

# 追踪“国家队”资金持仓 收益全攻略

## 中银金工资产配置系列

“国家队”资金是国家通过政策引导资本市场的工具，受到市场广泛关注。中银金工从上市公司披露的非限售股东信息中提取“国家队”资金的部分持股数据并构建“国家队”持股组合，对其基本持股情况、累计收益水平、估值及换手特征、行业配置及板块配置以及重仓与加仓组合收益进行分析。

### ■ “国家队”持股规模及持股数量

“国家队”持股规模震荡上升，从2013年1月的11000亿元左右增长至2018年1月的38000亿元左右，随后下滑至2022年11月的24000亿元左右的低点，2023年后规模逐渐回升，至2024年3月持有非限售股规模约为31000亿元。

“国家队”持股数量从大幅跃增到下降趋于平稳，从2013年2月的300只左右到2015年激增至1500只，随后到2021年之前一直稳定在1200只以上，2021年缩量至800只左右延续至今。

### ■ “国家队”持股累计净值及累计超额净值

**累计净值：**自2016年6月起，国家队持股累计净值持续上升。

**累计超额净值：**2021年初至今，国家队持股稳定跑赢中证800指数及基金重仓指数。自2016年6月起，国家队持股持续跑输北向资金。

### ■ “国家队”持股的估值及换手特征

“国家队”持股的PE-TTM及月度日均换手率水平及变化特征较中证800指数、基金重仓指数及北向资金无明显差异；PB-LF的水平及变化特征较中证800指数及北向资金无明显差异，2020年后显著低于基金重仓指数；ROE-TTM的水平及变化特征较中证800指数、北向资金无明显差异，2015年后显著低于基金重仓指数。

### ■ “国家队”行业配置、板块配置分析

“国家队”持有股票行业分布：从“国家队”2024年3月持有非限售股市值的行业分布看，银行占71.1%高居榜首，其次是非银金融，占比7.1%，显示出国家队对大金融的偏好；电子和食品饮料占2.6%左右的仓位。

“国家队”持有股票板块市值：“国家队”金融板块非限售股市值从2016年一季度的1971.5亿元增长至2024年3月的2432.3亿元，其次持有的消费板块、周期板块和机械板块市值在2016年一季度至2024年3月成震荡趋势，在100亿元至270亿元之间波动。

### ■ “国家队”主动重仓、加仓行业组合收益分析

主动重仓、加仓top5、top10行业组合均能跑赢中信一级行业等权配置组合。

### ■ “国家队”重仓、加仓个股组合收益分析

“国家队”重仓前100和300个股组合能稳定跑赢中证800及偏股混合型基金指数，较北向资金超额不显著。“国家队”加仓前100和300个股组合能稳定跑赢中证800指数，较偏股混合型基金指数及北向资金超额不显著。

### ■ 风险提示：量化模型因市场剧烈变动失效风险。

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.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080002

联系人：宋坤笛

(8610) 83949524

kundi.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123070004

## 目录

<b>(一) “国家队”基本情况介绍 .....</b>	<b>7</b>
1. “国家队”主体 .....	7
2. “国家队”参与资本市场事件回顾 .....	7
3. “国家队”持股数量统计方法 .....	8
4. “国家队”持股规模 .....	9
5. “国家队”持股数量 .....	10
6. “国家队”持股累计净值及累计超额净值 .....	10
7. “国家队”持股估值及换手特征 .....	13
<b>(二) 国家队行业配置、板块配置分析 .....</b>	<b>20</b>
1. “国家队”持股行业分布 .....	20
2. “国家队”持股板块市值 .....	21
3. “国家队”持股行业超欠配情况（相对于中证 800 指数） .....	22
4. “国家队”持股行业超欠配情况（相对于北向资金） .....	22
5. “国家队”持股行业超欠配情况（相对于基金重仓） .....	23
6. “国家队”持股板块超欠配情况 .....	23
<b>(三) “国家队”重仓、加仓组合收益分析 .....</b>	<b>25</b>
1. “国家队”主动重仓与加仓行业组合收益分析 .....	25
2. “国家队”重仓与加仓个股组合收益分析 .....	27
<b>(四) 风险提示 .....</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图表 1. “国家队” 主体介绍 .....	7
图表 2. “国家队” 主要投资运作事件 .....	8
图表 3. “国家队” 机构包含范围 .....	8
图表 4. “国家队” 持股数据提取方法 .....	9
图表 5. “国家队” 资金持有非限售股规模（亿元） .....	10
图表 6. “国家队” 持有非限售股规模/全市场自由流通规模 .....	10
图表 7. “国家队” 资金持有非限售股票数量 .....	10
图表 8. “国家队” 持有非限售股票在中证 800 中数量变动 .....	10
图表 9. “国家队” 持有非限售股累计净值 .....	11
图表 10. “国家队” 持有非限售股累计超额净值 .....	11
图表 11. “中央汇金” 持有非限售股累计净值 .....	12
图表 12. “中央汇金” 持有非限售股累计超额净值 .....	12
图表 13. “证金” 持有非限售股累计净值 .....	12
图表 14. “证金” 持有非限售股累计超额净值 .....	12
图表 15. “外管” 持有非限售股累计净值 .....	12
图表 16. “外管” 持有非限售股累计超额净值 .....	12
图表 17. “社保及养老” 持有非限售股累计净值 .....	13
图表 18. “社保及养老” 持有非限售股累计超额净值 .....	13
图表 19. “国家集成电路” 持有非限售股累计净值 .....	13
图表 20. “国家集成电路” 持有非限售股累计超额净值 .....	13
图表 21. “国新” 持有非限售股累计净值 .....	13
图表 22. “国新” 持有非限售股累计超额净值 .....	13
图表 23. “国家队” 持有非限售股整体 PE_TTM .....	14
图表 24. “中央汇金” 持有非限售股 PE_TTM .....	14
图表 25. “证金” 持有非限售股 PE_TTM .....	14
图表 26. “外管” 持有非限售股 PE_TTM .....	14
图表 27. “社保” 持有非限售股 PE_TTM .....	14
图表 28. “国家集成电路” 持有非限售股 PE_TTM .....	15
图表 29. “国新” 持有非限售股 PE_TTM .....	15
图表 30. “国家队” 持有非限售股整体 PB_LF .....	15
图表 31. “中央汇金” 持有非限售股 PB-LF .....	16
图表 32. “证金” 持有非限售股 PB-LF .....	16
图表 33. “外管” 持有非限售股 PB-LF .....	16
图表 34. “社保” 持有非限售股 PB-LF .....	16
图表 35. “国家集成电路” 持有非限售股 PB-LF .....	16
图表 36. “国新” 持有非限售股 PB-LF .....	16

图表 37. “国家队” 持有非限售股整体 ROE_TTM.....	17
图表 38. “中央汇金” 持有非限售股 ROE_TTM.....	17
图表 39. “证金” 持有非限售股 ROE_TTM.....	17
图表 40.“外管” 持有非限售股 ROE_TTM.....	18
图表 41.“社保及养老” 持有非限售股 ROE_TTM.....	18
图表 42.“国家集成电路” 持有非限售股 ROE_TTM.....	18
图表 43.“国新” 持有非限售股 ROE_TTM.....	18
图表 44. “国家队” 持有非限售股整体日均换手率.....	18
图表 45. “中央汇金” 持有非限售股月度日均换手率.....	19
图表 46. “证金” 持有非限售股月度日均换手率.....	19
图表 47.“外管” 持有非限售股月度日均换手率.....	19
图表 48.“社保” 持有非限售股月度日均换手率.....	19
图表 49. “国家集成电路” 持有非限售股月度日均换手率.....	19
图表 50.“国新” 持有非限售股月度日均换手率.....	19
图表 51. “国家队” 历年持有的行业非限售股市值占比.....	20
图表 52. “国家队” 资金 2024.3 月持有各主要行业占比.....	20
图表 53. “国家队” 持仓银行占比.....	21
图表 54. 中信一级行业板块划分.....	21
图表 55. “国家队” 历年持有的板块非限售股市值（亿元）.....	22
图表 56. “国家队” 相比于中证 800 超配行业比例.....	22
图表 57. “国家队” 相比于中证 800 欠配行业比例.....	22
图表 58. “国家队” 相比于北向资金超配行业比例.....	23
图表 59. “国家队” 相比于北向资金欠配行业比例.....	23
图表 60. “国家队” 相比于基金重仓超配行业比例.....	23
图表 61. “国家队” 相比于基金重仓欠配行业比例.....	23
图表 62. “国家队” 资金相比于中证 800 超欠配板块.....	24
图表 63. “国家队” 资金相比于北向资金超欠配板块.....	24
图表 64. “国家队” 资金相比于基金重仓超欠配板块.....	24
图表 65. “国家队” 重仓行业 VS 中信一级行业等权净值.....	25
图表 66. “国家队” 重仓行业 VS 中信一级行业等权超额.....	25
图表 67 “国家队” 加仓行业较中信一级行业等权净值.....	25
图表 68. “国家队” 加仓行业较中信一级行业等权超额.....	25
图表 69. “中央汇金” 重仓行业 vs 中信一级行业等权.....	26
图表 70. “证金” 重仓行业 vs 中信一级行业等权.....	26
图表 71. “社保及养老” 重仓行业 vs 中信一级行业等权.....	26
图表 72. “国家集成电路” 重仓行业 vs 中信一级行业等权.....	26
图表 73. “国新” 重仓行业 vs 中信一级行业等权.....	26
图表 74. “外管” 重仓行业 vs 中信一级行业等权.....	26
图表 75. “中央汇金” 加仓行业 vs 中信一级行业等权.....	27

图表 76. “证金”加仓行业 vs 中信一级行业等权 .....	27
图表 77. “社保及养老”加仓行业 vs 中信一级行业等权 .....	27
图表 78. “国家集成电路”加仓行业 vs 中信一级行业等权 .....	27
图表 79. “国新”加仓行业 vs 中信一级行业等权 .....	27
图表 80. “外管”加仓行业较中信一级行业等权 .....	27
图表 81. “国家队”重仓较中证 800 净值 .....	28
图表 82. “国家队”重仓较中证 800 超额净值 .....	28
图表 83. “国家队”加仓较中证 800 净值 .....	28
图表 84. “国家队”加仓较中证 800 超额净值 .....	28
图表 85. “中央汇金”重仓 vs 中证 800 .....	28
图表 86. “证金”重仓 vs 中证 800 .....	28
图表 87. “社保及养老”重仓 vs 中证 800 .....	29
图表 88. “国家集成电路”重仓 vs 中证 800 .....	29
图表 89. “国新”重仓 vs 中证 800 .....	29
图表 90. “外管”重仓 vs 中证 800 .....	29
图表 91. “中央汇金”加仓 vs 中证 800 .....	29
图表 92. “证金”加仓 vs 中证 800 .....	29
图表 93. “社保及养老”加仓 vs 中证 800 .....	30
图表 94. “国家集成电路”加仓 vs 中证 800 .....	30
图表 95. “国新”加仓 vs 中证 800 .....	30
图表 96. “外管”加仓 vs 中证 800 .....	30
图表 97. “国家队”重仓较偏股混合型基金净值 .....	30
图表 98. “国家队”重仓较偏股混合型基金超额净值 .....	30
图表 99. “国家队”加仓较偏股混合型基金净值 .....	31
图表 100. “国家队”加仓较偏股混合型基金超额净值 .....	31
图表 101. “中央汇金”重仓 vs 偏股基金 .....	31
图表 102. “证金”重仓 vs 偏股基金 .....	31
图表 103. “社保及养老”重仓 vs 偏股基金 .....	31
图表 104. “国家集成电路”重仓 vs 偏股基金 .....	31
图表 105. “国新”重仓 vs 偏股基金 .....	32
图表 106. “外管”重仓 vs 偏股基金 .....	32
图表 107. “中央汇金”加仓 vs 偏股基金 .....	32
图表 108. “证金”加仓 vs 偏股基金 .....	32
图表 109. “社保及养老”加仓 vs 偏股基金 .....	32
图表 110. “国家集成电路”加仓 vs 偏股基金 .....	32
图表 111. “国新”加仓 vs 偏股基金 .....	33
图表 112. “外管”加仓 vs 偏股基金 .....	33
图表 113. “国家队”重仓较北向资金净值走势 .....	33
图表 114. “国家队”重仓较北向资金超额净值走势 .....	33

图表 115. “国家队”加仓较北向资金净值走势 .....	33
图表 116. “国家队”加仓较北向资金超额净值走势 .....	33

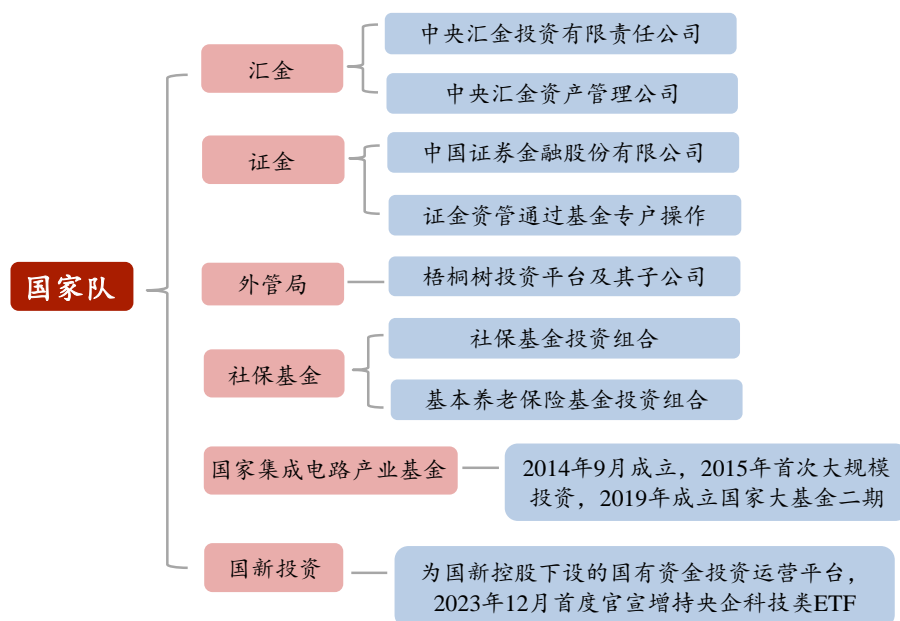
## (一) “国家队”基本情况介绍

“国家队”资金是国家通过政策引导资本市场的工具，服务于整个实体经济和资本市场，体现了国家对资本市场的重视和稳定资本市场的责任心。

### 1. “国家队”主体

从“国家队”主体看，最早可追溯到 2000 年成立的全国社保基金，后来中央汇金在 2008 年金融危机时期积极介入，一定程度上稳定了市场，也让“国家队”资金受到了广泛关注；随后国新投资、外管局投资平台梧桐树和国家集成电路产业基金等平台相继成立，“国家队”开始以更加多元化和分工更加明确的主体参与资本市场投资建设。

