

策略观点

9月或底部震荡

- **宏观:** 中国经济8月疲弱, 9月或缓慢回升, 因货币信贷政策持续宽松, 基础设施投资和出口短期强劲, 消费缓慢改善; 美国经济衰退已不可避免, 证券市场提前给出预警信号, 此轮衰退可能是中型衰退。
- **港股策略:** 利空宏观因素较多或限制港股反弹, 包括美元强势、人民币贬值、中国制造业 PMI 处于收缩区、内房仍然疲弱、内地疫情反弹及防疫管控, 但恒指预测市盈率回落至接近 10 倍, 估值再下跌的风险相当有限。偏好中国互联网和基本消费品股份, 周期性板块则恐受累于欧美衰退风险。
- **科技:** 谨慎乐观。下半年受宏观经济影响, 下游景气度分化, 8 月业绩期大部分公司对下半年展望较为保守, 建议关注半导体国产替代、产业升级创新和自主可控的投资主题。推荐买入歌尔股份、闻泰科技、中际旭创。
- **软件及 IT 服务:** 谨慎, 中美科技战有升温趋势, 美国禁止高端 GPU 出口到中国, 将不利于 AI 和云计算行业的发展。另一方面, 国内疫情反复, 经济修复速度比预期慢, 持续影响企业 IT 支出意愿, 短期内行业缺乏催化剂, 中长期偏好国产替代和信创标的。推荐买入金蝶国际。
- **互联网:** 谨慎乐观。疫情反复或使板块存在阶段性盘整, 待疫情因素消化后, 有望迎来“十一”及“二十大”政策行情, 叠加基本面边际改善, 下半年整体趋势有望震荡上行。看好电商、本地生活韧性复苏, 估值中枢存在 15% 上修空间。推荐买入美团、拼多多、快手。
- **房地产:** 谨慎。在任何大政策出台前, 板块还会承压。中期业绩继续分化, 但总体偏弱。民企风险加剧。7/8 月面临还债高峰期、业绩低于预期等风险。
- **保险:** 乐观。寿险新业务价值下半年增速在代理人改革、养老金账户制度推进、理财产品收益降低、低基数效应等多重正面因素的支撑下, 将会有显著改善; 财险公司三季度巨灾损失同比改善, 承保利润率同比持续改善。基本面的改善将会助推板块估值修复。推荐买入中国平安、太平洋保险、人保财险。
- **银行:** 谨慎乐观。8 月 LPR 下调符合市场预期, 银行继续面临净息差收窄的压力, 盈利增速有所放缓, 但降息将刺激有效信贷需求的增加, 预计银行资产质量整体将保持稳定。偏好大型国有行和长三角区域性银行, 推荐买入邮储银行。
- **资本品:** 能源设备乐观。今年 1-7 月煤炭开采固定资产投资同比上升 33%, 我们预期煤矿设备需求将持续强劲。另一方面, 海运费和钢材价格进入三季度后二季度进一步下跌, 有利设备制造成本下降。我们继续推荐三一国际 (631 HK)。光伏设备板块乐观 - 我们相信硅片制造环节稳步扩产、加上主要硅片制造商向大尺寸硅片的转型将继续推动设备的替换需求, 继续看好晶盛机电 (300316 CH)。工程机械和重卡板块 - 长短仓策略: 我们目前还没有看到明显的需求改善, 因此只选择性看好正在进行大型回购的中联重科 A(000157 CH)。
- **医药:** CXO 板块首选昭衍新药 (新订单强劲增长)、药明生物 (全球市场份额提升); Biotech 板块首选信达生物 (管线丰富, 商业化品种多)、百济神州、诺诚健华; 医疗器械板块看好爱康医疗。
- **必选消费和免税美妆:** 未来 3 个月看法保持谨慎乐观。二季度消费受创较大, 但业绩过后, 市场已充分定价了上半年的盈利风险, 特别是业绩超预期的公司。我们建议投资者对三季度不必过分担忧, 转而聚焦布局四季度传统消费旺季行情改善。
- **可选消费:** 未来 3 个月看法保持乐观。我们对于下半年复苏的态势仍然乐观, 因为: 1) 低基数, 2) 提振消费的政策仍然会陆续出台, 3) 原材料价格回落和 4) 人民币贬值。更重要的是不同行业的公司对疫情的反应, 对成本的管控都比以前有明显进步, 所以只要销售持续改善, 未来利润反弹空间可期。短期内市场情绪影响所带来的估值回调, 其实都是中线投资加仓的好机会。推荐奈雪的茶、安踏、特步、海尔、波司登。

叶丙南, Ph.D

苏沛丰, CFA

伍力恒

杨天薇, Ph.D

颜宇翔

黄群

曾展

张苗

陈喆, CFA

冯键嵘, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

黄铭谦

郑晓慧

胡永匡

图 1: 行业荐股

| 公司名字 | 股票代码 | 行业 | 评级 | 股价 | 目标价 | 上行/下行 空间 | 市盈率(倍) | | 市净率(倍) 2022E | ROE(%) 2022E | 股息率 2022E |
|-----------|-----------|-----------|----|--------|--------|-------------|--------|-------|-----------------|-----------------|--------------|
| | | | | (当地货币) | (当地货币) | | 2022E | 2023E | | | |
| 基金 | | | | | | | | | | | |
| 歌尔股份 | 002241 CH | 科技 | 买入 | 32.18 | 44.69 | 39% | 18.8 | 15.5 | N/A | 18.2 | 0.8% |
| 阔泰科技 | 600745 CH | 科技 | 买入 | 62.11 | 93.12 | 50% | 25.6 | 16.7 | 2.1 | 8.1 | 0.4% |
| 中际旭创 | 300308 CH | 科技 | 买入 | 29.02 | 42.00 | 45% | 21.7 | 17.9 | 1.9 | 8.7 | 0.9% |
| 金蝶国际 | 268 HK | 软件 & IT服务 | 买入 | 13.56 | 23.83 | 76% | N/A | N/A | 5.7 | N/A | 0.0% |
| 快手 | 1024 HK | 互联网 | 买入 | 65.50 | 120.00 | 83% | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.0% |
| 美团 | 3690 HK | 互联网 | 买入 | 172.80 | 278.00 | 61% | N/A | 87.7 | 7.0 | N/A | 0.0% |
| 拼多多 | PDD US | 互联网 | 买入 | 72.19 | 83.00 | 15% | 27.5 | 26.1 | 35.2 | 31.0 | 0.0% |
| 中国平安 | 2318 HK | 保险 | 买入 | 45.55 | 75.55 | 66% | 7.3 | 5.7 | 0.8 | 11.9 | 5.5% |
| 中国太保 | 2601 HK | 保险 | 买入 | 16.06 | 25.19 | 57% | 6.0 | 5.0 | 0.6 | 9.9 | 6.0% |
| 人保财险 | 2328 HK | 保险 | 买入 | 8.75 | 12.62 | 44% | 6.7 | 5.9 | 0.8 | 12.1 | 6.2% |
| 邮储银行 | 1658 HK | 银行 | 买入 | 4.65 | 8.40 | 81% | 4.4 | 4.0 | 0.5 | 10.5 | 6.8% |
| 三一国际 | 631 HK | 资本品 | 买入 | 8.26 | 14.60 | 77% | 13.8 | 11.6 | 2.3 | 18.0 | 2.2% |
| 晶盛机电 | 300316 CH | 资本品 | 买入 | 73.21 | 96.00 | 31% | 33.3 | 26.6 | 8.9 | 32.4 | 0.6% |
| 中联重科A | 000157 CH | 资本品 | 持有 | 5.80 | 6.70 | 16% | 8.7 | 8.3 | 0.8 | 9.8 | 5.0% |
| 药明生物 | 2269 HK | 医药 | 买入 | 63.65 | 120.39 | 89% | 53.1 | 38.8 | 5.4 | 12.4 | 0.0% |
| 昭衍新药 | 6127 HK | 医药 | 买入 | 39.45 | 78.98 | 100% | 22.8 | 16.4 | 2.4 | 11.0 | 1.0% |
| 信达生物 | 1801 HK | 医药 | 买入 | 29.45 | 52.59 | 79% | N/A | N/A | 4.3 | N/A | 0.0% |
| 百济神州 | BGNE US | 医药 | 买入 | 166.88 | 252.55 | 51% | N/A | N/A | 50.3 | N/A | 0.0% |
| 诺诚健华 | 9969 HK | 医药 | 买入 | 11.40 | 19.11 | 68% | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.0% |
| 爱康医疗 | 1789 HK | 医药 | 买入 | 7.43 | 9.20 | 24% | 34.6 | 25.2 | 3.5 | 7.5 | 0.6% |
| 华润啤酒 | 291 HK | 必选消费 | 买入 | 50.90 | 72.40 | 42% | 34.6 | 32.1 | 5.8 | 16.8 | 1.1% |
| 中国中免 | 601888 CH | 必选消费 | 买入 | 177.75 | 253.00 | 42% | 38.6 | 26.9 | 9.7 | 25.1 | 0.8% |
| 珀莱雅 | 603605 CH | 必选消费 | 买入 | 154.64 | 184.00 | 19% | 43.0 | 31.6 | 9.1 | 21.4 | 0.7% |
| 贝泰妮 | 300957 CH | 必选消费 | 买入 | 181.64 | 251.00 | 38% | 62.6 | 44.3 | 13.5 | 21.7 | 0.5% |
| 特步国际 | 1368 HK | 可选消费 | 买入 | 10.36 | 17.04 | 64% | 20.8 | 17.3 | 2.8 | 13.4 | 2.8% |
| 安踏 | 2020 HK | 可选消费 | 买入 | 88.90 | 122.05 | 37% | 24.5 | 19.4 | 6.2 | 25.9 | 1.4% |
| 奈雪的茶 | 2150 HK | 可选消费 | 买入 | 5.93 | 7.38 | 24% | N/A | 37.4 | 1.9 | N/A | 0.0% |
| 海尔智家 | 6690 HK | 可选消费 | 买入 | 24.70 | 33.13 | 34% | 12.7 | 10.6 | 1.8 | 17.0 | 3.2% |
| 波司登 | 3998 HK | 可选消费 | 买入 | 4.02 | 5.89 | 47% | 16.1 | 13.2 | 3.0 | 20.0 | 4.5% |

