

2020年11月23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

2021年全球经济“共振”复苏

内地宏观

中国经济回归“正常区间”

市场策略

港股: 疫苗消息为大市作支撑；**A股:** 慢涨延续

内地电子行业

华为拟出售荣耀
华为缓压、
荣耀向好

内地铜铝行业

戴维斯双击
持续兑现

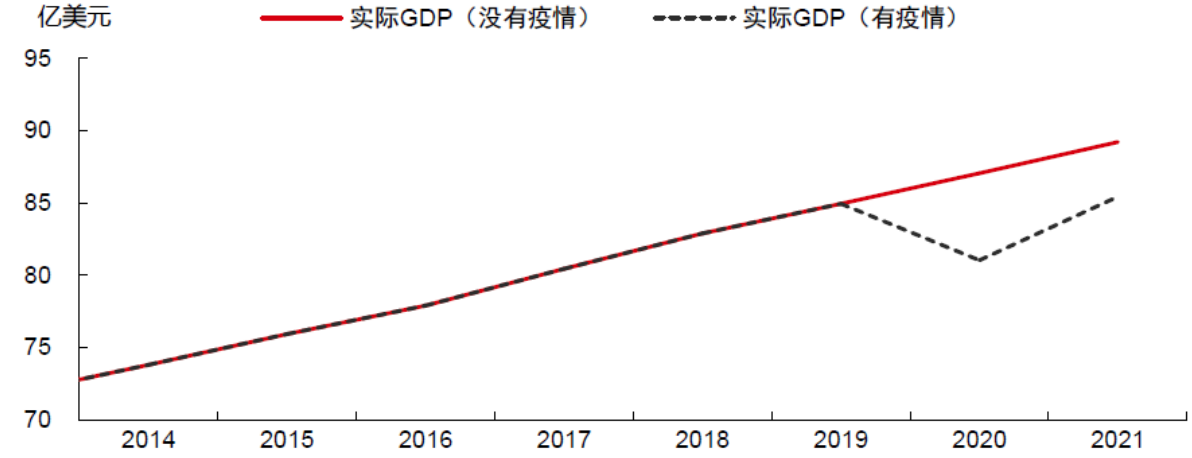
每周精选

短线交易建议

海外宏观：2021 年全球经济“共振”复苏

- 2021年新冠疫苗大规模应用的进展决定了全球经济走向全面复苏的时点和斜率。在新冠疫苗明年二至三季度逐步普及的基准假设下，我们预计2021年全球经济将由不均衡复苏向全面复苏推进，主要发达国家需求很可能出现“共振”复苏，预计2021年二至三季度可能是全球经济环比增速最快的时期。
- 考虑到2020年低基数影响，我们预计全球经济2021年将实现增长5.4%。从季度增速来看，预计2021年全球经济将延续自2020年二季度同比增速逐季抬升的“V 型”走势，2021年三季度同比增速接近转正。预计2021年欧美经济体通胀温和回升。美国PCE物价同比预计将在明年二季度阶段性超过2%，但全年PCE 物价区间1.3%-1.7%；预计核心PCE物价涨幅为1.5%。
- 2021年美欧“财政货币化”趋势仍将维持，货币宽松拐点尚未到来。预计美联储资产负债表的扩张将至少延续至2021年中期，货币政策的边际收紧最早可能出现在2022 年。
- 预计2021年疫苗大规模应用将助推全球经济快速修复至2019年水平；而欧美央行货币宽松政策尚难言彻底退出或转向，助推“再通胀”预期升温。我们看好大宗〉股票〉债券。上游大宗商品及下游服务业消费品价格的边际弹性相对更大。

