

8 月金股组合

股票代码	股票名称
002352.SZ	顺丰控股
002648.SZ	卫星化学
688019.SH	安集科技
600276.SH	恒瑞医药
688198.SH	佰仁医疗
600861.SH	北京人力
300395.SZ	菲利华
601138.SH	工业富联
002938.SZ	鹏鼎控股
688615.SH	合合信息

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3727.29	(0.02)
深证成指	11821.63	(0.12)
沪深 300	4223.37	(0.38)
中小 100	7207.60	(0.17)
创业板指	2601.74	(0.17)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
综合	3.48	非银金融	(1.64)
通信	1.87	国防军工	(1.55)
食品饮料	1.04	石油石化	(0.58)
商贸零售	0.89	医药生物	(0.54)
家用电器	0.87	煤炭	(0.52)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250820

■重点关注

【宏观经济】7 月经济数据点评*张晓娇 朱启兵。7 月工业增加值和社零当月同比增速低于万得一致预期，1-7 月固定资产投资增速低于万得一致预期，下半年稳增长压力有所显现；7 月数据偏弱的影响因素包括外部形势复杂严峻、国内气候因素影响较大、物价持续偏弱等等；关注中美关税再延期 90 天和“两重两新”、“双贴息”等政策对内外需的提振作用。

【宏观经济】7 月金融数据点评*张晓娇 朱启兵。7 月新增社融和新增人民币贷款均低于万得一致预期；内需偏弱是新增信贷走弱的主要原因；政府债券融资仍对新增社融构成较强支撑；适度宽松的货币政策仍在向市场注入流动性。

【基础化工】卫星化学*徐中良 余嫒嫒。2025 年上半年公司实现营业收入 234.6 亿元，同比增长 20.93%；归母净利润 27.44 亿元，同比增长 33.44%。其中，第二季度实现营收 111.31 亿元，同比增长 5.05%，环比降低 9.72%，归母净利润 11.75 亿元，同比增长 13.72%，环比下降 25.07%。公司经营韧性展现，盈利能力提升，看好公司轻烃产业链一体化优势。

【食品饮料】贵州茅台*邓天娇。贵州茅台公告 2025 年半年报。1H25 公司实现营收 894 亿元，同比+9.1%，归母净利 454 亿元，同比+8.9%。2Q25 公司营收、归母净利分别为 388 亿元、186 亿元，同比分别增 7.3%、5.2%。2Q25 公司业绩环比降速，在行业承压背景下，公司主动调整降速，整体经营节奏稳健。

【电子】鹏鼎控股*苏凌瑶。公司发布 2025 年半年报，25H1 产品结构优化，营收利润取得增长，同时 AI 投入力度有望加大。

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】7月经济数据点评—扩大内需从多方面入手

张晓娇 朱启兵

7月工业增加值和社零当月同比增速低于万得一致预期，1-7月固定资产投资增速低于万得一致预期，下半年稳增长压力有所显现；7月数据偏弱的影响因素包括外部形势复杂严峻、国内气候因素影响较大、物价持续偏弱等等；关注中美关税再延期90天和“两重两新”、“双贴息”等政策对内外需的提振作用。

7月工业增加值同比增长5.7%，1-7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6.9%，公用事业累计同比增速2.2%，高技术产业累计同比增速9.5%。从行业的角度看，7月中游行业工业增加值同比增速下降，或一定程度上受到海外形势严峻的影响。

7月社零同比增长3.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.3%，服务消费累计同比增长5.2%。7月餐饮消费同比增长1.1%，商品消费同比增速4.0%。分行业看，我们认为7月行业社零数据中，受价格影响较明显的是汽车，受国补影响较明显的是通讯器材和家电，受暑期出行影响的是化妆品等。

