



# 平局收官

## 策略月報

對 50 抱團瓦解不悲觀，對市場短期機會不亢奮，全月平局收官。

- **12月市場觀點：不悲不亢，平局收官。**11月月報《收穫氛圍更趨濃》中，我們明確判斷提示市場高位風險，認為投資上收穫的時節已到，金融監管的环境可能會逐漸加強。月內大資管新規落地，50 政策頂出現均驗證了我們的判斷。12月我們認為天量公開市場到期以及 MPA 考核將壓制市場提估值的能力，上證指數整體窄幅變動，對上證 50 毋需過于悲觀；投資機會方面應淡化對指數的關注，短期機會集中在周期行業與中小風格個股，但這些機會不一定能跨年，毋需過度亢奮。
- **50 抱團：短期未到瓦解時。**11月份上證 50 出現“政策頂”，IVIX 創年內新高，但并不意味著 50 抱團的現象已經瓦解，在市場找到新的投資主綫之前，50 依然是短期大資金最好的避風港，11月 50 成分股公告減持金額和大宗成交金額并未顯著放大，大宗交易成交折價率反而下滑，市場熱議的“核心資產”邏輯短期為 50 提供了一定的安全墊。如果其他板塊不爆發什麼靚麗行情，資金短期不會大規模從 50 流出的。
- **短期機會可以參與，但毋需過度亢奮。**12月行業機會方面，建議重點關注周期板塊短期供需矛盾突出，股價有較強的應對連續兩月下跌修復動力，建材、鋼鐵、有色近期盈利能力出色；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，短期景氣向好態勢明顯；風格機會方面，新一屆發審委上任後 IPO 過會率階梯性下滑，11月 29日更是出現了上會企業被全否的罕見局面，同時每周核發新股批文數近三周開始驟減，中小市值股短期殼價值有望抬升。不過這些機會不一定能跨年，歷史經驗顯示年底強勢行業對第二年行情指導意義不大。
- **經濟工作會議前瞻：關注扶貧、補短板。**年底經濟工作會議落實到投資機會上，我們建議重點關注扶貧和補短板。扶貧方面，建議關注農業供給側改革、農村電商以及農村基建；補短板方面建議關注技術補短板，特別是近期或將出現短板技術突破的領域，如醫用加速器、碳纖維、超級計算機、高端光纜、鑽井平臺等領域的上市公司的最新進展。
- **組合回顧：行業組合和個股組合均強于市場。**上周“老佛爺”行業組合絕對收益為-0.95%，高于市場（-2.58%）；“老佛爺”個股組合絕對收益-1.17%，表現優于市場。年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.29。
- **2017年12月中銀國際行業及個股配置。**12月“老佛爺”行業組合維持不變，完整行業分別為石油石化(20%)、醫藥(10%)，電子(10%)、通信(20%)、證券(20%)，農業(10%)、餐飲旅游(10%)；12月“老佛爺”個股組合，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%)。

## 观点回顾

**11月月觀點：收穫氛圍更趨濃。**在11月月報《收穫氛圍更趨濃》中，我們明確提示了當時市場基本面發生的幾個轉變，即（1）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；（2）大的政策主題進入相對真空期，市場風險偏好短期提升不易。結合經濟放緩、地產銷售下行、十九大後作風建設等方面的風險，我們判斷投資上收穫的時節已到，金融監管的环境可能會逐漸加強，投資者的風險偏好無法一致維持在高位。同時，我們觀察到當時公募基金投資者存在幾個一致預期，即都對明年市場一致樂觀，對明年藍籌白馬一致有信心，當前倉位一致都高，三個一致預期映射于短期市場，容易造成邊際加倉能力弱和基金淨值抗波動能力差等問題。這幾個擔憂在11月中旬龍頭貴州茅臺出現“政策頂”後一併發生，11月中下旬權重板塊出現了較大幅度的調整，前期漲幅較大的如半導體、新能源汽車、5G等非白馬板塊也遭遇拋售潮，持倉抱團態勢持續瓦解中。

**四季度的大勢研判我們較好地把握了市場演化的過程和節奏。**在10月月報《十月樂觀，逐漸收穫》中，我們認為當時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10月的周報《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。

