

2024 年 12 月和四季度经济数据点评

2024 年经济增长完成目标

2024 年实际 GDP 同比增长 5.0%，四季度实际 GDP 当季同比增长 5.4%，超出市场预期；12 月工业增加值和社零增速好于市场预期，固投累计同比增速较 1-11 月小幅下降，但 12 月当月制造业、基建、房地产投资增速都表现相对较好。

- 2024 年四季度 GDP 实际同比增速 5.4%，2024 年实际 GDP 累计同比增长 5.0%。
- 2024 年 12 月工业增加值同比增长 6.2%。从行业分类来看，2024 年采矿业工业增加值累计同比增速 3.1%，制造业累计同比增速 6.1%，公用事业累计同比增速 5.3%，高技术产业累计同比增速 8.9%。
- 2024 年 12 月社零同比增长 3.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.2%，服务消费累计同比增长 6.2%。
- 2024 年固定资产投资同比增速为 3.2%，分类别看，制造业投资 2024 年累计同比增长 9.2%，基建投资累计同比增长 4.4%，地产投资累计同比下降 10.6%。
- 2024 年 12 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 5.7%，二手住宅价格指数同比下降 8.1%。2024 年商品房销售面积累计同比下降 12.9%，商品房销售额累计同比下降 17.1%。
- 2024 年全国居民人均可支配收入 41314 元，累计同比增长 5.3%，居民人均消费支出 28227 元，累计同比增长 5.1%。
- 12 月经济数据好于预期。2024 年 12 月工业增加值同比增速较 11 月上升幅度较大，社零同比增速较 11 月明显上升，固定资产投资增速虽然较 1-11 月小幅下降，但整体表现相对平稳；四季度在生产端和第三产业共同提振下，实际 GDP 当季同比增长 5.4%，完成了全年实际 GDP 同比增长 5.0% 的任务目标。从全年的数据表现看，生产端持续好于需求端，制造业工业增加值和固定资产投资是较大的亮点；从 12 月和四季度的数据表现看，也有一些新的亮点，一是在止跌回稳的房地产政策影响下，房价同比降幅有所收窄，房地产投资当月增速出现降幅收窄，当月新开工面积同比降幅也出现收窄，二是在地方政府新增专项债化债额度，以及财政支出加速落地的影响下，基建投资增速获得支撑，三是临近春节假期，居民消费增速出现好转迹象。
- 2025 年经济增速目标或仍在 5%。2024 年经济增长实现 5% 增速目标的主要贡献，来自工业增加值有韧性、外需表现强劲、大规模设备更新和消费品以旧换新（“两新”）政策、财政支出托底基建等方面；我们预计 2025 年经济增长目标或仍将定在 5%，但是相较 2024 年，外需表现的不确定性较大、居民消费仍受制于居民收入增速、房地产产业链实现止跌回稳的时间仍不确定，都可能是拖累 2025 年经济增速表现的因素，对此需要稳增长宏观政策加力提效。我们建议关注几个方面，一是积极的财政政策，在 2025 年能够多大程度的“提高赤字率”，二是 2024 年 12 月政治局会议定调“适度宽松的货币政策”，央行 2025 年工作会议也提出“择机降准降息”，短期关注春节前央行是否会有宽松的货币政策落地，三是 2025 年我国加力扩围实施“两新”政策，关注政策对制造业投资和居民消费的提振情况。
- **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

《12 月金融数据点评》20250116

《中国经济的逻辑与出路》20250116

《住户贷款回升，后续仍可期待》20250115

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

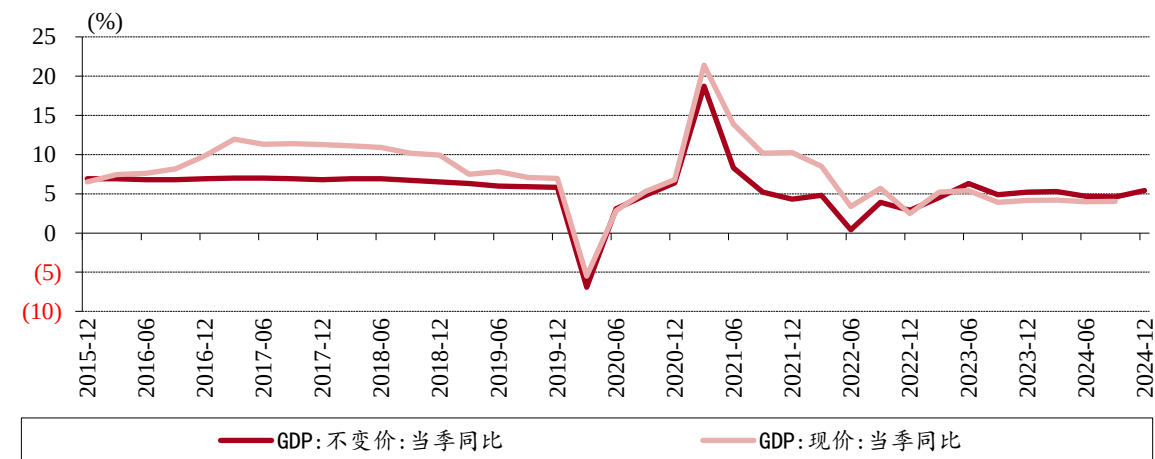
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

2024 年实际 GDP 同比增速完成目标

四季度实际 GDP 同比增长 5.4%，2024 年全年时间 GDP 同比增长 5.0%。2024 年四季度 GDP 实际同比增速 5.4%，较三季度上升 0.8 个百分点；2024 年实际 GDP 累计同比增长 5.0%，较前三季度增速上升 0.2 个百分点，完成了全年经济增速目标。四季度实际 GDP 当季增速高于万得一致预期 0.3 个百分点，2024 年实际 GDP 累计增速高于万得一致预期 0.1 个百分点。