1-7月固定资产投资累计同比增速为1.6%，民间固定资产投资累计同比下降1.5%，扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长5.3%，民间投资增长3.9%；扣除价格因素，1-7月固定资产投资实际增长在4.0%-5.0%左右。分类别看，制造业投资1-7月累计同比增6.2%，基建投资累计同比增长3.2%，地产投资累计同比下降12.0%。

从房地产分类来看，1-7月住宅投资增速下降10.9%，办公楼投资增速下降17.8%，商业地产投资增速下降8.8%。1-7月新开工面积同比增速较1-6月上升0.6个百分点。1-7月商品房销售面积同比下降4.0%，商品房销售额累计同比下降6.5%。7月，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降3.4%，二手住宅价格指数下降5.9%，降幅均延续收窄的趋势。

7月经济数据增速回落，反映出稳增长的现实压力。7月工业增加值、社零当月同比增速，固定资产投资累计同比增速均较6月有不同程度下降，经济数据整体表现低于万得一致预期。造成7月经济数据表现偏弱的原因较多，一是外部形势复杂严峻，对我国外贸、外企、外资等相关经济部门的影响较为显著，二是国内极端天气的不利影响，对生产经营和固定资产投资的进度产生一定影响，三是价格因素的拖累依然明显，集中体现在社零名义增速和固定资产投资名义增速当中。但是7月数据中也有亮点，一是制造业仍是经济稳增长的重要支撑，制造业工业增加值和固定资产投资都体现出了较明显的韧性，二是内需消费政策带动下继续释放，较有代表性的是通讯设备和家电等产品的社零消费增速维持在较高水平，三是暑期出行需求带动服务消费增长坚挺。

稳增长政策多措并举，内需释放才能多点开花。虽然7月经济数据反映出下半年增长压力仍较大，但也应该看到在积极的宏观政策努力下，仍有一些有利条件：一是《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》发布，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，为我国外贸多元化进一步争取时间窗口，二是实施个人消费贷款贴息政策和服务业经营主体贷款贴息政策，在消费补贴的基础上进一步加力促消费，三是“两重”建设持续推进，1-7月份设备工器具购置投资拉动整个投资增长2.2个百分点。我们预计7月政治局会议稳就业、稳企业、稳市场、稳预期的政策导向，或在下半年有进一步的政策落实，建议关注9月-10月积极的财政政策是否有进一步加力提效的空间，同时在宏观政策取向一致性引导下，货币政策或也将有进一步降准降息的空间。

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。

【宏观经济】7月金融数据点评—提振内需的重要性上升

张晓娇 朱启兵

7月新增社融和新增人民币贷款均低于万得一致预期；内需偏弱是新增信贷走弱的主要原因；政府债券融资仍对新增社融构成较强支撑；适度宽松的货币政策仍在向市场注入流动性。

7月新增社融1.16万亿元，较去年同期多增3893亿元，较6月少增3.04万亿元，低于万得一致预期的1.41万亿元。7月社融存量同比增长9.0%，较6月上升了0.09个百分点，略低于万得一致预期的9.08%。7月社融口径新增人民币贷款4263亿元，较去年同期少增3455亿元，较6月少增2.79万亿元。

政府债融资和直接融资支撑新增社融。从7月各分项新增融资规模看，多增的是政府债券、企业债券、股票融资和信托贷款；与去年同期相比，社融各分项同比多增的是政府债券、外币贷款、企业债、股票融资和信托贷款；与6月相比，社融各分项多增的是企业债、股票融资、汇票和委托贷款。整体来看，7月新增社融较6月出现季节性回落，政府债融资仍是支撑社融的主要构成，以企业债和股票融资为代表的直接融资表现相对较好，除此之外，社融数据表现相对疲弱，实体经济融资需求不强。

从社融存量结构来看，2025年7月与2025年6月相比，占比上升的主要是政府债券（上升0.24个百分点），企业债占比小幅上升0.04个百分点，占比下降较多的是人民币贷款（下降0.25个百分点）、汇票（下降0.04个百分点）和委托贷款（下降0.01个百分点）；与去年同期相比，仅有政府债券占比大幅上升，占比下降较多的是人民币贷款、企业债和委托贷款。

