# 大国竞逐：揭开 AI 产业中国叙事新篇章

## ——科技经济学系列之六

报告发布日期 2026 年 10 月 15 日

证券分析师
刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320
黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320
陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320
孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
极致风格之后：来自 PEVC 的视角：科技经济学系列之五 2026-08-13
要科技也要性价比——来自印度 IT 外包就业的启示：科技经济学系列之四 2026-07-13
韩国：出生人口回暖，科技上涨并非主因：科技经济学系列之三 2026-07-04
K 型分化：技术进步到需求改善有多远？：——科技经济学系列之二 2026-05-13
科技经济 v.s.地产经济：有何不同？：——科技经济学系列之一 2026-02-24

## 研究结论

- 美国叙事的 AI 产业投资面临的资金与电力成本走高与收入增长不及预期的矛盾可能长期存在且愈发尖锐，而相较于低储蓄率、地方自治度高的美国，高储蓄率和条块结合的中国在推动大规模基建上则更具制度性优势。政策角度，AI 领域的强链补链可能是下一阶段改革发展稳定的政策交集。

- **美国叙事的 AI 投资面临约束。**

✓ **一是资金成本或不断提升。**美国长期的低储蓄率的经济结构和海外投资者弃债买股的大背景下，投资主导的经济发展模式必将导致融资成本不断提升，具体而言是国债与企业债争抢资金，以长债利率为代表的长期融资成本不断提升。

✓ **二是电力成本可能影响愈发凸显。**美国较高的地方自治度，导致电力基建的全国统筹规划难度较大电力供给有限，另一方面地方能通过众议院影响国会，造成数据中心项目审批的延缓。

- **中国叙事的 AI 投资具有潜力。**

✓ **一是资金成本较低。**中国长期维持高储蓄率和投资主导的经济模式，甚至当前中国经济转型的关键问题之一就是房地产失去融资主体地位后匹配新发展模式的核心资产缺失。低利率资金苦于空转寻求高收益项目，2026 年甚至有资金出海现象。

✓ **二是电力供给充沛。**中国条块结合的行政管理制度下有利于电力基建和电力资源的协调统筹，在存量发电产能、新增发电规模、跨区域输配电协调等方面较美国均有明显的制度优势。中央层面甚至推动数据中心绿电直购长协。

✓ 而约束在于高端算力产能和盈利能力有待提升。

- **中国的政策有望配合。**

✓ 近年来宏观政策的重心逐渐由稳增长、防风险转向促改革，政府部门面临的预算约束和监管约束加强，稳增长与稳民生的政策思路可能发生变化。

✓ 稳增长方面，改革背景下增长政策可能对新兴产业有更多关注，投资与补贴有望向 AI 领域倾斜。涉及 AI 产业的政策面临的预算和监管约束预计明显低于传统产业，相关补贴和投资计划预计持续推出。

✓ 稳民生方面，缓解转型期的景气分化问题，政策态度可能是进一步做大 AI 产业。在 AI 中上游的薄弱领域加大投资、强链补链，非但不是加剧分化，反而是促进收敛的第一步，核心媒体近期就此问题其实已然作出一定表态。

## 风险提示

可能存在海外储蓄向美国 AI 领域加速集中压低融资成本的风险；中国高端算力和模型厂盈利未来改善程度存在不确定性，国内改革期间的政策既有案例和思路未必长期持续。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！



# 目 录

一、成本优势：AI 国产替代的底气.....4
1.1 美国叙事的 AI 投资面临约束.....4
1.2 中国叙事的 AI 投资具备潜力.....5
二、政策所向：改革发展稳定的交集.....6
2.1 中国政策的重心迈向改革.....6
2.2 促进 AI 领域投资兼顾改革、发展与稳定.....7
风险提示.....9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！



