行业观点

● **核心策略：指数大幅调整 审慎中重归稳健**

上周，市场整体出现大幅下行。主要指数中，上证综指领跌，大、中盘指数跌幅略小于小盘盘指数。行业方面，电子、计算机、商业贸易等跌幅居前。

股指大幅下行，成交量逐日递减。上周，经历近期的急促上涨后，市场开始出现大幅下行，成交量逐日递减，每日仍保持万亿以上。而行业板块方面，上周科创板大幅下行，成为电子和计算机板块领跌的一大诱因。上周北向资金整体呈现出大幅净流出态势，共计净流出 191.16 亿元，为近四个月最大规模净流出。短期市场波动概率大幅上升。可见，涨速过快的市场行情持续性较弱。特别是，市场在快速大涨后，易于出现一定程度的急速回调，相应的成交量大幅回落。综合可知，市场情绪短期急速降温，更多是为中长期的进行估值消化，益于后续市场在审慎中更加稳健。而短期看，驱动市场结构性走强的消费升级、科技转型，以及国产化替代的趋势并未发生变化。

中报披露影响逐步显现，市场重归结构性行情。上周市场所历经大幅下挫，短期内，与市场对于本周解禁潮的谨慎预期关联较高；中长期，更多是市场对于中美关系问题的过度解读与忧虑。本周，下半年最大规模的解禁潮逐步到来，解禁主体主要是科创板股票。与此同时，银保监会发文进一步深化保险资金运用市场化改革，提升了权益类资产投资比例上限。需求端看，医药、新能源、新消费、传媒等景气度并未降低，更多盈利表现稳定行业有望支撑经济整体实现稳定修复。整体看来，市场过多忧虑情绪发酵下，赚钱效应相应降低，增量资金入市节奏放缓。随着中报披露影响逐步显现，市场重归结构性行情。

投资策略：短线聚焦中报行情 结构行情中优选赛道

配置上：短期内，疫情、解禁等负面影响对市场的冲击仍是不可忽视。同时，就市场上周表现来看，市场热点轮动加快，中报表现更加稳定的个股抗跌性相对显著。选择上，短期可偏向绩优与低估值的个股，综合看，此次疫情中所激发来出的，健康理念及必选需求中主题，如医药、食饮中与疫情紧密相关的板块将释放更多确定性信号。而通信、券商等行业对资金的吸纳能力并未减弱。

● **市场：股指大幅下行 上证综指领跌**

上周主要指数中，上证指数领跌。市场格局方面，上周大、市场格局方面，大、中盘指数跌幅略小于小盘盘指数。行业方面，电子、计算机、商业贸易等跌幅居前。

● **资金：融资余额小幅上升 北上资金大幅净流出**

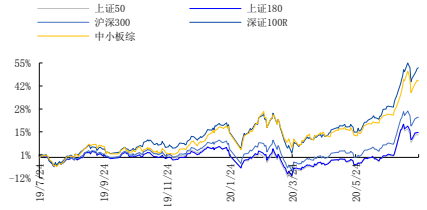
资金面上，融资余额总体继续上升，北上资金出现大幅净流出。

● **情绪：成交额小幅回落 换手率同步回落**

上周各市场总体成交额小幅回落，换手率同步回落。

● **风险提示：**经济超预期波动，企业盈利不及预期。

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
芯朋微	206.05	628.09	0.00	0.00
力合微	113.16	531.83	0.00	0.00
震有科技	57.74	255.32	0.00	0.00
奇安信-U	198.46	253.76	0.00	0.00
大地熊	86.05	206.56	0.00	0.00

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
盛运退	0.13	-23.53	-43.48	-90.37
退市银鸽	0.33	-19.51	-38.89	-87.55
西部超导	29.08	-19.15	-27.39	-12.89
共达电声	9.83	-16.34	-22.42	-26.59
津膜科技	8.17	-14.81	-2.16	21.40

分析师：虞坷（执业证书：S0020519070004）

- **策略**

欧元区原有财政政策亟待改良

欧元区财政框架构造精密，但基本的假设却没有经过任何严密的论证。当前以 GDP 的特定比例设计财政赤字（而非财政支出）目标，不仅天生具有顺周期的特性，而且对于高赤字国家来说束手束脚。结构性赤字的设计在理论上美好，但在实际操作中面临过于保守和豁免范围太小的桎梏。今天欧元区期限利差又一次处在低位，而波动率无论是从德国信用利差来看，还是从意大利-德国国债利差来看，都已经远远高出 2012 年之前的中枢。从经济周期角度来看，欧洲此时亟需思考如何扩大期限利差，同时缩小信用利差。

欧元区改革的呼声一直存在

由于财政目标的制订并没有经过严密的数字论证而是谈判所得，欧元区国家过去在遵守目标上就存在难度。而欧盟也无意执行过于严格的标准。而这实际上加剧了欧盟内部的分裂。 在 TSCG 在设立时候，期限利差正处在高位，欧盟似乎没有过多考虑到有一天需要用 TSCG 逆周期提高期限利差的情形，事实上，在 2014 年，欧央行副行长 Vitor Constancio 在 2014 年 6 月 19 号的演讲中甚至提到过欧央行担心宽松过度以至于需要提高通胀预期目标到 3-4%。这种误判导致今日欧盟在需要财政发力提高通胀预期时桎梏颇多。改革的呼声集中在实行宽松财政政策上，具体来说主要包括：

将赤字限制转化为对支出限制

增加赤字中的豁免部分，例如将就业相关的支出豁免在计算之外

在目前框架内调整，例如将 3%的限制放宽到 5%

增加灵活性，将 60%和 3%的目标变成 15 年内完成的目标

允许公共支出在更长的时间范围内折旧

未来欧元区潜在的走向以及对大类资产的影响

如前文所示，当前欧元区信用利差已经处在高位，而期限利差较低，为了应对潜在的风险事件，欧元区有必要提高自己的期限利差。而实现的手段有两种：降低短端利率和提高长端利率。可以想象，财政政策提高通胀预期继而推高长端利率是实现目标的手段之一。我们认为它大概率会生效，而美国和中国对于金融机构监管的放松也有可能会促使欧元区放松金融监管。这都是有利于通胀预期恢复和期限利差走高的方法。另一方面，如果财政政策失效，欧元区经济复苏迟缓直到下一次萧条周期或者黑天鹅事件发生，我们同样可以想象欧央行会打破当前对于负利率的排斥态度，降低短端利率以提高期限利差防止流动性危机。