基准情形下2021年全球经济预计增长将超过5%



资料来源：彭博、中信证券预测

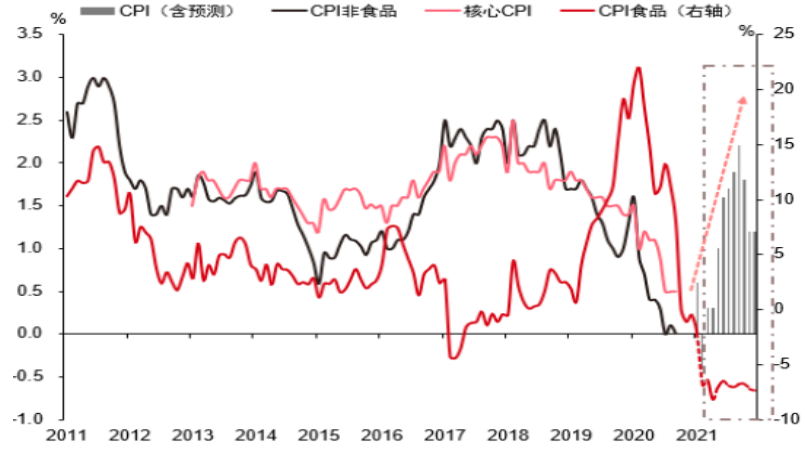
内地宏观：中国经济回归“正常区间”

- 以2020-21两年平均增速的视角审视明年的经济运行，中国将持续担当全球经济恢复的“领航者”，展望2021年的四个季度，经济运行将逐步向常态化回归。预计消费和制造业投资将成为2021年需求侧的主要推动力。受基数影响，我们预计明年全年GDP增速在8.9%左右，对应两年平均的实际GDP增速在5.4%左右。

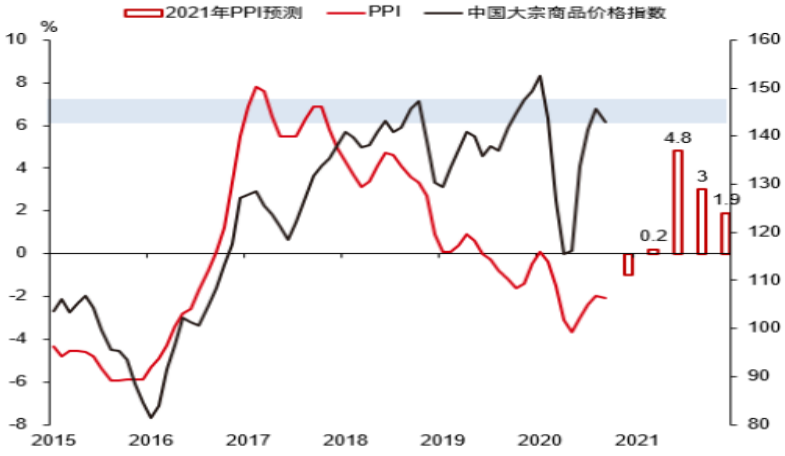
季度GDP增速趋势



预期2021年猪价加速下行，拖累CPI食品价格，导致CPI均值在1.1%。考虑到居民收入和就业压力的改善，非食品价格将持续上涨，核心CPI也会出配显著回升，更能代表居民部门需求的恢复。



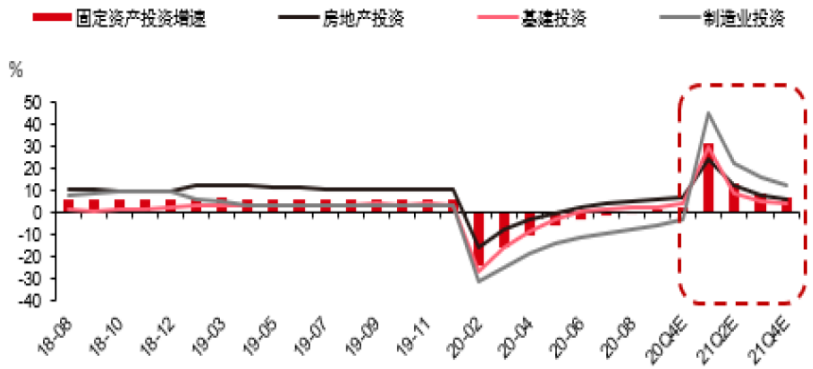
疫苗出台预期加强，全球周期性回暖可能性增大，大宗商品价格还有向上突破空间。预计明年1季度PPI回升至0以上，高点出现在2季度，全年均值2.4%左右。



