

宏观深度

宏观角度如何理解 2026 年消费

国内需求仍存在缺口。居民消费倾向有所下滑。传统工业、中小企业就业吸纳能力有所下降。“惠民生”将是 2026 年“促消费”的重要抓手。

- **居民消费倾向有所下滑。**据我们测算，截至 2025 年底，我国居民人均边际消费倾向（MPC）为 0.61，较 2024 年底下滑 0.08，2025 年居民消费倾向有所下滑。

2025 年居民人均消费支出累计值为 2.9 万元，较 2024 年同期增长 4.4%，增速为 2023 年以来最低水平；当期居民人均消费支出在人均可支配收入中占比为 68.0%，较 2024 年同期下降 0.4 个百分点，一定程度上显示出居民消费意愿的下滑。

截至 2025 年三季度，城镇储户中倾向于更多消费和更多储蓄的占比分别为 19.2% 和 62.3%，较 2024 年分别变动 -5.7 和 +0.9 个百分点，年内城镇储户更加倾向储蓄而非消费，居民消费意愿释放受到阻碍。

- **企业就业吸纳能力有所下降。**年内传统工业用工需求有所下滑：一方面，与地产相关程度较高的非金属矿物制品业、金属制品业及家具制品业对 1-11 月工业企业平均人数同比增速的负贡献分别为 0.41、0.11 和 0.09 个百分点，在投资不振的背景下，地产相关产业就业吸纳能力下滑。

另一方面，木材加工制品业、煤炭开采洗选业及黑色金属矿采选业对当期工业企业平均人数同比增速的负贡献分别为 0.13、0.10 和 0.02 个百分点；以上三个行业当期利润总额的同比降幅分别为 30.9%、47.3% 和 15.5%，利润下滑或对行业用工需求形成限制，进而间接影响消费数据表现。需要注意的是，以上三个行业均为“反内卷”政策发力的重要领域，可见“反内卷”的重要意义不止在增加企业收入，更在增加居民收入。

- **“惠民生”将是 2026 年“促消费”的重要抓手。**2025 年中央经济工作会议明确提出“坚持内需主导，建设强大国内市场”，“深入实施提振消费专项行动”。

2025 年 3 月中办、国办印发《提振消费专项行动方案》（以下简称“方案”），方案从居民增收、消费能力保障及大宗消费更新升级等多个角度提振消费，我们认为，2026 年可重点关注以下几方面：

在城乡居民增收方面，方案首先要求实施重点行业、中小微企业就业支持计划，原材料加工等传统工业、中小微企业有望迎来更多支持优惠政策，以降本增效，吸纳更多就业。其次，方案要求“拓宽财产性收入渠道”，“多措并举稳住股市”，加快促进社保基金等中长期资金入市，丰富个人投资者可投资的债券产品品种，后续资本市场有望进一步发挥“财富效应”，增加居民收入。

在消费能力保障方面，方案要求加强生育、教育、医疗养老等多领域的保障力度，拓宽相关政策的覆盖面，降低居民综合生活成本及抗风险能力，后续有条件的地区有望加快试点。

在大宗消费升级更新领域，方案要求“加大消费品以旧换新支持力度”，后续汽车、通讯器材产业“促消费”政策仍有望维持一定力度。

- **风险提示：**地缘关系不确定性仍存；美国通胀韧性较强；国内市场主体预期修复缓慢。

相关研究报告

《2025 年外汇市场分析报告》20260122
《12 月和四季度经济数据点评》20260119
《中银量化大类资产跟踪》20260118

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、国内需求仍存在缺口	4
二、当下居民的消费意愿如何?	6
三、当前国内消费的堵点在哪里?	8
3.1 居民收入、就业预期有所下滑	8
3.2 企业就业吸纳能力有所下降	9
四、“惠民生”政策是“扩消费”的重要发力点	12
风险提示	14
地缘关系不确定性仍存	14
美国通胀韧性较强	14
国内市场主体预期修复缓慢	14