资料来源：彭博，招银国际环球市场

宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170

中国宏观

■ 8月经济依然疲弱

(1) **住房销售筑底。**断供风波冲击期房信心、就业和收入疲弱,大部分城市房价延续看跌预期,住房销售仍在筑底,30大中城市商品房销量和百城房企销售操盘额同比分别下降21.2%和32.9%,相比7月下降33.7%和39.7%跌幅有所收窄,开发商现金流和融资条件依然紧张,信心疲弱,土地购置和开发投资持续下滑,建筑、建材、钢铁、家具等行业依然疲弱。

(2) **基础设施投资快速增长。**尽管地方土地收入和财政收入大幅下滑,但受益于专项债加速发行和银行贷款支持加大,水利、公用事业、能源、医疗等行业投资保持快速增长,但交通运输、文化娱乐等行业投资相对疲弱,制造业投资延续放缓。

(3) **消费和服务业产出增速小幅回升。**由于暑假季节性因素和去年低基数,部分消费和服务业产出增速应该有所回升,但由于就业、收入和信心依然疲弱,加上海南、西藏、成都等地区疫情反弹,整体消费增速依然低迷。

(4) **出口保持较快增长。**因海外需求尚未全面冷却,通胀处于高位,国内外价差支撑中国出口保持较快增长。

■ 9月以后可能缓慢回升

(1) **商品房销售增速可能渐进改善。**一、二线城市改善明显,但三四线及以下城市改善艰难,开发投资难以明显回暖。货币流动性保持宽松,房贷供应持续放松,按揭贷款利率进一步下降,但居民就业和收入依然较弱,开发商现金流和信心并不乐观。

(2) **基础设施投资增速上升空间受限,制造业投资进一步放缓。**基础设施投资进一步上升空间受限,因今年专项债额度基本用完,土地收入疲弱抑制地方可用财力。制造业投资进一步放缓,因国内疫情和海外经济不确定性。

(3) **消费增速可能缓慢回升。**近期局部地区疫情反弹将对交通运输、文化旅游、住宿等服务消费产生一定负面影响,但因基数效应、稳就业政策发力和经济有所恢复,消费有望延续缓慢修复的中期趋势,汽车销售受益于阶段性刺激和需求提前可能保持快速增长,家电、通讯器材、服装、日用品等消费增速可能因基数因素和替换需求有所回升。

(4) **中国出口依然偏强,增速或小幅放缓。**全球通胀水平处于高位,劳动力市场依然紧张,对中国供应链依赖度依然较高,内外价差可能持续支撑中国出口增增长。

整体来看,预计中国GDP增速由7月的3.2%和8月的3.5%回升至9月的3.7%,第三季度GDP增速在3.5%左右,第四季度回升至4.5%左右。

■ 中国政策

(1) **货币政策保持宽松。**经济下行压力依然较大，房地产市场尚未稳固回升，地方财政压力巨大，CPI增速可能超过3%但应属暂时且主要受能源和猪肉价格影响，核心CPI增速仍在低位，信贷需求依然疲弱，货币政策可能保持宽松状态。首先，货币流动性将保持充裕状态，货币市场平均利率或小幅回升，但幅度应该较小。其次，信贷政策将延续宽松，按揭贷款合同利率仍有小幅下降空间，央行将鼓励银行扩大信贷投放，如果9、10月份住房需求恢复仍不及预期，那么第四季度仍有小幅下调LPR可能性。最后，人民币对美元可能进一步走弱，美元/人民币可能在第四季度试探7的关键点位，因中国债券和贷款利率仍有下行空间，而美国加息周期仍将延续，中国仍以货币政策独立自主为优先目标，尽管会阶段性引导市场预期避免汇率超调，但不会牺牲政策独立性去影响汇率趋势或者汇率水平。

(2) **财政政策增量空间有限。**由于财政收入和土地收入大幅下滑，财政支出扩张依赖政府赤字和债务扩大，但中央政府尚未显示出大幅调整原定财政赤字和专项债额度的意愿。由于前8个月基本用完全年专项债额度，一般政府债额度也使用一半以上。为避免可能产生的“悬崖效应”，中央政府允许地方政府提前使用一部分明年额度，已经批准5,000亿元左右，未来可能进一步增加额度不超过1万亿元，同时可能进一步增加政策性银行专项贷款额度。

(3) **其他政策。**房地产政策将进一步放松，包括按揭贷款合同利率下降（降低LPR加点数，LPR可能进一步小幅下调），二套房认定标准放松和首付比例、合同利率下调。平台政策进一步向好，推进平台整改，推进中概股审计底稿问题磋商，以稳定就业和提升数字经济竞争力。加强粮食与能源安全，农业、水利和能源投资保持快速增长，煤炭产能持续扩大，风光新能源基地建设、煤炭备份电源投资和智能电网投资加快。防疫管控随疫情变化动态调整，整体管控力度下降，封控的时间和地理范围显著缩小，以降低对经济活动影响。

