

研报精选

2021年4月12日 第19期

宏观专栏

力争全面、客观、准确和前瞻——中金信用评级体系介绍

报告介绍，中金5级信用评级体系起步较早，具有非金融类全覆盖、评级辨识度高、调整频率更及时、违约预警度高的特征，并且由于采取非发行人付费模式，相对更加客观、公允。

宏观探市：二季度人民币展望

基于对国际收支、中美影子利差和人民币国债相对吸引力的判断，报告预计人民币在二季度美元“湍流”中有望获得较好支撑。展望下半年，增长动能可能进一步放缓，复苏不完善不均衡的结构性问题可能会有所发酵，并反映到宏观数据上，经济或面临调整压力。

专题聚焦

物换星移，“碳”转型之路——中国基础设施REITs之电力篇

报告认为，碳达峰、碳中和大目标推动电力结构重塑，清洁化转型带来巨额投资需求。电力行业REITs可以助力电力企业在保持杠杆不增加的情况下完成碳中和所需的新能源投资。

中国化工崛起三部曲之一：优质企业向全球化工龙头迈进

报告指出，未来3-5年将进入化工行业资本开支新阶段，碳达峰、碳中和基本不影响产能向优质企业集中的趋势，未来三年龙头企业资本开支规模有望再上台阶，一批优质公司有望加快向全球化工龙头迈进。

宏观专栏

力争全面、客观、准确和前瞻

——中金信用评级体系介绍

中金5级信用评级体系创建于2005年，与中国信用债市场同时起步。由于起步较早，目前具有非金融类全覆盖、评级辨识度高、调整频率更及时、违约预警度高的特征，并且由于非发行人付费的模式，相对更加客观、公允。部分投资者已陆续使用中金信用评级作为投资参考，随着违约的增多和第三方评级必要性的提升，越来越多的投资者希望全面了解中金信用评级体系，本篇报告特此对中金信用评级体系及特征进行详细介绍。

一、中金信用评级覆盖非金融类信用债市场全部有公募债发行历史的发行人和92%的存量债券，相对于外部评级市场，评级体系和标准更全面统一

中金信用评级目前覆盖全部非金融类公募信用债发行人，累计覆盖发行人5,576家，其中目前有存量债券存续的发行人共3,618家，涉及公、私募债券金额23.11万亿元，占非金融类信用债市场存量债券的91.52%。金融类发行人目前已覆盖租赁、担保、AMC行业，未来将拓展至银行和券商等金融机构，实现有公募债发行人全覆盖。

二、中金信用评级并非发行人付费模式，而是独立第三方评级，相对更加公正客观，其定位更偏重于即期评级，目标是提供信用债的投资交易参考

中金信用评级自创立以来，秉承独立、客观、及时原则，对所有公募债发行人在债券发行、外部评级调整、重大事件发生及行业、区域基本面发生重大变化时予以跟踪分析。由于不对发行人收费，能够最大程度地保证独立性。

中金信用评级定位更偏重于即期评级，更侧重于评级的准确性，希望能为信用债的实时交易提供参考。当然，即期评级并不意味着我们的评级只关注发行人的短期偿债能力，或者是类似穆迪KMV那种由交易价格波动而推出的隐

含评级，在进行信用评级时我们仍然采用定量和定性相结合的评级分析框架，主要分析和关注的仍然是影响发行人中长期信用基本面的因素及其变化趋势，只是我们的评级对相关事件、行业趋势的反应更加灵敏，更具前瞻和动态性，力争在发行人当期的信用状况变化上给投资者提供更为及时和准确的信息。

三、中金信用评级目前分为5大档和13小档，存量债券较为均匀的分布于各小档。相较于外部评级过于集中于AA及以上评级，尤其集中于AAA评级的情况，评级辨识度更高

中金信用评级目前暂分为1到5档，1档表示信用状况最好、相对风险最低，5档表示信用状况最差、相对风险最高。我们认为评级在1-3档的发行人对持续的经济和环境的不利变化承受能力较强，短期违约风险较低，属于“投资级”；而4-5档的发行人对不利环境的承受能力相对较差，短期违约风险较高，属于“投机级”。这里的违约风险指的是“平均违约率”，而不是具体某一年的违约率。当经济处于上升时期，虽然4、5档发行人的短期违约风险也会显著降低，但其长期信用基本面并没有改善。由于分档较多，每小档债券分布较为均匀，即使是分布较为集中的4-和5+，每档债券余额占比也未达到13%，中间档的占比多在8-10%。

