

6 月和二季度经济数据点评

财政政策加力提效对下半年稳经济很重要

上半年实际 GDP 累计同比增长 5.3%，下半年稳增长仍需加力提效。

- 2025 年二季度 GDP 实际同比增速 5.2%，名义 GDP 同比增速 3.9%，上半年实际 GDP 累计同比增长 5.3%。上半年平减指数累计同比下降 1.0%，降幅较一季度扩大。
- 6 月工业增加值同比增长 6.8%，1-6 月采矿业工业增加值累计同比增速 6.0%，制造业累计同比增速 7.0%，公用事业累计同比增速 1.9%，高技术产业累计同比增速 9.5%。
- 6 月社零同比增长 4.8%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.8%，服务消费累计同比增长 5.3%。
- 1-6 月固定资产投资累计同比增速为 2.8%，民间固定资产投资累计同比下降 0.6%。制造业投资 1-6 月累计同比增 7.5%，基建投资累计同比增长 4.6%，6 月部分地区的高温天气可能是影响固定资产投资施工的扰动因素。
- 1-6 月房地产投资累计同比增速下降 11.2%，商品房销售面积同比下降 3.5%，商品房销售额累计同比下降 5.5%。6 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.7%，二手住宅价格指数下降 6.1%，降幅均延续收窄的趋势。
- 上半年居民收入同比增长 5.3%，人均消费支出累计同比增长 5.3%。上半年居民教育文化娱乐和其他用品及服务等服务类消费增速较高，同时居住类消费占比上升。
- 上半年经济数据实现较好收官。上半年实际 GDP 累计同比增长 5.3%，其中一季度当季同比增长 5.4%，二季度当季同比增长 5.2%，给全年实现 5.0% 的增速目标打下较好的基础；从累计同比增速看，1-6 月工业增加值累计同比增长 6.4%，社零累计同比增长 5.0%，固定资产投资累计同比增长 2.8%，生产端依然保持强劲增长，是拉动经济的主要动力之一，同时内需增速也出现上行趋势，与生产端的强劲增长相呼应。从 6 月数据分项看，制造业工业增加值和固定资产投资均保持较强的增长趋势，新质生产力仍是未来一段时间内我国经济增长主要内生动力，此外“抢出口”也对 6 月工业增加值产生阶段性上行拉动，但仍有三方面因素对 6 月经济数据造成负面扰动：一是天气因素对固定资产投资产生的负面影响，二是部分地区“国补”阶段性暂停对社零消费产生的影响，三是房地产市场筑底转型仍需时间。
- 下半年外需不确定性较大，内需释放较依赖财政政策加力提效。下半年对外需影响最大的就是美国关税政策的不确定性，目前来看，美国关税或在 8 月 1 日落地，且目前已公布的对部分国家的关税税率仍在较高水平，美国关税或将对全球经济和贸易产生负面影响。我国经济增长的外部环境更加严峻，稳增长也更加依赖内需能否有效释放。从上半年经济增长的情况看，有助于稳增长的内需包括几个方面：一是以新质生产力为代表的制造业固定资产投资保持较高增速，二是城市更新改造、民生补短板等方面需要有效的投资，三是居民消费持续释放，四是房地产固定资产投资和商品房销售增速下行趋势得到有效改变。我们认为上述各方面都不同程度上依赖积极的财政政策，短期建议关注 7 月政治局会议对下半年经济形势的判断和经济工作内容的安排，中期建议关注积极的财政政策是否在赤字率或超长期特别国债等方面有进一步安排，同时密切关注适度宽松的货币政策调整以及房地产政策是否有进一步宽松的空间。
- 风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略点评》20250715

《6 月金融数据点评》20250715

《市场点评报告》20250715

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：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

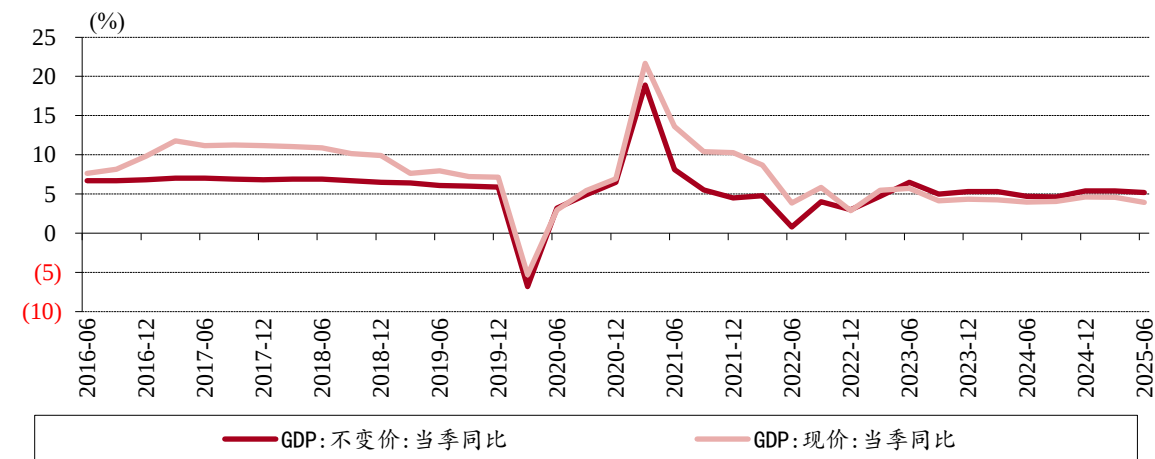
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

