

晨会聚焦-20200608

■重点关注

【策略】策略周报:美元流动性过剩与结构行情延续*王君 郭晓希.中期弱美元将会延续，全球经济复苏进行中，权益资产水往高处走。从“美元荒”到“资产荒”。近期美元指数大幅下行可能不是短期现象，更大概率中期弱势美元将延续。廉价的美元结合低利率环境，全球市场正在走出疫情的冲击。一方面，风险资产，以原油为代表的大宗商品价格得到支撑，企业信用风险扩散得到了控制；另一方面，过剩的美元流动性催生“资产荒”，全球多数权益市场走出 V 型反转走势。显然，A 股市场也受益于全球流动性过剩。

【宏观】大类资产配置周报(2020.6.7)：6 月国内资本市场以波动为主*张晓娇 朱启兵。政策发力对外开放和稳定中小企业。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。经济数据：5 月末我国外汇储备规模为 31,017 亿美元；5 月出口下降 3.3%，进口下降 16.7%。

【宏观】6 月海外宏观动态点评：美国 5 月非农大幅好转，疫情稳定需求有望好转。*钱思韵 朱启兵。由于近期的美国冲突事件，使得疫情有微弱反弹。截至 6 月 5 日中午，美国累计确诊人数已高达 1,924,051 人，较前一日新增 22,020 人，有所反弹。总体而言，美国疫情开始稳定，随着各州复工令的开展，社会活动逐渐恢复，需求有所回升。因此美国就业情况有所恢复，各行业均有所复苏，因此导致了非农的大幅反弹。就业参与率也从上个月的 60.2%上升至 60.8%，平均工时也从 34.2 上升至 34.7。可见复工还是比较明显的。

【固收】高频数据扫描：美国当周首次申领失业保险人数回落至 187.7 万人*朱启兵 王开。工业品价格相关的高频指标和固定资产投资价格指数相关高频指标本周降速持续收窄。1.美国周度经济指标出现边际回暖态势，首周申领失业人数持续下滑。2.PPI 相关高频指标降速略有收窄：（1）生产资料价格指数同比（-9.66%）、中国大宗商品价格指数同比（-10.05%）、螺纹钢价格指数同比(-10.51%)连续 4 期降速收窄；(2)南华综合指数同比(-0.67%)、布伦特原油期货价同比（-33.59%）、RJ/CRB 现货指数同比（-21.61%）、PVC 市场价同比（-7.93%）均出现连续 5 期回暖；

【非银】上市券商 5 月业绩点评：自营承压环比业绩下滑，低基数下同比仍正增长*兰晓飞 张天愉。43 家上市券商 5 月营收合计 178.82 亿元，环比减少 48%，可比口径同比增长 16%；合计净利润 64.86 亿元，环比减少 54%，可比口径同比增长 46%。科创板有望试水 T+0 交易制度，券商再迎重大利好，重点推荐充分受益于政策红利的龙头券商中信证券、华泰证券，及互联网券商东方财富。

【机械】半导体新股分析——中芯国际:先进制程追赶者，更是国产设备与材料的培育者*杨绍辉。中芯国际近日公布招股书，拟回归 A 股科创板，IPO 拟募集资金 RMB200 亿元，用于 12 英寸芯片 SN1 项目、先进及成熟工艺研发项目储备资金、补充流动资金等项目。SMIC 挤进全球先进制程阵营。公司成立于 2000 年，一直致力于晶圆代工技术国产化。目前收入结构中绝大部分由成熟制程贡献，但通过近 2 年左右的努力已实现 14nm FinFET 工艺的突破，是先进制程龙头 TSMC 和三星的追赶者。根据 DRAMeXchange 对全球晶圆代工厂的排名，中芯国际 1Q2020 按营收位居全球第五，市占率 4.3%，仅次于联电和格芯。