图 2: 上海车流与人流

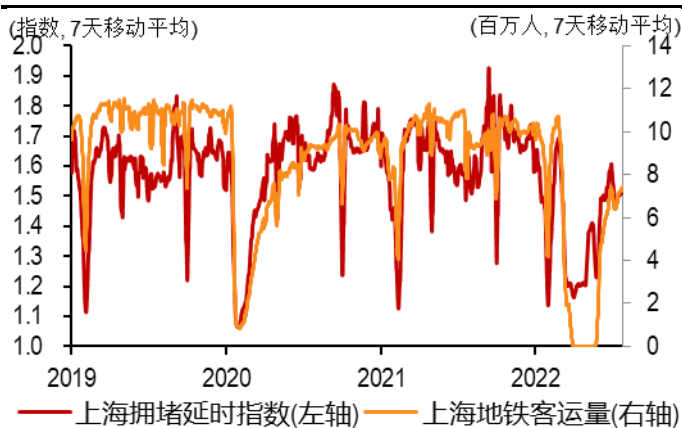


图 3: 中国乘用车与商品房销量

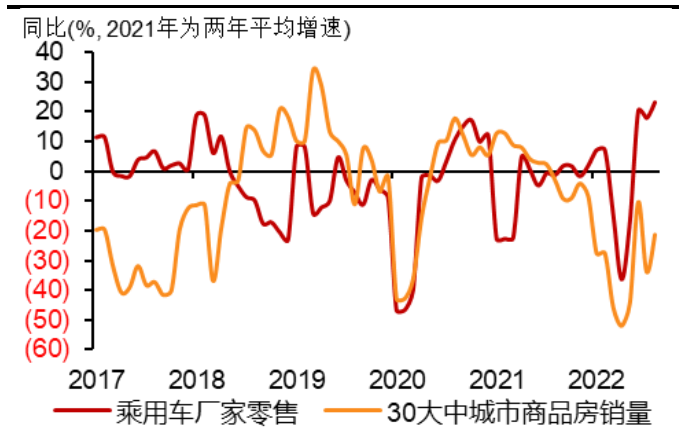
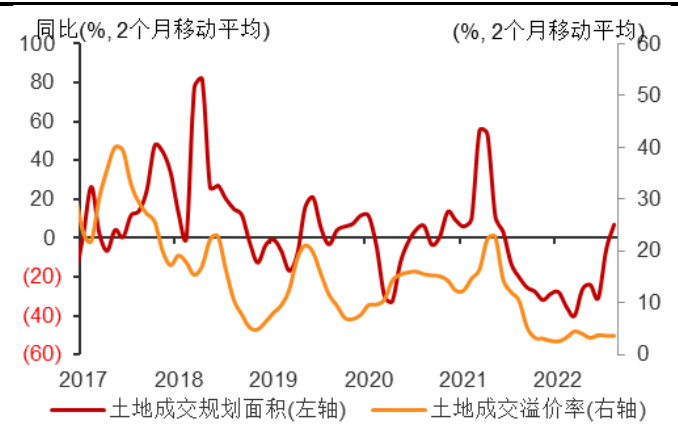
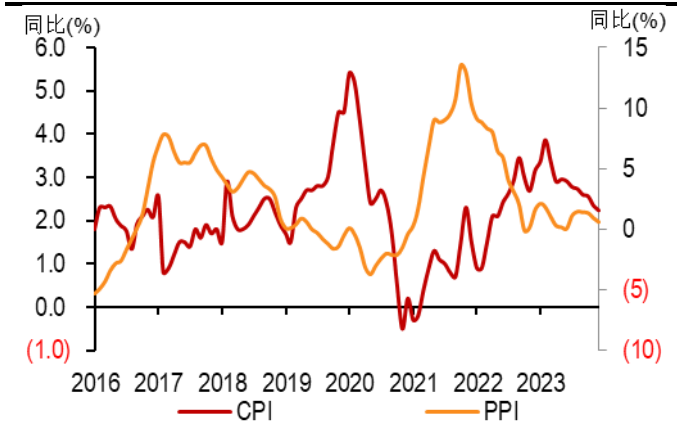


图 4: 中国土地市场成交状况



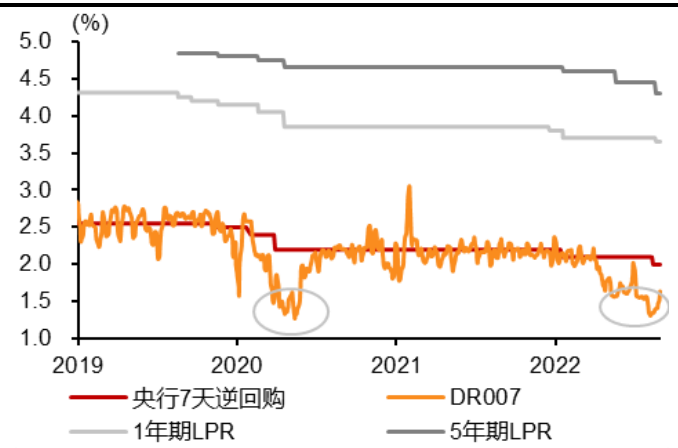
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中国 CPI 与 PPI



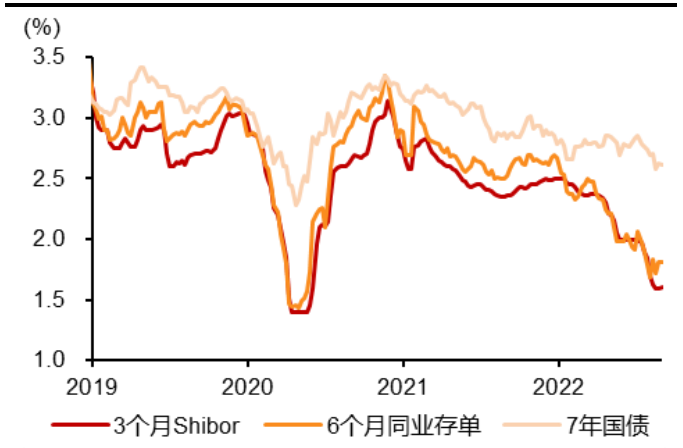
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 中国央行政策利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年国债利率



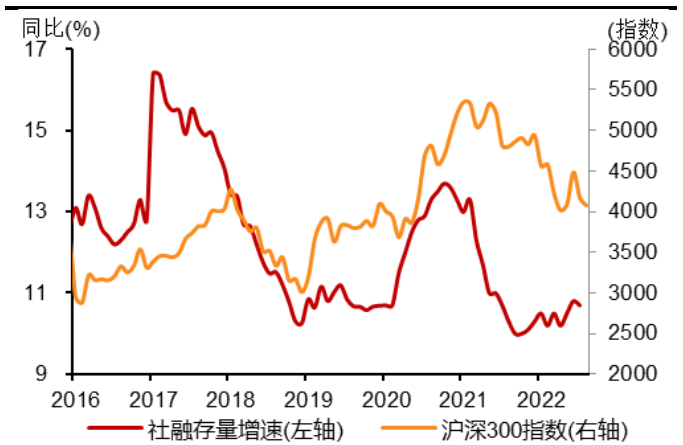
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 美元/人民币汇率与利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 社会融资存量增速与沪深 300 指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

美国宏观

■ 美国经济衰退已不可避免

(1) **美国经济今年上半年已出现技术性衰退，但尚未呈现典型衰退特征。**一般将 GDP 环比连续至少两个季度的下降定义为经济衰退。按此定义，今年上半年美国经济已出现技术性衰退，前两个季度美国 GDP 环比年化分别下降 1.6% 和 0.6%。但美国经济尚未呈现典型的衰退特征，需求依然稳步扩张，占经济 70% 以上的家庭消费环比年化增长 1.8% 和 1.5%，同比增速达到 4.5% 和 2%，前两个季度 GDP 同比增长 3.5% 和 1.7%，失业率降至 3.6% 左右的历史低位。上半年出现技术性衰退主要由于供应冲击，去年全球 Delta 病毒疫情导致全球海运紧张和供应短缺，制造、批发和零售各环节大量囤货将库存推至历史高位，今年一季度俄乌冲突进一步加剧供应链压力并推升商品通胀，美国进口大幅上升，第一季度净出口对美国 GDP 环比增速贡献-3.2 个百分点，第二季度以来经济前景预期急剧恶化，企业开始放慢库存投资，私人存货变化对第二季度 GDP 环比增速贡献-1.8 个百分点。

(2) **证券市场已给出经济将陷入衰退的信号。**美国证券市场作为经济晴雨表，已经给出美国经济将进入衰退的信号。从债券市场来看，10 年/2 年国债利差和 10 年/3 个月国债利差对未来衰退风险的预测力较强，前者一般比后者发出预警更早，后者一般比前者预警准确性更高，纽约联储储备银行便根据 10 年/3 个月国债利差预测未来 12 个月美国经济衰退概率，今年 4 月 10 年/2 年期国债利差降为负值，之后反弹为正值，7 月以来又持续为负，由于美联储加息周期仍将延续数月，10 年/3 个月国债利率将很快转为负值，预示美国经济将陷入衰退。从股票市场来看，1960-2021 年标普 500 指数经历 11 次熊市周期（跌幅超过 20%），其中伴随 8 次熊市周期而来的是经济衰退，今年 1 月标普 500 指数开始进入熊市，第二季度以来股票投资者对衰退担忧不断升温。

