2020年7月13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

二次疫情对美国经济影响最早在7月数据中显现

内地宏观

宏观基本面积极信号

市场策略

港股: 将重回结构分化的均衡状态；**A股:** 补涨接近尾声 市场回归均衡

消费电子行业

迎苹果产业链高确定性

内地乳制品行业

景气延续竞争放缓

每周精选

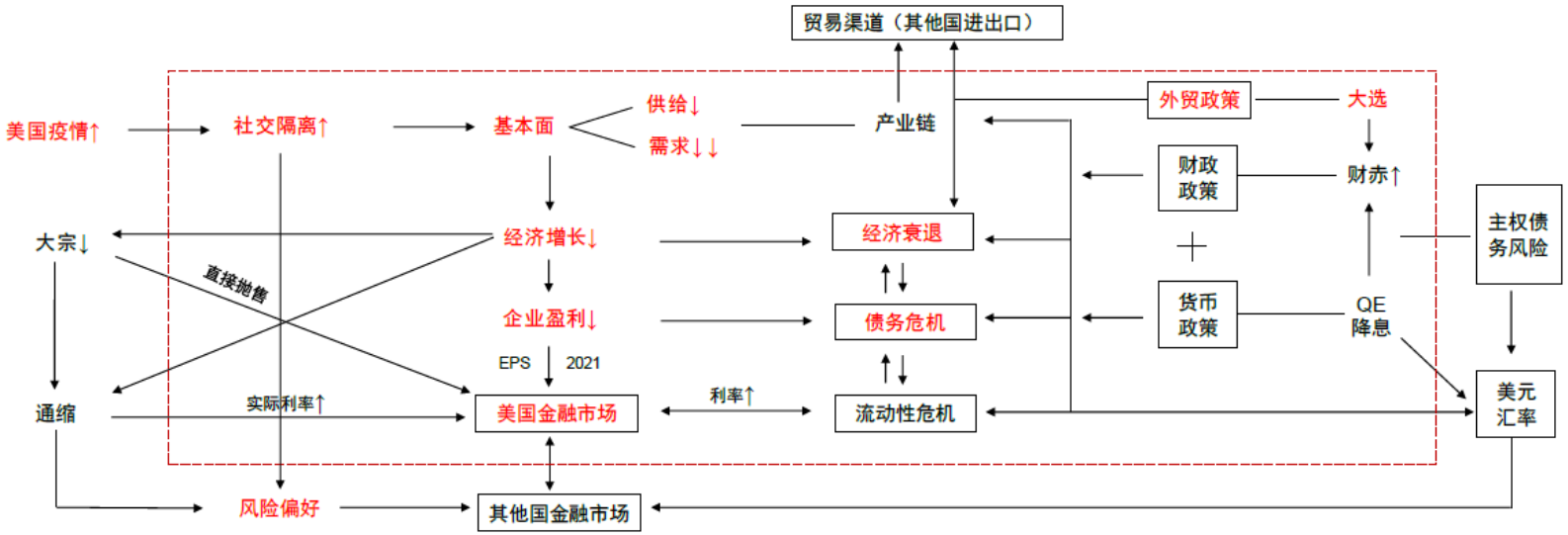
短线交易建议

海外宏观：二次疫情对美国经济影响最早在7月数据中显现

- 截至2020年7月初，美国每日新增确诊人数已经连续数日突破5万人次，7月8日更新增超过6万个感染新冠肺炎病例，创下单一国家单日最高增幅纪录。我们认为，疫情持续扩散对美国消费需求的抑制会持续存在，并且目前市场预期尚未对此有所定价。我们认为触发金融市场再次波动的可能因素包括：一) 美国政策预期的变化；二) 经济基本面预期的修正 (U型向L 型)；三) 疫情失控可能导致特朗普再次挑起贸易争端。

- 上述三个因素中，未来美国疫情扩散的二次冲击更可能体现在经济基本面预期修正下的传导，这可能是一个缓慢的过程。市场短期难以大幅下跌的原因在于，投资者相信美联储如此大规模的宽松政策在未来相当长时间仍会维持。诚然，美国财政货币化的空间短期来看似乎弹药充足，这意味着美国资产价格的泡沫化还会维持一段时期。预计美联储货币政策的转向最早要到2021年中期，下半年美国大选对财政政策后续推行力度或有扰动，需关注9月公布的美国新一年财政预算计划。然而，美国实体经济乏善可陈，高频经济指标已显现出经济的恢复程度低于此前预期，二次疫情扩散对美国经济的影响最早可能在8月份公布的7月各项数据中有所显现。经济增长预期的向下修正料最终会令流动性推动的资产价格上涨行情孤木难支。