6 月金股组合

股票代码	股票名称
601818.SH	光大银行
601318.SH	中国平安
300751.SZ	迈为股份
002250.SZ	联化科技
002371.SZ	北方华创
600699.SH	均胜电子
000739.SZ	普洛药业
600887.SH	伊利股份
600966.SH	博汇纸业

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	2931	0.40
深证成指	11181	0.37
沪深 300	4001	0.48
中小板指	7334	0.59
创业板指	2166	0.70

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
休闲服务	3.50	农林牧渔	(2.01)
交通运输	1.68	商业贸易	(1.41)
传媒	1.18	公用事业	(0.82)
电子	0.95	纺织服装	(0.79)
医药生物	0.74	钢铁	(0.54)

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

孙昭杨
(8610)66229345
zhaoyang.sun@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

重点关注

【策略】策略周报:美元流动性过剩与结构行情延续

王君　郭晓希

中期弱美元将会延续，全球经济复苏进行中，权益资产水往高处走。

从“美元荒”到“资产荒”。近期美元指数大幅下行可能不是短期现象，更大概率中期弱势美元将延续。廉价的美元结合低利率环境，全球市场正在走出疫情的冲击。一方面，风险资产，以原油为代表的大宗商品价格得到支撑，企业信用风险扩散得到了控制；另一方面，过剩的美元流动性催生“资产荒”，全球多数权益市场走出 V 型反转走势。显然，A 股市场也受益于全球流动性过剩。人民币汇率双向波动，预期稳定，4 月以来外资持续流入也就顺理成章。

5 月非农数据好于预期，全球经济弱复苏仍在途中。当前的全球经济正处于疫情冲击后脉冲恢复阶段，全球政策与应对 08 年金融危机如出一辙。美国就业数据表现靓丽，结合美债收益率现底部迹象，美国经济的复苏程度似乎比市场预期的更快；而欧洲、日本等发达国家经济数据也在回稳，全球经济的基本面正在走出疫情的冲击。全球经济陷入通缩的可能性正在下降，而通胀与否仍然是一个远景问题。

汇率稳定，盈利修复，大类资产权益配置优于债市。我们曾经做过历史归纳，应用人民币汇率与 A 股企业盈利四象限判断股债相对表现，在人民币汇率升值，企业盈利修复的过程中，股市大概率好于债市。这虽然是个统计上的规律，但在“美元荒”，外资配置能力强化的背景下，A 股的底部相对夯实，奠定了上行风险大于下行风险的中长期格局。从股债风险溢价角度，当前投资时钟也指向权益。

A 股市场判断：水往高处走，结构行情延续。低估值板块真正的症结在于盈利平庸，估值难以进入扩张区间。又由于行业的周期性较强，盈利增长的持续性低，外资配置逻辑弱，以银行、地产板块为例，行业估值溢价很难提升。此外，国内的流动性环境正在向宽信贷过渡，从超额货币的角度，流入金融市场的流动性边际在下降，因此从流动性角度低估值板块的均值回归也很难发生，高估值、高增长板块成为市场聚焦的方向。因此一个较合理的推论是当前全面牛市仍在憧憬之中，并不会很快发生。下一阶段 A 股市场仍然会是结构行情主导：1）“资产荒”逻辑，以消费为代表的外资配置板块仍会获得不错的超额收益；2）走出疫情，科技产业周期驱动，以消费电子和新能源汽车产业链为代表的盈利高增长方向是内资机构聚焦的方向。

风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

【宏观】大类资产配置周报(2020.6.7)：6 月国内资本市场以波动为主

张晓娇朱启兵

政策发力对外开放和稳定中小企业。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

经济数据：5 月末我国外汇储备规模为 31,017 亿美元；5 月出口下降 3.3%，进口下降 16.7%。

要闻：中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》；央行等八部门出台指导意见《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》和《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》，强化中小微企业金融服务；商务部出台支持湖北自贸区加快发展 24 条措施。

