



策略周報

貿易衝突反轉，股票資產如何表現

復盤核心節點事件後的資產表現，可以樂觀看市場，通信、電子、計算機彈性最好。

- **中美貿易衝突經歷 6 個階段，12 個節點事件。**貿易戰從 3 月至今，對市場產生較大影響的節點性事件很多，從貿易戰的激烈程度和事件的性質來看主要分為 6 個階段。這 6 個階段中，我們選取最重要的 12 個節點事件，統計其發生之後 5 個交易日的股票資產表現，判斷其對市場造成的衝擊。這 12 個事件包括 8 個負面事件和 4 個正面事件。
- **負面節點事件爆發後，TMT 和醫藥板塊受衝擊最為明顯；但是負面衝擊在後期逐漸衰減。**從 4 月關稅清單公布，一直到 9 月的最後一次負面事件，我們可以看到每次負面事件爆發後 TMT 板塊受到的衝擊都非常明顯。通信、計算機、電子元器件、醫藥常處於跌幅的前幾名。然而這一影響到後期逐漸衰減。可以看到 TMT 板塊和醫藥在 8 月份之前每次負面貿易事件發生時往往跌幅都在 5% 以上，經常超過 10%；但是 9 月出現的 2000 億商品加征正式實施對市場產生的影響很小，所有行業錄得正漲幅。
- **正面節點事件出現後，前期受衝擊行業反彈彈性最高；但在後期，正面衝擊沒有衰竭，反而上升。**從我們統計的節點性事件來看，4 月、5 月、7 月和 11 月的貿易戰緩和事件發生時和發生後，前期跌幅最大的通信、計算機、電子元器件、醫藥四個行業往往也是周漲幅最大、彈性最高的。並且貿易戰正面事件發生之後市場的反彈並沒有出現衰減，後期整個市場反而是反彈更好。
- **總結核心節點事件發生一周之後的行業表現，發現如下規律：**（1）當貿易事件惡化時，從一級行業來看，通信、計算機、電子元器件、醫藥在貿易衝突惡化時跌幅最大。（2）貿易戰進行到後期，受負面衝擊行業的市場表現不再那麼敏感。（3）當貿易戰階段性緩和時，前期受衝擊行業反彈彈性最高，正面衝擊沒有出現衰竭現象。
- **投資建議：中美聲明顯示兩國貿易從對抗走向協商合作，是方向性變化，長短期都是積極利好。**中美元首會談後的聲明顯示，兩國將結束貿易對抗，走向協商與合作。我們認為這是方向性改變。雖然美國仍保留加征 25% 關稅的權力，但隨著中國內部改革和政策調整，最終將會取消。長短期來看，這都將推動我們更快進步，產生積極影響。對 A 股市場而言，年初以來貿易衝突是影響市場的核心事件。如今出現方向性變化，投資者情緒有望得到極大修復。
- **行業建議：前期受負面衝擊較大的通信、電子與計算機板塊，將會迎來修復。**就醫藥板塊來說，雖然在每次貿易戰緩和時彈性較高，但是本次習特會芬太尼事件可能短期對市場情緒有一定壓制。我們認為該事件主要是在情緒上產生衝擊，由于大部分上市公司芬太尼類物質向美出口極少，因此預計對業績影響有限。
- **風險提示：經濟下行超預期，貿易戰形勢惡化。**

一、貿易戰核心時間軸

中美貿易衝突一波三折，從 3 月至今經歷了 6 個主要階段。貿易戰從 3 月至今，對市場產生較大影響的節點性事件很多，但整體來說從貿易戰的激烈程度和事件的性質來看主要還是分為 6 個階段。

第一個階段是 3 月 23 日~4 月 8 日，為爆發階段，整體以負面事件為主；

第二個階段是 4 月 9 日到 5 月 29 日，雙方在貿易衝突爆發後逐漸緩和下來，開始啟動磋商，直至達成暫停貿易戰共識；

第三個階段是 5 月 30 日~7 月 11 日，美國再度挑起貿易戰，整體以負面事件為主；

第四個階段是 7 月 12 日~8 月 1 日，貿易戰再次有所緩和，這一階段的緩和主要是因為受到了美國國內參議院的壓力和全球其他貿易夥伴的壓力，而不是一個主動的緩和；

第五個階段是 8 月 2 日~10 月 28 日，整體以負面事件為主，美國針對中國 2000 億美元商品徵稅力度加大；

第六個階段是 10 月 29 日至今，貿易戰再次走向緩和。

圖表 1. 貿易戰核心節點事件

時間	事件	性質
3 月 23 日	特朗普宣布對 600 億美元中國進口商品徵稅，中國商務部表示對美國進口商品加稅反擊	負面
4 月 3 日	美國公布對華加征關稅清單，主要涉及航空航天、信息通信、機器人和機械、醫藥等行業，中國回以反擊，對美大豆、汽車、化工等產品約 500 億美元徵收 25% 關稅	負面
4 月 6 日	特朗普要求美國貿易代表辦公室考慮對中國商品徵收 1000 億美元額外關稅	負面
4 月 9 日	特朗普口氣緩和，發推特示好	正面
4 月 16 日	對中興通訊進行制裁，發起新的 301 調查，貿易戰擴展到雲計算和其他高科技領域	負面
4 月 22 日	美國財長考慮來華磋商，貿易戰緩和	正面
5 月 4 日	中美貿易磋商完成	正面
5 月 8 日	中方表示將前往華盛頓談判	正面
5 月 16 日	中方經貿團抵達華盛頓	正面
5 月 20 日	中美暫停貿易戰	正面
5 月 30 日	美國表示仍將對中國 500 億美元商品徵收 25% 關稅	負面
6 月 6 日	中興通訊與美國簽署協議取消禁令	正面
6 月 15 日	美國重啟貿易戰，公布了 500 億美元高科技和工業商品清單	負面
6 月 16 日	中國對美國 500 億進口商品加征關稅	負面
6 月 18 日	美國宣稱對中國 2000 億美元商品加征 10% 關稅	負面
7 月 6 日	第一批 340 億美元商品加征關稅開始生效	負面
7 月 11 日	美國開啓對中國加征 2000 億美元商品關稅的程序	負面
7 月 12 日	美國參議院投票限制特朗普關稅權力	正面
7 月 28 日	美國參議院同意降低超過 1600 種進口產品的關稅，其中一半來自中國	正面
8 月 2 日	美國貿易代表聲明稱擬將對中國 2000 億美元商品加徵稅率從 10% 提高到 25%	負面
8 月 24 日	中美就經貿問題進行副部級磋商，有所緩和	正面
9 月 18 日	美國政府宣布對 2000 億美元商品加征 10% 關稅從 9 月 24 日生效，從 2019 年 1 月 1 日起提升到 25%	負面
10 月 29 日	中歐等 7 個世貿成員國要求審查美國鋼鋁關稅措施	正面
11 月 1 日	李克強會見美國國會議員訪華團	正面
12 月 2 日	中美達成共識繼續貿易磋商，停止加征新關稅	正面

