



收获氛围更趋浓

策略月报

11月收获氛围更趋浓，配置上关注“反差猛”行业。

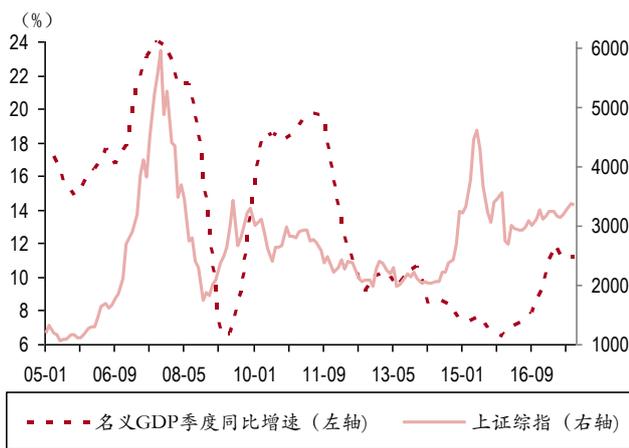
- **11月市场观点：收获氛围更趋浓。**上周报中我们转向谨慎，市场整体表现弱势，回应了我们的判断。在与客户的交流中，我们发现当前有两个“一致”：(1)都对明年市场一致乐观；(2)当前仓位一致都高。但当这两个一致预期映射于短期市场，其结论却并不是太正面的。对明年市场乐观意味着要给明年的市场留出空间，当前仓位一致都高意味着边际加仓能力弱。三季度名义GDP增速见小顶确认，上市公司营收增速已略有下滑，盈利对市场的推动将弱化，大的政策主题进入相对真空期，市场风险偏好短期提升并不容易。对11月的市场我们仍延续之前的判断，收获氛围或将更趋浓。
- **配置上关注“反差猛”行业，重点推介石油石化、医药、电力设备。**在分化如此剧烈的结构市中，前三季度收益有限的弱势板块将赢来逆袭机会，部分超跌板块有望实现超预期收益。从数量上说，过去十年中超过85%的弱势板块在第四季度都实现了不同程度的反弹。我们认为四季度的行业配置可以从前三季度跑输沪深300的弱势行业中掘金。11月我们倾向于从公司三季报和基金三季报中选择“反差猛”行业，建议关注石油石化、医药、电力设备。
- **公司三季报：3%贡献46%，龙头涨幅过50%。**我们发现三季度，A股主板业绩增速大幅回升，中小板企稳，创业板仍走低但幅度减缓。龙头效应显著：全A（非金融）市值前3%的公司，利润贡献46%，今年平均涨幅50%。剔除周期，主板增速减半但回升趋势仍在，中小板影响较小。分行业来看，电力及公用事业、食品饮料、医药、机械和电力设备净利润同比增速连续两季度回升。
- **基金三季报：大市值持仓上升放缓。**三季度，基金继续增持主板和大市值；金融地产板块持仓比例持续上升，有色、钢铁增持明显。截至2017Q3，主板配置比例上升至61.9%，中小板和创业板配置比例分别下降至24.9%、13.2%。大市值持仓比例升至79.7%，但上升速度放缓（整个市场大市值持仓比例2017Q2较Q1上升11%，2017Q3较2017Q2上升4.2%，升速放缓），中市值，小市值持仓比例分别降至18.3%、1.9%。
- **组合回顾：个股组合强于市场，行业组合弱于市场。**上周“老佛爷”行业组合绝对收益为-2.51%，弱于市场（-0.73%）；“老佛爷”个股组合绝对收益0.08%，强于市场。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.27。
- **2017年11月中银国际行业及个股配置。**11月“老佛爷”行业组合，调出计算机(10%)、传媒(10%)、环保(10%)，调入石油石化(20%)、医药(10%)，完整行业分别为石油石化(20%)、医药(10%)，电子(10%)、餐饮旅游(10%)、通信(20%)、证券(20%)，农业(10%)；11月“老佛爷”个股组合，调出碧水源(10%)、启明星辰(10%)、昆仑万维(10%)，调入中国石化(20%)、康美药业(10%)，完整个股分别为中国石化(20%)、康美药业(10%)、歌尔股份(10%)、星网锐捷(10%)、首旅酒店(10%)、科大讯飞(10%)、中信证券(10%)、海通证券(10%)、中粮生化(10%)。

