



## 策略周报

### 混沌背后的主、次问题

市场整体对未来的判断进入混沌状态，需要对问题进行主次分层。主要问题（方向选择）：AI 产业趋势是否仍在，对应的是科技股调整到底是结束还是回调。次要问题（时机选择）：七月资金面层面的负反馈是否已经结束，对应的是超跌时乐观，还是反弹时保持谨慎。我们判断科技行情是调整而非结束；资金面负反馈接近尾声，无需再悲观，超跌应乐观。

- **主要问题：资本市场的 AI 产业趋势到底有无泡沫，当前和未来泡沫会如何演绎？**  
AI 科技硬件板块，基于第一性原理的判断，其产业贝塔的主要来源为全球各大云厂的资本开支，因此讨论本轮资本市场 AI 产业趋势方向的核心仍然是 CAPEX 如何变动。进一步拆解，CAPEX 变化问题的背后是一体两面的回报率问题。回报率可分为显性回报和隐性回报。显性回报，可量化的财务回报。隐性回报，难量化的战略回报，不只是避免在平台、大国竞争中掉队，还包括提高 AI 研发本身的生产率（AI 模型帮助训练下一代 AI 模型）。从显性回报角度而言，市场或更多的关注了大厂 CAPEX 可负担/持续性，即更多关注其自由现金流对 CAPEX 的覆盖情况，而对于回报端的计算，更多从逻辑角度推算，如当前只有单 coding 场景，缺乏下一应用领域。对于相关问题的判定往往基于当前静态视角，忽视了 AI 产业的动态发展本身就是解决上述担忧的必然进程。
- **AI 产业作为新兴技术领域，并不适合用单一叙事圈定，往往，一种叙事的结束又伴随着另一种叙事的兴起。**按照黄仁勋及 NVIDIA 对人工智能产业演进的划分，主要遵循“生成—行动—物理执行”的能力扩展路径。第一阶段是生成式 AI，模型由识别已有信息升级为生成文本、图像、声音、视频和代码；第二阶段是智能体 AI，推理能力成为核心基础，模型开始理解上下文、制定计划、调用工具并代表用户采取行动；第三阶段是物理 AI，人工智能进一步获得对三维空间、物理规律和因果关系的理解，并通过机器人、自动驾驶汽车和自主机器人在现实世界中执行任务。这意味着本轮资本市场可以映射的 AI 投资过程即可分为 1.0、2.0、3.0 阶段，每一阶段都有可能打开新的利润池和资本开支方向，都或会形成显著的投资机会，而非刻舟求剑式直接类比科网泡沫行情的一轮式行情。当前，产业界正奋力向下一阶段攻坚，递归自进化训练 RSI 及 AGI 翘首以盼，机器人等产业也在日趋成熟。
- **次要问题：资金与交易——七月资金面负反馈结束了吗？**七月以来，国内外科技资产共同面对一轮明显的资金负反馈。和美国、韩国股市资金面情况类似，A 股同样存在资金“拥挤（上涨）→解散（下跌）→负反馈（加速下跌）→出清（见底）”的路径。站在八月初来看，此前共同推动科技行情的几类增量资金已开启“再均衡”，而和融资杠杆相关的部分资金已进入“负反馈”尾声。综合而言，我们认为从资金面视角，当前或已进入“出清（见底）”阶段。
- **对主要问题，我们的判断是：**当前 AI 产业尚未出现由 CAPEX 收缩、商业回报恶化和技术路径证伪共同构成的趋势性拐点，现阶段更接近高估值条件下的预期消化，而非产业泡沫的系统性破裂。
- **对次要问题，我们的判断是：**七月由杠杆、止损与风险预算收缩共同造成的资金负反馈已接近尾声，八月市场即使无法立即恢复单边上涨，也无需秉持悲观态度，再畏惧下跌，对于科技行情我们更倾向于判断为调整，而非结束。
- **方向上，除了 AI 科技硬件外，大型云厂商当前叙事逻辑开始强化，**若其 CAPEX 下修，则主业盈利稳健性预期增强；若 CAPEX 上修，市场亦或认可其基于 ROIC 的云业务回报增强，对于中国大型云商而言，主业亦与宏观景气相关，当前处于底部位置，防守反击属性凸显。
- **风险提示：**1) 地缘冲突超预期升级或霍尔木兹海峡遭长期封锁，导致油价持续走高。2) 油价引发的通胀韧性超预期，可能导致全球主要央行紧缩预期重估，推迟或减少降息。3) 美元流动性快速收紧，引发全球资本从新兴市场回流美国，对权益资产形成冲击。4) 冲突持续时间与范围存在不确定性，或持续扰动市场风险偏好，压制估值。5) 国内经济基本面修复节奏若不及预期，可能难以对冲外部流动性收紧。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：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：徐亚

(8621) 20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

目录

市场热点思考 ..... 4

1 主要问题：资本市场的 AI 产业趋势到底有无泡沫，当前和未来泡沫会如何演绎？ ..... 4

2 次要问题：资金与交易——七月资金面负反馈结束了吗？ ..... 6

一周数据集锦 ..... 8

风险提示 ..... 14

## 图表目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 1. 产业趋势不等于资本市场相关行业的产业趋势.....               | 4  |
| 图表 2. AI 产业演进的三阶段路径.....                      | 5  |
| 图表 3. 市场指数企稳后，融资余额仍在下行出清，或反映“负反馈—出清”特征.....   | 6  |
| 图表 4. 本周全球资产表现.....                           | 8  |
| 图表 5. 当前金油比 41.69，自本轮低点回升 30.7%.....          | 8  |
| 图表 6. 本周小盘价值风格表现相对占优.....                     | 9  |
| 图表 7. 7 月 PMI 价格分项依旧偏强.....                   | 9  |
| 图表 8. 本周一级行业表现.....                           | 10 |
| 图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）.....                    | 10 |
| 图表 10. 指标 1：万得全 A 波动率指标，已经降波.....             | 10 |
| 图表 11. 指标 1：低波资金撤退压力指数高位回落.....               | 11 |
| 图表 12. 指标 2：胜率指标—BOCIASI 快线有所回升，慢线仍未明显企稳..... | 11 |
| 图表 13. 指标 3：赔率指标—2X ERP 指标近期持续跌破“1X 底”.....   | 12 |
| 图表 14. 指标 4：宽基 ETF 再度放量.....                  | 12 |
| 图表 15. 本周主力资金延续净流入.....                       | 13 |
| 图表 16. 本周股票型 ETF 继续大额净申购.....                 | 13 |
| 图表 17. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）.....                 | 13 |