图表 1. “国家队”主体介绍

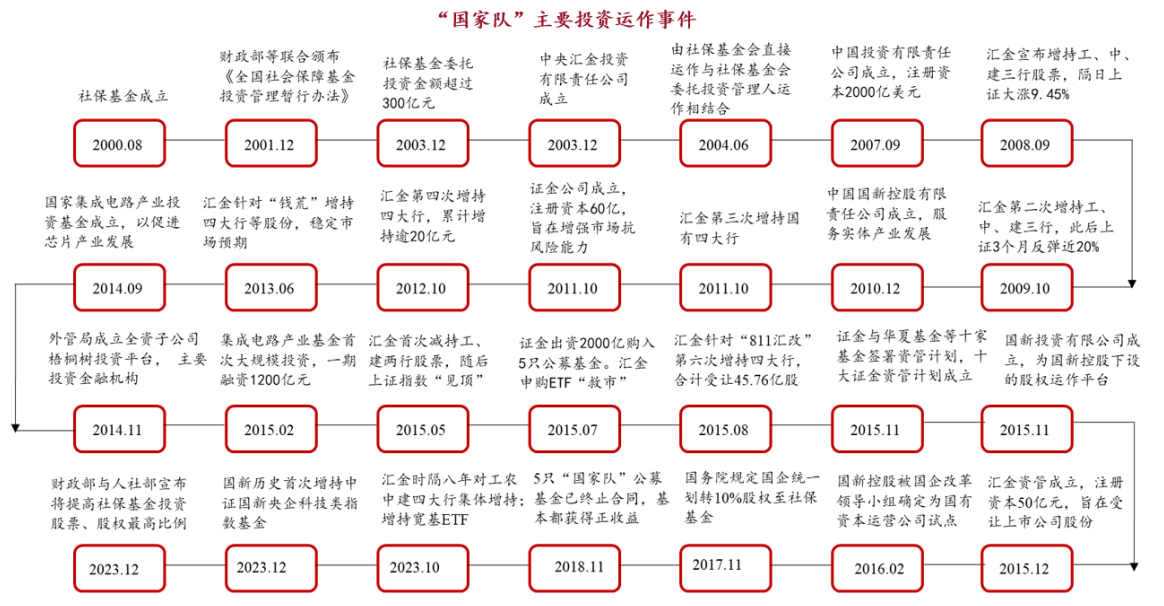


资料来源：中银证券

### 2. “国家队”参与资本市场事件回顾

自 2000 年以来，“国家队”就积极参与资本市场的投资运作，并以逆向投资、分批买入作为主要操作手段，期间平抑了市场波动，提振了投资者信心，对遏制股市快速下滑成效显著。随着“国家队”投资目标逐渐多元化和交易工具丰富度的提升，配合较为完善的退出机制，“国家队”资金不但能够实现防止系统性风险的政策目标，还能获得市场化的收益。

图表 2. “国家队” 主要投资运作事件



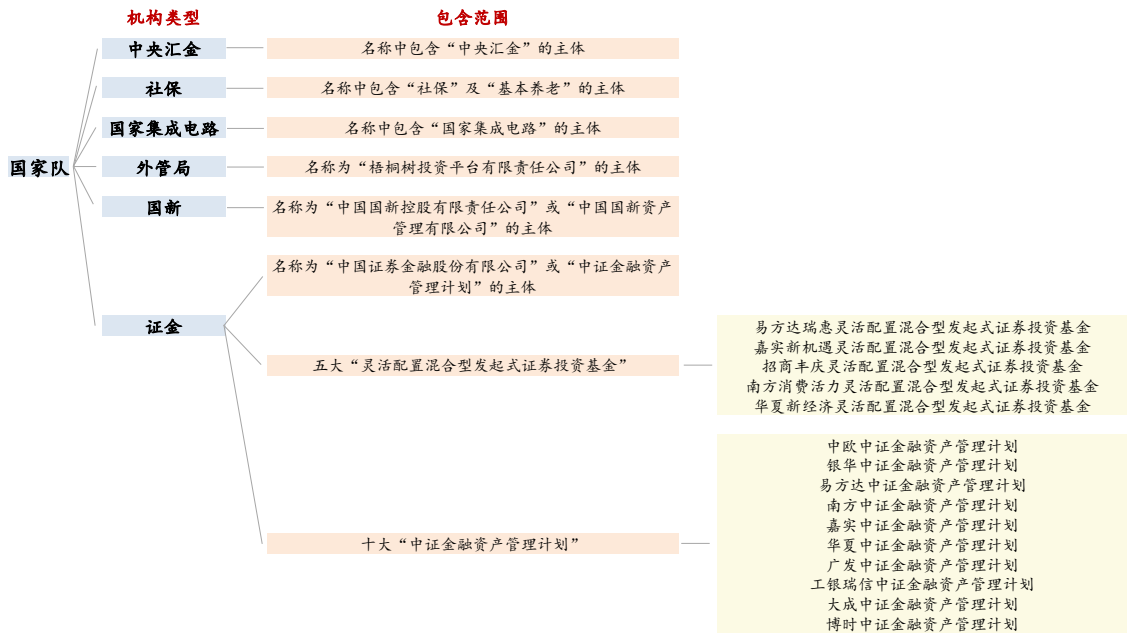
资料来源：中银证券

### 3. “国家队” 持股数量统计方法

由于无法获知“国家队”的具体持仓数据，我们从各上市公司的年报、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”机构的部分持股信息。流程如下：

- **Step1:** 确定可以判定为“国家队”的机构的主体名称范围。各类型机构筛选标准如下图：

图表 3. “国家队” 机构包含范围

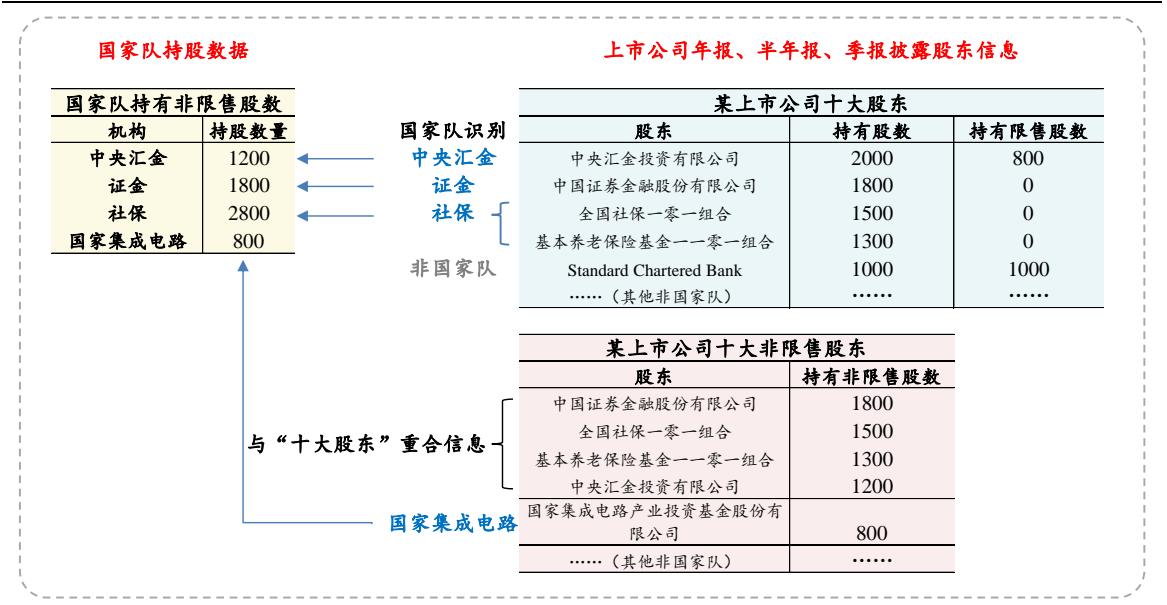


资料来源：中银证券

- **Step2:** 从所有上市公司披露的“十大股东情况”中，筛选属于“国家队”的机构，并提取对应的“持股数量”及“持有限售股票数量”数据，计算二者的差值得到该机构“持有非限售股票数量”的数据。
- **Step3:** 从所有上市公司披露的“十大非限售股东情况”中，筛选属于“国家队”的机构并提取对应的“持有非限售股票数量”数据。步骤3数据除与步骤2数据重合的部分以外，还包含“持股总数量”未达到上市公司前十，但“持有非限售股数量”达到前十的“国家队”机构的持股数据。因此将步骤3得到的数据与步骤2的数据合并，可得到尽可能多的国家队持股信息。
- **Step4:** 整理合并后的数据，得到“国家队”在回测区间（2009年至今）持有各股票的非限售股股数的面板数据（“行”为不同交易日，“列”为不同股票的矩阵）。

从上市公司原始公告中提取“国家队”持股数据的方法示意图：

图表 4. “国家队”持股数据提取方法



资料来源：中银证券

## 4. “国家队”持股规模

“国家队”持股规模震荡上升。“国家队”持有非限售股市值从 2013 年 1 月的 11000 亿元左右增长至 2018 年 1 月的 38000 亿元左右，随后下滑至 2022 年 11 月的 24000 亿元左右的低点，2023 年后规模逐渐回升，至 2024 年 3 月持有非限售股规模约为 31000 亿元。

“国家队”2013 年初持有非限售股占市场自由流通股规模为 13.6%，随后三年持有的比例震荡下跌，2015 年 6 月持有的非限售股比例降低至 8.6% 左右的低点。随后持有的非限售股比例逐年提升，反弹至 2018 年 10 月的 18.0% 左右，近年来持续震荡下跌至 2024 年 3 月的 9.0% 左右。

图表 5. “国家队” 资金持有非限售股规模（亿元）



资料来源：Wind，中银证券

注：2013 年 10 月和 2015 年 12 月两次非限售股规模的跳升，均是由于农业银行和中国银行等限售股解禁所致

图表 6. “国家队” 持有非限售股规模/全市场自由流通规模



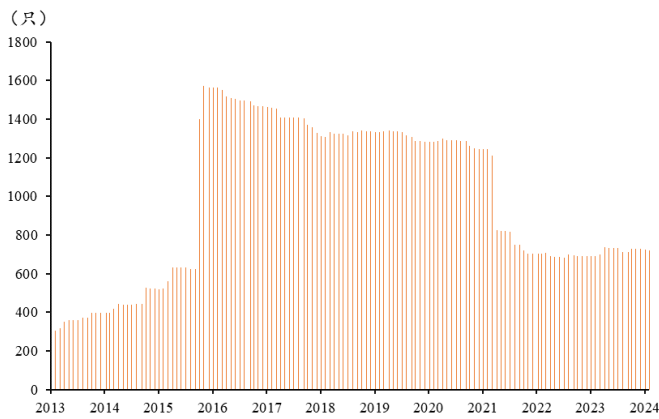
资料来源：Wind，中银证券

## 5. “国家队” 持股数量

“国家队” 持股数量从大幅跃增到下降趋于平稳，从 2013 年 2 月的 300 只左右到 2015 年激增至 1500 只，随后到 2021 年之前一直稳定在 1200 只以上，2021 年缩量至 800 只左右延续至今。

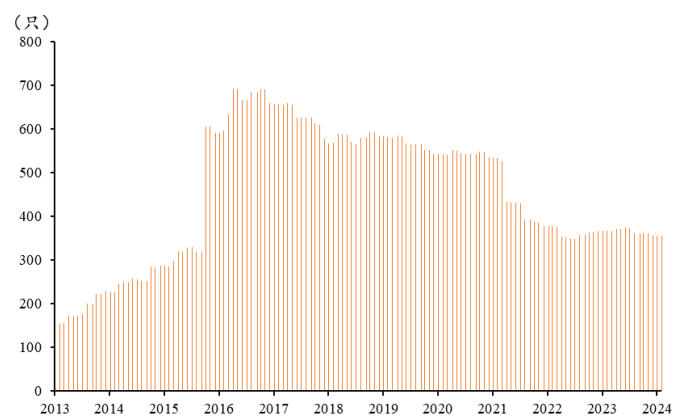
“国家队”在中证 800 范围内持有非限售股票个数与全 A 范围内趋势相同，从 2013 年 2 月的 150 左右到 2015 年 11 月激增至 600 只左右，随后一直到 2021 年 4 月稳定在 500 只以上，2021 年 5 月缩量至 400 只左右延续至今。国家队在中证 800 范围内持股数量占比常年维持在 50% 左右。

图表 7. “国家队” 资金持有非限售股票数量



资料来源：Wind，中银证券

图表 8. “国家队” 持有非限售股票在中证 800 中数量变动



资料来源：Wind，中银证券

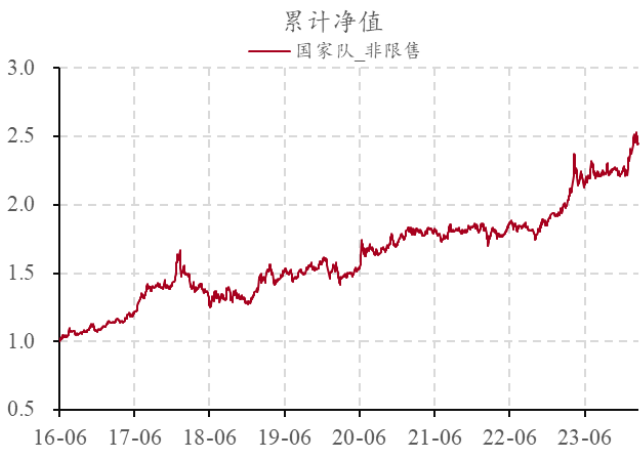
## 6. “国家队” 持股累计净值及累计超额净值

### 1) “国家队” 整体统计

**累计净值：**自 2016 年 6 月起，国家队持有非限售股累计净值持续上升。

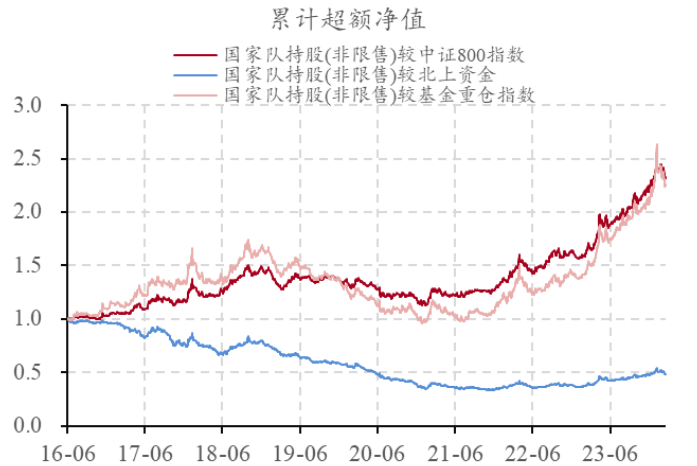
**累计超额净值：**2021 年初至今，国家队持有非限售股稳定跑赢中证 800 指数及基金重仓指数。自 2016 年 6 月起，国家队持有非限售股持续跑输北向资金。

