

1月港股策略报告

料先升后跌，周期股补涨

近月港股大幅反弹，主要憧憬中美贸易协议及内地稳增长政策。本月焦点是料于月中签订的首阶段贸易协议，唯须防港股出现反高潮表现。估计恒指月内或先升后回落。近期的经济数据及政策均较有利周期性股份，可望于上半月继续跑赢大市，中线则仍看好盈利能见度高的内需股。

- **中美即将签订首阶段协议。**特朗普指中美将于1月15日签署第一阶段贸易协议，并将于稍后到北京商讨第二阶段协议。这无疑是好消息，但股市自10月中起已受首阶段协议之憧憬推升，须防正式签署后反而获利回吐。过去一年多，贸易战消息反复，市场已不止一次出现“趁好消息沽货”的现象。
- **中国全面降准带来小惊喜。**人行于1月1日公布全面降准0.5个百分点，释放8,000多亿元资金。市场原本对降准有预期，但全面降准或超出部份市场人士之预期，而且新一年第一天便宣布降准，或会被市场视为定调全年货币政策倾向宽松。回顾过去五年人行降准后，港股及A股短期涨跌参半，但若降准翌日股市上升，短期内多数能延续升势。今次新年宣布降准后，恒指及上证综指皆升逾1%，或意味1月上半月市况可保持强势。
- **中国经济增速回稳。**近几个月中美贸易战风险缓和，中国经济下行的忧虑降温，而近期公布的数据亦显示内地经济有回稳迹象。制造业PMI于11月及12月都处于50以上的扩张区域，确认经济活动持续复苏。同时，官方PMI的物价分类指数于12月亦回升，预示未来数月PPI回升，应有助H股企业盈利及估值。
- **观望市场风险胃纳拐点。**在中美贸易协议的憧憬及人民银行降准支持下，市场气氛于1月份上半月较大机会维持乐观，但预期于1月15日签订的中美首阶段协议，可能成为港股拐点。宜监察风险胃纳指标VHSI。往绩显示VHSI多数于12-13见底。最近VHSI由13以下反弹至15以上，若进一步升至17，可能意味市场转至避险模式，届时宜减持港股，锁定利润。
- **技术分析：国指、上证头肩底。**恒指8月中见底以来，营造上升通道，刚刚升抵通道顶部，料升势将放缓。国指则已升穿“头肩底”之颈线，中线量度目标约12,100，短期阻力于去年5月之下跌裂口11,429。上证综指同样形成“头肩底”利好形态，最近升穿颈线，中线量度目标约3,350。三项指数之14天RSI均已升至超买区，虽然暂无大幅回调之压力，唯须持续留意RSI会否与指数出现“顶背驰”之见顶讯号。
- **本月展望：恒指或先升后跌。**市场期待已久的中美贸易协议（首阶段）预期于1月15日正式签订，有机会成为港股的分水岭——假如协议内容缺乏惊喜，过去三个月反弹幅度颇大的恒指，恐怕将会出现较大的获利回吐压力。粗略估计，1月份恒指将呈先升后跌走势。
- **投资策略：周期性板块短期跑赢。**短期内市场风险胃纳偏高、中国经济数据回稳、货币政策偏向宽松，皆较有利周期性股份/旧经济股。现时市场出现板块轮动，旧经济股补涨。内房、内银、内地券商、水泥、基本金属、石油、汽车、工程机械、5G/手机设备均有望于1月上半月跑赢大市。相反，估值较高、去年累积升幅较大的内需股，以及缺乏利好因素的香港本地股份如银行及地产，短期内料跑输周期性股份。中线而言，需求稳定增长、盈利能见度较高的行业具吸纳价值，例如乳业、医药、教育、物业管理、体育服装。

苏沛丰, CFA

电话: (852) 3900 0857

邮件: danielso@cmbi.com.hk

朱肖炜

电话: (86) 0755-83169193

邮件: alphonsezh@cmbchina.com

恒生指数	28,544
52周高/低位	30,280/24,897
大市3个月日均成交	772亿港元

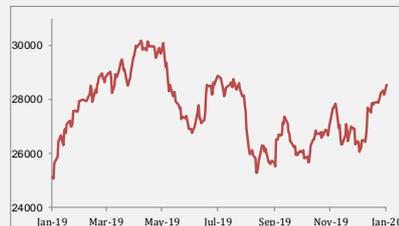
资料来源: 彭博

恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1-月	8.3%	9.9%
3-月	9.4%	11.0%
6-月	0.0%	4.0%

资料来源: 彭博

恒生指数一年走势图



资料来源: 彭博

近期市场策略报告

1. [“2020年策略报告：恒指目标区间25,100 - 30,200” - 2019年12月13日](#)
2. [“内需股中线续看好” - 2019年11月1日](#)
3. [“波动市况，消息主导” - 2019年10月2日](#)
4. [“恒指今年最低目标调低至22200” - 2019年9月3日](#)
5. [“贸易战升温，高息股避险” - 2019年8月2日](#)

目录

中美贸易 - 即将签订首阶段协议	3
中国货币政策 - 全面降准带来小惊喜	4
中国经济 - 增速回稳	5
市场风险胃纳 - 观望拐点	6
技术分析	7
投资策略	9
A 股市场观点 - 股市短期偏向震荡	10
附录 1: 恒生指数成份股估值	13
附录 2: 恒生国企指数成份股估值	14
附录 3: 招银国际研究部覆盖股份	15

中美貿易 - 即將簽訂首階段協議

香港股市于 2019 年跑輸歐美及中國內地股市，恒指全年升 9.1%，升幅集中于第四季，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稳增长政策。

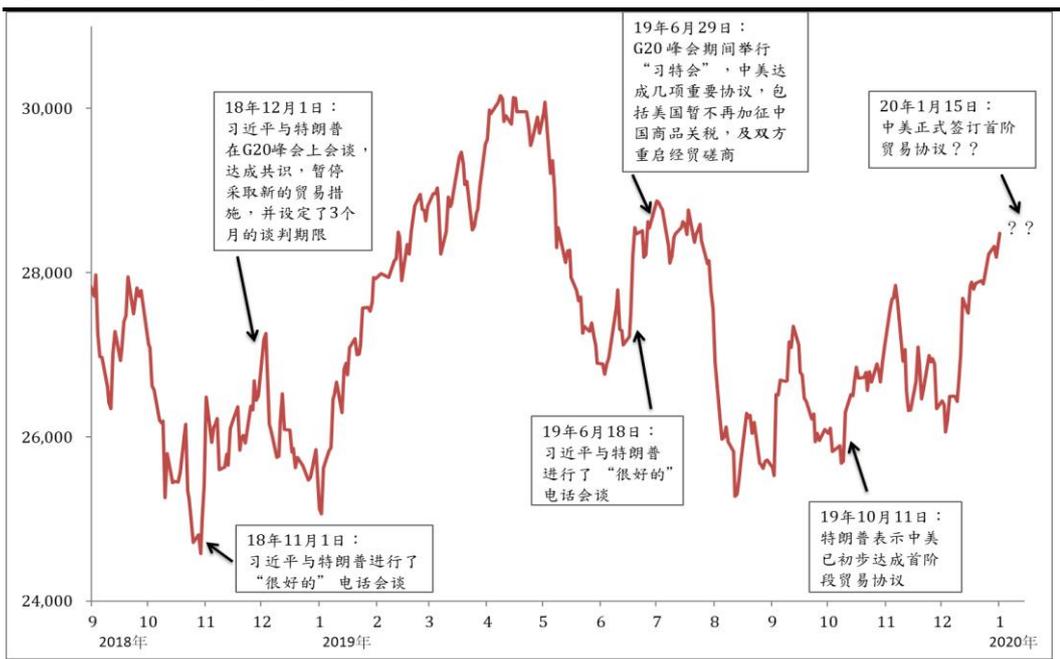
持續已近兩年的中美貿易戰，于 2019 年第四季傳來較多好消息，美國總統特朗普于 10 月 11 日表示，中美已初步達成首階段貿易協議。此消息利好全球市場氣氛，美股屢創新高，港股亦大幅反彈。12 月 31 日，特朗普于推特發文表示，將於 1 月 15 日在白宮與中國簽署第一階段貿易協議，中國高級官員將出席，而特朗普稍後將會到北京商討第二階段協議。

