



# 環保政策曲綫或進入頂部階段

## 策略周報

經濟下行趨勢未變，環保政策曲綫或已進入頂部，相對更看好創業板。

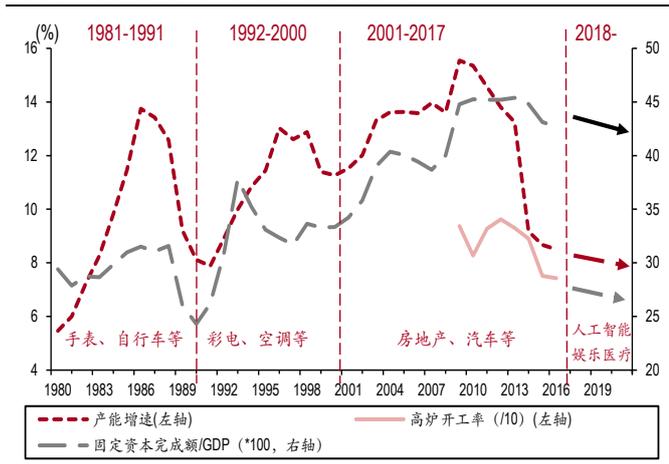
- **本期話題：**怎麼理解宏觀周期和環保政策近期的變化，以及對市場的影響？我們認為，產能周期仍處在底部，主動去庫存已經開始，環保限產政策或已進入階段性的頂部位置，邊際上進一步趨嚴的可能性不大，相對更加看好創業板、以及部分消費板塊。
- **首先，從中期的產能周期來看，新動能尚未出現，經濟仍處于本輪產能周期的底部。**產能周期的本質是消費需求的變化以及消費需求變化所帶來的產業結構的升級。現階段，以新能源汽車、人工智能、物聯網等為代表的新興產業已經進入成長期，但是離成為經濟的新動能尚有距離，因此2季度的數據好轉只是短期的波動，經濟仍然處于舊產能周期的一個底部。
- **其次，從短期的庫存周期來看，3季度已進入主動去庫存階段，延續至明年下半年。**在6月的中期策略報告中，我們指出，經過一年左右的補庫存後，由于下半年整體需求是向下的，主動去庫存將在3季度開始。7月與8月的投資、消費、出口數據連續回落并低于預期，逐漸驗證我們的判斷。雖然供給衝擊造成了部分周期品價格和利潤的上升，但是由于預見到下半年需求整體往下走，企業已經開始主動去庫存，6月與7月，工業企業的存貨投資由正轉負。根據之前的判斷，這一輪去庫存的過程將延續至明年下半年。
- **最後，從政策的短期衝擊來看，環保限產或已進入階段性的頂部位置，往後看，進一步加碼或趨嚴的可能性不大。**在報告《警惕環保限產的負面衝擊》中，我們曾指出，環保政策的執行出現了一定的過度情況，需要警惕因此帶來的負面衝擊。近期，環保限產確實已對部分企業的正常運行、百姓的日常生活形成了不必要的干擾。隨著這些負面衝擊的出現，環保部和多地部門均強調環保限產的政策“不能矯枉過正”、要“兼顧人民群眾的正常生活”。我們判斷，從嚴厲程度來看，本輪環保限產政策或已經進入到階段性的頂部位置，往後看，短期內進一步趨嚴或者加碼的可能性相對較小。
- **市場判斷：**經濟下行情況下，相對更加看好創業板及部分消費板塊。中期來看，基本面向下的趨勢未變，主動去庫存也已經開始，市場將修正對經濟樂觀的預期，同時，環保政策曲綫或已進入階段性的頂部位置，周期品價格的支撐將變得困難，相對於主板和周期行業，更加看好創業板和一些消費升級板塊。此外，創新政策不斷強化，同樣使得創業板受益。在前期突破1,900點後，我們認為創業板下一目標位是2,000點。
- **行業配置：**創業板相關的TMT行業權重50%。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：環保政策曲綫或進入階段性的頂部

