

中银晨会聚焦-20210122

■重点关注

【固收】降准，还是扩表？流动性风险或是关键*肖成哲，张鹏。摘要：从货币总量调控的角度来看，降准和增加基础货币供给可以达到相似效果，二者的主要区别在于降准会降低银行体系的资产流动性。

【银行】江苏银行：营收增长靓丽，不良率创近年来新低*林颖颖，熊颖。江苏银行 2020 年营收增速保持两位数增长，4 季度业绩增速提升，资产质量表现改善。公司 2020 年末完成配股，补充核心一级资本，为公司 2021 年业务的稳步扩张打下基础，维持增持评级。

【化工】利尔化学：业绩超预期，四季度业绩创新高*余嫄嫄，王海涛。看好公司草铵膦生产工艺不断优化，及草铵膦竞争优势持续提升，维持买入评级。

【电子】华润微：订单饱满，全年业绩高增长*赵琦，王达婷。公司发布 2020 年业绩预告：预计 2020 年度实现归母净利润 9.22-9.62 亿元，同比增加 130.00%-140.03%；扣非净利润为 8.25-8.53 亿元，同比增加 300.00%到 313.59%。

【电子】韦尔股份：业绩持续增长，长期成长蓝图可期*赵琦，王达婷。公司发布 2020 年业绩预告：预计 2020 年度实现归母净利润同比增加 19.84-24.84 亿元，同比增加 426.17%-533.55%；扣非后归母净利润同比增加 16.66-21.66 亿元，同比增加 498.44%-648.05%。

【电子】京东方 A：200 亿定增收购 10.5 代线，助力 OLED 产能扩张*赵琦，王达婷。公司公告拟向包括京国瑞基金在内的不超过 35 名特定投资者发行股票募集资金净额不超过 200 亿元，主要用于收购武汉京东方光电 24.06%的股权（65 亿元）、对重庆京东方显示增资并建设京东方重庆第 6 代 AMOLED（柔性）生产线项目（60 亿元）、对云南创视界光电增资并建设 12 英寸硅基 OLED 项目（10 亿元）、对成都京东方医院增资并建设成都京东方医院项目（5 亿元）、偿还福州城投集团贷款（30 亿元）以及补充流动资金（30 亿元）。

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	3621.26	1.07
深证成指	15520.60	1.95
沪深 300	5564.97	1.62
中小板指	10392.38	1.90
创业板指	3283.72	2.46

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
有色金属	3.53	休闲服务	(0.91)
电气设备	2.99	房地产	(0.89)
综合	2.95	通信	(0.28)
建筑材料	2.29	商业贸易	(0.06)
家用电器	2.29	建筑装饰	0.09

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

【固收】降准，还是扩表？流动性风险或是关键

肖成哲，张鹏。

摘要：从货币总量调控的角度来看，降准和增加基础货币供给可以达到相似效果，二者的主要区别在于降准会降低银行体系的资产流动性。

在稳定宏观杠杆率的总体要求下，2021 年社融增速预计仍将达到 11%或以上。按照当前 M2 与社融的相对关系，M2 增速也不宜下降过快。

降准和增加基础货币在 M2 供给方面可以互相替代，但在相同供给效果下，降准方式会导致银行体系准备金的相对下降。**在信用风险暴露条件下，准备金规模下降或将使银行更难以预防部分信贷无法按期回收可能导致的流动性风险。**在信用风险暴露增多的背景下，发达经济体普遍会提高存款准备金率，而非降低。正如孙国峰日前指出的，“不论是横向比较还是纵向比较，目前我国的存款准备金率水平不高”。

为了保持 M2 的合理增长，使用基础货币工具的操作具有更高的弹性，**既符合稳定杠杆率对于调控精确性的要求，又不会向市场传递过于强烈的宽松信号，避免被过度解读。**

从抵押品规模、资金成本、“对银行债权工具”的成熟性、及汇率环境等内外部因素看，当前我国合理增加基础货币供给的条件也比较成熟。

因此，下一阶段 M2 增长大概率将从货币乘数推动，转向基础货币推动。这种方式可以在保持 M2 合理增长同时，更好地维护金融体系的稳健性和货币政策调控的精准性。

风险提示：若货币政策退出速度超预期，或将导致货币、社融增速大幅下降，可能对债券市场产生负面冲击。

【银行】江苏银行：营收增长靓丽，不良率创近年来新低

林颖颖，熊颖

江苏银行 2020 年营收增速保持两位数增长，4 季度业绩增速提升，资产质量表现改善。公司 2020 年末完成配股，补充核心一级资本，为公司 2021 年业务的稳步扩张打下基础，维持增持评级。

