




**8 月金股组合**

| 股票代码 | 股票名称 |
|---|---|
| 300059.SZ | 东方财富 |
| 600438.SH | 通威股份 |
| 002233.SZ | 塔牌集团 |
| 603916.SH | 苏博特 |
| 688012.SH | 中微公司 |
| 601689.SH | 拓普集团 |
| 000739.SZ | 普洛药业 |
| 600887.SH | 伊利股份 |
| 603801.SH | 志邦家居 |
| 002230.SZ | 科大讯飞 |

**市场指数**

| 指数名称 | 收盘价 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 上证综指 | 3373.58 | (0.36) |
| 深证成指 | 13669.41 | 0.02 |
| 沪深 300 | 4761.95 | 0.13 |
| 中小板指 | 9171.00 | (0.45) |
| 创业板指 | 2701.60 | 0.63 |

**行业表现（申万一级）**

| 指数名称 | 涨跌% | 指数名称 | 涨跌% |
|---|---|---|---|
| 建筑材料 | 2.00 | 国防军工 | (3.62) |
| 休闲服务 | 1.70 | 有色金属 | (1.81) |
| 计算机 | 0.63 | 农林牧渔 | (1.60) |
| 机械设备 | 0.58 | 综合 | (1.47) |
| 纺织服装 | 0.52 | 采掘 | (1.46) |

*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-20200826

## ■重点关注

**【银行】银行业周报：8 月 LPR 环比持平，下半年不良处置力度将加大*励雅敏 林颖颖。**上周央行公布 8 月 LPR 数据，与 7 月持平，我们认为下半年随着货币政策的边际收敛，银行资产端收益率下行速度放缓，对银行息差带来的压力将有缓解。

**【建筑】建筑行业周报：PPP 新操作指南有望出台，引导市场稳定预期*余斯杰。**近期 PPP 新操作指南有望出台，对 PPP 推动来说是利好，明确了政策，结束了市场按照各自对原有政策理解来操作的现状，对市场产生一种正向的影响。

**【建材】建材行业周报：长三角水泥领跑全国，全国景气度有所分化*余斯杰。**本周长三角地区水泥价格涨势迅猛，领跑全国。但西南地区因洪涝灾害影响，水泥价格有所下滑。全国不同区域景气度有所分化。

**【家电】家用电器行业周报：零售数据短期波动，继续看好地产后周期改善*孙谦。**上周申万家用电器指数下跌 1.95%，中信白色家电指数下滑 2.7%，出现比较明显回调，主要和当周公布的 7 月终端零售数据表现较弱有关。我们认为，7 月长江流域洪灾对家电直接需求和竣工均有影响，618 大促对后续月份需求亦有一定透支，这些均为短期因素。

**【电子】韦尔股份：CIS 持续升级，盈利能力提升明显*赵琦 王达婷。**公司发布 2020 年半年报：20H1 实现营收 80.42 亿元，较上年同期经追溯调整后增长 41.02%；实现归母净利润 9.90 亿元，较上年同期追溯调整后增长 1206.17%；剔除 2017 年限制性股票激励计划及 2019 年股票期权激励计划摊销费用影响，归母净利润为 10.77 亿元，同比增长 565.92%。

**【煤炭】潞安环能：中报业绩符合预期，市净率 0.7 倍*唐倩。**20 年上半年归母净利润同比下降 26%至 11.7 亿元，符合预期。公司市净率只有 0.7 倍，市盈率 8.8 倍，均低于行业平均。作为国有重点煤炭企业，未来国企改革值得期待，提升中长期价值。维持买入评级。

**【食品饮料】山西汾酒：青花快速增长，省外占比提升，业绩如期高增*汤玮亮 邓天娇。**山西汾酒公布 20 年半年报。收入符合预期，净利略超市场预期。

**【采掘】阳泉煤业：20 年上半年业绩下降 32%，煤价下跌是主因*唐倩。**20 年上半年归母净利同比下降 32%至 7.21 亿元，符合预期，主要受煤价下跌影响。煤炭产销量分别增长 7%和 16%，保持了近年的较好增长。20 年市盈率和市净率分别为 9.6 倍和 0.62 倍，估值不贵，维持买入评级。

**【医药生物】沃森生物：PCV13 7-8 月市场准入加快，批签发量稳步增长*邓周宇。**公司 13 价肺炎疫苗（PCV13）7-8 月市场准入工作进度加快。随着市场终端进一步打开，PCV13 批签发量稳步增长，公司 PCV13 销售有望在三季度快速放量，公司业绩高增长可期，维持增持评级。

**【电子】立讯精密：H1 业绩高增长，各项业务顺利推进*赵琦 王达婷。**公司发布 2020 年半年报，业绩增长高，维持买入评级。

**【机械】恒立液压：泵阀业务持续放量，向全球液压件龙头企业进军*陶波 杨绍辉。**营收、利润高增长，维持买入评级。

## 重点关注

**【银行】银行业周报：8 月 LPR 环比持平，下半年不良处置力度将加大**

**励雅敏 林颖颖**

**上周央行公布 8 月 LPR 数据，与 7 月持平，我们认为下半年随着货币政策的边际收敛，银行资产端收益率下行速度放缓，对银行息差带来的压力将有缓解。在市场对中报业绩利空预期落地后，银行估值安全垫进一步夯实。经过前期调整，目前银行板块估值对应 2020 年为 0.74xPB，具备低估值、低重仓的特点，我们认为随着国内经济形势的逐步转好，板块后续季度配置意愿有望提升，看好板块绝对收益。个股方面，8 月进入业绩期，建议关注基本面稳健的优质个股（招商银行、宁波银行等），以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。**