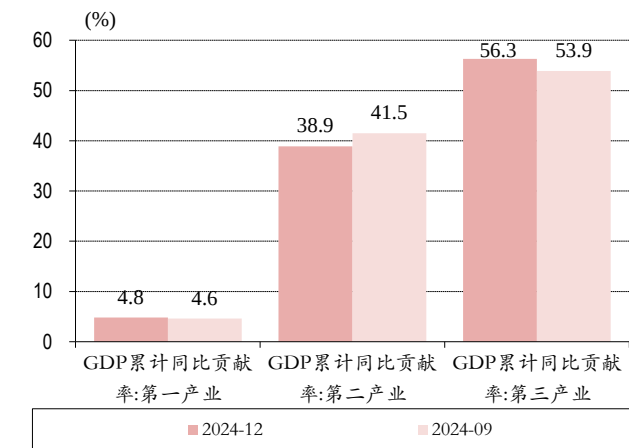
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

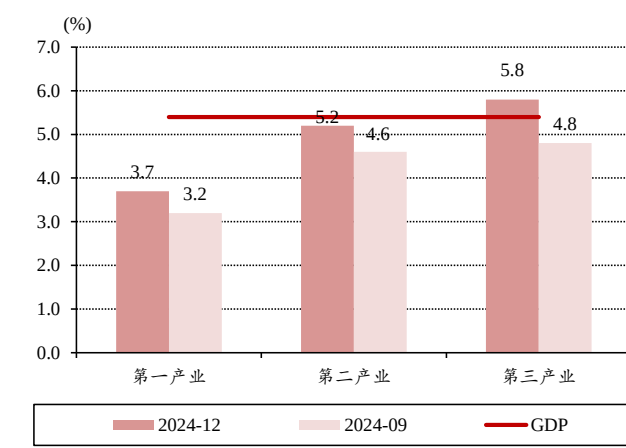
四季度三产对 GDP 的拉动较三季度继续上升。2024 年四季度实际 GDP 同比增长 5.4%，分产业看，一产实际 GDP 当季同比增长 3.7%，增速较三季度上升 0.5 个百分点，二产实际 GDP 当季同比增长 5.2%，增速较三季度上升 0.6 个百分点，三产实际 GDP 当季同比增长 5.8%，增速较三季度上升 1.0 个百分点，三产是拉动四季度实际 GDP 同比增速的首要因素，其次是二产。从三驾马车对 GDP 累计同比贡献率看，2024 年三产的贡献率最高，达到 56.3%，其次是二产的贡献率 38.9%，一产的贡献率 4.8%，与前三个季度的贡献率基本持平。与 2016 年-2019 年三次产业的贡献率平均水平相比，2024 年第三产业对 GDP 累计同比的贡献率偏低 5.23 个百分点，与 2023 年相比，第三产业的贡献率也偏低 3.90 个百分点，2024 年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 4.60 个百分点，较 2023 年偏高 5.00 个百分点。我们认为这一现象与月度数据特征相符，表明四季度我国经济需求端有所恢复，但仍存在生产端好于需求端的情况。

图表 2. 2024 年三驾马车对 GDP 累计同比贡献率



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2024 年四季度 GDP 不变价分产业同比增速

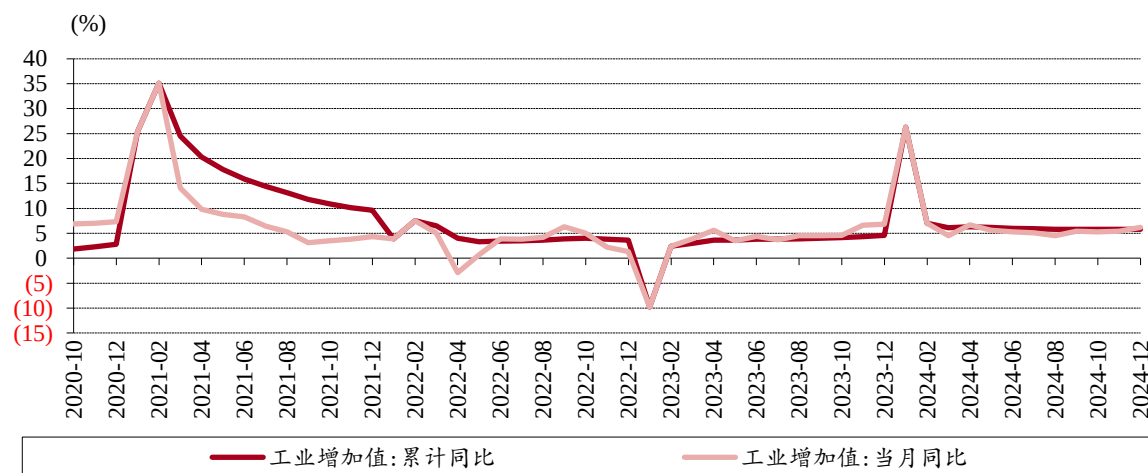


资料来源：万得，中银证券

12 月工业增加值同比增速快速上行

12 月工业增加值同比增速快速上升，且表现好于万得一致预期。2024 年 12 月工业增加值同比增长 6.2%，较 11 月上升 0.8 个百分点，高于万得一致预期的 5.5%。12 月工业增加值同比表现超出预期，主要源自两方面，一是 2024 年 12 月制造业 PMI 指数虽然仍在荣枯线上方，但环比 11 月小幅下行，其中生产指数也较 11 月有所下降，二是 12 月 PPI 同比增速虽然延续上行趋势，但由于部分工业行业在春节假期前进入淡季，工业品价格整体表现偏弱，工业需求端表现不强。

