



策略周报

市场高估了环保政策的影响

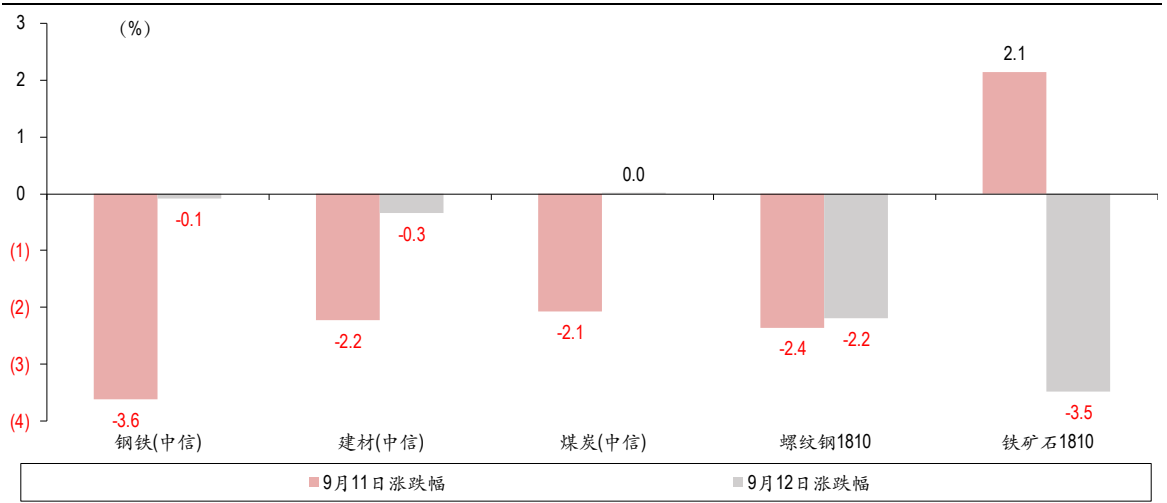
环保考核压力下，实际限产的比例、供需的冲击或低于市场预期。

- **本周话题：**受财新等媒体报道环保限产比例或将下调的消息影响，市场出现对周期板块的担忧。那么，如何理解目前的环保限产政策，如果政策出现调整，市场会受到怎样影响？
- **若政策发生放松，核心或是放松总量的污染考核指标，而不是下调限产比例，今冬的环保考核任务依然艰巨。**生态环境部制定政策的核心是考察空气质量等指标，是否限产只是完成任务的手段。如果政策发生调整，核心或是对总量指标边际放松，调整的原因则包括实体企业经营困难、部分基建项目推进较慢、今年空气质量达标的难度依然较大等。
- **地方政府或对“一刀切”式的政策进行纠正，但环保的压力决定了限产或只会结构性的调整，而很难出现总量的大幅下降。**污染防治的政治要求，对地方政府形成了强约束，因此有激励去配合、甚至扩大限产比例。即使生态环境部赦免限产比例等要求，但是地方政府是否会降低实际的限产比例，仍然要取决于环保任务的压力大不大。
- **生产端来看，工业增加值增速保持平稳，限产政策对实际生产的干扰作用或低于市场的认知。**假设限产比例下降，会对供需造成多大冲击？企业生产会根据市场价格和盈利情况作出理性选择，去年以来虽然限产严厉，但上游产业工业增加值增速保持平稳，或说明企业有“暗地”加码生产的情况，即使限产时间下降，增产意愿和能力或许也要打一个折扣。
- **需求端来看，环保限产边际放松，或对基建项目等需求的恢复有促进作用。**环保的强调，也对需求起到一定抑制，基建等项目工程因为污染问题或被推迟或停滞，一旦环保限产的要求有一定程度放松，在下半年强调推进基建补短板、财政政策更加积极的背景下，基建等项目的推进或得到一定加速，需求的上升或对冲部分供给的增加。
- **价格端来看，限产比例如果适当放松，供给增加产生的压力或有限。**以钢铁行业为例，假设京津冀限产比例从去年 50% 下降至 30%，去年四季度河北地区钢材产量 5000 万吨左右，全国钢材销量 2.2 亿吨，今年四季度增加供给约 2100 万吨，销量若增长 8% 需求增加 1778 万吨，供给冲击或在 300 万吨左右的水平，价格或出现一定回调，但应在可控范围。
- **市场观点：底部区域积极乐观，周期被低估。**不论是地方实际限产比例下调幅度，还是对供需造成的冲击，或都将低于市场当前的预期，在经济不出现失速情况下，我们判断周期品价格较难出现大幅度下跌的情况，周期行业 ROE 与盈利有望维持在合理水平，关注后续具体政策细节的公布。市场大势方面，8 月社融、工业增加值、社零等数据均出现反弹，投资增速下降幅度也有所收窄，经济边际改善的信号出现，底部特征愈加明显，重申积极乐观，建议进行中期布局，金融地产仍是中坚力量，周期和成长具备弹性。选股方面，优质龙头仍是第一选择。
- **风险提示：**经济下行超预期，中美贸易冲突升级超预期。

一、如果限产比例下调，市场将受到怎样影响？

本周，受财新等媒体报道的环保限产比例或下调的消息影响，市场对于环保限产政策的持续性产生了较大的分歧，对上游周期品价格的担忧开始弥漫，受此影响，从期货市场到股票市场，周期品价格出现了急剧下调。那么，如何理解环保限产政策的制定逻辑，如果真的降低限产比例，市场所受影响几何？

图表 1.1 环保限产传闻出现后相关资产出现大幅回调



资料来源：万得，中银证券

若政策发生变化，核心内容或在总量的污染考核指标上进行放松，而不是直接下调限产的比例。政策调整的消息传出后，市场普遍预期今年采暖季限产的比例会大幅度下降，实际情况是否如此？从生态环境部的政策制定角度出发，核心的要求是环境质量达到一定标准，目前集中体现在空气质量指标上，而限制生产只是实现目标的途径之一。因此，我们理解，如果政策真的发生放松，应该是在总量的污染指标上进行一定的放松，而不是直接要求限产比例下降，更不会指导加大生产。去年京津冀及周边地区冬季大气治理方案中要求空气污染指标下降 15%，今年 8 月治理方案征求意见稿则是降低至 5%。

