

策略周报

具身智能和 AI 双主线轮动行情

两会提振市场信心，泛科技资产重估进行时，当前仍处于人形机器人及科技成长板块“有为”窗口。

■ **两会提振市场信心，泛科技资产重估进行时。**本周两会顺利召开，今年两会政府工作报告对于宏观政策的总体基调相较去年更为积极，尤其在财政端，财政加力货币宽松有助于当前市场信心的提振。会后市场对于 A 股盈利弱复苏估值强支撑的逻辑有望得到延续。本周海外市场依旧弱势震荡，市场对于美国经济未来不确定性担忧上升，美元资产持续走弱。下周国内社融通胀数据公布，市场将进入基本面预期验证的关键窗口期，市场短期波动性或有所增加，但泛科技资产中期重估逻辑仍将持续演绎：1) 一方面，短期来看美元或仍将延续弱势震荡，此前低估的新兴市场资产有望迎来估值修复窗口期。2) 另一方面，两会宏观政策有望提振市场盈利预期，A 股“盈利弱复苏估值强支撑”的逻辑有望得到延续。3) 估值比价角度，当前 A 股仍具有较强吸引力。4) 最后，海外风险因素的冲击对短期 A 股影响有限，中国泛科技资产的估值重塑过程仍将延续。

■ **当前仍处于人形机器人及科技成长板块“有为”窗口。**人形机器人板块当前更多被视为 A 股风险偏好的“矛”，从风险偏好观测窗口角度，我们认为三月仍处于“可为”阶段，我们在《2024 年 A 股深度复盘——峰回路转》中提出，A 股的复杂性以及背后的企业盈利及经济周期决定了 A 股的波动性很难降低，在每一次由于缺乏明确增量信号所致的横盘震荡期后，都会进行大势层面方向的抉择，回顾 2023 与 2024 年，A 股每年都至少出现了两次横盘震荡后的“决断”时刻，第一次是传统的“春季决断”，往往发生在一季度经济数据明晰后的四月。当前来看，一方面时间角度，当前尚未进入决断窗口，因此或仍处于“可为”阶段，另一方面鉴于 2023 年及 2024 年市场走势较为波折，2025 年春季决断重复过去两年向下决断的可能性也在减弱，因此短期来看，机器人及科技成长方向战术层面价值仍不能轻言忽视。

■ **近期 AI 产品链各个环节频频迎来催化，算力端重点厂商订单加速落地。**通义千问 QwQ-32B 可在消费级显卡上实现本地部署，催化垂类行业加速部署 AI 大模型，同时降低硬件门槛加速端侧产业化落地，Manus 的推出则是 AI 从“大脑”到“双手”，AI 应用工程化的重要里程碑，有望催化 AI 垂类应用及各类 AI agent 的加速落地。多重催化之下，AI 产业链新一轮行情可期。

■ **风险提示：**政策落地不及预期，宏观经济波动超预期；市场波动风险；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：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

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	8
风险提示	13

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新.....	6
图表 3. 本周小盘风格明显占优.....	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5. 1-2 月进出口数据.....	7
图表 6. 2025 年后中美科技股表现分化.....	7
图表 7. 历年两会前后市场表现（单位：%）	7
图表 8. 本周一级行业表现.....	8
图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）	8
图表 10. 当前机器人板块融资余额与涨幅较为匹配.....	9
图表 11. 当前尚未进入“春季决断”窗口	9
图表 12. Manus 功能示例	10
图表 13. LLM 驱动下的 AI Agent System 概览	10
图表 14. 通义千问 QwQ-32B 网页界面	11
图表 15. 行业中观比较打分表.....	12

观点回顾

——20240804《海外降息有望释放A股压力》：海外衰退宽松交易渐起，政治局会议表述更为积极，权益市场短期或将迎来“东升西降”。

——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

财政发力货币宽松，两会提振市场信心。本周两会顺利召开，今年两会政府工作报告对于宏观政策的总体基调较去年更为积极，尤其在财政端。2025年4%左右的财政赤字率显著高于过去5年水平，政府加杠杆意愿显著提升。货币政策方面，今年明确提出“实施适度宽松的货币政策”，较去年也更为积极，此外，今年政府工作报告及会后央行负责人均明确表态“适时降准降息”，货币财政政策的基调有助于当前市场信心的提振。今年经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费。会后市场对于A股盈利弱复苏估值强支撑的逻辑有望得到延续。

