



收穫氛圍更趨濃

策略月報

11月收穫氛圍更趨濃，配置上關注“反差猛”行業。

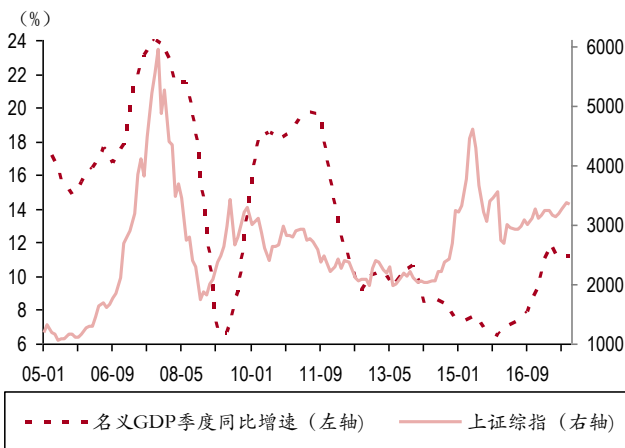
- **11月市場觀點：收穫氛圍更趨濃。**上週報中我們轉向謹慎，市場整體表現弱勢，回應了我們的判斷。在與客戶的交流中，我們發現當前有兩個“一致”：(1)都對明年市場一致樂觀；(2)當前倉位一致都高。但當這兩個一致預期映射于短期市場，其結論却并不是太正面的。對明年市場樂觀意味著要給明年的市場留出空間，當前倉位一致都高意味著邊際加倉能力弱。三季度名義 GDP 增速見小頂確認，上市公司營收增速已略有下滑，盈利對市場的推動將弱化，大的政策主題進入相對真空期，市場風險偏好短期提升并不容易。對 11 月的市場我們仍延續之前的判斷，收穫氛圍或將更趨濃。
- **配置上關注“反差猛”行業，重點推介石油石化、醫藥、電力設備。**在分化如此劇烈的結構市中，前三季度收益有限的弱勢板塊將贏來逆襲機會，部分超跌板塊有望實現超預期收益。從數量上說，過去十年中超過 85% 的弱勢板塊在第四季度都實現了不同程度的反彈。我們認為四季度的行業配置可以從前三季度跑輸滬深 300 的弱勢行業中掘金。11 月我們傾向於從公司三季報和基金三季報中選擇“反差猛”行業，建議關注石油石化、醫藥、電力設備。
- **公司三季報：3% 貢獻 46%，龍頭漲幅過 50%。**我們發現三季度，A 股主板業績增速大幅回升，中小板企穩，創業板仍走低但幅度減緩。龍頭效應顯著：全 A（非金融）市值前 3% 的公司，利潤貢獻 46%，今年平均漲幅 50%。剔除周期，主板增速減半但回升趨勢仍在，中小板影響較小。分行業來看，電力及公用事業、食品飲料、醫藥、機械和電力設備淨利潤同比增速連續兩季度回升。
- **基金三季報：大市值持倉上升放緩。**三季度，基金繼續增持主板和大市值；金融地產板塊持倉比例持續上升，有色、鋼鐵增持明顯。截至 2017Q3，主板配置比例上升至 61.9%，中小板和創業板配置比例分別下降至 24.9%、13.2%。大市值持倉比例升至 79.7%，但上升速度放緩（整個市場大市值持倉比例 2017Q2 較 Q1 上升 11%，2017Q3 較 2017Q2 上升 4.2%，升速放緩），中市值，小市值持倉比例分別降至 18.3%、1.9%。
- **組合回顧：個股組合強于市場，行業組合弱于市場。**上週“老佛爺”行業組合絕對收益為 -2.51%，弱于市場（-0.73%）；“老佛爺”個股組合絕對收益 0.08%，強于市場。年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.27。
- **2017 年 11 月中銀國際行業及個股配置。**11 月“老佛爺”行業組合，調出計算機(10%)、傳媒(10%)、環保(10%)，調入石油石化(20%)、醫藥(10%)，完整行業分別為石油石化(20%)、醫藥(10%)、電子(10%)、餐飲旅游(10%)、通信(20%)、證券(20%)，農業(10%)；11 月“老佛爺”個股組合，調出碧水源(10%)、啓明星辰(10%)、昆侖萬維(10%)，調入中國石化(20%)、康美藥業(10%)，完整個股分別為中國石化(20%)、康美藥業(10%)、歌爾股份(10%)、星網銳捷(10%)、首旅酒店(10%)、科大訊飛(10%)、中信證券(10%)、海通證券(10%)、中糧生化(10%)。

11 月市场观点

11 月收穫氛圍將更趨濃。在 10 月月報《十月樂觀，逐漸收穫》中，我們認為定向降准的出現是宏觀周期下行階段貨幣政策寬鬆的信號，出臺時間更是超出市場預期，長假期間外圍環境的好轉以及短期維穩因子將支撐 A 股點位，10 月 A 股仍是樂觀市場。但從配置的角度，雖然我們當時對市場樂觀，但對四季度風格是否能貫穿全季仍抱疑慮，結合季度繳稅、機構年底“交差”時近等因素，給出的是逐步兌現收益的配置建議。在上周報《消費藍籌的風險在哪？》中，我們認為，考慮到三季報業績，消費藍籌整體估值可能仍然合理，但需要關注經濟放緩、地產銷售下行、十九大後作風建設等方面的風險，投資上收穫的時節已到，是金融監管的环境可能會逐漸加強，這會影響投資者的風險偏好。隨著宏觀經濟數據的陸續釋出，以及 10 月底基金、上市公司三季度成績單的亮相，我們認為 11 月市場收穫氛圍將更趨濃。

