

每日投资策略

宏观、行业点评及个股速评

宏观点评

招银国际 9 月策略观点：政策强宽松或提升风险偏好

宏观：近期股市房市新政预示中国政策转向强宽松模式，政策将持续宽松直至社会预期改善。稳地产是政策重点，核心城市具有更大政策空间和更好政策效果。中国经济增速或从低位回升，通缩逐步缓解，人民币或先弱后强。美国经济近期有韧性远期有风险，通胀先反弹再回落，美联储 9 月或暂停加息，但不会很快转向鸽派，将基于数据管理市场预期，降低市场对降息周期的押注。

科技：谨慎乐观。8 月份半年报基本符合预期，人工智能和国产替代将成为下半年投资主线，部分企业指引库存周期在三季度见底，我们预计一些企业库存压力会持续到年末。在消费电子新品发布、AI 相关领域需求的拉动下，部分板块有望迎来业绩复苏。我们看好 AI/MR 创新、需求回暖和国产替代所带来的投资机会。建议关注份额提升、周期回暖、创新确定性较高、盈利能力较强的产业链，以及受益于 AI 资本开支提升的部分标的，推荐比亚迪电子和中兴通讯。

软件及 IT 服务：谨慎乐观。人员成本控制，注重盈利修复及现金流改善仍然是软件及 IT 服务公司今年的主要目标。由于国内经济复苏仍需时间，企业维持谨慎的 IT 支出，预计板块估值短期维持震荡。但展望中长期，仍看好软件国产化主题机会，随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复，板块估值有望重估。推荐买入金蝶国际（268 HK）。

互联网：中性乐观。监管常态化、政策支持民营企业及基调转向扩内需后，互联网板块估值受益于投资情绪恢复而有所回升，但市场对政策的实际转化效果为经济及消费带来的推动作用仍较为谨慎，且流动性仍处于偏紧状态使得近期板块估值维持中枢震荡趋势。向前看，2H23 互联网公司基本面仍有望持续环比改善，板块估值有望逐步回到基本面驱动，国内经济及消费复苏或有助于推动基本面进一步复苏，美元流动性压力边际缓和或有望推动板块估值重估。中期我们推荐三条主线：1) 主营业务可持续获取稳定现金流且新业务具备长期扩张前景的公司；2) 逆周期到相对顺周期的投资逻辑转变下的受益板块，如即时零售、在线招聘等；3) 有望受益于监管政策落地催化（金融科技），或资本市场运作推动估值重估的公司。推荐腾讯、拼多多、阿里巴巴、网易。

医药：尽管反腐对于行业有短期扰动，但是长期仍然利好创新药/器械，我们预计未来院内刚需产品将能够获得市场份额并且提升盈利能力。短期来看，创新药当中已经进入医保且大规模进院的成熟品种将受益于行业环境变化，市场份额增加并且销售费用率降低。此外，中国药品附条件批准的新规更有利于头部创新药企业，减少国内无序研发竞争，看好信达生物、百济神州。未来随着监管压力逐渐常态化，国内医疗秩序逐步恢复，预计龙头器械公司将受益于医院采购需求以及

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

手术量的恢复，看好迈瑞医疗、爱康医疗。龙头医疗服务公司不受反腐影响，且长期将受益于高端人才的流入，看好锦欣生殖。

食品饮料、免税美妆奢侈品：上半年业绩出炉，行业表现基本符合预期，食品饮料板块：啤酒、白酒符合预期，乳品略低于预期，软饮超预期；高端消费板块：免税消费符合预期，旅游消费超预期。随着近期宏观数据的出炉，决策层或采取更多措施进一步拉动居民消费意愿，并持续对制造业企业给予支持。在此环境下，中国必选消费类仍具备防守性。随着中秋、国庆、购物大促等节点的临近，各个场景下消费有望实现稳健增长。我们推荐华润啤酒、青岛啤酒、贵州茅台、新秀丽买入评级。

可选消费：8月的增长和7月相若，但低于预期。由于季节性的影响，我们预计暑假假期后，9月的数据很可能会有所回调。在整体需求不好的框架下，我们会更期待中秋后和10-11黄金周的行情。但因为政策利好持续推出，和估值比较吸引（15倍，略高于去年10月的13倍），行情仍然有机会会短暂转好。推荐亚朵（ATAT US）、名创优品（9896 HK）、百胜中国（9987 HK）、Vesync（2148 HK）、海信（921 HK）和滔搏（6110 HK）。