四、中金信用评级负面调整相对更及时，并且很少出现跨档调整的情形

从历史情况看，中金信用评级年度下调次数约为外部评级加总的1.5-2倍。对比2012年以来的正、负面外部评级行动和中金信用评级上、下调行动，可以看出，正面外部评级行动次数几乎每年都在200次左右或以上，2015年最高峰高达370次，主要由于新主体进入和发行人付费模式下，评级上调动力强，而同期中金信用评级上调几乎都在100次以下。与之相对应的，中金信用评级下调几乎每年都为外部负面评级行动次数的1.5-2倍，一定程度上反映了中金信用评级针对发行人信用资质弱化的反应及时性更强。

五、使用违约数据回测，中金信用评级针对债券违约的预警性和前瞻性均明显占优

几乎全部违约发行人在违约前5天，中金信用评级已在5大档，而外部评级仍有34%的发行人评级在AA及以上。违约发行人中，53%在首次违约的1年以前，中金信用评级已为5大档；首次违约的3个月以前，81%发行人评分已在5大档。中金信用评级由于调整较为及时，在发行人违约较长时间就已调整至较低档，可为投资者提前卖出提供预警。

综上所述，中金信用评级体系相比于外部信用评级具有更广的覆盖范围，更客观的评级模型，更高的评级区分度以及更为及时的评级调整，从而在实际应用当中可以更有效的对信用风险进行预警，为投资者趋利避害。



以上观点来自：2021年4月7日中金公司研究部已发布的《力争全面、客观、准确和前瞻——中金信用评级体系介绍》

许艳 SAC 执业证书编号：S0080511030007 SFC CE Ref: BBP876

王瑞娟 SAC 执业证书编号：S0080515060003

王海波 SAC 执业证书编号：S0080517040002 SFC CE Ref: BPC512

鲁雁君 SAC 执业证书编号：S0080518080003

雷文澜 SAC 执业证书编号：S0080518070015

邱赛赛 SAC 执业证书编号：S0080518070014

张烁文 SAC 执业证书编号：S0080519110004 SFC CE Ref: BPL705

李思婕 SAC 执业证书编号：S0080119110017

万筱越 SAC 执业证书编号：S0080120070129

宏观专栏

宏观探市：二季度人民币展望

近期，我们更新了对美元二季度的观点，在美国强劲复苏和欧洲疫苗接种仍显著落后的背景下，美元将获得较好支撑，并有上行风险。在二季度美元湍流中，人民币能否安稳渡过？

疫情期间G10经常账户对其汇率的影响显著上升。正常情况下，由于发达经济体资本账户完全开放，其汇率相应地更容易受资本账户下的跨境资本流动影响。然而在疫情期间，发达经济体将政策利率降至零附近，并实施大规模量化宽松压低长端利率，致使资本流动对利差的反应有所钝化。此消彼长，经常账户下的资本流动逐渐成为影响汇率的重要力量，把人民币考虑在内该现象仍然成立。然而今年一季度，尤其在过去两个月，情况正在发生变化。由市场加息预期决定的远期短端利率变动（反映了加息预期的变化）很好地解释了年初至今的汇率变化，即资本账户下的跨境资本流动正在重新夺回汇率主导权。

那么，经常账户在二季度是否仍将对这些汇率产生影响？答案是肯定的。从跨国关系可以看出，相较于人民币远期短端利率年初至今的变化所隐含的汇率贬值幅度-3.5%，人民币实际贬值幅度仅为-0.5%，说明了伴随着中国利率优势逐渐缩窄（尤其是中美利差），人民币汇率仍可获得较好支撑，目前并未出现相应程度的贬值。通过跨国回归分析，我们发现年初至今短端远期利率变化、（一二月）净出口对GDP占比、疫苗接种率和一季度平均日度新增病例四个变量很好地解释了G10和人民币年初至今的汇率变动，其中调整后的R²高达70%。前三个变量对汇率施加升值压力而新增病例则相反。今年一二月，我国货物和服务顺差865亿美元，去年同期逆差377亿美元。此外，跨境直接投资净流入107亿美元，去年同期39亿美元，同比增长170%。我们预计人民币国债的相对吸引力和近期确认纳入富时指数将持续吸引境外资金流入。稳健的国际收支为人民币提供了扎实的缓冲垫。

