

策略周报

金融大周期行情持续演绎

全球风险资产普涨，关注顺周期行情演绎。

- **全球风险资产普涨，海外疫情缓和以及财政刺激加速是风险偏好提振的主要因素。**春节期间，海外市场风险资产表现出色，体现为全球股市普涨，国债利率持续攀升。原油价格持续上行引发顺周期工业品普涨，避险资产黄金价格则是持续走弱。2 月以来，欧美主要国家疫情形势逐步改善，伴随着疫苗接种进程的推进，去年冬季海外疫情二次爆发的趋势也得以缓和。与此同时，2 月国会通过财政预算决议将会加速新一轮财政刺激计划的落地，这也进一步强化了市场对于美国经济复苏的预期。油价的加速上行也成为了复苏行情的催化剂：春节期间，能源板块不约而同地成为港股及美股板块涨幅之首，成为推动指数上行的主要驱动力。
- **A 股顺周期行情逻辑将进一步演绎。**国内市场方面，节后低估值顺周期板块优势明显，这背后反映了市场对于未来基本面与流动性的预期：海外需求的回暖增加了国内经济复苏韧性，而节后央行公开市场操作进一步强化了市场流动性收缩预期。未来随着流动性的常态化回归预期不断确立，高估值板块内部分化将会进一步显现，成长板块将从前期的贝塔行情进一步向个股逻辑演化。而与之相伴的，银行为代表的低估值板块以及化工为代表的顺周期涨价板块仍将是未来市场超额收益最为显著的进攻方向：节后市场将逐步进入年报配置窗口期，盈利有望超预期的低估值顺周期板块将有望迎来增量资金配置，行业上重点关注传统周期中的有色、化工、石化等。
- **总量半月谈**
- **宏观：疫情明显缓和，全球复苏态势不变，关注通胀的超预期上行。**国内 1 月金融数据超预期，1 月 PPI 同比转正，春节期间消费增速强劲，总体上国内经济复苏趋势不变，增长动能来自消费复苏、制造业投资和出口。继续强调 PPI 上行超预期以及 PPI-CPI 将逐步放大并转正，利好企业盈利复苏。
- **固收：国内债市远忧大于近虑。**对国内债市而言，前期央行收紧、1 月金融数据和春节消费数据较强，阶段性的利空均已显现。面对多目标下的“为难”局面，在两会之前央行大概率以稳为主。在利率上探至前期高点的情况下，债市无需过度悲观，静待两会上高层定调和进一步的信号。但中期维度，全球共振复苏和通胀抬升的逻辑下，全球名义利率存在上抬压力。
- **量化：后市整体看多。**目前公募基金的新发产品的仓位测算来看，机构投资者处于看多后市观点；从新发产品数量和募集产品情况看，公募新产品对权益市场的增量资金依然有较大推动力量；观察新发产品的重仓股和老产品重仓股重合可知，目前两者重合度从 2015 年 50%持续上涨至 90%，抱团核心资产比较稳健；同时新产品增配周期和金融，部分机构已经开始把握本轮周期机会。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：肖成哲
(8610)66229354
chengzhe.xiao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

联系人：郭策
(8610)66229239
ce.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120080023

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

顺周期行情持续演绎.....5

总量半月谈.....7

风险提示.....10

图表目录

图表 1. 春节期间大类资产表现 5
图表 2. 春节期间大宗商品表现 5
图表 3. 春节期间铜价快速上行 5
图表 4. 2 月以来海外新增病例显著下行 5
图表 5. 春节期间美股板块表现 6
图表 6. 春节期间港股行业表现 6
图表 7. 春节开盘后 A 股顺周期行情进一步演绎 6
图表 8. 各股指胜率统计 8
图表 9. 各股指平均涨跌幅统计 8
图表 10. 各行业区间胜率统计 9
图表 11. 各行业区间涨跌幅统计 9

观点回顾

——20201101《布局周期正当时》：复苏趋势下静候海外不确定因素落地。盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场中期趋势不改，静候海外不确定因素的落地。

