

## 2月港股策略报告

### 疫情影响及策略

新型冠状病毒成为股市黑天鹅，拖累港股近日急挫。借鉴 2003 年沙士疫情期间港股表现，估计现时恒指未见底，2 月份走势料偏弱，宜减持直接受累疫情的行业及周期性股份，待出现恐慌性抛售才吸纳优质股份。

- **好消息尽出，黑天鹅乍现。**1 月份港股先升后急跌，上半月受中美首阶段贸易协议推升，但源自武汉之新型冠状病毒疫情扩散，令本已反映了众多好消息的港股走势急转直下，恒指于七个交易日累跌 9.8%。疫情与 2003 年的“沙士”（非典型肺炎）较相似，较沙士传播速度更快，但死亡率暂时较低。
- **借鉴沙士，推测后市。**从时间或幅度推测，今次新病毒触发之跌市于 3-4 月份见底机会较高。时间上，港股于沙士疫情开始稳定前一个月见底回升。对今次新病毒疫情，医学界对何时到达高峰之估算未有共识，较保守的估计到 4 月达高峰，则恒指可能最快于 3 月见底，预先反映疫情受控。幅度上，沙士期间恒指累跌 18.7%，今次疫情至今仅跌 9.8%。
- **港股未够恐慌。**重大坏消息触发的跌市，通常于恐慌中见底，但近日港股于跌市中之成交额未见大幅增加，没出现恐慌性抛售。恒指波幅指数（VHSI）升至 23 以上，仍低于近两年几次的高位 26 至 30 水平，反映市场或未够恐慌，未出现终极一跌。
- **业绩期或带来额外风险。**2 月底至 5 月中是港股年度及季度业绩期。由于疫情影响内地及香港之经济活动及交通往来，上市公司的核数工作因而受阻，可能导致大批公司未能赶及于 3 月底前公布年度业绩，引发停牌潮，影响投资者信心。季度业绩方面，无论内地或香港企业，第一季业绩将或多或少受疫情拖累。
- **技术分析：恒指国指岛形顶。**恒指及国指均出现“岛形顶”见顶形态，并已跌穿上升通道，中线走势转弱，相信陷入小涨大回格局。若果疫情短期内未受控，或要下试去年 8 月低位 24,900。美股亦有转弱迹象。标指刚跌穿上升通道，MACD 发出卖出讯号。
- **投资策略：减持受累行业及周期股，勿过早尝试抄底。**现时策略宜审慎，减低持仓比例，首要减持最直接受累疫情的行业，包括航空、旅游、酒店、博彩、零售、餐饮、电影，并把握任何技术性反弹的机会，减持股价波动的周期性股份，如内房、券商、基本金属、汽车。同时可提高防守股之比重，主要是公用股。中长线而言，疫情到达高峰前、市场出现恐慌之际，相信是吸纳优质股之机会。届时可集中关注盈利增长较强、盈利能见度高之行业，及憧憬稳增长政策之板块。
- **行业观点：**概括而言，消费、科技硬件、券商、汽车较受疫情打击；医疗、线上游戏及视频、线上教育或反而受惠；内银、可再生能源、机械设备有较强防守力。

苏沛丰, CFA

电话: (852) 3900 0857

邮件: danielso@cmbi.com.hk

恒生指数	26,313
52 周高/低位	30,280/24,897
大市 3 个月日均成交	861 亿港元

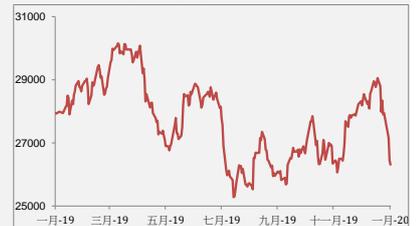
资料来源: 彭博

#### 恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1-月	-7.5%	-9.0%
3-月	-2.9%	-3.6%
6-月	-2.3%	-1.0%

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. [“料先升后跌，周期股补涨” - 2020 年 1 月 3 日](#)
2. [“2020 年策略报告：恒指目标区间 25,100 - 30,200” - 2019 年 12 月 13 日](#)
3. [“内需股中线续看好” - 2019 年 11 月 1 日](#)
4. [“波动市况，消息主导” - 2019 年 10 月 2 日](#)
5. [“恒指今年最低目标调低至 22200” - 2019 年 9 月 3 日](#)

## 好消息尽出，黑天鹅乍现

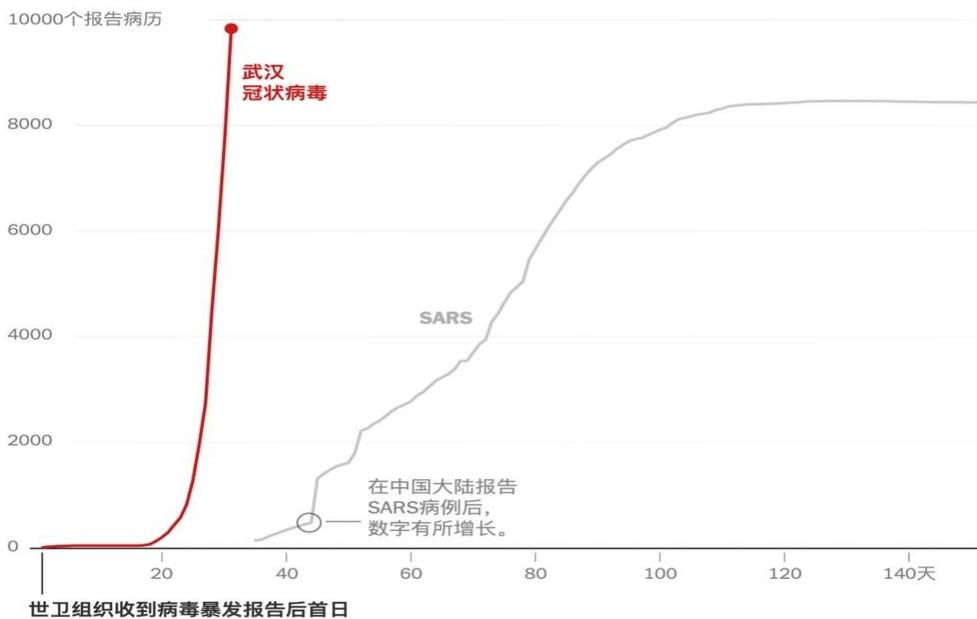
回顾1月份，港股先升后急跌，上半月延续去年第四季之升势，恒指升穿29,000，主要受中美签订首阶段贸易协议推动，加上中国经济数据回稳及人民银行全面降准。不过，源自武汉之新型冠状病毒疫情扩散，令本已反映了众多好消息的港股走势急转直下，恒指于1月20日高位29,175见顶，其后七个交易日累跌2,862点或9.8%至26,313。

疫情将主宰未来几个月之港股走势。由于新型冠状病毒患者出现肺炎，情况与2003年的“沙士”（严重急性呼吸系统综合症，又称SARS或非典型肺炎）较相似，投资者会参考当年股市在疫情下之表现，以推测未来几个月之走势。