# 图表目录

图 1：美债实际利率走高反映融资市场紧张 ..... 4
图 2：海外投资者对美资产偏好：股增债减，企业债增国债减 ..... 4
图 3：五大云厂商发债投资比重提升 ..... 5
图 4：数据中心债务融资是债券市场的重要边际增量 ..... 5
图 5：美国容量电价拍卖价格迅速走高 ..... 5
图 6：美国民众日益反对居住地附近建设数据中心 ..... 5
图 7：非中资主体在国内融资规模加速提升 ..... 6
图 8：中国模型厂营业收入相比美国头部企业较低 ..... 6
图 9：2026 年财政改革措施密集出台 ..... 7
图 10：改革背景下以新产业为抓手的稳增长政策思路 ..... 8
图 11：AI 制造的利润集中的领域中国大陆的份额普遍较低 ..... 8
图 12：核心媒体对于新兴产业与就业民生的景气分化问题的解读 ..... 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！



近期，美国的 AI 叙事受到金融约束与政党博弈的影响：一方面，超大规模资本开支愈发面临融资和电力成本影响；另一方面，对华限制也随选举周期临近不断加码。对照来看，美国 AI 投资面临的成本约束恰好体现中国的制度性优势，国产 AI 也有望在外部压力加大和内部政策配合下迎来新的景气叙事。

# 一、成本优势：AI 国产替代的底气

## 1.1 美国叙事的 AI 投资面临约束

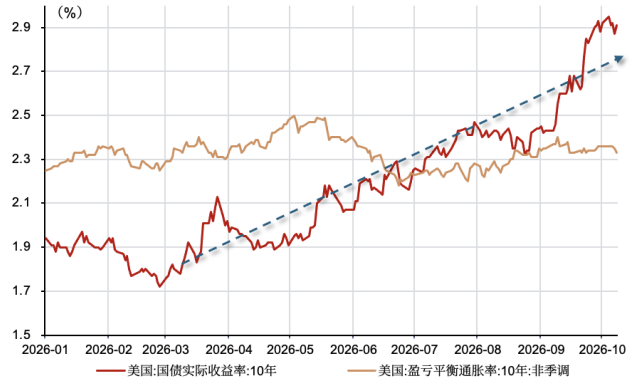
关于 AI 产业泡沫的讨论集中在收入能否覆盖日益高昂的投资和运营成本上，往后看美国 AI 产业上这一矛盾或将加剧，主要体现在三个方面：

**一是资金成本或不断提升。**2022 年以来，美国 AI 相关投资迅速增长，尤其在 2025 年后，AI 投资已然成为拉动美国经济增长的关键一环。但随着美国经济愈发倚重 AI 和 AI 投资规模的迅速扩大，美国面临一个关键问题：低储蓄率的经济结构如何长期支撑投资主导的经济模式？这一矛盾集中体现为了全社会融资成本的上升：美债利率持续新高。具体而言：

1）**美债利率未来仍有上行空间，多方因素下大厂融资确有显著的边际影响。**从可贷资金理论角度，美债实际利率持续上行的原因涉及资金供需两个方面。资金供给收紧，一是国民储蓄率长期较低国内资金供给有限，一般归因于分配制度和储备货币地位（孪生赤字）；二是海外对美债尤其是国债的配置性需求不断下降。资金需求侧旺盛，一是政府资金需求刚性，军费开支和国民补贴的造成居高不下的赤字，而 2025 年对外关税和对内减支的化债行动也成绩寥寥；二是大厂债务融资规模迅速加大。从节奏来看，近年来美债实际利率进一步上行恰与大厂债务融资规模迅速加大匹配，结合海外投资者同步呈现出减持美国国债、增持企业债的倾向，说明本就紧张的资金市场受 AI 融资的边际影响显著。

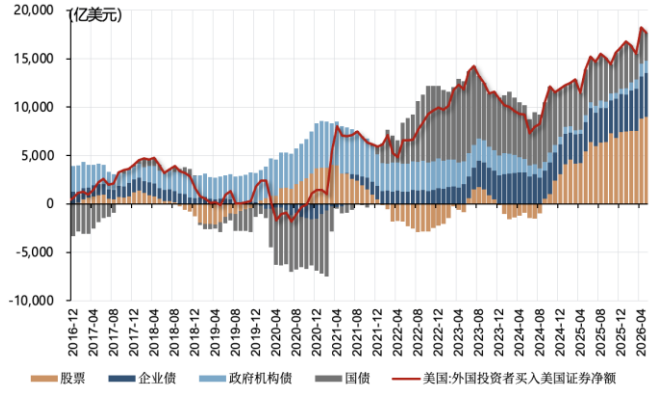
2）**而美债利率的提升导致的融资成本提升，对 AI 产业投资的成本影响较大。**一方面，利率上升直接抬高各类新增融资的偿付成本，对于长久期资产如机房的年均成本抬高更为显著；另一方面，付息压力提升进一步影响新增融资规模，在融入方收入、融出方 DSCR（偿债覆盖率）要求给定的情况下，利息越高可融资规模越低。

