



這麼貴的人工智能還能買嗎？

策略周報

萬得人工智能指數自 7.18 創業板回升以來累計漲幅達 18%，龍頭估值達到歷史高位，人工智能是否還具備上升空間？

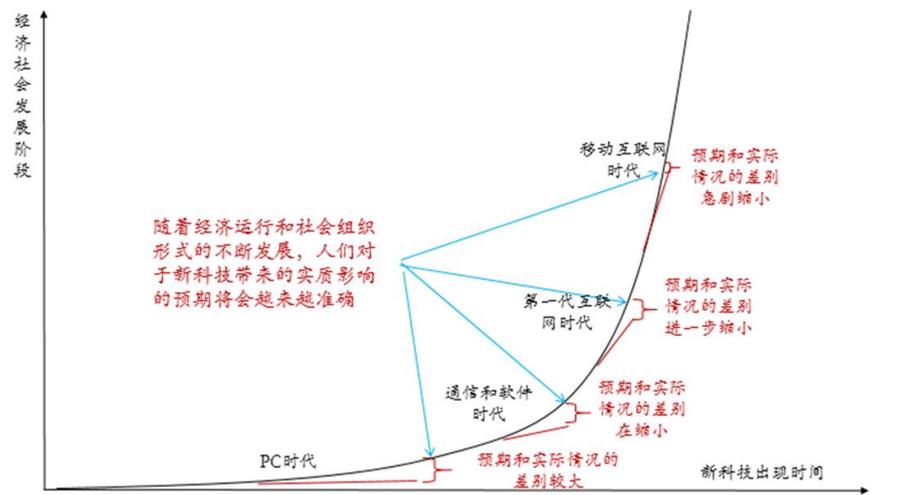
- **本期話題：這麼貴的人工智能還能買嗎？**我們 6.28 中期策略發布的“人工智能”組合累計淨值 1.22（同期創業板為 1.00），我們 8.7 發布的“智能科技”組合累計淨值 1.11（同期創業板為 1.05），其中人工智能龍頭科大訊飛自 6.28 以來漲幅為 64%，PE 已達 256 倍。萬得人工智能指數 PE 為 59 倍已經顯著大於創業板 PE（41 倍）。那麼這麼貴的人工智能，還能買嗎？
- **人工智能作為新科技的代表，“貴”的原因在於價值決定估值。**科技對於經濟發展的推動力顯著加強，新科技的價值因而大幅上升，價值決定其估值，作為新科技的典型代表人工智能股票的估值會顯得比較“貴”。
- **當前兩融餘額連續 3 月上升市場情緒逐步回暖，支持人工智能估值上升。**人工智能目前處於產業的初創階段，估值受市場影響明顯。5 月以來兩融餘額持續上升市場情緒上升支持人工智能估值上升。
- **建議關注“真正的”人工智能標的，同時也建議關注“人工智能+”領域相關標的。**人工智能領域，只有“真正的”人工智能標的才會真正享有人工智能紅利；“人工智能+”建議關注智慧醫療、智慧城市、智慧交通等領域標的。具體標的請見正文。
- **市場判斷：未來三個月市場沒有大的風險，創業板趨勢已經明朗。**估值上看，主板估值 16，歷史中位數 35；中小板估值 38，歷史中位數 46；創業板估值 50，歷史中位數 55，當前估值均低於歷史中位數；外部監管上看，金融監管和去杠杆的影響因素並沒有太多變化；經濟上看，經濟失速的風險較少，不會帶來大的風險。綜合以上三個因素，未來三月市場沒有太大風險，因此建議後續還是應該積極樂觀，我們繼續看好創業板。同時，中報顯示創業板本身的內生業績增速也在向好，創業板業績承諾的數量和金額的高峰期也已過，兩融餘額從 5 月份至今持續上升，市場情緒持續升溫，這些內在因素和外條件均支持創業板繼續向好。
- **組合回顧：行業組合和個股組合均弱於市場。**“老佛爺”行業組合絕對收益 0.81%， “老佛爺”個股組合絕對收益 1.16%，表現處於弱勢，年初以來個股組合收益淨值為 1.25。
- **行業配置：計算機（10%）、傳媒（10%）、通信（10%）、環保（20%）、農業（20%），證券（20%）、保險（10%）。**個股見正文。

本周话题：這麼貴的人工智能還能買嗎？

人工智能自 7.18 創業板回升以來，累計漲幅達 18%，PE 為 59 倍，同期創業板漲幅為 9%，PE 為 41 倍。其中，人工智能龍頭科大訊飛同期漲幅為高達 54%，PE 達到了 256 倍，已是歷史高點。人工智能估值整體超過創業板估值不少，同時龍頭估值達到歷史高位。那麼這麼貴的人工智能，還能買嗎？