图表 9. “国家队”持有非限售股累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. “国家队”持有非限售股累计超额净值



资料来源: Wind, 中银证券

注: 累计净值计算方法如下:

每日全部个股持股市值:  $fmv_{i,t} = \text{国家队在}t\text{日持股}i\text{的流通股股数} * \text{股票}i\text{当日收盘价(未赋权)}$

每日个股权重:  $w_{i,t} = fmv_{i,t} / \sum_i fmv_{i,t}$

每日个股收益率:  $r_{i,t} = \text{第}t\text{日股票}i\text{收盘价(后赋权)} / \text{第}t-1\text{日股票}i\text{收盘价(后赋权)} - 1$

每日国家队持股收益率:  $r_t = \sum_i w_{i,t} * r_{i,t}$

通过累乘法计算累计净值:  $\prod_t (1 + r_t)$

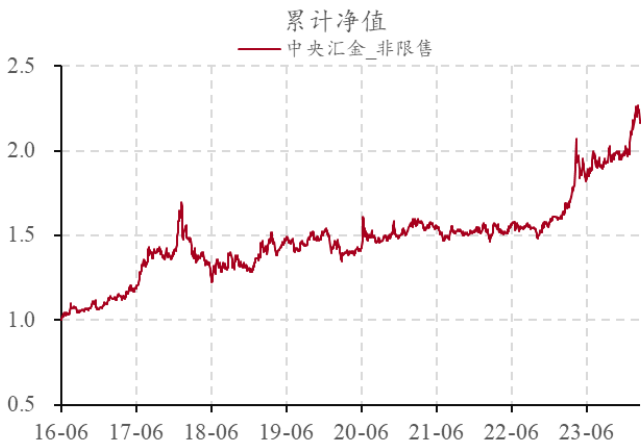
## 2) 分机构统计

各机构持股累计净值及累计超额净值具有如下特征:

- “中央汇金”及“证金”机构持股表现与“国家队”整体持股表现基本一致。累计净值整体持续上涨;自 2021 年初持续跑赢中证 800 指数及基金重仓指数;2016 年 6 月至今持续跑输北向资金。
- “社保基金”持股持续表现突出。社保基金于 2016 年 6 月至今稳定跑赢中证 800 指数及基金重仓指数;2016 年 6 月至 2019 年 6 月小幅跑输北向资金,此后与北向资金表现基本持平。
- “国家集成电路产业基金”持股超额表现突出,稳健性较低。“国家集成电路产业基金”持股于 2016 年 6 月至今累计净值及较各基准指数累计超额净值上限显著高于其他机构持股表现,同时震荡幅度显著高于其他机构。
- “外管局”及“国新”机构进入上市公司披露公告“前十大股东”及“前十大流通股东”的频次较低,因此可获得的持仓信息相对有限,根据已知信息统计的持股表现特征不明显。

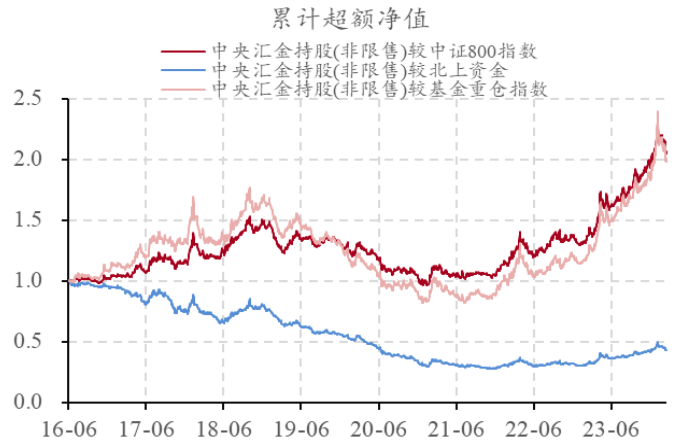
各机构持股累计净值及超额累计净值如下:

图表 11. “中央汇金” 持有非限售股累计净值



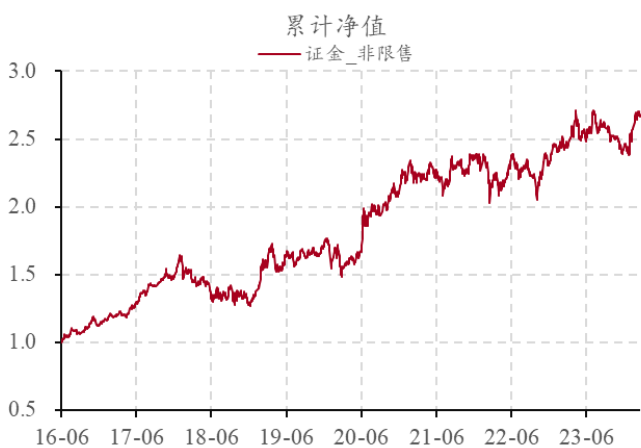
资料来源: Wind, 中银证券

图表 12. “中央汇金” 持有非限售股累计超额净值



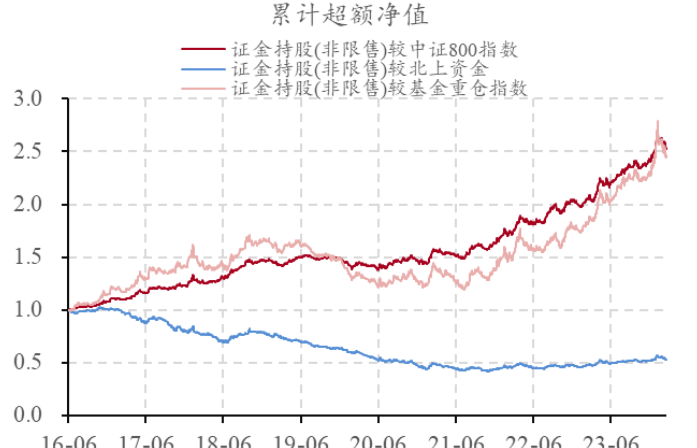
资料来源: Wind, 中银证券

图表 13. “证金” 持有非限售股累计净值



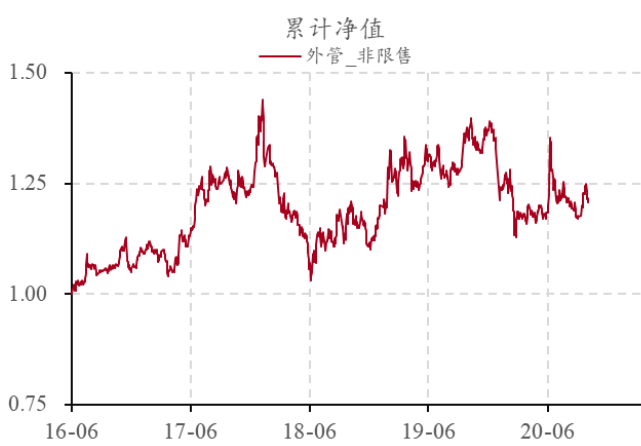
资料来源: Wind, 中银证券

图表 14. “证金” 持有非限售股累计超额净值



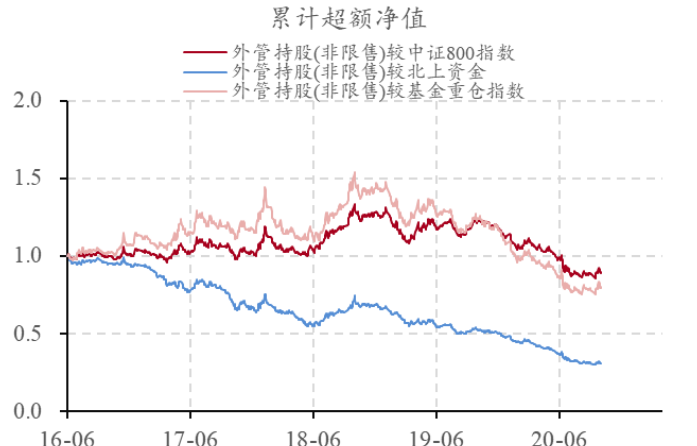
资料来源: Wind, 中银证券

图表 15. “外管” 持有非限售股累计净值



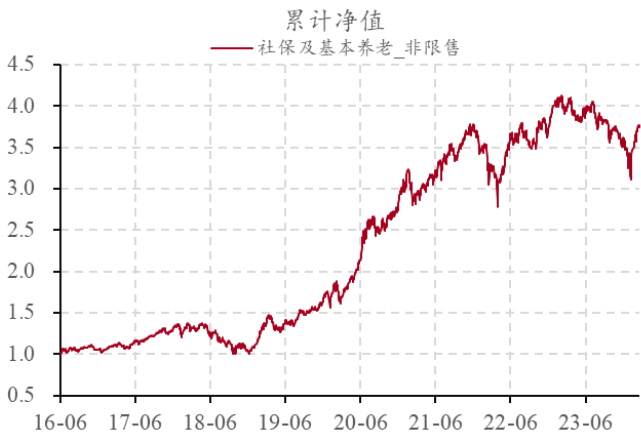
资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. “外管” 持有非限售股累计超额净值



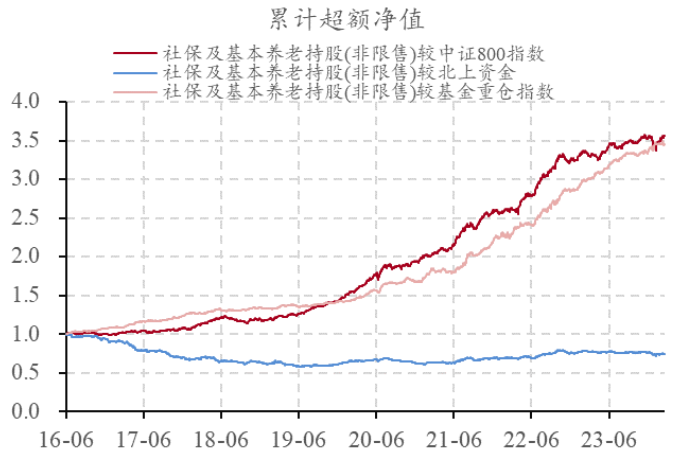
资料来源: Wind, 中银证券

图表 17. “社保及养老” 持有非限售股累计净值



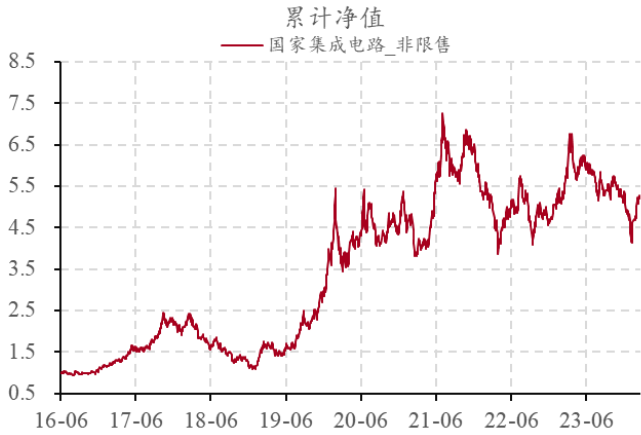
资料来源: Wind, 中银证券

图表 18. “社保及养老” 持有非限售股累计超额净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. “国家集成电路” 持有非限售股累计净值



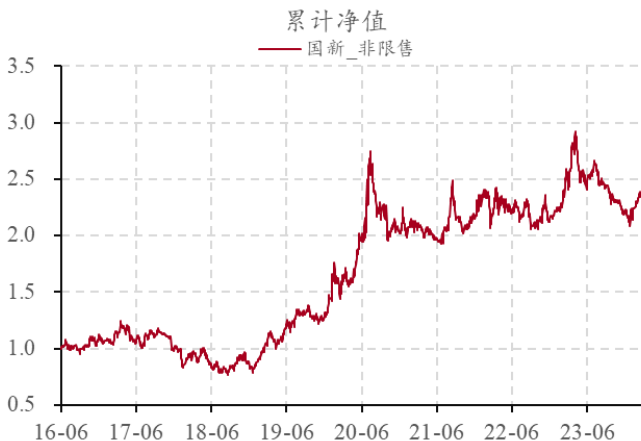
资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. “国家集成电路” 持有非限售股累计超额净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 21. “国新” 持有非限售股累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 22. “国新” 持有非限售股累计超额净值



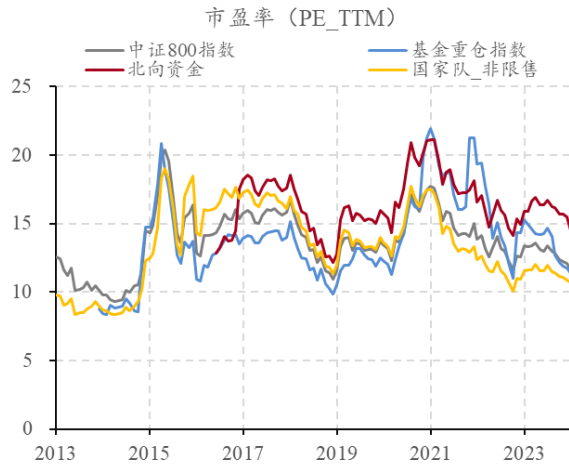
资料来源: Wind, 中银证券

## 7. “国家队” 持股估值及换手特征

### 1) PE-TTM (月频)

“国家队” 持股较各基准 (中证 800 指数、基金重仓指数、北向资金) 根据 “整体法” 统计的市盈率 (PE-TTM) 水平及变化特征无明显差异, 具体如下图所示:

图表 23. “国家队”持有非限售股整体 PE\_TTM

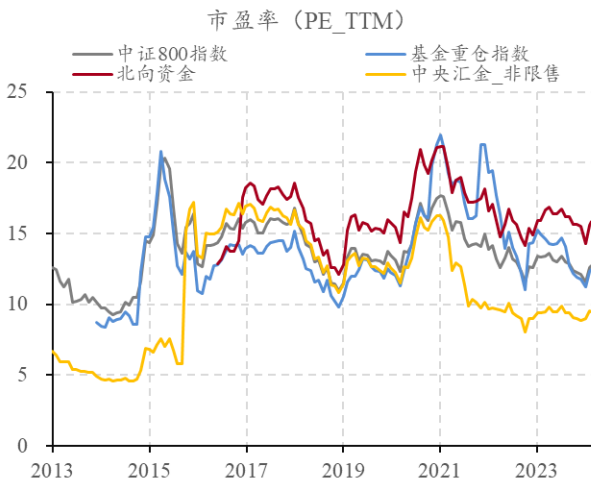


资料来源: Wind, 中银证券

注: PE 计算“整体法”:  $指数 PE\_TTM = \frac{\sum_i 第i个成分股于当月月末的总市值}{\sum_i 第i个成分股于当月月末的归母净利润(TTM)}$

