

机构资金抱团深度报告

年年岁岁花相似 岁岁年年人可同

复苏图景下消费的业绩稳定性溢价会逐渐丧失，外资持续流入带来的估值溢价依然有支撑；新一轮科技周期开启，对于成长的配置可“缓缓归矣”。

- **何为机构抱团。**将一段时间内资金大量涌入某种风格和某些行业的现象称之为资金抱团。主要机构投资者中，公募基金的持仓风格没有明显偏好，容易形成资金的抱团和解体。历史上公募机构曾出现过三次抱团和解体，分别在大金融、大消费和成长板块。
- **黄金时代：金融条件与金融抱团。**金融板块的抱团始于金融条件宽松，在金融环境有所收紧的 2007 年依靠申购-增配的正反馈机制度过了难关，于 2009 年新一轮宽松中达到高潮，最终止步于 2010 年起的重新收紧。“黄金时代”给我们留下了在中期维度上把握金融板块超额收益的方法，在宽松周期配置金融的胜率为 72%，季度平均超额收益率为 3.7%。
- **煮酒时代：经济周期与消费抱团。**消费抱团始于 2010 年的“类滞胀”环境，物价上涨疏通了行业提价渠道，带来了业绩平稳或向好的增长，同时抑制了货币的进一步宽松。当物价重回下行，经济由滞胀转为“类通缩”时，消费已经具备了较长时间的业绩比较优势，抱团基本形成。
- **浪潮时代：科技周期与成长抱团。**2015 年的成长抱团多被贴上“泡沫”和“疯狂”的标签，诚然，如果没有货币和市场政策宽松，就不会有外延并购和 2015 年成长相对于其它板块的业绩比较优势。但在此之前，我们不应该忽视 2013 年起通信、传媒等行业受产业周期带动的内生增长加速，宏观经济向下的周期中，科技周期的上行实实在在地带动了成长股的业绩在 2013 年取得了相对优势。
- **本轮消费抱团的机制与“煮酒时代”十分类似，但更加坚决和彻底。**两次消费抱团的不同之处在于，经历了一轮又一轮的宽松刺激后，市场对于政策效用的信心大减，预期中的“衰退”难以被扭转，加上外资持续增持带来了“价值投资”的科普，本轮消费抱团显得更加坚决和彻底。
- **本轮消费抱团会瓦解吗？**宏观环境上今年处于一个复苏的态势，这在逻辑上对于消费板块的抱团是十分不利的，消费抱团在下半年会受到业绩确定性溢价减弱的冲击。但全球流动性宽松、复苏趋势下人民币汇率稳定会吸引外资持续流入，这对于消费股的估值溢价会继续形成支撑。操作上讲，相对收益投资者目前时点继续增持的赔率不高，绝对收益投资者手里的仓位也不必着急调换，但同样也不建议继续增持了。
- **新一轮科技周期会形成成长抱团吗？**早在 2019 年 3 季度起，公募基金对于成长板块的增持就已经开始了，无需避讳的是，2019 年成长板块的股价涨幅里面也有明显的估值溢价，因此我们一直强调，中报对于成长股是极为关键的。与我们无法给出经济增长和通胀在未来的准确点位一样，本文也无法给出成长股在中报及年内的准确业绩数值，但本轮科技周期未被疫情破坏，景气度依然是向上的，而在此期间逐步增持成长股是一个不错的选择。
- **风险提示：**宏观经济下行超预期，海外风险事件超预期。

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: 市场策略

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：S0360517060003

证券分析师： 王永健
(8610)66229065
yongjian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060006

目录

1 何为机构抱团 6

2 黄金时代 煮酒时代 浪潮时代 10

2.1 黄金时代 10
2.2 煮酒时代 14
2.3 浪潮时代 17

3 年年岁岁花相似 21

4 岁岁年年人可同？ 23

风险提示 27

图表目录

图表 1. 金融、周期、消费和成长板块都出现过资金抱团的现象（市场资金口径） 6
图表 2. 机构投资者持股市值占比较低，近年来维持在 10%左右 7
图表 3. 公募、保险和外资在机构投资者中持股市值占比较高 7
图表 4. 险资偏好大金融板块 7
图表 5.对银行和非银的配置逐步均衡 7
图表 6. 陆股通以偏好消费闻名 8
图表 7.集中于食品饮料、家电和医药行业 8
图表 8. 公募没有明显的持仓偏好，先后在金融、消费和成长板块进行过抱团和解体（公募基金口径） 8
图表 9. 公募对大金融板块的抱团与解体 8
图表 10.公募对大消费的抱团与解体 8
图表 11. 公募对成长板块的抱团与解体 9
图表 12.公募持仓的此消彼长效应 9
图表 13. 2006 和 2007 年，货币信贷双双高增 10
图表 14.金融板块业绩增速持续高增 10
图表 15. 2005 年 4 季度，公募开始显著超配金融板块 10
图表 16. 2006 年非银金融和银行的涨幅分列一二名 10
图表 17. 股票和混合型基金在 2007 年爆发式增长 11
图表 18.2007 年下半年金融“王者归来” 11
图表 19. 2009 年社融增速一直保持在 100%左右 12
图表 20.2009 年上半年银行和非银涨幅分列 5、8 位 12
图表 21. 2010 年通胀快速上行，全年社融增速仅有 1% 12
图表 22.2010 年金融板块的业绩增速优势完全丧失 12
图表 23. 金融周期与金融板块超额收益 13
图表 24.2010 年金融板块的业绩增速优势完全丧失 13
图表 25. 公募持仓金融的峰值逐渐降低，对于周期较为冷淡 13
图表 26. 资本回报率是衡量投资效率的指标，2008 年出现断崖式下跌 13
图表 27. 2010 年宏观经济处于“类滞胀”环境中 14
图表 28.物价上行的环境下酒企纷纷提高出厂价 14
图表 29.食品饮料在 2010 年业绩高增且稳健 14
图表 30.2010 年三季度，公募对于消费的配置比例达到峰值 14
图表 31. 2011 年 3 季度消费对周期的业绩重现优势 15
图表 32.2011 年 3 季度公募减持周期，重新加仓消费 15

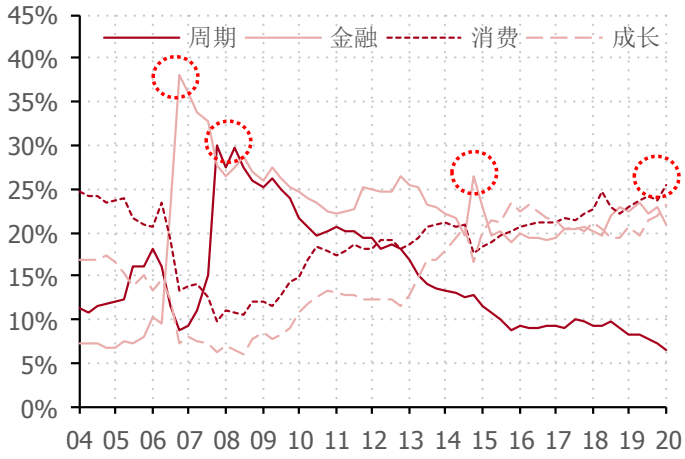
图表 33. 2012 年政策宽松令公募再度加仓金融，但也未放弃业绩稳定向好的消费，对周期减配.....15
图表 34. 偏股型基金份额在消费抱团期间保持稳定，存量市场中消费的配置比例未再进一步上行.....15
图表 35. 食品饮料业绩在 2013 年快速下行.....16
图表 36.消费抱团前中期的估值是持续下行的.....16
图表 37. 2014 年起成长的业绩优势十分明显.....16
图表 38. 公募减持消费增配成长.....16
图表 39. “类滞胀”环境对于酒等消费行业较为友好.....17
图表 40. 2012 年智能手机销量爆发.....17
图表 41.2013 年半导体指数加速上行，新一轮科技周期开启.....17
图表 42. 2013 下半年成长股业绩增速遥遥领先.....18
图表 43.2013 年公募加仓成长.....18
图表 44. 2014 年 4 季金融配置比例陡增.....18
图表 45.2014 年 4 季度非银金融和银行的涨幅分列一二名.....18
图表 46. 2015 年成长股迎来外延并购的井喷.....19
图表 47. 2015 年股票和混合型基金份额迎来爆发.....19
图表 48. 2016-2018 年成长持续跑输，公募逐渐减仓.....19
图表 49. 2016-2018 传媒和计算机的累计跌幅幅分列一二名.....19
图表 50. 科技周期与成长股业绩高度相关.....20
图表 51. 2016 年除了成长较为弱势外，其余行业的超额收益优势都不突出.....21
图表 52.2016 年底周期股的业绩优势非常明显，但公募对周期的配置可以用“冷淡”来形容.....21
图表 53. 虽然直观上感受不明显，但 2017 年的确是一个与 2010 年相似的“类滞胀”环境.....21
图表 54. 时隔 5 年，茅台再度提价，其它酒企或早或晚在 2017 年都有提高出厂价21
图表 55. 2017-2019 年食品饮料相比与其它行业而言，并没有感受到特别明显的周期下行压力.....22
图表 56. 2018 至 2019 年北上资金增持 A 股约 6100 亿元，其中增持消费超过 3000 亿元，与公募增持规模相当.....22
图表 57. 2019 年中证消费和食品饮料指数收益率在 60%左右，其中估值贡献了 40%+.....22
图表 58. 与“煮酒时代”的期间摇摆相比，本轮消费抱团更加坚决、彻底.....23
图表 59.一季度疫情背景下经济砸坑后，全年将呈现一副“复苏”的图景.....24
图表 60. 外资流入 A 股的节奏与资金成本负相关，并不会因为消费估值高企而选择抛弃.....24

图表 61. 2015 年以来，外资的资金成本（十年期美债收益率）是持续低于消费板块的预期收益率的 25
图表 62. 消费股的估值已十分接近 15 年牛市和 17 年“类滞胀”环境下的估值顶点 25
图表 63.疫情并未破坏本轮科技周期向上的景气度 25
图表 64.成长股的业绩已经悄然走高，中报尤为关键 25
图表 65. 5G 手机已成为在售机型的主力产品 26
图表 66. 新能源汽车的产销也逐步走出疫情影响 26

1 何为机构抱团

市场资金在一段时间内大量涌入某个大类板块的现象称为资金抱团。2004 年一季度至 2020 年一季度，A 股总市值从 5.4 万亿增长至 61.9 万亿，流通市值从 1.3 万亿增长至 54.7 万亿，高达 47.5 万亿的增量资金进入股市并做出配置选择，造成了不同历史时期不同风格板块市场表现的分化。我们将一段时间内资金大量涌入某种风格和某些行业的现象称之为资金抱团，数据表征为板块流通市值占比明显增加（为了避免某段时间某些行业大量新公司上市的影响，选择流通市值作为观测指标而非总市值，下同），此消彼长，其它板块的流通市值占比会明显萎缩。2004 年以来，分别有金融、周期、消费和成长板块出现过资金抱团现象，抱团鼎盛期，这些板块在全市场流通市值的占比都曾跃居第一，一时间风头无两。

