

# 策略週報

## 當傳統週期插上成長翅膀

業績差填平估值差是風格高低切換背後的驅動因素，市場仍處在盈利主導的上行趨勢，配置上建議在週期中尋找成長。

- **上游高景氣遇到下游高成長會產生什麼化學反應？**當前鋼鐵、有色、化工等週期處在業績高景氣階段。供求缺口，價格上行帶來業績持續改善。除了“全球大循環”，經濟韌性十足的週期因素外，下游電新、電子高成長為行業注入新的增長動力和估值空間。“**新能源+材料**”成為近期市場熱門方向，比如電工鋼，稀土是新能源汽車電機原料；金屬箔（銅箔、鋁箔）是鋰電池集體流的主要材料；**新能源車續航需求推動輕量化鋁板訂單增長**；**化工新材料電解液，溶劑，輔料PVDF**等因下游光伏和新能源車增長帶動供需持續緊平衡。對於傳統週期而言，現階段下游新增需求對業績貢獻差異較大，特別是一些剛剛進入新材料的週期龍頭，新業務短期對公司業績彈性貢獻有限，但卻打開了市場對公司估值的想像空間，從傳統週期向成長週期估值。在經濟週期高景氣階段遇到下游高成長產生“**大衛斯按兩下**”效應。
- **近期市場風格有估值高低切換的跡象。**前期消費高估值品種業績平庸增長，低估值週期業績持續性被不斷證實。業績差填平估值差是風格高低切換背後的驅動因素。市場給週期賦予一定成長性，“**新能源+材料**”是眾多週期擴張估值邏輯中機構最願意接受的一個。
- **二季度基金調倉，示範作用顯性。**按照中銀量化組對基金二季度報的解讀，機構正在從“茅時代”向“寧時代”切換。與一季度相比，持倉占比上升最快的前兩名行業是電新和電子。甯德時代取代茅臺成為基金重倉次數最多的標的。尤其是頭部機構，頂流基金調倉示範性會引來中小機構的效仿，近期消費板塊波動或與此有關。
- **國內政策有保有壓，加強市場結構分化。**國內LPR利率不變，打消了部分債券多頭貨幣政策全面寬鬆的預期，A股市場風格趨於均衡，重回業績主導，金融板塊壓力也有所緩解。騰訊被責令解除網路音樂獨家版權，產業政策繼續對互聯網平臺壟斷進行壓制；上海房地產貸款利率上調，限購升級，線上教育面臨嚴厲監管都表明政策在引導住房、教育、醫療等服務回歸公共品屬性；與此同時相關部委繼續對高端裝備製造和科技創新鼓勵支援。政策上有保有壓驅動資金用腳投票，強化**新能源、新材料主導產業估值泡沫化進程**。
- **投資策略：A股市場仍處在盈利主導的上行趨勢。市場風格向中小市值傾斜。**建議：1) 在週期中尋找成長。關注上游高景氣，下游高成長的傳統週期方向，鋼鐵、有色、化工行業；2) 主導產業**新能源、半導體新材料泡沫化趨勢**；產業鏈利潤和資金向上游材料傳導，長鞭效應，上游業績高貝塔。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超预期惡化。**

## 觀點回顧

——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。

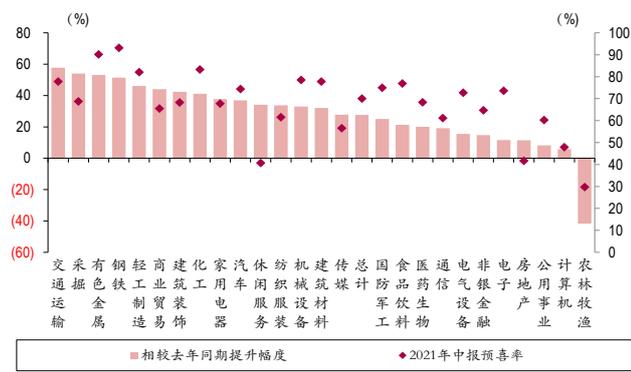
——20210521《重估大週期》：全球大循環背景下，全球經濟復蘇與再通脹將是 2021 下半年宏觀與市場交易的主旋律，週期股有望迎來估值擴張機會。在全球大循環背景下，中國出口、製造業韌性十足。2021 年下半年全球有望延續共振復蘇態勢。本輪週期，除了總需求擴張外，全球碳中和供給限制為商品上漲的持續性和幅度提供重要助力，週期股估值擴張也因此打開。

