

4 月金股组合

股票代码	股票名称
600428.SH	中远海特
1519.HK	极兔速递-W
002648.SZ	卫星化学
688019.SH	安集科技
300750.SZ	宁德时代
600600.SH	青岛啤酒
603081.SH	大丰实业
002916.SZ	深南电路

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3276.73	(0.11)
深证成指	9781.65	0.23
沪深 300	3772.52	0.01
中小 100	6103.12	0.17
创业板指	1913.97	0.27

行业表现 (申万一级)

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
通信	1.59	美容护理	(2.46)
房地产	1.53	社会服务	(2.45)
银行	0.78	纺织服饰	(1.54)
非银金融	0.61	农林牧渔	(1.54)
钢铁	0.50	商贸零售	(1.11)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250421

■ 重点关注

【宏观经济】宏观点评*陈琦 朱启兵。欧、美及东盟均对一季度出口同比增速有所拉动。欧、美对一季度我国贸易顺差的支撑仍然较强。

【宏观经济】3 月和一季度经济数据点评*张晓娇 朱启兵。一季度实际 GDP 同比增长 5.4% 好于万得一致预期；3 月工增、社零、固投累计同比增速均好于万得一致预期，其中工增受“抢出口”影响较大，社零受消费补贴影响较大，基建受财政支出靠前发力较大；二季度开始，美国“对等关税”的冲击影响将覆盖整个 2025 年。

【宏观经济】一季度财政数据点评*陈琦 朱启兵。3 月公共财政收入同比增幅有所收窄。社保就业支出是 3 月公共财政支出的重点之一。土地收入不振对广义财政的掣肘仍较明显。

【通信】德国政策调整有望重振我国移动通信出海产业链*庄宇 吕然 袁坦。2025 年 4 月德国政策删除“可信国家”条款，如果德国照此执行并可能有欧盟其他国家跟进，将为中国厂商更多的参与欧洲基础设施建设提供可能。国内 6G 产业发展同出海需求重振共同利好移动通信产业链，建议关注相关标的。

【基础化工】万华化学*余嫒嫒 徐中良。公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度报，2024 年公司实现营业收入 1,820.69 亿元，同比增长 3.83%；归母净利润 130.33 亿元，同比下降 22.49%。其中，第四季度实现营收 344.65 亿元，同比下降 19.49%；归母净利润 19.40 亿元，同比下降 52.83%。2025 年第一季度实现营收 430.68 亿元，同比降低 6.70%；归母净利润 30.82 亿元，同比降低 25.87%。面对复杂的外部环境，公司展现业绩韧性，蓬莱工业园多套装置顺利投产，新材料产品产业化落地加快，电池材料实现负极多技术路径打通，新旧动能协同推进。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【宏观经济】宏观点评——一季度出口韧性哪里来？

陈琦 朱启兵

欧、美及东盟均对一季度出口同比增速有所拉动。欧、美对一季度我国贸易顺差的支撑仍然较强。

本文从产品结构出发，对一季度进出口数据表现做出进一步研究；考虑到与我国签订“一带一路”合作文件的国家较多，我们在东盟、俄罗斯、欧盟所属国家以外，选择了8个与我国有较多贸易往来的国家（以下称为“一带一路”样本国家）进行分析。

欧、美及东盟均对一季度出口同比增速有所拉动。根据海关 HS 口径，2025 年一季度，欧、美市场对我国出口同比增速的贡献均为正，向两地区出口的机电（第 16 类，下同）、贱金属制品（第 15 类，下同）对我国出口同比增速的贡献度均为正；其中，对美国出口的机电产品、贱金属制品贡献度分别为 0.374 和 0.033pct，对欧盟出口的贡献度分别为 0.117 和 0.050pct，一季度欧、美市场需求对我国出口优势产品起到了一定的正向拉动作用。

此外，对欧、美出口的纺织产品（第 11 类，下同）对一季度我国出口同比增速的贡献度也为正，贡献度分别为 0.016 和 0.117 pct。

“一带一路”国家方面，东盟及“一带一路”样本国家对我国出口同比增速的贡献也均为正；优势产品中，向两地区出口的机电、贱金属制品对我国出口同比增速的贡献度也均为正；其中，对东盟出口的机电产品、贱金属制品贡献度分别为 0.522 和 0.016 pct。

值得注意的是，我国汽车产品的出口优势在东盟、欧盟市场仍有维持，一季度我国向东盟和欧盟出口的车辆等运输设备（第 17 类，下同）分别拉动当期我国出口同比增速 0.041 和 0.104pct。

以 HS 全口径看，2025 年一季度，欧、美需求对当期外需有所支撑，欧、美对当期出口总额同比增速的正贡献分别为 0.654 和 0.724pct；而同口径下，东盟、“一带一路”样本国家对出口总额同比增速的正贡献分别实现 0.433 和 0.104 pct。