## 市场热点思考

七月市场大幅调整，反映市场整体对于未来的判断进入混沌状态，但越是混沌，越需要把当前关注的所有问题进行主次分层，并逐层分析。

当前市场实际上存在问题需要分清主次：

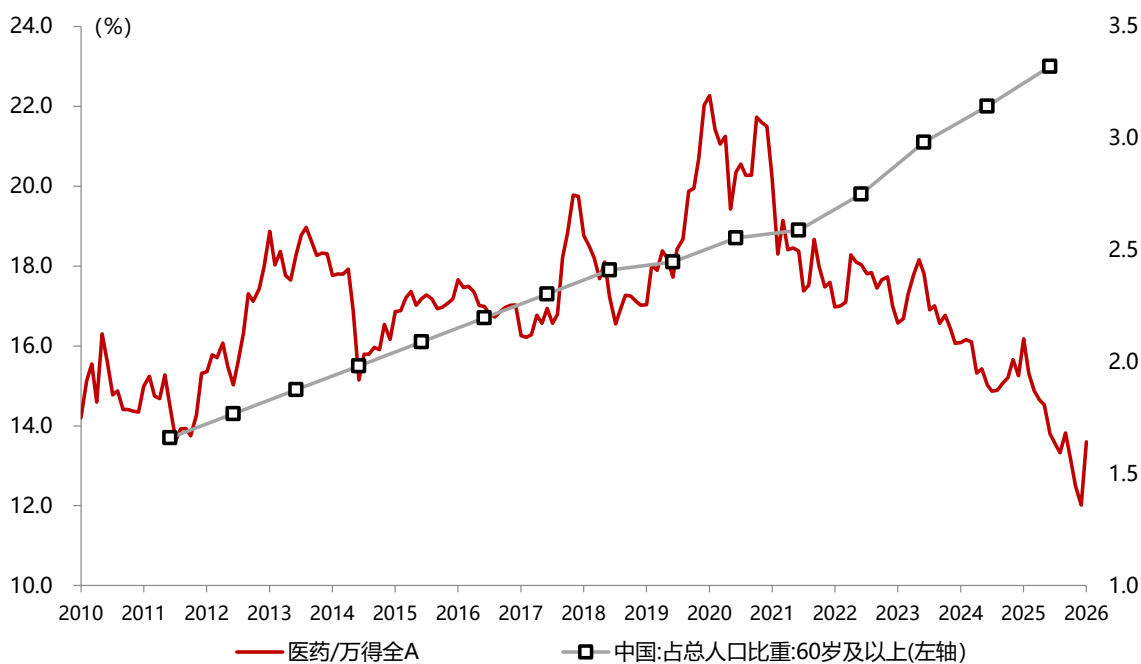
**主要问题（方向选择）：**AI 产业趋势是否仍在，产业回报是否已经进入预期下修或泡沫破灭阶段。这对应的问题是当前市场出现的科技股调整到底是结束还是回调，即科技股投资与否的方向选择。

**次要问题（时机选择）：**七月资金层面面的负反馈是否已经结束，这对应的是基于上述问题判断后，在超跌时保持乐观，还是反弹时继续谨慎的选择。

### 1 主要问题：资本市场的 AI 产业趋势到底有无泡沫，当前和未来泡沫会如何演绎？

这里讨论的并不是科技界或产业界实体层面的 AI 发展趋势。AI 作为一种通用技术，其影响可能持续十年甚至更长时间，但长期产业趋势存在，并不必然意味着对应的资本市场行情可以始终延续。类似人口老龄化趋势持续加深，却不妨碍医药股的投资逻辑和定价体系发生变化。

图表 1. 产业趋势不等于资本市场相关行业的产业趋势



资料来源：万得，中银证券

首要问题仍然是**资本市场的 AI 产业趋势**到底如何？

对于当前的主要受益方向，AI 科技硬件板块，基于第一性原理的判断，其产业贝塔的主要来源为全球各大云厂的资本开支，因此讨论本轮**资本市场 AI 产业趋势方向的核心仍然是 CAPEX 如何变动**。换句话说，全球云厂 CAPEX 决定产业需求方向，而 CAPEX 增速相对市场预期的变化，则决定板块贝塔的强弱。CAPEX 仍在，意味着产业趋势尚未终结；CAPEX 持续上修，意味着产业贝塔仍有扩张空间；若 CAPEX 增速下修甚至转负，则意味着泡沫收缩和产业贝塔弱化。

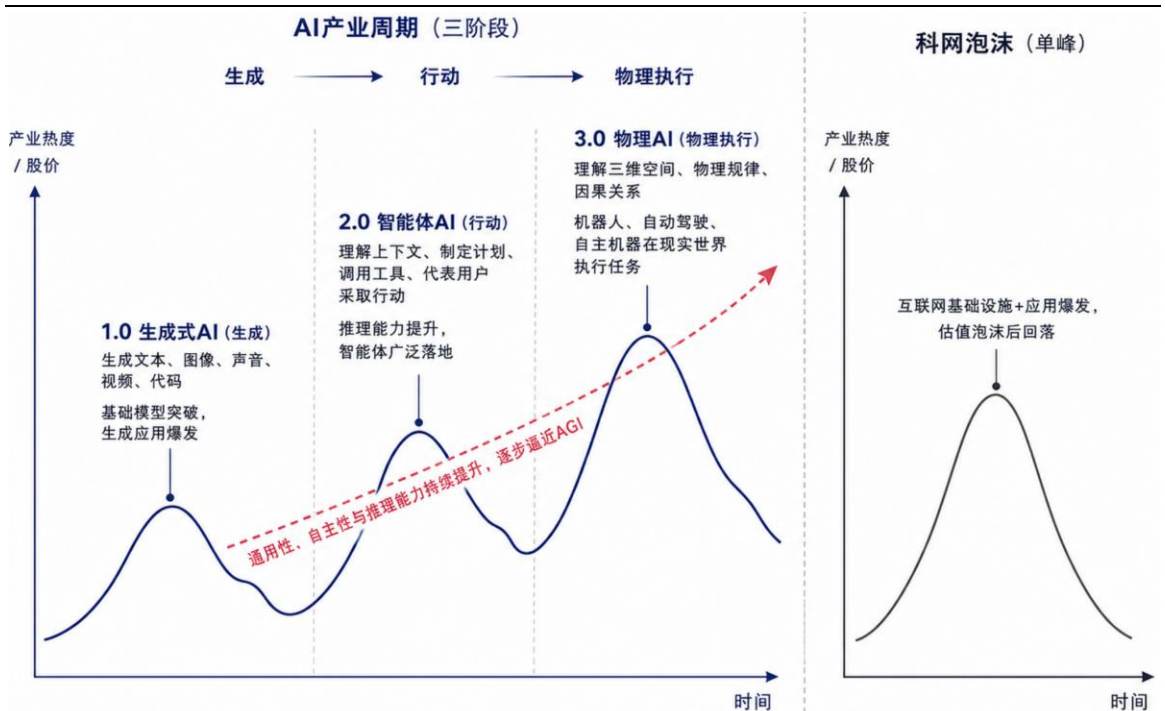
进一步拆解，CAPEX 变化问题的背后是一体两面的**回报率问题**。回报率可分为**显性回报**和**隐性回报**。显性回报，可量化的财务回报，如账面 ROIC 回报情况，现金流和 RPO（剩余履约义务）的覆盖度。隐性回报，难量化的战略回报，不只是避免在平台、大国竞争中掉队，还包括提高 AI 研发本身的生产率（AI 模型帮助训练下一代 AI 模型）。

