

策略周报

从周期成长到科技成长

8月市场震荡向上。就结构而言，价值板块更多呈现强弱分化，震荡趋稳的特征。伴随着流动性宽松趋势，市场会进一步追逐高增长的稀缺性定价，成长板块，特别是高贝塔属性的中小市值成长超额收益会更加显著。

- **从周期成长到科技成长。**对于全球权益市场而言，8、9月是难得的喘息期。对于国内而言，政治局会议对下半年宏观经济的指引，预计3季度会形成更多的实物工作量落地，结合基数因素，支撑实际GDP较二季度明显提升，形成基本面对A股市场的有利贡献。就结构而言，价值板块更多呈现强弱分化，震荡趋稳的特征。伴随着流动性宽松趋势，市场会进一步追逐高增长的稀缺性定价，成长板块，特别是高贝塔属性的中小市值成长超额收益会更加显著。
- **迎接季报窗口，盈利回升带动市场震荡上行。**二季度以来市场已经逐步从前期的盈利估值双杀逐步过渡到估值修复的行情之中，进入8月，市场将会进入二季报窗口期，盈利因子的比重将会较大提升。展望8月，分子端盈利仍处于逐级修复过程之中。二季报低点后盈利环比回升节奏确定，但内需上行空间受限，一定程度制约价值板块后续表现。分母端，海外进一步紧缩动能减弱。从股债风险溢价代表的市场风险偏好水平来看，当前市场情绪已经修复至1月末水平，年内视角下，风险偏好大幅上行可能性降低。因此，进入8月，分子端权重将会进一步提升，具备相对盈利优势的科技成长将会有望率先走出结构性行情。
- **下游需求是否具有高成长性（由需求侧高波主导）是周期成长定义的标准。**统计周期成长代表性行业中报业绩披露后的市场表现，在普遍盈利同比高增，景气度仍在高位的背景下，大部分行业样本个股在业绩披露前后的相对收益呈现负值，反映投资者倾向于考虑业绩兑现。这或反映了投资者对于相关领域中周期景气的担忧，这种担忧的背后主要源于两点，1 是对于PPI生产资料分项下行和外部衰退引发外需走弱的担忧，从而担忧整体周期板块贝塔走弱。2 是随着此前供给端普遍存在约束的上游“新能源+”行业，各环节产能不断落地投放，供需格局边际逐渐好转，投资者对产业链利润或逐步向中下游转移的担忧。展望来看，由于各细分环节供需重回平衡节奏仍有明显不同，“分化”将成为周期成长下一阶段核心逻辑。
- **政治局定调下半年政策不加码，整体基调稳中求进，政策不加码下市场或更偏向中证1000风格。**考虑到中央政治局此次政策基调，我们预计政策发力点将会从促增长转向保生存，上半年中小企业复苏仍面临较大困难和挑战，预计下半年会有一揽子政策“组合拳”为中小企护航。6月以来，随着疫情防控形势逐渐好转，生产生活秩序逐步恢复，以及一揽子稳增长政策持续发力，企业开工率稳步回升，产业链供应链堵点卡点持续疏通，经济运行呈企稳回升态势，中小企业景气状况有所改善。历史上中小企业景气与中证1000走势高度相关，预计股市偏好风格转向中证1000。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

目录

观点回顾.....	4
市场热点思考	5
大势与风格.....	6
中观与行业景气.....	7
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	12
风险提示.....	16

图表目录

图表 1. 今年以来市场风格变化 6

图表 2. 当前市场股债风险溢价水平 6

图表 3. 一级行业月涨跌幅 7

图表 4. 21 年初迄今大类行业相对全 A 走势 7

图表 5. 7 月修复前期跌幅行业个数有所回落 7

图表 6. 大类行业及一级行业成交额占比变动 8

图表 7. 周期成长分类 8

图表 8. 高景气成长与周期成长近两年股价表现高度相关 9

图表 9. 产业链爆发之前两类行业相关性为负 9

图表 10. PPI 生产资料分项回落显示内需走弱但中游制造受益 10

图表 11. 周期成长代表性行业中报业绩预告发布前后市场反馈偏负面 10

图表 12. 周期成长代表性行业 ROE 或触顶 11

图表 13. 本月全 A 相对回报环比上月有所回落 12

图表 14. 成交活跃度也相应回落 12

图表 15. 环比上月小规模、低动量、低盈利增速因子占优 12

图表 16. 本月主题红榜，汽车配件、新能源领跑 13

图表 17. 本月主题黑榜，磷化工、航空、白酒领跌 13

图表 18. 本月港股走势情况 13

图表 19. 本月纳斯达克金龙指数走势情况 13

图表 20. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本月走势情况 13

图表 21. 中小企业发展指数与中证 1000 指数(季)走势情况，中小企业景气领先股指 15

观点回顾

- 20211203 《科技突围》：科技之光将为明年 A 股注入能量。本轮科技行情有可能复制上世纪 80 年代的美股表现，将贯穿中周期始终，并与新一轮康波周期复苏叠加。
- 20220213 《成长的烦恼》：成长仍处在黎明前黑暗的阶段，降低仓位和风格切换都是权宜之计，一旦后续情绪转好，科技突围仍然是今年最好的选择之一。
- 20220320 《政策底与多头思维》：“金融委”会议为股市定调，“一行两会”纷纷表态后续跟进，政策底信号明确；市场底滞后政策底，仍需等待但已为期不远，A 股进入 U 型底部区域，保持多头思维。
- 20220514 《反弹的必要性已经具备》：海外逐步开启衰退交易，A 股无需过度悲观，超跌反弹行情后期关注三条行业配置线索。
- 20220710 《优化结构，集中投资》：短期蓄势调整，优选配置结构。