### 新病毒传播速度较沙士快

根据腾讯新闻，截至2月3日早上7时35分，全国有17,238宗确诊、21,558疑似病例、361人死亡，确诊人数已远超2003年沙士的总数8,000多宗（图1），而这是在世界卫生组织收到首宗报告后之短短一个月，可见新病毒的传播速度高于沙士。世卫已于1月30日将此疫情列为国际公共卫生紧急事件。

图1：新型冠状病毒确诊人数已超过沙士总数

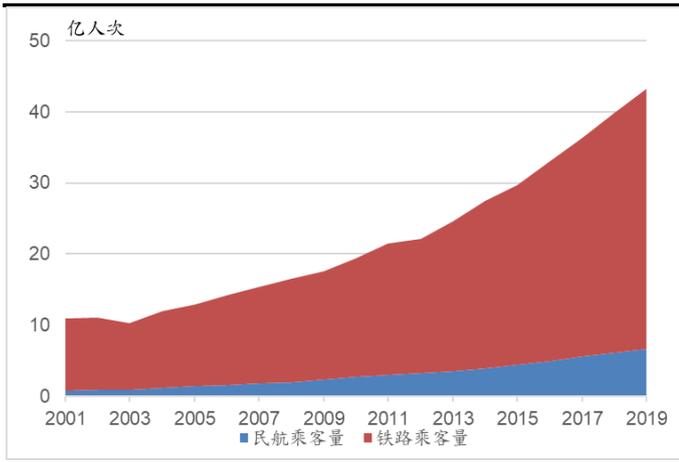


资料来源：纽约时报，数据截至美东时间1月30日晚上11时30分

新病毒的传播较沙士快，是否由于新病毒本身的传染能力较高，医学界仍难判断，但十多年来中国经济高速增长、交通网络日趋完善，无疑助长了病毒传播，尤其是病毒源自交通枢纽武汉。单计铁路及航空，中国年度乘客量已由2003年之10.2亿人次，升至2019年之43.2亿人次（图2）。

不幸中之大幸，是新病毒病例之死亡率暂时较低，目前数据显示低于3%，沙士则接近10%。

图2：中国铁路及航空乘客量较2003年升逾三倍



资料来源：彭博、招银国际证券研究

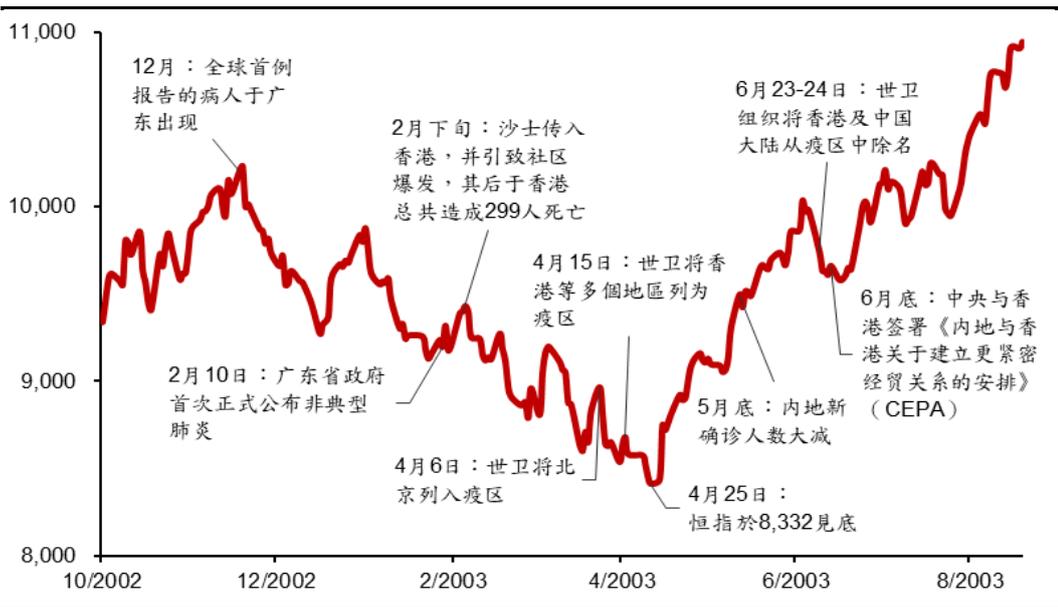
### 鉴古知今 - 从2003年沙士推测疫情对股市影响

股市走势不会简单重演历史，何况疫情发展、防疫政策、疫情以外之因素（例如中美关系）均不明朗并随时会变化，但投资者无疑会参考历史，鉴古知今。参考2003年沙士引发的跌市，无论从时间或幅度推测，今次新病毒触发之跌市应未见底。

#### 3-4 月份见底机会较高

港股何时见底之关键之一，是疫情何时达到高峰、新确诊个案大幅回落。回顾沙士，2002年11月在内地出现，12月初恒指于10,247见顶陷入跌势，到2003年1月初累跌一成；2月沙士传入香港，恒指继续跌，4月底于8,332见底，而5月底内地新确诊人数大减（图3）。换言之，港股于沙士疫情开始稳定前一个月见底回升。

图3：恒指于沙士期间表现



资料来源：招银国际证券研究

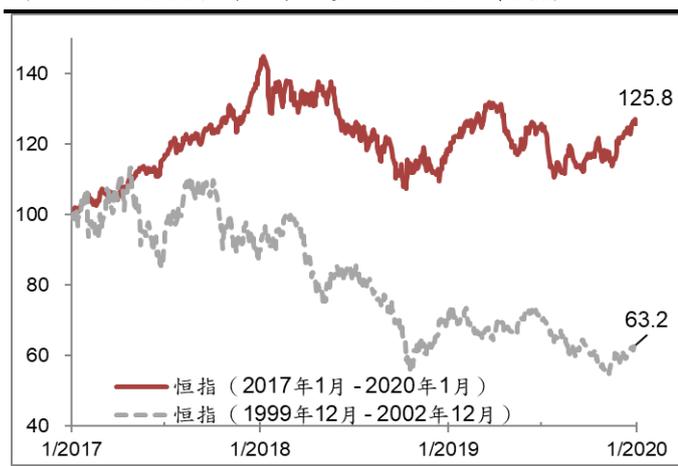
对于今次新病毒疫情，医学界对何时到达高峰之估算未有共识。国家卫健委高级别专家组组长钟南山于1月28日表示，新型冠状病毒疫情仍属局部爆发状态，可能会在一周或十天左右达到高峰，届时就不会再大规模增加。另一方面，香港大学医学院公共卫生学院的学者团队发表文章，推断在内地多个主要城市，疫情数字已经出现急速增长，如果病毒传染能力没有减弱，疫情于武汉会在4月到达顶点，重庆、北京等城市亦会在随后一至两星期进入高峰。保守起见，采用港大团队之推算以展望股市，料港股于3-4月份见底，预先反映疫情受控。

### 港股至今跌幅或未够深

若以恒指跌幅推算，由今年1月20日高位回落9.8%之幅度，恐怕仍未够。恒指之“沙士底”8,332出现于2003年4月底，较2002年12月开始下跌前之高位10,247累跌18.7%。

须指出的是，港股于两次疫情之“起跑线”有颇大分别。2002年底爆发沙士前，港股本已相当低残，历经1997年亚洲金融风暴、2000年科网泡沫爆破、房地产价格暴跌等打击，沙士前恒指已较2000年高位下挫逾四成。今次肺炎前，恒指于29,000以上，较三年前升26%（图4），并仅较历史高位低12%，潜在的回调空间或反而较大。

