

# 策略周報

## 徐圖緩進：布局兩大反攻方向

政策底已現，戰略上保持多頭思維，布局硬科技與高端製造和困境反轉兩大反攻方向

- **政策底已現，戰略上保持多頭思維。**當前疫情進展和烏克蘭危機以及衍生出的地緣博弈兩大因素壓制市場基本面和估值的反轉，近期 A 股市場行業快速輪動，顯示市場收益短期化的一面，也表現出投資者既不想承擔進一步回撤的風險，又不願錯過潛在收益的心理。對此我們認為，戰略上要保持多頭思維，因為疫情和烏克蘭危機影響終會過去，市場的主要矛盾還是在對通脹持續性上。當前通脹更大可能性是由疫情和烏克蘭危機供給因素串聯造成的，具有波動大，時間短的特徵。隨著全球短周期步入衰退，預計最遲下半年會看到通脹下行的拐點。我們建議關注兩大市場反攻方向：一是硬科技與高端製造，包括半導體產業鏈；鋰電、光伏、風電新能源板塊；軍工、創新藥等。這些行業的共同點是大多處於資本開支上行階段，產業政策正向催化，業績高增長，可持續。前期股價回調均來自估值端的擠壓，ROE 與估值的裂口擴大，一旦宏觀制約緩解，業績高成長使得估值具有更強的向上回歸動力。二是困境反轉方向，包括中游製造如消費電子、TMT 軟科技、豬周期等。這些行業的共同特點是業績處在出清的過程中，機構低配，籌碼結構好，估值處在歷史深度價值區間。一旦上游原材料價格下行，產能出清等壓制因素緩解，股價將會有較強的周期性恢復動力。
- **外資流出壓力下，左側布局需要更加關注盈利估值匹配性。**2月下旬以來，A 股市場在外部因素的擾動下出現大幅波動，2月25日至今的一個月時間內，北上資金淨流出 679.30 億元，創下單月淨流出規模歷史第二，僅次于 2020 年 3 月國內疫情爆發衝擊。從北上資金近期減持的行業分布來看，食品飲料、非銀、醫藥等前期外資持倉的主要方向成為資金流出的“重災區”，從當前盈利的匹配度角度來看，這些行業當前估值明顯偏高。往後看，年內人民幣匯率貶值壓力或依然存在。俄烏衝突使得通脹壓力增加，當前聯儲儲蓄將更趨為鷹派的表態以打壓市場通脹預期。這樣的背景下，中美利差或面臨收窄壓力，全球資本回流美國，匯率貶值及外資流出的風險依然存在。從大勢的角度來看，當前 A 股估值已具備較高吸引力，未來隨著國內信貸環境的逐步企穩以及流動性環境的配合，市場有望逐步迎來回溫。當前市場仍處於磨底階段，是左側布局的較佳機會，而在反彈方向的選擇上，需要警惕前期外資持倉比例較高而盈利估值不匹配的方向，估值低位而盈利預期邊際反轉的方向可以重點關注。
- **關注次年 g 存在較大預期彈性的豬周期，消費電子行業。**此前供給端出欄一致預期拐點在今年 7-8 月，但南美旱情及俄烏衝突使得成本端飼料價格的大幅上漲，養殖企業頭均虧損擴大，驅動強化豬周期能繁去化加速的預期，能繁一致預期拐點出現提前。疊加通脹預期走高、市場風險偏好降低，必需消費屬性也有助於板塊邏輯強化。預期強化初期階段市場偏好選擇明後年出欄量設定目標較為激進/市豬率較低的公司。消費電子此前多重因素制約下消費者換機周期不斷延長，細分板塊經營持續承壓，當前板塊對隱含的悲觀預期已有所計價，行業相對全 A 估值邁入歷史底部，且跌破情緒最為悲觀的 18Q4 水平。展望來看，下半年智能手機出貨量有望恢復增長，當前渠道庫存保持低位，成本端、經濟、疫情下半年也有望好轉。創新周期起點的折疊屏、汽車電子，AR/VR 爆發在即，傳統消費電子企業具有卡位優勢，類似於賦予當前板塊隱含看漲期權，使得當前行業具有較好的配置性價比，有望逐步邁入反轉區間。
- **關注農業板塊的困境反轉機會。**農林牧漁行業近期上漲主要有三重原因，一是政策方面強調糧食安全，補強短板、提升行業競爭力，基於此引申出的政策方向，一方面在於保供增產，另一方面則在於產業鏈各環節的提效賦能；二是地緣事件影響到全球糧食穩定性，俄烏局勢通過避險情緒以及原油價格聯動帶動了農產品價格的普漲；三是豬周期反轉，這也是對相關上市公司股價影響最大的因素，當前豬價尚未反轉，周期仍處於左側，頭均市值估值則處於中樞以下，站在周期左側，行情的核心催化並非在於盈利，而是產能出清，糧價上漲包括飼料原料漲價對豬產業鏈現狀帶來如加速器般的影響。綜合考慮國內部分糧食外貿依賴度較高、易受外圍市場影響，同時疊加近期地緣政治背景和國內政策激勵，以及可能的豬周期反轉，農林牧漁行業或出現轉機，是確定性較高的困境反轉行業。
- **風險提示：逆周期政策不及預期，疫情發展超预期惡化。**

