

# 一种根据转债价格择券的策略

2018年1月2日

## 投资要点

- ❖ 实践中转债绝对价格的高低往往成为投资者择券的一个重要标准，因此从这一需求出发，本报告试图回答基于价格择券什么策略更为合适。
- ❖ **转债个券具有明显的高低价差。**考虑到历史发行已经结束生命周期的转债绝大多数通过触发提前赎回条款退市，当转债绝对价格较低时买入并持有，在未来某一时点大概率可以获得正收益，但考虑到持有时长后这一策略难言具有较高性价比，因此有必要结合绝对价格的内在差异与市场环境寻找最佳策略。
- ❖ **转债绝对价格择券策略。**主要涉及三个指标：价格阈值：划分为三子类，低价、高价以及中间价；持有期：在每一段持有期末进行统一调仓操作；加权重：采用买入基准日按个券市值加权的方式构建指数。通过回测得到几点基础结论：1、绝对低价策略并不可取。从趋势看低价策略持有期越久收益越高，其实等同于用时间换空间，低价转债的核心要素在于拥有较大的潜在上涨空间。2、绝对高价策略风险暴露明显。持有期越久收益越低，从侧面体现了高价转债的短期交易性特性，及时兑现收益是必须重视的策略。3、阈值处于中间价具有相对性价比。可以理解低价标的在长线的角度需要及时止盈以防回撤风险，因此持有期越久中间价策略的性价比开始逐步提升。
- ❖ **估值内生扩张压缩时需要何种策略。**分别考察6月底、9月底建仓的前述策略收益水平，可以看到：1、绝对低价和高价策略依旧表现不佳。无论是估值走扩或是压缩，相关策略表现差强人意。低价策略并不能够完全规避风险。2、中间价策略依旧相对更优策略，表现出较为明显进可攻退可守特征。从标的可选数量以及收益水平考虑，选择价格适中，同时及时止盈止损建立严格的交易纪律相对更佳。
- ❖ **从绝对价格到相对价格。**鉴于部分账户存在转债最低仓位限制，我们将价格阈值改编为分位数阈值，取个券价格所处的相对位置来满足至少可筛选出一支标的的要求。以持有一个月周期为例，将价格阈值与分位数阈值相对比。1、分位数阈值内生差异更为明显，低价策略与中间价策略表现出色，与绝对价格策略相比也具有优势，但高价策略收益率难以接受。2、最大回撤大幅增加，夏普比率则差异较小。有得必有失，分位数阈值策略潜在收益更大但是风险同样显著增加，不同诉求的投资者适用于不同的策略。
- ❖ **更加实用的策略。**1、提高阈值上下限的确可以显著的提高潜在收益水平，但是回撤明显增大。一般上限设在140元附近，下限设在115元附近。2、设置阈值上限与设置阈值区间两种模式差异缩小，相反设置阈值下限的收益始终比较惨淡。3、收益水平上分位数阈值相对绝对价格阈值没有明显的优劣之分，但价格阈值具有相对更好的回撤水平。4、当阈值上下限打开后，拉长周期反而并不是较好选择，既不具有更高的收益水平，也没有明显更优的回撤水平。5、更为重要的是，其净值曲线呈现出持续向上的趋势，2015年以来的净值高于2007年与2010年的阶段高点。
- ❖ **不同市场背景下的表现。**我们将2010-2011年作为熊市的回测区间，2012-2013年作为震荡市的回测区间。回测前述各类策略，呈现出绝对价格低价策略无可比拟的优势，既可以在熊市环境下避免较大的回撤，转债退可守特征开始发力，即使在震荡市环境下也可以取得相对指数的超额收益。而其余多数策略收益弱于指数表现。