美国疫情二次爆发下可能对经济和金融市场的传导示意图

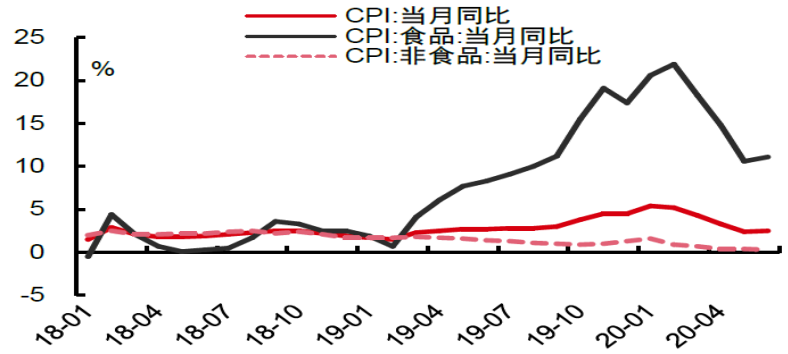


资料来源： Wind、中信证券　　注：示意图主要以3月疫情对金融市场冲击为参照，红色为美国疫情二次爆发下最更可能的潜在风险。

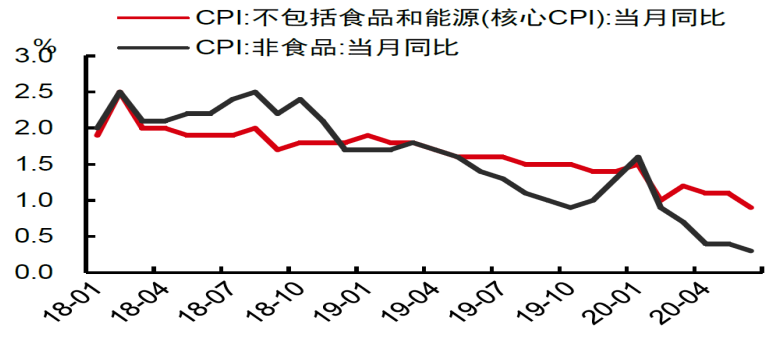
内地宏观：宏观基本面积极信号

- 2020年6月，内地CPI同比增速较前值小幅回升0.1个百分点至2.5%，基本符合预期。其中受猪价和菜价短期回升带动，食品价格环比上涨0.2个百分点。非食品价格环比下降0.1个百分点。近两个月通胀变化有限，也并不能反映出基本面走势，主要波动依旧来自于食品价格的变化。近两个月CPI波动幅度相对有限，我们认为所反映出的基本面变化和对政策的影响逻辑基本不变，即当下物价主要取决于供给端因素，并不能得出当前国内经济恢复动能有所减弱的结论，货币政策的主要影响也并非物价；后续基本面回稳和低通胀的组合仍将持续。从短期来看，当前中国的通胀水平依然更多取决于食品端的变化情况。