——20210703《成長的泡沫行情與週期的價值回歸》：分母端因素走弱引發市場調整，進入 7 月盈利因數將重新主導市場行情。分母端流動性及風險偏好因素成為成長風格泡沫化的重要推手，三季度市場定價因數逐步從前期的盈利穩定性向盈利高增長及確定性傾斜，而基於年內宏觀基本面的分析和預判，盈利因數仍將成為下一階段行情的核心定價因素。

## 當傳統週期插上成長翅膀

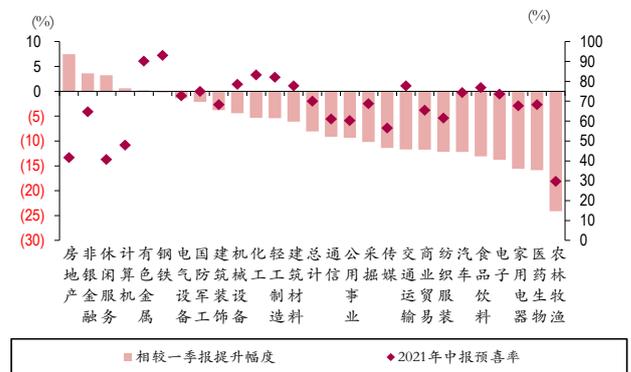
上游高景氣遇到下游高成長會產生什麼化學反應？當前鋼鐵、有色、化工等週期處在業績高景氣階段。供求缺口，價格上行帶來業績持續改善。除了“全球大循環”，經濟韌性十足的週期因素外，下游電新、電子高成長為行業注入新的增長動力和估值空間。“**新能源+材料**”成為近期市場熱門方向，比如電工鋼，稀土是新能源汽車電機原料；金屬箔（銅箔、鋁箔）是鋰電池集體流的主要材料；新能源車續航需求推動輕量化鋁板訂單增長；化工新材料電解液，溶劑，輔料 PVDF 等因下游光伏和新能源車增長帶動供需持續緊平衡。對於傳統週期而言，現階段下游新增需求對業績貢獻差異較大，特別是一些剛剛進入新材料的週期龍頭，新業務短期對公司業績彈性貢獻有限，但卻打開了市場對公司估值的想像空間，從傳統週期向成長週期估值。在經濟週期高景氣階段遇到下游高成長產生“大衛斯按兩下”效應。

圖表 1. 2021 年中報各行業預喜率相較去年同期變化



資料來源：萬得，中銀證券

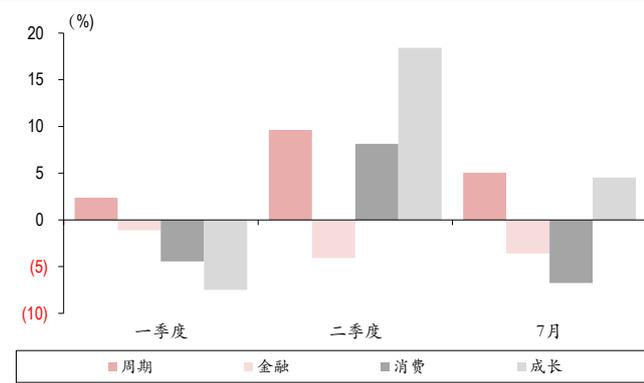
圖表 2. 2021 年中報各行業預喜率相較一季報變化



資料來源：萬得，中銀證券

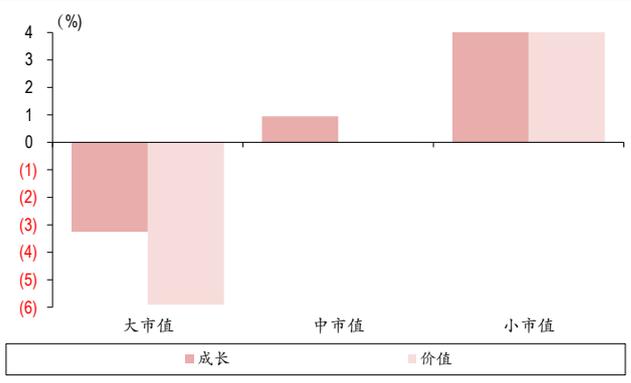
近期市場風格有估值高低切換的跡象。前期消費高估值品種業績平庸增長，低估值週期業績持續性被不斷證實。業績差填平估值差是風格高低切換背後的驅動因素。市場給週期賦予一定成長性，“**新能源+材料**”是眾多週期擴張估值邏輯中機構最願意接受的一個。

