



环保政策曲线或进入顶部阶段

策略周报

经济下行趋势未变，环保政策曲线或已进入顶部，相对更看好创业板。

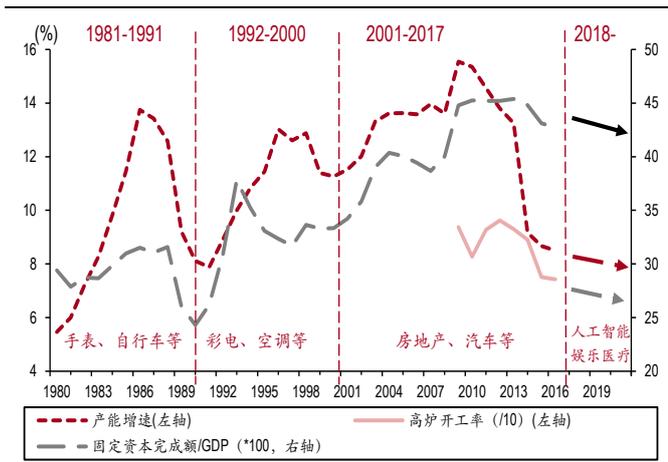
- **本期话题：**怎么理解宏观周期和环保政策近期的变化，以及对市场的影响？我们认为，产能周期仍处在底部，主动去库存已经开始，环保限产政策或已进入阶段性的顶部位置，边际上进一步趋严的可能性不大，相对更加看好创业板、以及部分消费板块。
- **首先，从中期的产能周期来看，新动能尚未出现，经济仍处于本轮产能周期的底部。**产能周期的本质是消费需求的变化以及消费需求变化所带来的产业结构的升级。现阶段，以新能源汽车、人工智能、物联网等为代表的新兴产业已经进入成长期，但是离成为经济的新动能尚有距离，因此2季度的数据好转只是短期的波动，经济仍然处于旧产能周期的一个底部。
- **其次，从短期的库存周期来看，3季度已进入主动去库存阶段，延续至明年下半年。**在6月的中期策略报告中，我们指出，经过一年左右的补库存后，由于下半年整体需求是向下的，主动去库存将在3季度开始。7月与8月的投资、消费、出口数据连续回落并低于预期，逐渐验证我们的判断。虽然供给冲击造成了部分周期品价格和利润的上升，但是由于预见到下半年需求整体往下走，企业已经开始主动去库存，6月与7月，工业企业的存货投资由正转负。根据之前的判断，这一轮去库存的过程将延续至明年下半年。
- **最后，从政策的短期冲击来看，环保限产或已进入阶段性的顶部位置，往后看，进一步加码或趋严的可能性不大。**在报告《警惕环保限产的负面冲击》中，我们曾指出，环保政策的执行出现了一定的过度情况，需要警惕因此带来的负面冲击。近期，环保限产确实已对部分企业的正常运行、百姓的日常生活形成了不必要的干扰。随着这些负面冲击的出现，环保部和多地部门均强调环保限产的政策“不能矫枉过正”、要“兼顾人民群众的正常生活”。我们判断，从严厉程度来看，本轮环保限产政策或已经进入到阶段性的顶部位置，往后看，短期内进一步趋严或者加码的可能性相对较小。
- **市场判断：经济下行情况下，相对更加看好创业板及部分消费板块。**中期来看，基本面下行的趋势未变，主动去库存也已经开始，市场将修正对经济乐观的预期，同时，环保政策曲线或已进入阶段性的顶部位置，周期品价格的支撑将变得困难，相对于主板和周期行业，更加看好创业板和一些消费升级板块。此外，创新政策不断强化，同样使得创业板受益。在前期突破1,900点后，我们认为创业板下一目标位是2,000点。
- **行业配置：创业板相关的TMT行业权重50%。**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：环保政策曲线或进入阶段性的顶部

