



“抑价”发行时代将结束

策略周报

证券发行制度重大变革，发行进入双轨制时代。

- **证券发行进入“双轨制”。**未来被认定的创新试点企业将执行新的发行制度体系。有别于传统对工业企业评定的发行标准，创新试点企业的发行将不再严格考校盈利水平，同时不强制要求弥补之前亏损，中国的证券发行制度正式进入双轨制时代。
- **对创新试点企业的规模要求，市场存在一定误读。**行业上，新规要求符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业。规模上，新规要求在境外上市的大型红筹企业，回国发行需市值不低于 2,000 亿元；未上市的创新企业，回国发行需估值不低于 200 亿元人民币，最近一年营业收入不低于 30 亿元，但营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的公司除外。关于规模标准，市场存在一定的误读，《若干意见》并未强制要求估值不低于 200 亿人民币，估值在 200 亿以下，但拥有核心技术和行业领先地位的中小型独角兽公司也是符合标准的。
- **药明康德发行市盈率超过 23 倍，核准制下的“抑价”发行时代将结束。**自 2014 年 6 月恢复 IPO 之后，所有的新股发行市盈率均被限制在 23 倍以下。随着《若干意见》对企业盈利要求的放开，发行市盈率要求显然不再会是创新试点企业的发行障碍，最近过会的独角兽企业药明康德拟发行市盈率在 38 倍左右（按 2017 年预估 EPS），远远超过了 23 倍的发行市盈率上限，标杆意义显著。随着对盈利要求的放开，核准制下的抑价发行时代即将结束，未来的发行将重回市场化询价时代。
- **工企利润当月回升不改全年下行趋势，PMI 季节性回升显示生产需求改善，但不宜过度乐观。**本周 1-2 月规模以上工业企业利润公布，当月增速 16.1%，较 17 年全年 21% 与 17 年同期 31.5% 均有较大差距，在经济下行预期和 PPI 回落背景下，全年工企利润下行的判断不变。3 月制造业 PMI 指数 51.5 较上月大幅回升，显示春节后复工过程平稳有序展开，历史上看，春节之后 3 月 PMI 会出现季节性反弹，对此不宜过度乐观，从中观行业的价格等数据来看，下游需求仍存在一定不确定性。
- **市场判断：**均衡配置，寻找交易性的价值机会。从不同板块的估值来看，消费、周期、金融和成长板块中的优质公司估值差距已经明显缩小，不如 2 月调整前那样差距明显，估值水平走向均衡。由于估值走向均衡，我们初步判断，投资者在 2018 年的最佳策略，可能就是根据优质标的价格的波动，抢先进入被略低估的板块，寻找交易性的价值投资机会。
- **4 月行业配置：**调入贵金属与军工，对冲地缘政治的不确定性。具体配置为：└ 石油石化（10%，中国石化），房地产（10%，招商蛇口），有色（10%，山东黄金），证券（10%，中信证券），电子（10%，京东方 A），公用事业（长江电力，10%；国电电力，10%），农业（10%，中粮生化），计算机（10%，科大讯飞），军工（10%，中直股份）。

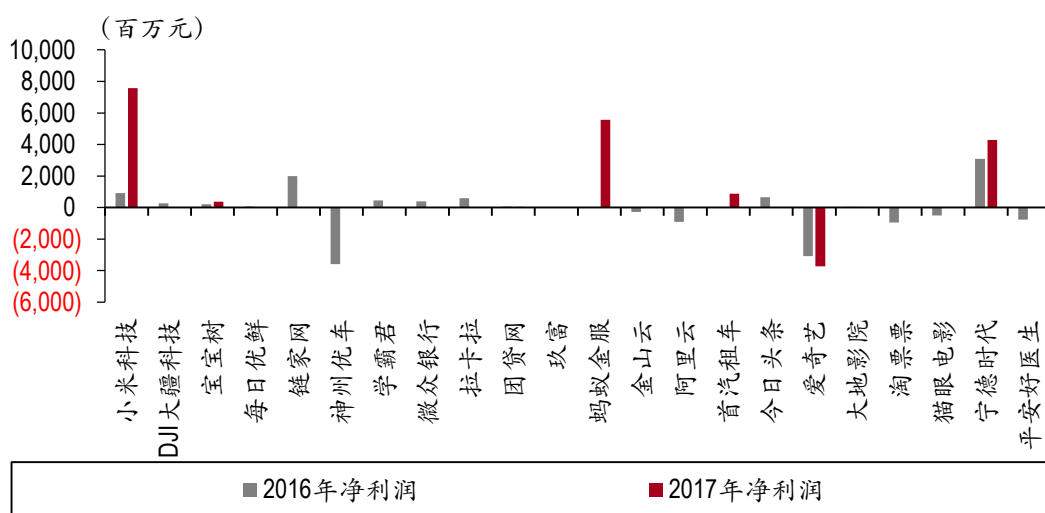
证券发行制度重大变革

3月30日，国务院办公厅转发了证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》（以下简称《若干意见》），稍晚证监会以“答记者问”形式进行了《若干意见》细节上的介绍，并宣布年内将改革发行制度并修改首发办法，国内的证券发行制度的重大变革在三月的最后一个工作日来临。

符合标准的创新试点企业限定行业与规模。《若干意见》主要从所属行业和企业规模两个方面圈定了试点企业范围。行业上，要求符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于**互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药**等高新技术产业和战略性新兴产业。规模上，已在境外上市的大型红筹企业，市值不低于2,000亿元；未上市的创新企业，估值不低于200亿元人民币，最近一年营业收入不低于30亿元，或营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位。关于规模标准，市场存在一定的误读，《若干意见》并未强制要求估值不低于200亿人民币，估值在200亿以下，但拥有核心技术和行业领先地位的中小型独角兽公司也是符合标准的，如AI芯片公司寒武纪（估值140亿人民币），计算机视觉龙头商汤科技（估值30亿美元），旷世科技（估值25亿美元），都是符合《若干意见》标准的。

