



平局收官

策略月报

对 50 抱团瓦解不悲观，对市场短期机会不亢奋，全月平局收官。

- **12月市场观点：不悲不亢，平局收官。**11月月报《收获氛围更趋浓》中，我们明确判断提示市场高位风险，认为投资上收获的时节已到，金融监管的环境可能会逐渐加强。月内大资管新规落地，50政策顶出现均验证了我们的判断。12月我们认为天量公开市场到期以及MPA考核将压制市场提估值的能力，上证指数整体窄幅变动，对上证50毋需过于悲观；投资机会方面应淡化对指数的关注，短期机会集中在周期行业与中小风格个股，但这些机会不一定能跨年，毋需过度亢奋。
- **50抱团：短期未到瓦解时。**11月份上证50出现“政策顶”，IVIX创年内新高，但并不意味着50抱团的现象已经瓦解，在市场找到新的投资主线之前，50依然是短期大资金最好的避风港，11月50成分股公告减持金额和大宗成交金额并未显著放大，大宗交易成交折价率反而下滑，市场热议的“核心资产”逻辑短期为50提供了一定的安全垫。如果其他板块不爆发什么靓丽行情，资金短期不会大规模从50流出的。
- **短期机会可以参与，但毋需过度亢奋。**12月行业机会方面，建议重点关注周期板块短期供需矛盾突出，股价有较强的应对连续俩月下跌修复动力，建材、钢铁、有色近期盈利能力出色；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，短期景气向好态势明显；**风格机会**方面，新一届发审委上任后IPO过会率阶梯性下滑，11月29日更是出现了上会企业被全否的罕见局面，同时每周核发新股批文数近三周开始骤减，中小市值股短期壳价值有望抬升。不过这些机会不一定能跨年，历史经验显示年底强势行业对第二年行情指导意义不大。
- **经济工作会议前瞻：关注扶贫、补短板。**年底经济工作会议落实到投资机会上，我们建议重点关注扶贫和补短板。扶贫方面，建议关注**农业供给侧改革、农村电商以及农村基建**；补短板方面建议关注技术补短板，特别是近期或将出现短板技术突破的领域，如**医用加速器、碳纤维、超级计算机、高端光缆、钻井平台**等领域的上市公司的最新进展。
- **组合回顾：行业组合和个股组合均强于市场。**上周“老佛爷”行业组合绝对收益为-0.95%，高于市场（-2.58%）；“老佛爷”个股组合绝对收益-1.17%，表现优于市场。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.29。
- **2017年12月中银国际行业及个股配置。**12月“老佛爷”行业组合维持不变，完整行业分别为石油石化(20%)、医药(10%)、电子(10%)、通信(20%)、证券(20%)，农业(10%)、餐饮旅游(10%)；12月“老佛爷”个股组合，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%)。

观点回顾

11月月观点：收获氛围更趋浓。在11月月报《收获氛围更趋浓》中，我们明确提示了当时市场基本面发生的几个转变，即（1）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；（2）大的政策主题进入相对真空期，市场风险偏好短期提升不易。结合经济放缓、地产销售下行、十九大后作风建设等方面的风险，我们判断投资上收获的时节已到，金融监管的环境可能会逐渐加强，投资者的风险偏好无法一致维持在高位。同时，我们观察到当时公募基金投资者存在几个一致预期，即都对明年市场一致乐观，对明年蓝筹白马一致有信心，当前仓位一致都高，三个一致预期映射于短期市场，容易造成边际加仓能力弱和基金净值抗波动能力差等问题。这几个担忧在11月中旬龙头贵州茅台出现“政策顶”后一并发生，11月中下旬权重板块出现了较大幅度的调整，前期涨幅较大的如半导体、新能源汽车、5G等非白马板块也遭遇抛售潮，持仓抱团态势持续瓦解中。

