

2月港股策略报告

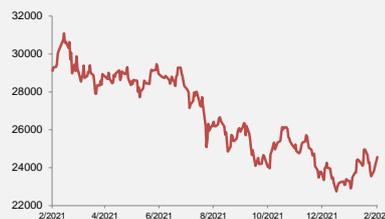
港股估值重估持续，憧憬稳增长国策

香港股市在 2022 年迄今表现出色，低残的估值正获得重估。随着内地加强稳增长政策，中国经济增长料在第二季度反弹，相信这将有助港股继续获向上重估。美联储的加息可能会受到密切关注，但其对股市的实际影响可能要到 2022 年第四季度才会较显著。

- **美联储加息对股市的影响：**利率期货现已反映美联储在 2022 年将加息五次（或 125 个基点）。对市场的影响将更多地取决于利率预测的变化，而不是联邦基金利率的实际变动。
- **美国实际利率可能会在 2022 年第四季度给股市带来更大压力。**联邦基金利率本身的上涨，除非比预期更激进，否则可能不会对股市不利。当实际利率为正时，美国股市通常表现更差。由于高通胀，实际收益率现在为负值，但可能会在 2022 年第四季度反弹至接近正值。
- **美国价值股在加息周期的早期表现优于增长股。**我们回顾了美国股票在前四个加息周期中的回报率，并观察到：1) 股票在加息周期后段的回报率较低；2) 金融、能源和材料等价值股在加息周期的早段表现优于成长股，但在周期后段表现不佳，因为价值股更容易受到加息导致的经济放缓的影响。
- **中国第二季度的 GDP 增长可能因促增长政策而改善。**由于 COVID 疫情反复和房地产市场疲软，中国经济在第一季度出现放缓迹象。但在政策支持下，经济可能在二季度改善。预计流动性和信贷供应将进一步放松，财政政策支持力度加大，对包括互联网行业在内的私营部门采取更友好的政策。
- **恒指在中国经济反弹时表现较好，互联网与工业领涨。**2011-2019 年，有八个季度中国 GDP 环比增速回升至少 0.2 个百分点。在这八个季度中，恒指平均上涨 2.8%，而其他季度仅上涨 0.3%。按行业划分，互联网和工业是“复苏”季度的最大赢家。
- **看好行业：互联网、工程机械、新能源汽车。**1) **互联网：**已经消化了过去一年的大部分政策逆风，近期的政策消息较为中性甚至正面；2) **工程机械：**受益于基建支出的预期提速，而随着钢材成本压力的缓解，利润率可能会有所改善；3) **新能源汽车：**2022 年中国新能源汽车销量料保持强劲增长。中国第二季度经济增长反弹将提振汽车销售和市场情绪。近期中国领先的新能源汽车初创企业股价下跌 30-40%，提供买入良机。

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

恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

近期市场策略报告

1. 策略报告：美联储暗示 3 月开始加息，最快 6 月缩表 (英文)
2. 策略报告：港股估值低残，国策推动重估 - 2022 月 1 月 7 日
3. 2022 年策略报告：伏虎添翼 港股回春 - 2021 年 12 月 10 日
4. 11 月港股策略报告：板块轮动机会 - 2021 月 11 月 4 日
5. 策略报告：中国滞胀忧虑言过其实 - 2021 月 10 月 6 日 (英文)
6. 策略报告：恒指离底不远，看好国策支持板块 - 2021 月 9 月 7 日
7. 策略报告：推测恒指底部 - 2021 月 8 月 23 日
8. 8 月港股策略报告：买入政策风险低的增长股 - 2021 月 8 月 5 日
9. 策略报告：下半年展望 - 增长股重拾动力 - 2021 月 7 月 7 日

目录

市场回顾.....	3
美国联储局退市部署.....	3
加息周期初段，美国价值股跑赢增长股.....	5
中国股市料将受惠经济增速回升.....	6
看好的行业.....	7
技术分析.....	8