资料来源：Wind、中信证券

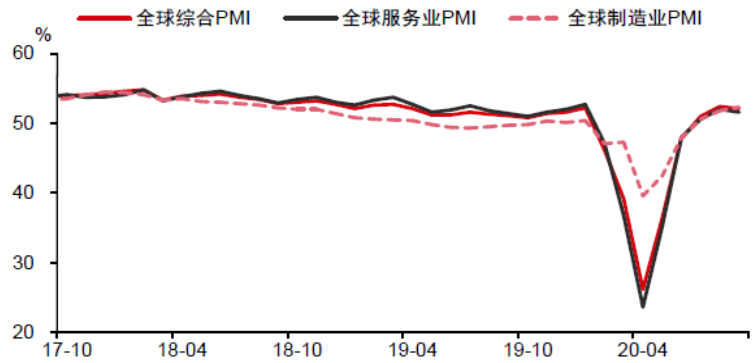
内地宏观：中国经济回归“正常区间”

2021年固定资产投资增长动力切换，制造业投资内生修复将成亮点



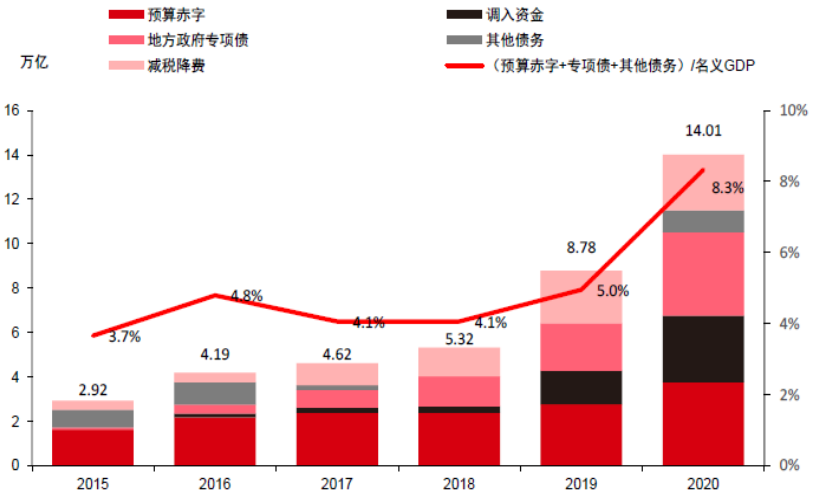
资料来源：Wind、中信证券

外需共振支撑韧性，进出口仍将稳定增长



资料来源：Wind、中信证券

2021年财政政策从超强力度逐步回归“常态”



资料来源：财政部、中信证券

2021年货币政策从“非常应对”转向“再平衡”



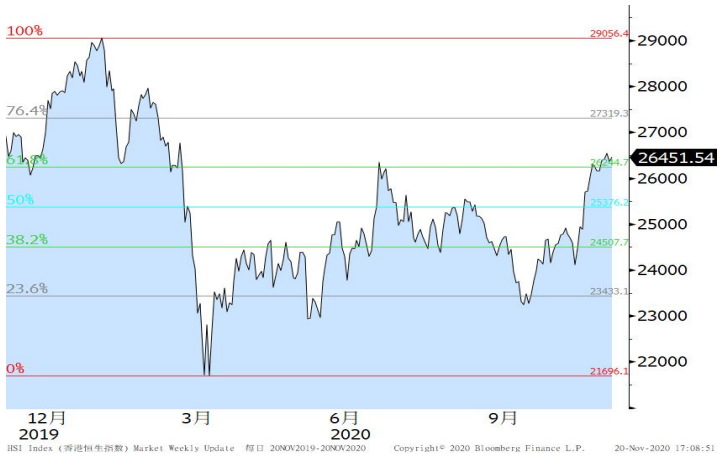
资料来源：Wind、中信证券

市场策略：港股: 疫苗消息为大市作支撑 A股: 慢涨延续

- **港股策略：**环球疫情严峻，港也恐爆发第四波疫情，预期本港零售和收租股短期仍受压。但整体近期疫苗持续的利好消息预期为市场情绪带来支撑，石油、油服、航空、旅游、澳门博彩、酒店等板块将会被市场重估。最近蓝筹旧经济股表现跑赢新经济股，但中长线我们仍看好高增长的科技龙头，建议择时增配。前期市场两大压制因素如期消除，加迭疫苗公布利好消息，憧憬基本面持续恢复将进一步提高市场支撑力。建议关注受益于国内消费修复的内需以及绝对估值低的保险和银行；内地开展新一轮汽车下乡和以旧换新，中国在疫情后快速修复，利好需求端复苏的内地汽车及零部件、重卡、水泥、工程机械、地产产业链等板块；全球经济复苏和弱美元利好周期板块投的有色板块，包括铜和铝，以及价格重回需求驱动的锂；关注“十四五”规划相关新经济、以及受惠憧憬中美关系缓和的贸易、出口等板块。