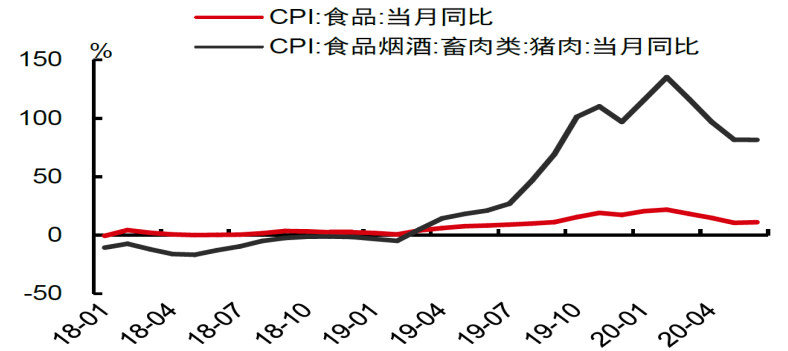
CPI中食品价格持续回落



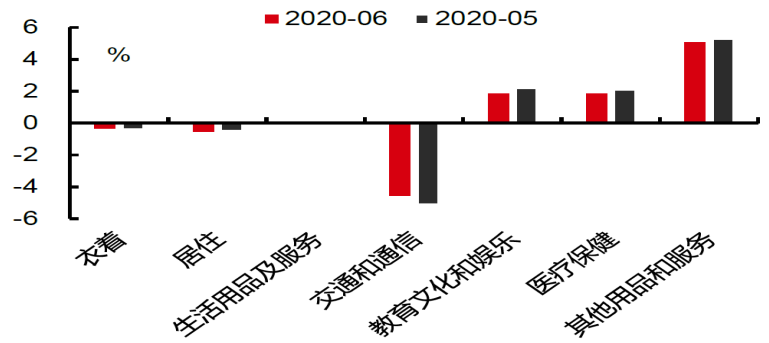
核心CPI和非食品价格同比增速较为低迷



食品价格中，猪价持续回落



非食品价格较为温和



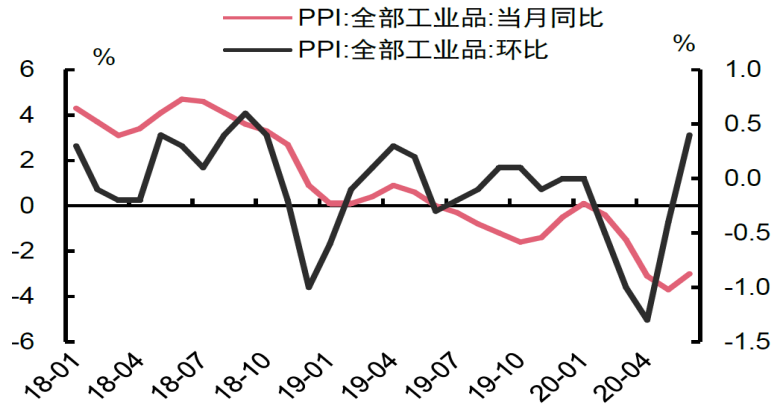
资料来源：Wind、中信证券

内地宏观：宏观基本面积极信号

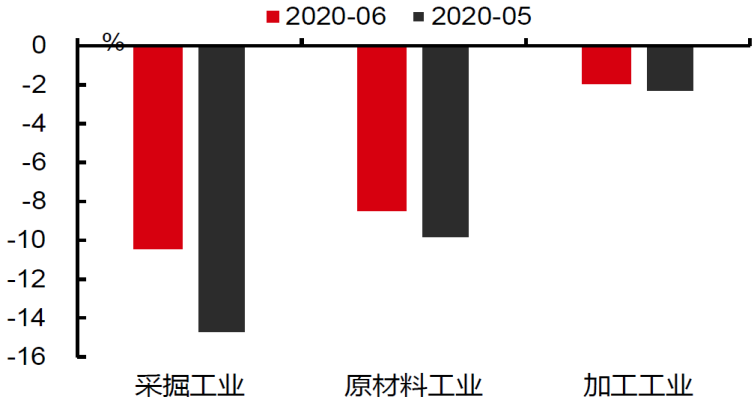
- PPI底部回升，同比增速由上月的-3.7%上升至6月的-3.0%，环比增速0.4%，黑色、有色、石油石化产业链相关价格环比均正增长，工业生产需求端的持续回暖为价格上涨提供了有效支撑。我们此前曾强调，当前价格信号对于经济基本面的映射更多在于观察PPI的走势，PPI的底部回升也进一步验证了我们对于经济增长乐观的方向性判断。PPI延续底部回升态势，工业端生产需求持续改善。

- 今年1-6月，地方政府专项债已发行2.37万亿，距离今年2.75万亿的额度仅有不足4,000亿。然而从近几个月基建投资的走势来看，可能并未反映出专项债额度的下发效果。因此考虑到稳增长、保就业的政策目标，我们仍然对于下半年基建的回升力度持乐观态度。与此同时，下半年房地产市场预计仍然会保持一定韧性，再加上制造业从底部小幅回暖，预计下半年工业需求将持续向上，对价格形成有效支撑，下半年PPI的回升趋势将延续，充分反映出基本面的改善。