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復，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，恒指于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，是由于同年 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 峰会前恒指已累升逾 6%。
- 2019 年 6 月 29 日，G20 峰会期間舉行“習特會”，中美達成幾項重要協議，包括美國暫不再加征中國商品關稅，及雙方重啟經貿磋商。此“好消息”同樣對港股無甚幫助，恒指于其後三個交易日見頂，并于其後一個半月下跌 14%。趁好消息沽貨的原因，同樣是由于 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于 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，中美初步达成首阶段贸易协议之消息，自10月11日起一直推升港股，恒指本轮升浪应已反映大部份相关利好因素，除非协议之具体内容带来惊喜（例如双方下调/撤回之关税幅度胜预期），估计靴子落地后，恒指较大机会出现获利回调之沽压。

中国货币政策 - 全面降准带来小惊喜

人民银行于2020年1月1日公布，1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。今次是全面降准，体现逆周期调节，释放长期资金约8,000多亿元人民币。人行有关负责人表示，此次降准有效增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低金融机构支持实体经济的资金成本，直接支持实体经济，而此次降准与春节前的现金投放形成对冲，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定，并非大水漫灌，稳健货币政策取向没有改变。

市场原本对降准应有预期，因为1) 国务院总理李克强2019年12月23日考察成都银行自贸区支行时，表示国家将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施，推动小微企业融资难融资贵问题明显缓解；2) 最新一期的LPR（贷款市场报价利率）报价在12月20日未下调，在中央经济工作会议“降低实体融资成本”要求下，市场预期货币政策仍然有宽松的空间；3) 今年春节在1月底，较平常早，加上新年地方专项债发行在即，银行体系短期内有较大资金压力，降准有助对冲流动性压力。

料以组合拳应付资金需求

虽然市场已有预期降准，我们认为仍有利股市气氛，因为1) 此次是全面降准，部份市场人士原估计定向降准；2) 新一年第一天便宣布降准，或会被市场视为定调全年货币政策倾向宽松。我们的经济师估计，人行于1月份将以多项货币政策工具，例如MLF（中期借贷便利）、逆回购、PSL（抵押补充贷款）等，应付春节前之流动性需求。LPR则料于1月20日下调5基点。

图2: 人行降准对股市影响

宣布日期	内容	公布后 1个交易日		公布后 10个交易日	
		恒指	上证	恒指	上证
20年1月1日	全面降准0.5个百分点，释放长期资金8,000亿元	1.3%	1.1%	??	??
19年9月6日	全面降准0.5个百分点，另外定向降准1个百分点，共释放长期资金9,000亿元	-0.0%	0.8%	-1.0%	-0.8%
19年5月6日	定向降准0.5个百分点，释放长期资金2,800亿元	-2.9%	-5.6%	-7.6%	-6.4%
19年1月4日	全面降准1个百分点，释放长期资金8,000亿元	0.8%	0.7%	5.7%	3.2%
18年10月7日	定向降准1个百分点，用于置换MLF，释放增量资金约7,500亿元	-1.4%	-3.7%	-1.6%	-9.6%
18年6月24日	定向降准0.5个百分点，释放资金约5,000亿元，用于“债转股”项目	-1.3%	-1.1%	-2.2%	-4.9%
18年4月17日	定向降准1个百分点，用于偿还MLF，释放增量资金约4,000亿元	0.7%	0.8%	2.2%	1.1%
16年2月29日	全面降准0.5个百分点	1.5%	1.7%	6.9%	6.4%
15年10月23日	减息0.25厘；全面降准0.5个百分点，另外定向降准0.5个百分点	-0.2%	0.5%	-1.2%	5.2%
15年8月25日	减息0.25厘；全面降准0.5个百分点	-1.5%	-1.3%	3.4%	7.9%
15年4月19日	全面降准1个百分点，另外定向降准1个百分点	-2.0%	-1.6%	1.7%	4.5%
15年2月4日	全面降准0.5个百分点，另外定向降准0.5个百分点	0.3%	-1.2%	0.6%	1.7%

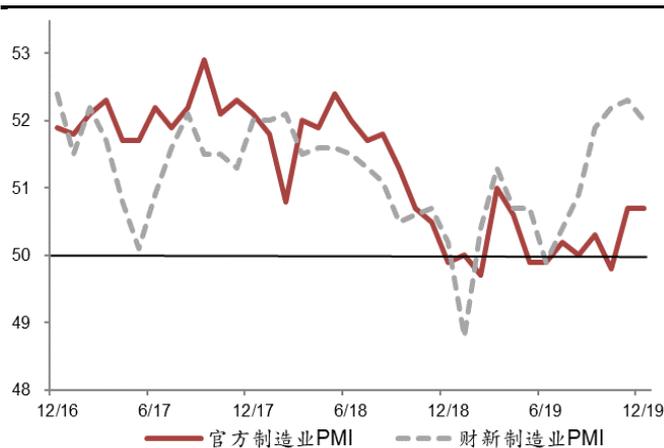
资料来源：彭博、招银国际证券研究

回顾过去五年人行降准后，港股及 A 股之短期表现，并无明显的规律，相信是因为市场同时受放水的力度、原本之预期、当时之气氛及其他因素如贸易战影响。粗略而言，升跌大概参半，唯近两年下跌的机率较高。有一点值得一提：宣布降准翌日之股市表现，或预视短期内（10 个交易日）向同一方向运行。换言之，若降准翌日股市上升，短期内多数能延续升势，反之亦然。今次新年宣布降准后，恒指及上证综指皆升逾 1%，或意味 1 月上半月市况可保持强势。

中国经济—增速回稳

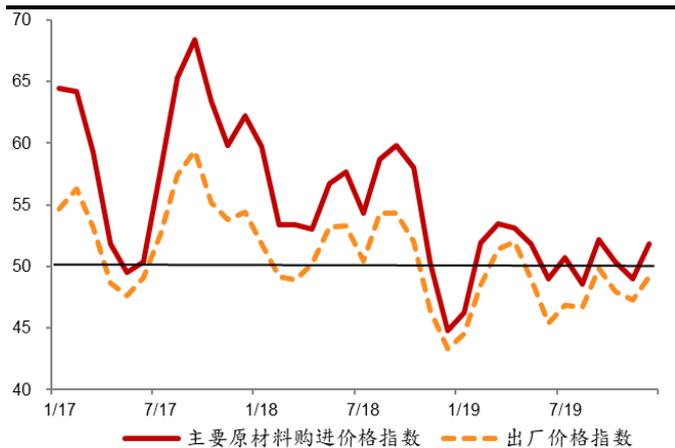
随着近几个月中美贸易战风险缓和，市场对中国经济下行的忧虑降温，而近期公布的数据亦普遍显示内地经济有回稳迹象。制造业采购经理指数（PMI）——其中一个最重要的领先指标——于 11 月及 12 月都处于 50 以上的扩张区域，其中官方 PMI 连续两个月于 50.2，而早于 8 月份已重上 50 以上的财新 PMI，虽于 12 月回落至 51.5，仍较官方 PMI 高。11 月份官方 PMI 回升，某程度是由于 10 月假期后之季节性因素所致，12 月数据持平则确认经济活动持续复苏。

