

9 月金股组合

股票代码	股票名称
601601.SH	中国太保
002233.SZ	塔牌集团
300751.SZ	迈为股份
002643.SZ	万润股份
000157.SZ	中联重科
002048.SZ	宁波华翔
000739.SZ	普洛药业
603919.SH	金徽酒
603801.SH	志邦家居
002410.SZ	广联达

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3234.82	(0.61)
深证成指	12742.85	(0.92)
沪深 300	4581.98	(0.06)
中小板指	8453.89	(0.39)
创业板指	2483.03	(1.60)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
休闲服务	2.02	通信	(4.99)
建筑材料	0.99	国防军工	(4.57)
房地产	0.24	计算机	(3.86)
家用电器	0.05	传媒	(3.65)
银行	(0.23)	钢铁	(3.42)

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-20200911

■重点关注

【固收】双循环赋予消费多大空间：外需承压下储蓄与消费如何演变*肖成哲。“双循环”下，外贸下降对经济增长的牵制需要由消费的上升来弥补。

【化工】化工行业 2020 年半年报综述：疫情冲击大，展望偏乐观*余嫄嫄 王海涛 鞠龙。化工大部分子行业景气回落，受疫情及油价暴跌冲击较大。维持行业强于大市评级。重点关注龙头企业。

【机械】8 月挖掘机销量数据点评：淡季不淡挖掘机 8 月继续 50%以上高增长，地方债发行加速有望带来新一轮销售热潮*陶波 杨绍辉。2020 年 8 月，共计销售各类挖掘机 20939 台，同比增长 51.3%，其中国内市场销量 18076 台，同比增长 56.3%，出口销量 2863 台，同比增长 25.7%。1-8 月累计销量 210474 台，同比增长 28.8%，其中国内销量 190222 台，同比增长 29.7%，出口 20252 台，同比增长 20.8%。

【机械】A 股半导体设备中报综述：二季度业绩环比大幅改善，核心产品研发和工艺验证持续进行*杨绍辉 陶波。随着疫情状况向好，半导体设备公司二季度业绩大幅改善、趋势向好。行业景气度趋势上行，A 股半导体设备公司国产替代受益空间较大。

【机械】精测电子：半导体量测设备业务进展顺利*杨绍辉 陶波。公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 7.32 亿元，同比减少 21.40%；归属于上市公司股东的净利润 0.48 亿元，同比减少 69.33%。

重点关注

【固收】双循环赋予消费多大空间：外需承压下储蓄与消费如何演变

肖成哲

“双循环”下，外贸下降对经济增长的牵制需要由消费的上升来弥补。

贸易“去全球化”预计还会成为长期典型的国际问题，外贸下降对经济增长的牵制需要由消费的上升来弥补。在内循环承接外需缩减压力的大趋势下，中国经济对外贸的依赖程度在未来 30 年内大概率会持续减弱，而三驾马车中消费对 GDP 的拉动是相对稳定的，政策刺激投资容易引发“后遗症”，促进消费可以避免对经济的负面影响。根据测算，到 2050 年末，中性情景下中国总消费占 GDP 比重可以达到 59%，而储蓄率预计在 2030 年达到阶段峰值之后开始下降。

中国居民财产性收入占 GDP 的比重低拖累了居民消费，同时居民储蓄和企业储蓄的分割也助长了储蓄率居高不下。一方面，2016 年，中国居民的金融资产持有量占 GDP 比重仅为 241%，远低于美国的 418%，且主要为存款类的低收益产品，拉低了财产性收入占 GDP 比重，从而拖累了居民消费；另一方面，企业储蓄无法为居民创造直接的收益，使得居民储蓄偏好处在较高水平，使得中国广义储蓄率远高于其他国家。

靠提升居民工资无法拉动整体居民消费水平。需促成产业结构向第三产业推进，控制房价，避免对消费形成“挤压效应”。①基于历史数据来看，居民平均工资上涨的时候往往伴随着工资总额占 GDP 比重的下降，而房价的过快上涨会对消费形成一定的“挤压效应”。②由于服务业上限是弱约束（旅行、酒店可以提升品质），在满足必需品、耐用品的消费后，借服务业消费来拉动居民消费支出是较好的出路。因此，消费的提升有赖于我国产业结构升级转型，由第二产业主导加速跨进由第三产业主导的国家行列。

“外循环”变为“双循环”影响的是经济结构，经济增速长期下滑带动债券收益率走低的趋势是不会改变的。“双循环”、提升消费、降低储蓄率对经济的影响都是结构性的，即外需下行的趋势需要靠消费找补回来。考虑到国债定价本质是投资一国的回报，则在未来 30 年的长区间里，国债收益率随着 GDP 增速下滑的本质是不会发生改变的。无风险利率下滑、信用违约事件成为新常态，靠提高风险偏好赚取信用溢价、规避“雷区”成为债券高回报的重要源泉。

