

| 2020年9月21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

美联储略显鹰派的表述不改宽松预期

内地宏观

经济有望继续向上

市场策略

港股: 事件落地前仍然震荡; A股: 两因素催化资金重聚合力

内地航空机场行业

客运量恢复+汇率升值助力修复

澳门博彩行业

三季度复苏起点

每周精选

短线交易建议

海外宏观：美联储略显鹰派的表述不改宽松预期

- 美联储9月会议维持基准利率不变，但整体表述相对市场预期略显鹰派。本次会议FOMC维持联邦基金目标利率在0-0.25%不变，相比此前会议的主要体现在两个方面，一是重申了Jacksonhole会议上提出平均通胀2%目标制，但没有进一步给出量化的加息条件指引；二是大幅上调短期经济预测，就业和通胀修正幅度好于市场预期，且持平或好于中性水平。**整体表述相对市场预期略显鹰派，但“平均通胀目标”带来的宽松预期并未改变。**
- 具体来看，本次会议相对此前的变化体现在以下几点：

重申Jacksonhole会议上提出的平均通胀2%目标	鲍威尔的讲话继续维持宽松预期	点阵图显示2023年之前维持利率不变	发布最新经济预测，其中就业和通胀修正幅度好于市场预期
当劳动力市场达到最大水平的就业，且通胀上升至2%，并在一段时间内维持适当高于2%的水平。此前市场预期本次会议能够给出细节量化的前瞻指引，但美联储沿用Jacksonhole对平均通胀2%目标表述外，并没有进一步明确对就业恢复到什么程度才考虑加息	鲍威尔的讲话继续维持宽松预期：发布会上鲍威尔强调美联储仍有大量工具刺激经济，并会调整街贷款计划条款满足更多企业。此外，鲍威尔也强调购债计划随时按需调整，重申经济依赖于疫情进展；	17名委员中，有13人认为维持利率至2023年不变；委员对2023年加息观点出现分歧，其中2位支持加息1次，1位支持加息2次，1位支持加息5次。	经济增长：美联储预计2020年实际GDP同比增速为-3.7%，高于6月会议的-6.5%，同时小幅下调了2021-22年的增长预测（2021年为4.0%，2022年为3%），长期增长预期由1.8%上调至1.9%略好于市场预期

- **就业：**失业率方面，预计2020-21年分别为7.6%和5.5%，较此前分别下调了1.7%和1%，与市场预期基本一致。但值得注意的是，美联储大幅下修了2022-23年失业率预测至4.6%和4.0%，且2023年失业率已经低于中性失业率水平。而此前市场预期美国失业率到2023年将在4.5%左右，仍将明显高于中性失业率。因此此次长期失业率的下修幅度明显好于预期，意味着美联储对两年之后就业市场的大幅改善比较有信心。
- **通胀：**核心PCE和整体PCE通胀上修，2020-22年核心PCE通胀率预测分别为1.5%、1.7%和1.8%；整体通胀率预测分别为1.2%、1.7%和1.8%。同时，美联储预测2023年核心通胀和整体通胀水平就会达到2%，高于市场预期。

海外宏观：美联储略显鹰派的表述不改宽松预期

美联储2020年9月议息会议最新预测表

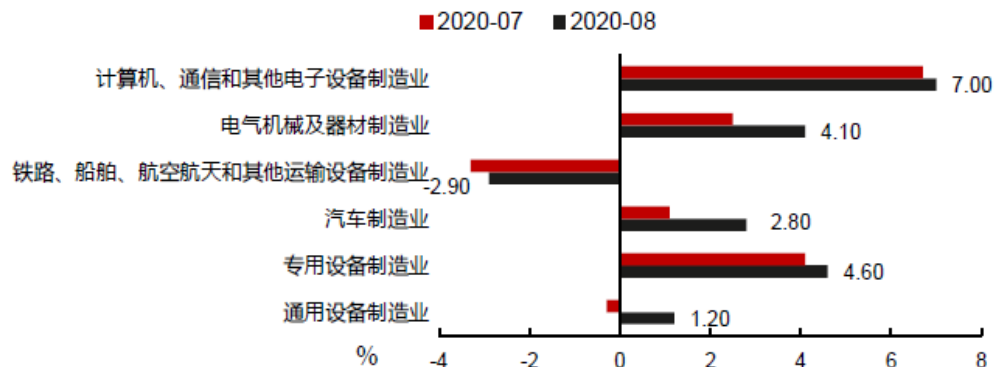
	2020E	2021E	2022E	2023E	长期
实际 GDP 增长（同比，%）					
最新预测	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9
上一次预测	-6.5	5.0	3.5		1.8
失业率（%）					
最新预测	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1
上一次预测	9.3	6.5	5.5		4.1
PCE 通胀（同比，%）					
最新预测	1.2	1.7	1.8	2	2
上一次预测	0.8	1.6	1.7		2
核心通胀（同比，%）					
最新预测	1.5	1.7	1.8	2	
上一次预测	1.0	1.5	1.7		
基准利率（%）					
最新预测	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5
上一次预测	0.1	0.1	0.1		2.5

