

晨会聚焦-20201207

■重点关注

【宏观】海外宏观周报（2020.12.06）：11 月美国就业数据复苏疲势渐显*朱启兵。海外宏观数据跟踪：11 月美国就业数据复苏疲势渐显。美国 11 月新增非农就业 24.5 万人，不及预期 46.9 万人，前值为 63.8 万人；11 月失业率为 6.7%，小幅低于预期 6.8%，前值为 6.9%。非农数据的不及预期，大概是受到了美国第三波疫情的影响。尽管本月美国失业率继续向好，但这主要是劳动参与率的下降导致的，11 月美国劳动参与率从 61.7%下降到 61.5%，对应地美国 11 月新增就业人数为-7.4 万人，为 4 月份以来首次下降，在“财政补贴缺位叠加疫情愈演愈烈”背景下，美国四季度复苏显现失速风险。

【宏观】大类资产配置周报(2020.12.6)：上调对大宗商品的配置预期*张晓娇 朱启兵。11 月 PMI 继续超预期。调整大类资产配置顺序：大宗>股票>债券>货币。

【策略】策略周报：拥抱周期*王君。回应市场对大周期行情的五点分歧。

【固收】铁矿石价格迎来行情：高频数据扫描*肖成哲 王开。黑金产业链中铁矿石价格迎来独立行情。

【金工】大类资产追踪周报：周期行业回调，市场驱动因素切换*郭军。A 股各大指数普涨，债市小幅反弹，商品市场涨跌不一。权益市场方面，A 股各大指数普涨，创业板涨幅最大上涨 4.3%，上证 50 涨幅最小上涨 1.2%。恒生指数下跌 0.2%，标普 500 上涨 1.7%，纳斯达克指数上涨 2.1%，俄罗斯指数继续上涨 4.2%；黄金反弹上涨 3.2%，原油继四周反弹之后继续上涨 1.3%；债券市场小幅反弹，中证全债上涨 0.22%，中证国债上涨 0.24%。从相关性看，目前股债跷跷板效应依然较强，商品与权益的正相关性处于历史高位。

【电新】电力设备与新能源行业 12 月第 1 周周报：欧洲新能源汽车渗透率继续提升*沈成 李可伦。国内平价项目储备充足，海外需求快速恢复，碳中和目标引导中长期需求向好，光伏需求景气无忧；HJT 产业化大幕拉开，设备国产化有望加速 HJT 渗透。主流车企电动化进程持续加速，有竞争力的车型密集推出，有望刺激全球新能源汽车需求持续高增长；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；磷酸铁锂、六氟磷酸锂等环节供需格局改善，价格有望持续反弹；上游钴锂基本面筑底，供需格局有望持续改善。电力设备方面，电网工程投资连续强复苏，特高压、数字新基建等领域投资持续推进，“十四五”景气有望持续，核心供货企业有望显著受益。

12 月金股组合

股票代码	股票名称
600036.SH	招商银行
601601.SH	中国太保
300059.SZ	东方财富
600801.SH	华新水泥
601233.SH	桐昆股份
601012.SH	隆基股份
300751.SZ	迈为股份
002126.SZ	银轮股份
000869.SZ	张裕 A
600966.SH	博汇纸业
300188.SZ	美亚柏科

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3444.58	0.07
深证成指	14026.66	0.40
沪深 300	5065.92	0.18
中小板指	9273.68	0.74
创业板指	2730.84	0.68

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
建筑材料	3.05	银行	(1.33)
有色金属	2.23	房地产	(1.33)
国防军工	1.25	非银金融	(1.03)
食品饮料	1.24	汽车	(0.51)
医药生物	1.16	钢铁	(0.50)

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】海外宏观周报（2020.12.06）：11 月美国就业数据复苏疲势渐显

朱启兵

海外宏观数据跟踪：11 月美国就业数据复苏疲势渐显。美国 11 月新增非农就业 24.5 万人，不及预期 46.9 万人，前值为 63.8 万人；11 月失业率为 6.7%，小幅低于预期 6.8%，前值为 6.9%。非农数据的不及预期，大概是受到了美国第三波疫情的影响。**尽管本月美国失业率继续向好，但这主要是劳动参与率的下降导致的**，11 月美国劳动参与率从 61.7%下降到 61.5%，对应地美国 11 月新增就业人数为-7.4 万人，为 4 月份以来首次下降，在“财政补贴缺位叠加疫情愈演愈烈”背景下，美国四季度复苏显现失速风险。

