

助力“中枢”抬升

策略点评报告

本轮“推动落后产能有序退出”是新一轮供给侧改革吗？

- 本轮关于部分落后产能退出工作的信号，在 7 月 1 日中央财经委员会会议之前已出现多种迹象。一是部分产品价格 6 月已出现企稳迹象，二是部分部门、行业协会、龙头公司通过自律倡议等形式进行初步约束尝试。
- 但相关行业股价表现较为平淡，直至 7 月 1 日中央财经委召开第六次会议，会议强调，“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。”
- 我们认为，这正式标志对于部分落后产能的退出安排，由行业自律层面上调至最高层级。
- 这种政策层面释放的信号值得高度关注，但从对相关行业的展望来看，我们认为本轮行业切换或更多呈现“行情脉冲性”以及细分行业或将“显著分化”两个特点。
- **需求侧尚不明确，行情或成“脉冲性”。**对比 2016 年供给侧改革，供给侧发力的同时，“棚改货币化”较大幅度的同步提振了需求侧，这也是 2016 年相关行业涨幅较大的原因之一。但本轮“落后产能有序退出”，即使后期在退出执行力度上取得较好效果，但需求端与 2016 年相比，还存在较大不确定性。短期而言，中央财经委会议定调后，各个行业协会及部门相关倡议和执行文件都或将陆续出台，这也意味着相关细分方向都将蕴含一定“催化”条件。因此我们认为相关行情或更多呈现“脉冲性”。但不可否认的是，伴随着相关工作持续深化和扎实推进，相关行业股价的底部中枢抬升趋势也或逐步呈现。
- **细分行业或将显著分化。**本轮市场高度关注的细分行业主要指所谓“老行业”和“新行业”，老行业指 2016 年供给侧改革主要发力的行业，如钢铁、煤炭、水泥等。新行业又称“新三样”主要指新能源汽车、锂电池、光伏行业。本轮细分行业的筛选仍需聚焦在“需求侧”。
- 建议重点关注部分需求在外（外需）的新行业，其意味着相同供给侧调整力度假设下的更高盈利弹性。
- 老行业重点关注“动力煤”，该行业持续盈利能力意味着供给收缩背景下的产业话语权及“退出”阻力更小。
- 更重要的是相关行业的企稳，不仅对宏观经济结构调整及价格因素的改善有显著助力，更有助于 A 股在行业层面实现“权重搭台，科技成长唱戏”的经典结构，从整体上有助于 A 股实现“中枢”抬升。
- **风险提示：**1) 推动落后产能有序退出工作不及预期。2) 宏观经济波动超预期。3) 关税摩擦超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
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：徐亚
(8621)20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

本篇文章重点讨论两个问题：1) 上一轮供给侧改革期间行业轮动的特点。2) 本轮“推动落后产能有序退出”会是新一轮供给侧改革吗？

1) 上一轮供给侧改革期间行业轮动的特点

我们在 2024 年 4 月发布的《行业配置月报 24 年 4 月：供给侧行业轮动框架》详细回溯了上一轮供给侧改革期间，“大跨度”行业轮动的特点。

2008 年金融危机后，国家于 2008 年底推出“四万亿”计划，并带来了钢铁、煤炭、水泥等行业产量大幅提升，2012 年经济增速开始回落，新增产能由于在建工程转固时滞，仍不断落地，同时为了应对经济降速，逆周期政策也不断推出，使得历史上第二轮产能过剩在 2012 年初见端倪。

值得注意的是，第二轮完整的产能出清过程中，杠铃策略同样存在，相关产能过剩的上游资源行业在第二轮中成为“杠”的部分，而两端的“铃片”，同样由当期的“供给刚性”行业和“科技”行业所组成。

2012 年-2016 年初，产能过剩区间，并行的主线科技行业中，受益行业主要为“互联网+”相关的 TMT、消费者服务（出境游概念）等一级行业。出海分支主要由建筑为代表的“一带一路”方向所贡献。

