



# 策略周報：A股大勢

## 風險消化，向新興板塊遷移

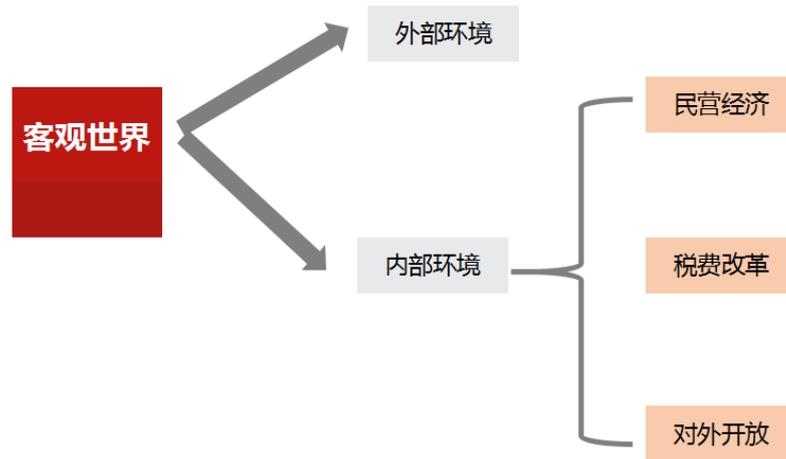
情緒修復，風格向新興板塊遷移。

- **核心風險開始消化，悲觀預期修復。**6月底以來A股市場的調整，是內外困境交織的結果。其中，三季度調整的核心因素，是中美貿易對抗背景下，市場對內部政策環境的擔心；國慶之後的大幅調整，則是9月底美聯儲加息、美國對華政策升級以及全球市場調整等外部因素所致。在悲觀情緒下，股權質押、業績不達預期等因素加劇市場調整。我們一直強調，短期市場的調整是情緒驅動，情緒修復則需要客觀世界的改變來提升信心。最近，中美貿易問題出現明顯緩和的信號，外部環境預計將出現重大轉變；國內方面，中央關於民營經濟、國企競爭中性、資本市場發展、大規模降低稅費等方面表述，將明顯修復國內政策預期。內外環境的同時好轉，開始推動市場修復前期悲觀預期。
- **風險偏好提升，向新興行業遷移。**國內財政、貨幣政策調整，不會改變名義經濟增速下降的周期格局，過去兩年受益于經濟復蘇的傳統板塊的業績在未來或面臨下行壓力。與此同時，從過往經濟周期來看，下行階段更有利于企業創新以及新動能培育，新興板塊業績受經濟下行的影響相對較小。與此同時，受實體回報率下降驅動，名義利率將跟隨周期往下，融資成本的降低更有利于新興板塊的成長。當前，經濟處於新舊動能交替階段，未來的政策也將更多轉向新興板塊，如供給側改革、稅費成本降低、創新等。從市場自身來看，證監會放開并購重組、減少交易阻力、機構持倉、反轉效應等顯示，市場對新興板塊的風險偏好將會大幅提升。因此，我們判斷，相對收益板塊將從傳統向新興遷移。
- **市場判斷：風險消化，相對收益向新興板塊遷移。**三季度開始，市場估值處於較低水平，但仍然大幅調整，原因在于客觀世界變化對投資者情緒的影響。當前，市場估值遠低于歷史底部平均水平，但是影響市場的核心風險開始消化，情緒的修復將驅動市場估值回升到合理水平。從風格上看，金融地產周期等傳統板塊在三季度至今明顯具有相對收益。往後看，我們認為在宏觀環境、市場制度驅動下，新興板塊會具有更明顯的相對收益，比如5G產業鏈。個股層面，無論是傳統還是新興板塊，產業龍頭、優質公司都是第一選擇。
- **一周重要變化：**北上資金超大額淨流入。市場方面，場內杠杆小幅下降，融資餘額仍創年內最低，不過還未納入周五的數據。北上資金超大額淨流入，其中周五單日淨流入174億。宏觀層面，10月PMI指數創2016年7月以來新低。行業層面，原油期貨價格繼續大跌。
- **風險提示：**經濟下行超預期；美聯儲超預期加息。

