



人民币升值如何影响市场

策略周报

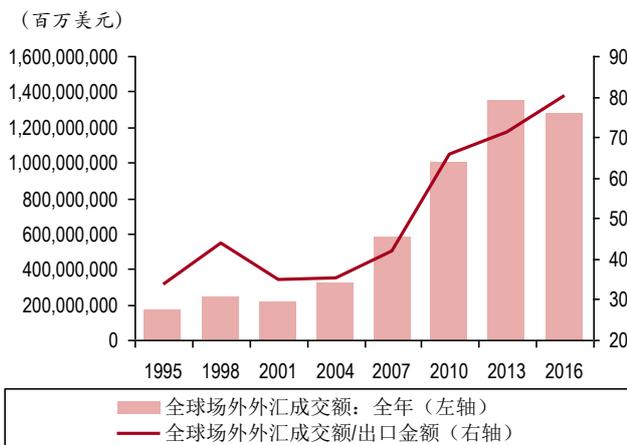
人民币快速升值，关注基本面和上游周期行业的负面冲击。

- **本期话题：人民币升值如何影响市场？** 8月末以来，人民币兑美元汇率上涨幅度已超过3%，如何理解汇率飙升对经济基本面、货币政策、以及市场带来的影响？
- **升值由什么决定？** 汇率是一种资产价格，由投资者对未来经济走势的预期决定，本轮升值的主要原因包括市场预期中国经济企稳、资本外流受限等。汇率的中期趋势由投资者对未来经济走势的预期决定，短期走势受到流动性、交易行为等扰动。中国经济数据向好，美国复苏遇瓶颈，基本面支持人民币升值的中期趋势；对ICO、企业对外投资的监管，以及贬值预期扭转后交易止损引发的负反馈效应，助推了短期加速上升。
- **升值对基本面的影响：FDI未见起色，出口受到冲击。** 首先，近几个月外商投资的数据持续下降，对实体投资的帮助未见起色，汇率走高并非实体投资的需求所带动；其次，人民币升值降低出口竞争力，7月和8月的出口额以及PMI出口订单均出现显著下滑，汇率的影响不能忽视。
- **升值对货币政策的影响：为降准降息提供了操作空间。** 经济数据好转并不意味着新周期到来，下行压力显现后，降准降息将成为货币政策的选项之一。由于降准降息带来资本外流，人民币将承受贬值压力，因此，目前汇率上行有助于届时释放贬值压力，为降准降息提供更大操作空间。
- **升值对市场的影响：短期流动性有支撑，中期业绩受基本面拖累。** 人民币升值，资金的外流减少，同时吸引国外资金进入，流动性在短期得到一定的保障，市场受益，由于北上资金、QFII的风格更加偏向蓝筹，对白酒家电等龙头企业形成利好。但是，出口下滑拖累基本面，需要关注经济受到负面冲击、企业业绩下滑的风险。
- **升值对行业的影响：中游加工行业获利，上游周期及出口比重较大的行业受损。** 升值主要通过五类途径影响各个行业：1、进口替代品价格下降，煤炭、有色等上游周期行业受损；2、进口原材料成本下降，造纸、机械等中游加工行业受益；3、价格竞争力削弱，服装纺织、家电等出口比重较大的行业受损；4、境外资金流入，一是地产、证券等行业受益，二是QFII风格利好白酒家电等蓝筹股；5、收入和负债端直接受美元计价影响，航空、地产、旅游等行业因美元负债端压力下降受益，电子元器件等行业因海外收入占比高受损。
- **市场判断：继续推荐创业板。** 中期来看，仍延续对市场的乐观判断，但需注意人民币升值给基本面、部分上游周期行业的不利影响。继续推荐创业板，上周依旧强势，一度攻破1900点位，下一目标价位2000点。
- **行业配置：9月进一步调高电子元器件、餐饮旅游、通信等新经济行业比例，配置结果为：电子元器件(10%)、餐饮旅游(10%)、通信(20%)、计算机(10%)、传媒(10%)、证券(20%)、环保(10%)、农业(10%)。**