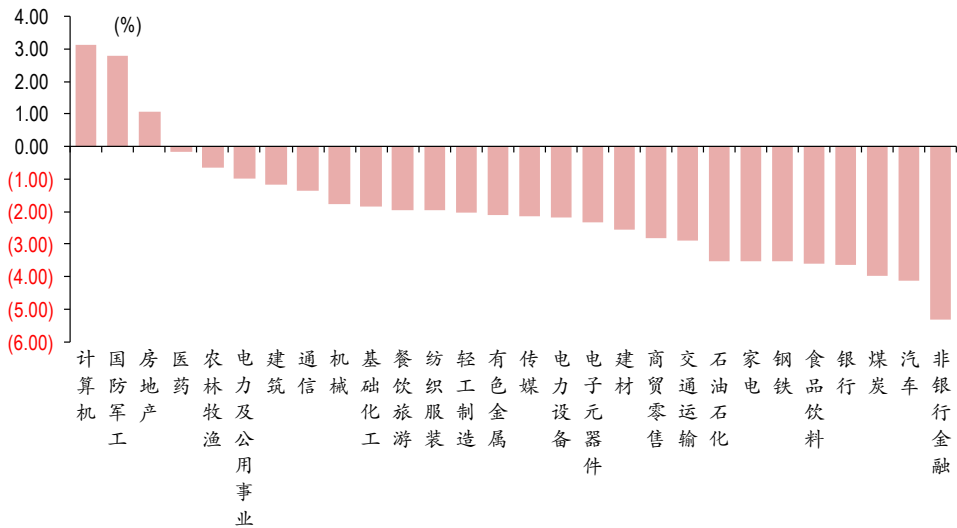
資料來源：萬得，中銀證券

二、重要節點事件爆發後的行業表現

我們選取了中美貿易衝突重要的 12 個節點事件，統計其發生之後一周（5 個交易日）的行業表現，從而判斷其對市場造成的衝擊。主要包括 8 個負面和 4 個正面事件。

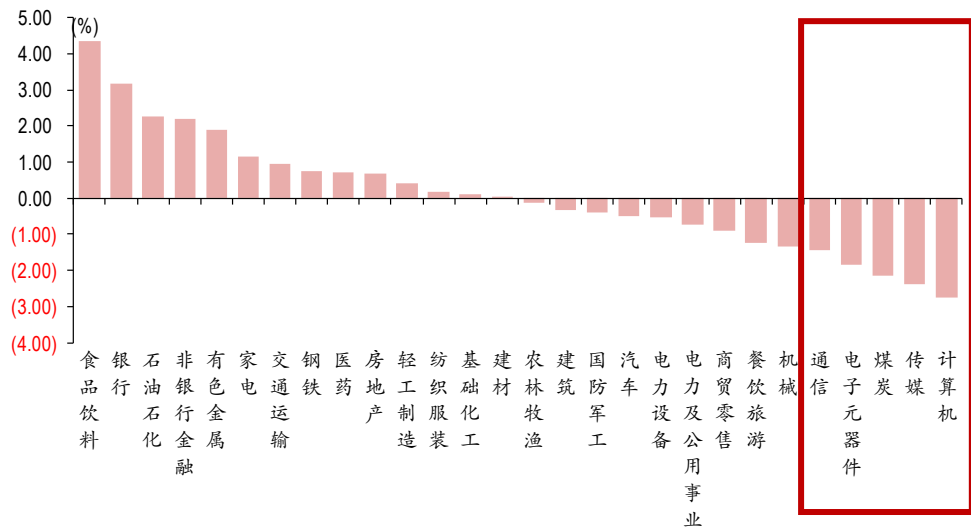
負面節點事件爆發後，TMT 和醫藥板塊受衝擊最為明顯，但是這一影響在貿易戰後期逐漸衰減。3 月貿易戰爆發之初，清單未明確公布，因此受到衝擊的行業的分布比較分散。但是從 4 月關稅清單公布，一直到 9 月的最後一次負面事件，我們可以看到每次負面事件爆發後 TMT 板塊受到的衝擊都非常明顯。通信、計算機、電子元器件、醫藥常處於跌幅的前幾名。然而這一影響到後期逐漸衰減。可以看到 TMT 板塊和醫藥在 8 月份之前每次負面貿易事件發生時往往跌幅都在 5% 以上，經常超過 10%；但是 9 月出現的 2000 億商品加征關稅正式實施對市場產生的影響却很小，所有行業均錄得正漲幅。其原因可能是市場對其預期已經基本反映在價格中，前期已經累積了跌幅，同時關稅再次加征空間有限、對實體經濟影響也較為有限。

圖表 2.1. 負面：3 月 23 日貿易戰爆發之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

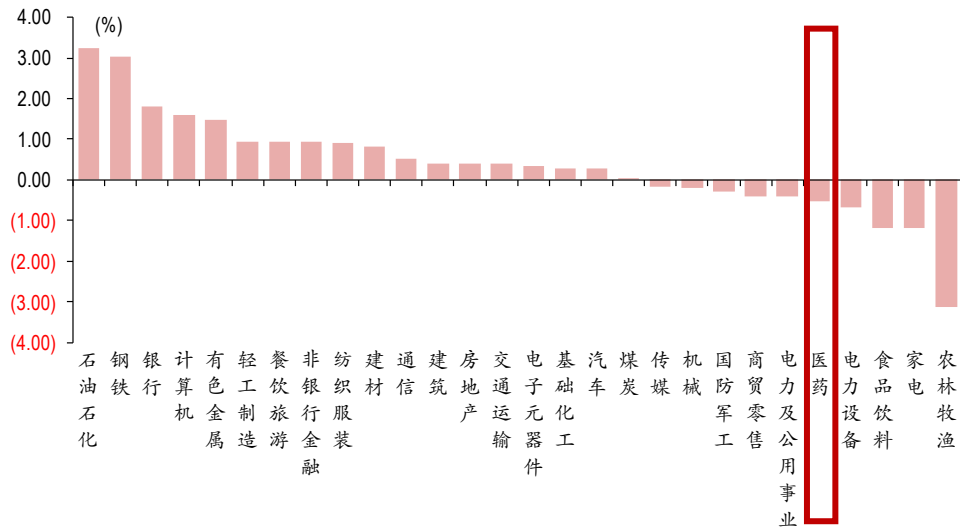
圖表 2.2. 負面：4 月 3 日美國公布 500 億關稅清單之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