2012 年-2016 年初，区间非科技的上涨行业，构成了“铃片”的另一侧，这其中又分为两类，一类是需求侧为主导的，主要是受益于当期地产逆周期政策而录得正收益的房地产、轻工制造、家电等行业。另一类供给侧刚性为主导的行业主要为医药、农林牧渔等行业。2012 年前，医药行业受累于药品降价政策，股价承压，2012 年-2013 年，医药行业多个重要政策如《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》等发布，需求端大幅提升下的供给刚性显现，医药行业特别是医疗服务方向开启牛市。农林牧渔行业主要受益于 2015 年 4 月后逐步趋严的环保政策所推动的供给出清。此外，受益于 2010-2014 年高油价背景，油服行业在这一阶段同样处于供给刚性阶段，直至 2014 年 10 月国际油价异常暴跌，上游石油公司大幅缩减 CAPEX 带来的行业需求断崖下坠，供给刚性方才消失。

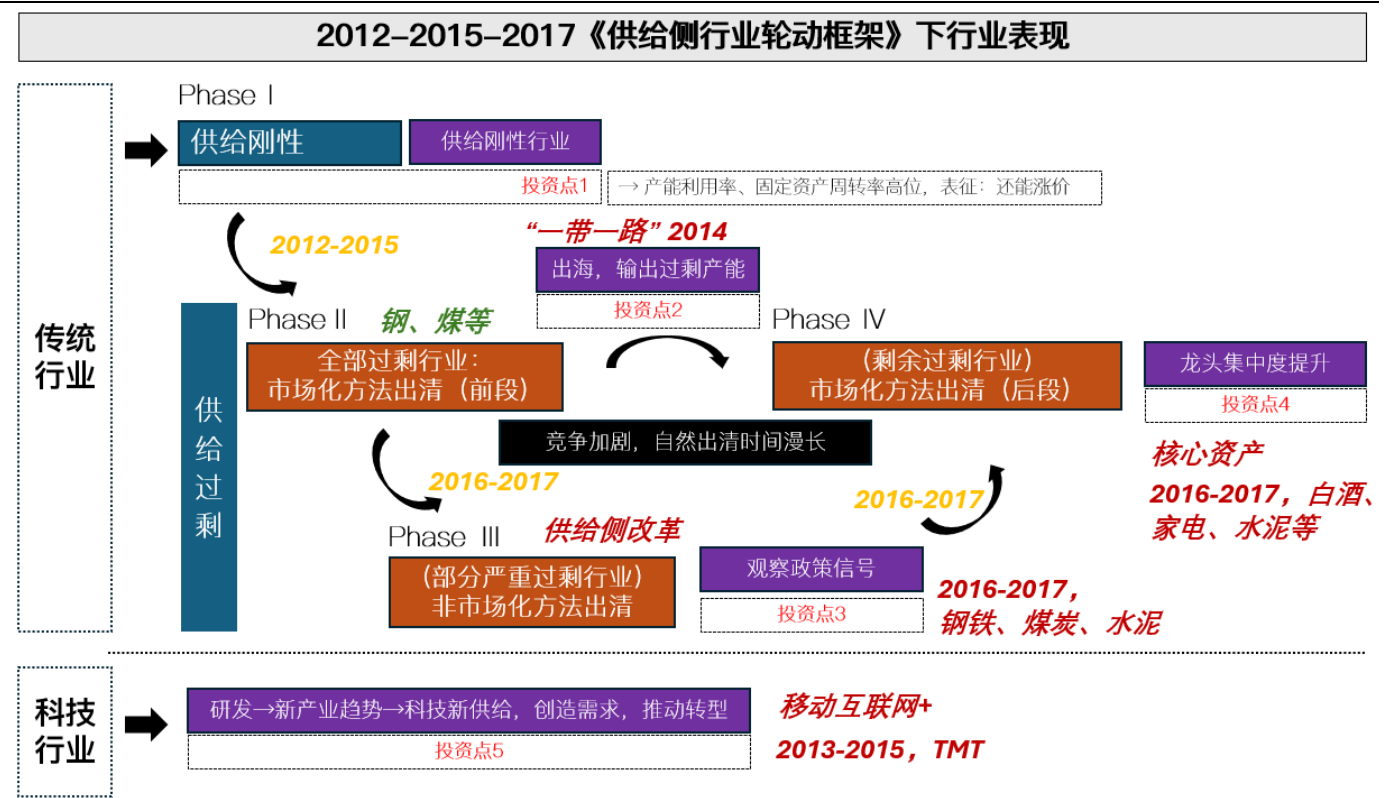
行政手段去产能政策信号从 2013 年便开始出现，2013 年 10 月，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，对部分行业产能过剩化解工作做出指导，但由于 2012 年实行了一定力度的“逆周期”调节措施，2013 年主要经济指标有温和修复，经济和企业盈利下行压力矛盾并不突出，因此这一阶段去产能政策效果初期较为温和，政策进一步发力的必要性也并不充足。但随着 2014 年、2015 年企业盈利持续下行，行政去产能的政策力度开始加大，2015 年末召开的中央经济工作会议，正式提出“三去一降一补”的供给侧结构性改革五大任务，将去产能定义为其中的首要任务。2016 年 2 月，国务院即发布了钢铁、煤炭两个重点行业化解过剩产能的指导意见。整个 2012-2016 年初的区间，相关产能过剩行业的股价表现大幅承压，直至供给侧改革 2016 年初提速后，相关行业的股价表现方开始取得明显超额收益。

