




**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 | 3408.31 | 1.14 |
| 深证成指 | 13690.88 | 0.67 |
| 沪深 300 | 4980.77 | 1.24 |
| 中小板指 | 9028.19 | 0.96 |
| 创业板指 | 2618.99 | 0.37 |

**行业表现（申万一级）**

| 指数名称 | 涨跌% | 指数名称 | 涨跌% |
|---|---|---|---|
| 银行 | 2.25 | 通信 | (0.87) |
| 农林牧渔 | 1.87 | 有色金属 | (0.44) |
| 房地产 | 1.79 | 轻工制造 | (0.33) |
| 非银金融 | 1.72 | 计算机 | (0.27) |
| 国防军工 | 1.37 | 纺织服装 | (0.26) |

*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

# 晨会聚焦-20201130

## ■重点关注

**【宏观】新冠肺炎疫情数据跟踪*郭军。**天津、上海、内蒙本土疫情后续发展仍待观察，境外输入病例进一步缓解。

**【宏观】大类资产配置周报(2020.11.29)：货币政策跨了几个周期*张晓娇 朱启兵。**10 月工业企业利润累计同比增速转正；央行发布三季度货币政策执行报告。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

**【宏观】海外宏观周报（2020.11.29）：基本面“美强欧弱”持续，欧洲制造业服务业复苏强度持续分化*朱启兵。**11 月 PMI 数据显示美国制造业服务业均高速复苏，而欧洲制造业服务业的分化加剧。

**【策略】A 股市场 2021 年度策略：循环牛，大周期*王君 徐沛东 王永健。**商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。

**【策略】大类资产追踪月报：经济增长主线延续，大小盘风格分化加剧*郭军。**海外权益市场大幅反弹，原油大幅上涨。

**【策略】12 月金股组合：中银证券研究部 12 月金股*王君 徐沛东。**

**【固收】2021 年固收策略：保持耐心，顺势而为*肖成哲 王开 张鹏。**经济重构循环，政策平滑过渡，投资保持耐心。

**【固收】债市预警指数：构建与应用*肖成哲 王开。**在债市情绪指数、高频量/价综合指数之后，我们再度构建了债市预警指数，对债市行情拐点和高波动的潜在风险进行捕捉和提示。

**【基金】2021 年度基金投资策略：巧借北上风，扬眉连三载*郭军。**策略要点：1）主动权益型公募基金在 2021 年大概率跑赢沪深 300 指数实现 15 年来首次“三连胜”。2）基金行业“龙头效应”的分化与延续。3）有关基金经理投资生命周期的解读。

**【电新】新能源汽车行业 2021 年度策略：全球景气向上，电动浪潮延续*沈成 张咪。**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。

**【电新】光伏行业 2021 年度策略：需求景气无忧，HJT 如日方升*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。维持行业强于大市评级。

**【电新】电力设备与新能源行业 11 月第 4 周周报：六氟磷酸锂与磷酸铁锂景气度持续提升*沈成 朱凯。**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。

**【电子】电子行业 2021 年度策略：掘金高景气板块，把握涨价行情*赵琦 王达婷。**随着下游需求恢复和半导体国产化大趋势的演绎，晶圆制造、封测产能持续吃紧，并且预计将持续到 2021 年底。

**【家电】家用电器行业周报：家电板块回调明显，建议关注低估值龙头*孙谦 张译文 杨振艺。**上周中信白色家电指数、黑色家电指数、小家电指数、厨房电器指数、照明设备及其他指数分别下跌 3.28%、下跌 2.06%、下跌 5.78%、下跌 5.51%、下跌 2.49%，家电板块全线下跌。

## 重点关注

**【宏观】新冠肺炎疫情数据跟踪**

**郭军**

**天津、上海、内蒙本土疫情后续发展仍待观察，境外输入病例进一步缓解。**11 月 22 日至 11 月 28 日，全国境外输入性病例增加 68 例至 3,843 例，较上周少增 14 例，随着国家对国际航班管控的加严，新增病例继续下降；本周本土新增确诊病例 13 例，较上周多增 2 例，其中 1 例来自天津，3 例来自上海，9 例来自内蒙。截至 11 月 28 日，本土在医病例 26 例，无症状感染者 5 例。三地疫情后续发展仍待进一步观察。

**全球本周新增确诊 400 万例，累计确诊总病例超 6,226 万；本周欧美新增病例均有所下降，疫情有所缓解；拉美、亚洲（除中国）疫情有所恶化。**根据约翰霍普金斯大学数据，截至北京时间 11 月 29 日下午，本周全球新增确诊近 400 万例，较上周有所下降，全球累计报告超 6,226 万确诊病例。分大洲看，根据万得数据，北美本周新增 119.9 万例，较上周少增 5.9 万例，累计确诊病例超 1,398 万例，其中美国新增确诊 115 万例，较上周少增 6.5 万例，新增确诊病例有所下滑。本周拉美新增病例 48.4 万较上周多增 7.5 万例，累计确诊病例超 1,306 万例。其中巴西新增病例 23.7 万例，较上周多增 3.3 万例。亚洲（除中国）本周新增确诊 73.1 万例较上周多增 5.9 万例，累计确诊病例 1,628 万例。其中印度新增确诊 29.7 万例，较上周多增 1.6 万例。除印度外，亚洲还有 14 国周新增病例超过 1 万例，较上周多 1 个国家。欧洲疫情有所缓和，本周新增确诊 147.0 万例，较上周大幅少增 25.7 万例。其中意大利本周新增确诊病例 18.4 万例，较上周少增 5.2 万例；法国新增确诊病例 8.2 万例，较上周大幅少增 9.1 万例。英国、西班牙本周新增病例较上周都少增超过 2 万例。本周非洲新增病例 9.3 万例，与上周基本持平，累计确诊病例超 213 万例。