各机构持股 PE-TTM (月频) 如下:

图表 24. “中央汇金”持有非限售股 PE\_TTM



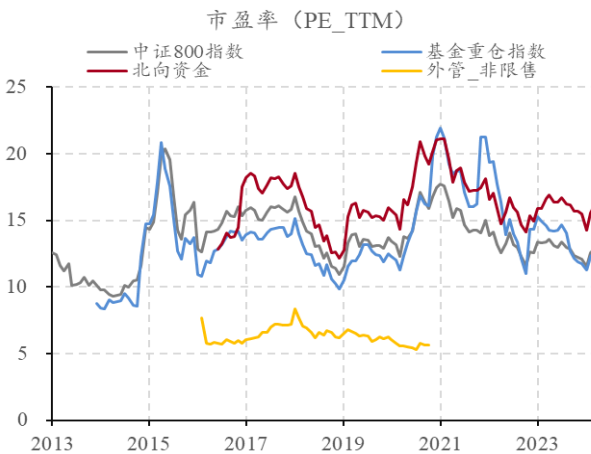
资料来源: Wind, 中银证券

图表 25. “证金”持有非限售股 PE\_TTM



资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. “外管”持有非限售股 PE\_TTM



资料来源: Wind, 中银证券

图表 27. “社保”持有非限售股 PE\_TTM



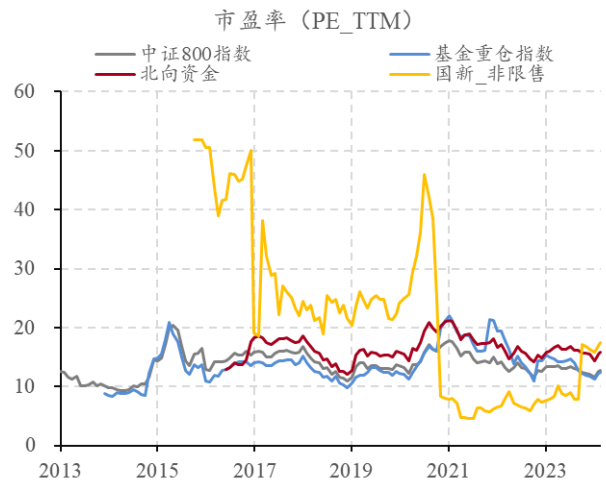
资料来源: Wind, 中银证券

图表 28. “国家集成电路” 持有非限售股 PE\_TTM



资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. “国新” 持有非限售股 PE\_TTM

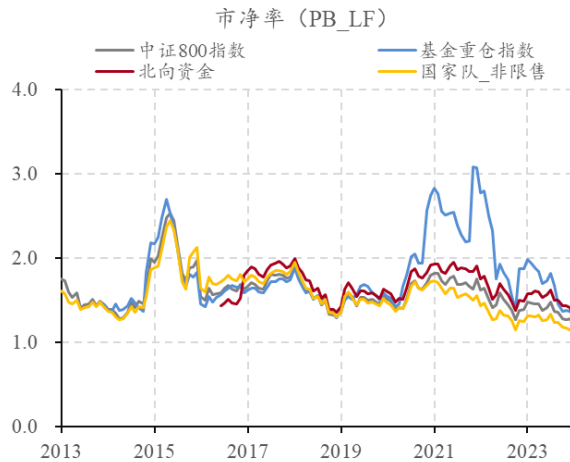


资料来源: Wind, 中银证券

## 2) PB-LF (月频)

“国家队” 持股根据“整体法” 统计的市净率 (PB-LF) 较中证 800 指数、北向资金的水平及变化特征无明显差异, 2020 年后显著低于基金重仓指数, 具体如下图所示:

图表 30. “国家队” 持有非限售股整体 PB\_LF



资料来源: Wind, 中银证券

注: PB 计算“整体法”:  $指数 PB-LF = \frac{\sum_i \text{第} i \text{个成分股于当月月末的总市值}}{\sum_i \text{第} i \text{个成分股于当月月末的净资产 (LF)}}$

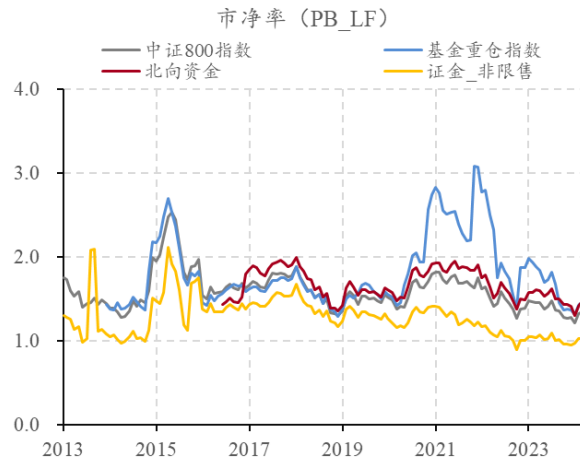
各机构持股 PB-LF (月频) 如下:

图表 31. “中央汇金” 持有非限售股 PB-LF



资料来源: Wind, 中银证券

图表 32. “证金” 持有非限售股 PB-LF



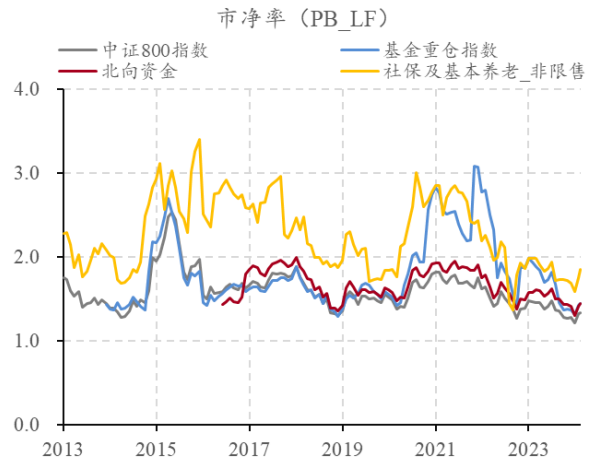
资料来源: Wind, 中银证券

图表 33. “外管” 持有非限售股 PB-LF



资料来源: Wind, 中银证券

图表 34. “社保” 持有非限售股 PB-LF



资料来源: Wind, 中银证券

图表 35. “国家集成电路” 持有非限售股 PB-LF



资料来源: Wind, 中银证券

图表 36. “国新” 持有非限售股 PB-LF

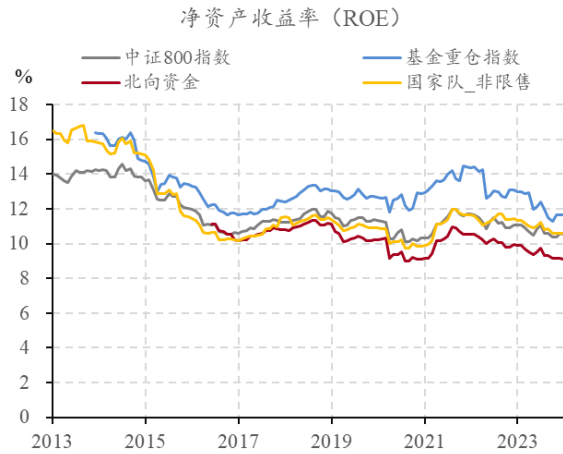


资料来源: Wind, 中银证券

### 3) ROE\_TTM (月频)

国家队持股根据“整体法”统计的净资产收益率 (ROE\_TTM) 较中证 800 指数、北向资金的水平及变化特征无明显差异，2015 年后显著低于基金重仓指数，具体如下图所示：

图表 37. “国家队”持有非限售股整体 ROE\_TTM

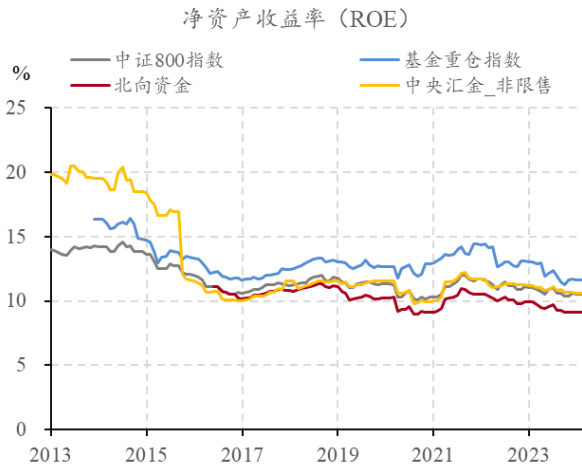


资料来源: Wind, 中银证券

注: ROE 计算“整体法”: 
$$\text{指数 ROE\_TTM} = \frac{\sum_i \text{第}i\text{个成分股于当月月末的归母净利润 (TTM)}}{\sum_i \text{第}i\text{个成分股于当月月末的净资产 (LF)}}$$

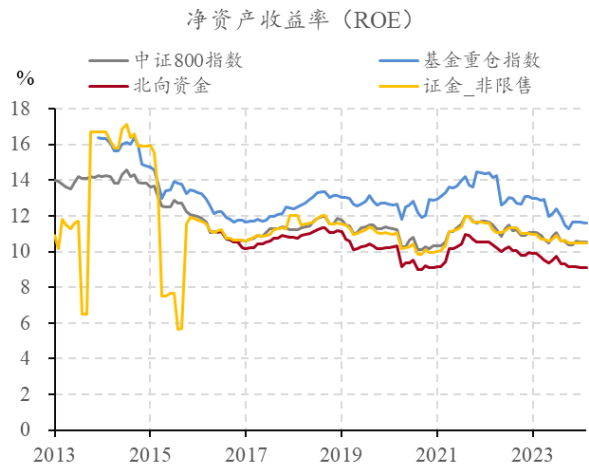
各机构持股 ROE\_TTM (月频) 如下:

图表 38. “中央汇金”持有非限售股 ROE\_TTM



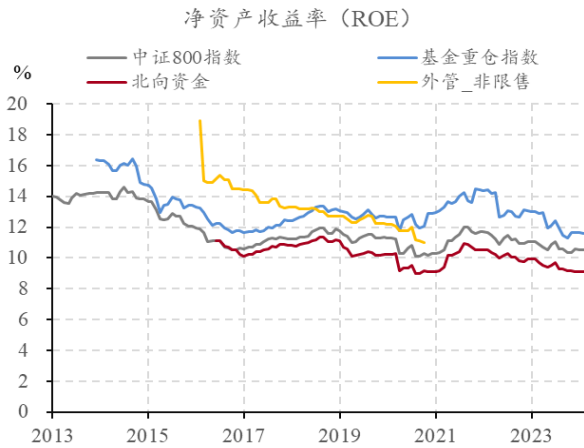
资料来源: Wind, 中银证券

图表 39. “证金”持有非限售股 ROE\_TTM



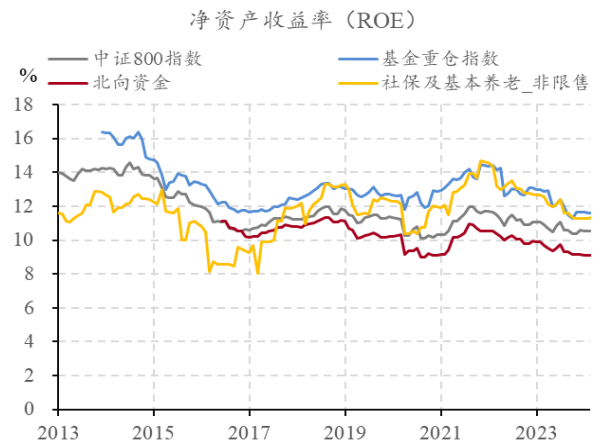
资料来源: Wind, 中银证券

图表 40. “外管” 持有非限售股 ROE\_TTM



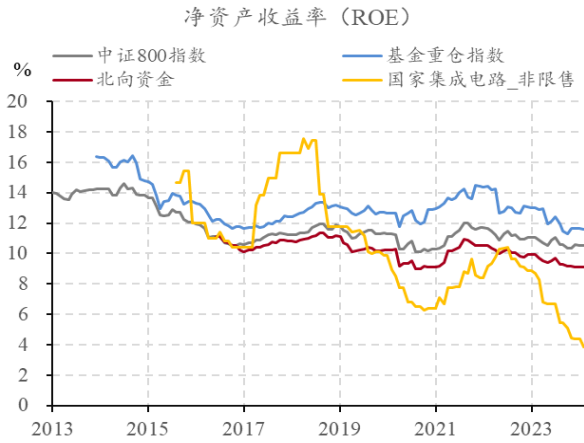
资料来源: Wind, 中银证券

图表 41. “社保及养老” 持有非限售股 ROE\_TTM



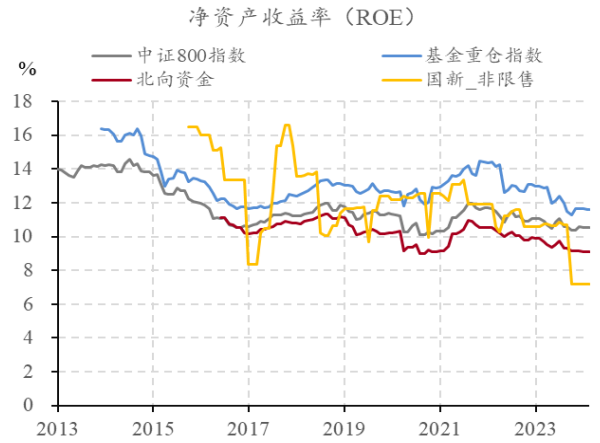
资料来源: Wind, 中银证券

图表 42. “国家集成电路” 持有非限售股 ROE\_TTM



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. “国新” 持有非限售股 ROE\_TTM

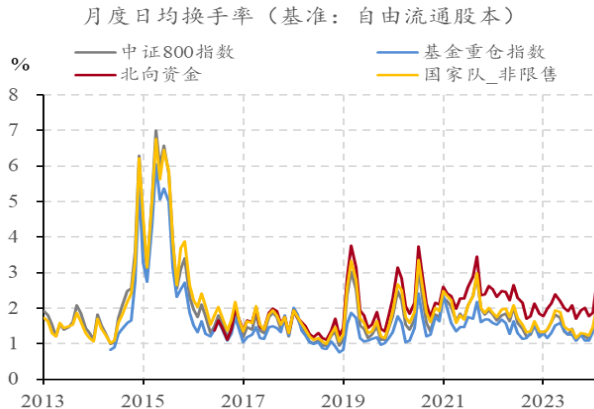


资料来源: Wind, 中银证券

#### 4) 日均换手率 (月频)

国家队持股根据“整体法”统计的月度日均换手率（基准：自由流通市值）较中证 800 指数、北向资金、基金重仓指数的水平及变化特征基本一致，具体如下图所示：

图表 44. “国家队” 持有非限售股整体日均换手率

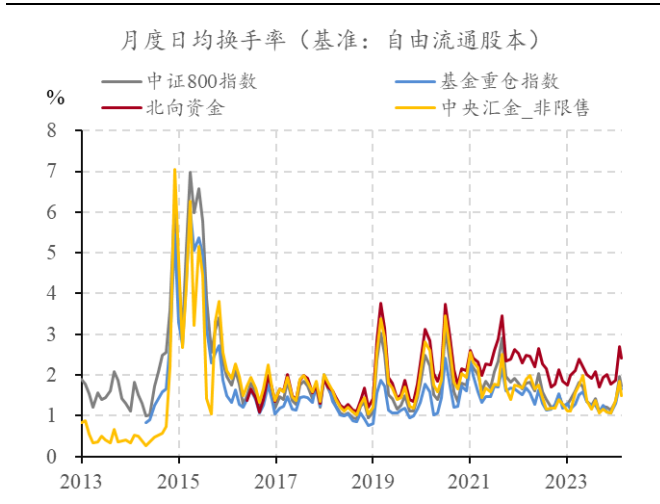


资料来源: Wind, 中银证券

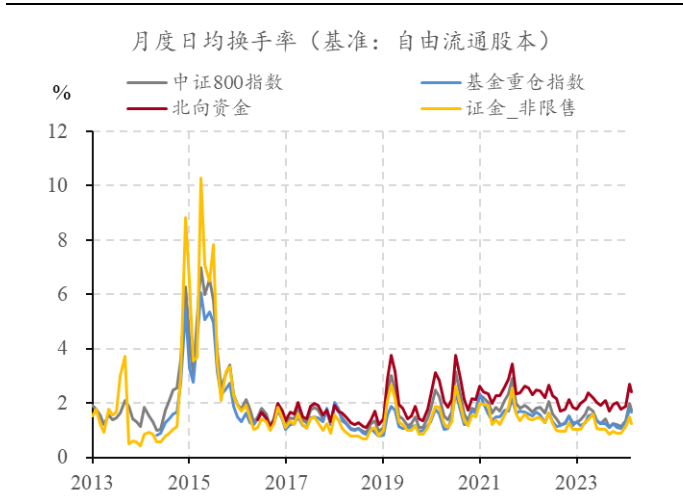
注：月度日均换手率计算“整体法”：指数月度日均换手率 =  $\frac{\sum_i \text{第}i\text{个成分股当月日均成交股数}}{\sum_i \text{第}i\text{个成分股于当月底末的自由流通股数}}$

各机构持股月度日均换手率如下：

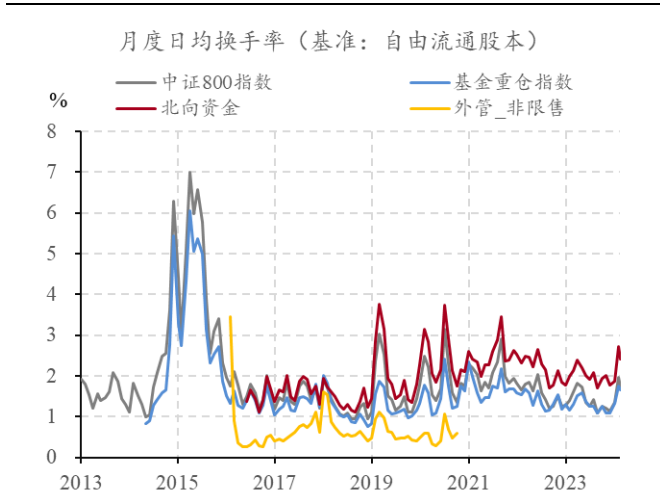
图表 45. “中央汇金” 持有非限售股月度日均换手率



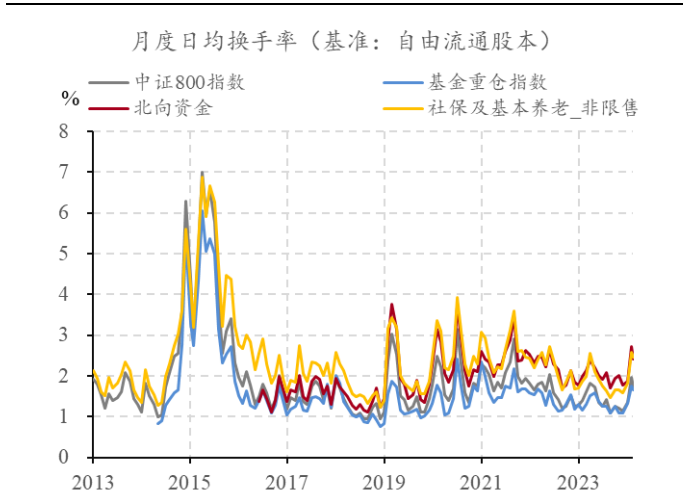
图表 46. “证金” 持有非限售股月度日均换手率



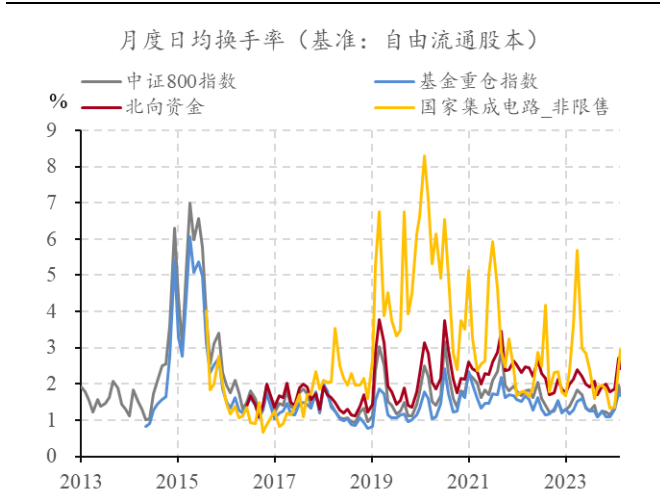
图表 47. “外管” 持有非限售股月度日均换手率



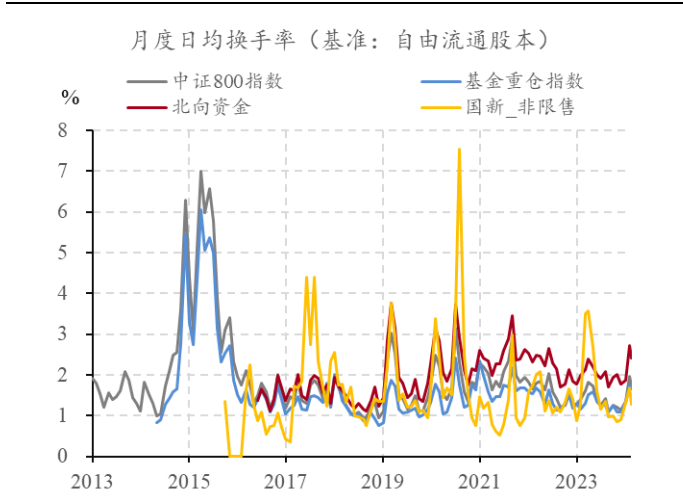
图表 48. “社保” 持有非限售股月度日均换手率



图表 49. “国家集成电路” 持有非限售股月度日均换手率



图表 50. “国新” 持有非限售股月度日均换手率



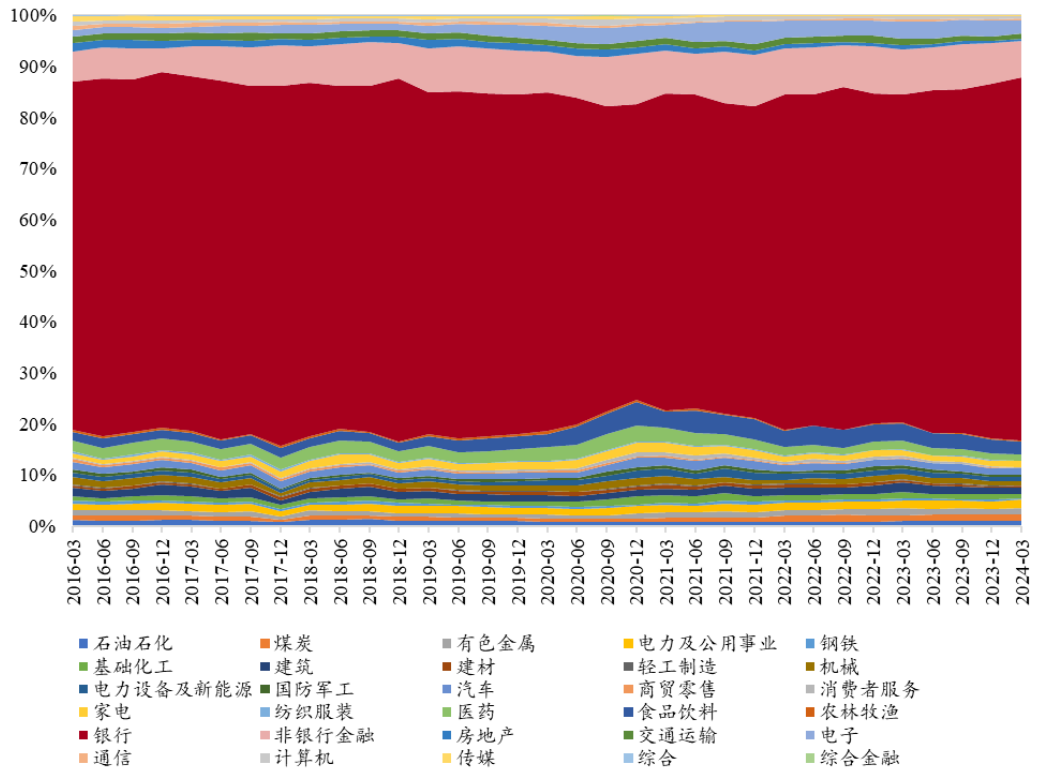
## (二) 国家队行业配置、板块配置分析

### 1. “国家队”持股行业分布

从行业分布来看，银行始终为“国家队”持有占比最大的行业，2016年以来持有占比平均为66.4%，其次为非银行金融，2016年以来持有占比平均为8.0%。

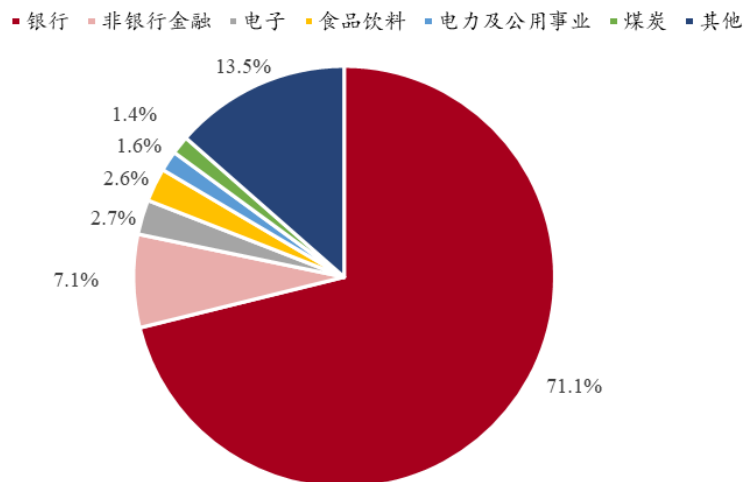
从“国家队”2024年3月持有非限售股市值的行业分布看，银行占71.1%，高居榜首，其次是非银行金融，占比7.1%，显示出国家队对大金融的偏好；电子和食品饮料大概占2.6%左右的仓位。

图表 51. “国家队”历年持有的行业非限售股市值占比



资料来源: Wind, 中银证券

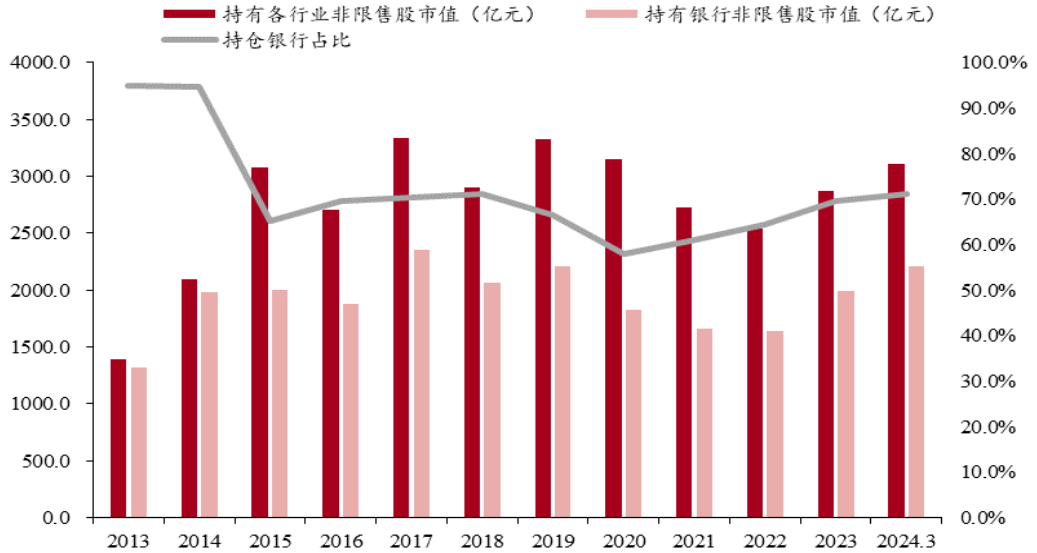
图表 52. “国家队”资金 2024.3 月持有各主要行业占比



资料来源: Wind, 中银证券

从行业分布来看，银行始终为“国家队”持有规模最大的行业，非限售股市值规模从 2016 年 1880 亿元左右增加到 2024 年 3 月的 2210 亿元左右，其中 2019 年至 2022 年持有市值从 2210 亿元左右下滑至 1640 亿元左右，2023 年以后持有市值又增长至 2000 亿元左右。