7月與8月宏觀數據連續不及預期并回落，另一方面，環保限產的政策在過度加碼和執行後，出現了一定的糾偏，那麼，怎麼理解宏觀周期和環保政策的變化，以及對市場的影響？我們認為，宏觀周期仍處在底部，下行的大趨勢并未改變，市場將修正對基本面樂觀的預期，環保限產政策或已處于階段性的頂部位置，邊際上進一步趨嚴的可能性不大，周期品價格難的支撐存在變數，相對於主板和周期板塊，目前更看好創業板、以及部分消費板塊。

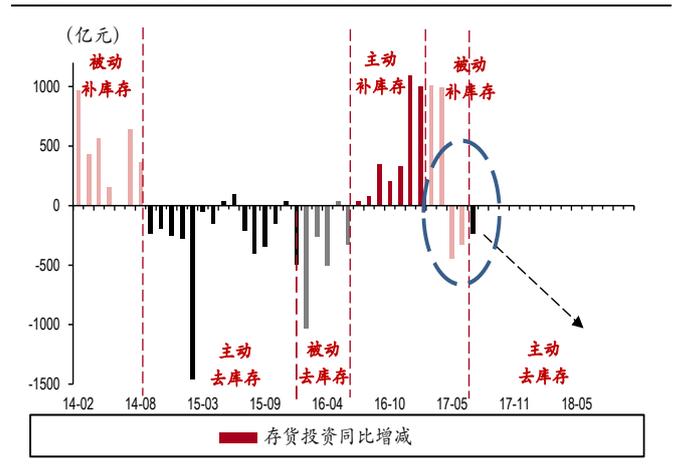
首先，從中期的產能周期來看，新動能尚未出現，經濟仍處于本輪產能周期的底部。產能周期的本質是消費需求的變化以及消費需求變化所帶來的產業結構的升級。回顧八十年代以來的三段產能周期，80年代需求以手錶、自行車等為主，帶動輕工業的發展；90年代需求以彩電、空調等為主，帶動重工業的發展；而到了2000年以後，需求轉向房地產、汽車等，產業結構則調整至重化工業；未來，新周期的產業升級方向一定是高科技、服務業為代表的的新經濟。目前，新能源汽車、人工智能、物聯網等新興產業已經進入成長期，但是離成為經濟的新動能尚有距離，因此2季度以來的數據好轉只是短期的波動，經濟仍然處于舊產能周期的一個底部。