**全球死亡人数超 145 万，欧洲新增死亡数继续上升，但增速有所放缓。**根据约翰霍普金斯大学数据，截至北京时间 11 月 29 日下午，全球死亡 145.2 万人，较上周增加 7 万，新增死亡数较上周继续上升。欧洲、亚洲（除中国）、非洲、北美洲和拉美本周日均新增死亡病例与前两周日均新增死亡病例比值分别为 1.13、1.07、0.96、1.14 和 1.06。本周欧洲新增死亡 3.45 万再创新高，较上周多增 0.2 万，新增死亡病例数继续有所上升，但增速有所放缓。北美本周新增死亡病例 1.1 万例，于上周基本持平。从图表 6 可以看到，在本周后半周，法国和美国 7 天滚动平均新增死亡已有所下降。随着欧美新增确诊病例的下降，预计后续新增死亡病例将继续缓和。

**【宏观】大类资产配置周报(2020.11.29)：货币政策跨了几个周期**

**张晓娇 朱启兵**

**10 月工业企业利润累计同比增速转正；央行发布三季度货币政策执行报告。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**

**宏观要闻回顾**

**经济数据：**10 月规模以上工业企业利润同比增长 28.2%，1-10 月累计同比增长 0.7%。

**要闻：**国务院金融委研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作；央行发布第三季度中国货币政策执行报告；银保监会原则同意包商银行进入破产程序。

**资产表现回顾**

**期货市场上行。**本周沪深 300 指数上涨 0.76%，沪深 300 股指期货上涨 0.52%；焦煤期货本周上涨 8.89%，铁矿石主力合约本周上涨 2.68%；股份制银行理财预期收益率下跌-5BP 至 3.74%，余额宝 7 天年化收益率上涨 12BP 至 2.07%；十年国债收益率下行-1BP 至 3.3%，活跃十年国债期货本周上涨 0.23%。

**资产配置建议**

**资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**三季度央行货币政策执行报告再次强调搞好跨周期政策设计，我们认为应该关注“经济周期”和“内外均衡”两个重点。由于我国新冠疫情控制得当，国内经济复苏先于海外，因此我国本轮的货币政策至少要跨过国内经济的下行期、上行期以及海外经济的下行期，我们认为外需对我国经济增长的影响依然较大，至少应当见到海外经济增速触底，外需基本稳定之后，宽松的货币政策才会考虑有计划有步骤的退出。在此之前，政策的主要任务应该是促改革、防风险和扩大开放。

**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。**

**【宏观】海外宏观周报（2020.11.29）：基本面“美强欧弱”持续，欧洲制造业服务业复苏强度持续分化**

**朱启兵**

**摘要**

**海外宏观数据跟踪：11 月 PMI 数据显示美国制造业服务业均高速复苏，而欧洲制造业服务业的分化加剧。**美国 11 月 Markit 制造业 PMI（括号为前值）为 56.7(53.4)，服务业 PMI 为 57.7(56.9)，均大幅高于市场预期；11 月欧元区 Markit 制造业 PMI 为 53.6(54.8)，服务业 PMI 为 41.3(46.9)，欧元区服务业 PMI 以连续 3 个月位于收缩区间，并跌至 5 月份以来最低。**当前经济基本面“美强欧弱”特点仍然明显，且有扩大的趋势，且与欧洲制造业和服务业表现分化不同，美国两者复苏势头均良好。除了美国财政刺激力度较欧洲更大外（欧盟通过的 7500 亿欧洲复苏基金现在尚未开始筹备），第二波疫情中（美国第三波）“美松欧紧”的防疫差异也是重要原因。**

**10 月份美国消费支出复苏势头趋缓，商品消费和服务消费分化仍然巨大。**10 月美国个人消费支出同比增速为 -0.60%(-0.71%)，总消费支出和各分项消费支出同比增速均有所提高（降幅收窄），**由于服务消费支出占总消费支出比重约 66%，因此总消费支出仍大幅低于疫情前水平是服务消费的疲软造成的。消费价格方面，**10 月美国 PCE 物价指数同比增速为 1.18%(1.38%)，核心 PCE 物价指数同比增速为 1.41%(1.56%)，**当前 PCE 物价指数的主要拖累项为非耐用品价格，其决定变量是油价；耐用品价格远高于疫情前，这与极低的利率水平有关；服务价格则小幅低于疫情前，因此服务消费支出的疲软主要是实际支出降低造成的。**