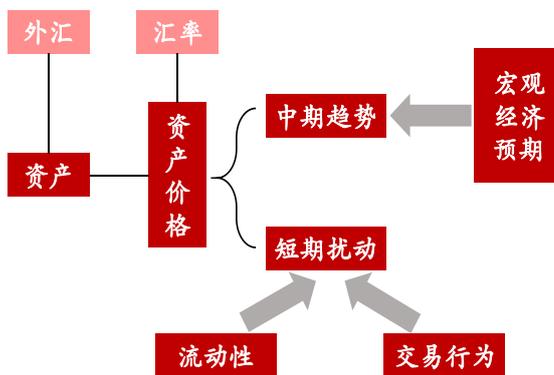
本周话题：人民币快速升值如何影响市场？

8月末以来，人民币兑美元汇率经历超强阶段性走势，近两周的升值幅度已超过3%，来到6.46%的高位，而同期美国指数的跌幅则仅为1.3%。那么，如何理解汇率飙升对经济基本面、货币政策、以及市场带来的影响？我们认为，人民币快速升值，在国内需求没有明显改善情况下，基本面或将受到出口下降的拖累，汇率建立的短期优势给了未来央行降准降息的空间，上游周期行业则面临进口替代品价格下降的压力。

图表 1. 外汇交易量远超贸易总额，外汇已变成一种资产

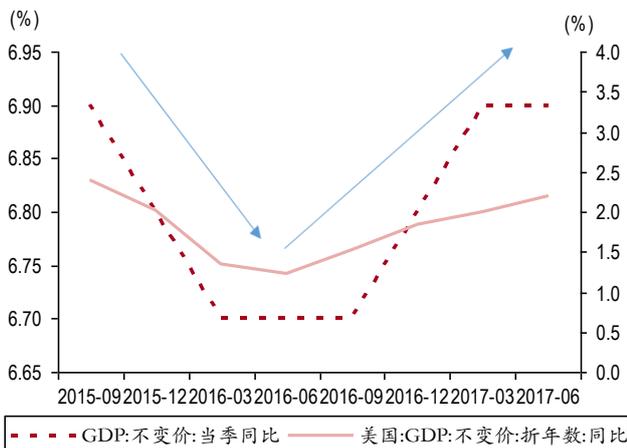


图表 2. 汇率趋势主要由投资者的预期所决定

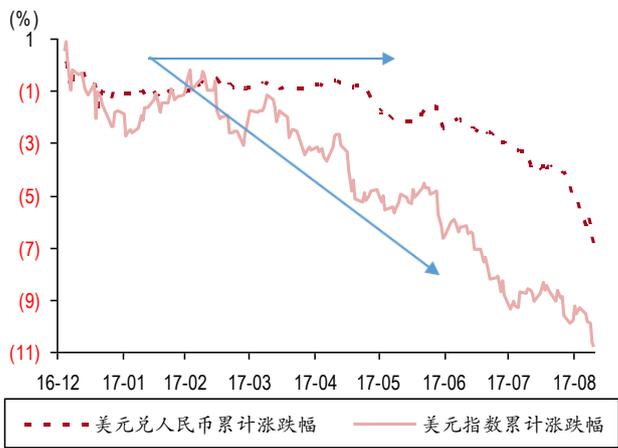


汇率本质上一种资产的价格，由投资者对未来经济走势的预期决定。我们先简单探讨汇率的决定因素，以及本轮人民币升值的主要原因。由于国际金融市场越来越发达，外汇的交易量早已超过全球的贸易量，因此，汇率不再是由实际的贸易需求所决定，而变成外汇这种资产的价格，中期走势由投资者对未来经济走势的预期决定，短期走势则受到流动性、交易行为等干扰。央行的货币政策虽然也影响汇率的走势，但本质上货币政策也是由经济基本面所决定的。