圖表 1. 目前仍處在本輪產能周期的底部



資料來源：萬得，中銀證券

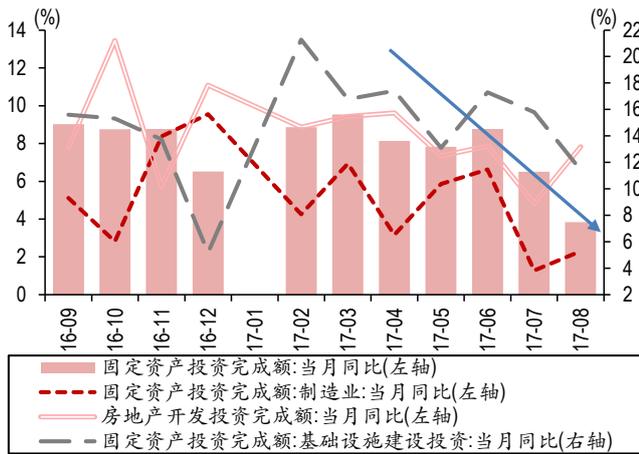
圖表 2. 三季度開始去庫存，持續到明年下半年



資料來源：萬得，中銀證券

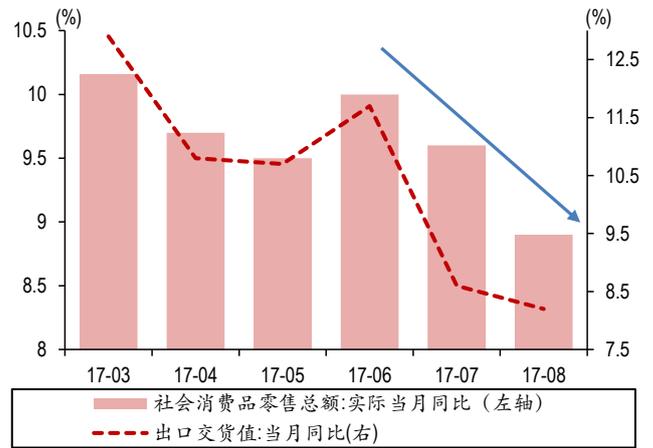
其次，從短期的庫存周期來看，3季度已進入主動去庫存階段，延續至明年下半年。在6月的中期策略報告中，我們指出，經過一年左右的補庫存過程，由于下半年整體需求是向下的，主動去庫存將在3季度開始，并延續至明年下半年。雖然2季度的經濟走勢相對平穩，但是7月與8月的數據連續回落并低于預期，逐漸驗證我們之前的判斷。三駕馬車來看，固定資產投資8月單月增速已下降到3.84%的歷史低位，製造業、基建、地產三大支柱均出現趨勢性的中樞下沉；社會零售品銷售的單月實際增速在8月也來到近半年的一個低點8.9%，顯示國內消費無根本性改善；出口交貨值來看，單月同比從3月的12.9%一路下滑至上月8.2%，依靠海外需求也存在一定的不確定性。雖然供給衝擊造成了部分周期品價格和利潤的上升，但是由于預見到下半年需求整體在往下走，企業無意擴大生產，主動去庫存已經在3季度開始，6月與7月，工業企業的存貨投資由正轉負。根據之前的判斷，這一輪去庫存的過程將延續至明年下半年，從短周期來看，下半年經濟也是一個下行的趨勢。

圖表 3. 固定資產投資中樞下移



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 消費品零售與出口增速下滑



資料來源：萬得，中銀證券

最後，從政策的衝擊來看，環保限產或已進入階段性的頂部位置，往後看，進一步加碼或趨嚴的可能性不大。在報告《警惕環保限產的負面衝擊》中，我們曾指出，由於層層加碼，環保政策的執行出現了一定的過度情況，需要警惕帶來的負面衝擊。近期，從沸沸揚揚的舍弗勒事件，到許多地區工廠和員工的抗議，到一些專家的急切呼籲，到日常的牲畜養殖、圖文印刷等活動意外受限，顯示出環保限產確實對部分企業的正常運行、百姓的日常生活形成了不必要的干擾，個別的嚴厲執法對政策的本意進行了歪曲和過度解讀。

