



“抑價”發行時代將結束

策略周報

證券發行制度重大變革，發行進入雙軌制時代。

- **證券發行進入“雙軌制”**。未來被認定的創新試點企業將執行新的發行制度體系。有別于傳統對工業企業評定的發行標準，創新試點企業的發行將不再嚴格考校盈利水平，同時不強制要求彌補之前虧損，中國的證券發行制度正式進入雙軌制時代。
- **對創新試點企業的規模要求，市場存在一定誤讀**。行業上，新規要求符合國家戰略、掌握核心技術、市場認可度高，屬互聯網、大數據、雲計算、人工智能、軟件和集成電路、高端裝備製造、生物醫藥等高新技術產業和戰略性新興產業。規模上，新規要求在境外上市的大型紅籌企業，回國發行需市值不低於 2,000 億元；未上市的創新企業，回國發行需估值不低於 200 億元人民幣，最近一年營業收入不低於 30 億元，但營業收入快速增長，擁有自主研發、國際領先技術，同行業競爭中處於相對優勢地位的公司除外。關於規模標準，市場存在一定的誤讀，《若干意見》并未強制要求估值不低於 200 億人民幣，估值在 200 億以下，但擁有核心技術和行業領先地位的中小型獨角獸公司也是符合標準的。
- **藥明康德發行市盈率超過 23 倍，核准制下的“抑價”發行時代將結束**。自 2014 年 6 月恢復 IPO 之後，所有的新股發行市盈率均被限制在 23 倍以下。隨著《若干意見》對企業盈利要求的放開，發行市盈率要求顯然不再會是創新試點企業的發行障礙，最近過會的獨角獸企業藥明康德擬發行市盈率在 38 倍左右（按 2017 年預估 EPS），遠遠超過了 23 倍的發行市盈率上限，標杆意義顯著。隨著對盈利要求的放開，核准制下的抑價發行時代即將結束，未來的發行將重回市場化詢價時代。
- **工企利潤當月回升不改全年下行趨勢，PMI 季節性回升顯示生產需求改善，但不宜過度樂觀**。本周 1-2 月規模以上工業企業利潤公布，當月增速 16.1%，較 17 年全年 21% 與 17 年同期 31.5% 均有較大差距，在經濟下行預期和 PPI 回落背景下，全年工企利潤下行的判斷不變。3 月製造業 PMI 指數 51.5 較上月大幅回升，顯示春節後復工過程平穩有序展開，歷史上看，春節之後 3 月 PMI 會出現季節性反彈，對此不宜過度樂觀，從中觀行業的價格等數據來看，下游需求仍存在一定不確定性。
- **市場判斷**：均衡配置，尋找交易性的價值機會。從不同板塊的估值來看，消費、周期、金融和成長板塊中的優質公司估值差距已經明顯縮小，不如 2 月調整前那樣差距明顯，估值水平走向均衡。由於估值走向均衡，我們初步判斷，投資者在 2018 年的最佳策略，可能就是根據優質標的價格的波動，搶先進入被略低估的板塊，尋找交易性的價值投資機會。
- **4 月行業配置**：調入貴金屬與軍工，對沖地緣政治的不確定性。具體配置為：┆ 石油石化（10%，中國石化），房地產（10%，招商蛇口），有色（10%，山東黃金），證券（10%，中信證券），電子（10%，京東方 A），公用事業（長江電力，10%；國電電力，10%），農業（10%，中糧生化），計算機（10%，科大訊飛），軍工（10%，中直股份）。

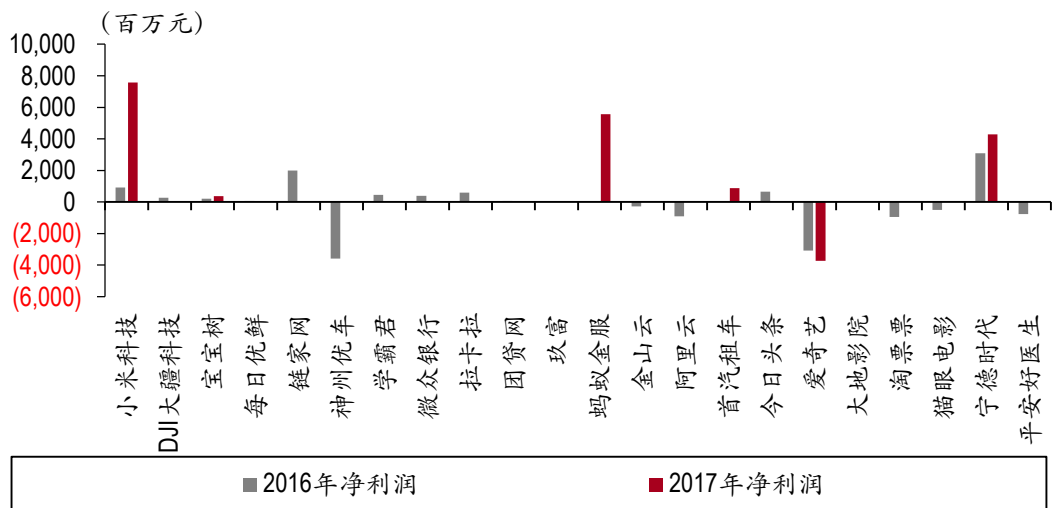
證券發行制度重大變革

3月30日，國務院辦公廳轉發了證監會《關於開展創新企業境內發行股票或存托憑證試點的若干意見》（以下簡稱《若干意見》），稍晚證監會以“答記者問”形式進行了《若干意見》細節上的介紹，並宣布年內將改革發行制度並修改首發辦法，國內的證券發行制度的重大變革在三月的最後一個工作日來臨。

