

一季度对外经济部门体检报告

国际收支自主平衡、民间货币错配继续改善

今年一季度，我国国际收支呈现经常项目逆差、资本项目顺差格局；对外资产和负债较上年末均有所下降，对外净头寸略有增加。

- 我国经常项目逆差 337 亿美元，是自公布季度数据以来第四次逆差。同期，经常项目逆差占当季名义 GDP 和年化名义 GDP 比重分别为-1.1%、+0.6%，位于±4%的国际警戒线以内。经常项目逆差主要是因为货物顺差和服务逆差减少，初次收入逆差扩大。
- 我国资本项目（含净误差与遗漏）顺差 86 亿美元，上年同期为逆差 201 亿美元。这是 2015 年“8.11”汇改以来第三次顺差。资本项目顺差主要是因为狭义的外债增加和净误差与遗漏额转正。
- 我国储备资产减少 251 亿美元（其中外汇储备资产减少 248 亿美元），上年同期为增加 100 亿美元。从构成看，基础国际收支逆差贡献了 69%，短期资本净流出贡献了 31%，表明储备资产下降既有基本面的原因也有市场情绪的影响。
- 我国对外金融资产和负债分别较上年末减少 791 亿美元和 923 亿美元，净头寸增加 133 亿美元，其中交易引起的变动（国际收支平衡表中金融账户的相应项目）为负贡献 84%，非交易引起的变动（汇率和资产价格变动引起的估值变化，以及统计调整）贡献了 184%。
- 我国对外投资回报率为 2.4%，同比回落 0.9 个百分点；利用外资成本率为 4.4%，同比回落 1.0 个百分点，二者差距收窄了 0.2 个百分点，主要反映了近年来我国扩大双向金融开放，对外投资和利用外资更加多元化的结果。
- 我国狭义外债余额较上年末增加 373 亿美元，短期外债对同期外债余额增幅的贡献率较 2019 年末和 2015 年初分别回落了 1 和 12.5 个百分点，表明外债期限结构稳定性进一步增强；短期外债余额与外汇储备之比较 2019 年末和 2015 年初分别回升了 0.9 和 8.1 个百分点，显示外汇储备的短债偿还能力进一步提高。
- 我国对外净负债与年化名义 GDP 之比为 7.5%，分别较 2019 年末和 2015 年二季度末初回落了 0.2 和 14.2 个百分点，显示“8.11”汇改以来，经历了 2015 和 2016 年较为集中的债务偿还和藏汇于民的进程后，民间部门的货币错配大幅改善。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

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

联系人：管涛
tao.guan@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120030020

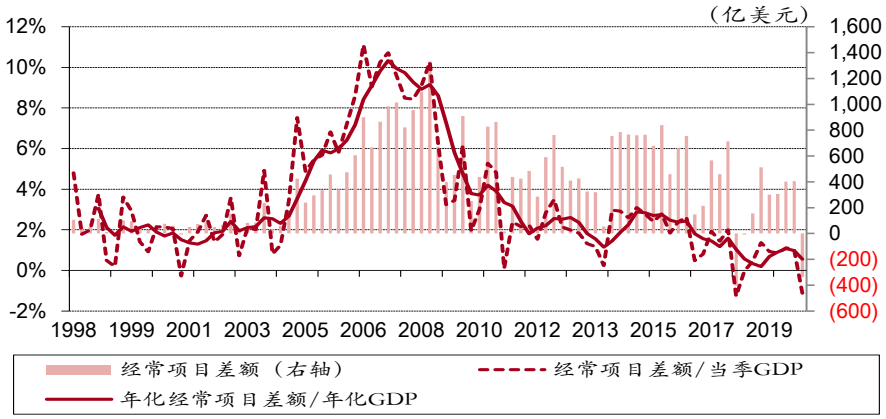
联系人：刘立品
lipin.liu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080013

日前，国家外汇管理局公布了今年一季度国际收支的正式数据，包括流量数据（国际收支平衡表，BOP）和存量数据（国际投资头寸表，IIP）。从这两组国际收支数据看，当前我国对外经济部门呈现以下特点。

一、经常项目再度逆差但收支基本平衡

今年一季度，我国经常项目逆差 337 亿美元，上年同期顺差 301 亿美元。这是自公布季度数据以来第四次逆差，前三次分别是 2001 年第一季度和 2018 年第一二季度。同期，经常项目逆差相当于当季名义 GDP 的-1.1%，同比回落了 2.1 个百分点；相当于年化名义 GDP 的+0.6%，同比回落了 0.1 个百分点（见图表 1）。这两个比例均在正负 4%的国际警戒线以内，显示当前人民币汇率水平均衡合理。

图表 1. 季度国际收支经常项目差额及其与名义 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

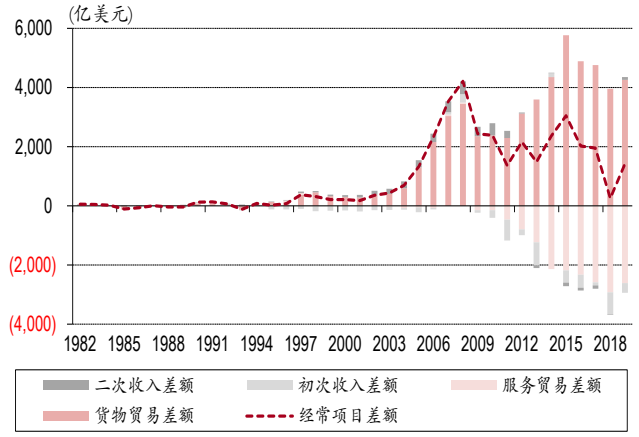
注：年化数据为往前 4 个季度滚动累计值（下同）。

二、经常项目逆差主要是因为货物顺差和服务逆差减少、初次收入逆差扩大

国际收支经常项目由货物、服务、初次收入（包括雇员报酬和投资收益）和二次收入（主要指侨汇等单方面转移）四大项目组成。近年来，我国货物持续顺差，服务和初次收入持续逆差，二次收入从 2013 年起顺逆差交替出现（见图表 2）。

