晨会聚焦-20200413

■ 重点关注

【策略】策略周报:盈利冲击显现，A 股再次寻底*王君 郭晓希。盈利预期下修压力下，市场短期承压。创业板盈利下修预期尚未充分计价。结合季度策略中的预判，年内经济增速下修为大概率事件，在此基础上，我们认为自上而下的角度来看，2020 年非金融 A 股盈利增速存在大幅下修风险。创业板盈利预期下修风险更为严重。截至 4 月 10 日以中值计算的创业板一季报盈利增速为-26%，相比于 2019 年报预告的 70%及三季报的-7.8%均出现了明显下滑。海外疫情冲击幅度及持续时间仍存较大不确定性，市场对于电子行业为代表的一季报高增长持续性也产生较大担忧。而当前市场并未对盈利增速下修进行充分计价。二季度市场对于盈利关注度提升，盈利角度来看创业板短期存在调整风险。

【宏观】3 月金融数据点评：国内货币政策谨慎但不紧张*张晓娇 朱启兵。3 月金融数据明显较 2 月好转；复工复产带来资金需求；边际放松的货币政策改善了实体经济流动性。3 月新增社融 5.16 万亿元，较去年同期多增了 2.2 万亿元。3 月开始国内经济受疫情的影响逐渐消退，复工复产开始推进，为配合稳经济的政策导向，货币政策边际明显放松，并根据普惠金融考核实施了一次降准，释放长期资金 5500 亿元。受到政策导向的影响，3 月社融和信贷增量都比较显著。

【宏观】4 月海外宏观动态点评：美国 CPI 显著走低，疫情目前看不到拐点*钱思韵 朱启兵。美国 3 月 CPI 显著走低不及预期，目前美国疫情尚未看到拐点，CPI 将继续承压。美国 3 月 CPI 走低与国际能源价格创五年来最大跌幅有一定关系。虽然 OPEC+达成协议创纪录减产 1,000 万桶/日，但全球储能有限和疫情导致需求减少，短期内减产或难达预期，国际油价反弹可能性较低。短期疫情或难以好转，避险黄金仍有上行空间。

【固收】天量融资再现： 债券市场不可承受的需求之轻*杨为敦 王开。三月融资的爆发更多应该与非常规的宽信用政策有关。在疫情冲击下，企业资本开支的需求明显不会出现如此之快的恢复，但大量被注入实体的资金也没有脱实就虚。

【机械】杰瑞股份：绩持续超预期凸显公司适应低油价能力，电驱裂设备因低油价环境而将受青睐*杨绍辉。2019 年实现收入 69.25 亿元，同比增长 51%；净利润 13.61 亿元，同比增长 121%；2019 年新接订单 81.44 亿元，同比增长 34%，年末存量订单 43.73 亿元；同时，公司预告一季度预计净利润约 2.05~2.37 亿元，同比增长 86%~115%。

【计算机】超图软件：20Q1 续力递增，上海数慧超 2 倍兑现承诺*孙业亮 杨思睿。公司发布 2019 年报及 20Q1 预告：2019 营收为 17.35 亿（+14.31%），归母净利润 2.19 亿(+30.71%)，20Q1 实现归母净利润 767-996 万(+0%至 30%)。2019 业绩迎拐点提升，G 端迎来政策催化扩容，继续巩固与华为等伙伴商业合作。作为 GIS 软件龙头，可享估值溢价，维持买入评级。

4 月金股组合

股票代码	股票名称
600406.SH	国电南瑞
601939.SH	建设银行
002258.SZ	利尔化学
603833.SH	欧派家居
000338.SZ	潍柴动力
601688.SH	华泰证券
000157.SZ	中联重科
600887.SH	伊利股份
000977.SZ	浪潮信息

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	2797	(1.04)
深证成指	10298	(1.57)
沪深 300	3769	(0.62)
中小板指	6705	(2.14)
创业板指	1950	(2.37)
恒生指数	24300	0.00

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
家用电器	1.50	通信	(4.31)
建筑材料	0.06	计算机	(3.97)
银行	(0.10)	电子	(3.95)
非银金融	(0.19)	纺织服装	(2.98)
房地产	(0.45)	传媒	(2.82)

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:盈利冲击显现，A 股再次寻底

王君 郭晓希

盈利预期下修压力下，市场短期承压。

创业板盈利下修预期尚未充分计价。结合季度策略中的预判，年内经济增速下修为大概率事件，在此基础上，我们认为自上而下的角度来看，2020 年非金融 A 股盈利增速存在大幅下修风险。创业板盈利预期下修风险更为严重。截至 4 月 10 日以中值计算的创业板一季报盈利增速为-26%，相比于 2019 年报预告的 70%及三季报的-7.8%均出现了明显下滑。海外疫情冲击幅度及持续时间仍存较大不确定性，市场对于电子行业为代表的一季报高增长持续性也产生较大担忧。而当前市场并未对盈利增速下修进行充分计价。二季度市场对于盈利关注度提升，盈利角度来看创业板短期存在调整风险。

