



人民幣升值如何影響市場

策略周報

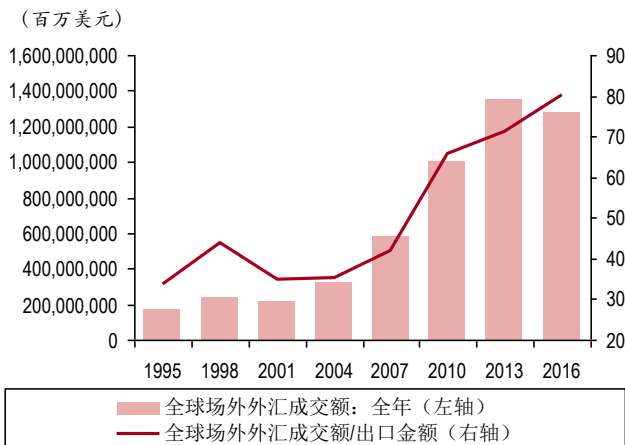
人民幣快速升值，關注基本面和上游周期行業的負面衝擊。

- **本期話題：人民幣升值如何影響市場？**8月末以來，人民幣兌美元匯率上漲幅度已超過 3%，如何理解匯率飆升對經濟基本面、貨幣政策、以及市場帶來的影響？
- **升值由什麼決定？匯率是一種資產價格，由投資者對未來經濟走勢的預期決定，本輪升值的主要原因包括市場預期中國經濟企穩、資本外流受限等。**匯率的中期趨勢由投資者對未來經濟走勢的預期決定，短期走勢受到流動性、交易行為等擾動。中國經濟數據向好，美國復蘇遇瓶頸，基本面支持人民幣升值的中期趨勢；對 ICO、企業對外投資的監管，以及貶值預期扭轉後交易止損引發的負反饋效應，助推了短期加速上升。
- **升值對基本面的影響：FDI 未見起色，出口受到衝擊。**首先，近幾個月外商投資的數據持續下降，對實體投資的幫助未見起色，匯率走高并非實體投資的需求所帶動；其次，人民幣升值降低出口競爭力，7 月和 8 月的出口額以及 PMI 出口訂單均出現顯著下滑，匯率的影響不能忽視。
- **升值對貨幣政策的影響：為降准降息提供了操作空間。**經濟數據好轉不意味著新周期到來，下行壓力顯現後，降准降息將成為貨幣政策的選項之一。由于降准降息帶來資本外流，人民幣將承受貶值壓力，因此，目前匯率上行有助于屆時釋放貶值壓力，為降准降息提供更大操作空間。
- **升值對市場的影響：短期流動性有支撐，中期業績受基本面拖累。**人民幣升值，資金的外流減少，同時吸引國外資金進入，流動性在短期得到一定的保障，市場受益，由于北上資金、QFII 的風格更加偏向藍籌，對白酒家電等龍頭企業形成利好。但是，出口下滑拖累基本面，需要關注經濟受到負面衝擊、企業業績下滑的風險。
- **升值對行業的影響：中游加工行業獲利，上游周期及出口比重較大的行業受損。**升值主要通過五類途徑影響各個行業：1、進口替代品價格下降，煤炭、有色等上游周期行業受損；2、進口原材料成本下降，造紙、機械等中游加工行業受益；3、價格競爭力削弱，服裝紡織、家電等出口比重較大的行業受損；4、境外資金流入，一是地產、證券等行業受益，二是 QFII 風格利好白酒家電等藍籌股；5、收入和負債端直接受美元計價影響，航空、地產、旅游等行業因美元負債端壓力下降受益，電子元器件等行業因海外收入占比高受損。
- **市場判斷：繼續推薦創業板。**中期來看，仍延續對市場的樂觀判斷，但需注意人民幣升值給基本面、部分上游周期行業的不利影響。繼續推薦創業板，上周依舊強勢，一度攻破 1900 點位，下一目標價位 2000 點。
- **行業配置：9 月進一步調高電子元器件、餐飲旅游、通信等新經濟行業比例，配置結果為：電子元器件（10%）、餐飲旅游（10%）、通信（20%）、計算機（10%）、傳媒（10%）、證券（20%）、環保（10%）、農業（10%）。**

