2020 年 11 月 20 日

中国市场策略

展望 2021：价值王者归来

- **2021 年继续倡导价值投资。**自我们 6 月份发布下半年展望报告以来，价值股开始跑赢。但“价值”到底是什么？这是一个令人捉摸不定的概念，因为价值来自与增长和价格相比较，是一个*相对*概念；而不像全球行业分类标准（GICS）以盈利对于经济周期的敏感性来划分行业，那是一个*绝对*定义。在当前的经济周期阶段，价值板块是被遗忘已久的、估值较低的传统和周期行业。

- **短周期性复苏仍在继续；通胀风险。**自 6 月以来，我们的专有经济周期指标一直预示着复苏。随着信贷与 M2 继续一起稳步增长，房地产投资在消化了“三条红线”政策后开始恢复，经济复苏应会继续。其他指标，如铜周期和黄金，以及中国央行的三年的货币政策周期，都预示着复苏的持续。随着消费者信心从历史低点反弹，终端需求改善，通胀压力也将逐渐上升。在这种再通胀的环境下，我们的模型配置了大部分金融、工业、材料、能源和可选消费等传统行业，并保留了部分科技行业的配置。

- **“估值投资”vs.“价值投资”；“十四五”期间工业、产业现代化。**能够创造长期价值的公司在短期内估值不菲。“价值”一词有着一种无形的涵义，指由公司管理层的远见和人格、行业竞争部署和掌控的资源而形成的、不可复制的战略优势。它不同于市场共识对于“价值投资”的理解，那更多地是关于一个量化的估值数字。估值和价值之间的区别，就像圣诞树和圣诞节。

  尽管如此，中国“十四五”强调工业和相关产业链的现代化和壮大实体经济，强调如何使经济发展成果最好地惠及大大小小的企业和各阶层的民众。收紧网络借贷和平台经济反垄断指导方针都是重要的风向标。“十四五”将提供有利于低估值的传统行业创造价值的环境。因此，当前估值和价值投资有很大的交集。

- **上证交易区间约 2,900-3,600；美元进入贬值周期有利于中国市场和人民币计价资产；香港、新兴市场、黄金、大宗商品和比特币也将受益。**我们预测的交易区间的上沿意味着上证约有 10%的上行空间，2900 点左右则是底部。但更重要的是整体市场内部结构的变化。除了传统周期性板块，在人民币走强的环境中，上证 50、沪深 300 和恒生国企指数都不贵。周期性复苏伴随着的国债实际收益率上升，这对这些资产来说都是个好兆头——直到 2021 年 1 季度末左右。我们到时将重新审视我们的交易头寸。

洪灏, CFA
hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802
研究部主管

谭淳
karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1805

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

展望 2021：价值王者归来

什么是价值？

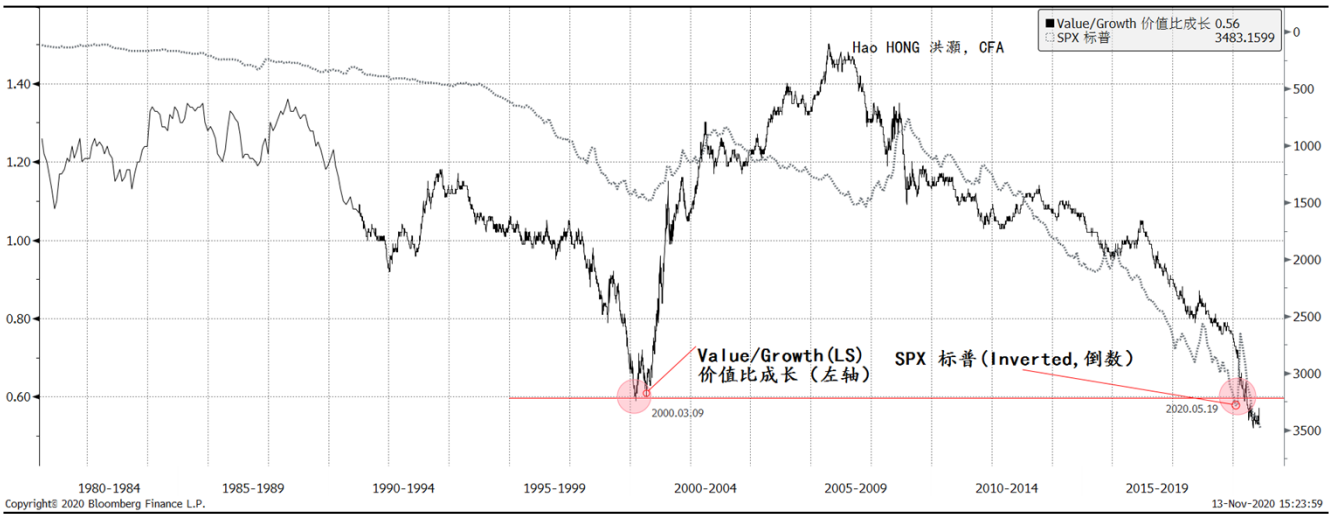
自 2020 年 6 月 10 日发布 2020 年下半年展望以来，我们一直在倡导“价值投资”的回归。在各种峰会和论坛上的讲话中，我们在市场共识一片赞美成长投资的声浪中持续推荐这一在当时异于共识的投资风格。在 11 月 9 日，随着辉瑞公司（Pfizer）宣布其新冠疫苗 90%的有效性，美股突然而剧烈地从成长板块向价值板块轮动。

实际上，这是自 2009 年资金从价值轮动到成长以来，价值股相对于成长股表现最好的一天。价值股如此超常的表现预示着价值投资回归的开始，由此可对未来市场的风格窥探一二。投资者应开始注意。

但话说回来，“价值”到底是什么？自从我们预测价值投资的回归以来，我的读者们对此一直感到困惑。与全球行业分类标准（GICS）根据盈利对于经济周期的敏感性来划分行业的***绝对***定义不同，“价值”是一个***相对***的概念。

价值是通过比较基本面估值和市场价格来定义的。因此，价值的定义中包含了成长的因素，因为估值衍生自成长。价值是价格便宜的成长。因此，与 GICS 定义的行业不同，在不同的宏观情景下，“价值”可以指代不同的行业。2001 年到 2007 年末是一个长期价值轮动以及价值风格跑赢的时期。从 2008 年开始，市场又重新轮动回成长风格，直到近期。（**图表 1**）。