外需不确定性增加。本周海外市场依旧弱势震荡，特朗普政府针对加墨的关税政策冲击市场风险偏好，本周公布的2月PMI及就业数据边际走弱，美国基本面持续上行动能略显不足；与此同时，美去通胀节奏缓慢，而特朗普关税政策的反复持续冲击市场风险偏好，对加墨关税政策的实施或导致美国去通胀过程更为艰辛，市场对于美国经济未来不确定性担忧上升，本周美元资产持续走弱。本周公布的国内最新出口数据也显示外需不确定性的上升，一方面，1-2月美元计价出口同比增速较前值有所回落，春节错位效应外，“抢出口”效应减弱以及外需波动也为今年出口带来较大不确定性因素。

市场进入基本面验证窗口期，泛科技资产重估进行时。下周国内社融通胀数据公布，市场将进入基本面预期验证的关键窗口期，市场短期波动性或有所增加，但泛科技资产中期重估逻辑仍将持续演绎：1）一方面，短期来看美元或仍将延续弱势震荡，欧日基本面短期相对优势及潜在加息预期可能会对处于相对高位的美元构成一定压力，此前低估的新兴市场资产有望迎来估值修复窗口期。2）另一方面，国内弱复苏预期延续，两会宏观政策有望提振市场盈利预期，A股“盈利弱复苏估值强支撑”的逻辑有望得到延续。3）估值比价角度，当前A股仍具有较强吸引力。当前全A近十年估值分位约为52%，而美股（以标普为例）估值分位约为79%。结合当前中美基本面及科技产业发展趋势，中国资产的估值修复趋势不改。4）最后，海外风险因素的冲击对短期A股影响有限，短期海外类“滞胀”担忧对国内政策及需求影响有限，更长视角下“特朗普2.0”国内应对或更为充分。中国泛科技资产的估值重塑过程仍将延续。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	3月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(1.71)	(1.71)	0.88
	MSCI新兴市场	2.85	2.85	4.94
	标普500	(3.10)	(3.10)	(1.89)
	日经指数	(0.72)	(0.72)	(7.54)
	万得全A	2.43	2.43	4.80
	恒生指数	5.62	5.62	20.79
汇	美元指数	(3.41)	(3.41)	(4.23)
	美元兑人民币	(0.05)	(0.05)	(0.25)
	美元兑日元	(1.72)	(1.72)	(5.82)
	欧元兑美元	4.41	4.41	4.64
商	CRB商品	0.40	0.40	2.13
	LME铜	2.61	2.61	9.51
	WTI原油	(3.88)	(3.88)	(6.51)
	伦敦金现	3.41	3.41	12.27
债	10Y美债收益率(Bps)	8.00	8.00	(26.00)
	10Y国债收益率(Bps)	8.50	8.50	12.50