图表 3. 中美经济基本面的预期出现变化



图表 4. 美元指数与人民币汇率涨跌并不对称



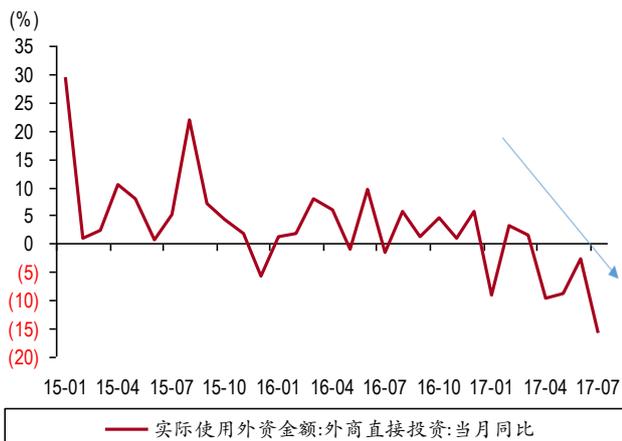
市场预期中国经济企稳、资本外流受限、贬值预期逆转引发负反馈效应是推动本轮升值的主要原因。首先，从中期的走势来看，今年以来，中国宏观经济的数据出现明显好转，市场对于经济企稳的预期开始加强，而美国方面经历一轮强劲的复苏之后，叠加对美联储缩表、加息的担忧，不确定性开始增强，基本面的相对变化使得人民币对美元形成了升值趋势；其次，近期狂飙的情况也受到短期的流动性和交易情况的影响，不管是对于虚拟货币的一系列强监管政策出台，还是对企业出国投资的态度从鼓励转变为谨慎，都阻碍了资本的流出，短期降低了对美元资产的需求；此外，年初以来人民币贬值预期普遍存在，而上半年美元贬值过程中人民币并未相应升值，使得升值趋势出现后，大量做空交易不得不进行止损，形成了负反馈效用，加速了短期的升值幅度。

图表 5. 近期 ICO 与对外投资相关监管政策

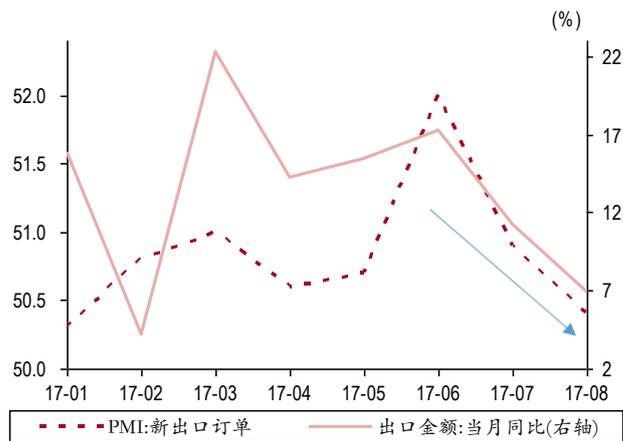
	时间	文件/会议	部门	主要内容
首次代币发行监管	2017/8/16	ICO 专题恳谈会	中国区块链应用研究中心	呼吁监管介入，控制市场风险的意见，要求中心所属理事机构和北京地区的相关机构不参与任何 ICO 的发行和交易，严格自律，遵守相关法律。
	2017/8/31	央行召集几大部委召开 ICO 专题会议	央行等几大部委	定性 ICO 为非法公开融资行为，决定予以取缔，与会人士达成共识。
	2017/9/2	《关于对代币发行融资开展清理整顿工作的通知》治理办函【2017】99 号文	互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室	ICO 本质上属于未经批准的非法公开融资，涉嫌非法集资、非法发行证券、非法发售代币募集，以及涉及金融诈骗、传销等违法犯罪活动，严重扰乱了经济金融秩序。
	2017/9/4	《关于防范代币发行融资风险公告》	央行等七部委	正式定性 ICO 本质上是一种未经批准非法公开融资的行为，责令立即停止。
企业对外投资监管	2016/12/6	四部委答记者问	国家发改委、商务部、人民银行、国家外管局	密切关注近期在房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等领域出现的一些非理性对外投资的倾向，以及大额非主业投资、有限合伙企业对外投资、“母小子大”、“快设快出”等类型对外投资中存在的风险隐患。
	2017/6/26	《关于改进境外企业和对外投资安全工作的若干意见》	中央全面深化改革领导小组第 36 次会议	海外投资安全上升到了国家安全的高度，并强调要坚持党对境外企业和对外投资安全工作的领导，在国家安全体系建设总体框架下，建立统一高效的境外企业和对外投资安全保护体系。
	2017/8/18	《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》	国家发改委、商务部、中国人民银行、外交部	明确了鼓励、限制、禁止三类境外投资活动，限制房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资，重点推进有利于“一带一路”建设和周边基础设施互联互通的基础设施境外投资。

资料来源：中银证券根据公开资料整理

FDI 未见起色，出口受到影响，升值对经济基本面或产生负面冲击。虽然市场对于中国经济基本面的预期改善，推升了人民币汇率，但是对实体经济的影响还是要看外商的项目投资以及出口情况。数据来看，近几个月外商投资的数据并不理想，因此推升汇率还主要停留在外汇的投资层面，没有落实到实体经济层次；而出口方面，7 月和 8 月的出口同比增长分别为 11.2% 和 6.9%，较上半年持续大幅回落，PMI 新订单指数也从 5 月的 52 降至目前的 50.4，在全球需求未出现大变化的情况下，出口的走弱或与人民币升值有一定关系。此外，升值情况下，由于大宗商品等原材料价格变的便宜，在目前上游商品价格飞涨的背景下，有利于国内中游加工企业改善利润，但是下游需求未见彻底好转，这部分影响对基本面的改善或将有限。