风险提示：1）疫情超预期；2）欧元区政治风险超预期；3）经济下行幅度超预期

分析师：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

中美经济的错配，和双方潜在的监管思路——当前大类资产配置建议和潜在的风险

中美经济的错配依然非常明显

从 2018 年开始，中国经济周期与美国经济周期开始了背离，这种背离除了在经济指标，波动率指标，市

场情绪指标上有所体现之外。它背后的逻辑是中美两国货币政策和监管思路的背离。如果说 2016 年秋季-2017 年秋季人民银行还在和联储一起实行较为紧缩的货币政策，在 2018 年春季贸易战影响逐渐扩大之后，中国人民银行的思路和联储开始出现分歧，人民银行在 2018 年春季开始宽松货币政策，尝试开启从宽货币向宽信用的传导，而联储在 2018 年冬天才开始宽松货币政策。

国内市场在宽货币向宽信用转变，风险点在于经济基本面存疑

人民银行当前在支持实体经济和防范金融风险中寻找平衡，在短期流动性充足和长期偿付性危机风险中寻找平衡。

当前人民银行的思路应该是，经济数据环比改善的环境下，M2-GDP 的差值将不会继续扩大，如果发生黑天鹅事件，则保证短期流动性充足，而对于长期的债务持有比较谨慎的态度。

国外市场正在积累经济后周期的偿付性风险，利好之处在于负利率政策和 MMT 的超预期的可能

与人民银行类似，联储当前也在两难抉择中，冠状病毒的冲击让联储重新使用 QE 工具，但当前联储在放缓购债和应对不确定性中摇摆。YCC（Yield Curve Control）的设想更像是一个权宜之计，可以预见不久后联储依然要直面缩表还是扩表的抉择。

而一旦下半年经济预期开始转弱，联储可能会以 YCC 的尝试开始，而一旦无法逆转颓势，我们认为联储依然会推行激进的 QE 政策。

低市净率股票，资源类股票，贵金属股票可能成为公约数

我们认为当前对于经济的悲观看法是有依据的，但忽视了货币当局对于资产价格的呵护诉求，以联储为首的美日欧央行实际上已经放弃了曾经的货币政策纪律，MMT 理论于其说是一种创新，更像是一种总结。有鉴于此我们一方面认为波动率放大的可能性依然存在，一方面对于资产价格并不悲观，正如 1996 年当格林斯潘说出非理性繁荣时，7 年之后纳斯达克指数印证了他当时的真知灼见，但换个角度理解，不合理的资产价格和经济基本面可以背离七年之久。

综合风险和长期估值水平，我们认为当前低市净率股票有望修复长期的折价，另一方面，低市净率的资源股尤其是贵金属股票有望在低通胀低波动率市场中持续受益于高波动率预期和高通胀预期。

风险提示：货币政策纪律恢复，短端利率上行。经济波动的程度超过货币当局所能承受的限度。

分析师：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

- **机械**

工业机器人行业 6 月及上半年工业机器人产量数据点评报告：行业复苏强劲，增速步入快车道

事件：

6 月工业机器人产量同比+29.2%。据国家统计局统计，6 月工业机器人产量为 20761 台，上半年累计产量为 93794 台，同比+10.3%。

报告要点：

1-6 月工业机器产量同比+10%，Q2 同比+37%，复苏态势强劲。

我国工业机器人行业从 19 年四季度起逐渐复苏，19 年 Q4 产量同比 35.4%。20 年 Q1 工业机器人虽受疫情

影响、但产量仍实现同比 7.2%的增长，延续复苏态势，Q2 强势复苏（同比+37.3%）。另外日本工业机器人订单从 19 年 3 月起降幅缩窄、11 月起增速转正，日本订单一般领先国内产量 6 月左右；且 20Q1 日本机器人产量同比+8.1%，实现七个季度以来首次增长，这也侧面佐证了我国机器人行业复苏趋势。

汽车投资筑底、3C 投资回暖，机器人下游需求旺盛。

4 月汽车产销量增速均实现近两年来首次转正，且 6 月产量同比+22.5%，产销量已实现连续一季度正增长。1-6 月汽车固定资产投资累计同比-20.9%，降幅持续收窄，随着车市逐渐复苏，汽车固定资产投资有望触底回升。国内 5G 建设全面推进，3C 固定资产投资累计增速自 19 年初复苏，19 年已达 16.8%，20 年 4 月起恢复正增长、有望延续疫情前的高速上行。且疫情期间，自动化程度较高的企业在复工复产方面的进度明显快于劳动力密集型的企业。因此，我们判断在疫情得到控制后，企业增加购置自动化设备来替代人工需求强烈。

预计 2019-2024 年工业机器人行业本体销量复合增速 18.5%。

据我们测算，2018 年我国工业机器人密度实际仅为 64 台/万人，低于全球均值 81 台/万人，更远落后于发达国家。复盘我国及日本工业机器人发展历史可见，2018 年以前我国机器人销量增速中枢和机器人密度以及人口结构都与日本 20 世纪 80 年代中期水平相似。参考日本经验，我们预计未来 5 年工业机器人仍将保持中速发展，预计 2019-2024 年本体销量复合增速 18.5%，本体与系统集成市场复合增速约 12.6%，2024 年工业机器人销量达 34.2 万台、本体市场规模达 557 亿元、系统集成市场达 1672 亿元。

投资建议：

随着 2020 年工业机器人行业复苏，国产机器人有望凭此实现规模快速扩张，国产替代弹性较大。我们看好掌握运控核心技术的本体龙头埃斯顿、具快速扩张能力的系统集成龙头拓斯达。

风险提示：

下游行业固定资产投资不及预期；全球疫情控制不及预期；行业竞争加剧，进口替代不及预期。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