从显性回报角度而言，市场或更多的关注了大厂 CAPEX 可负担/持续性，即更多关注其自由现金流对 CAPEX 的覆盖情况，而对于回报端的计算，更多从逻辑角度推算，如当前只有单 coding 场景，缺乏下一应用领域。对于相关问题的判定往往基于当前静态视角，忽视了 AI 产业的动态发展本身就是解决上述担忧的必然进程。

此外，AI 产业作为新兴技术领域，并不适合用单一叙事圈定，往往，一种叙事的结束又伴随着另一种叙事的兴起。按照黄仁勋及 NVIDIA 对人工智能产业演进的划分，主要遵循“生成—行动—物理执行”的能力扩展路径。第一阶段是生成式 AI，模型由识别已有信息升级为生成文本、图像、声音、视频和代码；第二阶段是智能体 AI，推理能力成为核心基础，模型开始理解上下文、制定计划、调用工具并代表用户采取行动；第三阶段是物理 AI，人工智能进一步获得对三维空间、物理规律和因果关系的理解，并通过机器人、自动驾驶汽车和自主机器在现实世界中执行任务。

这意味着本轮资本市场可以映射的 AI 投资过程即可分为 1.0、2.0、3.0 阶段，每一阶段都有可能打开新的利润池和资本开支方向，都或会形成显著的投资机会，而非刻舟求剑式直接类比科网泡沫行情的一轮式行情。当前，产业界正奋力向下一阶段攻坚，递归自进化训练 RSI（recursive self-improvement）及 AGI 翘首以盼，机器人等产业也在日趋成熟。

图表 2. AI 产业演进的三阶段路径



资料来源：中银证券



## 2 次要问题：资金与交易——七月资金面负反馈结束了吗？

年初，特别是六至七月，科技行情并不是单一资金推动的，或是量化、主动公募、固收+、保险、ETF 以及其他趋势资金共同参与的结果。多类资金同时指向科技，使科技板块获得了远超基本面自然增速的交易弹性。但是，当波动率快速上升、趋势信号走弱、超额收益开始回撤之后，不同资金的目标函数重新出现分化，出于不同的主动、被动因素约束，各类资金开始重新锚定不同方向。

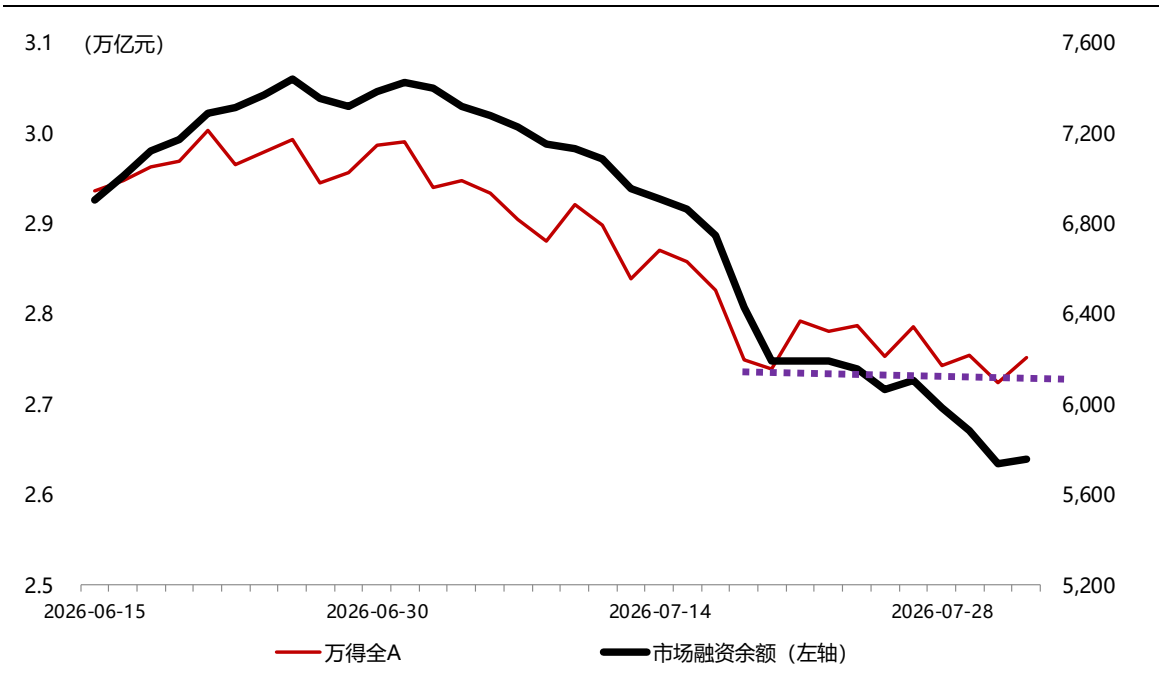
七月，国内外科技资产共同面对的是类似的资金负反馈。与美国、韩国股市资金面情况类似，A 股同样存在资金“拥挤（上涨）→解散（下跌）→负反馈（加速下跌）→出清（见底）”的路径。