## 核心風險消化，悲觀情緒繼續修復

6月底以來，市場調整分為兩個階段：三季度及國慶之後。三季度影響市場的核心風險，是外部中美貿易衝突持續升級，市場對內部政策環境的擔心，比如關於民營經濟的政策是否發生了轉向、稅費改革能否以較大的力度推進、對外開放是否繼續推進均存在一定分歧。而國慶之後影響市場的核心因素，則是9月底美聯儲加息、美國對華貿易壓力進一步上升以及全球市場的大幅調整等外部環境。內外交困的客觀世界，是7月以來市場調整的核心風險。

圖表 1. 三季度以來制約 A 股市場的主要因素



資料來源：中銀證券，《中國對外開放的歷史進程》、常健

但是步入月底，多重利好政策頻繁出現，客觀世界開始改變：中美貿易關係出現緩和迹象，以及在高層的發聲和一系列政策的出臺中，國內關於民營經濟、稅費改革和對外開放的疑慮在逐漸消散，前期的悲觀情緒將明顯修復。

圖表 2. 多重利好政策近期不斷出現

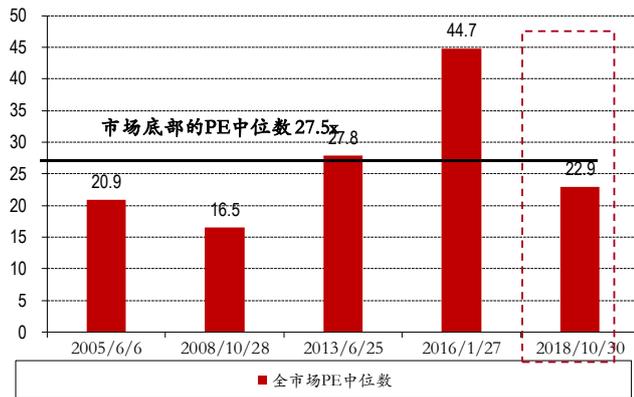
日期	事件
9月28日	李克強總理在座談會上明確表示，下一步要更大力度簡政，減稅、減費，其中減稅要加快推進增值稅稅率“三檔變兩檔”，同時降低增值稅稅率
10月以來	多地證監局向轄區內證券公司下發支持證券公司化解上市公司股票質押風險，支持民營企業發展的通知文件，服務實體經濟發展，紓解具備發展前景的上市公司短期流動性壓力。
10月19日	國務院副總理劉鶴表示，要繼續給企業減稅，進一步減輕企業稅費負擔，研究并提出繼續降低企業稅負和降低社保費率的具體辦法。
10月30日	證監會發表聲明表示，證監會正在按照國務院金融穩定發展委員會的統一部署，圍繞資本市場改革
10月31日	中央政治局會議表明政策重心是穩經濟、穩就業、穩中小企業，明確資本市場改革與制度建設目標，激發市場活力
11月1日	習近平總書記11月1日晚間與特朗普通話，貿易摩擦出現緩和迹象
11月1日	習近平總書記在民營企業座談會上發表支持民營經濟的重要講話，明確民營經濟地位，重申將大力支持民營企業發展壯大，提出多項具體舉措，將從減稅、解決融資難問題、改善競爭環境、政策執行方式、政商關係、企業家人身財產安全等方面解決民營企業遇到的問題
11月1日	印花稅立法徵求意見，授權國務院調整證券交易印花稅。

資料來源：萬得，中銀證券

## 風格有望向新興行業遷移

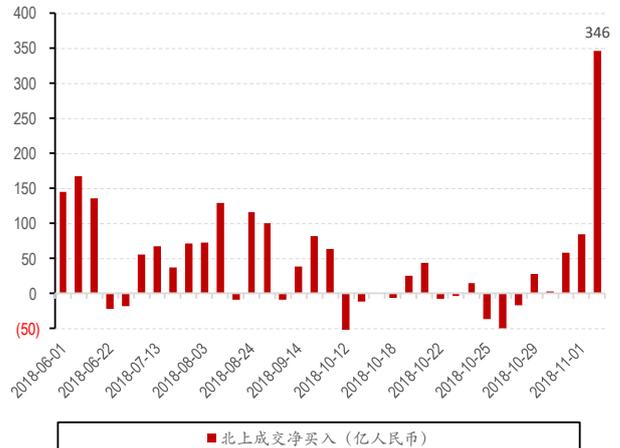
當前，市場估值遠低于歷史底部平均水平，已經明顯具備中長期配置價值。近期，內外環境改善將驅動前期過于悲觀的市場情緒修復。與此同時，我們也觀測到，在內外風險消化後，海外資金大幅增持 A 股市場。我們認為，當前過度低估的 A 股市場估值回升到合理水平。

