

强于大市

证券行业 2023 年中期投资策略

建议低位左侧布局，以待估值拐点

券商板块历次行情反映出，宏观经济上行和权益市场流动性充裕是板块行情启动的必要条件，利好的行业政策提振行业基本面预期是板块产生独立行情的必要条件。通过分析当前券商所处的外部环境和行业内生增长力，我们认为，当前券商板块估值拐点主要有待资本市场需求侧改善，未来经济持续复苏和存款利率下调推动增量资金流入权益市场，有望催化板块行情。当前券商估值处于低位盘整期，板块基本面向好，盈利修复是估值强支撑，适宜左侧布局。

要点

- 历次板块行情反映出，宏观经济上行、股市流动性充裕是板块行情启动的必要条件。2005 年以来，券商板块历经 6 次板块性的上升行情，行情起点基本都处于我国经济衰退后期或复苏前期，经济先行指标向好、流动性宽松。由经济上行和流动性宽松催化的板块行情凸显行业的 beta 属性，行情走势与市场基本一致。
- 利好行业的政策、举措带来的行业基本面预期提升是板块走出独立行情的重要助力。随着券商行业业务创新、多元化程度持续加深，2012 年、2014 年、2019 年的三次行情中，券商行业的利好政策大幅提高了市场对券商长期景气发展的预期，推动板块走出不同程度的独立行情，获得跟涨之上额外的收益。此外，2018 年，在监管支持下国资、金融机构等市场主体共同纾困，股票质押风险总体缓释，该项监管举措的推出也推动了行业的独立行情。
- 当前经济转为弱复苏预期，投资者增量需求有待改善。进入二季度以来，我国经济复苏斜率有所放缓。资本市场需求侧，二季度周度日均成交额仍保持万亿元左右水平，公募基金整体规模增长存在边际改善，但增量资金需求疲软。
- 中短期内行业盈利延续修复确定性强。行业业绩拐点已清晰，自营业务有望延续同比修复态势。财富管理业务方面，1-5 月市场日均股基成交额同比基本持平，公募基金存量稳中有升，两融规模平稳，业务表现有望伴随着经济修复带动投资者风险偏好提升而逐步提升，全年有望实现同比增长。注册制全面推行后，投行业务有望逐步恢复发行节奏，降幅逐步收窄。
- 监管政策打开国际业务和机构业务长期增长空间。行业监管政策在继续注重规范券商展业的同时兼顾促发展，境内外互联互通、投资端改革有待迎来更多政策举措落地，将有助于与已经启动的财富管理转型共同推动行业中长期成长和 ROE 中枢的提升。

风险提示

- 政策出台、国际环境以及市场波动对行业的影响超预期。

相关研究报告

《非银金融行业周报》20230312

《非银金融行业周报》20230306

《非银金融行业周报》20230115

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融

证券分析师：张天愉

(8610)66229087

tianyu.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521100002

证券分析师：林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

目录

| | |
|-----------------------|----|
| 1 券商板块行情驱动因素分析..... | 4 |
| 2 2023 年券商估值因素分析..... | 10 |
| 2.1 宏观经济与资本市场环境..... | 10 |
| 2.2 行业政策与内生动力 | 12 |
| 2.3 券商板块投资建议 | 13 |
| 3 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1. 2005-2023 年券商板块行情走势 | 4 |
| 图表 2. 2005-2023 年券商板块六次行情信息 | 4 |
| 图表 3. 2005-2023 年券商板块六次行情归因 | 5 |
| 图表 4. 2005-2007 年券商指数涨幅 | 5 |
| 图表 5. 2008-2009 年券商指数涨幅 | 6 |
| 图表 6. 2012-2013 年券商指数涨幅 | 7 |
| 图表 7. 2012 年券商创新大会“十一条”主要涵盖方面 | 7 |
| 图表 8. 2014-2015 年券商指数涨幅 | 8 |
| 图表 9. 2018-2019 年券商指数涨幅 | 8 |
| 图表 10. 2020 年券商指数涨幅 | 9 |
| 图表 11. 2018-2023 年日均股基成交金额 | 10 |
| 图表 12. 2021-2023 年权益类及固收类公募基金存量规模 | 10 |
| 图表 13. 2021-2023 年权益类及固收类公募基金发行规模 | 11 |
| 图表 14. 2013-2023 年全市场两融余额 | 11 |
| 图表 15. 2023 年 1-5 月 IPO 承销规模 | 12 |
| 图表 16. 2023 年 1-5 月再融资承销规模 | 12 |
| 图表 17. 证监会 2023 年度立法工作计划 | 13 |