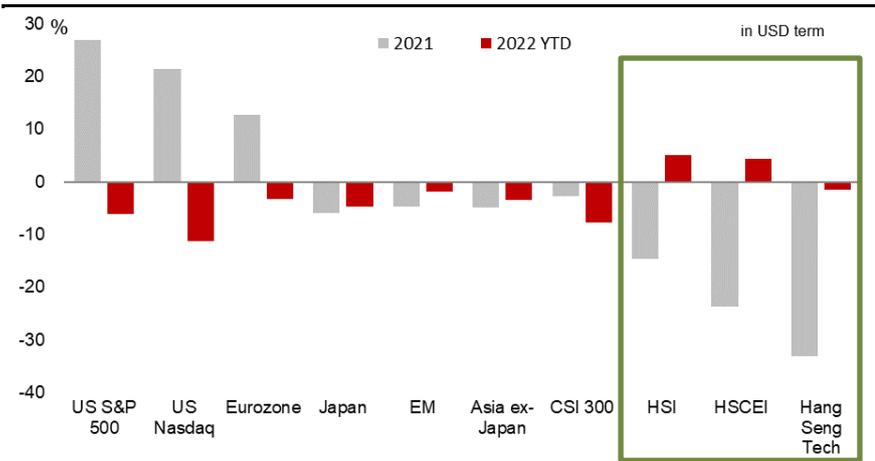
市场回顾

■ 港股今年表现领先

年初至今，香港股市较全球其他主要股市表现突出，截至2月4日，恒生指数上涨5.0%，而其他主要市场均出现下跌（图1）。这与2021年的表现相反。

正如我们在1月份策略报告中所预测，中国的政策转向稳增长以及内地投资者对港股重现兴趣，有助估值低残的港股获得重新估值。

图1：全球主要股市表现：2021 vs 2022年初至今



资料来源：彭博，招银国际证券

美国联储局退市部署

■ 市场已反映美国今年加息五次的预期

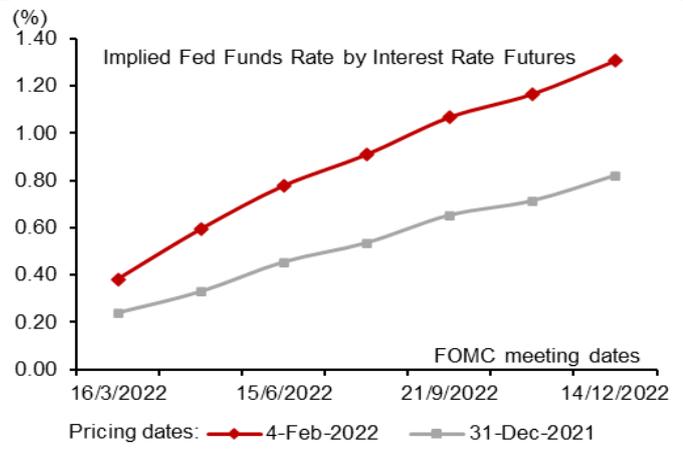
美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 在1月份的会议上发出鹰派讯号，暗示今年3月将开始一连串的加息，并可能最早在今年6月开始缩减资产负债表（请参阅我们的FOMC会议后策略报告）。

但偏鹰的美联储并没有真正让投资者感到意外，因为市场对联邦基金利率的预期在FOMC会议之前已经显着上调。2021年底，利率期货反映预期2022年加息三次，现在则反映加息五次（图2）。

随着加息预期升温，美股出现久违的调整，标普500指数较1月初高位下跌最多12%（图3）。

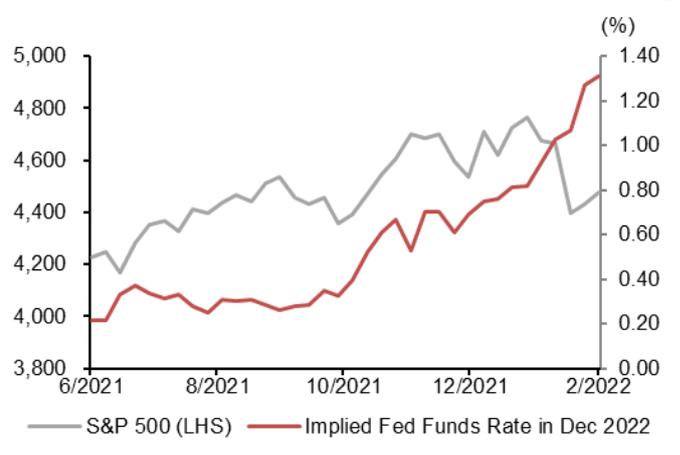
展望未来，加息对金融市场的影响将更多地取决于利率预测的变化，而不是联邦基金利率的实际变动。由于利率期货已经消化了五次加息（合共125个基点），如果美联储确实按预期加息，股市应该不会有太大的冲击。