图表1. 金融、周期、消费和成长板块都出现过资金抱团的现象（市场资金口径）

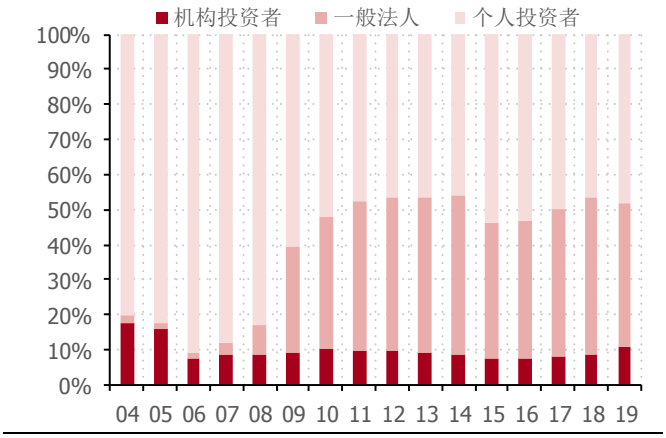


资料来源：万得，中银证券

注：建筑地产、制造和稳定收益板块未出现过明显的抱团现象，此处不列示

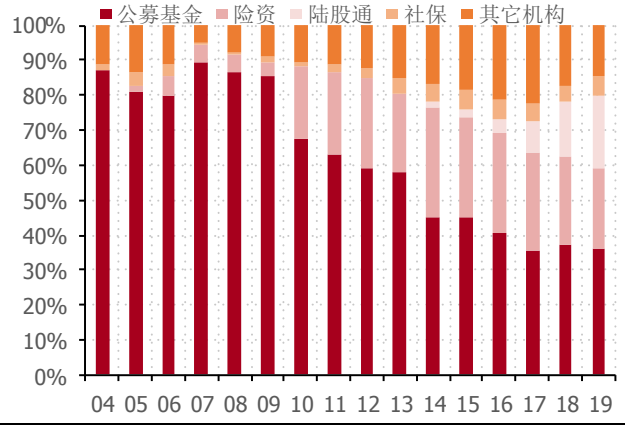
市场资金中专业投资机构占比在 10%左右，其中公募、保险和外资是主要力量。市场资金可以拆解成个人投资者资金、一般法人资金和机构资金，其中以国有股东为主的一般法人资金自 2005 年股权分置改革后规模和占比快速扩大；个人投资者资金规模不断扩张但占比总体呈现出收窄的趋势；机构投资者资金规模扩张，但占比始终保持在 10%-15%之间。机构投资者中公募、保险和外资的规模最大，2019 年在机构投资者中的占比合计高达 84%。公募基金在 2007 年的持股市值曾高达 2.41 万亿，在机构投资者中占比 90%，之后持续萎缩，2019 年底突破前高来到 2.43 万亿，占比 38%；险资崛起于 2010 年，保监会发布《保险资金投资股权暂行办法》打开了险资入市的闸门，之后“万能险”被叫停，规模增速有所下降，2019 年持股市值占机构持股市值的 24%；陆股通打开了外资入市渠道，规模扩张较快，2019 年底持股市值 1.26 万亿，在所有机构投资者中占比 22%。

图表2. 机构投资者持股市值占比较低，近年来维持在 10%左右



资料来源：万得，中银证券

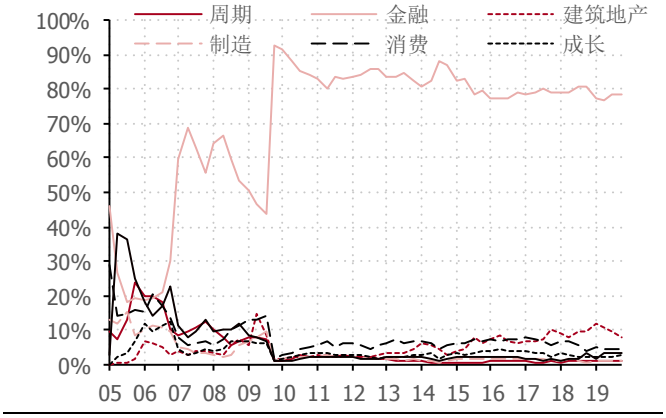
图表3. 公募、保险和外资在机构投资者中持股市值占比较高



资料来源：万得，中银证券

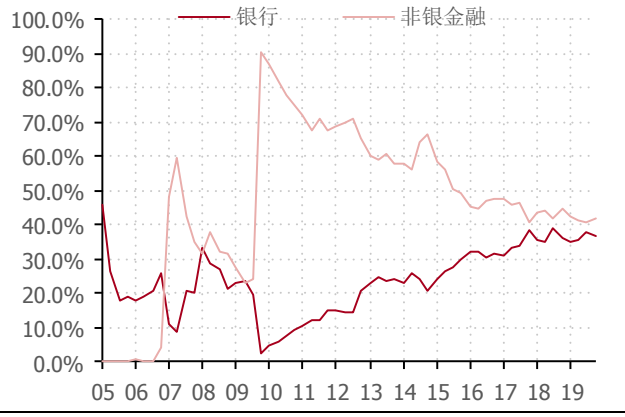
主要机构投资者中，公募基金的持仓风格没有明显偏好，容易形成资金的抱团和解体。对比公募、险资和北上资金的历史持仓风格，险资明显偏好大金融板块，对券商和保险的持仓在 2010 年大幅抬升，此后逐渐与银行收敛，2010 年以后险资持有大金融板块的比例始终维持在整体持仓的 80%附近。陆股通（北上资金）以偏好消费闻名，从入市至今对大消费的持仓稳定在 50%左右，其中食品饮料、家电和医药的持仓居高不下。相较而言，公募的持仓风格没有明显的偏好，容易形成资金的抱团和解体。

图表4. 险资偏好大金融板块



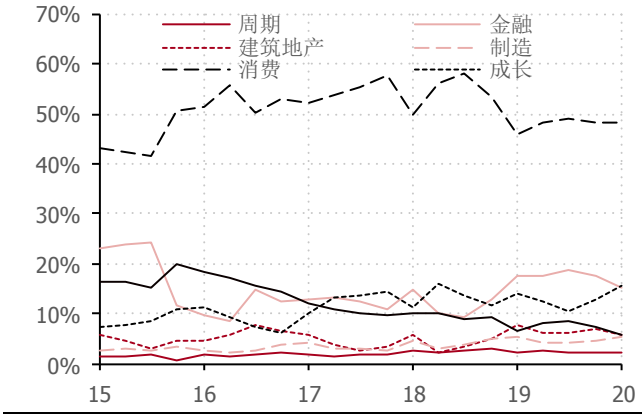
资料来源：万得，中银证券

图表5.对银行和非银的配置逐步均衡



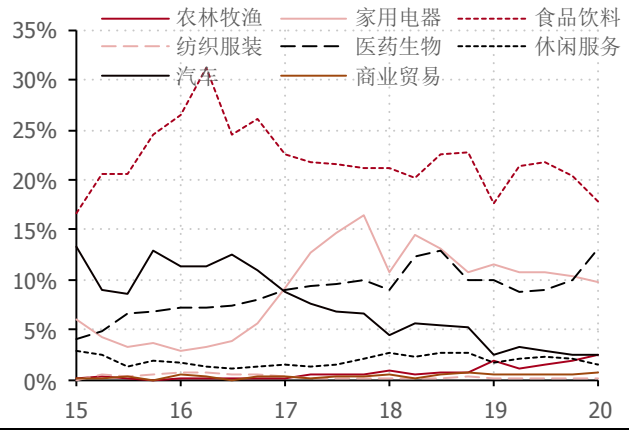
资料来源：万得，中银证券

图表6. 陆股通以偏好消费闻名



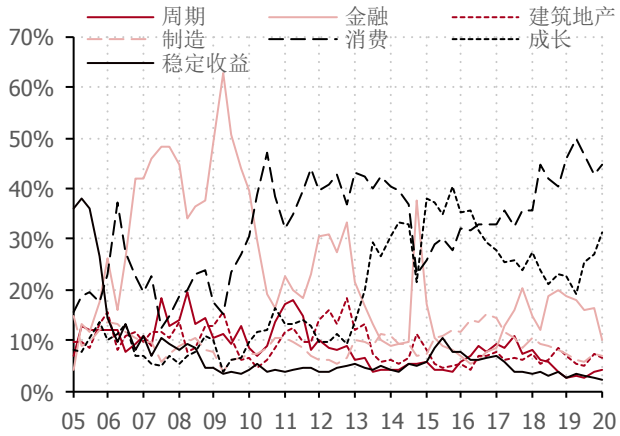
资料来源：万得，中银证券

图表7.集中于食品饮料、家电和医药行业



资料来源：万得，中银证券

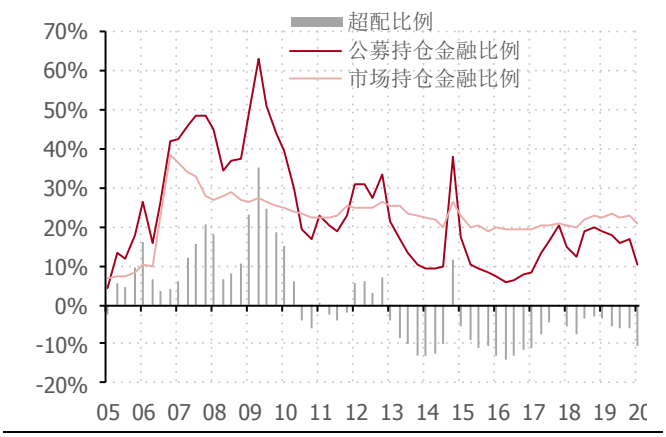
图表8. 公募没有明显的持仓偏好，先后在金融、消费和成长板块进行过抱团和解体（公募基金口径）



资料来源：万得，中银证券

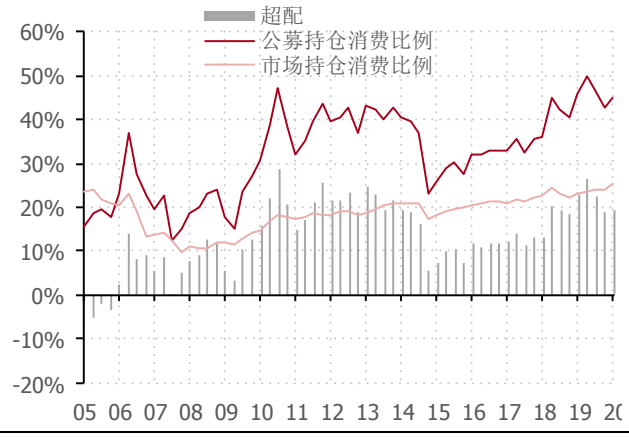
历史上公募机构曾出现过三次抱团。以公募基金在某一板块持仓占比快速抬升作为起点，在该板块持仓占比快速下降为终点，历史上公募基金经历了以下三轮完整的抱团和解体：2005 年 1 季度至 2010 年 4 季度，大金融的抱团与解体；2009 年 2 季度至 2014 年 4 四季度，大消费的抱团与解体；2013 年 1 季度至 2016 年 4 季度，成长的抱团与解体。后文将其分别简称为“黄金时代”、“煮酒时代”和“浪潮时代”。

图表9. 公募对大金融板块的抱团与解体



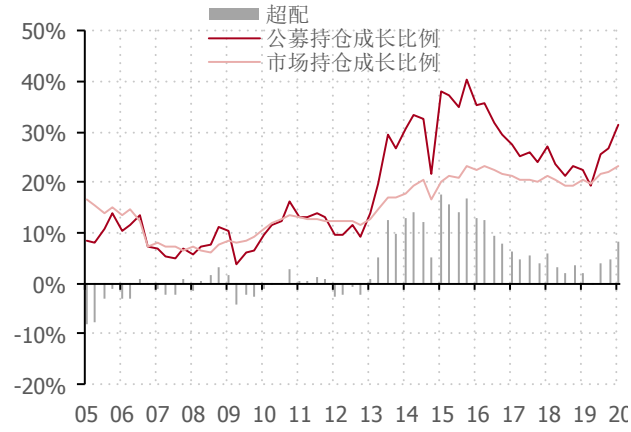
资料来源：万得，中银证券

图表10.公募对大消费的抱团与解体



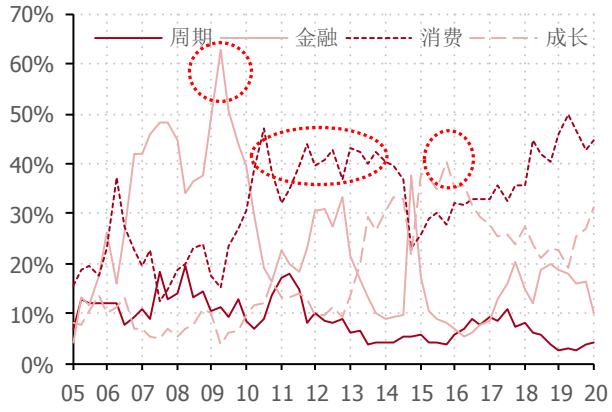
资料来源：万得，中银证券

图表11. 公募对成长板块的抱团与解体



资料来源：万得，中银证券

图表12.公募持仓的此消彼长效应



资料来源：万得，中银证券

2 黄金时代 煮酒时代 浪潮时代

2.1 黄金时代

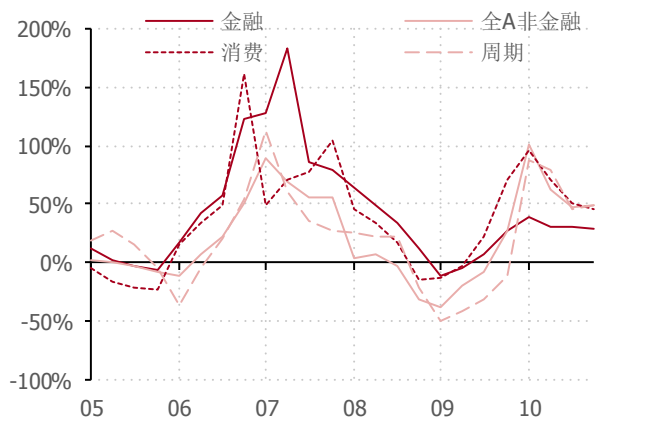
起因：一骑绝尘的相对业绩优势令公募基金快速加仓金融。2005 年前三季度，A 股还处于漫漫熊途中，国有股东减持对市场信心的打击难以修复，指数脱离快速向好的经济基本面，各板块轮涨齐跌的现象时有发生。彼时金融板块 2%不到的季度绝对收益绝不能算亮眼，但相比于其它板块而言还是有持续的超额收益，公募基金公募基金以相对收益为评价指标承受排名压力，自然要把仓位倾斜到市场相对收益最高的板块中去，于是开始缓缓加仓金融，前三季度配置比例抬升了 7.1%。7 月 21 日，央行宣布人民币汇率定价机制将调整为有管理的浮动汇率制度，人民币币值抬升，结合当时繁荣的外贸环境，外汇占款增速在 8 月达到了历史最高的 55.61%，成为未来十年里基础货币投放的主要方式。高基础货币投放量和巨大的投资需求相结合，信贷被以更快的速度派生出来，而在中间承接基础货币和信贷中转任务的金融行业迎来了历史上最辉煌的时代。2005 年 4 季度，虽然金融板块的业绩增速依然为负（可比公司口径，下同），相比于其它板块而言超额收益不到 10%，但公募也未再犹豫，单季度配置比例增加了 6.3%，基本相当于前三季度的总和。2006 年股权分置改革的问题得到妥善解决，市场表现与繁荣的经济并轨，非银金融业绩高增，金融板块的整体业绩到年底实现了 124%的高速增长，银行和非银金融在当年的表现也没有辜负资金的青睐，300%和 174%的绝对收益率领跑全场。

