



策略周報

歷史上 A 股的底部是什麼樣的

從下跌程度、估值分布、市場流動性和股票供給以及宏觀經濟來看歷史上市場底部的特徵。

- **本周話題：市場觸底，需要哪些方面的確認？**我們從下跌程度、估值分布、市場流動性和股票供給以及宏觀經濟形勢的角度，歸納出歷次市場底部的特徵。
- **歷史上，A 股見底時，指數平均較頂點下跌 60%，估值平均下跌 72%。**歷史上共發生 5 次見底，1994 年 7 月 28 日，指數下跌 77%，估值回落 93%；2005 年 6 月 6 日，指數下跌 56%，估值回落 74%；2008 年 10 月 28 日，指數下跌 73%，估值回落 75%；2013 年 6 月 25 日，指數下跌 47%，估值回落 72%；2016 年 1 月 27 日，指數下跌 49%，估值回落 44%。今年以來，市場從 2018 年 1 月 26 日的高點 3,587 一路震蕩下跌，並在 5 月 30 日觸及一年內最低點 3,041，指數下跌了 15%，估值回落了 20%。
- **底部時，PE 在 0-40 倍個股數量占 60% 以上。**市場底部時低估值個股占比較高，PE0-40 倍個股比重為：92%、60%、72%、54% 和 34%，估值大于 60x 的個股比重為：4%、14%、9%、20% 和 40%。2016 年是個例外，因為 2015-2016 年業績出現下滑，但是持續時間不到一年，市場未有時間充分調整估值，再加上年初是市場對經濟和業績分歧最大的時點，難以形成一致悲觀或樂觀的預期，所以見底時估值較高。截至 2018 年 5 月 30 日，P/E 高于 60x 的個股數量占比為 26%，較 2016 年 1 月的 2,638 點時下降了 14%，但高于歷史上其它市場底部。
- **底部時，A 股換手率低于同期水平，底部前 18 個月 IPO 融資額/流通市值較高。**市場底部時期，換手率也處于較低水平，分別為：9.42%、1.23%、1.03%、1.01% 和 1.22%，但換手率見底有時早于市場。最近一個月的平均換手率為 0.90%，從 2015 年 6 月的高點回落後一直在低位震蕩。從 IPO 融資額來看，歷次市場底部前 18 個月 IPO 融資額/流通市值較高，分別為：108%、5%、16%、1.3% 和 1.2%，存在資金分流效應。此外，市場底部時，常伴隨 IPO 融資額驟減，5 次底部中有 4 次 IPO 暫停。
- **市場底部與經濟以及基準利率的底部常重合，但市場能更快走出低點。**1994 年 7 月的市場底部，中國經濟出現“過熱”，通貨膨脹率高企，國家採取緊縮手段，大幅提高存款利率，市場下跌至底部，而隨著 CPI 的見頂回落，市場也逐漸走出了底部。市場見底時，經濟增速也處于底部，但當市場走出底部時，GDP 和 CPI 未必會走出低位。歷次底部時，基準利率大多處于低位，分別為：10.98%、2.25%、2.25%、3.00% 和 1.50%，市場低迷時還伴隨著基準利率的降低，幫助市場走出底部。
- **一周重要變化：淨出口對經濟拉動大概率減弱。**市場方面，兩市融資餘額來到了 9,956 億元，環比(+28)，回到 3 月底水平；北上資金本周加大流入力度；股票型基金倉位和混合型基金倉位均小幅回落；市場換手率大幅走弱，漲跌停比例也跟著回落。宏觀層面，人民幣止住反彈，利率小幅走升，PPI 繼續回升，出口再超預期。今年以來進口增速整體好于出口，淨出口對經濟拉動大概率減弱。行業層面，發電耗煤環比大幅回落，鋼鐵社會庫存繼續下降。
- **風險提示：重點需要關注美元升值、美國 6 月 15 日公布對中國價值 500 億美元商品徵收 25% 關稅的商品清單、債務違約風險等因素造成的市場過快下行。**

