

如何追踪“国家队”构建股票优选组合？

中银多因子选股系列（八）

本报告是中银追踪“国家队”系列报告的第二篇，尝试基于“国家队”资金入场进行择时判断，构建具有“国家队”特色的多因子选股策略。经过回测，模型在沪深 300、中证 500 和万得全 A 范围内，均能获得稳健的超额收益。

- “国家队”选股策略思路：“国家队”资金往往在股市低迷行情中以稳定市场为目的入场护盘，跟随增量资金买入股票往往能够获得超额收益；而在其他时期，“国家队”往往没有大额增量资金入场，以存量配置为主或者逐步退出。基于“国家队”资金流的特征，我们分为“择时-构建因子-因子复合”三个步骤构建国家队选股因子。
- “国家队”资金入场择时方法：引入市值比 Zscore 用来衡量“国家队”资金强度变化，滚动计算该指标的斜率作为择时指标。当斜率大于 0，我们认为这是“国家队”资金入场时期；当斜率小于等于 0 时，我们定义为其他时期。可以观测到，“国家队”资金强度变化与中证 800 负相关，整体呈现为在股市（以中证 800 为基准）低位入场，先于高位离场的态势。2015-2016 年、2018-2019 年和 2023-2024 年均可以观测到“国家队”资金大幅入场。
- “国家队”选股因子构建理念：本文构建了三个因子，因子 1 衡量“国家队”买入强度、因子 2 衡量个股潜在市值空间、因子 3 衡量“国家队”持仓市值比。在“国家队”入场时期，通过因子 1 与因子 2 等权复合，优选国家队买入强度大同时未来持仓空间大的股票；在其他时期，通过因子 2 与因子 3 等权复合，优选“国家队”存量配置中当前持仓少同时潜在持仓空间大的股票。
- “国家队”选股策略表现：模型换手率低（每年三次换仓），同时在沪深 300、中证 500 和万得全 A 范围内，均能获得稳定的超额收益。其中，在沪深 300 范围内相较于基准指数沪深 300，年化超额 11.6%；在中证 500 范围内相较于基准指数中证 500，年化超额 17.0%；在全 A 范围内相较于基准指数中证 800，年化超额 21.1%。
- 风险提示：投资者应注意基于历史数据构建的模型失效风险。

相关研究报告

《追踪“国家队”资金持仓收益全攻略》
20230528

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

金融工程

证券分析师：郭策

(8610)66229081

ce.gou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080002

联系人：杨依晨

(8610)83949526

yichen.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123050021

目录

(一) 回测框架	4
(二) “国家队”选股策略构建理念	5
(三) “国家队”入场择时	6
1. 择时方法构建思路	6
2. 择时结果展示-整体走势	6
3. 择时结果展示-分平台走势	6
(四) “国家队”选股因子构建思路	8
1. 因子构建步骤	8
2. 因子方向探讨	9
(五) “国家队”选股策略回测	10
1. 策略回测：选股范围为沪深 300	10
2. 策略回测：选股范围中证 500	10
3. 策略回测：选股范围为万得全 A	11
4. 策略敏感度测试	11
总结	15
风险提示	16

图表目录

图表 1. “国家队”选股范围说明.....	4
图表 2. “国家队”选股策略框架.....	5
图表 3. “国家队”整体入场择时与中证 800 走势对比.....	6
图表 4. 中央汇金入场择时与中证 800 走势对比.....	7
图表 5. 证金入场择时与中证 800 走势对比.....	7
图表 6. 社保入场择时与中证 800 走势对比.....	7
图表 7. 外管局入场择时与中证 800 走势对比.....	7
图表 8. 国家集成电路入场择时与中证 800 走势对比.....	7
图表 9. 国新入场择时与中证 800 走势对比.....	7
图表 10. “国家队”选股因子构建的三个步骤“择时-构建因子-因子复合”.....	8
图表 11. 因子说明	8
图表 12. 市值占比因子符号意义探讨	9
图表 13. 不同因子构建方式超额净值（基准沪深 300）	9
图表 14. 不同因子构建方式超额净值（基准中证 500）	9
图表 15. 不同因子构建方式超额净值（基准中证 800）	9
图表 16. “国家队”选股策略净值（基准沪深 300）	10
图表 17. “国家队”选股策略超额净值（基准沪深 300）	10
图表 18. “国家队”选股策略净值（基准中证 500）	10
图表 19. “国家队”选股策略超额净值（基准中证 500）	10
图表 20. “国家队”选股策略净值（基准中证 800）	11
图表 21. “国家队”选股策略超额净值（基准中证 800）	11
图表 22. “国家队”选股策略超额收益率分年度汇总	11
图表 23. “国家队”选股策略超额收益率分年度汇总	12
图表 24. “国家队”选股策略超额净值走势	12
图表 25. “国家队”选股策略超额净值走势	12
图表 26. “国家队”选股策略超额净值走势	13
图表 27. “国家队”选股策略变更基准和加权方式下的年化超额收益率	13
图表 28. “国家队”选股策略超额净值走势	13
图表 29. “国家队”选股策略超额净值走势	14
图表 30. “国家队”选股策略超额净值走势	14

