

宏观深度

我们如何理解 国内“低通胀”？

生产资料价格是当前国内物价的主要短板。“低通胀”主要受国内需求、海外输入性因素及“内卷式竞争”三方面因素影响。“低通胀”干扰了实际利率的下行路径。“低通胀”是内外需弱势的表现特征，对工业企业盈利能力有所影响；而工业企业盈利不足一定程度上将影响居民的收入预期。

- 2025 年上半年，中国社会消费品零售总额累计同比增速为 5.0%，与 1-5 月持平。2024-2025 年 6 月，社零累计同比增速均值为 4.1%，整体维持上行趋势；而同期 CPI 同比增速均值仅为 0.1%，居民消费的“量”与“价”表现趋异。

据我们测算，2021 年 1 月至 2025 年 6 月，在生产资料同比增速曲线向后平移 10 个月后，生产资料与生活资料同比增速的相关系数为 0.7，具备较强的相关性。因此，我们认为，前期生产资料价格不振是当前居民消费价格不振的重要原因之一。

- 生产资料价格不振的原因如下：

其一，我国矿产品进口规模较大，国际大宗商品价格震荡或对我国原材料购进成本产生直接影响。

其二，地产投资弱势拖累建筑业投资增速，进而影响建材产业需求。

其三，“内卷式”竞争也是生产资料价格承压的重要原因之一。

- “低通胀”的影响几何？

“低通胀”对实际利率下行有所干扰。截至 6 月，我国十年期国债收益率当月均值为 1.66%，较 2024 年 9 月下行 44BP，国内名义利率中枢明显下降。但需注意的是，据我们测算，6 月我国实际利率均值为 2.84%，较 2024 年 9 月上行 12BP，微幅上升。持续较弱的通胀水平一定程度上干扰了实际利率的下行路径，导致短期实体经济实际融资成本下行受限。

“低通胀”对工业企业盈利能力有所影响。从不同产业的利润表现看，多数采矿业和原材料加工业盈利表现弱势，其中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业和黑色金属矿采选业利润总额同比下滑 53.0%、11.5%和 36.2%。2025 年上半年，采矿业及原材料加工业累计拖累当期工业企业盈利 5.5 个百分点。

工业企业盈利不足一定程度上将影响居民的收入预期。2020 年-2024 年，城镇储户未来收入信心指数与工业企业利润总额同比增速的相关系数为 0.5，具备一定的正相关性。

- 风险提示：海外发达经济体通胀维持韧性；地缘政治局势复杂化；房地产行业主体预期修复偏慢。

相关研究报告

《市场点评报告》20250731

《政治局会议点评》20250731

《“十四五”收官，“十五五”开局》20250731

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

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

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

目录

一、生产资料价格是当前国内物价的主要短板	5
1.1 居民消费的“量”与“价”表现趋异.....	5
1.2 当前“低通胀”同样受到上游工业品价格传导的影响	6
二、我国生产资料价格的影响因素	7
2.1 大宗商品的海外输入性压力	8
2.2 装备制造业、建材下游需求仍显不足.....	9
2.3 “内卷式”竞争也是生产资料价格承压的重要原因之一	11
三、“低通胀”的影响几何？	12
3.1 “低通胀”对实际利率下行有所干扰	12
3.2 “低通胀”是内外需弱势的综合表现，对工业企业盈利能力有所影响	13
风险提示	16

图表目录

图表 1. 2023-2025 年政府工作报告重要经济目标对比	4
图表 2. 社会消费品零售总额同比增速表现	5
图表 3. CPI、PPI 同比增速表现	5
图表 4. 2025 年上半年限额以上各消费增速及贡献表现	5
图表 5. PPI 生活资料同比增速与 CPI 同比增速	6
图表 6. 生产资料同比增速与生活资料同比增速表现	6
图表 7. PPI 生产资料同比增速表现	7
图表 8. PPI 生产资料环比增速表现	7
图表 9. 生产资料环比增速与 PMI 出厂价格指数表现	7
图表 10. 主要原材料购进价格和出厂价格表现	8
图表 11. 出厂价格和新订单指数表现	8
图表 12. 铜及原油进口价格表现	8
图表 13. 铁矿石进口价格表现	8
图表 14. 贱金属及其制品(HS2 第十五类)出口价格指数持续低于 100 的基准线	9
图表 15. 装备制造业新订单指数表现	9
图表 16. 建材相关原材料产业新订单指数表现	9
图表 17. 固定资产投资及三大产业投资同比增速表现	10
图表 18. 基建子行业投资同比增速表现	10
图表 19. 建筑业投资增速表现	10
图表 20. 部分原材料行业出厂价格指数表现	10
图表 21. 水泥价格表现	10
图表 22. 中共中央关于“反内卷”的部分重要论述	11
图表 23. 社融同比增速表现	12
图表 24. 新增人民币贷款同比增速表现	12
图表 25. 人民币存款准备金率月度表现	13
图表 26. 重要政策利率月度表现	13
图表 27. 十年国债利率与实际利率月度表现	13
图表 28. 工业企业盈利量价结构表现	14
图表 29. 上游产业对当期工业企业利润总额同比增速的贡献表现	14
图表 30. 上半年规模以上工业企业子行业利润总额累计同比增速表现	14
图表 31. 工业企业盈利不足对居民企业预期有所影响	15

2025 年国内经济发展目标延续稳中有进，但通胀同比增速目标有所下调。在政府工作报告指出的发展主要预期目标中，将 2025 年居民消费价格涨幅目标定为 2.0%左右，较去年下调 1.0 个百分点;值得一提的是，2024 年 12 月，中国 CPI 累计同比增速实现 0.2%，较当年政府工作目标有所差距，国内物价表现持续低位运行，通胀数据同比增速维持低位；今年政策端对物价形势的判断更加务实。

图表 1. 2023-2025 年政府工作报告重要经济目标对比

政府工作报告目标	2025	2024	2023
GDP:同比 (%)	5.0	5.0	5.0
城镇新增就业人口 (万人)	1,200.0	1,200.0	1,200.0
CPI:同比 (%)	2.0	3.0	3.0
财政赤字 (亿元)	56,600.0	40,600.0	-
财政赤字:赤字率 (%)	4.0	3.0	3.0
地方专项债 (万亿元)	4.4	3.9	3.8
中央预算内投资 (亿元)	7,350.0	7,000.0	-

