

A 股市场月报

蓝筹搭台成长唱戏 坚守科技主线

盈利回暖叠加改革预期提振，市场上行动能累积，坚守科技主线。

- **6 月市场回顾：风险资产延续强势，新兴市场后来居上。** 6 月大类资产表现上依旧延续大宗>权益>国债>美元的结构，原油、权益为代表的风险资产延续强势，债券、美元为代表的避险资产走弱。海外需求修复，国内宽信用推进，经济预期回暖成为主导近期大类资产表现的主要逻辑，而疫情的二次反复以及货币政策预期的变化成为市场波动的主要因素。伴随着国内各项改革政策的有序推进与落地，本月 A 股为代表的新兴市场权益资产涨幅显著强于发达市场。在宽信用及资本市场改革政策的催化下，市场预期回暖，估值贡献显著提升。相对合理的估值水平以及相对有力的政策使得国内市场回调幅度相对较低，表现出较高韧性。6 月 A 股市场成长优势延续，大市值成长龙头强势回归，传统周期为代表的低估值风格未见起色。
- **7 月 A 股市场预判：改革预期提振风险偏好，低估值板块修复带来指数阶段性上行。** 内外需接力，盈利预期有望修复，改革预期提振，市场风险偏好中枢上行，低估值板块修复带动下指数有望迎来阶段性上行。1）盈利方面，内需修复，外需接力，企业盈利预期有望自低点修复。2）流动性方面，总量流动性维持相对合理，关注解禁带来资金面阶段性冲击。3）风险偏好方面，改革预期提振，风险偏好中枢有望迎来上行。
- **7 月市场配置建议：坚守成长主线，关注低估值板块交易机会。** 国内基本面修复趋势向好，市场估值相对合理，改革政策稳步推进，盈利预期回暖，市场下行风险可控。下半年市场将逐步由上半年估值提振的行情转化为盈利因子主导下的弱复苏行情。而当前，无论是相较海外主要市场还是创业板，上证指数为代表的大盘蓝筹类指数估值水平处于相对低估的状态，预计随着下半年资本市场改革政策的推进，市场风险偏好回暖，低估值板块有望迎来阶段性估值修复机会。配置上，依然建议坚守成长主线，同时关注低估值板块的交易型机会。首先，疫情并未对本轮科技周期造成较大破坏，以消费电子、新能源汽车、半导体和 5G 应用为代表的科技股景气度依然向上。同时，海外及国内产业政策的相继出台也有利于行业需求的快速复苏。另外资本市场改革能够支持或吸引更多优质的科技公司登陆、回归 A 股，科技龙头仍处于盈利上行初期，中美贸易或产生阶段性波动但难改周期上行趋势，下半年成长主线回归方向不变。同时，关注政策利好刺激下低估值板块的交易性机会。今年以来市场体现出明显的结构性行情，大金融和传统周期板块当前估值多数处于历史 20%分位左右，处于明显低估水平，虽然当前市场对于年内经济复苏幅度尚存疑虑，但随着市场风险偏好的回暖，这类低估值板块有望跟随市场上行迎来交易性机会。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

相关研究报告

《A 股市场月报——也无风雨也无晴》20200505
《A 股市场季度策略——敬慎待时，中坚坚守》20200406

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

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

6 月市场回顾：风险资产强势延续，A 股市场表现亮眼.....5

7 月市场展望：改革预期提振，上行动力累积.....8

风险提示.....11

图表目录

图表 1. 大类资产表现.....5
图表 2. 主要指数表现.....6
图表 3. 上证综指月度收益贡献.....6
图表 4. 月度行业表现.....6
图表 5. A 股收益矩阵.....7
图表 6. A 股市场月度预判.....8
图表 7. 投资、消费的复苏进程加快.....9
图表 8. 当前全 A 盈利预测已经下修.....9
图表 9. 7 月将迎来年内解禁小高峰.....9
图表 10. 5 月末以来流动性宽松节奏放缓.....9
图表 11. 主要指数估值水平（2009 年起）.....10
图表 12. 市场风险偏好水平.....10