本周话题：人民幣快速升值如何影響市場？

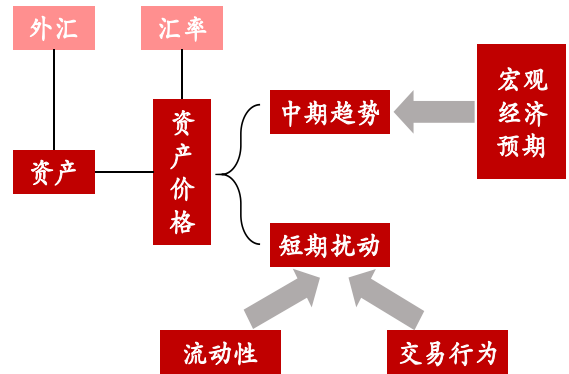
8月末以來，人民幣兌美元匯率經歷超強階段性走勢，近兩周的升值幅度已超過 3%，來到 6.46% 的高位，而同期美元指數的跌幅則僅為 1.3%。那麼，如何理解匯率飆升對經濟基本面、貨幣政策、以及市場帶來的影響？我們認為，人民幣快速升值，在國內需求沒有明顯改善情況下，基本面或將受到出口下降的拖累，匯率建立的短期優勢給了未來央行降准降息的空間，上游周期行業則面臨進口替代品價格下降的壓力。

圖表 1. 外匯交易量遠超貿易總額，外匯已變成一種資產



資料來源：萬得，中銀證券

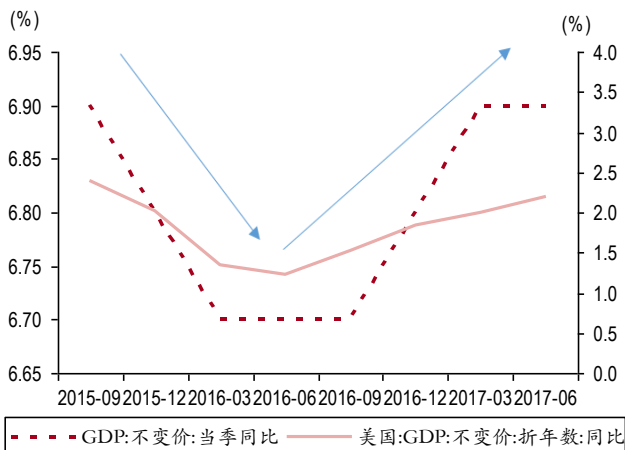
圖表 2. 匯率趨勢主要由投資者的預期所決定



資料來源：中銀證券

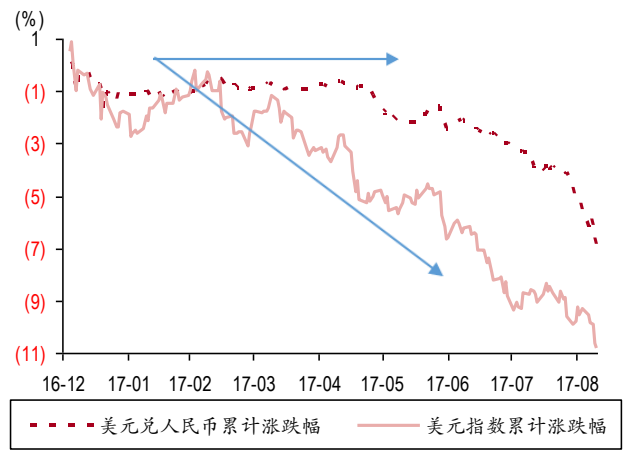
匯率本質上一種資產的價格，由投資者對未來經濟走勢的預期決定。我們先簡單探討匯率的決定因素，以及本輪人民幣升值的主要原因。由於國際金融市場越來越發達，外匯的交易量早已超過全球的貿易量，因此，匯率不再是由實際的貿易需求所決定，而變成外匯這種資產的價格，中期走勢由投資者對未來經濟走勢的預期決定，短期走勢則受到流動性、交易行為等干擾。央行的貨幣政策雖然也影響匯率的走勢，但本質上貨幣政策也是由經濟基本面所決定的。