7月M2同比增长8.8%，较6月上升0.5个百分点；M1同比增长5.6%，较6月上升1.0个百分点；M0同比增长11.8%，较6月下降0.2个百分点。2025年7月活期存款（M1-M0）环比下降2.96%，定期存款（M2-M1）环比上升1.18%。央行7月在公开市场净投放资金2680亿元。

关注居民存款搬家的趋势。7月新增存款5000亿元，其中多增较多的是非银存款2.14万亿元和财政存款7700亿元，少增的是企业存款1.46万亿元和居民存款1.11万亿元；与去年同期相比，新增存款多增1.30万亿元，但居民存款较去年同期少增7800亿元，与去年同期相比多增较多的是非银存款1.39万亿元和企业存款3209亿元。我们认为7月“反内卷”和促消费等政策预期对包括A股在内的资本市场起到明显提振作用，一定程度上带动了居民存款搬家的现象。

新增贷款偏弱，实体经济融资需求不强。7月金融机构口径新增贷款-500亿元，较去年同期少增3100亿元，贷款多增的仅有金融同业贷和企业贷；从分项看，7月中长贷当月少增3700亿元，较去年少增5100亿元，居民贷当月少增4893亿元，较去年同期少增2793亿元，是拖累新增贷款表现的主要原因。虽然7月新增信贷偏弱反映出实体经济整体融资需求不强，但仍需要关注其中两个分项的表现，一是居民中长贷较去年同期少增1200亿元，结束了此前连续四个月的同比多增，表明房地产市场的需求端出现走弱的情况，二是企业中长期贷款较去年同期少增3900亿元，虽然中美贸易谈判仍在继续进行，但随着美国对全球其他国家和地区加征关税进入落实环节，我国的生产端仍可能从转口贸易和经营预期两方面受到美国关税的影响。

提振内需的重要性上升。7月政治局会议为下半年经济工作指明了两个重要方向，一是年内着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，二是中长期关注“十五五”规划。考虑到外部环境不确定难预料因素增多，我们认为内需将是中长期提振经济增长的重要发力点，除了年初以来持续推进的“两重两新”，近期又推出了个人消费贷款贴息政策和服务业经营主体贷款贴息政策。随着宏观政策的“持续发力、适时加力”，我们仍建议关注9月-10月财政政策是否有进一步加码的空间，同时也关注货币政策是否有可能配合积极的财政政策降准降息。

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。

【基础化工】卫星化学—经营业绩持续向好，推动产业高端化升级

徐中良 余嫒嫒

2025年上半年公司实现营业收入234.6亿元，同比增长20.93%；归母净利润27.44亿元，同比增长33.44%。其中，第二季度实现营收111.31亿元，同比增长5.05%，环比降低9.72%，归母净利润11.75亿元，同比增长13.72%，环比下降25.07%。公司经营韧性展现，盈利能力提升，看好公司轻烃产业链一体化优势。

支撑评级的要点

轻烃路线韧性凸显，经营业绩稳定增长。2025年上半年公司ROE(摊薄)为8.82%，同比提升0.99pct。净利率为11.69%，同比提升1.11pct。其中二季度公司销售毛利率为19.33%，环比降低2.35pct。ROE(摊薄)为3.56%，环比降低1.49pct。受C2产业链产品价差收窄影响，二季度盈利能力环比略降，根据同花顺金融统计数据，2025年二季度，乙烷裂解制乙烯装置的平均利润为783.36元/吨，环比降低39.79%。费用角度，2025年上半年公司期间费用率同比下降1.64个百分点至6.76%，其中财务费用同比减少8.64%，成本管控成效凸显。未来随着C2产业链价差修复以及管理效能提升，盈利能力有望继续提升。

