

# 策略周报

## 拥挤也仅可能是牛市中继

科技拥挤不代表行情结束，或仅为牛市中继。

- **成交拥挤指标背后的增量观测指标：是否还有更多的增量资金/成交额。**  
 A股“热门板块成交额占比到45%就会导致盘面变化”的内涵：不是阈值数字“45%”这个表面信号，而是数字背后进一步的“第一性”逻辑：增量资金是否还能覆盖拥挤交易的边际需求。“热门板块成交额占比到45%就会崩盘”并不是一个稳定、可机械套用的规律。真正需要衡量的，不是45%这个静态阈值，而是当交易集中度抬升到高位后，A股的增量资金是否还能继续覆盖拥挤板块股价进一步走强的边际要求。
- **什么叫“A股增量资金不够了”？**从交易层面看，所谓“增量资金不够了”，不是指市场绝对没有钱，而是指边际新增买盘不足以维持当前交易结构和价格结构。更具体地说，是以下三个层面的“缺口”同时或连续出现：1) 成交结构缺口。热门板块成交额占比持续抬升，本质上意味着少数板块或少数龙头虹吸越来越多交易额。只要总成交同步上台阶、并且还有新资金持续入场，这种集中度上升未必有问题；但如果集中度继续上升、总成交却无法同步扩张，就意味着市场进入更强的“存量挤压”状态，热门板块上涨越来越依赖内部换手和存量迁徙，而不是外部新增买盘。2) 承接能力缺口。热门板块在高位阶段需要更大的承接盘去消化三类抛压：前期获利盘、量化/短线交易资金、以及率先尝试风格均衡/切换资金。如果承接盘跟不上，就会出现典型的“放量但涨不动”甚至“放量下跌”。这是实务中更接近“增量资金不够”的微观表现。3) 资金供需缺口。不仅只看A股资金流入，还要看资金需求端。即便融资余额增加、公募发行改善，如果同时IPO、再融资、产业资本减持、ETF赎回扩大，那么净流入未必能支撑热门板块继续扩张。
- **仅用“45%”判断变盘不够严谨。**45%只是交易拥挤的表象，高不高要看它背后对应的是“业绩景气驱动的中枢抬升”，还是“增量资金跟不上、靠存量极致抱团硬撑”的脆弱结构。如果成交集中度上升，但全市场成交额停滞不前，甚至持续萎缩，那么市场的确是在进行存量博弈。少数热门方向不断吸走资金，其他板块被迫失血，交易结构越来越脆弱。在这种情况下，45%的高集中度可能意味着拥挤，甚至可能成为风险信号。成交集中度提高的同时，全市场成交额中枢也在持续抬升，那么市场看到的就不是存量博弈，而是增量资金驱动下的趋势扩张。此时45%不仅不是危险信号，反而可能只是彼时市场结构的正常状态。（如2006年11月、2014年12月）。前文所述，美国、韩股市成交额前5%个股成交额占比皆高，那么为什么此前中国A股、韩国股市、美国股市在5月底头部公司成交额占比都高的时候，仅中国A股率先出现调整？摒除基本面区别逻辑不谈，这或同样可以由增量资金的逻辑来解答，美、韩股市受益于全球流动性增量，在成交额前5%个股成交额占比升高过程中，仍有增量资金可以保护，而中国A股由国内流动性环境及增量资金所主导，当增量资金入市斜率低于成交集中的情况下，市场难以重复美韩经验，只能通过短期调整来实现阶段性均衡。
- **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

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
一周数据集锦 .....	7
风险提示 .....	13