图表 1. 2012-2017 年，第二轮产能去化过程中的“杠铃策略”

杠铃策略同样存在																			
供给刚性					地产逆周期调节					过剩行业					并线：科技行业				
医药	农林牧渔	轻工制造	房地产	电力公用	汽车	商贸零售	机械	基础化工	纺织服装	家电	食品饮料	煤炭	钢铁	有色金属	石油石化	建材	消费	电子	国防军工
2012/1	0	0	0	0	1	-1	0	0	0	0	-1	0	-1	0	0	0	0	-1	0
2012/2	1	3	6	5	-2	1	-1	0	3	3	4	-1	-2	0	-3	1	-1	2	4
2012/3	2	1	5	8	-2	0	3	-3	1	5	5	8	-5	-3	-1	-4	3	0	0
2012/4	-2	0	4	14	-4	-1	3	-1	-1	3	4	10	-2	-5	0	-7	3	-5	2
2012/5	3	-1	2	17	-2	0	-1	0	-2	2	7	11	-4	-6	3	-9	4	-6	-1
2012/6	14	-1	0	15	6	-5	-3	-4	-4	1	3	16	-15	-13	-2	-7	7	-10	-6
2012/7	15	1	-3	14	7	-8	-7	-7	-4	0	2	20	-11	-12	-4	-6	10	-13	-11
2012/8	19	2	0	8	9	-9	-6	-8	0	-1	2	15	-15	-9	-4	-4	11	-11	-7
2012/9	19	0	-3	10	5	-9	-5	-9	-1	-5	2	17	-11	-12	2	-7	10	-12	-7
2012/10	22	-2	1	14	7	-7	-9	-1	-6	6	18	14	-14	-10	-5	-4	8	-12	-10
2012/11	17	-4	-2	20	9	-2	-10	-9	-6	-9	10	8	-14	-8	-5	-4	4	-14	-12
2012/12	12	-5	-2	28	6	-1	-13	-11	-7	-12	6	-1	-16	-13	-7	-9	1	-19	-11
2013/1	19	-6	-4	24	5	-1	-16	-14	-6	-16	8	-13	-19	-17	-11	-10	-2	-20	4
2013/2	26	-5	-1	22	9	1	-16	-12	-3	-16	7	-12	-25	-21	-15	-8	-2	-18	11
2013/3	36	-8	6	15	17	-1	-16	-15	2	-13	13	-10	-29	-20	-18	0	5	-18	7
2013/4	33	-9	10	18	14	4	-17	-17	-2	-15	20	-11	-33	-21	-21	-4	0	-16	0
2013/5	40	-8	12	23	18	9	-18	-18	-3	-15	16	-14	-43	-28	-27	-4	-1	-10	11
2013/6	39	-11	5	18	17	5	-17	-19	-5	-16	16	-4	-43	-27	-31	0	-1	-8	2
2013/7	50	-11	9	17	18	2	-17	-19	-4	-16	20	-8	-48	-30	-32	-7	5	-9	3
2013/8	44	-11	13	19	12	6	-11	-21	-5	-16	16	-13	-49	-32	-31	-12	13	-7	3
2013/9	51	-6	15	12	9	6	3	-22	-9	-16	15	-15	-55	-37	-37	-15	19	-4	6
2013/10	42	-1	13	12	18	8	0	-19	-10	-15	31	-17	-54	-35	-39	-5	13	-3	5
2013/11	43	2	15	6	14	9	-1	-16	-8	-15	31	-19	-57	-37	-42	-8	14	-1	29