（一）回测框架

回测区间：2013 年–2024 年 3 月

回测样本范围：“国家队”在沪深 300（基准为沪深 300）、中证 500（基准为中证 500）、万得全 A（基准为中证 800）持仓成分股。

由于无法获知“国家队”的具体持仓数据，我们从上市公司的年报、半年报及季报披露的“十大股东”及“十大非限售股东”信息中提取“国家队”机构的持股信息。具体“国家队”数据库跟踪方法详见“国家队”追踪系统报告一《追踪“国家队”资金持仓收益全攻略》。

注：本次测算未纳入“国家队”从北上资金席位绕道救市及通过 ETF 救市范围。

换仓频率：每年 4 月、8 月、10 月最后一个交易日计算因子值，下个月第一个交易日收盘价换仓。以季报和年报披露完成时点换仓，其中 4 月 30 日为一季报和年表披露截止日。

选股数量：前 10%，即在沪深 300 范围内选择“国家队”排名前 30 个股，在中证 500 范围内选择排名前 50 个股，在全 A 范围内选择排名前 80 个股。

股票组合加权方式：等权配置 vs 自由流通市值加权

特殊处理：

- ST 股票不参与测算；
- 如果股票在换仓日涨跌停：
 - ✓ 针对需要买入的新持仓：本次换仓不进行交易；
 - ✓ 针对需要卖出的已有持仓：需要卖出的持仓保持与上期不变，继续持有，直至后续换仓日可正常交易。
- 股票在换仓日出现停牌：回测处理规则与上述“股票在换仓日涨跌停”处理方法相同。
- 实际测算中因子未做行业市值中性化处理，“国家队”偏好特定行业和大市值，若做行业市值中性化处理则失去“国家队”特色。根据我们在“国家队”追踪系统报告一《追踪“国家队”资金持仓收益全攻略》中的测算，2016 年以来银行业持有占比平均为 66.4%，中证 800 范围内持有股票数量占比均值维持在 50%以上。

图表 1.“国家队”选股范围说明

选股范围	基准指数	选股数量	加权方式
沪深300	沪深300	30	等权配置
中证500	中证500	50	等权配置
万得全A	中证800	80	等权配置

资料来源：中银证券

（二）“国家队”选股策略构建理念

在中银金融工程团队关于“国家队”追踪系列报告一《追踪“国家队”资金持仓收益全攻略》中，我们介绍了“国家队”的构成以及数据跟踪方法，分析了“国家队”持仓、行业和板块配置特征，以及跟踪了重仓个股与行业，和加仓个股与行业净值走势。

本文基于《追踪“国家队”资金持仓收益全攻略》报告中对“国家队”持仓情况的分析，构建了基于“国家队”入场择时的选股策略，首先我们尝试对“国家队”资金入场时期进行择时，随后在不同时期分别采用不同因子选股建模，具体介绍如下：

- **“国家队”入场择时：**根据市场环境和“国家队”行为的不同，我们对“国家队”资金入场进行择时，择时方法详见后文。随后根据择时结果将连续的时间序列分成入场和未入场两类时期，分别构建合适的因子，因子介绍与回测详见后文。
- **在“国家队”入场的时期：**股市往往处于低迷或者震荡行情，“国家队”以稳定市场目的出手护盘，此时跟随“国家队”资金买入个股，预期能够获得一定超额。
- **其他时期：**在其他时期，“国家队”往往没有大额增量资金入场以存量配置为主，因此，我们寻找当前欠配的个股，预期随着配置资金回流能够获得一定超额。