图4：恒生指数于新病毒及沙士爆发前三年走势

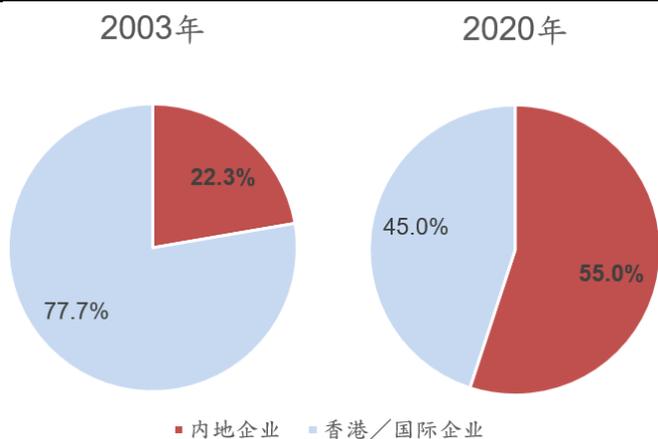


资料来源：彭博、招银国际证券研究

此外，2003年时，港股市场之中资股比例仍较低，内地企业占恒生指数权重仅约22%，但现时该比率已升至55%（图5），中资股影响力远高于2003年。就算这次新病毒在香港受控、最终没出现社区爆发，单计内地疫情扩散，对恒指料将造成较大打击。

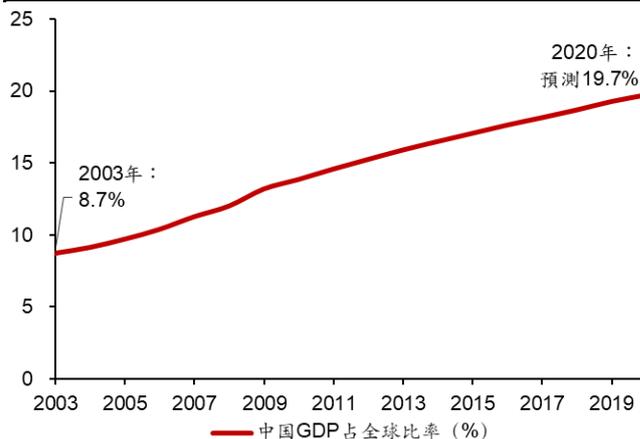
这次亦须关注疫情对全球经济及市场之影响，因为中国现时已是全球第二大经济体，GDP占全球份额近20%，远高于2003年之8.7%（图6），而且众多跨国企业均在中国有生产设施或营业点，受疫情影响，部份跨国企业已暂停部份中国业务，例如星巴克暂时关闭中国一半以上分店、苹果在中国所有办公室及门市将暂停营业至2月9日，对相关之国际企业以至外国经济之影响均将较2003年显著。假如外围股市亦因而受压，亦可能进一步拖累港股气氛。

图 5：恒生指数之内地企业权重大增



资料来源：彭博、招银国际证券研究

图 6：中国 GDP 占全球比例显著上升



资料来源：IMF、招银国际证券研究

图 7：新型冠状病毒 vs 沙士

	2003 年沙士	2020 年新型冠状病毒
主要期间	2002 年 12 月 - 2003 年 6 月	2019 年 12 月 - ???
传播速度	较低	较高，部份原因是中国交通流量远较 2003 年高
死亡率	较高，接近 10%	较低，暂时低于 3%
中国 GDP 占全球比率	8.7%	预测 19.7%
中国对港股影响力	较低，内地企业占恒指 22%	较高，内地企业占恒指 55%
疫情爆发前港股走势	较弱，之前三年恒指累跌 37%	较强，之前三年恒指累升 26%

资料来源：招银国际证券研究

可能令港股出现更深跌幅的潜在催化剂，包括内地确诊宗数持续大幅上升、于香港社区爆发、被世卫列为疫区。

### 业绩期或带来额外风险

即将于 2 月底至 5 月中之年度及季度业绩期，亦可能打击港股。首先，12 月年结之企业，按港交所规定须于 3 月底前公布年度业绩，但由于疫情影响内地及香港之经济活动及交通往来，上市公司的核数工作因而受阻，可能导致大批公司未能赶上出业绩，引发停牌潮，影响投资者信心。《信报》则引述消息人士透露，港交所及证监会短期或公布按情况容许上市公司个别申请延发业绩，但最终内容仍未敲定。季度业绩方面，无论内地或香港企业，第一季业绩将或多或少受疫情拖累。

### 疫症过后，反弹力度或不如沙士后

2003 年沙士拖累港股跌近两成，但 4 月份见底后急速反弹，两三个月便已回升至沙士爆发前水平，一来由于当年中国经济处于高速增长阶段，虽受沙士打击，2003 年 GDP 增速仍达 10%，二来是 2003 年 6 月底中央与香港签署《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA)，包括个人旅客自由行等政策，带动香港零售及旅游业走出谷底。反观现时中国经济增速持续放缓，今年 GDP 增速料低于 6% (未计算疫情影响)，加上中美贸易战未停止，仍有大量商品被征受额外关税，料将限制港股反弹力度。

## 技术分析

### 恒指、国指岛形顶

**恒生指数：**去年8月中于24,900见底以来，累升逾4,000点后，超买回落，并因疫情出现下跌裂口，造成“岛形顶”之利空形态，更跌穿近半年之上升通道底部。近年恒指往往以“岛形顶”形态见顶，今次亦不例外。14天相对强弱指数(RSI)虽已跌至接近超卖区，不排除偶有技术性反弹的可能，但中线走势已转弱，相信陷入小涨大回格局。若果疫情短期内未受控，或要下试去年8月低位24,900。

图8：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：**与恒指走势相若，同样以“岛形顶”见顶，且跌穿上升通道底部，中线走势已转弱，料后市小涨大回。

