

8月策略報告

買入政策風險低的增長股

- **港股遭遇 2020 年 3 月以來最嚴重的拋售。**7 月恒指 / 恒生科指下跌 9.9% / 16.9%。觸發因素是中國政府對各個行業的一系列監管收緊。我們認為投資者需要更多時間來觀望消化互聯網行業之政策風險，因而延續股價弱勢。
- **盈利預測：恒指上調，恒生科技指數下調。**據我們推算，恒指 2021E / 2022E 每股盈利由年初至今上修 5.1% / 3.3%（調整恒指成份股變動的影響後）。科技指數之 2021 年/2022 年調整後盈利預測較年初下調 16.3%/13.3%。
- **估值是否足夠便宜？**與歷史數據相比，恒指的遠期市盈率似乎並不便宜，21 / 22 年預測市盈率跌至 12.5 倍 / 11.1 倍，較十年平均高 1 個標準差，但考慮到近年恒指加入了多隻增長股，增長股於指數的比重較 19 年底上升 20 個百分點至 40%，估值理應較過往高。我們認為恒指之估值已回落至吸引水準，但市場目前最關注中國的監管政策風險，估計互聯網等新經濟行業仍需時消化相關風險。
- **技術分析：香港/中國市場向下突破，**恒指、恒生科技指數、MSCI 中國和上海綜指在 7 月份的拋售後都跌穿了關鍵支撐位。恒指和恒生科指都未有出現 RSI 背馳，因此很難說他們已經觸底。
- **等待增長股之政策明朗化。**8 月份，我們建議等待中國監管政策和互聯網股中期業績更加明朗，屆時互聯網企業可能會下調指引和公佈更多新投資，因而對股價造成更大壓力。
- **看好政策風險較小的增長股。**我們偏愛增長股而非周期股，重點是政策風險較小的板塊。我們看好新能源汽車、新能源和科技硬體板塊，這些板塊都是中共中央政治局會議上提到的政策支持的。
- **選擇性看好受政策支持之周期性股票。**基建是政策支持較多的領域。鑒於地方政府債券發行速度可能加快，我們預計 2021 年下半年基建支出將有所改善。機械股在近期股價回調後已反映許多不利因素，我們認為這是吸納時機。

精選行業及個股

行業	股份
新能源汽車	比亞迪 (1211 HK, 買入)
新能源	新天綠色能源 (956 HK, 買入)、天倫燃氣 (1600 HK, 買入)、捷佳偉創 (300724 CH, 買入)、浙江晶盛 (300316 CH, 買入)
科技硬件	比亞迪電子 (285 HK, 買入)、小米 (1810 HK, 買入)
機械	濰柴 (2338 HK, 買入)、中聯重科 (1157 HK, 買入)

蘇沛豐, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

近期市場策略報告

1. 策略報告：下半年展望——增長股重拾動力—2021 年 7 月 7 日
2. 6 月港股策略報告：短期價值，中期增長—2021 年 6 月 1 日
3. 5 月港股策略報告：上調恒指目標，5 月吸納港股—2021 年 5 月 3 日
4. 4 月港股策略報告：市場風格轉換暫歇—2021 年 4 月 1 日
5. 3 月港股策略報告：毋須因債息上升恐慌—2021 年 3 月 4 日
6. 策略報告—恒生指數改革前瞻—2021 年 2 月 24 日
7. 2 月港股策略報告：順勢而為—2021 年 2 月 3 日
8. 策略報告—南下資金推升 H 股—2021 年 1 月 22 日
9. 1 月港股策略報告：繼續看好價值型股份—2021 年 1 月 6 日
10. 2021 年策略報告：疫後產需齊復蘇 牛年恒指闖三萬—2020 年 12 月 10 日

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

目錄

國策風險撼動市場	3
盈利與估值	3
盈利預測：恒指上漲，恒生科指下跌.....	3
估值觸底了嗎？	4
技術分析：向下突破.....	5
策略：避開政策風險.....	7
周期股有其自身風險	7
挑選政策風險小的增長板塊	10
選擇性看好受政策支持周期性股票.....	10
8月份行業觀點.....	11

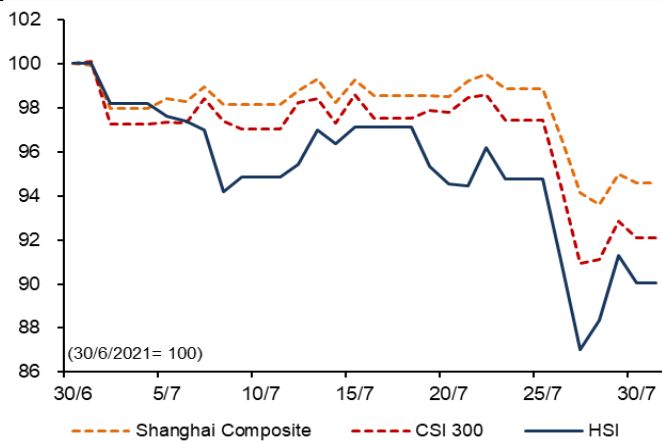
國策風險撼動市場

■ 恒指遭遇自 2020 年 3 月以來最嚴重的拋售

7 月份港股遭遇自 3 月以來最嚴重的拋售，恒指/恒生指數下跌 9.9%/16.9%。7 月 27 日，恒指低至 24,749 點，較一個月（6 月 28 日）的近期高位 29,395 點下跌 15.8%。