PPI同比和环比的变化



PPI中三大类价格表现



资料来源：Wind、中信证券

市场策略：港股: 将重回结构分化的均衡状态 A股: 补涨接近尾声 市场回归均衡

- **港股策略：**市场忧虑香港爆发新一轮疫情，预期短线继续利淡香港本地相关板块表现。虽然新经济股最近期表现仍然强势，估值处于历史高位，但仍受投资者钟爱。最近个别低估值旧经济板块开始受投资者关注，从估值看传统经济中的蓝筹性价比仍高，建议适当增配大金融中的房地产、景气改善的可选消费板块如汽车及零部件、以及基建等。7月中下旬多重扰动因素再现，中美之间科技、金融等领域的潜在风险因素在增加，市场将重回结构分化的均衡状态，预期增量资金的板块配值料愈趋于平衡，但估值较高的新经济龙头仍具备长期投资价值。中美隔阂推动中概股加速回归香港已成定局，大型新经济股预期在8月染蓝及恒指公司将快推出「港版纳指」，料继续有助港股情绪及构筑底部。

- **A股策略：**短期增量资金仍有流入惯性，但存量资金流出压力也将突增。7月中下旬多重扰动因素再现，需密切把握市场节奏。我们预计短期补涨接近尾声，市场将重回结构分化的均衡状态。不过从长期来看，市场增量资金潜力仍然巨大，估计每月存款转移资金上限可以达到每月4,450~7,650亿元。在国内经济复苏确定性高、市场潜在增量流动性充裕的背景下，三季度市场出现的回调以及结构的扰动，都将是下半年新的入场机会。行业配置上，建议继续重点关注中报季享受高确定性溢价的必选消费、医药龙头以及景气持续改善的可选消费板块。

恒指走势图 (黄金比率)



资料来源：彭博、中信证券　截至10/7/2020

沪深300走势图 (黄金比率)



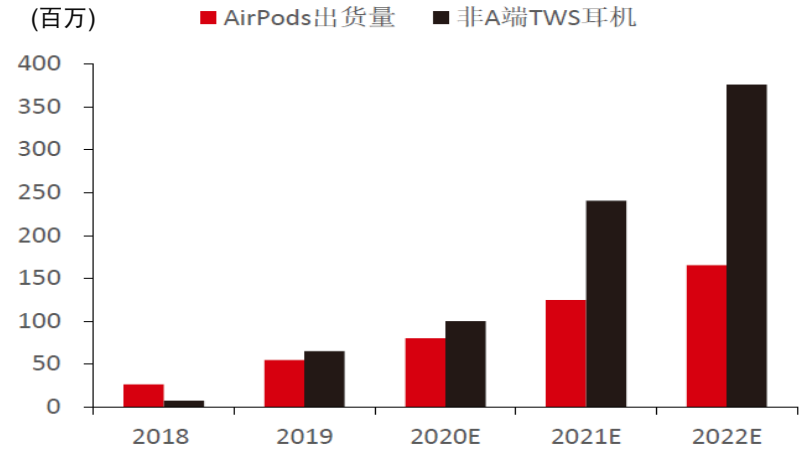
资料来源：彭博、中信证券　截至10/7/2020

消费电子行业：迎苹果产业链高确定性

- 苹果多产品线预期向好，引领行业上行，产业链龙头集中。苹果手机二季度降价促销效果超预期、三季度老机型加单、四季度5G新机预期热卖，2021年5G新机有望带动换机潮；耳机端，苹果推出学生优惠政策，购买指定Mac或iPad产品可搭配AirPods一副，此外三季度手机新机或将搭售TWS耳机 (组合购买折扣)，有望带动耳机销量进一步上行；手表端，健康功能确立，2021年有望加速；此外，AR/VR有望在2021年后迎来行业爆发。从产业链来看，龙头加速集中，主动看龙头公司持续拓展品类、被动看疫情加速集中趋势。