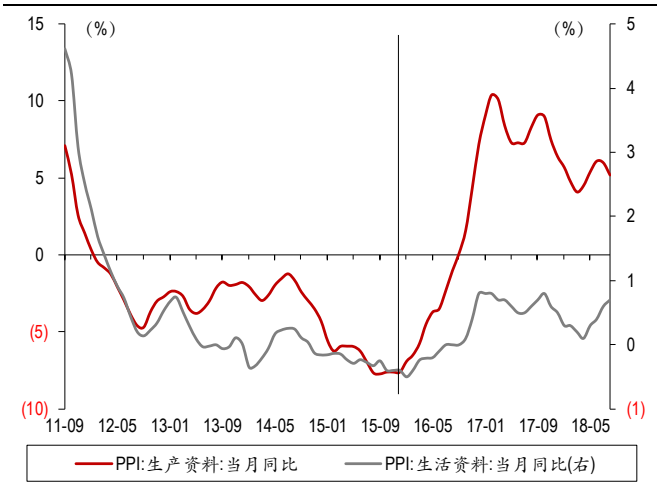
图表 1.2 去年京津冀环保限产要求与今年征求意见稿对比

时间	政策文件	核心内容
2017 年 8 月	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	2017 年 10 月至 2018 年 3 月，京津冀大气污染传输通道城市 PM2.5 平均浓度同比下降 15% 以上，重污染天数同比下降 15% 以上；石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50%，电解铝厂限产 30% 以上，氧化铝企业限产 30%
2018 年 8 月	《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》	2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日，京津冀及周边地区细颗粒物（PM2.5）平均浓度下降 5% 左右，重度及以上污染天数同比减少 5% 左右。天津、石家庄、唐山、邯郸、邢台、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50%；其他城市限产比例不得低于 30%。采暖季电解铝产能限产 30% 以上，氧化铝产能限产 30%，

资料来源：生态环境部，中财网，中银证券

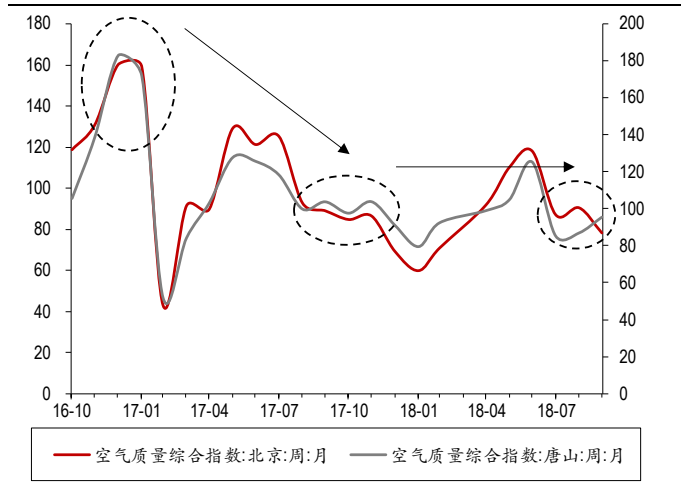
政策变化的意图涉及实体经济经营困难、基建项目推进较慢与通胀压力、今年空气质量达标任务艰巨等多方面原因。如果政策变化，可能有三方面的原因。第一，近几年的供给侧改革开始，虽然缓解了上游产业的供给过剩和亏损问题，但是也使得上下游的利润分配出现分化，下游企业成本上升，经营出现一定困难，环保限产加剧了这一问题。此外，“一刀切”的政策也让许多中小企业被强制关停，在经济下行压力下中小企业生存环境堪忧。第二，今年基建项目推进较慢，部分原因与环保要求高有关，此外，下半年如果基建需求回升，大面积限产也可能推高价格，对通胀形成进一步压力。第三，2017年冬季空气质量达标情况较好，今年空气质量基础整体不如去年，从任务完成的角度看，今年适当调低指标要求，是比较切实的做法。

图表 1.3 下游行业与中小企业在限产中受冲击较大



资料来源：万得，中银证券

图表 1.4 去年空气质量基数较高，今年任务相对严峻



资料来源：万得，中银证券

地方政府或对“一刀切”式的政策进行纠正，但环保的压力决定了限产或只会结构性的调整，而很难出现总量的大幅下降。地方政府会不会大幅度下调限产的比例呢？我们需要弄清楚，地方政府之前限产的核心动力到底来自哪里。不论是三大攻坚战中污染防治的总要求，还是各年环保部出具的阶段性考核指标，都对地方政府形成了强约束，通过“简单粗暴”的限产直接完成污染防治任务，成为了一种“理性”的选择。因此，虽然环保部在去年相关计划中明确过重点城市的限产比例，但地方对限产本身也是支持配合，甚至扩大进行的。这一点，从环保部与地方政府的政策内容中可以看出一些端倪。今年以来，环保部在督查期间，专门研究制定了《禁止环保“一刀切”工作意见》，明确反对“不分青红皂白”实施集中停业停工行为，而今年三季度严厉程度超出预期的限产中，唐山市政府的相关文件明确指出过因为城市空气质量排名较差，将提前进行错峰生产并且对钢铁行业限产 50%（据华尔街见闻）。结论是，地方政府限产的根本动机并非来自环保部的直接限产要求，而是环保指标的考核压力，即使环保部赦免限产比例的要求，但地方政府制定具体政策时是否会降低限产比例，仍然取决于环保指标考核的压力大不大。从上面的分析中可以发现，今年虽然空气质量要求低于去年，但完成难度并不低，地方政府可能会对“一刀切”政策进行纠偏，对限产进行结构性调整，但大面积整体性的降低限产比例的可能性或不大。