观点回顾

——20200524《预期落地，抱团延续》：两会政策落地，海外风险尚存，市场延续弱势调整。政策预期落地，调结构重于强刺激，中美摩擦及海外需求或带来风险偏好波动，分母端逻辑削弱，市场弱势震荡，抱团延续。

——20200531《风险尚存，博弈延续》：展望 6 月，流动性压力增加，风险偏好面临冲击，存量博弈格局短期难以打破。内需修复趋势决定市场下行风险可控，流动性压力边际增加以及中美摩擦使得市场风险偏好承压，6 月市场存量博弈格局延续。

——20200607《美元流动性过剩与结构行情延续》：中期弱美元将会延续，全球经济复苏进行中，权益资产水往高处走。后疫情时代关注“美元荒”到“资产荒”的演变，汇率稳定，盈利修复趋势下，大类资产权益配置优于债市，水往高处走，A 股市场结构行情延续。

6 月市场回顾：风险资产强势延续，A 股市场表现亮眼

风险资产延续强势，新兴市场后来居上。6 月大类资产表现上依旧延续大宗>权益>国债>美元的结构，原油、权益为代表的风险资产延续强势，债券、美元为代表的避险资产走弱。海外需求修复，国内宽信用推进，经济预期回暖成为主导近期大类资产表现的主要逻辑，而疫情的二次反复以及货币政策预期的变化成为市场波动的主要因素。6 月以来，欧美主要经济体各项需求指标均出现显著回暖：复工进程推动下，6 月美国非农就业人数超预期快速回升，制造业 PMI 指数重回荣枯线以上， 消费信心指数等先导指标也连续 3 个月回升。美国为代表的海外主要经济体进入了疫情冲击后的需求修复阶段。OPEC 减产协议延续，供需错配使得油价延续反弹趋势。与此同时货币政策进一步宽松的节奏开始放缓：6 月联储及欧央行维持基准利率不变，而联储资产负债表连续 3 周缩表，一定程度显示出前期流动性超预期宽松节奏难以为继。6 月中旬，美国疫情出现反复，部分地区宣布暂停经济重启，也使得美股为代表的海外风险资产出现回调。相较之下，伴随着国内各项改革政策的有序推进与落地，本月 A 股为代表的新兴市场权益资产涨幅显著强于发达市场。

图表 1. 大类资产表现

		2020.1	2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6
商品	南华工业品指数	(2.31)	(8.40)	(8.58)	3.55	7.38	2.30
	南华农产品指数	(2.49)	(5.32)	1.20	0.06	0.77	(0.17)
	南华商品指数	(2.93)	(7.62)	(6.32)	3.21	6.08	1.38
	南华能化指数	(3.18)	(9.53)	(14.73)	(0.56)	6.95	1.71
	NYMEX 原油	(15.65)	(12.34)	(51.75)	9.45	60.55	12.74
	伦敦金现	4.73	(0.19)	2.54	6.86	2.64	2.96
债	中债-企业债	0.32	0.99	(0.26)	0.15	(0.46)	(0.83)
	中债指数	0.81	1.52	0.90	1.54	(1.51)	(0.84)
外汇	美元指数	0.95	0.79	1.30	0.05	(0.76)	(0.89)
股	沪深 300	(2.26)	(1.59)	(5.84)	6.14	(1.16)	7.68
	标普 500	(0.16)	(8.41)	(13.97)	12.68	4.53	1.84
	MSCI 发达市场(除美国)	(1.98)	(9.06)	(15.43)	6.79	3.97	3.23
	MSCI 新兴市场	(4.69)	(5.35)	(16.21)	9.00	0.59	6.96

