



## 策略周报

### 反弹空间有多大，反弹之后买什么

见底后3个月平均上涨17%；成长与周期弹性最佳。

- **见底之后的三个月，指数平均反弹17%，中小创弹性更高。**2000年以来，A股市场四次市场底部出现后，第一个月内，各宽基指数一般会出现-1%到10%左右的反弹，平均涨幅4.4%，第二个月内，一般会出现8%到13%左右的反弹，平均涨幅10.2%，第三个月内，大多数指数反弹非常明显，幅度在9%到24%，平均反弹17%，在底部形成后的三个月，中小创的弹性始终更高。
- **成长是反弹短期的领头羊，周期是反弹中期的佼佼者。**成长类行业：传媒、计算机、通信，与周期类行业：电气设备、建筑材料、有色金属，在底部形成后的各个阶段涨幅均位居前列。从时间的持续性来看，成长行业在短期的反弹势头更猛，但反弹3个月之后涨势开始放缓，周期行业反弹势能更持久。此外，休闲服务与农林牧渔行业中期来看也能取得不错的反弹收益。
- **市值越小、超跌越多，反弹幅度越大、持续时间越长。**按照每次底部时全部A股的市值、估值、ROE以及底部前期下跌程度，我们对当时所有股票进行分类，来研究不同分组股票的反弹规律，发现：1) 市值越小的反弹力度最大；2) 前期超跌个股反弹力度最大。而且，这两条规律在反弹的初期并不明显，即反弹初期，各分组的个股呈现出普涨，但时间越长，小市值和前期超跌个股的反弹动能越明显。此外，0-20x PE的个股在反弹中表现不佳，ROE与反弹表现无显著关系。
- **关注中小市值、成长与周期板块中的价值龙头。**当前的市场风格与几次历史底部有所不同。2018年二季度以来，金融风险 and 贸易冲突等地缘政治风险的显性化压制了市场风险偏好，推动市场重估，因此在投资理念上，投资者更看重估值和业绩增长，这是当前市场与历史底部时期的重要不同点，因此，对于反弹中行业与个股的选择，我们建议投资者关注中小市值、成长与周期板块中的价值龙头，中期来看金融地产依然是市场的中坚力量。
- **一周重要变化：进出口走弱，社融延续低迷。**市场方面，两市融资余额来到了8,941亿元，环比(-0.52%)，杠杆资金规模连续第七周下滑，融资余额再创年内新低；北上资金情绪持续回暖，全周资金净流入规模小幅上升，整体呈流入趋势；股票型基金仓位和混合型基金仓位均小幅上涨；当周市场换手率小幅下降至1.42%，涨跌停比例大幅上升至3.30。宏观层面，人民币小幅反弹，信用利差继续走阔。PPI涨幅超预期，出口与社融延续低迷。行业层面，原油大幅回调，有色整体疲弱。
- **风险提示：经济下行超预期，中报业绩暴雷公司数量超预期。**

## 底部后三个月指数平均反弹 17%

见底之后前三个月，多数指数出现明显反弹，中小创弹性更高。2000年以来，A股市场共出现了四次底部，分别是2005年6月6日的998点，2008年10月28日的1,665点，2013年6月25日的1,850点，以及2016年1月27日的2,638点。我们统计了这四个历史性底部形成之后市场的走势，发现底部后1个月、2个月、3个月的各大宽基指数走势都存在一些内在的规律：

**底部形成后的一个月内，一般会出现-1%到10%左右的反弹，平均涨幅4.4%，并且中小创弹性更高。**底部形成之后的一个月内，各大宽基指数的一个月后的平均涨幅分别为-1.0%、9.6%、8.0%、1.1%，并且从宽基指数的内部结构来看，大多数时候中小创的1个月反弹幅度更高一些，弹性更强。

**底部形成后两个月内，一般会出现8%到13%左右的反弹，平均涨幅10.2%，并且多数时候中小创弹性更高。**底部形成之后的两个月内，反弹区间在8%到13%之间，各大宽基指数的2个月后的平均涨幅分别为7.7%、11.6%、12.5%、9.1%，中小创的底部2个月反弹幅度依旧更高。

**底部形成后三个月内，大多数指数反弹非常明显，反弹幅度在9%到24%，平均反弹17%，中小创依旧弹性略高。**底部形成之后的3个月内，所有指数都会明显反弹，3个月反弹区间在9%到24%之间，各大宽基指数的3个月后的平均涨幅分别为14.2%、23.8%、21.2%、8.6%，并且大多数时候中小创依旧弹性略高。

图表 1. 过去四次历史底部前后 1-3 个月的各宽基指数走势

	底部后 30 天涨幅					底部后 60 天涨幅					底部后 90 天涨幅				
	2005	2008	2013	2016	平均	2005	2008	2013	2016	平均	2005	2008	2013	2016	平均
上证综指	0.4	5.6	2.6	1.2	2.5	9.1	4.5	5	8.1	6.7	15.6	12.4	12.7	8	12.2
深证成指	(1.1)	13	4.6	1.6	4.5	11.7	4.5	9	9.1	8.6	10.5	19.1	15.6	8	13.3
创业板指	-	-	17.6	0.9	9.3	-	-	23.9	10.1	17.0	-	-	34.9	7.5	21.2
上证 50	2.6	4.2	(0.3)	0.1	1.7	13.3	4.7	2.6	8.7	7.3	15.6	13.6	9.6	9.8	12.2
沪深 300	0.7	7.3	2.7	0.6	2.8	10.1	9.2	5.6	8.2	8.3	13.6	19.2	12.9	8	13.4
中证 500	(4)	12.1	8.5	2.4	4.8	1.2	20.8	12.7	9.5	11.1	13.6	36.3	21.3	9.1	20.1
中证 1000	(4.5)	15.3	10.2	2.7	5.9	0.7	26	16.2	11.1	13.5	16.2	42.4	24	11.5	23.5
创业板 50	-	-	18.1	(0.7)	8.7	-	-	25.2	8.2	16.7	-	-	38.2	6.5	22.4
平均	(1)	9.6	8	1.1	4.4	7.7	11.6	12.5	9.1	10.2	14.2	23.8	21.2	8.6	17.0

