

1月港股策略報告

料先升後跌，週期股補漲

近月港股大幅反彈，主要憧憬中美貿易協議及內地穩增長政策。本月焦點是料於月中簽訂的首階段貿易協議，唯須防港股出現反高潮表現。估計恒指月內或先升後回落。近期的經濟數據及政策均較有利週期性股份，可望於上半月繼續跑贏大市，中綫則仍看好盈利能見度高的內需股。

- 中美即將簽訂首階段協議。** 特朗普指中美將於1月15日簽署第一階段貿易協議，並將於稍後到北京商討第二階段協議。這無疑是好消息，但股市自10月中起已受首階段協議之憧憬推升，須防正式簽署後反而獲利回吐。過去一年多，貿易戰消息反覆，市場已不止一次出現“趁好消息沽貨”的現象。
- 中國全面降準帶來小驚喜。** 人行於1月1日公佈全面降準0.5個百分點，釋放8,000多億元資金。市場原本對降準有預期，但全面降準或超出部份市場人士之預期，而且新一年第一天便宣布降準，或會被市場視為定調全年貨幣政策傾向寬鬆。回顧過去五年人行降準後，港股及A股短期升跌參半，但若降準翌日股市上升，短期內多數能延續升勢。今次新年宣布降準後，恒指及上證綜指皆升逾1%，或意味1月上半月市況可保持強勢。
- 中國經濟增速回穩。** 近幾個月中美貿易戰風險緩和，中國經濟下行的憂慮降溫，而近期公布的數據亦顯示內地經濟有回穩跡象。製造業PMI於11月及12月都處於50以上的擴張區域，確認經濟活動持續復甦。同時，官方PMI的物價分類指數於12月亦回升，預示未來數月PPI回升，應有助H股企業盈利及估值。
- 觀望市場風險胃納拐點。** 在中美貿易協議的憧憬及人民銀行降準支持下，市場氣氛於1月份上半月較大機會維持樂觀，但預期於1月15日簽訂的中美首階段協議，可能成為港股拐點。宜監察風險胃納指標VHSI。往績顯示VHSI多數於12-13見底。最近VHSI由13以下反彈至15以上，若進一步升至17，可能意味市場轉至避險模式，屆時宜減持港股，鎖定利潤。
- 技術分析：國指、上證頭肩底。** 恒指8月中見底以來，營造上升通道，剛剛升抵通道頂部，料升勢將放緩。國指則已升穿“頭肩底”之頸綫，中綫量度目標約12,100，短期阻力於去年5月之下跌裂口11,429。上證綜指同樣形成“頭肩底”利好形態，最近升穿頸綫，中綫量度目標約3,350。三項指數之14天RSI均已升至超買區，雖然暫無大幅回調之壓力，唯須持續留意RSI會否與指數出現“頂背馳”之見頂訊號。
- 本月展望：恒指或先升後跌。** 市場期待已久的中美貿易協議（首階段）預期於1月15日正式簽訂，有機會成為港股的分水嶺——假如協議內容缺乏驚喜，過去三個月反彈幅度頗大的恒指，恐怕將會出現較大的獲利回吐壓力。粗略估計，1月份恒指將呈先升後跌走勢。
- 投資策略：週期性板塊短期跑贏。** 短期內市場風險胃納偏高、中國經濟數據回穩、貨幣政策偏向寬鬆，皆較有利週期性股份／舊經濟股。現時市場出現板塊輪動，舊經濟股補漲。內房、內銀、內地券商、水泥、基本金屬、石油、汽車、工程機械、5G／手機設備均有望於1月上半月跑贏大市。相反，估值較高、去年累積升幅較大的內需股，以及缺乏利好因素的香港本地股份如銀行及地產，短期內料跑輸週期性股份。中綫而言，需求穩定增長、盈利能見度較高的行業具吸納價值，例如乳業、醫藥、教育、物業管理、體育服裝。

蘇沛豐, CFA

電話: (852) 3900 0857

郵件: danielso@cmbi.com.hk

朱肖煒

電話: (86) 0755-83169193

郵件: alphonsezh@cmbchina.com

恒生指數	28,544
52周高/低位	30,280/24,897
大市3個月日均成交	772億港元

資料來源: 彭博

恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1-月	8.3%	9.9%
3-月	9.4%	11.0%
6-月	0.0%	4.0%

資料來源: 彭博

恒生指數一年走勢圖



資料來源: 彭博

近期市場策略報告

- [“2020年策略報告：恒指目標區間 25,100 - 30,200” - 2019年12月13日](#)
- [“內需股中綫續看好” - 2019年11月1日](#)
- [“波動市況，消息主導” - 2019年10月2日](#)
- [“恒指今年最低目標調低至 22200” - 2019年9月3日](#)
- [“貿易戰升溫，高息股避險” - 2019年8月2日](#)

目錄

中美貿易 – 即將簽訂首階段協議	3
中國貨幣政策 – 全面降準帶來小驚喜	4
中國經濟 – 增速回穩	5
市場風險胃納 – 觀望拐點	6
技術分析	7
投資策略	9
A 股市場觀點 – 股市短期偏向震盪	10
附錄 1: 恆生指數成份股估值	13
附錄 2: 恆生國企指數成份股估值	14
附錄 3: 招銀國際研究部覆蓋股份	15

中美貿易 – 即將簽訂首階段協議

香港股市於 2019 年跑輸歐美及中國內地股市，恒指全年升 9.1%，升幅集中於第四季，單季升 8.0%，主要推動因素來自中美貿易協議之憧憬、中國經濟數據回穩及穩增長政策。

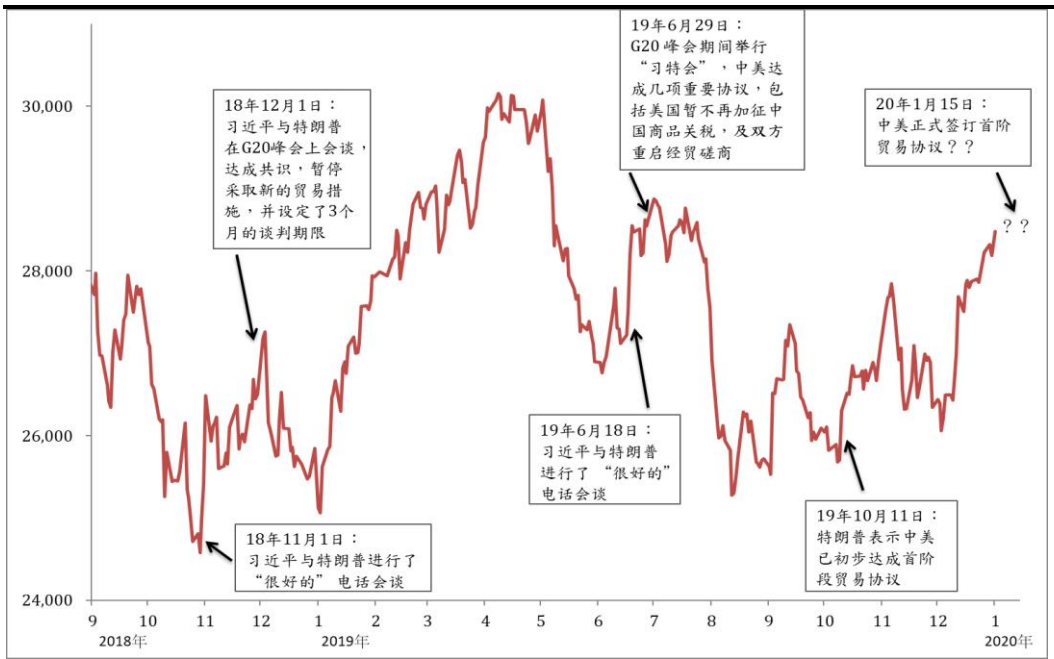
持續已近兩年的中美貿易戰，於 2019 年第四季傳來較多好消息，美國總統特朗普於 10 月 11 日表示，中美已初步達成首階段貿易協議。此消息利好環球市場氣氛，美股屢創新高，港股亦大幅反彈。12 月 31 日，特朗普於推特發文表示，將於 1 月 15 日在白宮與中國簽署第一階段貿易協議，中國高級官員將出席，而特朗普稍後將會到北京商討第二階段協議。

