

3月中国宏观数据点评—— 一季度经济复苏的四大关注点

复苏势头延续，边际增速放缓。2021年一季度，中国经济延续了去年的复苏势头，实际GDP同比增长18.3%，略低于预期（18.5%），较2019年同期的两年年均增速为7.1%，经济复苏势头向好。但是，季调后GDP环比增速有所下降，从去年四季度的3.2%降至今年一季度的0.6%，呈现边际放缓的趋势。就绝对值而言，今年一季度名义GDP约为24.9万亿元，创一季度名义GDP的历史新高，但根据2017-2019年一季度名义GDP的增长趋势，24.9万亿并不算高，经济增长空间仍存在。

图表 1: 中国 2010-2021 年历年一季度名义 GDP (万亿元)



资料来源: CEIC, 浦银国际

疫情的滞后影响仍在，经济复苏结构尚不均衡。2021年一季度，受疫情影响较小的第一产业GDP同比增长8.1%，较2019年同期的两年年均增速为13.7%，恢复程度最好；代表制造业与建筑业的第二产业同比增速为24.4%，两年年均增速为7.2%，与整体经济复苏步伐一致；代表服务业的第三产业同比增速为15.6%，两年年均增速为6.6%，仍慢于整体经济复苏。

从人均可支配收入和人均消费支出的角度看，收入复苏已基本完成，消费引擎推动GDP增长的空间仍在。2021年一季度的数据显示，人均可支配收入的同比名义增速为13.7%，较2019年同期的两年年均增速为7.0%；人均消费支出的同比名义增速为17.6%，两年年均增速为3.9%。相较于2019年同期，人均可支配收入与人均消费支出的两年年均增速差值仍有3.1个百分点，消费动力的释放仍有较大空间。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021年4月19日

主要数据 (%)	2021		2020	
	1Q 同比	两年平均增速	4Q 同比	3Q 同比
实际GDP	18.3	7.1	6.5	4.9
第一产业	8.1	13.7	4.1	3.9
第二产业	24.4	7.2	6.8	6.0
第三产业	15.6	6.6	6.7	4.3
人均收入	13.7	7.0	7.1	6.9
人均支出	17.6	3.9	3.2	1.4

主要数据 (%)	2021年3月		2021年1-2月	
	同比	两年平均增速	同比	两年平均增速
工业增加值	14.1	6.8	35.1	8.1
累计固定资产投资	25.6	2.9	35.0	1.7
累计房地产投资	25.6	7.6	38.3	7.6
消费品零售总额	34.2	6.3	33.8	3.2
出口 (美元计)	30.6	10.3	60.6	15.2
进口 (美元计)	38.1	16.7	22.2	8.2

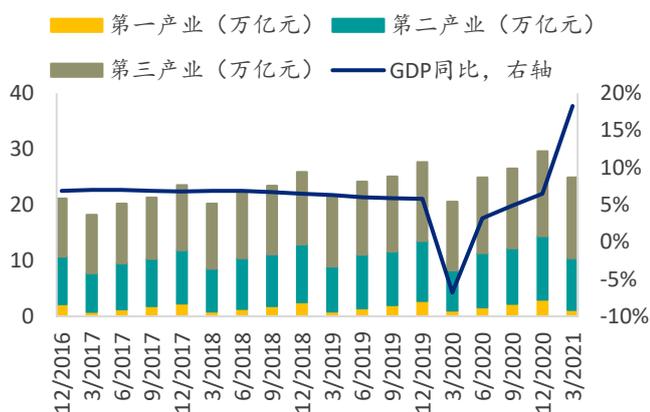
主要数据	3月	2月	1月
社融存量 (万亿元)	294.6	291.4	289.7
社融增量 (万亿元)	3.34	1.71	5.17
M2 同比 (%)	9.4	10.1	9.4
M1 同比 (%)	7.1	7.4	14.7
CPI (%)	0.4	-0.2	-0.3
PPI (%)	4.4	1.7	0.3

资料来源: 中国人民银行, 国家统计局, Macrobond, 浦银国际计算

相关报告:

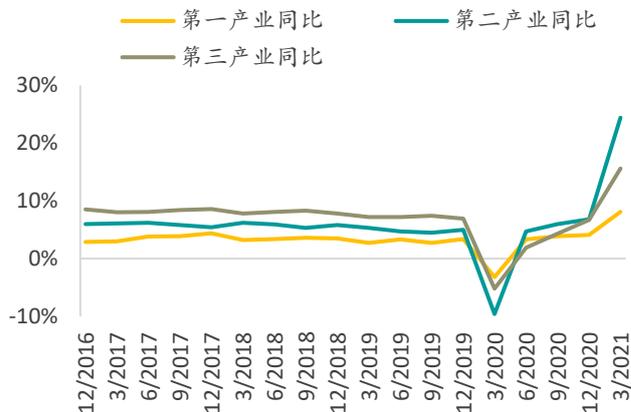
《2021年宏观经济展望: 重整旗鼓, 胜负已定》(2020-12-08)

图表 2：实际 GDP 同比增速与三大产业增加值



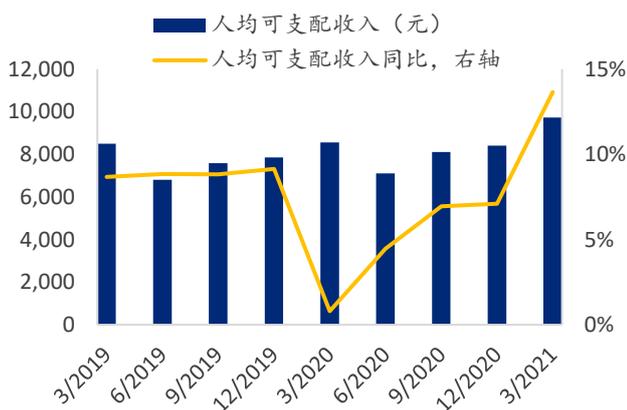
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：三大产业增加值的同比增速