2025 年上半年实际 GDP 累计同比增长 5.3%

二季度实际 GDP 同比增速符合市场预期。2025 年二季度 GDP 实际同比增速 5.2%，较 2025 年一季度增速下降 0.2 个百分点；二季度名义 GDP 同比增速 3.9%，较 2025 年一季度增速下降 0.7 个百分点。上半年实际 GDP 累计同比增长 5.3%，好于年初设定的经济增长目标 5.0%，一定程度上减轻了下半年稳增长的压力，但一季度平减指数累计同比下降 0.77%，上半年平减指数累计同比下降 1.0%，降幅较一季度扩大，扭转名义 GDP 同比增速和实际 GDP 同比增速的倒挂，或成为下半年和此后一段时间宏观政策的发力点。

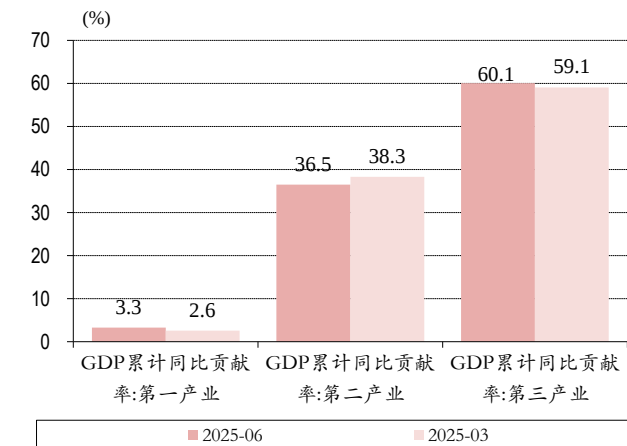
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

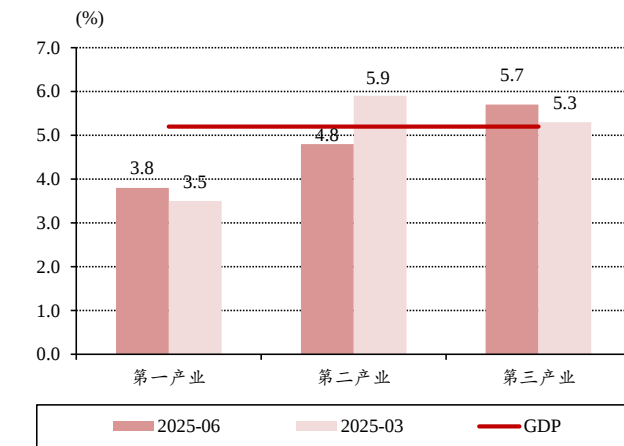
二季度三产的贡献率上升，二产贡献率下降。分产业看，2025 年二季度一产实际 GDP 当季同比增长 3.8%，增速较一季度上升 0.3 个百分点，二产实际 GDP 当季同比增长 4.8%，增速较一季度下降 1.1 个百分点，三产实际 GDP 当季同比增长 5.7%，增速较一季度上升 0.4 个百分点，三产是拉动二季度实际 GDP 同比增速的首要因素，二产增速疲弱是主要拖累。从三次产业对 GDP 累计同比贡献率看，2025 年上半年三产的贡献率 60.1% 最高，且较一季度贡献率上升 1.0 个百分点，其次是二产的贡献率 36.5%，一产的贡献率 3.3%；与 2016 年-2019 年三次产业的贡献率平均水平相比，2025 年上半年第三产业对 GDP 累计同比的贡献率偏低 3.8 个百分点，与 2024 年同期相比，第三产业的贡献率偏高 5.7 个百分点，2025 年上半年第二产业贡献率较 2016 年-2019 年同期平均水平偏高 3.1 个百分点，但较 2024 年同期偏低 5.4 个百分点。我们认为 2025 年上半年生产端整体依然较强，但需求端在“两新”等政策支持下，较 2024 年出现边际好转。

图表 2. 2025 年二季度三次产业对 GDP 累计同比贡献率



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2025 年二季度三次产业对 GDP 不变价同比贡献率

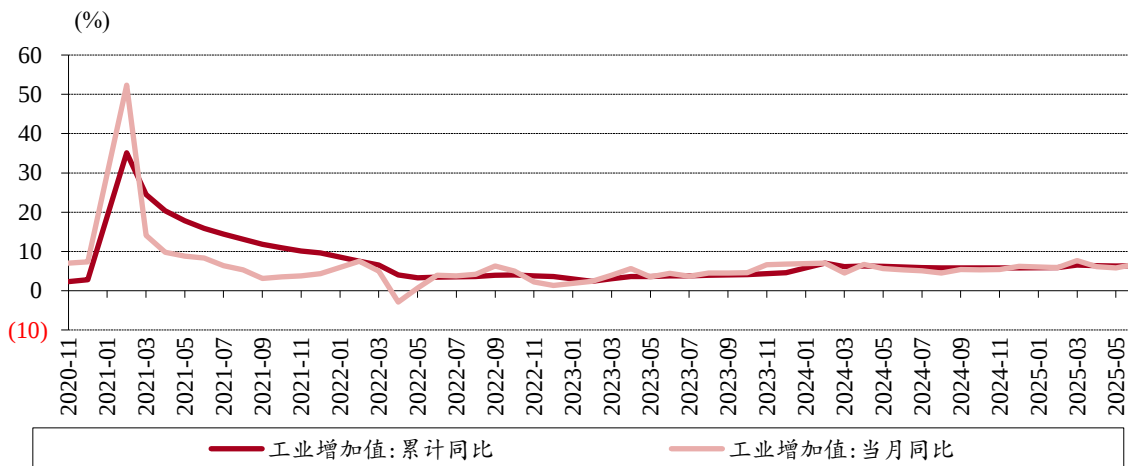


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速保持强劲

6月工业增加值同比增速较5月回升。6月工业增加值同比增长6.8%，较5月上升1.0个百分点，较去年同期上升1.7个百分点，好于万得一致预期同比增速5.5%。我们认为6月工增同比增速在较高的水平上超预期上行，既有国内经济生产端表现持续强劲的趋势性影响，又有对外“抢出口”的阶段性影响。