创新企业的证券发行不再有盈利上的硬性要求。本次新政对《首发管理办法》和《创业板首发管理办法》进行了修订，明确规定符合条件的创新企业不再适用有关盈利及不存在未弥补亏损的发行条件。创新企业在特定发展阶段高成长、高投入、实现盈利周期较长等特点，亏损并非个别现象，不单是互联网企业通过不断“烧钱”培育用户抢占市场份额会导致企业亏损，人工智能、高端装备制造等都存在前期投入大于产出的现象。从不多的独角兽企业已公布利润数据上看（披露率15%），2016-2017连续盈利的公司少之又少，仅有宁德时代、宝宝树、小米、拉卡拉连续两年正盈利且增长率为正，绝大多数独角兽公司一直处于亏损阶段而不公布盈利数据。取消发行时盈利以及弥补之前亏损的硬性要求，困扰这些公司在国内发行的主要难题得以解决。与此同时，《若干意见》禁止试点创新企业控股股东、实际控制人和董事、高级管理人员在试点企业实现盈利前减持，一定程度上杜绝了未来这类企业上市后的行为争议，对国内中小投资者也是一种保护。

图表 1. 连续盈利的独角兽公司少之又少

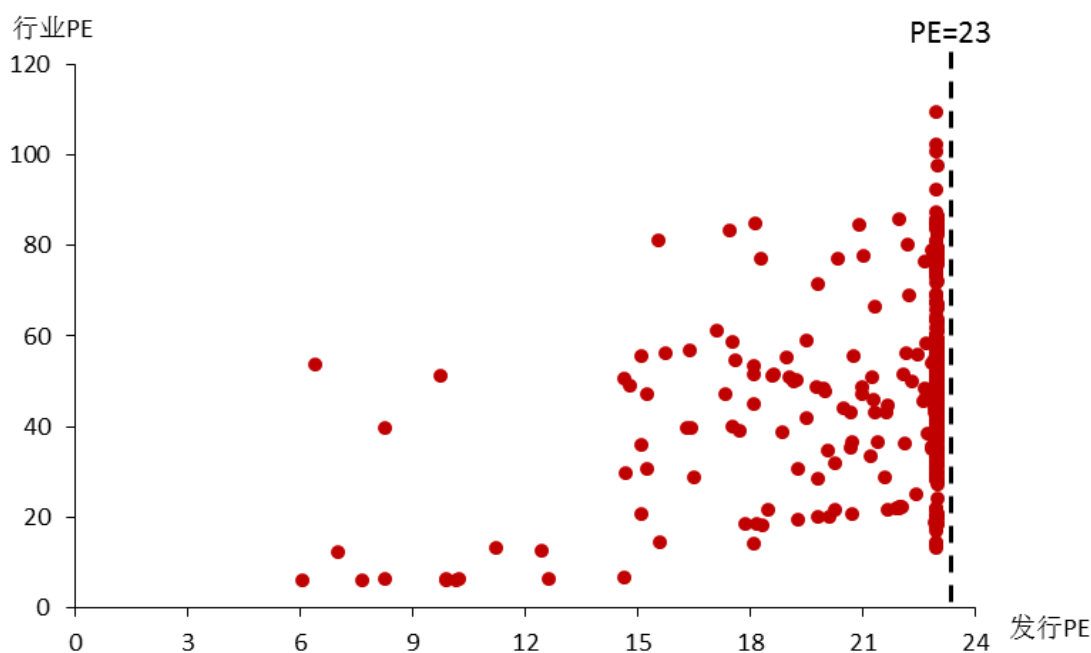


资料来源：互联网，中银证券

目前，我国新股定价实行询价制度，但仍受监管部门窗口指导，定价变成解方程。自从2005年实施询价制度以来，新股发行定价机制经过了多次修订，目前的IPO定价是询价与窗口指导结合。根据现行《证券发行与承销管理办法》，“首次公开发行股票，可以通过向网下投资者询价的方式确定股票发行价格，也可以通过发行人与主承销商自主协商直接定价等其他合法可行的方式确定发行价格。公开发行股票数量在2,000万股（含）以下且无老股转让计划的，应当通过直接定价的方式确定发行价格。发行人和主承销商应当在招股意向书招股说明书和发行公告中披露本次发行股票的定价方式”。虽然现行规定给予了发行人和承销商一定的自主权（包括自主选择网下询价对象，配售条件等），但是监管层为了避免出现新股“三高”的问题（即高发行价、高市盈率、高超募资金），对新股定价还会进行窗口指导；老股转让不能太高，原则上不允许超募。由此，只需要知道计划募集资金、发行股数、行业平均市盈率，即可大概估算出新股的发行价，这一结果与发行定价市场化的初衷背道而驰。

随着对盈利要求的放开，核准制下的抑价发行时代即将结束。自2014年6月恢复IPO之后，所有的新股发行市盈率均被限制在23倍以下。我们统计了2016年恢复发行至今的IPO定价数据，新股普遍“压线”定价，IPO的发行价格严格遵照市盈率不得超过23倍的上限规定，许多个股“压线”定价，近74%的新股发行市盈率定在22.95~22.99之间。抑价发行的情况下，发行价格的确定变为了解方程，询价流程成为了走过场，一二级市场之间存在着制度套利的空间，打新成为了稳赚不赔的生意。但随着《若干意见》对企业盈利要求的放开，发行市盈率要求显然不再会是创新试点企业的发行障碍，最近过会的独角兽企业药明康德拟发行市盈率在38倍左右（按2017年预估EPS），远远超过了23倍的发行市盈率上限，标杆意义显著。随着对盈利要求的放开，核准制下的抑价发行时代即将结束，未来的发行将重回市场化询价时代。