图 3：中国制造业 PMI 于 50 以上扩张区



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 4：PMI 价格分类指数回升

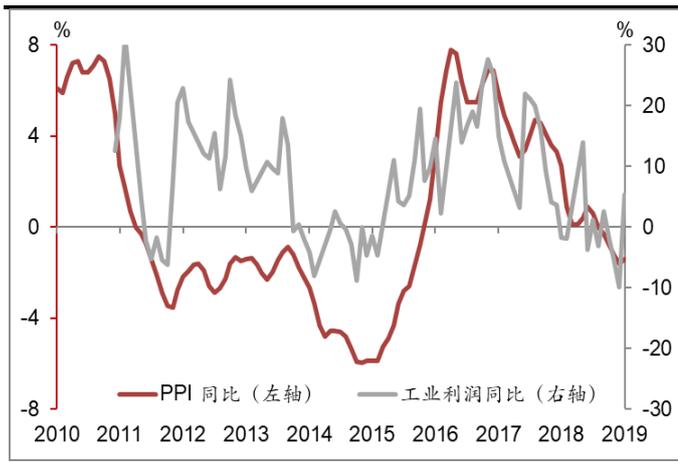


资料来源：彭博、招银国际证券研究

官方 PMI 的物价分类指数于 12 月亦回升，预示未来数月 PPI（工业生产者出厂价格指数）回升。

中国 PPI 与工业利润及 H 股盈利关系密切。PPI 同比变幅于 2017 年初见顶后一直放缓，2019 年 7 月起更倒退，同期工业利润及 H 股预测盈利亦增长放缓以至倒退。若 PPI 同比重回正增长，应有助 H 股企业盈利及估值。

图 5：中国 PPI 与规模以上工业利润同比



资料来源：彭博、招银国际证券研究

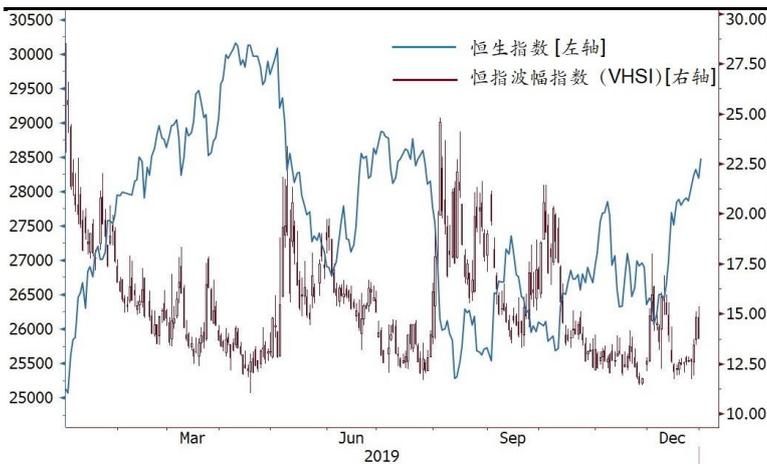
市场风险胃纳 - 观望拐点

在中美贸易协议的憧憬及人民银行降准支持下，市场气氛于 1 月份上半月较大机会维持乐观，恒指有望维持反复向上走势，或至少于高位徘徊，但预期于 1 月 15 日签订的中美首阶段协议，可能成为港股投资者趁好消息沽货的拐点。

其中一个值得监察的风险胃纳指标是恒指波幅指数 (VHSI)，其概念与美股之 VIX 指数相近。当 VHSI 偏低，反映投资者风险胃纳偏高，但可能忽略了潜在风险。当 VHSI 由低位显著反弹，一般反映避险意识回升，恒指往往急跌。因此，VHSI 与恒指多呈反向走势。

往绩显示，VHSI 多数于 12-13 见底。最近几个交易日，恒指虽继续上涨，但 VHSI 由 13 以下反弹至 15 以上。若果 VHSI 进一步升至 17，可能意味市场转至避险 (risk off) 模式，届时宜减持港股，锁定利润。

图 6：VHSI 与恒指呈反向走势



资料来源：彭博、招银国际证券研究

技术分析

国指、上证头肩底

恒生指数：8月中于24,900见底以来，营造上升通道，刚刚升抵通道顶部，14天RSI升至70以上超买区，料恒指升势将放缓，但由于估计短期内市场气氛维持正面，相信暂无大幅回调之压力，或转为高位盘整。须持续留意RSI会否与指数出现“顶背驰”之见顶讯号。

图7：恒生指数日线图



资料来源：彭博、招银国际证券研究

国企指数：同样于8月中见底，并营造“头肩底”利好形态，12中升穿颈线后，持续上涨，中线量度目标约12,100，短期阻力于去年5月之下跌裂口11,429。不过，短线已超买，14天RSI升至70以上，料国指升势将放缓，但暂无大幅回调之压力，或转为高位盘整。须持续留意RSI会否与指数出现“顶背驰”之见顶讯号。

图8：国企指数日线图



资料来源：彭博、招银国际证券研究

上证综合指数：于8月中见底，与国指同样营造“头肩底”利好形态，12底升穿颈线，中线量度目标约3,350。不过，短线已超买，14天RSI升至70以上，料上证升势将放缓，但暂无大幅回调之压力，或转为高位盘整。须持续留意RSI会否与指数出现“顶背驰”之见顶讯号。

图 9：上证综合指数日线图



资料来源：彭博、招银国际证券研究

美股：持续创新高。标普 500 指数于上升通道运行，道琼斯工业平均指数则形成上升楔形，若不跌穿通道底/楔形底部，代表维持强势，否则须防出现较大幅度回调，并拖累港股。

图 10：美国标普 500 指数日线图



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 11：美国道琼斯工业平均指数日线图



资料来源：彭博、招银国际证券研究

投资策略

恒指或先升后跌

市场期待已久的中美贸易协议（首阶段）预期于1月15日正式签订，有机会成为港股的分水岭——假如协议内容缺乏惊喜，过去三个月反弹幅度颇大的恒指，恐怕将会出现较大的获利回吐压力。**粗略估计，1月份恒指将呈先升后跌走势。**

周期性板块/旧经济股短期跑赢

板块部署方面，短期内市场风险胃纳偏高，加上近月中国经济数据回稳、货币政策偏向宽松，皆较为有利周期性股份/旧经济股之表现，尤其是于2019年宏观阴霾笼罩下，旧经济股普遍跑输非周期性股份/新经济股（消费、医药、科网等），现时市场出现板块轮动，旧经济股出现补涨行情。**内房、内银、内地券商、水泥、基本金属、石油、汽车、工程器械、5G/手机设备均有望于1月上半月跑赢大市，例如中国奥园(3883 HK)、光大银行(6818 HK)、中信证券(6030 HK)、中联重科(1157 HK)、中国重汽(3808 HK)、舜宇光学(2382 HK)。**