站在八月月初来看，此前共同推动科技行情的几类增量资金已开启“再均衡”，而和融资杠杆相关的部分资金已进入“负反馈”尾声。从增量资金“再均衡”视角而言：

- 1) 量化资金的优势并不天然来自科技，而是来自广泛选股、因子暴露和交易效率。当科技龙头的趋势强度下降，部分量化资金就可能重新回到更分散的小微盘及分散选股策略中。
- 2) 固收+资金的核心诉求则是控制净值波动，而不是追求科技板块的最大弹性。当科技股波动率上升、回撤加深之后，固收+更容易重新偏向沪深 300、高股息或低波动资产。它们未必彻底看空科技，但会因为风险预算收缩而主动降低所谓高波科技的仓位。
- 3) 主动公募仍坚守科技，但部分或已开始再均衡，虽然部分机构或采取向“核心资产收缩”的策略，但同样无法完全抵消单票权重限制及被动赎回压力。
- 4) 部分绝对收益导向的产品及融资杠杆相关的部分资金已进入“负反馈”尾声，受累于快速下跌带来的部分“止损”需求已得到明显释放。

综合而言，我们认为从资金面视角，当前或已进入“出清（见底）”阶段。资金面的负反馈结束后，考虑的应是：“超跌以后保持乐观，还是反弹以后继续保持谨慎？”如果产业趋势被证伪，那么筹码企稳也只能带来反弹；如果产业趋势仍然成立，而筹码尚未出清，那么行情仍将处在高波动的调整阶段；只有当产业逻辑没有被破坏、资金负反馈也接近结束，科技股才可能重新形成真正的上升趋势。

图表 3. 市场指数企稳后，融资余额仍在下行出清，或反映“负反馈—出清”特征



资料来源：万得，中银证券

当前市场的混沌，需先理清主次矛盾。筹码问题可以让股价偏离基本面，却不能永久取代基本面；资金可以阶段性“各回各家”，但最终仍会重新寻找具有相对业绩优势的方向。只要全球 AI 仍然是可以被验证的产业趋势，泡沫及泡沫论就会持续存在，但也会一直难以打破。所以，当前最需要避免的，是用短期筹码的混乱，否定长期产业的存在；也要避免因为长期方向正确，就忽视短期筹码未来依旧可能出现的脆弱性。

**对主要问题**，我们的判断是：当前 AI 产业尚未出现由 CAPEX 收缩、商业回报恶化和技术路径证伪共同构成的趋势性拐点，现阶段更接近高估值条件下的预期消化，而非产业泡沫的系统性破裂。对于科技行情我们更倾向于判断为调整，而非结束。

**对次要问题**，我们的判断是：七月由杠杆、止损与风险预算收缩共同造成的资金负反馈已接近尾声，八月市场即使无法立即恢复单边上涨，也无需悲观及畏惧下跌，超跌应保持乐观。

**方向上**，除了 AI 科技硬件外，大型云厂商当前叙事逻辑开始强化，值得重视。若其 CAPEX 下修，则主业盈利稳健性预期增强；若 CAPEX 上修，市场亦或认可其基于 ROIC 的云业务回报增强，对于中国大型云商而言，主业亦与宏观景气相关，当前处于底部位置，防守反击属性凸显。

一周数据集锦

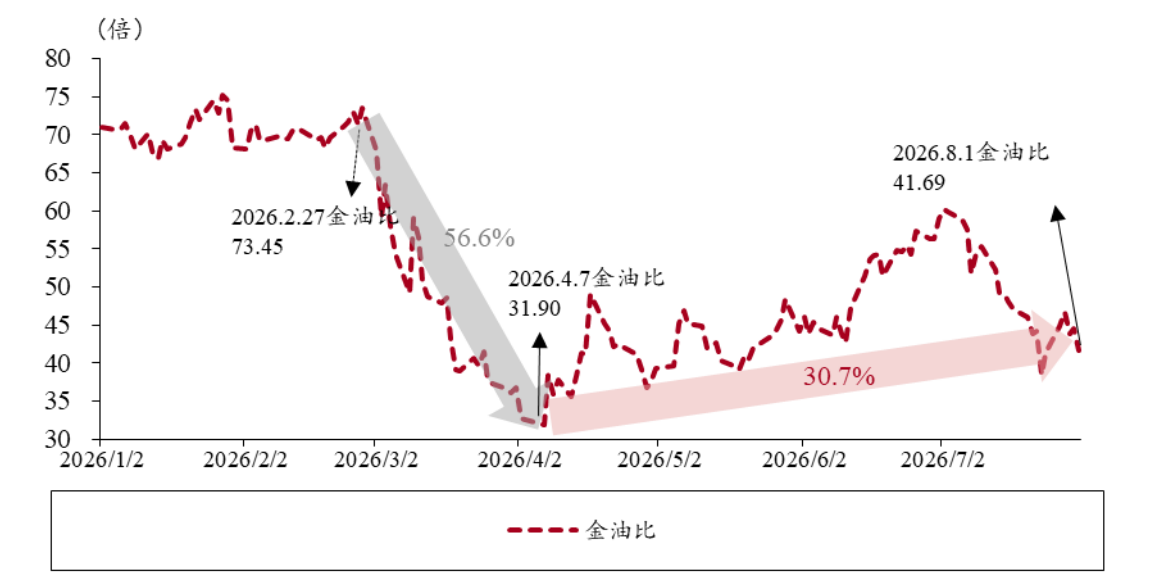
本周全球主要股指震荡分化，布油价格有所下跌。当前金油比 41.69，自本轮高点回落 43.2%，自 4 月 7 日本轮低点修复 30.7%。