图表 1: 价值跑输成长的程度，已经超越了极端



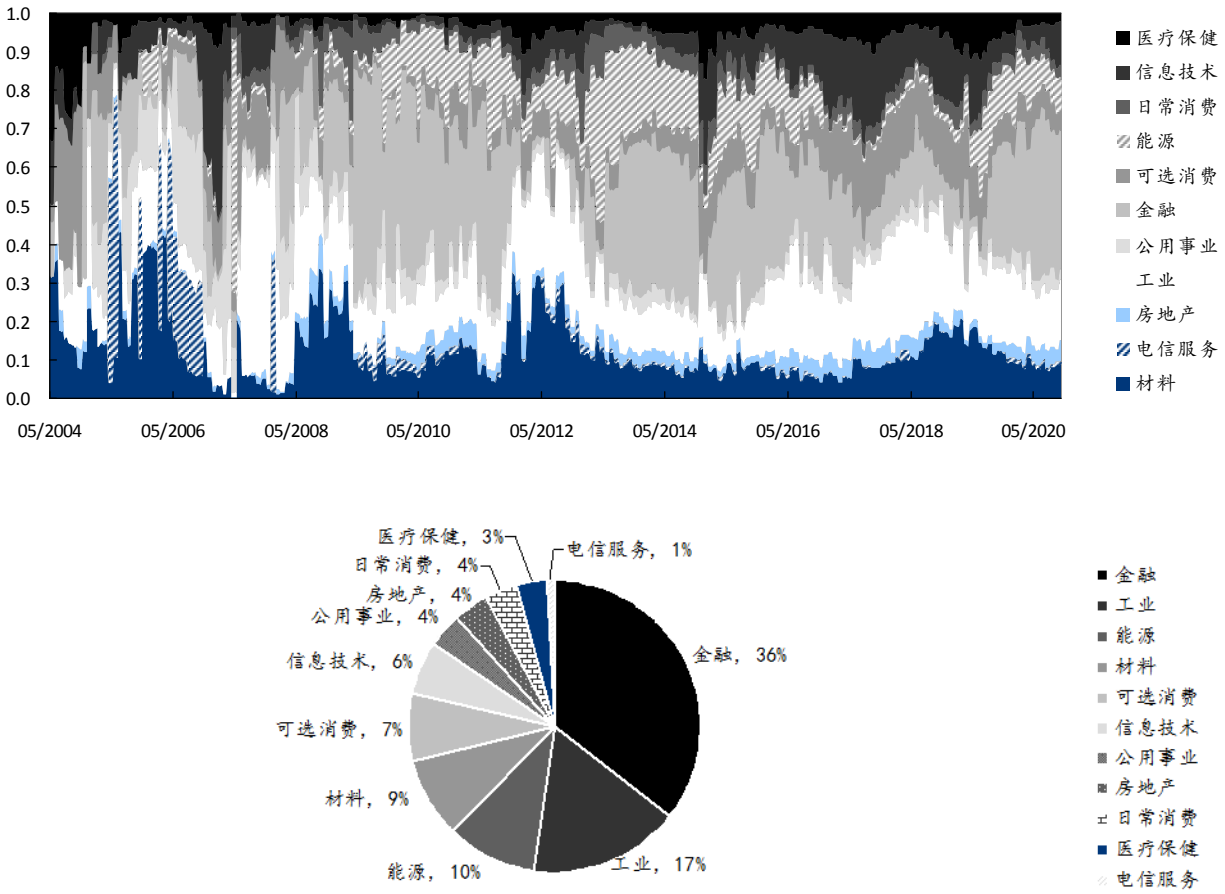
资料来源：彭博，交银国际

在我们的量化分析中，我们根据股票的估值和成长性来定义“价值”，筛选出低估值且具备合理成长潜力的股票。量化分析对于“价值”的定义，不同于优秀的公司所创造的“价值”。“价值”的量化定义更多的是关于估值，只是一个数字。我们甚至可以把市场共识理解的“价值投资”称为“估值投资”。但优秀的公司所

创造的“价值”存在一种不可触摸的概念，而这种无形的质量大多源于公司管理层的远见卓识和人格，以及在一个不断增长的行业中的战略定位和可支配资源。

因此，一个长期创造价值的公司在其生命周期中，可能不会一直符合量化定义中对于价值股的定义。也就是说，一个创造价值的公司可能估值不菲。事实上，我们可以说能够长期创造价值的好公司很少是便宜的。

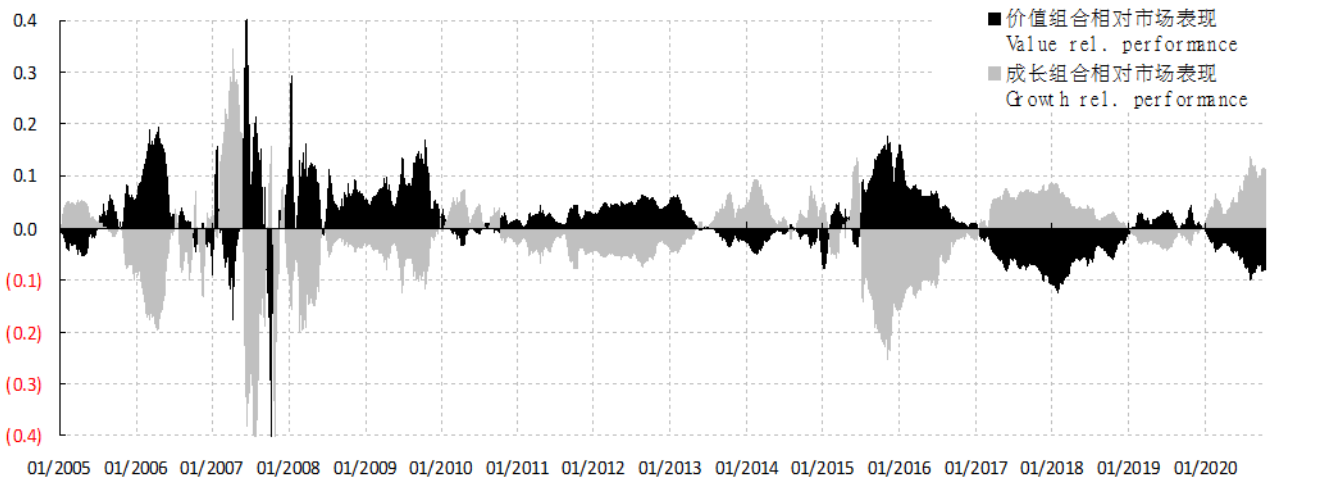
图表 2: 历史和当前基于价值定义的行业配置



资料来源：FactSet，交银国际

在寻求价值的过程中，我们发现在当前的经济周期阶段，符合量化定义的价值板块大多是传统和周期性的板块——即似乎是被投资者长期忽视的旧经济板块。现在符合价值定义的板块包括工业、金融、必需消费、材料和房地产（**图表 2**）。而在中国市场，这部分被我们定义为“价值”的板块已跑输了成长板块一段时间（**图表 3**）。换言之，已经创造了巨大价值的科技板块从长远来看很可能会继续为股东创造价值，但它们目前的估值却已很贵。

图表 3: 价值在中国市场也大幅跑输成长



资料来源：FactSet，交银国际

如上所述，估值和价值之间的差异，就如同圣诞节和圣诞树。但我们认为，传统行业和周期性行业现在估值很低，的确可以为投资者创造长期价值。随着蚂蚁上市的戛然而止，监管机构近期对中国互联网巨头的态度发生了明显的转变，这是一个对未来监管方向的风向标。在政策支持下，传统行业开始创造价值的可能性也增加了。

毕竟，中国提倡引导资金"脱虚向实"已经有一段时间了。"十四五"规划纲要提出了包括制造业升级和产业链现代化、新能源及其配套产业和半导体等科技硬件在内的重点发展产业。在政策支持和继续"改革开放"的环境里，目前估值较低的传统周期性行业很可能将开始为投资者创造长期价值。因此，在当前的经济周期阶段，估值和价值投资的范畴基本一致。"估值投资"现在就是价值投资。

