




# 晨会聚焦-20201106

## ■重点关注

**【固收】高频综合指数构造和应用：产量综指和价格综指*肖成哲 王开。**本文是以降维思高频监测实体量、价变动的初步尝试，试图解决多重指标指向出现分歧的问题。

**【银行】银行业 2020 年 3 季报综述：营收增长稳健，净利润增速回升*林颖颖 熊颖。**A 股 36 家上市银行前三季度归母净利润同比下降 7.7%，增速较上半年（-9.4%，YoY）回升。从主营业务表现来看，利息和手续费净收入同比增速表现向好，受其他非息收入影响，前三季度营收同比增速较上半年下行 1.1 个百分点至 5.2%。在不良认定严格背景下，3 季度上市银行不良率环比上行 3BP，考虑到疫情影响的滞后性，我们认为上市银行的不良生成压力犹存，仍需关注银行资产质量动态变化。经过前期调整，银行目前估值对应 2020 年为 0.80xPB，具备低估值、低持仓的特点，短期看好板块的相对收益。个股方面，建议关注基本面稳健的优质个股（招商银行、平安银行、宁波银行等），以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。

**【化工】联化科技：业绩基本符合预期，汇率波动带来一定影响*余嫄嫄 王海涛。**汇率波动给三季度业绩带来一定影响，业绩基本符合预期。医药业务保持快速增长。维持买入评级。

**【机械】三一重工：淡季不淡核心产品全线发力，公司迈向工程机械全球头部企业*陶波 杨绍辉。**公司发布 2020 年三季报：前三季度累计实现营业收入 734.2 亿元，同比增长 24.3%，归母净利润 124.5 亿元，同比增长 34.7%，扣非归母净利润 113.0 亿元，同比增长 22.2%，经营净现金流 110.24 亿元，同比增长 33.2%。

**【医药生物】沃森生物：新出激励计划彰显信心，长期发展值得期待*邓周宇。**公司发布 2020 年股票期权激励计划（草案），拟向不超过 170 人激励对象授予 7269 万份股票期权，授予的股票期权的行权价格为 75 元/股。新出激励计划彰显信心，奠定公司中长期发展基调。

**11 月金股组合**

| 股票代码 | 股票名称 |
|---|---|
| 000001.SZ | 平安银行 |
| 601636.SH | 旗滨集团 |
| 603659.SH | 璞泰来 |
| 002643.SZ | 万润股份 |
| 600031.SH | 三一重工 |
| 600104.SH | 上汽集团 |
| 300142.SZ | 沃森生物 |
| 603043.SH | 广州酒家 |
| 002508.SZ | 老板电器 |
| 600966.SH | 博汇纸业 |
| 002230.SZ | 科大讯飞 |

**市场指数**

| 指数名称 | 收盘价 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 上证综指 | 3320.13 | 1.30 |
| 深证成指 | 13894.26 | 1.72 |
| 沪深 300 | 4885.11 | 1.48 |
| 中小板指 | 9372.01 | 1.85 |
| 创业板指 | 2787.88 | 1.36 |

**行业表现（申万一级）**

| 指数名称 | 涨跌% | 指数名称 | 涨跌% |
|---|---|---|---|
| 通信 | 5.32 | 银行 | (0.41) |
| 汽车 | 5.09 | 休闲服务 | (0.34) |
| 电气设备 | 3.52 | 国防军工 | (0.14) |
| 钢铁 | 3.14 | 医药生物 | 0.37 |
| 房地产 | 2.47 | 采掘 | 0.74 |

*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】高频综合指数构造和应用：产量综指和价格综指**

**肖成哲 王开**

**本文是以降维思高频监测实体量、价变动的初步尝试，试图解决多重指标指向出现分歧的问题。**

高频数据种类繁多，发布时点各异，数据间出现指向性分歧是很常见的现象，我们尝试开发单一维度的综合类指标来解决这一问题。

我们采用主成分分析、因子分析法和正交分解法分别构建了产量类和价格类的高频综合指数。目前国内处于经济生产生活恢复的"后疫情时代"，应用正交分解法构造的指标能够克服历史样本"带节奏"的问题，更好地刻画出当期数据波动率和变动幅度。

采用正交分解法构造的"价格高频综指"、"产量高频综指"与股、债市场均有一定的联动性，国债、企业债收益率和价、量综指均呈现正相关、价格和产量指标对权益市场分别有反向和正向的影响，与所选期间受到供给侧改革影响有关。