觸發因素是中國政府對各個行業的一系列監管收緊，最引人注目的是互聯網（反壟斷和網絡安全）和教育（校外補習）行業，以及具有 VIE 結構的美國上市公司。

圖 1：2021 年 7 月恒指跑輸 A 股



資料來源：彭博，招銀國際證券

■ 政策風險評估

拖累基準指數的原因，是市場擔心對互聯網公司和其他行業進行更嚴格的審查，令許多行業出現拋售情況。雖然互聯網行業的反壟斷政策早已從 2020 年第四季開始實施，但自 7 月初開始出現新一輪網絡安全政策風險。因此，我們認為投資者需要更多時間來觀察和消化相關政策風險，互聯網將持續疲軟。

盈利與估值

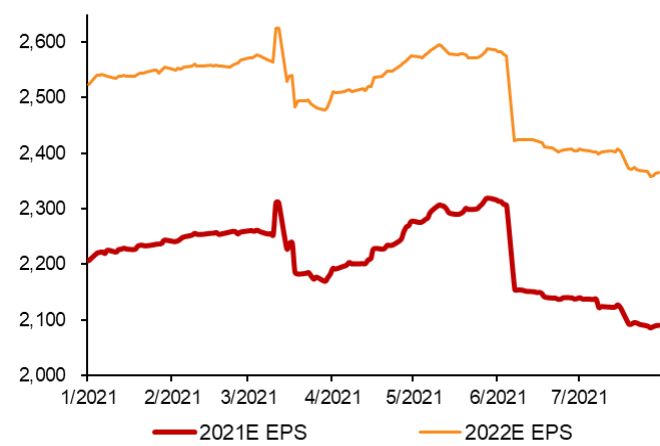
盈利預測：恒指上漲，恒生科指下跌

年初至今，恒指 2021/2022 年每股盈利預測已下調 5.3%/6.3%，但下調之主要原因是恒指成分股出現變化，高市盈率股票獲納入恒指。

據我們推算，在調整成分股之變化後，年初至今恒指 2021/2022 年的每股盈利預測上調 5.1%/3.3%，向上修訂主要靠周期性股票推動。

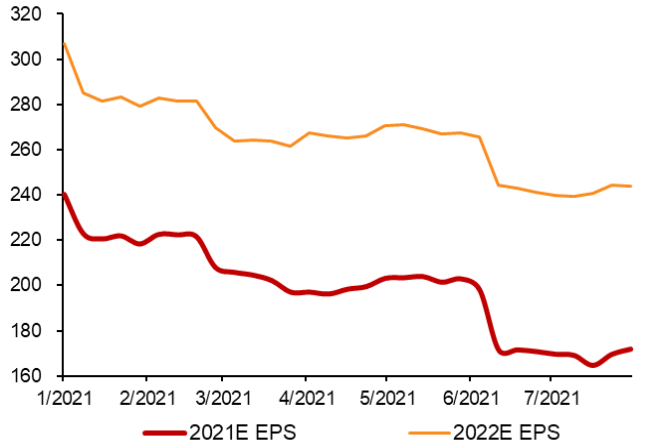
恒生科指的盈利預測調整則相對較差。調整成分股之變化後，年初至今恒生科指 2021 / 2022 年每股盈利預測下調 16.3% / 13.3%。

圖 2：恒指每股盈利預測自 6 月以來被下調



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 3：恒生科技指數每股盈利預測被下調



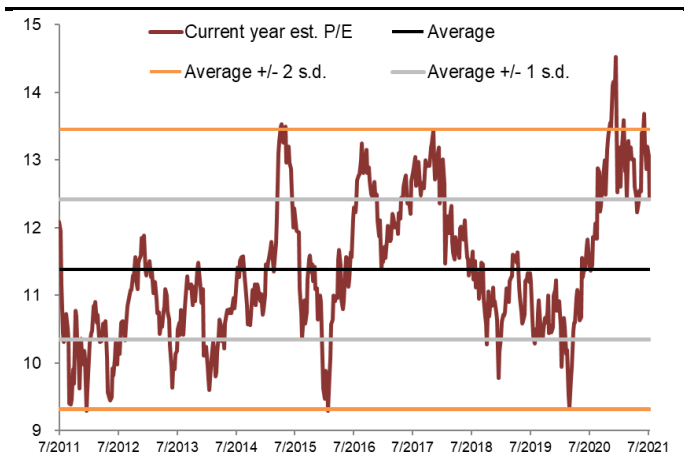
資料來源：彭博，招銀國際證券

估值觸底了嗎？

即使經過 7 月的大幅調整，與歷史數據相比，恒指的遠期市盈率似乎並不便宜，2021 / 2022 年預測市盈率跌至 12.5 倍 / 11.1 倍，較十年平均高 1 個標準差（圖 4 和 5）。