**银行：**过去一周 A 股银行板块下跌 0.33%，同期沪深 300 指数上涨 0.30%，A 股银行板块跑输沪深 300 指数 0.64 个百分点。按中信一级行业分类标准，银行板块涨跌幅排名 20/29。不考虑次新股，16 家 A 股上市银行涨幅靠前的是宁波银行（+3.96%）、南京银行(+0.58%)；涨幅靠后的是兴业银行 (-0.99%)、浦发银行 (-0.85%)。次新股里涨幅靠前的是无锡银行（+2.59%）、苏州银行（+1.57%）。14 家 H 股上市银行涨幅靠前的是重庆农村商业银行(+2.45%)、重庆银行(+1.69%)。
**信托：**陕国投 A、中航资本、经纬纺机、爱建集团分别上涨 1.98%/0.97%/0.72%/0.67%，安信信托下跌 2.08%。

**行业新闻回顾：**1）8 月 1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%，均与上月持平（央行）；2）8 月 17 日一次性续做 1 年期中期借贷便利（MLF）7000 亿元，利率为 2.95%，与上期一致（央行）；3）最高法发布新修订的《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》，以一年期 LPR 的 4 倍为标准确定民间借贷利率的司法保护上限（最高法）；4）国常会要求进一步落实金融支持实体经济的政策措施，助力市场主体纾困发展，具体包括：保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌、提高金融支持政策便利度、开展银行不合理和违规收费检查、防范金融风险等（中国政府网）；5）截至 8 月 19 日，已分 4 批提前下达新增专项债券额度 3.55 万亿元（全年计划新增 3.75 万亿元）（中证网）；6）央行发布 2020 年第二季度支付体系运行总体情况，2 季度全国银行卡在用发卡数量环比增长 1.52%（vs2020Q1，1.30%）；2 季度银行卡交易金额同比增长 0.91%，银行卡人均消费金额同比上升 0.59%，卡均消费金额同比下降 7.01%；信用卡逾期半年未偿信贷总额占应偿信贷余额的 1.14%（vs2020Q1，1.27%）（央行）；7）银行正在加快压降存量理财产品规模，近期有银行开启了未到期“老”理财产品的强退模式（上证报）；8）工商银行关于获准发行二级资本债券的公告：本行获准公开发行不超过 1300 亿元人民币二级资本债券；9）成都银行关于发行无固定期限资本债券获得中国银保监会四川监管局批准的公告：银保监会同意本公司发行不超过 60 亿元人民币的无固定期限资本债券；10）上海银行 2020 年半年度报告：营业收入同比+9.46%，归母净利润同比+1.38%，不良贷款率 1.19%；11）常熟银行 2020 年半年度报告：营业收入同比+1.04%，归母净利润同比+3.90%，不良贷款率 0.96%。

**资金价格：**过去一周，央行净投放资金 4,600 亿，其中逆回购投放 13,600 亿，逆回购到期 9,000 亿。下周 MLF 到期 1,500 亿，逆回购到期 6,100 亿。银行间拆借利率走势向上，7 天/1 月期/6 月期 Shibor 利率分别上升 6bp/3bp/2bp 至 2.28%/2.34%/2.80%。国债收益率走势向上，1 年期国债收益率上升 16bp 到 2.43%，10 年期国债收益率上升 5bp 到 2.98%。

**理财价格：**理财产品平均年收益率(万得)为 3.73%，较上周下降 2bp。

**信托市场回顾：**8 月截至上周，集合信托共成立 922 只，成立规模 791.65 亿元，平均期限 2. 64 年，平均预期收益率为 6.72%，较上期下降 33bps。

**同业存单：**1 月 AAA+级同业存单利率上升 8bp 至 2.17%，3 月 AAA+级同业存单利率上升 3bp 至 2.60%，6 月 AAA+级同业存单利率上升 8bp 至 2.85%。7 月末同业存单余额为 10.68 万亿元，较 6 月末增加了 4,769.8 亿元。

**债券融资市场回顾：**据万得统计，8 月截至上周，非金融企业债券净融资规模 136 亿元，其中发行规模 10,060 亿元，偿还规模 9,924 亿元。

**风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期。**

**【建筑】建筑行业周报：PPP 新操作指南有望出台，引导市场稳定预期**

**余斯杰**

**近期 PPP 新操作指南有望出台，对 PPP 推动来说是利好，明确了政策，结束了市场按照各自对原有政策理解来操作的现状，对市场产生一种正向的影响。**

**建筑板块本周整体上涨，表现稍好于大盘：**本周申万建筑指数收盘 2236.15 点，建筑板块周涨幅 0.81%，跑赢大盘。板块整体估值 1.010 倍 PB，较上周增加 0.010。细分板块中房屋建设下跌，跌幅为 0.42%，其他均上涨，设计咨询涨幅最大，涨幅为 2.71%。相关概念板块全部上涨，涨幅区间为 0%-4%，其中装配式建筑涨幅最大，为 3.14%。