资料来源：美联储、中信证券；上一次预测为2020年6月

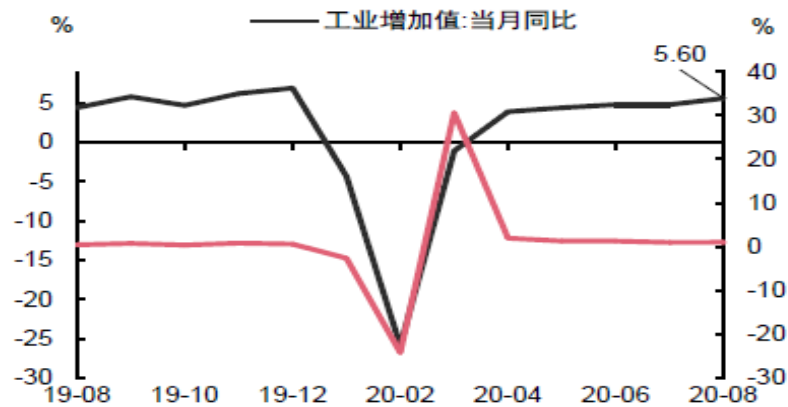
内地宏观：经济有望继续向上

- 在2020年8月的数据中，需求侧值得关注的包括三点：(1) 社会消费品零售总额同比增长0.5%，为今年以来首次正增长；(2) 制造业投资单月同比增长5%，出现超预期向好；(3) 房地产投资和销售仍然维持较高的增速，对需求侧起到了重要支撑作用。我们按照生产法估计，估算第二产业拉动经济增长2.5个百分点左右，预计已经超过疫情前水平，第三产业总体还未恢复至疫情前水平，后续仍有修复空间。综合起来看，8月宏观经济的增速应该已经恢复至接近疫前水平，后续在消费、服务业继续向好的带动下还将乘势而上。