- **医药**

眼科行业深度：眼科黄金，正在冶炼

小眼睛，大世界—具有庞大的人群基础和多年龄段需求

眼科行业在过去受到一定的忽视，主要是因为（1）眼科专病高度细分：技术要求较高；（2）国内眼科渗透率处在较低水平：和“牙疼不是病”类似，对于眼睛干涩、中轻度近视、中轻度白内障等认知不清；（3）国产眼科药品和器械发展处于初期阶段。而实质上眼科具有庞大的患者群体基础及上升的患病率趋势，不同生命阶段均有不同需求：

青少年：认知度和渗透率提升是视光行业发展的主要引擎。未来 5 年屈光不正青少年患者预计达到 1 亿人。目前渗透率仅为 1.5%，预计有望在未来 3 年内提升到 3%，市场空间有望达到 200 亿元。

中青年：存量近视人群数量达到 4.5 亿人，屈光手术渗透率仅为 0.33%，相较于近视发病率低、近视较为不重视的美国地区，仍有一倍渗透率提升空间。术式引领行业变革，以 SMILE 和 Trans-PRK 为主流的手术方式更为标准化，恢复快、副作用可控，替代原有的术式方法，推动消费者接受度提升，引领屈光手术市

场量价齐升，预计市场有望达到 300 亿规模。

中老年：中老年常见眼科疾病主要是白内障、黄斑病变及干眼症，预计患者群体对应为 1.7 亿人、6400 万人和 8000 万人。白内障术式进入成熟期，人工晶体有望随带量采购带来渗透率提升拐点、促进国产进程加快。黄斑病变、干眼症药物可及性仍有提升空间。

眼服务：优质赛车道，优秀赛车手

眼科服务赛道具有极强的可复制性和龙头效应：从政策影响来看，民营眼科服务则不受到严苛的牌照束缚；从资金门槛来看，眼科资金投入处在恰当的中间位置，不受制于超过上亿的资本扩张压力（如精神科、妇产科等），又不羁绊于成本太低而造成医生自主执业（如牙科）。从业务模式上来看，受益于术式的发展，眼科服务易实现标准化、流程化推广。医生是稀缺资源，具有获医能力的赛道才具有长期扩张的基石，民营更具优势。

投资建议

推荐先天赛道优异+后天经营兼备的王者爱尔眼科、人工晶体有望随集采放量的爱博诺德、昊海生科；建议关注青少年视光龙头企业及具有重磅眼药布局的康弘药业、兴齐眼药、欧康维视。

风险提示

新药获批失败、行业安全事件、行业竞争者增多、并购失败等。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏、汤芬芬、刘巧

- **消费**

瓶装水行业系列报告一（行业篇）：乘风破浪的瓶装水

高回报：生意模式简单需求刚性，链路短规模强回报高

瓶装水是一门高 ROE 的生意，经营特点为高毛利、中净利和高周转。从供需角度看高盈利来源，①需求侧上水是人体刚性需求同时又能提供健康和便捷的附加功能，产品具备溢价能力；②供给侧上生产工艺简单产业链上下链路短，主要成本来源 PET 材料，叠加制造上的强规模效应，生产成本低。综合表现为 0.02 元/瓶的水成本终端定价 2 元（溢价百倍），可形象类比为下游按消费品定价的矿产企业。

可集中：低迭代高忠诚饮品，品宣力紧铸护城河

①国际经验看，多寡头或一超多强格局普遍存在，消费者可容忍 1-3 个大品牌的心智占领，横向对比我国集中度仍有提升空间。②分价格结构看，外资偏爱高端自上而下，内资稳坐中端自下而上，2 元市场占比 50%以上为消费主流但同时格局也最为固化，高端水和低价水仍存整合空间。③格局集中路径，一方面瓶装水需求简单、产品迭代慢、生命周期长，品牌投入下有利于赢者滚雪球。另一方面不存在较强区域市场隔离条件，瓶装水龙头开发区域市场遭受地方品牌狙击阻力小于啤酒和低温鲜奶。最后在环保的压力下水源的稀缺性凸显，水源网络和优质水点向龙头逐步集中。

高成长：量价齐升绽芳华，千亿雪坡厚且长

瓶装水为饮品类第一赛道，15 年超即饮茶成为最大品类，19 年零售终端规模达 2 千亿。与其他快消品横向比较看，瓶装水仍拥有近 10%的稀缺高增速。展望未来，伴随着水污染趋严、居民肥胖率提高和出行增多，安全便捷无糖的的基础需求将有效驱动瓶装水消费量增长；同时，在收入不断提高下人们对健康、口

感、功能的附加属性要求增多，高端矿泉水、气泡水等各式高价新水种快速增长将有效拉动消费价格提升。最后从国际对比来看，合理对标对象为韩国，我国人均消费量还有约有 50%提升空间，单价还有约 60%提升空间，瓶装水在白水中的渗透率还有 50%提升空间，我国瓶装水潜在空间还有 2-3 倍。

投资建议

推荐“天赋异禀”的瓶装水龙头企业农夫山泉，公司优势尽显最先受益瓶装水消费浪潮。关注兼具品牌和渠道壁垒的乳品龙头伊利股份的瓶装水跨界机会，关注经营阶段性承压但深耕高端矿泉水的优质品牌西藏水资源。

风险提示

食品安全问题，原材料价格波动风险，疫情影响超预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

瓶装水行业系列报告二（公司篇）：问瓶装水谁主沉浮，新王旧主各领风骚

瓶装水千亿市场正逢时，高忠诚饮品格局可集中

瓶装水为饮品类第一赛道，15 年超即饮茶成为最大品类，19 年零售终端规模达 2 千亿。与其他快消品横向比较看，瓶装水企业仍处在量价同步增长状态，14-19 年复合增速 10%。除此之外与饮料不同的是瓶装水作为百年生意，消费属性简单导致产品迭代慢生命周期长，伴随品牌投入赢家滚雪球效应强，消费者逐步形成极高品牌忠诚度。展望未来，量、价和渗透率拆分，我国瓶装水潜在空间还有 2-3 倍。

农夫 VS 怡宝：天才的农夫，优越的怡宝

从历史成绩、背后禀赋和未来发展 3 维度以及下属 11 方面和 40 个具体内容展开全方位对比。每项给分 1-10，不同权重下主观打分，最终结果农夫 9 分，怡宝 8 分。

