

9 月和三季度经济数据点评

稳增长政策转向长期视角

9 月工业增加值同比增速较 8 月上行且好于万得一致预期，9 月社零同比增速第四个月下降，1-9 月固定资产投资增速落入负增长区间；前三季度实际 GDP 累计同比增长 5.2%，我们预计大概率能够实现全年增长 5.0% 的目标，四季度稳增长的政策包括已经出台的第四批“国补”690 亿元和提前下达 2026 年新增地方政府债务限额 5000 亿元；关注年底前货币政策是否会进一步调整。

- 2025 年三季度 GDP 实际同比增速 4.8%，名义 GDP 同比增速 3.7%，前三季度实际 GDP 累计同比增长 5.2%。前三季度平减指数累计同比下降 1.08%，较上半年平减指数累计同比下降 0.08 个百分点。
- 9 月工业增加值同比增长 6.5%。从行业分类来看，1-9 月采矿业工业增加值累计同比增速 5.8%，制造业累计同比增速 6.8%，公用事业累计同比增速 2.0%，高技术产业累计同比增速 9.6%。
- 9 月社零同比增长 3.0%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.2%，服务消费累计同比增长 5.2%。
- 1-9 月固定资产投资累计同比增速下降 0.5%，民间固定资产投资累计同比下降 3.1%，扣除房地产开发投资，1-9 月全国固定资产投资增长 3.0%，民间投资增长 2.1%。分类别看，制造业投资 1-9 月累计同比增 4.0%，基建投资累计同比增长 1.1%，地产投资累计同比下降 13.9%。
- 1-9 月房地产新开工面积累计同比下降 18.9%，施工面积同比下降 9.4%，竣工面积同比下降 15.3%。1-9 月住宅投资增速下降 12.9%。1-9 月商品房销售面积同比下降 5.5%，商品房销售额累计同比下降 7.9%。2025 年 9 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 2.7%，二手住宅价格指数下降 5.2%，降幅均延续收窄的趋势。
- 前三季度居民收入同比增长 5.1%，居民人均消费支出累计同比增长 4.7%。前三季度居民边际消费倾向较上半年小幅上升，但增量收入的边际消费倾向较上半年有所下降。
- 9 月经济数据表现分化。9 月工业增加值同比增速较 8 月上升，且超出万得一致预期，社零当月同比增速第四个月下降，表现略低于万得一致预期，固定资产投资累计同比增速落入负增长区间，明显弱于万得一致预期。我们认为 9 月经济数据表现受多方面因素影响：一是 7 月和 8 月气候因素对经济数据产生一定扰动，因此 9 月出现了生产端抢进度的情况，二是中秋节假期出现错位，导致 9 月工作日较去年同期多一天，对消费数据产生一定影响，三是综合 9 月金融数据看，政府债发行较去年同期有所放缓，一定程度上影响了基建投资，四是 2023 年 8 月至 2025 年 6 月期间，制造业固定资产投资当月增速连续 21 个月保持在 5% 以上的偏高增速，一方面表明我国经济高质量增长卓有成效，另一方面也不断抬高了制造业投资增速的基数。
- 稳增长政策要综合考虑逆周期、跨周期和高质量发展。考虑到前三季度我国实际 GDP 累计同比增速为 5.2%，我们认为四季度在中央下达第四批“国补”资金 690 亿元，提前下达 2026 年新增地方政府债务限额 5000 亿元，以及传统消费旺季的带动下，大概率能够实现全年增速 5.0% 的目标。我们认为随着“十四五”收官时点临近，宏观政策调整要考虑的问题，主要是如何完成“十四五”期间经济高质量发展，以及如何有效应对外部环境不稳定不确定性的冲击。短期建议关注二十届四中全会关于“十四五”规划的建议，以及年内随着美联储降息、国际资本市场环境改善，国内是否有进一步降准降息的货币政策落地。
- **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

《“十五五”规划前瞻》20251020

《前三季度财政数据点评》20251020

《策略周报》20251020

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

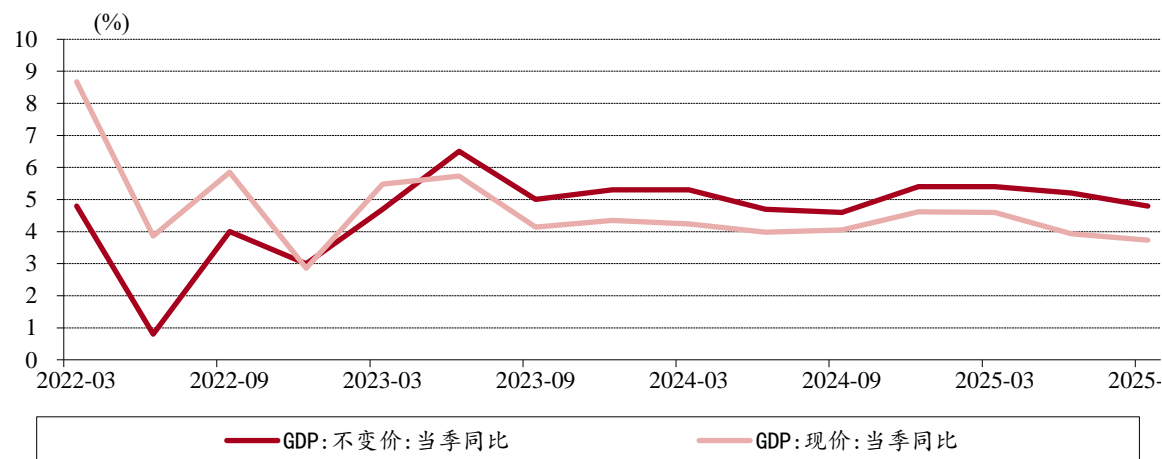
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