图 1：美债实际利率走高反映融资市场紧张




数据来源：Wind，东方证券研究

图 2：海外投资者对美资产偏好：股增债减，企业债增国债减



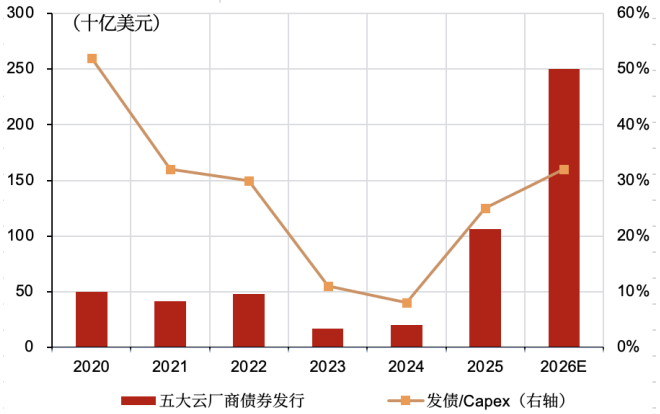

数据来源：Wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！

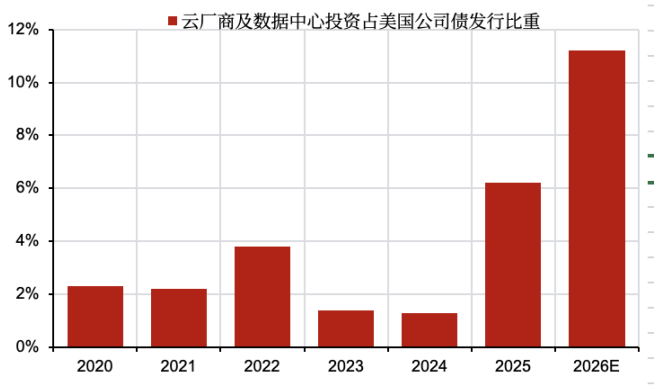


图 3：五大云厂商发债投资比重提升




数据来源：Vanguard，彭博，预测采用高盛数据，东方证券研究

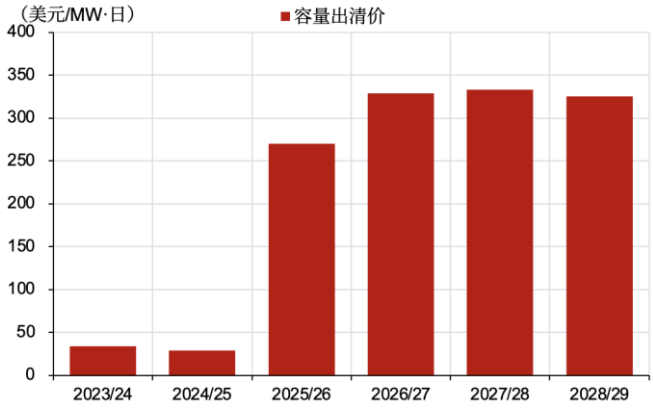
图 4：数据中心债务融资是债券市场的重要边际增量




数据来源：SIFMA，U.S. Treasury，SEC filings，Vanguard，Bloomberg，Reuters/LSEG，预测采用高盛数据，东方证券研究