从失业结构上看，11 月美国总失业人数（括号内为前值）为 748.5 万人(771.2 万人)、暂时性失业人数为 276.4 万人(320.5 万人)、永久性失业人数为 374.3(368.4 万人)，永久性失业人数在 10 月份短暂下滑后重新回升。**疫情前永久性失业比例便一直徘徊在 50%左右，当前 50.01%的永久性失业比例或预示着疫情期间因暂时性失业人口回归工作岗位而带来的就业数据复苏势能已经非常微弱，今后就业数据的回温必须建立在企业加大开支，重新开始招聘扩张的基础上，因此在疫苗广泛使用前的月份可能美国就业数据会陷入复苏停滞状态**

分行业看，11 月非农就业的主要拉动行业为运输仓储业，新增就业 14.5 万人，这或许是美国感恩节“黑色星期五”和“网络星期一”网购额大增带来的高物流劳动力需求导致的；汽车及零部件行业新增就业 1.5 万人，高于前值的 1400 人，显示美国汽车行业仍处于高景气状态。然而，服务行业就业新增的疲软是 11 月非农数据不及预期的主要原因，零售业就业甚至为负增长。

疫情数据跟踪：截至 12 月 6 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 66,478,413 例，其中全球有 14 个国家确诊超 100 万例，确诊人数前三的国家分别是美国(14,575,623 例)、印度(9,608,211 例)和巴西(6,577,177 例)；**日本当前每日新增病例基本在 2000 例以上，且滚动死亡率超过第一、二波疫情峰值，已经迎来第三波疫情；从 9 月份开始美国每日新增数量反弹，开启第三波疫情，已连续四天每日新增病例超 20 万，美国疫情目前正处不受控制阶段，需密切留意；**欧元区第二波疫情自 8 月初开始，目前每日新增有所稳定，欧元区国家每日新增从第二波疫情峰值 20 万/天下降到目前 10 万例/天左右，**目前德法英均将在 11 月开始“封国”，封锁措施均类似，包括：关闭非必需品商店与娱乐机构、必需品商店、学校等保持开放、限制社交聚会与交往人数、企业不停工等。**

风险提示：全球经济复苏不及预期，全球疫情控制不及预期，全球刺激政策不及预期。

【宏观】大类资产配置周报(2020.12.6)：上调对大宗商品的配置预期

张晓娇 朱启兵

11 月 PMI 继续超预期。调整大类资产配置顺序：大宗>股票>债券>货币。

宏观要闻回顾

经济数据：11 月制造业 PMI 为 52.1，非制造业 PMI 56.4。

要闻：高层领导就加强我国知识产权保护工作举行第二十五次集体学习；央行、银保监会发布《系统重要性银行评估办法》；高层领导人在住房城乡建设部召开座谈会强调，不把房地产作为短期刺激经济的手段；嫦娥五号探测器成功着陆在月球正面预选着陆区，2 天后成功将携带样品的上升器送入到预定环月轨道。

资产表现回顾

风险资产上涨幅度更大。本周沪深 300 指数上涨 1.71%，沪深 300 股指期货上涨 2.15%；焦煤期货本周上涨 5.99%，铁矿石主力合约本周上涨 5.66%；股份制银行理财预期收益率下跌-5BP 至 3.69%，余额宝 7 天年化收益率上涨 6BP 至 2.13%；十年国债收益率下行-3BP 至 3.27%，活跃十年国债期货本周上涨 0.21%。

资产配置建议

资产配置排序：大宗>股票>债券>货币。影响大宗商品价格上行的因素主要有四个。一是 2020 年即将收官，市场的关注点也开始转到 2021 年全球经济增速反弹，全球经济高增长有望带动大宗商品需求回暖。二是虽然新冠疫苗有面世利好，但在大规模接种之前宽松的货币政策将在中长期持续，同时市场预计以美国为代表的国家将适度加大财政政策刺激的力度，有利于投资回暖。三是随着经济回暖和投资预期上升，预计欧美等国家和地区的通胀将有所回升，为大宗商品提价营造了较好的环境。四是在宽松货币政策和财政刺激力度加大的作用下，美元指数可能趋向于走弱，对大宗商品价格造成间接影响。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

【策略】策略周报：拥抱周期

王君

回应市场对大周期行情的五点分歧

分歧 1：国内需求趋弱，政策回归常态，博弈的周期行情不值得参与。我们认为，市场低估了 2021 年全球共生模式重启，大循环对于国内经济韧性的支撑。新冠疫情后，全球总需求扩张比肩 2008 金融危机后的时期，这将持续的带动中国出口和制造业增速的回升。相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

分歧 2：大周期行业没有成长性，盈利持续性不佳，难以有大行情。以成长性得到的估值扩张，本身是盈利持续性和确定性的结果。消费行业更像是马拉松，盈利稳定性强；科技行业更像是短跑，产业周期的确定性以及阶段性业绩的高弹性。如果传统周期行业具备了上述两个特征之一，它的盈利波动性大的诟病就可以改观，而事情确实正在发生变化。