图表13. 2006 和 2007 年，货币信贷双双高增



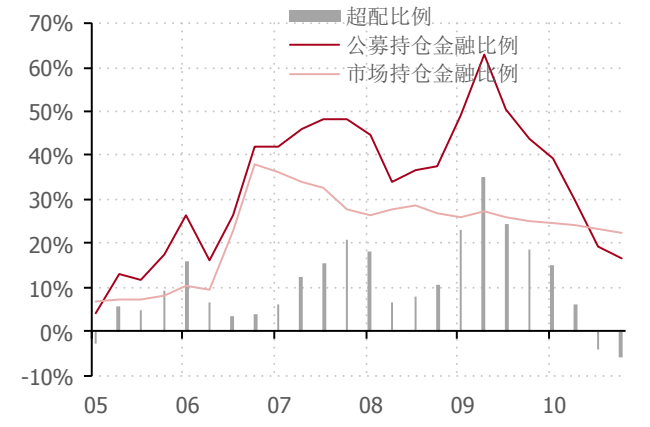
资料来源：万得，中银证券

图表14.金融板块业绩增速持续高增



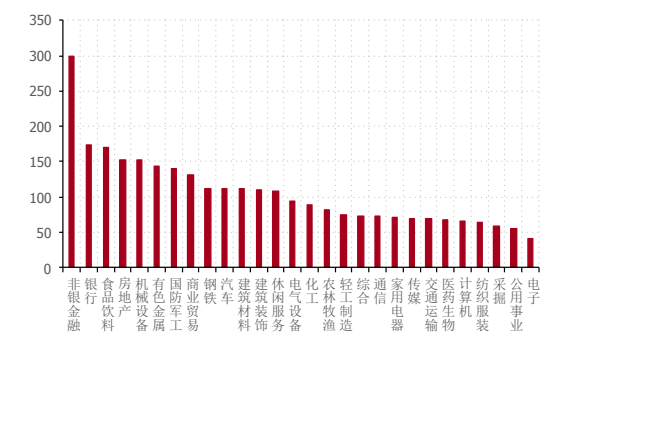
资料来源：万得，中银证券

图表15. 2005 年 4 季度，公募开始显著超配金融板块



资料来源：万得，中银证券

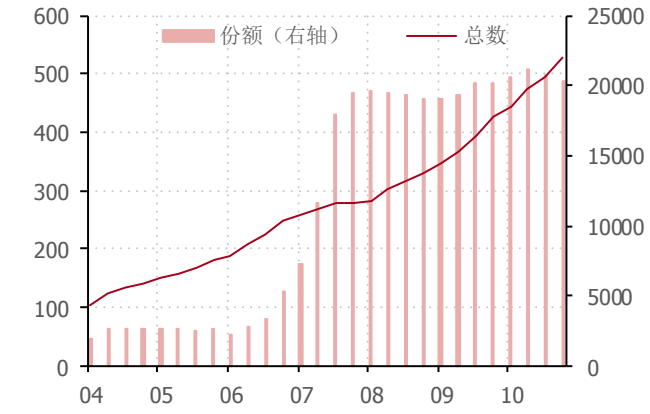
图表16. 2006 年非银金融和银行的涨幅分列一二名



资料来源：万得，中银证券

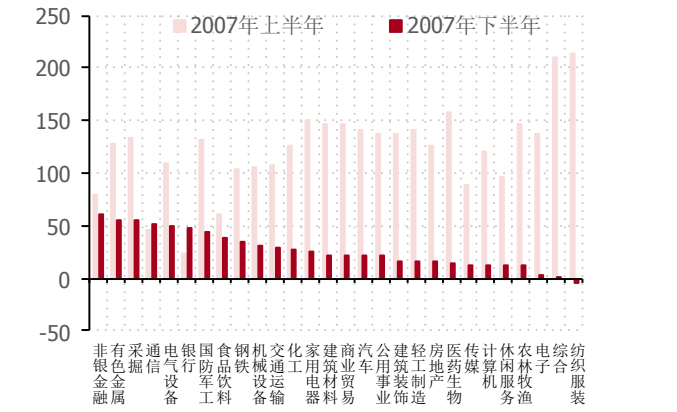
经过：申购-增配的正反馈机制推动公募在 2007 年继续抱紧金融。2007 年金融板块的业绩增速依然维持高增，但年内已经出现拐点，其它板块业绩顺着持续向上的经济周期不断攀爬，与金融的业绩增速差不断缩小，其中消费的势头最猛。2006 年表现垫底的家电、纺织服装和医药等消费行业在 2007 年上半年涨幅居前，而基金重仓的银行和非银金融排名倒数第一和倒数第四。按照前述逻辑，当金融板块不再拥有超额收益优势时，公募基金理应降低在该板块的配置比例，但实际上整个 07 年公募对金融板块的超配比例都是不断上升的，背后除了一定的配置粘性以外，申购-增配的正反馈机制发挥了主要作用。细心的读者可以发现，这一轮金融抱团的初期，市场于 2006 年 3 季度才开始增配，远远晚于公募，一方面是因为当时公募虽然是最大的机构投资者，但在市场上的持仓占比也只有 8%左右，绝大部分的筹码握在散户手中；另一方面公募处于发展初期，价值投资理念在国内还处于萌芽阶段，综合导致了公募在当时的话语权不高，但也同样获得了先发优势。2006 年公募在金融板块上的成功配置令投资者开始关注机构，公募基金迎来了历史上最快的发展期，一年内股票和混合型基金份额从 2625 亿份增长至 1.9 万亿，如此多的增量资金通过公募渠道入市，自然会被继续加仓到重配的金融股中。2007 年下半年，“530”印花税上调一度导致市场出现大幅调整，这给了公募基金绝佳的建仓机会，随后指数在金融板块的带动下涨至 6124 点，银行和非银金融一扫颓势，绝对收益率分列第六和第一位。需要注意的是，所有行业在当时的涨幅都明显逊于上半年，这是市场增量资金退潮的表现，而 2007 年底金融板块的相对业绩优势已经明显收窄，若不是申购-增配的正反馈机制导致增量资金的不断流入，金融板块很难有下半年靓丽的业绩表现。

图表17. 股票和混合型基金在 2007 年爆发式增长



资料来源：万得，中银证券

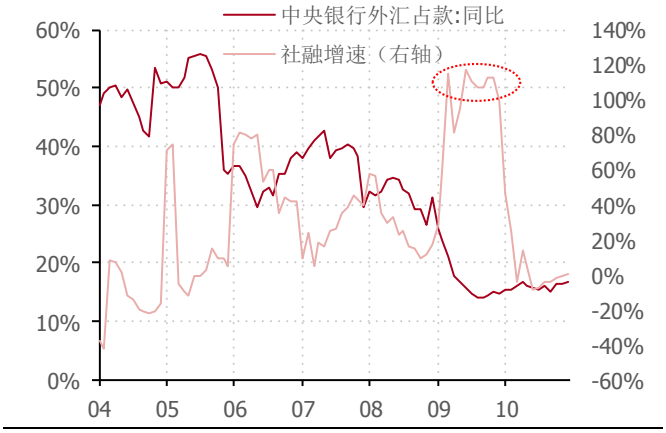
图表18.2007 年下半年金融“王者归来”



资料来源：万得，中银证券

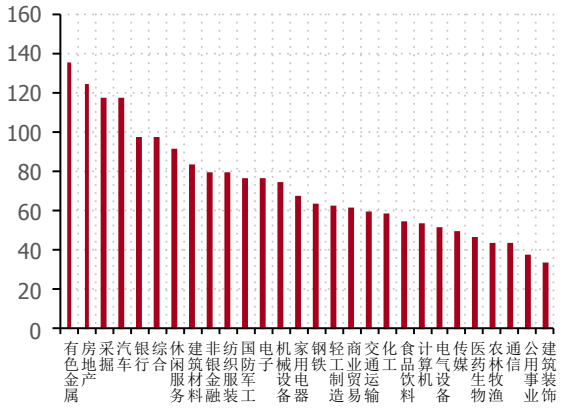
高潮：新一轮辉煌，时代的高光。2008 年金融危机导致金融板块业绩优势进一步衰退，公募开始减仓金融。时年 10 月，四万亿投资计划推出，社融增速当即触底回升，2009 年全年几乎都保持了一倍以上的增长，宽货币、宽信贷的环境是当时仍在重仓金融的公募基金再熟悉不过的，板块的配置比例从 2008 年 2 季度摇摇欲坠的 34%上行至 2009 年 2 季度的 63%。整个上半年，银行和非银的涨幅分列第五位和第八位，二季度的板块相对收益率高达 19%，创下了“黄金时代”新一轮的辉煌，但同样也是最后的高光。

图表19. 2009 年社融增速一直保持在 100%左右



资料来源：万得，中银证券

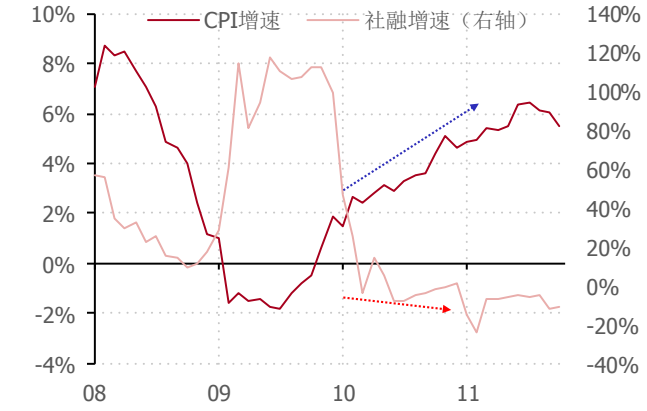
图表20.2009 年上半年银行和非银涨幅分列 5、8 位



资料来源：万得，中银证券

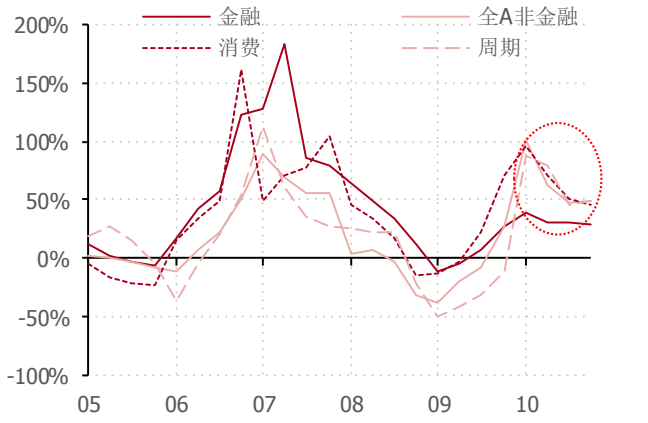
尾声：黄金时代的谢幕。四万亿的投资计划给经济增长带来了立竿见影的效果，但同时上升的还有高速上涨的物价，这给货币政策的进一步宽松带来了很大压力。2010 年 1 月 12 日，央行宣布上调存款准备金率 0.5 个百分点，给当时还在犹豫货币政策是否会转向的市场提供了明确的拐点指引，1 月 18 日，央行召开窗口指导会议，指出中国未来价格上涨压力很大，此后央行多次上调政策利率（央票利率）和存贷款利率，货币端的收紧传导至信贷，2010 年社融增速仅有 1%，金融板块的盈利增速优势彻底丧失，年内不断向下，四季度在主要大类板块中排名垫底。2007 年申购-增配的正反馈机制在较为冷清的市场环境中未再发挥作用，没能再次支撑业绩增速下滑的金融板块继续提升估值，公募基金持续减仓金融，从大幅超配转向低配，年底配置比例落后市场 5.9 个百分点，“黄金时代”正式谢幕。

