



# 哪些細分行業景氣向上

## 策略周報

市場難以再出現盈利拉動或估值拉動的行情，關注景氣度較好的科技與製造細分龍頭，如二級行業中的半導體、電子設備、新能源設備、工程機械、航運港口、建築裝修、發電及電網等。

- **本期話題：哪些細分領域景氣向上？**今年市場的大藍籌股風格，本質是盈利驅動。全A股（非金融）市值前3%公司貢獻全市場46%利潤，今年平均漲幅超50%。另外，對指數漲幅進行盈利和估值拆分，2017年以來上證綜指的漲幅全部由盈利改善所貢獻。那麼，推動企業盈利改善的因素後續怎麼變化？有哪些細分領域景氣是向上的？
- **首先，A股ROE提升主要來自銷售淨利率提升；淨利率的提升主要來自期間費用率的改善。**全A（非金融）營收增速下滑（-0.1pcts），淨利增速却大幅提升（+1.8pcts），原因在於盈利能力上升。盈利提升主要來自銷售淨利率提升（由5.48%升到6.06%），資產周轉率貢獻次之（由0.43%升到0.47%）；淨利率提升主要來自期間費用率改善。消費行業銷售費用率降幅大、周期行業財務費用率降幅大、管理費用率普降。
- **其次，怎麼看盈利增速的趨勢以及盈利質量？**明年盈利增速大概率下滑，但盈利質量的持續改善具有不確定性。宏觀層面，增速回升的驅動因素在於：供給側改革和環保限產帶來的價格上漲；地產投資高增速帶動上下游；出口復蘇；消費升級帶動高端需求上升。往後看，隨供需格局趨穩，PPI將進入下行通道；地產投資在10月份已開始走弱；出口有較大不確定性且貢獻相對有限；而消費升級是長期趨勢，10月社消零售下滑，也受宏觀周期因素影響。因此，經濟周期向下，A股增速明年大概率將下滑，且企業盈利質量的持續改善具有不確定性。
- **最後，目前市場較難出現盈利拉動或估值拉動的整體大幅上漲，關注景氣度較好的細分領域機會。**經濟周期向下，由盈利拉動的整體上漲較難持續。而目前滬深300估值14.4倍，歷史55%分位，上證50估值11.9倍，歷史49%分位，基本合理，市場難有拉估值帶動的整體上漲。從景氣度與相對估值分析，可看出：一是部分成長行業增速較高（連續兩季度增速回升），如半導體、電子設備、新能源設備等；二是部分中游製造增速回升且有持續性，如工程機械、航運港口、建築裝修、發電及電網等；三是消費股PEG大多超過1，估值優勢漸消弱，相反，成長估值優勢漸突出。因此，建議關注新興科技與中游製造細分龍頭。
- **市場判斷：A股逐漸防範風險，配置前期滯漲且估值合理的石油石化、以及大金融等防禦屬性的板塊。**經濟周期下行，且市場估值不便宜，目前較難出現盈利拉動或估值拉動的整體大幅上漲。對於A股市場，我們延續10月最後一周以及11月月報的觀點，認為是收穫的季節，逐漸防範風險，行業配置上，重點關注石油石化以及大金融等板塊。
- **行業配置：維持組合不變，11月調出計算機、傳媒、環保，調入石油石化、醫藥，最終配置為：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%)。**個股見正文。

## 本期话题：哪些细分领域景气向上？

今年市場的大市值藍籌股風格，本質是盈利驅動。我們在三季報分析時得出：全 A 股（非金融）市值前 3% 公司（113 家）貢獻全市場 46% 利潤，今年平均漲幅超 50%。另外，對指數漲幅進行盈利和估值拆分，2016 年以來，盈利的提升，貢獻了上證綜指 20% 左右的市場漲幅，同期，估值提升的貢獻只有 6%，2017 年以來上證綜指的漲幅全部由盈利預期的改善所貢獻。那麼，推動企業盈利改善的因素後續怎麼變化？有哪些細分領域景氣是向上的？