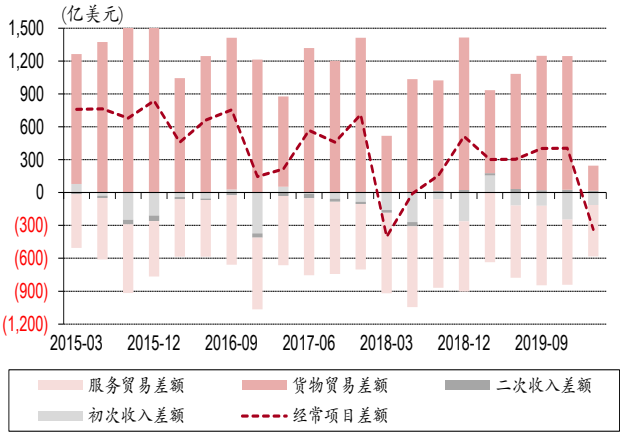
从今年一季度的情况看，在新冠疫情全球大流行、世界经济大停摆背景下，经常项目由顺差转为逆差的主要原因是：国际收支口径的货物出口同比下降 12%，进口下降 2%，出口降幅大于进口，货物顺差 231 亿美元，下降 70%，减少 526 亿美元，对同期经常项目差额减少为正贡献 83%；服务收入下降 8%，支出下降 17%，收入降幅小于支出，服务逆差 470 亿美元，下降 26%，减少 164 亿美元，对经常项目差额减少为负贡献 26%；初次收入贷方下降 61%，借方下降 27%，贷方降幅大于借方，初次收入逆差 113 亿美元，减少 270 亿美元，对经常项目差额减少为正贡献 42%；二次收入贷方增长 51%，借方增长 94%，贷方增幅小于借方，二次收入顺差 16 亿美元，减少 6 亿美元，对经常项目差额减少为正贡献 1%（见图表 3）。

图表 2. 年度国际收支经常项目差额主要构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 3. 季度国际收支经常项目差额主要构成

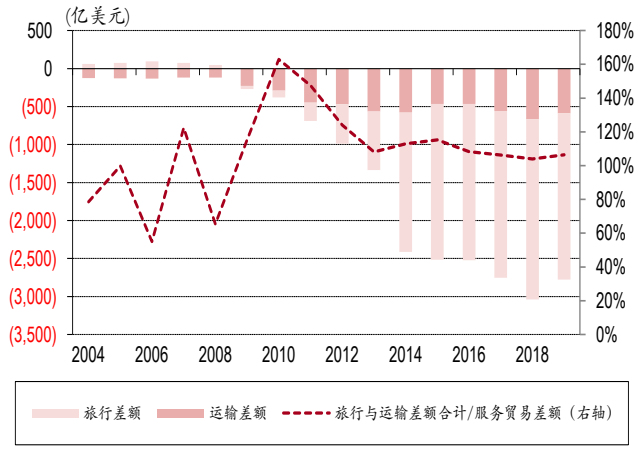


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

服务逆差缩小主要是因为旅行逆差大幅减少。我国服务逆差主要来源于旅行和运输两项，其中又以旅行逆差为主（见图表 4）。今年一季度，旅游收入同比下降 43%，支出下降 30%，但因基数原因，旅行逆差 415 亿美元，下降 28%，减少 160 亿美元，对同期服务逆差减少为正贡献 98%。作为第二大赤字项目的运输逆差 117 亿美元，同比减少 8 亿美元，对服务逆差减少为正贡献 5%。

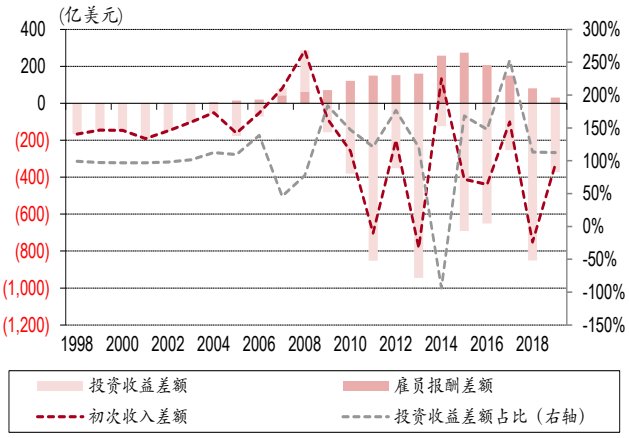
初次收入逆差扩大主要是因为投资收益逆差增加。投资收益逆差是我国初次收入逆差的主要来源（见图表 5）。今年一季度，投资收益收入（对外投资回报）同比减少 64%，支出（利用外资成本）减少 29%，收入降幅大于支出，投资收益逆差 118 亿美元，同比扩大了 263 亿美元，对同期初次收入逆差增加为正贡献 98%。

图表 4. 年度国际收支服务差额及旅行和运输项目差额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 5. 初次收入差额主要构成及投资收益差额占比

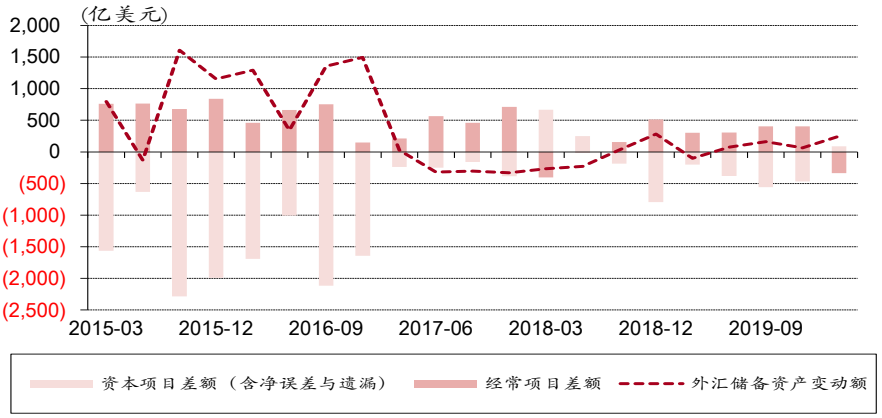


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

三、资本项目由逆差转为顺差，外汇储备资产略有下降

今年一季度，我国资本项目（含净误差与遗漏）顺差 86 亿美元，上年同期为逆差 201 亿美元。这是 2015 年“8.11”汇改以来第三次资本项目顺差，上两次分别为 2018 年第一二季度。同期，剔除汇率和资产价格变动的估值影响后，外汇储备资产减少 248 亿美元，上年同期为增加 100 亿美元。但自 2017 年初起，外汇储备资产不论增减，幅度均不大，表明央行已基本退出外汇市场的常态干预（见图表 6）。

图表 6. 季度国际收支主要项目构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

此种情形下，国际收支必然是经常项目与资本项目互为镜像关系的自主平衡，即经常项目逆差时资本项目顺差，经常项目顺差时资本项目逆差。这是从国际收支平衡表编制的借贷记账法中“有借必有贷、借贷必相等”得出的结论，即经常项目收支状况才是跨境资本流动的决定因素，而非本外币利差、汇率预期、金融开放等“身外之物”。不论“双顺差”还是“双逆差”，都是国际收支失衡。

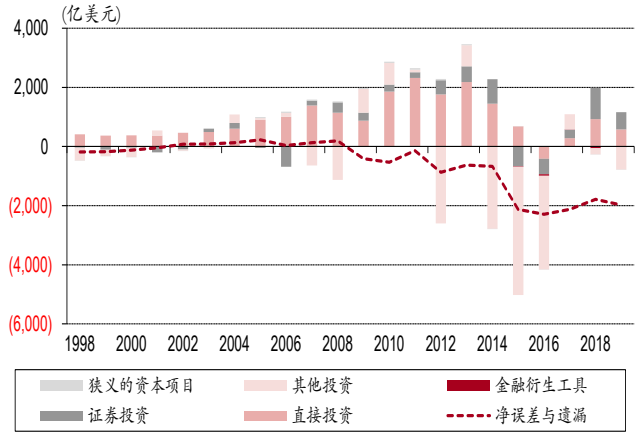
如果有人问：中国开放资本账户以后，会是资本流入还是资本流出？我们的回答很肯定：如果经常项目顺差，就一定是资本流出；经常项目逆差，就一定是资本流入。但如果问：中国资本账户开放以后，人民币汇率会升值还是会贬值？我们的回答则很不确定。因为经常项目顺差不意味着人民币升值，资本项目逆差也不意味着人民币贬值。谁不也会天真地用贸易赤字解释或预测美元贬值，用资本流入来解释或预测美元升值，因为美国的国际收支结构就是经常项目赤字、资本项目盈余。

四、资本项目顺差主要是因为（狭义的）外债增加和净误差与遗漏额转正

国际收支口径的资本项目主要包括直接投资、证券投资、其他投资、金融衍生品交易和净误差与遗漏，以及资本项下的单方面转移（如债务的减免，又称狭义的资本项目）。其中，证券投资、其他投资、衍生品交易和净误差与遗漏，被统称为非直接投资形式的资本流动（Non-FDI capital flows），又称之为短期资本流动。从主要项目看，除个别年份外，近年来我国跨境直接投资和证券投资都是顺差，其他投资和净误差与遗漏基本都是逆差或负值（见图表 7）。

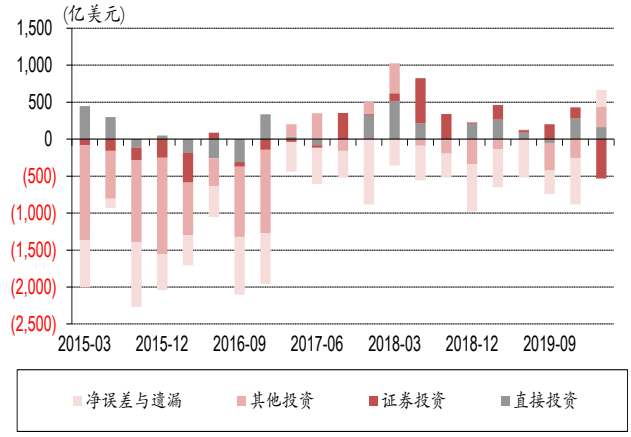
今年一季度，我国资本项目转为顺差，差额同比增加了 287 亿美元。从主要项目构成看：直接投资顺差 163 亿美元，同比下降 39%，减少 102 亿美元，对同期资本项目差额增加为负贡献 36%；证券投资逆差 532 亿美元，上年同期顺差 195 亿美元，减少 727 亿美元，对资本项目差额增加为负贡献 253%；其他投资顺差 277 亿美元，上年同期逆差 135 亿美元，增加 411 亿美元，对资本项目差额增加为正贡献 143%；净误差与遗漏正值 226 亿美元，上年同期负值 517 亿美元，增加 743 亿美元，对资本项目差额增加为正贡献 259%（见图表 8）。

