

每日投资策略

宏观及公司点评

宏观经济

■ 中国经济 - 中国 PMI 超预期，但复苏依然不均

中国 PMI 在连续 5 个月收缩后，3 月大超预期并恢复扩张达到 50.8%。生产指数回到扩张区间，而新订单指数和出口订单指数大幅回升显示需求改善。企业采购活动回暖，但去库存和通缩压力持续。服务业 PMI 有所改善，建筑业 PMI 扩张加速。

PMI 数据显示中国经济活动超预期。预计 2024 年一季度 GDP 增速可能超过 5.5%，降低了二季度政策进一步大幅宽松的可能性。近期有关中国央行可能增加交易国债的报道并不意味着中国版 QE，而是公开市场操作方式的变化。但经济复苏依然不均衡，房地产延续大幅下滑，民营企业和外资信心依然疲软，未来宽松政策将聚焦于稳地产和修复企业家信心。一线城市可能进一步放松或取消住房限购，首套房和二套房房贷首付比例和按揭贷款利率可能进一步下调。为提振企业家信心，高层可能加强政策协调，推动更多政策向亲商立场转变。 ([链接](#))

■ 美国经济 - 利率前瞻之二：长期利率中枢

长期利率反映市场对未来经济增长和通胀的预期，与潜在名义 GDP 增速密切相关。财政政策、货币政策与国际资本流动则能够解释长期利率与潜在名义 GDP 增速之差。国债利率与名义 GDP 增速的关系是决定联邦政府债务可持续性的关键因素，美元主导地位和美联储 QE 通过降低国债利率相比名义 GDP 增速的幅度，提升联邦政府债务可持续性。在当前经济和通胀依然偏强情况下，市场对长期名义 GDP 增速预期较高。经济和通胀近期超预期后，未来三个季度可能温和放缓，市场对长期名义 GDP 增速的预期或有所回落，长期国债收益率可能从目前的 4.2% 降至年末的 3.8%。 ([链接](#))

公司点评

■ 小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 22.19 港元) - 小米汽车 SU 7 系列定价及预售订单超预期, 上调目标价至 22.19 港元

小米汽车 SU 7 系列在上周四正式发布，分为低中高配三款，定价分别为人民币 21.59 万、24.59 万和 29.99 万元，与特斯拉 Model 3、极氪 007 等车型的定价区间基本相同，但是在车型技术参数和生态配套方面，具备一定优势。首轮市场反响超越市场先前预期，开售后预售订单 27 分钟破 5 万台、24 小时破 8.9 万台。发布会后小米集团 ADR 上涨超 11%。总的来说，我们看好小米汽车受益于具有竞争力的定价策略、全栈自研的智能驾驶系统、以及独特的“人-车-家”智能生态基础，与友商相比做出具有差异化竞争优势的产品。由于目前首轮预售表现正面，市场聚焦小米汽车在旺盛的订单情况下的产能瓶颈；小米汽车一期工厂年产能将在 10 万辆左右，2025 年 3 月二期工厂完

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,541	0.91	-2.97
恒生国企	5,811	1.44	0.73
恒生科技	3,478	2.48	-7.62
上证综指	3,077	2.81	3.44
深证综指	1,789	5.05	-2.64
深圳创业板	1,872	4.60	-1.02
美国道琼斯	39,567	-0.49	4.98
美国标普 500	5,244	-0.09	9.94
美国纳斯达克	16,397	-0.02	9.23
德国 DAX	18,492	0.08	10.39
法国 CAC	8,206	0.01	8.78
英国富时 100	7,953	0.26	2.84
日本日经 225	39,803	-2.35	18.94
澳洲 ASX 200	7,897	0.99	4.03
台湾加权	20,222	0.11	12.78

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	27,952	-0.22	-6.27
恒生工商业	9,228	1.69	-0.06
恒生地产	15,521	-0.28	-15.31
恒生公用事业	33,314	-0.13	1.34