11 月市场观点

11 月收获氛围将更趋浓。在 10 月月报《十月乐观，逐渐收获》中，我们认为定向降准的出现是宏观周期下行阶段货币政策宽松的信号，出台时间更是超出市场预期，长假期间外围环境的好转以及短期维稳因子将支撑 A 股点位，10 月 A 股仍是乐观市场。但从配置的角度，虽然我们当时对市场乐观，但对四季度风格是否能贯穿全季仍抱疑虑，结合季度缴税、机构年底“交差”时近等因素，给出的是逐步兑现收益的配置建议。在上周报《消费蓝筹的风险在哪？》中，我们认为，考虑到三季报业绩，消费蓝筹整体估值可能仍然合理，但需要关注经济放缓、地产销售下行、十九大后作风建设等方面的风险，投资上收获的时节已到，是金融监管的环境可能会逐渐加强，这会影响投资者的风险偏好。随着宏观经济数据的陆续释出，以及 10 月底基金、上市公司三季度成绩单的亮相，我们认为 11 月市场收获氛围将更趋浓。

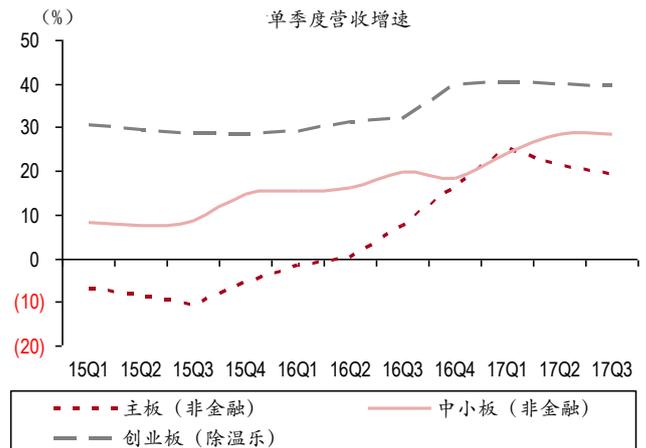
三季度名义 GDP 增速见小顶确认，盈利对市场的推动将弱化。三季度，GDP 实际同比增长 6.8%，名义增长 11.2%，双双回落。自上证在 2016/1 月 2638 点见底以来，企业盈利推动市场缓慢上行，其中价格因素支撑了整体业绩的连续性改善，最终反映为名义 GDP 增速的持续回升与市场走牛的强相关。2017 年，市场回升是经济变好，名义 GDP 走高带动企业利润的逻辑比 2016 年更加强化，映射于市场上表现为“漂亮 50”与价值板块的爆发式行情，但是往前经济向下势头初露，名义 GDP 增速回落，企业利润也会回落，盈利对市场的正向动能回落。从历史回溯看，名义 GDP 增速后盈利对大盘拉抬无能，过快的名义 GDP 增速下滑甚至累及市场表现。三季报的上市公司营收数据显示，主板、中小板、创业板公司营收增速已略有下滑，这一趋势与名义 GDP 增速的见顶后回落的走势是一致的。

图表 1. 名义 GDP 增速的回升支撑着 2016/1 市场见底以来的上行



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 非金融上市公司营收增速略有下滑



资料来源：万得，中银证券

11 月政策相对真空，短期难驱动风险偏好提升。随着十九大的胜利闭幕，市场对十九大报告中与经济、市场相关的政策解读趋于充分，新增投资热点逐步完整发掘。我们预计到年底中央经济工作会议前，大的政策主题进入相对真空期，在此环境下政策面难驱动市场风险偏好的短期提升。不过流动性层面 11 月我们认为环比会转好，10 月 4% 的国债收益率短期筑底，税收缴款高峰褪去，两融上行至万亿，权益市场潜在增量资金依然充裕，这对维持市场交投情绪是有利的。

