



上证50之后，中证500如何

策略周报

中证500行业分布偏成长，前三大为医药、电子和地产；三季报增速41.7%、ROE回升0.8pcts，PE 29倍；成分股增速>50%的占32%，30倍以下占48%。

- **本期话题：**上证50之后，中证500如何？年底关于明年风格是“价值or成长、一线or二线”分歧较大。那么，怎么刻画这种市场风格？我们在9月月报中就指出中证系指数能很好反映市场大、中、小市值风格，本期将从指数的结构特征、业绩表现、估值比较三个角度来探讨市场的风格表现以及中证500的配置价值。
- **结构特征：**上证50和中证100金融权重为65%和49%，中证500行业分布均衡偏成长（医药、电子和地产权重前三）。从指数风格看：中证系指数是以沪深300为基础编制，中证100、中证200、中证500和中证1000平均市值为2480、485、165和80亿，年初至今涨幅+31.4%、+7.1%、-0.3%和-17.1%；反应市值越大，今年涨幅越高；另外，上证50有46支成分股与中证100重叠。从权重贡献看：上证50和中证100金融行业权重达65%和49%，前十大行业权重之和为93%和84%；中证200前三大权重行业为非银（10%）、医药（7.2%）和计算机（7.1%）；中证500金融权重仅0.76%，行业分布较均衡且偏向成长，前三大权重行业为医药（11.3%）、电子（7%）和地产（6.2%）；中证1000前三大权重行业为电子（8.4%）、医药（7.7%）和化工（7.2%）。
- **业绩表现：**中证500业绩增速最高（+41.7%）且ROE在回升（+0.8pcts）；成分股中，增速>50%的占比最高，为32%；负增长占比最小，为28.8%。从盈利水平看：中证100、中证200、中证500和中证1000 Q3单季增速为13.4%、15.8%、64%和35.3%，累计增速为12.1%、12.3%、41.7%和32%；ROE(TTM)为11.9%、11.6%、9.2%和7.8%，回升0.1、0.1、0.8和0.4pcts。从盈利分布看：中证500和中证1000高增速（>50%）占比较高，为32%和31%，而中证100和中证200仅有14%和22%；负增长（<0）的占比，中证500最低，为28.8%，中证200最高，为32.5%。
- **估值比较：**业绩向上，中证500高估值压力褪去，30倍以下个股占48%，价值优势渐显。从绝对估值看：中证100、中证200、中证500和中证1000的PE（TTM）为13、18、29和37倍，历史中位数为13、25、40和70倍；18年一致预期增速为12.1%、16.2%、24.1%和31.3%。2016年后，中证500依靠业绩增速持续消化此前的高估值，PE不断向下调整；中证500成分股中PE在50倍以下的占84%，30倍以下的占48%，已接近中证200的水平。从相对估值看：中证500与中证100估值比持续创出新低，已由16年的5.0下滑至当前的2.2，估值优势已开始体现。
- **市场判断：**短期或有反弹，但中期调整没结束。10月以来，我们建议投资者开始谨慎，市场走势完美验证我们的判断。宏观周期下行以及中央对防范和化解重大风险的强调，中期将继续影响市场走势。行业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。

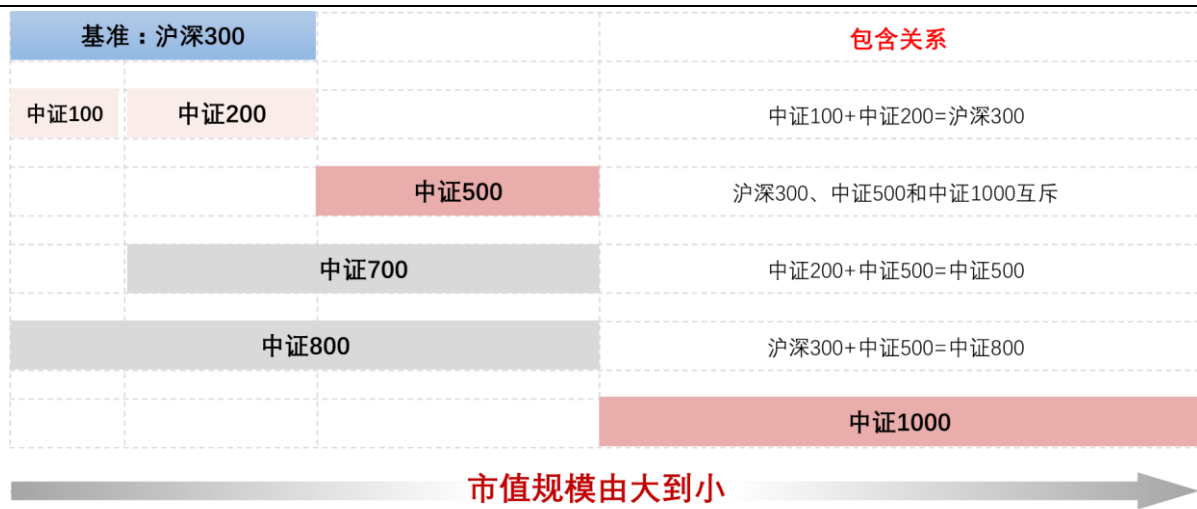
本期话题：上证 50 之后，中证 500 如何？

年底，关于明年风格是“价值 or 成长、一线 or 二线”的分歧较大，有认为继续拥抱一线蓝筹、买入“漂亮 50”，有坚定转向科技成长、看好中证 500，还有价值与成长并举的。我们认为，目前业绩主线不变，风格是否变化在于“谁更便宜”，而成长能否有溢价则由基本面之外的流动性决定。那么，怎么刻画市场的风格差异？我们在 9 月份月报中指出中证系指数能很好反映大、中、小市值风格，本期将更系统地**从指数的结构特征、业绩表现、估值比较三个角度讨论市场的风格表现以及中证 500 的配置价值。**