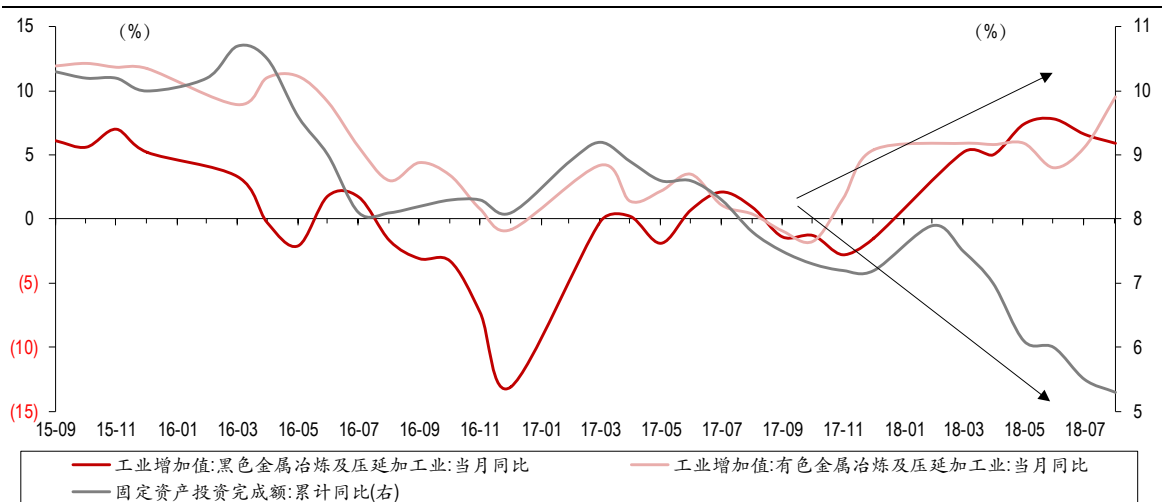
图表 1.5 限产政策或对“一刀切”进行纠正

部门	时间	政策	内容
中央环保督察组	2018年5月	《禁止环保“一刀切”工作意见》	督察进驻期间，被督察地方应按要求建立机制，立行立改，边督边改，切实解决人民群众生态环境信访问题，切实推动突出生态环境问题查处到位、整改到位、问责到位。在整改工作中要制订可行方案，坚持依法依规，加强政策配套，注重统筹推进，严格禁止“一律关停”、“先停再说”等敷衍应对做法，坚决避免集中停工停业停产等简单粗暴行为。
唐山市政府	2018年8月	限产文件	由于唐山市空气质量排名较差，或于9月1日提前执行采暖季错峰生产，钢铁企业限产比例不低于50%，其他工业企业扩大停产比例和范围。
河北省大气办	2018年8月	《河北省严格禁止生态环境保护领域“一刀切”的指导意见》	要求各地、各部门在推进生态环境保护打好污染防治攻坚战工作中，要以统筹污染治理与经济发展、社会民生相协调为重点，按照污染排放绩效和环境管理实际需要，科学制定实施差异化管控措施和监管措施，坚决反对“一刀切”。

资料来源：华尔街见闻，证券时报，中银证券

如果政策真的在一定程度上降低限产的比例，那么会对行业的供需两方面产生怎样的影响，周期品价格会出现大幅下跌吗？

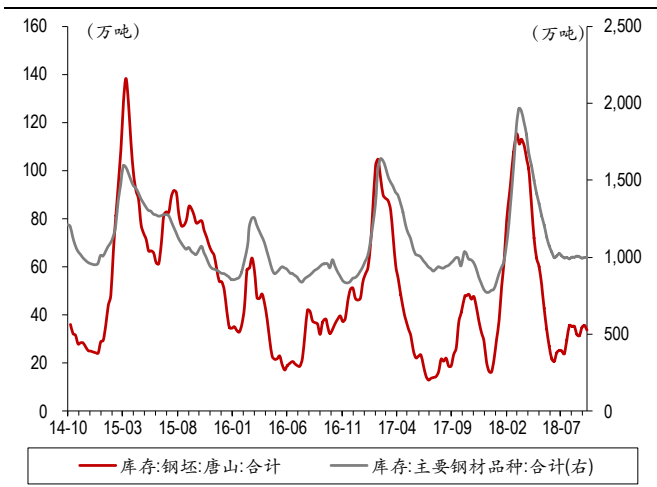
生产端来看，工业增加值增速保持平稳，限产政策对实际生产的干扰作用或低于市场的认知。虽然政策可以对企业的生产时间进行限制，但是企业仍然会根据市场的价格和盈利情况作出对自己更加有利的选择，比如，在盈利情况较好的时候，在能够生产的时期加大生产负荷，减少停产带来的影响。近一年的情况来看，虽然整体的固定资产投资增速在下降，终端需求不佳，但是PPI增速与盈利情况均保持在较高的水平，企业仍然有“暗地”加码生产的动力。数据上看，上游产业的工业增加值增速表现较为平稳，与投资增速出现显著的分化，在一定程度上验证了这种可能性。那么，在这样的背景下，即使限产的比例下降，企业实际能够增产的意愿和能力也需要打一个折扣，实际供给的增加或有限。

图表 1.6 上游行业生产增速与下游投资增速出现分化


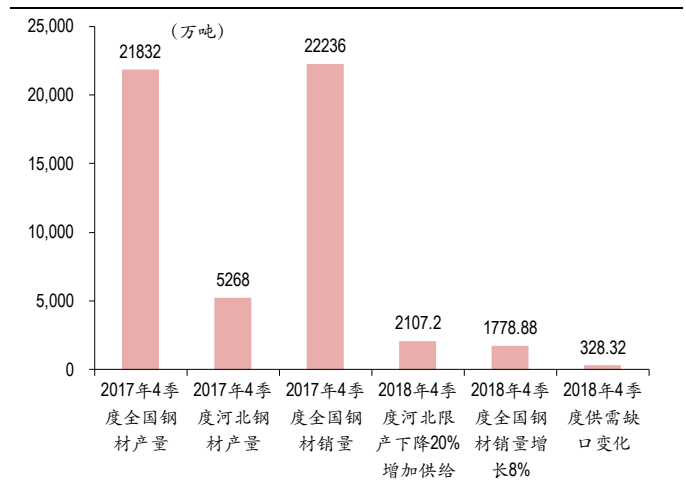
资料来源：万得，中银证券

需求端来看，环保限产要求边际放松，或对基建项目等需求的恢复有促进作用。环保的强调，除了对企业生产产生负面作用外，其实也对需求起到一定抑制，基建等项目工程因为污染问题或被推迟或停滞，一旦环保限产的要求有一定程度放松，在下半年强调推进基建补短板、财政政策更加积极的背景下，基建等项目的推进或得到一定加速，这对周期品的需求反而形成一定利好，对潜在的供给冲击形成一定缓解。