圖表 3. 7 月以來週期板塊相對收益明顯提升



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 7 月以來中小市值風格走強



資料來源：萬得，中銀證券

二季度基金調倉，示範作用顯性。按照中銀量化組對基金二季度報的解讀，機構正在從“茅時代”向“寧時代”切換。與一季度相比，持倉占比上升最快的前兩名行業是電新和電子。甯德時代取代茅臺成為基金重倉次數最多的標的。尤其是頭部機構，頂流基金調倉示範性會引來中小機構的效仿，近期消費板塊波動或與此有關。

圖表 5. 2021Q2 被基金產品重倉次數最多的前 50 檔股票相關資訊

股票簡稱	所屬行業	重倉該股票 的基金數量	持股基金數量/ 主動股基總數	持有股票市 值合計(億元)	持股市值/基金 股票市值	持股市值/自由流 通市值(2021.6.30)
宁德时代	电气设备	625	33.49%	958.97	2.63%	9.58%
贵州茅台	食品饮料	612	32.80%	1063.99	2.92%	9.40%
五粮液	食品饮料	490	26.26%	868.48	2.38%	16.63%
药明康德	医药生物	405	21.70%	558.34	1.53%	16.35%
腾讯控股	港股	340	18.22%	783.36	2.15%	2.30%
隆基股份	电气设备	310	16.61%	401.12	1.10%	10.59%
迈瑞医疗	医药生物	305	16.35%	459.36	1.26%	23.54%
海康威视	电子	282	15.11%	529.35	1.45%	22.54%
招商银行	银行	269	14.42%	294.87	0.81%	4.38%
中国中免	休闲服务	264	14.15%	357.58	0.98%	13.07%
亿纬锂能	电气设备	209	11.20%	251.73	0.69%	20.42%
东方财富	非银金融	207	11.09%	161.11	0.44%	6.43%
山西汾酒	食品饮料	169	9.06%	315.70	0.87%	25.53%
美团-W	港股	165	8.84%	454.27	1.25%	4.52%
爱尔眼科	医药生物	164	8.79%	300.42	0.82%	19.40%
韦尔股份	电子	148	7.93%	195.35	0.54%	11.85%
长春高新	医药生物	146	7.82%	158.60	0.43%	13.74%
华友钴业	有色金属	145	7.77%	200.27	0.55%	22.32%
智飞生物	医药生物	141	7.56%	141.03	0.39%	11.20%
立讯精密	电子	140	7.50%	180.66	0.50%	9.15%
汇川技术	电气设备	138	7.40%	132.68	0.36%	11.36%
泸州老窖	食品饮料	136	7.29%	397.23	1.09%	23.47%
卓胜微	电子	135	7.23%	149.82	0.41%	14.80%
宁波银行	银行	122	6.54%	142.41	0.39%	11.79%
平安银行	银行	120	6.43%	130.24	0.36%	6.69%
美的集团	家用电器	119	6.38%	136.08	0.37%	4.04%
恩捷股份	化工	119	6.38%	102.37	0.28%	9.91%
赣锋锂业	有色金属	116	6.22%	138.23	0.38%	14.89%
泰格医药	医药生物	106	5.68%	169.44	0.46%	17.37%
北方华创	电子	106	5.68%	119.66	0.33%	20.12%
比亚迪	汽车	106	5.68%	93.76	0.26%	4.65%
天赐材料	化工	104	5.57%	89.22	0.24%	11.94%
海大集团	农林牧渔	103	5.52%	148.63	0.41%	23.92%
药明生物	港股	101	5.41%	157.68	0.43%	4.49%
万华化学	化工	97	5.20%	142.68	0.39%	9.21%
兴业银行	银行	96	5.14%	91.77	0.25%	2.96%
紫光国微	电子	96	5.14%	110.54	0.30%	17.47%
凯莱英	医药生物	96	5.14%	130.25	0.36%	25.05%
歌尔股份	电子	93	4.98%	79.31	0.22%	8.24%
中国平安	非银金融	93	4.98%	40.46	0.11%	0.64%
通策医疗	医药生物	91	4.88%	214.09	0.59%	24.52%
安踏体育	港股	85	4.56%	155.73	0.43%	8.17%
伊利股份	食品饮料	81	4.34%	88.13	0.24%	4.44%
阳光电源	电气设备	81	4.34%	101.63	0.28%	9.52%
通威股份	电气设备	80	4.29%	102.64	0.28%	7.97%
分众传媒	传媒	79	4.23%	109.90	0.30%	11.72%
福耀玻璃	汽车	78	4.18%	102.20	0.28%	13.42%
康龙化成	医药生物	78	4.18%	129.99	0.36%	26.40%
璞泰来	电气设备	77	4.13%	75.26	0.21%	18.57%
兆易创新	电子	74	3.97%	106.58	0.29%	11.65%

