

9 月金股组合

股票代码	股票名称
601816.SH	京沪高铁
601233.SH	桐昆股份
002409.SZ	雅克科技
300750.SZ	宁德时代
600276.SH	恒瑞医药
688085.SH	三友医疗
600861.SH	北京人力
300395.SZ	菲利华
603986.SH	兆易创新
002938.SZ	鹏鼎控股

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3812.22	0.13
深证成指	12557.68	0.38
沪深 300	4445.36	0.21
中小 100	7686.96	0.14
创业板指	2904.27	1.27

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
通信	3.49	电力设备	(1.18)
电子	1.78	综合	(1.09)
传媒	1.68	基础化工	(0.94)
社会服务	1.07	有色金属	(0.87)
国防军工	0.82	煤炭	(0.76)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250911

■重点关注

【宏观经济】8月通胀点评*张晓娇 朱启兵。8月 CPI 同比增速低于万得一致预期，PPI 同比增速符合万得一致预期；8月黄金和能源等国际价格波动对国内部分产品价格仍有明显影响；关注物价的边际变化，一是核心 CPI 同比增速持续小幅上行背后，消费品价格的结构性分化，二是“反内卷”政策对部分行业供求结构的影响和部分耐用消费品价格的影响。

【策略研究】策略点评报告*王君 徐沛东。2025 年 8 月 25 日—2025 年 9 月 7 日。本期中国 A 股上市公司并购重组市场整体活跃度下降，呈现出“频率高、主体多、领域广”的三大特点。

【房地产】解密上海楼市*夏亦丰 许佳璐。上海 20 年楼龄以上的小区与住房占比很高。截至 25 年 5 月末上海存量小区共有 2.75 万个，82%的楼龄超 20 年；存量房屋 962 万套，64%的楼龄超 20 年，其中浦东新区与市中心房龄结构问题更加突出。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【宏观经济】8月通胀点评—核心CPI同比增速小幅上行

张晓娇 朱启兵

8月CPI同比增速低于万得一致预期，PPI同比增速符合万得一致预期；8月黄金和能源等国际价格波动对国内部分产品价格仍有明显影响；关注物价的边际变化，一是核心CPI同比增速持续小幅上行背后，消费品价格的结构性分化，二是“反内卷”政策对部分行业供求结构的影响和部分耐用消费品价格的影响。

8月CPI环比持平，同比下降0.4%，核心CPI同比增长0.9%，服务价格同比增长0.6%，消费品价格同比下降1.0%。

CPI同比由平转降，主要是上年同期对比基数走高叠加本月食品价格涨幅低于季节性水平所致。从环比看，本月食品价格环比上涨0.5%，涨幅低于季节性水平约1.1个百分点，其中猪肉、鸡蛋、鲜果价格变动均弱于季节性。从同比看，非食品价格上涨0.5%，涨幅连续第3个月扩大，影响CPI同比上涨约0.43个百分点。

8月CPI同比增速仍偏低，但核心CPI同比增速持续回暖。8月CPI内部结构分化：食品价格对CPI同比下拉影响较7月增加约0.51个百分点，其中猪肉、鲜菜、鸡蛋、鲜果四项对CPI同比增速下拉影响较7月增加约0.47个百分点；工业消费品中的贵金属消费品、家用器具和文娱耐用消费品，以及服务中的医疗、教育、旅游和交通工具租赁费，对CPI同比增速上行起到不同程度的拉动作用。我们认为受基数效应影响，9月开始CPI同比增速或将出现明显的上行趋势，但是从CPI分项的1-8月累计同比增速看，需要关注CPI的三类结构性分化：一是以贵金属消费品为代表的价格上涨，带动1-8月其他用品和服务价格累计同比增长7.1%，二是仍在负增长区间的食品烟酒和交通通信，是目前CPI同比增速难以持续回正的主要拖累，三是以生活用品及服务为代表的耐用消费品和以教育文化娱乐和医疗保健为代表的服务消费价格，虽然维持累计同比正增长但是增速偏低。我们认为要解决CPI同比增速偏弱的问题要从三方面入手：以猪肉为代表的食品价格加大收储政策调节，以家用器具和汽车为代表的耐用消费品价格通过“反内卷”等政策调节行业供给，以教育文化娱乐和医疗保健为代表的服务价格则需要释放居民需求。