功能化学品快速增长，产业链布局持续完善。2025年上半年公司化学品及新材料实现营收207.28亿元，同比增长11.15%，毛利率为22.22%，同比提升1.10pct。其中功能化学品实现营收122.17亿元，同比增长32.12%，毛利率为19.92%，同比提升2.64pct。2024年，公司平湖基地新材料新能源一体化项目（年产80万吨多碳醇项目）开车成功，打通丙烯下游高附加值利用，并与丙烯酸形成产业链闭环。公司正推进平湖基地与嘉兴基地丙烯酸新建产能的建设，为高吸水性树脂和高分子乳液升级扩能发展提供原料保障。公司做精做深轻烃综合利用高附加值产品，实现上游产品向下游高端产品的拓展，产业链一体化优势持续增强。

布局高端新材料市场，推动产业绿色化升级。2025年上半年公司申请专利122件，获授权专利57件，研发费用达7.73亿元。面对行业“低端过剩，高端紧缺”的发展现状，公司聚焦茂金属聚乙烯、POE、基于碳氢化合物的浸没式液冷冷却液等高端新材料，加快推动高端聚烯烃材料的国产化。同时，公司高性能催化新材料项目正式落地，未来计划投入30亿元，打造高性能催化剂产业化落地与高端新材料集群化发展的一体化产研平台。公司聚焦催化剂、新能源材料、高分子新材料、功能化学品等关键战略材料和前沿新材料领域的科研与产业化，未来发展空间广阔。

评级面临的主要风险

海外天然气价格剧烈波动；经济大幅下行；政策风险导致生产受限或需求不及预期等，在建项目投产进度不及预期。

【食品饮料】贵州茅台—2 季度业绩环比降速，公司主动调整纾压，经营节奏稳健

邓天娇

贵州茅台公告 2025 年半年报。1H25 公司实现营收 894 亿元，同比+9.1%，归母净利 454 亿元，同比+8.9%。2Q25 公司营收、归母净利分别为 388 亿元、186 亿元，同比分别增 7.3%、5.2%。2Q25 公司业绩环比降速，在行业承压背景下，公司主动调整降速，整体经营节奏稳健。

支撑评级的要点

2Q25 公司收入端环比降速，现金流及合同负债表现承压。（1）1H25 公司营收 894 亿元，同比+9.1%，分季度来看，1Q25、2Q25 营收增幅分别为 10.5%、7.3%，2Q25 公司业绩环比降速，公司顺应外部消费环境，主动调整经营节奏，谋求长远高质量发展。（2）2Q25 公司经营活动现金流量净额为 43.1 亿元，同比-84.3%，现金流表现承压。2Q25 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 389.4 亿元，同比-4.6%。截至 2 季度末，公司合同负债 55.1 亿元，环比降 32.8 亿元，去年同期环比增 4.7 亿元。

2Q25 公司主动调整产品结构，营收端茅台酒为主要贡献，系列酒承压。（1）分产品来看，2Q25 系列酒降速明显，茅台酒贡献主要收入。1H25 茅台酒、系列酒的营收增速分别为+10.2%、+4.7%，其中 2Q25 营收增速分别为+11.0%、-6.5%。

（2）分渠道来看，公司直销渠道营收占比持续提升，上半年保持较高增速。1H25 传统渠道营收 493.4 亿元，同比+2.8%（2Q25，+1.5%）；直销渠道营收 400.1 亿元，同比+18.6%（2Q25，+16.5%），直销渠道营收占比 44.8%，同比提升 3.5pct。其中，i 茅台数字营销平台收入 107.6 亿元，同比+5.0%。1H25 海外渠道营收 28.9 亿元，同比+31.3%，自 2024 年突破 50 亿元后，持续保持较高增速。（3）我们判断，上半年茅台酒实现较快增长，一方面与飞天发货进度加快有关，另一方面，公司加大一升装茅台及非标茅台直营渠道投放，直营渠道增量贡献营收。系列酒方面，受去年同期高基数影响（2Q24 系列酒营收增速为+42.5%），叠加市场需求疲软，2Q25 系列酒降速明显。