符合標準的創新試點企業限定行業與規模。《若干意見》主要從所屬行業和企業規模兩個方面圈定了試點企業範圍。行業上，要求符合國家戰略、掌握核心技術、市場認可度高，屬**互聯網、大數據、雲計算、人工智能、軟件和集成電路、高端裝備製造、生物醫藥**等高新技術產業和戰略性新興產業。規模上，已在境外上市的大型紅籌企業，市值不低於 2,000 億元；未上市的創新企業，估值不低於 200 億元人民幣，最近一年營業收入不低於 30 億元，或營業收入快速增長，擁有自主研發、國際領先技術，同行業競爭中處於相對優勢地位。**關於規模標準，市場存在一定的誤讀，《若干意見》並未強制要求估值不低於 200 億人民幣，估值在 200 億以下，但擁有核心技術和行業領先地位的中小型獨角獸公司也是符合標準的，如 AI 芯片公司寒武紀（估值 140 億人民幣），計算機視覺龍頭商湯科技（估值 30 億美元），曠世科技（估值 25 億美元），都是符合《若干意見》標準的。**

創新企業的證券發行不再有盈利上的硬性要求。本次新政對《首發管理辦法》和《創業板首發管理辦法》進行了修訂，明確規定符合條件的創新企業不再適用有關盈利及不存在未彌補虧損的發行條件。創新企業在特定發展階段高成長、高投入、實現盈利周期較長等特點，虧損並非個別現象，不單是互聯網企業通過不斷“燒錢”培育用戶搶占市場份額會導致企業虧損，人工智能、高端裝備製造等都存在前期投入大於產出的現象。從不多的獨角獸企業已公布利潤數據上看（披露率 15%），2016-2017 連續盈利的公司少之又少，僅有寧德時代、寶寶樹、小米、拉卡拉連續兩年正盈利且增長率為正，絕大多數獨角獸公司一直處於虧損階段而不公布盈利數據。取消發行時盈利以及彌補之前虧損的硬性要求，困擾這些公司在國內發行的主要難題得以解決。與此同時，《若干意見》禁止試點創新企業控股股東、實際控制人和董事、高級管理人員在試點企業實現盈利前減持，一定程度上杜絕了未來這類企業上市後的行為爭議，對國內中小投資者也是一種保護。

圖表 1. 連續盈利的獨角獸公司少之又少

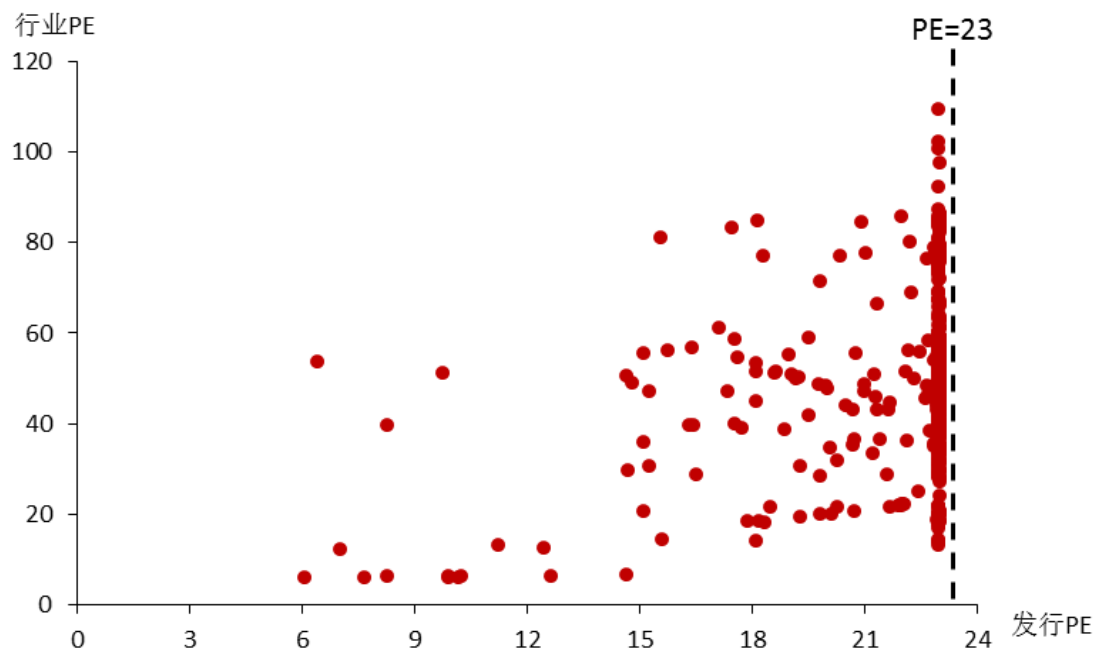


資料來源：互聯網，中銀證券

目前，我國新股定價實行詢價制度，但仍受監管部門窗口指導，定價變成解方程。自從 2005 年實施詢價制度以來，新股發行定價機制經過了多次修訂，目前的 IPO 定價是詢價與窗口指導結合。根據現行《證券發行與承銷管理辦法》，“首次公開發行股票，可以通過向網下投資者詢價的方式確定股票發行價格，也可以通過發行人與主承銷商自主協商直接定價等其他合法可行的方式確定發行價格。公開發行股票數量在 2,000 萬股（含）以下且無老股轉讓計劃的，應當通過直接定價的方式確定發行價格。發行人和主承銷商應當在招股意向書招股說明書和發行公告中披露本次發行股票的定價方式”。雖然現行規定給予了發行人和承銷商一定的自主權（包括自主選擇網下詢價對象，配售條件等），但是監管層爲了避免出現新股“三高”的問題（即高發行價、高市盈率、高超募資金），對新股定價還會進行窗口指導；老股轉讓不能太高，原則上不允許超募。由此，只需要知道計劃募集資金、發行股數、行業平均市盈率，即可大概估算出新股的發行價，這一結果與發行定價市場化的初衷背道而馳。

隨著對盈利要求的放開，核准制下的抑價發行時代即將結束。自 2014 年 6 月恢復 IPO 之後，所有的新股發行市盈率均被限制在 23 倍以下。我們統計了 2016 年恢復發行至今的 IPO 定價數據，新股普遍“壓綫”定價，IPO 的發行價格嚴格遵照市盈率不得超過 23 倍的上限規定，許多個股“壓綫”定價，近 74% 的新股發行市盈率定在 22.95~22.99 之間。抑價發行的情況下，發行價格的確定變爲瞭解方程，詢價流程成爲了走過場，一二級市場之間存在著制度套利的空間，打新成爲了穩賺不賠的生意。但隨著《若干意見》對企業盈利要求的放開，發行市盈率要求顯然不再會是創新試點企業的發行障礙，最近過會的獨角獸企業藥明康德擬發行市盈率在 38 倍左右（按 2017 年預估 EPS），遠遠超過了 23 倍的發行市盈率上限，標杆意義顯著。隨著對盈利要求的放開，核准制下的抑價發行時代即將結束，未來的發行將重回市場化詢價時代。

