2021年2月8日



每周股票策略

中信证券经纪（香港）
产品及投资方案部

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

每周股票策略

海外宏观
聚焦全球市场的
五大风险

内地宏观
片叶知春秋

市场策略
港股: 节前上落
格局；**A股:** 极致
分化将缓解

内地互联网行业
微信生态或带来
行业格局新变化

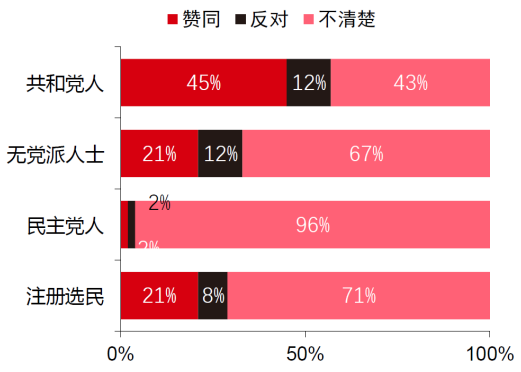
内地重卡行业
再创1月销量
历史记录

每周精选
短线交易建议

海外宏观：聚焦全球市场的五大风险

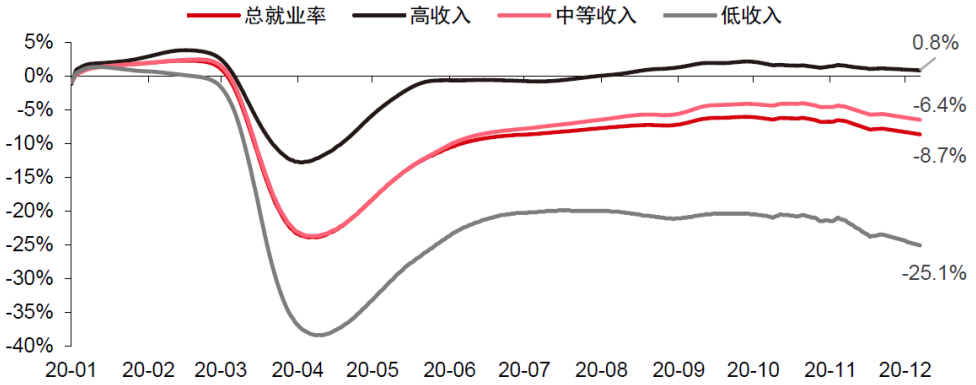
- 2020 年以来全球范围的货币+财政宽松带动权益类资产普涨，但与此同时，由于未来仍存在诸多不确定因素，当前投资者对于海外市场今明两年的盈利预期或过于乐观，若基本面修复不及预期或风险事件爆发，市场回调的可能性将进一步加大。
- 虽然年初以来投资者更为关注美债收益率的快速上行和近期WSB 概念股炒作的焦点，但我们判断此两大因素演变为系统性风险的概率非常低。相反，短期美国提升资本利得税率的预期，以及中长期的美国社会分化、欧盟稳定性、疫苗有效性以及拜登政府或更加关注中国国企补贴问题，这五大风险点或更值得关注。
- **一) 美国资本利得税改预期或导致投资者抛售。**据CNBC 报导，上周耶伦在其参议院聆听会议上甚至提出会考虑“对尚未实现资本利得的投资人持有的金融资产加征资本利得税”。因此，市场对于拜登上台后会提升资本利得税率，特别是针对美国的高收入人群的预期逐步上升。结合当前美股的高估值，投资者或有动力获利了结其持有的涨幅较大的资产，这也是我们认为美国资本市场短期回调背后的主要压力来源。
- **二) 美国社会分化愈演愈烈。**1月7日华盛顿爆发暴力事件后部分共和党选民进一步极端化，美国两党和其选民之间的分化或导致更多的社会动荡。此外，数据显示截至2020年12月下旬，美国高收入阶层的就业率已恢复至疫情前水平，而低收入阶层则较疫情前的水平下降了25%。因此，疫情后“K 字型”的复苏也更加恶化了美国贫富差距的问题。