图 2：利率期货反映的加息预期升温



资料来源：彭博，招银国际证券

图 3：美股受加息预期升温影响而调整逾一成



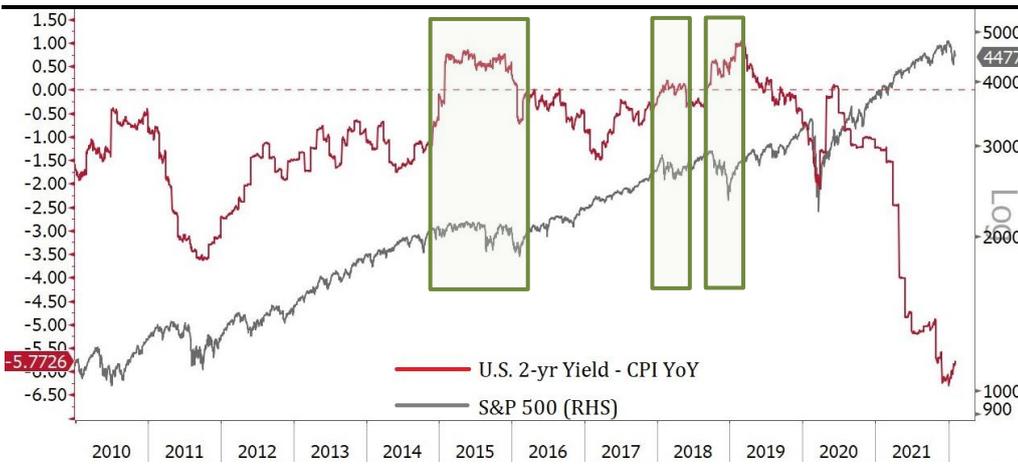
资料来源：彭博，招银国际证券

■ 实际利率可能会在 2022 年第四季度对股票构成更大压力

自 2008 年进入零利率年代后，当实际利率为正时，美国股市通常表现较差。即使在 2015-2018 年的上一个加息周期中，美国股市也只有在实际利率攀升至正值时才会承受较大压力（图 4）。由于美国 CPI 通胀率为 7%，实际收益率目前为负值（-5.8%），但可能会在 2022 年第四季度反弹至接近正值，根据彭博调查，届时 CPI 同比预计将下降至 3.1%，同时联邦基金利率可能上升了 1.25%。

换句话说，除非利率升幅比预期更大，联邦基金利率的上升本身可能不会对股市不利。较高的联邦基金利率加上较低的通胀，以致实际利率变为正值，其影响才会较负面，但估计这不会在今年第四季度之前发生。

图 4：美股通常于实际利率为正时面临较大沽压



资料来源：彭博，招银国际证券

加息周期初段，美国价值股跑赢增长股

由于美国很可能在 2022 年 3 月 16 日的 FOMC 会议后进入加息周期，因此我们回顾了美国股市在之前的加息周期中按风格/板块的表现。我们在之前的[策略报告](#)中已经说明，当利率上升时，美国成长股往往表现不佳。

我们现在来看看前四个加息周期中每个行业的回报（图 5-8）。有两个主要观察：

1. 股票在加息周期的后期（1995 年第一季度除外），回报率较低；
2. 金融、能源和材料等价值股在加息周期的早段表现优于成长股，但在周期的后段表现不佳，可能是因为价值股更容易受到加息导致的经济放缓的影响。

图 5：美股各行业于加息周期中的季度表现 (1994-1995)