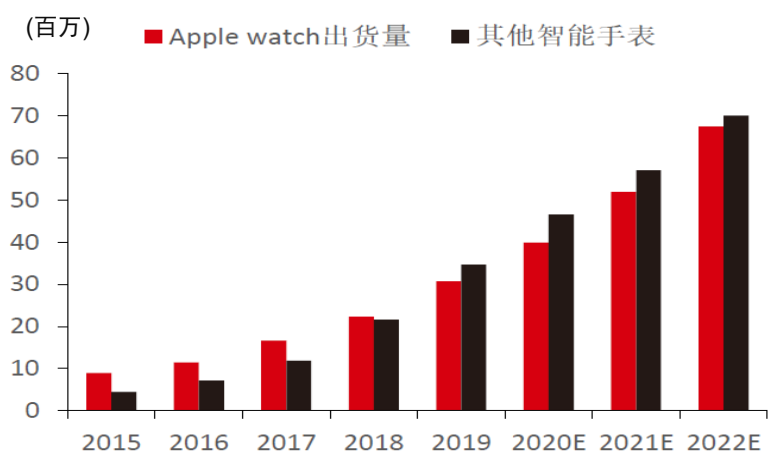
- 年内手机整体销量仍受疫情影响承压，但5G渗透率提升趋势不改，关注5G相关升级换代机遇。国内疫情已基本可控，海外逐步进入疫情后复工复产，全球来看二季度销量有望触底，下半年有望改善，我们维持预测全年全球销量下滑10-15%；5G渗透率持续提升，中国信通院数据国内5月5G手机渗透率已达46.3%，我们预计2020年国内5G手机出货量超1亿部，全球可达2-3亿部；分品牌来看，苹果下半年新机销量预期向好，华为受到美国制裁影响海外承压，小米海外迅速扩张。

TWS耳机出货量预测



资料来源： CounterPoint、中信证券

智能手表出货量预测

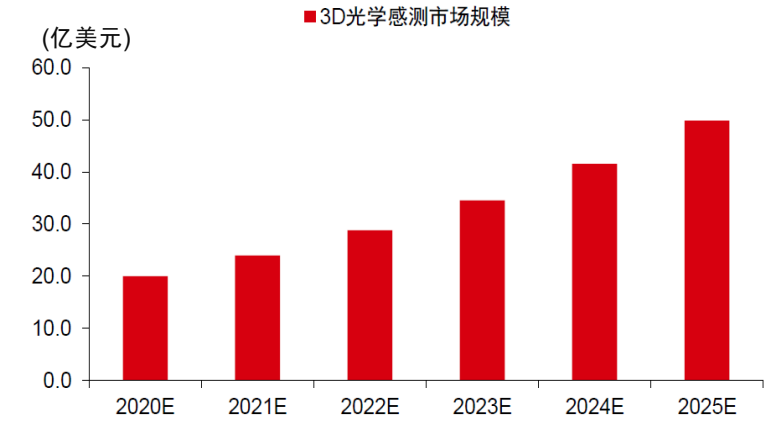


资料来源： Trendforce、中信证券

消费电子行业：迎苹果产业链高确定性

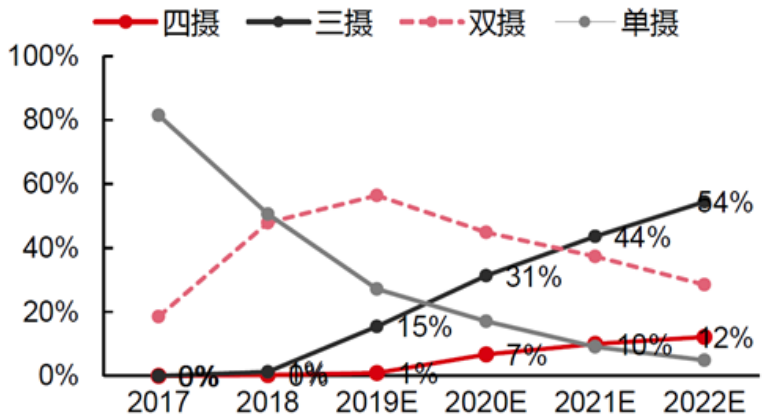
- 短期看下半年创新虽有所放缓，但长期看ToF、3Dsensing等光学趋势不改。光学领域多摄渗透、像素升级、tof、3D等创新趋势持续，2019年搭载潜望式结构智能机出货量约为0.15亿部，2020年有望达到1亿部；2020年搭载后置ToF的智能手机出货量将同比+260%至0.9亿部。我们认为光学行业规模与结构仍将持续升级，持续长期坚定看好光学发展。建议关注歌尔股份 (002241 CH)、舜宇光学科技 (2382 HK) 、瑞声科技 (2018 HK)、领益智造 (002600 CH)、小米集团 (1810 HK)、长盈精密 (300115 CH)、大族激光 (002008 CH)、水晶光电 (002273 CH)、欧菲光 (002456 CH)、欣旺达 (300207 CH)、闻泰科技 (600745 CH) 等。

