

策略周报

消费领域供给侧改革启航

消费领域供给侧改革纲领性文件出台，居民长期消费不足有望得到解决。

- **市场观点：指数冲出底部，重申积极乐观。**8月社融、工业增加值、社零等数据均出现反弹，投资增速下降幅度也有所收窄，经济边际改善的信号出现，底部特征愈加明显，再次重申积极乐观。
- **配置建议：**消费领域的供给侧改革启航，短期关注供给结构优化导致的有效需求释放，推荐关注垂直电商、社区商业、物流、新能源汽车等领域的个股；长期关注顺应消费升级趋势的高品质产品和服务，推荐关注消费电子设备、信息产品、长租公寓、高端生活服务等领域的个股。
- **本周话题：消费领域供给侧改革纲领性文件出台，消费领域进入改革攻坚期。**9月20日，中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》，旨在完善消费体制、激发消费潜力。近年来，消费已成为国民经济中最稳定、贡献最大的增长极，特别是在近年来投资、出口增速放慢的背景下，消费俨然已是经济增长的中流砥柱。不过今年以来消费出现了不利的变化，一是宏观上，消费整体增速中枢下移，社零增速下台阶；二是微观上，消费升级放慢，“消费分级”兴起。要想让消费在国民经济中发挥更大的作用，消费领域的深层次改革不可避免。
- **居民消费不足是中国整体消费率长期低下的主要根源。**中国的最终消费率远远低于其他主要国家，其中政府消费率与其他国家基本相当，中国最终消费率严重偏低的原因源自居民端。
- **当下居民消费不足有阶段性原因，也有深层制度性原因。**阶段性原因是，此前中国长期处于消费率微笑曲线的下行周期中，2010年后才进入微笑曲线右侧上行阶段，但绝对水平仍低。但阶段原因无法解释中国居民消费率的低点比起东亚国家的最低点仍有不小的差距，中国当下的居民消费有深层的制度原因。深层原因在于中国消费品的供给结构缺陷，有效供给不足，收入失衡、居民高负债等因素挤出了居民消费。
- **《若干意见》针对消费不足的深层原因提出对策，注重供给侧。**(1) 针对供给结构失衡的问题，提出“优化空间布局，推动集聚式发展，推动电子商务覆盖度，健全农村现代流通网络体系”；(2) 针对优质商品和服务供给不足的问题，提出“支持社会力量提供多层次多样化的医疗健康服务”，“推动教育向社会开放、向产业开放”，“鼓励节约适度、绿色低碳、文明健康的现代生活方式和消费模式”；(3) 针对收入失衡的问题，提出“完善有利于提高居民消费能力的收入分配制度”；(4) 针对房价过高居民负债增长过快的问题，提出“大力发展住房租赁市场特别是长期租赁，加快推进住房租赁立法，保护租赁利益相关方合法权益”。
- **风险提示：**消费领域供给侧改革力度不达预期，经济超预期下滑导致居民收入增长乏力限制居民消费增长。

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

陈乐天

(8610)66229143

letian.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516120003

徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

目录

消费领域供给侧改革启航，意在解决长期“消费不足”	4
宏观重要变化：人民币兑美元继续走稳.....	8
行业重要变化：原油再度大涨.....	9
市场重要变化：北上资金净流入规模显著上升	10
组合回顾.....	12
2018 年 9 月中银国际行业及个股组合	13
风险提示.....	14