资料来源：万得，中银证券

从行业分布来看，成长是反弹短期的领头羊，周期是反弹中期的佼佼者。我们对底部后 1 个月、2 个月、3 个月以及半年内各行业的涨跌幅排名计算均值，发现成长类行业：传媒、计算机、通信，与周期类行业：电气设备、建筑材料、有色金属，在底部形成后的各个阶段涨幅均位居前列。其中，传媒行业在四个阶段的涨幅分别为 15%、23%、35%和 33%，计算机是 9%、20%、26%和 34%，周期中的电器设备是 10%、21%、30%和 43%，有色金属是 8%、13%、22%和 42%，建筑材料是 11%、15%、27%和 41%。由此可见，成长行业在短期的反弹势头更猛，但反弹 3 个月之后涨势开始放缓，中期来看，周期行业反弹势能更加持久。此外，我们还发现，休闲服务与农林牧渔行业虽然涨幅不多，但也几乎每次都出现反弹的前十行业中，中期来看也能取得不错的反弹收益，休闲服务在底部后半年涨幅 32%，农林牧渔 26%。

图表 2.4 次底部后的行业反弹情况

底部后一个月		底部后两个月		底部后三个月		底部后半年	
行业	涨幅 (%)	行业	涨幅 (%)	行业	涨幅 (%)	行业	涨幅 (%)
传媒	14	传媒	23	传媒	35	电气设备	43
建筑材料	11	电气设备	21	电气设备	30	国防军工	42
电气设备	10	计算机	20	建筑材料	27	有色金属	42
通信	10	通信	17	计算机	26	建筑材料	41
计算机	9	休闲服务	15	国防军工	26	汽车	36
公用事业	8	建筑材料	15	休闲服务	24	家用电器	35
有色金属	8	商业贸易	14	商业贸易	22	计算机	34
房地产	8	有色金属	13	有色金属	22	传媒	33
食品饮料	6	电子	13	汽车	21	休闲服务	32
休闲服务	6	农林牧渔	12	农林牧渔	19	通信	32
汽车	5	食品饮料	12	纺织服装	19	农林牧渔	26

资料来源：万得，中银证券

## 什么样的个股反弹更多？

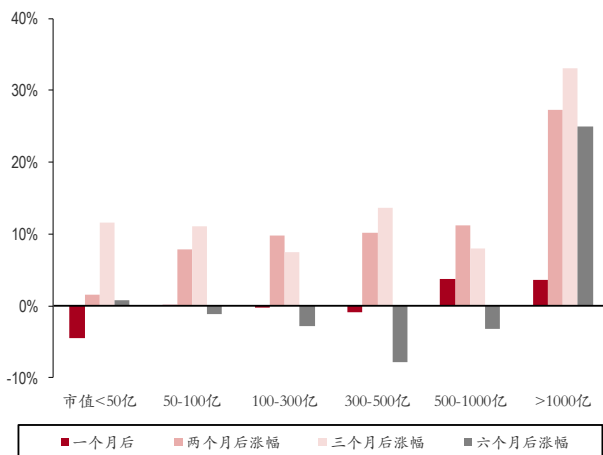
我们按照每次底部时点，全部 A 股的市值、估值、ROE 以及底部前期下跌程度，对当时所有股票进行分类，来研究不同类型股票的反弹规律。

**市值越小的反弹力度最大。**将市值从小到大分为：**【<50 亿】**、**【50-100 亿】**、**【100-300 亿】**、**【300-500 亿】**、**【500-1000 亿】**和**【>1000 亿】**六个分组，我们发现除了 2005 年 6 月的底部，其余 3 次底部中，都呈现出市值越小，反弹程度越大的规律，**【<50 亿】**分组在底部后的半年内累计涨幅分别为 100%、24%、36%。而且，这一规律在反弹的初期并不明显，即见底后的第一个月，各个市值区间的股票涨幅甚为相近，但时间越长，**【<50 亿】**分组的反弹优势越明显。

在上文中提到反弹中表现突出的成长（传媒、计算机）与周期行业（电气设备、建筑材料、有色金属），市值的中位数均低于 65 亿，行业内市值低于 50 亿的个股接近半数，这也印证了市值因子对反弹强度的贡献。

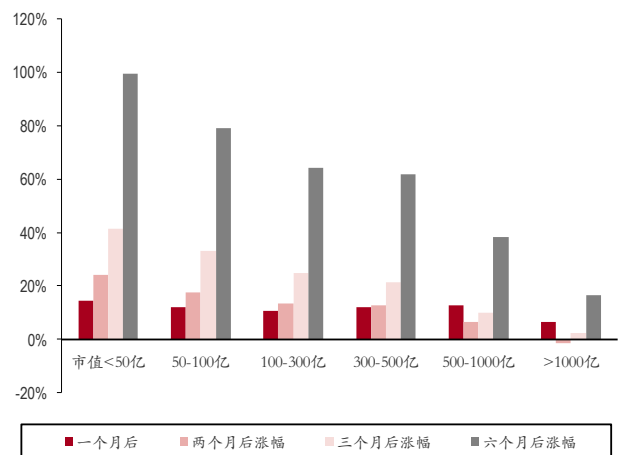
对于 2005 年市场底部与其它三次的不同，我们认为这与 2005 年底部的较为特殊的成因有关，2005 年 4 月 29 日，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革的试点工作，这引发了市场对大量国有非流通股难以被消化的担忧，形成了大跌，而随着股权分置改革的解决，A 股开启了长达两年的制度性牛市，以大中型企业、国有企业为主要构成的上证综指上涨了约五倍，所以在这次的底部后，上涨的主要是大市值股票。

图表 3. 2005 年 6 月底部后不同市值分组的涨幅



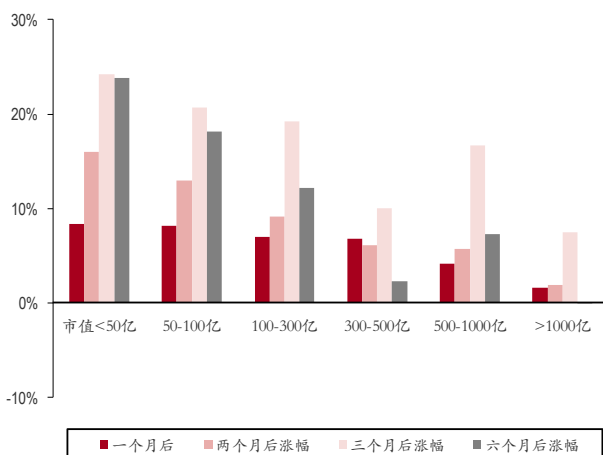
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2008 年 10 月底部后不同市值分组的涨幅