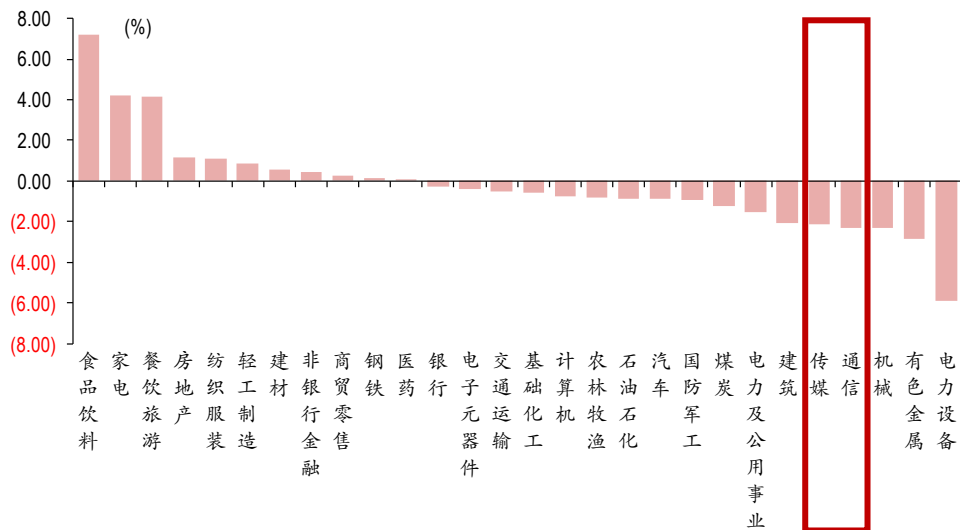


圖表 2.3. 負面：4月6日美國加征 1000 億美元額外關稅之後的行業表現



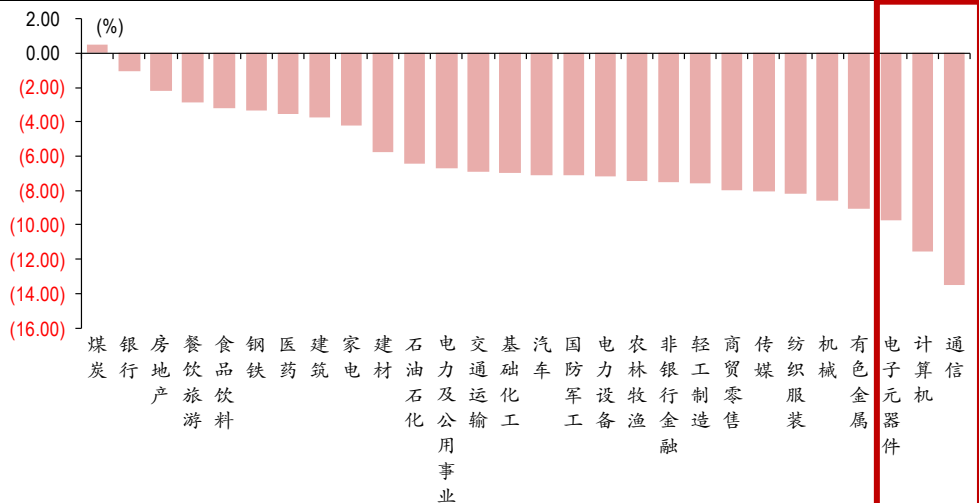
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2.4. 負面：5月30日貿易戰衝突再起之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

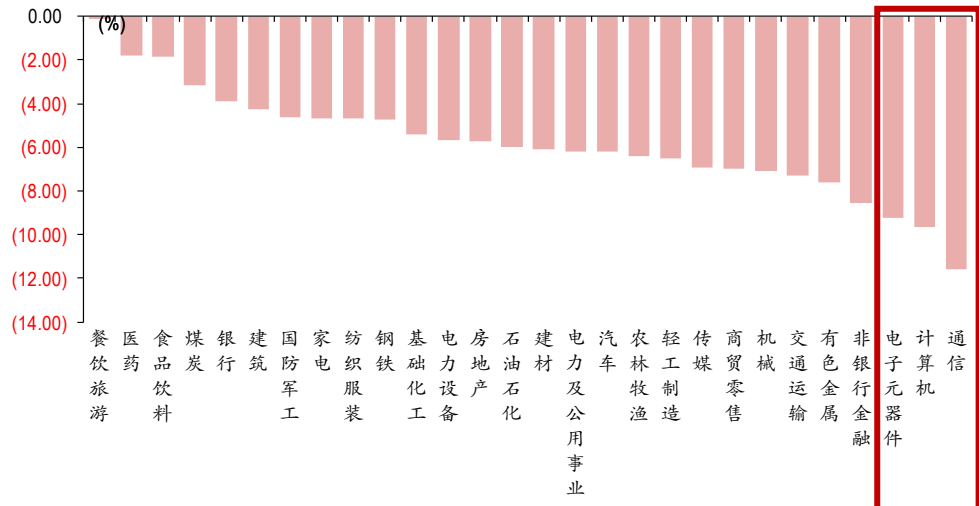
圖表 2.5. 負面：6月15日美國公布 500 億產品清單之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