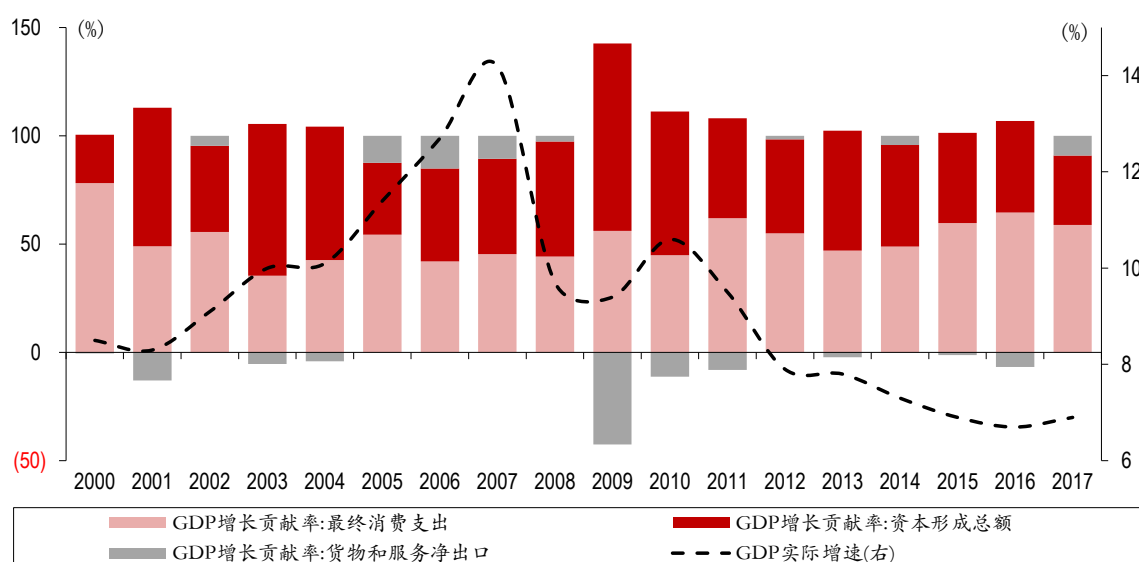
图表目录

图表 1. 消费对 GDP 增长的贡献率近年来稳定在 50% 以上, 投资对 GDP 增长的贡献逐年缩减.....	4
图表 2. 2018 年以来社零增速整体下台阶.....	4
图表 3. 低端消费崛起, 拼多多 GMV 高速追赶京东	4
图表 4. 2017 年主要国家需求结构, 最终消费率中国远远低于其他国家, 也低于全球平均水准 (%)	5
图表 5. 钱纳里总结的美国历史上居民消费率 U 型变迁的各阶段特征	5
图表 6. 刨去二战期间的极端变化, 美国居民消费率的变迁呈现出“微笑曲线”	6
图表 7. 中国的居民消费率已进入微笑曲线右侧上行阶段	6
图表 8. 中国居民消费率的低点大大低于其他东亚国家.....	6
图表 9. 居民收入不平衡的问题由来已久.....	7
图表 10. “去杠杆”背景下居民部门逆势加杠杆, 挤出消费	7
图表 11. 消费升级仍是这个时代的主流	7
图表 12. 人民币汇率走势	8
图表 13. 长端利率与信用利差走势.....	8
图表 14. 中上游主要原材料价格一周变化.....	9
图表 15. 两市融资余额连续第十七周下滑.....	10
图表 16. 北上资金净流入规模显著上升	10
图表 17. 权益类基金仓位小幅下降.....	10
图表 18. 本周全市场换手率小幅上升	10
图表 19. 涨跌停比大幅上升, 指标显示本周市场情绪较为乐观.....	11
图表 20. 上周“老佛爷”行业组合表现.....	12
图表 21. 上周“老佛爷”个股组合表现.....	12
图表 22. “老佛爷”组合表现 (累计值)	12
图表 23. 2018 年 9 月“老佛爷”行业组合	13
图表 24. 2018 年 9 月“老佛爷”个股组合.....	13

消费领域供给侧改革启航，意在解决长期“消费不足”

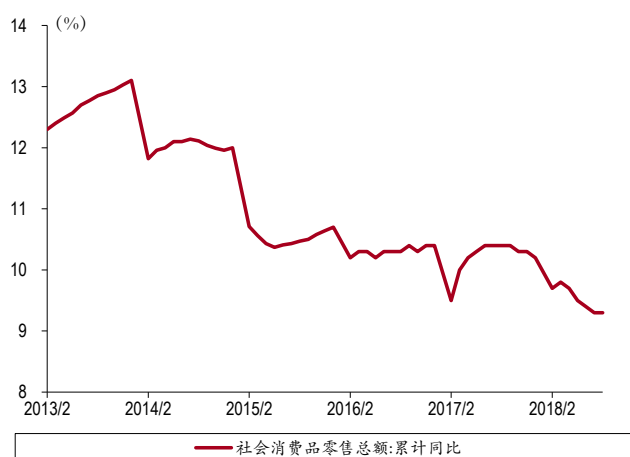
消费领域供给侧改革纲领性文件出台，消费领域进入改革攻坚期。9月20日，中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》（以下简称《若干意见》），旨在完善消费体制、激发消费潜力。近年来，消费已成为国民经济中最稳定、贡献最大的增长极，特别是在近年来投资、出口增速放慢的背景下，消费俨然已是经济增长的中流砥柱。2015-2017年，消费对GDP增长率的贡献达到了59.7%、64.6%、58.8%，贡献了国民经济六成的增量，较21世纪头十年平均46.7%的贡献率实现了跨台阶式的增长。不过今年以来消费出现了不利的变化，一是宏观上，消费整体增速中枢下移，社零增速下台阶；二是微观上，消费升级放慢，“消费分级”兴起（京东、PDD的GMV增长率），以京东为代表的精英消费和以拼多多为代表的低端消费呈现出截然不同的发展状态。同时，中国的消费也有本身的典型问题，国际比较来看中国长期处于消费不足的状态，要想让消费在国民经济中发挥更大的作用，稳步提升居民消费率，消费领域的深层次改革不可避免。

图表 1. 消费对 GDP 增长的贡献率近年来稳定在 50% 以上，投资对 GDP 增长的贡献逐年缩减



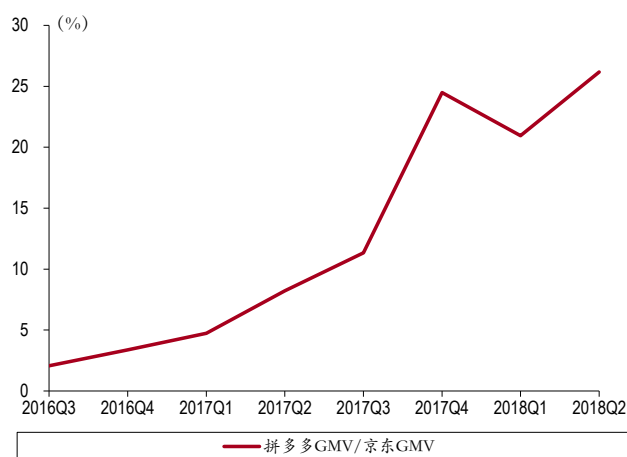
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2018 年以来社零增速整体下台阶



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 低端消费崛起，拼多多 GMV 高速追赶京东



资料来源：Bloomberg，中银证券

居民消费不足是中国整体消费率长期低下的主要根源。从2017年主要国家需求结构上可以看到，中国的最终消费率不仅远远低于美国、英国、德国等主要西方发达国家，也大大低于日本、韩国等其他东亚发达国家；而与中国同属金砖五国、经济发展水平相当的印度、巴西，最终消费率也远远高于中国。而造成这一结果的原因，通过比较各国的公共消费率和居民消费率，我们发现，中国的政府消费率（政府消费率=最终消费率-居民消费率）与其他国家相比相差无几（各国政府消费率基本都在10%-20%的区间内），中国最终消费率严重偏低的原因源自居民端。