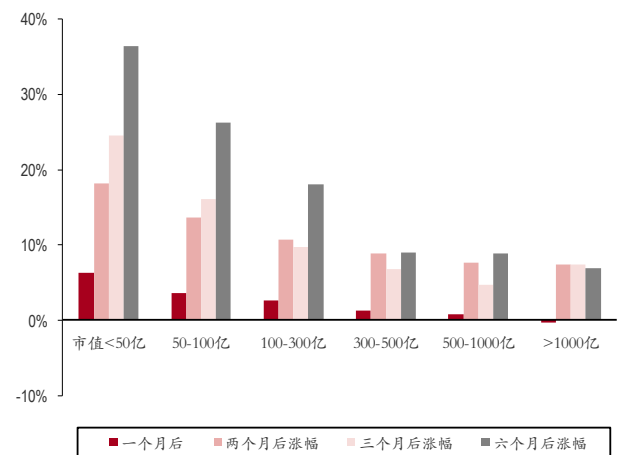
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2013 年 6 月底部后不同市值分组的涨幅



资料来源：万得，中银证券

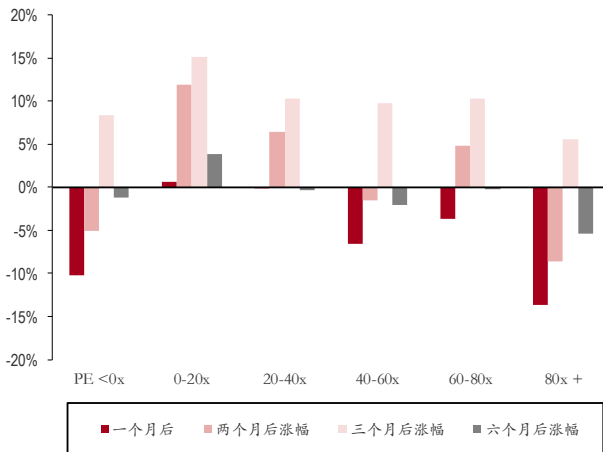
图表 6. 2016 年 1 月底部后不同市值分组的涨幅



资料来源：万得，中银证券

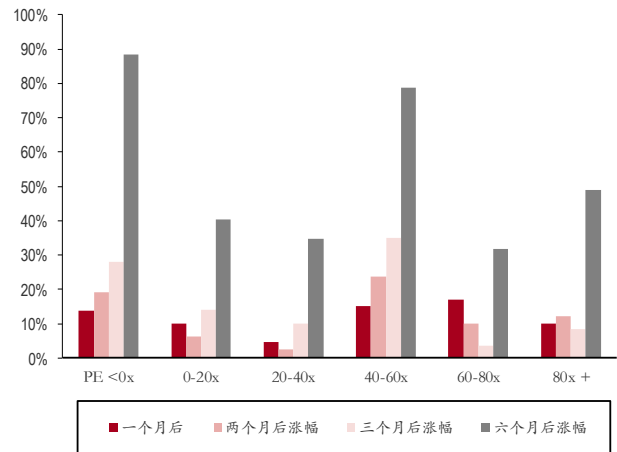
0-20x PE 的个股表现不佳。将估值 (PE ttm) 从低到高分分为：【<0x】、【0-20x】、【20-40x】、【40-60x】、【60-80x】和【>80x】六个分组，我们发现这六个分组在反弹过程中的表现没有明显差异，但是【0-20x】分组的反弹表现普遍弱于其它分组，所以说估值绝对水平较低的个股在反弹中期并不一定能获得较高的超额收益率。

图表 7. 2005 年 6 月底部后不同估值分组的涨幅



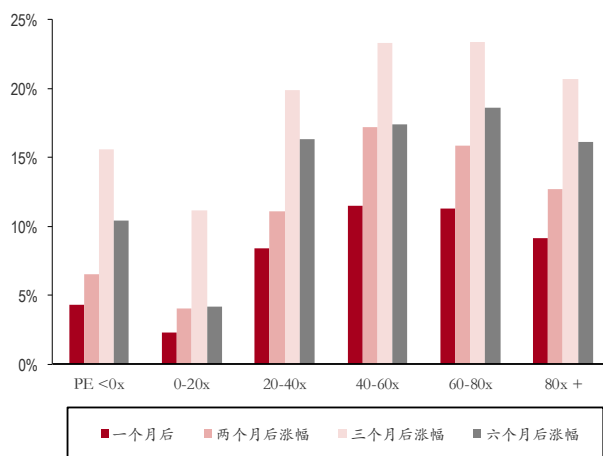
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2008 年 10 月底部后不同估值分组的涨幅



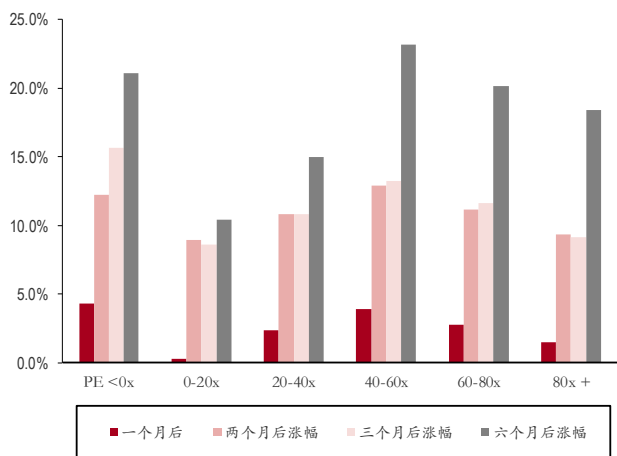
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2013 年 6 月底部后不同估值分组的涨幅



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2016 年 1 月底部后不同估值分组的涨幅

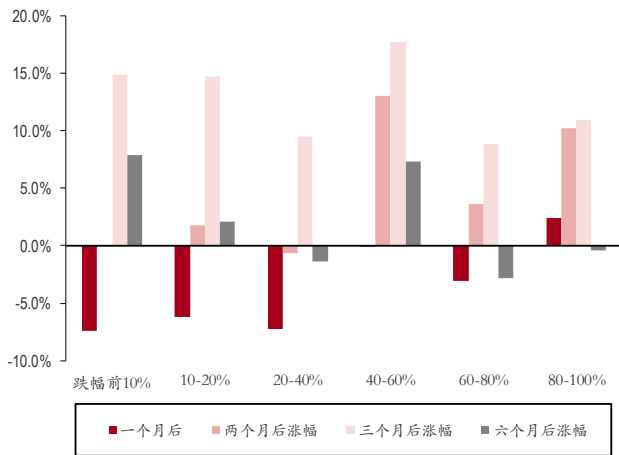


资料来源：万得，中银证券

ROE 与反弹力度没有直接关系。我们将 ROE 从低到高分为：【<0%】、【0-5%】、【5-10%】、【10-15%】、【15-20%】和【>20%】六个分组，对比四次底部之后我们发现并没有显著规律，所以此处不对 ROE 做进一步分析。