2025 年前三季度实际 GDP 累计同比增长 5.2%

三季度实际 GDP 同比增速符合市场预期。2025 年三季度 GDP 实际同比增速 4.8%，较 2025 年二季度增速下降 0.4 个百分点；三季度名义 GDP 同比增速 3.7%，较 2025 年二季度增速下降 0.2 个百分点。前三季度实际 GDP 累计同比增长 5.2%，好于年初设定的经济增长目标 5.0%，我们预计全年完成经济增长目标的可能性较大。前三季度平减指数累计同比下降 1.08%，较上半年平减指数累计同比下降 0.08 个百分点，我们认为年内名义 GDP 同比增速和实际 GDP 同比增速的倒挂仍将继续，但在 CPI 和 PPI 同比增速见底回升的趋势下，平减指数累计同比降幅预计将收窄。

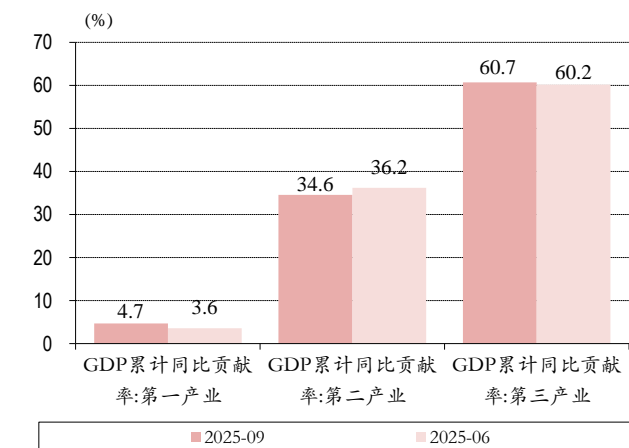
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

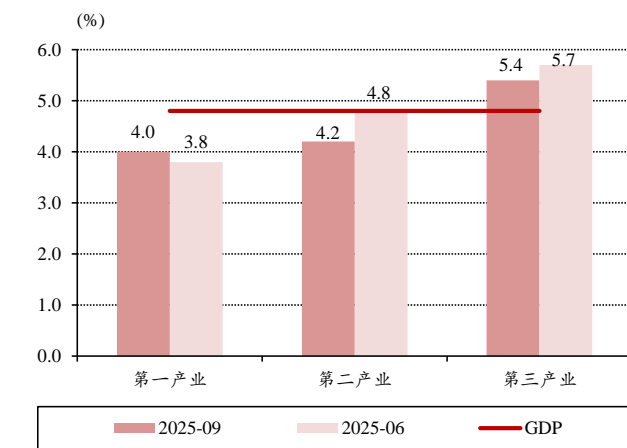
三季度三产的贡献率小幅上升，二产贡献率下降。分产业看，2025 年三季度一产实际 GDP 当季同比增长 4.0%，增速较二季度上升 0.2 个百分点，二产实际 GDP 当季同比增长 4.2%，增速较二季度下降 0.6 个百分点，三产实际 GDP 当季同比增长 5.4%，增速较二季度下降 0.3 个百分点，三产仍是拉动三季度实际 GDP 同比增速的首要因素，二产增速疲弱仍是主要拖累。从三次产业对 GDP 累计同比贡献率看，2025 年前三季度三产的贡献率 60.7% 最高，且较上半年贡献率上升 0.5 个百分点，其次是二产的贡献率 34.6%，一产的贡献率 4.7%；与 2016 年-2019 年三次产业的贡献率平均水平相比，2025 年前三季度第三产业对 GDP 累计同比的贡献率偏低 2.9 个百分点，与 2024 年同期相比，第三产业的贡献率偏高 5.1 个百分点，2025 年前三季度第二产业贡献率较 2016 年-2019 年同期平均水平偏高 1.7 个百分点，但较 2024 年同期偏低 5.3 个百分点。我们认为 2025 年前三季度整体仍表现出生产端偏强、需求端持续恢复的特点。

