



# 策略周报

## 历史上A股的底部是什么样的

从下跌程度、估值分布、市场流动性和股票供给以及宏观经济来看历史上市场底部的特征。

- **本周话题：市场触底，需要哪些方面的确认？**我们从下跌程度、估值分布、市场流动性和股票供给以及宏观经济形势的角度，归纳出历次市场底部的特征。
- **历史上，A股见底时，指数平均较顶点下跌60%，估值平均下跌72%。**历史上共发生5次见底，1994年7月28日，指数下跌77%，估值回落93%；2005年6月6日，指数下跌56%，估值回落74%；2008年10月28日，指数下跌73%，估值回落75%；2013年6月25日，指数下跌47%，估值回落72%；2016年1月27日，指数下跌49%，估值回落44%。今年以来，市场从2018年1月26日的高点3,587一路震荡下跌，并在5月30日触及一年内最低点3,041，指数下跌了15%，估值回落了20%。
- **底部时，PE在0-40倍个股数量占60%以上。**市场底部时低估值个股占比比较高，PE0-40倍个股比重为：92%、60%、72%、54%和34%，估值大于60x的个股比重为：4%、14%、9%、20%和40%。2016年是个例外，因为2015-2016年业绩出现下滑，但是持续时间不到一年，市场未有时间充分调整估值，再加上年初是市场对经济和业绩分歧最大的时点，难以形成一致悲观或乐观的预期，所以见底时估值较高。截至2018年5月30日，P/E高于60x的个股数量占比为26%，较2016年1月的2,638点时下降了14%，但高于历史上其它市场底部。
- **底部时，A股换手率低于同期水平，底部前18个月IPO融资额/流通市值较高。**市场底部时期，换手率也处于较低水平，分别为：9.42%、1.23%、1.03%、1.01%和1.22%，但换手率见底有时早于市场。最近一个月的平均换手率为0.90%，从2015年6月的高点回落后一直在低位震荡。从IPO融资额来看，历次市场底部前18个月IPO融资额/流通市值较高，分别为：108%、5%、16%、1.3%和1.2%，存在资金分流效应。此外，市场底部时，常伴随IPO融资额骤减，5次底部中有4次IPO暂停。
- **市场底部与经济以及基准利率的底部常重合，但市场能更快走出低点。**1994年7月的市场底部，中国经济出现“过热”，通货膨胀率高企，国家采取紧缩手段，大幅提高存款利率，市场下跌至底部，而随着CPI的见顶回落，市场也逐渐走出了底部。市场见底时，经济增速也处于底部，但当市场走出底部时，GDP和CPI未必会走出低位。历次底部时，基准利率大多处于低位，分别为：10.98%、2.25%、2.25%、3.00%和1.50%，市场低迷时还伴随着基准利率的降低，帮助市场走出底部。
- **一周重要变化：净出口对经济拉动大概率减弱。**市场方面，两市融资余额来到了9,956亿元，环比(+28)，回到3月底水平；北上资金本周加大流入力度；股票型基金仓位和混合型基金仓位均小幅回落；市场换手率大幅走弱，涨跌停比例也跟着回落。宏观层面，人民币止住反弹，利率小幅走升，PPI继续回升，出口再超预期。今年以来进口增速整体好于出口，净出口对经济拉动大概率减弱。行业层面，发电耗煤环比大幅回落，钢铁社会库存继续下降。
- **风险提示：**重点需要关注美元升值、美国6月15日公布对中国价值500亿美元商品征收25%关税的商品清单、债务违约风险等因素造成的市场过快下行。