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	0.00
深港通 (南下)	420.00
沪港通 (北上)	32.55
深港通 (北上)	4.91

资料来源: 彭博

工交付后，年产能将有望逐步爬坡至 30 万辆。从首批交付节奏来看，小米汽车首批 5000 辆“创始版”现车将逐步开始交付提车，而其他订单将在 4 月底后开始陆续交付。

我们预计市场投资者将关注小米汽车订单增长情况、产能爬坡速度，以及首批汽车交付后的客户反馈。我们预计小米汽车将在 FY24/25/26E 分别交付 8 万/15 万/20 万辆，并用 0.75 倍 FY25 P/S 来计算小米 EV 业务价值。基于 SOTP 估值法更新目标价，上调目标价至 22.19 港元，维持“买入”评级。

([链接](#))

■ **比亚迪电子 (285 HK, 买入, 目标价: 46.51 港元) - 2024 年现多个增长动力, 重申“买入”评级**

我们重申“买入”评级并将公司目标价调升至 46.51 港元，以反映 2024 年多个增长动力：1) 安卓高端需求复苏（华为和小米）；2) 捷普收入并表和 2H24E 量产；3) 苹果份额提升且收入占比将提升至 48-50%；4) 高端新能源汽车产品量产；5) AI 服务器产品将于今年 4 月出货。考虑到捷普收购后经营杠杆好于预期，我们略微调升了 2024-2025 年每股收益。目前估值为 2024 年 10.8 倍 PE，我们认为极具吸引力。基于分部估值法的目标价为 46.51 港元 (17.2x FY24E PE)。([链接](#))

■ **三一国际 (631 HK, 买入, 目标价: 8.00 港元) - 光伏业务仍是调研期间投资者关注的主要问题**

3 月 28 日，我们在三一国际珠海生产基地与超过 70 名投资者和分析师一起参加了公司 2023 年业绩后会议。会议期间，大部分问题都与太阳能业务有关。考虑到三一国际未来几年投资光伏的决心，以及我们对现有业务较低的预测，我们分别下调 2024 年/25 年盈利预测 27%/30%。我们预计 2024 年/25 年的净负债/股本比率将在 2023 年底的 21% 水平上进一步上升。光伏业务以外，我们预计海外大型矿卡和伸缩臂叉车将有助于抵销煤矿机械的潜在下行周期。三一国际目前股价相当于 7 倍 2024 年市盈率，我们认为近期的股价下跌已在很大程度上反映了风险，我们因此维持“买入”评级，新目标价为 8 港元，基于 11 倍 2024 年市盈率，相当于历史平均水平（之前目标价基于 19 倍 2023 年市盈率）。([链接](#))

■ **中联重科 (1157 HK/000157 CH, 持有/持有, 目标价: 5.5 港元/8.5 元人民币) - 2023 净利润符合预期; 成功的海外战略取得回报**

中联重科 2023 年净利润同比增长 51% 至 35.5 亿元人民币，符合盈喜中 33.8-36.2 亿元人民币的利润区间。中联重科拟派息人民币 0.32 元/股，按现价计算，派息率为 78%，收益率为 7%。凭借成功的全球增长战略，海外收入贡献从 2022 年 1H23/2022 年 35%/24% 增至 2H23 的 42%。在业绩电话会议中，中联重科预计中东和中亚地区将在 2024 年继续呈现爆发式增长。此外，中联重科预计，到 2024 年底，混凝土机械、塔式起重机和汽车起重机等房地产相关机械在中国的收入贡献将下降至 25% 左右。我们将 2024 年/25 年盈利预测上调 12%/28%，主要由于海外销售假设上调。我们将中联重科 A/H 的目标价上调至人民币 8.5 元/5.5 港元。维持“持有”评级，因为我们认为近期股价上涨已部分反映了海外的强劲增长。([链接](#) / [链接](#))