注：在其他时期，我们也尝试了买入“国家队”卖出多的个股，但未有明显超额。

图表 2. “国家队”选股策略框架



资料来源：中银证券

（三）“国家队”入场择时

1. 择时方法构建思路

首先，计算“国家队”持仓市值相较于中证 800 自由流通市值比的时间序列，用来衡量“国家队”市值相对中证 800 的走势：

$$\text{自由流通市值比} = \frac{\text{国家队持仓市值}}{\text{中证 800 自由流通市值}}$$

然后，通过滚动三年计算自由流通市值比的 Zscore 衡量“国家队”资金强度变化，表示该市值比在三年时间窗口内相对于平均值（测算实际采用中位数）的标准化偏差，经测算，中位数相较于均值更具备稳健性。

$$Zscore = \frac{x - \text{median}}{\sigma}$$

最后，我们尝试通过 Zscore 的斜率对“国家队”入场进行择时判断，具体做法是滚动一个季度计算国家队市值比的 Zscore 的斜率。当斜率大于 0，我们认为是国家队资金入场时期；当斜率小于等于 0 时，我们认为不是其他时期。

2. 择时结果展示-整体走势

图表 3. “国家队”整体入场择时与中证 800 走势对比



资料来源：Wind，中银证券

- **整体来看**，“国家队”资金强度变化与中证 800 走势呈现负相关，且“国家队”资金强度变动领先于中证 800 净值变动，“国家队”整体呈现股市低位入场，先于高位离场的态势。
- **局部来看**，2015-2016 年、2018-2019 年和 2023-2024 年均可以观测到“国家队”资金大幅入场（大于两倍标准差），与公告可相互验证。

3. 择时结果展示-分平台走势

基于我们“国家队”追踪报告—《追踪“国家队”资金持仓收益全攻略》中介绍，“国家队”由 6 个平台构成：1) 中央汇金投资有限责任公司及中央汇金资产管理有限责任公司（以下简称“中央汇金”）；2) 中国证券金融有限公司和中证金融资产管理计划（以下简称“证金”）；3) 外管局；4) 全国社会保障基金（以下简称“社保”）；5) 国家集成电路产业基金（以下简称“国家集成电路”）；6) 国新控股下设的投资平台国新投资（以下简称“国新”）。

我们在图表 4-图表 9 中，分别展示了“国家队”分平台资金入场择时情况：

图表 4. 中央汇金入场择时与中证 800 走势对比



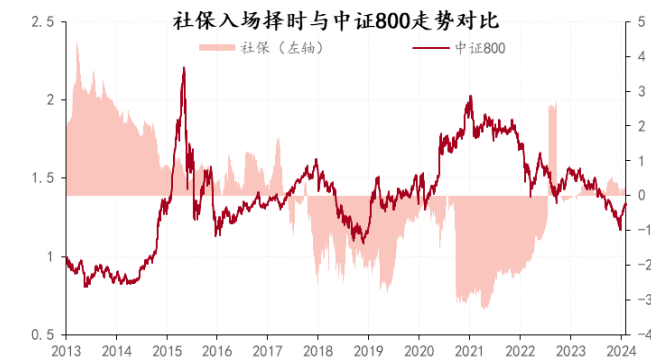
资料来源：Wind，中银证券

图表 5. 证金入场择时与中证 800 走势对比



资料来源：Wind，中银证券

图表 6. 社保入场择时与中证 800 走势对比



资料来源：Wind，中银证券

图表 7. 外管局入场择时与中证 800 走势对比



资料来源：Wind，中银证券

图表 8. 国家集成电路入场择时与中证 800 走势对比



资料来源：Wind，中银证券

图表 9. 国新入场择时与中证 800 走势对比



资料来源：Wind，中银证券

■ 分平台来看，“国家队”不同平台入场时间不尽相同：

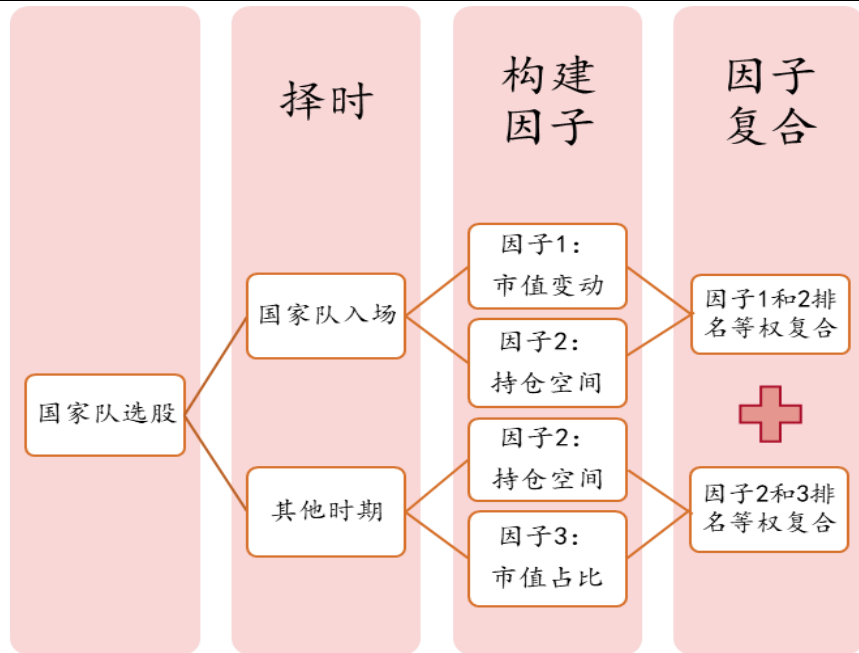
- ✓ 2015 年“股灾”主力增持资金以证金资管计划形式入场为主，国家集成电路、国新投资和外管局通过梧桐树等 A 股投资平台也有增量资金；
- ✓ 2018 年和 2024 年“国家队”救市主力资金为中央汇金。