1 券商板块行情驱动因素分析

历次大行情的启动背景反映出，宏观经济上行、股市流动性充裕是板块大行情的必要条件，而行业利好的政策发布或监管举措则是板块走出独立行情的重要助力。2005 年以来，券商板块历经 6 次板块性的上升行情，行情起点基本都处于我国经济衰退后期或复苏前期，市场估值触底，经济先行指标向好、流动性宽松。由经济上行和流动性宽松催化的板块行情凸显行业的 beta 属性，行情走势与市场基本一致。随着券商行业业务创新、多元化程度持续加深，2012 年、2014 年、2019 年的三次行情中，券商行业的利好政策大幅提高了市场对券商长期高景气发展的预期，推动板块走出不同程度的独立行情，获得跟涨之上额外的收益。此外，2018 年，在监管支持下国资、金融机构等市场主体共同纾困，股票质押风险总体缓释，该项监管举措的推出也推动了行业的独立行情。

图表1. 2005-2023 年券商板块行情走势



资料来源：万得、中银证券

图表2. 2005-2023 年券商板块六次行情信息

| | 筑底起点 | 上升起点 | 行情结束 | 最高点 | 交易天数 | 最大涨幅 | 超额收益 |
|-------------|------------|------------|-----------|-----------|------|-------|-------|
| 2006年-2007年 | 2005/3/30 | 2006/3/7 | 2007/11/2 | 2007/11/2 | 406 | 1509% | 1109% |
| 2008年-2009年 | 2008/11/4 | 2008/11/4 | 2009/8/3 | 2009/8/3 | 184 | 149% | 11% |
| 2012年-2013年 | 2012/1/5 | 2012/1/5 | 2013/2/7 | 2013/2/7 | 267 | 62% | 46% |
| 2014年-2015年 | 2014/3/20 | 2014/10/27 | 2015/6/8 | 2015/4/22 | 152 | 200% | 115% |
| 2018年-2019年 | 2018/10/18 | 2018/10/18 | 2019/4/3 | 2019/3/7 | 113 | 83% | 55% |
| 2020年 | 2020/5/27 | 2020/6/15 | 2020/7/13 | 2020/7/9 | 19 | 46% | 26% |

资料来源：万得、中银证券

图表3. 2005-2023 年券商板块六次行情归因

| | |
|-------------|--|
| 2006年-2007年 | <ul style="list-style-type: none"> 经济从复苏到繁荣，实体经济盈利状况快速回升 汇改促进流动性宽松 股改化解投资者悲观情绪，起到催化作用 |
| 2008年-2009年 | <ul style="list-style-type: none"> 宏观政策大力推动经济反弹 货币政策宽松，大幅降准降息释放流动性 |
| 2012年-2013年 | <ul style="list-style-type: none"> 第一阶段流动性宽松预期催化行情 第二阶段企业盈利下滑超预期、阶段性流动性释放不及预期，市场下调 第三阶段经济数据提高经济复苏预期，催化第二轮行情 券商行业创新政策集中发布，提振行业前景预期，板块走出一定独立行情 |
| 2014年-2015年 | <ul style="list-style-type: none"> 货币政策宽松，多次降准降息，释放流动性 券商行业政策宽松，推出新业务新赛道，2014年走出显著独立行情 |
| 2018年-2019年 | <ul style="list-style-type: none"> 经济复苏，经济领先指标超预期向好 货币政策宽松，多次降准释放流动性 券商行业股质风险化解，并即将迎来科创板注册制试点，走出独立行情 |
| 2020年 | <ul style="list-style-type: none"> 新冠疫情爆发后经济复苏 货币政策宽松，逆周期调节 券商行业迎来创业板注册制 |

资料来源：万得、中银证券

第一次行情：2006 年 3 月-2007 年 11 月

本轮行情最高涨幅 1509%，持续 406 天，为历次板块行情中持续时间与涨幅之最。分阶段来看，本轮板块自 2005 年 3 月低点至 2006 年 3 月经历了较长的筑底平台期，于 2006 年 3 月启动上涨，并于 2006 年 10 月起加速上行，至 2007 年 11 月冲顶后结束。（天数按交易日计算，下同。）

