

中国宏观经济数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策

核心观点：中国一季度经济同比增速维持在 5.4% 不变，好于市场预期，制造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 3 月数据，虽然消费、投资和工业生产数据均改善且好于预期，但是低迷通胀和房地产下行周期等国内经济核心问题尚未显著改善。从外需来看，自特朗普二次上任以来，美国对中国商品加征的高额关税基本阻隔中国商品直接出口至美国，尽管目前占到对美出口约 20% 的电子商品出口暂获豁免。二季度起出口增速或大幅下滑，我们 4.5% 的全年经济增速预测正面临较大的下行风险。在此背景下，今年整体的政策刺激力度或将显著高于两会制定的规模。我们相信政府或在财政刺激方面额外拿出 1%~1.5% GDP 的资金支持，短期内重点关注潜在全国性生育补贴政策的推出。降息降准幅度亦可能高于我们此前预期，并在二季度重启。政府或通过降低住房公积金贷款利率、提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等方式再次提振购房信心。

一季度实际经济同比增速持平在 5.4%，好于市场预期（5.2%）。名义 GDP 增速亦维持在 4.6% 不变。然而，环比经济增速从去年四季度的 1.6% 下滑至 1.2%，低于预期的 1.4%（图表 1）。分行业看，第二产业经济同比增速的大幅加快是最大推动力（一季度：5.9%，去年四季度：5.2%），但第三产业经济同比增速减慢 0.5 个百分点到 5.3%（图表 2）。此外，尽管按支出法细分的 GDP 贡献数据尚未公布，我们相信一季度继续强劲的出口亦是推动经济增速反弹的原因之一。此外，累计城镇居民人均实际可支配收入增速较去年全年上升 0.6 个百分点到 5.0%，与实际经济增速的差距有所收窄。

3 月实体经济数据亦均超预期改善。其中：

- **3 月社会消费品零售总额同比增速继续加快，且远好于市场预期。**社会消费品零售总额同比增速从 1-2 月的 4% 继续加快至 5.9%，为近一年来的新高，高于市场预期的 4.3%（图表 3）。服务消费和商品消费在 3 月均有改善，去年 3 月的低基数亦起到一定作用。细分来看，服务零售累计增速在连续 12 个月下滑后，在 3 月终于回升 0.1 个百分点到 5%。餐饮消费同比增速再加快 1.3 个百分点到 5.6%。商品零售增速加快 2 个百分点到 5.9%（图表 7）。其中，通讯器材销售增速在 1-2 月随着“消费品以旧换新”政策加力扩围大涨之后再上升 2.4 个百分点到 28.6%。另外两个受惠品类在 1-2 月表现较为平淡之后，3 月增速显著改善，分别是汽车（3 月：5.5%，1-2 月：-4.4%）和家电（3 月：35.1%，1-2 月：10.9%）。或得益于房地产销售的边际改善，家具销售增速 3 月再加快 17.8 个百分点到 29.5%，但建筑及装潢材料类销售增速继续徘徊在零增长附近。此外，金银珠宝类的销售增速继续走高，服装销售增速稳定，化妆品销售增速在春节假期之后回落。