首先，A 股 ROE 提升主要來自銷售淨利率提升；淨利率的提升主要來自期間費用率的改善。今年全 A（非金融）前三季度淨利潤累計增速 35.1%，較中報回升 1.8pcts，但營收累計增速 20.5%，較中報下滑 0.98pcts。營收增速走平但淨利增速大幅提升，原因在於盈利能力提升。全 A（非金融）ROE 前三季度上升至 7.12%，高於去年同期 1.43pcts。其中，ROE 的提升主要來自銷售淨利率的改善（由 5.48% 升到 6.06%），資產周轉率貢獻次之（由 0.43% 升到 0.47%），負債率變化小；淨利率的提升主要來自期間費用率的改善。

分板塊看，消費行業銷售費用率降幅大、周期行業財務費用率降幅大、管理費用率普降。相比去年同期，17Q3 銷售費用率降幅前三行業：食品飲料（-1.6pcts）、家電（-1.2pcts）和傳媒（-1.1pcts）；管理費用率除軍工、農業、地產和電子外，其餘行業均下降，降幅前三行業：餐飲旅遊（-1.9pcts）、非銀（-1.6pcts）和機械（-1.6pcts）；財務費用率降幅前三行業：煤炭（-0.97pcts）、電力（-0.94pcts）和鋼鐵（-0.67pcts）。具體行業表現如下表。

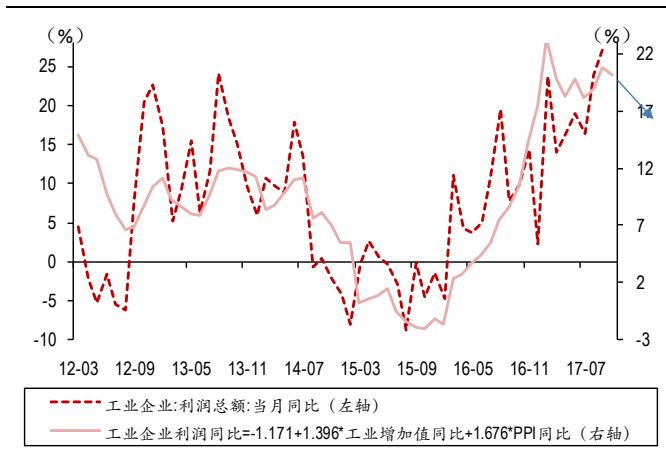
**圖表 1. ROE 提升，主要來自淨利率和周轉率貢獻**

報告期 (Q1-Q3)	ROE/%		銷售淨利率/%		總資產周轉率/ 次		資產負債率/%		銷售費用率/%		管理費用率/%		財務費用率/%	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016
鋼鐵	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
基礎化工	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
輕工製造	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
有色金屬	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
交通運輸	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
電子	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
機械	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
食品飲料	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
家電	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)
醫藥	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
商貿零售	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
電力設備	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
房地產	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
非銀	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
餐飲旅游	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
紡織服裝	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
綜合	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
建築	7.9	8	3.6	3.5	0.47	0.49	77	77.5	0.5	0.5	4.1	4	1.1	1
國防軍工	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
傳媒	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
銀行	11	11.7	39.6	38.4	0.02	0.02	92.6	92.7						
汽車	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
公用事業	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
計算機	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
農林牧漁	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

