

## 9月金股组合

| 股票代码      | 股票名称 |
|-----------|------|
| 300873.SZ | 海晨股份 |
| 600309.SH | 万华化学 |
| 601012.SH | 隆基绿能 |
| 301155.SZ | 海力风电 |
| 000858.SZ | 五粮液  |
| 300691.SZ | 联合光电 |

## 市场指数

| 指数名称   | 收盘价      | 涨跌%    |
|--------|----------|--------|
| 上证综指   | 3186.48  | 0.05   |
| 深证成指   | 11702.39 | (0.09) |
| 沪深 300 | 4023.61  | (0.50) |
| 中小 100 | 7966.78  | (0.11) |
| 创业板指   | 2533.02  | (0.03) |

## 行业表现 (申万一级)

| 指数名称 | 涨跌%  | 指数名称 | 涨跌%    |
|------|------|------|--------|
| 通信   | 2.26 | 煤炭   | (1.22) |
| 传媒   | 2.11 | 食品饮料 | (1.13) |
| 电子   | 2.01 | 家用电器 | (0.69) |
| 国防军工 | 1.94 | 电力设备 | (0.65) |
| 综合   | 1.35 | 有色金属 | (0.61) |

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司

具备证券投资咨询业务资格

## 产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang\_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

# 中银晨会聚焦-20220905

## ■ 重点关注

**【宏观经济】宏观周报\*陈琦 朱启兵。**本周官方制造业 PMI 公布，各分项均处于收缩区间。8 月非农就业数据结构特点值得关注，当前美国劳动市场的供需失衡已出现一定缓解。

**【金融工程】锚定反转因子构建与增强\*郭策 李腾。**本报告重点介绍了锚定反转因子的构建与增强方法，并结合《中银量化多因子选股系列（一）基本面财报因子的构建框架初探》中介绍的相似因子聚类框架得到了复合后的反转多因子模型。从对中证 500 成分股自 2010 年以来的回测看，相较于传统反转因子，锚定反转因子无论在多头超额还是多空超额方面均有显著提升。

**【交通运输】油价之于油运影响几何？\*王靖添。**8 月 31 日，国际油价全线收跌，美油 10 月合约跌 3.04%，报 88.85 美元/桶。布油 11 月合约跌 2.99%，报 94.91 美元/桶。油价近日大跌也牵动着油运市场神经。我们认为油价对油运的影响主要作用于需求端，成本端以及市场套利。需求端遵循低库存—油价下跌—原油补库—运价上涨的路径。成本端遵循原油价格上涨/下跌—燃料油价格上涨/下跌—运输成本增加/减少—TCE 运价下降/上升。市场套利主要存在两个路径：期现套利路径遵循原油现货大跌（Contango 结构，远月合约升水近月）—屯油需求提升—油轮浮仓比例上升—运力受限—运价上涨，另一个区域套利路径遵循 WTI-布伦特原油大幅贴水—美油吸引力上升—美国原油出口量增加—运价上涨。我们认为油价走弱有利于原油补库和降低燃料成本，同时如果原油现货大幅下跌可能导致期现套利需求增加，限制油运运力，建议关注油运相关企业。

**【食品饮料】啤酒行业中报点评\*汤玮亮 邓天娇。**结构性升级依然是上半年啤酒行业发展的主旋律。虽然上半年啤酒需求受外部因素影响出现了较大的波动，原材料成本压力变大，但在结构性升级与控制费用投放的帮助下，啤酒行业的盈利水平依然实现了小幅提升。展望未来，我们认为随着原材料压力减缓，夏季高温天气延续，下半年啤酒上市公司的利润率有望继续提升。建议关注在产品、渠道等方面拥有综合优势的青岛啤酒、华润啤酒，受益于大单品放量与渠道改革的燕京啤酒。

**【化工】华鲁恒升\*余嫒嫒。**2022 年上半年公司实现营收 165.34 亿元，同比增长 42.38%，归属于上市公司股东的净利润 45.10 亿元，同比增长 18.64%。其中，二季度实现营收 84.18 亿元，同比增长 27.38%，归属于上市公司股东的净利润 20.81 亿元，同比减少 6.49%，业绩符合预期，荆州基地建设有序推进，新材料业务持续扩张，维持买入评级。