图表2. 2016年IPO恢复以来，新股发行价严格遵守23倍PE上限

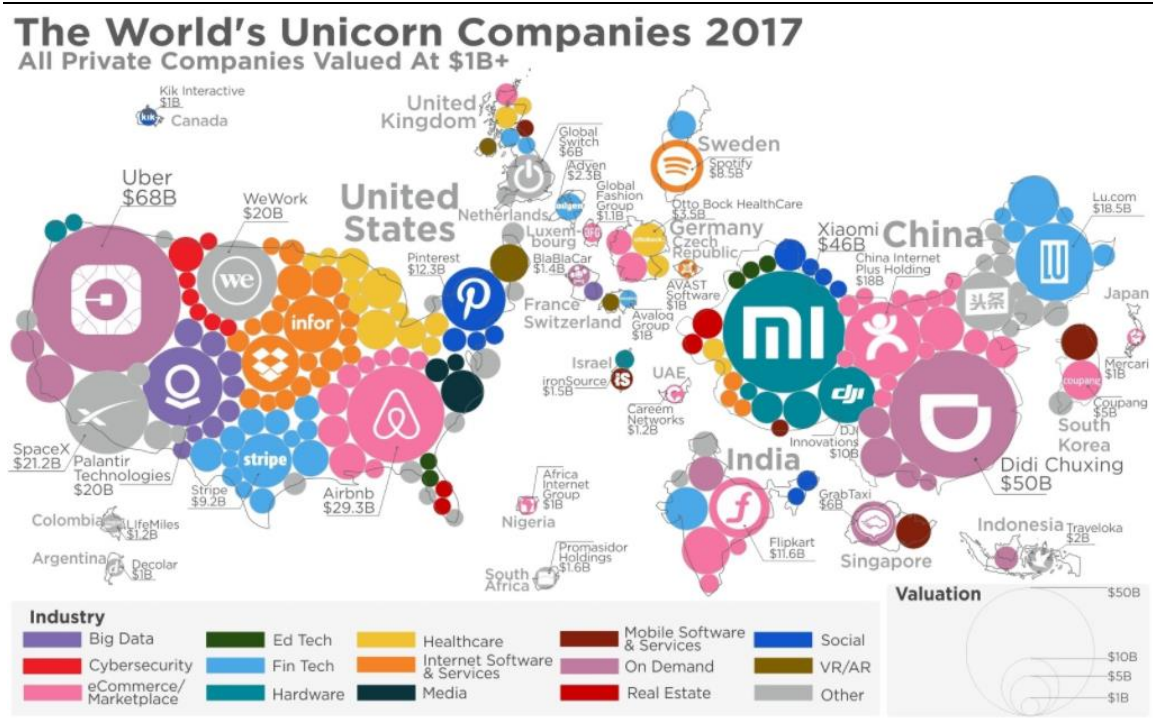


资料来源：万得，中银证券

中国独角兽：规模已是全球第二

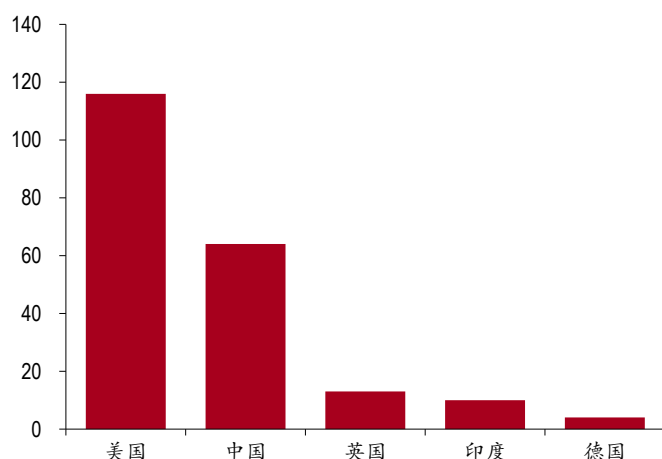
以国际标准看，中国已是独角兽公司第二大国，数量和规模均仅次于美国。截至2017年的全球独角兽公司榜单，中国已经是全球独角兽公司第二大国，数量和规模均仅次于美国，这表明当前中国的新经济体量已处于世界领先地位。2017年，国际投资界公认（被跨国创投基金投资过）的全球独角兽公司有236家（估值超10亿美元），总估值达到了8,130亿美元，平均估值为30亿美元。其中，来自于中国的独角兽企业有64家，总估值达到了2,786亿元，平均估值为43.5亿美元。在全球估值前十的独角兽公司中，来自中国的有四家，分布是陆金所、滴滴出行、新美大以及小米公司，均是估值在100亿美元以上的巨型独角兽。