金晓雯，PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2025 年 4 月 16 日



扫码关注浦银国际研究

- **固定资产投资累计同比增速边际改善至 4.2%。**这一读数略高于市场预期和 1-2 月的读数（均在 4.1%）。其中基建投资和制造业投资增速边际改善，房地产投资跌幅略微扩大（图表 4）。具体地说：
 1. **房地产行业数据继续喜忧参半。**从投资上看，3 月房地产开发投资累计同比跌幅再扩大 0.1 个百分点到 -9.9%，符合市场预期。不过新开工面积累计同比跌幅有所收窄，至 -24.4%（1-2 月： -29.6%）。从销售上看，3 月新建商品房销售面积和销售额累计同比跌幅较 1-2 月分别收窄 2.1 和 0.5 个百分点，到 -3.0% 和 -2.1%。用我们自己推算的同比增速来看，商品房销售面积和销售额同比跌幅较 1-2 月亦有所改善（图表 5）。尽管如此，高频数据显示房产销售在 4 月上半月走弱，令人担忧房产销售复苏的后续动能：截止到 4 月 15 日，4 月 30 大中城市商品房销售面积同比跌 8.6%（3 月为 7.3% 的正增速，图表 6）。从房价来看，70 大中城市新建商品房价环比跌幅在 3 月略微收窄到 -0.08%（2 月： -0.14%）。其中一线城市环比增幅连续三个月维持在 0.1% 不变，二线城市房价继续持平，然而三线城市房价跌幅小幅收窄（图表 8）。
 2. **基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速 3 月继续加快 0.2 个百分点到 5.8%，继续体现政策发力成效。**今年开年以来，政府债券发行快于去年同期，帮助推高了基建投资增速。在关税战背景下，我们相信政府债券发行工作接下来将继续前置展开，推动基建投资的持续改善以部分抵消出口下滑的影响。
 3. **制造业投资增速终于反弹，回升 0.1 个百分点到 9.1%。**在出口或受加征关税影响较大的背景下，政府或对制造业企业推出更多政策支持，帮助其完成设备升级和产业转型等。
- **工业生产总值同比增速大幅加快，远高于市场预期。**工业生产总值同比增速 3 月大涨 1.8 个百分点到 7.7%，远高于市场预期的 5.9%。其中制造业生产增速显著加快 1 个百分点到 7.9%。结合同样远高于预期的 3 月出口增速，我们相信出口抢跑是制造业生产加快的主要原因之一。与此同时，采矿业（3 月： 9.3%，1-2 月： 4.3%）和电力、热力、燃气及水生产（3 月： 3.5%，1-2 月： 1.1%）工业生产总值同比增速亦上升。
- **3 月全国城镇调查失业率下滑 0.2 个百分点到 5.2%，好于预期（5.3%）。**31 大城市失业率维持在 5.2% 不变（图表 9）。

好于预期的一季度 GDP 以及 3 月实体经济数据继续体现此前政策刺激成效，但低迷通胀和房地产下行周期等国内经济核心问题尚未显著改善。首先，虽然 3 月房地产销售和房价数据继续边际改善，但是 4 月上半月房产销售显著下滑，令人担忧此前政策成效是否已经开始淡出，居民购房信心或又开始下降。其次，虽然消费数据改善明显，但是 CPI 同比通胀率连续两个月为负（3 月： -0.1%，2 月： -0.7%，图表 10）。尽管核心 CPI 同比通胀率转正至 0.5%（2 月： -0.1%），这一显著回升趋势在关税战的阴影下或较难维持。此外，虽然我们相信消费品“以旧换新”政策将继续发力，但是 3 月高达 30% 左右的通讯器材、家电和家具销售增速或难以持久，更何况关税战和房产销售的走弱亦有可能动摇消费信心。最后，3 月出口增速超预期加快至 12.4%（2 月： -3.0%，图表 11）。尽管在 3 月中国出口到美国的商品已经在特朗普二次上任后被累计加征 20% 的关税，对“对等关税”的担忧导致出口抢跑。出口抢跑使得今年一季度商品贸易顺差较去年同期增长高达 49%。然而在二季度中美关税战全面爆发之后，二季度起出口增速或大幅下滑。净出口或逐渐变成 GDP 贡献的拖累项。在今日（4 月 16 日）上午经济数据发布之后，沪深 300 指数早盘反而跌了 0.93%。