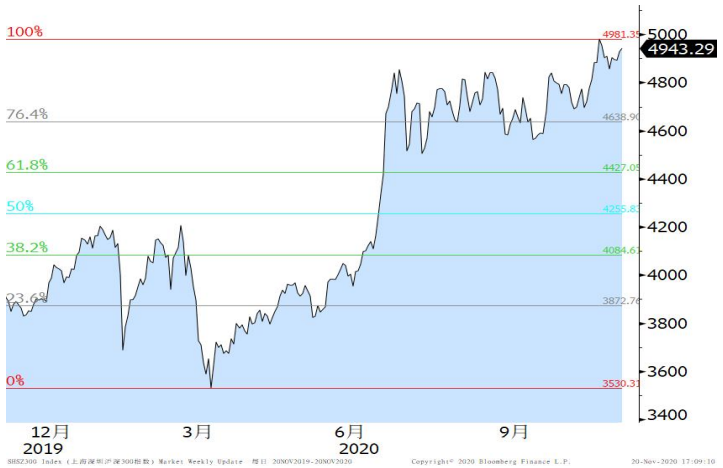
- **A股策略：**多因素共振下，市场对经济恢复的预期将继续强化。海外疫苗研发捷报频传，预计接种方案落地后，明年二季度欧美经济由不均衡复苏走向全面复苏的预期更明确。美国大选不确定性基本消除，弱美元、基建、通胀预期等关键词下的“拜登交易”仍在持续。我们判断，10月破局之后，11月A股已经进入轮动慢涨期，而顺周期板块是其间最重要的领涨主线，市场共识也将不断强化。建议围绕周期品和可选消费板块，继续强化对顺周期品种的配置。周期品方面继续推荐受益于弱美元和全球经济预期改善的有色金属，包括铜和铝，以及价格重回需求驱动的锂；化工板块中推荐化纤。可选消费方面，除了家电、汽车、白酒、家居外，可以开始关注中期基本面开始修复的酒店、景区等品种。

恒指走势图 (黄金比率)



资料来源：彭博、中信证券　截至20/11/2020

沪深300走势图 (黄金比率)



资料来源：彭博、中信证券　截至20/11/2020

内地电子行业：华为拟出售荣耀 华为缓压、荣耀向好



- 2020年11月17日，多家企业在《深圳特区报》发布联合声明，深圳市智信新信息技术有限公司已与华为投资控股有限公司签署了收购协议，完成对荣耀品牌相关业务资产的全面收购。华为随后也于官网发布声明，对于交割后的荣耀，华为不占有任何股份，也不参与经营管理与决策。
- 荣耀分拆事件本质上反映了华为被美芯片制裁后的不得已。中长期来看，中美科技分叉，产业加速闭环，美国对中国的科技制裁是一个长期不变的大趋势。IC制造端，关注华虹半导体 (1347 HK)、中芯国际 (981 HK; 688981 CH)；IC设备端，建议长期关注北方华创 (002371 CH)、中微公司 (688012 CH)；IC设计端，近期推荐图像传感器领域的韦尔股份 (603501 CH)。消费电子领域，2021年苹果、小米等品牌销量有望正增长，推荐产业链中客户结构平衡、且当前估值合理的龙头公司，包括鹏鼎控股 (002938 CH)、东山精密 (002384 CH)、领益智造 (002600 CH) 等；同时荣耀整顿恢复后，华为及荣耀供应链公司有望迎来业绩及估值修复，关注舜宇光学 (2382 HK)、比亚迪电子 (285 HK) 等。