图表目录

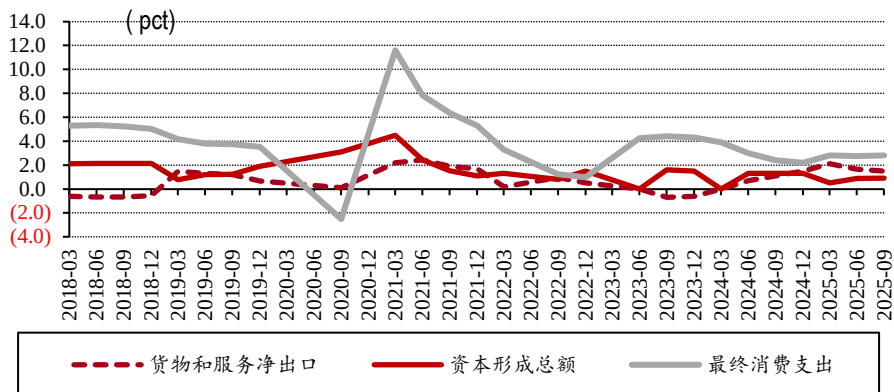
图表 1. 三驾马车对 2025 年 GDP 同比增速的贡献	4
图表 2. 固定资产投资完成额同比增速表现	4
图表 3. 地产投资仍是主要拖累	4
图表 4. 2025 年部分消费对社零同比增速的贡献	5
图表 5. 城镇储户倾向于更多消费的占比有所下滑	6
图表 6. 居民人均边际消费倾向表现	6
图表 7. 各类型消费对居民人均消费支出同比增速的贡献 (pct)	7
图表 8. “十一”人均出行支出在前三季度人均可支配收入中的占比	7
图表 9. 居民收入、支出表现	8
图表 10. 城镇储户收入感受指数表现	8
图表 11. 城镇储户就业感受指数表现	8
图表 12. 工业企业利润和人均可支配收入同比增速表现	9
图表 13. 规模以上工业企业及三大子行业平均用工人数同比增速表现	9
图表 14. 各行业平均用工人数表现	10
图表 15. 中小企业信息指数表现	11
图表 16. 制造业 PMI 中小企业指数	11
图表 17. 各类型消费对 2025 年限额以上零售总额同比增速的贡献 (pct)	12
图表 18. 消费贷规模及增速表现	13

一、国内需求仍存在缺口

2025 年，在稳增长政策持续发力的背景下，我国经济平稳增长；2025 年我国实际 GDP 同比增长 5.0%。

从三驾马车的支撑效果看，净出口对当年 GDP 同比增速贡献 1.6 个百分点，较 2024 年走扩 0.1 个百分点，外需对年内经济增速仍有不可忽视的支撑作用。2026 年外部需求的不确定性或仍存在，为更好的“稳增长”，突破前三季度较高基数，2026 年国内需求仍需发力。

图表 1. 三驾马车对 2025 年 GDP 同比增速的贡献

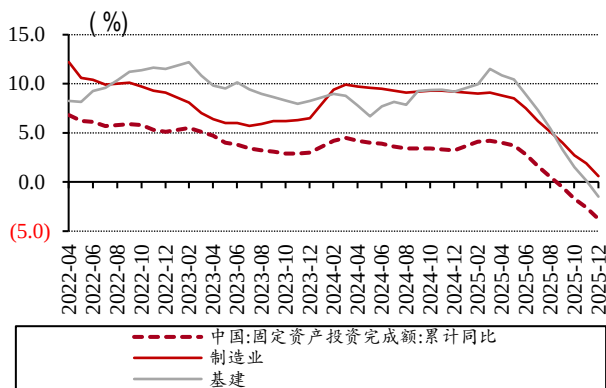


资料来源：Wind; 中银证券

国内需求方面，资本形成总额对 2025 年 GDP 同比增速的正贡献为 0.8 个百分点，较 2024 年下降 0.5 个百分点。2025 年我国固投完成额同比下降 3.8%，增速较 2024 年明显下滑 7.0 个百分点，其中制造业同比增速为 0.6%，较 2024 年放缓 8.6 个百分点；基建投资同比下滑 1.48%，较 2024 年明显下滑 10.7 个百分点。

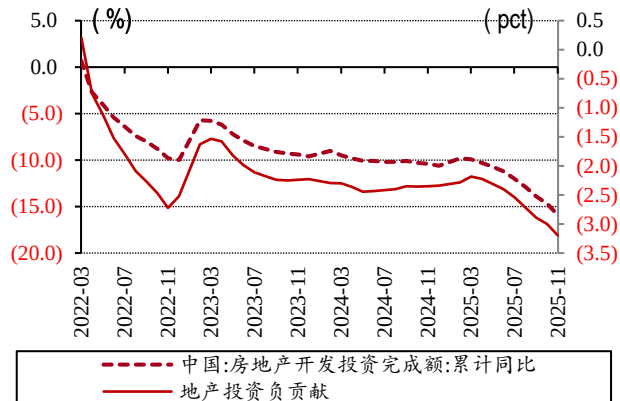
而地产投资仍是主要拖累，2025 年同比下降 17.2%，降幅较 2024 年进一步走扩 6.6 个百分点，拖累当年固定资产投资 3.4 个百分点。考虑到地产投资短板修复相对缓慢，或将继续拖累 2026 年上半年资本形成额的表现。