圖表 3. 中美經濟基本面的預期出現變化



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 美元指數與人民幣匯率漲跌並不對稱



資料來源：萬得，中銀證券

市場預期中國經濟企穩、資本外流受限、貶值預期逆轉引發負反饋效應是推動本輪升值的主要原因。首先，從中期的走勢來看，今年以來，中國宏觀經

濟的數據出現明顯好轉，市場對於經濟企穩的預期開始加強，而美國方面經歷一輪強勁的復蘇之後，疊加對美聯儲縮表、加息的擔憂，不確定性開始增強，基本面的相對變化使得人民幣對美元形成了升值趨勢；其次，近期狂飆的情況也受到短期的流動性和交易情況的影響，不管是對於虛擬貨幣的一系列強監管政策出臺，還是對企業出國投資的態度從鼓勵轉變為謹慎，都阻礙了資本的流出，短期降低了對美元資產的需求；此外，年初以來人民幣貶值預期普遍存在，而上半年美元貶值過程中人民幣并未相應升值，使得升值趨勢出現後，大量做空交易不得不進行止損，形成了負反饋效用，加速了短期的升值幅度。

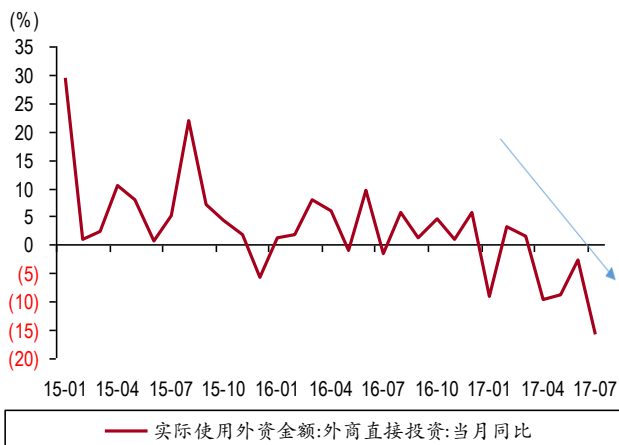
圖表 5. 近期 ICO 與對外投資相關監管政策

	時間	文件/會議	部門	主要內容
首次代幣發行監管	2017/8/16	ICO 專題懇談會	中國區塊鏈應用研究中心	呼籲監管介入，控制市場風險的意見，要求中心所屬理事機構和北京地區的相關機構不參與任何 ICO 的發行和交易，嚴格自律，遵守相關法律。
	2017/8/31	央行召集幾大部委召開 ICO 專題會議	央行等幾大部委	定性 ICO 為非法公開融資行爲，決定予以取締，與會人士達成共識。
	2017/9/2	《關於對代幣發行融資開展清理整頓工作的通知》治理辦函【2017】99 號文	互聯網金融風險專項整治工作領導小組辦公室	ICO 本質上屬 未經批准的非法公開融資，涉嫌非法集資、非法發行證券、非法發售代幣募集，以及涉及金融詐騙、傳銷等違法犯罪活動，嚴重擾亂了經濟金融秩序。
	2017/9/4	《關於防範代幣發行融資風險公告》	央行等七部委	正式定性 ICO 本質上是一種未經批准非法公開融資的行爲，責令立即停止。
企業對外投資監管	2016/12/6	四部委答記者問	國家發改委、商務部、人民銀行、國家外管局	密切關注近期在房地產、酒店、影城、娛樂業、體育俱樂部等領域出現的一些非理性對外投資的傾向，以及大額非主業投資、有限合夥企業對外投資、“母小子大”、“快設快出”等類型對外投資中存在的風險隱患。
	2017/6/26	《關於改進境外企業和對外投資安全工作的若干意見》	中央全面深化改革領導小組第 36 次會議	海外投資安全上升到了國家安全的高度，并強調要堅持黨對境外企業和對外投資安全工作的領導，在國家安全體系建設總體框架下，建立統一高效的境外企業和對外投資安全保護體系。
	2017/8/18	《關於進一步引導和規範境外投資方向的指導意見》	國家發改委、商務部、中國人民銀行、外交部	明確了鼓勵、限制、禁止三類境外投資活動，限制房地產、酒店、影城、娛樂業、體育俱樂部等境外投資，重點推進有利于“一帶一路”建設和周邊基礎設施互聯互通的基礎設施境外投資。

