

| 2020年5月11日

# 每周股票策略

中信证券经纪（香港）  
产品及投资方案部

# 每周股票策略

## 海外宏观

美国4月非农就业  
跌幅刷新记录

## 内地宏观

收益率曲线  
陡峭化后  
经济逐步企稳

## 市场策略

港股: 中概股回归;  
A股: 共识凝聚  
5月慢涨延续

## 内地科技行业

关注高景气  
确定性的  
细分领域

## 内地基建行业

REITs启航  
服务国家  
基建战略

## 每周精选

短线交易建议

# 海外宏观：美国4月非农就业跌幅刷新记录

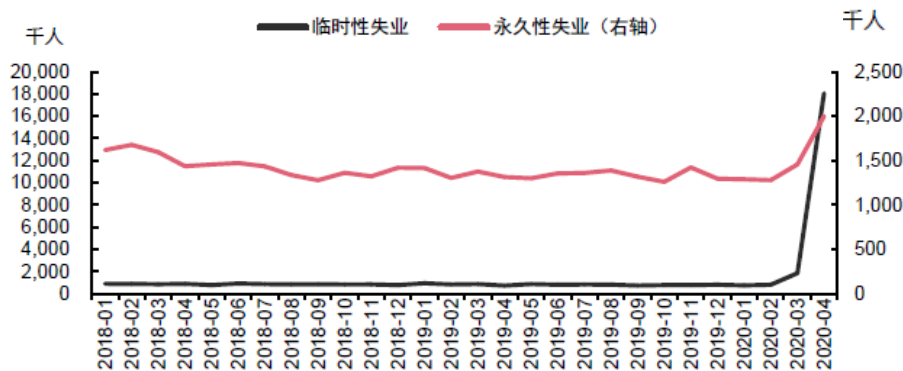
- 美国2020年4月非农就业人数减少2,050万，为有记录以来的最大跌幅，远大于2008年金融危机时期的最低点(减少80万)。4月失业率为14.7%，相对3月大幅上升10.3个百分点，同样也刷新了自1948年以来的最大值。
- 行业来看，服务业的表现远比历史最差的时期更差，体现了疫情对服务业的冲击十分显著。从就业结构来看，临时性失业人数为1,800万，贡献了总就业人口减少的80%，是前一个月的10倍，这主要体现了疫情对就业结构造成的一次性冲击。但更值得关注的是永久性失业也相应增加了50万人，这也明显高于正常波动范围。
- 从目前美国疫情和复工复产计划的进程来看，5-6月是美国企业复工进度和疫情复发风险的观察期，即便是不考虑疫情二次复发的风险，按照中国近2个月的复工复产节奏，最早也要等到三季度企业生产和需求才可能恢复到疫情前的状态。这意味着二季度美国失业率将继续受到疫情和社交隔离的制约而保持在历史最高位附近，特别是服务业就业的冲击预计将十分显著，单月失业人数大概率仍在2,000万以上。同时考虑到疫情下大部分为临时性失业，若经济恢复正常，失业率也将在下半年出现反转，但疫情造成的永久性冲击料将使得失业率难以回到疫情前的正常水平。

美国4月服务业相对历史的冲击幅度最为明显

| 单位：千人   | 2020年4月 |         | 上次月度跌幅最大时期 |        |
|---------|---------|---------|------------|--------|
|         | 就业人数    | 月度变化    | 日期         | 月度变化   |
| 总非农     | 131,072 | -20,500 | 1945.09    | -1,959 |
| 总私人部门   | 109,335 | -19,520 | 1945.09    | -1,766 |
| 采矿和伐木   | 657     | -50     | 1981.04    | -134   |
| 建筑业     | 6,631   | -975    | 1960.03    | -172   |
| 制造业     | 11,488  | -1,330  | 1945.09    | -1,715 |
| 批发贸易    | 5,569   | -363    | 2009.02    | -48    |
| 零售贸易    | 13,520  | -2,107  | 1951.04    | -123   |
| 运输和仓储   | 5,087   | -584    | 1997.08    | -148   |
| 公用事业    | 543     | 3       | 2018.07    | -4     |
| 信息      | 2,636   | -254    | 1983.08    | -586   |
| 金融活动    | 8,580   | -262    | 2009.04    | -57    |
| 专业和商务服务 | 19,332  | -2,128  | 2009.02    | -196   |
| 教育和医疗   | 21,941  | -2,544  | 2008.11    | -101   |
| 休闲住宿    | 8,715   | -7,653  | 2020.03    | -499   |
| 其他      | 4,636   | -1,267  | 2008.11    | -40    |
| 政府      | 21,737  | -980    | 2000.06    | -260   |