图表 2. 固定资产投资完成额同比增速表现



资料来源：Wind, 中银证券

图表 3. 地产投资仍是主要拖累

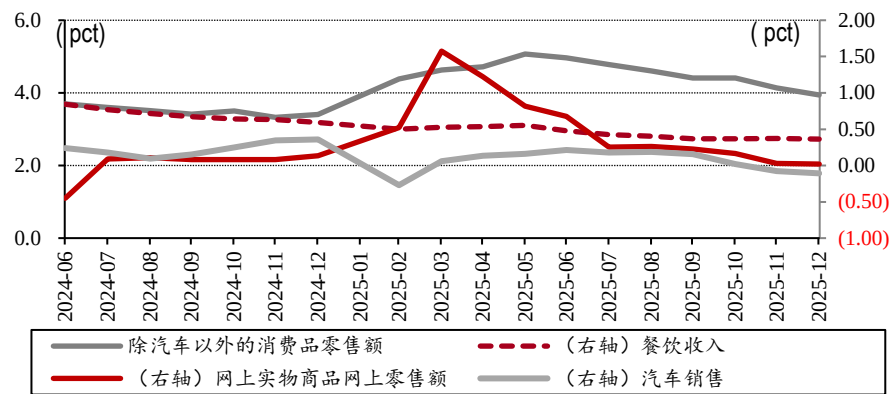


资料来源：Wind, 中银证券

消费方面，2025 年国内消费维持韧性，最终消费支出拉动当年 GDP 同比增速 2.6 个百分点，较 2024 年上升 0.4 个百分点，消费对年内增速仍有支撑。但需注意的是，2025 年社会消费品零售总额（以下简称：“社零”）同比增长 3.7%，增速较前三季度下滑 0.8 个百分点。

整体而言，2025 年消费对国内需求有所支撑，但年内支撑力度有所放缓，2026 年“稳增长”仍需消费继续发挥抓手作用。

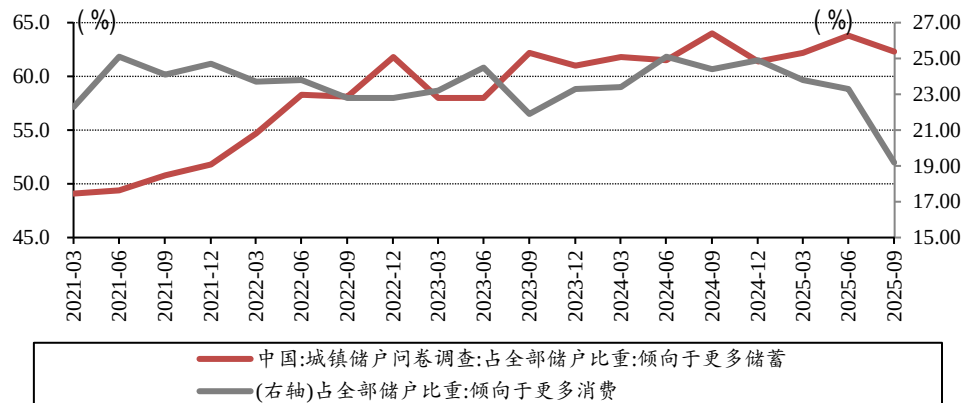
图表 4. 2025 年部分消费对社零同比增速的贡献



资料来源: Wind, 中银证券

二、当下居民的消费意愿如何？

图表 5. 城镇储户倾向于更多消费的占比有所下滑



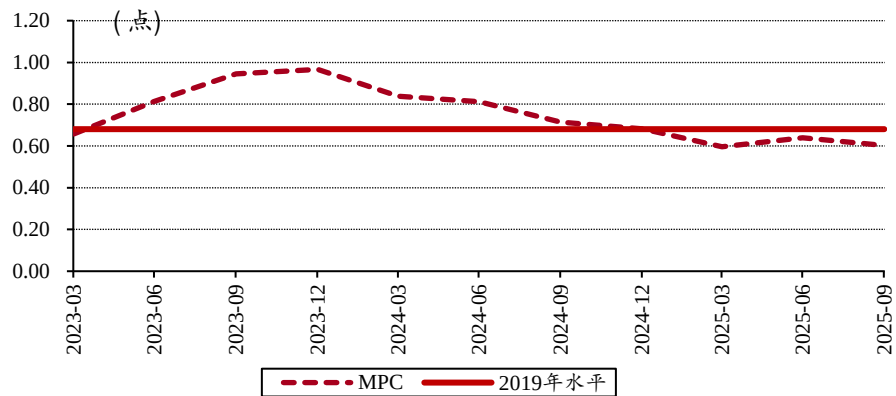
资料来源: Wind, 中银证券

据我们测算,截至 2025 年底,我国居民人均边际消费倾向 (MPC) 为 0.61,较 2024 年底下滑 0.08,2025 年居民消费倾向有所下滑。

2025 年居民人均消费支出累计值为 2.9 万元,较 2024 年同期增长 4.4%,增速为 2023 年以来最低水平;当期居民人均消费支出在人均可支配收入中占比为 68.0%,较 2024 年同期下降 0.4 个百分点,一定程度上显示出居民消费意愿的下滑。