須防好消息沽貨

如果中美能如期正式簽訂首階段貿易協議，無疑是好消息，有助舒緩中美以至全球經濟下行的風險。不過，一年多來貿易戰消息反覆，市場對好消息及壞消息之反應亦有時令人意外，不止一次出現“趁好消息沽貨”的現象，例如：

- 2018 年 12 月 1 日，國家主席習近平與特朗普在 G20 峰會上會談，達成共識，暫停採取新的貿易措施，並設定了 3 個月的談判期限。此“好消息”卻對港股無甚幫助，恒指於其後兩個交易日見頂，一個月內回落逾 8%。投資者趁好消息沽貨，是由於同年 11 月 1 日傳出習近平與特朗普進行了“很好的”電話會談後，市場已偷步炒作，至 G20 峰會前恒指已累升逾 6%。
- 2019 年 6 月 29 日，G20 峰會期間舉行“習特會”，中美達成幾項重要協議，包括美國暫不再加徵中國商品關稅，及雙方重啟經貿磋商。此“好消息”同樣對港股無甚幫助，恒指於其後三個交易日見頂，並於其後一個半月下跌 14%。趁好消息沽貨的原因，同樣是由於 6 月 18 日已傳出傳出習近平與特朗普進行了“很好的”電話會談，市場已偷步炒高，而其後之大幅下跌是受美國於 8 月宣布再加關稅拖累。

圖 1：恒指對中美貿易戰好消息反應不一



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

如上所述，中美初步達成首階段貿易協議之消息，自10月11日起一直推升港股，恒指本輪升浪應已反映大部份相關利好因素，除非協議之具體內容帶來驚喜（例如雙方下調/撤回之關稅幅度勝預期），估計靴子落地後，恒指較大機會出現獲利回調之沽壓。

中國貨幣政策－全面降準帶來小驚喜

人民銀行於2020年1月1日公佈，1月6日下調金融機構存款準備金率0.5個百分點。今次是全面降準，體現逆週期調節，釋放長期資金約8,000多億元人民幣。人行有關負責人表示，此次降準有效增加金融機構支持實體經濟的穩定資金來源，降低金融機構支持實體經濟的資金成本，直接支持實體經濟，而此次降準與春節前的現金投放形成對沖，銀行體系流動性總量仍將保持基本穩定，並非大水漫灌，穩健貨幣政策取向沒有改變。

市場原本對降準應有預期，因為1) 國務院總理李克強2019年12月23日考察成都銀行自貿區支行時，表示國家將進一步研究採取降準和定向降準、再貸款和再貼現等多種措施，推動小微企業融資難融資貴問題明顯緩解；2) 最新一期的LPR（貸款市場報價利率）報價在12月20日未下調，在中央經濟工作會議“降低實體融資成本”要求下，市場預期貨幣政策仍然有寬鬆的空間；3) 今年春節在1月底，較平常早，加上新年地方專項債發行在即，銀行體系短期內有較大資金壓力，降準有助對沖流動性壓力。

料以組合拳應付資金需求

雖然市場已有預期降準，我們認為仍有利股市氣氛，因為1) 此次是全面降準，部份市場人士原估計定向降準；2) 新一年第一天便宣布降準，或會被市場視為定調全年貨幣政策傾向寬鬆。我們的經濟師估計，人行於1月份將以多項貨幣政策工具，例如MLF（中期借貸便利）、逆回購、PSL（抵押補充貸款）等，應付春節前之流動性需求。LPR則料於1月20日下調5基點。

圖2: 人行降準對股市影響

宣布日期	內容	公布後 1個交易日		公布後 10個交易日	
		恒指	上證	恒指	上證
20年1月1日	全面降準0.5個百分點，釋放長期資金8,000億元	1.3%	1.1%	??	??
19年9月6日	全面降準0.5個百分點，另外定向降準1個百分點，共釋放長期資金9,000億元	-0.0%	0.8%	-1.0%	-0.8%
19年5月6日	定向降準0.5個百分點，釋放長期資金2,800億元	-2.9%	-5.6%	-7.6%	-6.4%
19年1月4日	全面降準1個百分點，釋放長期資金8,000億元	0.8%	0.7%	5.7%	3.2%
18年10月7日	定向降準1個百分點，用於置換MLF，釋放增量資金約7,500億元	-1.4%	-3.7%	-1.6%	-9.6%
18年6月24日	定向降準0.5個百分點，釋放資金約5,000億元，用於“債轉股”項目	-1.3%	-1.1%	-2.2%	-4.9%
18年4月17日	定向降準1個百分點，用於償還MLF，釋放增量資金約4,000億元	0.7%	0.8%	2.2%	1.1%
16年2月29日	全面降準0.5個百分點	1.5%	1.7%	6.9%	6.4%
15年10月23日	減息0.25厘；全面降準0.5個百分點，另外定向降準0.5個百分點	-0.2%	0.5%	-1.2%	5.2%
15年8月25日	減息0.25厘；全面降準0.5個百分點	-1.5%	-1.3%	3.4%	7.9%
15年4月19日	全面降準1個百分點，另外定向降準1個百分點	-2.0%	-1.6%	1.7%	4.5%
15年2月4日	全面降準0.5個百分點，另外定向降準0.5個百分點	0.3%	-1.2%	0.6%	1.7%

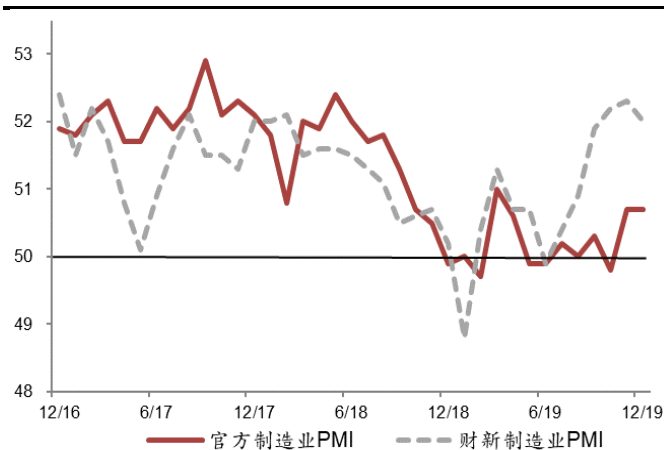
資料來源：彭博、招銀國際證券研究

回顧過去五年人行降準後，港股及 A 股之短期表現，並無明顯的規律，相信是因為市場同時受放水的力度、原本之預期、當時之氣氛及其他因素如貿易戰影響。粗略而言，升跌大概參半，唯近兩年下跌的機率較高。有一點值得一提：宣布降準翌日之股市表現，或預視短期內（10 個交易日）向同一方向運行。換言之，若降準翌日股市上升，短期內多數能延續升勢，反之亦然。今次新年宣布降準後，恒指及上證綜指皆升逾 1%，或意味 1 月上半月市況可保持強勢。