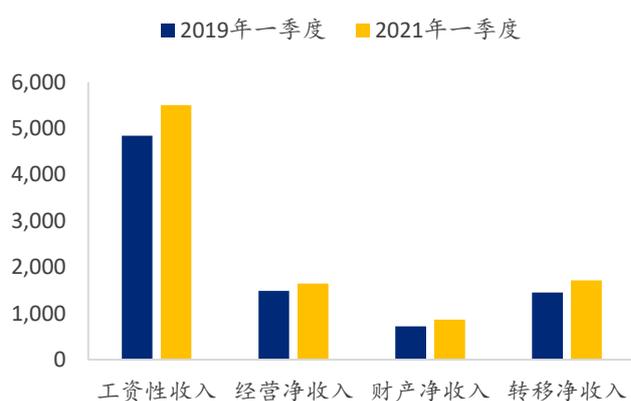
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：人均可支配收入的恢复加快



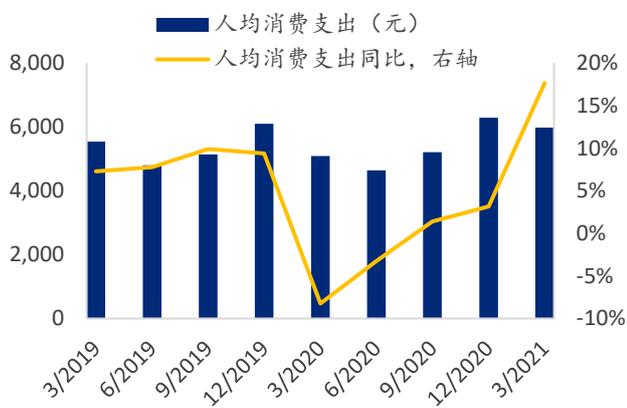
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5：人均可支配收入（元）各分项基本恢复



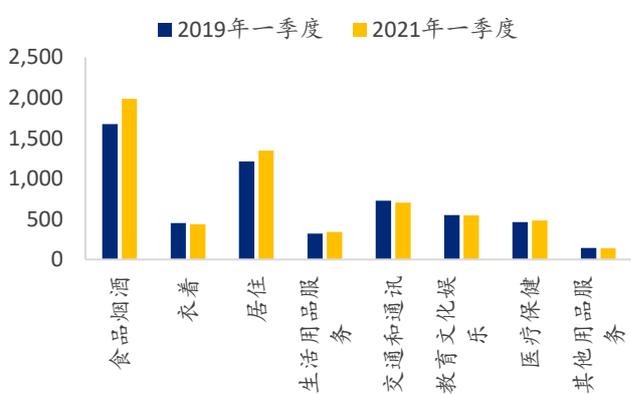
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 6：人均消费支出仍有上升空间



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：人均消费支出（元）各分项恢复程度不同



资料来源：CEIC，浦银国际

此外，正如我们在 2021 年宏观经济展望（详情请见 [《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#)）中所论述的，疫情造成消费“堵点”，使得消费动力暂时转化为居民的额外储蓄。如果以 13.93 亿人口进行估算的话，2020 年的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了 3.59 万亿元，约占 2020 年 GDP 的 3.53%，相当于一份量可观的经济刺激计划，为 2021 年消费回升提供动力。

整体来看，中国经济复苏的大方向未改变，但仍有四大关注点：

- 工业短暂降速，制造业投资仍有空间；
- 消费加快复苏，出口韧性仍在，双引擎复苏开始；
- 社融增速拐点确定，信贷结构优化；
- 输入性通胀压力抬头。

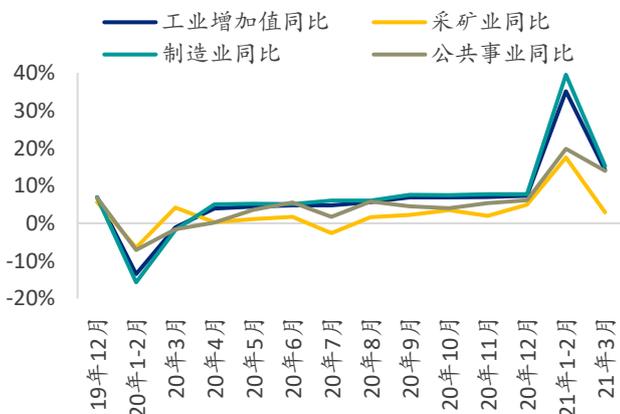
工业短暂降速，制造业投资仍有空间

工业生产降速，但韧性仍在。3月，规模以上工业增加值同比增长14.1%，低于预期（18.0%）。排除基数效应，3月的工业增加值较2019年同期两年年均增长6.8%，低于今年1-2月的8.1%，增长势头趋缓。3月，工业三大门类中的制造业，工业增加值同比增长15.2%，高于采矿业（2.9%）和公共事业（13.9%）的增速水平，其中采矿业3月同比低增主要受去年高基数的影响。整体来看，工业生产的增速较年初有所放缓，但6.8%的两年年均增速显示工业生产的韧性仍在。

工业生产效率仍高。2021年一季度的工业产能利用率为77.2%，较去年四季度的历史高点（78.0%）有所下降，但仍为2013年有记录以来一季度的历史最高值，并且77.2%的产能利用率本身也足以证明中国工业的生产效率保持在较高水平。其中，制造业的产能利用率为77.6%，高于采矿业（75.3%）和公共事业（74.5%）；与历史记录相比，工业三大门类的生产效率都处于较高水平。