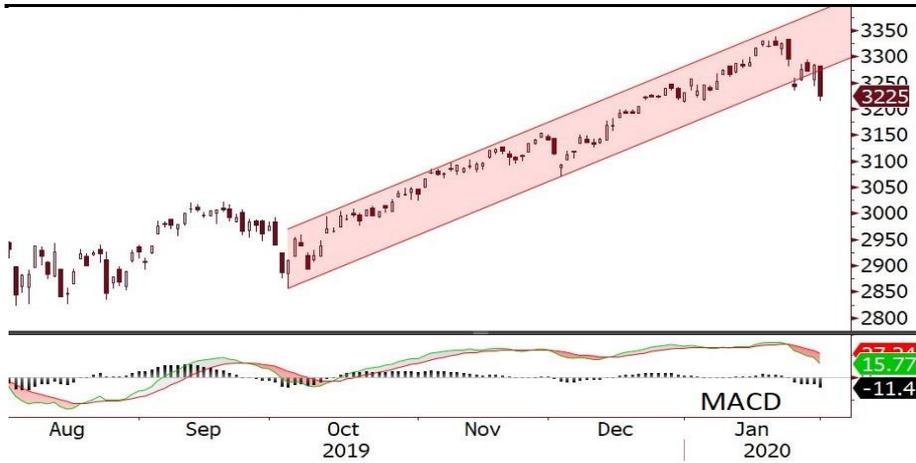
图9：国企指数日线图



资料来源：彭博、招银国际证券研究

**美国标普 500 指数：**美股走势远较港股强，早前连番创历史新高，但最近亦受中国疫情拖累，有转弱迹象。标指刚跌穿上升通道，MACD 发出“卖出”讯号。

图 10：美国标普 500 指数日线图



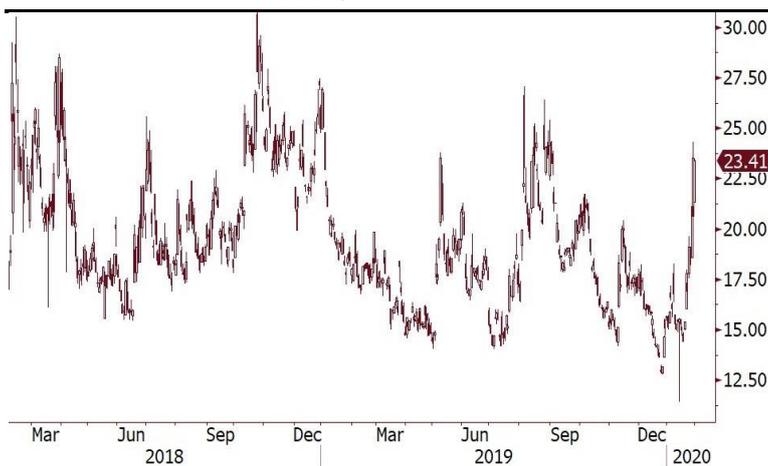
资料来源：彭博、招银国际证券研究

## 投资策略

### 港股未见恐慌

现阶段疫情持续扩散，确诊病例未见放缓迹象，而如上所推论，恒指至今回落的幅度及时间均未足够，市场情绪亦未见恐慌，暂时未有见底迹象。重大坏消息触发的跌市，通常于恐慌中见底，但近日港股于跌市中之成交额未见大幅增加，没出现恐慌性抛售。“港版 VIX”恒指波幅指数（VHSI）升至 23 以上，仍低于近两年几次的高位 26 至 30 水平，反映市场或未够恐慌。

图 11：VHSI 未升至恐慌水平



资料来源：彭博、招银国际证券研究

## 减持受累疫情行业及周期性板块

现时投资策略宜审慎，忌过早尝试抄底，宜减低持仓比例，首要减持最直接受累疫情的行业，包括航空、旅游、酒店、博彩、零售、餐饮、电影，并把握任何技术性反弹的机会，减持股价波动的周期性股份，如内房、券商、基本金属、汽车。

若不想降低持股比例，应提高防守股之比重，主要是公用股，例如电力、燃气、电讯营运商。

中长线而言，疫情到达高峰前、市场出现恐慌之际（初步估计较大机会于3-4月份），相信是吸纳优质股之机会。届时可集中关注1) 盈利增长较强、盈利能见度高之行业，包括互联网、科技硬件、医疗、教育、物业管理；2) 受疫情直接打击但影响短暂、长线基本因素良好之行业，例如运动服装、乳业；3) 憧憬稳增长政策之行业，如基建相关的机械设备。

## 行业观点

以下是招银国际分析员对覆盖行业在疫情下之观点。概括而言，消费、科技硬件、券商、汽车受较大打击；医疗、线上游戏及视频、线上教育或受惠；内银、可再生能源、机械设备有较强防守力。

### ■ 必需消费

疫情打击外出消费意欲，春节餐饮及送礼需求下降，不利白酒、乳制品等销量，销售渠道库存积累。相反，部份饮食需求转移至方便面之类产品，根据一家中国地区性饮食分销商，近期方便面销量较佳。于2018年度，日清食品(1475 HK)／康师傅(322 HK)／统一企业(220 HK)分别有约90%／39%／38%收入来自方便面。

### ■ 非必需消费

疫情有损社交消费（餐饮、娱乐、商场购物）、户外活动（运动）及旅游（国内旅游、酒店、香港零售、澳门博彩）。相反，部份消费由线下转至线上，有利电商及餐饮外卖平台。

### ■ 科技硬件

武汉是中国科技中心之一，尤其对显示屏及电讯设备供应链而言。于武汉设厂或研发中心的公司将有负面影响，例如有一半产能于武汉的TCL集团(000100 CH)、第二总部在武汉的小米(1810 HK)。5G电讯设备公司短期则可能面对零件供应受阻。相对而言，苹果及华为产业链受影响有限，因为生产线分散于全球。

### ■ 券商

疫情触发的股市下挫不利券商股价。行业之中线增长前景不变，将继续受惠资本市场改革开放，但估计疫情会令一季度推出改革措施的可能性下降。股市下挫将提供低吸的机会，看好投行业务较强的中信证券(6030 HK)、中金(3908 HK)及中信建投(6066 HK)。

## ■ 汽车

疫情短期将拖低汽车销量，因消费者将减少前往4S店。按地区分析，东风(489 HK)是湖北最大厂商，最受影响。当疫情平息后，生产恢复及补库存将令汽车销量大幅反弹。另一方面，料部份居民为免乘坐公交，将首次购置车辆。建议留意强大的本地品牌吉利(175 HK)。

## ■ 医疗

目前无特效药医治新型冠状病毒患者，但生产抗病毒药及抗生素之药企或会略为受惠，包括丽珠医药(1513 HK / 000513 CH)、东阳光药(1558 HK)、联邦制药(3933 HK)。鱼跃医疗(002223 HK)作为消耗性医疗设备生产商亦可能受惠。

## ■ 互联网

线上娱乐行业(游戏、视频直播)受惠疫情，因居民留在家中，活跃用户数量及在线时间均趋升。腾讯(700 HK)旗下手游《王者荣耀》在年三十当日流水约20亿元人民币，同比增50%创历史新高。相反，线上旅游代理及电影行业受累。

## ■ 教育

疫情可能令下学期延后，暑假可能因而缩短。除非疫情持续相当长时间，否则对K12及高等教育企业之盈利影响轻微。对K12课外教育企业而言，疫情则可能影响下学年课程招生，冬季短期课程可能由线上教育取代，较大部份收入来自线上课程之企业如新东方在线(1797 HK)料较受惠。

## ■ 内银

1月26日，银保监会下发通知，加强银行保险业金融服务，配合做好疫情防控工作，包括灵活调整住房按揭、信用卡等个人信贷还款安排，合理延后还款期限，对于受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业，不得盲目抽贷、断贷、压贷。国有银行尤其是中行(3988 HK / 601988 CH)于上述行业有较多贷款。不过，内银股本身资产素质正改善，估值亦偏低，料整体受疫情影响有限。

## ■ 房地产

疫情爆发后，多个内房售楼处关闭，居民亦不愿外出，因此近期合约销售将受压。发展商将调整售楼策略，部份销售将延后至二季度或下半年，因此全年销售目标料不会大受影响。不过，疫情对经济及居民购买力有影响，分析员或会调低全年合约销售预测。至于2020年度盈利，因主要反映过去一两年之预售，料受疫情影响不大。