图表 53. “国家队”持仓银行占比



资料来源：Wind，中银证券

## 2. “国家队”持股板块市值

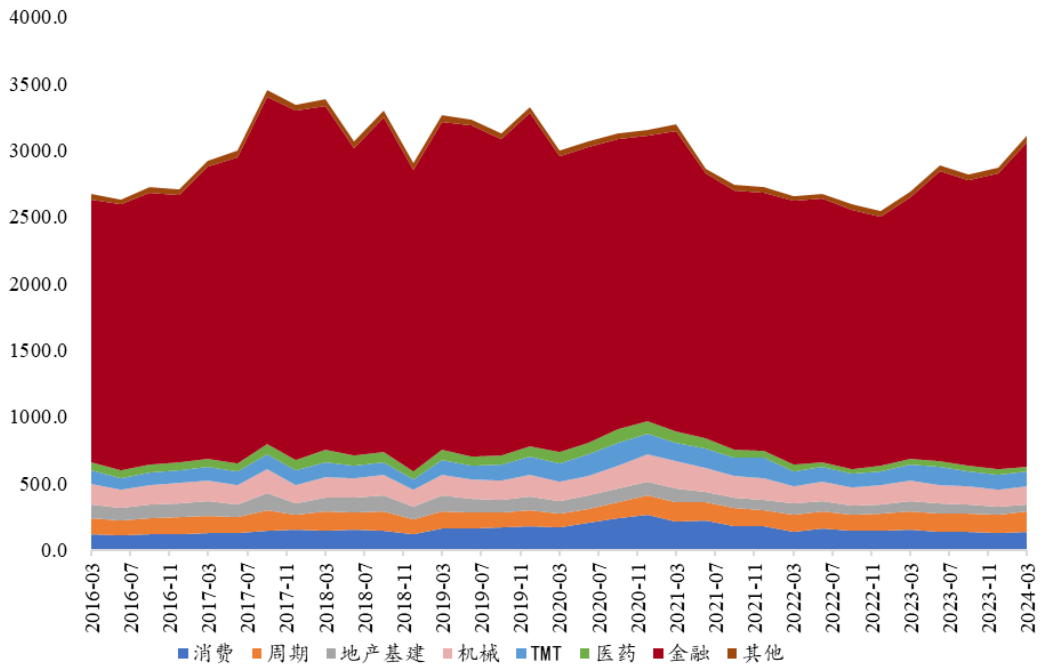
“国家队”金融板块非限售股市值从 2016 年一季度的 1971.5 亿元增长至 2024 年 3 月的 2432.3 亿元，其次持有的消费板块、周期板块和机械板块市值在 2016 年一季度至 2024 年 3 月成震荡趋势，在 100 亿元至 270 亿元之间波动。

图表 54. 中信一级行业板块划分

板块	包含中信一级行业
消费	农林牧渔、家电、食品饮料、纺织服装、轻工制造、商贸零售、消费者服务
周期	煤炭、石油石化、基础化工、钢铁、有色金属
地产基建	房地产、建筑、建材
机械	机械、交通运输、电力设备及新能源、国防军工、汽车
TMT	电子、通信、计算机、传媒
医药	医药
金融	银行、非银行金融、综合金融
其它	综合、电力及公用事业

资料来源：Wind，中银证券

图表 55. “国家队”历年持有的板块非限售股市值（亿元）



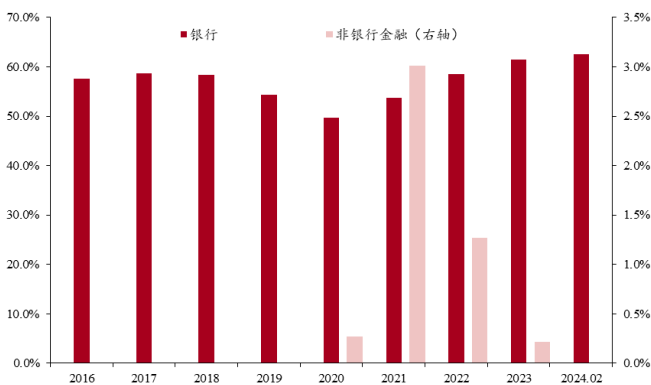
资料来源: Wind, 中银证券

### 3. “国家队”持股行业超欠配情况（相对于中证 800 指数）

“国家队”资金相比于中证 800 指数主要超配了银行，2020 年以来平均超配比例为 57.2%，2020-2023 年国家队对非银金融的平均超配比例为 1.2%。

“国家队”资金在医药、电力设备及新能源、食品饮料和电子等行业配置都显著低于中证 800 指数，2020 年以来平均欠配比例分别为 7.3%，7.0%，5.5% 和 5.3%。

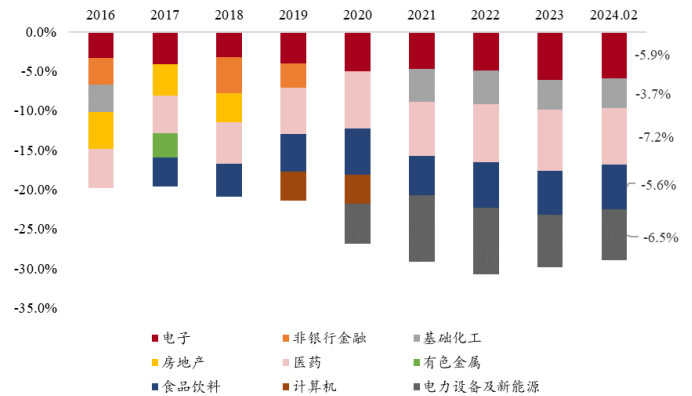
图表 56. “国家队”相比于中证 800 超配行业比例



资料来源: Wind, 中银证券

注: 2016-2019 及 2024 年非银行金融行业未处于超配状态。

图表 57. “国家队”相比于中证 800 欠配行业比例



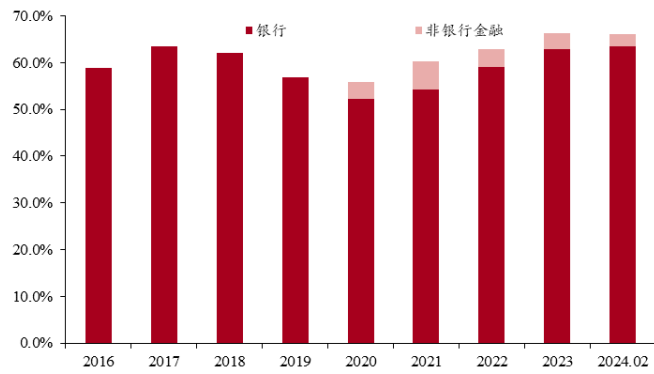
资料来源: Wind, 中银证券

### 4. “国家队”持股行业超欠配情况（相对于北向资金）

“国家队”资金相比于北向资金主要超配了银行和非银金融，2020 年以来银行平均超配比例为 58.3%，2020 年以来国家队对非银金融的平均超配比例为 4.0%。

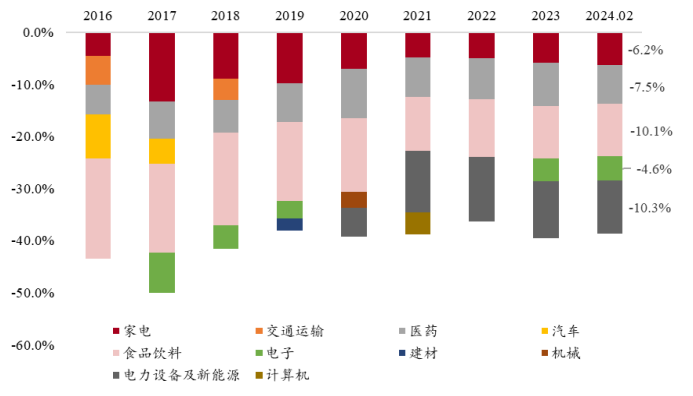
“国家队”资金在食品饮料、电力设备及新能源、医药和家电等行业配置都显著低于北向资金，2020 年以来平均欠配比例分别为 11.1%，10.2%，8.1% 和 5.8%。

图表 58. “国家队” 相比于北向资金超配行业比例



资料来源: Wind, 中银证券

图表 59. “国家队” 相比于北向资金欠配行业比例



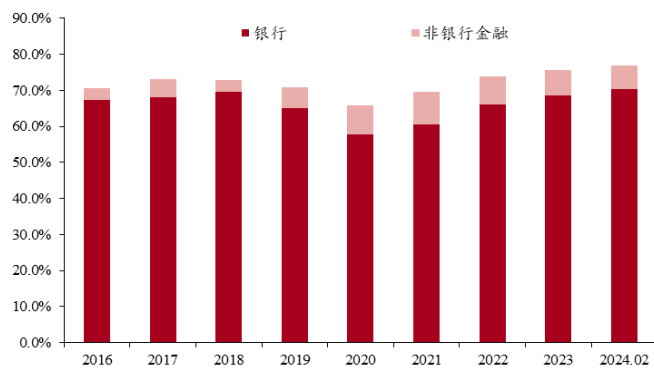
资料来源: Wind, 中银证券

## 5. “国家队” 持股行业超欠配情况 (相对于基金重仓)

“国家队” 资金相比于基金重仓主要超配了银行和非银金融, 2020 年以来银行平均超配比例为 64.7%, 2020 年以来国家对非银金融的平均超配比例为 7.7%。

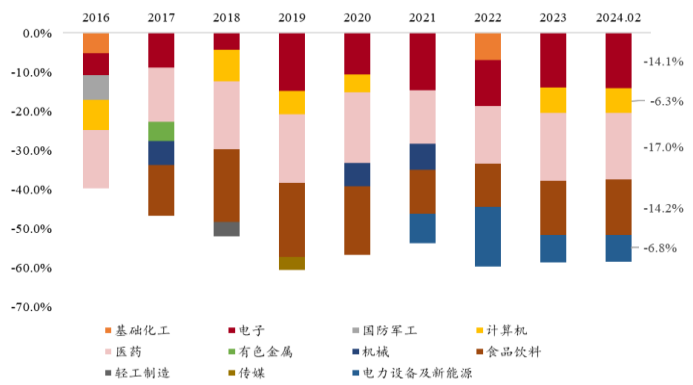
“国家队” 资金在医药、食品饮料、电子和电力设备及新能源等行业配置都显著低于基金重仓, 2020 年以来平均欠配比例分别为 16.1%, 13.6%, 13.0%和 9.2%。

图表 60. “国家队” 相比于基金重仓超配行业比例



资料来源: Wind, 中银证券

图表 61. “国家队” 相比于基金重仓欠配行业比例

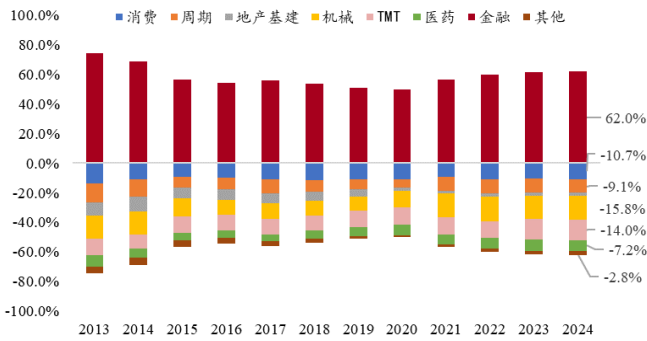


资料来源: Wind, 中银证券

## 6. “国家队” 持股板块超欠配情况

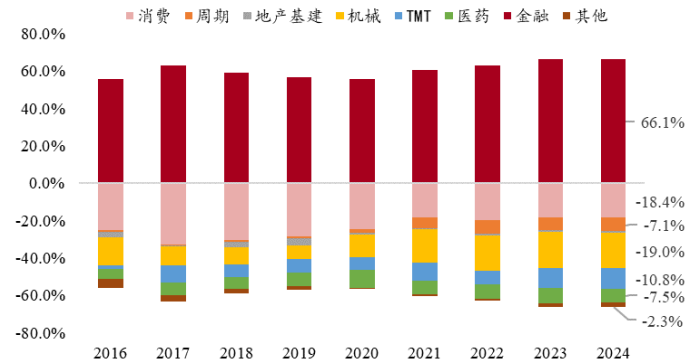
“国家队” 资金相比于中证 800 指数、北向资金和基金重仓的板块, 都超配了金融超过 60%, 其他主要板块都处于欠配状态。

图表 62. “国家队”资金相比于中证 800 超欠配板块



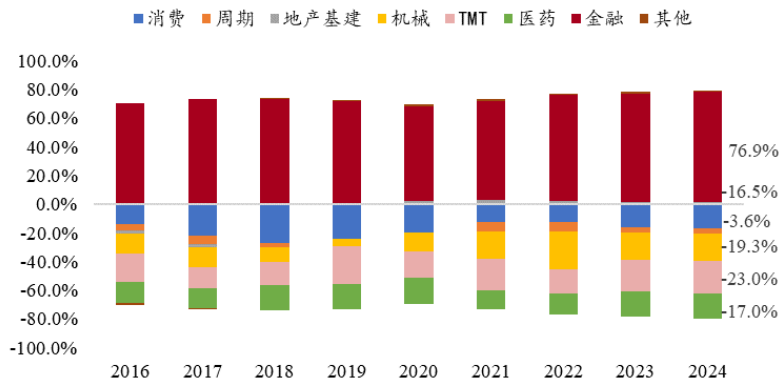
资料来源: Wind, 中银证券

图表 63. “国家队”资金相比于北向资金超欠配板块



资料来源: Wind, 中银证券

图表 64. “国家队”资金相比于基金重仓超欠配板块



资料来源: Wind, 中银证券

## (三) “国家队”重仓、加仓组合收益分析

### 1. “国家队”主动重仓与加仓行业组合收益分析

#### 1) “国家队”主动重仓与加仓行业组合构建方法

**“国家队”主动重仓 top5 和 top10 行业组合：**每月根据国家队重仓行业市值相较于中证 800 行业市值超配比例，选择超配最多的 top5 和 top10 行业等权配置。

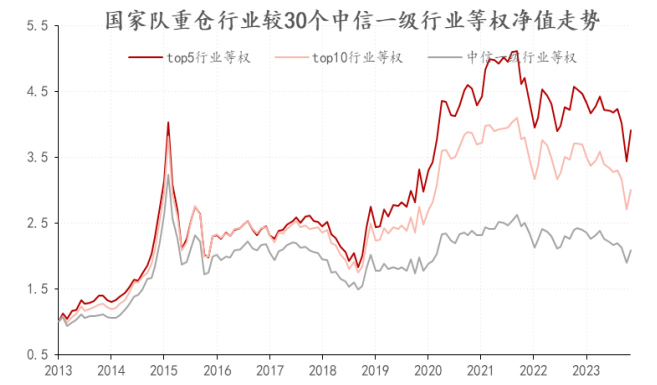
**“国家队”主动加仓 top5 和 top10 行业组合：**每年 4 月、8 月、10 月根据国家队调仓持股变动市值相较于中证 800 行业市值变动超配比例，选择前 5 和前 10 行业等权配置。