尽管一季度经济表现优异，关税或成为接下来影响经济走势的关键因素。自4月2日特朗普宣布“对等关税”，对中国商品再加征34%关税。在中国发起反制措施之后两国关税战迅速升级。在特朗普二次上任至今，美国对中国商品的加征关税幅度已达245%之高。高额的对华关税或基本阻隔中国商品直接出口至美国。我们此前曾根据模型推算，特朗普二次上任后累计加征54%的关税或将拖累中国GDP增速3.2个百分点。不过考虑到中美贸易顺差占到中国2024年GDP约2%，我们认为影响将不会超过此数字，或在年均1.5~2个百分点之间。不过，美国白宫在4月11日更新其豁免清单，将智能手机、电脑和其他电子设备暂时排除在“对等关税”政策之外。受豁免的相关产品出口占到2024年中国出口到美国总出口的20%左右(价值约1,000亿美元)。这一豁免如果持续，或可以减小对中国经济的伤害20%左右。然而，豁免或并不能持续：美国商务部已经在4月14日宣布启动对芯片和药品进口调查。在调查完成后，美国大概率会就这两个行业亦加征关税。毫无疑问，我们4.5%的全年经济增速预测正面临较大的下行风险。

我们相信在关税战升级的背景下，今年整体的政策刺激力度或将显著高于两会制定的规模。为了抵消关税战对经济的负面影响，我们相信政府或在财政刺激方面额外拿出1%~1.5%GDP的资金支持。货币政策亦会在原有基础上有所加码。即将在本月中或月底召开的政治局经济会议或强调加快落实两会已公布政策刺激、定向推出一些针对受关税政策影响较大的出口企业的政策支持、以及预告/暗示后续政策刺激。具体地说：

- 财政政策短期内或狠抓落实，重点关注潜在的全国性生育补贴政策的推出。由于距离两会公布各项刺激政策才一月有余，短期重点或仍放在加快执行两会政策上，尤其是3,000亿元规模的“消费品以旧换新”政策、4.4万亿元地方政府专项债和1.3万亿元超长期特别国债的加快发行和使用上。至于两会上明确提及的促进生育政策，政府或因为关税战的迅速升级而提前发布全国性生育补贴政策。

中期来看，若两会公布的债券发行和“以旧换新”支持资金等额度已使用过半、或关税战对出口和整体经济动能影响显著，政府或宣布增加1%~1.5%GDP财政资金的支持。时点或最晚在7月的半年度政治局经济会议上。

在具体的资金使用上，在促消费方面，政府或进一步扩大“消费品以旧换新”的使用范围和资金支持规模，例如扩大至服务消费（餐饮、旅游等）和快消品消费、以及增加单品补贴金额。政府也可能鼓励有条件的地方政府推出区域性的促消费政策。当局亦可以在今年《政府工作报告》已提高居民基础养老金和医保补助标准的基础上制定进一步为中低收入群体减负增收的定向政策支持。稳就业的措施也有望推出。在稳投资方面，若促消费类政策成效不及预期，政府或适当放宽使用地方政府专项债投资基建项目和购买存量房和土地的条件。在和美国脱钩愈演愈烈的情况下，政府亦会增加科技创新和传统产业提升或转型的投资，尤其在人工智能领域。

- 货币政策上，二季度降准降息可期。3月信贷数据超预期回升，体现政策成效。不过数据回升更多是得益于企业贷款的恢复、尤其是短期企业贷款，中长期贷款基本和去年持平（图表12）。信贷需求的复苏仍需耐心等待。

在美国“对等关税”政策推出之前，我们认为央行或在二季度降准 25-50 个基点，但是降息或要等到美联储降息之后。然而，在关税战升级的背景下，美联储降息的不确定性明显上升，我们认为央行宽松的货币政策或更为独立，以国内经济为主要考量。

因此，我们将二季度的降准幅度预测上调至 50 个基点，全年降准幅度亦从 50-100 个基点上调至 100 个基点。此外，我们认为二季度或还有 10-20 个基点的降息，并将全年的降息预期从此前的 20-30 个基点上调到 30-40 个基点（图表 13）。虽然在上次 2018-2019 年的关税战上，央行仅使用了降准并未使用降息手段，但是此次美国亦处在降息周期上，且面临显著增大的衰退风险，这些情况变化均有利于中国货币政策独立性。

此外，类似于上次关税战，政府或对受关税战影响比较大的出口企业（主要是中小型企业）推出定向的信贷支持，降低其利息、税收等方面的经营成本，帮助出口型企业转型或调整供应链（图表 17）。