8月PPI环比持平，同比下降2.9%，其中生产资料同比下降3.2%，生活资料同比下降1.7%。PPIRM同比下降4.0%。

8月PPI环比变动的主要特点：一是供需关系改善影响部分能源和原材料行业价格环比由降转涨，二是输入性因素影响国内石油和部分有色金属行业价格环比回落。国内市场竞争秩序持续优化带动相关行业价格同比降幅收窄。煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、新能源车整车制造价格同比降幅收窄，对PPI同比的下拉影响比上月减少约0.50个百分点，是PPI同比降幅收窄的主要原因。

PPI同比增速回正仍需依靠国内市场竞争秩序持续优化。在基数效应的影响下，8月PPI同比降幅实现收窄，我们认为，PPI同比已经见底，预计9月PPI同比降幅仍将较8月出现较明显的降幅收窄，但是基数效应的影响将在10月开始减弱，届时PPI同比增速的波动，或更加依赖“反内卷”政策治理效果和生产端行业供求关系改善。

风险提示：全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

【策略研究】策略点评报告—并购重组跟踪半月报

王君 徐沛东

2025年8月25日—2025年9月7日

本期中国A股上市公司并购重组市场整体活跃度下降，呈现出“频率高、主体多、领域广”的三大特点。

据万得统计，本期披露并购事件（涵盖买方、卖方及交易标的）累计68起，披露交易金额合计5190.00亿元人民币，重大并购重组事件数量和金额环比下降。

从行业分布看，房地产管理和开发、机械Ⅲ、基础化工、半导体产品、电子设备、仪器和元件、媒体、电气设备Ⅲ、汽车零配件等板块热度较高，成为并购活跃主力。

民营企业与地方国有企业为主的市场主体积极开展横向整合、战略合作等多类型并购操作，显示出多元化并购动因。

并购市场数量与金额活跃度环比下降，在监管政策优化驱动以及后续经济修复、政策鼓励与资本市场改革共振的支撑下，并购市场有望进一步释放产业整合与价值重塑空间。

风险提示：并购重组政策变动风险。

【房地产】解密上海楼市—上海楼市周期性与结构性研究

夏亦丰 许佳璐

核心观点

【上海楼市周期演变】

上海 20 年楼龄以上的小区与住房占比很高。截至 25 年 5 月末上海存量小区共有 2.75 万个，82% 的楼龄超 20 年；存量房屋 962 万套，64% 的楼龄超 20 年，其中浦东新区与市中心房龄结构问题更加突出。

过去近 30 年，上海商品房发展历程大致可以分为三大阶段：1) 99 年-06 年，随着经济稳中向好，上海楼市稳步发展，00 年商品住宅成交均价仅 3157 元/平，06 年已达 7039 元/平。2) 07-21 年，楼市发展受调控政策影响显著，不过整体处于快速发展的黄金时代。07 年以来，上海楼市政策由降息降准的大宽松环境到 10 年开始楼市限购、限贷，17 年全面进入“五限”时代，后来的近十年中坚持调控，在楼市下行期允许阶段性宽松补救。21 年房价突破 4 万元/平。3) 22 年以来，楼市发展速度放缓，且出现了结构性分化。自 23 年 9 月“认房不认贷”开始，政策逐步宽松，但 23、24 年新房成交面积持续下滑，新房成交面积不足 07 年最高峰时期的一半；二手房成交面积虽在“以价换量”影响下连续两年双位数增长，但绝对量也显著低于 20-21 年。

2007 年至今，上海楼市经过了多轮周期，当前处于震荡期。在宽松政策带动下，行业在 2009 年 3-12 月、2012 年 9 月-2014 年 3 月经历了两轮上行周期。2015 年“去库存”成为主旋律，信贷政策宽松，楼市量价增速回正，市场行情一直延续到 2016 年，这一阶段房价环比增速是所有上行周期中最高的一段时期。由于房价快速上涨，2016 年 3 月最严楼市新政“沪九条”出台，加码限购，首付比例提升，10 月“沪六条”、11 月“认房又认贷”、首付比例上调等政策出台，房价上涨周期也在 2016 年 12 月结束，并处于阶段性稳定期。2021 年开始，虽然经历了新房摇号政策、“三价取低”政策等收紧政策，但整体成交量价稳中有增。2022 年上半年楼市开始震荡。2023 年开始，虽然降息、“认房不认贷”、首付比例和房贷利率下限下调、普宅认定标准调整、局部限购优化等利好政策不断出现，上海楼市量价仍面临下行压力。2024、2025 年政策延续宽松基调。2024 年上海新房市场量跌价涨，二手房市场量涨价跌。2025 年 1-5 月新房成交量同比由负转正，新房房价环比增速持续为正，稳中有增；二手房成交量同比涨幅虽然进一步扩大，但二手房房价下行压力仍然较大。

