

# 策略週報

## 金融大週期行情持續演繹

全球風險資產普漲，關注順週期行情演繹。

- **全球風險資產普漲，海外疫情緩和以及財政刺激加速是風險偏好提振的主要因素。**春節期間，海外市場風險資產表現出色，體現為全球股市普漲，國債利率持續攀升。原油價格持續上行引發順週期工業品普漲，避險資產黃金價格則是持續走弱。2月以來，歐美主要國家疫情形勢逐步改善，伴隨著疫苗接種進程的推進，去年冬季海外疫情二次爆發的趨勢也得以緩和。與此同時，2月國會通過財政預算決議將會加速新一輪財政刺激計畫的落地，這也進一步強化了市場對於美國經濟復蘇的預期。油價的加速上行也成為了復蘇行情的催化劑；春節期間，能源板塊不約而同地成為港股及美股板塊漲幅之首，成為推動指數上行的主要驅動力。
- **A股順週期行情邏輯將進一步演繹。**國內市場方面，節後低估值順週期板塊優勢明顯，這背後反映了市場對於未來基本面與流動性的預期：海外需求的回暖增加了國內經濟復蘇韌性，而節後央行公開市場操作進一步強化了市場流動性收縮預期。未來隨著流動性的常態化回歸預期不斷確立，高估值板塊內部分化將會進一步顯現，成長板塊將從前期的貝塔行情進一步向個股邏輯演化。而與之相伴的，銀行為代表的低估值板塊以及化工為代表的順週期漲價板塊仍將是未來市場超額收益最為顯著的進攻方向：節後市場將逐步進入年報配置視窗期，盈利有望超預期的低估值順週期板塊將有望迎來增量資金配置，行業上重點關注傳統週期中的有色、化工、石化等。
- **總量半月談**
- **宏觀：疫情明顯緩和，全球復蘇態勢不變，關注通脹的超預期上行。**國內1月金融資料超預期，1月PPI同比轉正，春節期間消費增速強勁，總體上國內經濟復蘇趨勢不變，增長動能來自消費復蘇、製造業投資和出口。繼續強調PPI上行超預期以及PPI-CPI將逐步放大並轉正，利好企業盈利復蘇。
- **固收：國內債市遠憂大於近慮。**對國內債市而言，前期央行收緊、1月金融資料和春節消費資料較強，階段性的利空均已顯現。面對多目標下的“為難”局面，在兩會之前央行大概率以穩為主。在利率上探至前期高點的情況下，債市無需過度悲觀，靜待兩會上高層定調和進一步的信號。但中期維度，全球共振復蘇和通脹抬升的邏輯下，全球名義利率存在上抬壓力。
- **量化：後市整體看多。**目前公募基金的新發產品的倉位元測算來看，機構投資者處於看多後市觀點；從新發產品數量和募集產品情況看，公募新產品對權益市場的增量資金依然有較大推動力量；觀察新發產品的重倉股和老產品重倉股重合可知，目前兩者重合度從2015年50%持續上漲至90%，抱團核心資產比較穩健；同時新產品增配週期和金融，部分機構已經開始把握本輪週期機會。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。**

## 觀點回顧

——20201101《佈局週期正當時》：復蘇趨勢下靜候海外不確定因素落地。盈利復蘇趨勢延續但節奏或有放緩，海外風險衝擊尚存但盈利修復下市場中期趨勢不改，靜候海外不確定因素的落地。

——20201129《迴圈牛大週期》：商品資本雙迴圈，A股有望迎來迴圈牛，擁抱大週期行情。全球共生模式重啟，中國雙迴圈迎接虛擬經濟繁榮。週期盈利驅動和海外資本流入有望帶領A股進入技術性牛市。

——20201206《擁抱週期》：回應市場對大週期行情的五點分歧。相比於2016-2017年全球補庫帶動的短週期上行，這次復蘇伴有更強的全球總需求擴張和中週期房地產上行的推動，持續性更強，中國作為全球產業鏈中的一環必然享有全球復蘇的紅利。