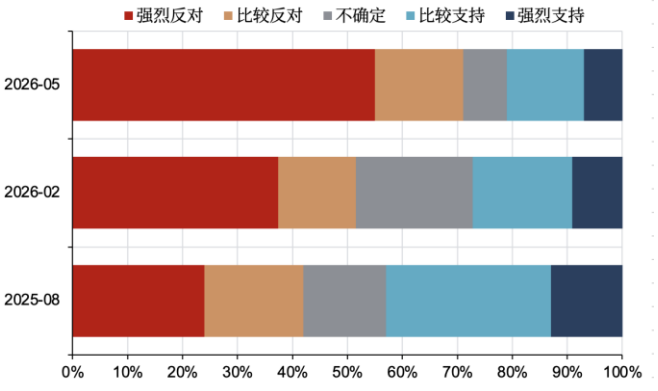
**二是电力成本可能是长期制约。**美国地方自治性较强，导致一方面联邦政府对地方的统筹能力有限，电力基建的全国统筹规划难度较大，另一方面地方能通过众议院影响国会，数据中心拉高地方电价或引发民众反对进而影响项目审批。一个典型现象是，随着数据中心的兴建，地方容量电价迅速抬升并摊派到了居民用电成本中，引发居民对在居住地附近建设数据中心的意愿下降。近期有八个州已经立法要求大负荷用户自建电源或承担电网升级费，表明电力成本及其引发的政治成本未来也将成为影响数据中心投资的重要因素。

图 5：美国容量电价拍卖价格迅速走高




数据来源：PJM，东方证券研究

图 6：美国民众日益反对居住地附近建设数据中心




数据来源：Heatmap News，东方证券研究

## 1.2 中国叙事的 AI 投资具备潜力

相较于美国，中国的资金和电力成本具有截然相反的显著的制度性优势。

**资金成本方面。**相较于低储蓄率的债务国向投资驱动的发展模式艰难转型的美国，中国则长期是高储蓄率的投资主导的发展模式，甚至中国经济转型的关键问题之一就是房地产失去融资主体地位后匹配新发展模式的核心资产缺失（见报告《科技经济 vs 地产经济》）。因此，相较于美债利率在 AI 融资需求扩大的边际压力下不断提升，中国债券市场利率则持续回落。AI 产业融资成本的巨大差异，也反映到了 2026 年非中资主体发行熊猫债和点心债的规模加速增长。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

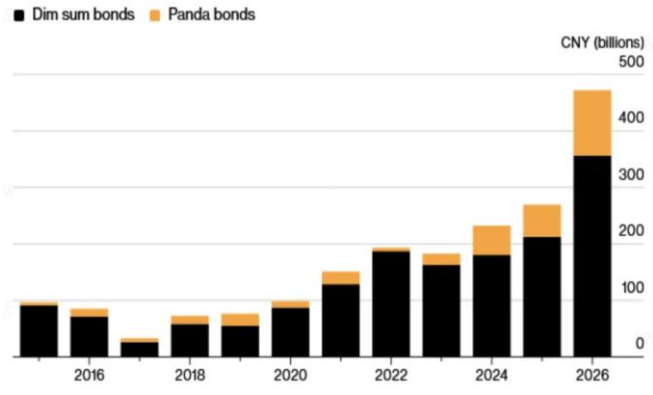
仅供内部参考，请勿外传！



**电力成本方面。**相较于高度区域自治的美国政治结构，中国条块结合的行政管理制度下有利于电力基建和电力资源的协调统筹，在存量发电产能、新增发电规模、跨区域输配电协调等方面较美国均有明显的制度优势。此外，中国 2026 年 5 月四部门印发《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》，支持数据中心绿电直购长协，未来长期算力用电成本有望进一步压低。

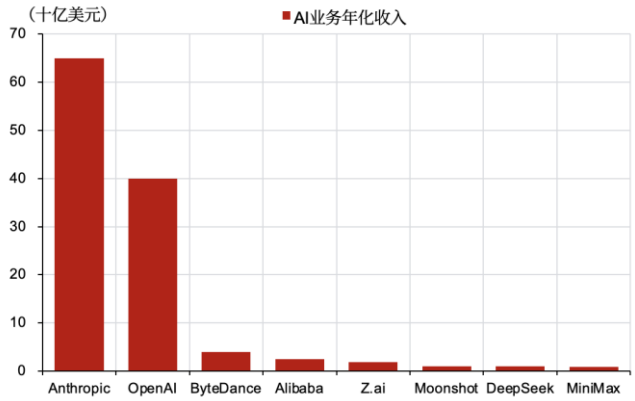
**因此对于中国而言，扩大 AI 投资的关键约束不在于成本，而在于有效算力不足和盈利能力较弱。**但目前而言，中国扩大 AI 投资仍有一定约束：一方面，高端芯片缺乏导致中国现有算力产能利用率偏低，中国信通院刘如明称 2025 年国内智能算力的用算占比只有 36.8%，这意味着算力中心建设与高端半导体设备的国产替代需要同步进行；另一方面开源模型低成本、低价格的业态下盈利能力较弱，据估算 2026 年中国主要 AI 企业的相关业务营收合计或将仅占美国头部企业的十分之一，盈利空间也制约了投资端的增长。相较于美国的歧视性市场战略，中国领导人在 WAIC 上表态拥抱全球发展中国家市场，可能是未来盈利空间打开的一个重要方向。

