中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)



市场动态

2021 年 2 月 26 日

美债收益率上行对美股的影响

- 目前美债 10 年期实际利率的阶段性低点很可能在今年初已经出现。预计年底前美债 10 年期收益率还有上行空间至 1.7%左右。若实际利率相对低点上升 50bp，可能导致美股跌幅在 5%-12%之间。理论上美债利率上行杀估值，这是近期市场恐慌的原因。但我們認為当前美债收益率上行并不意味着美股下行趋势性拐点出现，未来美股股价进一步上涨仍可能通过股息增长率或者盈利增速上修来对冲估值下滑或风险溢价 ERP 的再次大幅回落来实现，只不过价值股的股息增长率将更受益于经济复苏，其相对投资价值日益凸现。类似上述股票风格变化，欧洲市场价值股占比更高，未来欧股表现可能优于美股，美元指数向上拐点可能尚未到来。
- **重点新闻：**美联储多名官员表示：美债息攀升，不影响货币政策；美国去年四季度 GDP 年率按季增长修订至 4.1%，高于初值，略逊预期；美国上周首次申请失业救济有 73 万人，按周减少 11.1 万，预期为 82.5 万人；美国 PCE 物价指数环比升 1.6%，核心 PCE 维持升 1.4%，符合预期；反映市场恐慌情绪的 VIX 指数飙逾 35%，报 28.89；加密货币交易平台 Coinbase 申请在美国纳斯达克直接上市；特斯拉美国加州车厂 Model 3 部分生产工作据报暂停；国药武汉和康希诺新冠疫苗注册申请获中国国家药监局批准；澳门已有 10,691 人完成接种国药集团新冠疫苗，复星/BioNTech「复必泰」疫苗获澳门批准使用。

股 票

周四恒指早盘高开走高，但 A 股尾盘走低，拖累恒指涨幅收窄。房地产板块带动沪指反弹，结束三连跌态势。美国国债收益率上升，拖累风险资产表现，欧美股市下跌。

外 汇 / 商 品

美国债息急升，黄金的吸引力下降，纽约 4 月期收盘跌 22.5 美元至 1,775.4 美元/盎司；国际油价周四个别发展，纽约油价升至 2019 年 5 月以来最高；不过市场忧虑产油国轻微增产，布兰特油价偏弱。

固 定 收 益

周四美债收益率再创一年新高，10 年期美债收益率报 1.52%。美债收益率不断上升，中资美元债市场也跟随走弱，投资级下跌幅度大于高收益。中国华融曲线在在岸公司重组的传闻下表现较差。新债方面，远东宏信表现强势，大幅收窄 20bps，国泰君安国际则小幅收窄。

产品及投资方案部
中信证券经纪（香港）有限公司

免责声明请参考封底

中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

海 外 市 场

- 投资者忧虑美国国债收益率上升，拖累风险资产表现，周四欧洲股市先升后翻绿。截至收盘，英国富时 100 指数报 6,651 点，微跌 0.11%或 7 点；德国 DAX 指数报 13,879 点，回落 0.69%或 96 点；法国 CAC 40 指数报 5,783 点，下跌 0.24%或 14 点。
- 周四美国财政部较早时拍卖 610 亿美元 7 年期国债，但认购倍数创历史新低，美国 10 年期国债收益率盘中升破 1.6%，反映市场恐慌情绪的 VIX 指数急飙逾 35%至 28.89，拖累美股三大指数急跌。截至收盘，道指下跌 559 点或 1.75%，报 31,402 点；标指跌 2.45%，报 3,829 点；纳指下挫 3.52%，报 13,119 点。标普 11 个板块全面下跌，非核心消费品指数及信息技术指数领跌大市，分别跌 3.61%和 3.53%。上日急升逾 8%的波音 (BA US) 股价回吐 5.62%，为跌幅最大道指成份股。报导指美国证券交易委员会调查特斯拉 (TSLA US) 行政总裁马斯克在推特上有关虚拟货币狗狗币的贴文，加上传出特斯拉 Model 3 在美国加州的生产线因主要由于芯片供应短缺暂时停产，拖累特斯拉大跌 8.06%。
- 由于 2020 年 3 月以来交易量的大幅上升，美国证券交易委员会 (SEC) 自 2 月 25 日起将 2021 财年的 SEC 费用率从 0.00221%下调至 0.00051%。虽然此次费率下调的幅度高达 77%，但由于整体交易成本的比例非常低，投资者对 SEC 费率变化并不敏感。尽管 2010 年来 5 次 SEC 下调费率后市场均有上涨，但需考虑美股市场自 2009 年进入十年长牛，市场上涨可能性本就更高，因此费率调整对市场实质性影响或相对较小。虽然年初以来通胀预期推动美债收益率快速上行导致市场震荡，但鲍威尔在近日国会听证会的表态意味着美联储货币政策不会过早转向，流动性依然充裕。行业层面，中短期我们仍看好周期行业的估值修复，包括：一) 受益于收益率曲线继续陡峭化的银行；二) 油价上行推动收入反弹的能源行业；三) 得益于经济重启、未来或推出大规模基建计划的工程机械等。