图表3. 中国独角兽公司和规模均已世界第二位



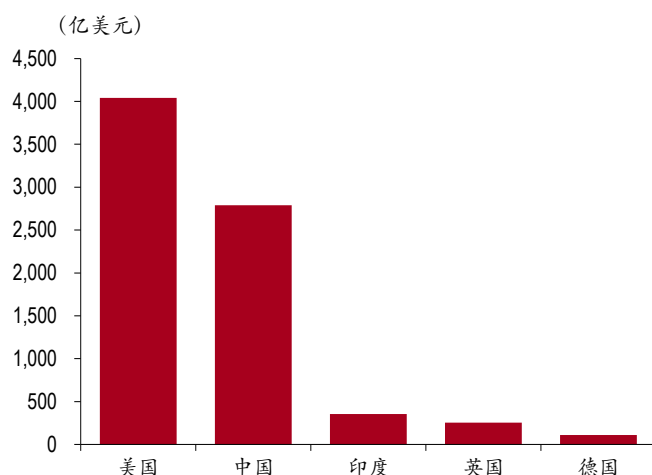
资料来源：CB Insights

图表4. 全球独角兽公司国家TOP5分布——数量



资料来源：中银证券

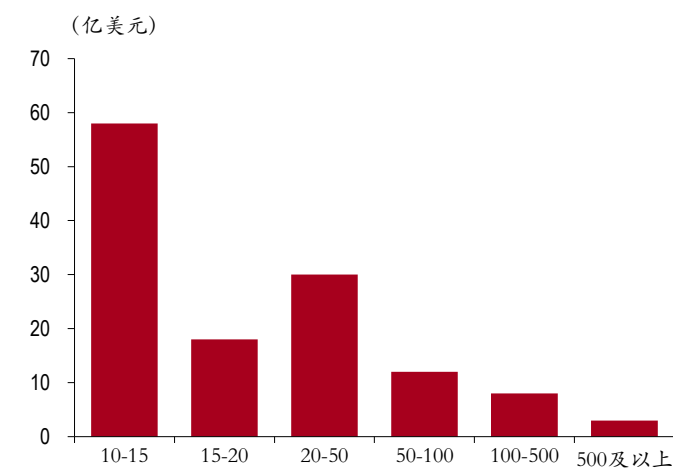
图表5. 全球独角兽公司国家TOP5分布——规模



资料来源：中银证券

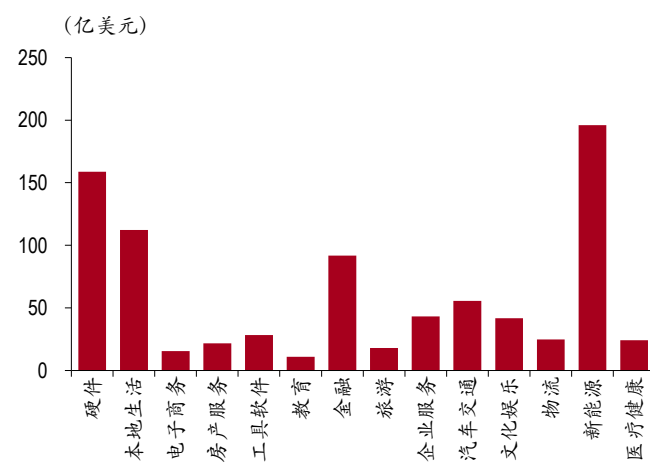
以国内标准看，目前独角兽一共有 129 家，集中在高端制造和高端服务行业。以国内标准（被跨国内外基金投资过）看，目前国内独角兽公司已达到 129 家，估值合计 6,564 亿美元，平均估值 51 亿美元。从规模分布上看，20 亿美元以上的独角兽占到了总数的 60%，而 100 亿美元以上的巨兽占比为总数的 8.5%。从行业分布上看，主要集中在高端制造与高端服务两块，前者主要包括硬件、汽车、新能源设备，后者主要包括生活服务、电子商务、教育、文化娱乐、医疗健康。行业平均估值上，最高的行业主要是新能源设备（CATL）、硬件（小米、大疆、魅族）、生活服务（美团点评、饿了么）以及金融（蚂蚁金服、陆金所、微众银行）这四个，行业平均估值都在 90 亿美元以上。

图表 6. 国内独角兽公司—估值分布



资料来源：中银证券

图表 7. 国内独角兽公司—行业平均估值



资料来源：中银证券

中国独角兽估值并不低。和已经上市的公司比，独角兽们的估值并不便宜。以 2017 年底的市值和汇率水平计，独角兽 10 亿美元的门槛折合为 65.3 亿人民币，高于 1,761 支 A 股个股，在 A 股整体分布的 51% 分位数上。也就是说，只要成为了独角兽，估值已经要比一半的上市公司高了。而目前国内已有 11 家估值超 100 亿美元的巨型独角兽企业，100 亿美元估值折合为 653 亿人民币市值，可以在 A 股市值排进前 120，而估值超 500 亿的 3 家独角兽公司可以排进前 20。

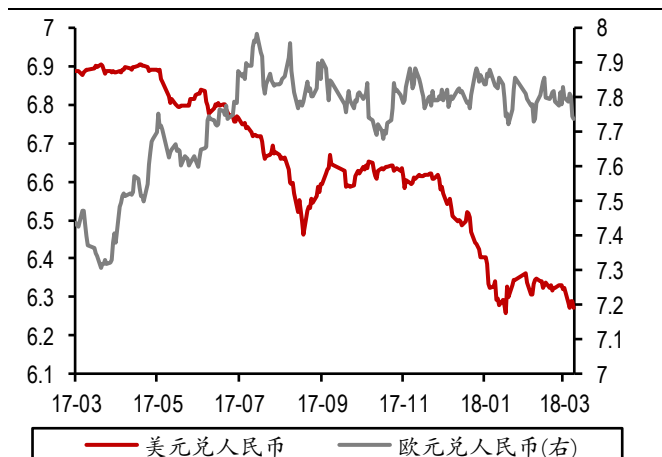
中国独角兽短期难实现连续盈利比较困难。在公开披露利润数据（披露率 15%）的独角兽企业中，宁德时代、宝宝树、小米、拉卡拉连续两年正盈利且增长率为正。其他披露公司基本不能实现连续盈利，多数尚处在烧钱亏损阶段，其他绝大多数独角兽公司不披露数据，盈利不理想的可能性较大。

宏观重要变化：人民币汇率不必过度忧虑

人民币对美元大幅升值后趋稳，国内利率小幅上涨。本周一与周二，人民币兑美元汇率从 6.32 急升至 6.27，在贸易战背景下，市场担忧人民币是否会重蹈日元 80 年代末“广场协定”后单边升值的覆辙，但我们认为，周初的快速升值，虽有贸易冲突的因素，更多的还是美元指数走弱的原因，在周三美元指数站稳之后，人民币汇率重回 6.3 上方并趋于稳定。利率方面，由于流动性整体宽松，央行连续不进行公开市场操作，十年期国债收益率小幅回升，但整体仍在低位，往前看，未来一周和四月的到期压力较小，央行逆回购的空间较大，流动性宽松程度较本周或继续宽松，全年流动性改善的趋势不变。