图表 4.2017 年主要国家需求结构，最终消费率中国远远低于其他国家，也低于全球平均水准（%）

指标 \ 国家	美国	英国	德国	日本	韩国	印度	巴西	中国	全球综合 (2016 年)
最终消费率	85.68	84.10	72.35	75.12	62.56	66.47	83.48	53.62	72.94
其中：居民消费率	68.37	63.00	51.16	55.49	47.83	55.85	63.43	39.10	55.39
资本形成率	17.28	17.37	20.09	24.00	34.54	33.54	15.50	44.41	25.88
净出口率	-2.97	-1.27	7.56	0.92	2.00	-2.04	1.02	1.97	1.27

资料来源：万得，中银证券

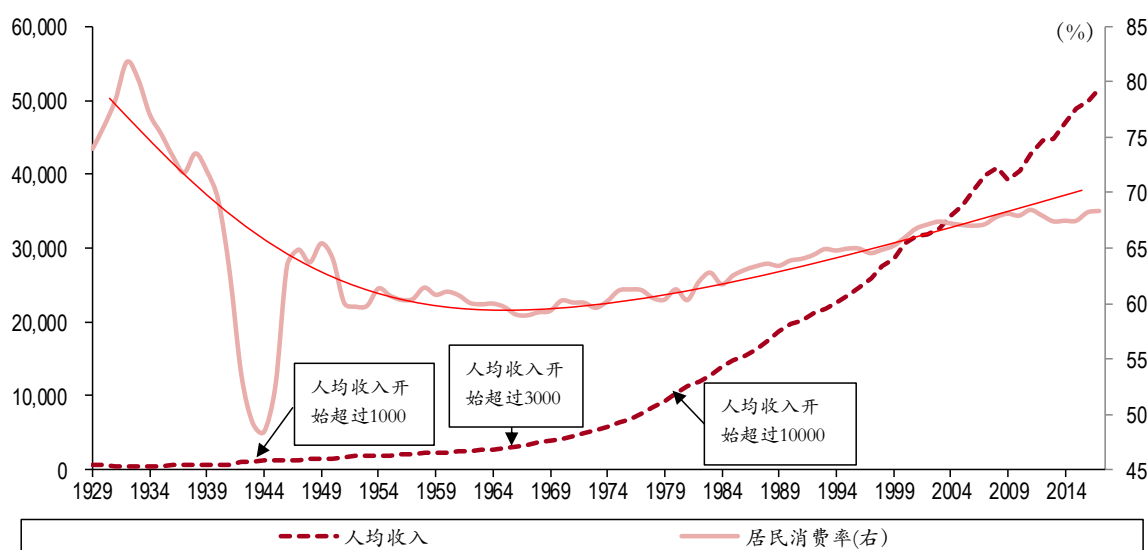
当下居民消费不足有阶段性原因，也有深层制度性原因。阶段性原因是，此前中国长期处于消费率微笑曲线的下行周期中，2010年后才进入微笑曲线右侧上行阶段，但绝对水平仍低。所谓消费率微笑曲线，指的是库兹涅茨、钱纳里等对主要发达国家居民消费率变迁的经验研究，他们发现伴随着现代化进程和人口结构的转变，居民消费率存在着先下降后上升的特征，大体会经历贫困性高消费、消费率的直线下降、转折性上升、稳步攀升等主要阶段。但阶段性原因不能解释的是，为何中国的居民消费率与相近国家有数值上的绝对差距。一般认为，消费率有文化因素导致的国别差异，由于儒家文化更多地考虑了家庭和睦与后代教育，东亚国家的国民时间偏好率要低于西方国家，从而导致了东亚国家居民的高储蓄率、低消费率。但中国居民消费率的低点35.6%（2011年），比起日本的最低点48.2%和韩国的最低点47.8%仍有不小的差距，这不能用文化因素导致的国别差异解释，中国当下的居民消费不足有着深层的制度性原因。

图表 5. 钱纳里总结的美国历史上居民消费率 U 型变迁的各阶段特征

收入阶段	消费率	消费特征
<100 美元	消费率历史最高	贫困型高消费，主要用于食物等必需品
100-1000 美元	消费率开始直线下降	低需求收入弹性商品的消费支出比例将明显下降
1000-3000 美元	消费率继续下降	脱离生存型消费，家庭耐用消费品迅速增加
3000-10000 美元	消费率触底回升	住宅、家具、文化娱乐、教育、医疗等服务型消费显著增加
>10000 美元	消费率稳步上升	追求享受型等更高层次的消费需求，不仅在意物质性享受，也在意精神性享受

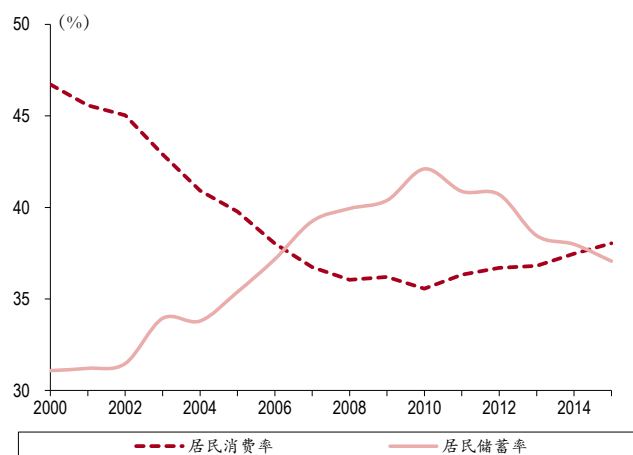
资料来源：国家信息中心，中银证券

图表 6. 刨去二战期间的极端变化，美国居民消费率的变迁呈现出“微笑曲线”