相反，估值较高、去年累积升幅较大的内需股，以及缺乏利好因素的香港本地股份如银行及地产，短期内料跑输周期性股份。

内需股中线具吸纳价值

中美签订首阶段贸易协议后，并不代表中美纷争告终。第二阶段磋商涉及的问题料更为复杂及难达成共识。再者，两国的角力将不限于贸易，预期双方的紧张关系将持续多年，并于2020年继续是主导市场的因素。**在宏观因素持续不明朗的情况下，相信投资者中线将继续偏好需求稳定增长、盈利能见度较高的行业，例如乳业、医药、教育、物业管理、体育服装，可候回调吸纳，例如蒙牛乳业(2319 HK)、中生制药(1177 HK)、希望教育(1765 HK)、雅生活(3319 HK)、安踏体育(2020 HK)。**

其他短期风险：企业配股

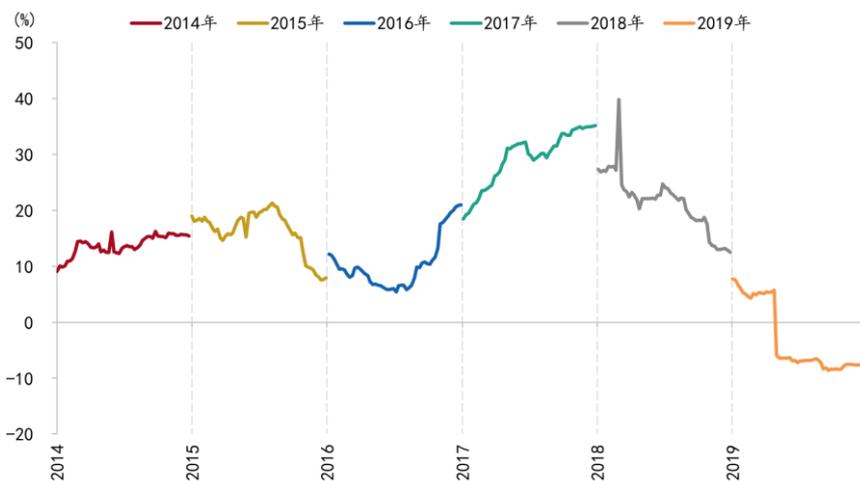
恒指已由去年8月份低位回升15%，企业趁高配股集资的诱因增加。现时市况较畅旺，若只有零星的配股活动，影响微不足道，唯须留意配股/供股的活动会否大幅增加。若有蓝筹股趁市旺抽水，将成为市场短期见顶警号。

A股市场观点 - 股市短期偏向震荡

朱肖炜 (+86 0755-83169193)

从指数走势看，12月A股表现积极。A股各板块呈现普涨态势，其中中小创上行幅度最大。从市场对A股净利润同比增速预测情况来看，虽然12月预测仍处负区间，但较前值小幅提升，反映出当前市场对企业盈利改善的预期出现阶段性改善。

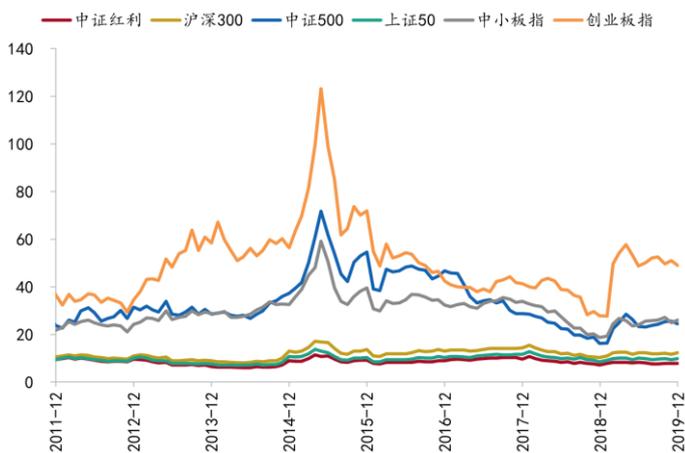
图 12: A股净利润同比增速预测



资料来源: Wind、招商银行研究院

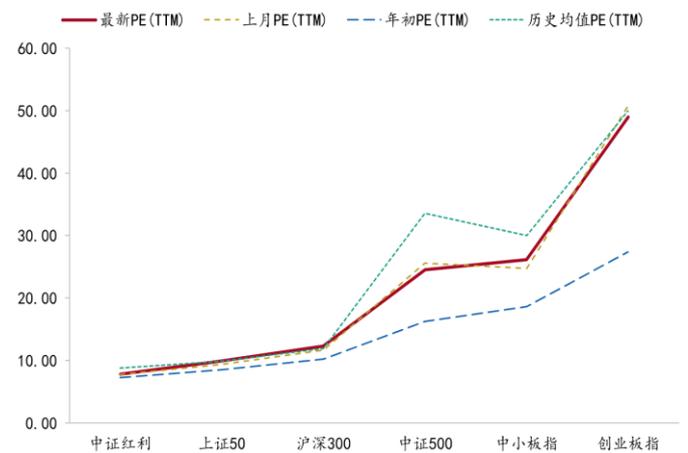
从股市估值上看，12月各板块估值表现不一。趋势上看，上证50、沪深300估值阶段性改善，而中证500、创业板指有不同程度的调整。

图 13: 各板块估值走势



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 14: 各大指数估值曲线



资料来源: Wind、招商银行研究院

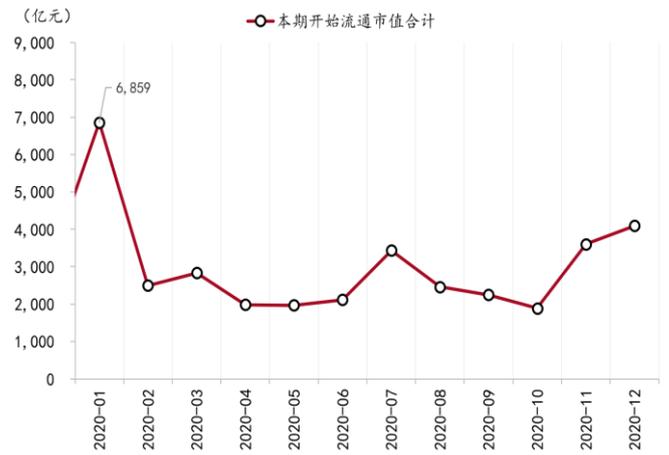
展望2020年1月，股市将迎来近十年以来第三大规模限售股解禁潮。从年度上看，全A解禁规模自2016年以来呈现逐级上行之势，2020年全年解禁规模较去年新增2,106亿元，成为近十年以来最高解禁规模的年份。节奏上看，2020年解禁规模呈现高位回落的态势。其中，1月以6,859亿解禁规模居全年最高水平，并且为近十年以来第三大月度解禁规模，前两次分别为2015年6月的7,675亿元、2013年7月的7,439亿元。