图 7：非中资主体在国内融资规模加速提升




数据来源：彭博

图 8：中国模型厂营业收入相比美国头部企业较低




数据来源：Epoch AI，东方证券研究

# 二、政策所向：改革发展稳定的交集

在中国模型厂开源普惠的模式下，算力中心的投资成本或许无法如美国一样由企业主要承担，中国政府部门的投资长期以来都是参与和推动经济发展的关键力量。而对于政府部门而言，除了应对海外歧视性政策、支持新兴产业发展的意愿以外，推动 AI 相关基础设施建设和补贴算力、电力成本，恰好是也当前改革、发展、稳定的政策诉求的交集。

## 2.1 中国政策的重心迈向改革

**宏观政策重心调整，改革政策密集出台。**2026 年以来宏观政策取向明显偏向改革：行政领域，年度学习教育工作以“树立与践行正确政绩观”为主题，校准各级行政和企事业单位目标函数；财政领域，密集出台了以金税四期、取消/下调部分产品出口退税、地方附加税改革等措施。反映转型进入新阶段以后，政策的首要目标也由 2022-2023 年稳增长（应对传统产业快速下行）、2024-2025 年防风险（应对内部转型和外部冲击带来的风险暴露）转变为当前的促改革（建立同新产业相匹配的体制机制）。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！



图 9：2026 年财政改革措施密集出台

| 出台日期 | 政策 | 内容 |
| --- | --- | --- |
| 2026-01 | 取消/下调光伏电池等出口退税 | 取消光伏出口退税，下降电池退税率。 |
| 2026-04 | 金税四期全面落地 | 跨部门数据打通，要求补税、补缴社保。 |
| 2026-07 | 恢复电池消费税 | 对锂电池、光伏等恢复征收2%消费税（一年后升至4%）。 |
| 2026-07 | 恢复部分城镇土地使用税 | 煤炭、电力、建材等行业逐渐恢复城镇土地使用税，光伏风电也从免税清单中移出。 |
| 2026-08 | 地方附加税调整 | 将城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加这“一税两费”合并为地方附加税。 |

数据来源：中国财政部，东方证券研究

## 2.2 促进 AI 领域投资兼顾改革、发展与稳定

**改革背景下稳增长、稳民生的抓手或将调整。**财政和行政制度改革在行政管理学的意义是预算和监管约束强化，导致实现业绩目标的难度加大，2026 年地方政府债券发行较慢、基建投资偏弱以及消费补贴退坡就是一个集中体现。在此背景下，举债推动传统基建投资的稳增长模式难以持续，过去以工代赈、补贴消费、强化三保的稳民生措施对于新旧经济、内外经济景气分化的格局效果也有限，稳增长与稳民生的政策抓手或将出现调整。

**稳增长方面，改革背景下增长政策可能对新兴产业有更多关注，投资与补贴有望向 AI 领域倾斜。**在顶层设计高度重视人工智能的背景下，涉及 AI 产业的政策面临的预算和监管约束预计明显低于传统产业。从实践案例来看，可能的方式有两类：一是地方多措并举扩大新兴产业需求，如政府购买算力服务、算力和 token 补贴、采购国产化比例要求；二是财政手段支持，如中央的政策性开发金融工具作资本金、专项债扩围做资本金、股权基金注资。