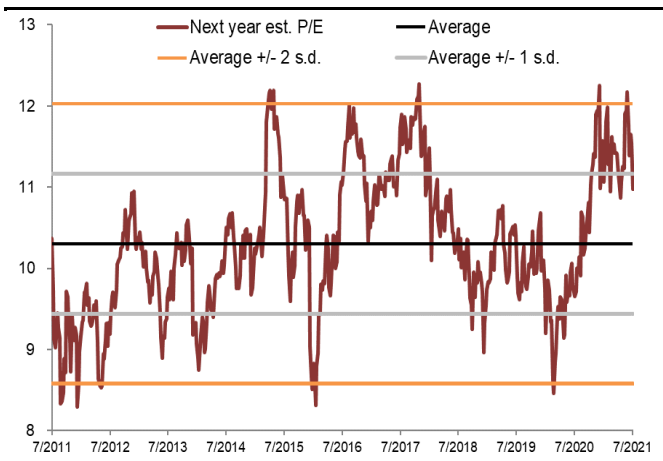
恒指市盈率上升的其中一個原因是增長股的比重增加，而增長股通常比價值股/周期性股票享有更高的市盈率。2021 年年初至今，恒指成長股的綜合比重由 39.9% 上升至 45.9%，比重較 2019 年底上升 20 個百分點（圖 6）。

圖 4：恒指 2021E 市盈率



資料來源：彭博，招銀國際證券

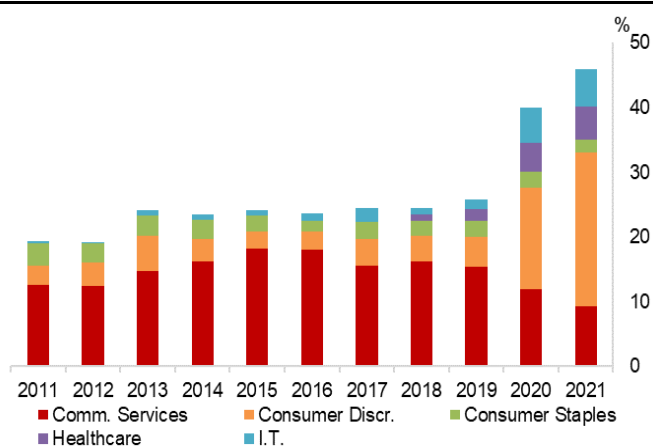
圖 5：恒指 2022E 市盈率



資料來源：彭博，招銀國際證券

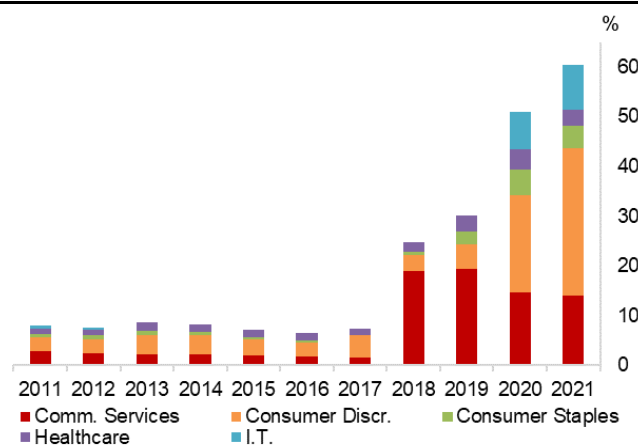
隨著增長股比重增加為恒指 / 國企指數帶來更高的盈利增長前景，我們認為指數的估值應高於 2020 年之前的時期。不過，由於增長股面臨不利因素和不確定性，目前的估值似乎也不便宜。

圖 6：恒指中的增長股比重



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 7：恒生國企指數中的增長股比重



資料來源：彭博，招銀國際證券

技術分析：向下突破

■ 恒指跌穿支撐位

恒指在 7 月份跌穿了一些關鍵支撐位，包括其 250 天平均線，以及自 2020 年 3 月以來的上升軌（圖 8）。恒指在超賣水平（RSI < 30）出現一些技術性反彈，但尚未回到上升軌道。

