

策略点评

贸易摩擦与宏观政策的情景假设

即使指数震荡，内部也会有主升结构出现，最终占优的仍是“产业趋势”方向。

- 2025 年 10 月，中美两国贸易摩擦有所加剧。相关事件对于 A 股后续的影响，本文更倾向于用“情景假设”的方式，建立应对象限，而非直接判断后续潜在结果。
- **乐观情形：典型“TACO”交易。**“TACO”交易顺利的特点是主要宽基指数在下跌后，迅速修复跌幅，并持续创新高。从修复速度来看，“含自主可控量”高的科创指数最快修复冲击导致的跌幅。市场经历了从内需消费到红利再到科技和高端制造的行业轮动。
- **中性情形：非标准“TACO”交易。**非标准“TACO”交易，此处特指“退缩但不彻底”。在此背景下，A 股市场虽短期承压，但整体风险可控，市场重心有望回归国内基本面。政策层面或将继续加快“自主可控+内循环”体系建设。进一步而言，上文基于“TACO”交易的一维分析，或不能有效满足后续复杂环境下的交易需求。在非标准“TACO”交易成为基准假设情形的背景下，还需要进一步考虑国内基本面、政策面的演进情况，特别是考虑后续系列重要会议即将召开，如 10 月下旬的“四中全会”、12 月初的中央经济工作会议等。因此，我们将国内宏观逆周期政策强度纳入讨论范围，形成后续可参考的“四象限投资图谱”。
- **悲观情形：非“TACO”交易。**在“非 TACO”的悲观情形下，全球贸易环境或将骤然收紧，市场避险情绪急剧上升。宏观层面，外部冲击可能会加剧经济下行压力，但政策应对空间依然存在。如果出现上述情况，我们预计财政扩张与结构性货币政策有望加快落地，主要以稳增长、稳就业、稳预期为主要目标。全球金融市场的动荡与外部不确定性，将使 A 股市场的风险溢价阶段性走高，投资者偏好迅速转向防御资产。在此情形下，A 股市场风格或将转向“红利+稳定”主导。避险情绪升温有望推动高股息、低估值、现金流稳定的板块成为主流资产配置方向。
- **值得参考的“调整经验”。**在中性情形假设下，进一步需要考虑的是主线宽基或风格行业潜在的回撤空间或下限是多少？以中信成长风格指数为基准参考指数，从最大回撤幅度观察而言，15%幅度或为值得参考的一个“阈值”。而对于止跌信号角度而言，英伟达“止跌信号”对于 A 股科技成长指数的映射效应正在增强。另一方面，双方贸易谈判的进程依然是值得关注的方向。
- **对本轮短期行情的判断。**本轮市场短期走势并非简单的“风险偏好事件冲击”，相较 4 月 7 日更多叠加了一层“止盈交易”属性。在 10 月 13 日较 4 月 7 日，主要宽基指数年内累计涨幅与估值分位水平存在明显差异。因此，1) 即使“TACO”交易向乐观情景假设演绎，指数短期也难以重复 4 月 7 日后“V 型修复”节奏。2) 从重要时间节点来看，若干中美经贸重要时间的时间节点主要集中在 11 月，市场短期难以“迅速计价”后期“尾部风险”，因此指数短期“震荡”概率或大于指数重复 4 月 7 日后“V 型修复”的概率。
- **中长期展望。**尽管近期贸易摩擦担忧、美政府停摆等风险因素有所升温，以及短期“涨速”偏快，一定程度上抑制了市场风险偏好水平。但更长视角下，支撑本轮 A 股走牛的长期逻辑并未发生破坏，当前阶段更类似于牛市上升阶段的一次突发事件，并不影响牛市趋势。即使非标准“TACO”交易以及其他压制因素导致短期宽基呈现“震荡”走势，但其内部也会有主升结构出现。2018-2019 年中美贸易摩擦后期以及今年 4 月 7 日后的 A 股经验表明，无论过程坎坷，最终占优的仍是“产业趋势”方向。
- **风险提示：**1) 中美贸易沟通不及预期或打破目前假设的“中性”或“乐观”情景。2) 经济修复力度、逆周期调节政策的节奏和力度不及预期，可能影响市场基本面支撑。3) 外部冲击若加剧，可能引发全球避险情绪升温，导致 A 股市场风险溢价阶段性走高。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：徐亚

(8621) 20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

正文

2025 年 10 月，中美两国贸易摩擦有所加剧。相关事件对于 A 股后续的影响，本文更倾向于用“情景假设”的方式，建立应对象限，而非直接判断后续潜在结果。

图表 1. 一维视角下的情景假设

	指数层面	受益板块
典型 “TACO”交易	下跌→ 迅速修复→ 新高	泛成长 出口链 海外算力 新能源、创新药
非标准 “TACO”交易	下跌→ 震荡 (反复影响)	↑ “交织轮动” ↓
非 “TACO”交易	下跌→ 继续下跌	泛红利 稀土、农产品 内需、贵金属 半导体、自主可控