确认市场是否已触底，需要从多个方面来判断，我们从下跌程度、估值分布、市场流动性和股票供给以及宏观经济形势的角度，归纳出历次市场底部的特征。

## 历史上 A 股的底部是什么样的

历史上的 5 次见底，指数平均下跌 60%，估值平均回落 72%

1990 年以来上证综指经历了 5 次大幅下跌见底：

第一次：1994 年 7 月 28 日，指数跌至 339 点，比顶部下跌 77%，估值回落 93%；

第二次：2005 年 6 月 6 日，指数跌至 998 点，比顶部下跌 56%，估值回落 74%；

第三次：2008 年 10 月 28 日，指数跌至 1,665 点，比顶部下跌 73%，估值回落 75%；

第四次：2013 年 6 月 25 日，指数跌至 1,850 点，比顶部下跌 47%，估值回落 72%；

第五次：2016 年 1 月 27 日，指数跌至 2,638 点，比顶部下跌 49%，估值回落 44%。

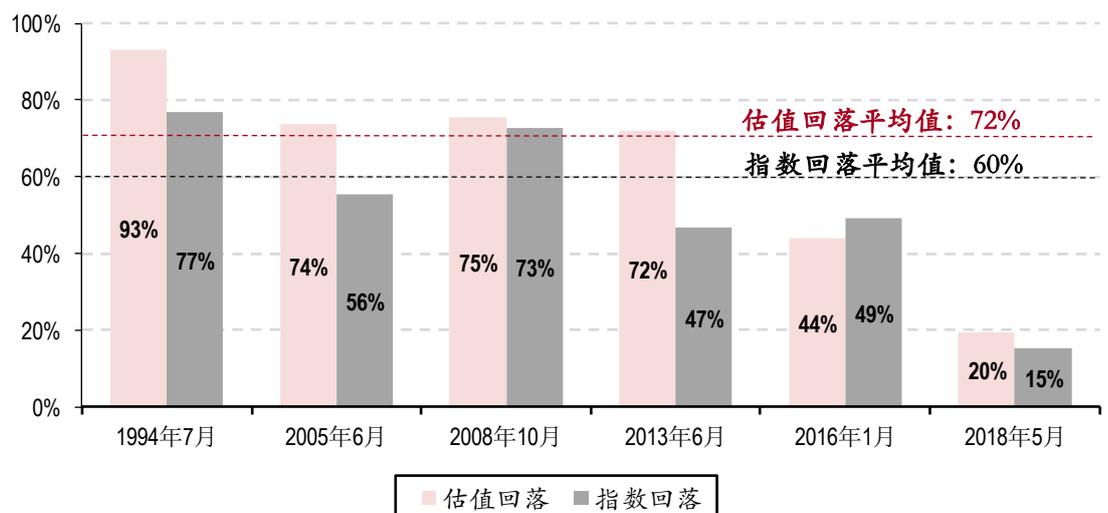
历次见底中，指数下跌平均值为 60%，估值回落平均值为 72%。今年以来，市场从 2018 年 1 月 26 日的高点 3,587 一路震荡下跌，并在 5 月 30 日触及一年内最低点 3,041，指数下跌了 15%，估值回落了 20%。

图表 1. 1990 年以来上证综指的 5 次底部与前次顶部

股市的历次底部	顶部	时间	底部	时间	顶部-底部的下跌程度(%)
1	1,459	1993/2/12	339	1994/7/28	77
2	2,245	2001/6/14	998	2005/6/6	56
3	6,124	2007/10/16	1,665	2008/10/28	73
4	3,478	2009/8/4	1,850	2013/6/25	47
5	5,178	2015/6/12	2,638	2016/1/27	49
当前	3,587	2018/1/29	3,041	2018/5/30	15

