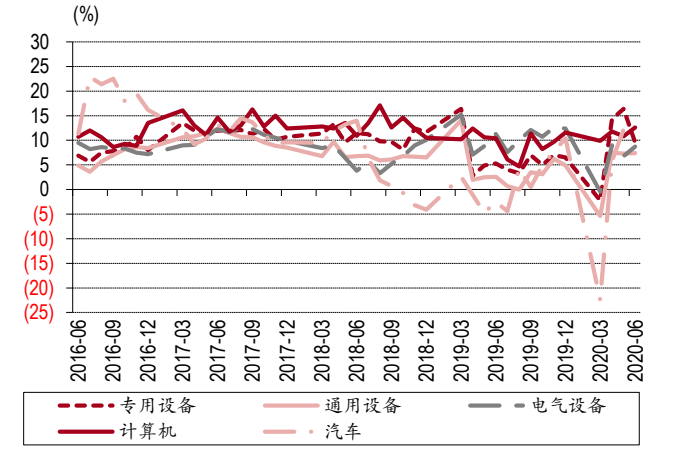
从修复到新均衡。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长-1%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长-2.2%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 3.4%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 1%，从当月工业增加值增速来看，上游行业工业增加值回升的趋势开始有所分化，黑色金属和化学原料行业增速依然小幅上升，但有色金属和非金属矿物的增速较 5 月出现明显下滑。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长-2.3%，专用设备制造业增加值累计同比增长 2.9%，汽车制造业增加值累计同比增长-3.1%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长-0.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 5.7%，6 月中游行业工业增加值累计同比增速依然持续上升，但从当月工业增加值增速来看，专用设备较 5 月大幅下降 6.8 个百分点。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-0.5%，纺织业增加值累计同比增长-4.5%，医药制造业增加值累计同比增长 1.8%，但从当月同比增速来看，食品较 5 月下行了 5 个百分点，纺织业下行了 1.1 个百分点。受到 1-2 月工业增加值增长基数较低的影响，当前工业增加值累计同比增速上升的趋势持续，但从当月工增来看，上中下游都有部分行业已经开始出现幅度较明显的波动。

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

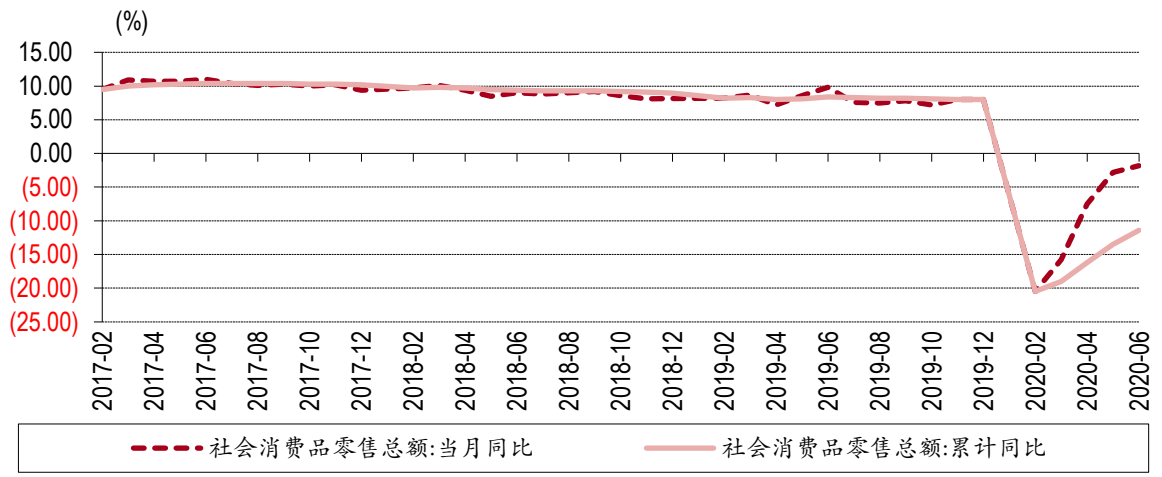


资料来源：万得，中银证券

社零是唯一不及预期的数据

需求的恢复需要一个过程。6 月社零同比增速-1.8%，较 5 月回升了 1 个百分点，1-6 月社零累计同比增速为-11.4%，较 1-5 月回升 2.1 个百分点。6 月社零增速反弹幅度依然低于市场预期，从宏观的角度看，二季度经济增长整体是超出预期的，但此前经济快速大幅下行对居民消费行为的影响可能需要超预期的长时间修复。