## 中信证券研究部

### 明明

电话：010-60837202

邮件：mingming@citics.com

执业证书编号：S1010517100001

### 余经纬

电话：010-60836514

邮件：yujingwei@citics.com

执业证书编号：S1010517070005

## 相关研究

1. 转债基础研究系列之十三：一种缩小目标券范围的筛选思路.....2017-12-28
2. 转债基础研究系列之十二：从回售看条款博弈的核心.....2017-10-13
3. 转债基础研究系列之十一：可转债定价模型理论概述.....2017-09-19
4. 转债基础研究系列之十：股性估值的表与里.....2017-08-25
5. 转债基础研究系列之九：关于转债负溢价套利的一切.....2017-08-01
6. 转债基础研究系列之八：基于资产轮动的视角.....2017-07-19
7. 转债基础研究系列之七：变与不变—转债发行新机制初探.....2017-06-14
8. 转债基础研究系列之六：知往鉴今：什么是转债债性估值与底部...2017-05-23
9. 转债基础研究系列之五：什么是抢权？我们需要怎样的抢权.....2017-04-25
10. 转债基础研究系列之四：转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析.....2017-04-05

## 目录

<b>转债个券具有明显的高低价差 .....</b>	<b>1</b>
<b>转债绝对价格择券策略 .....</b>	<b>2</b>
估值内生扩张压缩时需要何种策略 .....	4
从绝对价格到相对价格 .....	4
<b>更加实用的策略 .....</b>	<b>6</b>
不同市场背景下的表现 .....	7

## 插图目录

图 1: 中证转债指数走势曲折 .....	1
图 2: 转债价格高低区分明显 .....	1
图 3: 一个月周期不同价格阈值净值表现 .....	2
图 4: 三个月周期不同价格阈值净值表现 .....	3
图 5: 六个月周期不同价格阈值净值表现 .....	3
图 6: 绝对价格阈值策略下满足要求个券支数 .....	5
图 7: 价格分位数阈值策略下满足要求个券支数 .....	5
图 8: 持有期一个月不同分位数阈值净值表现 .....	6
图 9: 一个月周期价格阈值最优结果 .....	7
图 10: 三个月周期价格阈值最优结果 .....	7
图 11: 六个月周期价格阈值最优结果 .....	7
图 12: 一个月周期分位数阈值最优结果 .....	7

## 表格目录

表 1: 一个月周期策略指标 .....	2
表 2: 三个月周期策略指标 .....	2
表 3: 六个月周期策略指标 .....	3
表 4: 估值内生变化下不同策略表现 .....	4
表 5: 分位数阈值下策略表现 .....	5
表 6: 突破阈值限制后策略表现 .....	6
表 7: 不同市场环境下净值走势的最优结果 .....	8

经过一年时间我们发布了十多篇《转债基础研究系列》，基本搭建了对这一品种的理论分析框架，不同的要素、不同的层面我们均从基础视角给出了自己的理解。更近一步，所有的框架最后均需要落脚到策略层面，上一篇专题我们结合正股与转债的特性提出相应的量化指标来缩小目标范围，本篇则聚焦在价格层面。实践中转债绝对价格的高低往往成为投资者择券的一个重要标准，因此从这一需求出发，本报告试图回答基于价格择券什么策略更为合适，高价与低价券带来的收益差别是否明显等问题。

## 转债个券具有明显的高低价差

回顾 2006 年以来的转债市场，中证转债指数涨幅高到 132%，年化收益率达到 7.25%，表现上佳。然而仔细观察可发现，2009 年以来转债指数多数时间未超越 2007 年的高点，转债指数并没有呈现出获取稳定回报的趋势，每年的收益波动较大。

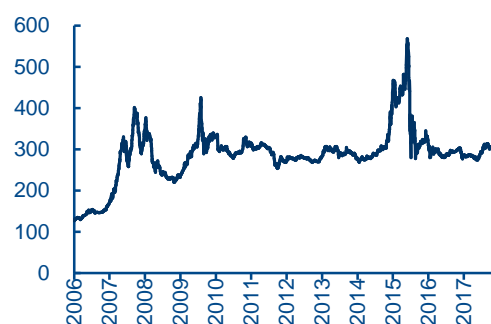
单纯指数受到市值加权的影响，在转债标的相对稀缺的背景下容易被部分权重个券干扰。历史上金融转债的规模占据绝对比例，在此类转债的存续期内转债指数往往成为金融转债的影子指数，因而转债指数并非市场个券价格走势的唯一代表。

进一步统计每一交易日存量转债标的绝对价格的内在区分，多数时间存量标的的最小值位于 110 元之下，而最大值位于 130 元之上，可以认为具有非常明显的内部价格差异。