资产表现回顾

风险资产上涨，避险资产下行。本周沪深 300 指数上涨 3.47%，沪深 300 股指期货上涨 3.98%；焦煤期货本周上涨 0.6%，铁矿石主力合约本周上涨 1.78%；股份制银行理财预期收益率下跌-5BP 至 3.87%，余额宝 7 天年化收益率下跌-15BP 至 1.39%；十年国债收益率上行 14BP 至 2.85%，活跃十年国债期货本周下跌-1.18%。

资产配置建议

资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。从历史统计来看，6 月资本市场波动的概率较大。股市方面，上市公司二季度财报的关注度有所上升，在经济增速下行的大趋势下存在部分上市公司业绩与估值之间的平衡。债市方面，今年以来债市收益率受风险偏好影响大幅下行，短期已经出现快速明显回调，但 6 月临近半年末，央行意向的货币拆借资金利率中枢未定，给债市波动造成压力。货币基金方面则面临重要的营销窗口，预计将释放收益抬高收益率。国内资本市场季节性波动的同时，需要关注海外基本面的变化，如全球复工复产后的经济走势和疫情是否出现二次冲击等影响。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内通胀压力较高。

【宏观】6 月海外宏观动态点评：美国 5 月非农大幅好转，疫情稳定需求有望好转

钱思韵 朱启兵

美国 5 月非农 250 万人，好于预期-800 万人和前值-2,053.7 万人。

美国 5 月失业率 13.3%，好于预期 19.8%和前值 14.7%。

我们认为，

1.由于近期的美国冲突事件，使得疫情有微弱反弹。截至 6 月 5 日中午，美国累计确诊人数已高达 1,924,051 人，较前一日新增 22,020 人，有所反弹。总体而言，美国疫情开始稳定，随着各州复工令的开展，社会活动逐渐恢复，需求有所回升。因此美国就业情况有所恢复，各行业均有所复苏，因此导致了非农的大幅反弹。就业参与率也从上个月的 60.2%上升至 60.8%，平均工时也从 34.2 上升至 34.7。可见复工还是比较明显的。

2. 复工因素再加上 OPEC 可能延长减产期，刺激了油价的上涨。多空在 40 附近博弈，市场静待周六会议结果落地。展望全球，欧亚和中东均开始复工，疫情最差的时候或已过去，只是复工后人群聚集有可能引发二次爆发的风险还有待关注。但可以确定的是，需求会在近期有所回升，失业率有望逐渐减少。总的来说，就业最差的情况或已过去，虽然未来需求、尤其是消费可能很难一下子反弹，但逐步好转的趋势还是确立的。

【固收】高频数据扫描：美国当周首次申领失业保险人数回落至 187.7 万人

朱启兵 王开

工业品价格相关的高频指标和固定资产投资价格指数相关高频指标本周降速持续收窄。

1.美国周度经济指标出现边际回暖态势，首周申领失业人数持续下滑。

2.PPI 相关高频指标降速略有收窄：

（1）生产资料价格指数同比（-9.66%）、中国大宗商品价格指数同比（-10.05%）、螺纹钢价格指数同比（-10.51%）连续 4 期降速收窄；

（2）南华综合指数同比（-0.67%）、布伦特原油期货价同比（-33.59%）、RJ/CRB 现货指数同比（-21.61%）、PVC 市场价同比（-7.93%）均出现连续 5 期回暖；

3.固定资产投资价格指数相关高频指标降速略有收窄：

（1）线材市场价同比降速从-11.03%变为-10.56%；

（2）螺纹钢价格指数同比降速连续 4 期收窄，为-10.51%。

4.出口金额相关高频指标呈上涨趋势：

（1）LME 铜价同比降速连续 5 期收窄至-5.12%；

（2）LME 铝价同比降速连续 3 期收窄至-12.62%；

（3）CCBFI 综合指数同比降速连续 5 期改善至-2.65%。

风险提示：海外疫情扩散超预期。

【非银】上市券商 5 月业绩点评：自营承压环比业绩下滑，低基数下同比仍正增长

兰晓飞 张天愉

43 家上市券商 5 月营收合计 178.82 亿元，环比减少 48%，可比口径同比增长 16%；合计净利润 64.86 亿元，环比减少 54%，可比口径同比增长 46%。科创板有望试水 T+0 交易制度，券商再迎重大利好，重点推荐充分受益于政策红利的龙头券商中信证券、华泰证券，及互联网券商东方财富。

