

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

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。

相关研究报告

《市场更新：超预期经济数据的市场指引》
20250417

《一季度进出口数据点评》20250415

《3 月金融数据点评》20250414

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

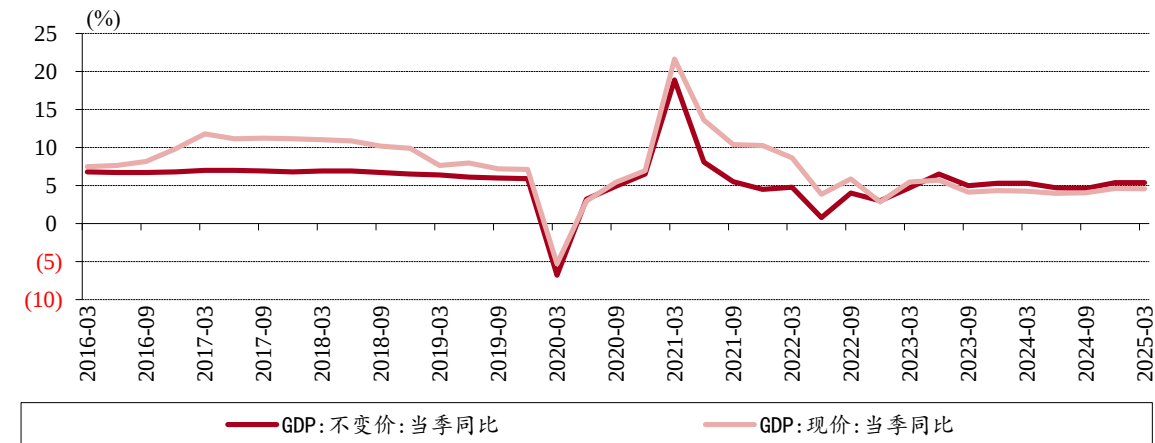
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

2025 年一季度实际 GDP 同比增速超预期

一季度实际 GDP 同比增速好于市场预期。2025 年一季度 GDP 实际同比增速 5.4%，较 2024 年四季度增速持平；一季度名义 GDP 同比增速 4.6%，较 2024 年四季度增速持平。一季度实际 GDP 增速明显好于万得一致预期的 5.2%，其中既有“抢出口”的拉动，也有稳增长扩内需的宏观政策起到的正面作用。

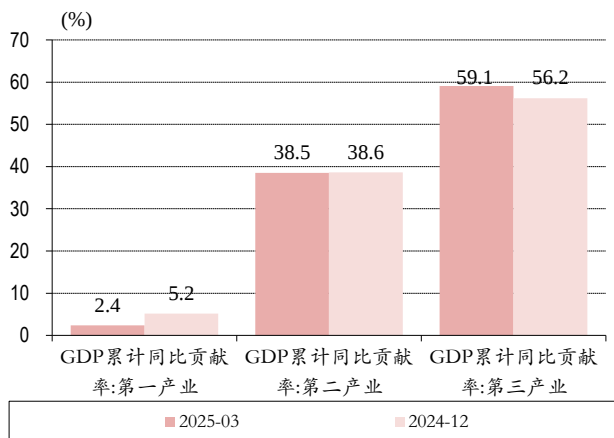
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

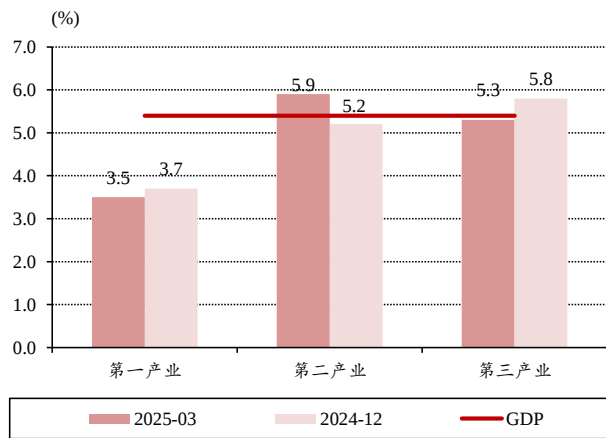
一季度三产的贡献率上升，二产实际 GDP 同比增速较 2024 年四季度上升。分产业看，2025 年一季度一产实际 GDP 当季同比增长 3.5%，增速较 2024 年四季度下降 0.2 个百分点，二产实际 GDP 当季同比增长 5.9%，增速较 2024 年四季度上升 0.7 个百分点，三产实际 GDP 当季同比增长 5.3%，增速较 2024 年四季度下降 0.5 个百分点，二产是拉动一季度实际 GDP 同比增速的首要因素，其次是三产。从三驾马车对 GDP 累计同比贡献率看，2025 年一季度三产的贡献率仍是最高，且较 2024 年有所上升，达到 59.1%，其次是二产的贡献率 38.5%，一产的贡献率降至 2.4%；与 2016 年-2019 年三次产业的贡献率平均水平相比，2025 年一季度第三产业对 GDP 累计同比的贡献率偏低 6.72 个百分点，与 2024 年同期相比，第三产业的贡献率偏高 1.50 个百分点，2025 年一季度贡献率偏高的主要是第二产业，较 2016 年-2019 年同期平均水平偏高 6.28 个百分点，但较 2024 年同期偏低 1.30 个百分点。我们认为我国经济整体仍延续了生产端强于需求端的特点，这点从平减指数延续疲弱也可以看出，下一阶段如何提振内需，将是稳增长的重点和难点。