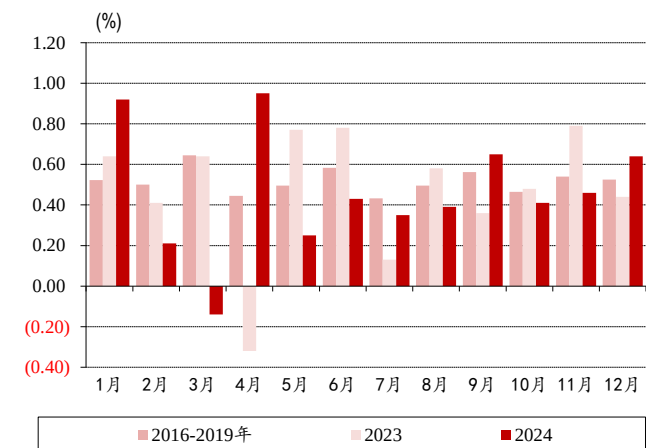
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

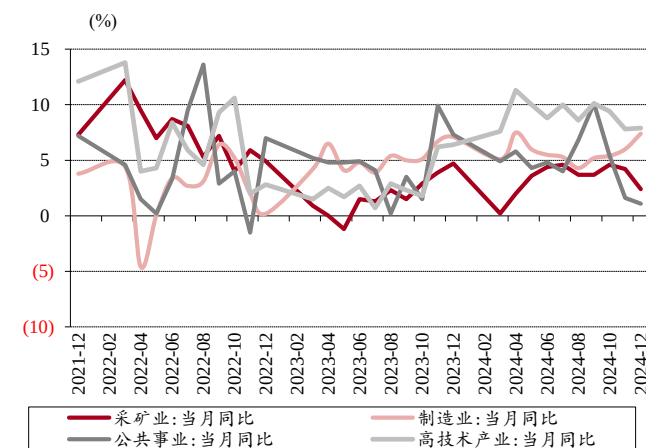
12 月工业增加值当月同比增速超预期主要来自制造业的拉动。从环比增速来看，2024 年 12 月工业增加值环比增长 0.64%，较 11 月的 0.46% 有所上升，较 2016 年-2019 年同期平均环比增速水平 0.53% 略高，较 2023 年同期的 0.44% 也略高。从行业分类来看，2024 年采矿业工业增加值累计同比增速 3.1%，制造业累计同比增速 6.1%，公用事业累计同比增速 5.3%，高技术产业累计同比增速 8.9%。根据统计局数据，从企业类型来看，2024 年股份制企业工业增加值累计同比增速 6.1%，私企工业增加值同比增长 5.3%，国企工业增加值同比增长 4.2%，外企同比增速 4.0%。与 1-11 月相比，外企和制造业增加值累计同比上升，股份制和私企增加值累计同比持平，公共事业、采矿业和国企增加值累计同比增速有不同程度的下降。2024 年 12 月工业增加值当月同比增速较 11 月继续分化，分行业来看，制造业当月同比较 11 月上行 1.4 个百分点，外企当月同比增速较 11 月上行 2.2 个百分点，是拉动工业增加值增速的主要分类，对 12 月工业增加值同比增速拖累较大的行业分别是采矿业、公共事业和国企。

图表 5. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

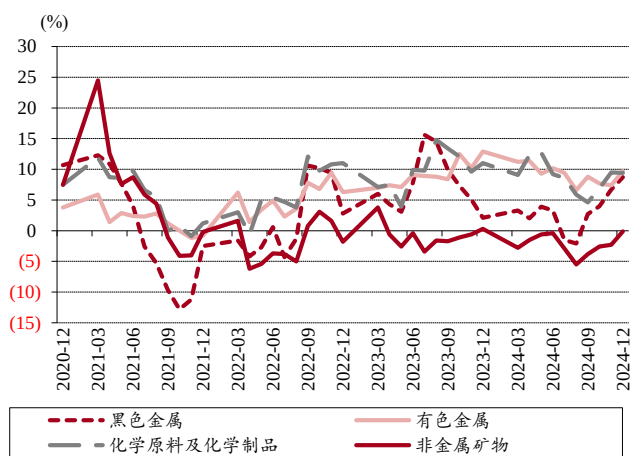
图表 6. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

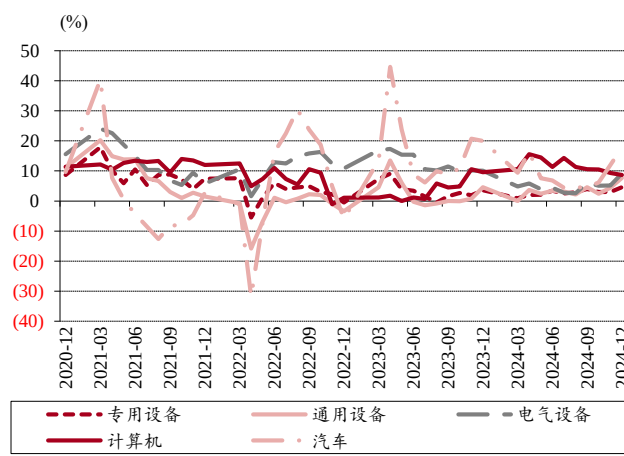
12月上中下游行业工业增加值分化较明显。上游行业方面，2024年化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长8.9%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降1.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长4.0%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长9.7%，从当月增速看，12月上游行业工业增加值同比增速较11月上升的是黑色金属、有色金属和非金属矿物。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长3.6%，专用设备制造业增加值累计同比增长2.8%，汽车制造业增加值累计同比增长9.1%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长5.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长11.8%，中游行业工业增加值当月同比增速较11月下降的仅有计算机，当月增加值同比增速上升较多的是汽车、电气设备和通用设备。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长5.8%，纺织业增加值累计同比增长5.1%，医药制造业增加值累计同比上升3.6%，下游行业中，12月当月工业增加值同比增速较11月上升的仅有食品，医药行业工业增加值同比增速下行幅度明显。整体来看，12月各行业工业增加值增速延续分化，上游行业受稳增长的政策拉动程度不同，黑色金属、非金属矿物和有色金属等行业表现较好，中游受“抢出口”影响，设备类和汽车行业增加值出现上行，下游食品行业走强或是受到春节假期消费带动。