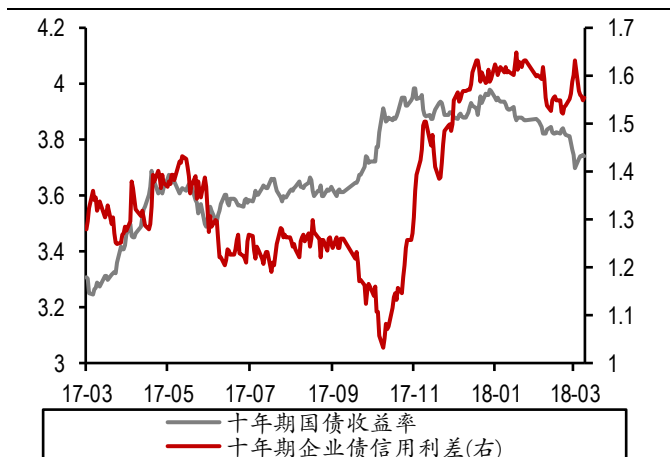
工业企业利润当月回升不改全年下行趋势，PMI 季节性回升显示生产需求改善。本周 1-2 月规模以上工业企业利润公布，当月增速 16.1% 较 12 月回升 5.3 个百分点，但从累积增速看，较 17 年全年 21% 与 17 年同期 31.5% 均有较大差距，在经济下行预期和 PPI 回落背景下，全年工业企业利润下行的判断不变。3 月制造业 PMI 指数 51.5 较上月大幅回升，显示春节后复工过程平稳有序展开，历史上看，春节之后 3 月 PMI 会出现季节性反弹，对此不宜过度乐观，从中观行业的价格等数据来看，下游需求仍存在一定不确定性。

图表 8. 人民币快速升值后趋稳



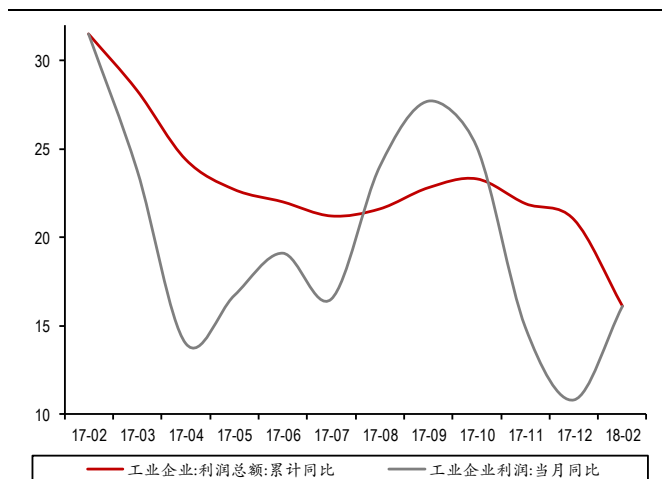
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 利率小幅回升，信用利差收窄 (%)



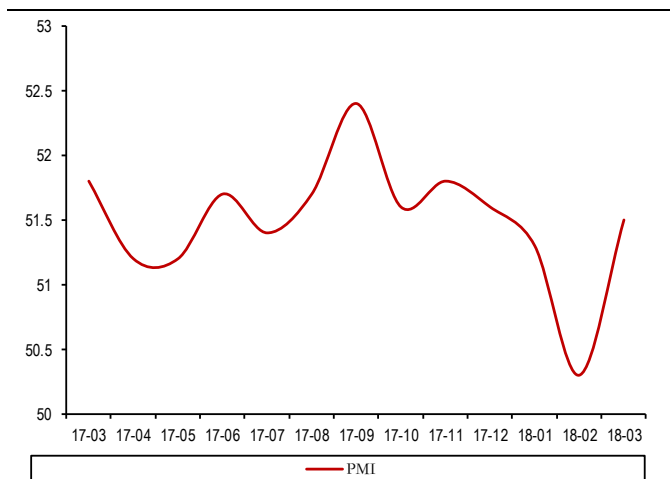
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 工业企业利润同比回升，累计同比继续下行 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 3 月 PMI 季节性爬升，生产需求均改善 (%)



资料来源：万得，中银证券

行业重要变化：钢铁煤炭库存回落，避险情绪推升金价

煤炭钢铁库存回落，下游价格仍未反弹。跟踪指标显示，本周秦港煤炭库存、主要城市钢材库存均出现一定程度的回落，三月开工的需求逐渐释放，但强度仍不及预期，不论是动力煤、钢铁的主要价格指标，还是发电集团的日均耗煤，都较上周继续下滑，下游需求仍存不确定性。原油价格出现过过山车，上周 OPEC 激起市场减产担忧油价大涨，本周美国产量意外上升又使得油价回落。

有色化工不改整体低迷，贸易展继续推高金价。橡胶、PVC、PTA 等主要化工品延续下跌态势，贵金属虽有短暂反弹，但依然不振，在全球经济复苏环境下，前景判断依然集中在下半年全球的需求上，如果复苏大背景不变，同时贸易争端不会出现极端情况，以铜为代表的贵金属等仍有望企稳反弹。

图表 12. 中上游主要原材料价格一周变化

	项目	单位	最新水平	周涨幅(%)	上周涨幅(%)	月涨幅(%)
原油	WTI 原油期货	美元/桶	65	1.3	4.6	4.6
	EIA 全美库存	千桶	429,949	0.4	(0.6)	1.5
煤炭	秦港 5500 大卡动力煤	元/吨	600	(0.8)	(0.8)	(3.2)
	秦港煤炭库存	万吨	640	(3.3)	0.3	2.6
	发电集团日均耗煤	万吨	22	(0.1)	1.4	31.9
有色	LME 铜	美元/吨	6,672	(1.3)	(2.5)	(4.4)
	COMEX 黄金	美元/盎司	1,342	1.0	0.6	1.7
	电池级碳酸锂	元/吨	168,000	0.0	0.0	5.5
钢铁	钢价综合指数	\	142	(3.6)	(1.6)	(8.2)
	矿价综合指数	\	70	(2.9)	(2.4)	(10.2)
	主要城市钢材库存	万吨	1,797	(4.3)	(3.6)	(2.9)
建材	水泥价格指数	\	132	0.3	(0.9)	(2.5)
	玻璃价格指数	\	1,230	0.2	0.4	1.8
化工	尿素:山东	元/吨	1,893	0.0	(2.6)	(5.4)
	天然橡胶:上海	元/吨	10,410	(7.1)	(5.6)	(14.0)
	聚氯乙烯 PVC:华东	元/吨	6,269	(0.4)	(3.9)	(5.8)
	PTA:期货	元/吨	5,440	(1.7)	(0.7)	(6.8)

