

策略周报

短期防御冲击

海外风偏下行冲击 A 股，止跌观察英伟达企稳信号，短期配置内需、红利、能源、贵金属等防御资产。

- **海外风偏下行冲击 A 股，止跌观察英伟达企稳信号，短期配置内需、红利、能源、贵金属等防御资产。** A 股当前市场情绪处于短期高位，中美贸易摩擦或带来短期风偏下行。回顾 2025 年 4 月关税冲击，短期 A 股或将面临回调压力。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。历轮牛市之中，第三轮（2013-2015 年）牛市和第五轮（2019-2021 年）牛市指数超过 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% 幅度或为值得本次调整参考的一个“阈值”。类比 4 月初“对等关税”宣布后市场结构表现，科技、高端制造等方向短期或迎来较为明显的调整；前期涨幅较弱的内需、红利、能源、贵金属板块或迎来阶段性超额收益。
- **短期防御冲击，回调择机配置科技板块。** 节后两个交易日，市场热点快速轮动。大类资产方面，贸易摩擦担忧升温、美政府停摆等风险因素有所升温，一定程度上抑制市场风险偏好水平，此外，美联储降息预期升温，美元持续低位震荡，金价上行趋势短期有望进一步增强。后市需要重点关注“十五五”规划以及中美贸易摩擦的阶段性升温对于市场情绪的影响。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。四季度外资增量有望边际提升，有望助力 A 股增量资金延续。存储芯片涨价潮持续验证 AI 算力需求，国内外大模型加速更新优化催化下游应用与端侧机会，AI 产业链景气上行趋势仍在持续演绎之中，“融资融券”折算率变动与中美关税摩擦等短期交易因素虽有扰动但不构成决定性因素，反而可能提供较优配置机会，中期行情趋势更多取决于中观景气与业绩验证，业绩上行趋势延续则行情仍然有望延续。短期回调择机配置，重点关注国产算力、AI 端侧、AI 应用、存储芯片。
- **风险提示：** 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

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

目录

观点回顾	4
大势与风格	5
中观行业与景气	9
一周市场总览、组合表现及热点追踪	11
风险提示	12

图表目录

图表 1. 2025 年 4 月 7 日当天行业表现.....	5
图表 2. 2025 年 4 月 7 日后一个月行业表现.....	5
图表 3. 4 月中美关税政策前后主要指数变化.....	5
图表 4. 2025 年 4 月中美关税政策前后申万二级指数情况.....	5
图表 5. 第三轮牛市（2013-2015 年）中，成长（中信）风格指数的最大回撤幅度.....	6
图表 6. 第五轮牛市（2019-2021 年）中，成长（中信）风格指数的最大回撤幅度.....	6
图表 7. 三轮牛市中，成长（中信）风格指数走势.....	7
图表 8. 关注英伟达止跌信号.....	7
图表 9. 近期全球大类资产表现.....	8
图表 10. 本周市场小盘价值风格相对占优.....	8
图表 11. 当前市场风格指数表现.....	8
图表 12. 本周一级行业表现.....	9
图表 13. 本周二级行业表现（前后 15）.....	9
图表 14. 2025 年以来存储芯片价格涨幅明显.....	10
图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）.....	11
图表 16. 本周股票型 ETF 延续净申购（单位：亿元）.....	11

观点回顾

——20241215《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216《重回科技主导产业——2025 年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A 股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

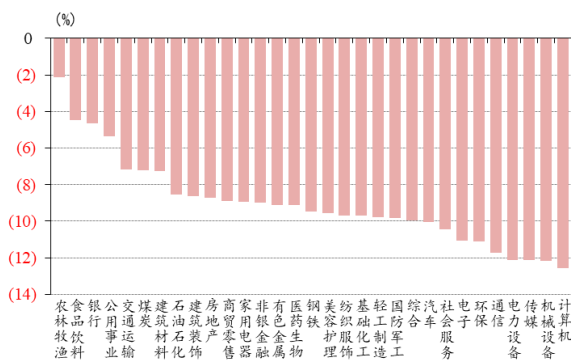
——20250216《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

