

中国宏观数据点评：7月实体经济数据走弱

核心观点：中国7月实体经济数据下滑且不及预期。我们相信消费品“以旧换新”政策边际效用的递减、关税影响的逐渐显现、“反内卷”以及7月极端天气的增多等因素均对实体经济数据产生了一定影响。虽然实体经济数据转弱，但是好于预期的出口数据或对整体GDP形成一定支撑。7月政治局经济会议继续强调落实落细现有政策。虽然没有发布大规模政策刺激，但是政府自7月底以来接连推出了育儿补贴、逐步推进免费学前教育、以及个人消费贷贴息等有利于消费的政策，在稳投资方面亦有雅鲁藏布江水利工程的开工。我们相信短期政策重点或放在这些政策的落实和成效观望上。不过，我们预计最快在9月底，政府或增加0.5-1万亿元财政资金支持、降准50个基点以及降息10-20个基点以巩固经济复苏。在房地产领域，虽然政治局会议通稿中着墨不多，但是鉴于房产销售动能的持续走弱，我们仍认为房地产支持政策或将迎来新一轮加码，以“城市更新”为重要抓手。

或受到消费品“以旧换新”政策边际效用递减影响，7月社会消费品零售总额同比增速继续下滑，且低于预期。社会消费品零售总额同比增速从6月的4.8%进一步下滑至7月的3.7%，低于市场预期的4.6%（图表2）。细分来看，商品零售增速的减慢是主要原因，走低1.3个百分点到4.0%（图表1）。在消费品“以旧换新”政策边际效用递减的影响下，汽车（7月：-1.5%，6月：4.6%）、家电（7月：28.7%，6月：32.4%）和家具（7月：20.6%，6月：28.7%）零售增速在7月均有所下滑，其中家具下滑最多。这符合我们此前判断的30%左右的家电和家具零售增速并不可持久的观点。不过，通讯器材零售增速再加快1个百分点到14.9%。化妆品和金银珠宝的零售增速亦有所加快。服务消费仍具韧性：服务零售累计增速继续略微下滑0.1个百分点到5.2%。餐饮消费同比增速回升0.2个百分点到1.1%，但仍处在较低水平。

固定资产投资累计同比增速再显著下滑1.2个百分点到1.6%。这一读数远低于市场预期的2.7%。细分数据来看，三大主要分类投资增速均继续显著下滑（图表3）。具体地说：

1. **房地产行业大部分数据7月继续走弱。**从投资上看，7月房地产开发投资累计同比跌幅继续扩大0.8个百分点到-12.0%，再次弱于市场预期的-11.4%。不过新开工面积累计同比跌幅继续收窄，至-19.4%（6月：-20.0%）。从销售上看，不论是按销售面积（7月：-4.0%，6月：-3.5%）还是按销售额（7月：-6.5%，6月：-5.5%）计算的商品房销售累计同比增速7月均继续下滑。用我们自己推算的同比增速来看，房地产投资同比增速7月显著下滑（7月：-17.1%，6月：-12.4%），销售增速亦继续下滑（图表4）。高频数据显示房产销售面积在8月前14天较去年同期下跌16.4%（图表5）。从房价来看，70大中城市新建商品房价格环比跌幅在7月边际扩大到-0.31%（6月：-0.27%），其中一线城市房价环比跌幅收窄0.1个百分点到-0.2%；二线城市环比跌幅扩大到0.2个百分点到-0.4%，三线城市跌幅持平在-0.3%。（图表6）。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025年8月15日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

中国宏观数据点评

2. **基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速 7 月再大幅下滑 1.4 个百分点到 3.2%。**这和 7 月极端天气增多亦有一定关系。不过随着“两重”工作的加速展开，以及总投资约 1.2 万亿元的雅鲁藏布江水电工程的正式开工，我们认为基建投资或在政策支持下边际改善。
3. **制造业投资增速再下滑 1.3 个百分点到 6.2%。**这可能有三个原因：其一是因为设备更新政策成效的退坡。据国家发改委 8 月 13 日消息，2025 年超长期特别国债支持设备更新的 1,880 亿元投资补助资金已下达完毕。其二是即便关税暂缓期延长 90 天，在关税前景未明且今年对美出口关税税率已经上升 30 个百分点的情况下，出口型企业仍将对扩大投资缺乏信心。其三，“反内卷”或会制约受影响行业的资本扩张。