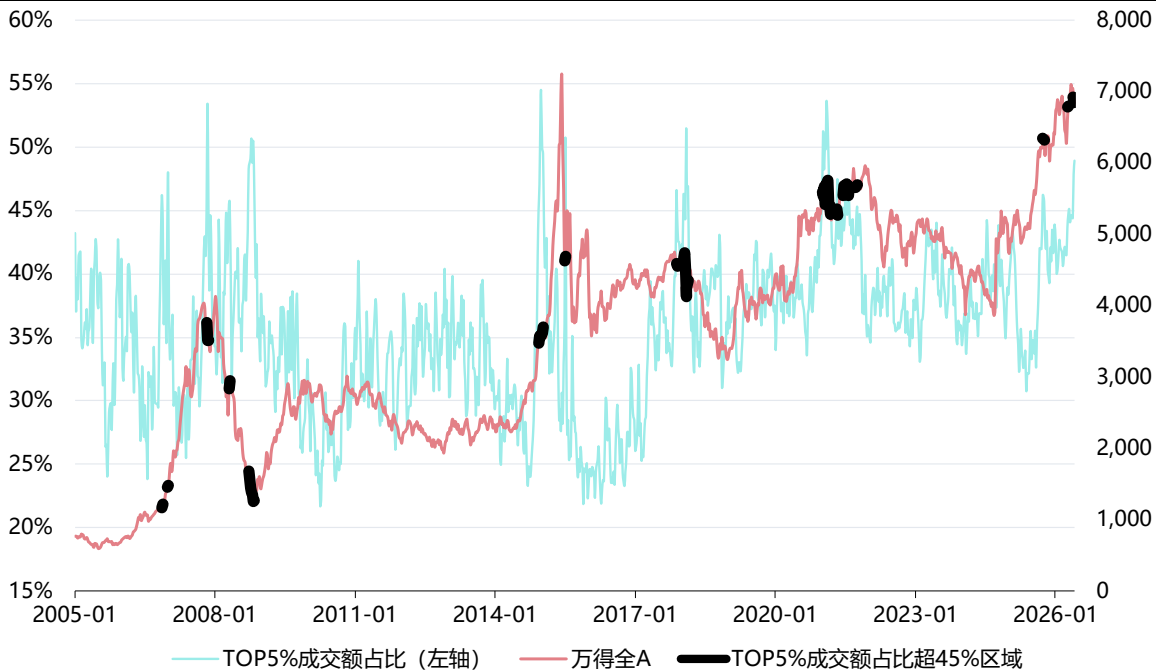
## 图表目录

图表 1. 成交额前 5% 个股成交额占比.....	4
图表 2. 2006 年 11 月, TOP5% 个股成交额占比触及高位后, 仅为牛市中继.....	5
图表 3. 2014 年 12 月, TOP5% 个股成交额占比触及高位后, 仅为牛市中继.....	5
图表 4. 成交额前 5% 个股换手率 (占自由流通市值) 情况.....	6
图表 5. 本周全球资产表现.....	7
图表 6. 当前金油比 44.49, 自本轮低点回升 39.5%.....	7
图表 7. 本周大盘价值表现相对占优.....	8
图表 8. 5 月 PMI 价格分项维持高位.....	8
图表 9. 最新美联储年内利率预期.....	8
图表 10. BOCIASIA 股情绪指标.....	9
图表 11. 万得全 A 三年滚动股权风险溢价.....	9
图表 12. 本周一级行业表现.....	10
图表 13. 本周二级行业表现 (前后 15).....	10
图表 14. 行业轮动强度继续修复, 科技成长方向仍为市场主线.....	10
图表 15. 科技成长内部延续分化, 资源周期方向表现分化.....	11
图表 16. AI 产业链内部延续分化, 算力基础设施方向表现相对占优.....	11

## 市场热点思考

近期 A 股市场最热门的话题之一，便是“成交额前 5% 个股成交额占比达到 45%”。不少投资者认为，只要这一指标突破 45%，就意味着市场即将发生牛熊转换，或者至少意味着成长风格见顶、高低切换开启。45% 仿佛成为了一条不可逾越的红线。

图表 1. 成交额前 5% 个股成交额占比



资料来源：万得，中银证券

对于成交拥挤，不必然导致市场巨变的传统辩驳逻辑包括：**1) 市场变了。**即，过去二十年，中国资本市场经历了多轮产业升级。市场的产业结构、投资者结构和资金结构都发生了深刻变化，每一轮产业浪潮都会推动市场交易资源向少数核心方向集中。集中度提高，本身并不是风险，很多时候，它恰是产业趋势强化的表现。**2) 海外不一样。**如美股、韩股等头部公司成交额占比中枢长期保持高位。

**成交拥挤指标背后的增量观测指标：是否还有更多的增量资金/成交额。**A 股“热门板块成交额占比到 45% 就会导致盘面变化”的内涵：不是阈值数字“45%”这个表面信号，而是数字背后进一步的“第一性”逻辑：**增量资金是否还能覆盖拥挤交易的边际需求。**“热门板块成交额占比到 45% 就会崩盘”并不是一个稳定、可机械套用的规律。真正需要衡量的，不是 45% 这个静态阈值，而是当交易集中度抬升到高位后，A 股的增量资金是否还能继续覆盖拥挤板块股价进一步走强的边际要求。