价格端来看，限产比例如果适当放松，供给增加产生的压力或有限。假设限产比例确有一定的下降，比如从去年的冬季京津冀的 50%下降至 30%，那么价格会承压多少？以钢铁行业为例，今年以来库存水平一直处于较低水平，目前社会钢材库存维持在 1000 万吨左右，在二季度需求较低的情况下，也一直保持去库的节奏，供需格局处于较好的水平。考虑主要产区河北省冬季限产比例从 50%下降至 30%，相比于去年同期，今年供给增加钢材 2100 万吨左右，考虑到地产投资增速依然在高位，同时年底基建投资需求或一定企稳，假设钢材四季度销量较去年同期增长 8%，增加需求约 1800 万吨，造成的供给冲击在 300 万吨左右，和目前的库存水平相比，依然在可控范围之内，钢价在之前高位水平上或有一定幅度回调。综合上述两个方面的分析，限产下降的实际空间与价格回调压力或都低于市场预期，近期市场反应存在一定过度的嫌疑。

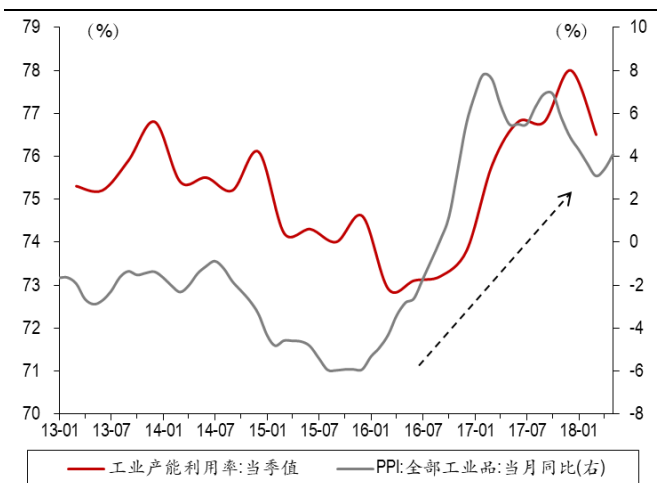
图表 1.7 钢铁库存目前处于较低位置


资料来源：万得，中银证券

图表 1.8 限产下降 20%影响测算


资料来源：万得，中银证券

传统行业产能利用率已经恢复到相对较高的水平，环保限产边际调整无碍行业中期格局的稳定。上边的分析指出，环保要求的边际调整，不一定带来限产比例的大幅下调，即使出现一定的下调，对于供给、需求与价格也未必形成巨大压力。中期来看，供给侧改革推动下，行业的整体负债率与杠杆率已经大幅下降，盈利能力好转，产能利用率的维度看，整个工业部门也已经回升至 75-77% 的较为理想的区间。只要经济不发生大的失速情况，需求没有崩溃性下滑，很难再次出现之前连续多年的恶性通缩情况。因此，整个行业的 ROE 仍有望保持稳定。

图表 1.9 产能利用率已经恢复到较高水平


资料来源：万得，中银证券

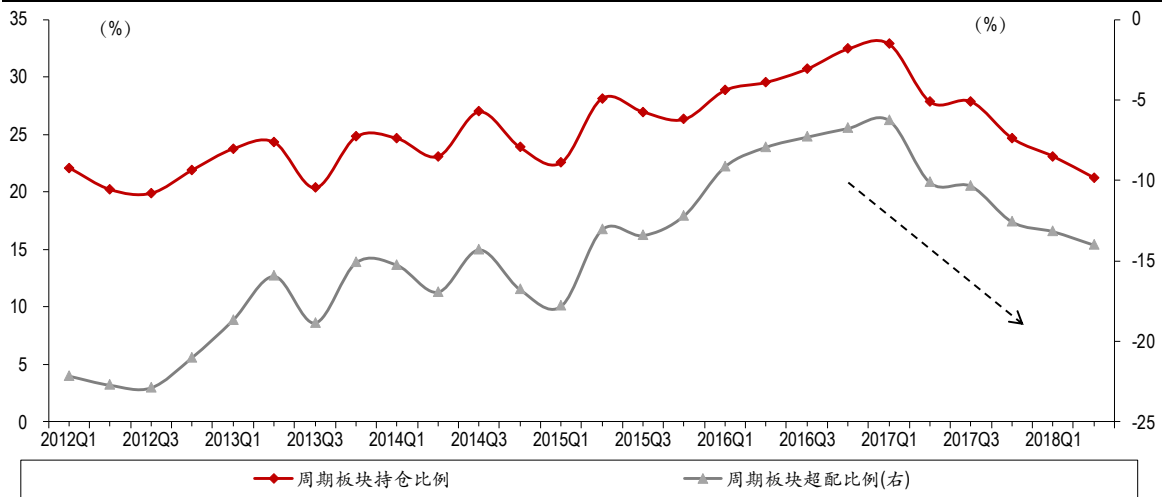
图表 1.10 供给侧改革助推行业格局改善

行业	2017去产能	2018去产能目标
钢铁	5000万吨	3000万吨
煤炭	2.5亿吨	1.5亿吨
煤电	6500万千瓦	关停30万千瓦以下煤电机组
水泥	3880万吨 (预测)	9700万吨

资料来源：两会政府工作报告，水泥行业协会，中银证券

最后，机构近期对周期板块的持仓比例较低，短期向下的相对压力不大。从交易层面来看，由于经济下行压力较大，加之投资增速回落幅度超出预期，市场此前对于周期板块的预期较为悲观，导致持仓情况不理想。今年一季度与二季度的基金持仓数据显示，周期板块的持仓比例和超配比例均持续下降，目前显著低于历史平均水平。在近期对机构投资者的走访中，也反馈周期板块的加仓比例并不是特别高。

图表 1.11 二季度基金持仓周期板块比例走低



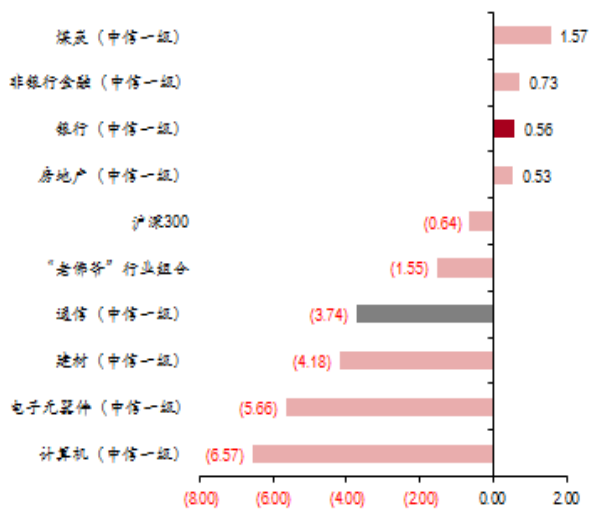
资料来源：万得，中银证券

市场观点：底部区域积极乐观，周期被低估。上面的分析指出，总量污染指标的要求可能下降，限产或将进行一些结构性的调整，但整体大幅放松的可能性不高，周期板块存在一定向上修复的机会，关注后续各地具体政策的细节。市场大势方面，8月社融、工业增加值、社零等数据均出现反弹，投资增速减缓的幅度也有所收窄，经济边际改善的信号出现，市场底部特征愈加明显，重申积极乐观，建议投资者进行中期布局，金融地产仍是中坚力量，周期和成长具备弹性。选股方面，无论什么板块，优质龙头公司仍然是第一选择。