## 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，將貫穿中周期始終，并與新一輪康波周期復蘇疊加。
- 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于大盤指數，建議回調重點關注。
- 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，抓牢科技布局期》：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。
- 20220320《政策底逾多頭思維》：“金融委”會議為股市定調，“一行兩會”紛紛表態後續跟進，政策底信號明確；市場底滯後政策底，仍需等待但已為期不遠，A 股進入 U 型底部區域，保持多頭思維。

## 市場熱點思考

當前兩朵烏雲籠罩導致市場躊躇不前：一是疫情進展，影響經濟增長與企業盈利的節奏；二是烏克蘭危機以及衍生出的地緣博弈。上述兩大因素壓制市場基本面和估值的反轉。通過交流發現，市場對後續宏觀周期判斷分歧較大：一派認為通脹長期化，逆金髮經濟到來；另一派認為通脹是暫時的，大宗商品年度趨勢已經逆轉。投資者對宏觀的分歧直接導致了資產配置和股票倉位與結構選擇的差異。近期 A 股市場行業快速輪動，顯示市場收益短期化的一面，也表現出投資者既不想承擔進一步回撤的風險，又不願錯過潛在收益的心理。針對以上問題，我們的觀察與思考如下：

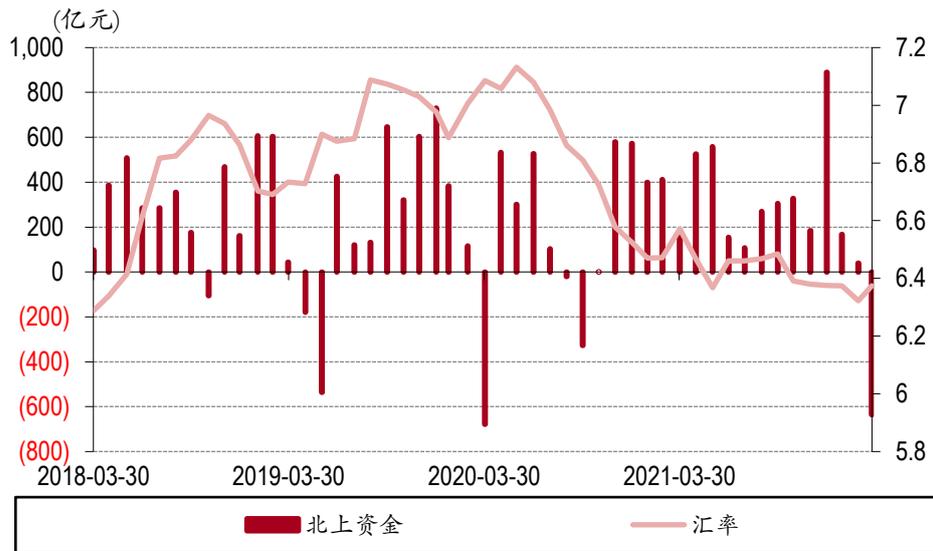
1. 戰略上要保持多頭思維，因為疫情和烏克蘭危機影響終會過去。從歷史上看，任何宏觀周期性因素導致市場的波動下跌都是很好的布局時期。就短期而言，“兩朵烏雲”確會左右市場節奏。3 月國內疫情反復，經濟增長波折在情理之中。若 3 月數據低于預期將拉長政策底到經濟底的時間。烏克蘭危機仍在發酵，供應鏈衝擊對大宗價格支撐仍然存在。商品價格居高不下會強化通脹預期，加快海外緊縮步伐，利率脈衝上行將壓制股票估值。此外，烏克蘭危機中的地緣政治博弈，資金規避不確定性流出市場也將壓制股票價格。
2. 與國內疫情反復相比，對通脹持續性的判斷更加重要。因為前者可以通過政策寬鬆較好的化解。通脹長期化意味著實物資產占優，大宗商品和房地產價格堅挺；通脹暫時的則意味著虛擬資產更加受益。從統計規律看，滯脹是中周期下行階段產生的現象，經濟缺乏新的增長點，貨幣超發轉化為物價上漲。從周期定位上，當前全球處在資本開支上行，第一庫存周期下行階段，主導產業驅動經濟成長，不符合滯脹發生的宏觀背景。因此，當前通脹更大可能性是由疫情和烏克蘭危機供給因素串聯造成的，具有波動大，時間短的特徵。隨著全球短周期步入衰退，預計最遲下半年會看到通脹下行的拐點。
3. 通脹暫時性的判斷意味著當前低估值價值只能是交易上的策略，不能成為年內配置的關鍵。政策底出現意味著市場系統性風險降低，左側布局主線的時點已經到來。我們建議關注兩大市場反攻方向：一是硬科技與高端製造，包括半導體產業鏈；鋰電、光伏、風電新能源板塊；軍工、創新藥等。這些行業的共同點是大多處于資本開支上行階段，產業政策正向催化，業績高增長，可持續。前期股價回調均來自估值端的擠壓，ROE 與估值的裂口擴大，一旦宏觀制約緩解，業績高成長使得估值具有更强的向上回歸動力。二是困境反轉方向，包括中游製造如消費電子、TMT 軟科技、豬周期等。這些行業的共同特點是業績處在出清的過程中，機構低配，籌碼結構好，估值處在歷史深度價值區間。一旦上游原材料價格下行，產能出清等壓制因素緩解，股價將會有較強的周期性恢復動力。
4. 結論：政策底已現，戰略上保持多頭思維。疫情和烏克蘭危機兩大烏雲籠罩，市場底仍需等待。隨著全球短周期步入衰退，預計最遲下半年會看到通脹下行的拐點。我們建議關注兩大市場反攻方向：一是硬科技與高端製造，包括半導體產業鏈；鋰電、光伏、風電新能源板塊；軍工、創新藥等。二是困境反轉方向，包括中游製造如消費電子、TMT 軟科技、豬周期等。