2020-2025年3D光学感测市场规模



资料来源： Yole (含预测)、中信证券

手机端三摄/四摄占比持续提升



资料来源： IDC、中信证券

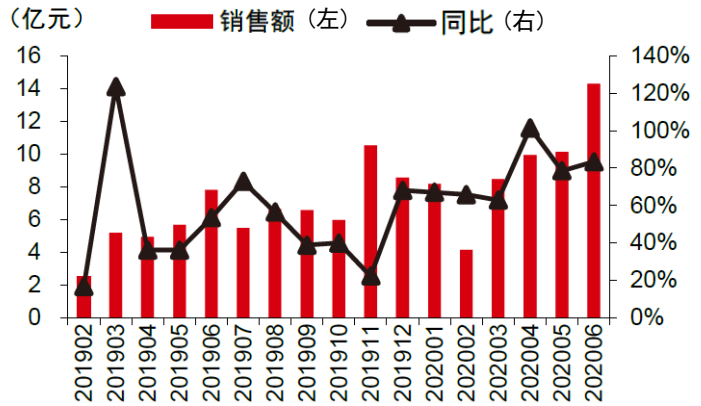
内地乳制品行业：景气延续 竞争放缓

- 疫情后板块受益健康诉求增强景气旺盛，伊利 (600887 CH) 及蒙牛 (2319 HK) 充分把握机会，实现快速增长。同时行业竞争逐步放缓，预计双龙头2020年二季度盈利较一季度有明显改善，其中伊利望实现较为乐观的正增长。截至今年3 月底，双龙头基本完成跨年大日期产品的清理，在4 月局部促销后，5-6 月即进入正常竞争水平，竞争放缓趋势显现。结合线下跟踪及我们的判断，二季度伊利综合促销力度同比有所减弱，同时高端升级延续、原奶成本持平略增，预计公司二季度净利润同比实现较为乐观的正增长，较一季度下跌50%的表现明显改善。

- 跟据今年6月阿里系线上数据，2020 年1~6 月，液奶销售达55.2亿元、同增77.9%。伊利/蒙牛累计销售额为14.8/10.9亿元、同比增93.4%/增60.8%，液奶销售线上高增，蒙牛线上增速落后于行业。

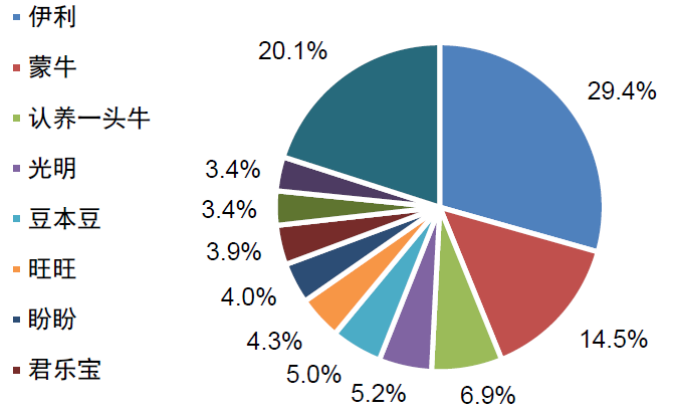
- 2020年下半年疫情后乳品消费需求增强，保障双龙头稳健向上收入增长；疫情中乳制品企业费投力度大，预计下半年双龙头费用空间有限，竞争放缓确定性强，利润弹性显现。2021年及2022年期望继续释放业绩：一) 2020年疫情黑天鹅下较低的收入/利润基数，2021年春节较2020年延后18天；二) 预期2021年底或2022下半年原奶价格逐步见顶趋稳，公司期望在奶价增速放缓、逐渐趋向平稳过程中，复制上一轮周期，实现毛销差提升。对比其他食品饮料板块，目前伊利蒙牛估值处于较低水平，当下布局具有较为确定的收益。继续建议关注伊利股份、蒙牛乳业。