资料来源：美国劳工统计局、中信证券

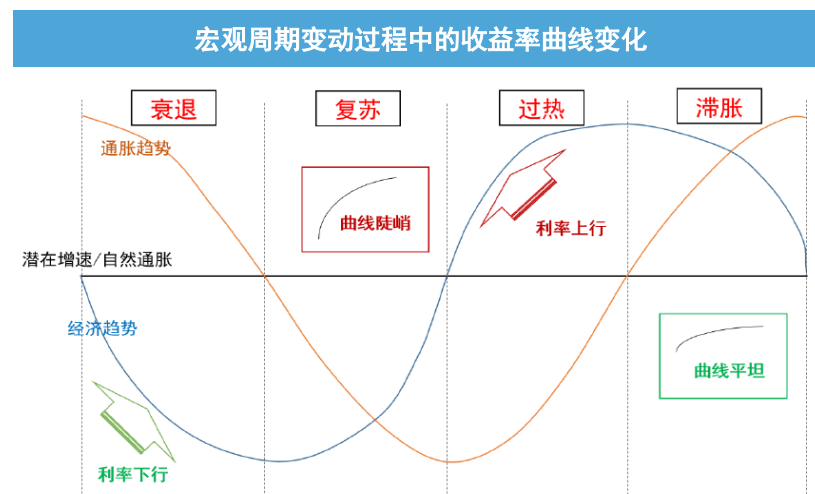
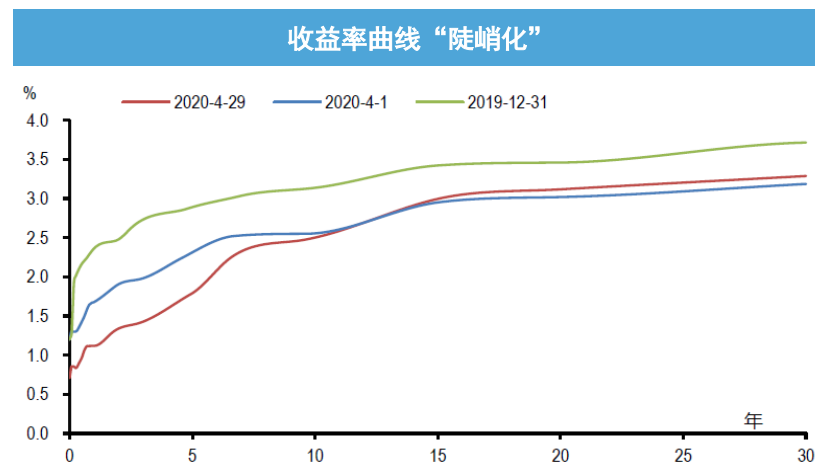
美国4月永久性失业增加了50万人