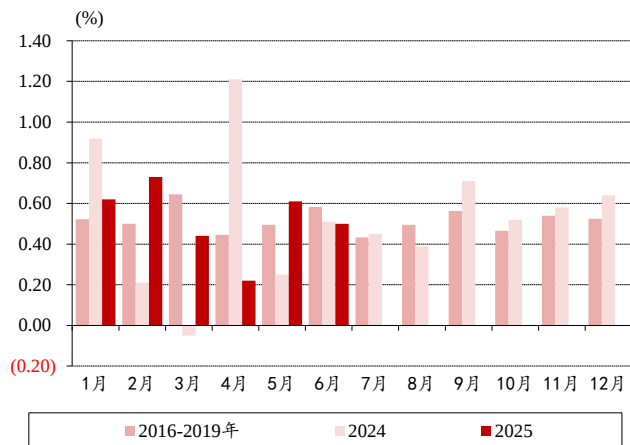
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

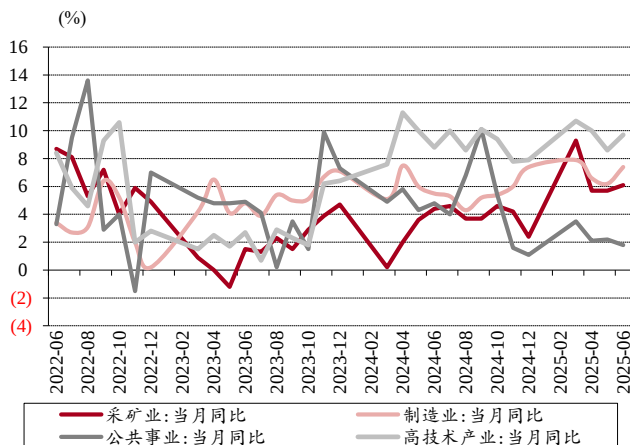
6月工业增加值环比较强。从环比增速来看，6月工业增加值环比上升0.50%，与2016年-2019年期间同期平均水平0.58%相比偏低，与2024年同期的环比增长0.51%增速相当，但是考虑到5月环比增速0.61%基数较高，因此6月环比增速0.50%并不低。从行业分类来看，1-6月采矿业工业增加值累计同比增速6.0%，制造业累计同比增速7.0%，公用事业累计同比增速1.9%，高技术产业累计同比增速9.5%。从企业类型来看，1-6月私企工业增加值同比增长6.7% 国企工业增加值同比增长4.2%，股份制企业同比增长6.9%，外企同比上升4.3%。与2025年1-5月相比，1-6月累计同比增速较1-5月上升的是国企、外企和制造业，持平的是采矿业、高技术产业和股份制企业，下降的是公共事业和私企。6月当月工业增加值同比增速较5月，各行业和企业类型中只有公共事业增速有所下降，增速上行超过1.0个百分点的包括制造业、高技术产业、国企和外企。我们认为6月制造业和高技术产业工业增加值同比增速较强，主要是受“抢出口”的阶段性影响。

图表 5. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

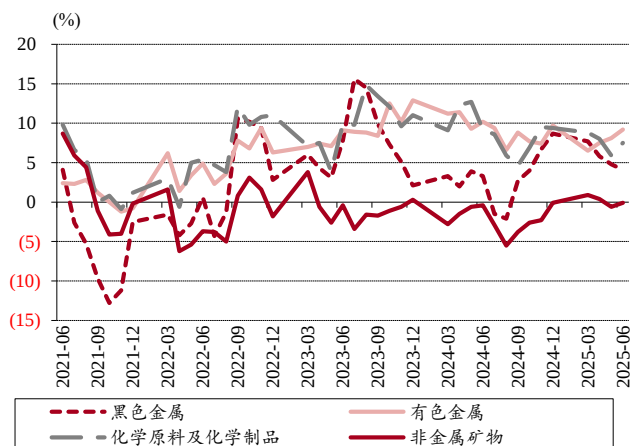
图表 6. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

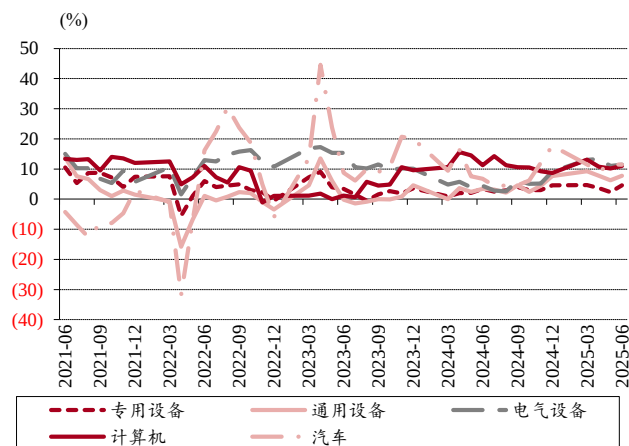
6月“抢出口”对中游和下游部分行业工业增加值影响较显著。上游行业方面，1-6月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长8.2%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降0.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.6%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长7.6%，从当月同比增速来看，较5月上升幅度超过1.0个百分点的是化学原料和有色金属，增速下降的是黑色金属，非金属矿物当月工业增加值同比仍在负增长区间。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长8.3%，专用设备制造业增加值累计同比增长3.8%，汽车制造业增加值累计同比增长11.3%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长12.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长11.1%，中游行业工业增加值当月同比增速较5月上升超过1.0个百分点的行业是专用设备和通用设备，仅汽车行业当月同比增速较5月下降。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长6.3%，纺织业增加值累计同比增长4.1%，医药制造业增加值累计同比增长1.3%，下游行业工业增加值当月同比增速较5月有所下降的是食品，纺织和医药行业增速均较5月上行超过1.0个百分点。从行业的角度看，中游的设备和计算机、下游的纺织和医药行业都不同程度的受益于“抢出口”，工业增加值当月同比增速较5月上行，上游行业的增加值分化，特别是黑色金属和非金属矿物增速偏弱，表明房地产相关行业依然疲弱。