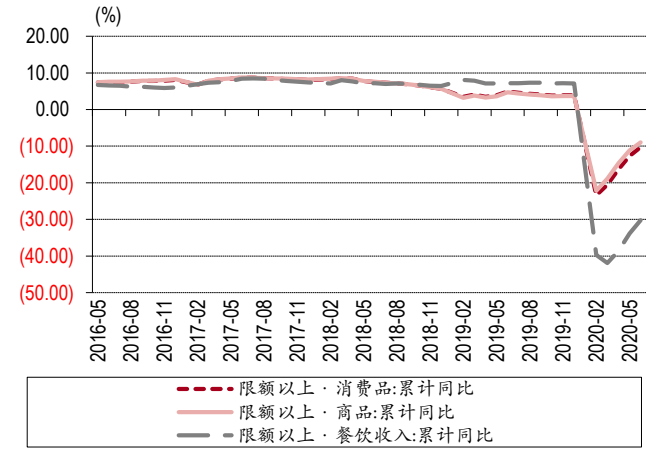
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

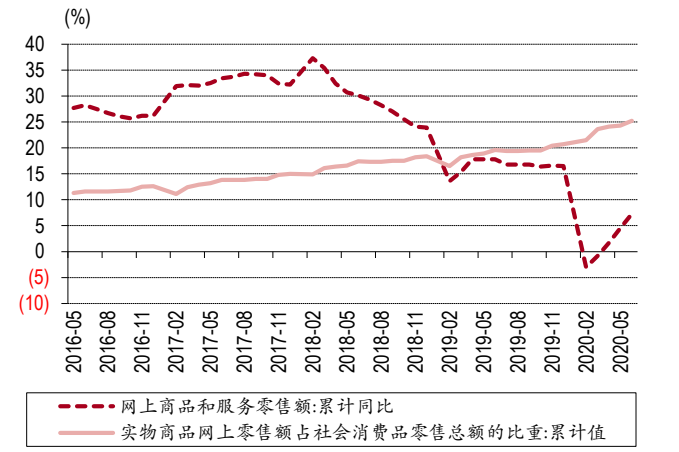
受电商促销影响，消费进一步上网。1-6 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-10.3%，较 1-5 月上升 2.4 个百分点，其中商品零售总额同比增速为-9%，较 1-5 月回升 2.2 个百分点，餐饮收入总额同比增速-30.2%，较 1-5 月上升 3.7 个百分点。1-6 月网上零售额占比达到 29.9%，较 1-5 月上升 0.9 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 7.3%，较 1-5 月上升 2.8 个百分点。从城乡消费增速来看，6 月乡村的消费增速-1.2%，较 5 月上升 2 个百分点，城镇消费同比增速-2%，较 5 月上升 0.8 个百分点。6 月餐饮行业收入增速-15.2%，较 5 月上升 3.7 个百分点，商品销售收入增速-0.2%，较 5 月上升 0.6 个百分点。6 月社零消费增速进一步反弹，且网上消费占比和增速都大幅上升，主要是受到电商促销的影响。从社零当月增速环比改善的情况看，乡村消费修复速度较城镇更快，增速更高，餐饮消费上升幅度虽然较大，但整体增速依然偏低，限额以上消费较社零整体更好，说明消费也继续向头部集中。

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

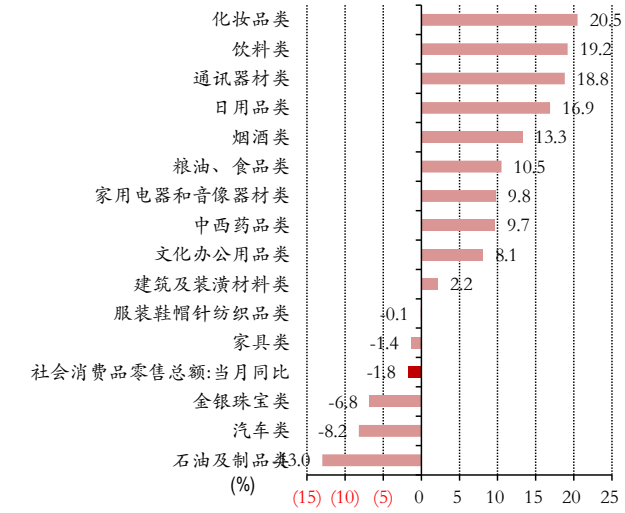
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