**建筑行业上市公司新签订单数量与上周相比有所增加：**除去八大央企的情况，本周建筑行业上市公司新签订单数量与上周相比有所增加。本周上市公司，新签订单 6 项，中标 3 项。新签订单金额 25.37 亿元，中标和新签合计 34.48 亿元。其中 EPC 项目 3 项，PPP 项目 1 项，施工 3 项，采购项目 1 项，设计勘察项目 1 项。

**7 月份基建投资增速保持稳定，房地产开发投资增速小幅提升：**7 月份建筑行业相关投资数据增速保持稳定：基建投资完成额 1.64 万亿元，同增 7.7%，单月增速相比 6 月份下降 0.7pct，连续两个月增速下滑。电热气水、交运邮储、公用水利三大基建分支行业分别完成投资额 0.26、0.62、0.76 万亿元，同比分别增长 16.9%、11.7%、1.9%，电热气水相关投资额增速有所下滑，公用水利投资额增速环比提升 2.7pct。铁路、公路、市政、水利四大基建二级行业投资额分别为 0.10、0.44、0.09、0.60 万亿元，同比分别增长 17.5%、10.4%、17.5%、0.0%。铁路投资增速相比 6 月份回落 17.3pct，水利投资增速相比 6 月份提升 11.2pct，公路与市政投资增速保持稳定。房地产开发投资完成额 7.53 万亿元，同增 11.6%，增速环比上行 3.2pct，地产投资复苏态势良好。总体看，7 月份基建投资增速保持稳定，小幅回落，主要是电热气水行业投资增速下降，交运投资和公用水利投资保持稳定。房地产开发投资增速有所提升。

**PPP 新操作指南有望出台，将给予市场一个稳定的预期：**近期一直在修订的《政府和社会资本合作模式操作指南》有望出台，这也是 PPP 多项规则文件因时间失效后，修订出台的第一份规章制度。新的操作指南出台，对 PPP 推动来说是利好，明确了政策，结束了市场按照各自对原有政策理解来操作的现状，对市场产生一种正向的影响。

**重点推荐**

建议关注基建龙头**中国铁建**，钢结构龙头**鸿路钢构**，以及质地优良逐步发展钢结构业务的建筑民企**龙元建设**。

**评级面临的主要风险**

专项债发行不及预期，建筑央企改善不及预期

**【建材】建材行业周报：长三角水泥领跑全国，全国景气度有所分化**

**余斯杰**

**本周长三角地区水泥价格涨势迅猛，领跑全国。但西南地区因洪涝灾害影响，水泥价格有所下滑。全国不同区域景气度有所分化。玻璃行业价格涨势依然迅猛，当前价格已经达到历史最高。**

**建材板块走势强于大盘：**本周申万建材指数收盘 8605.36 点，本周涨幅为 2.42%，涨幅超过大盘。行业平均市盈率 17.880 倍，相比上周增加了 0.420。板块总体上涨，且涨幅超过大盘。细分板块中耐火涨幅最大，为 8.48%，玻璃制造跌幅最大为 1.39%。概念板块中，海绵城市涨幅最大，为 2.50%，新材料跌幅最大为 1.30%。

**长三角水泥涨势迅猛，全国景气度有所分化；玻璃价格再创新高：**本周水泥全行业景气度总体向好，但各个区域有所分化。华东华南等地区需求恢复行业景气度较好，华中西南地区受洪涝灾害影响，需求下滑明显。全国熟料价格平均上涨 2.84 元，P·O42.5 均价比上周上下降 0.48 元，P·S32.5 价格比上周提升 0.16 元；全国平均开工率下降 1.29pct，库容比小幅提升 0.75pct。上周末长三角地区迎来第二轮熟料涨价潮，华东地区熟料价格平均上涨 10.63 元/吨，东北上涨 2.5 元/吨，华中上涨 1.25 元/吨，西南下跌 3.13 元/吨。华东地区 P · O42.5 和 P · S32.5 分别上涨 5.7 元/吨和 9.3 元/吨。全国其他地区粉末价格和上周持平或略有下降。出货量方面，华中和华南地区开工率分别相比上周提升 1.25 和 7.5pct；东北和华东地区熟料库容比分别相比上周下降 6.7 和 2.7pct。总体看，本周随着华东、华南等地区需求反弹，区域景气度领先全国。西南和华中等地区受洪涝灾害影响，需求较弱，行业景气度较低。本周平板玻璃价格上涨势头不减，单周平均价格上涨 3.4 元/重箱，价格达到 95.1 元/重箱。价格达到历史新高。重点省份库存同比增速相比上周下降 2.0pct，行业景气度再创新高。分区域看，广东和陕西省本周平板玻璃价格上涨幅度最大，分别为 6.1 和 6.3 元/重箱；江苏和广东省库存增速分别相比上周下降 3.5 和 4.2pct。

