

5 月金股组合

股票代码	股票名称
601336.SH	新华保险
300750.SZ	宁德时代
603181.SH	皇马科技
002925.SZ	盈趣科技
600741.SH	华域汽车
000739.SZ	普洛药业
000157.SZ	中联重科
000977.SZ	浪潮信息
600887.SH	伊利股份

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	2895	0.83
深证成指	11002	1.27
沪深 300	3964	0.99
中小板指	7232	0.87
创业板指	2125	0.87

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
家用电器	3.95	农林牧渔	0.18
计算机	2.06	商业贸易	0.25
通信	1.71	建筑装饰	0.30
综合	1.67	公用事业	0.40
传媒	1.39	轻工制造	0.44

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

晨会聚焦-20200511

■重点关注

【策略】策略周报静待主线*王君 郭晓希。A 股波动尚存但风险可控，把握业绩确定性板块布局机会。出口数据超预期，内需带动二季度基本面环比回暖。美元计价下 4 月出口增速为 3.5%，积压订单延迟释放、基数效应、以及防疫物资替代效应成为本月外贸数据超预期主要因素。往后看，进入 5 月，基数效应与前期积压订单需求消退，短期外需依然面临较大压力。内需方面，伴随着复工进程逐步推进，汽车与地产销售环比出现复苏迹象，内需回暖进行中。总体来看，国内基本面将从一季度低谷逐步修复，二季度国内经济将呈现出“外冷内热”的特征。

【宏观】5 月海外宏观动态点评：美国 4 月失业率上两位数，失业人数超大萧条总数两倍*钱思韵 朱启兵。美国 4 月失业率录得 14.7%，非农就业减少 2,050 万人，均远高于前值但好于预期。4 月疫情确诊在美国爆发，美国 4 月 ADP 就业减少 2,023.6 万人，超过大萧条失业总人数两倍，但由于在预期内，美股周五开盘后仍微涨。美国当下疫情已到增速拐点准备复工，4 月失业率可能处于底部。美国 4 月小时工资月率达 4.6%，劳动参与率下降，利好线上教育、零售、医疗服务等行业。

【宏观】大类资产配置周报(2020.5.10)：关注资本市场的供给端变化*张晓娇 朱启兵。4 月出口增速超预期；央行发布一季度货币政策执行报告；美国失业率快速上升。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

【非银】非银金融行业周报： QFII/RQFII 限额取消得落实，资金信托监管趋严*兰晓飞 张天愉。境外机构投资者额度限制取消得到落实，资本市场对外开放更进一步。银保监会明确信托公司资金信托的定义及分类，严控非标资产投资比例。

【固收】债券市场周度观察：国债期货市场可供现券参考的指标梳理*朱启兵 王开。我们尝试从价差、基差和多空力量三个维度，寻找国债期货市场中对现券有指示效果的指标。1、十年期-五年期国债期限利差和期货价差走势相关度较高，这一轮收益率曲线陡峭化的过程中期货市场的价差也有相应体现。2、理论上反映期货相对现货贴水程度的基差，在实际中和现券收益率走势经常是背离的。唯一可以参照的是基差短期内迅速走阔的情形，是现券利率陡峭上升的标志，如 2016 年末到 2017 年初，（净）基差和现券收益率同时陡峭上行。目前基差维持震荡行情。

【宏观】5 月海外宏观深度报告：美国哪些行业就业看好？*钱思韵 朱启兵。目前美国劳动力市场受疫情短期冲击严重，仍存在结构调整空间。分行业来看，对于就业人数规模较大的行业，专业和商业服务业发展较快，中美贸易缓和下预期进一步向好；医疗与社会救助业不断扩张，预期就业增长强劲；零售业受中美贸易缓和及汽车零售子行业利好，预测中短期就业增速尚可。

【轻工】轻工制造行业 2019 年报和 2020 一季报综述：关注需求回补确定性高的板块*杨志威 刘凯娜。轻工制造行业 19 年年报整体实现了营业收入 4,957 亿元，同比+2.4%，归属上市公司股东的净利润 221 亿元，同比+8.3%，其中文娱用品行业收入增速相对于 18 年有所提速，其余板块均有不同程度降速；20 年一季度行业实现营收 971.5 亿元，同比-15.8%，实现净利润 38.6 亿元，同比-35.5%，各板块营收均有下滑，其中造纸-10.5%，包装-12.9%，家具-24.3%。