资料来源：美国劳工统计局、中信证券

# 内地宏观：收益率曲线陡峭化后经济逐步企稳

- 2020年3月以来，内地复工复产持续推进，未来三个季度经济逐渐好转的确定性较高，长端利率继续下行似乎已经开始缺少基本面逻辑支撑。4月17日政治局会议明确，货币政策要采取降息、降准、再贷款的方式支持实体经济，宽松的货币政策促进广谱利率下降，也成为市场广泛预期。市场对未来经济会逐步企稳和货币政策会持续宽松的纠结预期形成了陡峭的收益率曲线。
- 一轮完整的宏观周期，往往经历“衰退—复苏—过热—滞胀”四个阶段，不同阶段收益率曲线的绝对水平和弯曲程度往往会随之出现不同的变化。在衰退阶段，虽然货币政策和财政政策已经开始发力进行逆周期调节，但是经济下行的趋势仍在，收益率曲线主要表现为整体向下移动。在复苏阶段，货币政策持续宽松，财政政策继续加码，流动性宽裕的同时经济企稳预期出现，导致短端利率向下，而长端利率向上，收益率曲线主要表现为陡峭化。在过热阶段，投资需求旺盛，资金供不应求，利率中枢出现上移，市场也开始预期货币政策因为通胀压力变得更为审慎，也在一定程度上促进收益率曲线上移。在滞胀阶段，悲观的经济增长预期下，长端利率开始下降，而货币政策在稳增长和控通胀之间的微妙平衡并不能促进短端利率明显下降，这时候收益率曲线主要表现为扁平化。

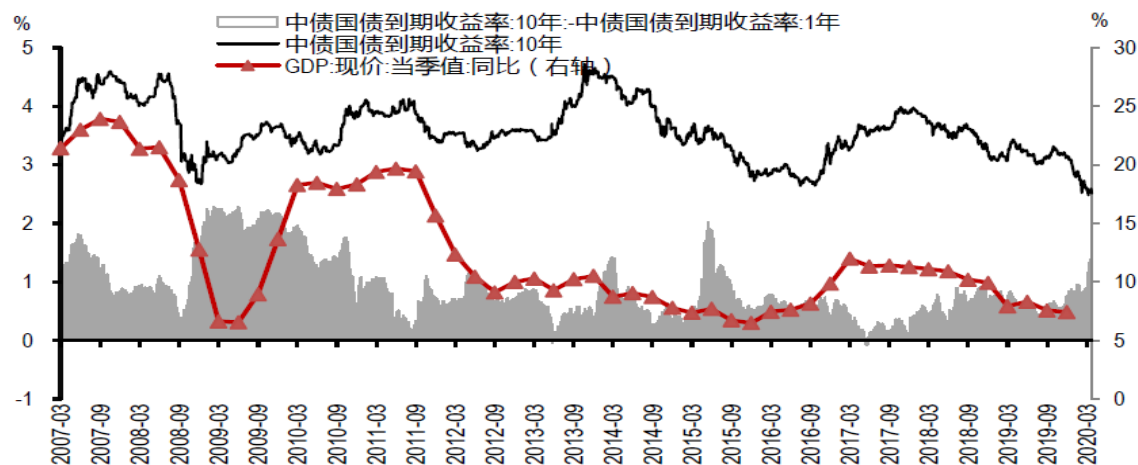


资料来源：Wind、中信证券

## 内地宏观：收益率曲线陡峭化后经济逐步企稳

- 中国历史上两次收益率曲线陡峭化之后，都出现了经济企稳回升。不同的是，2009年债券收益率曲线主要表现为“熊平”，但是2016年出现了阶段性的“牛平”，直到2016年年底才反转，并在2017年形成收益率上行趋势。收益率曲线在演变过程中阶段性表现出的“牛平”和“熊平”的不同，可能在于资金流向实体经济的路径差异。2008年至2009年政府主要通过广义财政手段向实体经济输送流动性，固定资产投资较快反弹。但是在2015年至2016年政府主要通过金融体系向实体经济输送流动性。2008年至2009年，社融与M2增速差扩大得更明显，宏观杠杆率上升的程度更大，而2015年至2016年，银行对非银金融结构的债权扩张是主要特征。我们觉得这些差异是两个时期收益率曲线阶段性不同的主要原因。