二、建议关注组合跟踪：“老佛爷”组合净值 1.10

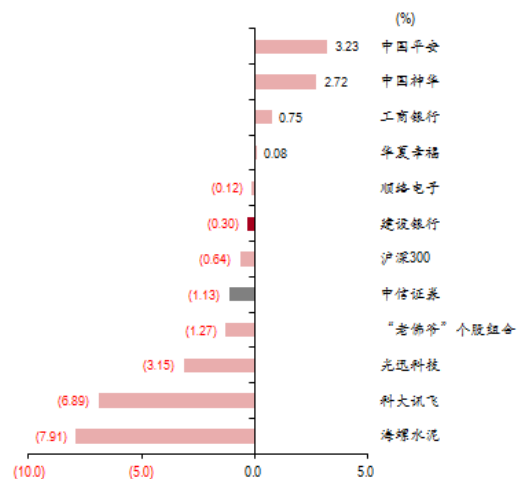
组合回顾：行业组合表现差于上周，个股组合表现优于上周。上周“老佛爷”行业组合绝对收益-1.55%，表现差于市场0.91%；“老佛爷”个股组合绝对收益-1.27%，表现低于市场0.63%。2017年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为1.10。

图表 2.1. 上周“老佛爷”行业组合表现



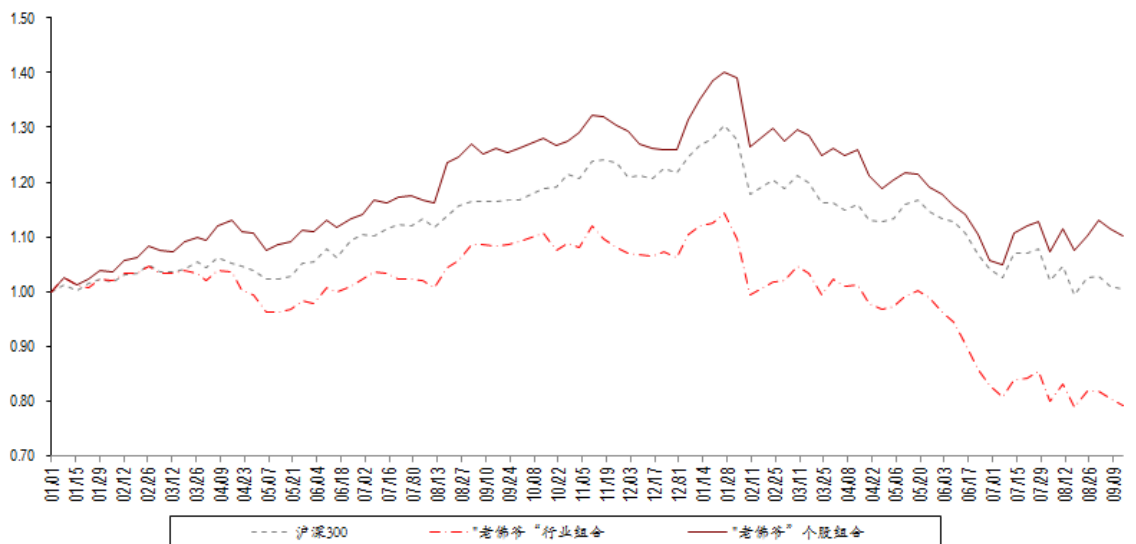
资料来源：万得，中银证券

图表 2.2. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 2.3. “老佛爷”组合表现 (累计值)



资料来源：万得，中银证券

三、2018年9月中银国际建议关注行业与个股组合

图表 3.1. 2018年9月“老佛爷”行业组合

行业板块	行业观点
银行（中信一级）	目前银行板块估值已回落至18年0.85xPB，伴随政策边际转向，银行股将迎来反弹机会
非银行金融（中信一级）	强者恒强，龙头公司中报预计领先行业，关注龙头价值修复机会
房地产（中信一级）	行业小周期底部信号增强，上述利好因素将支撑板块估值逐步抬升，叠加集中度提升带来的业绩弹性，龙头公司具备确定性的投资价值
电子元器件（中信一级）	元器件涨价的逻辑主要在于供给端由于扩产受阻和环保政策收缩而需求端持续扩张，同时5G商业化进程加快，产业链将充分受益
计算机（中信一级）	云计算引领IT变革，A股迎来最佳布局时点
通信（中信一级）	运营商集采项目逐步放量，而下半年5G承载网有望先行，光通信企业机会显现
煤炭（中信一级）	煤焦钢产业链则明显好于动力煤，在环保限产、库存不高、金九银十旺季来临的背景下，以及基建加码的预期下，双焦价格仍会偏强运行
建材（中信一级）	水泥淡季不淡，加上政策放松预期，进一步强化市场对未来行业景气度的乐观预期，我们预计下半年水泥行业依然可以维持高景气