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

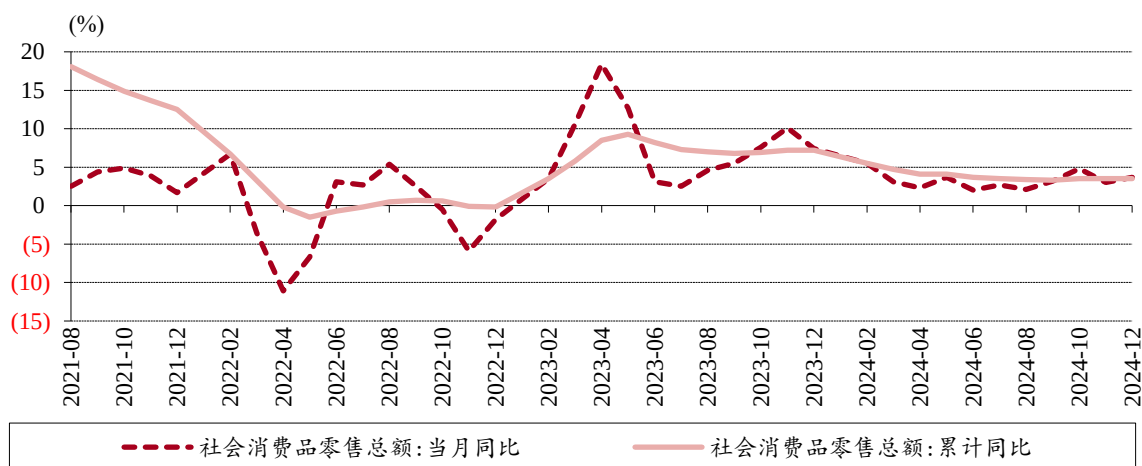


资料来源：万得，中银证券

社零增速小幅超预期

12月社零增速反弹，表现好于万得一致预期。2024年12月社零同比增长3.7%，较11月上升0.7个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.2%，较11月上升1.7个百分点，服务消费累计同比增长6.2%，较1-11月下降0.2个百分点。从环比看，12月社零增速0.12%，较11月增速下降，但考虑到11月社零环比增速有所上调，春节假期前居民消费开始季节性好转。

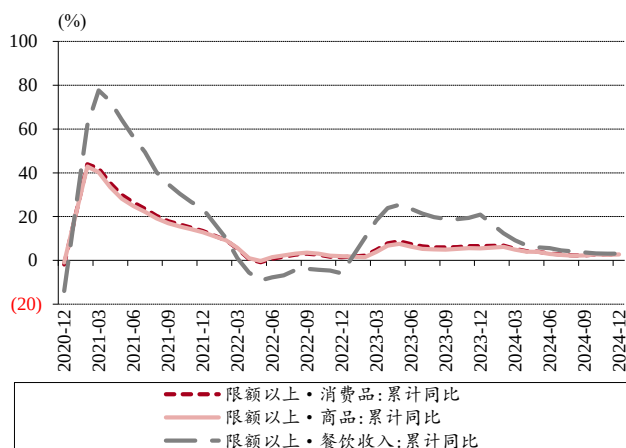
图表 9. 社零同比增速



资料来源：万得，中银证券

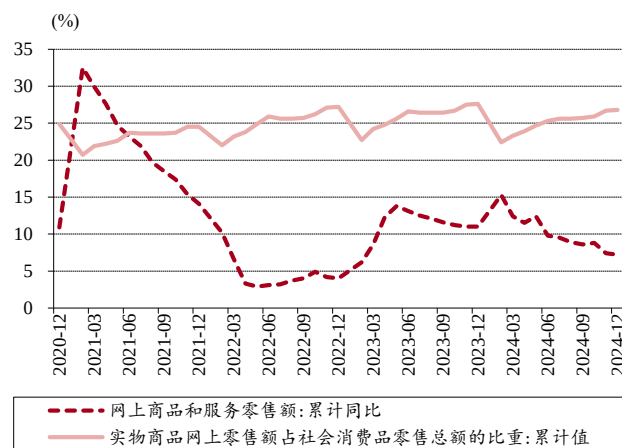
12月商品消费增速较好。根据统计局数据，2024年餐饮消费同比增长5.3%，较1-11月下降0.4个百分点，限额以上餐饮消费累计同比增长3.0%，较1-11月下降0.1个百分点；2024年商品消费同比增速3.2%，连续三个月增速持平，限额以上商品消费累计同比增速2.7%，较1-11月上升0.2个百分点。2024年限额以上企业消费品零售总额累计同比增长2.7%，餐饮和服务消费增速3.0%仍相对较高，但较1-11月增速有所下降，商品消费累计同比增速有所上升。2024年网上零售额占比为31.8%，较1-11月上升0.1个百分点，较去年同期下降0.9个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为7.2%，增速较1-11月下降0.2个百分点。临近春节假期，居民消费开始向商品消费倾斜。

