



策略周报：A股大势

风险消化，向新兴板块迁移

情绪修复，风格向新兴板块迁移。

- **核心风险开始消化，悲观预期修复。**6月底以来A股市场的调整，是内外困境交织的结果。其中，三季度调整的核心因素，是中美贸易对抗背景下，市场对内部政策环境的担心；国庆之后的大幅调整，则是9月底美联储加息、美国对华政策升级以及全球市场调整等外部因素所致。在悲观情绪下，股权质押、业绩不达预期等因素加剧市场调整。我们一直强调，短期市场的调整是情绪驱动，情绪修复则需要客观世界的改变来提升信心。最近，中美贸易问题出现明显缓和的信号，外部环境预计将出现重大转变；国内方面，中央关于民营经济、国企竞争中性、资本市场发展、大规模降低税费等方面表述，将明显修复国内政策预期。内外环境的同时好转，开始推动市场修复前期悲观预期。
- **风险偏好提升，向新兴行业迁移。**国内财政、货币政策调整，不会改变名义经济增速下降的周期格局，过去两年受益于经济复苏的传统板块的业绩在未来或面临下行压力。与此同时，从过往经济周期来看，下行阶段更有利于企业创新以及新动能培育，新兴板块业绩受经济下行的影响相对较小。与此同时，受实体回报率下降驱动，名义利率将跟随周期往下，融资成本的降低更有利于新兴板块的成长。当前，经济处于新旧动能交替阶段，未来的政策也将更多转向新兴板块，如供给侧改革、税费成本降低、创新等。从市场自身来看，证监会放开并购重组、减少交易阻力、机构持仓、反转效应等显示，市场对新兴板块的风险偏好将会大幅提升。因此，我们判断，相对收益板块将从传统向新兴迁移。
- **市场判断：风险消化，相对收益向新兴板块迁移。**三季度开始，市场估值处于较低水平，但仍然大幅调整，原因在于客观世界变化对投资者情绪的影响。当前，市场估值远低于历史底部平均水平，但是影响市场的核心风险开始消化，情绪的修复将驱动市场估值回升到合理水平。从风格上看，金融地产周期等传统板块在三季度至今明显具有相对收益。往后看，我们认为在宏观环境、市场制度驱动下，新兴板块会具有更明显的相对收益，比如5G产业链。个股层面，无论是传统还是新兴板块，产业龙头、优质公司都是第一选择。
- **一周重要变化：北上资金超大额净流入。**市场方面，场内杠杆小幅下降，融资余额仍创年内最低，不过还未纳入周五的数据。北上资金超大额净流入，其中周五单日净流入174亿。宏观层面，10月PMI指数创2016年7月以来新低。行业层面，原油期货价格继续大跌。
- **风险提示：经济下行超预期；美联储超预期加息。**



目录

核心风险消化，悲观情绪继续修复.....	4
风格有望向新兴行业迁移.....	5
建议关注组合跟踪：“老佛爷”组合净值为 1.13.....	7
2018 年 11 月中银国际行业及个股组合.....	8
市场重要变化：北上资金超大额净流入 346 亿	9
宏观重要变化：10 月 PMI 指数创 2016 年 7 月以来新低	11
行业重要变化：原油期货价格继续大跌.....	12
风险提示.....	13