2013/12	49	5	14	5	13	10	-4	-15	-7	-12	41	-18	-59	-36	-43	-10	14	1	18
2014/1	54	-1	24	0	9	7	-2	-13	-9	-13	41	-24	-64	-39	-44	-12	22	7	24
2014/2	57	-1	24	-4	10	13	-3	-13	-8	-9	35	-22	-67	-38	-42	-6	31	16	19
2014/3	51	-4	23	10	9	12	-6	-13	-4	-7	35	-19	-64	-36	-42	-10	26	8	11
2014/4	47	-3	20	8	9	15	-5	-16	-7	-10	37	-18	-64	-38	-42	-11	29	6	10
2014/5	48	-2	21	9	8	14	-6	-16	-8	-11	36	-22	-64	-37	-42	-11	28	5	14
2014/6	50	-4	25	6	8	17	-11	-13	-7	-12	37	-24	-67	-38	-42	-13	29	7	26
2014/7	48	0	21	12	8	23	-11	-16	-7	-12	38	-23	-69	-39	-38	-15	25	7	30
2014/8	50	2	26	11	13	25	-10	-13	-5	-9	36	-25	-72	-37	-41	-12	37	11	34
2014/9	55	10	34	11	18	25	-5	-8	0	-3	30	-33	-78	-39	-45	-20	46	17	56
2014/10	59	6	33	14	22	27	-6	-6	-1	2	32	-39	-81	-38	-49	-25	43	13	54
2014/11	49	4	29	26	21	22	-8	-8	-5	-3	28	-47	-88	-39	-55	-35	45	8	37
2014/12	24	-20	-1	41	38	4	-17	-23	-26	-22	25	-52	-96	-37	-66	-39	20	-10	41
2015/1	37	-6	15	38	31	15	-11	-14	-13	-12	42	-56	-102	-40	-65	-40	35	2	50
2015/2	40	-9	16	36	28	21	-10	-18	-12	-9	45	-62	-110	-43	-72	-45	40	2	53
2015/3	53	-1	36	50	28	22	0	-8	-9	3	48	-79	-131	-47	-85	-61	80	21	50
2015/4	65	-6	45	60	45	20	-5	15	-13	6	61	-94	-151	-49	-97	-62	100	33	75
2015/5	99	24	114	57	48	33	4	62	16	42	71	-108	-185	-66	-113	-93	155	68	156
2015/6	76	27	89	69	60	27	-1	24	5	31	85	-84	-155	-42	-108	-67	130	40	116
2015/7	79	45	74	61	46	15	-7	21	9	32	64	-69	-139	-50	-101	-63	145	32	144
2015/8	62	26	61	53	42	14	1	7	2	28	47	-60	-121	-47	-89	-62	99	19	107
2015/9	63	16	57	45	28	20	-6	4	-3	17	28	-58	-119	-63	-91	-62	116	15	59
2015/10	82	28	84	58	34	26	3	11	9	38	35	-70	-138	-81	-101	-75	130	40	96