截至 2025 年三季度,城镇储户中倾向于更多消费和更多储蓄的占比分别为 19.2%和 62.3%,较 2024 年分别变动-5.7 和+0.9 个百分点,年内城镇储户更加倾向储蓄而非消费,居民消费意愿释放受到阻碍。

图表 6. 居民人均边际消费倾向表现



资料来源: Wind, 中银证券

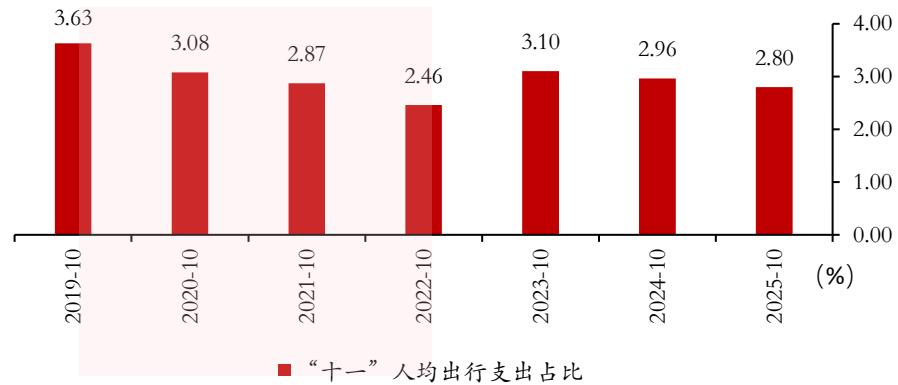
从居民的消费支出结构看,2025 年服务性消费支出、交通通信及文化娱乐支出分别拉动当年人均消费支出同比增速 2.1、1.2 和 1.1 个百分点,其中交通通信、文化娱乐支出正贡献与 2024 年变化不大,服务性支出正贡献较 2024 年同期下滑 1.3 个百分点。此外,食品烟酒消费支出也维持正贡献,但正贡献为 0.8 个百分点,较 2024 年同期下滑 0.8 个百分点。

图表 7 各类型消费对居民人均消费支出同比增速的贡献 (pct)

支出类型	2025 年	2024 年
食品烟酒	0.8	1.6
衣着	0.1	0.2
居住	0.5	0.6
生活用品及服务	0.4	0.1
交通和通信	1.2	1.2
教育、文化和娱乐	1.1	1.1
医疗保健	0.1	0.3
其他用品及服务	0.3	0.3
服务性消费支出	2.1	3.4

资料来源: Wind, 中银证券

图表 8. “十一”人均出行支出在前三季度人均可支配收入中的占比



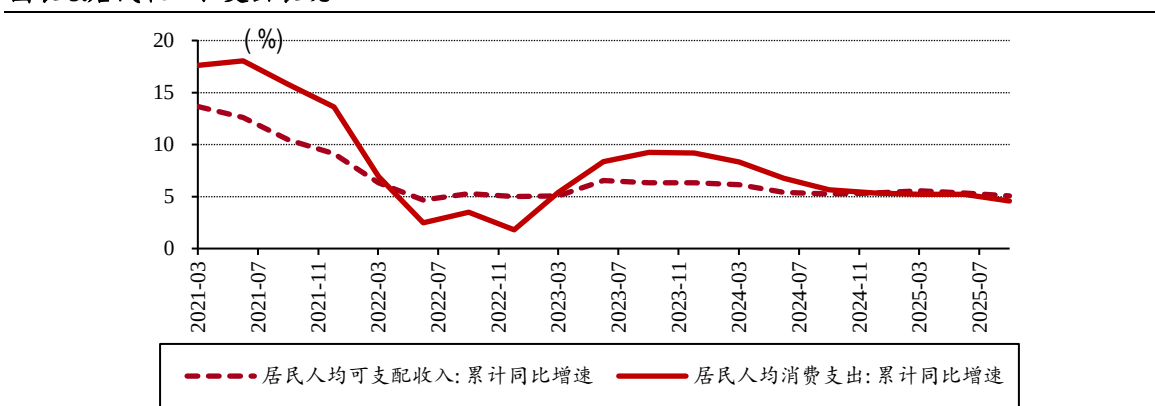
资料来源: Wind, 中银证券

出行消费方面,我们以每年“十一”人均出行支出在前三季度人均可支配收入中的占比作为参考依据,2025 年“十一”假期,人均出行消费支出为 911.0 元,较上年同期下滑 0.56%。据我们测算,2025 年“十一”假期,人均出行支出占比为 2.80%,较 2024 年同期下滑 0.16 个百分点,为 2019 年以来的次低水平,居民出行消费意愿有所下滑。