欧美主要指数

指数	收盘点位	1日涨跌 (%)
道琼斯	31,402.0	(1.8)
标普 500	3,829.3	(2.4)
纳斯达克	13,119.4	(3.5)
巴西圣保罗证交所指数	112,256.4	(2.9)
欧元区斯托克 50	3,685.3	(0.6)
英国富时 100	6,652.0	(0.1)
法国 CAC 40	5,783.9	(0.2)
德国 DAX 30	13,879.3	(0.7)
俄罗斯交易系统现金指数	1,450.4	0.3

资料来源：彭博

亚太主要指数

指数	收盘点位	1日涨跌 (%)
日经 225	30,168.3	1.7
标普/澳证 200	6,834.0	0.8
韩国 KOSPI	3,099.7	3.5
标普印度国家证交所 CNX NIFTY	15,097.4	0.8
台湾台股指数	16,452.2	1.5
印尼雅加达综合	6,289.6	0.6
富时大马交易所吉隆坡综合	1,581.5	1.5
新加坡富时海峡	2,973.5	1.7
越南证交所指数	1,165.4	0.3

资料来源：彭博

个 股 要 闻

风险等级: 2 **网易 (NTES US；108.66 美元) 看好公司中长期发展。**公司发布 2020 年四季度及全年业绩，公司去年四季度实现营收 197.62 亿元，同比增长 25.6%，环比增长 5.9%；Non-GAAP 归母净利润 15.98 亿元，同比和环比皆下跌 56.4%；全年 Non-GAAP 归母净利润 147.06 亿元，同比下跌 6.1%。四季度扣除汇兑损失和阿里股票带来的投资损失影响后，公司整体业绩同比增长良好。公司游戏业务有望保持稳健增长，经典游戏预计将保持稳定，同时公司在日本等海外市场有望取得进一步拓展，并且公司产品管线丰富有望贡献业绩增量；有道和创新业务有望保持高速增长，仍看好公司中长期发展动力。

风险等级: 2 **哔哩哔哩 (BILI US；131.84 美元) 用户增长超预期。**公司 2020 年四季度实现营收 38.4 亿元，同比增长 91.3%，环比增长 19.0%，营收超出前期指引上限。营收延续高增长，超出市场预期，其中游戏业务稳健增长，增值服务、广告和电商业务均实现翻倍以上增长，商业化表现优异。公司管理层提出新的用户增长目标，预计 2023 年内月活跃用户数 (MAU) 有望达到 4 亿。公司是稀缺的互联网核心资产，我们看好公司作为年轻世代泛娱乐内容社区的增长势头与商业化潜力，建议关注。