2015/11	81	40	107	68	31	32	-8	15	26	50	39	-79	-148	-93	-101	-85	151	49	82
2015/12	90	45	103	100	19	38	-1	14	31	57	62	-79	-158	-101	-106	-92	193	44	63
2016/1	62	19	59	62	7	21	-12	-4	8	26	50	-52	-110	-75	-83	-66	132	20	38
供给侧改革 ↓																			
2016/2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2016/3	-2	1	1	-2	-2	4	0	3	2	5	2	4	-7	-4	1	0	1	3	2
2016/4	-1	-2	2	-1	-3	6	-1	2	3	4	4	7	2	-1	4	2	-2	3	4
2016/5	0	-1	-1	-4	-4	4	-6	2	1	3	7	11	-9	-5	5	-1	0	-8	1
2016/6	1	-2	0	-7	-6	7	-9	6	5	1	10	16	-10	-9	8	-4	1	-12	5
2016/7	5	1	2	-10	-4	7	-6	2	6	0	17	21	-6	-9	6	-2	3	-11	2
2016/8	4	0	2	1	-2	4	-5	1	7	-2	11	15	-5	-6	2	-2	6	-13	3
2016/9	4	-2	5	2	-2	6	-4	2	8	-1	18	13	-3	-4	-2	-2	9	-11	1
2016/10	3	-1	5	-1	-3	7	-4	4	8	1	17	18	4	-1	1	-2	10	-12	1
2016/11	1	-3	3	1	-4	6	-4	6	7	2	25	16	-2	2	2	-1	8	-18	-1
2016/12	1	1	5	-2	-3	7	2	5	11	6	20	18	-3	6	0	10	10	-17	2
2017/1	-1	-1	2	-3	-3	9	0	3	8	2	23	20	2	11	5	17	11	-17	0
2017/2	-2	-2	5	-4	-2	9	0	5	8	1	27	22	1	13	5	13	16	-18	0
2017/3	0	-5	4	-6	-2	10	-3	6	9	-1	36	28	3	9	3	9	15	-15	0
2017/4	1	-9	-1	-3	4	9	-6	2	6	-3	39	31	1	11	1	8	15	-18	-2
2017/5	2	-14	-4	-2	3	7	-7	-3	1	-6	45	37	2	8	-5	11	12	-20	-6
2017/6	2	-17	-4	-2	0	10	-8	-5	2	-10	60	43	6	7	-2	5	14	-21	-7
2017/7	-5	-19	-5	-5	-4	6	-9	-8	5	-14	53	44	20	23	18	10	21	-25	-10
2017/8	-5	-18	-7	-7	-5	3	-11	-8	2	-16	50	45	20	28	21	6	21	-27	-12
2017/9	-5	-20	-4	-7	-7	10	-11	-8	4	-18	54	56	18	22	21	4	21	-24	-8
2017/10	0	-17	-7	-8	-9	7	-10	-10	0	-20	70	71	8	15	12	2	20	-23	-10
2017/11	-2	-18	-12	-4	-10	3	-17	-12	-3	-25	70	68	17	29	7	6	23	-26	-12
2017/12	2	-17	-13	-4	-11	4	-15	-12	-5	-25	76	87	15	20	9	9	22	-24	-11