资料来源：万得，中银证券

强势反弹，创业板带领 A 股市场加速上行。6 月 A 股市场加速上行，基本面延续复苏态势，在宽信用及资本市场改革政策的催化下，市场预期回暖，估值贡献显著提升。6 月国内各项基本面数据延续此前的复苏趋势，虽然幅度有放缓趋势，但央行创设支持实体的信用工具，国常会重提降准，使得市场对于年内宽信用预期增强。虽然海外疫情反复引发全球风险偏好下行，相对合理的估值水平以及相对有力的政策使得国内市场回调幅度相对较低，表现出较高韧性。

6 月市场将前期创业板强势的结构性行情进一步演绎。本月 A 股市场各主要指数纷纷上行，相比前期，本月中小创相对收益表现更为明显，相较上证综指，6 月创业板指超额收益达到 12.21%，中小板指超额收益达到 9.94%，为 2020 年以来最高。科技股及医药股贡献突出。

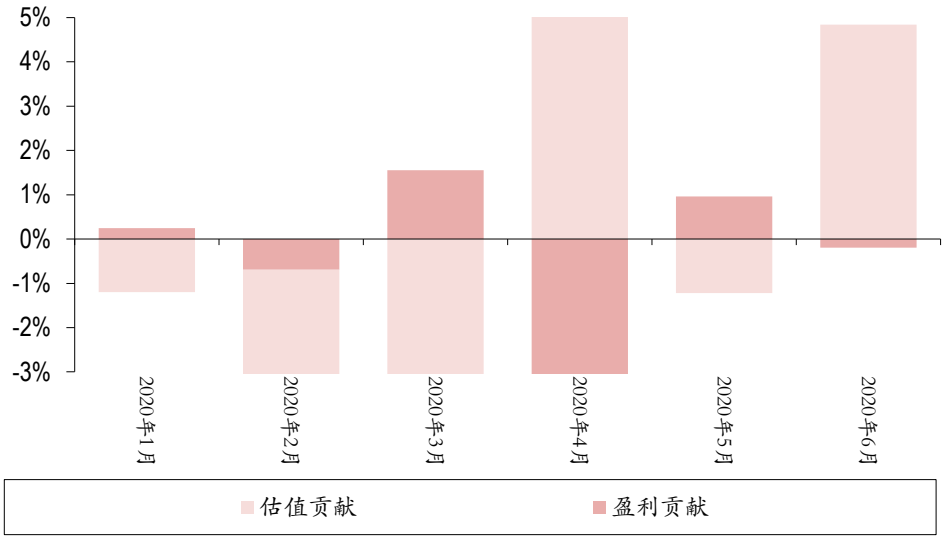
行业表现方面，休闲服务延续前期强势，海南自贸区政策催化使得相关板块成为市场关注焦点。电子、传媒为代表的 TMT 板块异军突起，海外经济重启，全球需求修复，产业周期上行的科技板块重回市场关注焦点，行业数据回暖，创业板注册制改革落地，中美贸易未出现超预期波折，也进一步提升了市场对于成长股的配置动力。相较之下，低估值顺周期板块 6 月相对收益普遍较弱。

图表 2. 主要指数表现

	单位:%	2020.1	2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6
000001.SH	上证综指	(2.41)	(3.23)	(4.51)	3.99	(0.27)	4.64
399001.SZ	深证成指	2.41	2.80	(9.28)	7.62	0.23	11.60
399005.SZ	中小板指	6.15	3.07	(10.37)	8.97	(1.30)	14.58
399006.SZ	创业板指	7.21	7.46	(9.64)	10.55	0.83	16.85
000016.SH	上证 50	(4.27)	(3.80)	(4.67)	6.42	(1.93)	4.82
000300.SH	沪深 300	(2.26)	(1.59)	(6.44)	6.14	(1.16)	7.68
000905.sh	中证 500	2.09	1.37	(7.52)	6.20	0.98	8.47
000906.SH	中证 800	(1.23)	(0.87)	(6.71)	6.16	(0.63)	7.87