## 重点关注

### 【宏观经济】宏观周报—关注 8 月美非农就业数据的结构特点

陈琦 朱启兵

本周官方制造业 PMI 公布，各分项均处于收缩区间。8 月非农就业数据结构特点值得关注，当前美国劳动市场的供需失衡已出现一定缓解。

本周官方制造业 PMI 公布，各分项均处于收缩区间。

8 月制造业 PMI 指数为 49.4%，较 7 月回升 0.4 个百分点，但仍处于荣枯线以下水平，仍低于三年历史同期水平 1.2 个百分点。8 月制造业生产、需求恢复不足，制造业景气度仍处于收缩区间。从分项数据看，8 月新订单指数 49.2%，较 7 月回升 0.7 个百分点，其中新出口订单回升 0.7 个百分点至 48.1%；生产指数 49.8%，较 7 月持平；原材料库存指数 48.0%，较 7 月微幅修复 0.1 个百分点；从业人员指数为 48.9%，较 7 月回升 0.3 个百分点；供货商配送时间指数为 49.5%，较 7 月继续下降 0.6 个百分点。

五大分项延续弱势表现，指数均位于荣枯线以下，其中供应商配送指数由 7 月的扩张区间降至荣枯线下方，生产、新订单等权重较高的分项均仍处于收缩区间。究其原因，其一，8 月企业生产的不利因素较多，高温极端天气或对部分行业生产经营产生影响。其二，尽管月内价格指数低位回升，但原材料购进价格、出厂价格指数分别仅为 44.3% 和 44.5%，仍处于低景气度区间，企业观望情绪或仍较浓，采购意愿较弱。其三，本月部分地区疫情出现反弹，对供应商物流交货有所限制。

行业方面值得注意的是，8 月黑色、非金属矿物制品业景气度明显上升，两行业新订单指数分别上行 17.2 和 6.5 个百分点，基建发力或是周期品行业景气度回暖的重要原因。

海外方面，8 月非农就业数据超预期，但结构特点值得关注。

美国 8 月季调后非农就业人口增 31.5 万人，高于预期的 30 万人，但较前值 52.6 万人，已有明显下降；8 月失业率高于预期及前值的 3.5%，实现 3.7%，美国就业市场出现微幅降温。

且从 8 月薪酬的增速看，8 月平均每小时工资同比上升 5.2%，低于预期 5.3% 的增速，与前值持平；环比方面，8 月每小时工资环比上升 0.3%，低于预期的 0.4%。薪酬增速放缓能够在一定程度上反映出居民的通胀预期有所下降，叠加 8 月就业参与率为 62.4%，高于预期的 62.2%，佐证我们这一判断。

从这一结构性特点看，当前美国劳动市场的供需失衡已出现一定缓解，民众通胀预期下降或对美短期通胀粘性有所缓解，进而缓和当前市场对于美联储激进加息的预期。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

### 【金融工程】锚定反转因子构建与增强—中银量化多因子选股系列（三）

郭策 李腾

本报告重点介绍了锚定反转因子的构建与增强方法，并结合《中银量化多因子选股系列（一）基本面财报因子的构建框架初探》中介绍的相似因子聚类框架得到了复合后的反转多因子模型。从对中证 500 成分股自 2010 年以来的回溯看，相较于传统反转因子，锚定反转因子无论在多头超额还是多空超额方面均有显著提升。

A 股投资者普遍存在锚定偏误、处置效应等非理性行为，锚定反转因子在构建时主动加入此类非理性因素，回测效果显著优于传统反转因子（多头年化超额提升 2.6%，多空年化超额提升 11.85%）。研究发现 A 股投资者在投资股票时存在较显著均值回复的思想，倾向于以买入的成本价位锚点，过早卖出已盈利股票，长期持有已亏损股票。我们认为短期的股票涨跌可能对投资者情绪产生影响并间接改变其锚点的选择：