资料来源：iFinD，中银证券。注：图中数据为一级行业指数相对全 A 区间涨跌幅（%）。

图表 2. 第二轮产能去化过程中的行业轮动节奏



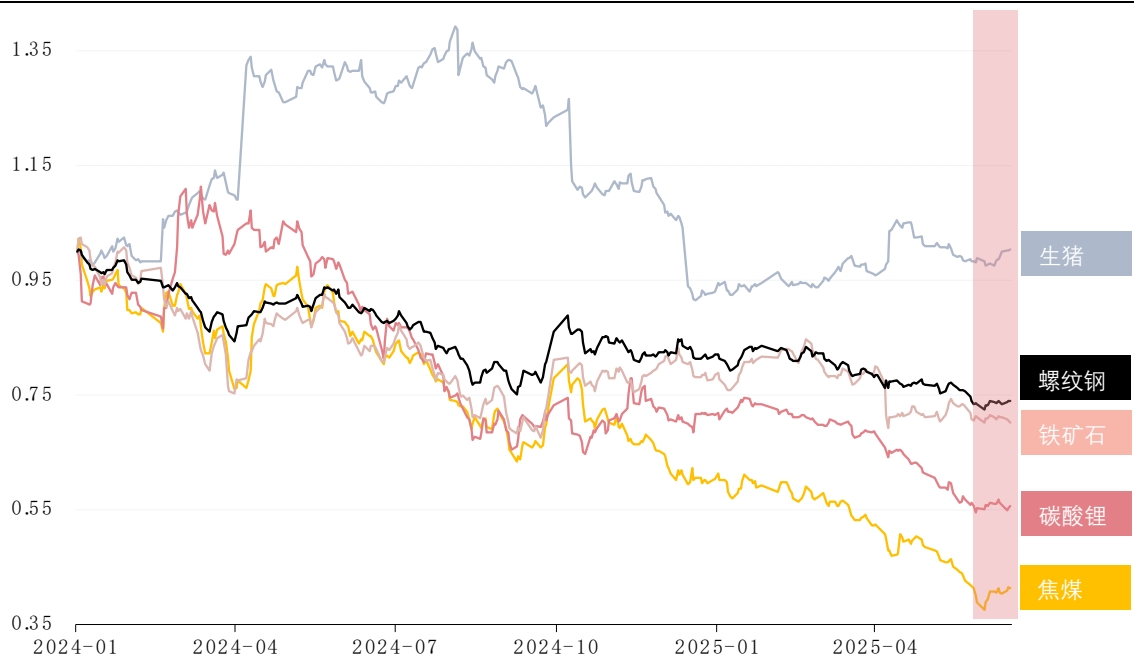
资料来源：中银证券

2) 本轮“推动落后产能有序退出”是新一轮供给侧改革吗？

本轮关于部分落后产能退出工作的信号，在 7 月 1 日中央财经委会议之前已出现多种迹象。一是部分产品价格 6 月已出现企稳迹象，二是部分部门、行业协会、龙头公司通过自律倡议等形式进行初步约束尝试。

- 例如，猪肉价格方面，据财联社 6 月 17 日报道，此前多家头部猪企接相关部门要求暂停能繁母猪扩产，出栏体重也需要控制在 120 公斤左右。近期多家猪企参加了“生猪生产调度会”，在减母猪、降体重、控二育的背景下，会议提出了具体的生猪生产调控目标，将对全国能繁母猪存栏量在现有基础上调减 100 万头左右，降至 3950 万头。
- 汽车价格方面，中国汽车工业协会发布“维护公平竞争秩序，促进行业健康发展”倡议书，工信部表态将加大汽车行业“内卷式”竞争整治力度，推动产业结构优化调整，加强产品一致性抽查，配合相关部门开展反不正当竞争执法，采取必要的监管措施。
- 硅料方面，今年的 SNEC 展会期间，协鑫科技联席 CEO 兰天石与财联社等媒体交流时透露，目前行业龙头企业正在牵头，通过“直接出资+债务”的模式，成立一家由专业管理人员运营的公司，通过收购实现产能出清和产出可控，再通过利润偿付负债，进而推动行业产能的有序退出。

图表 3.6 月部分产品价格下跌趋势企稳



资料来源：万得，中银证券

但相关行业股价表现较为平淡，直至 7 月 1 日中央财经委召开第六次会议，会议强调，“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。”

我们认为，这正式标志对于部分落后产能的退出安排，由行业自律层面上调至最高层级。

这种政策层面释放的信号值得高度关注，但从对相关行业的展望来看，我们认为本轮行业切换或更多呈现“行情脉冲性”以及细分行业或将“显著分化”两个特点。

需求侧尚不明确，行情或成“脉冲性”。对比 2016 年供给侧改革，供给侧发力的同时，“棚改货币化”较大幅度的同步提振了需求侧，这也是 2016 年相关行业涨幅较大的原因之一。但本轮“落后产能有序退出”，即使后期在退出执行力度上取得较好效果，但需求端与 2016 年相比，还存在较大不确定性。短期而言，中央财经委会议定调后，各个行业协会及部门相关倡议和执行文件都或将陆续出台，这也意味着相关细分方向都将蕴含一定“催化”条件。因此我们认为相关行情或更多呈现“脉冲性”。但不可否认的是，伴随着相关工作持续深化和扎实推进，相关行业股价的底部中枢抬升趋势也或逐步呈现。