## 順週期行情持續演繹

油價加速上行，全球風險資產普漲。春節期間，海外市場風險資產表現出色，體現為全球股市普漲，國債利率持續攀升。日經、恒生指數為代表的新興國家股票市場上漲 4.31%、3.26%，美、英等主要國家國債收益率分別上行 15.0BP、16.8BP。大類資產表現方面，原油價格持續上行引發順週期工業品普漲，國際油價突破 60 美元大關，LME 銅價也逼近 2012 年 3 月以來高點，避險資產黃金價格則是持續走弱。

圖表 1. 春節期間大類資產表現

漲跌幅(%)	CRB現貨	美元指數	黃金	美股	美債收 益率(BP)
2020-01	0.64	0.95	4.02	(0.16)	(41)
2020-02	(2.24)	0.79	1.62	(8.41)	(38)
2020-03	(6.30)	0.85	(0.06)	(12.51)	(43)
2020-04	(4.58)	0.05	5.83	12.68	(6)
2020-05	3.93	(0.76)	1.52	4.53	1
2020-06	(1.90)	(0.89)	2.28	1.84	1
2020-07	4.89	(4.00)	11.13	5.51	(11)
2020-08	4.51	(1.40)	(0.38)	7.01	17
2020-09	2.84	1.82	(3.60)	(3.92)	(3)
2020-10	0.89	0.18	(0.27)	(2.77)	19
2020-11	4.60	(2.11)	(6.34)	10.75	(4)
2020-12	3.59	(2.25)	7.09	3.71	9
2021-01	3.29	0.64	(1.26)	(1.11)	18
春節期間	0.63	(0.07)	(1.38)	0.60	5

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 春節期間大宗商品表現

	CRB食品	CRB油脂	CRB家畜	CRB金屬	CRB工業 原料	CRB紡織品
2020-01	(0.73)	2.09	6.02	(1.09)	1.61	0.32
2020-02	(3.12)	(2.49)	(1.43)	(3.31)	(1.63)	(2.19)
2020-03	(5.32)	(12.88)	(4.35)	(7.52)	(6.98)	(4.63)
2020-04	(8.39)	1.99	(12.37)	(5.35)	(1.85)	3.44
2020-05	8.31	7.97	4.13	4.36	1.01	0.26
2020-06	(5.04)	(4.35)	(14.46)	4.82	0.32	2.57
2020-07	5.48	5.58	13.12	5.72	4.48	2.16
2020-08	6.13	7.19	8.70	3.94	3.40	0.05
2020-09	4.55	0.34	11.14	2.13	1.67	0.06
2020-10	(0.60)	(1.05)	1.33	0.97	1.94	2.26
2020-11	6.10	4.14	1.85	6.08	3.57	2.11
2020-12	1.00	8.13	0.90	9.14	5.44	2.12
2021-01	1.59	0.30	4.62	8.27	4.48	1.53
春節期間	0.35	2.79	0.27	1.15	0.81	0.92

資料來源：萬得，中銀證券

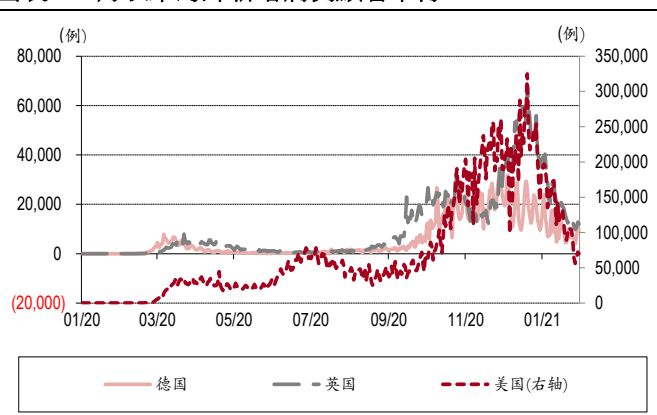
海外疫情緩和以及財政刺激加速是風險偏好提振的主要因素。2月以來，歐美主要國家疫情形勢逐步改善，伴隨著疫苗接種進程的推進，去年冬季海外疫情二次爆發的趨勢也得以緩和。與此同時，2月國會通過財政預算決議將會加速新一輪財政刺激計畫的落地，這也進一步強化了市場對於美國經濟復蘇的預期。而1月OPEC減產意願強烈強化供給收縮預期，疫情緩和後需求逐步復蘇支撐油價上行。油價的加速上行也成為了復蘇行情的催化劑；春節期間，能源板塊不約而同地成為港股及美股板塊漲幅之首，成為推動指數上行的主要驅動力。

