

10 月金股组合

股票代码	股票名称
601318.SH	中国平安
601636.SH	旗滨集团
300751.SZ	迈为股份
002643.SZ	万润股份
000157.SZ	中联重科
603596.SH	伯特利
603919.SH	金徽酒
603801.SH	志邦家居
300496.SZ	中科创达

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3269.24	0.46
深证成指	13388.10	0.89
沪深 300	4737.27	0.81
中小板指	9124.27	1.34
创业板指	2670.48	0.74

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
休闲服务	4.54	银行	(1.03)
建筑材料	2.58	房地产	(0.94)
汽车	2.15	国防军工	(0.86)
化工	1.76	农林牧渔	(0.80)
电子	1.33	通信	(0.61)

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-20201029

■重点关注

【固收】平滑杠杆率波动意味着什么：政策跟踪系列四*肖成哲 王开。中国纾困政策的核心是将金融资源导向实体企业，宽信用见效和企业杠杆率抬升是纾困政策见效的必然结果。

【非银】上市险企 9 月保费点评：单月增速进一步放缓，行业备战开门红*兰晓飞。上市险企发布 2020 年 9 月保费收入数据。

【计算机】科大讯飞：全年指引高增长，扣非与现金流均改善*杨思睿。公司发布 2020 年三季报。预计智慧教育和智慧医疗业务增长较好，在手订单充足。公司增收增利逻辑验证，估值持续消化，提升至买入评级。

【食品饮料】海欣食品：产能不足限制收入增长，产品结构优化继续*毕翘楚 汤玮亮。海欣食品发布 3Q20 季报，利润超预期。

【医药生物】康弘药业：第三季度业绩逐步回复，康柏西普国际化进程持续推进*邓周宇。2020 年 Q1 至 Q3 公司三大板块均实现同比增长，康柏西普持续放量。

【非银】同花顺：业绩增速符合预期，四季度有望持续高增*王军。公司 2020 年 1-9 月实现营业总收入 16.64 亿元，同比增长 43.96%；归母净利润为 7.72 亿元，同比增长 68.45%；预测 20EPS2.34 元，20BVPS9.10 元。

【电新】捷佳伟创：业绩较快增长，新技术全面布局*沈成 李可伦 杨绍辉 陶波。公司发布 2020 年三季报，盈利同比增长 32%。公司经营现金流持续净流入，后续有望受益于新技术带来的订单弹性；维持买入评级。

【电新】宁德时代：三季报业绩符合预期，计提减值影响利润释放*沈成 张咪。公司发布 2020 年三季报，前三季度盈利同比下降 3.10%，第三季度单季实现盈利 14.20 亿元，同比增长 4.24%，环比增长 18.77%；维持买入评级。

【电新】林洋能源：三季报业绩超预期*沈成 李可伦。公司发布 2020 年三季报，盈利增长 33%超预期；公司分布式光伏电站龙头地位稳固，EPC 发力带动光伏业绩增长，智能板块海外市场迎来收获；维持买入评级。

【汽车】均胜电子：Q3 业绩显著改善，未来发展看好*朱朋。公司发布 2020 年三季报，第三季度国内外车市复苏，公司收入环比高增长，业绩显著改善略超预期。

【银行】常熟银行：盈利稳定增长，资产质量数据亮眼*熊颖 林颖颖。作为一家以小微业务为特色的农商行，公司探索出自有的特色鲜明的小微业务风控模式，公司成长性确定性强，维持买入评级。

【轻工】珀莱雅：多品牌多品类布局发力，Q3 业绩超预期*杨志威 刘凯娜。公司发布 2020 年三季报，公司线下渠道环比持续复苏，增速转正，电商渠道维持高增长，彩妆与跨境品牌代理业务推进顺利，产品结构持续优化。

【轻工】顾家家居：内销增长强劲，竞争实力凸显*杨志威 刘凯娜。公司疫情后的迅速修复，证明了公司优秀的管理运营能力，公司品牌品类日臻完善，竞争实力不断增强，看好公司从软体龙头向全品类家居巨头迈进。

【轻工】晨光文具：传统业务迅速恢复，盈利能力保持稳健*杨志威 刘凯娜。公司发布 2020 年三季度报告，公司传统渠道恢复迅猛，竞争实力和市场份额在疫情后有所改善，未来在精品文创战略带领下收入仍能保持双位数高质量增长，新业务稳步推进带来成长性。

重点关注

【固收】平滑杠杆率波动意味着什么：政策跟踪系列四

肖成哲 王开

中国纾困政策的核心是将金融资源导向实体企业，宽信用见效和企业杠杆率抬升是纾困政策见效的必然结果。

2020 年杆杆率快速抬升： 2020 年上半年，实体杠杆率抬升达 21 个百分点，攀升速度为近年来最快。从结构上来看：企业部门抬升最多、斜率最为陡峭、并且在 2 个季度内升至 2017 年初的高位。

抬升原因：GDP 减速下的被动抬升，以及中国版纾困政策的“必然”结果。对比欧美给居民“发钱”，中国版纾困政策的核心是给企业“输血”、避免倒闭。因此，政策见效和资金到位后，企业杠杆率“自然”抬升。而宏观杠杆率=债务/GDP，分母端的减速也贡献大约一半的杆杆率抬升幅度。