資料來源：中銀證券根據公開資料整理

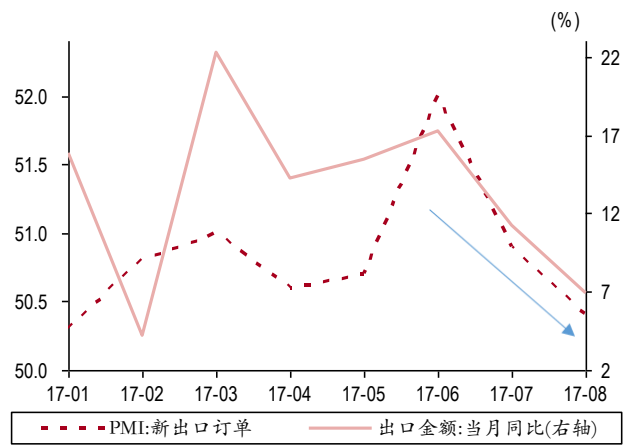
FDI 未見起色，出口受到影響，升值對經濟基本面或產生負面衝擊。雖然市場對於中國經濟基本面的預期改善，推升了人民幣匯率，但是對實體經濟的影響還是要看外商的項目投資以及出口情況。數據來看，近幾個月外商投資的數據并不理想，因此推升匯率還主要停留在外匯的投資層面，沒有落實到實體投資層次；而出口方面，7 月和 8 月的出口同比增長分別為 11.2% 和 6.9%，較上半年持續大幅回落，PMI 新訂單指數也從 5 月的 52 降至目前的 50.4，在全球需求未出現大變化的情況下，出口的走弱或與人民幣升值有一定關係。此外，升值情況下，由于大宗商品等原材料價格變的便宜，在目前上游商品價格飛漲的背景下，有利于國內中游加工企業改善利潤，但是下游需求未見徹底好轉，這部分影響對基本面的改善或將有限。

圖表 6. FDI 未出現明顯起色



资料来源: 万得, 中银证券

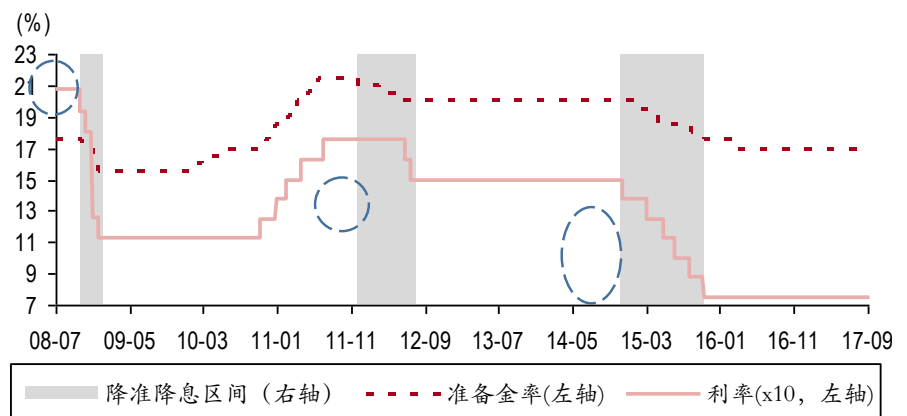
圖表 7. 出口情况出現惡化



资料来源: 萬得, 中銀證券

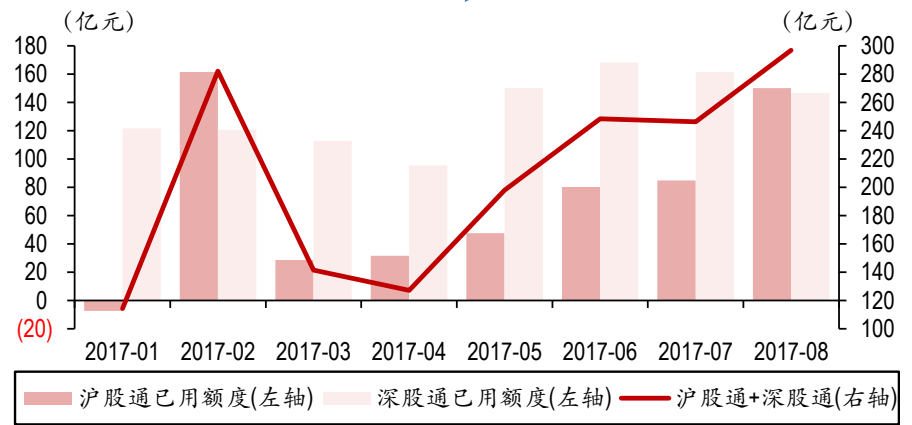
大幅升值建立匯率優勢，降准降息預留空間。中期來看，中國經濟還是存在一定的下行壓力，近期數據的好轉並沒有改變宏觀周期的趨勢，一旦基本面壓力來襲，降准降息是極有可能采取的貨幣政策。美聯儲步入加息周期，降准降息會帶來資本外流，使得人民幣承受貶值的壓力。目前，人民幣處於一個升值階段，短期的大幅上漲也建立了一定緩衝基礎，使得降准降息後匯率有較大走高的空間。從歷史情況看，08年、12年、15年三次典型的降息和降准階段，人民幣匯率要麼處於升值區間，要麼在前期有較大的階段性升值。