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

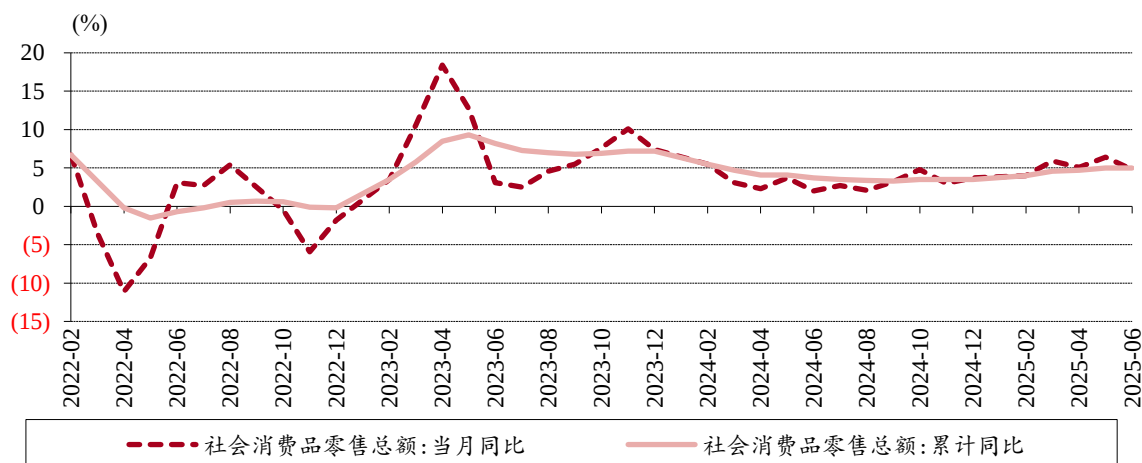


资料来源：万得，中银证券

社零同比增速回落

6月社零增速较5月明显回落。6月社零同比增长4.8%，较5月下降1.6个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.8%，较5月下降2.2个百分点，服务消费累计同比增长5.3%，较1-5月上升0.1个百分点。6月社零同比增速较5月下行，我们认为有两方面因素影响，一是电商促销时点前置到5月，对6月居民消费形成了一定时间上的挤出效应，因此6月社零的环比增速较5月大幅回落，二是部分地方“国补”阶段性暂停，对消费释放的节奏产生了影响。我们认为，从6月社零数据结构看有两个特点，一是居民消费的价格弹性较大，比如电商促销和国补对居民消费释放的影响力较大，二是服务消费依然强劲，1-6月社零累计同比增速持平于1-5月，但服务消费累计同比增速是小幅上行的。

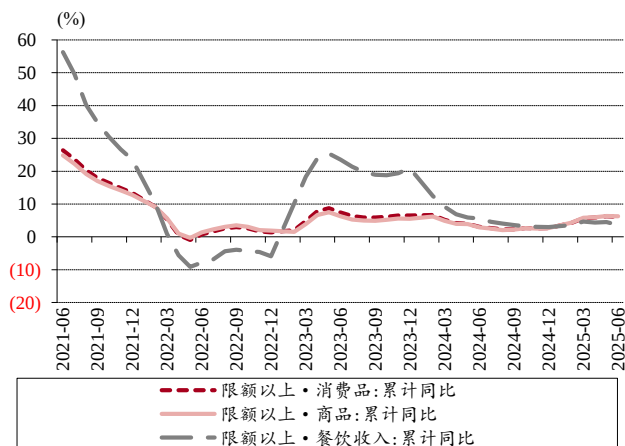
图表 9. 社零同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

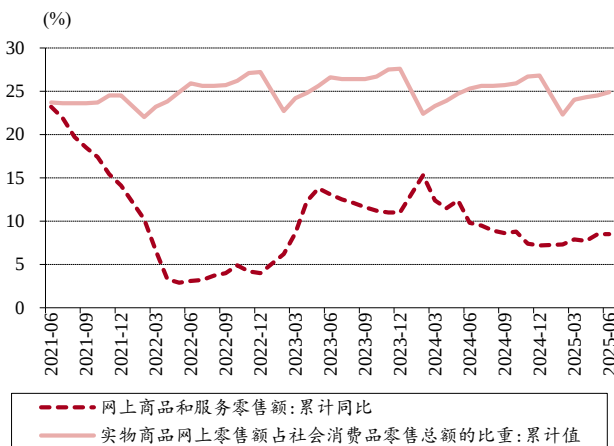
6月限额以上消费增速回落幅度更大。6月餐饮消费同比增长0.9%，较5月下降5.0个百分点，限额以上餐饮消费同比下降0.4%，较5月下降5.2个百分点；6月商品消费同比增速5.3%，较5月下降1.2个百分点，限额以上商品消费增速5.5%，较5月下降2.7个百分点。1-6月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长6.1%，商品消费增速表现持续好于餐饮消费。6月网上零售额累计占比为30.3%，较2024年同期上升0.2个百分点，较1-5月上升0.5个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为8.5%，增速较1-5月持平。6月社零增速整体较5月回落，分类来看，城镇消费回落幅度大于乡村，餐饮消费回落幅度大于商品，仅网上零售占比持续上升。