资料来源：万得，中银证券

图表 3.2. 2018年9月“老佛爷”个股组合

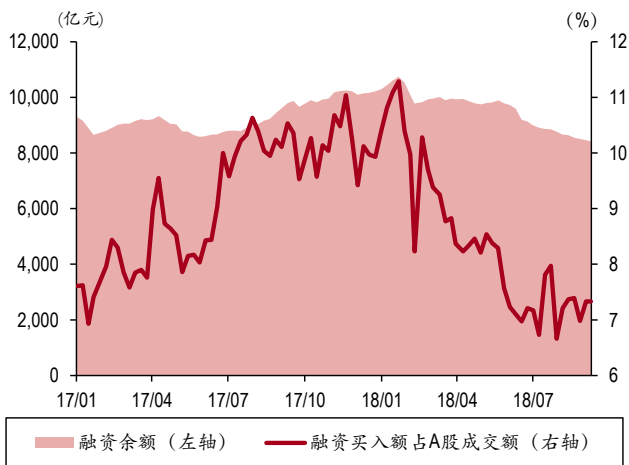
代码	公司	收盘价	EPS			PE		关注理由	行业
			2018E	2019E	TTM	2018E	2019E		
002138.SZ	顺络电子	17.53	0.63	0.85	36.15	27.98	20.73	电感龙头增长稳定，被动元器件存在涨价预期	电子元器件
002230.SZ	科大讯飞	31.25	0.31	0.45	142.78	100.16	69.32	营收持续高速扩张，科技龙头地位不断强化	计算机
002281.SZ	光迅科技	25.78	0.58	0.76	55.33	44.39	33.93	加码数通市场，大幅扩产高速光模块，发力高端市场	通信
600340.SH	华夏幸福	25.10	4.00	5.12	7.17	6.28	4.90	精准卡位国内核心都是圈周边核心节点，产业新城独特业务模式构筑护城河	房地产
601088.SH	中国神华	18.49	2.35	2.40	8.42	7.88	7.72	全产业链运营模式构筑公司综合能源供应商地位，持续稳定盈利和高分红，具备长期投资价值	煤炭
601318.SH	中国平安	62.98	6.09	7.51	11.10	10.34	8.39	公司传统金融和互联网金融业务互相依托，寿险业务贡献长期稳定利润和价值成长	非银行金融
600030.SH	中信证券	15.98	1.05	1.19	16.04	15.20	13.43	公司作为行业龙头优势地位巩固，各项排名均位居行业前列。IPO温和提速下公司投行业务将进入业绩释放期，估值较低	非银行金融
601939.SH	建设银行	6.88	1.03	1.12	6.85	6.65	6.14	18年受益强监管环境，息差和资产质量的改善优于同业，ROE高于可比同业	银行
601398.SH	工商银行	5.44	0.85	0.91	6.61	6.40	5.95	银行业呈现龙头集中趋势，工行治理规范、市场化程度高，“大零售、大资管、大投行”战略综合布局，境内外协同发展，未来空间巨大	银行
600585.SH	海螺水泥	37.13	5.05	5.38	8.91	7.35	6.90	优质蓝筹龙头，供给“去产量”收缩延续驱动高盈利均衡；加大广东布局、提升区域控制力	建材

资料来源：万得，中银证券

四、市场重要变化：北上资金净流入规模回升为正数

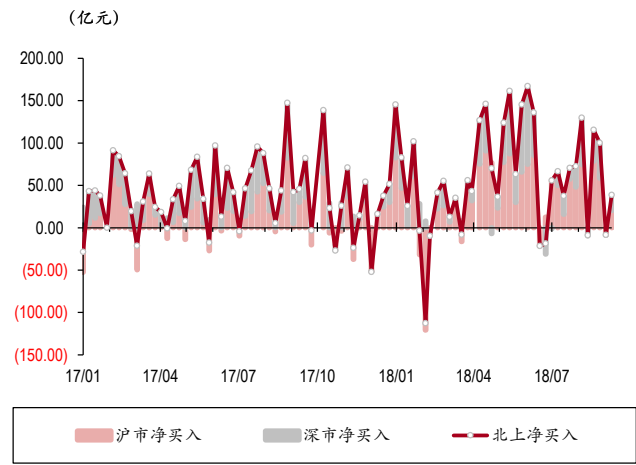
场内杠杆持续下降，杠杆资金增仓意愿变化不大。场内杠杆资金方面，截至9月13日，两市融资余额来到了8,419.97亿元（前值8,460.03亿元），环比（-0.47%），杠杆资金规模连续第十六周下滑，单周环比下降了40.06亿元；融资买入成交额占全市场成交占比为7.33%，环比（+0.00%）。

图表 4.1. 两市融资余额连续第十六周下滑



资料来源：万得，中银证券

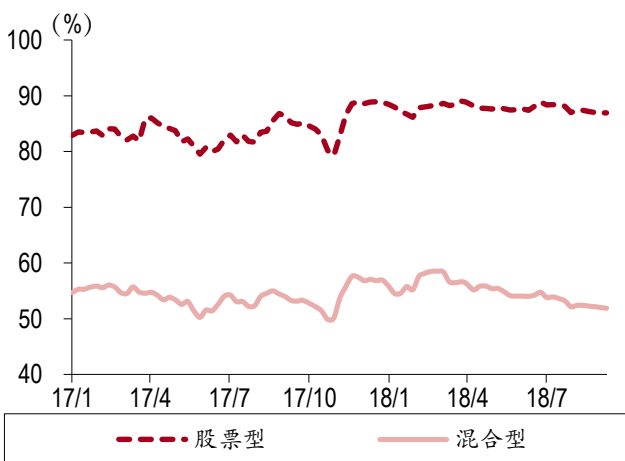
图表 4.2. 北上资金净流入规模小幅上升



资料来源：万得，中银证券

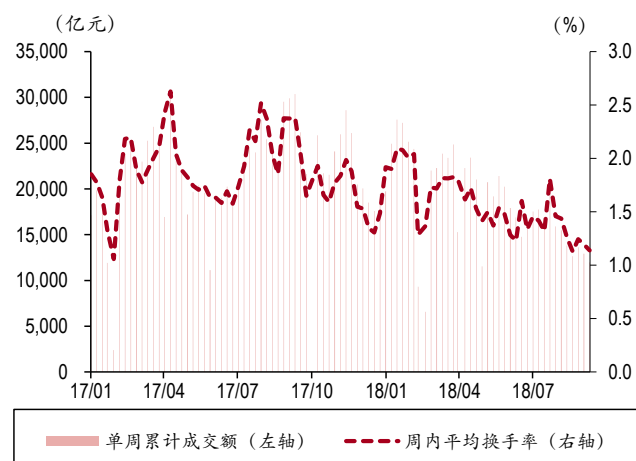
北上资金情绪有所回暖，全周资金净流入规模回升为正数。本周陆股通合计净流入38.55亿元（前值-8.55亿元），海外资金呈现流入趋势，北上资金净流入规模小幅上升，环比+551.03%，沪股通和深股通规模均回升为正数。具体地，沪股通净流入20.26亿元（前值-8.54亿元），环比增量28.80亿元，深股通净流入18.29亿元（前值-0.0049亿元），环比增量18.30亿元。