考虑到历史发行已经结束生命周期的转债绝大多数通过触发提前赎回条款退市（详见《转债基础研究系列之三：转债生命路径与转股条款全解读》，2017-3-21），因而一个较为直观的判断是当转债绝对价格较低时买入并持有，在未来某一时点大概率可以获得正收益，基本会触发提前赎回条款。

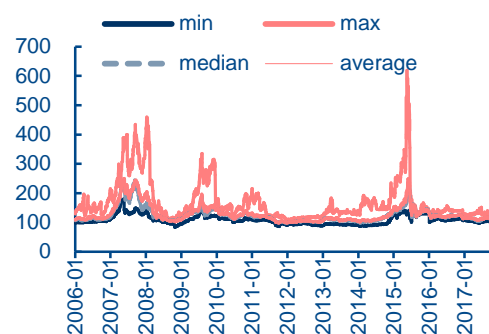
若忽略持有时间上述策略不失为一个“傻瓜”策略，但是考虑到持有时长后这一策略难言具有较高性价比，因此有必要结合绝对价格的内在差异与市场环境寻找最佳策略。简单来看，绝对价格策略有三大关键变量，买入价格、持有期限、加权重。因此我们基于这三点变量构建具有不同子类别的策略模型，来具体判别高低价择券的可行性。

图 1：中证转债指数走势曲折



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：转债价格高低区分明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 转债绝对价格择券策略

我们构建的策略主要涉及三个指标，其中价格阈值是核心变量：

**价格阈值：**划分为三子类，低价、高价以及中间价。低价券主要考察买入价格在 105 元、110 元以下个券，高价券考察买入价格在 120 元、125 元以上个券，中间价则考察买入价格在 105-120 元、110-125 元之间个券。

**持有期：**基于实际交易中可行性，我们分别考察持有期 1 个月、3 个月以及 6 个月，在每一段持有期末进行统一调仓操作。

**加权重：**充分借鉴中证转债指数的加权方式，采用买入基准日按个券市值加权的方式构建指数。

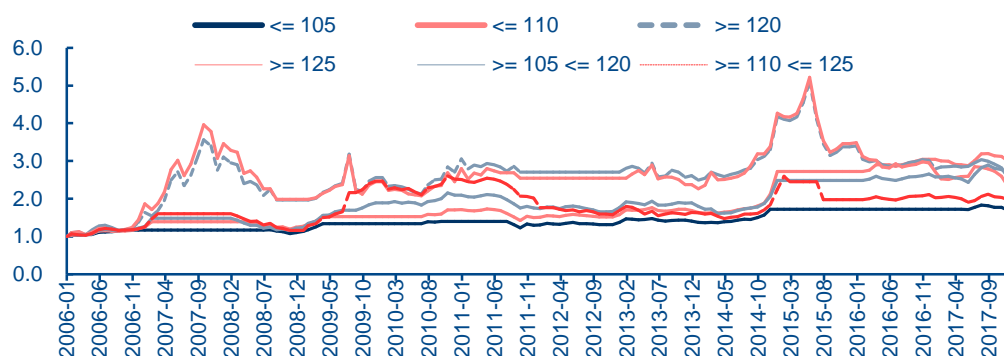
基本结果如下：

表 1：一个月周期策略指标

	最新净值	最高净值	最低净值	年化收益率(%)	最大回撤(%)	夏普比率
<=105	1.69	1.84	1	4.48	12.12	1.37
<=110	2.99	3.20	1	9.55	17.63	2.23
>=120	2.51	5.10	1	7.95	50.91	0.78
>=125	2.33	5.22	1	7.32	55.27	0.67
>=105<=120	2.67	2.89	1	8.54	25.26	1.80
>=110<=125	1.97	2.60	1	5.82	43.12	0.78

