

中银晨会聚焦-20210125

■重点关注

【宏观】大类资产配置周报(2021.1.24)：一季度消费可能低于预期*张晓娇，朱启兵。拜登就任；春节人口流动受限。大类资产配置顺序：大宗>股票>债券>货币。

【策略】策略周报：三类赛道对比，低估值优势逐步显现*王君，郭晓希。机构效应不断强化，顺周期行情已在路上。

【医药】肿瘤治疗行业报告：整体有较大增长潜力，行业进入者需要突破一定的行业门槛*邓周宇。中国肿瘤治疗市场有较大增长潜力，私立医院肿瘤治疗服务收入增长速度预期高于整体市场。中国整体肿瘤治疗资源存在缺口，三线城市治疗资源现阶段相对较少，有较大的增长潜力。肿瘤治疗有较高的行业门槛，新的行业进入者需要考虑前期投入、人才技术和品牌声誉的问题。肿瘤治疗常见方法包括手术、介入治疗、放疗、化疗、靶向治疗和免疫治疗。手术和介入治疗需要医生操作和相应的设备，治疗质量依赖医生的经验水平。放疗需要一个团队进行，需要相应设备，而且治疗周期较长。

【机械】中联重科：三大核心产品产销两旺，新业务板块发力助力穿越行业周期*陶波，杨绍辉。公司发布 2020 年度业绩预告：预计 2020 年全年实现归母净利润 70-75 亿元，同比增长 60.1%-71.6%，扣非归母净利润 61-68 亿元，同比增长 73.6%-93.5%。

1 月金股组合

股票代码	股票名称
600036.SH	招商银行
300059.SZ	东方财富
600801.SH	华新水泥
601233.SH	桐昆股份
002709.SZ	天赐材料
300450.SZ	先导智能
002594.SZ	比亚迪
000869.SZ	张裕 A
603801.SH	志邦家居
688111.SH	金山办公

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3606.75	(0.40)
深证成指	15628.73	0.70
沪深 300	5569.78	0.09
中小板指	10510.31	1.13
创业板指	3358.24	2.27

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
医药生物	3.69	房地产	(2.41)
电气设备	3.17	通信	(2.26)
休闲服务	2.94	采掘	(2.25)
综合	2.45	非银金融	(1.88)
化工	0.65	银行	(1.77)

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

证券分析师：兰晓飞
(8610)66229085
Xiaofei.Lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

重点关注

【宏观】大类资产配置周报(2021.1.24)：一季度消费可能低于预期

张晓娇，朱启兵

宏观要闻回顾

经济数据：

中国 GDP 首次突破 100 万亿元，2020 年同比增长 2.3%，第四季度增长 6.5%；1-12 月固投增长 2.9%；12 月工增同比 7.3%社零同比 4.6%。

要闻：国家卫健委：返乡人员需持 7 天内有效新冠病毒核酸检测阴性结果；国务院全体会议讨论《政府工作报告（征求意见稿）》以及“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要（草案）；央行拟出台《非银行支付机构条例》。

资产表现回顾

股票上涨，大宗下跌。本周沪深 300 指数上涨 2.05%，沪深 300 股指期货上涨 1.5%；焦煤期货本周下跌-4.72%，铁矿石主力合约本周下跌-0.33%；股份制银行理财预期收益率下跌-2BP 至 3.76%，余额宝 7 天年化收益率下跌-1BP 至 2.22%；十年国债收益率下行-3BP 至 3.12%，活跃十年国债期货本周上涨 0.37%。

资产配置建议

资产配置排序：大宗>股票>债券>货币。12 月社零增速较 11 月下降，明显低于市场预期，央行四季度储户调查问卷显示，居民储蓄倾向上升、消费倾向略有下降，也显示出消费增长存在压力。叠加国家卫健委发布春运期间人口流动的核酸检测要求，预计将明显降低 2021 年春节期间全国人口流动，对春节消费有负面影响。由于 2020 年基数较低，2021 年一季度消费和 GDP 仍将维持高增长，但存在消费贡献低于预期的可能性。需要关注春节前央行公开市场操作中流动性投放的情况，如果人口流动偏低导致现金需求下降，不排除央行货币投放减少，影响资本市场投资者的风险偏好下降。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。