5 月上市券商业绩环比-54%，同比+46%。43 家上市券商 5 月营收合计 178.82 亿元，环比减少 48%，可比口径同比增长 16%；净利润合计 64.86 亿元，环比减少 54%，可比口径同比增长 46%；海通证券、国泰君安、广发证券 5 月净利润位列前三，分别为 7.54 亿元、6.75 亿元、4.89 亿元，华鑫证券、西南证券、安信证券环比增速位列前三，分别为 332%、27%、8%（已剔除各券商子公司分红，考虑所得税影响，如有；自 2020 年 1 月 31 日起，对中信华南进行追溯调整）。

市场震荡债券自营承压，投行业务规模下滑。（1）5 月市场呈现震荡，上证综指下跌 0.27%，深证成指上涨 0.23%，创业板指上涨 0.83%，中小板指下跌 1.30%；债市行情下滑致债券自营承压，中证全债（净价）指数下跌 1.39%。市场震荡下，自营业务为影响券商业绩变化的最主要因素。（2）股基日均成交额 6,660.03 亿元，环比微降 0.76%，市场活跃度较为稳定。（3）两融余额较 4 月末增长 3.36%至 10,780.52 亿元，全市场股票质押参考市值较 4 月末减少 2.26%至 4.22 万亿元。（4）股权承销 733 亿元，环比减少 26.01%，债权承销 6,348 亿元，环比减少 31.64%。

科创板有望试水 T+0 交易制度，券商再迎重大利好。5 月 29 日上交所为回应两会代表科创板相关建议，提出“适时推出做市商制度、研究引入单次 T+0 交易”。“T+0”制度实施将明显提升市场交易活跃度，直接利好券商经纪业务。叠加后续对于做市商等制度的革新，为科创板股票提供双边报价服务，有利于缓解科创板股票短期的价格波动，增加市场流动性。短期 A 股不确定性仍存，板块高 beta 属性下建议关注短期波动；长期来看，行业持续享有明显领先其他金融子行业的政策面利好，龙头券商将重点受益，长期龙头逻辑不变，建议重点关注龙头券商华泰证券与中信证券，及充分受益于活跃度回暖、业绩加速兑现的高成长性互联网券商东方财富。

本月回顾

行情：沪深 300 下跌 1.16%，创业板指上涨 0.83%，保险行业下跌 5.46%。证券行业下跌 4.09%，互联网金融下跌 3.32%。

经纪：本月市场股基日均成交额 6,660.03 亿元，环比上月下降 0.76%；日均换手率 2.55%。

信用：本月末市场股票质押参考市值 4.22 万亿元，环比上月末下降 2.26%；两融余额 10,780.52 亿元，环比上月增加 3.36%。

承销：本月股票承销金额 733 亿元，债券承销金额 6,348 亿元，证监会 IPO 核准通过 18 家。

风险提示

政策出台、国际环境、疫情发展以及市场波动对行业的影响超预期。

【机械】半导体新股分析——中芯国际:先进制程追赶者，更是国产设备与材料的培育者

杨绍辉

中芯国际近日公布招股书，拟回归 A 股科创板，IPO 拟募集资金 RMB200 亿元，用于 12 英寸芯片 SN1 项目、先进及成熟工艺研发项目储备资金、补充流动资金等项目。

SMIC 挤进全球先进制程阵营。公司成立于 2000 年，一直致力于晶圆代工技术国产化。目前收入结构中绝大部分由成熟制程贡献，但通过近 2 年左右的努力已实现 14nm FinFET 工艺的突破，是先进制程龙头 TSMC 和三星的追赶者。根据 DRAMeXchange 对全球晶圆代工厂的排名，中芯国际 1Q2020 按营收位居全球第五，市占率 4.3%，仅次于联电和格芯。