展望二季度，全球仍将处于疫情状态下，我们判断经常账户很大程度上决定汇率的现象虽边际弱化，但仍将延续。

我们指出中美影子利差（Shibor 3M - Wu/Xia影子利率）很大程度上决定了人民币兑美元汇率。展望二季度，美联储仍将大概率维持宽松立场，因而其影子利率短期内难以转而趋势上行。另一方面，出于对信用风险的考虑，Shibor 3M利率4月份或有小幅下行压力，随后或将企稳波动。综合来看，二季度Shibor利率不大可能出现趋势性下行，因而中美影子利差或难以趋势性收窄。中美长端利差收窄会对人民币造成显著压力么？与G10货币不同，历史上，中美长端利差（名义或实际）与人民币的关联程度较低。敏感性分析显示中美利差每缩窄100个基点，人民币走弱1%左右，其敏感性位列主要货币最低之列。

综上，基于二季度国际收支将大概率保持稳健、中美影子利差难以趋势收窄和人民币国债相对吸引力（尤其在中短端）的判断，我们预计人民币在二季度美元“湍流”中有望获得较好支撑，可能在当前点位窄幅波动，其中走弱压力或相对集中于4月（关注信用风险）。

展望下半年，增长动能可能进一步放缓，复苏不完善不均衡的结构性问题可能会有所发酵，并反映到宏观数据上，经济或面临调整压力。另外，经常账户收支也将逐渐回到疫情前水平。人民币下行空间可能小幅增加，波动率也会加大。

以上观点来自：2021年4月8日中金公司研究部已发布的《宏观探市：二季度人民币展望》

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

刘鋈 SAC 执业证书编号：S0080512120001 SFC CE Ref: BEI881

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

物换星移，“碳”转型之路——中国基础设施REITs之电力篇

2021年1月29日，上交所、深交所发布公募基建REITs发行业务相关规则，首批公募基建REITs试点落地渐行渐近。根据国家发展改革委办公厅发布的《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》，REITs可以盘活存量资产，广泛调动各类社会资本积极性，促进基础设施高质量发展。当前REITs试点范围尚不包含电力基础设施，本文我们对于发行REITs对电力行业在保持杠杆不增加的情况下完成碳中和所需的新能源投资的助益进行分析，而电力基础设施资产也有望在市场化改革深入后参与到REITs发行中。

“碳达峰、碳中和”大目标推动电力结构重塑，清洁化转型带来巨额投资需求。电力是一国经济发展的重要物质基础，过往20年我国装机规模高速增长6倍，为社会进步、生产力增长提供动力和保障。碳中和背景下，2060年电力结构将实现全面清洁化，非化石能源将对传统能源形成替代，我们预计在运光伏、风电、核电、水电装机达到7,332吉瓦、1,660吉瓦、386吉瓦和520吉瓦。意味着未来40年国内电源累计投资达到41万亿元。**考虑80%负债率下的清洁电力投资，我们测算行业平均资产负债率将上升至约78%。**近年电力企业股权融资规模呈现下降趋势，增发配股等融资明显减少，2020年股权融资规模仅7亿元，同时国企杠杆率考核限定负债提升空间，急需打开不提升杠杆的融资渠道。

水电、核电等电力资产和REITs契合度高。我们认为水电、核电项目三大特点：**1) 商业模式清晰确定，抗周期性强**，水电及核电机组上网电价当前基本采取标杆电价模式，确定后一般不会发生显著变化；市场化电量占比提升虽然是大势所趋，但是我们认为电力供需由宽松转向平衡带动市场化电价折让收窄；碳中和大背景下，清洁电力消纳得到政策进一步保驾护航，抗周期性强。**2) 无电价补贴应收回款账期忧虑，现金流表现优良**；**3) 成本中折旧摊销等固定成本占比高，盈利能力较为稳定，发电量提升带来经营杠杆。**此外，碳中和背景下电力调峰调频设施建设需求加大，REITs或可助力抽水蓄能电站机制