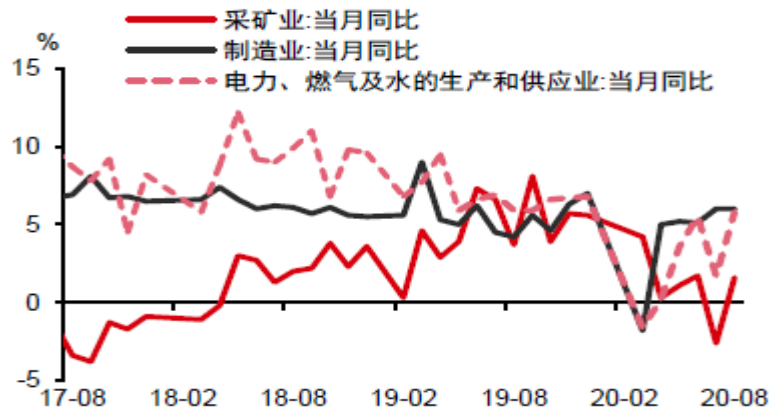
分行业工业增加值累计增速角度，核心制造业工业增加值改善延续



工业增加值较前月改善较大，增速升至5.6%

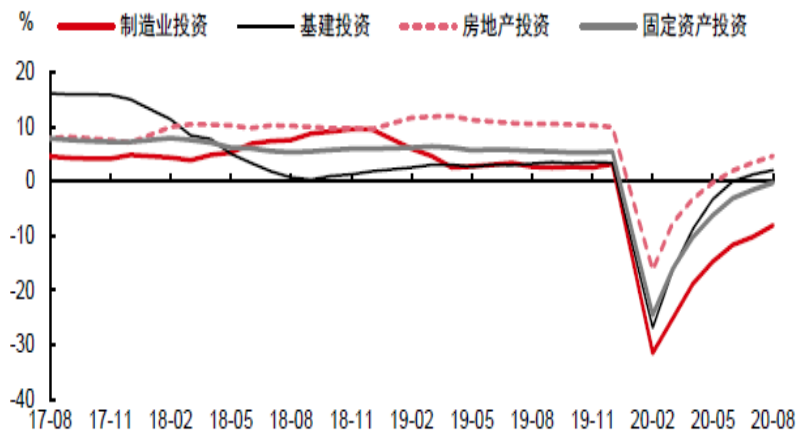


从结构来看，采矿业和电力燃气等行业回升较为显著，显示极端天气扰动告一段落

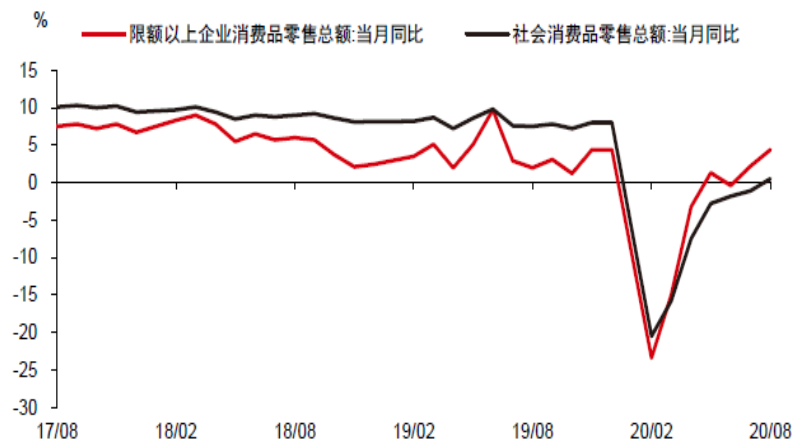


内地宏观：经济有望继续向上

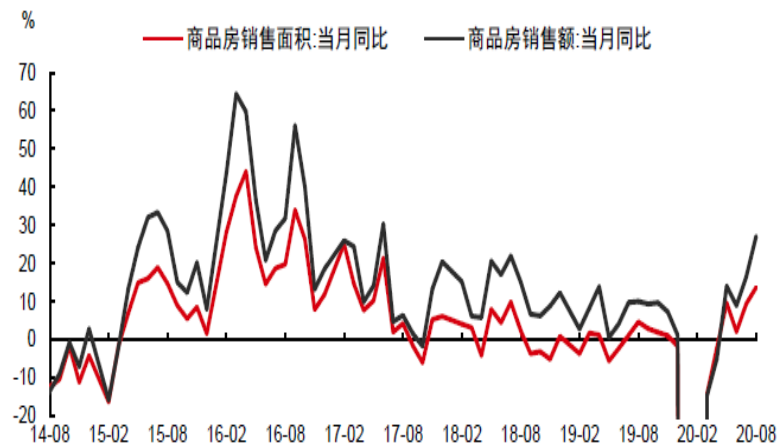
整体固定资产投资增速累计下降0.3%，其中8月房地产投资表现依然强于基建和制造业投资