**圖表 5. 環保限產過嚴，開始影響企業正常生產和百姓普通生活**

時間	來源	標題	新聞內容
2017/9/22	新浪財經	《趙喜子：限產“一刀切”嚴重影響企業環保積極性》	上半年，由于環保管控指令頻繁，而且時限緊，經常要求 1 小時內急停產，“不停產就抓人”。生產設備“被迫頻繁停止、啓動”，容易造成設備事故。僅安陽一家企業上半年就發生設備事故 14 起，同比上升 50%；噸鋼設備檢修費從去年的 35 元升高到 91 元，增加檢修費 3500 多萬元。由于高爐停產導致爐體急冷急熱，有兩家企業高爐出現裂縫和燒穿等情況，差一點出現類似 1990 年酒鋼高爐垮塌鐵水燒死多人的嚴重安全事故；同時，煤氣管網壓力波動大，甚至出現負壓，進入空氣將引起爆炸等事故，這樣的話，後果不堪設想。頻繁的限停產嚴重打亂了企業生產平衡，給企業帶來了巨大的安全隱患，大大增加了企業生產成本。
2017/9/14	騰訊汽車	《舍弗勒向政府求援，由于環保方面的原因，上海市浦東新區川沙新鎮人民政府對界龍自 2017 年 9 月 10 日起實施了“斷電停產，拆除相關生產設備”的決定。界龍是舍弗勒的唯一滾針供應商，滾針的斷貨將導致 49 家汽車整車廠的 200 多個車型從 9 月 19 日開始陸續全面停產，理論上將造成中國汽車產量 300 多萬的減產，相當于 3000 億人民幣的產值損失。因此，舍弗勒請求 3 個月的寬限時間，尋找替代的滾針供應商。	舍弗勒集團大中華區 CEO 張藝林博士向上海市經信委、浦東新區政府和嘉定區政府求援，由于環保方面的原因，上海市浦東新區川沙新鎮人民政府對界龍自 2017 年 9 月 10 日起實施了“斷電停產，拆除相關生產設備”的決定。界龍是舍弗勒的唯一滾針供應商，滾針的斷貨將導致 49 家汽車整車廠的 200 多個車型從 9 月 19 日開始陸續全面停產，理論上將造成中國汽車產量 300 多萬的減產，相當于 3000 億人民幣的產值損失。因此，舍弗勒請求 3 個月的寬限時間，尋找替代的滾針供應商。
2017/9/14	中國工業報	《專家呼籲：環保治理不能對鑄造企業一刀切》	前不久，環保部、發改委、工信部、公安部、財政部等 16 個部委和省市會簽的《京津冀及周邊地區 2017~2018 年秋冬季大氣污染綜合治理攻堅行動方案》中，被列入“2+26”通道城市的鑄造企業產約占全國鑄件總產量的 25%，殃及約 20 萬產業工人。鑄造企業錯峰生產還將直接波及眾多下游主機行業。尤其是汽車、內燃機、農機、發電及電力、機床、工程機械等行業都是鑄造行業的重要下游用戶。僅以汽車工業為例，汽車鑄件占總需求的近三分之一，平均每輛汽車重量的 17%~23% 為各類鑄件，主機企業與鑄造企業都是通過長期合作才形成的穩定供需關係。由于錯峰生產，致使很多下游行業因無法採購到合適鑄件而造成了供不應求的假像，甚至部分鑄件價格有了較大幅度的波動。一些主機廠迫不得已把部分產品轉移到環保壓力較小的地區配套。非錯峰生產地區因訂單驟增造成市場虛假繁榮，很多企業已經加大了投資新建廠房步伐，并購置了大量設備，加劇了鑄造行業產能過剩，擾亂了正常的市場供需秩序。
2017/8/16	搜狐網	《“環保風暴”致環保重壓之下，風暴所到之處，包括化工行業企業在內，企業大面積斷水斷電停產，工人大面積停產、失業、民怨沸騰！不多中小化工企業主全部身家都壓在工廠裏，而無數工人正背負著房貸、車貸、養家、養老的巨大壓力，政府採取一刀切式整治令不少無污染的企業也被強制關停，甚至做豆腐、做早餐的小店也被關閉。》	《“環保風暴”致環保重壓之下，風暴所到之處，包括化工行業企業在內，企業大面積斷水斷電停產，工人大面積停產、失業、民怨沸騰！不多中小化工企業主全部身家都壓在工廠裏，而無數工人正背負著房貸、車貸、養家、養老的巨大壓力，政府採取一刀切式整治令不少無污染的企業也被強制關停，甚至做豆腐、做早餐的小店也被關閉。》

資料來源：中銀證券根據公開資料整理

隨著這些負面衝擊的出現，我們發現，環保部和多地部門均開始發聲，強調環保限產的政策“不能矯枉過正，也不能以偏概全”，要“兼顧人民群眾的正常生活”，限產政策出現了部分的“糾偏”。我們判斷，從嚴厲程度來看，本輪環保限產政策或已經進入了階段性的頂部位置，往後看，短期進一步趨嚴或者加碼的可能性相對較小。受此影響，環保限產對部分周期品價格形成比目前更強有力支撐的情況較難出現。