## 12月月观点：不悲不亢，平局收官

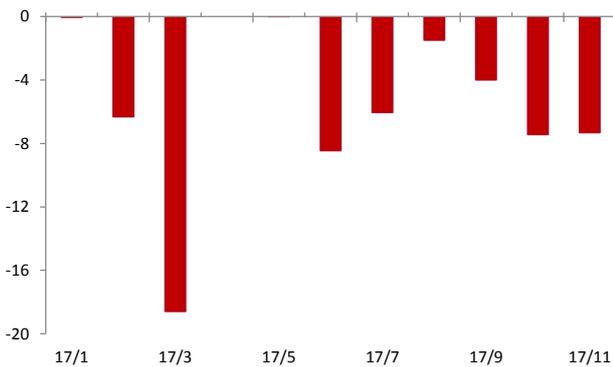
對 50 不悲觀，對短期機會不亢奮，平平淡淡收年關。12月我們認為上證指數整體窄幅變動，上證 50 雖出現了短期政策頂但仍是大資金避風港，毋需過于悲觀；投資機會方面應淡化對指數的關注，短期機會集中在周期行業與中小風格個股，但這些機會不一定能跨年，毋需過度亢奮。12月需要防範流動性市場出現“么蛾子”，我們統計 12月中集中到期的 NCD、央行逆回購、MLF 資金的規模，合計超過 3.8 萬億元，年末 MPA 考核將至，市場流動性將再次臨大考，謹防短期資金利率波動以及央行變更續作方式對市場估值造成壓力。

**50 抱團不一定會完全瓦解。**11月中下旬，權重板塊出現較大波動，以上交所中國波指(IVIX)所計算的 50ETF 場內期權加權隱含波動率計，11月最後一周 IVIX 指數觸及 18 一綫，為年內最高水平。理論上，該指數反映的是場內期權價格所映射的上證 50ETF 未來 30 日的預期波動。結合 IVIX 2 年多的歷史數據以及國外對標的 CBOE VIX（恐慌指數）的歷史經驗看，波動指數高通常在標的物負向波動大時發生，不過更多地是反映即時的市場情緒，對市場的未來預測準確性並沒有那麼高。儘管市場對 12 月 50 抱團繼續瓦解依然抱有較大的擔憂，不過數據上顯示，上一個月對 50 成分股的大規模拋售并未隨著指數調整出現。從 11 月 50 成分股的公告減持金額看，共計 7.1 億，基本與 10 月份持平，并未出現環比大規模激增的情況；從 11 月 50 成分股的大宗成交金額看，共計 46 億，雖然環比翻了一番，但與 9 月份成交水平相近，且 9-11 月 50 成分大宗成交的整體折價率是在逐漸下降的，這表明尚未出現資金借助大宗通道倉皇出逃 50 的情況。因此我們認為，雖然在 11 月份 50 出現了“政策頂”，但并不意味著 50 抱團的現象已經瓦解，在市場找到新的投資主綫之前，50 依然是大資金最好的避風港，即使短期一個月內很難再產生超額收益，但畢竟市場熱議的“核心資產”邏輯看上去很美、也很難去證偽，如果其他板塊不爆發什麼靚麗行情，資金是不愛挪窩的。