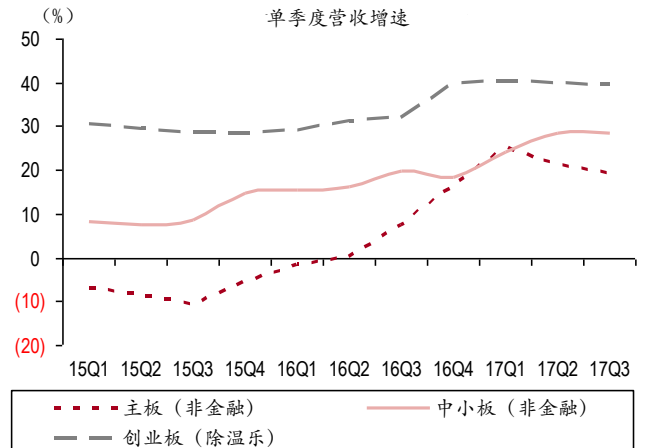
三季度名義 GDP 增速見小頂確認，盈利對市場的推動將弱化。三季度，GDP 實際同比增長 6.8%，名義增長 11.2%，雙雙回落。自上證在 2016/1 月 2638 點見底以來，企業盈利推動市場緩慢上行，其中價格因素支撐了整體業績的連續性改善，最終反映為名義 GDP 增速的持續回升與市場走牛的強相關。2017 年，市場回升是經濟變好，名義 GDP 走高帶動企業利潤的邏輯比 2016 年更加強化，映射於市場上表現為“漂亮 50”與價值板塊的爆發式行情，但是往前經濟向下勢頭初露，名義 GDP 增速回落，企業利潤也會回落，盈利對市場的正向動能回落。從歷史回溯看，名義 GDP 增速後盈利對大盤拉抬無能，過快的名義 GDP 增速下滑甚至累及市場表現。三季報的上市公司營收數據顯示，主板、中小板、創業板公司營收增速已略有下滑，這一趨勢與名義 GDP 增速的見頂後回落的走勢是一致的。

圖表 1. 名義 GDP 增速的回升支撐著 2016/1 市場見底以來的上行



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 非金融上市公司營收增速略有下滑



資料來源：萬得，中銀證券

11 月政策相對真空，短期難驅動風險偏好提升。隨著十九大的勝利閉幕，市場對十九大報告中與經濟、市場相關的政策解讀趨於充分，新增投資熱點逐步完整發掘。我們預計到年底中央經濟工作會議前，大的政策主題進入相對真空期，在此環境下政策面難驅動市場風險偏好的短期提升。不過**流動性層面 11 月我們認為環比會轉好**，10 月 4% 的國債收益率短期築底，稅收繳款高峰褪去，兩融上行至萬億，權益市場潛在增量資金依然充裕，這對維持市場交投情緒是有利的。

11 月也是業績真空期。11 月哪些板塊會漲？資金會青睞於哪些板塊？今年的冬季限產、停工時點將比往年更早，北方地區頒布了史上最嚴“停工令”（可參見《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