中国历史上收益率曲线陡峭化之后，都出现了名义GDP的趋势性回升



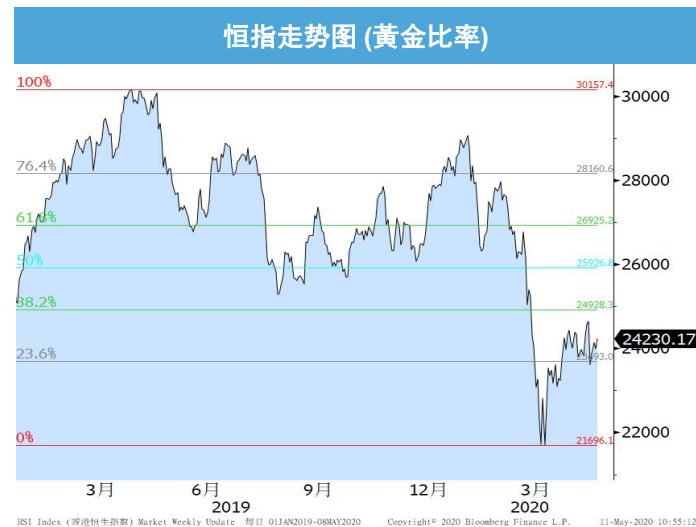
资料来源：Wind、中信证券



# 市场策略： 港股：中概股回归； A股：共识凝聚 5月慢涨延续

■ **港股策略：**据新浪财经等媒体报道，京东有望继阿里巴巴后，成为第二家中概股回归港股二次上市公司。瑞幸咖啡造假事件曝光后，多家中概股遭做空，叠加疫情冲击和中美摩擦，信任危机重现，中概股回归潮或将来临。私有化退市及VIE架构拆除耗时长、成本高，未来港股市场料将成为中概股回归的首选。同时，恒生指数也将迎来五月检讨，或下调金融权重并允许纳入同股不同权及二次上市企业。若符合条件中概股回归且指数纳入条件放开，我们模拟的恒生和国企指数中“新经济”比重权重将最大提升25个百分点和34个百分点，香港市场的“新经济”，即可选消费和信息技术，估值预计也将得到提振。预计美股中概股回归港股将成为长期趋势，将从根本上改变香港上市公司结构及“低估值，低增长”的市场业态。

■ **A股策略：**内地4月经济数据陆续落地，经济恢复逐步得到验证，同时中国相对海外的经济强度显现，海外资金持续流入，全球资金再配置加速得到验证，投资者对市场上涨的共识也在逐渐凝聚。4月底以来长端利率上行更多反映了经济预期的回暖，是供需博弈的结果，并不改变宏观流动性依旧宽松的事实。从绝对估值来看，结构性绝对估值偏高是当前全球范围内的共性，是产业趋势、流动性环境和风险偏好综合反映的结果，并不是市场进一步上涨的障碍。从相对估值来看，A股相对全球主要市场，整体估值洼地仍多，向下风险有限，向上重估空间较大。5月外围扰动因素有限，我们依旧认为5月是今年二季度最好的投资窗口，节奏上倾向于慢涨，配置上依旧建议以新旧基建及相关科技龙头(5G、云计算、新能源车等)为主线，同时建议逐步布局前期受疫情压制的优质滞涨板块。