风险提示：美债和美元走势脱钩、美国大选的不确定性、海外疫情风险

【化工】化工行业 2020 年半年报综述：疫情冲击大，展望偏乐观

余嫄嫄 王海涛 鞠龙

化工大部分子行业景气回落，受疫情及油价暴跌冲击较大。维持行业强于大市评级。重点关注龙头企业。

主要观点

行业景气回落明显。受到疫情冲击，2020 年上半年全行业营业收入同比下滑 19.20%，归母净利润同比下滑 70.26%。综合毛利率、净利率分别为 16.90%、1.77%，同比分别同比分别上升 0.07pct 和下降 2.46pct；ROE（摊薄）为 1.43%，同比下滑 3.50pct。从在建工程角度来看，行业内公司在建工程同比增长 6.17%，剔除涤纶板块的在建工程数据后，同比增长 23.12%。

子行业分化显著：2020 年上半年，以毛利率和 ROE 的增长作为盈利能力的判断，改性塑料、涤纶、其他化学原料、轮胎、氨纶、钾肥等行业的盈利能力继续提升；从投资支出方面看，农药、轮胎、磷化工及磷酸盐、民爆用品、纺织品化学用品等行业在建工程同比上升明显。

投资建议

展望后市，我们认为**可以乐观一些**。需求端来看，下游汽车、房地产、纺织服装等行业均呈现出恢复的态势，总体经济环境或将呈现国内较强复苏、海外弱复苏的情况。另一方面，半导体、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。供给端行业以及未来扩产更多集中于优势龙头企业。成本端，我们认为油价大幅上行不具备需求基础，但大跌亦概率很小。

部分化工品价格开始反弹，尤其是最近两个月以来趋势较为明显。在我们重点监测的 95 种化工产品中，近三个月价格均值环比回升的有 43 种，占比为 45%。着眼宏观大环境，每年需求的旺季分别在 4-5 月以及“金九银十”，今年二季度的旺季可能被疫情打乱，而**“金九银十”正在逐步到来，需求的恢复叠加旺季的因素，部分化工产品涨价有望延续，三季度行业业绩有望环比改善。**从估值的角度，截至 2020 年 9 月 8 日，石油化工和基础化工动态 PE 分别为 38.87、36.66，动态 PB 分别为 1.09、2.81。估值处于低位，存在修复空间。**维持行业“强于大市”评级，尤其看好优秀龙头企业长期发展。**重点关注以下几条主线：

1、集中度提升，供给格局优化：一是农药随着小企业的退出，行业龙头公司有较大的资本开支及多个投扩产计划，未来行业集中度将持续提升。推荐扬农化工、联化科技、利尔化学。二是维生素供给端格局优化，推荐新和成，关注浙江医药。三是减水剂行业集中度提升，推荐苏博特。

2、自主可控，进口替代：一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。推荐万润股份、飞凯材料、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐皇马科技、金禾实业等。

3、民营大炼化陆续投产。推荐桐昆股份、卫星石化。关注：恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。

4、行业集中度还将继续提升，优质龙头有望穿越周期。长期推荐万华化学、华鲁恒升。

风险提示：油价异常波动风险；疫情持续时间与影响面超预期。

【机械】8 月挖掘机销量数据点评：淡季不淡挖掘机 8 月继续 50%以上高增长，地方债发行加速有望带来新一轮销售热潮

陶波 杨绍辉

2020 年 8 月，共计销售各类挖掘机 20939 台，同比增长 51.3%，其中国内市场销量 18076 台，同比增长 56.3%，出口销量 2863 台，同比增长 25.7%。1-8 月累计销量 210474 台，同比增长 28.8%，其中国内销量 190222 台，同比增长 29.7%，出口 20252 台，同比增长 20.8%。

点评：

8 月挖掘机销量继续高增长，地方债发行加速有望带动工程机械设备需求持续上行：8 月挖掘机销量 20939 台，同比增长 51.3%，其中国内市场销量 18076 台，同比增长 56.3%，出口 2863 台，同比增长 25.7%，国内疫情有效控制以来挖掘机销量增速已连续 5 个月超 50%，行业高景气周期延续，持续高增长主要系疫情后加大逆周期调节力度，基建投资持续上行，地产投资也持续回暖，行业呈现明显的淡季不淡、旺季更旺的需求特征；海外部分区域疫情仍持续发酵，但出口继 7 月实现 30%以上增长后再实现 25%以上的增长，彰显国内工程机械品牌在全球不同区域的认可度越来越高、国际竞争力愈来愈强。7 月 29 日，财政部发文要求加快地方政府专项债的发行使用，力争 10 月底前发行完毕，8 月地方债发行重回快车道，单月发行规模 1.2 万亿元，根据地方债新增限额，9、10 月地方债有望继续放量发行，月均地方债发行规模近 5000 亿元，地方债的发行加速将带动基建投资加速上行，高温、雨季后耽误的工程项目也会加速开工，将大幅拉动工程机械设备的需求，我们预计 9 月挖掘机销量仍有望保持 40%左右的高增长，四季度旺盛需求将持续，全年销量有望冲击 30 万台。