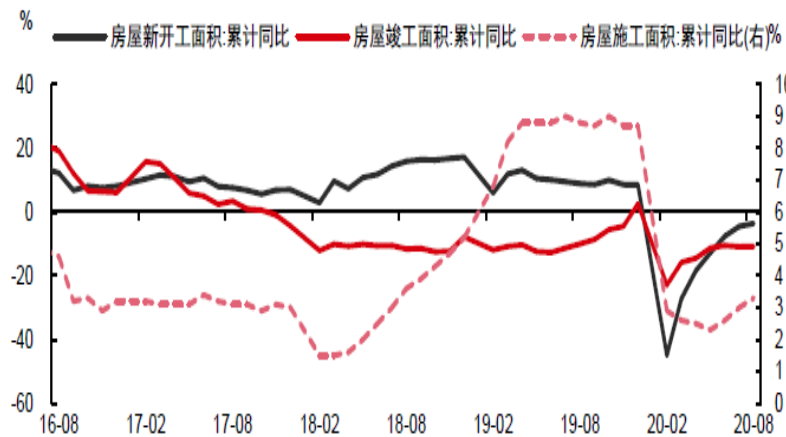
8月消费回到正增长区间，限额以上消费的修复较快



地产销售额和销售面积当月同比正增长延续，且表现强劲



8月新开工、施工面积、竣工面积同比均呈现一定程度改善



市场策略： 港股：事件落地前仍然震荡 A股：两因素催化资金重聚合力

- **港股策略：**近期内地公布经济数据继续验证基本面的持续复苏，TikTok交易条款、华为芯片断供生效、腾讯(700 HK)交易禁令细节也将明确。最近美股波动传导致香港市场，在估值较高新经济龙头调整后仍建议投资者逢低配置作中长期投资。中美隔阂加速中概股回归香港、内地多只重点企业来港IPO，料有助支撑港股情绪。进入下半年后，港股市场明显在高估值成长和低估值价值板块徘徊，从配置性价比看，价值板块优势显著提升，建议关注传统经济中性性价比高的蓝筹如内地汽车及零部件、地产产业链、工程机械、重卡、水泥等预期可受惠于内地房地产、基建投资快速修复带来的需求端的复苏。美元走弱和供给受疫情影响下，有涨价预期的部分有色金属板块；“中周期”的工业利润逐步得到修复，预计三季度末至四季度有望进入一轮小的补库周期，带动周期板块投资机会。香港防疫措施放宽，加上香港特区政府正研究「旅游气泡」，短线料利好香港旅游、零售及收租概念股。
- **A股策略：**流动性和信用宽松环境不变，优质成长股因短期调仓和博弈产生的估值调整不会持续，存量资金的紊乱行为接近尾声，外资回流和科创50ETF发行将催化资金重聚合力，预计推动9月下旬开启新一轮中期慢涨。配置上，建议继续聚焦顺周期与高弹性品种，包括受益于弱美元、商品/能源涨价和全球经济预期修复的周期板块，受益于经济复苏和消费回暖的可选消费品种，以及绝对估值低且已经相对充分消化利空因素的金融板块，包括保险和银行。另外，可以开始配置调整已基本到位的科技龙头。

恒指走势图 (黄金比率)



沪深300走势图 (黄金比率)



资料来源：彭博、中信证券 截至17/9/2020

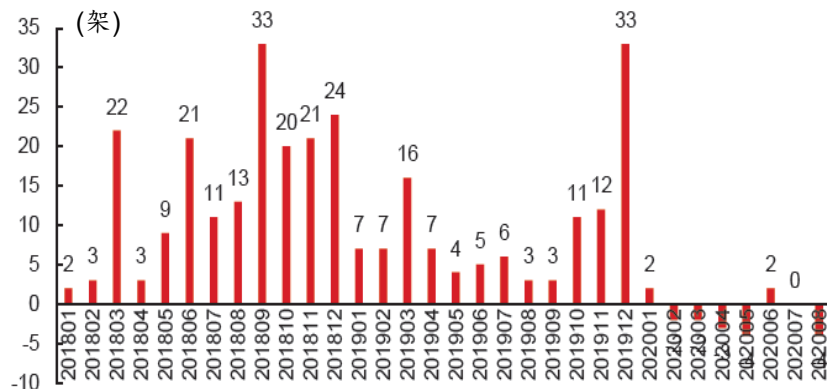
内地航空机场行业：客运量恢复+汇率升值助力修复

- 2020年8月三大航国内线RPK恢复超八成，客座率近75%，十一国内线客运量有望转正。春秋客运量率先同比转正；放宽国内重点航线准入政策，春秋、华夏等民营龙头有望受益。截至9月15日人民币较7月1日升值4个百分点左右，年底国内线供需增速差有望转正，汇率升值、低油价背景下，航空重构繁荣。

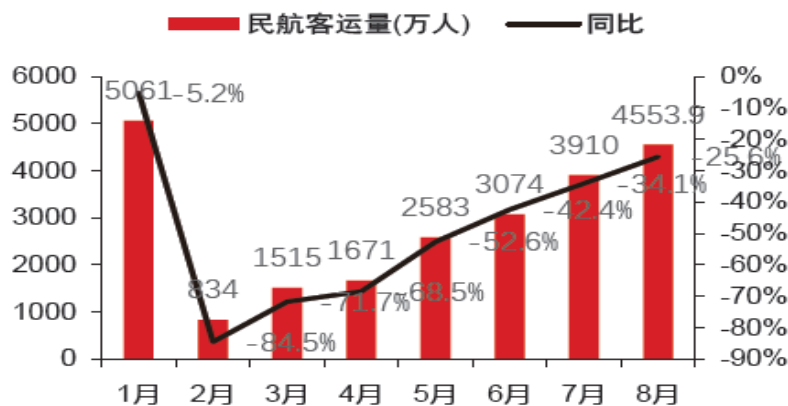
民航及主要上市航企月度数据

	2020年					
	8月	客座率	客座率同比增减 (pcts)	RPK 累计同比	累计客座率	累计客座率同比增减(pcts)
民航整体						
中国国航	-49.40%	72.9%	-11.7	-59.40%	68.9%	-12.60
南方航空	-44.03%	73.19%	-12.80	-54.63%	69.16%	-14.01
东方航空	-43.95%	73.32%	-12.06	-58.08%	68.78%	-14.20
春秋航空	-11.43%	84.10%	-9.81	-32.18%	76.80%	-15.16
吉祥航空	-17.65%	78.65%	-10.50	-44.17%	70.99%	-14.97