2025年4月，美国政府宣布对美国的全球贸易伙伴征收“对等关税”，受海外波动传导，A股市场流动性出现阶段性收紧。在外部冲击的影响下，A股在4月上旬出现普遍回调，上证指数自4月1日的3348.44点快速下探至4月8日的3145.55点，四个交易日跌幅达6.06%；创业板指数同期从2101.88点跌至1840.31点，累计跌幅近12.44%，资金对高估值成长股集中抛压。同期美股经历“暴跌-反弹-再度下挫”的过山车行情，显示全球风险偏好同步收缩。行业表现上，外需导向的**半导体、计算机、通信设备**等板块成为受影响的重灾区，4月3日至8日其中半导体指数从4926.29点降至4436.49点，而**软件开发与贵金属**则逆势走强，4月10日软件开发指数升至6059.60点，贵金属指数突破16900点，反映出资金明显转向防御性配置。A股市场出现波动，投资者风险偏好下降，“高贝塔股抛售+黄金主题爆量”的避险格局清晰可见。

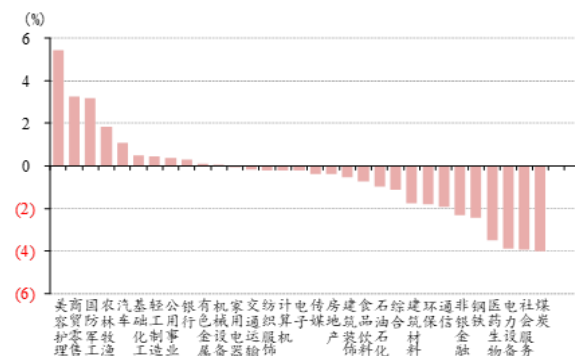
4月这轮关税冲击表明，在全球政策不确定性骤升的背景下，A股很难独善其身。未来若再出现类似的外部政策扰动，投资者应更加重视**全球宏观事件的传导节奏**，提前做好**仓位管理与行业轮动应对**。短期可保持防御思维，关注**贵金属、能源、内需、红利**等抗波动资产；中长期则需聚焦**国产替代、自主可控与内需扩展**板块的相对韧性，从“事件驱动”中寻找结构性机会。

图表 1. 2025 年 4 月 7 日当天行业表现



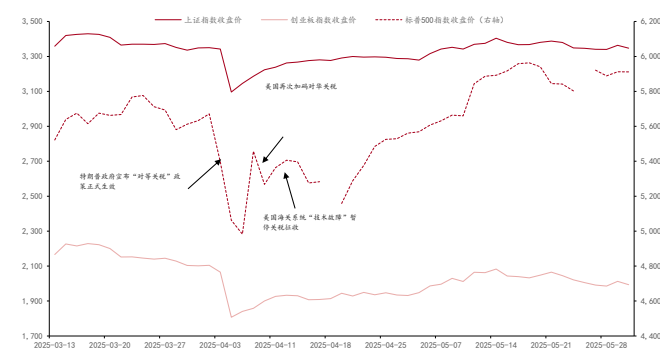
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 2025 年 4 月 7 日后一个月行业表现



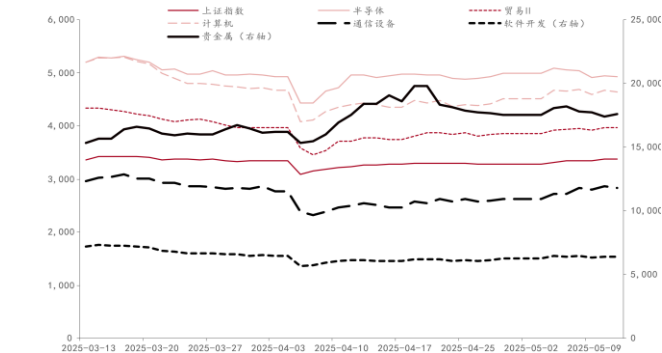
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 3. 4 月中美关税政策前后主要指数变化