圖表 3. 市場估值中位數低于歷次底部水平



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 北上資金開始大舉買入 A 股



資料來源：萬得，中銀證券

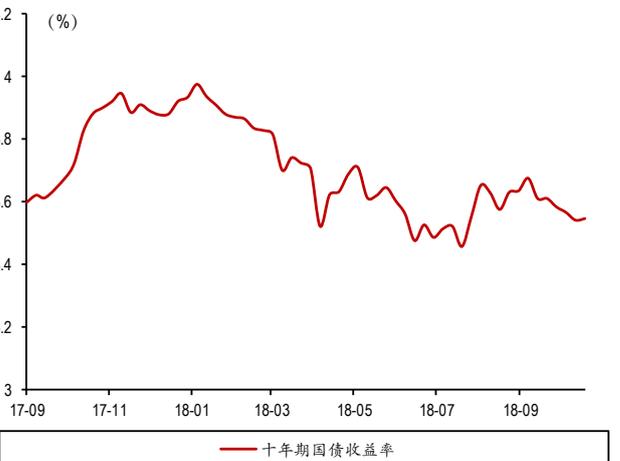
但在市場風格上，將可能向新興板塊遷移。一是宏觀政策將更多轉向新動能培育。在中國鼓勵對外開放和增加進口的局面下，貿易順差可能進一步縮小，這意味著外需拉動作用將減弱，提振中國經濟可能仍要依靠內需拉動，短期而言，雖然基建仍可能是托底經濟的主力，但是中長期而言，通過改革來煥發民營經濟活力、通過科技創新來提高生產效率和調整產業結構是必然的趨勢，代表未來方向的創新企業必將成為未來 20 年中國經濟發展的中流砥柱，也是中國經濟從傳統動能向新動能轉變的方向。二是長期利率水平將進一步下行。展望 2019 年，經濟下行壓力較大，僅僅靠基建拉動經濟比較困難，也難以持續，而經濟結構的調整又是一個長期的過程，從貨幣政策來看，我們認為央行後續大概率繼續保持“寬貨幣”，維持流動性從合理穩定向合理充裕，以降低實體部門利率水平穩固經濟增長，而資金成本下降則有助于市場風險偏好的提升。這有利于以創新型科技為代表的風險資產估值回升，有助于推動市場風格從傳統行業向新興行業的切換。