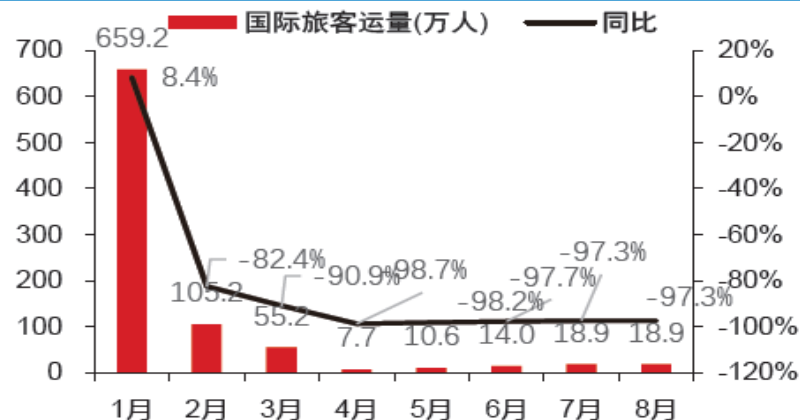
8月三大航、春秋和吉祥净引进飞机合计-4架



8月民航旅客运输量同比下降25.6%至4553.9万人次

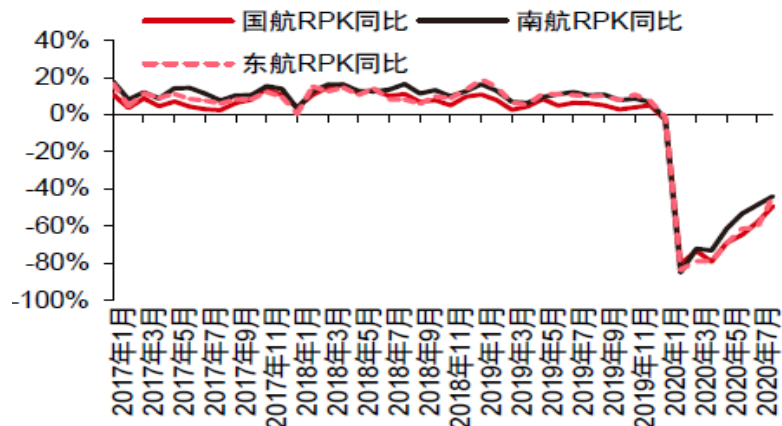


8月国际旅客运输量同比下降97.3%至18.9万人次

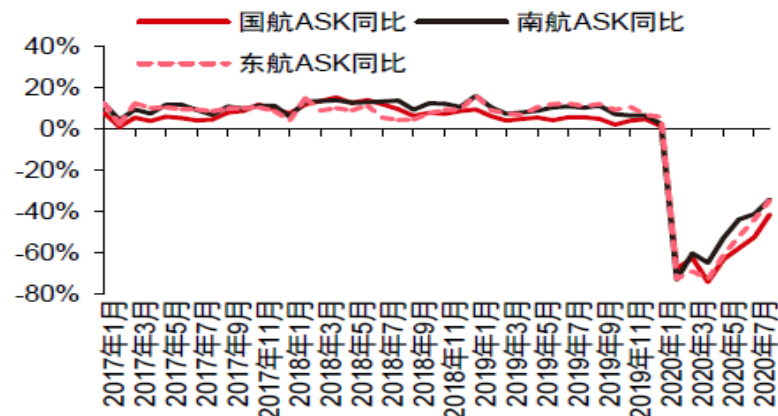


内地航空机场行业：客运量恢复+汇率升值助力修复

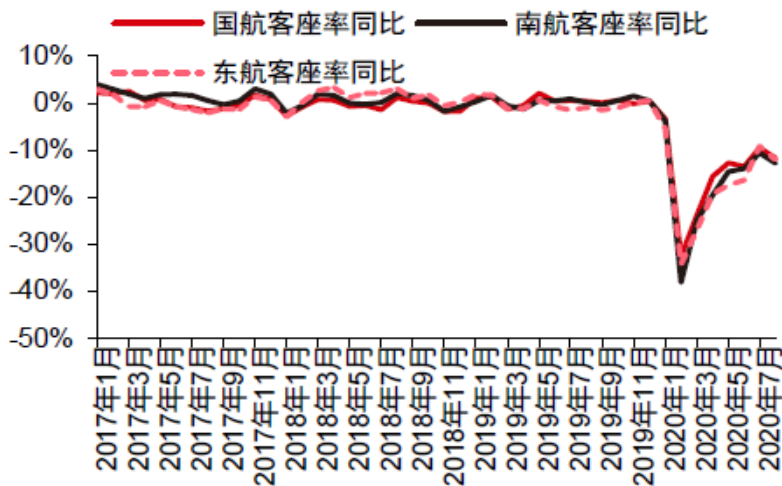
三大航RPK同比增速



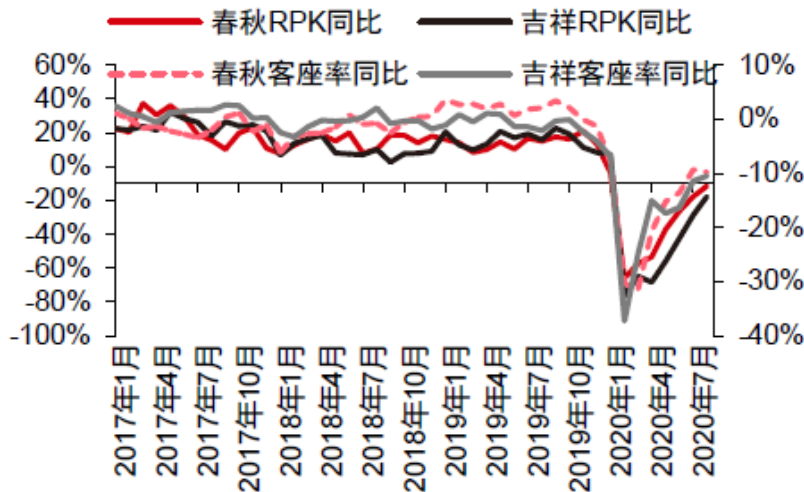
三大航ASK同比增速



三大航客座率同比 (+/- 百分点)



