



策略周報

反彈空間有多大，反彈之後買什麼

見底後 3 個月平均上漲 17%；成長與周期彈性最佳。

- 見底之後的三個月，指數平均反彈 17%，中小創彈性更高。2000 年以來，A 股市場四次市場底部出現後，第一個月內，各寬基指數一般會出現-1%到 10%左右的反彈，平均漲幅 4.4%，第二個月內，一般會出現 8%到 13%左右的反彈，平均漲幅 10.2%，第三個月內，大多數指數反彈非常明顯，幅度在 9%到 24%，平均反彈 17%，在底部形成後的三個月，中小創的彈性始終更高。
- 成長是反彈短期的領頭羊，周期是反彈中期的佼佼者。成長類行業：傳媒、計算機、通信，與周期類行業：電氣設備、建築材料、有色金屬，在底部形成後的各個階段漲幅均位居前列。從時間的持續性來看，成長行業在短期的反彈勢頭更猛，但反彈 3 個月之後漲勢開始放緩，周期行業反彈勢能更持久。此外，休閒服務與農林牧漁行業中期來看也能取得不錯的反彈收益。
- 市值越小、超跌越多，反彈幅度越大、持續時間越長。按照每次底部時全部 A 股的市值、估值、ROE 以及底部前期下跌程度，我們對當時所有股票進行分類，來研究不同分組股票的反彈規律，發現：1) 市值越小的反彈力度最大；2) 前期超跌個股反彈力度最大。而且，這兩條規律在反彈的初期并不明顯，即反彈初期，各分組的個股呈現出普漲，但時間越長，小市值和前期超跌個股的反彈動能越明顯。此外，0-20x PE 的個股在反彈中表現不佳，ROE 與反彈表現無顯著關係。
- 關注中小市值、成長與周期板塊中的價值龍頭。當前的市場風格與幾次歷史底部有所不同。2018 年二季度以來，金融風險和貿易衝突等地緣政治風險的顯性化壓制了市場風險偏好，推動市場重估，因此在投資理念上，投資者更看重估值和業績增長，這是當前市場與歷史底部時期的重要不同點，因此，對於反彈中行業與個股的選擇，我們建議投資者關注中小市值、成長與周期板塊中的價值龍頭，中期來看金融地產依然是市場的中堅力量。
- 一周重要變化：進出口走弱，社融延續低迷。市場方面，兩市融資餘額來到了 8,941 億元，環比 (-0.52%)，杠杆資金規模連續第七周下滑，融資餘額再創年內新低；北上資金情緒持續回暖，全周資金淨流入規模小幅上升，整體呈流入趨勢；股票型基金倉位和混合型基金倉位均小幅上漲；當周市場換手率小幅下降至 1.42%，漲跌停比例大幅上升至 3.30。宏觀層面，人民幣小幅反彈，信用利差繼續走闊。PPI 漲幅超預期，出口與社融延續低迷。行業層面，原油大幅回調，有色整體疲弱。
- 風險提示：經濟下行超預期，中報業績暴雷公司數量超預期。

底部後三個月指數平均反彈 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个月后反弹幅度依旧更高。

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

	底部後 30 天漲幅					底部後 60 天漲幅					底部後 90 天漲幅				
	2005	2008	2013	2016	平均	2005	2008	2013	2016	平均	2005	2008	2013	2016	平均
上證綜指	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
深證成指	(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
創業板指	-	-	17.6	0.9	9.3	-	-	23.9	10.1	17.0	-	-	34.9	7.5	21.2
上證 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
滬深 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
中證 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
中證 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
創業板 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

底部後一個月		底部後兩個月		底部後三個月		底部後半年	
行業	漲幅 (%)	行業	漲幅 (%)	行業	漲幅 (%)	行業	漲幅 (%)
傳媒	14	傳媒	23	傳媒	35	電氣設備	43
建築材料	11	電氣設備	21	電氣設備	30	國防軍工	42
電氣設備	10	計算機	20	建築材料	27	有色金屬	42
通信	10	通信	17	計算機	26	建築材料	41
計算機	9	休閒服務	15	國防軍工	26	汽車	36
公用事業	8	建築材料	15	休閒服務	24	家用電器	35
有色金屬	8	商業貿易	14	商業貿易	22	計算機	34
房地產	8	有色金屬	13	有色金屬	22	傳媒	33
食品飲料	6	電子	13	汽車	21	休閒服務	32
休閒服務	6	農林牧漁	12	農林牧漁	19	通信	32
汽車	5	食品飲料	12	紡織服裝	19	農林牧漁	26

资料来源：万得，中银证券

什麼樣的個股反彈更多？

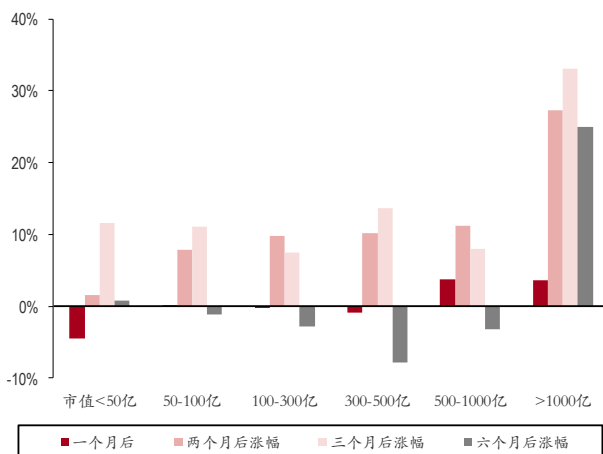
我们按照每次底部时点，全部 A 股的市值、估值、ROE 以及底部前期下跌程度，对当时所有股票进行分类，来研究不同类型股票的反弹规律。