资料来源: Wind, 中银证券

6 月 23 日，中国人民银行 2025 年第二季度例会召开，在国内外经济金融形势的分析中，会议提出，我国仍面临“物价持续低位运行”；2025 年上半年，中国 CPI 同比增速仍为-0.1%，仍处于同比负增长区间；年内物价延续低位，通胀数据同比增速延续负增长。

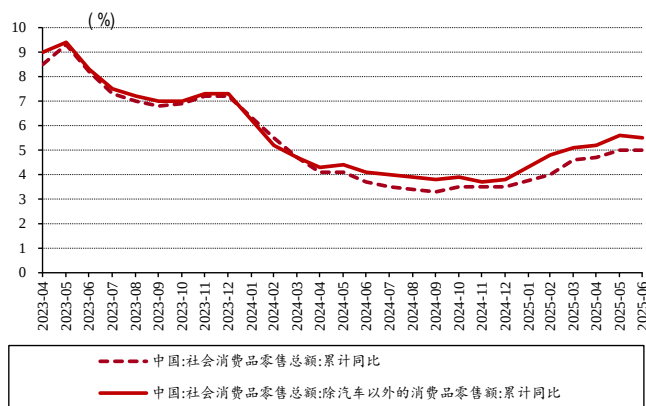
本篇报告旨在从成因、影响两方面探讨我们对当前国内“低通胀”的理解。

一、生产资料价格是当前国内物价的主要短板

1.1 居民消费的“量”与“价”表现趋异

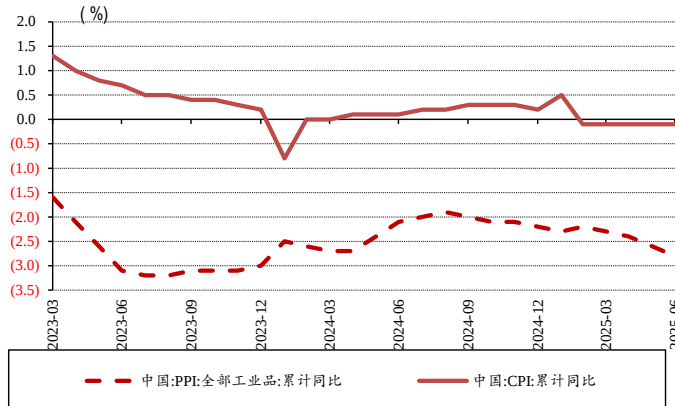
作为居民消费者价格表现的重要衡量指标，CPI 弱势表现往往被归因于“国内消费不足”，但我们认为，“消费不足”可能不是现阶段消费价格指数弱势的唯一原因。

图表 2. 社会消费品零售总额同比增速表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 3. CPI、PPI 同比增速表现



资料来源：Wind，中银证券

2025 年上半年，中国社会消费品零售总额累计同比增速为 5.0%，与 1-5 月持平。2024-2025 年 6 月，社零累计同比增速均值为 4.1%，整体维持上行趋势；而同期 CPI 同比增速均值仅为 0.1%，居民消费的“量”与“价”表现趋异。

而从限额以上商品零售总额的结构表现看，2025 年上半年，对当期限额以上商品零售总额同比增速贡献最大的三类消费品分别为粮油食品饮料烟酒类、家用电器音像器材类以及通讯器材类，其中家电和通讯器材对当期同比增速的贡献分别为 1.6 和 1.1 个百分点，较 2024 年均有所上行，两类商品或主要得益于“国家补贴”及“消费品以旧换新”政策，年内居民消费意愿回暖有望受“促消费”政策延续提振。

图表 4. 2025 年上半年限额以上各消费增速及贡献表现

指标名称	2025 年 6 月增速 (%)	2024 年增速 (%)	2025 年 6 月贡献 (pct)	2024 年贡献 (pct)
限额以上商品零售总额	6.3	2.7	6.3	2.7
粮油食品、饮料烟酒类	9.5	8.2	1.7	1.4
服装鞋帽、针、纺织品类	3.1	0.3	0.3	0.0
化妆品类	2.9	-1.1	0.1	0.0
金银珠宝类	11.3	-3.1	0.2	-0.1
日用品类	7.3	3.0	0.3	0.1
体育、娱乐用品类	22.2	11.1	0.2	0.1
书报杂志类	-4.1	-1.6	0.0	0.0
家用电器和音像器材类	30.7	12.3	1.6	0.6
中西药品类	1.4	3.1	0.1	0.1
文化办公用品类	25.4	-0.3	0.6	0.0
家具类	22.9	3.6	0.2	0.0
通讯器材类	24.1	9.9	1.1	0.4
石油及制品类	2.6	-2.0	0.4	-0.3
建筑及装潢材料类	-3.4	0.3	0.0	0.0
汽车类	0.8	-0.5	0.2	-0.1
其他类	6.2	4.3	0.2	0.1

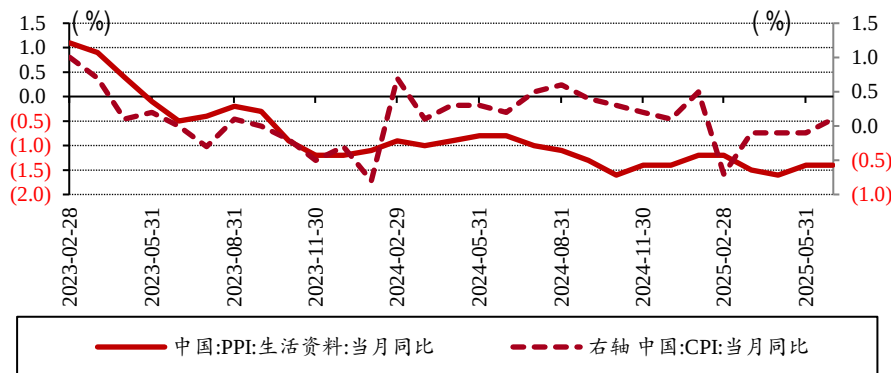
资料来源：Wind；中银证券；图中月份数据均为累计同比数据

1.2 当前“低通胀”同样受到上游工业品价格传导的影响

从国家统计局公布的 PPI 生活资料（下文简称“生活资料”）价格指数结构看，生活资料包括食品、衣着、一般日用品和耐用消费品，与 CPI 数据结构有所重合；2023 年—2025 年 6 月，PPI 生活资料价格与 CPI 当月同比增速的相关系数为 0.6，具备一定的正相关性。