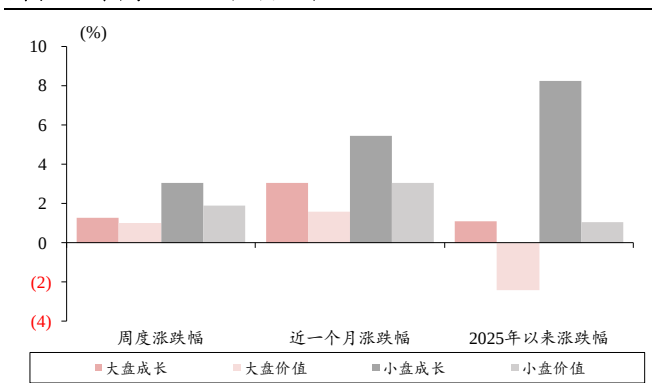
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	今值	环比变化
中国	2月出口金额:累计同比(%)	5.9	2.3	-3.6
	2月出口金额:人民币:累计同比(%)	7.1	3.4	-3.7
	2月进出口金额:累计同比(%)	3.8	-2.4	-6.2
	2月进出口金额:人民币:累计同比(%)	5	-1.2	-6.2
	2月进口金额:累计同比(%)	1.1	-8.4	-9.5
	2月贸易差额:累计值(亿美元)	9921.55	1705.2	-8216.35
	2月外汇储备(亿美元)	32090.36	32272.24	181.88
美国	2月ISM制造业PMI(%)	50.9	50.3	-0.6
	2月新增ADP就业人数:季调(人)	186000	77000	-109000
	2月ISM非制造业PMI(%)	52.8	53.5	0.7
	1月全部制造业:新增订单(百万美元)	583205	552540	-30665
	3月01日初请失业金人数:季调((人)	242000	221000	-21000
	2月平均时薪:季调(美元)	35.83	35.93	0.1
	2月失业率:季调(%)	4	4.1	0.1
欧盟	2月欧元区:CPI:同比(初值)	2.5	2.4	-0.1
	2月欧元区:核心CPI:同比(初值)	2.7	2.6	-0.1
	1月欧盟:失业率:季调(%)	5.8	5.8	0
	1月欧元区:失业率:季调(%)	6.2	6.2	0
	1月欧盟:PPI:同比(%)	0.1	1.8	1.7
	3月欧元区:基准利率(主要再融资利率)(%)	2.9	2.65	-0.25
	3月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)(%)	2.75	2.5	-0.25
	3月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)(%)	3.15	2.9	-0.25
	第四季度欧盟:就业人数:同比(%)	0.8	0.5	-0.3
	第四季度欧元区:实际GDP:季调:同比(终值)(%)	1	1.2	0.2
	第四季度欧元区:实际GDP:季调:环比(终值)(%)	0.4	0.2	-0.2

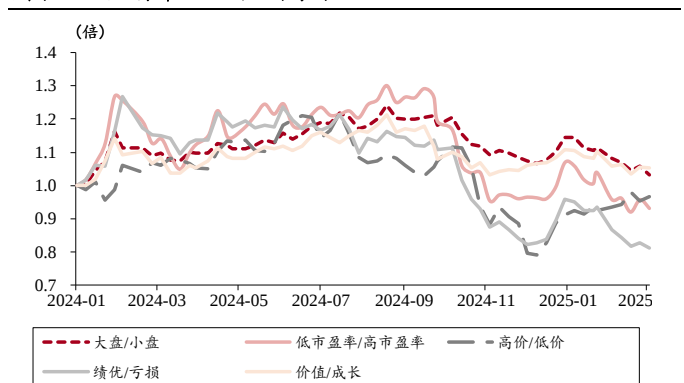
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周小盘风格明显占优



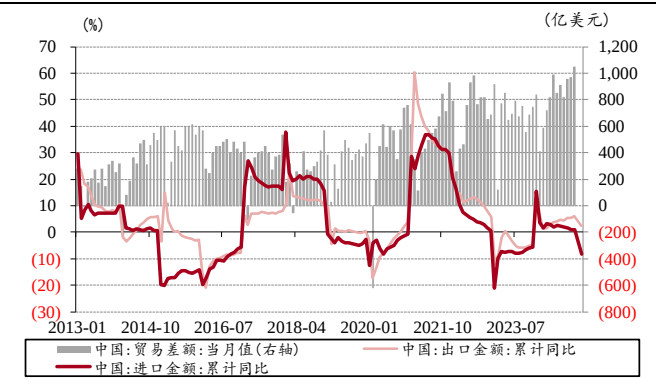
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



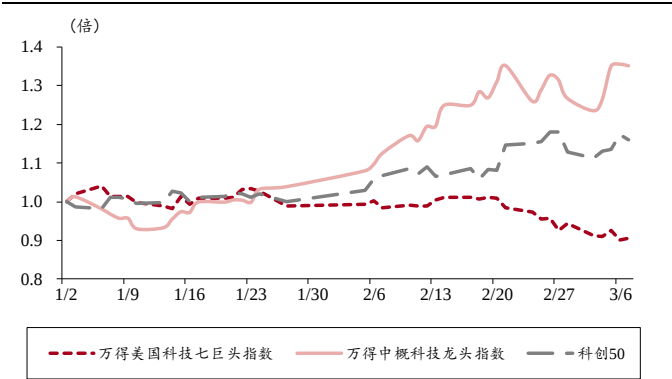
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 1-2 月进出口数据