市场热点思考

我们此前判断 7 月 A 股市场震荡蓄势，不改基本面上行趋势。随着 7 月美联储加息落地，市场预期通胀阶段性顶部以及衰退现实性的推进，欧美市场出现了较为强劲的反弹。对于全球权益市场而言，8、9 月是难得的喘息期。对于国内而言，政治局会议对下半年宏观经济的指引，预计 3 季度会形成更多的实物工作量落地，结合基数因素，支撑实际 GDP 较二季度明显提升，形成基本面对 A 股市场的有利贡献。就结构而言，不强刺激的政策预期，疫情“动态清零”与地产“房住不炒”的定调，结合大宗商品传导 PPI 回落趋势，偏周期的价值板块仍难以形成做多的合力。但考虑到 7 月以上证 50 为代表的大盘蓝筹-7.6%的回撤，8 月进一步下跌空间也较为有限，价值板块更多呈现强弱分化，震荡趋稳的特征。伴随着流动性宽松趋势，市场会进一步追逐高增长的稀缺性定价，成长板块，特别是高贝塔属性的中小市值成长超额收益会更加显著。

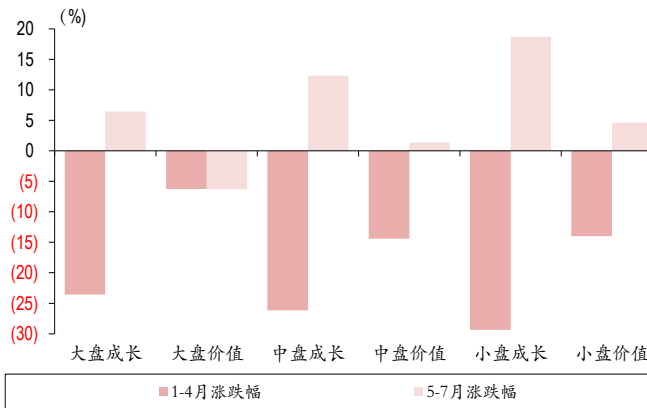
优化结构，集中投资是我们在 7 月周报提出的一个核心主张。从 7 月行业收益上看，以电气、机械为代表的中游制造不仅跑出了正的绝对收益，而且超额收益更加显著。反观偏周期的上游和偏消费的下游，没有延续 5、6 月大幅反弹的节奏，出现了明显的回撤。这也符合中期策略行业配置聚焦中游成长的思路。下游消费因为疫情反复的原因，我们不做过多探讨。产业链利润从上游到中游的转移正在发生，这是我们需要重点关注的趋势变化。从 6 月工业企业利润数据看，中游制造，电气、机械设备类利润增速延续改善趋势；而上游资源和原材料利润增速有明显筑顶的迹象，这也和 PPI 下行的趋势保持一致。我们对下游是成长性需求的上游资源和原材料比如锂矿、硅料、化工新材料等定义为周期成长；而中游设备、智能化硬件、光伏新技术以及 TMT 等定义为科技成长。对于成长结构而言，7 月发生的明显变化是科技成长跑赢周期成长。这一方面原因是周期成长进入业绩兑现阶段，股价与业绩的相关性明显增强；而科技成长仍然处在估值扩张驱动的逻辑中。另一方面，中游利润扩张的趋势逐渐明朗，更容易获得业绩和估值的双击弹性。对于绝对收益而言，无论周期成长，还是科技成长，绝对收益仍然领先非成长行业；然而，超额收益则科技成长有望继续跑赢周期成长。

大势与风格

底线思维下的稳增长。备受关注的7月政治局会议召开，会议对于下半年经济形势、政策方向有着重要的指向作用。经济形势方面，会议强调“前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事”，相较4月会议，7月会议对于经济基本面的表述更为谨慎。针对疫情防控，坚持动态清零的底线方针，同时提出“对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账”，下半年常态化防控仍将延续。总量定调上弱化经济增速目标，保持战略定力，提出“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。宏观政策方面，会议提出“要在扩大需求上积极作为”，预计后续将以财政发力为主，货币政策辅助配合。总体来看，政治局会议托底经济意图明显，但底线思维并不意味着短期强力的刺激政策，“动态清零”与“房住不炒”的定调下，内需后续修复的空间上恐难有进一步超预期表现。

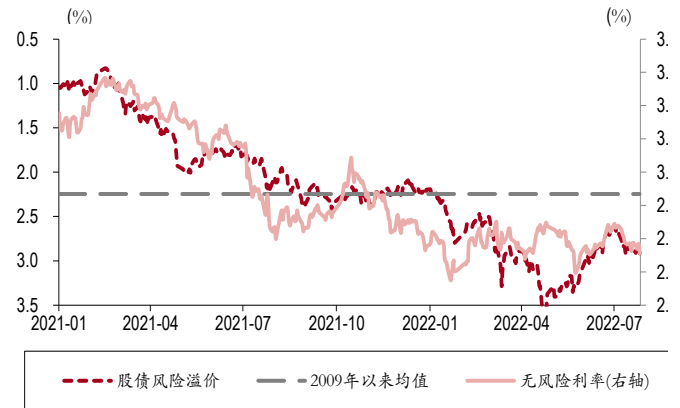
迎接季报窗口，盈利回升带动市场震荡上行。二季度以来市场已经逐步从前期的盈利估值双杀逐步过渡到估值修复的行情之中，进入8月，市场将会进入二季报窗口期，盈利因子的比重将会较大提升。展望8月，分子端盈利仍处于逐级修复过程之中。二季报低点后盈利环比回升节奏确定，但内需上行空间受限，一定程度制约价值板块后续表现。分母端，海外进一步紧缩动能减弱。7月议息会议后，鲍威尔鹰派口吻有所松动，而基本面角度来看，二季度美国实际GDP年化环比萎缩0.9%，为连续第二季度陷入萎缩，随着衰退风险升温，海外进一步紧缩动能难以继续。从股债风险溢价代表的市场风险偏好水平来看，当前市场情绪已经修复至1月末水平，年内视角下，风险偏好大幅上行可能性降低。因此，进入8月，分子端权重将会进一步提升，具备相对盈利优势的科技成长将会有望率先走出结构性行情。