三、当前国内消费的堵点在哪里？

3.1 居民收入、就业预期有所下滑

图表 9.居民收入、支出表现



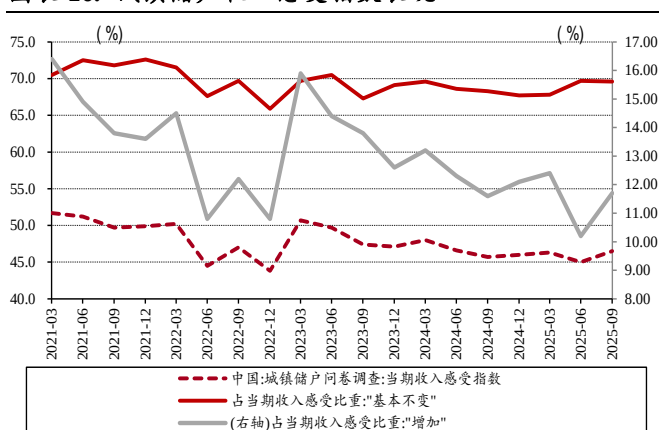
资料来源: Wind, 中银证券

2025 年居民人均可支配收入延续增长，居民人均可支配收入累计值为 4.3 万元，较 2024 年同期增长 5.0%；2025 年人均可支配收入仍能维持同比正增长，但年内增幅持续收窄，居民收入增速逐季度下滑。

据央行城镇储户问卷调查数据显示，截至 2025 年三季度，城镇储户的当前收入感受指数为 46.5%，较 2024 年末增长 0.5 个百分点，年内居民收入感受维持稳定。

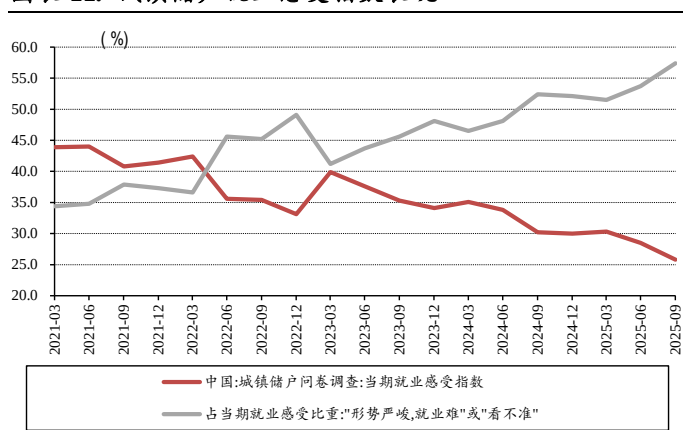
但需注意的是，同期城镇储户之中，感受到当期收入“增加”的储户比重仅为 11.7%，较 2024 年末下滑 0.4 个百分点，而感受到当期收入“基本不变”的储户比重为 69.6%，较 2024 年末上升 1.9 个百分点。

图表 10. 城镇储户收入感受指数表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 城镇储户就业感受指数表现



资料来源: Wind, 中银证券

就业方面，截至 2025 年三季度，城镇储户当期就业感受指数为 25.8%，较 2024 年末下滑 4.2 个百分点，城镇储户中对当期就业的感受为“形势严峻,就业难”或“看不准”的占比为 57.4%，较 2024 年末增加 5.3 个百分点。

总结来看，一方面，城镇储户对当前收入的感受仍维持稳定，但对收入增加的信心相对不足；另一方面，年内城镇储户对当前就业的感受不够乐观，或在一定程度上影响居民的消费意愿，制约消费需求释放。

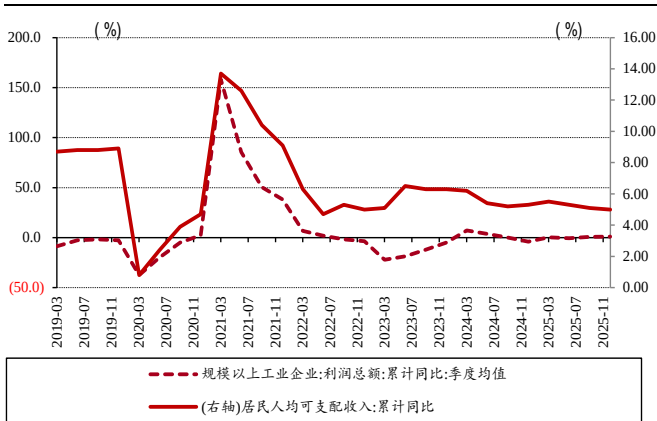
3.2 企业就业吸纳能力有所下降

3.2.1 企业盈利不振影响居民收入

2025 年 1-11 月，规模以上工业企业利润总额为 6.6 万亿元，同比下滑 0.6%，且 2022-2024 年工业企业利润总额均值为 7.1 万亿元，工业企业盈利表现整体不振。