联邦基金利率 (%)	1st hike				last hike	
	3.00	3.50	4.25	4.75	5.50	6.00
标普500指数各行业	Q4 1993	Q1 1994	Q2 1994	Q3 1994	Q4 1994	Q1 1995
资讯科技指数	5.3%	4.2%	-6.5%	12.6%	8.6%	12.0%
健康护理指数	9.5%	-11.4%	5.8%	14.8%	2.4%	10.6%
可选消费指数	7.0%	-4.0%	-3.2%	-0.5%	-2.5%	7.2%
通讯服务指数	-7.2%	-5.9%	4.6%	-0.3%	-6.8%	5.5%
金融指数	-7.7%	-4.9%	5.1%	-2.4%	-4.0%	11.8%
工业指数	5.4%	-2.6%	-3.2%	1.7%	-0.7%	10.8%
基本消费指数	7.9%	-4.9%	-1.7%	10.5%	3.3%	8.0%
公用指数	-7.3%	-12.4%	-8.0%	1.8%	1.0%	3.9%
物料指数	9.9%	0.3%	1.0%	10.8%	-8.0%	7.7%
能源指数	-5.9%	-3.4%	1.7%	0.4%	0.9%	10.3%

资料来源：彭博，招银国际证券

图 6：美股各行业于加息周期中的季度表现 (1999-2000)

联邦基金利率 (%)	1st hike				last hike	
	4.75	5.00	5.25	5.50	6.00	6.50
标普500指数各行业	Q1 1999	Q2 1999	Q3 1999	Q4 1999	Q1 2000	Q2 2000
资讯科技	12.2%	11.6%	4.9%	35.8%	13.5%	-9.3%
健康护理	2.7%	-5.4%	-10.5%	1.6%	-0.2%	23.1%
可选消费	10.4%	3.9%	-8.7%	18.4%	-3.9%	-8.8%
通讯服务	3.0%	12.9%	-7.7%	9.4%	-1.7%	-14.3%
金融	7.0%	4.6%	-15.5%	8.3%	1.8%	-3.4%
工业	3.7%	12.1%	-5.2%	8.9%	-1.5%	-1.4%
基本消费	-8.5%	0.0%	-12.9%	4.7%	-17.5%	13.1%
公用	-10.4%	10.3%	-5.9%	-6.2%	6.4%	4.8%
物料	0.8%	20.0%	-8.6%	11.3%	-12.7%	-15.4%
能源	5.2%	12.0%	-1.7%	0.2%	1.8%	2.4%

资料来源：彭博，招银国际证券

图7：美股各行业于加息周期中的季度表现(2004-2006)

联邦基金利率 (%)	1st hike								last hike	
	1.00	1.25	1.75	2.25	2.75	3.25	3.75	4.25	4.75	5.25
标普500指数各行业	Q1 2004	Q2 2004	Q3 2004	Q4 2004	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q4 2005	Q1 2006	Q2 2006
资讯科技	1.3%	1.3%	-2.3%	8.7%	-2.6%	0.9%	3.1%	1.6%	3.7%	-1.9%
健康护理	-2.6%	2.8%	-10.0%	13.4%	-7.5%	1.6%	5.8%	0.9%	4.0%	-9.8%
可选消费	-0.9%	2.3%	-5.7%	4.8%	-1.0%	3.7%	1.1%	1.0%	0.9%	-5.4%
通讯服务	1.0%	-0.5%	-1.4%	13.1%	-5.9%	-1.2%	-1.1%	0.8%	2.7%	-0.7%
金融	4.2%	-1.8%	5.5%	7.4%	-8.6%	2.6%	-2.0%	-1.1%	13.4%	-1.4%
工业	4.3%	-2.9%	-0.2%	7.2%	-7.0%	3.6%	0.1%	7.5%	2.6%	-0.8%
基本消费	-1.4%	8.0%	-0.5%	9.5%	-2.0%	-3.8%	1.9%	4.5%	6.5%	-0.5%
公用	5.1%	0.0%	-6.1%	7.4%	0.2%	-1.2%	2.5%	-0.1%	1.0%	2.3%
物料	4.2%	-2.3%	5.7%	11.1%	4.4%	8.3%	6.4%	-6.3%	-2.0%	4.7%
地产	-2.3%	2.0%	3.0%	8.0%	1.3%	-10.0%	1.3%	10.6%	6.8%	-1.0%
能源	7.5%	-5.6%	4.6%	14.8%	-6.7%	12.1%	2.5%	0.1%	13.9%	-1.4%