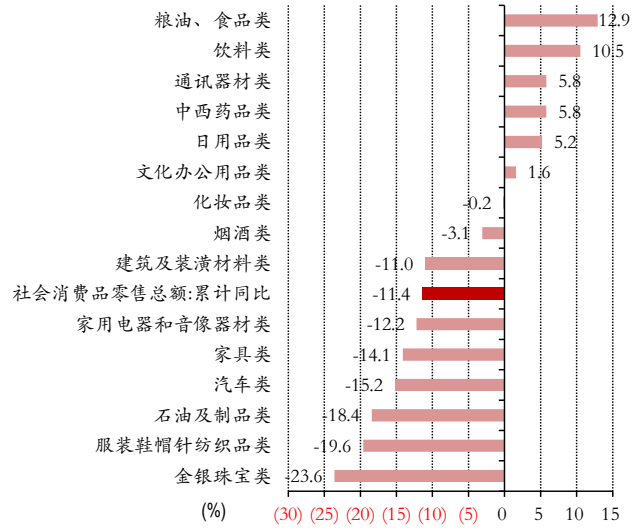
电商促销扰动 6 月消费数据。从同比增速来看，6 月限额以上企业商品零售总额同比增速 0.4%，较 5 月下降了 2.1 个百分点，同比增速较高的细分行业包括化妆品、饮料和通讯器材，增速最低的行业则包括石油制品、汽车和金银珠宝等。与 5 月相比增速回落的行业也较多，主要包括汽车、家具和金银珠宝，当月增速较 5 月分别大幅下行了 11.7 个百分点、4.4 个百分点和 2.9 个百分点，增速回升幅度较大的则有化妆品、通讯器材和文化办公用品等。从累计同比增速来看，1-6 月销售增速大幅上升的是天用电器、化妆品、服装鞋帽等，增速下滑的则是粮油食品。6 月的社零数据受到电商促销活动的扰动，一定程度上可能造成部分品类当月销售被挤出，未来仍需关注汽车和房地产后周期等大额消费增速的持续变化。

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

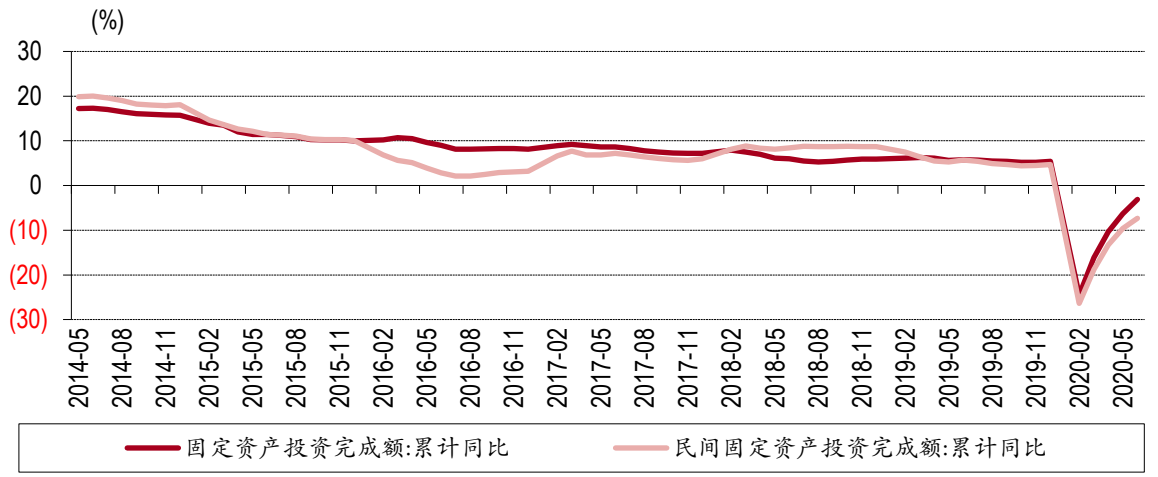


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速努力回升

固投增速超预期。1-6 月固定资产投资增速为-3.1%，较 1-5 月回升 3.2 个百分点，1-6 月民间固定资产投资增速-7.3%，较 1-5 月回升 2.3 个百分点。6 月固定资产投资增速继续回升，同样存在回升幅度逐月下降的问题，其中民间固定资产投资增速修复的力度开始明显减弱。