人工智能作為新科技的代表，“貴”的原因在於其價值決定估值。在上世紀 60 年代，隨著以計算機為代表的第三次科技革命的發生，科技對於經濟發展的推動力顯著加強，經濟對於勞動力、資本等有形資源的依賴下降，更多的倚重技術所帶來的效率提高，新科技的價值因而大幅上升。價值決定估值，這解釋了為什麼新科技的估值會顯著高於那些更注重資源的傳統行業。此外，由於人們對於新科技價值的判斷越來越準確，使得估值抬升的速度越來越快。

圖表 1. 歷史上新科技越來越貴

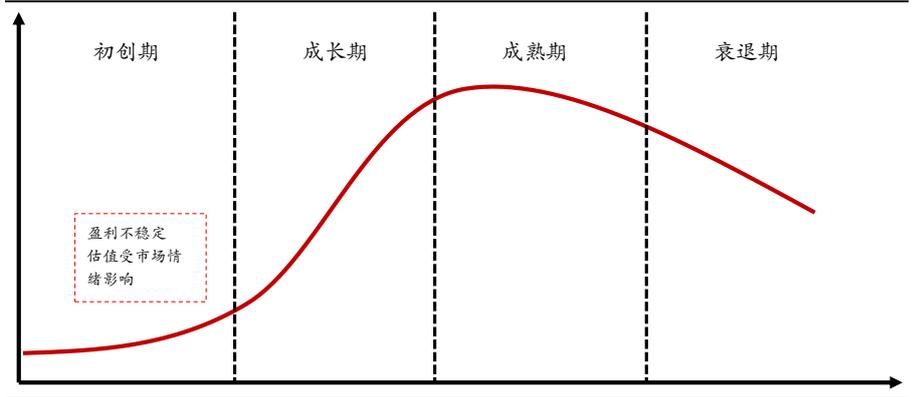


資料來源：中銀證券

綜合來看，新科技公司的估值較高、並且高估值階段來的越來越早，是由其自身價值以及社會發展共同決定的，是一個正常現象，人工智能作為當前高科技的典型代表，估值貴並不是一個異常現象，其高估值並不影響超額收益回報。

一般產業發展階段分為 4 個階段，即初創期、成長期、成熟期和衰退期，初創期企業盈利不夠穩定，估值難以確定。產業發展階段生命週期是每個產業都要經歷的一個由成長到衰退的演變過程。初創期由於新產業剛剛誕生或技術剛剛出現還未成熟，只有為數不多的創業公司投資於這個新興的產業。由於初創階段行業的投資和產品的研究、開發費用較高，而產品市場需求狹小（因為大眾對其尚缺乏瞭解）或是技術不夠成熟，導致銷售收入較低並有波動，因此這個階段企業盈利不夠穩定，估值也難以確定。在初創階段後期，隨著行業生產技術的提高、生產成本的降低和市場需求的擴大，新行業便逐步由高風險低收益的初創期轉向高風險高收益的成長期。

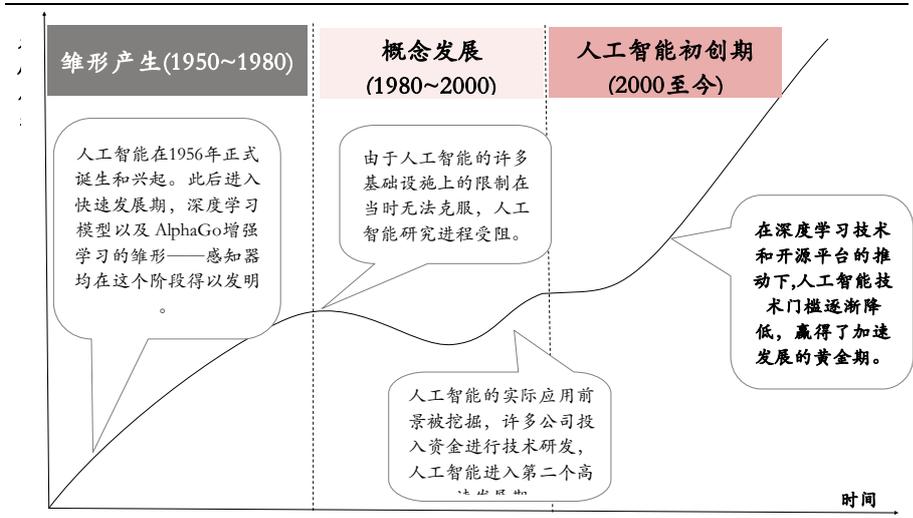
圖表 2. 產業成長的四個階段



資料來源：中銀證券整理

人工智能產業目前處於產業的初創期。上世紀 80 年代以前是最初的雛形產生階段，人工智能概念初次誕生，深度學習和增強學習雛形出現，但由於計算能力有限、缺乏數據支持以及基礎框架不完善，人工智能發展首次陷入瓶頸。在隨後的發展階段（1980~2000 年），人工智能的應用前景被挖掘，人工智能產業初步形成，但第五代計算機發展背離方向，導致發展速度緩慢。在如今的人工智能初創期，人工智能在深度學習技術和開源平臺的推動下進入發展黃金期，算法和計算能力兩大行業驅動力快速發展，人工智能產業初創期終現端倪。