资料来源：彭博，招银国际证券

图8：美股各行业于加息周期中的季度表现(2016-2018)

联邦基金利率 (%)	1st hike						last hike			
	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50
标普500指数各行业	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
资讯科技	12.4%	0.8%	12.2%	3.8%	8.3%	8.6%	3.2%	6.7%	8.5%	-17.7%
健康护理	0.5%	-4.4%	7.9%	6.7%	3.2%	1.1%	-1.6%	2.7%	14.0%	-9.1%
可选消费	2.5%	1.9%	8.1%	2.0%	0.5%	9.5%	2.8%	7.8%	7.8%	-16.7%
通讯服务	-6.6%	3.5%	-5.1%	-8.1%	5.4%	2.3%	-8.7%	-2.3%	8.4%	-13.6%
金融	4.0%	20.5%	2.1%	3.8%	4.8%	8.1%	-1.4%	-3.6%	3.9%	-13.6%
工业	3.6%	6.6%	4.0%	4.2%	3.7%	5.5%	-2.0%	-3.7%	9.5%	-17.7%
基本消费	-3.3%	-2.7%	5.6%	0.9%	-2.0%	5.8%	-7.8%	-2.3%	4.9%	-6.0%
公用	-6.7%	-0.8%	5.4%	1.4%	2.0%	-0.6%	-4.2%	2.8%	1.5%	0.5%
物料	3.2%	4.1%	5.3%	2.6%	5.6%	6.4%	-6.0%	2.1%	-0.1%	-12.8%
地产	-2.9%	-5.3%	2.7%	1.8%	0.1%	2.3%	-5.8%	5.1%	0.0%	-4.7%
能源	1.6%	6.6%	-7.3%	-7.0%	6.0%	5.3%	-6.6%	12.7%	-0.1%	-24.4%

*略去 2015年四季度的一次加息

资料来源：彭博，招银国际证券

中国股市料将受惠经济增速回升

■ 中国 GDP 增速料于二季度改善，受惠稳增长政策

中国经济增长在 2022 年第一季度出现放缓迹象，由于新冠疫情反复和房地产市场疲软。但我们的经济学家预计，在政策支持下，中国经济会从 2022 年第二季度开始改善。预计流动性和信贷供应将进一步放松，财政政策支持力度加大，对包括互联网行业在内的私营部门采取更友好的政策。根据彭博调查，市场料中国 GDP 环比增长可能会从 2021 年第四季度的 1.6% 放缓至 2022 年第一季度的 1.2%，然后在 2022 年第二季度反弹至 1.5%。

■ 中国 GDP 增速反弹时，恒指表现较佳；互联网与工业股领涨

2011-2019年，有8个季度中国GDP环比增长回升至少0.2个百分点（图9-10中以粗体显示）。在这八个季度中，恒生指数平均上涨2.8%，而其他季度仅上涨0.3%。恒指在八个“复苏”季度中的仅仅两个季度下跌。按行业划分，互联网、医疗和工业是“复苏”季度的最大赢家。

图9：港股于中国GDP增速反弹时表现更佳(2012-2015)