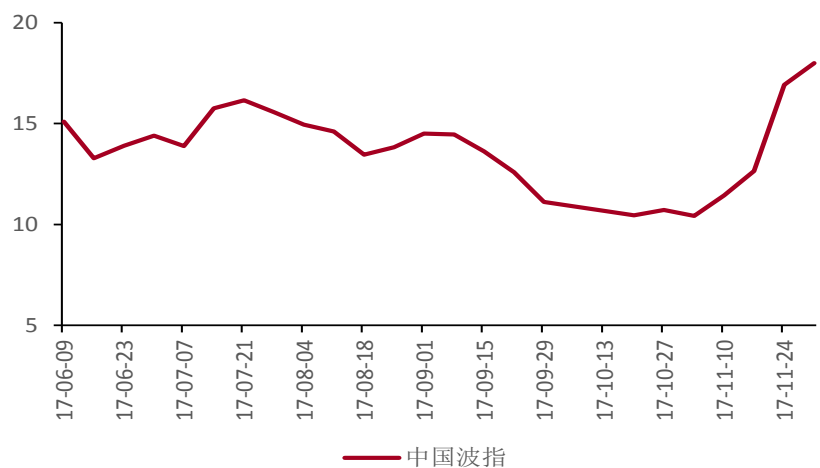
四季度的大势研判我们较好地把握了市场演化的过程和节奏。在10月月报《十月乐观，逐渐收获》中，我们认为当时定向降准的出现是宏观周期下行阶段货币政策宽松的信号，出台时间更是超出市场预期，长假期间外围环境的好转以及短期维稳因子将支撑A股点位，10月A股仍是乐观市场。但从配置的角度，虽然我们当时对市场乐观，但对四季度风格是否能贯穿全季仍抱疑虑，结合季度缴税、机构年底“交差”时近等因素，给出的是逐步兑现收益的配置建议。在10月的周报《消费蓝筹的风险在哪？》中，我们认为，考虑到三季报业绩，消费蓝筹整体估值可能仍然合理，但需要关注经济放缓、地产销售下行、十九大后作风建设等方面的风险，投资上收获的时节已到，是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。

12月月观点：不悲不亢，平局收官

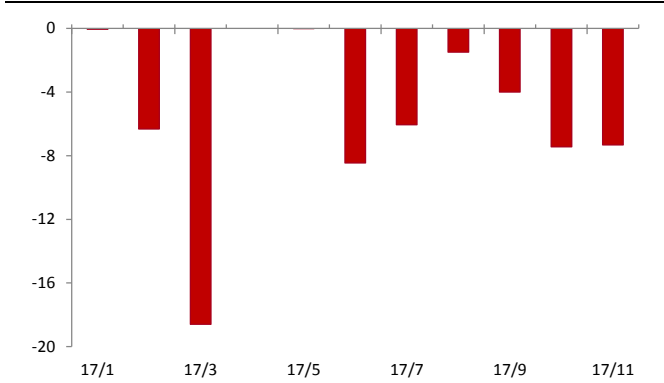
对 50 不悲观，对短期机会不亢奋，平平淡淡收年关。12月我们认为上证指数整体窄幅变动，上证 50 虽出现了短期政策顶但仍是大资金避风港，毋需过于悲观；投资机会方面应淡化对指数的关注，短期机会集中在周期行业与中小风格个股，但这些机会不一定能跨年，毋需过度亢奋。12月需要防范流动性市场出现“幺蛾子”，我们统计 12 月中集中到期的 NCD、央行逆回购、MLF 资金的规模，合计超过 3.8 万亿元，年末 MPA 考核将至，市场流动性将再次临大考，谨防短期资金利率波动以及央行变更续作方式对市场估值造成压力。

50 抱团不一定会完全瓦解。11 月中下旬，权重板块出现较大波动，以上交所中国波指(IVIX)所计算的 50ETF 场内期权加权隐含波动率计,11 月最后一周 IVIX 指数触及 18 一线，为年内最高水平。理论上，该指数反映的是场内期权价格所映射的上证 50ETF 未来 30 日的预期波动。结合 IVIX 2 年多的历史数据以及国外对标的 CBOE VIX（恐慌指数）的历史经验看，波动指数高通常在标的物负向波动大时发生，不过更多地是反映即时的市场情绪，对市场的未来预测准确性并没有那么高。尽管市场对 12 月 50 抱团继续瓦解依然抱有较大的担忧，不过数据上显示，上一个月对 50 成分股的大规模抛售并未随着指数调整出现。从 11 月 50 成分股的公告减持金额看，共计 7.1 亿，基本与 10 月份持平，并未出现环比大规模激增的情况；从 11 月 50 成分股的大宗成交金额看，共计 46 亿，虽然环比翻了一番，但与 9 月份成交水平相近，且 9-11 月 50 成分大宗成交的整体折价率是在逐渐下降的，这表明尚未出现资金借助大宗通道仓皇出逃 50 的情况。因此我们认为，虽然在 11 月份 50 出现了“政策顶”，但并不意味着 50 抱团的现象已经瓦解，在市场找到新的投资主线之前，50 依然是大资金最好的避风港，即使短期一个月内很难再产生超额收益，但毕竟市场热议的“核心资产”逻辑看上去很美、也很难去证伪，如果其他板块不爆发什么靓丽行情，资金是不爱挪窝的。