政策应对：平均化视角、平滑化处理。杠杆率攀升来自被动的冲击和主动的政策选择、次贷危机后“四万亿”经验显示平滑退出的重要性、以及本轮金融杠杆保持平稳，我们预计政策应对将会平滑化处理政策过渡和衔接问题。2021 年，社融和 M2 增速将与名义 GDP 增速基本吻合，其中社融增速将大致与名义 GDP 持平，一方面平滑政策衔接，另一方面保持宏观杠杆率稳定。

市场影响：信用慢转弯，经济软着陆。目前权益市场的关注点由分母端切换至分子端，信用慢转弯、经济软着陆偏向利好；从板块风格来看，跨年到明年年初时段，顺周期逻辑更为通顺；而对部分行业来说，如依赖金融资源的地产、担忧延期贷款集中到期和坏账问题的银行，也偏向利好；从债市角度，货币政策在量的层面采用更为温和的方式完成过渡和衔接，而价格的层面上，当前货币政策与经济基本匹配，但随着经济进一步向潜在增长水平回归，货币政策在价格层面仍有进一步正常化的空间。债市整体策略仍是立足防守反击，布局战术撤退。

风险提示：美国大选的不确定性、海外疫情反弹风险。

【非银】上市险企 9 月保费点评：单月增速进一步放缓，行业备战开门红

兰晓飞

上市险企发布 2020 年 9 月保费收入数据。单月同比增速新华保险(+4.5%)>中国平安（（+0.1%）>中国太保（-0.5%）>中国人寿（-5.6%），环比增速分别为新华保险（+90.9%）>中国人寿（+34.7%）>中国平安（+7.3%）>中国太保（-10.3%）。

9 月单月保费增速进一步放缓，负债端增长乏力。上市险企发布 2020 年 9 月保费收入数据。单月同比增速新华保险(+4.5%)>中国平安（寿险）（+0.1%）>中国太保（-0.5%）>中国人寿（-5.6%），9 月保费环比增速分别为新华保险（+90.9%）>中国人寿（+34.7%）>中国平安（寿险）（+7.3%）>中国太保（-10.3%）。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 9 月保费收入分别为 508 亿元、336 亿元、162 亿元、178 亿元。与往年不同的是，今年上市保险公司纷纷提前了“开门红”的准备节奏，9 月已基本开始“开门红”布局，因此险企主动放慢 9 月业务节奏。同期内理财产品收益率的下行，预计年金险等开门红产品将受到更多关注。

寿险累计保费稳中有增，新华保险继续领跑同业。2020 年上市险企 1-9 月累计保费收入同比增速分别为新华保险（+24.5%）>中国人寿（+9.4%）>中国太保（-1.6%）>中国平安（寿险）（-4.0%）。**新华**去年同期基数低，虽 9 月单月保费增速放缓，累计保费增速依然领跑上市险企。**中国人寿**得益于 2020 年“开门红”布局较早，持续推出多样化、长期期缴等开门红产品，保持了较高的保费增速，持续领跑同业。**中国太保及中国平安**侧重保障型产品，一定程度上仍然还未走出疫情的负面影响。**中国太保**在 8 月保费大幅度下滑后，推出开门红产品“鑫享事诚”，加速保费增长，缩小了 9 月保费增速下滑趋势。**中国平安**预计业务持续承压与代理人脱落加剧及增员放缓有关，10 月推出“金瑞人生 21”快速返还产品，接下来将进一步为“开门红”做好准备。大多数险企都逐步推出“开门红”产品，同时做好人员及产品储备。预计后续代理人整体规模和质量都将有所提升，共同推动保费增长。随着疫情得到有效控制，经济逐步恢复，寿险保费已经趋于稳定，预计后续负债端将继续改善，且改善幅度增大。

上市险企进入开门红准备阶段，有望实现保费高增长。中国人寿继推出“鑫耀东方”后，持续推出更多样化、长期期缴产品，如“鑫耀前程”、“鑫享至尊”等开门红产品，2021 年第一季度业绩预期稳增。预计**中国平安** 10 月会进一步向 2021 年倾斜，为开门红作好人员准备和产品准备。**中国太保和新华保险**当前注重大规模增员和开展产品报备工作，通过获客型产品进行业务储备，**新华保险**或将 12 月初正式启动 2021 年“开门红”。预计 2021 年上市险企“开门红”增速有望超预期。

风险提示：

保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情持续的不确定性；代理人线下复工不及预期。

【计算机】科大讯飞：全年指引高增长，扣非与现金流均改善

杨思睿

公司发布 2020 年三季报，Q3 实现收入 29.3 亿（+25.2%）、净利润 3.0 亿（+60.8%）；前三季度实现收入 72.8 亿（+10.8%）、净利润 5.5 亿（+48.4%）。预计智慧教育和智慧医疗业务增长较好，在手订单充足，指引全年业绩增长区间为 30-70%。公司增收增利逻辑验证，估值持续消化，提升至买入评级。

支撑评级的要点

三季度业绩超预期，全年指引高增可期。2020Q3 营收保持了 Q2 的拐点趋势，同时实现净利润同增 6 成、扣非净利润同增翻倍的良好业绩，超出市场预期。公司人工智能核心技术驱动的各项业务加速落地，商业效益显现。同时，Q3 经营性现金流 6.5 亿（+115.2%）也表现出营收质量较好。