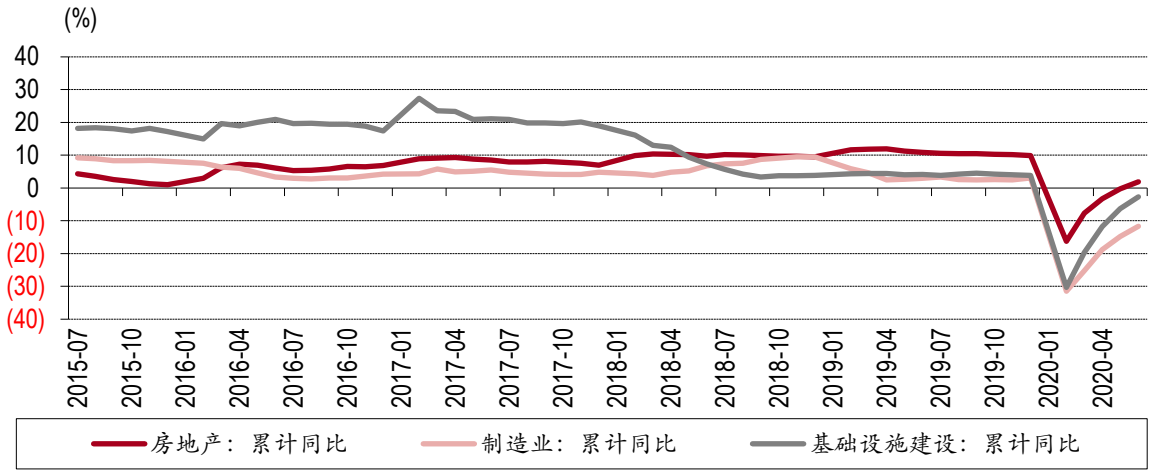
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

6 月制造业投资增速回升也强劲。分类别看，制造业投资 1-6 月累计同比增长-11.7%，较 1-5 月回升 3.1 个百分点；基建投资累计同比增长-2.7%，较 1-5 月回升 3.6 个百分点；地产投资累计同比增长 1.9%，较 1-5 月回升 2.2 个百分点。1-6 月固定资产投资中房地产累计同比增速强势翻正，6 月政府债券发行继续放量，基建投资增速快速上行。比较意外的是，虽然制造业累计同比增速依然较低，但环比上个月上升的幅度较大，说明经济虽然遭受意外冲击，但我国仍处于转型升级过程当中，市场广阔发展潜力较大。

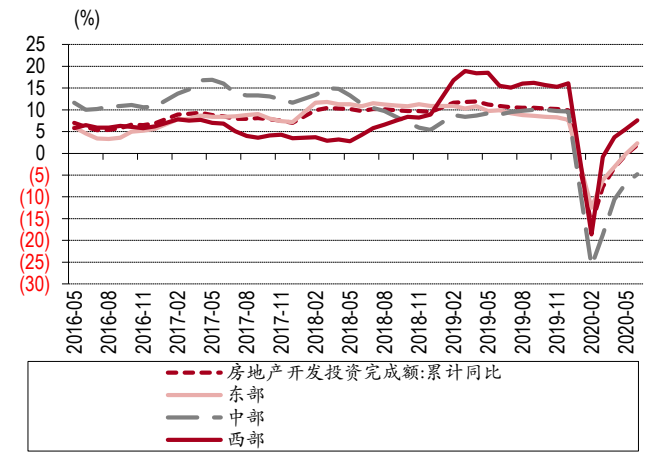
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

