

中银量化多策略行业轮动周报 - 20230330

本周推荐行业配置比例为：汽车（17%）、电力设备及新能源（17%）、食品饮料（17%）、非银金融（17%）、计算机（17%）、传媒（17%）。

- **业绩回顾：**中信一级行业平均周收益率 -0.9%，近 1 月平均收益-2.9%。本周收益率表现最好的三个行业是家电、石油石化、食品饮料，收益率表现最差的三个行业是建筑、通信、综合金融。
- **模型表现：**截至 2023/03/30，中银多策略行业轮动组合 2023 年绝对收益为 4.11%，较模型业绩基准中信一级行业等权（5.56%）实现-1.45%超额收益，较同期 Wind 主动股票型基金指数（3.10%）实现 1.01%超额收益。其中：行业盈利景气度追踪策略较中信行业等权超额收益为 -2.32%，未证伪情绪跟踪策略超额收益为-0.50%。
- **风险预警：**当前未有行业的滚动 6 年稳健 PB 估值（剔除极端值）处于 95%分位点以上，在“极端高估值”层面没有需要提示预警的行业。从相对估值角度、当前估值分位数较高的行业为综合（80%）、食品饮料（73%）、计算机（72%）。
- **行业盈利景气度追踪策略：**下周推荐的 3 个行业为非银行金融、电力设备及新能源、食品饮料。基于行业盈利预期景气度指标可知，本周景气度推荐行业中非银金融的排名提升较大。主要原因在于 2022 和 2023 年的分析师一致预期归母净利润出现一定上行。
- **未证伪情绪行业轮动策略：**下周推荐的 3 个行业为计算机、传媒、汽车。观察中银行业隐含情绪指标可以发现，当前市场有部分参与主体对 TMT 和制造板块保持相对乐观。相较于前期，近期情绪指标方面主要稳定于 TMT 相关行业。由于人工智能题材的热度不减，TMT 相关细分赛道有望成为未来一段时间的投资主线，后续变化需进一步观察。
- **业绩回测反思：**我们注意到近期 TMT 板块相关行业（电子、传媒、通信）涨幅较大，但其相关利好主要处于新概念与产业变革前期预期演绎阶段，尚未充分体现在公司具体业绩与盈利预期层面，因此，模型目前未能从分析师一致预期显著提升角度抓取 TMT 相关行业进行推荐。相较于“未证伪情绪”模型，当前的中银景气度模型对尚未落地于业绩或盈利预期的行业景气度信息不够敏感，这也是后期本模型有待提升的方向之一。
- **风险提示：**投资者需注意模型失效的风险。

相关研究报告

《中银证券量化行业轮动系列（七）：如何把握市场“未证伪情绪”构建行业动量策略》

20220917

《中银证券量化行业轮动系列（八）：“估值泡沫保护”的高景气行业轮动策略》20221018

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
金融工程

证券分析师: 郭策

(8610)66229081

ce.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080002

证券分析师: 李腾

(8610)66229367

teng.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080001

目录

一、近期中信一级行业表现回顾.....	4
二、行业估值风险预警	5
三、单策略推荐行业及近期业绩表现.....	6
四、策略业绩与仓位配置回顾.....	8
五、风险提示	10
六、附录.....	11
附录 I：行业景气度策略构建方法简述	11
附录 II：“未证伪情绪”动量策略构建方法简述.....	13

图表目录

图表 1. 近期中信一级行业收益率跟踪	4
图表 2. 各中信一级行业 PB 估值稳健分位数	5
图表 3. 近期中信一级行业景气度跟踪	6
图表 4. 近期中信一级行业“未证伪情绪”指标跟踪	7
图表 5. 模型近期行业推荐配置比例	8
图表 6. 2020 年以来策略表现与行业等权基准	9
图表 7. 2020 年以来整体策略超额收益（较行业等权）	9
图表 8. 2010 年以来策略表现与行业等权基准	9
图表 9. 各单策略超额累计净值	9
附录图表 1. 年化超额>3%因子明细	11
附录图表 2. 分层聚类结果显示最优分组数量为 8	12
附录图表 3. 最终入选的 8 个单因子明细	12