**央行及流动性数据跟踪：**11 月 25 日，美联储发布了 11 月议息会议纪要，在投资者比较关心的资产购买讨论方面，美联储在新一轮财政刺激今年大概率无望推出、美国经济复苏尚佳且叠加疫苗预期的背景下美联储并没有加码宽松的动机；同时参会委员对资产购买在久期上的调整讨论较多，故不排除美联储在未来某个时点重新使用“扭曲操作”，即购买长久期的国债并抛售短久期国债，在不增加购债规模的情况下更有力地压制长端利率。

**疫情数据跟踪：**截至 11 月 29 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 62,244,181 例，其中全球有 12 个国家确诊超 100 万例，确诊人数前三的国家分别是美国(13,244,417 例)、印度(9,392,919 例)和巴西(6,290,272 例)；**日本 11 月 21 日新增 2596 人，超过第二波疫情峰值，或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，特别是 11 月 20 日美国新增 204014 例，为疫情以来最高，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，目前未见好转，**其中法国 11 月 7 日新增更是达到 86852 例；而英国九月初开启第二波疫情后每日新增确诊迅速飙升，每日新增病例在 11 月 12 日达 33517 人，**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。**

**【策略】A 股市场 2021 年度策略：循环牛，大周期**

**王君 徐沛东 王永健**

**商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。**

**循环大周期，风险资产乘势。**随着中美经常项目逆差的快速修复，2008 年金融危机前的全球共生模式正在重启。1）贸易层面，新冠疫情是全球共生模式修复、经济再平衡的重要催化因素。考虑到疫情后各国生产消费复苏的不同步性以及中国在全球产业链中制造核心国的地位，明年中国将进一步承担海外增量需求。2）资本流动层面，中美利差走阔，人民币升值的趋势力量，逐利资本流入或将带来虚拟经济繁荣和资产膨胀。周期定位角度，补库周期开启，国内领先海外，制造业及出口改善将成为明年国内经济的亮点。人民币汇率升值压力下，国内货币政策收紧或为渐进式调整。总体来看，中国双循环体系下，全球需求的强力复苏将会使得本轮短周期经济上行的强度及韧性超过市场预期，或强于 2017 年。基于明年扩张后期的周期定位，风险资产商品、股票为配置首选，权益资产将受益扩张后期的盈利弹性。

**A 股循环牛，风格大周期。**我们认为 2021 年 A 股将受益双循环体系下虚拟经济繁荣，短周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。结合历史上扩张后期 A 股表现，考虑到本轮盈利大幅增长及海外资本流入对估值的正向贡献，我们认为盈利因子对指数贡献会提升，估值因子的影响会弱于历史同期，市场整体收益率仍然非常可观。风格方面，循环牛带来人民币资产重估效应，低估值金融周期崛起，龙头溢价明显。大周期行情将成为 2021 年市场最居吸引力的板块。

**行业配置建议：拥抱“周期”。**本轮短周期演绎，行业轮动较为经典。今年传统金融周期明显滞涨，2021 年扩张后期的周期定位将带来周期和金融板块显著的比价优势。2021 年周期股的需求弹性有海外地产和消费的支撑，而供给端较为刚性，行业价格有望进一步上涨。中国双循环体系下，中国生产对海外替代的强度和时间有望超出市场预期。中游扩产在即，是 2021 年国内周期行业需求端的一大增量。建议超配传统周期中的有色、化工、钢铁、煤炭和石油石化，以及大金融的保险、银行及券商；标配食品饮料、家电、汽车、电新、电子；低配通讯、计算机、传媒。

**主题策略：建议关注国企改革及新能源汽车。**1）新能源汽车领域：预计 2021 年全球销量高增长，带动产业链需求增长。建议关注上市公司中游材料企业加速导入全球供应链的历史机遇。2）国企改革有望迎来二次加速。推荐竞争性领域的国企混改和有兼并重组预期的垄断企业。

**风险提示：疫情持续时间超预期，流动性环境超预期紧缩。**

**【策略】大类资产追踪月报：经济增长主线延续，大小盘风格分化加剧**

**郭军**

**资产概览**

**海外权益市场大幅反弹，原油大幅上涨。**权益市场方面，本月 A 股各大指数有所分化，上证 50 上涨 6.7%，沪深 300 上涨 6.1%，中证 500 上涨 3.9%，创业板跌幅最大下跌 1.4%。港股恒生指数上涨 11.6%，海外市场普涨，标普 500 上涨 11.3%，纳斯达克指数上涨 11.9%，俄罗斯股指上涨最大达 22.1%；商品市场黄金下跌 5.0%，原油大幅上涨 27.4%；债券市场小幅下跌，中证全债走势持平，中证国债小幅下跌 0.2%。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，本月基本延续上月市场风格，经济增长类因子与价格类因子为影响市场主要因素，PPI、南华综合指数等因子表现最佳；经济增长类因子已连续五个月表现居前，成为驱动市场的主要力量；股市因子方面大盘股、绩优股超额因子持续表现较好且本月超额最为强劲。同时正向环比变化较大的是国际金融类因子中的人民币对美元同比升值率。**