汽车：8月份乘用车零售销量延续了6-7月的强劲走势，大幅好于部分投资者上半年的悲观预期。虽然目前行业的终端折扣和库存水平仍然处于高位，但是在这场新能源转型的淘汰赛中，大部分车企都不愿将市场份额拱手相让，短期内对销量的看重超出对盈利的追求。继续看好行业变革中的引领者，首推理想汽车（LI US/2015 HK）；建议关注传统车企的电动化转型机会，推荐关注长城汽车（2333 HK/601633 CH）和吉利汽车（175 HK）。

房地产和物管：谨慎乐观。销售端温和复苏，8月开发商销售符合预期。根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在8月同比下跌36%、环比上涨3%，YTD销售总额同比跌幅由7M23的10%扩大至8M23的14%。其中，国央企继续因其可售资源和品牌优势表现优于行业，越秀地产/华润置地/中海地产/招商蛇口单月同比+18%/-9%/-14%/-18%。民企中，除个别民企外（滨江-19%），其余仍跑输市场较多。我们认为国央企和民企拿地的分化将使销售端的分化趋势继续保持。融资端压力持续，开发商仍处在还债高峰期，不断的债务展期或违约给板块股价带来波动的同时进一步蚕食购房者信心，同时不断地交付问题也将更多需求挤向二手房市场。政策端近期落地加速，一线城市访交见明显提升。我们近期一线城市认房不认贷的实施彰显了监管期望房地产市场企稳的决心，后续如政策效果不理想可期待进一步的宽松政策，这将推动新房销售继续缓慢修复。

传媒文娱：中性乐观。8月传媒文娱板块2Q23业绩较为分化，其中短视频呈现韧性增长，且在电商及广告变现层面市占率持续提升，利润进一步上修。长视频业绩稳健，但会员波动影响短期股价走势。直播行业因平台自查及运营稳态化指引较为疲软，积极开拓新业务变现。展望2H23，我们认为板块情绪将有望受益于地产政策放松，且基本面持续边际改善，源于：1) 暑期强劲剧集增量贡献；2) 短视频电商及本地生活增势不减；3) 广告温和复苏；4) 利润释放持续。我们持续看好短视频、长视频为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。优选业绩展望向好、市占率提升、估值吸引标的，首选快手、爱奇艺和同程旅行。

保险：乐观，储蓄需求依旧旺盛，开门红预计超预期。1H23尤其2Q23因险企投资端承压拖累净利增长，上半年6家上市险企公司平均归母净利润同比+3.3%，其中寿险及健康险业务平均归母净利润贡献仅同比+2.7%，4家财险业务平均承保综合成本率同比+1.0个百分点至97.5%，承保利润同比下降。负债端受益于渠道产品双轨驱动，上半年新业务价值显著修复，6家上市险企平均新业务价值同比+31.2%。

下半年受益于国内居民储蓄需求持续旺盛，且竞品投资收益率下行，预计定价为3%的固定利率储蓄型产品仍具市场竞争力。3Q23关注各家开门红预售情况，受益于上半年寿险新业务的大幅增长，各家险企已基本完成今年全年的业绩目标，下半年将有更多时间全力备战24年开门红业绩。国寿预计仍将领先行业于10月率先开始开门红预售；平安将保持往年节奏，预计11月中左右开始预售；太保将延续产品销售常态化，不强调开门红增收，预计将于12月预售相关产品，节奏与去年相仿。

8-9月受预定利润下调产品切换的影响，保费收入预计将略有波动，但随着各险企在代理人及银保渠道上结构进一步完善，预计全年新业务价值仍能同比实现较快增长，短期保费收入波动影响可控。推荐买入中国人寿(2628 HK)，公司资产端将受益于资本市场回暖而投资弹性更大；中国平安(2318 HK)方面，受益于近期监管密集出台的地产化债等一系列政策，利好资产端信心恢复；中国太保(2601 HK)方面，公司坚持长期长航转型战略有望持续释放增长潜力。