**受益基建需求回暖，部分地区水泥价格快速上涨：**近日，随着传统基建的加速回暖，全国不少地区的水泥价格出现了上涨。据了解，全国水泥价格指数(CEMPI)从 7 月 31 日的 135.95，上涨至 8 月 19 日的 138.26，涨幅约 1.7%。其中，长江水泥价格指数(YRCEMPI)上涨约 5.91%。

**重点推荐**

推荐**北新建材、旗滨集团、塔牌集团**，建议关注**中国巨石**。

**评级面临的主要风险**

**水泥产能投放超预期、地产竣工回暖不及预期、精装房渗透放缓。**

**【家电】家用电器行业周报：零售数据短期波动，继续看好地产后周期改善**

**孙谦**

上周申万家用电器指数下跌 1.95%，中信白色家电指数下滑 2.7%，出现比较明显回调，主要和当周公布的 7 月终端零售数据表现较弱有关。我们认为，7 月长江流域洪灾对家电直接需求和竣工均有影响，618 大促对后续月份需求亦有一定透支，这些均为短期因素。**展望后市，我们对大家电行业的景气度仍然保持乐观：一方面 7 月商品房销售数据仍在走好，利于房企交房；另一方面，下半年家电大促节点将于 9 月中下旬拉开序幕。在疫情控制得到的情况下，前期积压需求有望与交房带来的新增需求共振。**

**子板块核心数据追踪：**

**白色家电：**奥维云网 2020 年 33 周数据显示，空调、冰箱、洗衣机线下渠道零售额分别同比-4%、-12%、-17%；线上渠道零售额分别同比+23%、+2%、+6%。**从产业在线公布的空调排产数据来看，重点企业 8 月排产同比增长继续领先 7 月内销增速，提示生产端对于后市需求保持乐观态度。**

**厨电：**奥维云网 33 周数据显示，油烟机线下渠道零售额同比-14%，线上渠道零售额同比-3%；集成灶线下零售额-2%，线上零售额同比+6%。**集成灶表表现继续优于传统厨电，提示渗透率有所提升。**

**小家电：**奥维云网 33 周数据显示，洗碗机、电饭煲、料理机、养生壶、破壁机、扫地机器人线上渠道零售额分别同比-1%、-8%、+8%、+2%、+57%、+12%。**从线上数据来看，33 周小家电基本环比略有走强，应与 818 促销有一定关系。**

**投资建议**

**我们维持建议关注地产竣工回暖带动的疫情“顺周期”主线。具体建议关注：**

**海尔智家：港股私有化治理结构进一步理顺，内部效率提升带动长期利润率上行。**若能海尔电器私有化方案顺利实施，除了明显增厚海尔智家归母净利润外，还有助于企业梳理内部治理结构，提升运营效率，长期利润率有望上行。

**美的集团：内需回暖下具备较强业绩确定性。**1）海外疫情对家电出口影响低于预期，国内需求逐渐恢复。2）美的各类家电渠道库存均保持在较低水位，将直接受益下半年疫情“顺周期”家电品类销售回暖。3）渠道平台搭建完善，小家电品类扩张的边际成本较低。

**老板电器：房地产竣工回暖下工程渠道增长具备高确定性。**下半年房地产竣工增速有望转正并持续至 2021 年。老板电器作为传统厨电龙头有望在零售及工程渠道双重收益。

**格力电器：低估值行业龙头，推进渠道变革提升效率。**公司即将在下半年推行销售体系变革，精简销售层级、提升分销效率和灵活性。未来，伴随渠道变革逐步推进及库存合理后出货端恢复，公司基本面将得到改善。

**风险提示**

1）宏观经济不及预期；2）新冠疫情重新加重；3）家电行业价格战加剧；4）天气因素对家电特别是空调产生的影响等。

**【电子】韦尔股份：CIS 持续升级，盈利能力提升明显**

**赵琦 王达婷**

**公司发布 2020 年半年报：20H1 实现营收 80.42 亿元，较上年同期经追溯调整后增长 41.02%；实现归母净利润 9.90 亿元，较上年同期追溯调整后增长 1206.17%；剔除 2017 年限制性股票激励计划及 2019 年股票期权激励计划摊销费用影响，归母净利润为 10.77 亿元，同比增长 565.92%。**

**支撑评级的要点**

**设计业务高增长，盈利能力持续提升。**20H1 公司实现营收 80.42 亿元，较上年同期经追溯调整后增长 41.02%。其中，设计业务收入 68.91 亿元，占 20H1 主营业务收入的 85.85%，较上年同期追溯调整后增加 42.69%；半导体分销业务收入 11.36 亿元，占 20H1 主营业务收入 14.15%，同比增长 32.45%。20H1 毛利率为 34.72%，上年同期经调整过的毛利率为 27.41%，同比提升 5.04 个百分点；20H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2.07%/4.27%/1.63%，同比分别降低 1.03、0.52 和 0.20 个百分点。

**研发投入不断加大，CIS 传感器持续升级。**公司一直较为重视技术研发，20H1 公司研发投入合计约 9.87 亿元，半导体设计业务研发投入占半导体设计业务销售收入比例达到 14.33%。在产品升级方面，上半年公司推出 OV64B 0.7um 小像素、6400 万像素高分辨率的图像传感器，持续对 Nyxel®技术进行升级，上半年还发布了汽车首款 Nyxel 技术的图像传感器 OX03A2S。

**设立股权投资基金，积极参与产业链投资。**2020 年 7 月，公司以现金出资 2 亿元作为有限合伙人认购聚源芯星的基金份额，而聚源芯星作为战略投资者认购中芯国际在科创板首次公开发行的股票。近日，公司公告拟与实控人虞仁荣先生合计出资 6 亿元共同投资设立杭州豪芯股权投资合伙企业，其中，出资金额 3.06 亿元，占比 51%，标的企业将仅限于参与投资芯片、半导体产业上下游公司首次公开发行的战略配售。豪芯股权投资的设立，将有助于公司获取优质项目，在现有业务之外挖掘芯片、半导体产业链上下游的投资机会，为公司股东创造投资收益。

**估值**

预计公司 20-22 年的 EPS 至 2.52、3.30 和 4.21 元，对应 PE 分别为 75、57 和 45 倍，维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

图像传感器产品客户导入不及预期；智能手机终端需求不及预期。

**【采掘】潞安环能：中报业绩符合预期，市净率 0.7 倍**

**唐倩**

**20 年上半年归母净利润同比下降 26%至 11.7 亿元，符合预期，其中二季度归母净利润环比下降 32%至 4.73 亿元。受益于收购母公司慈林山煤矿，煤炭产销量大幅增长 18%和 30%。但受到疫情和销售结构变化，综合煤价下降 18%至 476 元。吨煤成本下降 8%至 298 元，吨煤净利下降 40%至 54 元。公司市净率只有 0.7 倍，市盈率 8.8 倍，均低于行业平均。作为国有重点煤炭企业，未来国企改革值得期待，提升中长期价值。维持买入评级。**

**支撑评级的要点**

**业绩基本符合预期。**20 年上半年归母净利润同比下降 26%至 11.7 亿元，基本符合预期。其中第二季度归母净利润 4.73 亿元，环比下降 32%。业绩下降的主要原因是疫情引起的煤价下降（-18%）。20 年上半年主营收入 118 亿元，同比增加 4.6%。主要是煤炭产销量有大幅度增长（18%和 30%）抵消了煤价的下降。主营成本增长 15.6%至 77 亿元。毛利润下降 11.5%至 40.5 亿元。期间费用率由 37%增长至 41%，费用控制表现一般，主要是销售费用增加 143%至 1.55 亿元（一口价销售结算增加）以及财务费用增加 28%至 5.19 亿元。营业利润下降 29%至 15 亿元。各项利润率下降，其中毛利率由去年同期的 41%降至 34%，经营利润率由 19%降至 13%，净利润率由 13%降至 10%。加权净资产收益率由 6.3%下降至 4.7%。资产负债率由 63%增长至 67%。值得注意的是经营现金流由去年同期 35 亿元大幅下降至-6.2 亿元。

**收购慈林山煤业产销量增长明显，成本控制较好。**20 年上半年煤炭产量增长 2424 万吨，同比增长 18%，煤炭销量 2175 万吨，同比大幅增长 30%。我们认为产销量大增主要是 19 年收购 540 万吨产能的慈林山煤矿贡献了主要增量。各产品销售结构中，混煤占比由去年同期的 61%下降至 58%，喷吹煤由去年同期的 36%增长至 38%，其他煤炭产品由 2%增长至 3%，洗精煤保持 1%。吨煤成本下降 7.7%至 298 元。吨煤毛利下降 30%至 178 元。吨煤净利下降 40%至 54 元。煤炭业务的毛利润率由 44%下降至 37%，占收入的比例由 86%增长至 88%。

**煤价下降拖累业绩。**20 年上半年公司吨煤价格 476 元，同比大幅下降 17.8%。其中二季度我们测算吨煤价格 435 元，环比下降 16%。除了跟随市场煤价格变化外，还有收购慈林山煤矿后销售结构的变化。

**焦炭业务继续拖累业绩。**20 年上半年焦炭产量 89 万吨，同比增加 7.9%，销量 85 万吨，同比下降 1.1%。焦炭价格 1541 元，同比下降 8%，吨焦成本 1386 元，同比增长 2.2%。吨焦毛利下降 51%至 155 元。毛利率由 19%大幅下降至 10%，占收入比例由 13%下降至 11%。公司正在推进 140 万吨/年的新型焦化项目建设，以置换现有较老旧的焦化产能。未来焦化盈利能力有望提升。

**资产质量和盈利能力较好兼顾成长性，国企改革值得期待。**公司拥有较好的吨煤盈利能力，行业排名居前，成本控制较好。公司资源储备丰富且有较好外延内生性成长前景，此外作为重点煤炭企业，国企改革值得期待，公司中长期将受益于此。

**估值**

由于业绩符合预期，我们维持盈利预测不变，20 年市净率仅有 0.7 倍，市盈率 8.8 倍，均低于行业平均水平。维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

业绩低于预期；煤价下行。

**【食品饮料】山西汾酒：青花快速增长，省外占比提升，业绩如期高增**

**汤玮亮 邓天娇**

**山西汾酒公布 20 年半年报。2020 年上半年实现营收 69 亿，同比增 7.8%，净利 16.1 亿，同比增 33.1%，每股收益 1.84 元。2Q20 营收和净利分别为 27.6 亿和 3.8 亿，营收同比增 17.8%，净利增 15.6%。公司合同负债 21.4 亿。收入符合预期，净利略超市场预期。**