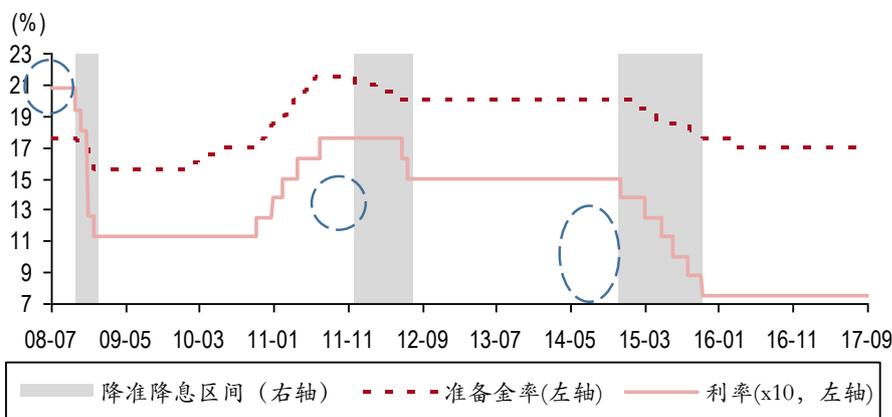
图表 6. FDI 未出现明显起色


资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 出口情况出现恶化


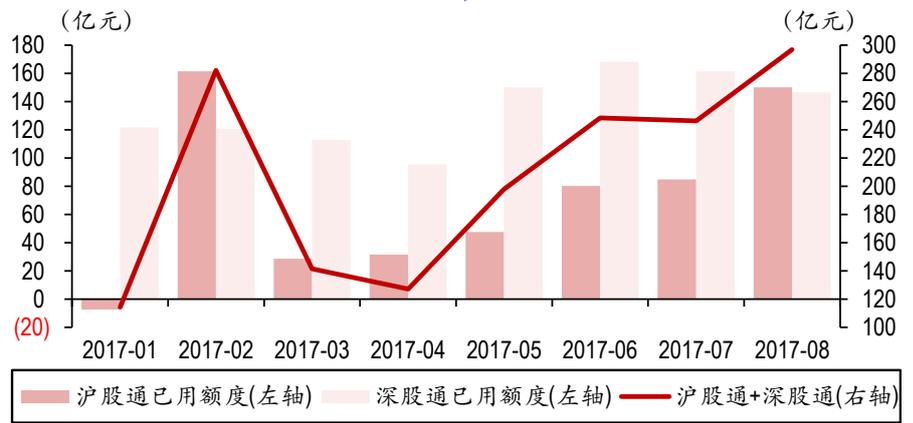
资料来源: 万得, 中银证券

大幅升值建立汇率优势，降准降息预留空间。中期来看，中国经济还是存在一定的下行压力，近期数据的好转并没有改变宏观周期的趋势，一旦基本面压力来袭，降准降息是极有可能采取的货币政策。美联储步入加息周期，降准降息会带来资本外流，使得人民币承受贬值的压力。目前，人民币处于一个升值阶段，短期的大幅上涨也建立了一定缓冲基础，使得降准降息后汇率有较大走高的空间。从历史情况看，08年、12年、15年三次典型的降息和降准阶段，人民币汇率要么处于升值区间，要么在前期有较大的阶段性升值。

图表 8. 三次降准降息前，人民币都有升值过程


资料来源: 万得, 中银证券

对市场的影响，短期流动性有支撑，中期业绩受到基本面拖累。人民币升值，资金的外流减少，同时吸引国外资金进入，比如北上资金、QFII 的进入，流动性在短期得到一定的保障，无论是对债券市场，还是股票市场，都形成利好。特别的，由于 QFII 等资金风格偏向蓝筹股，有利于白酒家电等白马股。但是，上面的分析指出，由于出口下滑，基本面会受到负面的冲击，从而影响公司的业绩，在中期需要警惕这类风险。按照我们中期策略报告的逻辑，在经济下滑时，以新经济、消费等为代表的创业板相对于主板将有更好的弹性，具备一定的相对优势。