中國經濟－增速回穩

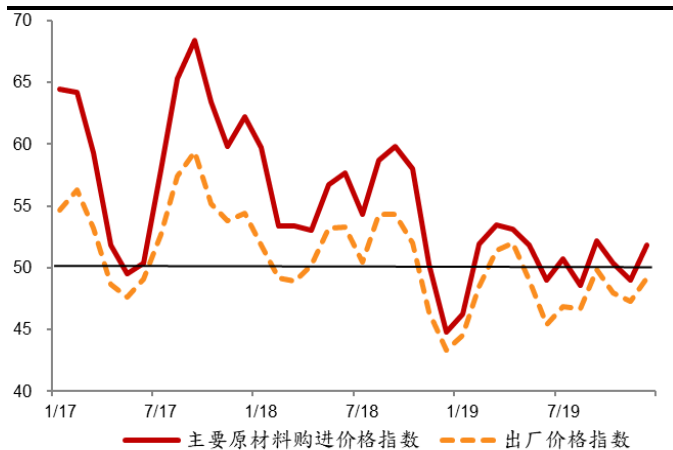
隨著近幾個月中美貿易戰風險緩和，市場對中國經濟下行的憂慮降溫，而近期公布的數據亦普遍顯示內地經濟有回穩跡象。製造業採購經理指數（PMI）——其中一個最重要的領先指標——於 11 月及 12 月都處於 50 以上的擴張區域，其中官方 PMI 連續兩個月於 50.2，而早於 8 月份已重上 50 以上的財新 PMI，雖於 12 月回落至 51.5，仍較官方 PMI 高。11 月份官方 PMI 回升，某程度是由於 10 月假期後之季節性因素所致，12 月數據持平則確認經濟活動持續復甦。

圖 3：中國製造業 PMI 於 50 以上擴張區



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

圖 4：PMI 價格分類指數回升

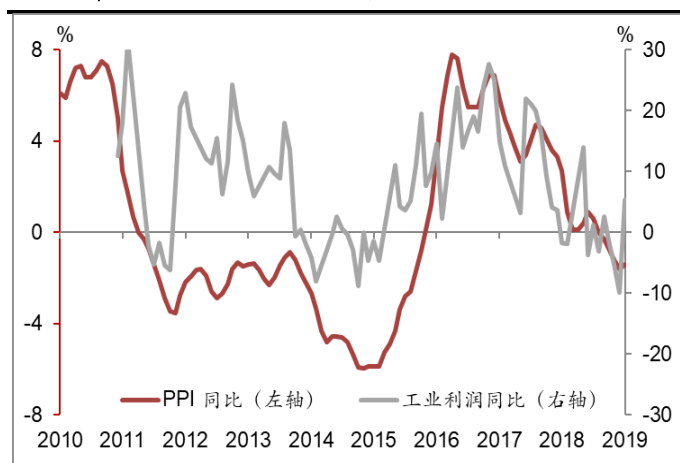


資料來源：彭博、招銀國際證券研究

官方 PMI 的物價分類指數於 12 月亦回升，預示未來數月 PPI（工業生產者出廠價格指數）回升。

中國 PPI 與工業利潤及 H 股盈利關係密切。PPI 同比變幅於 2017 年初見頂後一直放緩，2019 年 7 月起更倒退，同期工業利潤及 H 股預測盈利亦增長放緩以至倒退。若 PPI 同比重回正增長，應有助 H 股企業盈利及估值。

圖 5：中國 PPI 與規模以上工業利潤同比



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

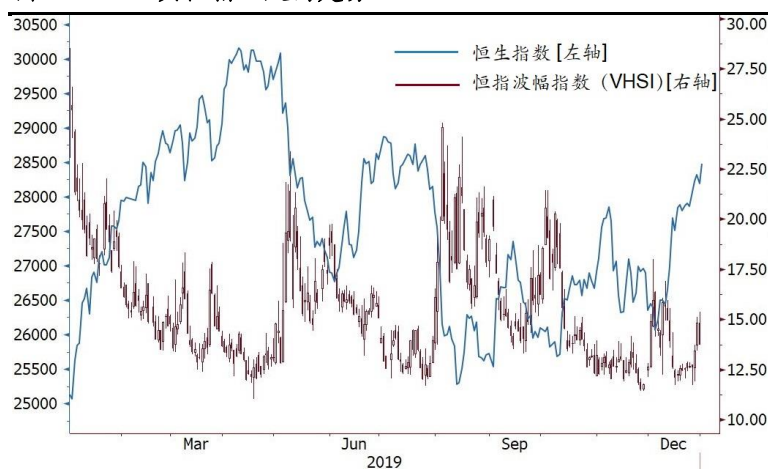
市場風險胃納－觀望拐點

在中美貿易協議的憧憬及人民銀行降準支持下，市場氣氛於 1 月份上半月較大機會維持樂觀，恒指有望維持反覆向上走勢，或至少於高位徘徊，但預期於 1 月 15 日簽訂的中美首階段協議，可能成為港股投資者趁好消息沽貨的拐點。

其中一個值得監察的風險胃納指標是恒指波幅指數（VHSI），其概念與美股之 VIX 指數相近。當 VHSI 偏低，反映投資者風險胃納偏高，但可能忽略了潛在風險。當 VHSI 由低位顯著反彈，一般反映避險意識回升，恒指往往急跌。因此，VHSI 與恒指多呈反向走勢。

往績顯示，VHSI 多數於 12-13 見底。最近幾個交易日，恒指雖繼續上漲，但 VHSI 由 13 以下反彈至 15 以上。若果 VHSI 進一步升至 17，可能意味市場轉至避險（risk off）模式，屆時宜減持港股，鎖定利潤。

圖 6：VHSI 與恒指呈反向走勢



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

技術分析

國指、上證頭肩底

恒生指數：8月中於24,900見底以來，營造上升通道，剛剛升抵通道頂部，14天RSI升至70以上超買區，料恒指升勢將放緩，但由於估計短期內市場氣氛維持正面，相信暫無大幅回調之壓力，或轉為高位盤整。須持續留意RSI會否與指數出現“頂背馳”之見頂訊號。

圖7：恒生指數日線圖



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

國企指數：同樣於8月中見底，並營造“頭肩底”利好形態，12中升穿頸線後，持續上漲，中綫量度目標約12,100，短期阻力於去年5月之下跌裂口11,429。不過，短綫已超買，14天RSI升至70以上，料國指升勢將放緩，但暫無大幅回調之壓力，或轉為高位盤整。須持續留意RSI會否與指數出現“頂背馳”之見頂訊號。

圖8：國企指數日線圖



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

上證綜合指數：於8月中見底，與國指同樣營造“頭肩底”利好形態，12底升穿頸線，中線量度目標約3,350。不過，短線已超買，14天RSI升至70以上，料上證升勢將放緩，但暫無大幅回調之壓力，或轉為高位盤整。須持續留意RSI會否與指數出現“頂背馳”之見頂訊號。

圖 9：上證綜合指數日線圖



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

美股：持續創新高。標普 500 指數於上升通道運行，道瓊斯工業平均指數則形成上升楔形，若不跌穿通道底/楔形底部，代表維持強勢，否則須防出現較大幅度回調，並拖累港股。

圖 10：美國標普 500 指數日線圖



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

圖 11：美國道瓊斯工業平均指數日線圖



資料來源：彭博、招銀國際證券研究

投資策略

恒指或先升後跌

市場期待已久的中美貿易協議（首階段）預期於1月15日正式簽訂，有機會成為港股的分水嶺——假如協議內容缺乏驚喜，過去三個月反彈幅度頗大的恒指，恐怕將會出現較大的獲利回吐壓力。**粗略估計，1月份恒指將呈先升後跌走勢。**

週期性板塊／舊經濟股短期跑贏

板塊部署方面，短期內市場風險胃納偏高，加上近月中國經濟數據回穩、貨幣政策偏向寬鬆，皆較為有利週期性股份／舊經濟股之表現，尤其是於2019年宏觀陰霾籠罩下，舊經濟股普遍跑輸非週期性股份／新經濟股（消費、醫藥、科網等），現時市場出現板塊輪動，舊經濟股出現補漲行情。內房、內銀、內地券商、水泥、基本金屬、石油、汽車、工程機械、5G／手機設備均有望於1月上半月跑贏大市，例如中國奧園(3883 HK)、光大銀行(6818 HK)、中信証券(6030 HK)、中聯重科(1157 HK)、中國重汽(3808 HK)、舜宇光學(2382 HK)。