图表 4. 本周全球资产表现

| 大类资产 |               | 本周涨跌幅(%) |  | 7月涨跌幅(%) | 年初以来涨跌幅(%) |
|------|---------------|----------|--|----------|------------|
| 股    | MSCI发达市场      | 1.23     |  | 0.46     | 9.42       |
|      | MSCI新兴市场      | 2.33     |  | (3.31)   | 18.62      |
|      | 标普500         | 1.05     |  | (0.13)   | 9.41       |
|      | 日经指数          | (0.39)   |  | (8.14)   | 27.86      |
|      | 斯托克指数         | 0.60     |  | (0.34)   | 9.42       |
|      | 韩国综指          | (1.42)   |  | (22.19)  | 56.51      |
|      | 万得全A          | (0.05)   |  | (18.14)  | (3.13)     |
|      | 恒生指数          | 3.69     |  | 13.13    | 0.99       |
| 汇    | 美元指数          | (1.66)   |  | (1.38)   | 1.54       |
|      | 美元兑人民币        | (0.07)   |  | (0.32)   | (3.41)     |
|      | 美元兑日元         | (3.88)   |  | (3.13)   | 0.52       |
|      | 欧元兑美元         | 1.37     |  | 0.94     | (1.85)     |
| 商    | CRB商品         | (2.67)   |  | 8.91     | 28.89      |
|      | LME铜          | 1.16     |  | 3.20     | 11.11      |
|      | 布伦特原油         | (1.86)   |  | 34.96    | 53.56      |
|      | 伦敦金现          | (1.00)   |  | 0.01     | (6.53)     |
| 债    | 10Y美债收益率(Bps) | 6.00     |  | 31.00    | 57.00      |
|      | 10Y国债收益率(Bps) | (1.41)   |  | (2.65)   | (17.64)    |

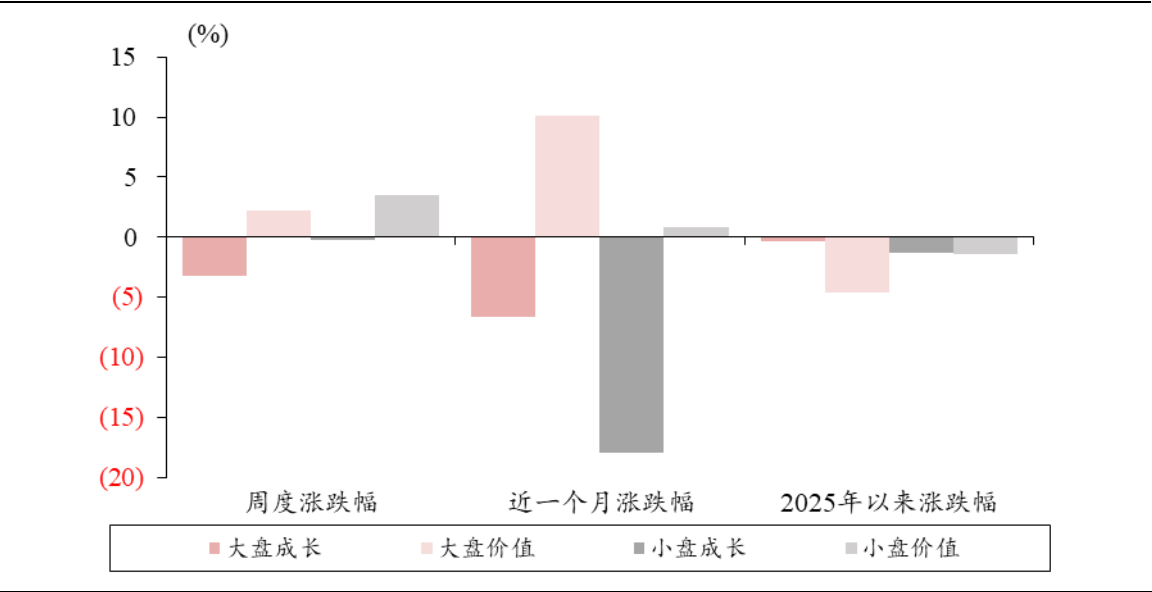
资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年7月31日）

图表 5. 当前金油比 41.69，自本轮低点回升 30.7%



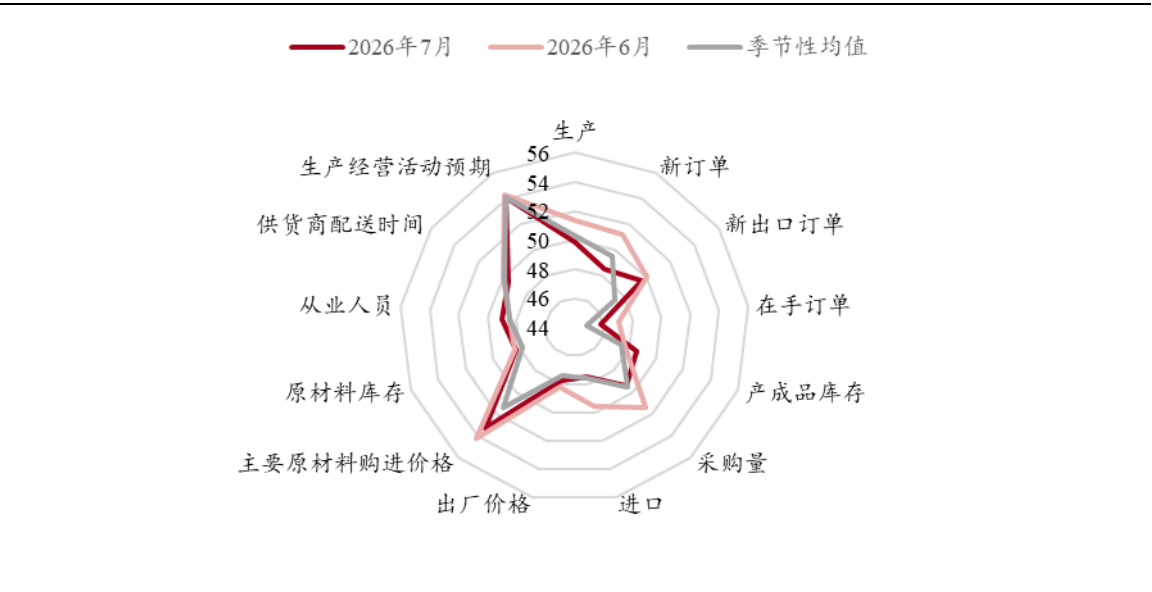
资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年7月31日）