中国GDP环比(%)	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015
恒生指数	1.5	1.9	2.1	1.8	2.0	1.9	1.8	2.1	1.6	1.8	1.8	1.8	1.7	1.9	1.8	1.7	1.6
可选消费	4.8%	11.5%	-5.4%	7.2%	8.7%	-1.6%	-6.7%	9.9%	2.0%	-5.0%	4.7%	-1.1%	2.9%	5.5%	5.4%	-20.6%	5.1%
基本消费	7.3%	16.7%	-16.7%	5.4%	14.2%	-1.4%	-4.3%	17.0%	11.2%	-6.9%	-1.9%	-10.6%	-3.1%	2.4%	-2.5%	-19.9%	6.4%
能源	4.6%	7.3%	-6.1%	6.7%	0.8%	5.2%	-3.1%	9.0%	4.0%	-7.3%	-4.2%	-6.5%	-5.8%	-2.7%	8.2%	-25.7%	-0.4%
金融	4.9%	9.5%	-11.5%	4.9%	10.9%	-7.5%	-19.0%	10.9%	0.8%	-7.7%	9.3%	-3.8%	-14.8%	-0.5%	1.9%	-31.9%	-0.5%
医疗	8.5%	11.0%	-5.4%	4.0%	13.8%	0.2%	-8.2%	8.7%	3.0%	-7.4%	2.9%	1.0%	11.8%	1.9%	8.8%	-24.4%	7.4%
工业	1.5%	9.6%	-3.4%	6.0%	-0.9%	9.8%	1.3%	-0.7%	18.9%	4.5%	-3.1%	16.4%	-5.5%	0.5%	4.2%	-16.5%	12.8%
资讯科技	8.0%	7.9%	-13.1%	-7.9%	29.6%	-8.9%	-9.9%	20.4%	1.7%	-3.6%	-2.2%	4.2%	6.8%	15.5%	1.7%	-19.0%	-1.0%
物料	0.3%	29.8%	-3.9%	10.8%	-1.3%	2.7%	16.7%	22.2%	16.0%	6.4%	9.3%	-2.2%	-4.3%	25.3%	5.6%	-19.9%	15.4%
地产	9.6%	9.7%	-18.8%	6.6%	13.8%	-6.4%	-23.6%	9.1%	0.2%	-7.0%	1.8%	5.2%	-0.7%	3.0%	13.0%	-34.1%	6.0%
电讯	10.0%	12.7%	-0.4%	11.8%	13.7%	-4.7%	-8.4%	7.4%	-3.9%	-4.3%	0.3%	-0.3%	7.7%	6.2%	7.9%	-18.1%	3.8%
公用	-2.3%	6.9%	-4.9%	6.2%	3.5%	-9.0%	-1.7%	6.8%	-6.0%	-10.7%	7.6%	16.5%	-0.4%	10.8%	-1.9%	-9.6%	-3.5%
公用	2.3%	3.7%	-2.0%	7.7%	5.0%	12.8%	-6.2%	1.4%	6.1%	-2.2%	7.7%	-3.1%	4.1%	2.6%	2.1%	-9.7%	-3.0%

资料来源：彭博，招银国际证券

图10：港股于中国GDP增速反弹时表现更佳(2016-2019)

中国GDP环比(%)	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019
恒生指数	1.4	1.9	1.7	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.8	1.6	1.4	1.5	1.6	1.2	1.4	1.3
可选消费	-5.2%	0.1%	12.0%	-5.6%	9.6%	6.9%	6.9%	8.6%	0.6%	-3.8%	-4.0%	-7.0%	12.4%	-1.8%	-8.6%	8.0%
基本消费	-4.7%	-5.3%	12.1%	-4.0%	14.2%	7.9%	12.5%	8.9%	-3.7%	-6.0%	-11.1%	-10.5%	14.6%	-3.6%	-5.6%	10.2%
能源	-2.5%	-0.3%	2.0%	3.1%	5.3%	-0.7%	13.9%	11.8%	3.0%	0.3%	-9.2%	-8.7%	22.2%	3.2%	-4.3%	5.5%
金融	5.6%	6.6%	0.2%	1.3%	5.8%	-7.4%	6.3%	6.9%	4.6%	7.5%	10.6%	-21.9%	13.6%	-11.0%	-8.3%	3.5%
医疗	-12.0%	-1.8%	13.3%	-1.0%	7.3%	7.1%	5.0%	8.7%	-0.1%	-5.8%	-2.6%	-7.0%	9.6%	0.4%	-9.0%	7.3%
工业	-10.4%	-4.3%	9.4%	-3.8%	13.3%	3.1%	3.2%	23.2%	16.1%	4.1%	-17.8%	-26.0%	25.0%	-8.4%	6.3%	12.0%
资讯科技	-5.1%	-5.4%	5.4%	-2.4%	15.0%	2.0%	17.4%	1.1%	3.6%	-4.0%	-10.4%	-11.2%	15.6%	-10.0%	0.3%	16.7%
物料	1.8%	7.0%	19.1%	-8.8%	16.5%	19.0%	17.9%	17.6%	-0.5%	-4.8%	-17.0%	-10.5%	14.4%	-1.9%	-4.0%	14.8%
地产	6.8%	2.0%	6.8%	4.0%	13.0%	2.0%	18.1%	-4.1%	0.2%	-10.9%	-8.3%	-13.9%	10.5%	-9.4%	-12.9%	14.3%
电讯	-4.2%	-0.2%	14.5%	-10.3%	18.1%	6.5%	14.1%	3.7%	2.8%	-5.8%	-5.7%	-1.6%	21.0%	-4.5%	-11.9%	13.6%
公用	1.0%	-1.4%	6.4%	-11.3%	4.8%	-1.3%	-3.6%	-0.7%	-8.5%	-2.1%	8.5%	-0.6%	9.4%	-8.1%	-8.1%	-2.3%
公用	-0.5%	-1.6%	3.5%	-8.6%	10.1%	2.2%	2.0%	0.8%	3.4%	-0.7%	-1.9%	0.6%	5.6%	-1.9%	-6.6%	2.4%

资料来源：彭博，招银国际证券

看好的行业

1. 互联网 - 可能在第二季度基本面改善之前获重估

我们认为，市场在过去一年中已反映中国互联网行业的大部分监管风险。虽然更多具体的监管措施可能会继续推出，但相信它们会在已宣布的框架内，并得到市场的充分预期，因此监管带来的股价进一步下行空间有限。

近期的政策消息变得较为中性甚至正面。例如，在1月28日，中央网信办等四部门召开促进互联网企业健康持续发展工作座谈会，表示要优化环境、激发活力，推动互联网企业健康持续发展。

2. 工程机械 - 受益于基建投放加大

随着中国政策转向稳增长，我们预计基础设施支出将加大，并在地方政府专项债券靠前发行的支持下，机械的新需将获提振。电子化和智能化正在加快采矿和港口设备的更换周期，这些设备已经获得了强劲的订单。随着成本压力（钢铁）的缓解，利润率可能会提高。

3. 新能源汽车 - 回调后为买入良机

中国领先的新能源汽车新势力之股价年初至今下跌了30-40%，提供了良好的吸纳机会。我们预计2022年中国新能源汽车销量将保持强劲增长（新能源乘用车批发量料将增长接近50%）。中国第二季度宏观经济增速的预期反弹，料会提振汽车行业的销售和情绪。港股情绪的持续改善，亦对这个高贝塔增长行业有利。

技术分析

■ 恒指守于长期升轨之上

恒指在2008年、2016年和2020年的熊市低谷连成一条长期上升轨，并在2021年12月和2022年1月初的近期低点成功守于此升轨上（图11）。

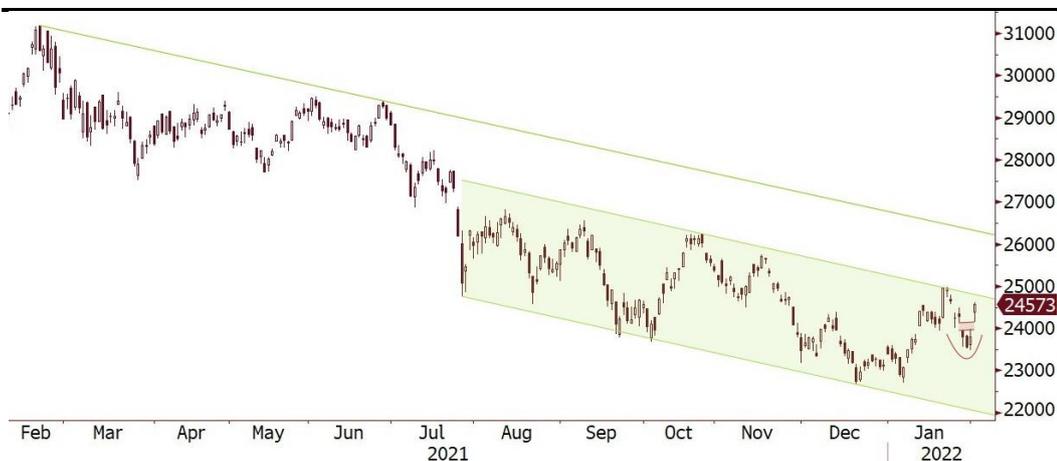
看较近期，恒指仍处于半年下行通道中，但在2月4日的裂如上升中形成了利好的“岛形底”，因此有可能突破下行通道。下一个阻力位将是26,000点附近的一年下降轨（图12）。