图表 1. 今年以来市场风格变化



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 当前市场股债风险溢价水平

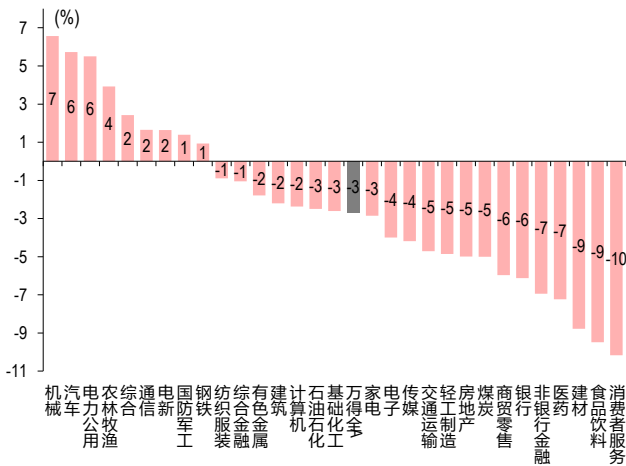


资料来源：万得，中银证券

中观与行业景气

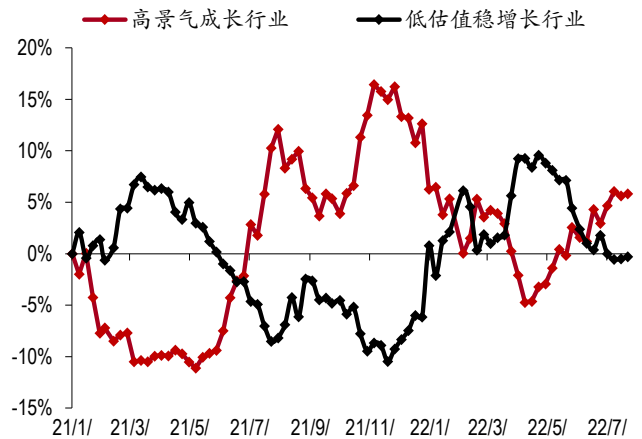
7月整体行业涨少跌多，但结构上高景气成长行业继续大幅跑赢低估值稳增长行业。成交额占比方面，7月占比明显上升的大类行业仍然是高景气中游成长与TMT科技成长，周期资源/金地稳/消费较上月相应下滑。高景气中游成长行业中机械，电新7月成交额占比显著提升，人形机器人主题驱动下机械行业成交额占比创近2年新高。金融地产稳增长中非银行业下滑明显，消费中受疫情政策影响消服、食品回落。统计近三个月市场主要行业指数反弹分布与3月初/4月初至4月底的下跌分布，反弹行业分布与前期跌幅呈现明显线性关系，20个行业修复4月初以来跌幅，10个行业较3月初已取得正收益，修复行业个数较6月底的24/15个明显回落。

图表 3. 一级行业月涨跌幅



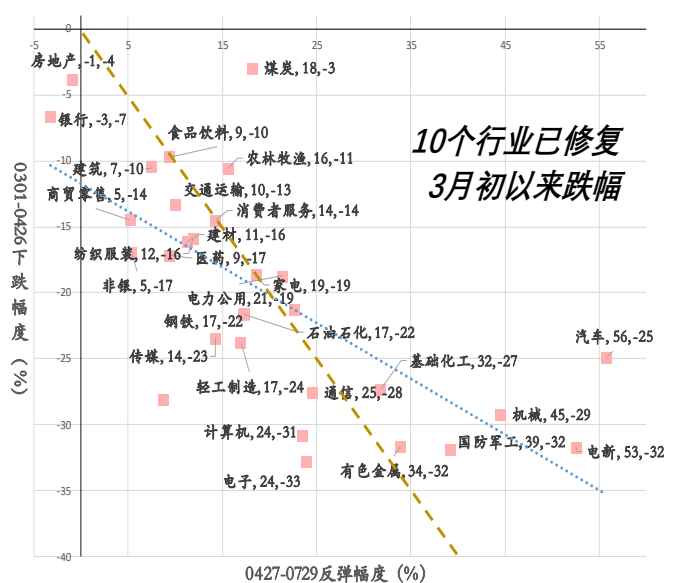
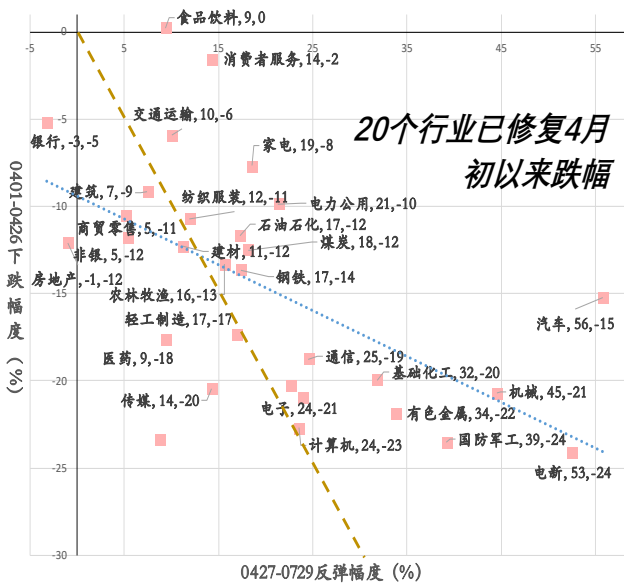
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 21年初迄今大类行业相对全A走势