①历史成绩，发家史上农夫历经厮杀商战经验丰富，怡宝厚积薄发稍显顺利。体量规模上农夫收入为怡宝 2 倍，利润为怡宝 5 倍。赚钱能力上二者回报率均在 30%，但剔除资本结构影响农夫略高于怡宝。

②背后禀赋，产品对比上农夫产品多元，产品品牌梯队成熟，整体价格结构更高。怡宝大单品依赖大。研发迭代上农夫研发体制市场化。决策反馈自下而上，研发投入大，梳理历史产品迭代更快。怡宝消费者洞察稍弱，组织协调不够充分。渠道管理上农夫管理精细开启升级，渠道利润高管理严格，公司直控终端业务团队战斗力强。怡宝大商制，人员配置和下沉力度不及农夫。营销品牌上农夫重视水种营销，善于内容创造和情怀营销，品牌传播力更广。怡宝侧重场景营销，体育+公益营销是高空投放主要方式，渠道促销做市场仍为工作重点。管理激励上农夫民营体制灵活，公司在集团为灵魂位置，员工激励上充足业务员待遇高但流动性大，供应链和质控上信息化系统做的较好。怡宝为国有控股合资企业，利益或存在上层冲突，但集团背景实力雄厚强于农夫，员工待遇行业中上但预期稳定流动性较低。

②未来方向，产能扩建上，农夫率先融资，但怡宝 OEM 代工转身灵活。主业发展上，农夫高端水布局前瞻目前市场重点在做基础。怡宝大包装领先，目前重点在做市场。其它业务发展上，农夫全产业链经营迈向大健康品牌。怡宝尚在补短板中。

其他企业梳理：群星璀璨熠生辉，百花齐放春满园

梳理行业历史玩家多样，国际巨头雀巢和达能通过外延式的并购完成全球扩张，三得利、康师傅以及娃哈

哈则更多采取内生战略，通过完善渠道和产品创新稳固行业地位。在我国市场中，①雀巢扮演“高端水引领者”，同时也依靠雀巢优活入驻中国低端水市场。②达能从国际引入到合作娃哈哈收购伊利、乐百氏等，渠道力强劲是当之无愧的“隐形王者”。③三得利坚持培育“天然水森林”，多年蝉联日本第一，堪称日本的“水中贵族”。④康师傅依靠 1 元水起家，后顺应潮流革故鼎新，“昔日王者”卷土重来。⑤娃哈哈经典联销体模式底蕴深厚，现不断寻求产品升级和品牌年轻化，“饮品巨头”正待老树换新芽。

投资建议

推荐“天赋异禀”的瓶装水龙头企业农夫山泉，公司优势尽显最先受益瓶装水消费浪潮。关注兼具品牌和渠道壁垒的乳品龙头伊利股份的瓶装水跨界机会，关注经营阶段性承压但深耕高端矿泉水的优质品牌西藏水资源。

风险提示：食品安全问题，原材料价格波动风险，疫情影响超预期

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

游戏行业 2020 年数据跟踪第六期：Q2 手游收入突破新高，新品上线节奏加快

行业数据跟踪

（1）行业：Q2 全球移动游戏支出达 190 亿美元，突破新高。手游市场 Q2 平均周下载量约在 10 亿，同比增长 20%。

（2）产品及厂商收入：暑期节点已至，重点厂商产品上线节奏加快，新游冲榜力度大，畅销榜格局发生变动，前十近半被新游占据。

（3）版号情况：6 月版号共发放 55 个，7 月第一批版号发放 56 个，均为国产游戏版号。网易《时空中的绘旅人》、《最强魔斗士》、掌趣科技《全民奇迹 2》、中青宝的《异星巡航机》、心动《元气偶像季 2》、完美世界《旧日传说》、米哈游《原神》端游版等均获版号。

（4）重点厂商新游排期：腾讯《DNF 手游》8.12 上线； 网易《天谕手游》、《阴阳师：妖怪屋》（已开启终测）；完美世界《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》；三七互娱页转手重点项目《荣耀大天使》、《浮生妖绘卷》（已有版号，预计 Q3 上线》、SLG 产品《Final Order》（预计 Q3 上线）；宝通科技二次元手游《终末阵线：伊诺贝塔》（国内由 B 站独代发行）、《WST》（已开启测试，预计 Q2-Q3 欧美地区上线 》；吉比特《魔渊之刃》、《最强蜗牛》（年中港澳台区上线）、《一念逍遥》；世纪华通《庆余年》；游族网络《少年三国志：零》（Q3 上线）、《盗墓笔记》；掌趣科技《街霸：对决》、《真红之刃》；字节独代、凯撒文化研发的首款二次元 MMO 手游《火影忍者：巅峰对决》（已开启预约）。

重点上市公司跟踪

完美世界：《新笑傲江湖》表现稳定，《新神魔大陆》进入畅销榜 TOP10，首日流水破千万。三七互娱：公司储备产品丰富，拓展 SLG、RPG 品类矩阵《荣耀大天使》、《斗罗大陆 3D》等多款产品蓄势待发。吉比特：《问道手游》表现稳定，参股公司青瓷数码《最强蜗牛》上线表现亮眼，目前稳居畅销榜 TOP5。游族网络：《少年三国志 2》登陆韩国，新作《少年三国志：零》6 月份上线测试，预计暑期上线。腾讯：年度游戏发布会集中发布新游动向，《地下城与勇士》定档 8 月 12 日。网易：存量产品畅销榜排名稳定，《梦幻西游网页版》加大买量投入。

投资建议

手游市场 Q2 支出突破新高，Q3 进入暑期关键节点，各厂商项目储备丰富，线上娱乐景气度不减。长期看 5G 背景下云游戏开启新增长阶段，维持行业“推荐”评级。关注具备强大自研实力的完美世界，具备买量优势的三七互娱，具备长线化运营能力的吉比特，海外发行能力凸显自研进入收获期的宝通科技。