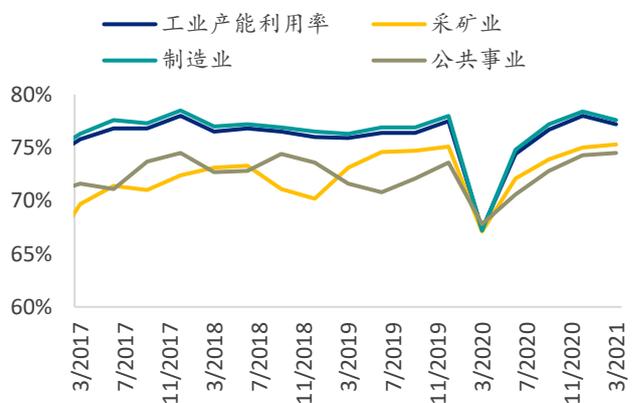
出口仍是高技术制造业的增长动力。3月，高新技术产品出口额同比增长34.9%，两年平均增速为11.7%。出口带动下，高技术制造业的工业增加值同比增长14.1%，增长仍较显著。装备制造业的生产依旧向好。3月，就工业增加值同比增速而言，汽车制造业（40.4%）、电气机械和器材制造业（24.1%）、金属制品业（22.5%）、通用设备制造业（20.2%）和专用设备制造业（17.9%）在内的装备制造业，处于主要行业的领先地位，复苏动力依旧充足。

图表 8：工业生产韧性仍强



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 9：工业产能利用率保持较高水平



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10: 高技术制造业受出口影响较明显



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 2021年3月各行业工业增加值同比增速

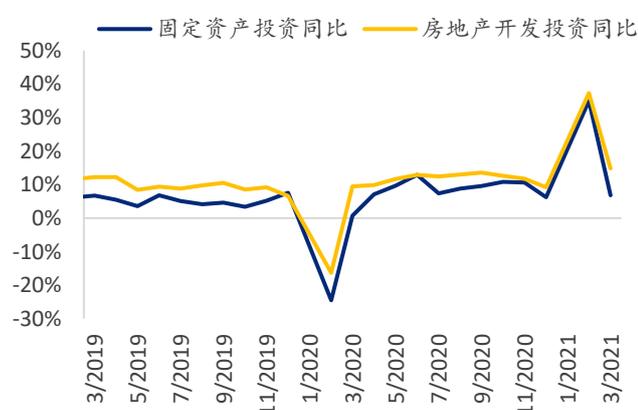


注: 红色虚线为3月工业增加值同比增速

资料来源: CEIC, 浦银国际

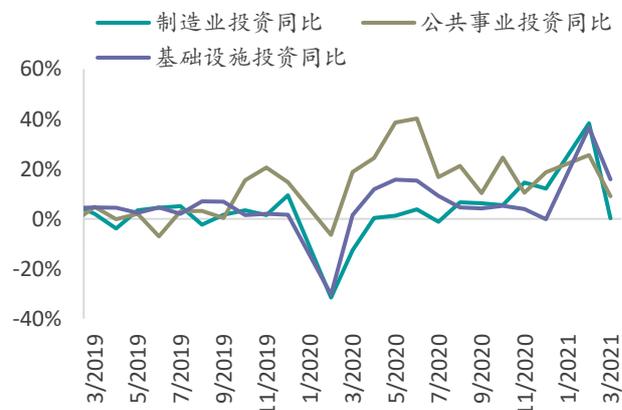
制造业投资仍有空间。2021年一季度, 固定资产投资同比增长25.6%, 低于预期(26.0%), 两年平均增速为2.9%。其中, 制造业的同比增速为29.8%, 两年平均增速为-2.0%, 较去年四季度8.7%的同比增速有明显下降。但是, 考虑到企业中长期信贷需求依旧旺盛, 预计年内制造业的固定资产投资仍有回升空间, 并将进一步带动工业生产的持续增长。基建和房地产投资呈现“近热远冷”特点, 短期内对下游产业链的增长提供支撑。今年的“就地过年”政策, 一定程度上消减了春节效应对基建和房地产投资的负面影响。2021年一季度, 基建投资同比增长29.7%, 房地产开发投资同比增长25.6%, 3月同比增速也分别达到15.9%和14.8%, 短期内会推动下游产业链的增长, 但长期来看上升空间不大。财政端的因素导致基建投资增长有限, 而中国央行货币收紧房贷也将导致新房的需求回落。

图表 12: 固定资产和房地产开发投资的同比增速



资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 13: 固定资产投资中主要项目的增速



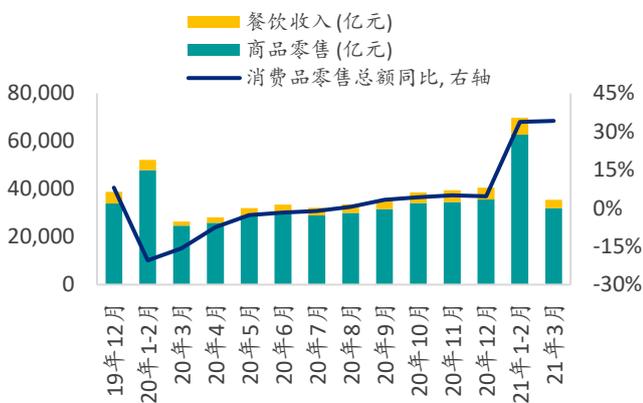
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

消费加快复苏，出口韧性仍在，双引擎

复苏开始

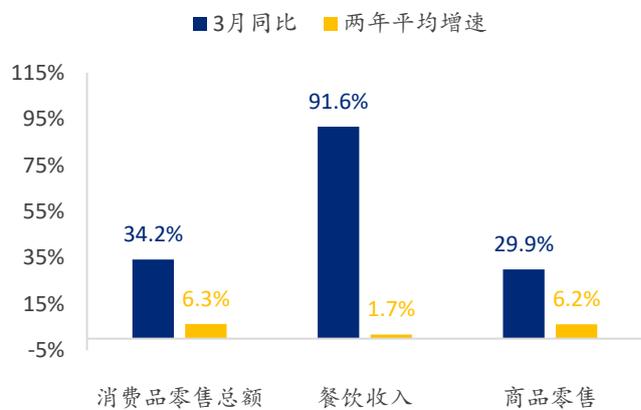
社会消费品零售总额加快复苏。3月，社会消费品零售总额同比增长34.2%，高于预期（28.0%），两年平均增速升至6.3%（1-2月为3.2%），预计未来几个月的两年平均增速将恢复至正常时期水平（2019年月均同比增速为8.0%）。

图表 14：消费品零售总额同比维持高增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 15：2021年3月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