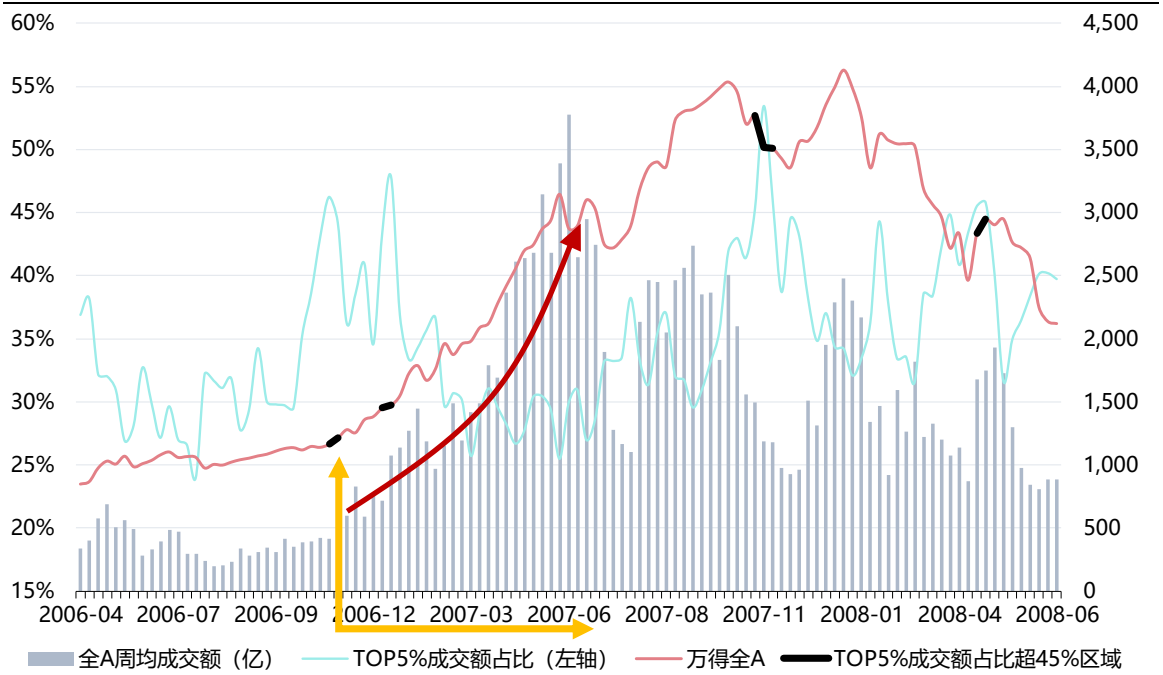
**什么叫“A 股增量资金不够了”？**从交易层面看，所谓“增量资金不够了”，不是指市场绝对没有钱，而是指边际新增买盘不足以维持当前交易结构和价格结构。更具体地说，是以下三个层面的“缺口”同时或连续出现：**1) 成交结构缺口。**热门板块成交额占比持续抬升，本质上意味着少数板块或少数龙头虹吸越来越多交易额。只要总成交同步上台阶、并且还有新资金持续入场，这种集中度上升未必有问题；但如果集中度继续上升、总成交却无法同步扩张，就意味着市场进入更强的“存量挤压”状态，热门板块上涨越来越依赖内部换手和存量迁徙，而不是外部新增买盘。**2) 承接能力缺口。**热门板块在高位阶段需要更大的承接盘去消化三类抛压：前期获利盘、量化/短线交易资金、以及率先尝试风格均衡/切换资金。如果承接盘跟不上，就会出现典型的“放量但涨不动”甚至“放量下跌”。这是实务中更接近“增量资金不够”的微观表现。**3) 资金供需缺口。**不仅只看 A 股资金流入，还要看资金需求端。即便融资余额增加、公募发行改善，如果同时 IPO、再融资、产业资本减持、ETF 赎回扩大，那么净流入未必能支撑热门板块继续扩张。

这也是为什么仅用“45%”判断变盘不够严谨。45% 只是交易拥挤的表象，高不高要看它背后对应的是“业绩景气驱动的中枢抬升”，还是“增量资金跟不上、靠存量极致抱团硬撑”的脆弱结构。

如果成交集中度上升，但全市场成交额停滞不前，甚至持续萎缩，那么市场的确是在进行存量博弈。少数热门方向不断吸走资金，其他板块被迫失血，交易结构越来越脆弱。在这种情况下，45%的高集中度可能意味着拥挤，甚至可能成为风险信号。

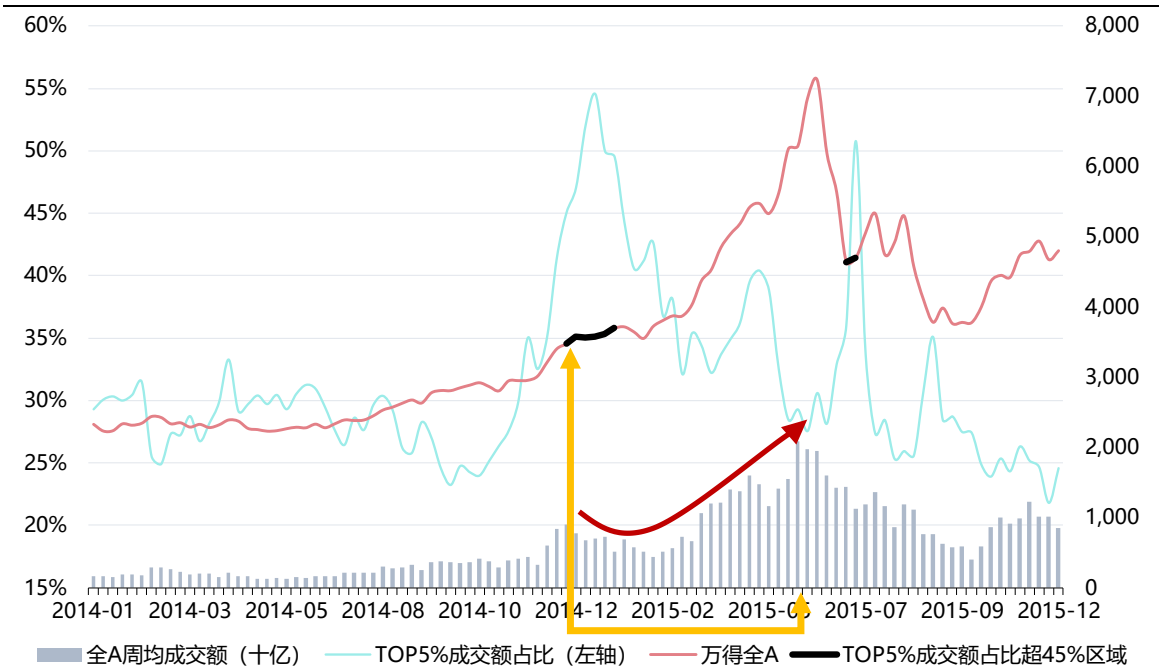
但如果情况相反，成交集中度提高的同时，全市场成交额中枢也在持续抬升，那么市场看到的就不是存量博弈，而是增量资金驱动下的趋势扩张。此时 45% 不仅不是危险信号，反而可能只是彼时牛市的一个中继信号。（如 2006 年 11 月、2014 年 12 月）。