(3) **通胀高企、劳工短缺和住房市场过热带来衰退风险。**高通胀是埋葬经济繁荣的杀手，通过推升成本、降低效率和带来政策紧缩，最终引发经济衰退。美国此轮高通胀作为货币现象固然是过去两年货币超级宽松的自然结果，但其持续时间大超预期，反映供给瓶颈的重要影响，从 Delta 病毒疫情导致全球海运和制造业产业链紧张，到俄乌冲突引发全球能源、食品供应压力和价格上涨，显著延缓了美国通胀下行步伐。劳工严重短缺也将增加未来经济衰退概率，疫情导致一些大龄劳工提前退休、一些人暂时回归家庭和移民劳动力供应减少，美国出现严重劳工供应，职位空缺数/失业人数创历史最高，居家办公流行也降低了劳动效率，最终推升通胀并降低产出水平。美国住房市场在过去两年货币超级宽松周期中走向过热，随着货币政策紧缩将进入下行周期，带动金融周期向下，增加未来经济衰退风险。

■ 美国此轮衰退严重程度及持续时间

美国经济此轮衰退或是中型衰退，严重程度和持续时间可能不及 2009 年大衰退和 20 世纪 70 年代、80 年代两次严重衰退，但可能超过 2001 年的小衰退。

2009 年大衰退是由于次贷风暴引发全球金融危机，在危机之前美国房地产市场呈现泡沫化，银行住房按揭贷款中次级贷款占比超过四分之一，家庭债务/可支配收入比大幅升至近 140%，家庭偿债负担率达到 13% 左右，通胀预期升至 5% 以上。

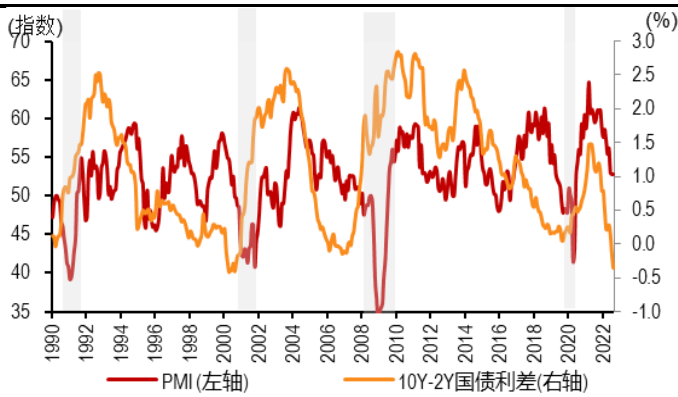
20世纪70年代和80年代两次严重衰退分别对应两次石油危机，极高通胀长时间持续，公众失去对美联储信心，通胀预期居高不下。为治理20世纪80年代高通胀，沃尔克不得不以严重衰退为代价，挽救美联储信誉和公众信心。

2001年小型衰退主要因为2000年科技股泡沫破裂叠加2001年9.11恐怖袭击，对美国商业投资和消费信心产生一定冲击，但当时美国房地产泡沫化程度和通胀压力相对较小。

过去两年美国房市再度泡沫化，房价/收入比和房价/租金比接近或达到历史峰值，家庭债务/可支配收入比自2009年以来持续下降，2021年降至不到100%，家庭偿债负担率为9%，银行资本充足率较高，贷款质量更加优良，住房按揭贷款中次级贷款占比不到2%，美国能够避免银行危机发生，但房地产市场下行周期将不可避免。目前美国核心PCE通胀和通胀预期均创下过去40年以来最高，由于供给瓶颈因素，通胀居高的时间超出预期，美联储将被迫持续收紧政策，为降低通胀可能不得不付出一些经济代价。

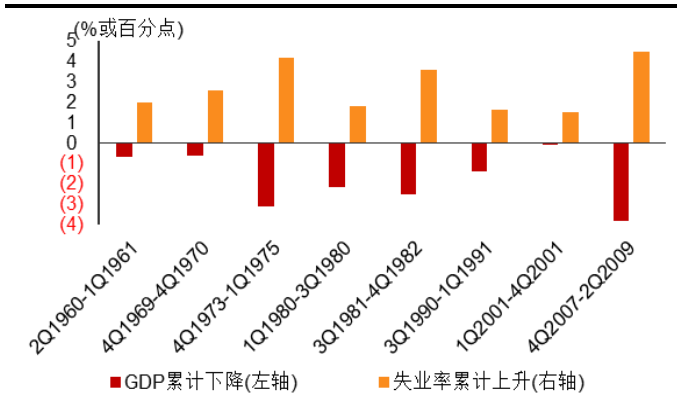
综合主要因素来看，美国此轮衰退或是中型衰退，严重程度和持续时间可能不及2009年大衰退和20世纪70年代、80年代两次严重衰退，但可能超过2001年的小衰退。衰退程度受两个核心因素影响：一是劳工短缺等供给瓶颈持续时间及其决定的通胀下降速度；二是美联储政策紧缩计划以及再次犯错的可能性。

图 10: 美国制造业 PMI 与 10 年-2 年期国债利差



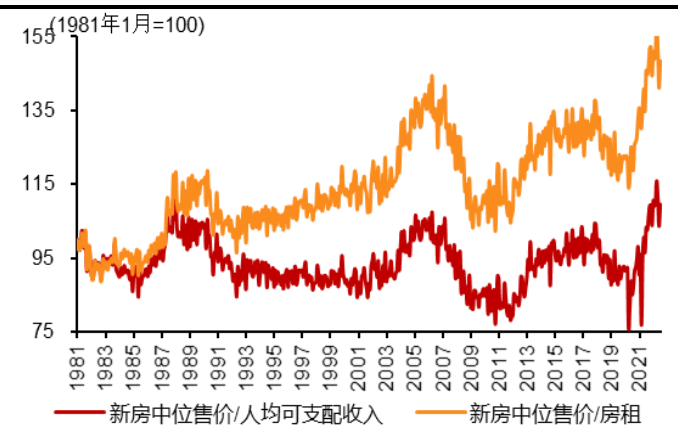
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国 1960 年以来 8 次典型衰退周期严重程度



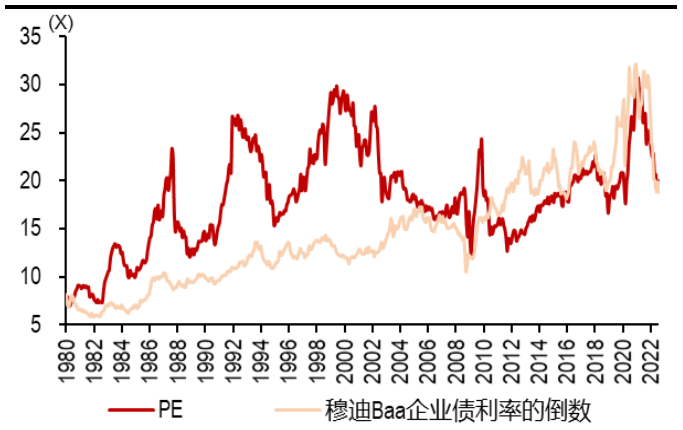
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 12: 美国 PCE 通胀与通胀预期



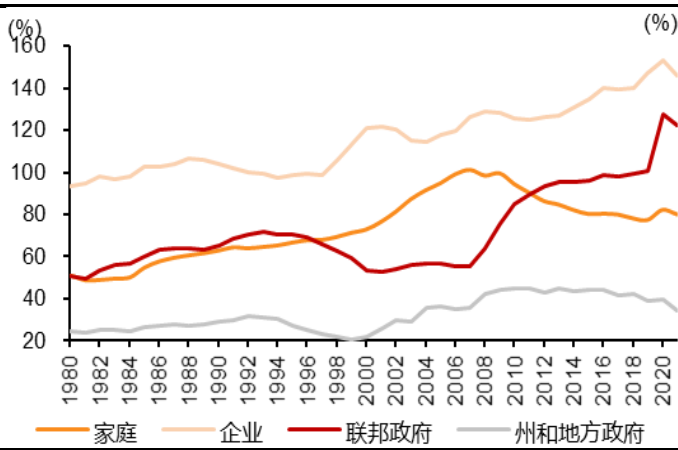
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国标普 500 指数 PE