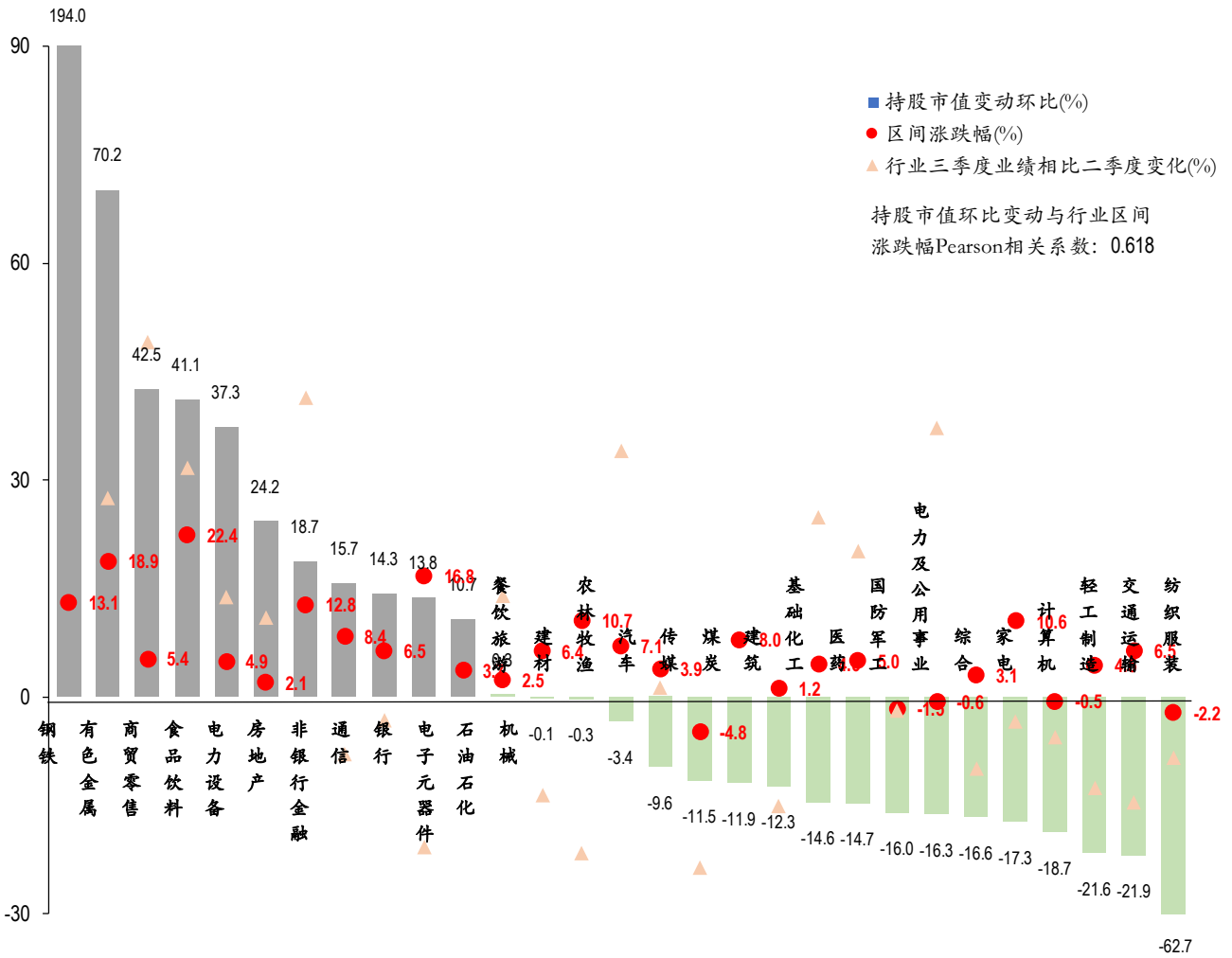
案》)，因而我們認為，今年 11 月既是政策真空，也是業績真空，生產活動的提前放慢將會讓資金直到明年年初才會關注全年業績，當下業績行情的展開將更集中于市場對三季度業績的認知。

機構投資者視角我們認為 11 月年內已有較高收益的板塊邊際配置力量弱。配置上我們認為，年內已有較高收益的板塊邊際配置力量較弱，絕對收益投資者需要部分了結兌現利潤，相對收益投資者中排位靠前的在這些板塊上已經重倉，邊際配置能力有限；排位靠後的不會選擇這些板塊進擊，因為排位靠前的在這些板塊上已經重倉獲益，靠拉抬這些板塊的收益不能改變相對排位。因而我們還是建議從後置位板塊，年內絕對收益不算高、三季報絕對增速和環比不算差的行業尋找機會。

結合歷史經驗來看，在分化如此劇烈的結構市中，前三季度收益有限的弱勢板塊將贏來逆襲機會，部分超跌板塊有望實現超預期收益，投資風格切換，板塊輪動效應值得關注。我們在十月周報《四季度，掘金弱勢板塊》中指出，**四季度弱勢板塊具有逆襲慣性**。2007~2016 年，前三季度漲幅落後于滬深 300 指數的行業分別有 10 個、12 個、12 個、5 個、17 個、16 個、6 個、5 個（2014 年所有行業跑贏滬深 300，此處統計倒數後 5 名行業）、5 個、18 個，上述行業四季度排名均有顯著提升，排名提升的行業個數分別有 10 個、11 個、11 個、5 個、14 個、13 個、6 個、5 個、3 個、13 個，這意味從數量上說，過去十年中超過 85% 的弱勢板塊在第四季度都實現了不同程度的反彈。我們認為四季度的行業配置可以從前三季度跑輸滬深 300 的弱勢行業中掘金。

從公司三季報和基金三季報中選擇“反差猛”行業。根據之前的分析，11 月我們傾向于選擇有基金配置增速和三季度累計漲跌幅有反差，機構三季報增得不算多，甚至減持且三季度業績環比變化猛的行業，同時二、三季度業績絕對增速都為正。篩選結果為：**石油石化、醫藥、電力設備**，我們在四季度予以重點推薦。