风险提示

游戏流水表现不及预期、版号发放不及预期、政策监管等。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

重点报告

哈工智能（000584）首次覆盖报告：聚焦智能制造，加码工业机器人和医疗机器人

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

报告要点：

公司剥离传统氨纶、房地产业务，聚焦智能制造

2017 年 8 月，公司正式更名为哈工智能，转型以高端智能装备、人工智能为主导产业。公司自转型智能制造以来，逐步剥离原有业务，聚焦智能制造业务。2017 年至 2019 年，公司智能制造业务板块收入分别为 6.07 亿元、12.03 亿元及 16.74 亿元，收入复合增速为 66.07%，分别占公司营业收入总额的 38.65%、50.49%及 96.38%，占比大幅提升。其中 2019 年公司高端装备制造营收为 15.53 亿元，同比增长 38.26%，占比为 89.41%。

工业机器人行业景气度回升，中长期成长空间大

我国工业机器人行业从 19 年四季度起逐渐复苏，10 月份起我国工业机器人产量增速转正、且增速逐月增大。20 年 Q1 工业机器人产量虽受疫情有所影响，但二季度仍强劲复苏，上半年产量同比+10%。另外日本工业机器人订单从 19 年 3 月起降幅缩窄、11 月起增速转正，日本订单一般领先国内产量约 6 个月；且 20Q1 日本机器人产量同比+8.1%，实现七个季度以来首次增长，这也佐证了我国工业机器人行业复苏趋势。中长期看，我国工业机器人密度仍低于全球均值，提升空间较大，参考日本经验，我们预计 2019-2024 年我国工业机器人本体销量复合增速 18.5%，仍将保持中高速发展。

深化布局完整工业机器人产业链，培育医疗领域新的增长点

公司智能制造业务主要由下属天津福臻、瑞弗机电、哈工易科、哈工现代等子公司实施。天津福臻、瑞弗机电深耕汽车领域焊接/连接机器人系统集成，客户含国内外一线车企。2019 年公司与现代重工合资建立哈工现代，负责上游工业机器人零部件及中游本体制造，预计建成后产能可达 1 万台/年。此外，公司旗下中央研究院将不断研发新技术，为集团及各子公司持续赋能。除了工业机器人以外，公司还将特别聚焦毛利率更高的医疗机器人领域。医疗领域公司取得重要突破，完成国内首条医用冻干机板层机器人自动焊接生产线，国内冻干机市场发展态势良好，预计 2021 年全球冻干机市场达到 7.88 亿美元，公司有望迎来重要发展机遇，提升整体盈利能力。

投资建议与盈利预测

我们看好工业机器人行业复苏以及公司在工业机器人领域的技术优势，预计 2020/2021/2022 公司收入分别为 19.61/23.8/28.03 亿元，归母净利润分别为 0.93/1.25/1.61 亿元，EPS 分别为 0.15/0.20/0.26

元，给予公司“买入”评级。

风险提示

行业需求不及预期；市场竞争加剧；智能研发成果不及预期。

鼎龙股份(300054)：回购股份注销彰显公司信心，CMP 抛光材料静待放量

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

事件：

7 月 21 日公司发布第一、二期股票回购注销完成公告，两次合计回购注销 39,616,240 股，占回购注销前公司总股本的 4.04%。两次回购注销完成后，公司总股本由 981,468,251 股变更为 941,852,011 股。

报告要点：

回购股份注销增厚 EPS 彰显公司信心，维护广大股东利益

公司以自有资金 3.03 亿元回购并注销 A 股股份 39,616,240 股，回购价格不超过 14 元/股。这两次回购公司股份用途由“股权激励、发行可转债股份来源或注销减少公司注册资本”变更为“全部股份予以注销并相应减少注册资本”，并实施完毕。回购股份并注销有利于进一步提升每股收益水平，增强投资者对公司的投资信心，维护广大投资者的利益。

打印复印通用耗材支撑营收，CMP 领域曙光初现

公司主营业务为光电半导体工艺材料和打印复印通用耗材，近年来，公司重点布局光电半导体工艺材料业务，尤其是在国产 CMP 抛光垫领域已然成为国内的龙头企业，打破国外垄断。2019 年打印复印耗材营收占比达 97.14%，国外收入占比 63.25%。近年来硒鼓领域竞争激烈，产品盈利能力有所下降，但考虑到公司掌握硒鼓上游同时掌握彩色聚合碳粉，硒鼓芯片，显影辊三大行业核心技术的龙头企业，竞争能力较强。目前公司还是以打印复印耗材作为主要业绩支撑，CMP 抛光垫业务静待放量。

重点布局半导体制造耗材业务，推动 CMP 抛光垫领域国产替代进程

CMP 抛光材料是公司未来发展的新动能。2016 年 8 月抛光垫项目产业化一期工程投入试生产，年产能 10 万片；2018 年 1 月，公司通过收购成都时代立夫科技，进一步提升了在 CMP 领域内的技术能力和客户群体覆盖，并承接“02 专项计划”国家重大课题任务，公司已经实现从成熟制程到先进制程领域的软硬抛光垫全面产品布局。

投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 营收 14.65、18.27、22.68 亿元，归母净利润 2.53、3.24、4.04 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 71、56、45 倍，维持“增持”评级。

风险提示

1）下游发展不及预期；2）技术研发不及预期；3）客户拓展不及预期。

埃夫特(688165)：向通用工业领域加速渗透，工业机器人新星升起

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

报告要点：

1、公司通过外延发展，技术实力飞速提升，为国内“四小家族”之一。

埃夫特是一家工业机器人整机和系统集成制造商，芜湖国资委为实际控制人，2019 年公司收入 12.68 亿元。公司先后收购了海外企业 CMA、EVOLUT、WFC，拓展了喷涂、抛光打磨、切割等新的应用场景，产品覆盖 3C 电子、陶瓷卫浴等通用工业与汽车制造行业。未来伴随公司核心零部件技术的突破，竞争力和盈利能力将极大提升。相比国外机器人“四大家族”，公司与新松机器人、新时达、广州数控被称为“四小家族”。通过外延迅速进行技术吸收，公司整体收入与内生收入均保持高速增长。