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

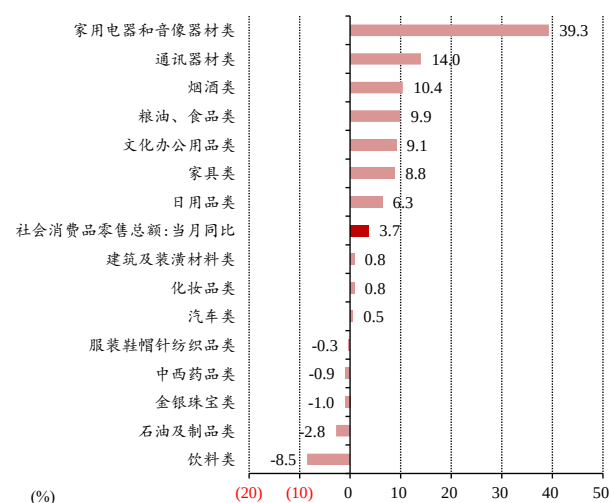
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

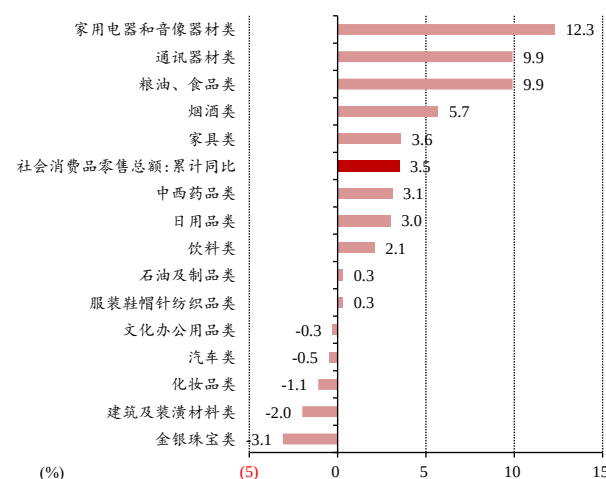
12月影响消费的正面因素较多。从同比增速来看，12月限额以上企业商品零售总额同比增速4.2%，较11月上升3.0个百分点，同比增速较高的细分行业包括家用电器、通讯器材、烟酒和粮油食品等，同比增速下降较多的是饮料、石油制品和金银珠宝等。与11月相比，增速上升较多的有化妆品、通讯器材、家用电器、文化办公用品和烟酒等，增速下降较多的有汽车、饮料和建筑装潢等等。从年内累计同比增速看，2024年累计同比增速较高的细分行业包括家用电器、通讯器材和粮油食品等，累计同比增速下降的是金银珠宝、建筑装潢、化妆品、汽车和文化办公用品；累计同比增速较1-11月上升较多的有家用电器、文化办公用品和家具等，增速下降的是饮料、中西药品、石油制品和服装鞋帽。12月限额以上企业商品零售额增速变化的影响因素较多，受房地产后周期消费影响，家具、家电消费累计同比增速明显上行，受春节加强消费因素影响，粮油食品和烟酒等消费增速有所上升，受各地加大力度实施“两新”政策影响，家用电器和通讯器材消费增速大幅上升。

图表 12. 2024年12月各品类社零当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2024年12月各品类社零累计同比增速

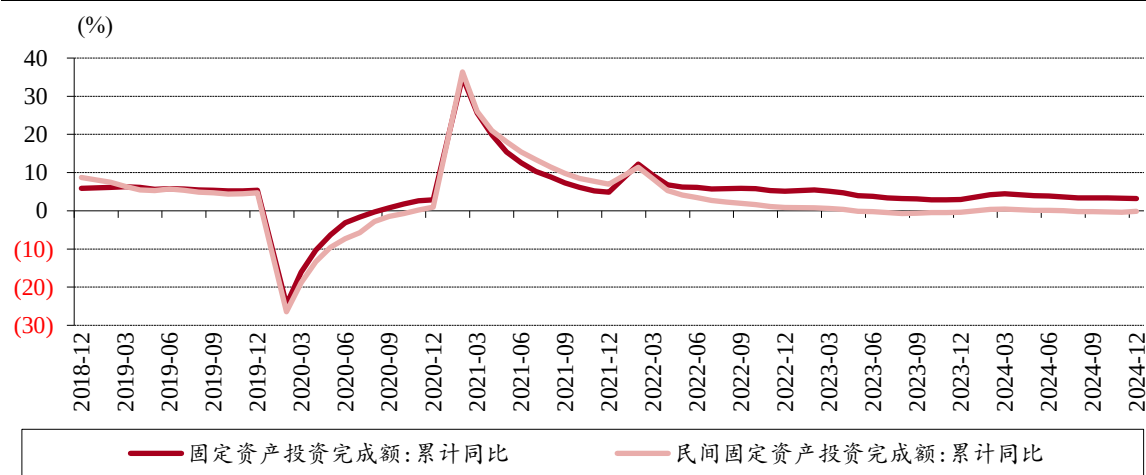


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速继续小幅下降

制造业和基建投资增速保持强劲，房地产投资累计同比增速继续下滑。2024 年固定资产投资同比增速为 3.2%，较 1-11 月小幅下降 0.1 个百分点，2024 年民间固定资产投资增速-0.1%，较 1-11 月上升 0.3 个百分点，根据统计局数据，扣除房地产开发投资，全国固定资产投资累计同比增长 7.2%。从环比增速看，12 月固定资产投资环比增长 0.33%，较 11 月的 0.09% 大幅上升，主要是受到稳增长的宏观政策提振。