圖表 5. GDP 與全部 A 股業績增速



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 長期利率中樞在下降

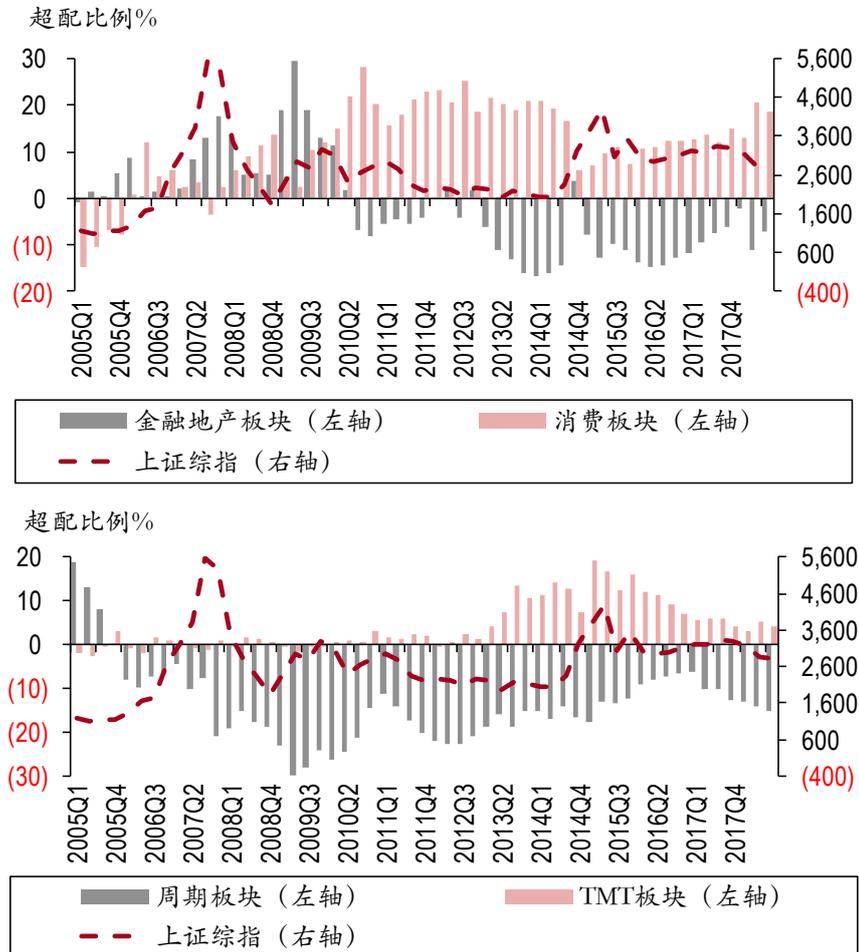


資料來源：萬得，中銀證券

三是機構持倉的風格季度輪換將繼續。在 10 月 28 日基金持倉分析報告《風格季度輪換仍在持續》中，我們發現：自 2017 年下半年開始，基金持倉具有顯著的一季度風格一切換的趨勢，三季度，金

融地產超配比例環比上升，目前仍低於 5 年和 10 年歷史均值；消費板塊雖然超配比例有所回落，但目前超配水平仍高於 5 年和 10 年歷史均值；周期板塊超配比例微跌，基本處於 5 年和 10 年均值附近；而 TMT 板塊超配比例（4%）卻低於 5 年和 10 年均值。如果風格每季度切換的趨勢延續，那麼 TMT 板塊在未來有望獲得增持。

圖表 7. 2005Q1-2018Q3 基金風格板塊超配情況



資料來源：萬得，中銀證券

個股層面，無論是傳統還是新興板塊，行業龍頭、優質公司都是第一選擇。投資者可以選擇業績優秀、在行業內具有領先技術優勢和堅固護城河的科技類龍頭企業，我們在《尋找下一波科技浪潮》系列報告中曾提出：5G 是未來兩年科技股中最具有確定性機會的板塊，並看好以人工智能為代表的新一代信息技術革命方向，我們認為這類企業能夠抵禦經濟下行的周期，在市場回暖之際迎來更強的估值修復，相對更具配置優勢。



## 建議關注組合跟踪：“老佛爺”組合淨值為 1.13

- **組合回顧：**行業組合和個股組合均稍劣於市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益 3.19%，表現低於市場 0.48%；“老佛爺”個股組合絕對收益 2.82%，表現低於市場 0.85%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.13。

圖表 8. “老佛爺”組合表現（累計值）



資料來源：萬得，中銀證券

## 2018年11月中銀國際行業及個股組合

圖表 9. 2018年11月“老佛爺”行業組合

行業板塊	行業觀點
銀行（中信一級）	目前銀行板塊估值已接近 18 年 0.88xPB，伴隨政策邊際轉向，銀行股估值存在修復空間，關注富時羅素納入催化。
非銀行金融（中信一級）	政策面發聲緩解股票質押風險，為證券行業提供新的估值底，安全邊際明確，具有較高相對配置價值。
房地產（中信一級）	行業基本面出現轉冷跡象，銷售增速下降，市場景氣度下降，但一線城市成交復蘇趨勢顯著，有望成為新亮點。政策邊際放鬆，行業流動性邊際改善。
建材（中信一級）	水泥、玻璃供需基本面未有大變化；近期來看環保限產力度有增無減，限價可能性不大；外來熟料進口可能衝擊市場，但作用有限，港口卸貨對環境污染也較大
通信（中信一級）	預計第四季度工信部公布我國運營商 5G 頻譜劃分，5G 進入落地建設階段，負責承載網的光通信企業將首先受益。
煤炭（中信一級）	11 月開始進入動力煤旺季，但目前六大電廠庫存充裕連續超過 30 天，補庫存動力不如往年，預計即使煤價上漲漲幅也會有限。
電子元器件（中信一級）	十一月電子板塊仍然以未來 3-5 年周期確定性成長的板塊，以 5G 和半導體為主；同時考慮到部分業績較好并且趨勢向上標的，估值進入歷史較低區間，建議積極關注。
計算機（中信一級）	計算機板塊受情緒和大盤走勢影響調幅較大，出現部分估值增速錯配的投資機會；外部壓制市場情緒和風險偏好因素 11 月份落地，或向有利于板塊估值修復；受雲計算帶動的雲安全板塊增速有望提升；研發減稅優惠細則或將進一步落地，利好高研發投入企業。