图表 6. 本周小盘价值风格表现相对占优



资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年7月31日）

图表 7. 7月 PMI 价格分项依旧偏强

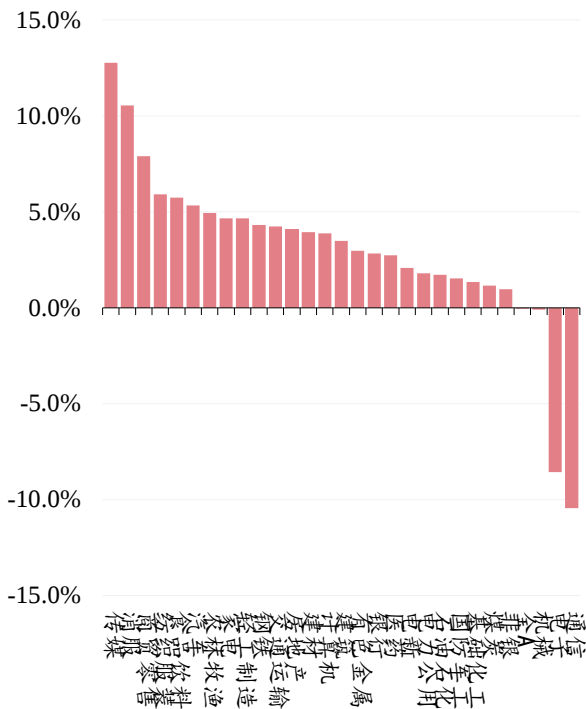


资料来源：万得，中银证券



A 股一级行业涨多跌少。本周市场整体呈现普遍修复态势，但高权重行业如电子、通信等受资金面负反馈影响跌幅有所加深，并拖累全 A 指数整体表现偏弱。

图表 8. 本周一级行业表现



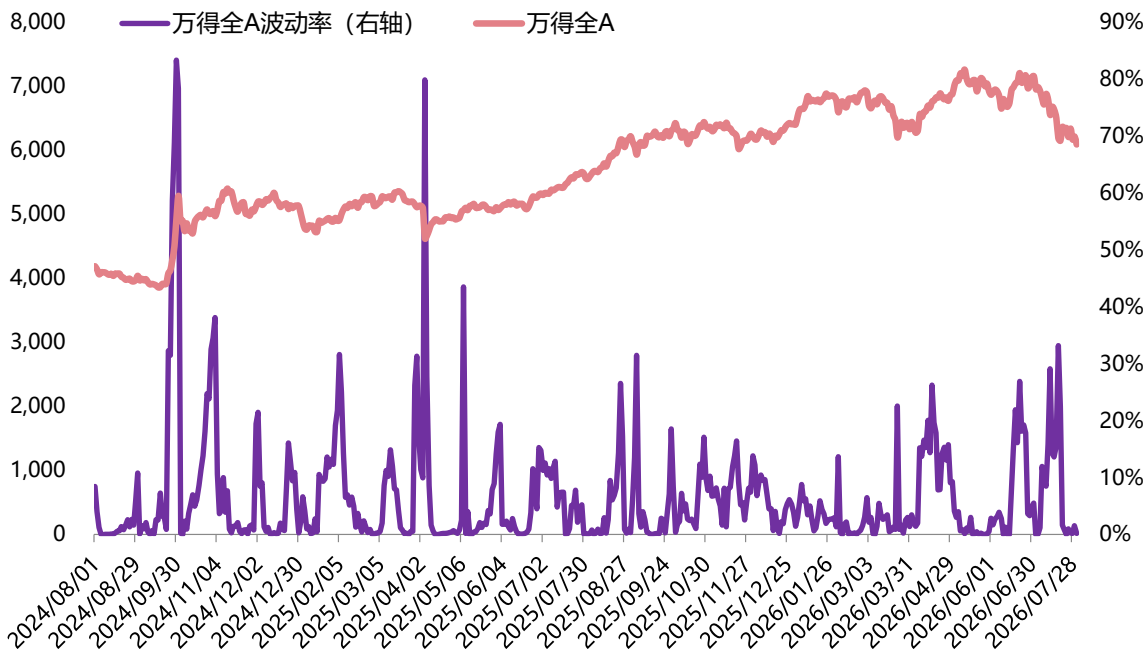
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）



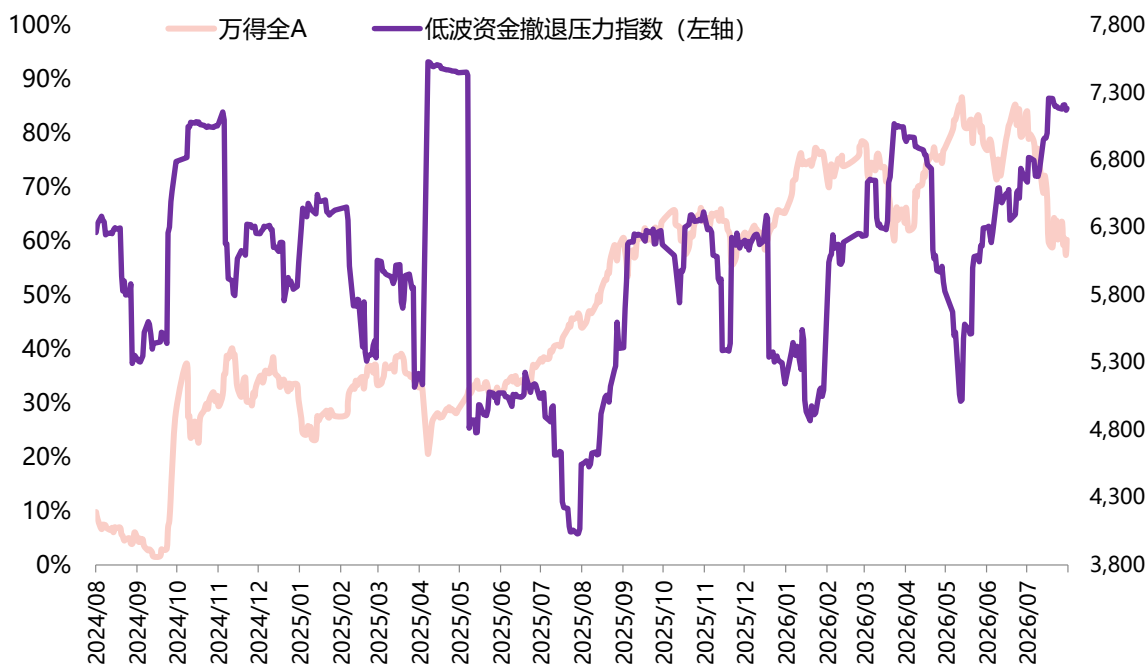
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 指标 1：万得全 A 波动率指标，已经降波