**风险提示：**美国大选的不确定性、海外疫情反弹风险。

**【银行】银行业 2020 年 3 季报综述：营收增长稳健，净利润增速回升**

**林颖颖 熊颖**

**A 股 36 家上市银行前三季度归母净利润同比下降 7.7%，增速较上半年（-9.4%，YoY）回升。从主营业务表现来看，利息和手续费净收入同比增速表现向好，受其他非息收入影响，前三季度营收同比增速较上半年下行 1.1 个百分点至 5.2%。在不良认定严格背景下，3 季度上市银行不良率环比上行 3BP，考虑到疫情影响的滞后性，我们认为上市银行的不良生成压力犹存，仍需关注银行资产质量动态变化。经过前期调整，银行目前估值对应 2020 年为 0.80xPB，具备低估值、低持仓的特点，短期看好板块的相对收益。个股方面，建议关注基本面稳健的优质个股（招商银行、平安银行、宁波银行等），以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。**

**规模为最大正贡献因子，拨备拖累净利润增速表现**

从上市银行的净利润增速各驱动要素分解来看，前三季度规模正贡献净利润增长 6.3 个百分点，规模增长是利润贡献最大、最为稳定的因素；息差负贡献 5.3 个百分点（vs-3.3pct，2020H）；手续费收入正贡献度 2.1 个百分点（vs +1.8pct，2020H），其他非息收入负贡献净利润增长 2.2 个百分点（vs -1.3pct，2020H）；拨备计提负贡献 11.4 个百分点，成为拖累净利润表现的最重要因素。前三季度上市银行净利润同比增速（-7.7%）较上半年回升 1.7 个百分点。

**息差：3 季度息差环比提升，负债端成本率改善持续**

根据我们期初期末口径测算，上市银行 3 季度息差环比 2 季度上行 3BP 至 1.95%，其中资产端收益率下行幅度（3BP）小于负债端成本率改善幅度（7BP）。从不同类型的银行来看，城商行改善（5BP）最为明显，大行、股份行环比 2 季度均改善 3BP，而农商环比 2 季度收窄 2BP。展望后续，我们认为息差仍存在收窄压力，但降幅或将趋缓：1）资产端来看，经济向好叠加货币政策回归常态化将有助于缓解信贷收益率下行压力，后续需关注疫情的不确定性、LPR 重定价对资产端收益率的影响；2）负债端来看，在市场资金利率上行背景下，预计优化负债结构、置换高成本负债策略对负债端成本率带来的改善程度将减弱。

**规模：3 度规模增速提升，信贷保持积极投放**

3 季度商业银行规模扩张继续提升，总资产同比增 12%（vs11%，2020Q2），并且信贷保持积极投放，带动 3 季度信贷占比较 2 季度提升 0.3 个百分点至 53.8%。展望 4 季度，综合考虑随着国内经济形势的转好，以及疫情的不确定性环境下货币政策定调稳健，预计全年资产规模同比增速约为 11-12%。从资源摆布来看，在 20 万亿信贷增量（对应增速为 13.2%）的预测下，资产端结构中的信贷资产占比有望进一步提升。

**资产质量：3 季度不良率环比上行，拨备计提力度减弱**

在不良认定严格背景下，上市银行 3 季度不良率环比 2 季度提升 3BP 至 1.50%。根据我们期初期末口径测算，3 季度不良生成率（年化）较 2 季度下降 17BP 至 1.27%，同比提升 27BP。展望后续，我们认为银行的资产质量压力仍存，一方面，疫情对资产质量的影响存在一定的滞后性；另一方面，为应对疫情的不确定性，银行出于审慎经营原则将继续做实不良分类、夯实资产质量基础，预计不良生成速度仍维持在较高水平，后续需要关注资产质量动态。我们维持原有判断，预计 2020 年不良生成率较 2019 年上行 20BP 左右至 1.20%，不良率从 2019 年的 1.45%提升 7BP 至 1.52%。

**风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期。**

**【化工】联化科技：业绩基本符合预期，汇率波动带来一定影响**

**余嫄嫄 王海涛**

**汇率波动给三季度业绩带来一定影响，业绩基本符合预期。医药业务保持快速增长。维持买入评级。**

**支撑评级的要点**

**业绩基本符合预期。**2020 年 1-9 月公司实现营业收入 34.24 亿元，同比增长 3.74%，归属于上市公司股东净利润 2.22 亿元，同比下降 24.37%，扣非后净利润 2.05 亿元，同比下降 37.94%。其中三季度单季度实现营业收入 13.05 亿元，同比提升 42.76%，归属于上市公司股东净利润为 1.14 亿元，同比上升 108.01%，扣非后归母净利润 0.95 亿元，同比下降 2.44%，业绩基本符合预期。

**事故与疫情影响逐渐过去，汇率波动带来一定影响。**公司部分基地新建产能逐渐投产贡献业绩增量，加上医药 CDMO 业务持续高增长，业绩自 2020 年二季度开始反转。前三季度公司综合毛利率 38.84%，同比基本持平。汇率波动较大导致大额的汇兑损失使得财务费用率同比提升 2.43%，尤其是三季度单季度财务费用为 0.65 亿，为近年来最高水平。前三季度净利率 7.07%，同比下降 3.02%。

**医药业务保持快速增长。**公司 2020 年上半年医药中间体业务收入 3.41 亿元，同比增长 66.38%。经过多年积累发展，公司江口工厂、英国工厂已通过 FDA 审计，江口工厂 2019 年通过了 EMA 的 GMP 审计。虽然 2020 年上半年受疫情影响，医药业务产能受限，但医药生产验证项目进展顺利，已成功完成 3 个新注册中间体/原料药项目的工艺验证。目前杜桥工厂及新设立的临海联化子公司有多个项目已通过环评，随着这些项目的陆续推进，医药业务有望维持高增速。

**估值**

维持盈利预测。预计 2020-2022 年每股收益分别 0.42 元、0.85 元和 1.02 元。当前股价对应市盈率分别为 56.4、28.0、23.2 倍，考虑到业绩逐渐反转，且未来仍有多个产品建成投产贡献业绩，维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

疫情影响幅度与时间超预期，新项目投产晚于预期

**【机械】三一重工：淡季不淡核心产品全线发力，公司迈向工程机械全球头部企业**

**陶波 杨绍辉**

**公司发布 2020 年三季报：前三季度累计实现营业收入 734.2 亿元，同比增长 24.3%，归母净利润 124.5 亿元，同比增长 34.7%，扣非归母净利润 113.0 亿元，同比增长 22.2%，经营净现金流 110.24 亿元，同比增长 33.2%。**

**支撑评级的要点**

**核心产品淡季产销两旺，综合竞争力持续增强。**疫情致工程机械需求后移，三季度淡季明显不淡，工程机械行业延续二季度高增长的趋势，叠加基建和地产投资发力、环保替换加强、人工替代持续等，核心产品实现产销两旺，挖掘机、汽车起重机、混凝土泵车、混凝土搅拌车等均实现高速增长。公司作为行业龙头，主要产品市场份额稳中有升，挖掘机市场份额不断刷新新高，汽车起重机稳居行业前三，进一步缩小与行业龙头的差距，混凝土机械巩固龙头地位，泵车市场份额保持相对稳定，搅拌车市场份额受治超驱动进一步提升，带动各业务板块全线高增长，经营业绩续创历史最佳，Q3 单季度公司实现营收 238.8 亿元，同比增长 54.5%，归母净利润 38.5 亿元，同比增长 56.9%，营收端增速环比二季度进一步提升。四季度预计工程机械各产品继续延续高景气度，挖掘机、汽车起重机增速会有所回落预计仍会保持 30%-40%以上的水平，搅拌车预计仍将保持翻番以上的高增长，泵车仍将保持 60%以上的高水平，公司经营业绩预计仍将大幅增长。

**多重因素影响致毛利率短期下行，经营质量不断刷新历史最佳水平。**2020Q1-3 公司期间费用率为 11.5%，同比下降 1.0pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 5.1%、2.0%、4.0%、0.4%，分别同比下降 1.8pct、下降 0.4pct、提升 0.6pct、提升 0.6pct，公司继续强化精细化管理，销售和管理费用率持续下行，财务费用率预计受汇兑损益影响而有所提升，在销售规模不断扩大的同时加大对工程机械产品及关键零部件的研发投入，研发费用率进一步提升。前三季度公司整体毛利率为 30.3%，同比下降 2.2pct，毛利率下滑主要系运输费用调整至营业成本、产品价格同比有所下行及产品结构调整所致，受期间费用率下行、投资收益等非经营性损益增加等因素影响，净利率同比提升 1.4pct 至 17.5%。前三季度公司经营净现金流为 110.2 亿元，同比增长 33.2%，与营收增长匹配度较高，上半年虽有疫情冲击，公司现金流仍十分优异，不断刷新历史同期最佳水平。