■ **用友 (600588 CH, 持有, 目标价: 12.33 元人民币) - 基本面改善, 但高研发资本化率仍是担忧点**

用友网络公布了 4Q23 及全年业绩: 4Q23 收入为人民币 41 亿元, 同比增长 12% (4Q22: 下降 8%), 但低于彭博一致预期 8%, 净利润为人民币 6300 万元, 低于一致预期的 9.25 亿元。我们认为, 收入和净利润不及预期或可分别归因于大型企业业务收入增长慢于预期以及成本控制不及预期。在我们看来, 已经很高且仍在增加的研发支出资本化比率 (2023 年为 50%) 以及云服务 ARR 占云收入的比例较低 (2023 年为 33%, 对比同业金蝶为 63%) 仍然是担忧点, 这或影响公司的长期盈利能力展望, 尽管用友已经展现了基本面持续改善的趋势, 2023 年公司合同签约金额同比增长 17.6% (2H23 同比增长超过 26%), 订阅相关合同负债同比增长 38.8%。我们将目标价下调至 12.33 元人民币, 基于 3.7x 2024E EV/Sales, 维持“持有”评级。 ([链接](#))

■ **汇通达 (9878 HK, 买入, 目标价: 50 港元) - 聚焦盈利能力提升**

汇通达 2023 财年净利润保持可观增长 (同比增长 42%), 收入保持同比持平。展望 2024, 公司将盈利增速优先级提升, 聚焦降本增效及利润释放。我们预计 2024 财年公司收入同比持平, 调整后净利润同比增长 28%, 其中毛利率提升至 3.5% (同比改善 0.2ppts)。我们看好公司中长期利润率改善空间, 受益于: 1) 会员店直采比例提升; 2) 创新供应链持续渗透; 3) 高毛利品类扩张。我们小幅下调 2024-2025 财年净利润 12%-14%, 以反映宏观不确定性及战略调整。基于 DCF 的目标价调整至 50 港元。 ([链接](#))

■ **中手游 (302 HK, 买入, 目标价: 2.9 港元) - 静候丰富新游上线**

因现有游戏流水下滑及部分游戏改期, 中手游 2023 财年收入及利润略显疲软 (其中收入同比下降 4%, 净利润为 538 万元人民币)。我们认为该业绩已被市场消化, 展望 2024, 看好其收入加速及盈利能力改善。我们预测 2024 年收入同比增长 32%, 调整后净利润率提升至 11% (净利润达 3.87 亿元), 受益于: 1) 强劲新游储备, 包括《斗罗大陆:逆转时空》, 《斗破苍穹:巅峰对决》, 《仙剑世界》; 2) 小游戏增量 (超 10 款小游戏储备), 包括《乡村爱情之经营人生》, 《新仙剑之挥剑问情》; 3) 港澳台地区及海外扩张。中手游在运营层面将更为注重降本增效及 ROI 导向的买量推广, 有望支撑利润率恢复。我们下调 2024-2025 财年盈利预测 25%-28%, DCF 目标价调整至 2.9 港元。 ([链接](#))

■ **美东汽车 (1268 HK, 买入, 目标价: 4 港元) - 售后服务和控费仍是 24 年的关键**

2H23 的售后服务超预期: 去年下半年, 美东剔除减值后的净利润基本符合我们此前的预期。其中, 售后服务的平均售价和毛利率分别比我们的预测高出 8% 和 7 个百分点, 带动售后服务的毛利润高于我们的预测 20%; 而新车毛利率为 -1.3%, 低于我们此前的预测 0.9 个百分点。

2024 年展望: 我们预计美东今年的新车收入同比下降 12%, 所有品牌的销量和平均售价或都下滑。我们将今年的新车毛利率预测从 0.1% 下调到 -0.9% (vs. 去年为 -0.6%)。我们认为宝马品牌至少在今年上半年将面临更多的挑战, 保时捷品牌的利润率恢复也可能会慢于我们此前的预期。另一方面, 我们预计今年售后服务的收入占比有望提升至 17.4%, 我们将售后服务毛利率预测提高 2 个百分点至 52%。此外, 管理层在我们的业绩后小组会中表示,