確認市場是否已觸底，需要從多個方面來判斷，我們從下跌程度、估值分布、市場流動性和股票供給以及宏觀經濟形勢的角度，歸納出歷次市場底部的特徵。

歷史上 A 股的底部是什麼樣的

歷史上的 5 次見底，指數平均下跌 60%，估值平均回落 72%

1990 年以來上證綜指經歷了 5 次大幅下跌見底：

第一次：1994 年 7 月 28 日，指數跌至 339 點，比頂部下跌 77%，估值回落 93%；

第二次：2005 年 6 月 6 日，指數跌至 998 點，比頂部下跌 56%，估值回落 74%；

第三次：2008 年 10 月 28 日，指數跌至 1,665 點，比頂部下跌 73%，估值回落 75%；

第四次：2013 年 6 月 25 日，指數跌至 1,850 點，比頂部下跌 47%，估值回落 72%；

第五次：2016 年 1 月 27 日，指數跌至 2,638 點，比頂部下跌 49%，估值回落 44%。

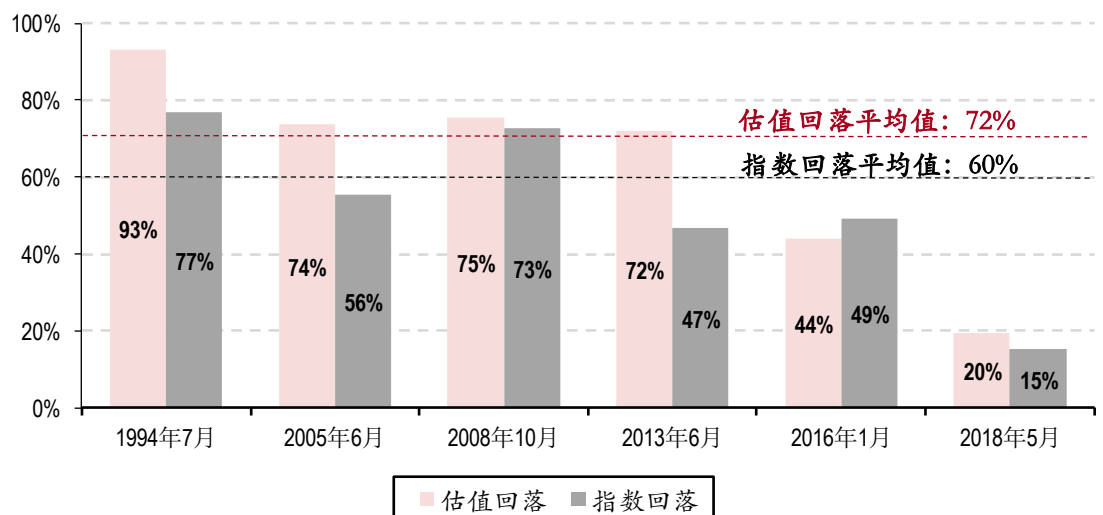
歷次見底中，指數下跌平均值為 60%，估值回落平均值為 72%。今年以來，市場從 2018 年 1 月 26 日的高點 3,587 一路震蕩下跌，並在 5 月 30 日觸及一年內最低點 3,041，指數下跌了 15%，估值回落了 20%。

圖表 1. 1990 年以來上證綜指的 5 次底部與前次頂部

股市的歷次底部	頂部	時間	底部	時間	頂部-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
當前	3,587	2018/1/29	3,041	2018/5/30	15