以 HS 全口径看，2025 年一季度，欧、美对当期我国贸易顺差的支撑仍然较强，欧、美对当期贸易顺差同比增速的正贡献分别为 4.10 和 2.59 pct；而同口径下，东盟、“一带一路”样本国家对当期贸易顺差同比增速的贡献仅分别实现 0.78 和 -1.63pct。

一季度欧、美市场对我国出口同比增速及贸易顺差同比增速均有支撑，或主要受春节因素消退、外贸企业“抢出口”等因素综合影响；但同期制造业新出口订单指数仍处于荣枯线以下，一定程度上可以理解为外贸企业预期仍然较弱，美国实施的“对等关税”政策对我国出口企业预期有所影响。

但从一季度的产品出口结构看，“一带一路”国家对外需仍能形成一定支撑，东盟对当期出口同比增速及贸易顺差同比增速均实现正贡献，我们认为，以东盟为代表的“一带一路”国家有望为我国出口带来一定的有机增量。

风险提示：欧美经济衰退风险加剧；国际局势复杂化。

【宏观经济】3 月和一季度经济数据点评——一季度开局平稳，但年内仍有稳增长压力

张晓娇 朱启兵

一季度实际 GDP 同比增长 5.4% 好于万得一致预期；3 月工增、社零、固投累计同比增速均好于万得一致预期，其中工增受“抢出口”影响较大，社零受消费补贴影响较大，基建受财政支出靠前发力较大；二季度开始，美国“对等关税”的冲击影响将覆盖整个 2025 年。

2025 年一季度 GDP 实际同比增速 5.4%，一季度名义 GDP 同比增速 4.6%。

3 月工业增加值同比增长 7.7%，1-3 月采矿业工业增加值累计同比增速 6.2%，制造业累计同比增速 7.1%，公用事业累计同比增速 1.9%，高技术产业累计同比增速 9.7%。

3 月社零同比增长 5.9%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 6.0%，服务消费累计同比增长 5.0%。

1-3 月固定资产投资累计同比增速为 4.2%，1-3 月民间固定资产投资累计同比增长 0.4%，分类别看，制造业投资 1-3 月累计同比增长 9.1%，基建投资累计同比增长 5.8%，地产投资累计同比下降 9.9%。

1-3 月房地产新开工面积累计同比下降 24.4%，住宅投资增速下降 9.0%。1-3 月商品房销售面积同比下降 3.0%，商品房销售额累计同比下降 2.1%。2025 年 3 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 5.0%，二手住宅价格指数下降 7.3%，降幅均延续收窄的趋势。

2025 年一季度全国居民人均可支配收入 12179 元，累计同比增长 5.5%；季度居民人均消费支出 7681 元，累计同比增长 5.3%。

一季度经济实现开门红。一季度和 3 月经济数据整体表现超出万得一致预期：一季度实际 GDP 增速高于预期 0.2 个百分点，3 月工增增速高于预期 1.8 个百分点，3 月社零增速高于预期 1.5 个百分点，1-3 月固投累计同比增速高于预期 0.2 个百分点。我们认为一季度经济数据实现开门红，主要原因是二产的强劲和三产的平稳，从细项看，我们认为有几个特点：一是制造业整体保持强劲，制造业设备更新需求推动制造业固定资产投资增速维持在较高水平，同时生产端的制造业工业增加值同比增速保持在较高水平，二是财政支出靠前发力，支撑基建投资增速小幅走高，三是消费补贴政策推动社零同比超预期上行，四是房地产维持向好趋势，包括房价同比降幅持续收窄、房地产投资新开工面积同比增速降幅收窄、房地产固投资金来源中来自个人的按揭资金明显好转等。

二季度及以后的经济发展环境有较大不同。4 月初以来，美国“对等关税”政策落地，对包括我国在内的全球经济造成较大冲击。2024 年净出口对我国实际 GDP 的拉动达到 1.5 个百分点，美国的“对等关税”政策最终无论以何种形式落地，都将对我国的对美直接出口和转口贸易造成显著负面影响，因此从稳增长的角度看，2025 年二季度及之后的时间内，稳增长的宏观政策应该从三方面入手，一是在进出口方向上，积极开拓非美市场，如加强与欧洲、东盟、“一带一路”沿线国家的贸易合作，尽量减少对美出口波动，对我国整体出口的负面影响，二是稳定投资，特别是稳定制造业设备更新投资需求和基建投资，三是以消费补贴等政策为抓手，积极扩内需，挖掘居民消费需求，创造有利于消费释放的环境，四是稳定房地产产业链，继续减少对经济的整体拖累。我们认为美国“对等关税”政策对我国经济的影响较明显，需要货币政策和财政政策适当宽松，为企业调整经营、应对冲击创造较好的外部环境。短期建议关注 4 月政治局会议是否有进一步宽松的宏观政策出台。