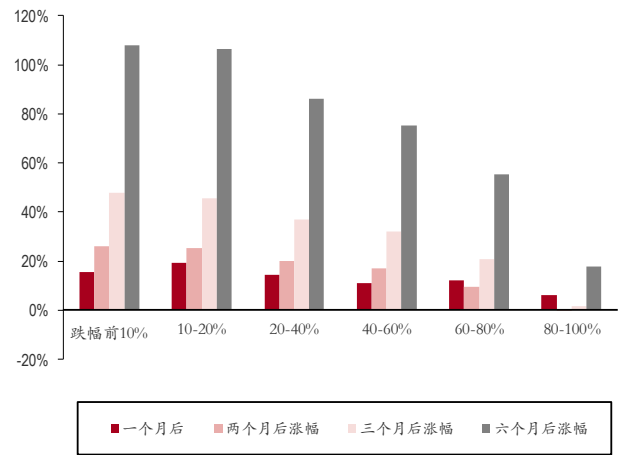
超跌个股在底部后有较好的机会。根据底部前 3 个月的表现，将前期跌幅从高到低分为：【跌幅前 10%】、【10-20%】、【20-40%】、【40-60%】、【60-80%】和【80-100%】六个分组，我们发现【跌幅前 10%】、【10-20%】这两类在反弹过程中的表现最好，即见底前跌幅最大的公司在反弹阶段的涨幅也最大。【跌幅前 10%】分组在底部后 1 个月、2 个月、3 个月和半年内，平均反弹 3.5%、11.7%、22.4%和 34%，【10-20%】分组在底部后 1 个月、2 个月、3 个月和半年内，平均反弹 5.3%、12.2%、23.3%和 36.3%。

图表 11. 2005 年 6 月底部后不同超跌分组的涨幅



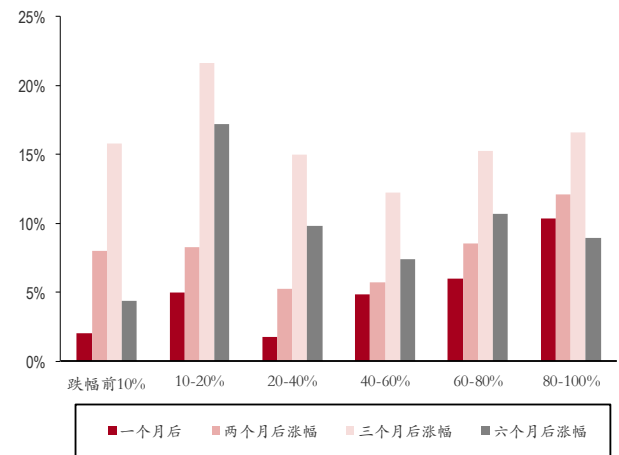
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2008 年 10 月底部后不同超跌分组的涨幅



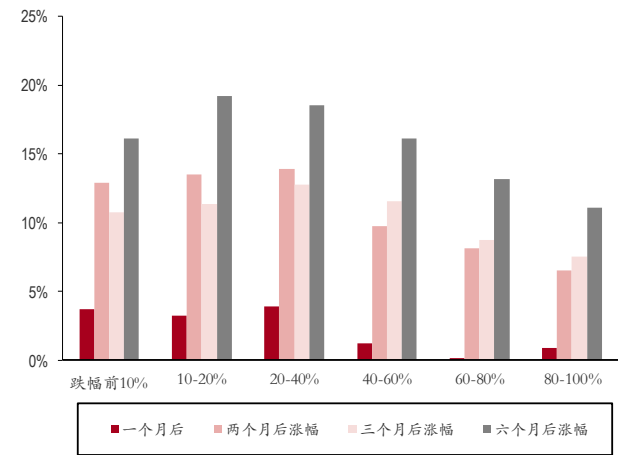
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2013 年 6 月底部后不同超跌分组的涨幅



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2016 年 1 月底部后不同超跌分组的涨幅



资料来源：万得，中银证券

## 关注前期超跌的成长与周期绩优股

我们在上文用市值、估值、业绩以及前期超跌这几个方面分析了市场见底之后各类股票的反弹情况，总结下来发现，市值和超跌因子是决定后期反弹的主要力量：

**市值越小、超跌越多，反弹幅度越大、持续时间越长。**从四次底部后的平均表现来看，在反弹的前期，各个市值分组和超跌分组都有较好的普涨表现（3-5%），内部差异并不大，但是在走出底部1个月之后，市值因子与超跌因子的作用开始显现：

最小市值分组，即市值<50亿的公司，在底部过后半年内的累计涨幅达40%，并且在底部3个月之后，依然保持相对强的涨势（底部后3-6个月内涨幅12%），而最大市值分组，即市值>1,000亿的公司，在底部过后半年内的累计涨幅仅有12%，并且上涨势头在底部3个月之后便偃旗息鼓。

跌幅前10%分组与跌幅10-20%分组，在底部后半年累计涨幅分别达34%、36%，并且这两个分组的股票在底部后3-6个月仍有10%+的涨幅，而对于底部之前跌幅较少的公司，即80-100%分组，在底部后的半年内累计涨幅仅有9%，从持续时间来看，虽然这一分组在底部后的1个月也表现出较好的反弹（5%），但是在3个月之后反弹暂时告一段落（底部后3-6个月内涨幅为0）。