分歧 3：买周期股不如买商品期货。我们以终为始作个倒推，在供给刚性、需求弹性的影响下，叠加美元中期贬值，如果这轮工业品的价格全面超越 2016-2017 年，逼近 2009-2011 年，铜、铝这类工业金属的盈利空间会大幅打开。那么周期股的估值也会得到系统性提升，股价自然会得到相应的上涨匹配。这个时候估值就相当于周期股的乘数，会比单一由价格决定的商品期货弹性更大。因此，对投资者而言，商品期货和周期股最理想的状态是忽略短期波动的影响，专注于价格的趋势性，随着周期股盈利空间的打开，股价反身性自然会得到修正。

分歧 4：行业配置，科技与消费仍然是机构重仓板块，可以做板块内景气轮动，跨行业大周期行业重仓意义不大。风格的大切换需要极端的大行情，虽然我们看到了这方面依稀的苗头，并认为明年是加强版的 2017 年，但仓位决定论的原因仍使得这种切换来得温和一些。因此，希望明年一年就能够引发到完成是不现实的。获得更多的关注与认同，并给用脚投票的投资者更大的回报，大周期板块就可以说完成了预期目标了。

分歧 5：部分大周期行业龙头具备成长性，而上游资源材料格局一般，股价波动太高，难以重仓。市场认为即便是 2006-07 年高贝塔板块有色、券商大行情，回溯下来机构重仓的仍然是银行、地产这些供需格局较好的周期行业。一些投资者认可明年周期大年的宏观逻辑，但在配置上更多投向已经证明自己的周期板块和股票。而对于高贝塔的上游原材料以及银行板块仍然认为收益高弹性背后是高风险，配置上犹豫不决。我们完全可以理解这种稳健的周期配置思路，但更进一步，会使得投资者在承受差不多风险前提下，获得更高的回报。

风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化

【固收】铁矿石价格迎来行情：高频数据扫描

肖成哲 王开

黑金产业链中铁矿石价格迎来独立行情。

1.本周食品类价格环比边际回暖，猪粮比价、山东蔬菜价格指数、食用农产品价格指数环比较上期均有明显改善。

2.大宗商品价格指数和南华综合指数同比均继续回暖，海外方面 CRB 指数同比降速略收敛至-10.41%。

3.黑金品类中，铁矿石价格走出独立行情，中国铁矿石价格指数本周环比增长 4.74%，同比口径录得 50%以上的增速。

4.百城土地成交总价，土地溢价率和商品房成交面积本周均有环比改善，且一二三线城市间的分化逐渐消除。

风险提示：疫情二次冲击使得全球经济下行压力加大。

【金工】大类资产追踪周报：周期行业回调，市场驱动因素切换

郭军

资产概览

A 股各大指数普涨，债市小幅反弹，商品市场涨跌不一。权益市场方面，A 股各大指数普涨，创业板涨幅最大上涨 4.3%，上证 50 涨幅最小上涨 1.2%。恒生指数下跌 0.2%，标普 500 上涨 1.7%，纳斯达克指数上涨 2.1%，俄罗斯指数继续上涨 4.2%；黄金反弹上涨 3.2%，原油继四周反弹之后继续上涨 1.3%；债券市场小幅反弹，中证全债上涨 0.22%，中证国债上涨 0.24%。从相关性看，目前股债跷跷板效应依然较强，商品与权益的正相关性处于历史高位。

最新观点

宏观影响因素方面，本周市场宏观驱动因素出现反转，由价格、经济增长类因子切换为货币利率、资金类因子。连续七周强势的价格类因子、经济增长类因子本周表现由正转负，股市因子中小盘超额因子由负转正且表现最佳，货币利率类因子的中债国债指数、资金类因子的储蓄市值比、北上资金净流入等因子表现较好。

北上资金持续大幅净流入。北上资金本周净流入 245 亿元，上周净流入 169 亿元。北上资金分行业看电力设备、电子、食品饮料、计算机等净流入规模居前，传媒、房地产、家电、建材等净流出规模居前。截止 12 月 3 日融资融券余额为 1.59 万亿，较上周增加 177.15 亿元。融资买入活跃度低位震荡，12 月 3 日上行至 5.2%，较上周上行 0.93%。

主题 ETF 方面，生物医药、医疗领涨，军工、计算机获得较大规模净流入，有色金属连续两周交投最为活跃。机构调研数据看近四周关注度较高的是电子、医药、计算机等行业。