图 15：全 A 年度解禁规模情况



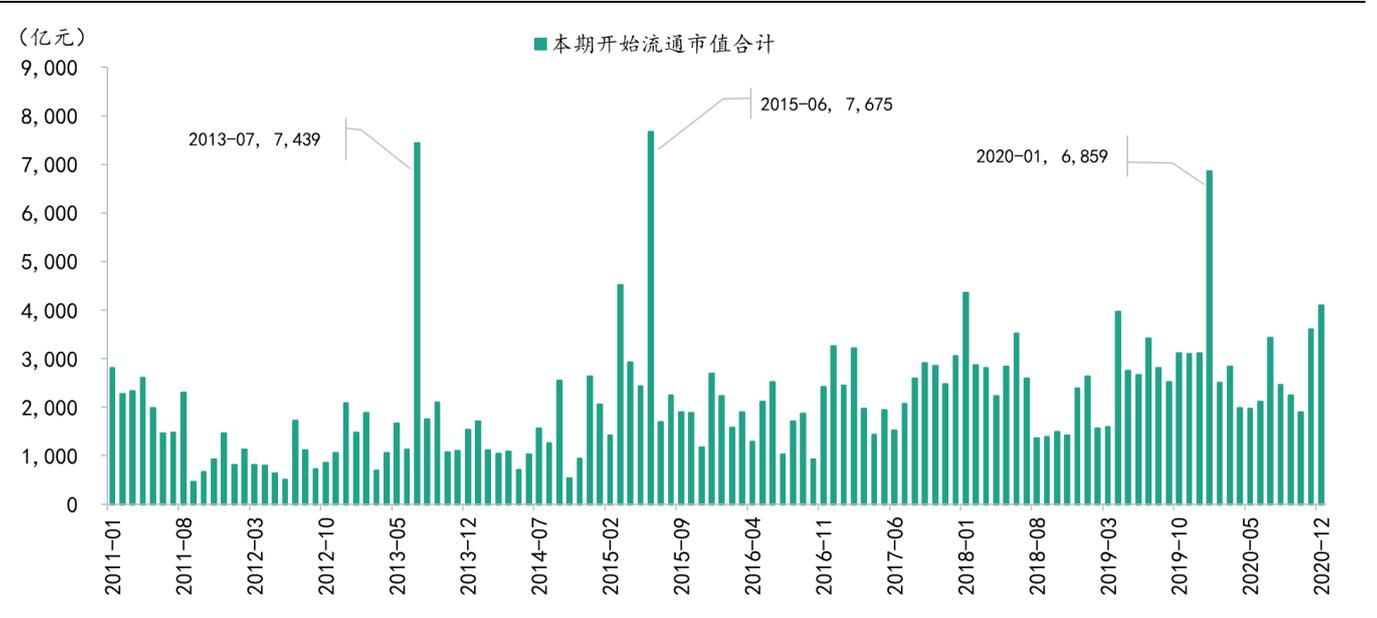
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 16：2020 年全 A 解禁节奏



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 17：近十年全 A 月度解禁规模情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

总体来看，股市短期或面临诸如解禁潮、类滞胀等压力，下半月解禁规模对资金面供给的冲击将加大，但企业盈利的阶段性改善以及估值具备相对优势或能形成一定程度的支撑，在1月多空因素交织的环境下，短期股市更多或将以震荡态势运行。中期来看，随着解禁冲击、类滞胀压力逐步缓解后，盈利料持续改善，资本市场改革政策落地带来风险偏好回暖，春季行情有望再现。

风险提示：上市公司业绩超预期下行风险；中美博弈升级风险；外围市场大幅调整风险。

附录1: 恒生指数成份股估值

恒生指数	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率		市账率		股息率	
				今年预测	明年预测	今年预测	明年预测	今年预测	明年预测
金融 49.0%									
汇丰控股	5	9.9%	60.90	11.2	11.4	0.95	0.91	6.5%	6.5%
友邦保险	1299	9.9%	84.70	20.6	18.5	2.74	2.48	1.6%	1.8%
建设银行	939	7.7%	6.80	5.7	5.4	0.73	0.66	5.3%	5.6%
工商银行	1398	4.7%	6.05	6.3	5.9	0.77	0.71	4.8%	5.1%
中国平安	2318	5.7%	93.65	9.6	9.6	2.24	1.91	2.8%	3.1%
中国银行	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%
中国人寿	2628	1.7%	22.00	9.6	12.2	1.46	1.33	3.6%	3.0%
恒生银行	11	1.4%	162.2	12.4	12.5	1.82	1.72	5.0%	5.2%
中银香港	2388	1.1%	27.05	8.8	8.7	0.99	0.93	5.6%	5.7%
交通银行	3328	0.5%	5.61	5.0	4.8	0.53	0.50	6.2%	6.5%
资讯科技 10.7%									
腾讯控股	700	9.3%	382.4	34.5	28.7	7.77	6.20	0.3%	0.3%
瑞声科技	2018	0.4%	70.00	32.6	24.0	3.82	3.48	1.5%	1.7%
舜宇光学科技	2382	1.0%	139.0	39.2	28.1	11.33	8.52	0.7%	1.0%
地产 11.1%									
长实集团	1113	1.6%	55.95	7.0	8.4	0.60	0.57	3.8%	4.1%
新鸿基地产	16	1.6%	118.5	9.9	9.4	0.58	0.56	4.4%	4.6%
领展房产基金	823	2.0%	82.30	28.5	26.6	0.91	0.89	3.5%	3.8%
中国海外发展	688	1.1%	30.70	7.5	6.4	1.05	0.93	3.6%	4.3%
碧桂园	2007	0.9%	12.88	6.0	5.3	1.63	1.32	5.2%	5.9%
九龙仓置业	1997	0.6%	46.90	14.1	13.9	0.64	0.63	4.6%	4.7%
华润置地	1109	1.0%	39.40	10.4	8.9	1.56	1.39	3.4%	4.0%
新世界发展	17	0.8%	10.70	12.4	11.5	0.47	0.46	4.9%	5.1%
恒基地产	12	0.6%	38.25	11.4	10.8	0.58	0.57	4.7%	4.9%
信和置业	83	0.4%	11.40	15.5	7.7	0.51	0.49	5.0%	5.5%
恒隆地产	101	0.4%	17.28	17.3	16.2	0.55	0.54	4.4%	4.5%
电讯 5.0%									
中国移动	941	4.4%	65.35	11.0	11.0	1.08	1.04	4.8%	5.0%
中国联通	762	0.5%	7.32	15.7	12.2	0.61	0.59	2.5%	3.3%
能源 5.2%									
中国海洋石油	883	2.4%	12.98	9.1	8.9	1.17	1.10	5.4%	5.6%
中国石化	386	1.3%	4.70	8.8	8.3	0.69	0.67	7.5%	7.9%
中国石油	857	0.9%	3.93	13.1	11.9	0.52	0.50	4.2%	4.4%
中国神华	1088	0.6%	16.56	6.7	7.2	0.82	0.77	6.0%	5.7%
公用 4.9%									
中电控股	2	1.7%	82.45	18.4	17.4	1.89	1.82	3.8%	3.9%
香港中华煤气	3	1.7%	15.26	31.5	29.6	3.92	3.79	2.3%	2.5%
电能实业	6	0.9%	57.15	16.9	16.7	1.45	1.43	4.9%	4.9%
长江基建集团	1038	0.5%	55.35	13.2	13.0	1.19	1.15	4.5%	4.6%
综合类 3.3%									
长和	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%
消费品 6.5%									
吉利汽车	175	0.9%	15.60	14.3	11.2	2.41	2.07	1.6%	2.0%
石药集团	1093	1.1%	18.68	26.1	21.2	5.89	4.92	1.3%	1.5%
中洲国际	2313	0.9%	114.70	29.4	24.8	6.13	5.42	1.8%	2.1%
蒙牛乳业	2319	1.0%	31.90	23.4	24.1	3.76	3.38	0.9%	1.0%
中国生物制药	1177	0.9%	11.00	38.0	32.4	3.68	3.33	0.7%	0.7%
恒安国际	1044	0.4%	55.10	15.1	14.1	3.34	3.10	4.5%	4.9%
万洲国际	288	0.8%	8.26	13.1	11.4	1.79	1.65	3.3%	3.8%
中国旺旺	151	0.4%	7.37	21.0	20.1	4.99	4.63	3.4%	3.6%
消费服务 3.3%									
银河娱乐	27	1.3%	60.70	19.7	19.1	3.70	3.26	1.5%	1.7%
金沙中国	1928	1.2%	42.75	21.3	19.1	9.80	9.18	4.7%	4.8%
港铁公司	66	0.8%	45.90	24.7	21.7	1.51	1.47	2.7%	2.9%
工业 1.0%									
创科实业	669	1.0%	64.75	24.2	20.9	4.43	3.91	1.6%	1.9%
加权平均				10.8	10.0	1.15	1.08	3.8%	4.0%