图表 2. 2025 年前三季度三次产业对 GDP 的贡献率



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2025 年三季度三次产业 GDP 不变价当季同比

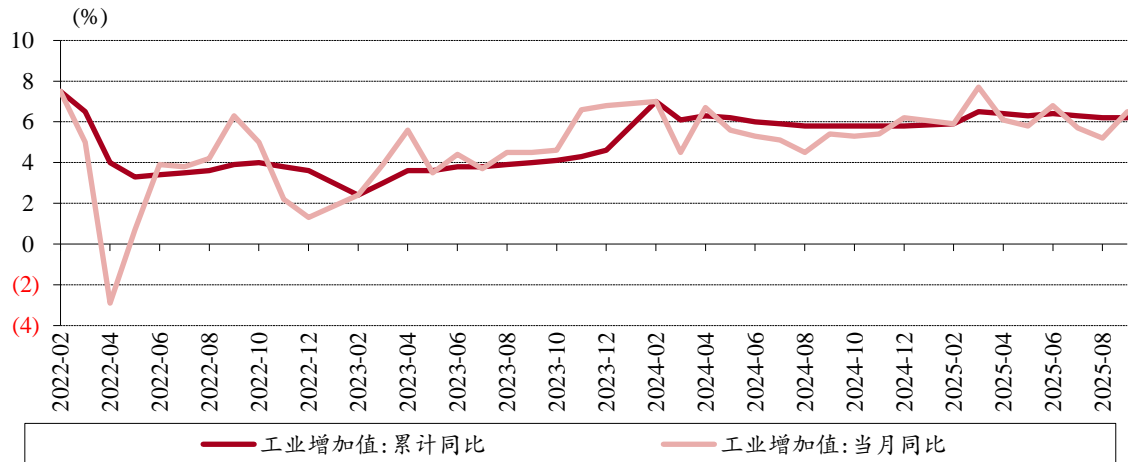


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速回升

9月工业增加值同比增速较8月上行。9月工业增加值同比增长6.5%，较8月上升1.3个百分点，较去年同期上升1.1个百分点，高于万得一致预期同比增速5.23%。9月工业增加值当月同比增速在去年同期偏高的基数水平上同比增速上行，我们认为主要原因有两个，一是此前两个月受天气因素扰动，9月生产端抢进度，二是今年中秋假期错位较去年同期多了一天工作日的的影响。

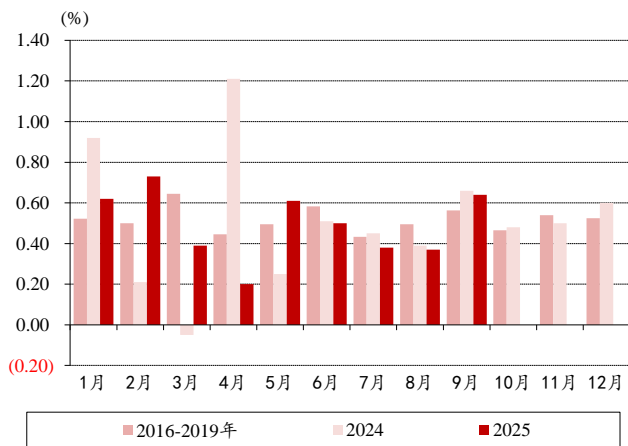
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

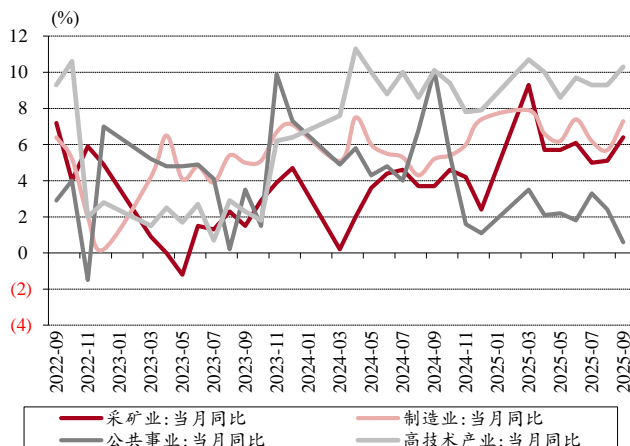
9月工业增加值环比较去年同期偏弱，但较历史同期平均水平偏强。从环比增速来看，9月工业增加值环比上升0.64%，与2016年-2019年期间同期平均水平0.56%相比偏高，与2024年同期的环比增长0.66%相比增速略低，考虑到2025年7月和8月环比增速均偏弱，我们认为9月工业增加值环比增速上行有生产端抢进度的影响。从行业分类来看，1-9月采矿业工业增加值累计同比增速5.8%，制造业累计同比增速6.8%，公用事业累计同比增速2.0%，高技术产业累计同比增速9.6%。从企业类型来看，1-9月私企工业增加值同比增长6.1%，国企工业增加值同比增长4.6%，股份制企业同比增长6.7%，外企同比增长4.1%。与2025年1-8月相比，1-9月累计同比增速较1-8月持平的是制造业和股份制，下降的是私企和公共事业，上升的是国企、外企、采矿业和高技术产业。9月当月工业增加值同比增速相较8月，各行业和企业类型中只有公共事业增速有所下降，增速上升不低于1.0个百分点的分类包括外企、国企、制造业、采矿业和高技术产业。分产品看，3D打印设备、工业机器人、新能源汽车产品产量同比分别增长40.5%、29.8%、29.7%。

图表 5. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

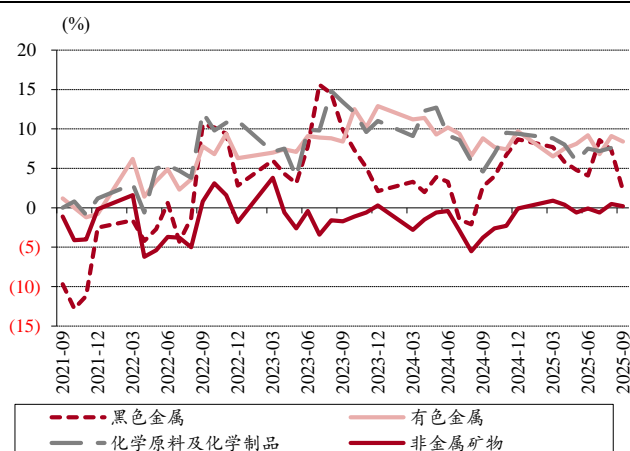
图表 6. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

