

策略周报

强美元来袭，布局市场企稳后弹性板块

强美元掣肘风险资产表现，后续市场企稳或由弱势行业大市值公司驱动。

- **风险资产短期或面临强美元制约，关注海外风险事件落地。** 本周市场缩量横盘窄幅震荡。特朗普关税政策关注度升温。国内财政政策开始发力，2025年两新政策扩围实施，有望提振居民消费。本周市场资金面预期持续偏紧，周末超预期的非农就业再度推升美元及美债利率。开年以来美元持续走强给人民币汇率带来较大压力，或对节前降准降息预期的落地构成一定阻力。对比2024年1月，短期市场企稳的条件在于外部风险事件的落地，特朗普上任可作为近期内外政策预期转换的重要观测时点。此外，更长视角下，财政持续发力是今年国内需求及市场预期的关键因素，需要密切关注春节消费及1-2月信贷释放情况。
- **后续指数企稳与情绪共振向上的行业方向：** 在我们判断此问题前，我们需理清当前市场的结构特征和呈现状态。本周市场延续调整过程中，资金更偏好强势行业中的大市值核心公司，呈现不断“缩圈抱团”特征，这主要发生在家电、银行、电子行业的核心公司中，而在其他行业中，小票配置意愿本身偏低，经历前期微盘股大幅度调整后，小票波动率已然下降，弱势行业的大票波动率更易受市场整体涨跌所支配，因此呈现出弱势行业小市值公司更“抗跌”的内部特征。从以上特征来看，1) 强势行业中大市值公司缩圈抱团，弱势行业大市值公司跌幅仍偏大，反映市场整体仍处于弱势状态中，本周风险偏好并未有明显提升。2) 市场延续弱势过程中，并未仅将“红利”风格作为唯一避险方向，电子中的优质个股，主要是半导体方向也同样被纳入选择。3) 一级行业如机械、汽车，其不同市值分组本周都录得正收益，反映机器人概念的助力效果较为明显。后续指数企稳与情绪共振向上的行业方向将存在两种可能性。1) 如果市值行业继续调整，出现类似2024年1月的情况，后续反弹方向仍将类似2024年2月，小市值行业率先开启“超跌修复”。2) 从波动率视角来看，本周市场反馈的信号是小票波动率已然降低，市场整体处于大票波动率寻底过程，这一过程完成后市场整体底部信号也将正式得到明确，对应的市场企稳向上也将由弱势行业的大市值公司率先修复所驱动。考虑2025年年初市场内部杠杆水平与2024年年初相比显著降低，融资余额的线性特征与此前杠杆产品的区间特征具有较大差异性，我们认为第二种情况出现的可能性更大。
- **马斯克公布量产机器人规划，人形机器人有望在2025年进入渗透率加速提升的景气投资阶段，我们认为Optimus的渗透率和市场走势有望类比新能源汽车的发展路径。** 微软、亚马逊2025年在数据中心方面预计延续高资本开支，下游需求热度延续带动AI算力产业链景气。12月以来的调整之后，上周市场风格再度开始向AI、机器人等中周期主导产业且行业景气趋势具备催化的板块聚集，相关赛道仍是兼具长期趋势与短期催化的高性价比赛道。
- **以旧换新扩围，家电、汽车、家装领域增量政策较多。** 1月8日，多部委联合发布关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策，加力推进设备更新、扩围消费品以旧换新，至此中央经济工作会议提出的相关要求落地。《通知》中的扩大政策补贴范围值得重点关注，今年政策在鼓励消费方面将有更大的力度和更广的范围，尤其是家电、汽车、家装行业相对2024年四季度政策有较多增量信息，短期有望促进更多行业的消费需求，带动相关板块的业绩兑现。
- **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。

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：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

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	7
一周市场总览、组合表现及热点追踪	11
风险提示	16

图表目录

图表 1. 全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周市场情绪持续走弱.....	6
图表 3. DR007 季节性对比.....	6
图表 4. 小盘成长风格本周相对占优.....	6
图表 5. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 6. 当前市场与 2024 年 1 月对比.....	6
图表 7. 本周一级行业涨跌幅.....	7
图表 8. 本周二级行业涨跌幅（前后 15）.....	7
图表 9. 强势行业向大市值核心公司缩圈，弱势行业小市值公司相对抗跌.....	8
图表 10. 马斯克关于量产机器人的规划.....	8
图表 11. 机器人产业链重点关注标的.....	9
图表 12. 四大云厂商资本开支情况.....	9
图表 13. AI 算力产业链重点个股跟踪.....	10
图表 14. 行业中观比较打分表.....	10
图表 15. 大规模设备更新和消费品以旧换新政策文件对比.....	11
续 图表 15. 大规模设备更新和消费品以旧换新政策文件对比.....	12
续 图表 15. 大规模设备更新和消费品以旧换新政策文件对比.....	13
图表 16. 补贴类别和标准对比.....	14
图表 17. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）.....	15
图表 18. 本周股票型 ETF 连续第 8 周的净申购（单位：亿元）.....	15

观点回顾

——20240121 《红利策略仍有效》：经济数据显示政策有所显现，红利策略仍有效，市场接近阶段性底部的胜率在相应提升。

——20240204 《等待资金面问题缓解》：被动卖出和购买意愿寡淡是当前资金面主要矛盾，经济数据修复将成为市场底部反转关键。

——20240407 《财报季关注盈利因子配置方向》：强势非农数据或推后美联储降息时点，4月市场进入业绩窗口期及政策落地期，对盈利端的预期将有望迎来市场重新计价。

——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”。

——2025 年度策略 《重回科技主导产业》：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。

大势与风格

财政发力有望提振消费，风险资产或面临强美元制约。本周市场缩量横盘窄幅震荡。（1）一方面，特朗普上任在即，市场对于关税政策的关注度升温，结合其最新表态，大范围普遍性关税仍将是其上任首选。本周国内财政政策开始发力，发改委、财政部表示 2025 年“两新”政策将扩围实施，春节假期将至，政策释放有望对居民消费起到一定促进作用。（2）此外，本周市场资金面预期持续偏紧，开年以来央行公开市场操作净投放规模有所收敛，而 1 月为缴税大月，且居民取现需求增加，资金需求较大，若无降准降息或其他释放流动性操作，市场资金面或有边际收敛压力。开年以来，美元持续走强给人民币汇率带来较大压力，周末超预期的非农就业再度推升美元及美债利率。结合我们《弱补库中场与全球变局新节点》深度报告中的研究结论，就业及通胀的韧性或使得美债利率短期维持高位震荡，1 月联储大概率暂停降息或使得美元短期强势延续。与此同时，国内利率在开年以来持续走低，人民币汇率短期承压或对节前降准降息预期的落地构成一定阻力。