多项因素催化全 A 股市场估值的反转回升：供给侧，股改化解了市场对股权分置的悲观预期，化解了 A 股估值的长期压制因素，提振了投资者情绪，同时，IPO 自 2005 年 5 月至 2006 年 6 月暂停，重启后迎来优质大行集中上市；汇改显著促进了需求侧流动性宽松；实体经济方面，2006 年下半年起，企业盈利快速回升推动市场形成戴维斯双击，经济全面繁荣，加速了全市场的估值提升，带动了券商板块估值提升，同时 A 股市场需求端规模的增长对券商占比较高的经纪业务也有显著促进作用。

图表4. 2005-2007 年券商指数涨幅

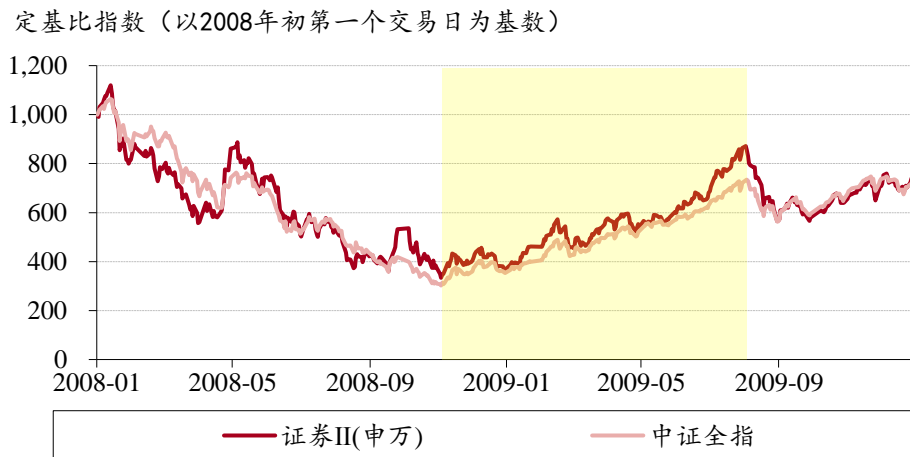


资料来源：万得、中银证券

第二次行情：2008 年 11 月-2009 年 8 月

宏观经济政策刺激是本轮行情的主要催化剂。2008 年受金融危机冲击后，为应对宏观经济下行压力，我国先后从投资端、消费和制造端发力，基建“4 万亿”、地产放松政策以及 2009 年的家电和汽车下乡、十大产业振兴规划推动经济反弹效果显著。同时，本轮行情内货币政策持续宽松，2008 年大幅降准降息，2009 年延续宽松政策，资金面充裕推动了需求侧的显著回暖。供给侧，为避免金融危机背景下新股发行加大市场跌幅，IPO 于 2008 年底至 2009 年中暂停。在政策大力推动下，本轮券商板块行情发展与中证全指基本同步，自 2008 年 11 月 4 日至 2009 年 8 月 3 日历时 184 天，截至最高点涨幅 149%。