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 10. 2018年11月“老佛爺”個股組合

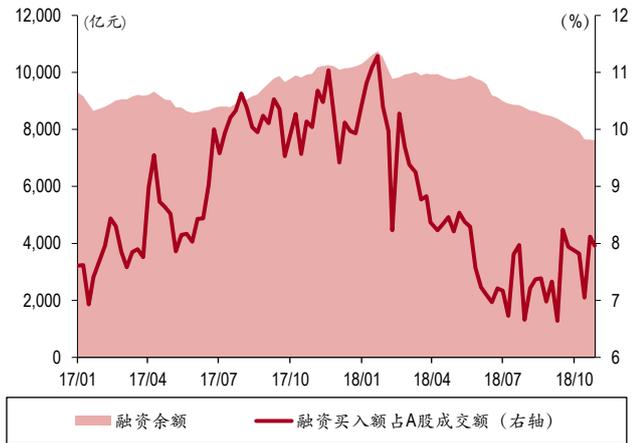
代碼	公司	收盤價	EPS			PE		關注理由	行業
			2018E	2019E	TTM	2018E	2019E		
002138.SZ	順絡電子	14.42	0.61	0.81	26.25	23.67	17.83	電感龍頭增長穩定，被動元器件漲價預期。	電子
600588.SH	用友網絡	25.45	0.34	0.48	60.96	74.31	52.49	企業數字化轉型黃金期，用友穩占霸主地位，開放的生態平臺價值稀缺。	計算機
600498.SH	烽火通信	28.15	0.84	1.06	36.49	33.54	26.65	5G 承載網預計下半年開始建設，公司是運營商集采條綫光設備領域的領先者，同時 ICT 轉型將加強公司的盈利能力	通信
600340.SH	華夏幸福	23.71	3.97	5.13	6.83	5.97	4.62	精準卡位國內核心都是圈周邊核心節點，產業新城獨特業務模式構築護城河。	房地產
601088.SH	中國神華	20.22	2.34	2.41	9.00	8.65	8.39	全產業鏈運營模式構築公司綜合能源供應商地位，持續穩定盈利和高分紅。	煤炭
601318.SH	中國平安	67.35	6.05	7.49	12.05	11.14	8.99	傳統金融和互聯網金融業務互相依托，壽險業務貢獻長期穩定利潤和價值成長。	保險
600030.SH	中信證券	17.79	0.98	1.11	19.92	18.09	16.04	作為行業龍頭優勢地位鞏固，各項排名均位居行業前列。IPO 溫和提速下公司投行業務將進入業績釋放期，估值較低。	證券
601398.SH	工商銀行	5.64	0.85	0.92	6.75	6.64	6.15	銀行業呈現龍頭集中趨勢，工行治理規範、市場化程度高，“大零售、大資管、大投行”戰略綜合布局，境內外協同發展，空間巨大。	銀行
600585.SH	海螺水泥	34.49	5.38	5.68	6.83	6.41	6.07	優龍頭，供給“去產量”收縮延續驅動高盈利均衡；加大廣東布局、提升區域控制力。	建材

資料來源：萬得，中銀證券

## 市場重要變化：北上資金超大額淨流入 346 億

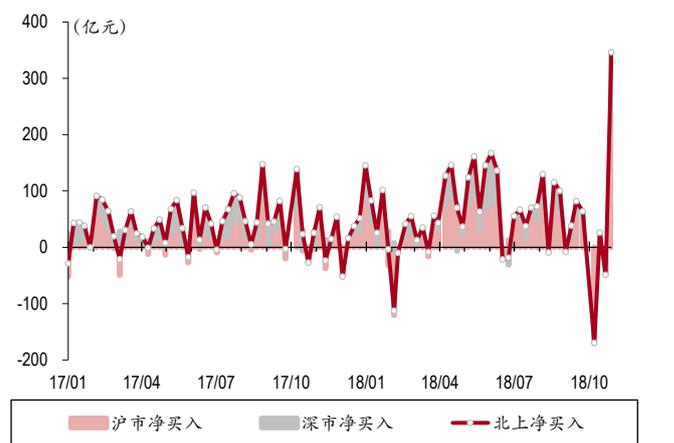
場內杠杆小幅下降，融資餘額仍創年內最低，不過還未納入周五的數據。場內杠杆資金方面，截至11月1日，兩市融資餘額來到了7,617.6億元，前值7,642.22億元，環比(-0.32%)。市場環境有所回暖，但融資的杠杆下滑趨勢并未止住。融資買入成交額占全市場成交占比為7.96%，環比(-0.16%)。