资料来源: 彭博、招银国际证券研究; 截至2020年1月2日

附录2：恒生国企指数成份股估值

恒生国企指数	代码	占指数 比重	股价 (港元)	市盈率		市账率		股息率	
				今年预测	明年预测	今年预测	明年预测	今年预测	明年预测
金融 46.9%									
建设银行	939	10.1%	6.80	5.7	5.4	0.72	0.65	5.4%	5.7%
中国平安	2318	9.2%	93.65	9.6	9.6	2.22	1.89	2.9%	3.2%
工商银行	1398	7.6%	6.05	6.3	5.9	0.76	0.70	4.9%	5.2%
中国银行	3988	4.6%	3.37	4.9	4.7	0.53	0.49	6.4%	6.7%
中国人寿	2628	2.8%	22.00	9.6	12.2	1.44	1.32	3.6%	3.1%
招商银行	3968	2.7%	41.25	10.2	9.1	1.57	1.40	2.9%	3.3%
农业银行	1288	1.6%	3.47	5.2	4.9	0.60	0.55	5.9%	6.2%
中国太保	2601	1.4%	31.70	8.9	9.3	1.48	1.35	5.1%	5.4%
中国财险	2328	1.2%	9.58	7.5	7.8	1.13	1.02	4.6%	4.9%
交通银行	3328	0.8%	5.61	5.0	4.8	0.52	0.49	6.3%	6.6%
中信银行	998	0.8%	4.73	4.4	4.2	0.46	0.43	5.8%	6.4%
民生银行	1988	0.7%	5.96	4.4	4.3	0.51	0.46	6.4%	5.9%
海通证券	6837	0.5%	9.43	10.3	9.5	0.76	0.71	3.0%	3.2%
邮储银行	1658	1.0%	5.35	6.8	6.1	0.81	0.73	4.4%	4.9%
中信证券	6030	0.5%	18.30	15.0	13.7	1.20	1.13	2.8%	3.1%
新华保险	1336	0.5%	35.60	7.4	8.1	1.25	1.09	3.6%	3.5%
中国太平	966	0.6%	20.20	7.6	7.3	0.93	0.82	0.9%	1.1%
中国人民保险	1339	0.5%	3.33	6.1	6.6	0.74	0.65	2.8%	3.1%
能源 8.0%									
中国海洋石油	883	3.7%	12.98	9.1	8.9	1.16	1.08	5.5%	5.7%
中国石化	386	2.0%	4.70	8.8	8.3	0.68	0.66	7.6%	8.0%
中国石油	857	1.4%	3.93	13.1	11.9	0.51	0.49	4.3%	4.5%
中国神华	1088	0.9%	16.56	6.7	7.2	0.81	0.76	6.1%	5.8%
地产建筑 8.9%									
华润置地	1109	1.9%	39.40	10.4	8.9	1.54	1.38	3.4%	4.0%
碧桂园	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%
中国交建	1800	0.5%	6.54	4.6	4.3	0.44	0.40	4.2%	4.5%
万科	2202	0.8%	34.35	8.3	7.2	1.82	1.55	4.1%	4.8%
龙湖集团	960	1.1%	37.10	11.8	9.8	2.10	1.84	3.7%	4.6%
融创中国	1918	1.9%	48.90	7.4	5.9	2.38	1.78	3.0%	3.8%
消费 11.0%									
石药集团	1093	1.5%	18.68	26.1	21.2	5.81	4.85	1.3%	1.5%
中国生物制药	1177	1.3%	11.00	38.0	32.4	3.63	3.29	0.7%	0.8%
国药控股	1099	0.6%	28.35	11.7	10.3	1.56	1.38	2.6%	2.9%
华润啤酒	291	1.2%	42.50	54.3	38.0	5.99	5.41	0.7%	1.1%
吉利汽车控股	175	1.5%	15.60	14.3	11.2	2.38	2.04	1.6%	2.0%
安踏体育	2020	1.4%	70.10	30.5	23.4	8.41	6.75	1.1%	1.6%
中洲国际	2313	1.6%	114.70	29.4	24.8	6.05	5.35	1.8%	2.2%
中国旺旺	151	0.7%	7.37	21.0	20.1	4.93	4.57	3.5%	3.6%
恒安国际	1044	0.7%	55.10	15.1	14.1	3.29	3.06	4.6%	4.9%
比亚迪股份	1211	0.4%	39.35	47.0	36.4	1.69	1.64	0.4%	0.5%
公用 3.9%									
华能国际	2688	1.2%	86.45	16.6	14.4	3.37	2.89	1.9%	2.2%
中国燃气	384	1.1%	29.25	15.7	13.2	3.49	2.91	1.8%	2.2%
粤海投资	270	0.9%	16.38	21.0	18.8	2.55	2.45	3.5%	3.9%
华润燃气	1193	0.7%	42.50	18.5	16.5	3.40	3.02	2.1%	2.4%
工业 0.4%									
中国中车	1766	0.4%	5.97	12.3	10.8	1.10	1.03	3.2%	3.6%
综合 1.8%									
中信股份	267	1.3%	10.42	5.6	5.4	0.50	0.47	4.2%	4.5%
复星国际	656	0.5%	11.60	6.1	5.5	0.73	0.66	3.5%	3.9%
资讯科技及电讯 19.8%									
腾讯控股	700	10.3%	382.4	34.5	28.7	7.67	6.12	0.3%	0.3%
中国移动	941	6.7%	65.35	11.0	11.0	1.07	1.02	4.9%	5.1%
中国电信	728	1.5%	4.19	10.8	10.2	0.84	0.81	3.0%	3.2%
中国铁塔	788	1.3%	1.72	51.2	34.2	1.45	1.41	1.1%	1.5%
加权平均				8.6	7.9	1.07	0.98	3.9%	4.2%