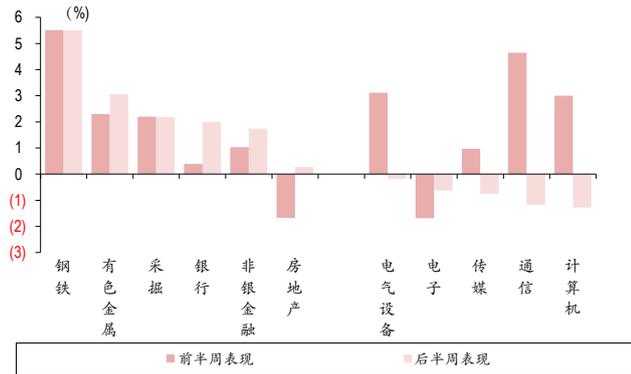
資料來源：萬得，中銀證券

國內政策有保有壓，加強市場結構分化。國內 LPR 利率不變，打消了部分債券多頭貨幣政策全面寬鬆的預期，A 股市場風格趨於均衡，重回業績主導，金融板塊壓力也有所緩解。騰訊被責令解除網路音樂獨家版權，產業政策繼續對互聯網平臺壟斷進行壓制；上海房地產貸款利率上調，限購升級，線上教育面臨嚴厲監管都表明政策在引導住房、教育、醫療等服務回歸公共品屬性；與此同時相關部委繼續對高端裝備製造和科技創新鼓勵支援。政策上有保有壓驅動資金用腳投票，強化新能源、新材料主導產業估值泡沫化進程。

美國經濟復蘇強勁，美股波動減輕，關注下周聯儲議息會議。7月 Markit 製造業 PMI 高於預期，創歷史新高。美國經濟復蘇強勁有助於美股重回盈利驅動邏輯，降低美股波動。通過北上資金影響 A 股的波動也會下降。下周美聯儲議息會議重點關注其對 QE 退出的表述。預計會議內容難以超出市場預期。前瞻指引的新資訊或對美債利率，市場風格產生影響。

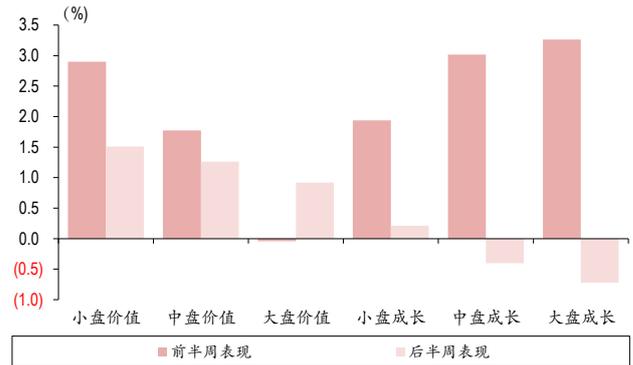
**投資策略：A 股市場仍處在盈利主導的上行趨勢。**市場風格向中小市值傾斜。建議：1) 在週期中尋找成長。關注上游高景氣，下游高成長的傳統週期方向，鋼鐵、有色、化工行業；2) 主導產業新能源、半導體新材料泡沫化趨勢；產業鏈利潤和資金向上游材料傳導，長鞭效應，上游業績高貝塔。