圖表 11. 兩市融資餘額繼續創年內最低



資料來源：萬得，中銀證券

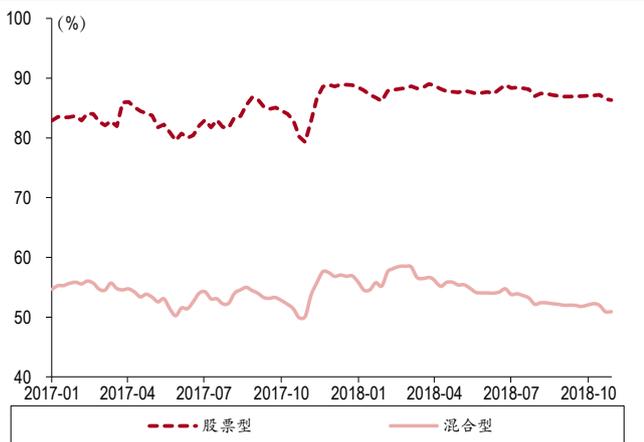
圖表 12. 北上資金淨流入規模大幅度上升至單周 346 億



資料來源：萬得，中銀證券

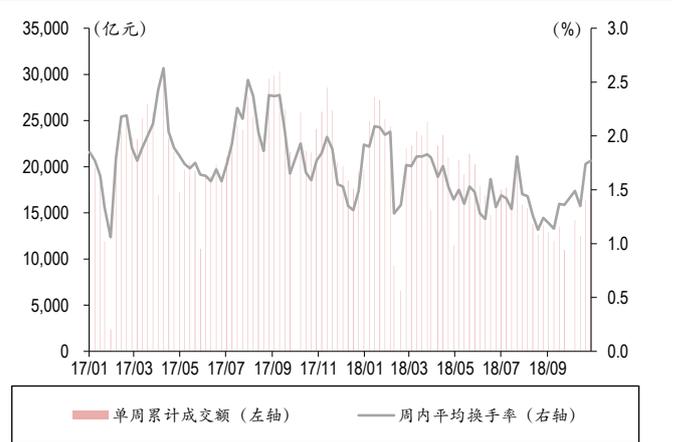
北上資金超大額淨流入，其中周五單日淨流入 174 億。上周陸股通合計淨流入 346.33 億元（前值-49.11 億元），海外資金轉回流入狀態，受政策面推動影響海外資金抄底氛圍濃。分市場來看，滬股通和深股通淨流入均轉負為正。具體地，滬股通淨流入 245.75 億元（前值-22.79 億元）；深股通淨流入 100.58 億元（前值-26.32 億元）。