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。

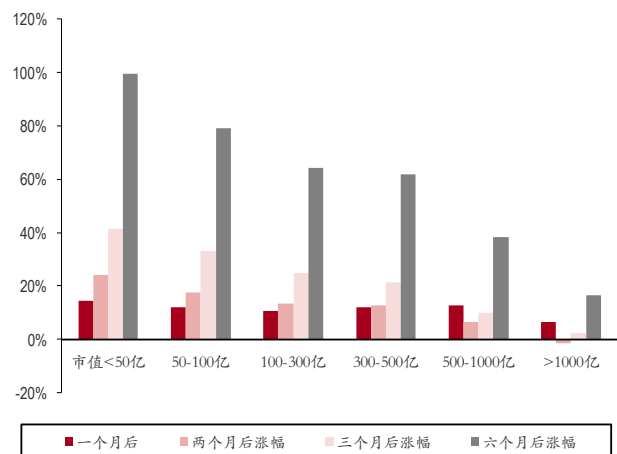
对于 2005 年市场底部与其它三次的不同，我们认为这与 2005 年底部的较为特殊的成因有关，2005 年 4 月 29 日，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革的试点工作，这引发了市场对大量国有非流通股难以被消化的担忧，形成了大跌，而随着股权分置改革的解决，A 股开启了长达两年的制度性牛市，以大中型企业、国有企业为主要构成的上证综指上涨了约五倍，所以在这次的底部后，上涨的主要是大市值股票。

圖表 3. 2005 年 6 月底後不同市值分組的漲幅



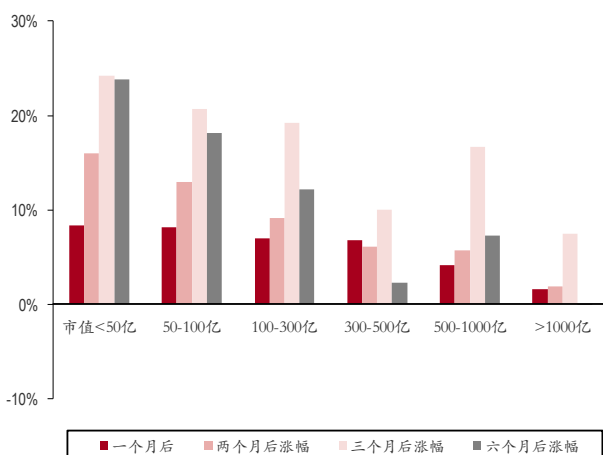
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 2008 年 10 月底後不同市值分組的漲幅



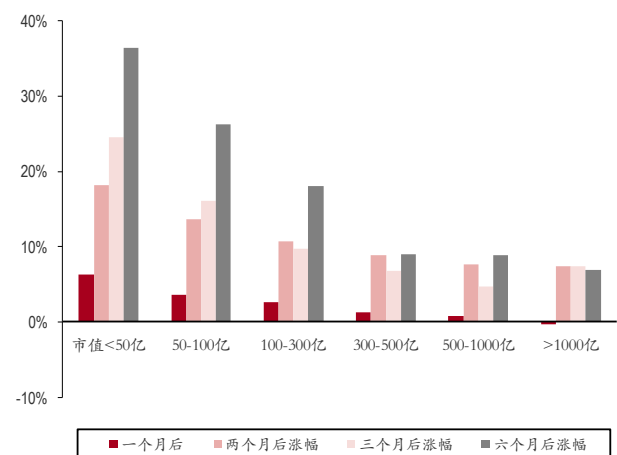
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5. 2013 年 6 月底後不同市值分組的漲幅



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 2016 年 1 月底後不同市值分組的漲幅

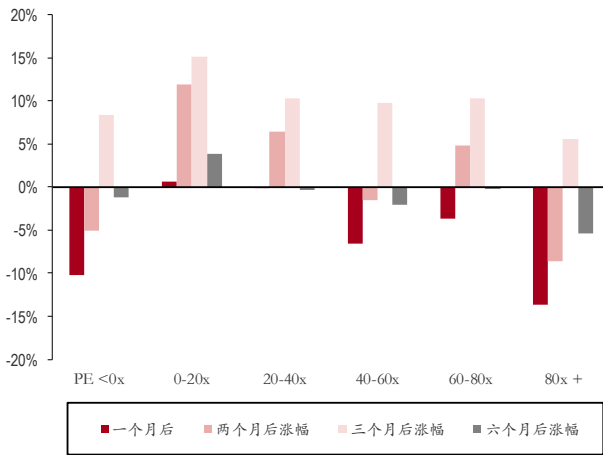


資料來源：萬得，中銀證券

0-20x PE 的个股表现不佳。将估值 (PE ttm) 从低到高分分为：**【<0 x】**、**【0-20x】**、**【20-40x】**、**【40-60x】**、

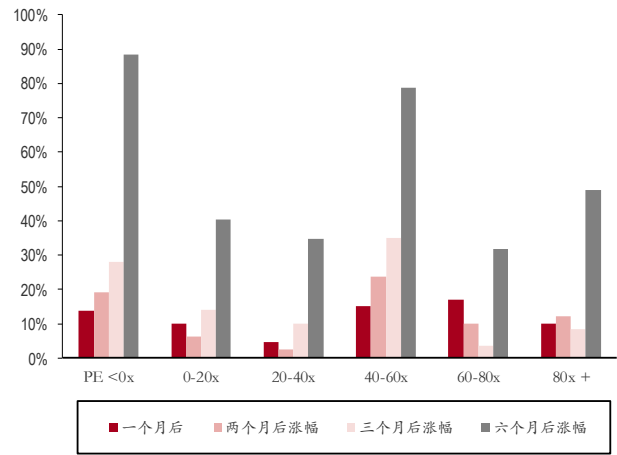
【60-80x】和【>80x】六个分组，我们发现这六个分组在反弹过程中的表现没有明显差异，但是【0-20x】分组的反弹表现普遍弱于其它分组，所以说估值绝对水平较低的个股在反弹中期并不一定能获得较高的超额收益率。