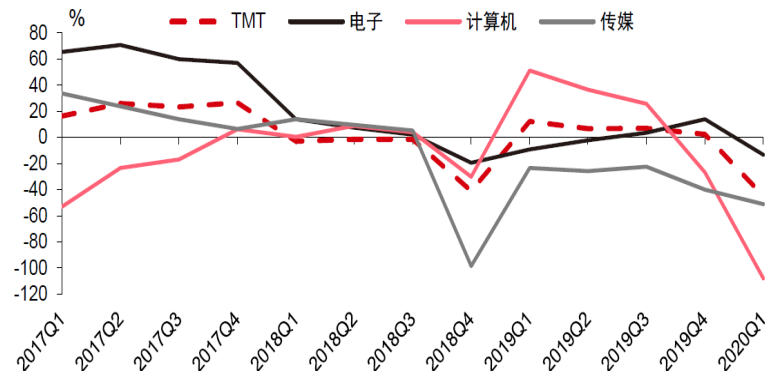


资料来源：彭博、中信证券 截至8/5/2020

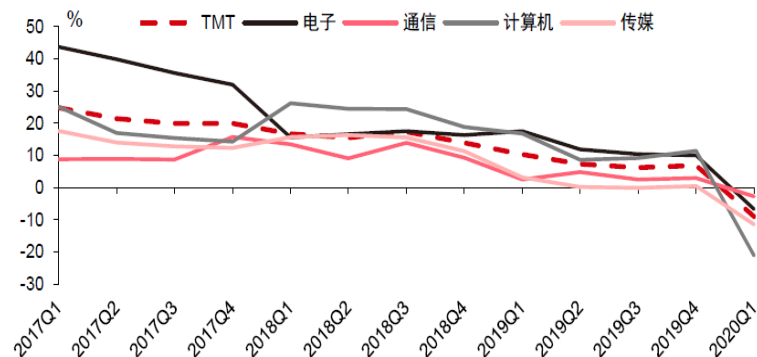
# 内地科技行业：关注高景气确定性的细分领域

- 但在疫情之下，在线办公、游戏、IDC、PCB、半导体等细分领域在一季度仍然实现较高的增长。展望二季度，TMT板块的基本面仍存在分化，在外围市场不确定性下估值抬升也受压制，应当更加关注结构性机会，重点关注云计算、IDC、5G、半导体、行业信息化和游戏等细分领域的龙头公司。我们预计伴随国内疫情缓解，内需型企业的收入和盈利增长有望逐渐恢复，对外需依赖较高的领域盈利压力依然较大。
- 疫情影响下线上化加速，游戏、在线办公有较好的表现。新基建的政策不断加码，5G细分领域的收入和业绩增速在2019年均逐季提升；IDC和服务器龙头公司也有较好的表现。而在本土需求方面，半导体延续了2018年以来的增速提升趋势；行业信息化领域，一季度上下游复工进度影响了招投标、项目施工和收入确认等导致业绩下滑，但是国内疫情控制远好于全球，以国内需求为主的医疗IT、金融IT等领域有望在二季度加速恢复。

