



哪些细分行业景气向上

策略周报

市场难以再出现盈利拉动或估值拉动的行情，关注景气度较好的科技与制造细分龙头，如二级行业中的半导体、电子设备、新能源设备、工程机械、航运港口、建筑装修、发电及电网等。

- **本期话题：哪些细分领域景气向上？** 今年市场的大蓝筹股风格，本质是盈利驱动。全A股（非金融）市值前3%公司贡献全市场46%利润，今年平均涨幅超50%。另外，对指数涨幅进行盈利和估值拆分，2017年以来上证综指的涨幅全部由盈利改善所贡献。那么，**推动企业盈利改善的因素后续怎么变化？有哪些细分领域景气是向上的？**
- **首先，A股ROE提升主要来自销售净利率提升；净利率的提升主要来自期间费用率的改善。** 全A（非金融）营收增速下滑（-0.1pcts），净利增速却大幅提升（+1.8pcts），原因在于盈利能力上升。盈利提升主要来自销售净利率提升（由5.48%升到6.06%），资产周转率贡献次之（由0.43%升到0.47%）；净利率提升主要来自期间费用率改善。消费行业销售费用率降幅大、周期行业财务费用率降幅大、管理费用率普降。
- **其次，怎么看盈利增速的趋势以及盈利质量？明年盈利增速大概率下滑，但盈利质量的持续改善具有不确定性。** 宏观层面，增速回升的驱动因素在于：供给侧改革和环保限产带来的价格上涨；地产投资高增速带动上下游；出口复苏；消费升级带动高端需求上升。往后看，随供需格局趋稳，PPI将进入下行通道；地产投资在10月份已开始走弱；出口有较大不确定性且贡献相对有限；而消费升级是长期趋势，10月社消零售下滑，也受宏观周期因素影响。因此，经济周期向下，A股增速明年大概率将下滑，且企业盈利质量的持续改善具有不确定性。
- **最后，目前市场较难出现盈利拉动或估值拉动的整体大幅上涨，关注景气度较好的细分领域机会。** 经济周期向下，由盈利拉动的整体上涨较难持续。而目前沪深300估值14.4倍，历史55%分位，上证50估值11.9倍，历史49%分位，基本合理，市场难有拉估值带动的整体上涨。从景气度与相对估值分析，可看出：一是部分成长行业增速较高（连续两季度增速回升），如半导体、电子设备、新能源设备等；二是部分中游制造增速回升且有持续性，如工程机械、航运港口、建筑装修、发电及电网等；三是消费股PEG大多超过1，估值优势渐消弱，相反，成长估值优势渐突出。因此，建议关注新兴科技与中游制造细分龙头。
- **市场判断：A股逐渐防范风险，配置前期滞涨且估值合理的石油石化、以及大金融等防御属性的板块。** 经济周期下行，且市场估值不便宜，目前较难出现盈利拉动或估值拉动的整体大幅上涨。对于A股市场，我们延续10月最后一周以及11月月报的观点，认为是收获的季节，逐渐防范风险，行业配置上，重点关注石油石化以及大金融等板块。
- **行业配置：维持组合不变，11月调出计算机、传媒、环保，调入石油石化、医药，最终配置为：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%)。** 个股见正文。

本期话题：哪些细分领域景气向上？

今年市场的大市值蓝筹股风格，本质是盈利驱动。我们在三季报分析时得出：全A股（非金融）市值前3%公司（113家）贡献全市场46%利润，今年平均涨幅超50%。另外，对指数涨幅进行盈利和估值拆分，2016年以来，盈利的提升，贡献了上证综指20%左右的市场涨幅，同期，估值提升的贡献只有6%，2017年以来上证综指的涨幅全部由盈利预期的改善所贡献。那么，**推动企业盈利改善的因素后续怎么变化？有哪些细分领域景气是向上的？**

首先，A股ROE提升主要来自销售净利率提升；净利率的提升主要来自期间费用率的改善。今年全A（非金融）前三季度净利润累计增速35.1%，较中报回升1.8pcts，但营收累计增速20.5%，较中报下滑0.98pcts。营收增速走平但净利增速大幅提升，原因在于盈利能力提升。全A（非金融）ROE前三季度上升至7.12%，高于去年同期1.43pcts。其中，ROE的提升主要来自销售净利率的改善（由5.48%升到6.06%），资产周转率贡献次之（由0.43%升到0.47%），负债率变化小；净利率的提升主要来自期间费用率的改善。