理顺和健康发展。

REITs或可打通水核运营商融资渠道,撬动7.8万亿元资金支持新项目建设。企业层面上,基础设施REITs 为项目提供了退出渠道。企业以基础设施存量资产发行REITs,在不增加债务的情况下收回前期投资,可用于归还其他债务或用于补充其他投资项目的资本金,从而在整体上降低宏观杠杆率。其中: 1) **当前水电核电资产沉淀资金量**相当于1.3万亿元的可证券化的底层净资产,考虑80%最高配售以及新项目投资2:8的杠杆水平,我们认为有望撬动合计7.8万亿元的总投资; 2) **未来新能源资产(风光水核)的滚动REITs发行**,我们预计或将撬动每5年4-7.3万亿元的投资能力,从而使得电力企业综合杠杆水平维持在**69-72%**的水平,避免因碳中和能源转型投资而进一步提升杠杆水平。

平价时代有望打开新能源类REITs空间,释放沉淀资金促进风电、光伏新项目滚动开发。平价新能源项目解除了过去补贴回款难、现金流承压的困境,同时光伏、风电等新能源运营期成本不受燃料投入影响,使得其具备了类似REITs底层资产所需的稳定性。我们分析海外以及国内新能源YieldCo架构NEP以及信义能源,可以看到兼具成长性和稳定高派息的类REITs产品获得市场认可,估值高于同类型开发运营商。同时未来的新能源项目也可通过持续注入YieldCo实现滚动开发,从而进一步帮助我国完成碳中和。

以上观点来自: 2021年4月8日中金公司研究部已发布的《物换星移,“碳”转型之路——中国基础设施REITs之电力篇》

刘俊 SAC 执业证书编号: S0080518010001 SFC CE Ref: AVM464

刘佳妮 SAC 执业证书编号: S0080520070002 SFC CE Ref: BNJ556

王嵩 SAC 执业证书编号: S0080520120007 SFC CE Ref: BLE051

车昀佳 SAC 执业证书编号: S0080520100002 SFC CE Ref: BQL481

专题聚焦

中国化工崛起三部曲之一：优质企业向全球化工龙头迈进

我们将2011年至今化工行业资本开支分为两个阶段：第一阶段（2011-2015）：化工行业产能无序扩张，行业竞争格局恶化，行业下行周期较长；第二阶段（2016-至今）：供给侧改革使得龙头企业盈利能力增强、现金流充裕，叠加国家对民营大炼化准入放开，资本开支向龙头企业明显集聚，民营大炼化异军突起；往前看，未来3-5年将进入化工行业资本开支新阶段——第三阶段：我们认为“碳达峰、碳中和”不影响产能向优质企业集中的趋势，未来三年龙头企业资本开支规模有望再上台阶，一批优质的公司有望加快向全球化工龙头迈进。

阶段一：化工资本开支无序扩张，行业下行周期较长。2009-2013年银行信贷规模扩张背景下资金容易获得，同时化工生产技术得到广泛应用，以及各地区对化工项目环评审批等相对宽松，化工行业进入壁垒相对较低，2011-2015年期间化工生产企业数量明显增加，行业固定资产投资快速增长，导致化工品产能快速扩张，2015年底我国化学原料和化学制品生产企业数量近2.5万家，较2011年初增长16.5%。该阶段我国化工行业资本开支呈现“发散式”扩张，全行业投资快速增长但上市公司资本开支从低速增长到负增长，行业竞争格局恶化，部分化工品产能明显过剩，2011-2015年行业利润率逐步下行后处于低位，行业下行周期较长。

阶段二：资本开支向龙头集聚，民营大炼化异军突起。2016年以来随着供给侧改革深入推进以及环保、安全政策限制、投资规模门槛提升等，化工行业资本开支受到明显约束，2016年至今化工行业固定资产投资增速处于低速增长或负增长，但龙头公司基于较高的安全环保能力、盈利能力和充裕的现金流，以及民营大炼化准入放开和轻烃资源可得吸引资本进入，龙头企业资本开支加快增长，化工行业资本开支逐步向龙头企业聚集，推动行业竞争格局优化和龙头公司加快成长，2016-19年全球化工龙头50强中国化工企业数量逐年增加。

