

策略週報

底部逐漸確認

短期看，市場仍然脆弱，資金負反饋過程尚未解除；近期外資流出受烏克蘭危機發酵的影響，有降低海外資產風險敞口的衝動。從中長期視角看，年內 U 型底部逐步確認。寬基指數估值分位已經回到歷史均值以下，後續隨著經濟逐步企穩，股債風險溢價指向權益占優，在流動性寬鬆預期下，股市有望走向築底回升。抄底方向，高景氣賽道已具備配置價值和上漲動力。建議關注半導體產業鏈，新能源光伏、風電，5G 新基建，電動車智能化，元宇宙，數字經濟等板塊。

- **A 股估值已經具備較強吸引力，進一步調整空間有限，靜候企穩趨勢。**
當前 A 股估值已經具備較高吸引力。國內市場方面，當前萬得全 A、上證指數、創業板指絕對估值分別處於 2009 年以來的 42%、31%、46% 分位，上述主要指數的相對估值基本已經回到 20 年 4 月水準，而當前美股主要指數的相對估值與 20 年 5 月水準相當。從主要指數的相對估值情況來看，國內市場相對美股估值調整更加到位。當前 A 股主要指數已基本消化疫情以來海外流動性投放帶來的估值溢價，距離本輪短週期低點（20 年 3 月）也僅有 8-11% 距離，估值調整幅度基本到位。2 月金融資料總量及結構均低於預期，地產銷售降溫帶來的滯後效應仍在不斷顯現。信貸資料大幅走弱引發市場強烈寬鬆預期，一方面地產需求疲弱對於信用擴張的負面影響依然嚴峻，地產需求企穩仍等待政策進一步發力；另一方面，近期政策層面頻繁表態，穩增長訴求堅定，未來財政發力仍有較大空間。總體來看，我們認為國內信用企穩拐點將至，市場估值調整到位，盈利預期的企穩將會帶來 A 股修復動能。雖然當前壓制市場風險偏好的海外因素尚未完全解除，但市場對於海外利空不斷消化，下行空間有限，可耐心等待市場企穩。
- **關注反彈佈局抄底方向：**（1）一季報/全年業績高增方向，部分投資者擔憂今年 g 的投資方式失效，但拉長看 02 年以來所有二級行業複合業績增速與其年化漲幅回歸結果呈明顯線性關係，即複合增速越高複合回報越大。次年 g 易受估值短期劇烈擴張收縮擾動，且年初預測 g、年末預測 g 與年報實際 g 在行業排名上仍存在較大變動，或對判斷造成擾動，但對於中週期產業趨勢向上的科技主導產業而言，複合 g 的優勢與確定性仍具有較高置信度，當前強 g 方向已出現明顯估值收縮，抓反彈時 g 與前期跌幅是重要參考方向。（2）外資重倉方向。本周當內資站穩買入時，外資仍然呈現加速流出特徵，歷史上每輪外資觸發淨賣出皆具有一定規避不確定性的共性，但之後無一未被證偽，每輪外資大幅淨賣出結束皆成為 A 股有效階段底部。本輪外資在多重因素擾動下，有系統性降低配置中國頭寸傾向，傾向背後邏輯仍為交易宏大敘事和規避不確定不可測性，內資企穩後，造成主要干擾的北上資金一旦企穩，相信將對市場形成明顯提振。
- **兩會追蹤：**今年政府工作報告 5.5% 的 GDP 增長目標體現穩中求進的工作總基調，全市場推進註冊制是釋放深化改革的積極信號，第三支柱養老保險被 7 次提到有望規範化發展，受疫情影響較大的行業繼續予以政策傾斜，數字中國建設正式進入整體推進階段。
- **風險提示：**逆週期政策不及預期，疫情發展、地緣局勢超预期惡化。

觀點回顧

- 20211203《科技突圍》：科技之光將為明年 A 股注入能量。本輪科技行情有可能複製上世紀 80 年代的美股表現，將貫穿中週期始終，並與新一輪康波週期復蘇疊加。
- 20220109《分歧時刻有定力 調整加倉高景氣》：當前時點不建議進行風格切換，藍籌價值更可能是 22Q1 的交易策略。高景氣賽道的見底要早於大盤指數，建議回檔重點關注。
- 20220116《情緒底部，業績加持，重建科技主賽道》：海外美股的低迷，更多是自身高通脹導致的緊縮效應，外溢傳導到 A 股，邊際作用遞減；情緒底部，業績加持，科技成長賽道重建。
- 20220123《市場調整難持續，抓牢科技佈局期》：在無基本面實質利空下，A 股調整不可持續，創業板短期壓力尚存，年內成長主線不會缺席。
- 20220206《樂觀，但不激進》：壓制因素逐步緩和，農曆新年 A 股開門紅幾無懸念，但市場築底到反轉不是一蹴而就的，成長可能會遲到但不會缺席。
- 20220213《成長的煩惱》：成長仍處在黎明前黑暗的階段，降低倉位和風格切換都是權宜之計，一旦後續情緒轉好，科技突圍仍然是今年最好的選擇之一。