资料来源：同花顺 iFinD，新浪财经，今日头条，中银证券

图表 4. 2025 年 4 月中美关税政策前后申万二级指数情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

值得参考的“调整经验”。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。

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”或为值得关注的心理参考值。我们以中信成长风格指数为基准参考指数，第三轮（2013-2015 年）牛市和第五轮（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 5. 第三轮牛市（2013-2015 年）中，成长（中信）风格指数的最大回撤幅度



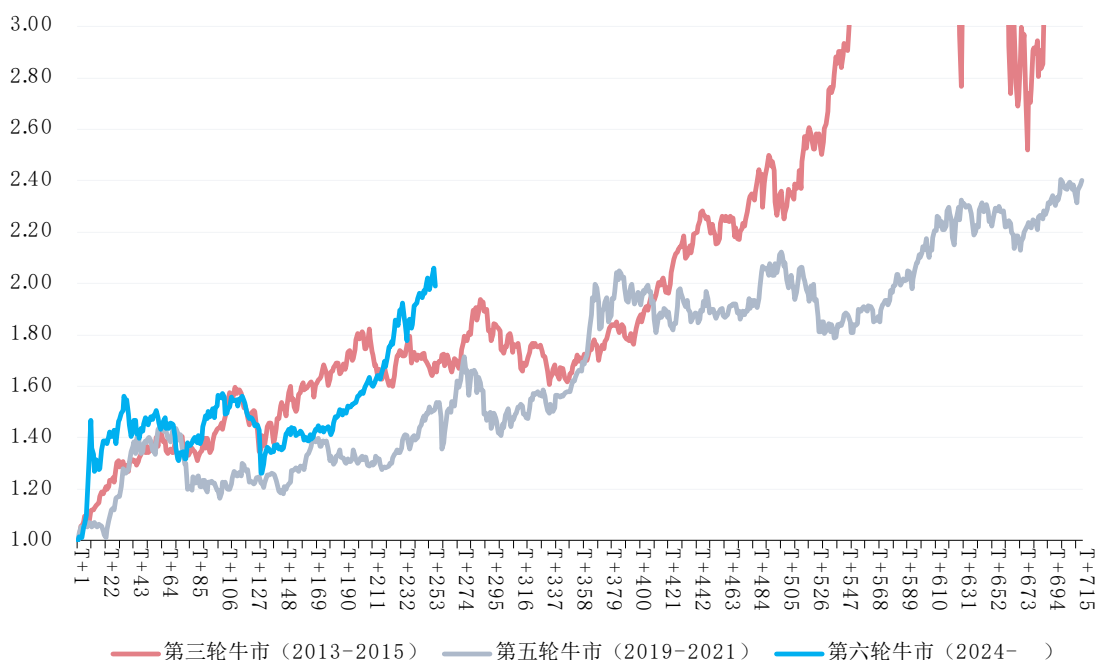
资料来源：万得，中银证券。注：折线为中信成长风格指数定基

图表 6. 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

图表 7. 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

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。

图表 8. 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数定基

往后看，我们认为需要重点关注：1) 二十届四中全会将于 10 月 20 日至 23 日在北京召开，“十五五”规划将成为节后市场关注焦点。2) 中美贸易摩擦的阶段性升温以及美国政府停摆进展或对市场情绪造成持续影响。