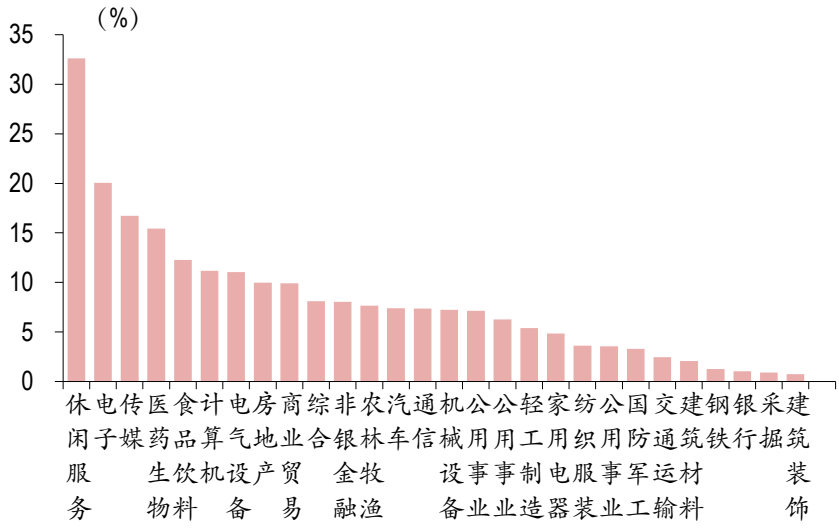
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上证综指月度收益贡献



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 月度行业表现



资料来源：万得，中银证券

成长优势延续，龙头强势回归。6 月市场成长优势延续，大市值成长龙头强势回归。6 月市场风格表现重新回归到开年以来的主线行情之中，产业周期上行，行业景气度提升的成长龙头估值得到进一步提升。前期弱势格局中盈利稳定性高的价值板块相对收益较弱。经济复苏幅度存疑，传统周期为代表的低估值风格未见起色。

图表 5. A 股收益矩阵

	2020 年以来收益矩阵图			5 月收益矩阵图			6 月收益矩阵图		
	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值
价值	0.13	(0.59)	(6.19)	(0.58)	(1.17)	(1.40)	0.15	3.32	0.57
GARP	33.35	16.30	4.23	3.59	0.60	(2.30)	9.54	8.16	6.45
成长	41.41	47.69	51.82	2.94	1.56	(1.16)	12.33	14.50	21.57

资料来源：万得，中银证券

7 月市场展望：改革预期提振，上行动力累积

7 月 A 股市场预判：改革预期提振风险偏好，低估值板块修复带来指数阶段性上行。内外需接力，盈利预期有望修复，改革预期提振，市场风险偏好中枢上行，低估值板块修复带动下指数有望迎来阶段性上行。1）盈利方面，内需修复，外需接力，企业盈利预期有望自低点修复。2）流动性方面，总量流动性维持相对合理，关注解禁带来资金面阶段性冲击。3）风险偏好方面，改革预期提振，风险偏好中枢有望迎来上行。