圖表 6. 順週期板塊本周表現後來居上



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 7. 價值風格優勢逐漸顯現



資料來源：萬得，中銀證券

## 重要資訊與資料梳理

### (1) 宏觀基本面及 A 股盈利資料變化

上周，中國主要宏觀資料：中國 7 月一年期/五年期貸款市場報價利率（LPR）維持不變。

海外方面：IHS Markit 本週五發佈美國 7 月製造業和服務業 PMI 資料。美國 7 月 Markit 製造業 PMI 初值錄得 63.1，預期的 62，前值 62.1，創下歷史新高。美國 7 月 Markit 服務業 PMI 擴張嚴重放緩，當月初值 59.8，預期 64.5，前值 64.6，創下今年 2 月以來最低點。7 月 Markit 綜合 PMI 初值錄得 59.7，前值 63.7，創四個月新低，主因服務業 PMI 拖累。

### (2) 流動性跟蹤及市場交易資料

#### 宏觀流動性

本周貨幣市場利率普遍下行，SHIBOR 隔夜利率下行 5.8BP 至 2.06%；R001、R007 分別下行 4.89、5.49BP。國債市場，一年期國債收益率下行 16BP 至 2.11%，10 年期國債收益率下行 3BP 至 2.91%。期限利差上行 13.02BP 至 0.8%，信用利差下行 1BP 至 0.3%。

圖表 8. 資金價格一覽

分類	項目	數據頻率	本期	上期	變化幅度bp
一、貨幣市場	SHIBOR 隔夜利率	日	2.06	2.12	(5.80)
	銀行間質押式回購加權利率:1 天	日	2.07	2.12	(4.89)
	銀行間質押式回購加權利率:7 天	日	2.16	2.21	(5.49)
	存款類機構質押式回購加權利率:7 天	日	2.11	2.18	(7.00)
	同業存單到期收益率(AAA+):1 個月	日	2.19	2.19	(0.09)
	同業存單到期收益率(AAA+):3 個月	日	2.33	2.35	(2.27)
	同業存單到期收益率(AAA+):6 個月	日	2.50	2.55	(4.88)
	加權平均利率:銀行間同業拆借	月	2.13	2.17	(4.43)
	加權平均利率:銀行間質押式回購	月	2.09	2.07	1.83
二、國債市場	國債到期收益率: 1 年	日	2.11	2.27	(16.00)
	國債到期收益率: 10 年	日	2.91	2.94	(2.98)
	期限利差	日	0.80	0.67	13.02
三、信用債市場	企業債到期收益率(AAA):5 年	日	3.35	3.40	(4.63)
	信用利差:5 年期 AAA 企業債-5 年期國債	日	0.30	0.31	(1.07)
	人民幣理財產品預期收益率: 1 個月	周	3.43	3.34	9.51
	人民幣理財產品預期收益率: 3 個月	周	3.35	3.43	(8.04)
	人民幣理財產品預期收益率: 6 個月	周	3.15	3.31	(15.92)

資料來源：萬得，中銀證券

#### 微觀流動性

- 1、IPO 本周融資規模 129 億，上周 36 億元。增發募集資金本周規模 150 億，上周為 91 億。
- 2、本周重要股東（產業資本）減持 115 億，上周為 108 億。
- 3、新發行基金（股票+混合）本周發行規模 628 億，上周為 252 億。
- 4、融資餘額方面，本周為 16663 億，較上周減少 57 億。
- 5、滬深港銅方面，北上本周淨流入 85 億元，南下本周大幅流出 144 億元。

圖表 9. 股市資金流動

	当期股市净流入	上期股市净流入	变动
总计			384
IPO	129	36	93
增发	150	91	59
重要股东增减持	(115)	(108)	(7)
新发基金: 股票+混合	628	252	376
融资余额	16663	16590	(57)
陆股通	85	17	69
港股通	(144)	11	(155)
陆股通-港股通	229	6	223

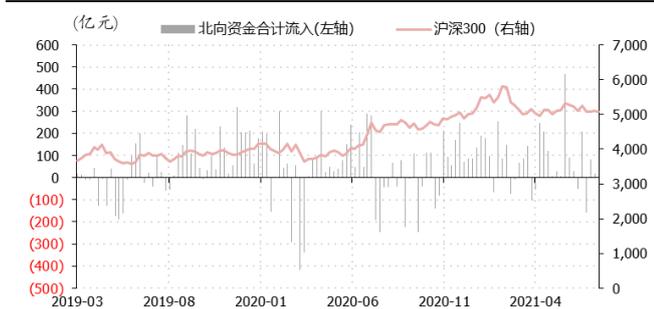
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 10. 兩融餘額變動