资料来源：中银证券

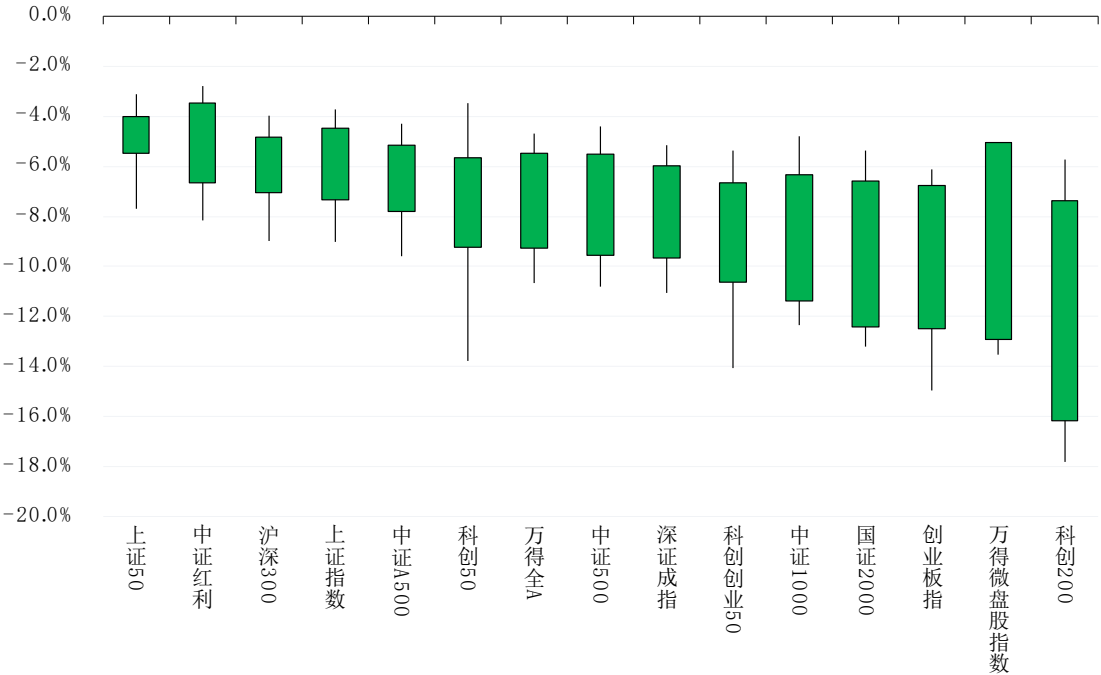
1 乐观情形：典型“TACO”交易

2025 年 4 月 7 日关税冲击之后的市场表现是典型的“TACO”交易。“TACO”交易顺利的特点是主要宽基指数在下跌后，迅速修复跌幅，并持续创新高。

从修复速度来看，“含自主可控量”高的科创指数最快修复冲击导致的跌幅。

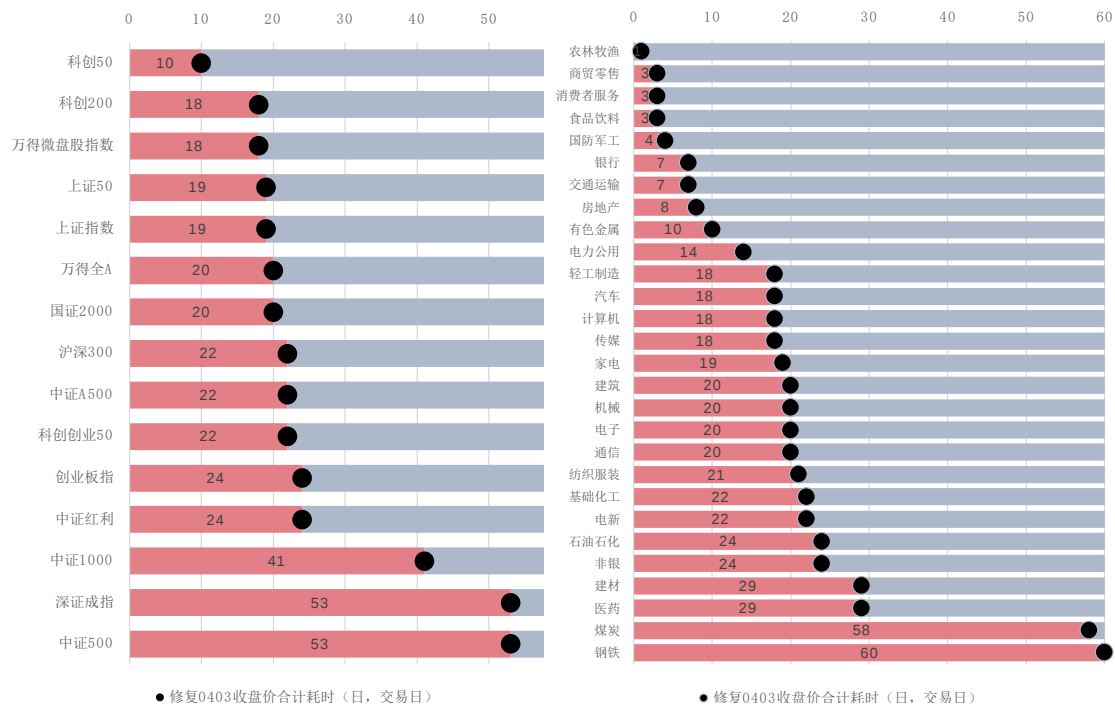
行业轮动的结构和顺序方面，市场经历了从内需消费到红利再到科技和高端制造的行业轮动，关税摩擦初期的 4 月 7 日-4 月 11 日，中美关税局势尚不明朗，出口压力预期之下，内需率先反应，农林牧渔、食品饮料、商贸零售等领涨市场，次周行情开始转向红利板块，银行、公用事业、煤炭等分别上涨 4.04%、1.77%、2.71%，此外地产产业链也有不错表现，此后一周各类消费品表现亮眼，如美容护理、纺织服装、轻工制造、家用电器等。而后，4 月底-5 月，随着中美贸易摩擦局势逐渐明朗，行情最终仍回归于泛成长的科技和高端制造方向。