图表5. 2008-2009 年券商指数涨幅



资料来源：万得、中银证券

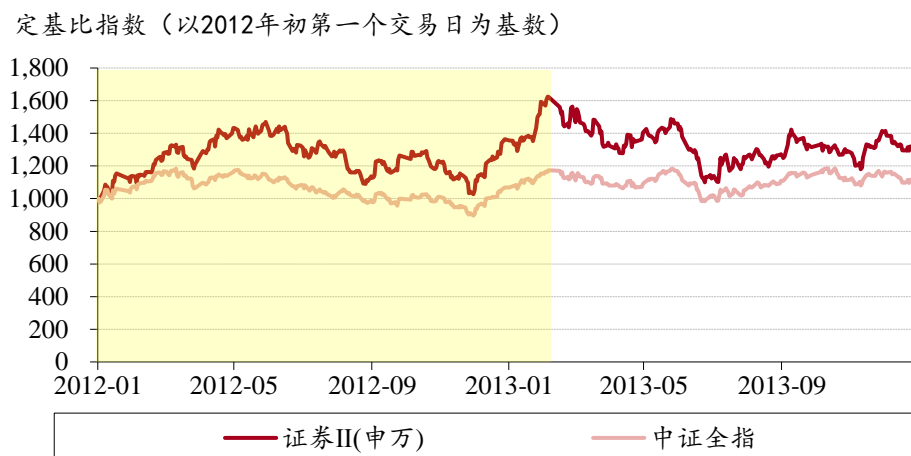
第三次行情：2012 年 1 月-2013 年 2 月

经济复苏和流动性预期较积极，但期间企业盈利数据超预期下行导致本轮券商和全市场行情均呈现“N”字型。（1）第一阶段（2012 年 1-4 月），高通胀压力缓解，市场一致预期流动性边际宽松，经济有望见底回升，驱动股市上行。（2）第二阶段（2012 年 5-11 月），企业盈利数据下滑超预期，并且实际流动性释放程度低于预期，引发 A 股下跌。（3）第三阶段（2012 年 12 月-2013 年 2 月），年末政治局会议审议“八项规定”、稳经济的多项投资项目密集发布提振市场信心，经济数据提高了经济复苏预期，股市快速上行。

市场走势较为平淡，券商板块走出独立行情。本轮行情首尾上行、中间调整，共计 267 天，2012 年初至 2013 年 2 月最高点，券商板块上涨 62%，而中证全指累计涨跌幅不超过±20%。相比之下，券商板块在 2012 年 1-5 月和 2012 年末至 2013 年初的两段上涨行情更为显著，并且累计收益持续高于中证全指，反映出本轮行情的驱动因素主要来自于投资者对行业内生驱动力的更高预期。

高密度、高广度、大力度的行业政策松绑提高了券商行业加速创新、多元化发展的市场预期。2012 年被称为“券商创新元年”，5 月券商创新大会召开，推出了《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》等一系列规则的征求意见稿，确定了促进券商创新发展的 11 条举措。2013 年 1 月，两融业务取消开户规模下限、标的从 278 只扩容至 500 只，并且作为两融业务配套机制的转融资、转融券业务试点先后启动，推动市场两融规模增长提速，1 月当月增长 33.8%，2013 年全年增长 287.4%。此外，资管业务改审批为备案制并放宽投资范围、自营业务投资范围扩容等其他创新业务的利好规则也在这一时期集中发布。

图表6. 2012-2013 年券商指数涨幅



资料来源：万得、中银证券

图表7. 2012 年券商创新大会“十一条”主要涵盖方面

- 一、提高证券公司理财类产品创新能力；
- 二、加快新产品新业务创新进程；
- 三、放宽业务范围和投资方式限制；
- 四、扩大证券公司代销金融产品范围；
- 五、支持跨境业务发展；
- 六、推动营业部组织创新；
- 七、鼓励证券公司发行上市和并购重组；
- 八、鼓励券商积极参与场外市场建设和中小微企业私募债试点；
- 九、改革证券公司风险控制指标体系；
- 十、探索长效激励机制；
- 十一、积极改善证券公司改革开放、创新发展的社会环境，加强从业人员管理，强化社会责任意识，建立证券纠纷调解机制，持续开展投资者教育。

资料来源：每日经济新闻、中银证券

第四次行情：2014 年 10 月-2015 年 6 月

内外利好因素共振，显著推升超额收益。本次行情自 2014 年 10 月 27 日至 2015 年 6 月 8 日共计 152 天，累计最高涨幅 200%，较中证全指超额 115 个百分点，持续时间及超额涨幅均仅次于 2005-2007 年的行情。本次行情中，券商板块和市场指数走势有较大差别，2014 年四季度板块快速冲高，从 2014 年 10 月 27 日行情起点至 12 月 17 日第一次冲高，超额收益达到 130 个百分点。我们认为，本轮行情形成以上两大特征的原因在于内外利好因素共同驱动。

（1）外部驱动因素主要包括：央行多次降准降息，释放流动性，显著提升了市场成交活跃度和两融规模。在供给侧，自 2012 年底起暂停的 IPO 发行于 2014 年 1 月重启，并在牛市中加速；5 月新“国九条”出台加快创业板制度改革。

（2）内部驱动因素主要包括：2014 年行业政策处于宽松期，除了利好投行业务的创业板再融资制度落地以外，11 月“沪港通”启动有助于提振券商经纪业务，并且伴随市场大涨和入市资金的增长，券商经纪、自营业务业绩增长的预期提升。