2Q25 公司归母净利率为 47.8%，同比降 0.9pct。2Q25 公司毛利率为同比降 0.3pct 至 90.4%，主要受系列酒拖累。分具体产品来看，茅台酒、系列酒毛利率分别为 93.8%、77.6%，同比分别降 0.3pct、2.5pct。系列酒毛利率降幅较大主要与产品批价承压、厂家增加渠道费用投放有关。费用率方面，2Q25 公司销售费用率同比增 0.5pct，主要与公司增加广告宣传费及市场费用投放有关。税金及附加比率同比基本持平，管理费用率同比降 0.3pct。受毛利率下降、销售费用率提升影响，2Q25 公司归母净利率为 47.8%，同比降 0.9pct。

评级面临的主要风险

渠道库存超预期。宏观经济波动的风险。飞天批价持续下跌。

【电子】鹏鼎控股—AI Capex 或提速，端云两侧蓄势待发

苏凌瑶

公司发布 2025 年半年报，25H1 产品结构优化，营收利润取得增长，同时 AI 投入力度有望加大。

支撑评级的要点

公司 2025 年上半年营收利润稳步成长。公司 2025 年上半年实现收入 163.75 亿元，同比+24.75%，实现归母净利润 12.33 亿元，同比+57.22%，实现扣非归母净利润 11.49 亿元，同比+51.90%。单季度来看，公司 25Q2 实现营收 82.88 亿元，同比+28.71%/环比+2.49%，实现归母净利润 7.45 亿元，同比+159.55%/环比+52.59%，实现扣非归母净利润 6.71 亿元，同比+166.09%/环比+40.32%。盈利能力方面，公司 25H1 毛利率 19.07%，同比+1.10pcts。单季度来看，公司 2025Q2 实现毛利率 20.28%，同比+4.80pcts/环比+2.45pcts。

把握市场发展机遇，各产品线业务快速发展。1）通讯用板：依托于在 FPC 产品上的技术优势和产能优势，公司持续提升产品的市场份额。25H1 该业务实现营业收入 102.68 亿元，同比+17.62%，毛利率为 15.98%。2）消费电子及计算机用板：公司把握消费电子复苏周期，并积极推动 AI 眼镜为代表的 AI 端侧产品的开发与量产，实现了相关业务的快速增长。25H1 该业务实现营业收入 51.74 亿元，同比+31.63%，毛利率为 24.52%。3）汽车/服务器用板：受 AI 服务器市场需求增长的影响，公司相关业务继续保持高速增长。公司积极推动市场知名客户新一代产品认证与打样，同时，进一步扩大与云服务器厂商在 AI ASIC 相关产品的开发与合作，以增强公司产品在 AI 服务器市场的竞争力。25H1 该业务实现营业收入 8.05 亿元，同比+87.42%。

AI capex 或提速，AI“端”“云”，齐头并进。25H1 公司各项投资项目建设顺利完成，泰国工厂的一期已于今年 5 月竣工并开始试产，产品主要服务于 AI 服务器、车载与光通讯等领域，目前，服务器及光模块等产品已通过相关客户的认证。同时，公司淮安三园一期工程于 2024 年年末投产，经过 25H1 的试产，随着该生产线产品良率水平稳步提升，有效提升了相关产品的毛利率水平，目前该产线主要生产 6 阶以上 HDI 产品及 SLP 产品，并将服务于 AI 服务器及光模块等产品领域。此外，客户对高阶 AI 产品的未来订单需求明显成长，母公司臻鼎规划提高今、明两年的资本支出金额至新台币 300 亿元以上，其中近 50% 资本支出将用于扩大高阶 HDI 和 HLC 产能，以掌握相关产品成长契机。

评级面临的主要风险

下游景气不及预期、AI 需求不及预期、PCB 行业竞争加剧、贸易纠纷程度加剧。

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