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 底部估值较顶部：估值回落 72%，点位回落 60%



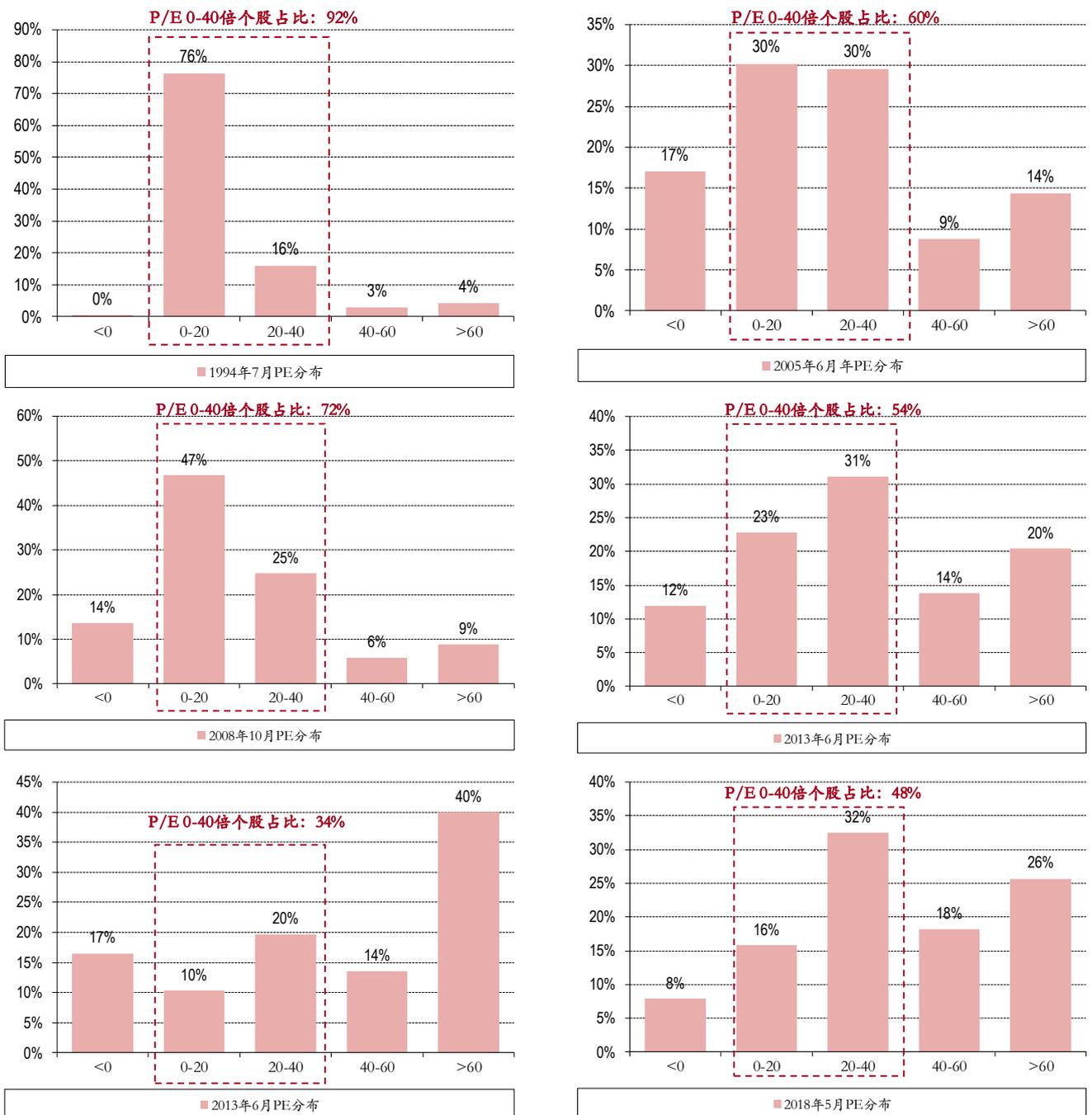
资料来源：万得，中银证券

## 市场底部与估值底部基本重合

从估值底部的具体分布来看，市场底部时低估值个股占比较高，0-40x 估值的个股比重为：92%、60%、72%、54%和 34%，估值大于 60x 的个股比重较低，分别为：4%、14%、9%、20%和 40%。2016 年是个例外，从图 4 可以发现，市场底部与估值底部并不重合。结合业绩情况来看，2015 年 Q3 业绩增速出现下滑（12.2%），但在 2016 年 Q2 就见底了（-8.1%），持续时间不到一年，市场未有时间充分调整估值，再加上年初是市场对经济和业绩分歧最大的时点，难以形成一致悲观或乐观的预期，所以 2016 年市场底部时估值较高。

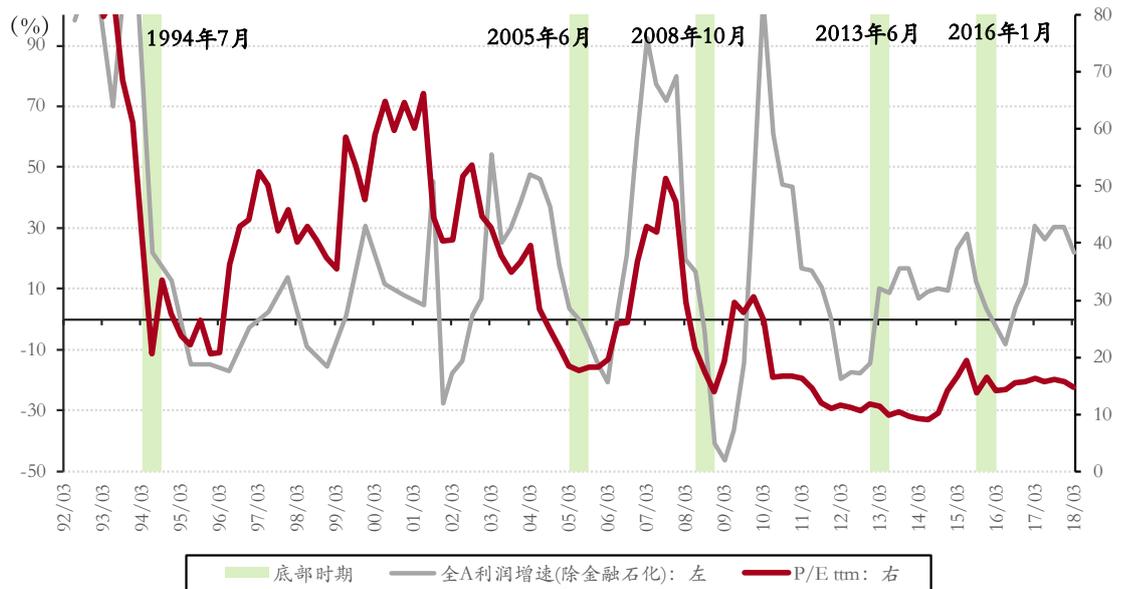
截至 2018 年 5 月 30 日，P/E 高于 60x 的个股数量占比为 26%，虽较 2016 年 1 月的 2,638 点时下降了 14%，但高于历史上其它低点。

图表 3. 历次市场底部时期 A 股估值的分布



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 16 年估值未见底，此前市场、业绩、估值底部均重合



资料来源：万得，中银证券

#### 底部时投资者情绪见底复苏，并常伴 IPO 暂停

换手率反映的是市场流动性与投资者交易情绪，1993 年至 2000 年，股票市场的投机氛围较重，交易异常频繁，日换手率平均值为 11.14%，且经常出现高于 100% 的情况，2000 年至今，随着公募基金等机构投资者数量不断增加，股市的换手率逐渐趋于稳定，平均值为 1.58%。