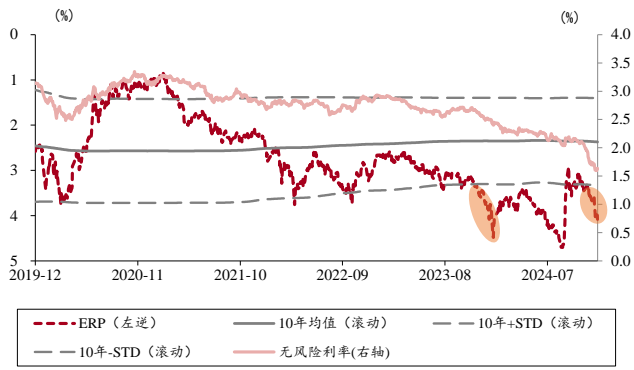
短期市场企稳条件。开年以来 A 股市场在资金面预期及内外政策风险等因素的影响下持续走弱。市场情绪指标也再度下探至 1 倍标准差区间之外，市场似乎重演了 2024 年开年大跌的剧本。（1）2024 年 1 月市场大跌为资金面波动引发，市场 2 月初止跌企稳的拐点来自于监管层面态度的积极转向：2 月 5 日证监会发声“严惩操作市场恶意做空”，使得市场情绪迎来触底反弹。此外，ETF 资金的加速进场也成为了彼时资金面的重要支撑。（2）当前来看，市场对于基本面的修复依旧存在分歧，这点与 2024 年 1 月相似。不同在于，当前市场资金利率虽有所上行但利率中枢依旧偏低，资金面整体维持紧平衡状态。此外，特朗普任期内关税政策不确定性为当前市场更关注的因素之一。结合此前市场止跌经验，我们认为，短期市场企稳的条件在于外部风险事件的落地，特朗普上任可作为近期内外政策预期转换的重要观测时点：若其关税加码，国内或可预期更大力度的扩内需政策。此外，更长视角下，财政持续发力是今年国内需求及市场预期的关键因素，需要密切关注春节消费及 1-2 月信贷释放情况。

图表 1. 全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	本月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(1.59)	(0.80)	(0.80)
	MSCI新兴市场	(1.50)	(1.71)	(1.71)
	标普500	(1.94)	(0.93)	(0.93)
	日经指数	(1.77)	(1.77)	(1.77)
	万得全A	(0.97)	(5.71)	(5.71)
	恒生指数	(3.52)	(4.96)	(4.96)
汇	美元指数	0.68	1.08	1.08
	美元兑人民币	0.02	0.01	0.01
	美元兑日元	0.25	0.33	0.33
	欧元兑美元	(0.65)	(1.07)	(1.07)
商	CRB商品	3.10	3.12	3.12
	LME铜	2.22	3.48	3.48
	WTI原油	3.53	6.76	6.76
	伦敦金现	1.54	2.93	2.93
债	10Y美债收益率(Bps)	17.00	19.00	19.00
	10Y国债收益率(Bps)	2.97	(4.14)	(4.14)

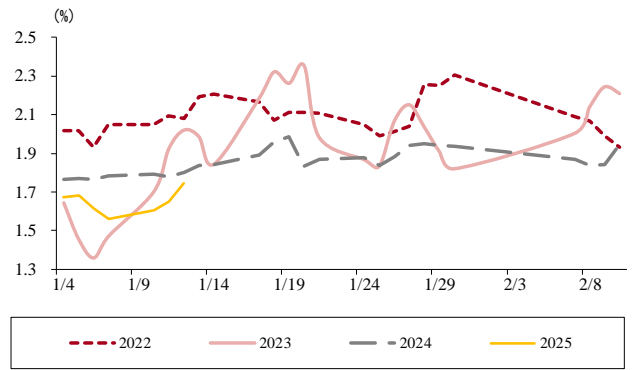
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周市场情绪持续走弱



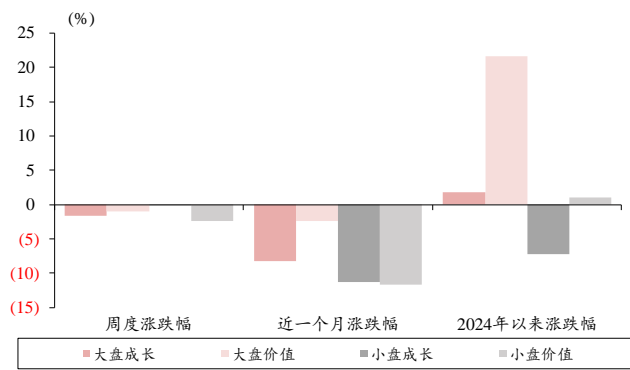
资料来源：万得，中银证券

图表 3. DR007 季节性对比



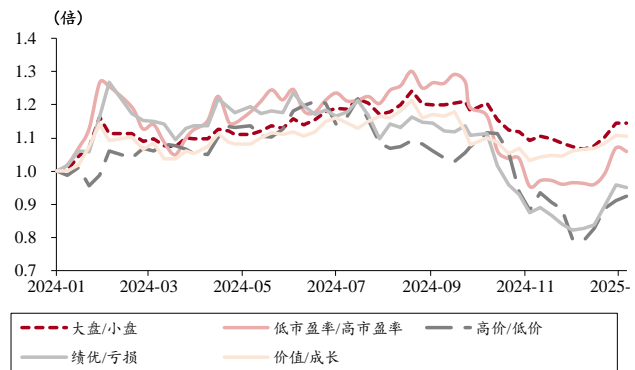
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 小盘成长风格本周相对占优



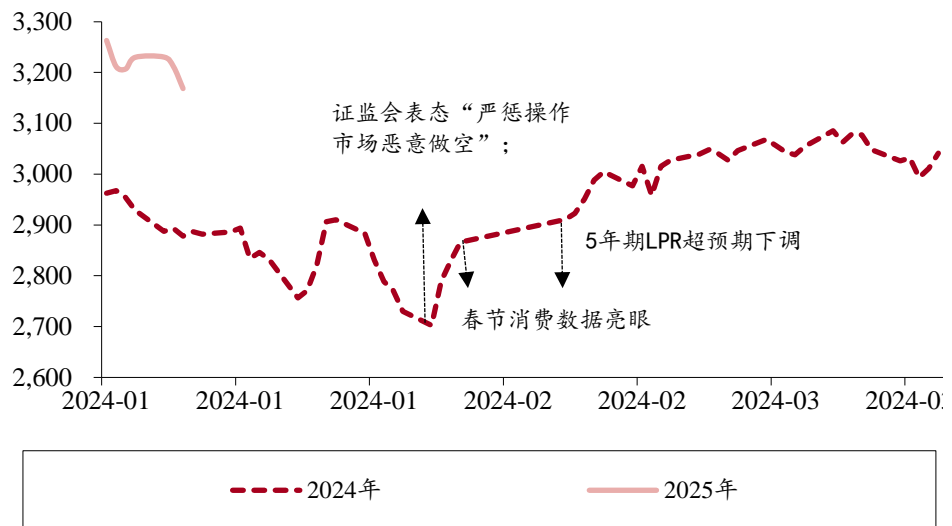
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 当前市场风格因子表现