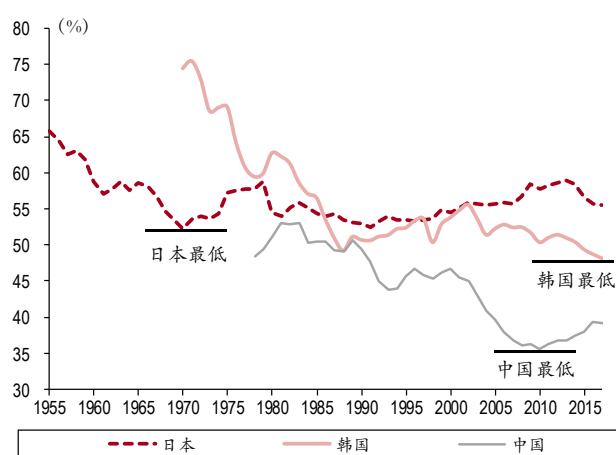
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 中国的居民消费率已进入微笑曲线右侧上行阶段



资料来源：万得，中银证券

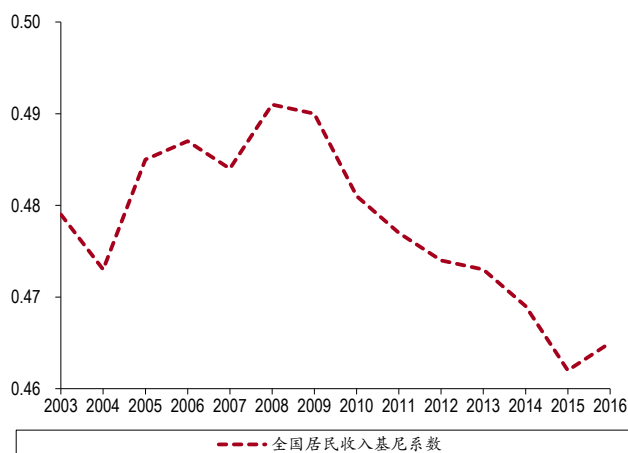
图表 8. 中国居民消费率的低点大大低于其他东亚国家



资料来源：万得，中银证券

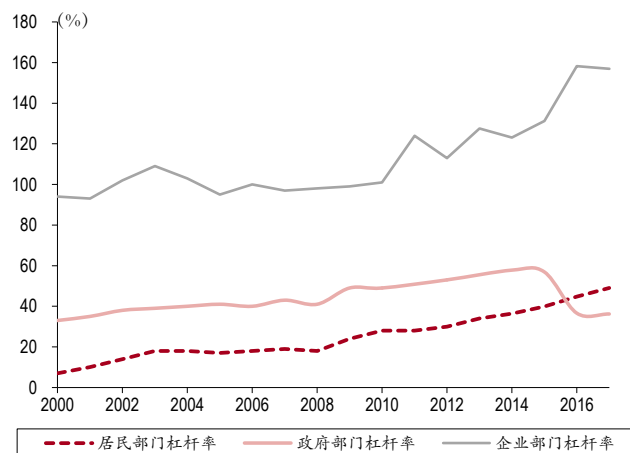
深层原因在于中国消费品的供给结构缺陷，有效供给不足，收入失衡、居民高负债也挤出了消费。(1) 有效供给不足。一方面，供给结构失衡，中低收入人群面临的同质商品单价更贵。中低收入地区缺乏人口聚集效应带来的消费流量，导致供应链成本、商业成本过高，商品价格反而高于大城市，抑制了消费。这也是拼多多为何迅速如此成功的原因，拼多多成功地为中低收入人群提供了可接受价格的“消费升级”。另一方面，优质商品和服务也不足。公共层面，由于严格的户籍人口和非户籍人口的限制，本地教育、医疗、住房等供给不足。个人层面，供给导向以大、贵、名牌等炫耀身份的奢享型消费为主，以实用主义为导向的品质商品供给不足。(2) 收入上贫富分化加剧，高房价导致全面加杠杆，对消费造成挤出。中低收入者是边际消费倾向最为高的人群，近年来日益严重的贫富分化以及过快的居民加杠杆严重地影响到了消费心理预期，导致了中低收入者不愿花钱、不敢花钱。居民收入不平衡上，我国居民收入 GINI 系数长期维持在 0.46 以上，超过 0.4 的警戒线，持续的收入不平衡同时加剧了居民财富上的不平衡。过多财富集中在少数人手中时，规模庞大的中低收入“长尾人群”消费受到抑制，便会抑制整体居民的消费增加。而高企的房价也使得居民成为了 2014 年后负债增长最快的部门，住户部门的长期购房贷款主导了居民杠杆率的增长，对居民消费造成挤出。

图表 9. 居民收入不平衡的问题由来已久



资料来源：万得，中银证券

图表 10. “去杠杆”背景下居民部门逆势加杠杆，挤出消费



资料来源：万得，中银证券

《若干意见》针对消费不足的深层原因提出对策，注重供给侧。(1) 针对供给结构失衡的问题，提出“优化流通设施空间布局，促进社区生活服务集聚式发展”，“推动农村居民消费梯次升级，推动电子商务向广大农村地区延伸覆盖”，“健全农村现代流通网络体系，优化整合存量设施资源，有效降低农村流通成本”；(2) 针对优质商品和服务供给不足的问题，提出“在有效保障基本医疗和健康服务的前提下，支持社会力量提供多层次多样化的医疗健康服务”，“深化教育办学体制改革，推动教育向社会开放、向产业开放”，“鼓励节约适度、绿色低碳、文明健康的现代生活方式和消费模式，力戒奢侈浪费型消费和不合理消费”；(3) 针对收入失衡的问题，提出“完善有利于提高居民消费能力的收入分配制度，增加低收入群体收入，扩大中等收入群体”；(4) 针对房价过高居民负债增长过快的问题，提出“大力发展住房租赁市场特别是长期租赁，加快推进住房租赁立法，保护租赁利益相关方合法权益”。