【未来规划】“CAZ”和“一江一河”是上海未来区域发展的两个重要方向。

上海 CAZ（中央活动区）概念日益强化，未来单纯环线概念将逐步淡化。CAZ 是上海 2035 规划中的城市主中心，集中在世博-前滩-徐汇滨江地区、徐家汇、衡山路-复兴路地区、中山公园、虹桥开发区、苏河湾、虹口北外滩、杨浦滨江（内环内）等地区，总面积 75 平方公里，面积仅占全市 1.18%，却贡献 25% 的 GDP。虽然有部分内环区域未被包含在中央活动区内，但滨江区域却大多被囊括其中，2035 规划中“滨江强于环线”的概念加强。黄浦区和老静安区属于 CAZ，地段价值最高；徐汇区 4 号线外区域和斜土路被排除在外，徐汇滨江、徐家汇区域价值更高；长宁区的天山和古北等部分中环地段也被划入了 CAZ；浦东、虹口、杨浦均有部分区域被排除在外，只有最中心区域保留；普陀区则被全部排除在外。被排除在外的内环区域普遍特征是以“老破小”为主的老旧社区，例如普陀区长寿路、浦东区联洋板块等。CAZ 涉及到的板块 25 年 1-5 月二手房均价 10.0 万元/平，较最高点跌幅均值为 10%，低于全市（根据中指院，25 年 1-5 月上海全市二手房均价为 5.3 万元/平，较 22 年 4 月的最高点跌幅达 20%）。

“一江一河”未来 10 年的发展格局基本定调。1) 黄浦江沿岸定位至 2035 年，建成国际大都市核心功能展示区，形成“金融+科创+文化”全球竞争力，涉及杨浦、虹口、黄浦、徐汇、闵行、浦东 6 个区，涉及板块 25 年 1-5 月二手房均价为 7.9 万元/平，较最高点的跌幅均值为 11%，低于全市。2) 苏州河沿岸定位打造超大城市宜居生活典型示范区，实现“水清、岸美、宜游”的人文与生态城区，涉及黄浦区、虹口区、静安区、长宁区、普陀区、闵行区、嘉定区、青浦区 8 个区，涉及板块 25 年 1-5 月的二手房均价为 8.2 万元/平，较最高点的跌幅均值也为 11%，低于全市。

【成交】今年 1-5 月上海中环新房、中高端改善型二手房成交增幅明显。

全市：今年 1-5 月上海新房销售同比增速由负转正，二手房销售同比涨幅进一步扩大。22-24 年上海新房销售面积连续三年负增长，且降幅逐年扩大，24 年同比-24%，25 年 1-5 月同比+5%，扭转了下滑的态势。反观 23 年、24 年、25 年 1-5 月二手房销售面积同比持续却正增长，且涨幅不断扩大，25 年 1-5 月二手房销售面积同比+36%。22 年以来二手房销售面积占比也逐年提升，25 年 1-5 月达 76%。

新房成交：今年以来内外环间、120-140 平初级改善产品销售同比增长明显。1) 从环线分布来看，22 年以来外环内新房销售占比明显提升；从新房销售增速来看，24 年内环内“一家独大”，25 年 1-5 月内外环间“异军突起”。25 年 1-5 月多数环线供需关系都有所缓和，唯独中外环间的新房动态需求小于供应的环线，我们认为主要原因还是供应量的大幅增加导致。2) 从开盘去化率来看，24 年 10 月上海楼市在政策刺激下，11 月到今年 2 月开盘去化率明显上升，2 月一度走高到 68%。但 25 年 4、5 月出现了明显回落，回落至 46%。但尽管如此，上海仍是四个一线城市中去化率最高的。25 年 1-5 月上海开盘去化率的均值为 54%，好于重点 30 城整体(40%)，也好于上海 24 年的月均值水平(43%)。25 年 4 月上海市中心及浦东的项目去化率普遍在 80%-100%，宝山、闵行去化率约 6 成，五大新城较差，多在 4 成以下。3) 从面积分布来看，上海新房销售仍然集中在 90-120 平的刚改产品。近两年改善型产品仍具韧性，24 年高端改善以及今年以来 120-140 平初级改善型产品销量同比增长明显。