圖表 7. 2005 年 6 月底後不同估值分組的漲幅



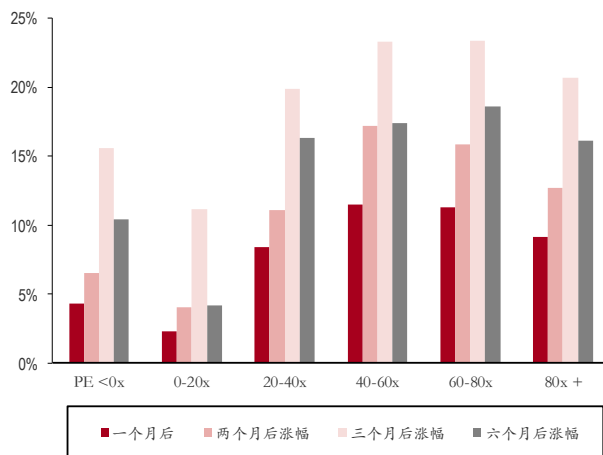
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 8. 2008 年 10 月底後不同估值分組的漲幅



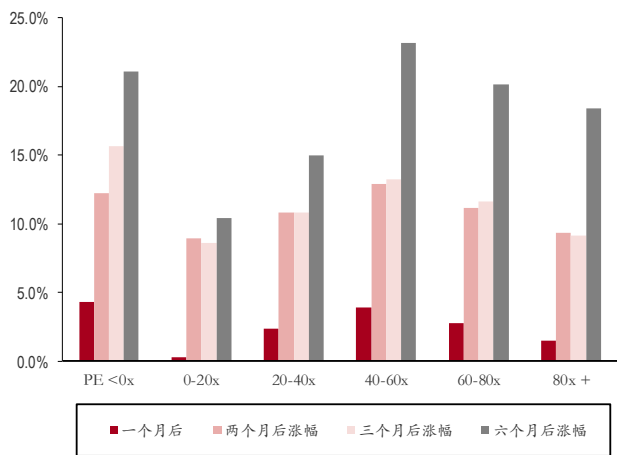
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 9. 2013 年 6 月底後不同估值分組的漲幅



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 10. 2016 年 1 月底後不同估值分組的漲幅

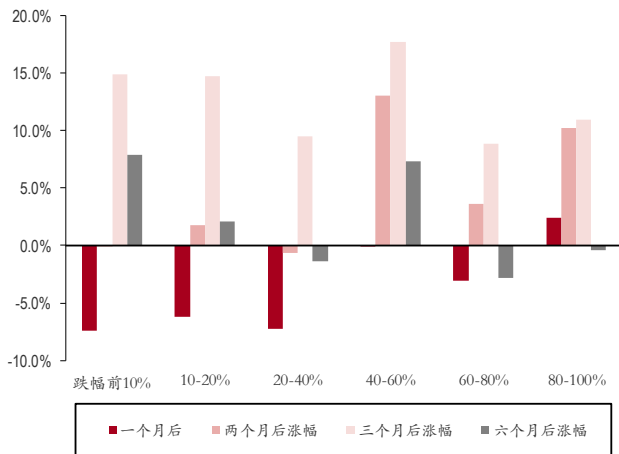


資料來源：萬得，中銀證券

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。

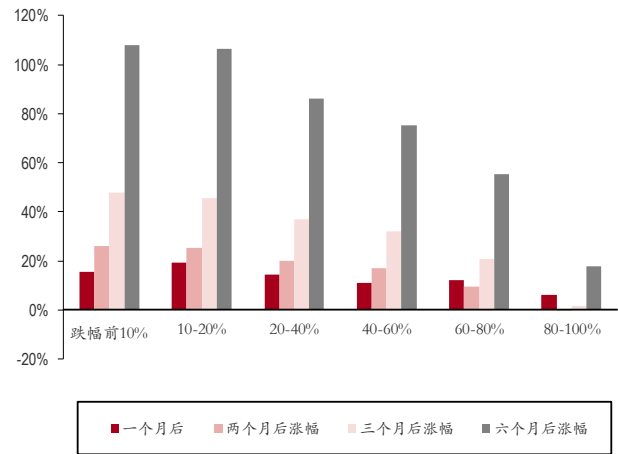
超跌个股在底部后有较好的机会。根据底部前 3 个月的表现，将前期跌幅从高到低分为：【跌幅前 10%】、【10-20%】、【20-40%】、【40-60%】、【60-80%】和【80-100%】六个分组，我们发现【跌幅前 10%】、【10-20%】这两类在反弹过程中的表现最好，即见底前跌幅最大的公司在反弹阶段的涨幅也最大。【跌幅前 10%】分组在底部后 1 个月、2 个月、3 个月和半年内，平均反弹 3.5%、11.7%、22.4%和 34%，【10-20%】分组在底部后 1 个月、2 个月、3 个月和半年内，平均反弹 5.3%、12.2%、23.3%和 36.3%。

圖表 11. 2005 年 6 月底後不同超跌分組的漲幅



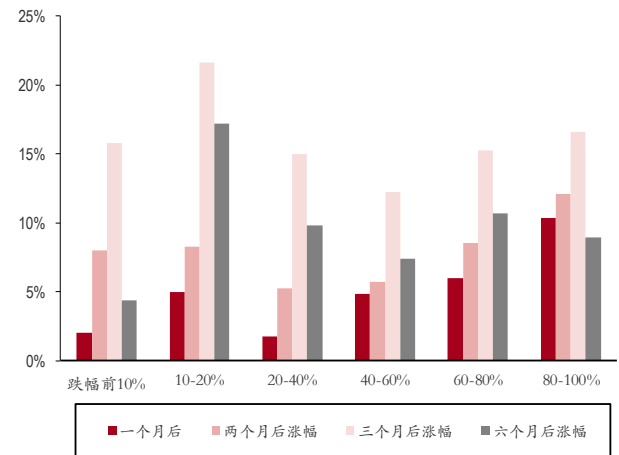
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 12. 2008 年 10 月底後不同超跌分組的漲幅