支撑评级的要点

营收增长亮眼，资产结构优化

公司全年营收靓丽，同比增 15.68%，较前三季度（12.96%，YoY）进一步提升；全年净利润同比增速较前三季度（0.64%）提升 2.42 个百分点至 3.06%。资产端，公司 4 季度贷款（根据快报口径）同、环比分别增 15.5%、2.1%，维持稳健扩张速度。从结构上来看，年末贷款占比达 51.4%，较年初（50%）进一步提升。负债端来看，4 季度存款（不包括应计利息）环比下降 1.7%，但在前三季度快增基础上，全年存款仍实现了 10.19%的增长，我们认为 4 季度存款规模的下降，或受时点因素、公司主动压降结构性存款因素相关。

不良率环比 3 季度下行，拨备覆盖率提升

公司 4 季度资产质量进一步夯实，4 季末不良率为 1.32%，环比 3 季度下行 1BP，较年初下降了 6BP，为 2015 年以来新低。从资产质量前瞻性指标-关注类贷款来看，3 季末公司关注类贷款占比为 1.59%，较半年末下行明显，潜在资产质量风险压力缓解。4 季末公司拨备覆盖率环比 3 季度继续上行 5.7 个百分点至 255.74%，拨备基础进一步夯实。

2020 年末完成配股，缓解资本金压力

公司 3 季末的核心一级资本充足率为 8.45%，位于所有上市银行较低水平。但公司于 2020 年末完成配股，提升核心一级资本充足率（根据 2020Q3 的静态测算）约 1 个百分点，缓解核心一级资本金压力。我们认为核心一级资本金的补充为公司业务扩张、结构优化打开空间，2021 年公司资产端预计将继续保持稳健扩张。

估值

由于 2020 年银行让利实体经济对业绩带来一定影响，综合配股因素，我们调整 2021/2022 年 EPS 至 1.13/1.25 元/股（配股前原为 1.55/1.72 元，考虑配股因素后为 1.21/1.34 元/股），对应净利润增速为 10.6%/11.0%，目前估值对应 2021/2022 年 PB 为 0.60x/0.54x，维持增持评级。

评级面临的主要风险：疫情反复导致资产质量恶化超预期。

【化工】利尔化学：业绩超预期，四季度业绩创新高

余嫄嫄，王海涛。

看好公司草铵膦生产工艺不断优化，及草铵膦竞争优势持续提升，维持买入评级。

支撑评级的要点

业绩超预期，四季度业绩创新高。公司发布公告，2020 年 1-12 月实现营业收入 49.69 亿元，同比增长 19.33%，实现归母净利润 6.15 亿元，同比增长 97.72%。靠近此前预告上限。其中四季度单季度实现营业收入 16.09 亿元，同比增长 41.14%，实现归母净利润 1.98 亿元，同比增长 157.14%。四季度单季度业绩创历史新高。从盈利能力角度，2020 年加权平均净资产收益率 16.77%，同比提升 7.13%。

草铵膦价格持续上行，公司竞争力不断提升。今年以来，国内外部分草铵膦及中间体企业先后受到环保、疫情、洪水等影响开工率低，草铵膦价格持续上涨。根据百川统计，2020 年前三季度草铵膦均价分别为 11.39 万元/吨、12.74 万元/吨与 14.95 万元/吨，四季度均价为 16.23 万元/吨，环比上涨 8.54%。全年来看，2020 年草铵膦均价为 13.84 万元/吨，同比上涨 12.26%。公司为国内规模最大、成本最低的草铵膦原药生产企业，在此轮涨价中最为受益。从竞争实力来看，此前公司公告广安利尔于 2019 年 12 月起实施草铵膦原药生产线停产，目前该项目处于正常的试运行状态。另一方面，2020 年公司取得了精草铵膦生产许可，进行试生产，并获得成功，已实现批量生产。L-草铵膦是真正发挥除草活性的有效体，是未来草铵膦行业的发展方向。此前公司公告计划总投资约 10 亿元人民币，建设年产 2 万吨 L-草铵膦生产线及配套设施项目。随着 MDP 及精草铵膦等项目的逐渐推进，公司在草铵膦行业的话语权进一步增强。