**圖表 6. 近期部分環保限產政策情況**

時間	文件/會議	發文機構	主要內容
2017/9/20	《河南省綠色環保調度制度(試行)》	河南省政府	決定對工業企業“差別對待”，實行綠色環保單位優先生產、高污染單位限制生產的差別化綠色環保調度制度。
2017/9/3	《寧波市鄞州區人民政府辦公室關於正確引導部分中小企業恢復正常生產經營的通知》	寧波市鄞州區人民政府辦公室	部分中小企業停工停產的主要原因是，看到業內某些企業因被舉報而關停的不良影響，而選擇自行停工停產，以期躲避此次環保督察。通知稱將通過多種方式引導企業正確理解中央環保督察的積極意義，幫助相關企業恢復正常生產。
2017/8/22	環境保護部例行發布會	環保部	環保部反對環保部門‘一刀切’，反對地方平時不作為，到了環保督查時，採取簡單、粗暴的方式，片面處理發展與環保的關係的行為。
2017/8/20	海口市環保督察協調聯絡組第十二次工作會議	海口市環保督察協調聯絡組	會議表示：在問題整改過程中，方式方法決不能粗放粗暴，一關了之、一封了之，決不能圖簡單、圖省事，而給全市經濟發展和人民群眾的正常生產生活帶來消極影響。
2017/8/15	《淄博市中央環境保護督察協調聯絡工作組通知》	淄博市中央環境保護督察協調聯絡工作組	各市要針對不同的污染企業要根據問題的具體情況，科學制定整改落實措施，分行業、分類型、分情況細化處理方案，依法依規科學處置，不能搞簡單一關了之，一拆了之等‘一刀切’措施。特別是與對群眾密切相關的畜禽養殖場，餐飲服務店等污染排放較小且通過短時間整改能達到環保標準的相關行業企業，重在加強整改整治，使相關企業合規合法後儘快恢復正常營業，最大限度滿足群眾正常生活。
2017/8/9	《關於扎實做好環境保護督察問題整改的緊急通知》	成都市政府	相關部門開展環境保護工作中，既不能矯枉過正，也不能以偏概全；既要回應部分群眾合理環保訴求，更要兼顧廣大群眾正常生產生活，決不能簡單一關了之。

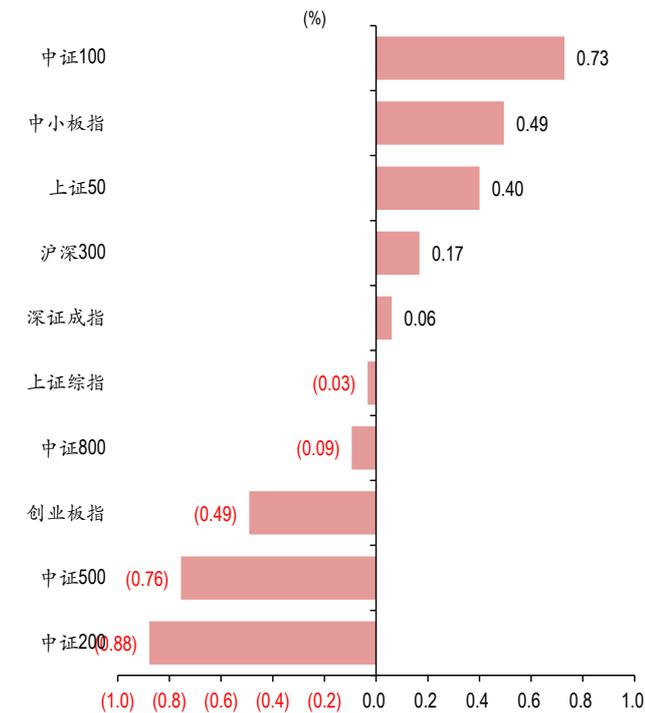
資料來源：中銀證券根據公開資料整理

市場的影響，由於經濟基本面存在下行壓力，環保限產已在階段性的頂部位置，相對更加看好創業板、以及含有必需消費、消費升級特徵的一些行業，如紡織服裝、餐飲旅游等。根據上面的分析，經濟基本面下行的中期趨勢未變，短期的庫存周期也進入到去庫存階段，環保限產或已處於頂部，周期品價格進一步支撐存在難度，在這個背景下，由於消費、服務的彈性好於生產，新經濟優於傳統經濟，相對更加看好創業板、以及消費相關的一些板塊，有望繼續迎來上漲的動力。