（四）“国家队”选股因子构建思路

1. 因子构建步骤

“国家队”选股因子构建步骤分为“择时-构建因子-因子复合”三个步骤，具体见图表 10。

图表 10. “国家队”选股因子构建的三个步骤“择时-构建因子-因子复合”



资料来源：中银证券

■ **择时方法：**基于前文介绍的方法滚动一个季度计算“国家队”市值比的 Zscore 的斜率。具体计算方法为换仓日取近一个季度 Zscore 为 Y，对时间 X(1 至 63)做 OLS 回归，取时间 X 的回归系数即为国家队资金强度的斜率。当斜率大于 0，我们认为是国家队资金入场时期；当斜率小于等于 0 时，我们认为在其他时期。

■ **选股因子构建方法：**

✓ 在“国家队”入场时期，跟随“国家队”增量资金买入个股，我们采用市值变动因子与持仓空间因子相结合，优选“国家队”买入同时未来持仓空间大的股票；

✓ 在其他时期，“国家队”往往没有大额增量资金入场以存量配置为主，我们采用市值占比因子与持仓空间因子相结合，优选“国家队”存量配置中当前持仓少同时潜在持仓空间大的股票。

具体的因子说明和计算方法见图表 11。

图表 11. 因子说明

因子	含义	计算方法	方向
因子1：市值变动	衡量国家队买入强度	当前换仓日持仓市值占比-上期换仓日持仓市值占比	+
因子2：持仓空间	衡量潜在持仓市值空间	$\max(\text{过去一个季度市值占比}) - \text{当前市值占比}$	+
因子3：市值占比	衡量当前持仓占比	当前国家队持仓市值/自由流通市值	-

资料来源：中银证券

■ **因子复合：**采用因子排名等权复合方式进行因子复合。

✓ 在“国家队”入场时期，对因子 1 和因子 2 的 rank 值等权复合；

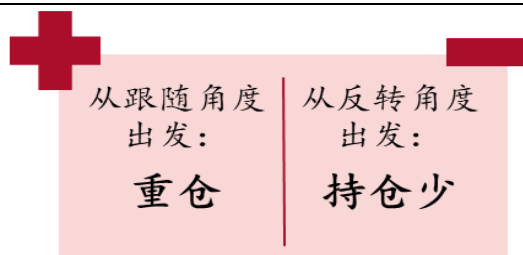
✓ 在其他时期，对因子 2 和因子 3 的 rank 值等权复合。

2. 因子方向探讨

根据前文因子构建步骤说明，在“国家队”入场时期跟随买入，逻辑比较清晰。在其他时期如何构建具有一定超额的因子需要进一步讨论。

在构建完市值占比因子后，我们对于该因子符号意义进行了探讨：从跟随的角度出发，符号为正，即买入“国家队”重仓个股；从反转的角度出发，符号为负，即买入当前“国家队”持仓占比较少的个股。