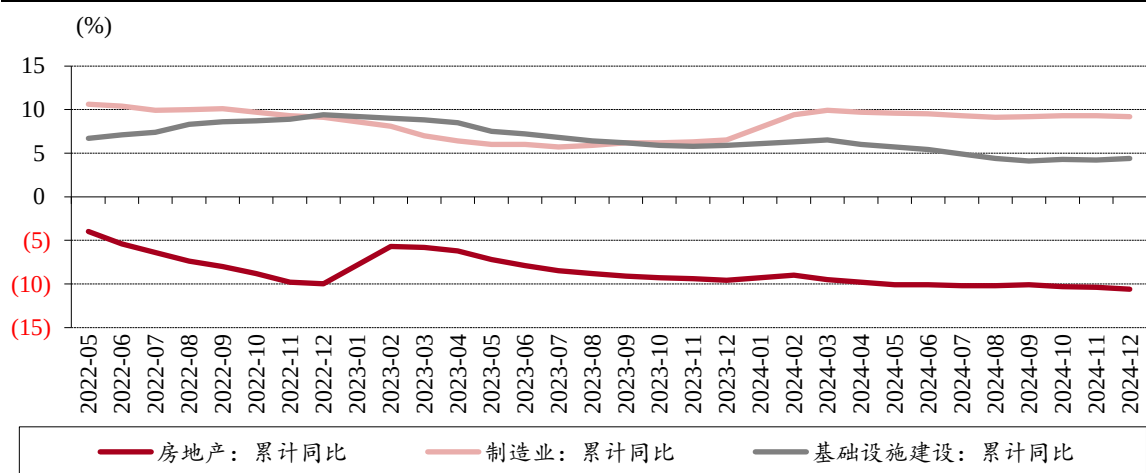
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

房地产投资延续回升迹象。分类别看，制造业投资 2024 年累计同比增长 9.2%，基建投资累计同比增长 4.4%，地产投资累计同比下降 10.6%。根据统计局数据，从产业分类来看，第一产业累计同比增长 2.6%，第二产业累计同比增长 12.0%，第三产业累计同比增速下降 1.1%；从地区来看，东部累计同比增长 1.3%，中部增长 5.0%，西部增长 2.4%，东北增长 4.2%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长 2.9%，国企同比增长 5.7%，外资企业下降 10.0%。从计算当月同比增速看，12 月制造业固投增长 8.3%，较 11 月下降 1.0 个百分点，基建固投增长 6.3%，较 11 月上升 3.0 个百分点，房地产固投增速下降 3.2%，较 11 月上升 6.6 个百分点。12 月开始进入固定资产投资淡季，但是基建和房地产投资计算当月同比增速意外上行，前者主要是受到地方政府新增专项债化债资金加速发行和提速使用的影响，后者一方面也是受到稳增长的房地产政策提振，另一方面也是受 2023 年 12 月低基数因素影响；制造业固定资产投资仍在较高水平，我们预计在“两新”政策加力扩围的影响下，2025 年制造业固投或仍将维持在较高水平。

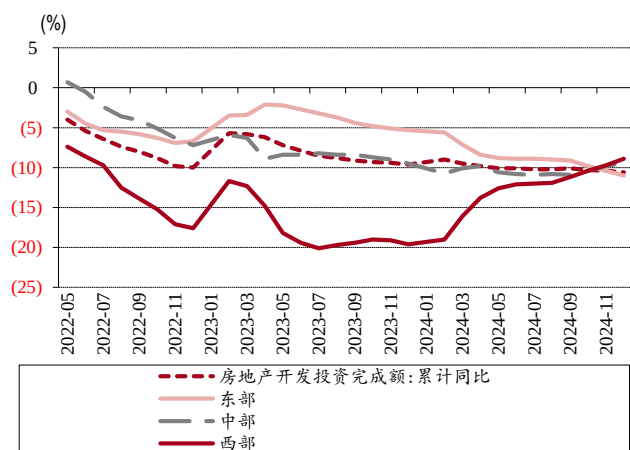
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

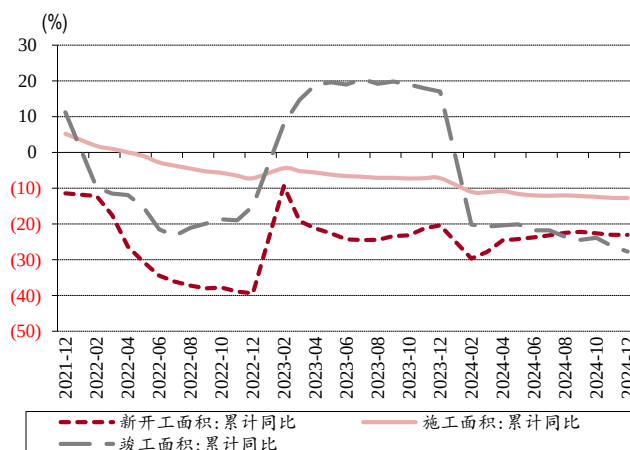
2024 年 12 月房地产开发面积当月增速降幅有所收窄。2024 年房地产投资累计同比增速下降 10.6%，较 1-11 月下降 0.2 个百分点，房地产投资累计同比增速降幅继续扩大。其中东部地区累计同比下降 11.0%、中部地区累计同比下降 9.4%、西部地区累计同比下降 8.9%。根据统计局数据，从房地产分类来看，住宅投资增速下降 10.5%，办公楼投资增速下降 9.0%，商业地产投资增速下降 13.9%。2024 年房地产新开工面积累计同比下降 23.0%，施工面积同比下降 12.7%，竣工面积同比下降 27.7%。从计算当月同比增速来看，当月新开工面积和竣工面积都较 11 月有不同程度的降幅收窄，同时施工面积累计同比增速也有筑底迹象。