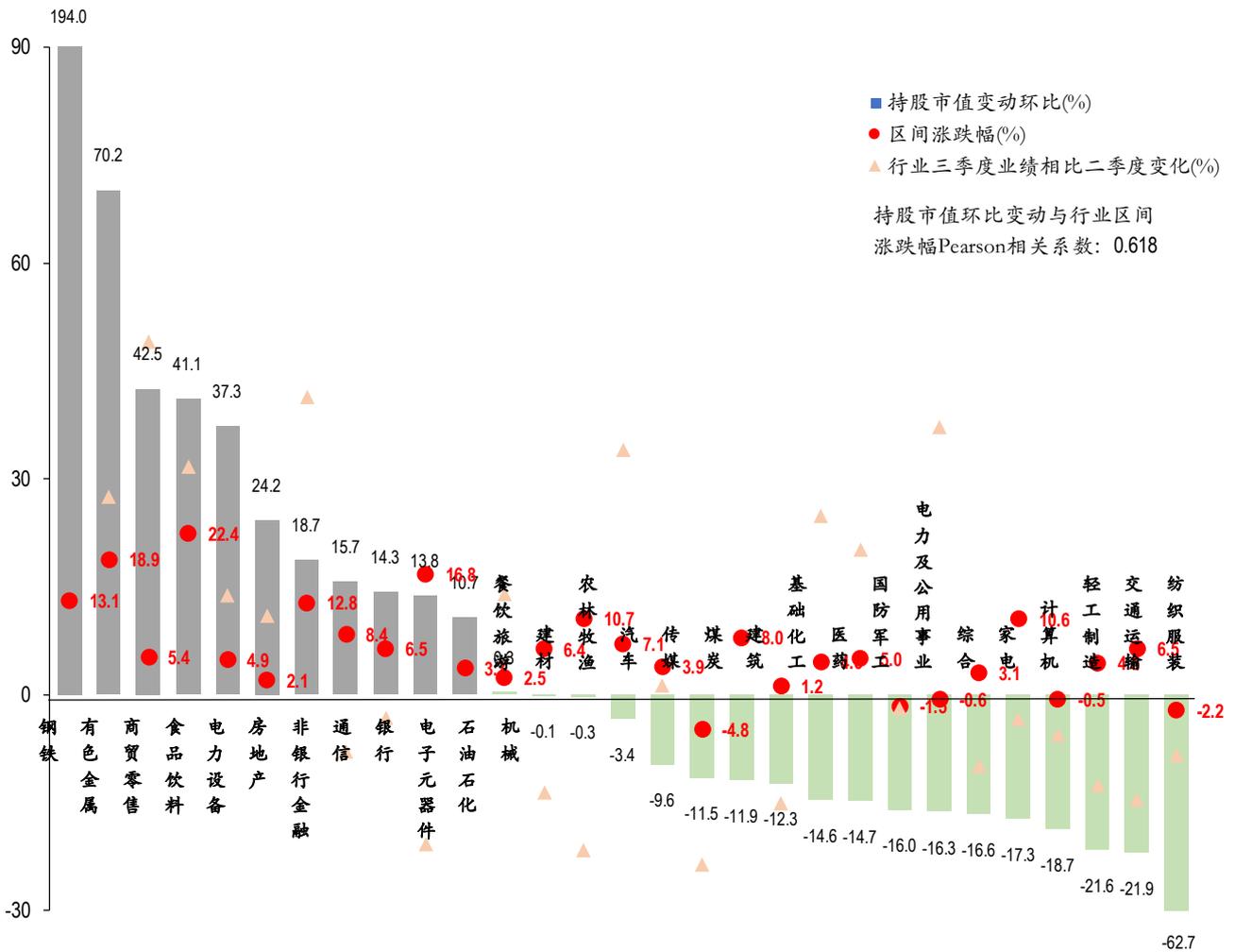
11月也是业绩真空期。11月哪些板块会涨？资金会青睐于哪些板块？今年的冬季限产、停工时点将比往年更早，北方地区颁布了史上最严“停工令”（可参见《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》），因而我们认为，今年**11月既是政策真空，也是业绩真空**，生产活动的提前放慢将会让资金直到明年年初才会关注全年业绩，当下业绩行情的展开将更集中于市场对三季度业绩的认知。

机构投资者视角我们认为11月年内已有较高收益的板块边际配置力量弱。配置上我们认为，年内已有较高收益的板块边际配置力量较弱，绝对收益投资者需要部分了结兑现利润，相对收益投资者中排位靠前的在这些板块上已经重仓，边际配置能力有限；排位靠后的不会选择这些板块进击，因为排位靠前的在这些板块上已经重仓获益，靠拉抬这些板块的收益不能改变相对排位。因而我们还是建议从后置位板块，年内绝对收益不算高、三季度绝对增速和环比不算差的行业寻找机会。

结合历史经验来看，在分化如此剧烈的结构市中，前三季度收益有限的弱势板块将赢来逆袭机会，部分超跌板块有望实现超预期收益，投资风格切换，板块轮动效应值得关注。我们在十月周报《四季度，掘金弱势板块》中指出，**四季度弱势板块具有逆袭惯性。**2007-2016年，前三季度涨幅落后于沪深300指数的行业分别有10个、12个、12个、5个、17个、16个、6个、5个（2014年所有行业跑赢沪深300，此处统计倒数后5名行业）、5个、18个，上述行业四季度排名均有显著提升，排名提升的行业个数分别有10个、11个、11个、5个、14个、13个、6个、5个、3个、13个，这意味从数量上说，过去十年中超过85%的弱势板块在第四季度都实现了不同程度的反弹。我们认为四季度的行业配置可以从前三季度跑输沪深300的弱势行业中掘金。

从公司三季报和基金三季报中选择“反差猛”行业。根据之前的分析，11月我们倾向于选择有基金配置增速和三季度累计涨跌幅有反差，机构三季报增得不多，甚至减持且三季度业绩环比变化猛的行业，同时二、三季度业绩绝对增速都为正。筛选结果为：**石油石化、医药、电力设备**，我们在四季度予以重点推荐。