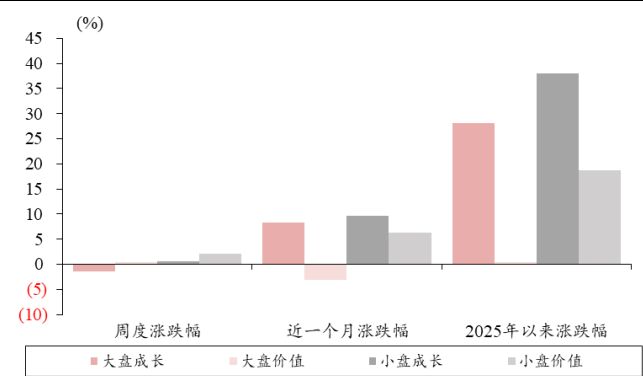
大类资产方面，虽然金价周四出现较为明显的回调，但近期贸易摩擦担忧升温、美政府停摆等风险因素有所升温，一定程度上抑制市场风险偏好水平，此外，美联储降息预期升温，美元持续低位震荡，金价上行趋势短期有望进一步增强。更长视角下，美元中长期走弱逻辑仍在持续兑现，海外降息周期的开启有助于人民币资产重估进程。四季度外资增量有望边际提升，有望助力 A 股增量资金延续。

图表 9. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	10月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(1.18)	(1.60)	14.29
	MSCI新兴市场	1.94	1.46	26.98
	标普500	(1.63)	(2.03)	11.41
	日经指数	6.76	7.02	20.54
	万得全A	0.26	(0.36)	25.98
	斯托克指数	0.65	0.21	15.74
	恒生指数	(1.25)	(2.10)	31.06
汇	美元指数	0.91	1.02	(8.90)
	美元兑人民币	(0.06)	(0.01)	(1.16)
	美元兑日元	1.72	2.18	(3.84)
	欧元兑美元	(0.90)	(0.95)	12.27
商	CRB商品	(3.25)	(2.61)	(1.33)
	LME铜	(0.38)	1.03	18.32
	WTI原油	(8.21)	(6.62)	(18.80)
	伦敦金现	0.63	0.63	44.20
债	10Y美债收益率(Bps)	(13.00)	(13.00)	(50.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(5.75)	(5.75)	22.48