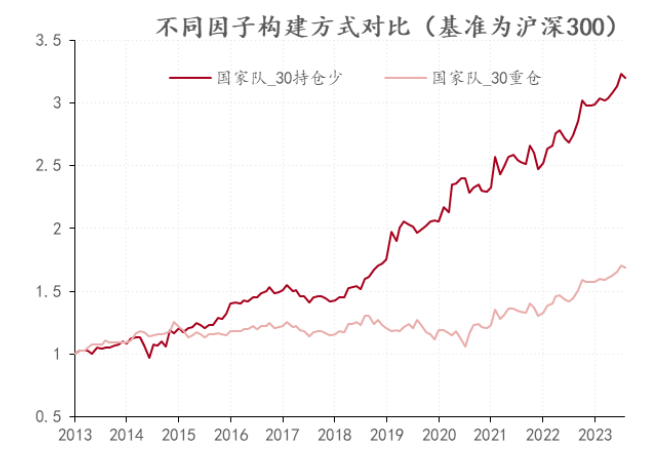
图表 12. 市值占比因子符号意义探讨



资料来源：中银证券

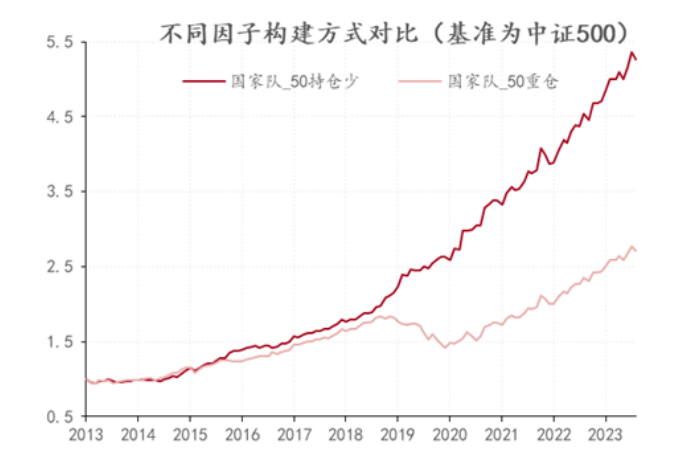
经过回测（等权配置股票组合），两种因子方向均有超额收益，但采用优选“持仓少”个股的逻辑具备更稳健的超额收益。我们最终推荐采用从存量反转角度出发，优选“国家队”存量配置中当前持仓少同时潜在持仓空间大的股票。

图表 13. 不同因子构建方式超额净值（基准沪深 300）



资料来源：Wind，中银证券

图表 14. 不同因子构建方式超额净值（基准中证 500）



资料来源：Wind，中银证券

图表 15. 不同因子构建方式超额净值（基准中证 800）



资料来源：Wind，中银证券

(五) “国家队”选股策略回测

1. 策略回测：选股范围为沪深 300

我们在回测区间（2013 年 08 月-2024 年 03 月）根据“择时-构建因子-因子复合”三个步骤在沪深 300 范围内构建“国家队”选股因子，优选因子排名前 10%（30 个）个股分别进行等权复合和自由流通市值加权复合。

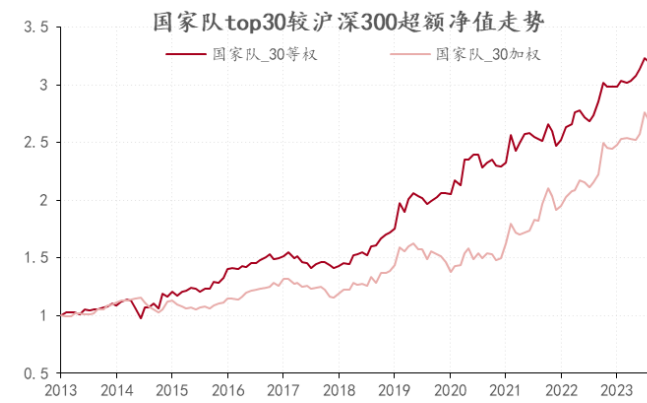
经过回测，股票优选组合等权复合优于市值加权复合，相较于基准指数沪深 300，国家队选股因子等权复合年化超额 11.6%，净值走势见下图。

图表 16. “国家队”选股策略净值（基准沪深 300）



资料来源：Wind，中银证券

图表 17. “国家队”选股策略超额净值（基准沪深 300）



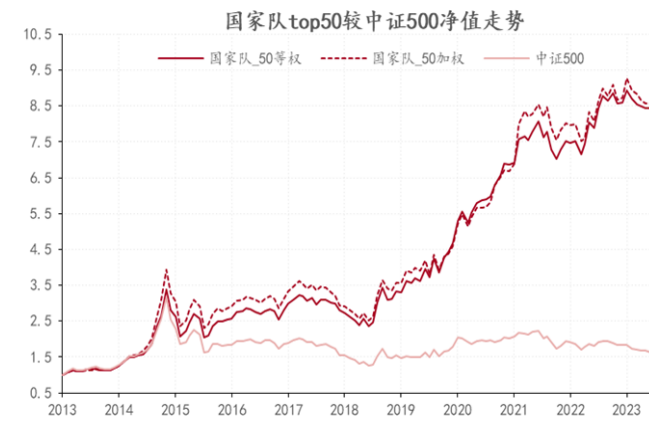
资料来源：Wind，中银证券

2. 策略回测：选股范围为中国 500

我们在回测区间（2013 年 08 月-2024 年 03 月）根据“择时-构建因子-因子复合”三个步骤在中证 500 范围内构建“国家队”选股因子，优选因子排名前 10%（50 个）个股分别进行等权复合和自由流通市值加权复合。