## ■ 可再生能源/燃气

风力发电股之营运较不受疫情影响，估值则偏低，相信股价下跌空间不大。燃气分销商之工业及商业用燃气需求短期或受疫情拖低，但相信影响短暂，行业之市盈率与过往平均相若，短期或随大盘下跌，但由于业务仍具防守力，可候低吸纳。

## ■ 机械设备

疫情对行业整体影响料有限。根据我们最近与建设机械生产商的沟通，零件供应大致正常。虽然部份工程或会受疫情影响延后，但基建投资应是稳经济的手段，于疫情平息后有利机械设备需求。看好股份包括潍柴(2338 HK)、中联重科(1157 HK)、三一国际(631 HK)。

## 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
<b>金融</b>		<b>49.0%</b>							
汇丰控股	5	9.9%	56.85	10.3	10.8	0.89	0.85	7.0%	7.0%
友邦保險	1299	9.9%	77.75	18.9	17.0	2.52	2.27	1.7%	2.0%
建设银行	939	7.7%	5.95	5.0	4.7	0.63	0.58	6.0%	6.4%
工商银行	1398	4.7%	5.22	5.4	5.1	0.66	0.61	5.6%	5.9%
中国平安	2318	5.7%	88.70	9.1	9.1	2.12	1.80	2.9%	3.2%
中国银行	3988	2.9%	3.03	4.4	4.2	0.48	0.44	7.0%	7.5%
香港交易所	388	3.3%	258.8	34.1	30.6	7.41	7.04	2.6%	2.9%
中国人寿	2628	1.7%	18.84	8.2	10.1	1.24	1.13	4.2%	3.6%
恒生銀行	11	1.4%	158.2	12.0	12.2	1.78	1.68	5.1%	5.3%
中銀香港	2388	1.1%	25.95	8.5	8.3	0.95	0.90	5.8%	5.9%
交通銀行	3328	0.5%	5.00	4.4	4.2	0.47	0.44	7.0%	7.3%
<b>資訊科技</b>		<b>10.7%</b>							
騰訊控股	700	9.3%	373.0	33.7	27.6	7.51	6.01	0.3%	0.3%
瑞聲科技	2018	0.4%	55.75	25.6	18.9	3.03	2.76	1.9%	2.2%
舜宇光學科技	2382	1.0%	126.7	35.5	25.4	10.27	7.71	0.7%	1.1%
<b>地產</b>		<b>11.1%</b>							
長實集團	1113	1.6%	50.20	6.3	7.6	0.54	0.51	4.2%	4.6%
新鴻基地產	16	1.6%	109.3	9.4	9.1	0.54	0.52	4.7%	4.9%
領展房產基金	823	2.0%	79.00	27.6	25.7	0.87	0.86	3.7%	4.0%
中國海外發展	688	1.1%	25.25	6.2	5.3	0.86	0.77	4.3%	5.2%
碧桂園	2007	0.9%	9.96	4.7	4.1	1.26	1.02	6.6%	7.6%
九龍倉置業	1997	0.6%	40.50	12.3	12.3	0.55	0.54	5.3%	5.3%
華潤置地	1109	1.0%	32.70	8.6	7.4	1.29	1.15	4.0%	4.7%
新世界發展	17	0.8%	9.81	11.4	10.5	0.43	0.42	5.3%	5.5%
恒基地產	12	0.6%	35.20	10.6	10.1	0.53	0.53	5.1%	5.3%
信和置業	83	0.4%	10.66	14.7	7.3	0.48	0.46	5.3%	5.8%
恒隆地產	101	0.4%	16.36	15.3	14.2	0.51	0.50	4.8%	4.9%
<b>電訊</b>		<b>5.0%</b>							
中國移動	941	4.4%	64.20	10.7	10.8	1.06	1.01	4.9%	5.2%
中國聯通	762	0.5%	6.54	14.2	11.3	0.55	0.53	2.8%	3.5%
<b>能源</b>		<b>5.2%</b>							
中國海洋石油	883	2.4%	11.86	8.2	7.8	1.06	0.99	5.6%	5.9%
中國石化	386	1.3%	4.13	7.8	7.3	0.61	0.58	8.6%	8.8%
中國石油	857	0.9%	3.45	11.4	10.2	0.45	0.43	4.9%	5.0%
中國神華	1088	0.6%	13.74	5.5	6.0	0.68	0.63	7.2%	6.9%
<b>公用</b>		<b>4.9%</b>							
中電控股	2	1.7%	81.15	18.1	17.1	1.86	1.79	3.8%	4.0%
香港中華煤氣	3	1.7%	14.96	30.9	29.0	3.84	3.72	2.4%	2.5%
電能實業	6	0.9%	56.30	16.7	16.4	1.43	1.41	5.0%	5.0%
長江基建集團	1038	0.5%	54.50	13.1	12.8	1.17	1.13	4.6%	4.7%
<b>綜合類</b>		<b>3.3%</b>							
長和	1	2.2%	69.30	6.8	6.5	0.55	0.53	4.7%	4.9%
中信股份	267	0.7%	8.81	4.7	4.5	0.43	0.40	4.9%	5.4%
太古股份	19	0.4%	68.85	12.7	10.9	0.37	0.36	4.7%	5.0%
<b>消費品</b>		<b>6.5%</b>							
吉利汽車	175	0.9%	12.54	11.6	9.0	1.93	1.65	2.0%	2.5%
石藥集團	1093	1.1%	17.30	24.2	20.0	5.34	4.46	1.4%	1.6%
中洲國際	2313	0.9%	103.80	26.7	22.4	5.56	4.89	2.0%	2.3%
蒙牛乳業	2319	1.0%	28.80	21.2	21.8	3.46	3.05	1.0%	1.1%
中國生物製藥	1177	0.9%	10.42	35.7	30.6	3.50	3.17	0.7%	0.8%
恒安國際	1044	0.4%	57.00	15.5	14.6	3.39	3.19	4.4%	4.7%
萬洲國際	288	0.8%	7.46	11.7	10.2	1.62	1.49	3.7%	4.2%
中國旺旺	151	0.4%	6.45	18.5	17.6	4.33	4.03	4.0%	4.2%
<b>消費服務</b>		<b>3.3%</b>							
銀河娛樂	27	1.3%	51.50	16.8	16.2	3.13	2.76	1.8%	2.0%
金沙中國	1928	1.2%	38.00	19.0	18.1	8.83	8.32	5.2%	5.3%
港鐵公司	66	0.8%	43.90	24.0	21.3	1.45	1.42	2.8%	3.0%
<b>工業</b>		<b>1.0%</b>							
創科實業	669	1.0%	62.95	23.6	20.2	4.31	3.81	1.6%	2.0%
<b>加權平均</b>				<b>10.0</b>	<b>9.2</b>	<b>1.05</b>	<b>0.99</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.4%</b>