二手房成交：今年 1-5 月中环以内成交同比涨幅超过 4 成，140-240 平的中高端改善户型成交同比涨幅超过 6 成。1) 从环线分布来看，23 年以来上海二手房成交面积增速回升，但成交主力仍为外环外，多年来未发生明显变化，与预算、产业分布、人口流入结构均有关。2) 从面积段来看，上海二手房销售仍然集中在 90 平以下的刚需产品，不过 25 年 1-5 月 140-240 平的中高端改善户型二手房成交量增长明显。3) 从房龄来看，次新房成交同比增速较高，占比也逐步提升。

【房价】内环内、140-180 平、次新房，以及规划中板块相对抗跌。

全市：当前上海新房房价处于历史高位，二手房房价显著承压。1) 从统计局口径来看，25 年 5 月上海新房房价环比 +0.7%，自 19 年 8 月以来持续上涨；二手房房价环比 -0.7%（前值：+0.1%），再度走弱。2) 从中原地产数据来看，25 年 5 月商品住宅成交均价 92119 元/平，处于历史最高水平；二手房价格指数 485（04 年 5 月=100），较历史最高点（22 年 6 月）下降 30.6%，已跌回 16 年 3 月。3) 从中指院口径来看，25 年 5 月新房房价（不含保障房）92119 元/平，处于历史最高水平，二手房房价 52878 元/平，较最高点（22 年 4 月：66396 元/平）下降 20.4%。此外，二手房挂牌价格自 25 年 2 月以来连续下跌，25 年 5 月跌至 64073 元/平，较最高点（22 年 10 月）下降 12.8%，议价空间为 17%，较 24 年月均值 -2pct。

新房房价：24 年内环内、大户型产品价格上涨明显，25 年 1-5 月中外环间、郊环外价格略有回升。1) 从环线角度来看，24 年内环内新房房价上涨明显，与集中供应核心地段项目，以及非限价盘入市有关；25 年 1-5 月中外环间、郊环外房价略有回升。此外，我们还发现，上海新房房价上涨存在环线轮动，往往高价值环线区域先涨，再带动低价值环线区域上涨。2) 从面积段角度来看，22 年以来虽然整体楼市进入下行周期，但上海各面积段的新房房价均在上涨，其中 240 平以上大户型涨幅最为显著。24 年 120 平以下刚需刚改产品新房房价负增长，120 平以上改善型产品均正增长，其中 180 平以上产品新房房价涨幅较大，且 180 平以上产品新房成交量同比也明显增长，热点板块推售豪宅产品进一步抬升了大面积户型的成交价，核心地段、产品优质的豪宅项目由于其品质与稀缺性依然是市场接受度比较高的。

二手房房价：内环内、140-180 平、次新房相对抗跌。1) 从环线角度来看，23 年是上海二手房价顶点；郊环外跌幅最大且已回到 19 年前；中外环间跌回 21 年；其余均跌回 22 年水平，其中内中环间从高点下来跌幅最小。2) 从面积段角度来看，从 23 年开始 140 平单价成为分界线，大小户型显著拉开差距；90 平以下刚需产品跌幅最大；300+及 140-180 平整体跌幅最小。3) 从房龄角度，2000 年前建成的房屋自 23 年以来跌幅最大；2000-2004 年建成的房屋房价绝对值最高，主因集中在核心区域；次新房房价绝对值较低，因成交集中在外环外，但跌幅最小。4) 从房龄和环线拆分综合来看，内环内 2015 年后建成的二手房均价最高，已达 15 万元/平，与内环内新房价格相近。对于预算在 1000-1600 万的总价段，购房者在内环内选择新房较为困难，因此会倾向于选择二手房，既能满足面积需求，物业费也相对较低。