相反，估值較高、去年累積升幅較大的內需股，以及缺乏利好因素的香港本地股份如銀行及地產，短期內料跑輸週期性股份。

內需股中綫具吸納價值

中美簽訂首階段貿易協議後，並不代表中美紛爭告終。第二階段磋商涉及的問題料更為複雜及難達成共識。再者，兩國的角力將不限於貿易，預期雙方的緊張關係將持續多年，並於2020年繼續是主導市場的因素。在宏觀因素持續不明朗的情況下，相信投資者中綫將繼續偏好需求穩定增長、盈利能見度較高的行業，例如乳業、醫藥、教育、物業管理、體育服裝，可候回調吸納，例如蒙牛乳業(2319 HK)、中生製藥(1177 HK)、希望教育(1765 HK)、雅生活(3319 HK)、安踏體育(2020 HK)。

其他短期風險：企業配股

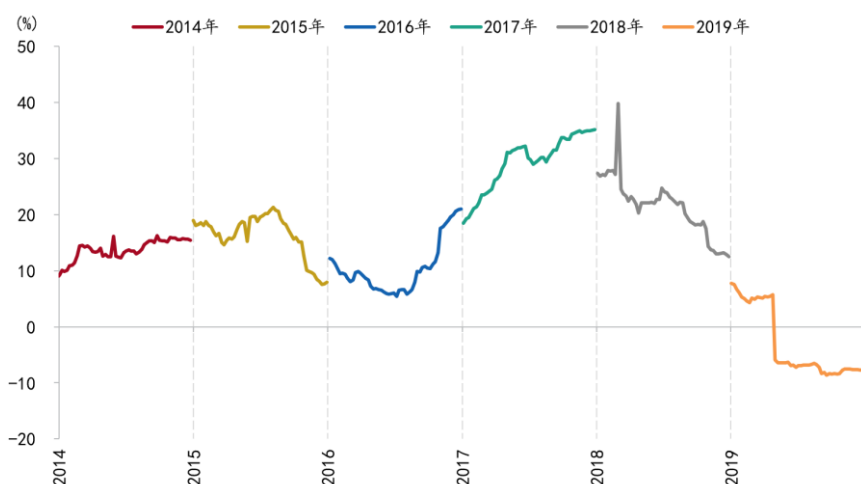
恒指已由去年8月份低位回升15%，企業趁高配股集資的誘因增加。現時市況較暢旺，若只有零星的配股活動，影響微不足道，唯須留意配股／供股的活動會否大幅增加。若有藍籌股趁市旺抽水，將成為市場短期見頂警號。

A 股市場觀點 - 股市短期偏向震蕩

朱肖煒 (+86 0755-83169193)

從指數走勢看，12月A股表現積極。A股各板塊呈現普漲態勢，其中中小創上行幅度最大。從市場對A股淨利潤同比增速預測情況來看，雖然12月預測仍處負區間，但較前值小幅提升，反映出當前市場對企業盈利改善的預期出現階段性改善。

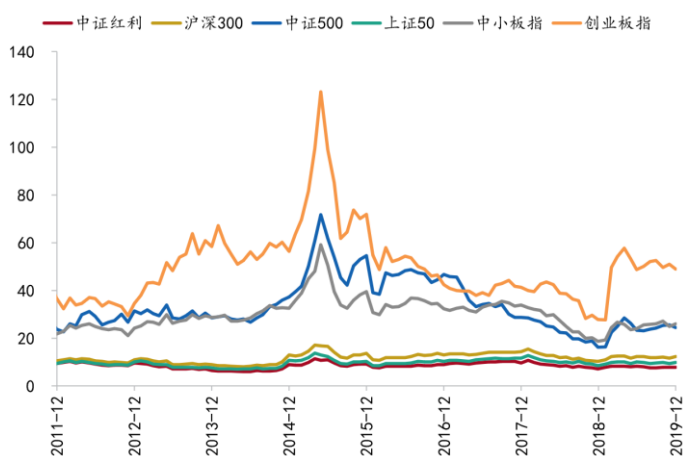
圖 12: A 股淨利潤同比增速預測



資料來源: Wind、招商銀行研究院

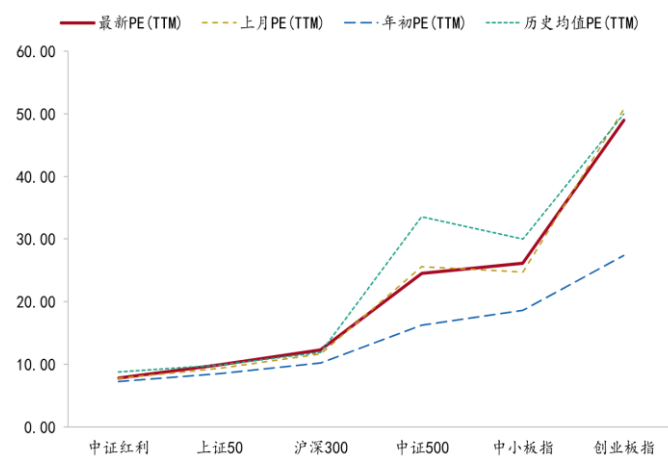
從股市估值上看，12月各板塊估值表現不一。趨勢上看，上證50、滬深300估值階段性改善，而中證500、創業板指有不同程度的調整。

圖 13: 各板塊估值走勢



資料來源: Wind、招商銀行研究院

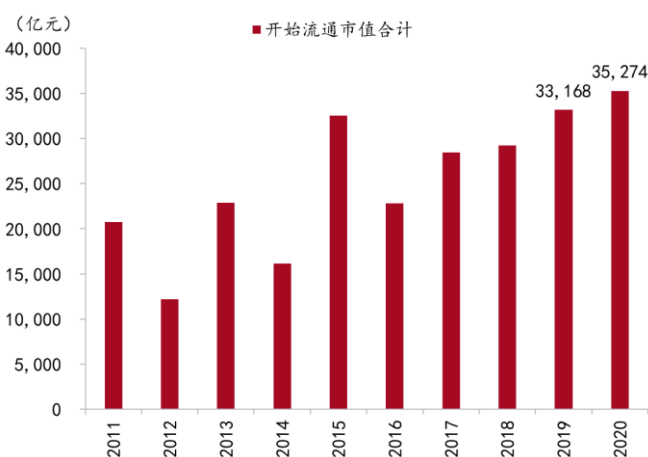
圖 14: 各大指數估值曲線



資料來源: Wind、招商銀行研究院

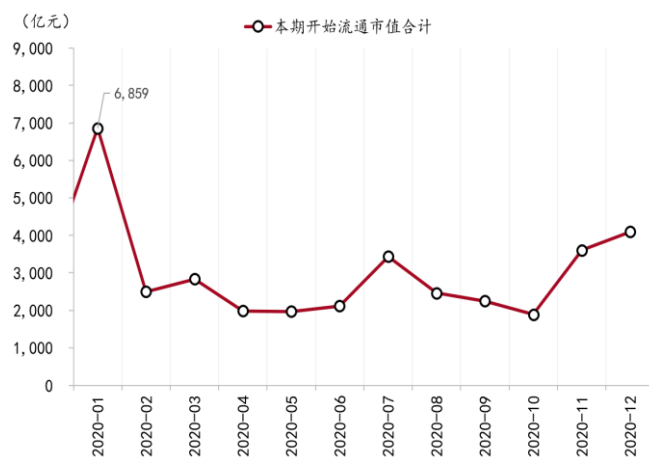
展望2020年1月，股市將迎來近十年以來第三大規模限售股解禁潮。從年度上看，全A解禁規模自2016年以來呈現逐級上行之勢，2020年全年解禁規模較去年新增2,106億元，成為近十年以來最高解禁規模的年份。節奏上看，2020年解禁規模呈現高位回落的態勢。其中，1月以6,859億解禁規模居全年最高水平，並且為近十年以來第三大月度解禁規模，前兩次分別為2015年6月的7,675億元、2013年7月的7,439億元。