圖表 3. 春節期間銅價快速上行



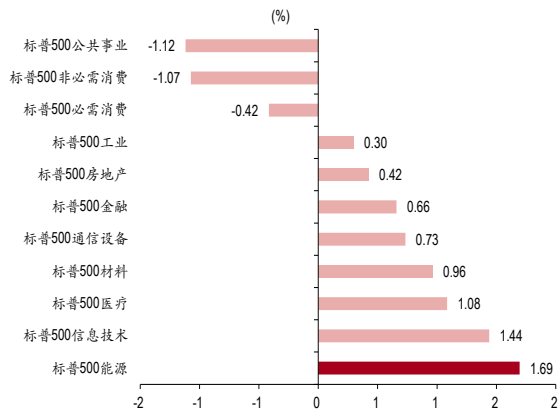
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 2月以來海外新增病例顯著下行



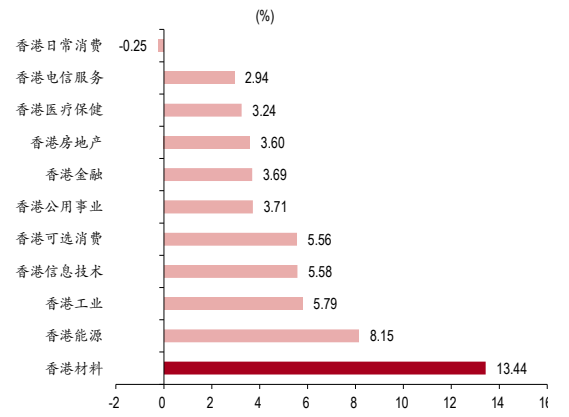
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5. 春節期間美股板塊表現