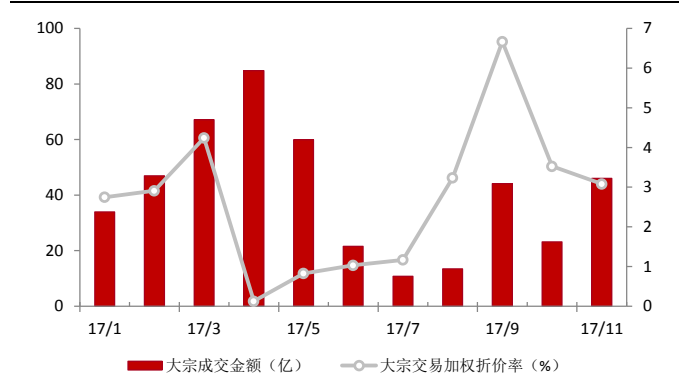
图表 1. IVIX 触及 18，为年内最高水平



资料来源：万得，中银证券

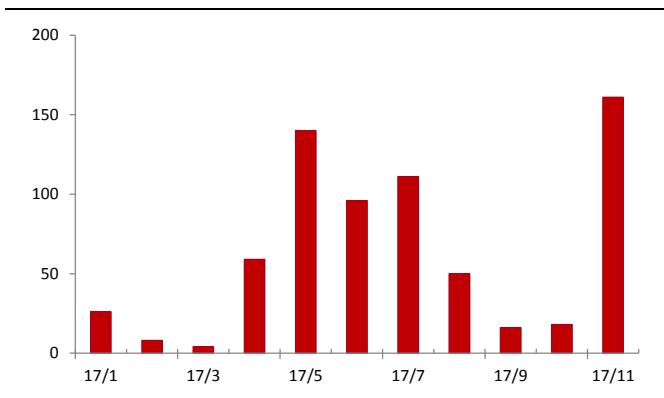
图表 2.50 成分股——11月公告减持金额（亿）


资料来源：万得，中银证券

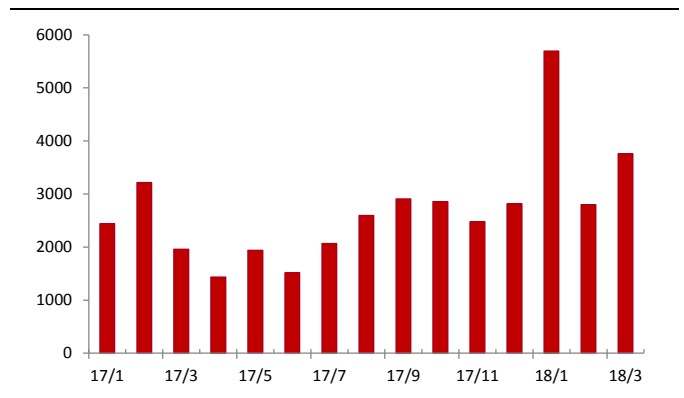
图表 3.50 成分股——大宗成交额与整体折价率


资料来源：万得，中银证券

短期机会可以参与，但毋需过度亢奋。12月市场有几个看得见的市场风险点，却也依然不乏机会。中小创在创业板再次跌破1,800后股权质押警报再次拉响，11月份出现了上市公司161份补充质押公告，为年内之最，不过既然当前在维稳周期内，看得到的问题都不是问题，参照今年7月份的套路，质押警报股最终大都将有惊无险，反倒是抄底机会。同样市场当前过度担忧的还有限售到期解禁问题，不过从数据上看，12月并不是解禁高峰，单月解禁2,815亿，与9月、10月水平基本持平。在今年5月减持新规执行之后，年内市场单日平均金额较新规执行前下降了35%，新规实施近半年来，减持新规在规范股东减持、封堵制度漏洞等方面，达到了预期效果，因此对明年一季度的解禁高峰也无需过分担忧。**12月行业机会方面**，周期板块短期供需矛盾突出，股价有较强的应对连续俩月下跌修复动力，建材、钢铁、有色；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，短期景气向好态势明显；**风格机会方面**，新一届发审委上任后IPO过会率阶梯性下滑，11月29日更是出现了上会企业被全否的罕见局面，同时每周核发新股批文数近周三周开始骤减，中小市值股短期壳价值有望抬升，12月市场气氛对中小盘友好。