图表 9. 北上资金近两月走高


资料来源：万得，中银证券

行业方面，中游加工行业获利，上游周期及出口比重大的行业受损。人民币升值对行业的影响，主要看行业对进出口的参与度以及处于产业链中的位置，大概分五类途径：第一，上游生产原材料的部分周期行业，升值使得进口原材料的价格下降，近期行业的高价格和高利润将面临压力，例如煤炭、有色等；第二，中游加工行业，进口原材料价格下降，降低原材料采购成本，对利润形成支撑，例如造纸、机械等；第三，出口比重大的行业，升值使得价格竞争力下降，例如纺织服装、轻工制造等；第四，升值带来资金流入直接利好的行业，例如地产、证券等，同时，QFII 等流入资金更加偏好白酒家电等蓝筹股；第五，主要收入或负债直接以美元计价的行业，比如航空、旅游等外汇是其成本端，因此受益，而电子元器件等外汇是其收入端，因此受损。具体见下表。

图表 10. 人民币升值对各个行业的影响

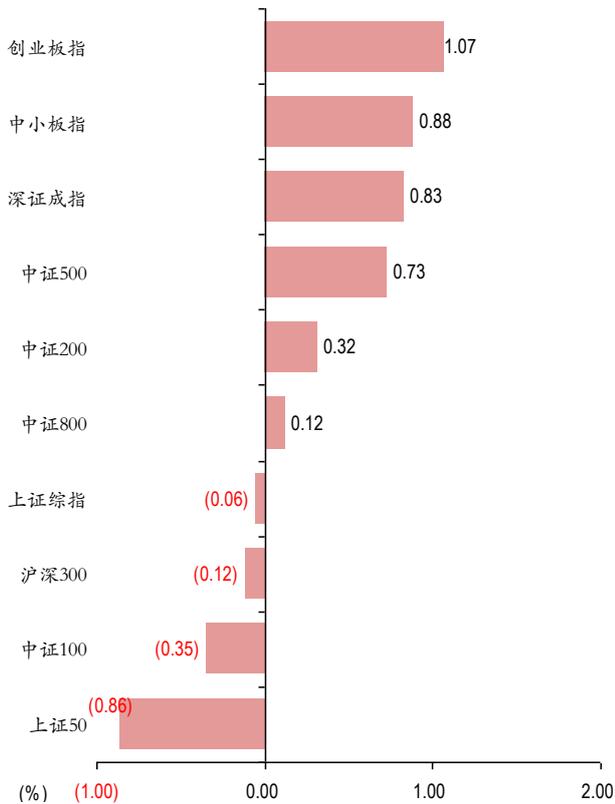
行业	影响机制
正面	
钢铁	外矿占比较高，升值降低进口矿石成本，提高行业利润。
航空	外汇负债类行业，尤其是美元负债，升值会提升汇兑收益。
旅游	出境旅游成本降低，需求响应增加。
造纸	国内主要用汇行业，主要的纸浆进口国，升值降低原材料成本。
房地产	一是提升百姓资产价值和购买力，二是吸引国外资金进入，房地产是吸纳资金的主要领域之一，三是降低地产企业海外美元负债的成本和利息。
机械	挖掘机、泵车、装载机的生产均有部分零配件采购依靠进口，有助于采购成本降低。
电力	进口电力设备和燃料的成本将下降，同时有美元负债的公司帐面汇兑收益将增加。
通信	目前中国的电信运营商有大笔海外银行贷款，例如中国联通，升值降低贷款成本和还款利息；但是同时，类似中兴等出口业务较多的企业，也可能受到升值的负面冲击。
证券	国外资本进入国内股市，为股市上升创造相对宽松的资金环境，券商有望从中受益。
银行	目前银行体系外汇净敞口较低，汇率小幅波动的汇兑收益有较小正面影响。
交运	负债方面，港口和航运企业有少许美元或港币负债，但金额不大，对净利润影响较小。
中性	
汽车	国产化率较低的车型如 Mazda6、蒙迪欧等降低成本，对于部分有出口业务的零部件公司如福耀玻璃、万向钱潮等有负面影响。
食品饮料	食品饮料行业产品出口量较小，汇率调整的影响有限，但 QFII 等资金可能偏好白酒等蓝筹。
负面	
纺织服装	出口占比较大，升值降低价格竞争力及行业利润。
轻工制造	出口占比较大，升值降低价格竞争力及行业利润。
电子元器件	海外收入占比较高，人民币升值降低其实际收入。
家电	外汇存款带来汇兑损失，出口利润下降，出口需求下降。
石化	油价影响原油采掘和生产，主要以美元定价，升值挤压利润。
有色	从国外进口大宗商品的成本下降，从而对国内相关企业形成较大的降价压力。
煤炭	主要进口国，升值降低进口价格和成本，对国内目前的高价格形成冲击。