资料来源：Wind，中信证券研究部，回测区间 2006-2017 年

图 3：一个月周期不同价格阈值净值表现



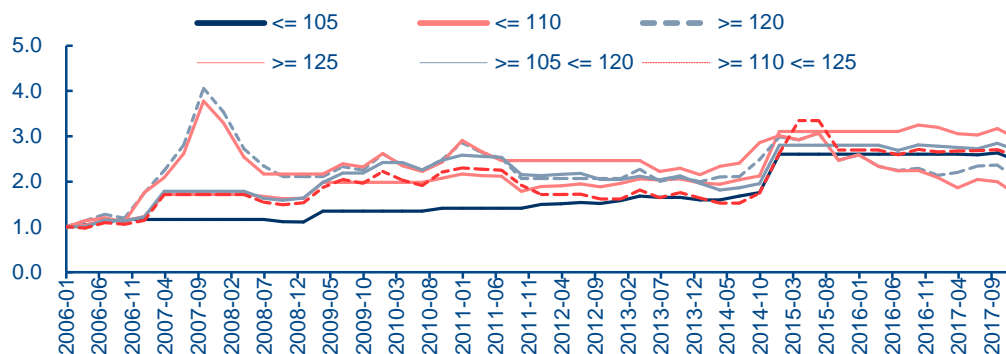
资料来源：Wind，中信证券研究部，回测区间 2006-2017 年

表 2：三个月周期策略指标

	最新净值	最高净值	最低净值	年化收益率(%)	最大回撤(%)	夏普比率
<=105	2.48	2.63	1	6.85	5.84	0.81
<=110	2.96	3.25	1	8.48	17.68	0.81
>=120	2.08	4.06	1	5.30	50.71	0.33
>=125	1.73	3.78	1	3.67	54.24	-0.23
>=105<=120	2.70	2.85	1	7.63	29.90	0.66
>=110<=125	2.57	3.35	0.98	7.17	33.76	0.50

资料来源：Wind，中信证券研究部，回测区间 2006-2017 年

图 4：三个月周期不同价格阈值净值表现



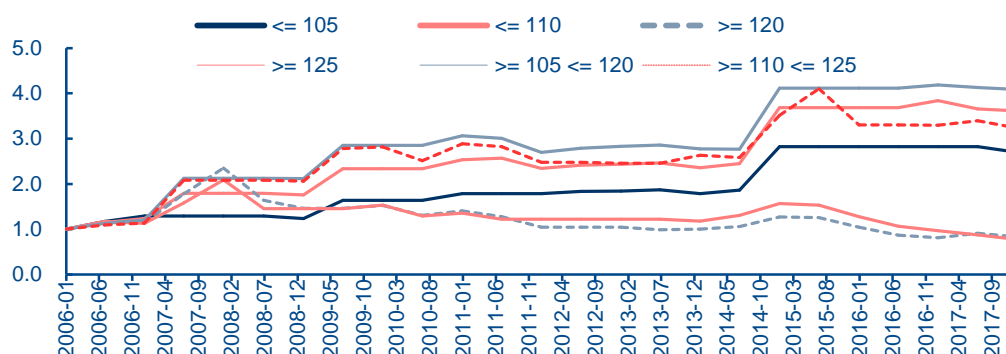
资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

表 3：六个月周期策略指标

	最新净值	最高净值	最低净值	年化收益率(%)	最大回撤(%)	夏普比率
<=105	2.70	2.82	1	8.64	4.52	1.07
<=110	3.62	3.84	1	11.31	8.82	1.05
>=120	0.83	2.35	0.81	-1.51	65.38	1.10
>=125	0.77	2.09	0.77	-2.12	62.94	0.70
>=105<=120	4.09	4.19	1	12.45	11.93	1.04
>=110<=125	3.24	4.10	1	10.29	20.95	1.12

资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

图 5：六个月周期不同价格阈值净值表现



资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

通过上述策略回溯我们得到几点基础结论：

**1、绝对低价策略并不可取。**多数条件下买入 105 元绝对价格以下的标的并非较好的选择，长期年化回报与简单持有指数并无显著差异。仅有的优势在于低价策略带来的较低回撤以及相对不错的夏普比率。从趋势来看，低价策略持有期越久收益越高，其实等同于用时间换空间，低价转债的核心要素在于拥有较大的潜在上涨空间。

**2、绝对高价策略风险暴露明显。**绝对高价策略既不具有相对优势的收益率，且回撤幅度较大，波动率明显高于其余策略，直接体现在较低的夏普比率。此策略性价比不如直接持有指数组合。且持有期越久收益越低，从侧面体现了高价转债的短期交易性特性，及时兑现收益是必须重视的策略。

**3、阈值处于中间价具有相对性价比。**无论从低价策略还是中间价策略来看，设置一个阈值上限可以明显的规避风险，但这一上限不应过低。从上述统计可以发现，持有期越长低价策略的年化收益越高，实质上延长持有期即是提高阈值上限的一种特殊表现，给予个券更