- 1) 若个股近期上涨，反转投资者倾向于选择近期涨幅最小的个股：以股票近期低点作为“锚点”计算股票的相对涨幅作为因子值；
- 2) 若个股近期下跌，反转投资者倾向于选取近期跌幅最大的个股：以股票近期高点作为“锚点”计算股票的相对跌幅作为因子值。

通过下列增强方法，锚定反转因子的表现进一步提升。

1) 剥离基本面因素。基本面恶化造成的股价大幅下跌可能是趋势性的，会造成反转因子的失效。因此我们建议以分析师对公司盈利的一致预期与个股 B/P 估值作为基本面的代理变量进行中性化，以此剥离基本面的影响。

2) 考虑个股自身波动率。通常情况下，自身波动性较大的个股在出现超跌反转时力度和强度也更大。因此，我们建议使用个股过去一段时期日度收益率的标准差与原锚定反转因子的乘积作为新因子。该新因子通过给予自身波动率大的个股更高的权重，让这部分个股拥有更高的因子值，达到增强效果。

最终通过分层聚类的方法在反转因子池中成功筛选出 6 个单反转因子进行排名分位数等权复合。复合反转因子模型 IC 为 19.8%相较于中证 500 多头超额 Rank 复合 IC 为 4.7%，多头年化超额提升至 15.6%，多空年化超额提升至 23.4%。

风险提示：投资者需注意模型失效的风险。

## 【交通运输】油价之于油运影响几何？—原油价格变化对油运市场的影响分析

王靖添

8 月 31 日，国际油价全线收跌，美油 10 月合约跌 3.04%，报 88.85 美元/桶。布油 11 月合约跌 2.99%，报 94.91 美元/桶。油价近日大跌也牵动着油运市场神经。我们认为油价对油运的影响主要作用于需求端，成本端以及市场套利。需求端遵循低库存—油价下跌—原油补库—运价上涨的路径。成本端遵循原油价格上涨/下跌—燃料油价格上涨/下跌—运输成本增加/减少—TCE 运价下降/上升。市场套利主要存在两个路径：期现套利路径遵循原油现货大跌（Contango 结构，远月合约升水近月）—吨油需求提升—油轮浮仓比例上升—运力受限—运价上涨，另一个区域套利路径遵循 WTI-布伦特原油大幅贴水—美油吸引力上升—美国原油出口量增加—运价上涨。我们认为油价走弱有利于原油补库和降低燃料成本，同时如果原油现货大幅下跌可能导致期现套利需求增加，限制油运运力，建议关注油运相关企业。

油价对油运需求端的影响遵循低库存—油价下跌—原油补库—运价上涨的路径。这一路径最好的案例体现在 2014 年中至 2016 年初的油运牛市。在 2014 年 7 月，OECD 商业原油库存为 12.97 亿桶，整体处于较低水平，原油月均价则为 108 美元/桶，整体处于一个高位，后续随着全球石油需求减少，美国页岩气出口增加，美元走强等因素，原油大幅下跌，原油补库增加，油运运价上涨。2020 年也出现过油价暴跌甚至负油价的情况，VLCC-TCE 运价曾一举突破 20 万美元，不过当时原油库存整体处在一个较高的水平。站在当前时点，油价高位，原油库存低位，美元走强，全球经济衰退预期下对原油需求的担忧逐步增加，除了欧洲能源危机对原油需求担忧有所对冲以外，现在的情形与当时的情况较为相似，我们认为一旦油价走弱，油运市场可能重现 2014 年中至 2016 年初的牛市。

油价对油运成本端的影响遵循原油价格上涨/下跌—燃料油价格上涨/下跌—运输成本增加/减少—TCE 运价下降/上升的路径。TCE 运价=(程租总运费—(燃油费+港口使费+其他航次费用))/实际程租航天数，通常我们大都只注意到租金对 TCE 运价的影响，诚然，大多数情况租金对 TCE 运价的影响是主要的，不过燃油费也能在成本端对 TCE 运价产生较大的影响。从招商轮船油运业务成本主要构成来看，固定资产折旧这类固定成本占比约为 1/4，燃油成本作为主要可变成本占比超过 1/3，是油运业务最主要的成本。今年一季度俄乌冲突导致燃油价格大幅上升，TCE 油价在受冲突刺激短暂上涨后开始下跌，燃油成本的提升迅速加剧其下跌趋势，而今年 7 月份以来燃料价格大跌接近 30%，对同期 TCE 运价上涨有明显正面贡献。

