

四季度经济增速超预期加快, 12 月实体经济数据再显政策成效

核心观点: 中国四季度经济增速远超预期回升, 服务业经济增速的改善和强劲的净出口表现或是主要推动力。单看 12 月数据, 消费和工业生产数据改善且好于预期, 且大部分房地产相关数据亦有边际改善, 继续体现政策成效。远好于预期的四季度经济增速或降低在三月两会前显著加码政策支持的可能性, 短期政策重心或放在已公布政策的落实上。然而经济复苏仍不均衡——投资依然弱于预期, 企业信贷需求仍弱, 通胀持续低迷, 我们相信中期还需更多政策支持以维持复苏动能。

四季度经济增速显著加快且好于市场预期。 四季度中国经济同比增速反弹 0.8 个百分点到 5.4%, 显著高于市场预期的 5.0% (图表 1)。全年经济增速达到 5.0%, 顺利达成去年年初制定的经济增速目标。经济环比增速从三季度上修后的 1.3% 上升到 1.6%, 略低于预期的 1.7%。分行业看, 第三产业经济同比增速的大幅加快是最大推动力 (四季度: 5.8%, 三季度: 4.8%), 第二产业经济同比增速亦加快 0.6 个百分点到 5.2% (图表 2)。此外, 尽管按支出法细分的 GDP 贡献数据尚未公布, 我们相信四季度强劲的出口亦是推动经济增速反弹的原因之一。伴随着经济增速的加快, 累计城镇居民人均实际可支配收入增速反弹 0.2 个百分点到 4.4%, 不过仍显著低于前三季度累计实际经济增速 (5.0%)。

单看 12 月数据, 消费和工业生产数据改善且好于预期, 而投资依然弱于预期。 大部分房地产相关数据亦有边际改善:

社会消费品零售同比增速部分因基数下降在 12 月反弹, 且略超市场预期。 社会消费品零售总额同比增速从 11 月的 3.0% 回升到 12 月的 3.7%, 高于市场预期的 3.6%。不过这里面也有基数下降的原因——两年复合平均增速下降近 1 个百分点到 5.5%。细分来看, 商品零售增速部分受益于基数下降而回升 (12 月: 3.9%, 11 月: 2.8%, 图表 5)。其中, 通讯器材销售增速强势转正到 14.0% (11 月: -7.7%), 或得益于 12 月各大手机厂商的新机型上市。伴随着新的 3C 数码产品购新补贴政策的落地, 手机销售或继续强劲。而此前已受以旧换新政策提振的两大类商品 12 月销售情况则大相径庭: 家电销售显著加快 17.1 个百分点到 39.3%, 而汽车销售增速则在基数下降的情况下仍下滑 6.1 个百分点到 0.5%。此外, 化妆品类销售增速转正到 0.8%, 远高于上月 -26.4% 的跌幅。尽管房产销售跌幅继续收窄, 家具、建筑及装修材料类销售增速 12 月均小幅下滑 (图表 4)。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 1 月 17 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

四季度经济增速超预期加快, 12 月实体经济数据再显政策成效

服务消费表现则由于基数上升而小幅走弱：服务零售累计同比增速 12 月再下滑 0.2 个百分点到 6.2%，餐饮零售同比增速下滑 1.3 个百分点到 2.7%。从全年来看，社会消费品零售增速从 2023 年的 7.2% 大幅下滑到 2024 年的 3.5%，略低于我们预测的 3.6%。往前看，我们预计消费品零售增速在政策支持、劳动力和房地产市场改善的背景下继续改善，2025 年将加速到至 5.0%。

固定资产投资累计同比增速 12 月再下滑 0.1 个百分点到 3.2%。这一读数亦略差于市场预期的 3.3%。其中基建投资增速加快，但并不足以抵消房地产和制造业投资增速的同时下滑（图表 6）。具体地说：