图表 2. 2006 年 11 月，TOP5% 个股成交额占比触及高位后，仅为牛市中继



资料来源：万得，中银证券

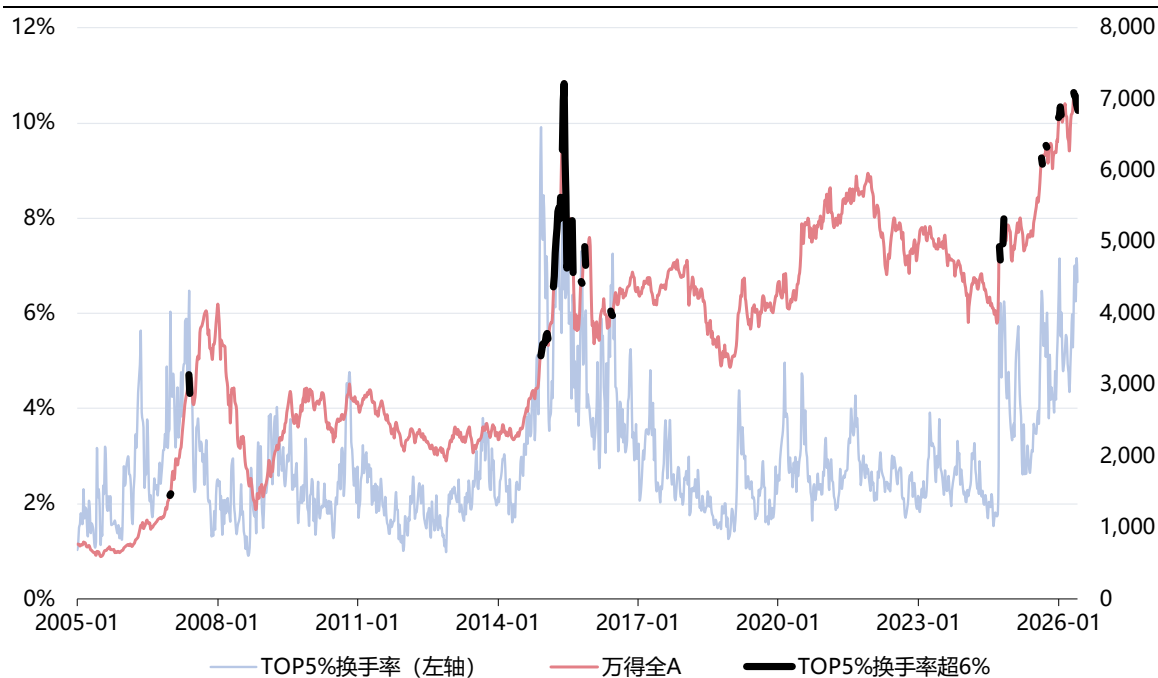
图表 3. 2014 年 12 月，TOP5% 个股成交额占比触及高位后，仅为牛市中继



资料来源：万得，中银证券

前文所述，美国、韩股市成交额前5%个股成交额占比皆高，那么为什么此前中国A股、韩国股市、美国股市在5月底头部公司成交额占比都高的时候，仅中国A股率先出现调整？摒除基本面区别逻辑不谈，这或同样可以由增量资金的逻辑来解答，美、韩股市受益于全球流动性增量，在成交额前5%个股成交额占比升高过程中，仍有增量资金可以保护，而中国A股由国内流动性环境及增量资金所主导，当增量资金入市斜率低于成交集中的情况下，市场难以重复美韩经验，只能通过短期调整来实现阶段性均衡。