今年仍有一定的降本空间。假设今年计提商誉减值 4,500 万元，我们预计今年美东净利润有望增长 1.5 倍至 3.57 亿元。

2025 年展望和估值：因为其可转债在 2025 年赎回，我们预测美东 25 年的财务费用有望比去年减半至 1.44 亿元。尽管新车销量或会继续下降，新车毛利率或有所好转，因为主机厂需要维系一定规模的销售网络。基于售后收入增长 5%、毛利率 50% 的保守估计，我们预测 25 年的净利润有望同比翻倍至 7.11 亿元。维持“买入”评级，目标价 4 港元，基于 9x FY24-25E 平均 P/E。
([链接](#))

■ **中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 11.9 港元) - 非车综合成本率优于预期, 40%+ 分红率有望持续**

公司公布 2023 年全年业绩，基本符合我们于 2 月发布的业绩前瞻预期，承保综合成本率 97.8%，同比+1.2 个百分点，较 CMBI 预测低 0.3 个百分点，主要受赔付率同比+1.2 个百分点影响，费用率同比持平。车险及非车承保综合成本率均达成年初 97%/100% 以内指引，分别为 96.9%/99.1% (对比 CMBI 预测: 96.9%/99.8%)，其中非车综合成本率显著优于预期，主要得益于个人及法人业务承保综合成本率同比压降 4.3/3.4 个百分点的积极影响。整体来看，公司在 3Q 大灾净损失达 133 亿元的近年峰值且未调整未决赔款准备金余额的基础上，达到年初设定的承保综合成本率指引，体现了公司持续加强风险管理：1) 主动压降高赔付险种业务，如雇主责任险和企财险；2) 扩大盈利险种规模，如个人意健险（保费占比提升至 17.9%，保险服务收入同比 +23.8%）。

车险及非车展望：我们预计 2024 年公司承保盈利能力有望持续改善，车险及非车综合成本率预计将维持 97%/100% 以内；其中车险赔付率有望抬升，主要受经济活动恢复导致出险率回升，而费用率有望进一步下行，因行业竞争环境较去年改善且公司在定价、渠道、理赔和成本管控方面优势显著。基于此，我们预计 2024 年车险综合赔付率+0.2 个百分点至 70.6%，综合费用率同比-0.4 个百分点至 26.1%，对应车险承保综合成本率 96.7%，车险保费增速 5.3%。非车险方面，承保利润同比扭亏转盈达 15.7 亿元，COR 降至 99.1%，同比-1.1 个百分点；其中意健险 COR 为 97.7%，同比-2.8 个百分点，首年实现承保盈利 10 亿元。我们预计未来公司个人非车业务随车险数据的深入推进，承保综合成本率有望进一步压降至 97% 以下。

净利波动不改分红比例及金额稳健增长：新准则下公司归母净利润为 245.85 亿元，同比-15.7%，受投资收益（同比-18.4%）和保险服务业绩（同比-14.9%）的共同影响。2023 年公司总投资收益率为 3.5%，同比-0.3 个百分点，ROE 为 10.8%，5 年平均 ROE 为 12.8%，盈利能力优于同业。尽管净利润有所波动，公司全年拟派发每股红利 0.489 元，同比+2.3%，对应分红率为 44.2%，为连续第 5 年保持分红率>40%。管理层提及未来两年公司分红率维持在 40% 以上的水平有望延续，体现公司对股东价值回报的高度重视。

估值：公司当前交易于 FY24E 0.84 倍市净率，我们看好公司持续稳健的高分红政策和有望进一步改善的承保盈利能力。维持“买入”评级，新目标价 11.9 港元，对应 FY24E 1.0 倍市净率。([链接](#))