圖表 2. 2016 年 IPO 恢復以來，新股發行價嚴格遵守 23 倍 PE 上限

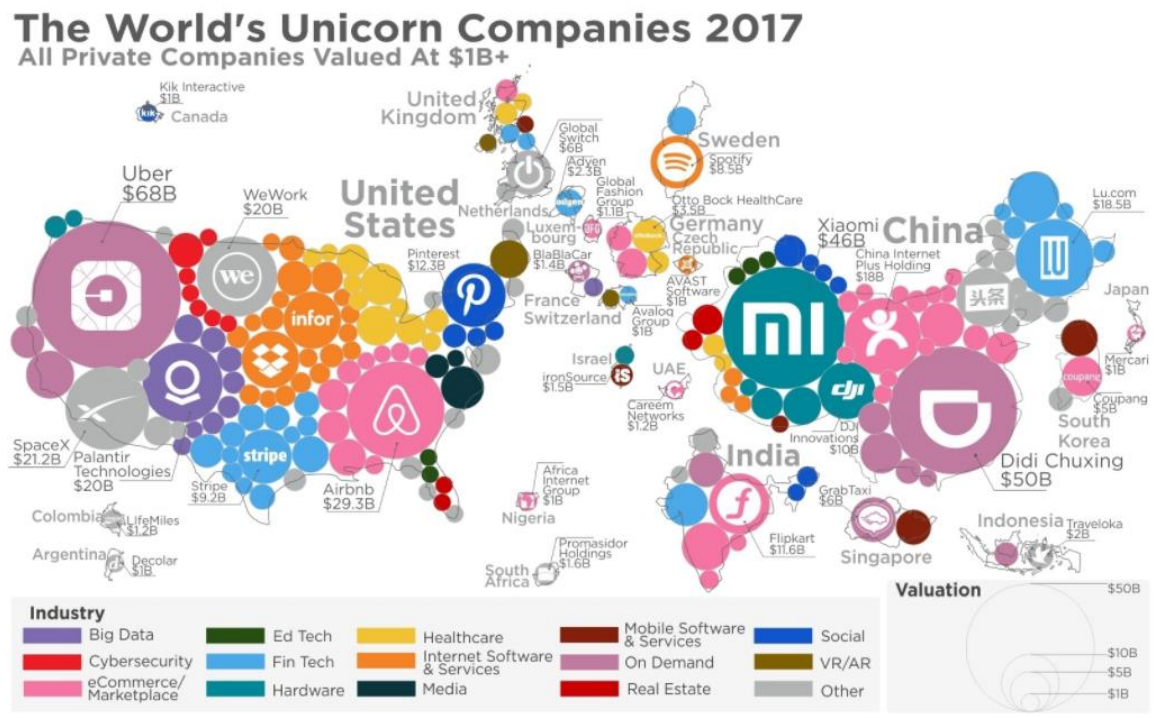


資料來源：萬得，中銀證券

中國獨角獸：規模已是全球第二

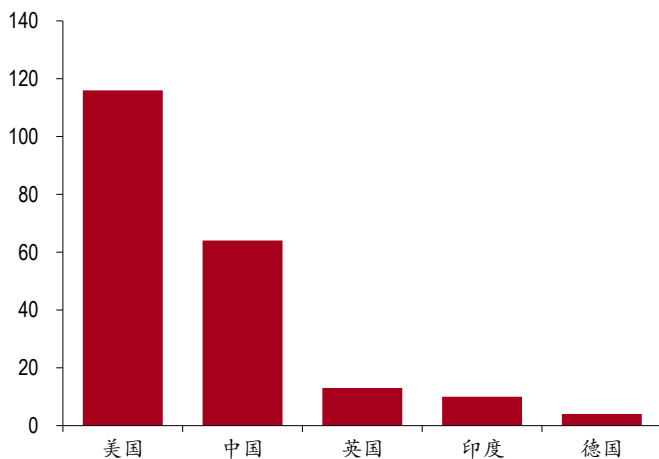
以國際標準看，中國已是獨角獸公司第二大國，數量和規模均僅次于美國。截至 2017 年的全球獨角獸公司榜單，中國已經是全球獨角獸公司第二大國，數量和規模均僅次于美國，這表明當前中國的新經濟體量已處于世界領先地位。2017 年，國際投資界公認（被跨國創投基金投資過）的全球獨角獸公司有 236 家（估值超 10 億美元），總估值達到了 8,130 億美元，平均估值為 30 億美元。其中，來自于中國的獨角獸企業有 64 家，總估值達到了 2,786 億元，平均估值為 43.5 億美元。在全球估值前十的獨角獸公司中，來自中國的有四家，分布是陸金所、滴滴出行、新美大以及小米公司，均是估值在 100 億美元以上的巨型獨角獸。