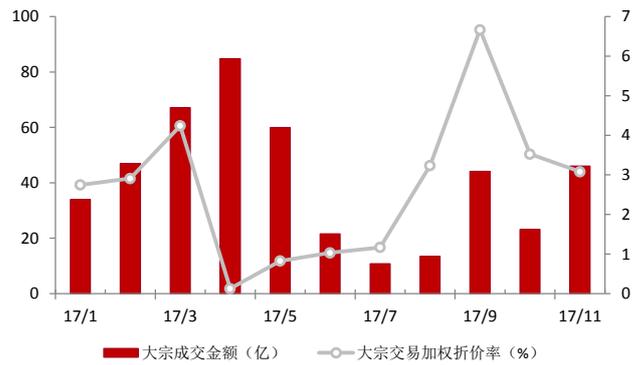
圖表 1. IVIX 觸及 18，為年內最高水平



資料來源：萬得，中銀證券

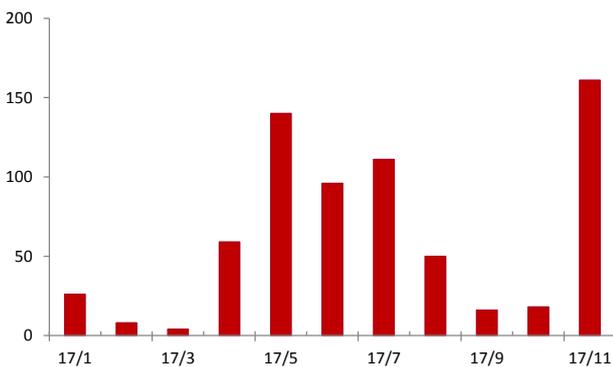
**圖表 2.50 成分股——11月公告減持金額（億）**


資料來源：萬得，中銀證券

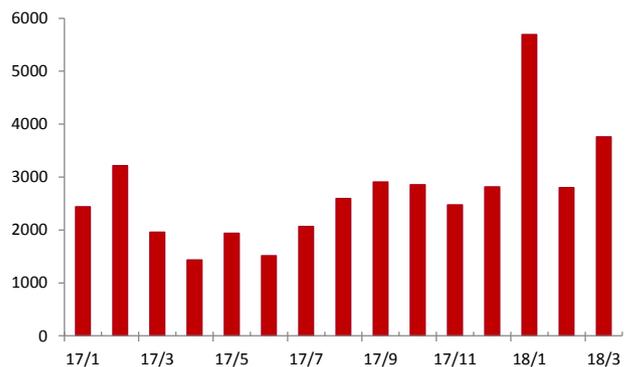
**圖表 3.50 成分股——大宗成交額與整體折價率**


資料來源：萬得，中銀證券

**短期機會可以參與，但毋需過度亢奮。**12月市場有幾個看得見的市場風險點，却也依然不乏機會。中小創在創業板再次跌破 1,800 後股權質押警報再次拉響，11月份出現了上市公司 161 份補充質押公告，為年內之最，不過既然當前在維穩周期內，看得到的問題都不是問題，參照今年 7 月份的套路，質押警報股最終大都將有驚無險，反倒是抄底機會。同樣市場當前過度擔憂的還有限售到期解禁問題，不過從數據上看，12 月并不是解禁高峰，單月解禁 2,815 億，與 9 月、10 月水平基本持平。在今年 5 月減持新規執行之後，年內市場單日平均金額較新規執行前下降了 35%，新規實施近半年來，減持新規在規範股東減持、封堵制度漏洞等方面，達到了預期效果，因此對明年一季度的解禁高峰也無需過分擔憂。**12 月行業機會方面**，周期板塊短期供需矛盾突出，股價有較強的應對連續兩月下跌修復動力，建材、鋼鐵、有色；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，短期景氣向好態勢明顯；**風格機會方面**，新一屆發審委上任後 IPO 過會率階梯性下滑，11 月 29 日更是出現了上會企業被全否的罕見局面，同時每周核發新股批文數近三周開始驟減，中小市值股短期殼價值有望抬升，12 月市場氣氛對中小盤友好。

**圖表 4.11 月上市公司補充質押公告數年內第一**


資料來源：萬得，中銀證券

**圖表 5. 解禁高峰更集中在明年 1 月而非今年年底**


資料來源：萬得，中銀證券

不過 12 月短期機會我們認為并不一定有較長的持續期。首先從歷史經驗來看，每年 12 月的行情都對第二年的市場演變沒什麼指向性意義，比如 12 年底的銀行、14 年底的券商、15 年底的創業板和保險舉牌概念，都不是第二年市場的真命天子，有幾個板塊反倒成爲了第二年行情中的副班長，光速過氣。其次從我們對明年經濟的判斷上，明年經濟周期向下，A 股盈利增速大概率向下，明年盈利增速大概率下滑，企業盈利質量的持續改善具有不確定性，明年市場的主綫和今年很難一致。回顧今年的行情，今年行情演進與企業盈利的回升高度一致，驅動鏈條是：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，盈利改善。明年往後看，隨供需格局趨穩，以及新的產能擴張周期，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，今年得意的行業明年不一定能繼續維繫強勢。

## 经济工作会议前瞻：关注扶贫、补短板

每年年底的中央經濟工作會議毫無疑問是 12 月投資日曆的重中之重，每年的經濟工作會議在總結當年經濟工作的同時，會提出下一年經濟工作的主要任務，這也是投資界關注的重點，比如 2015 年底提出的 2016 任務房地產去庫存和供給側結構性改革基本就成了 2016 年大類資產的投資主綫。今年是新班子任上的第一次經濟工作會議，與普通年份相比，布局更偏長遠，或為未來 3-5 年的經濟工作定調子。我們猜測，在年底的經濟工作會議中，三個領域的議題大概率會被提及：（1）化解金融風險，推動金融行業去杠桿，資金引入實體經濟；（2）精準、有效、全面扶貧（可以視為農業供給側改革的深化）；（3）繼續推進“三去一降一補”，其中近兩年提及較少的補短板本次可能會被重點提及。落實到投資機會上，我們建議重點關注扶貧和補短板。扶貧方面，近日國內 IT 巨頭京東與阿裏巴巴相繼出臺高規格扶貧計劃，春江水暖鴨先知，建議關注農業供給側改革、農村電商以及農村基建；補短板方面建議關注技術補短板，特別是近期或將出現短板技術突破的領域，如醫用加速器、碳纖維、超級計算機、高端光纜、鑽井平臺等領域的上市公司的最新進展。