**支撑评级的要点**

**青花汾酒快速增长，1H20 收入增 7.8%，其中 2Q20 收入增 17.8%，环比明显提速。**（1）受疫情影响，1Q20 收入增速放缓至 1.7%，2Q20 恢复正常发货，增速高达 17.8%，环比 1Q20 明显提速。（2）分产品来看，1H20 汾酒、系列酒、配制酒分别实现收入 62.7 亿、3 亿、2.7 亿，同比增 11.2%、-38.1%、35.2%。按照“抓两头、带中间”产品策略，实现青花系列与腰部产品的突破、玻汾稳中有升，中高端产品占比提升。青花汾酒系列坚持高举高打的运营理念，深度开展核心终端建设，收入同比增长 30%以上，玻汾系列列谋划全国化市场的快速布局，加快扩张终端数量，提升产品市场占有率。（3）分区域来看，省内市场确保良性发展，省外市场聚焦突破，1H20 收入省外占比提升 4.2pct 至 53.7%。重点布局长江以南市场，长三角、珠三角核心市场业绩实现大幅度增长。渠道建设方面，强化终端建设和团购聚焦，全国市场可控终端网点数量突破 80 万家。（4）1H20 年广告宣传费同比增 7.8%至 8.7 亿，加强品牌建设力度。

**1H20 净利同比增 33.1%,其中 2Q20 增 15.6%，长远来看，未来盈利能力还有较大的改善空间。**1H20 营业税金率降 2.7pct、销售费用率降 1.5 pct、所得税率降 3.1 pct、少数股东权益比率降 1.0pct，带动了净利率提升 4.6pct 至 23.3%。我们认为随着销售规模的扩大和治理结构改善，公司盈利能力还有较大的改善空间，有望向洋河股份、泸州老窖等同类企业靠拢。

**估值**

根据中报情况，我们上调 2020 年业绩预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.78、3.42、4.15 元，同比增 24.7%、23.4%、21.3%。汾酒是我们过去 3 年持续重点推荐的品种，预计疫情结束后需求有望快速恢复，青花放量产品结构重拾升级态势，全国化继续推进，省外市场占比进一步提升，成长空间巨大，可用时间换空间，维持**买入**评级，继续重点推荐。

**评级面临的主要风险**

高目标导致渠道压货、库存上升。

**【煤炭】阳泉煤业：20 年上半年业绩下降 32%，煤价下跌是主因**

**唐倩**

**20 年上半年归母净利同比下降 32%至 7.21 亿元，符合预期，主要受煤价下跌影响。煤炭产销量分别增长 7%和 16%，保持了近年的较好增长。吨煤价格和成本分别下跌 14%和 9%。成本费用控制较好，期间费用率由 6.3%下降至 5.1%。总体负债和现金流情况表现较好。公司拥有较好的内生和外延增长潜力，受益于国企改革。20 年市盈率和市净率分别为 9.6 倍和 0.62 倍，估值不贵，维持买入评级。**

**支撑评级的要点**

**归母净利同比下降 32%，符合预期，主要是煤价下跌带来。费用控制较好，现金流较好。**20 年上半年归母净利润同比下降 32%至 7.21 亿元，每股收益 0.30 元，符合预期。其中第二季度归母净利润环比下降 18%至 3.16 亿元，同比下降 41%。主营业务收入同比下降 1.4%至 153 亿元，主营成本增长 4.6%至 129 亿元，毛利润同比下降 29%至 17.6 亿元。**期间费用率控制较好，由 6.3%下降至 5.1%，**其中销售费用，管理费用，财务费用分别下降 31%、24%、1%。营业利润下降 34%至 10 亿元。毛利润率由 16%下降至 11.5%，营业利润率由 9.7%下降至 6.5%，净利润率由 6.8%下降至 4.7%。净资产收益率由 4.9%降至 4.3%。资产负债率由 49%小幅升至 52%。每股经营现金流由去年同期的-0.36 元大幅提升至 0.65 元。**总体负债和现金流情况表现较好。**

**产销量增长势头较好，外购煤占比加大，煤价下跌 14%，吨煤净利下跌 36%至 35 元，成本控制较好。**2020 年上半年煤炭产量 2156 万吨，同比增加 6.9%，销量 3992 万吨，同比增加 16%。销量增长较快主要由于采购集团和子公司的煤炭增长 29%至 1907 万吨。自产煤占总销量比例由 58%降至 53%。外购煤增多也在一定程度上给煤价带来了一定负面因素。包括外购煤的煤炭综合价格同比下降 14%至 362 元，与市场煤降幅相似。吨煤成本 306 元，同比下降 9.4%，吨煤毛利下降 31%至 56 元。吨煤净利下降 36%至 35 元。销售结构变化不大，其中块煤销量减少 2.5%，占销售量比例由 7.1%下降至 6%；喷粉煤销量增长 16%，占比维持 4%，洗末煤增加 17%，占比维持 86%。价格方面：块煤下降 6.3%至 576 元，喷粉煤下降 25%至 633 元，洗末煤下降 12%至 345 元。.