智慧教育业务预计高增长。预计公司主要赛道业务中，智慧教育增长情况较好。一方面，教育是重点赛道，投入较大；另一方面，教育信息化 2.0 政策带动下，财政投入保障在疫情期间体现相对优势；此外，疫情催化的远程教育系统需求有望增加。此外，智慧医疗等防疫受益赛道也有望兑现高增长。

股权激励和高研发投入下，AI 护城河或将进一步拓展。公司 9 月发布股权激励方案，拟授予占总股本 1.24%的限制性股票，要求三年期营收以 2019 年为基数的增长不低于 25/50/75%。三季报显示研发费用同增 36%，超收入增幅，费用率达 22.4%的较高水平。团队激励和研发加码都有助于提升公司多业务条线的顺利推进。

估值

预计 2020-2022 年净利润为 12.3 亿、17.2 亿和 22.5 亿，EPS 为 0.56 元、0.78 元和 1.03 元（因业绩超预期上修 18%）。公司在智慧教育赛道带动下，多赛道 AI 商业化落地加速，即使在疫情压力下仍实现超预期增长，估值消化至合理位置，提升至买入评级。

评级面临的主要风险

政府项目需求不及预期；消费业务单品销量不及预期。

【食品饮料】海欣食品：产能不足限制收入增长，产品结构优化继续

毕翘楚 汤玮亮

海欣食品发布 3Q20 季报：1-3Q 公司实现营收 10.7 亿，同比+21.6%；归母净利润 0.66 亿，同比+433%；EPS 0.14 元。其中 3Q 实现营收 4.0 亿，同比+18.8%；归母净利润 0.23 亿，同比+335%； EPS 0.05 元。利润超预期。

支撑评级的要点

3Q 收入增速放缓，旺季受产能不足限制，预计 4Q 马尾工厂投产，解决产能瓶颈；1-3Q 中高端占比继续提升，高端化趋势延续。（1）1-3Q20 公司实现营收 10.7 亿，同增 21.6%，还原同比口径+23.4%（推算 3Q 还原同比口径+20%），进入 3Q 收入增速环比略降，我们判断主要原因为公司产能不足。19 年通过技改和增加班次等方式将产能增加至 9 万吨，上半年受疫情正向影响，销售订单增加，同时上半年为火锅料销售淡季，可通过增加班次来增加产量。3Q 基数较大可增加班次少，公司出现部分产品断货情况，影响 3Q 收入。随着 4Q 马尾工厂投产，可补充部分产能，同时收购的百肴鲜亦为公司分担生产压力，我们判断 4Q 收入增速会环比 3Q 小幅提升。（2）值得注意的是，中报中披露 1-6 月中高端占比+9pct，我们判断 1-9 月中高端产品占比维持大幅提升趋势，鱼极和海欣精选继续受到消费者认可，高端化趋势延续。

1-3Q20 还原同比口径毛利率提高 2.47pct，销售费用率控制得当，毛销差大幅增长 8.1pct；1-3Q20 净利率达到 6.2%，同比+4.8pct，盈利能力提升显著。（1）1-3Q20 公司毛利率达到 24.7%，还原同比口径，比去年同期+2.5pct，主要原因为高端产品占比提升，产品结构优化。（2）同比口径下费用率-2.5pct，毛销差大幅增加 8.1pct。我们判断 4Q 会延续毛利率提高和费用率下降趋势。（3）1-3Q20 归母净利润 0.66 亿，同比+433%，扣非净利润 0.63 亿，同比+625%。1-3Q20 净利率达到 6.2%，同比+4.8pct，3Q20 净利润率达到 5.9%，同比+4.3pct，盈利能力提升显著。

估值

3Q 公司中高端产品占比提升趋势延续，4Q 马尾工厂投放弥补产能不足问题，因此我们维持盈利预测不变。2020-2022 年净利润增 1162%、28%、31%。每股收益为 0.18 元、0.23 元、0.30 元。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

原材料成本上涨，大股东减持风险，产能扩张不及预期，行业竞争加剧。

【医药生物】康弘药业：第三季度业绩逐步回复，康柏西普国际化进程持续推进

邓周宇

2020 年 Q1 至 Q3 公司实现营业收入 23.48 亿人民币（-2.56%），归母净利润 5.79 亿人民币（+4.8%）。公司 Q3 单季度实现营业收入 9.54 亿人民币（+7.2%），归母净利润 2.44 亿人民币（15.3%）。三大板块均实现同比增长，康柏西普持续放量。

支撑评级的要点

第三季度业绩回复，三大板块均实现同比增长。2020 年上半年，新冠疫情造成门诊关停对公司业绩造成不利影响。第三季度门诊基本实现有序复工，公司业绩逐步回复。第三季度公司实现营业收入 9.54 亿元，同比增长 7.2%。第三季度公司中成药、化学药与生物制品板块收入均实现同比增长：中成药板块实现营业收入 2.61 亿元，同比增长 9.15%；化学药板块实现营业收入 3.49 亿元，同比增长 5.79%；生物制品板块实现 3.43 亿元，同比增长 6.62%。