图表 7. 年度国际收支资本项目主要项目构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 8. 季度国际收支口径的资本项目主要项目构成

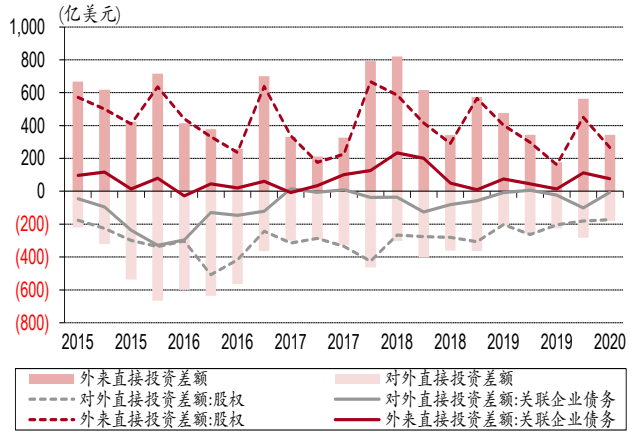


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

进一步分析，直接投资顺差缩小主要是因为外来直接投资净流入减少。一季度，外来直接投资项下的股权投资净流入同比下降 34%，关联企业债务净流入增长 4%，合计净流入 343 亿美元，下降 28%，减少 133 亿美元，对同期直接投资净流入减少为正贡献 130%；对外直接投资项下的股权投资净流出下降 14%，关联企业债务净流出下降 18%，合计净流出 180 亿美元，下降 14%，减少 30 亿美元，对直接投资净流入减少为负贡献 30%（见图表 9）。外来直接投资项下的股权投资净流入同比下降，主要反映了疫情对外商投资企业商务活动及其盈利状况的短期影响，不意味着全球产业链重构已经发生。实际上，据商务部统计，今年 4、5 月份，我国以美元计价的实际利用外资连续同比正增长，今前 5 个月的累计降幅由一季度的 12.8%收敛至 6.2%。

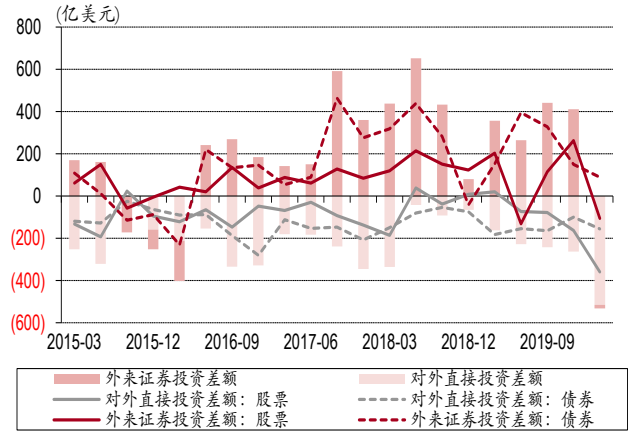
受 3 月份全球股灾的影响，一季度我国证券投资（又称跨境组合投资）出现了较大规模的净流出，主要是因为对外直接投资净流出扩大、外来直接投资净流入减少。同期，对外股票投资净流出同比增长 1845%，对外债券投资增长 15%，对外证券投资净流出 515 亿美元，净流出增长 218%，增加 353 亿美元，对同期证券投资逆差增加为正贡献 49%；外来股票投资净流入下降 152%，外来债券投资净流入下降 42%，外来证券投资净流出 17 亿美元，增加 373 亿美元，对证券投资逆差增加为正贡献 51%（见图表 10）。

图表 9. 季度国际收支口径的跨境直接投资主要构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

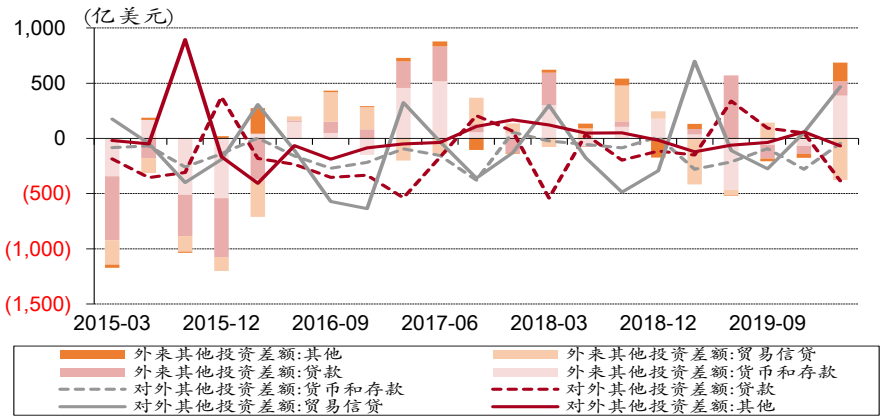
图表 10. 季度国际收支口径的跨境证券投资主要构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