一、近期中信一级行业表现回顾

本周收益率表现最好的三个行业是家电、石油石化、食品饮料。收益率表现最差的三个行业是建筑、通信、综合金融。30 个中信一级行业平均周收益率 -0.9%，近 1 月平均收益-2.9%。具体各行业周度及月度收益表现如下表所示。

图表 1. 近期中信一级行业收益率跟踪

中信一级行业收益率跟踪			
中信一级	近一个月收益率 (%)	近一周收益率 (%)	
家电	-0.5	3.7	
石油石化	0.2	2.4	
食品饮料	-3.0	2.2	
汽车	-7.0	1.7	
消费者服务	-2.0	1.6	
煤炭	-4.1	1.2	
电力设备及新能源	-5.1	1.2	
农林牧渔	-3.6	0.9	
计算机	8.6	0.6	
传媒	12.2	0.5	
医药	-4.0	-0.1	
交通运输	-1.7	-0.3	
机械	-5.1	-0.3	
商贸零售	-0.8	-1.0	
基础化工	-7.2	-1.0	
银行	-2.4	-1.2	
电力及公用事业	-3.0	-1.3	
电子	5.2	-1.3	
非银行金融	-5.2	-1.4	
有色金属	-5.8	-1.9	
纺织服装	-6.3	-2.0	
钢铁	-8.4	-2.1	
房地产	-7.6	-2.2	
建材	-7.9	-2.4	
轻工制造	-7.7	-2.5	
综合	-7.5	-3.6	
国防军工	-4.4	-3.7	
综合金融	-5.7	-3.9	
通信	2.1	-5.2	
建筑	0.5	-5.4	

资料来源：万得，中银证券

二、行业估值风险预警

(一) 风险预警系统概述

为了规避行业高估值风险，我们采用各行业近 6 年的 PB（剔除极端值）作为样本数据，计算当前各行业 PB 在样本数据中的分位数，越靠近 0 表示估值越低，越靠近 1 表示估值越高。当某个或某几个行业的拥挤度过高，出现极端估值时，该行业将被剔除出推荐行业。

具体实施步骤如下：

步骤 1：时刻 t，剔除近“6 年”滚动窗口中最高前 10% PB，以保证稳健估计（注：

如果窗口期包含 2015 年股灾，那么当前估值永远可能不是极端高估值）；

步骤 2：计算当前 PB 处于剔除极值的窗口分位数，若行业的滚动 6 年稳健 PB 分位数高于 95%，该行业则会被剔除，不参与各分项策略的推荐。

更详细计算方法请参见研究报告《中银证券量化行业轮动系列（八）：“估值泡沫保护”的高景气行业轮动策略》。

(二) 当前预警信号

观察各中信一级行业滚动 6 年稳健 PB 分位数结果可知，当前未有行业的滚动 6 年稳健 PB 估值（剔除极端值）处于 95% 分位点以上，在“极端高估值”层面没有需要提示预警的行业。

从相对估值角度、当前估值分位数较高的行业为综合（80%）、食品饮料（73%）、计算机（72%）。

图表 2. 各中信一级行业 PB 估值稳健分位数

中信一级行业	上月 PB 稳健分位点 (20230228)	当前 PB 稳健分位点 (20230330)	边际变化
石油石化	46%	60%	15%
煤炭	81%	66%	-16%
有色金属	50%	41%	-9%
电力及公用事业	62%	58%	-4%
钢铁	43%	21%	-22%
基础化工	54%	38%	-16%
轻工制造	30%	12%	-18%
建筑	27%	40%	13%
建材	5%	0%	-4%
汽车	68%	50%	-18%
机械	56%	48%	-8%
电力设备及新能源	80%	69%	-10%
国防军工	74%	66%	-8%
纺织服装	47%	26%	-21%
消费者服务	72%	68%	-4%
商贸零售	57%	58%	1%
家电	20%	16%	-3%
医药	27%	19%	-8%
食品饮料	77%	73%	-4%
农林牧渔	30%	21%	-10%
银行	3%	8%	4%
房地产	5%	1%	-4%
非银行金融	16%	14%	-2%
交通运输	25%	26%	0%
电子	24%	36%	12%
通信	16%	18%	2%
计算机	31%	72%	41%
传媒	21%	58%	37%
综合	86%	80%	-6%
综合金融	9%	3%	-6%