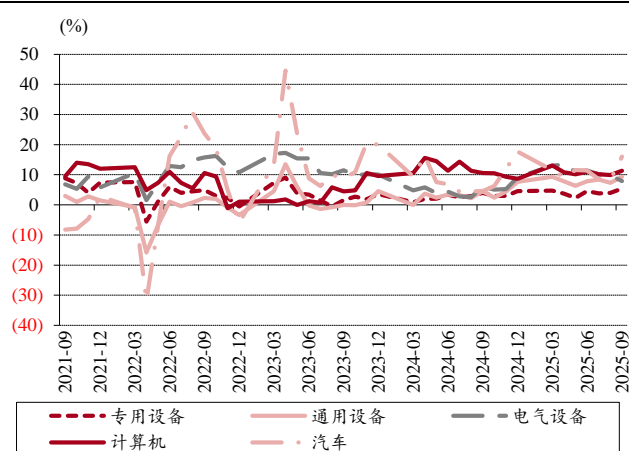
9 月中游和下游行业工业增加值增速回升幅度较大。上游行业方面，1-9 月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 8.1%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降 0.3%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 5.7%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 7.8%，从当月同比增速来看，较 8 月增速上升的仅有化学原料，黑色金属增速下降 5.1 个百分点，并且 9 月非金属矿物当月增速再度小幅回落。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 8.3%，专用设备制造业增加值累计同比增长 4.1%，汽车制造业增加值累计同比增长 11.2%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 11.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 10.9%，中游行业工业增加值当月同比增速较 8 月上升超过 1.0 个百分点的行业是汽车、通用设备、专用设备和计算机，当月同比增速较 8 月下降的行业仅有电气设备。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长 5.5%，纺织业增加值累计同比增长 3.2%，医药制造业增加值累计同比增长 2.1%，下游行业工业增加值当月同比增速较 8 月上升幅度超过 1.0 个百分点的是食品和医药。整体来看，9 月中游行业工业增加值同比增速回升最为显著，其次是下游行业。

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

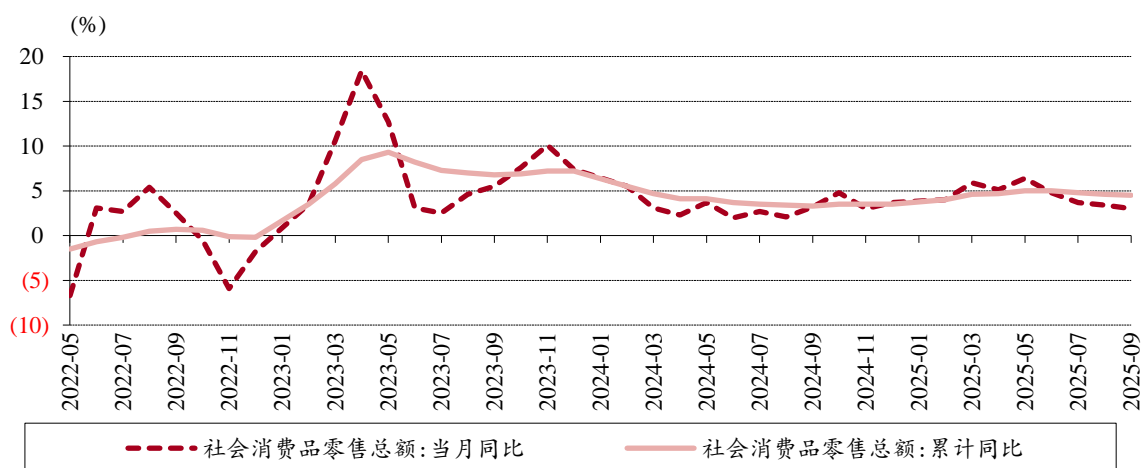


资料来源：万得，中银证券

社零同比增速连续四个月回落

服务消费累计同比增速小幅上升。9 月社零同比增长 3.0%，较 8 月下降 0.4 个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.2%，较 8 月下降 0.5 个百分点，服务消费累计同比增长 5.2%，较 1-8 月上升 0.1 个百分点。9 月社零数据偏弱，或主要受到中秋节假期错位的影响。

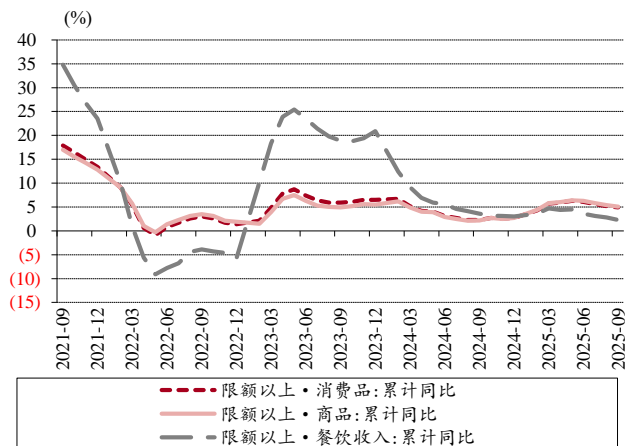
图表 9. 社零同比增速



资料来源：万得，中银证券

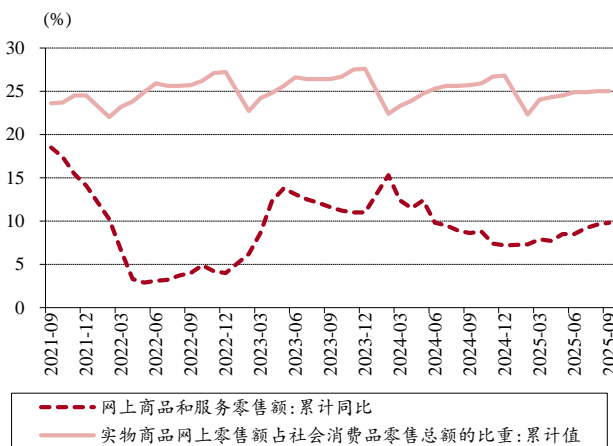
9月限额以上餐饮消费同比落入负增长区间。9月餐饮消费同比增长0.9%，较8月下降1.2个百分点，限额以上餐饮消费同比下降1.6%，较8月下降2.6个百分点；9月商品消费同比增速3.3%，较8月下降0.3个百分点，限额以上商品消费增速2.7%，较8月上升0.1个百分点。1-9月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长4.9%，商品消费累计同比增速好于餐饮消费。9月网上零售额累计占比为30.8%，较2024年同期持平，较1-8月也持平，网上商品和服务零售额累计同比增速为9.8%，增速较1-8月上升0.2个百分点。根据统计局解读，消费品以旧换新政策持续显效，前三季度，服务零售额同比增长5.2%，其中，文体休闲服务类、通讯信息服务类、旅游咨询租赁服务类、交通出行服务类零售额较快增长。