多潜在上涨空间。若持有期越长，设置一个下限可以进一步提高收益水平，但同时也提升了波动幅度。可以理解为低价标的在长线的角度需要及时止盈以防回撤风险，因此持有期越久中间价策略的性价比开始逐步提升。

## 估值内生扩张压缩时需要何种策略

前述策略仅是从一个较长的周期来考虑回撤各项指标，回到实践中对比周期更为多样化，转债的周期指标主要包括两类，一类是价格周期即正股环境，另一类是转债独有的股性估值周期。我们首先关注当转债市场股性估值内生走扩或压缩时如何获取最大收益或规避风险。

2017 年的转债市场便提供了非常具有代表意义的场景，特别在下半年转债市场股性估值走过山车，6 月底估值从 15%起步至 9 月底走扩至 20%之上，四季度风云突变股性估值直接腰斩至当前 10%水平之下，最低向 5%水平逼近。

因此我们分别考察 6 月底，9 月底建仓的前述策略收益水平。

**1、绝对低价和高价策略依旧表现不佳。**无论是估值走扩或是压缩，相关策略表现差强人意。低价策略并不能够完全规避风险。但需要明确的是由于市场存量标的有限，经过筛选后满足要求的个券支数较少，策略的表现易受到单支标的的波动影响。

**2、中间价策略依旧相对更优策略。**无论是估值内生扩张还是压缩，中间价策略多数时候表现更佳，表现出较为明显进可攻退可守特征。

即使出于规避风险的角度看选择绝对低价标的并不是十分确定的好选择，而且若进一步降低阈值上限还可能落入无券可选的地步。从标的可选数量以及收益水平考虑，选择价格适中，同时及时止盈止损建立严格的交易纪律相对更佳。

表 4：估值内生变化下不同策略表现

策略	区间	<=105	<=110	>=120	>=125	>=105<=120	>=110<=125
一个月周期	2017M6-2017M9	-0.01	4.28	-1.15	-4.46	<b>6.12</b>	<b>5.39</b>
	2017M6 YTD	-4.65	-0.67	-15.22	-18.21	1.09	1.15
	2017M9 YTD	-4.64	-4.74	-14.23	-14.39	-4.74	-4.02
三个月周期	2017M6-2017M9	1.67	4.69	0.89	-2.44	4.33	0.75
	2017M6 YTD	-4.26	-2.11	-11.30	-15.51	-0.97	-4.26
	2017M9 YTD	-5.84	-6.50	-12.08	-13.40	-5.08	-4.97
六个月周期	2017M6 YTD	-4.24	-1.13	-8.31	-11.72	-0.99	-4.48

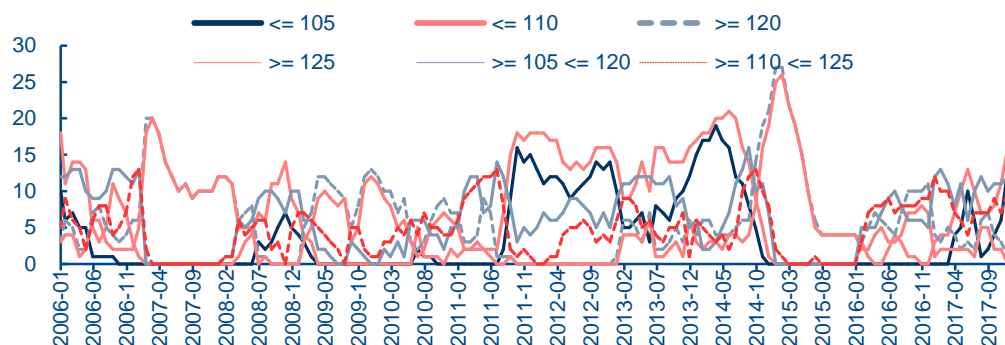
资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年，单位%

## 从绝对价格到相对价格

绝对价格策略实践中往往面临满足要求个券支数过少的问题，转债历史上存量标的支数长期偏低，因此前述绝对价格策略在相当长一段时间内可能会出现空仓的窘境。图 6 给出每月底满足绝对价格标准的个券支数序列较好的说明了这一问题。