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 底部估值較頂部：估值回落 72%，點位回落 60%



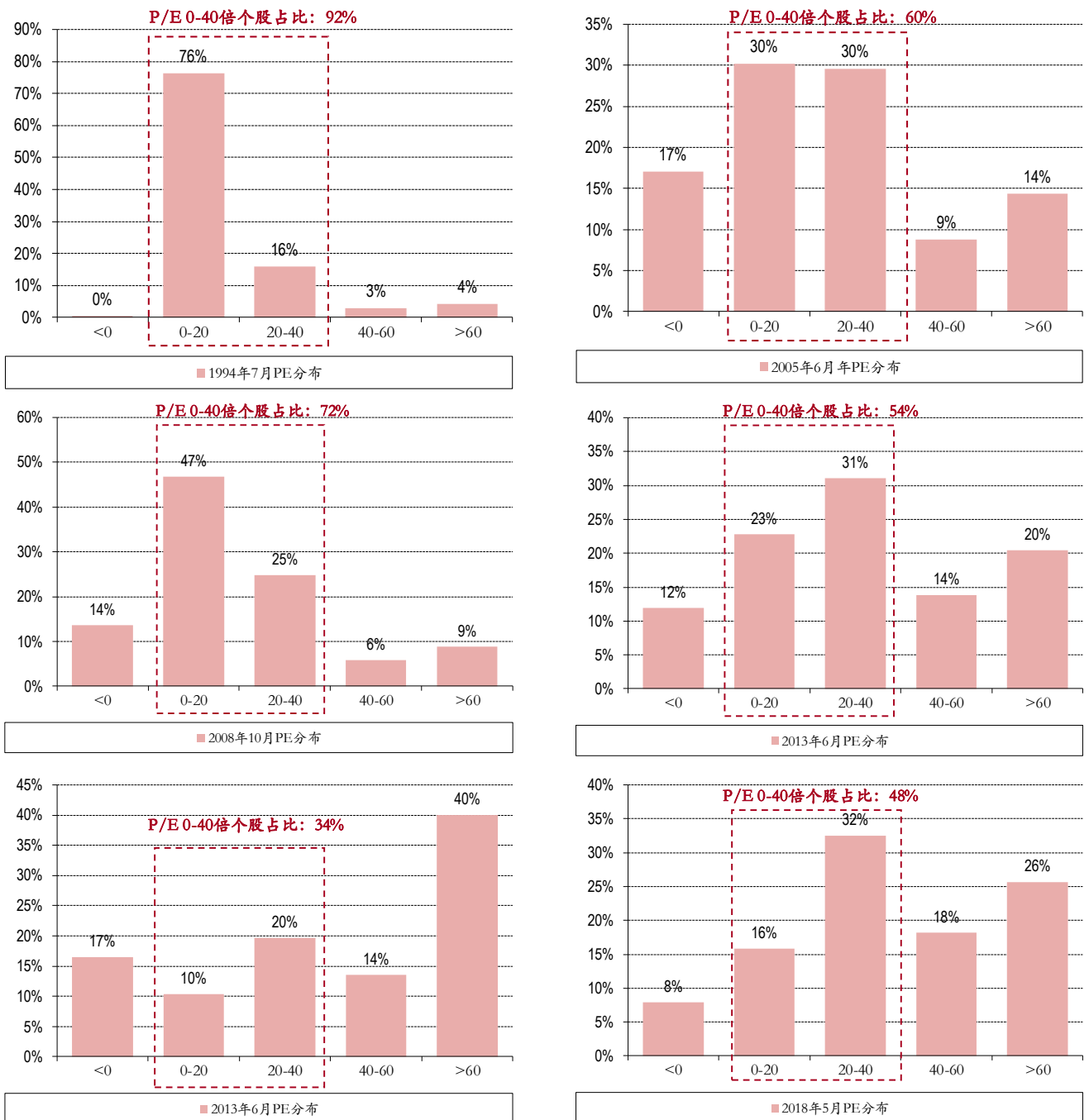
資料來源：萬得，中銀證券

市場底部與估值底部基本重合

從估值底部的具體分布來看，市場底部時低估值個股占比較高，0-40x 估值的個股比重為：92%、60%、72%、54%和 34%，估值大于 60x 的個股比重較低，分別為：4%、14%、9%、20%和 40%。2016 年是個例外，從圖 4 可以發現，市場底部與估值底部并不重合。結合業績情況來看，2015 年 Q3 業績增速出現下滑（12.2%），但在 2016 年 Q2 就見底了（-8.1%），持續時間不到一年，市場未有時間充分調整估值，再加上年初是市場對經濟和業績分歧最大的時點，難以形成一致悲觀或樂觀的預期，所以 2016 年市場底部時估值較高。

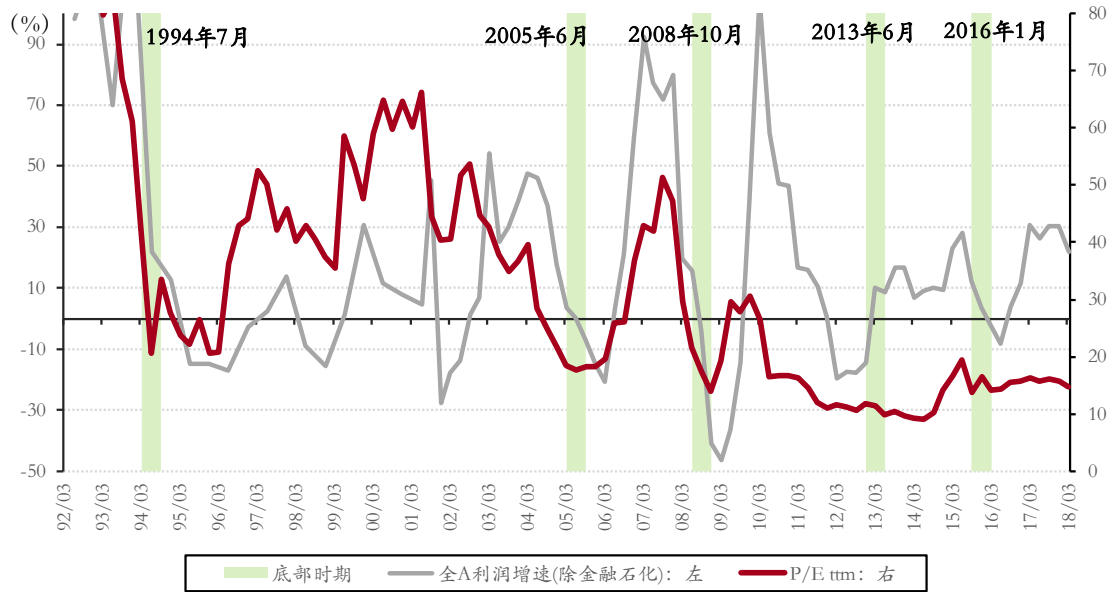
截至 2018 年 5 月 30 日，P/E 高于 60x 的個股數量占比為 26%，雖較 2016 年 1 月的 2,638 點時下降了 14%，但高于歷史上其它低點。

圖表 3. 歷次市場底部時期 A 股估值的分布



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 16 年估值未見底，此前市場、業績、估值底部均重合



資料來源：萬得，中銀證券

底部時投資者情緒見底復蘇，并常伴 IPO 暫停

換手率反映的是市場流動性與投資者交易情緒，1993 年至 2000 年，股票市場的投機氛圍較重，交易異常頻繁，日換手率平均值為 11.14%，且經常出現高于 100% 的情況，2000 年至今，隨著公募基金等機構投資者數量不斷增加，股市的換手率逐漸趨于穩定，平均值為 1.58%。