图表 2. 2025 年一季度三驾马车对 GDP 累计同比贡献率



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2025 年一季度 GDP 不变价分产业同比增速

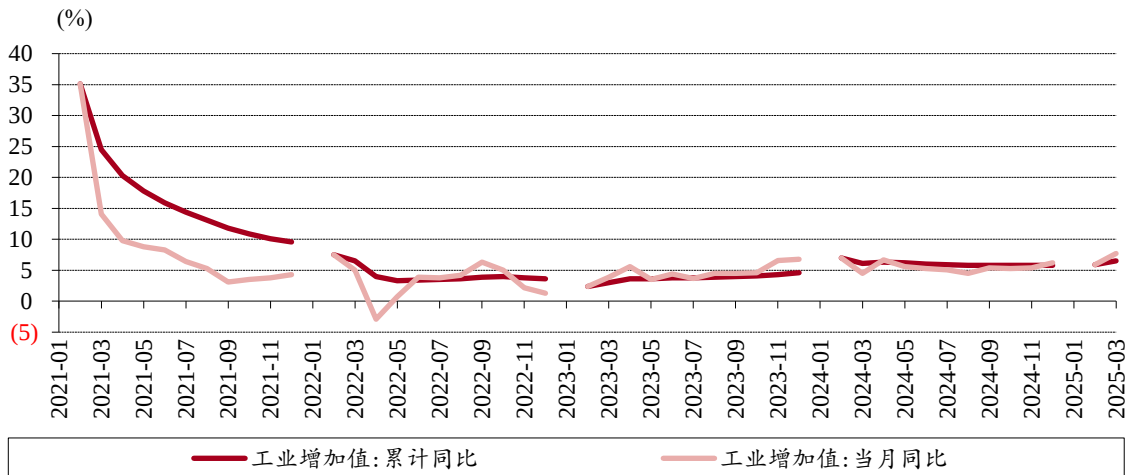


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速超预期

3月工业增加值同比增速较1-2月上升。3月工业增加值同比增长7.7%，较1-2月上升1.8个百分点，较去年同期上升1.0个百分点，好于万得一致预期同比增速5.9%。我们认为3月工增同比增速走高，其中不仅有春节错位因素的影响，同时也较大程度上受美国“对等关税”的影响，进而出现了“抢出口”现象，带动了生产端的短期表现。

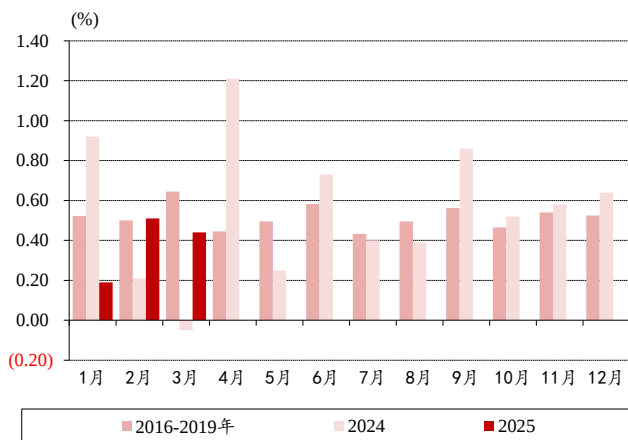
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