工业生产总值同比增速亦下滑且低于预期。工业生产总值同比增速走弱 1.1 个百分点到 5.7%，低于市场预期（6.0%）。从细分数据来看，制造业生产增速 7 月虽然下滑 1.2 个百分点到 6.2%，但是依然处在较高增速水平上。虽然 7 月出口增速继续改善，但是在基数显著上升的情况下，高技术工业生产增速下滑 0.4 个百分点到 9.3%。此外，“反内卷”的影响或已经开始显现。与此同时，采矿业的工业生产总值亦放缓 1.1 个百分点到 5.0%。然而，电力、热力、燃气及水生产和供应业的工业生产总值因为天气炎热回升 1.5 个百分点到 3.3%。

全国城镇调查失业率 7 月上升 0.2 个百分点到 5.2%，高于预期的 5.1%。31 大城市失业率亦上升 0.2 个百分点（图表 7）。往前看，还需要关注 9 月起生效的社保“强制缴纳令”对劳动力市场的影响。

7 月走弱以及不及市场预期的实体经济数据符合我们此前预测的、下半年经济复苏挑战增加的判断。不过，在今日（8 月 15 日）上午经济数据发布之后，沪深 300 指数早盘反而上涨了 0.5%，金融市场情绪和经济数据的联系有所减弱。

在**制造业领域**，不论是工业生产还是制造业投资增速均有所下滑，或部分受到“反内卷”影响。关税纷争对制造业投资的影响也在逐渐显露。

在**房地产领域**，自 4 月起的房产销售走弱趋势仍在继续，拖累房地产投资跌幅加快扩大。

在**消费领域**，随着消费品“以旧换新”政策边际效用的递减，商品消费增速继续下滑。不过随着第三批 690 亿元支持资金在 7 月发放、以及 9 月起个人消费贷贴息政策的实施，消费或有望边际改善，尽管仍面对高基数以及消费信心走弱等挑战。

此外，持续低迷的通胀亦会影响居民消费信心：CPI 同比通胀率 7 月录得 0%，低于 6 月的 0.1%但好于市场预期的-0.1%。尤其是核心 CPI 继续上升到 0.8%，创造了 2024 年 3 月以来的新高。其中汽车价格在此前连续 5 个月下滑之后于 7 月维持不变，或受“反内卷”影响。然而，另外两个支撑非负 CPI 读数的因素或难以维持：一是黄金和珠宝价格大涨，二是受暑期旅游推动的服务业价格。加上再次低于预期的 PPI 同比通胀率，我们认为低迷通胀并未发生根本改变。

从外需的角度来看，7月出口增速再加快到7.2%，且好于市场预期。虽然中国对美国出口继此前短暂改善后同比跌幅再扩大，但是中国对其他地区的出口有所改善，尤其是对中国台湾地区和韩国的芯片出口（图表9）。随着美国在7月底发布对其他国家的新关税政策，以及和中国的关税暂缓期延长90天，关税方面的不确定性显著下降。虽然美国对转口贸易增收40%的关税的做法不利于中国的绕道出口，但是8月以来美国对其他国家关税税率的增加（美国平均关税税率从暂缓期内的17%进一步上升至~20%），中国和其他国家对美国出口的关税税率差距有所收窄，有利于提高中国商品出口的竞争力。8-12月出口前景或好于我们[中期展望](#)里的预测，不过仍需警惕此前出口抢跑的回撤效应。然而从中期来看，随着美国和日本、欧盟等重要贸易伙伴签订相当有利于美国自身利益的贸易协议，美国和中国进行贸易谈判的筹码或有所增加，还需警惕中美关税战再次爆发的风险。

在政策层面上，正如我们此前所[预料](#)的，7月政治局经济会议（简称“会议”）并未发布显著增量政策措施。会议提出“宏观政策要持续发力、适时加力……要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应”。此提法和4月会议类似，重点还是放在现有政策的落实上。虽然7月实体经济数据不及预期，但是依然坚挺的出口数据或为三季度GDP增速提供一定缓冲。此外，7月底开始发布的一系列政策的成效仍需观望。《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》宣布关税暂缓期再延长90天亦降低了进出口方面的不确定性。不过“适时加力”的说法也为后续潜在的政策发力留了余地。具体地说：