图表 2. 2025 年 4 月 7 日，A 股主要宽基指数日内表现



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 宽基及一级行业修复至 4 月 7 日前收盘价耗时（交易日）顺序



资料来源：万得，中银证券。注：均以交易日收盘价计算

图表 4. “4.7” 关税冲击后，市场经历了内需消费-红利-科技和高端制造轮动

证券简称	2025. 4. 7- 2025. 4. 11涨跌幅 (%)	2025. 4. 14- 2025. 4. 18涨跌幅 (%)	2025. 4. 21- 2025. 4. 25涨跌幅 (%)	2025. 4. 28- 2025. 4. 30涨跌幅 (%)	2025. 5. 6- 2025. 5. 9涨跌幅 (%)	2025. 5. 12- 2025. 5. 16涨跌幅 (%)
钢铁	-6.29	0.16	1.65	-0.79	1.78	-0.43
有色金属	-4.37	0.91	1.50	-0.81	1.99	0.61
基础化工	-5.14	0.31	2.71	-0.50	2.07	1.82
煤炭	-5.04	2.71	-0.63	-2.50	1.52	1.51
石油石化	-5.81	2.26	1.35	-0.09	0.95	0.65
建筑材料	-2.42	0.26	0.22	-2.14	2.55	-0.24
建筑装饰	-3.43	1.25	0.76	-1.26	1.99	0.77
房地产	-1.47	3.40	-1.31	-3.04	0.41	-0.31
交通运输	-1.26	0.04	0.14	-1.28	1.85	2.06
环保	-4.92	0.04	1.02	-0.02	2.93	0.00
公用事业	-2.92	1.77	2.43	-2.10	2.22	0.08
银行	-3.07	4.04	-0.41	-1.48	3.88	1.43
非银金融	-5.19	0.80	1.17	-1.05	1.75	2.49
农林牧渔	3.28	-2.15	-0.16	-0.56	0.99	0.05
商贸零售	2.88	0.24	0.07	-1.72	0.88	1.72
社会服务	-2.86	0.14	-0.46	-2.63	1.12	-0.54
美容护理	-2.55	0.43	3.80	2.46	1.71	3.08
纺织服装	-5.72	1.57	1.38	-0.10	3.47	1.01
轻工制造	-5.84	1.35	1.92	0.17	3.02	0.87
家用电器	-5.30	0.18	2.28	1.08	3.30	0.00
食品饮料	0.20	0.24	-1.36	-0.54	1.76	0.48
医药生物	-5.61	-0.36	1.16	0.49	1.01	1.27
电力设备	-8.09	-0.37	2.40	-0.54	-4.02	1.39
国防军工	0.28	-2.55	0.15	-0.18	6.33	-1.18
汽车	-5.51	-0.79	4.87	0.51	2.03	2.40
机械设备	-6.78	-0.73	2.69	1.59	3.42	0.35
计算机	-5.79	-0.84	0.99	2.47	1.92	-1.26
传媒	-6.78	1.91	-0.11	2.69	1.40	-0.77
通信	-7.67	0.53	1.32	0.59	4.96	-0.12
电子	-3.89	-0.64	0.83	1.34	0.64	-0.75

资料来源：万得，中银证券

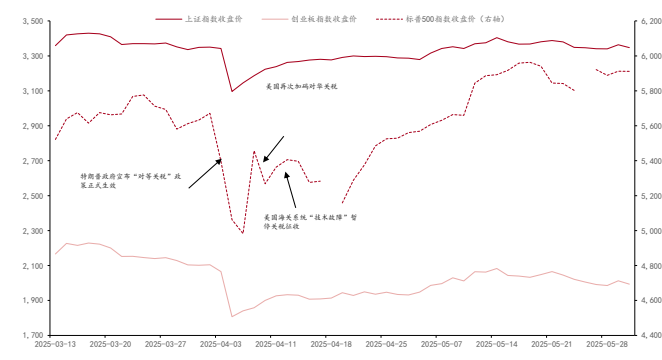
2 中性情形：非标准“TACO”交易

非标准“TACO”交易，此处特指“退缩但不彻底”。从美国实际经济情况看，在美国国内通胀压力加剧且美国“制造业回流”进展缓慢、面临成本与质量双重困境下，特朗普政府的执行或将力度减弱，可能会出现 TACO 式退缩，政策在实际落地过程中可能出现“雷声大、雨点小”的情况。特朗普政府为平衡政治诉求与经济承受力，或将采取“退缩但不彻底”的策略：部分商品豁免、部分关税延期执行，并在清单调整中保留与盟友协调的弹性空间。这种非典型的 TACO 式操作，既维持了对华强硬姿态，又试图避免经济副作用的全面爆发。

“半硬半软”的政策路径意味着中美关系短期内或仍将维持在高压状态，全球供应链的不确定性或将持续存在。这种情况对中国而言，出口导向型产业链利润空间或受挤压，但与全面脱钩的极端局面相比，仍保有一定的战略回旋与谈判余地。

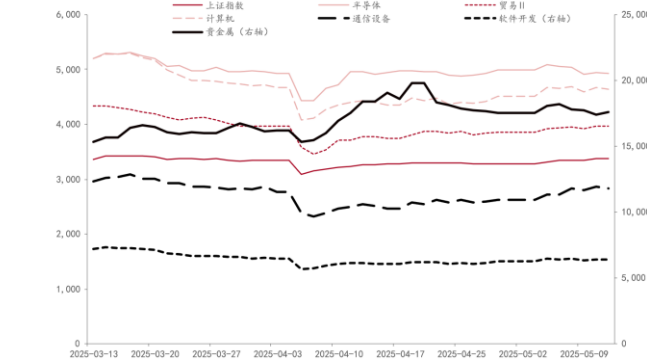
美国国内不同利益群体之间的矛盾和冲突并未彻底解决，且加税导致的贸易成本上升反而推高通胀预期，这进一步限制了其政策持续性的空间。我们预计中美双方在贸易与科技领域的摩擦将阶段性反复，或将呈现“施压-博弈-缓和-再施压”的循环格局。这一基准情形反映的是一种“竞争有度、摩擦可控”的中美关系，贸易壁垒与产业博弈虽趋常态化，但全面对抗风险有限。

图表 5.4 月中美关税政策前后主要指数变化



资料来源：iFinD，今日头条，新浪财经，中银证券

图表 6.2025 年 4 月中美关税政策前后申万二级指数情况

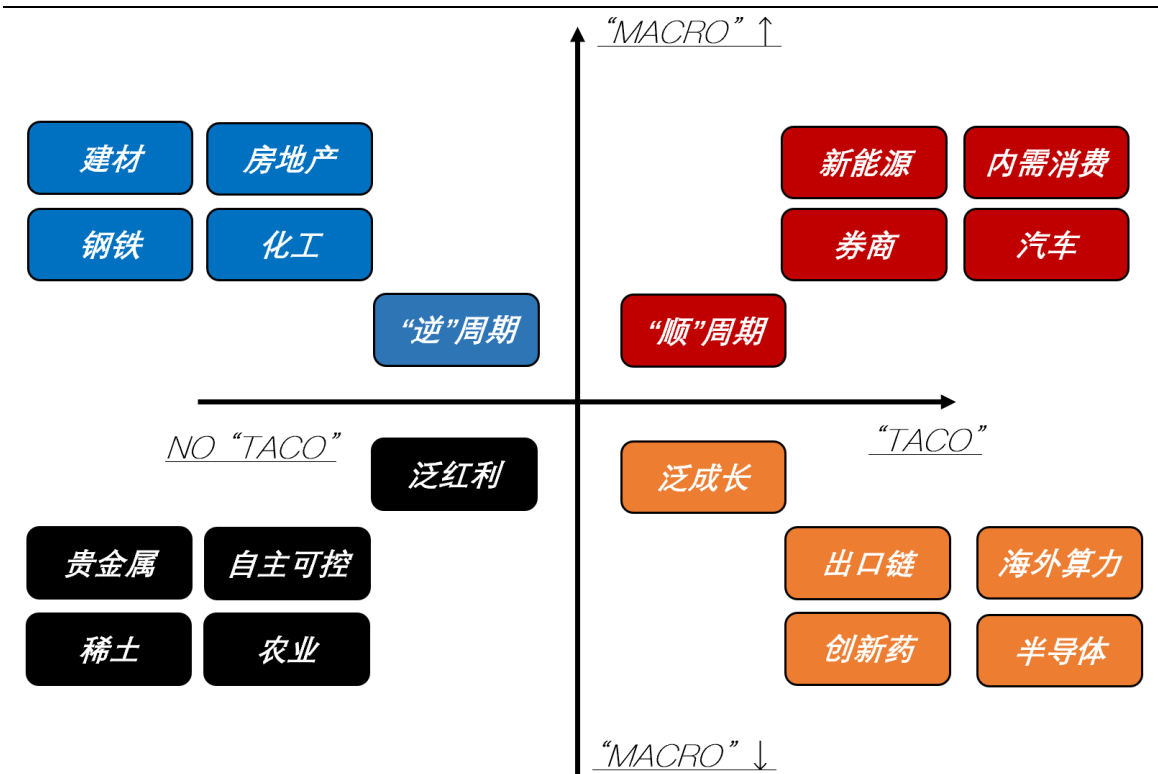


资料来源：iFinD，中银证券

在此背景下，A 股市场虽短期承压，但整体风险可控，市场重心有望回归国内基本面。政策层面或将继续加快“自主可控+内循环”体系建设，核心方向聚焦关键技术攻关、产业链补短板与能源安全体系强化。科技自主、国产替代和新质生产力建设有望成为政策主线，高端制造、半导体设备、新材料与新能源产业链等板块有望持续受益。同时，消费、医药、数字经济等内需驱动型板块在经济修复与政策托底中或将展现韧性。整体来看，A 股市场在该情形下的特征是“稳中有进、防御中寻成长”，投资主线建议重点关注“自主可控+内循环”方向。节奏方面，需根据双方贸易谈判节奏进行轮动。

进一步而言，上文基于“TACO”交易的一维分析，或不能有效满足后续复杂环境下的交易需求。在非标准“TACO”交易成为基准假设情形的背景下，还需要进一步考虑国内基本面、政策面的演进情况，特别是考虑后续系列重要会议即将召开，如 10 月下旬的“四中全会”、12 月初的中央经济工作会议等。因此，我们将国内宏观逆周期政策强度纳入讨论范围，形成后续可参考的“四象限投资图谱”。

图表 7. 二维视角下的行业四象限



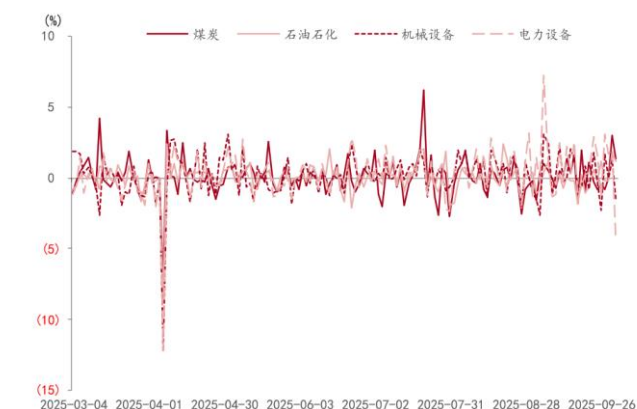
资料来源：中银证券。纵轴示意为宏观逆周期政策或宏观经济预期强弱。“逆”周期指受益宏观逆周期政策发力（“反内卷”、基建、地产政策等）方向，“顺”周期指受益宏观预期转好方向

3 悲观情形：非 “TACO” 交易

在“非 TACO”的悲观情形下，假设特朗普彻底放弃了以往的退缩策略，全面实施极端强硬的对华政策。美国政府不再采取模糊化或分阶段执行的方式，而是选择关税政策无豁免、无缓冲期、无谈判空间地全面落地，对全部中国商品征收 100% 的“惩罚性”关税，并同步强化出口管制、技术禁运和投资限制措施，推动“供应链去中国化”进入强制推进阶段。金融层面，美国对中国企业的资本市场融资、并购和投资进行更严格的审查与限制，并协调盟友共同限制关键技术合作。这一系列措施或将导致中美经贸关系全面恶化，双边贸易秩序陷入冻结，全球产业链出现系统性割裂，产业链脱钩加速成为现实。

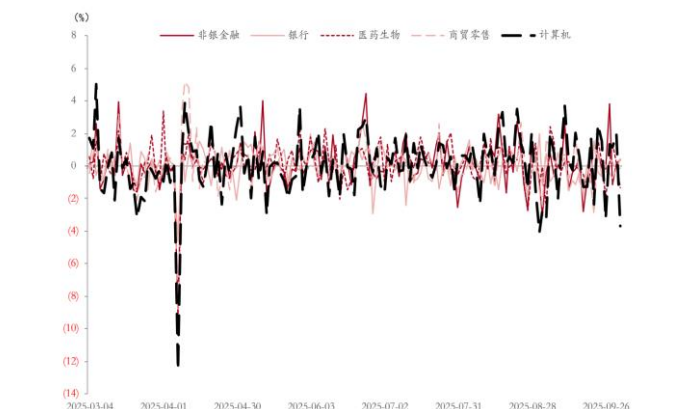
在此背景下，全球贸易环境或将骤然收紧，市场避险情绪急剧上升。国际资本大幅回流美元资产，新兴市场货币普遍承压，全球通胀压力再度抬头。在此情况下，中国出口导向型制造业利润空间会被大幅挤压，部分外需链条可能出现断裂或者贸易量压缩的风险。宏观层面，外部冲击可能会加剧经济下行压力，但政策应对空间依然存在。如果出现上述情况，我们预计财政扩张与结构性货币政策有望加快落地，主要以稳增长、稳就业、稳预期为主要目标。全球金融市场的动荡与外部不确定性，将使 A 股市场的风险溢价阶段性走高，投资者偏好迅速转向防御资产。

图表 8. 2025 年 3 月以来部分申万一级行业指数变化



资料来源：iFinD，中银证券

图表 9. 2025 年 3 月以来部分申万一级行业指数变化（续）



资料来源：iFinD，中银证券

在此情形下，A 股市场风格或将转向“红利+稳定”主导。避险情绪升温有望推动高股息、低估值、现金流稳定的板块成为主流资产配置方向。传统能源、电力、煤炭、油气、有色金属等板块因具备强分红能力与估值安全垫，或将成为核心防御资产。同时，国企红利与央企价值板块有望获得政策与国内资金双重催化，银行、保险、公用事业等行业或成为避险首选。部分内需导向型消费与医药板块，也可能在防御逻辑下获得相对收益。该情形下的 A 股市场有望进入“以分红为盾、以稳健为先”的阶段，估值体系重新锚定现金流与红利逻辑，成长与周期板块的估值中枢或将下移，投资策略宜以防御为主、稳健为要。

4 值得参考的“调整经验”

在中性情形假设下，进一步需要考虑的是主线宽基或风格行业潜在的回撤空间或下限是多少？

2001 至 2025 年，A 股历史上典型意义上的牛市共计六轮，分别是 1) 2005 年 7 月-2007 年 10 月。2) 2008 年 11 月-2010 年 11 月。3) 2012 年 12 月-2015 年 6 月。4) 2016 年 1 月-2018 年 5 月。5) 2018 年 12 月至 2021 年 12 月。以及 6) 2024 年 9 月开启的本轮上行阶段。

图表 10. 历史上的六轮牛市



资料来源：万得，中银证券。注：20010101 全 A 指数定基为 1

调整经验参考哪几轮牛市？第三、五轮牛市属于与当前牛市行情较为类似的“流动性牛市”或“科技成长结构景气牛”。宏观景气推动的第一、二轮全面牛，以及风格偏周期、消费的第四轮牛，其核心驱动因素与本轮牛市不同，因此，当我们分析前几轮牛市中的调整规律时，第三、五轮牛市中出现的调整经验或更具有参考性。

“15%调整幅度”或为值得关注的一个心理参考值。以中信成长风格指数为基准参考指数，第三轮（2013-2015 年）和第五轮（2019-2021 年）牛市中，指数超过 10%幅度的最大回撤（非结束转熊式调整）分别发生 3、5 次。从最大回撤幅度观察而言，15%幅度或为值得参考的一个“阈值”。

图表 11. 第三轮牛市（2013-2015 年）中，成长（中信）风格指数的最大回撤幅度



资料来源：万得，中银证券。注：折线为中信成长风格指数定基

图表 12. 第五轮牛市（2019-2021 年）中，成长（中信）风格指数的最大回撤幅度



资料来源：万得，中银证券。注：折线为中信成长风格指数定基

而对于止跌信号角度而言，海外英伟达的“止跌信号”对于 A 股科技成长指数的映射效应正在增强，2024 年 Q4 后，英伟达数次至少 5% 级别回撤后的止跌点都有助于 A 股创业板指实现企稳，海外行情特别是英伟达的止跌信号或将成为本轮调整结束的重要参考。另一方面，双方贸易谈判的进程依然是值得关注的方向。

图表 13. 关注英伟达止跌信号



资料来源：万得，中银证券。注：折线为英伟达及创业板指指数定基

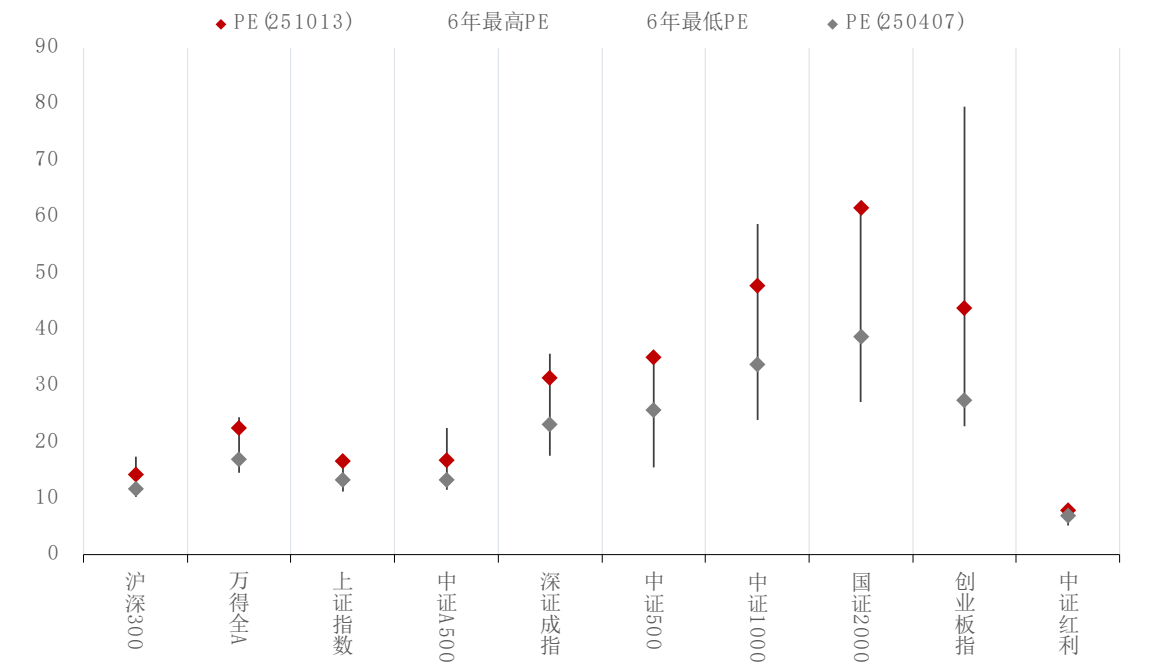
5 对本轮短期行情的判断

我们认为，对本轮短期行情的预判，过度参考 4 月 7 日后的 A 股反弹经历值得商榷。

本轮市场短期走势并非简单的“风险偏好事件冲击”，对于“TACO”可能性的情景假设更多影响的是战略方向，而非短期战术方向。

本轮市场调整空间与节奏，相较4月7日更多叠加了一层“止盈交易”属性。这体现在10月13日较4月7日，主要宽基指数的年内累计涨幅与估值分位水平存在明显差异。因此，1) 即使“TACO”交易向乐观情景假设演绎，指数短期也难以重复4月7日后“V型修复”的节奏。2) 从重要时间节点来看，若干中美经贸重要时间的时间节点主要集中在11月，市场短期难以“迅速计价”后期“尾部风险”，因此指数短期“震荡”的概率或大于指数重复4月7日后“V型修复”的概率。

图表 14. 近6年宽基指数 PE(ttm)



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 关注后续“生效日期”节点

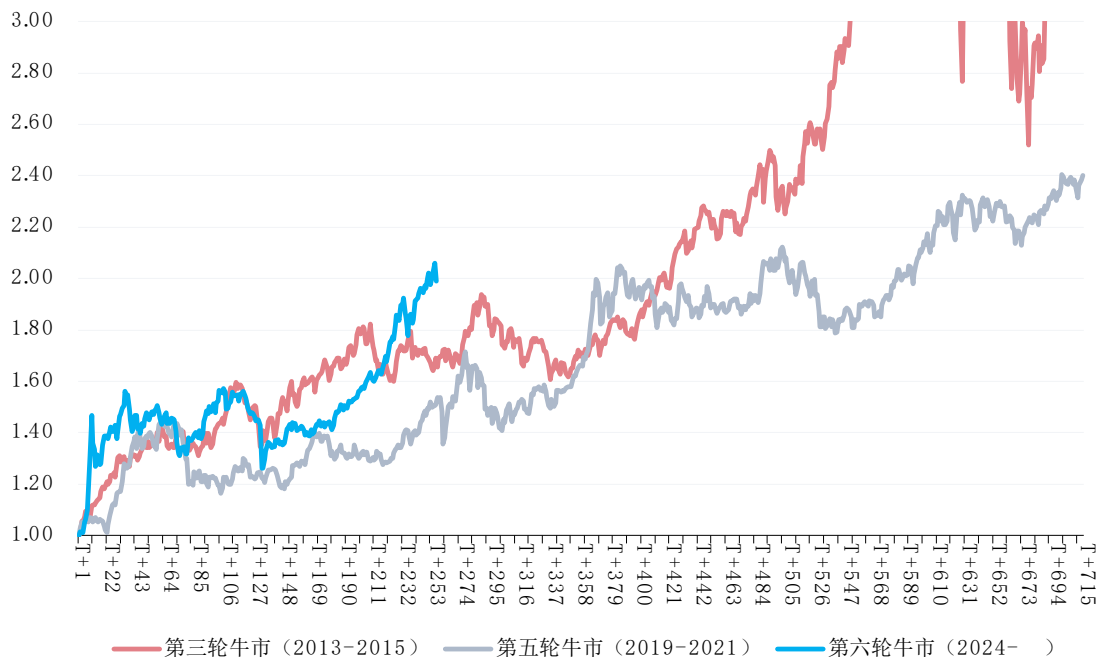
时间	部门	生效日期	政策
10月8日	美国商务部	10月8日	将多家中国企业列入出口管制实体清单。
10月9日	中国商务部	10月9日	将多家外国实体列入不可靠清单。
10月3日	美国海关和边境保护局	10月14日	对进入美国港口的中国拥有、运营或建造的船舶，以及所有外国建造的汽车运输船征收额外费用。
10月10日	中国交通运输部	10月14日	发布公告决定自10月14日起，对美国相关船舶征收“特别港务费”。
10月31日至11月1日	2025年APEC会议	10月31日至11月1日	预计召开中美两国元首潜在会晤。
10月10日	美国总统	11月1日	11月1日起或对来自中国的所有产品征收100%的关税，以及限制所有关键软件出口。
9月29日	美国商务部工业和安全局	11月28日	实体清单或军事最终用户（MEU）名单上一个或多个实体拥有至少50%股份的任何实体本身将自动受到实体清单/MEU清单限制的约束。
10月9日	中国商务部	11月8日/12月1日	对部分中重稀土相关物项实施出口管制的决定（11月8日起实施）。对稀土相关技术实施出口管制的决定（即日起实施）；公布对境外相关稀土物项实施出口管制的决定（部分自12月1日起实施）。
10月10日	美国贸易代表办公室	待定	对某些岸边起重机和货物装卸设备征收100%关税。
10月10日	中国国家市场监督管理总局	待定	宣布对高通公司收购Autotalks启动反垄断调查，该收购交易于6月由高通宣布。

资料来源：BIS，商务部，新华网，人民日报，环球时报，腾讯网，央广网，澎湃新闻，新浪财经，第一财经，中银证券

6 中长期展望

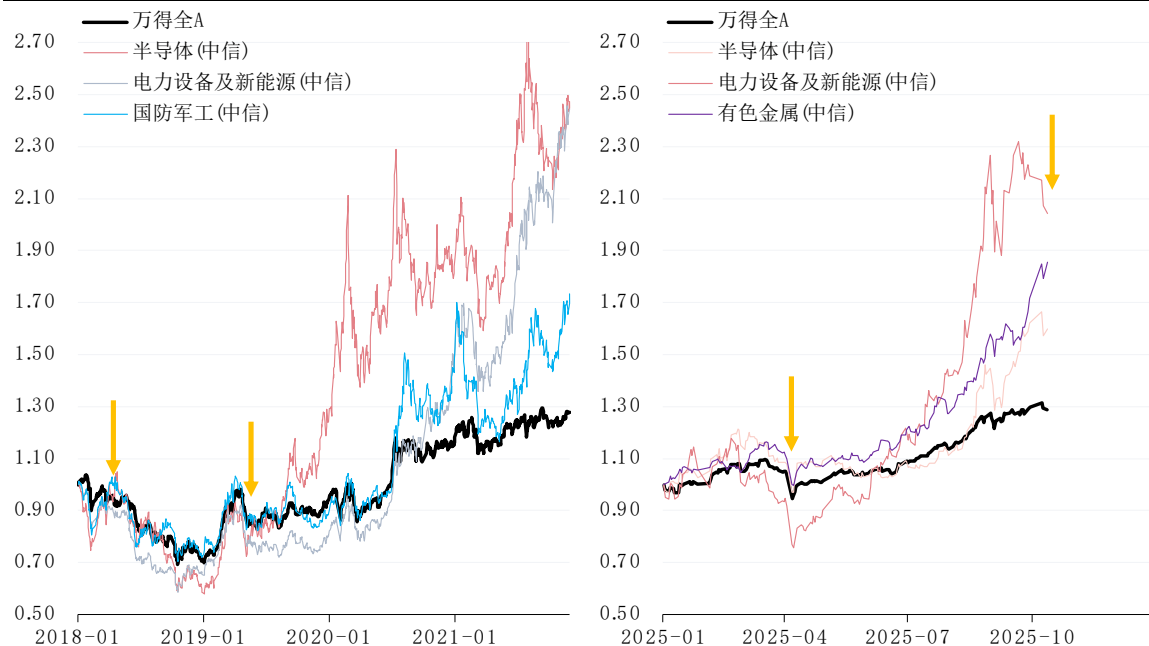
尽管近期贸易摩擦担忧、美政府停摆等风险因素有所升温，以及短期“涨速”偏快，一定程度上抑制了市场风险偏好水平。但更长视角下，美元中长期走弱逻辑仍在持续兑现，海外降息周期的开启有助于人民币资产重估进程。A 股增量资金仍处于初期阶段，宏观叙事角度，“反内卷”政策托底价格因素预期，宏观流动性充沛，AI 科技产业及国内自主可控产业趋势景气，支撑本轮 A 股走牛的这些中长期逻辑并未发生破坏，**当前阶段更类似于牛市上升阶段的一次突发事件，并不影响牛市趋势。2018-2019 年中美贸易摩擦后期以及今年 4 月 7 日后的 A 股经验表明，无论过程坎坷，最终占优的仍是“产业趋势”方向。**

图表 16. 三轮牛市中，成长（中信）风格指数走势



资料来源：万得，中银证券。注：折线为中信成长风格指数T日（日频）收盘价归一，第三、五、六轮牛市T日分别为20121201、20190103、20240918

图表 17. 贸易摩擦之后，主线结构走出



资料来源：万得，中银证券

另一值得注意的因素是，即使非标准“TACO”交易以及其他压制因素导致短期宽基呈现“震荡”走势，但其内部也会有主升结构出现。短期可积极关注贵金属、稀土，三季报盈利预测上调方向以及“十五五”规划潜在受益行业，包括人工智能与数字经济、高端装备与智能制造全产业链、绿能与储能、军工等。

图表 18. 近期分析师盈利预测上调行业

二级行业名称	上调家数	下调家数	不变家数	上调公司25中报利润占比	下调公司25中报利润占比	上调-下调公司中报利润占比差值	所有样本公司25年E净利润增速
新能源动力系统	5	2	15	83%	0%	83%	33%
运输设备	3	1	5	79%	11%	68%	26%
摩托车及其他II	3	0	4	65%	0%	65%	38%
畜牧业	7	3	14	59%	0%	59%	13%
贵金属	4	1	1	63%	7%	56%	77%
化学制药	13	2	38	43%	2%	41%	26%
普钢	3	0	6	37%	0%	37%	138%
元器件	3	1	14	39%	3%	35%	72%
工业金属	4	3	20	51%	17%	34%	28%
农用化工	9	4	16	48%	17%	31%	43%
证券II	5	2	17	29%	6%	23%	33%
稀有金属	4	5	18	27%	6%	22%	250%
全国性股份制银行II	3	2	4	32%	12%	20%	2%
光学光电	2	5	22	18%	3%	15%	57%
消费电子	5	6	19	18%	4%	14%	31%
酒类	2	4	18	45%	31%	13%	3%
半导体	15	20	68	29%	17%	11%	92%
媒体	4	3	6	38%	29%	9%	39%
文化娱乐	2	3	18	19%	10%	9%	186%
发电及电网	5	4	28	22%	14%	8%	8%

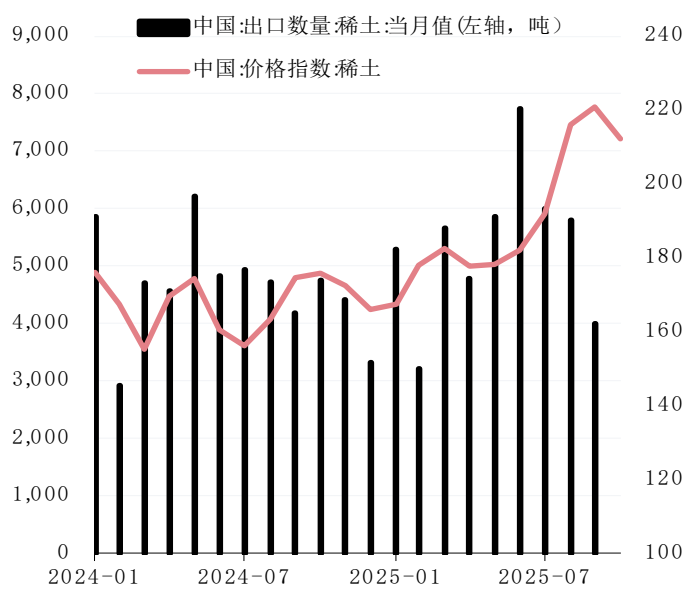
资料来源：万得，中银证券。注：选取分析师覆盖家数大于3的公司为统计样本

图表 19. 黄金价格屡创新高



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 9 月稀土出口数量下行



资料来源：万得，中银证券

风险提示

- 1) 中美贸易沟通不及预期或打破目前假设的“中性”或“乐观”情景。
- 2) 经济修复力度、逆周期调节政策的节奏和力度不及预期，可能影响市场基本面支撑。
- 3) 外部冲击若加剧，可能引发全球避险情绪升温，导致 A 股市场风险溢价阶段性走高。

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