### TMT行业归母净利润增速情况



### TMT行业的营收同比增速情况

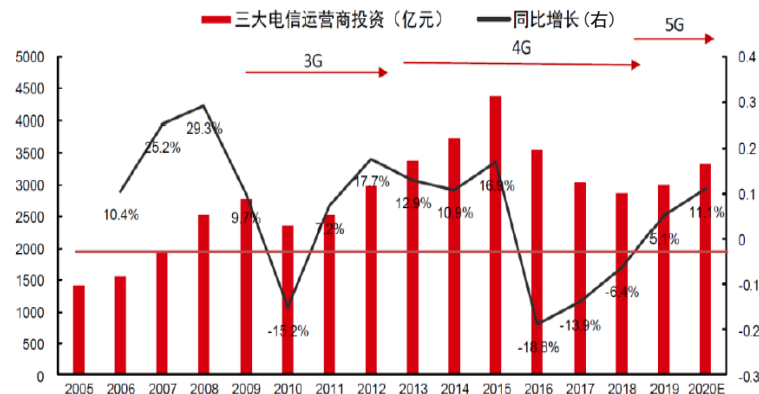


资料来源：Wind、中信证券

# 内地科技行业：关注高景气确定性的细分领域

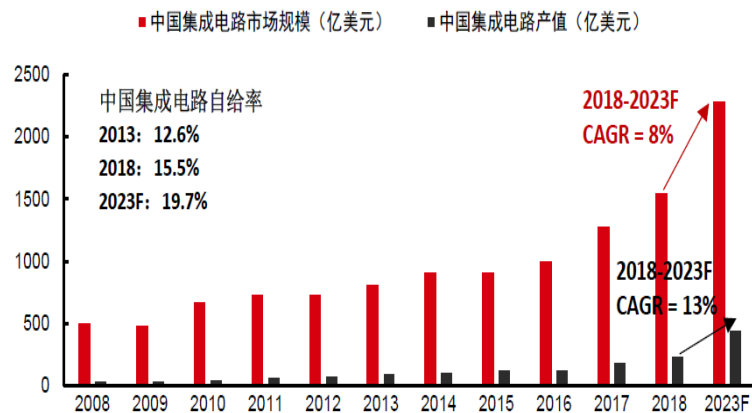
- 展望二季度，关注结构性机会。当前国内流动性环境明显宽松，但是市场风险偏好扰动因素较多。TMT方面，在海外疫情和贸易摩擦不确定性下，整体的盈利恢复仍有压力；目前板块整体估值在均值水平附近，但若市场被外围拖累下行，可能仍面临估值端的压制。综合来看，TMT短期应当重点关注结构性机会，重点关注具有高景气确定性的细分领域。
- 在流动性宽裕但风险偏好存在扰动、基本面短期存在分化的情况下，我们认为短期应当更加关注结构性机会，重点关注中长期逻辑较好且未来一两个季度景气确定性也较好的云计算、IDC、5G、半导体、行业信息化和游戏等细分领域的龙头公司，包括：腾讯控股 (700 HK)、阿里巴巴 (9988 HK)、中国移动 (941 HK)、中国铁塔 (788 HK)、金蝶国际 (268 HK)、小米集团 (1810 HK)、中芯国际 (981 HK) 等。

## 三大运营商2020年资本开支预期增长11.1%



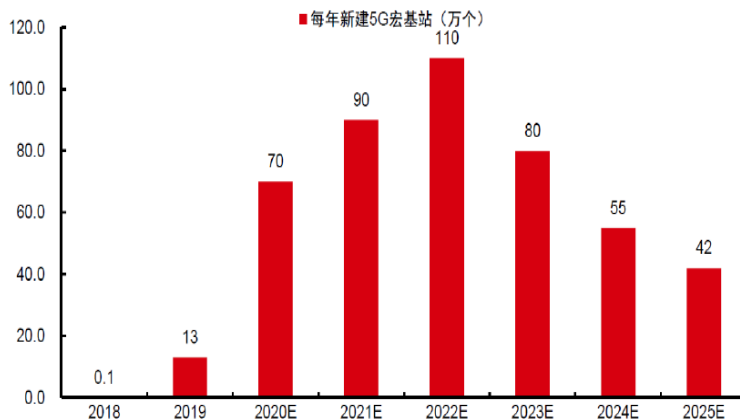
资料来源：三大运营商公告，中信证券  
注：2020年数据为三大运营商公布的投资计划

## 中国集成电路市场、产值及自给率



资料来源：IC Insights (含预测)、中信证券

## 5G基站预计在2020年开始进入规模建设期



资料来源：Wind、中信证券



# 内地基建行业：REITs启航 服务国家基建战略

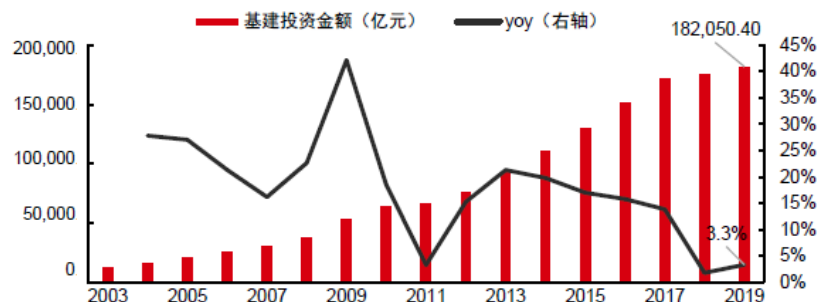
- 4月30日，中国证监会、国家发展改革委联合下发《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，多次明确提出发展基础设施领域REITs的重要意义，料将成为基础设施领域发展新阶段的纲领性文件。
- 根据《通知》，基础设施REITs优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。
- 通过推行基础设施公募REITs，可以通过将缺乏流动性的基础设施存量资产转化为流动性强的金融产品的方式，盘活基建领域存量资产，拓宽基建融资渠道，构建可持续的投融资生态体系。
- 预计制约基建行业核心因素 - 资金来源将被REITs模式全面改变，行业进入存量驱动增量的全新时代。企业层面，中短期看通过盘活存量资产，改善资产负债表，龙头企业料将进一步提升市占率；中长期企业应重视运营力建设，实现企业价值增值。关注优质运营资产比例较高，在不同细分领域或区域有望强者恒强，且运营能力提升值得期待的龙头企业：中国中铁（390 HK；601390 CH）、中国铁建（1186 HK；601186 CH）、葛洲坝（600068 CH）。