而生活资料价格表现受 PPI 生产资料（以下简称：生产资料）价格的传导影响较为明显：

图表 5. PPI 生活资料同比增速与 CPI 同比增速

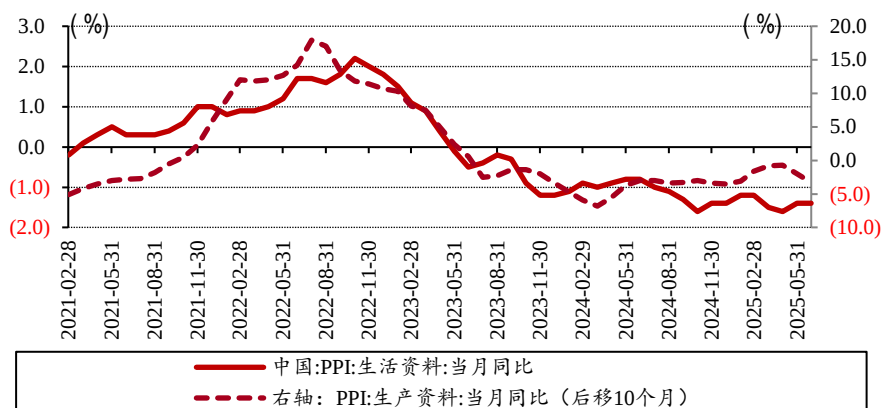


资料来源：Wind，中银证券

据图 6 显示，生产资料价格对生活资料价格具备一定的传导作用，且传导作用具备一定的滞后性。我们将生产资料同比增速向后平移 10 个月，可观察到生产资料与生活资料的同比增速曲线走势较为相似。据我们测算，2021 年 1 月至 2025 年 6 月，在生产资料同比增速曲线向后平移 10 个月，两指标相关系数为 0.7，具备较强的相关性。

因此，我们认为，前期生产资料价格不振是当前居民消费价格不振的重要原因之一，生产资料价格或是提振当前国内物价的主要环节之一。

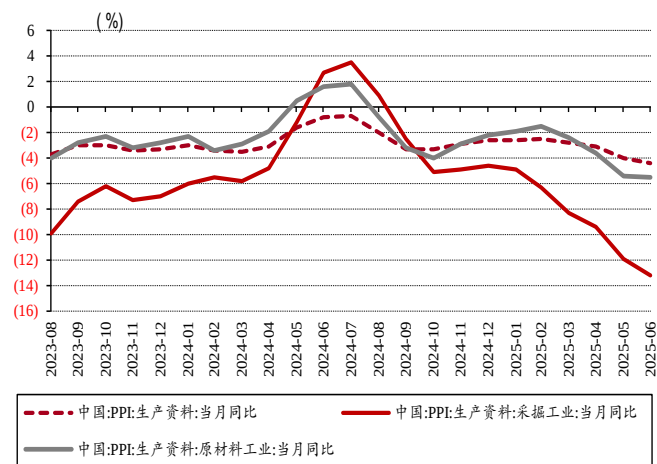
图表 6. 生产资料同比增速与生活资料同比增速表现



资料来源：Wind，中银证券

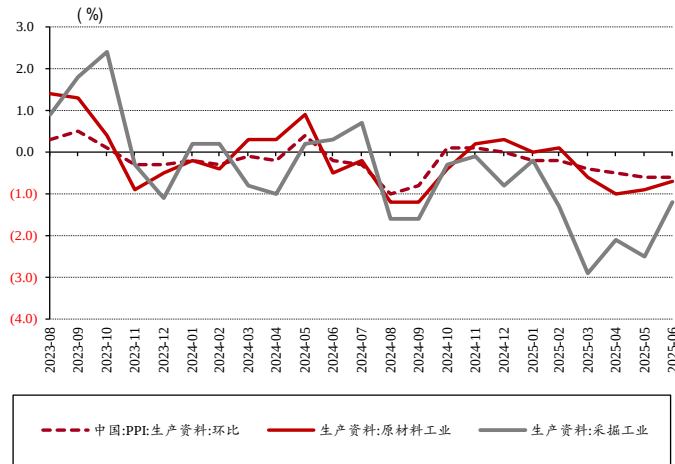
二、我国生产资料价格的影响因素

图表 7. PPI 生产资料同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 8. PPI 生产资料环比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

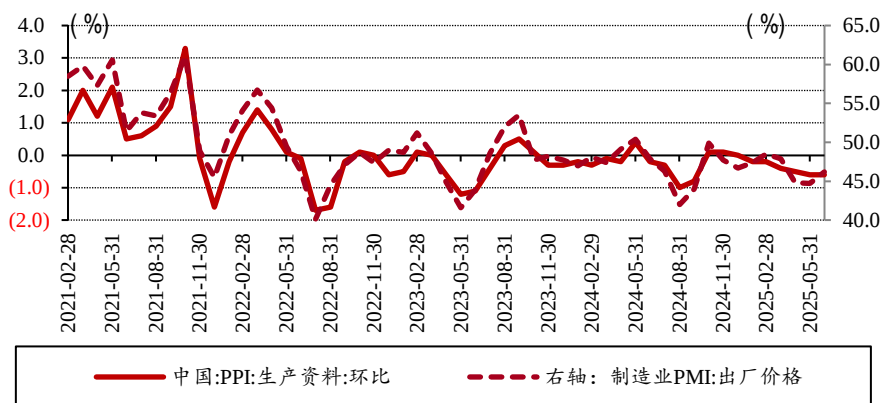
2025年6月，我国PPI生产资料当月同比下滑4.4%，较5月走扩0.4个百分点，其中，采掘工业和原材料工业出厂价格同比分别下滑13.2%和5.5%，较5月均有走扩，此外，以上提及的两行业环比增速均已连续4个月为负。

据图9显示，2023年至2025年6月，生产资料价格环比增速与制造业PMI（下文简称“PMI”）出厂价格指数走势较为相似，同期两指标相关系数为0.9，具备较强的正相关性；因此，影响PMI出厂价格的因素，或也在影响生产资料环比增速表现。