图表 4. 成交额前5%个股换手率（占自由流通市值）情况



资料来源：万得，中银证券

## 一周数据集锦

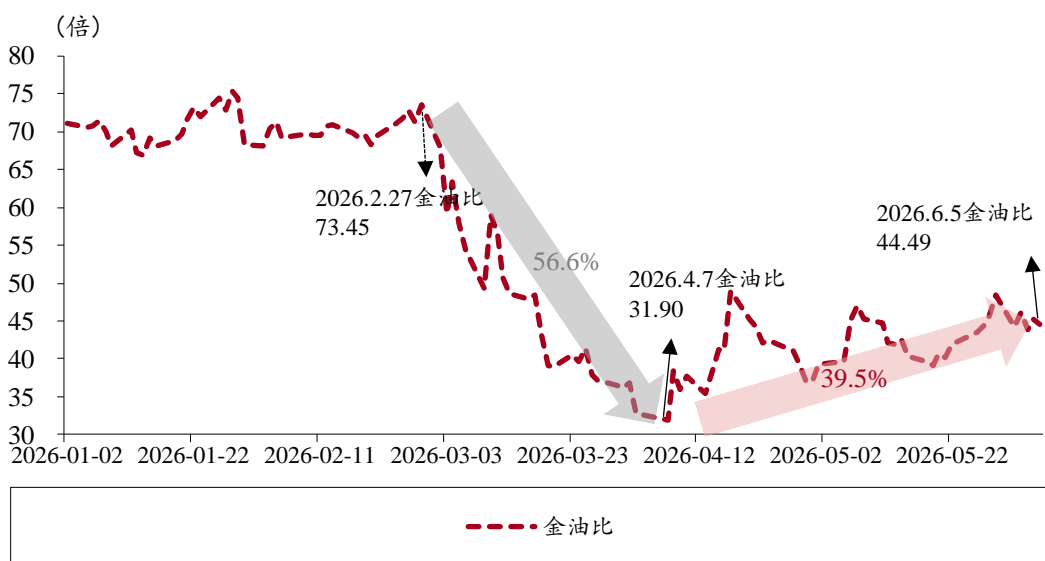
本周全球主要股指多数走弱，布油价格有所上行。当前金油比 44.49，自本轮高点回落 56.6%，自 4 月 7 日本轮低点修复 39.5%。

图表 5. 本周全球资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	6月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(2.24)	(2.24)	7.34
	MSCI新兴市场	(1.99)	(1.99)	22.29
	标普500	(2.59)	(2.59)	7.86
	日经指数	0.39	0.39	32.28
	斯托克指数	(0.11)	(0.11)	5.94
	韩国综指	(3.72)	(3.72)	93.65
	万得全A	(1.17)	(1.17)	6.81
	恒生指数	(0.88)	(0.88)	(2.61)
汇	美元指数	1.17	1.17	1.84
	美元兑人民币	(0.03)	(0.03)	(3.03)
	美元兑日元	0.67	0.67	2.33
	欧元兑美元	(1.20)	(1.20)	(1.92)
商	CRB商品	(1.07)	(1.07)	25.98
	LME铜	(0.87)	(0.87)	8.81
	布伦特原油	4.57	4.57	55.98
	伦敦金现	(3.98)	(3.98)	1.33
债	10Y美债收益率(Bps)	10.00	10.00	37.00
	10Y国债收益率(Bps)	1.17	1.17	(12.66)

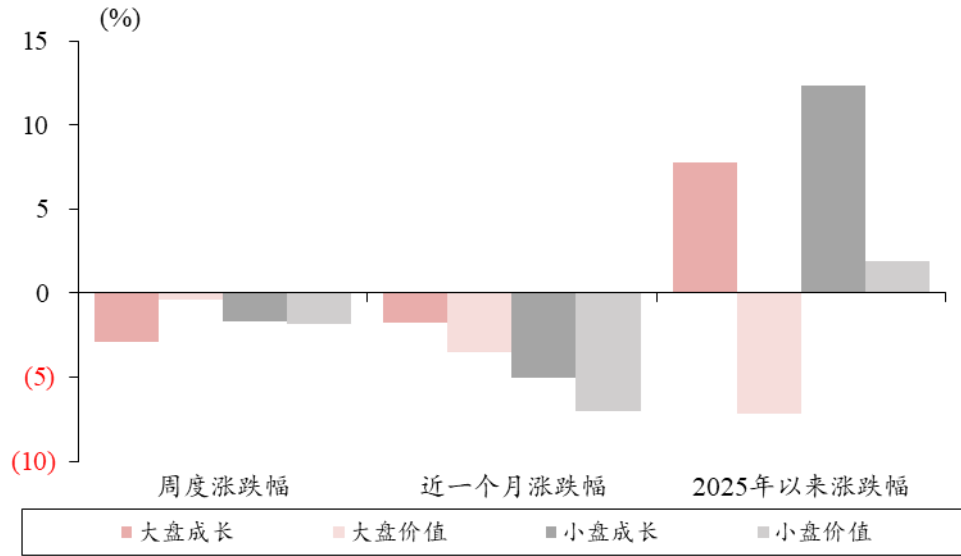
资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 6 月 5 日）

图表 6. 当前金油比 44.49，自本轮低点回升 39.5%



资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 6 月 5 日）

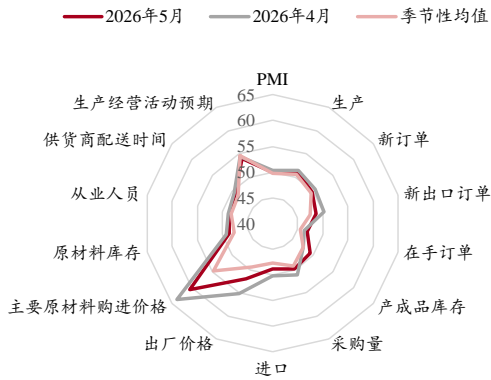
图表 7. 本周大盘价值表现相对占优



资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年6月5日）

5月PMI价格分项依旧维持相对高位，当前市场对于美联储年内利率中枢的主流预期为维持当前利率水平。

图表 8. 5月PMI价格分项维持高位



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 最新美联储年内利率预期

Target Rate (bps)	Probability (%)			
	Now*	1 Day 4 6 月 2026	1 Week 29 5 月 2026	1 Month 6 5 月 2026
300-325	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%
325-350	2.20%	2.20%	0.20%	12.40%
<b>350-375 (Current)</b>	<b>47.40%</b>	<b>47.40%</b>	<b>54.60%</b>	<b>70.60%</b>
375-400	38.20%	38.20%	36.40%	15.50%
400-425	10.90%	10.90%	8.10%	0.80%
425-450	1.30%	1.30%	0.70%	0.00%
450-475	0.10%	0.10%	0.00%	0.00%