7月与8月宏观数据连续不及预期并回落，另一方面，环保限产的政策在过度加码和执行后，出现了一定的纠偏，那么，怎么理解宏观周期和环保政策的变化，以及对市场的影响？我们认为，宏观周期仍处在底部，下行的大趋势并未改变，市场将修正对基本面乐观的预期，环保限产政策或已处于阶段性的顶部位置，边际上进一步趋严的可能性不大，周期品价格难的支撑存在变数，相对于主板和周期板块，目前更看好创业板、以及部分消费板块。

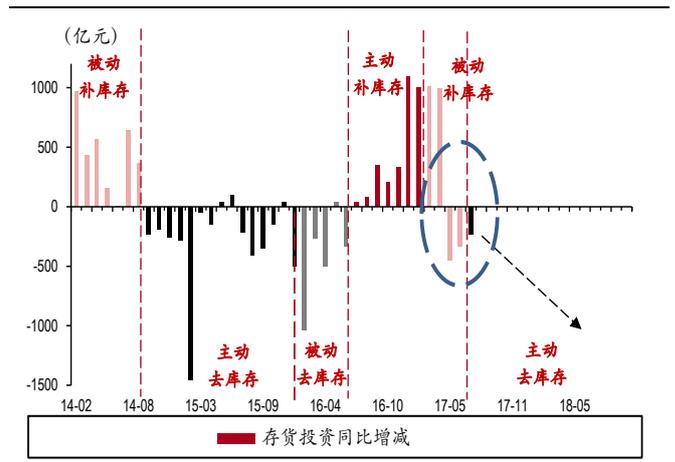
首先，从中期的产能周期来看，新动能尚未出现，经济仍处于本轮产能周期的底部。产能周期的本质是消费需求的变化以及消费需求变化所带来的产业结构的升级。回顾八十年代以来的三段产能周期，80年代需求以手表、自行车等为主，带动轻工业的发展；90年代需求以彩电、空调等为主，带动重工业的发展；而到了2000年以后，需求转向房地产、汽车等，产业结构则调整至重化工业；未来，新周期的产业升级方向一定是高科技、服务业为代表的的新经济。目前，新能源汽车、人工智能、物联网等新兴产业已经进入成长期，但是离成为经济的新动能尚有距离，因此2季度以来的数据好转只是短期的波动，经济仍然处于旧产能周期的一个底部。

图表 1. 目前仍处在本轮产能周期的底部



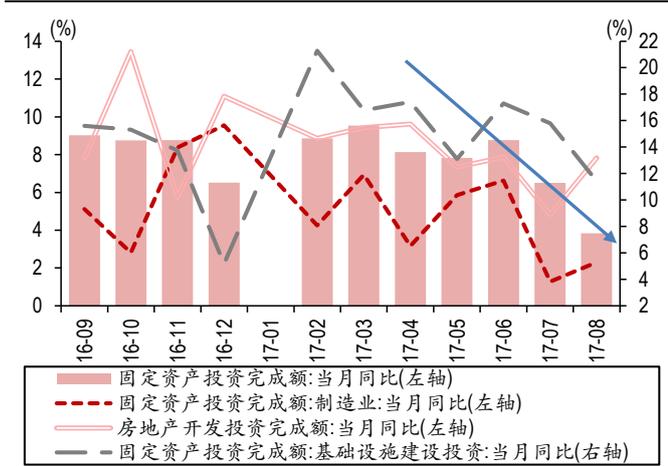
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 三季度开始去库存，持续到明年下半年