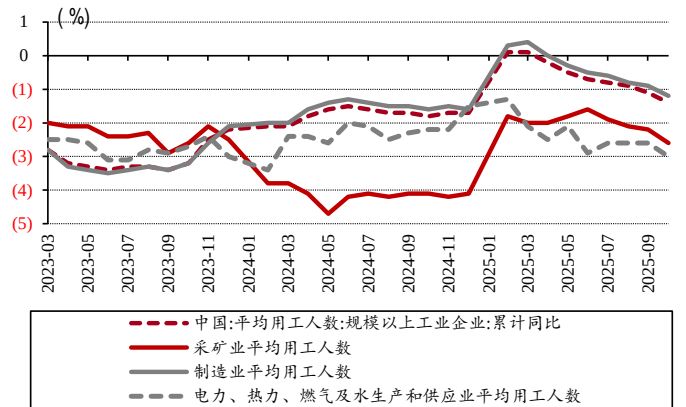
据我们测算，2015 年至 2025 年，工业企业利润总额同比增速与居民人均可支配收入同比增速的相关系数为 0.7，具备一定的正相关性，企业收入或将从工资性收入、经营性收入等方面影响居民收入。

图表 12. 工业企业利润和人均可支配收入同比增速表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 13. 规模以上工业企业及三大子行业平均用工人数同比增速表现



资料来源：Wind，中银证券

3.2.2 就业吸纳能力下滑的产业主要是地产相关产业

截至 2025 年 11 月，规模以上工业企业平均用工人数为 7333.4 万人，同比下滑 1.5%，采矿业、制造业及公用事业用工人数均值均出现同比下滑。

从工业企业用工的行业结构看，当前产业用工与产业结构、需求侧短板均相关，一方面，高技术产业是就业的重要支撑；另一方面，地产相关产业用工相对弱势。

截至 2025 年 11 月，计算机、通信和其他电子设备制造业平均用工人数为 914.4 万人，是当前工业子行业中用工人数最多的产业，且仍在增长；1-11 月计算机、通信及电子设备制造业用工人数平均增长 1.4%，带动当期工业企业平均用工人数 0.17 个百分点，高技术制造业是年内工业企业就业的重要增量。

传统设备产业对就业的支撑也相对明显，专用设备制造业、铁路等运输设备制造业及通用设备制造业对 1-11 月工业企业平均人数同比增速的正贡献分别是 0.17、0.05 和 0.02 个百分点。

需要注意的是，年内传统工业用工需求有所下滑：一方面，与地产相关程度较高的非金属矿物制品业、金属制品业及家具制品业对 1-11 月工业企业平均人数同比增速的负贡献分别为 0.41、0.11 和 0.09 个百分点，在投资不振的背景下，地产相关产业就业吸纳能力下滑。

另一方面，木材加工制品业、煤炭开采洗选业及黑色金属矿采选业对当期工业企业平均人数同比增速的负贡献分别为 0.13、0.10 和 0.02 个百分点；以上三个行业当期利润总额的同比降幅分别为 30.9%、47.3% 和 15.5%，利润下滑或对行业用工需求形成限制，进而间接影响消费数据表现。需要注意的是，以上三个行业均为“反内卷”政策发力的重要领域，可见“反内卷”的重要意义不止在增加企业收入，更在增加居民收入。

图表 14.各行业平均用工人数表现

行业	平均用工人数 (万人)	平均用工人数同比增速 (%)	各行业贡献 (pct)
非金属矿物制品业	368.2	-7.7	-0.41
纺织服装、服饰业	198.1	-5.6	-0.16
电力、热力生产和供应业	243.2	-2.8	-0.09
金属制品业	354.7	-2.3	-0.11
家具制造业	85.3	-7.6	-0.09
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	133.3	-5.9	-0.11
煤炭开采和洗选业	249.4	-3.0	-0.10
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	72.8	-11.4	-0.13
医药制造业	199.2	-2.5	-0.07
纺织业	245.3	-2.3	-0.08
石油、煤炭及其他燃料加工业	69.2	-4.6	-0.04
食品制造业	164.5	-2.5	-0.06
农副食品加工业	236.4	-1.6	-0.05
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	140.8	-3.1	-0.06
酒、饮料和精制茶制造业	91.7	-3.5	-0.05
印刷和记录媒介复制业	74.6	-3.6	-0.04
有色金属冶炼和压延加工业	150.4	-1.5	-0.03
化学原料和化学制品制造业	331.4	-1.0	-0.05
造纸和纸制品业	89.6	-2.0	-0.02
非金属矿采选业	22.6	-7.0	-0.02
黑色金属矿采选业	22.6	-5.4	-0.02
燃气生产和供应业	37.1	-2.6	-0.01
水的生产和供应业	55.4	-1.8	-0.01
汽车制造业	494.6	0.1	0.01
橡胶和塑料制品业	282.2	-0.8	-0.03
其他制造业	26.5	-3.3	-0.01
石油和天然气开采业	49.4	-1.4	-0.01
电气机械和器材制造业	604.5	-0.3	-0.02
烟草制品业	15.6	-1.9	0.00
废弃资源综合利用业	24.7	-0.8	0.00
有色金属矿采选业	24.1	0.0	0.00
化学纤维制造业	42.9	-0.2	0.00
仪器仪表制造业	101.7	0.0	0.00
开采专业及辅助性活动	22.4	1.8	0.01
金属制品、机械和设备修理业	27.7	3.7	0.01
通用设备制造业	426.1	0.4	0.02
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	117.0	3.4	0.05
专用设备制造业	348.9	3.6	0.17
计算机、通信和其他电子设备制造业	914.4	1.4	0.17