消费领域的供给侧改革启航，短期关注供给结构优化导致的有效需求释放，推荐关注垂直电商、社区商业、物流、新能源汽车等领域的个股；长期关注顺应消费升级趋势的高品质产品和服务，推荐关注消费电子设备、信息产品、长租公寓、高端生活服务等领域的个股。我们看好消费领域实施供给侧改革后中有效需求的释放，供给结构的优化有利于营造良好消费增长环境，激发民众消费欲望，稳步提高居民消费率，短期我们看好垂直电商、社区商业、物流、新能源汽车等领域个股的机会；长期消费升级仍是这个时代的主流，改革开放以来，我国经济社会已经经历了三次消费升级，每次消费升级都是在上次基础上的革新，并且在完成升级的同时改变了消费者的消费特征，未来消费升级仍将持续，长期我们看好顺应这一趋势的高品质产品和服务，推荐关注消费电子设备、信息产品、长租公寓、高端生活服务等领域个股的机会。

图表 11. 消费升级仍是这个时代的主流

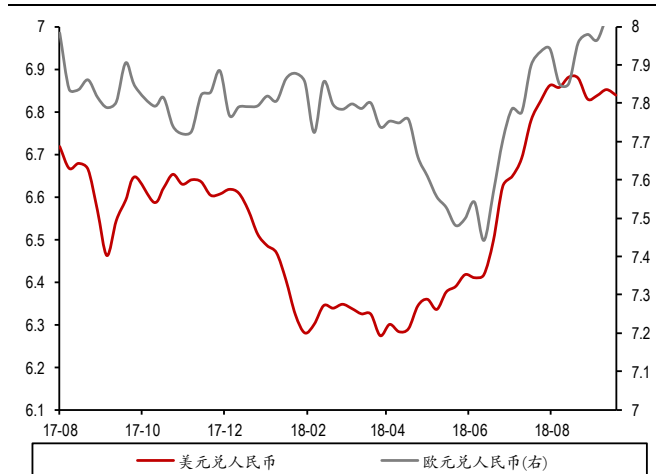


www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

宏观重要变化：人民币兑美元继续走稳

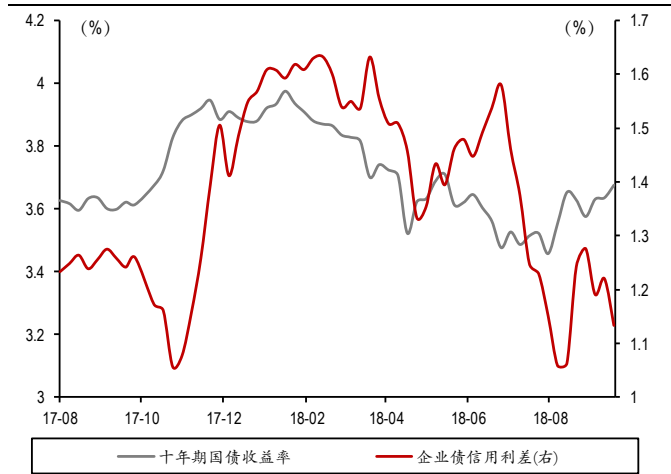
人民币兑美元继续企稳，利率加速走高。本周，受美元指数走弱影响，人民币兑美元保持稳定，小幅升值 0.2%，报 6.84。利率方面，虽然央行在公开市场上大幅净投放，但资金面仍趋紧，十年期国债收益率报 3.68%，创下近三个月高点，信用利差下降超过 8 个 BP。

图表 12. 人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 长端利率与信用利差走势



资料来源：万得，中银证券

行业重要变化：原油再度大涨

能源方面，美油站上 70 美元，周涨幅 1.7%，煤炭现货保持平稳，但港口库存压力依然较大；材料方面，工业金属强劲，LME 铜涨 3.1%，钢铁库存继续下降，价格微升，水泥继续保持反弹势头。