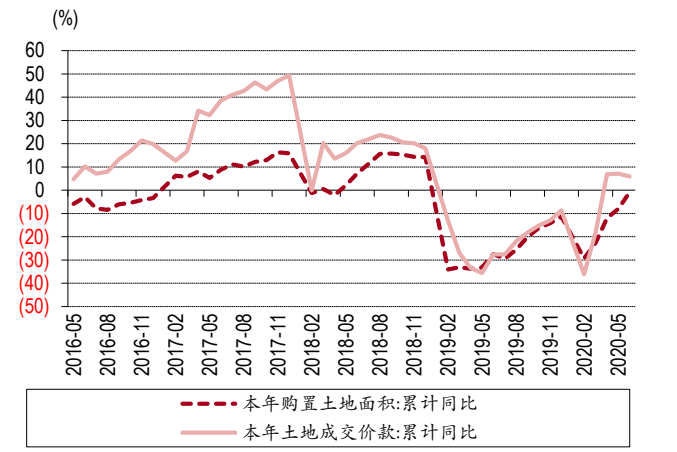
房地产投资增速强劲翻正。1-6 月房地产投资增速 1.9%，较 1-5 月回升了 2.2 个百分点，其中东部地区累计同比增长 2.3%、中部地区累计同比增长-4.8%、西部地区累计同比增长 7.6%，分别较 1-5 月回升 2.4 个百分点、2 个百分点和 2 个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速 2.6%、办公楼投资增速-3.1%、商业地产投资增速-5.4%，分别较 1-5 月回升 2.6 个百分点、下降 1.9 个百分点和回升 1.5 个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-6 月累计同比增长-0.9%和 5.9%，较 1-5 月分别回升 7.2 个百分点和下降 1.2 个百分点。1-6 月房地产投资增速较 1-5 月继续回升，但从土地市场来看，土地购置面积同比大幅回升，但成交价款增速明显回落，考虑到上半年在央行货币政策宽松的背景下，房价上涨的预期较强烈，需要关注下半年房地产政策可能收紧导致的房地产市场局部回落。

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

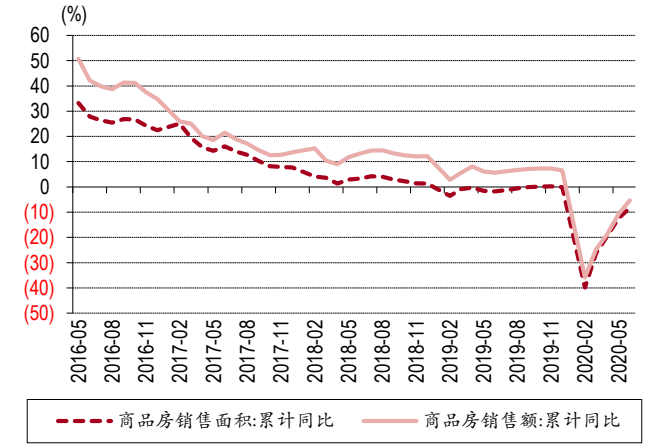
图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

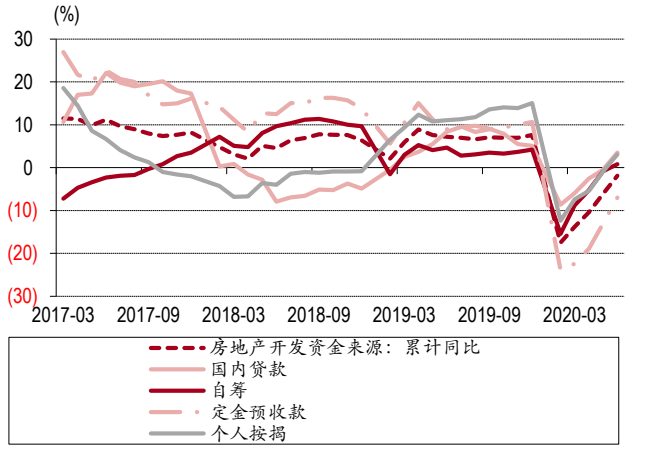
房价坚挺。1-6 月商品房销售面积同比增长-8.4%，较 1-5 月回升 3.9 个百分点，商品房销售额累计同比增长-5.4%，较 1-5 月回升 5.2 个百分点。从待售面积来看，1-6 月商品房待售面积同比增速 1.8%，较 1-5 月小幅上升 0.1 个百分点，其中住宅面积同比增速 2.7%，较 1-5 月下降 0.8 个百分点，办公楼累计同比 5.4%，较 1-5 月下降 0.8 个百分点，商业地产累计同比-2.5%，较 1-5 月下降 0.3 个百分点。房地产销售增速回升较快但依然负增长。从房地产投资资金来源看，1-6 月国内贷款占比 16.5%，较 1-5 月下降 0.5 个百分点，定金和预付款的占比 31.8%，则较 1-5 月上升 0.7 个百分点。从增速的角度看，1-6 月房地产开发资金来源累计同比增速-1.9%，较 1-5 月回升了 4.2 个百分点，其中国内贷款资金来源增速 3.5%，较 1-5 月回升 4 个百分点，定金和预付款增速-7%，较 1-5 月回升 6 个百分点。今年投资驱动经济增长的特征较明显，其中房地产是市场化投资重要的组成部分，不排除部分地区有依靠房地产行业驱动地方经济增长的思路，从资金来源来看，国内贷款无论是占比较去年同期高 0.9 个百分点还是增速远高于房地产投资资金来源整体增速，可能都存在资金流入房市的问题。