圖表 3. 2017 年 Q3 各行業持股市值變動環比、漲跌幅與業績增速情況

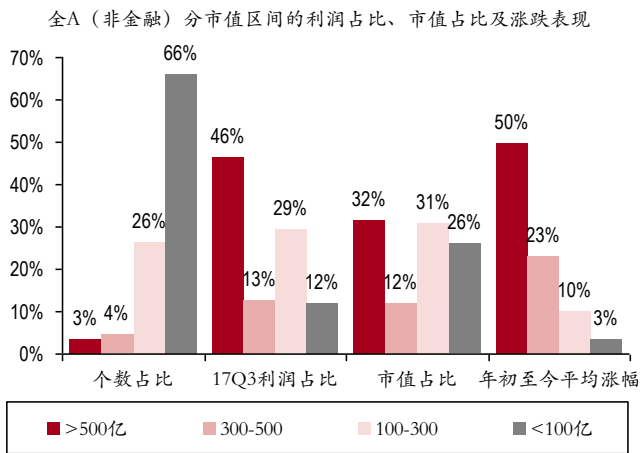


資料來源：萬得資訊，中銀證券

公司三季报：3%贡献 46%，龙头涨幅过 50%

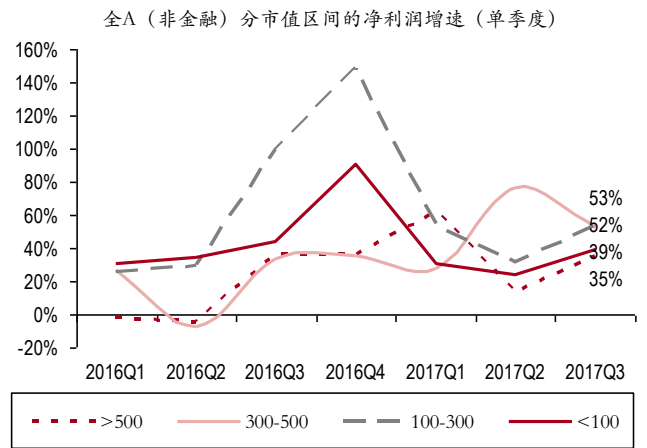
三季报全披露后，我们第一时间对上市公司三季报进行了总结分析（详见我们的报告《3%贡献 46%，龙头为何涨幅过 50%》）。我们发现三季度，**A 股主板业绩增速大幅回升，中小板企稳，创业板仍走低但幅度减缓。龙头效应显著**：全 A（非金融）市值前 3% 的公司，利润贡献 46%，今年平均涨幅 50%。剔除周期，主板增速减半但回升趋势仍在，中小板影响较小。分行业来看，电力及公用事业、食品饮料、医药、机械和电力设备净利润同比增速连续两季度回升。周期行业：盈利水平升至历史高位，同比增速开始放缓。成长行业：受益于消费电子崛起，电子景气度高；通信受光通信需求旺盛，两季度增速均向上；传媒与计算机未有明显好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

圖表 4. 全 A（非金融）前 3% 市值公司平均漲幅 50%



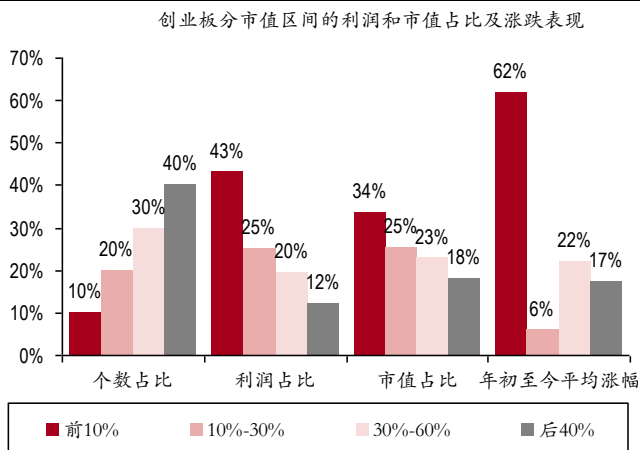
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5. 中大市值公司的業績同比增速較高



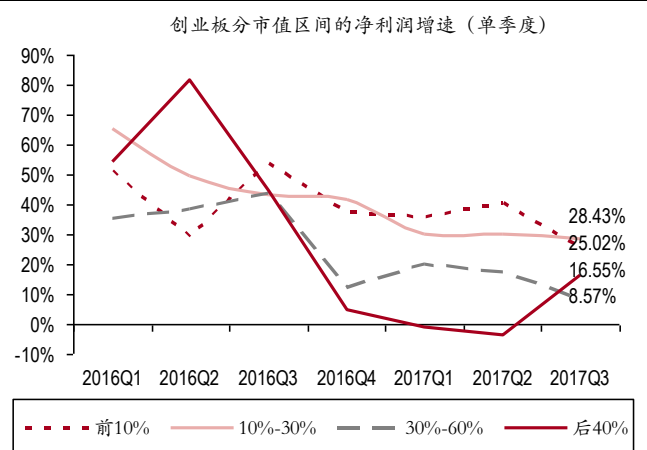
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 創業板市值前 10% 公司利潤占比近半（除溫樂）