- 1. 尽管房地产投资累计同比增速弱于预期走低，我们认为房地产行业向好的趋势仍在继续。**从投资上看，房地产开发投资累计同比跌幅 12 月再扩大 0.2 个百分点到 -10.6%。尽管如此，我们通过房地产开发投资额自行推算的同比跌幅从 -9.8% 收窄到 -3.2%（图表 7）。与此同时，新开工面积累计同比跌幅维持在 -23.0% 不变。从销售上看，商品房销售不论是从销售额（12 月：-17.1%，11 月：-19.2%），还是销售面积（12 月：-12.9%，11 月：-14.3%）来看跌幅均继续收窄。我们用商品房销售面积和销售额推算两者的同比增速连续两个月为正，尽管和基数下降亦有一定关系。此外，高频数据显示房产销售向好的趋势在今年 1 月上半月继续维持（图表 8）。从房价上看，70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 12 月继续收窄 0.1 个百分点到 -0.1%。其中，一线城市房价 12 月环比上升 0.2%，二线城市房价持平，而三线城市房价跌幅亦小幅收窄（图表 9）。如果这一趋势在新的一年里得以持续，那么房产销售在低位企稳的时点将早于我们此前预计的今年年中。
- 2. 基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速 12 月回升 0.2 个百分点到 4.4%，体现政策发力成效。**往前看，我们预计城投债和土地出让金收入两大传统融资渠道在 2025 年继续受限，然而 12 万亿元化债计划的实施有助于地方政府腾挪出政策空间稳投资。政府对“两重两新”投资项目的重视亦有助于基建投资的改善。我们预计基建投资增速在 2025 年将小幅回升至 5.0%。
- 3. 制造业投资增速小幅回落 0.1 个百分点到 9.2%。**不过我们认为制造业投资将继续受今年 1 月进一步升级的设备更新政策的支撑，尽管政策成效会被高基数效应和关税战担忧而部分抵消。

工业生产总值同比增速在 12 月大幅超预期加快。工业生产总值同比增速 12 月回升 0.8 个百分点到 6.2%，远高于预期的 5.4%。改善主要是因为制造业生产增速的继续加快（12 月：7.4%，11 月：6.0%）。基于关税战担忧的出口抢跑和今年农历春节的提前或均推动了 12 月制造业生产的加速。然而，电力、热力、燃气及水生产和供应业以及采矿业的工业生产总值同比增速有所下滑。

失业率 12 月略微上升 0.1 个百分点到 5.1%，逊于预期。31 大城市失业率则连续第三个月维持在 5.0% 不变（图表 10）。

12 月单月的实体经济数据继续体现此前政策刺激成效，但复苏尚不稳固。

在消费领域，消费品以旧换新政策持续推动了家电销量的显著改善。在房地产领域，此前需求端政策升级对房产销售和价格的推动作用仍得以延续。尽管如此，之前发布的 12 月通胀和信贷数据以及低于预期的固定资产投资数据表明这一政策推动的内需改善或仍不稳固：核心 CPI 同比通胀率虽然略微回升 0.1 个百分点到 0.4%，但该读数依然较低（图表 11）。此外，虽然居民贷款在房产销售边际改善的情况下略微改善，但是企业贷款依然低迷（图表 12）。在外需方面，出口同比增速远超市场预期，然而这其中或有相当比例是出于对中美关税战担忧的出口抢跑。虽然在今年一季度，出口抢跑或继续支撑经济，但是从全年来看，出口增速预计在高基数、外需减弱和加征关税等影响下减慢。我们预计净出口或是今年经济增速的最大拖累项。在今日（1 月 17 日）上午四季度经济增速和 12 月实体经济数据发布之后，沪深 300 指数早盘涨 0.5%。

我们相信中期还需更多政策支持以维持经济复苏动能，但短期或更重落实和观望政策成效。远好于预期的四季度经济增速或有助于缓解市场对中国经济的担忧情绪，在三月两会召开前显著加码政策支持的可能性有所降低，短期政策重心或放在已公布政策的落实上。具体地说：

- **近期财政政策或侧重在升级的设备更新和消费品以旧换新政策落实上。**
在 2025 年伊始，财政政策率先发力——大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级，尤其是将手机、平板电脑和智能手表等三类数码产品纳入补贴范围内。在两会宣布财政赤字率、地方专项债额度之前，我们预计落实该政策将是财政政策的重点所在。此轮设备更新和消费品以旧换新的整体资金支持或将高于去年的 3000 亿元，而后可能根据经济情况择机加码（参见：[大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级](#)）。此外，如有必要，部分稳投资政策也可提前发力。在两会期间即将公布的财政刺激方面，我们维持今年 3.5%-4.0%（去年：3.0%）的预算赤字率、4.2-4.5 万亿元（去年：3.9 万亿元）的新增专项债额度以及 1.5-2 万亿元（去年：1 万亿元）的超长期特别国债发行规模的预测。
- **近期“适度宽松”的货币政策或受制于人民币兑美元汇率和国债收益率走低。**2025 年开年以来，央行在公开场合一再重申“适度宽松”的货币政策，并在年初连续两次提及“择机降准降息”。然而在美元指数走强、人民币汇率持续受压的情况下，近期央行亦接连提到要“增强外汇市场韧性、稳定市场预期，坚决对市场顺周期行为进行纠偏”。此外，国债收益率的持续走低和与美国利差的加大亦制约了短期内宽松货币政策的空间（图表 13、图表 14）。因此，在 1 月 15 日中期借贷便利到期后，央行并未选择兑现此前预告的去年四季度降准，而是选择了创纪录规模的公开市场投放。考虑到外部压力和好于预期的四季度 GDP 数据，我们认为短期内央行或倾向于继续使用公开市场操作熨平新年的流动性压力。不过如果特朗普在 20 日上任后美元和美债不升反降，那么我们也不能完全排除央行择机在农历新年前后降准 25-50 个基点的可能性。而降息或需综合考虑美联储降息步伐和汇率预期变化，仍需耐心等待。全年来看，我们维持 [2025 年展望报告](#) 中 20-30 个基点的降息和 50-100 个基点降准的基本判断。

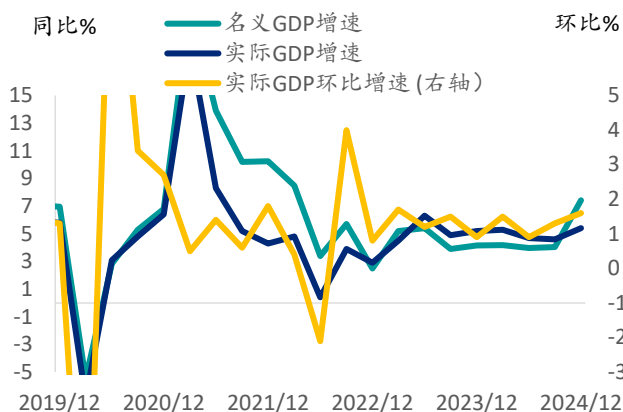
- 在数据继续向好的背景下，房地产政策短期内重点将聚焦去年年底已预告政策的落实上。尤其是专项债支持收地收储、央行收地专项再贷款的设立和 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造等进展。
- 应对特朗普的再次上任，如果关税战进展快于我们预期（预计年中正式开启），那么政策支持或亦会加码以抵消关税战的负面影响，尤其在支持出口企业方面。不过政策回应或更多仍采取“边走边看”模式。

在政策支持继续发力的前提下，我们维持今年全年 4.5% 的经济增速预测。其中消费和投资增速预计有所改善。由于基数较高，今年一季度经济增速或略微下滑至 4.5%，而后在基数下降后二季度回升至 4.6%。在下半年，随着潜在的关税战的影响逐渐显现，我们预计经济增速逐渐下滑。

在汇率方面，央行近期或将继续努力稳定市场预期。由于对美联储降息预期的降温以及特朗普关税战的担忧，美元指数在本月一度升至接近 110 的 2022 年 12 月以来的新高，而后因为通胀数据回落小幅下滑。美元强势和美债收益率的走高给全球大部分货币带来贬值压力，包括人民币（图表 15）。不过从较为稳定的 CFETS 指数来看，美元兑人民币汇率的贬值大多是因为美元的走强。1 月以来，央行接连出招稳汇率，包括：1）1 月 9 日宣布将在香港发行 600 亿元人民币央票，为 2018 年以来最大规模；2）1 月 13 日宣布将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75。我们认为短期内央行并不希望在特朗普尚未开启关税战的情况下出现单边贬值预期，因此会继续出手稳汇率。中期来看，如果关税战正式开启，那么美元兑人民币汇率或适当贬值以部分抵消关税影响，不过贬值程度或小于上次关税战（参见：[2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性](#)）。

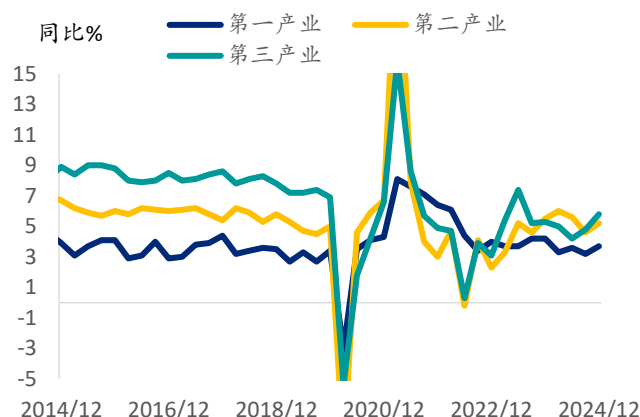
投资风险：后续政策刺激和政策成效不及预期；消费复苏乏力；特朗普执政后的中美关系风险，尤其在贸易方面。

图表 1：四季度经济增速显著加快且好于市场预期



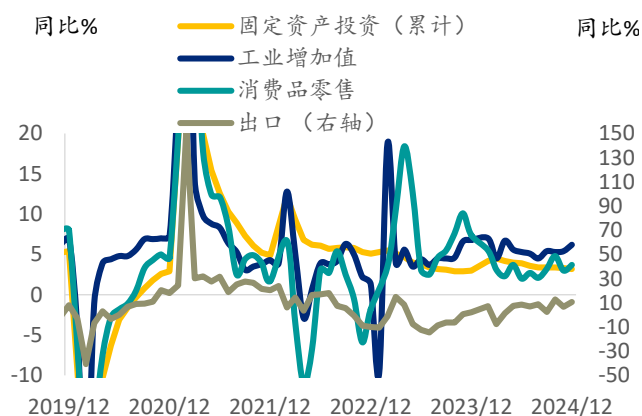
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 2：分行业看，第三产业经济同比增速的大幅加快是最大推动力



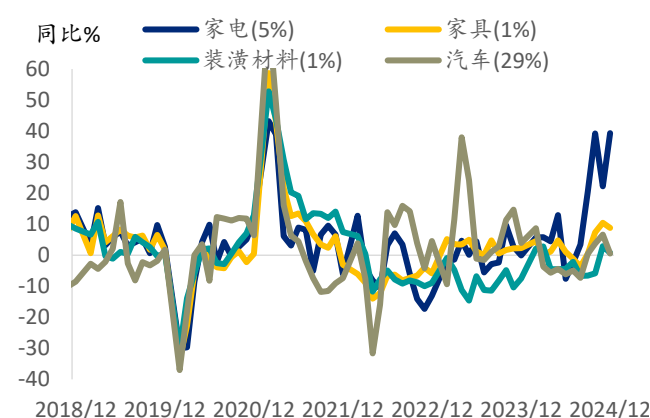
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 3：12月大部分实体经济数据改善



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 4：耐用品方面，家电销售增速反弹，家具、装修材料和汽车销售增速12月均下滑



注：括号内数字为2023年占总零售销售比

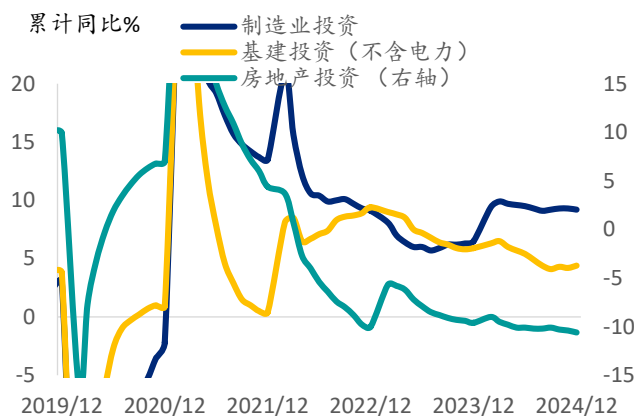
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 5：消费品零售总额增速12月反弹

	24年12月		上月	19年同期 (%)	两年平均 / 19年同期 (%)
	12月同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)			
社会消费品零售总额	3.7	5.5	3.0	8.0	46.3
服务零售 (累计)	6.2		6.4		
餐饮	2.7	15.5	4.0	9.1	29.7
商品零售	3.9	4.3	2.8	7.9	49.4
必需品					
日用品类	6.3	0.0	1.3	13.9	45.3
能源类	-2.8	2.7	-7.1	4.0	-70.0
自选消费					
服装鞋帽针纺织品类	-0.3	12.1	-4.5	1.9	-15.8
化妆品类	0.8	5.2	-26.4	11.9	6.7
金银珠宝类	-1.0	13.2	-5.9	3.7	-27.0
通讯器材类	14.0	12.5	-7.7	8.8	159.1
汽车类	0.5	2.2	6.6	1.8	27.8
住房相关					
家用电器和音像器材类	39.3	18.0	22.2	2.7	1455.6
家具类	8.8	5.5	10.5	1.8	488.9
建筑及装潢材料类	0.8	-3.4	2.9	0.6	133.3

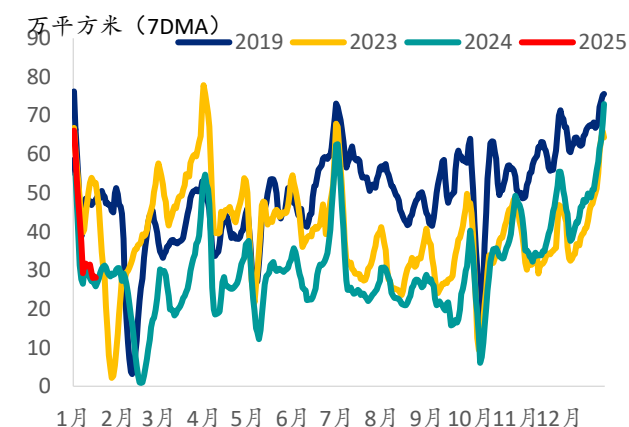
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 6: 基建投资增速加快, 但并不足以抵消房地产和制造业投资增速的同时下滑



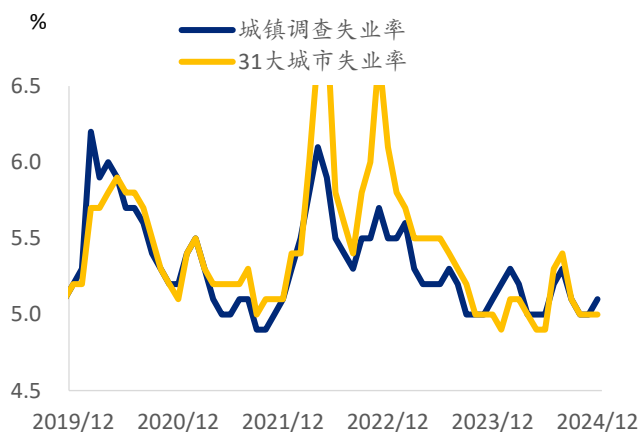
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 8: 30 大中城市商品房销售 1 月上半月仍然维持同比正增长