一季度总量流动性超预期，未来期待结构改善。3 月社融增量超市场预期，人民币贷款及债券融资成为主要贡献，3 月 M1 增速相对平稳也反映出天量社融投放的流动性并未引发实体企业活期现金流的增加，其背后原因或在于实体企业复工复产进程尚未完全，融资需求或更多应对停工停产造成的资金缺口而尚未大幅增加企业长期投资。往后看，在实体企业生产秩序恢复前，货币政策仍将维持相对宽松的状态，通胀难以成为未来货币政策掣肘；而一季度天量社融难以长期延续，未来一段时间将更多致力于金融市场向实体流动性的传导。

海外风险缓和，A 股风险偏好依然较弱。进入二季度，市场进入各项政策逐步落地的时点，其中全力推动复工复产及中小企业融资问题成为近期工作的重点。4 月 9 日《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》的落地也进一步强化了市场对于进一步深化改革释放经济中长期动力的决心。4 月以来，VIX 指数高位下行，全球避险情绪高峰迎来逐步缓和，国内方面，3 月末以来受海外波动及国内盈利增速预期下修等因素影响，市场风险偏好维持年内低位。?

盈利确定性溢价有望迎来关注，成长风格短期承压。结合二季度预判，市场将回归盈利因子主导的环境之中，而伴随着年报季报窗口来临，盈利预期下修风险增加，横向比较下，短期来看创业板尚未对疫情冲击下盈利预期的下修予以充分计价，一季报业绩减计压力增加。从估值对比角度来看，创业板当前估值分位处于较高水平。短期来看市场仍然处于相对弱势环境之中，流动性环境难以支撑高估值，同时一季报创业板业绩存在较大下修风险，综合来看，短期成长板块或面临一定下行压力，价值风格有望获得阶段性收益。

行业配置上，必需消费板块有望迎来阶段性超额收益。当前行业配置由盈利预期主导，以 5G 建设、远程办公和游戏等为代表的高景气行业有望穿越二季度市场不确定性迷雾；必需消费优于一般成长和可选消费，可选消费优于周期性成长；避险板块与高估值弹性板块的优劣要视二阶段政策环境而定，传统周期在二季度建议规避。

风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化

【宏观】3 月金融数据点评：国内货币政策谨慎但不紧张

张晓娇 朱启兵

3 月金融数据明显较 2 月好转；复工复产带来资金需求；边际放松的货币政策改善了实体经济流动性。

3 月新增社融 5.16 万亿元，较去年同期多增了 2.2 万亿元。3 月开始国内经济受疫情的影响逐渐消退，复工复产开始推进，为配合稳经济的政策导向，货币政策边际明显放松，并根据普惠金融考核实施了一次降准，释放长期资金 5500 亿元。受到政策导向的影响，3 月社融和信贷增量都比较显著。

3 月新增人民币贷款 3.04 万亿元，较去年同期增加了 1.08 万亿元。与去年同期相比，除了信托贷款继续下降之外，其他都有不同程度的上升。

从结构来看，2020 年 3 月与 2 月相比，企业债占比上升 0.2 个百分点，汇票占比上升 0.1 个百分点，与去年同期相比，人民币贷款占比上升 0.6 个百分点，政府债占比上升 0.6 个百分点，企业债占比上升 0.5 个百分点，同时表外融资占比继续压缩。

3 月 M2 同比增长 10.1%，M1 同比增长 5%，M0 同比增长 10.8%。3 月单位活期存款同比增长 4.12%，准货币同比增长 12.22%。

3 月新增存款 4.16 万亿元，其中新增居民存款 2.35 万亿元，新增企业存款 3.19 万亿元。新增贷款 2.85 万亿元。目前贷款在向企业倾斜，主要是由于房地产和汽车销售还没有回归常态，因此居民贷款增长相对较弱。

国内货币政策谨慎但不紧张。虽然 3 月和 4 月央行分别实施了两次降准，分别释放长期资金 5500 亿元和 4000 亿元，并且下调了公开市场操作利率 20BP，但相较海外的“降息+大额量化宽松+大额经济刺激计划”，国内的货币政策依然相对比较谨慎。从资金成本来看，货币市场资金拆借利率持续维持在较低水平，从资金流向来看，3 月新增社融明显流向企业贷款和政府债券，同时 M2 同比增速反弹至 10.1%，反映出实体经济没有出现资金紧张的情况。我们维持此前观点，今年在稳经济导向下，财政政策是主要抓手，货币政策起到辅助作用，流动性将持续维持相对宽松。

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。

【宏观】4 月海外宏观动态点评：美国 CPI 显著走低，疫情目前看不到拐点

钱思韵 朱启兵

美国 3 月 CPI 显著走低不及预期，目前美国疫情尚未看到拐点，CPI 将继续承压。美国 3 月 CPI 走低与国际能源价格创五年来最大跌幅有一定关系。虽然 OPEC+达成协议创纪录减产 1,000 万桶/日，但全球储能有限和疫情导致需求减少，短期内减产或难达预期，国际油价反弹可能性较低。短期疫情或难以好转，避险黄金仍有上行空间。

美国 3 月通胀不及预期，3 月季调后 CPI 创五年新低。美国 CPI 呈现结构性变化，食品日用品等生活必需品上升，出行与服务下降。目前美国疫情尚未看到拐点，CPI 将继续承压。

国际能源价格创五年来最大跌幅，美国 3 月 CPI 大幅下跌与其有一定关系。虽然 OPEC+达成协议创纪录减产 1,000 万桶/日，但目前 30 美元的油价低于很多产油国成本线，且全球储能达到高位，外加新冠疫情扩散导致需求减少，同时因美国墨西哥反对 G20 能源会议未公布减产规模，预计短期内国际油价大幅反弹可能性较低，减产或难达预期。

短期内疫情或较难好转，避险情绪增加，黄金仍有上行空间。

风险提示：黄金上涨不及预期。、

【固收】天量融资再现： 债券市场不可承受的需求之轻

杨为敦 王开

三月融资的爆发更多应该与非常规的宽信用政策有关。在疫情冲击下，企业资本开支的需求明显不会出现如此之快的恢复，但大量被注入实体的资金也没有脱实就虚。

1、3 月的 M2 及社融增长的同步加快不意味着一轮典型的金融周期上行：

1）常规的融资周期上行往往是宽货币政策积累了一段时间的产物，但这一次的融资加速是在流动性的数量边际本不走宽的环境下出现的一次突然加速；

2）这应该与非常规的宽信用政策有关，在疫情冲击的危急情况下，政策直接跳过了宽货币，而把更多的施力点放在宽信用这个环节上，从而保证了政策在最短的时间内见效。

2、对于投下来的货币来说，其最终的投向也是非主流的：

1）在疫情这个巨大的冲击下，企业资本开支的需求明显不会出现如此之快的恢复，但事后看，大量被注入实体的资金也没有脱实就虚；

2）更可能的事实是，更多的货币仅仅作为货币的形式，在实体层面被储存了下来；

3）在资金流转速度快速下行的环境下，大量融资其实是通过快速注入基础货币的方式，去推动企业完成资产负债表的修复。

3、但目前实体层面这个基础货币高、流通速度低的现实并不会延续下去，这是债市的第一层不稳定性：

1）一旦流通速度开始恢复，在偏高的基础货币规模下，实体层面的货币将会以一个更高的乘数及速度扩张；

2）随着中国的疫情好转，这个恢复的进程很可能已经开始，且极可能在后面会带来一些经济增长的恢复。

4、债券市场行情的一个更加脆弱的点是：这一轮的收益率下行并不是需求驱动的：

1）这次实体层面的基础货币尽管很多，但银行部门的基础货币很少，这导致银行的配债动力处于一个被加速消耗的阶段；

2）当前资金利率的下行与货币政策边际收敛在同时出现，这是一个非常罕见的情况；

3）广义基金的配债速度与长端收益率走势之间也已经积累了一个明显的裂口。

5、收益率下行的根源可能是报价驱动，但这是债市的第二层不稳定性：

1）央行更多通过货币政策的价格工具而非数量工具去降低资金成本，从而把顺畅地把银行间有限的流动性挤到实体中去；

2）这个政策模式在短期来看的确颇为奏效，但也同时在更大程度上撕裂了债券市场价与量之间的关联。

6、至于债券市场何时开始向低阻力的位置去回归，在预测上同样困难，我们对利率债的配置风格不一定需要短时转为完全防御，但已经可以按照当前收益率的水平随下随卖。

7、如果宽信用的状态持续的话，当前下潜信用的票息策略反而要比拉长久期来得更加安全，与其在利率债上继续加杠杆，不如更多关注值得信用下潜的信用标的。

【机械】杰瑞股份：绩持续超预期凸显公司适应低油价能力，电驱裂设备因低油价环境而将受青睐

杨绍辉

2019 年实现收入 69.25 亿元，同比增长 51%；净利润 13.61 亿元，同比增长 121%；2019 年新接订单 81.44 亿元，同比增长 34%，年末存量订单 43.73 亿元；同时，公司预告一季度预计净利润约 2.05 ~2.37 亿元，同比增长 86%~115%。