近期财政政策的重点或放在加快政府债券发行和使用以及育儿补贴等措施的实施和成效观望上。会议提出要“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率”。7月政府债券发行继续加快（图表10）。截止到7月底，地方政府专项债和超长期特别国债分别已发行2.7万亿元和7,910亿元。接下来还剩1.7万亿元地方政府专项债和5,090亿元特别国债的额度，或在政策鼓励下加快发行。

此外，在促消费和改善民生方面，政府亦动作频繁：7月28日，期待已久的全国性育儿补贴政策终于出台：从2025年1月1日起，3周岁以下婴幼儿每人每年发放3,600元补贴。财政部社会保障司司长郭阳表示，今年初步安排预算900亿元左右（和我们此前估算的1,011亿元较为接近），相当于全国性财政支出的0.31%。中央总体承担约90%，在政府财力可支持范围内。相比促进生育，该政策或对促消费有更直接帮助，补助资金相当于去年社会零售总额的0.2%。但具体政策成效还需观察。

继7月在国务院常务会议预告后，8月5日，国务院办公厅正式发布了《关于逐步推行免费学前教育的意见》，提出从2025年秋季学期起，免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费。财政部副部长郭婷婷称仅今年秋季一个学期，就可以减少家庭支出200亿元。

在8月12日，财政部和央行等还印发了《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，明确在今年9月1日到明年8月31日之间，5万元以下的个人消费贷款以及单笔5万元以上的汽车、汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域消费可享受财政贴息。年贴息比例为1个百分点。方案还表示政策到期后，可视实施效果研究延长政策期限、扩大支持范围。

我们相信育儿补贴和推行免费学前教育的政策或帮助减少居民部门减负，结合仍在进行的消费品“以旧换新”和新的个人贷贴息政策，或有助于改善当前走弱的消费动能。不过在此次会议通稿上并未提及设备更新和消费品“以旧换新”，我们之前所期待的该政策的加码近期或不会实现，消费品“以旧换新”政策的重点短期或落在分批下达资金的使用上（7月第三批：690亿元；计划10月第四批：690亿元）。

在稳投资方面，会议通稿提出要“高质量推动‘两重’建设”。我们相信“两重两新”仍是重点所在。[政府网站](#)在7月2日报道称，今年8,000亿元“两重”建设项目清单已经全部下达完毕。此外，在7月19日，总投资1.2万亿元的雅鲁藏布江下游水电工程正式开工。以长江三峡大约造了8年时间作为参照，每年1,500亿元的投资就可以提高近0.3个百分点的固定资产投资增速。

我们相信以上增量政策的落实以及加快政府债券的发行和使用是短期重点所在。然而，如果当前政策成效不及预期，我们依然认为政府或最快在九月底推出额外的0.5-1.0万亿元（相当于0.35%-0.7% GDP）的财政资金支持，支持重点或放在设备更新和消费品“以旧换新”政策的加码扩容、以及稳基建投资。

在货币政策上，我们认为降息降准最快要等到九月底。7月新增人民币贷款和新增社融均不及预期，新增贷款更是录得500亿元的收缩。其中住户单位新增贷款同比减少2,793亿元，不论是短期还是中长期（主要是房贷）均有减少（图表11）。更让我们意外的是中长期企业贷款的大幅下降，“反内卷”或进一步影响了企业信贷偏好。

尽管如此，我们并不认为央行会在近期内降准降息。7月会议通稿删除了4月会议提到的“适时降准降息”。此外，8月以来财政政策方面出招频繁，政府或更希望先观望这些政策的成效。近期内央行可能还是会通过公开市场操作以及定向支持等方式维持流动性充裕。不过，鉴于信贷需求的疲软和潜在经济动能的放缓，我们认为接下来还是会有50个基点的降准和10-20个基点的降息，最快在9月底兑现。美联储预计在9月开始的降息也为中国央行提供了更为充分的外部政策空间。为减少降息对银行息差的压力，降准降息或同步发生。