■ 锦欣生殖 (1951 HK, 买入, 目标价: 4.43 港元) - 2023 业绩实现亮眼反弹

锦欣生殖 2023 收入同比增长 18.0%至 27.9 亿元, 经调整净利润同比大增 72.0%至 4.7 亿元。IVF 周期数同比增长 15.8%至 3.02 万, 且总部医院的成功率提高 0.9 个百分点至 57.5%。管理层预计 2024 年的内生经调整净利润将增长 15%左右。

疫情后业务恢复稳健增长。锦欣各运营区域 2023 年均实现复苏。作为业务支柱的成都及大湾区业务, 2023 年 IVF 周期/收入分别同比增长 6.0%/11.9%。武汉及云南 IVF 周期/收入分别大幅增长 42.7%/35.8%, 得益于武汉医院 IVF 服务的重启及九洲、合万家医院业务优化聚焦 IVF。海外 IVF 周期/收入在 2023 年同比增长 11.7%/23.4%, 受益于美国 HRC 国际患者回流及老挝诊所的良好开局。

期待更多政策支持应对人口增长挑战。据国家统计局数据, 2023 年中国新生儿数量为 902 万, 较 2022 年下降 5.6%, 连续七年下降。为提振生育率, 自 2023 年起多个地区出台支持措施。北京、广西、甘肃、内蒙古、新疆、山东已将部分辅助生殖服务纳入医保报销范围, 大幅减轻患者经济负担。此外, 2024 年中国政府工作报告继续强调提升出生率。管理层预计 2024 年更多地区将出台辅助生殖支持性政策。

我们看好锦欣生殖在国内鼓励生育政策背景下的发展空间, 维持“买入”评级, 目标价 4.43 港元。我们预计锦欣生殖在 2024E/25E/26E 的收入增速为 14.0%/14.1%/15.5%, 经调整净利润增速为 15.3%/12.9%/19.9%, 对应现阶段股价的经调整 PE 为 11.1x/9.8x/8.2x。 ([链接](#))

■ 泰格医药 (300347 CH, 买入, 68.57 元人民币) - 预计 2024 年业绩将反弹

泰格医药 2023 年收入同比增长 4.2%至人民币 73.8 亿元, 扣非归母净利润同比减少 4.1%至 14.8 亿元。全年新签订单 78.5 亿元, 同比减少 18.8%, 主要由于约 12 亿新冠过手费收入的减少, 截至 23 年底的在手订单增长 2.1%至 141 亿元。管理层预计 2024 年收入/扣非净利润将同比增长约 15% (即 mid-teens)。

显现需求复苏的早期迹象。经历 2023 年的需求波动后, 泰格医药自去年底开始观察到宏观情绪的积极转变, 叠加中国生物医药融资反弹。2024 年 1-2 月新签订单恢复双位数增长, 尤其是美国和澳洲市场。考虑到中国政府持续支持国内医药研发, 泰格医药的中国收入潜力将进一步释放。

全球化战略稳步推行。泰格医药在美国现拥有 110 位专职 PM 与 CRA, 美国临床业务收入与在手订单均快速提升, 其本地化服务团队致力于服务进军美国的中国药企及未被充分服务的美国本土药企。2023 年收购克罗地亚临床 CRO Marti Farm, 增强欧洲服务能力, 同时也已布局韩国、东南亚及澳洲的临床团队。我们认为完善的全球网络将助泰格医药抵御地缘政治风险。

我们持续看好公司在国内临床 CRO 领域的龙头地位以及海外业务潜力, 维持“买入”评级, 目标价 68.57 元人民币。预计泰格医药 2024E/25E/26E 收入同比增长 13.3%/17.7%/21.9%, 扣非归母净利润同比增长 14.2%/22.7%/27.4%, 对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 27.5x/22.4x/17.6x。 ([链接](#))