荣耀的销量及品牌定位如何？

据虎嗅网报道，此次交易的价值约为 400 亿美元，约合 2,633 亿人民币，约为小米市值的一半，此估值尚待官方确认。从销量来看，2019年，华为+荣耀全球手机销量2.4亿部，其中华为品牌1.8亿部，荣耀品牌0.6亿部。我们预计2020年华为+荣耀全球手机销量1.6亿部，其中华为品牌1.2亿部，荣耀品牌0.4亿部；2021年华为或将聚焦国内，而荣耀有望持续整顿国内+海外市场，全年华为+荣耀销量或可达1-1.5亿部。从产品定价来看，华为主要包括Mate、P、nova、麦芒、畅享系列，Mate、P系列定价基本在4,000元以上，nova、麦芒、畅享定价分别在3,000/2,000/1,500元价位档；荣耀主要包括V、数字、畅享系列，定价分别在3,000/,2000/1,000元价位档。整体来看，华为更偏中高端、商务，可与苹果、三星对标；荣耀更偏年轻人、线上，与小米尤其是Redmi定位较为相似。

对华为和荣耀的影响？

出售有望缓解华为资金、芯片压力，荣耀自身成长性有望保障。对于华为来讲，尽管据每日经济新闻报道高通发言人称4G高通芯片已获得美国政府出口许可，但5G相关芯片仍受限，我们判断未来仍将持续紧张。近两年华为收入利润维持增长，然经营活动现金流收窄，现金主要用于核心芯片囤货。我们预计目前华为消费电子芯片库存可支撑不足1年。荣耀业务出售后，将有利于华为资金层和芯片库存层面双向释压；对于荣耀来讲，理论上其与小米OV等同为手机品牌厂商，不涉及通信基站等其他业务，在GMS、芯片采购等方面有望不再受限。与此同时，考虑到美国政府换届等不确定性因素，后续荣耀手机能否获得GMS、芯片采购权限等仍待观察。

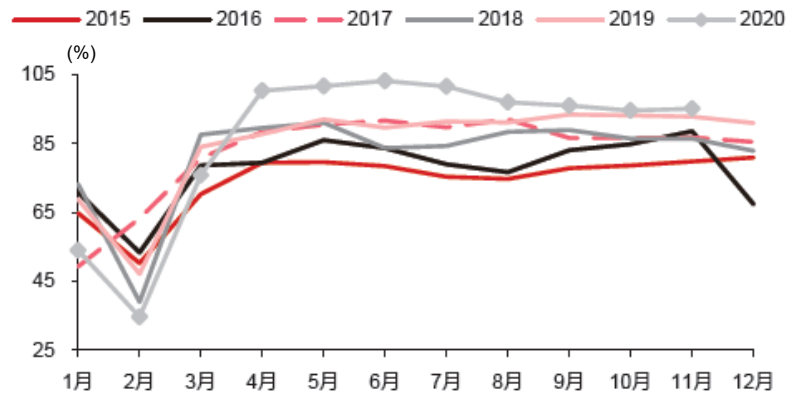
资料来源： 中信证券

内地铜铝行业：戴维斯双击持续兑现

- 全球需求确定性复苏，看好铜价6个月内突破7,500美元/吨。海外需求自7月以来持续弱复苏，中国铜材出口连续4月改善。随着美国大选落地及疫苗逐步的投入使用，预计海外经济复苏对需求的拉动进一步强化。内地铜需求显示出淡季不淡的情况，最主要的电力领域中11月的电线电缆企业开工率在95.2%，同比/环比提升2.3%/0.5%。叠加全球铜显性库存处于70万吨历史低位，需求驱动下的主动补库周期将放大经济复苏的效应。疫情期间的非正常维护对铜矿产量的影响具备持续性，叠加铜矿主要产地的疫苗普及预计滞后于欧美等消费地，供应端的刚性恢复或弱于铜需求的快速恢复。