圖 8：恒指跌穿了自 2020 年 3 月以來的上升軌



資料來源：彭博，招銀國際證券

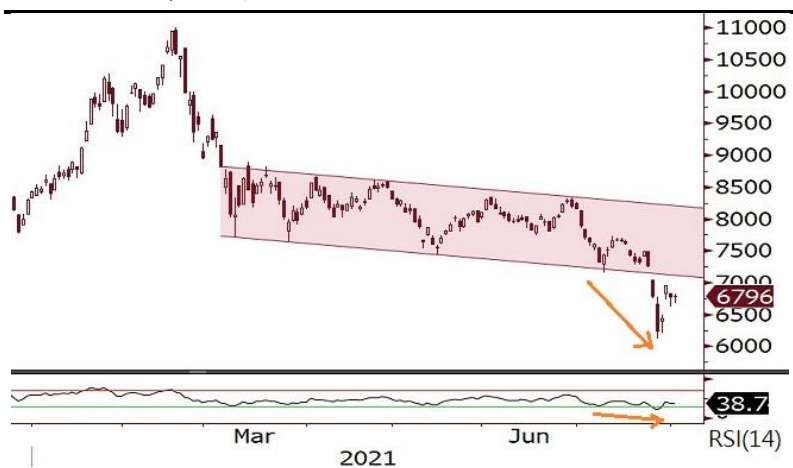
圖 9：恒指仍守於 2008 年以來的長期上升趨勢軌之上



資料來源：彭博，招銀國際證券

恒指和恒生科指（圖 8 和 10）均未顯示 RSI 背馳，因此很難說指數已見底。

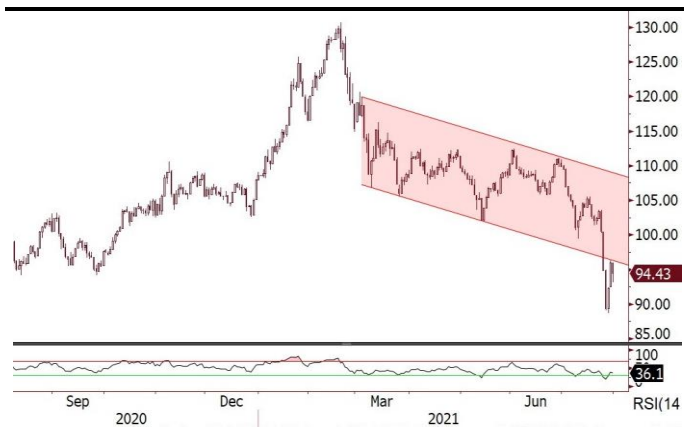
圖 10：恒生科指尚未回到軌道



資料來源：彭博，招銀國際證券

■ **MSCI 中國和 A 股同樣跌破支撐位**

圖 11：MSCI 中國尚未回到軌道



資料來源：彭博，招銀國際證券

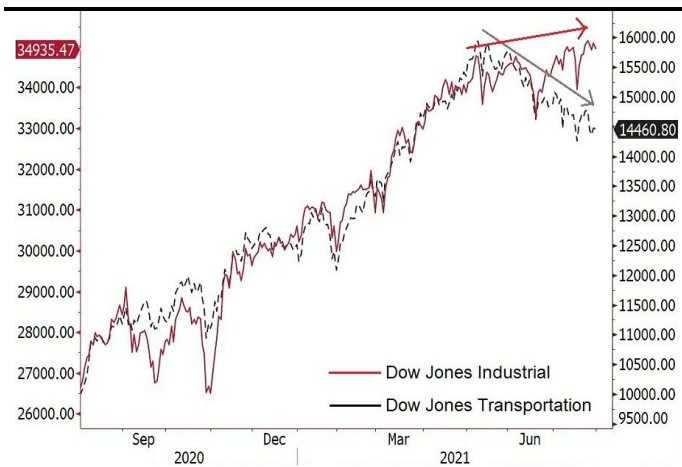
圖 12：上海綜指呈向下突破的三角形



資料來源：彭博，招銀國際證券

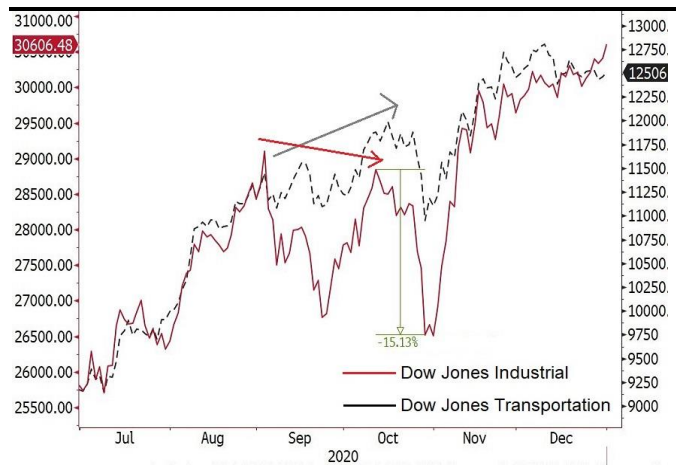
■ 美股上漲至歷史高位，但工業指數和交通指數背馳

圖 13: 2021 年的道瓊斯工業與道瓊斯交通平均指數



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 14: 2020 年的道瓊斯工業與道瓊斯交通平均指數



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

策略: 避開政策風險

從中期來看，我們仍然看好增長股，因考慮到其較佳的長線增長前景，以及過去半年已跑輸價值股，現時估值價絕非昂貴。

■ 互聯網股的抄底時機?

尚未到抄底時候。8 月份，我們建議等待中國監管政策和互聯網股中期業績更加明朗，屆時互聯網企業可能會下調指引和公佈更多新投資，因而對股價造成更大壓力。

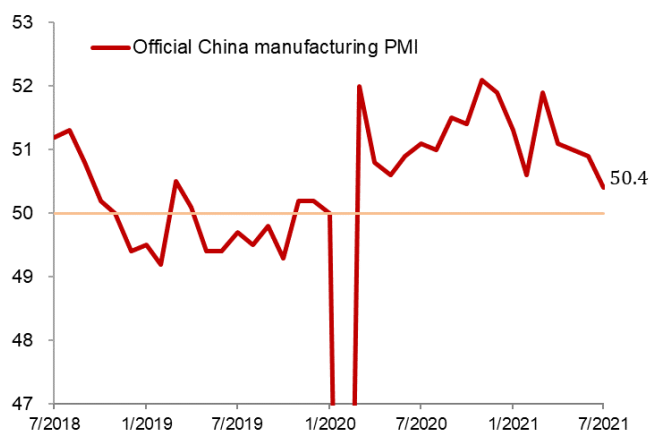
周期股有其自身風險

■ 應該轉投周期股避險嗎?