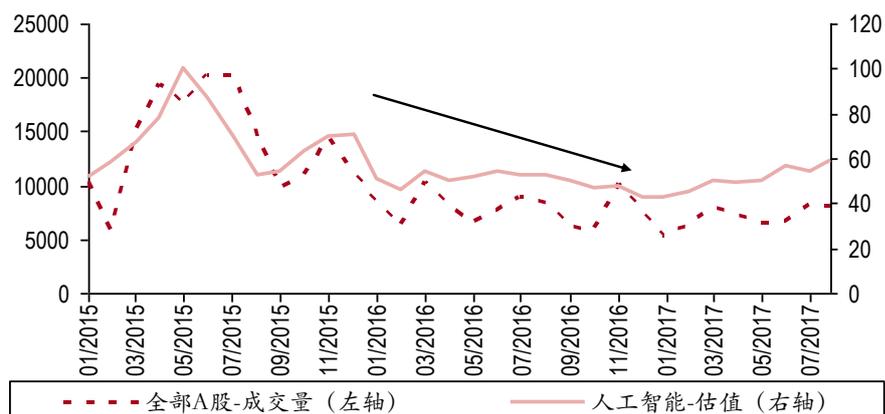
圖表 3. 人工智能發展階段



資料來源：互聯網，中銀證券整理

人工智能處於產業初期估值具有彈性，受市場偏好影響起伏。當前人工智能處於產業初期，業績並不穩定，因此估值受到市場情緒的而起伏。下圖我們可以看到在市場成交量高（市場情緒高）的 2015 年 3 月到 2015 年 7 月，人工智能的估值處於高位；此後市場成交量逐漸下降（市場情緒降低），人工智能估值也在逐步降低。

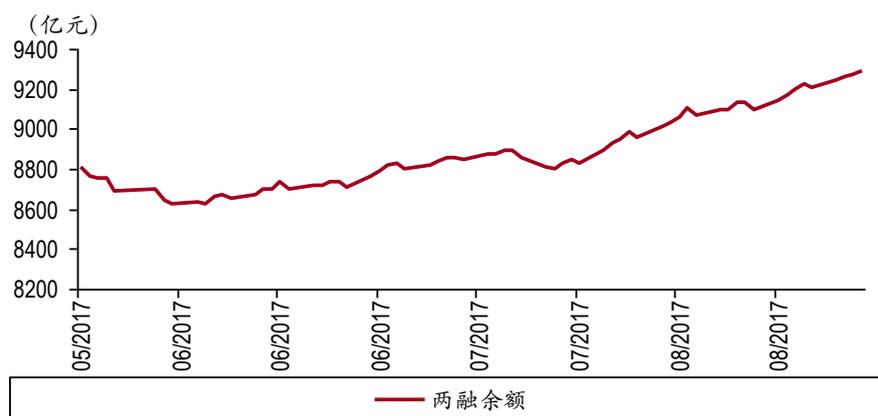
圖表 4. 人工智能產業初期估值與市場情緒關係



資料來源：中銀證券

當前兩融餘額已連續 3 月逐步提高市場情緒趨好，這對人工智能估值是有力支撐。自今年六月份以來兩融餘額持續上升，從 6 月份的 8,600 多億上升至 9 月份的 9,200 多億。市場情緒的提升，將有力支撐人工智能的估值。

圖表 5. 兩融餘額逐月遞增，市場偏好好轉



資料來源：萬得，中銀證券

雖然市場情緒升溫對人工智能的估值是一個有力支撐，但是我們依然需要在人工智能相關概念公司中尋找真正的人工智能標的，才能真正享有人工智能紅利。

什麼樣的公司是“真正的”人工智能標的公司？通過研究，我們發現真正的人工智能標的公司是具有內生的人工智能技術特徵的。表現在以下方面：**1、人工智能業務收入占比較高。2、外延收購標的主要是人工智能相關的標的。3、公司對人工智能的方向具有明確的發展的規劃。**