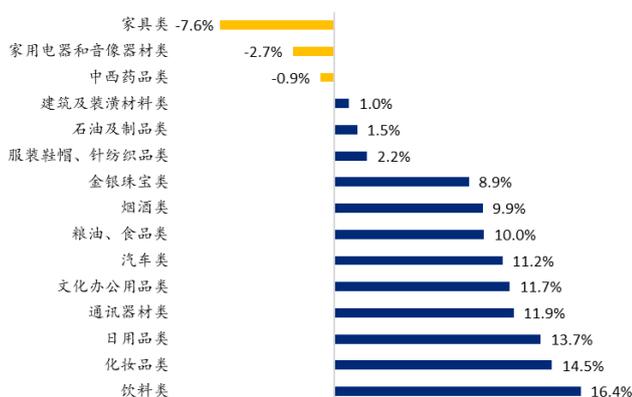
资料来源：CEIC，浦银国际

服务业恢复至2019年同期水平。3月，商品零售同比增长29.9%，两年平均增速为6.2%。受低基数影响，餐饮收入同比增长91.6%，两年平均增速由负转正，从1-2月的-2.0%反弹至3月的1.7%，服务消费正式恢复至2019年水平。商品零售的恢复愈加均衡。通过比较两年平均增速，我们发现家具类（-7.6%）、家用电器和音响器材类（-2.7%）和中西药品类（-0.9%）3个行业仍未恢复至2019年同期水平，较1-2月有明显减少（1-2月有6个行业），预计随着经济进一步恢复，这些行业的商品零售将有显著增长。

就业回暖带动消费加速恢复。3月，春节效应的影响趋弱，城镇调查失业率降至5.3%，较2月回落0.2个百分点，与2019年同期（5.2%）基本持平。就业市场的回暖对消费复苏将起到推动作用，也将促进消费动力的释放。

在就业回暖的大背景下，服务业在3月完成复苏、恢复至2019年同期水平，零售商品的恢复也更加均衡、增速加快。目前，中国开始大规模接种疫苗，一定程度上促进了消费信心的恢复。伴随全球经济共振复苏，我们预计消费引擎将在二季度开始推动经济增长。

图表 16: 2021 年 3 月各零售行业的两年平均增速



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 17: 2021 年 3 月城镇调查失业率下行



资料来源: CEIC, 浦银国际

出口边际回落但韧性仍足，大宗商品回暖带动进口显著恢复。

3 月出口（美元口径）同比增长 30.6%，低于预期（38.0%）；3 月进口（美元口径）同比增速为 38.1%，显著好于预期（24.4%）。低基数导致进出口同比增速略显失真，但排除基数效应后，进出口的实际表现呈现“出口边际回落、进口显著回升”的特点。

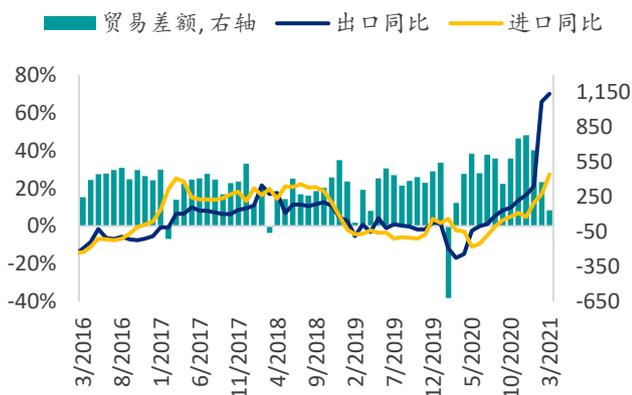
3 月出口较 2019 年同期年均增长 10.3%，低于 1-2 月的 15.2%；3 月进口较 2019 年同期年均增长 16.7%，显著高于 1-2 月的 8.2%。进口恢复带动贸易顺差回落。3 月贸易差额为 137.9 亿美元，显著低于预期（520.0 亿美元），为去年 3 月以来的最低值。

贸易顺差回落、美元走强，人民币升值空间继续减小。随着中国进口增长，货物贸易顺差将继续缩小，而全球旅行的恢复也将令中国服务贸易逆差回升，因此，人民币的升值空间将继续减小。美元走强及美债收益率上行影响下，人民币升值动力将放缓。

出口商品结构分化，防疫物资出口继续回落，消费品和电子产品出口向好。随着新冠疫苗大规模接种，各国对防疫物资的需求有所减少，叠加各国防疫物资生产能力的提升，中国相关商品的出口呈现下滑趋势。今年 3 月，用于制造口罩的纺织制品出口额达 106.03 亿美元，较 2 月下降 7.6%；医疗器械的出口为 14.30 亿美元，较 2 月下降 3.3%。

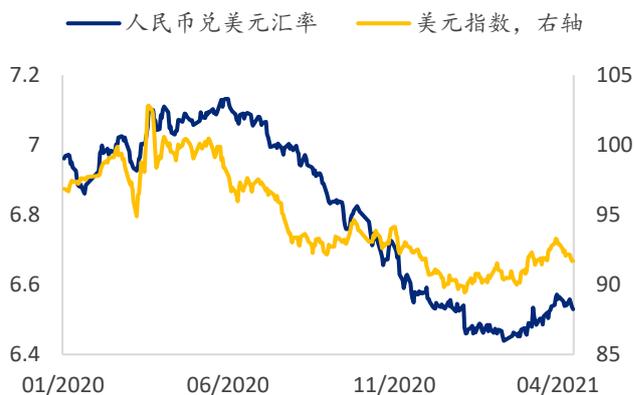
伴随着全球经济复苏，主要消费品（服装、玩具、家具）3 月的出口额较 2019 年同期均有所增长，其中玩具（15.7%）和家具（11.8%）的两年年均增速较快。此外，以手机和液晶显示版为代表的电子产品也实现了同比较大幅度增长，剔除基数效应后的两年年均增速分别达到 9.1% 和 7.4%。

图表 18: 进出口同比增速与贸易差额 (亿美元)