圖表 8. 三次降准降息前，人民幣都有升值過程



資料來源：萬得，中銀證券

對市場的影響，短期流動性有支撐，中期業績受到基本面拖累。人民幣升值，資金的外流減少，同時吸引國外資金進入，比如北上資金、QFII的進入，流動性在短期得到一定的保障，無論是對債券市場，還是股票市場，都形成利好。特別的，由于 QFII 等資金風格偏向藍籌股，有利于白酒家電等白馬股。但是，上面的分析指出，由于出口下滑，基本面會受到負面的衝擊，從而影響公司的業績，在中期需要警惕這類風險。按照我們中期策略報告的邏輯，在經濟下滑時，以新經濟、消費等為代表的創業板相對於主板將有更好的彈性，具備一定的相對優勢。

圖表 9. 北上資金近兩月走高


資料來源：萬得，中銀證券

行業方面，中游加工行業獲利，上游周期及出口比重大的行業受損。人民幣升值對行業的影響，主要看行業對進出口的參與度以及處於產業鏈中的位置，大概分五類途徑：第一，上游生產原材料的部分周期行業，升值使得進口原材料的價格下降，近期行業的高價格和高利潤將面臨壓力，例如煤炭、有色等；第二，中游加工行業，進口原材料價格下降，降低原材料採購成本，對利潤形成支撐，例如造紙、機械等；第三，出口比重大的行業，升值使得價格競爭力下降，例如紡織服裝、輕工製造等；第四，升值帶來資金流入直接利好的行業，例如地產、證券等，同時，QFII 等流入資金更加偏好白酒家電等藍籌股；第五，主要收入或負債直接以美元計價的行業，比如航空、旅游等外匯是其成本端，因此受益，而電子元器件等外匯是其收入端，因此受損。具體見下表。

圖表 10. 人民幣升值對各個行業的影響

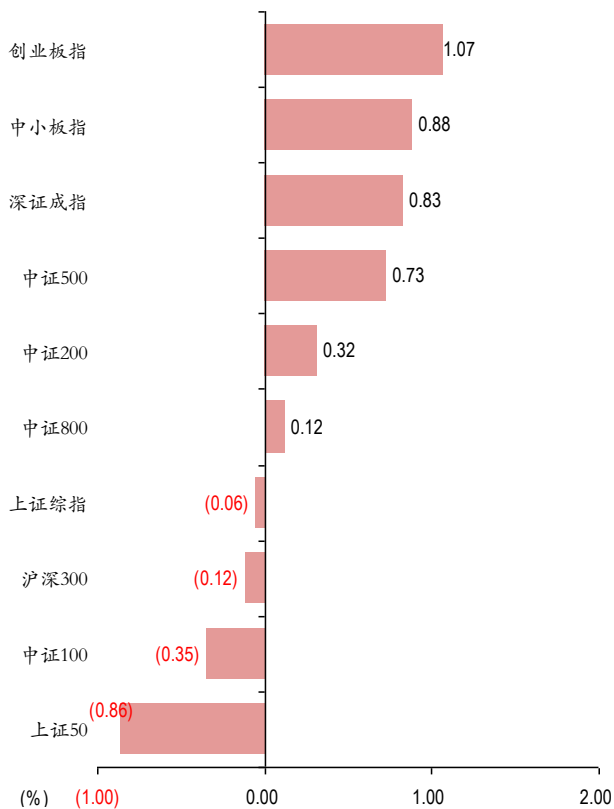
行業	影響機制
鋼鐵	外礦占比較高，升值降低進口礦石成本，提高行業利潤。
航空	外匯負債類行業，尤其是美元負債，升值會提升匯兌收益。
旅游	出境旅游成本降低，需求響應增加。
造紙	國內主要用匯行業，主要的紙漿進口國，升值降低原材料成本。
房地產	一是提升百姓資產價值和購買力，二是吸引國外資金進入，房地產是吸納資金的主要領域之一，三是降低地產企業海外美元負債的成本和利息。
機械	挖掘機、泵車、裝載機的生產均有部分零配件採購依靠進口，有助於採購成本降低。
電力	進口電力設備和燃料的成本將下降，同時有美元負債的公司帳面匯兌收益將增加。
通信	目前中國的電信運營商有大筆海外銀行貸款，例如中國聯通，升值降低貸款成本和還款利息；但是同時，類似中興等出口業務較多的企業，也可能受到升值的負面衝擊。
證券	國外資本進入國內股市，為股市上升創造相對寬鬆的資金環境，券商有望從中受益。
銀行	目前銀行體系外匯淨敞口較低，匯率小幅波動的匯兌收益有較小正面影響。
交運	負債方面，港口和航運企業有少許美元或港幣負債，但金額不大，對淨利潤影響較小。
汽車	國產化率較低的車型如 Mazda6、蒙迪歐等降低成本，對於部分有出口業務的零部件公司如福耀玻璃、萬向錢潮等有負面影響。
食品飲料	食品飲料行業產品出口量較小，匯率調整的影響有限，但 QFII 等資金可能偏好白酒等藍籌。
紡織服裝	出口占比較大，升值降低價格競爭力及行業利潤。
輕工製造	出口占比較大，升值降低價格競爭力及行業利潤。
電子元器件	海外收入占比較高，人民幣升值降低其實際收入。
家電	外匯存款帶來匯兌損失，出口利潤下降，出口需求下降。
石化	油價影響原油采掘和生產，主要以美元定價，升值擠壓利潤。
有色	從國外進口大宗商品的成本下降，從而對國內相關企業形成較大的降價壓力。
煤炭	主要進口國，升值降低進口價格和成本，對國內目前的高價格形成衝擊。