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

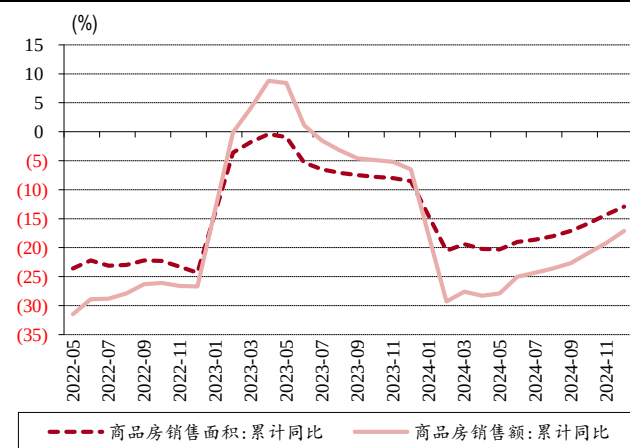
图表 17. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

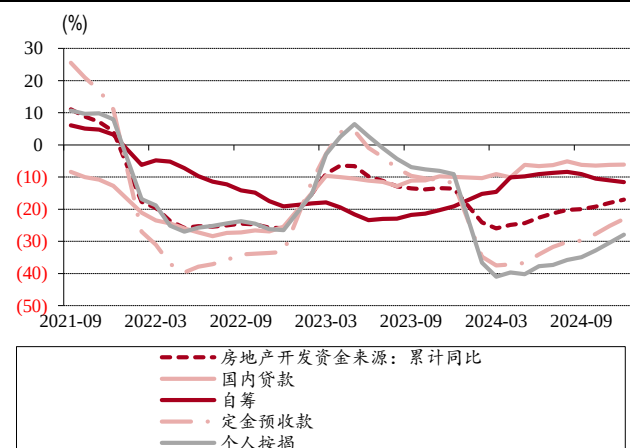
房价降幅收窄，商品房销售持续好转。2024 年 12 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 5.7%，70 个大中城市二手住宅价格指数同比下降 8.1%，房价增速均较 11 月降幅收窄。2024 年商品房销售面积累计同比下降 12.9%，商品房销售额累计同比下降 17.1%。2024 年商品房待售面积同比增长 10.6%，其中住宅面积同比增长 16.2%，办公楼同比增长 8.6%，商业地产同比增长 0.6%。从房地产投资资金来源看，2024 年国内贷款占比 14.1%，较 1-11 月上升 0.2 个百分点，个人按揭贷款占比 14.5%，较 1-11 月上升 0.1 个百分点，定金预收款占比 31.2%，较 1-11 月上升 0.5 个百分点，自筹资金占比 35.1%，较 1-11 月下降 0.8 个百分点。从增速看，2024 年房地产开发资金来源累计同比增速下降 17.0%，其中国内贷款资金来源增速下降 6.1%，定金和预收款增速下降 23.0%，按揭贷款资金来源增速下降 27.9%。稳地产的政策影响下，房地产销售增速边际持续好转，房地产投资资金来源中，来自银行和个人的资金都出现明显好转，房价同比降幅也连续收窄。

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

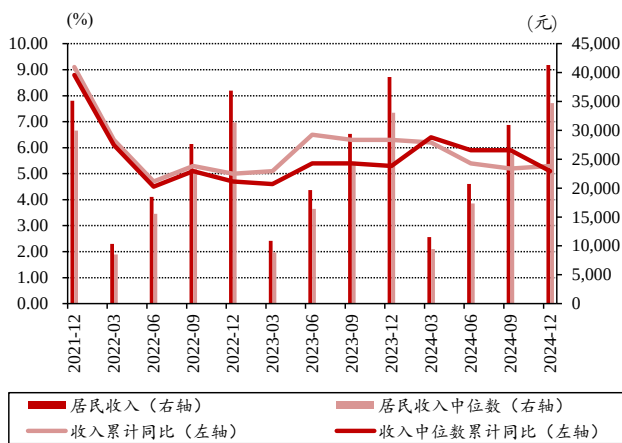


资料来源: 万得, 中银证券

2024 年居民收入增速超过经济增速

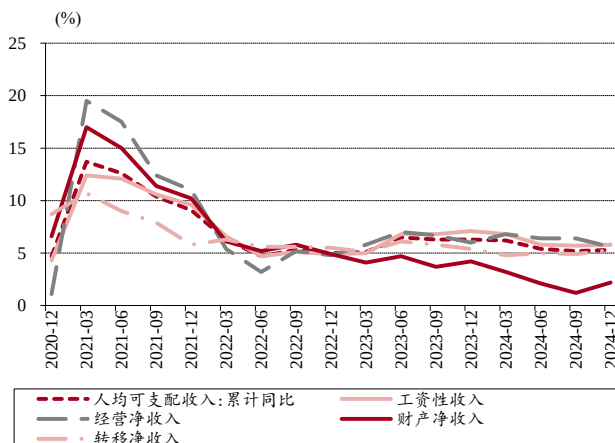
2024 年居民收入同比增长 5.3%，实际收入同比增长 5.1%。2024 年全国居民人均可支配收入 41314 元，累计同比增长 5.3%，较前三季度上升 0.1 个百分点，其中，城镇居民人均可支配收入增长 4.6%，农村居民人均可支配收入增长 6.6%；剔除价格因素，2024 年居民收入实际增速 5.1%，其中城镇居民实际收入增速 4.4%，农村居民实际收入增速 6.3%。从居民收入来源来看，2024 年工资性收入累计同比增速 5.8%，经营净收入增速 5.6%，财产净收入累计同比增速 2.2%，转移净收入增速 5.3%；从结构来看，工资性收入占比 56.5%，较前三季度下降 0.7 个百分点，经营净收入占比上升 0.8 个百分点，财产净收入和转移净收入占比基本持平。整体来看，财产净收入增速偏低，工资性收入占比下降，经营净收入虽然增速下降但占比上升，转移净收入保持较强的持续增长。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