圖表 3. 中國獨角獸公司和規模均已是世界第二位



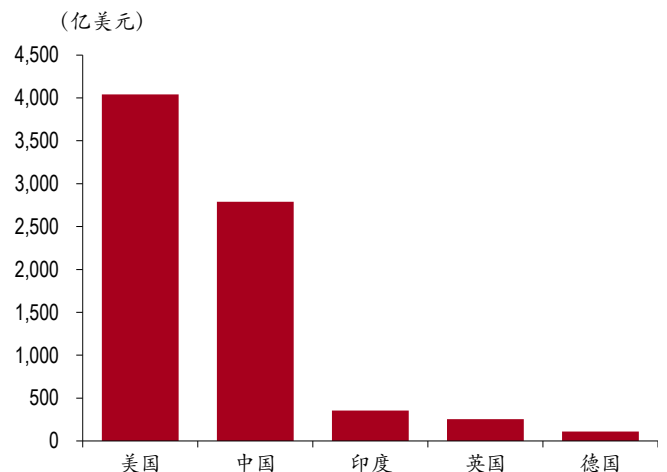
資料來源：CB Insights

圖表 4. 全球獨角獸公司國家 TOP5 分布——數量



資料來源：中銀證券

圖表 5. 全球獨角獸公司國家 TOP5 分布——規模

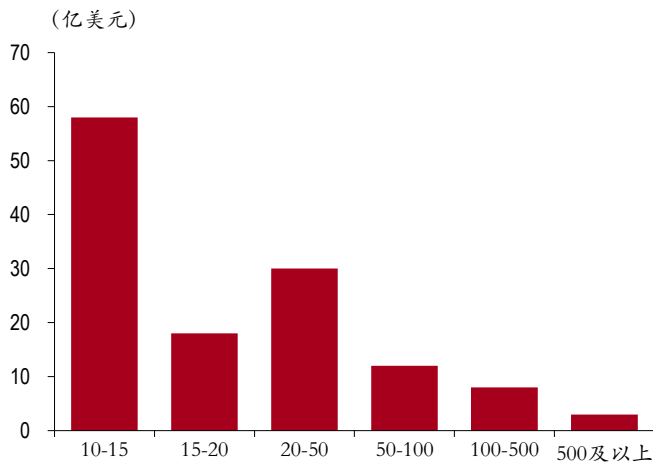


資料來源：中銀證券

以國內標準看，目前獨角獸一共有 129 家，集中在高端製造和高端服務行業。以國內標準（被跨國

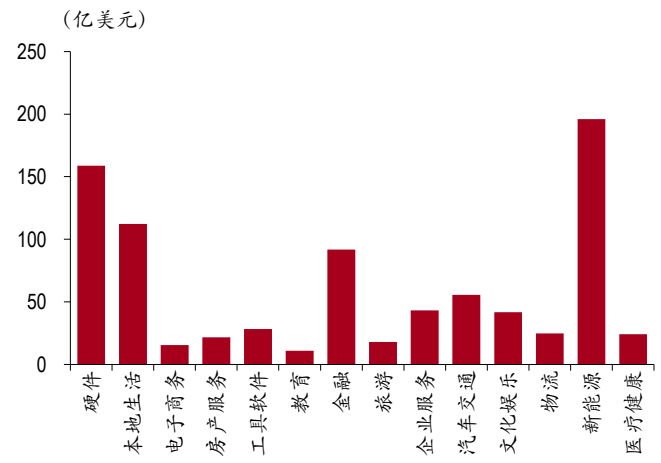
內外基金投資過)看,目前國內獨角獸公司已達到 129 家,估值合計 6,564 億美元,平均估值 51 億美元。從規模分布上看,20 億美元以上的獨角獸占到了總數的 60%,而 100 億美元以上的巨獸占比為總數的 8.5%。從行業分布上看,主要集中在高端製造與高端服務兩塊,前者主要包括硬件、汽車、新能源設備,後者主要包括生活服務、電子商務、教育、文化娛樂、醫療健康。行業平均估值上,最高的行業主要是新能源設備(CATL)、硬件(小米、大疆、魅族)、生活服務(美團點評、餓了麼)以及金融(螞蟻金服、陸金所、微眾銀行)這四個,行業平均估值都在 90 億美元以上。

圖表 6. 國內獨角獸公司—估值分布



資料來源：中銀證券

圖表 7. 國內獨角獸公司—行業平均估值



資料來源：中銀證券

中國獨角獸估值并不低。和已經上市的公司比,獨角獸們的估值并不便宜。以 2017 年底的市值和匯率水平計,獨角獸 10 億美元的門檻折合為 65.3 億人民幣,高于 1,761 支 A 股個股,在 A 股整體分布的 51% 分位數上。也就是說,只要成為了獨角獸,估值已經要比一半的上市公司高了。而目前國內已有 11 家估值超 100 億美元的巨型獨角獸企業,100 億美元估值折合為 653 億人民幣市值,可以在 A 股市值排進前 120,而估值超 500 億的 3 家獨角獸公司可以排進前 20。

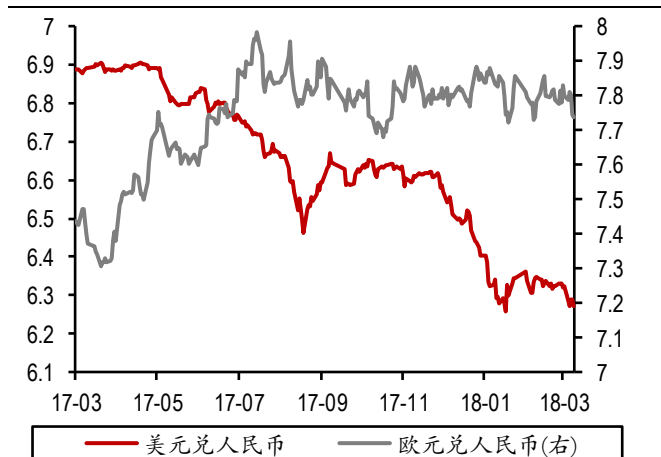
中國獨角獸短期難實現連續盈利比較困難。在公開披露利潤數據(披露率 15%)的獨角獸企業中,寧德時代、寶寶樹、小米、拉卡拉連續兩年正盈利且增長率為正。其他披露公司基本不能實現連續盈利,多數尚處在燒錢虧損階段,其他絕大多數獨角獸公司不披露數據,盈利不理想的可能性較大。

宏觀重要變化：人民幣匯率不必過度憂慮

人民幣對美元大幅升值後趨穩，國內利率小幅上漲。本周一與周二，人民幣兌美元匯率從 6.32 急升至 6.27，在貿易戰背景下，市場擔憂人民幣是否會重蹈日元 80 年代末“廣場協定”後單邊升值的覆轍，但我們認為，周初的快速升值，雖有貿易衝突的因素，更多的還是美元指數走弱的原因，在周三美元指數站穩之後，人民幣匯率重回 6.3 上方并趨于穩定。利率方面，由于流動性整體寬鬆，央行連續不進行公開市場操作，十年期國債收益率小幅回升，但整體仍在低位，往前看，未來一周和四月的到期壓力較小，央行逆回購的空間較大，流動性寬鬆程度較本周或繼續寬鬆，全年流動性改善的趨勢不變。