圖表 6.18 大以來歷年經濟工作會議主要內容梗概

年份	关键词	主要内容
2012	农业基础、产业结构、城镇化	<p><b>2012总结：</b>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><b>2013任务：</b>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><b>2013总结：</b>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><b>2014任务：</b>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><b>2014总结：</b>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><b>2015任务：</b>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><b>2015总结：</b>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><b>2016任务：</b>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><b>2016总结：</b>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><b>2017任务：</b>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>

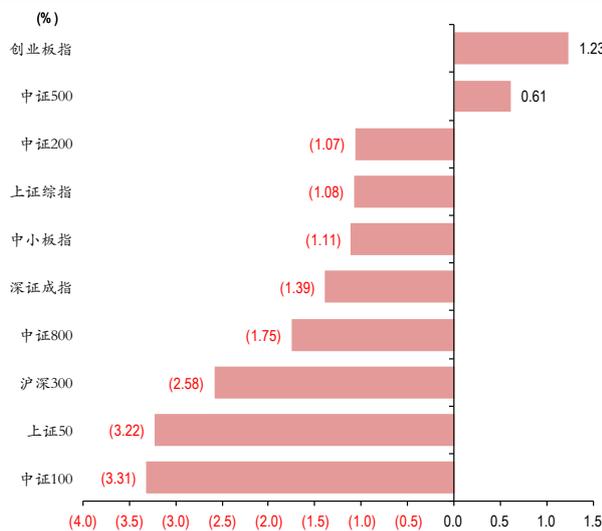
資料來源：萬得資訊，中銀證券

## 上周回顾：市场指数整体回落，周期行业领涨

市場以及行業板塊表現回顧：創業板指和中證 500 分別上漲 1.23%、0.61%，其他指數不同程度下跌，其中中證 100 跌幅最大（-3.31%）；行業板塊，周期行業領漲，鋼鐵、建材、煤炭分別上漲 4.91%、3.42%、1.78%，家電行業下跌幅度最大（-4.43%）

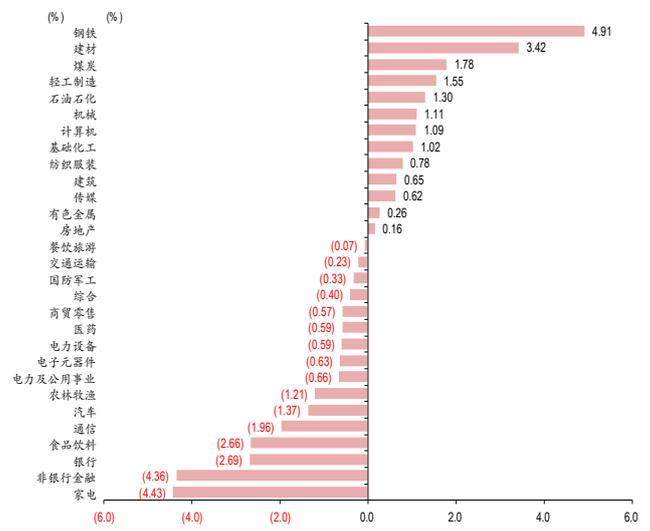
指數方面，上周除創業板指（1.23%）、中證 500（0.61%）上漲以外，其他指數均呈現不同程度的下跌，其中中證 100 跌幅最大（-3.31%），上證 50（-3.22%）和滬深 300（-2.58%）緊隨其後。其餘指數上周漲幅分別為：中證 200（-1.07%）、上證綜指（-1.08%）、中小板指（-1.11%）、深證成指（-1.39%）、中證 800（-1.75%）。行業板塊方面，上漲前三的行業是鋼鐵（4.91%）、建材（3.42%）、煤炭（1.78%）下跌前三的行業是家電（-4.43%）、非銀行金融（-4.36%）、銀行（-2.69%）。