注：行业泡沫超过 95% 存在较高风险，不建议超配

资料来源：万得，中银证券

三、单策略推荐行业及近期业绩表现

(一) 高景气追踪策略概述

行业盈利景气度追踪模型是通过 wind 分析师一致预期滚动行业数据建立的多因子模型。该模型旨在挑选出当前盈利预期向上的行业。具体模型的构建方法可参考报告《中银证券量化行业轮动系列（八）：“估值泡沫保护”的高景气行业轮动策略》或参考附录 I：行业景气度策略构建方法简述。

当前策略推荐：非银行金融、电力设备及新能源、食品饮料，近期各行业景气度跟踪如下。

图表 3. 近期中信一级行业景气度跟踪

行业盈利景气度排名											
中信一级	1/19	2/2	2/9	2/16	2/23	3/2	3/9	3/16	3/23	3/30	
非银行金融	7	7	7	5	12	8	7	7	6	1	
食品饮料	3	6	4	3	2	2	2	2	2	2	
电力设备及新能源	1	1	3	4	3	1	1	1	1	3	
综合金融	22	20	26	25	22	30	30	4	5	4	
机械	5	3	5	6	6	7	3	5	4	5	
煤炭	12	10	12	12	15	17	10	3	3	6	
汽车	8	14	19	24	26	21	18	12	9	7	
轻工制造	15	15	11	7	7	20	6	7	7	8	
石油石化	11	12	18	16	18	13	11	13	11	9	
建筑	18	16	14	15	13	12	15	11	13	10	
医药	21	18	13	10	11	6	8	10	8	11	
农林牧渔	4	8	9	13	16	15	16	14	15	12	
银行	9	9	8	8	9	14	17	20	20	13	
家电	6	2	2	1	4	5	5	17	14	14	
房地产	26	27	25	29	30	27	23	19	18	15	
通信	23	23	22	23	28	23	24	16	12	16	
有色金属	13	5	1	2	1	3	4	6	10	17	
电子	27	26	23	22	24	26	26	27	26	17	
综合	10	11	10	20	25	18	21	21	16	19	
商贸零售	20	19	20	30	29	24	25	24	23	20	
计算机	2	4	6	14	13	9	14	18	19	21	
电力及公用事业	24	24	27	27	27	28	28	28	27	22	
纺织服装	17	21	16	9	5	4	9	21	22	23	
钢铁	30	29	28	17	19	22	20	23	25	24	
基础化工	16	17	17	11	10	11	11	15	21	25	
交通运输	28	28	30	28	21	25	27	29	28	26	
传媒	14	13	15	26	17	18	13	9	17	27	
国防军工	19	22	21	19	8	10	19	25	24	28	
消费者服务	25	25	24	18	20	16	22	26	29	29	
建材	29	29	29	21	23	29	29	30	30	30	

注：1代表该行业盈利预期景气度最高，黄色行业存在较高估值泡沫（建议规避）

资料来源：万得，中银证券

指标解读：基于行业盈利预期景气度指标可知，本周景气度推荐行业中非银金融的排名提升较大。主要原因在于 2022 和 2023 年的分析师一致预期归母净利润出现一定上行。

业绩回溯反思：我们注意到近期 TMT 板块相关行业（电子、传媒、通信）涨幅较大，但其相关利好主要处于新概念与产业变革前期预期演绎阶段，尚未充分体现在公司具体业绩与盈利预期层面，因此，模型目前未能从分析师一致预期显著提升角度抓取 TMT 相关行业进行推荐。相较于“未证伪情绪”模型，当前的中银景气度模型对尚未落地于业绩或盈利预期的行业景气度信息不够敏感，这也是后期本模型有待提升的方向之一。

(二) 行业未证伪情绪追踪策略概述

行业未证伪情绪追踪策略主要针对“市场估值常跑在可获取卖方盈利预期具体数字之前”的困境，构建“跑在盈利预期数据公布之前”的情绪动量策略。模型具体构建方法请参考报告《中银证券量化行业轮动系列（七）：如何把握市场“未证伪情绪”构建行业动量策略》或附录 II：“未证伪情绪”动量策略构建方法简述。