#### 2) “国家队”主动重仓与加仓行业组合收益 VS 中信一级行业等权配置组合收益

**“国家队”主动重仓 top5 和 top10 行业能跑赢中信一级行业等权配置：**国家队主动重仓前 5 和前 10 行业均能跑赢中信一级行业等权配置，集中于前 5 行业效果更佳，超额贡献主要来自于 19-21 年。

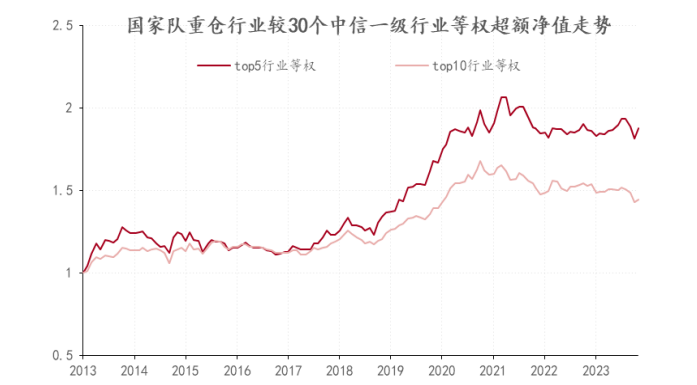
**“国家队”主动加仓 top5 和 top10 行业能跑赢中信一级行业等权配置：**国家队主动加仓前 5 和前 10 行业均能跑赢中信一级行业等权配置，集中于前 5 行业效果更佳，超额贡献主要来自于 2021 年以前。

图表 65. “国家队”重仓行业 VS 中信一级行业等权净值



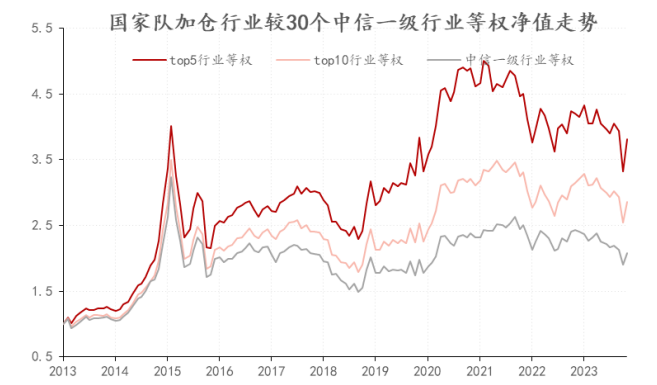
资料来源：Wind，中银证券

图表 66. “国家队”重仓行业 VS 中信一级行业等权超额



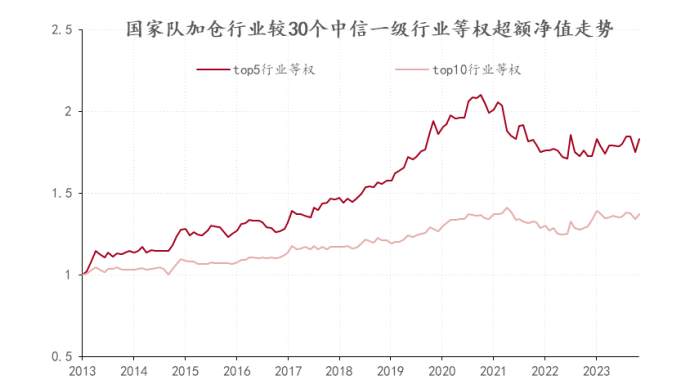
资料来源：Wind，中银证券

图表 67 “国家队”加仓行业较中信一级行业等权净值



资料来源：Wind，中银证券

图表 68. “国家队”加仓行业较中信一级行业等权超额



资料来源：Wind，中银证券

#### 3) “国家队”分平台主动重仓行业组合收益 VS 中信一级行业等权配置组合收益

“国家队”分平台来看，中央汇金、证金、社保和国新重仓前 5 和前 10 行业等权配置均能跑赢中信一级行业等权配置。其中，中央汇金、证金、国新持股集中于前 5 行业效果更佳；社保分散于前 10 行业超额优于前 5 行业。

外管局和国家集成电路主动重仓前 5 行业等权配置无法跑赢中信一级行业等权配置，主动重仓前 10 行业无显著超额。

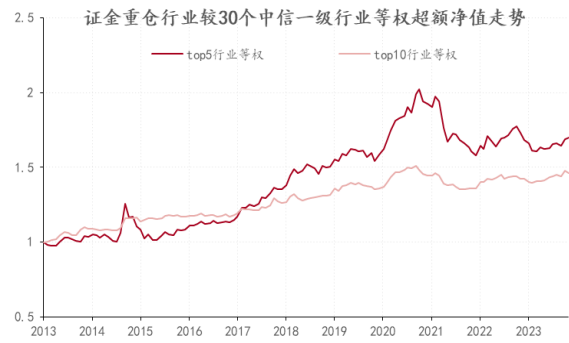
注：外管局通过梧桐树平台持仓 A 股于 2020 年逐步退出；

图表 69. “中央汇金”重仓行业 vs 中信一级行业等权



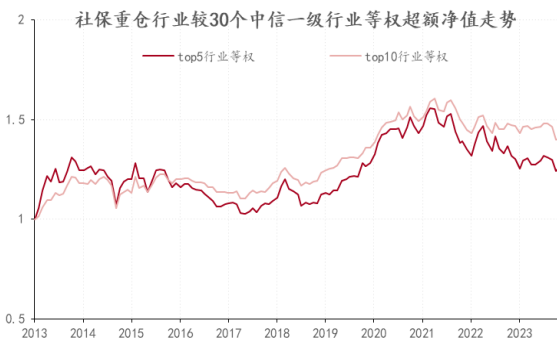
资料来源: Wind, 中银证券

图表 70. “证金”重仓行业 vs 中信一级行业等权



资料来源: Wind, 中银证券

图表 71. “社保及养老”重仓行业 vs 中信一级行业等权



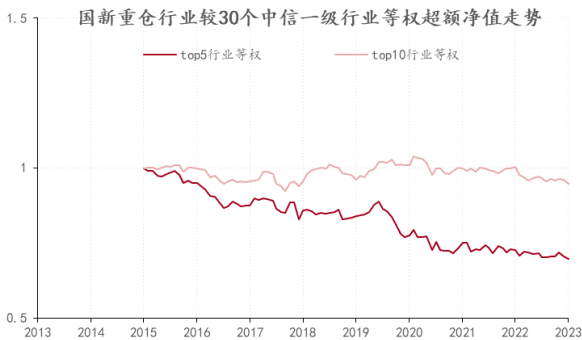
资料来源: Wind, 中银证券

图表 72. “国家集成电路”重仓行业 vs 中信一级行业等权



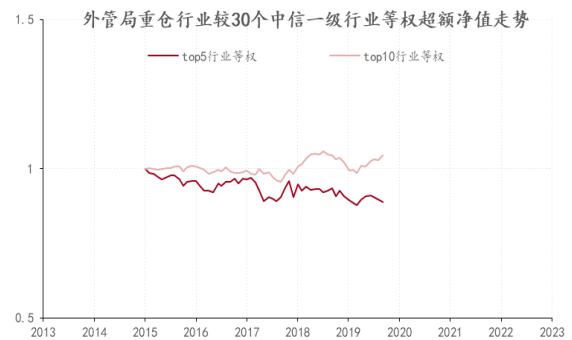
资料来源: Wind, 中银证券

图表 73. “国新”重仓行业 vs 中信一级行业等权



资料来源: Wind, 中银证券

图表 74. “外管”重仓行业 vs 中信一级行业等权



资料来源: Wind, 中银证券

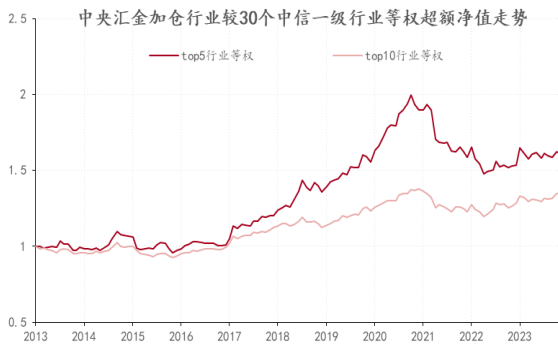
#### 4) “国家队”分平台主动加仓行业组合收益 VS 中信一级行业等权配置组合收益

“国家队”分平台来看，中央汇金、证金、社保、国新和国家集成电路加仓前 5 和前 10 行业等权配置均能跑赢中信一级行业等权配置。其中，中央汇金和社保持股集中于前 5 行业具备更显著超额；证金分散于前 10 行业超额优于前 5 行业。

外管局主动加仓前 5 行业等权配置无法跑赢中信一级行业等权配置，主动加仓前 10 行业无显著超额。

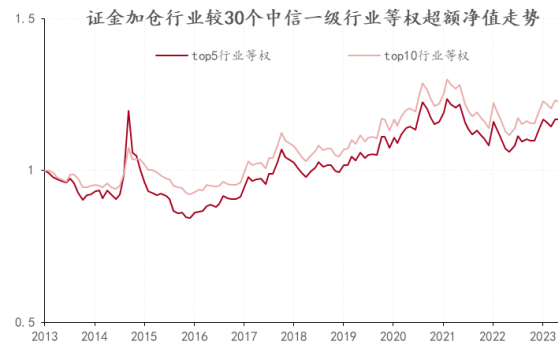
注：外管局通过梧桐树平台持仓 A 股于 2020 年逐步退出。

图表 75. “中央汇金”加仓行业 vs 中信一级行业等权



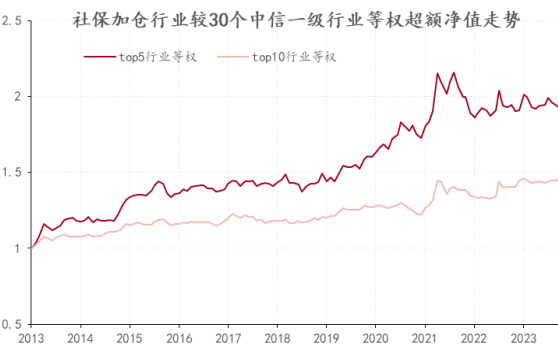
资料来源: Wind, 中银证券

图表 76. “证金”加仓行业 vs 中信一级行业等权



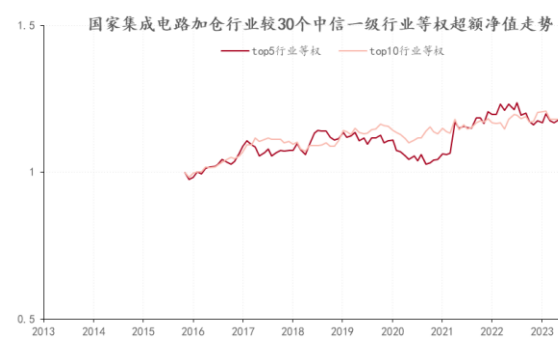
资料来源: Wind, 中银证券

图表 77. “社保及养老”加仓行业 vs 中信一级行业等权



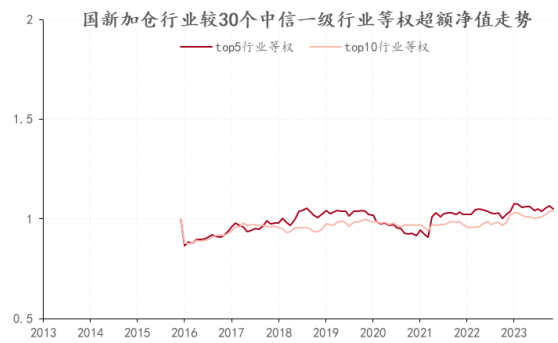
资料来源: Wind, 中银证券

图表 78. “国家集成电路”加仓行业 vs 中信一级行业等权



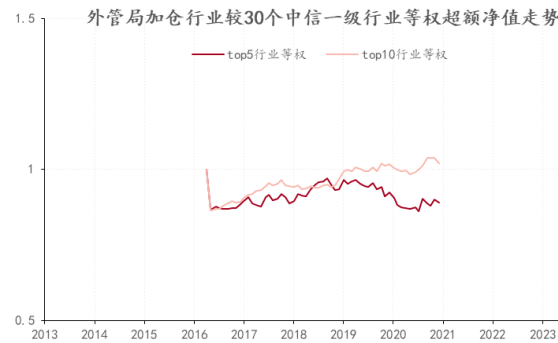
资料来源: Wind, 中银证券

图表 79. “国新”加仓行业 vs 中信一级行业等权



资料来源: Wind, 中银证券

图表 80. “外管”加仓行业较中信一级行业等权



资料来源: Wind, 中银证券

## 2. “国家队”重仓与加仓个股组合收益分析

### 1) “国家队”重仓与加仓个股组合构建方法

**“国家队”重仓前 100 和 300 个股组合:** 每月根据“国家队”持仓市值, 分别选择前 100 只个股和前 300 只个股, 按照自由流通市值加权配置。

**“国家队”加仓前 100 和 300 个股组合:** 每年 4 月、8 月、10 月末根据“国家队”调仓市值变动, 分别选择加仓幅度最高的前 100 只个股和前 300 只个股, 按照自由流通市值加权配置。

### 2) “国家队”重仓与加仓个股组合收益 VS 中证 800 收益

**“国家队”重仓前 100 和 300 个股均能稳定跑赢中证 800:** “国家队”重仓前 100 和 300 均能稳定跑赢中证 800, 持股集中于前 100 只个股效果更佳。

**“国家队”加仓前 100 和 300 个股能稳定跑赢中证 800:** “国家队”加仓前 100 和 300 均能跑赢中证 800, 2020 年以后超额相对显著。

图表 81. “国家队”重仓较中证 800 净值



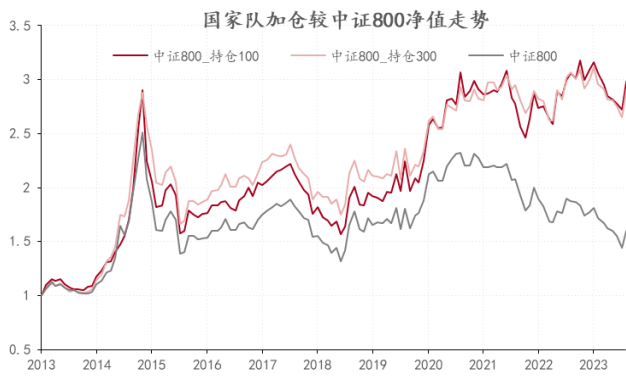
资料来源: Wind, 中银证券

图表 82. “国家队”重仓较中证 800 超额净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 83. “国家队”加仓较中证 800 净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 84. “国家队”加仓较中证 800 超额净值