价值股将在短周期上升阶段跑赢

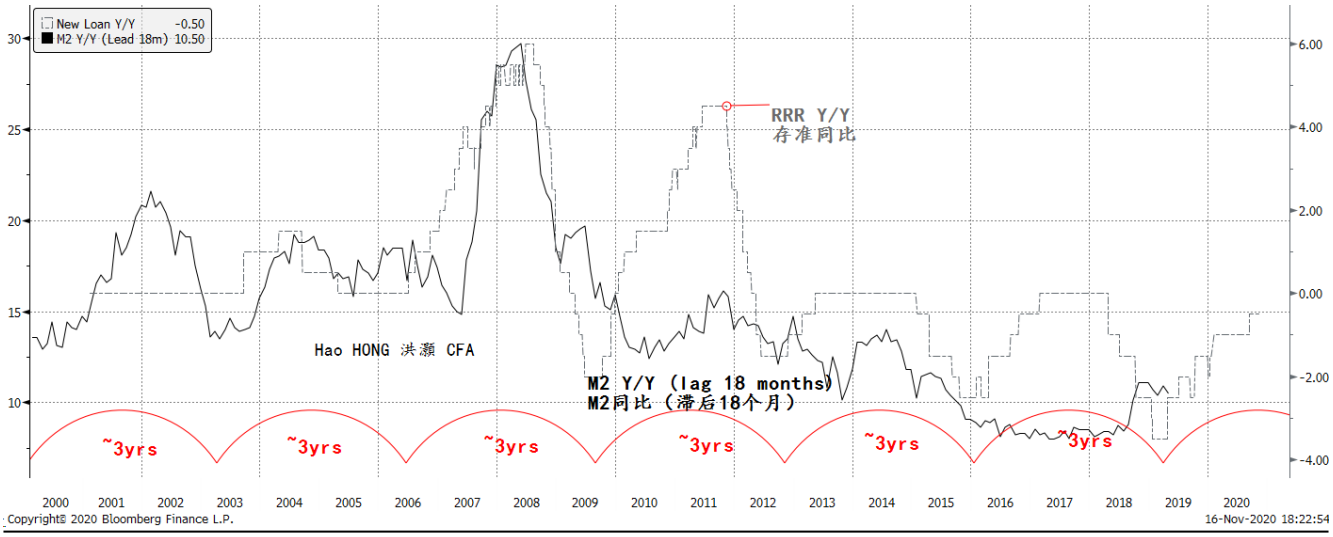
在这个周期里，我们处于哪个阶段？对于价值和成长投资来说，这意味着什么？

我们认为，我们正处于一个经济短周期的上升阶段，并且中国正引领着全球经济的复苏。在我们之前关于中国和全球经济周期的研究报告中，我们用量化证明了这些经济短周期的持续时间约为 3 至 3 年半，并与央行的货币周期密切相关（**图表 4**）。短周期镶嵌形成持续时间更长的中周期和长周期。尽管全球经济周期正处于长期趋势性下行，但在短期内仍可以出现周期性的上升，这一点可以从经济增速的短期回升中看出来。

当周期运行的时候，一系列宏观经济变量有规律地按照既定的节奏同时向一个方向运行，尽管这些宏观变量之间存在着时间上的领先和滞后关系。我们可以从价格、成交量、调查数据以及市场情绪数据中观察宏观经济变量的变化。由

于这些变量在一个周期内相关性非常高，我们可以抽选来自经济不同部门的几个变量为代表来验证当前经济周期所处的阶段。

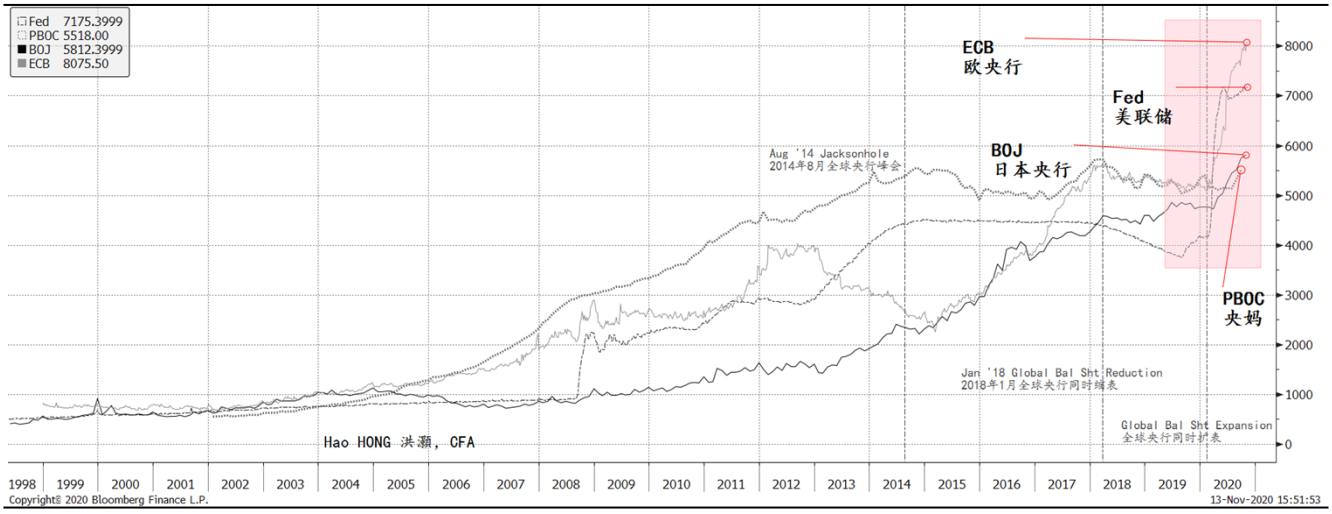
图表 4: 央行的三年货币周期；货币仍将适度扩张



资料来源：彭博，交银国际

虽然中国央行一直在有节制地放宽货币政策，但 M2 的增长已经开始悄悄地加速（**图表 4**），而信贷扩张与广义货币增长的速度基本一致。长期以来，我们一直认为中国央行的货币宽松不必像它的西方同行那样极端（**图表 5**），因为新冠疫情在中国已经得到了很好的控制，而且中国居民有大量的储蓄。此外，鉴于中国经济体系内大小企业之间资源配置的不平衡，定向宽松政策帮助中小企业和低收入人群将更加有效，而不是像美联储和欧洲央行一样竭尽全力地大水漫灌。