通常，市场底部的换手率也较低，历次市场见底期间的平均换手率分别为：9.42%、1.23%、1.03%、1.01%和 1.22%，但换手率的见底有时早于市场，如 2008 年 10 月，以及在牛市后期，换手率就已经达到最高点并逐步下行，这说明换手率对市场走势有一定的预示作用。

最近一年，换手率平均值为 1.07%，最近一个月的换手率平均值为 0.90%，从 2015 年 6 月的高点回落一直在低位震荡。

图表 5. 换手率的提升有时预示市场走出底部



资料来源：万得，中银证券

IPO 融资金额反映了股票发行对二级市场资金分流的影响程度，历次市场底部前 18 个月 IPO 融资金额/流通市值分别为：108.6%、4.6%、16.0%、1.3%、1.2%，对资金存在分流效应。此外，市场底部时，常伴随 IPO 融资金额骤减甚至 IPO 暂停。历史上共有 8 次 IPO 暂停，暂停后市场大多情况下上涨，仅有 1995 年 7 月、2001 年 7 月和 2004 年 8 月略有下跌，但幅度也在 15% 以内。而 8 次 IPO 重启后，仅有 1996-2001、2006-2008 年，2014 年出现牛市的大幅上涨，其余阶段均为下跌，幅度为 10-20% 左右。

自 2017 年以来，监管层持续推进 IPO 的常态化，审核周期也大幅缩短，二级市场股票供给稳步提升，对存量股票形成了资金分流，尤其是 2018 年 5、6 月，药明康德、工业富联、宁德时代等较大市值公司陆续上市，以及中国人保也即将登陆 A 股，在震荡和下跌的市场中，大市值股票的上市对资金的虹吸效应将更加明显。

图表 6. 市场的底部多伴随着 IPO 的暂停

股市的历次底部	底部	时间	IPO 是否暂停	暂停时长	前 18 个月
					IPO 募资金额/A 股流通市值 (%)
1	340	1994/7/28	是	陆续暂停 3 次，每次 5-6 个月	108.6
2	1,034	2005/6/6	是	12 个月	4.6
3	1,772	2008/10/28	是	8 个月	16.0
4	1,960	2013/6/25	是	14 个月	1.3
5	2,736	2016/1/27	否	-	1.2

资料来源：万得，中银证券

#### 市场底也是经济底，降低基准利率能帮助市场走出底部

历次的市场见底前，宏观经济均出现了负面因素，但比股票市场更晚见底。如 1994 年 7 月的市场底部，当时中国经济出现“过热”，通货膨胀率高企，国家采取紧缩手段，大幅提高存款利率，市场下跌至底部，而随着 CPI 的见顶回落，市场也逐渐走出了底部。2005 年 6 月，股票市场和 CPI 几乎同时见底，但是股票市场比 CPI 更早快出底部，2008 年 10 月也是类似的情况。2013 年 6 月和 2016 年 1 月，市场见底时，经济增速也处于底部，但当市场走出底部缓慢回升时，GDP 和 CPI 依旧未走出低位。

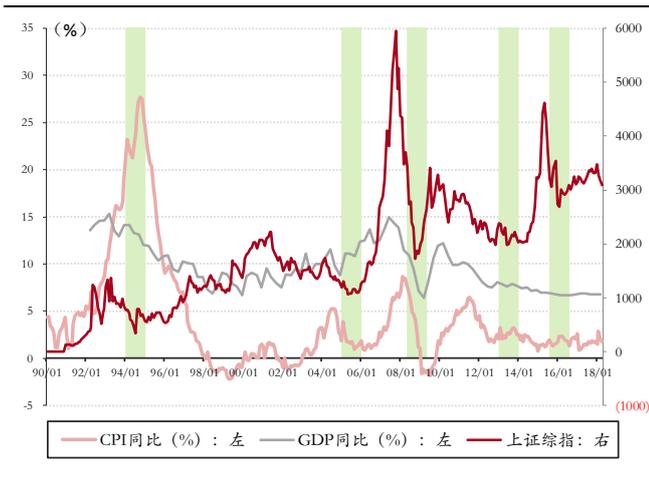
市场见底时，基准利率都处于同期较低的水平。历次底部时基准利率分别为：10.98%、2.25%、2.25%、3.00% 和 1.50%，而且在 2008 年 10 月、2013 年 6 月以及 2016 年 1 月，市场低迷时还伴随着基准利率的降低，帮助市场走出底部。