资料来源：万得，中银证券（截至2026年6月6日）

截至6月5日周五，BOCIASI慢线情绪由5月29日周五的74.2%变动至73.2%，快线情绪由36.6%下滑至36.5%。

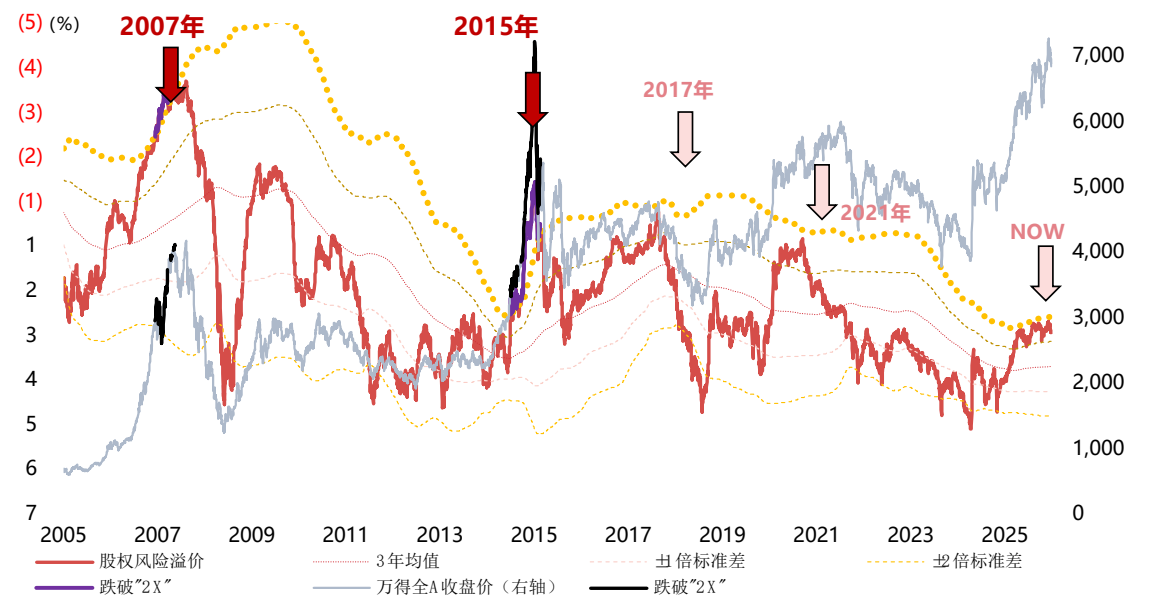
图表 10. BOCIASI 股情绪指标



资料来源：万得，中银证券

截至6月5日周五，万得全A股权风险溢价(ERP)为2.45%，较5月29日上涨0.01Pct，万得全A指数报6846.51，3年滚动2倍标准差(逆序)上沿对应理论值为7532.28，空间为9.1%。