结构特征：中证 100 金融权重 49%，中证 500 均衡偏成长

第一，风格特征：中证 100、中证 200、中证 500 和中证 1000 指数分别代表大、中大、中和小市值风格，且市值越大，今年涨幅越高。中证系指数是以沪深 300 指数为基础编制，代表不同风格特征；中证 100、中证 200、中证 500 和中证 1000 目前平均市值为 2,480、485、165 和 80 亿，反映大市值、中大市值、中市值和小市值四种风格；年初至今的涨幅 31.4%、7.1%、-0.3%和-17.1%。

图表 1. 中证系列指数的规模分布及包含关系



资料来源：万得，中银证券

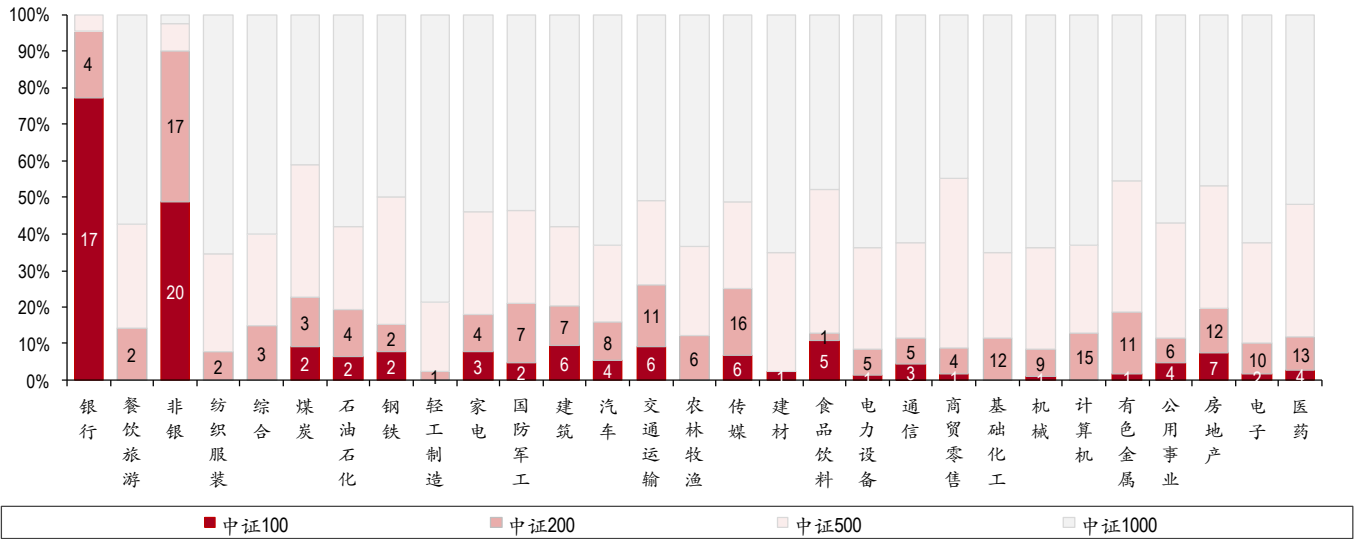
图表 2. 上证 50 及中证系各指数的概况

代码	名称	PE (TTM)	ROE (TTM)(%)	17 三季报 增速(%)	18 一致预期 增速(%)	19 一致预期 增速(%)	平均总市值/亿	指数今年 涨幅(%)	指数简介
000016.CH	上证 50	11.6	11.7	12.0	11.1	10.5	3,554	26.0	有 46 支成分股与中证 100 重叠
000300.CH	沪深 300	14.2	11.8	12.5	13.0	12.3	1,155	22.5	剔除近一年成交额后 50% 股票，按日均总市值排名，取前 300 支。
000903.CH	中证 100	13.0	11.9	12.1	12.1	11.3	2,480	31.4	沪深 300 中规模最大的 100 支。
000904.CH	中证 200	18.4	11.6	12.3	16.2	15.5	485	7.1	沪深 300 减中证 100 外的 200 支。
000905.CH	中证 500	28.7	9.2	41.7	24.1	20.1	165	(0.3)	剔除沪深 300 指数样本股，按成交额及总市值筛选。
000852.CH	中证 1000	36.5	7.8	32.0	31.3	23.1	80	(17.1)	剔除中证 500 和沪深 300，按成交额及总市值筛选。