资料来源: 彭博、招銀國際證券研究; 截至2020年1月31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
<b>金融</b>		<b>46.9%</b>							
建设银行	939	10.1%	5.95	5.0	4.7	0.63	0.57	6.1%	6.5%
中国平安	2318	9.2%	88.70	9.1	9.1	2.10	1.79	2.9%	3.2%
工商银行	1398	7.6%	5.22	5.4	5.1	0.66	0.60	5.6%	6.0%
中国银行	3988	4.6%	3.03	4.4	4.2	0.47	0.44	7.1%	7.5%
中国人寿	2628	2.8%	18.84	8.2	10.1	1.23	1.12	4.2%	3.7%
招商银行	3968	2.7%	37.90	9.4	8.3	1.44	1.28	3.2%	3.7%
农业银行	1288	1.6%	3.02	4.5	4.2	0.52	0.48	6.8%	7.2%
中国太保	2601	1.4%	26.15	7.2	7.6	1.21	1.11	6.2%	6.4%
中国财险	2328	1.2%	8.39	6.6	6.8	0.99	0.89	5.2%	5.5%
交通银行	3328	0.8%	5.00	4.4	4.2	0.46	0.43	7.1%	7.4%
中信银行	998	0.8%	4.08	3.8	3.6	0.40	0.37	6.9%	7.5%
民生银行	1988	0.7%	5.46	4.0	3.8	0.46	0.42	7.0%	6.5%
海通证券	6837	0.5%	7.61	8.3	7.5	0.61	0.57	3.7%	4.1%
邮储银行	1658	1.0%	4.85	6.1	5.5	0.73	0.66	4.9%	5.5%
中信证券	6030	0.5%	15.16	12.6	11.4	1.00	0.95	3.5%	3.8%
新华保险	1336	0.5%	29.40	6.1	6.5	1.03	0.90	4.3%	4.2%
中国太平	966	0.6%	16.38	6.1	6.0	0.76	0.67	1.1%	1.4%
中国人民保险	1339	0.5%	2.80	4.9	5.5	0.61	0.54	3.4%	3.8%
<b>能源</b>		<b>8.0%</b>							
中国海洋石油	883	3.7%	11.86	8.2	7.8	1.05	0.99	5.7%	5.9%
中国石化	386	2.0%	4.13	7.8	7.3	0.60	0.58	8.7%	8.9%
中国石油	857	1.4%	3.45	11.4	10.2	0.45	0.43	4.9%	5.1%
中国神华	1088	0.9%	13.74	5.5	6.0	0.67	0.63	7.3%	6.9%
<b>地产建筑</b>		<b>8.9%</b>							
华润置地	1109	1.9%	32.70	8.6	7.4	1.28	1.14	4.1%	4.8%
碧桂园	2007	1.6%	9.96	4.7	4.1	1.25	1.01	6.7%	7.6%
海螺水泥	914	1.2%	50.10	7.2	7.4	1.73	1.50	4.6%	4.6%
中国交建	1800	0.5%	5.52	3.9	3.6	0.37	0.34	4.9%	5.4%
万科	2202	0.8%	27.60	6.7	5.8	1.46	1.24	5.1%	6.0%
龙湖集团	960	1.1%	33.10	10.7	8.8	1.87	1.64	4.2%	5.1%
融创中国	1918	1.9%	38.00	5.8	4.6	1.87	1.40	3.8%	4.8%
<b>消费</b>		<b>11.0%</b>							
石药集团	1093	1.5%	17.30	24.2	20.0	5.29	4.42	1.4%	1.6%
中国生物制药	1177	1.3%	10.42	35.7	30.6	3.46	3.15	0.7%	0.8%
国药控股	1099	0.6%	25.50	10.5	9.3	1.41	1.24	2.8%	3.2%
华润啤酒	291	1.2%	36.25	47.4	32.4	5.12	4.61	0.7%	1.2%
吉利汽车控股	175	1.5%	12.54	11.6	9.0	1.91	1.63	2.0%	2.5%
安踏体育	2020	1.4%	68.15	30.0	22.4	8.25	6.61	1.2%	1.7%
中洲国际	2313	1.6%	103.80	26.7	22.4	5.51	4.85	2.0%	2.4%
中国旺旺	151	0.7%	6.45	18.5	17.6	4.29	3.99	4.1%	4.2%
恒安国际	1044	0.7%	57.00	15.5	14.6	3.36	3.16	4.4%	4.7%
比亚迪股份	1211	0.4%	41.10	51.3	39.4	1.77	1.71	0.4%	0.4%
<b>公用</b>		<b>3.9%</b>							
华能国际	2688	1.2%	91.10	17.4	15.0	3.58	3.03	1.8%	2.1%
中国燃气	384	1.1%	30.80	16.6	13.9	3.76	3.06	1.7%	2.1%
粤海投资	270	0.9%	15.84	20.3	18.1	2.47	2.37	3.6%	4.1%
华润燃气	1193	0.7%	41.10	17.8	15.9	3.29	2.92	2.1%	2.5%
<b>工业</b>		<b>0.4%</b>							
中国中车	1766	0.4%	5.15	10.6	9.3	0.95	0.89	3.6%	4.2%
<b>综合</b>		<b>1.8%</b>							
中信股份	267	1.3%	8.81	4.7	4.5	0.43	0.40	4.9%	5.4%
复星国际	656	0.5%	10.42	5.4	4.9	0.65	0.59	3.9%	4.4%
<b>资讯科技及电讯</b>		<b>19.8%</b>							
腾讯控股	700	10.3%	373.0	33.7	27.6	7.44	5.96	0.3%	0.3%
中国移动	941	6.7%	64.20	10.7	10.8	1.05	1.00	5.0%	5.2%
中国电信	728	1.5%	4.19	10.2	9.8	0.84	0.81	3.0%	3.1%
中国铁塔	788	1.3%	1.63	48.4	33.0	1.38	1.33	1.1%	1.6%
<b>加权平均</b>				<b>7.7</b>	<b>7.1</b>	<b>0.96</b>	<b>0.87</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.7%</b>