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 当前市场与 2024 年 1 月对比

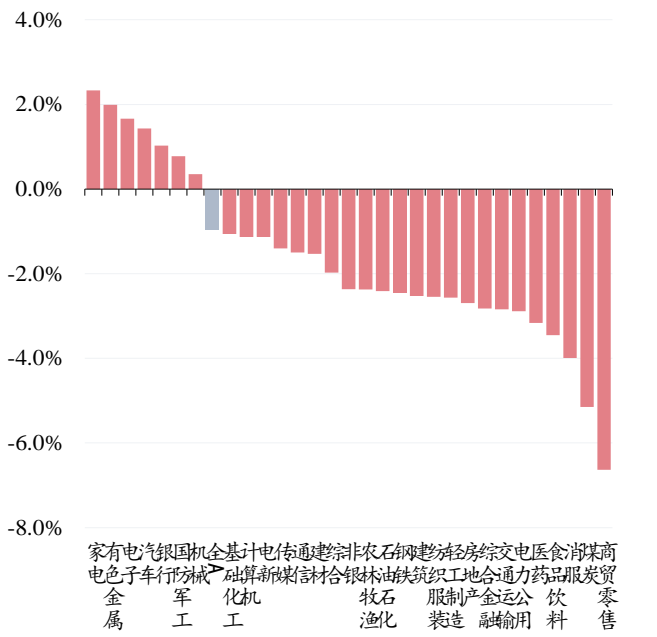


资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

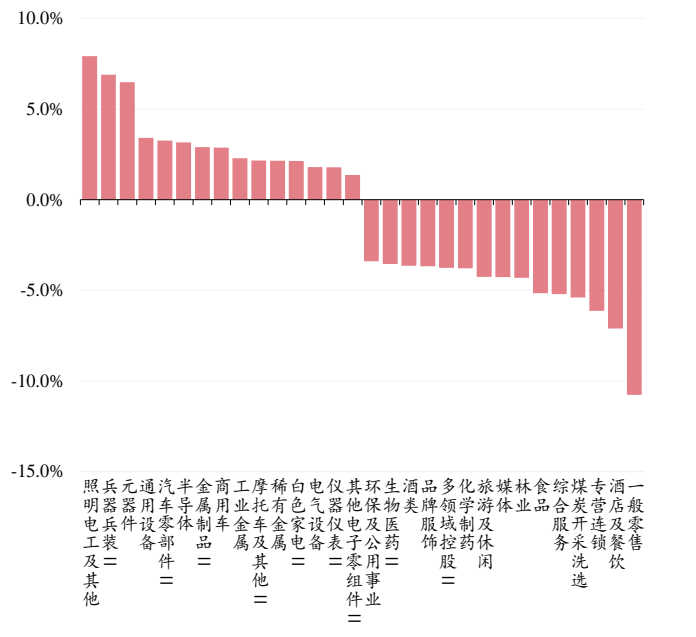
行业涨少跌多，幅度有所好转。本周行业延续上周调整态势，但相较上周深调，跌幅及下跌行业数量有所改善，强势方向主要集中在机器人概念方向，汽车和机械行业部分成分股在相关概念助力下，驱动行业整体表现居前。军工行业本周录得正收益，家电、电子中强势股表现突出，驱动行业整体涨幅居前，其他行业边际催化较少，仍录得负收益。

图表 7. 本周一级行业涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 8. 本周二级行业涨跌幅 (前后 15)



资料来源: iFinD, 中银证券

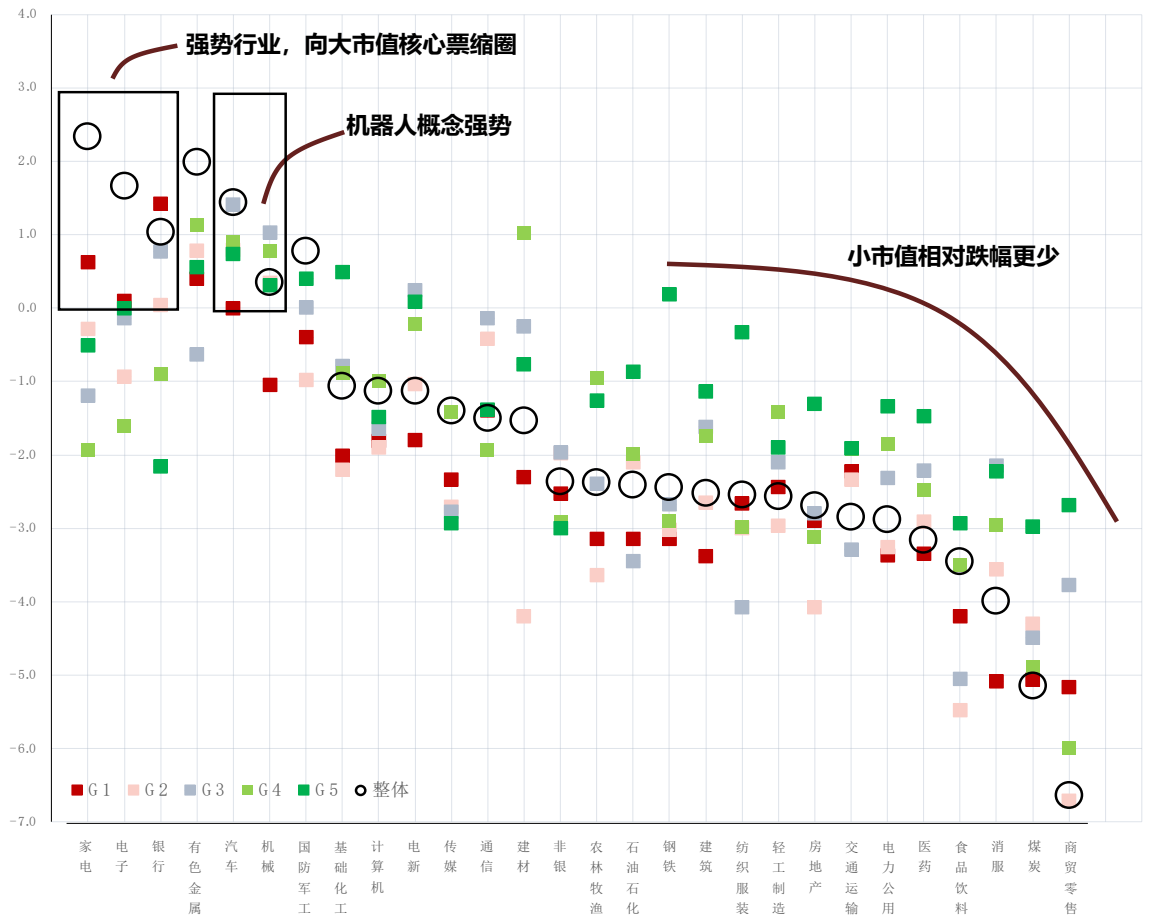
后续指数企稳与情绪共振向上的行业方向会是谁? 在我们判断此问题前，我们需要理清当前市场的结构特征和呈现状态。本周市场延续调整过程中，资金更偏好强势行业中的大市值核心公司，呈现不断“缩圈抱团”特征，这主要发生在家电、银行、电子行业的核心公司中，而在其他行业中，小票配置意愿本身偏低，经历前期微盘股大幅度调整后，小票波动率已然下降，弱势行业的大票波动率更易受市场整体涨跌所支配，因此呈现出弱势行业小市值公司更“抗跌”的内部特征。