圖表 13. 權益類基金倉位互有升降



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 本周全市場換手率微幅提升

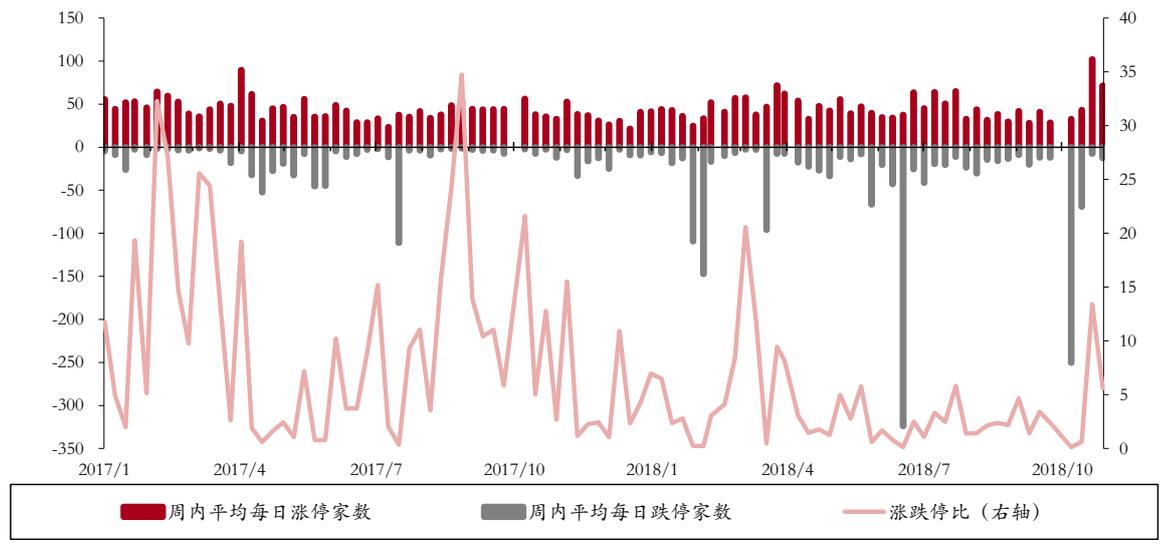


資料來源：萬得，中銀證券

股票型基金倉位小幅下降，混合型基金倉位微幅提升。機構倉位方面，本周權益類基金倉位互有升降。具體地，股票型基金最新倉位 86.35%（環比-0.16%）；混合型基金最新倉位 50.92%（環比 0.01%）。上周債券市場表現不佳，從倉位變動上看混合型基金存在一定的調整配置的可能性。



圖表 15. 漲跌停比回落，但市場已擺脫陰跌狀態回歸常態



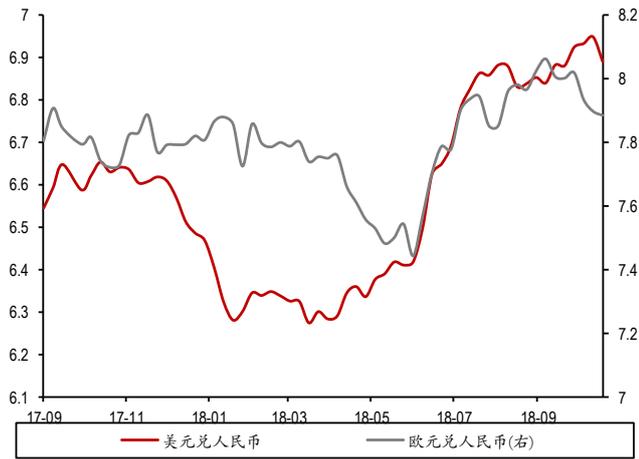
資料來源：萬得，中銀證券

當周市場換手率微幅回升至 1.77%，漲跌停比例小幅回落至 5.59。本周市場成交情況略有好轉，市場單周累計成交額 17,089.36 億元（前值 16,376.85 億元），環比（4.35%），市場變得更加活躍；全市場自由流通換手率微幅提升，上升至 1.77%（前值 1.74%），環比 0.03 個百分點。打板情緒方面，漲跌停比例小幅回落。全周市場漲跌停比下降至 5.59（前值 13.42），變化了 -7.83，全周漲停家數多於跌停家數，該指標顯示這個市場階段在底部大規模買入階段。

## 宏觀重要變化：10月PMI指數創2016年7月以來新低

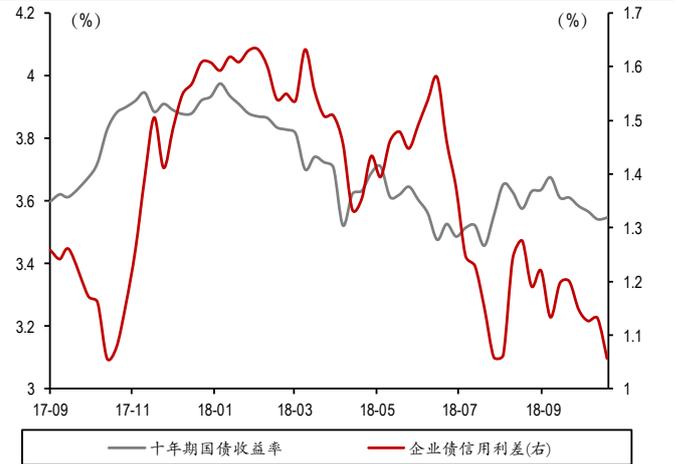
本周，人民幣兌美元匯率回跌至 6.89，較上一周升值 0.86%，兌歐元報 7.88，升值 0.25%。十年期國債收益率上升 1 個 BP，報 3.55。信用利差下跌 7 個 BP。10 月份製造業 PMI 指數創 2016 年 7 月以來新低，較上月回落 0.6 個百分點至 50.2%，較去年同期低 1.4 個百分點，已連續第 5 個月下滑。