中小挖继续实现强劲增长，小挖中长期成长动力突出：从国内市场不同机型来看，8 月小/中/大挖销量分别为 10142/5391/2543 台，分别同比增长 51.5%/80.5%/35.1%，大挖增速有所回落，中小挖继续实现强劲增长，中挖增速进一步超过小挖，年内首次超过 80%，主要系房地产的强劲需求及各地方中大型项目密集开工所致；1-8 月小/中/大挖累计销量分别为 116082/49011/25129 台，分别同比增长 32.6%/28.3%/20.3%，分别累计占比 61.0%/25.8%/13.2%。在新基建、新型城镇化及中小型交通、水利重大工程的“两新一重”建设中，中小挖将发挥更重要的作用；随着劳动力减少及人工成本的持续上行，小挖替代劳动力的经济性和工作效率优势愈发明显，机器换人将持续推进；近期虽加大对地产的调控力度，但在构建国内国外双循环的发展新格局背景下，地产投资未来仍有望保持在较高水平，这些因素将为中小挖尤其是小挖的中长期增长提供强劲的动力，我们认为未来小挖保有量占比还有较大的提升空间，未来 2-3 年，预计小挖市场成长性突出，周期波动性将明显减弱。

国产主机厂商引领行业增长，龙头市场份额提升重回上行轨道：8 月三一、徐工、卡特、柳工、临工销量分别同比增长 71.3%/55.9%/20.4%/38.2%/79.4%，单月市场份额分别为 29.4%/15.3%/11.3%/7.6%/7.4%，以三一、徐工为代表的国产龙头 8 月销售表现亮眼，二季度行业需求旺盛造成龙头企业产能暂时性不足，市场份额提升的节奏有所放缓，进入三季度以来，产能因素消除，国产龙头品牌再次彰显强劲的市场竞争力，市场份额大幅提升，重回上行轨道，CR5 市场份额 71.0%，环比提升 1.8pct，相比 2019 年提升 4.4pct；1-8 月累计市场份额分别为 26.0%/16.0%/10.6%/7.9%/8.3%，CR5 市场份额 68.7%，相比 2019 年提升 2.0pct，行业集中度进一步提升，国产品牌市场份额也持续攀升，而日系、韩系、欧美品牌市场份额相比 2019 年全面萎缩。国内主机龙头中联挖机今年实现“0 到 1”的突破，1-8 月累计销量超 4500 台，市场份额超 2%，8 月单月销量超 450 台，环比有所减少，预计公司全年将实现近 7000 台的销量，随着公司定增募资补土方机械短板及智慧产业城挖掘机智能产线的投产，公司有望具备冲击行业前 5 乃至行业前三的强劲实力。

投资建议：持续重点推荐中联重科、三一重工、徐工机械、恒立液压，建议关注建设机械、柳工等。

风险提示：全球疫情控制进度不及预期，境外输入导致国内复工复产出现反复，部分产品全球化供应短缺，基建及地产投资增速不及预期，市场竞争恶化。

【机械】A 股半导体设备中报综述：二季度业绩环比大幅改善，核心产品研发和工艺验证持续进行

杨绍辉 陶波

随着疫情状况向好，半导体设备公司二季度业绩大幅改善、趋势向好。行业景气度趋势上行，A 股半导体设备公司国产替代受益空间较大。

报告要点

半导体设备板块整体业绩向好，且二季度环比大幅改善。据我们统计的 A 股半导体设备上市公司，上半年营业收入合计同比增长 1.84%，其中测试设备长川科技、华峰测控增速靠前；单二季度营业收入合计环比增长 30.02%，大部分公司单季度收入均环比改善，芯源微、至纯科技改善幅度最大；上半年 A 股半导体设备上市公司净利润合计同比下降 18.59%，其中长川科技、中微公司净利润高增长；单二季度净利润合计环比增长 133.09%。盈利能力方面，上半年半导体设备上市公司毛利率同比下降 4.60pct 至 37.92%，净利率同比下降 3.32pct 至 14.20% 。