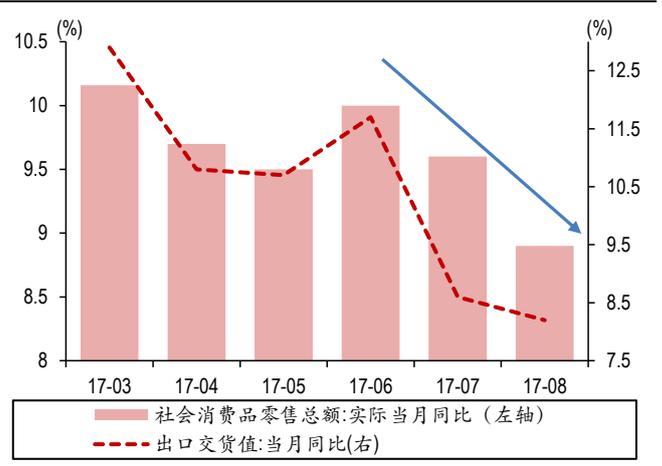


资料来源：万得，中银证券

其次，从短期的库存周期来看，3季度已进入主动去库存阶段，延续至明年下半年。在6月的中期策略报告中，我们指出，经过一年左右的补库存过程，由于下半年整体需求是向下的，主动去库存将在3季度开始，并延续至明年下半年。虽然2季度的经济走势相对平稳，但是7月与8月的数据连续回落并低于预期，逐渐验证我们之前的判断。三驾马车来看，固定资产投资8月单月增速已下降到3.84%的历史低位，制造业、基建、地产三大支柱均出现趋势性的中枢下沉；社会零售品销售的单月实际增速在8月也来到近半年的一个低点8.9%，显示国内消费无根本性改善；出口交货值来看，单月同比从3月的12.9%一路下滑至上月8.2%，依靠海外需求也存在一定的不确定性。虽然供给冲击造成了部分周期品价格和利润的上升，但是由于预见到下半年需求整体在往下走，企业无意扩大生产，主动去库存已经在3季度开始，6月与7月，工业企业的存货投资由正转负。根据之前的判断，这一轮去库存的过程将延续至明年下半年，从短周期来看，下半年经济也是一个下行的趋势。

图表 3. 固定资产投资中枢下移


资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 消费品零售与出口增速下滑


资料来源: 万得, 中银证券

最后, 从政策的冲击来看, 环保限产或已进入阶段性的顶部位置, 往后看, 进一步加码或趋严的可能性不大。在报告《警惕环保限产的负面冲击》中, 我们曾指出, 由于层层加码, 环保政策的执行出现了一定的过度情况, 需要警惕带来的负面冲击。近期, 从沸沸扬扬的舍弗勒事件, 到许多地区工厂和员工的抗议, 到一些专家的急切呼吁, 到日常的牲畜养殖、图文印刷等活动意外受限, 显示出环保限产确实对部分企业的正常运行、百姓的日常生活形成了不必要的干扰, 个别的严厉执法对政策的本意进行了歪曲和过度解读。