分板块看，消费行业销售费用率降幅大、周期行业财务费用率降幅大、管理费用率普降。相比去年同期，17Q3销售费用率降幅前三行业：食品饮料（-1.6pcts）、家电（-1.2pcts）和传媒（-1.1pcts）；管理费用率除军工、农业、地产和电子外，其余行业均下降，降幅前三行业：餐饮旅游（-1.9pcts）、非银（-1.6pcts）和机械（-1.6pcts）；财务费用率降幅前三行业：煤炭（-0.97pcts）、电力（-0.94pcts）和钢铁（-0.67pcts）。具体行业表现如下表。

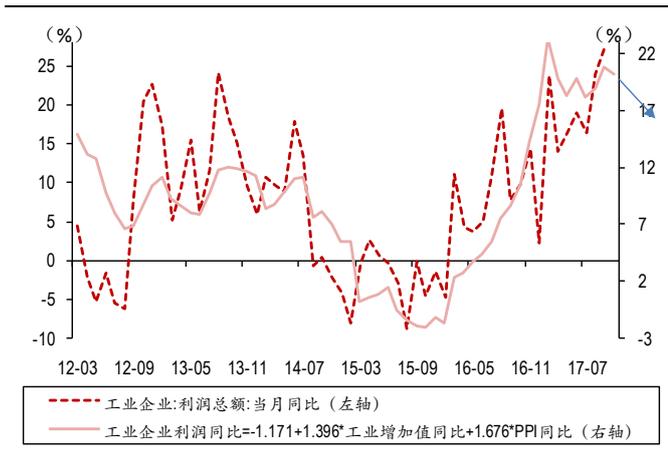
图表 1. ROE 提升，主要来自净利率和周转率贡献

报告期 (Q1-Q3)	ROE/%		销售净利率/%		总资产周转率/ 次		资产负债率/%		销售费用率/%		管理费用率/%		财务费用率/%	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016
钢铁	8.8	1.6	4.6	1	0.66	0.46	63.7	67.2	1.6	2	2.7	3.8	1.7	2.8
煤炭	9.6	2.8	12.4	6	0.37	0.24	51.4	53.1	3.2	4.3	5.6	8	2.6	4.4
基础化工	7.9	3.5	7.5	4	0.49	0.4	53.9	55.9	4.1	4.6	5.5	6.5	2.2	2.4
建材	8.4	5.2	11.2	8.2	0.39	0.31	47.4	48.4	4.7	5.5	7.4	8.8	2.5	3.4
轻工制造	8.9	5.9	9.6	7.1	0.46	0.38	49.7	53.3	7.2	6.1	6.7	7.2	2.6	3.2
有色金属	5.6	3.1	3.4	2	0.72	0.67	57.7	58	0.9	1	2.6	2.8	1.8	1.8
交通运输	8.8	6.6	7.3	7.8	0.5	0.36	57.7	57.8	2	2.5	3.1	3	1.4	3.4
电子	7.7	5.5	7.5	6.5	0.48	0.45	50.3	45.4	3.5	3.3	8.3	8.9	1.6	1.2
机械	4.7	2.5	5.9	3.7	0.37	0.32	54.9	55.1	4.7	4.8	8.5	10.2	2	1.7
食品饮料	14.4	12.3	16.3	14.6	0.59	0.57	34.2	33.6	14.3	15	5.6	6.3	0.1	0.1
石油石化	3.1	1.6	2.6	2.2	0.79	0.65	45.3	44.1	2.5	3.1	3.5	4.5	0.7	1
家电	14.9	14.1	7.2	7.6	0.72	0.69	63.8	62.1	11.2	12.1	5.3	5.7	0.5	(0.5)
医药	9.5	8.8	10.2	9.2	0.56	0.54	41.5	43	14	12.5	6.6	6.7	1	0.9
商贸零售	5.1	4.6	2.8	2.5	0.8	0.75	55.4	58.9	7.9	8.4	3.1	3.7	0.8	1