其他投资由逆差转为顺差的主要原因是外来其他投资净流入增加。一季度，外来其他投资项下的货币和存款净流入同比增长 955%，贷款净流入增长 164%，贸易信贷负债净流入减少 9%，其他外来投资净流入增长 257%，外来其他投资净流入 309 亿美元，净流入增加 592 亿美元，对同期其他投资净流入增加为正贡献 144%；对外其他投资项下的货币和存款净流出下降 84%，贷款净流出增长 158%，贸易信贷资产净流出下降 33%，其他对外投资净流出下降 44%，对外其他投资净流出 32 亿美元，上年同期净流入 149 亿美元，净流入减少 181 亿美元，对其他投资净流入增加为负贡献 44%（见图表 11）。外来其他投资增加，对应的就是同期狭义的外债增加。

图表 11. 季度国际收支口径的跨境其他投资主要构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

净误差与遗漏不是统计出来的，而是国际收支平衡表的轧差项目。其产生既有统计的原因，又有经济的原因，不能简单视为资本外逃（负值）或热钱流入（正值）。今年一季度，净误差与遗漏为正值，上次正值是 2011 年第一季度。当期，净误差与遗漏相当于同期国际收支口径的货物进出口额的 2.5%，该比例的绝对值同比回落了 2.8 个百分点；年化净误差与遗漏相当于年化货物进出口额的 -2.9%，绝对值同比回落了 1.5 个百分点（见图表 12）。这两个比例均在正负 5%的合理范围以内，且绝对值均有所下降，显示国际收支统计质量趋于改善。

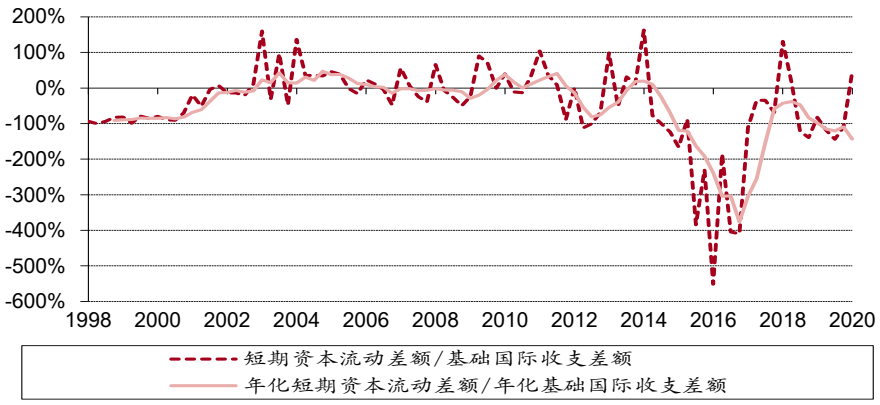
理论上，通常抛开价值判断，将净误差与遗漏额纳入资本项目项下框架，负值视为资本流出、正值视为资本流入。但是，净误差与遗漏负值既可能是因为资本流出低估，也可能是因为经常项目顺差高估或逆差低估。反之，正值既可能是因为资本流入低估，也可能是因为经常项目顺差低估或逆差高估。所以，这种简单处理肯定是高估了资本流入或流出的规模。

五、外汇储备资产下降既有基本面的原因也有市场情绪的影响

今年一季度，在经常项目转为逆差、直接投资净流入下降的情况下，我国经常项目与直接投资差额合计的基础国际收支逆差 174 亿美元，这是 1998 年发布季度数据以来首次。基础国际收支顺差较上年同期减少了 740 亿美元，其中，经常项目顺差减少贡献了 86%，直接投资顺差减少贡献了 14%。

同期，短期资本流动（含净误差与遗漏，又被称为非直接投资形式的资本流动，或者国际游资或热钱）净流出 77 亿美元，同比下降 84%，减少 389 亿美元。其中，其他投资净流入增加贡献了 106%，净误差与遗漏转正值贡献了 191%，证券投资转流出为负贡献 187%。当季，短期资本流动差额与基础国际收支差额之比为 44%；年化短期资本流动差额与年化基础国际收支差额之比为-143%，负值环比上升了 34 个百分点，显示市场偏空情绪较上年底有所上升（见图表 12）。

图表 12. 季度短期资本流动差额与基础国际收支差额及其之比



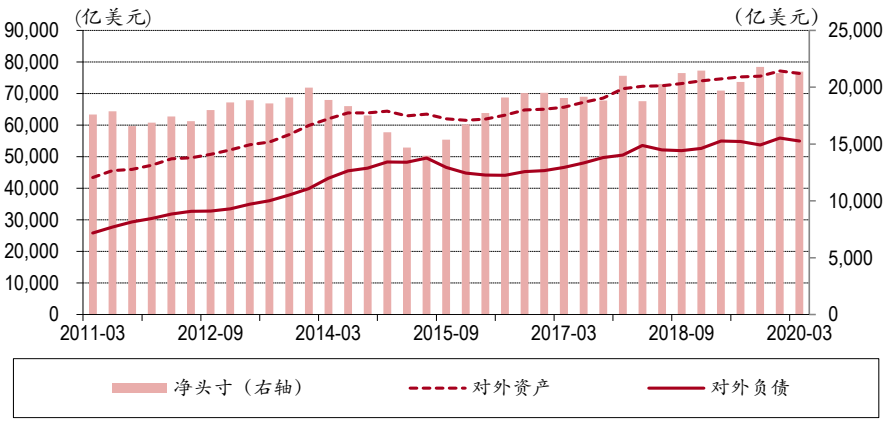
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