图表8. 2014-2015 年券商指数涨幅



资料来源：万得、中银证券

第五次行情：2018 年 10 月-2019 年 4 月

股质风险化解与流动性、供给侧政策刺激先后推动券商两段上涨。本轮行情启动前，市场处于估值底部，投资者情绪较悲观。2018 年 10 月，全市场止跌进入底部盘整，券商率先开启一轮上涨，驱动力主要来源于市场对于国资托底化解券商股票质押业务风险的高度预期。进入 2019 年后，流动性政策显著宽松，2019 年 1 月央行降准，QFII 额度由 1500 亿美元提高至 3000 亿美元。供给侧改革向前推进，发布设立科创板并试点注册制的相关政策文件。2 月发布的经济领先指标超预期向好。受益于市场供需和经济复苏共同的积极表现，券商伴随市场开启第二轮上涨。本次行情共计 113 天，券商最大累计涨幅 83%，相对中证全指收益高 55 个百分点。

图表9. 2018-2019 年券商指数涨幅

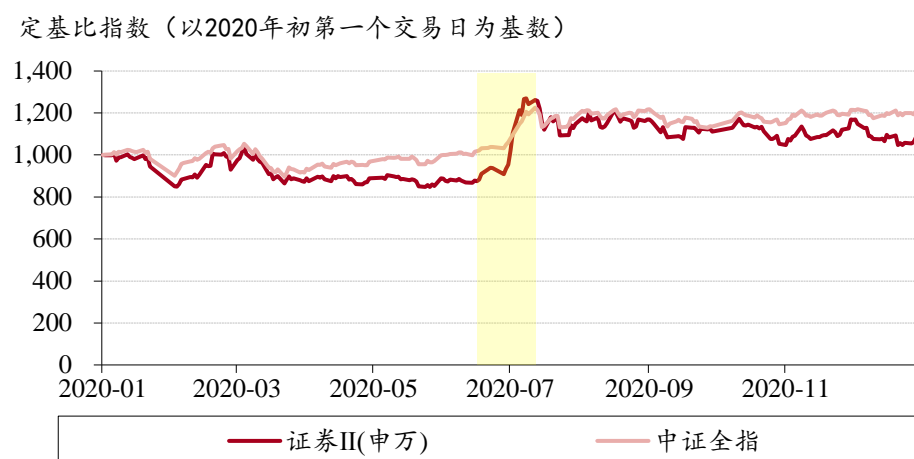


资料来源：万得、中银证券

第六次行情：2020 年 6 月-2020 年 7 月

新冠冲击后的经济复苏行情。本次行情自 2020 年 6 月 15 日启动至 7 月 13 日冲高后下调前历时 19 天，券商累计最大涨幅 46%，超额 26 个百分点，在 6 次大行情中仅高于 2008-2009 年的第二次行情。本次行情驱动力来源于新冠疫情冲击后的修复，二季度我国处于逆周期调节阶段，货币政策宽松，疫情逐步得到控制、经济逐步复苏带动市场估值修复，率先回暖的为各类消费行业，因此本次券商行情启动明显晚于市场指数。从券商板块整体角度，注册制推广到创业板的资本市场改革对板块预期存在利好影响。

图表10. 2020 年券商指数涨幅



资料来源：万得、中银证券

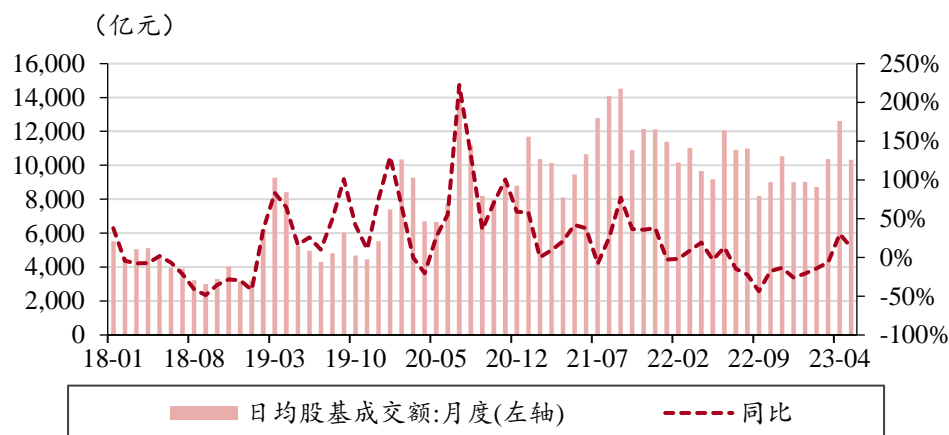
2023 年券商估值因素分析

2.1 宏观经济与资本市场环境

经济转为弱复苏预期，投资者增量需求有待改善。进入二季度以来，我国经济复苏斜率有所放缓。资本市场需求侧，5月A股市场交投活跃度较4月下滑，5月末至6月初（截至6月9日），周度日均成交金额仍保持万亿元左右水平。二季度公募基金整体规模增长较稳健，权益类基金和固收类基金份额月均分别增长2%和1%，相较于一季度月均变化（分别为+0.4%和-0.5%）存在边际改善。增量资金方面，公募基金新发规模4月环比下滑，5月环比持平，两融余额自3月以来稳定居于1.6万亿水平，显示当前增量资金较为疲软。

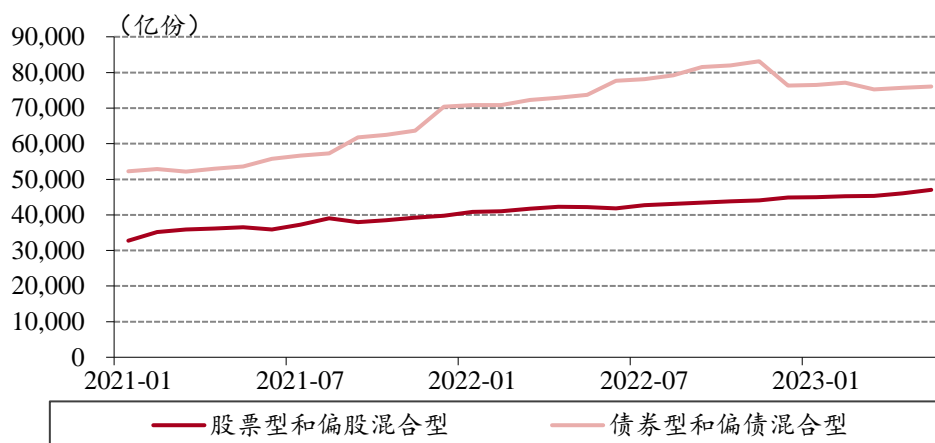
往后看，银行下调存款利率有望带来增量投资需求，年内经济复苏力度有待加强，届时将有助于提升投资者风险偏好，促进更多增量资金流入权益市场，推动市场估值提升，并助力财富管理、资产管理、机构经纪等券商零售及机构客需类业务进一步改善。