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2025 年后中美科技股表现分化



资料来源：万得，中银证券（注：图中指数已做归一化处理）

图表 7. 历年两会前后市场表现（单位：%）

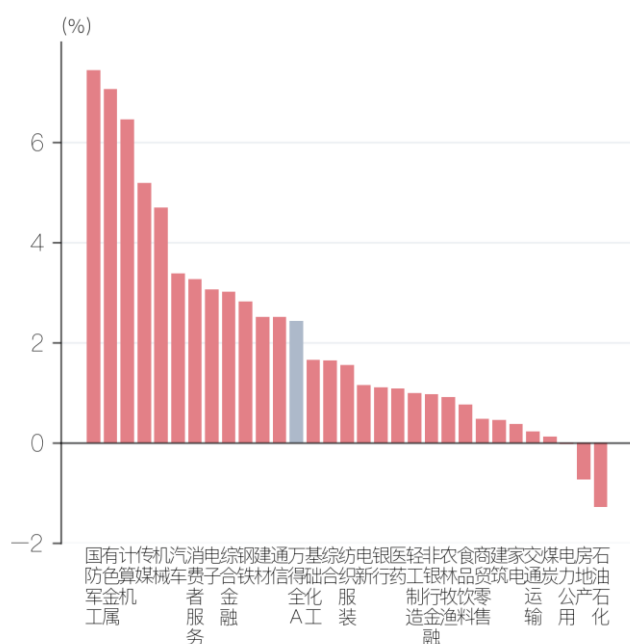
	上证						创业板					
	前 1 个月	前两 周	前一 周	后一 周	后两 周	后一个 月	前 1 个月	前两 周	前一 周	后一 周	后两 周	后一个 月
2016 年	8.23	0.39	4.85	(0.51)	5.03	6.23	0.03	(12.96)	(6.39)	6.09	16.78	19.53
2017 年	1.87	(0.35)	(1.02)	0.58	1.01	1.62	2.23	1.62	0.12	2.21	1.32	0.77
2018 年	(8.47)	4.06	(0.98)	2.22	0.76	(2.81)	(1.16)	12.76	7.60	6.23	4.00	7.24
2019 年	17.61	10.89	3.14	1.08	2.09	4.93	33.09	18.60	9.13	9.49	5.50	8.30
2020 年	(1.36)	(2.01)	(1.97)	(0.54)	2.19	3.48	0.15	(2.86)	(3.36)	(0.61)	3.19	10.48
2021 年	(0.09)	(4.72)	(2.32)	(1.44)	(2.82)	(0.55)	(9.17)	(13.50)	(3.53)	(3.33)	(6.32)	0.01
2022 年	1.57	(0.59)	0.52	(6.50)	(5.63)	(4.76)	(5.44)	(3.21)	(1.27)	(6.48)	(0.82)	(4.17)
2023 年	1.30	2.44	1.24	(1.79)	(2.81)	(0.96)	(6.91)	(3.58)	(1.43)	(2.70)	(5.39)	0.73
2024 年	4.73	4.72	2.38	0.55	0.77	1.17	8.99	5.00	4.68	3.88	3.93	1.40
2025 年	2.81	0.53	(0.12)	1.45			6.13	0.36	(2.24)	0.70		

