

策略周报

蓄势待催化

成长主线不改，新一轮趋势形成可等待增量催化因素。

- **基本面预期或迎阶段性落地。**本周初中美日内瓦经贸会谈达成联合声明，双方同意大幅降低双边关税水平，这一共识的达成提振了市场信心。此外，4月金融数据显示新增信贷季节性转弱，政府债成为社融主要拉动。4月社融存量同比增速回升至8.7%，预示基本面及A股盈利上行趋势不改。下周4月经济数据即将披露，中美协议及宽货币阶段性落地，短期市场或缺乏有力上行催化，但基本面修复及政策释放预期尚未证伪，市场下行风险有限，短期市场或进入热点及风格加速轮动阶段。风格上，权重股的增配行情对市场风格构成短期扰动，经济弱复苏+信用磨底+宽货币环境下，成长主线不改，新一轮趋势形成可等待增量催化因素。
- **静待风偏催化，科技蓄势待发。**本周BOCIASI快线和慢线指标分别于周一（58.4%）及周三（33.6%）触及本轮关税冲突修复以来的高点，科技行业股价修复趋势有所走弱。考虑大部分行业皆已修复4月3日关税摩擦前的位置，及美国当地时间本周五穆迪下调美国主权信用评级，反弹后震荡蓄势或逐步成为市场目前的阶段共识。但我们并不认为市场风格会单边重回红利，从BOCIASI情绪指标快线和慢线上一轮高点来看（快线2025年2月17日，慢线2025年3月18日），科技行业已出现了“退二进一”式的调整，即从2025年2月17日调整至2025年3月18日，再调整至2025年4月7日的关税摩擦低点后修复至2025年4月3日水平。无论是单纯的潜在防御思路或是震荡整理思路，相对低位的科技板块并非完全处在不利位置，相反风偏一旦修复，其潜在弹性也会更高。
- **尽管腾讯、阿里2025年Q1资本开支环比回落较为明显，但绝对量仍明显高于近年平均水平，资本开支回落有中美科技摩擦之下供应链稳定的问题，环比下滑更多是节奏而非趋势。**美国加大对华算力芯片限制，短期或影响华为芯片出口，但同时强化了国产算力芯片的需求，此前供给受限的部分算力芯片厂商如寒武纪等存货与订单均在稳步恢复之中，华为Cloud Matrix 384算力集群性能已不逊色于GB200 NVL72。国产算力芯片正在从“能用”走向“好用”，关注算力芯片限制对华出口预期下相对受益的算力芯片、算力租赁等。
- **中概股问题再成为中美博弈筹码，港股承接预期和中国基本面韧性使部分投资者选择逆势布局。**赴港上市有望帮助中概公司继续留在国际市场中，为吸引国际投资者的关注和合作提供机会。
- **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	8
一周市场总览、组合表现及热点追踪	13
风险提示	16

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. 本周大盘风格相对占优.....	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5. 4月新增社融结构.....	7
图表 6. 4月新增信贷结构.....	7
图表 7. 4月高频经济指数有所趋缓.....	7
图表 8. 4月存量社融增速持续上行.....	7
图表 9. 本周一级行业表现.....	8
图表 10. 本周二级行业表现（前后 15）.....	8
图表 11. 本周 BOCIASI 快线及慢线情绪指标皆冲高回落.....	9
图表 12. 二级行业指数较快线情绪指标 20250217 高点及 20250407 低点的下跌与修复情况.....	9
图表 13. 腾讯、阿里 2025 年 Q1 资本开支环比回落较为明显.....	10
图表 14. 2023 年 3 月-2025 年 3 月寒武纪存货及预付账款.....	11
图表 15. 华为 Cloud Matrix 384 与英伟达 GB200 NVL72 性能对比.....	11
图表 16. 中观行业比较表格.....	12
图表 17. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）.....	13
图表 18. 本周股票型 ETF 单周净赎回规模继续增加（单位：亿元）.....	13
图表 19. 近年来赴美 IPO 中概股融资规模.....	14
图表 20. 美国中概股主要分布行业.....	14
图表 21. 赴港上市规则.....	15