資料來源：萬得，中銀證券

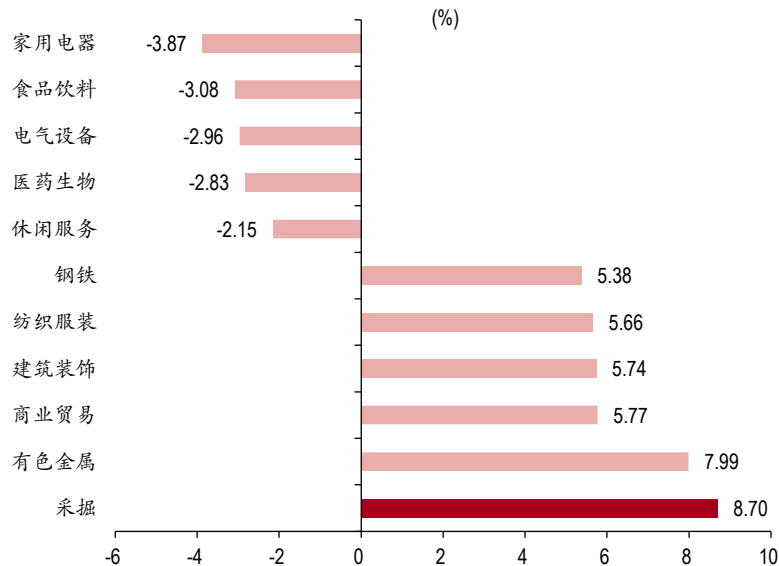
圖表 6. 春節期間港股行業表現



資料來源：萬得，中銀證券

**A股順週期行情邏輯將進一步演繹。**國內市場方面，我們從節後兩天的盤面中也可以看出，雖然市場整體呈現出一定的高開低走的態勢，但結構上，低估值順週期板塊優勢明顯，前期強勢的TMT及部分消費板塊節後兩日跌幅較大。我們認為，這背後反映了市場對於未來基本面與流動性的預期：海外需求的回暖增加了國內經濟復蘇韌性，而節後央行公開市場操作進一步強化了市場流動性收縮預期。未來隨著流動性的常態化回歸預期不斷確立，高估值板塊內部分化將會進一步顯現，成長板塊將從前期的貝塔行情進一步向個股邏輯演化。而與之相伴的，銀行為代表的低估值板塊以及化工為代表的順週期漲價板塊仍將是未來市場超額收益最為顯著的進攻方向。節後市場將逐步進入年報配置視窗期，盈利有望超預期的低估值順週期板塊將有望迎來增量資金配置，行業上重點關注傳統週期中的有色、化工、石化等。

圖表 7. 春節開盤後 A股順週期行情進一步演繹



資料來源：萬得，中銀證券

## 總量半月談

### 【宏觀觀點】

**全球疫情明顯緩和。**日新增病例已經從1月初的80萬人以上下降到40萬人以下，顯示疫苗的效果正在逐步顯現。疫情給經濟復蘇帶來的不確定性正在減退。

**全球復蘇態勢不變，關注通脹的超預期上行：**（1）1月底IMF上調了2021年全球增長預期，稱2020年下半年以來經濟動能較此前預期強勁。從目前海外經濟資料看，儘管美國四季度GDP增速放緩，但1月以來美國各項資料依然總體強勁。歐元區儘管服務業受到二度疫情衝擊，但製造業仍保持相對韌性，經濟景氣總體也在好轉中。（2）美國通脹上行加速，美國1月PPI環比增長1.3%，預期增長0.4%；核心PPI環比增長1.2%，預期增長0.2%，前值增長0.1%。美國2月密西根大學1年通脹預期初值3.3%，創2014年7月以來新高。假日期間美債收益率上行加速，我們認為，背後反映了對經濟增長和通脹上行的預期。我們此前的報告《高核心通脹將挑戰美聯儲寬鬆政策》提到，在基準情況下，預計2021年上半年美國核心PCE突破2%，下半年在2.5%附近波動，而2022年核心PCE很可能觸及3%。

從美聯儲和歐央行1月會議紀要來看，目前全球寬鬆延續，但需關注下半年美聯儲可能逐步退出寬鬆預期的發酵。

**國內經濟復蘇趨勢不變。**國內1月金融資料超預期，1月PPI同比轉正，春節期間消費增速強勁，總體上國內經濟復蘇趨勢不變，增長動能來自消費復蘇、製造業投資和出口。繼續強調PPI上行超預期以及PPI-CPI將逐步放大並轉正，利好企業盈利復蘇。同時，在這一過程中，利率震盪上行的方向暫時不變。維持一季度GDP增長18.5%，全年GDP增長9.5%的預測。

### 【固收觀點】

**結構性的問題無需總量性的政策收緊，多重目標下央行仍將以穩為主。**相較以往春節，今年央行完全靠7天和部分14天逆回購完成了跨節，而在年後頭兩個交易日整體較大額的淨回籠，市場對此有一定的擔憂。央行官方也給出的說明，向市場傳達信號，要關注結果而不是具體操作過程。我們認為，PPI向上CPI向下，商品、股市、地產，資產價格的問題主要是結構性的，而整體上央行在多目標下會維持“以穩為主”，等待決策層給出更明確的信號。

**假期海外利率上升較快，通脹預期是主因。**通脹預期抬升是近期資本市場主旋律，從TIPS隱含通脹預期幾乎完全解釋了本輪美債利率上行的幅度，而保持平穩的短端和高收益美債利率，也反映出流動性緊縮預期對本輪美債利率抬升貢獻有限。美債年記憶體在破2可能。短期內，全球疫苗推進、德州“斷電”衝擊油氣生產，拜登交易仍存動能。中期內，全球共振復蘇、通脹抬升，美債通脹預期破2後，實際利率難以長期為負，美債名義利率年記憶體在破2可能。