资料来源：万得，中银证券，截至 20171224

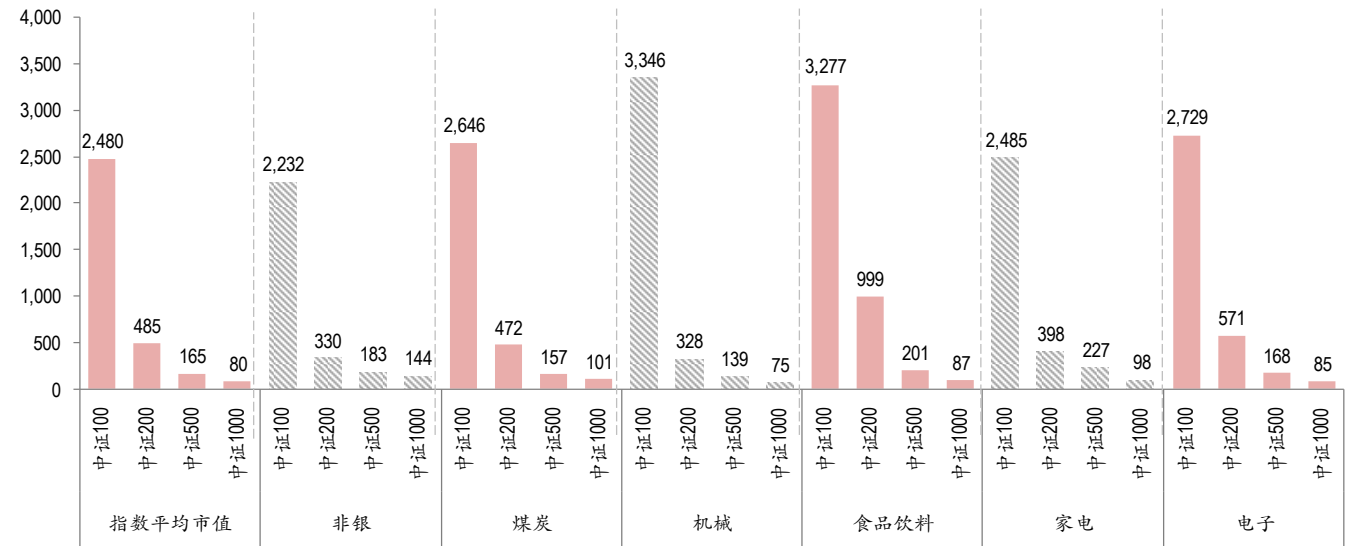
第二，行业分布：中证 100、中证 200 指数可分别代表一、二线蓝筹。从行业分布看，中证 100 涵盖 22 个行业市值最大的个股，中证 200 涵盖 28 个行业市值次之的个股，两指数一定程度上可代表一、二线蓝筹情况。

图表 3. 中证系指数成分股的行业个数分布



资料来源：万得，中银证券，数据截至 20171224

图表 4. 中证系指数成分股的行业平均市值（部分行业）



资料来源：万得，中银证券，数据截至 20171224

第三，权重贡献：上证 50 和中证 100 走势依赖于金融板块；中证 500 和中证 1000 行业分布较均衡。上证 50 中有 46 只成分股与中证 100 重叠，其金融权重达 65%，前十大行业权重之和达 93%；中证 100 金融权重 49%，前十大行业权重之和为 84.2%。而中证 200、中证 500 和中证 1000 的金融权重仅为 10.1%、0.76% 和 0.15%，较多地分布在成长行业中，其走势能较好地反应整个市场情况。其中，中证 200 前三大权重行业为非银（10%）、医药（7.2%）和计算机（7.1%）；中证 500 行业分布较均衡且偏向成长，前三大权重行业为医药（11.3%）、电子（7%）和地产（6.2%）；中证 1000 前三大权重行业为电子（8.4%）、医药（7.7%）和化工（7.2%）。

图表 5. 上证 50 及中证系指数权重前 10 的行业 (%)

上证 50			中证 100			中证 200			中证 500			中证 1000		
行业	权重	今年涨幅贡献	行业	权重	今年涨幅贡献	行业	权重	今年涨幅贡献	行业	权重	今年涨幅贡献	行业	权重	今年涨幅贡献
银行	34.1	6.6	银行	26.1	5.3	非银	10.1	(1.6)	医药	11.3	1.0	电子	8.4	(0.3)
非银	30.5	16.6	非银	22.6	10.4	医药	7.2	2.0	电子	7.0	1.1	医药	7.7	(0.7)
食品饮料	8.5	8.8	食品饮料	8.0	8.3	计算机	7.1	1.0	房地产	6.2	(0.7)	化工	7.2	(0.6)
建筑	6.4	0.1	房地产	5.8	2.1	有色	6.8	2.1	公用事业	5.9	0.1	机械	6.8	(0.9)
房地产	3.1	1.0	家电	5.5	5.5	电子	6.6	4.5	有色	5.9	1.7	计算机	6.7	(1.5)
机械	2.3	0.5	建筑	5.1	0.1	化工	6.5	1.9	计算机	5.8	(0.2)	公用事业	5.0	(0.7)
石油石化	2.3	0.3	医药	3.2	1.5	交运	5.4	1.2	机械	5.4	(0.4)	房地产	4.8	(0.4)
汽车	2.1	0.9	公用事业	2.8	0.6	房地产	5.1	0.3	化工	5.0	0.3	电力设备	4.8	(0.6)
通信	2.0	(0.1)	电子	2.7	3.5	传媒	5.0	(1.0)	商贸零售	4.5	(0.1)	通信	4.5	(0.8)
交运	1.8	0.8	汽车	2.4	0.7	汽车	4.8	2.0	通信	4.2	1.4	汽车	4.5	(0.9)
总计	93.0	35.3	总计	84.2	37.9	总计	64.6	12.3	总计	61.3	4.2	总计	60.2	(7.3)

注：个股权重随流通市值变化而变化，这里取年初与当前权重的平均值。

资料来源：万得，中银证券，数据截至 20171224

图表 6. 上证 50 及中证系指数权重前 10 的个股 (%)