——20201129《循环牛 大周期》：商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。

——20201206《拥抱周期》：回应市场对大周期行情的五点分歧。相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

顺周期行情持续演绎

油价加速上行，全球风险资产普涨。春节期间，海外市场风险资产表现出色，体现为全球股市普涨，国债利率持续攀升。日经、恒生指数为代表的新兴国家股票市场上涨 4.31%、3.26%，美、英等主要国家国债收益率分别上行 15.0BP、16.8BP。大类资产表现方面，原油价格持续上行引发顺周期工业品普涨，国际油价突破 60 美元大关，LME 铜价也逼近 2012 年 3 月以来高点，避险资产黄金价格则是持续走弱。

图表 1. 春节期间大类资产表现

涨跌幅(%)	CRB现货	美元指数	黄金	美股	美债收益率(BP)
2020-01	0.64	0.95	4.02	(0.16)	(41)
2020-02	(2.24)	0.79	1.62	(8.41)	(38)
2020-03	(6.30)	0.85	(0.06)	(12.51)	(43)
2020-04	(4.58)	0.05	5.83	12.68	(6)
2020-05	3.93	(0.76)	1.52	4.53	1
2020-06	(1.90)	(0.89)	2.28	1.84	1
2020-07	4.89	(4.00)	11.13	5.51	(11)
2020-08	4.51	(1.40)	(0.38)	7.01	17
2020-09	2.84	1.82	(3.60)	(3.92)	(3)
2020-10	0.89	0.18	(0.27)	(2.77)	19
2020-11	4.60	(2.11)	(6.34)	10.75	(4)
2020-12	3.59	(2.25)	7.09	3.71	9
2021-01	3.29	0.64	(1.26)	(1.11)	18
春节期间	0.63	(0.07)	(1.38)	0.60	5

资料来源：万得，中银证券

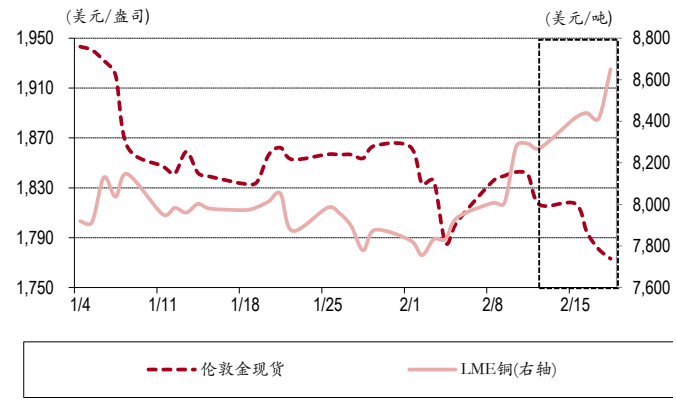
图表 2. 春节期间大宗商品表现

	CRB食品	CRB油脂	CRB家畜	CRB金属	CRB工业原料	CRB纺织品
2020-01	(0.73)	2.09	6.02	(1.09)	1.61	0.32
2020-02	(3.12)	(2.49)	(1.43)	(3.31)	(1.63)	(2.19)
2020-03	(5.32)	(12.88)	(4.35)	(7.52)	(6.98)	(4.69)
2020-04	(8.39)	1.99	(12.37)	(5.35)	(1.85)	3.44
2020-05	8.31	7.97	4.13	4.36	1.01	0.26
2020-06	(5.04)	(4.35)	(14.46)	4.82	0.32	2.57
2020-07	5.48	5.58	13.12	5.72	4.48	2.16
2020-08	6.13	7.19	8.70	3.94	3.40	0.05
2020-09	4.55	0.34	11.14	2.13	1.67	0.06
2020-10	(0.60)	(1.05)	1.33	0.97	1.94	2.26
2020-11	6.10	4.14	1.85	6.08	3.57	2.11
2020-12	1.00	8.13	0.90	9.14	5.44	2.12
2021-01	1.59	0.30	4.62	8.27	4.48	1.53
春节期间	0.35	2.79	0.27	1.15	0.81	0.92