资料来源: Wind, 中银证券

### 3) “国家队”分平台重仓个股组合收益 VS 中证 800 收益

“国家队”分平台来看，中央汇金、证金、社保重仓前 100 和 300 个股均能稳定跑赢中证 800，持股集中于前 100 只个股效果更佳。

国新和国家集成电路持股集中于前 100 只以内，其中，国家集成电路重仓个股相较于中证 800 具备一定超额但不稳健，外管局和国新相较于中证 800 无显著超额。

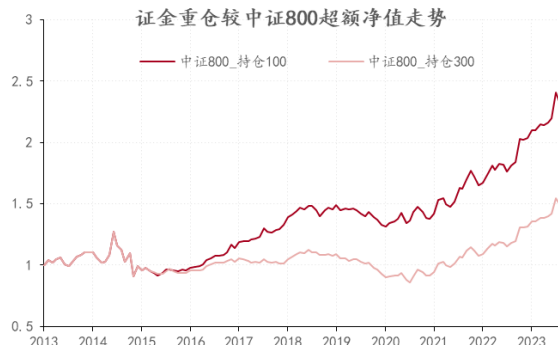
注：外管局通过梧桐树等平台持仓 A 股于 2020 年逐步退出；部分平台持有个股数量未达 100 只，重仓前 100 及前 300 组合超额净值曲线重合。

图表 85. “中央汇金”重仓 vs 中证 800



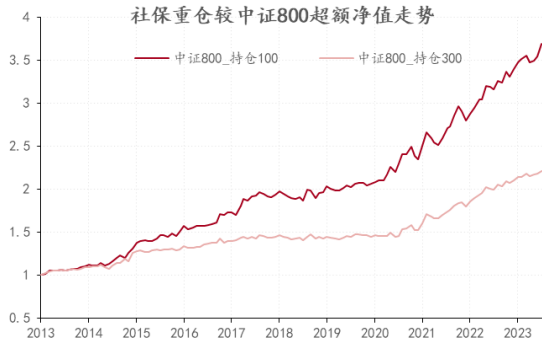
资料来源: Wind, 中银证券

图表 86. “证金”重仓 vs 中证 800



资料来源: Wind, 中银证券

图表 87. “社保及养老”重仓 vs 中证 800



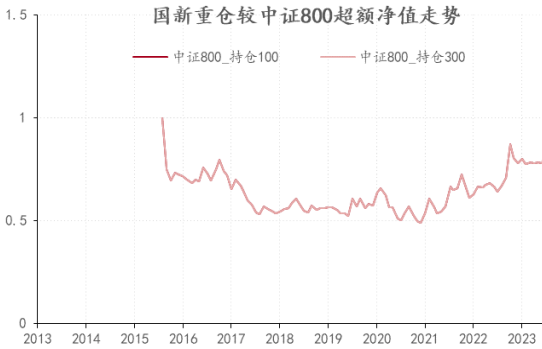
资料来源: Wind, 中银证券

图表 88. “国家集成电路”重仓 vs 中证 800



资料来源: Wind, 中银证券

图表 89. “国新”重仓 vs 中证 800



资料来源: Wind, 中银证券

图表 90. “外管”重仓 vs 中证 800



资料来源: Wind, 中银证券

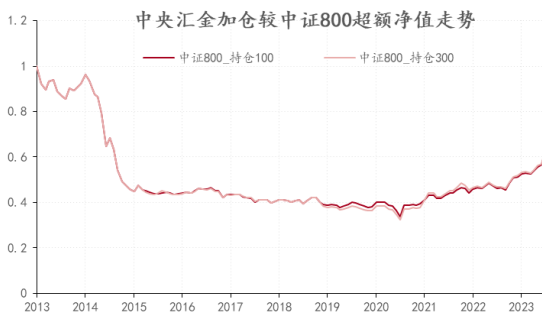
#### 4) “国家队”分平台加仓个股组合收益 VS 中证 800 收益

国家队分机构来看，证金、社保和国家集成电路加仓前 100 和 300 个股均能跑赢中证 800，社保在 2020 年以后集中持股超额更显著；证金持股超额净值走势不够稳健同时分散化于前 300 只个股相对效果更佳；外管局和国家集成电路换仓集中于 100 只股票以内且超额净值走势不够稳健。

中央汇金、国新换仓集中于 100 只股票以内，其中，国新重仓个股相较于中证 800 具备一定超额但不稳健，中央汇金相较于中证 800 无显著超额。

注：外管局通过梧桐树等平台持仓 A 股于 2020 年逐步退出；部分平台持有个股数量未达 100 只，加仓前 100 及前 300 组合超额净值曲线重合。

图表 91. “中央汇金”加仓 vs 中证 800



资料来源: Wind, 中银证券

图表 92. “证金”加仓 vs 中证 800



资料来源: Wind, 中银证券

图表 93. “社保及养老”加仓 vs 中证 800



资料来源: Wind, 中银证券

图表 94. “国家集成电路”加仓 vs 中证 800



资料来源: Wind, 中银证券

图表 95. “国新”加仓 vs 中证 800



资料来源: Wind, 中银证券

图表 96. “外管”加仓 vs 中证 800



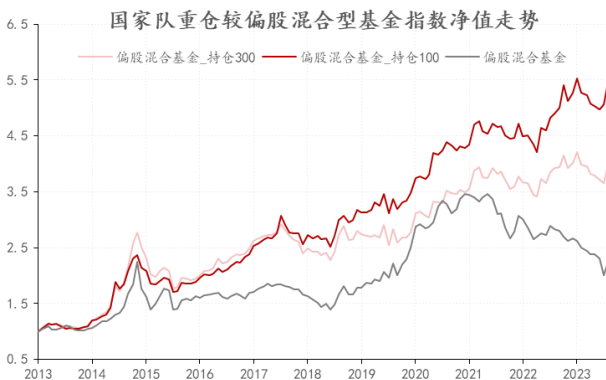
资料来源: Wind, 中银证券

### 5) “国家队”重仓与加仓个股组合收益 VS 偏股混合型基金指数 (885001.WI) 收益

**“国家队”重仓前 100 和 300 个股能够跑赢偏股混合型基金指数：**“国家队”重仓前 100 和 300 除了 2014-2015 及 2019-2021 年以外均能稳定跑赢偏股混合型基金指数，持股集中于前 100 只个股效果更佳。

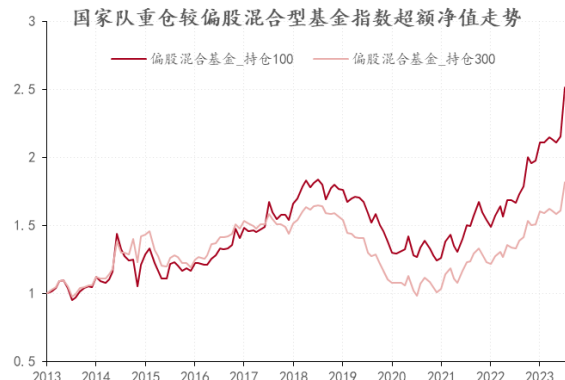
**“国家队”加仓前 100 和 300 个股相较于偏股混合型基金指数超额不显著：**“国家队”加仓前 100 和 300 仅在部分年份能跑赢偏股混合型基金指数，2021 年以后超额相对显著。

图表 97. “国家队”重仓较偏股混合型基金净值



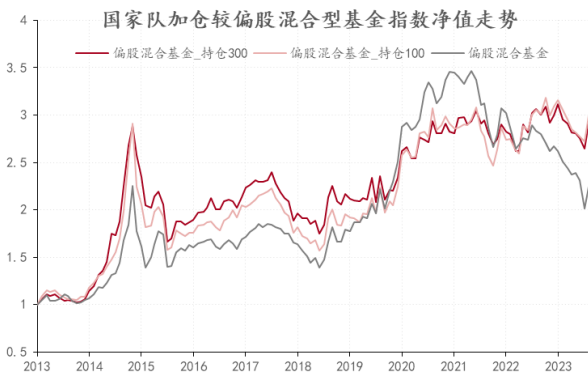
资料来源: Wind, 中银证券

图表 98. “国家队”重仓较偏股混合型基金超额净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 99. “国家队”加仓较偏股混合型基金净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 100. “国家队”加仓较偏股混合型基金超额净值



资料来源: Wind, 中银证券

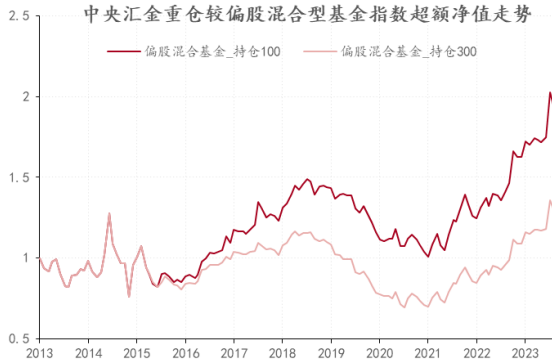
## 6) “国家队”分平台重仓个股组合收益 VS 偏股混合型基金指数 (885001.WI) 收益

“国家队”分平台来看，中央汇金、证金、社保重仓前 100 和 300 个股在 2013 年至 2024 年 3 月整体能够跑赢偏股混合型基金指数，但超额波动较大，持股集中于前 100 只个股效果更佳。

国新和国家集成电路持股集中于前 100 只以内，其中，国家集成电路具备一定超额但稳定性较差，国新相较于偏股混合型基金指数无显著超额。

注：外管局通过梧桐树等平台持仓 A 股于 2020 年逐步退出；部分平台持有个股数量未达 100 只，重仓前 100 及前 300 组合超额净值曲线重合。

图表 101. “中央汇金”重仓 vs 偏股基金



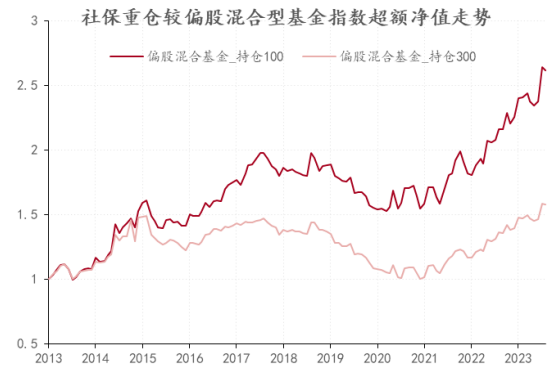
资料来源: Wind, 中银证券

图表 102. “证金”重仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

图表 103. “社保及养老”重仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

图表 104. “国家集成电路”重仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

图表 105. “国新”重仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

图表 106. “外管”重仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

### 7) “国家队”分平台加仓个股组合收益 VS 偏股混合型基金指数 (885001.WI) 收益

“国家队”分平台来看，证金、社保和国家集成电路加仓前 100 和 300 个股能跑赢偏股混合型基金指数，但超额净值波动较大。其中，证金持股分散化于前 300 只个股效果更佳；社保在 2020 年以后集中持股超额更优；国家集成电路、外管局加仓集中于 100 只股票以内。

中央汇金和国新加仓集中于 100 只股票以内，同时加仓个股相较于偏股混合型基金指数无显著超额。

注：外管局通过梧桐树等平台持仓 A 股于 2020 年逐步退出；部分平台持有个股数量未达 100 只，加仓前 100 及前 300 组合超额净值曲线重合。

图表 107. “中央汇金”加仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

图表 108. “证金”加仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

图表 109. “社保及养老”加仓 vs 偏股基金



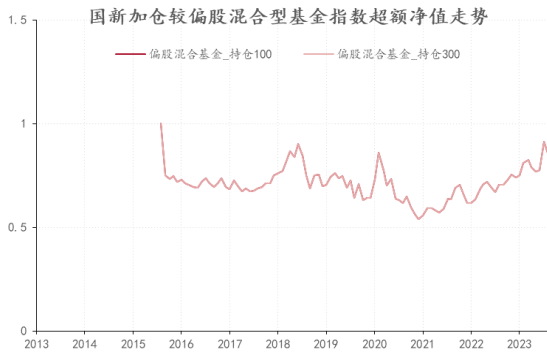
资料来源: Wind, 中银证券

图表 110. “国家集成电路”加仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

图表 111. “国新”加仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

图表 112. “外管”加仓 vs 偏股基金



资料来源: Wind, 中银证券

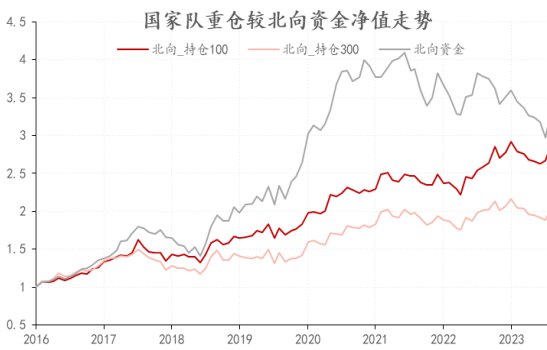
## 8) “国家队”重仓与加仓个股组合收益 VS 北向资金收益

**“国家队”重仓前 100 和 300 个股相较于北向资金超额不显著：**国家队重仓前 100 和 300 在 2021 年之前均无法跑赢北向资金，在 2021 年以后具备一定超额，且持股集中于前 100 只个股效果更优。

**“国家队”加仓前 100 和 300 个股相较于北向资金超额不显著：**国家队加仓前 100 和 300 均无法跑赢北向资金，2021 年以后无明显回撤。

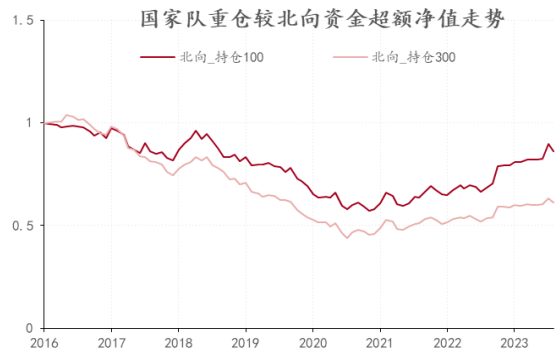
国家队分平台均无法跑赢北向资金，在后文不再进行展示。

图表 113. “国家队”重仓较北向资金净值走势



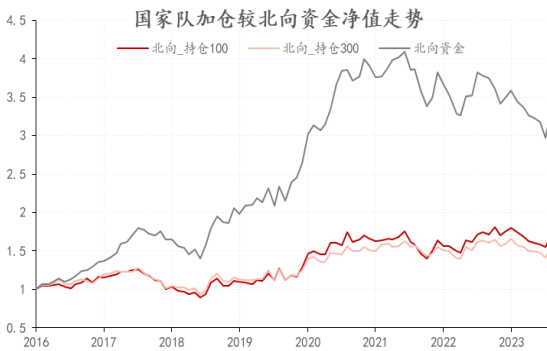
资料来源: Wind, 中银证券

图表 114. “国家队”重仓较北向资金超额净值走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 115. “国家队”加仓较北向资金净值走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 116. “国家队”加仓较北向资金超额净值走势



资料来源: Wind, 中银证券

## (四) 风险提示

量化模型因市场剧烈变动失效风险。

## 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转载或转发的，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