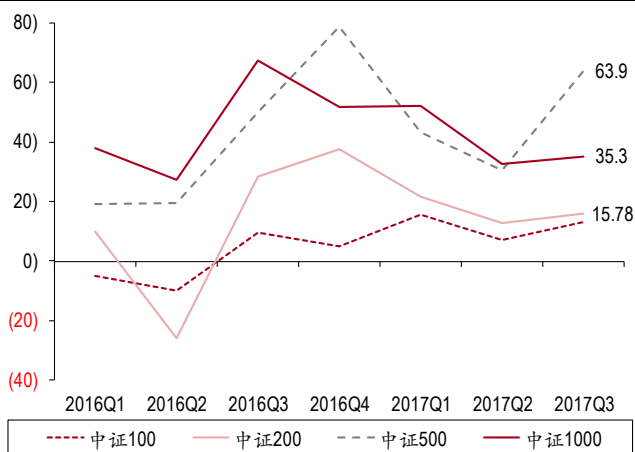
上证 50			中证 100			中证 200			中证 500			中证 1000		
个股	权重	今年涨幅贡献	个股	权重	今年涨幅贡献	个股	权重	今年涨幅贡献	个股	权重	今年涨幅贡献	个股	权重	今年涨幅贡献
中国平安	12.6	14.3	中国平安	8.2	9.3	康得新	1.5	0.3	信维通信	0.8	0.6	白云机场	0.4	0.2
贵州茅台	5.4	5.8	贵州茅台	3.5	3.8	中国铝业	1.4	1.3	亨通光电	0.7	0.9	沃森生物	0.4	0.3
招商银行	5.4	3.9	招商银行	3.5	2.5	科大讯飞	1.2	1.6	隆基股份	0.7	1.3	水井坊	0.3	0.5
兴业银行	5.0	0.5	兴业银行	3.3	0.3	三安光电	1.2	1.3	赣锋锂业	0.7	1.1	华帝股份	0.3	0.3
民生银行	4.9	(0.2)	民生银行	3.2	(0.1)	建设银行	1.2	0.5	华友钴业	0.6	0.8	天广中茂	0.3	0.0
交通银行	3.8	0.5	美的集团	2.6	2.8	万华化学	1.1	1.2	生物股份	0.5	0.2	诺德股份	0.3	(0.0)
浦发银行	3.3	0.1	万科 A	2.6	1.3	兴业证券	1.0	(0.0)	长园集团	0.5	0.1	鹏欣资源	0.3	0.0
中国建筑	3.2	0.3	交通银行	2.5	0.3	欧菲科技	0.9	0.5	四维图新	0.5	0.2	中恒集团	0.3	(0.0)
中信证券	3.2	0.5	格力电器	2.3	2.2	特变电工	0.9	0.1	长电科技	0.5	0.1	华天科技	0.3	0.1
伊利股份	3.1	3.0	浦发银行	2.1	0.1	上海机场	0.9	0.6	长春高新	0.5	0.3	中金环境	0.2	(0.0)
总计	49.7	28.5	总计	33.9	22.4	总计	11.4	7.3	总计	5.9	5.6	总计	3.1	1.4

注：成分股对指数涨幅贡献=平均权重×个股涨跌幅

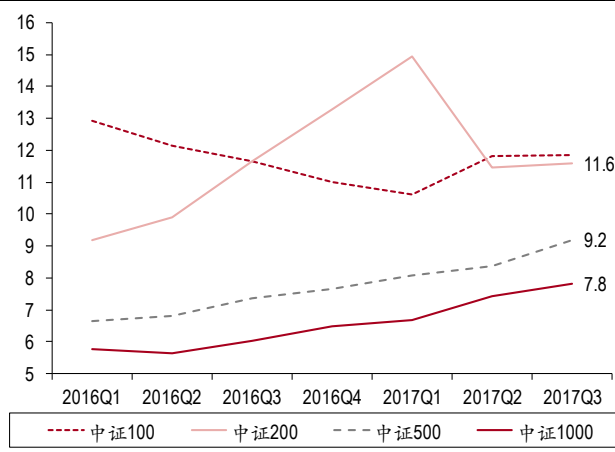
资料来源：万得，中银证券，数据截至 20171224

业绩表现：中证 500 业绩增速最高且 ROE 在回升

第一，盈利水平：中证 500 Q3 单季增速 64%，累计增速 41.7%，且 ROE 也在回升。中证 100、中证 200、中证 500 和中证 1000 Q3 单季业绩增速为 13.45%、15.8%、64%和 35.3%，较 Q2 回升 7.6 pcts、6.1 pcts、33.6 pcts 和 2.7 pcts，累计增速为 12.1%、12.3%、41.7%和 32%。从 ROE(TTM)的走势看，分别为 11.9%、11.6%、9.2%和 7.8%，分别回升 0.1、0.1、0.8 和 0.4 pcts，可见代表中大盘的中证 100 和中证 200 盈利能力仍然较强，但代表中小盘的中证 500 和中证 1000 的 ROE 也往上走，说明盈利能力在回升。