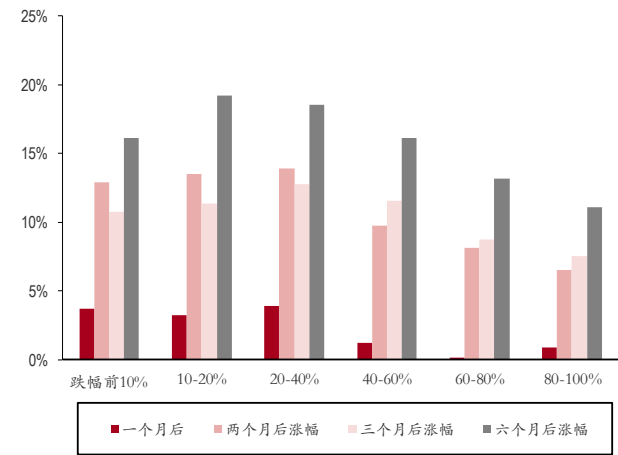
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 2013 年 6 月底後不同超跌分組的漲幅



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 2016 年 1 月底後不同超跌分組的漲幅



資料來源：萬得，中銀證券

關注前期超跌的成長與周期績優股

我們在上文用市值、估值、業績以及前期超跌這幾個方面分析了市場見底之後各類股票的反彈情況，總結下來發現，市值和超跌因子是決定後期反彈的主要力量：

市值越小、超跌越多，反彈幅度越大、持續時間越長。從四次底部後的平均表現來看，在反彈的前期，各個市值分組和超跌分組都有較好的普漲表現（3-5%），內部差異並不大，但是在走出底部 1 個月之後，市值因子與超跌因子的作用開始顯現：

最小市值分組，即市值<50 億的公司，在底部過後半年內的累計漲幅達 40%，並且在底部 3 個月之後，依然保持相對強的漲勢（底部後 3-6 個月內漲幅 12%），而最大市值分組，即市值>1,000 億的公司在底部過後半年內的累計漲幅僅有 12%，並且上漲勢頭在底部 3 個月之後便偃旗息鼓。

跌幅前 10% 分組與跌幅 10-20% 分組，在底部後半年累計漲幅分別達 34%、36%，並且這兩個分組的股票在底部後 3-6 個月仍有 10%+ 的漲幅，而對於底部之前跌幅較少的公司，即 80-100% 分組，在底部後的半年內累計漲幅僅有 9%，從持續時間來看，雖然這一分組在底部後的 1 個月也表現出較好的反彈（5%），但是在 3 個月後反彈暫時告一段落（底部後 3-6 個月內漲幅為 0）。

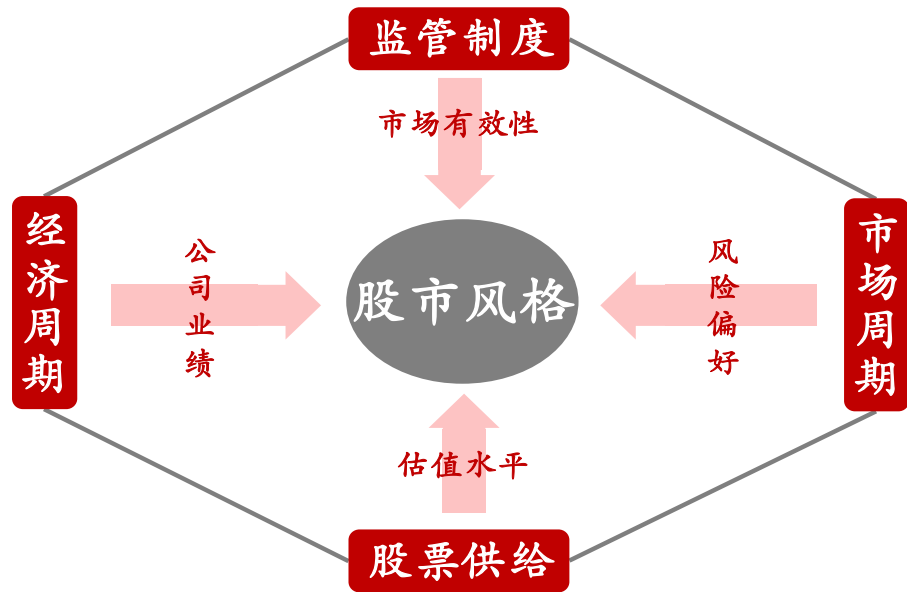
圖表 15. 市值因子和超跌因子是決定後期反彈的主要力量

	底部後的累計漲幅 (%)				底部後的區間內漲幅 (%)			
	1 個月	2 個月	3 個月	半年	1 個月	1-2 個月	2-3 個月	3-6 個月
市值<50 億	6	15	25	40	6	8	9	12
50-100 億	6	13	20	31	6	7	6	9
100-300 億	5	11	15	23	5	5	4	7
300-500 億	5	9	13	16	5	4	3	3
500-1000 億	5	8	10	13	5	2	2	3
>1000 億	3	9	13	12	3	6	3	0
底部前三個月跌幅前 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

資料來源：萬得，中銀證券

關注中小市值、成長與周期板塊中的價值龍頭。雖然歷史的經驗告訴我們，見底後，市場是小市值與超跌個股的天下，但是當前的市場與歷史有所不同。根據我們在 2018 年年度策略《價值將蔓延》中提出的“股市風格菱形理論”：市場周期、宏觀周期、監管政策、股票供給這四個維度決定了股市風格，從而決定了投資者的投資理念。其中，市場周期決定了投資者的風險偏好；經濟周期決定了企業的業績；監管制度決定了市場有效性；股票供給決定了股票稀缺性與估值體系。