图表21. 2010 年通胀快速上行，全年社融增速仅有 1%



资料来源：万得，中银证券

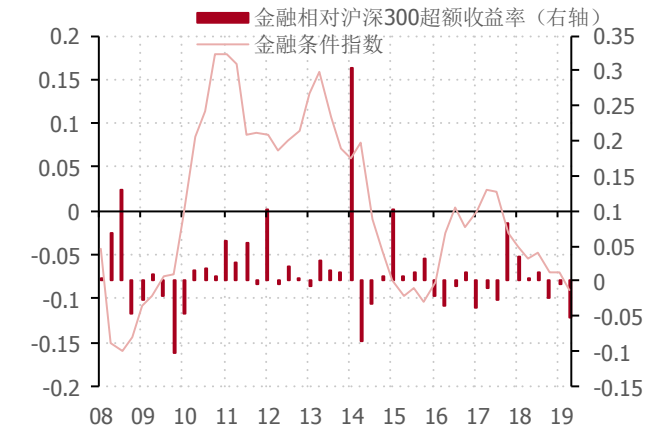
图表22.2010 年金融板块的业绩增速优势完全丧失



资料来源：万得，中银证券

小结：金融条件和金融抱团。回溯长达 5 年的“黄金时代”，可以发现金融板块的抱团始于金融条件宽松，在金融环境有所收紧的 2007 年依靠申购-增配的正反馈机制度过了难关，于 2009 年新一轮宽松中达到高潮，但最终还是止步于 2010 年起的重新收紧。虽然日后“黄金时代”金融抱团的盛景未能再重现，但金融条件放松就增配金融的操作似乎留在了公募基金的记忆中，而每一轮金融周期的宽松阶段，金融板块的市场表现也基本不会令机构失望。“黄金时代”给我们留下了在中期维度上把握金融板块超额收益的方法，直观上可以通过央行的预期引导来判断一轮金融周期下一阶段的走向，客观上则可以通过金融条件指数、社融增速等指标去验证和捕捉。综合统计，在金融宽松周期配置金融的胜率为 72%，季度平均超额收益率为 3.7%。

图表23. 金融周期与金融板块超额收益



资料来源：万得，中银证券

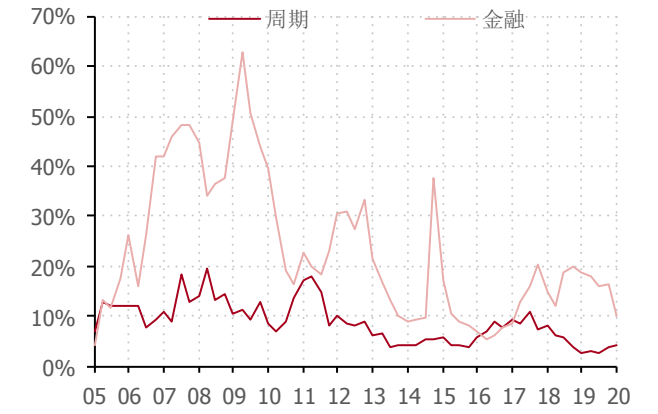
图表24.2010 年金融板块的业绩增速优势完全丧失

时间	金融条件	胜率(%)	季度平均超额收益(%)
2008Q4-2009Q2	宽松	100.0	6.8
2009Q3-2011Q4	收紧	50.0	(1.4)
2012Q1-2013Q1	宽松	60.0	3.4
2013Q2-2014Q1	收紧	25.0	1.2
2014Q2-2016Q3	宽松	80.0	3.7
2016Q4-2018Q2	收紧	85.7	(1.8)
2018Q2-2020Q1	放松	57.1	0.7
金融条件宽松		**72.0%**	**3.7**
金融条件收紧		**57.1%**	**(0.7)**

资料来源：万得，中银证券

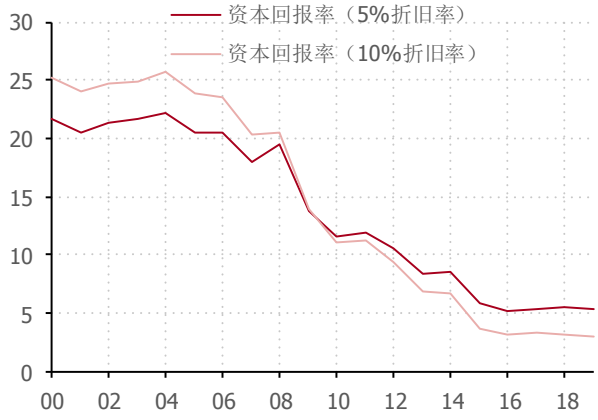
随着时间的推移，金融和周期的传统框架已经越来越不适用。不难发现的是，公募持仓金融板块的峰值在一轮轮的货币宽松周期中逐渐降低，对于周期股的配置除了在供给侧改革期间稍有增长以外，最近十年都可以用“冷淡”来形容。背后的原因主要是以投资拉动型为主导的传统经济模式越来越不能刺激经济有效复苏，2008 年以来国内资本回报率出现显著下滑，宽货币向宽信贷传导的路径也因此受阻，在其中扮演中转站角色的大金融板块盈利效率逐渐降低，而传统周期板块则承受着产能过剩的压力。

图表25. 公募持仓金融的峰值逐渐降低，对于周期较为冷淡



资料来源：万得，中银证券

图表26. 资本回报率是衡量投资效率的指标，2008 年出现断崖式下跌

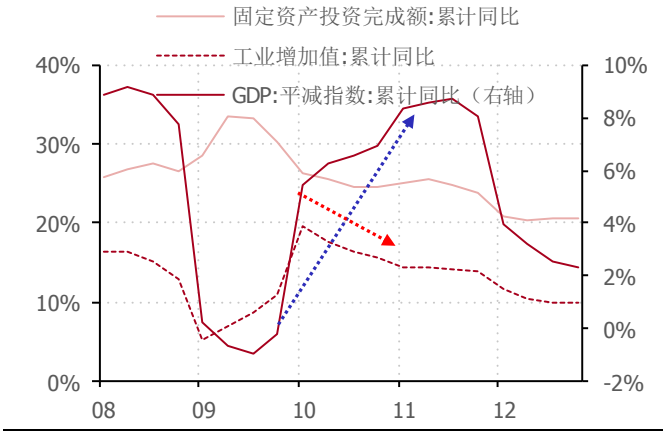


资料来源：万得，中银证券

2.2 煮酒时代

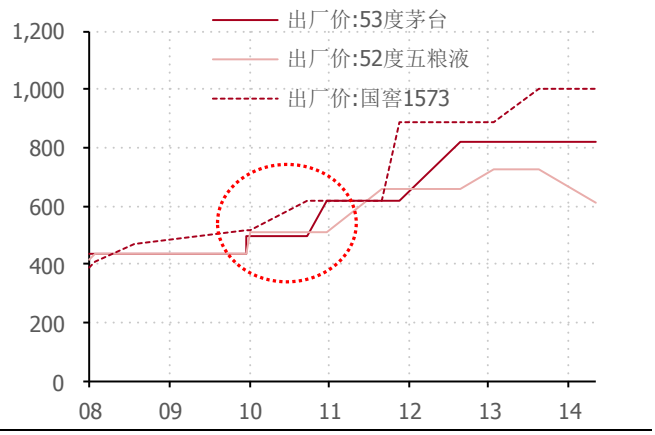
起因：“类滞胀”环境下食品饮料业绩具备比较优势。2009 年下半年，大规模投资计划的兴起令经济出现了快速反弹，大类板块盈利增速也明显回升，但彼时机构仍沉浸在金融抱团的美好惯性中。随着投资热度的消退，经济供需两端增速均放缓，大多数板块的盈利增速在 2010 开始快速下跌，但以食品饮料为代表的消费在期间默默向市场递出了一份漂亮的答卷，继 2009 年底已然展现了 80%以上的高利润增长后，2010 年也维持在 30%以上，超越了银行、计算机和煤炭等代表性行业。四万亿刺激计划对经济的拉动作用是短暂的，而留下的后遗症却是明显的，当经济重新回落时，物价在货币刺激下飞涨，2010-2011 年整体宏观环境呈现出“类滞胀”的特征。滞胀环境下虽然需求萎缩，导致食品饮料的销量增速也出现了明显的回落，但物价飞速上涨缺令白酒等产品的提价路径更为顺畅，2010 年 53 度茅台的出厂价格上涨了 24%，成为拉动食品饮料行业业绩增速维持高增长的主要动力。短短三个季度间，公募基金持仓消费板块的比例就由 2009 年 4 季度的 26.9%一路飙升至 2010 年 3 季度的 47.0%，终于超过金融成为第一大重仓板块。消费板块也不负众望，期间连续获得超额收益，2010 年的整体收益率达到 15%，远超周期板块的 2.54%和金融板块的-25.93%。

图表27. 2010 年宏观经济处于“类滞胀”环境中



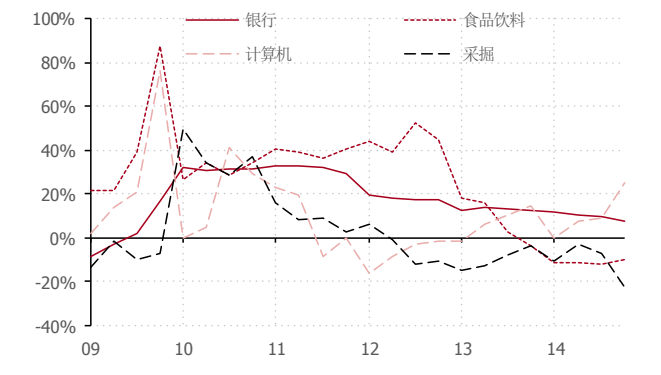
资料来源：万得，中银证券

图表28.物价上行的环境下酒企纷纷提高出厂价



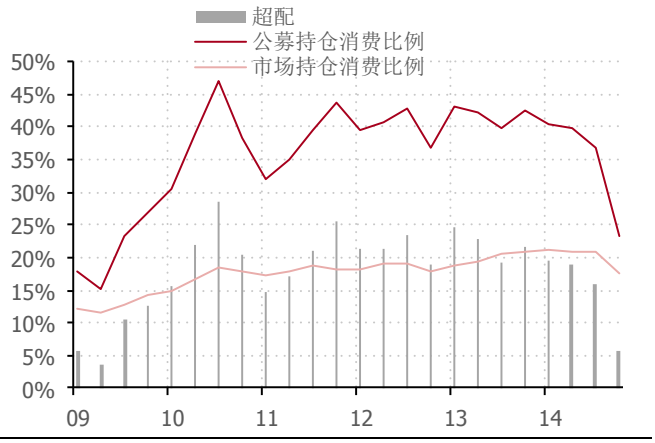
资料来源：万得，中银证券

图表29.食品饮料在 2010 年业绩高增且稳健



资料来源：万得，中银证券

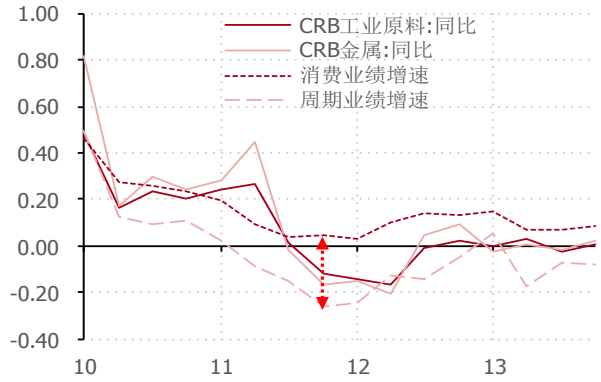
图表30.2010 年三季度，公募对于消费的配置比例达到峰值



资料来源：万得，中银证券

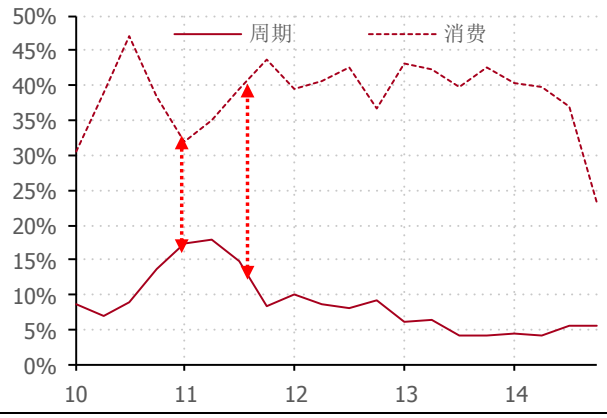
经过：期间的摇摆和更加坚定的抱团。“类滞胀”环境是最适合消费抱团的，但 2010 年 4 季度至 2011 年 2 季度，公募基金自不断加仓消费板块的趋势出现了短暂的回落。这是由于 2010 年 11 月 4 日，美联储宣布了高达 6000 亿美元的 QE2 政策，大宗商品因此重拾升势，部分基金开始转投周期,配置比例从 2010 年 3 季度的 7%跃升至 2011 年 2 季度的 18%。但与国内刺激计划类似的是，随着刺激效应的消退，需求端的疲弱令周期复苏的希望再度落空，2011 年 3 季度全球大宗商品价格涨势明显放缓，周期板块业绩增速从 2010 年的 50%左右下滑至 10%左右，而同期消费依然维持着 20%以上的增长，食品饮料业绩增速不降反升。3 季度公募基金快速减持周期，重新加仓消费，持仓比例终于在年末回到了 43.7%，与之前的高点基本持平。