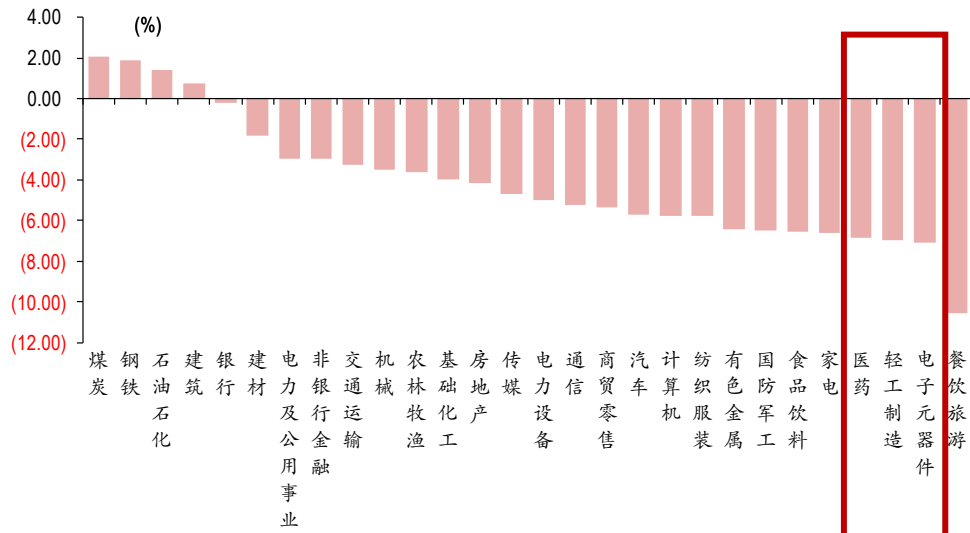


圖表 2.6. 負面：6月18日美國表示將對 2000 億商品徵收 10% 之後行業表現



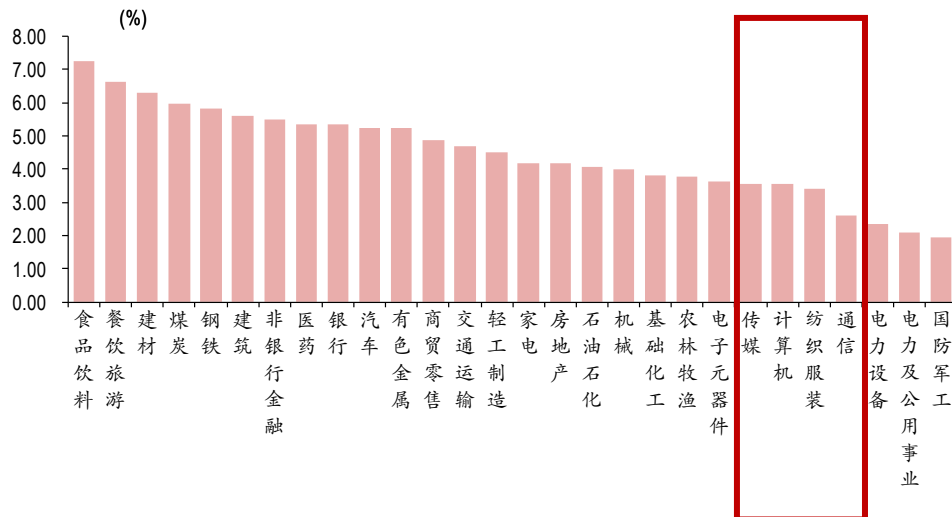
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2.7. 負面：8月2日美國貿易代表表示對 2000 億加征關稅到 25% 之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2.8. 負面：9月18日美國宣布對華 2000 億商品徵收關稅將在 24 日正式生效之後行業表現

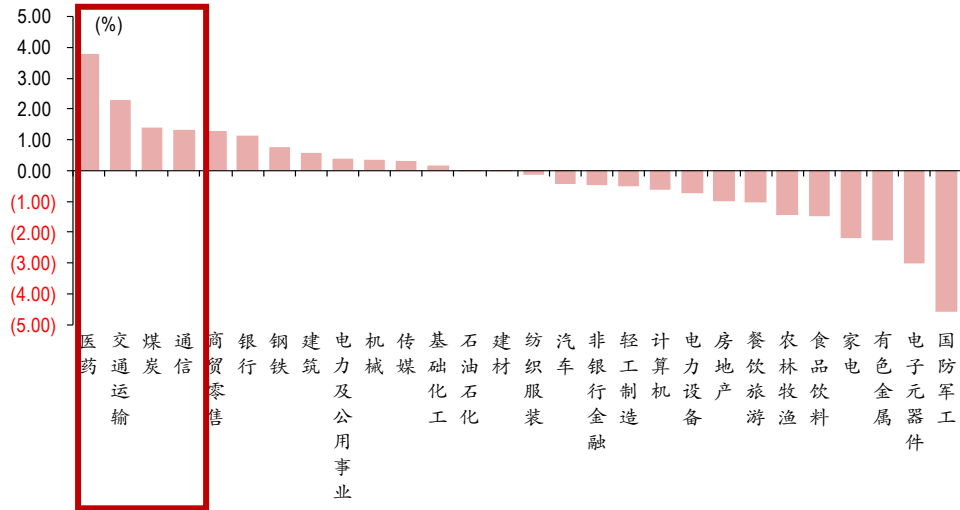


資料來源：萬得，中銀證券



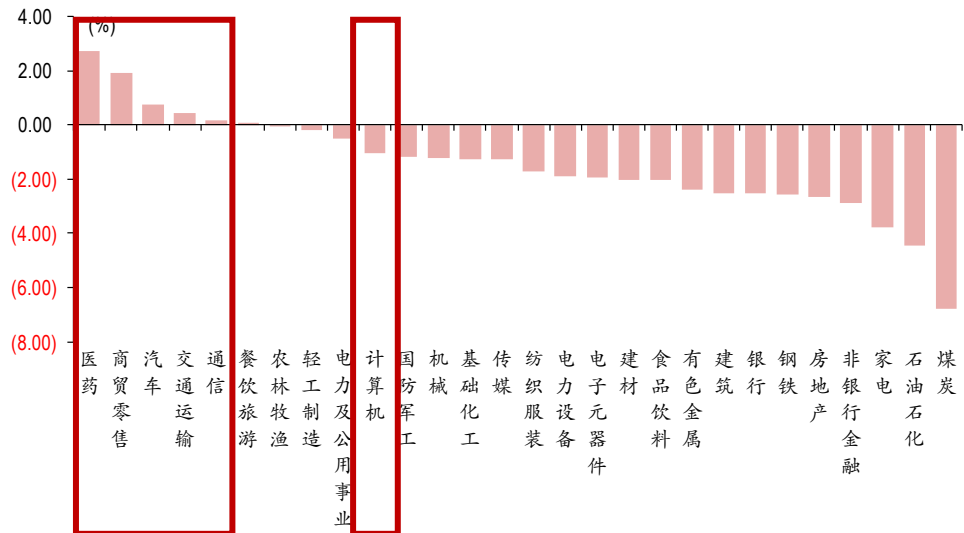
正面節點事件出現後，前期受衝擊行業反彈彈性也是最高的。從我們統計的節點性事件來看，4月、5月、7月和11月的貿易戰緩和事件發生時和發生後，前期跌幅最大的通信、計算機、電子元器件、醫藥四個行業往往也是周漲幅最大、彈性最高的。并且貿易戰正面事件發生之後市場的反彈並沒有出現衰減。後期整個市場反而是反彈更好。