图表 5. 环保限产过严，开始影响企业正常生产和百姓普通生活

| 时间 | 来源 | 标题 | 新闻内容 |
|-----------|-------|--|--|
| 2017/9/22 | 新浪财经 | 《赵喜子：限产“一刀切”严重影响企业环保积极性》 | 上半年，由于环保管控指令频繁，而且时限紧，经常要求1小时内急停产，“不停产就抓人”。生产设备“被迫频繁停止、启动”，容易造成设备事故。仅安阳一家企业上半年就发生设备事故14起，同比上升50%；吨钢设备检修费从去年的35元升高到91元，增加检修费3500多万元。由于高炉停产导致炉体急冷急热，有两家企业高炉出现裂缝和烧穿等情况，差一点出现类似1990年酒钢高炉垮塌铁水烧死多人的严重安全事故；同时，煤气管网压力波动大，甚至出现负压，进入空气将引起爆炸等事故，这样的话，后果不堪设想。频繁的限停产严重打乱了企业生产平衡，给企业带来了巨大的安全隐患，大大增加了企业生产成本。 |
| 2017/9/14 | 腾讯汽车 | 《舍弗勒向政府求助：小滚针或致49家整车厂3000亿损失》 | 舍弗勒集团大中华区 CEO 张艺林博士向上海市经信委、浦东新区政府和嘉定区政府求援，由于环保方面的原因，上海市浦东新区川沙新镇人民政府对界龙自2017年9月10日起实施了“断电停产，拆除相关生产设备”的决定。界龙是舍弗勒的唯一滚针供应商，滚针的断货将导致49家汽车整车厂的200多个车型从9月19日开始陆续全面停产，理论上将造成中国汽车产量300多万的减产，相当于3000亿人民币的产值损失。因此，舍弗勒请求3个月的宽限时间，寻找替代的滚针供应商。 |
| 2017/9/14 | 中国工业报 | 《专家呼吁：环保治理不能对铸造企业一刀切》 | 前不久，环保部、发改委、工信部、公安部、财政部等16个部委和省市会签的《京津冀及周边地区2017~2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中，被列入“2+26”通道城市的铸造企业约占全国铸件总产量的25%，殃及约20万产业工人。铸造企业错峰生产还将直接波及众多下游主机行业。尤其是汽车、内燃机、农机、发电及电力、机床、工程机械等行业都是铸造行业的重要下游用户。仅以汽车工业为例，汽车铸件占总需求的近三分之一，平均每辆汽车重量的17%~23%为各类铸件，主机企业与铸造企业都是通过长期合作才形成的稳定供需关系。由于错峰生产，致使很多下游行业因无法采购到合适铸件而造成了供不应求的假象，甚至部分铸件价格有了较大幅度的波动。一些主机厂迫不得已把部分产品转移到环保压力较小的地区配套。非错峰生产地区因订单骤增造成市场虚假繁荣，很多企业已经加大了投资新建厂房步伐，并购置了大量设备，加剧了铸造行业产能过剩，扰乱了正常的市场供需秩序。 |
| 2017/8/16 | 搜狐网 | 《“环保风暴”致环保重压之下，风暴所到之处，包括化工行业企业在内，企业大面积断水断电停产，大面积停产、失业、民怨沸腾！不多中小化工企业主全部身家都压在工厂里，而无数工人正背负着房贷、车贷、养家、养老的巨大压力，政府对民企赶尽杀绝！》 | “环保风暴”致环保重压之下，风暴所到之处，包括化工行业企业在内，企业大面积断水断电停产，大面积停产、失业、民怨沸腾！不多中小化工企业主全部身家都压在工厂里，而无数工人正背负着房贷、车贷、养家、养老的巨大压力，政府对民企赶尽杀绝！ |

资料来源：中银证券根据公开资料整理

随着这些负面冲击的出现，我们发现，环保部和多地部门均开始发声，强调环保限产的政策“不能矫枉过正，也不能以偏概全”，要“兼顾人民群众的正常生活”，限产政策出现了部分的“纠偏”。我们判断，从严厉程度来看，本轮环保限产政策或已经进入了阶段性的顶部位置，往后看，短期进一步趋严或者加码的可能性相对较小。受此影响，环保限产对部分周期品价格形成比目前更有力支撑的情况较难出现。

图表 6. 近期部分环保限产政策情况

| 时间 | 文件/会议 | 发文机构 | 主要内容 |
|-----------|--|--------------------|--|
| 2017/9/20 | 《河南省绿色环保调度制度(试行)》 | 河南省政府 | 决定对工业企业“差别对待”，实行绿色环保单位优先生产、高污染单位限制生产的差别化绿色环保调度制度。 |
| 2017/9/3 | 《宁波市鄞州区人民政府办公室关于正确引导部分中小企业恢复正常生产经营的通知》 | 宁波市鄞州区人民政府办公室 | 部分中小企业停工停产的主要原因是，看到业内某些企业因被举报而关停的不良影响，而选择自行停工停产，以期躲避此次环保督察。通知将通过多种方式引导企业正确理解中央环保督察的积极意义，帮助相关企业恢复正常生产。 |
| 2017/8/22 | 环境保护部例行发布会 | 环保部 | 环保部反对环保部门‘一刀切’，反对地方平时不作为，到了环保督查时，采取简单、粗暴的方式，片面处理发展与环保的关系的行为。 |
| 2017/8/20 | 海口市环保督察协调联络组第十二次工作会议 | 海口市环保督察协调联络组 | 会议表示：在问题整改过程中，方式方法决不能粗放粗暴，一关了之、一封了之，决不能图简单、图省事，而给全市经济发展和人民群众的正常生产生活带来消极影响。 |
| 2017/8/15 | 《淄博市中央环境保护督察协调联络工作组通知》 | 淄博市中央环境保护督察协调联络工作组 | 各市要针对不同的污染企业要根据问题的具体情况，科学制定整改落实措施，分行业、分类型、分情况细化处理方案，依法依规科学处置，不能搞简单一关了之，一拆了之等‘一刀切’措施。特别是与对群众密切相关的畜禽养殖场，餐饮服务店等污染排放较小且通过短时间整改能达到环保标准的相关行业企业，重在加强整改整治，使相关企业合规合法后尽快恢复正常营业，最大限度满足群众正常生活。 |
| 2017/8/9 | 《关于扎实做好环境保护督察问题整改的紧急通知》 | 成都市政府 | 相关部门开展环境保护工作中，既不能矫枉过正，也不能以偏概全；既要回应部分群众合理环保诉求，更要兼顾广大群众正常生产生活，决不能简单一关了之。 |