图表31. 2011 年 3 季度消费对周期的业绩重现优势



资料来源：万得，中银证券

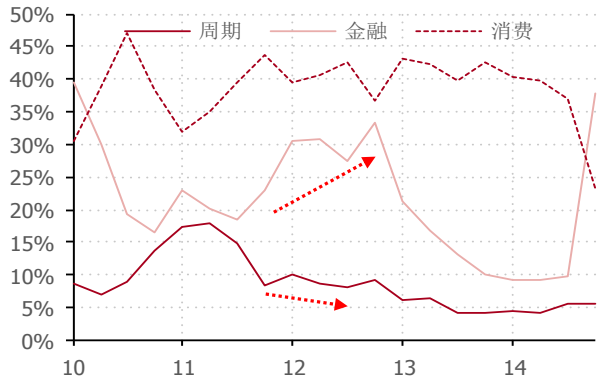
图表32.2011 年 3 季度公募减持周期，重新加仓消费



资料来源：万得，中银证券

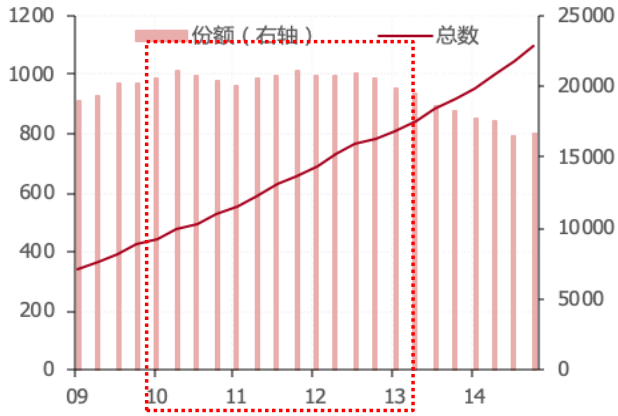
2012 年央行连续 4 次降准降息，金融条件再度宽松，公募基金习惯性增配金融，但有了 09 年的经验后，机构对宽松的刺激效应存疑，而 2012 年供需两端基本走平的经济形势也证明了这种怀疑不是空穴来风，白酒的再度提价进一步拉动了食品饮料的业绩，2012 年 3 季度食品饮料业绩增速高达 53%，因此公募基金在对金融增配的同时也未放弃业绩依然稳健向好的消费，同期周期板块的处境可以用冷遇来形容。由于当时整体市场环境低迷，公募基金的发行并没有出现类似金融抱团时期的爆发，本次的消费抱团缺乏“申购-增配”的正反馈机制，存量市场环境下对于金融的增配导致食品饮料的仓位也未能进一步提高，2012 年维持在 40%左右波动。

图表33. 2012 年政策宽松令公募再度加仓金融，但也未放弃业绩稳定向好的消费，对周期减配



资料来源：万得，中银证券

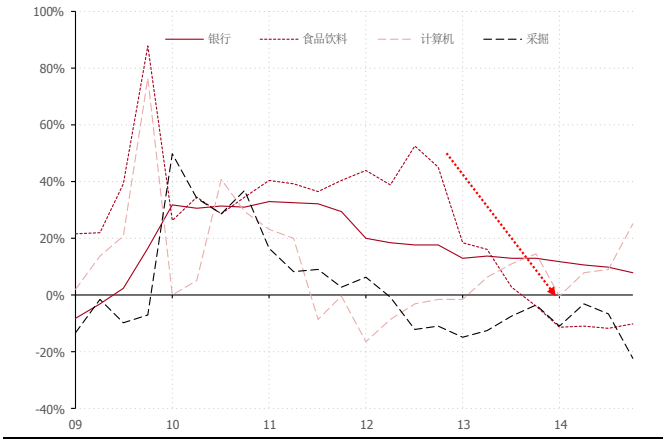
图表34. 偏股型基金份额在消费抱团期间保持稳定，存量市场中消费的配置比例未再进一步上行



资料来源：万得，中银证券

转折：政策冲击与温和减持。2012 年 11 月，正当投资者准备继续抱紧消费股时，白酒“塑化剂”事件爆发，雪上加霜的是，2012 年 12 月 4 日，中共中央政治局召开会议，审议通过了“八项规定”，三公消费受到抑制，白酒行业的需求再次受到冲击。2013 年 1 季度，食品饮料行业的业绩增速从上季度的 42%暴跌至 18%，之后更是一路走低，到年底首次出现负增长，行业间的相对业绩优势快速丧失。但与 2010 年金融丧失业绩优势后立马被机构抛弃的处境不同，2013 年公募对消费的配置比例没有快速下行，这主要是因为缺乏了“申购-增配”的正反馈机制后，消费在股价上涨的同时经由业绩明显消化了估值，市盈率在整个抱团期间都是下降的，因此当 2013 年业绩下滑时，也没有出现剧烈的杀估值过程，公募对于消费的减仓是缓慢的，温和的。

图表35. 食品饮料业绩在 2013 年快速下行



资料来源：万得，中银证券

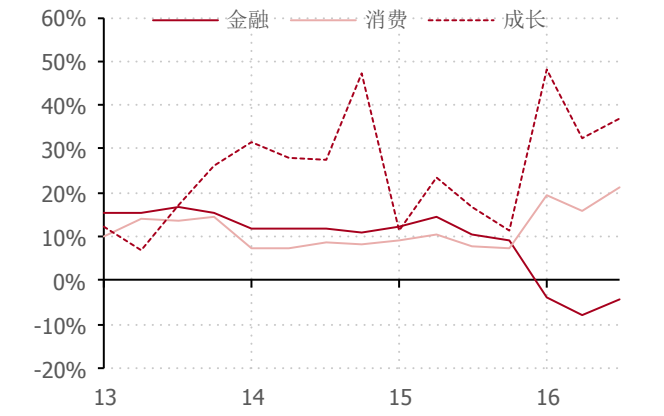
图表36.消费抱团前中期的估值是持续下行的



资料来源：万得，中银证券

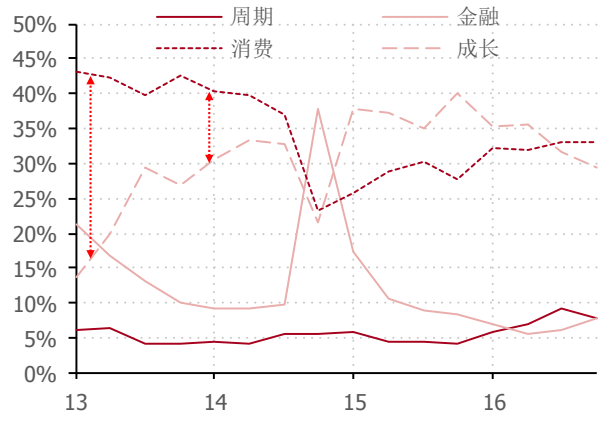
解体：煮酒时代的谢幕与浪潮时代的暗涌。失之东隅而收之桑榆，在食品饮料行业遭受较大的政策压力和业绩压力的同时，2013 年 11 月 4G 牌照发布，中国正式进入 4G 时代，成长板块的业绩增速出现了爆发式的增长，成为压垮骆驼的最后一根稻草。2014 年消费的平均业绩增速为 9%，大幅跑输成长的 31%，消费抱团正式瓦解，公募基金对消费股的配置从年初的 40.5%腰斩至 21.6%，对于成长股的配置则从 2012 年底的不足 10%一路增配至 21.6%，第一次消费抱团彻底解体。

图表37. 2014 年起成长的业绩优势十分明显



资料来源：万得，中银证券

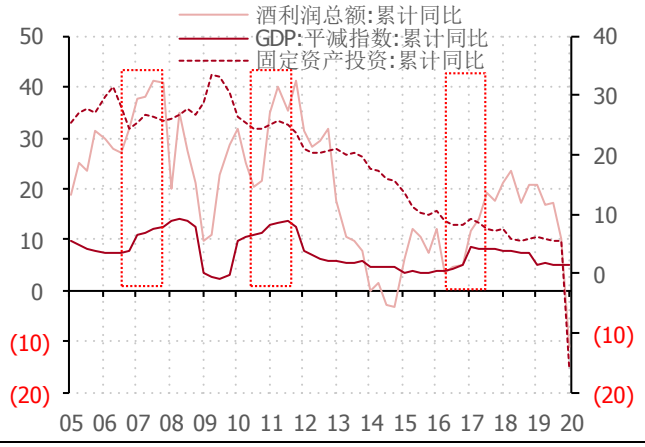
图表38. 公募减持消费增配成长



资料来源：万得，中银证券

小结：宏观环境和消费抱团。回顾长达 4 年的“煮酒时代”，可以发现消费抱团始于滞胀环境，物价上涨疏通了行业提价渠道，带来了业绩平稳或向好的增长，同时抑制了货币的进一步宽松。当物价重回下行，经济由滞胀转为“类通缩”时，消费板块相比于那些承受了周期下行压力的行业而言已经具备了较长时间的业绩比较优势，此时消费抱团已经基本形成了。消费抱团的瓦解则需要新的周期向上的力量，这种力量在 2014 年表现为科技周期上行带来的成长股业绩比较优势。7 年以后，当宏观环境再次体现出从“类滞胀”向“类通缩”切换的特征时，消费的美好时代再度卷土重来。

图表39. “类滞胀”环境对于酒等消费行业较为友好

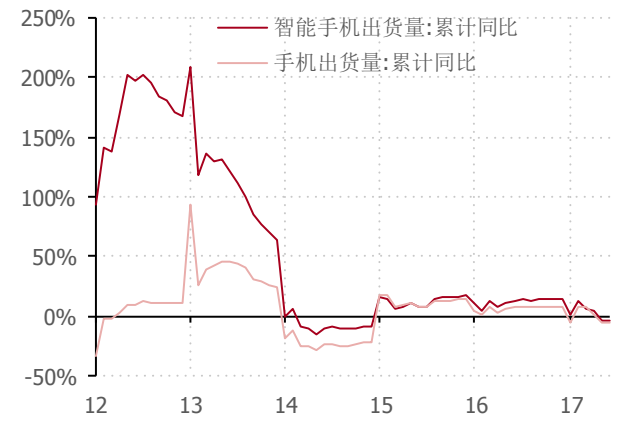


资料来源：万得，中银证券

2.3 浪潮时代

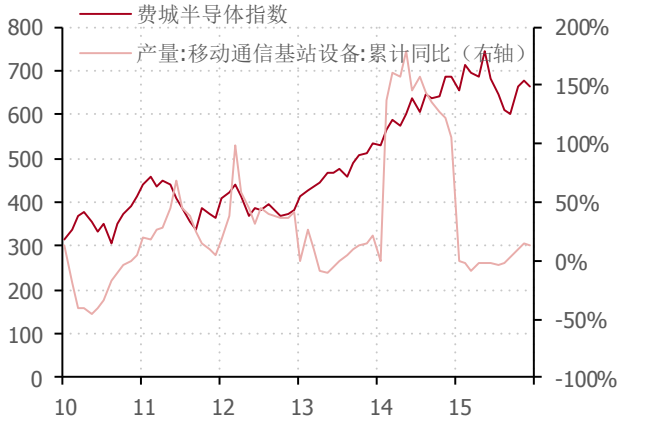
起因：科技周期开启，高速增长的绝对业绩优势吸引公募基金增持成长。成长行业的高速发展从 2012 年已有迹可循，彼时 3G 网络已在中国普及，通信速度的提升促进了应用端的创新，最终令智能手机销量在 2012 年下半年爆发。智能手机渗透率的提升一方面带动了手机零部件相关的消费电子和半导体行业业绩飞涨，另一方面也刺激了互联网和移动互联网的硬件建设。2013 年 11 月 4G 牌照发布后，移动通信基站出货量迎来了高峰，中国进入 4G 时代，科技周期的开启也使得成长板块的业绩增速从 2013 年下半年便遥遥领先。连续 3 个季度相对其它板块的平均超额收益率超过 10%，公募基金开始增配成长股，配置比例在一年内增加了 13.4%。

图表40. 2012 年智能手机销量爆发



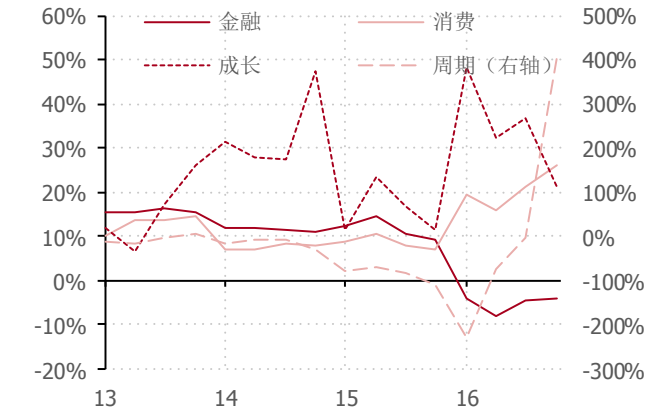
资料来源：万得，中银证券

图表41.2013 年半导体指数加速上行，新一轮科技周期开启



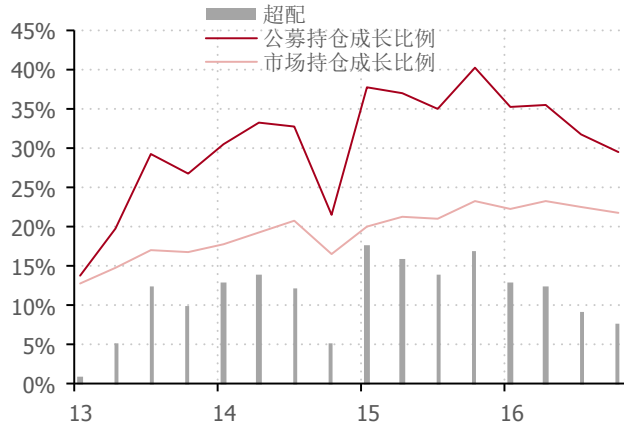
资料来源：万得，中银证券

图表42. 2013 下半年成长股业绩增速遥遥领先



资料来源：万得，中银证券

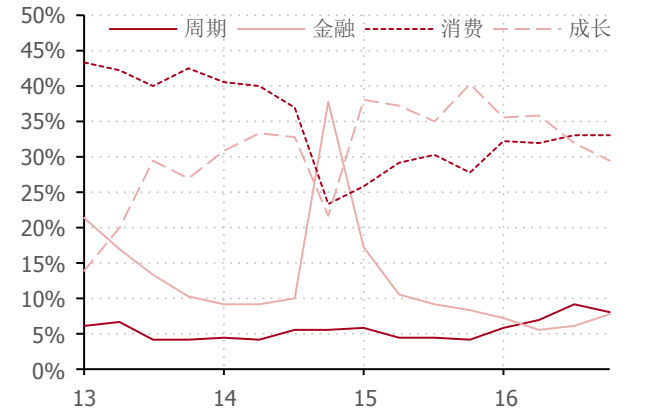
图表43.2013 年公募加仓成长



资料来源：万得，中银证券

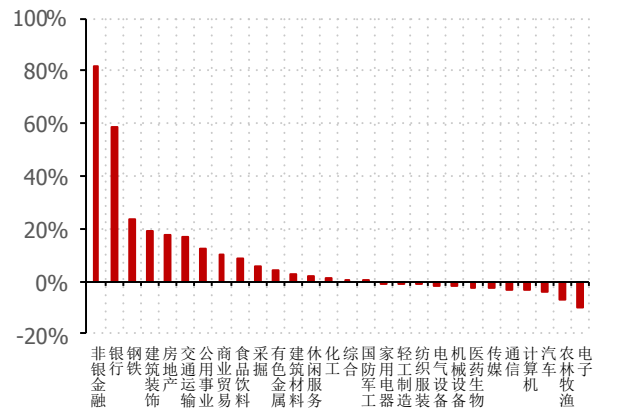
经过：货币宽松导致抱团松动。2014 年前 3 季度，成长板块一路高歌猛进，国防军工和计算机分别以 66.90%和 57.06%的绝对收益领跑全场，第 4 季度，成长板块更是以 47%的业绩增速遥遥领先，形势一片大好。然而此时公募基金却减少了对成长股的配置比例，这是由于央行在 2014 年 3 季度实行了较为宽松的货币政策，采用 PSL、MLF 投放基础货币，并在 2014 年 10 月进行降息。尽管事后来看当时金融板块的业绩增速并没有非常大的弹性，但熟悉的宽松环境使得公募基金对金融板块的配置比例在一个季度内提升了 27.9%。2014 年第 4 季度，非银金融和银行分别上涨了 81.89%和 58.86%，荣登榜首。

图表44. 2014 年 4 季金融配置比例陡增



资料来源：万得，中银证券

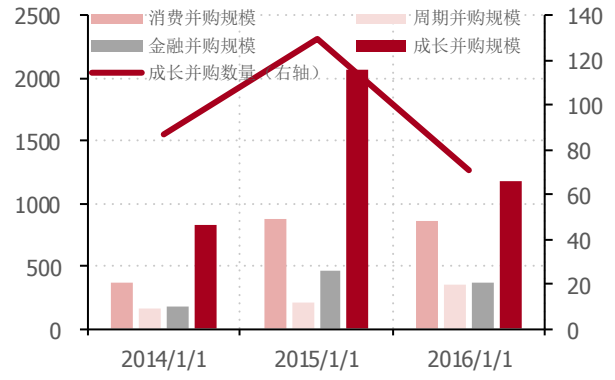
图表45.2014 年 4 季度非银金融和银行的涨幅分列一二名



资料来源：万得，中银证券

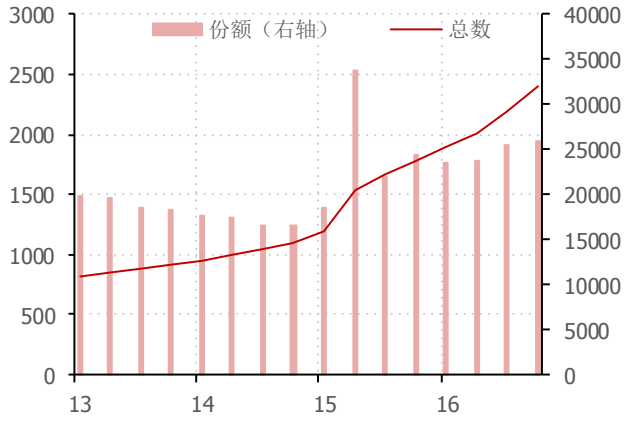
高潮：外延并购增厚成长股利润，“申购-增配”正反馈机制再次发挥效果。2014 年下半年宽松的货币政策带给金融板块业绩增速优势的同时，也降低了企业融资的门槛。5 月，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，之后逐步对上市公司并购进行松绑。此外，随着 4G 网络的加速建设，国家提出了“互联网+工业 4.0”的计划，对 TMT 产业给予了大量的资金支持。宽松的政策与融资条件使得成长板公司有动力通过外延并购增厚业绩，抵御宏观经济下行带来的冲击。2015 年上市公司并购迎来井喷，全年并购重组交易 2669 单，交易总金额约 2.2 万亿元，A 股市场重大资产重组共计 656 项，比 2014 年增长近 4 倍，而交易金额超过 100 亿元的有 24 起。2015 年初，成长板块依靠外延并购令业绩增速再度以绝对优势领先金融和消费，被公募基金以 38%的配置比例重仓持有。随着市场热度的升高，“申购-增配”的正反馈机制再次生效，股票和混合型基金份额在 2015 年第 2 季度暴增至 3.3 万亿份，相比 1 年前增加了几乎 1 倍。然而，2015 成长股业绩增速中有 60%来自外延并购的贡献，对外延并购的高度依赖为成长板块的稳定发展埋下了巨大的隐患。

图表46. 2015 年成长股迎来外延并购的井喷



资料来源：万得，中银证券

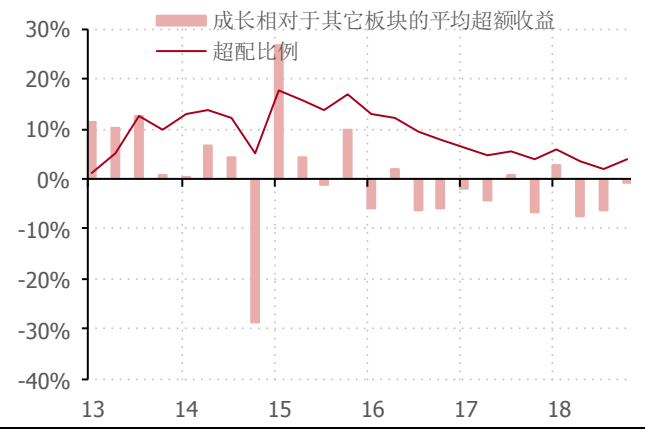
图表47. 2015 年股票和混合型基金份额迎来爆发



资料来源：万得，中银证券

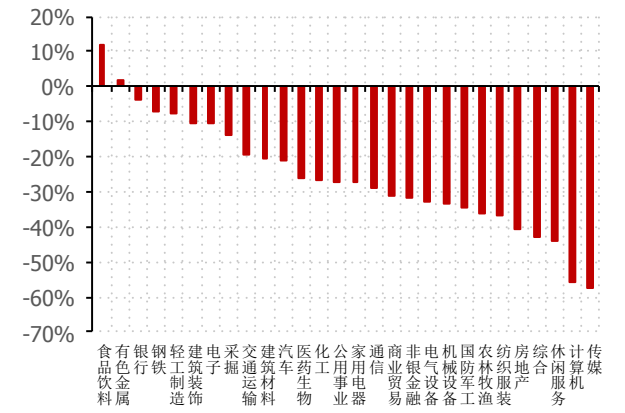
尾声：政策和货币环境收紧，成长抱团解体。2016 年年中，证监会并购重组的监管基调开始从放松监管、强化信息披露转回实质性审核，审核尺度趋于严格，并推出一系列政策抑制题材炒作与市场套利驱动的并购交易，引导市场回归理性。与此同时，长达两年的货币宽松周期走向拐点，金融去杠杆来势汹汹，十年期国债利率开始上行，融资环境收紧，外延并购促增长的策略失效，成长板块业绩增速开始下行，公募逐渐减配成长。2016-2018 年，传媒和计算机行业跌幅连续两年位列行业前三，累计跌幅分别为 57.17%和 55.95%，成长板块在 12 个季度里有 10 个季度相对其它板块的超额收益率为负，公募对于成长板块的配置比例也从 40%下降到 20%左右。