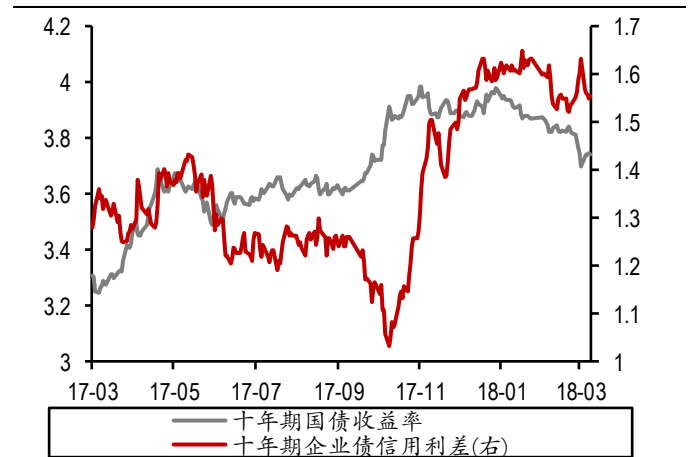
工企利潤當月回升不改全年下行趨勢，PMI 季節性回升顯示生產需求改善。本周 1-2 月規模以上工業企業利潤公布，當月增速 16.1% 較 12 月回升 5.3 個百分點，但從累積增速看，較 17 年全年 21% 與 17 年同期 31.5% 均有較大差距，在經濟下行預期和 PPI 回落背景下，全年工企利潤下行的判斷不變。3 月製造業 PMI 指數 51.5 較上月大幅回升，顯示春節後復工過程平穩有序展開，歷史上看，春節之後 3 月 PMI 會出現季節性反彈，對此不宜過度樂觀，從中觀行業的價格等數據來看，下游需求仍存在一定不確定性。

圖表 8. 人民幣快速升值後趨穩



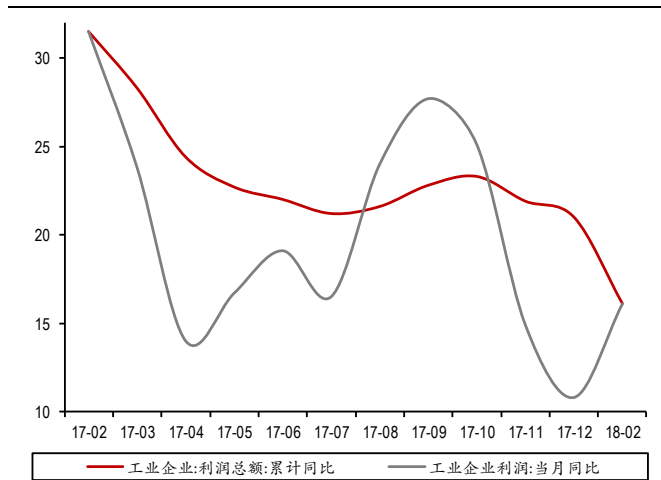
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 9. 利率小幅回升，信用利差收窄（%）



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 10. 工企利潤同比回升，累計同比繼續下行（%）



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 3 月 PMI 季節性爬升，生產需求均改善（%）



資料來源：萬得，中銀證券

行業重要變化：鋼鐵煤炭庫存回落，避險情緒推升金價

煤炭鋼鐵庫存回落，下游價格仍未反彈。 跟踪指標顯示，本周秦港煤炭庫存、主要城市鋼材庫存均出現一定程度的回落，三月開工的需求逐漸釋放，但強度仍不及預期，不論是動力煤、鋼鐵的主要價格指標，還是發電集團的日均耗煤，都較上周繼續下滑，下游需求仍存不確定性。原油價格出現過山車，上周 OPEC 激起市場減產擔憂油價大漲，本周美國產量意外上升又使得油價回落。

有色化工不改整體低迷，貿易展繼續推高金價。 橡膠、PVC、PTA 等主要化工品延續下跌態勢，貴金屬雖有短暫反彈，但依然不振，在全球經濟復蘇環境下，前景判斷依然集中在下半年全球的需求上，如果復蘇大背景不變，同時貿易爭端不會出現極端情況，以銅為代表的貴金屬等仍有望企穩反彈。

圖表 12. 中上游主要原材料價格一周變化

	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	65	1.3	4.6	4.6
	EIA 全美庫存	千桶	429,949	0.4	(0.6)	1.5
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	600	(0.8)	(0.8)	(3.2)
	秦港煤炭庫存	萬噸	640	(3.3)	0.3	2.6
	發電集團日均耗煤	萬噸	22	(0.1)	1.4	31.9
有色	LME 銅	美元/噸	6,672	(1.3)	(2.5)	(4.4)
	COMEX 黃金	美元/盎司	1,342	1.0	0.6	1.7
	電池級碳酸鋰	元/噸	168,000	0.0	0.0	5.5
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	142	(3.6)	(1.6)	(8.2)
	礦價綜合指數	\	70	(2.9)	(2.4)	(10.2)
	主要城市鋼材庫存	萬噸	1,797	(4.3)	(3.6)	(2.9)
建材	水泥價格指數	\	132	0.3	(0.9)	(2.5)
	玻璃價格指數	\	1,230	0.2	0.4	1.8
化工	尿素:山東	元/噸	1,893	0.0	(2.6)	(5.4)
	天然橡膠:上海	元/噸	10,410	(7.1)	(5.6)	(14.0)
	聚氯乙烯 PVC:華東	元/噸	6,269	(0.4)	(3.9)	(5.8)
	PTA:期貨	元/噸	5,440	(1.7)	(0.7)	(6.8)