在对4月PMI数据的解读中，国家统计局高级统计师赵庆河指出，PMI价格指数表现弱势主要“受市场需求不足和近期部分大宗商品价格持续下行等因素影响”。

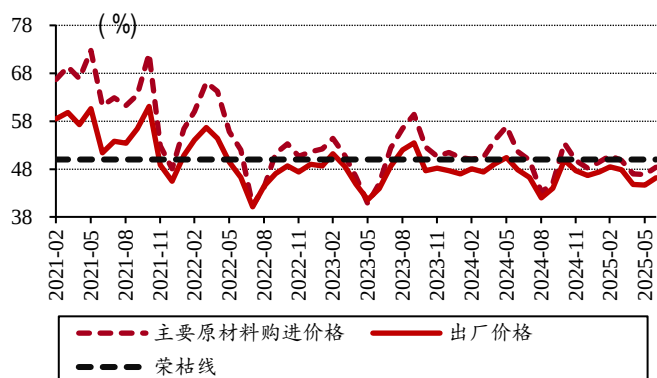
据我们测算，2023年至2025年6月，PMI出厂价格指数与主要原材料购进价格指数的相关系数为1.0，出厂价格与购进价格指数的正相关性较明显，出厂价格受供给端的影响明显。

图表 9. 生产资料环比增速与 PMI 出厂价格指数表现



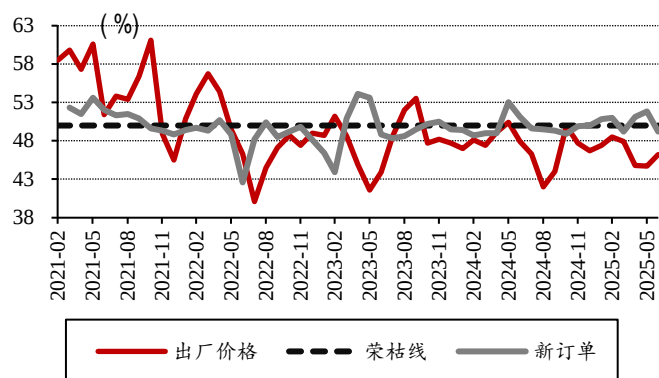
资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 主要原材料购进价格和出厂价格表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 出厂价格和新订单指数表现



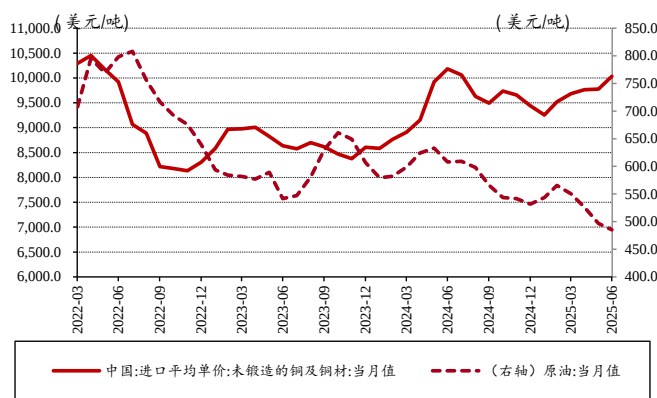
资料来源: Wind, 中银证券

2.1 大宗商品的海外输入性压力

2025 年上半年，矿产品进口规模在我国当期进口总额中占比 28.7%，我国矿产品进口规模较大，国际大宗商品价格震荡或对我国原材料购进成本产生直接影响。

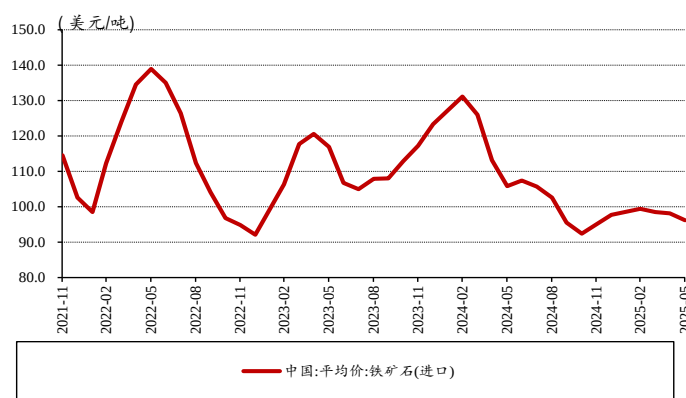
2024 年下半年以来，部分重要大宗商品价格震荡下滑，影响我国相关产品进口价格表现。截至 5 月，铜材、原油进口均价分别实现 9777.9 和 496.7 美元/吨，较 2024 年 7 月分别下滑 281.6 和 112.3 美元。5 月铁矿石进口均价为 96.2 美元/吨，较 2024 年 7 月下滑 9.5 美元。需要说明的是，我国是原油、铁矿石大宗进口国，1-5 月，我国两大产品进口金额在同期进口总额中分别占比 12.2%和 4.7%，国际大宗商品价格震荡或对我国工业品价格造成“输入性”影响。

图表 12. 铜及原油进口价格表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 13. 铁矿石进口价格表现



资料来源: Wind, 中银证券

全球经济增长速度放缓或是国际大宗商品价格下滑的主要原因。今年以来，多个主要国际机构对全球商品价格指数做出预期：其中，世界银行对 2025 年能源、非能源商品价格指数的预测分别为 86.2 和 110.3，较 2024 年分别下滑 15.3 和 2.2 点；此外，IMF 对 2025 年全球 GDP 实际增长率的预期为 3.0%，较 2024 年下调了 0.3 个百分点，其中，对发达经济体、新兴市场的 GDP 实际增长率预测分别较 2024 年下调 0.3 和 0.2 个百分点。

需要注意的是，原材料购进价格下滑并未明显扩张原材料加工业的利润空间。究其原因，主要是原材料加工制品是我国重要出口产品之一，同样受外需弱势制约，上半年原材料加工制品在我国出口总额中占比 8.0%。

在燃料、黑色金属等商品进口价格下滑的同时，原材料加工产品出口价格或也受到海外需求弱势、国际大宗商品价格震荡等因素影响；2025 年 6 月，我国贱金属及其制品(HS2 第十五类)出口价格指数为 98.3，仍低于 100 的基准线，原材料加工产品出口价格整体仍较弱势。