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

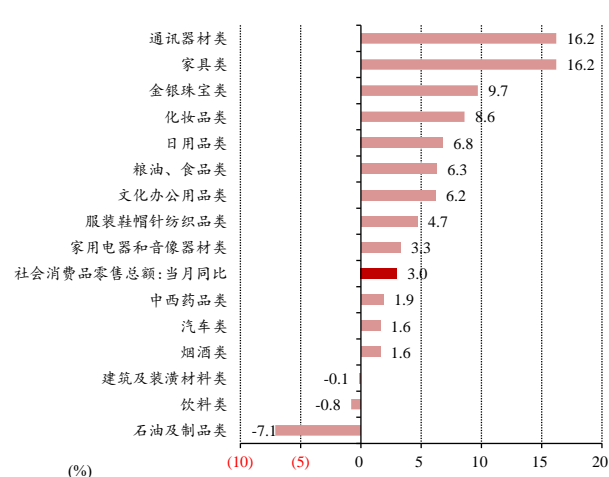
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

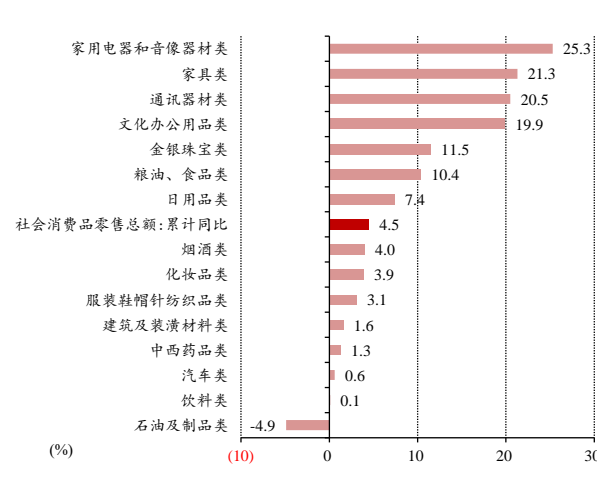
社零消费分化。从同比增速来看，9月限额以上企业商品零售总额增速2.3%，同比增速较高的细分行业包括通讯器材、家具和金银珠宝等，同比增速下降的有石油制品、饮料和建筑装潢；与8月相比，增速上升较多的有通讯器材、烟酒和化妆品，增速下降较多的有家电、文化办公用品和金银珠宝。1-9月社零累计同比增速达到两位数的品类有家用电器、家具、通讯器材、文化办公用品、金银珠宝和粮油食品等，累计同比增速下降的仅有石油制品；累计同比增速较1-8月上升的有化妆品、服装鞋帽、中西药品和汽车，累计同比增速较1-8月下降较多的有家用电器、文化办公用品和家具等。9月社零消费继续分化，受“国补”政策带动的通讯器材等品类增速回升，但房地产后周期相关行业消费仍表现偏弱。

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

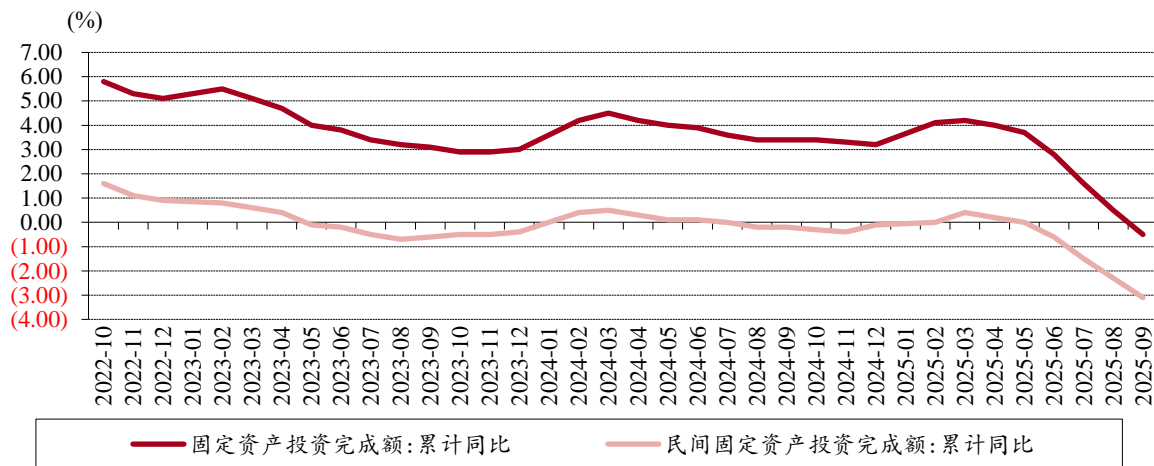


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速落入负增长区间

关注基建和制造业固定资产投资增速变化。1-9 月固定资产投资累计同比增速下降 0.5%，较 1-8 月下降 1.0 个百分点，1-9 月民间固定资产投资累计同比下降 3.1%，较 1-8 月下降 0.8 个百分点。扣除房地产开发投资，1-9 月全国固定资产投资增长 3.0%，民间投资增长 2.1%。9 月固定资产投资环比下降 0.07%，为年内第八个月环比下降。