资料来源：万得，中银证券

市场重要变化：场内杠杆下降，北上资金大规模抄底

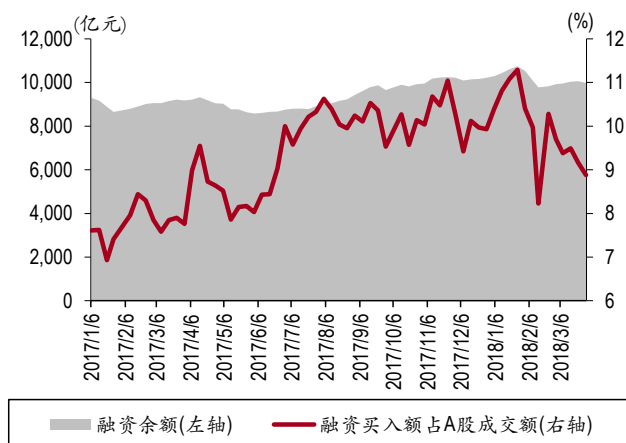
上周市场先跌后涨，场内杠杆水平下降。其中，场内杠杆资金方面，两市融资余额来到了9,978亿元，环比（-83%），跌破万亿大关；融资买入成交额占全市场成交占比为8.88%，环比（-0.28%），杠杆交易情绪连续两周走弱。

北上资金大规模抄底沪市。海外资金方面，随着市场因中美贸易战砸出了指数坑，外资进行了强力的抄底行动，增量资金主要由沪股通贡献。上周陆股通合计净流入56亿元（前值-8亿），其中沪股通净流入45亿元（前值-16亿），深股通净流入10.6亿元（前值8亿）。

股票型基金仓位上升至89.03%，混合型基金仓位下降近0.1个百分点。机构仓位方面，权益类基金股票整体仓位变化不大，其中股票型基金小幅加仓，最新仓位89.03%（环比+0.61%），混合型基金最新仓位56.35%（环比-0.1%）。

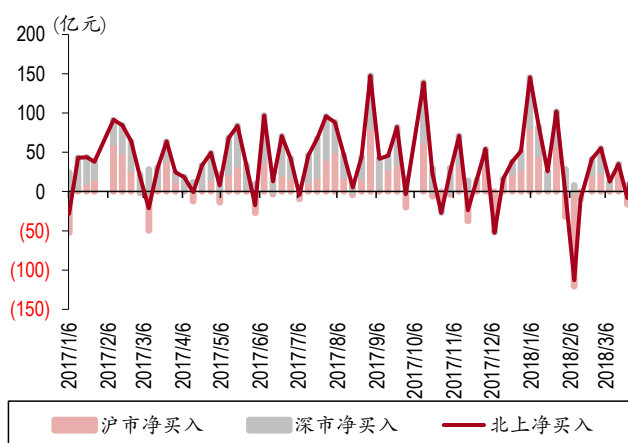
市场换手率基本持平，涨跌停比例回升。市场成交情况基本与前一周期基本持平，全市场自由流通换手率1.76%（前值1.76%）。打板情绪方面，本周随着中小创三根3%的阳线，全周市场涨跌停比回升至9.5倍（前值0.5倍），投资者情绪由极度恐慌向常态化转变。

图表 13. 两市融资余额上周有所上升



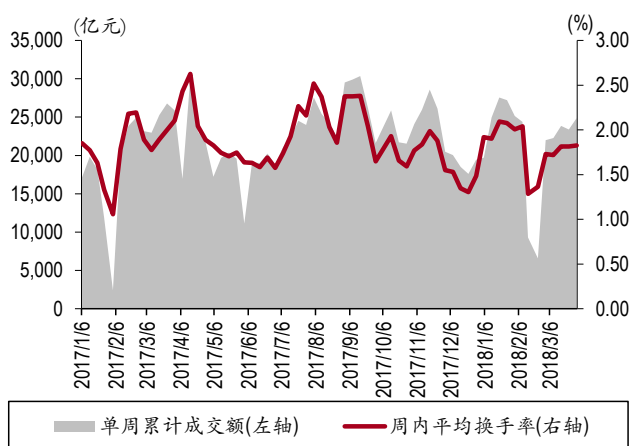
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 3月北上资金净流入再度走强



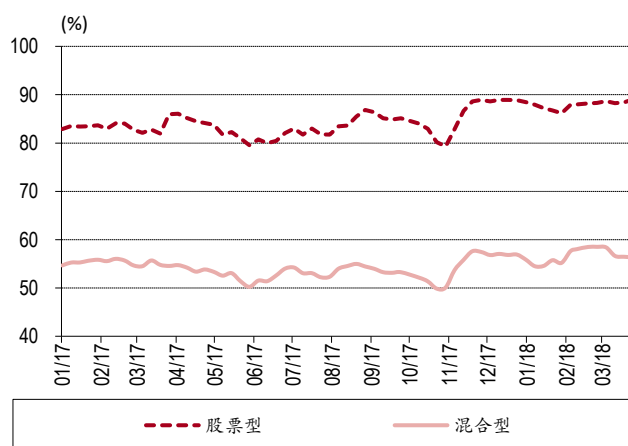
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 上周全市场换手率略有上抬