近半数美国共和党人支持国会动乱



资料来源：Yougov poll、中信证券

美国高收入和低收入阶层的就业率改善进程呈现明显的两极分化



资料来源：tracktherecovery.org、中信证券

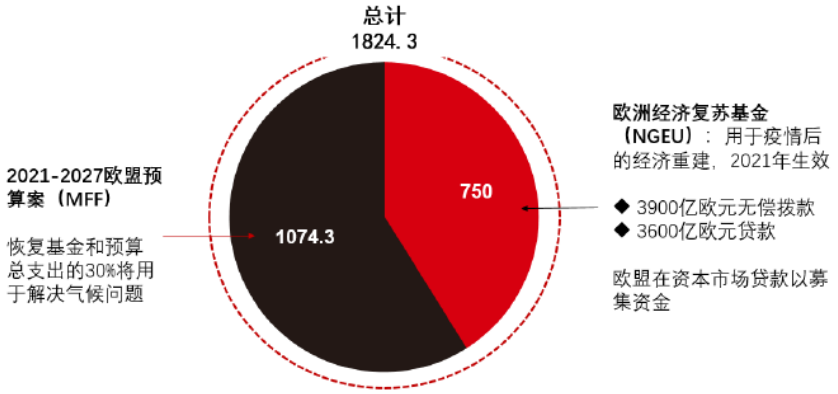
海外宏观：聚焦全球市场的五大风险

- **三) 欧盟稳定性中长期的“隐患”。**尽管疫情期间欧盟通过7,500 亿欧元的经济救助法案加强了投资者对于欧盟未来推行财政一体化的预期，但我们认为以下三个因素仍说明欧盟短期内从货币和关税联盟发展到财政甚至政治联盟的可能性较低。1) 默克尔即将卸任或为欧盟政局稳定性带来冲击；2) 7,500 亿欧元经济救助法案中30%用于发行绿色债券实现，显著降低财政刺激计划对各国经济支撑；3) 欧盟与匈牙利/波兰达成妥协引发各国对其法律和公信度的质疑。此外，目前欧盟与英国之间因阿斯利康的新冠疫苗分配问题所引起的争端或进一步激化短期欧洲各国之间的分裂。

- **四) 疫苗有效性尚待验证，mRNA 疫苗安全性存疑。**据英国医杂志和CNBC等报道，有效性方面，辉瑞开发的mRNA疫苗的有效保护率可能远低于95%，而近期巴西公布的科兴疫苗的有效性也仅有50.4%。而安全性方面，据BBC报道，辉瑞疫苗在欧盟获得紧急使用授权后，欧洲各国陆续开始为民众接种辉瑞疫苗。而目前挪威已经有29人在接种辉瑞/BioNTech 疫苗后死亡，涉及年龄层由80岁扩大到75岁以上。

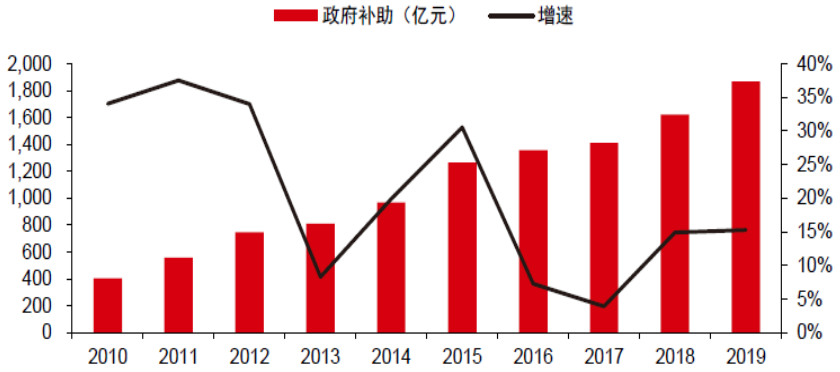
- **五) 国企补贴或成拜登政府在中美关系中的下一“关注点”。**早在2018年9月25日美日欧签署的所谓的“三方联合申明”中便对国企补贴的行为提出质疑；在2020年底签署的“中欧全面投资协议”中，欧盟也着重提及了国企补贴。因此，相较于特朗普执政时期，拜登对于中国国企补贴的问题或更为重视，未来或将在此领域联合其传统盟友对中国施压。

2021-2027 年欧盟总预算计划 (十亿欧元)