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

行業	前三個月跌幅 (%)	市值中位數 (億)	PE ttm	業績增速(%)	
				2018E	2019E
電力設備	(20)	43	13	129	25
通信	(20)	45	2	273	34
房地產	(19)	64	25	141	26
有色金屬	(19)	64	11	137	26
機械	(18)	35	9	131	28
國防軍工	(18)	71	1	122	25
傳媒	(17)	64	8	170	18
建築	(17)	47	26	63	17
計算機	(15)	50	3	101	29
建材	(14)	43	23	166	15
電子元器件	(14)	54	5	144	34
輕工製造	(14)	40	17	105	26
商貿零售	(14)	53	18	95	14
非銀行金融	(13)	258	24	22	20
電力及公用事業	(13)	53	19	100	18
紡織服裝	(13)	37	15	92	18
汽車	(12)	43	22	76	15
農林牧漁	(11)	40	4	219	23
煤炭	(11)	84	27	19	5
交通運輸	(11)	96	20	60	22
銀行	(9)	1223	29	1	9
鋼鐵	(9)	101	28	105	10
基礎化工	(9)	39	16	162	27
家電	(7)	44	21	74	19
石油石化	(4)	69	12	119	18
醫藥	1	69	7	60	22
餐飲旅游	5	35	6	47	20
食品飲料	9	59	10	99	23

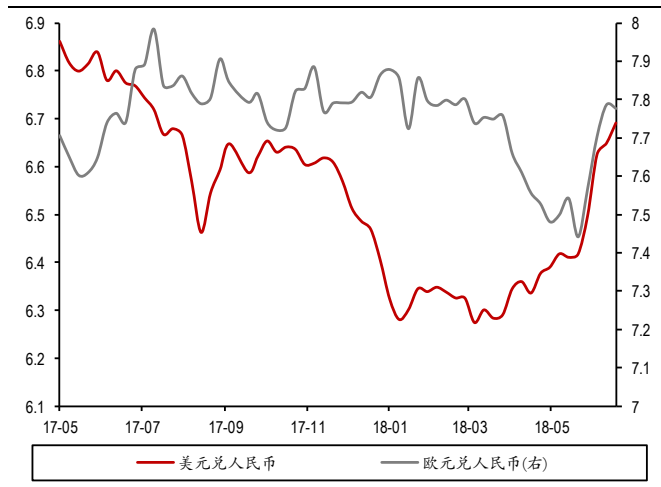
资料来源: 万得, 中银证券

宏觀重要變化：進出口走弱，社融延續低迷

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。

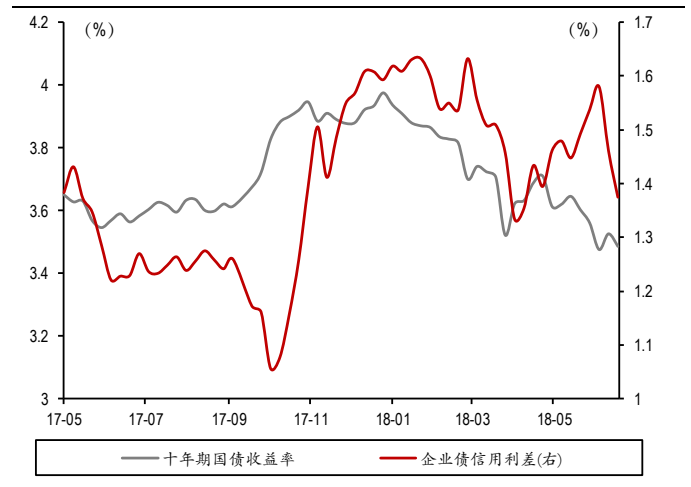
PPI 涨幅超预期，出口与社融延续低迷。6 月 PPI 同比增 4.7%，创年内新高，CPI 同比 1.9%，连续处于 2 以下，出口增速人民币计价同比 3.2%，连续两个月回落，M2 同比 8%，创年内新低，信贷同比多增 3,000 亿元，但表外融资萎缩加速，社融整体同比少增近 6,000 亿元。

圖表 18. 人民幣與主要貨幣匯率走勢



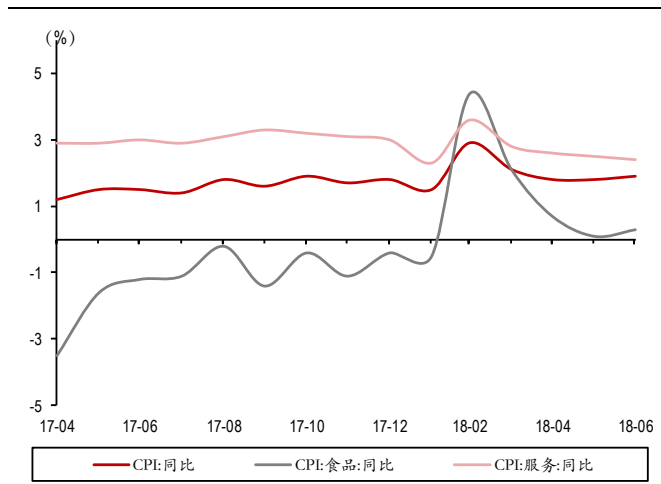
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 19. 十年期國債收益率與信用利差走勢 (%)