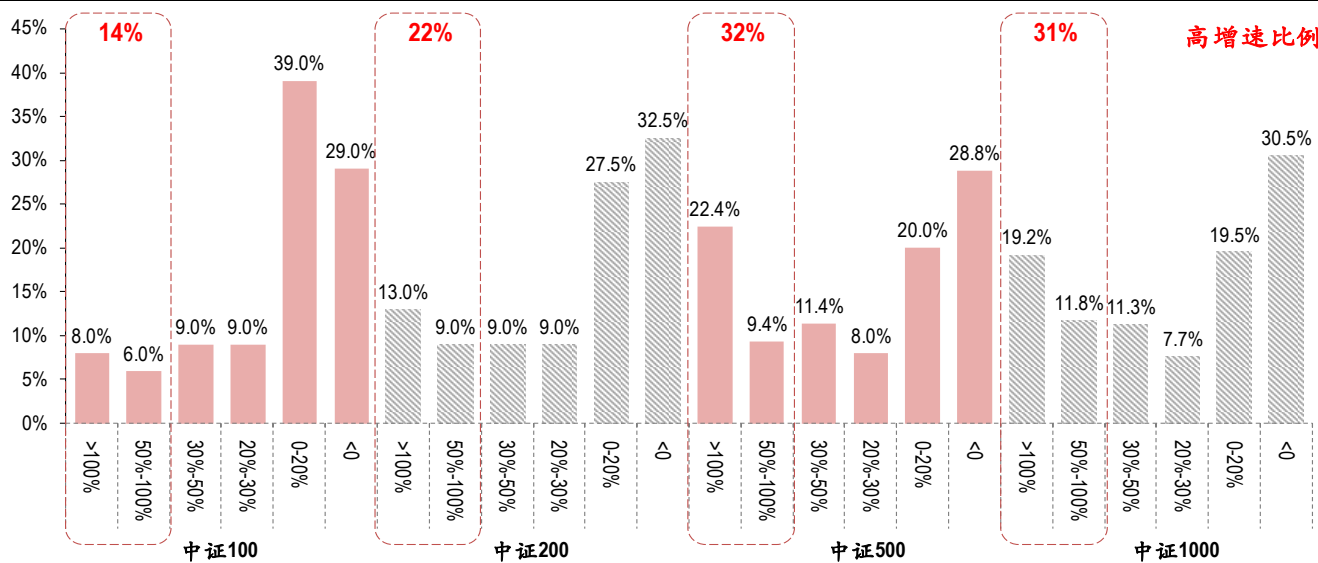
图表 7. 净利润同比增速：17Q3 中证 500 大幅上升 64%


资料来源：万得，中银证券，数据截至 20171224

图表 8. ROE(TTM)：中证 500 和中证 1000 较低但在回升


资料来源：万得，中银证券，数据截至 20171224

第二，盈利分布：中证 500 高增速占比最大，负增长占比最小。中证 500 和中证 1000 高增速 (>50%) 个股比例较高，分别为 32% 和 31%，而中证 100 和中证 200 的比例仅有 14% 和 22%。负增长 (<0) 的占比，中证 500 最低，为 28.8%，中证 200 最高，为 32.5%。

图表 9. 指数成分股 17 年三季报业绩增速的分布


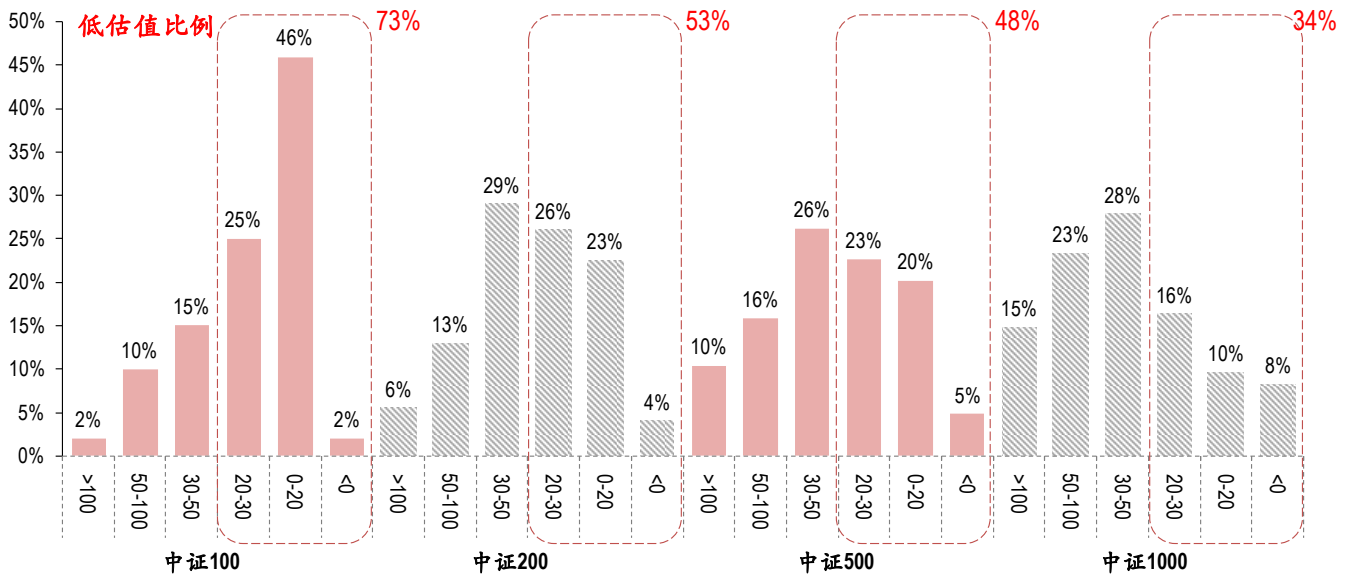
资料来源：万得，中银证券；数据截至 20171224

估值比较：中证 500 高估值压力褪去后，价值优势渐显

绝对估值：业绩向上、价格向下，中证 500 和中证 1000 的高估值压力大幅减轻。中证 100、中证 200、中证 500 和中证 1000 的 PE (TTM) 为 13、18、29 和 37 倍，历史 PE 中位数为 13、25、40 和 70 倍。2016 年后，中证 500 和中证 1000 的业绩增速持续消化此前的高估值，PE 不断向下调整，中证 500 成分股中 PE (TTM) 在 50 倍以下的占 84%，30 倍以下的占 48%，已接近中证 200 的水平。