图表 7. 市场底部的宏观经济运行状况与基准利率水平

股市的历次底部	底部	时间	GDP(%)	CPI(%)	基准利率(%)	是否基准利率降低
1	340	1994/7/28	13.2	24.0	11.0	否
2	1,034	2005/6/6	11.0	1.6	2.3	否
3	1,772	2008/10/28	8.3	4.0	2.3	是
4	1,960	2013/6/25	7.6	2.7	3.0	是
5	2,736	2016/1/27	6.8	1.8	1.5	是
当前	3,041	2018/5/30	6.8	1.5	1.5	否

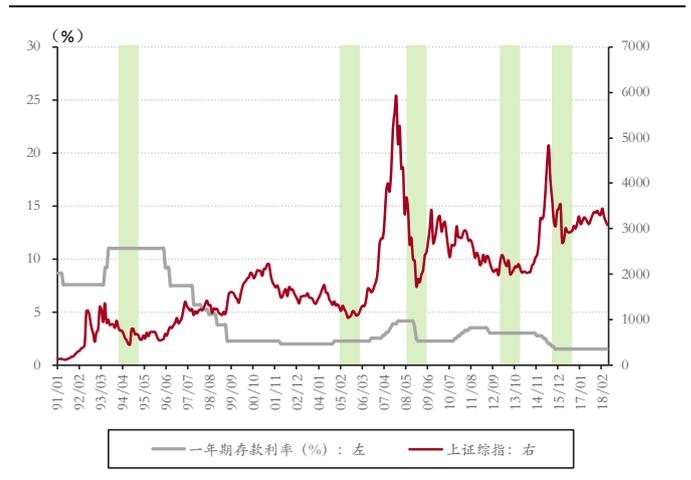
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 上证综指与 GDP 和 CPI



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 上证综指与一年期存款利率



资料来源：CEIC，中银证券

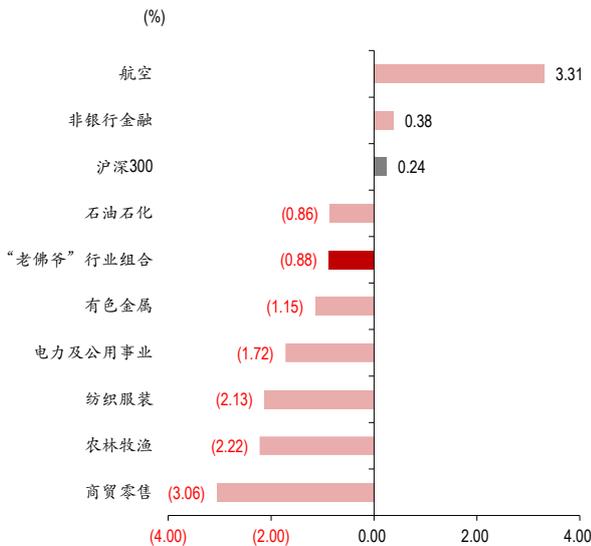
综上，我们概括出历史上 5 次市场见底的特征为：1) 指数平均下跌 60%、2) 估值平均回落 72%、3) 高估值个股比重低、4) IPO 融资减少甚至暂停、5) 宏观经济见底、6) 基准利率位于低位甚至有降息。

## 建议关注组合跟踪：“老佛爷”组合净值为 1.17

**组合回顾：**行业组合低于市场，个股组合低于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为-0.23%，表现低于市场 1.12%；“老佛爷”个股组合绝对收益-0.23%，表现低于市场 0.47%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 1.17。

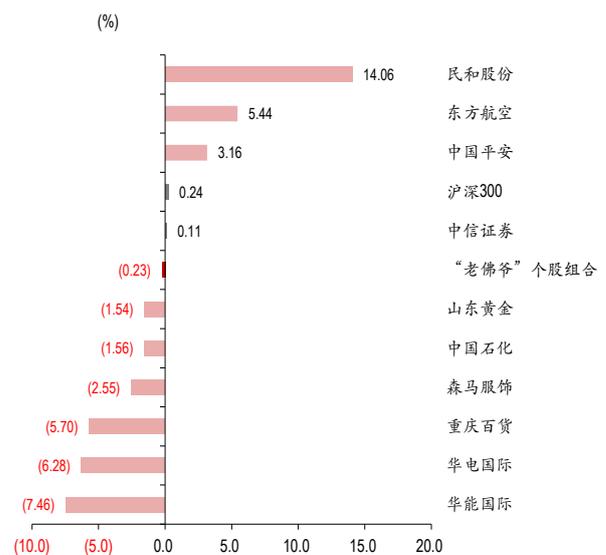
**风险提示：**重点需要关注美元升值、美国 6 月 15 日公布对中国价值 500 亿美元商品征收 25% 关税的商品清单、债务违约风险等因素造成的市场过快下行。

图表 10. 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 11. 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 12. “老佛爷”组合表现（累计值）