阿里平台乳品行业销售情况



资料来源： 淘数据、中信证券

2020年6月阿里平台乳制品行业销售竞争格局



资料来源： 淘数据、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	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 (%)
金蝶国际 (268 HK)	06/01/20	科技	501	19.30	23.20	20.2	-	-	NA	9.2	0.1	7.6	140.9
雅生活服务 (3319 HK)	06/01/20	物管	170	41.15	53.40	29.8	28.7	22.1	1.2	6.8	1.4	9.2	44.7
吉利汽车 (175 HK)	12/05/20	汽车	1,010	17.60	20.00#	13.6	17.9	14.7	2.0	2.4	1.3	24.3	34.6
碧桂园服务 (6098 HK)	17/02/20	物管	522	40.90	45.00	10.0	44.7	34.6	2.0	13.9	0.5	14.1	30.7
中联重科 (1157 HK)	05/05/20	机械	102	7.40	7.96@	7.6	9.6	8.6	0.8	1.2	4.7	11.1	17.6
华泰证券 (6886 HK)	06/01/20	券商	244	15.48	18.30	18.2	12.2	11.0	1.4	1.0	2.8	8.6	11.7
信义玻璃 (868 HK)	09/06/20	玻璃	182	9.83	11.10	12.9	10.0	8.4	4.1	1.7	4.9	1.3	8.7
中海油 (883 HK)	08/06/20	石油	1,376	8.67	10.50	21.1	23.1	11.2	NA	0.8	3.3	(3.7)	(7.1)
永利澳门 (1128 HK)	08/06/20	澳门博彩	192	13.28	19.82	49.2	NA	17.5	NA	NA	2.0	(4.9)	(8.7)
融创中国 (1918 HK)	06/01/20	房地产	916	36.30	66.00	81.8	4.9	4.1	0.2	1.4	4.4	(5.3)	(24.1)

资料来源：彭博、中信证券　截至10/7/2020　@彭博综合预测　#技术阻力

- **金蝶国际 (268 HK) –** 公司于7月10日收盘后发布业绩预减，预期2020年上半年 (截至6月) 由盈转亏，录得亏损2至3亿元人民币。主要受到: 一) 上半年金蝶战略规划进行业务模式调整，发展和推广订阅式云产品，并停止销售部分 ERP 软件许可产品，使收入同比下跌5-10%；二) 公司持续加大对云产品之研发投入；三) 新型冠状病毒爆发，对公司中小微企业市场产品不利影响。不过，通过云战略转型的推进，金蝶上半年云服务业务收入同比增长40%至50%。我们长线仍然看好金蝶云战略转型的推进，作为龙头公司，将受惠于中国企业从传统ERP向SaaS的长期趋势，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

- **雅生活服务 (3319 HK)** – 公司最近持续与雅居乐 (3383 HK) 达成有关出售住宅物业和车位的引荐框架协议，表明母公司对雅生活的持续支持。雅生活5月29日公布首席财务官李大龙将接任首席执行官，我们认为这次晋升是公司奖励李先生对并购的贡献，特别是对中民物业的收购。预期该人事变动不会对公司营运有任何影响。收购中民物业可为雅生活带来协同效应，增厚公司今年二季度的每股盈利。同时，我们相信「北水」持股有增长空间，于7月10日持股比例仅3.00%，仍远远落后同业。

- **吉利汽车 (175 HK)** – 2020年6月吉利汽车销量合计11.01万辆 (含领克)，同比增长21.2%。领克品牌汽车销售实现7个月以来最高水平，实现销量1.32万台，同比增长41%。短期看，疫情对行业销量有明显冲击，二季度豪车销量虽然快速恢复，但自主品牌的购车需求恢复较慢，预计下半年有望集中爆发。另外，公司公告管理层正在与沃尔沃的管理层进行初步探讨，以探讨通过两家公司的业务合并进行重组的可能性。我们认为双方整合将实现品牌在豪华、中高端、自主上的全覆盖，成为一家真正的全球汽车集团，并在采购、研发等方面有协同效应，减少内部关联交易，有助于公司估值修复。根据浙江证监局公告，吉利赴科创板上市已经启动，最快本月完成A股上市辅导。A股内地汽车板块目前的估值较H股估值为高，相信吉利回内地上市，可提升市场估值水平。