资料来源：中银证券

上周回顾：创业板继续领涨，市场出现回调

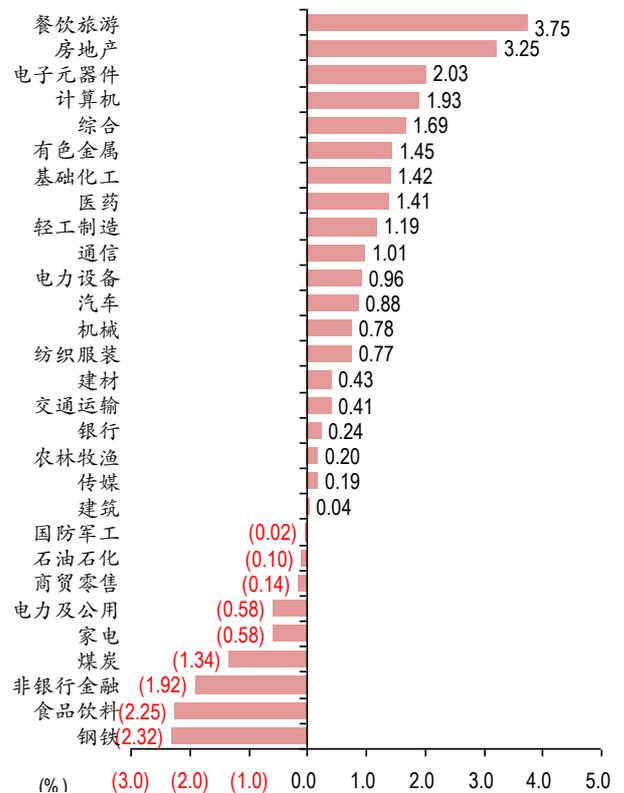
市场以及行业板块表现回顾：创业板指继续领涨，上证50回调最大。本周，市场在延续近期良好势头之后，在后半周出现回调。指数方面，创业板继续强势，上涨1.07%居首，中小板指0.88%紧随其后，上证50表现最弱，回落0.86%。行业方面，餐饮旅游和房地产板块领涨，分别上涨3.75%和3.25%；电子元器件（2.03%）和计算机（1.93%）也有较好表现；钢铁（-2.32%）、食品饮料（-2.25%）和非银行金融（-1.92%）领跌。