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

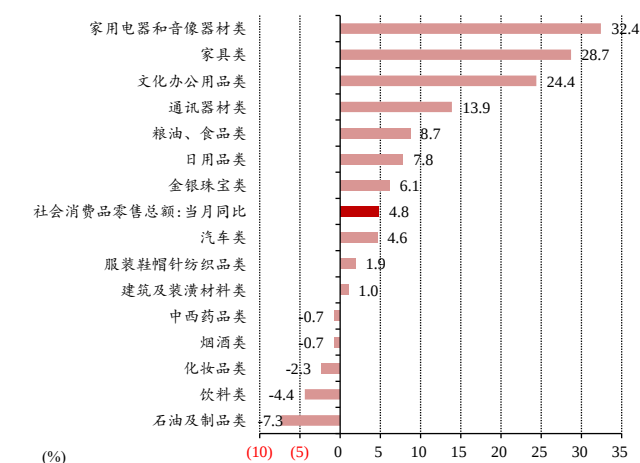
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

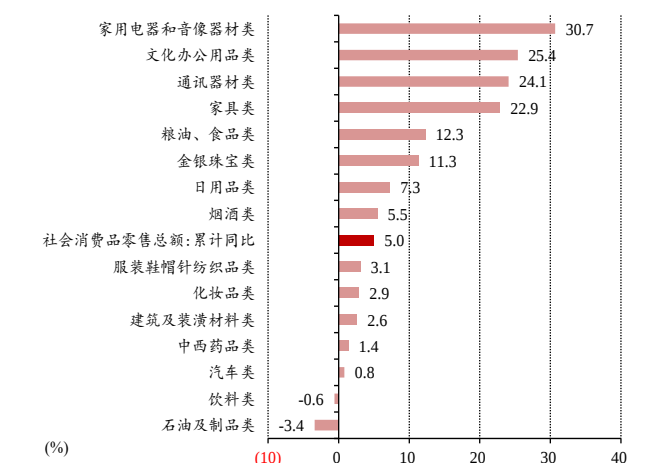
社零的四个趋势。从同比增速来看，6月限额以上企业商品零售总额增速5.5%，同比增速较高的细分行业包括家用电器、家具、文化办公用品和通讯器材等，同比增速下降的有石油制品、饮料、化妆品、烟酒和中西药品；与5月相比，增速上升的仅有汽车和家具，增速下降较多的有家电、通讯器材、金银珠宝和烟酒等。1-6月社零累计同比增速较高的品类有家用电器、文化办公用品、通讯器材、家具、粮油食品和金银珠宝等，累计同比增速下降的仅有石油制品和饮料；累计同比增速较1-5月上升的有家具、汽车、家用电器和日用品，累计同比增速较1-5月下降较多的有通讯器材、烟酒、化妆品和金银珠宝等。我们认为6月社零有几个特点：一是对“国补”的弹性较大，比如通讯器材6月社零同比增速下滑的情况较为显著，二是受物价疲弱因素的影响依然存在，比如石油制品、汽车消费持续偏弱，三是消费的价格弹性较大，比如金银珠宝消费随着国际金价走弱而走弱，四是关注烟酒类消费增速下降的背后，国内经济增长动力的变化。

图表 12. 各品类社零当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比增速

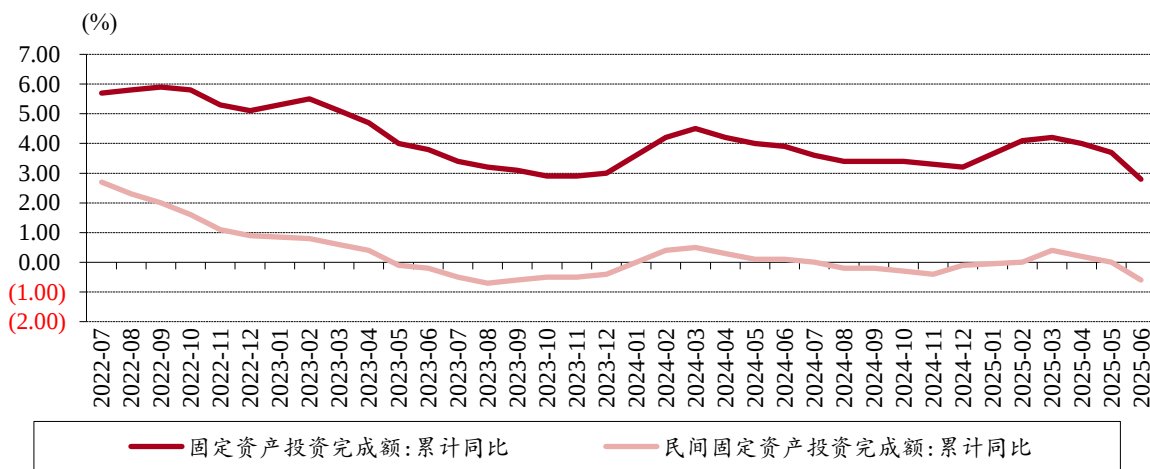


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速较 5 月下行

关注天气因素对固定资产投资的影响。1-6 月固定资产投资累计同比增速为 2.8%，较 1-5 月下降 0.9 个百分点，1-6 月民间固定资产投资累计同比下降 0.6%，较 1-5 月下降 0.6 个百分点。从分行业累计同比增速较 1-5 月变化看，制造业增速下降 1.0 个百分点，基建增速下降 1.0 个百分点，房地产增速下降 0.5 个百分点，6 月部分地区的高温天气可能是影响固定资产投资施工的扰动因素。