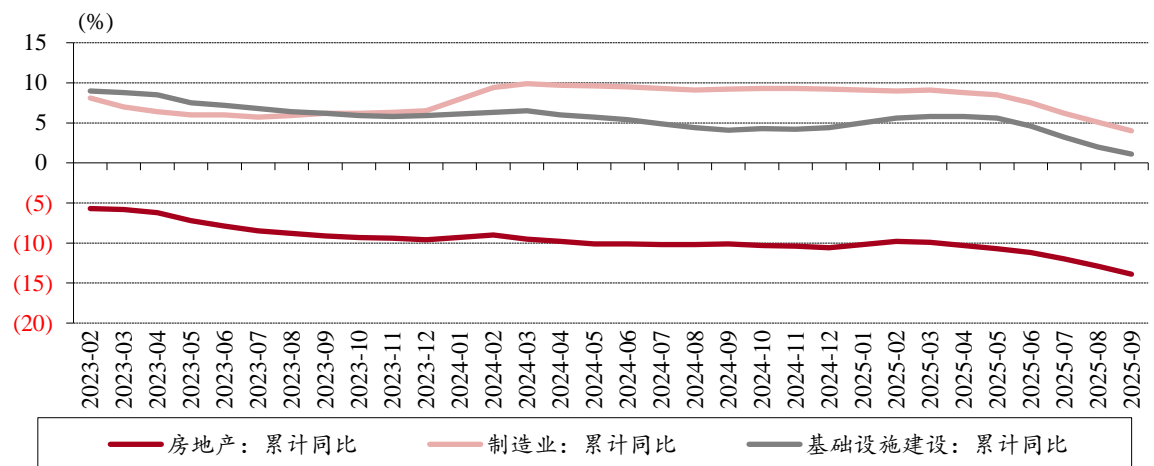
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

制造业、基建和房地产累计同比投资增速较 1-8 月均有不同程度下降。分类别看，制造业投资 1-9 月累计同比增 4.0%，基建投资累计同比增长 1.1%，地产投资累计同比下降 13.9%。从产业分类来看，第一产业累计同比上升 4.6%，第二产业累计同比增长 6.3%，第三产业累计同比下降 4.3%；从地区来看，东部累计同比下降 4.5%，中部增长 1.5%，西部增长 1.5%，东北下降 8.4%；从企业类型来看，内资企业累计同比下降 0.6%，国企同比增长 1.0%，外资企业下降 12.6%。从我们测算的当月同比增速看，9 月制造业投资下降 1.9%，较 8 月下降 0.6 个百分点，基建投资下降 4.6%，较 8 月上升 1.2 个百分点，房地产投资下降 21.3%，较 8 月下降 1.3 个百分点。我们认为 9 月固定资产投资累计同比增速有几个特点，一是房地产行业对固定资产投资整体增速的持续拖累，二是基建投资增速降幅较 8 月有所收窄，三是制造业固定资产投资降幅继续扩大，四是高技术产业中，信息服务业，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资同比仍维持较高增速。

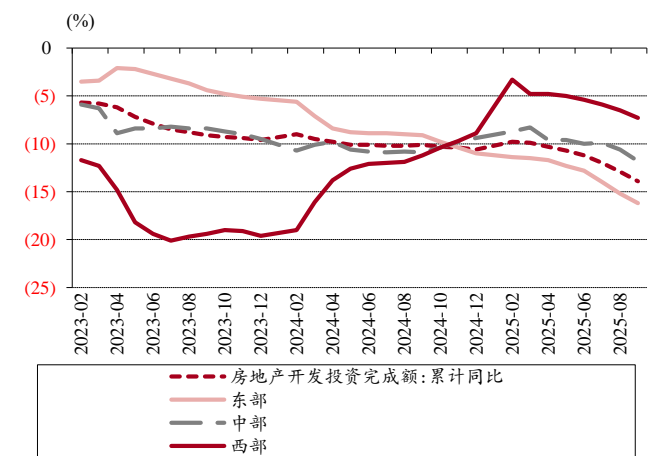
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

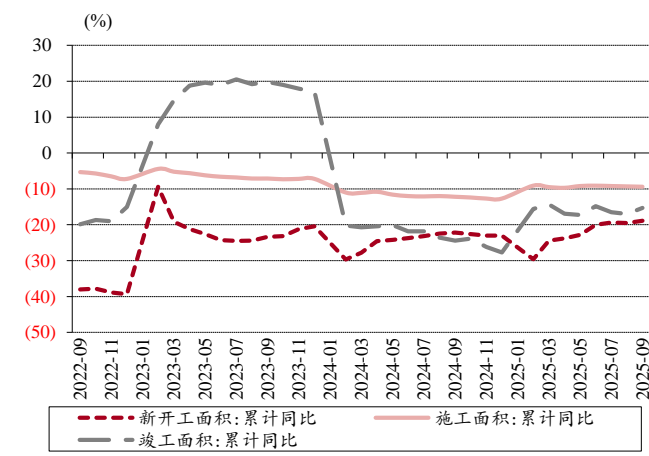
1-9 月房地产固定资产投资增速仍在下行。1-9 月房地产投资累计同比增速下降 13.9%，比 1-8 月下降 1.0 个百分点。其中东部地区累计同比下降 16.2%、中部地区累计同比下降 11.8%、西部地区累计同比下降 7.3%。从房地产分类来看，1-9 月住宅投资增速下降 12.9%，办公楼投资增速下降 19.1%，商业地产投资增速下降 10.4%。1-9 月房地产新开工面积累计同比下降 18.9%，施工面积同比下降 9.4%，竣工面积同比下降 15.3%。9 月土地市场边际回暖，100 大中城市供地面积和成交土地规划建筑面积同比降幅均有所收窄。