市場熱點思考

本周市場劇烈波動，週邊動態仍是主要原因；但得益于國內寬鬆預期升溫，A 股整體表現好於預期。投資者比較關心外資連續淨流出的影響，資金負反饋是否結束？當前階段是否可以進行抄底？主要方向有哪些？針對以上問題，我們的觀察與思考如下：

- 1) 3 月以來，A 股呈現加速下跌走勢，價值與成長風格齊跌。市場情緒低迷，資金流出，與指數形成負反饋是主因。從驅動因素看，近期全球市場下調了美聯儲年內加息次數，緊縮預期有所緩和。我們認為，近期的調整主要是地緣政治的演化影響。當前烏克蘭危機對於市場的影響已經逐步從前期的風險偏好衝擊過渡到供應鏈受損引發的基本面擔憂。
- 2) 上周外資持續流出引發市場關注，港股估值已跌入深度價值區間，中概股下跌也挫傷投資者情緒。外資流出或還是由於烏克蘭危機發酵的影響，跨國資本降低海外，尤其是新興市場的風險敞口。從交易層面看，國內貨幣寬鬆預期再起，出口壓力，人民幣匯率波動加強也是原因之一。
- 3) 短期看，市場仍然脆弱，資金負反饋過程尚未解除；指數企穩契機有待美聯儲加息落地和烏克蘭危機演化路徑清晰（近期消息面偏緩和）。從年內視角看，可以適度樂觀，市場正在接近我們去年底判斷 U 型底部區域。寬基指數估值分位已經回到歷史均值以下，業績和估值的性價比凸顯。後續隨著經濟逐步企穩，股債風險溢價指向權益占優，在流動性寬鬆預期下，股市有望走向築底回升。
- 4) 抄底方向，我們認為還是要圍繞業績高增長的科技成長佈局。建議關注半導體產業鏈，新能源光伏、風電，5G 新基建，電動車智慧化，元宇宙，數字經濟等方向。從五個方面看，高景氣賽道已具備配置價值和上漲動力：1) 無論近端和遠端業績，創業板增速領先滬深 300 和全 A 指數，業績增速差占優；2) 寬基指數靜態估值回到 50 分位以下，22 年創業板業績高增長，動態估值回落至歷史底部；3) 以新基建、半導體和新能源代表的成長方向有中週期資本開支擴張邏輯支撐，業績高增長持續性更佳；4) 產業鏈利潤傳導通暢。下游成長性好，漲價能力強，上游大宗價格傳導較為通暢。5) 風格壓制減輕，低估值價值從時間還是空間看已來到歷史反彈均值的後期，賠率下降，波動增加；後續流動性寬鬆支撐以創業板為代表的科技成長大幅反攻。

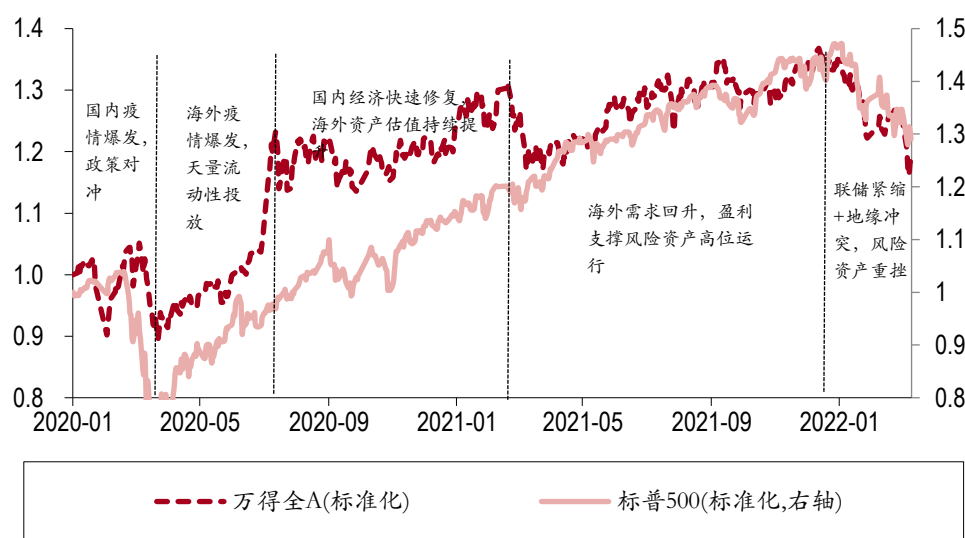
大勢與風格

本周 A 股市場在海外因素的影響下依舊呈現弱勢，而經歷了近兩周以來的快速調整，A 股估值已經具備較高的吸引力。國內市場方面，當前萬得全 A、上證指數、創業板指絕對估值（PE）分別為 17.68、12.60、51.81 倍，處於 2009 年以來的 42%、31%、46% 分位，而當前上述主要指數的相對估值基本已經回到 2020 年 4 月水準。海外市場方面，標普 500、道瓊斯、納斯達克指數絕對估值（PE）分別為 20.67、21.39、30.03 倍，分別處於 2009 年以來的 51.4%、76.6%、34.2% 分位，當前美股主要指數的相對估值與 2020 年 5 月水準相當。從當前主要指數的相對估值情況來看，國內市場相對美股估值調整更加到位。