重点关注

【策略】策略周报静待主线

王君 郭晓希

A 股波动尚存但风险可控，把握业绩确定性板块布局机会。

出口数据超预期，内需带动二季度基本面环比回暖。美元计价下 4 月出口增速为 3.5%，积压订单延迟释放、基数效应、以及防疫物资替代效应成为本月外贸数据超预期主要因素。往后看，进入 5 月，基数效应与前期积压订单需求消退，短期外需依然面临较大压力。内需方面，伴随着复工进程逐步推进，汽车与地产销售环比出现复苏迹象，内需回暖进行中。总体来看，国内基本面将从一季度低谷逐步修复，二季度国内经济将呈现出“外冷内热”的特征。

海外复工开启，市场流动性维持温和。近期随着海外部分主要经济体经济数据的落地，疫情产生的冲击效应开始逐步在基本面数据之中显现。4 月美国非农就业人数创下历史极端纪录，失业率数据也刷新了 1948 年以来的新高。而近期美股表现依然维持强势，基本面数据的落地并未给市场带来较大冲击。随着欧美各国复工进程开启，未来一段时间，市场将逐步由前期对于疫情持续性的担忧逻辑演化为对经济复苏幅度的预期，海外市场下行风险可控。国内方面，未来一段时间，随着国内复工进程的进一步推进，金融市场流动性有望依旧维持相对宽松的水平，而海外市场难以出现 3 月以来的大幅冲击，市场流动性环境趋于温和。

下行风险可控，市场处于趋势左侧。国内各行业政策处于稳步落地阶段，随着一季度基本面深坑的确认，市场倾向于对疫情按一次性冲击计价，内需带动下，基本面环比改善趋势确定，风险偏好整体下行风险不大，两会定调及对于内需恢复进程的预期将成为影响市场的重要因素。5 月大部分时间内，市场仍将处于对于未来刺激政策的预期摇摆过程之中，但总体来讲市场下行风险可控，预计市场风险偏好仍将处于震荡过程，处于趋势行情左侧。？

基本面预期逐步修复，把握短期业绩确定性强，中长期格局较优的行业布局机会。结合 5 月月报预判，我们认为市场仍将延续盈利预期的主要抓手，内需逐步修复带动国内基本面从一季度深坑中环比修复，市场整体下行风险可控。经济活动的逐步修复以及两会前期市场对于政策的乐观预期为近期市场反弹的主要动能。从近期市场的行业表现也可以看出，市场由前期内需复苏主导逻辑逐步向海外冲击修复逻辑转换。随着一季报业绩的逐步计价，A 股市场由海外疫情风险和国内政策的不确定性笼罩的第一阶段向第二阶段过渡，总体来看，市场仍处于布局行情左侧，短期仍将维持震荡波动格局，虽然难有大规模趋势性行情但下行风险可控。行业配置上，把握短期业绩确定性强，中长期格局较优的行业，建议优先把握短期业绩确定性较强，中长期行业格局较好的白酒、化药和水泥等；次优选择是一些短期内依然受到国内经济和海外不确定性因素影响，但中长期逻辑顺畅的航空、机场、家电、汽车和消费电子等。

风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

【宏观】5 月海外宏观动态点评：美国 4 月失业率上两位数，失业人数超大萧条总数两倍

钱思韵 朱启兵

美国 4 月失业率录得 14.7%，非农就业减少 2,050 万人，均远高于前值但好于预期。4 月疫情确诊在美国爆发，美国 4 月 ADP 就业减少 2,023.6 万人，超过大萧条失业总人数两倍，但由于在预期内，美股周五开盘后仍微涨。美国当下疫情已到增速拐点准备复工，4 月失业率可能处于底部。美国 4 月小时工资月率达 4.6%，劳动参与率下降，利好线上教育、零售、医疗服务等行业。

因新冠确诊数量在美国爆发，美国 4 月 ADP 就业人数减少 2,023.6 万人，好于预期减少 2,100 万人，但远高于前值 2.1 万人，失业规模已超大萧条期间失业总人数两倍。由于人口基数不同不可直接与历史相比，且在预期内，因此即使产生了一定社会恐慌情绪，美股周五开盘后仍微涨。