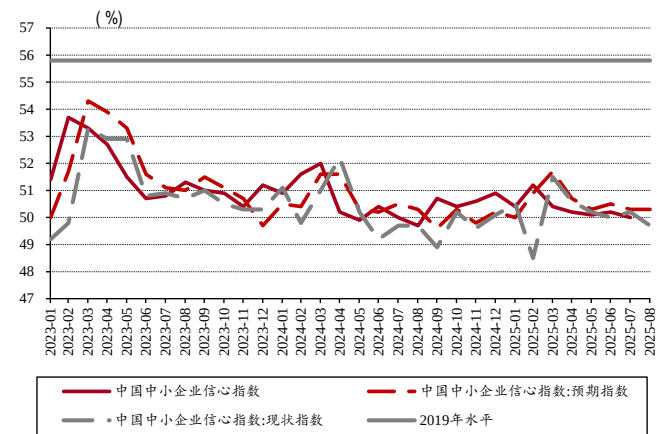
资料来源: Wind, 中银证券

3.2.3 年内中小企业经营预期相对不振,影响就业吸纳能力

截至 2025 年 8 月,中国中小企业信心指数为 50.0,较 2024 年 12 月下滑 0.6,较 2019 年 12 月水平下滑 5.8,其中,现状指数和信心指数分别较 2024 年 12 月下滑 0.4 和 1.6,中小企业经营信心有所不足。此外,2025 年 12 月,制造业 PMI 中型企业、小型企业指数分别为 49.8%和 48.6%,均仍处于荣枯线以下水平,制造业中小企业景气度不振。

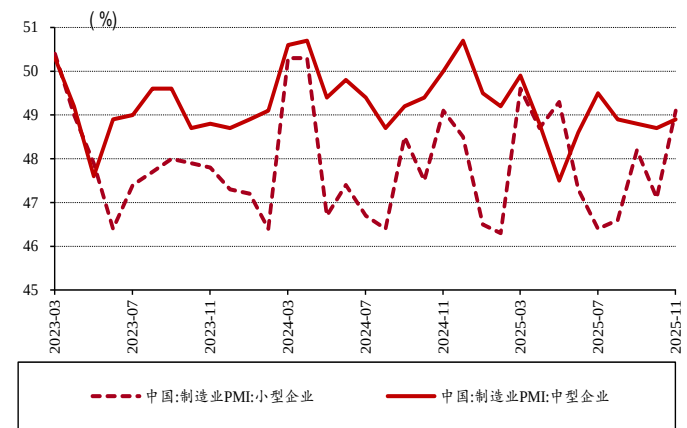
工业和信息化部部长李乐成在《求是》上撰文指出,“中小企业是吸纳就业的重要阵地,2024 年全国规模以上中小企业用工人数量超 1.28 亿人,全年 1179 万高校毕业生主要到中小企业就业”,年内中小企业信心、景气度表现弱势,或对居民就业、收入产生影响。

图表 15. 中小企业信息指数表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. 制造业 PMI 中小企业指数



资料来源: Wind, 中银证券

四、“惠民生”政策是“扩消费”的重要发力点

2025 年下半年以来，政策端持续强调“消费”的战略地位，10 月 28 日，新华社授权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称“《建议》”），《建议》特别将“大力提振消费”放在“扩内需”的相对优先位置，提出以“促就业”、“增收”等举措提升居民消费能力。

此外，2025 年中央经济工作会议明确提出“坚持内需主导，建设强大国内市场”，“深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划”。