圖表 16. 人民幣匯率走勢



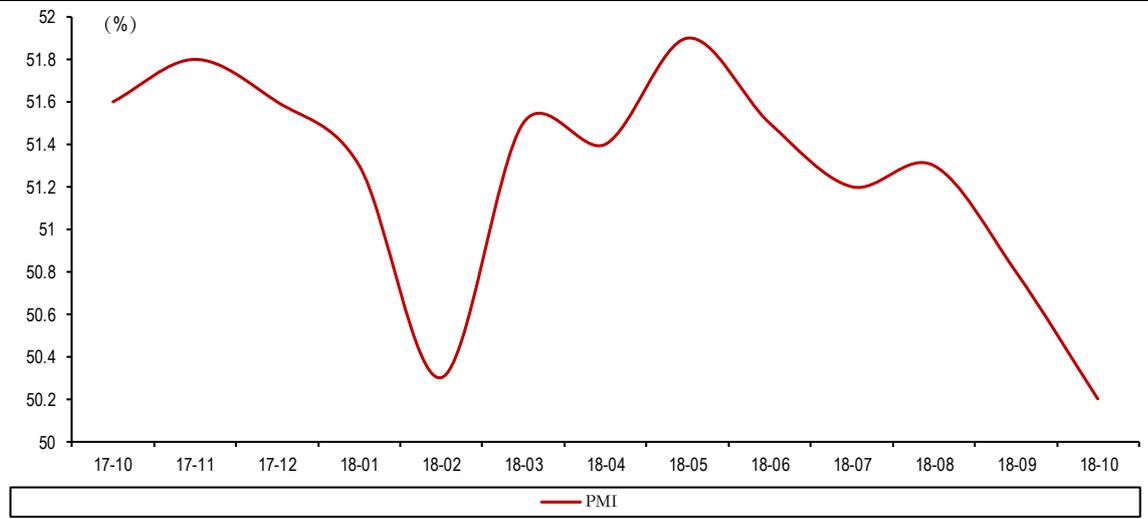
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 信用利差走勢



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 18. 官方製造業 PMI 指數



資料來源：中銀證券，萬得

## 行業重要變化：原油期貨價格繼續大跌

上游能源方面，原油價格本周回調 3.6%，EIA 全美庫存增加 0.8%，煤炭現貨下跌 0.8%，電廠耗煤大幅下降，秦港庫存大幅反彈增加；中游材料方面，銅價大幅下行，金價小幅下跌，新能源繼續弱勢，鋼鐵價格轉向小幅下落，水泥價格指數繼續上行，9 月以來水泥價格持續強勢，玻璃短期繼續回落，化工品價格指數整體出現小幅回落。

圖表 19. 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	65.1	(3.6)	(3.9)	(13.4)
	EIA 全美庫存	千桶	426004.0	0.8	1.5	5.5
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	590.0	(0.8)	0.8	1.7
	秦港煤炭庫存	萬噸	495.5	13.0	(7.2)	(16.5)
	發電集團日均耗煤	萬噸	32.3	(1.6)	0.0	(3.1)
有色	LME 銅	美元/噸	6119.1	(1.2)	(0.3)	(2.1)
	COMEX 黃金	美元/盎司	1228.0	(0.3)	0.2	2.2
	電池級碳酸鋰	元/噸	85100.0	(0.5)	(1.7)	(6.5)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	162.8	(0.1)	0.3	1.3
	礦價綜合指數	\	86.4	1.7	2.4	6.6
	主要城市鋼材庫存	萬噸	938.9	(4.3)	(4.8)	(13.6)
建材	水泥價格指數	\	150.9	1.7	1.6	5.1
	玻璃價格指數	\	1182.0	(0.5)	(0.8)	(2.6)
化工	尿素:山東	元/噸	2121.0	(1.5)	0.3	0.8
	天然橡膠:上海	元/噸	10355.0	(0.0)	(0.0)	#DIV/0!
	重質純鹼:華東	元/噸	1950.0	0.0	0.0	5.4
	PTA:期貨	元/噸	6898.8	0.3	(4.4)	(3.9)

資料來源：萬得，中銀證券



## 風險提示

經濟下行超預期；美聯儲超預期加息。

## 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，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他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