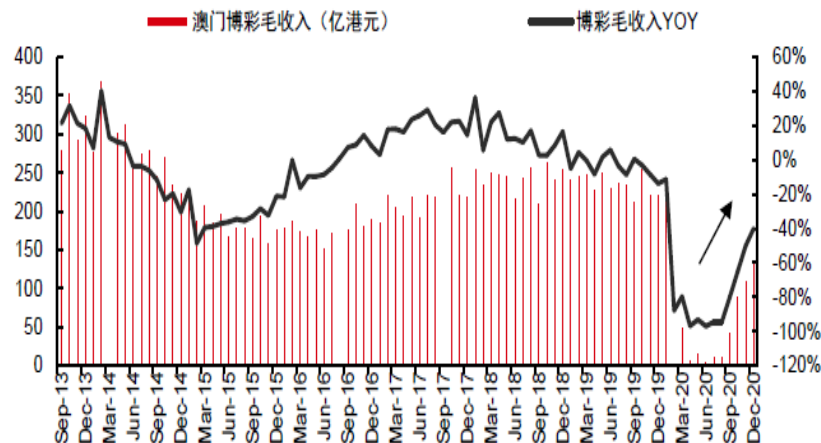
春秋/吉祥航空RPK及客座率同比



澳门博彩行业：三季度复苏起点

- 2020年1季度/2季度澳门博彩毛收入分别下降60.0%/95.6%，7、8月仍同比下滑94.5%，继续处于景气底部平台期，各家博彩公司上半年均录得显著亏损。但我们认为随着疫情的控制、出行限制的放开、政府对消费的刺激等多重因素共振，9月份或将成为行业景气复苏起点，客流及博彩收入环比改善趋势明确，后续可关注板块性修复机会，并首选项目储备充足的博彩运营商。
- 7月底之后粤澳两地已恢复人员正常往来，8月初拱北口岸日均客流量已达到20万人次，恢复到平日的5成左右。且目前内地居民亦可正常往返澳门，并已恢复办理广东省居民赴澳门个人游及团队游签注的申请，因此预计8月中下旬相较月初客流继续改善，基本可以判断8月是客流拐点。预计9月23日起将恢复办理内地居民赴澳门个人游及团队游签注的申请，有望进一步助推博彩行业景气积极恢复。由于疫情尚存在不确定性，我们谨慎预计到年底澳门博彩毛收入恢复至去年同期约六成。从结构上看，我们判断高端消费客群复苏会相对较快，因此预计贵宾厅博彩收入恢复节奏要快于中场。

澳门博彩收入及增速 (含预测)



资料来源：彭博、中信证券

澳门博彩公司项目推进进展

公司	项目推进进展
银河娱乐	继续度假村提升工程，继续推进路氹第三、四期发展（建筑推进可能受疫情影响），优化兴建横琴时尚度假村得计划；继续海外市场发掘发展机遇，包括日本（日本方面时间表可能受疫情影响）。
新濠国际发展	继续推进全球拓展计划，推进澳门新濠影汇第二期发展项目和塞浦路斯的 City of Dreams Mediterranean 项目，延续日本为当前集团发展重心的战略。
美高梅中国	引入新景点及体验，在人流较少的情况下实施计划中的博彩楼层改善工程，发展美狮美高梅的 South Tower 套房。
金沙中国有限公司	澳门伦敦人及四季名荟资本投资项目取得进展，预计将巩固市场领导地位。
澳博控股	预计位于路氹的综合度假村项目“上葡京”于2020年下半年开始运营，并与 NYH 零售管理公司就于“上葡京”购物中心二楼开设一家高级百货公司签订协议。
永利澳门	继续推进位于永利皇宫的水晶莲宫的设计阶段工作，预计于2021年底开展水晶莲宫的首期建设；暂时推迟2020财年剩余期间的重大项目资本开支。

资料来源：各公司公告、中信证券

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)			市净率(倍)		息率(%)	一周涨跌 (%)	推荐后涨跌 (%)
							20E	21E	19-21E	20E	20E	20E		
信义玻璃 (868 HK)	09/06/20	玻璃	253	14.62	16.20	10.8	14.1	11.6	2.1	2.6	3.4	3.4	8.3	61.7
碧桂园服务 (6098 HK)	17/02/20	物管	645	50.55	65.00	28.6	49.6	35.1	1.7	16.2	0.6	0.6	0.7	61.5
雅生活服务 (3319 HK)	06/01/20	物管	203	39.60	55.20	39.4	26.8	20.4	1.0	6.4	1.5	1.5	12.2	39.2
中联重科 (1157 HK)	05/05/20	机械	110	7.92	10.00 [@]	26.3	8.5	7.5	0.5	1.2	4.8	4.8	4.1	25.9
吉利汽车 (175 HK)	12/05/20	汽车	921	16.06	18.20	13.3	18.2	13.5	1.9	2.1	1.4	1.4	1.6	22.8
南方航空 (1055 HK)	07/09/20	航空	74	4.80	5.17 [@]	7.7	NA	29.8	NA	0.9	0.0	0.0	3.7	11.4
永利澳门 (1128 HK)	08/06/20	澳门博彩	196	13.58	18.26	34.5	NA	24.8	NA	NA	1.1	1.1	(0.1)	(6.6)
华泰证券 (6886 HK)	06/01/20	券商	199	12.54	18.30	45.9	8.6	7.7	0.6	0.8	3.9	3.9	0.3	(9.5)
中海油 (883 HK)	08/06/20	石油	1,327	8.36	10.50	25.6	15.9	9.3	NA	0.7	4.4	4.4	3.3	(10.4)
融创中国 (1918 HK)	06/01/20	房地产	803	31.80	50.45	58.6	4.2	3.6	0.2	1.2	5.1	5.1	0.8	(33.5)

资料来源：彭博、中信证券 截至17/9/2020 [@]彭博综合预测

- **信义玻璃 (868 HK)** – 公司2020年上半年净利润为13.82亿港元，同比下降34.9%，与之前的盈利预减一致，这主要是2019年上半年出售信义光能获得一次性收益的影响。由于浮法玻璃正在恢复，公司下半年业绩应会表现更好。在旺季需求支撑下，浮法玻璃市场在8月持续强劲，当前价格从4月的低点回升约40%，同比上涨近20%。加上低成本，我们预计公司下半年浮法玻璃毛利率将创近10年高点，支持其下半年核心净利润增长从上半年新冠疫情拖累后回升。最近管理层增持股份也支持情绪，仍建议关注。