图表 6. A 股市场月度预判

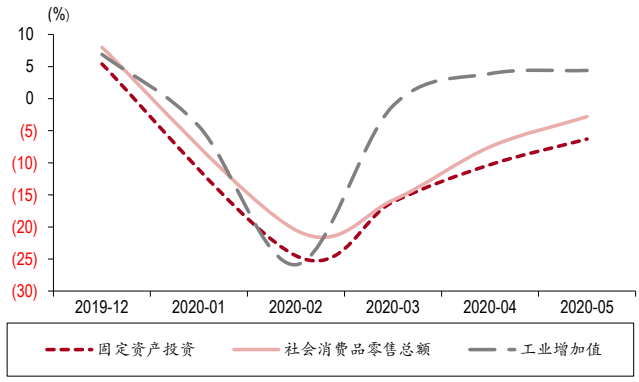
			2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7
基本面	盈利		1.5	3.0	2.5	3.5	3.5
		经济增长	1	3	2	4	4
		通胀	2	3	3	3	3
	流动性		3.3	3.3	3.5	3.0	3.0
		利率	4	4	4	3	4
		内资配置需求	4	2	4	3	3
		北上资金	2	4	3	3	3
		股票供给	3	3	3	3	2
信息面			3.4	3.6	3.6	3.6	3.7
	中美贸易		3	3	3	3	3
	海外市场		2.3	2.7	2.7	2.7	2.7
		主要经济体增长预期	1	1	1	2	3
		流动性环境	4	4	4	4	3
		地缘政治	2	3	3	2	2
	国内政策		4.0	4.0	4.0	4.0	4.3
		货币政策	4	4	4	4	4
		财政政策	4	4	4	4	4
		产业政策	4	4	4	4	5
A 股			3.0	3.4	3.3	3.4	3.5

资料来源：万得，中银证券（分数范围：1-5（分数越高对权益市场影响越积极，3 为无明显影响））

7 月盈利预判：内需修复，外需接力，企业盈利预期有望自低点修复。国内来看，基建投资、可选消费有望接棒，内需修复趋势延续。从 5 月的经济数据我们可以看到，相比前期生产大幅改善而需求相对滞后的经济结构，5 月起投资及消费端均呈现明显加速修复的趋势。固定资产投资增速累计同比降幅大幅收窄 4 个百分点，而其中基建投资更是大幅回升了 5.5 个百分点，同时地产销售回暖带动下，汽车、家电等后周期行业需求得到明显改善。往后看，万亿特别国债有望于近期发行完毕，其中大部分将投向基建项目，特别国债及专项债的发行有望改善基建项目的资金情况，类比 2012 年宏观政策调结构导向及发力节奏，预计下半年起，基建投资有望进入加速上行阶段。海外来看，海外方面，伴随着复工复产进程的推进，当前海外需求正处于疫情冲击后的爬坑修复阶段。虽然海外疫情尚存在反复风险，但再次大规模停滞的概率较低。从当前主要先导指标来看，海外需求复苏趋势相对确定，有望紧随内需相继回暖。

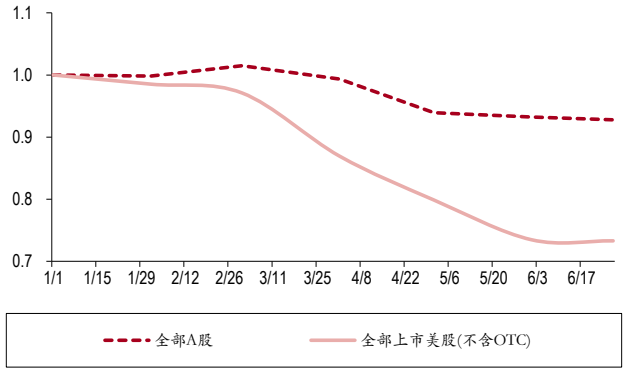
当前 A 股盈利预期已经下修充分，未来有望触底回升。截至当前全部 A 股 2020 年 EPS 一致预期相比年初已经下调 7.2%至 0.79，当前市场已经对于业绩减计有所计价。下半年基本面企稳趋势确定，企业盈利有望自上半年低点修复。随着财报期临近，中报业绩将成为重要检验窗口，当前 A 股盈利预期很可能成为全年低点。