资料来源：万得，中银证券

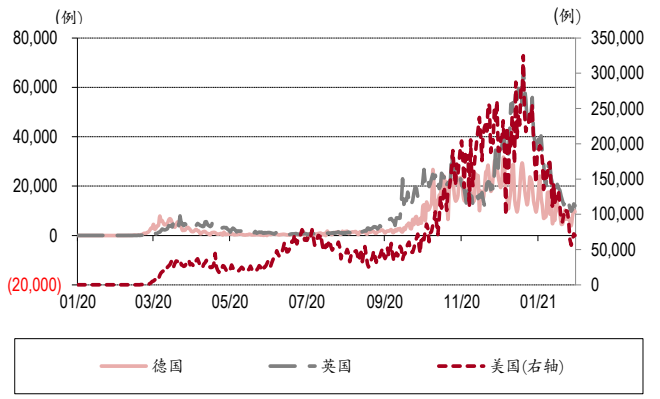
海外疫情缓和以及财政刺激加速是风险偏好提振的主要因素。2 月以来，欧美主要国家疫情形势逐步改善，伴随着疫苗接种进程的推进，去年冬季海外疫情二次爆发的趋势也得以缓和。与此同时，2 月国会通过财政预算决议将会加速新一轮财政刺激计划的落地，这也进一步强化了市场对于美国经济复苏的预期。而 1 月 OPEC 减产意愿强烈强化供给收缩预期，疫情缓和后需求逐步复苏支撑油价上行。油价的加速上行也成为了复苏行情的催化剂：春节期间，能源板块不约而同地成为港股及美股板块涨幅之首，成为推动指数上行的主要驱动力。

图表 3. 春节期间铜价快速上行



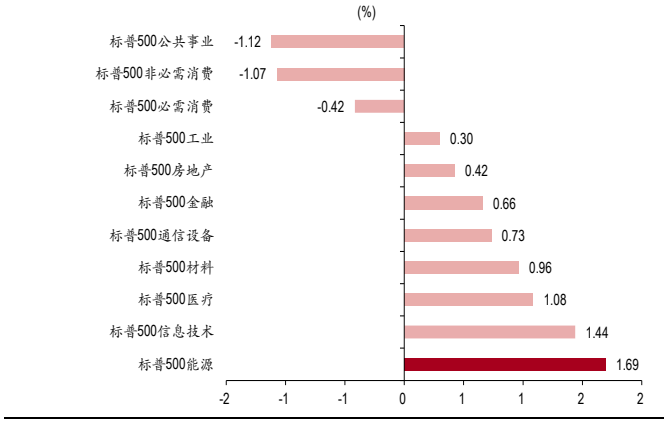
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2 月以来海外新增病例显著下行



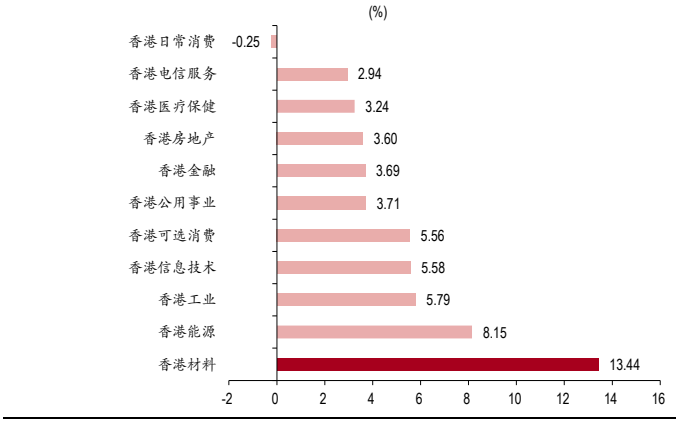
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 春节期间美股板块表现