美国当下疫情已到增速拐点准备复工，目前 4 月两位数的失业率可能处于底部。截止至 5 月 8 日中午 11 点，美国累计确诊人数 1,292,623 人，较前一日新增 29,399 人，继连续一周低于 3 万人，海外疫情高峰也逐渐进入尾声。美国的经济已超出承受范围，复工迫在眉睫。

美国 4 月小时工资月率高达 4.6%，远高于前值和预期的 0.4%，但劳动参与率下降，说明在职的劳动力获得更多的工资，利好线上教育、零售、医疗服务等行业。我们预期 6 月可能将开始好转。

【宏观】大类资产配置周报(2020.5.10)：关注资本市场的供给端变化

张晓娇 朱启兵

4 月出口增速超预期；央行发布一季度货币政策执行报告；美国失业率快速上升。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：4 月出口同比 3.5%，进口-14.2%，贸易顺差 453.4 亿美元。

要闻：央行、外管局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资额度限制。

资产表现回顾

股涨债跌。本周沪深 300 指数上涨 1.3%，沪深 300 股指期货上涨 3.51%；焦煤期货本周上涨 4.69%，铁矿石主力合约本周上涨 5.51%；股份制银行理财预期收益率下跌-1BP 至 3.94%，余额宝 7 天年化收益率下跌-1BP 至 1.67%；十年国债收益率上行 14BP 至 2.64%，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。本周国务院常务会议提出在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额并力争 5 月底发行完毕，从债市供给端的角度看，将明显提升债市的供给水平。除此之外，截至 4 月底，A 股市场 IPO 已达 75 家，募资总额 972 亿元，远超去年同期水平。结合供给端出现放量迹象和央行取消合格境外机构投资者境内证券投资额度限制来看，我们认为在市场预期人民币资产投资需求有上升趋势的情况下，国内供给端也在加快步伐，两者相互影响，可能影响国内资产市场的估值中枢和波动。

风险提示：疫情在全球传播时间过长，全球经济下行幅度超预期；国内通胀压力较高。

【非银】非银金融行业周报： QFII / RQFII 限额取消得落实，资金信托监管趋严

兰晓飞 张天愉

境外机构投资者额度限制取消得到落实，资本市场对外开放更进一步。银保监会明确信托公司资金信托的定义及分类，严控非标资产投资比例。

境外机构投资者额度限制取消，金融市场进一步开放。央行发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》：（1）取消 QFII 和 RQFII 境内证券投资额度管理要求；（2）实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机；（3）大幅简化合格投资者境内证券投资收益汇出手续；（4）取消托管人数量限制，允许单家合格投资者委托多家境内托管人，并实施主报告人制度；（5）完善合格投资者境内证券投资外汇风险及投资风险管理要求；（6）央行、外汇局加强事中事后监管。《规定》为境外投资者参与国内金融市场提供便利，额度限制的放开更是标志着资本市场的对外放开与国际化再进一步。通过对境外资金入市予以支持，未来有望增厚券商 QFII 业务收入，并提升券商国际化品牌形象，有利于本土券商加快“走出去”步伐。外资流入有助于培养国内市场价值投资理念，稳定市场，利好券商自营业务。

资金信托定义明确，严控非标资产投资比例。银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法》公开征求意见。（1）明确资金信托的定义及分类：基于信托法律关系的资产管理业务，但以受托服务为主要服务内容的信托业务（如家族信托、企业年金信托等）均不算在内。（2）明确资金信托的私募性质，要求投资者不超过 200 人，废除 2007 年《集合资金信托计划管理办法》中“单笔委托金额在 300 万元以上投资者数量不受限制”的规定。（3）严控信托非标资产投资比例，全部集合资金信托计划投资于单一/全部融资人的非标债权类资产合计金额不得超过公司净资产的 30%/50%，资金信托监管趋严，或将致融资类信托规模下降，促使信托公司增加净资产、加大证券投资、拓展服务信托业务。

投资建议

1）短期来看，A 股市场不确定性仍存，板块高 beta 属性下建议关注短期波动。2）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。建议重点关注业绩更稳定、综合实力强劲、充分享受政策红利的龙头券商华泰证券、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。