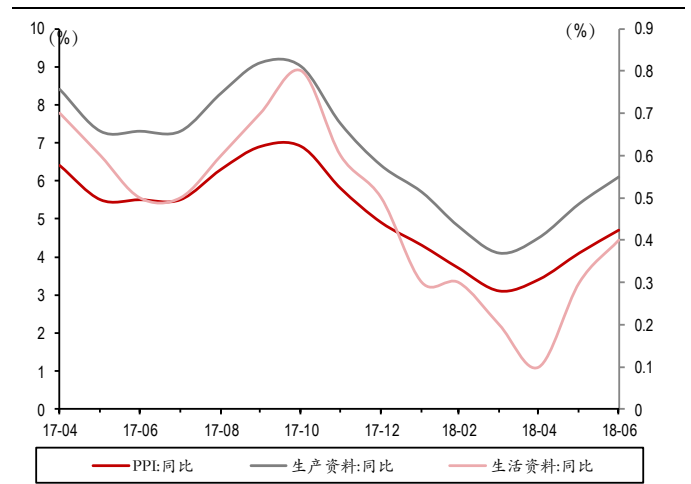
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 20. CPI 走勢 (%)



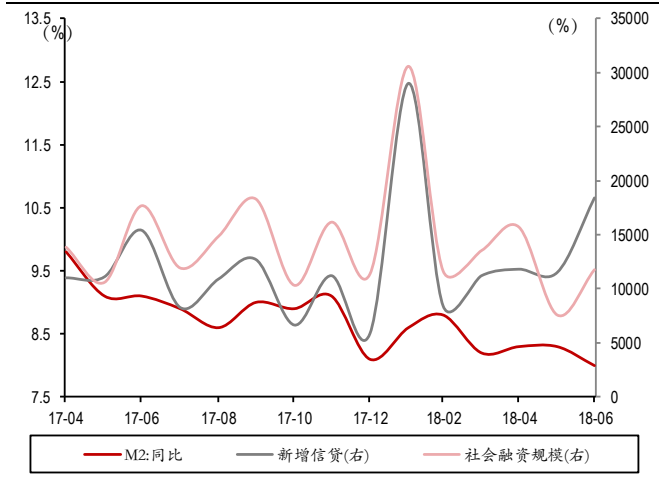
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 21. PPI 走勢 (%)



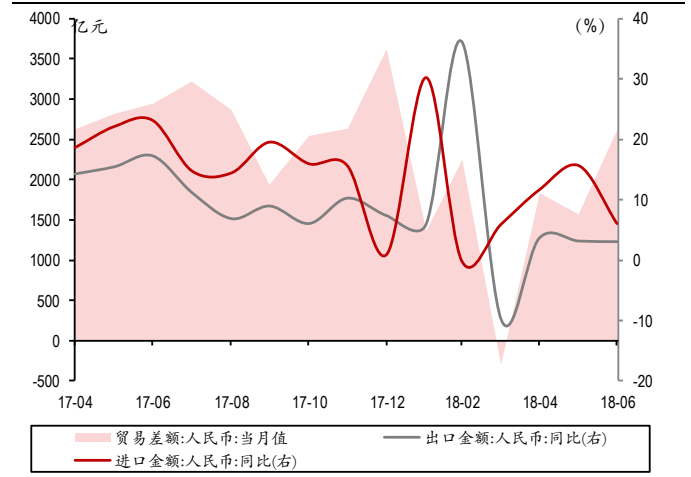
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 22. 信貸與社融走勢（%，億元）



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 23. 進出口增速走勢（%）



資料來源：萬得，中銀證券

行業重要變化：原油大幅回調，有色整體疲弱

原油大幅回調，有色整體疲弱。6月第二周，油價出現大幅回調，下跌3%，化工品也出現跌幅，尿素、橡膠、PVC價格均下降。上游煤炭價格保持穩定。工業金屬、黃金、以及新能源材料繼續下跌。鋼鐵價格微漲，庫存再度去化。水泥受高溫需求下降影響，連續調整。

圖表 24. 中上游主要原材料價格一周變化

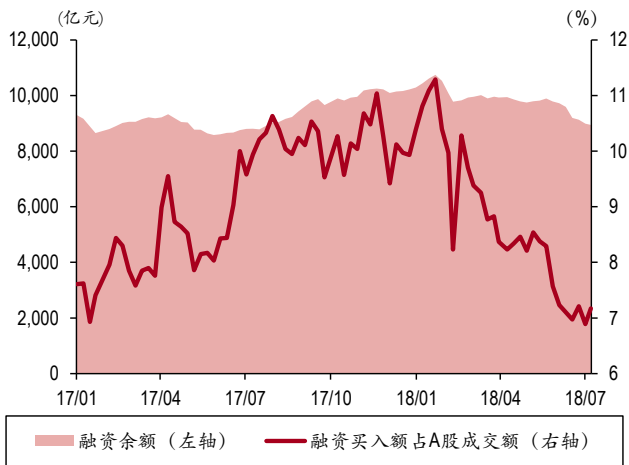
	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	71.5	(3.0)	2.7	8.2
	EIA 全美庫存	千桶	405,248.0	(3.0)	0.3	(6.3)
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	590.0	0.0	0.0	0.0
	秦港煤炭庫存	萬噸	683.3	0.4	3.3	5.8
	發電集團日均耗煤	萬噸	20.9	(4.9)	7.3	5.8
有色	LME 銅	美元/噸	6,263.0	(2.5)	(3.7)	(12.6)
	COMEX 黃金	美元/盎司	1,249.4	(0.3)	(0.4)	(3.8)
	電池級碳酸鋰	元/噸	128,800.0	(0.9)	(1.3)	(5.6)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	153.1	0.4	(0.4)	(1.2)
	礦價綜合指數	\	73.0	0.4	0.6	(0.1)
	主要城市鋼材庫存	萬噸	997.0	(1.3)	(1.5)	(0.2)
建材	水泥價格指數	\	140.5	(0.6)	(0.6)	(1.5)
	玻璃價格指數	\	1,182.0	0.2	0.1	(0.3)
化工	尿素:山東	元/噸	2,001.0	(0.7)	(0.9)	(2.2)
	天然橡膠:上海	元/噸	10,030.0	(0.4)	(0.4)	(4.0)
	聚氯乙烯 PVC:華東	元/噸	2,090.0	(7.1)	2.3	(2.8)
	PTA:期貨	元/噸	5,907.2	0.7	2.2	3.7