資料來源：中銀證券

上周回顾：创业板繼續領漲，市場出現回調

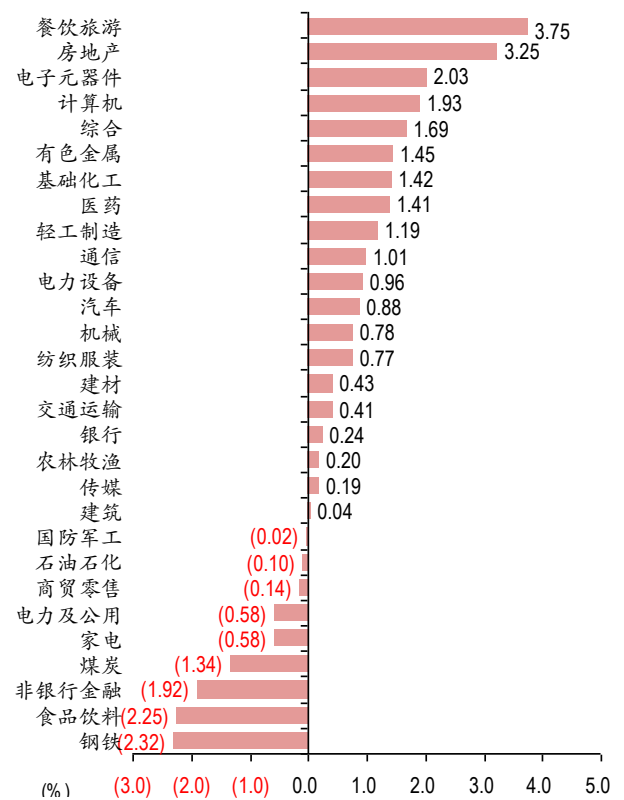
市場以及行業板塊表現回顧：創業板指繼續領漲，上證 50 回調最大。本周，市場在延續近期良好勢頭之後，在後半周出現回調。指數方面，創業板繼續強勢，上漲 1.07%居首，中小板指 0.88%緊隨其後，上證 50 表現最弱，回落 0.86%。行業方面，餐飲旅游和房地產板塊領漲，分別上漲 3.75%和 3.25%；電子元器件（2.03%）和計算機（1.93%）也有較好表現；鋼鐵（-2.32%）、食品飲料（-2.25%）和非銀行金融（-1.92%）領跌。