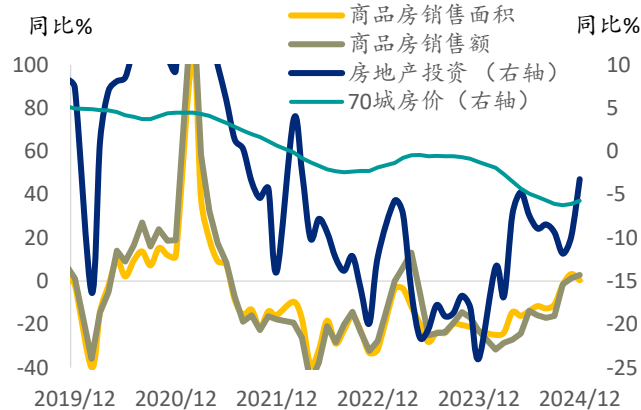
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 10: 失业率 12 月微升



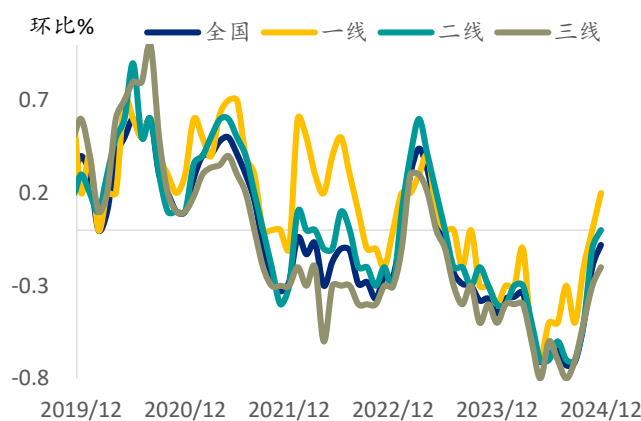
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 7: 从我们自己推算的同比增速来看, 销售和投資增速均有改善



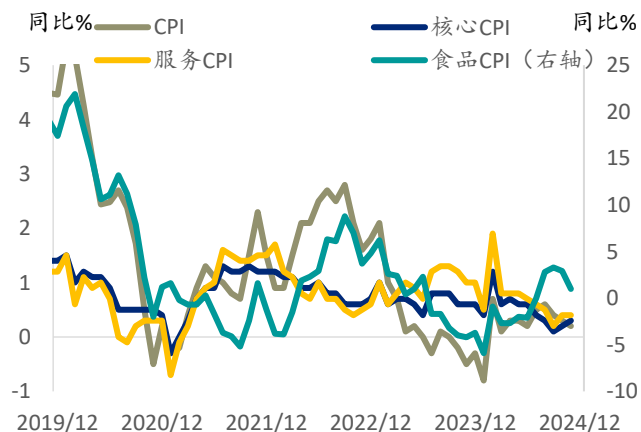
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 9: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 12 月继续收窄, 一线城市房价实现正增长



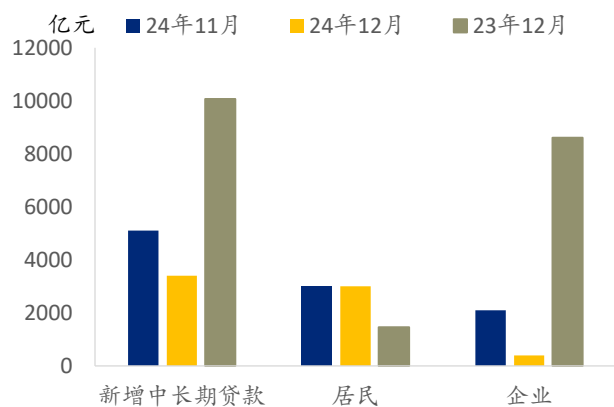
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 11: 核心 CPI 同比通胀率虽然略微回升 0.1 个百分点到 0.4%, 但该读数依然较低