**國內債市遠憂大於近慮。**對國內債市而言，前期央行收緊、1月金融資料和春節消費資料較強，階段性的利空均已顯現。面對多目標下的“為難”局面，在兩會之前央行大概率以穩為主。在利率上探至前期高點的情況下，債市無需過度悲觀，靜待兩會上高層定調和進一步的信號。但中期維度，全球共振復蘇和通脹抬升的邏輯下，全球名義利率存在上抬壓力。

### 【量化觀點】

#### 1. 股指結論

##### 1.1 春節至兩會前5個交易日期間：

- 1) 市場流動性較大概率維持穩定狀態（即DR007波動在正負30bp以內），兩會前5個工作日起，按照歷史經驗，流動性邊際開始收緊；

2) 概率層面：各大股指具有超 60%及以上概率上漲，近 15 年來看，中證 500 上漲概率 > 創業板整體上漲概率 > 滬深 300，如果該期間流動性並未發生超預期收緊（DR007 上漲超 30bp，如 2008,2013,2017），滬深 300 和中證 500 對流動性的邊際波動反映並不明顯，上漲概率達 80%；創業板指受流動性邊際擾動非常明顯，流動性中性收緊狀態，創業板指也有可能出現較大概率回檔。

3) 漲幅層面：中性偏緊情況下，中證 500 漲幅 > 創業板 > 滬深 300，漲幅均超 6%。

1.2 兩會前 5 個工作日至兩會：按照歷史經驗，流動性邊際開始收緊，此期間三大股指上漲概率低於 50%。

圖表 8. 各股指勝率統計

股指	春节-两会前5个交易日						两会前5个工作日							
	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	流动性紧	流动性松	社融升	社融降	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	流动性紧	流动性松	社融升	社融降
沪深300	63%	80%	100%	33%	50%	60%	67%	44%	20%	33%	100%	57%	40%	50%
中证500	81%	80%	100%	67%	100%	70%	100%	50%	40%	67%	100%	43%	50%	50%
创业板指	70%	40%	0%	67%	75%	40%	50%	40%	20%	33%	100%	14%	30%	17%

資料來源：萬得, 中銀證券

## 2. 行業結論

2.1 春節至兩會前 5 個交易日期間：

- 1) 整體來看，大消費，部分 TMT（電子和電腦）、部分週期（有色、鋼鐵、化工、建材）有超 70% 概率漲幅，其中週期和部分 TMT 行業漲幅最高（區間收益率超 7%）；
- 2) 在流動性邊際收緊的情況下啊，部分消費和部分週期上漲概率超 80%，區間漲幅超 6%；
- 3) 社融拐點：在過去 15 年中，社融的下降對非金融行業並未產生巨大的擾動，各行業均有超 65% 概率的上漲。

圖表 9. 各股指平均漲跌幅統計

股指	春节-两会前5个交易日					两会前5个工作日				
	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	社融升	社融降	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	社融升	社融降
沪深300	2.0	6.5	3.4	2.6	1.1	0.3	-1.1	0.6	0.1	0.7
中证500	5.7	10.1	3.5	5.5	6.0	0.9	-0.7	1.4	0.6	1.4
创业板指	5.9	7.3		5.4	6.8	1.1	1.3	2.4	2.3	-0.7

資料來源：萬得, 中銀證券

## 3. 量化後市觀點

- 1) 整體看多，目前公募基金的新發產品的倉位元測算來看，機構投資者處於看多後市觀點；
- 2) 從新發產品數量和募集產品情況看，公募新產品對權益市場的增量資金依然有較大推動力量；
- 3) 觀察新發產品的重倉股和老產品重倉股重合可知，目前兩者重合度從 2015 年 50% 持續上漲至 90%，抱團核心資產比較穩健；同時新產品增配週期和金融，部分機構已經開始把握本輪週期機會。