图表 4.11 月上市公司补充质押公告数年内第一


资料来源：万得，中银证券

图表 5. 解禁高峰更集中在明年1月而非今年年底


资料来源：万得，中银证券

不过 12 月短期机会我们认为并不一定有较长的持续期。首先从历史经验来看，每年 12 月的行情都对第二年的市场演变没什么指向性意义，比如 12 年底的银行、14 年底的券商、15 年底的创业板和保险举牌概念，都不是第二年市场的真命天子，有几个板块反倒成为了第二年行情中的副班长，光速过气。其次从我们对明年经济的判断上，明年经济周期向下，A 股盈利增速大概率向下，明年盈利增速大概率下滑，企业盈利质量的持续改善具有不确定性，明年市场的主线和今年很难一致。回顾今年的行情，今年行情演进与企业盈利的回升高度一致，驱动链条是：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，盈利改善。明年往后看，随供需格局趋稳，以及新的产能扩张周期，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，今年得意的行业明年不一定能继续维系强势。

经济工作会议前瞻：关注扶贫、补短板

每年年底的中央经济工作会议毫无疑问是12月投资日历的重中之重，每年的经济工作会议在总结当年经济工作的同时，会提出下一年经济工作的主要任务，这也是投资界关注的重点，比如2015年底提出的2016任务房地产去库存和供给侧结构性改革基本就成了2016年大类资产的投资主线。今年是新班子任上的第一次经济工作会议，与普通年份相比，布局更偏长远，或为未来3-5年的经济工作定调子。我们猜测，在年底的经济工作会议中，三个领域的议题大概率会被提及：（1）化解金融风险，推动金融行业去杠杆，资金净流入实体经济；（2）精准、有效、全面扶贫（可以视为农业供给侧改革的深化）；（3）继续推进“三去一降一补”，其中近两年提及较少的补短板本次可能会被重点提及。落实到投资机会上，我们建议重点关注扶贫和补短板。扶贫方面，近日国内IT巨头京东与阿里巴巴相继出台高规格扶贫计划，春江水暖鸭先知，建议关注农业供给侧改革、农村电商以及农村基建；补短板方面建议关注技术补短板，特别是近期或将出现短板技术突破的领域，如医用加速器、碳纤维、超级计算机、高端光缆、钻井平台等领域的上市公司的最新进展。

图表 6.18 大以来历年经济工作会议主要内容梗概

年份	关键词	主要内容
2012	农业基础、产业结构、城镇化	<p>2012总结：经济运行总体平稳，物价涨幅稳步回落，农业基础地位进一步稳固，社会大局保持稳定。转变经济发展方式、科技创新、改革开放、改善民生有新成效。</p> <p>2013任务：1、加强和改善宏观调控，促进经济持续健康发展。2、夯实农业基础，保障农产品供给。3、加快调整产业结构，提高产业整体素质。4、积极稳妥推进城镇化，着力提高城镇化质量。5、加强民生保障，提高人民生活水平。6、全面深化经济体制改革，坚定不移扩大开放。</p>
2013	粮食安全、产业结构、债务风险	<p>2013总结：经济运行总体平稳，农业生产再获丰收，结构调整取得新进展，改革开放力度加大，人民生活继续改善。但经济运行存在下行压力，部分行业产能过剩问题严重，保障粮食安全难度加大，宏观债务水平持续上升，结构性就业矛盾突出，生态环境恶化、食品药品质量堪忧、社会治安状况不佳等突出问题仍没有缓解。</p> <p>2014任务：1、切实保障国家粮食安全。2、大力调整产业结构。3、着力防控债务风险。4、着力做好保障和改善民生工作。5、不断提高对外开放水平。</p>
2014	稳定增长、新增长点、农业发展方式、经济发展空间格局	<p>2014总结：经济运行处在合理区间，经济结构调整出现积极变化，深化改革开放取得重大进展，人民生活水平提高。同时，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，经济下行压力较大，结构调整阵痛显现，企业生产经营困难增多，部分经济风险显现。</p> <p>2015任务：1、努力保持经济稳定增长。2、积极发现培育新增长点。3、加快转变农业发展方式。4、优化经济发展空间格局。5、加强保障和改善民生工作。</p>
2015	供给侧改革、产能过剩、降低成本、去库存、金融风险	<p>2015总结：经济运行总体平稳，稳中有进，稳中有好，经济保持中高速增长，经济结构优化，改革开放向纵深迈进，民生持续改善，社会大局总体稳定。</p> <p>2016任务：1、积极稳妥化解产能过剩。2、帮助企业降低成本。3、化解房地产库存。4、供给侧结构性改革，扩大有效供给。5、防范化解金融风险。</p>
2016	“三去一降一补”、农业供给侧改革、振兴实体经济、房地产平稳	<p>2016总结：经济形势总的特点是缓中趋稳、稳中向好，经济运行保持在合理区间，质量和效益提高。经济结构继续优化，创新对发展的支撑作用增强。</p> <p>2017任务：1、深入推进“三去一降一补”。2、深入推进农业供给侧结构性改革。3、着力振兴实体经济。4、促进房地产市场平稳健康发展。</p>