资料来源：彭博、招银国际证券研究；截至2020年1月2日

附录3: 招銀国际研究部覆盖股份

公司名称	代码	评级	收市价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	市值(亿元) (当地货币)	市盈率		
						FY0	FY1	FY2
房地产								
万科 - H	2202 HK	买入	34.35	35.90	4,083	10.1	8.5	7.3
万科 - A	000002 CH	买入	32.56	33.92	3,651	10.6	9.0	7.7
保利地产 - A	600048 CH	买入	16.26	20.72	1,940	10.2	7.8	6.3
中国海外	688 HK	持有	30.70	28.36	3,364	7.5	6.8	6.8
碧桂园	2007 HK	买入	12.88	15.20	2,814	7.2	6.1	5.5
华润置地	1109 HK	持有	39.40	36.02	2,810	10.1	8.8	9.4
龙湖	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
龙光	3380 HK	买入	13.28	12.16	730	8.0	6.2	5.5
雅居乐	3383 HK	买入	12.14	16.05	476	5.9	4.3	4.6
合景泰富	1813 HK	买入	11.00	11.40	349	7.7	3.7	5.4
奥园	3883 HK	买入	12.90	14.30	347	12.9	7.0	5.1
时代中国	1233 HK	买入	16.40	15.60	318	6.1	5.3	4.4
禹洲	1628 HK	买入	4.38	5.19	229	5.0	4.4	3.8
中骏置业	1966 HK	买入	4.77	4.83	199	4.9	4.8	4.5
中海宏洋	81 HK	买入	5.48	5.23	188	7.3	5.1	4.5
弘阳地产	1996 HK	买入	2.59	3.37	86	3.5	4.7	3.9
绿城服务	2869 HK	买入	8.37	7.50	233	44.2	35.8	26.8
雅生活	3319 HK	买入	27.00	25.89	360	39.1	28.5	20.4
中海物业	2669 HK	持有	4.99	3.33	164	40.9	31.2	25.0
易居(中国)	2048 HK	买入	7.76	12.82	108	8.6	7.9	6.2
河北建设	1727 HK	买入	5.00	7.30	88	7.1	6.5	5.3
科技硬件								
舜宇光学	2382 HK	买入	139.00	140.00	1,525	54.7	39.8	27.3
立讯精密 - A	002475 CH	买入	37.60	32.10	2,011	40.4	29.1	23.5
鸿腾精密	6088 HK	买入	2.74	3.77	189	8.9	7.8	6.9
通达集团	698 HK	买入	0.98	1.15	63	9.8	6.8	5.8
东江集团	2283 HK	买入	3.98	4.09	33	8.1	6.9	5.9
瑞声科技	2018 HK	卖出	70.00	29.61	846	28.5	24.2	22.4
小米集团	1810 HK	持有	11.22	9.12	2,695	20.1	18.0	14.8
比亚迪电子	285 HK	持有	15.60	10.36	351	14.1	12.8	11.9
丘钛科技	1478 HK	买入	13.48	16.67	156	26.9	20.2	16.8
歌尔声学 - A	002241 CH	持有	20.52	9.10	666	51.3	42.8	37.3
互联网								
腾讯	700 HK	买入	382.40	420.00	36,528	43.4	37.3	29.6
阿里巴巴	BABA US	买入	219.77	224.10	5,896	40.5	33.3	26.2
百度股份	BIDU US	买入	138.22	147.60	479	14.6	15.7	12.4
拼多多	PDD US	买入	41.23	35.00	479	亏损	亏损	70.2
陌陌公司	MOMO US	买入	36.28	45.00	75	15.1	13.2	10.7
欢聚时代	YY US	买入	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
汇量科技	1860 HK	买入	3.32	4.97	51	21.3	10.6	6.1
同程艺龙	780 HK	买入	13.72	19.71	291	23.2	16.2	12.4
兑吧	1753 HK	买入	4.90	6.35	54	23.8	12.5	8.4
完美世界 - A	002624 CH	买入	48.55	49.00	628	30.5	26.5	23.5
三七互娱 - A	002555 CH	买入	29.10	30.00	615	29.4	25.5	22.2

快递

中通快递	ZTO US	买入	23.72	22.17	185	29.7	27.5	23.9
顺丰 - A	002352 CH	买入	37.48	36.63	1,655	47.4	31.2	26.8

教育

睿见教育	6068 HK	买入	3.31	4.40	68	19.5	17.3	13.4
东方教育	667 HK	买入	15.30	16.30	335	43.7	32.7	25.7
卓越教育	3978 HK	买入	4.00	3.41	34	23.5	23.3	15.2
新华教育	2779 HK	买入	2.65	4.50	43	13.8	13.7	9.4
希望教育	1765 HK	买入	1.42	1.96	95	22.9	17.9	13.0

银行

工商银行 - H	1398 HK	买入	6.05	7.50	23,251	6.6	6.3	5.9
工商银行 - A	601398 CH	买入	5.97	7.80	20,791	6.5	6.2	5.8
建设银行 - H	939 HK	买入	6.80	9.10	17,133	6.1	5.7	5.4
建设银行 - A	601939 CH	买入	7.31	8.80	15,320	6.6	6.1	5.8
农业银行 - H	1288 HK	买入	3.47	4.70	14,383	5.3	5.2	4.8
农业银行 - A	601288 CH	买入	3.73	5.10	12,862	5.7	5.6	5.1
中国银行 - H	3988 HK	买入	3.37	4.60	11,586	5.1	4.9	4.6
中国银行 - A	601988 CH	买入	3.72	4.70	10,360	5.7	5.4	5.1
中信银行 - H	998 HK	买入	4.73	5.90	3,069	4.8	4.6	4.3
中信银行 - A	601998 CH	买入	6.21	6.70	2,744	6.3	6.0	5.6
交通银行 - H	3328 HK	持有	5.61	6.20	4,457	5.2	5.0	4.7
交通银行 - A	601328 CH	持有	5.68	6.50	3,986	5.3	5.0	4.8
民生银行 - H	1988 HK	持有	5.96	6.30	3,018	4.3	4.5	4.3
民生银行 - A	600016 CH	持有	6.36	6.60	2,699	4.6	4.8	4.6
光大银行 - H	6818 HK	买入	3.70	4.90	2,450	5.5	5.4	4.9
光大银行 - A	601818 CH	买入	4.45	4.50	2,191	7.3	7.2	6.6
平安银行 - A	000001 CH	买入	16.87	21.20	3,274	10.7	9.4	8.1

券商

中信证券	6030 HK	买入	18.30	18.70	3,222	21.3	17.3	14.5
中金公司	3908 HK	买入	15.60	17.20	682	16.9	15.7	13.6
HTSC	6886 HK	买入	13.96	14.90	1,914	19.0	14.9	12.8
中信建投	6066 HK	买入	6.94	7.20	2,323	15.2	10.9	9.7
海通证券	6837 HK	买入	9.43	10.40	1,736	18.8	10.6	10.7
广发证券	1776 HK	持有	9.86	9.80	1,191	15.8	9.3	9.1
中国银河	6881 HK	持有	4.72	4.50	1,073	15.1	9.4	8.6

保险

中国太保	2601 HK	买入	31.70	38.69	3,613	14.3	9.2	8.3
中国人寿 - H	2628 HK	买入	22.00	27.88	9,776	50.2	12.4	10.3
中国人寿 - A	601628 CH	买入	34.95	37.52	8,742	88.9	21.9	18.3
众安在线	6060 HK	持有	29.25	28.18	430	亏损	亏损	亏损
中国太平	966 HK	买入	20.20	26.14	726	11.0	8.8	7.8
新华保险 - H	1336 HK	买入	35.60	43.95	1,554	12.6	8.9	7.9
新华保险 - A	601336 CH	持有	50.85	55.22	1,390	20.0	14.1	12.6
中国人民保险	1339 HK	买入	3.33	4.33	3,363	10.0	5.5	5.2
中国财险	2328 HK	持有	9.58	9.64	2,131	11.8	6.7	7.7