资料来源：万得，中银证券（注：灰色阴影为两会前后一个月市场表现反向年份）

中观行业与景气

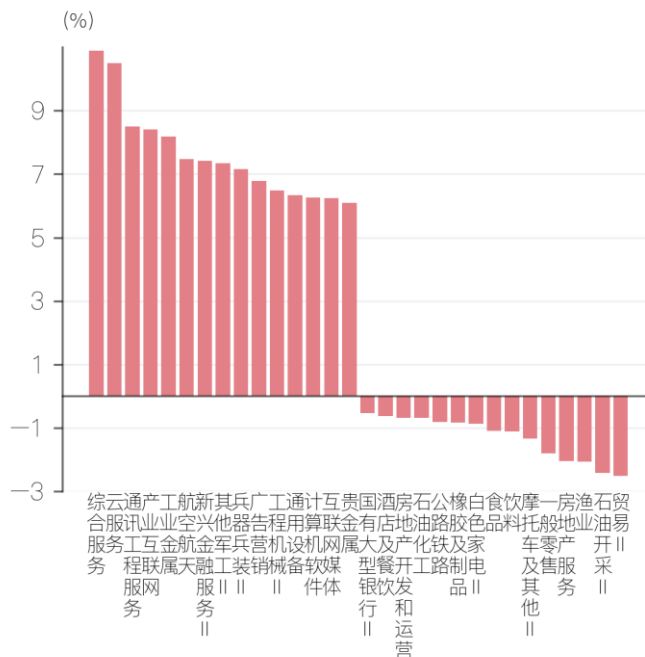
科技强修复，动能窗口仍在。本周在年度国防预算增速数据及俄乌局势影响下，国防军工行业涨幅第一。计算机、传媒、机械、汽车等科技与高端制造方向本周较上周完成了明显修复，AI智能体与其他应用方向成为市场新关注热点。近期锑、钴、铟等小金属频频涨价，带动工业金属及有色行业本周涨幅第二，此外，铜、金方向亦有明显贡献。红利相关行业本周表现垫底，但周五有所修复，石油石化行业受本周国际油价下行影响较大，地产行业进入政策预期空窗期，较上周强劲表现出现一定调整。

图表 8. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）

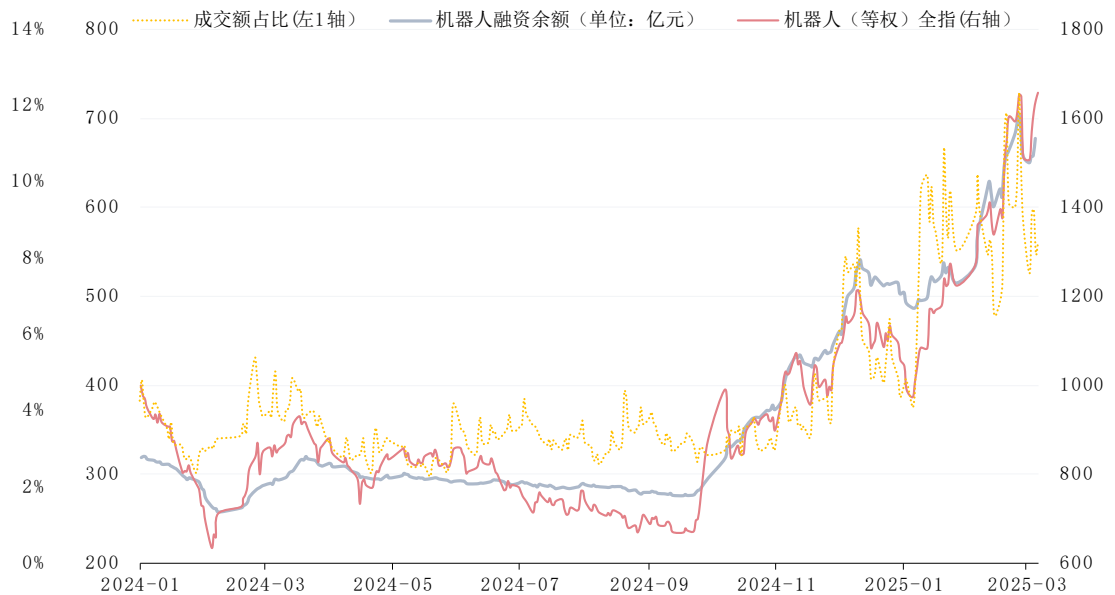


资料来源：万得，中银证券

本周 A 股机器人板块显著修复，从我们此前构建的机器人（等权）全指（当前 185 家公司）观测来看，本周机器人板块成交额占比均值（8.5%）较前高值（2 月 26 日）的 12.3% 已有显著回落，接近机器人板块第二轮行情的成交额中枢水平（8.2%）。从板块融资余额来看，板块公司样本中有 133 家公司为两融标的，当前融资余额总计为 678 亿元，较 2024 年 9 月 23 日的 276 亿元增长 146%，与板块区间涨幅 144% 较为匹配。