圖表 2.9. 正面：4月22日美國宣布來華磋商之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

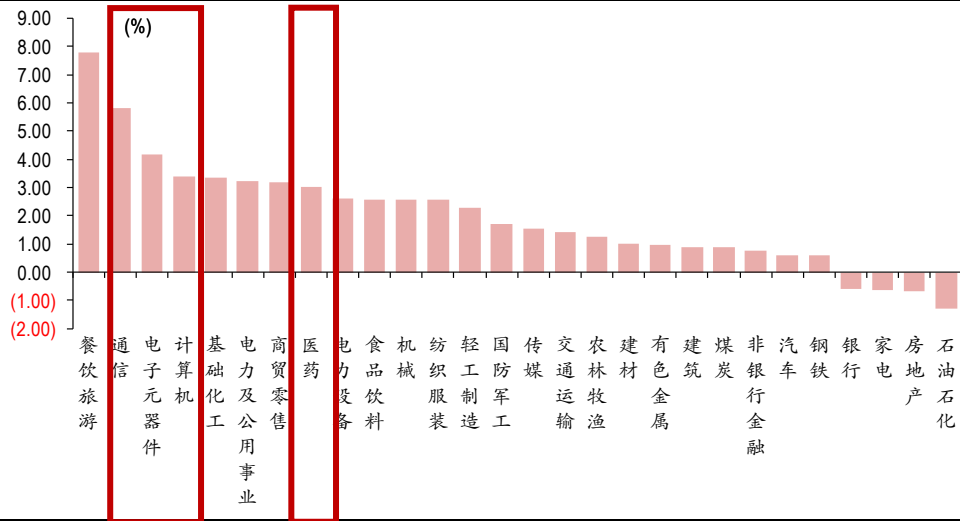
圖表 2.10. 正面：5月20日中美暫停貿易戰之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

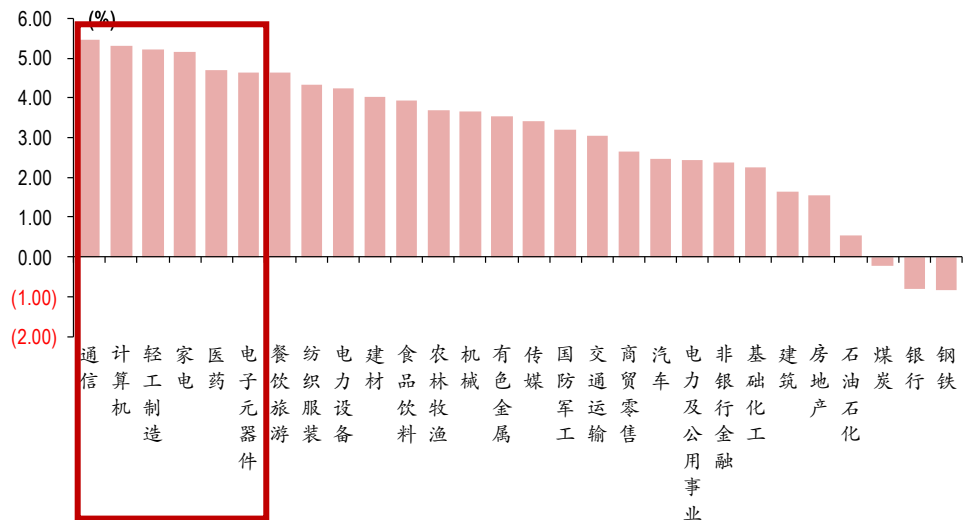


圖表 2.11. 正面：7月12日美國參議院限制特朗普關稅權力之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2.12. 正面：11月1日李克強會見美國訪華團之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

三、中美貿易衝突再度緩和，重點關注 TMT 板塊，一級行業通信、計算機、電子彈性最高

我們總結了貿易戰以來核心節點事件發生一周之後的行業表現，發現如下核心規律。

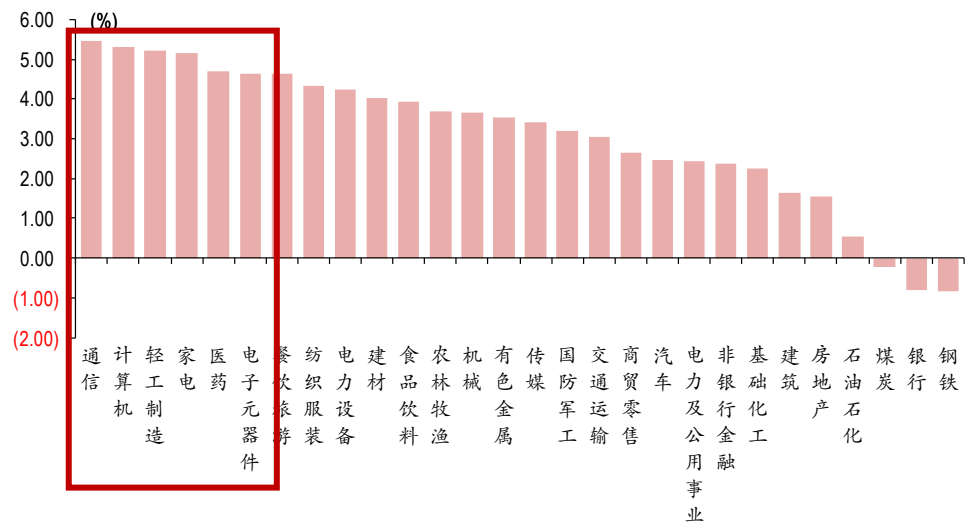
當貿易事件惡化時，由于制裁行業分布等原因，TMT 板塊往往首當其衝，跌幅最大。包括通信、計算機、電子元器件等在內的 TMT 板塊在貿易衝突惡化時往往處於周跌幅的前幾名。