康柏西普持续放量，仍有较大增长潜力。2019 年 11 月医保披露康柏西普价格为 4169 元每支，与价格原先相比下降 24.2%。第三季度康柏西普实现营业收入 3.43 亿元，实现同比增长 6.62%，销售量同比增长高达 40%。康柏西普纳入医保适应症包括糖尿病性黄斑水肿(DME)、湿性年龄相关性黄斑变性(nAMD)与病理性近视继发的脉络膜新生血管(pmCNV)。

持续推进国际化，康柏西普特别试验方案评审通过 FDA 审核。康柏西普眼用注射液用于治疗湿性年龄相关性黄斑变性(nAMD)的全球Ⅲ期临床试验于 9 月 25 日已完成全部受试者的第 36 周主要终点访视，实验进度与预期一致。公司全资子公司收到 FDA 通过康柏西普玻璃体腔眼用注射液在美国分别开展糖尿病黄斑水肿(DME)视网膜分支静脉阻塞(BRVO)所致黄斑水肿病变以及视网膜中央静脉阻塞(CRVO)所致黄斑水肿病变的 III 期临床试验的特别试验方案评审的通知。公司将根据实际情况按照美国药品注册相关规定和要求开展后续临床试验工作。

估值

公司前三季度业绩受到疫情影响，营业收入与去年同期相比有所降低。我们根据行业环境变化，下调盈利预测，预计 2020，2021，2022 实现净利润分别为，7.49 亿元，8.69 亿元，11.19 亿元，EPS 为 0.857 元，0.995 元，1.281 元。（我们在 2020 年 8 月盈利预测中预计 2020，2021，2022 年净利润分别为 7.77 亿元，9.64 亿元，11.93 亿元，EPS 为 0.89 元，1.103 元，1.365 元。）

评级面临的主要风险

传统业务增长不达预期；医院门诊继续受到疫情冲击，康柏西普销售情况不达预期；湿性年龄相关性黄斑变性(nAMD)全球Ⅲ期临床试验结果不达预期。

【非银】同花顺：业绩增速符合预期，四季度有望持续高增

王军

公司 2020 年 1-9 月实现营业总收入 16.64 亿元，同比增长 43.96%；归母净利润为 7.72 亿元，同比增长 68.45%；预测 20EPS2.34 元，20BVPS9.10 元。

业绩持续高增，盈利能力同比有所提升。1）公司 2020 年 1-9 月营业收入和归母净利润分别同比增长 43.96%和 68.45%。其中，第三季度单季实现营收与净利润 6.73 亿元和 3.33 亿元，同比增长 48.30%和 71.80%。业绩增速符合预期。2）公司年化 ROE 与净利率润分别为 24.85%与 46.39%，同比均提升了 7 个百分点。

收入端：交投活跃度升温，预计基金销售为主要增长点。（1）受益于证券市场活跃度高昂，今年以来投资者的金融需求增加，上半年公司基金销售收入增长 153%；第三季度股基成交额同比增加 122%至 1.1 万亿元，预计三季度基金销售业务收入持续高增，为第三季度业绩增长的主要驱动力。（2）据易观千帆，截至 8 月末同花顺 app 月活数 3,789 万，领先优势明显。公司移动端流量优势稳固，保障增值电信服务收入增长。（3）1-9 月公司经营活动现金净流入 11.96 亿元，同比增长 67.48%，合同负债和其他非流动负债合计较年初增长 43.90%，作为业绩先行指标保障收入兑现，第四季度收入有望持续高增。

成本端：销售费用与研发投入增加，支持未来发展。(1) 公司采取更加积极的销售策略，1-9 月销售费用同比增长 42.06%至 2.03 亿元。（2）1-9 月研发金额为 4.06 亿元，同比增长 25.12%，占营收的比例为 24.40%。公司继续加大研发创新投入，进行以需求为导向的科技创新，不断升级现有产品及服务，提升公司核心竞争力，并为基于人工智能等前沿技术的未来业务增长点提供充分的资金支持。公司计划使用自筹资金投资建设同花顺未来科技园项目，项目拟投资金额为 14.02 亿元人民币，有利于协同创新、产业上下联动，促进公司各条新产品线、新业务线的研发工作。

估值

鉴于市场活跃度较高，2020 年公司业绩有望持续高速增长。维持公司原有预测，预计 20/21/22 年归母净利润预测为 13/16/19 亿元，对应 EPS 分别为 2.34/2.99/3.57 元，维持**增持**评级。

风险提示

宏观经济、市场行情不及预期，政策不确定增加，技术+流量变现遇阻。

【电新】捷佳伟创：业绩较快增长，新技术全面布局

沈成 李可伦 杨绍辉 陶波

公司发布 2020 年三季报，盈利同比增长 32%。公司经营现金流持续净流入，后续有望受益于新技术带来的订单弹性；维持买入评级。

支撑评级的要点

前三季度盈利增长 32%：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 30.84 亿元，同比增长 70.94%；实现盈利 4.51 亿元，同比增长 32.18%；扣非后盈利同比增长 27.59%。其中三季度单季实现营收 11.91 亿元，同比增长 103.35%，环比下降 14.80%；实现盈利 2.01 亿元，同比增长 82.48%，环比增长 23.37%。

经营净现金流大幅增长：前三季度公司实现经营现金流净额 5.75 亿元，同比大幅增长 204.22%；其中三季度净额 3.72 亿元，同比增长 329.17%，显示出了优秀的盈利质量。