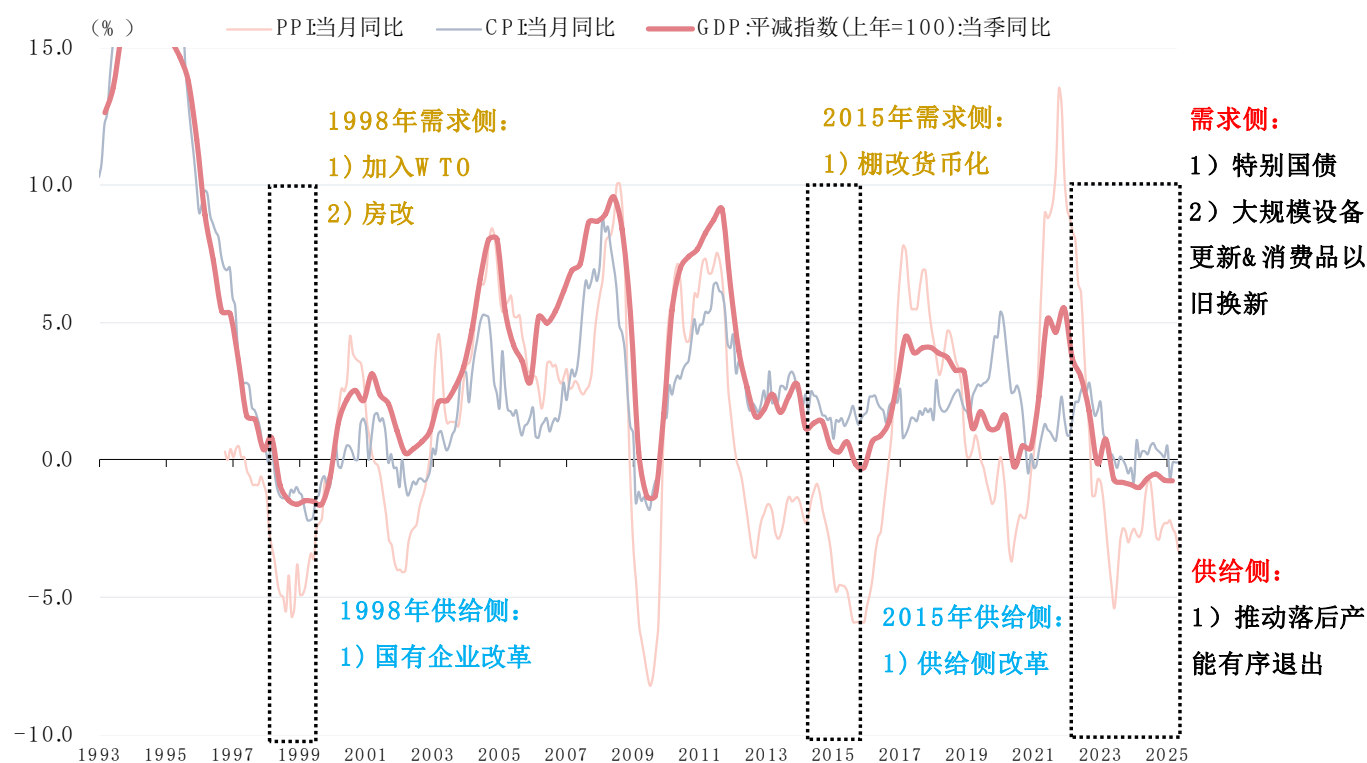
细分行业或将显著分化。本轮市场高度关注的细分行业主要指所谓“老行业”和“新行业”，老行业指 2016 年供给侧改革主要发力的行业，如钢铁、煤炭、水泥等。新行业又称“新三样”主要指新能源汽车、锂电池、光伏行业。本轮细分行业的筛选仍需聚焦在“需求侧”。

建议重点关注部分需求在外（外需）的新行业，其意味着相同供给侧调整力度假设下的更高盈利弹性。

老行业重点关注“动力煤”，该行业持续盈利能力意味着供给收缩背景下的产业话语权及“退出”阻力更小。

更重要的是相关行业的企稳，不仅对宏观经济结构调整及价格因素的改善有显著助力，更有助于 A 股在行业层面实现“权重搭台，科技成长唱戏”的经典结构，从整体上有助于 A 股实现“中枢”抬升。

图表 4. 本轮需求侧发力信号尚不明显



资料来源: iFinD, 中银证券。注: 2009年和2020年由于外生冲击引发的低价格阶段暂不考虑。

风险提升

- 1) 推动落后产能有序退出工作不及预期。
- 2) 宏观经济波动超预期。
- 3) 关税摩擦超预期。

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 6-12 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