## 大勢與風格

北上資金大幅淨流出，前期重倉股為流出重災區。2月下旬以來，A股市場在外部因素的擾動下出現大幅波動，雖然這一階段人民幣匯率雖然依舊堅挺，但北上資金依舊出現了較大規模的淨流出現象。2月25日至今的一個月時間內，北上資金淨流出679.30億元，創下單月淨流出規模歷史第二，僅次于2020年3月國內疫情爆發衝擊。本輪北上資金流出的原因與2020年3月有所不同：20年3月疫情爆發及其帶來的國內盈利預期轉弱是引發外資流出的主要因素，22年這一輪A股在估值偏高的背景下，海外加息及地緣衝突成為加速資金淨流出的導火索。從北上資金近期減持的行業分布來看，食品飲料、非銀、醫藥等前期外資持倉的主要方向成為資金流出的“重災區”，從當前盈利的匹配度角度來看，這些行業當前估值明顯偏高。

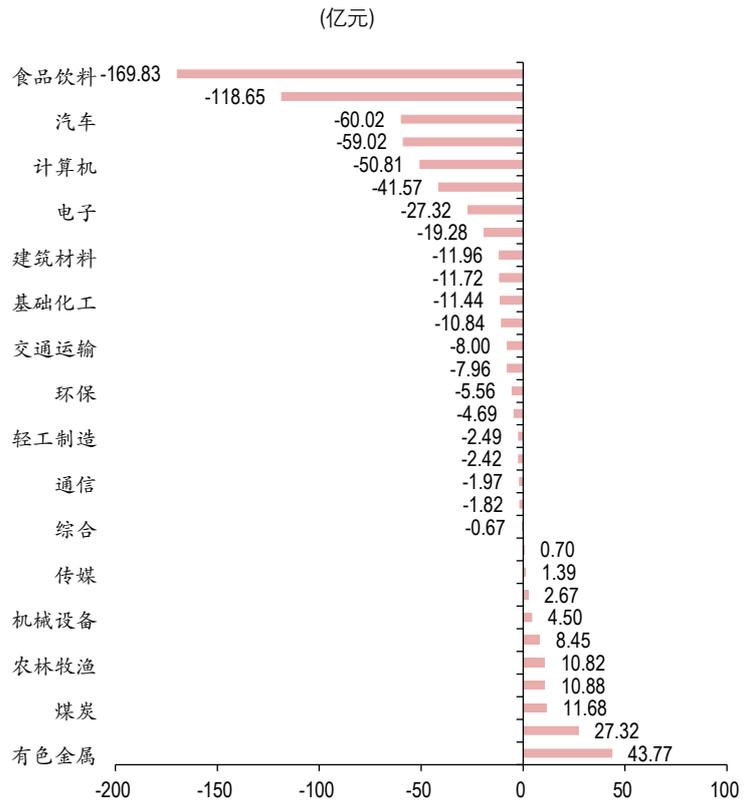
左側布局需要更加關注盈利估值匹配性。往後看，年內人民幣匯率貶值壓力或依然存在。俄烏衝突使得通脹壓力增加，當前聯儲必將會呈現更為鷹派的表態以打壓市場通脹預期。這樣的背景下，中美利差或面臨收窄壓力，全球資本回流美國，匯率貶值及外資流出的風險依然存在。我們在此前周報中一直強調國內基本面與流動性環境是決定A股資產未來方向最為核心的因素。從大勢的角度來看，當前A股估值已具備較高吸引力，未來隨著國內信貸環境的逐步企穩以及流動性環境的配合，市場有望逐步迎來回溫。當前市場仍處於磨底階段，是左側布局的較佳機會，而在反彈方向的選擇上，需要警惕前期外資持倉比例較高而盈利估值不匹配的方向，估值低位而盈利預期邊際反轉的方向可以重點關注。