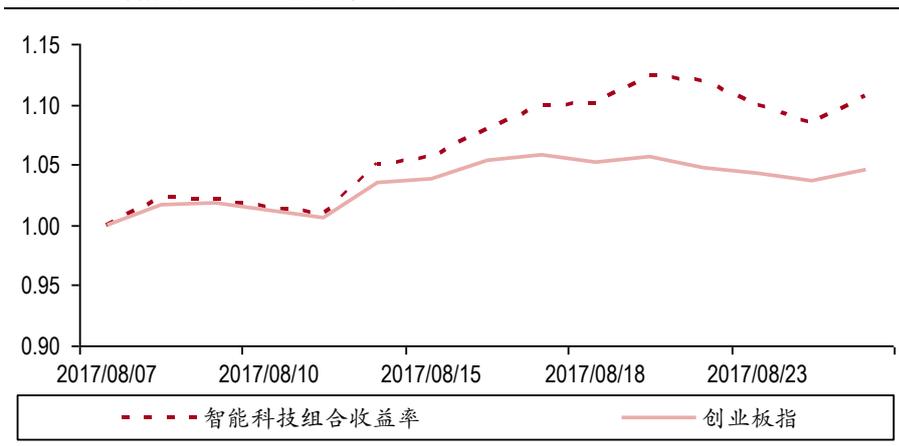
下表是我們根據以上標準，對上面我們給出的幾個層面標的在以上 3 個方面的一個簡略統計。（說明：人工智能發展熱情指標標明公司在年報中對人工智能方向的明確程度。）

圖表 6. “真正的” 人工智能公司和人工智能概念公司比較

人工 智能 層級	標的	人工智能標的性質	人工智能業務 收入占比	近三年收購/增資的標的	人工智能發展熱情
基礎層	浙大網新	“真”的 人工智能	約 40%	華通雲數據（雲計算）、趣鏈科技（區塊鏈）	★★★★☆
	中科曙光	“真”的 人工智能		天津海光（專注于技術領域的國資投資公司）	★★★★☆☆
	中國長城	人工智能 概念		通信設備類公司為主	★★☆☆☆
	海得控制	人工智能 概念		海得新能源(電力新能源)	★☆☆☆☆
技術層	科大訊飛	“真”的 人工智能	80%以上	上海瑞元（信令分析系統）、樂知行（人工智能+ 教育）	★★★★★
	海康威視	“真”的 人工智能	30%-50%	智能系統、海康機器人	★★★★☆
	長電科技	人工智能 概念		半導體設備公司為主	★☆☆☆☆
	網宿科技	人工智能 概念		CDNW（內容分發服務）、綠星雲（公有雲）	★★☆☆☆
應用層	佳都科技	“真”的 人工智能		華之源（智能化系統）、方緯科技（智能交通）、 雲從公司（人工智能）	★★★★★
	科大智能	“真”的 人工智能	約 50%	機械、機器人、電子儀器類公司為主	★★★★★
	科遠股份	人工智能 概念		工業、機械類公司為主	★★☆☆☆
	勁拓股份	人工智能 概念			★★☆☆☆

資料來源：萬得，中銀證券

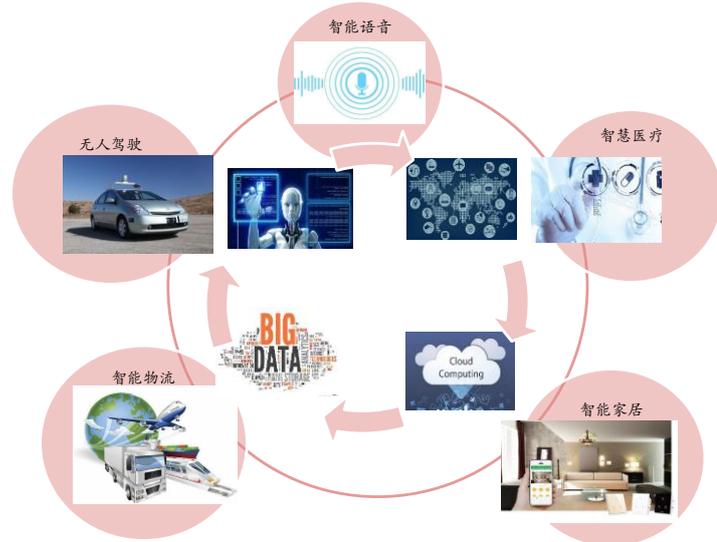
自 8.7 號《為什麼科技股越來越貴》中推薦“智能科技”組合以來，“智能科技”組合累計淨值為 1.11(同期創業板累計淨值為 1.05)。具體的“智能科技”標的請參見 8.7 號《為什麼科技股越來越貴》文章。

圖表 7. “智能科技” 組合累計淨值


資料來源：萬得，中銀證券

“人工智能+” 將來是一個更廣闊的市場。隨著人工智能的縱深發展不斷取得突破，橫向發展的場景應用將為其真正爆發帶來不可估量的潛力。未來，場景驅動作為主要驅動力，不僅可以針對不同用戶做個性化服務，而且可在不同的場景下執行不同的決策。此階段，人工智能將深入融合到各行各業中，在智慧醫療、智能城市、智慧交通和智慧金融等領域實時根據不同的場景，制定不同的決策方案，推動事件向良好的態勢發展，幫助決策者更敏銳的洞悉事件根本，產生更精准更智慧的決策。