盈利能力环比持平，费用水平明显回落：前三季度公司综合毛利率 27.04%，环比基本持平，其中三季度毛利率 26.02%，环比提升 0.36 个百分点。前三季度公司期间费用率同比下降 4.23 个百分点，其中销售费用率由 6.88%同比下降至 2.04%，管理费用也有小幅回落。

合同负债维持高位：三季度末公司合同负债余额 32.95 亿元，相比于半年末的 26.07 亿元进一步提升，维持高位，预计后续有望随订单执行逐步转化为收入。

增发布局新技术，有望支撑后续业绩：公司近期拟增发募资推动公司 PERC+电池设备和 HJT 电池设备产能释放，进一步提升公司竞争力；募资也将用于先进半导体装备研发项目，巩固公司在湿法及气相沉积工艺产品的领先地位。募投项目的建设投产有望有力支撑后续业绩高增长。

估值

在当前股本下，结合公司三季报与下游电池片产能情况，我们将公司 2020-2022 年预测每股收益调整至 1.77/2.34/3.30 元（原预测数据为 1.62/2.19/2.99 元），对应市盈率 57.1/43.0/30.5 倍；维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期；光伏政策风险；光伏装机需求不达预期；单晶 PERC 电池产能扩张不达预期；新技术进展不达预期。

【电新】宁德时代：三季报业绩符合预期，计提减值影响利润释放

沈成 张咪

公司发布 2020 年三季报，前三季度实现盈利 33.57 亿元，同比下降 3.10%，第三季度单季实现盈利 14.20 亿元，同比增长 4.24%，环比增长 18.77%；维持买入评级。

支撑评级的要点

公司前三季度盈利同比下滑 3.10%基本符合预期：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 315.22 亿元，同比下降 4.06%，实现盈利 33.57 亿元，同比下降 3.10%，实现扣非盈利 25.67 亿元，同比下降 13.40%；其中三季度单季实现营业收入 126.93 亿元，同比增长 0.80%，环比增长 29.54%，实现盈利 14.20 亿元，同比增长 4.24%，环比增长 18.77%，实现扣非盈利 11.91 亿元，同比增长 3.91%，环比增长 25.55%；公司业绩基本符合市场预期。

毛利率略有下滑，期间费用率有所下降：公司前三季度毛利率 27.41%，同比下降 1.67 个百分点，其中三季度单季毛利率 27.78%，同比下降 0.15 个百分点，环比下降 1.27 个百分点；公司前三季度期间费用率 12.33%，同比下降 2.07 个百分点，其中三季度单季期间费用率 10.91%，同比下降 4.01 个百分点，环比下降 1.68 个百分点，预计主要原因为三季度公司产能利用率有所提升。

计提减值影响利润释放，经营活动现金流靓丽：公司前三季度计提资产减值损失及信用减值损失合计 10.14 亿元，同比增长 53.17%，其中三季度单季计提减值损失合计 5.53 亿元，同比增长 322.14%，环比增长 56.21%，大额计提减值影响公司利润释放。公司前三季度经营活动现金流净流入 103.06 亿元，同比基本持平，远超公司净利润，盈利质量较高。

估值

我们预计公司 2020-2022 年每股收益为 2.24/2.87/3.45 元，对应市盈率 106.1/82.6/68.7 倍，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期；新能源汽车需求不达预期；价格竞争超预期；技术进步不达预期风险。

【电新】林洋能源：三季报业绩超预期

沈成 李可伦

公司发布 2020 年三季报，盈利增长 33%超预期；公司分布式光伏电站龙头地位稳固，EPC 发力带动光伏业绩增长，智能板块海外市场迎来收获；维持买入评级。

支撑评级的要点

前三季度盈利增长 33%超预期：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 44.18 亿元，同比增长 73.58%，实现归属于上市公司股东的净利润 9.35 亿元，同比增长 33.48%，扣非后盈利 8.82 亿元，同比增长 30.03%。其中三季度公司实现收入 14.67 亿元，同比增长 67.04%，环比下降 35.21%，实现盈利 3.65 亿元，同比增长 41.03%，环比下降 7.71%。公司三季报业绩超市场预期。

经营现金流净额大幅增长：受益于 EPC、电费补贴等回款增加，前三季度公司实现经营现金流净额 6.85 亿元，同比大幅增长 279%，其中三季度净流入 3.76 亿元，同比增长 120%，环比增长 8.70%。

智能板块海外收获颇丰：公司智能板块海外市场收获颇丰，上半年已获得 1.8 亿美元订单，实现境外销售 1.03 亿美元（含中电装备沙特项目），我们预计海外大订单的逐步释放对智能板块业绩起到积极推动作用。

光伏业务经营稳健：截至三季度末，公司在手并网光伏电站总容量 1.48GW，前三季度实现发电量 14.81 亿 kWh，上网电量 14.21 亿 kWh；并有已取得指标的在建待建项目容量约 1GW，在手储备项目近 3GW 。EPC 业务方面，公司年内已并网中广核 200MW 领跑者、申能 98MW 平价项目，有力支撑光伏业务收入与盈利。