## 上周回顾：通信领涨，周期显颓势

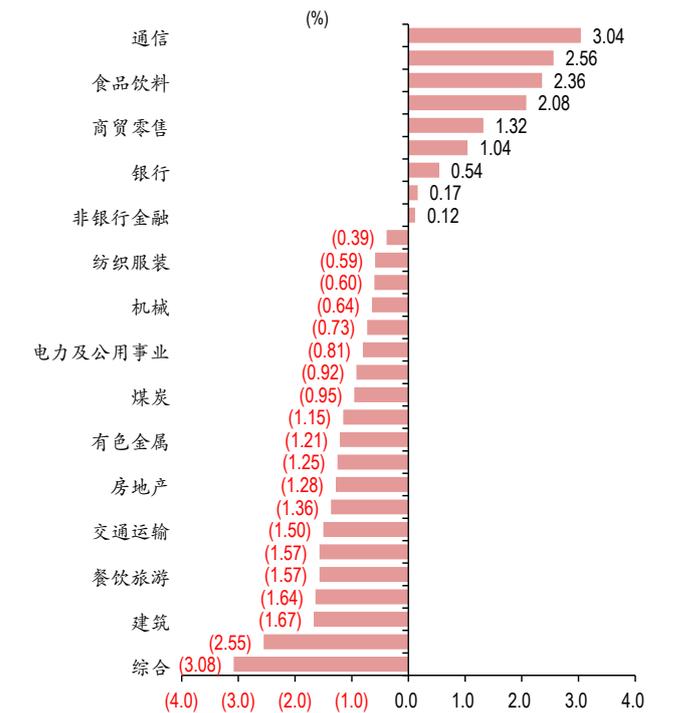
市場以及行業板塊表現回顧：中證 100 表現最好（0.73%），創業板回調。上周，中證 100 上漲 0.73%居漲幅之首，中小板指（0.49%）次之，創業板跌 0.49%。行業板塊方面，5G 概念板塊走強，通信大漲 3%，家電（2.56%）、食品飲料（2.36%）等消費板塊也有不俗表現，鋼鐵（-2.55%）、化工（-1.25%）和有色（-1.21%）等周期板塊表現不佳。