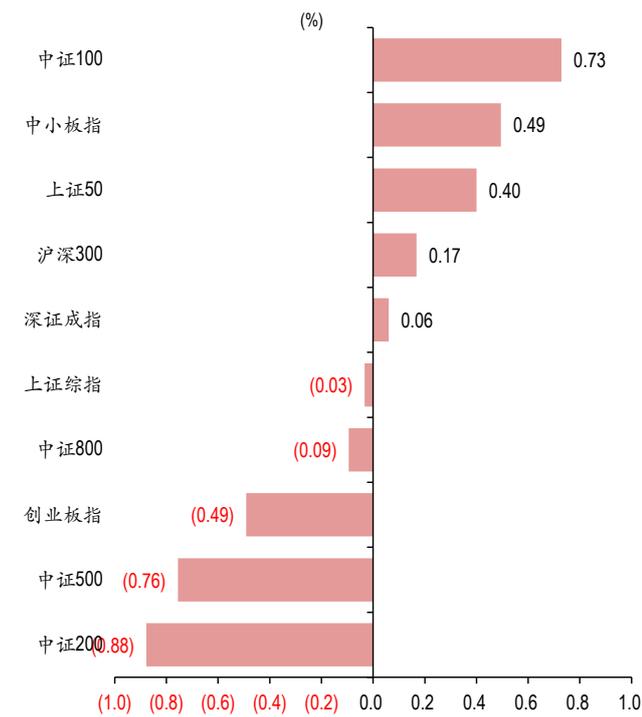
资料来源：中银证券根据公开资料整理

市场的影响，由于经济基本面存在下行压力，环保限产已在阶段性的顶部位置，相对更加看好创业板、以及含有必需消费、消费升级特征的一些行业，如纺织服装、餐饮旅游等。根据上面的分析，经济基本面下行的中期趋势未变，短期的库存周期也进入到去库存阶段，环保限产或已处于顶部，周期品价格进一步支撑存在难度，在这个背景下，由于消费、服务的弹性好于生产，新经济优于传统经济，相对更加看好创业板、以及消费相关的一些板块，有望继续迎来上涨的动力。