人形机器人板块当前更多被视为 A 股风险偏好的“矛”，从风险偏好观测窗口角度，我们认为三月仍处于“可为”阶段，我们在《2024 年 A 股深度复盘——峰回路转》中提出，A 股的复杂性以及背后的企业盈利及经济周期决定了 A 股的波动性很难降低，在每一次由于缺乏明确增量信号所致的横盘震荡期后，都会进行大势层面方向的抉择，回顾 2023 与 2024 年，A 股每年都至少出现了两次横盘震荡后的“决断”时刻，第一次是传统的“春季决断”，往往发生在一季度经济数据明晰后的四月。当前来看，一方面时间角度，当前尚未进入决断窗口，因此或仍处于“可为”阶段，另一方面鉴于 2023 年及 2024 年市场走势较为波折，2025 年春季决断重复过去两年向下决断的可能性也在减弱，因此短期来看，机器人及科技成长方向战术层面价值仍不能轻言忽视。

图表 10. 当前机器人板块融资余额与涨幅较为匹配



资料来源：万得，中银证券

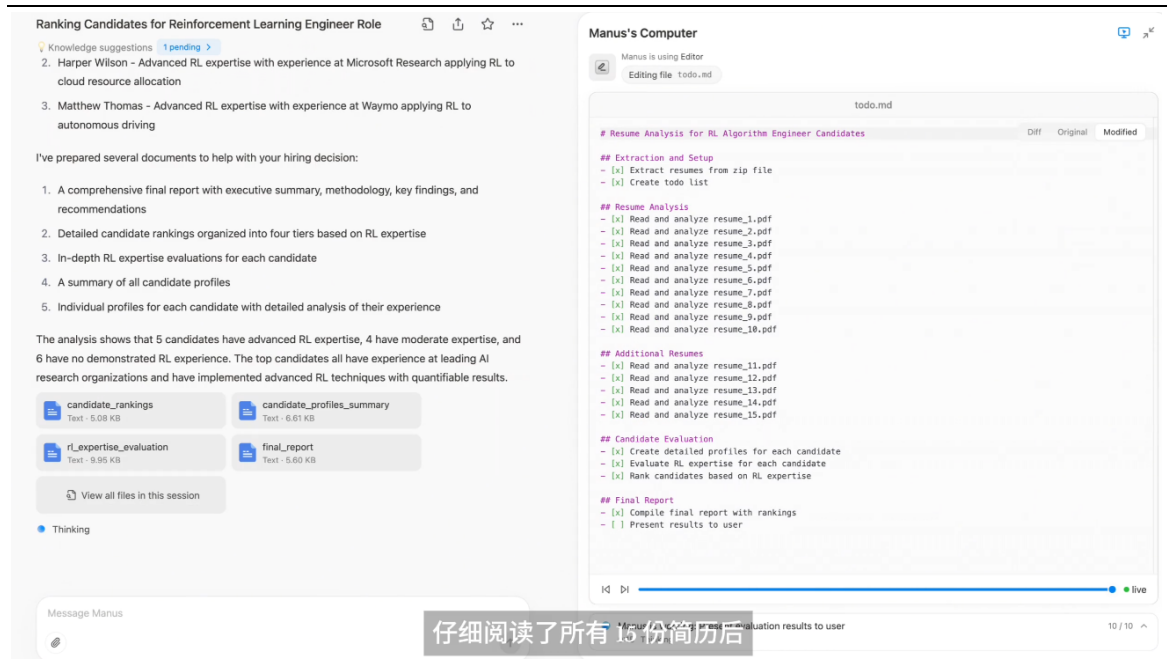
图表 11. 当前尚未进入“春季决断”窗口



资料来源：万得，中银证券

通用智能体 Manus 推出，在 GAIA 基准测试中超越 OpenAI。3 月 6 日凌晨，中国 AI 创业公司 Monica 推出全球首款通用型 AI 智能体产品 Manus，迅速引发科技圈与资本市场关注。与传统 AI 助手不同，Manus 通过多智能体架构在云端虚拟机中运行，可自主调用浏览器、代码编辑器等工具，完成从任务拆解到成果交付的全流程操作。例如用户上传 10 份简历后，Manus 能像人类 HR 一样解压文件、分析信息并生成排名报告。技术层面，Manus 在 GAIA 基准测试中取得最先进水平成绩，性能超越 OpenAI 的同类模型，其技术底座融合深度学习、强化学习与自监督学习，支持任务中断恢复与用户偏好记忆，实现“拟人化”服务。

图表 12. Manus 功能示例