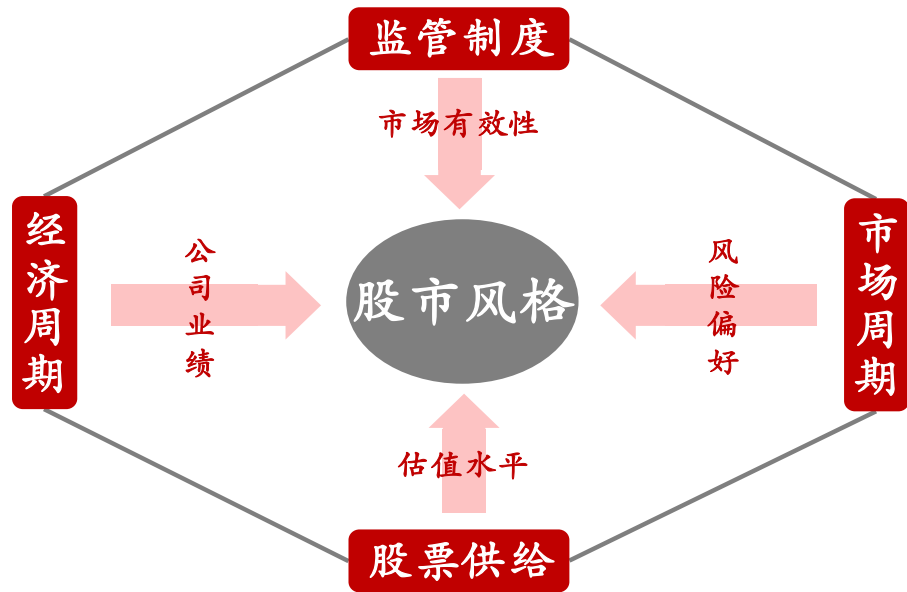
图表 15. 市值因子和超跌因子是决定后期反弹的主要力量

	底部后的累计涨幅 (%)				底部后的区间内涨幅 (%)			
	1个月	2个月	3个月	半年	1个月	1-2个月	2-3个月	3-6个月
市值<50亿	6	15	25	40	6	8	9	12
50-100亿	6	13	20	31	6	7	6	9
100-300亿	5	11	15	23	5	5	4	7
300-500亿	5	9	13	16	5	4	3	3
500-1000亿	5	8	10	13	5	2	2	3
>1000亿	3	9	13	12	3	6	3	0
底部前三个月跌幅前10%	3	12	22	34	3	8	10	10
10-20%	5	12	23	36	5	7	10	11
20-40%	3	10	19	28	3	6	8	8
40-60%	4	11	18	27	4	7	6	7
60-80%	4	7	13	19	4	3	6	5
80-100%	5	7	9	9	5	2	2	0

资料来源：万得，中银证券

**关注中小市值、成长与周期板块中的价值龙头。**虽然历史的经验告诉我们，见底后，市场是小市值与超跌个股的天下，但是当前的市场与历史有所不同。根据我们在2018年年度策略《价值将蔓延》中提出的“股市风格菱形理论”：市场周期、宏观周期、监管政策、股票供给这四个维度决定了股市风格，从而决定了投资者的投资理念。其中，市场周期决定了投资者的风险偏好；经济周期决定了企业的业绩；监管制度决定了市场有效性；股票供给决定了股票稀缺性与估值体系。

图表 16. 股市风格菱形理论



资料来源：万得，中银证券

2016年1月27日2,638的底部以来，选择业绩、偏好价值是投资者主要的理念。而2018年，尤其二季度以来，金融风险 and 贸易冲突等地缘政治风险的显性化压制了市场风险偏好，推动市场重估，在投资理念上，投资者更看重估值和业绩增长，这是当前市场与历史底部时期的重要不同点，因此，对于反弹中行业与个股的选择，我们建议投资者关注中小市值、成长与周期板块中的价值龙头，中期来看金融地产依然是市场的中坚力量。



**图表 17. 当前各行业前三个月跌幅、市值中位数排名与 PE 情况**

行业	前三个月跌幅 (%)	市值中位数 (亿)	PE ttm	业绩增速(%)	
				2018E	2019E
电力设备	(20)	43	13	129	25
通信	(20)	45	2	273	34
房地产	(19)	64	25	141	26
有色金属	(19)	64	11	137	26
机械	(18)	35	9	131	28
国防军工	(18)	71	1	122	25
传媒	(17)	64	8	170	18
建筑	(17)	47	26	63	17
计算机	(15)	50	3	101	29
建材	(14)	43	23	166	15
电子元器件	(14)	54	5	144	34
轻工制造	(14)	40	17	105	26
商贸零售	(14)	53	18	95	14
非银行金融	(13)	258	24	22	20
电力及公用事业	(13)	53	19	100	18
纺织服装	(13)	37	15	92	18
汽车	(12)	43	22	76	15
农林牧渔	(11)	40	4	219	23
煤炭	(11)	84	27	19	5
交通运输	(11)	96	20	60	22
银行	(9)	1223	29	1	9
钢铁	(9)	101	28	105	10
基础化工	(9)	39	16	162	27
家电	(7)	44	21	74	19
石油石化	(4)	69	12	119	18
医药	1	69	7	60	22
餐饮旅游	5	35	6	47	20
食品饮料	9	59	10	99	23

资料来源: 万得, 中银证券

## 宏观重要变化：进出口走弱，社融延续低迷

人民币小幅反弹，信用利差继续走阔。本周，人民币对美元继续贬值 0.6%，一周均值收报 6.69，一度突破 6.7 大关，美元继续强势。十年期国债收益率下降 4 个 BP，收于 3.5 下方，流动性整体宽松，信用利差大幅收窄近 9 个 BP。

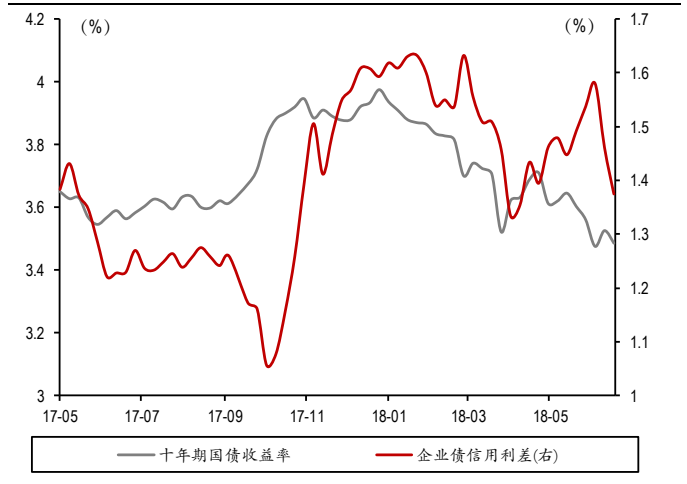
PPI 涨幅超预期，出口与社融延续低迷。6 月 PPI 同比增 4.7%，创年内新高，CPI 同比 1.9%，连续处于 2 以下，出口增速人民币计价同比 3.2%，连续两个月回落，M2 同比 8%，创年内新低，信贷同比多增 3,000 亿元，但表外融资萎缩加速，社融整体同比少增近 6,000 亿元。