資料來源：萬得，中銀證券

市場重要變化：場內杠杆下降，北上資金大規模抄底

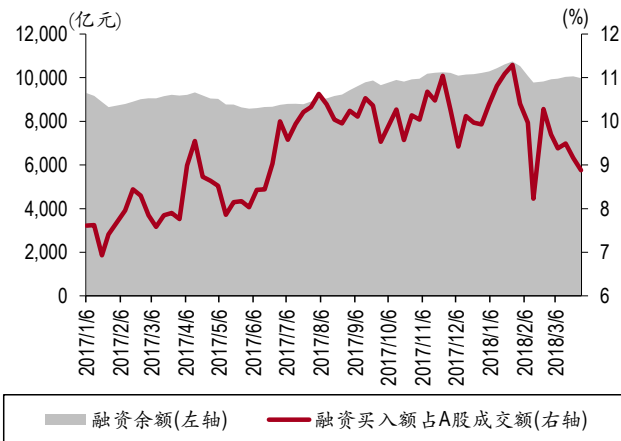
上周市場先跌後漲，場內杠杆水平下降。其中，場內杠杆資金方面，兩市融資餘額來到了 9,978 億元，環比(-83%)，跌破萬億大關；融資買入成交額占全市場成交占比為 8.88%，環比(-0.28%)，杠杆交易情緒連續兩周走弱。

北上資金大規模抄底滬市。海外資金方面，隨著市場因中美貿易戰砸出了指數坑，外資進行了強力的抄底行動，增量資金主要由滬股通貢獻。上周陸股通合計淨流入 56 億元（前值-8 億），其中滬股通淨流入 45 億元（前值-16 億），深股通淨流入 10.6 億元（前值 8 億）。

股票型基金倉位上升至 89.03%，混合型基金倉位下降近 0.1 個百分點。機構倉位方面，權益類基金股票整體倉位變化不大，其中股票型基金小幅加倉，最新倉位 89.03%（環比+0.61%），混合型基金最新倉位 56.35%（環比-0.1%）。

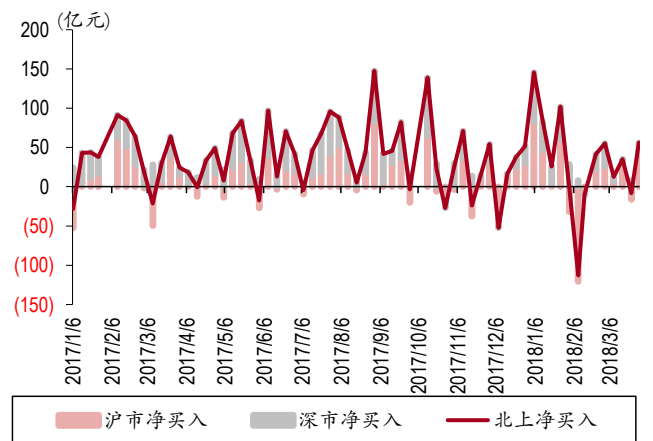
市場換手率基本持平，漲跌停比例回升。市場成交情況基本與前一周基本持平，全市場自由流通換手率 1.76%（前值 1.76%）。打板情緒方面，本周隨著中小創三根 3% 的陽綫，全周市場漲跌停比回升至 9.5 倍（前值 0.5 倍），投資者情緒由極度恐慌向常態化轉變。

圖表 13. 兩市融資餘額上周有所上升



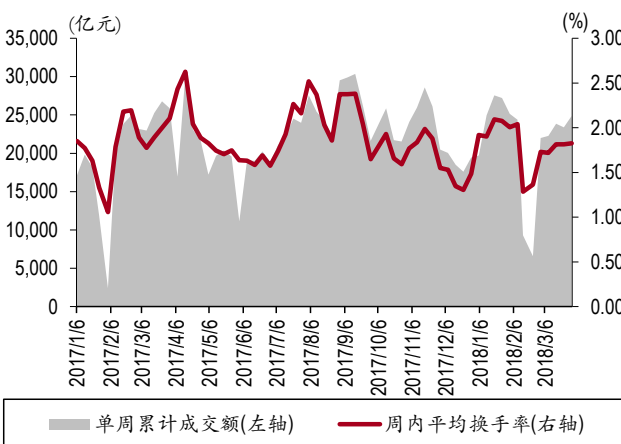
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 3 月北上資金淨流入再度走強



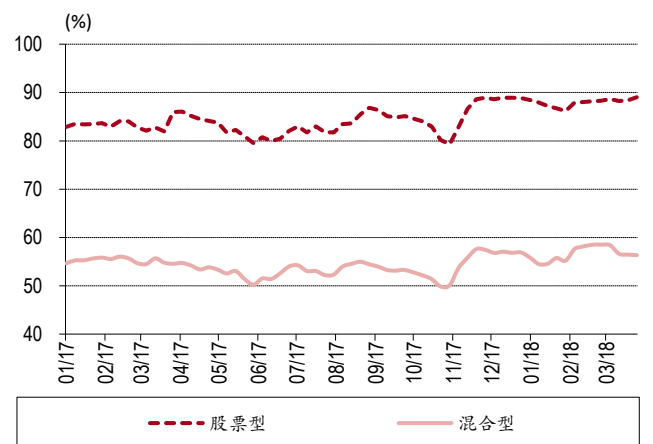
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 上周全市場換手率略有上抬



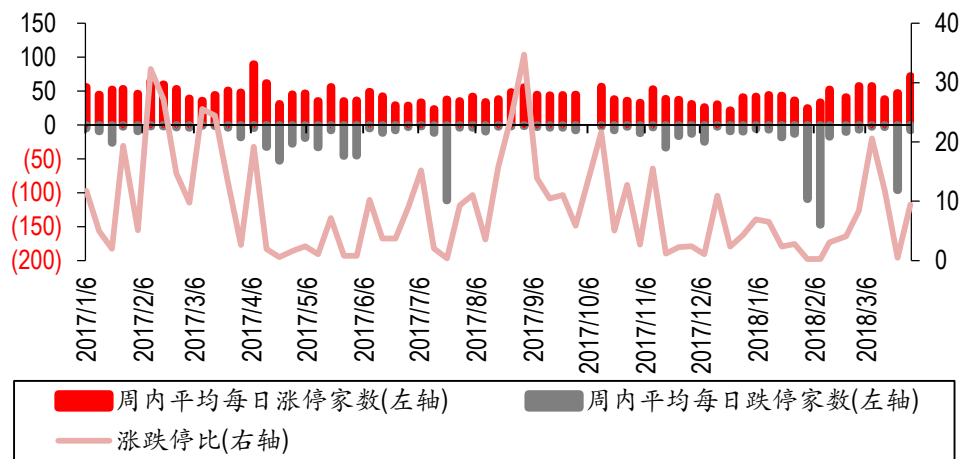
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 上周權益性股票基金股票倉位基本走平