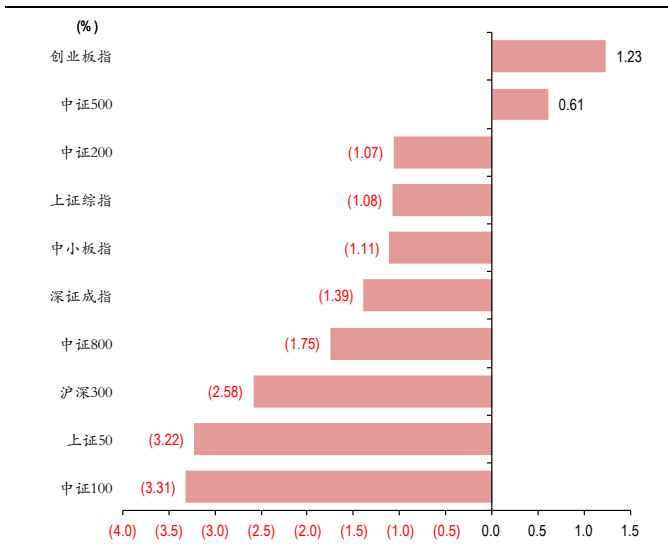
资料来源：万得资讯，中银证券

上周回顾：市场指数整体回落，周期行业领涨

市场以及行业板块表现回顾：创业板指和中证 500 分别上涨 1.23%、0.61%，其他指数不同程度下跌，其中中证 100 跌幅最大 (-3.31%)；行业板块，周期行业领涨，钢铁、建材、煤炭分别上涨 4.91%、3.42%、1.78%，家电行业下跌幅度最大 (-4.43%)

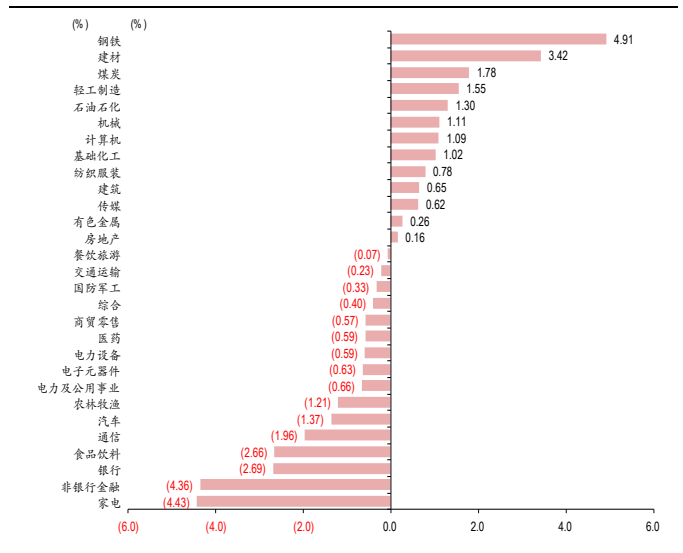
指数方面，上周除创业板指 (1.23%)、中证 500 (0.61%) 上涨以外，其他指数均呈现不同程度的下跌，其中中证 100 跌幅最大 (-3.31%)，上证 50 (-3.22%) 和沪深 300 (-2.58%) 紧随其后。其余指数上周涨幅分别为：中证 200 (-1.07%)、上证综指 (-1.08%)、中小板指 (-1.11%)、深证成指 (-1.39%)、中证 800 (-1.75%)。行业板块方面，上涨前三的行业是钢铁 (4.91%)、建材 (3.42%)、煤炭 (1.78%) 下跌前三的行业是家电 (-4.43%)、非银行金融 (-4.36%)、银行 (-2.69%)。