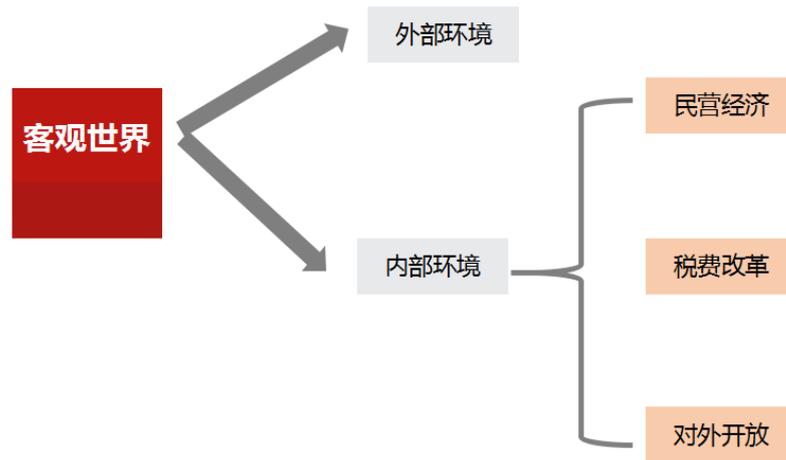
图表目录

图表 1. 三季度以来制约 A 股市场的主要因素	4
图表 2. 多重利好政策近期不断出现	4
图表 3. 市场估值中位数低于历次底部水平	5
图表 4. 北上资金开始大举买入 A 股	5
图表 5. GDP 与全部 A 股业绩增速	5
图表 6. 长期利率中枢在下降	5
图表 7. 2005Q1-2018Q3 基金风格板块超配情况	6
图表 8. “老佛爷”组合表现（累计值）	7
图表 9. 2018 年 11 月“老佛爷”行业组合	8
图表 10: 2018 年 11 月“老佛爷”个股组合	8
图表 11. 两市融资余额继续创年内最低	9
图表 12. 北上资金净流入规模大幅度上升至单周 346 亿	9
图表 13. 权益类基金仓位互有升降	9
图表 14. 本周全市场换手率微幅提升	9
图表 15. 涨跌停比回落，但市场已摆脱阴跌状态回归常态	10
图表 16. 人民币汇率走势	11
图表 17. 信用利差走势	11
图表 18. 官方制造业 PMI 指数	11
图表 19. 中上游主要原材料价格一周变化	12

核心风险消化，悲观情绪继续修复

6月底以来，市场调整分为两个阶段：三季度及国庆之后。三季度影响市场的核心风险，是外部中美贸易冲突持续升级，市场对内部政策环境的担心，比如关于民营经济的政策是否发生了转向、税费改革能否以较大的力度推进、对外开放是否继续推进均存在一定分歧。而国庆之后影响市场的核心因素，则是9月底美联储加息、美国对华贸易压力进一步上升以及全球市场的大幅调整等外部环境。内外交困的客观世界，是7月以来市场调整的核心风险。

图表 1. 三季度以来制约 A 股市场的主要因素



资料来源：中银证券，《中国对外开放的历史进程》、常健

但是步入月底，多重利好政策频繁出现，客观世界开始改变：中美贸易关系出现缓和迹象，以及在高层的发声和一系列政策的出台中，国内关于民营经济、税费改革和对外开放的疑虑在逐渐消散，前期的悲观情绪将明显修复。

图表 2. 多重利好政策近期不断出现

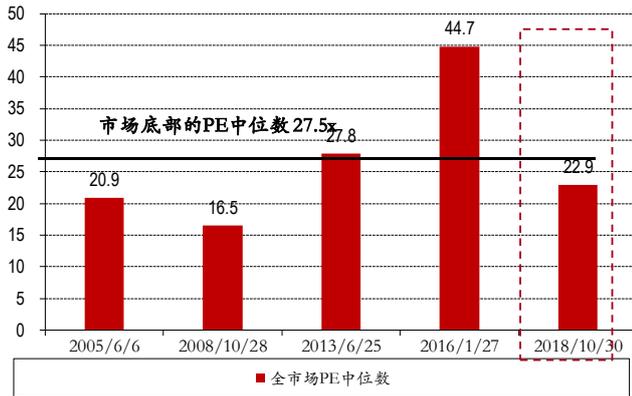
日期	事件
9月28日	李克强总理在座谈会上明确表示，下一步要更大力度简政，减税、减费，其中减税要加快推进增值税税率“三档变两档”，同时降低增值税税率
10月以来	多地证监局向辖区内证券公司下发支持证券公司化解上市公司股票质押风险，支持民营企业发展的通知文件，服务实体经济发展，纾解具备发展前景的上市公司短期流动性压力。
10月19日	国务院副总理刘鹤表示，要继续给企业减税，进一步减轻企业税费负担，研究并提出继续降低企业税负和降低社保费率的具体办法。
10月30日	证监会发表声明表示，证监会正在按照国务院金融稳定发展委员会的统一部署，围绕资本市场改革
10月31日	中央政治局会议表明政策重心是稳经济、稳就业、稳中小企业，明确资本市场改革与制度建设目标，激发市场活力
11月1日	习近平总书记11月1日晚间与特朗普通话，贸易摩擦出现缓和迹象
11月1日	习近平总书记在民营企业座谈会上发表支持民营经济的重要讲话，明确民营经济地位，重申将大力支持民营企业发展壮大，提出多项具体举措，将从减税、解决融资难问题、改善竞争环境、政策执行方式、政商关系、企业家人身财产安全等方面解决民营企业遇到的问题
11月1日	印花税法立法征求意见，授权国务院调整证券交易印花税。