图表 3. 2017 年 Q3 各行业持股市值变动环比、涨跌幅与业绩增速情况

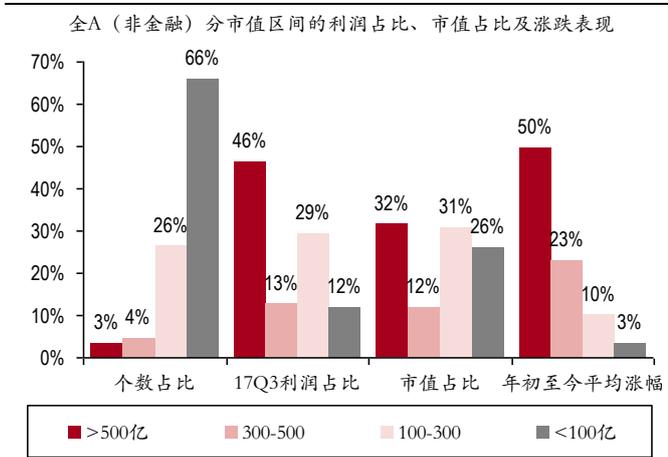


资料来源: 万得资讯, 中银证券

公司三季报：3%贡献 46%，龙头涨幅过 50%

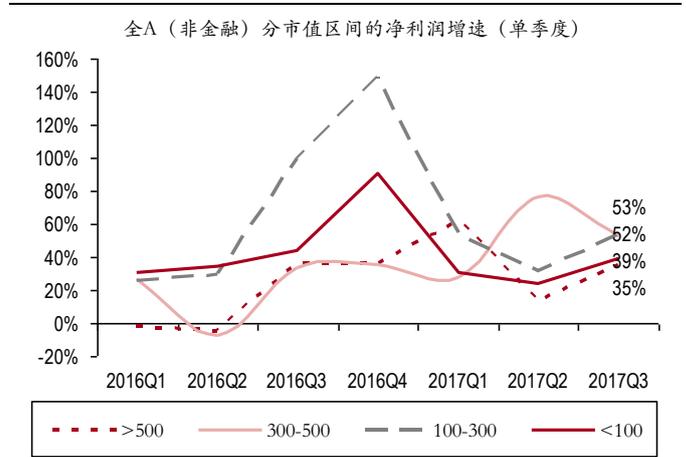
三季报全披露后，我们第一时间对上市公司三季报进行了总结分析（详见我们的报告《3%贡献 46%，龙头为何涨幅过 50%》）。我们发现三季度，**A 股主板业绩增速大幅回升，中小板企稳，创业板仍走低但幅度减缓。龙头效应显著**：全 A（非金融）市值前 3% 的公司，利润贡献 46%，今年平均涨幅 50%。剔除周期，主板增速减半但回升趋势仍在，中小板影响较小。分行业来看，电力及公用事业、食品饮料、医药、机械和电力设备净利润同比增速连续两季度回升。周期行业：盈利水平升至历史高位，同比增速开始放缓。成长行业：受益于消费电子崛起，电子景气度高；通信受光通信需求旺盛，两季度增速均向上；传媒与计算机未有明显好转。消费行业：食品饮料、家电、医药景气较高，PE 在历史均值附近，PEG 为 1 左右，目前整体估值合理。

图表 4. 全 A（非金融）前 3% 市值公司平均涨幅 50%



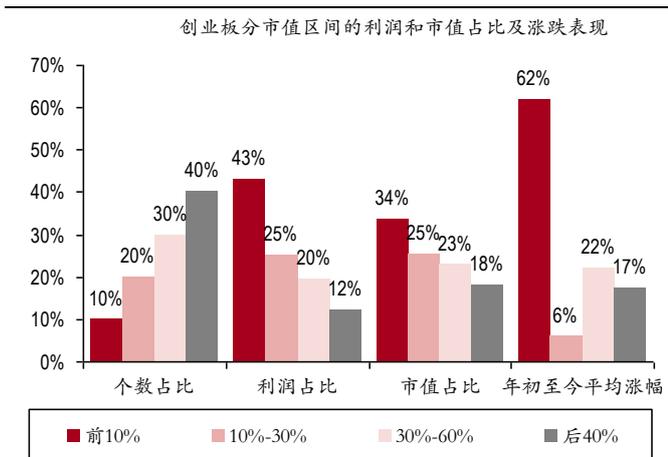
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中大市值公司的业绩同比增速较高