答案是不應該。我們不建議追逐周期股以避開監管風險，因為這類股票有其自身風險（但我們在第 10 頁有選擇性買入的周期性股票建議）：

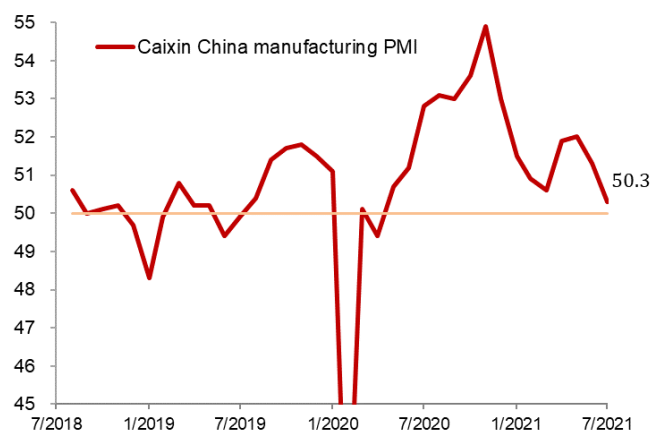
1. 周期股較受中國經濟放緩所影響。7 月份官方和財新發佈的中國製造業 PMI 均差於預期，分別跌至 2020 年 2 月和 4 月以來的最低水平（圖 15 和 16）。與增長股相比，周期股／價值股對 PMI 更敏感及高度相關（圖 17 和 18）。由於 PMI 呈下降趨勢且差於預期，周期股應面臨更大的下行壓力。

圖 15：中國官方製造業 PMI 下跌



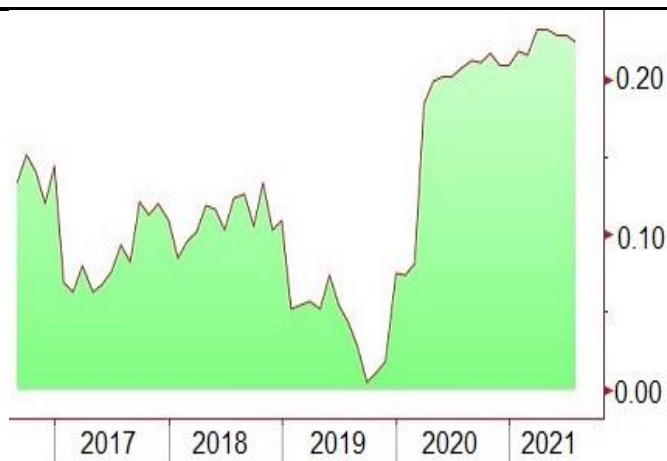
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 16：財新中國製造業 PMI 下跌



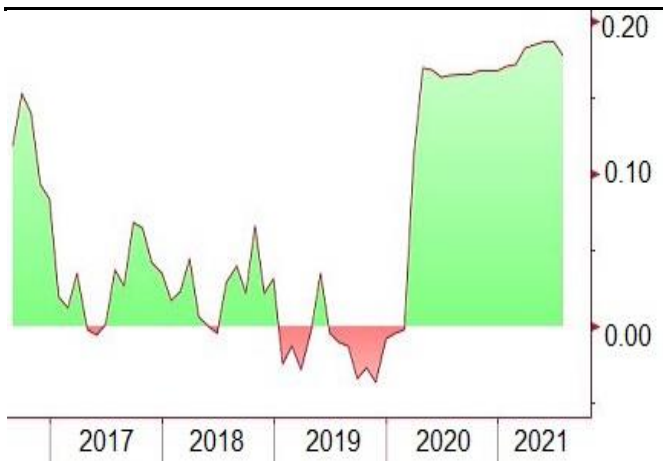
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 17：中國官方 PMI 與 MSCI 中國價值指數的相關性