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 漲跌停比創顯示上周市場多頭情緒有所下降



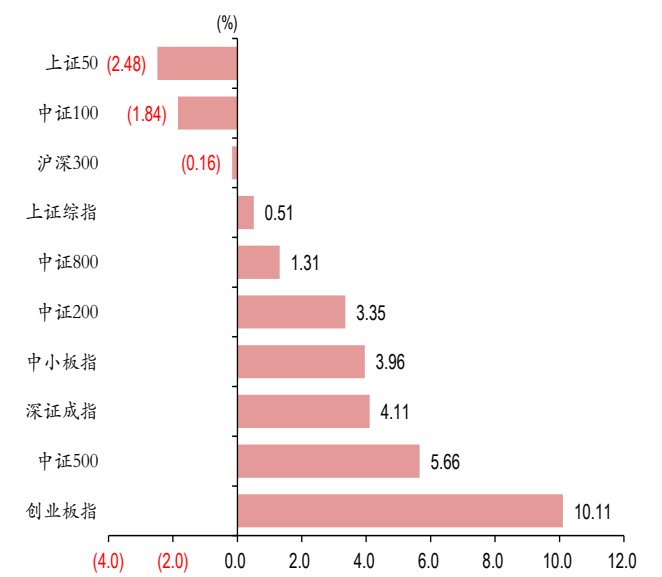
資料來源：萬得，中銀證券

上周回顧：市場指數多數上漲，創業板指漲幅最大

市場以及行業板塊表現回顧：指數方面，市場指數多數上漲，創業板指漲幅最大，為 10.11%；行業板塊，行業多數上漲，計算機漲幅最大，漲幅為 14.08%，銀行漲幅最小為-1.98%。

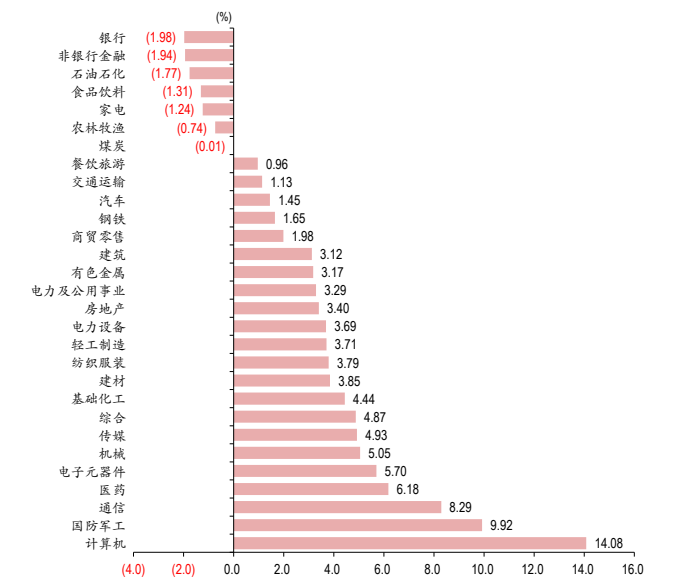
指數方面，市場指數多數上漲，創業板指漲幅最大，為 10.11%。其餘指數上周漲幅分別為：上證綜指(0.51%)、中證 200(3.35%)、中證 800(1.31%)、滬深 300(-0.16%)、深證成指(4.11%)、上證 50(-2.48%)、中小板指(3.96%)、中證 100(-1.84%)、中證 500(5.66%)。行業板塊方面，大多數行業上漲，其中，上漲前三的行業是計算機(14.08%)、國防軍工(9.92%)、通信(8.29%)。

圖表 18. 上周市場表現



資料來源：萬得數據及中銀證券

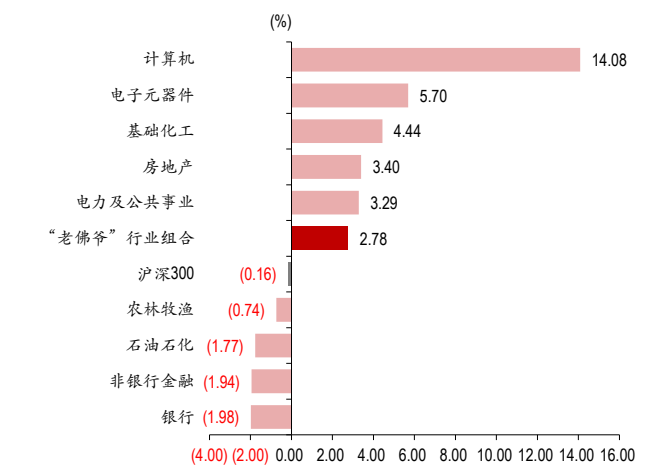
圖表 19. 上周行業板塊表現



資料來源：萬得數據及中銀證券

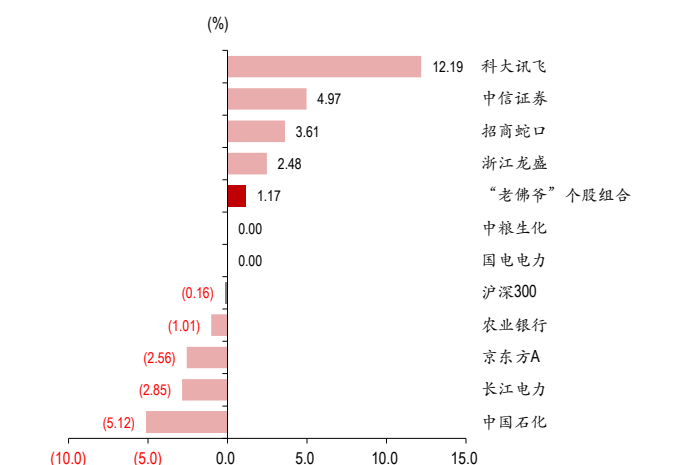
組合回顧：行業組合高于市場，個股組合高于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益為 2.78%，高于市場-0.16%；“老佛爺”個股組合絕對收益 1.17%，表現高于市場-0.16%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.26。