**北上资金、两融余额持续净流入，大盘风格明显。**北上资金、两融余额均净流入。北上资金本月净流入 529.90 亿元，上月净流入 0.23 亿元。分行业看本月电力设备、银行、非银、电子净流入规模居前，食品饮料、建材、计算机、通信流出规模居前。截至 11 月 26 日融资融券余额为 1.57 万亿，较上月净流入 551.47 亿元。融资买入活跃度 11 月 26 日下行至 4.26%，融资情绪相较 10 月有所下行。机构调研数据看近一月关注度较高的是电子、计算机、医药、基础化工等行业。

**本月三大股指期货合约成交量均较上月活跃度上升，IH 持仓量较上月增加，IC、IF 较上月减少，当月与近月合约基差较上月均收窄，市场情绪环比变化相对乐观。**

**债券市场长短端利率均上行，资金价格波动率增大。**本月长短端利差缩小，长端利率上行 12bp 至 3.30%，前一月上行 3bp；短端利率上行 18bp 至 2.91%，前一月上行 8bp。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，本月资金面价格下行，7 天回购利率下行 79bp 至 2.58%，上月上行 82bp。

**商品指数和原油大幅反弹，黄金走弱。**南华商品指数本月上涨 8.88%，其中农产品指数上涨 1.23%，工业品指数下跌 11.36%。COMEX 黄金本月下跌 5.02%，波动率较上月增大。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 原油价格在本月大幅上涨 27.44%，近期波动率有所增大。

**风险提示**

**贸易摩擦具有不确定性，疫情发展超预期恶化。**

**【策略】12 月金股组合：中银证券研究部 12 月金股**

**王君 徐沛东**

**12 月金股组合。**

**策略观点：**我们认为现在时点应该坚定地继续加仓周期板块，并作为 12 月配置的首选风格。简要逻辑如下：一、全球共生模式下，消费国的需求刺激转化为制造国的产能并拉动大宗商品价格；二、美元贬值具有持续性，在人民币升值和通胀预期抬升背景下，有色、黑色、地产、金融低估值盈利改善行业认识趋同性强；三、国内弱刺激下的强周期，供给侧结构改革约束持续，弱刺激继续优化行业格局，海外需求带来行业盈利改善，周期龙头溢价明显。具体配置上，追求稳健的绝对收益投资者，将顺周期大金融板块作为首选，主要逻辑是在人民币升值的背景下，长端利率继续提升是大概率事件，长短利差走阔，带来银行低估值盈利改善持续；追求弹性的相对收益投资者，建议将强周期资源，交运作为配置的首选。周期弹性品种首选有色，同时具备成长性特征，类比日本制造业升级经验，1975-1982 年铜、铝最大涨幅达到 175%，289%；最被低估石油石化，油价超跌，滞涨，向上修复空间大；交运盈利修复的持续性较强，受益后疫情时期的全球复苏。

**组合回顾：**行业组合弱于市场，个股组合优于市场。截止 11/27，11 月“老佛爷”行业组合绝对收益 4.24%，表现弱于市场 1.84%；“老佛爷”金股组合绝对收益 6.68%，表现优于市场 0.60%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 2.20。

**12 月中银证券金股组合为：**招商银行（银行）、中国太保（非银）、东方财富（非银、）华新水泥（建材）、隆基股份（电新）、桐昆股份（化工）、迈为股份（机械）、银轮股份（汽车）、张裕 A（食品饮料）、博汇纸业（轻工）、美亚柏科（计算机）。

**风险提示：**大盘系统性风险；个股层面暴雷。

**【固收】2021 年固收策略：保持耐心，顺势而为**

**肖成哲 王开 张鹏**

**经济重构循环，政策平滑过渡，投资保持耐心。**

**基本面：弹性复苏后，不是简单回归。**出口拉动的动力源多元化，防疫物资、纺织服装、机电设备并非同一逻辑，其中存在超越疫情的内生动能，并非简单的供需错位和订单转移。考虑到海外刺激政策在 2021 年很难推出，我们对 2021 年出口韧性保持乐观。这也意味着，中国经济将不会简单的回到疫情前的轨道，而是回到一种相对“陌生”的非典型复苏模式，更类似与 2008 年之前的世界：中国生产、美国消费、出口拉动、人民币稳中有升的世界。

**政策面：正常化的目标与节奏。**①“量”的视角：平滑杠杆率，社融和名义 GDP 增速趋同，一方面平稳杠杆率，另一方面 M2 和社融部分正常化；②“价”的层面，通过与一个没有疫情发生的平行时空对比，当前有更强的经济，却有更低的政策利率，政策有进一步通过“隐性加息”的方式，完成正常化的空间；③通胀因素难以扰动货币政策，从需求、供给和技术层面分析，2021 年的 PPI 抬升但不“过热”，因此货币政策收紧概率较小。

**投资策略：保持耐心，顺势而为。**①利率债：基本面和政策面均向正常回归，决定了利率整体震荡为主，节奏上“先难后易”，但需警惕逆风期的长度超预期；②信用债：系统性信用风险概率不大，但是事件冲击下信用整体分化，局部集中，低利差下票息策略难度加大，建议或提前布局，或挖掘错杀；③可转债：全面牛市难期，但股市和转债均有结构性机会，均衡配置下，自上而下关注低估值和顺周期板块，与自下而上的挖掘高景气行业相结合。

**风险提示：**海外疫情风险、政策出现较大的超预期变化。

**【固收】债市预警指数：构建与应用**

**肖成哲 王开**

**在债市情绪指数、高频量/价综合指数之后，我们再度构建了债市预警指数，对债市行情拐点和高波动的潜在风险进行捕捉和提示。**

**为了找到合适的“锚”，我们首先定义了债市剧烈波动的“风险期”。**以十年期国债收益率 30 天标准差突破动态阈值为依据，2007 年以来有 14 次“剧烈震荡期”的参照经验。

**除了金融市场的指标，我们也考虑了实体产业的因素。**构造债市风险预警指数首选参考的是具有瞬时、高频特征的金融类指标。实体产业类价格、产出、库存指标也对前瞻债市剧烈波动有辅助作用。指标遴选上我们依照三个原则：和债市趋势相关且高频、采用环比形式、季节性不能过强。最终我们选定 7 个金融类指标和 5 个产业类指标，通过正交分解构造了金融、产业、综合共三类债市预警指数。

**历史复盘显示，兼顾金融指标灵敏度和产业指标平滑效果的综合类指标预警成功率最高。**产业类指标预警债市风险成功率、前瞻提示债市大行情拐点的效果优于金融类预警指标。产业类价格、库存、产量等指标不仅具有高频的提示效果，也具备债券收益率周期性特征。在预测牛、熊方向上还需结合债市情绪指数来推断。

**三类预警指标目前尚未提示债市会迎来大拐点或大幅波动。**虽然华晨和永煤违约后债市预警指标的波动短期走高，但是幅度还是不及过去拐点或者剧烈震荡“风险期”所对应的点位。12 月十年期国债大概率仍围绕 3.3%附近的收益率波动。从情绪指数来看，利率债交易盘短期内可以乐观些，但防守反击同时也要注意明年上半年可能比预期持久的债市逆风期，着手布局战略撤退。

**风险提示：**年底信用债违约超预期风险、地方国企打破刚兑、海外疫情冬季二次反弹。

**【基金】2021 年度基金投资策略：巧借北上风，扬眉连三载**

**郭军**

**主动权益型公募基金在 2021 年大概率跑赢沪深 300 指数实现 15 年来首次“三连胜”。**在资本回报率持续中枢下行区间，A 股在未来会进一步分化，公募基金依托其强大的选股能力将在明年继续占优。外资对 A 股和公募的影响将持续扩大。外资资金对于 A 股的配置比例远没有达到其均衡配置比例，随着“A 股国际化”以及国内对境外投资机构政策的逐步放宽，外资对 A 股的配置比例将持续增加。观察历史，公募基金的投资风格已经从历史上“被动跟随北上资金”切换到了当前“提前布局赶超北上资金”，并且该趋势将大概率在未来延续。

**基金行业“龙头效应”的分化与延续。**从基金管理规模角度，近两年主动偏股型公募基金的管理规模连续两年突破历史瓶颈，偏股基金管理规模占全市场各类型公募基金管理总规模的比例持续提升至历史新高。基金公司管理权益型产品的龙头聚集效应在 2018 年之前是持续走强的，但在 2019 年之后龙头聚集效应开始出现结构性分化，未来非头部基金将会倾斜更多资源在指数产品领域以应对头部基金的“龙头效应”。而头部基金其孕育明星基金产品的优势将大概率长期持续，头部基金的投资业绩优势较非头部基金将进一步拉大。我们发现，超大型规模基金产品在刚运作的一年内存在较大概率出现负超额收益率，但稳健运作一年后实现正超额的概率较大，超大型基金产品现象的背后反映的是其发行公司的龙头效应。

**有关基金经理投资生命周期的解读。**基金经理虽然从长周期看具有“超额业绩的差异持续衰减”现象，但整理依然呈现出“强者恒强易，弱者逆袭难”的规律。其本质反映的是基金经理业绩是由“能力”主导而非“运气”使然。整体来看，投资经理群体是存在一个投资生命周期的：有些投资经理由于早期业绩不佳而被提前出局，一些投资经理可能从“拼搏阶段”过渡为“求稳阶段”，还有一些极其出色的基金经理会在几年后跨入“人生新阶段”晋升为公司高管或离开公募行业。如何把握基金经理的投资生命周期是一个至关重要且值得长期研究的问题。

**风险提示：**疫情超预期、政策收紧、贸易摩擦升级等带来的市场大幅度波动风险以及策略失效风险。

**【电新】新能源汽车行业 2021 年度策略：全球景气向上，电动浪潮延续**

**沈成 张咪**

**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。维持行业强于大市评级。**

**支撑评级的要点**

**需求：新能源汽车 2021 年全球销量有望高增长：**疫情冲击国内 2020 年上半年销量，下半年需求明显回暖，蔚来、理想、威马、小鹏等造车新势力异军突起，销量表现亮眼；国内补贴政策延续，长期规划引领行业发展，新车型密集推出有望刺激 2021 年需求。海外 2020 年下半年销量重回高增长，欧洲政府持续加码新能源汽车补贴，美国拜登政府上台利好产业发展。海外主流车企电动化进程持续加速，特斯拉引领全球销量增长，大众 MEB 平台正式投入使用，ID.3 和 ID.4 有望带动销量增长。我们预计 2020 年全球新能源汽车销量 275 万辆，同比增长 27%；2021 年销量 390 万辆，同比增长 42%，从而带动动力电池与材料需求高增长。

**中游：集中化和全球化延续，部分环节有望提价：**动力电池形成国内一超多强、全球寡头格局，宁德时代已进入海外主流车企供应链，具备全球竞争力；国内二线电池企业海外客户开拓取得一定的进展，有望实现突围。电池材料竞争格局不断优化，加速导入全球供应链，有望享受高增长红利。磷酸铁锂、六氟磷酸锂等细分环节需求景气度不断提升，供需格局持续改善，价格 2021 年有望持续反弹。

**上游：钴锂基本面筑底，供需格局有望改善：**动力电池需求回暖叠加 5G 手机占比提升，钴需求有望逐步复苏；短期疫情导致供给侧不确定性，长期供给侧增速有限，供需格局有望持续改善。钴价整体处于底部区域，预计随着供需格局的改善，钴价有望触底反弹。我们预测全球碳酸锂 2020-2022 年需求侧年均复合增速有望达到 18%；供给侧高成本产能加速出清，全球供给增量相对有限，长期格局有望持续改善，锂资源价格亦有望持续复苏。

**投资建议**

国内补贴政策延续，海外利好政策持续加码，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，具备全球竞争力的中游企业有望享受高增长红利；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。推荐宁德时代、欣旺达、亿纬锂能、天赐材料、新宙邦、德方纳米、当升科技、中科电气、璞泰来、恩捷股份、星源材质、杉杉股份、科达利、嘉元科技等，建议关注翔丰华、孚能科技、多氟多等。上游钴锂资源基本面筑底，长期供需格局有望持续改善，推荐华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业等。

**风险提示**

新冠疫情影响超预期；新能源汽车产业政策不达预期；新能源汽车产品力不达预期；产业链需求不达预期；产业链价格竞争超预期。

**【电新】光伏行业 2021 年度策略：需求景气无忧，HJT 如日方升**

**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。维持行业强于大市评级。**

**支撑评级的要点**

**需求：平价大幕拉开，需求景气无忧：**由于产业链涨价，预计 2020 年总量 25.97GW 的竞价项目多数将结转至 2021 年上半年并网；平价项目方面，国家能源局公示的两批项目以及近期由其他模式转为平价的项目总额超过 55GW。我们预计 2021 年内约有 45GW 以上的平价项目应进入建设并网周期，预计 2021 年国内装机需求有望达到 50GW，2022 年有望进一步增长至 60GW；非化石能源消费占比等指标的约束则对“十四五”期间光伏需求起到坚实支撑。综合考虑全球各区域情况，我们预测 2020 年全球光伏装机约 120GW，同比基本持平；2021-2022 年需求有望分别达到 160GW、190GW，恢复较快增长；考虑容配比因素，预计 2020-2022 年全球光伏组件需求有望达到 134GW、180GW、210GW。

**供给：硅料供需偏紧，组件格局优化：**产业链各环节当前处于产能周期的不同阶段，在需求高景气的预期下呈现出不同的供需格局。硅料受新增产能扩张幅度影响，整体呈现较为紧张的供需格局，预计价格有望维持相对坚挺。硅片环节新产能继续投放，供需渐宽的整体态势仍将保持，价格仍有下降空间；182mm 与 210mm 规格之争短期难有定论。单晶 PERC 电池价格出现分化，大尺寸具备溢价空间，有望提升电池企业盈利能力。组件环节一线企业品牌、渠道价值开始显现，有望进一步扩大市占率，行业集中度有望提升。

**技术：HJT 产业化大幕拉开，设备迎增量空间：**HJT 电池具备转换效率高、提效空间大、发电能力强、工艺流程短等多重优势，是电池片环节的平台级技术，随着新建产能的逐步落地，HJT 产业化大幕已正式拉开。在设备国产化的基础上，HJT 设备初始投资额在降至 5 亿元/GW 以下的过程中有望推动 HJT 产线投资回收期快速下降，进而有望进一步加速 HJT 电池的产业化进度。我们测算 2020-2025 年新增设备需求空间有望超过 600 亿元，产能投放高峰年份空间有望超过 200 亿元。