估值

在当前股本下，结合公司三季报与行业供需情况，我们将公司 2020-2022 年预测每股收益调整至 0.57/0.72/0.87 元（原预测每股收益为 0.56/0.72/0.86 元），对应市盈率 13.5/10.6/8.8 倍；维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期；光伏政策风险；光伏电站补贴拖欠与限电风险；电表需求不达预期。

【汽车】均胜电子：Q3 业绩显著改善，未来发展看好

朱朋

公司发布 2020 年三季报，前三季度共实现营业收入 338.8 亿元，同比下降 26.0%；归母净亏损 2.8 亿元，同比下降 140.2%；第三季度共实现营业收入 133.5 亿元，同比下降 10.9%；归母净利润 2.6 亿元，同比增长 36.5%。第三季度国内外车市复苏，公司收入环比高增长，业绩显著改善略超预期。公司汽车安全等业务恢复良好，在手订单众多，重组优化完成后毛利率有望提升，推动业绩增长。公司在新能源及智能网联等领域全面布局，年内收获 BMS、V2X 众多订单，未来发展看好。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.05 元、0.91 元和 1.28 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

Q3 收入恢复良好，业绩略超预期。2020 年前三季度受疫情影响，全球轻型车销量下滑约 23%，加上剥离延锋百利得影响，公司收入下降 26.0%；受产销规模下降等影响，毛利率下降 1.8pct。销售费用下降 6.8%，预计职工薪酬等相对刚性所致。管理费用下降 21.3%，预计重组费用、差旅费等有所降低。研发费用下降 15.1%，预计职工薪酬等有所降低。财务费用小幅增长 4.5%，主要是本期欧美汇兑损失所致。前三季度四项费用率同比增加 2.3pct，加上收入及毛利率下降，归母净利润下降 140.2%。Q3 国内外汽车销量回暖，公司收入同比下降 10.9%、环比增长 60.6%，成本控制改善带来毛利率同比提升 0.4pct；销售、管理、研发费用均有所下降，财务费用受汇兑损失影响增加 13.1%，四项费用率同比下降 1.1pct，扣非净利润 3.2 亿同比增长 33.3%，业绩同环比均显著改善。

国内外汽车销量回暖，安全业务有望逐步改善。今年以来受新冠影响，全球汽车销量大幅下滑，对公司短期业绩影响较大。随着疫情影响减弱，国内外汽车销量已逐步恢复。公司汽车安全业务截止上半年在手订单达到 2107 亿元，上半年新增订单超过 164 亿元，未来项目落地将推动公司收入快速增长。毛利率方面，随着全球业务重组计划的持续进行，工厂及人员优化完成后，毛利率有望逐步提升，并推动业绩快速增长。

新能源及智能网联全面布局，未来有望保持较快增长。新能源方面，公司年内获得大众汽车中国区 MEB 平台新增车型的电池管理和监测单元产品订单，以及一汽大众、上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等主机厂的多个充电产品订单，全生命周期超过 40 亿元。国内外新能源汽车销量高速增长，公司在手订单充裕，并有望受益于大众 MEB、特斯拉等车型量产，项目落地有望推动业绩增长。车联网方面，公司拟分拆上市的子公司均联智行年内获得蔚来汽车 5G-V2X 平台项目定点，项目金额约 6.6 亿元，产品包含 V2X 的 5G-TBOX 和 5G-VBOX。国内 5G 时代来临，V2X 车联网市场空间广阔，公司把握先机前景可期。

估值

受新冠疫情影响国内外汽车销量承压，我们调整了盈利预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.05 元、0.91 元和 1.28 元，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

1）汽车销量不及预期；2）安全业务整合及汽车电子等发展不及预期。

【银行】常熟银行：盈利稳定增长，资产质量数据亮眼

熊颖 林颖颖

作为一家以小微业务为特色的农商行，公司探索出自有的特色鲜明的小微业务风控模式，公司成长性确定性强，在今年以来的疫情考验下资产质量数据依然亮眼，维持买入评级。

支撑评级的要点

营收增速放缓，信贷成本支撑盈利稳定增长

常熟银行前三季度营收同比增 4.17%，较上半年（9.46%）下降 5.29 个百分点。拆分来看，净利息收入同比增 6.4%，较上半年放缓 3.8 个百分点，主要是受到 3 季度息差环比收窄的影响。手续费收入方面，前三季度同比降 20.8%（vs-5.8%,2020Q2）。3 季度公司拨备计提力度有所减轻，信用成本下降至 0.76%（vs1.97%,2020Q2），正向支撑公司净利润从拨备前的-2.1%提升至 1.8%，增速较上半年（1.4%）总体保持稳定。

零售信贷延续快增，存款增长季度承压

3 季度公司信贷继续保持较快增长，同环比分别增 21%/4.3%，在总资产中的占比较半年末进一步提升 2.1 个百分点至 61.6%，是公司规模增长（0.7%，QoQ）的主要驱动因素。从业务类型来看，随着疫情影响的进一步减弱，公司持续加大零售贷款的投放，3 季度环比增 8.5%，在总贷款中的占比较半年末提升 2.2 个百分点至 56.2%。在零售贷款中，个人经营性贷款占比 3 季末为 63.4%，较半年末维持稳定。负债端，常熟银行 3 季度存款增长承压，3 季末同环比分别增 19.2%/0.8%，对照公司过去 2 年历史数据，估计存款增长乏力一定程度受季节因素影响。