2、国内环境优势叠加关键零部件领域技术突破，内资企业正在崛起。

2019 年全球工业机器人市场规模为 189 亿美元，国内市场约占 3 成比重，但是内资企业收入规模普遍较小，市场份额低。国内工业机器人行业更高的平均增速以及尚处于蓝海的庞大通用领域市场都为内资工业机器人企业提供了良好的生长土壤。国内企业在关键零部件领域的核心竞争力在持续提升，市场份额有望同步扩大。2020 年工业机器人行业回暖，内资企业迎来新一轮的发展时机。

3、打造智能共享工厂，向通用工业领域加速渗透。

公司采取智能共享工厂发展战略，在当地政府的政策引导下，集聚区内的广大中小企业可以无需进行相关设备投资，直接通过智能共享工厂进行加工，优化产能，共享工厂由埃夫特提供机器人及智能设备和智能云平台。通过这样的模式，可以为共享工厂带来能产生规模效应的代加工订单，不断积累工艺数据和场景经验，加速机器人向通用领域的渗透，提升公司通用领域机器人的收入增速。

投资建议与盈利预测

假设海外疫情持续到 2020 年年底，在不考虑新的外延情况下，我们预测埃夫特 2020-2022 年收入分别为 9.71、14.81、19.25 亿元，归母净利润分别为-5021、-207、2135 万元，对应 EPS 分别为-0.10、0.00、0.04 元/股。考虑到我国工业机器人行业的高速增长及公司的龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

海外疫情持续恶化、核心零部件自产化率不及预期、海外并购商誉减值风险、应收账款坏账风险、存货跌价风险、政府补助无法持续风险、机器人行业需求增长不及预期、境外技术转化风险、境外经营汇率波动风险等。

亿纬锂能（300014）点评：思摩尔 Q2 业绩超预期，利润有望持续高增

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

事件：7.20 思摩尔国际公告，基于经调整纯利，公司预期 2020 H1 扣非净利润 12.86-13.31 亿元，同比增长 38.1%-42.9%；2019H1 非经常性损益 12.31 亿元，其中可转换优先股公允价值亏损 10.2 亿，可转换承兑票据公允价值亏损 3800 万，上市费用 2500 万，员工股权激励 1.5 亿，加上非经常性损益后，归母净利润 0.56-1.01 亿元，较 2019 年下降 89.1%-94.0%。

点评：

思摩尔 Q2 扣非净利润约 10.2 亿元，同比增长 73%左右

一季度疫情对公司生产交付产生一定影响，根据亿纬锂能投资收益测算，思摩尔 Q1 实现利润约 2.71 亿元；二季度受益于海外客户订单增长，公司净利润保持高增长，测算 Q2 净利润为 10.15-10.60 亿，同比增长 73.2%-80.9%，环比增长 274.5%-291.1%，大超市场预期，在于海外电子烟销量快速增长，下游客户

Vuse、Vape 等市占率持续提升。

思摩尔是电子烟里的高通+富士康，中长期空间巨大

思摩尔处于快速增长的消费赛道，产业链地位类似高通+富士康，同行竞争力堪比宁德时代，中长期空间巨大。思摩尔雾化芯和代工制造全球领先，凭借领先的 Feelm 雾化芯，思摩尔成功进入全球烟草巨头供应链，下游客户包括日本烟草、英美烟草、RELX 及 NJOY 等。思摩尔 2018 年市占率 10.1%，领先第二名 0.4 个百分点；2019 年市占率 16.5%，领先第二名 10 个百分点。思摩尔当前总设计产能 15.6 亿 pcs，公司 IPO 募资 68.6 亿港币，计划到 2024 年总共新增 31.4 亿 pcs 产能，并且思摩尔募资对原产线自动化升级，加码研发，未来思摩尔成本和规模优势持续增强，市占率将持续上升。

投资建议

亿纬锂能动力电池进入盈利期，以 TWS 电池为代表消费锂电亮点突出。另外公司持有思摩尔 33.11%股权，我们认为这部分股权在 2025 年市值 1491-2120 亿元（中性情况思摩尔价值 4506 亿，乐观情况 6403 亿）。

我们预计思摩尔 2020 年扣非净利润为 33.99 亿元，考虑非经常性损益，2020 年归母净利润为 20.18 亿元，亿纬锂能投资收益 6.7 亿，预计 2020 年亿纬锂能归母净利润为 19.99 亿元（如果采用思摩尔扣非净利润计算，则亿纬锂能全年归母净利润有望达到 24.35 亿元）。

考虑思摩尔增长超预期，我们上调亿纬锂能未来两年业绩预期，预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 35.70/51.35 亿元，EPS 分别为 1.94/2.79 元，对应 2021-2022 估值分别为 27/19 倍，维持买入评级。

闻泰科技(600745)：半年业绩超预期，功率半导体&ODM 双龙头再起航

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

事件：

公司发布半年业绩预告，公司 2020 年上半年净利润达到 16-18 亿元，同比增加 715.5%-817.44%，扣非归母净利润同比增加 910.43%- 1054.78%。

报告要点：

安世半导体并表，助力业绩大幅增长

公司实现业绩大幅增长，一部分原因得益于将安世集团 74.45%的业绩并入报表。安世集团是世界一流的半导体标准器件 IDM 厂商，专注于分立器件、逻辑器件和 MOSFET 器件的生产设计和销售，是全球功率半导体龙头。此次收购推动了闻泰科技向产业链上游延伸，打通了产业链核心环节，收购完成后公司的业务涵盖 ODM 和功率半导体量大领域。此次垂直方向的产业链整合，有望在规模效应和协同效应方面帮助公司实现更快更好发展。

优化客户结构，通讯业务不断成长

业绩增长的另一原因在于品牌客户的出货量实现了强劲增长。闻泰科技是国内 ODM 的龙头公司，从 2006 年成立之初发展至今已，已积累了过硬的技术优势，客户包括华为、小米、联想、中国移动、华硕、LG 等。公司凭借其优势不断开拓新客户或扩大客户的份额，例如三星在关闭中国工厂后将部分产能转交给以闻泰科技为代表的 ODM 厂商，且由于三星在印度等地的工厂产能有可能受疫情影响，未来公司有望将承接更多订单。在不断开拓新客户和提升单一客户的份额的过程中，公司仍有较大成长空间。