图11：恒指自2008年以来之长期升轨



资料来源：彭博，招银国际证券

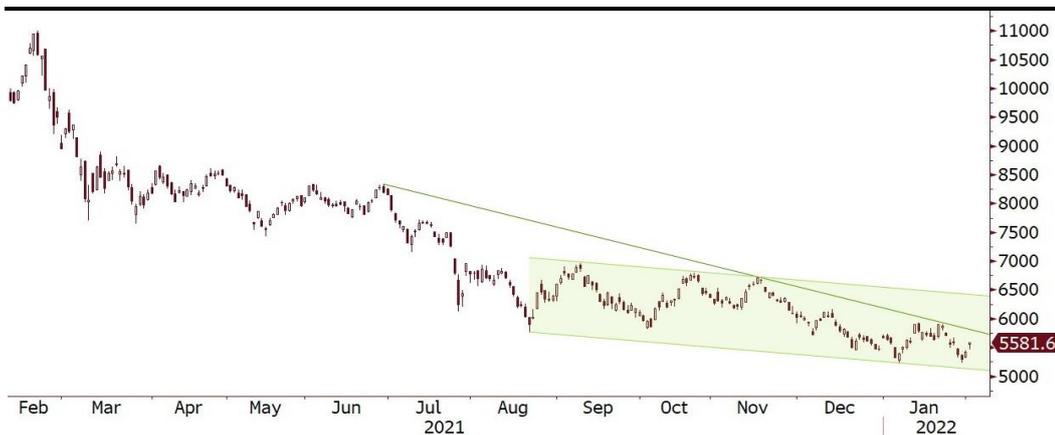
图12：恒指有望反弹至26,000



资料来源：彭博，招银国际证券

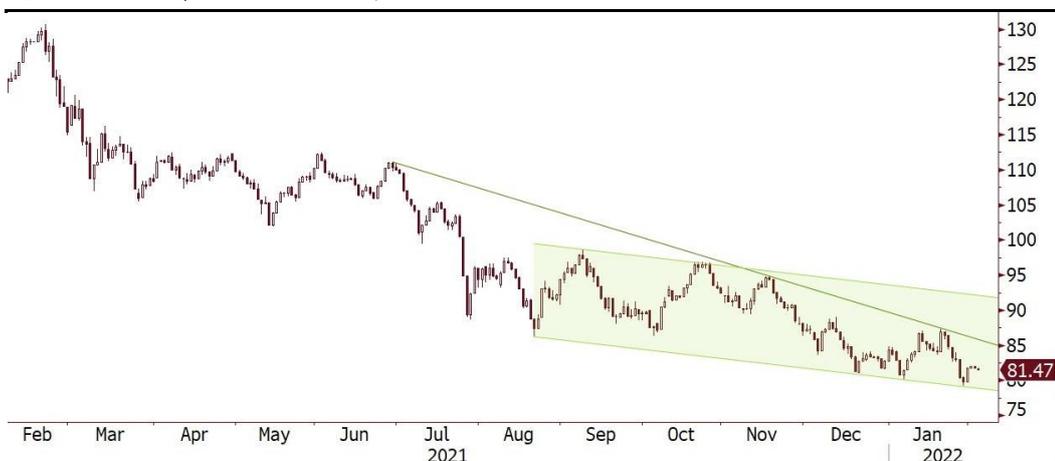
互联网股票占比较高的指数 - 恒生科技和 MSCI 中国呈现类似的走势。两者均处于半年下行通道。如果能够突破短期下降轨阻力，则可能升至下降通道顶部，即较现水平有逾 10% 的上行空间。

图 13：恒生科技指数挑战下降轨阻力



资料来源：彭博，招银国际证券

图 14：MSCI 中国指数挑战下降轨阻力



资料来源：彭博，招银国际证券

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有关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責任。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。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。