从以上特征来看，1) 强势行业中大市值公司缩圈抱团，弱势行业大市值公司跌幅仍偏大，反映市场整体仍处于弱势状态中，本周风险偏好并未有明显提升。2) 市场延续弱势过程中，并未仅将“红利”风格作为唯一避险方向，电子中的优质个股，主要是半导体方向也同样被纳入选择。3) 一级行业如机械、汽车，其不同市值分组本周都录得正收益，反映机器人概念的助力效果较为明显。

后续指数企稳与情绪共振向上的行业方向将存在两种可能性。1) 如果小市值行业继续调整，出现类似 2024 年 1 月的情况，后续反弹方向仍将类似 2024 年 2 月，小市值行业率先开启“超跌修复”。2) 从波动率视角来看，本周市场反馈的信号是小票波动率已然降低，市场整体处于大票波动率寻底过程，这一过程完成后市场整体底部信号也将正式得到明确，对应的市场企稳向上也将由弱势行业的大市值公司率先修复所驱动。

考虑 2025 年年初市场内部杠杆水平与 2024 年年初相比显著降低，融资余额的线性特征与此前杠杆产品的区间特征具有较大差异性，我们认为第二种情况出现的可能性更大。

图表 9. 强势行业向大市值核心公司缩圈，弱势行业小市值公司相对抗跌



资料来源：万得，中银证券。注：纵轴单位为%。G1-G5 组为行业市值降序分组，及其对应周度涨幅。黑圈为一级行业周度整体涨幅。数据范围为 20250106-20250110

马斯克公布量产机器人规划，人形机器人有望在 2025 年进入渗透率加速提升的景气投资阶段。1 月 9 日，马斯克在采访中表示，特斯拉在 2025 年将生产数千台 Optimus 人形机器人。如果一切进展顺利，2026 年人形机器人产量将增加 10 倍，目标是生产 5 万到 10 万台人形机器人，后再再增加 10 倍。从长期规划及愿景来看，马斯克预测未来人形机器人与人类的比例可能达到 5:1，全球将有 300 亿台人形机器人运行。在此前于洛杉矶举办的“*We, Robot*”活动中，马斯克透露了 Optimus 的预估价格区间，即在 2 万至 3 万美元之间。

图表 10. 马斯克关于量产机器人的规划

规划阶段	时间节点	规划内容
短期规划	2025 年	生产数千台 Optimus 人形机器人，在公司工厂内进行初步测试；
短期规划	2026 年	若 2025 年测试顺利，产量提高至 5 万至 10 万台；
中期规划	2027 年	产量在 2026 年的基础上扩大 10 倍，至少达到 50 万台；
长期规划	未来	预测人形机器人与人类比例达 5:1，全球将有 300 亿台人形机器人运行。

资料来源：每日经济新闻，ITBear 科技资讯，中银证券

基于此规划，特斯拉人形机器人 Optimus 有望迎来渗透率加速提升的景气投资初始阶段，我们认为 Optimus 的渗透率和市场走势有望类比新能源汽车的发展路径。随着 Optimus 量产计划的推进，2025 年计划生产数千台并测试，2026 年产量提升至 5 万至 10 万台，2027 年至少达到 50 万台，产量的逐步提升将使各类零部件需求加速增长，相关产业链公司有望迎来较大市场机遇。

图表 11. 机器人产业链重点关注标的

产业链	作用	重点公司
电机	作为核心零部件之一的电机是机器人的动力来源，能够将电能转换为机械能，电机性能的好坏将会直接影响机器人表现。人形机器人涉及的电机产品包括无框力矩电机和空心杯电机等。	鸣志电器、汇川技术、江苏雷利、昊志机电、步科股份等
丝杠	丝杠能够将旋转运动转换为线性运动，主要用于控制机器人的运动轨迹和姿态。	恒立液压、鼎智科技、贝斯特、新剑传动、秦川机床、南方精工；
减速器	减速器能够降低电机转速、提升扭矩，是机器人成本占比最高的核心零部件之一。主要包括RV减速器和谐波减速器。	双环传动、绿的谐波、中大力德、汉宇集团、南方精工、兆威机电、丰立智能、大族激光、昊志机电、中国宝安、光洋股份；
传感器	机器人传感器通常分为两类：内部传感器和外部传感器。内部传感器主要用于获取机器人本身的状态，如位置传感器、速度传感器、力觉传感器等；而外部传感器主要用于检测收集周围环境信息，如距离传感器、接近度传感器、触觉传感器等。	华依科技、柯力传感、汉威科技、昊志机电、宇立仪器
控制器	控制器主要控制机器人在工作空间中的运动位置、姿态和轨迹，操作顺序及动作的时间等，相当于人类的“大脑”。	华中数控，关注新时达、埃夫特、英威腾等；
执行器	执行器能够接收控制器发来的信号，将能量转化为物理运动。执行器可以根据运动分为旋转执行器和线性执行器。	三花智控、拓普集团等；