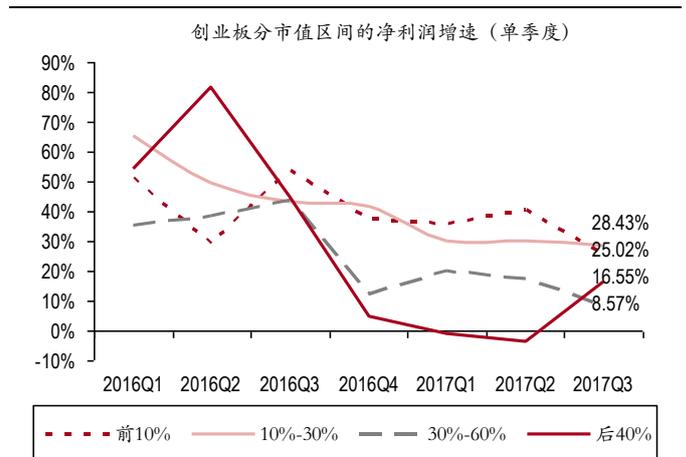
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 创业板市值前 10% 公司利润占比近半（除温乐）



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 创业板小市值公司增速略有回升



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 中信一级行业三季报净利润同比增速情况

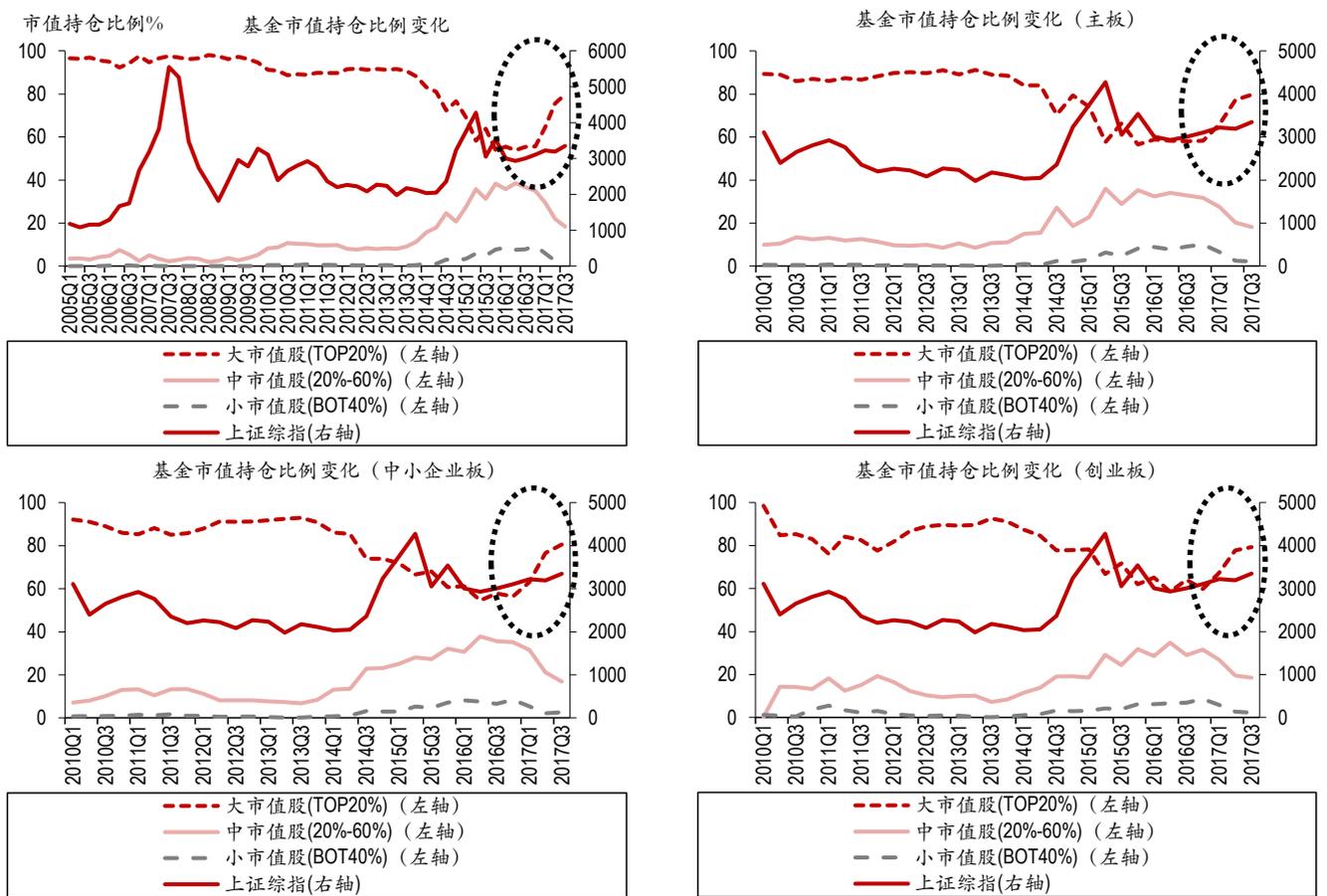
行业	17年3季报累计增速(%)	17Q3单季度净利润增速(%)	17Q2单季度净利润增速(%)	17Q1单季度净利润增速(%)	17Q3较17Q2回升幅度/pcts	板块 PE(TTM)
钢铁	480.2	454.7	49.6	405.8	405	19.8
石油石化	174.6	101.9	(2.3)	462.0	104	35.3
商贸零售	29.2	58.7	9.6	29.2	49	39.4
非银行金融	14.9	37.4	(4.1)	13.9	41	22.2
电力及公用事业	(20.6)	5.9	(31.4)	(38.6)	37	30.3
农林牧渔	(25.3)	(15.0)	(49.2)	(3.5)	34	35.9
食品饮料	30.0	53.1	21.3	18.7	32	34.4
有色金属	103.4	92.2	64.6	199.8	28	52.5
基础化工	73.1	77.7	52.8	100.5	25	36.7
医药	24.1	40.1	19.8	13.6	20	39.0
机械	72.8	88.9	74.9	50.6	14	66.7
电力设备	20.7	36.0	22.1	(6.4)	14	43.5
房地产	24.7	25.5	14.5	43.8	11	16.7
汽车	8.0	3.4	2.0	18.9	1	22.0
国防军工	2.2	(1.3)	0.5	16.0	(2)	85.3
银行	4.6	3.9	7.1	2.8	(3)	7.4
家电	25.0	28.1	31.5	13.5	(3)	23.0
计算机	(15.7)	5.3	10.8	(56.6)	(5)	60.4
通信	20.3	21.0	28.9	0.6	(8)	77.0
纺织服装	8.9	18.8	27.2	(9.5)	(8)	30.2
综合	19.1	6.2	16.0	50.1	(10)	39.7
轻工制造	55.3	49.4	62.0	59.2	(13)	34.5
餐饮旅游	22.9	27.9	41.4	(4.0)	(13)	41.3
交通运输	39.6	36.5	51.1	32.8	(15)	23.3
建筑	11.1	2.3	17.4	12.8	(15)	17.7
电子元器件	50.4	41.6	62.3	50.9	(21)	48.6
建材	85.5	61.4	82.9	326.3	(22)	27.4
传媒	4.8	(17.0)	6.6	30.0	(24)	36.4
煤炭	253.6	136.4	259.7	519.9	(123)	13.2