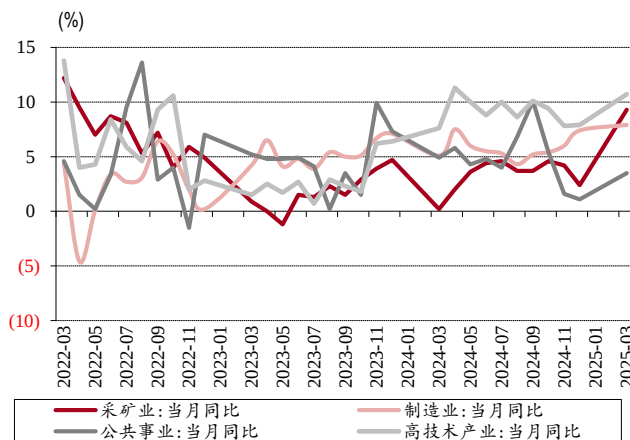
3月工业增加值环比表现较好。从环比增速来看，3月工业增加值环比上升0.44%，与2016年-2019年期间同期平均水平0.65%相比略低，但明显好于2024年同期的环比下降0.05%。从行业分类来看，1-3月采矿业工业增加值累计同比增速6.2%，制造业累计同比增速7.1%，公用事业累计同比增速1.9%，高技术产业累计同比增速9.7%。从企业类型来看，1-3月私企工业增加值同比增长7.3%，国企工业增加值同比增长4.2%，股份制企业同比增长7.2%，外企同比上升4.0%。与2025年1-2月相比，1-3月各行业和企业分类的工业增加值累计同比增速都有不同程度的上升，上升幅度最大的是采矿业、公共事业和外企。1-3月工业增加值同比增速表现好，我们认为影响来自多方面，除了年初以来持续发力的“两重两新”、高技术产业和采矿业增速持续稳定上行之外，3月另有美国“对等关税”出台的预期，影响了来自海外的短期需求，进而影响了我国生产端的短期表现。

图表 5. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

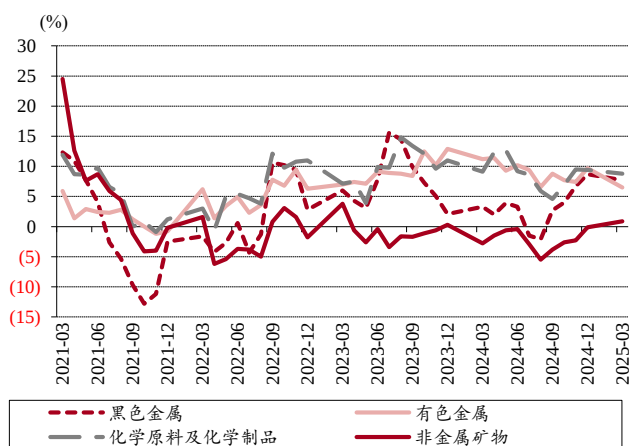
图表 6. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

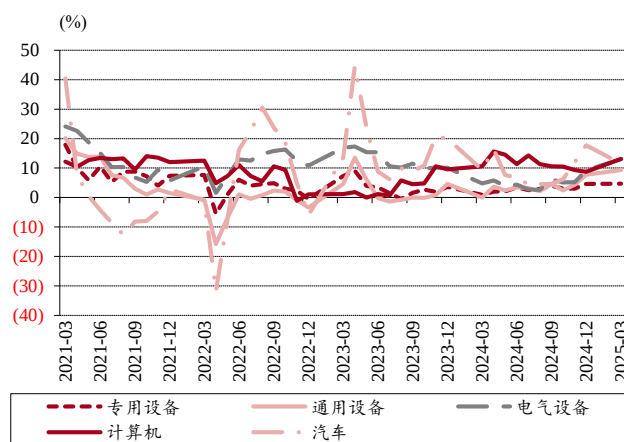
3月中游行业工业增加值增速表现保持强劲。上游行业方面，1-3月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长9.2%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降0.9%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长6.4%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长6.6%，从当月同比增速来看，较1-2月上升的是非金属矿物，有色金属和黑色金属当月同比增速则下降较为明显。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长9.4%，专用设备制造业增加值累计同比增长4.1%，汽车制造业增加值累计同比增长11.8%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长12.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长11.5%，中游行业工业增加值累计同比增速较1-2月上升的是计算机、专用设备和通用设备，当月同比增速较1-2月下降的则仅有汽车。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长5.9%，纺织业增加值累计同比增长6.5%，医药制造业增加值累计同比增长0.4%，下游行业工业增加值累计同比增速延续分化，纺织行业相对走弱，食品和医药行业累计同比增速有所上升。3月中游行业工业增加值同比增速整体较好，或受到出口增速走高的影响，需要关注美国“对等关税”落地后，对4月数据的影响。