资料来源：公司公告，中银证券

微软、亚马逊 2025 年在数据中心方面预计延续高资本开支，下游需求热度延续带动 AI 算力产业链景气，光通信、铜缆、液冷、供电等产业链环节均有望充分受益。近期，全球科技巨头微软、亚马逊均明确 2025 年将加大数据中心投资力度，亚马逊云计算部门计划在佐治亚州投资至少 110 亿美元扩大基础设施，微软也表示 2025 财年 AI 数据中心开支将达 800 亿美元。北美四大云厂商均表示 2025 年资本开支将延续增长态势，下游需求保持热度预计将持续带动 AI 算力产业链景气。

图表 12. 四大云厂商资本开支情况

	2024年Q1	2024年Q2	2024年Q3	2025 (预计)
Meta	64	81.73	82.58	2024年全年资本开支在380亿美元至400亿美元，预计资本开支将在2025年显著增长。
微软	99.17	97.35	109.52	预计2025全年AI数据中心开支将达800亿美元
亚马逊	149.25	176.2	212.78	预计2024年资本开支750亿美元，主要投向AI需求、技术基础设施及电商； 2025年计划在佐治亚州投资至少110亿美元扩大基础设施；
谷歌	120.73	131.86	130.61	预计2025年资本开支将继续增长

资料来源：第一财经，爱集微，智通财经，华尔街见闻，中银证券

图表 13. AI 算力产业链重点个股跟踪

行业	标的名称	证券代码	行业	总市值 (亿元)	日涨跌幅 (20250109)	收盘价 250109 (元)	2024EPS (元)	2025预测 EPS (元)	PE (TTM) (20250110)	PS (20250109)	周日均成交额 (亿元)	周日均换手率 (%)	2024年Q3 业绩增速 (%)	2024/2025年 预测复合增速 (%)
IDC	光环新网	300383.SZ	计算机	248.25	-0.43	13.81	0.22	0.43	62.88	2.13	19.61	49.22	1.93	42.57
	数据港	603881.SH	计算机	112.67	3.52	18.82	0.21	0.29	89.12	5.65	12.84	67.25	3.39	20.05
	宝信软件	600845.SH	计算机	667.85	0.26	27.14	0.91	1.27	29.95	7.62	5.24	5.39	3.16	16.62
服务器	浪潮信息	000977.SZ	计算机	721.94	2.10	49.04	1.56	1.87	31.52	0.67	43.00	36.54	67.05	28.22
	工业富联	601138.SH	计算机	4,080.89	-0.44	20.54	1.14	1.55	17.98	0.55	21.43	3.11	12.28	17.19
	中兴通讯	000063.SZ	通信	1,711.01	10.01	38.37	1.96	2.19	19.54	0.95	102.62	41.99	0.83	5.85
	中科曙光	603019.SH	计算机	961.91	0.46	65.74	1.27	1.82	51.85	3.87	40.59	25.15	2.57	17.91
	拓维信息	002261.SZ	计算机	217.35	0.06	17.30	-0.01	0.12	-1,298.99	6.99	13.85	42.36	-84.85	104.61
光芯片	中国长城	000066.SZ	计算机	440.32	1.64	13.65	-0.26	0.07	-52.80	2.34	13.60	19.13	17.24	108.27
	源杰科技	688498.SH	电子	116.66	-1.09	136.50	-0.03	1.66	-4,632.51	66.08	3.72	27.64	-102.57	143.80
	长光华芯	688048.SH	电子	61.05	0.49	34.63	-0.75	0.13	-45.91	32.64	1.16	19.56	-183.41	45.29
	仕佳光子	688313.SH	通信	77.72	-3.86	16.94	0.04	0.22	476.76	6.74	6.76	53.18	231.00	206.89
	光迅科技	002281.SZ	通信	398.70	1.11	50.24	0.84	1.33	59.60	3.36	24.60	38.66	12.26	25.48
光模块	光库科技	300620.SZ	通信	115.74	-1.98	46.45	0.28	0.52	168.34	14.95	6.58	34.32	19.53	37.06
	中际旭创	300308.SZ	通信	1,362.33	-2.18	121.51	4.13	7.97	29.42	8.29	34.60	14.99	189.59	144.93
	新易盛	300502.SZ	通信	813.28	-1.95	114.74	2.69	6.06	42.70	10.79	26.09	21.30	283.20	234.71
	博创科技	300348.SZ	通信	136.22	-5.76	47.31	-0.01	0.69	-4,294.57	5.39	26.37	153.87	-73.37	102.83
	剑桥科技	603083.SH	通信	106.68	-0.20	39.80	0.47	0.00	84.35	2.71	11.07	63.13	26.15	
GPU	华工科技	000988.SZ	电子	408.03	-0.44	40.58	1.13	1.69	36.02	2.69	16.37	24.14	15.19	31.26
	天孚通信	300394.SZ	通信	515.69	-1.02	93.09	2.29	4.05	40.69	22.31	15.49	18.46	122.39	97.04
	寒武纪	688256.SH	电子	2,973.50	-1.89	712.29	-1.83	0.02	-388.59	81.22	49.03	10.54	10.31	45.14
	景嘉微	300474.SZ	国防军工	471.40	-0.31	90.20	0.13	0.51	693.45	33.09	16.85	34.68	53.28	194.04
	龙芯中科	688047.SH	电子	492.47	-1.52	122.81	-1.16	0.02	-105.84	60.66	4.10	7.03	-65.67	52.84
液冷	海光信息	688041.SH	电子	3,444.67	-1.13	148.20	0.81	1.16	182.52	30.63	39.98	18.97	69.22	50.89
	芯原股份	688521.SH	电子	239.67	-0.87	47.90	-1.12	0.01	-42.94	8.32	5.52	13.82	-194.94	-10.36
	英维克	002837.SZ	机械	285.78	2.35	38.42	0.65	0.96	60.63	4.15	14.31	34.59	67.79	57.15
	润泽科技	300442.SZ	计算机	839.39	2.59	48.76	1.25	1.87	40.22	11.57	23.47	51.79	35.13	25.78
	沃尔核材	002130.SZ	电子	305.40	1.01	24.24	0.69	0.94	37.29	1.64	45.41	87.26	36.45	30.47
铜连接	鼎通科技	688668.SH	电子	68.14	-1.34	49.12	0.66	1.15	80.18	7.22	6.83	60.35	47.72	53.03
	麦格米特	002851.SZ	设备及新	367.69	0.50	67.39	1.02	1.52	68.87	1.84	30.94	62.32	-14.82	-2.11
供电	科华数据	002335.SZ	设备及新	130.07	4.23	28.18	0.65	1.65	46.15	1.55	10.96	57.70	-46.53	6.22
	金盘科技	688676.SH	设备及新	171.31	-3.13	37.45	1.26	1.89	32.02	2.61	11.54	38.25	21.17	27.16