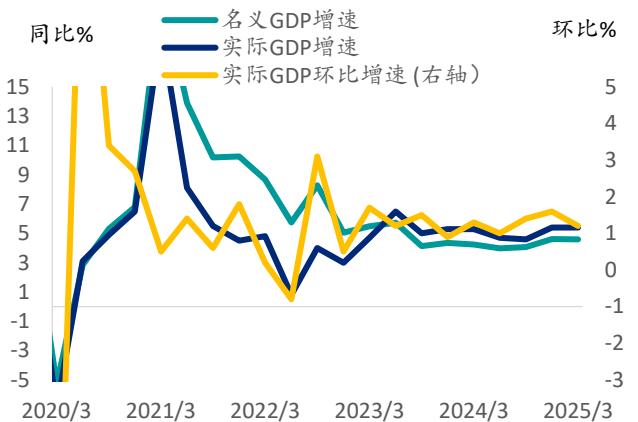
- **房地产增量政策或可期。**4 月以来房地产销售动能开始转弱，再加上中美关税战对居民购房信心的影响，我们认为政府或在需求端加码政策支持。潜在措施包括在《提振消费专项行动方案》中已经提及的降低住房公积金贷款利率、提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等。

从供给端来说，去年年底已预告政策的落实依然是短期焦点所在，包括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。中期来看，如果政策成效不及预期，政府仍有空间扩展“白名单”信贷规模和货币化安置城中村改造的规模以及提供更多更便宜的资金支持房企去库存。

人民币或在关税战升级的背景下小幅贬值。在 4 月 2 日特朗普发布“对等关税”政策之后，美元指数至今反而下跌了 3.9%。这或许是因为特朗普的政策过于激进，市场对美国经济衰退的担忧超过了其他国家被加征关税后影响出口的担忧。而人民币兑美元汇率基本稳定在 7.3-7.35 的狭小区间内（图表 18），但是人民币兑一揽子货币的 CFETS 人民币指数 4 月以来略微贬值。从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行仍在人民币兑美元汇率突破 7.3 之后略微加大干预，回到 7.3 以内后减小干预（图表 19）。往前看，我们认为央行或允许人民币在市场驱动下小幅贬值，略微缓解出口压力。但是这次美国加征的关税税率确实太高，外汇方面可能起的作用相当有限，再考虑到中美利差、美国衰退担忧等因素，我们认为此次贬值幅度或远不及上次关税战。

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；房地产市场迟迟不企稳；中美经济脱钩往金融和科技领域继续深化。

图表 1: 一季度名义和实际同比经济增速均与去年四季度持平, 但实际环比经济增速下滑



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 3: 3月实体经济数据均好于市场预期改善



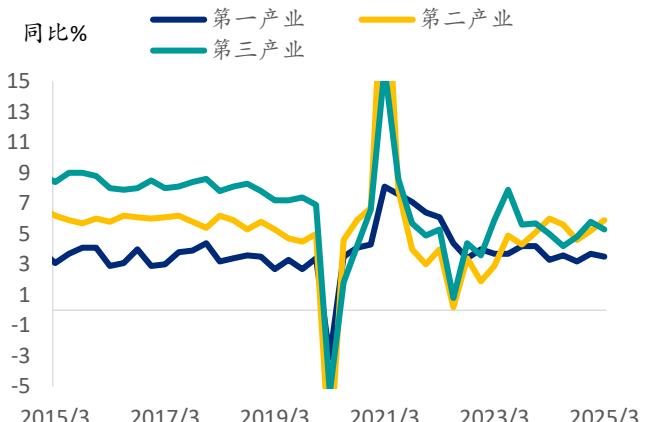
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 5: 从我们自己推算的同比增速来看, 3月房地产销售略微改善, 投资增速继续下滑