圖表 11. 上周市場表現



資料來源：萬得，中銀證券

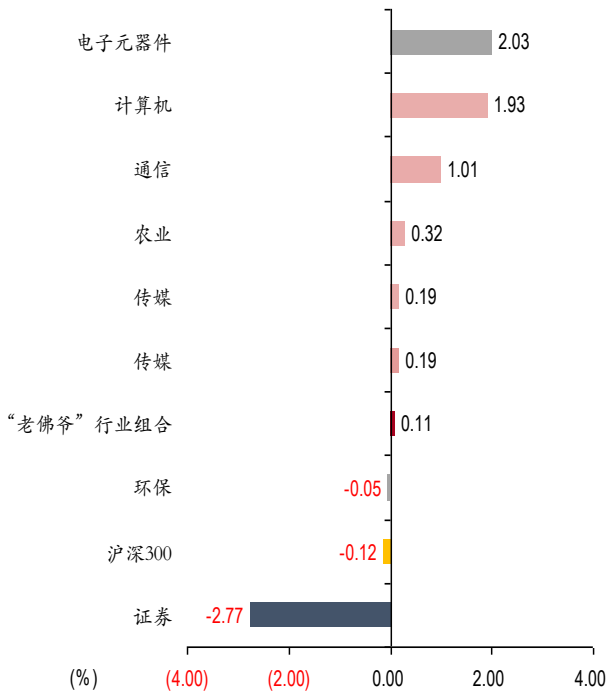
圖表 12. 上周行業板塊表現



資料來源：萬得，中銀證券

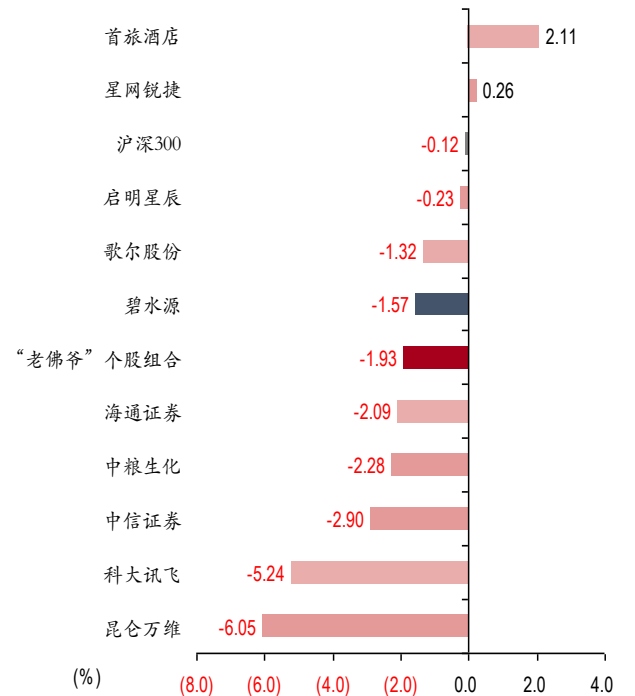
組合回顧：行業組合強于市場，個股組合弱于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益 0.11%，強于市場（-0.12%）；“老佛爺”個股組合絕對收益-1.93%，弱于市場。年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.25。

圖表 13. 上周“老佛爺”行業組合表現



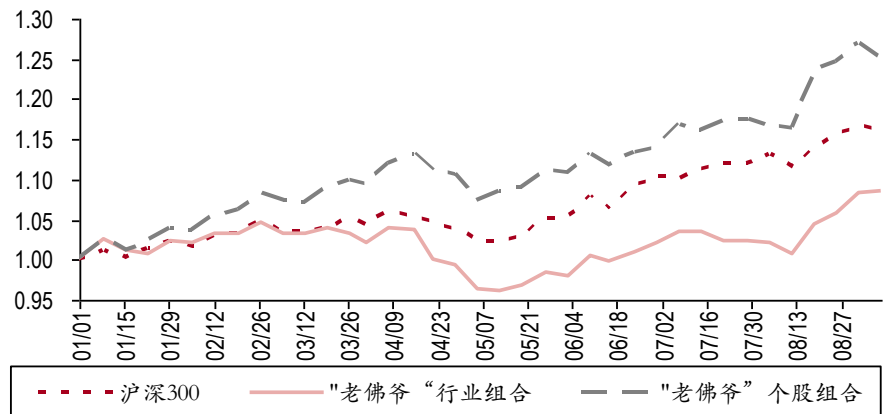
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 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：繼續推薦創業板，上游周期行業或受人民幣升值的衝擊