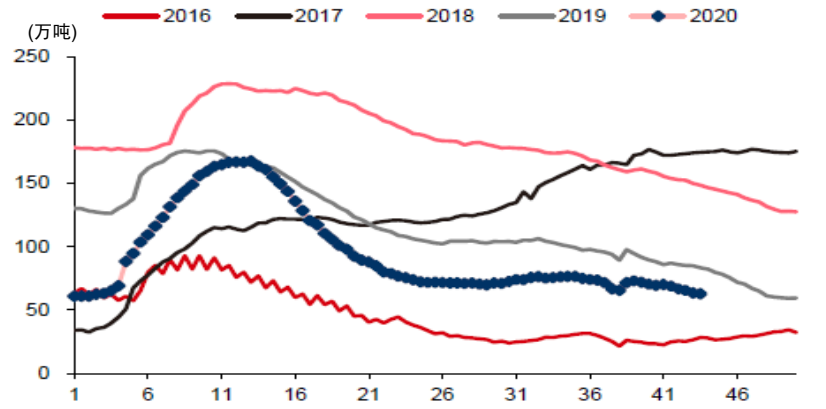
- 家电汽车提升消费确定性，采暖季/枯水季供应扰动凸显，预计铝价6个月内突破16,000元/吨。需求端看，伴随着整体顺周期下的制造业回暖，汽车和家电领域的铝加工订单饱和，我们预计2021年汽车产量同比增速10%以上，冰箱/空调/洗衣机的同比增速分别达到18.4%/10%/5%。截至11月13日，电解铝社会库存降至62.9万吨，自11月重新开启下行周期，为2020年来的最低水平，反映出消费对基本面的持续支撑。冬季采暖季的限产措施对华北地区铝生产形成实质性冲击，云南枯水期对新增产能的实际产量贡献产生影响，行业高盈利空间下的供给端增量远低于预期。供应端的扰动料将持续至2021年二季度。

电线电缆开工率维持近年高位



资料来源：Wind、中信证券

铝社会库存变动情况



资料来源：Wind、中信证券 截至11月13日

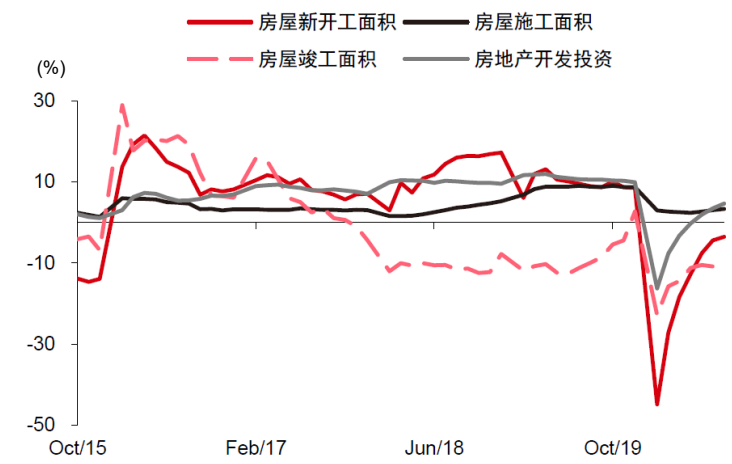
内地铜铝行业：戴维斯双击持续兑现

- 经济复苏背景下的通胀整体抬升支撑铜铝价格的上行。美国通胀水平明显修复，截至11月13日美国债隐含预期通胀率回升至1.72%。展望未来，波动较大的能源价格和权重较高的服务型通胀值得重点关注，一方面原油消费回暖，OPEC减产履约仍在，国际原油价格反弹，另一方面服务业通胀分项随着失业率回落也在边际好转。考虑经济恢复背景下的油价中枢抬升和工业品需求回暖，叠加PPI 周期性的上升及宽裕的流动性，预计通胀正处于抬升阶段，铜铝价格也将受益于通胀抬升而上涨。

- 新一轮财政刺激政策下的流动性释放和美元走弱让铜铝价格充分受益。此次美国疫情控制效果较差，叠加总统大选和频繁的社会运动，明显影响了其经济的相对恢复情况，奠定了美元指数下行的趋势。美国两党针对新一轮的财政刺激规模出现分歧，但预计该计划只会迟到不会缺席，而财政刺激往往伴随着美联储的债务货币化，未来中长期的流动性有望保持合理充裕，预计美元指数将承压下行。我们判断2021年美元指数下破87，以美元计价的铜铝价格将充分受益。