储备多个潜力品种，看好长期成长。2020 年上半年，公司进行了丙炔氟草胺技改，技改后产品质量和产能得到提升。另外根据环评信息，除氟环唑外，公司还储备有氯虫苯甲酰胺等多个潜力品种，后续将逐渐放量打开长期成长空间。

估值

考虑到草铵膦持续涨价，上调盈利预测，预计 2020-2022 年每股收益分别为 1.17 元（原预测 1.03 元）、1.34 元（原预测 1.20 元）、1.69 元（原预测 1.42 元），对应当前 PE 分别为 18.8 倍、16.5 倍、13.1 倍。公司未来草铵膦成本下降盈利提升，维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

项目投产不及预期；产品价格大幅波动风险。

【电子】华润微：订单饱满，全年业绩高增长

赵琦，王达婷

公司发布 2020 年业绩预告：预计 2020 年度实现归母净利润 9.22-9.62 亿元，同比增加 130.00%-140.03%；扣非净利润为 8.25-8.53 亿元，同比增加 300.00%到 313.59%。

支撑评级的要点

订单饱满，产能利用率较高，业绩高增长。公司 2020 年底预计实现归母净利润 9.22-9.62 亿元，同比增加 130.00%-140.03%；扣非净利润为 8.25-8.53 亿元，同比增加 300.00%到 313.59%。Q4 归母净利润区间为 2.35-2.75 亿元，中位数同比增长 95%，环比下滑 10%；扣非净利润区间为 2.24-2.52 亿元，中位数同比增长 220%，环比下滑 7%。报告期内业绩增长主要原因为：公司紧抓市场机遇，优化公司产品结构，订单饱满，整体产能利用率较高，营收和毛利率同比有所增长。四季度单季业绩环比略有下滑，主要原因为第四季度计提部分费用。

定增向封测端延伸，提升功率器件综合竞争力。目前，公司功率器件的封装以外包为主，随着未来成品化率的提高和 12 寸产线投产，对功率器件自主封测的需求将进一步提升，定增募投项目的推进将解决公司自主封测需求。公司计划在重庆西永微电子产业园区新建功率半导体封测基地，项目总投资 42 亿元，预计建设期为 3 年，主要用于封装测试标准功率半导体产品、先进面板级功率产品、特色功率半导体产品。项目建成后，将进一步提升公司在功率器件领域竞争力。

产能利用高位运行，功率器件产品需求旺盛，盈利能力提升。受益于手机 CMOS 图像传感器芯片、指纹芯片以及电源管理芯片、功率器件等需求的增长，晶圆代工产能吃紧。公司自 2020 年三季度以来，整体产线的产能利用率在 90%以上，持续高位运行。另外，MOS 等功率器件需求旺盛，供给不足，行业陆续出现价格调涨现象。产能利用率对高位运行，MOS 等产品价格的提升，均将推动公司盈利能力提升。

估值

考虑下游需求旺盛，订单饱满，调整公司 2020-2022 年的 EPS 至 0.773、1.001、1.184 元，对应 PE 分别为 92、71 和 60 倍，维持***增持***评级。

评级面临的主要风险

全球疫情蔓延；半导体行业景气度不及预期。

【电子】韦尔股份：业绩持续增长，长期成长蓝图可期

赵琦，王达婷

公司发布 2020 年业绩预告：预计 2020 年度实现归母净利润同比增加 19.84-24.84 亿元，同比增加 426.17%-533.55%；扣非后归母净利润同比增加 16.66-21.66 亿元，同比增加 498.44%-648.05%。

支撑评级的要点

业绩持续增长，多业务布局构建长期成长蓝图。根据业绩预告，2020 年归母净利润区间为 24.50-29.50 亿元，同比增加 426.17%-533.55%；扣非归母净利润区间为 20.00-25.00 亿元，同比增加 498.44%-648.05%。Q4 单季度归母净利润区间为 7.23-12.23 亿元，中位数环比增长 32%；扣非归母净利润区间为 4.14-9.14 亿元，中位数环比增长 0.84%。公司盈利能力获得较高的增长主要得益于市场需求驱动以及新产品不断推出。公司在 CIS、模拟 IC、射频以及显示领域的布局将为公司注入持续增长动力，看好公司作为平台型企业的长期发展。