图表 11. 上周市场表现



资料来源：万得，中银证券

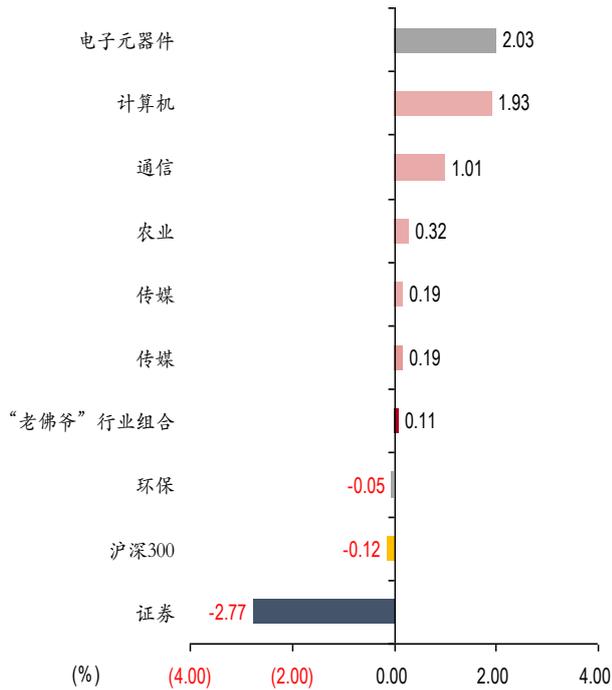
图表 12. 上周行业板块表现



资料来源：万得，中银证券

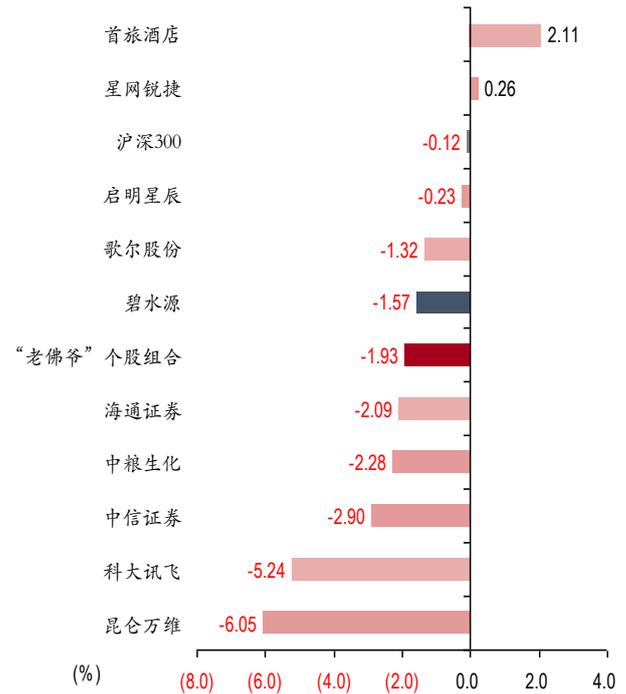
组合回顾：行业组合强于市场，个股组合弱于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益0.11%，强于市场（-0.12%）；“老佛爷”个股组合绝对收益-1.93%，弱于市场。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.25。

图表 13. 上周“老佛爷”行业组合表现



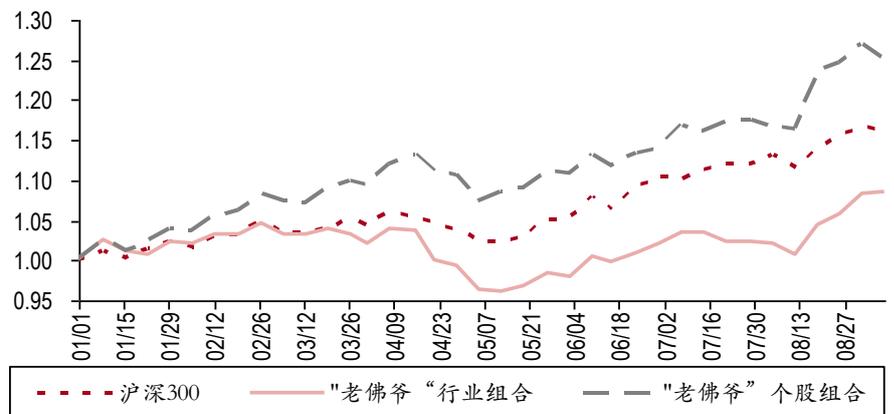
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 个股及组合配置表现（累积值）



资料来源：万得，中银证券

市场与配置：继续推荐创业板，上游周期行业或受人民币升值的冲击

市场判断：继续推荐创业板。中期来看，仍延续对市场的乐观判断，但需注意人民币升值给基本面可能带来的负面影响，由于汇率走高使得进口原材料价格下降，还需关注部分上游周期行业的不利影响以及周期品价格的波动风险。继续推荐创业板，本周市场回调之下，创业板仍表现出色，一度攻破 1,900 点位，下一目标价位 2,000 点。

行业配置：维持配置比例不变。上周部分配置行业随市场整体回调，但不影响中期走势，继续看好新经济与创业板，证券板块龙头仍有估值优势，环保与农业有政策红利以及长期稳增长的预期。从 9 月开始，我们调入电子元器件、餐饮旅游等板块，进一步提高通信比例。最后行业配置结果为：电子元器件（中信一级，10%）、餐饮旅游（中信一级，10%）、通信（中信一级，20%）、计算机（中信一级，10%）、传媒（中信一级，10%）、证券（中信二级，20%）、环保（中信三级，10%）、农业（中信二级，10%）。个股见下表。