图表 14. 中上游主要原材料价格一周变化

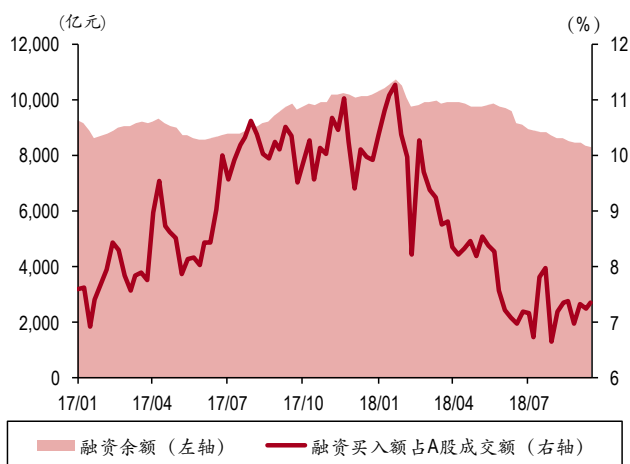
	项目	单位	最新水平	周涨幅(%)	上周涨幅(%)	月涨幅(%)
原油	WTI 原油期货	美元/桶	70.0	1.7	0.5	4.3
	EIA 全美库存	千桶	394,137.0	(0.5)	(1.3)	(3.5)
煤炭	秦港 5500 大卡动力煤	元/吨	580.0	0.0	0.0	0.0
	秦港煤炭库存	万吨	741.5	14.4	0.3	19.7
	发电集团日均耗煤	万吨	24.7	1.4	(12.6)	(17.0)
有色	LME 铜	美元/吨	6,116.2	3.1	0.7	1.6
	COMEX 黄金	美元/盎司	1,205.9	0.1	0.3	0.4
	电池级碳酸锂	元/吨	95,150.0	(1.3)	-	-
钢铁	钢价综合指数	\	163.7	0.1	0.8	(0.4)
	矿价综合指数	\	80.7	0.8	0.2	1.9
	主要城市钢材库存	万吨	984.6	(1.7)	0.2	(2.4)
建材	水泥价格指数	\	143.2	0.5	0.2	2.9
	玻璃价格指数	\	1,213.7	(0.3)	0.2	1.4
化工	尿素:山东	元/吨	2,079.0	1.8	4.5	7.3
	天然橡胶:上海	元/吨	0.0		3.2	
	聚氯乙烯 PVC:华东	元/吨	1,850.0	0.0	0.0	0.0
	PTA:期货	元/吨	7,223.2	(3.9)	(3.3)	(4.6)

资料来源：万得，中银证券

市场重要变化：北上资金净流入规模显著上升

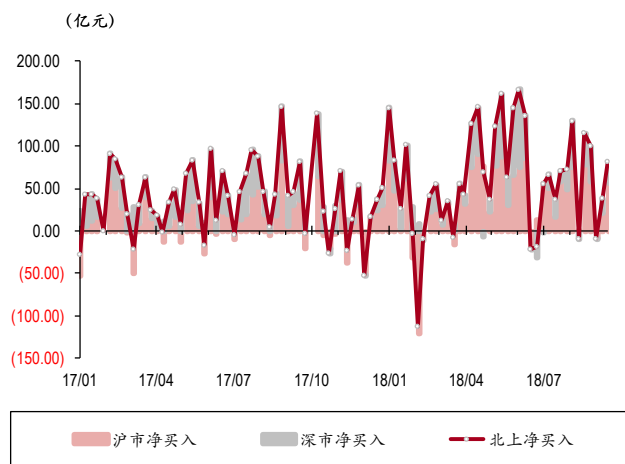
场内杠杆持续下降，杠杆资金增仓意愿变化不大。场内杠杆资金方面，截至9月20日，两市融资余额来到了8,305.77亿元（前值8,378.14亿元），环比（-0.86%），杠杆资金规模连续第十七周下滑，融资买入成交额占全市场成交占比为9.12%。

图表 15. 两市融资余额连续第十七周下滑



资料来源：万得，中银证券

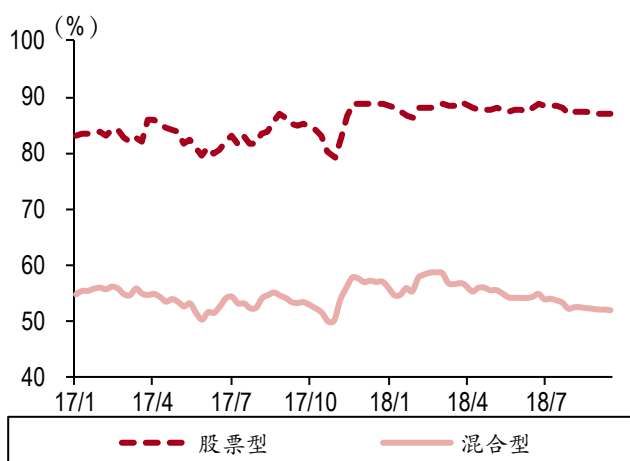
图表 16. 北上资金净流入规模显著上升



资料来源：万得，中银证券

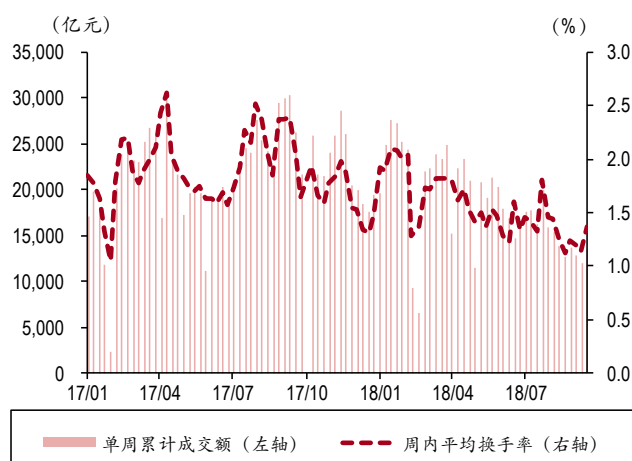
北上资金情绪有所回暖，全周资金净流入规模显著上升。本周陆股通合计净流入81.85亿元（前值38.55亿元），海外资金呈现流入趋势，北上资金净流入规模显著上升，环比+112.30%，沪股通和深股通规模均回升为正数。具体地，沪股通净流入56.30亿元（前值20.26亿元），环比增量36.04亿元，深股通净流入25.55亿元（前值18.29亿元），环比增量7.25亿元。