资料来源：欧盟、中信证券

过去十年中国政府补助增速总体下行



资料来源：Wind、中信证券

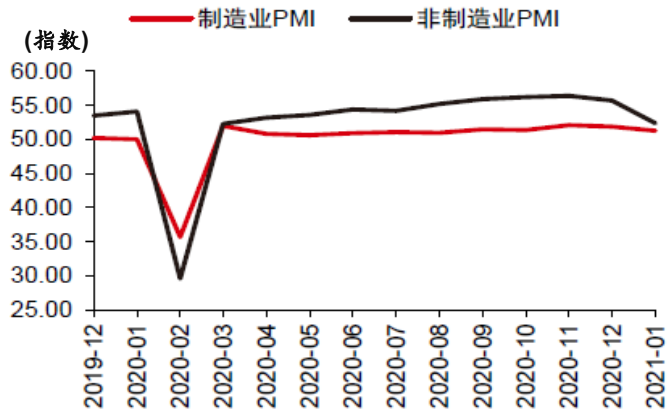
内地宏观：片叶知春秋

- 2021年1月中下旬，为控制资产价格上涨速度以及债市过度加杠杆现象，内地货币政策频频开展“地量”操作、资金面持续收紧。进入2月份后，随着春节时点逐渐临近，央行开始加大资金投放力度，资金面紧张局面有所缓解，市场对央行货币政策的期待有所提高，这在一定程度上放大了央行操作对债券市场的冲击。然而，我们认为当前央行货币政策态度并未全面转向，仍保持中性的政策态度，只是在资金投放上更加精细化，通过频繁的净投放与净回笼操作，灵活调整市场的流动新水平，既防止市场形成货币政策宽松的单边预期，也保证资金利率维持稳定，当前尚不需要对货币政策过度悲观，节前资金面大概率仍维持平稳。

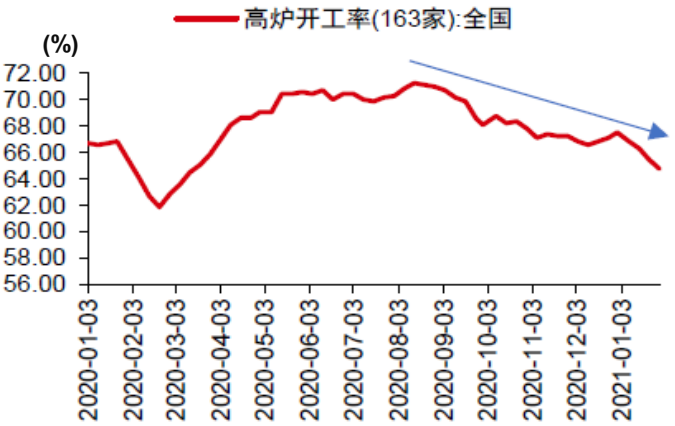
- 国家统计局公布的数据显示，1月中国制造业PMI为51.3，比12月回落0.6个点。分项数据中，生产指数、订单指数均有明显回落，出厂价格指数也有明显下行，原因一方面有假期、疫情、气候、能源等供给侧因素对工业生产的扰动，同时也有地产基建需求回落、消费持续低迷等需求侧因素在。对于非制造业而言，疫情、气候等因素对工程进度同样产生了明显影响，建筑业生产经营景气度明显回落，同时由于疫情防控之下人员聚集活动与居民出行明显下降，非制造业景气度大幅下滑。

- 从量的角度看，进入2021年以来，地炼开工率、高炉开工率有所回落，PTA开工率也整体低于去年12月的中枢水平，同时半钢胎开工率延续下行态势，整体看工业生产热度有所降温，这与1 月制造业PMI生产分项边际回落形成互验。从价的角度看，2020年12月，受原材料供应偏紧以及投机炒作风气蔓延影响，工业品价格快速上行。但进入2021年后，随着上述因素逐渐缓解，工业品价格涨势明显放缓：有色价格高位筑顶，铁矿石、螺纹钢等黑色产品价格触顶回落，水泥、玻璃等非金属建材价格边际下行，这也与PMI 数据呈现的价格指数回落相印证。