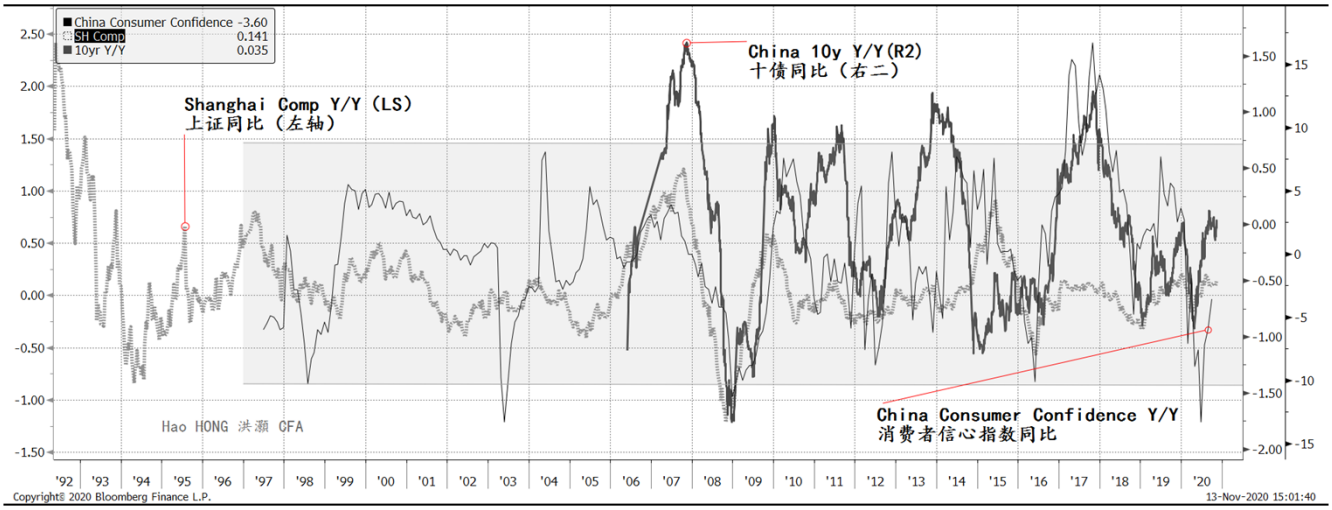
图表 5: 美联储和欧央行正迅速扩表；中国央行保持克制



资料来源：彭博，交银国际

与此同时，中国消费者信心正开始从新冠疫情爆发时的历史低点回升，同时伴随着长债收益率上升。所有的这些观察结果都预示着一个周期性的上升（**图表 6**）。

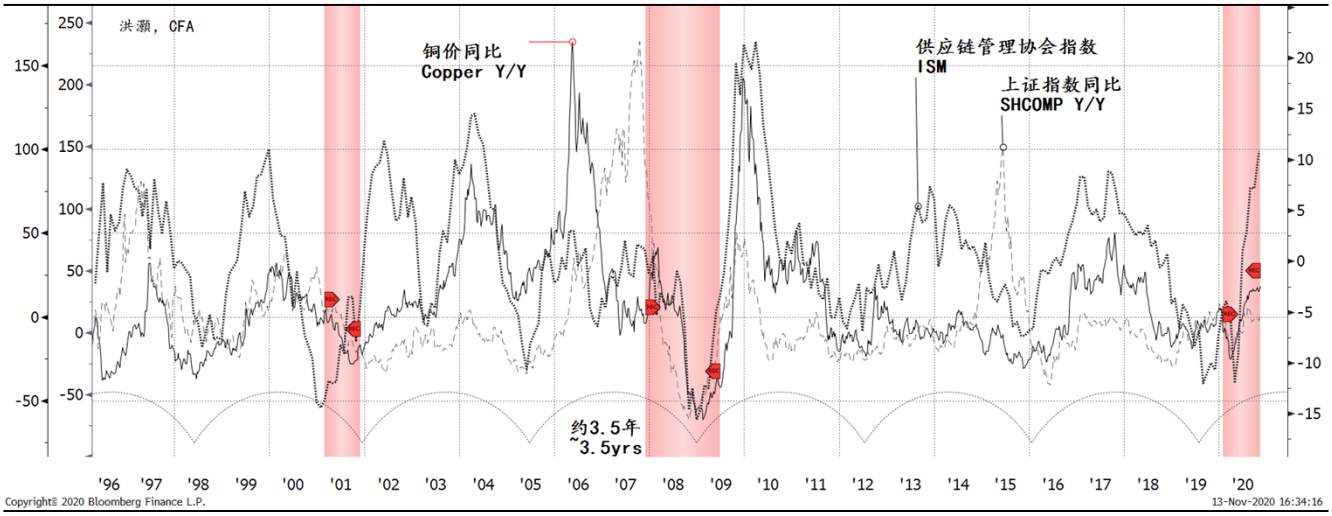
图表 6: 中国消费者信心从历史低点回升，长债收益率将上升



资料来源：彭博，交银国际

金属价格也预示着一个逐步成型的短周期性的上升。与 ISM（供应链管理协会指数）密切相关的沪铜价在回暖，并在最近打破了几个月以来的矩形盘整格局。而最好的周期性指标之一——上证综指也正在修复（**图表 7**）

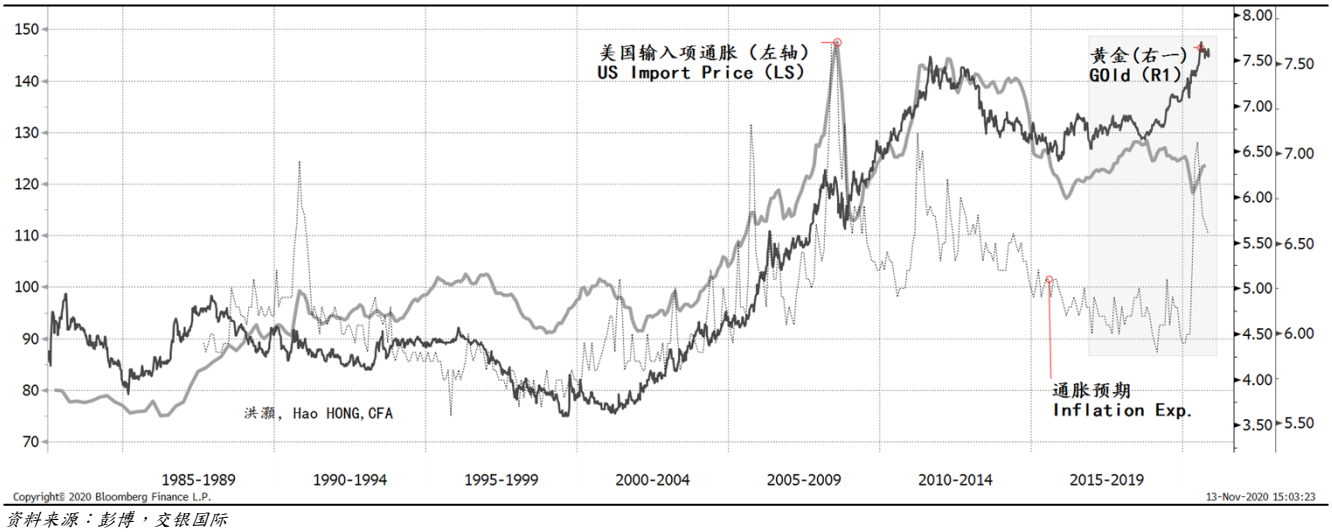
图表 7: ISM 和铜价继续回升



资料来源：彭博，交银国际

金价也在上涨。以历史为鉴，这预示着通胀压力正在逐渐显现。美国的通胀预期正在飙升（**图表 8**）。很难想象，当美联储的资产负债表扩大了近 4 万亿美元、广义货币供应量激增逾 20%之际，通胀预期仍然可以毅然不动。通胀预期的飙升与当前短周期回暖的势头保持一致。