资料来源：万得，中银证券

注释：预测数据截止日期均为 2025 年 1 月 9 日

经历了 2024 年 12 月以来的市场调整之后，上周市场风格再度开始向 AI、机器人等中周期主导产业且行业景气趋势具备催化的板块聚集，机器人板块正在开启景气投资初始阶段，AI 算力端 2025 年景气趋势有望延续，相关赛道仍是兼具长期趋势与短期催化的高性价比赛道。

图表 14. 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	37	高配
新兴消费	3	5	4	4	36	高配
汽车	3	4	2	4	36	高配
自动化设备	4	4	3	2	35	高配
电子	4	3	4	2	35	高配
国防军工	4	3	4	2	32	高配
计算机	5	3	4	3	31	高配
能源金属	2	3	5	2	31	高配
家用电器	3	4	2	2	30	高配
房地产	2	1	5	5	29	标配
贵金属	2	3	4	3	29	标配
传媒	5	3	1	3	28	标配
建材	2	2	5	2	28	标配
电力设备	2	2	5	2	28	标配
钢铁	2	2	5	2	27	标配
证券	4	2	2	1	27	标配
医药	2	3	3	3	27	标配
猪产业	1	2	4	5	27	标配
工程机械	2	2	4	3	27	标配
社会服务	2	2	3	4	26	标配
工业金属	2	2	3	4	25	低配
食品	2	2	3	3	25	低配
白酒	2	2	2	5	25	低配
公用事业	3	4	1	4	24	低配
煤炭	3	3	1	3	24	低配
家具家居	2	1	3	3	22	低配
航运港口	4	3	0	2	21	低配
银行	1	2	1	1	21	低配
建筑	2	2	1	3	19	低配
石油石化	2	2	1	3	18	低配
商贸零售	1	1	3	3	18	低配
纺织服装	1	1	3	3	18	低配
保险	1	2	2	4	16	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

一周市场总览、组合表现及热点追踪

以旧换新扩围，家电、汽车、家装领域增量政策较多。1月8日，国家发展改革委、财政部发布关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知（以下简称《通知》），推出加力推进设备更新、扩围支持消费品以旧换新、加快提升回收循环利用水平等五方面27条措施。具体政策方面，《通知》提出要发挥科技创新和技术改造再贷款政策工具作用，对符合有关条件经营主体设备更新相关的银行贷款本金，在中央财政贴息1.5个百分点基础上，国家发展改革委安排超长期特别国债资金进行额外贴息，进一步降低经营主体设备更新融资成本。依托推动“两新”部际联席会议制度，加强设备更新贷款贴息跨部门统筹协调和信息反馈，全链条优化项目申报、要件审核、清单推送、资金发放等操作流程，增强政策透明度和知晓度。《通知》指出，对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品（单件销售价格不超过6000元），按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。此前2024年12月的中央经济工作会议已明确，2025年要加大力度实施“大规模设备更新和消费品以旧换新”政策，目前政策实际落地。从投资角度看，《通知》中的扩大政策补贴范围值得重点关注，今年政策在鼓励消费方面将有更大的力度和更广的范围，尤其是家电、汽车、家装行业相对2024年四季度政策有较多增量信息（详见图表16红字部分），短期有望促进更多行业的消费需求，带动相关板块的业绩兑现。

图表 15. 大规模设备更新和消费品以旧换新政策文件对比

政策类别	2024 年第四季度	2025 年
加力推进设备更新	<p>优化设备更新项目支持方式。</p> <p>安排超长期特别国债大规模设备更新专项资金加大对设备更新的支持力度。在工业、环境基础设施、交通运输、物流、教育、文旅、医疗等领域设备更新以及回收循环利用的基础上，将支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域设备更新以及重点行业节能降碳和安全改造，并结合实际动态调整。统筹考虑不同领域特点，降低超长期特别国债资金申报门槛，不再设置“项目总投资不低于1亿元”要求。</p>	<p>加大重点领域设备更新项目支持力度。</p> <p>增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。鼓励有条件的地方以工业园区、产业集群为载体，整体部署并规模化实施设备更新。</p>
	<p>提高设备更新贷款财政贴息比例</p> <p>发挥再贷款政策工具作用，引导金融机构支持设备更新和技术改造。对符合《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》（财金〔2024〕54号）条件经营主体的银行贷款本金，中央财政贴息从1个百分点提高到1.5个百分点，贴息期限2年，贴息总规模200亿元。</p>	<p>加力实施设备更新贷款贴息</p> <p>发挥科技创新和技术改造再贷款政策工具作用，对符合有关条件经营主体设备更新相关的银行贷款本金，在中央财政贴息1.5个百分点基础上，国家发展改革委安排超长期特别国债资金进行额外贴息，进一步降低经营主体设备更新融资成本。</p>
	无	<p>加快存量设备评估诊断和项目储备。</p> <p>对标技术、能耗、排放、安全等强制性标准和产业结构调整指导目录、设备淘汰目录等，深入开展工业、农业、能源、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域存量设备评估诊断，分领域分行业明确设备更新目标任务和实施方案。</p>
	<p>支持老旧营运船舶报废更新。</p> <p>加快高能耗高排放老旧船舶报废更新，推动新能源清洁能源船舶发展。支持内河客船10年以上、货船15年以上以及沿海客船15年以上、货船20年以上船龄的老旧船舶报废更新。在报废基础上更新为燃油动力船舶或新能源清洁能源船舶的，根据不同船舶类型按1500—3200元/总吨予以补贴；新建新能源清洁能源船舶，根据不同船舶类型1000—2200元/总吨予以补贴；只提前报废老旧营运船舶的，平均按1000元/总吨予以补贴。</p>	<p>加强老旧营运船舶报废更新项目实施。</p> <p>完善老旧营运船舶报废更新补贴实施方式，继续支持符合条件的老旧营运船舶报废更新。强化老旧营运船舶报废更新项目谋划和跟踪调度，推动项目高效实施。</p>