圖表 1. 近一個月以來外資淨流出規模高達 679 億元



資料來源：萬得, 中銀證券

圖表 2. 2 月 25 日以來北上資金行業淨流入金額



資料來源：萬得, 中銀證券



基于我們年報中提出的行業比較思路，從複合 g 趨勢延續和次年 g 業績彈性兩維度，我們建議關注 1) 主導產業複合 g 趨勢延續的高景氣半導體、新能源、創新藥，軍工行業；2) 次年 g 存在較大預期彈性的猪周期、消費電子，TMT 行業。

**次年 g 綫索 1：猪周期。**生猪養殖行業所屬產品具有必需消費品屬性且可替代性較弱，其需求曲綫普遍缺乏彈性，而供給端由于存欄和補欄的盲目性，極易形成周期性。此外，不可預期事件（成本和疾病）也常對供給曲綫造成衝擊，使得價格劇烈波動。

此前供給端國內能繁母猪數量仍維持在 4300 萬頭左右，市場整體仍呈現供大于求的狀態，出欄趨勢的一致預期拐點在今年 7-8 月，但南美旱情及俄烏衝突使得主要飼用農產品價格大幅上漲，年初至今生猪飼料價格已大幅上漲 13%。

成本端飼料價格的大幅上漲，使得養殖企業頭均虧損金額進一步擴大，驅動強化猪周期能繁去化加速的預期，使得供給端曲綫斜率降低預期有所增強，能繁一致預期拐點出現提前。疊加通脹預期走高、市場風險偏好降低，必需消費屬性也有助于板塊邏輯強化。

我們統計當前生猪養殖公司的近況，從結果可見，預期強化初期，市場偏好選擇明後年出欄量設定目標較為激進/市猪率較低的公司，從細分配置視角來看，建議關注 1) 前期彈性稍弱但機構青睞的龍頭養殖公司；2) 彈性稍弱但經營具有安全邊際的國企背景生猪養殖公司；3) 前期彈性較大但風險也同步綫性增加的已有一定出欄規模，正在做逆勢擴張的中小養殖公司。

圖表 6. 飼料用主要農產品價格大幅上漲



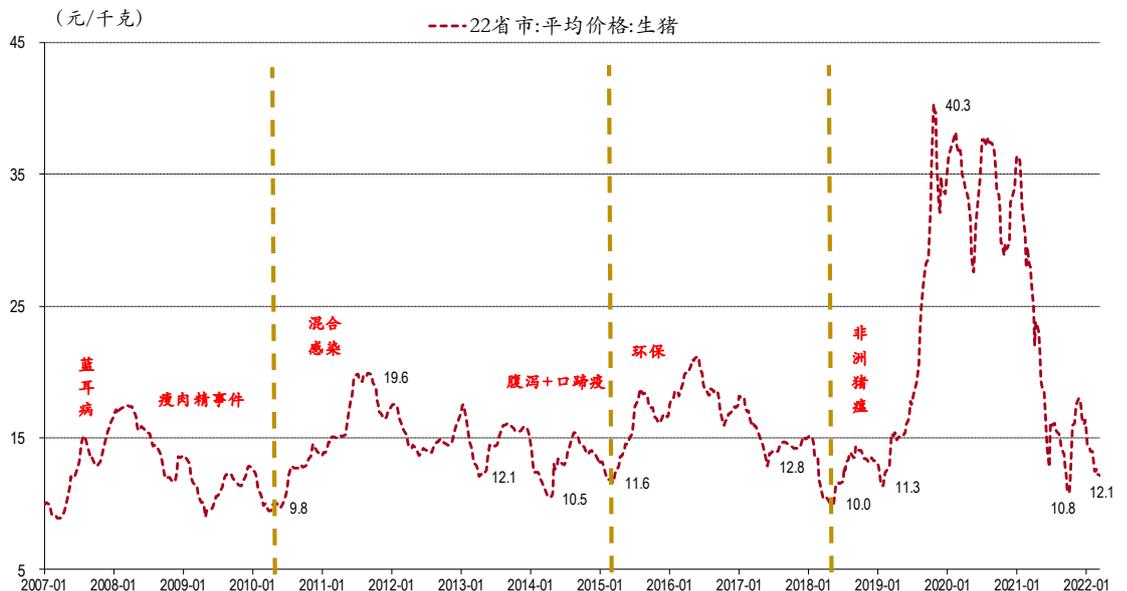
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 7. 生猪飼料價格大幅上漲