图表 14.贱金属及其制品(HS2 第十五类)出口价格指数持续低于 100 的基准线

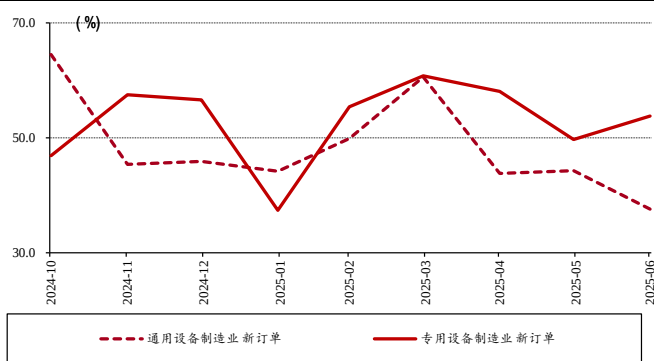


资料来源: Wind, 中银证券

2.2 装备制造业、建材下游需求仍显不足

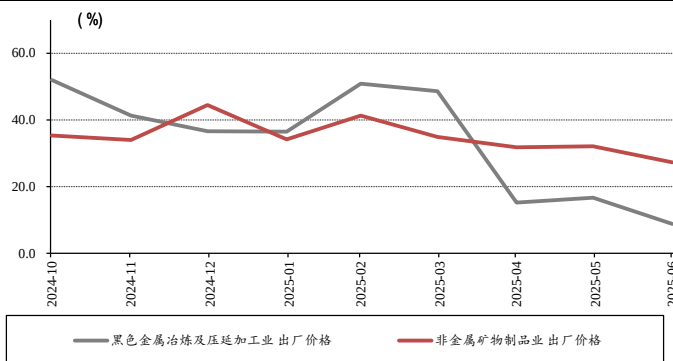
2025 年 6 月,制造业 PMI 子行业中,装备制造业、建材相关的原材料制造业需求仍较弱势,通用设备制造业、黑色金属及非金属制造业新订单指数均处于收缩区间。当前建筑业开工不足或是产业需求不足的主要原因。

图表 15. 装备制造业新订单指数表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. 建材相关原材料产业新订单指数表现

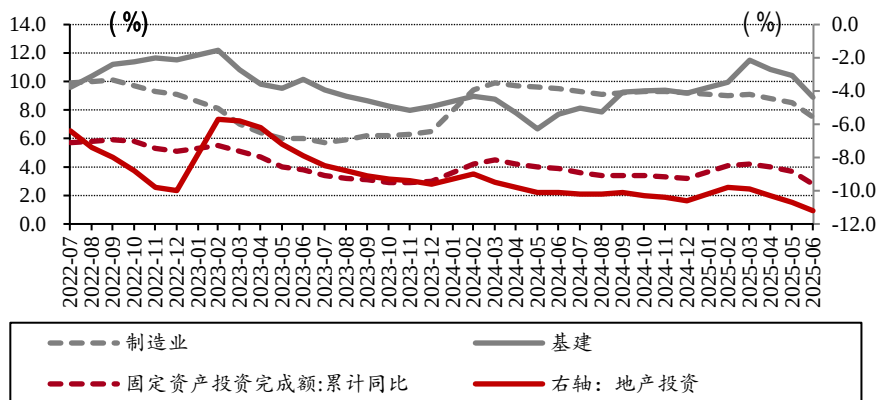


资料来源: Wind, 中银证券

地产投资弱势拖累建筑业投资增速,进而影响建材产业需求。上半年我国固定资产投资完成额累计同比增长 2.8%,维持温和增长,但结构短板仍较明显。制造业投资、基建投资及房地产投资增速分别为 7.5%、8.9%和-11.2%,固定资产投资内部结构仍在分化。

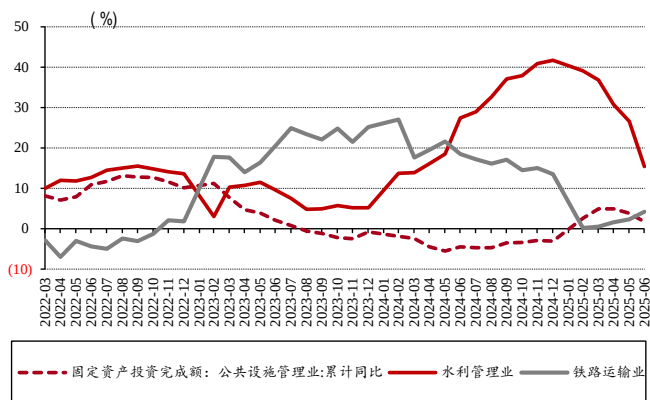
上半年建筑业需求结构也存在分化:一方面,上半年基建子行业中,公共设施管理业、铁路运输业及水利运输业固定资产投资维持同比正增长,增速分别为 1.7%、4.2%和 15.4%;另一方面,上半年在地产投资的拖累下,建筑业投资同比增速仍为负,建材产业需求受到影响。

图表 17. 固定资产投资及三大产业投资同比增速表现



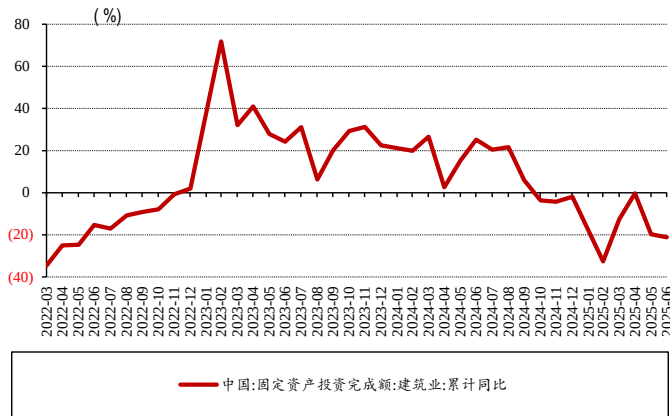
资料来源: Wind, 中银证券

图表 18. 基建子行业投资同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. 建筑业投资增速表现

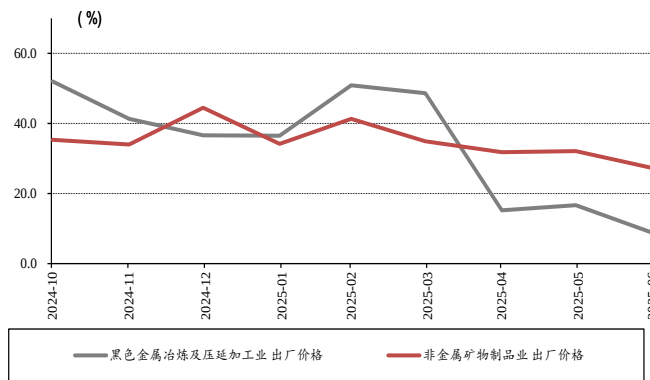


资料来源: Wind, 中银证券

短期来看, 国内地产投资短板仍存, 建材相关产品出厂价格表现普遍较弱; 其中, 黑色金属加工业在需求不足和“海外输入性”因素的双重影响下, 3月以来出厂价格指数持续处于收缩区间。