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

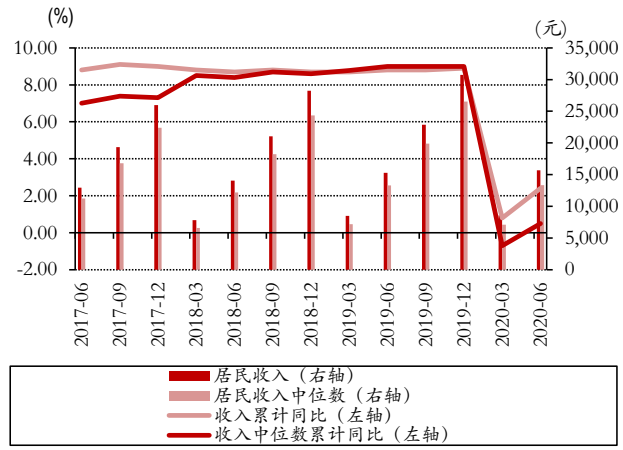


资料来源：万得，中银证券

上半年居民收入增速分化

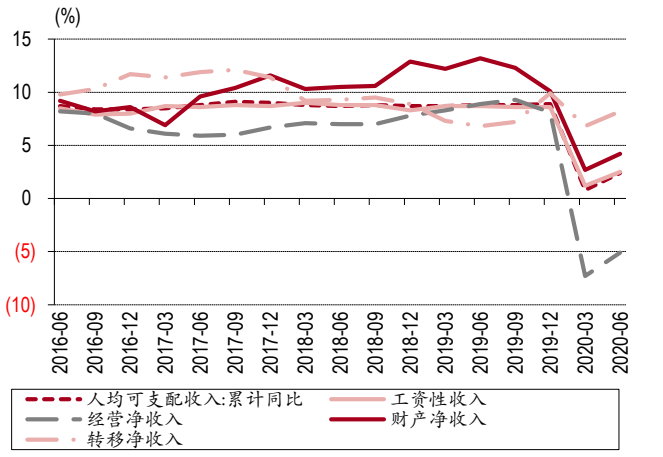
居民收入增速出现分化迹象。上半年全国居民人均可支配收入 1.57 万元，累计同比增长 2.4%，增速较一季度大幅上升 1.6 个百分点；居民收入中位数累计同比增速 0.5%，较一季度大幅上升 1.2 个百分点。剔除价格因素，上半年居民收入实际增速-1.3%，较一季度上升 2.6 个百分点。从居民收入来源来看，上半年工资性收入累计同比增速 2.5%、经营净收入增速-5.1%，财产净收入累计同比增速 4.2%，转移净收入增速 8.2%，四项收入来源增速均较一季度明显上升，其中随着企业经营逐步恢复常态，经营收入增速回升幅度最大，另外上半年随着资本市场上涨，财产收入增速也出现明显上升，但四项中依然是转移净收入增速最高，且较一季度大幅上升 1.4 个百分点；从结构来看，由于转移净收入受到退休金政策和财政政策保障，因此较去年同期占比大幅上升 1 个百分点，预计随着居民收入的恢复，转移净收入的占比将有所回落。农村居民收入增速同比增长 3.7%，无论是增速还是较一季度增速回升幅度，都明显好于城镇居民收入。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