2017年9月中银国际行业及个股配置

图表 16. 2017年9月“老佛爷”行业组合

行业板块	权重	行业观点
电子元器件 (中信一级)	10	电子行业从去年下半年至明年处于上行周期,下半年 iPhone8 将引领新一波高端智能机的升级周期,本轮升级包括 OLED 全面屏、双面 3D 玻璃、SPEN 等核心应用。
餐饮旅游 (中信一级)	10	旅游行业景气保持,目前估值处于低位。长期在消费需求端升级,供给侧改革补短板背景下,旅游行业将持续高增长。
通信 (中信一级)	20	随着人工智能和相关技术逐渐成熟和落地,人工智能所在的相关标的的后续增长潜力也越发凸显;下半年二次探底二次通缩的宏观背景有利于技术创新。
计算机 (中信一级)	10	从行业整体业绩增速来看,计算机行业整体估值仍然略偏高;随着网络空间范畴的不断延伸,技术革命带来的新需求,国家层面的安全诉求愈发深刻,有望出现较强政策催化剂。
传媒 (中信一级)	10	板块估值已较合理,并购重组趋于理性,内生增速仍然较快,部分个股 PEG 已低于 1。
证券 (中信二级)	20	目前五家大型综合性券商平均市净率为 1.54 倍,处在估值底部区域,具有长期投资价值。我们从中长期的角度看直接融资比例提升和居民大类资产配置进程中券商的发展空间。
环保 (中信三级)	10	去年以来环保板块需求及利润增速持续提升;政府对环保的重视程度达到空前,将会在督查问责及资金投入等方面进一步整理环境。同时,环保板块估值合理。
农业 (中信二级)	10	农业供给侧改革持续发酵,农产品价格接近底部,以及今年天气因素推动农产品价格向上预期。

资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 2017年9月“老佛爷”个股组合

代码	公司	收盘价	EPS			PE			推荐理由	行业
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		
002241.CH	歌尔股份	21.64	1.08	0.69	0.91	20.04	31.22	23.73	身披智能穿戴、虚拟现实、声学概念、苹果概念等十多种题材,备受关注。全球 VR 设备制造龙头,VR 产品出货量今年有望翻倍增长;另外,公司作为苹果声学器件的核心供应商和行业龙头,公司市场份额稳定且仍有提升空间,且公司下半年将继续受益于苹果声学器件升级带来的新周期。	电子元器件 (中信一级)
002396.CH	星网锐捷	19.00	0.59	0.76	0.96	32.06	25.16	19.72	领先的国有 ICT 综合解决方案提供商,在白盒交换机主导的疏通网络交换设备产业升级方面具备先发优势,存在混改预期。	通信 (中信一级)
600258.CH	首旅酒店	29.52	0.72	0.76	0.95	41.02	39.06	31.13	有限服务型酒店行业景气明显,在经济企稳复苏的背景下,内生、外延双趋势确立,酒店龙头首旅将持续收益。随着首旅如家会员体系打通,内部管理效率有望进一步提升,与首旅集团旗下资源对接合作打造客户生态圈。	餐饮旅游 (中信一级)
002439.CH	启明星辰	22.03	0.31	0.49	0.65	71.06	44.64	34.08	信息安全行业“三甲医院”式公司,领先地位稳固,客户优质,稳健中白马。	计算机 (中信一级)
300418.CH	昆仑万维	26.25	0.47	0.83	1.06	55.85	31.44	24.78	受益于手游行业的景气度,公司后续增长看点:自研手游推广上线,休闲互娱拓展新区域等	传媒 (中信一级)
002230.CH	科大讯飞	55.20	0.37	0.39	0.54	149.19	140.28	102.56	国内智能语音及人工智能领跑者,核心高管稳定,专注于智能语音技术,在语音合成/识别、口语评测、机器翻译等领域均达到国际领先水平,全面布局,技术算法及应用场景成竞争优势。	通信 (中信一级)
600030.CH	中信证券	17.77	0.86	0.96	1.09	20.66	18.45	16.27	公司作为行业龙头优势地位巩固,各项排名均位居行业前列。IPO 温和提速下公司投行业务将进入业绩释放期。估值较低。	证券 (中信二级)
600837.CH	海通证券	15.00	0.70	0.80	0.93	21.43	18.74	16.08	公司经纪、投行和资产管理等传统业务位居行业前茅,近期完成大笔次级债融资。	证券 (中信二级)
300070.CH	碧水源	18.75	0.60	0.82	1.10	31.25	22.94	17.11	业绩稳定,龙头地位稳固,订单加速落地。	环保 (中信三级)
000930.CH	中粮生化	12.45	0.13	0.51	0.72	94.32	24.58	17.20	玉米价格下降,国际油价回升,公司盈利能力得到改善。国企改革加速,旗下生化能源资产注入预期打开公司市值空间。	农业 (中信二级)

资料来源: 万得, 中银证券

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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士，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刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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