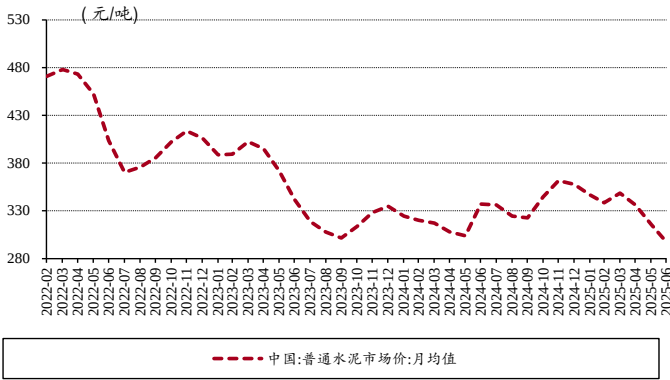
此外, 年内非金属矿物制品业出厂价格指数持续处于收缩区间, 截至6月, 全国普遍水泥市场价月均值为 297.3 元/吨, 较 2024 年年底继续下滑 60.3 元, 考虑到水泥在我国进口总额中占比较小, 上半年仅占比 0.02%, 非金属矿物制品业出厂价格指数或更多受到建筑业需求不足的影响。

图表 20. 部分原材料行业出厂价格指数表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 21. 水泥价格表现



资料来源: Wind, 中银证券

2.3 “内卷式”竞争也是生产资料价格承压的重要原因之一

2024 年 7 月，中共中央召开政治局会议，会议提出，要“要强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争。”2024 年中央经济工作会议进一步提出“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”，政策对“反内卷”的关注度持续提升，旨在引导国内竞争更加健康有序。

全国政协委员、民建中央经济委员会副主任方洁撰文提出，“宏观上内需不足导致的供求失衡、中观上行业进入退出调节能力缺失、微观上企业行为的短视倾向等是造成企业陷入‘内卷式’竞争困局的主要诱因”，而供应商之间“不理性的竞争”引发的“低价竞争”或使得工业品出厂价格进一步承压，从而进一步影响企业盈利及居民收入预期。

图表 22.中共中央关于“反内卷”的部分重要论述

日期	重要会议	重要表述
2024 年 7 月 30 日	中共中央政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025 年 7 月 1 日	中央财经委员会第六次会议	依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

资料来源：共产党员网；中国政府网；新华网；中银证券

三、“低通胀”的影响几何？

3.1 “低通胀”对实际利率下行有所干扰

实际利率是“扩大内需”的重要宏观变量；降低实际利率，拉动实体经济各部门的融资成本下行，有望拉动实体经济融资需求，进而扩大国内需求。但“低通胀”直接影响实际利率，或将对实体经济的融资需求释放形成干扰。

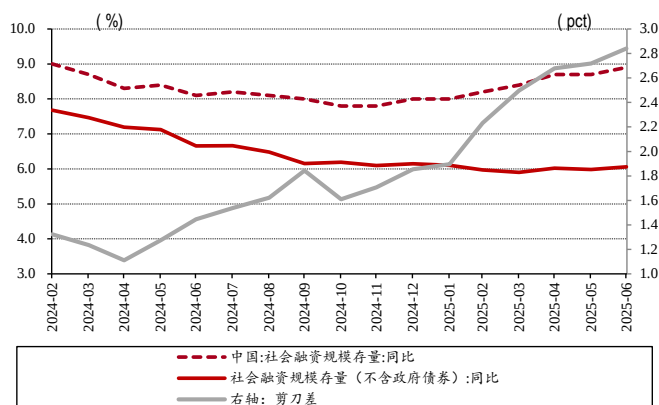
3.1.1 我国实体融资需求仍不足

2025 年上半年，我国社会融资（报告简称：“社融”）规模存量同比增长 8.9%，实体经济融资需求维持稳健。但需注意的是，扣除政府债券融资规模后，我国社融存量同比增速仅为 6.1%。

且从以上两增速的剪刀差（社融同比增速减去同期扣除政府债券后的社融同比增速）来看，2024 年以来，剪刀差整体维持上行，截至 2025 年 6 月为 2.84 个百分点，政府债券融资对社融增速的支撑作用较为明显，一定程度上反映出实体部门融资需求不足。

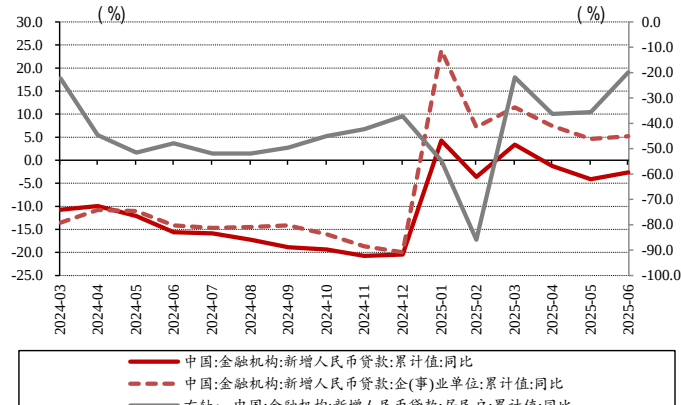
此外，上半年中国新增人民币贷款同比下降 2.6%，其中居民户单位新增人民币贷款同比降幅为 19.9%，当期居民部门融资需求不足。

图表 23. 社融同比增速表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 24. 新增人民币贷款同比增速表现