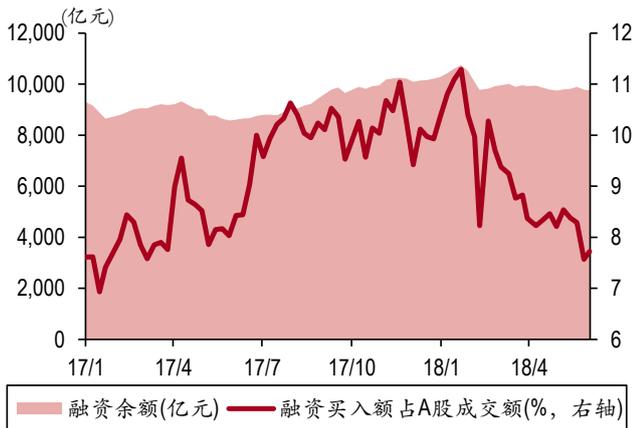


资料来源：万得，中银证券

## 市场重要变化：北上资金持续流入，涨跌停比升至 1 以上

场内杠杆小幅下降，市场交投有所回暖，杠杆资金增仓意愿下降。本周市场走势波动较小，我们跟踪的情绪指标多数呈现走高迹象。其中，场内杠杆资金方面，两市融资余额来到了 9,754.81 亿元，环比 (-0.32%)，在上周杠杆资金规模大幅缩水后继续下滑，单周环比下降 31.06 亿；融资买入成交额占全市场成交占比为 7.72%，环比 (+1.98%)。

图表 13. 两市融资余额小幅下降



资料来源：万得，中银证券

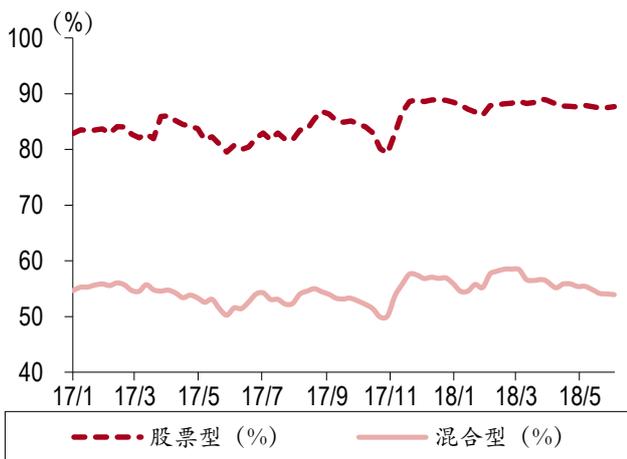
图表 14. 北上资金受 A 股纳入 MSCI 指数影响持续增加



资料来源：万得，中银证券

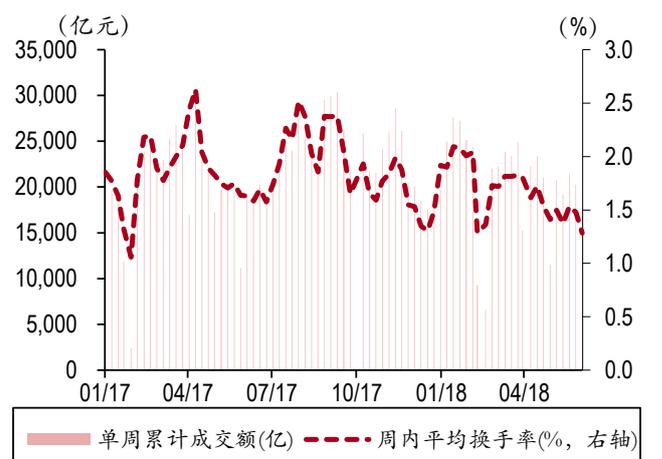
北上资金本周受 A 股纳入 MSCI 指数影响，全周资金流入规模持续增加，总规模增速放缓。本周陆股通合计净流入 167.14 亿元（前值 145.49 亿），环比增量 21.65 亿（前值 82.34 亿），外资市场连续第二周呈持续强势流入态势，但增速相比上周放缓。其中沪股通净流入 74.89 亿元（前值 65.65 亿），环比增量 9.24 亿；深股通净流入 92.25 亿元（前值 79.84 亿），环比增量 12.41 亿。