圖 15：全 A 年度解禁規模情況



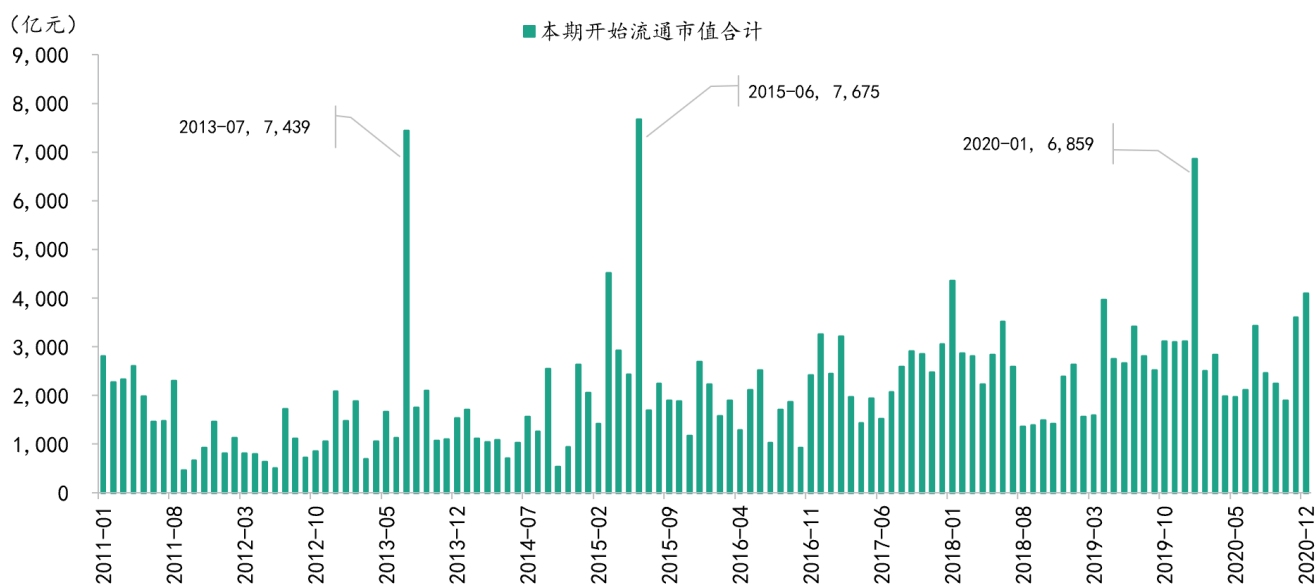
資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 16：2020 年全 A 解禁節奏



資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 17：近十年全 A 月度解禁規模情況



資料來源：Wind、招商銀行研究院

總體來看，股市短期或面臨諸如解禁潮、類滯脹等壓力，下半月解禁規模對資金面供給的衝擊將加大，但企業盈利的階段性改善以及估值具備相對優勢或能形成一定程度的支撐，在1月多空因素交織的環境下，短期股市更多或將以震盪態勢運行。中期來看，隨著解禁衝擊、類滯脹壓力逐步緩解後，盈利料持續改善，資本市場改革政策落地帶來風險偏好回暖，春季行情有望再現。

風險提示：上市公司業績超預期下行風險；中美博弈升級風險；外圍市場大幅調整風險。

附錄 1: 恒生指數成份股估值

恒生指數	代碼	占指數 比重	股價 (港元)	市盈率		市賬率		股息率	
				今年預測	明年預測	今年預測	明年預測	今年預測	明年預測
金融 49.0%									
匯豐控股	5	9.9%	60.90	11.2	11.4	0.95	0.91	6.5%	6.5%
友邦保險	1299	9.9%	84.70	20.6	18.5	2.74	2.48	1.6%	1.8%
建設銀行	939	7.7%	6.80	5.7	5.4	0.73	0.66	5.3%	5.6%
工商銀行	1398	4.7%	6.05	6.3	5.9	0.77	0.71	4.8%	5.1%
中國平安	2318	5.7%	93.65	9.6	9.6	2.24	1.91	2.8%	3.1%
中國銀行	3988	2.9%	3.37	4.9	4.7	0.54	0.50	6.3%	6.6%
香港交易所	388	3.3%	260.4	34.3	31.1	7.45	7.09	2.6%	2.9%
中國人壽	2628	1.7%	22.00	9.6	12.2	1.46	1.33	3.6%	3.0%
恒生銀行	11	1.4%	162.2	12.4	12.5	1.82	1.72	5.0%	5.2%
中銀香港	2388	1.1%	27.05	8.8	8.7	0.99	0.93	5.6%	5.7%
交通銀行	3328	0.5%	5.61	5.0	4.8	0.53	0.50	6.2%	6.5%
資訊科技 10.7%									
騰訊控股	700	9.3%	382.4	34.5	28.7	7.77	6.20	0.3%	0.3%
瑞聲科技	2018	0.4%	70.00	32.6	24.0	3.82	3.48	1.5%	1.7%
舜宇光學科技	2382	1.0%	139.0	39.2	28.1	11.33	8.52	0.7%	1.0%
地產 11.1%									
長實集團	1113	1.6%	55.95	7.0	8.4	0.60	0.57	3.8%	4.1%
新鴻基地產	16	1.6%	118.5	9.9	9.4	0.58	0.56	4.4%	4.6%
領展房產基金	823	2.0%	82.30	28.5	26.6	0.91	0.89	3.5%	3.8%
中國海外發展	688	1.1%	30.70	7.5	6.4	1.05	0.93	3.6%	4.3%
碧桂園	2007	0.9%	12.88	6.0	5.3	1.63	1.32	5.2%	5.9%
九龍倉置業	1997	0.6%	46.90	14.1	13.9	0.64	0.63	4.6%	4.7%
華潤置地	1109	1.0%	39.40	10.4	8.9	1.56	1.39	3.4%	4.0%
新世界發展	17	0.8%	10.70	12.4	11.5	0.47	0.46	4.9%	5.1%
恒基地產	12	0.6%	38.25	11.4	10.8	0.58	0.57	4.7%	4.9%
信和置業	83	0.4%	11.40	15.5	7.7	0.51	0.49	5.0%	5.5%
恒隆地產	101	0.4%	17.28	17.3	16.2	0.55	0.54	4.4%	4.5%
電訊 5.0%									
中國移動	941	4.4%	65.35	11.0	11.0	1.08	1.04	4.8%	5.0%
中國聯通	762	0.5%	7.32	15.7	12.2	0.61	0.59	2.5%	3.3%
能源 5.2%									
中國海洋石油	883	2.4%	12.98	9.1	8.9	1.17	1.10	5.4%	5.6%
中國石化	386	1.3%	4.70	8.8	8.3	0.69	0.67	7.5%	7.9%
中國石油	857	0.9%	3.93	13.1	11.9	0.52	0.50	4.2%	4.4%
中國神華	1088	0.6%	16.56	6.7	7.2	0.82	0.77	6.0%	5.7%
公用 4.9%									
中電控股	2	1.7%	82.45	18.4	17.4	1.89	1.82	3.8%	3.9%
香港中華煤氣	3	1.7%	15.26	31.5	29.6	3.92	3.79	2.3%	2.5%
電能實業	6	0.9%	57.15	16.9	16.7	1.45	1.43	4.9%	4.9%
長江基建集團	1038	0.5%	55.35	13.2	13.0	1.19	1.15	4.5%	4.6%
綜合類 3.3%									
長和	1	2.2%	74.50	7.2	6.9	0.59	0.56	4.3%	4.6%
中信股份	267	0.7%	10.42	5.6	5.4	0.50	0.47	4.2%	4.5%
太古股份	19	0.4%	72.90	13.4	11.5	0.39	0.38	4.3%	4.7%
消費品 6.5%									
吉利汽車	175	0.9%	15.60	14.3	11.2	2.41	2.07	1.6%	2.0%
石藥集團	1093	1.1%	18.68	26.1	21.2	5.89	4.92	1.3%	1.5%
中洲國際	2313	0.9%	114.70	29.4	24.8	6.13	5.42	1.8%	2.1%
蒙牛乳業	2319	1.0%	31.90	23.4	24.1	3.76	3.38	0.9%	1.0%
中國生物製藥	1177	0.9%	11.00	38.0	32.4	3.68	3.33	0.7%	0.7%
恒安國際	1044	0.4%	55.10	15.1	14.1	3.34	3.10	4.5%	4.9%
萬洲國際	288	0.8%	8.26	13.1	11.4	1.79	1.65	3.3%	3.8%
中國旺旺	151	0.4%	7.37	21.0	20.1	4.99	4.63	3.4%	3.6%
消費服務 3.3%									
銀河娛樂	27	1.3%	60.70	19.7	19.1	3.70	3.26	1.5%	1.7%
金沙中國	1928	1.2%	42.75	21.3	19.1	9.80	9.18	4.7%	4.8%
港鐵公司	66	0.8%	45.90	24.7	21.7	1.51	1.47	2.7%	2.9%
工業 1.0%									
創科實業	669	1.0%	64.75	24.2	20.9	4.43	3.91	1.6%	1.9%
加權平均				10.8	10.0	1.15	1.08	3.8%	4.0%