通常，市場底部的換手率也較低，歷次市場見底期間的平均換手率分別為：9.42%、1.23%、1.03%、1.01%和 1.22%，但換手率的見底有時早于市場，如 2008 年 10 月，以及在牛市後期，換手率就已經達到最高點并逐步下行，這說明換手率對市場走勢有一定的預示作用。

最近一年，換手率平均值為 1.07%，最近一個月的換手率平均值為 0.90%，從 2015 年 6 月的高點回落後一直在低位震蕩。

圖表 5. 換手率的提升有時預示市場走出底部



資料來源：萬得，中銀證券

IPO 融資金額反映了股票發行對二級市場資金分流的影響程度，歷次市場底部前 18 個月 IPO 融資金額/流通市值分別為：108.6%、4.6%、16.0%、1.3%、1.2%，對資金存在分流效應。此外，市場底部時，常伴隨 IPO 融資金額驟減甚至 IPO 暫停。歷史上共有 8 次 IPO 暫停，暫停後市場大多情況下上漲，僅有 1995 年 7 月、2001 年 7 月和 2004 年 8 月略有下跌，但幅度也在 15% 以內。而 8 次 IPO 重啟後，僅有 1996-2001、2006-2008 年，2014 年出現牛市的大幅上漲，其餘階段均為下跌，幅度為 10-20% 左右。

自 2017 年以來，監管層持續推進 IPO 的常態化，審核周期也大幅縮短，二級市場股票供給穩步提升，對存量股票形成了資金分流，尤其是 2018 年 5、6 月，藥明康德、工業富聯、寧德時代等較大市值公司陸續上市，以及中國人保也即將登陸 A 股，在震蕩和下跌的市場中，大市值股票的上市對資金的虹吸效應將更加明顯。

圖表 6. 市場的底部多伴隨著 IPO 的暫停

股市的歷次底部	底部	時間	IPO 是否暫停	暫停時長	前 18 個月
					IPO 募資金額/A 股流通市值 (%)
1	340	1994/7/28	是	陸續暫停 3 次，每次 5-6 個月	108.6
2	1,034	2005/6/6	是	12 個月	4.6
3	1,772	2008/10/28	是	8 個月	16.0
4	1,960	2013/6/25	是	14 個月	1.3
5	2,736	2016/1/27	否	-	1.2

資料來源：萬得，中銀證券

市場底也是經濟底，降低基準利率能幫助市場走出底部

歷次的市場見底前，宏觀經濟均出現了負面因素，但比股票市場更晚見底。如 1994 年 7 月的市場底部，當時中國經濟出現“過熱”，通貨膨脹率高企，國家採取緊縮手段，大幅提高存款利率，市場下跌至底部，而隨著 CPI 的見頂回落，市場也逐漸走出了底部。2005 年 6 月，股票市場和 CPI 幾乎同時見底，但是股票市場比 CPI 更早就出底部，2008 年 10 月也是類似的情況。2013 年 6 月和 2016 年 1 月，市場見底時，經濟增速也處於底部，但當市場走出底部緩慢回升時，GDP 和 CPI 依舊未走出低位。

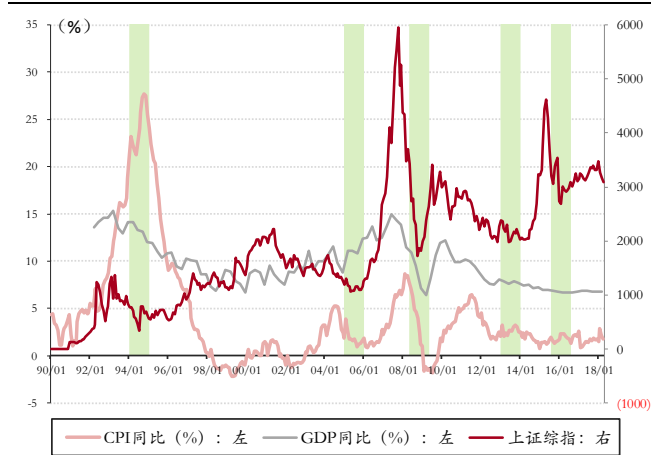
市場見底時，基準利率都處於同期較低的水平。歷次底部時基準利率分別為：10.98%、2.25%、2.25%、3.00% 和 1.50%，而且在 2008 年 10 月、2013 年 6 月以及 2016 年 1 月，市場低迷時還伴隨著基準利率的降低，幫助市場走出底部。

圖表 7. 市場底部的宏觀經濟運行狀況與基準利率水平

股市的歷次底部	底部	時間	GDP (%)	CPI (%)	基準利率 (%)	是否基準利率降低
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
當前	3,041	2018/5/30	6.8	1.5	1.5	否