图表 15. 权益类基金仓位小幅上升



资料来源：万得，中银证券

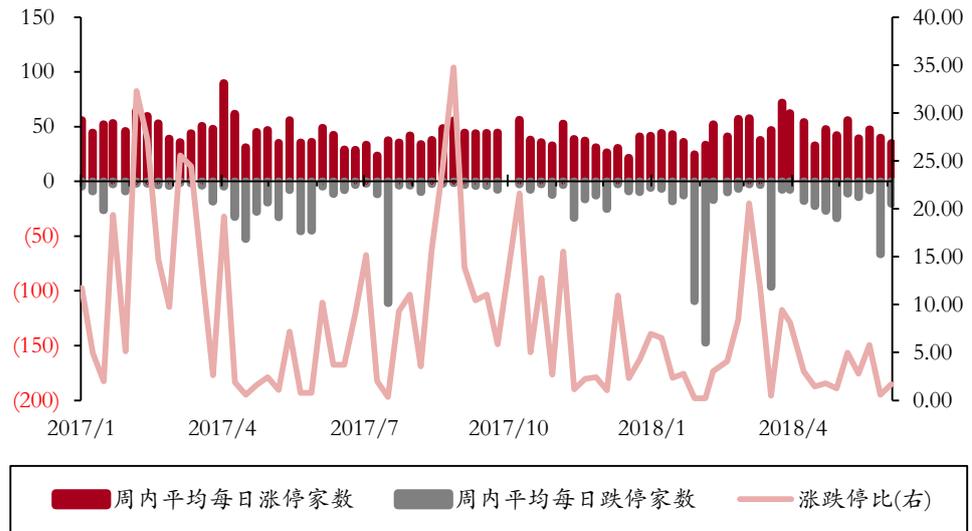
图表 16. 上周全市场换手率小幅下降



资料来源：万得，中银证券

股票型基金仓位连续第二周小幅上升，混合型基金仓位连续第二周小幅下降。机构仓位方面，本周权益型基金仓位总体变化不大，略有上升。具体地，股票型基金最新仓位 87.70%（环比增量+0.17%），混合型基金最新仓位 53.92%（环比增量-0.14%），机构投资者对混合型基金的信心在逐渐消磨。

图表 17. 涨跌停比显示本周市场情绪回暖，比值回升到 1 以上



资料来源：万得，中银证券

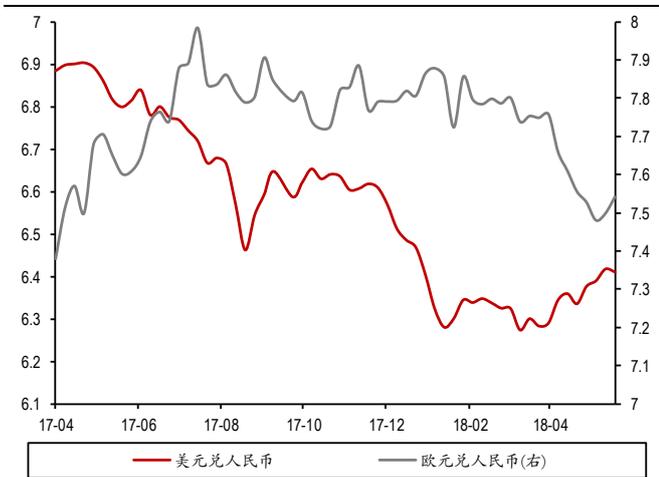
**市场换手率下降至 1.28%，涨跌停比例上升至 1.69。**本周市场成交情况有所回暖，虽然全市场自由流通换手率下降至 1.28%（前值 1.48%），下降了 0.2 个百分点，但是市场交易较为稳定。反观打板情绪方面，全周市场涨跌停比大幅反弹，上升至 1.69（前值 0.60），上涨了 1.09 个百分点，回升到 1 以上，全周涨停数量超过跌停数，该指标显示市场交易情绪转暖。

## 宏观重要变化：进口再超预期，PPI 继续回升

**人民币止住反弹，利率小幅走升。**本周，人民币对美元小幅反弹 0.1%，短期止住近几周的颓势，主因欧元区结束 QE 预期增强，美元指数有所走弱。人民币对欧元贬值 0.6%，欧元阶段性企稳走强。经过月末的资金紧张局面后，本周流动性有所宽松，十年期国债收益率小幅上升 2.5 个基点，信用利差收窄 3 个基点。6 月关注美联储加息决议，市场预期今年内将第二次加息，国内利率与人民币汇率或继续承压。

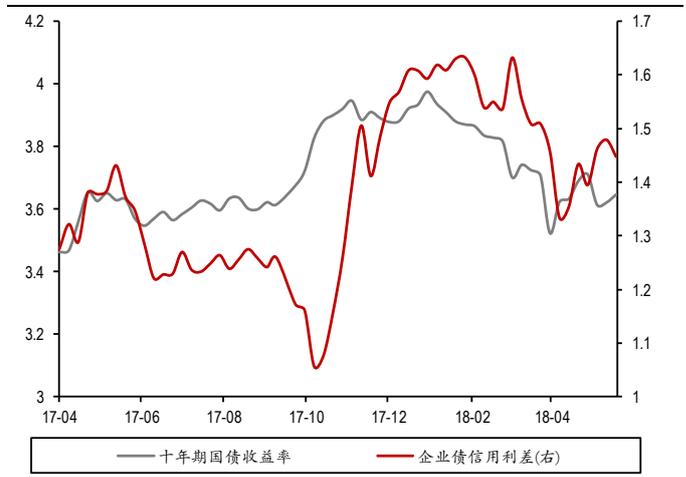
**PPI 继续回升，出口再超预期。**5 月 PPI 同比增 5.4%，较 4 月上升 1 个百分点，连续两个月回升，石油价格走高推升上游石油石化产业链相关价格，化工行业价格全面复苏，此外去年 5 月是年内低点形成基数效应。5 月 CPI 同比增 2.5，较 4 月回落一个百分点，保持相对平稳，结构来看，猪肉价格拖累食品分项，交运燃料因油价影响成为拉升主力。5 月人民币计价出口同比增 3.2，前值 3.7%，进口同比增 15.6%，前值 11.6%，今年以来进口增速整体好于出口，净出口对经济拉动大概率减弱。