通信	5.1	4.6	4	3.3	0.46	0.45	55.6	56.9	8.3	9.3	7	6.9	1.4	1.1
电力设备	5.7	5.3	7.2	6.7	0.36	0.36	55.6	55.9	4.8	5	7.8	7.9	1.6	1.3
房地产	7.3	6.9	11.4	9.4	0.13	0.16	79	77.2	3	2.8	5	4.1	2.9	2.4
非银	8.4	8.1	11.5	11	0.11	0.11	85	85.2	3.2	3.4	13.7	14.9	8.8	5.7
餐饮旅游	7.7	7.6	9.2	9	0.45	0.44	46.2	50.2	18.7	16.2	8.9	9.7	1.2	1.8
纺织服装	7.4	7.3	9.1	9.2	0.45	0.42	43.8	45	11.1	11.1	6.2	6.4	1.7	1.8
综合	5.9	5.8	6.7	6.6	0.27	0.29	66.1	63.5	2.5	3.1	3.5	4.5	0.7	1
建筑	7.9	8	3.6	3.5	0.47	0.49	77	77.5	0.5	0.5	4.1	4	1.1	1
国防军工	2.6	2.8	3.4	3.9	0.26	0.28	55.9	60.1	2.1	2.1	9.8	9.6	1.4	1.2
传媒	7.2	7.4	11.6	11.2	0.39	0.41	37	36.3	7.7	8.7	8.7	8.8	0.6	0.5
银行	11	11.7	39.6	38.4	0.02	0.02	92.6	92.7						
汽车	8.7	9.5	5.1	5.5	0.76	0.77	58.4	58.1	4.7	4.6	4.9	5.1	0.6	0.4
公用事业	6.2	8.4	10.5	16.7	0.21	0.2	63.9	62.8	1.1	0.9	3.7	4.2	6.6	7.7
计算机	4.6	7.8	6.7	10.3	0.42	0.45	39.9	36.9	7.2	8	12.5	13.1	0.9	0.3
农林牧渔	7.4	11.5	6.5	9.2	0.64	0.7	43.6	43.5	3.8	3.9	5	5	1.3	1.1

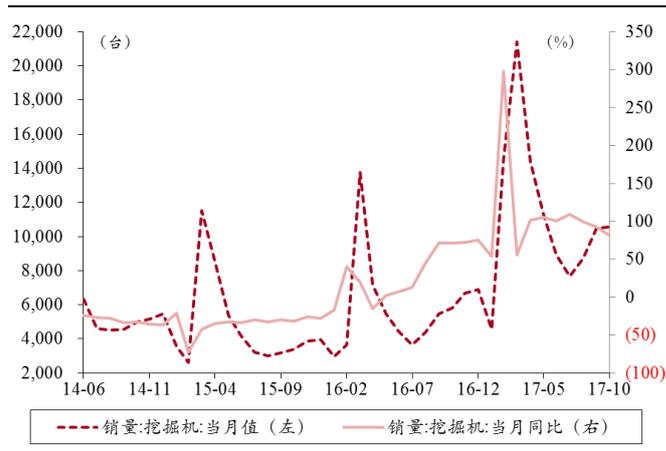
资料来源：万得，中银证券，数据截止 20171125，按 ROE 回升幅度排序

其次，怎么看盈利增速的趋势以及盈利质量？明年盈利增速大概率下滑，但企业盈利质量的持续改善具有不确定性。

经济周期向下，A 股盈利增速大概率向下。宏观层面，今年企业增速回升的驱动因素在于：供给侧改革和环保限产带来的商品价格上涨以及行业集中度提升；地产开发投资高增速带动地产产业链；出口复苏带动设备、家电等出口；消费升级带动消费电子、白酒白电等需求上升。往后看，随供需格局趋稳，PPI 将进入下行通道；地产投资在 10 月份已开始走弱；出口有较大不确定性且贡献相对有限；而消费升级是长期趋势，10 月社消零售下滑，除了短期的扰动之外，也受趋势性因素影响。另外，从历史数据上看，A 股非金融与工业企业利润走势一致，工业企业利润可由工业增加值与 PPI 预测，经济周期向下，A 股非金融企业盈利增速明年大概率将下滑。