资料来源：万得，中银证券

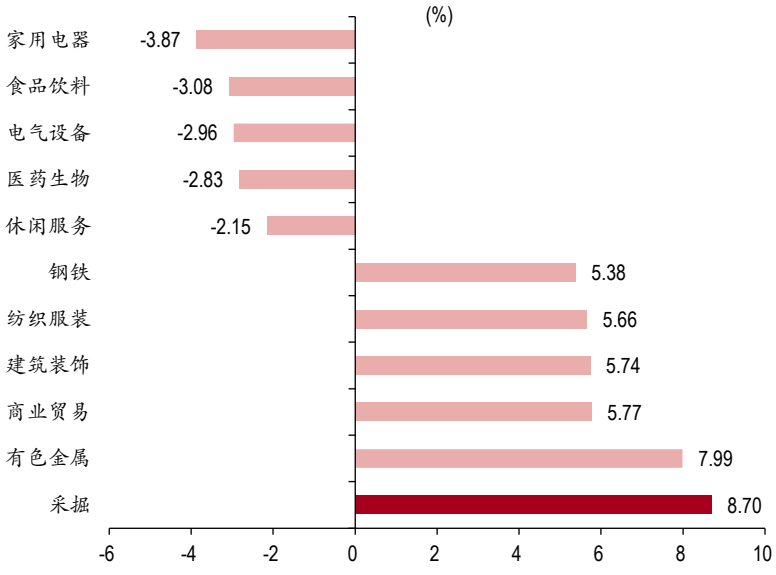
图表 6. 春节期间港股行业表现



资料来源：万得，中银证券

A 股顺周期行情逻辑将进一步演绎。国内市场方面，我们从节后两天的盘面中也可以看出，虽然市场整体呈现出一定的高开低走的态势，但结构上，低估值顺周期板块优势明显，前期强势的 TMT 及部分消费板块节后两日跌幅较大。我们认为，这背后反映了市场对于未来基本面与流动性的预期：海外需求的回暖增加了国内经济复苏韧性，而节后央行公开市场操作进一步强化了市场流动性收缩预期。未来随着流动性的常态化回归预期不断确立，高估值板块内部分化将会进一步显现，成长板块将从前期的贝塔行情进一步向个股逻辑演化。而与之相伴的，银行为代表的低估值板块以及化工为代表的顺周期涨价板块仍将是未来市场超额收益最为显著的进攻方向。节后市场将逐步进入年报配置窗口期，盈利有望超预期的低估值顺周期板块将有望迎来增量资金配置，行业上重点关注传统周期中的有色、化工、石化等。

图表 7. 春节开盘后 A 股顺周期行情进一步演绎



资料来源：万得,中银证券

总量半月谈

【宏观观点】

全球疫情明显缓和。日新增病例已经从 1 月初的 80 万人以上下降到 40 万人以下，显示疫苗的效果正在逐步显现。疫情给经济复苏带来的不确定性正在减退。

全球复苏态势不变，关注通胀的超预期上行：（1）1 月底 IMF 上调了 2021 年全球增长预期，称 2020 年下半年以来经济动能较此前预期强劲。从目前海外经济数据看，尽管美国四季度 GDP 增速放缓，但 1 月以来美国各项数据依然总体强劲。欧元区尽管服务业受到二度疫情冲击，但制造业仍保持相对韧性，经济景气总体也在好转中。（2）美国通胀上行加速，美国 1 月 PPI 环比增长 1.3%，预期增长 0.4%；核心 PPI 环比增长 1.2%，预期增长 0.2%，前值增长 0.1%。美国 2 月密歇根大学 1 年通胀预期初值 3.3%，创 2014 年 7 月以来新高。假日期间美债收益率上行加速，我们认为，背后反映了对经济增长和通胀上行的预期。我们此前的报告《高核心通胀将挑战美联储宽松政策》提到，在基准情况下，预计 2021 年上半年美国核心 PCE 突破 2%，下半年在 2.5%附近波动，而 2022 年核心 PCE 很可能触及 3%。

从美联储和欧央行 1 月会议纪要看，目前全球宽松延续，但需关注下半年美联储可能逐步退出宽松预期的发酵。

国内经济复苏趋势不变。国内 1 月金融数据超预期，1 月 PPI 同比转正，春节期间消费增速强劲，总体上国内经济复苏趋势不变，增长动能来自消费复苏、制造业投资和出口。继续强调 PPI 上行超预期以及 PPI-CPI 将逐步放大并转正，利好企业盈利复苏。同时，在这一过程中，利率震荡上行的方向暂时不变。维持一季度 GDP 增长 18.5%，全年 GDP 增长 9.5%的预测。