制造业、非制造业PMI明显回落



高炉开工率明显下行

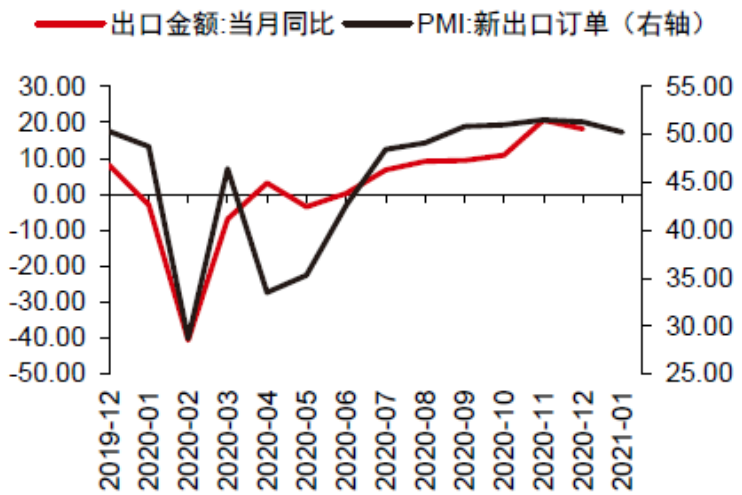


资料来源：Wind、中信证券

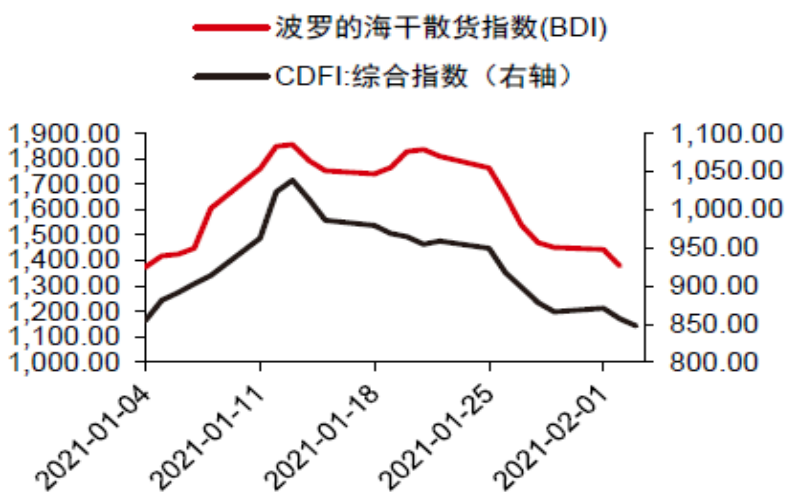
内地宏观：片叶知春秋

- 进入2021年以来，高频数据显示全球经济共振修复脚步有所放缓，同时从PMI出口订单来看，外需对我国经济基本面的支撑力度有所减弱。自海外疫情进入常态化防控阶段后，我国出口增速持续高增，外需成为支撑我国经济复苏的重要力量，从PMI数据看，2020年下半年以来PMI出口订单整体呈持续上行态势，一定程度上反映了我国外需的强劲。但2021年1月PMI 出口订单指数有所回落，从前值51.3下降1.1个点至50.2，说明我国出口景气度有所下降。而从高频数据看，进入2021年1月下旬，BDI、CDFI指数快速回落，或表明国际贸易的修复速度有所放缓。同时，从纽约联储公布的经济活动指数来看，进入2021年1月以来，美国经济活动的景气度也有所下降，种种迹象都表明当前全球经济的共振修复脚步有所放缓，后续外需对我国经济基本面的支撑力度或将有所减弱。

2020年下半年以来，外需较为强劲



BDI、CDFI指数明显回落



资料来源：Wind、中信证券

市场策略：港股：节前上落格局 A股：极致分化将缓解

- **港股策略：**拜登表示不会以前总统特朗普的方式处理对华关系，而是会聚焦于国际规则，短线中美博弈处于真空期，加上欧美疫情严峻，疫苗接种进度缓慢，政策依赖度高，政策宽松的预期将强化，海外流动性宽松的环境不变，美联储至少在上半年不会停止扩表，美众院采纳参院预算计划，市场观望新纾困方案进展。但人行在农历新年前向市场注入资金，预期继续为市场气氛带来支撑，但欠缺北水下节前恒指或呈上落格局。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。

- **A股策略：**去年12月下旬以来超量投放，以及局部资产价格上涨的压力下，人行近期净投放规模明显低于预期，流动性紧平衡前移，预期的紊乱抬升市场避险情绪，并驱动投资者涌入机构重仓品种。其次，“卖股买基”的新旧资金置换行为加剧了极端行情的分化，但我们预计节后至季末新发基金规模在2,700亿元以下时资金置换效应会减弱，中小市值股票普跌之后的散户惜售行为也会弱化这种效应，缓解极端分化行情。最后，我们预计节后市场将重回轮动慢涨的均衡状态，建议可以开始重视极端分化行情下被错杀的中等市值细分行业龙头。配置上，年前建议布局“五大安全”领域高性价比行业，包括国防安全 (军工)、科技安全 (消费电子、半导体设备、信安)，粮食安全 (种植链、种子)，同时重点受益于通胀预期上升的有色、化工、农业板块，以及全年高成长、高确定性的智能驾驶产业链。，**央行对流动性的短期调节不等于全面转向，**

恒指走势图 (黄金比率)



资料来源：彭博、中信证券　截至5/2/2021

沪深300走势图 (黄金比率)