图表 18. 人民币与主要货币汇率走势



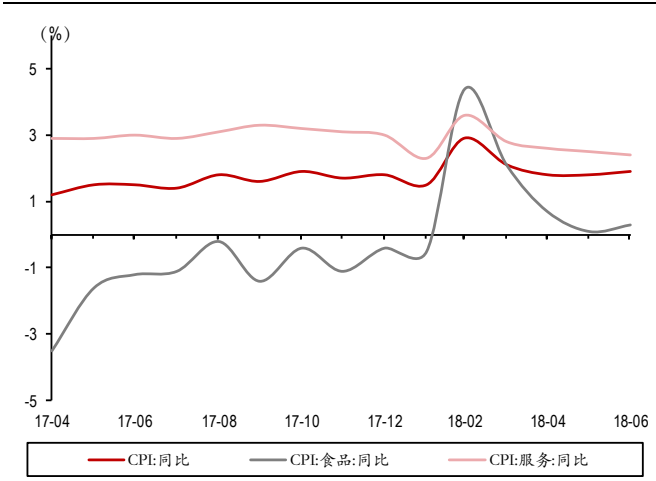
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 十年期国债收益率与信用利差走势 (%)



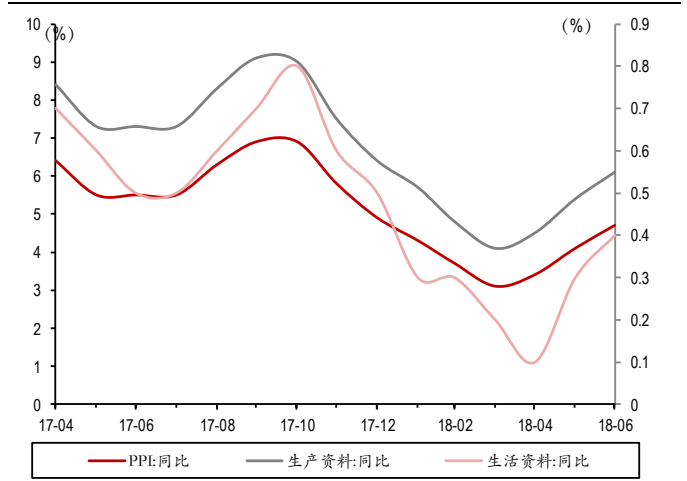
资料来源：万得，中银证券

图表 20. CPI 走势 (%)



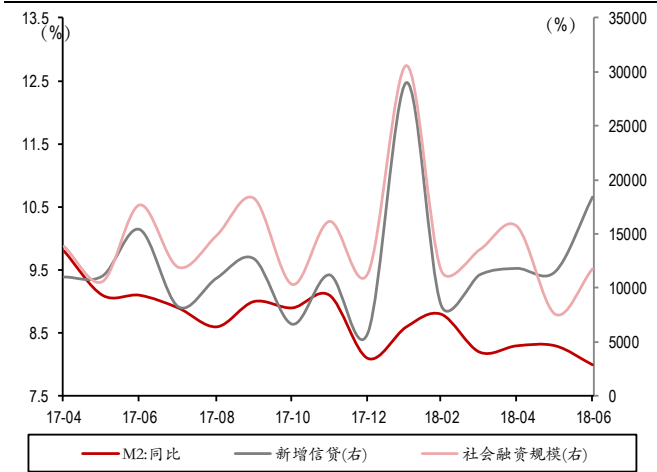
资料来源：万得，中银证券

图表 21. PPI 走势 (%)



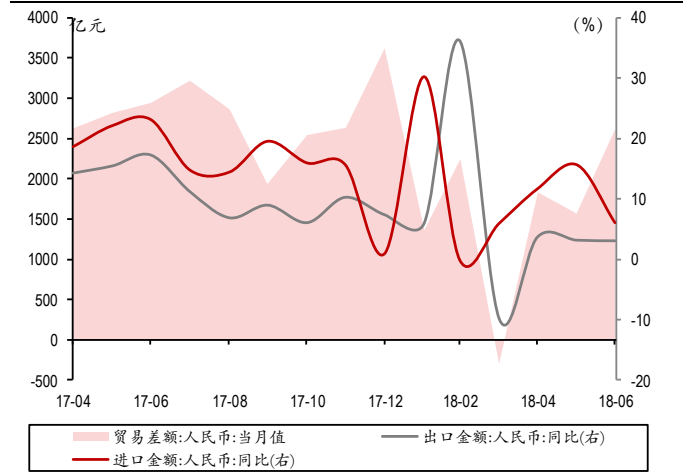
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 信贷与社融走势 (%，亿元)



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 进出口增速走势 (%)



资料来源：万得，中银证券

## 行业重要变化：原油大幅回调，有色整体疲弱

原油大幅回调，有色整体疲弱。6月第二周，油价出现大幅回调，下跌3%，化工品也出现跌幅，尿素、橡胶、PVC价格均下降。上游煤炭价格保持稳定。工业金属、黄金、以及新能源材料继续下跌。钢铁价格微涨，库存再度去化。水泥受高温需求下降影响，连续调整。

图表 24. 中上游主要原材料价格一周变化

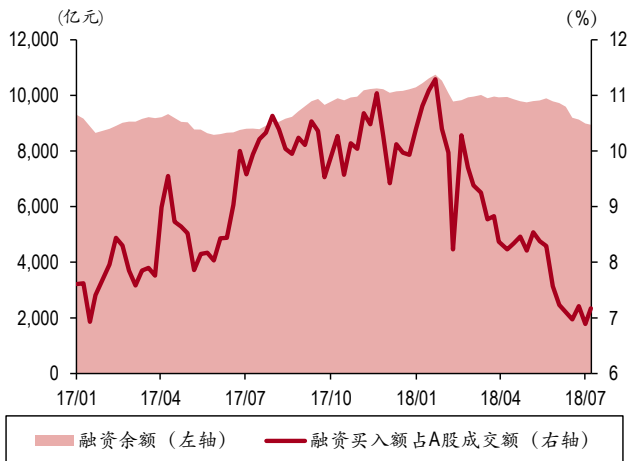
	项目	单位	最新水平	周涨幅(%)	上周涨幅(%)	月涨幅(%)
原油	WTI 原油期货	美元/桶	71.5	(3.0)	2.7	8.2
	EIA 全美库存	千桶	405,248.0	(3.0)	0.3	(6.3)
煤炭	秦港 5500 大卡动力煤	元/吨	590.0	0.0	0.0	0.0
	秦港煤炭库存	万吨	683.3	0.4	3.3	5.8
	发电集团日均耗煤	万吨	20.9	(4.9)	7.3	5.8
有色	LME 铜	美元/吨	6,263.0	(2.5)	(3.7)	(12.6)
	COMEX 黄金	美元/盎司	1,249.4	(0.3)	(0.4)	(3.8)
	电池级碳酸锂	元/吨	128,800.0	(0.9)	(1.3)	(5.6)
钢铁	钢价综合指数	\	153.1	0.4	(0.4)	(1.2)
	矿价综合指数	\	73.0	0.4	0.6	(0.1)
	主要城市钢材库存	万吨	997.0	(1.3)	(1.5)	(0.2)
建材	水泥价格指数	\	140.5	(0.6)	(0.6)	(1.5)
	玻璃价格指数	\	1,182.0	0.2	0.1	(0.3)
化工	尿素:山东	元/吨	2,001.0	(0.7)	(0.9)	(2.2)
	天然橡胶:上海	元/吨	10,030.0	(0.4)	(0.4)	(4.0)
	聚氯乙烯 PVC:华东	元/吨	2,090.0	(7.1)	2.3	(2.8)
	PTA:期货	元/吨	5,907.2	0.7	2.2	3.7