图表 4.3. 权益类基金仓位小幅下降



资料来源：万得，中银证券

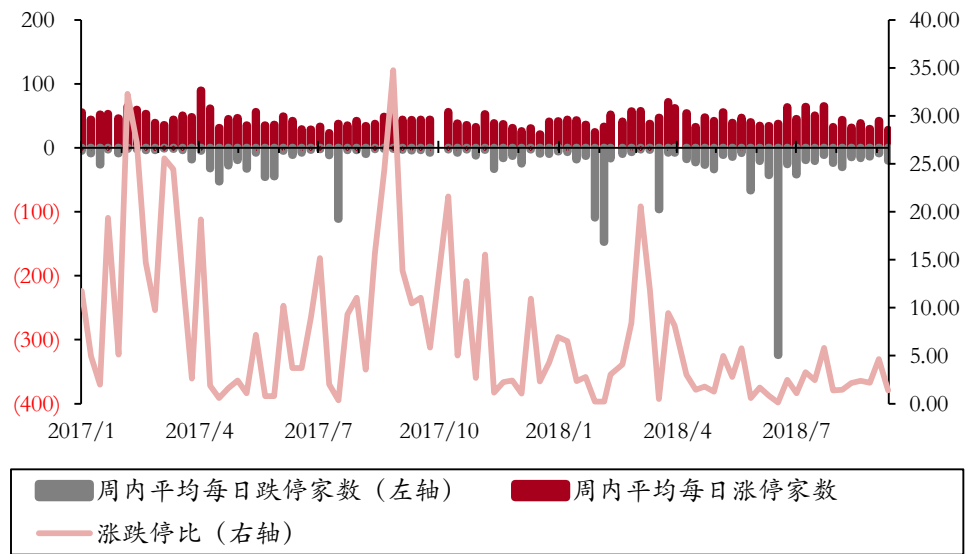
图表 4.4. 本周全市场换手率小幅下降



资料来源：万得，中银证券

股票型基金仓位维持不变，混合型基金仓位小幅下降。机构仓位方面，截至9月13日，本周权益型基金仓位总体变化不大，略有下降。具体地，股票型基金最新仓位86.92%（环比+0.00%），混合型基金最新仓位51.88%（环比-0.21%），连续第三周创年内新低，指标显示混合型基金仓位呈现持续下滑趋势，机构投资者对混合型基金的信心消磨严重。

图表 4.5. 涨跌停比大幅下降，指标显示本周市场情绪仍较为谨慎



资料来源：万得，中银证券

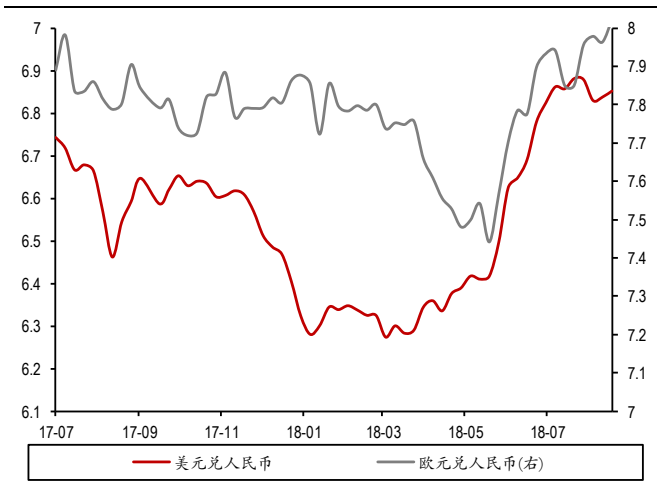
当周市场换手率小幅下降至 1.14%，涨跌停比例大幅下降至 1.40。本周市场成交情况整体走弱，市场单周累计成交额 11,975.88 亿元（前值 12,904.31 亿元），环比 (-7.19%)，规模小幅下降；全市场自由流通换手率下降至 1.14%（前值 1.19%），下降了 0.06 个百分点。打板情绪方面，全周市场涨跌停比大幅下降至 1.40（前值 4.67），下降了 3.27，全周涨停家数接近跌停家数，该指标显示市场交易情绪仍较为谨慎。

五、宏观重要变化：8月金融与经济数据反弹

人民币兑美元小幅走弱。本周，人民币兑美元汇率报 6.85，贬值 0.2%，基本保持近期稳定的态势，人民币兑欧元汇率 8.02，贬值 0.8%。十年期国债收益率继续上升至 3.64，涨 1 个 BP，信用利差上升 3 个 BP。

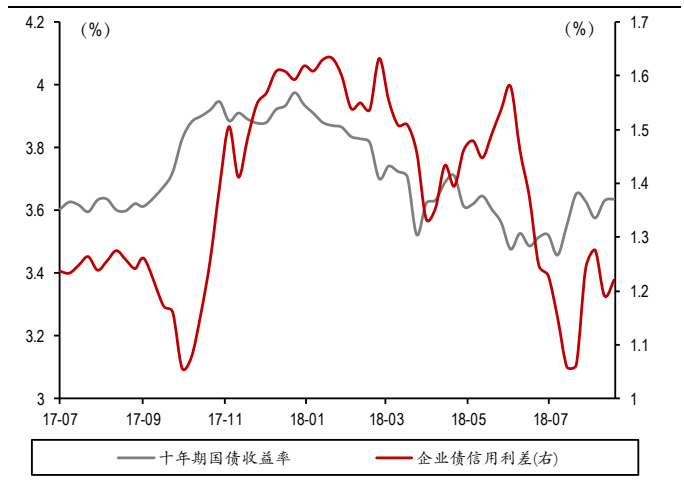
金融经济数据边际好转。8月社融新增超 1.5 亿，其中企业债券融资新增超过 3000 亿，宽松货币政策开始向实体进行传导。8月工业增加值同比增 6.1%，社会消费品零售总额同比增 9%，均超过上月与市场预期水平。固定资产投资增速虽然继续下降，但降幅较上月明显收窄。