资本品：工程机械/重卡看好：海外仍然是主机厂和零部件制造商的主要市场。国内方面，随着近期房地产政策密集出台，预计国内工程机械和重卡需求将迎来温和边际改善。我们继续看好浙江鼎力(603338 CH，买入)高空作业平台新产品持续突破海外市场；看好中联重科(000157 CH，买入)起重机需求超预期以及新兴市场销售突破；看好恒立液压(601100 CH，买入)液压件的复苏机会，以及进入机械人产业链(滚珠丝杠)的增长空间；看好三一国际(631 HK，买入)大规模进军光伏及氢能领域。重卡方面，我们看好潍柴动力(000338 CH/2338 HK，买入)重卡发动机市占率持续提升以及新业务的突破。光伏设备谨慎：光伏产业链价格最近几周有所回稳，我们认为从短周期的维度看光伏板块总体上将出现阶段性回稳。然而，隆基(601012 CH，未评级)在上半年业绩发布会中明确将会以BC作为未来主要技术路线，并指出TOPCon技术周期短并可能出现过剩，对TOPCon相关概念带来压力。

能源—城燃、电力运营商：

-电力运营商：保持乐观。国家能源局数据显示，2023年7月电力累计装机同比增长11.5%到2,740GW，其中太阳能发电和风电装机同比增长明显，分别同比增长42.9%和14.3%。风光投资增速持续提升，火电投资同比增长17%。7月全行业电力投资增速为54.4%。发改委加大电煤长协保供力度，电煤长协实际履约率有望提升。火电实现保供作用依旧，我们预期火电企业成本可控持续。关注华润电力(836 HK)，半年报火电扭亏预期火电成本持续下降，估值具有吸引力，预期风光新增装机增加，良好的预期股息率，新能源业务分拆A股上市预期进一步释放潜在价值。三峡能源(600905 CH)在建项目较多项目储备丰富，预期新增风光装机提速；风光上游成本下降以及技术效率提高导致技术成本下降有助于提升新增装机项目IRR；整体上网电价预期和去年持平。

-城燃板块：保持谨慎中性乐观，板块整体短期波动，但调整后估值具有吸引力，基本面稳中恢复。全国 7 月天然气表观消费量 324.9 亿立方米，同比增长 9.6%。国产气供给和进口同比上升明显。预期气源供给和成本改善持续。然而，因为上半年经济恢复增速稍弱于预期，工业用气需求较疲弱，预期下半年持续恢复但是整体缓慢。近期相关居民顺价政策陆续出台利好城燃毛差。推荐华润燃气（1193 HK），原因是估值具有吸引力、居民顺价政策陆续公布利好毛差改善以及增值业务保持良好增速。

■ 信贷继续宽松，中国迎接温和通胀

8 月中国 CPI 增速如期转为正增长 0.1%。CPI 的增长主要由服务业和能源价格回升带动。耐用品 CPI 延续下跌，反映耐用消费需求依然疲软。核心 CPI 增速保持不变。由于采矿、能源等大宗商品价格上涨，中国 PPI 同比降幅收窄。展望未来，随着信贷持续宽松、需求逐步改善以及去库存缓解，CPI 和 PPI 将温和回升。我们维持 CPI 在 2023 年增长 0.6%、2024 年增长 2% 和 PPI 在 2023 年下降 2.7%、2024 年上升 1.3% 的预测。通缩收窄预示大部分行业需求逐步改善。但 CPI 增速持续低位和 PPI 持续下跌表明大多数行业仍将面临激烈竞争和产能过剩压力。

([链接](#))

行业点评

■ 中国传媒与文娱行业 - 视频行业暑期分析：文娱韧性复苏，长尾效应凸显

2023 年暑期文娱消费供需旺盛，长短视频流量均稳中有升。其中长视频在优质内容+短视频联动营销下，全网剧集正片有效播放稳健增长且爆款频出，长尾效应凸显。其中，腾讯视频《长相思》单日市占率峰值为近两年暑假档最高，而爱奇艺在《莲花楼》、《长风渡》两部热度破万独播古装剧集下保持差异化优势、且平台播放量市占率提升。9 月爱奇艺独播古装剧《云之羽》上线后热度快速攀升，且登顶播放量 TOP1，憧憬 2H23 及 2024 精品剧增量持续。短期会员波动不改长期增长逻辑，看好爱奇艺中台化制作能力、题材精准把控能力下会员价值的最大化。短视频行业呈现韧性增长、且在电商及广告变现市占率持续提升、利润进一步上修。我们预计下半年直播电商仍将保持>30%增速（预计快手 3Q23 GMV/电商收入将同比增长 30%/36%），货架电商及本地生活增量空间可期。看好快手利润释放空间、市占率提升逻辑，潜在催化剂：1) 9 月投资日大会；2) 3Q23E 强劲业绩预期；3) 货架电商增量。展望 2H23，我们认为板块情绪将有望受益于地产政策放松、且基本面持续边际改善，源于：1) 暑期强劲剧集增量贡献；2) 短视频电商及本地生活增势不减；3) 广告温和复苏；4) 利润释放持续。我们持续看好短视频、长视频为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。优选业绩展望向好、市占率提升、估值吸引标的，首选快手和爱奇艺。([链接](#))