资料来源: 万得, 中银证券, 截至 20171031

基金三季报：大市值持仓比例上升放缓

三季度，基金继续增持主板和大市值；金融地产板块持仓比例持续上升，有色、钢铁增持明显（详见报告《大市值持仓比例上升放缓》）。截至2017Q3，主板配置比例上升至61.9%，中小板和创业板配置比例分别下降至24.9%、13.2%。大市值持仓比例升至79.7%，但上升速度放缓（整个市场大市值持仓比例2017Q2较Q1上升11%，2017Q3较2017Q2上升4.2%，增速放缓），中市值，小市值持仓比例分别降至18.3%、1.9%。风格板块方面，金融地产板块配置上升至16.3%，连续5个季度上扬；消费板块配置回落至35.6%，下降1.81%；周期板块和TMT板块配比分别为27.9%和20.0%，基本和上季度持平。行业配置方面，钢铁和有色持股市值环比分别增194.0%、70.2%，纺织服装跌62.7%。各行业持股市值变动环比增幅最高的三个行业为：钢铁(+193.95%)、有色金属(+70.15%)和商贸零售(42.50%)；持股市值变动环比跌幅最高的三个行业为：纺织服装(-62.71%)、交通运输(-21.89%)和轻工制造(-21.58%)。

图表 9. 历史基金市值持仓比例变化



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 10. 2005Q1-2017Q3 基金风格板块配置情况