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。

【宏观经济】一季度财政数据点评—广义财政发力延续前倾

陈琦 朱启兵

3 月公共财政收入同比增幅有所收窄。社保就业支出是 3 月公共财政支出的重点之一。土地收入不振对广义财政的掣肘仍较明显。

3 月公共财政收入实现 16333.0 亿元，同比增长 0.3%；其中，当月税收收入实现 11101.0 亿元，同比降幅实现 2.2%；非税收入规模为 5232.0 亿元，同比增长 5.9 %。

3 月权重税种中，国内增值税对当月税收收入同比增速维持正贡献，当月国内增值税同比增长 4.9%，拉动当月税收同比增速 2.2 个百分点。需要注意的是，3 月社会消费品零售总额同比增速实现 5.9%，对消费端税种表现有所支撑。3 月国内消费税收入同比增速实现 9.6%，拉动当月税收同比增速 0.9 个百分点。3 月进口环节增值税和消费税同比下滑 7.6%，拖累当月税收同比增速 1.0 个百分点，一定程度上或受海外关税政策变化影响。

其他权重税种方面，3 月企业所得税收入同比增长 16.0%，企业所得税对当月税收同比增速的正贡献实现 2.3 个百分点。

3 月全国一般公共预算支出实现 27719.0 亿元，同比增长 5.7%；其中，地方公共财政支出实现 24244.0 亿元，同比增长 5.2 %。

3 月中央政府性基金收入规模 278.0 亿元，同比增长 3.3%。地方政府性基金收入规模 2588.0 亿元，同比下降 13.0%，国有土地使用权出让收入 2105.0 亿元，同比降幅实现 16.5%。3 月国有土地出让金收入在全国政府性基金收入中占比实现 73.4%，土地收入不振对广义财政的掣肘仍较明显。

3 月政府性基金支出实现 8411.0 亿元，同比增长 27.9%；中央政府性基金支出规模为 119.0 亿元，同比增长 46.9%；地方政府性基金预算支出 8292.0 亿元，同比增长 27.7%；国有土地使用权出让收入相关支出 4336.0 亿元，同比增长 5.0%。

广义财政发力延续前倾。3 月当月，广义财政收入及广义财政支出同比增速分别实现 -0.9% 和 17.9%，维持“减收增支”态势，财政支出延续前倾发力。

我们认为，后续财政支持或将更加聚焦以下两个重点领域：其一，继续推动消费品以旧换新；家电、汽车等消费品以旧换新能够同时补贴居民消费及企业收入，从而更好的撬动内需。

其二，提振高技术产业投资。一季度我国高技术产业固定资产投资同比增长 6.5%，延续正增长。大力提振高技术制造业投资，既是发展“新质生产力”的要求，也有利于拓宽我国机电产品的国内市场，应对海外不确定性。

风险提示：海外衰退风险加剧；地缘关系不确定性加强。

【通信】德国政策调整有望重振我国移动通信出海产业链

庄宇 吕然 袁坦

2025 年 4 月德国政策删除“可信国家”条款，如果德国照此执行并可能有欧盟其他国家跟进，将为中国厂商更多的参与欧洲基础设施建设提供可能。国内 6G 产业发展同出海需求重振共同利好移动通信产业链，建议关注相关标的。

支撑评级的要点

欧盟对中国 5G 网络供应商的限制由来已久，2025 年 4 月德国政策调整。2020 年 1 月，欧盟通过《5G 网络安全工具箱》，要求成员国评估供应商风险并限制“高风险供应商”。2023 年 6 月，欧盟正式将华为、中兴列为高风险供应商，要求 2026 年前完成核心网设备替换。但执行呈现分化：瑞典等国全面禁用，匈牙利等国明确拒绝限制。2025 年 4 月，德国联盟党与社民党在组建联合政府的协议中，对关键基础设施的条款出现重大调整：最初版本（4 月 9 日）要求敏感领域仅能使用“来自可信国家”的组件；但修订版（4 月 10 日）删除国家限制，改为“受信任组件”，未点名任何企业。我们认为，“可信国家”被解读为排除中国企业，而最新修订版则未做限制，中国设备厂商有可能被纳入到采购范围内。