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 8. 上證綜指與 GDP 和 CPI



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 9. 上證綜指與一年期存款利率



資料來源：CEIC，中銀證券

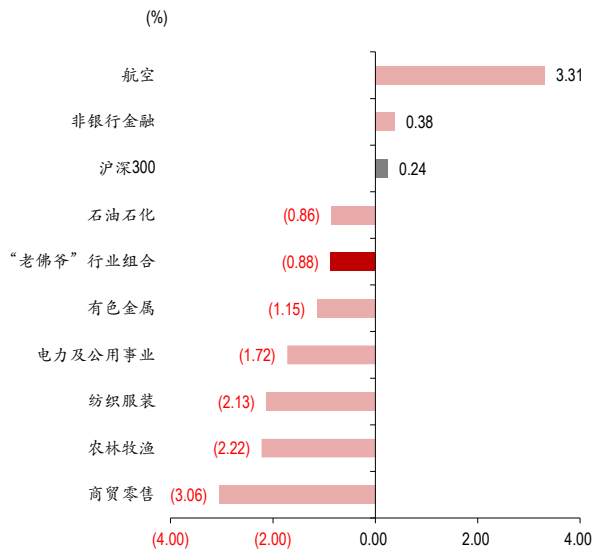
綜上，我們概括出歷史上 5 次市場見底的特徵為：1) 指數平均下跌 60%、2) 估值平均回落 72%、3) 高估值個股比重低、4) IPO 融資減少甚至暫停、5) 宏觀經濟見底、6) 基準利率位于低位甚至有降息。

建議關注組合跟踪：“老佛爺”組合淨值為 1.17

組合回顧：行業組合低于市場，個股組合低于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益為-0.23%，表現低于市場 1.12%；“老佛爺”個股組合絕對收益-0.23%，表現低于市場 0.47%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.17。

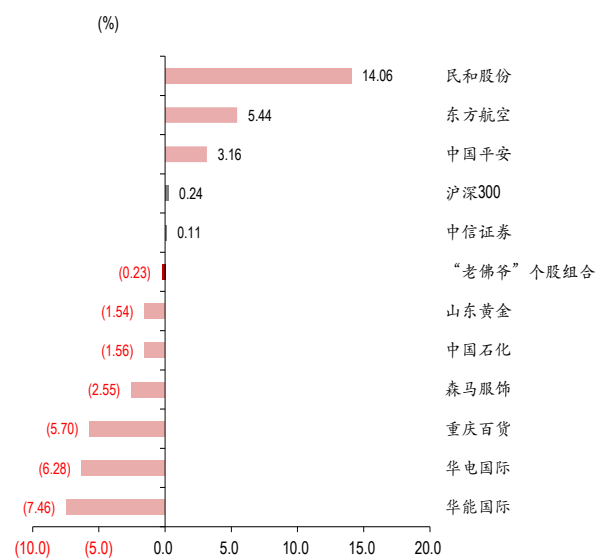
風險提示：重點需要關注美元升值、美國 6 月 15 日公布對中國價值 500 億美元商品徵收 25%關稅的商品清單、債務違約風險等因素造成的市場過快下行。

圖表 10. 上周“老佛爺”行業組合表現



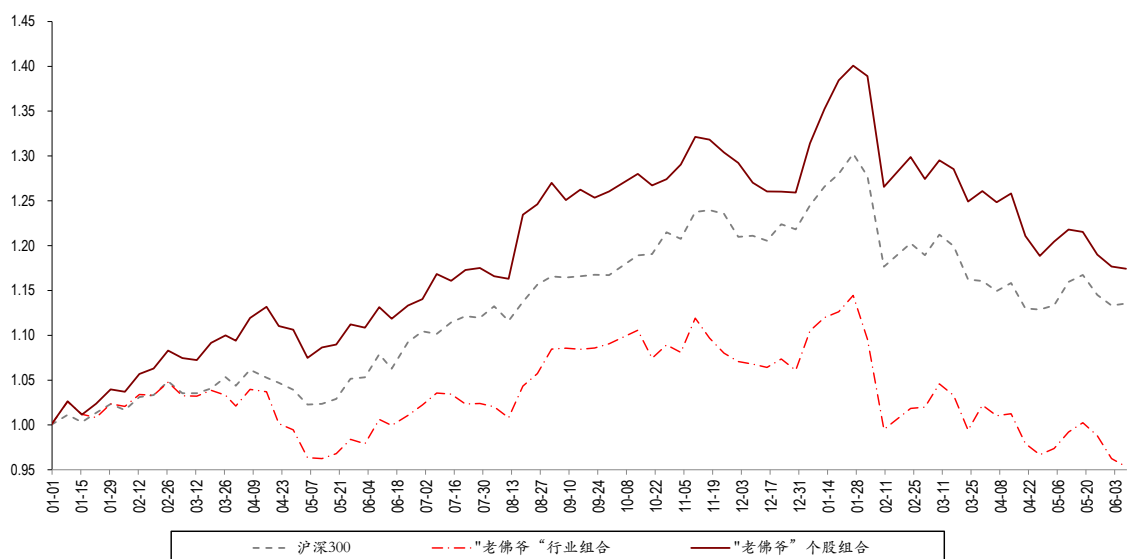
資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 11. 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 12. “老佛爺”組合表現（累計值）