資料來源：彭博，招銀國際證券

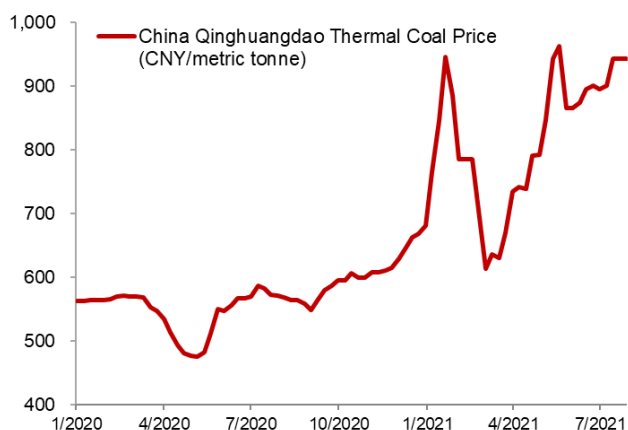
圖 18：中國官方 PMI 與 MSCI 中國增長指數的相關性



資料來源：彭博，招銀國際證券

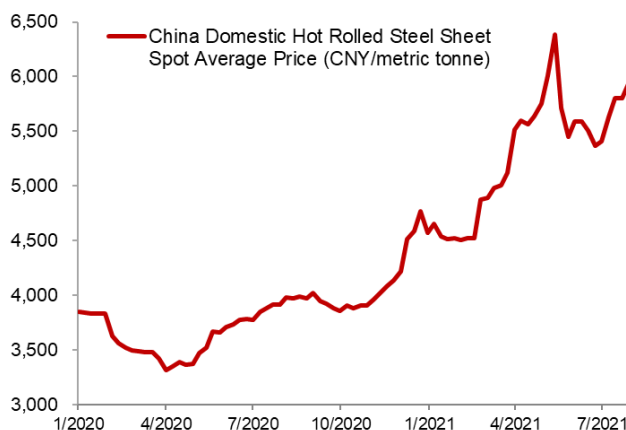
2. 壓制大宗商品價格的政策。自 2021 年 4 月以來，北京多次指出要“加強原材料等市場調節，緩解企業成本壓力”。7 月 30 日，由習主席主持召開的中共中央政治局會議，要求做好大宗商品保供穩價工作。由於煤炭、鋼鐵等原材料價格在短期回落後仍處於高位（圖 19 和 20），北京方面可能會推出更多穩定價格的政策，意味上游資源企業可能面臨政策風險。

圖 19：中國動力煤價格



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 20：中國熱軋鋼價格



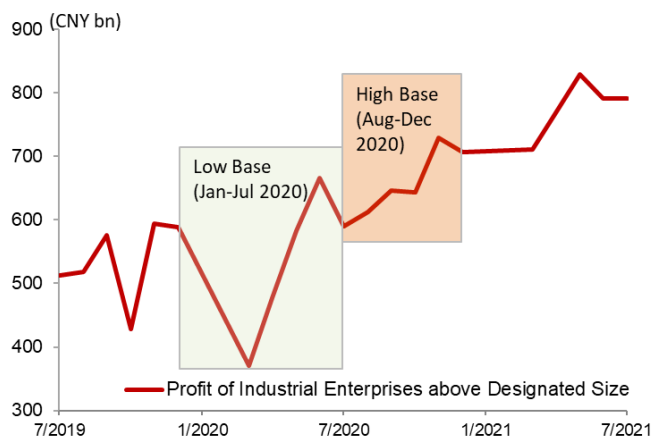
資料來源：彭博，招銀國際證券

3. 中國房地產行業仍面臨緊縮政策和流動性的擔憂。

請參閱我們 7 月 30 日的 [中國房地產行業報告](#) (只有英文版本)。

4. 下半年盈利低基數效應逐漸消退。以中國的工業利潤為代表，利潤已從疫情期間的低點回升，但同比來看，上半年的低基數效應已經結束。隨着下半年的基數更高 (圖 21)，我們預計同比增長將放緩，尤其是周期性板塊。

圖 21：由於基數較高，2021 年下半年中國工業利潤同比增速料將放緩



資料來源：彭博，招銀國際證券

挑選政策風險小的增長板塊

我們偏愛增長股而非周期股，重點是政策風險較小的板塊，甚至是獲政策支持的增长股：

- 1. 新能源汽車**——中共中央政治局會議提到，要“挖掘國內市場潛力，支持新能源汽車加快發展”。比亞迪（1211 HK，買入）是我們的行業首選。請參閱我們8月2日的[新能源汽車行業報告](#)。
- 2. 新能源**——中共中央政治局會議提到，要“統籌有序做好碳達峰、碳中和工作，儘快出台2030年前碳達峰行動方案”。我們偏好新天綠色能源（956 HK，買入）、天倫燃氣（1600 HK，買入）、捷佳偉創（300724 CH，買入）、浙江晶盛（300316 CH，買入）。
- 3. 硬體**——在科技板塊中，硬體股的政策風險應該比互聯網／軟件巨頭要小很多，因此相對具有防守性，可能會吸引部分資金從板塊輪動中流入。中共中央政治局會議提到，要“強化科技創新和產業鏈供應韌性”。子板塊包括手機、電信設備和半導體，如比亞迪電子（285 HK，買入）和小米（1810 HK，買入）。雖然硬體板塊面對的政策風險較小，但投資者應密切留意中美緊張局勢帶來的風險。

選擇性看好受政策支持の周期性股票

基建是政策支持較多的領域。中共中央政治局會議提出“加快推進十四五規劃重大工程項目建設”，以及“積極的財政政策要提升政策效能，合理把握預算內投資和地方政府債券發行進度”，推動今年底明年初形成實物工作量”。

機械股（選擇性）——鑒於地方政府債券發行速度可能加快，我們預計2021年下半年基建支出將有所改善，雖然工程機械的新需求將不足以彌補替換需求的下降（尤其是挖掘機和重卡）。不過，我們認為機械股在近期股價回調後已反映許多不利因素，看好濰柴（2338 HK，買入）和中聯重科（1157 HK，買入）。