資料來源: 彭博、招銀國際證券研究; 截至 2020 年 1 月 2 日

附錄 2: 恒生國企指數成份股估值

恒生國企指數	代碼	占指數 比重	股價 (港元)	市盈率		市賬率		股息率	
				今年預測	明年預測	今年預測	明年預測	今年預測	明年預測
金融 46.9%									
建設銀行	939	10.1%	6.80	5.7	5.4	0.72	0.65	5.4%	5.7%
中國平安	2318	9.2%	93.65	9.6	9.6	2.22	1.89	2.9%	3.2%
工商銀行	1398	7.6%	6.05	6.3	5.9	0.76	0.70	4.9%	5.2%
中國銀行	3988	4.6%	3.37	4.9	4.7	0.53	0.49	6.4%	6.7%
中國人壽	2628	2.8%	22.00	9.6	12.2	1.44	1.32	3.6%	3.1%
招商銀行	3968	2.7%	41.25	10.2	9.1	1.57	1.40	2.9%	3.3%
農業銀行	1288	1.6%	3.47	5.2	4.9	0.60	0.55	5.9%	6.2%
中國太保	2601	1.4%	31.70	8.9	9.3	1.48	1.35	5.1%	5.4%
中國財險	2328	1.2%	9.58	7.5	7.8	1.13	1.02	4.6%	4.9%
交通銀行	3328	0.8%	5.61	5.0	4.8	0.52	0.49	6.3%	6.6%
中信銀行	998	0.8%	4.73	4.4	4.2	0.46	0.43	5.8%	6.4%
民生銀行	1988	0.7%	5.96	4.4	4.3	0.51	0.46	6.4%	5.9%
海通證券	6837	0.5%	9.43	10.3	9.5	0.76	0.71	3.0%	3.2%
郵儲銀行	1658	1.0%	5.35	6.8	6.1	0.81	0.73	4.4%	4.9%
中信證券	6030	0.5%	18.30	15.0	13.7	1.20	1.13	2.8%	3.1%
新華保險	1336	0.5%	35.60	7.4	8.1	1.25	1.09	3.6%	3.5%
中國太平	966	0.6%	20.20	7.6	7.3	0.93	0.82	0.9%	1.1%
中國人民保險	1339	0.5%	3.33	6.1	6.6	0.74	0.65	2.8%	3.1%
能源 8.0%									
中國海洋石油	883	3.7%	12.98	9.1	8.9	1.16	1.08	5.5%	5.7%
中國石化	386	2.0%	4.70	8.8	8.3	0.68	0.66	7.6%	8.0%
中國石油	857	1.4%	3.93	13.1	11.9	0.51	0.49	4.3%	4.5%
中國神華	1088	0.9%	16.56	6.7	7.2	0.81	0.76	6.1%	5.8%
地產建築 8.9%									
華潤置地	1109	1.9%	39.40	10.4	8.9	1.54	1.38	3.4%	4.0%
碧桂園	2007	1.6%	12.88	6.0	5.3	1.61	1.31	5.2%	6.0%
海螺水泥	914	1.2%	60.95	8.8	9.3	2.10	1.82	3.8%	3.7%
中國交建	1800	0.5%	6.54	4.6	4.3	0.44	0.40	4.2%	4.5%
萬科	2202	0.8%	34.35	8.3	7.2	1.82	1.55	4.1%	4.8%
龍湖集團	960	1.1%	37.10	11.8	9.8	2.10	1.84	3.7%	4.6%
融創中國	1918	1.9%	48.90	7.4	5.9	2.38	1.78	3.0%	3.8%
消費 11.0%									
石藥集團	1093	1.5%	18.68	26.1	21.2	5.81	4.85	1.3%	1.5%
中國生物製藥	1177	1.3%	11.00	38.0	32.4	3.63	3.29	0.7%	0.8%
國藥控股	1099	0.6%	28.35	11.7	10.3	1.56	1.38	2.6%	2.9%
華潤啤酒	291	1.2%	42.50	54.3	38.0	5.99	5.41	0.7%	1.1%
吉利汽車控股	175	1.5%	15.60	14.3	11.2	2.38	2.04	1.6%	2.0%
安踏體育	2020	1.4%	70.10	30.5	23.4	8.41	6.75	1.1%	1.6%
中洲國際	2313	1.6%	114.70	29.4	24.8	6.05	5.35	1.8%	2.2%
中國旺旺	151	0.7%	7.37	21.0	20.1	4.93	4.57	3.5%	3.6%
恒安國際	1044	0.7%	55.10	15.1	14.1	3.29	3.06	4.6%	4.9%
比亞迪股份	1211	0.4%	39.35	47.0	36.4	1.69	1.64	0.4%	0.5%
公用 3.9%									
華能國際	2688	1.2%	86.45	16.6	14.4	3.37	2.89	1.9%	2.2%
中國燃氣	384	1.1%	29.25	15.7	13.2	3.49	2.91	1.8%	2.2%
粵海投資	270	0.9%	16.38	21.0	18.8	2.55	2.45	3.5%	3.9%
華潤燃氣	1193	0.7%	42.50	18.5	16.5	3.40	3.02	2.1%	2.4%
工業 0.4%									
中國中車	1766	0.4%	5.97	12.3	10.8	1.10	1.03	3.2%	3.6%
綜合 1.8%									
中信股份	267	1.3%	10.42	5.6	5.4	0.50	0.47	4.2%	4.5%
復星國際	656	0.5%	11.60	6.1	5.5	0.73	0.66	3.5%	3.9%
資訊科技及電訊 19.8%									
騰訊控股	700	10.3%	382.4	34.5	28.7	7.67	6.12	0.3%	0.3%
中國移動	941	6.7%	65.35	11.0	11.0	1.07	1.02	4.9%	5.1%
中國電信	728	1.5%	4.19	10.8	10.2	0.84	0.81	3.0%	3.2%
中國鐵塔	788	1.3%	1.72	51.2	34.2	1.45	1.41	1.1%	1.5%
加權平均				8.6	7.9	1.07	0.98	3.9%	4.2%