5G 手机渗透率提升，推动公司业绩上涨

随着 5G 时代到来，各品牌手机厂商加紧在 5G 手机的布局，竞争越来越激烈。未来将会有越来越多的中低端 5G 手机面世，价格将会成为中低端手机竞争的一个主要战场。因为 5G 射频器件将导致成本上升，因此管控成本将成为众多中低端 5G 手机的重要诉求。由于 ODM 厂商在研发效率、成本管控、供应链的优势，能够有效降低手机厂商的成本，已经成为手机厂商在中低端机型上的主要选择。作为国内 ODM 市占率第一的公司，在 5G 手机逐步向中低端机渗透的过程中，闻泰科技有望深度受益。

投资建议与盈利预测

由于公司超预期的业绩表现，我们上调公司 2020 年的业绩预测，预计 2020-2022 年营收 682.10、883.30、1115.46 亿元，归母净利润 35.85、42.79、53.28.61 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 44、38、30 倍，维持“增持”评级。

风险提示

1）下游发展不及预期；2）技术研发不及预期；3）客户拓展不及预期。

康泰生物（300601）2020 半年报点评：行业景气度提升，二季度收入高速增长

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

事件：

公司公告 2020 半年报，报告期内实现营业收入 8.70 亿元，同比增长 7.71%，归母净利润 2.60 元，同比增长 0.63%，扣非归母净利润为 2.54 亿元，同比增长 3.53%。

报告要点：

受益于居民接种意愿提升，Q2 收入和利润实现高速增长

公司 2020Q2 实现收入 6.92 亿元（+48.63%），毛利率 92.88%（+1.58pct），归母净利润 2.57 亿元（+62.44%），二季度收入和利润均实现高速增长。收入端上：由于疫情刺激下居民疫苗接种意愿提升，上半年实现四联苗销售 6.20 亿元，同比增长 30.66%，新产品 23 价肺炎球菌疫苗收入 0.77 亿元。费用端上：公司销售费用率 39.64%，管理费用率 9.21%，研发投入 0.85 亿元，同比增长 18.85%，费用率总体保持较为合理水平。

四联苗全年有望实现量价齐升，23 价肺炎球菌提供增量收入

截止 2020/7/12，公司四联苗累计批签发 367.49 万支，23 价肺炎球菌结合疫苗 167.63 万，Hib 疫苗 122.88 万，其中四联苗上半年批签发 312.19 万，同比增长 245.09%，放量迅速。此外，公司乙肝疫苗已获得《药品补充申请批件》，有望下半年恢复供应。2019H1 疫苗行业整体处于承压状态，批签发量较低，而随着行业的逐步恢复以及国民对于疫苗重要性的认知在疫情下进一步提升，2020 年上半年疫苗行业景气度快速提升，预计公司产品全年高增长可期。同时公司针对产品进行包装更替，通过预灌封替代西林瓶，四联苗产品定价提高至 368 元，产品有望实现量价齐升。

新冠疫苗项目即将开展，后续在研疫苗有序推进

针对疫情，公司公告将投入 10 亿元实施百旺信应急工程建设项目，建设新冠肺炎疫苗等新型疫苗生产车间和相关配套设施等。目前海外疫情未见消退，全面接种疫苗可能性不断增长，公司提前建设土建项目为后续疫苗生产提供基础。此外，受疫情影响，目前 CDE 对于新冠疫苗重点关注，公司新冠疫苗项目也有望

快速开始。公司后续重点产品 13 价肺炎结合疫苗有望 2021 年获批上市，冻干人用狂犬疫苗（2BS）预计下半年提交 BLA，有望 2021 年底获批，在研管线梯队丰富，疫苗研发周期较长，公司研发进程处于行业领先地位，龙头优势将不断显现。

投资建议与盈利预测

康泰生物是国产疫苗龙头企业，不考虑新冠疫苗收入，受益于疫情刺激下居民自费疫苗接种意识提升，我们提高对公司盈利预期，预计公司 20-22 年营业收入分别为 25.83/40.48/66.42 亿元，归母净利润 8.37/13.04/21.86 亿元，EPS 分别为 1.24/1.94/3.25 元/股，对应 PE 为 153/98/58 倍。考虑公司在研管线丰富，未来潜力较大，维持增持评级。

风险提示

疫苗研发失败风险、新建工程进程存在不确定性、疫苗上市进程存在不确定性、疫苗行业政策风险。

海容冷链（603187）20 年 H1 业绩点评：积极开拓市场，业绩稳步提升

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

事件：

7 月 20 日，公司发布 2020 年上半年业绩报告。2020 年上半年公司全年实现收入 10.12 亿元，同比增长 16.98%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比增长 10.13%。其中，第二季度实现营收 6.26 亿元，同比提升 34.29%，归母净利润 1.11 亿元，同比提升 16.15%。

二季度订单执行加快，新产品不断推出

上半年新冠疫情对企业复工、物料供应以及员工生活生产等均造成一定影响。二季度公司订单的加快执行，同时受益于业务规模扩大，上半年业绩实现稳步增长，同比增长 10.13%。公司上半年加大市场开拓，新增客户包括百事中国、罗森、上海农工商等；同时继续推进产品研发，商用冷冻柜一方面加大高端产品的研发力度，另一方面开发了高性价比产品；商用冷餐柜开发出平板式外观产品，符合客户高端化、差异化的需求；商超展示柜公司针对社区超市、连锁便利店等继续完善产品系列；而智能售货柜开发出带有履带货道、升降台以及动态识别和重力识别的产品。

盈利能力保持平稳，经营性现金流提升较多

公司上半年综合毛利率为 34.63%，同比略有提升 0.2 个百分点；ROE 上半年为 10.58%，相对去年同期为 10.75%，维持平稳。三费率方面，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.24%、5.00%、-0.98%，同比分别增长-0.82%/0.70%/-0.32%；研发费用率为 2.10%，同比基本持平。营运能力方面，公司存货、应收账款周转天数分别为 92.7/102.46 天，同比增长 6.53/10.51 天。现金流方面，公司经营性现金流净额为 0.58 亿元，同比提升 372.20%，主要是公司业务规模增长，收到的经营性现金流入同比增加。