资料来源：万得，中银证券

## 市场重要变化：杠杆资金连续第七周创年内新低

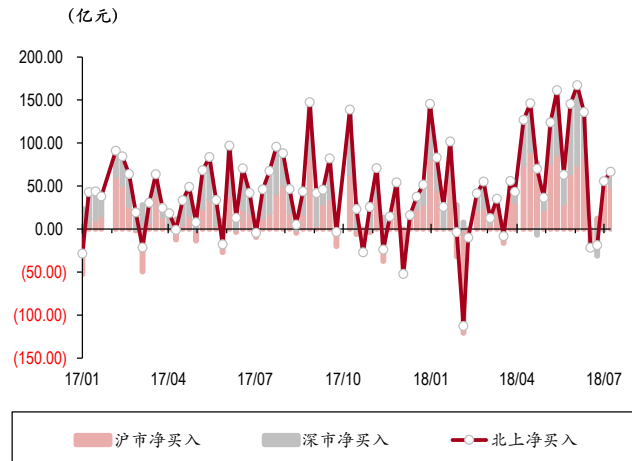
场内杠杆持续下降，杠杆资金增仓意愿下降。场内杠杆资金方面，两市融资余额来到了 8,941.62 亿元（前值 8,988.07 亿元），环比（-0.52%），在上周杠杆资金规模连续第七周下滑，融资余额再创年内新低，单周环比下降 46.45 亿元；融资买入成交额占全市场成交占比为 7.17%，环比（4.06%）。

图表 25. 两市融资余额连续第七周下降



资料来源：万得，中银证券

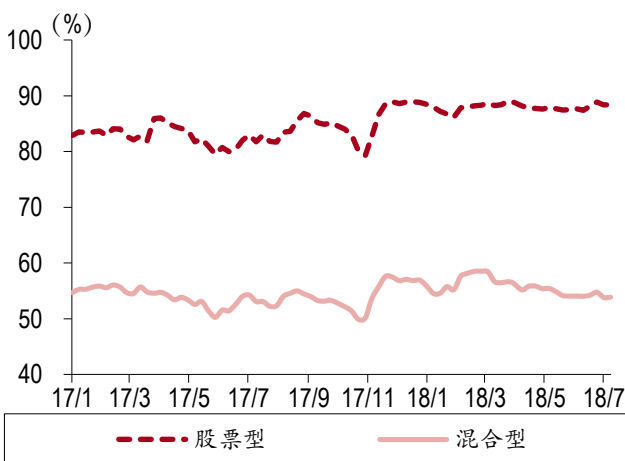
图表 26. 北上资金净流入规模小幅上升



资料来源：万得，中银证券

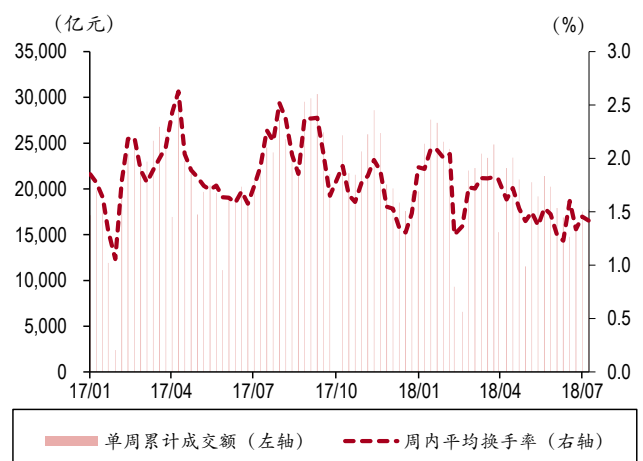
北上资金情绪持续回暖，全周资金净流入规模小幅上升，整体呈流入趋势。本周陆股通合计净流入 66.68 亿元（前值 55.61 亿元），环比增量 11.07 亿元，海外资金呈现回归趋势，北上资金净流入规模小幅上升，整体净流入，环比 19.90%。其中沪股通净流入 50.01 亿元（前值 56.73 亿元），环比增量 -6.72 亿元；深股通净流入 16.67 亿元（前值 -1.12 亿元），环比增量 17.79 亿元。

图表 27. 权益类基金仓位小幅上涨



资料来源：万得，中银证券

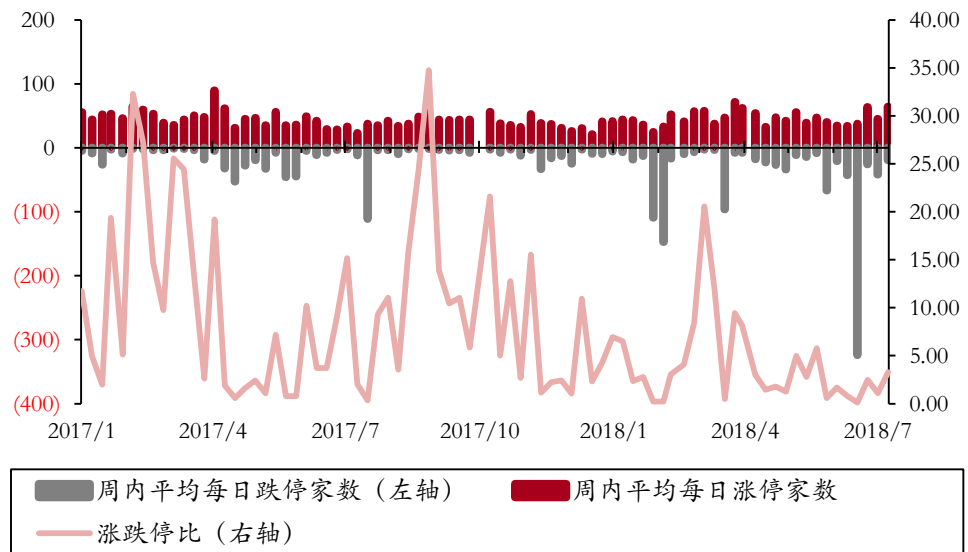
图表 28. 上周全市场换手率小幅下降



资料来源：万得，中银证券

股票型基金仓位和混合型基金仓位均小幅上涨。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 88.45 %（环比增量+0.12%），混合型基金最新仓位 53.87 %（环比上上周五增量+0.13%），机构投资者对混合型基金的情绪仍较谨慎。