机械及设备

潍柴动力 - H	2338 HK	买入	17.30	17.90	1,419	14.4	12.6	11.7
潍柴动力 - A	000338 CH	买入	16.16	15.90	1,269	15.0	13.1	12.2
中国重汽	3808 HK	买入	16.68	19.40	461	9.5	8.9	8.1
中国龙工	3339 HK	持有	2.43	1.90	104	8.1	6.4	7.0
三一国际	631 HK	买入	4.46	5.00	138	20.0	14.3	11.5

中联重科 - H	1157 HK	买入	6.90	7.65	594	22.9	10.7	9.1
中联重科 - A	000157 CH	买入	6.87	7.28	531	25.4	11.8	10.1
三一重工 - A	600031 CH	买入	17.95	19.00	1,513	22.7	13.3	11.3
恒立液压 - A	601100 CH	买入	49.91	54.00	440	52.5	34.7	28.0
浙江鼎力 - A	603338 CH	买入	72.60	72.00	252	52.6	42.0	30.4
兖煤澳大利亚	3668 HK	买入	15.34	24.00	203	4.1	5.0	5.3
中集车辆	1839 HK	买入	6.18	6.90	109	7.3	6.5	6.6
兴达国际	1899 HK	卖出	2.17	1.95	33	10.2	12.2	11.4
津上机床中国	1651 HK	买入	6.72	11.00	26	6.3	6.2	5.0

新能源/公用

信义光能	968 HK	持有	5.74	4.08	464	23.1	20.5	18.5
龙源电力	916 HK	持有	5.05	5.00	406	9.2	7.7	7.1
华能新能源	958 HK	持有	3.03	2.47	320	9.4	7.0	6.8
金风科技 - H	2208 HK	买入	9.28	12.06	552	9.5	11.9	9.1
金风科技 - A	002202 CH	买入	12.43	16.28	493	12.7	15.9	12.3
华电福新	816 HK	买入	1.61	2.00	135	6.0	5.0	4.0
伟能集团	1608 HK	买入	2.59	2.90	66	31.2	26.7	19.8
新天绿色能源	956 HK	买入	2.26	3.20	84	6.1	5.6	5.1
天伦燃气	1600 HK	买入	6.98	10.62	70	12.0	6.6	5.9
隆基股份 - A	601012 CH	买入	26.53	32.37	1,001	28.5	21.2	17.6
中国燃气	384 HK	买入	29.25	38.00	1,526	17.9	15.5	13.3

非必需消费

普拉达	1913 HK	买入	31.85	31.39	815	44.6	36.1	37.9
都市丽人	2298 HK	卖出	1.07	1.16	24	5.6	14.2	11.3
荣威国际	3358 HK	买入	3.16	4.20	33	10.0	7.5	5.9
安踏体育	2020 HK	买入	70.10	91.46	1,894	41.2	29.7	23.4
大家乐	341 HK	持有	18.68	18.26	109	18.4	24.7	21.5
海底捞	6862 HK	买入	32.35	37.56	1,715	93.4	58.4	41.3
波司登	3998 HK	买入	2.81	4.83	305	24.2	17.3	13.6
李宁	2331 HK	买入	23.05	24.43	534	70.8	35.8	30.2
特步国际	1368 HK	买入	4.13	5.09	104	12.6	12.9	11.0
江南布衣	3306 HK	买入	10.50	15.52	54	10.1	9.2	8.2
中国利郎	1234 HK	买入	6.34	11.89	76	9.1	7.9	7.0
美的集团 - A	000333 CH	买入	59.75	75.33	4,146	19.6	16.4	14.3

医药

石药集团	1093 HK	买入	18.68	23.80	1,165	34.2	26.2	21.5
三生制药	1530 HK	买入	10.14	17.70	258	23.3	17.8	14.7
复宏汉霖 - B	2696 HK	买入	41.50	61.10	226	N/A	N/A	N/A
中国中药	570 HK	买入	3.75	7.10	189	11.3	9.8	7.8
绿叶制药	2186 HK	持有	6.00	7.70	196	17.8	16.0	14.2
东阳光药	1558 HK	持有	44.35	41.20	199	26.7	22.7	19.9
神威药业	2877 HK	买入	7.35	11.30	61	10.6	9.8	9.0
康臣药业	1681 HK	买入	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
瑞慈医疗	1526 HK	买入	0.90	2.80	14	11.5	9.0	5.8
康华医疗	3689 HK	买入	4.56	13.10	15	8.0	6.7	5.8
香港医思医疗	2138 HK	买入	5.28	7.26	52	14.3	13.2	11.5
爱康医疗	1789 HK	买入	9.20	7.20	97	58.9	37.5	29.5
泰格医药	300347 CH	买入	62.70	86.79	470	25.2	43.3	32.5
药明康德	603259 CH	买入	91.62	116.64	1,490	36.9	63.2	47.5
药明生物	2269 HK	买入	100.70	106.18	1,302	173.7	120.4	83.6
亚盛医药	6855 HK	买入	30.00	45.80	63	亏损	亏损	亏损

必需消費

万洲国际	288 HK	买入	8.26	9.60	1,216	14.9	12.6	11.8
中国旺旺	151 HK	买入	7.37	7.70	915	23.7	20.9	20.1
蒙牛乳业	2319 HK	买入	31.90	37.00	1,255	38.0	28.7	24.2
伊利股份	600887 CH	买入	31.75	34.04	1,936	32.7	29.5	26.1

交通运输及租赁

国银租赁	1606 HK	持有	1.40	1.90	167	6.3	5.9	5.1
中银航空租赁	2588 HK	持有	78.40	71.95	544	11.2	10.1	9.0
海通恒信	1905 HK	买入	1.60	1.94	132	8.3	9.0	8.4
中国国航-H	753 HK	买入	8.26	9.28	1,469	13.8	12.3	11.0
中国国航-A	601111 CH	买入	9.80	10.40	1,313	18.3	16.3	14.6
吉祥航空-A	603885 CH	买入	15.17	15.03	298	22.1	21.7	20.5
东方航空-H	670 HK	买入	4.36	5.80	960	21.0	8.9	7.7
东方航空-A	600115 CH	买入	5.86	6.86	858	31.4	13.4	11.5
南方航空-H	1055 HK	买入	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
湾区发展	737 HK	买入	3.78	4.88	116	17.4	16.0	13.2
新创建	659 HK	买入	11.10	15.40	434	10.7	10.0	8.0

汽车

广汽集团	2238 HK	买入	9.84	9.67	1,259	9.4	6.7	6.3
吉利汽车	175 HK	买入	15.60	16.35	1,430	11.8	10.2	9.6
东风集团股份	489 HK	持有	7.54	8.20	650	4.0	3.6	3.1
长城汽车	2333 HK	持有	5.85	4.99	801	15.9	13.1	10.7
上汽集团	600104 CH	持有	24.17	25.59	2,824	9.4	8.7	8.1
中升控股	881 HK	买入	31.75	33.80	721	17.8	14.5	11.7
美东汽车	1268 HK	买入	10.50	11.30	122	29.4	23.0	15.7
永达汽车	3669 HK	持有	7.20	6.60	132	10.6	8.9	6.9

资料来源：彭博、招银国际证券研究；截至2020年1月2日

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。

披露

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

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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。

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撰写的报告。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。