**优势：**公司拥有较好的内生及外延增长潜力，近年产量稳步增长， 17/18/19 年产量增长 9%，9%和 6%。2020 年初公告收购集团在建的七元矿，产能 500 万吨/年，有助于增加中长期的成长性，解决同业竞争。温家庄煤矿 90 万吨扩改至 500 万吨已得到国家发改委核准。集团有 3,000 万吨左右的在建产能，存在进一步注入的可能。此外，作为国有重点煤炭企业，公司有望中长期受益于国企改革。

**估值**

我们维持盈利预测不变，公司 20 年市盈率和市净率 9.6 倍和 0.67 倍，估值不贵，维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

业绩持续低于预期；煤价下行。

**【医药生物】沃森生物：PCV13 7-8 月市场准入加快，批签发量稳步增长**

**邓周宇**

**公司 13 价肺炎疫苗（PCV13）7-8 月市场准入工作进度加快，7-8 月实现了 13 个省（市）的市场准入，目前全国仅剩少数省份未完成市场准入工作。随着市场终端进一步打开，PCV13 批签发量稳步增长，公司 PCV13 销售有望在三季度快速放量，公司业绩高增长可期，维持增持评级。**

**支撑评级的要点**

**7-8 月 PCV13 市场准入工作加快进度，终端市场进一步扩大。**因疫情影响，各地上半年的市场准入工作有所滞缓，且公司 PCV13 于 3 月 31 日首批获批上市，错过了一些地区第一次的疫苗采购招标，之后公司积极参与了各地区第二次的疫苗增补采购招投标，上半年完成 12 个地区的市场准入。**7-8 月，PCV13 市场准入进度大大加快，将近一个半月时间即完成 13 个地区的市场准入，而在剩下未完成的地区中，安徽，甘肃和新疆三地预计在 8 月内也可完成。**随着终端市场进一步扩大，各地预防接种工作恢复正常，PCV13 销售工作快速恢复，有望在三季度快速放量，助力业绩高增长。

**PCV13 批签发量稳步增长，累计获批签发量已达 223 万支，有望在三季度快速放量。**公司 13 价肺炎疫苗于 3 月 31 日开始获批签发，上半年批签发量达 120 万支，7-8 月份批签发量稳步增长，新增 103 万支，PCV13 累计批签发量已达 223 万支。2020 年中报显示上半年 PCV13 营业收入达 1.12 亿元，按其在各地中标价 556/598 元计算，估计 H1 销售约 20 万支，剩余 100 万支加上 7-8 月新增批签发的 103 万支将在三季度快速放量。假设已有批签发量全部按中标价在 Q3 完成销售且不考虑 8 月之后的新增批签发量，预估 Q3 可实现约 10-12 亿收入，三季度业绩有望实现高增长。

**研发工作进展顺利。**公司在研二价 HPV 疫苗已于 6 月 15 日获得报产受理，预估可在 2021 年年内上市；九价 HPV 疫苗目前正在开展Ⅰ期临床试验，有望在二价 HPV 疫苗上市后凭此系带效应加快研发进度；另外，公司与苏州艾博合作研发的新冠 mRNA 疫苗目前也已进入Ⅰ期临床试验。

**估值**

维持此前盈利预测，预计 2020-2021 年 EPS0.59、0.89、 1.17，对应市盈率 107 倍/71 倍/54 倍，维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

13 价肺炎疫苗放量速度低于预期、疫苗行业政策风险、新冠疫苗研发低于预期，竞争对手产品上市时间快于预期风险。

**【电子】立讯精密：H1 业绩高增长，各项业务顺利推进**

**赵琦 王达婷**

**公司发布 2020 年半年报：报告期内，实现营收 364.52 亿元，较上年同期增长 70.01%；实现归母净利润 25.38 亿元，较上年同期增长 69.01%。预计前三季度累计净利润 40.42-46.20 亿元，**同比**增长 40.00%-60.00%。**

**支撑评级的要点**

**消费电子业务增长显著，Q3 业绩高增长持续。**上半年公司营收同比增长 70.01%，归母净利润同比增长 69.01%，营收和净利润增长主要得益于消费性电子、电脑互联产品及精密组件、汽车互联产品及精密组件业务的增长。其中，消费性电子业务实现收入 310.84 亿元，同比增长 86.56%；汽车业务实现收入 12.76 亿元，同比增长 19.75%；电脑业务实现收入 16.99 亿元，同比增长 18.52%。单季度看，Q2 营收 199.38 亿元，同比增长 60.51%，归母净利润 15.56 亿元，同比增长 75.70%。Q2 单季毛利率为 20.05%，同比提升 0.56 个百分点，环比提升 4.13 个百分点。根据公司半年报预计，Q3 净利润区间为 15.05-20.82 亿元，同比增长 8.57%-50.24%。

**各项业务进展顺利，海内外产能建设持续推进。**报告期内，公司各项业务进展顺利，智能模组不断实现跨产品与跨领域应用；系统封装工艺顺利量产，产品渗透率及应用范围未来可望持续提升；智能可穿戴产品需求旺盛，新、老产品依规划如期进展。此外，公司持续落实海内、外产能建设，虽受疫情等外部环境影响，但总体进展顺利。