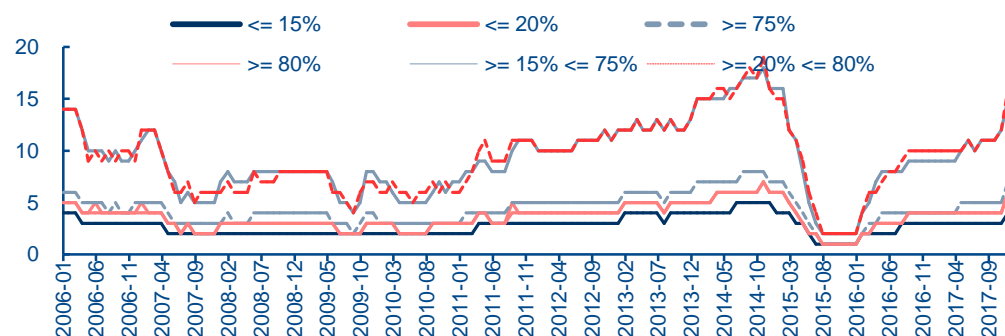
鉴于部分账户存在转债最低仓位限制，我们将价格阈值改编为分位数阈值，取个券价格所处的相对位置来满足至少可筛选出一支标的的要求。

图 6：绝对价格阈值策略下满足要求个券支数



资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

图 7：价格分位数阈值策略下满足要求个券支数



资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

以持有一个月周期为例，将价格阈值与分位数阈值相对比。

**1、分位数阈值内生差异更为明显，低价策略与中间价策略表现出色，与绝对价格策略相比也具有优势，但高价策略收益率难以接受。**分位数阈值其实提高了绝对价格的水平，特别在市场趋势性上涨时存量标的价格均较高时，分位数阈值仍可以分享相关红利，绝对价格阈值可能会处于空仓状态。

**2、最大回撤大幅增加，夏普比率则差异较小。**分位数阈值下给予类的回撤均较大，难以出现相对较好的分类。可以认为若要坚持拥有转债仓位，需要忍受波动增加。

有得必有失，分位数阈值策略潜在收益更大但是风险同样显著增加，不同诉求的投资者适用于不同的策略。

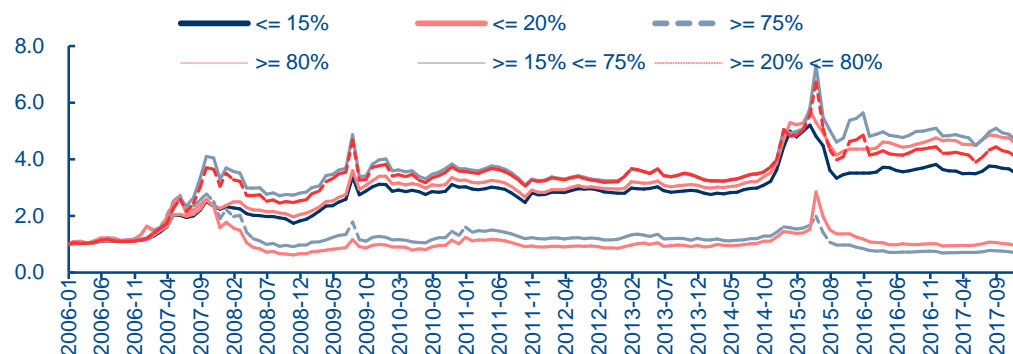
表 5：分位数阈值下策略表现

	最新净值	最高净值	最低净值	年化收益率(%)	最大回撤(%)	夏普比率
<=15%	3.42	5.21	1	10.80	36.00	1.52
<=20%	4.44	5.74	1	13.24	27.84	2.03
>=75%	0.70	2.77	0.69	-2.97	75.15	-0.47
>=80%	0.94	2.85	0.62	-0.50	76.51	-0.17
>=15%<=75%	4.67	7.33	1	13.70	38.81	1.48
>=20%<=80%	4.08	6.73	1	12.42	42.10	1.32
<=105	1.69	1.84	1	4.48	12.12	1.37
<=110	2.99	3.20	1	9.55	17.63	2.23
>=120	2.51	5.10	1	7.95	50.91	0.78
>=125	2.33	5.22	1	7.32	55.27	0.67