一周回顾

本周沪深 300 上涨 1.30%，创业板指上涨 2.70%，证券行业上涨 1.68%，保险行业下跌 1.96%，互联网金融上涨 2.31%。

经纪：本周市场股基日均成交量 7,421 亿元，环比上周上涨 12.95%；日均换手率 2.84%。

信用：本周市场股票质押参考市值 43,813 亿元，环比上周上涨 1.76%；两融余额 10,625 亿元(截至 2020/5/7)，环比上周上涨 1.86%。

承销：本周股票承销金额 23 亿元，债权承销金额 251 亿元，证监会 IPO 核准通过 4 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。

【固收】债券市场周度观察：国债期货市场可供现券参考的指标梳理

朱启兵 王开

我们尝试从价差、基差和多空力量三个维度，寻找国债期货市场中对现券有指示效果的指标。

1、十年期-五年期国债期限利差和期货价差走势相关度较高，这一轮收益率曲线陡峭化的过程中期货市场的价差也有相应体现。

2、理论上反映期货相对现货贴水程度的基差，在实际中和现券收益率走势经常是背离的。唯一可以参照的是基差短期内迅速走阔的情形，是现券利率陡峭上升的标志，如 2016 年末到 2017 年初，（净）基差和现券收益率同时陡峭上行。目前基差维持震荡行情。

3、国债期货多空比和现券收益率在趋势上存在负相关关系。资管新规落地后银行理财的空头很多是套期保值诉求，国债期货空头持仓并不完全反映投机诉求，净持仓的参照性较弱。

4、我们对国债期货市场可供现券参考的指标进行重要度排序：价差>多空比>基差>IRR>净持仓、AR/BR/CR 技术指标。就目前情况看，价差反映长短端收益率（10Y/2Y）陡峭化遇到阻力，多空比反映空头力量有所抬升，对做陡曲线的策略建议保持谨慎。

风险提示：1）海外经济衰退的一致悲观预期过强；2）债市对年内经济增速、逆周期政策力度和货币宽松程度过度预期；3）广义基金负债端仍然偏紧，增量资金不足。

【宏观】5 月海外宏观深度报告：美国哪些行业就业看好?

钱思韵 朱启兵

目前美国劳动力市场受疫情短期冲击严重，仍存在结构调整空间。分行业来看，对于就业人数规模较大的行业，专业和商业服务业发展较快，中美贸易缓和下预期进一步向好；医疗与社会救助业不断扩张，预期就业增长强劲；零售业受中美贸易缓和及汽车零售子行业利好，预测中短期就业增速尚可。对于就业人数增长较快的行业，金融业受大选支撑，预期中短期就业向好；化学产品制造业与食品饮料烟草业预期中短期内就业增长平稳，化学产品制造业长期或萎缩，食品饮料烟草业若薪金改善，长期仍存较大发展潜力。疫情近期可能对就业市场有一定负面影响，但对长期趋势影响不大。

对于就业人数规模较大的行业，专业和商业服务业在美国劳动力市场占比较高，区域产业链发展和制造业回暖推动就业强劲增长。医疗和社会救助业随社会救助制度完善和医保行业改革发展不断扩张，整体就业强劲，预期持续能为就业市场提供活力。零售业在中短期内受到中美贸易摩擦缓和利好、子行业汽车及部件零售支撑与消费者信心恢复提振，预期就业增速尚可，但电商快速发展可能会在长期产生较大冲击。

对于就业人数增速较快的行业，金融业在特朗普上台后开始放松监管并增加金融业预算，证券基金期货业持续扩张将持续支撑金融业中短期就业走高，但疫情扩散的不确定性可能使长期就业增速放缓。非耐用品制造业是制造业中稳定提供就业的一环，在制造业整体承压下行背景下，化学产品制造业和食品饮料烟草业就业却呈现强劲发展。

今年上半年人口普查将支撑就业岗位短期持续增加，大选虽增加临时岗位，但时效短，预计不会对新增非农造成太大影响。贸易摩擦使得制造业及农业就业受到影响，但随中美第一阶段协议落地，短期内不会影响就业。美联储降息对就业在短期内有一定利好，但长期来看更加取决于经济基本面走势。疫情扩散在近期对就业市场可能会产生一定的负面影响，但是这种影响基本不会改变各行业就业变化的长期趋势。