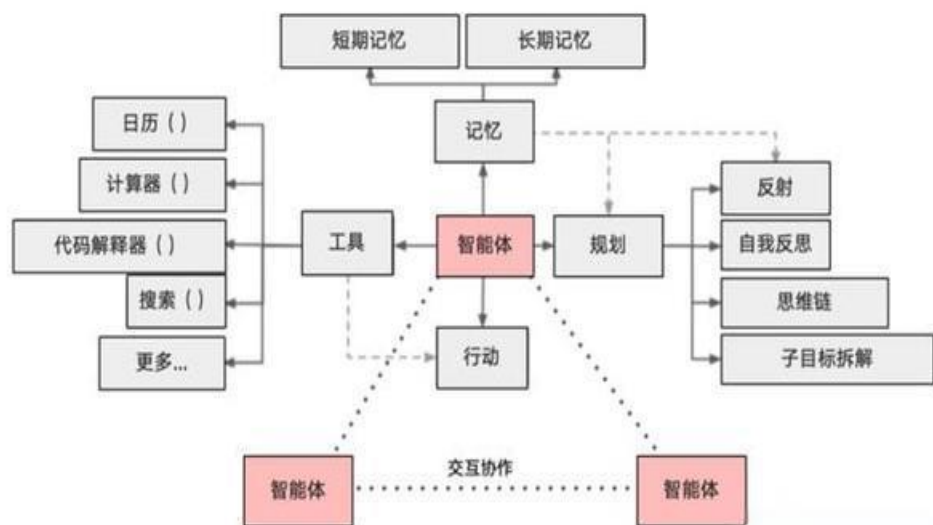


资料来源: Manus, 中银证券

AI Agent 具有高度智能化，能够相对独立的执行复杂任务。AI Agent 是一种具有自主性、适应性、交互性等特征的智能“代理”，它以大型语言模型（LLM）作为其核心引擎，其系统主要由规划、记忆、行动、工具组成。AI Agent 通过规划将复杂任务分解为可管理的子目标，并通过自我反思和学习来优化决策过程。它具备短期和长期记忆能力，能够利用短期记忆进行上下文学习，并通过外部存储实现长期信息的保留和检索。此外，AI Agent 能够调用外部 API 获取额外信息，以弥补模型权重丢失的信息，并通过行动模块执行决策，选择适当的行动策略来完成任务，如记忆检索、推理、学习和编程等。

Agent 智能体模式中由 AI 独立地承担大部分工作，用户只需提前设定目标和提供必要的资源。这种模式下，AI 充分体现了智能体的互动性、自主性和适应性特征，接近于独立的行动者，而人类则更多地扮演监督者和评估者的角色。

图表 13. LLM 驱动下的 AI Agent System 概览



资料来源: AutoGPT 官网、Lilian Weng 《LLM Powered Autonomous Agents》，中银证券

从“大脑”到“双手”，Manus 是 AI 应用工程化的重要里程碑。从底层技术上，Manus 或许并非颠覆式技术突破的产物，而是基于现有大模型进行系统性工程优化的集成创新，他的核心价值在于将“思考”转化为“行动”，实现了 AI Agent 从辅助工具到自主生产力主体的提升。相较于传统 AI 仅能提供建议或答案，Manus 通过多模型协同架构实现了完整的任务闭环：从目标拆解、工具调用到成果交付，其类人类工作流的执行能力展现了工程化落地的关键突破。这一突破的本质，在于将 AI 技术从“大脑”延伸至“双手”。