圖表 10. 各行業區間勝率統計

中信一級行業	春節-兩會前5個交易日							兩會前5個工作日						
	整體	流動性中性偏緊	流動性中性偏鬆	流動性緊	流動性鬆	社融升	社融降	整體	流動性中性偏緊	流動性中性偏鬆	流動性緊	流動性鬆	社融升	社融降
农林牧漁	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	63%	40%	100%	100%	57%	60%	67%
醫藥	88%	80%	100%	100%	100%	80%	100%	50%	60%	67%	100%	29%	60%	33%
電力及公用事業	81%	100%	100%	67%	50%	90%	67%	63%	40%	67%	100%	71%	50%	83%
商貿零售	81%	100%	100%	67%	75%	80%	83%	63%	60%	67%	100%	57%	60%	67%
電子	81%	100%	50%	100%	75%	70%	100%	56%	60%	33%	100%	57%	60%	50%
鋼鐵	81%	100%	100%	33%	75%	80%	83%	56%	60%	33%	100%	57%	60%	50%
食品飲料	81%	100%	100%	67%	100%	80%	83%	56%	80%	33%	0%	57%	60%	50%
電力設備及新能源	81%	80%	50%	67%	100%	80%	83%	63%	60%	67%	100%	57%	60%	67%
輕工製造	81%	80%	100%	67%	75%	80%	83%	50%	40%	33%	100%	57%	40%	67%
汽車	75%	100%	100%	33%	75%	70%	83%	69%	40%	67%	100%	86%	60%	83%
紡織服裝	75%	100%	50%	67%	75%	60%	100%	56%	40%	67%	100%	57%	50%	67%
建材	75%	100%	100%	33%	75%	80%	67%	56%	40%	67%	100%	57%	50%	67%
基礎化工	75%	80%	50%	67%	100%	60%	100%	56%	40%	67%	100%	57%	60%	50%
計算機	75%	80%	50%	67%	100%	70%	83%	44%	40%	33%	100%	43%	50%	33%
有色金屬	69%	100%	50%	33%	75%	60%	83%	56%	60%	33%	100%	57%	60%	50%
消費者服務	69%	80%	50%	33%	100%	60%	83%	56%	40%	67%	0%	71%	50%	67%
通信	69%	80%	50%	33%	100%	60%	83%	56%	40%	67%	100%	57%	60%	50%
國防軍工	69%	80%	50%	33%	75%	70%	67%	56%	60%	67%	100%	43%	60%	50%
機械	69%	80%	50%	33%	100%	60%	83%	44%	40%	33%	100%	43%	40%	50%
綜合	63%	80%	50%	33%	75%	50%	83%	75%	60%	67%	100%	86%	80%	67%
交通運輸	63%	80%	50%	33%	75%	50%	83%	56%	60%	67%	100%	43%	60%	50%
家電	63%	80%	100%	33%	50%	60%	67%	56%	60%	33%	100%	57%	60%	50%
房地產	63%	80%	100%	33%	50%	60%	67%	50%	20%	33%	100%	71%	40%	67%
建築	63%	80%	50%	33%	50%	60%	67%	50%	40%	67%	100%	43%	50%	50%
煤炭	63%	80%	100%	33%	50%	60%	67%	50%	60%	33%	100%	43%	70%	17%
傳媒	63%	80%	50%	67%	50%	60%	67%	38%	20%	33%	100%	43%	30%	50%
銀行	44%	80%	50%	33%	25%	50%	33%	50%	40%	33%	100%	57%	50%	50%
非銀行金融	44%	60%	50%	33%	50%	30%	67%	44%	20%	33%	100%	57%	40%	50%