资料来源: 彭博、招银国际证券研究; 截至2020年1月31日

## 附录3: 招銀國際研究部覆盖股份

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
<b>房地产</b>								
万科 - H	2202 HK	买入	27.60	35.90	3,602	8.1	6.8	5.8
万科 - A	000002 CH	买入	28.98	33.92	3,206	9.5	8.0	6.8
保利地产 - A	600048 CH	买入	15.33	20.72	1,829	9.6	7.4	5.9
中国海外	688 HK	持有	25.25	28.36	2,766	6.2	5.6	5.6
碧桂园	2007 HK	买入	9.96	15.20	2,176	5.5	4.7	4.3
华润置地	1109 HK	买入	32.70	42.15	2,332	8.4	7.2	7.5
龙湖	960 HK	持有	33.10	26.06	1,980	10.7	9.9	9.0
世茂	813 HK	持有	25.35	28.64	837	8.6	6.1	5.1
龙光	3380 HK	买入	11.88	12.16	654	7.2	5.6	5.0
雅居乐	3383 HK	买入	10.34	16.05	405	5.1	3.7	3.9
合景泰富	1813 HK	买入	10.18	11.40	323	7.2	3.5	5.0
奥园	3883 HK	买入	10.52	14.30	283	10.5	5.7	4.1
时代中国	1233 HK	买入	13.78	15.60	268	5.2	4.5	3.7
禹洲	1628 HK	买入	3.62	5.19	189	4.2	3.6	3.1
中骏置业	1966 HK	买入	4.12	4.83	172	4.2	4.1	3.9
中海宏洋	81 HK	买入	5.16	7.72	177	6.9	4.8	4.3
弘阳地产	1996 HK	买入	2.43	3.37	81	3.3	4.4	3.7
绿城服务	2869 HK	买入	8.24	7.50	230	43.5	35.2	26.4
雅生活	3319 HK	买入	26.05	25.89	347	37.7	27.5	19.6
中海物业	2669 HK	持有	4.76	3.33	156	39.0	29.8	23.8
易居(中国)	2048 HK	买入	6.75	12.82	94	7.5	6.9	5.4
河北建设	1727 HK	买入	4.73	7.30	83	6.7	6.1	5.1
<b>科技硬件</b>								
舜宇光学	2382 HK	买入	126.70	140.00	1,390	49.8	36.3	24.9
立讯精密 - A	002475 CH	买入	45.15	32.10	2,415	48.5	35.0	28.2
鸿腾精密	6088 HK	买入	2.41	3.77	166	7.9	6.8	6.0
通达集团	698 HK	买入	0.83	1.15	54	8.3	5.8	4.9
东江集团	2283 HK	买入	3.80	4.09	32	7.8	6.6	5.6
瑞声科技	2018 HK	卖出	55.75	29.61	674	22.7	19.2	17.9
小米集团	1810 HK	持有	11.52	9.12	2,766	20.7	18.5	15.2
比亚迪电子	285 HK	持有	15.24	10.36	343	13.8	12.5	11.6
丘钛科技	1478 HK	买入	11.16	16.67	129	22.2	16.7	13.9
歌尔声学 - A	002241 CH	持有	23.61	9.10	766	59.0	49.2	42.9
<b>互联网</b>								
腾讯	700 HK	买入	373.00	420.00	35,631	42.4	36.4	28.8
阿里巴巴	BABA US	买入	206.59	224.10	5,542	38.0	31.3	24.6
百度股份	BIDU US	买入	123.56	147.60	428	13.0	14.0	11.1
拼多多	PDD US	买入	35.22	35.00	409	亏损	亏损	60.0
陌陌公司	MOMO US	买入	30.60	45.00	63	12.7	11.1	9.0
欢聚时代	YY US	买入	60.53	73.90	49	8.5	8.2	7.0
IGG	799 HK	持有	5.47	11.00	68	5.0	5.0	4.7
汇量科技	1860 HK	买入	3.52	4.97	54	22.6	11.3	6.4
同程艺龙	780 HK	买入	11.02	19.71	234	18.7	13.0	10.0
兑吧	1753 HK	买入	3.49	6.35	38	16.9	8.9	6.0
完美世界 - A	002624 CH	买入	47.49	49.00	614	29.9	26.0	22.9
三七互娱 - A	002555 CH	买入	32.41	30.00	685	32.7	28.4	24.7

快递								
中通快递	ZTO US	买入	21.72	22.17	170	27.2	25.2	21.9
顺丰 - A	002352 CH	买入	39.22	36.63	1,731	49.6	32.7	28.0
教育								
睿见教育	6068 HK	买入	2.96	4.40	61	17.5	15.5	12.0
东方教育	667 HK	买入	14.54	16.30	319	41.6	31.1	24.5
卓越教育	3978 HK	买入	4.21	3.41	36	24.8	24.5	16.0
新华教育	2779 HK	买入	2.30	4.50	37	12.0	11.9	8.2
希望教育	1765 HK	买入	1.56	1.96	104	25.2	19.7	14.3
银行								
工商银行 - H	1398 HK	买入	5.22	7.50	21,861	5.7	5.4	5.1
工商银行 - A	601398 CH	买入	5.72	7.80	19,454	6.3	6.0	5.6
建设银行 - H	939 HK	买入	5.95	9.10	15,056	5.3	5.0	4.7
建设银行 - A	601939 CH	买入	6.97	8.80	13,398	6.3	5.8	5.5
农业银行 - H	1288 HK	买入	3.02	4.70	13,556	4.6	4.5	4.2
农业银行 - A	601288 CH	买入	3.52	5.10	12,063	5.4	5.3	4.9
中国银行 - H	3988 HK	买入	3.03	4.60	11,084	4.6	4.4	4.1
中国银行 - A	601988 CH	买入	3.61	4.70	9,863	5.5	5.2	4.9
中信银行 - H	998 HK	买入	4.08	5.90	2,834	4.2	3.9	3.7
中信银行 - A	601998 CH	买入	5.82	6.70	2,522	5.9	5.6	5.3
交通银行 - H	3328 HK	持有	5.00	6.20	4,163	4.7	4.4	4.2
交通银行 - A	601328 CH	持有	5.47	6.50	3,705	5.1	4.9	4.6
民生银行 - H	1988 HK	持有	5.46	6.30	2,877	3.9	4.2	4.0
民生银行 - A	600016 CH	持有	6.08	6.60	2,560	4.4	4.6	4.4
光大银行 - H	6818 HK	买入	3.13	4.90	2,195	4.6	4.6	4.2
光大银行 - A	601818 CH	买入	4.02	4.50	1,954	6.6	6.5	6.0
平安银行 - A	000001 CH	买入	15.54	21.20	3,016	9.9	8.7	7.5
券商								
中信证券	6030 HK	买入	15.16	18.70	2,988	17.7	14.3	12.0
中金公司	3908 HK	买入	13.62	17.20	595	14.7	13.7	11.9
HTSC	6886 HK	买入	12.34	14.90	1,778	16.8	13.2	11.3
中信建投	6066 HK	买入	6.15	7.20	2,510	13.5	9.7	8.6
海通证券	6837 HK	买入	7.61	10.40	1,583	15.2	8.5	8.6
广发证券	1776 HK	持有	8.59	9.80	1,131	13.8	8.1	7.9
中国银河	6881 HK	持有	3.90	4.50	957	12.5	7.8	7.1
保险								
中国太保	2601 HK	买入	26.15	38.69	3,266	11.8	7.6	6.8
中国人寿 - H	2628 HK	买入	18.84	27.88	8,951	43.0	10.6	8.8
中国人寿 - A	601628 CH	买入	32.26	37.52	7,965	82.0	20.2	16.9
众安在线	6060 HK	持有	25.40	28.18	373	亏损	亏损	亏损
中国太平	966 HK	买入	16.38	26.14	589	8.9	7.1	6.4
新华保险 - H	1336 HK	买入	29.40	43.95	1,429	10.4	7.3	6.5
新华保险 - A	601336 CH	持有	47.99	55.22	1,271	18.9	13.4	11.9
中国人民保险	1339 HK	买入	2.80	4.33	3,140	8.4	4.6	4.3
中国财险	2328 HK	持有	8.39	9.64	1,866	10.3	5.9	6.7
机械及设备								
潍柴动力 - H	2338 HK	买入	13.80	17.90	1,179	11.5	10.1	9.3
潍柴动力 - A	000338 CH	买入	13.53	15.90	1,049	12.5	11.0	10.2
中国重汽	3808 HK	买入	13.50	19.40	373	7.7	7.2	6.6
中国龙工	3339 HK	持有	2.06	1.90	88	6.8	5.4	6.0
三一国际	631 HK	买入	3.79	5.60	118	17.0	11.3	9.0