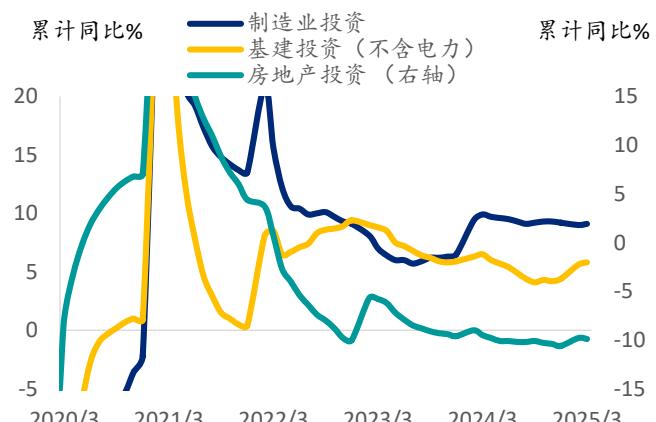
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 2: 分行业看, 第二产业经济同比增速的大幅加快是最大推动力



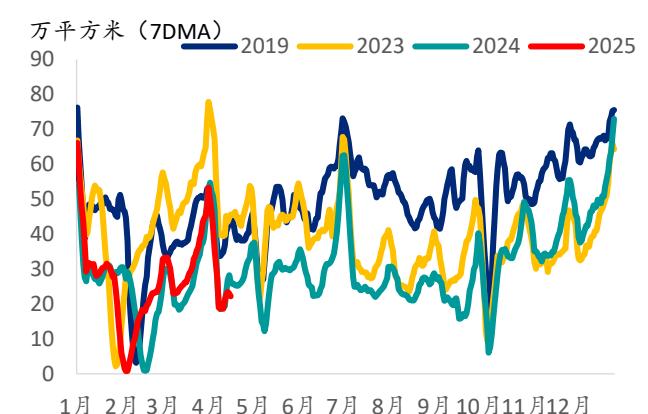
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 4: 基建投资和制造业投资增速边际改善, 房地产投资跌幅略微扩大



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 6: 30 大中城市商品房销售 4月上半月走弱



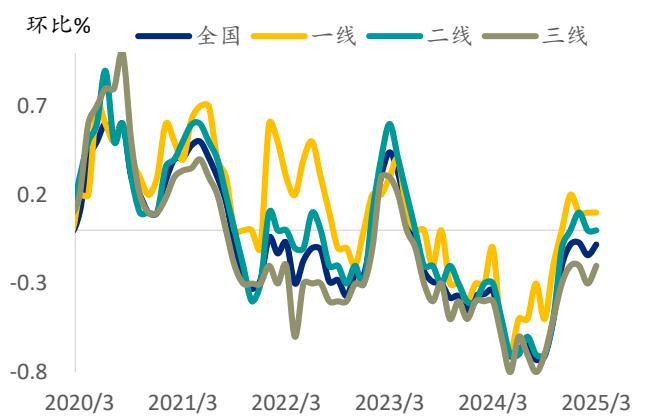
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 7: 社会消费品零售总额增速 3 月继续回升

	3月同比增速 (%)	1-2月同比增速 (%)	2019年同期 (%)	3月 / 19年同期 (%)
社会消费品零售总额	5.9	4.0	8.7	67.8
服务零售 (累计)	5.0	4.9		
餐饮	5.6	4.3	9.5	58.9
商品零售	5.9	3.9	8.6	68.6
必需品				
日用品类	8.8	5.7	16.6	53.0
能源类	-1.9	0.9	7.1	-26.8
自选消费				
服装鞋帽针纺织品类	3.6	3.3	6.6	54.5
化妆品类	1.1	4.4	14.4	7.6
金银珠宝类	10.6	5.4	-1.2	-883.3
通讯器材类	28.6	26.2	13.8	207.2
汽车类	5.5	-4.4	-4.4	-125.0
住房相关				
家用电器和音像器材类	35.1	10.9	15.2	230.9
家具类	29.5	11.7	12.8	230.5
建筑及装潢材料类	-0.1	0.1	10.8	-0.9