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 7. 創業板小市值公司增速略有回升



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 8. 中信一級行業三季報淨利潤同比增速情况

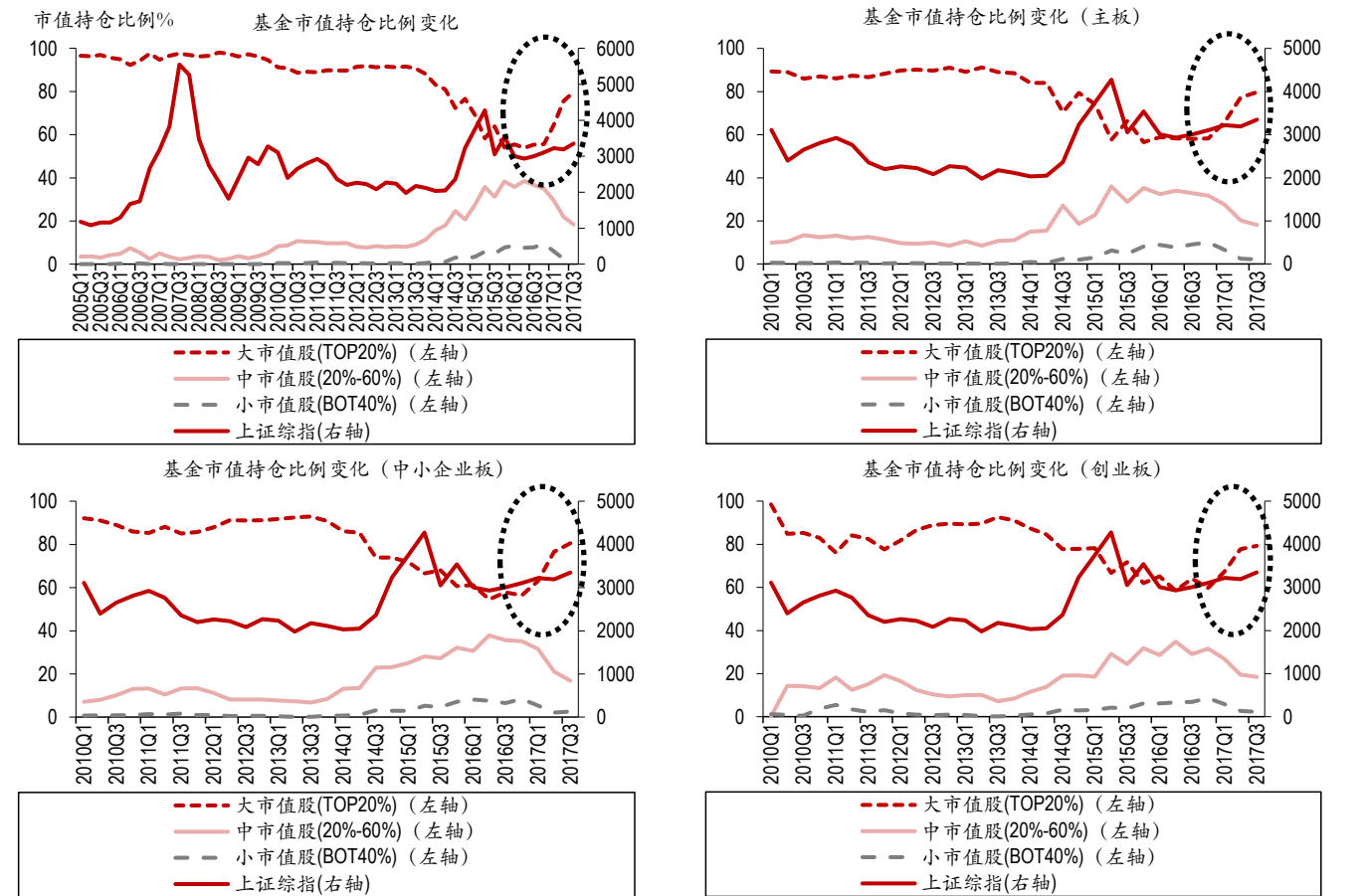
行業	17年3季報累計增 速(%)	17Q3 單季度淨利 潤增速(%)	17Q2 單季度淨 利潤增速(%)	17Q1 單季度淨 利潤增速(%)	17Q3 較 17Q2 回升 幅度/pcts	板塊 PE(TTM)
鋼鐵	480.2	454.7	49.6	405.8	405	19.8
石油石化	174.6	101.9	(2.3)	462.0	104	35.3
商貿零售	29.2	58.7	9.6	29.2	49	39.4
非銀行金融	14.9	37.4	(4.1)	13.9	41	22.2
電力及公用事業	(20.6)	5.9	(31.4)	(38.6)	37	30.3
農林牧漁	(25.3)	(15.0)	(49.2)	(3.5)	34	35.9
食品飲料	30.0	53.1	21.3	18.7	32	34.4
有色金屬	103.4	92.2	64.6	199.8	28	52.5
基礎化工	73.1	77.7	52.8	100.5	25	36.7
醫藥	24.1	40.1	19.8	13.6	20	39.0
機械	72.8	88.9	74.9	50.6	14	66.7
電力設備	20.7	36.0	22.1	(6.4)	14	43.5
房地產	24.7	25.5	14.5	43.8	11	16.7
汽車	8.0	3.4	2.0	18.9	1	22.0
國防軍工	2.2	(1.3)	0.5	16.0	(2)	85.3
銀行	4.6	3.9	7.1	2.8	(3)	7.4
家電	25.0	28.1	31.5	13.5	(3)	23.0
計算機	(15.7)	5.3	10.8	(56.6)	(5)	60.4
通信	20.3	21.0	28.9	0.6	(8)	77.0
紡織服裝	8.9	18.8	27.2	(9.5)	(8)	30.2
綜合	19.1	6.2	16.0	50.1	(10)	39.7
輕工製造	55.3	49.4	62.0	59.2	(13)	34.5
餐飲旅游	22.9	27.9	41.4	(4.0)	(13)	41.3
交通運輸	39.6	36.5	51.1	32.8	(15)	23.3
建築	11.1	2.3	17.4	12.8	(15)	17.7
電子元器件	50.4	41.6	62.3	50.9	(21)	48.6
建材	85.5	61.4	82.9	326.3	(22)	27.4
傳媒	4.8	(17.0)	6.6	30.0	(24)	36.4
煤炭	253.6	136.4	259.7	519.9	(123)	13.2