注资+募投助力中芯南方 14nm FinFET SN1 建产，81%的投入用于工艺设备采购和安装。5 月 15 日，国家集成电路基金 II 及上海集成电路基金 II 同意分别向中芯南方注资 15 亿美元及 7.5 亿美元，另 SMIC 全资子公司中芯控股将向中芯南方增资 7.5 亿美元，中芯南方注册资本将由 35 亿美元增加至 65 亿美元。SMIC 此次 IPO 募资有 RMB 80 亿元用于 SN1 项目，项目总投资 90.6 亿美元，其中 73.3 亿美元用于生产设备购置及安装费，占比 81%。

工艺设备进口为主，其成熟制程培育了一批国产品牌。截至 2019 年底，公司机器设备累计账面原值 1,007 亿元，折旧年限为 5-10 年（龙头 TSMC 折旧年限 2-5 年）。根据公告，2019-2020 年累计资本开支将达到 64 亿美元，主要用于先进制程，部分用于成熟制程。2019 年至今，公司公告累计采购应用材料、Lam Research、TEL 的工艺设备达 32.5 亿美元。国产设备供应商包括北方华创、中微公司、盛美股份、芯源微、屹唐等，根据各公司公告，SMIC 或控股公司曾是中微、盛美、芯源微前 5 大客户之一。

预计 SMIC 半导体材料也以进口为主，掩模版、研磨液国产化率较高：

（1） 掩模版：中芯国际自主研发为主。2019 年，SMIC 实现光掩膜制造销售收入 7.15 亿元，同比增长 16%。除 SMIC 自制掩模版外，国内中微掩模等厂商可实现 4 寸、6 寸等低端市场的掩膜版国产化。

（2） 研磨液：安集约占 SMIC 研磨液采购额的 1/3。2019 年 SMIC 采购研磨液 4.15 亿元，而安集向其销售 1.47 亿元，约占 SMIC 采购额的 35%，其余部分估计进口为主。

（3） 大硅片：进口为主，沪硅产业仅占 SMIC 采购额的 1.5%。2018 年 SMIC 采购硅片 17.28 亿元，而沪硅产业向其销售 0.26 亿元，约占 SMIC 大硅片采购额的 1.5%，其余部分估计进口为主。

（4） 电子特气：进口为主，华特气体仅占 SMIC 采购额的 6.6%。2018 年 SMIC 采购气体 3.9 亿元，而华特气体向其销售 0.26 亿元，约占 SMIC 气体采购额的 6.6%。

（5） 靶材：预计国产化率超过 10%。2017-2019 年中芯国际采购额 2.80/2.56/2.23 亿元，呈下降趋势，国产靶材供应商江丰电子 2016 年前五客户包括中芯国际，在 SMIC 采购额中的比例估计超过 10%。

（6） 光刻胶：进口为主。2018 年中芯国际光刻胶采购额 6.79 亿元，同年北京科华收入 0.79 亿元，晶瑞股份光刻胶收入 0.84 亿元（含面板、LED 用），表明 SMIC 光刻胶也以进口为主。

继续强烈推荐半导体设备与材料板块：中微公司、北方华创、华峰测控、芯源微、沪硅产业、万业企业、长川科技、晶盛机电、精测电子。关注盛美半导体、至纯科技、清溢光电、雅克科技、华特气体。

风险提示：晶圆厂项目进度低于预期，新制程技术产能爬坡低于预期等。

中银证券研究部

全球首席经济学家

管涛	S1300120030020	

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
钱思韵	S1300517100002	siyun.qian@bocichina.com
王大林	S1300117080064	dalin.wang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com

固收研究团队

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	S1300119080007	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	S1300511104000	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	S1300118050007	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
陈祥	S1300519040001	xiang.chen@bocichina.com
陶波	S1300119070006	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	S1300118040008	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

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

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