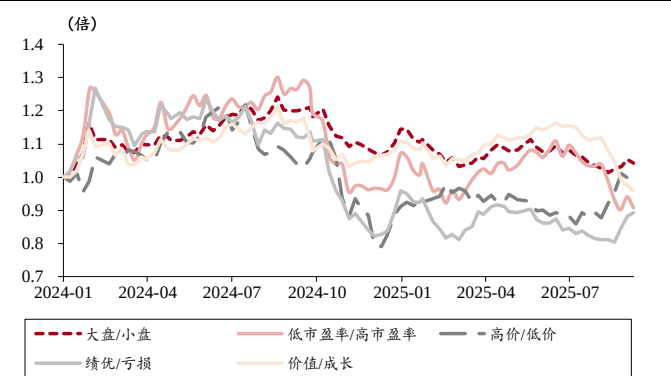
资料来源：万得，中银证券（注：截至 2025 年 10 月 11 日）

图表 10. 本周市场小盘价值风格相对占优



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 当前市场风格指数表现

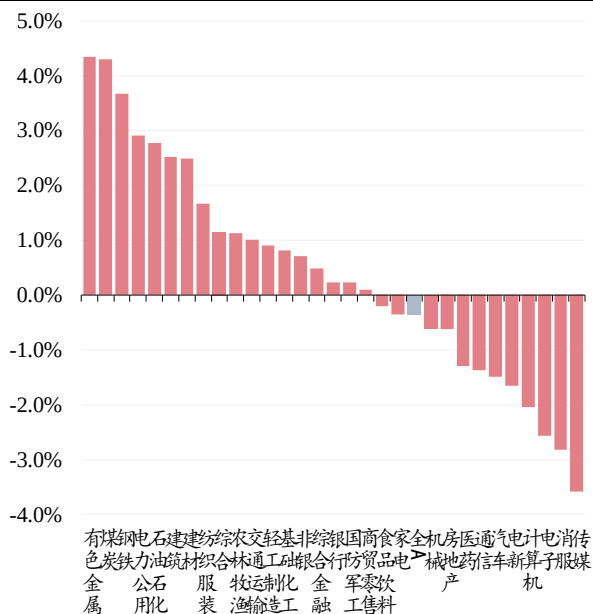


资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

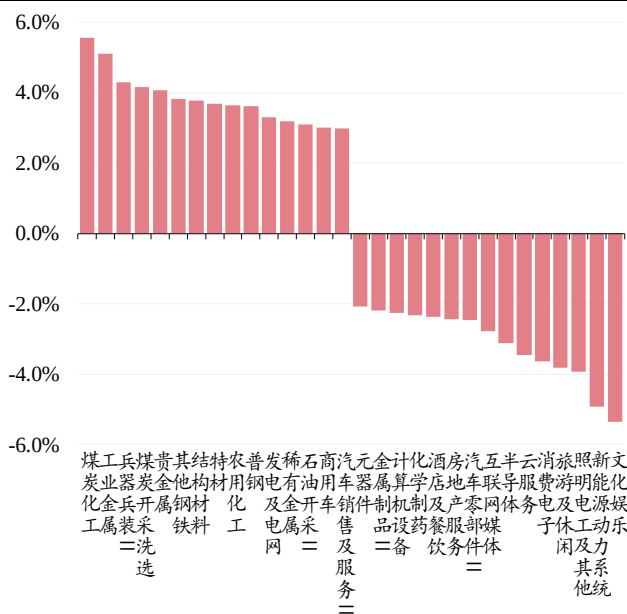
行业振幅加大，分化有所加剧。国庆长假复市后，本周共计两个交易日，煤炭、钢铁、石油石化等周期资源行业连续上涨，而科技成长类行业则先涨后跌，振幅显著加大。

图表 12. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：万得，中银证券

“融资融券”折算率变动对科技行情形成一定冲击。根据沪深交易所融资融券交易实施细则（2023 年修订）和《北京证券交易所融资融券交易细则》，被实施风险警示、进入退市整理期的证券，静态市盈率在 300 倍以上或者为负数的 A 股股票的折算率为 0%。10 月 9 日，中芯国际、佰维存储、路桥信息等 9 只股票触及标准，融资融券折算率统一调整为零。这一变动对于科技股行情产生了一定的冲击，市场对于科技股估值过高的担忧有所加剧，叠加国际局势的不确定性，科技板块在 10 月 10 日出现了较为明显的回调。

但需要注意的是，两融折算率调整是动态的，当个股静态市盈率回归常态，也会从零进行上调。且这一规定对已持仓的客户基本不受影响，只是在个券静态市盈率高于 300 倍被调为 0 时不能新开新仓，待折算率发生新变化后，则可继续作为可充抵保证金的证券。例如 10 月 10 日，申万宏源证券发布关于融资融券可充抵保证金证券、标的证券的调整公告。公告称，10 月 10 日收市后，申万宏源证券对可充抵保证金证券及其折算率做出如下调整，自 2025 年 10 月 13 日起生效。其中先导智能、南极光、曼恩斯特、联动科技、长盈通等可充抵保证金证券折算率调整为 65%，佰维存储调整为 50%，海光信息、中芯国际等从 0 调整为 70%。**短期交易因素虽有扰动但不构成决定性因素，中期行情趋势更多取决于中观景气与业绩验证，业绩上行趋势延续则行情仍然有望延续。**