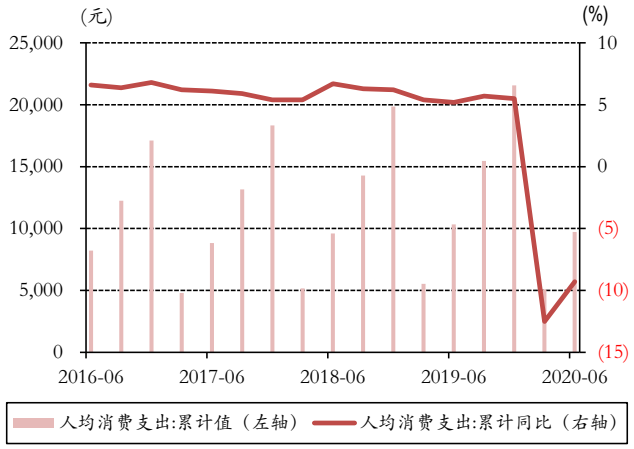
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

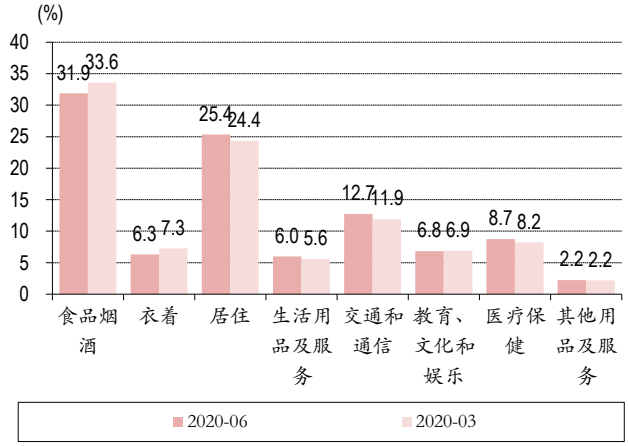
食品和居住消费正增长。上半年居民人均消费支出 9718 元，累计同比增速-9.3%，较 2019 年同期下降 14.5 个百分点，消费增速回升的幅度明显好于收入增速回升的幅度。从居民消费支出结构来看，上半年居民在食品烟酒方面的消费占比为 31.9%，较 2019 年同期上升 3.3 个百分点，除此之外，占比上升的还有居住上升 2.2 个百分点，占比下降的则有教育文化娱乐占比下降 3.2 个百分点、衣着下降 0.8 个百分点、交通通信占比下降 0.7 个百分点、其他用品和服务占比下降 0.5 个百分点、医疗保健占比下降 0.4 个百分点。从上半年居民消费结构变化来看，相较去年同期，居民消费更加向食品烟酒和居住集中，相较一季度则明显向居住、交通通信、医疗保健和生活用品及服务集中。从增速来看，上半年回落幅度最大的居民消费项目依然是教育文化娱乐（-35.7%）、其他用品和服务（-22.7%）、衣着（-16.4%）。相较一季度居民消费全面收缩，二季度剔除消费品价格上涨对食品消费的影响，居民消费在居住、交通通信和生活用品及服务方面增长比较显著。

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：经济真的向好，问题也依然存在

二季度经济数据明显好于预期，我们上调全年 GDP 增速至 2%。上半年经济数据收官，二季度实际 GDP 同比增长 3.2%，超出市场预期，表明我国经济恢复趋势明确，内生动力强劲。从 6 月数据来看，工业增加值增长超预期、固定资产投资增速超预期，特别是制造业投资增速较 5 月回升幅度显著，显示我国经济转型升级的内在需求明确。但另一方面问题依然存在，最直接的问题就是社零增速继续低于预期，同时二季度居民收入和消费增速依然较低，除此之外也需要开始关注需求恢复持续偏弱的背景下，6 月数据中已经出现的部分行业工业增加值当月增速开始震荡分化的情况。

政策工具为海外的冲击而准备。从目前经济数据反映出的基本面表现来看，国内经济恢复趋势较强劲，但海外的情况较为复杂，一方面是全球新冠疫情没有得到有效控制，特别是美国近期新确诊人数快速上升，可能直接影响我国外需增长，另一方面下半年美国大选渐行渐近，从历史经验看中国牌在美国大选期间被使用的概率极大。在海外具有较大不确定性的情况下，我们认为当前国内财政政策可能以夯实效果为主，部分货币政策工具转而为应对海外冲击做准备。接下来需要关注 7 月政治局会议对下半年经济工作的定调和安排。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

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