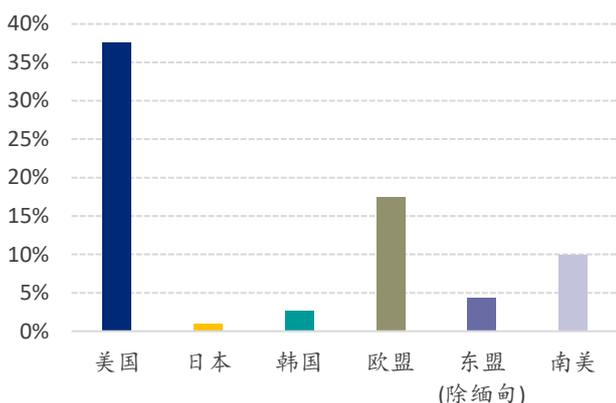
注: 同比增速为 3 个月移动平均值
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 19: 贸易顺差回落和美元走强作用下, 人民币兑美元汇率小幅反弹



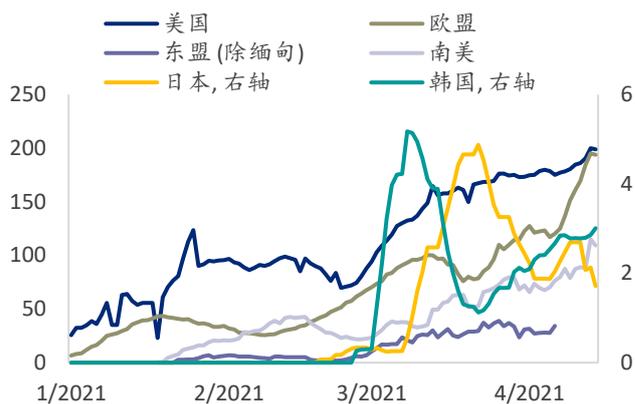
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 20: 新冠疫苗累计接种比例



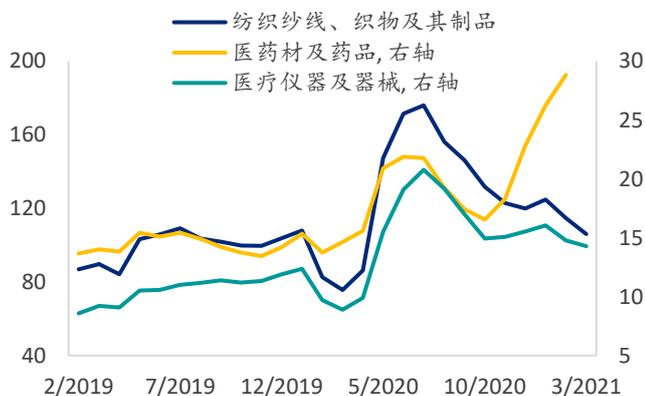
注: 接种比例为 2021 年 4 月 15 日数据, 其中东盟的数据为浦银国际估算
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 21: 新冠疫苗每日新增接种剂数 (万剂)



注: 东盟数据更新至 4 月 6 日, 其它地区数据更新至 4 月 15 日; 7 日移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 22: 防疫物资出口额 (亿美元) 分化



注: 3 个月移动平均

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 23: 消费品和高新技术产品的出口额同比增长

单位: %	较 2020 年 3 月的 同比增长	较 2019 年 3 月 年均增速
服装	42.2	3.4
鞋类	20.6	-3.5
玩具	36.7	15.7
家具及其零件	48.9	11.8
高新技术产品	34.9	11.7
手机	30.6	9.1
液晶显示板	43.7	7.4

资料来源: CEIC, 浦银国际

能源和工业设备进口回升。3月，进口（美元口径）同比增速为38.1%，较2019年同期两年年均增长16.7%，进口量较2019年同期也实现了11.1%的年均增长。进口结构来看，原油、煤炭、铁矿石和铜矿石进口量较2019年同期均有所增长（年均增速分别为12.4%、7.9%、8.7%和10.8%），机床和集成电路进口量较2019年同期出现显著增长（年均增速分别达到45.4%和36.7%）。

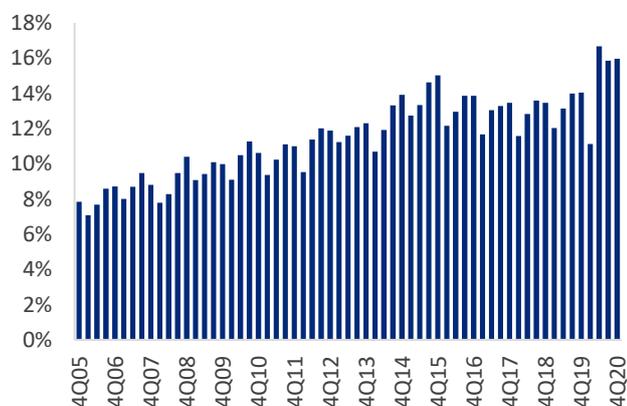
中国的进出口将呈现更加均衡的态势，出口增速回落、进口增速回升。4月10日，中国出口集装箱运价指数（CCFI）已降至1,853.53的水平，而进口集装箱运价指数（CICFI）则升至1,241.85的水平，创历史新高。考虑到中国货物出口所占全球份额仍保持较高水平，短期内海外生产的供给替代仍有限，中国出口的下行压力并不大，出口引擎对经济的推动作用仍将维持。

图表 24：能源和工业设备进口量同比增速稳定

单位：%	较2020年3月的同比增长	较2019年3月年均增速
原油	20.8	12.4
煤炭	-1.8	7.9
铁矿石	18.9	8.7
铜矿石	22.0	10.8
钢材	16.2	21.3
机床	73.9	45.4
集成电路	30.0	36.7

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 26：中国货物出口的全球市场份额在2020年末维持16%的高占比