圖表 8. 人工智能影響人類生活



資料來源：互聯網，中銀證券

圖表 9. “人工智能+” 標的推薦

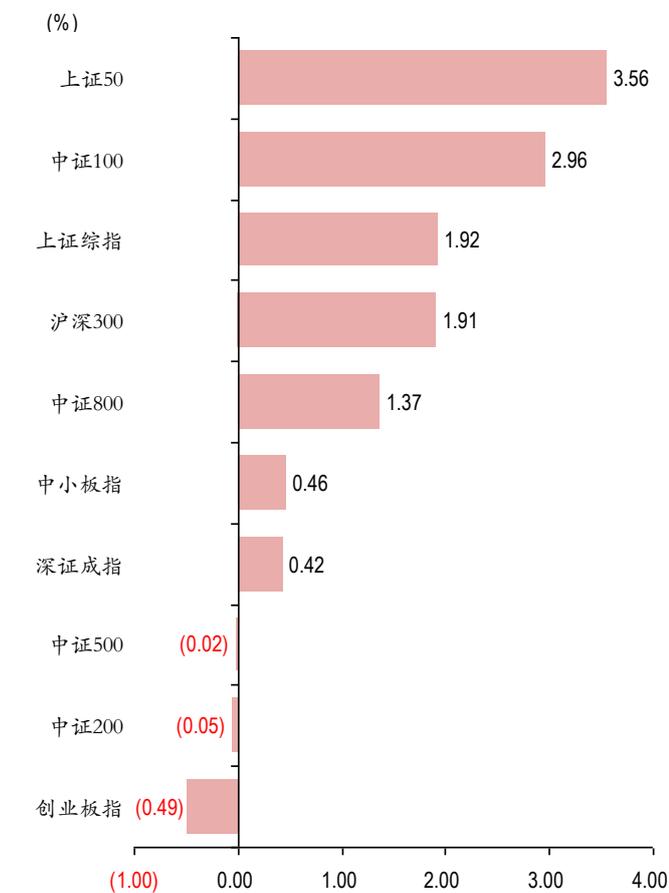
代碼	公司	人工智能+ 領域	EPS			PE			推薦理由	產業鏈位置
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		
002421.CH	達實智能	智慧醫療	0.15	0.20	0.27	44.06	31.56	22.98	智慧醫療 PPP 項目頻簽大單，涵蓋智慧醫院全系統全生命周期建設及運營服務；設立泰山健康保險股份有限公司，為完善智慧醫療全生命周期運營服務提供保障	“人工智能+醫療” 建設運營一體化服務商
300078.CH	思創醫惠		0.45	0.34	0.43	65.50	45.45	35.12	與國內大型醫院、研究機構、院校以及 IBM 的合作，在醫療人工智能認知服務、自主醫療認知引擎等方面，已經取得突破性進展	國內“人工智能+醫療” 領先布局者
300310.CH	宜通世紀		0.39	0.32	0.43	65.07	39.37	29.22	搭建的電信級物聯網平臺，同時積極部署智慧醫療應用，構建“雲管端”新型服務體系	智能醫療物聯分析 綜合方案提供商和 醫療信息服務運營 商的佼佼者
300020.CH	銀江股份	智慧城市	0.23	0.25	0.30	54.13	49.92	42.87	與市政府合作，樹立“杭州城市大腦、交通小腦”典型樣板；產業基金助力，打造智慧城市生態圈	大數據平臺+軟件服 務+系統集成+數據 運營服務商
300098.CH	高新興		0.30	0.37	0.47	44.04	34.43	26.86	憑藉在平安城市視頻監控等項目積累了豐富資源，目前將業務拓展至整個智慧城市領域。目前公司在智慧城市領域已逐步步入收穫期，接連中標各個地市的智慧城市大單	智慧城市領域開拓 者
300324.CH	旋極信息		0.37	0.56	0.78	48.84	28.29	20.16	收購泰豪智能，泰豪智能在智慧城市領域優勢顯著，承接人民大會堂、故宮博物院、國家博物館等千餘個重大項目	國內領先的智慧城市 解決方案提供商
300212.CH	易華錄	智慧交通	0.38	0.64	0.86	73.22	43.62	32.50	公司深耕智能交通行業多年，相關產品體系完善，目前推出了 TOCC、電子車牌、停車誘導等產品，全方位布局智能交通	智慧交通全產業鏈 布局
600728.CH	佳都科技		0.07	0.18	0.24	147.30	54.76	40.50	戰略投資方緯科技，其在智慧交通領域綜合實力首屈一指，依托“中大-方緯交通信息與控制聯合實驗室”培育出由學科帶頭人、技術研發專家、項目實施專家組成的精英化隊伍；核心競爭力突出，產品綫完備；在佛山、湛江等地斬獲數個智能交通大訂單	智慧交通技術和產 品服務提供商
002373.CH	千方科技		0.30	0.39	0.49	45.74	35.37	28.62	公司的大交通布局業內最為全面，主要有城市交通、軌道交通、公路交通、民航四大板塊布局，同時兼具配套智慧停車服務；公司同時在無人駕駛和車路協同率先布局，卡位智能交通產業創新	智慧交通行業拓新 者