當前 A 股已經基本消化海外流動性帶來的估值溢價。我們知道疫情以來國內股票市場大致經歷了這樣的幾個階段：2020Q1，疫情衝擊下國內宏觀政策寬鬆對沖盈利下行預期；2020Q2 起海外天量流動性投放支撐下，全球風險資產估值快速修復；2021 年海外需求高企，全球風險資產在盈利上行支撐下維持強勢。當前來看，A 股主要指數已基本消化了疫情以來海外流動性投放帶來的估值溢價，距離本輪短週期低點（2020 年 3 月）也僅有 8-11% 的距離，可以說估值調整幅度基本到位。

企穩趨勢確定，時間仍需耐心等待。2 月金融資料總量及結構均低於預期，雖然存在一定春節錯位因素，但整體來看 1-2 月社融總量相較去年同期僅多增 4499 億元。結構上，企業及居民中長貸增量不及預期，其中居民中長貸餘額出現了罕見的環比負增長，地產銷售降溫帶來的滯後效應仍在不斷顯現。信貸資料的大幅走弱引發市場強烈的寬鬆預期，一方面，地產需求的疲弱對於信用擴張的負面影響依然嚴峻，地產需求的企穩仍等待政策的進一步發力；另一方面，近期政策層面頻繁表態，穩增長訴求堅定，而我們看到 2 月財政存款同比多增 1.45 萬億元，顯示未來財政發力仍有較大空間。總體來看，我們認為國內信用企穩拐點將至，市場估值調整到位，盈利預期的企穩將會帶來 A 股修復動能。雖然當前壓制市場風險偏好的海外因素尚未完全解除，但市場對於海外利空不斷消化，下行空間有限，可耐心等待市場企穩。

圖表 1. 疫情以來中美風險資產走勢



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 當前中美主要指數估值情況

上證綜指	創業板指	萬得全 A
------	------	-------

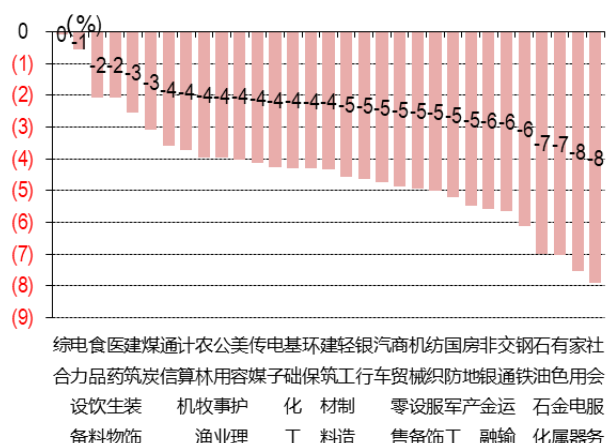
當前分位	30.50%	45.50%	42.40%
當前值	12.60	51.81	17.68
中位數	14.14	53.57	18.94
均值+標準差	19.67	68.60	24.23
均值-標準差	10.27	38.38	13.65
	道瓊斯工業指數	納斯達克指數	標普 500
當前分位	76.60%	34.20%	51.40%
當前值	21.39	30.03	20.67
中位數	17.64	32.15	20.49
均值+標準差	23.30	45.11	26.57
均值-標準差	13.89	24.23	15.44

資料來源：萬得，中銀證券

中觀與行業景氣

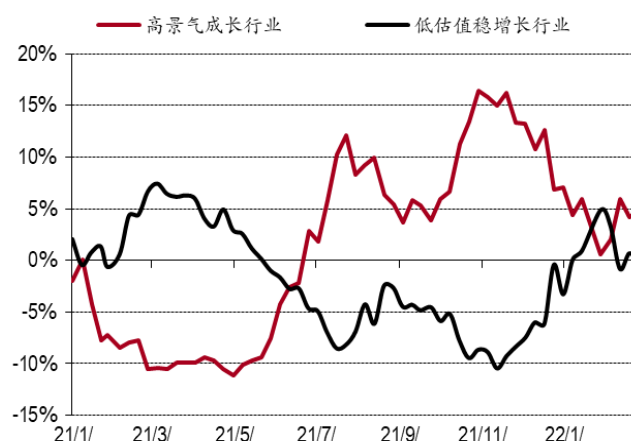
本周行業方面電新、食品飲料，醫藥行業相對抗跌，一方面由部分公司月度經營資料向好、疫情加重等因素支撐，另一方面顯示出市場在弱勢環境中傾向於選擇具有業績高增性或穩定性特徵相關行業作為首選方向，從相對全 A 走勢來看，前半周行業呈現無差別下跌，後半周部分高景氣行業出現明顯反彈，修復前期跌幅，而低估值穩增長行業本周相對反彈力度較弱。