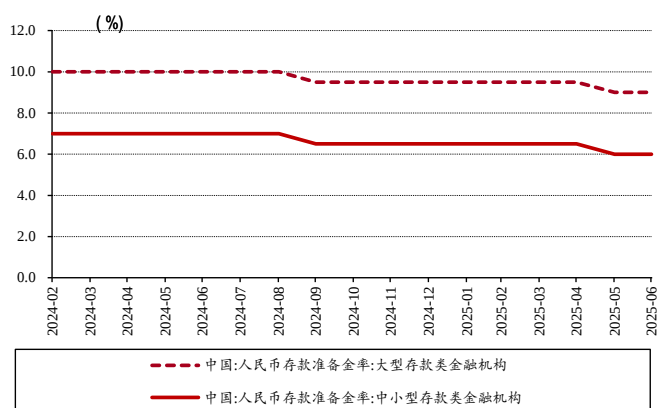
资料来源：Wind，中银证券

3.1.2 “低通胀”干扰了实际利率的下行路径

2024 年 9 月以来，为撬动实体部门的融资需求，压降实体经济综合融资成本，政策端积极采取各项举措：

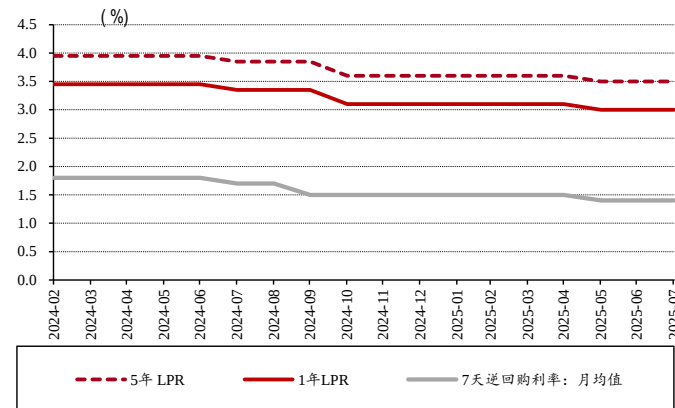
9 月 26 日，中共中央政治局召开会议，提出“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”；同年 12 月，中央经济工作会议提出“实施适度宽松的货币政策”，并将“适时降准降息”。截至 2025 年 7 月，重要政策利率均较 2024 年 9 月有所下降，1 年、5 年 LPR 及 7 天逆回购政策利率分别下调 35、35 和 10 个百分点。逆周期政策有效地推动了我国名义利率下行。

图表 25.人民币存款准备金率月度表现



资料来源: Wind, 中银证券

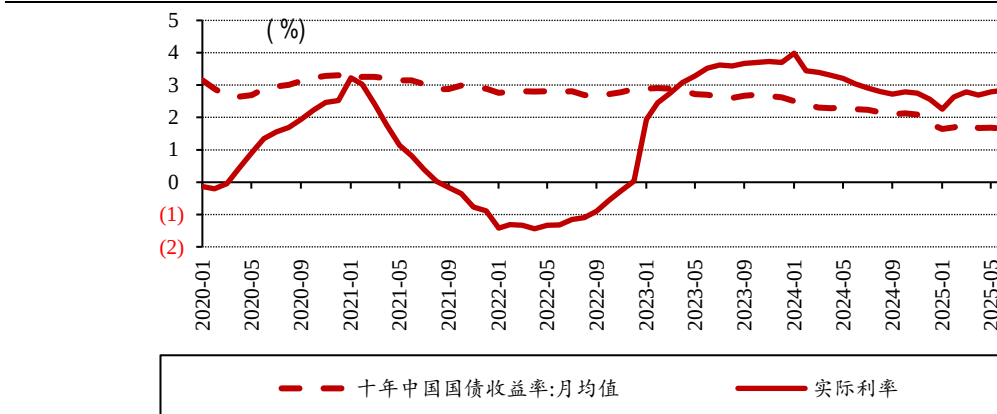
图表 26. 重要政策利率月度表现



资料来源: Wind, 中银证券

截至 6 月, 我国十年期国债收益率当月均值为 1.66%, 较 2024 年 9 月下行 44BP, 国内名义利率中枢明显下降。但需要注意的是, 据我们测算, 6 月我国实际利率均值为 2.84%, 较 2024 年 9 月上行 12BP, 微幅上升。我们认为, 持续较弱的通胀水平一定程度上干扰了实际利率的下行路径, 导致短期实体经济实际融资成本下行受限。

图表 27. 十年国债利率与实际利率月度表现



资料来源: Wind, 中银证券

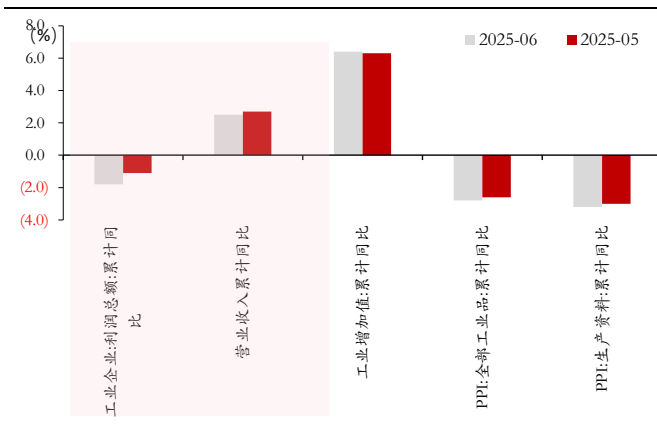
3.2 “低通胀”是内外需弱势的综合表现, 对工业企业盈利能力有所影响

3.2.1 上游原材料行业盈利能力受“低通胀”影响明显

2025 年上半年, 全国规模以上工业企业 (以下简称为“工业企业”) 实现利润总额 34365.0 亿元, 同比下滑 1.8%, 工业企业盈利能力仍处弱势。

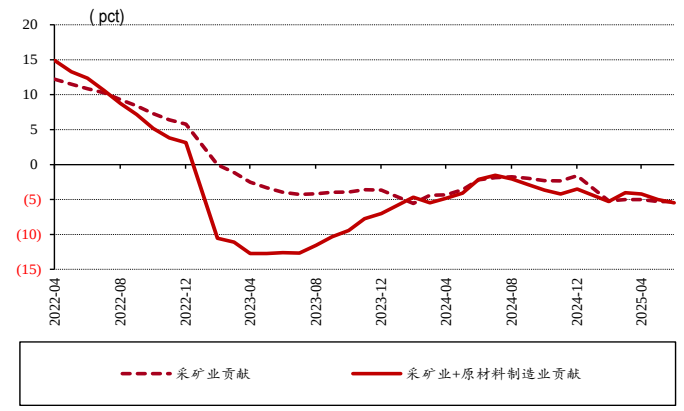
且从“量”、“价”角度看, 上半年工业生产活动整体活跃, 但工业品出厂价格或对工业企业盈利仍有拖累。一方面, 上半年工业增加值同比增速实现 6.4%, 生产端仍能对当期工业企业盈利形成支撑。另一方面, 上半年 PPI、生产资料 PPI 同比增速仍为负, 分别实现-2.8%和-3.2%。