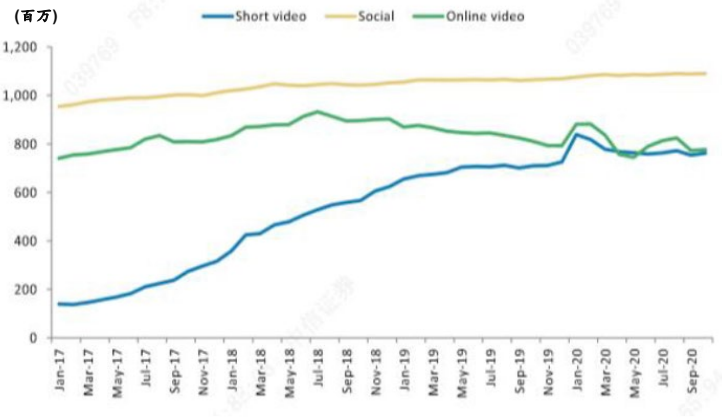


资料来源：彭博、中信证券　截至5/2/2021

内地互联网行业：微信生态或带来行业格局新变化

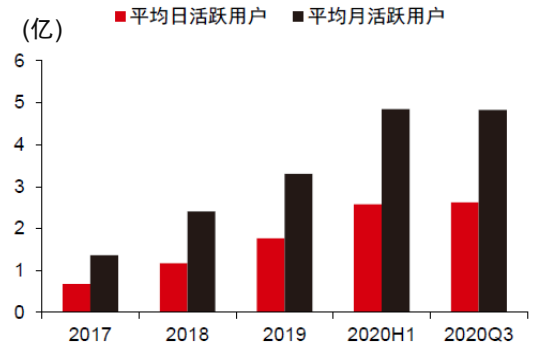
- 互联网视频化背景下，依靠微信生态及基础设施的强大支撑，视频号正在逐步成为微信视频内容与社交的新基础设施，有望进一步完善微信的社交与内容生态，打开广告营销、电商、直播等领域的货币化空间，同时也或将给短视频、营销、电商等行业格局带来新变化。(1) 视频号有望进一步强化微信内容、社交链，商业生态有望持续完善；(2) 依托微信社交流量的支持以及内容产品持续完善，视频号未来有望在短视频领域脱颖而出，成为短视频赛道重要玩家，我们预计在未来2-3 年，视频号在微信中的渗透率有望逐步提升至朋友圈水平；(3) 视频号社群与传播优势明显，内容生态丰富，同时坐拥潜在10 亿级用户，产品完善，其庞大的流量、富媒体场景与社交传播力下，对广告主吸引力大幅提升，视频号有望成为重要的品效营销新赛道；(4) 电商领域，视频号有望大幅优化微信体系内的引流与复购短板，构筑微信体系内容电商生态闭环。

国内社交与视频应用用户



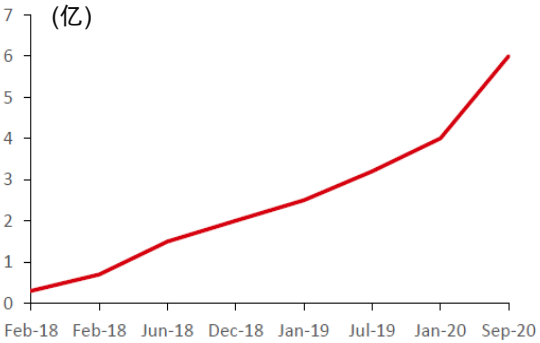
资料来源：Questmobile

快手活跃用户



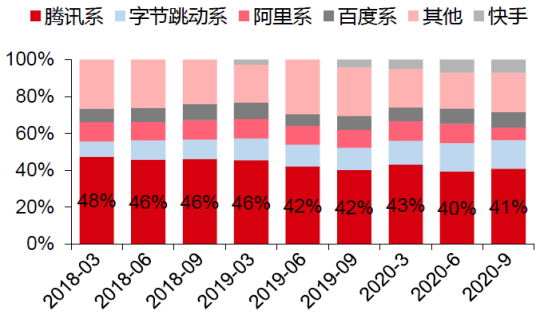
资料来源：抖音招股书、中信证券

抖音DAU



资料来源：抖音官微、中信证券

国内主要互联网公司时长占比



资料来源：Questmobile、中信证券

内地互联网行业：微信生态或带来行业格局新变化

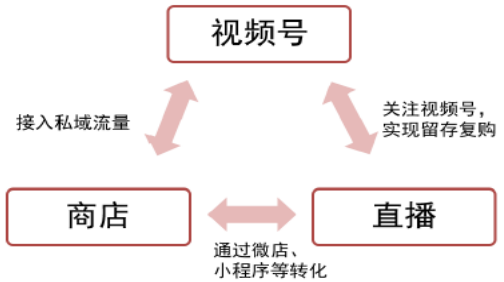
- 在视频内容地位持续提升的产业趋势下，我们认为，依靠独特的内容与社交分发能力，叠加微信生态及基础功能的强大支撑，视频号有望成为微信生态重要的基础设施，腾讯内容生态壁垒有望进一步强化，商业化空间有望进一步打开。同时视频号也或给短视频、营销、电商等行业格局带来新变化。投资标的方面，我们继续看好腾讯控股 (700 HK) 的中长期投资价值；相关产业链方面，关注微盟集团 (2013 HK)。