2025 年 3 月中办、国办印发《提振消费专项行动方案》（以下简称“方案”），要求“全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力”，2026 年促消费政策或将在这一基础上深化实施。方案从居民增收、消费能力保障及大宗消费更新升级等多个角度提振消费，我们认为，2026 年可重点关注以下几方面：

在城乡居民增收方面，方案首先要求实施重点行业、中小微企业就业支持计划，原材料加工等传统工业、中小微企业有望迎来更多支持优惠政策，以降本增效，吸纳更多就业。其次，方案要求“拓宽财产性收入渠道”，“多措并举稳住股市”，加快促进社保基金等中长期资金入市，丰富个人投资者可投资的债券产品品种，后续资本市场有望进一步发挥“财富效应”，增加居民收入。

在消费能力保障方面，方案要求加强生育、教育、医疗养老等多领域的保障力度，拓宽相关政策的覆盖面，降低居民综合生活成本及抗风险能力，后续有条件的地区有望加快试点。

在大宗消费升级更新领域，方案要求“加大消费品以旧换新支持力度”，在具体行业方面，方案推动汽车、家电、家装等大宗耐用品升级，并实施手机、平板、智能手表等数码产品补贴。

图表 17. 各类型消费对 2025 年限额以上零售总额同比增速的贡献 (pct)

行业	2025 年	2024 年
石油及制品类	2.83	1.39
粮油、食品类	1.14	1.13
家用电器和音像器材类	0.64	0.65
文化办公用品类	0.42	(0.01)
日用品类	0.29	0.14
金银珠宝类	0.24	(0.06)
家具类	0.14	0.03
服装类	0.00	0.01
体育、娱乐用品类	0.13	0.08
烟酒类	0.09	0.19
化妆品类	0.13	(0.03)
中西药品类	0.07	0.13
饮料类	0.02	0.04
建筑及装潢材料类	(0.03)	(0.02)
书报杂志类	0.00	(0.02)
汽车类	(0.43)	(0.15)
通讯器材类	(0.25)	0.01

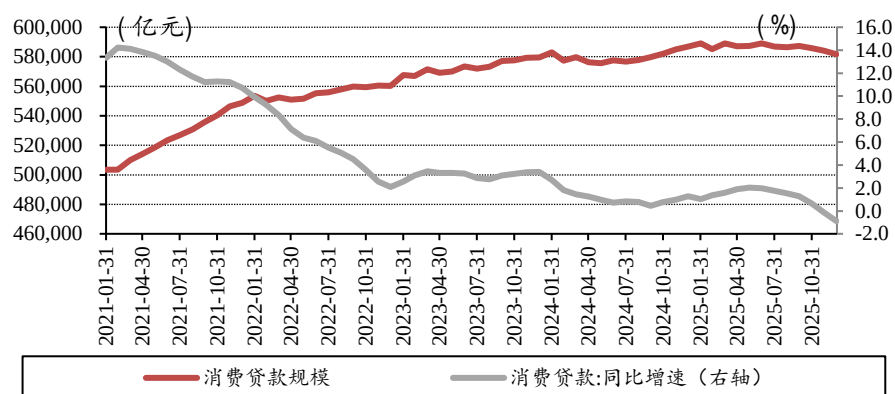
资料来源：Wind，中银证券

从限额以上企业的零售数据结构看，2025 年汽车、通讯器材类商品零售表现相对弱势，对当期限额以上零售总额同比增速的负贡献分别为 0.43 和 0.25 个百分点，但需要说明的是，汽车、通讯器材消费的绝对水平并不弱，年内同比增速不高或主要受往年较高基数影响，为支撑内需韧性，后续汽车、通讯器材产业“促消费”政策仍有望维持一定力度。

在政策支持方面，方案特别点出“财政补贴”、“贷款贴息”等财政工具，指出“促消费”应与“惠民生”、“补短板”相结合，并“鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度”，并要求 2025 年对符合条件的个人消费贷款予以财政贴息。

截至 2025 年，我国境内住户短期消费贷款规模 58.16 万亿元，同比下滑 0.9%，受房地产周期下行、居民消费意愿不足等因素影响，短期消费贷款增长相对乏力，为进一步释放消费潜力，个人消费贷款贴息等优惠政策有望延续。

图表 18. 消费贷规模及增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示

地缘关系不确定性仍存

尽管当前中美“对等关税”处于暂停状态，但后续关税政策的不确定仍然存在，地缘关系或仍对外需有所制约。

美国通胀韧性较强

2025 年 12 月 10 日美联储主席鲍威尔表示，“关税对通胀的影响可能只是‘一次性的价格上涨’，但若美国通胀数据韧性维持较长时间，或对美联储降息操作形成影响。

国内市场主体预期修复缓慢

2025 年城镇储户就业预期、中小企业信心整体下滑，若 2026 年市场主体预期修复缓慢，或影响逆周期政策实施效果。

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