板块房价：从各板块二手房均价来看，市中心以及受益于规划的板块房价表现相对坚挺。1) 二手房均价下跌的板块数量占比从 23 年的 9%增至 24 年的 89%，25 年 1-5 月进一步提升至 93%。2) 市中心区域板块 25 年 1-5 月二手房均价较最高点的平均跌幅为 10%，郊区跌幅为 15%。从行政区分布来看，黄浦区、徐汇区、长宁区、青浦区的板块 25 年 1-5 月二手房均价较最高点的平均跌幅在 10%以内，其中黄浦区跌幅最小，仅 5%；崇明区的板块二手房均价较最高点的平均跌幅最大，达 22%，金山区、宝山区跌幅也高达 17%；其余各区均在 10-15%之间。3) 多数板块二手房均价的高点在 23 年。但虹口区北外滩、闵行区吴泾、金山区漕泾 2025 年 5 月的二手房均价处于历史高位。黄浦区（打浦桥、人民广场、老西门）、徐汇区（龙华、田林）、青浦区（徐泾、朱家角）、松江区新桥、奉贤区海湾二手房均价较最高点跌幅相对较小，小于 5%。4) 外环以外的板块中，青浦徐泾、闵行吴泾的均价较高。25 年 1-5 月的二手房均价分别为 6 万元/平和 5 万元/平，两者的共同点在于均受益于大板块规划，如大虹桥和大吴淞概念，郊区板块的房价依托于规划的能级与落实。

【库存】新房去化压力集中在外环外、刚需刚改产品；二手房压力在中环内、改善型产品。

全市：整体而言，上海库存量虽然增加，但去化周期仍相对健康。25 年 5 月末上海新房狭义库存+二手房库存面积达到了 3906 万平，平均去化周期为 14.9 个月。其中：1) 新房狭义库存面积（已取证未售）为 758 万平，去化周期为 8.2 个月。2) 二手房库存面积（二手房存量挂牌面积）为 3149 万平，去化周期为 18.4 个月。上海二手房库存在整体库存的占比为 81%，是四个一线城市中最高的。

新房库存：新房去化压力集中在外环外、刚需刚改产品。1) 从环线分布来看，上海新房库存压力主要集中在外环外（库存占比 80%），内中环间去化周期最低，仅约 5 个月。因此从上海的库存情况来看，全市范围内出台限购放松的政策意义并不大，25 年 8 月 25 日出台的限购政策优化的重点也在于松绑外环外的限购，有针对性地解决外环外新房库存的消化问题。2) 从面积段来看，上海新房库存主要集中在 90-120 平面积段，改善型产品中 120-240 平面积段的去化周期最短。

二手房库存：中环以内、改善型产品二手房库存去化压力反而较大，与新房刚好相反。1) 从环线分布来看，外环外库存占比约 40%；但中环以内的去库存压力反而较大，与新房刚好相反，主因供给量过大且品质偏低而需求萎缩。2) 从面积段来看，二手房库存虽然集中为 120 平以下的刚需刚改产品（占比 75%），但去化速度相对较快，尤其是 90 平以下的刚需产品。3) 从房龄来看，2000-2009 年间建成住房的去化周期最长，达到 20 个月。2000 年以前的住房由于套均总价仅 321 万元，去化速度相对快一些，为 14.6 个月。而 2010 年后建成的房屋二手房库存占比仅 25%，去化周期均在 14 个月以内，其中 2015 年后的次新房去化速度最快，因房龄较新、刚改品质相对更好。

我们还从总库存结构中发现，1) 在中环内购买新房的选择范围较小，超过九成的房源均是二手房。2) 90 平以下刚需产品新房的选择范围较小，超过九成的房源均是二手房。这两点也是当下上海楼市供需关系错配的体现，从而导致了市场的结构性分化。但我们认为，这是任何一个市场在历史进程中必然会出现的情况，短期的规划和供应通常只能着眼于当下的需求，而较难顾及特别长远的居住需求，同时购房能力和意愿不能匹配也是造成两头分化的原因之一。纵观整个上海的楼市变迁，其实早期的外销房反而是在这 20 年的巨变中始终屹立的类型。我们希望，未来上海的楼市能够有更加长远、“以人为本”的发展思路，而不是单纯追求短期利益，或只靠推高土拍价来加注“强心剂”。繁华落尽，才见本真。

风险提示：

房地产调控政策效果不及预期；行业基本面超预期下行；融资收紧风险。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com
 张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com
 刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com
 陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com
 郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com
 李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com
 张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com
 徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com
 郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com
 徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com
 高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com
 李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com
 宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘思阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com
 李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com
 顾真 S1300525040003 zhen.gu@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com
 曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫒嫒 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com
 徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com
 范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com
 赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com
 宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com
 纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com
 郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com
 李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com
 茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com
 吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com
 刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

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）68604866
传真：（8621）58883554

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）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

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）39886333
传真：（852）21479513

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）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

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）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371