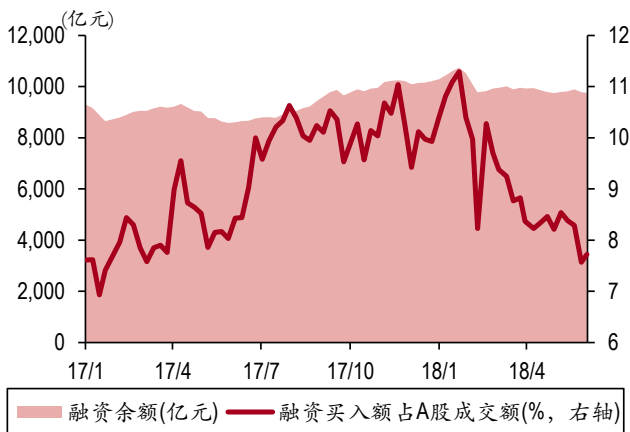


資料來源：萬得，中銀證券

市場重要變化：北上資金持續流入，漲跌停比升至 1 以上

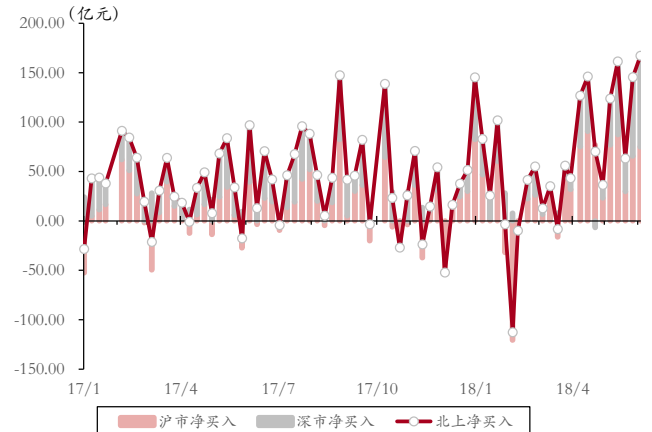
場內杠杆小幅下降，市場交投有所回暖，杠杆資金增倉意願下降。本周市場走勢波動較小，我們跟蹤的情緒指標多數呈現走高迹象。其中，場內杠杆資金方面，兩市融資餘額來到了 9,754.81 億元，環比 (-0.32%)，在上周杠杆資金規模大幅縮水後繼續下滑，單周環比下降 31.06 億；融資買入成交額占全市場成交占比為 7.72%，環比 (+1.98%)。

圖表 13. 兩市融資餘額小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

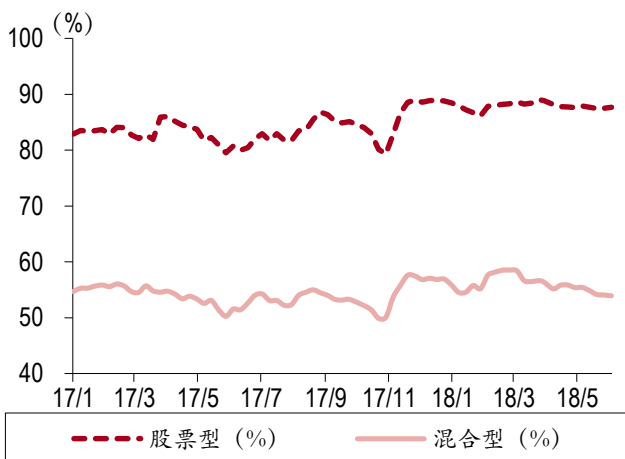
圖表 14. 北上資金受 A 股納入 MSCI 指數影響持續增加



資料來源：萬得，中銀證券

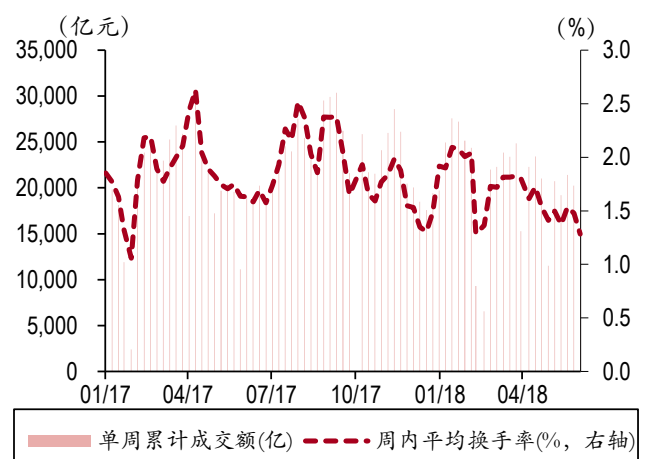
北上資金本周受 A 股納入 MSCI 指數影響，全周資金流入規模持續增加，總規模增速放緩。本周陸股通合計淨流入 167.14 億元（前值 145.49 億），環比增量 21.65 億（前值 82.34 億），外資市場連續第二周呈持續強勢流入態勢，但增速相比上周放緩。其中滬股通淨流入 74.89 億元（前值 65.65 億），環比增量 9.24 億；深股通淨流入 92.25 億元（前值 79.84 億），環比增量 12.41 億。