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

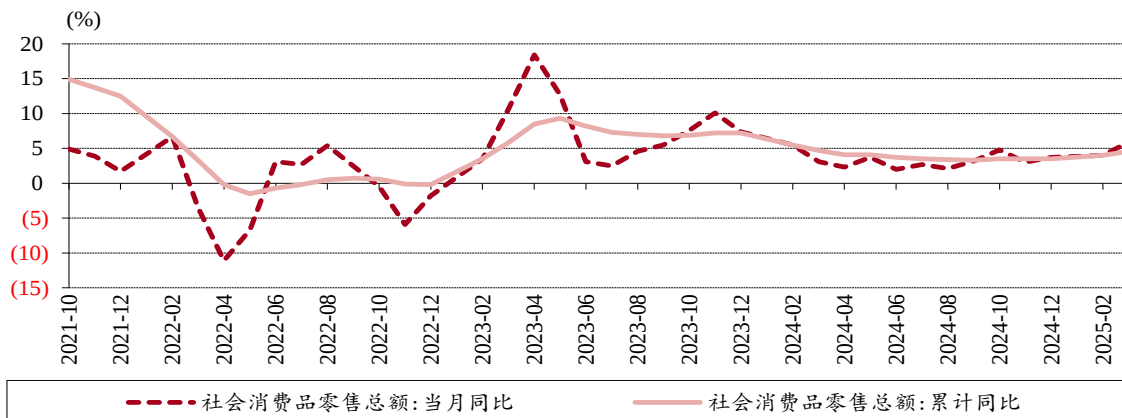


资料来源：万得，中银证券

社零同比增速走强，环比表现不弱

3月社零增速好于预期。3月社零同比增长5.9%，较1-2月上升1.9个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长6.0%，较1-2月上升1.2个百分点，服务消费累计同比增长5.0%，较1-2月上升0.1个百分点。3月社零同比增速走高，一定程度上受到去年同期低基数因素的影响，但我们认为中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《提振消费专项行动方案》对社零增速的正面影响也同时开始显现。

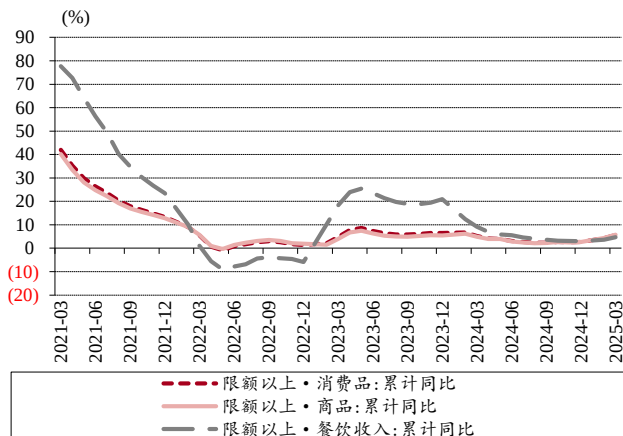
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

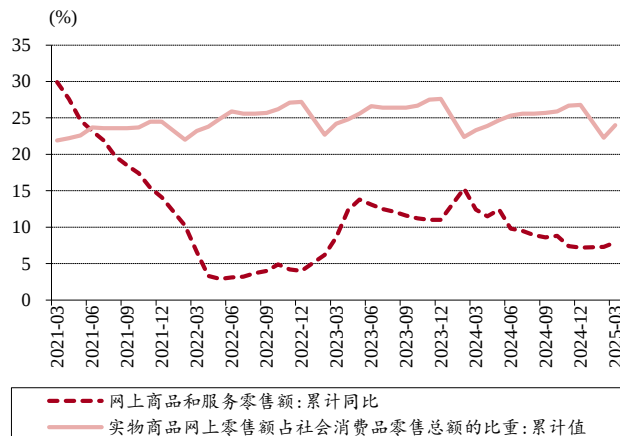
3月城镇消费和商品消费增速上行幅度较大。3月餐饮消费同比增长5.6%，较1-2月上升1.3个百分点，限额以上餐饮消费同比上升6.8%，较1-2月上升3.2个百分点；3月商品消费同比增速5.9%，较1-2月上升2.0个百分点，限额以上商品消费增速8.6%，较1-2月上升4.2个百分点。1-3月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长5.7%，年初以来商品消费增速表现好于餐饮消费。3月网上零售额累计占比为29.1%，较2024年同期上升1.6个百分点，较1-2月上升1.9个百分点，网上商品和服务零售额累计占比为29.1%，较2024年同期上升1.6个百分点，较1-2月上升1.9个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为7.9%，增速较1-2月上升0.6个百分点。3月社零消费受商品消费增速走强影响较大，我们认为与提振消费的政策影响有关。