【固收观点】

结构性的问题无需总量性的政策收紧，多重目标下央行仍将以稳为主。相较以往春节，今年央行完全靠 7 天和部分 14 天逆回购完成了跨节，而在年后头两个交易日整体较大额的净回笼，市场对此有一定的担忧。央行官方也给出的说明，向市场传达信号，要关注结果而不是具体操作过程。我们认为，PPI 向上 CPI 向下，商品、股市、地产，资产价格的问题主要是结构性的，而整体上央行在多目标下会维持“以稳为主”，等待决策层给出更明确的信号。

假期海外利率上升较快，通胀预期是主因。通胀预期抬升是近期资本市场主旋律，从 TIPS 隐含通胀预期几乎完全解释了本轮美债利率上行的幅度，而保持平稳的短端和高收益美债利率，也反映出流动性紧缩预期对本轮美债利率抬升贡献有限。美债年内存在破 2 可能。短期内，全球疫苗推进、德州“断电”冲击油气生产，拜登交易仍存动能。中期内，全球共振复苏、通胀抬升，美债通胀预期破 2 后，实际利率难以长期为负，美债名义利率年内存在破 2 可能。

国内债市远忧大于近虑。对国内债市而言，前期央行收紧、1 月金融数据和春节消费数据较强，阶段性的利空均已显现。面对多目标下的“为难”局面，在两会之前央行大概率以稳为主。在利率上探至前期高点的情况下，债市无需过度悲观，静待两会上高层定调和进一步的信号。但中期维度，全球共振复苏和通胀抬升的逻辑下，全球名义利率存在上抬压力。

【量化观点】

1. 股指结论

1.1 春节至两会前 5 个交易日期间：

1）市场流动性较大概率维持稳定状态（即 DR007 波动在正负 30bp 以内），两会前 5 个工作日起，按照历史经验，流动性边际开始收紧；

2）概率层面：各大股指具有超 60%及以上概率上涨，近 15 年来看，中证 500 上涨概率＞创业板整体上涨概率＞沪深 300，如果该期间流动性并未发生超预期收紧（DR007 上涨超 30bp，如 2008,2013,2017），沪深 300 和中证 500 对流动性的边际波动反映并不明显，上涨概率达 80%；创业板指受流动性边际扰动非常明显，流动性中性收紧状态，创业板指也有可能出现较大概率回调。

3）涨幅层面：中性偏紧情况下，中证 500 涨幅＞创业板＞沪深 300，涨幅均超 6%。

1.2 两会前 5 个工作日至两会：按照历史经验，流动性边际开始收紧，此期间三大股指上涨概率低于 50%。

图表 8. 各股指胜率统计

股指	春节-两会前5个交易日							两会前5个工作日						
	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	流动性紧	流动性松	社融升	社融降	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	流动性紧	流动性松	社融升	社融降
沪深300	63%	80%	100%	33%	50%	60%	67%	44%	20%	33%	100%	57%	40%	50%
中证500	81%	80%	100%	67%	100%	70%	100%	50%	40%	67%	100%	43%	50%	50%
创业板指	70%	40%	0%	67%	75%	40%	50%	40%	20%	33%	100%	14%	30%	17%

资料来源：万得,中银证券

2. 行业结论

2.1 春节至两会前 5 个交易日期间：

1）整体来看，大消费，部分 TMT（电子和计算机）、部分周期（有色、钢铁、化工、建材）有超 70%概率涨幅，其中周期和部分 TMT 行业涨幅最高（区间收益率超 7%）；