并且，Manus 为各行业提供了可复用的创新范式：其开源计划与技术架构降低了二次开发门槛，使得医疗、教育、企服等各个垂直领域可以基于自身场景需求，通过“基础能力复用+垂直模块定制”的方式构建专属 Agent。Manus 的推出有望催化 AI 垂类应用及各类 AI agent 的加速落地，软件端“AI+应用”有望持续受益。

阿里巴巴发布开源推理模型通义千问 QwQ-32B，可在消费级显卡上实现本地部署。3月6日凌晨，阿里巴巴正式发布最新的开源推理模型通义千问 QwQ-32B。通过大规模强化学习，千问 QwQ-32B 在数学、代码及通用能力上有所提升，整体性能比肩 DeepSeek-R1，同时大幅降低了部署使用成本，在消费级显卡上也能实现本地部署。QwQ-32B 采用了 Apache 2.0 开源协议，目前，所有人都可免费下载及商用 QwQ-32B 模型，或通过网页版 Qwen Chat 进行体验，该模型也将免费上架通义 APP。通义千问 QwQ-32B 的推出有望进一步降低各类企业接入 AI 大模型的成本，特别是对于数据安全性要求较高的行业提升了数据安全保障，同时硬件门槛的下降也有望催化 AI 端侧产品的普惠化落地。

图表 14. 通义千问 QwQ-32B 网页界面



资料来源：通义，中银证券

AI 算力订单加速落地。近期，A 股多家公司算力订单落地，3月4日，海南华铁公告其全资子公司海南华铁大黄蜂建筑机械设备有限公司与杭州某公司达成一份为期 5 年、总金额 36.9 亿元的算力服务协议。次日，新三板挂牌公司蓝耘科技宣布，其全资子公司北京算优科技有限公司与 X 公司签订了《算力云服务协议》，合同总金额（含税）达 37.07 亿元，期限为 60 个月。

近期 AI 产品链各个环节频频迎来催化，算力端重点厂商订单加速落地，通义千问 QwQ-32B 可在消费级显卡上实现本地部署，催化垂类行业加速部署 AI 大模型，同时降低硬件门槛加速端侧产业化落地，Manus 的推出则是 AI 从“大脑”到“双手”，AI 应用工程化的重要里程碑，有望催化 AI 垂类应用及各类 AI agent 的加速落地，多重催化之下，AI 产业链新一轮行情可期。

图表 15. 行业中观比较打分表

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
通信	4	4	5	2	38	高配
汽车	3	4	2	3	36	高配
计算机	5	3	4	1	36	高配
自动化设备	4	4	4	1	36	高配
新兴消费	3	4	4	4	33	高配
电子	4	3	5	1	33	高配
社会服务	2	2	5	4	31	高配
能源金属	2	3	5	2	31	高配
国防军工	4	3	4	2	31	高配
家用电器	3	4	2	2	30	高配
传媒	5	3	3	3	30	高配
猪产业	1	2	5	5	29	标配
银行	1	2	1	2	28	标配
证券	4	2	2	2	27	标配
医药	2	3	3	3	27	标配
贵金属	2	3	3	3	26	标配
食品	2	2	3	4	26	标配
公用事业	3	4	1	4	26	标配
煤炭	3	3	1	3	25	标配
建材	2	2	4	2	25	标配
电力设备	2	2	4	2	25	标配
白酒	2	2	2	5	25	标配
工程机械	2	2	3	2	23	低配
钢铁	2	2	3	2	22	低配
工业金属	2	2	2	3	22	低配
家具家居	2	1	3	3	22	低配
航运港口	4	3	0	3	21	低配
商贸零售	1	1	4	3	21	低配
建筑	2	2	1	4	21	低配
石油石化	2	2	1	3	19	低配
房地产	2	1	1	5	19	低配
纺织服装	1	1	3	3	18	低配
保险	1	2	5	4	17	低配

资料来源：万得，中银证券

注释：行业综合评分=3*大类行业风格赋分+3*中观景气指标及景气预期赋分+2.5*盈利预期赋分+1.5*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 3 月 7 日

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。

本报告期内含保密信息，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