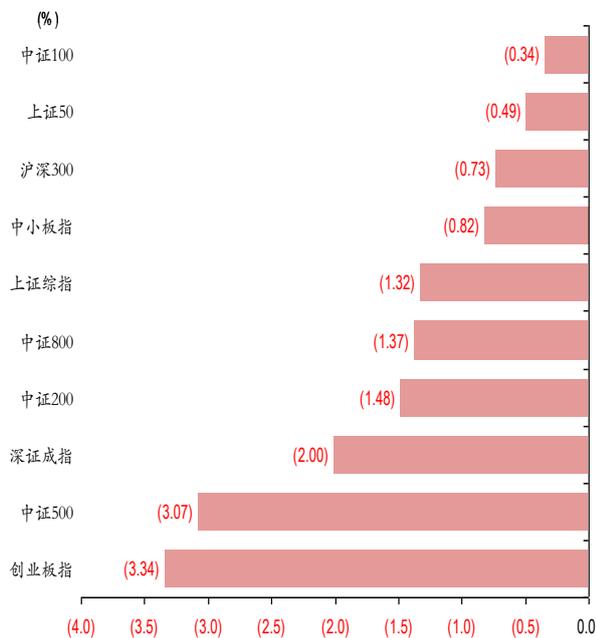


资料来源：万得资讯，中银证券

上周回顾：仅石油石化、电子元器件行业上涨

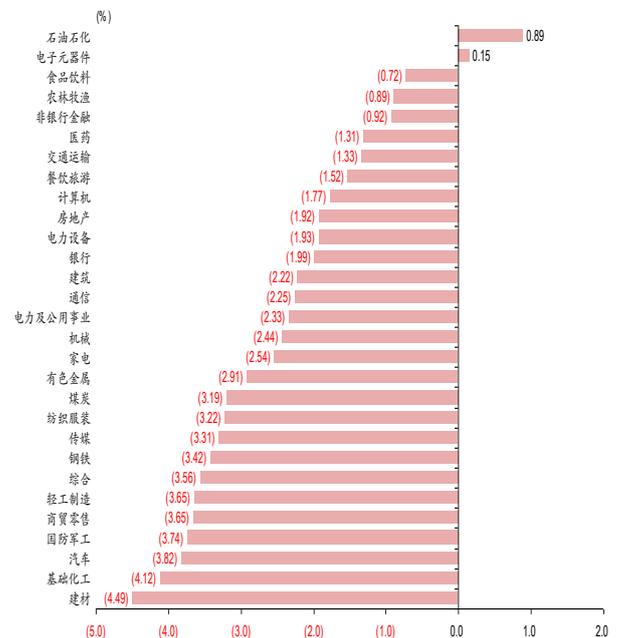
市场以及行业板块表现回顾：上周全部市场指数下跌，其中中证 100 跌幅最小 (-0.34%)；仅石油石化、电子元器件行业上涨，建材垫底。指数方面，上周各指数均呈现不同程度下跌，其中跌幅较小的指数有中证 100 (-0.34%)、上证 50 (-0.49%)、沪深 300 (-0.73%)，创业板指领跌-3.34%。其余指数上周涨跌幅分别为：中小板指 (-0.82%)、上证综指 (-1.32%)、中证 800 (-1.37%)、中证 200 (-1.48%)、深证成指 (-2.00%) 和中证 500 (-3.07%)。行业板块方面，仅石油石化和电子元器件上涨，涨幅分别为 0.89%、0.15%；跌幅最大的三个行业分别为：建材 (-4.49%)、基础化工 (-4.12%) 和汽车 (-3.82%)。