圖表 3. 一級行業周度漲跌幅



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 21 年初迄今大類行業相對全 A 走勢



資料來源：萬得，中銀證券；注：以電子/電新/軍工三個行業等權擬合高景氣指數，以建築/交運/家電/地產/銀行等 6 個行業等權擬合穩增長指數

對於反彈佈局方向，建議投資者關注兩類方向：

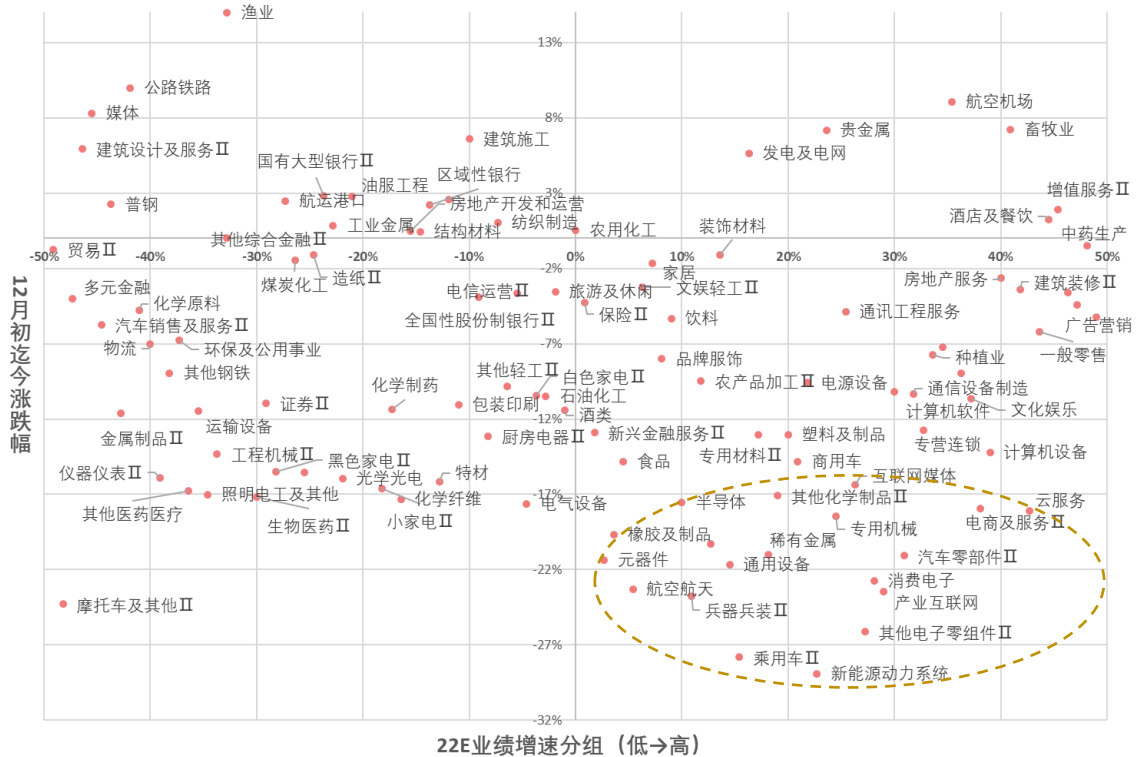
- 關注一季報/全年業績高增方向，部分投資者擔憂今年 g 的投資方式失效，我們認為 g 雖然不是萬能的，但沒有 g 是萬萬不能的。如強 g 行業前期超漲，超漲後仍有可能受到估值收縮的拖累，因此 g 並不是萬能的，但拉長來看，我們將 2002 年以來所有二級行業指數複合業績增速與其年化漲幅進行回歸，結果呈現明顯的線性關係，即複合增速越高的行業，呈現出越高的複合回報特徵，參考美股科技行業長牛收益的歸因也可以得到類似的結論。次年 g 易受估值短期迅速擴張收縮擾動，且如我們上周週報所述，年初預測 g、年末預測 g 與年報實際 g 在行業排名上仍存在較大變動，使得預測 g 或會造成一定擾動，但對於中週期產業趨勢向上的科技主導產業而言，複合 g 的優勢與確定性仍具有較高置信度，當前強 g 方向已經出現了明顯的估值收縮，抓反彈時 g 與前期跌幅是重要參考方向。建議關注半導體產業鏈，新能源光伏、風電，5G 新基建，電動車智慧化，元宇宙，數字經濟等方向。