上周回顾：通信领涨，周期显颓势

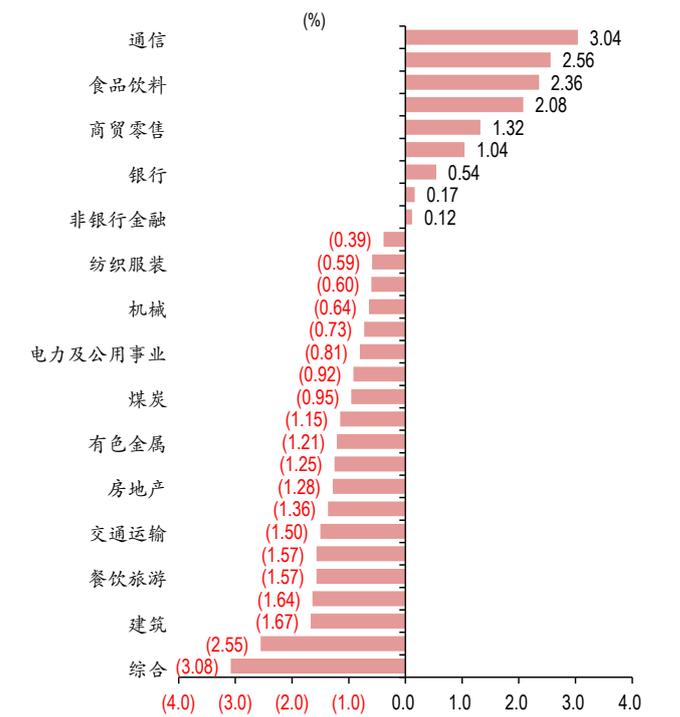
市场以及行业板块表现回顾：中证 100 表现最好 (0.73%)，创业板回调。上周，中证 100 上涨 0.73%居涨幅之首，中小板指 (0.49%) 次之，创业板跌 0.49%。行业板块方面，5G 概念板块走强，通信大涨 3%，家电 (2.56%)、食品饮料 (2.36%) 等消费板块也有不俗表现，钢铁 (-2.55%)、化工 (-1.25%) 和有色 (-1.21%) 等周期板块表现不佳。

图表 7. 上周市场表现



资料来源：万得，中银证券

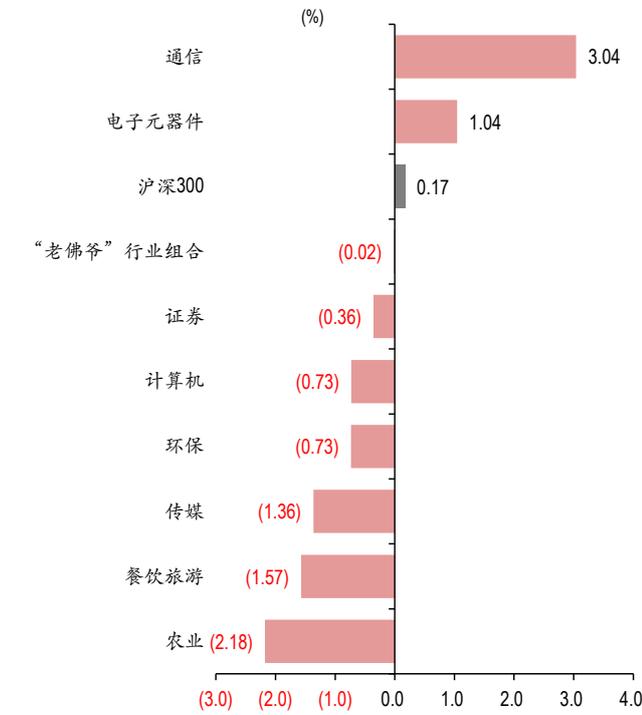
图表 8. 上周行业板块表现



资料来源：万得，中银证券

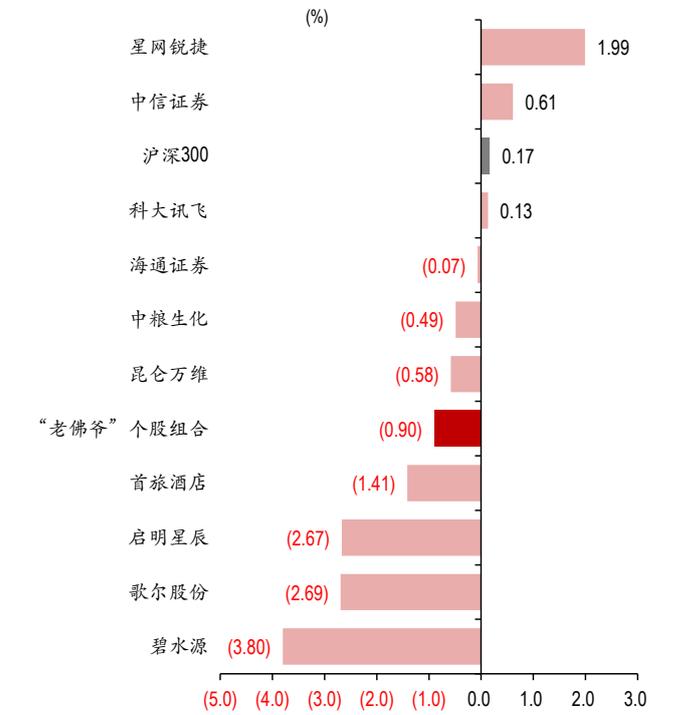
组合回顾：行业组合和个股组合均弱于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益-0.02%，“老佛爷”个股组合绝对收益-0.90%，均弱于市场，年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.25。