油价对油运期现套利遵循原油现货大跌（Contango 结构，远月合约升水近月）—吨油需求提升—油轮浮仓比例上升—运力受限—运价上涨。2020 年 4 月，国际原油期货暴跌，WTI 原油期货在 4 月 20 日创历史性的出现“负油价”，油价的强升水 Contango 结构使得期现套利需求增加，吨油需求提升，VLCC 海上浮仓比例从 3 月初的 6.91%增至 4 月末的 11.68%，油轮运输的有效运力受到限制，VLCC-TCE 出现暴涨。

油价对油运区域套利遵循 WTI-布伦特原油大幅贴水—美油吸引力上升—美国原油出口量增加—运价上涨的路径。通常来说，WTI 原油由于来自美国西德州，其变化依赖于美国原油供需变化，而布伦特原油则主要依赖于 OPEC 产量变化以及欧洲和亚洲的需求变化。从逻辑上说，当 WTI 原油相对于布伦特原油大幅贴水时，美油的相对便宜会使得其吸引力上升，美国原油出口量增加，从数据分析来看，WTI-布伦特价差（领先三周）与美国石油出口量（四周移动平均）相关性较高。2022 年 7 月以来，美油与布油价差逐步走阔，同期美油出口量增加，TD22 航线（美国-中国）TCE 运价明显上涨。

投资建议：关注油轮运输相关海运企业。建议关注中远海能和招商轮船。

风险提示：航运价格大幅波动、油运补库不及预期、原油价格大幅波动。

**【食品饮料】啤酒行业中报点评——结构性升级延续，费用投放偏保守**

汤玮亮 邓天娇

结构性升级依然是上半年啤酒行业发展的主旋律。虽然上半年啤酒需求受外部因素影响出现了较大的波动，原材料成本压力变大，但在结构性升级与控制费用投放的帮助下，啤酒行业的盈利水平依然实现了小幅提升。展望未来，我们认为随着原材料压力减缓，夏季高温天气延续，下半年啤酒上市公司的利润率有望继续提升。建议关注在产品、渠道等方面拥有综合优势的青岛啤酒、华润啤酒，受益于大单品放量与渠道改革的燕京啤酒。

结构性升级趋势延续，吨价上涨带动行业营收增长。1H22 五家主要啤酒公司营收共 788.2 亿元，同比+5.9%。其中华润啤酒、百威亚太、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒营收分别为 215.0/232.1/192.7/79.4/69.1 亿元，同比+6.8%/+2.9%/+5.4%/+11.2%/+9.4%。结构性升级带来的吨价上涨依然是驱动行业营收增长的主要因素，1H22 华润啤酒、百威亚太、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒吨价分别为 3338/5132/4040/4815/2996 元/千升，同比+7.8%/+4.3%/+6.8%/+4.5%/+6.3%。在疫情扩散的背景下，2Q22 啤酒结构性升级动能延续，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒二季度吨价分别同比+7.0%/+4.2%/+8.4%。

需求受外部因素影响显著。在疫情扩散与夏季高温天气两大外部因素的共同影响下，1H22 中国啤酒行业总产量 1844.2 万千升，累计同比-2%。主要啤酒公司中，华润啤酒、百威亚太、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒分别完成销量 629.5/452.3/472.0/164.8/215.1 万千升，同比-0.7%/-1.4%/-1.0%/+6.4%/+0.9%。其中百威亚太由于国内即饮渠道（特别是夜场渠道）占比较高，受疫情影响最大，中国区销量出现了较大的下滑。重庆啤酒、燕京啤酒的销量则分别在乌苏、U8 两大单品的带动下逆势实现了正增长。2Q22 啤酒需求呈现先减后增态势，4、5 月份在疫情扩散影响下啤酒产量分别同比-18.3%/-0.7%，6 月份随着疫情得到控制、天气持续高温，啤酒产量快速反弹，同比+6.4%。