資料來源: 彭博、招銀國際證券研究; 截至 2020 年 1 月 2 日

附錄3：招銀國際研究部覆蓋股份

公司名稱	代碼	評級	收市價	目標價	市值(億元)	市盈率		
			(當地貨幣)	(當地貨幣)	(當地貨幣)	FY0	FY1	FY2
房地產								
萬科 - H	2202 HK	買入	34.35	35.90	4,083	10.1	8.5	7.3
萬科 - A	000002 CH	買入	32.56	33.92	3,651	10.6	9.0	7.7
保利地產 - A	600048 CH	買入	16.26	20.72	1,940	10.2	7.8	6.3
中國海外	688 HK	持有	30.70	28.36	3,364	7.5	6.8	6.8
碧桂園	2007 HK	買入	12.88	15.20	2,814	7.2	6.1	5.5
華潤置地	1109 HK	持有	39.40	36.02	2,810	10.1	8.8	9.4
龍湖	960 HK	持有	37.10	26.06	2,218	12.0	11.1	10.1
世茂	813 HK	持有	30.95	28.64	1,022	10.5	7.4	6.3
龍光	3380 HK	買入	13.28	12.16	730	8.0	6.2	5.5
雅居樂	3383 HK	買入	12.14	16.05	476	5.9	4.3	4.6
合景泰富	1813 HK	買入	11.00	11.40	349	7.7	3.7	5.4
奧園	3883 HK	買入	12.90	14.30	347	12.9	7.0	5.1
時代中國	1233 HK	買入	16.40	15.60	318	6.1	5.3	4.4
禹洲	1628 HK	買入	4.38	5.19	229	5.0	4.4	3.8
中駿置業	1966 HK	買入	4.77	4.83	199	4.9	4.8	4.5
中海宏洋	81 HK	買入	5.48	5.23	188	7.3	5.1	4.5
弘陽地產	1996 HK	買入	2.59	3.37	86	3.5	4.7	3.9
綠城服務	2869 HK	買入	8.37	7.50	233	44.2	35.8	26.8
雅生活	3319 HK	買入	27.00	25.89	360	39.1	28.5	20.4
中海物業	2669 HK	持有	4.99	3.33	164	40.9	31.2	25.0
易居(中國)	2048 HK	買入	7.76	12.82	108	8.6	7.9	6.2
河北建設	1727 HK	買入	5.00	7.30	88	7.1	6.5	5.3
科技硬件								
舜宇光學	2382 HK	買入	139.00	140.00	1,525	54.7	39.8	27.3
立訊精密 - A	002475 CH	買入	37.60	32.10	2,011	40.4	29.1	23.5
鴻騰精密	6088 HK	買入	2.74	3.77	189	8.9	7.8	6.9
通達集團	698 HK	買入	0.98	1.15	63	9.8	6.8	5.8
東江集團	2283 HK	買入	3.98	4.09	33	8.1	6.9	5.9
瑞聲科技	2018 HK	賣出	70.00	29.61	846	28.5	24.2	22.4
小米集團	1810 HK	持有	11.22	9.12	2,695	20.1	18.0	14.8
比亞迪電子	285 HK	持有	15.60	10.36	351	14.1	12.8	11.9
丘鈦科技	1478 HK	買入	13.48	16.67	156	26.9	20.2	16.8
歌爾聲學 - A	002241 CH	持有	20.52	9.10	666	51.3	42.8	37.3
互聯網								
騰訊	700 HK	買入	382.40	420.00	36,528	43.4	37.3	29.6
阿里巴巴	BABA US	買入	219.77	224.10	5,896	40.5	33.3	26.2
百度股份	BIDU US	買入	138.22	147.60	479	14.6	15.7	12.4
拼多多	PDD US	買入	41.23	35.00	479	虧損	虧損	70.2
陌陌公司	MOMO US	買入	36.28	45.00	75	15.1	13.2	10.7
歡聚時代	YY US	買入	58.82	73.90	47	8.2	7.9	6.8
IGG	799 HK	持有	5.93	11.00	74	5.4	5.4	5.1
匯量科技	1860 HK	買入	3.32	4.97	51	21.3	10.6	6.1
同程藝龍	780 HK	買入	13.72	19.71	291	23.2	16.2	12.4
兌吧	1753 HK	買入	4.90	6.35	54	23.8	12.5	8.4
完美世界 - A	002624 CH	買入	48.55	49.00	628	30.5	26.5	23.5
三七互娛 - A	002555 CH	買入	29.10	30.00	615	29.4	25.5	22.2

快遞								
中通快遞	ZTO US	買入	23.72	22.17	185	29.7	27.5	23.9
順豐 - A	002352 CH	買入	37.48	36.63	1,655	47.4	31.2	26.8
教育								
睿見教育	6068 HK	買入	3.31	4.40	68	19.5	17.3	13.4
東方教育	667 HK	買入	15.30	16.30	335	43.7	32.7	25.7
卓越教育	3978 HK	買入	4.00	3.41	34	23.5	23.3	15.2
新華教育	2779 HK	買入	2.65	4.50	43	13.8	13.7	9.4
希望教育	1765 HK	買入	1.42	1.96	95	22.9	17.9	13.0
銀行								
工商銀行 - H	1398 HK	買入	6.05	7.50	23,251	6.6	6.3	5.9
工商銀行 - A	601398 CH	買入	5.97	7.80	20,791	6.5	6.2	5.8
建設銀行 - H	939 HK	買入	6.80	9.10	17,133	6.1	5.7	5.4
建設銀行 - A	601939 CH	買入	7.31	8.80	15,320	6.6	6.1	5.8
農業銀行 - H	1288 HK	買入	3.47	4.70	14,383	5.3	5.2	4.8
農業銀行 - A	601288 CH	買入	3.73	5.10	12,862	5.7	5.6	5.1
中國銀行 - H	3988 HK	買入	3.37	4.60	11,586	5.1	4.9	4.6
中國銀行 - A	601988 CH	買入	3.72	4.70	10,360	5.7	5.4	5.1
中信銀行 - H	998 HK	買入	4.73	5.90	3,069	4.8	4.6	4.3
中信銀行 - A	601998 CH	買入	6.21	6.70	2,744	6.3	6.0	5.6
交通銀行 - H	3328 HK	持有	5.61	6.20	4,457	5.2	5.0	4.7
交通銀行 - A	601328 CH	持有	5.68	6.50	3,986	5.3	5.0	4.8
民生銀行 - H	1988 HK	持有	5.96	6.30	3,018	4.3	4.5	4.3
民生銀行 - A	600016 CH	持有	6.36	6.60	2,699	4.6	4.8	4.6
光大銀行 - H	6818 HK	買入	3.70	4.90	2,450	5.5	5.4	4.9
光大銀行 - A	601818 CH	買入	4.45	4.50	2,191	7.3	7.2	6.6
平安銀行 - A	000001 CH	買入	16.87	21.20	3,274	10.7	9.4	8.1
券商								
中信證券	6030 HK	買入	18.30	18.70	3,222	21.3	17.3	14.5
中金公司	3908 HK	買入	15.60	17.20	682	16.9	15.7	13.6
HTSC	6886 HK	買入	13.96	14.90	1,914	19.0	14.9	12.8
中信建投	6066 HK	買入	6.94	7.20	2,323	15.2	10.9	9.7
海通證券	6837 HK	買入	9.43	10.40	1,736	18.8	10.6	10.7
廣發證券	1776 HK	持有	9.86	9.80	1,191	15.8	9.3	9.1
中國銀河	6881 HK	持有	4.72	4.50	1,073	15.1	9.4	8.6
保險								
中國太保	2601 HK	買入	31.70	38.69	3,613	14.3	9.2	8.3
中國人壽 - H	2628 HK	買入	22.00	27.88	9,776	50.2	12.4	10.3
中國人壽 - A	601628 CH	買入	34.95	37.52	8,742	88.9	21.9	18.3
衆安在綫	6060 HK	持有	29.25	28.18	430	虧損	虧損	虧損
中國太平	966 HK	買入	20.20	26.14	726	11.0	8.8	7.8
新華保險 - H	1336 HK	買入	35.60	43.95	1,554	12.6	8.9	7.9
新華保險 - A	601336 CH	持有	50.85	55.22	1,390	20.0	14.1	12.6
中國人民保險	1339 HK	買入	3.33	4.33	3,363	10.0	5.5	5.2
中國財險	2328 HK	持有	9.58	9.64	2,131	11.8	6.7	7.7
機械及設備								
潍柴動力 - H	2338 HK	買入	17.30	17.90	1,419	14.4	12.6	11.7
潍柴動力 - A	000338 CH	買入	16.16	15.90	1,269	15.0	13.1	12.2
中國重汽	3808 HK	買入	16.68	19.40	461	9.5	8.9	8.1
中國龍工	3339 HK	持有	2.43	1.90	104	8.1	6.4	7.0
三一國際	631 HK	買入	4.46	5.00	138	20.0	14.3	11.5