圖表 7. 上周市場表現



資料來源：萬得，中銀證券

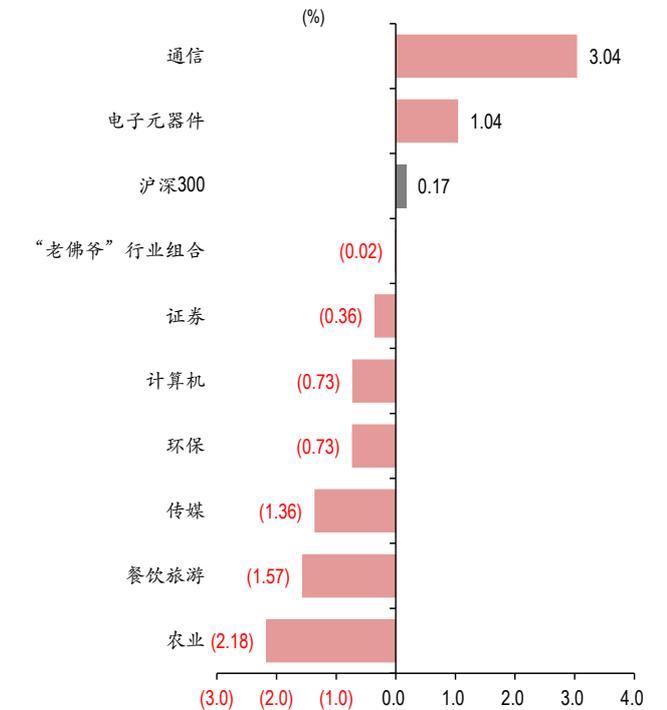
圖表 8. 上周行業板塊表現



資料來源：萬得，中銀證券

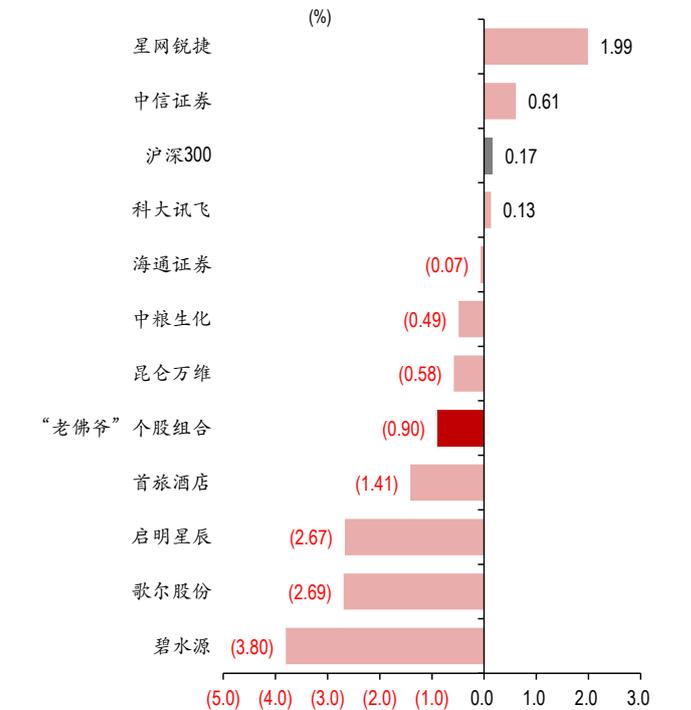
組合回顧：行業組合和個股組合均弱於市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益-0.02%，“老佛爺”個股組合絕對收益-0.90%，均弱於市場，年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.25。

圖表 9. 上周“老佛爺”行業組合表現



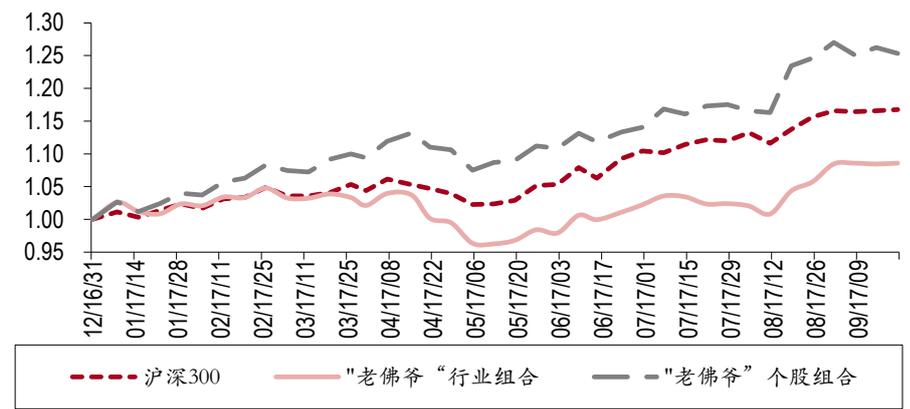
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 10. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 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

**市場判斷：**經濟下行情況下，相對更加看好創業板及部分消費板塊。中期來看，基本面下行的趨勢未變，主動去庫存也已經開始，市場將修正對經濟樂觀的預期，同時，環保限產政策或已進入階段性的頂部位置，周期品價格的支撐將變得困難，相對於主板和周期行業，更加看好創業板和一些消費升級板塊。此外，創新政策不斷強化，使得創業板受益。在前期突破 1,900 點後，我們認為創業板下一目標位是 2,000 點。

**行業配置：維持配置比例不變。**本周創業板小幅回調，不影響中期走勢，繼續看好 TMT 和消費相關板塊，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。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 12. 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 13. 2017年9月“老佛爺”个股組合**

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	20.24	1.08	0.70	0.93	18.74	28.93	21.83	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	19.98	0.59	0.76	0.96	33.72	26.45	20.74	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	30.01	0.72	0.76	0.95	41.70	39.71	31.65	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	啟明星辰	21.13	0.31	0.49	0.65	68.16	42.74	32.64	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	25.72	0.47	0.83	1.06	54.72	30.81	24.28	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	53.07	0.37	0.39	0.54	143.43	135.28	98.86	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	18.14	0.86	0.94	1.04	21.09	19.20	17.37	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	14.98	0.70	0.80	0.93	21.40	18.72	16.05	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	17.97	0.60	0.82	1.10	29.95	21.99	16.40	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	14.27	0.13	0.51	0.72	108.11	28.17	19.71	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