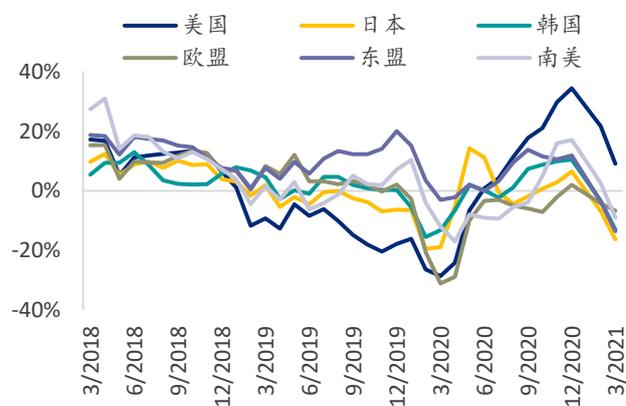
资料来源：WTO，浦银国际

图表 25：中国出口集装箱运价指数（CCFI）与中国进口集装箱运价指数（CICFI）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 27：中国出口至主要目的地同比增速回落



注：3个月移动平均

资料来源：Macrobond，浦银国际

社融增速拐点确定，信贷结构优化

社融增速显著下降，新增社融回落。3月，社融存量升至294.6万亿元，同比增长12.3%，低于2月的增速（13.3%），为去年5月以来最低增速。3月新增社融3.34万亿元，低于预期（3.70万亿元）和去年同期（5.18万亿元），但仍高于2019年同期的2.96万亿元。社融增速拐点已确定，但下降斜率并不陡峭。

通过对比央行货币政策委员会2020年四季度与2021年一季度例会公告，我们坚持此前“货币政策转向、流动性最宽裕时期已过”的判断（详情请见[《SPDBI全球央行观察（2021年4月刊）：全球名义利率中枢上移，各国央行何以应对？》](#)）。按照央行“保持货币供应量和社融增速同名义经济增速基本匹配”的说法，我们认为，随着经济复苏热度放缓，社融增速仍有下降空间，预计年内将回落至10.5%的水平。

图表 28：新增社融与社融存量增速的变化



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 29：中国信贷脉冲呈现下降趋势



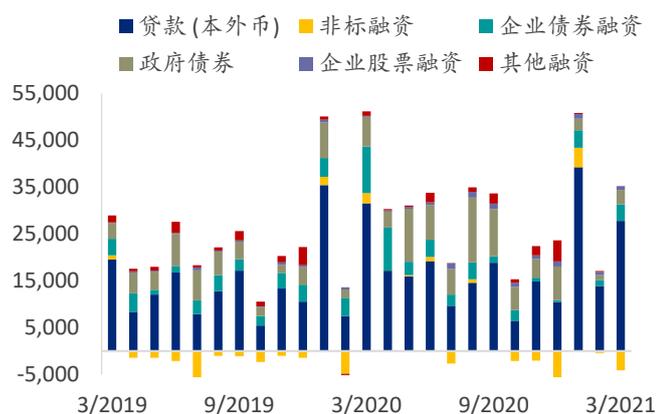
资料来源：Bloomberg，浦银国际

社融项下，新增贷款和债券低于去年同期，非标融资规模下降。

3月，社融口径的新增贷款为2.78万亿元，同比少增3,742亿元；企业债券融资3,505亿元，同比少增6,426亿元；政府债券融资3,131亿元，同比少增3,213亿元。除了上述三项的影响，信托贷款和汇票融资规模下降也导致社融增量低于预期，其中，信托贷款3月净减少1,791亿元，汇票融资净减少2,296亿元。3月，仅股票融资增量（783亿元）高于去年同期（198亿元）。

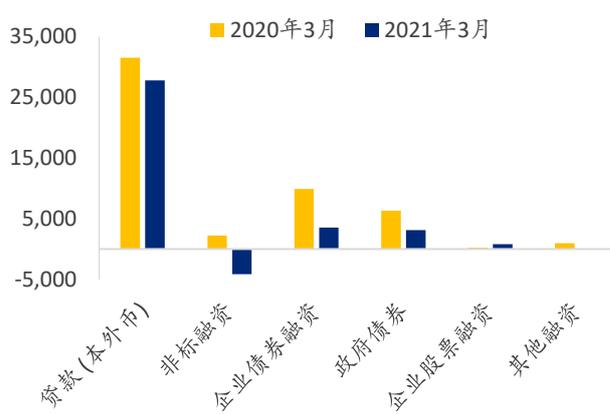
信贷结构继续优化。3月新增人民币贷款2.73万亿元，同比少增1,039亿元，但高于预期(2.30万亿元)和2019年同期(1.69万亿元)，“紧信用”的趋势尚不明显。新增信贷在结构上更加优化，居民、企业中长期贷款同比增加。3月，新增居民中长期贷款6,239亿元，同比多增1,501亿元；企业中长期贷款持续回升，3月新增1.33万亿元，高于去年同期的9,600亿元。

图表 30: 新增社融结构 (亿元)



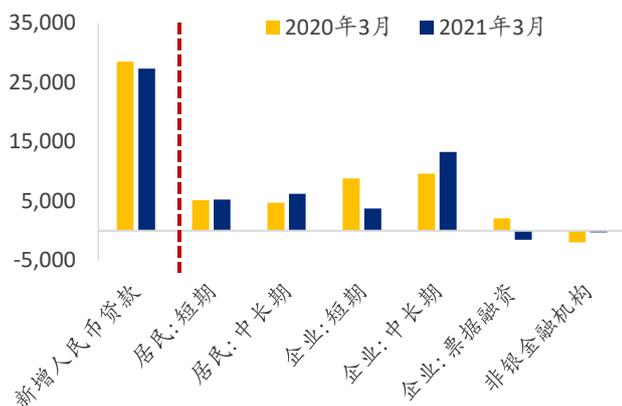
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 31: 新增社融结构对比 (亿元)



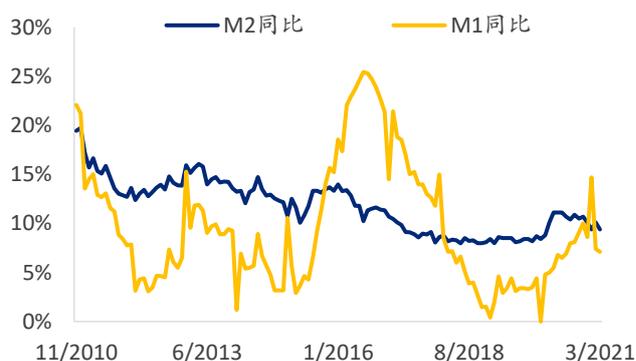
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 32: 新增信贷结构对比 (亿元)