【策略】策略周报：三类赛道对比，低估值优势逐步显现

王君，郭晓希

机构效应不断强化，顺周期行情已在路上 。

三类赛道对比，“低估值”优势逐步显现。我们在年度策略中提出，2021 年“高增长高估值”、“稳定成长”和“低估值增速回升”将成为市场资金角逐的主要方向，开年以来，以新能源汽车为代表的高增长板块以及以银行有色为代表的低估值板块均有所表现，其背后反映出当前市场依然在“增长持续性”与“估值性价比”之间反复波动。我们认为，不同的宏观背景和环境下，市场会对不同的风格属性给予不同的优先级：以 TMT 新能源汽车为代表的“高增长高估值”板块在流动性较为充裕的环境之中表现较优，周期定位上属于衰退后期的环境；而以食品饮料为代表的“稳定增长”板块具有较强的防御属性，在基本面下行且流动性收缩的衰退前期通常会被赋予较高溢价；而以传统周期行业为代表的“低估值”板块对流动性环境不慎敏感，而在经济上行的扩张周期表现最优。往后看，随着国内经济的逐步复苏，流动性环境面临边际收敛，市场步入扩张后期，高估值板块面临估值分化压力，顺周期板块性价比将会逐步提升。

A 股机构化趋势延续，龙头优势有望深化。资金抱团板块背后是宏观环境和市场微观结构变化的反映。2020 年以来，为应对疫情投放的天量流动性也成为本轮“高增长高估值”板块行情的主要推手。近年来公募基金规模的爆发式增长也进一步增强了“申购-增配”正反馈机制。我们认为 A 股机构化趋势不会轻易瓦解。房价压制带来资金入市的机会成本降低->权益类基金规模爆发带来机构规模不断扩大->机构资金持续增配龙头股，上述趋势仍处于正循环过程之中，在这种趋势性力量的影响下 A 股机构化进程仍将进一步深化。而需要指出的是，我们认为资金抱团趋势下大市值行业龙头的优势将会不断得到增强，而随着经济周期定位的演化，行业板块的方向或逐步趋于均衡。

机构加仓低估值顺周期行业，板块风格有望均衡化。四季报大类行业的配置情况来看，顺周期资源品配置比例明显提升，有色、化工行业仓位为别上升 5%、3%，位于各一级行业前列，而前期高估值板块除食品饮料外，计算机、电子为代表的 TMT 板块配置比例均出现不同程度的下行。从超配/低配比例来看，有色、化工为代表的传统周期行业仓位依然低于市场平均水平，而银行板块低配比例虽较 3 季度出现明显收窄，但仍处于全市场最低水平。从市场资金配置选择的边际变化出发，也可以进一步印证我们前文所述观点：随着扩张周期的进一步深化，顺周期板块盈利持续性将会不断超预期；而伴随着未来流动性环境的常态化回归，高估值板块将从前期的贝塔行情进一步向个股逻辑演化，未来市场资金方向的选择上将会更多向顺周期板块倾斜，行业板块的风格表现将会更为均衡 。

风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

【医药】肿瘤治疗行业报告：整体有较大增长潜力，行业进入者需要突破一定的行业门槛

邓周宇

中国肿瘤治疗市场有较大增长潜力，私立医院肿瘤治疗服务收入增长速度预期高于整体市场。中国整体肿瘤治疗资源存在缺口，三线城市治疗资源现阶段相对较少，有较大的增长潜力。肿瘤治疗有较高的行业门槛，新的行业进入者需要考虑前期投入、人才技术和品牌声誉的问题。肿瘤治疗常见方法包括手术、介入治疗、放疗、化疗、靶向治疗和免疫治疗。手术和介入治疗需要医生操作和相应的设备，治疗质量依赖医生的经验水平。放疗需要一个团队进行，需要相应设备，而且治疗周期较长。