從一級行業來看，通信、計算機、電子元器件、醫藥在貿易衝突惡化時跌幅最大。除了核心 TMT 板塊之外，由于制裁清單對醫藥板塊也有所限制，加之前期累積了漲幅，因此當貿易戰惡化時醫藥行業往往也處於跌幅的前幾名。

貿易戰進行到後期，受衝擊行業的市場表現不再那麼敏感。9 月 18 日 2000 億宣布即將實行的時候，所有行業整體跌幅不再那麼大。

當貿易戰階段性緩和時，前期受衝擊行業反彈彈性最高。從我們統計的節點性事件來看，4 月、5 月、7 月和 11 月的貿易戰緩和事件發生時和發生後，前期跌幅最大的通信、計算機、電子元器件、醫藥四個行業往往也是周漲幅最大、彈性最高的。

圖表 3.1.11 月 1 日李克強會見美國訪華團之後行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

對於此次貿易戰緩和，我們持中性偏積極態度。12 月 1 日，美國發表聲明中美領導人會晤取得重大進展，對於貿易戰問題，特朗普同意在 2019 年對於之前的 2000 億美元產品清單維持 10% 關稅，暫時不會提升到 25%；中國也會積極從美國進口各類商品來減小其貿易逆差。特朗普和習近平主席同意在接下來 90 天內就技術轉移、知識產權保護、關稅和貿易等問題上開展磋商。如果 90 天結束後，雙邊沒有達成共識，那 2000 億美元商品的關稅仍將被加征到 25%。我們認為長遠來看，美國保留加征 25% 關稅的權力對於中國內部的改革和調整還是有積極影響的，客觀來說是一個有利的結果。從短期來看，也將對市場產生積極影響。

如今貿易戰再度緩和，投資者情緒有望修復，加之國內環境較為平穩、貨幣政策維持邊際寬鬆，我們認為前期受衝擊較大的超跌行業將迎來一波反彈機會。重點關注通信、計算機、電子元器件。

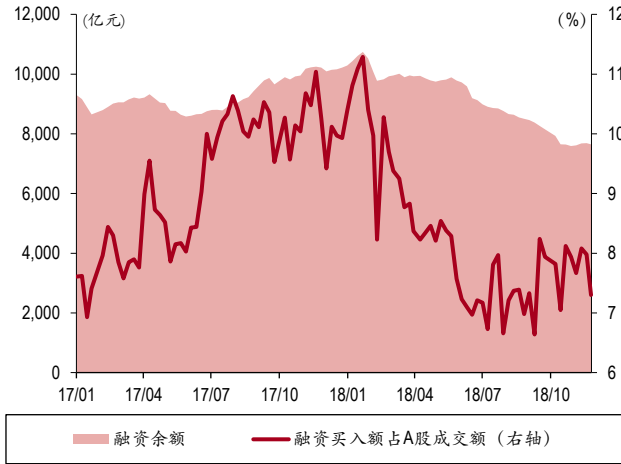


就醫藥板塊來說，雖然在每次貿易戰緩和時彈性較高，但是本次習特會芬太尼事件可能短期對市場情緒有一定壓制。本次習特會中方同意將芬太尼指定為一種受控物質，這意味著向美國出售芬太尼的人將受到中國法律規定的最高刑罰。目前 A 股相關上市公司主要有人福醫藥、恒瑞醫藥、恩華藥業、仙琚製藥。其中以人福醫藥規模最大，市場份額最高。事件發生後，人福醫藥緊急發表公告表示子公司宜昌人福沒有任何芬太尼類物質出口到美國。我們認為該事件主要是在情緒上產生衝擊，由于大部分上市公司芬太尼類物質向美出口極少，因此對業績層面預計實質性影響有限。

四、市場重要變化：小票活躍度下降

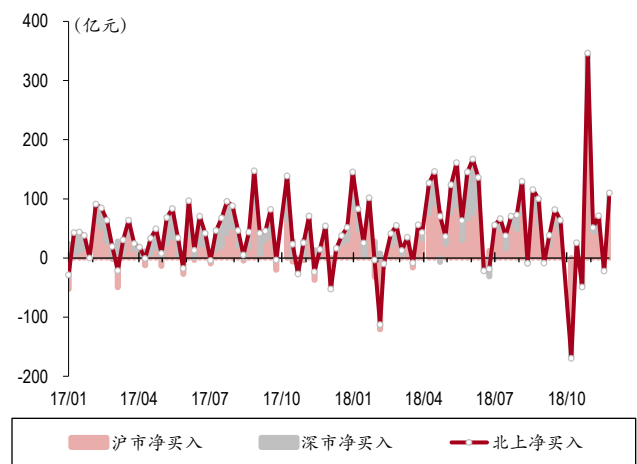
場內杠杆小幅下滑，融資餘額環比增加 0.78%。場內杠杆資金方面，截至 11 月 29 日，兩市融資餘額來到了 7647.53 億元，前值 7688.06 億元，環比 (-0.53%)。市場交投起伏較大，帶動杠杆資金風險偏好下降。融資買入成交額占全市場成交占比為 7.3%，環比 (-0.68%)。