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 33: M2、M1 增速延续边际下降

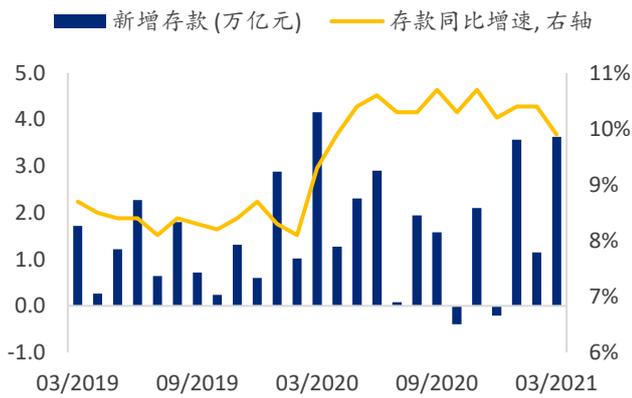


资料来源: CEIC, 浦银国际

M2、M1 双双回落。信用扩张趋缓、财政投放下降的影响下，3月M2同比增长9.4%，略低于预期(9.5%)，较前期下降0.7个百分点。M1同比增速由2月的7.4%继续滑落至3月的7.1%，低于预期(8.0%)。M1增速下降主要受基期扰动的影响，但M1增速与名义GDP增速相差不大，企业流动性将不会受影响。

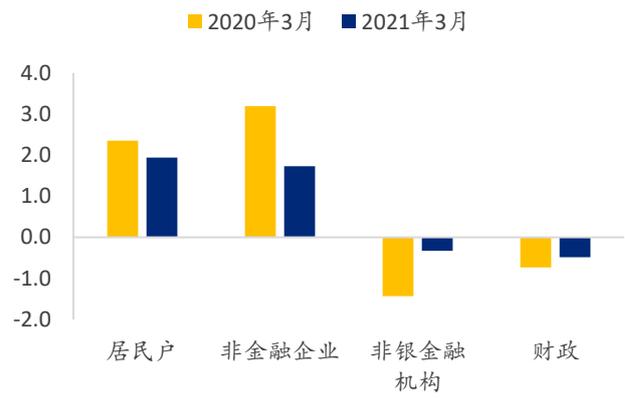
存款增速趋缓，金融投资、企业经营活跃。3月，新增存款3.63万亿元，同比增速由前期的10.4%降至9.9%。其中，3月非银金融机构存款减少3,280亿元，降幅低于去年同期(14,313亿元)，显示金融市场投资活跃。受企业经营活动回暖影响，3月企业存款新增17,290亿元，同比少增14,610亿元。

图表 34：新增存款与存款同比增速的变化



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 35：新增存款结构对比（万亿元）

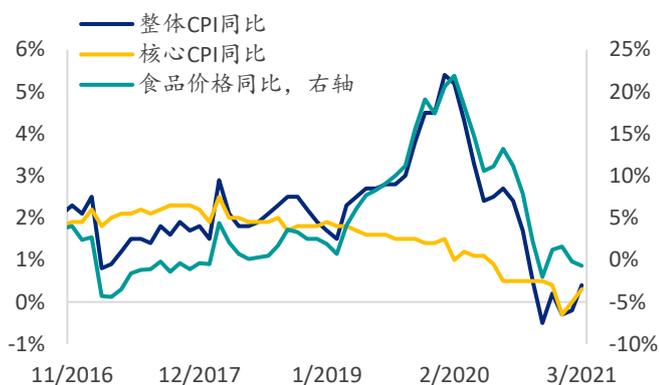


资料来源：CEIC，浦银国际

输入性通胀压力抬头

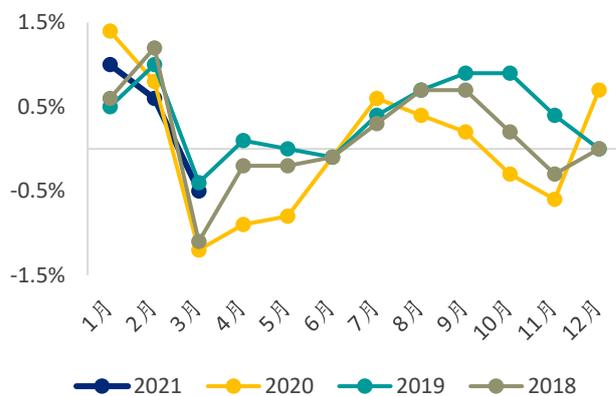
CPI 同比增速由负转正。3 月，CPI 同比增速由前期的-0.2%回升至 0.4%，略高于预期（0.3%）。扣除食品和能源的价格影响，3 月核心 CPI 同比增速回升 0.3 个百分点至 0.3%。3 月，物价继续呈现“食品通胀回落、非食品通胀上升”的特点，拉动 CPI 上行的动力转向非食品的输入性通胀。

图表 36：CPI 同比增速由负转正，食品价格下行



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 37：CPI 环比涨跌幅历史趋势比较

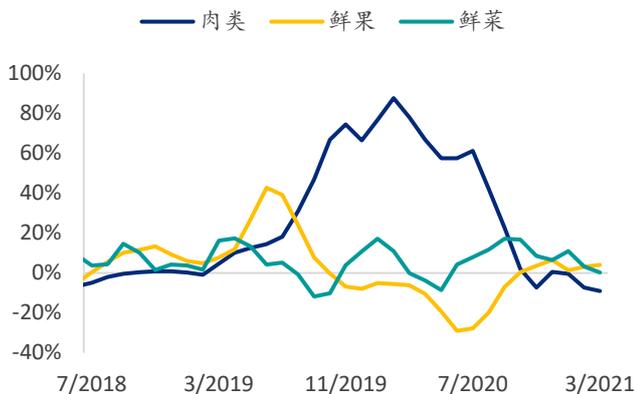


资料来源：CEIC，浦银国际

猪周期下行、春节效应已过，叠加高基数影响，食品价格降幅扩大。受高基数的影响（去年 3 月食品价格同比增速 18.3%），今年 3 月食品价格同比增速仍处于负区间，降幅从前期为-0.2%扩大至-0.7%。猪周期下行，肉类价格降幅扩大，同比增速由 2 月的-7.3%降至 3 月的-9.1%。春节假期后，鲜菜价格有所回落，同比增速由 2 月的 3.3%降至 3 月的 0.2%。