图表 7. 投资、消费的复苏进程加快



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 当前全 A 盈利预测已经下修

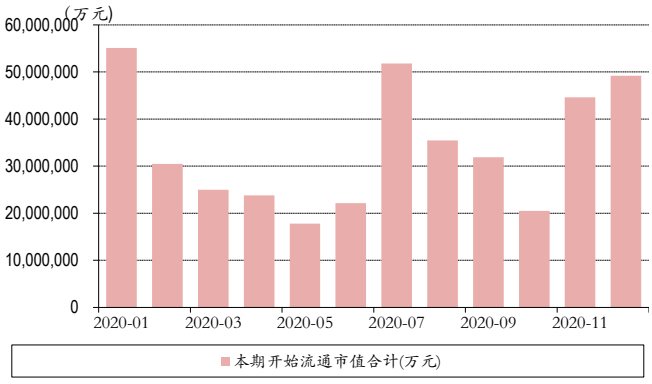


资料来源：万得，中银证券

7 月流动性预判：流动性拐点尚未来临，关注解禁带来的资金面冲击。预计 7 月货币政策将依旧维持合理充裕的状态，市场宏观流动性总体优于 6 月，降准预期仍存，宽信用直达实体。国常会及陆家嘴论坛对于未来货币政策的表态进一步明确了“托而不举”的宏观调控思路，即：短期流动性宽松延续以保证实体需求企稳，中长期期宽松政策将会有序退出。5 月末以来，总量货币政策已经出现明显的边际变化：从资金价格上，市场长短端利率水平均出现了不同程度的抬升，从公开市场操作情况来看，MLF 净投放数量也开始出现明显边际放缓的趋势。而相比之下，再贷款、再贴现利率为代表的直达实体的政策工具的增加也体现出宽信用将成为未来一段时间货币政策的主要目标。尽管 6 月市场资金压力较大，但市场预期的降准或政策利率调整并未如期而至，也显示出央行对于当前总量流动性相对谨慎的态度。展望 7 月，宏观流动性将会延续合理充裕的状态，进一步宽松幅度受限，但在实体经济得到实质性好转前，货币政策难有大幅转向，未来实体融资成本的下行将成为关注焦点。

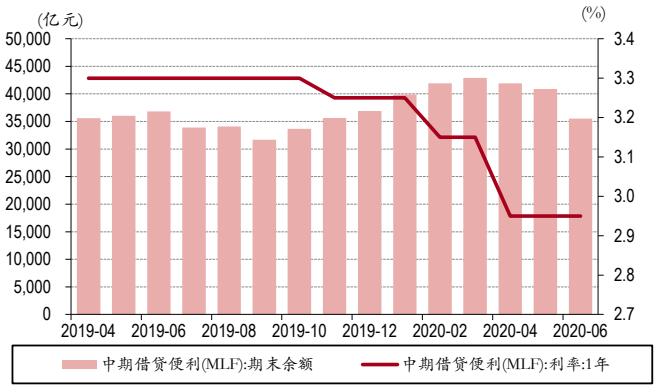
市场资金层面，6 月市场资金的季节性压力并未对 A 股市场造成较大冲击，外资大幅流入冲减了宏观层面资金压力。展望 7 月，A 股将迎来年内解禁小高峰，单月解禁金额达到 5179 亿元，仅次于 1 月份 5510 亿元，为年内小高点，7 月下旬将以迎来科创板解禁潮，需要关注解禁带来的资金面冲击。同时，后疫情时期，资产荒背景下，关注海外资金对于 A 股的增量配置需求。