市場判斷：繼續推薦創業板。中期來看，仍延續對市場的樂觀判斷，但需注意人民幣升值給基本面可能帶來的負面影響，由于匯率走高使得進口原材料價格下降，還需關注部分上游周期行業的不利影響以及周期品價格的波動風險。繼續推薦創業板，本周市場回調之下，創業板仍表現出色，一度攻破 1,900 點位，下一目標價位 2,000 點。

行業配置：維持配置比例不變。上周部分配置行業隨市場整體回調，但不影響中期走勢，繼續看好新經濟與創業板，證券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。從 9 月開始，我們調入電子元器件、餐飲旅游等板塊，進一步提高通信比例。最後行業配置結果為：電子元器件（中信一級，10%）、餐飲旅游（中信一級，10%）、通信（中信一級，20%）、計算機（中信一級，10%）、傳媒（中信一級，10%）、證券（中信二級，20%）、環保（中信三級，10%）、農業（中信二級，10%）。個股見下表。

2017年9月中銀國際行業及个股配置

圖表 16. 2017年9月“老佛爺”行業組合

行業板塊	權重	行業觀點
電子元器件（中信一級）	10	電子行業從去年下半年至明年處於上行周期，下半年 iPhone8 將引領新一波高端智能機的升級周期，本輪升級包括 OLED 全面屏、雙面 3D 玻璃、SPEN 等核心應用。
餐飲旅游（中信一級）	10	旅游行業景氣保持，目前估值處於低位。長期在消費需求端升級，供給側改革補短板背景下，旅游行業將持續高增長。
通信（中信一級）	20	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；下半年二次探底二次通縮的宏觀背景有利于技術創新。
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。
證券（中信二級）	20	目前五家大型綜合性券商平均市淨率為 1.54 倍，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好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。
環保（中信三級）	10	去年以來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）	10	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。

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 2017年9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		
002241.CH	歌爾股份	21.64	1.08	0.69	0.91	20.04	31.22	23.73	身披智能穿戴、虛擬現實、聲學概念、蘋果概念等十多種題材，備受關注。全球 VR 設備製造龍頭，VR 產品出貨量今年有望翻倍增長；另外，公司作為蘋果聲學器件的核心供應商和行業龍頭，公司市場份額穩定且仍有提升空間，且公司下半年將繼續受益於蘋果聲學器件升級帶來的新周期。	電子元器件（中信一級）
002396.CH	星網銳捷	19.00	0.59	0.76	0.96	32.06	25.16	19.72	領先的國有 ICT 綜合解決方案提供商，在白盒交換機主導的疏通網絡交換設備產業升級方面具備先發優勢，存在混改預期。	通信（中信一級）
600258.CH	首旅酒店	29.52	0.72	0.76	0.95	41.02	39.06	31.13	有限服務型酒店行業景氣明顯，在經濟企穩復蘇的背景下，內生、外延雙趨勢確立，酒店龍頭首旅將持續收益。隨著首旅如家會員體系打通，內部管理效率有望進一步提升，與首旅集團旗下資源對接合作打造客戶生態圈。	餐飲旅游（中信一級）
002439.CH	啓明星辰	22.03	0.31	0.49	0.65	71.06	44.64	34.08	信息安全行業“三甲醫院”式公司，領先地位穩固，客戶優質，穩健中白馬。	計算機（中信一級）
300418.CH	昆侖萬維	26.25	0.47	0.83	1.06	55.85	31.44	24.78	受益於手游行業的景氣度，公司後續增長看點：自研手游推廣上綫，閑徠互娛拓展新區域等	傳媒（中信一級）
002230.CH	科大訊飛	55.20	0.37	0.39	0.54	149.19	140.28	102.56	國內智能語音及人工智能領跑者，核心高管穩定，專注於智能語音技術，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）
600030.CH	中信證券	17.77	0.86	0.96	1.09	20.66	18.45	16.27	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	15.00	0.70	0.80	0.93	21.43	18.74	16.08	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）
300070.CH	碧水源	18.75	0.60	0.82	1.10	31.25	22.94	17.11	業績穩定，龍頭地位穩固，訂單加速落地。	環保（中信三級）
000930.CH	中糧生化	12.45	0.13	0.51	0.72	94.32	24.58	17.20	玉米價格下降，國際油價回升，公司盈利能力得到改善。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）

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對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