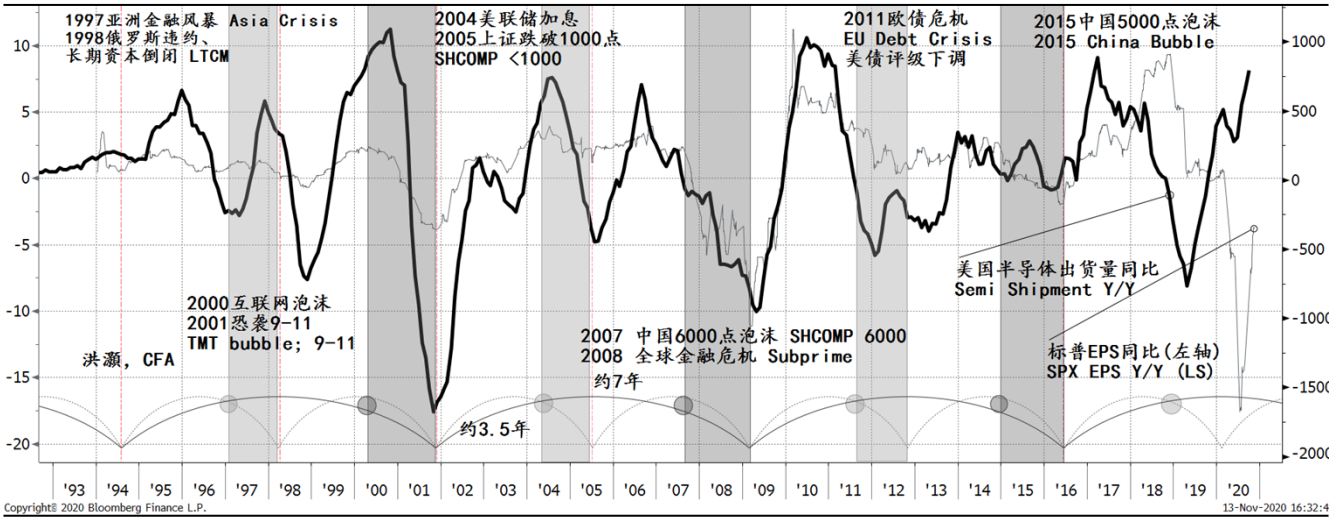
图表 8: 金价飙升蕴含通胀预期的上升



资料来源：彭博，交银国际

我们独有的美国经济周期指标也确认了美国经济周期性修复的势头（**图表 9**）。我们的指标正从历史低点开始强劲反弹。虽然这个指标同比仍然显示经济绝对规模的萎缩，但同比增速在边际改善。美国经济的一个重要的周期性指标——半导体出货量也在同步飙升。虽然现在增长正在修复，并且这种共识被迅速地反映在资产价格中，但考虑到美国为了应对新冠疫情采取的一系列激进的货币与财政刺激，美国的通胀压力在未来几个季度很可能高于市场共识的预期。

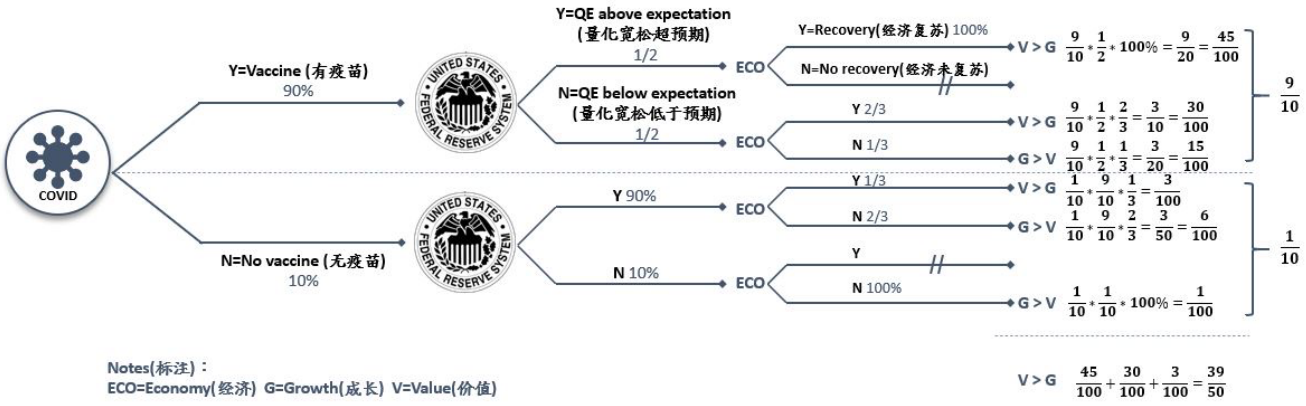
图表 9: 全球经济周期正在从新冠疫情的深渊中修复



资料来源：彭博，交银国际

如果通胀在未来几个季度出现出人意料的上升，那么属于价值投资范畴的周期性板块将可能跑赢大盘。这是因为上游行业的盈利对经济周期的变化更为敏感，因此能够从大宗商品价格上涨中获得更多的收益。我们对 2020 年下半年展望中的决策树分析模型进行了更新（《2020 年下半年展望：潜龙欲用》，20200610），这个模型继续显示出价值板块跑赢大盘的可能性（**图表 10**）。简单地说，这些周期性板块很可能在即将到来的上升周期中乘风破浪，从而为投资者带来更多价值。