■ 中国 CIS 行业更新：汽车 CIS 营收增长抵消了疲软的手机 CIS 需求

根据 Yole 的数据，2022 年 CIS 市场营收为 213 亿美元，同比微降 0.2%。手机领域的销售额为 135 亿美元，保持了平稳。而汽车 CIS 销售同比增长 13.7%，达到 22 亿美元，超过了安防 CIS，后者在过去一年中同比下降 42.8%。中国 CIS 供应商受到以下影响：1) 手机/安防需求疲软，2) 库存消化进展较慢，以及 3) 国内和

海外同行之间竞争加剧。展望未来，我们预计 2023 年 CIS 市场营收将维持在 213 亿美元水平，由于汽车/工业/医疗 CIS 持续增长抵消了手机/安防/消费者 CIS 持续疲软的结果。（[链接](#)）

个股速评

■ 江南布衣 (3306 HK, 买入, 目标价: 14.26 港元) — 业绩超预期, 前景乐观

江南布衣 23 财年（截至 23 年 6 月）的销售和净利润分别增长 9% 和 11% 至 45 亿元人民币和 6.21 亿元人民币，分别高于市场/招银国际预期 5%/ 6% 和 21%/ 25%，也远超此前给出的低单位数销售增长和低双位数净利润下降指引，意味着尽管 23 财年下半年（1-6 月）的大环境相对压抑，公司业绩仍然出现强劲反弹。当中销售和净利润分别增长 31% 和 116%，高于市场/招银国际预期 10%/ 13% 和 80%/ 103%。

我们认为销售超预期主要受惠于：1) 同店销售录得 9% 强劲增长，2) 相当具韧性的 25% 的电商销售增长，3) 通过店面形象和客户体验升级，使活跃会员数量从 42 万显著增长至 51 万。净利润超预期主要因为：1) 通过提高客单价、优化零售折扣和渠道组合令毛利率显著扩张，2) 运营杠杆效应，3) 关闭了表现不良的门店。公司 23 财年的库存天数为 191 天，与 22 财年相约。

管理层 24 财年的指引是销售和净利润均能达到 10% 以上增长。我们认为大概率能完成的，因为：1) 23 年 7 月的零售流水仍然保持良好增长，2) 从 9 月开始，基数会越来越低，3) 在疫情期间，公司在会员管理和客户服务都有改进升级，所以中国重开经济后，生意都有明显改善，4) 新社交媒体平台的增长势头仍然强劲。利润率方面，我们预期零售折扣和渠道组合将保持在健康水平，毛利率应该在 65% 或更高。同时，虽然我们预计公司将招聘更多人才和增加营销开支，大力投资品牌建设，但门店店效持续上升仍有可能带动经营杠杆。

管理层再一次重申他们的中期目标（26 财年零售流水 100 亿元人民币，上市公司销售 60 亿元人民币，毛利率 65% 以上，净利润 0.9 亿元人民币，意味着主品牌/其他品牌 CAGR 分别在高单位数/20% 以上）。然而，我们的看法比管理层稍微保守，预计 26 财年销售和净利润分别比指引低 7% 和 4%。

维持买入评级，并上调目标价至 14.26 港元，基于 9 倍 24 财年市盈率，与 8 年平均值相同，现价估值相当吸引，只有 5 倍市盈率和有高达 14% 的股息率。（[链接](#)）

■ 韦尔股份 (603501 CH, 持有, 目标价: 85 元人民币)：去库存过程料将持续，毛利率或继续承压

韦尔股份在 1H23 的收入和净利润分别为 89 亿元人民币和 1.53 亿元人民币，同比下降 20% 和 93%。公司毛利率在 2Q23 继续下降，表明公司正在努力消化库存。展望未来，我们认为去库存过程可能会持续到年底，将对公司的整体毛利率造成一定压力。维持持有评级。（[链接](#)）