房地产政策仍有加码空间和必要。会议通稿对房地产政策着墨不多，通稿仅强调“高质量开展城市更新”。不过鉴于房产销售动能的持续走弱，我们仍认为房地产支持政策或将迎来新一轮加码，以“城市更新”为重要抓手。

投资风险：中美关系尤其是贸易关系再次恶化；地缘政治风险；房地产行业迟迟不能企稳；政策推出和成效不及预期；通胀恢复慢于预期。

图表 1：社会消费品零售总额增速 7 月继续下滑，主要受商品消费拖累

	7月同比增速 (%)	6月同比增速 (%)	2019年同期 (%)	7月/ 19年同期 (%)
社会消费品零售总额	3.7	4.8	7.6	48.7
服务零售 (累计)	5.2	5.3		
餐饮	1.1	0.9	9.4	11.7
商品零售	4.0	5.3	7.4	54.1
必需品				
日用品类	8.2	7.8	13.0	63.1
能源类	-8.3	-7.3	-1.1	754.5
自选消费				
服装鞋帽针纺织品类	1.8	1.9	2.9	62.1
化妆品类	4.5	-2.3	9.4	47.9
金银珠宝类	8.2	6.1	-1.6	-512.5
通讯器材类	14.9	13.9	1.0	1490.0
汽车类	-1.5	4.6	-2.6	57.7
住房相关				
家用电器和音像器材类	28.7	32.4	3.0	956.7
家具类	20.6	28.7	6.3	327.0
建筑及装潢材料类	-0.5	1.0	0.4	-125.0

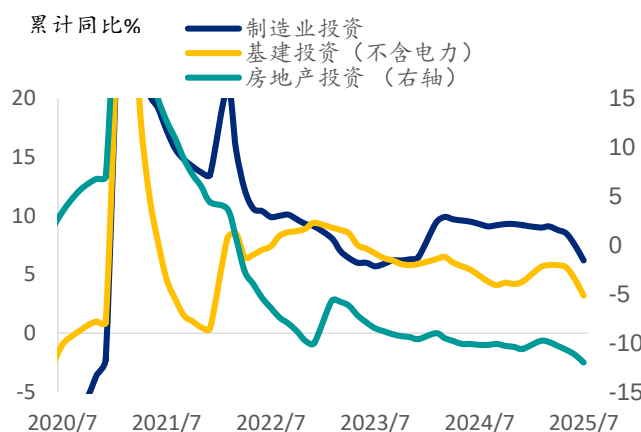
资料来源：国家统计局、同花顺，浦银国际

图表 2：7 月出口改善，生产、投资和消费均走弱



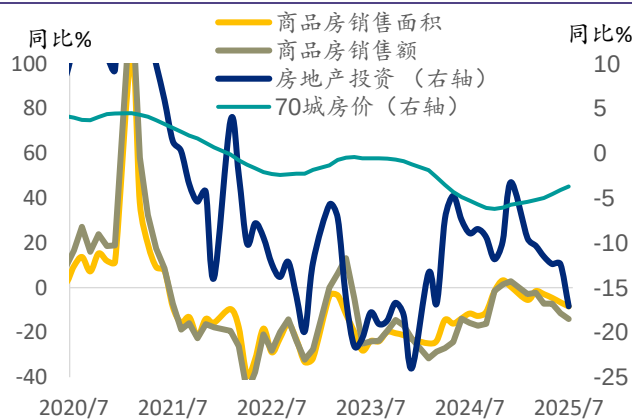
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 3：固定资产投资三大分项 7 月均继续下滑



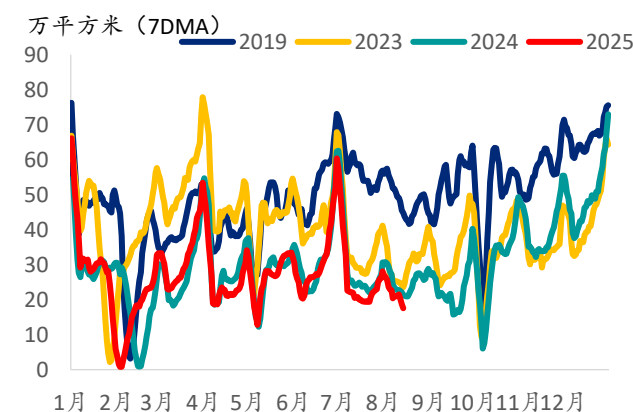
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 4：从我们自己推算的同比增速来看，7 月房地产销售和投资的同比增速均有所下滑