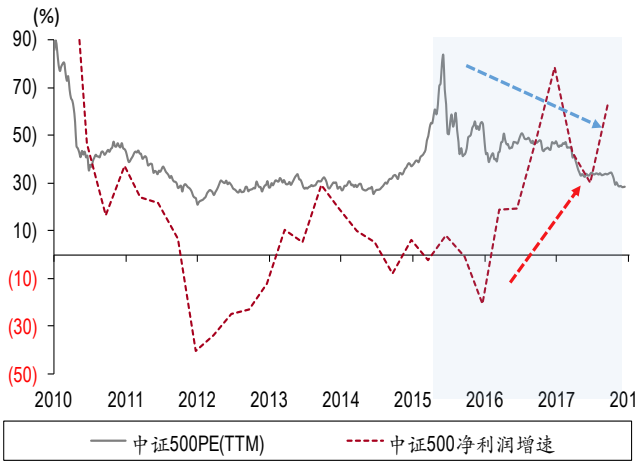
相对估值: 中证 500 与中证 100 估值比持续创出新低。目前, 中证 500/中证 100、中证 1000/中证 100 的估值比已持续下滑至 2.2 和 2.9。中证 100、中证 200、中证 500 和中证 1000 三季报增速为 12.1%、12.3%、41.7% 和 32%, 18 年一致预期增速为 12.1%、16.2%、24.1% 和 31.3%。目前无论是看三季报增速或市场对 18 年的增速预期, 中证 500 相对估值优势已开始体现。