■ **通达集团 (698 HK, 买入, 目标价: 0.17 港元) - 看好下半年安卓业务复苏、苹果份额增长和非手机业务订单获取。**

我们在通达集团公布上半年业绩后与公司管理层进行了交流，我们预计公司业绩将在下半年和 2024 年逐步恢复。尽管上半年智能手机行业库存调整导致公司收入下降，但由于苹果客户销售占比提升和公司运营效率提高，毛利率同比改善了 2.4 个百分点。展望 2023 年下半年，我们看好公司安卓业务复苏、苹果手机外壳材料升级推动 ASP 及份额增长和公司非手机业务订单的获取。苹果已经成为公司最大客户（2023 年销售占比 37%），我们预计未来公司在其中的份额将持续增加且业务将保持强劲增长。新目标价 0.17 港元是基于滚动的 2024 年 6.0 倍市盈率。该股目前估值为 2023/2024 年 4.4x/2.8 倍市盈率，为 10 年低点，我们认为该股极具吸引力，维持“买入”评级。股价催化剂包括苹果新产品发布和公司利润率修复。（[链接](#)）

■ **亿和控股 (838 HK, 买入, 目标价: 1.5 港元) - 墨西哥工厂下半年有望扭亏为盈，驱动利润增长**

上半年净利润 1.2 亿港元，略超预期：亿和上半年收入和毛利率低于我们此前的预期，主要受到一些客户（长城、上通五）上半年排产低于预期，以及 Lucid 和 OA 业务客户清库存的影响。但是上半年销管费用控制好于预期，此外政府补贴、租金收入、汇兑收益以及收购双叶的一次性收益带来超预期的利润贡献。

汽车零部件业务：1) 墨西哥：亿和已经完成和佛吉亚的谈判，将提高平均售价 5-6%，有望带动亿和的零部件业务毛利率提升 1 个百分点，而今年上半年约 1,000 万港元的返利也将于下半年入账。下半年，我们预计墨西哥工厂将实现盈利，有望带动亿和整体零部件业务的毛利率提升至 22%。2) 特斯拉：上半年对特斯拉的直供业务贡献收入 6,000-7,000 万港元，受制于特斯拉奥斯汀工厂爬产慢于预期。全年特斯拉的直供业务预计将贡献 1.5 亿港元的收入。我们估计特斯拉的直供业务收入明年有望增长至 2.4 亿港元，并将于 2025 年增长至 3.8 亿港元，主要因为亿和刚承接了从 2025 年开始的每年 1.2 亿港币的焊接组件新订单。我们预计亿和今年的零部件业务收入将同比增长 8%至 19 亿元，明年增长 20%至 23 亿元。

盈利预测和估值：我们估计 OA 业务贡献了亿和上半年约 80%的净利润。我们认为亿和的 OA 业务具有较好的抗周期性，未来几年有望公司提供稳健增长的利润贡献。我们预计在没有汇兑收益和其他一次性收益的假设下，公司下半年净利润环比持平为 1.24 亿港元。公司明年的净利润有望同比增长 20%至 2.96 亿港元，主要得益于墨西哥工厂的扭亏为盈以及财务费用的降低。维持买入评级，目标价 1.5 港元，基于分部估值（汽车零部件：11x FY24E P/E；OA 业务：8x FY24E P/E）。（[链接](#)）