8月份行業觀點

行業/ 分析師	最新觀點
互聯網/ 黃群	<p>下半年對板塊維持中性：1) 強監管持續；2) 投資+競爭攤薄利潤率；3) 短期個股業績較疲軟(二季度和下半年)。前期監管集中在反壟斷、數據安全、平臺經濟層面，繼教培政策後，陸續出臺直播帶貨管理辦法、未成年直播/打賞規範、“飯圈整治”、治理算法推薦等監管政策，板塊陣痛期持續、短期情緒承壓；但長期而言，良性調整後看好板塊的增長前景及結構受益。監管常態化將是影響市場情緒的關鍵。近期板塊估值已調整至歷史三年低位，如若政策明朗化後，建議積極關注成長邏輯堅挺、政策風險逐步消化的核心資產。其中，大電商賽道：關注美國(3690 HK)、阿裡巴巴(BABA US / 9988 HK)；泛文娛賽道：關注騰訊(700 HK)、哩哩哩(BILI US / 9626 HK)。</p> <p>有關<經濟參考報>針對遊戲的文章及騰訊“雙減雙打”新措施，解讀如下： 文章是針對未成年遊戲沉迷問題。同時，騰訊推出遊戲未保“雙減雙打”新措施，包括未成年用戶時間限制減少(非節假日從1.5小時降低至1小時，節假日從3小時減到2小時)、未滿12周歲禁止充值等，我們認為該措施將進一步規範未成年遊戲參與，利於行業有序健康發展。從未成年遊戲流水占比(騰訊8%；手遊行業未成年占比9%)來看，實際影響較為可控。</p>
科技/ 伍力恆	<p>行業景氣度高企：受到近期產業政策影響，資金流出互聯網並流入科技和半導體等“硬科技”板塊，推動相關板塊行情持續上漲。近期政治局會議強調科技自立等政策，同時結合十四五和2035年願景規劃，我們認為國內企業在短板領域有望受益於利好政策和國產替代的機遇。電子板塊方面，二季度部分海外產能受疫情影響短暫停工，隨著三季度新品發佈期，我們相信產業鏈供貨和需求情況將持續改善。5G通信板塊方面，由於5G基站招標推遲到三季度開啟，行業景氣度恢復，可關注運營商以及上下游企業。近期催化劑包括蘋果9月新品發佈會和相關產業政策發佈。</p> <p>個股推薦：當前半導體板塊估值近歷史高位，建議關注較低估值的電子和5G相關板塊，看好業績確定性較高和具有結構性成長機會的公司，如舜宇光學(2382 HK)、比亞迪電子(285 HK)、立訊精密(002475 CH)、中興通訊(763 HK)、生益科技(600183 CH)等行業龍頭公司。</p>
軟件/ 顏宇翹	<p>市場主要擔心近期監管政策影響客戶整體需求，同時對數字化的需求減慢，特別是頭部SaaS公司的客戶主要來自房地產，互聯網和教育等行業。短期建議關注相對政策風險較低的公司，如華為主要IT服務供應商中軟國際(354 HK)和安防龍頭海康威視(002415 CH)。長期來說，國內雲投入增加的邏輯和方向沒有改變，萬國數據(GDS US / 9698 HK)和金山雲(KC US)目前估值已經在1-SD以下。</p>
高教/ 葉建中	<p>高教行業受政策支持，可以登記學校為營利性，高教毛入學率只有54%，還有提升空間，受惠專升本擴招，行業培養應用型人材支持中國製造，相信政策風險較小，近期受累教培行業監管政策遭殺戮，維持看好。關注中教(839 HK)、宇華(6169 HK)、希望(1765 HK)、科培(1890 HK)、中匯(382 HK)、華夏視聽(1981 HK)。</p>
物業/ 曾展	<p>物管行業：上周出了個公共區域的規範條例，導致市場恐慌。我們也邀請了中國物管協會專家，對於政策支持的大方向不變，以規範為主，利好龍頭企業。我們相信物業管理盈利的高確定性、潛在的提高全年指引和龍頭估值的進一步分化，還是能提振行業的估值。我們的首選華潤生活(1209 HK)、融創服務(1516 HK)、碧桂園服務(6098 HK)和旭輝永升(1995 HK)。</p> <p>地產行業：我們認為緊縮政策可能會持續到第四季度，然後才會迎來一個空窗期。基本上來看，我們跟蹤的7月高頻數據來看銷售勢頭仍保有韌性，但利潤率可能會進一步下滑，拖累業績。所以配置地產行業可能現在還不是時候，特別是避免高杠杆的房企。但對於高質量和零售龍頭公司依然可以逢低吸納：龍湖(960 HK)(上半年利潤增長超15%) / 華潤置地(1109 HK)(上半年租金收入強勁，帶來好的業績預期)。</p>
醫藥/ 武煜	<p>風險：1) 政策：仿製藥/biosimilar繼續降價集采，目前已經做到第5輪，未來會持續，市場有預期；醫療服務(依賴醫保報銷)可能有控費壓力，這個是市場在猜測，沒有強依據；2) 抱團股估值回調風險：建議警惕高估值的CXO板塊。</p> <p>個股出現抄底機會：1) 有盈利支撐、增長穩健、有BD落地預期的pharma公司，包括石藥集團(1093 HK)、先聲藥業(2096 HK)；2) 龍頭的biotech/創新器械公司，雖然還沒開始盈利，但是龍頭地位穩固，基本面扎實，估值位置吸引，包括信達生物(1801 HK)、啟明醫療(2500 HK)。</p>