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

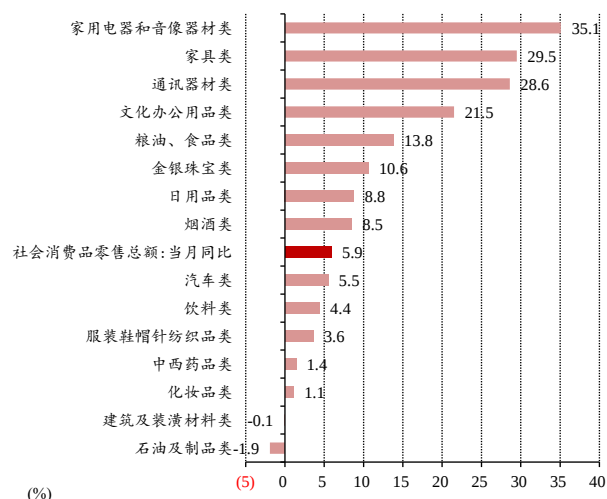
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

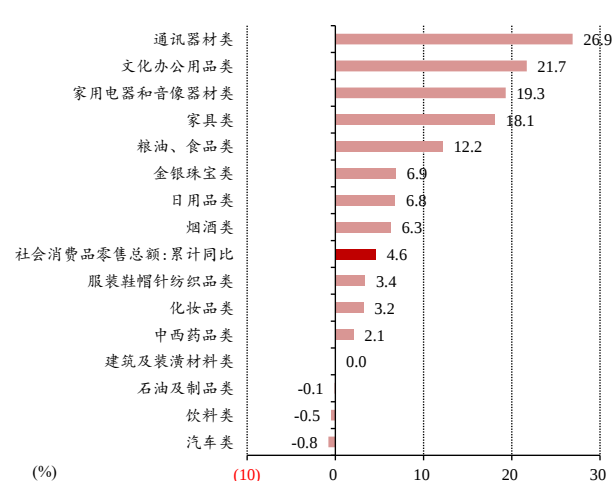
房地产后周期消费出现好转趋势。从同比增速来看，3月限额以上企业商品零售总额增速8.6%，同比增速较高的细分行业包括家用电器、家具、通讯器材、文化办公用品、食品粮油和金银珠宝等，同比增速下降的是石油制品和建筑装潢。与1-2月相比，增速上升较多的有家用电器、家具和汽车等，增速下降的有化妆品、石油制品、中西药品、文化办公用品和建筑装潢。1-3月社零累计同比增速较高的品类有通讯器材、文化办公用品、家用电器、家具和粮油食品等，累计同比增速下降的有汽车、饮料和石油制品，累计同比增速上升较多的有家用电器、家具和汽车等。我们认为3月消费品类社零增速表现出三个特点，一是补贴对电子类产品的社零增速影响较大，体现为通讯器材消费增速保持在较高水平，二是房地产后周期消费走强，家具和家电消费同比增速都在较高水平，三是受国际金价持续走高影响，金银珠宝消费增速维持在偏高水平。

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

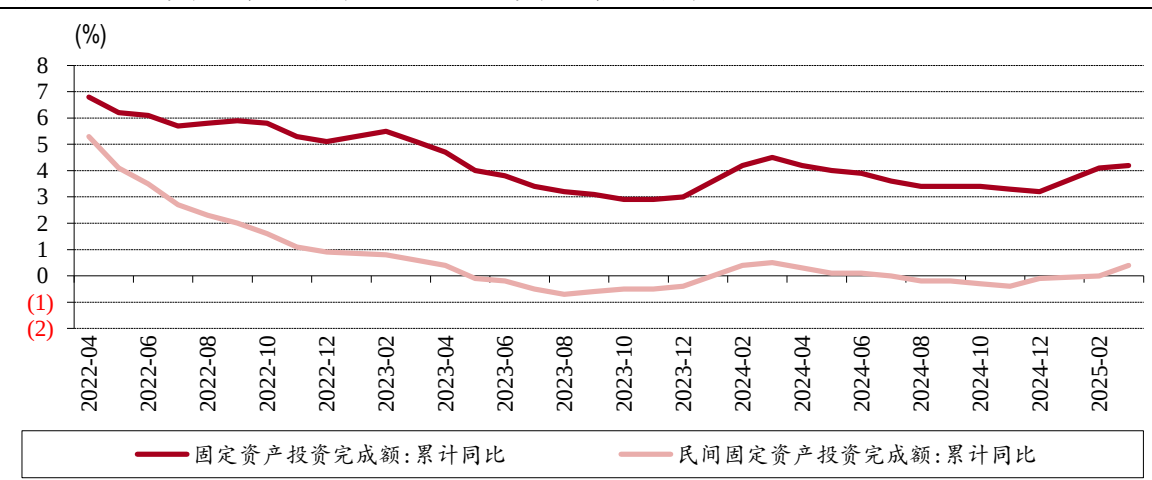


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速超预期

1-3月固定资产投资增速整体持续向好。1-3月固定资产投资累计同比增速为4.2%，较1-2月上升0.1个百分点，1-3月民间固定资产投资累计同比增长0.4%，较1-2月上升0.4个百分点。从分行业累计同比增速较1-2月变化看，制造业增速上升0.1个百分点，基建增速上升0.2个百分点，房地产增速下降0.1个百分点。