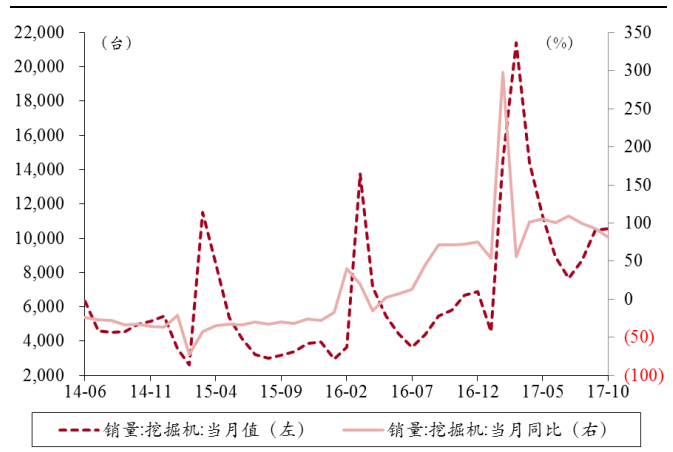
資料來源：萬得，中銀證券，數據截止 20171125，按 ROE 回升幅度排序

其次，怎麼看盈利增速的趨勢以及盈利質量？明年盈利增速大概率下滑，但企業盈利質量的持續改善具有不確定性。

經濟周期向下，A 股盈利增速大概率向下。宏觀層面，今年企業增速回升的驅動因素在於：供給側改革和環保限產帶來的商品價格上漲以及行業集中度提升；地產開發投資高增速帶動地產產業鏈；出口復蘇帶動設備、家電等出口；消費升級帶動消費電子、白酒白電等需求上升。往後看，隨供需格局趨穩，PPI 將進入下行通道；地產投資在 10 月份已開始走弱；出口有較大不確定性且貢獻相對有限；而消費升級是長期趨勢，10 月社消零售下滑，除了短期的擾動之外，也受趨勢性因素影響。另外，從歷史數據上看，A 股非金融與工業企業利潤走勢一致，工業企業利潤可由工業增加值與 PPI 預測，經濟周期向下，A 股非金融企業盈利增速明年大概率將下滑。

**圖表 2. 工業企業利潤可由工業增加值與 PPI 預測**


資料來源：萬得，中銀證券

**圖表 3. 挖掘機銷量增速略有回落，但絕對水平仍較高**


資料來源：萬得，中銀證券

經濟周期下行，企業盈利質量的持續改善具有不確定性。前面我們分析到，盈利能力改善分項中，消費行業銷售費用率降幅大、周期行業財務費用率降幅大、管理費用率普降。**周期行業**：基建和地產投資增速減緩，一旦供給收縮不足以彌補需求下滑程度，價格將面臨下行壓力；另外，周期行業本輪盈利回升伴隨的是資產負債率和財務費用的下降，債務結構改善。我們認為，雖然周期行業明年面臨價格與需求下行壓力以及今年高基數效應，整體增速大概率下滑，在這過程中，周期企業盈利質量能否持續改善具有不確定性。**中游製造**：機械與電力設備的營收增速與淨利增速近兩個季度持續提升，來自上游設備投資需求、地產投資拉動、新興產業設備投資需求和出口回暖的影響。目前，從挖掘機數據看，需求仍然較旺，但隨著投資增速減緩，後續有向下壓力。因此，對於機械和電力設備等中游製造業，應該看具體細分領域的景氣情況。**消費行業**：盈利能力提升內因在於資產周轉率提升和銷售費用率下降，地產投資對家電需求的拉動將減弱，但整體消費升級的趨勢不改，品質消費與信息消費將是未來經濟增長重要推動力。**成長行業**：成長行業整體盈利質量不及周期行業和消費行業。電子行業毛利率提高明顯，這點與白酒表現一致，主要得益於消費升級的邏輯；通信和計算機盈利質量仍較差，Q1-Q3 的 ROE 分別僅有 5.1% 和 4.6%，處於後 20% 水平。我們認為，成長行業的分化也將持續。總之，在經濟周期下行的過程中，企業盈利質量是否能持續改善具有一定不確定性。

最後，目前的市場較難出現盈利拉動或估值拉動的整體大幅上漲，關注景氣度較好的細分領域機會。雖然盈利能力在改善，但企業盈利增速大概率向下，盈利增速拉動的整體上漲較難持續。另外，目前滬深 300 估值 14.4 倍，處於歷史 55% 分位（05 年以來），上證 50 估值 11.9 倍，處於歷史 49% 分位，基本合理，市場也不具備由拉估值帶動的整體上漲。在目前企業盈利能力改善但整體增速減緩的環境下，一方面繼續關注行業集中度提升帶來的龍頭效應，另一方面關注消費升級與新興科技的結構機會，而市場可能會從對消費白馬的抱團逐步擴散到細分領域的科技龍頭。我們提供以下兩個思路：