資料來源：萬得，中銀證券，截至 20171031

基金三季报：大市值持仓比例上升放缓

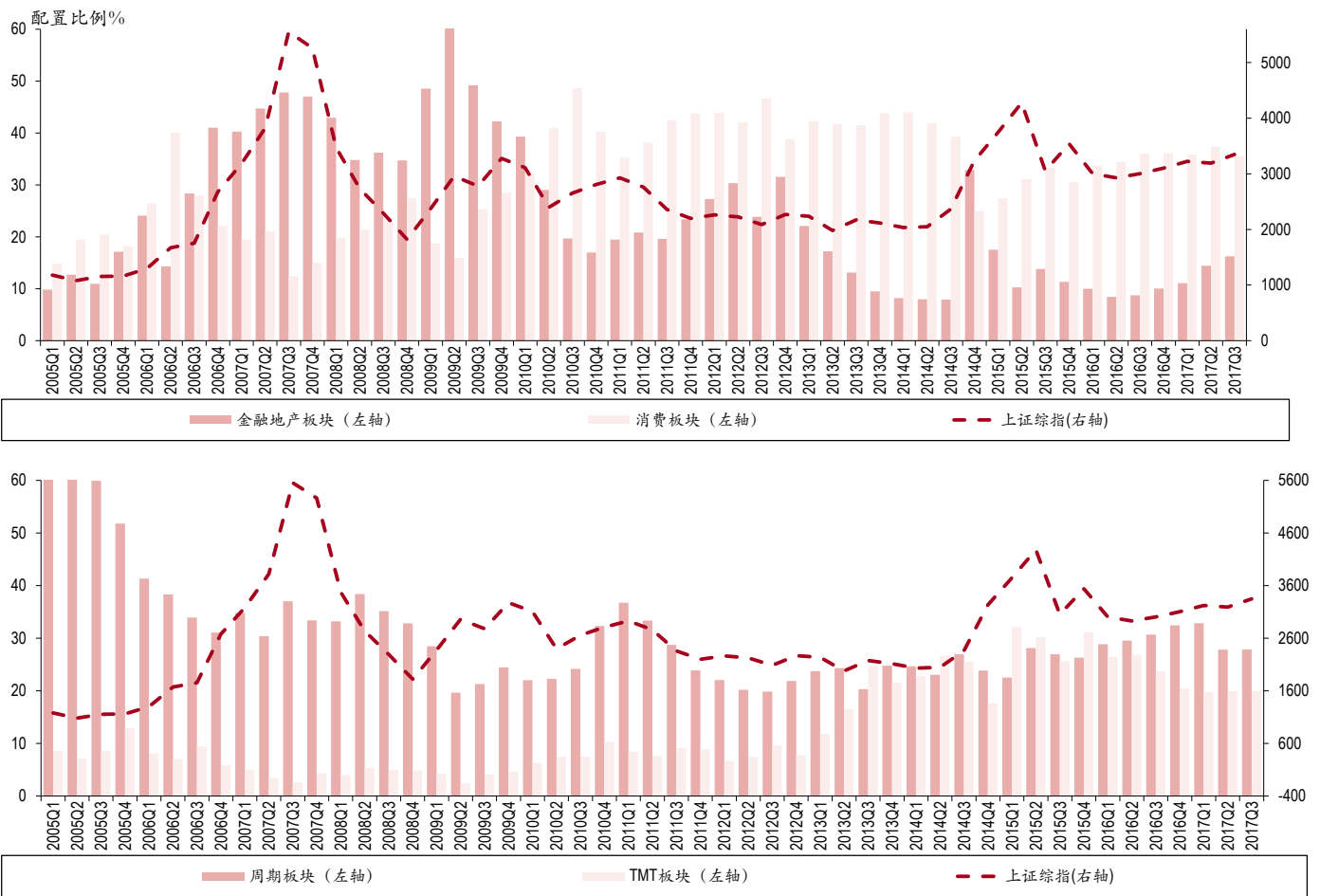
三季度，基金繼續增持主板和大市值；金融地產板塊持仓比例持續上升，有色、鋼鐵增持明顯（詳見報告《大市值持仓比例上升放缓》）。截至 2017Q3，主板配置比例上升至 61.9%，中小板和創業板配置比例分別下降至 24.9%、13.2%。大市值持仓比例升至 79.7%，但上升速度放缓（整個市場大市值持仓比例 2017Q2 較 Q1 上升 11%，2017Q3 較 2017Q2 上升 4.2%，升速放缓），中市值，小市值持仓比例分別降至 18.3%、1.9%。風格板塊方面，金融地產板塊配置上升至 16.3%，連續 5 個季度上揚；消費板塊配置回落至 35.6%，下降 1.81%；周期板塊和 TMT 板塊配比如分別為 27.9%和 20.0%，基本和上季度持平。行業配置方面，鋼鐵和有色持股市值環比分別增 194.0%、70.2%，紡織服裝跌 62.7%。各行業持股市值變動環比增幅最高的三個行業為：鋼鐵（+193.95%）、有色金屬（+70.15%）和商貿零售（42.50%）；持股市值變動環比跌幅最高的三個行業為：紡織服裝（-62.71%）、交通運輸（-21.89%）和輕工製造（-21.58%）。