美国期望在 6G 时代主导规则制定，德国的改变可能为中国厂商更多的参与欧洲基础设施建设提供了可能。根据国际电信联盟(ITU)发布的数据，截至 2024 年年底，欧洲的 5G 覆盖率最高，占人口的 72%，但是农村覆盖率相对较低，仅 46%，仍然有建设空间。欧洲非洲中东业务是华为业务的重要组成部分，以国内设备商华为为例，根据华为年报，在 2022 年、2023 年和 2024 年欧洲非洲中东的营收为 1492.06 亿元、1453.43 亿元和 1483.55 亿元，占比为 23.23%、20.64% 和 17.21%，占比逐年下降。欧洲地区移动通信持续迭代，美国期望在 6G 时代主导规则制定。2023 年 9 月德国电信宣布在商用的 3.6GHz 频谱基础上，叠加 400MHz 6GHz 频谱，实现了超过 12Gbps 的下行峰值速率，事实上开启了 5G-A 网络建设；同时，2024 年 2 月 26 日，美国联合澳大利亚、英国、日本、韩国、芬兰等全球十国发布 6G 原则，将中国排除在外。我们认为，如果德国能够按照修订版执行并带动欧盟其他国家跟进，将为中国厂商更多的参与欧洲基础设施建设提供可能。

评级面临的主要风险

宏观经济环境不稳定、地缘政治风险、德国政策具有不确定性。

【基础化工】万华化学—经营业绩短期承压，产业布局持续完善

余嫒嫒 徐中良

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 1,820.69 亿元，同比增长 3.83%；归母净利润 130.33 亿元，同比下降 22.49%。其中，第四季度实现营收 344.65 亿元，同比下降 19.49%；归母净利润 19.40 亿元，同比下降 52.83%。2025 年第一季度实现营收 430.68 亿元，同比降低 6.70%；归母净利润 30.82 亿元，同比降低 25.87%。面对复杂的外部环境，公司展现业绩韧性，蓬莱工业园多套装置顺利投产，新材料产品产业化落地加快，电池材料实现负极多技术路径打通，新旧动能协同推进。

支撑评级的要点

营业收入同比增长，盈利短期承压。2024 年公司三大业务板块销售收入均实现正增长，聚氨酯、石化、精细化学品板块营业收入分别为 758.44 亿元/725.18 亿元/282.73 亿元，同比分别+12.55%/+4.60%/+18.61%，2024 年公司盈利能力略有下滑，销售毛利率为 16.16%，同比下降 0.63pct，其中，聚氨酯、石化、精细化学品板块毛利率分别为 26.15%/3.52%/12.78%，同比分别-1.54pct/+0.01pct/-8.64pct。费用方面，管理费用/销售费用/研发费用/财务费用分别为 30.23 亿元/16.19 亿元/45.50 亿元/20.94 亿元，同比分别+23.38%/+20.25%/+11.51%/+24.93%。此外，计提减值（资产减值+信用减值）及营业外支出分别为 9.43 亿元/11.37 亿元，对 2024 年整体业绩形成一定拖累。

聚氨酯产业提质扩能、石化及精细化学品拓展品类。2024 年聚氨酯业务产销量分别为 580 万吨/564 万吨，同比分别增长 16.23%/15.34%；石化业务产销量分别为 544 万吨/547 万吨，同比分别增长 14.53%/15.89%；精细化学品产销量分别为 209 万吨/203 万吨，同比分别增长 26.67%/27.67%。公司目前是全球最大的 MDI 和 TDI 供应商，2024 年万华宁波和万华福建 MDI 完成技改扩能，未来万华福建 MDI 将技改扩能新增 70 万吨/年，预计 2026 年第二季度完成，届时万华全球 MDI 产能将达到 450 万吨/年；万华福建第二套 33 万吨/年 TDI 项目预计 2025 年 5 月份建成投产，届时万华 TDI 总产能将达到 144 万吨/年。此外，2024 年，万华蓬莱一期 PDH 等项目完成建设并开车成功，TPU 三期、POE、PEBA、聚碳酸酯二元醇（PCDL）项目顺利投产。公司聚氨酯优势产业链巩固夯实，石化产能及新材料产品快速投放，行业竞争力持续提升。

技术创新持续投入，电池材料取得突破。公司围绕现有装置迭代升级、高端新材料突破、电池材料技术攻关、可持续发展路径探索等核心方向持续投入科研力量。公司自主开发的 POE、柠檬醛、VA、特种异氰酸酯、聚氨酯固化剂等关键装置一次性开车成功，运行稳定，打破国外垄断，技术指标行业领先。同时，公司开发并投用多项超低盐酸比工艺，显著降本增效，保持 MDI、TDI 全球技术领先地位。此外，公司推进电池材料三大负极材料全流程打通，正极材料研发持续突破差异化技术。可降解材料、聚氨酯回收、CO₂资源化利用等绿色创新方向也同步推进。公司发挥技术优势，攻关行业难题，未来发展动能充沛。

评级面临的主要风险

新产能爬坡与投产进度不及预期，产品价格大幅下行风险，下游需求复苏不及预期，原材料价格波动与能源成本上行，海外拓展及供应链扰动风险、全球贸易摩擦扩大的风险。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

梁端玉 S1300523090003 duanyu.liang@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫻嫻 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

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）68604866
传真：（8621）58883554

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）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

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）39886333
传真：（852）21479513

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）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY 10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

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）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371