资料来源：万得，中銀證券

上周回顾：上证 50 表现最好，金融板块大涨

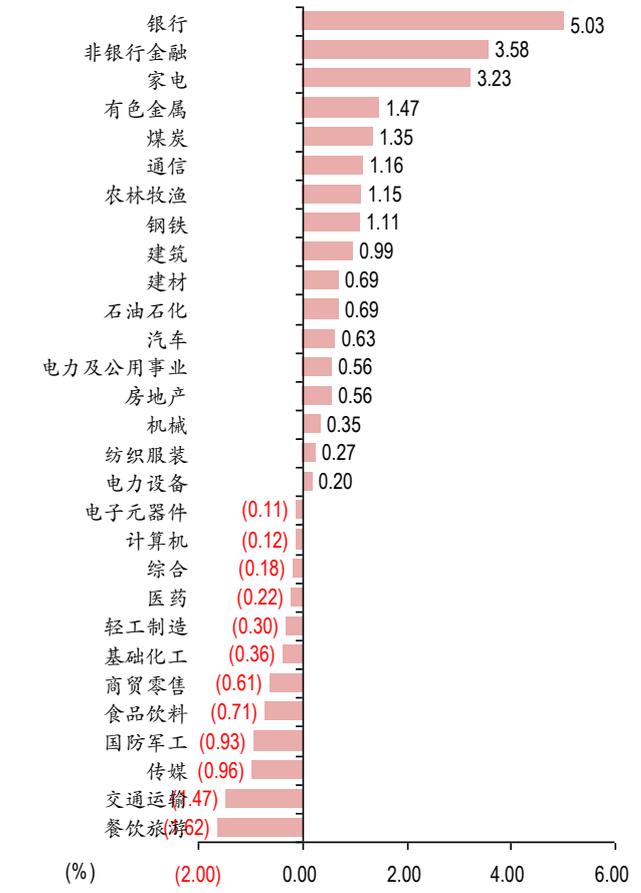
市場以及行業板塊表現回顧：上證 50 表現最好（3.56%），金融板塊大漲。上周上證 50 上漲 3.56%居漲幅之首，中證 100 漲幅第二為 2.96%，其餘指數上周漲跌幅分別為：上證綜指（1.92%）、滬深 300（1.91%）、中證 800（1.37%）、中小板指（0.46%）、深證成指（0.42%）、中證 500（-0.02%）、中證 200（-0.05%）和創業板指（-0.49%）。行業板塊方面，行業間漲跌幅差別明顯，其中金融板塊領漲，銀行和非銀行金融分別上漲 5.03%和 3.58%，家電行業（3.23%）也有較大漲幅；跌幅最大的三個行業分別為：餐飲旅游（-1.62%）、交通運輸（-1.47%）和傳媒（-0.96%）