图表11. 2018-2023 年日均股基成交金额



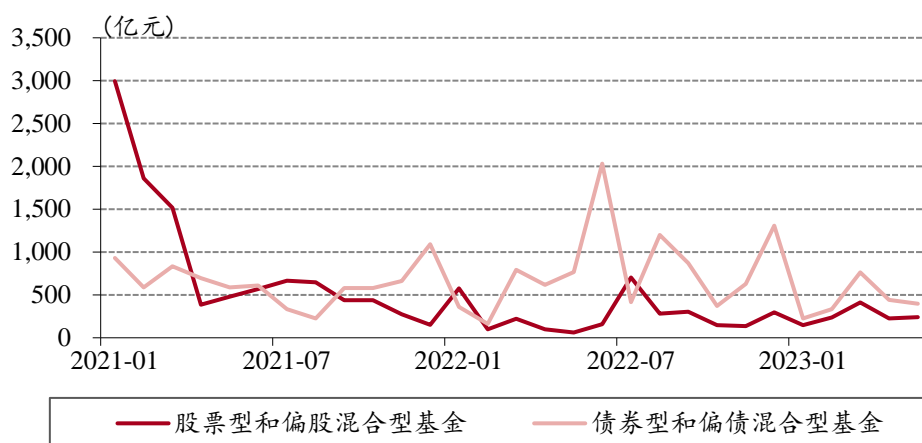
资料来源：万得、中银证券

图表12. 2021-2023 年权益类及固收类公募基金存量规模



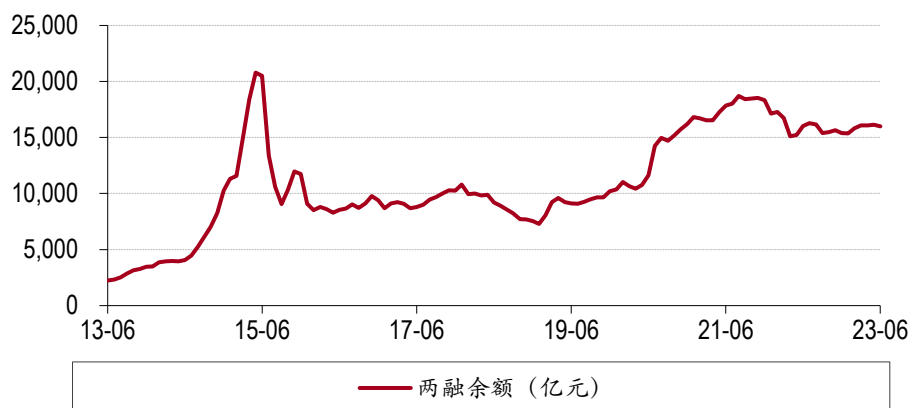
资料来源：万得、中银证券

图表13. 2021-2023 年权益类及固收类公募基金发行规模



资料来源：万得、中银证券

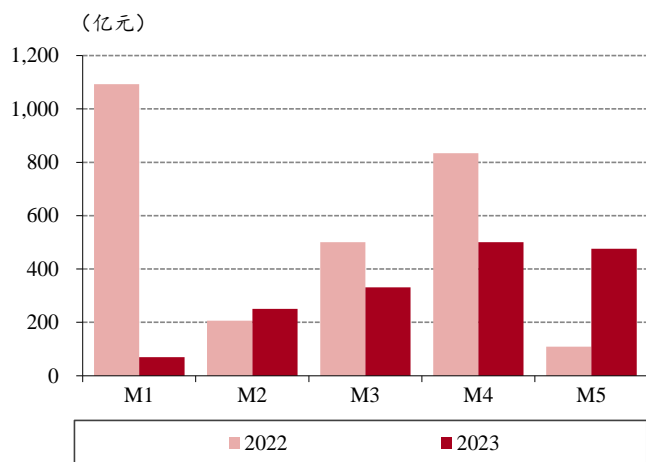
图表14. 2013-2023 年全市场两融余额



资料来源：万得、中银证券

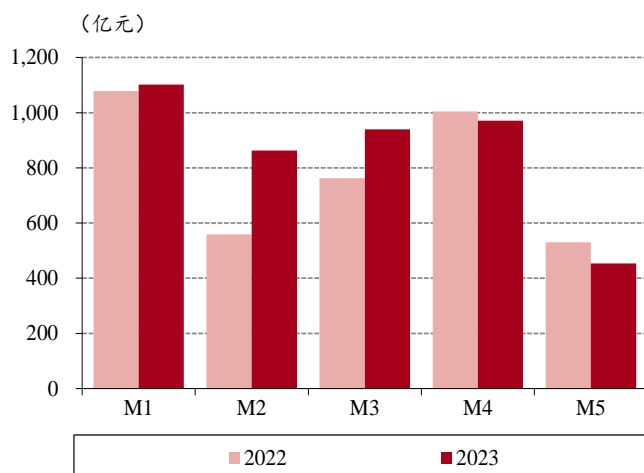
二季度 IPO 承销规模逐步改善。2023 年 1-5 月，再融资承销规模较上年同期增长 10%，IPO 承销规模同比减少 41%，但基本呈现逐月上升趋势，5 月承销规模同比大幅提升，使同比下滑幅度进一步收窄（按上市日统计）。从每周发审委/上市委审核家数及预计募资金额合计值来看，经历 2 月至 3 月初的过渡期后，审核节奏目前已恢复常态。

图表15. 2023 年 1-5 月 IPO 承销规模



资料来源：万得，中银证券

图表16. 2023 年 1-5 月再融资承销规模



资料来源：万得，中银证券

2.2 行业政策与内生动力

证监会 2023 年系统工作会议提出本年度各项工作方向。

- (1) 推动注册制改革平稳落地，并推进资本市场制度型开放，深化与境外市场互联互通。
- (2) 更加精准服务稳增长大局，包括增强股债融资、并购重组政策对科创企业的适应性和包容度，推进公募 REITs 常态化发行，推出更多举措服务民营经济、中小企业、促进房地产平稳健康、支持平台经济等重点领域和薄弱环节。
- (3) 实施新一轮提高上市公司质量三年行动方案和投资端改革，推动权益类基金高质量发展，引导更多中长期资金入市。
- (4) 坚守监管主业，推动市场主体合规稳健经营，督促行业机构完善合规内控、激励约束机制、加强从业人员管理。
- (5) 重点有序化解私募基金、地方交易场所、债券违约等重点领域金融风险。