資料來源：萬得，中銀證券

市場重要變化：杠杆資金連續第七周創年內新低

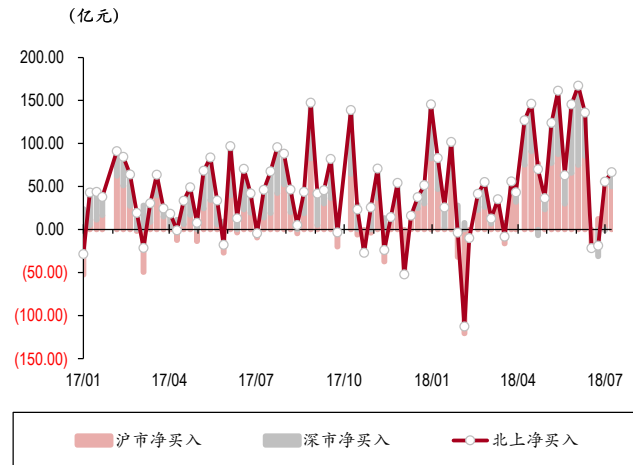
场内杠杆持续下降，杠杆资金增仓意愿下降。场内杠杆资金方面，两市融资余额来到了 8,941.62 亿元（前值 8,988.07 亿元），环比（-0.52%），在上周杠杆资金规模连续第七周下滑，融资余额再创新年内新低，单周环比下降 46.45 亿元；融资买入成交额占 A 股成交占比为 7.17%，环比（4.06%）。

圖表 25. 兩市融資餘額連續第七周下降



資料來源：萬得，中銀證券

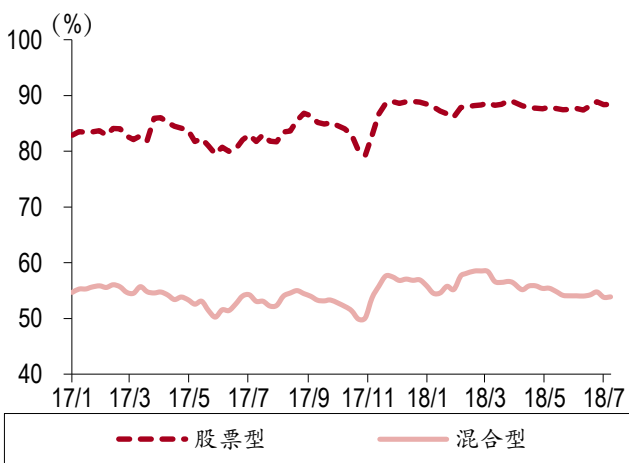
圖表 26. 北上資金淨流入規模小幅上升



資料來源：萬得，中銀證券

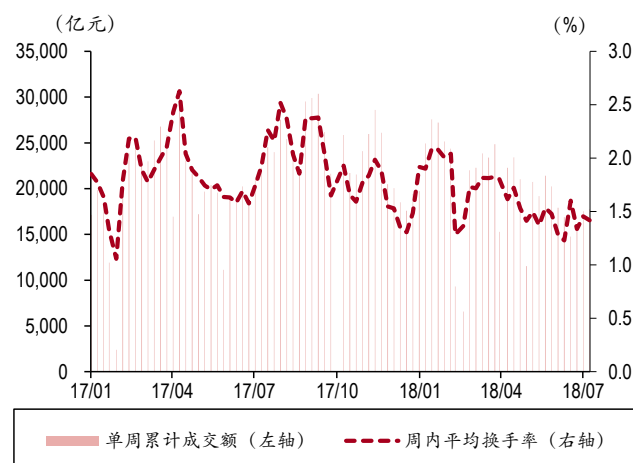
北上資金情緒持續回暖，全周資金淨流入規模小幅上升，整體呈流入趨勢。本周陸股通合計淨流入 66.68 億元（前值 55.61 億元），环比增量 11.07 億元，海外資金呈現回歸趨勢，北上資金淨流入規模小幅上升，整體淨流入，环比 19.90%。其中滬股通淨流入 50.01 億元（前值 56.73 億元），环比增量 -6.72 億元；深股通淨流入 16.67 億元（前值 -1.12 億元），环比增量 17.79 億元。

圖表 27. 權益類基金倉位小幅上漲



資料來源：萬得，中銀證券

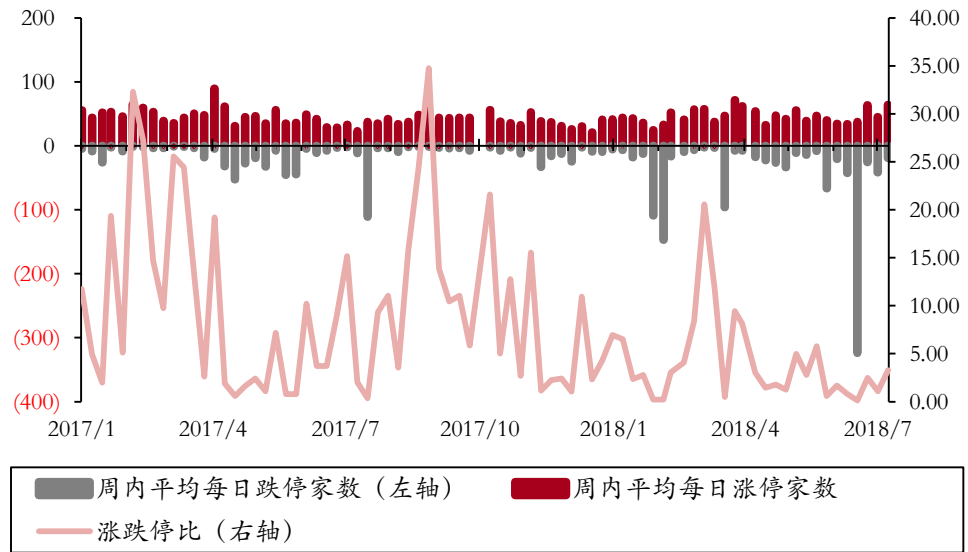
圖表 28. 上周全市場換手率小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