	最新净值	最高净值	最低净值	年化收益率(%)	最大回撤(%)	夏普比率
>=105<=120	2.67	2.89	1	8.54	25.26	1.80
>=110<=125	1.97	2.60	1	5.82	43.12	0.78

资料来源: Wind, 中信证券研究部, 回溯区间 2006-2017 年

图 8: 持有期一个月不同分位数阈值净值表现



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 回溯区间 2006-2017 年

## 更加实用的策略

在忍受波动接受可能较大回撤的背景下, 若想进一步提高收益水平, 通过前述结论发现随着上限的提升潜在收益水平也随之提高。

进一步突破高低价策略的束缚, 寻找不同子类别下的最优阈值。从经验来看提高阈值上限, 降低阈值下限, 尽可能将处于中间位置的标的纳入策略筛选范围, 可以有效的提高潜在收益。

1、提高阈值上下限的确可以显著的提高潜在收益水平, 但是回撤明显增大。一般上限设在 140 元附近, 下限设在 115 元附近。

2、设置阈值上限与设置阈值区间两种模式差异缩小, 相反设置阈值下限的收益始终比较惨淡。

3、收益水平上分位数阈值相对绝对价格阈值没有明显的优劣之分, 但价格阈值具有相对更好的回撤水平。

4、当阈值上下限打开后, 拉长周期反而并不是较好选择, 既不具有更高的收益水平, 也没有明显更优的回撤水平。

5、更为重要的是以表现相对最优的持有期一个月设置阈值上限策略为例, 其净值曲线呈现出持续向上的趋势, 2015 年以来的净值高于 2007 年与 2010 年的阶段高点。

综合来看, 设置一个相对合理的止盈水平对于坐实收益用处较大, 且 140 元的价格阈值落在历史上多数标的提前赎回时最后交易日价格附近。同时阈值策略呈现出明显的周期特征, 历史上转债个券借助一轮牛市迎来一波主升浪后便转入持续的平台震荡期。

表 6: 突破阈值限制后策略表现

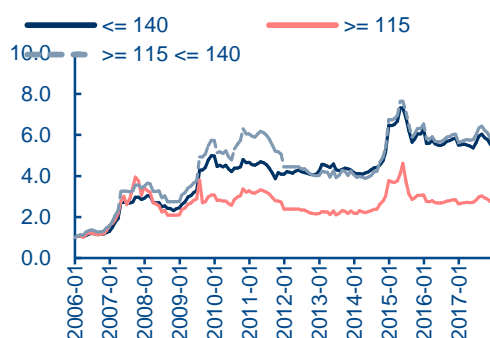
	最新净值	最高净值	最低净值	年化收益率(%)	最大回撤(%)	夏普比率
<=140	5.52	7.32	1	15.29	26.60	2.17
一个月周期 >=115	2.73	4.61	1	8.72	46.95	0.90



		最新净值	最高净值	最低净值	年化收益率(%)	最大回撤(%)	夏普比率
三个月周期	$\geq 115 \leq 140$	5.80	7.64	1	15.77	66.57	2.06
	$\leq 145$	3.98	4.89	1	12.20	21.04	0.85
	$\geq 110$	2.70	3.83	1	8.62	42.69	0.48
	$\geq 115 \leq 145$	4.09	5.08	1	12.47	46.95	0.80
六个月周期	$\leq 115$	4.35	4.55	1	13.03	12.65	0.55
	$\geq 110$	2.10	3.06	1	6.36	31.77	0.23
	$\geq 115 \leq 145$	4.29	4.44	1	12.90	52.81	0.55
	$\leq 45\%$	5.12	6.65	1	14.58	36.20	2.00
一个月周期	$\geq 15\%$	2.71	5.32	1	8.67	50.53	0.88
	$\geq 15\% \leq 45\%$	5.83	8.27	1	15.82	68.15	1.97

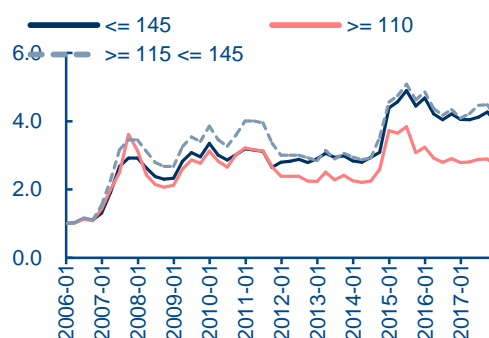
资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