资料来源：万得，中银证券

风格有望向新兴行业迁移

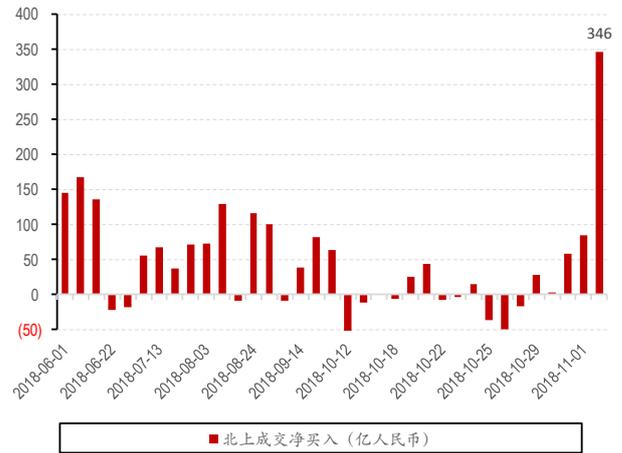
当前，市场估值远低于历史底部平均水平，已经明显具备中长期配置价值。近期，内外环境改善将驱动前期过于悲观的市场情绪修复。与此同时，我们也观测到，在内外风险消化后，海外资金大幅增持A股市场。我们认为，当前过度低估的A股市场估值回升到合理水平。

图表 3. 市场估值中位数低于历次底部水平



资料来源：万得，中银证券

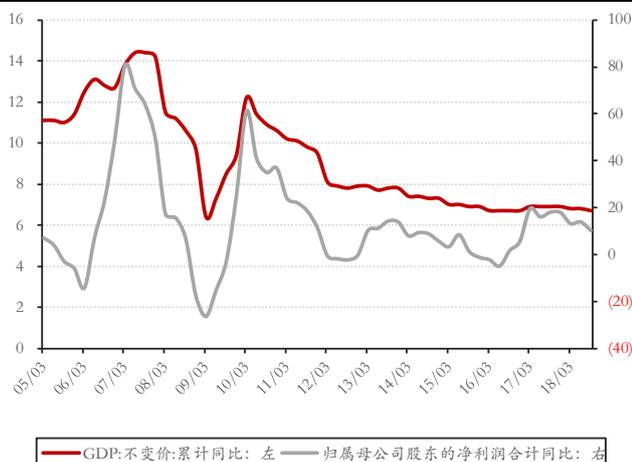
图表 4. 北上资金开始大举买入 A 股



资料来源：万得，中银证券

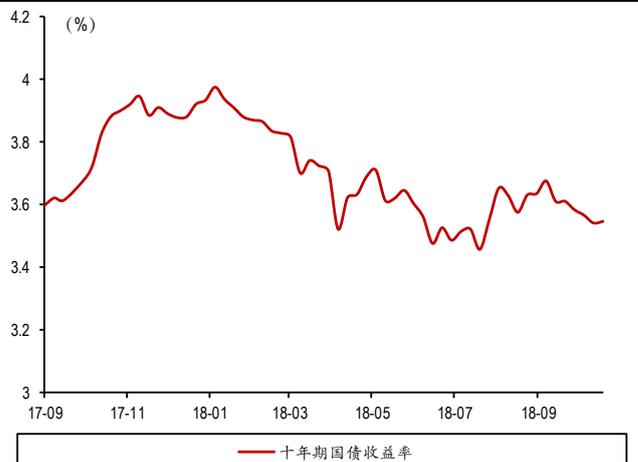
但在市场风格上，将可能向新兴板块迁移。一是宏观政策将更多转向新动能培育。在中国鼓励对外开放和增加进口的局面下，贸易顺差可能进一步缩小，这意味着外需拉动作用将减弱，提振中国经济可能仍要依靠内需拉动，短期而言，虽然基建仍可能是托底经济的主力，但是中长期而言，通过改革来焕发民营经济活力、通过科技创新来提高生产效率和调整产业结构是必然的趋势，代表未来方向的创新企业必将成为未来 20 年中国经济发展的中流砥柱，也是中国经济从传统动能向新动能转变的方向。二是长期利率水平将进一步下行。展望 2019 年，经济下行压力较大，仅仅靠基建拉动经济比较困难，也难以持续，而经济结构的调整又是一个长期的过程，从货币政策来看，我们认为央行后续大概率继续保持“宽货币”，维持流动性从合理稳定向合理充裕，以降低实体部门利率水平稳固经济增长，而资金成本下降则有助于市场风险偏好的提升。这有利于以创新型科技为代表的风险资产估值回升，有助于推动市场风格从传统行业向新兴行业的切换。

图表 5. GDP 与全部 A 股业绩增速



资料来源：万得，中银证券

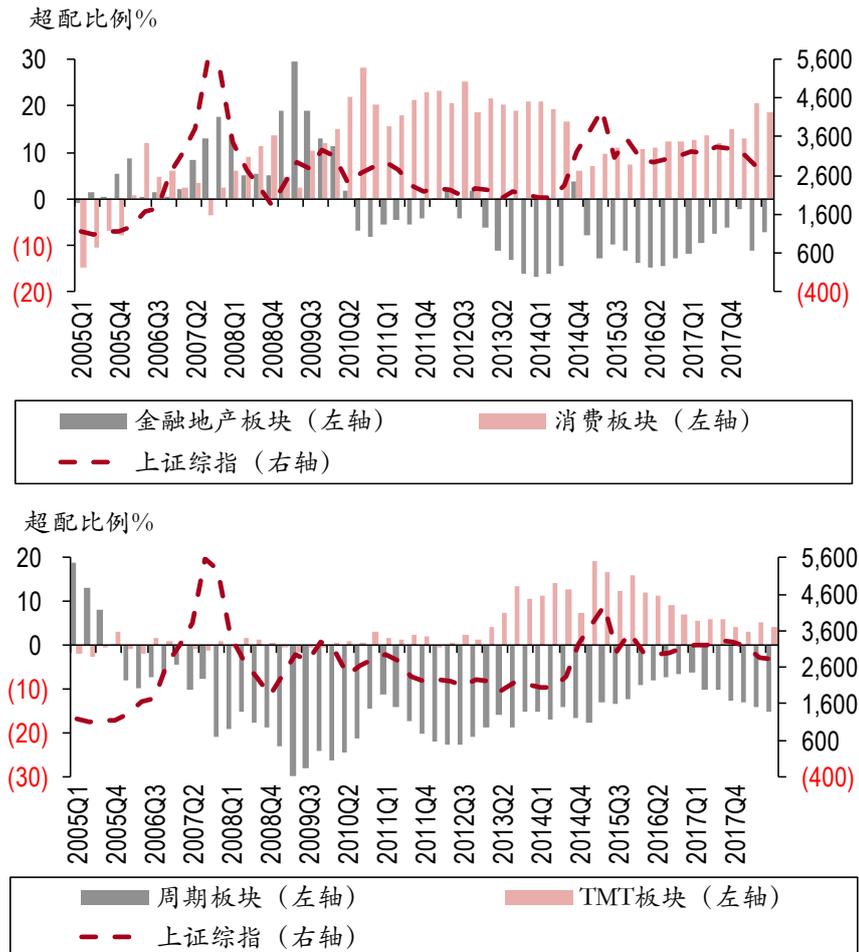
图表 6. 长期利率中枢在下降



资料来源：万得，中银证券

三是机构持仓的风格季度轮换将继续。在 10 月 28 日基金持仓分析报告《风格季度轮换仍在持续》中，我们发现：自 2017 年下半年开始，基金持仓具有显著的一季度风格一切换的趋势，三季度，金融地产超配比例环比上升，目前仍低于 5 年和 10 年历史均值；消费板块虽然超配比例有所回落，但目前超配水平仍高于 5 年和 10 年历史均值；周期板块超配比例微跌，基本处于 5 年和 10 年均值附近；而 TMT 板块超配比例（4%）却低于 5 年和 10 年均值。如果风格每季度切换的趋势延续，那么 TMT 板块在未来有望获得增持。

图表 7. 2005Q1-2018Q3 基金风格板块超配情况



资料来源：万得，中银证券

个股层面，无论是传统还是新兴板块，行业龙头、优质公司都是第一选择。投资者可以选择业绩优秀、在行业内具有领先技术优势和坚固护城河的科技类龙头企业，我们在《寻找下一波科技浪潮》系列报告中曾提出：5G 是未来两年科技股中最具有确定性机会的板块，并看好以人工智能为代表的新一代信息技术革命方向，我们认为这类企业能够抵御经济下行的周期，在市场回暖之际迎来更强的估值修复，相对更具配置优势。



建议关注组合跟踪：“老佛爷”组合净值为 1.13

- **组合回顾：**行业组合和个股组合均稍劣于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益 3.19%，表现低于市场 0.48%；“老佛爷”个股组合绝对收益 2.82%，表现低于市场 0.85%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 1.13。

图表 8. “老佛爷”组合表现（累计值）



资料来源：万得，中银证券

2018年11月中银国际行业及个股组合

图表 9. 2018年11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接近 18 年 0.88xPB, 伴随政策边际转向, 银行股估值存在修复空间, 关注富时罗素纳入催化。
非银行金融 (中信一级)	政策面发声缓解股票质押风险, 为证券行业提供新的估值底, 安全边际明确, 具有较高相对配置价值。
房地产 (中信一级)	行业基本面出现转冷迹象, 销售增速下降, 市场景气度下降, 但一线城市成交复苏趋势显著, 有望成为新亮点。政策边际放松, 行业流动性边际改善。
建材 (中信一级)	水泥、玻璃供需基本面未有大变化; 近期来看环保限产力度有增无减, 限价可能性不大; 外来熟料进口可能冲击市场, 但作用有限, 港口卸货对环境污染也较大
通信 (中信一级)	预计第四季度工信部公布我国运营商 5G 频谱划分, 5G 进入落地建设阶段, 负责承载网的光通信企业将首先受益。
煤炭 (中信一级)	11 月开始进入动力煤旺季, 但目前六大电厂库存充裕连续超过 30 天, 补库存动力不如往年, 预计即使煤价上涨涨幅也会有限。
电子元器件 (中信一级)	十一月电子板块仍然以未来 3-5 年周期确定性成长的板块, 以 5G 和半导体为主; 同时考虑到部分业绩较好并且趋势向上标的, 估值进入历史较低区间, 建议积极关注。
计算机 (中信一级)	计算机板块受情绪和大盘走势影响调幅较大, 出现部分估值增速错配的投资机会; 外部压制市场情绪和风险偏好因素 11 月份落地, 或向有利于板块估值修复; 受云计算带动的云安全板块增速有望提升; 研发减税优惠细则或将进一步落地, 利好高研发投入企业。

资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2018年11月“老佛爷”个股组合

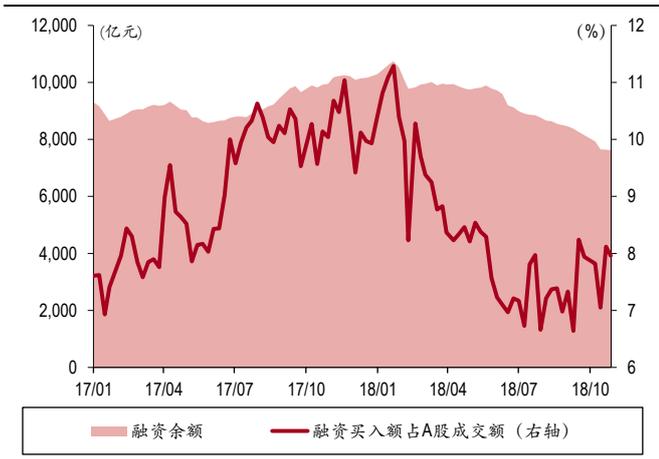
代码	公司	收盘价	EPS		PE		关注理由	行业	
			2018E	2019E	TTM	2018E			2019E
002138.SZ	顺络电子	14.42	0.61	0.81	26.25	23.67	17.83	电感龙头增长稳定, 被动元器件涨价预期。	电子
600588.SH	用友网络	25.45	0.34	0.48	60.96	74.31	52.49	企业数字化转型黄金期, 用友稳占霸主地位, 开放的生态平台价值稀缺。	计算机
600498.SH	烽火通信	28.15	0.84	1.06	36.49	33.54	26.65	5G 承载网预计下半年开始建设, 公司是运营商集采条线光设备领域的领先者, 同时 ICT 转型将加强公司的盈利能力	通信
600340.SH	华夏幸福	23.71	3.97	5.13	6.83	5.97	4.62	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	20.22	2.34	2.41	9.00	8.65	8.39	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。	煤炭
601318.SH	中国平安	67.35	6.05	7.49	12.05	11.14	8.99	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。	保险
600030.SH	中信证券	17.79	0.98	1.11	19.92	18.09	16.04	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。	证券
601398.SH	工商银行	5.64	0.85	0.92	6.75	6.64	6.15	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, 空间巨大。	银行
600585.SH	海螺水泥	34.49	5.38	5.68	6.83	6.41	6.07	优龙头, 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

市场重要变化：北上资金超大额净流入 346 亿

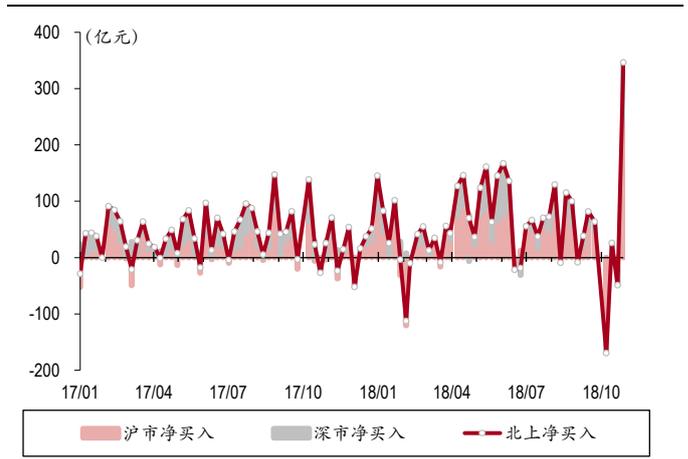
场内杠杆小幅下降，融资余额仍创年内最低，不过还未纳入周五的数据。场内杠杆资金方面，截至11月1日，两市融资余额来到了7,617.6亿元，前值7,642.22亿元，环比(-0.32%)。市场环境有所回暖，但融资的杠杆下滑趋势并未止住。融资买入成交额占A股成交占比为7.96%，环比(-0.16%)。

图表 11. 两市融资余额继续创年内最低



资料来源：万得，中银证券

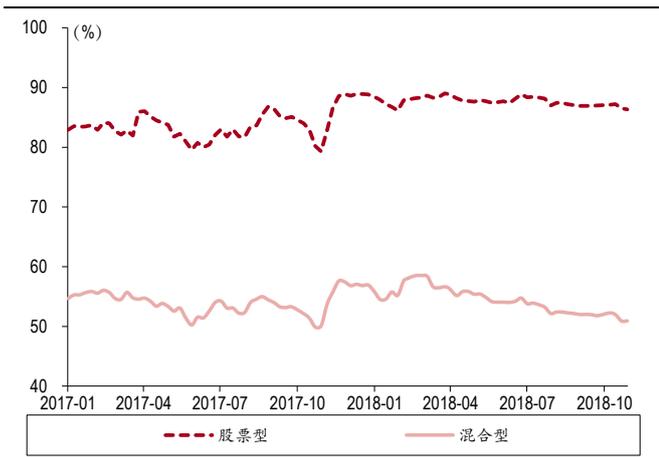
图表 12. 北上资金净流入规模大幅度上升至单周 346 亿



资料来源：万得，中银证券

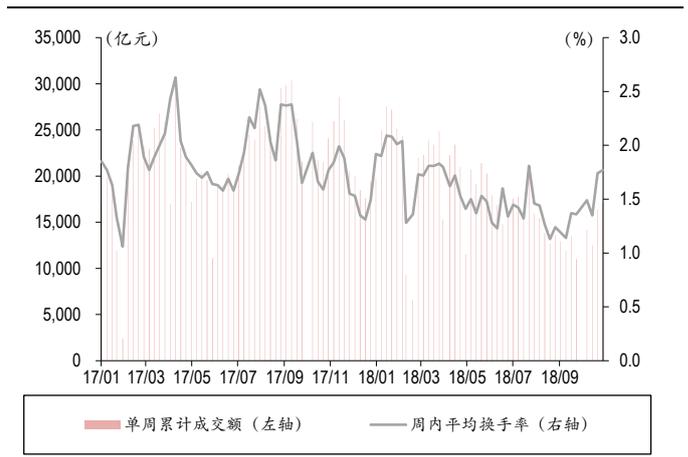
北上资金超大额净流入，其中周五单日净流入 174 亿。上周陆股通合计净流入 346.33 亿元（前值-49.11 亿元），海外资金转回流入状态，受政策面推动影响海外资金抄底氛围浓。分市场来看，沪股通和深股通净流入均转负为正。具体地，沪股通净流入 245.75 亿元（前值-22.79 亿元）；深股通净流入 100.58 亿元（前值-26.32 亿元）。

图表 13. 权益类基金仓位互有升降



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 本周全市场换手率微幅提升

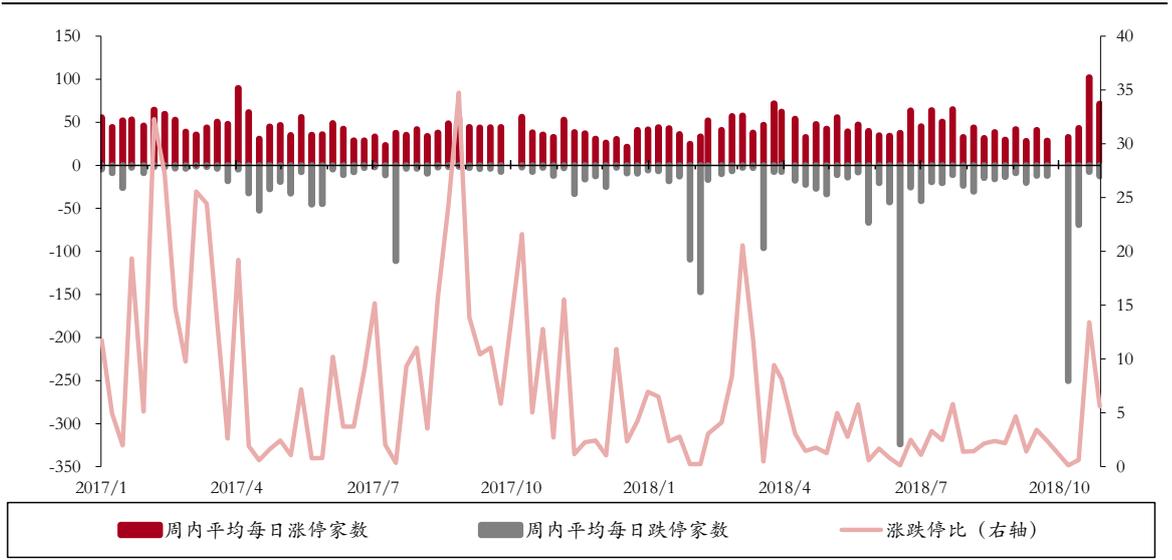


资料来源：万得，中银证券

股票型基金仓位小幅下降，混合型基金仓位微幅提升。机构仓位方面，本周权益型基金仓位互有升降。具体地，股票型基金最新仓位 86.35%（环比-0.16%）；混合型基金最新仓位 50.92%（环比0.01%）。上周债券市场表现不佳，从仓位变动上看混合型基金存在一定的调整配置的可能性。



图表 15. 涨跌停比回落，但市场已摆脱阴跌状态回归常态



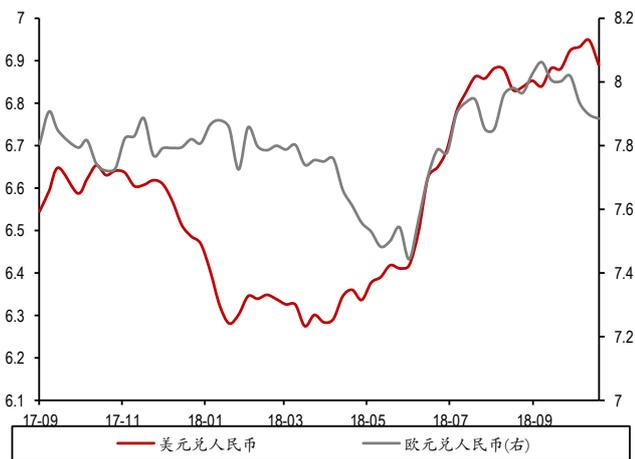
资料来源：万得，中银证券

当周市场换手率微幅回升至 1.77%，涨跌停比例小幅回落至 5.59。本周市场成交情况略有好转，市场单周累计成交额 17,089.36 亿元（前值 16,376.85 亿元），环比（4.35%），市场变得更加活跃；全市场自由流通换手率微幅提升，上升至 1.77%（前值 1.74%），环比 0.03 个百分点。打板情绪方面，涨跌停比例小幅回落。全周市场涨跌停比下降至 5.59（前值 13.42），变化了-7.83，全周涨停家数多于跌停家数，该指标显示这个市场阶段在底部大规模买入阶段。

宏观重要变化：10月PMI指数创2016年7月以来新低

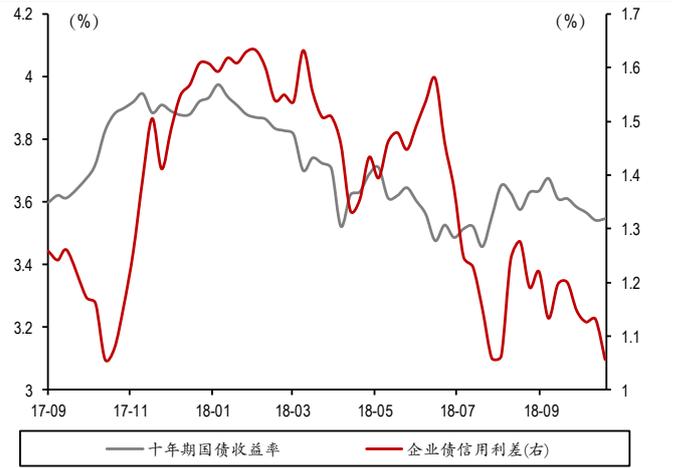
本周，人民币兑美元汇率回跌至6.89，较上一周升值0.86%，兑欧元报7.88，升值0.25%。十年期国债收益率上升1个BP，报3.55。信用利差下跌7个BP。10月份制造业PMI指数创2016年7月以来新低，较上月回落0.6个百分点至50.2%，较去年同期低1.4个百分点，已连续第5个月下滑。

图表 16. 人民币汇率走势



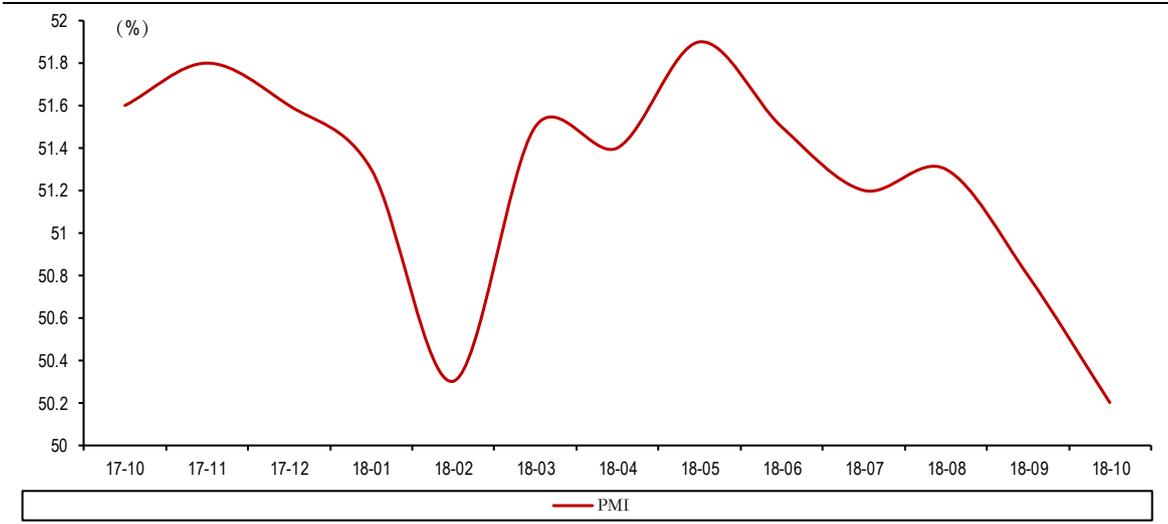
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 信用利差走势



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 官方制造业 PMI 指数



资料来源：中银证券，万得

行业重要变化：原油期货价格继续大跌

上游能源方面，原油价格本周回调 3.6%，EIA 全美库存增加 0.8%，煤炭现货下跌 0.8%，电厂耗煤大幅下降，秦港库存大幅反弹增加；中游材料方面，铜价大幅下行，金价小幅下跌，新能源继续弱势，钢铁价格转向小幅下落，水泥价格指数继续上行，9 月以来水泥价格持续强势，玻璃短期继续回落，化工品价格指数整体出现小幅回落。

图表 19. 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	65.1	(3.6)	(3.9)	(13.4)
	EIA 全美库存	千桶	426004.0	0.8	1.5	5.5
煤炭	秦港 5500 大卡动力煤	元/吨	590.0	(0.8)	0.8	1.7
	秦港煤炭库存	万吨	495.5	13.0	(7.2)	(16.5)
	发电集团日均耗煤	万吨	32.3	(1.6)	0.0	(3.1)
有色	LME 铜	美元/吨	6119.1	(1.2)	(0.3)	(2.1)
	COMEX 黄金	美元/盎司	1228.0	(0.3)	0.2	2.2
	电池级碳酸锂	元/吨	85100.0	(0.5)	(1.7)	(6.5)
钢铁	钢价综合指数	\	162.8	(0.1)	0.3	1.3
	矿价综合指数	\	86.4	1.7	2.4	6.6
	主要城市钢材库存	万吨	938.9	(4.3)	(4.8)	(13.6)
建材	水泥价格指数	\	150.9	1.7	1.6	5.1
	玻璃价格指数	\	1182.0	(0.5)	(0.8)	(2.6)
化工	尿素:山东	元/吨	2121.0	(1.5)	0.3	0.8
	天然橡胶:上海	元/吨	10355.0	(0.0)	(0.0)	#DIV/0!
	重质纯碱:华东	元/吨	1950.0	0.0	0.0	5.4
	PTA:期货	元/吨	6898.8	0.3	(4.4)	(3.9)

资料来源：万得，中银证券



风险提示

经济下行超预期；美联储超预期加息。

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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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