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

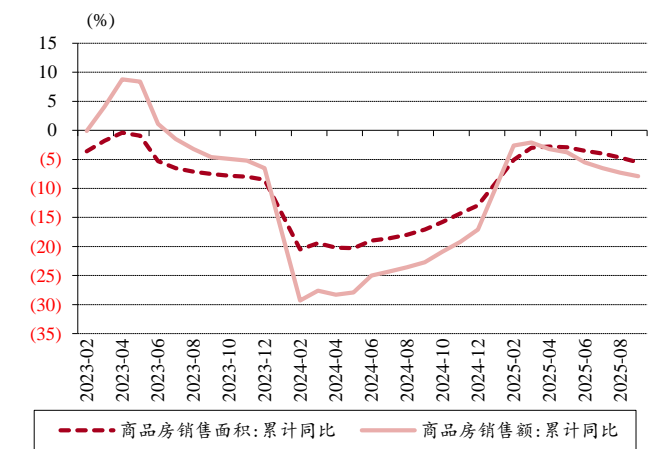
图表 17. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

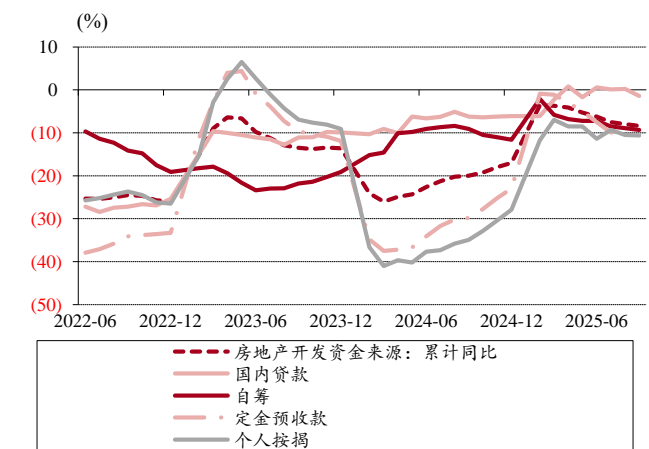
房价降幅延续收窄趋势，但销售面积和销售额累计同比增速继续下降。1-9 月商品房销售面积同比下降 5.5%，商品房销售额累计同比下降 7.9%。1-9 月商品房待售面积同比增长 3.6%，其中住宅面积同比增长 5.8%，办公楼同比增长 0.6%，商业地产同比下降 0.2%。从房地产投资资金来源看，1-9 月国内贷款占比 15.6%，较 1-8 月下降 0.3 个百分点，个人按揭贷款占比 13.7%，较 1-8 月下降 0.1 个百分点，定金预收款占比 29.2%，较 1-8 月下降 0.1 个百分点，自筹资金占比 36.1%，较 1-8 月上升 0.4 个百分点。从增速看，1-9 月房地产开发资金来源累计同比增速下降 8.4%，其中国内贷款资金来源同比下降 1.4%，定金和预收款增速下降 10.3%，个人按揭贷款资金来源增速下降 10.6%。2025 年 9 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 2.7%，二手住宅价格指数下降 5.2%，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