**国际化及数字化打开中长期成长空间，公司继续迈向工程机械全球头部企业。**公司坚定推进数字化和智能化的转型升级，推进国内主要工厂的灯塔工厂建设，进一步提升生产管理效率和强化公司的核心竞争力，人均产值不断提高，目前已处于全球领先水平。公司产品与国际巨头的差异逐渐缩小，性价比优势明显，海外销售服务渠道完善，海外业务营收过去持续增长，国际化成长逻辑逐渐兑现，今年受海外疫情影响国际化营收增长步伐暂时放缓，但公司自由品牌仍在东南亚、北美、欧洲等多个地区实现较好的销售，市场份额也进一步提升，疫情的持续发酵给与公司更充足的时间强化海外市场的能力体系，当海外市场复苏时预计公司的国际化步伐会加速。国际化、数字化以及核心竞争力提升带来的份额提升有助于公司拉平国内工程机械周期波动，为公司业绩持续稳步增长提供强劲支撑，看好公司成长为全球工程机械头部企业，未来有望迎来业绩和估值的双击。

**估值**

基于行业持续高景气度及公司核心竞争力的提升，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 161.6/187.7/207.1 亿元，对应 EPS 为 1.85/2.16/2.39 元/股，对应 PE 分别为 13.9/11.9/10.8 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，环保及冶超力度不及预期。

**【医药生物】沃森生物：新出激励计划彰显信心，长期发展值得期待**

**邓周宇**

**公司发布 2020 年股票期权激励计划（草案），拟向不超过 170 人激励对象授予 7269 万份股票期权，授予的股票期权的行权价格为 75 元/股。新出激励计划彰显信心，奠定公司中长期发展基调。**

**支撑评级的要点**

**2020 年股权期权激励计划彰显信心，注入长期增长活力。**公司发布 2020 年股票期权激励计划：拟向激励对象授予 7260 万份股票期权，占公司总股本 4.70%。激励对象包括公司董事、高管、公司及控股子公司核心骨干人员以及董事会认定的需激励人员，总共不超过 170 人。本计划授予的股票期权的行权价格为 75 元/股，行权的业绩考核指标为：第一个行权期，公司 2020 年及 2021 年两年累计净利润不低于 22 亿元；第二个行权期，公司 2021 年及 2022 年两年累计净利润不低于 27 元；第三个行权期，公司 2021 年及 2022 年两年累计净利润不低于 27 亿元。本次激励计行权价格为 75 元，相较目前股价溢价超过 50%，彰显了公司对于中长期发展的信心；且本次激励对象涵盖范围广，有利于调动员工的积极性，注入长期发展活力。

**PCV13 顺利销售贡献增量，23 价肺炎疫苗和 Hib 疫苗等产品全年增长仍可期。**公司 Q3 单季实现营业收入 9.93 亿(+234.49%)，扣非归母净利润 3.75 亿（+1032.98%），重要原因为 PCV13 销售顺利，贡献增量。从批签发量来看，PCV13 Q3 单季批签发量达 211 万剂，环比增长 99.18%。而 23 价肺炎疫苗和 Hib 疫苗等产品上半年的销售因疫情受到一定影响，在第三季度实现快速恢复。Hib Q3 批签发量为 80.21 万剂(+48.24%)；23 价肺炎疫苗 Q3 批签发量为 148.61 万剂(+131.10%)。（信息来源为中检所）随着秋冬季节来临，肺炎和流感等迎来高发期，且新冠疫情提升了民众接种疫苗意识，预计第四季度肺炎和流感疫苗的接种需求会进一步增大，全年业绩增长可期。

**研发管线全力推进。**Q1-Q3 公司研发费用为 1.54 亿元，同比增加 262%，目前公司全力推进二价 HPV 疫苗的申报生产和上市工作，同时加快九价 HPV 疫苗和重组 EV17 疫苗等项目的研发进度。

**估值**

由于嘉和生物上市带来公允价值变动收益，我们上调 2020 年 EPS 预测至 0.66（此前 0.59），维持 2021-2022 年 EPS0.89、1.17 不变，对应净利润为 9.98 亿、13.44 亿、17.65 亿。全年业绩有望继续超预期，维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

疫苗行业政策风险，竞争对手产品上市时间快于预期风险。

## 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** | | |
| 兰晓飞 | S1300511040003 | xiaofei.lan@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 |
| 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