图表 17. 权益类基金仓位小幅下降



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周全市场换手率小幅上升

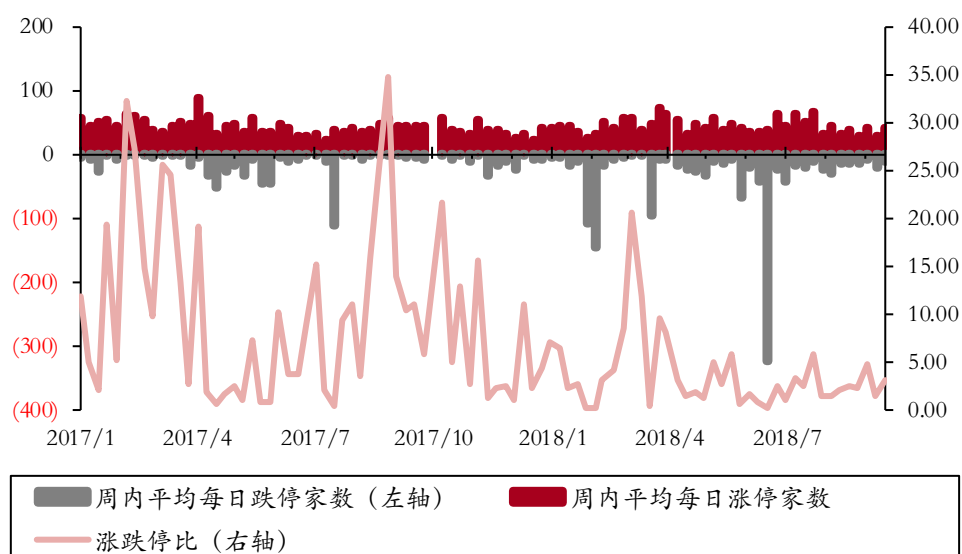


资料来源：万得，中银证券

股票型基金仓位维持不变，混合型基金仓位小幅下降。机构仓位方面，截至9月21日，本周权益型基金仓位总体变化不大，略有上升。具体地，股票型基金最新仓位86.95%（环比+0.01%），混合型基金最新仓位51.88%（环比-0.25%），连续第四周创年内新低，指标显示混合型基金仓位呈现持续下滑趋势，机构投资者对混合型基金的信心消磨严重。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

图表 19. 涨跌停比大幅上升，指标显示本周市场情绪较为乐观



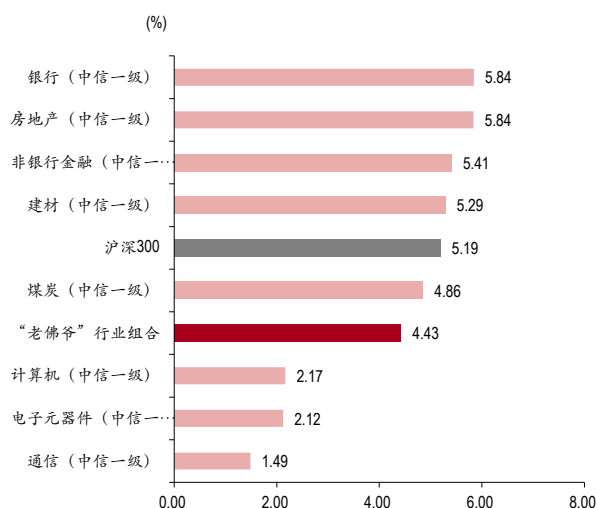
资料来源：万得，中银证券

当周市场换手率小幅上升至 1.37%，涨跌停比例大幅上升至 3.14。本周市场成交情况整体回暖，市场单周累计成交额 13,513.22 亿元（前值 11,975.88 亿元），环比（+12.84%），规模大幅上升；全市场自由流通换手率上升至 1.37%（前值 1.14%），上升了 0.23 个百分点。打板情绪方面，全周市场涨跌停比大幅下降至 3.14（前值 1.40），上升了 1.74，全周涨停家数远多于跌停家数，该指标显示市场交易情绪仍较为乐观。

組合回顧

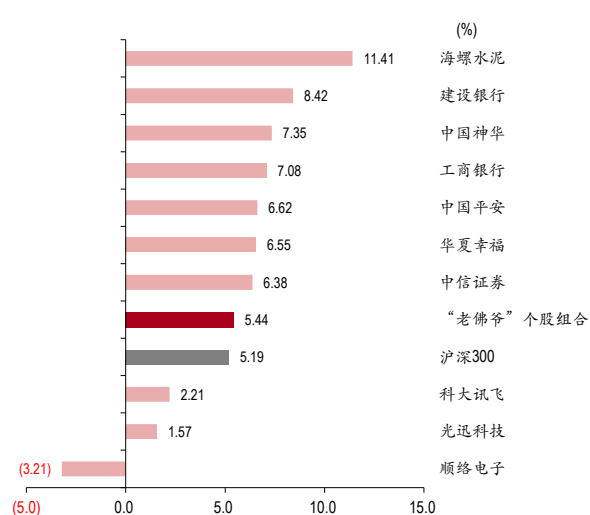
組合回顧: 个股组合表现优于市场, 行业组合稍劣于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益 4.43%, 表现低于市场 0.76%; “老佛爷”个股组合绝对收益 5.44%, 表现高于市场 0.25%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 1.16。