圖表 5. 複合業績增速貢獻複合回報（2002 年迄今）



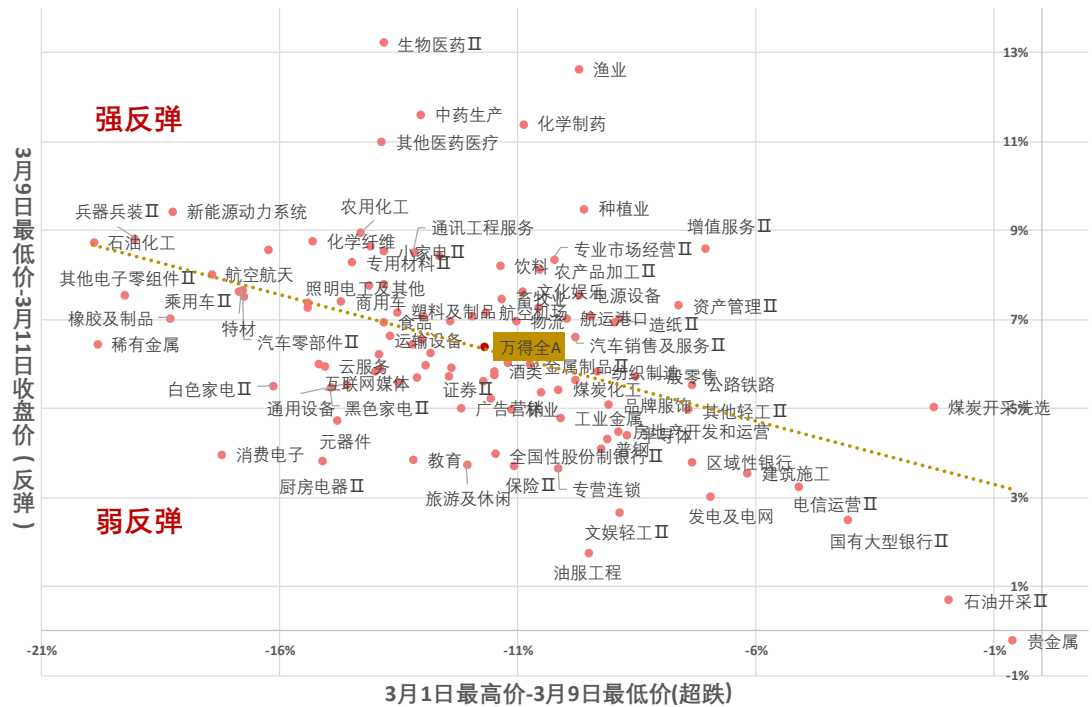
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 業績預期高增與 12 月初以來跌幅較深行業