图表 9. 7 月将迎来年内解禁小高峰



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 5 月末以来流动性宽松节奏放缓



资料来源：万得，中银证券

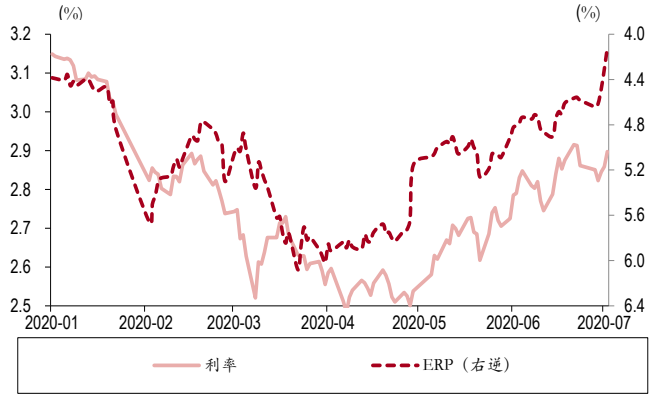
7 月风险偏好预判：下行风险有限，改革预期提振风险偏好中枢。6 月中美关系并未如预期中出现较大波折，而面对海外市场波动，A 股表现出了较强韧性。这一方面来源于 3 月末以来的风险资产反弹，A 股市场涨幅明显落后海外主要经济体，以上证综指为例，A 股资产当前估值处于 2009 年以来 53%分位，估值相对合理。国内疫情管控有力，经济弱复苏趋势确定，市场下行风险相对可控。同时国内市场改革进程加速则成为下半年提振市场风险偏好的重要支撑。我们认为，当前市场的政策环境与 2014 年前后有着一定的相似性：宏观调控方面，经济增速面临中枢下行，但强调结构调整重于总量扩张，改革诉求不断增强。产业政策方面，2014 年创业板再融资机制的改革以及投资限制的降低都成为彼时创业板盈利预期回暖的支撑，当前来看，创业板注册制改革推进以及券商行业高质量发展的政策导向与 14 年的产业政策方向如出一辙。随着科技产业周期的上行，政策助力下，科技龙头的业绩仍处于强势上行阶段。但这并不意味着市场将会进入类似 14-15 年的杠杆牛市，主要原因在于当前货币政策的基调与彼时有较大不同，因此，资本市场的改革与产业政策的倾斜将会成为下半年提振市场风险偏好的重要因素，但由于总量流动性难以出现大幅宽松，市场仍将处于盈利预期引导下的风险偏好中枢上移过程之中。

图表 11.主要指数估值水平（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位	53.30%	79.70%	89.00%
当前值	14.25	30.97	67.71
中位数	13.95	22.52	50.75
均值+标准差	20.02	34.94	67.55
均值-标准差	9.99	14.51	36.31
	标普500	纳斯达克	道琼斯工业
当前分位	99.30%	91.80%	93.20%
当前值	26.31	42.05	22.72
中位数	19.30	31.21	16.38
均值+标准差	23.02	39.78	20.57
均值-标准差	15.90	24.65	13.98

资料来源：万得，中银证券

图表 12. 市场风险偏好水平



资料来源：万得，中银证券

7 月市场配置建议：坚守成长主线，关注低估值板块交易机会。国内基本面修复趋势向好，市场估值相对合理，改革政策稳步推进，盈利预期回暖，市场下行风险可控。下半年市场将逐步由上半年估值提振的行情转化为盈利因子主导下的弱复苏行情。而当前，无论是相较海外主要市场还是创业板，上证指数为代表的大盘蓝筹类指数估值水平处于相对低估的状态，预计随着下半年资本市场改革政策的推进，市场风险偏好回暖，低估值板块有望迎来阶段性估值修复机会。配置上，依然建议坚守成长主线，同时关注低估值板块的交易型机会。首先，疫情并未对本轮科技周期造成较大破坏，以消费电子、新能源汽车、半导体和 5G 应用为代表的科技股景气度依然向上。同时，海外及国内产业政策的相继出台也有利于行业需求的快速复苏。另外资本市场改革能够支持或吸引更多优质的科技公司登陆、回归 A 股，科技龙头仍处于盈利上行初期，中美贸易或产生阶段性波动但难改周期上行趋势，下半年成长主线回归方向不变。同时，关注政策利好刺激下低估值板块的交易性机会。今年以来市场体现出明显的结构性行情，大金融和传统周期板块当前估值多数处于历史 20%分为左右，处于明显低估水平，虽然当前市场对于年内经济复苏幅度尚存疑虑，但随着市场风险偏好的回暖，这类低估值板块有望跟随市场上行迎来交易性机会。

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