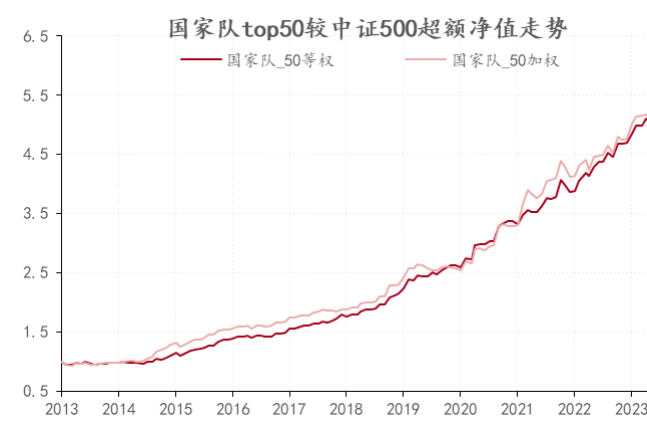
经过回测，股票优选组合等权复合和市值加权复合整体差异不大，相较于基准指数中证 500，国家队选股因子等权复合年化超额 17.0%，净值走势见下图。

图表 18. “国家队”选股策略净值（基准中证 500）



资料来源：Wind，中银证券

图表 19. “国家队”选股策略超额净值（基准中证 500）



资料来源：Wind，中银证券

3. 策略回测：选股范围为万得全 A

我们在回测区间（2013 年 08 月-2024 年 03 月）根据“择时-构建因子-因子复合”三个步骤在万得全 A 范围内构建“国家队”选股因子，优选因子排名前 10%（80 个）个股分别进行等权复合和自由流通市值加权复合。

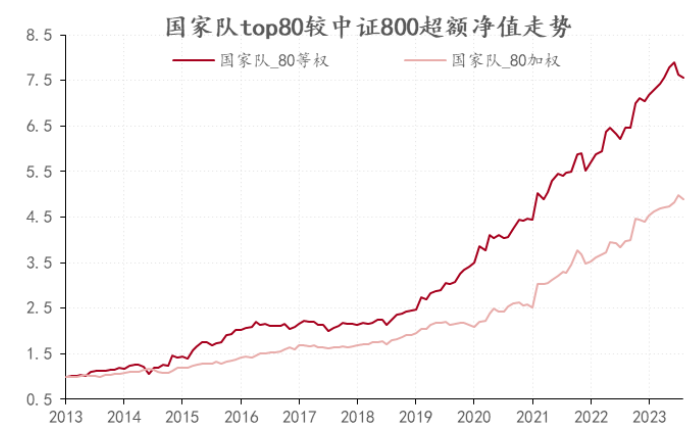
经过回测，股票优选组合等权复合优于市值加权复合，相较于基准指数中证 800，国家队选股因子等权复合年化超额 21.1%，净值走势见下图。

图表 20. “国家队”选股策略净值（基准中证 800）



资料来源：Wind，中银证券

图表 21. “国家队”选股策略超额净值（基准中证 800）



资料来源：Wind，中银证券

分年度来看，“国家队”多因子选股策略（采用股票组合等权配置）在大部分年度均能取得超额收益，具体分年度超额收益统计见图表 22。

图表 22. “国家队”选股策略超额收益率分年度汇总

年份	300增强	500增强	800增强
2013	5.0%	0.0%	9.7%
2014	-7.3%	-3.2%	-4.1%
2015	26.8%	25.5%	66.8%
2016	17.8%	18.8%	23.0%
2017	0.2%	13.7%	-1.6%
2018	6.0%	14.6%	6.0%
2019	31.5%	30.0%	29.1%
2020	17.9%	22.4%	41.5%
2021	7.9%	21.4%	32.5%
2022	5.3%	20.7%	16.1%
2023	15.2%	17.7%	24.9%
2024-03	2.0%	1.9%	-4.2%
全样本	11.6%	17.0%	21.1%