2）在流动性边际收紧的情况下啊，部分消费和部分周期上涨概率超 80%，区间涨幅超 6%；

3）社融拐点：在过去 15 年中，社融的下降对非金融行业并未产生巨大的扰动，各行业均有超 65%概率的上涨。

图表 9. 各股指平均涨跌幅统计

股指	春节-两会前5个交易日					两会前5个工作日				
	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	社融升	社融降	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	社融升	社融降
沪深300	2.0	6.5	3.4	2.6	1.1	0.3	-1.1	0.6	0.1	0.7
中证500	5.7	10.1	3.5	5.5	6.0	0.9	-0.7	1.4	0.6	1.4
创业板指	5.9	7.3		5.4	6.8	1.1	1.3	2.4	2.3	-0.7

资料来源：万得,中银证券

3．量化后市观点

1）整体看多，目前公募基金的新发产品的仓位测算来看，机构投资者处于看多后市观点；

2.）从新发产品数量和募集产品情况看，公募新产品对权益市场的增量资金依然有较大推动力量；

3）观察新发产品的重仓股和老产品重仓股重合可知，目前两者重合度从 2015 年 50%持续上涨至 90%,抱团核心资产比较稳健;同时新产品增配周期和金融,部分机构已经开始把握本轮周期机会。

图表 10. 各行业区间胜率统计

中信一级行业	春节-两会前5个交易日							两会前5个工作日						
	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	流动性紧	流动性松	社融升	社融降	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	流动性紧	流动性松	社融升	社融降
农林牧渔	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	63%	40%	100%	100%	57%	60%	67%
医药	88%	80%	100%	100%	100%	80%	100%	50%	60%	67%	100%	29%	60%	33%
电力及公用事业	81%	100%	100%	67%	50%	90%	67%	63%	40%	67%	100%	71%	50%	83%
商贸零售	81%	100%	100%	67%	75%	80%	83%	63%	60%	67%	100%	57%	60%	67%
电子	81%	100%	50%	100%	75%	70%	100%	56%	60%	33%	100%	57%	60%	50%
钢铁	81%	100%	100%	33%	75%	80%	83%	56%	60%	33%	100%	57%	60%	50%
食品饮料	81%	100%	100%	67%	100%	80%	83%	56%	80%	33%	0%	57%	60%	50%
电力设备及新能源	81%	80%	50%	67%	100%	80%	83%	63%	60%	67%	100%	57%	60%	67%
轻工制造	81%	80%	100%	67%	75%	80%	83%	50%	40%	33%	100%	57%	40%	67%
汽车	75%	100%	100%	33%	75%	70%	83%	69%	40%	67%	100%	86%	60%	83%
纺织服装	75%	100%	50%	67%	75%	60%	100%	56%	40%	67%	100%	57%	50%	67%
建材	75%	100%	100%	33%	75%	80%	67%	56%	40%	67%	100%	57%	50%	67%
基础化工	75%	80%	50%	67%	100%	60%	100%	56%	40%	67%	100%	57%	60%	50%
计算机	75%	80%	50%	67%	100%	70%	83%	44%	40%	33%	100%	43%	50%	33%
有色金属	69%	100%	50%	33%	75%	60%	83%	56%	60%	33%	100%	57%	60%	50%
消费者服务	69%	80%	50%	33%	100%	60%	83%	56%	40%	67%	0%	71%	50%	67%
通信	69%	80%	50%	33%	100%	60%	83%	56%	40%	67%	100%	57%	60%	50%
国防军工	69%	80%	50%	33%	75%	70%	67%	56%	60%	67%	100%	43%	60%	50%
机械	69%	80%	50%	33%	100%	60%	83%	44%	40%	33%	100%	43%	40%	50%
综合	63%	80%	50%	33%	75%	50%	83%	75%	60%	67%	100%	86%	80%	67%
交通运输	63%	80%	50%	33%	75%	50%	83%	56%	60%	67%	100%	43%	60%	50%
家电	63%	80%	100%	33%	50%	60%	67%	56%	60%	33%	100%	57%	60%	50%
房地产	63%	80%	100%	33%	50%	60%	67%	50%	20%	33%	100%	71%	40%	67%
建筑	63%	80%	50%	33%	50%	60%	67%	50%	40%	67%	100%	43%	50%	50%
煤炭	63%	80%	100%	33%	50%	60%	67%	50%	60%	33%	100%	43%	70%	17%
传媒	63%	80%	50%	67%	50%	60%	67%	38%	20%	33%	100%	43%	30%	50%
银行	44%	80%	50%	33%	25%	50%	33%	50%	40%	33%	100%	57%	50%	50%
非银行金融	44%	60%	50%	33%	50%	30%	67%	44%	20%	33%	100%	57%	40%	50%