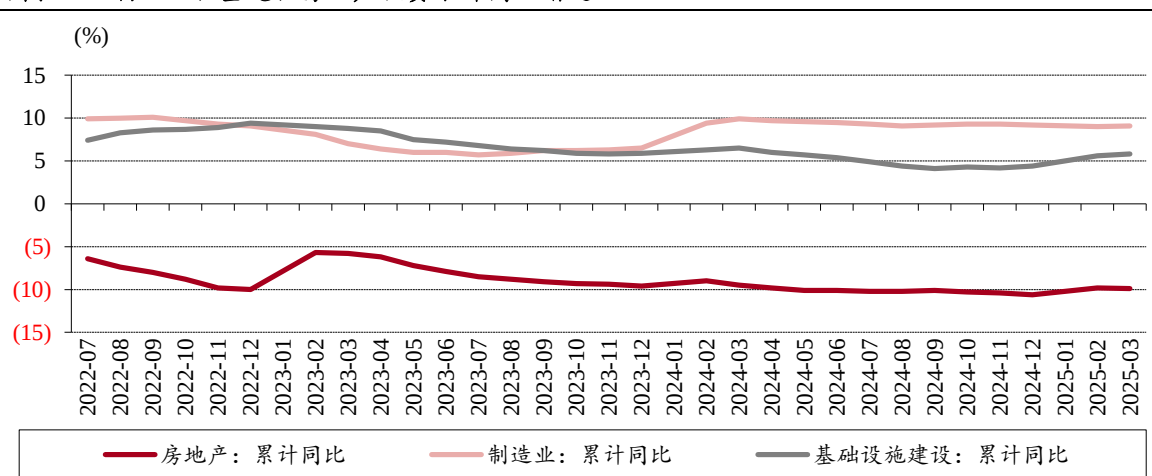
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

1-3月制造业增速坚挺，基建投资增速上升，房地产投资增速相对平稳。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%。从产业分类来看，第一产业累计同比上升16.0%，第二产业累计同比增长11.9%，第三产业累计同比增长0.1%；从地区来看，东部累计同比增长2.2%，中部增长5.5%，西部增长6.2%，东北增长9.7%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长4.0%，国企同比增长6.5%，外资企业下降9.5%。1-3月固定资产投资累计同比增速较1-2月走高，我们认为主要有几方面原因，一是制造业设备更新需求较强，带动固定资产投资增速维持在高位，二是财政支出靠前发力，带动基建投资增速走高，三是房地产固投的拖累保持相对稳定。向前展望，我们认为财政支出对稳增长的托底作用仍将延续，短期需要关注的是美国“对等关税”政策，对我国海外需求、出口贸易、国内生产可能产生的一系列连锁影响。

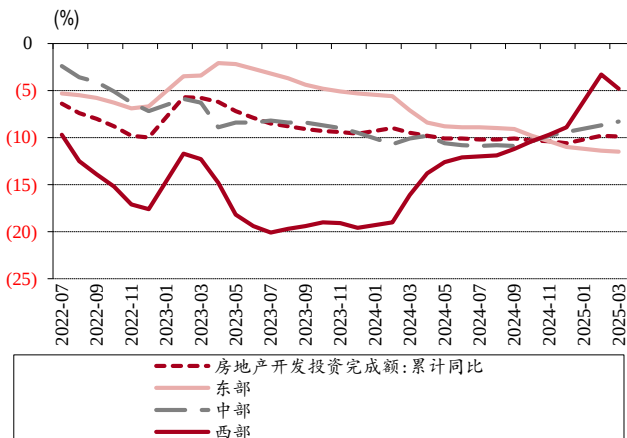
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

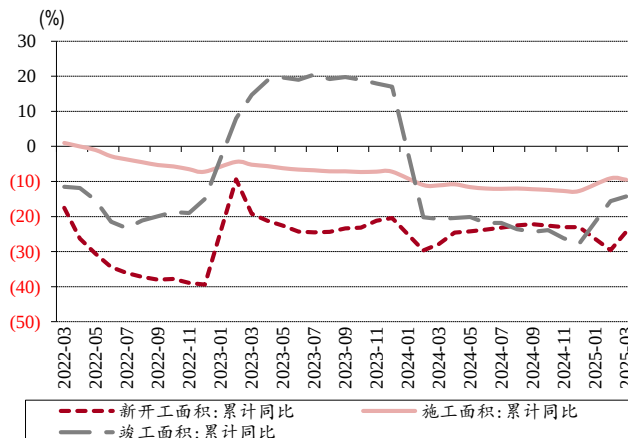
1-3月房地产固定资产投资增速降幅略有走阔。1-3月房地产投资累计同比增速下降9.9%，比1-2月下降0.1个百分点。其中东部地区累计同比下降11.5%、中部地区累计同比下降8.3%、西部地区累计同比下降4.8%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降9.0%，办公楼投资增速下降17.0%，商业地产投资增速下降9.4%。1-3月房地产新开工面积累计同比下降24.4%，施工面积同比下降9.5%，竣工面积同比下降14.3%。1-3月房地产投资数据略有波动，固定资产投资累计同比增速小幅下降，或是受施工面积累计同比下行影响，我们认为新开工面积累计同比增速上行，或一定程度上意味着房地产投资仍处于好转的趋势当中。