智能手机 CIS 竞争优势稳固，市占率持续提升。单部智能手机 CIS 数量持续增长，根据 Frost&Sullivan 统计，平均单部智能手机所搭载的摄像头数量自 2015 年的 2.0 颗上升至 2019 年的 3.4 颗，年均复合增长率达到 14.3%，预计 2024 年将上升至 4.9 颗。根据 Yole 数据，2019 年公司在 CIS 领域市占率为 11.2%，随着公司 OV48B、OV64B 等产品的推广，2020 年公司在中高端手机市场渗透进一步提升。我们认为凭借自身的研发设计能力，以及供应链合作伙伴的先进工艺制程，公司在智能手机 CIS 市场的竞争力将持续提升。

深耕车用 CIS 十多年，享行业成长红利。公司在汽车 CIS 领域布局较早，已是全球排名第二的车用 CIS 供应商。根据 Yole 数据，公司在汽车 CIS 市场的市占率约 20%，仅次于安森美。预计随着 ADAS 的渗透，单车平均配备 CIS 颗数将进一步增长，特斯拉 Autopolit 自动驾驶系统配有前置、侧方和车尾 8 颗摄像头。公司在车用 CIS 领域布局超过 15 年，将受益于 ADAS 的渗透。

估值

考虑公司主业增长强劲，上调公司 20-22 年的 EPS 至 3.120、4.005、5.313 元，对应 PE 分别为 101、79、59 倍，维持增持评级。

评级面临的主要风险

新产品推广不及预期；智能手机需求不及预期；半导体行业景气度下滑。

【电子】京东方 A：200 亿定增收购 10.5 代线，助力 OLED 产能扩张

赵琦，王达婷

公司公告拟向包括京国瑞基金在内的不超过 35 名特定投资者发行股票募集资金净额不超过 200 亿元，主要用于收购武汉京东方光电 24.06%的股权（65 亿元）、对重庆京东方显示增资并建设京东方重庆第 6 代 AMOLED（柔性）生产线项目（60 亿元）、对云南创视界光电增资并建设 12 英寸硅基 OLED 项目（10 亿元）、对成都京东方医院增资并建设成都京东方医院项目（5 亿元）、偿还福州城投集团贷款（30 亿元）以及补充流动资金（30 亿元）。

支撑评级的要点

拟收购武汉 10.5 代线 24.06%股权。拟购买武汉临空港工发投、长柏基金分别持有的武汉京东方光电 14.44%、9.62%股权，作价合计 65 亿元，收购完成后，公司将持有武汉京东方光电 47.14%股权。武汉京东方光电主要生产 32 寸及以上大尺寸显示屏，收入主要来自建设运营的第 10.5 代 TFT-LCD 产线，设计产能为玻璃基板投片量 12 万片/月，于 2019 年 9 月产品点亮，2019 年 12 月底实现量产。2019 年武汉京东方光电营收为 1.3 亿元，净利润为-1317 万元，2020 年前三季度营收为 5.72 亿元，净利润-2.05 亿元，截至 2020 年 9 月 30 日净资产为 225 亿元，收购价格对应 PB 为 1.2 倍。在 LCD 价格改善的背景下，本次收购将有助于增厚公司盈利。

拟增资建设京东方重庆第 6 代 AMOLED（柔性）生产线。京东方重庆第 6 代 AMOLED（柔性）生产线项目设计产能 4.8 万片/月，产品主要定位在智能折叠手机、NB/Pad、车载新型半导体高端触控 显示屏。项目总投资 465 亿元，本次定增拟投入募集资金 60 亿元，已于 2018 年 12 月启动，预计于 2021 年 11 月完成一期项目建设并实现产线投产，于 2022 年 12 月完成三期项目建设并实现产线投产。另外，公司成都第 6 代柔性 AMOLED 生产线、绵阳第 6 代柔性 AMOLED 生产线量产爬坡也在持续推进。

LCD 面板价格持续上涨，助力盈利能力提升。根据群智咨询数据，自 2020 年下半年开始，面板价格触底反弹，截至 2020 年 12 月主流尺寸价格涨幅均在 60%以上，32"价格涨幅超过 90%，43"FHD~55"UHD 涨幅超过 60%，大尺寸 65"及以上涨幅达到 30%以上。从行业长期趋势看，供给端无新增产能，供需格局改善，行业周期性将减弱，也有助于公司长期发展。

估值

考虑 LCD 面板价格的上行，上调公司 20-22 年的 EPS 至 0.14、0.322、0.415 元，对应 PE 分别为 49、21、17 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

LCD 盈利提升不及预期；OLED 产线推进不及预期；业务整合不及预期。**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