图表 28. 工业企业盈利量价结构表现



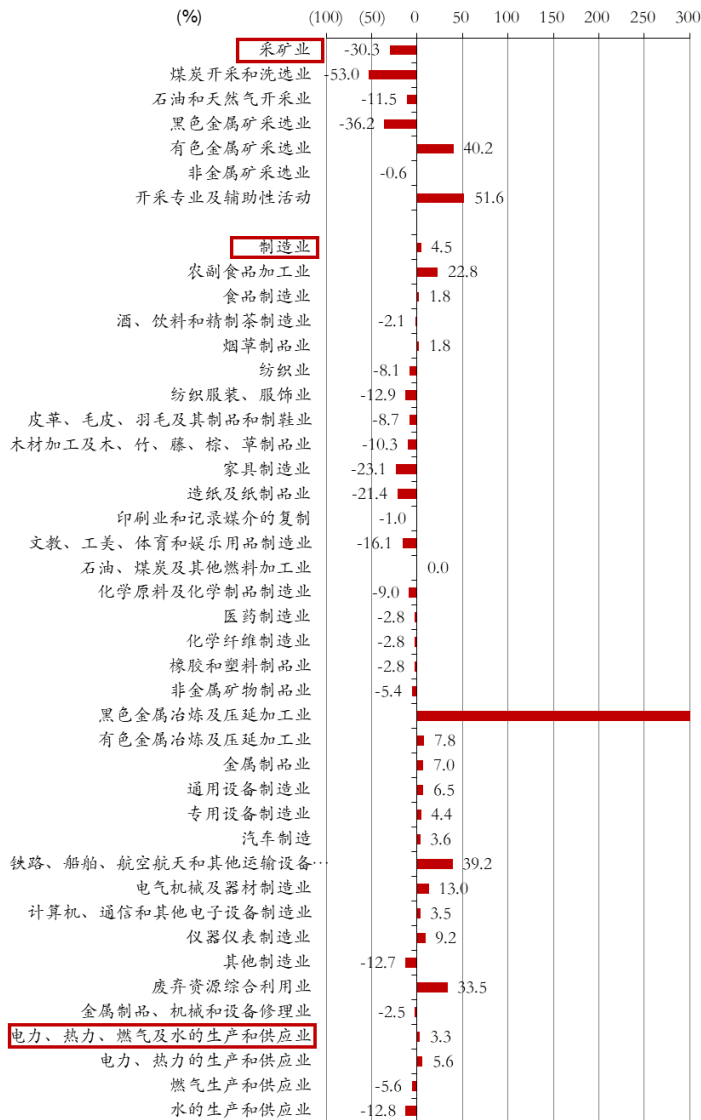
资料来源: Wind, 中银证券图中指标均为累计同比增速

图表 29. 上游产业对当期工业企业利润总额同比增速的贡献表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 上半年规模以上工业企业子行业利润总额累计同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

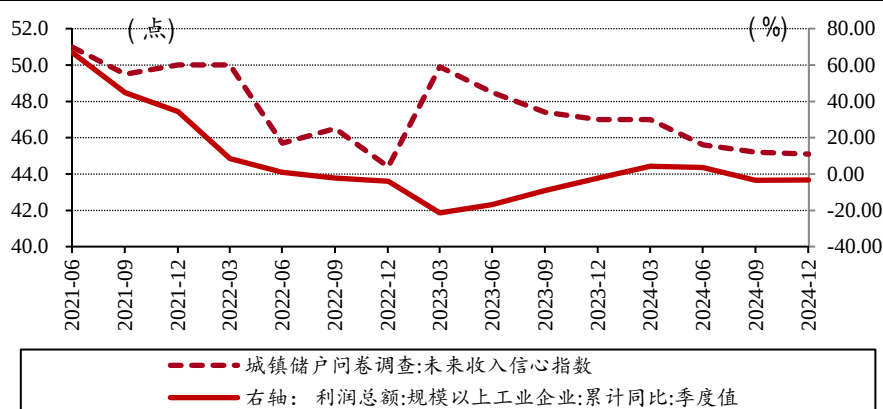
生产资料价格不足是当前国内通胀的重要症结之一，相关行业盈利表现同样表现弱势。从不同产业的利润表现看，多数采矿业和原材料加工业盈利表现弱势，其中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业和黑色金属矿采选业利润总额同比下滑 53.0%、11.5%和 36.2%。2025 年上半年，采矿业及原材料加工业累计拖累当期工业企业盈利 5.5 个百分点。

3.2.2 “低通胀”或影响居民未来收入预期

工业企业盈利不足一定程度上将影响居民的收入预期。例如，2023 年全年，工业企业盈利累计同比增速维持在负增长区间，当期中国城镇储户问卷调查未来收入信心指数出现下滑，居民收入预期受到一定影响。据我们测算，2020 年-2024 年，城镇储户未来收入信心指数与工业企业利润总额同比增速的相关系数为 0.5，具备一定的正相关性。

2025 年上半年，居民人均可支配收入同比增长 4.7%，居民收入增速维持韧性，但工业企业盈利弱势对居民收入预期的影响仍然值得关注。

图表 31. 工业企业盈利不足对居民企业预期有所影响



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示

海外发达经济体通胀维持韧性

若欧美通胀回落速度偏慢，海外高利率环境将继续影响全球经济复苏进程。

地缘政治局势复杂化

特朗普关税政策及俄乌冲突的不确定性仍存，中东地区局势日益紧张，可能影响全球经济复苏前景。

房地产行业主体预期修复偏慢

房地产行业是国内需求的重要“短板”，在政策集中发力的背景下，房地产投资、销售数据改善均需行业主体预期修复。

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 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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得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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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。所有本报告期内使用的商标、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