原材料成本压力较大，费用投放普遍偏保守。啤酒的主要原材料中，1-6 月铝锭、玻璃、大麦平均价格较去年同期分别+22.7%/-13.2%/+25.0%。在较大的成本压力与疫情的双重影响下，主要啤酒厂商大多选择控制上半年费用的投放。排除会计准则调整的影响后，1H22 华润啤酒、百威亚太、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒销售费用率分别同比-1.4%/+0.4%/-0.7%/-0.4%/+0.5pct。盈利水平上，上半年华润啤酒、百威亚太、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒扣非归母净利率分别同比+4.6%/+2.9%/+1.6%/+0.5%/+0.3pct。在原材料成本上涨的背景下，结构性升级带来的利润空间与偏保守的费用投放是行业整体的盈利水平维持增长的主要原因。

展望未来：我们认为(1)短期来看，7、8 月份的高温天气与 7 月份以来原材料价格的趋缓将有助于啤酒行业下半年业绩的增长。(2)中期来看，随着罐化率与产品价格的提升，啤酒销售受运输半径、规模效应的影响将日渐减少。产品间的差异性或将与生产效率一同成为未来行业竞争中的核心要素。(3)长期来看，我国啤酒销量增长难度较大，啤酒行业已发展为存量竞争的格局，推行高端化战略、提升产品结构将是啤酒厂商的重要成长逻辑。我们认为，在产品组合、销售渠道、品牌宣传、运营效率等维度上拥有综合优势的企业更有希望在啤酒高端化的角逐中胜出。建议关注青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒。

风险提示：原材料成本风险，疫情发展超预期。

**【化工】华鲁恒升——二季度营收创新高，新材料业务持续扩张**

余嫒嫒

2022 年上半年公司实现营收 165.34 亿元，同比增长 42.38%，归属于上市公司股东的净利润 45.10 亿元，同比增长 18.64%。其中，二季度实现营收 84.18 亿元，同比增长 27.38%，归属于上市公司股东的净利润 20.81 亿元，同比减少 6.49%，业绩符合预期，荆州基地建设有序推进，新材料业务持续扩张，维持买入评级。

**支撑评级的要点**

新材料业务放量明显，单季度营收创新高。2022 年上半年，新材料业务实现营收 79.36 亿元，营收占比为 48.00%。新材料相关产品产量为 151.53 万吨，同比增长 143.03%，销量为 89.67 万吨，同比增长 71.98%。随着精己二酸品质提升项目、己内酰胺及配套装置、碳酸二甲酯系列技术改造等项目投产运行，新材料产品放量明显，营收占比持续提升。公司二季度营收为 84.18 亿元，新材料业务助力公司单季度营收创下历史新高。

化学品景气度高位回落，二季度毛利润率略有下滑。二季度受疫情等因素影响，下游需求走弱，公司主要化学品景气度高位回落，毛利润率有所收窄，公司毛利润率为 32.38%，环比下滑 6.66 pct，同比下滑 9.88 pct。根据百川盈孚数据，醋酸、己二酸、DMF、DMC 二季度行业平均毛利分别为 1521.84 元/吨、745.99 元/吨、7313.31 元/吨、1648.65 元/吨，环比分别下降 22.05%、78.23%、33.17%、70.96%。

荆州基地建设有序推进，新材料业务持续扩张。公司计划在荆州基地投资 50 亿元建设绿色新能源材料项目，具体包括：10 万吨/年 NMP 装置、20 万吨/年 BDO 装置、3 万吨/年 PBTA 等及配套设施、10 万吨醋酐及配套设施。同时，公司仍在尼龙 66 新材料和新能源高端溶剂方向加速扩张，尼龙 66 项目预计总投资 30.78 亿元，项目建成后，可新增产能尼龙 66 产品 8 万吨、己二酸产品 20 万吨，二元酸产品 1.35 万吨。新能源高端溶剂项目预计总投资 10.31 亿元，项目建成后，可年产碳酸二甲酯 60 万吨、碳酸甲乙酯 30 万吨、碳酸二乙酯 5 万吨。随着荆州基地建设有序推进及新材料产能的持续扩张，公司有望实现由基础化工原料向新材料、新能源产业转型的目标，未来成长性可期。