图表 11. 万得全A 三年滚动股权风险溢价



资料来源：万得，中银证券



图表 15. 科技成长内部延续分化，资源周期方向表现分化

证券代码	证券简称	区间涨跌幅		区间涨跌幅		区间涨跌幅		区间涨跌幅		区间涨跌幅	
		[区间首日] 2026-01-01		[区间首日] 2026-02-01		[区间首日] 2026-03-01		[区间首日] 2026-04-01		[区间首日] 2026-05-01	
		[区间尾日] 2026-01-31	[区间尾日] 2026-02-28	[区间尾日] 2026-03-31	[区间尾日] 2026-04-30	[区间尾日] 2026-05-31	[区间尾日] 2026-06-01				
		[单位] %	[单位] %	[单位] %	[单位] %	[单位] %	[单位] %	[单位] %	[单位] %	[单位] %	
CI005844.WI	云服务	18.6261	6.2338	-18.0113	5.4174	-9.0837	-1.7769				
CI005834.WI	半导体	18.6338	-1.3021	-15.2214	28.2872	17.7166	-2.6567				
CI005835.WI	元器件	2.0380	13.6105	-15.1000	32.6177	36.6371	0.0143				
CI005842.WI	计算机设备	-0.1620	0.2996	-11.4315	16.1155	3.4760	-2.0196				
CI005843.WI	计算机软件	7.9721	-0.3435	-15.8991	3.8007	-5.9918	-1.4026				
CI005181.WI	通信设备	6.7339	-0.4252	1.0605	25.9295	23.3815	4.3366				
CI005837.WI	消费电子	-1.0037	4.3071	-9.8451	28.0732	10.9988	-1.0625				
CI005122.WI	造纸	4.0513	3.7857	-9.0298	3.5718	-8.7938	-1.8663				
CI005823.WI	食品	0.7618	0.7164	-2.3236	3.7946	-6.6911	-3.8177				
CI005822.WI	饮料	-4.7876	-1.6413	-3.5172	4.9322	-2.2480	-2.4747				
CI005154.WI	生物医药	0.9999	-2.7339	-4.9790	-0.8492	-6.7929	-6.1991				
CI005156.WI	酒类	1.1974	0.5648	-2.7472	-3.5481	-5.5234	-4.5176				
CI005144.WI	酒店及餐饮	5.6311	1.7367	-8.3336	-1.6459	-14.7623	-1.4788				
CI005802.WI	家居	7.4383	0.7114	-10.5501	-0.2928	-5.5962	-0.5939				
CI005143.WI	旅游及休闲	-1.4574	-7.0988	-9.6900	-4.9604	-8.1327	-2.4144				
CI005160.WI	畜牧业	-2.4119	0.4846	-6.2343	3.5950	-12.9179	-5.5891				
CI005145.WI	白色家电	-1.3289	0.3044	-4.2625	5.4185	-1.1164	-0.0396				
CI005136.WI	乘用车	-5.4124	-0.2065	0.9916	-2.1669	-11.1583	-3.9092				
CI005810.WI	新能源动力系统	-3.3933	0.2269	8.2708	11.9564	-3.0423	-4.6919				
CI005134.WI	兵器兵装	-0.5009	3.9632	-12.3841	-0.6604	-8.5571	-2.9289				
CI005133.WI	航空航天	4.4711	6.4922	-13.4462	3.3865	-12.9625	1.6280				
CI005138.WI	汽车零部件	0.7778	2.8777	-13.4782	4.6269	-2.2423	0.1392				
8841877.WI	商业航天	2.0304	3.5300	-13.1420	5.3948	-10.4780	1.3390				
CI005124.WI	工程机械	0.9769	7.8844	-15.7188	2.9457	-8.0306	0.4158				
CI005172.WI	航运港口	5.2301	9.6170	-1.1409	-1.1789	-2.9356	-1.3335				
CI005104.WI	煤炭开采洗选	7.9212	7.3167	2.2931	6.3698	-2.7354	7.2033				
CI005107.WI	工业金属	21.7468	-1.2053	-18.3872	5.4250	-4.4050	-2.9380				
CI005106.WI	贵金属	53.9024	-10.8917	-10.2457	-7.7673	-14.1217	-2.5807				
CI005101.WI	石油开采	13.8395	1.3353	10.6315	-0.7933	-13.3813	0.6087				
CI005187.WI	油服工程	23.4310	2.5557	-9.8566	3.5293	-8.9437	6.2762				
CI005102.WI	石油化工	13.6440	1.8567	-13.8860	8.7757	-14.9084	2.7919				
CI005188.WI	稀有金属	16.2901	14.9125	-18.0712	18.1835	-7.9109	-0.7345				
CI005152.WI	化学制药	1.6752	-0.2753	0.8448	0.1314	-8.2478	-4.6236				
CI005191.WI	化学纤维	13.3328	0.1064	-9.8028	8.4279	-11.0691	2.4086				
CI005190.WI	特钢	7.4429	12.3843	-17.3613	5.9441	-10.5357	-4.4316				
CI005111.WI	普钢	5.3401	7.8917	-15.4927	-0.7002	-9.4512	-1.6136				
CI005168.WI	房地产开发和运营	5.1729	-0.0319	-11.2468	7.9334	-5.3953	-2.9327				
CI005165.WI	证券	-1.4897	-2.0840	-11.7909	4.7822	-4.3106	-1.5500				
CI005166.WI	保险	1.3291	-6.8730	-11.3813	3.3133	-9.7254	-1.2775				
CI005163.WI	国有大型银行	-8.9789	-2.9801	7.8298	-0.7860	-2.3060	1.7149				
CI005164.WI	全国性股份制银行	-8.3129	0.5154	2.2420	-3.2146	-0.5177	0.9113				

资料来源：万得，中银证券

本周 AI 产业链整体呈现震荡回调趋势，产业链内部仅光模块、铜连接保持上涨，其余 AI 端侧、AI 应用、云服务、国产算力等均出现回调，科技板块内部行情进一步集中化。