图表 20. 上周“老佛爷”行业组合表现



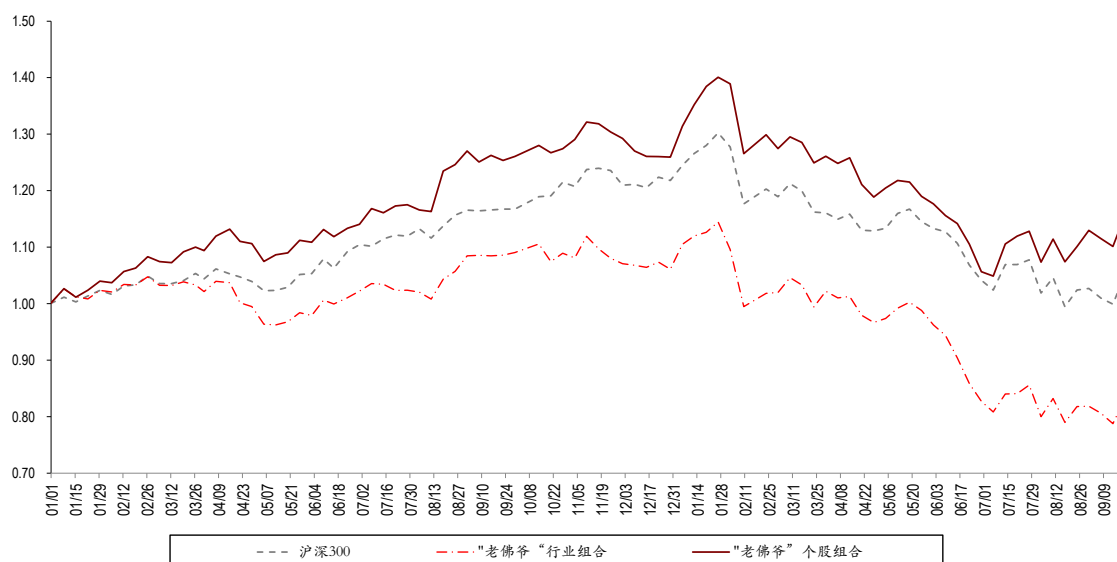
资料来源: 万得数据及中银证券

图表 21. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源: 万得数据及中银证券

图表 22. “老佛爷”组合表现 (累计值)



资料来源: 万得, 中银证券

2018 年 9 月中銀國際行業及個股組合

圖表 23. 2018 年 9 月 “老佛爺” 行業組合

行業板塊	行業觀點
銀行（中信一級）	目前銀行板塊估值已回落至 18 年 0.85xPB，伴隨政策邊際轉向，銀行股將迎來反彈機會
非銀行金融（中信一級）	強者恒強，龍頭公司中報預計領先行業，關注龍頭價值修復機會
房地產（中信一級）	行業小周期底部信號增強，上述利好因素將支撐板塊估值逐步抬升，疊加集中度提升帶來的業績彈性，龍頭公司具備確定性的投資價值
電子元器件（中信一級）	元器件漲價的邏輯主要在於供給端由於擴產受阻和環保政策收縮而需求端持續擴張，同時 5G 商業化進程加快，產業鏈將充分受益
計算機（中信一級）	雲計算引領 IT 變革，A 股迎來最佳布局時點
通信（中信一級）	運營商集采項目逐步放量，而下半年 5G 承載網有望先行，光通信企業機會显现
煤炭（中信一級）	煤焦鋼產業鏈則明顯好於動力煤，在環保限產、庫存不高、金九銀十旺季來臨的背景之下，以及基建加碼的預期下，雙焦價格仍會偏強運行
建材（中信一級）	水泥淡季不淡，加上政策放鬆預期，進一步強化市場對未來行業景氣度的樂觀預期，我們預計下半年水泥行業依然可以維持高景氣

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 24：2018 年 9 月 “老佛爺” 個股組合

代碼	公司	收盤價	EPS			PE		關注理由	行業
			2018E	2019E	TTM	2018E	2019E		
002138.SZ	順絡電子	17.53	0.63	0.85	36.15	27.98	20.73	電感龍頭增長穩定，被動元器件存在漲價預期	電子元器件
002230.SZ	科大訊飛	31.25	0.31	0.45	142.78	100.16	69.32	營收持續高速擴張，科技龍頭地位不斷強化	計算機
002281.SZ	光迅科技	25.78	0.58	0.76	55.33	44.39	33.93	加碼數通市場，大幅擴產高速光模塊，發力高端市場	通信
600340.SH	華夏幸福	25.10	4.00	5.12	7.17	6.28	4.90	精準卡位國內核心都是圈周邊核心節點，產業新城獨特業務模式構築護城河	房地產
601088.SH	中國神華	18.49	2.35	2.40	8.42	7.88	7.72	全產業鏈運營模式構築公司綜合能源供應商地位，持續穩定盈利和高分紅，具備長期投資價值	煤炭
601318.SH	中國平安	62.98	6.09	7.51	11.10	10.34	8.39	公司傳統金融和互聯網金融業務互相依托，壽險業務貢獻長期穩定利潤和價值成長	非銀行金融
600030.SH	中信證券	15.98	1.05	1.19	16.04	15.20	13.43	公司作為行業龍頭優勢地位鞏固，各項排名均位居行業前列。IPO 溫和提速下公司投行業務將進入業績釋放期，估值較低	非銀行金融
601939.SH	建設銀行	6.88	1.03	1.12	6.85	6.65	6.14	18 年受益強監管環境，息差和資產質量的改善優於同業，ROE 高於可比同業	銀行
601398.SH	工商銀行	5.44	0.85	0.91	6.61	6.40	5.95	銀行業呈現龍頭集中趨勢，工行治理規範、市場化程度高，“大零售、大資管、大投行”戰略綜合布局，境內外協同發展，未來空間巨大	銀行
600585.SH	海螺水泥	37.13	5.05	5.38	8.91	7.35	6.90	優質藍籌龍頭，供給“去產量”收縮延續驅動高盈利均衡；加大廣東布局、提升區域控制力	建材

資料來源：萬得，中銀證券

风险提示

消费领域供给侧改革力度不达预期，经济超预期下滑导致居民收入增长乏力限制居民消费增长。

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，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 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士，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 2DB
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