## REITs的出现完善了“融”、“投”、“管”、“退”的闭环



资料来源：Wind、中信证券

## 基建投资体量与增速



资料来源：Wind、中信证券

| 短线交易建议^         |          |     |               |             |                    |             |        |      |        |        |       |             |              |
|-----------------|----------|-----|---------------|-------------|--------------------|-------------|--------|------|--------|--------|-------|-------------|--------------|
| 公司              | 推荐日期     | 行业  | 流通市值<br>(亿港元) | 收盘价<br>(港元) | 目标价<br>(港元)        | 潜在涨幅<br>(%) | 市盈率(倍) |      |        | 市净率(倍) | 息率(%) | 一周涨跌<br>(%) | 推荐后涨跌<br>(%) |
|                 |          |     |               |             |                    |             | 20E    | 21E  | 19-21E | 20E    | 20E   |             |              |
| 雅生活服务 (3319 HK) | 06/01/20 | 物管  | 176           | 42.65       | 44.24 <sup>@</sup> | 3.7         | 30.3   | 23.3 | 1.3    | 7.0    | 1.4   | (0.1)       | 49.1         |
| 金蝶国际 (268 HK)   | 06/01/20 | 科技  | 303           | 11.68       | 13.10              | 12.2        | -      | 90.5 | NA     | 5.7    | 0.1   | 3.5         | 45.6         |
| 碧桂园服务 (6098 HK) | 17/02/20 | 物管  | 458           | 36.45       | 43.70              | 19.9        | 41.3   | 30.1 | 1.7    | 12.5   | 0.6   | 1.3         | 16.5         |
| 山东黄金 (1787 HK)  | 24/02/20 | 矿业  | 80            | 22.80       | 24.82 <sup>@</sup> | 8.9         | 24.4   | 22.3 | 1.0    | 2.5    | 1.1   | (1.1)       | 13.4         |
| 中联重科 (1157 HK)  | 05/05/20 | 机械  | 90            | 6.50        | 7.25 <sup>@</sup>  | 11.5        | 8.8    | 7.9  | 0.9    | 1.1    | 5.3   | 4.2         | 3.3          |
| 华泰证券 (6886 HK)  | 06/01/20 | 券商  | 199           | 12.64       | 18.30              | 44.8        | 10.7   | 9.7  | 2.2    | 0.8    | 3.2   | (2.2)       | (8.8)        |
| 融创中国 (1918 HK)  | 06/01/20 | 房地产 | 850           | 33.75       | 66.00              | 95.6        | 4.5    | 3.7  | 0.2    | 1.3    | 4.9   | (1.9)       | (29.5)       |

资料来源：彭博、中信证券 截至8/5/2020 <sup>@</sup> 彭博综合预测

- 融创中国 (1918 HK)** – 整体来看，我们认为由于疫情对经济的影响明显，2020年LPR报价向下可能性较大，按揭利率和企业资金成本都将跟随下行。疫情虽会对短期住房消费产生冲击，但也使得大城市居民对住房改善需求认识更加充分。叠加利率下降因素，我们相信2020年房地产销售会呈现前低后高。从结构看，我们认为一二线城市会在更长时间健康成长。融创中国土地储备规模大，且聚焦于一二线城市，尤其省会城市，将可受惠。融创去年净利润260亿元人民币创历史新高，同比大增57%。虽然基数已经很高，但公司在2016-19年的合约销售复合增长率仍达55%。虽然内地宽松货币政策将缓解其现金流压力，但公司仍将销售增长作优先考虑。公司5月6日至7日以21亿元人民币出售金科地产 (000656 CH) 持股，为一个月内第二次出售金科持股，显示集团去杠杆的决心。我们预计2020年公司合同销售将同比增长20%至6,670亿元人民币，会取代万科 (2202 HK) 成为中国第三大开发商。