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 北向資金合計流入



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 12. 南下資金合計流入



資料來源：萬得，中銀證券

## 交易資料特徵與北上資金變化

交易資料特徵（熱度監控）：成交額/換手率作為短期市場的情緒指標可以在一定程度上反映出當前的市場情緒和熱度傾向變化。成交額方面，所有寬基指數成交額較上周皆有下降，中證 1000 降幅較小。換手率方面，除中證 1000 指數換手率較上周小幅上漲外，其他指數換手率較上周有不同程度下降。本周整體來看，雙創及滬深 300 指數熱度降溫，中證 1000 熱度維持。

圖表 13. 上證指數換手率水準



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 創業板指換手率水準



資料來源：萬得，中銀證券

分行業來看，本周軍工、採掘、機械設備日均成交額較上周大幅增加，商貿、傳媒、電腦、公用事業、銀行的日均成交額較上周出現明顯下降。軍工、建築，非銀換手率較上證增加明顯，電腦、公用事業、銀行較上周降幅較大。

## (3) 估值及風險偏好政策

### 估值水準

寬基指數估值水準：萬得全 A 指數的股權風險溢價水準仍處於 2005 年以來均值水準，M2/上市公司總市值水準處於 2010 年以來均值的正一倍標準差。萬得全 A 估值水準接近 2010 年以來均值的正一倍標準差，前瞻 PE 回落至均值附近，整體估值水準較為穩健。

圖表 15. 股權風險溢價



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. M2/上市公司總市值



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 萬得全 A 估值水準



資料來源：萬得，中銀證券

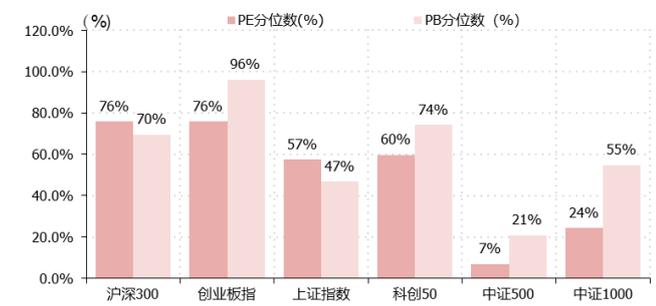
圖表 18. 萬得全 A 前瞻估值水準



資料來源：萬得，中銀證券

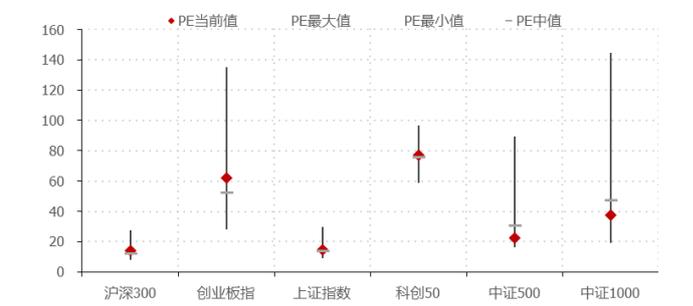
其他寬基指數的估值分位中，中證 500 和中證 1000 估值分位仍處於歷史較低位置，創業板和滬深 300 估值水準處於歷史 3/4 分位水準，寬基指數的估值結構差異較為明顯。

圖表 19. 寬基指數當前估值分位水準



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 20. 寬基指數估值水準



資料來源：萬得，中銀證券

### 風險偏好政策-重要政策梳理

美國參議院可能最早下週一再次設法推進基建案。參議院民主黨領袖舒默本周威脅稱，他仍致力於在國會 8 月 9 日休會前通過上述兩黨的基建框架以及有關人力基礎設施方案的預算決議，但也不排除拒絕夏季休會而繼續辯論來通過立法。民主黨準備在參議院動用預算調節程式，在所有共和黨參議員反對的情況下通過 3.5 萬億美元方案相關的預算案。動用該程式後，參議院民主黨人可以避開 60 票才能通過法案的限制，只需 50 名民主黨人全體支持，再加上副總統哈里斯一票就可通過法案。今年 3 月通過 1.9 萬億新冠救助方案正是使用了該程式。目前兩黨分歧的焦點是如何為基建方案中的新增支出買單。

## 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 6-12 個月內超越基準指數 20%以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6-12 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 6-12 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 6-12 個月內表現強於基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6-12 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 6-12 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