观点回顾

——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”。

——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

基本面预期或迎阶段性落地。本周初中美日内瓦经贸会谈达成联合声明，双方同意大幅降低双边关税水平，这一共识的达成提振了市场信心，叠加最新发布的4月外贸数据，短期抢转口预期升温，航运及化工品受益。此外，本周公布了4月金融数据，政府债支撑下4月新增社融维持同比多增趋势，但结构上，新增信贷出现明显季节性回落。4月社融存量同比增速回升至8.7%，预示基本面及A股盈利上行趋势不改。下周4月经济数据即将披露，结合信贷及高频数据，预计4月内需上行动能环比趋缓，中美协议及宽货币阶段性落地，短期市场或缺乏有力上行催化，但基本面修复及政策释放预期尚未证伪，市场下行风险有限，短期市场或进入热点及风格加速轮动阶段。风格上，权重股的增配行情对市场风格构成短期扰动，经济弱复苏+信用磨底+宽货币环境下，成长主线不改，新一轮趋势形成可等待增量催化因素。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	5月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	4.08	5.68	4.19
	MSCI新兴市场	2.98	5.35	9.01
	标普500	5.27	6.99	1.30
	日经指数	0.67	4.74	(5.37)
	万得全A	0.72	3.06	1.71
	恒生指数	2.09	5.54	16.38
汇	美元指数	0.56	1.35	(6.91)
	美元兑人民币	(0.22)	(0.11)	0.08
	美元兑日元	0.19	1.81	(7.35)
	欧元兑美元	(0.76)	(1.47)	7.82
商	CRB商品	0.32	2.53	(0.22)
	LME铜	0.02	3.53	7.75
	WTI原油	1.49	6.39	(13.65)
	伦敦金现	(4.26)	(0.66)	18.87
债	10Y美债收益率(Bps)	6.00	5.00	(23.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(0.87)	2.09	3.47

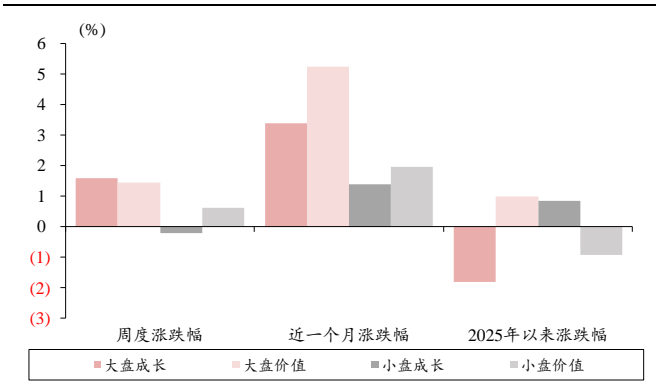
资料来源：万得，中银证券

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	预测值	今值	环比变化	
美国	4月CPI:季调:同比(%)	2.4		2.3	(0.1)	
	4月CPI:季调:环比(%)	-0.1		0.2	0.3	
	4月核心CPI:季调:同比(%)	2.8		2.8	0.0	
	4月核心CPI:季调:环比(%)	0.1		0.2	0.1	
	4月核心PPI最终需求:季调:同比(%)	4.0		3.1	(0.9)	
	4月核心PPI最终需求:季调:环比(%)	0.4		-0.4	(0.8)	
	4月核心PPI:季调:环比(%)	0.3		0.4	0.1	
	4月核心PPI:季调:同比(%)	2.3		2.5	0.2	
	4月零售销售:同比(%)	5.25		5.16	(0.1)	
	4月零售销售:环比(%)	1.68		0.06	(1.6)	
	4月核心零售销售:环比(%)	0.78		0.1	(0.7)	
	4月新屋开工:私人住宅(千套)	111.3		123.7	12.4	
	5月密歇根消费者情绪指数(初值)	52.2		50.8	(1.4)	
	欧盟	5月欧元区:ZEW经济景气指数	-18.5	-3.5	11.6	30.1
		5月欧元区:ZEW经济现状指数	-50.9		-42.4	8.5
3月欧元区:贸易差额(百万欧元)		24777.2	17500.0	36881.3	12104.1	
3月欧盟:商品出口金额:同比(%)		7.1		15.2	8.1	
3月欧盟:商品进口金额:同比(%)		7.3		10.4	3.1	
3月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)		6.4		13.7	7.3	
3月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)		5.5		8.7	3.2	
日本	第一季度不变价GDP:同比(初值)(%)	1.3		1.7	0.4	
	第一季度不变价GDP:季调:环比(初值)(%)	0.6	-0.1	-0.2	(0.8)	
中国	4月M2:同比(%)	7.0	7.54	8.0	1.0	
	4月M1:同比(%)	1.6	3.0	1.5	(0.1)	
	4月M0:同比(%)	11.5		12.0	0.5	
	4月社会融资规模:当月值(亿元)	58894.0	12637.5	11591.0	(47303.0)	
	4月社会融资规模存量:同比(%)	8.4	8.8	8.7	0.3	
	4月货币当局:国外资产(亿元)	232015.7		231412.8	(602.9)	
	4月货币当局:储备货币(亿元)	376817.7		373780.6	(3037.1)	