行業/ 分析師	最新觀點
新能源/ 蕭小川	<p>風電、光伏、電動車及鋰電材料是政策性扶持行業，也是兩碳目標的支柱，沒有政策限制風險。光伏的海外市場風險雖經歷前期拜登政府的部分限制，風險已大致釋放並被市場所消化。短期風險在於交易過於擁擠，公募基金配置之中佔據高比例，估值也處於景氣高點。</p> <p>光伏：二季度需求軟、海運費用高漲疊加銷售不暢的庫存影響。高估值風險有待釋放，建議謹慎/規避。</p> <p>風電：上半年業績普遍樂觀，受風資源條件較好驅動。對比光伏，風電上游企業估值較低，存重估機會。</p> <p>電動車：對比光伏及鋰電材料，電動車板塊估值水平距離前期高點尚有距離。上半年中國電動車銷售滲透率較快提升，下半年隨著汽車銷售旺季到來，繼續看好板塊，首選比亞迪(1211 HK)。</p>
可選 消費/ 胡永匡	<p>體育：安踏(2020 HK) = 李寧(2331 HK) > 特步(1368 HK)。持續看好國產品牌，預計下半年的增長勢頭最少保持穩健。風險：1)國內疫情擴散，線下人流減少，2)海外疫情令產能停頓，國內生產成本增加。機會：1)下半年增長放慢預期被市場消化，2)即使海外品牌重新增長，國產品牌增長維持較快水平，3)下半年增長和利潤率超預期，4)不上輔導班和不打遊戲，推動學生做運動。</p> <p>服裝：波司登(3998 HK) = 江南布衣(3306 HK) = Prada(1913 HK) > 利郎(1234 HK)。持續看好龍頭品牌自身改革帶來的復蘇。風險：1)天氣今年不及預期、不夠冷，自然災害。機會：1)國產品牌有機會因產品和事件而突然大受歡迎。</p> <p>餐飲：九毛九(9922 HK) > 百勝中國(9987 HK) > 海底撈(6862 HK) = 頤海(1579 HK) = 大家樂(341 HK)。看法比較中性，主要是受到疫情反覆的拖累。風險：1)國內疫情持續擴散少，2)行業競爭加劇。機會：1)理性開店，專注店效和利潤率。</p> <p>家電/小家電：JS 環球(1691 HK) > 海爾智家(6690 HK) > 美的(000333 CH)。看法比較中性，因為國內外的需求都偏弱。風險：1)國內需求持續疲弱，單價上漲幅度減少，2)海外疫情令需求減少，工廠生產停頓，3)原材料價格持續上升。機會：1)新產品表現比預期好，2)下半年增長超預期，3)海外疫情令小家電重新轉強，4)吸塵機因為滲透率較低，而令增長保持快速。</p>
必需 消費/ 葉建中	<p>啤酒行業：高端化進展順利，沒出現惡性競爭，成本上漲壓力預期可通過下半年提價應對，近期回調或受新冠病毒於多省蔓延影響，只要疫情受控股價可重拾上升。</p> <p>乳製品行業：消費者在新冠疫情後更注重喝牛奶提升免疫力，白奶銷售增長強勁，主要挑戰來自原奶上升壓力，預期行業通過減少促銷及逐步提價應對。</p> <p>推薦華潤啤酒(291 HK)、蒙牛(2319 HK)、萬洲(288 HK)。</p>
裝備 製造/ 馮鍵燦	<p>光伏上游設備：光伏矽片製造商擴產力度持續超預期，加上光伏行業獲政策高度支持，設備製造商上升週期將可持續，推薦晶盛機電(300316 CH)。</p> <p>工程機械/重卡：戰略上工程機械是中國優勢產業，全球市場份額有望提升，因此針對行業的政策風險極低。行業風險主要來自週期波動，但上周政治局會釋出正面訊號，包括：1)“合理把握預算內投資和地方政府債券發行進度，推動今年底明年初形成實物工作量” - 分析：今年上半年地方專項債發行同比下跌 27%，意味下半年發行需明顯加快；2)“加快推進十四五重大工程項目建設” - 分析：加快推進訊息明確，有利拉動工程機械和重卡板塊的新增需求；3)“大宗商品保供穩價” - 分析：增加大宗商品供應的方向將會持續，近期已看到發改委對煤炭產能置換方案放寬。短期反彈機會：濰柴(2338 HK)、中聯重科(1157 HK)、三一國際(631 HK)。</p> <p>浮法玻璃：早前市場關注工信部與玻璃生產商見面可能暗示干預玻璃價格，但我們認為會議屬部委與行業的正常交流，對玻璃行業的政策會繼續以控制能耗為首要目標，而非開放產能和控制價格，因此政策風險低。供應偏緊將持續拉動浮法玻璃價格，可關注中國玻璃(3300 HK, 未評級)。</p>
保險/ 陳喆	<p>從 2018 年兩會以來保險行業一直是嚴監管的狀態，接下來監管政策方面的關注點是償二代二期工程，目前還在行業內測試階段，預計 2022 年開始實施，從內部測試情況看，會將一部分剩餘邊際從核心資本移到附屬資本，調整一些風險因子，從資本金方面加強對風險的管控。上市險企目前核心償付能力充足率都在 200%或以上水平，安全邊際較大，受償付能力監管變動的影響有限，而中小壽險企業受投資端風險管理能力等因素的限制，在償付能力標準切換中會承受一定壓力，我們預計這會減少中小險企在市場上的一些價格戰行為，有利於頭部壽險公司。</p> <p>另外，今年以來銀保監會在產品端方面的監管，打擊長險短做、不合理定價等增加行業風險的行為，有利於太保(2601 HK)和平安(2318 HK)等專注長險業務、價值業務的險企。</p>

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。

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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责任。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：招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

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僅會在法律要求的區間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。