资料来源：Wind，中银证券

4. 策略敏感度测试

1) 测试 1：持仓空间因子参数敏感性测试

我们对前文构建的持仓空间因子进行敏感性测试，持仓空间因子计算方法为 $\max$ （过去一段时间市值占比）-当前市值占比，实际测算中我们采用了滚动一个季度得到过去最高市值占比。

下面我们将对季度、半年度、年度三个参数分别进行测算，对比最终超额净值走势。

经过回测，综合来看采用过去一个季度超额收益走势最佳，具体超额净值走势见下图 23-26。

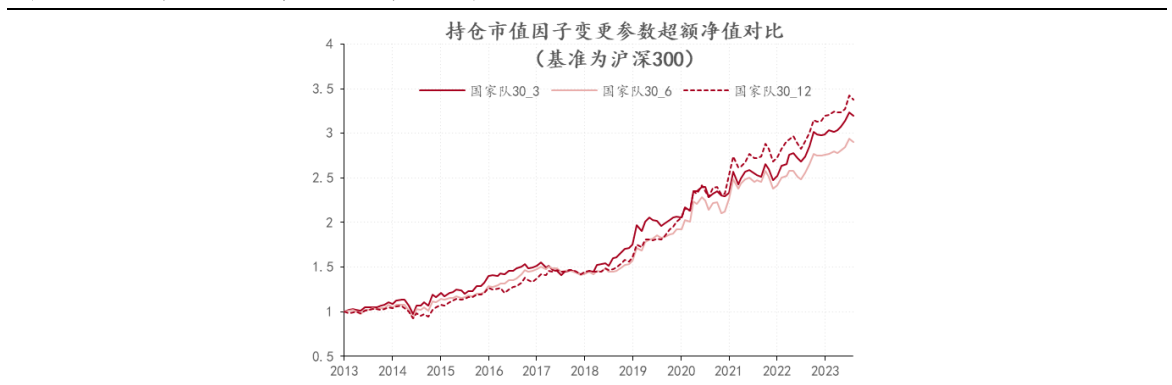
图表 23. “国家队”选股策略超额收益率分年度汇总

	季度	半年	一年
沪深300	11.6%	10.6%	12.2%
中证500	17.0%	14.3%	12.6%
中证800	21.1%	18.4%	15.7%

资料来源：Wind，中银证券

基准为沪深 300 指数，采用等权配置股票优选组合，持仓空间因子计算的参数分别取季度、半年度、年度三个参数，经过回测净值走势对比见下图 24，不同参数测算结果差异不大。

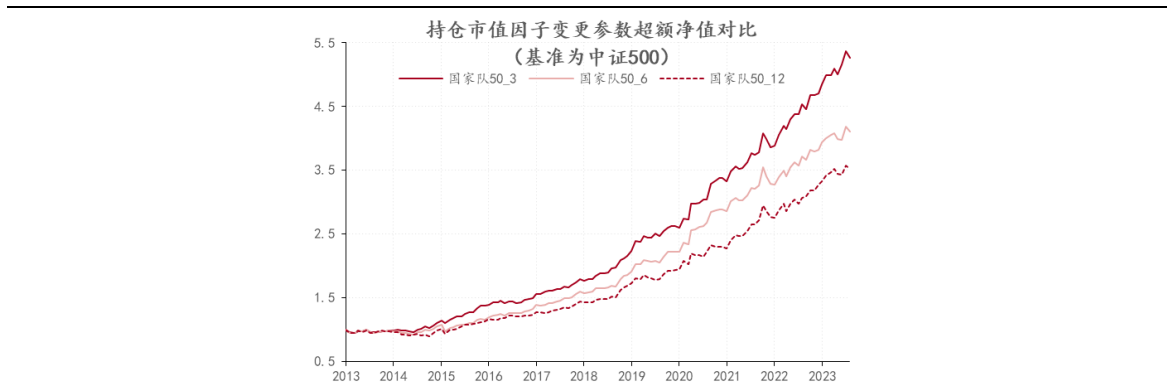
图表 24. “国家队”选股策略超额净值走势



资料来源：Wind，中银证券

基准为中证 500 指数，采用等权配置股票优选组合，持仓空间因子计算的参数分别取季度、半年度、年度三个参数，经过回测净值走势对比见下图 25，推荐选择季度作为最终测算参数。