資料來源：萬得，中銀證券

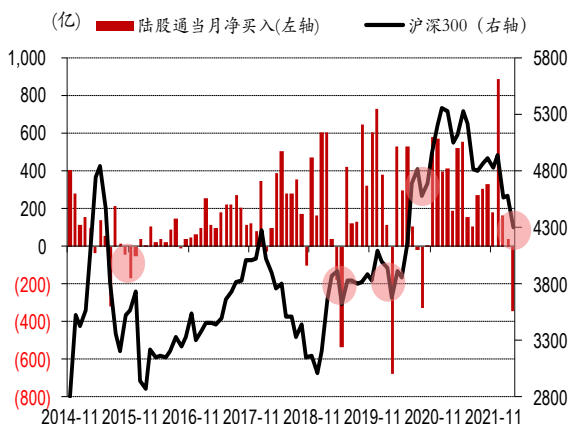
圖表 7. 短期超跌反彈方向



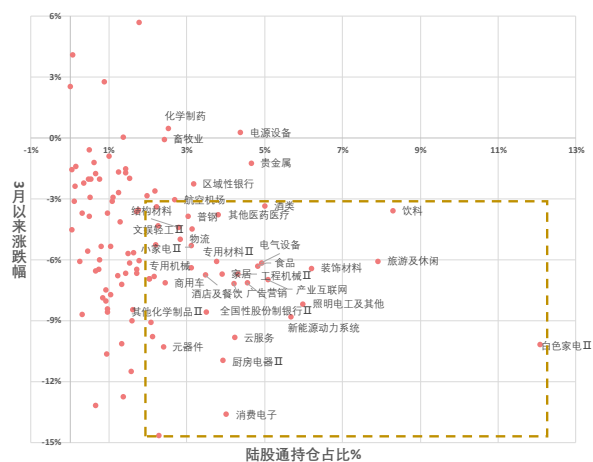
資料來源：萬得，中銀證券

（2）關注外資重倉方向。本周我們關注到當內資站穩買入時，外資仍然呈現加速流出特徵，歷史複盤來看，本月僅前九個交易日北上即已淨賣出金額 341 億（按整月計，第三大單月淨賣出，僅次於 20 年 3 月、19 年 5 月），本周單週五個交易日連續五日大幅淨賣出 363 億（周度第三大單周淨賣出，僅次於 20 年 3 月，15 年 7 月）。以歷史上同樣發生過大幅淨賣出的 5 個時間點來看，每輪外資觸發淨賣出的原因皆具有一定規避不確定性的共性，但之後無一未被證偽。a) 15 年 7 月輪，熊市下跌階段，市場情緒低迷；b) 19 年 5 月輪，中美貿易衝突成為此階段市場主要擔憂與不可測；c) 20 年 3 月輪，疫情爆發，規避疫情帶來的不可測；d) 20 年 9 月輪，美國大選、海外疫情反復，A 股前期超漲等多重因素；e) 21 年 7 月輪，政策加強互聯網、教育等行業監管帶來的情緒收縮和不可測，外資（非港股通道）大幅賣出港股相關行業頭寸。本輪外資受戰爭、對俄制裁映射邏輯，滯脹擔憂等多重因素擾動下，外資有系統性降低配置中國頭寸的傾向，這一傾向背後的邏輯仍為交易宏大敘事和規避不確定不可測性，從歷史資料來看，每輪外資大幅淨賣出結束皆成為 A 股有效階段底部，本輪內資企穩後，造成主要干擾的北上資金一旦企穩，相信將對市場形成明顯提振，關注本月跌幅較深的外資重倉相關行業方向。

圖表 8. 陸股通大幅淨賣出時點

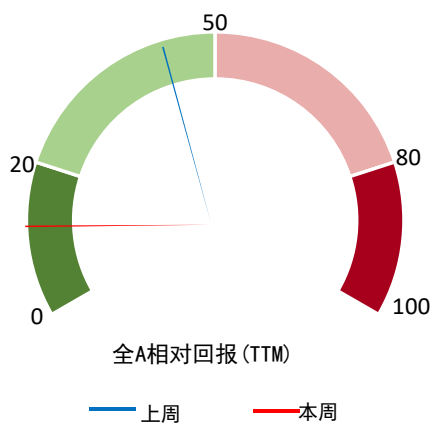


圖表 9. 陸股通重倉行業與本月跌幅



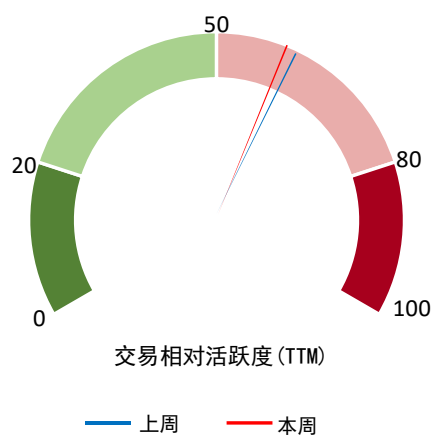
一周市場總覽、組合表現及熱點追蹤

圖表 10. 本周全 A 相對回報繼續回落



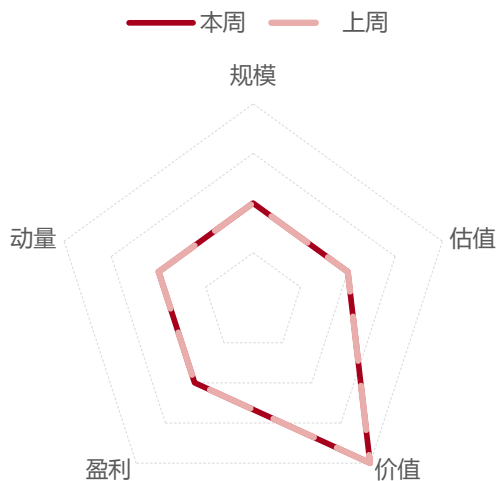
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 成交活躍度小幅回落，仍在高位區間



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 12. 環比上周因數風格不變，體現較一致的市場情緒



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 一周行業資金流向情況

行業	主力淨流入率(%)	連續流入天數	行業	主力淨流入率(%)	連續流入天數
食品飲料	(0.64)	2	國防軍工	(3.08)	(1)
電力設備	(1.24)	(1)	輕工製造	(3.14)	1
煤炭	(1.55)	(1)	電腦	(3.16)	(5)
商貿零售	(1.72)	(1)	汽車	(3.29)	(1)
醫藥生物	(1.74)	2	基礎化工	(3.34)	(1)
美容護理	(2.00)	(1)	機械設備	(3.43)	(5)
建築裝飾	(2.04)	(4)	環保	(3.49)	(5)
建築材料	(2.28)	(1)	傳媒	(3.68)	(5)
鋼鐵	(2.32)	(1)	社會服務	(3.81)	(5)
電子	(2.35)	(1)	銀行	(3.81)	(5)
綜合	(2.37)	(4)	交通運輸	(3.97)	(5)
公用事業	(2.48)	(1)	房地產	(4.01)	(5)
農林牧漁	(2.48)	1	家用電器	(4.14)	(5)
紡織服飾	(2.63)	(5)	有色金屬	(4.22)	(1)
通信	(2.66)	(5)	非銀金融	(4.96)	(5)
石油石化	(2.94)	(1)			

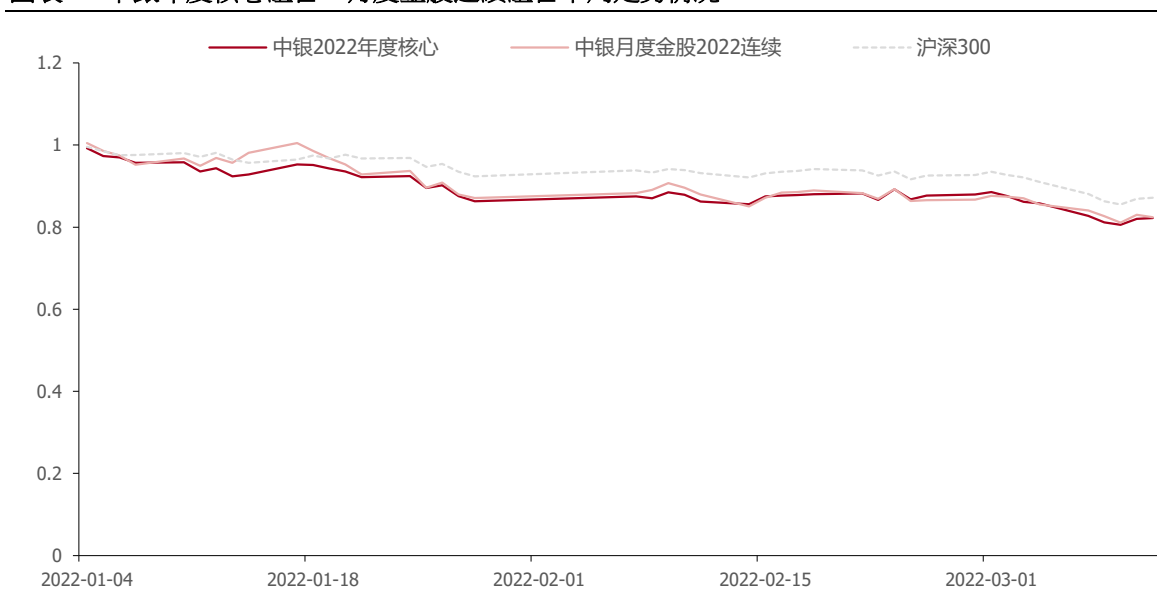
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 一周主題紅黑榜，新冠檢測概念大幅領先

最熱主題	周漲跌幅(%)	最涼主題	周漲跌幅(%)
新冠肺炎檢測	5.26	稀有金屬	(8.60)
體外診斷	4.00	航空運輸	(8.49)
光伏屋頂	1.43	工業母機	(8.31)
肺炎主題	1.08	稀土	(7.82)
白酒	1.03	白色家電	(7.70)
IGBT	0.81	工業金屬	(7.32)
醫療物資出口	0.43	光模組	(7.15)
晶圓產業	0.29	鋰礦	(7.05)
半導體矽片	0.24	智能音箱	(6.86)
生物疫苗	(0.06)	無線充電	(6.85)

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 中銀年度核心組合、月度金股連續組合本周走勢情況



資料來源：萬得，中銀證券

3月11日上午十三屆全國人大五次會議閉幕後，國務院總理李克強在人民大會堂三樓金色大廳出席記者會並回答中外記者提問，李克強共回答了13個提問，投資相關的要點梳理如下。

2022年我國經濟預期增長目標在5.5%左右。李克強指出我國今年要實現5.5%的目標，增量相當於一個中等國家的經濟總量。十年前當我國GDP總量是50萬多億時，增長10%帶來的增量有六七萬億元。當我國GDP突破100萬億元，5.5%的增長會帶來九萬億元的增量。目前體量下實現5.5%左右的增長屬於高水準上的穩，實質上就是進，必須有相應的宏觀政策支撐。因此2022年我國將加大宏觀政策力度，其中赤字率擬按2.8%左右安排，較上年有所下調；但是財政支出力度並未下降，我國財政支出規模較上年增加2萬億元以上。

大規模減稅降費是退稅和減費並舉，規模2.5萬億元。今年中國將實施2.5萬億元規模的退稅減稅政策，其中增值稅留抵退稅規模高達1.5萬億元。李克強在記者會上表示，有人擔心減稅降費實施多年後邊際效應會遞減，實際上我國實施的大規模減稅降費是退稅和減費並舉。規模性減稅降費是宏觀調控的關鍵性舉措，近些年中國持續實施減稅降費政策，其中自“十三五”以來的6年時間裡，減稅降費超過8.6萬億元，這一規模在中國歷史上是空前的，與世界其他國家相比，也屬於規模較大。實踐證明，減稅降費是受益面最大的惠企政策，對應對困難挑戰、保持經濟運行在合理區間發揮了關鍵作用。2019年以來，我國逐步建立了增值稅增量留抵退稅制度。而今年增值稅留抵退稅不僅退還增量稅額，還有針對性地退還相關行業企業存量稅額。在2020年經濟受衝擊最嚴重時我國也是保持並成功推行該政策規模，並且這次調整結構把退稅頂在前面，多年穩健實施並且加大力度，因而今年退稅效果依然會好。

側重支持小微企業來帶動就業，退稅優先考慮小微企業。李克強表示，此次退稅優先考慮小微企業，因為小微企業量大面廣，支撐的就業人口多，且現在正處於企業資金最緊張、最困難的時候，所以決定在6月底前把小微企業留抵稅額一次性退到位，把製造業、研發服務業等一些重點行業的留抵稅額在年內全面解決，對小微企業的增量留抵退稅逐月解決。2022年政府工作報告目標規模大超預期，要求1.5萬億留抵退稅優先支援小微企業，全面解決先進製造業、科研和技術服務、生態環保、電力燃氣、交通運輸等行業留抵退稅問題，因而相關行業現金流將因此直接獲益。

防止資本無序擴張旨在營造公平發展環境。過去一年，政府在平臺經濟反壟斷、防止資本無序擴張等方面多有發力。今年1月份，多部委聯合印發了《關於推動平臺經濟規範健康持續發展的若干意見》，對“二選一”、平臺傭金、演算法規則等進行規範。反壟斷依然是今年政府的重要工作。政府工作報告指出，深入推進公平競爭政策實施，加強反壟斷和反不正當競爭，維護公平有序的市場環境。李克強表示，反對壟斷和反不正當競爭，防止資本無序擴張，目的還是要給依法經營的企業撐腰打氣，確保各類所有制企業、內外資企業一律平等發展、公平競爭。因此今年部分互聯網巨頭、平臺型企業或依舊面臨反壟斷監管風險。

對外開放政策不變，中美合作領域廣闊且潛力巨大。對外開放政策層面，李克強表示中國對外開放40多年，發展自身造福人民也有利於世界。這是個機遇的大門，我國決不會也決不能把它關上。中美關係層面，李總理表示中美兩國50年前打破堅冰，開啟了關係正常化的航程，如今半個世紀的交流中兩國關係雖有波折但一直是向前發展的。希望雙方按照兩國元首在去年年底視頻會晤時達成的共識，要相互尊重、和平共處、合作共贏，以理性和建設性的方式妥善地管控分歧，尊重彼此的核心利益和重大關切，還是要多對話、多溝通。既然雙方互相打開了大門，就不應再關上，更不能脫鉤。中美合作對兩國、對世界都有意義。若美國放寬對中國的出口限制，雙邊貿易額還會更大，兩國和兩國人民都會從中受益。中方願同美方一道擇寬處行，謀長久利。就市場來看，目前中美貿易戰雖然暫無熄火局勢但主動方仍在美方，中方暫無強烈反制措施。

中央高度重視香港疫情穩固港區繁榮穩定。疫情當前，香港新冠疫情形勢嚴峻。特區政府依法決定推遲第六任行政長官選舉，集中精力來抗疫，我們充分理解和支持。中央政府每天都在關注著香港疫情的發展，十分惦念香港市民的生命健康和平安。特區政府要負起抗疫的主體責任，中央政府會全力支持抗疫。我們將全面準確、堅定不移地貫徹“一國兩制”、“港人治港”、高度自治方針，特區政府換屆將嚴格依照基本法相關規定進行。希望特區政府團結帶領香港各界人士繼續發展經濟、改善民生，鞏固好、提升好香港國際金融、貿易和航運三大中心地位，保持香港長期繁榮穩定。

我國政府對烏克蘭局勢保持獨立判斷不站隊。李克強中國從來都是奉行獨立自主的和平外交政策。關於烏克蘭局勢，中方主張各國主權和領土完整都應該得到尊重，聯合國憲章宗旨和原則都應該得到遵守，各國合理安全關切也應該得到重視。中方據此作出我們自己的判斷，並願意和國際社會一道為重返和平發揮積極的作用。中方真誠希望烏克蘭局勢早日回歸和平，願為維護世界的和平和穩定，促進發展繁榮做出自己的也是建設性的努力。

風險提示

逆週期政策不及預期，疫情發展、地緣局勢超預期惡化。

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得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，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