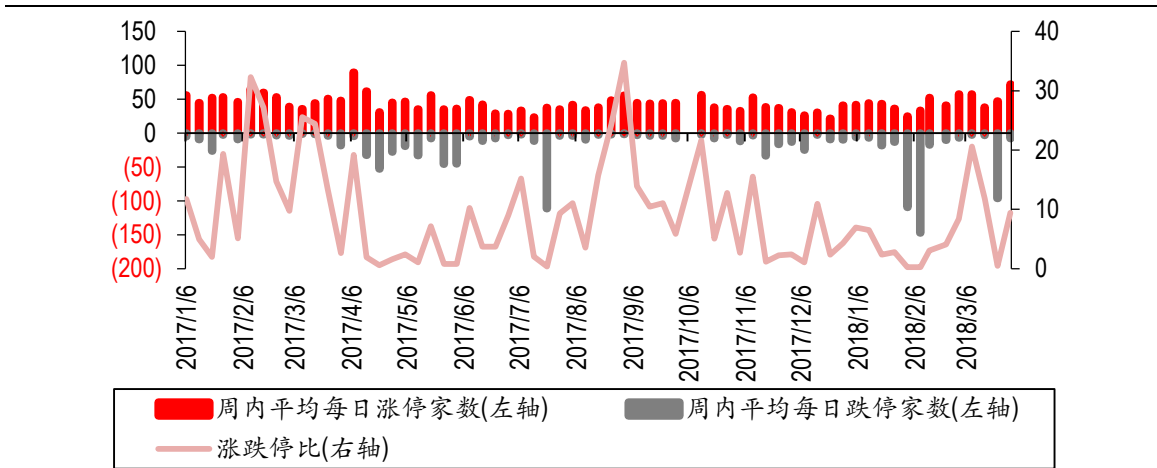
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 上周权益性股票基金股票仓位基本走平



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 涨跌停比创显示上周市场多头情绪有所下降



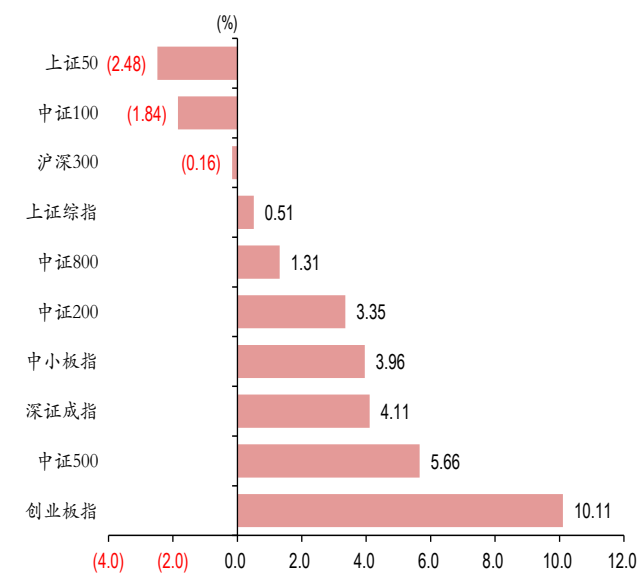
资料来源：万得，中银证券

上周回顾：市场指数多数上涨，创业板指涨幅最大

市场以及行业板块表现回顾：指数方面，市场指数多数上涨，创业板指涨幅最大，为 10.11%；行业板块，行业多数上涨，计算机涨幅最大，涨幅为 14.08%，银行涨幅最小为-1.98%。

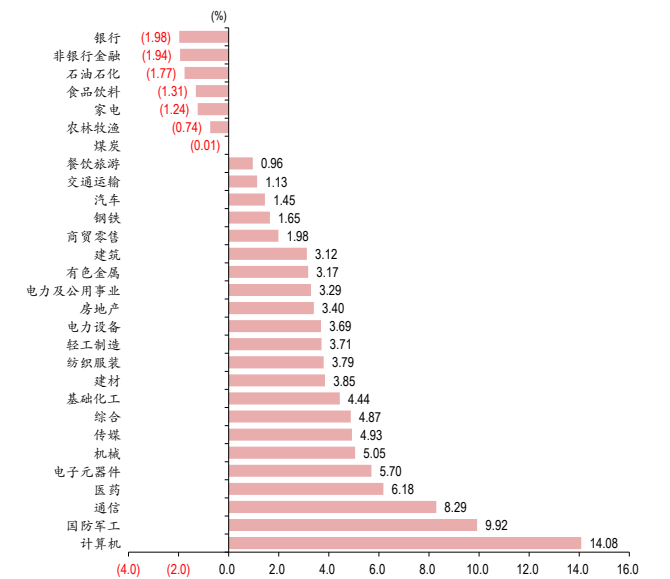
指数方面，市场指数多数上涨，创业板指涨幅最大，为 10.11%。其余指数上周涨幅分别为：上证综指(0.51%)、中证 200(3.35%)、中证 800(1.31%)、沪深 300(-0.16%)、深证成指(4.11%)、上证 50(-2.48%)、中小板指(3.96%)、中证 100(-1.84%)、中证 500(5.66%)。行业板块方面，大多数行业上涨，其中，上涨前三的行业是计算机(14.08%)、国防军工(9.92%)、通信(8.29%)。

图表 18. 上周市场表现



资料来源：万得数据及中银证券

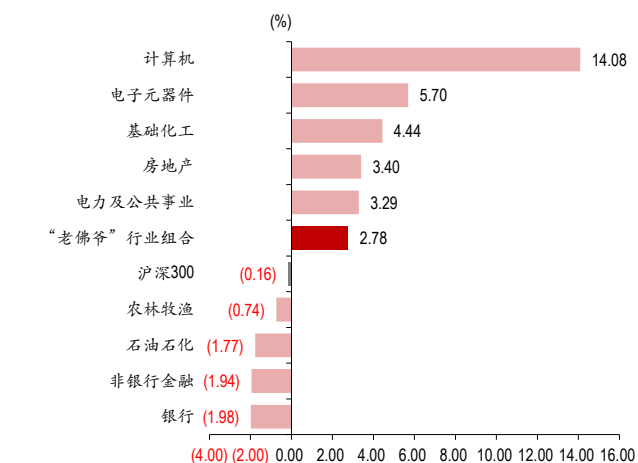
图表 19. 上周行业板块表现



资料来源：万得数据及中银证券

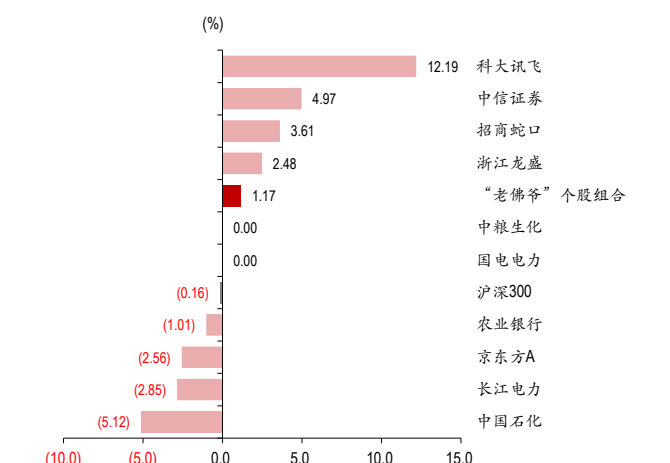
组合回顾：行业组合高于市场，个股组合高于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为 2.78%，高于市场-0.16%；“老佛爷”个股组合绝对收益 1.17%，表现高于市场-0.16%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 1.26。