【轻工】轻工制造行业 2019 年报和 2020 一季报综述：关注需求回补确定性高的板块

杨志威 刘凯娜

轻工制造行业 19 年年报整体实现了营业收入 4,957 亿元，同比+2.4%，归属上市公司股东的净利润 221 亿元，同比+8.3%，其中文娱用品行业收入增速相对于 18 年有所提速，其余板块均有不同程度降速；20 年一季度行业实现营收 971.5 亿元，同比-15.8%，实现净利润 38.6 亿元，同比-35.5%，各板块营收均有下滑，其中造纸-10.5%，包装-12.9%，家具-24.3%，文娱用品-4.4%，表现最为稳健。建议关注复工后需求回补确定性高的家居和文具行业，需求稳健的生活用纸。

支撑评级的要点

造纸：疫情压制需求，成本维持低位。造纸行业 2019Q1-2020Q1 收入分别-2.4%/-9.3%/+1.1%/+13.8%/-10.5%，Q4 由于纸价的回升，木浆系纸企收入同比明显增长，Q1 受疫情影响，除生活用纸外各纸种需求均有下滑，木浆系和废纸系销量均明显下降。5 月份开始逐步进入包装纸、文化纸的传统淡季，纸价出现了明显的下跌，但是由于疫情的影响使得 4 月旺季的教辅材印刷等需求并未释放，目前纸价的下跌仍然是疫情持续影响需求的结果，后续随着复工复学的进展，需求有望得以恢复。成本方面，全球疫情对于木浆的需求影响大于供给影响，浆价短期难有上升行情。如果国内经济恢复速度快于全球其他区域，纸价和浆价差异有望再次拉大。看好供需格局较好的白卡纸、需求稳健的生活用纸行业，以及具备海外原材料优势的头部纸企。

家居：疫情推延需求，后续季度有望回补。家具行业 2019 年实现营收增速 9.9%，较 2018 年（YoY+16.1%）略有下滑，实现归母净利润增速 51.7%，较 2018 年（YoY-24.2%）提升明显，这与 2018 年部分公司计提大额商誉减值准备等致亏损有关。2020Q1 受新冠肺炎疫情影响，线下消费冻结、企业开工率不足，家具行业营收同比下降 24.4%，归母净利润同比下降 120.7%，行业整体亏损。定制家居营收增速 19 年呈现逐季改善趋势，20Q1 疫情暂停了这个趋势，而盈利能力 19 年保持稳健。软体家具受益于成本下行，盈利端表现相对稳健。今年住宅竣工面积当月增速已于 3 月由负转正至 1.2%，竣工回暖确定性较强，前期积累的市场需求有望集中于后续季度释放。

包装：需求短期承压，长期看行业整合。印刷包装 19 年实现 6.1%的营收增长，净利润 8.7%的增长，20Q1 营业收入同比减少 12.9%，净利润同比减少 33.2%，Q1 明显受到了疫情的影响。剔除并购的影响，各子分类 Q1 营收均有所下滑，全球疫情的蔓延对于内需和出口都形成了一定压制。长远来看，需关注纸包装、金属包装行业的整合进展，以及疫情过去后国内外消费需求的恢复。

文娱用品：文具行业表现相对稳健。文娱用品行业整体表现较好，19 年整体实现了 27.5%的增长，净利润 21.3%的增长；单季度来看，Q4 相对于 Q3 有所降速，实现 17.5%的增长，Q1 受疫情影响，收入减少 4.4%，文具行业增长较为稳健，钢琴、玩具、体育用品下滑比较明显。

重点推荐

随着复工复学的进展，竣工回升传导下，家居下半年需求回补确定性高，看好产业链齐全的定制家具龙头欧派家居，大宗业务占比较高的志邦家居，精装工程业务比重高的帝欧家居，软体赛道龙头顾家家居；可选消费文具行业复学后需求回升的确定性较高；必选消费看好产品和渠道不断延伸的生活用纸企业中顺洁柔；造纸行业关注低估机会，静待需求回暖。

评级面临的主要风险

疫情持续时间过长、废纸政策变动、房地产调控持续升级、家具市场竞争加剧。

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

杨为敦	S1300519080005	weixiao.yang@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	S1300119080007	yongjian.wang@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	S130051104000	xiaofei.lan@bocichina.com
娄文青		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

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

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com
魏敏	S1300517080007	min.wei@bocichina.com

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
张威亚	S1300517070002	weiya.zhang@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

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

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@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