息差环比收窄，资产质量保持优异

常熟银行 3 季度净息差进一步收窄，根据我们期初期末口径测算，公司 3 季度净息为 2.91%，环比 2 季度下降 0.19 个百分点。其中生息资产收益率环比下降 9BP，计息负债成本率环比上行 10BP。鉴于信贷资产在总资产中的占比环比仍小幅提升，预计生息资产收益率的下降主要是受贷款定价下行的拖累。负债端，3 季末存款在总负债的占比为 86.5%，环比总体维持稳定，负债端成本的上行估计主要由存款内部结构变化带来。常熟银行 3 季末不良率 0.95%，环比下降 1BP，不良率绝对水平继续维持行业低位。半年末关注类贷款占比 1.33%，环比下降 1BP。根据我们测算，公司 2 季度加回核销的不良生成率为 0.24%，较半年度下行 20BP，依然保持低位。公司 3 季末拨备覆盖率环比上行 2.3 个百分点至 490%；拨贷比为 4.63%，环比下降 3BP。公司的拨备处于行业领先水平，厚实的拨备保障了风险抵御能力。

估值

我们维持公司 2020/2021 年 EPS 0.66/0.71 元/股，对应净利润增速为 1.5%/7.3%，目前股价对应 2020/2021 年 PE 为 12.30x/11.46x，PB 为 1.23x/1.15x，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险：

经济下行导致资产质量恶化超预期。

【轻工】珀莱雅：多品牌多品类布局发力，Q3 业绩超预期

杨志威 刘凯娜

公司发布 2020 年三季报：报告期内，公司实现营收 22.9 亿元，同比+10.14%，归母净利润 2.9 亿元，同比+18.74%，归母扣非净利润 2.9 亿元，同比+21.14%；其中，20Q3 实现营收 9.1 亿元，同比+20.53%，归母净利润 1.1 亿元，同比+59.43%，归母扣非净利润 1.1 亿元，同比+57.19%。

支撑评级的要点

主品牌增速转正，Q3 恢复高增长。报告期内，公司营收同比增长 10.14%，因疫情好转，线下客流量逐步恢复，主品牌珀莱雅营收增速三季度明显提升，前三季度增长自 20H1 的-3.66%转正，预计占主营业务的 80%+。

线下渠道复苏，线上维持高增长。随着疫情逐渐好转，线下客流逐步恢复，叠加双十一提前备货，线下渠道 Q3 单季恢复正增长（20H1 同比下降 29.69%）；线上渠道预计 1-9 月同比增长约 40%，营收占比超 60%，较 2019 年末的 53.09%继续提升；跨境品牌代理业务营收占比约 5%-10%，全渠道稳健增长。

产品单价不断提升。Q3 护肤类产品实现营收 7.02 亿，同比+4.4%，营收占比 77.6%；彩妆业务在彩棠和印彩巴哈带动下，Q3 实现营收 1.32 亿元，同比+256.35%，前三季度营收占比较 20H1 的 9.92%有所提升，预计为 10%-15%；洁肤类营收 666 万元，同比增长 60%。20 年三季度公司护肤类、洁肤类、彩妆类分别的产品单价同比分别+9.7%/+18.9%/+9.1%，其中核心业务护肤类中低价面膜的占比下降，高价值的精华产品占比不断提升，预计占比 10%-20%，产品结构不断优化；洁肤和彩妆类产品单价提升均受益于线上直营占比提升。

产品结构优化助 Q3 盈利水平提升。报告期内，受今年新收入准则将运费在主营业务成本列示，及低毛利率的代理业务占比提升影响，公司毛利率同比-2.13%，但 20Q3 因低毛利的面膜占比下降，高毛利的精华占比上升，毛利率同比+4.04%，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.35%、-2.57%、-0.04%、+0.29%，应收款项减值损失增加使信用减值损失同比增加 1429 万元，最终净利率同比+2.71%，使得 Q3 盈利增长超预期。

估值

公司线下渠道环比持续复苏，增速转正，电商渠道维持高增长，彩妆与跨境品牌代理业务推进顺利，产品结构持续优化，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.34/2.92/3.46 元，同比增长 20.1%/24.6%/18.6%，当前股价对应 2020 年 PE67X，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新品拓展不达预期；经济景气度下行；市场竞争格局恶化；疫情超预期。

【轻工】顾家家居：内销增长强劲，竞争实力凸显

杨志威 刘凯娜

公司发布 2020 年三季报，前三季度公司实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 85.4 亿/10.1 亿/8.3 亿元，同比分别+9.9%/+10.1%/+24.9%；其中 Q3 单季度，公司实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 36.8 亿/4.3 亿/3.7 亿元，同比分别+33.2%/+21.1%/+58.6%。

支撑评级的要点

内外销齐发力助 Q3 营收增长提速。公司 19Q3-20Q3 单季度收入增长分别为+18.0%/+19.4%/-7.0%/+0.9%/+33.2%，三季度收入显示了强劲的恢复增长。我们认为单季度营收增速超预期，来自于内外销的共同发力，内销方面，一方面疫情后的家居需求存在回补，另一方面，在区域零售中心组织架构的支撑下，三季度重要的促销活动“816 全民顾家日”取得良好效果，订单同比增长超过 50%，预计内销增长 40%以上；海外的增长，一方面来自于疫情下的居家办公需求增加，另一方面东南亚反倾销的调查进展也对短期对美出口有刺激作用。