当前策略推荐：计算机、传媒、汽车。近期各行业隐含情绪跟踪如下。

图表 4. 近期中信一级行业“未证伪情绪”指标跟踪

中信一级	行业情绪动量排名									
	1/19	2/2	2/9	2/16	2/23	3/2	3/9	3/16	3/23	3/30
计算机	22	9	8	6	9	15	10	5	1	1
传媒	26	23	18	10	14	23	18	8	3	2
汽车	4	3	3	16	14	13	21	19	7	3
纺织服装	12	5	8	5	2	2	6	8	3	4
商贸零售	16	12	12	9	8	6	9	11	1	5
消费者服务	7	27	27	19	11	15	20	23	10	6
轻工制造	20	23	13	2	1	4	13	16	9	7
通信	29	20	24	16	12	10	13	7	8	8
石油石化	4	2	4	4	2	6	7	11	17	9
机械	2	1	2	2	6	10	11	16	18	9
食品饮料	17	26	19	13	24	25	13	14	22	11
煤炭	17	13	7	13	12	3	2	3	10	12
银行	22	23	21	29	29	29	25	21	13	13
电力及公用事业	10	6	1	1	2	1	3	2	5	14
家电	3	16	21	21	17	5	5	4	5	15
电子	12	15	19	22	30	30	22	18	15	16
交通运输	9	13	14	10	10	10	12	11	16	17
电力设备及新能源	4	10	16	27	24	22	16	27	27	18
有色金属	1	4	10	25	28	25	27	30	20	19
农林牧渔	17	21	25	20	26	17	17	5	10	20
国防军工	26	8	10	15	19	19	4	15	21	21
医药	11	29	26	25	26	25	27	21	25	21
综合金融	30	17	17	18	21	25	25	29	28	23
建筑	20	7	4	7	5	9	1	1	14	24
综合	25	17	14	8	7	13	24	25	18	24
房地产	24	27	21	27	20	18	23	26	22	26
基础化工	12	10	6	10	21	21	19	24	26	27
非银行金融	8	17	27	30	21	19	27	19	30	28
建材	26	29	30	24	17	24	30	27	28	29
钢铁	12	21	29	22	16	8	7	8	24	30

注：1代表该行业“未证伪情绪”动量最高，黄色行业存在较高估值泡沫（建议规避）

资料来源：万得，中银证券

指标解读：观察中银行业隐含情绪指标可以发现，当前市场有部分参与主体对 TMT 和制造板块保持相对乐观。相较于前期，近期情绪指标方面主要稳定于 TMT 相关行业。由于人工智能题材的热度不减，TMT 相关细分赛道有望成为未来一段时间的投资主线，后续变化需进一步观察。

四、策略业绩与仓位配置回顾

模型整体由“行业景气度跟踪策略”与“未证伪情绪策略”两个单策略组成。各单策略分别在 30 个中信一级行业中等权推荐 3-4 个行业。若某行业被两个单行业同时推荐，则其权重按比例增加。

中银多策略行业轮动体系推荐的下周行业配置：汽车（17%）、电力设备及新能源（17%）、食品饮料（17%）、非银金融（17%）、计算机（17%）、传媒（17%）。

图表 5. 模型近期行业推荐配置比例

中信一级	推荐行业配置权重 (%)									
	1/19	2/2	2/9	2/16	2/23	3/2	3/9	3/16	3/23	3/30
石油石化		17			14					
煤炭						17	17	33	14	
有色金属	17		17	17	14	17				
电力及公用事业			17	17	14	17	17	17		
钢铁										
基础化工				17	14					
轻工制造										
建筑							17	17		
建材										
汽车		17	17							17
机械	17	33	17	17			17			
电力设备及新能源	17	17	17		14	17	17	17	14	17
国防军工										
纺织服装					14	17			14	
消费者服务										
商贸零售									14	
家电	17	17	17	17						
医药										
食品饮料	17			17	14	17	17	17	14	17
农林牧渔										
银行										
房地产										
非银行金融										17
交通运输										
电子										
通信										
计算机	17								14	17
传媒									14	17
综合										
综合金融										