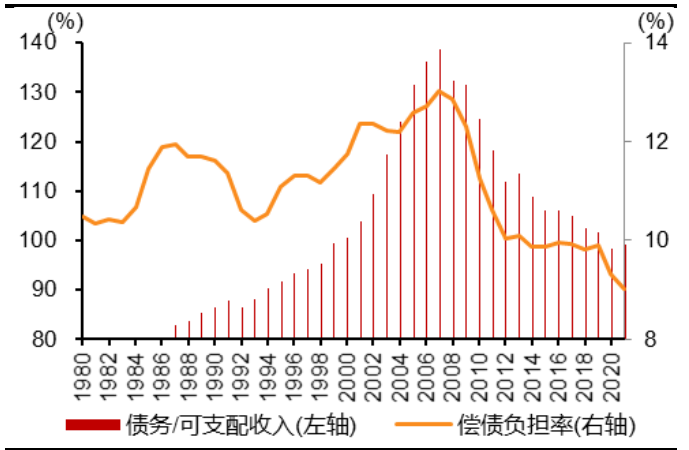
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国实体部门债务



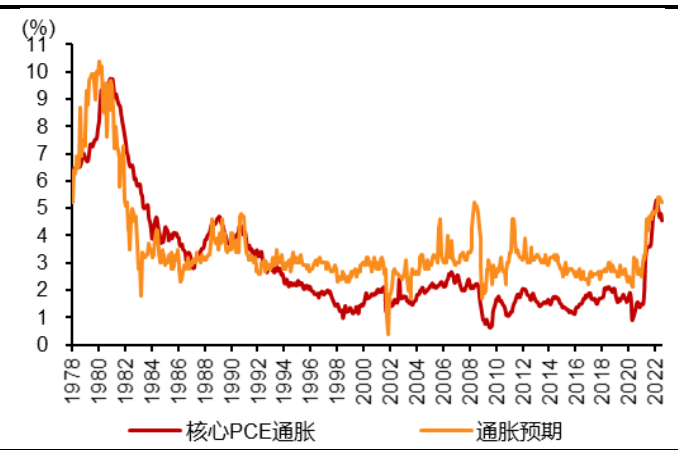
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国家庭债务率与偿债负担率



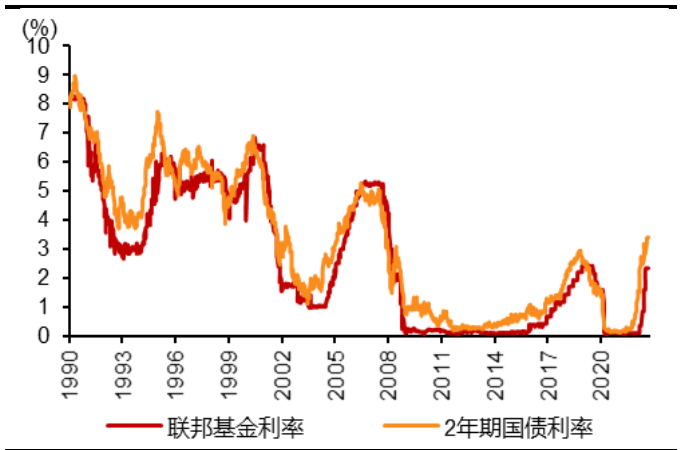
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 美国 PCE 通胀与通胀预期



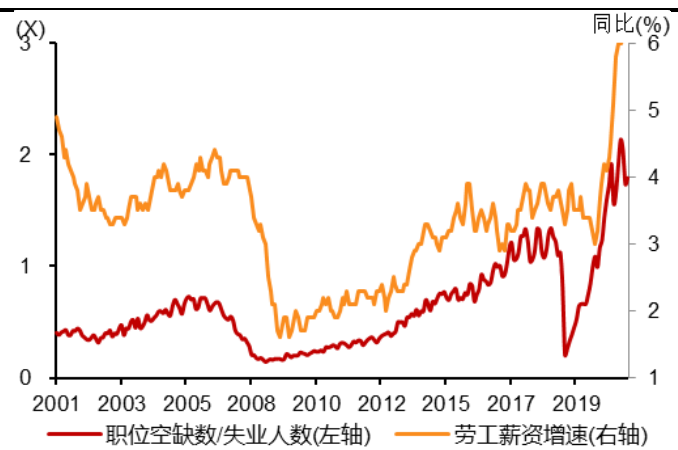
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 联邦基金利率与 2 年期国债利率



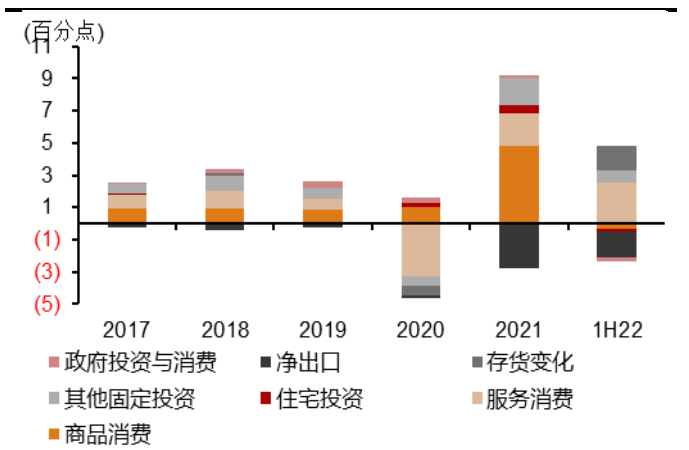
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 美国职位空缺数/失业人数与薪资增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 主要支出对美国 GDP 同比增速贡献



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

港股策略

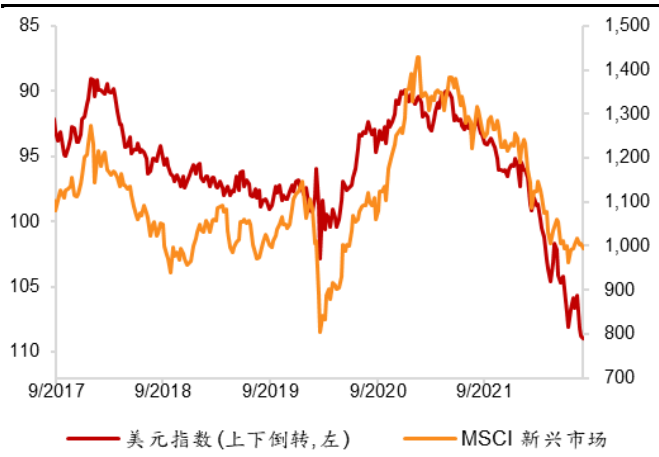
| 苏沛丰, CFA / danielso@cmbi.com.hk (852) 3900 0857

■ 港股走势判断 - 多项宏观逆风 vs 估值便宜

港股于 8 月份的表现, 一如我们一个月前所预期般“震荡盘整”, 恒生指数之全月高低波幅仅 1,094 点 (5.4%), 以百分比计是近 14 个月最低波幅。一方面, 港股上升空间受制于中国经济复苏缓慢、内房危机未消除、美国加息预期回升、上半年企业盈利缺乏惊喜等因素, 但估值便宜提供了一定防守力。

展望 9 月份, 宏观因素仍偏空, 倾向限制港股反弹动力, 包括美元强势、人民币贬值、中国制造业 PMI 处于收缩区、内房市场仍然疲弱、内地近期疫情反弹及防疫管控, 但恒指预测市盈率回落至接近 10 倍, 若没出现新危机, 估值再下跌的风险相当有限。