资料来源：相关公司、中信证券　　风险等级：由低至高分 1 至 5 级

免责声明请参考封底

中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

港 股 市 场

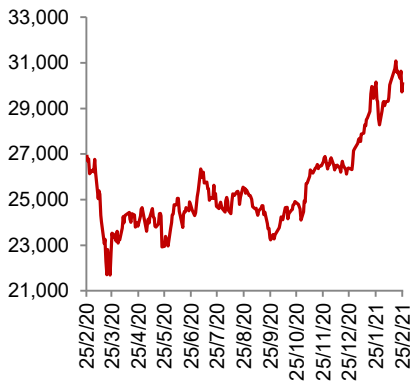
- 隔晚美股低开高收，道指创新高。港股周三大跌后，昨日期指结算日反弹。周四恒指高开后表现反复，但随后重拾上升动力，午后曾飙 734 点，高见 30,453 点，不过 A 股尾盘走低，拖累恒指涨幅收窄至 400 点内。恒指收报 30,074 点，涨 355 点 (+1.2%)；恒生科指回升 1.5%，报 9,496 点，终止五连跌。大市成交 2,568 亿港元。市传长和系创办人李嘉诚筹备 SPAC 美上市，长和系上涨；本地地产股普遍上涨、资源股再受投资者追捧；飞机租赁股表现突出。
- 我们认为虽然上调印花税率对市场交投产生负面影响，但不改变市场趋势。经济复苏，大批“新经济”公司和中概股料将赴港上市，会吸引资金持续流入香港，港币兑美元维持强兑换保证区间，市场调整后将回到新的平衡。海外宽裕的流动性带动港股估值重估。中美摩擦风险迅速下降，海外资金重新部署港股。最近美债收益率上行导致美股波动，港股或被波及有所调整，但恒指和国指目前市盈率仍远低于标指，在今年基本面修复的趋势下，配置性价比更高。虽然复必泰疫苗未能如期抵港，但香港已开始疫科兴苗接种，也有消息指香港人大代表及政协打算在两会向中央建议设立两地认可的「疫苗通关通行证」，仍然建议关注本地地产、零售、出游、及澳门博彩板块。我们看好中概股回归为港股带来的优质供给；互联互通下港股也是内地机构越来越关注的方向。建议关注可选消费板块中的互联网龙头、内地汽车及零部件、运动服等板块；顺周期工业板块建议继续关注有色金属、基本金属、能源金属和化工，如铜、铝和价格重回需求驱动的锂；最后，关注憧憬在拜登上台后中美关系缓和的贸易、出口等板块。

港股主板五大表现强弱板块*/个股

板块	1 日涨跌 (%)	板块	1 日涨跌 (%)
房地产	4.5	日常消费品	(0.9)
工业	2.6	公用事业	0.2
能源	2.2	通信服务	0.5
医疗保健	1.8	非日常生活消费品	0.5
金融	1.1	信息技术	1.0
股票	**1 日涨跌 (%)**	**股票**	**1 日涨跌 (%)**
恒益控股 (1894 HK)	72.5	盛诺集团 (1418 HK)	(21.9)
成都普天电缆 (1202 HK)	61.8	首都创投 (2324 HK)	(19.2)
中国汽车内饰 (48 HK)	56.3	玮俊生物科技 (660 HK)	(18.9)
中国集成 (1027 HK)	51.4	光启科学 (439 HK)	(18.3)
拉夏贝尔 (6116 HK)	35.0	金粤控股 (70 HK)	(17.4)

资料来源：彭博、中信证券　　* 恒指成份股　根据 GICS 分类

恒生指数



资料来源：彭博

个 股 要 闻

风险等级: 1 **香港交易所 (388 HK; 500 港元; 目标价: 620 港元) 调整带来配置良机。**2020 年归母净利润 115 亿港元，同比增长 23%，符合预期。新经济成为融资及 ADT 提升的主要贡献方，头部公司带动效应明显，ADT 有望维持高位。MSCI A 股股指期货有望落地，中长期看成长路径清晰。印花税率调升超市场预期，但并不改变公司基本面投资逻辑。由于香港双边征收股票印花税，不考虑券商佣金，预计税率调整提升投资者交易成本~26%。由于港府此前未与港交所进行过协商，市场对此完全无预期，负面情绪需要时间消化。我们认为，港交所与美股市场相比，本身交易成本就偏高，对高频程序交易并不友好，换手率偏低，预计高频交易在市场内占比~10+%，影响有限。从过往历次调整看，印花税调整前后交易额与指数涨跌和调整动作相关性不大。目标价 620 港元，仍建议关注。

风险等级: 1 **小米集团 (1810 HK; 26.85 港元) K40 系列发布，中高端产品组合和竞争力进一步提升。**2 月 25 日公司发布 Redmi K40 系列以及 3 款 IoT 新品。我们认为，K40 系列产品在 2,000-3,000 价格带竞争力强，进一步提升公司中高端产品组合的竞争力，结合公司线下渠道的快速拓展，将推动公司市场份额的加快提升。我们持续看好公司智能手机竞争力提升，亦看好 AIoT 业务的增速恢复和互联网业务的中长期向好趋势，仍建议关注。

风险等级: 1 **百威亚太 (1876 HK; 25.2 港元; 目标价: 30 港元) 着眼未来复苏正当时。**2020 年，在疫情的影响下中/韩/印等地区先后进行防疫管控，影响啤酒销售，收入/EBITDA 内生增长-12.4%/-23.7%。展望未来，公司处于复苏趋势中。短期看，中国地区新年销量同比改善趋势明显、平均售价表现亮眼；韩国地区在疫情控制背景下正逐步放开管控。中长期看，百威中国望享受行业高端化，持续开拓超高端价格带及拓展空白市场；在韩国市场继续夯实基础寻求市占率进一步提升，持续看好公司作为亚太地区啤酒龙头的综合竞争力。目标价 30 港元，建议关注。