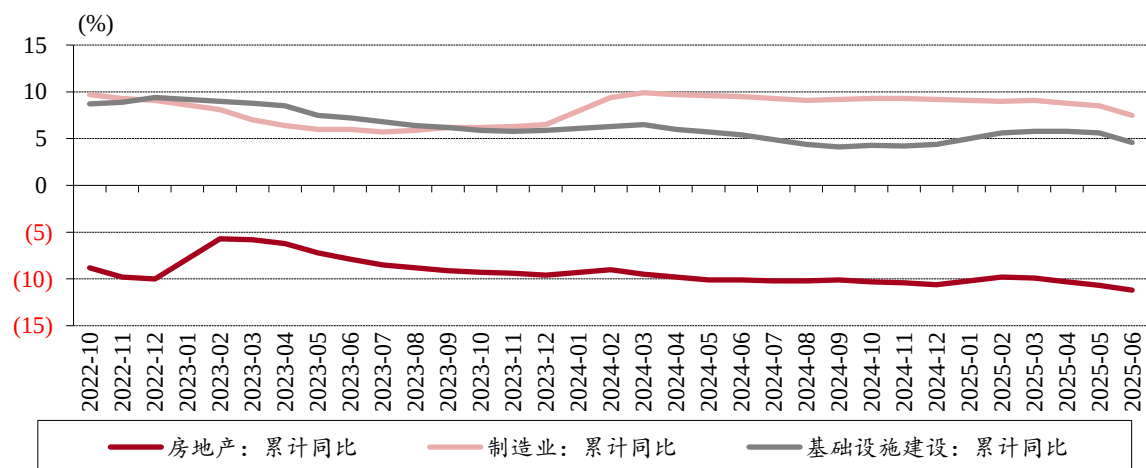
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

制造业和基建投资增速回落，房地产投资增速继续下降。分类别看，制造业投资 1-6 月累计同比增 7.5%，基建投资累计同比增长 4.6%，地产投资累计同比下降 11.2%。从产业分类来看，第一产业累计同比上升 6.5%，第二产业累计同比增长 10.2%，第三产业累计同比下降 1.1%；从地区来看，东部累计同比下降 0.8%，中部增长 3.2%，西部增长 4.8%，东北下降 1.9%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长 2.8%，国企同比增长 5.0%，外资企业下降 13.6%。从我们测算的当月同比增速看，6 月制造业投资增长 5.1%，较 5 月下降 2.7 个百分点，基建投资增长 2.0%，较 5 月下降 3.1 个百分点，房地产投资下降 12.4%，较 5 月持平。我们维持此前观点，认为制造业投资同比增速在“两新”等政策支持下，有望维持在较高水平上波动，基建投资同比增速受益于财政支出加大落地力度保持相对平稳，对固投增速影响较大的，仍是房地产投资增速何时能见底；同时认为 6 月固定资产投资增速仍属于“波动”的范围，增速下降一定程度上受到天气因素的影响。

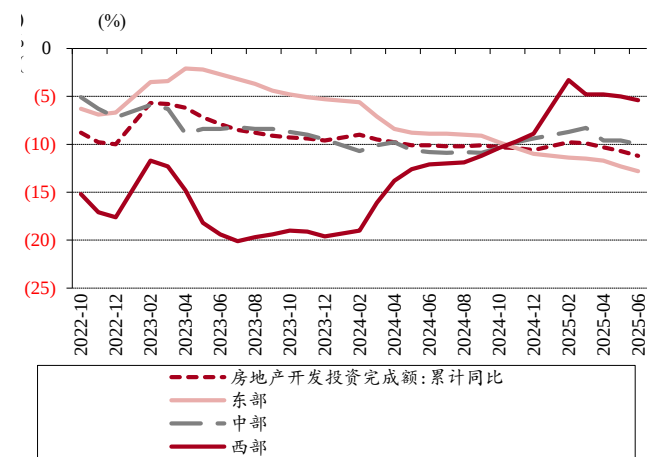
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

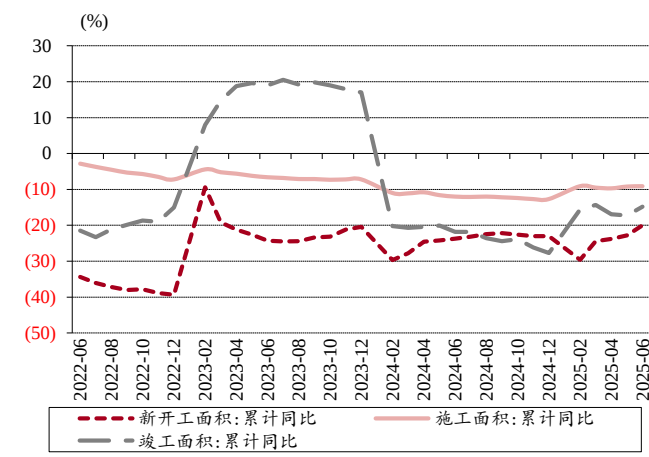
1-6 月房地产固定资产投资增速仍在下行。1-6 月房地产投资累计同比增速下降 11.2%，比 1-5 月下降 0.5 个百分点。其中东部地区累计同比下降 12.8%、中部地区累计同比下降 10.0%、西部地区累计同比下降 5.4%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降 10.4%，办公楼投资增速下降 16.8%，商业地产投资增速下降 8.4%。1-6 月房地产新开工面积累计同比下降 20.0%，施工面积同比下降 9.1%，竣工面积同比下降 14.8%。1-6 月新开工面积同比增速较 1-5 月上升 2.8 个百分点，带动 1-6 月施工面积同比增速较 1-5 月上升 0.1 个百分点，但 6 月 PPI 同比增速较 5 月继续下降，对房地产投资增速产生持续拖累。