相较于 2022 年 7 月的年中工作会议，2023 年重点工作表述主要有以下几点不同。

- (1) “关乎资本市场全局的重大改革”注册制提至第一条，并已于 2023 年一季度快速落地。同时，“深化与境外市场互联互通”也提至第一条。我们预计双向开放的加速将为券商的海外业务扩张带来新的机会，进一步拓宽盈利来源，且一定程度上有助于通过分散风险降低单一市场周期对业绩的影响。
- (2) 服务实体经济促进稳增长的工作安排中，更加强调精准服务并指明重点领域和薄弱环节。
- (3) 提出投资端改革，并指明推动权益类基金发展。预计中长期资金入市有望提速，提升市场流动性，且有助于推动券商包含机构经纪、做市交易、研究、托管外包、两融、金融产品销售等多项面向机构客户的业务协同发展。

此外，证监会发布的 2023 年度立法工作计划导向与近两年系统工作会议内容法治相关内容基本对应，重在规范市场主体行为。

图表17. 证监会 2023 年度立法工作计划

| 一、规范市场主体行为 | |
|--|--|
| (一) 力争年内出台的重点项目 | |
| 制定: | 《证券公司业务资格管理办法》 《证券投资基金投资咨询业务管理办法》 (已公开征求意见) 《上市公司独立董事管理办法》 (已公开征求意见) |
| 修订: | 《股票期权交易试点管理办法》 《证券投资基金经营机构信息技术管理办法》 |
| (二) 需要抓紧研究、择机出台的项目 | |
| 制定: | 《证券期货业信息技术系统服务监督管理暂行办法》 《上市公司退市管理办法》 |
| 修订: | 《私募投资基金监督管理暂行办法》 《上市公司信息披露管理办法》 《上市公司股权激励管理办法》 |
| 二、落实《期货和衍生品法》做好制度衔接 | |
| (一) 力争年内出台的重点项目 | |
| 修订: | 《期货从业人员管理办法》 (已公开征求意见) 《期货公司监督管理办法》 (已公开征求意见) 《期货交易所管理办法》 (已完成修订) |
| 三、配合有关部门工作 | |
| (一) 配合国务院有关部门做好《上市公司监督管理条例》《证券公司监督管理条例》 (已公开征求意见) 等行政法规的制定、修订工作, 积极推进《不动产投资信托基金管理条例》立法工作。 | |
| (二) 配合有关司法机关做好证券期货领域相关司法解释制定、修订工作。 | |

资料来源: 证监会、中银证券

2.3 券商板块投资建议

建议适时左侧布局, 以待资金面改善催化板块行情。

目前券商板块估值的主要矛盾在于资金面。当前我国处于经济复苏早期, 货币政策稳健, 伴随着经济复苏的持续, 以及市场预期下半年有降准降息可能, 未来资金面有望进一步改善, 激发权益市场活力, 推动市场估值提升。当前券商估值处于底部, 经济与资本市场环境与历史行情启动前较为接近, 建议适时左侧布局, 以待资金面改善催化板块行情。

中短期内行业盈利反转确定性强。自营业务有望延续同比修复态势。财富管理业务(含两融)方面, 1-5 月市场日均股基成交额同比基本持平, 公募基金存量稳中有升, 两融规模平稳, 业务表现有望伴随着经济修复带动投资者风险偏好提升而逐步提升, 全年有望实现同比增长。注册制全面推行后, 投行业务有望逐步恢复发行节奏, 逐步缩小同比降幅。

长期成长性可期。行业监管政策在继续注重规范券商展业的同时兼顾促发展, 境内外互联互通、投资端改革有待迎来更多政策举措落地, 将有助于与已经启动的财富管理转型共同推动行业中长期成长和 ROE 中枢的提升。

3 风险提示

- 1) 宏观经济下行和市场流动性压力加大，将导致增量资金和存量资金交易持续疲弱，不利于财富管理相关业务增长；
- 2) 证券市场大幅波动，或对券商自营投资业务造成冲击，自营业务收益占总营收比例较高，业务收益大幅缩水将拖累整体业绩表现；
- 3) 利率市场大幅波动，将影响券商资金成本和融资规模；
- 4) 随着资本市场双向开放加速，证券公司海外布局有望迎来加速，承担相应的海外市场周期和国际环境变化带来的风险，并且外资机构布局国内资本市场或将抢占部分创新业务市场份额；
- 5) 目前同质化竞争较为激烈，或引发价格战蚕食券商盈利。

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