中聯重科 - H	1157 HK	買入	6.90	7.65	594	22.9	10.7	9.1
中聯重科 - A	000157 CH	買入	6.87	7.28	531	25.4	11.8	10.1
三一重工 - A	600031 CH	買入	17.95	19.00	1,513	22.7	13.3	11.3
恒立液壓 - A	601100 CH	買入	49.91	54.00	440	52.5	34.7	28.0
浙江鼎力 - A	603338 CH	買入	72.60	72.00	252	52.6	42.0	30.4
兗煤澳大利亞	3668 HK	買入	15.34	24.00	203	4.1	5.0	5.3
中集車輛	1839 HK	買入	6.18	6.90	109	7.3	6.5	6.6
興達國際	1899 HK	賣出	2.17	1.95	33	10.2	12.2	11.4
津上機床中國	1651 HK	買入	6.72	11.00	26	6.3	6.2	5.0

新能源/公用

信義光能	968 HK	持有	5.74	4.08	464	23.1	20.5	18.5
龍源電力	916 HK	持有	5.05	5.00	406	9.2	7.7	7.1
華能新能源	958 HK	持有	3.03	2.47	320	9.4	7.0	6.8
金風科技 - H	2208 HK	買入	9.28	12.06	552	9.5	11.9	9.1
金風科技 - A	002202 CH	買入	12.43	16.28	493	12.7	15.9	12.3
華電福新	816 HK	買入	1.61	2.00	135	6.0	5.0	4.0
偉能集團	1608 HK	買入	2.59	2.90	66	31.2	26.7	19.8
新天綠色能源	956 HK	買入	2.26	3.20	84	6.1	5.6	5.1
天倫燃氣	1600 HK	買入	6.98	10.62	70	12.0	6.6	5.9
隆基股份 - A	601012 CH	買入	26.53	32.37	1,001	28.5	21.2	17.6
中國燃氣	384 HK	買入	29.25	38.00	1,526	17.9	15.5	13.3

非必需消費

普拉達	1913 HK	買入	31.85	31.39	815	44.6	36.1	37.9
都市麗人	2298 HK	賣出	1.07	1.16	24	5.6	14.2	11.3
榮威國際	3358 HK	買入	3.16	4.20	33	10.0	7.5	5.9
安踏體育	2020 HK	買入	70.10	91.46	1,894	41.2	29.7	23.4
大家樂	341 HK	持有	18.68	18.26	109	18.4	24.7	21.5
海底撈	6862 HK	買入	32.35	37.56	1,715	93.4	58.4	41.3
波司登	3998 HK	買入	2.81	4.83	305	24.2	17.3	13.6
李寧	2331 HK	買入	23.05	24.43	534	70.8	35.8	30.2
特步國際	1368 HK	買入	4.13	5.09	104	12.6	12.9	11.0
江南布衣	3306 HK	買入	10.50	15.52	54	10.1	9.2	8.2
中國利郎	1234 HK	買入	6.34	11.89	76	9.1	7.9	7.0
美的集團 - A	000333 CH	買入	59.75	75.33	4,146	19.6	16.4	14.3

醫藥

石藥集團	1093 HK	買入	18.68	23.80	1,165	34.2	26.2	21.5
三生製藥	1530 HK	買入	10.14	17.70	258	23.3	17.8	14.7
複宏漢霖 - B	2696 HK	買入	41.50	61.10	226	N/A	N/A	N/A
中國中藥	570 HK	買入	3.75	7.10	189	11.3	9.8	7.8
綠葉製藥	2186 HK	持有	6.00	7.70	196	17.8	16.0	14.2
東陽光藥	1558 HK	持有	44.35	41.20	199	26.7	22.7	19.9
神威藥業	2877 HK	買入	7.35	11.30	61	10.6	9.8	9.0
康臣藥業	1681 HK	買入	4.66	8.40	40	7.7	7.1	6.3
昊海生物科技	6826 HK	持有	46.85	45.20	159	16.2	16.9	14.7
瑞慈醫療	1526 HK	買入	0.90	2.80	14	11.5	9.0	5.8
康華醫療	3689 HK	買入	4.56	13.10	15	8.0	6.7	5.8
香港醫思醫療	2138 HK	買入	5.28	7.26	52	14.3	13.2	11.5
愛康醫療	1789 HK	買入	9.20	7.20	97	58.9	37.5	29.5
泰格醫藥	300347 CH	買入	62.70	86.79	470	25.2	43.3	32.5
藥明康德	603259 CH	買入	91.62	116.64	1,490	36.9	63.2	47.5
藥明生物	2269 HK	買入	100.70	106.18	1,302	173.7	120.4	83.6
亞盛醫藥	6855 HK	買入	30.00	45.80	63	虧損	虧損	虧損

必需消費								
萬洲國際	288 HK	買入	8.26	9.60	1,216	14.9	12.6	11.8
中國旺旺	151 HK	買入	7.37	7.70	915	23.7	20.9	20.1
蒙牛乳業	2319 HK	買入	31.90	37.00	1,255	38.0	28.7	24.2
伊利股份	600887 CH	買入	31.75	34.04	1,936	32.7	29.5	26.1
交通運輸及租賃								
國銀租賃	1606 HK	持有	1.40	1.90	167	6.3	5.9	5.1
中銀航空租賃	2588 HK	持有	78.40	71.95	544	11.2	10.1	9.0
海通恆信	1905 HK	買入	1.60	1.94	132	8.3	9.0	8.4
中國國航 - H	753 HK	買入	8.26	9.28	1,469	13.8	12.3	11.0
中國國航 - A	601111 CH	買入	9.80	10.40	1,313	18.3	16.3	14.6
吉祥航空 - A	603885 CH	買入	15.17	15.03	298	22.1	21.7	20.5
東方航空 - H	670 HK	買入	4.36	5.80	960	21.0	8.9	7.7
東方航空 - A	600115 CH	買入	5.86	6.86	858	31.4	13.4	11.5
南方航空 - H	1055 HK	買入	5.38	6.08	897	17.9	11.1	8.9
南方航空 - A	600029 CH	持有	7.28	7.63	803	27.0	16.8	13.4
灣區發展	737 HK	買入	3.78	4.88	116	17.4	16.0	13.2
新創建	659 HK	買入	11.10	15.40	434	10.7	10.0	8.0
汽車								
廣汽集團	2238 HK	買入	9.84	9.67	1,259	9.4	6.7	6.3
吉利汽車	175 HK	買入	15.60	16.35	1,430	11.8	10.2	9.6
東風集團股份	489 HK	持有	7.54	8.20	650	4.0	3.6	3.1
長城汽車	2333 HK	持有	5.85	4.99	801	15.9	13.1	10.7
上汽集團	600104 CH	持有	24.17	25.59	2,824	9.4	8.7	8.1
中升控股	881 HK	買入	31.75	33.80	721	17.8	14.5	11.7
美東汽車	1268 HK	買入	10.50	11.30	122	29.4	23.0	15.7
永達汽車	3669 HK	持有	7.20	6.60	132	10.6	8.9	6.9

資料來源：彭博、招銀國際證券研究；截至2020年1月2日

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去 12 個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國 2000 年金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號 201731928D) 在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第 289 章) 所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電 (+65 6350 4400) 聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。