阶段三：龙头资本开支再上台阶，优质公司向全球龙头迈进。我们认为“碳达峰、碳中和”基本不影响产能向优势企业集中的趋势，未来3-5年或将成为资本开支的重要时间窗口。

中国化工行业营收、资本开支位居全球第一，市场份额持续扩大。根据欧洲化工协会统计，2018年中国化工企业资本开支871亿欧元，2008-2018年资本开支复合增速10.6%，全球领先的资本开支规模及增速推动中国化工市场份额持续扩大，2018年全球化工品销售额3.35万亿美元，其中中国化工品销售额1.2万亿美元，占全球化工品销售额的35.8%，是全球最大的化工市场，巴斯夫预计到2030年中国在全球化工市场的份额将扩大至近50%。

中国化工企业迈向全球龙头具备市场基础。中国是全球最大的化工市场，但是呈现典型的“大而不强”格局，2019年全球化工品销售额前50的化工企业中，仅中石化、台塑、中国石油、恒力石化、先正达及万华化学6家中国企业，这是中国化工行业目前发展面临的短板但也孕育着机遇，我们认为依托于中国庞大的化工市场体量，未来将会有一批优秀的中国化工企业不断做强做大，崛起成为全球化工龙头企业。

龙头资本开支规模加大，优质公司有望崛起成为全球化工龙头。我们梳理了石化、化工板块28家公司未来三年的资本开支计划，我们预计未来三年龙头公司资本开支规模有望再上台阶，将驱动其加快成长，一批优质的公司有望向全球化工龙头迈进。

以上观点来自：2021年4月7日中金公司研究部已发布的《中国化工崛起三部曲之一：优质企业向全球化工龙头迈进》

贾雄伟 SAC 执业证书编号：S0080518090004

傅锴铭 SAC 执业证书编号：S0080521010002

赵启超 SAC 执业证书编号：S0080520120012

吴頔 SAC 执业证书编号：S0080519040001 SFC CE Ref: BPK521

裘孝锋 SAC 执业证书编号：S0080521010004

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.4.5 中国图说中国宏观周报：4月仍需关注信用风险 | 2021年3月29日-4月4日
- 2021.4.8 海外宏观简评：宏观探市：二季度人民币展望
- 2021.4.9 中国宏观简评：物价反映上下游分化 | 2021年3月通胀数据点评
- 2021.4.11 海外宏观周报：全球复苏面临分化，发达好于新兴

策略及大宗商品

- 2021.4.5 海外策略：美国宽财政和紧货币组合对全球市场意味着什么？
- 2021.4.5 海外市场观察：美股1Q21业绩预览：盈利加速改善对冲利率上行 | 2021年3月29日~4月4日
- 2021.4.5 主题策略：深主板与中小板合并：开启发展新格局
- 2021.4.5 A股策略周报：市场磨底期
- 2021.4.7 海外中资股策略周报：市场压力已明显释放
- 2021.4.7 主题策略：中概股回归再探讨
- 2021.4.9 全球资金流向监测：海外和南向资金继续流入中资股，但北向流出
- 2021.4.11 海外市场观察：从高频数据看美国产需修复与缺口变化 | 2021年4月5日~4月11日
- 2021.4.11 A股策略周报：关注一季度数据及潜在政策变化
- 2021.4.11 量化策略周报：量化策略周报（239）：市场进入筑底期
- 2021.4.11 海外中资股策略周报：政策不确定性再现
- 2021.4.11 主题策略：哪些公司一季报有望超预期？

固定收益

- 2021.4.6 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.4.6 简评：2021年4月十大转债
- 2021.4.6 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.4.6 简评：信用事件造成扰动，投资级弱于高收益 | ——中资美元债周报
- 2021.4.7 简评：煤炭地产承压持续，城投区域分化加剧 | ——2021年3月行业利差跟踪
- 2021.4.7 简评：力争全面、客观、准确和前瞻 ——中金信用评级体系介绍
- 2021.4.7 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.4.8 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.4.9 简评：PPI与CPI的剪刀差继续扩大，挤压下游企业利润 | ——2021年3月通胀数据点评
- 2021.4.9 中国可转债策略周报：转债“反指”大筛查