渠道稳健拓张，产能全面布局。公司的品类和品牌矩阵基本成型，从优势品种沙发扩展到全屋，收购的品牌完善了中高端产品结构，上半年完成品牌换新，持续扩大品牌影响力；渠道方面，线下渠道初步实现“1+N+X”布局，门店数量持续增加，也积极尝试大家居融合店、多品类店等模式，顾家生活馆济南店上半年顺利开业，全屋融合新零售大店模式继续落地，线下渠道的多元化不断完善。产能方面，公司实现了“6+3”布局，国内在浙江、湖北、河北拥有 6 家生产基地，国外在在越南、马来西亚已完善产业布局，墨西哥基地也已正式启动，以提升对美出口交付能力，并规避贸易摩擦风险。

现金流稳步回升，盈利能力保持稳健。公司 Q1-Q3 经营性现金流分别实现-4.0 亿/6.85 亿/8.23 亿，同比分别-261%/+53%/+13%，显示出随着经营恢复正常，现金流持续好转。Q3 毛利率 34.4%，同比增加 0.3pct，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比+0.07pct/-1.4pct/+1.7pct，Q3 单季度期间费用率为 23.08%，同比+0.40pct，同时营业外收入减少约 1800 万，短期因素影响单季度净利率下降 1.6pct 至 12.4%。

估值

公司疫情后的迅速修复，证明了公司优秀的管理运营能力，公司品牌品类日臻完善，竞争实力不断增强，市场份额不断增长，看好公司从软体龙头向全品类家居巨头迈进。维持公司 2020-2022 年 EPS 预测分别为 2.05/2.48/2.90 元，同比增长 11.5%、21.0%、17.1%，当前股价对应 21 年 PE25.8X，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

房地产调控升级；行业竞争加剧；疫情持续时长超预期；并购企业商誉减值。

【轻工】晨光文具：传统业务迅速恢复，盈利能力保持稳健

杨志威 刘凯娜

公司发布 2020 年三季度报告：1-9 月份，公司实现营收 85.4 亿元，同比+7.4%，归母净利润 9.1 亿元，同比+13.9%，扣非归母净利润 7.9 亿元，同比+4.2%。其中，Q3 实现营收 37.8 亿元，同比+21.5%，归母净利润 4.5 亿元，同比+35.6%，归母扣非净利润 4.1 亿元，同比+21.8%。

支撑评级的要点

大学汛战绩优良，传统业务明显恢复。前三季度，公司营收恢复正增长，其中 Q3 营收增长 21.5%，其中书写工具/学生文具/办公文具/其他产品/办公直销业务分别同比+22.3%/+8.5%/+39.5%/+6.6%/+28.9%。我们测算公司传统业务 Q3 单季度实现 18.2%的增长，前三季度实现 2%左右的增长。传统业务的改善，一方面来自于疫情改善后的复工复学进展，办公文具增长迅速，另一方面，在公司自身前两季度持续的投入与蓄力下，三季度大学汛期，公司的战绩优良，线上线下的市场份额均有所提升。毛利率方面，书写工具、学生文具、办公文具分别同比+4.0pct、+0.5pct、-0.24pct，产品结构优化和成本下降使得书写工具毛利率维持了上升趋势。安硕出口业务受到海外疫情的影响，前三季度预计亏损几千万，剔除这一影响，我们认为公司传统业务盈利能力持续提升，仍然保持高质量成长。

线上业务增长迅速，办公直销修复正常。1）线上业务：疫情以来公司加大了电商投入，开发了多款线上专供产品，并通过外部直播与品牌自播进行品牌推广，助晨光科技营收 Q3 同比+78.2%，保持高增长，前三季度收入达到 3.4 亿，同比+69.3%，线上增速明显超越行业；2）零售大店：Q3 零售大店展店速度明显加快，净增九木杂物社 39 家至 334 家（直营、加盟店分别净增 31 家、8 家），预计全年将新增 100 家门店，杂物社前三季度营收同比+17%至 3.6 亿元，疫情影响了单店收入，预计后续季度将能看到杂物社更明显的恢复；3）办公直销：晨光科力普营收同比+15.5%至 28.6 亿元，Q3 增长 28.9%，恢复性增长明显，前三季度实现了正盈利；

盈利能力保持稳健。报告期内，由于办公直销和传统办公文具增长较快，Q3 整体毛利率下降 0.6pct 至 27.1%，单季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.04%/-0.18%/-0.18%/+0.16%，期间费用率基本保持平稳，政府补助和公允价值变动损益贡献了约 5000 万得非经常损益，使得单季度净利润增长较快。

估值

公司传统渠道恢复迅猛，竞争实力和市场份额在疫情后有所改善，未来在精品文创战略带领下收入仍能保持双位数高质量增长，新业务稳步推进带来成长性。维持预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.31/1.68/2.06 元，同比增长 13.8%/28.4%/22.5%，当前股价对应 2021PE46.5X，考虑到传统业务的稳健以及潜力，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

科力普竞争加剧；杂物社渠道拓展不畅；疫情持续时间超预期。

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

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