图表 10. 中证系指数成分股 PE(TTM)在各区间的分布比例



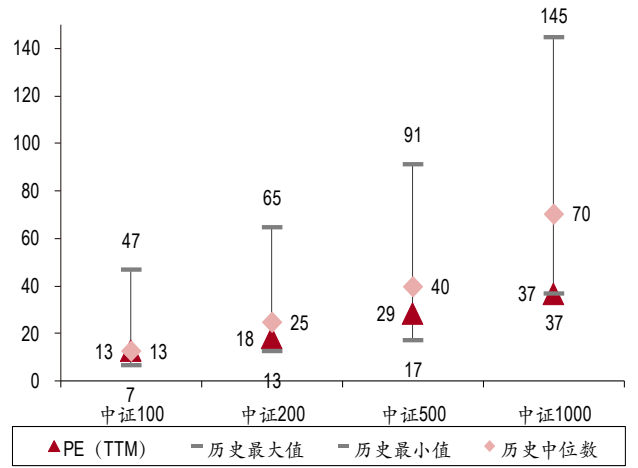
资料来源: 万得, 中银证券; 数据截至 20171224

图表 11. 中证 500 业绩持续向上, 高估值压力不再



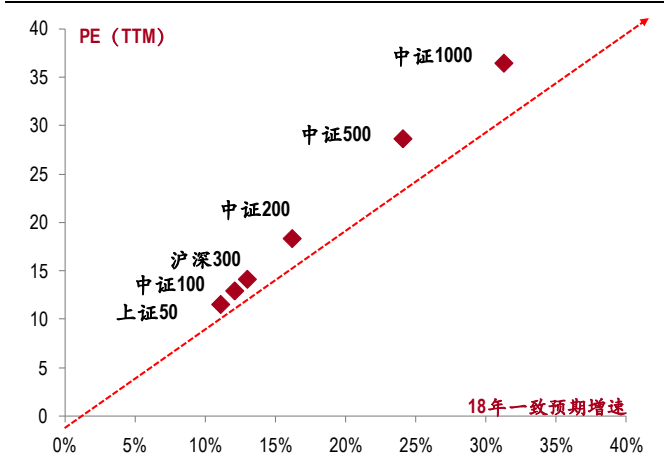
资料来源: 万得, 中银证券; 数据截至 20171224

图表 12. 中证 500 和中证 1000 估值偏离历史均值幅度大



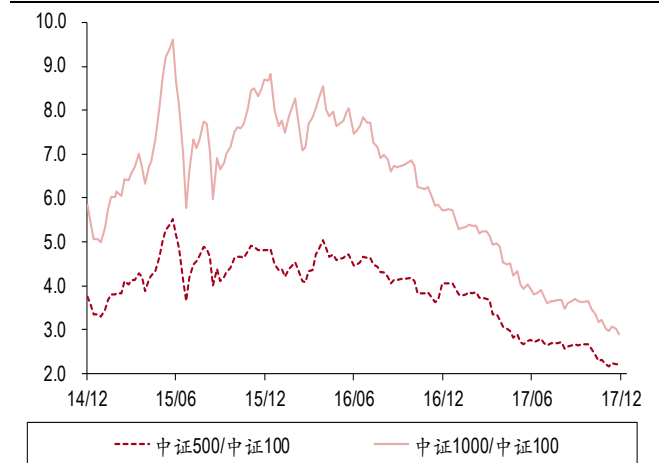
资料来源: 万得, 中银证券; 数据截至 20171224

图表 13. 考虑 18 年增速预期，各指数估值基本合理



资料来源：万得，中银证券，数据截至 20171224

图表 14. PE 比：中证 500 与中证 100 的估值比持续走低



资料来源：万得，中银证券，数据截至 20171224

附表：中证系各指数的编制规则
图表 15. 中证系指数编制规则

指数代码	指数名称	基日	成份数	编制规则
000300.CH	沪深 300	2004-12-31	300	<p>指数计算：指数以调整股本为权重，采用派许加权综合价格指数公式进行计算。其中，调整股本根据分级靠档方法获得，即根据自由流通股本所占 A 股总股本的比例赋予 A 股总股本一定的加权比例。</p> <p>样本选择标准：对样本空间股票在最近一年(新股为上市以来)的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 50% 的股票，然后对剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名，选取排名在前 300 名的股票作为样本股。</p> <p>样本调整原则：一般在每年 5 月和 11 月的下旬开会审核中证系列指数样本股，样本股调整实施时间原则上分别是每年 6 月和 12 月的第二个星期五的下一交易日。</p> <p>指数计算：报告期指数=报告期成份股的调整市值/基期×1000，其中，调整市值=∑(市价×调整股本数)。</p>
000903.CH	中证 100	2005-12-30	100	<p>样本选择标准：从沪深 300 指数样本股中挑选规模最大的 100 只股票组成样本股。</p> <p>样本调整原则：半年调整一次。每次调整的样本比例一般不超过 10%。</p>
000904.CH	中证 200	2004-12-31	200	<p>样本选择标准：沪深 300 指数成份股中非中证 100 指数样本股的 200 家公司股票构成中证 200 指数样本股。</p> <p>样本调整原则：当沪深 300、中证 100、中证 500 指数调整样本股时，中证 200 随之进行相应的调整。</p>
000905.CH	中证 500	2004-12-31	500	<p>① 样本空间内股票扣除沪深 300 指数样本股及最近一年日均总市值排名前 300 名的股票；② 将步骤 1 中剩余股票按照最近一年(新股为上市以来)的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 20% 的股票；③ 将步骤 2 中剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名，选取排名在前 500 名的股票作为中证 500 指数样本股。</p> <p>样本选择标准：中证 500 和中证 200 样本股一起构成中证 700 指数样本股。</p>
000907.CH	中证 700	2004-12-31	700	<p>样本调整原则：当沪深 300、中证 100、中证 500 指数调整样本股时，中证 700 随之进行相应的调整。</p>
000906.CH	中证 800	2004-12-31	800	<p>样本选择标准：中证 500 和沪深 300 样本股一起构成中证 800 指数样本股。</p> <p>样本调整原则：当沪深 300、中证 100、中证 500 指数调整样本股时，中证 800 随之进行相应的调整。</p>
000852.CH	中证 1000	2004-12-31	1,000	<p>① 样本空间内股票扣除中证 800 指数样本股及最近一年日均总市值排名前 300 名的股票；② 将样本空间股票按照最近一年(新股为上市以来)的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 20% 的股票；③ 将剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名，选取排名在前 1000 名的股票作为中证 1000 指数样本股。</p>
000016.CH	上证 50	2003-12-31	50	<p>概要：上证 50 指数挑选沪市规模大、流动性好的最具代表性的 50 只股票组成样本股。</p> <p>样本选择标准：(一) 样本空间: 上证 180 指数样本股。(二) 样本数量: 50 只股票。(三) 选样标准: 行业内的代表性; 规模; 流动性。(四) 选样方法: 根据流通市值、成交金额对股票进行综合排名, 原则上挑选排名前 50 位的股票组成样本, 但市场表现异常并经专家委员会认定不宜作为样本的股票除外。</p> <p>样本调整原则：上证 50 指数每半年调整一次成份股, 调整时间与上证 180 指数一致。</p>

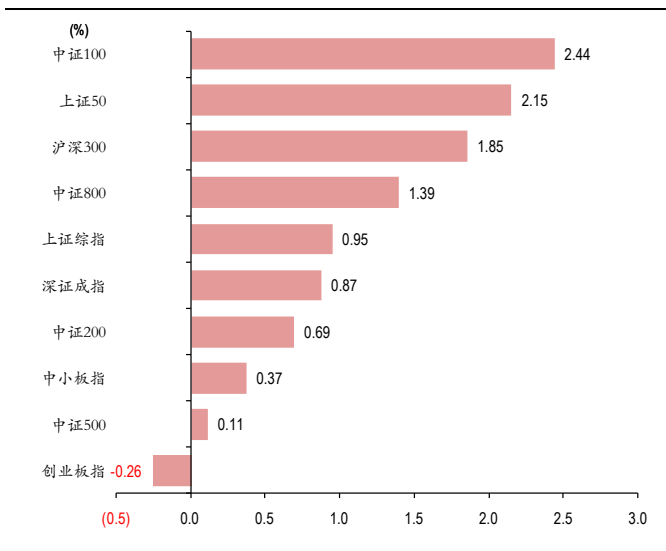
资料来源：万得，中银证券

上周回顾：指数涨跌互现，食品饮料领涨

市场以及行业板块表现回顾：中证100、上证50、沪深300分别上涨2.44%、2.15%和1.85%，其他指数也有着不同程度上涨，只有创业板指出现了-0.26%的下跌；行业板块，食品饮料涨幅最大为3.93%，国防军工板块下跌幅度最大为-2.18%。