圖表 10. 上周市場表現



資料來源：萬得，中銀證券

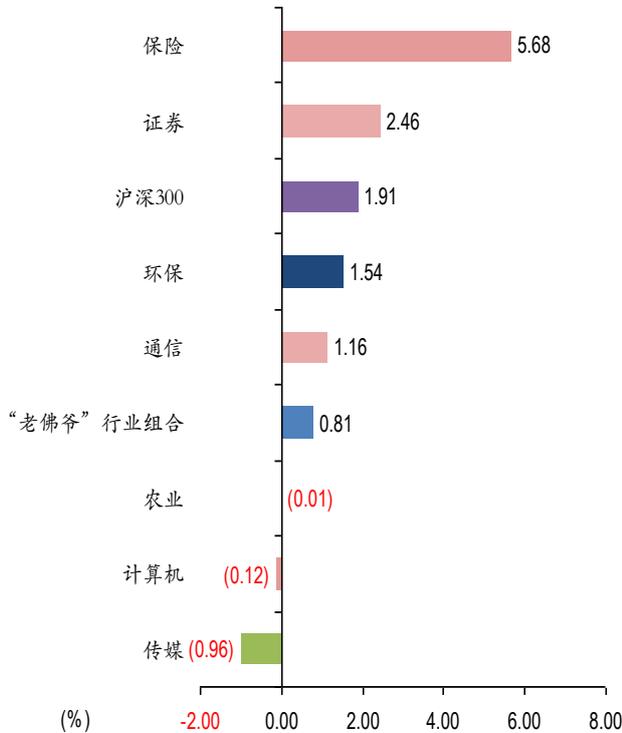
圖表 11. 上周行業板塊表現



資料來源：萬得，中銀證券

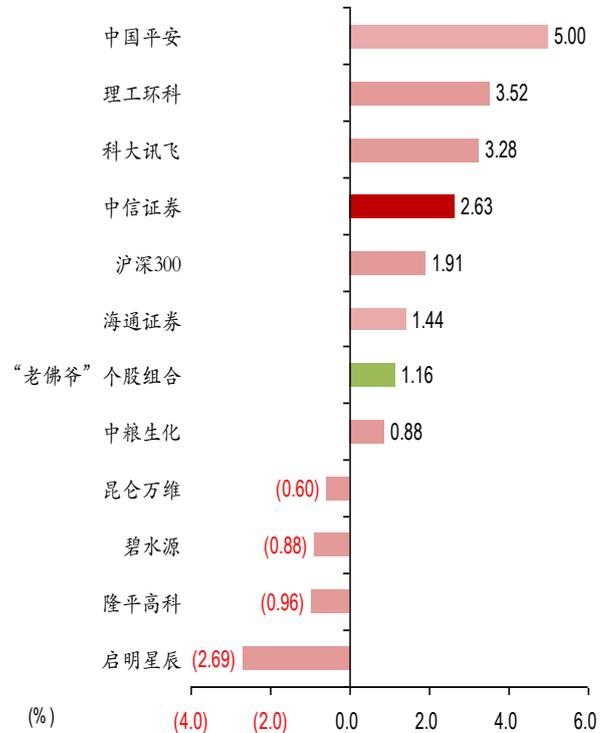
組合回顧：行業組合和個股組合均弱於市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益0.81%，“老佛爺”個股組合絕對收益1.16%；“老佛爺”行業組合和個股組合絕對收益均弱於市場，年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為1.25。

圖表 12. 上周“老佛爺”行業組合表現



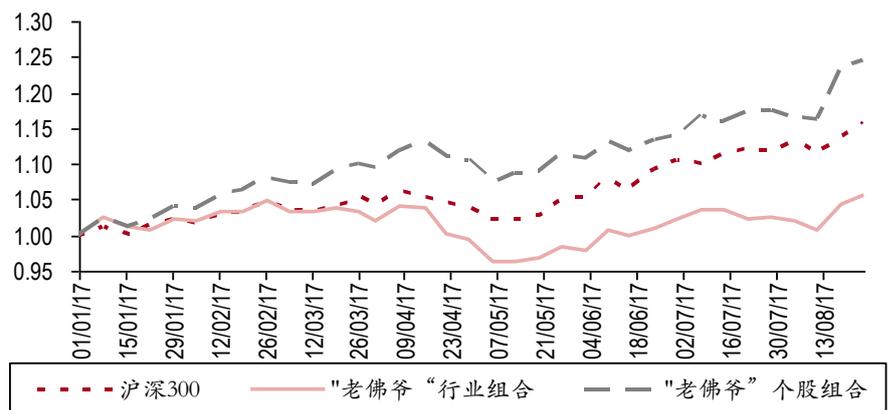
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 個股及組合配置表現（累積值）



資料來源：萬得，中銀證券

市场与配置：未来三个月市场没有大的风险，创业板趋势已经明朗

市場判斷：未來三個月市場沒有大的風險，創業板趨勢已經明朗。 估值上看，主板估值 16，歷史中位數 35；中小板估值 38，歷史中位數 46；創業板估值 50，歷史中位數 55，當前估值均低於歷史中位數；外部監管上看，金融監管和去杠杆的影響因素並沒有太多變化；經濟上看，經濟失速的風險較少，不會帶來大的風險。綜合以上三個因素，未來三月市場沒有太大風險，因此建議後續還是應該積極樂觀，我們繼續看好創業板。同時，中報顯示創業板本身的內生業績增速也在向好，創業板業績承諾的數量和金額的高峰期也已過，兩融餘額從 5 月份至今持續上升，市場情緒持續升溫，這些內在因素和外在此條件均支持創業板繼續向好。

行業配置：配置比例不變。 組合中配置趨於均衡，金融板塊龍頭仍有估值優勢；環保與農業有政策紅利以及長期穩增長的預期；下半年仍然看好新經濟。最後行業配置結果為：計算機（中信一級，10%）、傳媒（中信一級，10%）、通信（中信一級，10%）、環保（中信三級，20%）、農業（中信二級，20%），證券（中信二級，20%）、保險（中信二級，10%）。個股見下表。