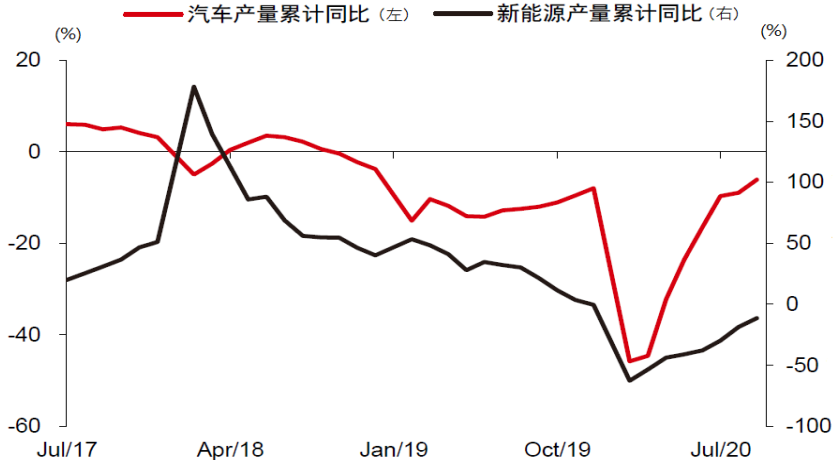
- 核心关注铜铝公司中具备较大业绩弹性和明确产量增速的标的，重点关注紫金矿业 (2899 HK；601899 CH)、西部矿业 (601168 CH)、洛阳钼业 (3993 HK；603993 CH)、云铝股份 (000807 CH)。

地产竣工将延续疫情前的回暖趋势



资料来源：上海有色网、中信证券

汽车和新能源车产量累计同比回暖



资料来源：上海有色网、中信证券

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	21E	PEG (倍) 19-21E	市净率 (倍) 20E	息率 (%) 20E	一周涨跌 (%)	推荐后涨跌 (%)
信义玻璃 (868 HK)	09/06/20	玻璃	289	16.78	19.00	13.2	16.0	13.1	2.1	3.0	3.0	2.2	85.6
碧桂园服务 (6098 HK)	17/02/20	物管	602	46.45	65.50	41.0	43.0	30.3	1.4	14.5	0.6	(4.4)	48.4
雅生活服务 (3319 HK)	06/01/20	物管	182	34.30	55.20	60.9	22.6	17.1	0.8	5.2	1.8	(4.1)	20.6
南方航空 (1055 HK)	07/09/20	航空	75	4.87	5.37@	10.3	NA	25.4	NA	0.9	0.0	6.1	13.0
永利澳门 (1128 HK)	08/06/20	澳门博彩	197	13.66	13.90	1.8	NA	36.8	NA	NA	0.0	2.7	(6.1)
中海油 (883 HK)	08/06/20	石油	1,389	8.75	11.00	25.7	14.4	9.0	NA	0.7	4.6	2.5	(6.2)
华泰证券 (6886 HK)	06/01/20	券商	198	12.10	18.30	51.2	7.8	7.0	0.5	0.7	4.2	(0.3)	(12.7)
融创中国 (1918 HK)	06/01/20	房地产	764	30.25	50.45	66.8	4.0	3.3	0.2	1.1	5.5	(5.0)	(36.8)

资料来源：彭博、中信证券　截至20/11/2020　@彭博综合预测

- **信义玻璃 (868 HK)** – 内地工信部正在向玻璃行业参与者对产能置换实施办法修订稿征求意见。如果实施，太阳能玻璃将是第一次被纳入其中，这可能会限制未来的供应增长，在供应受限支撑价格下，旗下信义光能 (968 HK) 因有较强的资本实力和海外经验，可通过收购及海外厂房增加产能，因此处于有利位置。 另外，由于供应有限，浮法玻璃生产商最近一直积极地收购市场配额，而信义玻璃已收购了广东及辽宁的生产线。浮法玻璃正在恢复，下游物业和汽车的需求提高，预期今年四季度需求会继续录强劲增长，因目前行业库存较少，信义玻璃下半年业绩应会表现更好。

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

- **碧桂园服务 (6098 HK)** – 2020年四季度物业管理公司庞大的新股发行规模，直接诱发了板块的调整。不过我们认为，板块的结构性分化虽然是长期的，优秀公司估值下降却是暂时的。一些优秀的企业，如今估值已更具吸引力。碧桂园服务 10月14日宣布以不超过24.5亿元人民币的价格收购中国五大城市服务公司之一的满国康洁70%的股权。这将确保碧桂园服务在物业管理公司中在城市服务领域的领先地位。管理层希望城市服务及增值服务收入在未来达到物业服务的收入水平。得益于强大的执行力、进入社区媒体和城市服务以及上半年业绩超预期，碧桂园服务仍保持强势。碧桂园服务在基本面上最看好的公司之一。