AI 产业链景气度持续验证，下游需求火热之下存储芯片迎来涨价潮。2025 年以来，存储芯片价格呈现持续上涨态势，自年初以来，DRAM、NAND 价格分别上涨 227.6%、42.7%。9 月以来，韩国三星电子公司、美国闪迪等全球主要存储芯片厂商密集发布涨价信息，最近一个月芯片制造商美光股价累计上涨约 60%，铠侠与闪迪股价累计上涨均超过 100%。本轮涨价热潮主要来自于下游需求的催化，随着 AI 技术飞速发展和广泛应用以及 AI 服务器、数据中心等 AI 基建的需求增长，全球对高带宽内存 HBM 的需求加速增加，侧面验证了 AI 产业链的高景气度，国内存储芯片厂商包括国产算力产业链上下环节均有望受到催化。

图表 14. 2025 年以来存储芯片价格涨幅明显



资料来源：万得，中银证券

DeepSeek、Sora2 等大模型密集更新、性能优化，有望催化国产算力、AI 端侧与 AI 应用投资机会。 9 月 29 日，DeepSeek 宣布正式发布 DeepSeek - V3.2 - Exp 模型。在 V3.1 - Terminus 基础上引入 DeepSeek Sparse Attention，对长文本训练和推理效率探索性优化验证，这能够大幅提升长文本训练和推理效率，且几乎不影响模型输出效果。此前，DeepSeek 模型已进行多次更新，8 月 21 日，正式发布 DeepSeek - V3.1，9 月 22 日，DeepSeek 小助手称线上模型升级至 DeepSeek - V3.1 - Terminus，9 月 17 日，DeepSeek - R1 推理模型研究论文登上国际权威期刊 Nature 封面。10 月 1 日，OpenAI 发布 sora2，sora2 是 OpenAI 的新一代视频生成模型，OpenAI 在官方博客中表示，“Sora 2 是视频生成领域的 GPT-3.5 时刻”。Sora 2 首次实现了音频与画面的智能同步生成，在物理模拟方面也展现出了巨大的进步，“入镜”（Cameo）功能也是本次发布的一大亮点。用户只需录制一段简短的自我介绍视频，系统就能捕捉其外貌特征、声音音色和表情动作，随后可将数字形象无缝嵌入任何生成场景中。DeepSeek 大模型的蒸馏能力对于 AI 端侧应用意义重大，DeepSeek V3.1 采用了 UE8M0 FP8 Scale 的参数精度，这一技术规格专门为即将发布的下一代国产芯片进行优化设计，这表明国产芯片未来有望得到大规模使用，国产大模型的密集更新有望催化国产算力、AI 端侧与 AI 应用投资机会。作为 AI 视频生成技术底座，Sora2 则有望全面催化 AI 视频领域乃至整个 AI 应用板块投资机会。

存储芯片涨价潮持续验证 AI 算力需求，国内外大模型加速更新优化催化下游应用与端侧机会，AI 产业链景气上行趋势仍在持续演绎之中，“融资融券”折算率变动与中美关税摩擦等短期交易因素虽有扰动但不构成决定性因素，反而可能提供较优配置机会，中期行情趋势更多取决于中观景气与业绩验证，业绩上行趋势延续则行情仍然有望延续。短期回调择机配置，重点关注国产算力、AI 端侧、AI 应用、存储芯片。

一周市场总览、组合表现及热点追踪

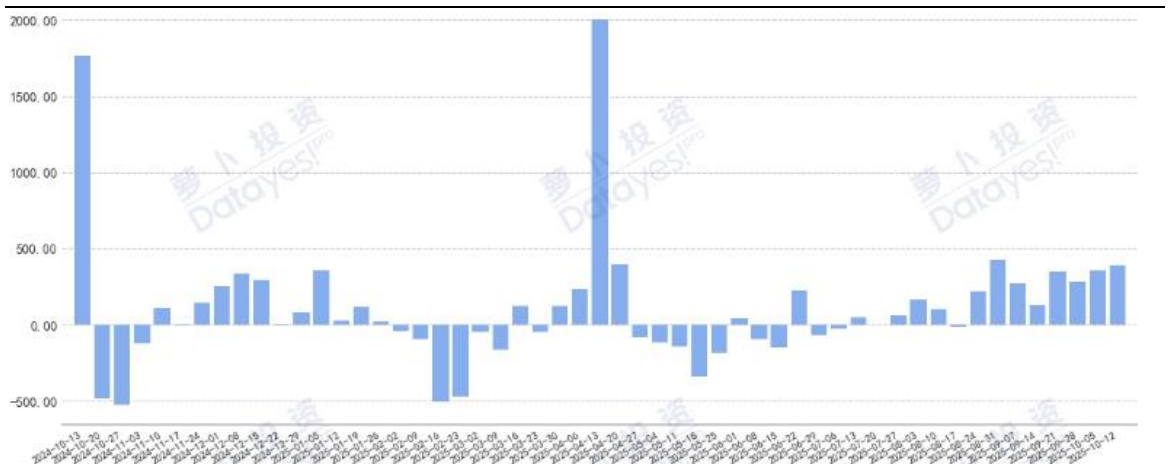
本周 A 股市场主力资金净卖出 391.67 亿元，环比由净买入转为净卖出。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是有色金属，资金净流入规模达 108.10 亿元；公用事业、建筑装饰分列二、三，资金净流入规模分别是 74.79 亿元和 69.01 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电子、电力设备和计算机。本周股票型 ETF 场内净申购金额 387.09 亿元，为连续第 8 周净申购，净申购环比增加 29.64 亿元。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是嘉实上证科创板芯片 ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF、广发国证新能源车电池 ETF、南方中证申万有色金属 ETF，分布较为分散；减少最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞中证 A500ETF、富国中证 A500ETF、国泰中证全指通信设备 ETF、广发中证 A500ETF、华夏中证 A500ETF，集中在 A500 指数。

图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
有色金属	108.10	45.56	219.17	237.82	轻工制造	0.58	(61.35)	(122.29)	(43.28)
公用事业	74.79	(42.60)	(474.98)	(545.74)	综合	0.12	(15.42)	(25.18)	(24.81)
建筑装饰	69.01	62.74	(182.45)	(101.08)	食品饮料	(5.36)	(155.10)	(302.40)	(559.47)
通信	54.21	(3.80)	395.89	593.36	商贸零售	(12.32)	(106.21)	(159.63)	(284.65)
基础化工	32.88	(59.69)	(413.66)	(573.14)	社会服务	(18.51)	(105.90)	(190.28)	(288.08)
煤炭	30.06	54.27	(11.81)	(29.90)	房地产	(22.49)	25.82	(9.38)	(17.56)
钢铁	29.28	9.71	(1.74)	18.17	银行	(33.69)	(317.52)	(802.47)	(416.81)
石油石化	27.60	(6.28)	(109.91)	(135.02)	家用电器	(38.51)	(49.10)	(131.55)	(177.74)
建筑材料	21.68	(2.35)	(48.01)	(50.81)	汽车	(56.44)	230.49	165.14	71.41
交通运输	14.13	(60.37)	(336.22)	(414.43)	传媒	(63.49)	(169.88)	(326.31)	(312.78)
环保	13.46	12.18	(58.81)	(119.57)	医药生物	(69.86)	(419.18)	(1064.96)	(996.02)
纺织服饰	10.60	(8.52)	(75.44)	(7.43)	非银金融	(76.27)	(369.05)	(964.72)	(483.37)
农林牧渔	5.86	(90.47)	(191.56)	(391.17)	计算机	(113.03)	(101.09)	(491.11)	(586.87)
美容护理	2.73	(16.32)	(50.49)	(35.18)	电力设备	(134.11)	58.85	216.72	163.72
国防军工	1.06	(38.29)	(625.97)	(694.96)	电子	(244.37)	346.81	1732.42	1606.98
机械设备	0.63	19.23	129.56	(194.54)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/10/10

图表 16. 本周股票型 ETF 延续净申购（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

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