圖表 9. 歷史基金市值持仓比例變化



資料來源：萬得資訊，中銀證券

圖表 10. 2005Q1-2017Q3 基金風格板塊配置情況

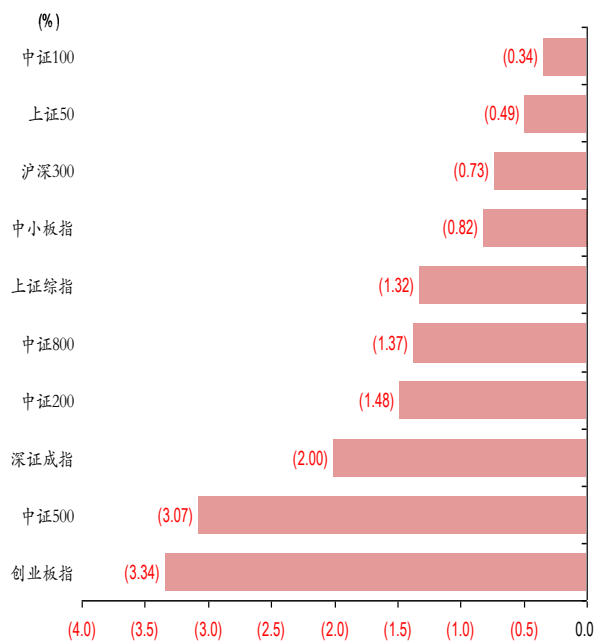


資料來源：萬得資訊，中銀證券

上周回顾：仅石油石化、电子元器件行业上涨

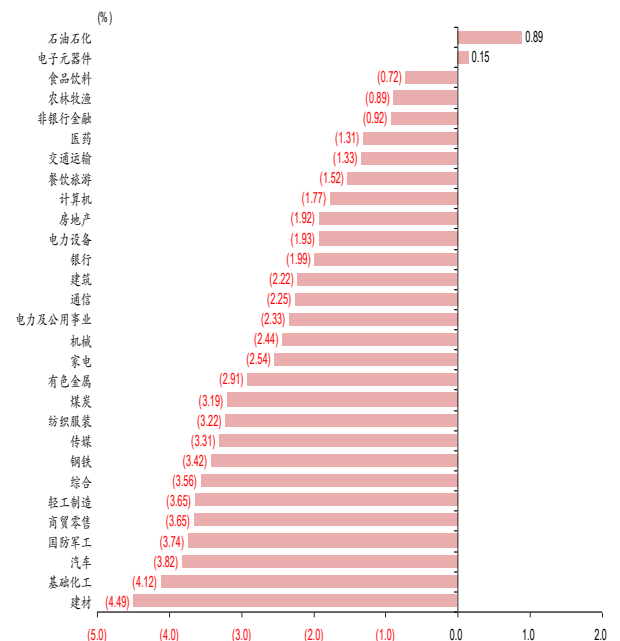
市場以及行業板塊表現回顧：上周全部市場指數下跌，其中中證 100 跌幅最小（-0.34%）；僅石油石化、電子元器件行業上漲，建材墊底。指數方面，上周各指數均呈現不同程度下跌，其中跌幅較小的指數有中證 100（-0.34%）、上證 50（-0.49%）、滬深 300（-0.73%），創業板指領跌-3.34%。其餘指數上周漲跌幅分別為：中小板指（-0.82%）、上證綜指（-1.32%）、中證 800（-1.37%）、中證 200（-1.48%）、深證成指（-2.00%）和中證 500（-3.07%）。行業板塊方面，僅石油石化和電子元器件上漲，漲幅分別為 0.89%、0.15%；跌幅最大的三個行業分別為：建材（-4.49%）、基礎化工（-4.12%）和汽車（-3.82%）。