資料來源：國家發改委，中銀證券

圖表 8. 07 年以來四輪猪周期分段



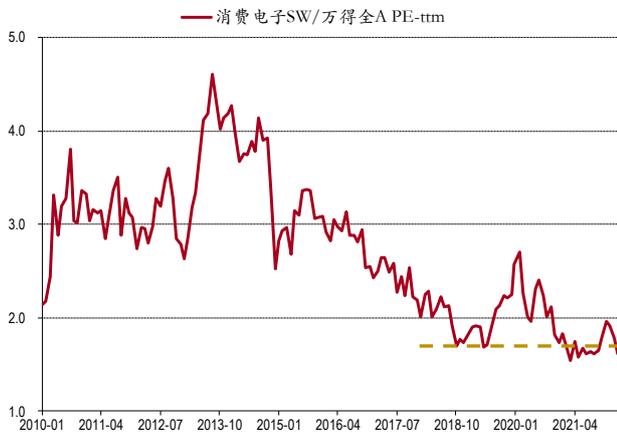
圖表 9. 生豬企業經營情況

公司	出欄量 (萬頭)					資產負債率	大股東質押占其持有的股份數	21年經營活動產生的現金流量淨額 (億元)
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E			
牧原股份	1025	1812	4026	暫未披露		58	14	--
溫氏股份	1852	955	1322	1800	--	62	8	--
正邦科技	578	956	1493	變賣資產		55	86	--
天邦股份	244	308	428	變賣資產		75	38	--
新希望	355	829	998	1300-1800	2000	65	-	--
天康生物	84	134	161	220	500	55	-	--
傲農生物	66	135	325	600	800	80	62	--
巨星農牧	22	32	100	200	300	42	64	1.55
新五豐	49	33	44	110	210	67	49	--
唐人神	84	102	154	200	350	54	74	--
京基智農			13	100	200	79	80	26.41
東瑞股份			37	60	120	14	--	--
中糧家佳康	199	205	344	400-440	--	-	-	-

資料來源：各公司公告，中銀證券

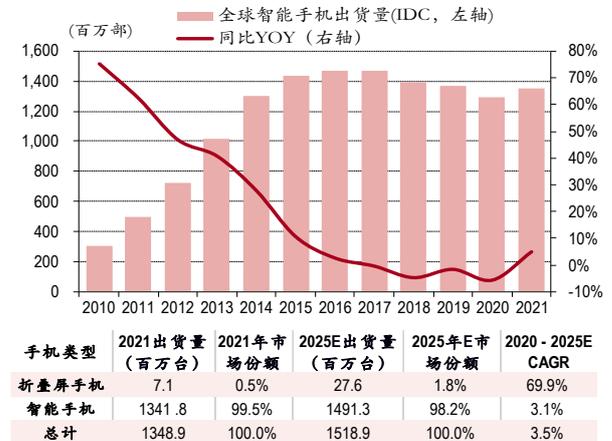
次年 g 綫索 2：消費電子。過去兩年在外因(疫情、供應鏈瓶頸、成本端大幅上行)以及內因(手機創新減緩、5G 應用不足)等多重因素制約下，消費者換機周期不斷延長，消費電子特別是手機細分領域經營持續承壓。從出貨量視角來看行業高速成長期至 16 年，此後逐年下滑，20 年由于疫情對供應鏈和需求產生較大負面影響，出貨量同比降幅更為明顯。

圖表 10. 消費電子行業相對估值跌破 18Q4 水平



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 全球智能手機出貨量及預測 (IDC)



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 12. 消費電子原材料價格大幅上行



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 全球可穿戴設備 AR/VR 市場空間預測 (IDC)

產品	2021 市場空間 (億美元)	2025E 市場空間 (億美元)	2021-2025E CAGR
智能家居	2899.3	4003.6	10.1%
可穿戴設備	777.8	1063.5	9.9%
AR/VR	43.4	361.1	68.4%
合計	3720.6	5428.3	11.4%

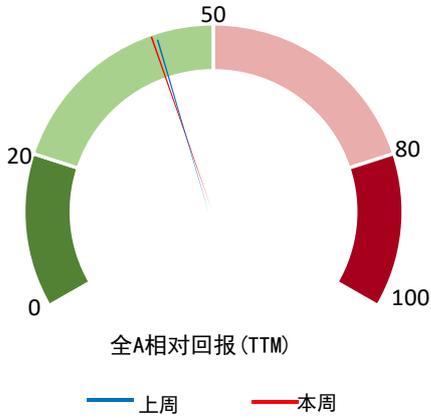
資料來源：IDC，中銀證券

當前來看，手機創新趨勢減緩尚無法看見明確反轉跡象，板塊當前所隱含的悲觀預期對此已有所計價，當前消費電子行業相對全 A 估值邁入歷史底部，且跌破情緒最為悲觀的 18Q4 水平。

展望來看，外因方面，IDC 預計 22 年 Q2/H2 智能手機出貨量有望恢復增長，此外，當前渠道庫存保持低位，供應鏈和居高不下的成本端原材料價格下半年有望明顯改善，經濟、疫情下半年也有望好轉。內因方面，創新周期起點的折疊屏、汽車電子，AR/VR 爆發在即，傳統消費電子企業具有卡位優勢，類似于賦予當前板塊隱含看漲期權，使得當前消費電子行業具有較好的配置性價比，有望逐步邁入反轉區間。

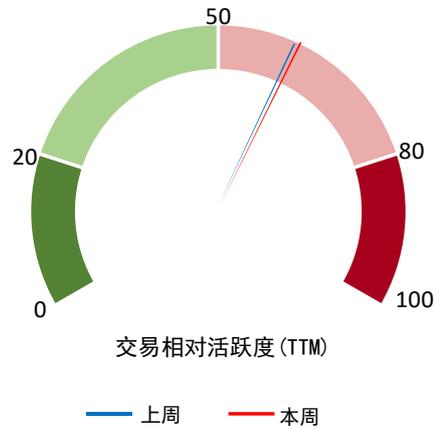
## 一周市場總覽、組合表現及熱點追蹤

圖表 14. 本周全 A 相對回報與上周基本持平



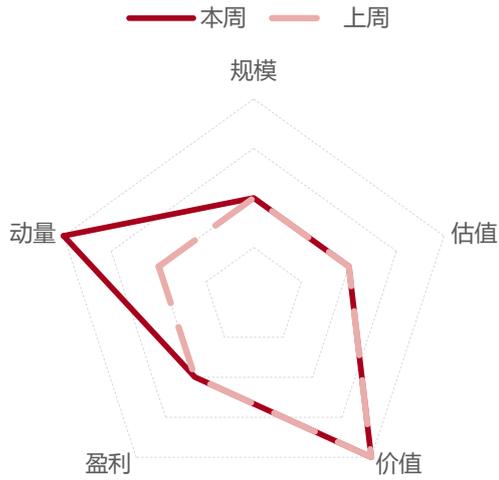
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 成交活躍度微微回升



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 環比上周高動量風格跑出了優勢，其餘風格因子不變



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 一周行業資金流向情況，銀行一枝獨秀

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
銀行	0.19	2	傳媒	(2.31)	1
紡織服飾	(0.10)	1	社會服務	(2.47)	(2)
國防軍工	(0.22)	(2)	環保	(2.48)	(4)
農林牧漁	(0.30)	1	商貿零售	(2.51)	(3)
房地產	(0.42)	(2)	電子	(2.57)	(5)
鋼鐵	(0.47)	2	汽車	(2.80)	(3)
綜合	(0.62)	(1)	家用電器	(2.95)	(3)
有色金屬	(1.04)	(3)	建築材料	(3.43)	(5)
醫藥生物	(1.29)	(1)	電力設備	(3.49)	(2)
煤炭	(1.31)	(1)	非銀金融	(3.73)	(3)
美容護理	(1.47)	(1)	食品飲料	(3.84)	(2)
石油石化	(1.71)	(3)	通信	(4.28)	(2)
交通運輸	(1.83)	(1)	公用事業	(4.30)	(5)
輕工製造	(1.98)	(3)	建築裝飾	(4.36)	(5)
機械設備	(2.19)	(3)	計算機	(4.95)	(5)
基礎化工	(2.22)	(1)			

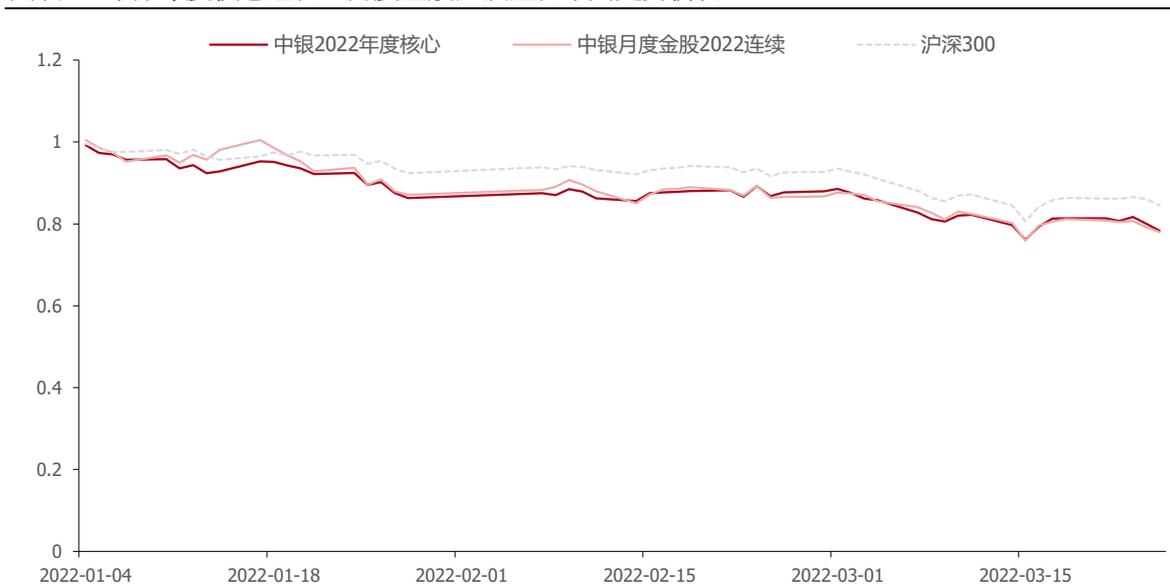
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 18. 一周主題紅黑榜，農業相關主題漲幅領跑，交運、半導體、新能源主題跌幅較大

最熱主題	周漲跌幅(%)	最涼主題	周漲跌幅(%)
生物育種	7.75	航空運輸	(5.97)
飼料	7.03	炒股軟件	(5.60)
豬產業	6.61	半導體矽片	(5.27)
煤炭開采	5.96	白酒	(5.17)
鷄產業	5.25	電源設備	(5.12)
黃金珠寶	3.95	半導體設備	(5.01)
CRO	3.77	晶圓產業	(4.92)
醫藥商業	3.45	新能源	(4.92)
仿製藥	2.87	動力電池	(4.91)
上海自貿區主題	2.53	光伏屋頂	(4.90)

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 19. 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

近期農林牧漁板塊股價有走高跡象。去年以來，以豬產業鏈為代表的農業行業基本面並不樂觀，不過隨著 2021 年起農產品價格不斷走高，部分農產品價格已為近十年高點，受各種因素影響，糧食短缺問題依舊存在。考慮到國內部分糧食外貿依賴度較高、易受外圍市場影響，同時疊加近期地緣政治背景和國內政策激勵，以及可能的豬周期反轉，農林牧漁行業或出現轉機，是確定性較高的困境反轉行業。

**我國對糧食安全重視程度不斷升級。**新冠肺炎疫情全球大流行，國際農產品市場供給不確定性增加，國務院近日表態必須以穩定國內糧食生產來應對國際形勢變化帶來的不確定性。2020 年以來受內外環境影響，國內對糧食安全問題關注度不斷加碼，結構層面，我國小麥、水稻壓艙石效果明顯，但玉米、大豆存在不足。產業鏈層面，我國是全球第一大糧食、肉類產區，但產前環節能力弱。對糧食安全的理解，不僅是在於調整結構，也在於補強短板、提升行業競爭力。而基於此引申出的政策方向，一方面在於保供增產，另一方面則在於產業鏈各環節的提效賦能。糧食安全背景下，農業行業的整體投資情緒都會提升。

圖表 20. 農林牧漁板塊近期走勢

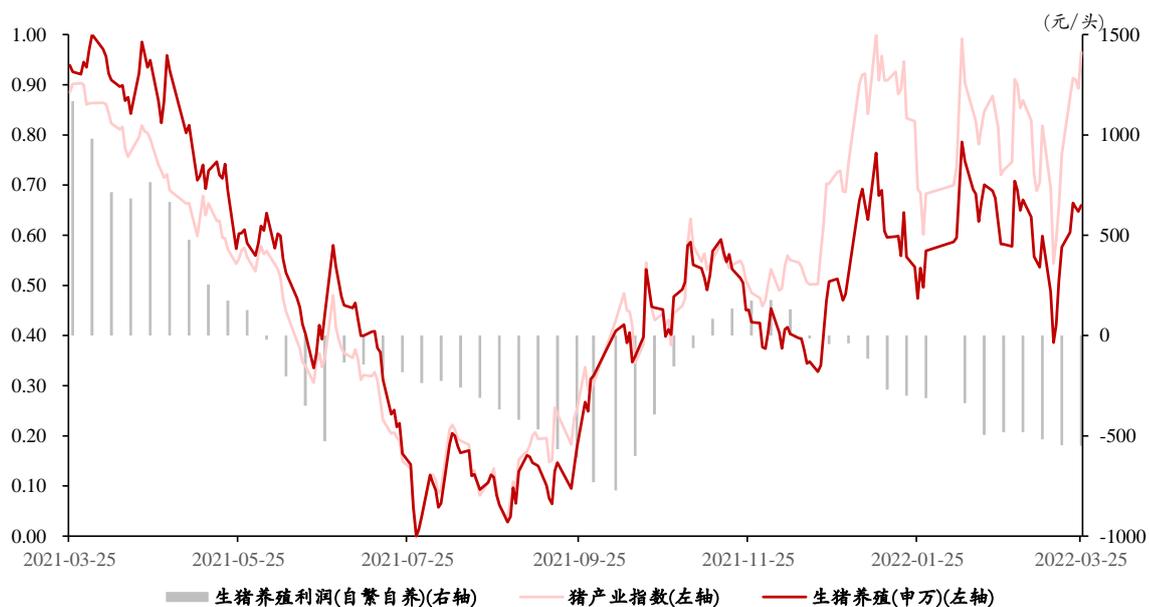


資料來源：萬得，中銀證券

**受地緣政治事件影響農產品價格預計抬升。**烏克蘭作為是我國糧食進口的重要供應國，在目前俄烏戰爭影響下，俄羅斯、烏克蘭糧食可出口量均預計顯著下降，烏克蘭主要作物產量預計下降 20-30%。俄烏局勢對農產品價格的傳導機制至少有三條路徑：1) 避險情緒，帶動的農產品價格普漲；2) 原油價格聯動，在生物燃料替代需求及農產品成本端傳導，推升部分農產品價格；3) 供需基本盤，對我國的影響主要在小麥和水稻，但考慮我國二者的自給率，這裏的貿易風險敞口尚可控。俄烏局勢進一步發酵，會對國內外的農產品價格預期起到持續提升效果。而農產品價格是種植產業鏈的終端環節，產業鏈利潤膨脹，種植產業鏈每個環節都會受益。這包括制種公司會受益於銷量及動銷提升（如隆平高科、登海種業），耕地類公司會受益於租金上漲與耕地價值重估（如北大荒），農產品銷售類公司則直接受益於價格上漲（如蘇墾農發、南寧糖業），相關公司近期已有部分預期兌現。對這裏後續的觀察仍需跟踪俄烏局勢的發展，投資建議上仍以交易性機會為主來看。

**產能加速去化豬周期或存反轉預期。**由于節後消費淡季和新冠疫情導致終端需求疲弱，受制于豬價低位、成本上行的雙重壓力，豬企虧損幅度加大、企業資金鏈進一步緊張，產能去化動力加強，預計未來數月或有加速趨勢，而產能加速去化背景有望加速豬周期反轉預期。雖然當前豬價尚未反轉，周期仍處于左側，頭均市值估值則處于中樞以下。其中，糧價上漲包括飼料原料漲價，顯然是損害當前豬周期盈利的。但站在周期左側，行情的核心催化并非在于盈利，而是產能出清。從這個角度來想，左側無論是豬價低迷或是成本上漲，均會起到擠壓現金流的效果并強化產能出清的力度，這將夯實周期反轉的確定性，反而是有利于當前股價表現的。同時從豬周期本身來看，左側行情本就具有早期的投資確定性，以及較大的上漲空間及較強的安全邊際，結合近期養殖虧損幅度擴大，產能去化有望加速，豬周期反轉或加速。

圖表 21. 豬產業周期年內相對走勢及生豬養殖利潤波動



資料來源：萬得，中銀證券

## 風險提示

逆周期政策不及預期，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：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現強于基準指數；
- 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；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6-12 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