图表 11. 上周市场表现



资料来源：万得，中银证券

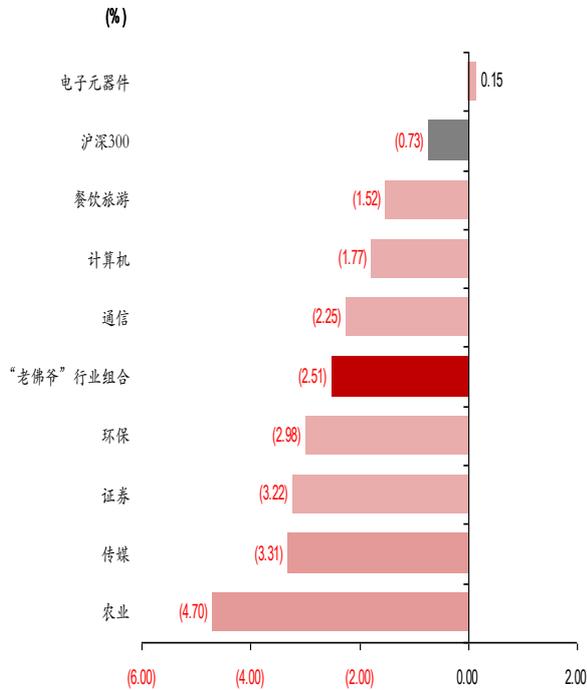
图表 12. 上周行业板块表现



资料来源：万得，中银证券

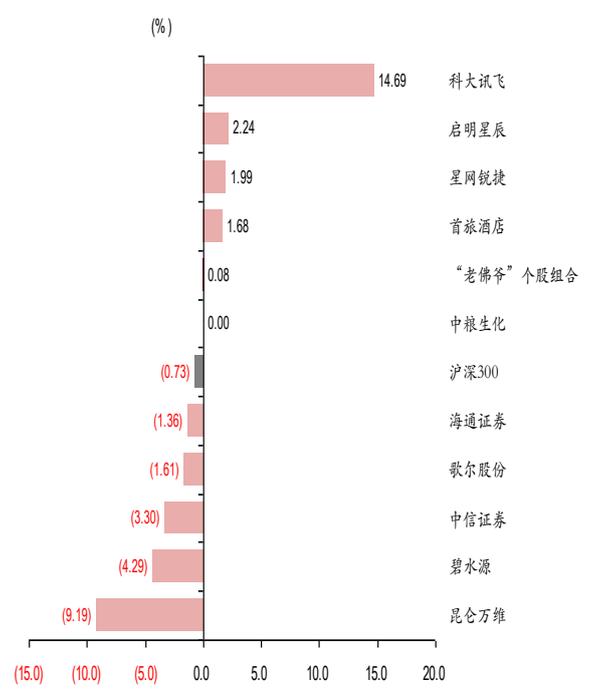
组合回顾：个股组合强于市场，行业组合弱于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为-2.51%，弱于市场（-0.73%）；“老佛爷”个股组合绝对收益0.08%，强于市场。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.27。

图表 13. 上周“老佛爷”行业组合表现



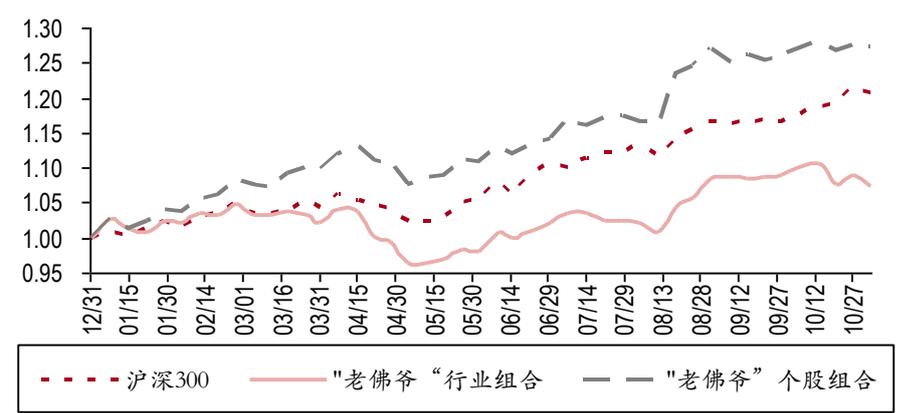
资料来源：万得，中银证券

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

2017年11月中银国际行业及个股配置

图表 16. 2017年11月“老佛爷”行业组合

行业板块	权重(%)	行业观点
石油石化 (中信一级)	20	三季度原油价格回升, 提振石化行业盈利能力、油气开采业绩改善。考虑到石油减产期限可能延长以及地缘政治等因素, 预计未来几年原油价格将上涨。
医药 (中信一级)	10	医药行业整体保持稳健增速, 具有结构性投资机会。国家鼓励创新及加速审评审批的政策将加速行业洗牌, 推动具有突出业务实力的公司加快发展。
电子元器件 (中信一级)	10	电子行业从去年下半年至今明年处于上行周期, 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。
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。
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11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		
600028.CH	中国石化	6.15	0.38	0.47	0.54	16.06	13.10	11.39	公司业绩稳定增长, 油价均价抬升利于业绩。公司当前估值较低, PB1.04 倍, 低于行业 PB 均值 1.33 倍。	石油石化 (中信一级)
600518.CH	康美药业	21.25	0.67	0.82	1.01	31.86	25.77	21.06	是国内中药全产业链和消费品龙头企业、公司在医药商业医疗服务领域快速拓展。2017 年 1-3 季度收入增长 18.59%, 净利润增长 21.04%, 继续保持稳健快速增长。	医药 (中信一级)
002241.CH	歌尔股份	21.37	1.08	0.70	0.93	19.79	30.66	23.10	歌尔股份身披智能穿戴、虚拟现实、声学概念、苹果概念等十多种题材, 备受关注。歌尔股份是全球 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	24.07	0.59	0.78	1.00	40.62	30.94	24.12	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	29.08	0.72	0.77	0.98	40.41	37.74	29.72	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)
002230.CH	科大讯飞	57.00	0.37	0.38	0.53	154.05	150.00	107.30	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	17.27	0.86	0.93	1.03	20.08	18.66	16.84	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	14.50	0.70	0.76	0.85	20.71	19.01	17.01	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)
000930.CH	中粮生化	13.34	0.13	0.49	0.70	101.06	27.51	18.99	玉米价格下降以及国际油价回升, 公司盈利能力将得到改善。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