圖表 11. 上周市場表現



資料來源：萬得，中銀證券

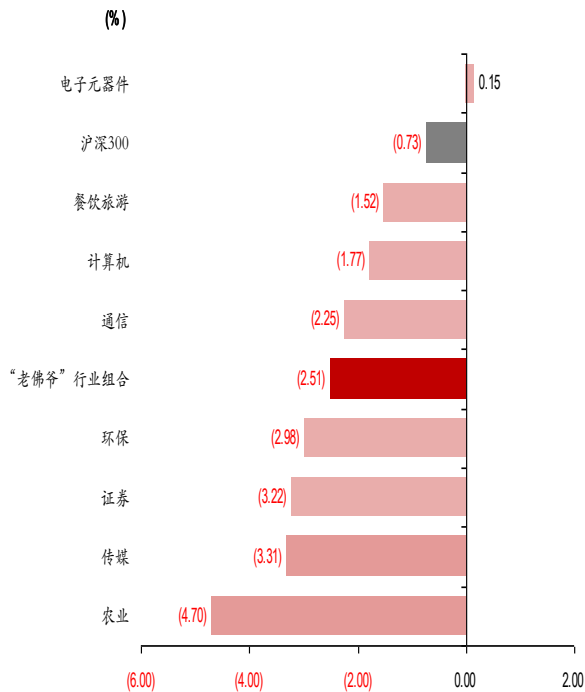
圖表 12. 上周行業板塊表現



資料來源：萬得，中銀證券

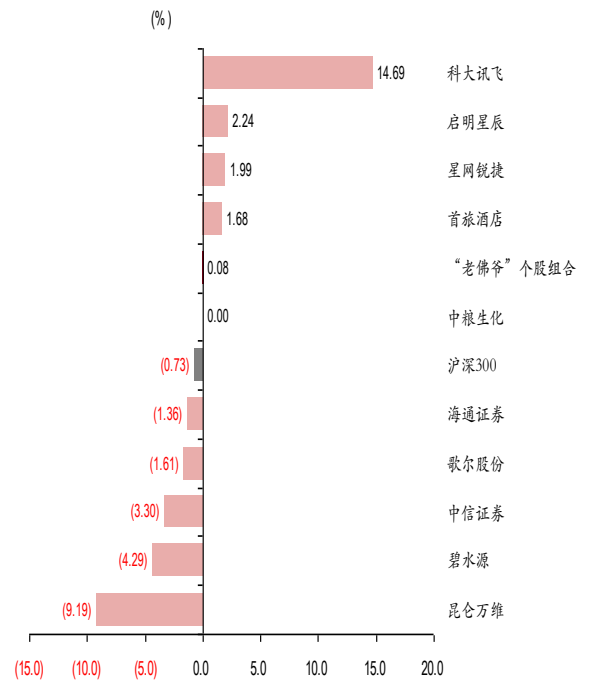
組合回顧：個股組合強於市場，行業組合弱於市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益為-2.51%，弱於市場（-0.73%）；“老佛爺”個股組合絕對收益0.08%，強於市場。年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為1.27。

圖表 13. 上周“老佛爺”行業組合表現



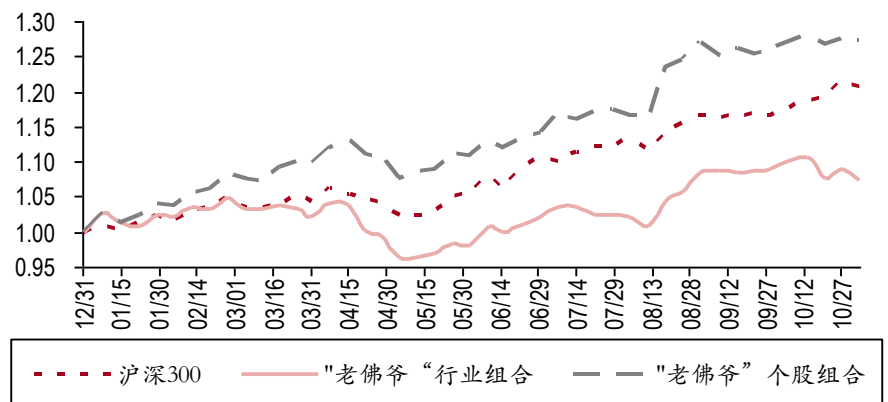
資料來源：萬得，中銀證券

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

2017年11月中銀國際行業及個股配置

圖表 16. 2017年11月“老佛爺”行業組合

行業板塊	權重(%)	行業觀點
石油石化（中信一級）	20	三季度原油價格回升，提振石化行業盈利能力、油氣開采業績改善。考慮到石油減產期限可能延長以及地緣政治等因素，預計未來幾年原油價格將上漲。
醫藥（中信一級）	10	醫藥行業整體保持穩健增速，具有結構性投資機會。國家鼓勵創新及加速審評審批的政策將加速行業洗牌，推動具有突出業務實力的公司加快發展。
電子元器件（中信一級）	10	電子行業從去年下半年至今明年處於上行周期，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。
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。
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11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		
600028.CH	中國石化	6.15	0.38	0.47	0.54	16.06	13.10	11.39	公司業績穩定增長，油價均價抬升利于業績。公司當前估值較低，PB1.04 倍，低于行業 PB 均值 1.33 倍。是國內中藥全產業鏈和消費品龍頭企業、公司在醫藥商業醫療服務領域快速拓展。2017 年 1-3 季度收入增長 18.59%，淨利潤增長 21.04%，繼續保持穩健快速增長。	石油石化（中信一級）
600518.CH	康美藥業	21.25	0.67	0.82	1.01	31.86	25.77	21.06	歌爾股份身披智能穿戴、虛擬現實、聲學概念、蘋果概念等十多種題材，備受關注。歌爾股份是全球 VR 設備製造龍頭，VR 產品出貨量今年有望翻	醫藥（中信一級）
002241.CH	歌爾股份	21.37	1.08	0.70	0.93	19.79	30.66	23.10	倍增；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	24.07	0.59	0.78	1.00	40.62	30.94	24.12	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	29.08	0.72	0.77	0.98	40.41	37.74	29.72	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）
002230.CH	科大訊飛	57.00	0.37	0.38	0.53	154.05	150.00	107.30	國內智能語音及人工智能領跑者，核心高管穩定，專注于智能語音技術，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	17.27	0.86	0.93	1.03	20.08	18.66	16.84	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	14.50	0.70	0.76	0.85	20.71	19.01	17.01	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）
000930.CH	中糧生化	13.34	0.13	0.49	0.70	101.06	27.51	18.99	玉米價格下降以及國際油價回升，公司盈利能力將得到改善。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