资料来源：相关公司、中信证券　　风险等级：由低至高分 1 至 5 级

中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

A 股 市 场

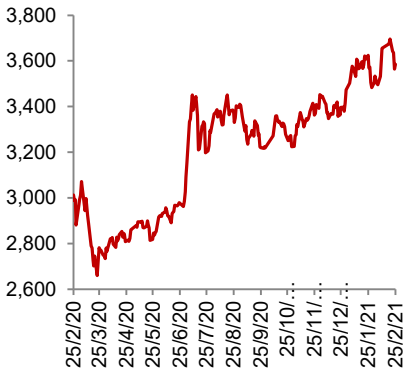
- 基金换仓潮拖累 A 股连跌三日，周四沪指终有所反弹，“两集中”新规利好龙头房企，加上权重金融股拉涨，沪指盘中曾涨超 1%，重返 3,600 点，惟白酒板块持续受压，半导体板块亦偏软，拖累沪指涨幅收窄，但仍能结束三连跌态势。截止收盘，沪指报 3,585.05 点，涨 0.59%；深成指报 14,828.80 点，跌 0.28%；创指报 2,977.18 点，跌 1.01%。两市成交合计缩减 12%至 9,342 亿元 (人民币·下同)，北向资金连续两天流出市场，陆股通净流出金额为 7.32 亿元。盘面上，中国当局发布住宅用地分类调控文件，对在全国 22 个重点城市实行重大土地供应改革，实现「两集中」，即集中发布、集中出让，龙头房企出现涨停潮，万科 A (000002 CH) 及世茂股份 (600823 CH) 等涨停。美国总统拜登签署行政命令，启动为期百日的供应链审查，半导体板块拖低大市，龙头中芯国际 (688981 CH) 跌 1.97%。另外，银行板块涨幅居前，医美、造纸板块跌幅较大。

陆股通五大表现强弱板块*/个股

板块	1 日涨跌 (%)	板块	1 日涨跌 (%)
房地产	4.7	日常消费品	(1.5)
金融	2.0	信息技术	(0.7)
能源	1.4	医疗保健	(0.2)
工业	0.7	原材料	0.1
公用事业	0.4	通信服务	0.1
股票	**1 日涨跌 (%)**	**股票**	**1 日涨跌 (%)**
宏达电子 (300726 CH)	10.2	美亚光电 (002690 CH)	(9.9)
荣安地产 (000517 CH)	10.2	中核钛白 (002145 CH)	(8.0)
香江控股 (600162 CH)	10.2	远兴能源 (000683 CH)	(7.7)
嘉凯城 (000918 CH)	10.1	章源钨业 (002378 CH)	(7.2)
华夏幸福 (600340 CH)	10.0	华峰化学 (002064 CH)	(7.1)

资料来源：彭博、中信证券　　* 上证综指成份股　根据 GICS 分类

上证综指



资料来源：彭博

个 股 要 闻

风险等级: 1 **招商蛇口 (001979 HK; 13.5 元; 目标价: 16.02 元) 卸下包袱，重新出发。**公司公告 2020 年度业绩快报。2020 年实现归属于上市公司股东的净利润 123 亿元，同比减少 23.58%，主要系结转项目毛利率有所下降、投资收益的减少以及计提资产减值准备所致。公司计提资产减值准备 31.01 亿元，减少公司 2020 年归母净利润近 22 亿元。公司净利润率从 2019 年 16.4%大幅下降到 2020 年 9.5%。缺乏历年常见的高毛利整售项目以及大量计提跌价准备，都是公司净利润率下降的主要原因。长期来看，公司并不缺乏优质储备和可整售资源，故而卸下包袱，重新出发，并不影响对公司长期价值的判断。公司估值具备吸引力，建议关注。

资料来源：相关公司、中信证券　　风险等级：由低至高分 1 至 5 级

免责声明请参考封底

中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

外 汇 / 商 品

- 美国债息急升，风险资产包括股市及黄金的吸引力下降，纽约 4 月期金盘中最低见 1,764.25 美元/盎司，收盘跌 22.5 美元 (-1.3%)，报 1,775.4 美元/盎司，是一周以来最低水平。
- 国际油价周四个别发展，纽约油价升至 2019 年 5 月以来最高。不过，市场忧虑产油国轻微增产，布兰特油价偏弱。纽约 4 月期油收盘涨 31 美仙 (+0.5%)，报 63.53 美元/桶；布兰特 4 月期油收盘跌 16 美仙 (-0.2%)，报 66.88 美元/桶。