**第一，行業景氣度角度。**針對中信二級行業，按兩標準篩選：一是連續兩季度淨利潤增速回升，行業有：**新能源設備、半導體、白酒、白電、品牌服飾、建築裝修和發電電網等**；二是 2017 前三季度增速 > 30% 的行業，剔除鋼鐵、有色、煤炭、建材和化工等周期行業（均入選），有：**工程機械、航運港口、漁業、農業、電子元器件、酒店及餐飲、生物醫藥、電子設備、保險和汽車零部件等**。

**圖表 4. 從行業景氣度角度篩選的行業 (%)**

二級行業	一級行業	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017 三季報	2018 增速預測	PE(TTM)
中信二級行業中連續兩個季度增速回升的行業							
新能源設備	電力設備	(25.7)	37.0	102.4	35.8	27.2	47.08

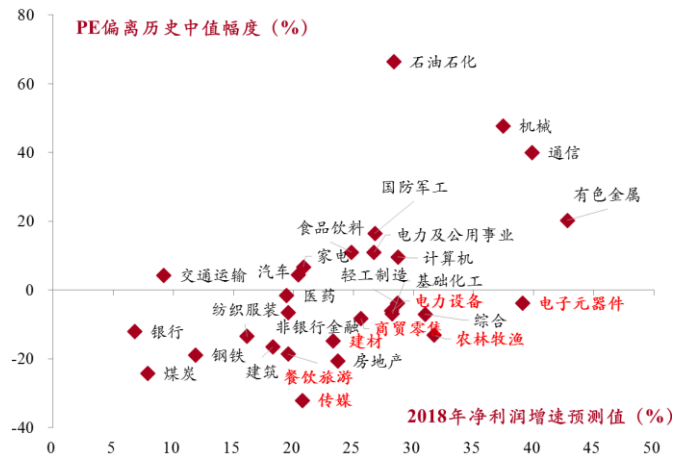
白酒 II	食品飲料	22.1	31.3	85.0	42.0	27.8	32.10
半導體 II	電子元器件	(52.8)	32.1	57.5	19.7	54.9	75.84
白色家電 II	家電	17.2	32.2	35.6	28.7	19.6	20.42
品牌服飾	紡織服裝	(20.6)	29.3	31.8	4.8	17.2	23.52
建築裝修 II	建築	0.8	8.2	29.1	15.9	30.0	38.39
發電及電網	電力及公用事業	(49.3)	(42.1)	2.9	(29.5)	24.4	24.72

**中信二級行業中 2017 前三季度增速>30%的行業（省略周期板塊）**

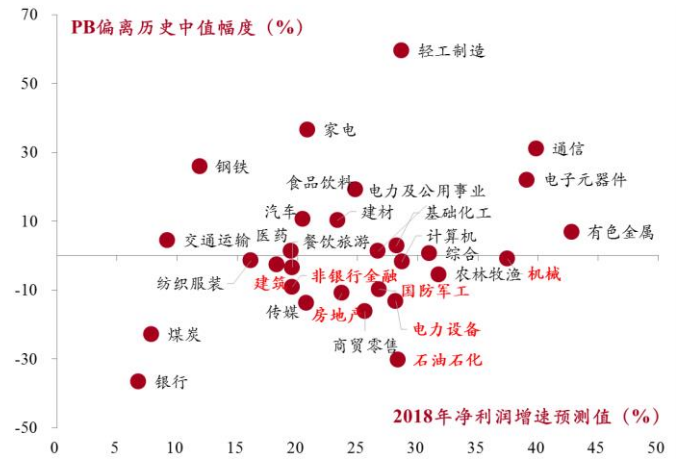
工程機械 II	機械	726.9	932.1	1,230.0	3,422.3	31.1	
航運港口	交通運輸	605.6	94.0	79.5	<b>187.2</b>	11.8	29.80
漁業	農林牧漁	128.8	111.4	35.5	<b>124.2</b>	75.2	43.20
農業	農林牧漁	702.8	(14.9)	62.0	<b>89.2</b>	26.8	55.90
其他元器件 II	電子元器件	104.5	90.8	46.0	<b>73.4</b>	39.0	41.40
酒店及餐飲	餐飲旅遊	24.6	53.4	43.5	<b>63.6</b>	22.2	49.60
照明設備	家電	(3.2)	71.6	69.7	<b>54.1</b>	18.4	23.60
零售	商貿零售	47.1	26.8	70.4	<b>45.0</b>	23.4	35.80
生物醫藥 II	醫藥	27.5	77.5	16.5	<b>38.6</b>	29.9	50.70
化學製藥	醫藥	13.3	2.3	97.5	<b>35.9</b>	13.1	35.10
電子設備 II	電子元器件	28.0	45.8	31.7	<b>35.7</b>	34.5	46.20
保險 II	非銀行金融	16.4	7.1	90.2	<b>33.4</b>	23.7	23.10
汽車零部件 II	汽車	36.7	25.0	38.7	<b>32.7</b>	21.7	27.10

資料來源：萬得，中銀證券，數據截止 20171125

第二，相對估值與成長能力角度。從 PE/PB 偏離歷史中值情況，疊加 18 年較高淨利潤增速預測，中信一級行業中，**電子、電力設備、農業、商貿**，以及**機械、石油石化、軍工、地產、非銀**等行業存在低估的可能。另外，從 PEG 角度看：成長行業細分領域估值優勢逐漸突顯，比如：**半導體、新能源設備、電子設備、環保及公用事業**等。

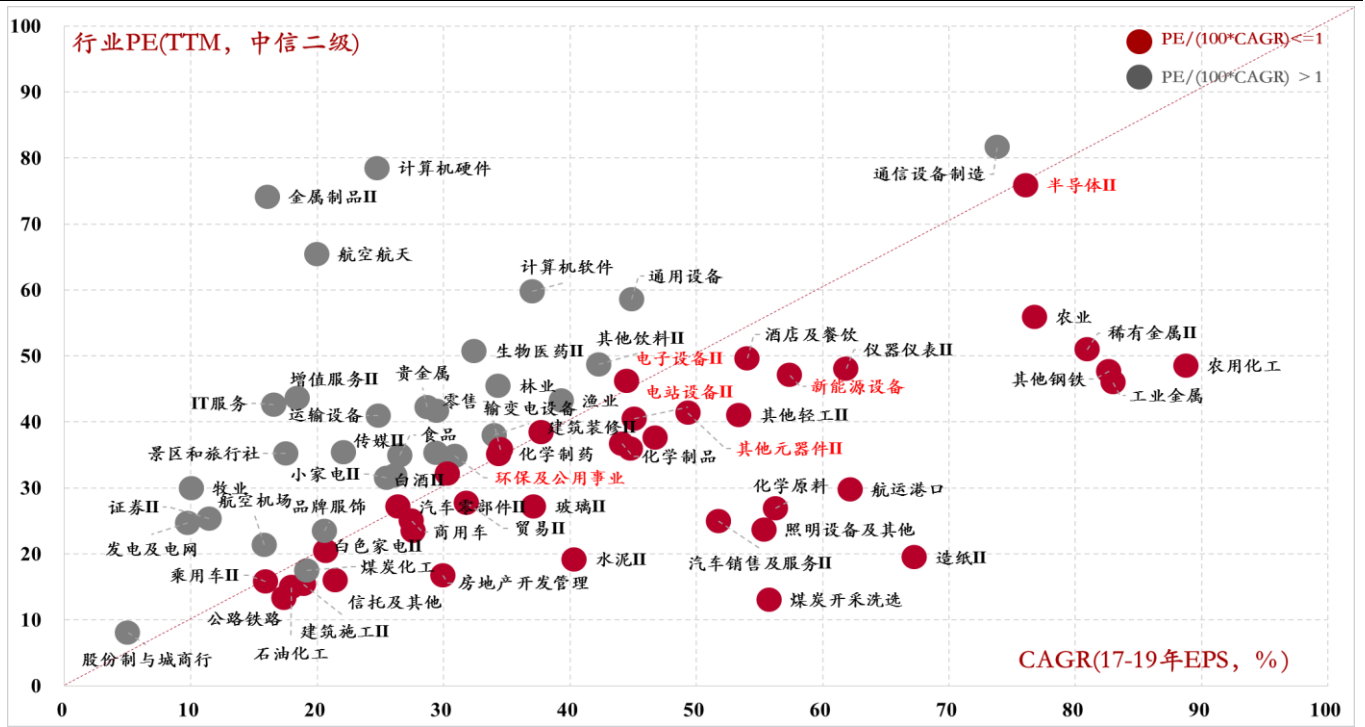
**圖表 5. 增速較快疊加 PE 偏離幅度較大（05 年至今）**


資料來源：萬得，中銀證券，數據截止 20171125

**圖表 6. 增速較快疊加 PB 偏離幅度較大（05 年至今）**


資料來源：萬得，中銀證券，數據截止 20171125

圖表 7. PEG 角度看：成長行業細分領域估值優勢逐漸突顯



資料來源：萬得，中銀證券；數據截至 20171125

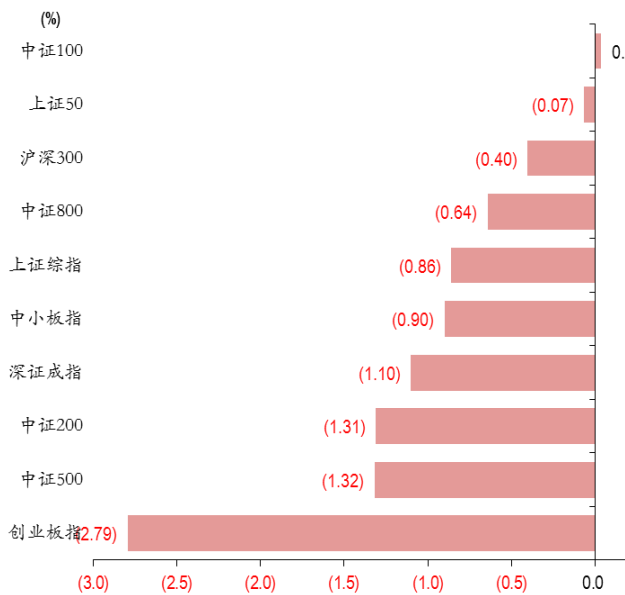
綜上，從細分行業景氣度與相對估值分析，可看出：一是部分成長行業增速較高，如半導體、電子設備、新能源設備等，且估值已較合理；二是中游製造業增速回升明顯且有一定持續性，如工程機械、航運港口、建築裝修、發電及電網等；三是消費股目前 PEG 大多超過 1，估值優勢漸消弱，而成長領域估值優勢漸突出。因此，結構上，建議重點關注科技成長與中游製造的細分龍頭。

## 上周回顾：指数整体回落，金融板块领涨

市場以及行業板塊表現回顧：中證 100 上漲（0.04%），其他指數不同程度下跌，其中創業板指跌幅最大（-2.79%）；行業板塊，銀行板塊以 3.04% 領漲，有色金屬（2.45%）緊隨其後，煤炭和房地產分別上漲 1.74% 和 1.55%，國防軍工（1.06%）、鋼鐵（0.73%）、石油石化（0.42%）板塊小幅上漲，其餘各行業板塊不同程度下跌，其中食品飲料板塊下跌幅度最大達到-5.96%。

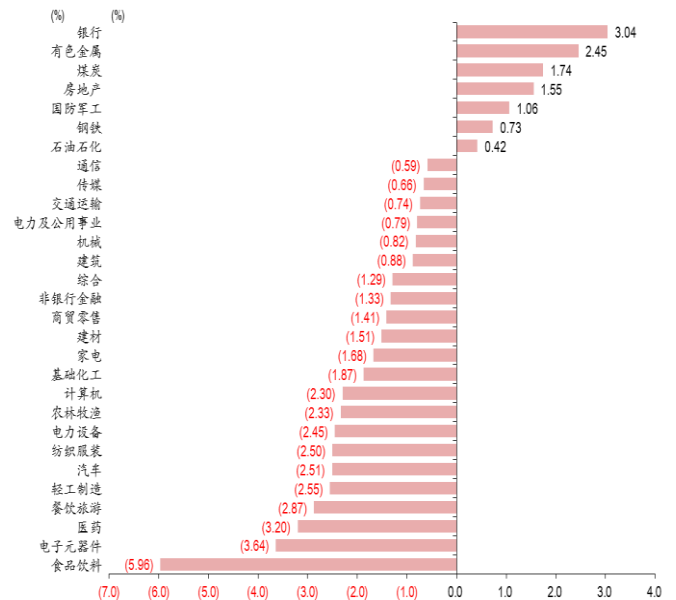
指數方面，上周除中證 100 指數上漲（0.04%）以外，其他指數均呈現不同程度的下跌，其中其中創業板指跌幅最大（-2.79%），中證 500（-1.32%）和中證 200（-1.31%）緊隨其後。其餘指數上周漲幅分別為：上證 50（-0.067%）、滬深 300（-0.4%）、中證 800（-0.64%）、上證綜指（-0.86%）、中小板指（-0.9%）、深證成指（-1.1%）。行業板塊方面，除銀行、有色金屬、煤炭、房地產、國防軍工、鋼鐵、石油石化的其餘行業板塊均下跌，銀行板塊漲幅最大（3.04%），下跌幅度前五的行業分別為：食品飲料（-5.96%）、電子元器件（-3.64%）、醫藥（-3.2%）、餐飲旅游（-2.87%）、輕工製造（-2.55%）。

圖表 8. 上周市場表現



資料來源：萬得，中銀證券

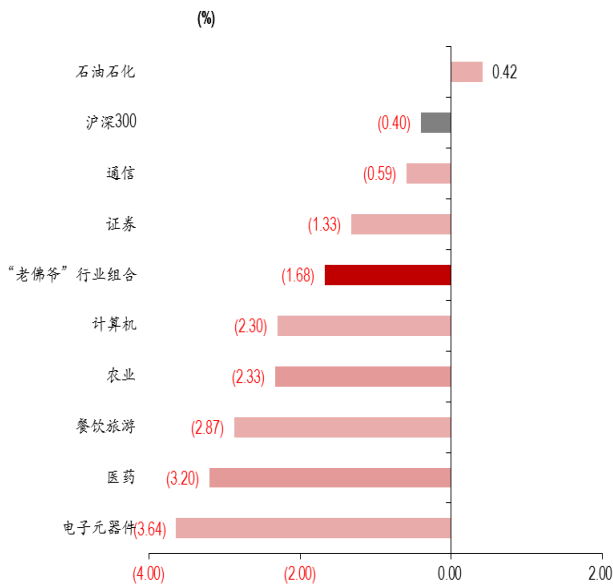
圖表 9. 上周行業板塊表現



資料來源：萬得，中銀證券

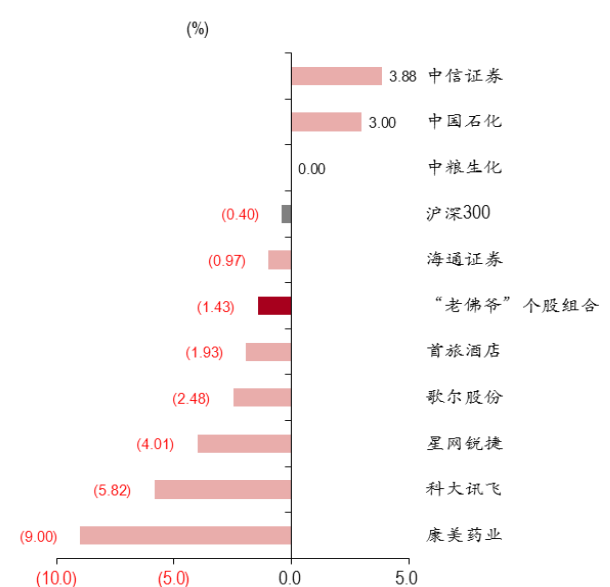
組合回顧：行業組合和個股組合均略弱於市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益為-1.68%，低於市場（-0.40%）；“老佛爺”個股組合絕對收益-1.43%。年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為1.30%。

圖表 10. 上周“老佛爺”行業組合表現



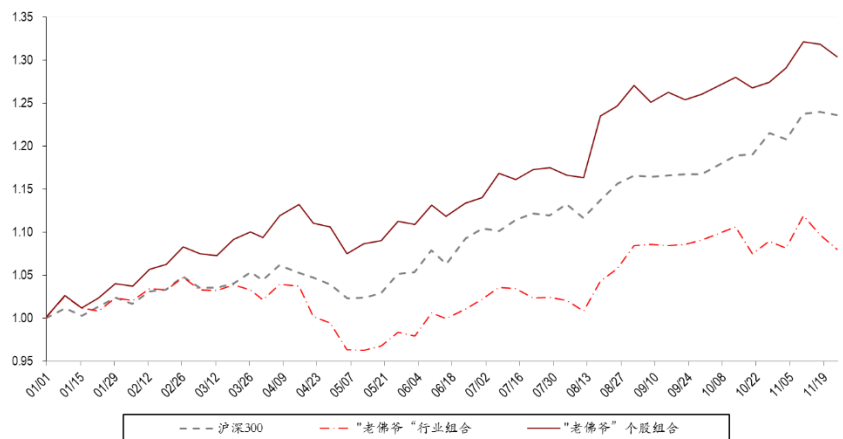
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 12. 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月中銀國際行業及个股配置

**圖表 13. 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, 新 iPhone 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。
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。
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 14. 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	2016	2017E	2018E		
600028.CH	中國石化	6.00	0.38	0.47	0.55	15.67	12.67	11.00	公司業績穩定增長, 當前估值較低, PB1.04 倍, 低于行業 PB 均值 1.33 倍。	石油石化 (中信一級)		
600518.CH	康美藥業	23.88	0.67	0.82	1.00	35.80	28.96	23.79	國內中藥全產業鏈和消費品龍頭, 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%, 繼續保持穩健增長。	醫藥 (中信一級)		
002241.CH	歌爾股份	21.36	1.08	0.70	0.93	19.78	30.64	23.09	是全球 VR 設備製造龍頭, VR 產品出貨量今年有望翻倍增長; 作為蘋果聲學器件的核心供應商和行業龍頭, 市場份額穩定且仍有提升空間。	電子元器件 (中信一級)		
002396.CH	星網銳捷	23.21	0.59	0.78	1.00	39.17	29.84	23.26	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。	通信 (中信一級)		
600258.CH	首旅酒店	29.02	0.72	0.77	0.99	40.33	37.52	29.45	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。	餐飲旅游 (中信一級)		
002230.CH	科大訊飛	67.15	0.37	0.38	0.53	181.49	177.27	126.41	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, 在語音識別等領域達到國際領先水平。	通信 (中信一級)		
600030.CH	中信證券	18.30	0.86	0.93	1.02	21.28	19.76	17.85	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	14.46	0.70	0.76	0.85	20.66	18.95	16.97	公司經紀、投行和資管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	0.48	0.68	101.06	28.07	19.74	玉米價格下降及國際油價回升, 公司盈利得到改善。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