圖表 4.1. 兩市融資餘額環比增加



資料來源：萬得，中銀證券

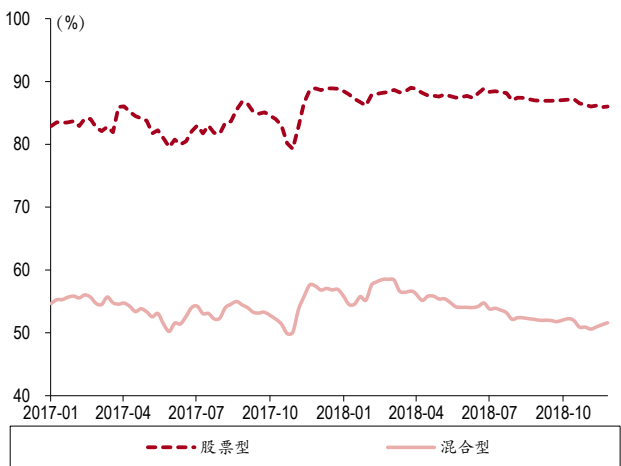
圖表 4.2. 北上資金淨流入規模大幅反彈



資料來源：萬得，中銀證券

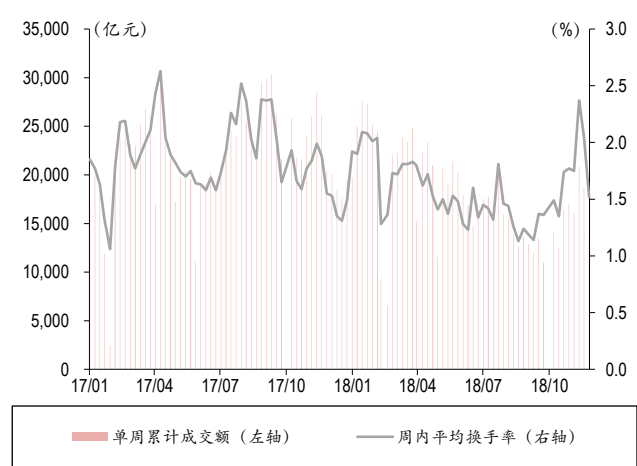
北上資金轉為淨流入，主要來自于滬市的貢獻。上周陸股通合計淨流入 109.85 億元（前值-21.98 億元），海外資金轉淨流出為淨流入。分市場來看，滬股通/深股通雙雙淨流入。具體地，滬股通淨流入 85.74 億元（前值-14.78 億元）；深股通淨流入 24.11 億元（前值-7.2 億元）。

圖表 4.3. 權益類基金倉位雙雙上升



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4.4. 本周全市場成交重回年內常態

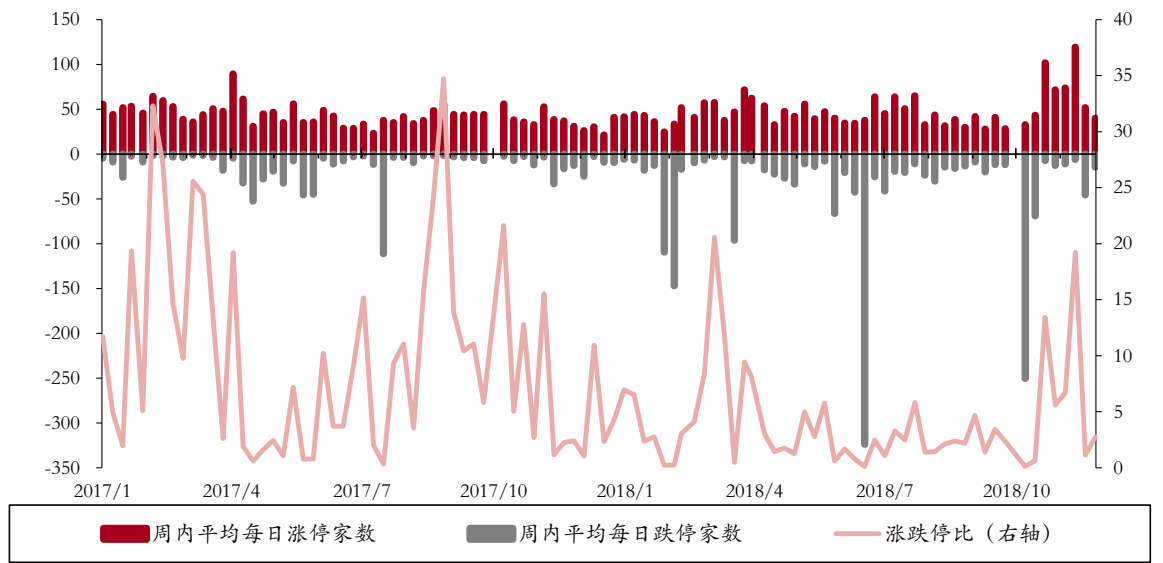


資料來源：萬得，中銀證券

股票型基金和混合型基金倉位雙升。機構倉位方面，本周權益型基金倉位雙雙上升。具體地，股票型基金最新倉位 86.03%（環比 0.12%）；混合型基金最新倉位 51.6%（環比 0.31%）。上周股票市場概念炒作消退，權重板塊漲幅可觀，機構投資者用倉位進行了回應。



圖表 4.5. 漲跌停比小幅上升



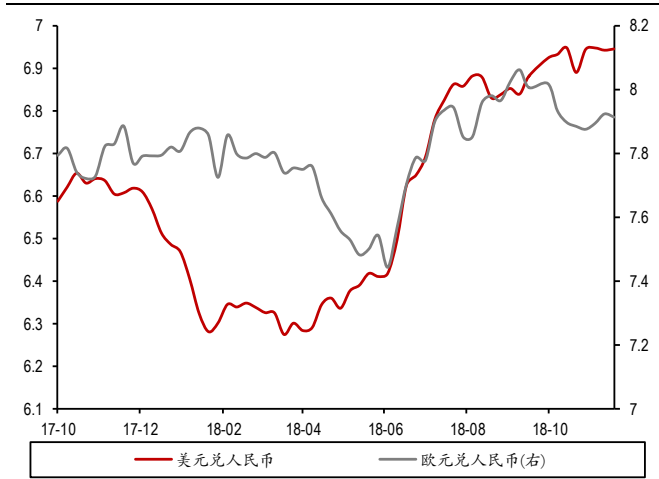
資料來源：萬得，中銀證券

當周市場換手率大幅回落至 1.52%，漲跌停比例小幅上升至 2.74。本周市場成交情況活躍度顯著下降，小票賺錢效應喪失後市場成交開始恢復常態。市場單周累計成交額 13674.24 億元（前值 18653.77 億元），環比（-26.69%）；全市場自由流通換手率小幅回落，下降至 1.52%（前值 2.05%），環比-0.53 個百分點。打板情緒方面，漲跌停比例小幅上升。全周市場漲跌停比上漲至 2.74（前值 1.13），變化了 1.61，全周漲停家數略多于跌停家數。