一季度，储备资产减少 251 亿美元（其中外汇储备资产减少 248 亿美元），上年同期为增加 100 亿美元。从构成看，基础国际收支逆差贡献了 69%，短期资本净流出贡献了 31%。基础国际收支由顺差转为逆差反映疫情蔓延造成了经济基本面的恶化，短期资本净流出则表明疫情发展的不确定性推高了市场避险情绪。

六、对外资产和负债双下降，对外净头寸略有增加

截至今年一季度末，我国对外金融资产 76354 亿美元，较上年末减少 791 亿美元；对外负债 54981 亿美元，减少 923 亿美元；净头寸为对外净资产（或净债权）21373 亿美元，增加 133 亿美元（见图表 13）。

图表 13. 季末对外金融资产负债状况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

如果将国际收支平衡表与国际投资头寸表结合起来看，从“期末-期初余额=期间交易引起的变动+期间非交易引起的变动”的勾稽关系，可以进一步分析前述对外金融资产负债变动的结构。其中，“期末-期初余额”对应的是国际投资头寸表的相应项目；期间“交易引起的变动”对应的是国际收支平衡表中金融账户的相应项目（包括储备资产变动）；“非交易引起的变动”主要是指汇率和资产价格变动引起的估值变化，以及统计调整，这主要是通过前两项轧差出来。于是，我们可以得到图表 14。

图表 14. 一季度对外金融资产负债变动的构成（单位：亿美元）

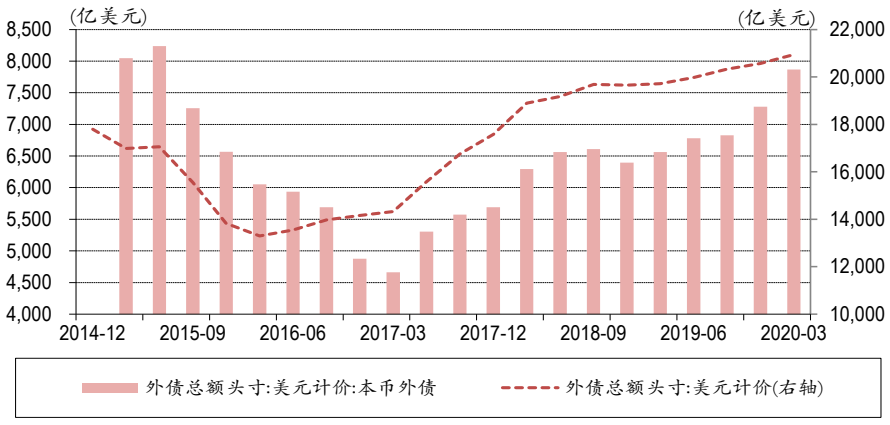
	2019 年末	2020 年 3 月末	期间余额变动	交易引起的变动	非交易引起的变动
净头寸	21,240	21,373	133	-112	245
资产	77,145	76,354	(791)	512	(1303)
1.直接投资	20,945	20,895	(50)	180	(230)
2.证券投资	6,460	6,408	(52)	515	(567)
3.金融衍生工具	67	105	37	35	2
4.其他投资	17,443	17,143	(300)	32	(332)
5.储备资产	32,229	31,803	(427)	(251)	(176)
其中：外汇储备	31,079	30,606	(473)	(248)	(225)
负债	55,905	54,981	(923)	624	(1547)
1.直接投资	29,281	29,064	(217)	343	(560)
2.证券投资	13,646	12,632	(1014)	(106)	(908)
3.金融衍生工具	65	119	54	(11)	66
4.其他投资	12,913	13,166	253	309	(56)

资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

从图表 14 可知，今年一季度我国在金融账户（含储备资产变动）净流入 112 亿美元的情况下，对外净头寸还增加 133 亿美元，主要是非交易引起的变动贡献了 184%，交易引起的变动为负贡献 84%。之所以如此，主要是非交易引起的对外资产和负债分别缩水 1303 亿和 1547 亿美元，但对外负债缩水大于资产，故净头寸依然录得小幅增长。

需要指出的是，因为一季度人民币汇率中间价贬值 1.54%，这意味着所有以人民币计价的对外负债均会缩水。其中，估计直接投资的股权投资项下由此形成的汇兑损失约为 410 亿美元，超过了当期外商直接投资项下的股权投资净流入 266 亿美元的规模；本币外债由此形成的汇兑损失约为 116 亿美元（见图表 15）。

图表 15. 季末中国外债的币种构成



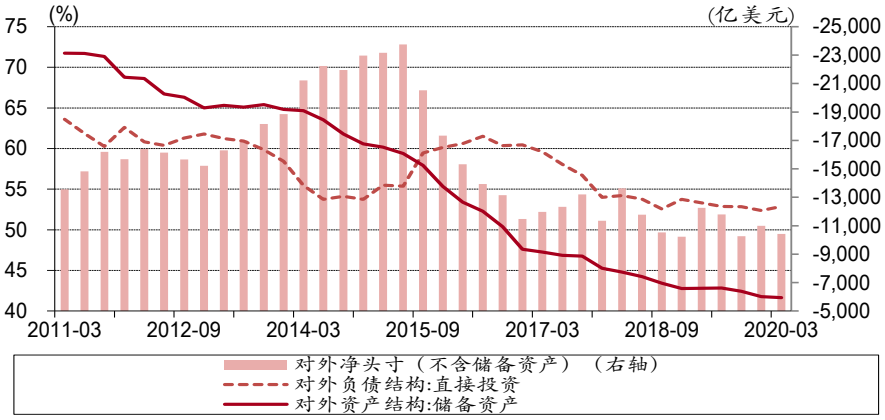
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