注：表内数据单位为%

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2020 年以来策略表现与行业等权基准



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 2020 年以来整体策略超额收益 (较行业等权)



资料来源: Wind, 中银证券

本周 (2022.03.23 - 2023.03.30) 行业轮动策略获得收益 0.38%，中信一级行业等权基准收益-0.90%，对应超额收益 1.28%；

今年以来 (2023.01.01 - 2023.03.30)，行业轮动策略获得累计收益 4.11%，中信一级行业等权基准收益 5.56%，对应累计超额收益-1.45%。Wind 普通股票型基金指数基准收益 3.10%，对应累计超额收益 1.01%。

图表 8. 2010 年以来策略表现与行业等权基准



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 各单策略超额累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

景气度追踪策略年初至今较中信一级行业等权基准实现超额 -2.32%。

未证伪情绪策略年初至今较中信一级行业等权基准实现超额 -0.50%。

五、风险提示

投资者应注意基于历史数据构建的模型失效风险。

六、附录

附录 I：行业景气度策略构建方法简述

我们直接采用 Wind 关于行业分析师一致预期滚动数据进行测算。Wind 采用等权重“整体法”计算行业的相关盈利预期指标。该指标提取简单，方便读者对比测算结果。

我们设定 2010.01-2020.12 为样本内区间进行单因子测试：每周选排名前 3 的行业等权配置，业绩基准为 30 个行业等权同期收益。下图为“年化超额>3%”的单因子结果。

附录图表 1. 年化超额>3%因子明细

因子名称	类型	超额收益 (%)
ROE_FY2	1类	6.9
ROE_FY3	1类	4.7
ROE_FY1	1类	3.8
EPS_F2_qoq	2类	7.0
EPS_F3_qoq	2类	5.7
EPS_F1_qoq	2类	4.8
ROE_FY2_d3m	2类	4.1
EPS_F3_yoy_d3m	2类	3.0
EPS_F3_qoq_d1m	3类	5.7
EPS_F3_mom	3类	5.1
ROE_FY2_d1m	3类	4.8
EPS_F2_mom	3类	4.7
EPS_F1_mom	3类	4.1
ROE_FY3_d3m_d1m	3类	3.6
EPS_F1F0_d1m	3类	3.3
EPS_F1_yoy_d1m	3类	3.1
EPS_F1F0_d3m_d1m	3类	3.1

注：周度选择因子最优前3行业等权配置，超额收益为中信一级行业等权收益，回测区间设定样本内为2010.01.01-2020.12.31，用于单因子聚类优选

资料来源：万得，中银证券

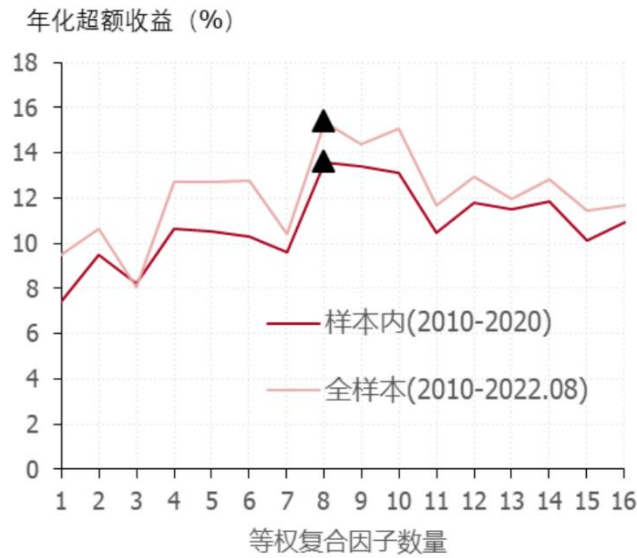
对于上述基于行业景气度开发的因子，我们进一步采用聚类优选的方法进行精选。

我们设定 2010.01-2020.12 为样本内区间，在该区间内进行因子复合优选，具体流程如下：

1. 选择样本内“单因子年化超额收益大于 3%”的因子作为备选因子池，共有 17 个单因子入选；
2. 通过“分层聚类方法”遍历因子数量（2 至 16）：在每个分类数量下，选择“超额收益最高”的单因子作为该类因子的代表，并与其他分类的最优单因子进行等权 Rank 复合，形成复合因子；
3. 先剔除 PB 分位数（5 个交易日平滑）高于 95% 的中信一级行业，再筛选剩余行业中景气度复合因子最高的 3 个行业，等权配置周度换仓。
4. 重复步骤 2-3，基于样本内回测结果，选择“年化超额收益最高”的复合因子作为策略最优选择。