圖表 15. 權益類基金倉位小幅上升



資料來源：萬得，中銀證券

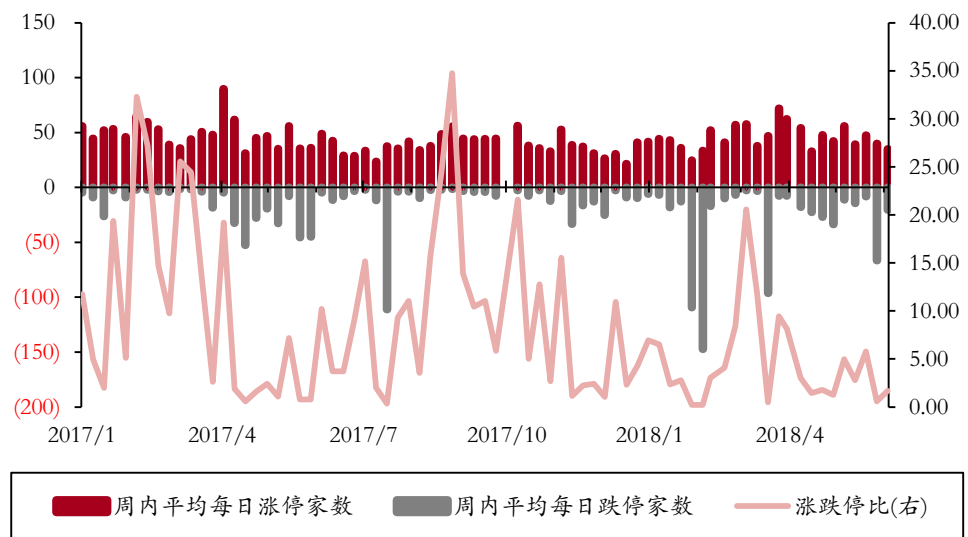
圖表 16. 上周全市場換手率小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

股票型基金倉位連續第二周小幅上升，混合型基金倉位連續第二周小幅下降。機構倉位方面，本周權益型基金倉位總體變化不大，略有上升。具體地，股票型基金最新倉位 87.70%（環比增量+0.17%），混合型基金最新倉位 53.92%（環比增量-0.14%），機構投資者對混合型基金的信心在逐漸消磨。

圖表 17. 漲跌停比顯示本周市場情緒回暖，比值回升到 1 以上



資料來源：萬得，中銀證券

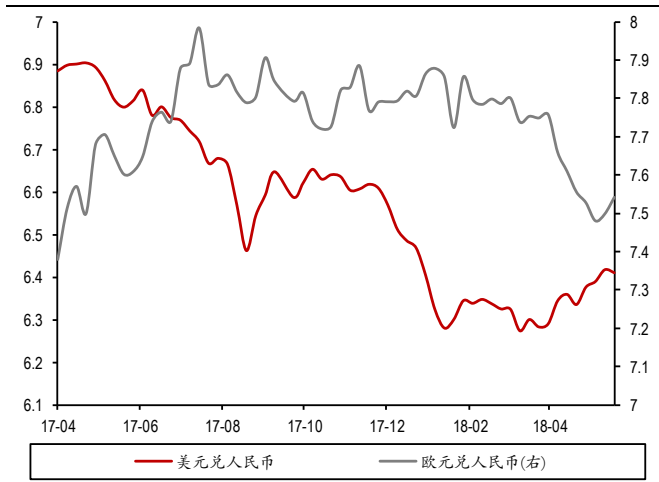
市場換手率下降至 **1.28%**，漲跌停比例上升至 **1.69**。本周市場成交情況有所回暖，雖然全市場自由流通換手率下降至 1.28%（前值 1.48%），下降了 0.2 個百分點，但是市場交易較為穩定。反觀打板情緒方面，全周市場漲跌停比大幅反彈，上升至 1.69（前值 0.60），上漲了 1.09 個百分點，回升到 1 以上，全周漲停數量超過跌停數，該指標顯示市場交易情緒轉暖。

宏觀重要變化：進口再超預期，PPI 繼續回升

人民幣止住反彈，利率小幅走升。本周，人民幣對美元小幅反彈 0.1%，短期止住近幾周的頹勢，主因歐元區結束 QE 預期增強，美元指數有所走弱。人民幣對歐元貶值 0.6%，歐元階段性企穩走強。經過月末的資金緊張局面後，本周流動性有所寬鬆，十年期國債收益率小幅上升 2.5 個基點，信用利差收窄 3 個基點。6 月關注美聯儲加息決議，市場預期今年內將第二次加息，國內利率與人民幣匯率或繼續承壓。