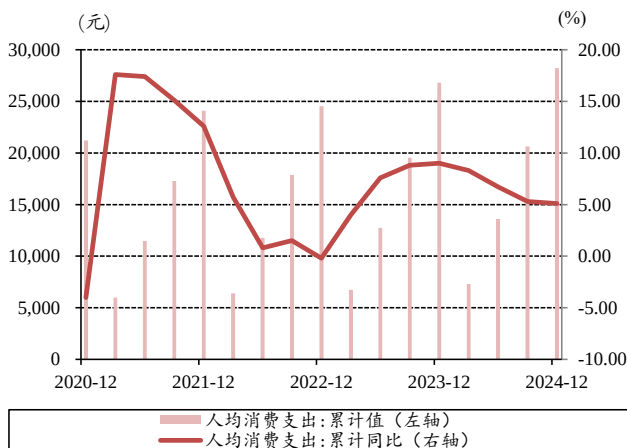
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

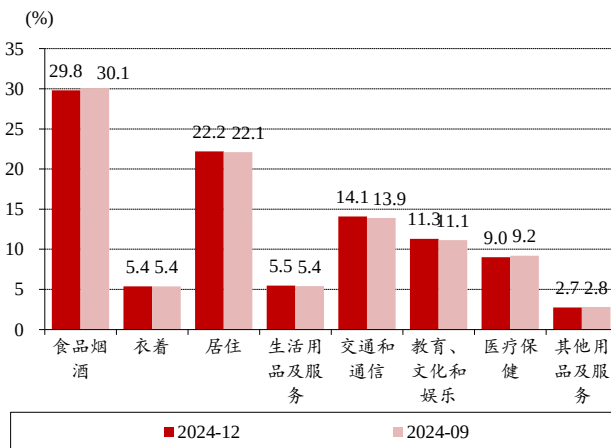
2024 年居民增量收入的边际消费倾向下降较明显。2024 年居民人均消费支出 28227 元，累计同比增长 5.1%，扣除价格因素，实际增速增长 5.1%，与前三季度相比，居民消费增速下降 0.2 个百分点。2024 年全年相较前三季度，居民消费八大分类中，增速偏低的是生活用品及服务、衣着、居住和医疗保健，增速下降幅度较大的是衣着、食品烟酒和交通通信；2024 年居民消费支出结构中占比较高的是食品烟酒（29.8%）、居住（22.2%）和交通通信（14.1%），与 2024 年前三个季度相比，占比上升的是交通通信、教育文化娱乐、居住和生活用品及服务，与 2023 年同期相比，占比上升的是交通通信、教育文化娱乐和其他用品及服务，占比下降的是居住、生活用品及服务、医疗保健和衣着，其中居住消费占比 2023 年下降了 0.6 个百分点。2024 年居民消费结构继续调整，呈现出居住消费占比下降、服务消费结构性上升、促消费政策带动交通通信等耐用消费品占比上升的特点。

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：2024 年经济增长完成目标

12 月经济数据好于预期。2024 年 12 月工业增加值同比增速较 11 月上升幅度较大，社零同比增速较 11 月明显上升，固定资产投资增速虽然较 1-11 月小幅下降，但整体表现相对平稳；四季度在生产端和第三产业共同提振下，实际 GDP 当季同比增长 5.4%，完成了全年实际 GDP 同比增长 5.0% 的任务目标。从全年的数据表现看，生产端持续好于需求端，制造业工业增加值和固定资产投资是较大的亮点；从 12 月和四季度的数据表现看，也有一些新的亮点，一是在止跌回稳的房地产政策影响下，房价同比降幅有所收窄，房地产投资当月增速出现降幅收窄，当月新开工面积同比降幅也出现收窄，二是在地方政府新增专项债化债额度，以及财政支出加速落地的影响下，基建投资增速获得支撑，三是临近春节假期，居民消费增速出现好转迹象。

2025 年经济增速目标或仍在 5%。2024 年经济增长实现 5% 增速目标的主要贡献，来自工业增加值有韧性、外需表现强劲、大规模设备更新和消费品以旧换新（“两新”）政策、财政支出托底基建等方面；我们预计 2025 年经济增长目标或仍将定在 5%，但是相较 2024 年，外需表现的不确定性较大、居民消费仍受制于居民收入增速、房地产产业链实现止跌回稳的时间仍不确定，都可能是拖累 2025 年经济增速表现的因素，对此需要稳增长的宏观政策加力提效。我们建议关注几个方面，一是积极的财政政策，在 2025 年能够多大程度的“提高赤字率”，二是 2024 年 12 月政治局会议定调“适度宽松的货币政策”，央行 2025 年工作会议也提出“择机降准降息”，短期关注春节前央行是否有宽松的货币政策落地，三是 2025 年我国加力扩围实施“两新”政策，关注政策对制造业投资和居民消费的提振情况。

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