图表 10: 在经济复苏的情况下，价值~80%的概率将跑赢成长



资料来源：交银国际

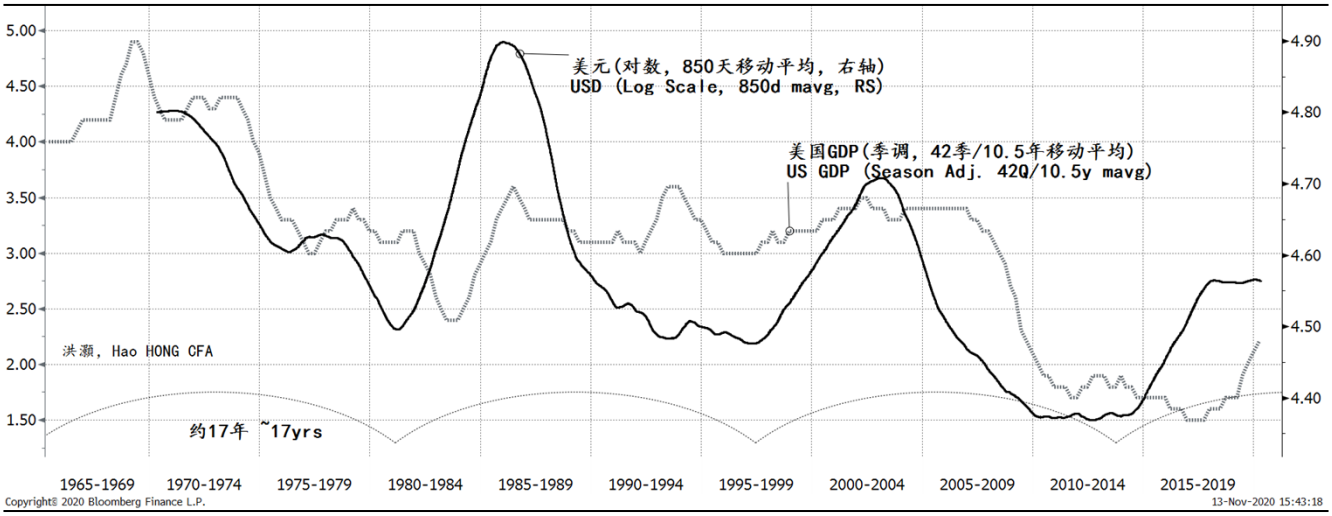
美元进入长期贬值周期；买入商品、新兴市场和中国

虽然全球经济将在短周期内出现周期性上升，但在长周期下行趋势仍将延续。这种长周期的下行趋势可以从过去 60 年来美国经济增长率不断下降的现象观察得到。重要的是，美元有一个明显的 17 年的周期，并领先于美国经济增长周期（**图表 11**）。在本轮周期中，美元周期已明显见顶。以史为鉴，美国经济增长在经历了几个季度的回升之后，将会再次下降。

弱美元为大多数以美元计价的资产带来福音。一般来说，大宗商品、新兴市场和中国资产在弱美元周期中往往表现良好。今年，我们已经看到人民币的快速升值，与美元贬值形成镜像。当人民币持续走强，并且突破一定的阈值，便将很可能引发中国资产的重估潮。而弱美元周期则有利于这些货币与资产的重估。

我在新书《***预测：经济、周期和市场泡沫***》中详细讨论了美元霸权即将消亡的问题。虽然在强势美元开始趋弱进入贬值周期后，美元霸权地位即将崩溃这种论调总会出现，但我们认为这次不一样。我们从未见过如此不计后果的印钞行为，而央行加密数字货币的兴起很可能会敲响美元的丧钟。这种全新的货币形式将挑战美元在价格量度、交换媒介和价值储存的地位，而中国央行正是数字货币领域的佼佼者。美元终将自尝贬值酿下的苦果。

图表 11: 美元的强势在当前周期中已见顶，这预示着美国长期增长将放缓



资料来源：彭博，交银国际

市场展望

每年这个时候，当我们公布明年的市场展望时，我们都会运用我们的股债收益率模型（EYBY）来应对这一挑战。EYBY 有着持续而良好的预测记录。在我们 2019 年 11 月 11 日发布的题为《展望 2020：静水流深》的展望报告中，我们的股债收益率模型预测，未来 12 个月上证交易点位的可能性分布是 2,500 到 3,500 点，最有可能的交易区间是 2,700 到 3,200 点，而 2,700 是最有可能的底部水平。

2020 年是市场历史性波动的一年。即便如此，在春节后首个交易日 A 股遭遇史诗级暴跌的至暗之时，上证最终止跌并且在 2,685 点找到了支撑，而那时新冠疫情还在中国肆虐。在 3 月份美国股市数次触发熔断、遭遇空前崩盘之时，上证再次在 2,645 点找到支撑，自此再未创下新低。市场在前所未有的历史性波动中触及的两个重要的低点，确实非常接近我们 2,700 点的“最有可能的底部”的预测。

在市场随后的戏剧性修复中，上证综指上涨至 3,459 点一略低于我们预测的交易区间的顶部 3,500 点一便嘎然止步，尽管当时市场上行势能十足。此外，在我们预测发布后的 12 个月内，上证有 75%的时间运行于 2,700 到 3,200 点之间。这一观察符合我们对“最可能的交易区间”预测的定义。简言之，在过去动荡的 12 个月里，EYBY 市场预测模型表现得非常稳健。

值得注意的是，我们的 EYBY 模型继续受困于一个中性交易区间，历史上这个区间往往会持续一段时间（**图表 12**）。在这个区间，股票的吸引力和债券相当。尽管如此，我们在前文已经讨论了近期通胀上升的前景。鉴于最近国企和城投债券市场中爆发的信用风险事件，我们认为，未来几个月里股票比债券更具有配置价值。

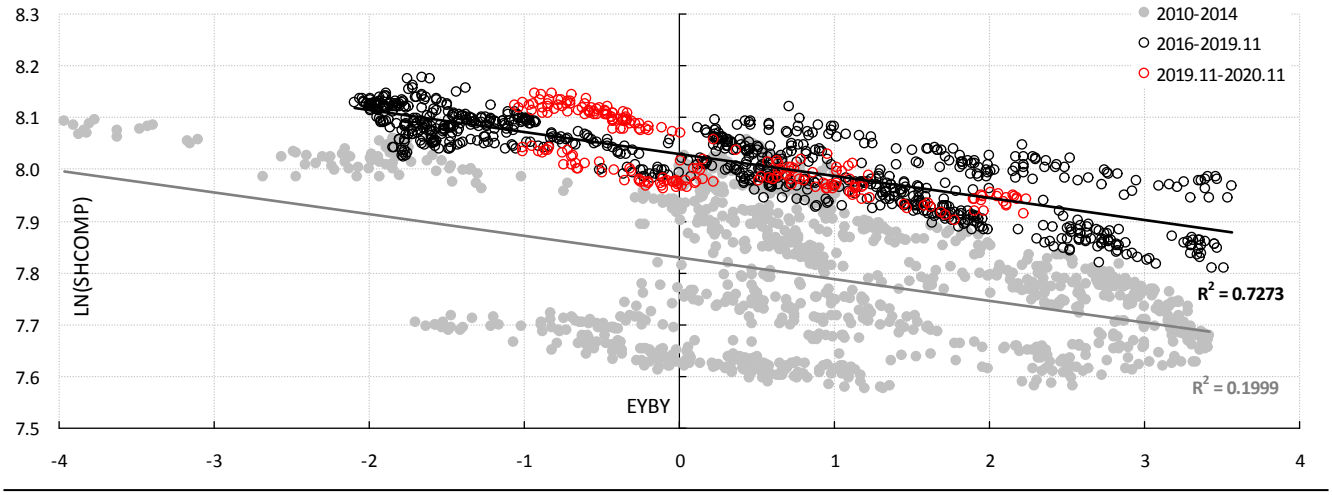
图表 12: EYBY 处于中性交易区间，鉴于信用风险和货币供应条件



资料来源：彭博，交银国际

我们在**图表 13** 中展示了 EYBY 及其对应的上证综指的对数点位。为了消除异常交易年份中极端数据对分析结果造成的扭曲，我们剔除了股市泡沫发生的 2015 年的数据。此外，由于 2010 年是上证综指的分水岭——自 2010 年以来，上证 850 天移动均线一直未能突破 3,200 点。因此，我们选取了 2010 年后的数据，并将数据根据泡沫前和泡沫后的时间段分为两组。