图表 29. 涨跌停比大幅上升，指标显示本周市场情绪有所回暖



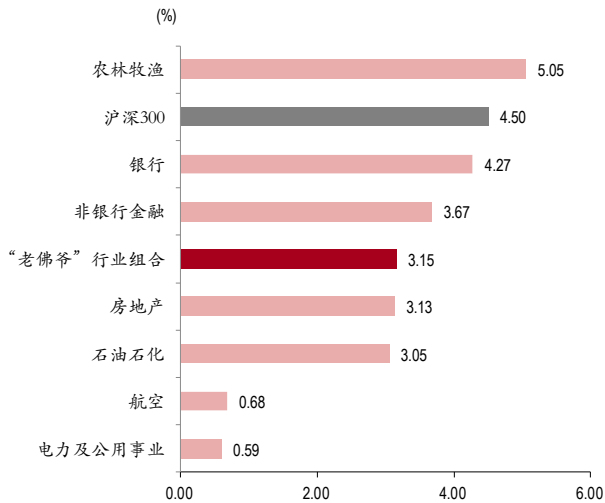
资料来源：万得，中银证券

当周市场换手率小幅下降至 1.42%，涨跌停比例大幅上升至 3.30。本周市场成交情况整体较为稳定，市场单周累计成交额 17,739.08 亿元（前值 17,521.27 亿元），环比（+1.24%），规模小幅上升；全市场自由流通换手率下降至 1.42%（前值 1.45%），下降了 0.04 个百分点。打板情绪方面，全周市场涨跌停比大幅上升至 3.30（前值 1.09），上升了 2.21，全周涨停家数超过跌停家数，该指标显示市场交易情绪有所回暖。

## 建议关注组合跟踪：上周表现回顾

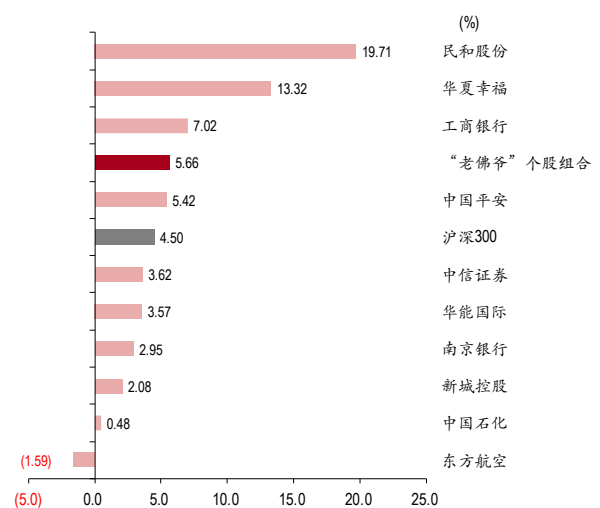
**组合回顾：**行业组合表现低于市场，个股组合表现高于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为3.15%，表现低于市场1.35%；“老佛爷”个股组合绝对收益5.66%，表现高于市场1.16%。2017年以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.05。

图表 30. 上周“老佛爷”行业组合表现



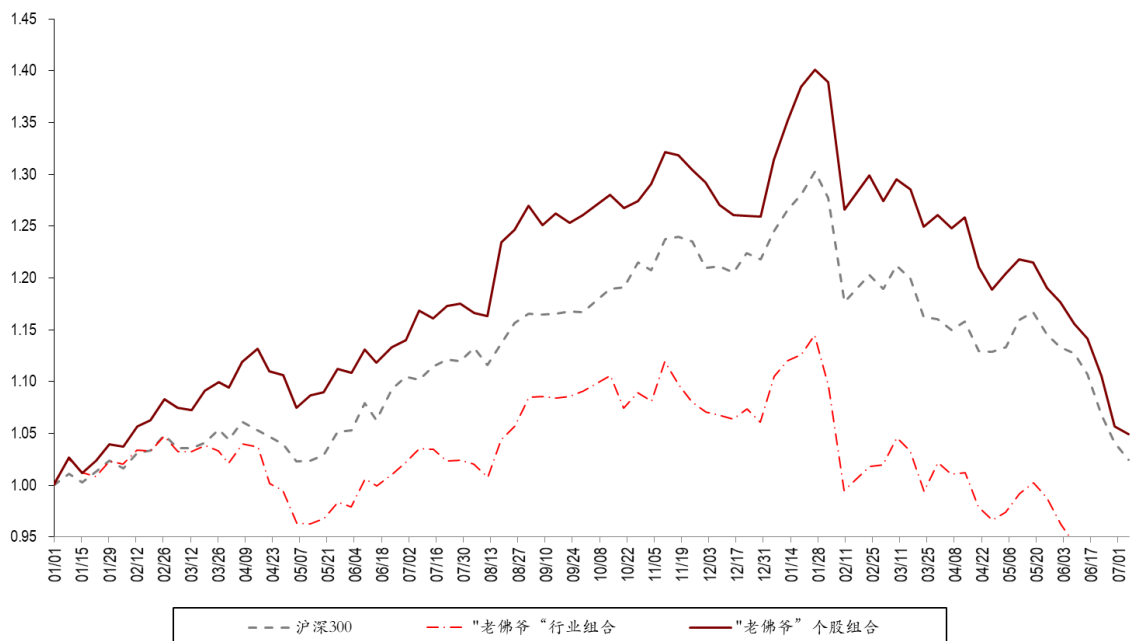
资料来源：万得数据及中银证券

图表 31. 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 32. “老佛爷”组合表现（累计值）



资料来源：万得，中银证券

## 风险提示

经济下行超预期，中报业绩暴雷公司数量超预期。



## 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转载或转发的，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 2DB  
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