图表 20. 上周“老佛爷”行业组合表现



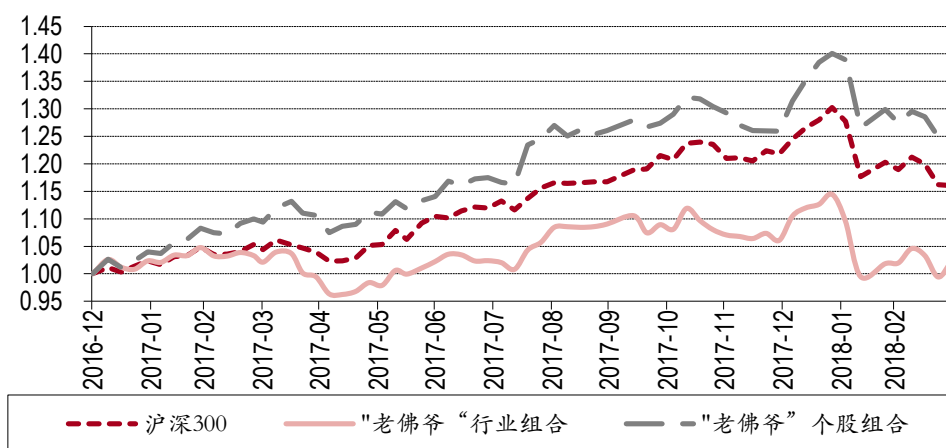
资料来源：万得数据及中银证券

图表 21. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得数据及中银证券

图表 22. 个股及组合配置表现 (累积值)



资料来源: 万得, 中银证券

2018 年 4 月中银国际行业及个股配置

图表 23. 2018 年 4 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）	10	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。
电力及公用事业（中信一级）	20	2018 年我国电力供需环境有望持续向好，火电维持较为稳定的出力水平，结构转优，发展渐回正轨，与政策共同促进水电等清洁能源的消纳改善。
有色金属（中信一级）	10	市场对贸易战的继续和升级的担忧可能继续发酵，作为避险资产的黄金价格可能继续震荡上行。
非银行金融（中信一级）	10	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。
国防军工（中信一级）	10	在民船市场持续低迷的情况下，预计未来我国将进入国产航母建造的高峰，看好航母战斗群建设带来舰船配套、舰载机产业的投资机会。
房地产（中信一级）	10	房地产是资金密集型行业，可容纳大规模资金；土地资源有稀缺性，具有保值增值性；地产是经营性资产，安全性稳定性高。
计算机（中信一级）	10	在互联网流量以每年 40% 以上增速持续爆发的大背景下，通信网络作为信息基础设施建设的核心，后续面临着持续的扩容和升级需求。
农林牧渔（中信一级）	10	农业供给侧改革持续发酵，农产品价格接近底部，以及天气因素推动农产品价格向上预期。
电子元器件（中信一级）	10	电子行业处于上行周期，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。

资料来源：万得，中银证券

图表 24. 2018 年 4 月“老佛爷”个股组合

代码	公司	收盘价	EPS			PE		推荐理由	行业
			2018E	2019E	TTM	2018E	2019E		
600028.CH	中国石化	6.62	0.61	0.68	15.23	10.89	9.72	公司稳定增长，油价均价抬升利于业绩。公司当前估值较低，PB1.07 倍，低于行业均值。	石油石化
600900.CH	长江电力	16.10	0.98	0.98	16.03	6.75	6.74	发电量稳步增长的优质蓝筹，高分红、估值低，PB2.64 倍，低于行业均值。	电力及公用事业
600795.CH	国电电力	2.98	0.22	0.25	27.19	30.31	26.20	估值低，具有防御属性，行业周期处于底部，装机容量持续优化。	电力及公用事业
600547.CH	山东黄金	28.84	0.83	1.01	48.18	7.94	6.53	2018 年山东黄金不断深挖内潜，走国际化之路，预计产量将达到近 40 吨，“十三五”末公司黄金产量有望达到 50 吨。	有色金属
600030.CH	中信证券	18.31	1.07	1.21	18.93	6.22	5.48	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。	非银行金融
600038.CH	中直股份	45.27	0.98	1.23	59.11	6.74	5.38	国内唯一直升机龙头，Z-20 放量在即，助力公司业绩水平持续，资产整合值得关注。	国防军工
002230.CH	科大讯飞	59.09	0.51	0.71	191.42	12.98	9.27	2017 年收入增速创纪录，人工智能领域龙头，价值值得期待。	计算机
000725.CH	京东方 A	5.37	0.24	0.31	22.61	28.07	21.54	全球车载显示市场正处于重要的增长机遇期，市场预期保持 15% 复合增长率，2018 年车用面板市场依然会保持很高增长趋势。	电子元器件
001979.CH	招商蛇口	22.14	1.93	2.40	13.58	3.43	2.76	招商蛇口以“蛇口基因实现创新价值，以商业成功践行国家战略”为使命，打造以“产、网、融、城一体化”的智慧城市、智慧商圈、智慧园区、智慧社区。	房地产
000930.CH	中粮生化	13.34	-	-	54.21	-	-	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。	农林牧渔

资料来源：万得数据及中银证券

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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