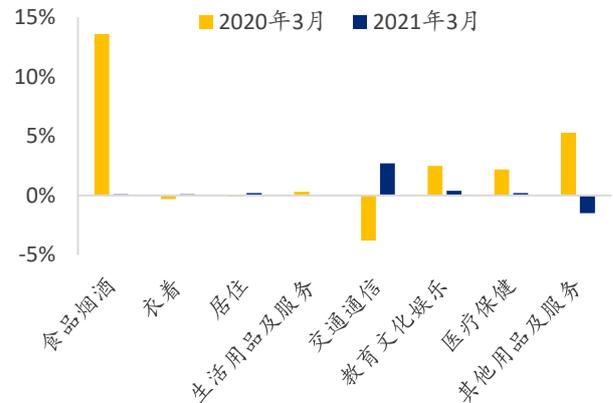
商品价格和海外通胀预期回升，非食品价格同比增速由负转正。3 月，大宗商品价格维持在较高水平，叠加通胀预期的回升，非食品价格同比增速由负转正，由前期的-0.2%升至 3 月的 0.7%。随着全球经济共振复苏，大宗商品价格受需求增加的影响将继续上行，预计非食品通胀将随经济复苏而出现持续地回升。

图表 38：肉类、鲜菜、鲜果价格的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 39：CPI 各项同比增速比较



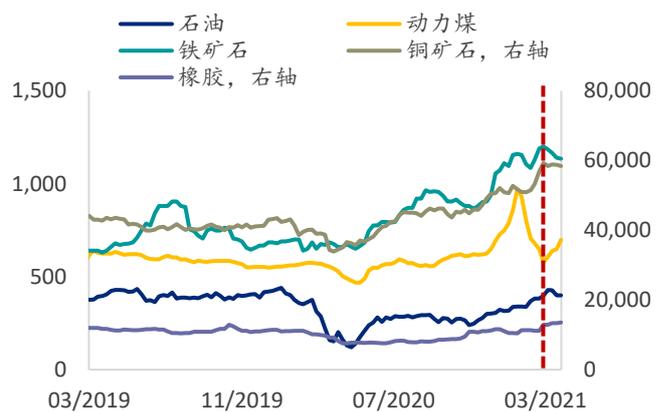
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 40：最新 CPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	3月	2月	3月	2月
核心 CPI	0.3	0.0	0.0	0.2
整体 CPI	0.4	-0.2	-0.5	0.6
其中：食品	-0.7	-0.2	-3.6	1.6
非食品	0.7	-0.2	0.2	0.4
其中：消费品	0.6	-0.3	-0.8	0.7
服务	0.2	-0.1	-0.1	0.4
其中：城市	0.5	-0.2	-0.5	0.6
农村	0.4	-0.1	-0.6	0.4

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 41：大宗商品价格 3 月维持高位

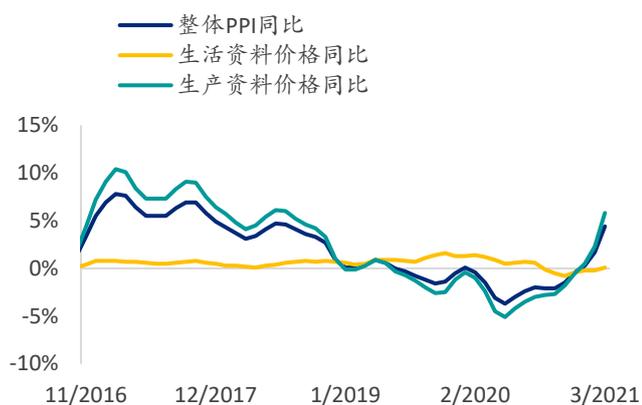


注：石油价格为元/桶，其他商品价格为元/吨 资料来源：FactSet，浦银国际

大宗商品价格上升带动 PPI 显著增长。3 月 PPI 同比增幅显著扩大，从前期的 1.7% 上升至 4.4%，好于预期（3.6%）。大宗商品价格维持高位，生产资料价格显著修复。受煤、有色和黑色金属矿石价格带动，3 月生产资料价格同比增速回升至 5.8%，较前期上涨 3.5 个百分点，是推动 PPI 上行的主要动力。自上而下的价格修复过程。3 月，采掘（12.3%）、原材料（10.1%）、加工（3.4%）的价格修复受商品价格驱动，呈现上游快、下游慢的特征。生活资料价格同比增速回归正区间。3 月，生活资料价格同比增速由负转正，从前期的 -0.2% 反弹至 0.1%。

伴随新冠疫苗的大规模接种，全球经济复苏加速，通胀预期回升，叠加商品价格的影响，中国的输入性通胀压力抬头。价格修复自上而下延产业链传导，PPI 同比在低基数的影响下预计将在 4 月继续加速。

图表 42: 生产资料价格修复, PPI 同比增速扩大



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 43: 最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	3月	2月	3月	2月
整体 PPI	4.4	1.7	1.6	0.8
其中: 生产资料	5.8	2.3	2.0	1.1
采掘	12.3	6.8	1.0	2.8
原材料	10.1	2.9	3.9	2.1
加工	3.4	1.7	1.3	0.4
其中: 生活资料	0.1	-0.2	0.2	0.0
食品	2.0	1.6	0.2	0.2
衣着	-0.8	-1.3	0.3	0.0
一般日用品	0.0	-0.1	0.0	0.0
耐用消费品	-1.4	-1.8	0.3	-0.2

资料来源: CEIC, 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附属公司、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人士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的财务权益或持有股份。
- 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

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

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