图表 2. 工业企业利润可由工业增加值与 PPI 预测


资料来源：万得，中银证券

图表 3. 挖掘机销量增速略有回落，但绝对水平仍较高


资料来源：万得，中银证券

经济周期下行，企业盈利质量的持续改善具有不确定性。前面我们分析到，盈利能力改善分项中，消费行业销售费用率降幅大、周期行业财务费用率降幅大、管理费用率普降。**周期行业：**基建和地产投资增速减缓，一旦供给收缩不足以弥补需求下滑程度，价格将面临下行压力；另外，周期行业本轮盈利回升伴随的是资产负债率和财务费用的下降，债务结构改善。我们认为，虽然周期行业明年面临价格与需求下行压力以及今年高基数效应，整体增速大概率下滑，在这过程中，周期企业盈利质量能否持续改善具有不确定性。**中游制造：**机械与电力设备的营收增速与净利增速近两个季度持续提升，来自上游设备投资需求、地产投资拉动、新兴产业设备投资需求和出口回暖的影响。目前，从挖掘机数据看，需求仍然较旺，但随着投资增速减缓，后续有向下压力。因此，对于机械和电力设备等中游制造业，应该看具体细分领域的景气情况。**消费行业：**盈利能力提升内因在于资产周转率提升和销售费用率下降，地产投资对家电需求的拉动将减弱，但整体消费升级的趋势不改，品质消费与信息消费将是未来经济增长重要推动力。**成长行业：**成长行业整体盈利质量不及周期行业和消费行业。电子行业毛利率提高明显，这点与白酒表现一致，主要得益于消费升级的逻辑；通信和计算机盈利质量仍较差，Q1-Q3 的 ROE 分别仅有 5.1% 和 4.6%，处于后 20% 水平。我们认为，成长行业的分化也将持续。总之，在经济周期下行的过程中，企业盈利质量是否能持续改善具有一定不确定性。

最后，目前的市场较难出现盈利拉动或估值拉动的整体大幅上涨，关注景气度较好的细分领域机会。虽然盈利能力在改善，但企业盈利增速大概率向下，盈利增速拉动的整体上涨较难持续。另外，目前沪深 300 估值 14.4 倍，处于历史 55% 分位（05 年以来），上证 50 估值 11.9 倍，处于历史 49% 分位，基本合理，市场也不具备由拉估值带动的整体上涨。在目前企业盈利能力改善但整体增速减缓的环境下，一方面继续关注行业集中度提升带来的龙头效应，另一方面关注消费升级与新兴科技的结构机会，而市场可能会从对消费白马的抱团逐步扩散到细分领域的科技龙头。我们提供以下两个思路：

第一，行业景气度角度。针对中信二级行业，按两标准筛选：一是连续两季度净利润增速回升，行业有：**新能源设备、半导体、白酒、白电、品牌服饰、建筑装饰和发电电网等**；二是 2017 前三季度增速 >30% 的行业，剔除钢铁、有色、煤炭、建材和化工等周期行业（均入选），有：**工程机械、航运港口、渔业、农业、电子元器件、酒店及餐饮、生物医药、电子设备、保险和汽车零部件等**。

图表 4. 从行业景气度角度筛选的行业 (%)