三大股指期货合约本周成交量均增加，IF 合约、IH 合约持仓量均增加，大盘股指期货合约多空持仓量的增加说明市场对近期大盘相对小盘超额延续性的分歧加剧。

债券市场长短端利率本周下行，资金价格波动率增大。长端利率下行 3.5bp 至 3.27%,前一周下行 1.0bp；短端利率下行 4.0bp 至 2.87%，前一周下行 4.0bp。货币政策流动性的宽松力度进入疫情后新常态，近期资金价格波动率增加，本周资金面价格下行，7 天回购利率下行 25bp 至 2.33%，上周上行 22bp。国债利差上行 0.5bp、国开债期限利差上行 2.5bp，3M 中短期票据-3M 国开债信用利差本周下行 5.0bp，处短期下行通道。

商品市场指数继续上涨，黄金反弹，原油持续上涨。南华商品指数本周上涨 1.09%，其中农产品指数下跌 1.39%，工业品指数上涨 1.64%。COMEX 黄金本周反弹上涨 3.22%，波动率较前期加大。南华黄金指数较 COMEX 黄金近三个月表现分化，国内黄金表现较差。NYMEX 原油价格在本周持续反弹，上涨 1.25%，上周上涨 7.18%。国内南华原油指数随跟随反弹，但整体呈下行趋势，甚至大幅低于疫情前价格水平，与国外原油价格持续背离。

风险提示

疫情发展超预期恶化，量化模型因市场剧烈变动失效

【电新】电力设备与新能源行业 12 月第 1 周周报：欧洲新能源汽车渗透率继续提升

沈成 李可伦

国内平价项目储备充足，海外需求快速恢复，碳中和目标引导中长期需求向好，光伏需求景气无忧；HJT 产业化大幕拉开，设备国产化有望加速 HJT 渗透。主流车企电动化进程持续加速，有竞争力的车型密集推出，有望刺激全球新能源汽车需求持续高增长；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；磷酸铁锂、六氟磷酸锂等环节供需格局改善，价格有望持续反弹；上游钴锂基本面筑底，供需格局有望持续改善。电力设备方面，电网工程投资连续强复苏，特高压、数字新基建等领域投资持续推进，“十四五”景气有望持续，核心供货企业有望显著受益。

本周板块行情： 本周电力设备和新能源板块上涨 0.40%，其中工控自动化上涨 1.77%，新能源汽车指数上涨 0.35%，锂电池指数上涨 0.31%，发电设备下跌 0.41%，核电板块下跌 0.48%，风电板块下跌 0.52%，光伏板块下跌 0.61%。

本周行业重点信息：新能源汽车： SNE Research：宁德时代今年 1-9 月动力电池装机量超 LG 化学，位居全球第一。理想汽车拟增发 ADS 筹资约 16 亿美元，其中 70%将用于技术研发。蔚来 11 月交付量 5,291 辆，连续 8 个月同比翻番。**新能源发电：** 工信部：对光伏玻璃熔炉项目报批和产能置换进行更加市场化的管控。国家能源局：“二代异质结电池生产装备”等 26 技术装备入选第一批能源领域首台（套）重大技术装备项目清单。**电网电改：** 国家电网有限公司总部数据中台运营监测枢纽——数据监测大厅投入运营。

本周公司重点信息：上机数控&东方日升： 未来三年东方日升拟向上机数控子公司采购 22.5 亿片单晶硅片，总价约 113.63 亿元；包头阿特斯拟向上机数控子公司采购 2 亿吨单晶方锭，预计销售金额总计 34.92 亿元。**新宙邦：** 公司本次激励计划拟授予的限制性股票数量为 633 万股，占总股本 1.54%，其中首次授予 569.8 万股，占总股本的 1.39%，授予价格为 41.54 元/股，首次授予的激励对象总人数为 319 人，业绩考核相对于 2019 年净利润的增长率设定触发值与目标值，2020-2022 年分别为 50%/60%、65%/76%、82%/100%。**中环股份：** 全资子公司环欧半导体拟以自有资金 6.19 亿元收购招商资管持有的公司参股子公司无锡中环应用材料有限公司 44.44%股权，完成后环欧半导体持股比例增加至 81.48%，中环应材将纳入公司合并报表范围。**涪陵电力：** 拟非公开发行募集资金总额不超过 18.80 亿元，其中 13.24 亿元用于收购国家电网下辖省属综合能源服务公司配电网节能资产及相关 EMC 合同权利、义务，其余用于补充流动资金、偿还银行贷款。**捷佳伟创：** 公司拟将前期募集的用于晶体硅太阳能电池片等项目的 10.48 亿元资金转向超高效太阳能电池装备产业化项目—大尺寸多腔室扩散炉及 PECVD 设备生产线建设。**晶澳科技：** 已完成敦煌晶澳 100%股权交割，并收到由中电投东北公司代敦煌晶澳偿还的借款 4 亿元。

风险提示： 疫情影响超预期；投资增速下滑；政策不达预期；价格竞争超预期；原材料价格波动。

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
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
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		
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
朱凯	S1300518050002	kai.zhu@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
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
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
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