**稳民生方面，缓解转型期的景气分化问题，政策态度可能是进一步做大 AI 产业。**解决技术进步带来的景气分化问题，本质上是新兴部门收入如何带动其他部门增长、技术进步如何惠及人民群众的问题，其前提是新兴产业已经具有较强优势。对于中国而言，尽管高端制造领域总体实力已然具有较强的国际影响力，但仅就 AI 领域而言，我国电子信息制造业在全球产业格局中距离“发挥举足轻重作用”的目标（《电子信息制造业“十五五”规划》）尚有空间，尤其是 AI 中上游领域中国企业市场份额明显偏低。因此，在 AI 中上游的薄弱领域加大投资、强链补链，非但不是加剧分化，反而是促进收敛的第一步，核心媒体近期就此问题其实已然作出一定表态。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！

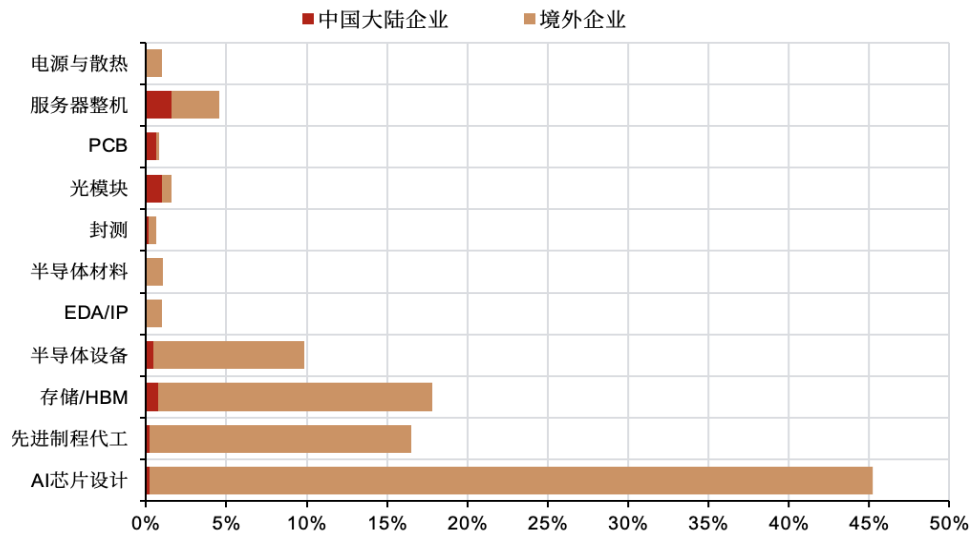


**图 10：改革背景下以新产业为抓手的稳增长政策思路**

| 方式 | 具体做法 | 案例 |
|---|---|---|
| 扩大新兴产业需求 | 政府购买算力服务 | 《十五五规划纲要》第十二章：「支持通过政府购买算力服务、算力租赁等多种方式满足算力需求」 |
| | 算力券·模型券·语料券 | 上海2025年10亿元（6亿算力券+3亿模型券+1亿语料券）；深圳每年最高11亿元；湖南每年1亿元；湖北5,000万元；河南约1亿元 |
| | 采购国产化比例要求 | 工信部《信息通信行业发展「十五五」规划》（工信部规〔2026〕188号）：「加大力度适配国产算力芯片」 |
| | 财政金融协同专项资金 | 2026年《政府工作报告》：「设立1000亿元财政金融协同促内需专项资金，组合运用贷款贴息、融资担保、风险补偿等方式」 |
| 财政与信用手段支持 | 新型政策性金融工具 | 2026年《政府工作报告》：「发行新型政策性金融工具8000亿元，带动更多社会资本参与投资」（2025年已「设立新型政策性金融工具补充重点项目资本金」） |
| | 地方政府专项债 | 2026年《政府工作报告》：拟安排4.4万亿元，「单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度」 |
| | 政府投资基金 | 《政府工作报告》：「政府投资基金要带头做耐心资本」；大基金三期注册资本3,440亿元；地方引导基金 |
| | 资本市场绿色通道 | 《政府工作报告》：「对关键核心技术领域的科技型企业，常态化实施上市融资、并购重组『绿色通道』机制」 |