- **雅生活服务 (3319 HK)** – 今年10月底，公司首席执行官李大龙及母公司雅居乐 (3383 HK) 先后自雅生活上市以来首次增持其股份，这表明高级管理层对雅生活业务的信心。我们认为雅生活的业务将保持稳健，因为它在9月份中信里昂的论坛上维持了其主要目标，尽管在近期物管板块疲软的情况下令股价出现回调，我们认为这主要是对其他潜在管理公司上市的担忧。我们认为，三季度的宏观复苏，尤其是在线销售和已售住宅总建筑面积，也应会支持增长势头。公司估值不高，建议关注。

- **南方航空 (1055 HK)** – 辉瑞及莫德納疫苗的重大突破有望推动国内线需求进一步反弹、国际线恢复加速。2020年三季度南方航空实现净利润7.1亿，三大航中唯一单季度利润转正，或受益内地市场占比高和汇兑收益 (料超20亿)。预计三季度内线客公里收益降21.3%，四季度降幅或收窄至20%以内，优质航线争取时刻资源利好提升宽体机日利用率。在京航班提前5个月全部转场大兴机场，南北呼应双枢纽布局想象空间广阔。2021年春运国内线供需增速差有望接近转正，并持续扩大，叠加低油价、汇率升值，航空股重构繁荣、弹性最大南航有望释放高Beta。

- **永利澳门 (1128 HK)** – 疫苗的加速推出首先将给出行产业链相关的行业形成催化，提前反馈景气恢复预期，缩短相关行业的恢复周期。短期反弹而言，预计带动程度上博彩、出境游>酒店>景区，建议关注项目储备充足的博彩龙头如永利澳门。内地澳门恢复全面通关，在海外多地仍然实行封关操施下，内地居民可选择的旅游目的地不多，澳门或成他们其中一个优先选择。永利澳门今年三季度业绩乎合预期，物业税息折旧及摊销前利润 (EBITDA) 亏损收窄至1.12亿美元，少于次季的1.94亿美元亏损。虽然贵宾厅业务仍受挑战性，情况未见好转，但高端中场的势头支撑了10月博彩总收入强劲反弹至2019年四季度水平的33%。澳门10月博彩总收入72.7亿澳门元，环比升近2.3倍，创今年1月以来最佳。中场增长及成本节省将支持永利澳门 Ebitda增长，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

每周精选：短线交易建议

风险等级：1

- **中海油 (883 HK)** – 疫苗实验数据结果超预期刺激国际油价大涨，预计疫苗有望推动原油需求及全球经济活动加速复苏，坚定看好国际油价持续回升，建议关注油气勘探开发产业链上的高弹性标的中海油。尽管资本支出收紧，中海油公布2020年三季度的产量增长仍然不错，同比增长5.1%。由于原油需求萎缩的威胁破坏了主要石油生产商的供应纪律，原油市场受到了压力。尽管如此，稳定的有机增长和严格的成本控制是中海油未来几年连续盈利恢复的基础。

- **华泰证券 (6886 HK)** – 2020年前三季度，华泰证券归母净利润88.39亿元，同比增长37.2%。受益于市场交投活跃及A股IPO规模增长，华泰证券经纪业务、投行业务在三季度表现强势。券商股短期表现为行情放大器，中长期良好确定性来自改革的创新红利。行业的竞争将围绕资本实力、人才储备、创新能力和金融科技能力展开，华泰正向着“数字化赋能下的财富管理和机构业务”双轮战略突进，人才队伍和健全的机制是重要保障，平台化思路打开模式创新空间，建议关注。

- **融创中国 (1918 HK)** – 2020年上半年公司实现核心净利润130.4亿元，同比增长3.0%。2020年上半年末，公司净负债率为149.0%，较2019年底下降23.3个百分点，为2017年以来新低。公司降杠杆的举措顺应监管要求和行业潮流，也是公司高速扩张期后的必经之路。杠杆率下行也带来公司资金成本下降，2020年上半年新增平均融资成本较2019年下降约1.9个百分点，有利于公司补齐资金成本短板。地产及业务能力逐渐成型，分拆融创服务 (1516 HK) 后有望提升公司估值及进一步去杠杆。

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。