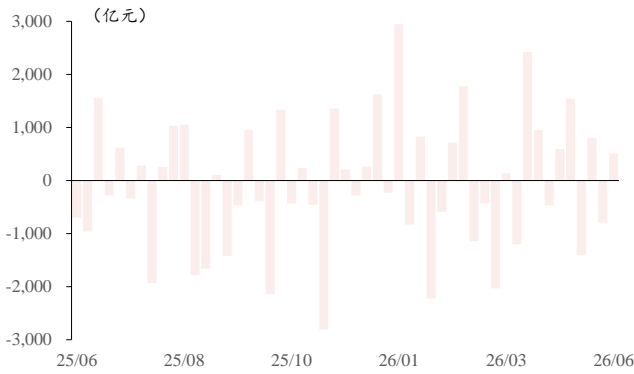
图表 16. AI 产业链内部延续分化，算力基础设施方向表现相对占优

板块	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	2026 年以来涨跌幅 (%)	2025 年年报归母净利润增速 (%)	预测 PEG
光模块	3.90	3.90	118.81	117.93	2.1799
PCB	-0.73	-0.73	132.03	61.80	0.9515
高速铜连接	4.17	4.17	53.73	29.23	0.8526
服务器	-2.79	-2.79	17.67	18.97	0.8365
存储芯片	-0.09	-0.09	73.01	31.83	1.8094
国产算力	-3.74	-3.74	32.26	105.59	1.4857
AI 电力	-6.14	-6.14	38.65	3.06	1.9572
AIDC 及云服务	-4.05	-4.05	21.28	204.18	-0.5812
基础大模型	-4.59	-4.59	-7.60	76.44	1.3542
AI agent	-1.49	-1.49	-2.15	510.57	1.2031
AI 医疗	-4.02	-4.02	-16.59	-515.82	-32.8277
AI 编程	-5.79	-5.79	40.35	33.18	1.0550
AI 广告	-5.24	-5.24	24.57	176.69	4.5967
AI 端侧	-4.51	-4.51	0.71	47.02	0.6267

资料来源：万得，中银证券；注：数据统计时间截至 2026 年 6 月 05 日

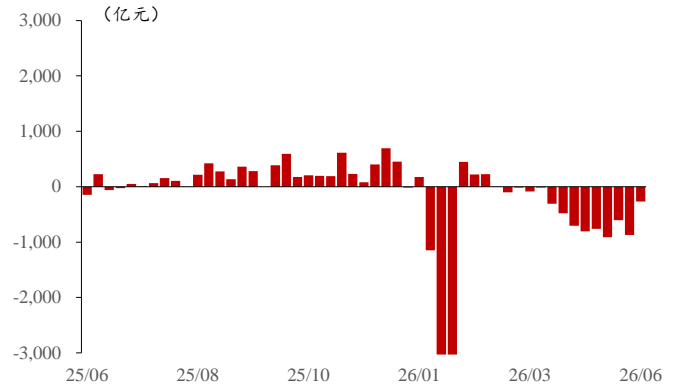
本周 A 股市场主力资金净买入 509.45 亿元，环比由净卖出转净买入。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是电子，资金净流入规模达 414.41 亿元；通信、机械设备分列二、三，资金净流入规模分别是 400.63 亿元和 187.19 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是公用事业、电力设备和医药生物。本周股票型 ETF 场内净赎回金额 269.21 亿元，为连续第 13 周净赎回，环比较前周减少 602.83 亿元。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是国泰中证全指通信设备 ETF、国泰中证煤炭 ETF、广发中证全指电力公用事业 ETF、华夏创业板人工智能 ETF、易方达中证 A500ETF；减少最多的五只 ETF 分别是富国中证港股通互联网 ETF、国泰中证半导体材料设备主题 ETF、华夏恒生科技 ETF(QDII)、鹏华中证细分化工产业主题 ETF、华夏国证半导体芯片 ETF。

图表 17. 本周主力资金转为净流出



资料来源：通联数据，中银证券

图表 18. 本周股票型 ETF 扩大净赎回



资料来源：通联数据，中银证券

图表 19. 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	414.41	2459.91	4873.36	5644.35	综合	(4.85)	(35.17)	(42.26)	(25.90)
通信	400.63	634.72	1626.51	2441.57	建筑装饰	(5.71)	(185.52)	(173.68)	(204.21)
机械设备	187.19	374.92	670.87	1755.19	房地产	(9.07)	(12.51)	55.77	(66.49)
基础化工	147.51	(27.40)	(87.92)	510.34	商贸零售	(10.35)	(37.26)	(119.95)	(210.69)
煤炭	54.18	46.93	16.65	100.61	社会服务	(12.43)	(56.44)	(134.06)	(213.46)
汽车	35.44	(172.06)	(183.17)	(294.69)	农林牧渔	(21.73)	(140.40)	(254.38)	(412.95)
有色金属	27.53	(531.70)	(791.14)	(409.37)	计算机	(30.48)	(619.10)	(664.70)	(444.06)
国防军工	25.08	(369.63)	(640.63)	133.68	传媒	(32.41)	(297.49)	(576.20)	(522.98)
银行	21.58	(38.32)	(161.61)	(769.09)	交通运输	(35.87)	(137.14)	(247.04)	(331.95)
轻工制造	13.84	(34.49)	85.11	248.60	建筑材料	(46.07)	(29.45)	112.50	297.03
环保	13.19	(71.32)	(39.94)	(55.01)	食品饮料	(77.19)	(153.01)	(243.13)	(518.07)
石油石化	9.18	(80.42)	(363.89)	15.54	非银金融	(116.25)	(477.15)	(962.97)	(1742.14)
纺织服饰	3.71	(18.75)	(1.41)	14.02	医药生物	(117.01)	(440.00)	(609.72)	(1261.96)
家用电器	(0.65)	(74.53)	(16.69)	(251.97)	电力设备	(152.18)	(385.78)	(436.61)	343.99
钢铁	(0.88)	(101.13)	(182.64)	(62.04)	公用事业	(168.88)	139.43	155.42	49.05
美容护理	(2.01)	(20.51)	(34.81)	(58.15)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/6/5

## 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