图表 5.1. 人民币汇率走势



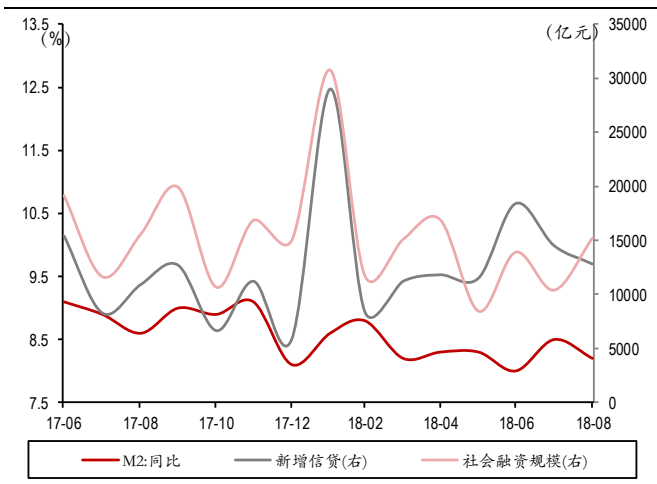
资料来源：万得，中银证券

图表 5.2. 长端利率与信用利差走势



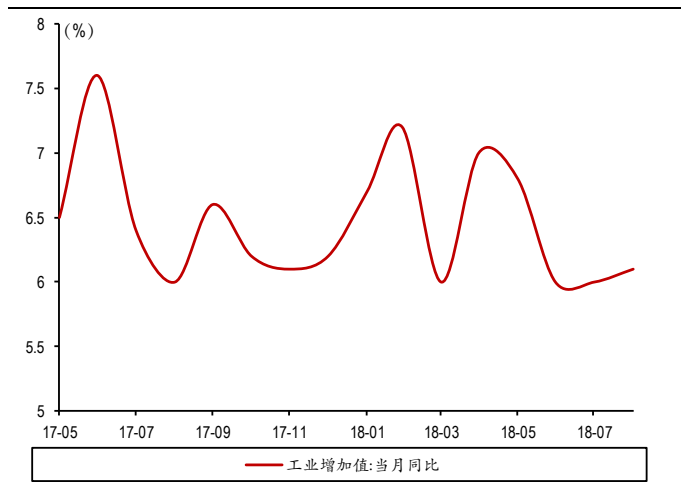
资料来源：万得，中银证券

图表 5.3. 货币供应、信贷与融资走势



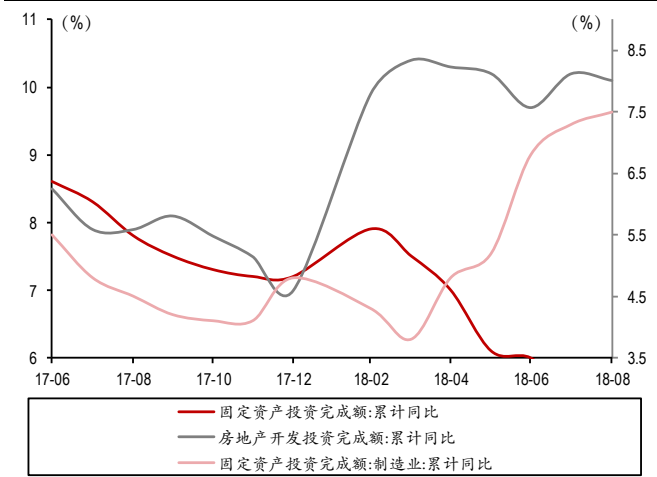
资料来源：万得，中银证券

图表 5.4. 工业增加值走势



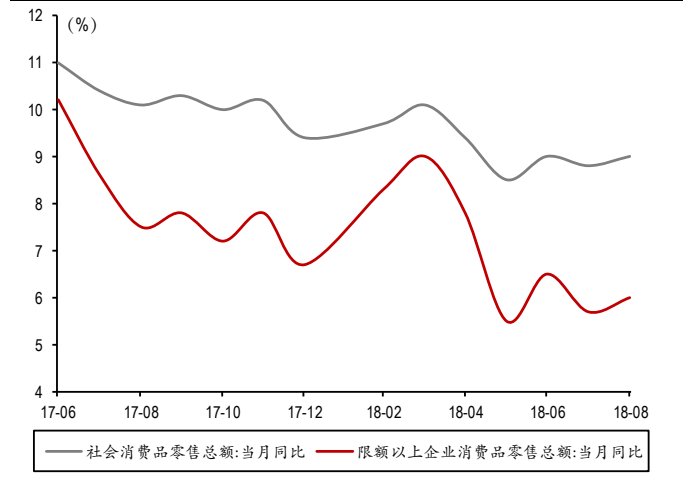
资料来源：万得，中银证券

图表 5.5. 固定资产投资走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5.6. 社会消费品零售走势



资料来源: 万得, 中银证券

六、行业重要变化：库存大幅下降推升油价

本周，EIA 美油库存大幅下降 1.3%，美油上涨 0.5%，布油突破 80 美元大关。煤炭下游电厂需求大幅回落，现货价格基本走稳。工业金属与贵金属价格小幅反弹。钢铁社会库存回升，但无碍价格继续走强。水泥与玻璃延续近期强势反弹格局。化工品整体景气度依然较高。

图表 6.1. 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	68.9	0.5	(1.2)	5.2
	EIA 全美库存	千桶	396194.0	(1.3)	(1.1)	(4.3)
	秦港 5500 大卡动力煤	元/吨	580.0	0.0	0.0	0.0
煤炭	秦港煤炭库存	万吨	646.5	0.0	3.9	0.5
	发电集团日均耗煤	万吨	25.3	(12.2)	0.3	(22.5)
	LME 铜	美元/吨	5932.5	0.7	(3.0)	(0.6)
有色	COMEX 黄金	美元/盎司	1204.4	0.3	(0.8)	1.2
	电池级碳酸锂	元/吨	96400.0	(1.1)	(1.3)	(7.4)
	钢价综合指数	\	163.6	0.8	(0.5)	1.5
钢铁	矿价综合指数	\	80.1	0.2	0.6	2.6
	主要城市钢材库存	万吨	1001.5	0.2	0.4	(0.7)
	水泥价格指数	\	142.5	0.4	1.3	2.4
建材	玻璃价格指数	\	1217.3	0.2	0.6	2.5
	尿素:山东	元/吨	2043.0	2.2	2.3	5.4
	天然橡胶:上海	元/吨	10633.3	3.2	(0.7)	5.6
化工	重质纯碱:华东	元/吨	1850.0	0.0	0.0	0.0
	PTA:期货	元/吨	7519.6	(3.3)	(0.6)	5.3

资料来源：万得，中银证券

风险提示

经济下行超预期，中美贸易冲突升级超预期。

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