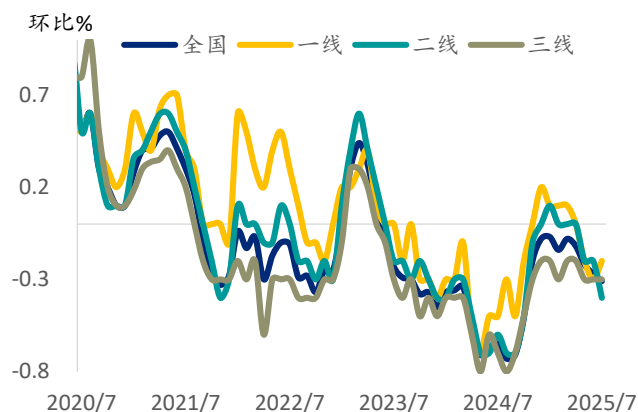
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 5：30 大中城市商品房销售 8 月前 14 天较去年同期下跌 16.4%



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 6: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅在 7 月边际扩大到-0.31%



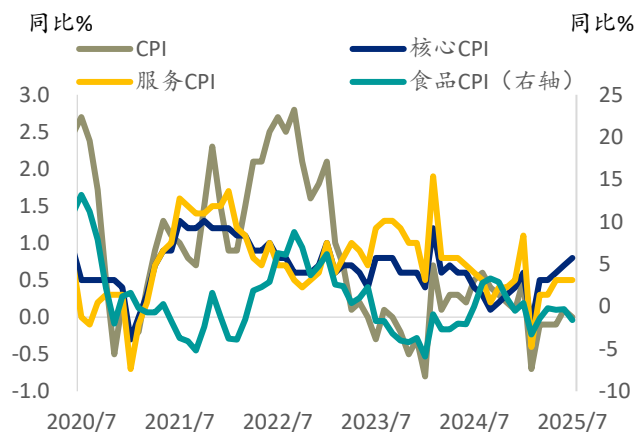
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 7: 7 月全国城镇失业率上升 0.2 个百分点到 5.2%



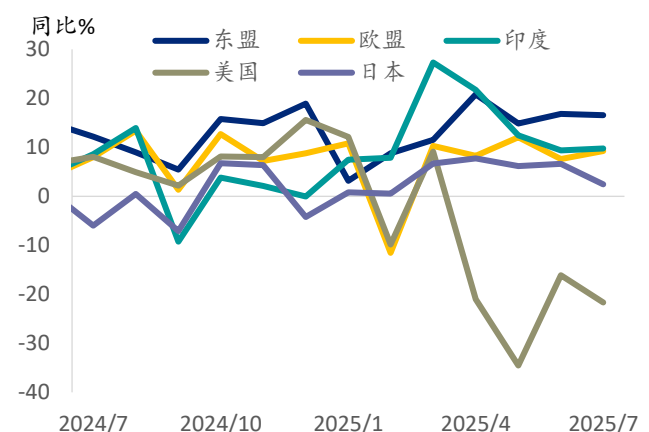
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 8: CPI 同比通胀率 7 月微降但好于市场预期, 核心 CPI 继续上升



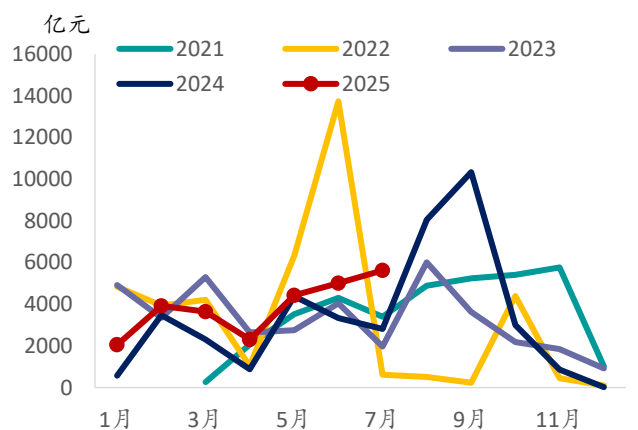
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 9: 中国对美国出口继此前短暂改善后同比跌幅再扩大, 对其他地区的出口有所改善