- 2021.4.9 简评：一周行业数据
- 2021.4.9 简评：两份文件强管控，“三条红线”引关注 | ——《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》、《关于报送地方国有企业债务风险管控情况的通知》点评
- 2021.4.10 中国利率策略周报：从供需关系看后续美债收益率走势

行业

- 2021.4.5 银行：营收增长、报表出清、布局新机遇，重申业绩/估值V型反转
- 2021.4.5 节能环保：政策频出提升固废行业需求，重视金属危废资源化投资机会
- 2021.4.6 航空航天科技：3月观察&4月展望：业绩兑现验证基本面改善，个股具有较大机会
- 2021.4.6 家电及相关：品牌出海依然是最好的趋势，内销关注空调攻守易势
- 2021.4.6 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2021年4月组合
- 2021.4.6 化工：碳排交易征求意见稿发布，加速碳市场落地
- 2021.4.6 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻：铜铝价格维持高位，唐山限产推升钢价
- 2021.4.6 交通运输物流：双周报150期：清明假期出行需求旺盛，油运景气度提升
- 2021.4.6 房地产：预计内房股后续将波动上涨
- 2021.4.6 物业管理服务：2020年高质量成长延续，2021年起业务全面发展有望再上台阶
- 2021.4.7 主题研究：产业资本布局有望加速氢能平价，应用端或迎更大发展空间
- 2021.4.7 科技：IDC板块FY20业绩总览：龙头指引保持强劲，建议押注核心资产
- 2021.4.7 主题研究：中国化工崛起三部曲之一：优质企业向全球化工龙头迈进
- 2021.4.7 房地产：中金房地产周报#238：4月首周新房销售稳健，宅地成交边际回升
- 2021.4.7 机械：异质结技术进展顺利，望催生设备升级需求
- 2021.4.8 公用事业：物换星移，“碳”转型之路——中国基础设施REITs之电力篇
- 2021.4.8 银行：发起金融科技子公司，助推银行数字化转型
- 2021.4.8 化工：4月策略：关注供需结构好转行业，龙头估值回调至合理水平
- 2021.4.8 主题研究：新能源车月度观察：中欧持续景气，美国蓄势待发，中游排产旺盛
- 2021.4.8 钢铁：碳中和重塑钢铁发展新格局，重视板块龙头“戴维斯双击”投资机会
- 2021.4.8 主题研究：发改委就2021年新能源上网电价征求意见，户用享受平价过渡补贴

- 2021.4.9 科技硬件：全球观察-大立光：2Q21展望悲观，高端CIS和AP产品持续紧缺
- 2021.4.9 机械：中金挖机利用指数：工程需求饱满，行业景气延续
- 2021.4.11 非酒类食品饮料：春季糖酒会调研反馈：新兴赛道关注度高，新消费趋势值得关注
- 2021.4.11 主题研究：中金氢能：地方氢能再加码，全国推广更强化
- 2021.4.11 医疗健康：持续关注龙头企业，创新是核心驱动力，调整即是机会
- 2021.4.11 有色金属：有色周报：基本金属业绩修复逻辑兑现，铝板块领涨
- 2021.4.11 科技：科技硬件周报（4/10）：看好半导体板块的投资机会
- 2021.4.11 主题研究：光伏周报：上游报价维持涨势，户用享受平价过渡补贴
- 2021.4.11 房地产：3月存量房市场：房价涨势整体趋缓，重点城市房价或仍有上行压力
- 2021.4.11 传媒互联网：周报：行业发声保护网络视频版权生态，国产网游审批试点下放海南
- 2021.4.11 石油天然气：石化月报(第二期)：长丝龙头保价销售；轻烃裂解价差逼近历史高位
- 2021.4.11 酒类食品饮料：白酒变局
- 2021.4.11 医疗健康：龙头基本面强劲，关注创新领域

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn