

## 8月策略报告

### 买入政策风险低的增长股

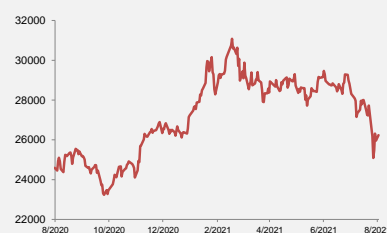
- **港股遭遇 2020 年 3 月以来最严重的抛售。**7 月恒指 / 恒生科指下跌 9.9% / 16.9%。触发因素是中国政府对各个行业的一系列监管收紧。我们认为投资者需要更多时间来观望消化互联网行业之政策风险，因而延续股价弱势。
- **盈利预测：恒指上调，恒生科技指数下调。**据我们推算，恒指 2021E / 2022E 每股盈利由年初至今上修 5.1% / 3.3%（调整恒指成份股变动的影响后）。科技指数之 2021 年/2022 年调整后盈利预测较年初下调 16.3%/13.3%。
- **估值是否足够便宜？**与历史数据相比，恒指的远期市盈率似乎并不便宜，21 / 22 年预测市盈率跌至 12.5 倍 / 11.1 倍，较十年平均高 1 个标准偏差，但考虑到近年恒指加入了多只增长股，增长股于指数的比重较 19 年底上升 20 个百分点至 40%，估值理应较过往高。我们认为恒指之估值已回落至吸引水平，但市场目前最关注中国的监管政策风险，估计互联网等新经济行业仍需时消化相关风险。
- **技术分析：香港/中国市场向下突破，**恒指、恒生科技指数、MSCI 中国和上海综指在 7 月份的抛售都跌穿了关键支撑位。恒指和恒生科指都未有出现 RSI 背驰，因此很难说他们已经触底。
- **等待增长股之政策明朗化。**8 月份，我们建议等待中国监管政策和互联网股中期业绩更加明朗，届时互联网企业可能会下调指引和公布更多新投资，因而对股价造成更大压力。
- **看好政策风险较小的增长股。**我们偏爱增长股而非周期股，重点是政策风险较小的板块。我们看好新能源汽车、新能源和科技硬件板块，这些板块都是中共中央政治局会议上提到的政策支持的。
- **选择性看好受政策支持周期性股票。**基建是政策支持较多的领域。鉴于地方政府债券发行速度可能加快，我们预计 2021 年下半年基建支出将有所改善。机械股在近期股价回调后已反映许多不利因素，我们认为这是吸纳时机。

#### 精选行业及个股

行业	股份
新能源汽车	比亚迪 (1211 HK, 买入)
新能源	新天绿色能源 (956 HK, 买入)、天伦燃气 (1600 HK, 买入)、捷佳伟创 (300724 CH, 买入)、浙江晶盛 (300316 CH, 买入)
科技硬件	比亚迪电子 (285 HK, 买入)、小米 (1810 HK, 买入)
机械	潍柴 (2338 HK, 买入)、中联重科 (1157 HK, 买入)

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

恒生指数一年走势图



数据源: 彭博

#### 近期市场策略报告

1. 策略报告：下半年展望——增长股重拾动力—2021年7月7日
2. 6月港股策略报告：短期价值，中期增长—2021年6月1日
3. 5月港股策略报告：上调恒指目标，5月吸纳港股—2021年5月3日
4. 4月港股策略报告：市场风格转换暂歇—2021年4月1日
5. 3月港股策略报告：毋须因债息上升恐慌—2021年3月4日
6. 策略报告—恒生指数改革前瞻—2021年2月24日
7. 2月港股策略报告：顺势而为—2021年2月3日
8. 策略报告—南下资金推升H股—2021年1月22日
9. 1月港股策略报告：继续看好价值型股份—2021年1月6日
10. 2021年策略报告：疫后产需齐复苏 牛年恒指闯三万—2020年12月10日

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研发团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

## 目录

<b>国策风险撼动市场 .....</b>	<b>3</b>
<b>盈利与估值 .....</b>	<b>3</b>
盈利预测：恒指上涨，恒生科指下跌.....	3
估值触底了吗？ .....	4
<b>技术分析：向下突破.....</b>	<b>5</b>
<b>策略：避开政策风险.....</b>	<b>7</b>
周期股有其自身风险 .....	7
挑选政策风险小的增长板块 .....	10
选择性看好受政策支持周期性股票.....	10
<b>8 月份行业观点.....</b>	<b>11</b>

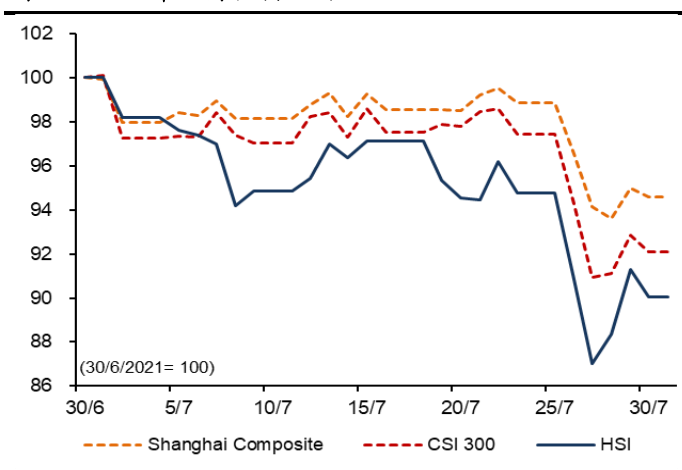
## 国策风险撼动市场

### ■ 恒指遭遇自2020年3月以来最严重的抛售

7月份港股遭遇自3月以来最严重的抛售，恒指/恒生指数下跌9.9%/16.9%。7月27日，恒指低至24,749点，较一个月前（6月28日）的近期高位29,395点下跌15.8%。

触发因素是中国政府对各个行业的一系列监管收紧，最引人注目的是互联网（反垄断和网络安全）和教育（校外补习）行业，以及具有VIE结构的美国上市公司。

图1：2021年7月恒指跑输A股



数据源：彭博，招银国际证券

### ■ 政策风险评估

拖累基准指数的原因，是市场担心对互联网公司和其他行业进行更严格的审查，令许多行业出现抛售情况。虽然互联网行业的反垄断政策早已从2020年第四季开始实施，但自7月初开始出现新一轮网络安全政策风险。因此，我们认为投资者需要更多时间来观察和消化相关政策风险，互联网将持续疲软。

## 盈利与估值

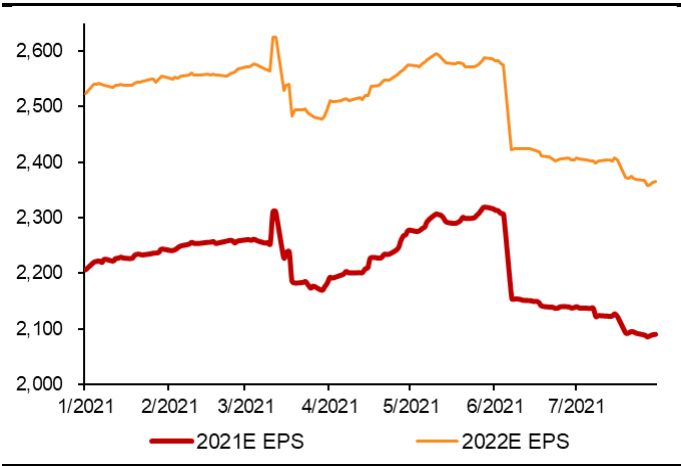
### 盈利预测：恒指上涨，恒生科指下跌

年初至今，恒指2021/2022年每股盈利预测已下调5.3%/6.3%，但下调之主要原因是恒指成分股出现变化，高市盈率股票获纳入恒指。

据我们推算，在调整成分股之变化后，年初至今恒指2021/2022年的每股盈利预测上调5.1%/3.3%，向上修订主要靠周期性股票推动。

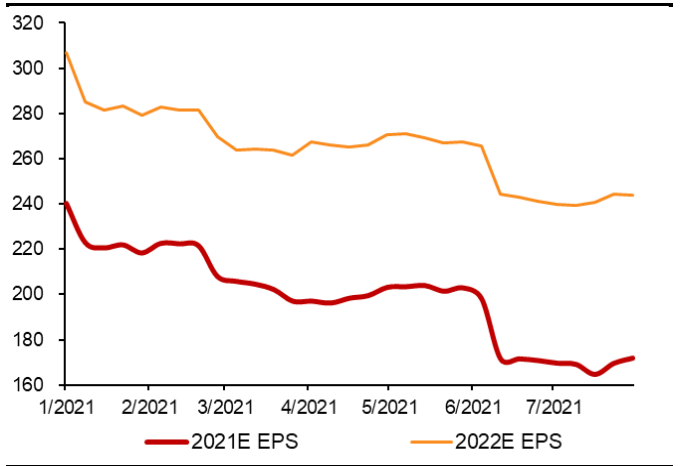
恒生科指的盈利预测调整则相对较差。调整成分股之变化后，年初至今恒生科指 2021 / 2022 年每股盈利预测下调 16.3% / 13.3%。

图 2：恒指每股盈利预测自 6 月以来被下调



数据源：彭博，招银国际证券

图 3：恒生科技指数每股盈利预测被下调



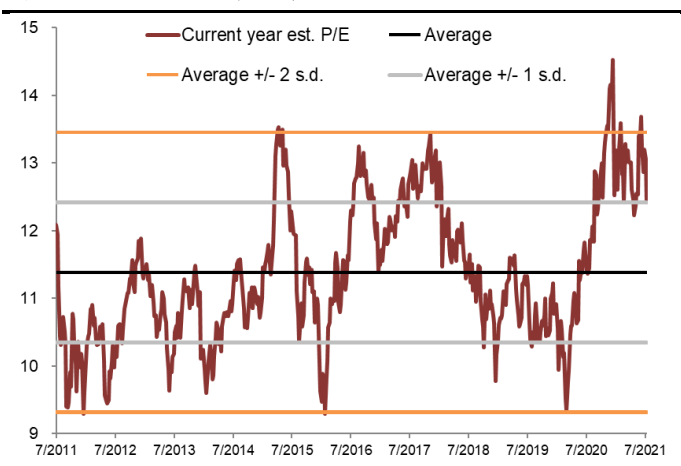
数据源：彭博，招银国际证券

### 估值触底了吗？

即使经过 7 月的大幅调整，与历史数据相比，恒指的远期市盈率似乎并不便宜，2021 / 2022 年预测市盈率跌至 12.5 倍 / 11.1 倍，较十年平均高 1 个标准偏差（图 4 和 5）。

恒指市盈率上升的其中一个原因是增长股的比重增加，而增长股通常比价值股/周期性股票享有更高的市盈率。2021 年年初至今，恒指成长股的综合比重由 39.9% 上升至 45.9%，比重较 2019 年底上升 20 个百分点（图 6）。

图 4：恒指 2021E 市盈率



数据源：彭博，招银国际证券

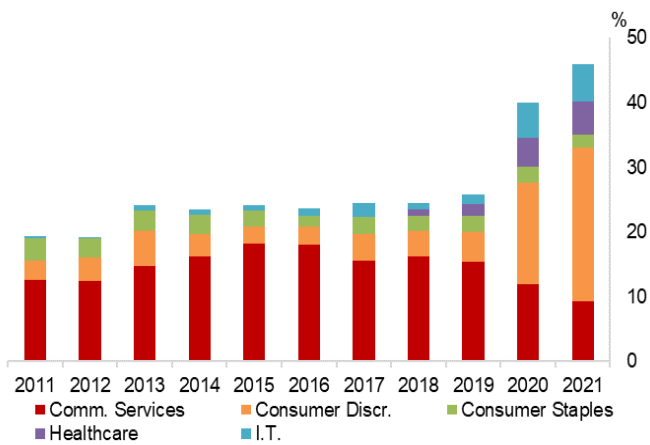
图 5：恒指 2022E 市盈率



数据源：彭博，招银国际证券

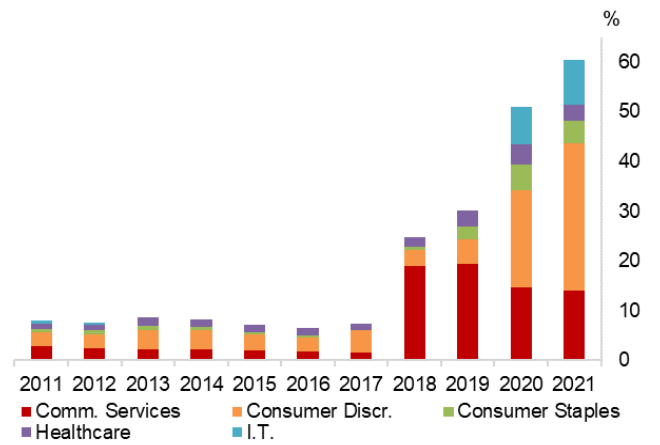
随着增长股比重增加为恒指 / 国企指数带来更高的盈利增长前景，我们认为指数的估值应高于 2020 年之前的时期。不过，由于增长股面临不利因素和不确定性，目前的估值似乎也不便宜。

图6：恒指中的增长股比重



数据源：彭博，招银国际证券

图7：恒生国企指数中的增长股比重



数据源：彭博，招银国际证券

## 技术分析：向下突破

### ■ 恒指跌穿支撑位

恒指在7月份跌穿了一些关键支撑位，包括其250天均线，以及自2020年3月以来的上升轨（图8）。恒指在超卖水平（RSI < 30）出现一些技术性反弹，但尚未回到上升轨道。

图8：恒指跌穿了自2020年3月以来的上升轨



数据源：彭博，招银国际证券

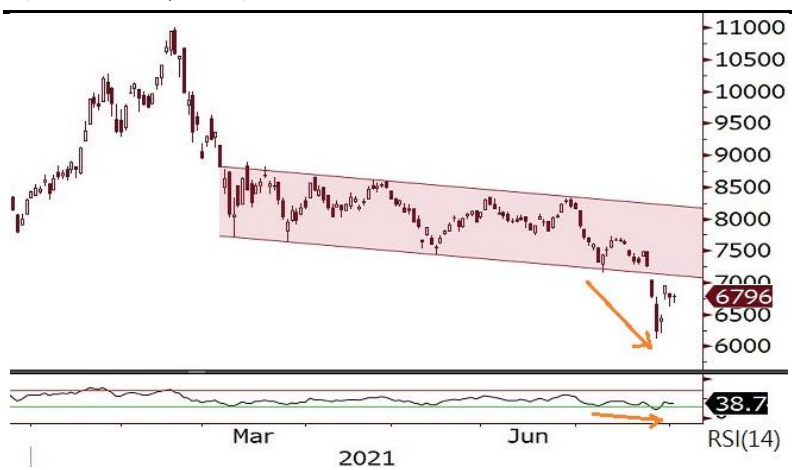
图 9：恒指仍守于 2008 年以来的长期上升趋势轨之上



数据源：彭博，招银国际证券

恒指和恒生科指（图 8 和 10）均未显示 RSI 背驰，因此很难说指数已见底。

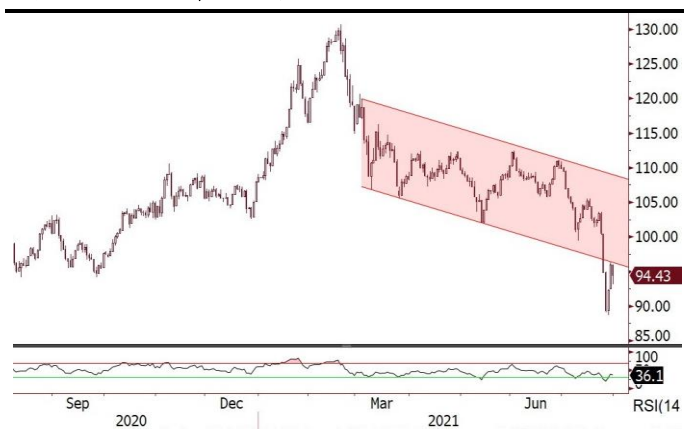
图 10：恒生科指尚未回到轨道



数据源：彭博，招银国际证券

■ MSCI 中国和 A 股同样跌破支撑位

图 11：MSCI 中国尚未回到轨道



数据源：彭博，招银国际证券

图 12：上海综指呈向下突破的三角形

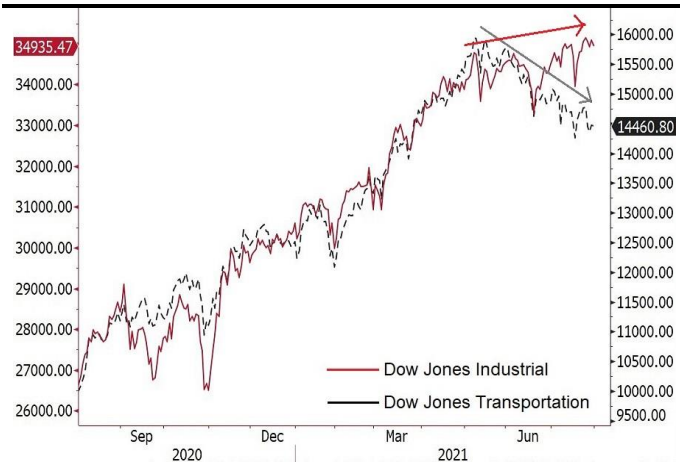


数据源：彭博，招银国际证券



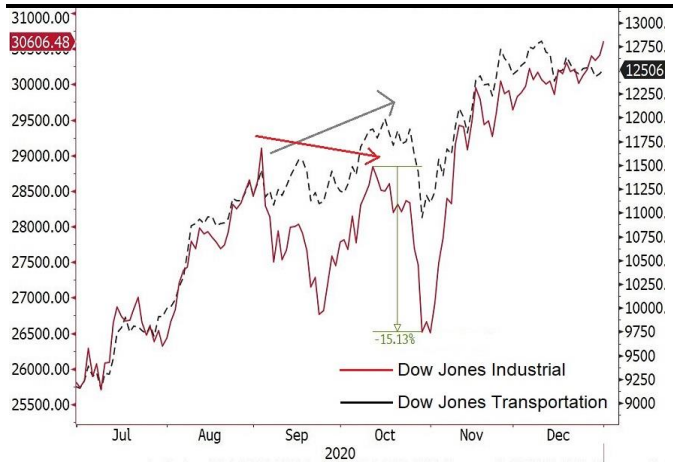
## ■ 美股上涨至历史高位，但工业指数和交通指数背驰

图 13：2021 年的道琼斯工业与道琼斯交通平均指数



数据源：彭博，招银国际证券

图 14：2020 年的道琼斯工业与道琼斯交通平均指数



数据源：彭博，招银国际证券

## 策略：避开政策风险

从中期来看，我们仍然看好增长股，因考虑到其较佳的长线增长前景，以及过去半年已跑输价值股，现时估值价绝非昂贵。

### ■ 互联网股的抄底时机？

尚未到抄底时候。8 月份，我们建议等待中国监管政策和互联网股中期业绩更加明朗，届时互联网企业可能会下调指引和公布更多新投资，因而对股价造成更大压力。

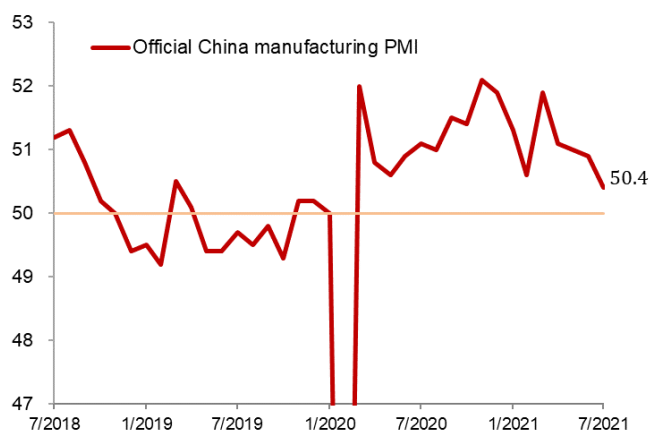
## 周期股有其自身风险

### ■ 应该转投周期股避险吗？

答案是不应该。我们不建议追逐周期股以避免监管风险，因为这类股票有其自身风险（但我们在第 10 页有选择性买入的周期性股票建议）：

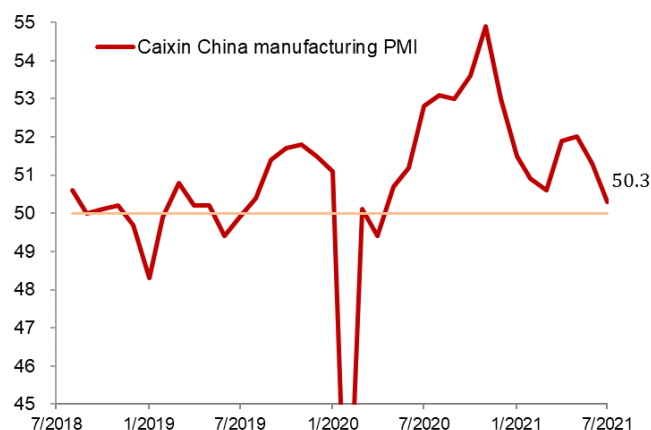
**1. 周期股较受中国经济放缓所影响。**7 月份官方和财新发布的中国制造业 PMI 均差于预期，分别跌至 2020 年 2 月和 4 月以来的最低水平（图 15 和 16）。与增长股相比，周期股/价值股对 PMI 更敏感及高度相关（图 17 和 18）。由于 PMI 呈下降趋势且差于预期，周期股应面临更大的下行压力。

图 15: 中国官方制造业 PMI 下跌



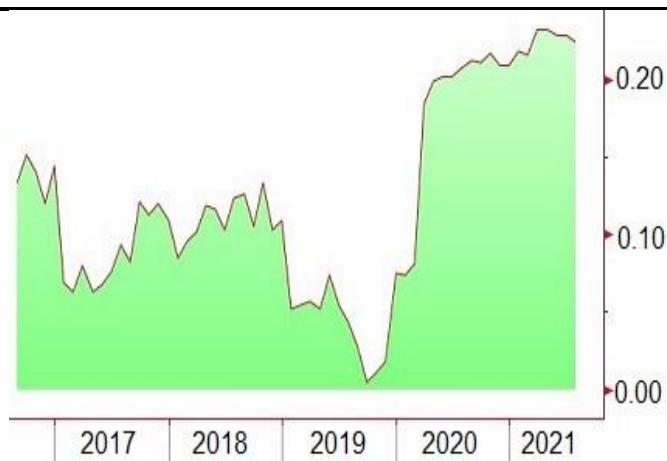
数据源: 彭博, 招银国际证券

图 16: 财新中国制造业 PMI 下跌



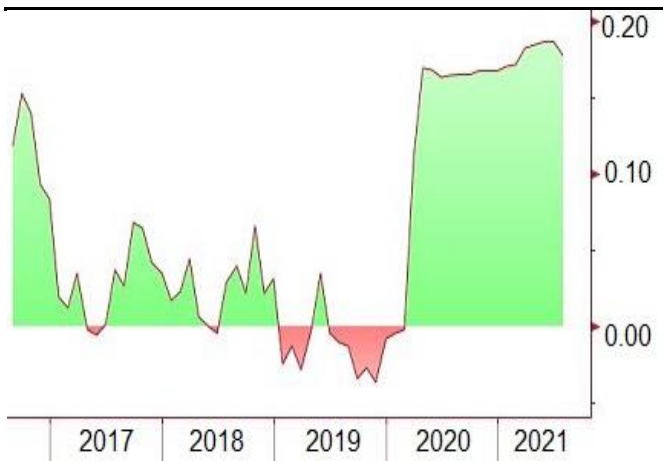
数据源: 彭博, 招银国际证券

图 17: 中国官方 PMI 与 MSCI 中国价值指数的相关性



数据源: 彭博, 招银国际证券

图 18: 中国官方 PMI 与 MSCI 中国增长指数的相关性

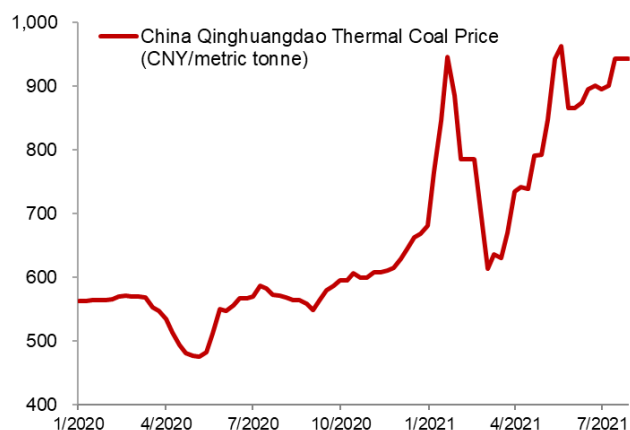


数据源: 彭博, 招银国际证券

**2. 压制大宗商品价格的政策。**自 2021 年 4 月以来,北京多次指出要“加强原材料等市场调节,缓解企业成本压力”。7 月 30 日,由习主席主持召开的中共中央政治局会议,要求做好大宗商品保供稳价工作。由于煤炭、钢铁等原材料价格在短期回落后仍处于高位(图 19 和 20),北京方面可能会推出更多稳定价格的政策,意味上游资源企业可能面临政策风险。

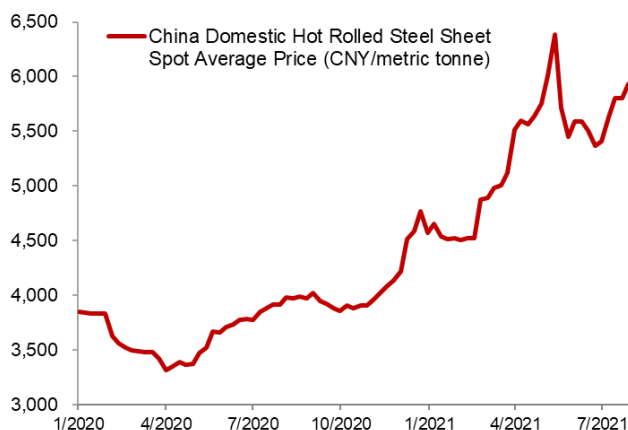


图 19: 中国动力煤价格



数据源: 彭博, 招银国际证券

图 20: 中国热轧钢价格



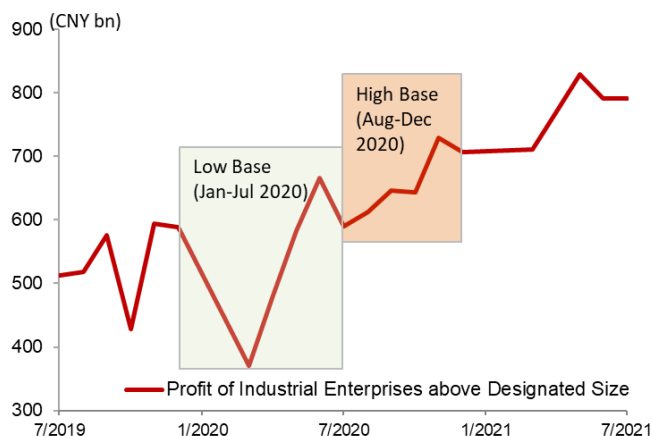
数据源: 彭博, 招银国际证券

### 3. 中国房地产行业仍面临紧缩政策和流动性的担忧。

请参阅我们 7 月 30 日的[中国房地产行业报告](#) (只有英文版本)。

4. 下半年盈利低基数效应逐渐消退。以中国的工业利润为代表, 利润已从疫情期间的低点回升, 但同比来看, 上半年的低基数效应已经结束。随着下半年的基数更高 (图 21), 我们预计同比增长将放缓, 尤其是周期性板块。

图 21: 由于基数较高, 2021 年下半年中国工业利润同比增速料将放缓



数据源: 彭博, 招银国际证券

## 挑选政策风险小的增长板块

我们偏爱增长股而非周期股，重点是政策风险较小的板块，甚至是获政策支持的增长股：

- 1. 新能源汽车**——中共中央政治局会议提到，要“挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展”。**比亚迪 (1211 HK, 买入)** 是我们的行业首选。请参阅我们8月2日的[新能源汽车行业报告](#)。
- 2. 新能源**——中共中央政治局会议提到，要“统筹有序做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台2030年前碳达峰行动方案”。我们偏好**新天绿色能源 (956 HK, 买入)**、**天伦燃气 (1600 HK, 买入)**、**捷佳伟创 (300724 CH, 买入)**、**浙江晶盛 (300316 CH, 买入)**。
- 3. 硬件**——在科技板块中，硬件股的政策风险应该比互联网/软件巨头要小很多，因此相对具有防守性，可能会吸引部分资金从板块轮动中流入。中共中央政治局会议提到，要“强化科技创新和产业链供应链韧性”。子板块包括手机、电信设备和半导体，如**比亚迪电子 (285 HK, 买入)**和**小米 (1810 HK, 买入)**。虽然硬件板块面对的政策风险较小，但投资者应密切留意中美紧张局势带来的风险。

## 选择性看好受政策支持周期性股票

基建是政策支持较多的领域。中共中央政治局会议提出“加快推进十四五规划重大工程项目建设”，以及“积极的财政政策要提升政策效能，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度”，推动今年底明年初形成实物工作量”。

**机械股 (选择性)**——鉴于地方政府债券发行速度可能加快，我们预计2021年下半年基建支出将有所改善，虽然工程机械的新需求将不足以弥补替换需求的下降（尤其是挖掘机和重卡）。不过，我们认为机械股在近期股价回调后已反映许多不利因素，看好**潍柴 (2338 HK, 买入)**和**中联重科 (1157 HK, 买入)**。

## 8月份行业观点

行业 / 分析师	最新观点
互联网/ 黄群	<p><b>下半年对板块维持中性：</b>1) 强监管持续; 2) 投资+竞争摊薄利润率; 3) 短期个股业绩较疲软(二季度和下半年)。前期监管集中在反垄断、数据安全、平台经济层面，继教培政策后，陆续出台直播带货管理办法、未成年直播/打赏规范、“饭圈整治”、治理算法推荐等监管政策，板块阵痛期持续、短期情绪承压；但长期而言，良性调整后看好板块的增长前景及结构受益。监管常态化将是影响市场情绪的关键。近期板块估值已调整至历史三年低位，如若政策明朗化后，建议积极关注成长逻辑坚挺、政策风险逐步消化的核心资产。其中，大电商赛道：关注<b>美团(3690 HK)</b>、<b>阿里巴巴(BABA US / 9988 HK)</b>；泛文娱赛道：关注<b>腾讯(700 HK)</b>、<b>哔哩哔哩(BILI US / 9626 HK)</b>。</p> <p><b>有关&lt;经济参考报&gt;针对游戏的文章及腾讯“双减双打”新措施，解读如下：</b></p> <p>文章是针对未成年游戏沉迷问题。同时，腾讯推出游戏未保“双减双打”新措施，包括未成年用户时间限制减少(非节假日从1.5小时降低至1小时，节假日从3小时减到2小时)、未满12周岁禁止充值等，我们认为该措施将进一步规范未成年游戏参与，利于行业有序健康发展。从未成年游戏流水占比(腾讯8%；手游行业未成年占比9%)来看，实际影响较为可控。</p>
科技/ 伍力恒	<p><b>行业景气度高企：</b>受到近期产业政策影响，资金流出互联网并流入科技和半导体等“硬科技”板块，推动相关板块行情持续上涨。近期政治局会议强调科技自立等政策，同时结合十四五和2035年愿景规划，我们认为国内企业在短板领域有望受益于利好政策和国产替代的机遇。电子板块方面，二季度部分海外产能受疫情影响短暂停工，随着三季度新品发布期，我们相信产业链供货和需求情况将持续改善。5G通信板块方面，由于5G基站招标推迟到三季度开启，行业景气度恢复，可关注运营商以及上下游企业。近期催化剂包括苹果9月新品发布会和相关产业政策发布。</p> <p><b>个股推荐：</b>当前半导体板块估值近历史高位，建议关注较低估值的电子和5G相关板块，看好业绩确定性较高和具有结构性成长机会的公司，如<b>舜宇光学(2382 HK)</b>、<b>比亚迪电子(285 HK)</b>、<b>立讯精密(002475 CH)</b>、<b>中兴通讯(763 HK)</b>、<b>生益科技(600183 CH)</b>等行业龙头公司。</p>
软件/ 颜宇翔	<p>市场主要担心近期监管政策影响客户整体需求，同时对数字化的需求减慢，特别是头部SaaS公司的客户主要来自房地产，互联网和教育等行业。<b>短期建议关注相对政策风险较低的公司</b>，如华为为主要IT服务供货商<b>中软国际(354 HK)</b>和安防龙头<b>海康威视(002415 CH)</b>。长期来说，国内云投入增加的逻辑和方向没有改变，<b>万国数据(GDS US / 9698 HK)</b>和<b>金山云(KC US)</b>目前估值已经在1-SD以下。</p>
高教/ 叶建中	<p><b>高教行业受政策支持</b>，可以登记学校为营利性，高教毛入学率只有54%，还有提升空间，受惠专升本扩招，行业培养应用型人才支持中国制造，相信政策风险较小，近期受累教培行业监管政策遭错杀，维持看好。关注<b>中教(839 HK)</b>、<b>宇华(6169 HK)</b>、<b>希望(1765 HK)</b>、<b>科培(1890 HK)</b>、<b>中汇(382 HK)</b>、<b>华夏视听(1981 HK)</b>。</p>
物业/ 曾展	<p><b>物管行业：</b>上周出了个公共区域的规范条例，导致市场恐慌。我们也邀请了物管协会专家，对于政策支持的大方向不变，以规范为主，利好龙头企业。我们相信物业管理盈利的高确定性、潜在的提高全年指引和龙头估值的进一步分化，还是能提振行业的估值。我们的首选<b>华润生活(1209 HK)</b>、<b>融创服务(1516 HK)</b>、<b>碧桂园服务(6098 HK)</b>和<b>旭辉永升(1995 HK)</b>。</p> <p><b>地产行业：</b>我们认为紧缩政策可能会持续到第四季度，然后才会迎来一个空窗期。基本上来看，我们跟踪的7月高频数据来看销售势头仍保有韧性，但利润率可能会进一步下滑，拖累业绩。所以<b>配置地产行业可能现在还不是时候，特别是避免高杠杆的房企</b>。但对于高质量和零售龙头公司依然可以逢低吸纳：<b>龙湖(960 HK)</b>(上半年利润增长超15%) / <b>华润置地(1109 HK)</b>(上半年租金收入强劲，带来好的业绩预期)。</p>
医药/ 武煜	<p><b>风险：</b>1) 政策：仿制药/biosimilar继续降价集采，目前已经做到第5轮，未来会持续，市场有预期；医疗服务(依赖医保报销)可能有控费压力，这个是市场在猜测，没有强依据；2) 抱团股估值回调风险：建议警惕高估值的CXO板块。</p> <p><b>个股出现抄底机会：</b>1) 有盈利支撑、增长稳健、有BD落地预期的pharma公司，包括<b>石药集团(1093 HK)</b>、<b>先声药业(2096 HK)</b>；2) 龙头的biotech/创新器械公司，虽然还没开始盈利，但是龙头地位稳固，基本面扎实，估值位置吸引，包括<b>信达生物(1801 HK)</b>、<b>启明医疗(2500 HK)</b>。</p>