支撑评级的要点：

中国肿瘤治疗服务市场有较大的潜力，恶性患者人数每年都在增长，同时医疗支出也在不断增长。肿瘤服务市场收入在 2015-2019 年年复合增长率为 12.5%，预期 2020-2025 年年复合增长率为 11.5%，预期市场收入将在 2025 年达到七千亿。其中，医院私立肿瘤治疗收入增长速度高于整体市场，2015-2019 年年复合增长率为 23.7%，预期 2020-2025 年年复合增长率为 20.1%。目前中国肿瘤治疗仍以公立医院为主，然而公立医院工作负荷重，仅凭公立医院很难满足中国肿瘤治疗需求。三线及其他城市肿瘤医院肿瘤治疗服务收入年复合增长率预期为 12.1%，将在 2020 年达到 4153 亿人民币。

中国肿瘤治疗资源存在缺口，且分布不均，设备资源和优秀肿瘤治疗医务工作者集中在一二线城市和经济较发达地区。中国放疗在恶性肿瘤患者中的覆盖率仅有 23%，而在美国放疗在恶性肿瘤患者中的覆盖率为 60%。中国百万人均放疗设备数量远少于发达国家，且包括 SBRT、VMAT 在内的先进放疗技术仅有少部分放疗机构可以进行。中国三线城市治疗资源少于一二城市，每百万人口对应肿瘤专科床位和放疗设备数量均少于以下一线城市。西南西北地区直线加速器和钴 60 设备较少，部分地区每百万人口对应设备数量少于 1 台。

肿瘤治疗存在很高的行业门槛，恶性肿瘤死亡率较高，治疗具有高度专业性。治疗方式的选择取决于肿瘤组织的细胞来源，并需要考虑肿瘤大小、阶段和病人具体情况，有时会采取多种治疗方法联合治疗的手段。手术、介入治疗对设备有一定的要求，且高度依赖医生的经验和水平。放疗中的新技术需要依赖于相应设备进行，同时需要肿瘤放射专家、物理师、工程师的团队进行。新的行业进入者需要解决设备要求问题和人员水平问题。医院设立放射诊疗科室需要取得《放射诊疗许可证》后，到核发《医疗机构执业许可证》的卫生行政执业登记部门办理相应诊疗科目登记手续。放疗技术的进步可以提高放射治疗的质量，在不伤害正常组织的情况下将射线集中于肿瘤组织。行业内海吉亚医疗采用垂直一体化服务模式，瞄准三线城市。盈康生命器械服务双轮驱动，设备技术向高端发展，布局向宽度发展。全域医疗基于软件解决放疗痛点，通过智能算法保证放疗质量的一致性。

风险提示：

私立医院管理规定变化；大型医疗设备管理规定变化；医保政策变化；行业内医院存在医疗纠纷的风险。

【机械】中联重科：三大核心产品产销两旺，新业务板块发力助力穿越行业周期

陶波，杨绍辉

公司发布 2020 年度业绩预告：预计 2020 年全年实现归母净利润 70-75 亿元，同比增长 60.1%-71.6%，扣非归母净利润 61-68 亿元，同比增长 73.6%-93.5%。

支撑评级的要点

工程机械产品需求强劲，后周期龙头高成长性持续验证。按业绩预告中枢来看，公司 2020 年归母净利润 72.5 亿元，同比增长 65.8%，其中 Q4 归母净利润 15.6 亿元，同比增长 75.4%，Q4 业绩延续 Q2 以来高增长趋势，工程机械行业首份年报预告表现亮眼。国内基建、地产、新能源等下游行业需求继续旺盛，受设备的更新换代、安全环保政策趋严以及机器替人等多重因素的拉动，工程机械行业延续高景气度，公司核心板块混凝土机械、工程起重机、塔机订单和销量均实现强劲增长。同时公司坚持高质量经营战略、严控业务风险，强化供应链管理，不断提升智能化水平，严控各项费用支出，平均生产成本和费用率同比显著下降，后周期龙头业绩高增长性得到持续验证。