支撑评级的要点

全球油服行业再度走弱，而杰瑞业绩持续超预期。在相对低油价的今天，原油产业链各个环节的利益重新分配，油服行业的利润空间也都大幅被压缩，尽管有收入的普遍反弹，并未能缓解长期以来的成本压力，国内钻完井设备公司也是如此，而杰瑞能够在低油价的环境下受益国内非常规油气的勘探开发，主要原因是公司突出的经营管理优势，使得钻完井设备 2019 年收入超预期增长 126%，钻完井设备业务板块的净利润同比增长 192%，油田工程技术服务板块的收入结构也显著优化，板块利润同比增长 383%。

一季度新冠疫情虽在，但业绩仍超出我们预期。因国际油价的持续下行，叠加一季度新冠疫情的影响，大部分国内油服企业一季度业绩大幅向下波动，但杰瑞一季度净利润仍保持 86%~115%的翻倍增长，根据公告内容，我们估计部分利润增量来自非经常性损益的正贡献，部分利润增量来自钻完井设备的利润增长以及其他业务板块的超预期业绩表现。

杰瑞电驱成套压裂设备的应用将成为油气田降本增效的方式之一。杰瑞电驱成套压裂设备显著的经济性来自购置成本、人力成本、燃料成本、搬迁成本等的大幅下降，已被国有油服单位、民营油服企业接受并应用于四川盆地的页岩气井施工，我们预计在国际油价长期中枢下移的趋势中，电驱压裂将是最直接有效的降本方式之一，也是杰瑞在低油价形势下依托技术创新的生存之道。

估值

根据疫情及油价影响，我们对公司业绩做了微调，目前股价对应 2020/2021 年的 PE 估值依次是 12 倍、9 倍，处于历史最低估值水平，维持买入评级。

评级面临的主要风险

低油价长期维持在每桶 40 美元以下，电驱压裂竞争加剧。

【计算机】超图软件：20Q1 续力递增，上海数慧超 2 倍兑现承诺

孙业亮 杨思睿

公司发布 2019 年报及 20Q1 预告：2019 营收为 17.35 亿（+14.31%），归母净利润 2.19 亿（+30.71%），20Q1 实现归母净利润 767-996 万（+0%至 30%）。2019 业绩迎拐点提升，G 端迎来政策催化扩容，继续巩固与华为等伙伴商业合作。作为 GIS 软件龙头，可享估值溢价，维持买入评级。

支撑评级的要点

2019 业绩拐点高升，费用管控能力提升。2019 年自然资源部调整全面落地后，净利迎来拐点复苏。净利增速超营收，主要是费用增速回落（其中管理费用-9.9%，财务费用-64.2%）。经营性活动现金流为 2.2 亿（+32.4%），高于应收账款 19.9%增速，证明主抓的现金回款工作卓有成效。

国土空间规划超预期，20Q1 开头喜人。国土空间规划为代表的大资源业务条线迎来政策持续催化，到 2020 年底将基本建立国土空间规划体系。参与主体上海数慧和南京国图当前订单饱满，分别实现净利润 0.91 亿、0.69 亿，上海数慧超 2 倍完成业绩承诺，且预计部分订单将顺延到 20 年完成。尽管疫情影响项目实施及收入确认延迟，但 20Q1 业绩增速喜人（+15%），政策节点清晰推演业务节奏逐季加码，放眼全年成长无忧。

巩固与华为等大厂合作，市占率将提升。公司有效拓展商业客户，与华为在智慧城市（时空云）、智慧园区、信创软硬件平台（鲲鹏凌云计划+沃土数字平台）、HMS 系统生态等领域展开强强合作，佐证 SuperMap 卓越产品能力。在美国禁止本土 GIS 软件出口的背景下，自然资源部提出优先使用国产 GIS 软件，看好公司产品市占率进一步提升。

估值

预计 2020~2022 年净利润为 2.87/3.78/4.66 亿，EPS 为 0.64/0.84/1.04 元（考虑政府财政压力紧张现状，且疫情消极影响可能持续到 H2，将 20-21 年 EPS 下调 7%至 16%），对应 PE 为 38/29/23 倍。优质 GIS 软件龙头，在行业地位稳固，在软件行业具备估值优势，维持买入评级。

评级面临的主要风险

疫情影响政府客户工作节奏；新产品市场推广不及预期。

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