**前瞻布局投资未来，保障公司持续成长。**公司注重前瞻布局，核心管理团队坚持深入市场前线，深度了解市场发展趋势与客户需求，善于发掘机会、识别风险，对公司短、中、长期的发展有着清晰的认识和规划，同时，各级员工干部兢兢业业、使命必达。另外，公司始终将研发创新放在企业发展的重要位置，上半年研发投入达 25.69 亿元，较上年同期增长 62.74%。

**估值**

预计公司 20~22 年的 EPS 分别为 1.16/1.48/1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 50/39/30X，维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

消费电子终端需求不及预期；汽车、通讯等产品需求下滑。

**【机械】恒立液压：泵阀业务持续放量，向全球液压件龙头企业进军**

**陶波 杨绍辉**

**公司 2020H1 实现营业收入 34.56 亿元，同比增长 23.8%，归母净利润 9.9 亿元，同比增长 47.0%，扣非归母净利润 9.3 亿元，同比增长 46.8%，经营净现金流 9.4 亿元，同比增长 18.8%。**

**支撑评级的要点**

**受益下游工程机械高景气度及液压泵阀市场份额大幅提升，公司实现营收和利润的双高增长。**以挖掘机为代表的工程机械行业上半年延续高景气度，行业销售挖掘机超 17 万台，同比增长 24%，受益行业强劲的需求及在液压泵阀领域市场份额的大幅提升，公司实现营收和利润的双高增长。分产品看：1）2020H1 公司销售挖机油缸 33.0 万只，同比增长 27%，实现营收 14.3 亿元，同比增长 16%，营收端增速低于销量增速，预计主要系挖机油缸价格下调及小挖油缸占比提升所致；2）非标油缸销量 6.4 万只，实现营收 5.8 亿元，同比下滑 9%，非标油缸营收下滑主要系产能向挖掘机油缸倾斜以及海外市场受疫情冲击，起重油缸受到较大冲击所致，但公司积极拓展国内新领域、新客户，其它非标油缸快速增长，非标油缸整体仅实现小幅下滑；3）液压泵阀持续放量高速增长，子公司液压科技所有产线超负荷运转，实现营收 11.9 亿元，同比增长 85.8%，营收占比提升至 34.4%，贡献了上半年 80%以上的营收增量，是公司增长的核心驱动力，上半年公司挖掘机泵阀市场份额大幅提升，6-50T 级回转马达已为主机厂规模化配套，非挖掘机领域，实现高空作业平台领域全面批量化配套，工业泵阀系统也在汽车吊、旋挖钻等领域全面量产。

**降本增效及规模化效应，公司盈利能力持续大幅提升。**2020 年 H1 公司继续加强成本费用管控，期间费用率进一步下行至 6.5%，同比下降 2.2pct，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 1.6%/2.8%/3.1%/-1.0%，分别同比下降 0.1pct/0.4pct/1.1pct/ 0.5pct，研发费用率下降主要系研发的材料费减少所致，财务费用率大幅增加主要系美元汇率上升导致汇兑收益增加所致。上半年公司不断进行工艺优化提升现有产能，提升整体盈利能力，液压科技也进行了大规模成本优化，生产车间自动化和智能化水平明显提升，大幅提高了生产效率，另外也对大量进口零部件实现国产替代，进一步降低成本，致使公司毛利率大幅提升 4.8pct 至 41.9%，净利率也提升 4.5pct 至 28.6%，未来在规模效应、泵阀业务持续放量、降本增效等多因素驱动下，公司毛利率和净利率还有进一步上行的空间。上半年公司经营净现金流 9.4 亿元，同比增长 18.8%，再创同期历史新高。

**液压泵阀有望复制挖机油缸成功路径，公司中长期成长空间广阔。**上半年逆周期调节并未完全体现在项目开工和设备需求上，高温雨季过后预计下半年将迎来基建项目开工的集中爆发期，工程机械需求会保持持续旺盛，预计挖掘机全年销量有望冲击 30 万台水平，未来 2-3 年在机器换人、基建投资拉动等驱动下，挖掘机销量有望继续稳步上行，公司挖掘机油缸业务也有望实现持续稳步增长。中长期来看，非标油缸应用领域广泛，对应市场空间也较大，非标油缸的放量可以部分平滑挖机油缸的需求波动，为公司贡献一定的业绩增量。泵阀业务对应的全球市场空间广阔，公司泵阀产品竞争力突出，疫情催化有助于加速国产替代，液压泵阀业务也有望复制挖机油缸的成功路径，未来将逐渐打造为全球液压件龙头企业，成长空间广阔。

**估值**

基于 2020H1 业绩及工程机械产品销量高景气度，我们调整公司 2020-2022 年归母净利润分别至 18.9/22.8/26.2 亿元，对应 EPS 为 1.46/1.75/2.02 元/股，对应 PE 分别为 43.3/35.9/31.2 倍，维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

全球疫情控制进度不及预期，工程机械行业景气度不及预期，行业竞争加剧，基建和地产投资不及预期。

## 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 |

**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 |

**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 |
| 魏敏 | S1300517080007 | min.wei@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