圖表 20. 上周“老佛爺”行業組合表現



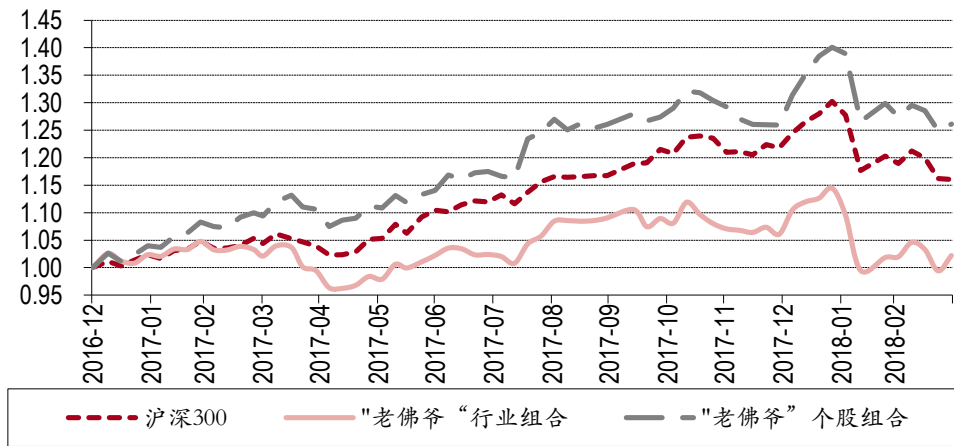
資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 21. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 22. 個股及組合配置表現 (累積值)



資料來源：萬得，中銀證券

2018年4月中銀國際行業及個股配置

圖表 23. 2018年4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)	10	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。
電力及公用事業(中信一級)	20	2018年我國電力供需環境有望持續向好, 火電維持較為穩定的出力水平, 結構轉優, 發展漸回正軌, 與政策共同促進水電等清潔能源的消納改善。
有色金屬(中信一級)	10	市場對貿易戰的繼續和升級的擔憂可能繼續發酵, 作為避險資產的黃金價格可能繼續震盪上行。
非銀行金融(中信一級)	10	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。
國防軍工(中信一級)	10	在民船市場持續低迷的情況下, 預計未來我國將進入國產航母建造的高峰, 看好航母戰鬥群建設帶來艦船配套、艦載機產業的投資機會。
房地產(中信一級)	10	房地產是資金密集型行業, 可容納大規模資金; 土地資源有稀缺性, 具有保值增值性; 地產是經營性資產, 安全性穩定性高。
計算機(中信一級)	10	在互聯網流量以每年40%以上增速持續爆發的大背景下, 通信網絡作為信息基礎設施建設的核心, 後續面臨著持續的擴容和升級需求。
農林牧漁(中信一級)	10	農業供給側改革持續發酵, 農產品價格接近底部, 以及天氣因素推動農產品價格向上預期。
電子元器件(中信一級)	10	電子行業處于上行周期, 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。

資料來源: 萬得, 中銀證券

圖表 24. 2018年4月“老佛爺”個股組合

代碼	公司	收盤價	EPS		PE		推薦理由	行業	
			2018E	2019E	TTM	2018E			2019E
600028.CH	中國石化	6.62	0.61	0.68	15.23	10.89	9.72	公司穩定增長, 油價均價抬升利于業績。公司當前估值較低, PB1.07倍, 低于行業均值。	石油石化
600900.CH	長江電力	16.10	0.98	0.98	16.03	6.75	6.74	發電量穩步增長的優質藍籌, 高分紅、估值低, PB2.64倍, 低于行業均值。	電力及公用事業
600795.CH	國電電力	2.98	0.22	0.25	27.19	30.31	26.20	估值低, 具有防禦屬性, 行業周期處于底部, 裝機結構持續優化。	電力及公用事業
600547.CH	山東黃金	28.84	0.83	1.01	48.18	7.94	6.53	2018年山東黃金不斷深挖內潛, 走國際化之路, 預計產量將達到近40噸, “十三五”末公司黃金產量有望達到50噸。	有色金屬
600030.CH	中信證券	18.31	1.07	1.21	18.93	6.22	5.48	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。	非銀行金融
600038.CH	中直股份	45.27	0.98	1.23	59.11	6.74	5.38	國內唯一直升機龍頭, Z-20放量在即, 助力公司業績水平持續, 資產整合值得關注。	國防軍工
002230.CH	科大訊飛	59.09	0.51	0.71	191.42	12.98	9.27	2017年收入增速創紀錄, 人工智能領域龍頭, 價值值得期待。	計算機
000725.CH	京東方A	5.37	0.24	0.31	22.61	28.07	21.54	全球車載顯示市場正處于重要的增長機遇期, 市場預計保持15%複合增長率, 2018年車用面板市場依然會保持很高增長趨勢。	電子元器件
001979.CH	招商蛇口	22.14	1.93	2.40	13.58	3.43	2.76	招商蛇口以“蛇口基因實現創新價值, 以商業成功踐行國家戰略”為使命, 打造以“產、網、融、城一體化”的智慧城市、智慧商圈、智慧園區、智慧社區。	房地產
000930.CH	中糧生化	13.34	-	-	54.21	-	-	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。	農林牧漁

資料來源: 萬得數據及中銀證券

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。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，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，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 20%以上；
- 增持：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在-10%-10%之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10%以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限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股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限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。

中銀國際證券股份有限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。中銀國際證券股份有限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。中銀國際證券股份有限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，中銀國際證券股份有限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股份有限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。中銀國際證券股份有限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股份有限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。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

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