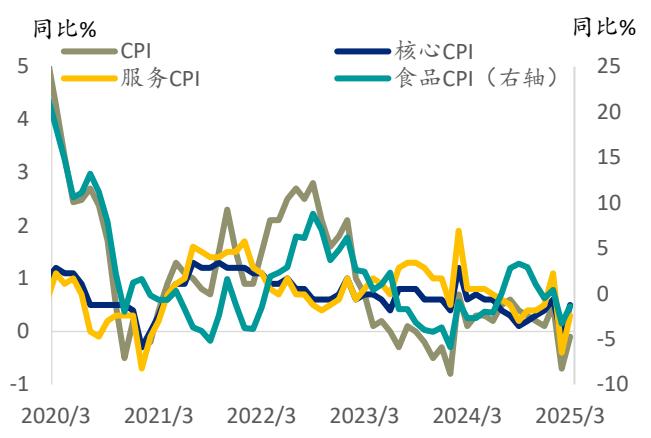
资料来源：国家统计局、同花顺，浦银国际

图表 8: 3 月 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅较 2 月略微收窄



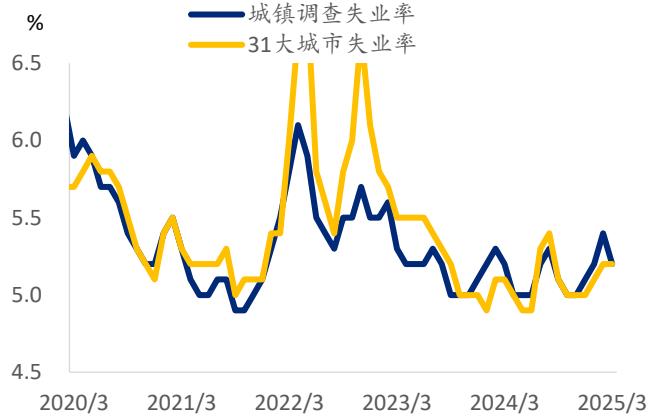
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 10: 3 月 CPI 同比通胀率仍为负，但核心 CPI 转正



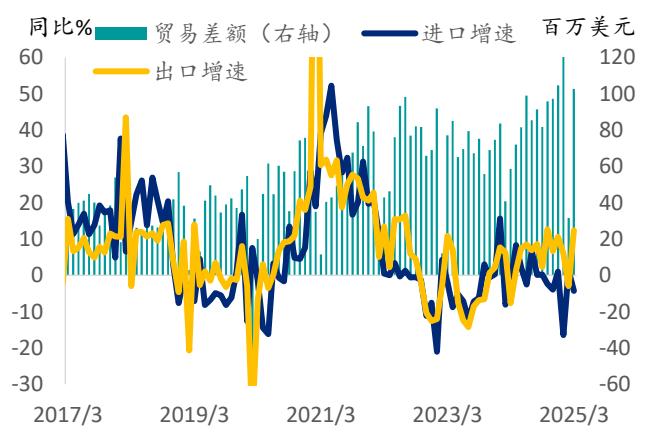
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 9: 3 月全国城镇失业率下滑



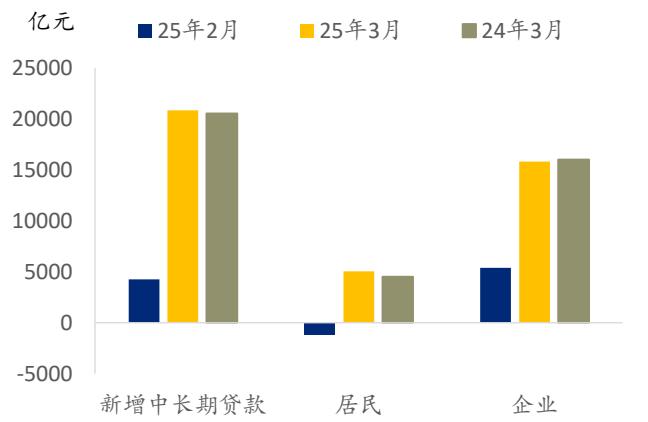
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 11: 3 月出口增速超预期加快至 12.4%，受益于出口抢跑