通过样本内复合因子测算可知，最优的因子复合数量 N 为 8，具体入选单因子信息如下。

附录图表 2. 分层聚类结果显示最优分组数量为 8



资料来源：万得，中银证券

附录图表 3. 最终入选的 8 个单因子明细

因子名称	类型	超额收益 (%)	是否选择?
ROE_FY2	1类	6.9	√
ROE_FY3	1类	4.7	
ROE_FY1	1类	3.8	√
EPS_F2_qoq	2类	7.0	√
EPS_F3_qoq	2类	5.7	
EPS_F1_qoq	2类	4.8	√
ROE_FY2_d3m	2类	4.1	
EPS_F3_yoy_d3m	2类	3.0	
EPS_F3_qoq_d1m	3类	5.7	√
EPS_F3_mom	3类	5.1	√
ROE_FY2_d1m	3类	4.8	√
EPS_F2_mom	3类	4.7	
EPS_F1_mom	3类	4.1	
ROE_FY3_d3m_d1m	3类	3.6	√
EPS_F1F0_d1m	3类	3.3	
EPS_F1_yoy_d1m	3类	3.1	
EPS_F1F0_d3m_d1m	3类	3.1	

注：周度选择因子最优前3行业等权配置，超额收益为中信一级行业等权收益，回测区间设定样本内为2010.01.01-2020.12.31，用于单因子聚类优选

资料来源：万得，中银证券

附录 II：“未证伪情绪”动量策略构建方法简述

从微观角度，股价的波动可拆解为两种“正交”的情绪贡献：

- 1) 交易中投资者的已经反应在换手率变化中“预期内情绪”；
- 2) 面对各种未证实传闻消息下的“未证伪情绪”，即市场对“常规换手交易对股价正常推动”之外的定价。

从逻辑分析，“股价未证伪情绪”应体现出的是动量效应：因为动量效应产生的本质是市场中大部分参与群体对某些信息反映的滞后性，待消息进一步证实后，群体会形成羊群效应。

为了获取“未证伪情绪”，我们可以通过将行业日度收益率对日度换手率变化率进行截面回归，剥离“预期内情绪”，其残差即为“未证伪情绪”，本质和因子中性化思想是一致的。

需要注意，在 OLS 回归时不应设定截距。原因在于残差应该包含各行业的截面 alpha 效应，本质是各行业当期收益的固定效应，不应该被剥离。

$$\Delta \text{turnover_ratio}_{i,t} = \frac{\text{turnover_ratio}_{i,t}}{\text{turnover_ratio}_{i,t-1}} - 1$$

$$\text{ret}_{i,t} = \underbrace{\beta_t (\Delta \text{turnover_ratio})_{i,t}}_{\text{预期内情绪}} + \underbrace{\varepsilon_{i,t}}_{\text{未证伪情绪}}$$

同时在此基础上考虑到基本面的影响，我们使用“中性化提纯法”剥离基本面因素。通过将“行业日度回报率”对“日度换手率变化率、行业 EPS 以及行业 EPS 同比”进行截面回归，获取残差以提纯“未充分释放情绪”因子，其中 EPS 代表盈利性，EPS_yoy 代表成长性。

$$\text{ret}_{i,t} = \beta_{1,t} (\Delta \text{turnover_ratio})_{i,t} + \beta_{2,t} \text{EPS (FY1)}_{i,t} + \beta_{3,t} \text{EPS_yoy (FY1)}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

考虑到不同行业波动不同，在计算“未证伪情绪因子”时分别除以动量因子同期波动率（不足 1 个月的按滚动 21 个交易日计算波动率）。经过波动率调整后的因子，其动量效应得到进一步增强。策略最终选择“半个月”与“12 个月”未证伪情绪因子（波动率调整）等权 Rank 复合。

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得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。

本报告期内含保密信息，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，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