### 估值

公司新材料业务持续放量，上调公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 3.55 元（原预测值为 3.44 元）、3.77 元（原预测值为 3.61 元）和 4.26 元（原预测值为 3.86 元），当前股价对应的 PE 为 7.9 倍、7.4 倍、6.6 倍。维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

宏观经济形势变化；公司新项目投产不及预期；化工化肥产品价格大幅下跌。

## 中银证券研究部

### 首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

### 全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

### 宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com  
 张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com  
 刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com  
 付万丛 S1300522030001 wancong.fu@bocichina.com  
 陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com  
 孙德基 S1300522030002 deji.sun@bocichina.com

### 固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com  
 张鹏 S1300520090001 peng.zhang\_bj@bocichina.com  
 邹坤 S1300521070004 kun.zou@bocichina.com

### 策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com  
 徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com  
 郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

### 金融工程

郭军 S1300519070001 jun.guo@bocichina.com  
 郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com  
 李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

### 银行研究团队

林媛媛 S1300521060001 yuanyuan.lin@bocichina.com  
 丁黄石 S1300122030036 huangshi.ding@bocichina.com

### 非银金融研究团队

林媛媛 S1300521060001 yuanyuan.lin@bocichina.com  
 张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

### 建筑建材研究团队

陈浩武 S1300520090006 haowu.chen@bocichina.com  
 林祁桢 S1300121080012 qizhen.lin@bocichina.com  
 杨逸菲 S1300122030023 yifei.yang@bocichina.com

### 汽车研究团队

朱朋 S1300517060001 peng.zhu@bocichina.com

### 传媒研究团队

卢翌 S1300522010001 yi.lu@bocichina.com

### 地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com  
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

### 电新研究团队

李可伦 S1300518070001 kelun.li@bocichina.com  
 武佳雄 S1300121070028 jiaxiong.wu@bocichina.com  
 许怡然 S1300122030006 yiran.xu@bocichina.com

### 机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com  
 叶善庭 S1300121040025 shanting.ye@bocichina.com

### 化工研究团队

余嫄嫄 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com  
 姚思洲 S1300121120029 sizhou.yao@bocichina.com  
 李熹凌 S1300121080050 xiling.li@bocichina.com  
 徐中良 S1300122050006 zhongliang.xu@bocichina.com

### 医药研究团队

邓周宇 S1300517050001 zhouyu.deng@bocichina.com

### 食品饮料研究团队

汤玮亮 S1300517040002 weiliang.tang@bocichina.com  
 邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

### 家电研究团队

张译文 S1300520090004 yiwen.zhang@bocichina.com

### 社会服务团队

宋环翔 S1300122070014 huanxiang.song@bocichina.com  
 张译文 S1300520090004 yiwen.zhang@bocichina.com  
 李小民 S1300120090024 xiaomin.li@bocichina.com

### 轻工研究团队

郝帅 S1300521030002 shuai.hao@bocichina.com  
 丁凡 S1300521090001 fan.ding@bocichina.com  
 杨雨钦 S1300121080061 yuqin.yang@bocichina.com

### 计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com  
 王晓莲 S1300121080038 xiaolian.wang@bocichina.com  
 刘桐彤 S1300122030039 tongtong.liu@bocichina.com

### 电子研究团队

苏凌遥 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com  
 王达婷 S1300519060001 dating.wang@bocichina.com

### 通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com  
 吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

### 交通运输

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

### 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）68604866  
传真：（8621）58883554

## 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）39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真：（852）21479513

### 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）39886333  
传真：（852）21479513

### 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）83262000  
传真：（8610）83262291

### 中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury  
London EC2R7DB  
United Kingdom  
电话：（4420）36518888  
传真：（4420）36518877

### 中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7BryantPark15 楼  
NY10018  
电话：（1）2122590888  
传真：（1）2122590889

### 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）66926829/65345587  
传真：（65）65343996/65323371