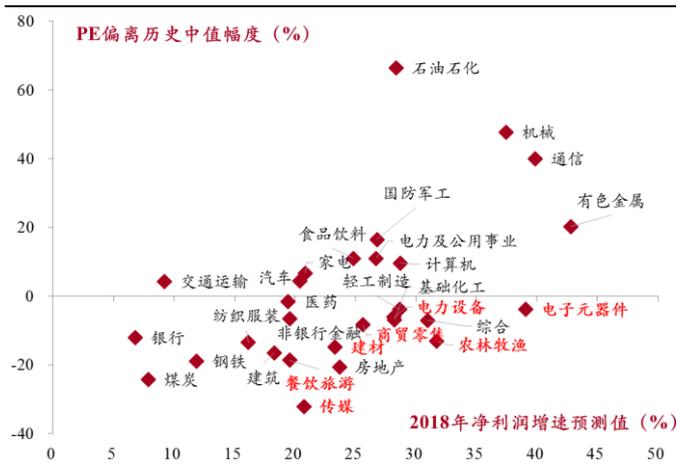
二级行业	一级行业	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017 三季报	2018 增速预测	PE(TTM)
中信二级行业中连续两个季度增速回升的行业							
新能源设备	电力设备	(25.7)	37.0	102.4	35.8	27.2	47.08
白酒 II	食品饮料	22.1	31.3	85.0	42.0	27.8	32.10
半导体 II	电子元器件	(52.8)	32.1	57.5	19.7	54.9	75.84
白色家电 II	家电	17.2	32.2	35.6	28.7	19.6	20.42
品牌服饰	纺织服装	(20.6)	29.3	31.8	4.8	17.2	23.52
建筑装饰 II	建筑	0.8	8.2	29.1	15.9	30.0	38.39
发电及电网	电力及公用事业	(49.3)	(42.1)	2.9	(29.5)	24.4	24.72

中信二级行业中 2017 前三季度增速>30%的行业 (省略周期板块)

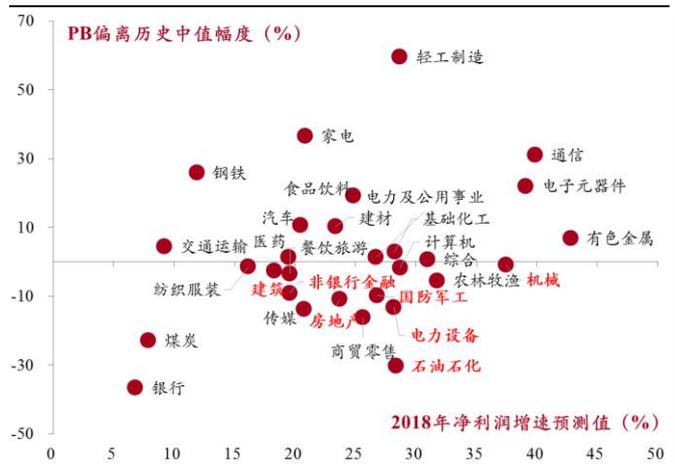
工程机械 II	机械	726.9	932.1	1,230.0	3,422.3	31.1	
航运港口	交通运输	605.6	94.0	79.5	187.2	11.8	29.80
渔业	农林牧渔	128.8	111.4	35.5	124.2	75.2	43.20
农业	农林牧渔	702.8	(14.9)	62.0	89.2	26.8	55.90
其他元器件 II	电子元器件	104.5	90.8	46.0	73.4	39.0	41.40
酒店及餐饮	餐饮旅游	24.6	53.4	43.5	63.6	22.2	49.60
照明设备	家电	(3.2)	71.6	69.7	54.1	18.4	23.60
零售	商贸零售	47.1	26.8	70.4	45.0	23.4	35.80
生物医药 II	医药	27.5	77.5	16.5	38.6	29.9	50.70
化学制药	医药	13.3	2.3	97.5	35.9	13.1	35.10
电子设备 II	电子元器件	28.0	45.8	31.7	35.7	34.5	46.20
保险 II	非银行金融	16.4	7.1	90.2	33.4	23.7	23.10
汽车零部件 II	汽车	36.7	25.0	38.7	32.7	21.7	27.10

资料来源: 万得, 中银证券, 数据截止 20171125

第二, 相对估值与成长能力角度。从 PE/PB 偏离历史中值情况, 叠加 18 年较高净利润增速预测, 中信一级行业中, **电子、电力设备、农业、商贸, 以及机械、石油石化、军工、地产、非银等行业存在低估的可能。**另外, 从 PEG 角度看: 成长行业细分领域估值优势逐渐突显, 比如: **半导体、新能源设备、电子设备、环保及公用事业等。**

图表 5. 增速较快叠加 PE 偏离幅度较大 (05 年至今)


资料来源: 万得, 中银证券, 数据截止 20171125

图表 6. 增速较快叠加 PB 偏离幅度较大 (05 年至今)


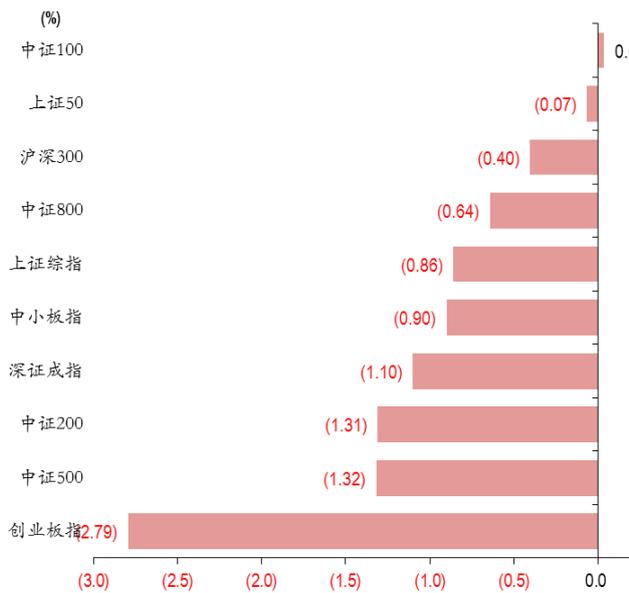
资料来源: 万得, 中银证券, 数据截止 20171125

上周回顾：指数整体回落，金融板块领涨

市场以及行业板块表现回顾：中证 100 上涨 (0.04%)，其他指数不同程度下跌，其中创业板指跌幅最大 (-2.79%)；行业板块，银行板块以 3.04% 领涨，有色金属 (2.45%) 紧随其后，煤炭和房地产分别上涨 1.74% 和 1.55%，国防军工 (1.06%)、钢铁 (0.73%)、石油石化 (0.42%) 板块小幅上涨，其余各行业板块不同程度下跌，其中食品饮料板块下跌幅度最大达到 -5.96%。

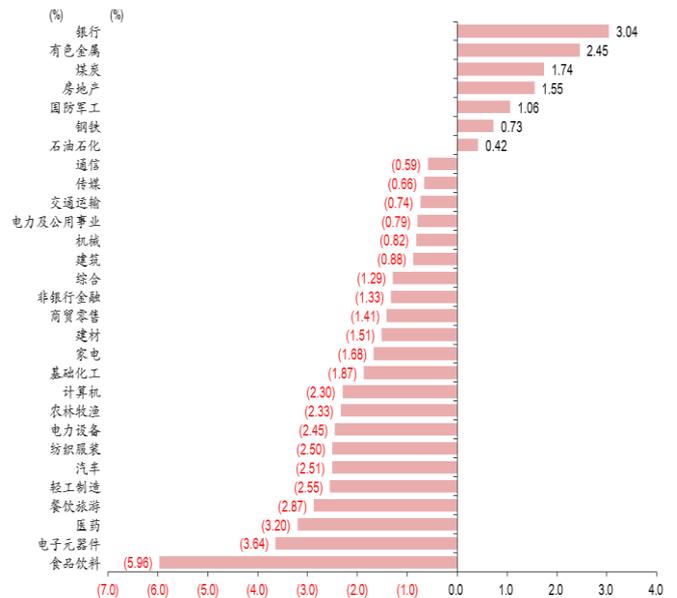
指数方面，上周除中证 100 指数上涨 (0.04%) 以外，其他指数均呈现不同程度的下跌，其中其中创业板指跌幅最大 (-2.79%)，中证 500 (-1.32%) 和中证 200 (-1.31%) 紧随其后。其余指数上周涨幅分别为：上证 50 (-0.067%)、沪深 300 (-0.4%)、中证 800 (-0.64%)、上证综指 (-0.86%)、中小板指 (-0.9%)、深证成指 (-1.1%)。行业板块方面，除银行、有色金属、煤炭、房地产、国防军工、钢铁、石油石化的其余行业板块均下跌，银行板块涨幅最大 (3.04%)，下跌幅度前五的行业分别为：食品饮料 (-5.96%)、电子元器件 (-3.64%)、医药 (-3.2%)、餐饮旅游 (-2.87%)、轻工制造 (-2.55%)。

图表 8. 上周市场表现



资料来源：万得，中银证券

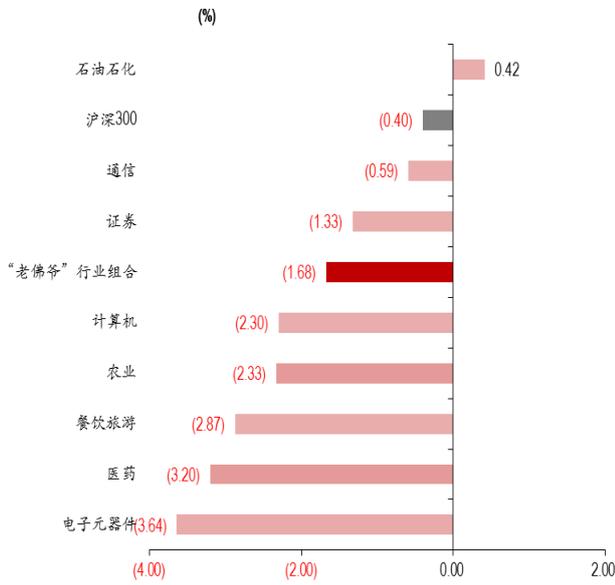
图表 9. 上周行业板块表现



资料来源：万得，中银证券

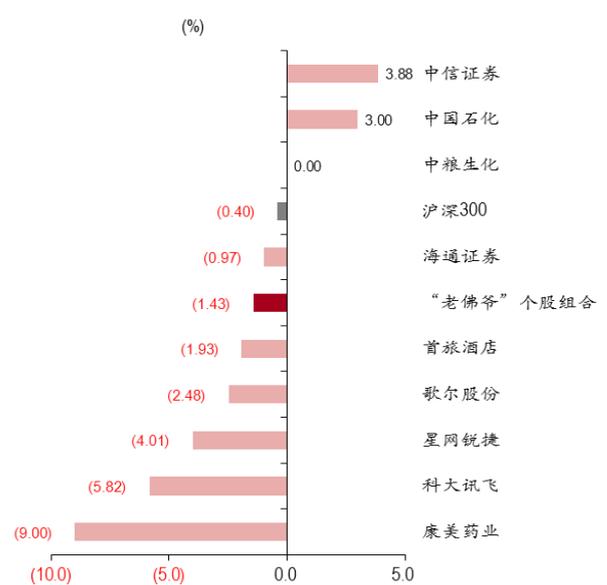
组合回顾：行业组合和个股组合均略弱于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为-1.68%，低于市场（-0.40%）；“老佛爷”个股组合绝对收益-1.43%。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.30%。

图表 10. 上周“老佛爷”行业组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 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 13. 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, 新 iPhone 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 14. 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	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		
600028.CH	中国石化	6.00	0.38	0.47	0.55	0.55	15.67	12.67	11.00	公司业绩稳定增长, 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	23.88	0.67	0.82	1.00	1.00	35.80	28.96	23.79	国内中药全产业链和消费品龙头, 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%, 继续保持稳健增长。	医药 (中信一级)
002241.CH	歌尔股份	21.36	1.08	0.70	0.93	0.93	19.78	30.64	23.09	是全球 VR 设备制造龙头, VR 产品出货量今年有望翻倍增长; 作为苹果声学器件的核心供应商和行业龙头, 市场份额稳定且仍有提升空间。	电子元器件 (中信一级)
002396.CH	星网锐捷	23.21	0.59	0.78	1.00	1.00	39.17	29.84	23.26	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。	通信 (中信一级)
600258.CH	首旅酒店	29.02	0.72	0.77	0.99	0.99	40.33	37.52	29.45	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。	餐饮旅游 (中信一级)
002230.CH	科大讯飞	67.15	0.37	0.38	0.53	0.53	181.49	177.27	126.41	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, 在语音识别等领域达到国际领先水平。	通信 (中信一级)
600030.CH	中信证券	18.30	0.86	0.93	1.02	1.02	21.28	19.76	17.85	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	14.46	0.70	0.76	0.85	0.85	20.66	18.95	16.97	公司经纪、投行和资管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	0.48	0.68	0.68	101.06	28.07	19.74	玉米价格下降及国际油价回升, 公司盈利得到改善。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