由于国际金融市场动荡，我国对外资产也出现了缩水。如一季度，外汇储备余额减少 473 亿美元，其中因汇率和资产价格变动因素导致外汇储备减少 225 亿美元，相当于同期外汇储备余额降幅的 47%。不过，这是账面价值的波动，并非真实的损失，会随市场行情变化而变化。只是因为中国外汇储备规模较大，少许波动就可能会引起数百亿美元的储备增减。

七、对外投资回报和利用外资成本双下降

我国是对外净债权国，但投资收益一直为负，这主要反映了我国对外负债在民间、资产在官方的主体错配，以及对外负债以高成本的外商直接投资为主，对外投资以稳健的外汇储备运用形式为主的资产负债的结构错配。剔除储备资产后，到今年一季度末，我国对外净负债 10430 亿美元，较上年末减少了 559 亿美元（见图表 16）。

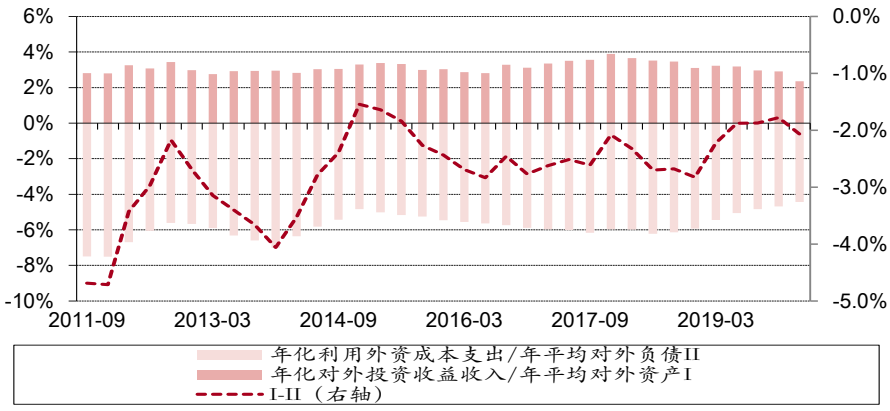
图表 16. 季末对外金融资产负债构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

如前所述，今年一季度，投资收益逆差扩大是经常项目由顺差转逆差的重要贡献者。但从年化的对外投资回报和利用外资成本看，对外投资回报率为 2.4%，同比回落了 0.9 个百分点，利用外资成本率为 4.4%，回落了 1.0 个百分点，二者差距收窄了 0.2 个百分点（见图表 17）。这主要反映了近年来我国扩大双向金融开放，对外投资和利用外资更加多元化的结果。到今年一季度末，对外资产中，储备资产的占比较 2011 年一季度末回落了 30.1 个百分点；对外负债中，外商直接投资的占比回落了 10.7 个百分点（见图表 16）。

图表 17. 年化对外投资收益和利用外资成本比较

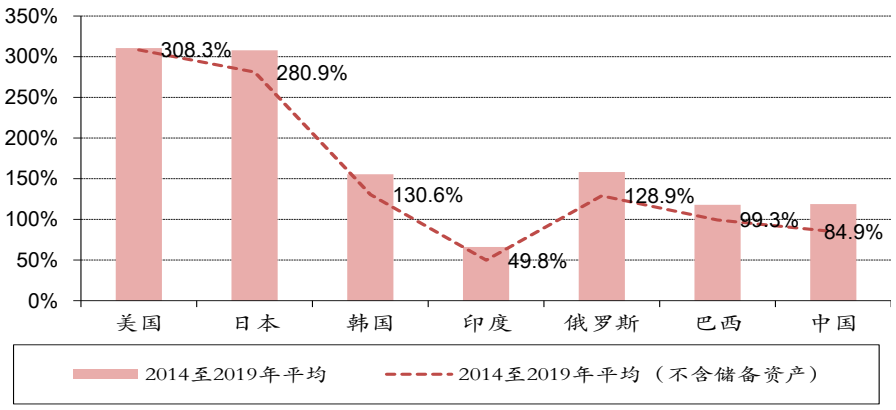


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）年化对外投资回报（或利用外资成本）为往前 4 个季度滚动累计值；（2）年化对外资产（或负债）为往前 4 个季度滚动平均值；（3）利用外资成本为负值，主要是按国际收支平衡表记录的方式做借记处理。

需要指出的是，投资收益为负并不意味着我国利用外资吃亏了。因为利用外资与对外投资通常是不同的主体，境内主体对外投资赚钱与境外主体对内投资赚钱，大家是各赚各的钱，你赚钱不等于我亏钱。况且，利用外资不仅解决了改革开放早期我国境内建设资金短缺的问题，还带来了先进的生产技术和管理经验，开拓了国内市场，并且创造了就业和税收。从这个意义上讲，利用外资不能算小账，而要算大账。当然，在扩大高水平对外开放，构建开放型经济新体制的背景下，提高跨境资本使用效率确实是一个值得重视的问题。尽管以对金融资产负债总额与 GDP 之比衡量的中国金融开放度在主要新兴经济体中并不算低，但剔除储备资产后，则在金砖国家中仅高于印度的水平（见图表 18）。