**投资建议**

光伏需求强势复苏，2021-2022 年有望快速增长；预计 2020 年全球光伏装机约 120GW，2021-2022 年需求有望分别达到 160GW、190GW。考虑容配比因素，预计 2020-2022 年全球光伏组件需求有望分别达到 134GW、180GW、210GW。全球主要经济体进入“脱碳”周期，碳中和目标引导中长期需求向好。供给端硅料环节供需格局持续偏紧，组件环节格局有望优化。推荐隆基股份、通威股份、东方日升、晶澳科技、爱旭股份、福斯特、福莱特、阳光电源、锦浪科技、林洋能源、正泰电器等，建议关注天合光能、中信博、美畅股份、固德威等。HJT 电池产业化大幕已开启，推荐迈为股份、捷佳伟创、东方日升、通威股份等，建议关注金辰股份、苏州固锝、帝科股份等。

**评级面临的主要风险**

光伏政策风险；疫情影响超预期；价格竞争超预期；消纳风险；HJT 电池效率进步与降本速度不达预期；单晶 PERC 电池效率竞争力超预期。

**【电新】电力设备与新能源行业 11 月第 4 周周报：六氟磷酸锂与磷酸铁锂景气度持续提升**

**沈成 朱凯**

**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。电网工程投资连续强复苏，将有超过 10 条特高压线路开始进入建设周期，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 0.01%，其中风电板块上涨 2.27%，发电设备上涨 2.06%，光伏板块上涨 1.26%，新能源汽车指数上涨 1.14%，核电板块上涨 0.29%，锂电池指数下跌 0.1%，工控自动化下跌 2.55%。

**本周行业重点信息：新能源汽车：**发改委：下发《关于开展新能源汽车整车生产及项目情况调查的通知》，重点调查恒大、宝能等新能源汽车企业。欧盟：计划 2025 实现欧洲动力电池完全自供，将至少为 600 万辆电动汽车提供动力。特斯拉计划在柏林超级工厂建设年产 100GWh 电池工厂。2020Q3 国内电解液市带动六氟磷酸锂市场需求同比增长超 30%；11 月 24 日，六氟磷酸锂报价再度上调 5,000 元/吨，最新报价 9.5-10.5 万元/吨。鑫椤锂电：磷酸铁锂材料需求旺盛，受头部企业大量拿货影响，二梯队电池企业已经出现买不到铁锂现象，预计 12 月份将出现一定短缺。**新能源发电：**财政部：印发《关于加快推进可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，明确 2006 年之后所有合规风、光项目全部进入补贴目录。平价前夕多家电站投资商加速建设光伏项目。**电改电网及能源互联网：**11 月 27 日，华龙一号全球首堆——中核集团福清核电 5 号机组首次并网成功，创造了全球第三代核电首堆建设的最佳业绩。央视网：雄安电网所有终端设备完成北斗主板更换。

**本周公司重点信息：海兴电力：**预中标南方电网公司 2020 年计量产品第二批框架招标项目共 4 个包，总金额约为 1.07 亿元。**林洋能源：**本次预中标项目为南方电网公司 2020 年计量产品第二批框架招标项目，合计中标金额约 1.63 亿元。**天顺风能：**拟向昆山新长征投资中心购买苏州天顺风电叶片技术有限公司 20%股权，交易作价 3.03 亿元。**恩捷股份：**重庆云天化纽米科技股份有限公司于 2020 年 11 月 23 日起在云南省产权交易所公开挂牌转让并依法定程序公开征集受让方，股权转让比例合计为 76.36%，挂牌底价为 6,800 万元。**璞泰来：**拟出资 5 亿元于四川省邛崃市设立四川卓勤，拟出资 2,000 万元设立四川极盾，拟出资 2,000 万元在广东省东莞市设立东莞嘉拓。**晶澳科技：**拟将敦煌晶澳 100%股权转让给中电投东北新能源、新疆丝路坤元能源，转让价格 3.06 亿元；拟将赤峰晶澳及扎鲁特旗晶澳 100%股权转让给中电投东北公司，转让价格分别为 1.07 亿元和 6,338 万元。

**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。

**【电子】电子行业 2021 年度策略：掘金高景气板块，把握涨价行情**

**赵琦 王达婷**

**随着下游需求恢复和半导体国产化大趋势的演绎，晶圆制造、封测产能持续吃紧，并且预计将持续到 2021 年底。供不应求局势的蔓延将推动晶圆代工、封测价格上涨，并向下游传导，导致下游产品价格上涨，产能紧缺造成的交期延长也将导致下游产品缺货涨价。从晶圆代工、制造到功率 MOS、电源 IC 都已陆续出现提价现象，行业全线涨价有望在 2021 年出现。本篇报告阐述分析了相关领域的投资机会。**

**支撑评级的要点**

晶圆代工封测订单饱满，产能吃紧。受功率器件、电源管理芯片、CMOS 图像传感器芯片、射频芯片等下游旺盛的需求驱动，晶圆代工产能从先进制程到成熟制程到 8 寸线，产能全线满载。封测环节产能也出现紧缺现象，各封测厂产能利用率居于高位，供不应求。预计随着供不应求趋势的蔓延，将推动晶圆代工、封测价格上涨，核心企业将受益。产能利用率提升叠加涨价，将推动晶圆厂和封测厂盈利能力的提升，建议关注：中芯国际、华虹半导体（港股）、华润微、华天科技、长电科技、通富微电。