视频号与微信生态的联动



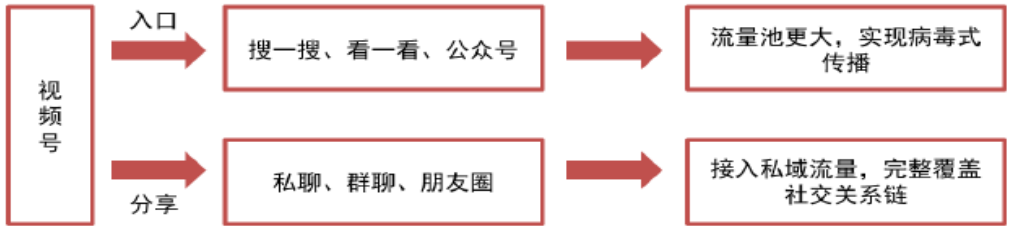
资料来源：微信开放社区

视频号完善微信电商生态闭环链路



资料来源：中信证券

视频号有望完善腾讯社交链传播



资料来源：中信证券

内地重卡行业：再创1月销量历史记录

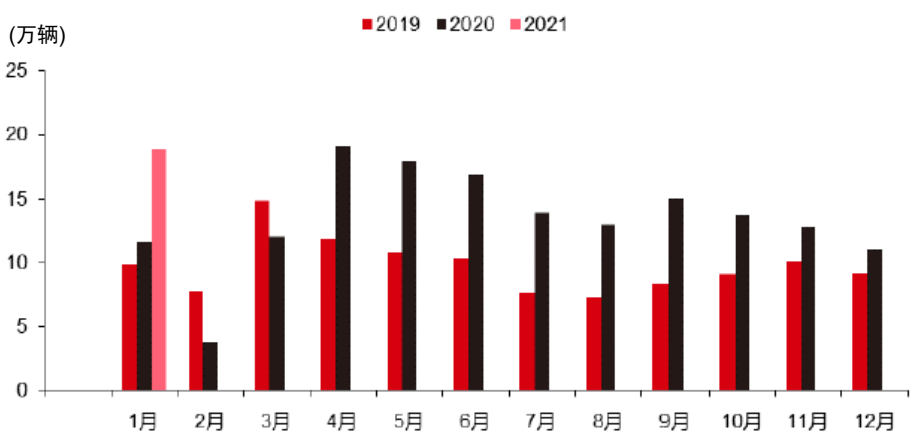
- 第一商用车网报道，2021年1月，内地重卡市场销售各类车型18.9万辆左右，同比增长62%，环比增长73%，再次创下1月重卡销量历史记录。部分企业存在将去年12 月销量转结至今年1月的情况，此情况2020年同样存在，历史销量同样受此影响基数较高。在去年1月高基数的基础上，今年重卡销量依然实现了同比高增长，行业高景气有望持续。

- 2020年底中国重卡保有量或将提升至800万辆以上 (2019 年为762万辆)，按照8年的平均寿命，仅更新需求即可达到100万辆以上，重卡销量中枢有望提升。国三柴油重卡淘汰仍有余量，河北、河南、山东等省份部分城市已经开始限制国四车的运营，排放升级或超预期。全国各地超载治理趋严，国道等中短途支线治超逐步实施，推动合规重卡、标载重卡与轻量化重卡需求快速提升，预计2021年重卡销量将望达到130万辆左右。

- 随着物流行业的迅速发展，重卡运输市场从个体司机主导，逐步向规模化企业发展。一方面，规模化企业更注重重卡的出勤率与全生命周期成本 (TCO) 对一次性购车成本相对不敏感，高端重卡可靠性高、出勤率高、寿命更长，具有更低的TCO。另一方面，当前卡车司机稀缺，招聘困难，卡车司机从卡车的拥有者、购买者变为了卡车的使用者，其对工作环境的舒适度的要求也在逐渐提升，推动高端重卡需求，高端重卡渗透率有望加速提升。