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

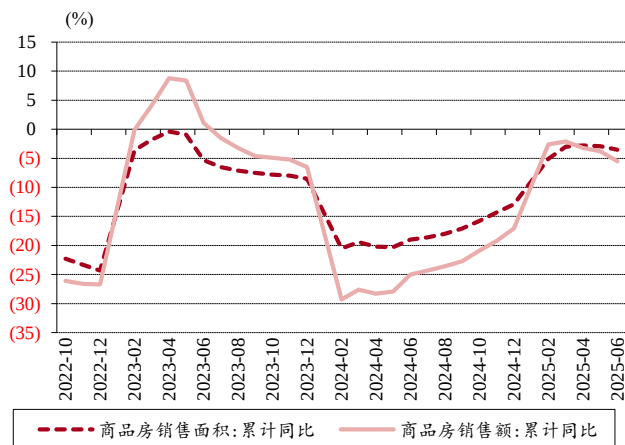
图表 17. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

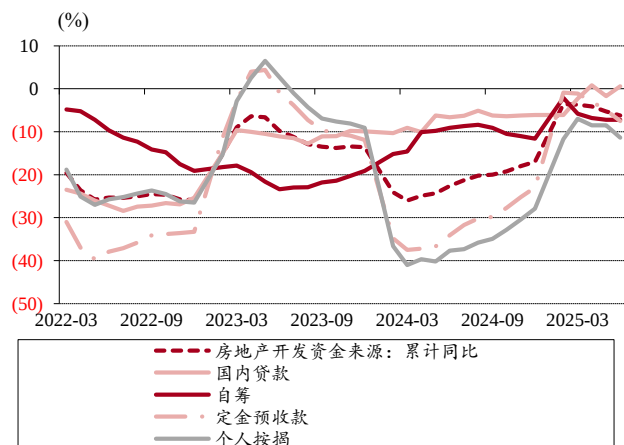
房价降幅延续收窄趋势，但销售面积和销售额累计同比增速下降幅度有所加大。1-6 月商品房销售面积同比下降 3.5%，商品房销售额累计同比下降 5.5%。1-6 月商品房待售面积同比增长 4.1%，其中住宅面积同比增长 6.5%，办公楼同比下降 1.1%，商业地产同比增长 0.5%。从房地产投资资金来源看，1-6 月国内贷款占比 16.4%，较 1-5 月下降 0.2 个百分点，个人按揭贷款占比 13.6%，较 1-5 月下降 0.4 个百分点，定金预收款占比 29.4%，较 1-5 月下降 0.2 个百分点，自筹资金占比 34.9%，较 1-5 月上升 0.8 个百分点。从增速看，1-6 月房地产开发资金来源累计同比增速下降 6.2%，其中国内贷款资金来源同比增长 0.6%，定金和预收款增速下降 7.5%，个人按揭贷款资金来源增速下降 11.4%。2025 年 6 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.7%，二手住宅价格指数下降 6.1%，降幅均延续收窄的趋势。

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

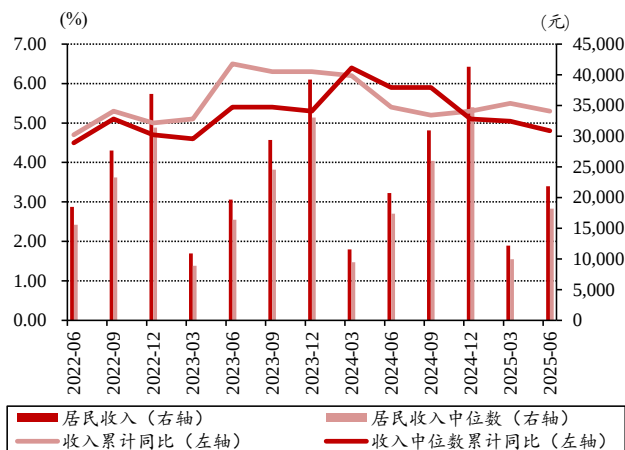


资料来源：万得，中银证券

上半年居民收支增速基本持平

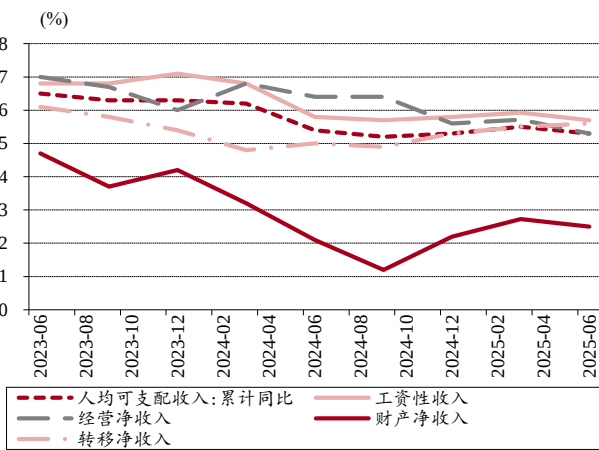
上半年居民收入同比增长 5.3%，实际收入同比增长 5.4%。2025 年上半年全国居民人均可支配收入 21840 元，累计同比增长 5.3%，较一季度下降 0.2 个百分点，其中，城镇居民人均可支配收入增长 4.7%，农村居民人均可支配收入增长 5.9%；剔除价格因素，2025 年上半年居民收入实际增速 5.4%，其中城镇居民实际收入增速 4.7%，农村居民实际收入增速 6.2%。从居民收入来源来看，上半年工资性收入累计同比增速 5.7%，经营净收入增速 5.3%，财产净收入累计同比增速 2.5%，转移净收入增速 5.6%；从结构来看，工资性收入占比 57.8%，较一季度上升 0.5 个百分点，经营净收入占比下降 1.4 个百分点，财产净收入占比基本持平，转移净收入占比上升 0.8 个百分点。整体来看，转移净收入增速持续走强，工资性收入占比持续上升。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