图 20: 美元强势不利新兴市场股票



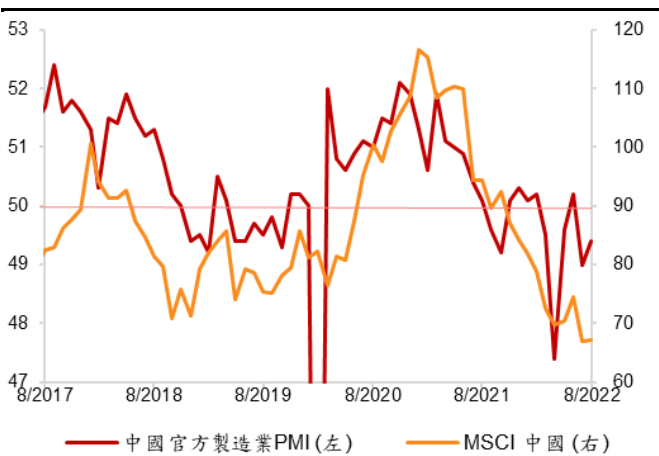
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 人民币贬值对港股构成压力



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 22: 中国制造业 PMI vs MSCI 中国指数



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 23: 恒生指数之本年度预测市盈率跌至近 10 倍



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

回顾过去十年，恒指之预测市盈率曾经几度短暂跌穿 10 倍，每次都由于出现宏观危机，例如 2013 年欧债危机加上美联储部署减少买债；2015-2016 年内地打击场外配资、人民币急速贬值、A 股股灾；2018-2019 年中美贸易战、2020 年新冠病毒全球大流行、2022 年 3 月俄乌爆发军事冲突。而且预测市盈率处于 10 倍以下的时间往往较短暂，最长仅维持 6 周。

现时的利空宏观因素主要包括欧美通胀创几十年新高令央行大幅上调利率、地缘政治局势紧张、疫情反复和房地产风险令中国经济复苏力度较疲弱。但我们相信这些因素于过去半年已大致反映于市场走势（恒指较 2 月初下挫逾 20%）。除非上述风险显著恶化，或出现新的重大坏消息，否则估值较现水平下跌的风险较小。

■ 板块观点 - 偏好中国互联网和基本消费品；周期性板块受累欧美衰退风险

近期美联储言论偏鹰，令投资者对加息预期回升，从而对美国经济明年陷入衰退的忧虑升温，中线不利大宗商品和航运等周期性板块。此外，内地房地产风险未舒缓，恐怕将令内房及内银股维持弱势。相反，我们较看好中国基本消费品和互联网板块，前者受惠上游成本压力逐渐舒缓，后者则由于中美达成审计协议（虽然具体执行仍有待观望），有助投资者重新聚焦于行业基本面，料盈利将于下半年恢复增长动力。

■ 主要潜在催化剂 / 风险

潜在催化剂：1) 美国通胀显著回落，令美联储有条件放缓加息步伐；2) 中国政府推出强力稳增长政策，同时化解烂尾楼风险；3) 中国放宽防疫政策。

风险：1) 美联储加息步伐较市场预期进取，令经济衰退风险加剧，以及美元继续升值；2) 美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）9 月份起到香港审计中概股账目，可能会指中方未满足美方要求，令中概股退市风险未能扫除；3) 美国于 11 月中期大选前，对华政策或趋强硬；4) 内房风险恶化，更多房企债务违约，同时内银坏帐上升，且有碍整体经济复苏。

科技

伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

我们相信下半年整体行业仍然受到宏观经济不确定因素的影响，下游景气度持续分化，8 月业绩期大部分公司对下半年指引较为保守，建议关注受宏观经济影响较少和增长确定性较高的板块和产业链，半导体国产替代、产业升级创新和自主可控仍是市场关注重点。1) 消费电子：全球宏观不确定、国内疫情反复和地缘风险对产业链带来压力，预期三季度行业需求持续疲弱，建议关注苹果 9 月新品发布和 AR 周期，以及 Quest/ Pico/PS VR 新品推动产业链增长。2) 通信：受益于海外云厂商资本开支的增长，光模块市场需求强劲。3) PCB/CCL：受益于下游市场的旺盛需求的驱动，看好 IC 载板行业的发展（BT/ABF）。4) 半导体：预计下半年需求结构分化，供应端部分舒缓，近期地缘风险和中美摩擦加速国产替代进程，建议关注 IoT/新能源/汽车/服务器等高增长领域，看好半导体设备/材料、功率等需求旺盛的板块，以及国产替代、市场份额增长的标的。

■ 推荐买入歌尔股份、闻泰科技、中际旭创

- 1) 歌尔股份：预期下半年受益于 Meta、Sony 和 Pico 等 VR 新品发布，同时 iPhone14、TWS 耳机、游戏主机和智能可穿戴等产品有望稳定增长。
- 2) 闻泰科技：看好功率半导体板块，预期景气度将持续，尤其受益于新能源领域的需求增长和功率半导体国产替代的趋势。
- 3) 中际旭创：海外云厂商资本开支增长快，对于光模块业务预期今年有季度环比增长的趋势，主营业务市场需求旺盛。

■ 风险提示

宏观疲弱影响需求，疫情影响持续超预期。

软件与 IT 服务

| 颜宇翔 / marleyngan@cmbi.com.hk (852) 3916 3719

■ 未来 3 个月看法谨慎

中美科技战有升温趋势，英伟达和 AMD 相继被禁止向中国出口高端 GPU，这将影响国内 AI 和云计算行业的发展。另一方面，国内疫情反复，部分地区防疫政策重新收紧，经济修复速度比预期慢，市场对于高增长股票，特别是软件行业的偏好较低，虽然部分公司股价处于三年低位，但短期内行业欠缺估值修复的催化剂。在中长期看，国产替代、扩大信创产业规模仍然是软件板块的主要增长动力，在选股方面，偏好受益于信创政策的标的。

■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK)

国内经济增长放缓，企业的 IT 支出都会倾向于保守，SaaS 公司一般来说收入的可见性比较高，现金流也比较好，主要是因为订阅的模式，先付费后用服务。虽然金蝶国际上半年亏损扩大，但 ARR 按年增长 45-48%，符合公司云业务目标，随着向订阅模式转型，利润和净现金流的可见性提升，公司估值对于长线基金来说比较吸引，股价处于 3 年平均一个标准差以下。

互联网

| 黄群 / sophiehuang@cmbi.com.hk (852) 3900 0889

■ 未来 6 个月看法谨慎偏乐观

8 月板块因中概审计取得积极进展整体迎来小幅反弹，业绩期后进入分化状态。考虑近期局部疫情反复(如：成都“全体居家”)，板块预计存在阶段性盘整，但底部清晰。待疫情因素消化后，有望迎来“十一”及“二十大”政策行情，叠加基本面边际改善，下半年整体趋势有望震荡温和上行。其中，政策面我们预计尚有潜在实质性政策利好待释放，包括滴滴蚂蚁事件进展、境外上市放开等。后期政策对市场提振作用或将逐步弱化，决定中长期走势及板块估值中枢的将为基本面改善。从近期各家公司指引来看，板块整体有望边际回暖，其中电商、本地生活复苏向好，广告略慢于预期。预计行业核心标收入平均增速 3Q22 恢复至 11% (vs. 2Q22 4%)，4Q22 至 15%。当前板块估值为 15x/13x FY22/23E P/E, vs. 历史五年低位 16x。随着后续的稳经济政策及消费逐步复苏，基于行业 FY22-24E earnings CAGR 20% (其中 FY23 earnings +19% YoY, 加速增长)，我们认为估值存在上修空间(~15%)，fair level 有望修复至 16-18x (历史五年平均为 18/19x)。

■ 推荐买入美团、拼多多、快手

- 1) **美团**：外卖增长及集团利润指引好于预期，在宏观压力及疫情管控下仍保持韧性增长及强势反弹，且长期看好赛道成长性、高壁垒下的稳健基本面及盈利预见性；
- 2) **拼多多**：受益于消费分级大趋势；GMV增速远好于竞对(受宏观冲击相对小)、利润释放(预计2022年利润仍有上修空间)，长期看好农产品、多多买菜及海外增量，估值吸引；
- 3) **快手**：2H22指引虽无惊喜，但电商韧性增长、市占率提升、亏损收窄等中长期逻辑未改，估值吸引。