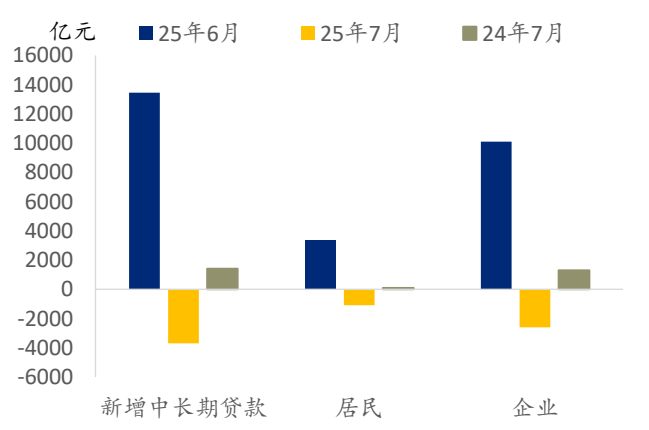
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 10: 地方政府专项债发行继续加快



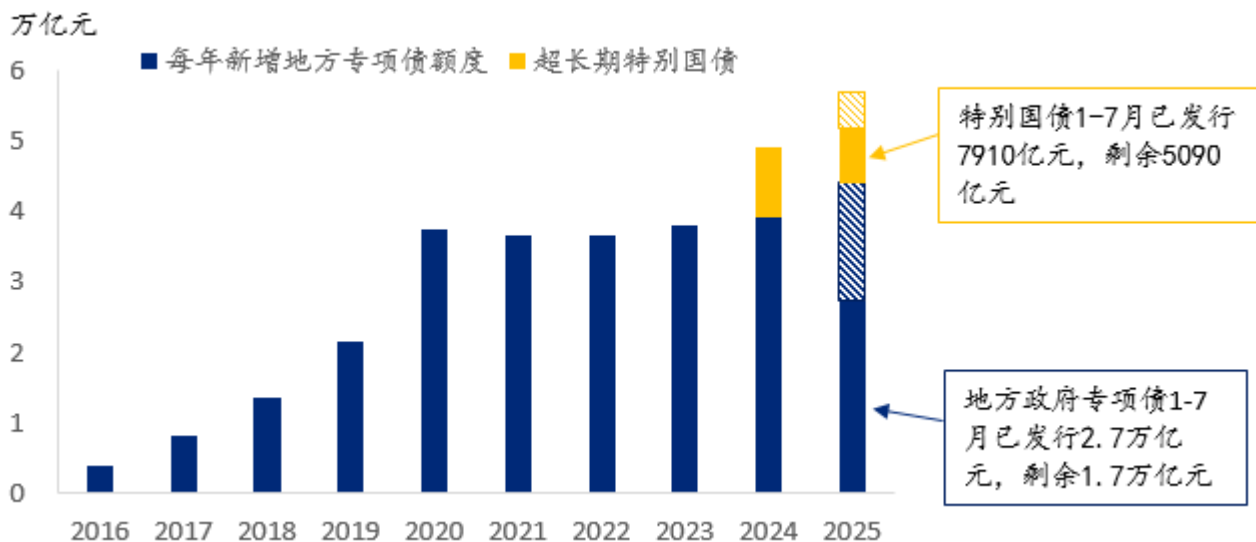
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 11: 新增人民币贷款 7 月大幅减少



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 12：今年 8-12 月还剩余 1.7 万亿元地方政府专项债和 5,090 亿元特别国债额度



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 13：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 7 月 30 日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025 年 7 月 15 日	中国宏观数据点评：二季度 GDP 继续超预期，但 6 月数据显示内需放缓
2025 年 6 月 25 日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025 年 6 月 16 日	中国宏观数据点评：5 月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 19 日	关税担忧拖累 4 月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024 年 5 月 17 日	4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024 年 4 月 30 日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024 年 4 月 22 日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性
2024 年 3 月 20 日	月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