图表 18. 2014 至 2019 年中国金融开放度与主要国家的比较



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

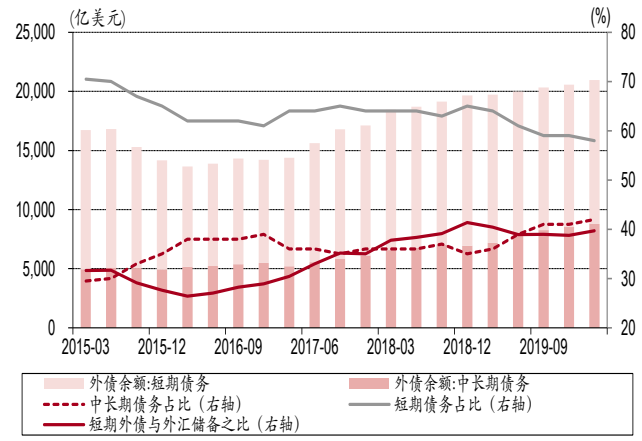
八、（狭义）外债风险总体可控，民间货币错配大幅改善

截止今年一季度末，我国有契约偿还义务的狭义外债余额 20946 亿美元，较上年末增加 373 亿美元，其中：中长期外债增加 267 亿美元，贡献了同期外债余额增幅的 72%；短期外债增加 106 亿美元，贡献了 28%，短期外债余额占比 58%，环比回落了 1 个百分点，较 2015 年初回落了 12.5 个百分点，表明外债期限结构的稳定性进一步增强（见图表 19）。

同期，短期外债余额与外汇储备之比为 39.7%，环比上升了 0.9 个百分点，较 2015 年初回升了 8.1 个百分点，显示外汇储备的短债偿付能力进一步提高（见图表 19）。

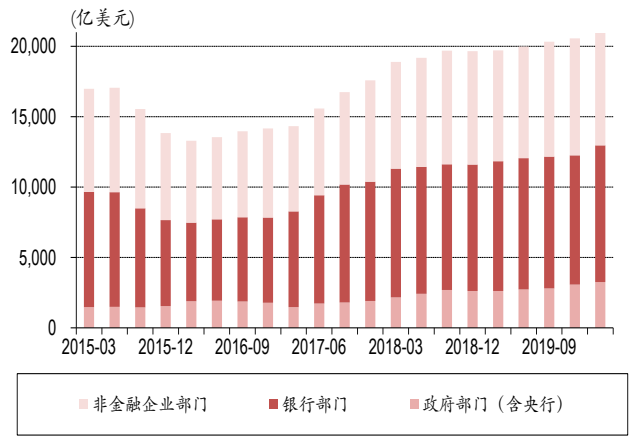
从部门构成看，截至今年一季度末，政府部门（含央行）外债余额增加了 192 亿美元，银行部门增加了 521 亿美元，非金融企业部门减少了 340 亿美元，对于同期外债余额增加额分别为正贡献 51%、140%和负贡献 91%（见图表 20）。

图表 19. 季末外债余额期限构成及短债储备比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 20. 季末外债余额部门构成

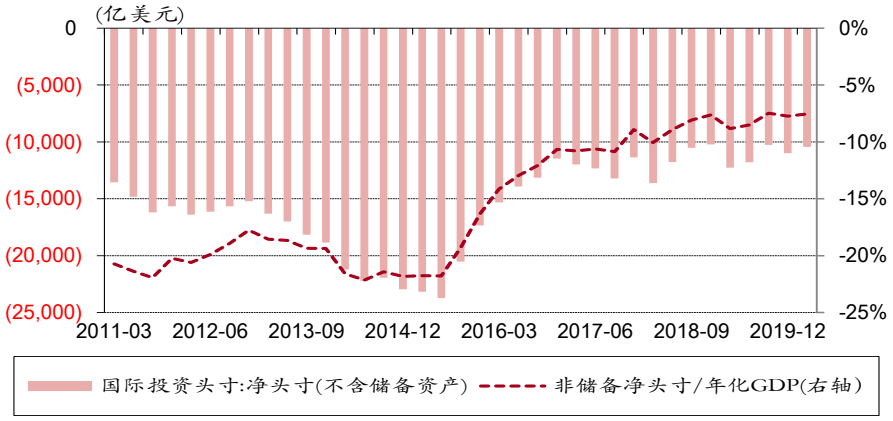


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

政府部门的新增外债，部分是来自于境外机构持有境内人民币国债。银行部门外债增加，一部分是境外机构增持境内人民币金融债（含同业存单），另一部分是增持境内人民币存款，再一部分是对外外币借款。根据有关统计数据测算，今年一季度，这两个部门的人民币外债新增折合 108 亿美元，相当于两部门同期新增外债的 15%。这部分人民币外债于国内债务人来讲，不存在货币错配。至于银行部门借用的外币外债，通常是用作境外资产运用或者国内外汇转贷款，也不存在货币错配。

此外，今年一季度，不含储备资产的净头寸为对外净负债，余额较上年末减少 559 亿美元，较 2015 年二季度末减少 13312 亿美元，下降了 56%；对外净负债与年化名义 GDP 之比为 7.5%，环比回落 0.2 个百分点，较 2015 年二季度末回落了 14.2 个百分点（见图表 21）。这显示“8.11”汇改以来，经历了 2015 和 2016 年较为集中的债务偿还和藏汇于民的进程后，民间部门的货币错配大幅改善。这是去年 8 月份人民币汇率破 7 之后，市场对于汇率双向波动的适应性和容忍度增强的重要原因之一。“8.11”汇改前夕，不含储备资产的对外净负债与年化名义 GDP 之比高达 21.8%（见图表 16）。

图表 21. 季末非储备对外净头寸及其与年化名义 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

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