IC 设计：把握国产替代，掘金高景气领域。在国际贸易环境变化、疫情等影响下，芯片国产化需求凸显，叠加 5G、IOT 等新技术、新应用场景的拉动，国内 IC 企业迎来新的发展机遇，部分领域显示出较高的行业景气度。我们建议关注：国产替代进展较快的电源管理芯片领域、受益智能手机多摄持续渗透的 CMOS 图像传感器、半导体 IP 领域，标的方面建议关注：韦尔股份、晶丰明源、芯朋微、思瑞浦、芯原股份、聚辰股份。

功率器件：本土高端布局加码，MOS 价格有望上行。随着国内领先的功率半导体企业陆续上市，功率半导体产业的融资渠道更为畅通，本土功率半导体企业加大了高端功率器件领域的布局，下游终端供应链国产化需求也给本土功率半导体产业带来新的发展机遇。另外，从近期的产业情况看，受下游需求旺盛以及 8 寸线产能紧俏影响，MOSFET 供需吃紧，供不应求局势的蔓延有望推动 MOSFET 价格上涨。标的方面，建议关注：新洁能、捷捷微电、华润微、斯达半导。

**重点推荐**

晶圆代工封测建议关注：中芯国际、华虹半导体（港股）、华润微、华天科技、长电科技、通富微电。IC 设计建议关注：韦尔股份、晶丰明源、芯朋微、思瑞浦、芯原股份、聚辰股份。功率器件建议关注：新洁能、捷捷微电、华润微、斯达半导。

**评级面临的主要风险**

国产化推进不及预期；半导体行业景气度下滑；疫情带来的不确定性。

**【家电】家用电器行业周报：家电板块回调明显，建议关注低估值龙头**

**孙谦 张译文 杨振艺**

**上周上证综指上涨 0.91%，沪深 300 指数上涨 0.76%，申万家用电器指数下跌 3.63%，跑输上证指数。从细分板块来看，上周中信白色家电指数、黑色家电指数、小家电指数、厨房电器指数、照明设备及其他指数分别下跌 3.28%、下跌 2.06%、下跌 5.78%、下跌 5.51%、下跌 2.49%，家电板块全线下跌。**

**子板块核心数据追踪：**

**白色家电：**奥维云网 47 周数据显示，空调、冰箱、洗衣机线下渠道零售额分别同比下降 39.13%、下降 22.89%、下降 31.73%；空调、冰箱、洗衣机线上渠道零售额分别同比增长 78.88%、增长 37.24%、增长 14.60%，空冰洗线下增速下滑明显，线上略有好转。

**厨房电器：**奥维云网 47 周数据显示，油烟机线下渠道零售额同比下滑 29.89%，线上渠道零售额同比增长 21.77%。集成灶线下零售额同比增长 20.08%，线上零售额同比下滑 5.85%。油烟机、集成灶表现分化，集成灶线下维持正增长。

**小家电：**奥维云网 47 周数据显示，洗碗机、电饭煲、料理机、养生壶、破壁机、扫地机器人线下渠道零售额分别同比下滑 33.92%、下滑 48.67%、下滑 38.24%、下滑 46.16%、下滑 38.72%、下滑 29.91%；线上渠道零售额分别同比增长 10.22%、增长 70.55%、增长 151.05%、增长 55.17%、增长 185.02%、增长 45.93%。

**投资建议**

**从短期看，1）海外需求高景气，2）竣工回归仍在不断验证，我们认为在资金面偏弱的情况下，外需与房地产后周期标的具有较强的业绩确定性，当中低估值标的值得挂关注。**1）海外复制国内需求曲线，外销订单需求明显增长。产业在线公布 10 月空冰洗产销数据，外销分别同比增长 27.5%/36.7%/22.8%。外销海运货柜呈现一柜难求情况，预计外销表现持续高增长；2）竣工逻辑再度回归，带动家电行业需求回补；同时白电、厨电板块低基数效应优势明显，行业景气度回升趋势较为确立。**对于家电行业 21 年投资，需要重点关注以下核心逻辑：**1）在内销市场，应该优先把握地产后周期类必选家电产品受竣工回暖因素及 20 年上半年疫情影响低基数，双重因素共振带来的高增速。2）空调行业，在格力电器完成 18 年以来的高库存清理，21 年大概率将形成量价齐升局面。3）持续关注新兴家电品类，特别是新兴小家电产品扩容中的中长期投资机会。4）分销渠道平台化带来的家电市场集中度提升，特别是厨电行业。5）出口市场，短期供求错配对于海外代工业务、自主品牌业务布局完善的公司形成利好。

建议关注估值分位较低或经营环比改善的标的：格力电器、海尔智家、美的集团、老板电器、小熊电器、石头科技、浙江美大、华帝股份。

**风险提示**

1）疫情影响宏观经济未能达到预期；2）海外疫情二次冲击或将影响家电出口；3）家电行业价格战加剧；4）天气因素影响住房施工进程等。

## 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