中联重科 - H	1157 HK	买入	5.77	7.65	539	19.2	8.9	7.6
中联重科 - A	000157 CH	买入	6.30	7.28	480	23.3	10.9	9.3
三一重工 - A	600031 CH	买入	16.03	19.00	1,351	20.3	11.9	10.1
恒立液压 - A	601100 CH	买入	50.49	54.00	445	53.1	35.1	28.4
浙江鼎力 - A	603338 CH	买入	69.78	72.00	242	50.6	40.3	29.2
兖煤澳大利亚	3668 HK	买入	15.00	24.00	198	4.0	4.9	5.2
中集车辆	1839 HK	买入	5.66	6.90	100	6.7	6.0	6.0
兴达国际	1899 HK	卖出	2.11	1.95	32	10.0	11.8	11.1
津上机床中国	1651 HK	买入	7.57	11.00	29	7.1	7.0	5.6

**新能源/公用**

信义光能	968 HK	买入	5.50	6.62	445	22.0	17.7	13.1
龙源电力	916 HK	持有	4.62	5.00	371	8.5	7.0	6.5
华能新能源	958 HK	持有	3.19	2.47	337	9.9	7.3	7.2
金风科技 - H	2208 HK	买入	8.23	12.06	520	8.4	10.5	8.1
金风科技 - A	002202 CH	买入	11.77	16.28	463	12.0	15.1	11.6
华电福新	816 HK	买入	1.34	2.00	113	5.0	4.1	3.3
伟能集团	1608 HK	买入	2.23	2.90	57	26.9	23.0	17.0
新天绿色能源	956 HK	买入	2.02	3.20	75	5.5	5.0	4.5
天伦燃气	1600 HK	买入	6.55	10.62	65	11.3	6.2	5.5
隆基股份 - A	601012 CH	买入	29.05	32.37	1,096	31.2	23.2	19.2
中国燃气	384 HK	买入	30.80	38.00	1,607	18.9	16.3	14.0

**非必需消费**

普拉达	1913 HK	买入	29.95	31.39	766	41.9	33.9	35.6
都市丽人	2298 HK	卖出	1.02	1.16	23	5.3	13.6	10.8
荣威国际	3358 HK	买入	2.82	4.20	30	8.9	6.7	5.3
安踏体育	2020 HK	买入	68.15	91.46	1,841	40.1	28.9	22.8
大家乐	341 HK	持有	17.48	18.26	102	17.2	23.1	20.1
海底捞	6862 HK	买入	30.00	37.56	1,590	86.6	54.2	38.3
波司登	3998 HK	买入	2.58	4.83	280	22.2	15.9	12.5
李宁	2331 HK	买入	23.05	24.43	566	70.8	35.8	30.2
特步国际	1368 HK	买入	3.55	5.09	89	10.8	11.1	9.5
江南布衣	3306 HK	买入	9.10	15.52	47	8.8	7.9	7.1
中国利郎	1234 HK	买入	5.54	11.89	66	7.9	6.9	6.1
美的集团 - A	000333 CH	买入	55.10	75.33	3,823	18.1	15.1	13.2

**医药**

石药集团	1093 HK	买入	17.30	23.80	1,079	31.7	24.2	19.9
三生制药	1530 HK	买入	9.98	17.70	253	23.0	17.6	14.4
复宏汉霖 - B	2696 HK	买入	39.05	61.10	212	N/A	N/A	N/A
中国中药	570 HK	买入	3.62	7.10	182	10.9	9.5	7.6
绿叶制药	2186 HK	持有	5.04	7.70	165	15.0	13.4	11.9
东阳光药	1558 HK	持有	45.00	41.20	202	27.1	23.1	20.2
神威药业	2877 HK	买入	6.76	11.30	56	9.8	9.1	8.3
康臣药业	1681 HK	买入	4.00	8.40	35	6.6	6.1	5.4
昊海生物科技	6826 HK	持有	38.80	45.20	170	13.4	14.0	12.2
瑞慈医疗	1526 HK	买入	0.86	2.80	14	11.0	8.6	5.5
康华医疗	3689 HK	买入	4.75	13.10	16	8.3	6.9	6.0
香港医思医疗	2138 HK	买入	5.16	7.26	51	13.9	12.9	11.2
爱康医疗	1789 HK	买入	11.14	7.20	117	71.4	45.4	35.7
泰格医药	300347 CH	买入	73.26	86.79	549	29.5	50.5	38.0
药明康德	603259 CH	买入	95.79	116.64	1,562	38.5	66.1	49.7
药明生物	2269 HK	买入	99.45	106.18	1,290	171.6	118.9	82.6
亚盛医药	6855 HK	买入	26.75	45.80	56	亏损	亏损	亏损

康莱德医械	1501 HK	买入	35.45	39.50	59	#DIV/0!	56.8	36.1
锦欣生殖	1951 HK	买入	10.48	15.00	255	#DIV/0!	55.3	39.2

**必需消费**

万洲国际	288 HK	买入	7.46	9.60	1,098	13.4	11.4	10.6
中国旺旺	151 HK	买入	6.45	7.70	801	20.7	18.3	17.6
蒙牛乳业	2319 HK	买入	28.80	37.00	1,133	34.3	26.0	21.8
伊利股份	600887 CH	买入	30.64	34.04	1,868	31.6	28.5	25.2

**交通运输及租赁**

国银租赁	1606 HK	持有	1.31	1.90	166	5.9	5.5	4.8
中银航空租赁	2588 HK	持有	71.80	71.95	498	10.3	9.3	8.3
海通恒信	1905 HK	买入	1.48	1.94	122	7.6	8.3	7.8
中国国航 - H	753 HK	买入	6.44	9.28	1,217	10.8	9.6	8.6
中国国航 - A	601111 CH	买入	8.25	10.40	1,083	15.4	13.7	12.3
吉祥航空 - A	603885 CH	买入	13.20	15.03	260	19.2	18.9	17.8
东方航空 - H	670 HK	买入	3.58	5.80	827	17.2	7.3	6.3
东方航空 - A	600115 CH	买入	5.10	6.86	736	27.3	11.6	10.0
南方航空 - H	1055 HK	买入	4.35	6.08	781	14.4	9.0	7.2
南方航空 - A	600029 CH	持有	6.43	7.63	695	23.8	14.8	11.9
湾区发展	737 HK	买入	3.35	4.88	103	15.4	14.2	11.7
新创建	659 HK	买入	10.06	15.40	393	9.7	9.1	7.3

**汽车**

广汽集团	2238 HK	买入	7.88	9.67	1,115	7.5	5.4	5.0
吉利汽车	175 HK	买入	12.54	16.35	1,154	9.5	8.2	7.7
东风集团股份	489 HK	持有	5.86	8.20	505	3.1	2.8	2.4
长城汽车	2333 HK	持有	5.20	4.99	727	14.1	11.7	9.5
上汽集团	600104 CH	持有	22.61	25.59	2,642	8.8	8.1	7.6
中升控股	881 HK	买入	28.80	33.80	654	16.1	13.1	10.6
美东汽车	1268 HK	买入	9.59	11.30	111	26.9	21.0	14.3
永达汽车	3669 HK	持有	8.32	6.60	153	12.2	10.3	8.0

资料来源：彭博、招银国际证券研究；截至2020年1月31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。

### 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：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》(新加坡法律第 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》(新加坡法律第 289 章) 所定义的可投资者，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。