■ **风险提示**：疫情反复风险；腾讯减持风险；宏观恢复或慢于预期。

房地产和物管

| 曾展 / jeffreyzeng@cmbi.com.hk (852) 3916 3727

| 张苗 / zhangmiao@cmbi.com.hk (852) 3916 3727

- **谨慎**：在任何大政策出台前，我们认为板块还是会承压。中期业绩继续分化，但总体偏弱。民企风险加剧。
- **风险提示**：7/8月房企还债高峰期；业绩低于预期。

保险

| 陈喆 / gigichen@cmbi.com.hk (852) 3916 3739

■ 未来6个月看法乐观

寿险方面，最差的情况已经过去，主要上市寿险公司7-8月新业务增速都有所改善。其中，积极推进代理人队伍升级的寿险公司已经看到明显成效：太平洋保险从6月份开始新业务价值同比增速已扭负转正；平安也得益于渠道改革的稳步推进，去年先期进行改革的网点上半年已经实现新业务价值同比双位数正增长。我们预计下半年寿险新业务价值增速在代理人改革、养老金账户制度推进、理财产品收益降低、低基数效应等多重正面因素的支撑下，会有显著改善。

财险方面，上半年行业综合成本率同比大幅改善，同时三季度以来巨灾损失也低于去年同期。其中人保财险的承保利润率持续改善并领先于主要同业，保费增速也优于行业平均水平。我们预计下半年行业承保利润率会维持同比改善的态势，保费稳健增长。

从估值上看，当前H股保险股估值处于历史低位，已经充分反映了资产端和负债端的风险因素，我们相信下半年基本面的改善会助推估值的修复。

■ 推荐买入中国平安(2318 HK)、太保集团(2601 HK)、人保财险(2328 HK)

我们认为平安(2318 HK)的渠道转型效果已经显现，随着改革在年内推进至全国网点，预计公司新业务价值增速有望在今年四季度或2023年一季度转正，率先成功实现代理人转型。太保(2601 HK)方面，受益于代理人升级转型以及去年下半年的低基数效应，我们预计今年三季度新业务价值增速将有望实现同比双位数正增长。人保财险(2328 HK)作为行业龙头，在承保端的领先优势进一步提升，我们预计公司下半年将持续实现综合成本率的显著改善和承保利润的大幅增长。

■ 风险提示

证券市场的波动和投资资产信用风险，可能会令投资端收益下降或产生减值损失。

银行

| 陈喆 / gigichen@cmbi.com.hk (852) 3916 3739

■ 看法谨慎乐观

银行继续面临净息差收窄的压力，盈利增速有所放缓，但尽管受疫情反复对业务的影响，银行资产质量整体保持稳定。8月22日央行公布下调1年期及5年期LPR分别5个基点至3.65%和15个基点至4.30%，基本符合市场预期。我们预计这一轮LPR的下调会使银行在FY22E/FY23E财年的利润分别下降0.3%/2.5%，但降息将刺激有效信贷需求的增加，并缓解对银行资产质量端的担忧。

具体来看，资产质量端，二季度末行业不良贷款率环比下降2个基点至1.67%，关注类贷款率环比下降4个基点至2.27%，我们预计下半年银行整体不良贷款率将保持稳定。另一方面，拨备覆盖率环比提升3.1个百分点，风险抵御能力持续增强。息差收益方面，行业净息差收窄3个基点至1.94%，但与1Q22收缩11个基点相比大幅减慢，受益于二季度行业内存款利率下调。上半年银行板块整体利润同比增长7.1%至1.22万亿元人民币，二季度同比增长6.75%，较一季度增速略有放缓。

展望三季度，我们预计净息差仍将面临收窄压力，对公借贷业务将成为银行板块收入增长的主要驱动力，下半年信贷的增长主要由小微贷款、绿色贷款和基建类贷款的投放所推动，零售信贷需求将持续疲弱，债券投资方面，城投债和地方政府专项债成为投资的热点。

■ 推荐标的

我们推荐邮储银行(1658 HK)，因其地产风险敞口低、资产质量高且拨备充分。同时，我们也看好在长三角等经济发达地区行业领先的区域性银行，因其将受益于其更充足的拨备和对零售业务收入的低依赖。

■ 风险提示

建议回避拨备水平不足的银行，由于低拨备覆盖率，长期利润释放的能力非常有限，造成ROE持续下行。

资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

■ 光伏设备

短期看法乐观：我们预期多晶硅新增产能将在三季度陆续投放有助改善当前紧张的供应，我们预期多晶硅价格将于未来数月有机会进入拐点，有利下游的需求。设备方面，我们相信硅片制造环节稳步扩产、加上主要硅片制造商向大尺寸硅片的转型将继续推动设备的替换需求。我们继续看好**晶盛机电(300316 CH)**，晶盛目前订单充足(预计公司在手订单足以覆盖2022-23年收入)，加上公司在半导体设备特别是碳化硅领域进展理想。

■ 能源设备

短期看法乐观：我们继续看好能源设备板块，今年1-7月煤炭开采固定资产投资同比上升33%，我们预期在煤矿稳供应以及智能化和电动化换代周期加快下，煤矿设备需求将持续强劲。另一方面，海运费和钢材价格进入三季度后二季度进一步下跌，有利设备制造成本下降。我们继续推荐三一国际（631 HK），公司二季度毛利率大幅反弹，目前所有产品线订单强劲，新业务如工业机械人外部订单理想，公司最新公布在西安建立新的生产基地，以应对市场对矿山装备的强劲需求。

■ 工程机械/重卡

选择性看好：我们预期在低基数效应下，总体工程机械/重卡需求跌幅将会收窄，但我们对有意义的需求改善持审慎的看法，短期内我们只看好中联重科 A(000157 CH)，主要由于公司的大型回购 A 股计划(最高 40 亿元人民币)正在高效落实。自七月公布计划后，截至 8 月 31 日，公司已投入 7.8 亿元人民币，我们相信计划有助中联股价上涨。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

■ 未来 6 个月看法乐观

医药行业基本面依然强劲，预期板块反弹的大趋势不变，短暂回调是买入机会。板块反弹的驱动力包括：1) 估值极其吸引，2) CXO 和 biotech 的基本面强劲，业绩/研发进度持续兑现，3) 医保基金运营平稳，医保谈判/集采政策延续以往预期。首选 CXO 和 Biotech 子版块。龙头 CXO 企业的业绩和订单增速维持高位，证实短期部分 biotech 公司融资难并未对行业研发需求产生影响。龙头 CXO 公司接订单能力强，且客户结构均衡，涵盖 MNC、Pharma、Biotech，因此具备非常强的抗风险能力，对于行业的小幅波动不敏感。Biotech 企业的研发进展颇多，临床数据在国际会议崭露头角，医保目录对于创新药价格的调整幅度预期将较温和，我们继续看好 Biotech 公司的创新药资产在中国及国际市场的商业化潜力。

■ 推荐标的

CXO 板块首选昭衍新药（6127 HK）、药明生物（2269 HK）；Biotech 板块首选信达生物（1801 HK）、百济神州（6160 HK、62235 CH、BGNE US）、诺诚健华（9969 HK）；医疗器械板块看好爱康医疗（1789 HK）。

1) 药明生物：将持续提升在全球生物药 CRDMO 市场的份额，预计 22 年收入增长 45%，其中非新冠项目收入增长 65% 以上，非新冠业务将持续驱动业绩高增长。预计 23 年非新冠收入增长 60% 左右；公司整体收入增速接近 40%。无锡工厂已经基本完成 UVL 的检查并且运营不再受影响，上海的疫情缓解将有助于公司在下半年进一步提升业绩增速。**2) 昭衍新**

药: 新订单维持强劲增长势头, 上半年的新签订单同比增长 50%左右; 全年新订单增速目标仍然维持在 40%以上; 公司拥有非人灵长类实验动物战略资源储备, 将进一步提升在安评领域的龙头市场地位, 并享受较强的定价能力。**3) 信达生物:** 公司管线储备丰富, 预计 2023 年左右将有超过 10 个商业化品种; 五年内中国产品销售额有望超 200 亿元; LAG-3、TIGIT 等在研品种今年有 PoC 数据读出, 驱动第二波创新; 预计信迪利单抗的销售将从下半年开始逐步复苏, 信迪利单抗 (PD-1) 于 6 月获批一线食管鳞癌和一线胃癌两项大适应症, 今年有望通过简易续约方式新增医保覆盖一线食管鳞癌和一线胃癌适应症。