- **碧桂园服务 (6098 HK)** – 在物业管理公司之中，我们认为碧桂园服务较大概率带来并购惊喜. 我们估计公司于今年4月尾发行38.75亿港元零息可换股债券，主要原因是准备离岸现金以用于对海外的潜在并购。我们预期对海外综合设施管理公司的潜在投资可增厚碧桂园服务的每股盈利。对于2020年，管理层的目标是至少增加8,000万平方米的收费管理面积，其收入将增长超过40%。因管理层收入指引并未包括潜在的海外并购，因此如有交易落实，公司收入有可能超越管理层指引。

- **中联重科 (1157 HK)** – 今年3月以来，内地挖掘机销售保持良好势头，在3月、4月分别创下当月销量历史新高。而在传统旺季尾部的5月，中国工程机械协会公布数据显示，6月挖掘机销量达.46万台，同比涨幅为62.9%。挖机销量持续高增反映了逆周期调节正由政策引导推进到资金端落实，项目端也正加速复工。在新冠肺炎疫情影响下，中联重科2020年一季度业绩仍然稳健，净利润同比升2.4%。预期在内地赶工潮迭加政策支持下，工程机械的需求将进一步提升，预期公司混凝土机械及起重机产品将可望价量齐升。公司息率约4.7%，受惠于降息周期。

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

- **华泰证券 (6886 HK)** – 近日A股成交持续放量，两市成交额连续五个交易日突破1.5万亿元人民币，利好券商业绩。另外，上交所研究引入单次 “T+0” 交易，保证市场的流动性。我们认为 “T+0” 交易制度若推出，将直接带动金融相关行业需求，市场活跃度提升直接利好券商。而内地创业板注册制改革启动，措施有望为内地投资银行业务带来扩容影响。华泰证券打造平台化的投资交易能力，加快大数据交易、FICC交易和场外业务等多个平台建设，增加机构客户交易频度和粘度，打造机构交易业务的生态圈。此外，依靠平台系统完善的策略管理、交易管理和风险管理能力，华泰正朝着去方向化的投资交易转型。债券交割，场内期权做市、券商场外衍生品新增交易量等多个指标已经跻身行业前列。

- **信义玻璃 (868 HK)** – 2019年上半年有一次性收益之下，公司发布2020年上半年盈利预减已在市场预期之内，但业绩比市场预期好。旗下信义光能 (968 HK) 业绩较市场预期好，加上需求加速和市场容量减少、5月份浮法玻璃价格大幅反弹。未来房地产竣工恢复，我们认为此势头有望延续到下半年高峰季节，V型反弹可期。公司现估值不高，而下半年业绩有望回升。

- **中海油 (883 HK)** – OPEC+同意延长创纪录的减产协议至7月底，加上憧憬经济复苏，内地消费基本恢复正常，欧美陆续复工，全球原油需求进入回升周期，市场情绪大幅回暖，推动4月下旬以来油价持续回升。随着产油国减产的持续推进，假设欧美疫情不出现反复，预计持续去库周期有望于6-7月启动，推动下半年油价持续回升，年底布油有望回升至50美元/桶区间，专注上游业务的中海油对油价变化最为敏感，业绩弹性较大。

- **永利澳门 (1128 HK)** – 澳门博彩业今年一季度受到新冠肺炎疫情的挑战，预期二季度可能表现更差。不过从估值上看，板块已反映此悲观预期。粤港澳三地的新冠肺炎疫情有缓和的趋势，有消息指澳门当局正研究逐步恢复有限度通关。由于永利澳门专注于高端市场，预期将较受惠于通关初期高端市场的较快复苏，加上估值吸引，建议关注。

- **融创中国 (1918 HK)** – 公司6月销售金额545.7亿元，环比/同比增长20.8%/7.4%。公司销售环比高增，同比继续修复，预计后续销售有望持续回升。根据5月尾发布的《2020中国房地产上市公司测评研究报告》，融创排名由去年的第六名上升至第四名。我们看好公司管理势能引领独特的资源拓展能力，也认可公司丰厚的资源储备能释放可持续的盈利，并期待公司能以更可预期的财务纪律，推动杠杆率的逐渐下行和资金成本的下降。

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。