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 12: 3月贷款显著好于去年同期，但中长期贷款基本持平



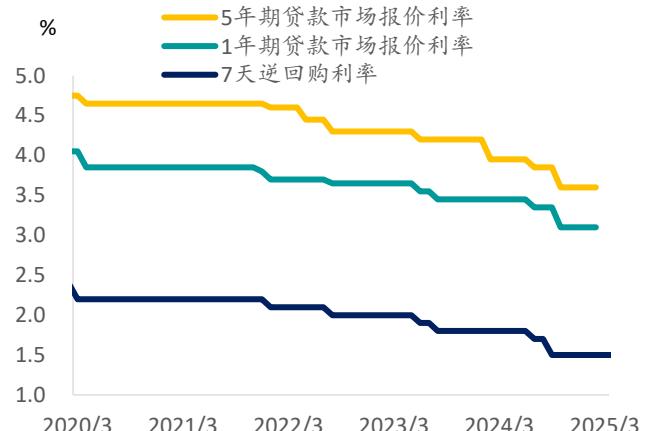
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 14: 我们上调降准预测到二季度 50 个基点，全年 100 个基点



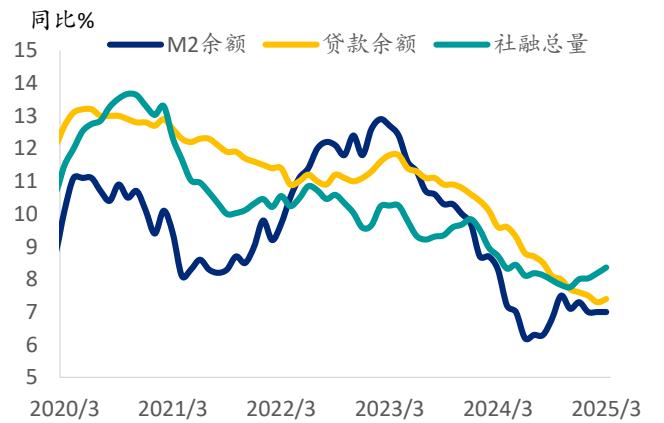
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 13: 我们预计二季度或降息 10-20 个基点，全年降息幅度提高至 30-40 个基点



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 15: 信贷增速接下来有望继续改善，尤其是对中小企业的定向支持