■ 风险提示

中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险; 国内疫情恶化。

必选消费、免税美妆

| 黄铭谦 / josephwong@cmbi.com.hk (852) 3900 0838

| 郑晓慧 / zhengxiaohui@cmbi.com.hk (852) 3900 0838

■ 未来 6 个月看法保持谨慎乐观

二季度消费受创较大, 后续消费复苏之路缓慢而不平坦。不过, 业绩过后, 市场已充分定价了上半年的盈利风险, 特别是业绩超预期的公司。我们建议投资者对三季度不必过分担忧, 转而聚焦布局四季度传统消费旺季行情改善。

■ 推荐标的

美妆: 我们首推在研发、产品创新、全渠道营销等方面综合实力领先的本土龙头珀莱雅 (603605 CH, 买入) 和贝泰妮 (300957 CH, 买入)。公司 2Q 收入同比增长 25%, 净利润同比增长 19%, 符合市场预期。防晒霜召回事件对盈利影响可控, 而一次性影响也不会延续到下半年。公司维持全年指引。贝泰妮 (300957 CH, 买入) 业绩稳健, 下半年新品牌 Winona Baby/ Aoxmed 推出, 有望延续大单品策略抢占市场份额。加上憧憬双十一销售支撑下半年营收双位数增长的前提下, 我们预计短期内行业仍受市场追捧。

免税: 中国中免 (601888 CH, 买入) 2Q 营收和净利润同比下滑 37.5%和 45.2%, 主要由于上半年国内疫情多点散发对公司经营造成短期较大影响。但自 5 月下旬开始, 随着国内疫情缓解、上海复工复产、国内跨省旅游恢复、海南等多地消费券发放等一系列促消费和稳增长政策的出台, 6 月公司销售同比增长 13%。我们认为中短期公司基本面大利空落地, 市场担忧情绪或阶段缓解。2Q 国内疫情反复, 对线下客流、门店和物流运营普遍造成巨大冲击, 公司收入和净利润表现已略优于我们预期, 上海封城未造成经营费用超预期增加, 体现一定经营韧性。

啤酒: 我们维持首推华润啤酒 (291 HK, 买入)。推荐百威啤酒 (1876 HK, 买入) 和青岛啤酒 (168 HK, 买入)。公司业绩超预期, 销量同比持平、收入和单价中高单增长、费用率下降, 利润同比增长。七、八月天气炎热, 加上今年没有天灾影响需求, 下游提货充足。我们渠道调研发现观察品牌单月销售达高单到低双位数, 叠加世界杯有望刺激啤酒消费, 下半年需求端或有惊喜。另一方面, 原材料涨价边际舒缓, 加上高端化持续情况稳定,

带动均价继续提升，整体足够消化原材料涨价压力，毛利率有望同比改善。控费措施持续且仍有空间，我们觉得对下半年不需太悲观。

风险提示：提价对行业企业销量负面影响超预期、上游原材料持续涨价超预期、行业高端化势头骤缓、行业出台限价、加税等利空政策。

可选消费

| 胡永匡/walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

未来3个月看法保持乐观

■ 短线：

8月表现，综合来说比7月有明显进步，尽管目前9月有深圳广州的疫情，但我们认为和上海封城并不可比。我们对于下半年复甦的态势仍然相当乐观，因为：1)低基数，2)提振消费的政策仍然会陆续出台，3)原材料价格回落和4)人民币贬值。更重要的是不同行业的公司对疫情的反应，对成本的管控都比以前有明显进步。所以只要销售持续改善，未来利润反弹空间可期。短期内，如果是因为市场情绪影响所带来的估值回调，其实都是中线投资加仓的好机会。

■ 体育用品行业维持看好：

主要品牌上半年业绩和下半年增长指引，普遍都符合预期，考虑到疫情拖累，其实都在侧面展示公司强劲的执行力，以及成本管控能力。

对于下半年，我们持续看好，因为：1)低基数，8月增长明显比7月要快，未来有望加速，特别是4季度，2)线下销售恢复增长，经营杠杆恢复，利润率会进一步改善，3) 大店拓展非常快，能有效拉动店效，4)政策支持和体育赛事重启等。

继续看好国产品牌，抢占市场份额，因为其时尚性和功能性持续提升同时，性价比仍然优秀。而且和海外品牌市场越来越割裂，海外品牌的去库存以及大折扣对国产品牌的冲击越来越少。

我们认为无论是9月深圳广州的疫情，以及中美矛盾带来的股价下滑，仍然会是加仓的好时机。

■ 餐饮行业维持看好：

随着主要品牌上半年业绩和亏损陆续被市场消化，利润下调应该告一段落。

我们对下半年仍有信心，因为：1) 8月表现比7月有明显进步，而且8月是全年旺季之一，良好表现对全年业绩有一定保障，下半年的低基数也很重要，2) 面对这次疫情，多个品牌的反应都比20年要快，在原材料和供应链，以SKU的管理上都有明显进步，所以毛利率普遍都比预期好，3) 行业龙头，像海底捞和百胜中国，以及过去几年快速增长的品牌，像太二和奈雪的茶，过去2年都在积极调整店型，新店谈到的租售比，单店人员数量，以及单个员工的效率，都有相同显著的优化。

所以因为成本优化极为有效，只要未来销售重新增长，利润的反弹空间其实相当巨大。

但估值上的确略为偏贵，但考虑到拐点已到，未来成长空间等，仍然可以买入。

■ 家电行业维持看好:

7月和8月表现明显好于5月和6月，受惠于炎热天气，空调的需求大幅爆发，以及疫情后需求重现，其他大家电表现亦有逐渐改善。

虽然短期内经济和房价下行都令需求偏弱，但相信拐点仍然会慢慢到来。

另外，更重要的是，我们认为未来价格战的可能性较低，配合原材料价值回落和人民币贬值，而各品牌只要保持价格稳定，毛利率可逐渐改善。

不过随着美国的通胀和加息加剧，对消费力的负面冲击巨大，我们对出口业务转为谨慎，尽管人民币仍在贬值。而中美关系重新恶化，对未来对中国产品所征收的关税的调整空间亦有减少。

但更重要的是，能持续达成产品创新，推出解决消费者痛点或者外观更为吸引的产品的品牌，仍然可以超越市场，保持稳健的增长。

■ 服装行业维持看好:

经历了去年4季度的暖冬，今年1和2季度的疫情爆发，对全年业绩的确有些冲击，但我们相信3季度仍然是拐点，未来可见底回升。

加上过去2年比较谨慎的订货和主动清理库存，目前行业库存压力并不大，而且折扣在2季度有所增加，但估计最慢也会在3季度见底改善，配合目前偏低的估值，只要未来业绩逐渐改善，反弹空间不俗。

■ 长线: 还是要看疫情的爆发情况

推荐标的:

目前比较推荐奈雪的茶(2150 HK)，因为拓展中低价位产品后在保持高毛利率下触达到的大量新客户和新市场，以及自动排班和自动制茶机上线之后，人力成本明显下降。

另外，我们推荐安踏(2020 HK)，因为拐点已到，安踏主品牌DTC转型很成功，FILA线下有希望从新增长带动利润率，以及Amer将会带来收购后的第一次利润等等。

我们也看好特步(1368 HK)，因为其大众化的价格，在经济下行情况下，会更加受惠。

同时，我们看好海尔(6690 HK)，因为在高端化，数字化，以及多品类扩张的策略下，公司不论在海外和国内都能持续交出令人惊讶的成绩。

我们也看好波司登(3998 HK)，受惠于公司偏低的库存水平，以及确定性比较高的增长点，包括新产品、新品类、抖音、新增经销商门店等，今年增长将会较快。

风险提示: 疫情爆发，房地产行业低迷，能源和原材料成本再次上涨，中美关系恶化。

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之分析员，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有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他关联机构曾在过去12个月内与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之分析员，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其他人。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。