资料来源：万得,中银证券

图表 11. 各行业区间涨跌幅统计

中信一级行业	春节-两会前5个交易日					两会前5个工作日				
	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	社融升	社融降	整体	流动性中性偏紧	流动性中性偏松	社融升	社融降
农林牧渔	7.7	12.1	5.4	8.7	6.0	0.8	-0.3	1.3	0.5	1.2
电子	7.0	13.3	3.4	6.0	8.6	0.2	-0.9	0.6	-0.4	1.0
建材	6.5	10.5	6.5	7.1	5.4	1.5	-0.3	1.4	1.4	1.8
综合	6.3	13.4	2.8	6.4	6.1	1.3	-1.9	0.9	0.9	1.8
有色金属	5.5	14.5	2.9	5.8	5.1	1.2	-0.8	2.8	1.3	1.0
基础化工	5.2	8.8	2.7	4.3	6.6	0.7	-0.6	1.2	0.7	0.8
计算机	5.2	9.7	-1.5	4.6	6.1	0.7	-2.1	1.0	-0.1	2.2
轻工制造	5.1	9.3	2.3	4.5	6.1	0.4	-1.0	0.1	-0.2	1.5
医药	5.1	7.0	2.4	5.1	5.0	0.4	-0.1	0.9	0.3	0.5
国防军工	4.9	9.9	1.1	4.4	5.7	1.5	0.4	2.4	1.4	1.6
家电	4.8	9.3	4.0	5.0	4.4	0.6	-1.0	0.0	0.3	0.9
食品饮料	4.8	6.8	6.7	5.9	2.8	0.2	-0.7	0.7	-0.2	0.9
汽车	4.6	11.3	3.3	4.8	4.4	0.6	-1.2	0.2	0.0	1.6
电力设备及新能源	4.6	7.4	2.9	3.7	6.1	1.0	0.9	1.2	0.6	1.8
消费者服务	4.4	8.7	-0.7	4.3	4.7	0.4	-1.2	0.3	-0.3	1.5
纺织服装	4.4	7.9	2.0	3.3	6.2	1.1	-0.5	1.5	0.5	1.9
通信	4.4	9.4	-1.5	4.6	3.9	0.1	-1.8	1.6	0.0	0.3
商贸零售	4.2	8.8	3.5	4.5	3.9	-0.3	-1.3	0.1	-0.9	0.9
机械	3.9	8.6	2.8	4.3	3.2	0.3	-0.5	0.6	-0.2	1.2
电力及公用事业	3.6	7.0	1.8	4.1	2.9	2.0	0.7	1.9	1.6	2.7
传媒	3.5	7.2	1.9	2.7	4.8	-0.8	-3.0	1.2	-1.9	0.9
钢铁	3.0	6.5	2.5	3.3	2.4	0.5	-1.1	0.3	0.9	-0.1
建筑	2.8	6.0	3.3	2.7	3.0	0.7	0.2	1.4	0.9	0.4
交通运输	2.7	8.1	1.1	3.1	2.1	-0.3	-1.8	0.4	-1.0	0.8
房地产	2.3	7.5	3.6	2.7	1.6	0.6	-1.5	1.3	0.6	0.6
石油石化	1.9	5.3	4.8	1.6	2.6	1.1	0.2	2.3	1.0	1.3
煤炭	1.5	5.4	5.3	1.4	1.6	0.1	-2.3	1.8	0.7	-1.1
非银行金融	0.1	7.1	0.5	0.5	-0.7	0.3	-2.0	1.3	-0.4	1.5
银行	-0.7	3.5	2.5	0.0	-1.8	0.7	-0.8	-0.4	0.3	1.3

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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，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