主要外汇商品

	上日收盘	1日变动 (%)	5日变动 (%)	年初至今涨跌 (%)	保力加通道 (上端)	保力加通道 (下端)	彭博预测*	潜在升/跌幅 (%)*
美元指数	90.13	(0.0)	(0.5)	(6.5)	91.43	89.82	88.95	(1.3)
美元兑人民币^	6.455	0.0	0.5	7.9	6.492	6.433	6.38	1.2
美元兑日圆	106.21	(0.3)	(0.5)	2.3	106.22	104.33	104.00	2.1
欧元兑美元	1.218	0.1	0.7	8.6	1.220	1.199	1.24	1.8
英镑兑美元	1.402	(0.9)	0.3	5.7	1.416	1.355	1.40	(0.1)
澳元兑美元	0.787	(1.2)	1.4	12.1	0.797	0.754	0.78	(0.9)
纽约期金	1,775.4	(1.2)	0.1	16.6	1,865.9	1,760.4	1,837.50	3.5
纽约期油	63.5	0.5	5.0	4.0	64.8	51.7	52.50	(17.4)
彭博商品指数	87.1	(0.5)	2.2	7.7	88.3	79.4	NA	NA

资料来源：彭博、中信证券　　* 2021 年彭博综合预测　　^ 在岸人民币汇价

固 定 收 益

- **债市新闻:** 周四美债收益率再创一年新高，10 年期美债收益率报 1.52%。美债收益率不断上升，中资美元债市场也跟随走弱，投资级下跌幅度大于高收益。中国华融曲线在在岸公司重组的传闻下表现较差。新债方面，远东宏信表现强势，大幅收窄 20bps，国泰君安国际则小幅收窄。
- **新债发行:** **花样年**发行 3 年 2 年不可赎回美元债，最终定价 11.35%，发行规模 2.5 亿美元，债券信用评级为 B2/B/B+ (穆迪/标普/惠誉)。**融创中国**分别对 2024 及 2025 年到期的两笔债券进行增发，最终定价 5.85%及 6.30%，规模 2.1 亿美元，债券信用评级为 B1/B+/BB (穆迪/标普/惠誉)。**国银租赁**发行 3 年及 5 年期美元债，最终定价 T3+115bps 及 T5+165bps，发行规模各 5 亿美元，债券信用评级为 A2/A+ (穆迪/惠誉)。**青岛华通**发行 3 年期美元债，最终定价 2.98%，发行规模 6 亿美元，债券信用评级为 BBB (惠誉)。

债券市场指数

	现时	1日涨跌 (%)	年初至今 (%)		现时 (%)	1日涨跌 (基点)	年初至今 (基点)		现时	1日涨跌 (%)	年初至今 (%)
中国境内债 (人民币)	196.98	(0.03)	0.24	2年期 美债收益率	0.17	4.90	5.09	美国投资级指数	505.61	(0.88)	(3.70)
中资美元债 投资级指数	219.39	(0.36)	(0.35)	10年期 美债收益率	1.52	14.43	60.67	美国高收益指数	735.24	(0.42)	0.55
中资美元债 高收益指数	334.69	(0.02)	(0.14)	30年期 美债收益率	2.27	4.09	62.85	美国3-5年 期国债指数	389.26	(0.66)	(1.20)
中资房地产 美元债	358.89	(0.09)	(0.45)	10-2年 美债利差	1.35	9.53	55.58	新兴市场 政府债指数	147.57	(0.89)	(2.74)

资料来源：彭博、中信证券

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布尔日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布尔日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构 (仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies)，统称为 “中信证券”。

法律主体声明

香港特区：本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited (下称 “CLSA Singapore”) 分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的 “机构投资者、认可投资者及专业投资者” 提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意,CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区：对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 有需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 有雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 https://www.clsa.com/disclosures/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group，CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com.

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券 (CITIC Securities International USA，LLC (下称 “CSI-USA”) 除外) 和 CLSA group of companies (CLSA Americas，LLC (下称 “CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段 “英国” 声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年 (金融推介) 令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为 (前述金融机构之客户) 因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。