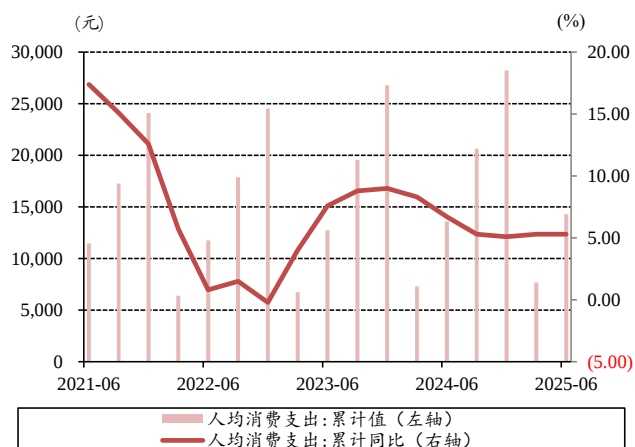
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

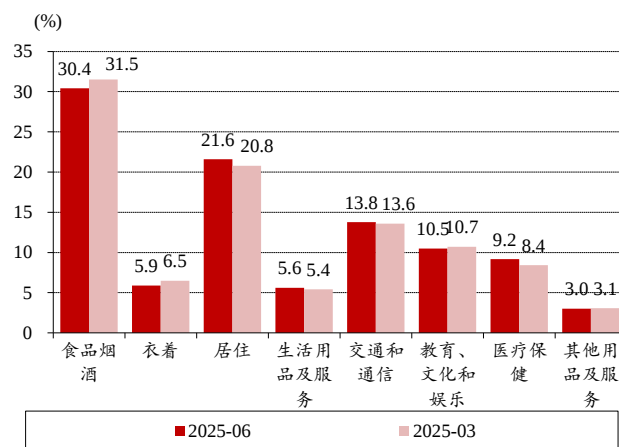
上半年居民的边际消费倾向较一季度上升。上半年居民人均消费支出 14309 元，累计同比增长 5.3%，扣除价格因素，实际增速增长 5.3%，与一季度相比，居民消费增速持平。2025 年上半年相较一季度，居民消费八大分类中，增速偏低的是衣着、居住、食品烟酒和医疗保健，增速下降的是教育文化娱乐、交通通信和生活用品及服务；2025 年上半年居民消费支出结构中占比较高的是食品烟酒（30.4%）、居住（21.6%）和交通通信（13.8%），与一季度相比，占比上升的是居住、医疗保健、生活用品及服务、交通通信，与 2024 年同期相比，占比上升的是教育文化娱乐、交通通信、生活用品及服务和其他用品和服务，占比下降的是食品烟酒、居住、衣着和医疗保健。上半年居民消费整体表现较强，特别是教育文化娱乐和其他用品及服务等服务类消费增速较高，同时居住类消费占比上升。

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. 居民消费累计支出分类占比



资料来源: 万得, 中银证券

结论: 财政政策加力提效对下半年稳经济很重要

上半年经济数据实现较好收官。上半年实际 GDP 累计同比增长 5.3%，其中一季度当季同比增长 5.4%，二季度当季同比增长 5.2%，给全年实现 5.0% 的增速目标打下较好的基础；从累计同比增速看，1-6 月工业增加值累计同比增长 6.4%，社零累计同比增长 5.0%，固定资产投资累计同比增长 2.8%，生产端依然保持强劲增长，是拉动经济的主要动力之一，同时内需增速也出现上行趋势，与生产端的强劲增长相呼应。从 6 月数据分项看，制造业工业增加值和固定资产投资均保持较强的增长趋势，新质生产力仍是未来一段时间内我国经济增长主要内生动力，此外“抢出口”也对 6 月工业增加值产生阶段性上行拉动，但仍有三方面因素对 6 月经济数据造成负面扰动：一是天气因素对固定资产投资产生的负面影响，二是部分地区“国补”阶段性暂停对社零消费产生的影响，三是房地产市场筑底转型仍需时间。

下半年外需不确定性较大，内需释放较依赖财政政策加力提效。下半年对外需影响最大的就是美国关税政策的不确定性，目前来看，美国关税或在 8 月 1 日落地，且目前已公布的对部分国家的关税税率仍在较高水平，美国关税或将对全球经济和贸易产生负面影响。我国经济增长的外部环境更加严峻，稳增长也更加依赖内需能否有效释放。从上半年经济增长的情况看，有助于稳增长的内需包括几个方面：一是以新质生产力为代表的制造业固定资产投资保持较高增速，二是城市更新改造、民生补短板等方面需要有效的投资，三是居民消费持续释放，四是房地产固定资产投资和商品房销售增速下行趋势得到有效改变。我们认为上述各方面都不同程度上依赖积极的财政政策，短期建议关注 7 月政治局会议对下半年经济形势的判断和经济工作内容的安排，中期建议关注积极的财政政策是否在赤字率或超长期特别国债等方面有进一步安排，同时密切关注适度宽松的货币政策调整以及房地产政策是否有进一步宽松的空间。

风险提示: 全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

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