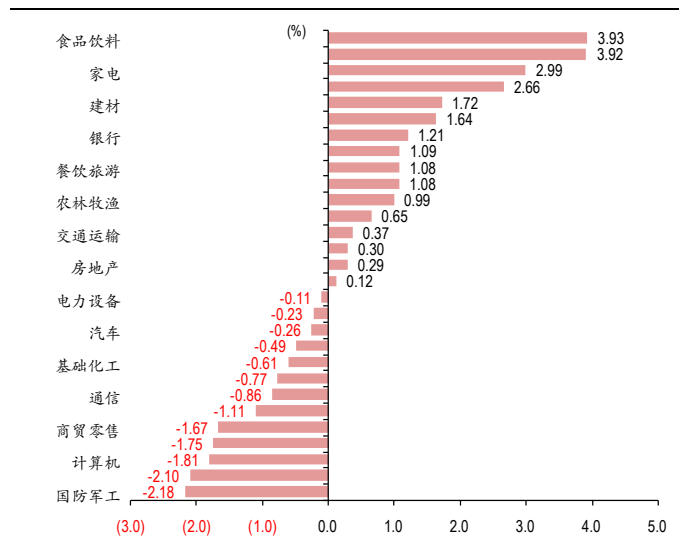
指数方面，上周中证100（2.44%）、上证50（2.15%）和沪深300（1.85%）领涨，除了创业板指出现了-0.26%的跌幅外，其他指数均上涨。其余指数上周涨幅分别为：中证800（1.39%）、上证综指（0.95%）、深证成指（0.87%）、中证200（0.69%）、中小板指（0.37%）、中证500（0.11%）。行业板块方面，上涨前三的行业是食品饮料（3.93%）、煤炭（3.92%）、家电（2.99%）；下跌前三的行业是国防军工（-2.18%）、综合（-2.10%）、计算机（-1.81%）。

图表 16. 上周市场表现



资料来源：万得，中银证券

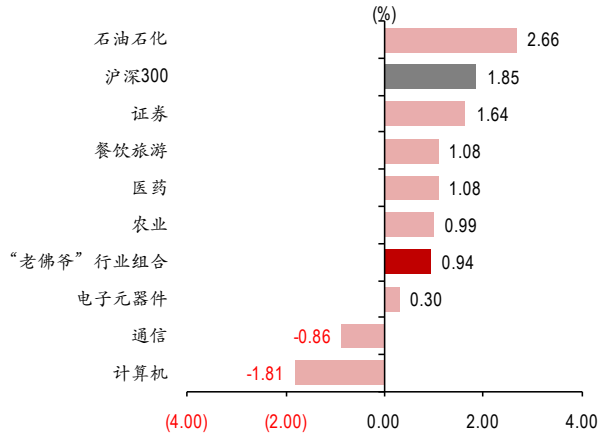
图表 17. 上周行业板块表现



资料来源：万得，中银证券

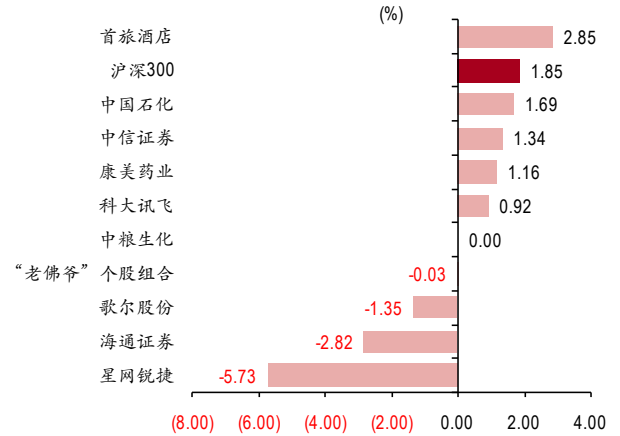
组合回顾：行业组合和个股组合小幅低于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为0.94%，高于市场（1.85%）；“老佛爷”个股组合绝对收益-0.03%，表现弱于市场。年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.26。

图表 18. 上周“老佛爷”行业组合表现



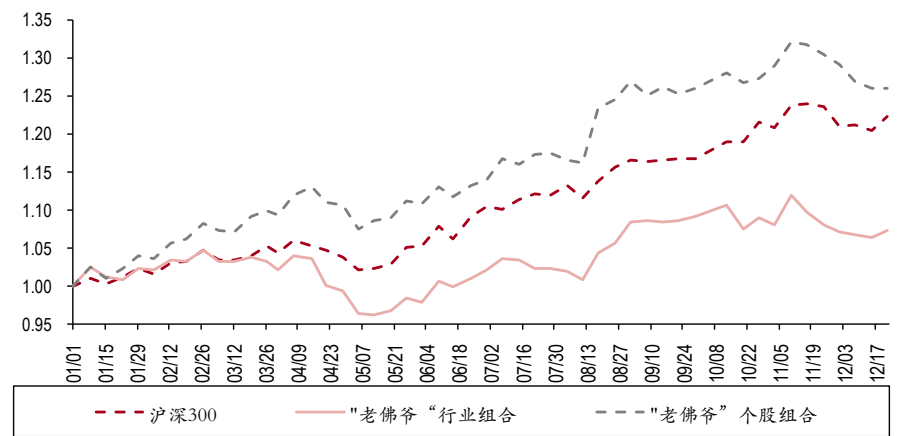
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 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 21. 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 22. 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	6.00	0.38	0.47	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	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	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	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	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	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	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	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	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