图表48. 2016-2018 年成长持续跑输，公募逐渐减仓



资料来源：万得，中银证券

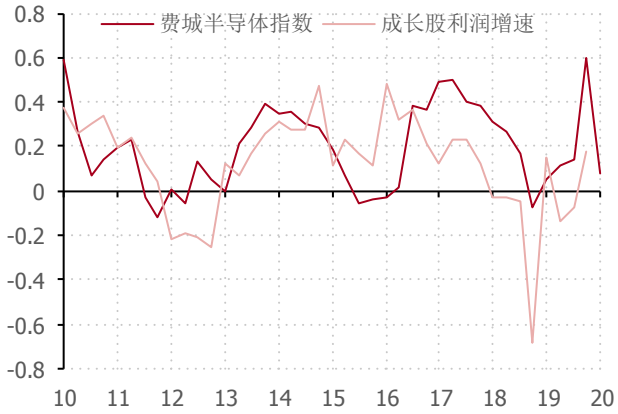
图表49. 2016-2018 传媒和计算机的累计跌幅幅分列一二名



资料来源：万得，中银证券

小结：科技周期与成长抱团。时至今日，市场对 2015 年那一轮轰轰烈烈的成长抱团多贴上了“泡沫”和“疯狂”的标签，诚然，如果没有货币宽松、市场政策宽松，就不会有外延并购和 2015 年成长相对于其它巨大的业绩比较优势。但在此之前，我们不应该忽视 2013 年起通信、传媒等行业受产业周期带动的内生增长加速，宏观经济向下的周期中，科技周期的上行实实在在地带动了成长股的业绩在 2013 年取得了相对优势，而板块超额收益和公募仓位向成长的倾斜也在 2013 年就表现地十分明显了，这也说明，成长股即使在面对消费时，也可以通过业绩来取得市场资金的青睐。

图表50. 科技周期与成长股业绩高度相关

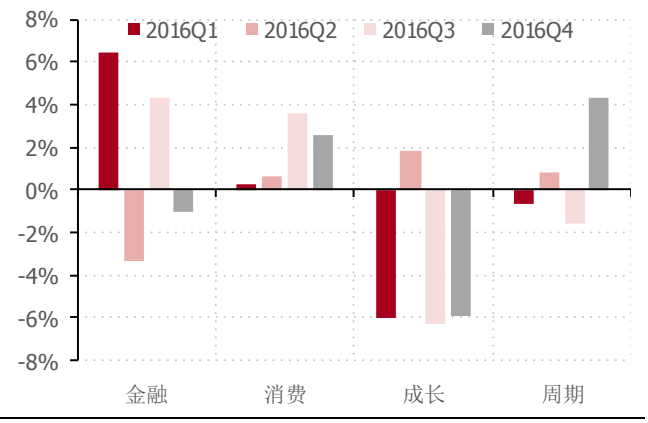


资料来源：万得，中银证券

3 年年岁岁花相似

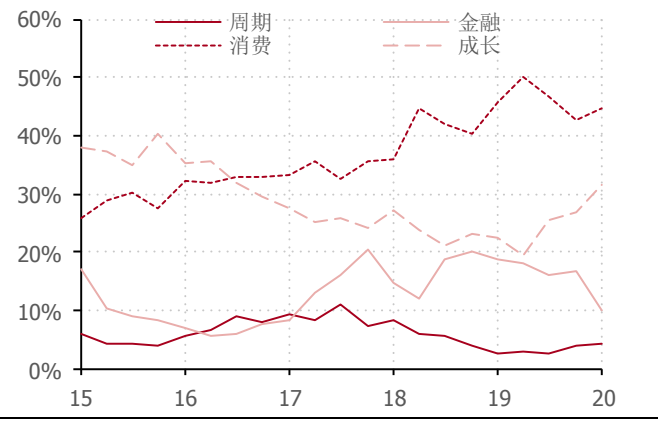
本轮消费抱团：消费升级的外表与涨价的内里。2016 年公募对于板块的配置倾向处于观望阶段，除了继续减仓要“还债”的成长股以外（消化外延并购带来的资产减值和商誉减值损失），对消费、金融和周期的配置比例都有所增加。2016 年各板块之间除了成长明显弱势以外，其它板块也的确都没有明显的超额收益优势。2016 年底开始，最具业绩比较优势的板块出现了，周期行业连续 5 个季度业绩增速都出现了 3-4 倍以上的增长，然而无论是从市场表现还是配置倾向上看，公募对于周期板块依然十分冷淡，因为逐月公布的固定资产投资数据依然在趋势性下行，供给侧改革对于周期板块的业绩提振作用能持续多久是一个巨大的问号。笔者当年路演被问及最多的问题是“这波周期能不能跟”，说明很多机构当时并没有去追赶这一波周期行情，心里虽然躁动，但手上捂得还是很严实。“巧合”的是，与 2010 年相似的滞胀环境正是在供给侧改革的推动下萌发了，茅台在经过 5 年的沉寂后再度提价，食品饮料的业绩增速也从 2016 年底的 8%大幅上行至 31%，消费板块的业绩增速稳定在 15%左右，相对业绩优势开始明显起来。彼时市场给这一轮提价冠以“消费升级”的响亮名头，本质上还是物价上行疏通了提价路径，而经济从复苏走向下行则创造了消费板块的业绩比较优势。

图表51. 2016 年除了成长较为弱势外，其余行业的超额收益优势都不突出



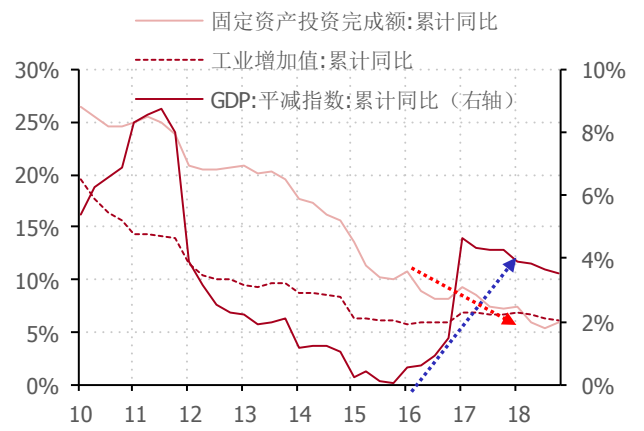
资料来源：万得，中银证券

图表52.2016 年底周期股的业绩优势非常明显，但公募对周期的配置可以用“冷淡”来形容



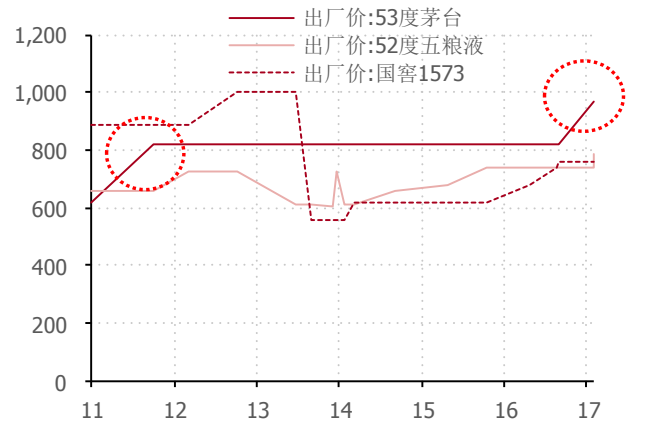
资料来源：万得，中银证券

图表53. 虽然直观上感受不明显，但 2017 年的确是一个与 2010 年相似的“类滞胀”环境



资料来源：万得，中银证券

图表54. 时隔 5 年，茅台再度提价，其它酒企或早或晚在 2017 年都有提高出厂价

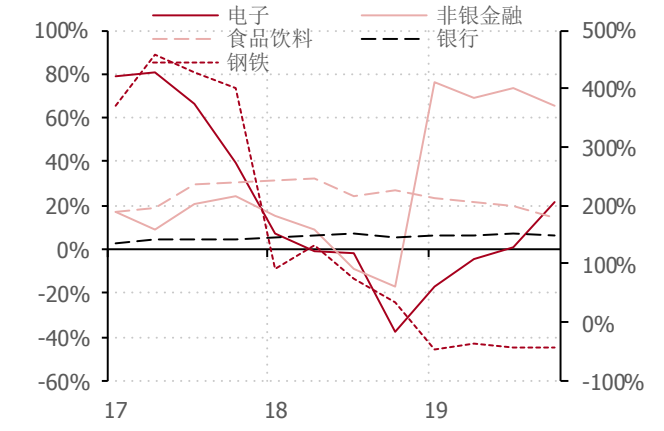


资料来源：万得，中银证券

经过：“类通缩”环境下的业绩稳定优势。2018 年受中美贸易摩擦的影响，出口出现了大幅下滑，2019 年经济增长继续下滑，供给侧改革力度减弱，CPI 增速虽然在年内一直走高并且于 2020 年 1 月来到 5.4%的极值水平，但如果看 GDP 平减指数的表现不难发现，整个经济体的物价增长速度是比较缓慢的。如果我们在 2019 年的物价中剔除周期性上行的猪价，呈现在我们面前的就是一副“类通缩”的图景，与 2012-213 年较为类似。需求下滑导致 2018 年 3 季度起酒企纷纷停止接受年内订单，转而消化社会库存，食品饮料的业绩增速有所下滑但还是比较稳健，公募持仓消费的比例从年中的 45%下降至 40%。2019 年初，天量社融虽然带动了金融板块业绩跳升，并且超过了消费的整体增速，但逐月的经济数据依然表明内外需并没有起色，周期仍在下行中，公募没有再贸然加仓周期和金融，反而紧抱业绩虽有回落但依然相对稳健的食品饮料、家电和医药等消费股。

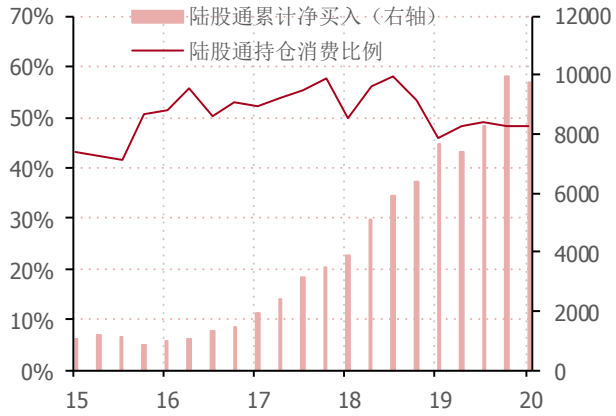
发展：外资增持与消费股估值溢价。与 2012 年消费抱团不同的是，2018-2019 年偏股型基金的份额基本稳定在 2.5 万亿左右，申购-增配的正反馈也未发生，但公募对消费的配置比例却一路上行，2019 年 2 季度达到 50%的历史最高水平，外资持续净流入给消费板块带来的估值溢价在其中起到重要作用。2018 至 2019 年底，北上资金累计增持 A 股 6100 亿元，如果按照其 2019 年底 50%配置于消费的比例来计算，北上资金两年内对消费板块的净买入高达 3050 亿元，这个数字甚至略高于最宽泛条件下计算的期间公募增持消费规模。北上资金对消费的不断增持对“申购-增配”的正反馈机制有一定的替代效应，消费股估值在 2019 年整体业绩个位数增长的情况下上行了接近 40%，而板块涨幅超过 60%；食品饮料 2019 年涨幅 60%左右，行业利润增速 15%，大致匡算下估值上行贡献了 40%以上，估值溢价十分显著。

图表55. 2017-2019 年食品饮料相比与其它行业而言，并没有感受到特别明显的周期下行压力



资料来源：万得，中银证券

图表56. 2018 至 2019 年北上资金增持 A 股约 6100 亿元，其中增持消费超过 3000 亿元，与公募增持规模相当



资料来源：万得，中银证券

图表57. 2019 年中证消费和食品饮料指数收益率在 60%左右，其中估值贡献了 40%+

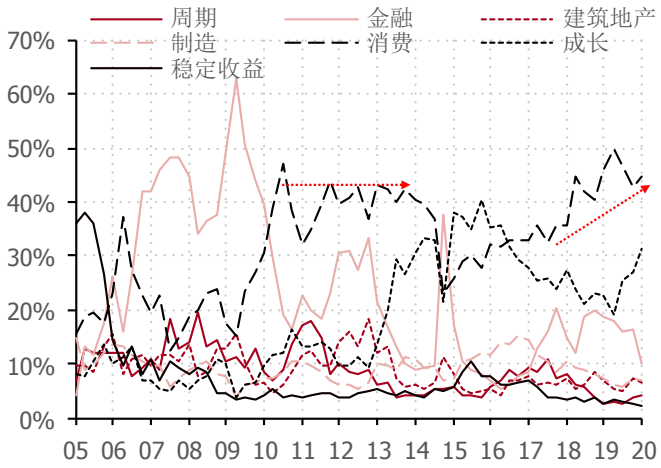


资料来源：万得，中银证券

4 岁岁年年人可同？

本轮消费抱团的机制与“煮酒时代”十分类似，但更加坚决和彻底。本轮消费抱团兴起于 2017 年“类滞胀”环境下，裹着“消费升级”外衣的涨价时期，形成于 2018 至 2019 年宏观经济增长向下、物价水平回落的“类通缩”环境，期间外资扮演了“申购-增配”正反馈机制的角色，促成了板块的估值溢价、相对收益和机构资金的抱团。两次消费抱团能够提炼出的相同点是：物价上行疏通了涨价渠道，带动以食品饮料为代表的消费板块业绩增长，同时在限制货币进一步宽松的过程中扮演了或轻或重的角色；这使得其它板块要进一步承受宏观经济下行的压力，消费的业绩比较优势由此产生；待到货币政策重回宽松时，消费抱团基本已经形成了。不同之处在于，经历了一轮又一轮的宽松刺激后，市场投资者对于宽货币、信贷对经济的提振作用越来越没有信心，预期中的“衰退”也越来越难以被扭转，加上外资持续增持带来了消费股估值溢价和“价值投资”的科普效应，本轮消费抱团没有明显的期间摇摆，比上一轮显得更加坚决和彻底，2020 年 1 季度，公募对于消费的持仓比例仍然高达 45%，而 2019 年中，这个数字已经突破了上一轮的最高点来到 50%。