■ 昭衍新药 (6127 HK, 买入, 目标价: 14.41 港元) - 业绩复苏仍需时间

昭衍新药 2023 年收入同比增长 4.8% 至人民币 23.8 亿元, 扣非归母净利润同比下降 66.9% 至 3.4 亿元, 其中核心业务实验室服务净利润同比下降 17.9% 至 4.7 亿元。全年新签订单 23 亿元, 同比减少 40%。管理层预计 2024 年收入将与 2023 年持平, 利润端仍面临压力。

客户需求呈现企稳的早期迹象。尽管 2023 年新签订单下滑, 但管理层指出, 2024 年 1-2 月合同签订量实现 20% 同比增幅, 且价格与 4Q23 持平。尽管全年增长预期承压, 管理层对临床服务等新兴业务领域的发展潜力持乐观态度, 计划于 2024 年新增 100-200 名员工以满足增长需求。

调整产能扩张计划以适应市场变化。公司已完成苏州二期 2 万平方米设施封顶, 广州药物安全性评价中心建设也在稳步推进。管理层正谨慎规划两处场地的运营启动, 以适应市场动态变化。管理层预计 2024 年资本支出为 1.3-1.4 亿元, 低于 2023 年的 1.93 亿元。

海外业务保持战略重要性。国内业务虽温和增长, 但来自海外客户的收入在 2023 年大增 51%, 主要得益于 Biomere 的强劲表现。Biomere 业绩增长受益于通胀驱动的价格上涨及可承接实验复杂度的提升, 2023 年新签订单约 3.4 亿元, 与 2022 年基本持平。为满足美国客户需求的增长, Biomere 正积极寻求扩大产能。

维持公司“买入”评级, 目标价 14.41 港元。我们预计昭衍新药 2024E/25E/26E 收入同比增长+2.0%/+15.2%/+20.2%, 经调整净利润同比增长 -9.5%/+25.8%/+28.2%, 对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 15.5x/10.5x/8.3x。 ([链接](#))

■ 固生堂 (2273 HK, 买入, 目标价: 71.96 港元) - 业绩强势增长, 源于效率提升和快速扩张

固生堂 2023 年收入同比增长 43.0% 至人民币 23.2 亿元, 经调整净利润同比增长 53.6% 至 3.0 亿元, 固生堂的运营在疫情后迎来强劲反弹。管理层预计 2024 年收入同比增长 30%, 经调整利润同比增长 35%。

持续扩张线下门店网络。根据公司数据, 截至 23 年 12 月, 公司共有 56 家线下门店 (vs 22 年底的 48 家), 覆盖全国 16 个城市 (vs 22 年底的 14 个)。23 年固生堂共收购 7 家门店, 包括昆山明泰、无锡李同丰、武汉颐德、上海宝中堂崂山、上海宝中堂峨山、上海巨衍和爱民诊所, 新开设福州陆壹分院和佛山禅城分院。23 年新增的门店进一步增强公司在华东、华南和华中重点城市的布局。考虑到这些城市的经济发展水平靠前, 居民拥有较强的医疗服务购买力, 我们认为随着国民对中医药认可度的不断提高, 固生堂将会持续受益。管理层计划在 24 年新增 10-15 家门店, 新进入 3-5 个城市, 门店扩张进一步提速。值得注意的是, 固生堂于 2024 年 3 月 26 日宣布收购宝中堂新加坡的全部股权, 迈出国际化战略的第一步。管理层表示新加坡中医市场以小型中医馆为主, 将有利于公司未来进行国际市场整合。