五、宏觀重要變化：11月PMI創2016年7月以來新低

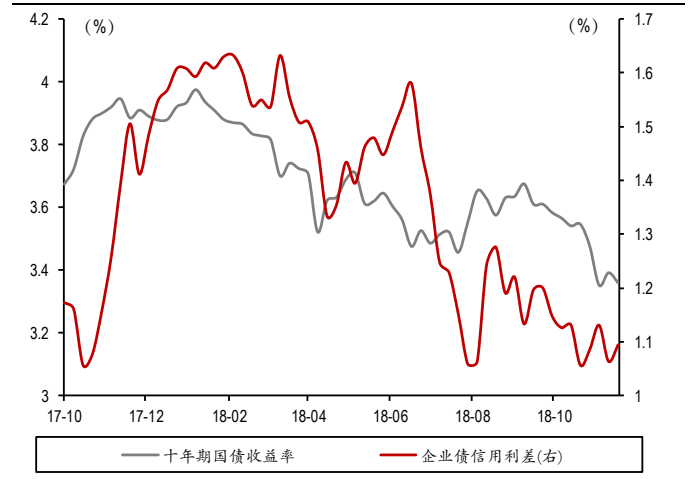
本周，人民幣兌美元匯率報 6.95，較上一周調貶 0.04%，兌歐元報 7.91，調升 0.1%。十年期國債收益率下降 3.2 個 BP，報 3.36。信用利差走擴 3 個 BP。11 月，官方製造業 PMI 為 50，回落至 50% 榮枯線臨界點上，創 2016 年 7 月以來新低，預期 50.2，前值 50.2，統計局解讀：製造業景氣度回落，但結構持續改善。

圖表 5.1. 人民幣匯率走勢



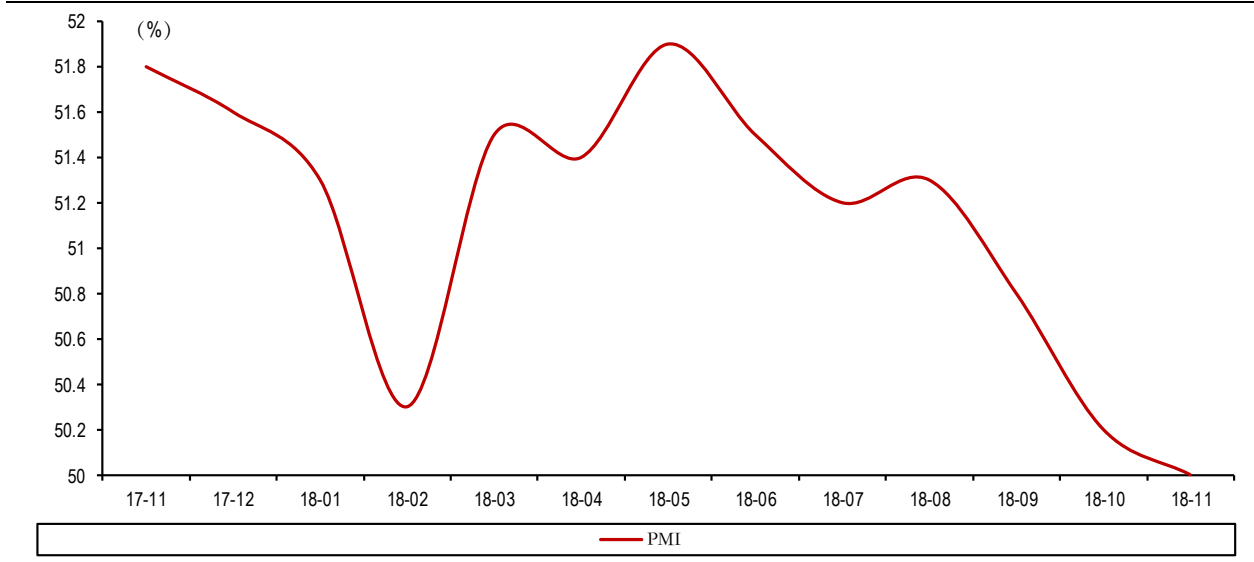
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5.2. 信用利差走勢



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5.3. PMI 走勢



資料來源：萬得，中銀證券

六、行業重要變化：鋼鐵價格跌幅增大

上游能源方面，原油價格本周下調 5.0%，EIA 全美庫存上周增加 0.8%，煤炭現貨價格跌 0.8%，電廠耗煤上漲 1.8%，秦港庫存小幅回落；中游材料方面，銅價回落 0.5%，金價調升 0.1%，新能源繼續弱勢，鋼鐵價格跌幅進一步加大，水泥價格指數小幅上升，延續 9 月以來的價格強勢，玻璃短期小幅上調，部分化工品價格指數跌幅較大，PTA 期貨跌幅擴至 5.6%。

圖表 6. 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	51.2	(5.0)	(5.6)	(21.3)
	EIA 全美庫存	千桶	450485.0	0.8	1.1	5.7
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	585.0	(0.8)	0.0	(0.8)
	秦港煤炭庫存	萬噸	558.5	(1.7)	2.7	10.9
	發電集團日均耗煤	萬噸	32.2	1.8	3.4	9.3
有色	LME 銅	美元/噸	6185.1	(0.5)	1.5	1.1
	COMEX 黃金	美元/盎司	1225.6	0.1	1.1	(0.2)
	電池級碳酸鋰	元/噸	85850.0	0.5	0.1	0.9
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	140.9	(6.0)	(4.0)	(13.4)
	礦價綜合指數	\	80.4	(6.4)	(0.5)	(7.0)
	主要城市鋼材庫存	萬噸	822.8	(2.3)	(2.4)	(12.4)
建材	水泥價格指數	\	161.2	0.6	1.7	6.8
	玻璃價格指數	\	1171.6	0.1	(0.0)	(0.9)
化工	尿素:山東	元/噸	2045.0	(2.3)	(0.7)	(3.6)
	天然橡膠:上海	元/噸	10260.0	0.01	0.0	(0.9)
	重質純鹼:華東	元/噸	2050.0	0.0	0.0	5.1
	PTA:期貨	元/噸	5935.2	(5.6)	(3.3)	(14.0)

資料來源：萬得，中銀證券



風險提示

經濟下行超預期，貿易戰形勢惡化。

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