- **金碟国际 (268 HK)** – 在2019年云计算业务收入强劲增长54.7%后，金碟为推进企业SaaS迁移，暂停金蝶K3和金蝶KIS销售，以支持2020年云计算业务收入同比增长60%、占比提升至60%的目标。暂停K3和金蝶KIS销售会影响其短期盈利能力和现金流，但因金蝶云·星空刚收支平衡及进一步发力及更为谨慎的销售和营销费用而抵消部份影响。虽然2020年首2个月销售受新冠肺炎疫情影响而有所放缓，但由于是淡季因此影响较轻，疫情也增强企业对云采用的意识，金蝶仍然是我们对结构性SaaS增长的长期选择。
- **华泰证券 (6886 HK)** – 公司2020年一季度营业收入同比增长9.87%，归母净利润同比增长3.90%，受益于市场交易量显著提升，手续费及佣金收入同比增长30.42%。如今公司启动股份回购计划，用于限制性股票股权激励，以建立健全长效激励和约束机制，完善治理结构。华泰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。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，对公司带来利好。
- **雅生活服务 (3319 HK)** – 公司2019年核心净利润同比增长55.6%至12.09亿元人民币，比公司之前公布的盈利预增高4%。我们认为业绩好于预期主要是由于内部重组以及自2019年4季度以来采用SaaS平台，令公司收入同比增长51.8%之下，运营费用却同比下降8.5%，此抵消了社区增值服务收入比预期较弱。公司派息比率48.7%是出乎预料，较我们预期的35%高。管理层公布新的三年计划，期望规模扩张可带动盈利增长。疫情对公司2020年财务影响有限，但很可能会带动小区增值服务的长期扩张。同时，我们相信「北水」持股有增长空间，于5月8日持股比例仅2.67%，远远落后同业。
- **碧桂园服务 (6098 HK)** – 公司2019年核心净利润同比增长77.3%，超过其早前盈利预增的预测。业绩惊喜包括期内小区增值服务强劲增长107.4%。预期公司在内部重组下，2020年小区增值服务仍可快速增长57%。如果中期内的利润率可以提高，三项扩展的新供应和物业管理业务(占收入的15.7%)可为公司提供可观的利润贡献。由于公司在每个城市所管理的项目数量仍然很少(6.9个)，加上科技技术应用，预期公司未来的经营杠杆有进一步上升潜力。

- **山东黄金 (1787 HK)** – 近期受全球新冠肺炎疫情影响，市场对全球经济放缓的担忧升温，因此对黄金的配置需求预期上升，叠加全球低利率环境及美联储的无限量宽，黄金具备中长期上行甚至突破历史高点的条件。山东黄金2019年黄金相关业务收入占其总收入逾99%，为国内黄金行业最纯正标的。公司2020年一季度业绩预告显示实现未经审计归母净利润同比增长40%-68%，符合预期，主要因为一季度黄金均价同比增长25%。在金价上行周期，公司稳步释放黄金产量，叠加大股东计划将于2020年启动注入608吨黄金资源储量，成就世界级黄金企业，在金价上行期间配置价值凸显。
- **中联重科 (1157 HK)** – 3月全国挖掘机械产品销量49,408台，同比+11.6%，在去年同期历史高位的基础上再创新纪录。社融超预期叠加挖机销量新高、水泥出货率回升，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。公司息率逾5.6%，受惠于降息周期。

# 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本报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

|           | 评级   | 说明                             |
|-----------|------|--------------------------------|
| 投资建议的评级标准 | 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](mailto: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。