订单情况向好，经营质量改善，持续重视研发。上半年 A 股半导体设备上市公司整体存货同比增长 17.94%，合计为 102.29 亿元，其中北方华创增加超 6 亿，预收账款也大幅增长；整体经营性现金流量净额 11.41 亿元，较 2019 年上半年增幅超 220%，其中北方华创超 10 亿，中微公司、晶盛机电超 5 亿；整体研发支出合计为 8.59 亿元，同比增长约 13%，占营收比重同比提升 1.17pct 至 12.42%。

主要半导体设备上市公司的最新进展如下：

(1)中微公司：刻蚀设备收入稳定增长， CCP、ICP 刻蚀设备研发全面铺开，定增提高高端刻蚀、CVD 等新产品线的研发强度，增强国际竞争力；

(2)北方华创：刻蚀机、PVD、CVD、ALD、清洗设备、立式炉、外延炉等在先进工艺验证方面取得阶段性成果，部分工艺完成验证，第三代设备碳化硅长晶炉、刻蚀机、PVD、PECVD 等批量供应；

(3)芯源微：前道方面，涂胶显影设备新技术应用于新产品并通过现场验证与改进，Spin Scrubber 清洗机设备通过验证，订单情况良好；后道方面，涂胶显影设备与单片式湿法设备应用领域进一步拓展；

(4)万业企业：IC 离子注入机方面，产品已进入晶圆验证阶段，且国内一 家重要的 12 英寸晶圆芯片制造厂与一家存储器芯片设计制造厂正在评估公司产品；

(5)精测电子：实现半导体检测前道、后道全领域覆盖，设备研发、验证和开拓客户进展良好，半导体业务板块已累计取得亿级别的订单(含 WINTEST)，且武汉精鸿、上海精测基本实现供应链国产化；

(6)华峰测控：实现模拟及混合信号类半导体自动化测试系统的进口替代并进入国际供应链，STS8200 /8300 产品系列产品表现优异，通过 IPO 募投切入 SoC 测试和大功率 ATE，打开成长空间；

(7)盛美半导体：槽式清洗设备、Tahoe 单片槽式组合清洗设备 2019 年已经实现收入，而前道刷洗设备、无应力抛光设备、立式炉管设备预计 2020 年实现收入。

重点推荐

A 股半导体设备推荐组合：中微公司、北方华创、万业企业、长川科技、晶盛机电、精测电子、芯源微、华峰测控，关注盛美半导体、至纯科技。

评级面临的主要风险

客户晶圆厂项目进度低于预期；新产品工艺验证时间长且风险高；零部件国产化缓慢。

【机械】精测电子：半导体量测设备业务进展顺利

杨绍辉 陶波

公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 7.32 亿元，同比减少 21.40%；归属于上市公司股东的净利润 0.48 亿元，同比减少 69.33%。

支撑评级的要点

疫情影响公司业绩，二季度逐步恢复。一季度，疫情导致公司及下游客户生产受到影响，但随着二季度防控形势向好，疫情对公司业务影响逐步好转，半年报业绩同比下滑幅度从一季度 32.66%收窄至 10.80%。公司上半年存货为 9.06 亿元，较期初增加 41%。

OLED 检测占比提高。公司收入仍以面板设备业务为主，上半年信号检测/AOI 光学检测/OLED 检测系统收入占比分别为 7.51%/35.48%/45.79%。公司 OLED 检测收入比重相比上年同期提高约 10%升至 45.79%。公司 Micro LED、Mini LED 等也有技术和订单储备，小尺寸 Micro LED 检测设备已开发应用，未来将针对大尺寸 Micro LED 持续完善产品线。

膜厚量测设备获得重复订单。公司实现半导体检测设备前道、后道全领域覆盖。具体来看，武汉精鸿 ATE 设备已获得存储器一线客户批量重复订单；子公司 WINTEST 驱动芯片测试设备取得批量订单；上海精测膜厚产品已取得国内一线客户的批量重复订单，其他客户的拓展工作也已取得较好的成绩，电子显微镜等相关设备的研发符合预期，预计在 2020 年推向市场，其余储备的产品目前正处于研发、认证以及拓展的过程中。

估值

考虑到疫情对精测电子本身及其当地客户的影响，我们将 2020-2022 年利润预期从 3.48/4.18/4.46 亿元，调整至 2.86/3.52/4.13 亿元，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

客户建厂进度不达预期；零部件供应不及时；面板显示设备业务竞争加剧；半导体设备新产品研发强度大导致盈利波动；新产品研发进度低于预期。

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
王大林	S1300520060003	dalin.wang@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

励雅敏	S1300517100003	yamin.li@bocichina.com
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

王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@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

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
鞠龙	S1300519060002	long.ju@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

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@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