图表 13: 未来 12 个月上证交易点位可能性分布在 ~2900 至~3600 点



资料来源：彭博，交银国际

我们明确地用 2016 年至 2020 年的数据来预测 2021 年的上证点位（**图表 13，黑点和红点**）。我们认为，除非不可预见的经济困境引发戏剧性的货币政策变化，否则 EYBY 将在这个中性交易区间中运行。由于上证综指的内生复合收益率等于中国五年计划中隐含的经济增长目标。自 1996 年以来，上证综指的底部不断抬升，并且每十年翻一番（《市场见底：何时何地？》20160606）。因此，我们认为上证的交易区间底部在接下来的 12 个月将继续上升至~2,900 点，而交易区间顶部约为 3,600 点。

我们预测区间的上限意味着市场目前还有大概 10%的上涨空间。这似乎并没有多少，但我们考察的其他市场指标也展现了一个类似的状况。

GDP 资本化率的时间序列，即股票市值与 GDP 的比值，似乎已经形成了一个巨大的上升三角形。这个三角形在时空中持续收敛，并且现在这一比率正好位于三角形的上沿（**图表 14**）。除非市场对中国 GDP 估值的方法有所重塑引发该比率向上突破三角形的顶部水平，否则现在这个比率将是一个强大的阻力位。与此同时，市值与 M2 的比率似乎正在飙升，但这应该是 IPO 从核准制转为注册制改革的结果。

图表 14: GDP 资本化率的提升，需要 M2 对股市的配置进一步提高



资料来源：彭博，交银国际

历史上，GDP 资本化率的同比变化范围在+7%到-20%之间。也就是说，如果市值增速比同期 GDP 增速快+7%，那么市场将见顶回落——除非在市场泡沫时期，那时这样的估值指标将不再有效。如果 GDP 资本化率同比变化下跌到-20%，那么市场将触底回升。的确， 在非泡沫时期，GDP 资本化率的同比变化在+7%和-20%之间的起伏转折与上证综指的峰值和低谷一致（**图表 15**）。现在，GDP 资本化率的同比变化已达到+7%的水平，暗示指数未来数月即将受阻。

图表 15: GDP 资本化率的同比变化+7%左右的水平遭遇强大的阻力；市场结构将发生变化



资料来源：彭博，交银国际

考虑到抑制房地产开发商杠杆的“三道红线”政策，以及近期监管部门对网贷的严厉态度，信贷不可能像 2020 年那样快速扩张。房地产一直是信贷扩张的有力工具。对开发商杠杆的抑制将影响他们的拿地节奏，进而影响地方政府的财政。因此，信贷更有可能与货币供应同步适度地扩张，一如 2018 年以来的情况。尽管我们认为，2021 年广义货币供应量的增长可能会略有加快，但是信贷与货币在这种适度的增长下，不太可能成为市场暴涨（即泡沫）的催化剂。但是，它仍然将支持市场（**图表 16**）。