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

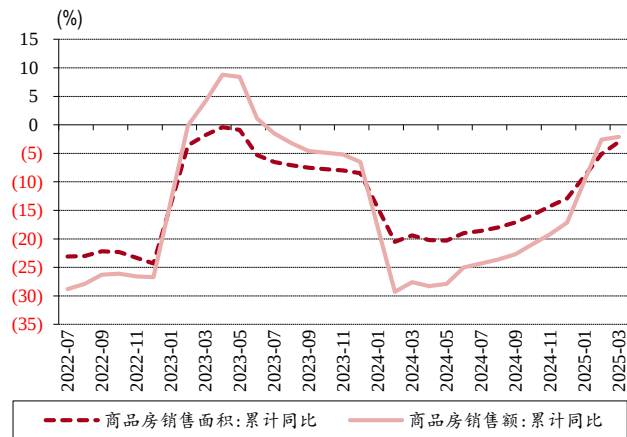
图表 17. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

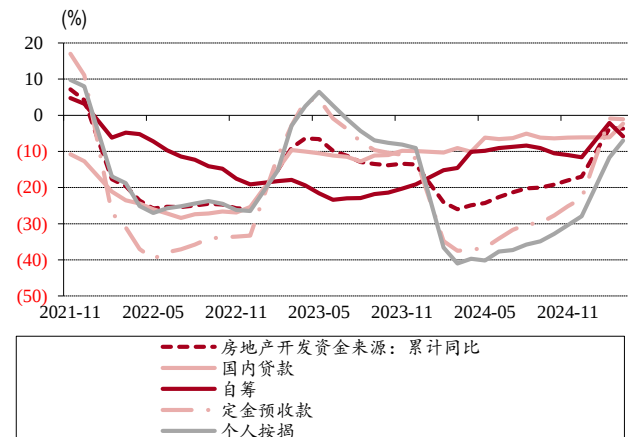
房价降幅延续收窄趋势。1-3月商品房销售面积同比下降3.0%，商品房销售额累计同比下降2.1%。1-3月商品房待售面积同比增长5.1%，其中住宅面积同比增长6.8%，办公楼同比增长0.5%，商业地产同比增长1.8%。从房地产投资资金来源看，1-3月国内贷款占比18.0%，较1-2月下降1.0个百分点，个人按揭贷款占比13.6%，较1-2月上升1.2个百分点，定金预收款占比29.7%，较1-2月上升0.3个百分点，自筹资金占比33.0%，较1-2月下降0.6个百分点。从增速看，1-3月房地产开发资金来源累计同比增速下降3.7%，其中国内贷款资金来源增速下降2.3%，定金和预收款增速下降1.1%，按揭贷款资金来源增速下降7.0%。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。