数据来源：中国政府网，工业和信息化部，澎湃新闻，东方证券研究

**图 11：AI 制造的利润集中的领域中国大陆的份额普遍较低**




数据来源：ifind，相关企业财务报表，东方证券研究；注：采用 71 家 AI 制造相关企业，数据口径均为 2025 年

**图 12：核心媒体对于新兴产业与就业民生的景气分化问题的解读**

| 发表日期 | 刊物或来源 | 文章名 | 核心解决方案 |
|---|---|---|---|
| 2026-02-15 | 《求是》杂志评论员 | 促进城乡居民收入稳步增长 | 1. **靠发展新产业、稳就业稳企业来稳收入：智能化、信息化运用好的行业，企业效益和职工待遇一般较好**；<br>2. 承认行业间收入分化：房地产等深度调整行业从业者就业和收入面临压力、收入预期不稳；<br>3. 完善初次分配与再分配制度，发挥第三次分配作用，提高劳动报酬在初次分配中的比重；<br>4. 缩小区域、城乡、行业收入差距，缓解宏观数据与微观感受的「温差」。 |
| 2026-07-24 | 《学习时报》（作者：于晓莉） | 人工智能对全球就业格局的重塑 | 1. **技术进步红利要通过新产业做大来扩大分享面，避免生产率红利仅集中于资本所有者、技术平台方和高端人才**；<br>2. 传统「体力劳动者让渡利益、脑力劳动者分享红利」的天平已被打破，资本回报增速显著高于劳动报酬增速；<br>3. 应对结构性失业：加强技能培训与转岗支持，把劳动力从被替代岗位转向新兴产业岗位；<br>4. 完善分配制度，使劳动群体参与技术红利的分享。 |
| 2026-08-07 | 《经济日报》 | 探索推进全体人民共同富裕的有效途径 | 1. **在产业发展上持续做大新兴产业、扩大高质量就业岗位，以新兴产业带动居民收入增长**；<br>2. 鼓励企业在智能化改造中「机器换人」与「人岗适配」并举，把释放出的劳动力通过再培训转入新岗位；<br>3. 完善职业培训体系和社会保障衔接机制，增强人工智能的普惠性，让技术红利惠及更多劳动者。 |
| 2026-08-31 | 《学习时报》（作者：程俊杰） | 推动三类产业相得益彰而非优胜劣汰 | 1. **传统产业、新兴产业、未来产业不是彼此替代关系，而是同一棵「产业树」上的根、干和新枝，须「三业并举」、培育壮大新兴产业**；<br>2. 若厚新薄旧或简单「腾笼换鸟」，很可能造成产业断层和增长失速；<br>3. 纠正地方「喜新厌旧」倾向——把传统产业等同于低端低效产业清退、竞相追逐新兴产业热门赛道；<br>4. 产业政策从「挑选赢家」转向夯实产业链基础、维护公平竞争、完善创新生态，增加产业链韧性指标权重。 |
| 2026-08-31 | 《人民日报》（作者：揭晓） | 在鼓励勤劳致富中促进共同富裕 | 1. **落实「十五五」规划纲要「支持勤劳创新合法致富，鼓励先富带后富促共富」，靠创新与产业发展带动收入增长**；<br>2. 鼓励勤劳致富，防止不劳而获与投机性收入；<br>3. 在高质量发展中做大「蛋糕」，再通过分配制度分好「蛋糕」。 |
| 2026-09-07 | 《学习时报》 | 警惕技术变革中的「恩格斯停顿」 | 1. **筑牢技术主权根基，聚焦高端芯片、底层算法、核心算力、基础框架等「卡脖子」领域**；<br>2. 防止技术红利高度向资本集中：优化分配机制，合理提高劳动要素分配比重，遏制头部资本超额垄断利润；<br>3. 制度适配：分配制度须有效调节智能产业的利润分配格局，完善劳动权益保障与数字红利共享机制；<br>4. 完善制度体系构建精准治理格局；强化伦理规制，坚守智能向善底线。 |

数据来源：求是网、人民日报、经济日报、学习时报，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！



## 风险提示

全球储蓄结构向美国科技企业债倾斜，信用利差收窄压低科技企业融资成本；中国高端算力和模型厂盈利未来改善程度存在不确定性；改革过程各项政策抓手仍在探索，既有案例的思路未必长期持续。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传！



## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

**公司投资评级的量化标准**

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

**行业投资评级的量化标准：**

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。