圖表 7. 上周市場表現



資料來源：萬得，中銀證券

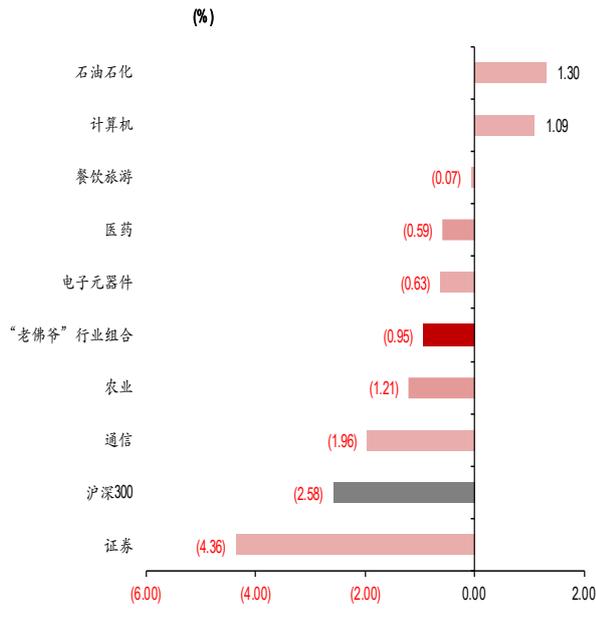
圖表 8 上周行業板塊表現



資料來源：萬得，中銀證券

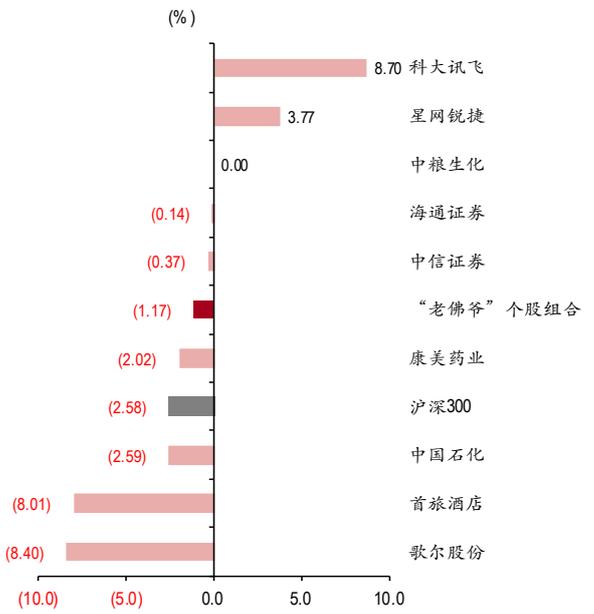
組合回顧：行業組合和個股組合均強于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益為-0.95%，高于市場（-2.58%）；“老佛爺”個股組合絕對收益-1.17%，表現優于市場。年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.29%。

圖表 9. 上周“老佛爺”行業組合表現



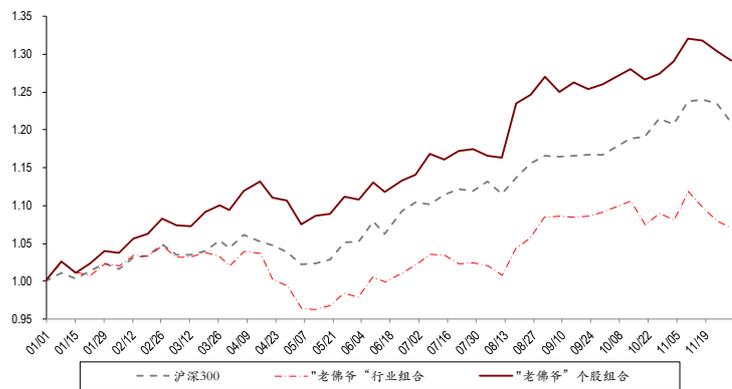
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 10. 上周“老佛爺” 個股組合表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 個股及組合配置表現（累積值）



資料來源：萬得，中銀證券

## 2017年12月中銀國際行業及个股配置

**圖表 12. 2017年12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于上行周期，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，目前估值處于低位。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 13. 2017年12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	6.02	0.38	0.46	0.54	15.72	12.96	11.21	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。	石油石化（中信一級）
600518.CH	康美藥業	21.29	0.67	0.82	1.00	31.919	25.92	21.35	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 季收入增長 18.59%，淨利潤增長 21.04%，繼續保持穩健快速增長。	醫藥（中信一級）
002241.CH	歌爾股份	19.08	1.08	0.70	0.93	17.67	27.37	20.62	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倍增長；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于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	23.12	0.59	0.78	1.01	39.01	29.60	23.00	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	26.18	0.72	0.77	0.99	36.38	33.85	26.57	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	68.74	0.37	0.38	0.53	185.78	181.47	129.41	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	18.94	0.86	0.93	1.02	22.02	20.45	18.48	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	14.30	0.70	0.76	0.85	20.43	18.74	16.78	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	0.48	0.68	101.06	28.07	19.74	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轉載或轉發的，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