图表 18. 人民币汇率小幅反弹



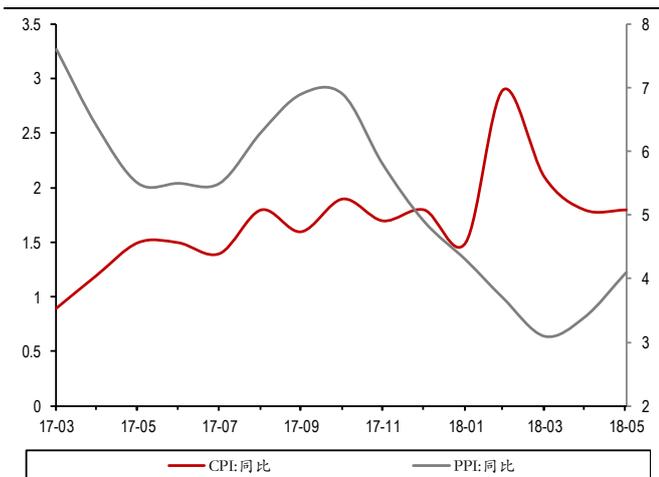
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 信用利差略微收窄 (%)



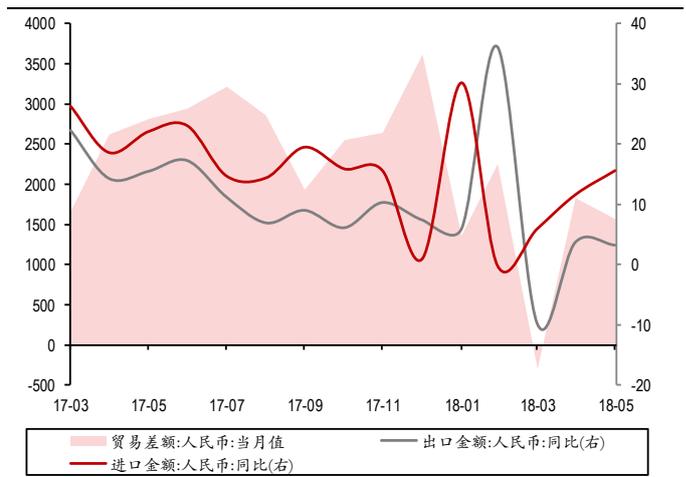
资料来源：万得，中银证券

图表 20. CPI 平稳，PPI 连续两月反弹 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 进口再超预期 (%)



资料来源：万得，中银证券

## 行业重要变化：钢铁价格回升放缓

发电耗煤环比大幅回落。6月第2周，WTI原油期货价格继续回落，均价收报65，周跌幅2.7%，增产预期仍在发酵。秦港煤炭库存大幅上升11.4%，六大集团发电耗煤环比下降10.3%，5月超强需求有收敛迹象。钢铁社会库存继续下降3.7%，钢价上升1%，连续两周反弹。水泥价格指数回调0.3%，夏季高温下游需求收缩。化工品方面，受限产等影响，尿素价格上涨1.1%。

图表 22. 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	(2.7)	(5.4)	(7.4)
	EIA全美库存	千桶	436,584	0.5	(0.8)	0.7
煤炭	秦港5500大卡动力煤	元/吨	585	0.0	0.0	0.9
	秦港煤炭库存	万吨	588	11.4	1.0	16.8
	发电集团日均耗煤	万吨	19	(10.3)	(3.2)	(0.9)
有色	LME铜	美元/吨	7,178	4.8	(0.6)	4.5
	COMEX黄金	美元/盎司	1,301	(0.3)	0.4	(1.2)
	电池级碳酸锂	元/吨	139,800	(1.1)	(1.2)	(3.7)
钢铁	钢价综合指数	\	154	1.0	0.4	1.1
	矿价综合指数	\	72	0.7	(0.5)	(0.2)
	主要城市钢材库存	万吨	1,036	(3.7)	(5.1)	(18.4)
建材	水泥价格指数	\	143	(0.3)	0.2	0.5
	玻璃价格指数	\	1,187	0.1	0.4	0.0
化工	尿素:山东	元/吨	2,041	1.1	(1.0)	2.1
	天然橡胶:上海	元/吨	10,900	(1.4)	(1.6)	(0.2)
	聚氯乙烯 PVC:华东	元/吨	2,150	0.0	0.0	0.0
	PTA:期货	元/吨	5,704	0.0	(1.7)	0.0

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。所有本报告期内使用的商标、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