资料来源：各部委，中银证券

续 图表 15. 大规模设备更新和消费品以旧换新政策文件对比

政策类别	2024 年第四季度	2025 年
	支持老旧营运货车报废更新。 支持报废国三及以下排放标准营运类柴油货车，加快更新为低排放货车。报废并更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴 8 万元；无报废只更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴 3.5 万元；只提前报废老旧营运类柴油货车，平均每辆车补贴 3 万元	扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新。 在落实 2024 年支持政策基础上，将老旧营运货车报废更新补贴范围扩大至国四及以下排放标准营运货车，补贴标准按照《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》（交规划发〔2024〕90 号）执行。在《关于加大工作力度持续实施好农业机械报废更新补贴政策的补充通知》（农办机〔2024〕5 号）基础上，将水稻抛秧机纳入报废更新补贴范围，参照水稻插秧机报废补贴政策予以支持；报废并更新购置采棉机，报废最高补贴额由单台 6 万元提高至 8 万元；将田间作业检测终端、植保无人机、粮食干燥机（烘干机）、色选机、磨粉机纳入报废更新补贴范围，由各地区按照规定测算报废更新补贴标准；各地区可自行确定的报废更新补贴农机种类范围上限由 6 个提高至 12 个。
	提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准。 推动城市公交车电动化替代，支持新能源公交车及动力电池更新。更新车龄 8 年及以上的新能源公交车及动力电池，平均每辆车补贴 6 万元。	提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。 加力推进城市公交车电动化替代，更新车龄 8 年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池，平均每辆车补贴额由 6 万元提高至 8 万元。
	支持地方提升消费品以旧换新能力。 直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有量等因素，合理确定对各地区支持资金规模。	优化消费品以旧换新资金分配。 继续向地方直接安排超长期特别国债资金，用于支持消费品以旧换新。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口数量、地区生产总值、汽车和家电保有量、2024 年消费品以旧换新政策及资金执行情况等因素，合理确定对各地区支持资金规模，资金分配向 2024 年消费品以旧换新工作成效较好的地区适度倾斜。
	提高汽车报废更新补贴标准。 “在《汽车以旧换新补贴实施细则》（商消费函〔2024〕75 号）基础上，个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日（含当日）前注册登记的新能源乘用车，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，补贴标准提高至购买新能源乘用车补 2 万元、购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车补 1.5 万元。自《汽车以旧换新补贴实施细则》印发之日起申请补贴的消费者，按照本通知标准执行补贴。”	扩大汽车报废更新支持范围。
扩围支持消费品以旧换新	在《关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》（商消费函〔2024〕392 号）基础上，将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。个人消费者报废 2012 年 6 月 30 日前（含当日，下同）注册登记的汽油乘用车、2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车，或 2018 年 12 月 31 日前注册登记的的新能源乘用车，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，购买新能源乘用车单台补贴 2 万元、购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车单台补贴 1.5 万元。 增加国四标准	完善汽车置换更新补贴标准 个人消费者转让登记在本人名下乘用车并购买乘用车新车的，给予汽车置换更新补贴支持，购买新能源乘用车单台补贴最高不超过 1.5 万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过 1.3 万元。个人消费者按本通知标准申请补贴，转让的既有乘用车登记在本人名下时间最迟不得晚于本通知公布之日。
	支持家电产品以旧换新。	加力支持家电产品以旧换新

资料来源：各部委，中银证券

续 图表 15. 大规模设备更新和消费品以旧换新政策文件对比

政策类别	2024 年第四季度	2025 年
	对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。	继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品纳入补贴范围。个人消费者购买上述 12 类家电中 2 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 15%；1 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 20%。每位消费者每类产品可补贴 1 件（空调产品最多可补贴 3 件），每件补贴不超过 2000 元。2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴。
	文件未直接提出	实施手机等数码产品购新补贴。 对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6000 元），按产品销售价格的 15% 给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 500 元。
	文件未直接提出	积极支持家装消费品换新。 加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等。补贴品类、标准、限额和实施方式由有关部门指导各地区结合实际合理确定。
	文件未直接提出	加快推进电动自行车以旧换新。 各地区要进一步完善补贴实施细则，优化补贴方式，简化操作流程，加强市场监管，加快推进电动自行车以旧换新。对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，给予以旧换新补贴；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，可适当加大补贴力度。
	文件未直接提出	加强回收循环利用能力建设。 继续安排超长期特别国债资金支持高水平回收循环利用项目建设。支持中国资源循环集团有限公司加快设立全国性、功能性资源回收再利用平台，畅通资源循环利用链条。支持供销合作社系统发挥基层网点优势，加快健全标准化规范化回收利用网络，推动生活垃圾收运体系和再生资源回收体系“两网融合”。
	文件未直接提出	促进二手商品交易和再制造产业升级 推动二手商品流通试点建设，鼓励“互联网+二手”模式发展。支持平台企业、第三方机构提供二手商品质量检验服务、信息擦除检验服务。支持符合质量等相关要求的二手车出口。
加快提升回收循环利用水平	落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。 2024 年中央财政安排 75 亿元，采取“以奖代补”方式继续支持废弃电器电子产品回收处理工作，促进行业健康发展。截至 2023 底，按照废弃电器电子产品处理基金补贴等规定回收处理废弃电器电子产品但尚未补贴的，经生态环境部核实核定后分期据实予以支持。	支持废弃电器电子产品回收处理。 2025 年中央财政继续安排专项资金，采取“以奖代补”方式支持废弃电器电子产品回收处理工作，促进行业健康发展。尽快出台废弃电器电子产品处理专项资金管理办法配套文件，明确纳入资金支持范围的企业标准和所需条件，引导企业环保化、规范化拆解。
	文件未直接提出	推动资源回收利用行业高质量发展 加快推行资源回收企业向自然人报废产品出售者“反向开票”，规范资源回收利用行业税收秩序。实施再生材料推广应用专项行动，落实生产者责任延伸制度，支持汽车、电器电子产品等生产企业提高再生材料应用比例。

资料来源：各部委，中银证券

图表 16. 补贴类别和标准对比

	类别		补贴标准	
	2024年四季度	2025年	2024年四季度	2025年
数码产品购新补贴	无	手机、平板、智能手表手环等三类数码产品（单件销售价格不超过6000元）	无	按照产品销售价格15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。
家电产品以旧换新	箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、油烟机。	冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机、微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲（新增4项）	补贴标准为产品最终销售价格的15%，对购买一级及以上能效或水效的产品，额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。	2级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的15%；1级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的20%；每位消费者每类产品可补贴1件（空调产品最多可补贴3件），每件补贴不超过2000元；2024年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025年购买同类家电产品可继续享受补贴。
汽车置换更新	无（只有报废更新）	个人消费者转让登记在本人名下乘用车并购买乘用车新车的，给予汽车置换更新补贴支持	无	购买新能源乘用车，单台补贴最高不超过1.5万元。 购买燃油乘用车，单台补贴最高不超过1.3万元。
汽车报废更新	报废标准：国三及以下排放标准燃油乘用车是指在2011年6月30日前注册登记的汽油乘用车、2013年6月30日前注册登记的柴油乘用车和其他燃料类型乘用车。	报废标准：2012年6月30日前（含当日）注册登记的汽油乘用车；2014年6月30日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车； 2018年12月31日前注册登记的新能源乘用车，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或2.0升及以下排量燃油乘用车；	新能源乘用车或2.0升及以下排量燃油乘用车，给予一次性定额补贴。其中，对报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴1万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴7000元。	购买新能源乘用车 单台补贴2万元 购买2.0升及以下排量燃油乘用车 单台补贴1.5万元
家装消费品换新	1. 家装建材类商品等15类家居商品。2. 家具及适老化商品等11类适老化商品。	旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料	每位消费者按照每件销售价格的15%予以补贴。每类商品可补贴1件，每件补贴金额上限为1000元。	补贴品类、标准、限额和实施方式由有关部门指导各地区结合实际合理确定
电动自行车以旧换新	各地要统筹用好加力支持消费品以旧换新相关资金，结合实际制定电动自行车以旧换新实施方案，对交回个人名下老旧电动自行车并换购电动自行车新车的消费者予以补贴鼓励享受补贴的消费者购买符合《电动自行车行业规范条件》企业生产的合格电动自行车新车。对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，可适当加大补贴力度。换购的锂离子蓄电池电动自行车，其电池还应符合《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》（GB 43854）标准要求。	报废标准：对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，给予以旧换新补贴；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，可适当加大补贴力度电动自行车以旧换新补贴标准由有关部门指导各地区结合实际合理制定		

资料来源：各部委，中银证券

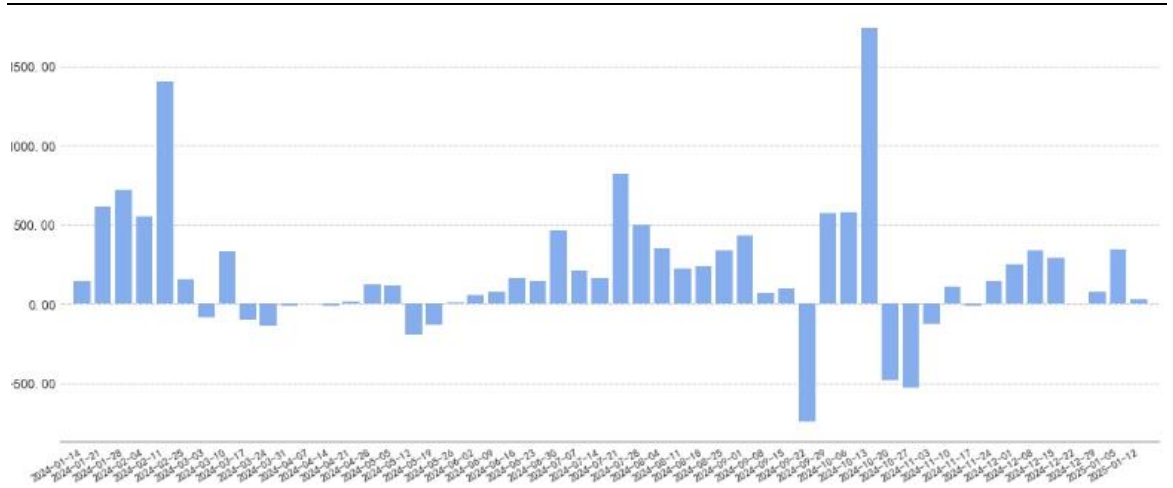
本周 A 股市场主力资金净卖出 149.73 亿元，为连续第 5 周净卖出，不过净卖出金额环比减少 2055.6 亿元，分行业看，净卖出前三大行业是医药生物、商贸零售、公用事业；净流入前三的行业是电子、机械设备、汽车，近期都有明确的题材驱动（PCB、机器人等）。本周股票型 ETF 场内净申购金额 27.67 亿元，为连续第 8 周净申购，但环比减少 318.59 亿元。其中份额增加最多的五只 ETF 分别是华夏沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF、鹏华中证 A500ETF、易方达沪深 300ETF、易方达中证 A500ETF，集中在沪深 300、A500 相关权重指数产品；减少最多的的五只 ETF 分别是南方中证 1000ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、嘉实上证科创板芯片 ETF、南方中证 500ETF、国联安中证全指半导体产品与设备 ETF，主要是中小型股票、科创半导体方向。

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
电子	115.78	110.48	262.98	181.95	房地产	(13.14)	(171.39)	(43.89)	81.07
机械设备	92.93	(199.27)	369.99	216.19	石油石化	(13.69)	(14.45)	(95.27)	(184.56)
汽车	63.29	(76.22)	264.88	52.45	建筑装饰	(15.06)	(147.52)	(101.26)	(112.80)
电力设备	56.81	(40.34)	38.14	127.71	农林牧渔	(15.66)	(106.51)	(142.34)	(232.45)
家用电器	42.84	(0.26)	94.84	177.43	基础化工	(15.92)	(216.48)	(305.71)	(540.85)
有色金属	33.01	(87.71)	(346.89)	(614.30)	纺织服装	(16.14)	(50.13)	46.44	28.14
银行	9.32	22.43	1.19	(75.16)	通信	(18.74)	115.31	216.53	119.91
综合	(1.87)	(14.14)	25.89	24.29	传媒	(22.68)	(413.26)	346.82	258.19
美容护理	(2.30)	(17.35)	(28.19)	(28.19)	煤炭	(24.38)	(63.69)	(78.80)	(113.19)
轻工制造	(3.76)	(60.31)	90.21	66.54	食品饮料	(33.17)	(147.07)	(38.74)	31.82
建筑材料	(3.91)	(63.27)	(14.25)	(41.59)	计算机	(49.77)	(526.35)	(385.84)	43.97
钢铁	(7.81)	(55.03)	(10.24)	(25.67)	非银金融	(51.48)	(478.57)	(904.46)	365.57
交通运输	(8.24)	(109.97)	(91.00)	(254.52)	公用事业	(52.84)	(93.10)	(259.33)	(520.10)
国防军工	(9.36)	(164.68)	(233.89)	(287.94)	商贸零售	(71.81)	(119.83)	283.04	295.80
社会服务	(12.58)	(93.95)	(11.77)	(27.91)	医药生物	(86.45)	(384.29)	(785.48)	(910.31)
环保	(12.98)	(59.33)	(55.24)	(68.57)					

资料来源: 万得, 中银证券; 数据截至 2025/1/10

图表 18. 本周股票型 ETF 连续第 8 周的净申购 (单位: 亿元)



资料来源: 通联数据, 中银证券

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任何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转载或转发的，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