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 指标 1：低波资金撤退压力指数高位回落



资料来源：万得，中银证券。注：指标由四部分合成：一是20日年化波动率的历史分位，反映当前波动率是否已处于高位；二是20日与60日波动率之比，衡量短期波动率的抬升速度；三是负收益平方占全部收益平方的比例，用于区分上涨式高波与下跌式高波；四是指数相对近期高点的回撤幅度，反映实际净值压力。将各分项转化为历史分位并加权合成0—100的指数，数值越高，说明市场越接近“波动率上升—风险预算压缩—低波资金卖出”的状态。

截至7月31日周五，BOCIASI慢线情绪由7月24日周五的58.1%变动至56.3%，快线情绪由27.0%变动至42.1%。

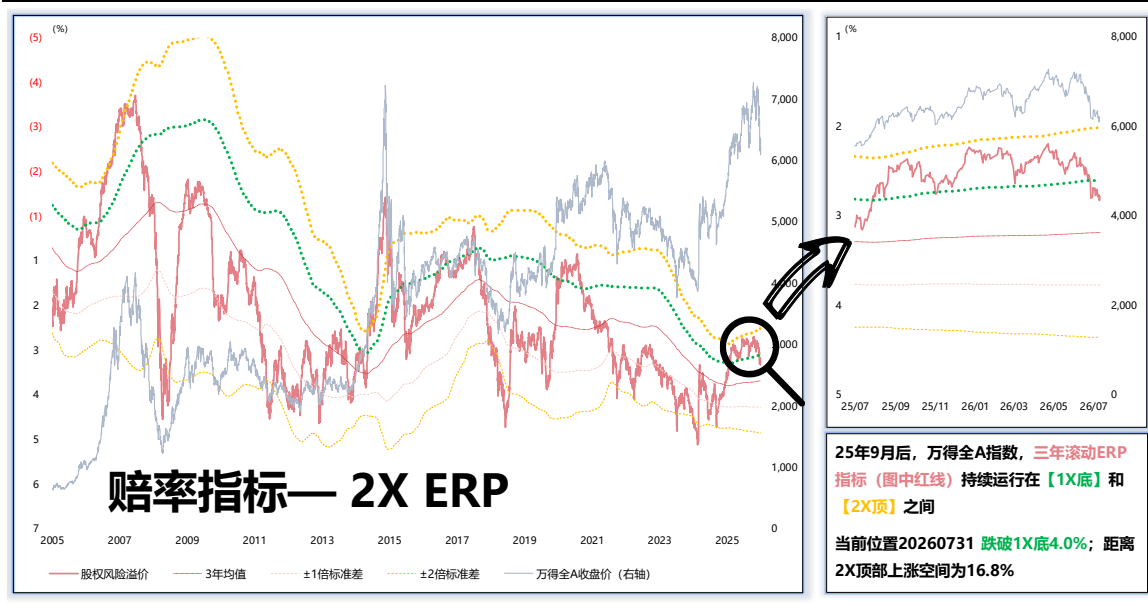
图表 12. 指标 2：胜率指标—BOCIASI 快线有所回升，慢线仍未明显企稳



资料来源：万得，中银证券

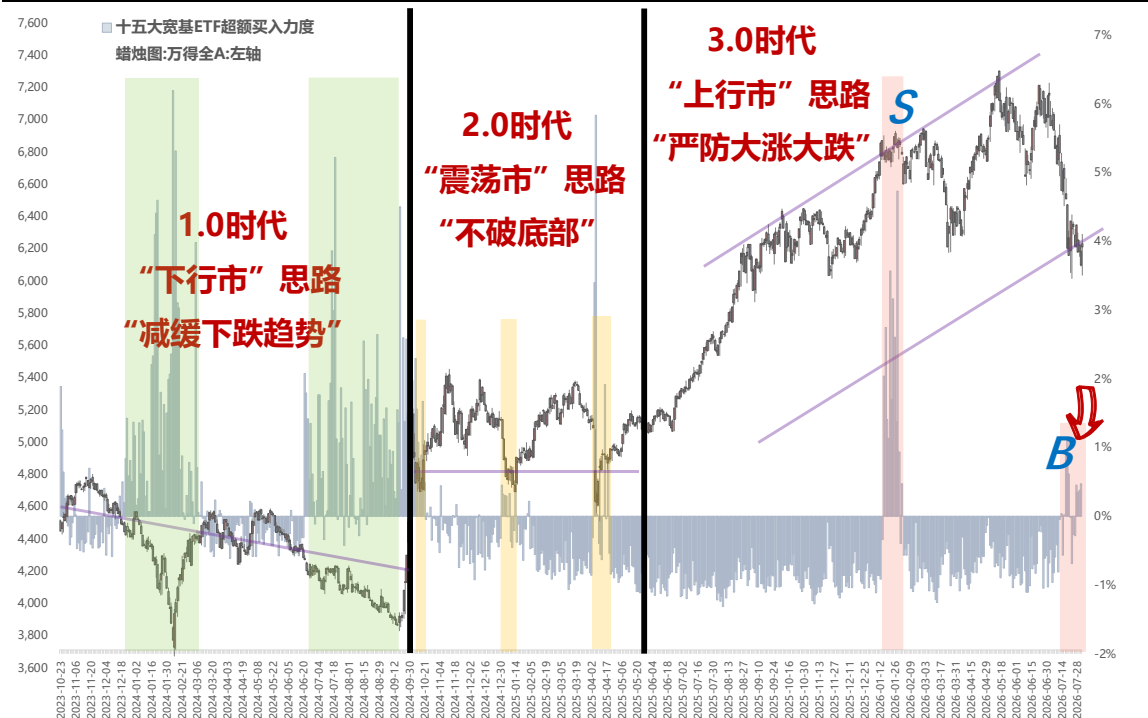
截至7月31日周五，万得全A股权风险溢价（ERP）为2.78%，较7月24日变动0.01Pct，万得全A指数报6209.50，3年滚动2倍标准差（逆序）上沿对应理论值为7461.93，空间为16.8%。3年滚动1倍标准差（逆序）上沿对应理论值为6466.20，空间为4.0%。

图表 13. 指标 3：赔率指标—2X ERP 指标近期持续跌破“1X 底”