- 保有量提升、国三/国四淘汰、超载超限治理是重卡销量主要的支撑因素。我们建议重点关注受益于高端车型放量、天然气车型旺销的中国重汽 (3808 HK) 和中国重汽 (000951 CH)。此外，在国六后处理产业链上，建议关注重型车EGR冷却器龙头银轮股份 (002126 CH)，后处理系统综合供应商威孚高科 (000581 CH)；建议关注有望实现蜂窝陶瓷进口替代的国瓷材料 (300285 CH)。

2019-2021年月度重卡销量



资料来源：中汽协、第一商用车网、中信证券　注：2021 年1 月为第一商用车网预测数据　风险等级：由低至高分1至5级

每周精选：短线交易建议

风险等级：1

短线交易建议^													
公司	推荐日期	行业	流通市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	目标价 (港元)	潜在涨幅 (%)	市盈率 (倍) 20E	市盈率 (倍) 21E	PEG (倍) 19-21E	市净率 (倍) 20E	息率 (%) 20E	一周涨跌 (%)	推荐后涨跌 (%)
碧桂园服务 (6098 HK)	17/02/20	物管	1,007	68.10	87.12#	27.9	62.6	44.0	2.0	16.4	0.4	7.5	117.6
信义玻璃 (868 HK)	09/06/20	玻璃	339	19.66	26.50	34.8	15.7	12.2	0.9	3.4	3.1	4.6	117.5
福莱特玻璃 (6865 HK)	30/11/20	光伏	135	32.75	46.30	41.4	36.1	21.6	0.9	8.3	0.5	2.3	59.4
比亚迪 (1211 HK)	04/01/21	汽车	2,050	249.60	411.00	64.7	-	-	4.1	9.3	0.1	5.1	22.8
赣锋锂业 (1772 HK)	04/01/21	有色金属	215	111.60	160.00#	43.4	-	72.0	3.0	12.0	0.2	2.1	20.5
江西铜业 (358 HK)	04/01/21	有色金属	143	13.26	14.18@	6.9	16.3	9.6	0.5	0.7	1.3	3.6	8.9
维达国际 (3331 HK)	25/01/21	生活用纸	76	24.95	32.74@	31.2	15.9	15.0	0.8	2.6	1.9	(4.8)	0.2
永利澳门 (1128 HK)	08/06/20	澳门博彩	192	13.18	14.61	10.8	NA	-	NA	NA	0.0	7.0	(9.4)

资料来源：彭博、中信证券　截至5/2/2021　@彭博综合预测　#彭博预测上限

- **碧桂园服务 (6098 HK)** – 内地住建部等十部门早前联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，相信政府态度支持有利改善市场气氛。文件反映政府支持成立业主组织及由市场主导收费，对物管服务收费有正面影响，不过新的住宅项目及未有业主组织的物业则仍需要按指引定价。维持对行业正面看法，随着华润万象生活 (1209 HK) 于12月9日上市后，大型物管IPO上市浪潮已见顶，行业表现应会改善。我们对2021年物管行业保持乐观，重点关注具有可持续增长性的公司，当中碧桂园服务为我们行业首选之一。

资料来源：中信证券　^短线交易建议为30天内　风险等级：由低至高分1至5级

每周精选：短线交易建议

风险等级：1

- **信义玻璃 (868 HK)** – 公司于12月3日宣布收购内地另一家领先的浮法玻璃制造商中国玻璃 (3300 HK)，可望使信义玻璃进一步巩固其龙头地位。在内地增加新产能变得越来越困难的情况下，预期这笔交易将有助推信义玻璃中期增长。在新冠疫情之后，物业竣工和汽车生产的复苏将为2021年浮法玻璃需求带来支撑，而太阳能电池组件玻璃背板将带动短期需求。由于内地政府对产能的限制 (例如“产能置换计划”) 已经实施多年，我们仍然预计浮法玻璃供应增长有限。玻璃生产商只能靠积极地收购生产线配额以提升产能，因此在行业整合过程中，像信义玻璃这样的龙头很可能会成为赢家。

- **福莱特玻璃 (6865 HK)** – 2月5日，公司于收盘后公布建议发行不超过7,600万H股新股，占扩大后总股权3.4%，因此股权稀释的影响不大，在早前获得众多新订单合同下公司需要扩大产能，此举有助公司降低财务负担。继12月与晶科能源 (JKS US) 签订逾百亿合同后，公司1月21日收盘后宣布与东方日升 (300118 CH) 签订新的89亿元人民币太阳能玻璃销售合同，东方日升是截至2019年出货量第七大太阳能模块生产商。加上之前与隆基 (601012 CH) 的合同，我们估计这三份合同的销量将占公司在2021-23年总发货量的40-50%，这将有助于确保公司未来的销售表现。我们维持2021年太阳能玻璃的供应相对紧张的预测，长期需求则仍然强劲。虽然价格方面可能会正常化，而长期有更多的新供应，但我们预计公司2019-22年每股盈利年均复合增长率为69.5%，有效产能年均复合增长率为37.4%。