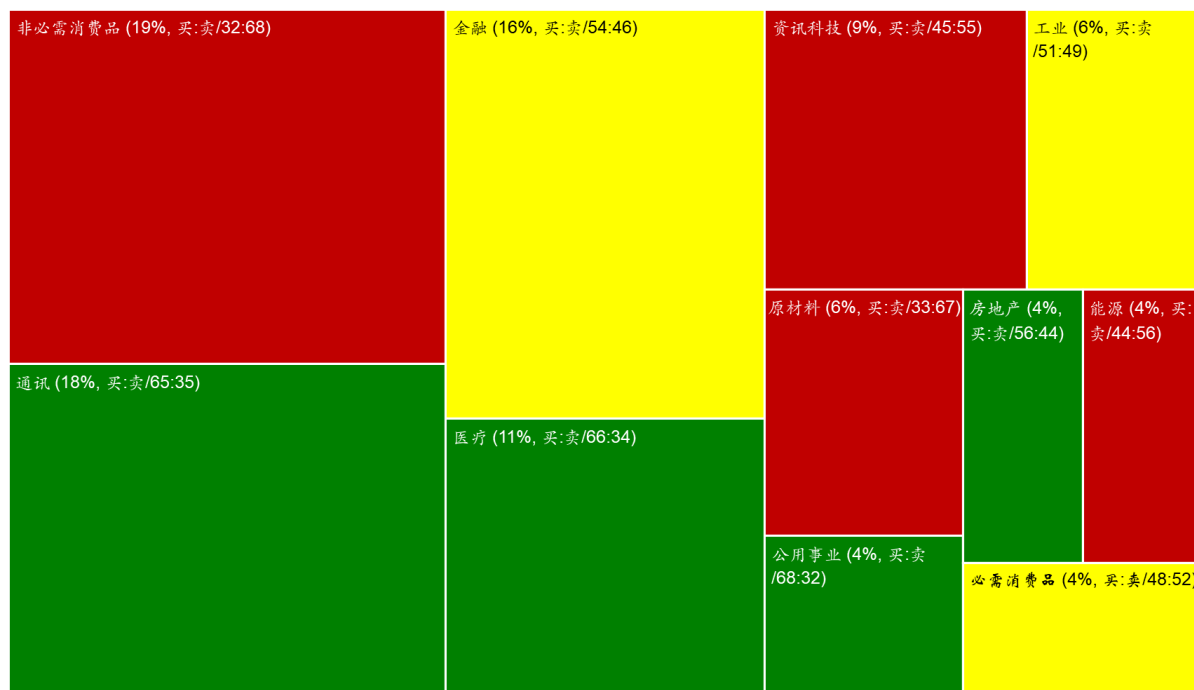
高质量医生团队强化固生堂的核心竞争力。23 年固生堂网络内的医生数量同比增长 26.5% 到 3.7 万人, 其中 38.9% 的医生具有高级职称, 管理层表示公

司网络内已汇集了全国约 11%的高级职称中医师，优质的医生资源是固生堂维持其竞争力的核心要素。固生堂在 23 年内相继与华西医院中国循证医学中心、湖北中医药大学、天津中医药大学等机构达成合作协议，持续提升固生堂的医生资源覆盖以及行业认可度。此外，公司在 23 年开展了专家股权计划，通过向核心专家授予股权，巩固与核心医生的长期合作关系。固生堂自有医生团队取得快速发展，自有医生人数增加 68.3%至 542 人，贡献了 34.6%的 23 年总收入（vs 2022 年的 25.8%）。

我们继续看好固生堂民营中医服务龙头地位以及发展空间，维持“买入”评级，目标价 71.96 港元。我们预计固生堂 2024E/25E/26E 收入同比增长 34.8%/32.9%/29.9%，经调整净利润同比增长 38.2%/36.6%/34.4%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 23.0x/16.8x/12.5x。 ([链接](#))

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 28/3/2024

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



注:

1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
2. 绿色代表当日买入股票金额 \geq 总买卖金额的 55%
3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例 $>45\%$ 且 $<55\%$
4. 红色代表当日买入股票金额 \leq 总买卖金额的 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

本报告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上责任。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，未在美国金融监管机构(“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。