图表 7. 上周市场表现



资料来源：万得，中银证券

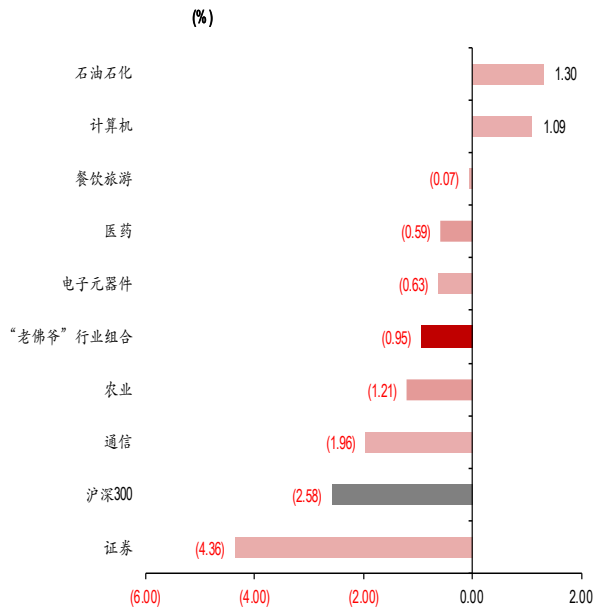
图表 8 上周行业板块表现



资料来源：万得，中银证券

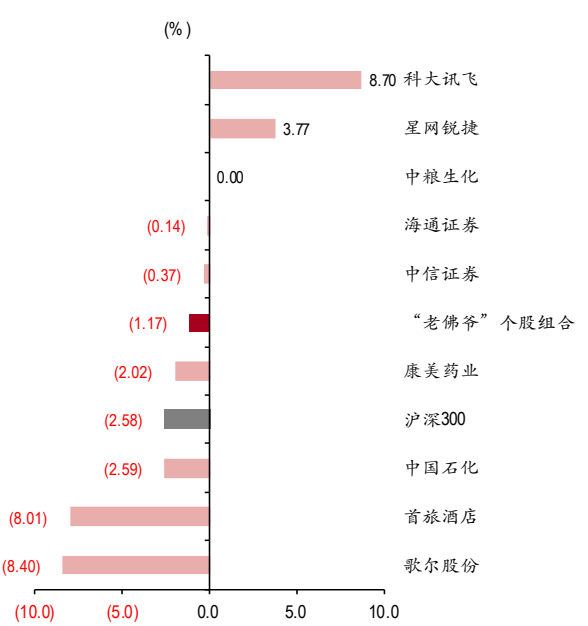
组合回顾：行业组合和个股组合均强于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为-0.95%，高于市场 (-2.58%)；“老佛爷”个股组合绝对收益-1.17%，表现优于市场。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 1.29%。

图表 9. 上周“老佛爷”行业组合表现



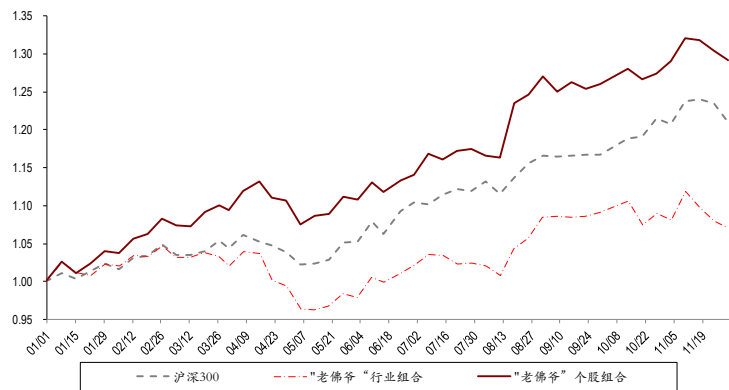
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 个股及组合配置表现 (累积值)



资料来源: 万得, 中银证券

2017年12月中银国际行业及个股配置

图表 12. 2017年12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。我们从长期的角度看好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 13. 2017年12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	6.02	0.38	0.46	0.54	15.72	12.96	11.21	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	21.29	0.67	0.82	1.00	31.919	25.92	21.35	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	19.08	1.08	0.70	0.93	17.67	27.37	20.62	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	23.12	0.59	0.78	1.01	39.01	29.60	23.00	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	26.18	0.72	0.77	0.99	36.38	33.85	26.57	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	68.74	0.37	0.38	0.53	185.78	181.47	129.41	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	18.94	0.86	0.93	1.02	22.02	20.45	18.48	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	14.30	0.70	0.76	0.85	20.43	18.74	16.78	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	0.48	0.68	101.06	28.07	19.74	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公开发表。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