2017年8月中銀國際行業及个股配置

圖表 15. 2017年8月“老佛爺”行業組合

行業板塊	權重	行業觀點
計算機（中信一級）	10	從行業整體業績增速來看，計算機行業整體估值仍然略偏高；隨著網絡空間範疇的不斷延伸，技術革命帶來的新需求，國家層面的安全訴求愈發深刻，有望出現較強政策催化劑。
傳媒（中信一級）	10	板塊估值已較合理，并購重組趨于理性，內生增速仍然較快，部分个股 PEG 已低于 1，具有配置價值。
通信（中信一級）	10	隨著人工智能和相關技術逐漸成熟和落地，人工智能所在的相關標的的後續增長潛力也越發凸顯。
環保（中信三級）	20	環保板塊需求及利潤增速持續提升；政府對環保的重視程度達到空前，將會在督查問責及資金投入等方面進一步整理環境。同時，環保板塊估值合理。
農業（中信二級）	20	農業供給側改革持續發酵，農產品價格接近底部，以及今年天氣因素推動農產品價格向上預期。
證券（中信二級）	20	目前五家大型綜合性券商處在估值底部區域，具有長期投資價值。我們從中長期的角度看直接融資比例提升和居民大類資產配置進程中券商的發展空間。
保險（中信二級）	10	從估值角度考慮，目前保險板塊 PE 估值接近歷史最低水平，為防禦屬性板塊，有一定的相對收益。萬能險和投連險保費也出現了較大幅度的增長。

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 2017年8月“老佛爺”個股組合

代碼	公司	收盤價	EPS			PE			推薦理由	行業
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		
002439.CH	啟明星辰	21.00	0.31	0.49	0.65	67.74	42.56	32.49	信息安全行業“三甲醫院”式公司，領先計算機（中信一級）地位穩固，客戶優質，穩健中白馬。	計算機（中信一級）
300418.CH	昆侖萬維	25.06	0.47	0.84	1.07	53.32	29.76	23.52	受益于手游行業的景氣度，公司後續增長看點：自研手游推廣上綫，閑徠互娛拓展傳媒（中信一級）新區域等。	傳媒（中信一級）
002230.CH	科大訊飛	61.97	0.37	0.39	0.54	167.49	157.48	115.14	國內智能語音及人工智能領跑者，核心高管穩定，專注于智能語音技術，在語音合成/識別、口語評測、機器翻譯等領域均達到國際領先水平，全面布局，技術算法及應用場景成競爭優勢。	通信（中信一級）
002322.CH	理工環科	23.79	0.38	0.80	1.04	62.61	29.57	22.90	業績高增長，環境監測、土壤修復等領域進入收穫期。	環保（中信三級）
300070.CH	碧水源	19.16	0.60	0.82	1.10	31.93	23.44	17.48	一季報業績大幅增長，龍頭地位穩固，訂單加速落地。	環保（中信三級）
000930.CH	中糧生化	12.61	0.13	0.54	0.73	95.53	23.49	17.20	玉米價格下降以及國際油價回升，公司盈利能力將得到改善。國企改革加速，旗下生化能源資產注入預期打開公司市值空間。	農業（中信二級）
000998.CH	隆平高科	22.78	0.41	0.65	0.84	55.56	34.98	27.12	是國外種子行業領軍企業，市占率較高，優勢明顯，新品推出加快，將受益于農業供給側結構性改革。	種子（中信三級）
600030.CH	中信證券	17.14	0.86	1.01	1.19	19.93	17.00	14.46	公司作為行業龍頭優勢地位鞏固，各項排名均位居行業前列。IPO溫和提速下公司投行業務將進入業績釋放期。估值較低。	證券（中信二級）
600837.CH	海通證券	14.77	0.70	0.83	1.00	21.10	17.73	14.83	公司經紀、投行和資產管理等傳統業務位居行業前茅，近期完成大筆次級債融資。	證券（中信二級）
601318.CH	中國平安	55.83	3.50	4.00	4.71	15.95	13.95	11.85	公司堅持價值發展戰略，有利于在保險供給側改革中發揮自身優勢。	保險（中信二級）

資料來源：萬得，中銀證券

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券有限責任公司同時聲明，未授權任何公眾媒體或機構轉載或轉發本研究報告。如有投資者于公眾媒體看到或從其它機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券有限責任公司不对其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 12 個月內上漲 20%以上；
- 謹慎買入：預計該公司股價在未來 12 個月內上漲 10%-20%；
- 持有：預計該公司股價在未來 12 個月內在上下 10%區間內波動；
- 賣出：預計該公司股價在未來 12 個月內下降 10%以上；
- 未有評級（NR）。

行業投資評級：

- 增持：預計該行業指數在未來 12 個月內表現強于有關基準指數；
- 中立：預計該行業指數在未來 12 個月內表現基本與有關基準指數持平；
- 減持：預計該行業指數在未來 12 個月內表現弱于有關基準指數。

有關基準指數包括：恒生指數、恒生中國企業指數、以及滬深 300 指數等。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券有限責任公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券有限責任公司的機構客戶；2) 中銀國際證券有限責任公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券有限責任公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券有限責任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券有限責任公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券有限責任公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券有限責任公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券有限責任公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券有限責任公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券有限責任公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券有限責任公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券有限責任公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371