资料来源：万得，中银证券；注：以电子/电新/军工三个行业等权拟合高景气指数，以建筑/交运/家电/地产/银行等6个行业等权拟合稳增长指数

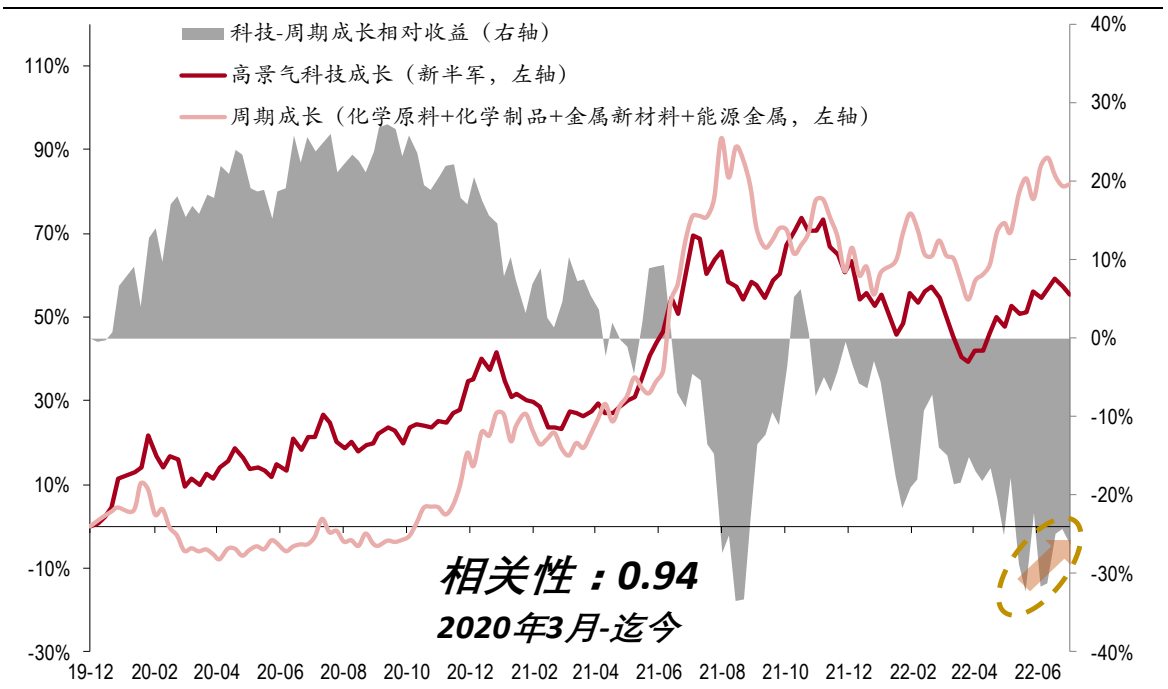
图表 5. 7月修复前期跌幅行业个数有所回落



资料来源：万得，中银证券

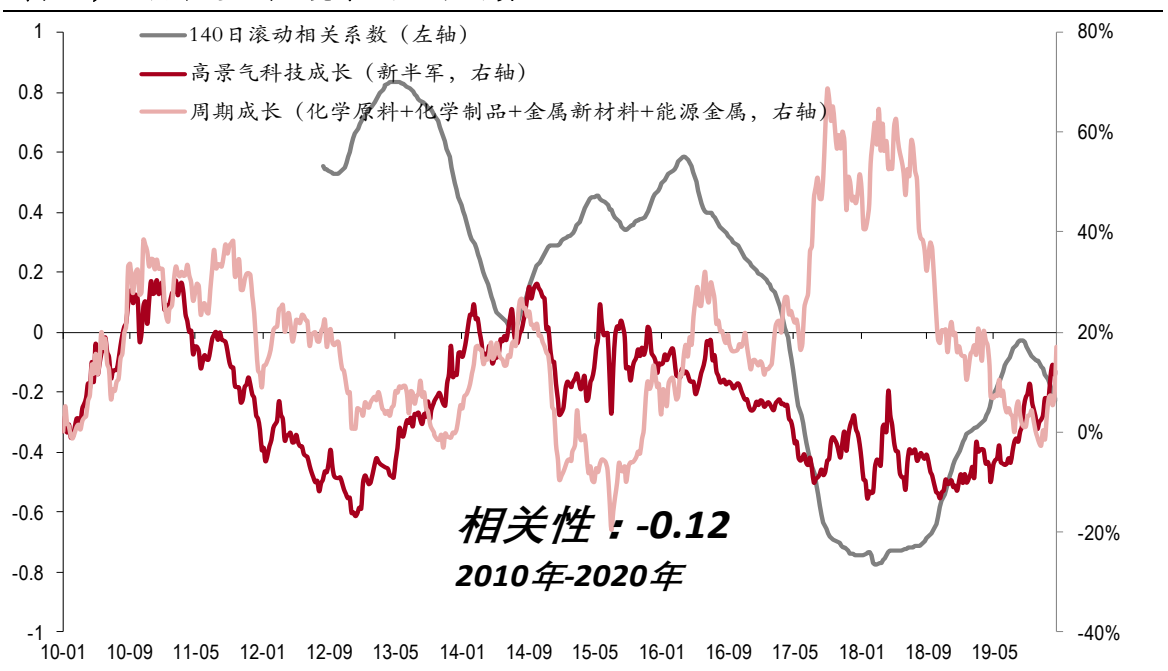
我们以电新/军工/半导体构建等权高景气科技成长指数，以上述四个二级行业构建周期成长指数，首先需要明确的是，相关定义具有阶段性，当前的高景气与周期成长在相关产业链爆发前并不满足上述定义。从相关性视角来看，历史上新半军行业与上述四个有色基础化工二级行业股价走势长期保持负相关，但 2020 年相关产业链启动后，随着下游需求侧的爆发，有色/基础化工中的相关子行业在原有的周期属性基础上，展现出了较强的成长属性，从而满足了周期成长的定义，与新半军行业股价表现的相关性也大幅提高，达到 0.94。

图表 8. 高景气成长与周期成长近两年股价表现高度相关



资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 产业链爆发之前两类行业相关性为负

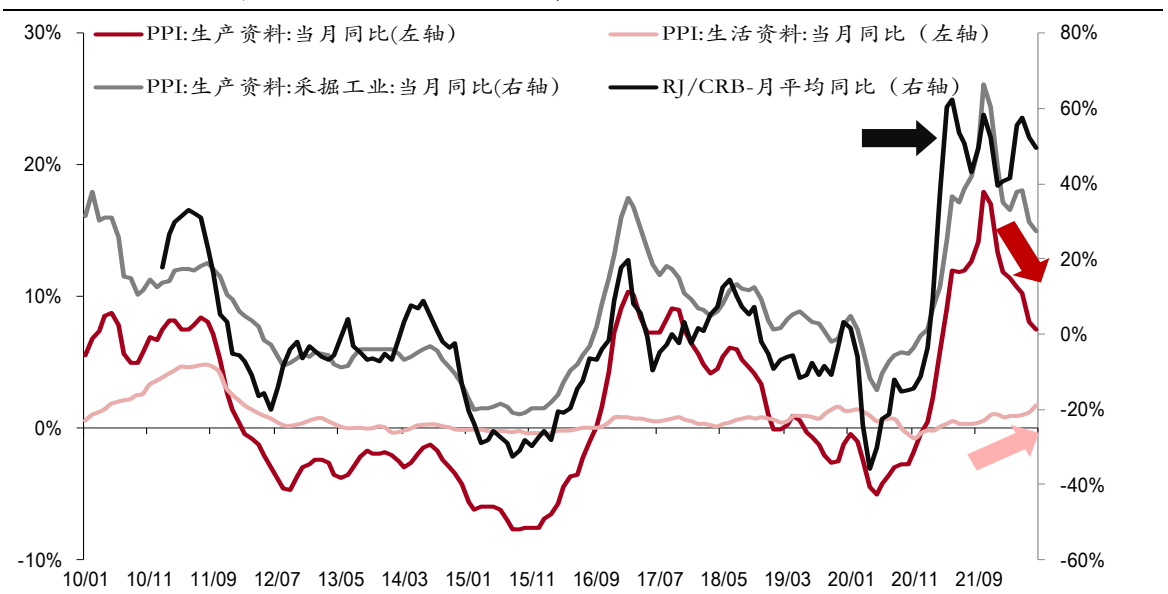


资料来源: 万得, 中银证券

2020 年疫情后，PPI 处于持续大幅上行过程中，基础化工与有色行业整体盈利能力得到提升，贡献了整体的贝塔。在此过程中，部分细分行业下游需求受到新能源爆发影响，特别是在爆发初期需求大幅扩张，而供给端产能的扩产、投产又存在一定滞后性，大量细分行业短期内出现了明显的供需错配，产品价格短期大幅上行贡献了阿尔法，形成了双重共振。

而进入中报季以来，对于成长属性而言，近期明显变化是科技成长跑赢周期成长，一方面是整体景气科技成长较周期成长等权指数的相对收益裂口有所收窄，另一方面从二三级行业指数涨跌幅来看，前期较为典型的“新能源+”细分方向，如磷化工、有机硅，能源金属锂/钴/镍等 7 月跌幅较深。我们统计了周期成长代表性行业中报业绩披露后的市场表现，在普遍盈利同比高增，景气度仍在高位的背景下，大部分行业样本个股在业绩披露前后的相对收益呈现负值，反映投资者倾向于考虑业绩兑现。这或反映了投资者对于相关领域中周期景气的担忧，这种担忧的背后主要源于两点，1 是对于 PPI 生产资料分项下行和外部衰退引发外需走弱的担忧，从而担忧整体周期板块贝塔走弱。2 是随着此前供给端普遍存在约束的上游“新能源+”行业，对各环节产能不断落地投放，供需格局边际逐渐好转，产业链利润逐步向中下游转移的担忧。展望来看，由于各细分环节供需重回平衡节奏仍有明显不同，“分化”将成为周期成长下一阶段核心逻辑。整体来看，无论周期成长还是科技成长，绝对收益方面仍将领先非成长行业，然超额收益方面，科技成长有望继续跑赢周期成长。

图表 10. PPI 生产资料分项回落显示内需走弱但中游制造受益



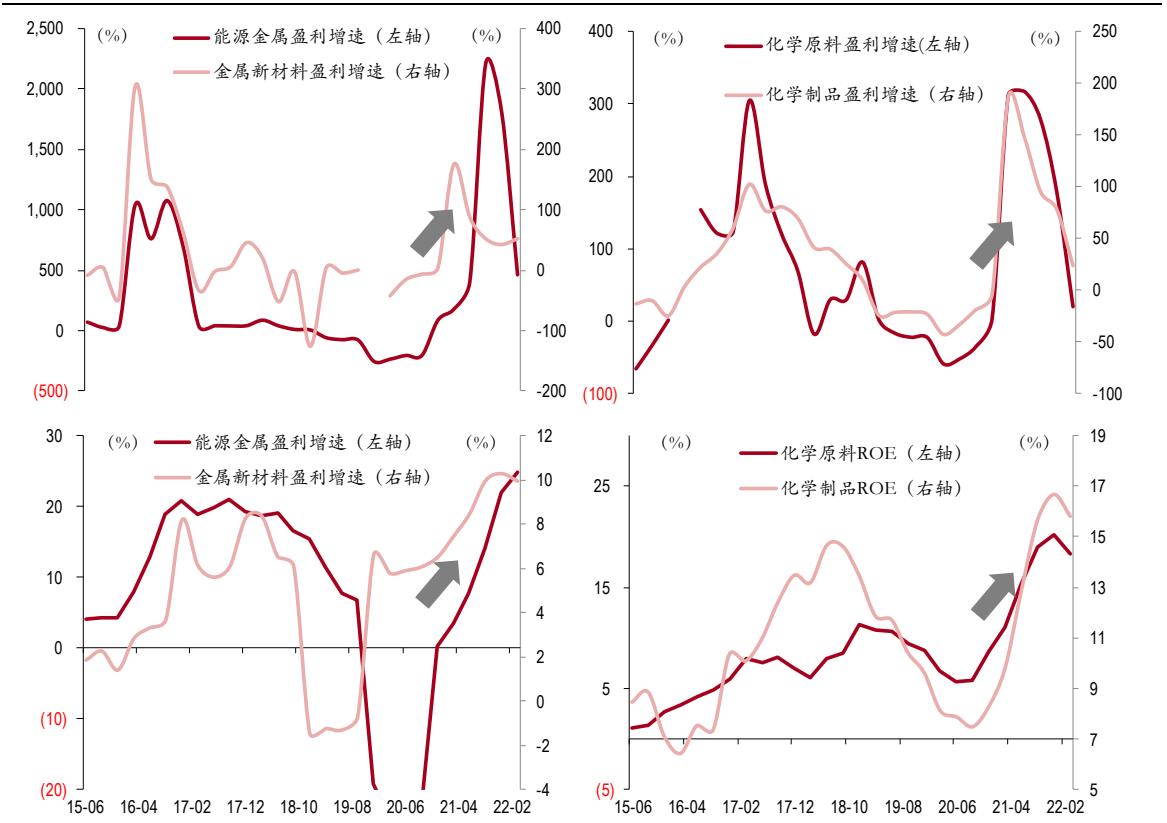
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 周期成长代表性行业中报业绩预告发布前后市场反馈偏负面

代表行业	中报预告披露家数	中报预告披露率	中报业绩预告增速中位数	中报业绩预告增速平均数	披露日前后相对全A区间涨跌幅									
					T-3 平均数	T-3 中位数	T-1 平均数	T-1 中位数	T 平均数	T 中位数	T+1 平均数	T+1 中位数	T+3 平均数	T+3 中位数
纯碱	3	75%	162%	770%	-2%	2%	3%	7%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-1%
钴	1	25%	63%	63%	-3%	-3%	0%	0%	3%	3%	2%	2%	6%	6%
锂	9	100%	845%	2436%	-1%	-1%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	0%
钛白粉	2	33%	-61%	-61%	-10%	-10%	-8%	-8%	-6%	-6%	-4%	-4%	1%	1%
有机硅	4	40%	117%	81%	-2%	-2%	-1%	-4%	-1%	-3%	-1%	-2%	0%	1%
氟化工	4	50%	400%	438%	4%	4%	6%	5%	4%	4%	7%	6%	12%	12%
磷化工	7	78%	222%	878%	1%	-3%	2%	1%	1%	0%	3%	0%	3%	3%
磁性材料	4	31%	103%	126%	3%	3%	5%	5%	6%	6%	9%	8%	12%	16%

资料来源：万得，中银证券

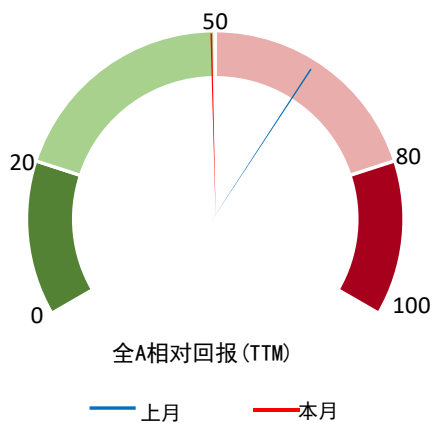
图表 12. 周期成长代表性行业 ROE 或触顶



资料来源：万得，中银证券

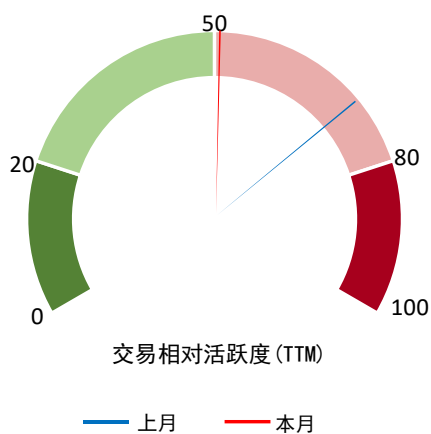
一周市场总览、组合表现及热点追踪

图表 13. 本月全 A 相对回报环比上月有所回落



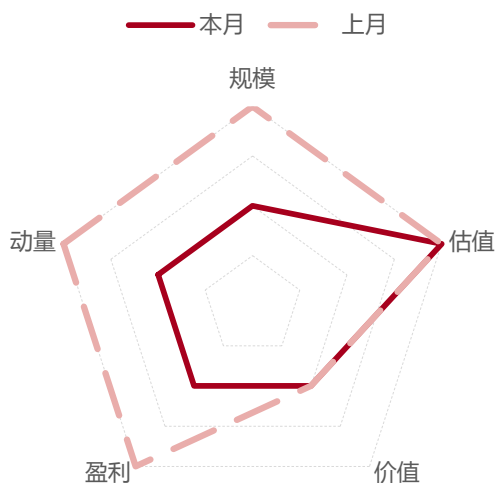
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 成交活跃度也相应回落



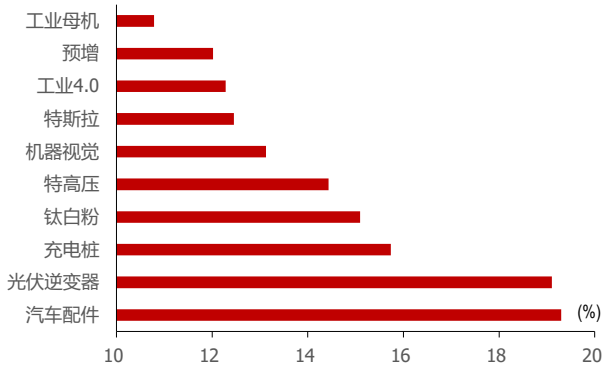
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 环比上月小规模、低动量、低盈利增速因子占优



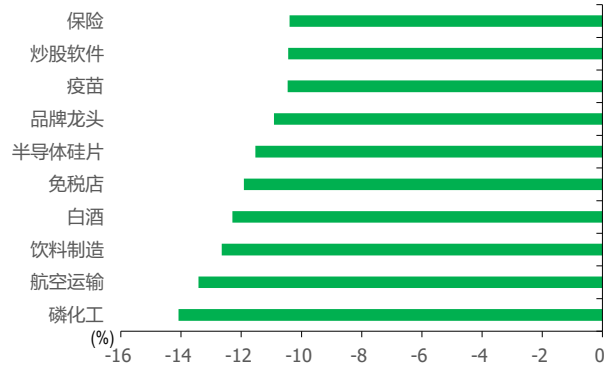
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 本月主题红榜，汽车配件、新能源领跑



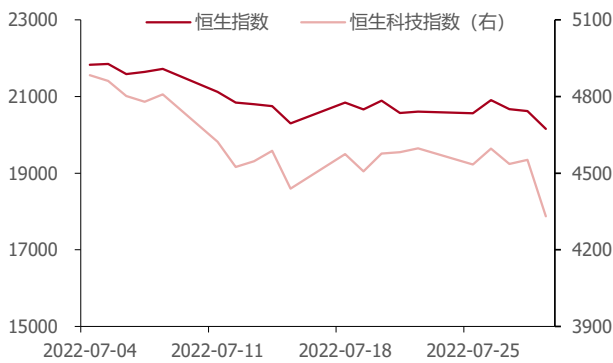
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 本月主题黑榜，磷化工、航空、白酒领跌



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本月港股走势情况



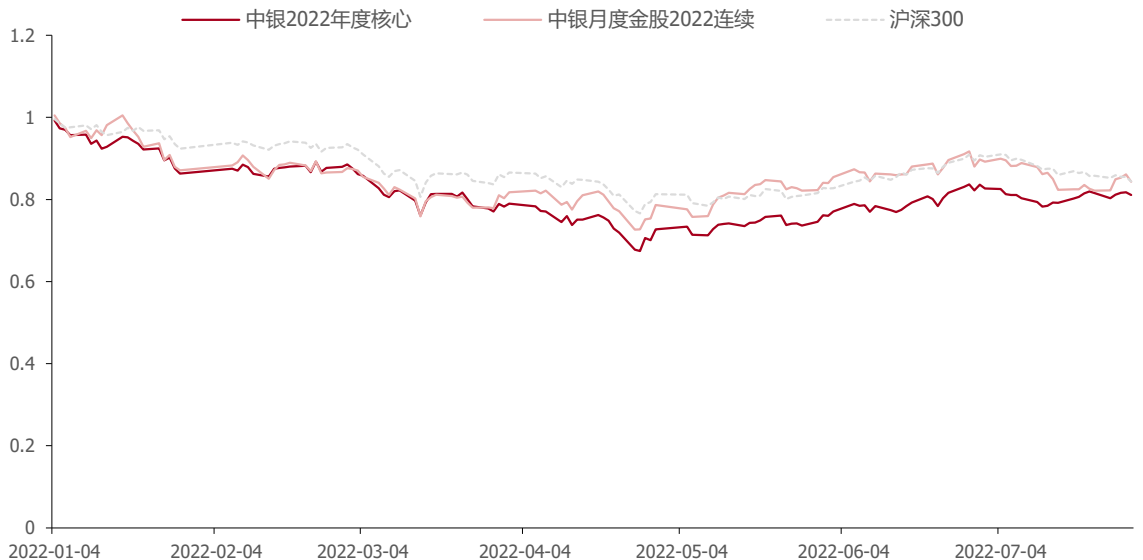
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 本月纳斯达克金龙指数走势情况



资料来源：Investing，中银证券

图表 20. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本月走势情况



资料来源：万得，中银证券

下半年政策不加码，整体基调稳中求进。中共中央政治局7月28日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。下半年基调为稳中求进，重在求“质”。会议强调：做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。会议淡化了全年5.5%的目标，强调“力争实现最好结果”，表示“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。此次会议强调保障政治优先级，将政治和社会发展放在更重要的位置，提出“特别是要从政治上看、算政治账”。目前货币政策已偏宽松，经济预期的改善情况仍待观察，下半年的内需恢复仍有可能遭遇疫情复发、房地产走势等阻力。

疫情防控升级至政治层面。此次会议要求高效统筹疫情防控和经济社会发展工作，要求对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。并且会议强调“动态清零政策”不变，保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。考虑到国内疫情接种率维持在较高水准，以及上半年数次疫情反弹造成的经济冲击，叠加国际环境较为严峻的背景，市场对此次防疫政策动态调整有一定仿宋预期。此次会议定调疫情防控仍是下半年最高优先级，全年经济目标的实现或受此掣肘，也可能存在对年初经济增速要求的战术性放缓意图。

“保交楼”首入中央政治局会议内容。会议指出，要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。受各种因素影响，今年以来，房地产市场出现波动。根据国家统计局的数据，今年上半年，全国房地产开发投资同比下降5.4%，连续三个月下降；商品房销售面积同比下降22.2%，商品房销售额下降28.9%；房地产开发企业到位资金同比下降25.3%。同时，由于部分房企出现现金流紧张局面，一些在建房地产项目停工。这不仅影响到各地制定的“保交楼”目标，而且使部分业主的心态出现波动。对于近一个月来的烂尾楼盘“停贷”风波，本次会议十分具有针对性地明确：压实地方政府责任，保交楼、稳民生。政治局会议对房地产市场的指导表述，放在“全方位守住安全底线”的条目下，说明监管部门对于“稳楼市”十分重视，而“保交楼”首次被写入中央政治局会议中，说明此举已成为稳楼市的关键。

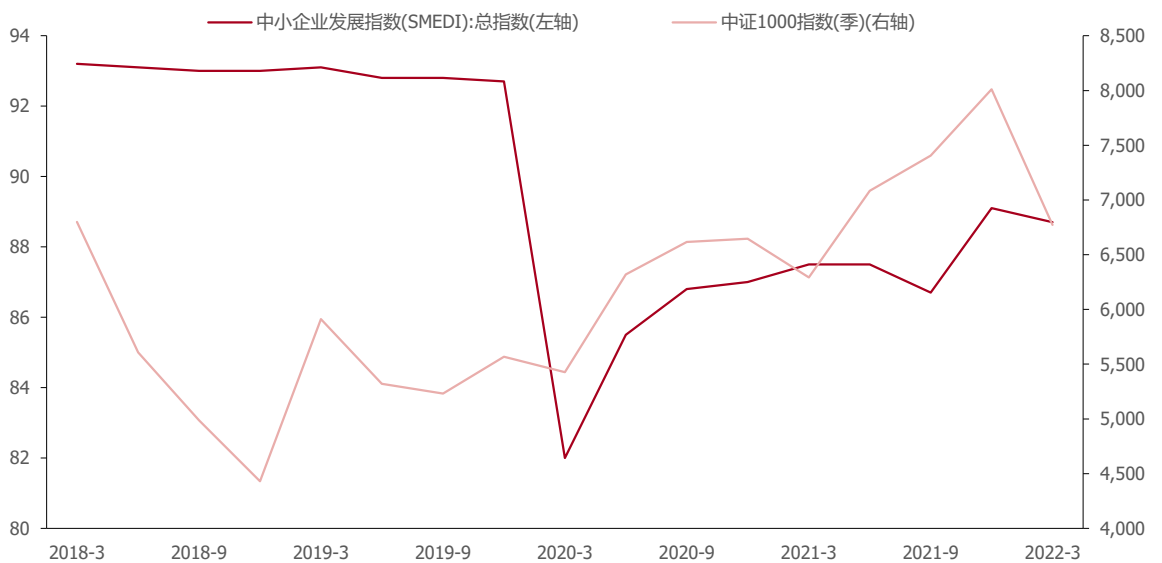
经济发展仍靠内需拉动。会议强调，宏观政策要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。此次财政货币政策重点在扩大内需，货币政策在维持资金流动合理宽裕的前提下将向支持企业信贷倾斜，财政政策在下半年将对经济增长起到引领作用。虽然此次政治局会议提及了财政货币政策要有效弥补社会需求不足，但是从市场预期的角度，既没有提特别国债和提前下发2023年专项债额度，又没有提货币政策进一步放松，至于此前国务院会议提及的智能家电下乡和部分省落地的购车优惠、消费补贴，都没有在会议上有明确说法。因此整体来看，宏观政策是低于市场预期的。

安全发展得到进一步强调。会议指出，要全方位守住安全底线。要强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消纳体系，同时还有要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，并且还有要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险。具体而言，国际方面，乌克兰危机的影响持续深化，并借由粮食和能源价格已经推升了全球通胀水平迭创新高，因此本次会议首先提及了我国的粮食和能源安全问题；国内方面，部分城市房地产交楼风波和一些地方村镇银行风险暴露，在处置相关风险的过程中，需要防范风险外溢和连锁反应。

整体宏观政策行稳，考验经济韧性。6月经济回暖趋势明显，第三季度将是稳经济的关键时期。前期各类稳增长政策的效果将会在第三季度更加显著，但是需注意政策的连贯性，近期经济预期转弱，市场需要新的增量利好政策稳定信心。“着力稳就业稳物价”，做好大宗商品的保供稳价工作，警惕输入型通胀风险。从疫情后经济恢复的情况来看，固定资产投资受基建加速落地和制造业投资带动整体表现强劲，无疑也将是下半年支撑经济增长的最重要因素，消费端受到补偿消费、购车补贴、电商促销等多因素影响而大幅反弹，但二季度居民收入低增，因此消费好转的持续性存疑，生产端则受外需回落和主动去库存双重负面影响，下半年可能表现相对较弱。因此市场寄希望于房地产投资增速回升、财政落地更大的赤字额度、以及更充裕的信用环境，作为稳增长的政策补充，从本次会议表述看，宏观政策保持定力，并且以较大篇幅首先强调了防疫的重要性，预计在IMF刚刚下调了全球经济增速预测的背景下，国内或也将迎来一波经济增速预期下调。当前国内经济有三点没有变化：一是二季度是全年经济增速的低点，下半年经济增速逐级而上的趋势没有变化；二是包括美欧在内的海外经济衰退预期升温，我国相较海外具备基本面优势的形势没有变化；三是美联储收紧货币政策或已接近强弩之末，但我国宏观政策仍有空间的政策优势没有变化。

政策不加码下市场或更偏向中证1000风格。考虑到中央政治局此次政策基调，我们预计政策发力点将会从促增长转向保生存，上半年中小企业复苏仍面临较大困难和挑战，预计下半年会有一揽子政策“组合拳”为中小企护航。6月份，随着疫情防控形势逐渐好转，生产生活秩序逐步恢复，以及一揽子稳增长政策持续发力，企业开工率稳步回升，产业链供应链堵点卡点持续疏通，经济运行呈企稳回升态势，中小企业景气状况有所改善。6月份，中国中小企业发展指数(SMEDI)为88.4，环比上升0.2点，在连续4个月下降后止跌回升，但仍低于2021年同期水平。历史上中小企业景气与中证1000走势高度相关，预计股市偏好风格转向中证1000。

图表 21. 中小企业发展指数与中证1000指数(季)走势情况，中小企业景气领先股指



资料来源：万得，中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371