- **比亚迪 (1211 HK)** – 1月11日，公司发布第四代DM-i插混平台及三款DM-i车型 (秦PLUS、宋PLUS、唐)，新车型凭借多项核心动力技术实现超低油耗、超长续航、更低成本，在公司PHEV车型连续2年下滑后有望迎来高增长，推动公司电动销量迈向新台阶。公司1月21日上午发布H股发行配售完成公告，H股增发4.88%总股本净募资298亿港币，全球众多顶级长线、主权基金参与，为中国新能源汽车行业目前最大股权融资项目。预计募资投入电动、智能化方向，将继续加强公司电动化领先地位。公司2020年起供应链中性化战略稳步推进，比亚迪半导体、动力电池等先进电动零部件业务有望逐步兑现内在价值，资本持续赋能。2021年1月公司新能源汽车销售2.0万辆，环比下跌30%，同比大增183%。旗舰车型“汉”销量持续破万，第四代DM-i插混平台及三款DM-i车型发布，有望推动公司电动销量迈向新台阶，车型周期继续上行。

资料来源：中信证券　　^短线交易建议为30天内　　风险等级：由低至高分1至5级

每周精选：短线交易建议

风险等级：1

- **赣锋锂业 (1772 HK)** – 2021年新能源汽车补贴政策平稳落地，特斯拉国产Model Y定价好于预期，新能源汽车产业链高景气行情预计持续。在下游采购需求持续走强拉动下，锂相关原材料价格预计继续上行。近期伴随国内锂价的持续上涨，全球锂市场均出现积极信号。企业资本支出和扩张计划重启验证行业拐点位置，锂优质供应产能进一步得到下游客户的重视。国内锂盐企业开始谋求原料供应的多元化验证了澳矿供应趋紧和不确定性增加的局势。我们判断在下游需求持续走强的拉动下，锂价有望继续上涨。赣锋锂业于1月29日大幅上修2020年度业绩预告，净利润由原先预期的4至5亿元 (人民币，下同)，上调至9.1亿至10.7亿元，即同比增长154.14%至198.82%，修正主因公司锂盐产品产销量同比增长。当前锂行业拐点已至，公司凭借产能优势和完善的资源端布局有望成为锂价上涨行情中最受益的标的，业绩改善预计加速。

- **江西铜业 (358 HK)** – 全球铜显性库存处于较低水平，对于铜价格构成一定支撑。中国经济结构转型叠加外部环境变化，国内制造业投资有望复兴，为铜、铝等基本金属价格提供支撑。美国地产销售向好、全球经济缓慢复苏，推升基本金属边际需求。因此我们认为基本金属仍有配置价值。江西铜业作为内地铜行业龙头，规模优势保障风险抵御能力，随着产量持续增长叠加铜价突破近八年新高，公司盈利能力改善可期。

- **维达国际 (3331 HK)** – 内地疫情散点频发，各地鼓励“就地过节”。居民居家时长不可避免将显著上升，这将激发受益于居家环境下的消费行业需求提升，疫情反复同时刺激生活用纸需求。浆价走强叠加河北疫情导致生活原纸出厂价持续上行，但头部品牌木浆备库锁定低成本，2021年上半年经营有望超预期，展望下半年 及2022 谨慎看好。行业需求稳定、量价齐升，虽有产能持续投放及浆价持续上涨压力，但头部纸企有望以产品高端化升级与新兴渠道布局穿越产能周期及浆价周期。因此，建议关注线上渠道占比最高，且持续推进品牌高端化的维达国际。

- **永利澳门 (1128 HK)** – 澳门政府2月6日下午接收首批10万剂由内地国药生产的新冠病毒灭活疫苗，澳门将于2月9日举行疫苗接种仪式，并安排医护人员优先接种疫苗。我们认为澳门博彩业务下降周期已接近尾声，行业复苏的预期将再重新调整，而当中高端中场业务将率先复苏。受高端中场业务提振，永利澳门去年四季度业绩优于预期，物业EBITDA转亏为盈至3.08亿港元。我们有信心永利可以将重心转移到高端中场上，仍建议关注。

资料来源：中信证券　　^短线交易建议为30天内　　风险等级：由低至高分1至5级

免责声明：

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日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的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；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，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2020版权所有。保留一切权利。