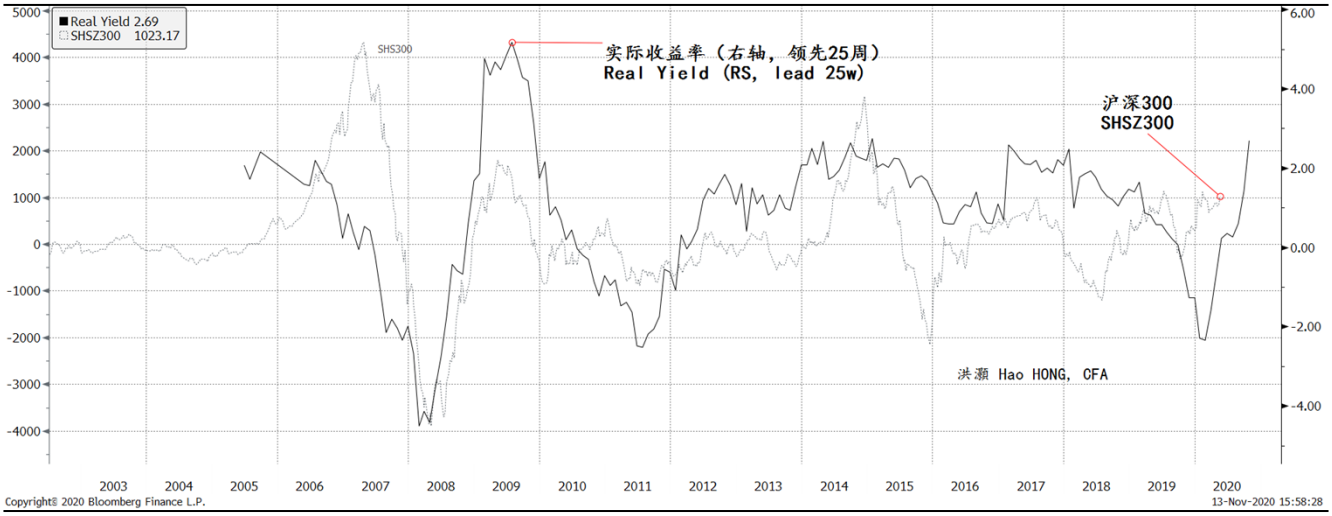
图表 16: 信贷扩张与 M2 同步，仍将支持市场



资料来源：彭博，交银国际

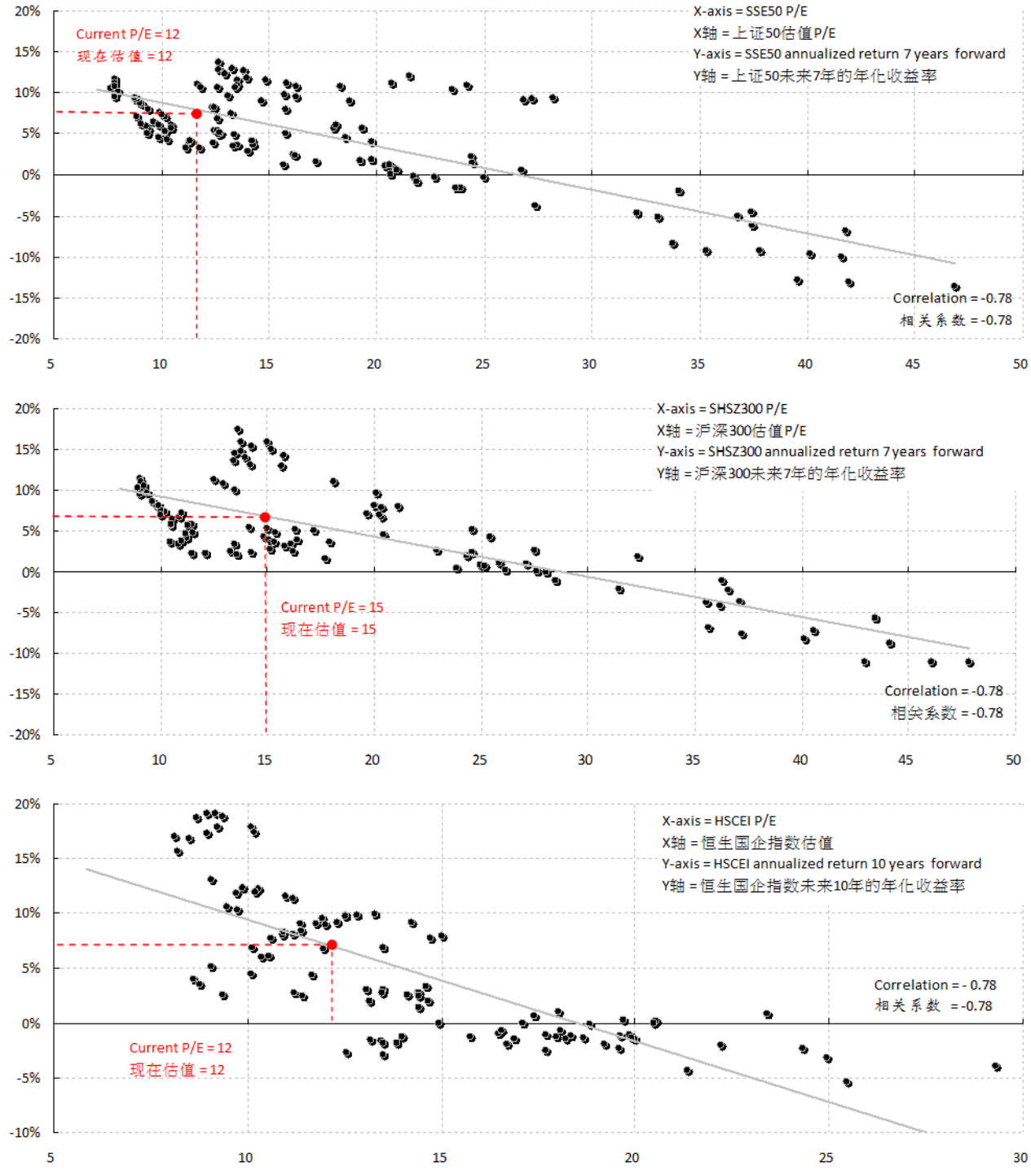
我们相信，在整体良好的市场环境下，明年投资应更看重结构性机会。事实上，市场的内部结构已经开始改变。在我们下半年展望中发布对价值股将跑赢的预测以来（《2020 年下半年展望：潜龙欲用》，20200610），深度价值、周期性板块已开始跑赢市场。资金看来似乎更青睐由传统行业主导的大盘股指数，这是因为实际收益率的上升暗示着经济复苏，债券的配置价值下降（**图表 17**）。与此同时，上证 50、沪深 300 和恒生国企指数等大盘股指数的估值也很不贵（**图表 18**）。

图表 17: 实际收益率暗示，未来几个月沪深 300 大型蓝筹股指数还有进一步的上涨空间



资料来源：彭博，交银国际

图表 18: 上证 50，沪深 300 和恒生国企估值便宜



资料来源：万得，交银国际

近期报告

20150528	“5-30”：以暴跌纪念暴跌
20150616	伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟
20150624	“钱荒”纪念日
20150629	央行双降又如何
20150702	证监会平抑市场波动
20150706	各部联合出大招又如何？
20151026	央行双降，市场抉择的时刻
20151109	重启 IPO：魔鬼的细节
20151116	巴黎冬天恐怖主义事件
20151130	市场的三个极端
20151209	2016 年展望：资产慌
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化
20160105	熔断机制：伤的最深的是第一次
20160108	熔断机制暂停又如何？
20160115	超卖的修复
20160121	软弱的对手盘
20160125	稳定一个不稳定的市场
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪
20160217	历史性的贷款后，三个重要的上限
20160301	增长乏力，则股市疲软
20160307	两会周期小阳春
20160321	历史性的市场分歧
20160418	周期的假像
20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔
20160606	市场见底：何时何地
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望
20160627	脱欧后，如何交易中国
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元
20160822	市场盘整
20160912	最拥挤的交易
20161114	特别报告：价格的革命
20161206	2017 年展望：微妙的平衡
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？
20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动
20170324	中国经济周期权威指南
20170413	市场价格失灵
20170524	新监管下的风险重新定价
20170609	下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不要命
20170621	A 股入摩：历史性时刻后的思考
20170714	突破“三套牢”
20170828	中国经济周期权威指南之二－新高
20170829	“心”周期
20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱
20171204	2018 年展望：无限风光
20180131	狗年：2017 年的领悟
20180207	市场危机
20180323	非常规贸易战
20180326	1987
20180409	因战而战
20180423	大国博弈
20180521	2018 年下半年展望：乱云飞渡
20180614	中国投机权威指南
20180703	何处是底
20180723	反弹和见底
20180813	向政策再借一命
20180903	中美周期的冲突
20181029	救市会成功吗？
20181119	2019 展望：峰回路转
20190201	峰回路转：狗年的教诲
20190301	融资牛路在何方
20190311	谁在买？谁会再买？
20190322	市场确认了一个重要的拐点
20190408	卖方研究员的自我修养
20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20190506	策略的沉思
20190514	“战争”与和平
20190530	2019 下半年展望：贸易摩擦的代价
20190628	投票的艺术
20190920	中国市场预测权威指南
20191111	展望 2020：静水流深
20191230	展望十年：长波中的退潮
20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20200210	新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本
20200224	放水符
20200228	瘟疫咒
20200302	周期之末，诡异的风险对冲策略
20200303	周期的韵律
20200305	市场危机中，你应该问的问题
20200309	股市韭菜主义
20200310	中国是“避风港”吗?
20200316	中国式抗疫
20200320	周期之美
20200323	希望和奢望
20200324	是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？
20200330	估测中国失业率
20200406	周期已经见顶，帷幕缓缓而落
20200409	桑德斯的传奇
20200416	社会的割裂
20200420	亚洲强国：市场运行至一个历史性转折点；中国将开
20200428	创业板注册制又是一次重要的市场改革
20200610	2020 年下半年展望：潜龙欲用
20200616	美联储垃圾回收计划
20200706	牛市归来了吗?
20200713	与牛共舞
20200720	3500
20200727	政策的信号
20200803	新世界格局里的“双循环”
20200810	中美角力对股市的影响
20200817	节约粮食的意义
20200824	创业板历史性改革：如何交易，及其意义
20200909	美股继续暴跌
20200924	美股继续暴跌；美联储称“已尽人事”

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、太兴集团控股有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、煜盛文化集团、鑫苑物业服务集团有限公司、新力控股（集团）有限公司、金川集团国际资源有限公司、中国天宝发展集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、华立大学集团有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、康宁杰瑞生物制药、保利物业发展股份有限公司、旷世控股有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、上海建桥教育集团有限公司、中关村科技租赁股份有限公司、北京乐享互动网络科技股份有限公司、富石金融控股有限公司、兴业物联服务集团有限公司、九尊数字互娱集团控股有限公司、常达控股有限公司、奇士达控股有限公司、康方生物科技（開曼）有限公司、京东集团、青岛控股国际有限公司、永泰生物制药有限公司、港龙中国地产集团有限公司、新娱科控股有限公司、大山教育控股有限公司、虎视传媒有限公司、渤海银行股份有限公司、福禄控股有限公司、中国纳泉能源科技控股有限公司、荣昌生物制药（烟台）股份有限公司及祥生控股（集团）有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。