图 9：一个月周期价格阈值最优结果



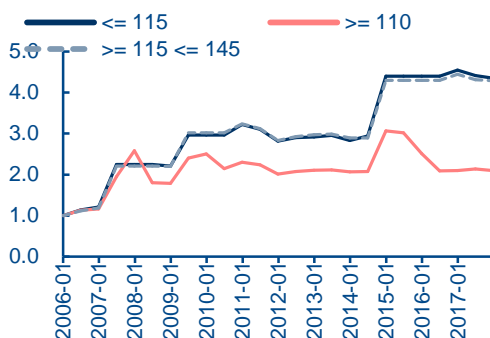
资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

图 10：三个月周期价格阈值最优结果



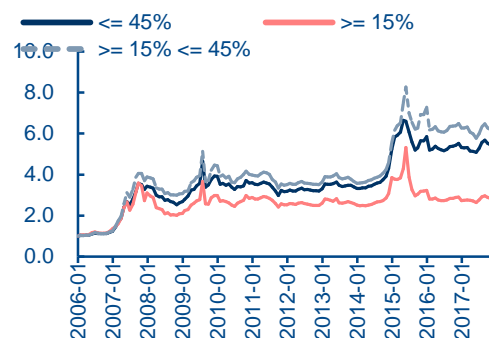
资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

图 11：六个月周期价格阈值最优结果



资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

图 12：一个月周期分位数阈值最优结果



资料来源：Wind，中信证券研究部，回溯区间 2006-2017 年

## 不同市场背景下的表现

前述更佳实用的策略中净值曲线呈现出周期特征，因此进一步思考在非牛市环境下最优策略是否会出现一定变化，即考虑影响第二类周期指标正股的价格环境。

我们将 2010-2011 年作为熊市的回溯区间，2012-2013 年作为震荡市的回溯区间。以转债指数为例，2010-2011 年跌幅高达 18%，2012-2013 年则小幅上涨 3%。

通过回溯前述各类策略，图 11 呈现出绝对价格低价策略无可比拟的优势，既可以在熊市环境下避免较大的回撤，转债退可守特征开始发力，即使在震荡市环境下也可以取得相对指数的超额收益。而其余多数策略收益弱于指数表现。

表 7：不同市场环境下净值走势的最优结果

	时间段	<=105	<=110	>=120	>=125	>=105<=120	>=110<=125	最佳上限	最佳下限	最佳区间
一个月周期	10-11	<b>0.97</b>	<b>0.99</b>	1.06	1.04	0.92	0.72	0.82	0.77	0.78
	12-13	<b>1.05</b>	<b>1.09</b>	0.92	0.89	1.03	0.92	1.02	0.92	0.91
三个月周期	10-11	<b>1.11</b>	<b>0.95</b>	0.79	0.94	0.88	0.77	0.83	0.76	0.78
	12-13	<b>1.07</b>	<b>1.04</b>	0.97	0.87	0.92	0.95	1.01	0.95	0.98
六个月周期	10-11	<b>1.09</b>	<b>1.00</b>	0.69	0.80	0.95	0.88	0.95	0.80	0.94
	12-13	<b>1.00</b>	<b>1.01</b>	0.95	0.96	1.03	1.06	1.01	1.03	1.02
一个月周期（分位数）	10-11	0.88	0.83	0.96	0.93	0.81	2.00	0.81	0.85	0.79
	12-13	1.02	1.06	0.96	1.01	1.00	0.88	1.05	0.99	1.02
中证转债指数	10-11						0.82			
	12-13						1.03			

资料来源：Wind，中信证券研究部

综合来看，价格阈值策略变现与正股市场大环境息息相关，市场表现较好时及时止盈力求全身而退，选择相对较高的价格上限。当市场偏弱时则在低价标的中寻求机会，更为看重个券的防守特征。但总体上及时止盈止损不失为平衡收益与回测水平较好的选择。分位数阈值仅是为了防止空仓的被动之选，其波动较大而收益并没有相对优势。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发”。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。**