图表 9. 上周“老佛爷”行业组合表现



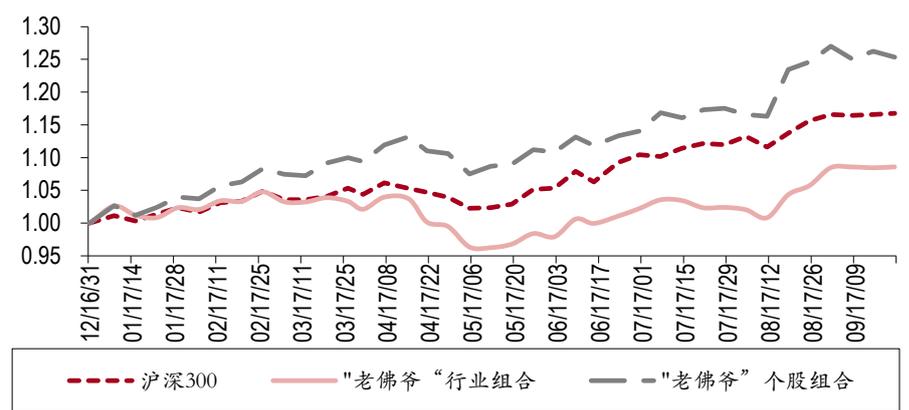
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 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

市场判断：经济下行情况下，相对更加看好创业板及部分消费板块。中期来看，基本面下行的趋势未变，主动去库存也已经开始，市场将修正对经济乐观的预期，同时，环保限产政策或已进入阶段性的顶部位置，周期品价格的支撑将变得困难，相对于主板和周期行业，更加看好创业板和一些消费升级板块。此外，创新政策不断强化，使得创业板受益。在前期突破 1,900 点后，我们认为创业板下一目标位是 2,000 点。

行业配置：维持配置比例不变。本周创业板小幅回调，不影响中期走势，继续看好 TMT 和消费相关板块，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。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 12. 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,旅游行业将持续高速增长。 |
| 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好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 13. 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 | 20.24 | 1.08 | 0.70 | 0.93 | 18.74 | 28.93 | 21.83 | 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 | 19.98 | 0.59 | 0.76 | 0.96 | 33.72 | 26.45 | 20.74 | 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 | 30.01 | 0.72 | 0.76 | 0.95 | 41.70 | 39.71 | 31.65 | 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 | 21.13 | 0.31 | 0.49 | 0.65 | 68.16 | 42.74 | 32.64 | 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 | 25.72 | 0.47 | 0.83 | 1.06 | 54.72 | 30.81 | 24.28 | 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,闲徕互娱拓展新区域等 | 传媒 (中信一级) |
| 002230.CH | 科大讯飞 | 53.07 | 0.37 | 0.39 | 0.54 | 143.43 | 135.28 | 98.86 | 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 | 18.14 | 0.86 | 0.94 | 1.04 | 21.09 | 19.20 | 17.37 | 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 | 14.98 | 0.70 | 0.80 | 0.93 | 21.40 | 18.72 | 16.05 | 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 | 17.97 | 0.60 | 0.82 | 1.10 | 29.95 | 21.99 | 16.40 | 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 | 14.27 | 0.13 | 0.51 | 0.72 | 108.11 | 28.17 | 19.71 | 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公开发表。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。所有本报告期内使用的商标、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