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

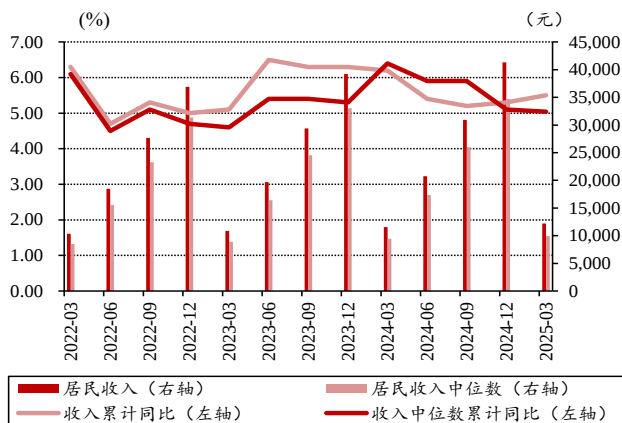


资料来源：万得，中银证券

一季度居民收入增速略超经济增速

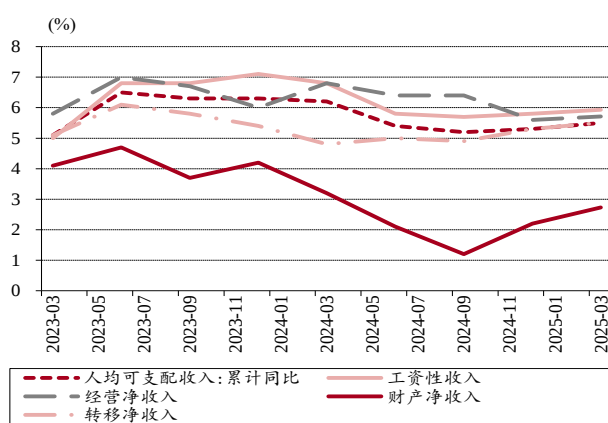
一季度居民收入同比增长 5.5%，实际收入同比增长 5.6%。2025 年一季度全国居民人均可支配收入 12179 元，累计同比增长 5.5%，较 2024 年全年上升 0.2 个百分点，其中，城镇居民人均可支配收入增长 4.9%，农村居民人均可支配收入增长 6.2%；剔除价格因素，2025 年一季度居民收入实际增速 5.6%，其中城镇居民实际收入增速 5.0%，农村居民实际收入增速 6.5%。从居民收入来源来看，一季度工资性收入累计同比增速 5.9%，经营净收入增速 5.7%，财产净收入累计同比增速 2.7%，转移净收入增速 5.5%；从结构来看，工资性收入占比 57.3%，较 2024 年全年上升 0.8 个百分点，经营净收入占比上升 0.3 个百分点，财产净收入占比基本持平，转移净收入占比下降 1.1 个百分点。整体来看，财产净收入增速明显提升，工资性收入占比上升幅度相对较大。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

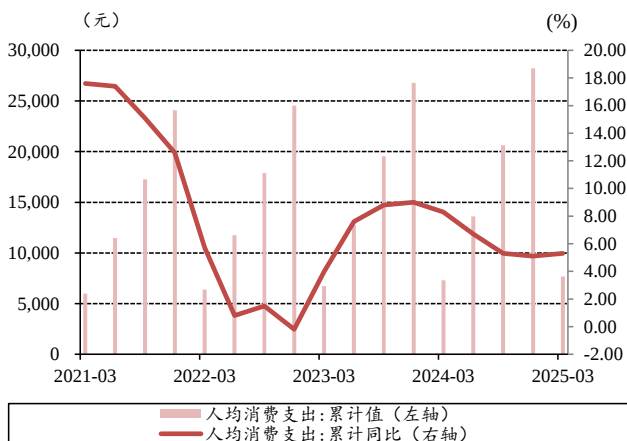
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

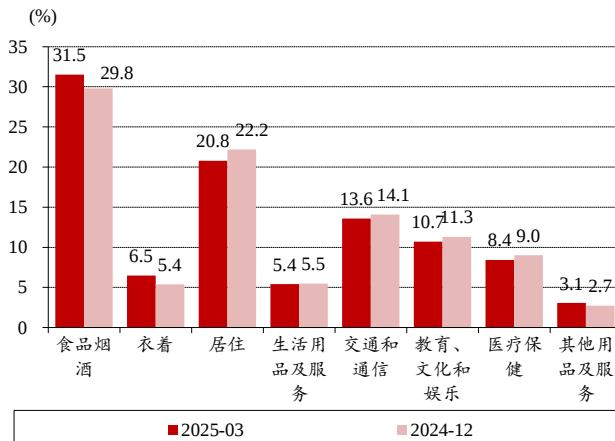
一季度居民增量收入的边际消费倾向下降较明显。一季度居民人均消费支出 7681 元，累计同比增长 5.3%，扣除价格因素，实际增速增长 5.3%，与 2024 年全年相比，居民消费增速上升 0.2 个百分点。2025 年一季度相较 2024 年全年，居民消费八大分类中，增速偏低的是衣着、居住、食品烟酒和医疗保健，增速下降幅度较大的是食品烟酒、衣着和其他用品及服务；2025 年一季度居民消费支出结构中占比较高的是食品烟酒（31.5%）、居住（20.8%）和交通通信（13.6%），与 2024 年全年相比，占比上升的是食品烟酒、衣着和其他用品及服务，与 2024 年同期相比，占比上升的是教育文化娱乐、交通通信、生活用品及服务和其他用品及服务，占比下降的是食品烟酒、居住、衣着和医疗保健，其中食品烟酒和居住消费占比较 2024 年同期分别下降了 0.7 个百分点和 0.6 个百分点。2025 年一季度居民消费结构中出现了“节衣缩食”的特点。

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：一季度开局平稳，但年内仍有稳增长压力

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。

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