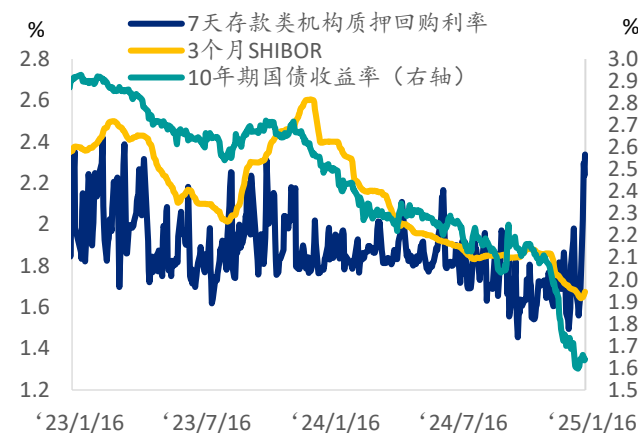
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 12: 虽然居民贷款在房产销售边际改善的情况下略微改善, 但是企业贷款依然低迷



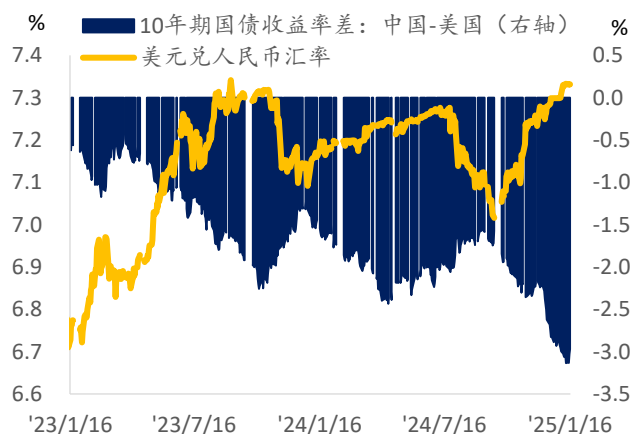
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 13: 国债收益率进一步下降, 已显著低于短期利率指标



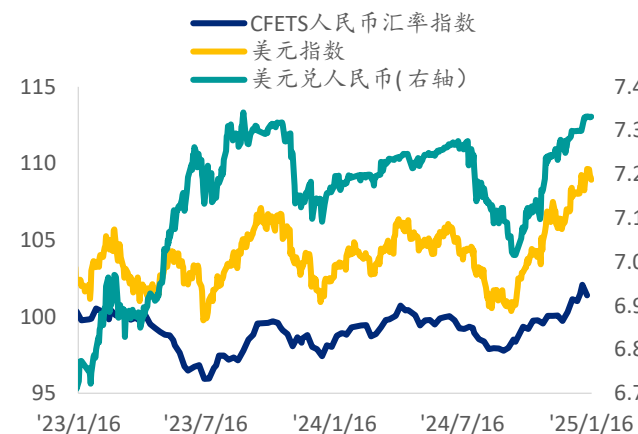
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 14: 中美 10 年期国债收益率差进一步扩大, 施压人民币汇率



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 15: 美元指数大幅升值推动美元兑人民币汇率贬值



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 16：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体经济好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024 年 5 月 17 日	4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024 年 4 月 30 日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024 年 4 月 22 日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性
2024 年 3 月 20 日	月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏
2024 年 3 月 18 日	1-2 月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续
2024 年 3 月 14 日	大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 1 月 24 日	央行宣布降准 50 个基点，预示货币政策将继续维持宽松
2024 年 1 月 17 日	四季度经济增速略弱于预期，但 12 月数据初显政策成效
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音

2023 年 12 月 15 日	11 月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱
2023 年 12 月 13 日	中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023 年 10 月 6 日	国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023 年 9 月 15 日	央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大？
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023 年 9 月 1 日	央行三箭齐发稳地产，影响几何？
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 11 日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