PPI 繼續回升，出口再超預期。5 月 PPI 同比增 5.4%，較 4 月上升 1 個百分點，連續兩個月回升，石油價格走高推升上游石油石化產業鏈相關價格，化工行業價格全面復蘇，此外去年 5 月是年內低點形成基數效應。5 月 CPI 同比增 2.5，較 4 月回落一個百分點，保持相對平穩，結構來看，豬肉價格拖累食品分項，交運燃料因油價影響成為拉升主力。5 月人民幣計價出口同比增 3.2，前值 3.7%，進口同比增 15.6%，前值 11.6%，今年以來進口增速整體好於出口，淨出口對經濟拉動大概率減弱。

圖表 18. 人民幣匯率小幅反彈



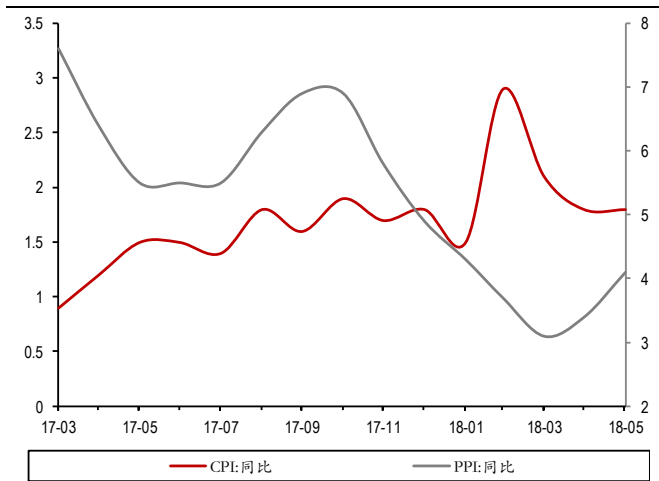
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 19. 信用利差略微收窄 (%)



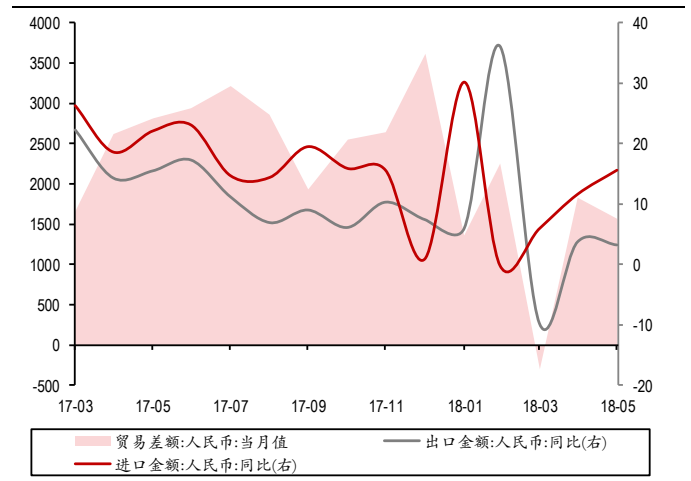
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 20. CPI 平穩，PPI 連續兩月反彈 (%)



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 21. 進口再超預期 (%)



資料來源：萬得，中銀證券

行業重要變化：鋼鐵價格回升放緩

發電耗煤環比大幅回落。6月第2周，WTI原油期貨價格繼續回落，均價收報65，周跌幅2.7%，增產預期仍在發酵。秦港煤炭庫存大幅上升11.4%，六大集團發電耗煤環比下降10.3%，5月超強需求有收斂迹象。鋼鐵社會庫存繼續下降3.7%，鋼價上升1%，連續兩周反彈。水泥價格指數回調0.3%，夏季高溫下游需求收縮。化工品方面，受限產等影響，尿素價格上漲1.1%。

圖表 22. 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	(2.7)	(5.4)	(7.4)
	EIA 全美庫存	千桶	436,584	0.5	(0.8)	0.7
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	585	0.0	0.0	0.9
	秦港煤炭庫存	萬噸	588	11.4	1.0	16.8
	發電集團日均耗煤	萬噸	19	(10.3)	(3.2)	(0.9)
有色	LME 銅	美元/噸	7,178	4.8	(0.6)	4.5
	COMEX 黃金	美元/盎司	1,301	(0.3)	0.4	(1.2)
	電池級碳酸鋰	元/噸	139,800	(1.1)	(1.2)	(3.7)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	154	1.0	0.4	1.1
	礦價綜合指數	\	72	0.7	(0.5)	(0.2)
	主要城市鋼材庫存	萬噸	1,036	(3.7)	(5.1)	(18.4)
建材	水泥價格指數	\	143	(0.3)	0.2	0.5
	玻璃價格指數	\	1,187	0.1	0.4	0.0
化工	尿素:山東	元/噸	2,041	1.1	(1.0)	2.1
	天然橡膠:上海	元/噸	10,900	(1.4)	(1.6)	(0.2)
	聚氯乙烯 PVC:華東	元/噸	2,150	0.0	0.0	0.0
	PTA:期貨	元/噸	5,704	0.0	(1.7)	0.0

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