行业 / 分析师	最新观点
新能源/ 萧小川	<p>风电、光伏、电动车及锂电材料是<b>政策性扶持行业，也是两碳目标的支柱，没有政策限制风险</b>。光伏的海外市场风险虽经历前期拜登政府的部分限制，风险已大致释放并被市场所消化。短期风险在于交易过于拥挤，公募基金配置之中占据高比例，估值也处于景气高点。</p> <p><b>光伏</b>：二季度需求软、海运费用高涨迭加销售不畅的库存影响。高估值风险有待释放，建议谨慎/规避。</p> <p><b>风电</b>：上半年业绩普遍乐观，受风资源条件较好驱动。对比光伏，风电上游企业估值较低，存重估机会。</p> <p><b>电动车</b>：对比光伏及锂电材料，电动车板块估值水平距离前期高点尚有距离。上半年中国电动车销售渗透率较快提升，下半年随着汽车销售旺季到来，继续看好板块，<b>首选比亚迪(1211 HK)</b>。</p>
可选消费/ 胡永匡	<p><b>体育</b>：<b>安踏(2020 HK) = 李宁(2331 HK) &gt; 特步(1368 HK)</b>。持续看好国产品牌，预计下半年的增长势头最少保持稳健。风险：1)国内疫情扩散，线下人流减少，2)海外疫情令产能停顿，国内生产成本增加。机会：1)下半年增长放慢预期被市场消化，2)即使海外品牌重新增长，国产品牌增长维持较快水平，3)下半年增长和利润率超预期，4)不上辅导班和不打游戏，推动学生做运动。</p> <p><b>服装</b>：<b>波司登(3998 HK) = 江南布衣(3306 HK) = Prada(1913 HK) &gt; 利郎(1234 HK)</b>。持续看好龙头品牌自身改革带来的复苏。风险：1)天气今年不及预期、不够冷，自然灾害。机会：1)国产品牌有机会因产品和事件而突然大受欢迎。</p> <p><b>餐饮</b>：<b>九毛九(9922 HK) &gt; 百胜中国(9987 HK) &gt; 海底捞(6862 HK) = 颐海(1579 HK) = 大家乐(341 HK)</b>。看法比较中性，主要是受到疫情反复的拖累。风险：1)国内疫情持续扩散少，2)行业竞争加剧。机会：1)理性开店，专注店效和利润率。</p> <p><b>家电/小家电</b>：<b>JS 环球(1691 HK) &gt; 海尔智家(6690 HK) &gt; 美的(000333 CH)</b>。看法比较中性，因为国内外的需求都偏弱。风险：1)国内需求持续疲弱，单价上涨幅度减少，2)海外疫情令需求减少，工厂生产停顿，3)原材料价格持续上升。机会：1)新产品表现比预期好，2)下半年增长超预期，3)海外疫情令小家电重新转强，4)吸尘器因为渗透率较低，而令增长保持快速。</p>
必需消费/ 叶建中	<p><b>啤酒行业</b>：高端化进展顺利，没出现恶性竞争，成本上涨压力预期可通过下半年提价应对，近期回调或受新冠病毒于多省蔓延影响，只要疫情受控股价可重拾上升。</p> <p><b>乳制品行业</b>：消费者在新冠疫情后更注重喝牛奶提升免疫力，白奶销售增长强劲，主要挑战来自原奶上升压力，预期行业通过减少促销及逐步提价应对。</p> <p>推荐<b>华润啤酒(291 HK)、蒙牛(2319 HK)、万洲(288 HK)</b>。</p>
装备制造/ 冯键嵘	<p><b>光伏上游设备</b>：光伏硅片制造商扩产力度持续超预期，加上光伏行业获政策高度支持，设备制造商上升周期将可持续，推荐<b>晶盛机电(300316 CH)</b>。</p> <p><b>工程机械/重卡</b>：战略上工程机械是中国优势产业，全球市场份额有望提升，因此针对行业的政策风险极低。行业风险主要来自周期波动，但上周政治局会释出正面讯号，包括：1)“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量” - 分析：今年上半年地方专项债发行同比下跌 27%，意味下半年发行需明显加快；2)“加快推进十四五重大工程项目建设” - 分析：加快推进讯息明确，有利拉动工程机械和重卡板块的新增需求；3)“大宗商品保供稳价” - 分析：增加大宗商品供应的方向将会持续，近期已看到发改委对煤炭产能置换方案放宽。短期反弹机会：<b>潍柴(2338 HK)、中联重科(1157 HK)、三一国际(631 HK)</b>。</p> <p><b>浮法玻璃</b>：早前市场关注工信部与玻璃生产商见面可能暗示干预玻璃价格，但我们认为会议属部委与行业的正常交流，对玻璃行业的政策会继续以控制能耗为首要目标，而非开放产能和控制价格，因此政策风险低。供应偏紧将持续拉动浮法玻璃价格，可关注<b>中国玻璃(3300 HK, 未评级)</b>。</p>
保险/ 陈喆	<p>从 2018 年两会以来保险行业一直是严监管的状态，接下来监管政策方面的关注点是偿二代二期工程，目前还在行业内测试阶段，预计 2022 年开始实施，从内部测试情况看，会将一部分剩余边际从核心资本移到附属资本，调整一些风险因子，从资本金方面加强对风险的管控。上市险企目前核心偿付能力充足率都在 200%或以上水平，安全边际较大，受偿付能力监管变动的有限，而中小寿险企业受投资端风险管理能力等因素的限制，在偿付能力标准切换中会承受一定压力，我们预计这会减少中小险企在市场上的一些价格战行为，有利于头部寿险公司。</p> <p>另外，今年以来银保监会在产品端方面的监管，打击长险短做、不合理定价等增加行业风险的行为，有利于<b>太保(2601 HK)和平安(2318 HK)</b>等专注长险业务、价值业务的险企。</p>



## 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。

招银国际证券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。

### 招银国际证券投资评级

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

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

### 招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际证券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。招银国际证券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定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，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作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定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。招银国际证券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，未经招银国际证券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：招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券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员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。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仅会在法律要求的区间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。