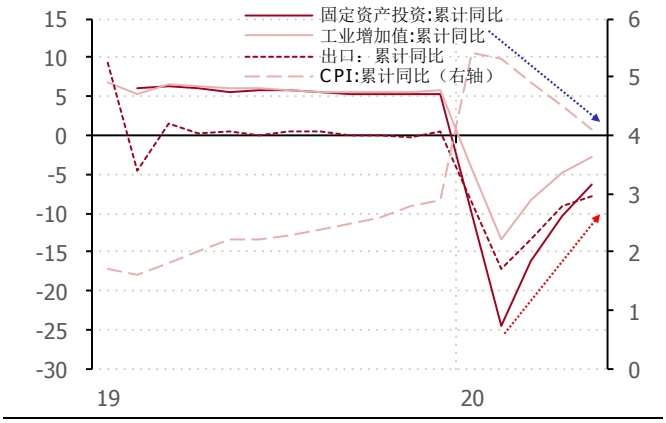
图表58. 与“煮酒时代”的期间摇摆相比，本轮消费抱团更加坚决、彻底



资料来源：万得，中银证券

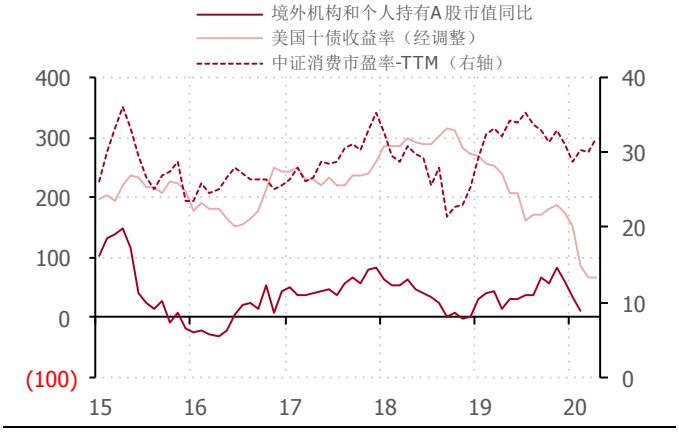
本轮消费抱团会瓦解吗？首先，从宏观环境上判断，今年以来随着猪价的同比放缓，通胀水平也逐月下降，央行一季度货币政策执行报告对年内消费品通胀给出了中枢 2.5%的判断，叠加一季度经济砸坑之后会逐季恢复的趋势，不难看出今年整体的宏观环境处于一个复苏的态势。逻辑上经济复苏对于消费板块的抱团是十分不利的，因为周期和金融板块的业绩会随着周期向上的力量崛起，失去通胀这一推升消费业绩的支柱后，消费板块的业绩比较优势会逐渐丧失。但我们观察今年 4 月，也就是国内外疫情明显缓解后的市场表现可以发现，资金对于周期和金融板块是比较冷淡的，市场的配置逻辑反映了对经济复苏斜率不乐观的预期。实话实说，后续经济复苏会否存在斜率上的预期差是一个十分棘手的问题，我们当然可以借鉴 2012、2016 和 2019 年例子来说明天量社融越来越无法刺激经济有效反弹了，也可以拿出年内挖掘机销量增速创历史新高来举证经济复苏指日可待，但对经济增长斜率的判断一直以来都是一个难以准确辨明的问题，本文也不尝试对此做更多判断。好在经济的趋势往往是明确的，而在复苏趋势中，我们至少知道消费股的业绩确定性溢价会逐渐丧失。其次，外资不会因为消费估值高企而减仓，但海外的流动性环境对于外资的流入节奏影响显著。从 2015 年沪港通开通以来，外资流入 A 股的速度与消费板块的估值走势几乎是一致的，这说明外资并不会因为消费股的估值高企而减仓，否则我们应该看到外资流入速度相对于消费的估值呈现出一定的负相关性，而实际上两者几乎是完全同步的。真正影响外资流入节奏的是海外流动性环境，以美债十年期国债收益率作为衡量指标，可以发现两者有着较为显著的负相关性。外资这种看似不论消费股多贵都一直购买的现象背后，是 A 股消费公司能够持续提供稳定的收益。如果以 1/PE 来衡量消费板块的预期收益率，这个数值自 2015 年起就一直高于外资的资金成本（美债收益率），这也意味着外资在 A 股消费板块的配置是有持续收益的。向后看，全球流动性宽松的背景下，外资在下半年预计会继续流入 A 股，消费股由外资推动的估值溢价有望进一步提升。总的来说，消费抱团在下半年会受到业绩确定性溢价的冲击，但外资对于消费股的估值溢价会继续形成支撑，操作上讲，相对收益投资者目前时点继续增持的赔率不高，绝对收益投资者手里的仓位也不必着急调换，但同样也不建议继续增持了。

图表59.一季度疫情背景下经济砸坑后，全年将呈现一副“复苏”的图景



资料来源：万得，中银证券

图表60. 外资流入 A 股的节奏与资金成本负相关，并不会因为消费估值高企而选择抛弃



资料来源：万得，中银证券

图表61. 2015 年以来，外资的资金成本（十年期美债收益率）是持续低于消费板块的预期收益率的



资料来源：万得，中银证券

图表62. 消费股的估值已十分接近 15 年牛市和 17 年“类滞胀”环境下的估值顶点



资料来源：万得，中银证券

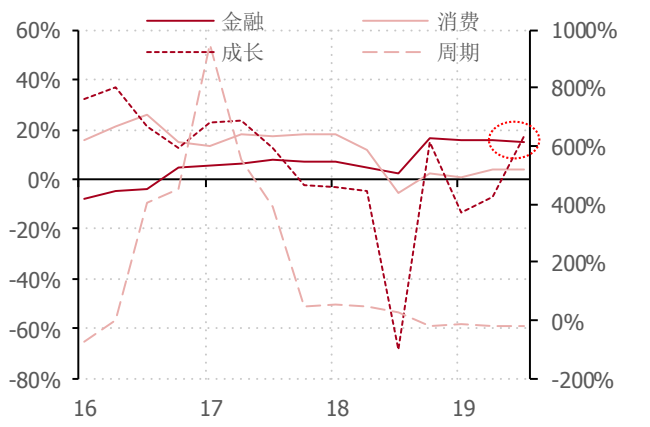
新一轮科技周期的兴起会带来成长抱团吗？观察公募持仓可以发现，早在 2019 年 3 季度起，公募基金对于成长板块的增持就已经开始了，支撑因素主要有两点，第一是 2018 年底计提的商誉减值和资产减值令成长股甩掉了三年的业绩包袱，成长股得以轻装上阵；第二是新一轮科技周期已然启动，以消费电子为代表的成长股在 2019 年的业绩已经有所释放，到 2019 年底，成长板块的业绩增速已经在大类板块中排名第一了。无需避讳的是，2019 年成长板块的股价涨幅里面也有明显的估值溢价，一方面是计算机、通信等行业的业绩增速还是负增长的；另一方面，简单匡算下，中证 TMT 板块的涨幅与业绩匹配程度也有接近 40%的差距。因此我们一直强调，中报对于成长股是极为关键的，因为抛开了疫情的业绩坑之后，这是本轮成长股在拔估值之后第一次严格的业绩验证。与我们无法给出经济增长和通胀在未来的准确点位一样，本文也无法给出传媒、通信、电子等成长股在中报及年内的准确业绩数值。这是因为成长股的业绩是非线性的，尤其是在新一轮科技周期中，我们很难提前预知新的技术会带来什么样新的产品和应用场景，以及这些“新东西”会在何时对上市公司的业绩产生爆炸性的拉动作用，而正因如此，我们更需要自上而下的判断方法。费城半导体指数和国内通信基站建设增速在摆脱疫情后的持续上行证明了本轮科技周期未被疫情破坏，智能手机和新能源汽车的产销恢复速度较快，景气度持续向上。借鉴“浪潮时代”的经验，2013 年至 2014 年成长股顺应了向上的周期力量，业绩比较优势不断显现并获得了机构的青睐，因此在本轮科技周期景气度依然向上的过程中，逐步增持成长股是一个不错的选择。

图表63.疫情并未破坏本轮科技周期向上的景气度



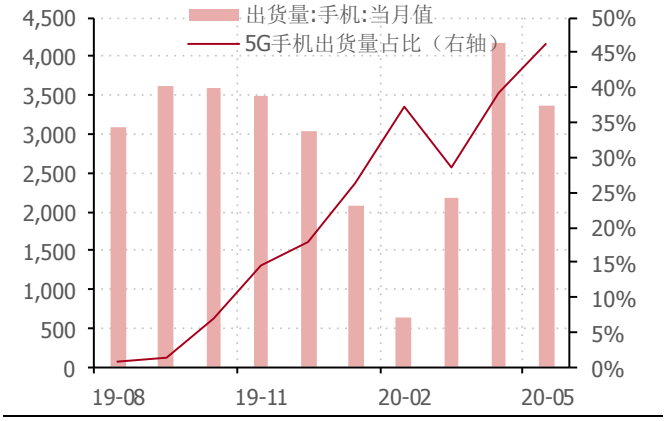
资料来源：万得，中银证券

图表64.成长股的业绩已经悄然走高，中报尤为关键



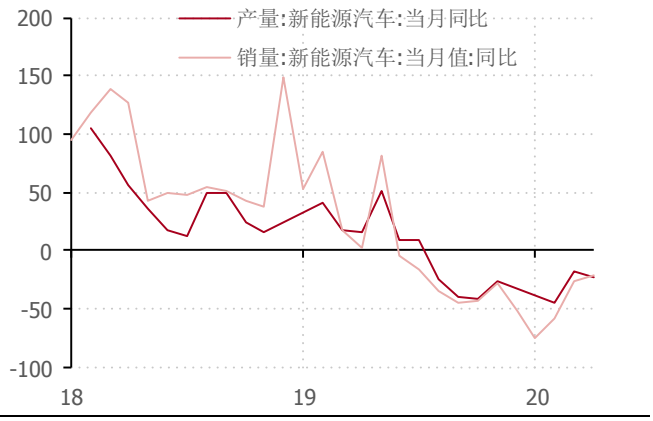
资料来源：万得，中银证券

图表65. 5G 手机已成为在售机型的主力产品



资料来源：万得，中银证券

图表66. 新能源汽车的产销也逐步走出疫情影响



资料来源：万得，中银证券

关注金融和周期板块的“配置信号”。下半年影响金融、周期等低估值板块入场时机的关键因素是国内外经济复苏能否超预期。为了解决这个问题，让我们做以下两种情景假设：第一，国内外经济复苏顺风顺水，二次疫情爆发和中美关系反复都不会对内外需形成扰动，此时消费股，尤其是必需消费的业绩确定性溢价将受到金融、周期板块盈利弹性的冲击，增配金融、周期是较好的选择，类似于 2011 和 2012 年。第二，不确定性因素爆发，国内外经济复苏一波三折，周期和金融则会持续低迷，类似于 2018 年以来板块间分化的延续。因此，在目前国内外经济复苏趋势向好，但不确定性仍在的情况下，对于周期和金融的配置不宜太早，一些能够明显吹响低估值板块进攻号角的信号包括：投资端基建、地产增速超预期回暖，出口超预期增长和货币政策再度边际宽松；而相反的，如果观察到海外经济重启计划因为二次疫情爆发而放缓，或者中美关系进一步恶化，货币政策边际上进一步收紧等事件信号，对于金融、周期板块的配置则不应轻举妄动。

风险提示

宏观经济下行速度超预期，海外风险事件超预期

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