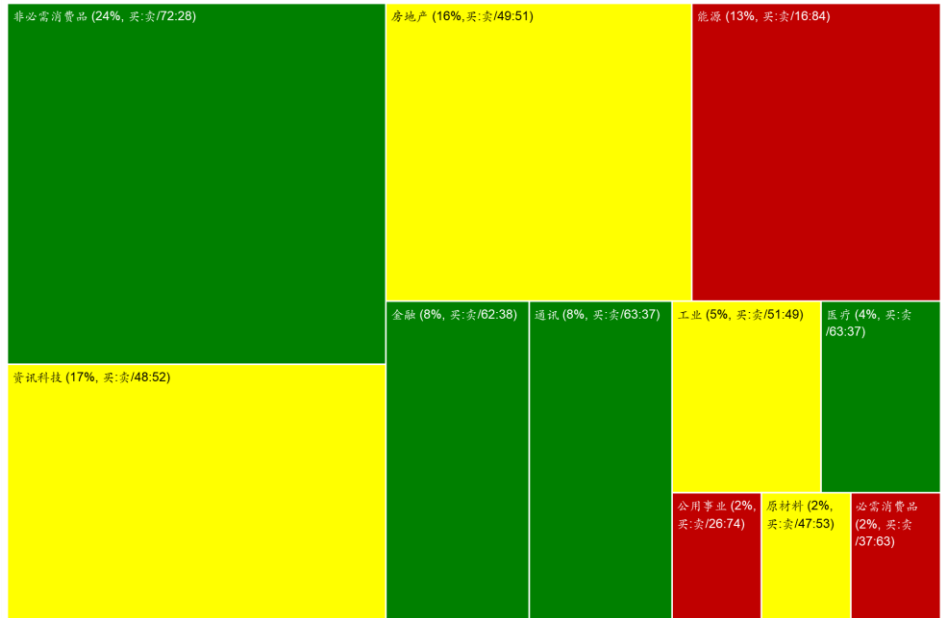
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代碼	行業	評級	股價 (當地貨幣)	目標價 (當地貨幣)	上行/下行 空間	市盈率 (倍) 2023E	市盈率 (倍) 2024E	市淨率 (倍) 2023E	ROE (%) 2023E	股息率 2023E
長倉											
理想汽車	LI US	汽車	買入	38.40	55.00	43%	62.7	31.7	7.4	17.6	0.1%
吉利汽車	175 HK	汽車	買入	9.66	14.50	50%	26.6	19.3	1.1	4.7	1.4%
三一國際	631 HK	裝備製造	買入	12.76	16.20	27%	15.5	11.6	3.3	22.1	1.7%
浙江鼎力	603338 CH	裝備製造	買入	52.58	67.00	27%	18.1	14.7	3.2	19.2	1.0%
華潤電力	836 HK	能源	買入	15.14	23.20	53%	5.6	4.4	N/A	15.1	0.0%
亞朵	ATAT US	可選消費	買入	18.46	21.83	18%	28.7	17.7	N/A	42.2	0.6%
Vesync	2148 HK	可選消費	買入	3.38	4.70	39%	7.0	41.1	8.6	23.0	0.3%
華潤啤酒	291 HK	必需消費	買入	45.35	77.40	71%	25.3	20.1	4.6	18.9	1.4%
青島啤酒	168 HK	必需消費	買入	65.45	92.90	42%	19.2	16.6	N/A	16.0	0.0%
普拉達	1913 HK	必需消費	買入	48.70	72.10	48%	52.3	414.7	N/A	16.0	0.0%
貴州茅台	600519 CH	必需消費	買入	1818.50	2440.00	34%	30.6	26.4	9.7	31.9	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	買入	35.35	50.34	42%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
友邦保險	1299 HK	保險	買入	68.00	118.00	74%	13.7	87.3	13.6	18.2	0.3%
騰訊	700 HK	互聯網	買入	321.60	455.00	41%	19.4	16.2	N/A	15.1	0.0%
拼多多	PDD US	互聯網	買入	95.34	109.00	14%	20.6	15.4	7.5	27.5	0.0%
網易	NTES US	互聯網	買入	98.40	123.00	25%	17.1	16.0	3.8	21.5	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互聯網	買入	90.05	156.60	74%	9.5	8.7	N/A	11.9	0.0%
快手	1024 HK	傳媒與文娛	買入	64.30	97.00	51%	37.6	22.3	N/A	12.0	0.0%
華潤置地	1109 HK	房地產	買入	33.85	45.10	33%	7.6	6.5	0.9	13.3	4.6%
比亞迪電子	285 HK	科技	買入	37.25	31.67	-15%	22.7	18.4	N/A	12.7	0.0%
聞泰科技	600745 CH	科技	買入	45.44	88.60	95%	23.1	16.6	1.5	6.3	0.3%
金蝶	268 HK	軟件 & IT 服務	買入	11.36	23.28	105%	N/A	N/A	5.3	N/A	0.0%

資料來源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2023 年 9 月 8 日)

招銀國際環球市場上日股票交易方塊 – 8/9/2023

板塊 (交易額占比, 交易額買賣比例)



注：

- “交易額占比”指該板塊交易額占所有股份交易額之比例
- 綠色代表當日買入股票金額≥總買賣金額的 55%
- 黃色代表當日買入股票金額占總買賣金額比例>45%且<55%
- 紅色代表當日買入股票金額≤總買賣金額的 45%

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。