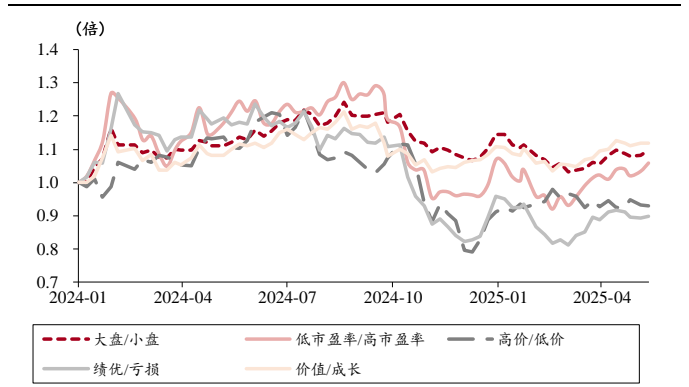
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周大盘风格相对占优



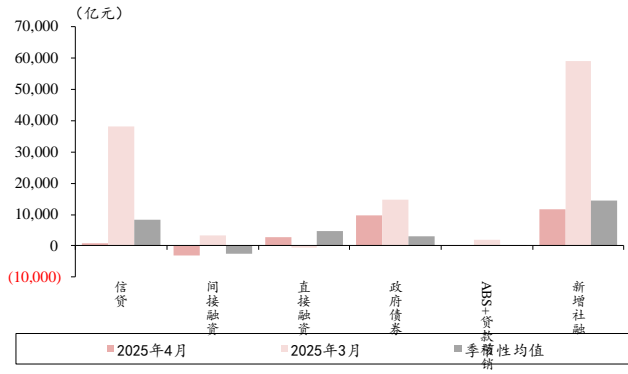
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



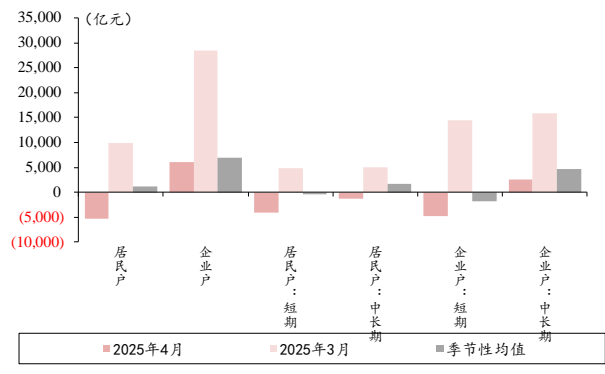
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 4月新增社融结构



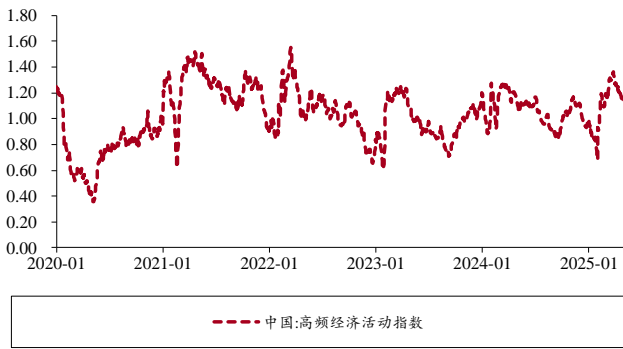
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 4月新增信贷结构



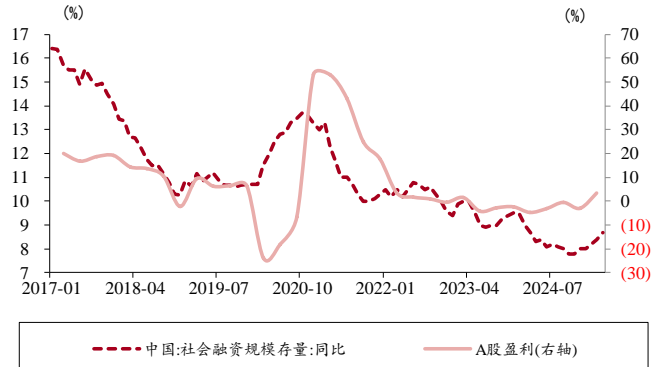
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 4月高频经济指数有所趋缓



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 4月存量社融增速持续上行



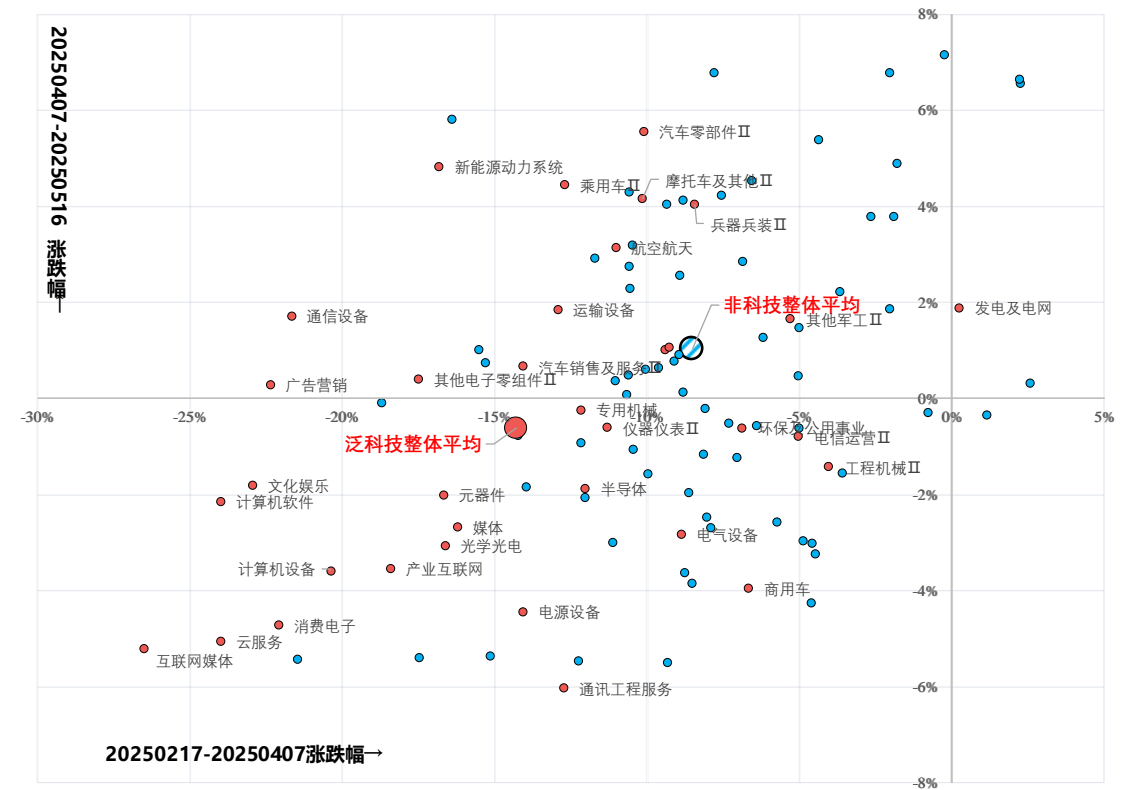
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 本周 BOCIASI 快线及慢线情绪指标皆冲高回落



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 二级行业指数较快线情绪指标 20250217 高点及 20250407 低点的下跌与修复情况

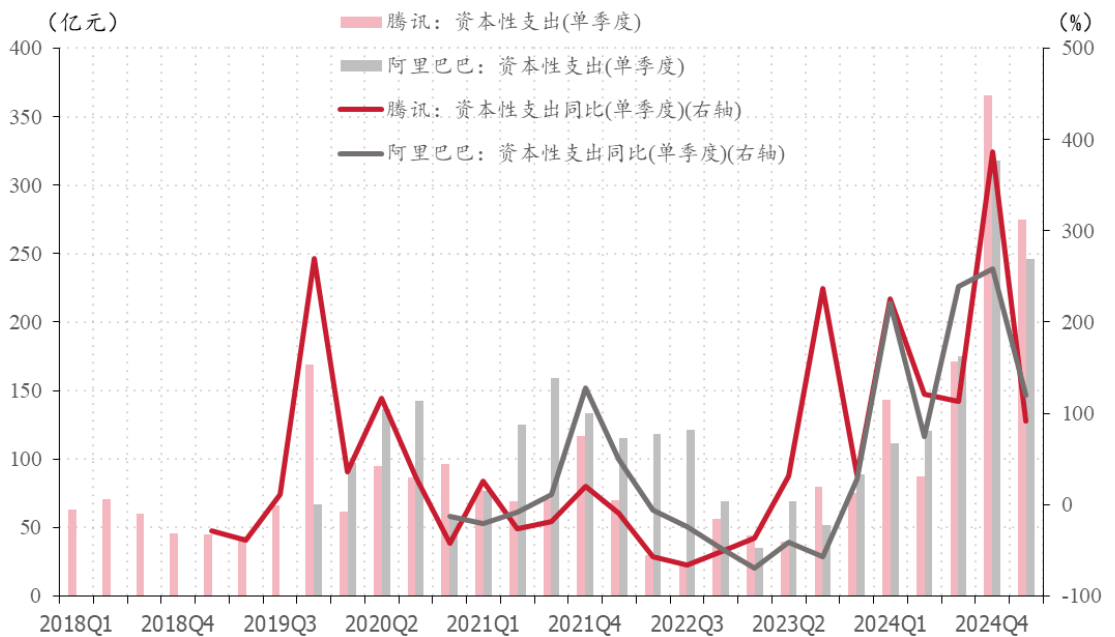


资料来源: 万得, 中银证券

腾讯、阿里 2025 年 Q1 资本开支环比回落较为明显，但绝对量仍明显高于近年平均水平。近日，腾讯、阿里等国内云厂商巨头纷纷发布 2025 年 Q1 财报，这些云厂商龙头公司的云服务收入及资本开支特别是在 AI 算力基础设施方面的开支受到市场广泛关注。2025 年 Q1 阿里云的营收增速为 18%，同时两大龙头厂商的资本开支较 2025 年 Q4 有着较大幅度的回落，引发了市场一定的担忧，但从绝对量来看，腾讯、阿里 Q1 资本开支分别达到 274.76 亿元、246.00 亿元，仍明显高于近年平均水平。

资本开支回落有供应链稳定问题，环比下滑更多是节奏而非趋势。针对云服务业绩表现平淡、资本开支环比回落问题，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭回应：“第一季度由于有春节，很多节奏并不像正常月份那么平均，参考性不大。许多新客户的需求真正大规模地上线可能在后面几个月才逐渐展开，目前全球 AI 供应链存在一些不确定性，但我们看到客户需求的增长是确定的。”在当下的 AI 产业趋势之下，资本开支回落有中美科技摩擦、算力芯片限制对华出口带来的供应链稳定问题，但我们认为更多是影响节奏而非趋势。

图表 13. 腾讯、阿里 2025 年 Q1 资本开支环比回落较为明显

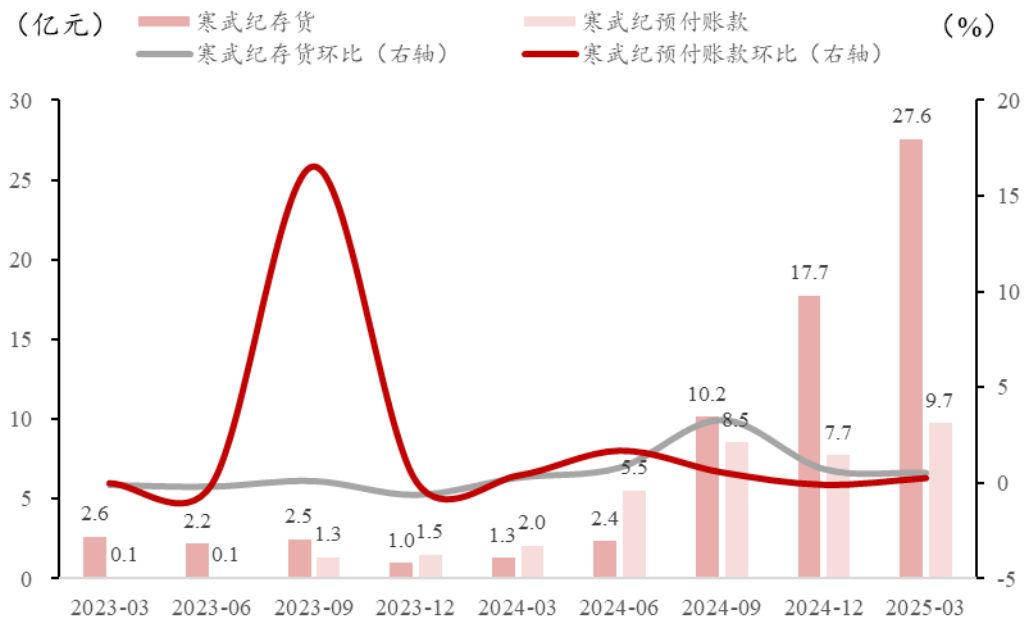


资料来源：万得，中银证券

美国加大对华算力芯片限制，短期或影响华为芯片出口，但国产算力芯片需求正在持续强化。近期，美国进一步加大对华算力芯片限制，美国商务部工业和安全局(BIS)废除了拜登政府时期签署的《人工智能扩散规则》并计划发布替代方案，以加强对全球半导体的出口管制。该机构同时发布三个指导意见，以加强对中国 AI 相关的出口管制。主要内容包括：第一，在全球任何地方使用华为昇腾芯片均违反美国出口管制规定；第二，警告公众，让美国 AI 芯片用于训练和推理中国 AI 模型可能带来潜在后果；第三，指导美国企业保护供应链，提防供应链转移的计策。

短期来看，这给国内部分依赖海外高端算力芯片的企业带来更多压力，但同时也给国产算力芯片厂商、算力租赁等行业带来机会，部分暂未被纳入限制名单的国产算力企业如寒武纪等反而迎来阶段性机会。截至 2025 年 3 月，寒武纪存货进一步增至 27.6 亿元，预付账款为 9.7 亿元，此前的供给不足压力有所缓解，订单需求维持相对旺盛。

图表 14. 2023 年 3 月-2025 年 3 月寒武纪存货及预付账款



资料来源：万得，中银证券

华为 Cloud Matrix 384 算力集群性能已不逊色于 GB200 NVL72。近期，华为云最新推出的 AI 算力集群解决方案 CloudMatrix 384 凭借系统架构设计与全栈技术创新，在多项关键指标上实现对英伟达旗舰产品 GB200 NVL72 的超越，标志着中国在人工智能基础设施领域实现里程碑式突破。尽管单芯片性能仍与英伟达 GB200 NVL72 存在一定差距，但其 Cloud Matrix 384 通过架构优化与集群协同，在集群算力规模（300PFLOPS vs 180PFLOPS）、总内存容量（49.2TB vs 13.8TB）等核心指标实现对 GB200 NVL72 的反超，任务并行处理效率显著提升，这一突破表明，国产算力正通过系统级创新弥补单芯片性能短板，为大规模算力基础设施建设提供可行方案。尽管在芯片制程工艺、生态软件适配等底层环节仍需突破，但集群化技术路径已初步验证国产算力的工程化应用能力，为后续全产业链自主可控奠定基础。

图表 15. 华为 Cloud Matrix 384 与英伟达 GB200 NVL72 性能对比

性能指标	华为 Cloud Matrix 384	英伟达 GB200NVL72
总内存容量 (TB)	49.2	13.8
内存带宽 (TB/s)	1,229	576
集群算力规模 (PFLOPS)	300	180
功耗 (W)	559,378	145,000

资料来源：新浪财经，中银证券

尽管腾讯、阿里 2025 年 Q1 资本开支环比回落较为明显，但绝对量仍明显高于近年平均水平，资本开支回落有中美科技摩擦之下供应链稳定的问题，环比下滑更多是节奏而非趋势。美国加大对华算力芯片限制，短期或影响华为芯片出口，但同时强化了国产算力芯片的需求，此前供给受限的部分算力芯片厂商如寒武纪等存货与订单均在稳步恢复之中，华为 Cloud Matrix 384 算力集群性能已不逊色于 GB200 NVL72。国产算力芯片正在从“能用”走向“好用”，关注算力芯片限制对华出口预期下相对受益的算力芯片、算力租赁等。

图表 16.中观行业比较表格

	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
电子	3	4	5	3	37	高配
计算机	4	4	3	2	34	高配
自动化设备	4	4	3	2	33	高配
新兴消费	3	2	5	4	33	高配
通信	3	4	5	1	33	高配
医药	4	3	2	2	29	高配
银行	2	2	5	3	28	高配
家用电器	3	2	3	3	28	高配
建材	2	2	5	3	28	高配
家具家居	2	3	4	2	28	高配
贵金属	2	3	4	2	28	高配
能源金属	3	2	4	2	28	高配
猪产业	3	1	3	5	27	标配
白酒	2	3	1	5	27	标配
国防军工	3	2	5	1	27	标配
传媒	3	2	5	1	27	标配
钢铁	2	1	4	5	26	标配
食品	2	3	2	4	26	标配
证券	3	2	2	3	26	标配
航运港口	4	3	0	2	26	标配
汽车	3	1	4	3	25	低配
石油石化	2	2	3	4	25	低配
社会服务	2	2	3	4	25	低配
建筑	2	2	4	3	25	低配
电力设备	2	2	5	2	25	低配
工程机械	2	2	3	3	25	低配
商贸零售	3	2	2	3	24	低配
纺织服装	3	3	2	1	24	低配
工业金属	2	1	3	4	24	低配
房地产	2	1	1	5	21	低配
煤炭	2	1	3	3	21	低配
公用事业	2	1	1	3	18	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*盈利预期赋分+2*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 5 月 16 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

本周 A 股市场主力资金净卖出 66.59 亿元，环比由净买入转净卖出。具体行业上，本周资金净流入最多的行业是汽车，资金净流入规模达 96.70 亿元，非银、交运分列二、三，资金净流入规模分别是 88.65 亿元和 72.53 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是 TMT 板块的计算机、电子和传媒。本周股票型 ETF 场内净赎回金额为 323.99 亿元，为连续第 4 周净赎回，当周净赎回较前周增加 198.23 亿元，单周净赎回规模创 3 个月以来最大。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是华夏上证科创板 50 成份 ETF、国联安中证全指半导体产品与设备 ETF、富国中证军工龙头 ETF、广发中证军工 ETF、华夏中证 A500ETF；减少最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞沪深 300ETF、易方达创业板 ETF、华夏上证 50ETF、易方达中证海外中国互联网 50ETF(QDII)、易方达沪深 300ETF，集中在核心指数领域。

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
汽车	96.70	267.17	138.06	459.59	机械设备	(5.06)	141.74	(69.59)	408.35
非银金融	88.65	39.17	(424.59)	(1070.17)	建筑材料	(8.39)	(9.31)	(9.47)	(51.54)
交通运输	72.53	64.00	(12.40)	(155.88)	社会服务	(9.37)	(66.60)	(112.83)	(152.50)
基础化工	68.34	87.08	(160.35)	(332.63)	钢铁	(12.30)	(19.37)	(42.03)	(38.58)
医药生物	41.59	(1.73)	(427.25)	(884.96)	环保	(13.44)	(25.18)	(59.63)	(137.45)
银行	41.20	82.57	168.24	319.33	家用电器	(14.79)	28.93	(108.97)	(27.62)
有色金属	29.98	0.28	(186.43)	(463.30)	农林牧渔	(17.99)	(73.18)	(146.65)	(256.06)
美容护理	20.11	46.48	44.66	27.38	电力设备	(19.37)	4.67	(454.15)	(718.12)
纺织服饰	11.55	37.12	26.45	85.41	房地产	(23.17)	(76.89)	(111.82)	(239.12)
建筑装饰	9.54	22.55	(63.08)	(189.00)	国防军工	(31.22)	90.75	(47.19)	(320.74)
煤炭	8.42	(14.60)	(72.46)	(136.04)	公用事业	(34.54)	(16.15)	(114.30)	(262.52)
石油石化	2.01	(19.90)	(115.87)	(181.96)	通信	(42.62)	(8.89)	(506.51)	(48.80)
轻工制造	1.44	39.29	(5.12)	36.81	传媒	(43.20)	(57.74)	(643.56)	(243.41)
综合	(0.35)	(8.95)	(16.21)	(2.31)	电子	(130.46)	(189.18)	(1292.07)	(1052.47)
商贸零售	(0.81)	(69.57)	(98.22)	76.67	计算机	(147.98)	(136.79)	(1299.90)	(760.14)
食品饮料	(3.61)	(50.83)	42.03	(26.37)					

资料来源: 万得, 中银证券; 数据截至 2025/5/16

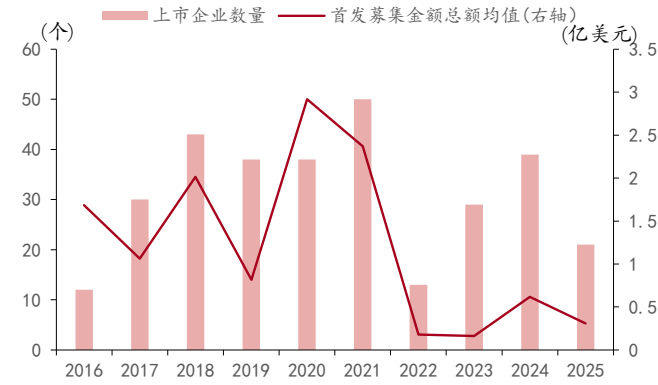
图表 18. 本周股票型 ETF 单周净赎回规模继续增加 (单位: 亿元)



资料来源: 通联数据, 中银证券

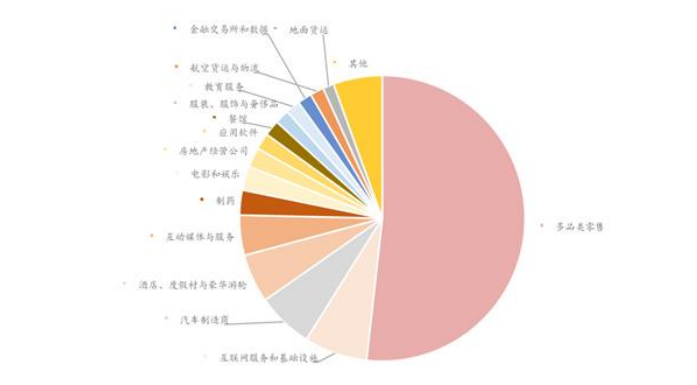
中概股问题再成为中美博弈筹码，港股承接预期和中国基本面韧性使部分投资者选择逆势布局。自2020年起，中美围绕中概股审计监管展开多轮博弈，经历退市威胁、法案出台与审计合作谈判，最终在2022年签署审计监管协议，阶段性化解退市危机。从行业分布看，在美中概股聚焦在新消费、科技、以及中高端制造等三类领域，多品类零售、互联网服务和基础设施、汽车制造商等占比较高。从上市节奏看，近年来中资企业赴美上市的数量较为稳定，平均融资规模较2021年开始呈现明显缩量，2025年至今赴美上市的中资股平均首发募资总额下滑，近三年中概股整体市值扩容明显放缓。

图表 19. 近年来赴美 IPO 中概股融资规模



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；截至 2025/5/15

图表 20. 美国中概股主要分布行业



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；截至 2025/5/15

根据《第二上市规则》测算符合赴港第二/双重主要上市的条件。已在港上市的中概股若面临美股强制退市，双重主要上市个股在港不会受到任何影响，第二上市个股的港股部分则自动转为主要上市，而港交所也将视情况给予其关于《上市规则》的宽限期。从历史上港、美两地上市的个股在美退市的案例来看，通常是提供 ADR 转换港股渠道作为在美退市方案，最后由港股承接大部分原先的美股交易与美股投资者。行业赴港 IPO 和再融资呈现出以下三条规律：1) AI 与机器人作为智能化浪潮的主旋律，不论是在 IPO 还是再融资上，港股市场是重要的融资路径；2) 新消费作为过去数年来港股融资的热门领域，当前依旧维持一定热度，融资案例绝对数量有所减少的情况下，明星项目仍不乏亮点；3) 海外具备一定收入敞口的有色金属行业，借助赴港 IPO 和再融资开辟新的发展平台和融资路径，提升资本运作效率的同时也能够增强其市场影响力，帮助公司更好地融入国际市场，吸引更多国际投资者的关注和合作，进一步提高国际化水平。

图表 21. 赴港上市规则

第二上市规则		双重主要上市规则	
同股同权	同股不同权	同股同权	同股同权
需为创新产业公司	需为创新产业公司	需为创新产业公司	发行人必须满足不少于 3 个会计年度的营业记录；至少前 3 个会计年度的管理层维持不变；至少经审计的最近一个会计年度的拥有权和控制权维持不变；以及以下三个条件之一：
主要上市所在的证券交易所是合格交易所的本中华地区发行人。	主要上市所在的证券交易所是认可证券交易所的本中华地区发行人一般禁止第二上市。	主要上市所在的证券交易所是合格交易所的本中华地区发行人。	(1) 盈利测试：在最近一个会计年度申请人盈利不得低于 3,500 万港元，及其前两年累计盈利不得低于 4,500 万港元。
上市时最低市值为 30 亿港元且在主要上市交易所上市至少 5 年并有良好的合规纪录；或上市市值小于 100 亿港元且在主要上市交易所上市至少 2 年并有良好的合规纪录。	特殊情况下按发行人的个别情况及有关个案的实际，个别考虑允许第二上市。上市时最低市值为 30 亿港元且在主要上市交易所上市至少 5 年并有良好的合规纪录。	上市时最低市值为 400 亿港元；或 100 亿港元及最近一个经审计会计年度的收益不少于 10 亿港元。且在主要上市交易所上市至少 2 年并有良好的合规纪录。	(2) 市值/收益/现金流测试：上市时市值至少为 20 亿港元；经审计的最近一个会计年度的收益至少为 5 亿港元；新申请人或其集团的拟上市的业务于前 3 个会计年度的现金流入合计至少为 1 亿港元。
			(3) 市值/收益测试：上市时市值至少为 40 亿港元；经审计的最近一个会计年度的收益至少为 5 亿港元。

资料来源：港交所，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