三大核心产品市场地位全面攀升，未来 2-3 年中后周期产品有望继续延续高景气度。公司坚守“技术是根、产品是本的高质量发展理念，融合互联网思维做极致的产品，优化体制机制充分激发销售队伍活力，提升服务和管理能效，混凝土机械、工程起重机、塔机三大核心产品竞争力进一步增强，市场份额全面提升。混凝土机械事业部 19 年开始实行端对端的业务变革，20 年泵车和搅拌车市场份额大幅提升，长臂架泵车和车载泵市场份额继续行业领先，泵车整体市场份额与竞争对手缩小差距，搅拌车市场份额提升至行业前三；汽车起重机市场份额在 19 年大幅提升背景下继续强势提升，进一步缩小与行业龙头的销量份额差距，实现“三分天下”的战略目标，据公司官微介绍，20 年公司汽车起重机、履带起重机市场份额均创历史新高，130 吨以上大吨位轮式起重机销量份额跃居行业第一，履带吊王牌产品 ZCC9800 前 11 月累计销售占同级别 70%以上份额，上海宝马展累计签单超 45 亿元，大吨位履带起重机订单已排到 21 年下半年；塔机进一步巩固全球龙头的领先地位，随着产能的释放，市场份额已连续多年持续提升，发布的 W2 代塔机新品获得市场追捧，宝马展斩获订单超 80 亿元。未来 2-3 年，中后周期产品有望延续高景气度，混凝土泵车 20 年仍处于更新的中前期，混凝土搅拌车在治超趋严背景下会带来大量的大罐换小罐需求，塔机由于 PC 化率的提升及工地对设备年限要求的趋严将加速更新换代，公司三大核心产品优势突出， 市场份额仍将进一步提升，业绩增速有望继续引领行业。

新业务板块构建可持续增长曲线，有助于穿越国内工程机械行业周期波动。20 年是公司新业务板块全面发力的元年，通过强化产品创新、完善市场布局、优化服务网络等，产品销量节节攀升，市场地位取得突破性进展。据协会统计，公司挖掘机去年累计销售超 7000 台，挖掘机再回归首年即实现 2%以上的市场份额，去年底公司智慧产业城挖掘机械园区 20 吨和 48 吨两款产品成功下线，21 年该园区将陆续投产运营，打造全球领先的无人化“黑灯产线”，完全达产后将具备 5 万台智能挖掘机的产能，年产值达 300 亿元，看好公司挖掘机实现“3 年前 5、5 年前 3”的战略目标；高空作业平台稳居行业第一梯队，20 年继续实现强劲增长，随着臂式产品的发力、国内大客户的拓展和销售策略的调整、海外渠道的完善等，高空作业业务板块有望实现持续高增长；随着粮食安全重视程度增加，公司加大智慧农机的研发力度，创新上下游合作模式，打造农机和智慧农业两大发展主线，销售和利润率均出现明显改善，农机行业市场空间广阔，公司具有成为中国版约翰迪尔的基因和实力；另外，定增补土方机械短板获审核通过，海外市场后续也有望发力，新业务持续放量为公司构建可持续发展的新曲线，有助于穿越国内行业的周期波动。

估值

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 74.9/100.1/117.2 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.26/1.48 元/股，对应 PE 分别为 12.3/9.2/7.9 倍，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

全球疫情持续发酵，行业竞争加剧，基建和地产投资不及预期，环保及治超力度不及预期。

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	S1300120030020	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	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com
谭浩弘	S1300120080062	haohong.tan@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com
张鹏	S1300520090001	peng.zhang_bj@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	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300520060006	yongjian.wang@bocichina.com

金融工程

郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com
李腾	S1300120090039	tengli@bocichina.com

银行研究团队

林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com

非银金融研究团队

王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

陈浩武	S1300520090006	haowu.chen@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com

电新研究团队

沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim

机械研究团队

杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com
朱祖跃	S1300120080005	zuyue.zhu@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
曹擎	S1300120120046	qing.cao_sh@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
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com
董广达	S1300120070024	guangda.dong@bocichina.com

家电研究团队

孙谦	S1300520070001	qian.sun@bocichina.com
杨振艺	S1300520090002	zhenyi.yang@bocichina.com
张译文	S1300520090004	yiwen.zhang@bocichina.com

社会服务团队

林琳	S1300513090005	lin.lin@bocichina.com
李小民	S1300120090024	xiaomin.li@bocichina.com

轻工研究团队

杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com

通信研究团队

庄宇	S1300520060004	yu.zhuang@bocichina.com

电子研究团队

赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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，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
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
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