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 各行業區間漲跌幅統計

中信一級行業	春節-兩會前5個交易日					兩會前5個工作日				
	整體	流動性中性偏緊	流動性中性偏鬆	社融升	社融降	整體	流動性中性偏緊	流動性中性偏鬆	社融升	社融降
农林牧漁	7.7	12.1	5.4	8.7	6.0	0.8	-0.3	1.3	0.5	1.2
電子	7.0	13.3	3.4	6.0	8.6	0.2	-0.9	0.6	-0.4	1.0
建材	6.5	10.5	6.5	7.1	5.4	1.5	-0.3	1.4	1.4	1.8
綜合	6.3	13.4	2.8	6.4	6.1	1.3	-1.9	0.9	0.9	1.8
有色金屬	5.5	14.5	2.9	5.8	5.1	1.2	-0.8	2.8	1.3	1.0
基礎化工	5.2	8.8	2.7	4.3	6.6	0.7	-0.6	1.2	0.7	0.8
計算機	5.2	9.7	-1.5	4.6	6.1	0.7	-2.1	1.0	-0.1	2.2
輕工製造	5.1	9.3	2.3	4.5	6.1	0.4	-1.0	0.1	-0.2	1.5
醫藥	5.1	7.0	2.4	5.1	5.0	0.4	-0.1	0.9	0.3	0.5
國防軍工	4.9	9.9	1.1	4.4	5.7	1.5	0.4	2.4	1.4	1.6
家電	4.8	9.3	4.0	5.0	4.4	0.6	-1.0	0.0	0.3	0.9
食品飲料	4.8	6.8	6.7	5.9	2.8	0.2	-0.7	0.7	-0.2	0.9
汽車	4.6	11.3	3.3	4.8	4.4	0.6	-1.2	0.2	0.0	1.6
電力設備及新能源	4.6	7.4	2.9	3.7	6.1	1.0	0.9	1.2	0.6	1.8
消費者服務	4.4	8.7	-0.7	4.3	4.7	0.4	-1.2	0.3	-0.3	1.5
紡織服裝	4.4	7.9	2.0	3.3	6.2	1.1	-0.5	1.5	0.5	1.9
通信	4.4	9.4	-1.5	4.6	3.9	0.1	-1.8	1.6	0.0	0.3
商貿零售	4.2	8.8	3.5	4.5	3.9	-0.3	-1.3	0.1	-0.9	0.9
機械	3.9	8.6	2.8	4.3	3.2	0.3	-0.5	0.6	-0.2	1.2
電力及公用事業	3.6	7.0	1.8	4.1	2.9	2.0	0.7	1.9	1.6	2.7
傳媒	3.5	7.2	1.9	2.7	4.8	-0.8	-3.0	1.2	-1.9	0.9
鋼鐵	3.0	6.5	2.5	3.3	2.4	0.5	-1.1	0.3	0.9	-0.1
建築	2.8	6.0	3.3	2.7	3.0	0.7	0.2	1.4	0.9	0.4
交通運輸	2.7	8.1	1.1	3.1	2.1	-0.3	-1.8	0.4	-1.0	0.8
房地產	2.3	7.5	3.6	2.7	1.6	0.6	-1.5	1.3	0.6	0.6
石油石化	1.9	5.3	4.8	1.6	2.6	1.1	0.2	2.3	1.0	1.3
煤炭	1.5	5.4	5.3	1.4	1.6	0.1	-2.3	1.8	0.7	-1.1
非銀行金融	0.1	7.1	0.5	0.5	-0.7	0.3	-2.0	1.3	-0.4	1.5
銀行	-0.7	3.5	2.5	0.0	-1.8	0.7	-0.8	-0.4	0.3	1.3

資料來源：萬得，中銀證券

## 風險提示

逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。



## 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協力廠商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

以報告發佈日後公司股價/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：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 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：

- 強於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強於基準指數；
- 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；
- 弱於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱於基準指數。
- 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並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠充分理解證券研究報告，具備專業資訊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管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管道獲得本報告的，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。

本報告內含保密資訊，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出於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轉載或轉發的，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資訊、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並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資訊或意見的準確性、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佈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，本報告所載的觀點並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位址或超級連結。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。提供這些位址或超級連結（包括連接到中銀國際集團網站的位址及超級連結）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、意見及推測僅基於現狀，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資訊也存在困難。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