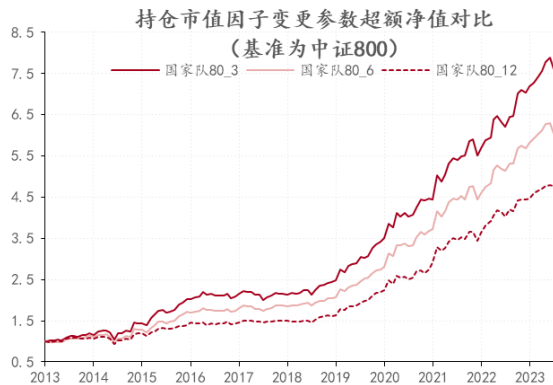
图表 25. “国家队”选股策略超额净值走势



资料来源：Wind，中银证券

基准为中证 800 指数，采用等权配置股票优选组合，持仓空间因子计算的参数分别取季度、半年度、年度三个参数，经过回测净值走势对比见下图 26，推荐选择季度作为最终测算参数。

图表 26. “国家队”选股策略超额净值走势



资料来源: Wind, 中银证券

2) 测试 2: 策略对市值敏感度测试

从前文的策略回测整体来看,“国家队”选股因子优选组合采用等权复合超额收益优于自由流通市值加权复合,我们推荐采用等权复合方式。

但是,考虑到基准指数是由市值加权编制得到的,存在天然的小市值敞口暴露,为了测试“国家队”选股策略对市值的敏感度,我们以指数成分股等权复合作为基准,进行回测对比分析。

经过回测,变更基准为等权指数成分股组合超额收益依然稳健,没有大幅衰减。

图表 27. “国家队”选股策略变更基准和加权方式下的年化超额收益率

	等权配置+指数基准	加权配置+指数基准	等权配置+基准等权
沪深300	11.6%	9.8%	9.8%
中证500	17.0%	17.4%	13.1%
中证800	21.1%	16.2%	17.5%

资料来源: Wind, 中银证券

基准分别为沪深 300 指数和沪深 300 成分股等权组合,采用等权配置股票优选组合,净值走势对比见下图 28。

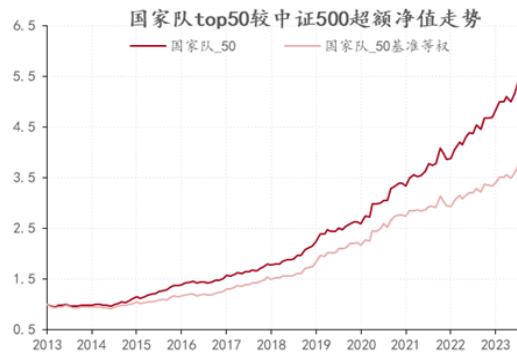
图表 28. “国家队”选股策略超额净值走势



资料来源: Wind, 中银证券

基准分别为中证 500 指数和中证 500 成分股等权组合,采用等权配置股票优选组合,净值走势对比见下图 29。

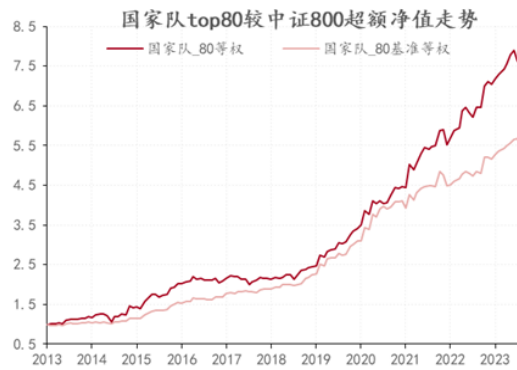
图表 29.“国家队”选股策略超额净值走势



资料来源：Wind，中银证券

基准分别为中证 800 指数和中证 800 成分股等权组合，采用等权配置股票优选组合，净值走势对比见下图 30。

图表 30.“国家队”选股策略超额净值走势



资料来源：Wind，中银证券

总结

本文通过“入场择时-构建因子-因子复合”三个步骤构建“国家队”选股因子。首先，构建了国家队资金入场择时方法，随后根据择时情况，在国家队入场时期优选国家队买入同时未来持仓空间大的股票；在其他时期优选国家队存量配置中当前持仓少同时潜在持仓空间大的股票。

策略采用等权配置股票组合，在沪深 300、中证 500 和万得全 A 范围内，均能获得较为稳定的超额收益，其中，

- ✓ 在沪深 300 范围内相较于基准指数沪深 300，年化超额 11.6%；
- ✓ 在中证 500 范围内相较于基准指数中证 500，年化超额 17.0%；
- ✓ 在全 A 范围内相较于基准指数中证 800，年化超额 21.1%。

风险提示

投资者应注意基于历史数据构建的模型失效风险。

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任何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