深耕优质赛道，未来成长可期

目前国内对商用冷柜需求逐步提升，相比欧美等发达国家地区，仍有很大的发展空间。根据产业在线预测未来行业年复合增速持续超过 10%。公司为国内商用冷柜龙头，目前立足商用冷冻柜，向商用冷藏柜、商超展示柜以及商用智能售货柜业务逐步拓展，同时跟随伊利、蒙牛积极开拓东南亚市场。公司目前正加大产能建设，预计未来几年业绩释放。

投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年将实现营业收入 17.73/22.71/28.85 亿元，实现归母净利润 2.39/3.33/4.14 亿元，对应目前的 P/E 29/21/16，给予公司“买入”评级。

风险提示

疫情进一步加剧，全球贸易战升级，大客户选择其他供应商。

寒武纪(688256)首次覆盖报告：云、边、端全面布局的 AI 芯片龙头企业

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

云、边、端全面布局的 AI 芯片独角兽

寒武纪是具备深厚积累的 AI 芯片独角兽。公司坐拥中科院计算所的强大背景，依托主营产品终端智能处理器 IP、云端智能芯片及加速卡、边缘智能芯片及加速卡以及智能计算集群系统，实现了端、边、云的全面布局，是少数几家全面系统掌握通用型智能芯片及其基础系统软件研发和产品化核心技术的企业之一。未来，在自身高研发的加持下，公司技术实力和市场竞争力有望实现新的突破。

前景广阔的 AI 芯片是公司发展的驱动力

公司的 AI 芯片及相关产品服务的业绩将广泛受益于下游应用场景的发展。终端智能处理器 IP、云端智能芯片及加速卡的市场需求将随下游消费电子、物联网、智能驾驶以及 5G 等的发展实现持续增长；边端智能芯片及加速卡也在紧密布局中，未来有望成为营收重要组成；在智能计算集群系统方面，公司未来有望接到多个先进智能计算平台的加速卡及软件系统的产品采购订单，从而保障公司业绩的稳定增长。

公司作为 AI 芯片新锐有望实现破局

寒武纪的市场认可度与生态建设尚处建设初期，但公司的主要产品的性能在与国内外主要竞争对手 ARM、英伟达、英特尔以及华为海思的对比中不分上下，部分指标甚至领先对手。未来依托高效的云、边、终端的全面布局，在自身先进软件系统的加持下，公司的 AI 生态建设将实现逐步完善和拓展，市场影响力也将随之逐步扩大，从而不断拓展新的客户，未来的发展将极具想象力。

投资建议与盈利预测

未来随着人工智能的不断升级发展，在国家政策的加持下，AI 芯片市场将迎来红利期。以公司已获得的订单以及潜在订单为出发点，综合考虑毛利和三费的情况下，预计公司 2020-2022 三年营收分别为 6.27 亿、9.12 亿和 13.28 亿，给与“增持”评级。

风险提示

创新研发不足风险，持续亏损的风险，市场竞争加剧风险。

重要新闻

- 银保监会：严防影子银行房地产贷款乱象回潮。中国银保监会网站 23 日消息，银保监会日前召开 2020 年年中工作座谈会暨纪检监察工作(电视电话)会议。会议要求，进一步落实落细各项金融纾困政策，聚焦暂时遇困但仍有前景的企业，有效防范道德风险，防止“僵尸企业”搭便车；坚决防止影子银行死灰复燃、房地产贷款乱象回潮和盲目扩张粗放经营卷土重来。
- 6 月国企营业总收入利润总额同比增速转正。财政部网站 23 日消息，6 月，全国国有及国有控股企业营业总收入、利润总额年内首次实现月度同比增长。其中，国有企业营业总收入同比增长 7.1%，利润

总额同比增长 6.0%。1 月至 6 月主要经济效益指标同比降幅进一步收窄，经济运行回升态势进一步巩固。

- 货币调控“修渠引流”助力经济稳增长。随着经济呈现稳定向好态势，货币调控走向备受市场关注。预计下半年，稳健的货币政策将更趋灵活，在“量”“价”适度基础上，根据形势变化及时调整，做好定向支持和前瞻应对，为实体经济健康运行夯实基础。
- 护航债券兑付 千亿级央企信用保障基金设立。7 月 23 日，中国国新控股有限责任公司联合 31 家中央企业共同出资发起设立央企信用保障基金。该基金总规模 1000 亿元，首期规模 100 亿元，以市场化方式募集设立，是专项用于化解和处置央企债券风险的备用资金。该基金将按照“有限救助、应急保障、风险可控、市场运作”原则运作管理，主动防范化解央企债券风险，提升央企整体信用，保障金融市场稳定运行。
- 银保监会圈定下半年重点任务 落实落细金融纾困政策降低企业融资成本。记者昨日获悉，银保监会近日召开 2020 年年中工作座谈会，安排下半年重点任务，要求提早谋划应对银行业不良资产大幅增长，增强风险抵御能力。其他重点任务还包括金融领域反腐败、落实落细各项金融纾困政策、完善银行保险机构公司治理等。
- 长三角 G60 科创走廊：资本和金融力量正在这里集聚。截至 7 月 23 日，科创板累计受理来自长三角 G60 科创走廊九城市的企业 78 家，其中 30 家成功上市；九城市完成“双创债”发行 6 单，融资 31.7 亿元；13 家合作银行为九城市企业复工复产、抗击疫情授信 208 亿元；总规模达 500 亿元的产业基金正加紧酝酿，助力区域协同创新……
- 助力中国经济“下半场” 积极财政政策有望加速兑现。今年以来，我国推出减税降费、新增地方专项债、下发抗疫特别国债等多项积极财政政策，为稳定经济基本盘提供了强大支撑。多位专家表示，下半年财政政策的积极效应会更大力度地显现，实体经济恢复向好的势头有望持续。
- 工信部：新能源汽车产业发展规划已上报国务院。工信部副部长辛国斌 23 日在国务院新闻办发布会上表示，新能源已经成为引领汽车产业转型升级的一个重要力量。工信部制定了《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》，目前规划已经上报国务院。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188