资料来源：万得，中银证券

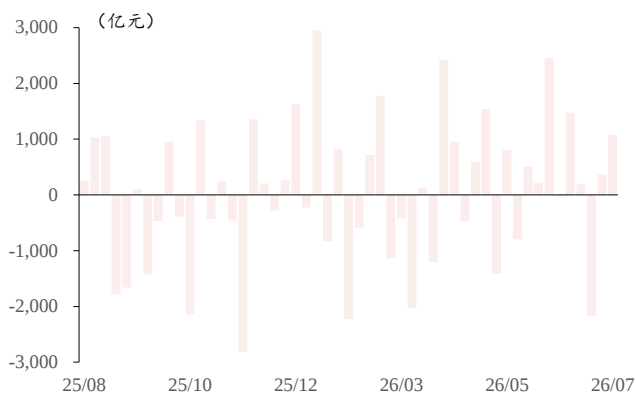
图表 14. 指标 4：宽基 ETF 再度放量



资料来源：万得，中银证券。注：为了衡量机构在2023年10月23日以后的超额买入力度，我们将2022年8月4日至2023年10月22日区间，相关主要ETF成交额占全A成交额比重的日度平均值作为基准，可以得到衡量较市场2023年10月23日前基准水平的主力机构（ETF渠道）超额买入力度指标。注2：宽基指数ETF选取华夏上证50、易方达沪深300、嘉实沪深300、华泰柏瑞沪深300、易方达创业板、易方达科创50、南方中证500、华夏中证500、嘉实中证500、南方中证1000等。注3：超额基准为上述宽基指数ETF 20190101-20231022区间日度成交额均值。

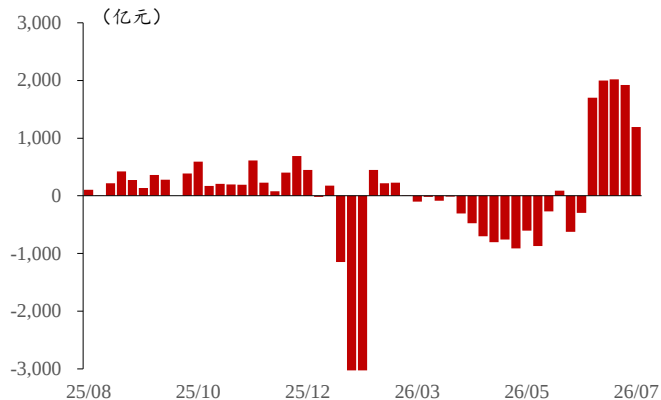
本周 A 股市场主力资金净买入 1079.8 亿元，为连续第 2 周净买入，金额环比增加 715.4 亿元，单周净买入规模创 4 周以来最大。具体行业上，本周较受市场资金青睐的行业是传媒，资金净流入规模达 188.15 亿元；计算机、银行分列二、三，资金净流入规模分别是 177.14 亿元和 140.82 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电子、公用事业和国防军工。本周股票型 ETF 场内净申购金额 1191.6 亿元，为连续第 5 周净申购，当周净申购较前周减少 737.43 亿元，其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是易方达创业板 ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、华夏上证科创板半导体材料设备主题 ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF、南方中证 1000ETF；减少最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞上证红利 ETF、华泰柏瑞南方东英恒生科技指数 ETF(QDII)、华夏恒生互联网科技业 ETF(QDII)、华宝中证银行 ETF、易方达上证 50ETF。

图表 15. 本周主力资金延续净流入



资料来源：通联数据，中银证券

图表 16. 本周股票型 ETF 继续大额净申购



资料来源：通联数据，中银证券

图表 17. 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       |
|------|--------|----------|----------|----------|------|----------|----------|----------|-----------|
| 传媒   | 188.15 | 131.86   | (226.91) | (888.99) | 轻工制造 | 20.12    | 10.00    | 17.98    | 84.40     |
| 计算机  | 177.14 | 605.34   | 246.22   | (177.76) | 房地产  | 17.05    | 22.71    | 36.90    | (17.66)   |
| 银行   | 140.82 | 272.22   | 21.17    | (50.35)  | 纺织服饰 | 13.95    | (2.38)   | 25.13    | 15.55     |
| 汽车   | 85.18  | 23.82    | 16.22    | (460.43) | 农林牧渔 | 13.80    | 3.60     | (164.69) | (202.49)  |
| 食品饮料 | 84.85  | 112.38   | (152.60) | (210.34) | 钢铁   | 11.97    | (0.49)   | (142.91) | (138.91)  |
| 机械设备 | 82.49  | (138.64) | 1255.86  | 1409.39  | 综合   | 7.72     | (4.97)   | 1.32     | 15.79     |
| 建筑装饰 | 71.14  | 16.03    | (28.23)  | (190.33) | 美容护理 | 7.41     | 2.57     | (16.96)  | (41.14)   |
| 医药生物 | 70.81  | 138.01   | (131.74) | (664.73) | 通信   | 5.01     | (103.10) | 855.25   | 2007.66   |
| 有色金属 | 59.67  | (90.06)  | (166.40) | (886.25) | 煤炭   | 4.25     | 25.13    | (38.40)  | 58.62     |
| 家用电器 | 50.10  | 18.88    | (19.62)  | (184.53) | 非银金融 | 3.88     | (185.49) | (520.21) | (1403.54) |
| 建筑材料 | 48.26  | (50.94)  | 210.68   | 359.75   | 环保   | 3.28     | (20.63)  | (56.86)  | (32.91)   |
| 交通运输 | 42.67  | 24.09    | (134.31) | (265.37) | 石油石化 | 1.97     | 48.55    | (168.38) | (73.51)   |
| 社会服务 | 36.20  | 15.53    | (71.39)  | (216.76) | 国防军工 | (12.66)  | (143.67) | (282.84) | (874.70)  |
| 电力设备 | 34.82  | (245.35) | (887.92) | (487.37) | 公用事业 | (14.63)  | 2.05     | (86.67)  | (25.38)   |
| 商贸零售 | 32.00  | 17.26    | (52.90)  | (330.90) | 电子   | (238.19) | (829.80) | 4692.02  | 6093.35   |
| 基础化工 | 30.58  | (200.92) | 226.81   | 543.72   |      |          |          |          |           |

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/7/31

## 风险提示

- 1) 地缘冲突超预期升级或霍尔木兹海峡遭长期封锁，导致油价持续走高。
- 2) 油价引发的通胀韧性超预期，可能导致全球主要央行紧缩预期重估，推迟或减少降息。
- 3) 美元流动性快速收紧，引发全球资本从新兴市场回流美国，对权益资产形成冲击。
- 4) 冲突持续时间与范围存在不确定性，或持续扰动市场风险偏好，压制估值。
- 5) 国内经济基本面修复节奏若不及预期，可能难以对冲外部流动性收紧。

## 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