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 16: 中美关税战 2.0 时间线



注：数据截至 2025 年 4 月 15 日

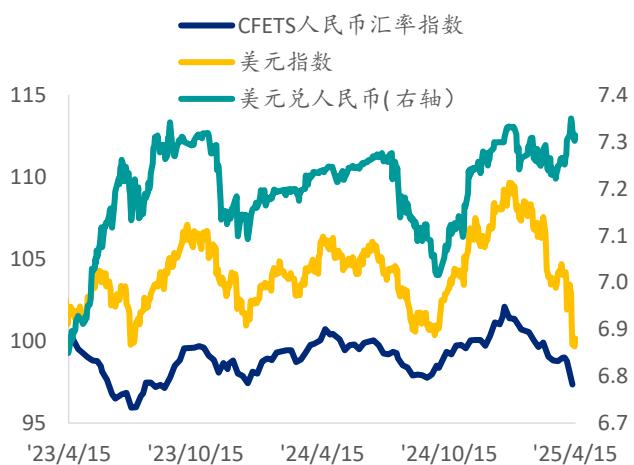
资料来源：美国白宫，中国商务部，新闻整理，浦银国际

图表 17：中国政府在此前贸易战爆发后的应对政策措施

日期	部门	具体内容
2018年9月28日	国务院	国务院常务会议进一步降低机电设备、纺织品、建筑装饰材料等1585种产品进口关税，自2018年11月1日起实施。关税从2017年的9.8%下调至7.5%，2018年的关税调整可为企业和消费者节省人民币600亿元。
2018年10月7日	财政部	财政部研究未来更大规模的减税和更积极的财政政策，以稳定增长。税费减免总额预计超过人民币1.3万亿元，而全国人大期间确定的目标是人民币1.1万亿元。此外，财政部还将支持重大项目建设，并通过提高个人所得税扣除来刺激消费。
2018年10月7日	央行	下调部分银行存款准备金率100个基点，除了其中4500亿元用于偿还到期的MLF贷款外，将额外释放流动性7500亿元支持实体经济。
2018年10月8日	国务院	2018年11月1日起，国务院再次提高出口退税率，原15%出口和部分13%出口退税率提高至16%；出口退税率9%的，税率提高到10%，有的甚至达到13%；出口退税率5%的，税率提高到6%，有的甚至达到10%。该措施不适用于高耗能、高污染、产能过剩相关出口。同时，7档返利下调至5档。
2018年10月22日	央行	公布两项新举措支持民营企业融资：1)宣布新增1500亿元再贷款和再贴现贷款额度，用以支持银行向中小企业和民营企业发放贷款；2)设立民营企业债券融资支持工具。
2018年11月8日	银保监会	银保监会主席郭树清要求银行对民企的新增贷款在整体企业贷款中的比例在大银行必须达到1/3，对中小银行必须达到2/3。对整体银行系统来说，争取在3年内将民营企业贷款在总体企业贷款中的比重提升到50%以上，此前大约在40%。
2018年11月9日	国务院	国务院常务会议要求2018年四季度中小企业贷款利率降低1个百分点，并要求国有企业和政府按时偿还对民营企业的应收账款。
2019年1月2日	央行	宣布扩大普惠金融定向降准范围：对授信额度在1000万元以下的中小企业贷款实行定向降准，此前标准为500万元。
2019年1月9日	国务院	国务院常务会议公布减轻中小企业税负的新举措，预计每年减轻2000亿元税负。
2019年1月	央行	央行分两次降低存款准备金率，分别在15日和25日降低50个基点，排除了偿还到期的MLF贷款之外，约释放8000亿元永久性流动性。
2019年2月14日	国务院	发布《关于加快民营企业IPO和股权再融资的新指导意见》，我们预计民企进入资本市场的融资渠道将有所拓宽。
2019年5月6日	央行	宣布在5月15日对农村中小银行下调存款准备金率最多3.5个百分点到8%，注入2800亿元永久性流动性。
2019年9月6日	央行	宣布在9月16日下调整体存款准备金率50个基点。为了进一步扩大对小微企业和民企的贷款支持，城市商业银行的存款准备金率分两次在10月15日和11月15日下调，共下调100个基点。两项降准操作总共释放9000亿元流动性。

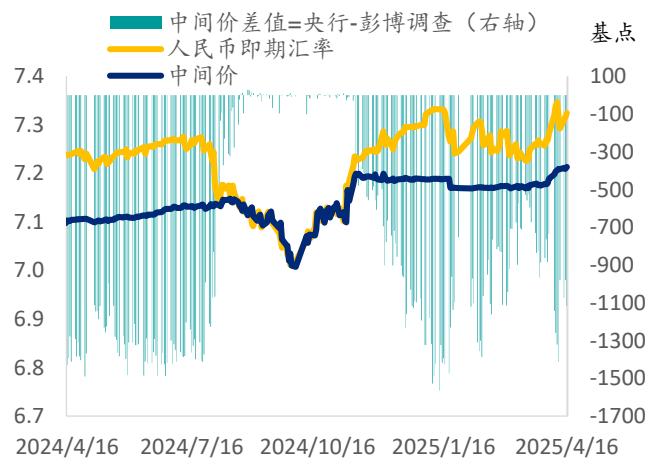
资料来源：新闻报道，浦银国际

图表 18：美元兑人民币汇率在美国“对等关税”发布后处在7.3-7.35区间内，但CFETS指数下滑



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 19：央行仍在人民币兑美元汇率突破7.3之后略微加大干预，回到7.3以内后减小干预



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 20: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	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
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 月实体数据好于预期，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

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团 - 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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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