股票型基金倉位和混合型基金倉位均小幅上漲。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 88.45 %（环比增量+0.12%），混合型基金最新倉位 53.87 %（环比上週周五增量+0.13%），機構投資者對混合型基金的情緒仍較謹慎。

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



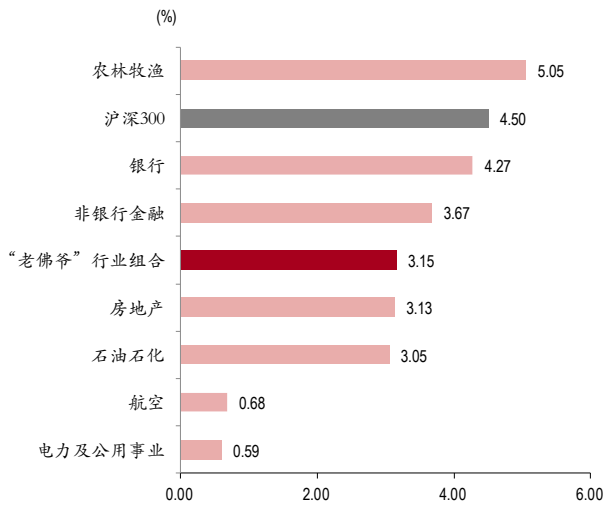
資料來源：萬得，中銀證券

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。

建議關注組合跟踪：上周表現回顧

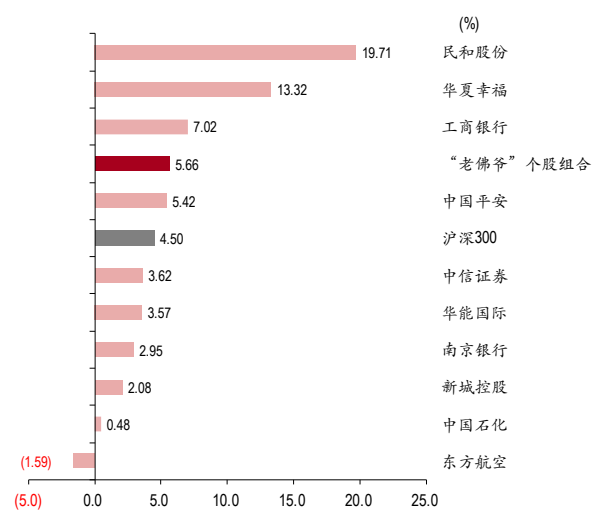
組合回顧： 行业组合表现低于市场，个股组合表现高于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为3.15%，表现低于市场1.35%；“老佛爷”个股组合绝对收益5.66%，表现高于市场1.16%。2017年以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.05。

圖表 30. 上周“老佛爺”行業組合表現



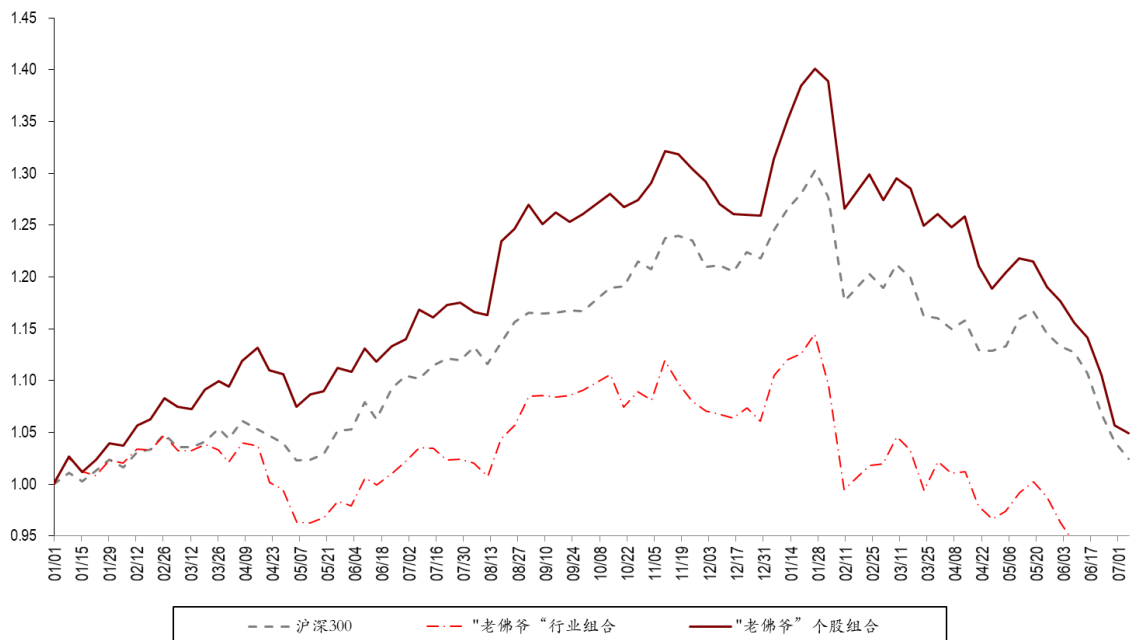
資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 31. 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 32. “老佛爺”組合表現 (累計值)



資料來源：萬得，中銀證券

風險提示

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。

評級體系說明

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。

風險提示及免責聲明

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