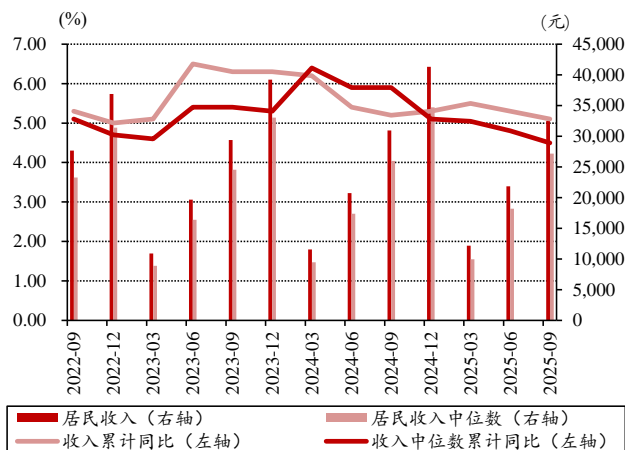


资料来源: 万得, 中银证券

前三季度居民支出增速较上半年明显下降

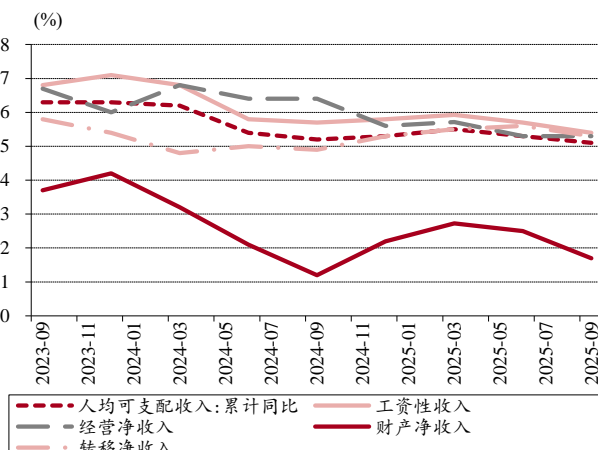
前三季度居民收入同比增长 5.1%，实际收入同比增长 5.2%。2025 年前三季度全国居民人均可支配收入 32509 元，累计同比增长 5.1%，较上半年下降 0.2 个百分点，其中，城镇居民人均可支配收入增长 4.4%，农村居民人均可支配收入增长 5.7%；剔除价格因素，2025 年前三季度居民收入实际增速 5.2%，其中城镇居民实际收入增速 4.5%，农村居民实际收入增速 6.0%。从居民收入来源来看，上半年工资性收入累计同比增速 5.4%，经营净收入增速 5.3%，财产净收入累计同比增速 1.7%，转移净收入增速 5.3%；从结构来看，工资性收入占比 57.4%，较上半年下降 0.4 个百分点，经营净收入占比上升 0.4 个百分点，财产净收入占比下降 0.3 个百分点，转移净收入占比上升 0.3 个百分点。关注财产净收入占比较去年同期下降的情况。

图表 20. 全国居民人均收入和增速



资料来源：万得，中银证券

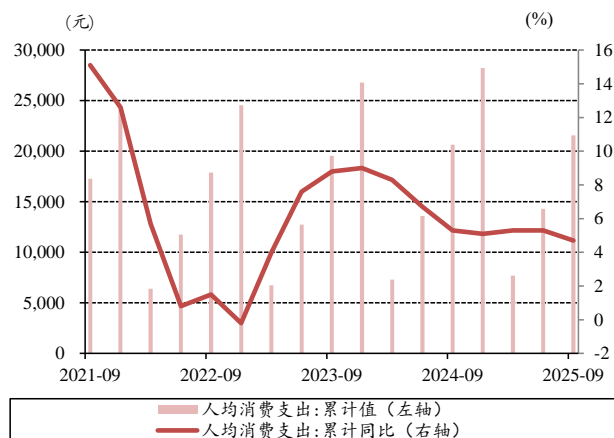
图表 21. 居民收入来源增速



资料来源：万得，中银证券

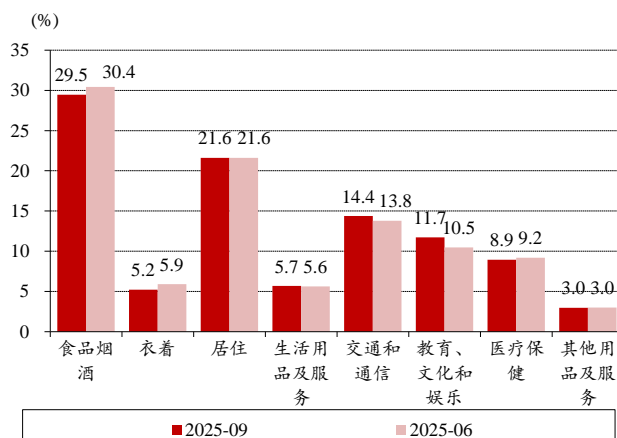
前三季度居民的边际消费倾向较上半年上升。前三季度居民人均消费支出 21575 元，累计同比增长 4.7%，扣除价格因素，实际增速增长 4.7%，与上半年相比，居民消费增速下降 0.6 个百分点。2025 年前三季度，居民消费八大分类中，同比增速较高的是其他用品及服务、教育文化娱乐和生活用品及服务，前三季度相较上半年，增速上升的仅有生活用品及服务；2025 年前三季度居民消费支出结构中占比较高的是食品烟酒（29.5%）、居住（21.6%）和交通通信（14.4%），与上半年相比，占比上升的是教育文化娱乐、交通通信和生活用品及服务，与 2024 年同期相比，占比上升的还有其他用品及服务，占比下降较多的是食品烟酒和居住。前三季度居民边际消费倾向较上半年小幅上升，但增量收入的边际消费倾向较上半年有所下降。

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：稳增长政策转向长期视角

9月经济数据表现分化。9月工业增加值同比增速较8月上升，且超出万得一致预期，社零当月同比增速第四个月下降，表现略低于万得一致预期，固定资产投资累计同比增速落入负增长区间，明显弱于万得一致预期。我们认为9月经济数据表现受多方面因素影响：一是7月和8月气候因素对经济数据产生一定扰动，因此9月出现了生产端抢进度的情况，二是中秋节假期出现错位，导致9月工作日较去年同期多一天，对消费数据产生一定影响，三是综合9月金融数据看，政府债发行较去年同期有所放缓，一定程度上影响了基建投资，四是2023年8月至2025年6月期间，制造业固定资产投资当月增速连续21个月保持在5%以上的偏高增速，一方面表明我国经济高质量增长卓有成效，另一方面也不断抬高了制造业投资增速的基数。

稳增长政策要综合考虑逆周期、跨周期和高质量发展。考虑到前三季度我国实际GDP累计同比增速为5.2%，我们认为四季度在中央下达第四批“国补”资金690亿元，提前下达2026年新增地方政府债务限额5000亿元，以及传统消费旺季的带动下，大概率能够实现全年增速5.0%的目标。我们认为随着“十四五”收官时点临近，宏观政策调整要考虑的问题，主要是如何完成“十五五”期间经济高质量发展，以及如何有效应对外部环境不稳定不确定性的冲击。短期建议关注二十届四中全会关于“十五五”规划的建议，以及年内随着美联储降息、国际资本市场环境改善，国内是否有进一步降准降息的货币政策落地。

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