- **碧桂园服务 (6098 HK)** – 公司2020年上半年核心净利润同比大增61.2%，优于业绩预增所公布的50%以上增长。上半年业绩主要的惊喜来自毛利率、销售管理费用和社区增值服务的改善。我们对碧桂园服务的潜力充满信心，因为公司在专业服务领域的并购以及年初至今在城市服务业务扩展的支持下，正升级成为城市生活服务提供商。得益于加速发展以及城市纵横传媒的整合，预期社区增值服务的发展势头还将持续。公司还预计今年下半年和2021年将有更多突破，以促进其横向扩张战略。碧桂园服务仍是我们行业首选之一。
- **雅生活服务 (3319 HK)** – 公司上半年归属股东核心净利润同比增长36.9%至7.45亿元人民币，符合公司早前公布的盈利预增。服务范围扩展和与知名品牌合作支持其社区增值服务收入增加一倍以上，抵消由于并购产生无形资产导致高于预期的摊销费用。我们计算如不包括二季度收购的中民未来物业服务，公司核心净利润同比增长25.9%。城市服务业务对公司贡献于2020年刚刚开始，而雅生活的目标是在今年二季度并表中民未来之后，在2021/22/23年中实现10/20/30%以上的收入占比。更多优质供应商加入雅管家平台上，面向业主的增值服务应可保持快速增长。公司已开始从云预算管理取得进展，由于云迁移持续及与AI公司SenseTime的合作，我们期望得到更多成果。
- **中联重科 (1157 HK)** – 2020年8月内地挖掘机销量同比增长51.3%，连续5个月增速超50%。中联重科今年上半年收入及净利润同比上升29.5%及55.7%，当中二季度核心盈利同比大增104%。上半年业绩表现亮丽主要受惠于：一) 在政策支持下，内地基建、新能源等下游行业需求保持高景气；二) 旗下4.0系列产品市占率提升，及；三) 有效的成本控制。我们认为中联重科现时定位良好，因其专注于后周期机械设备。而挖掘机和高空作业平台的业务扩展应成为短期的增长驱动力。此外，由于规模效益及销售组合将转向高利润产品，我们预计利润率将持续扩张。
- **吉利汽车 (175 HK)** – 受到疫情影响，上半年吉利净利润同比下跌43%，略低于市场预期，并下调全年销量目标6%，令股价于绩后受压。不过公司表示有信心争取今年表现胜行业，明年亦会推出电动车新架构和产品。吉利披露招股说明书，发行新股最多17.32亿股 (占总股本≤15%)。拟投资总额为204.25亿元，投入于新车型研发、前瞻技术研发、产业收购项目及补充流动资金。我们预计吉利与沃尔沃联手开发的第二代纯电平台PMA将于明年下半年亮相，并有望在智能驾驶端超预期。
- **南方航空 (1055 HK)** – 公司今年二季度净利润亏损环比大幅收窄44.6%，受益货运高景气和成本管控，同期经营现金流实现转正。考虑7月公司国内线客运收益公里数 (RPK) 降幅收窄至27.0%，8月有望进一步收窄至10%左右，三季度经营现金流有望持续改善。年底国内线供需增速差有望转正，料2021年持续扩大，叠加低油价、航空最坏时刻已过、业绩弹性最大，南航有望释放高Beta (贝塔系数)。

- **永利澳门 (1128 HK)** – 澳门博彩业今年上半年受到新冠肺炎疫情挑战，业绩大幅倒退，不过我们认为最坏情况可能已经过去。中国国家移民管理局于官网公布，9月23日将恢复所有其他省份的旅游签证签发。跟据此公告，10月1日黄金周前，澳门与内地之间居民将不需要14天的行动管制措施下往返两地。在海外疫情仍未完全受控，多地仍然实行封关措施下，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。因此，预期今年的黄金周将是澳门博彩业的重新出发点。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，仍建议关注。
- **华泰证券 (6886 HK)** – 2020年上半年华泰证券实现营业收入155.41亿元，同比增长39.9%；归母净利润64.05亿元，同比增长57.9%；归母净利润符合预期。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。
- **中海油 (883 HK)** – OPEC+同意从2020年8月起放缓创纪录的减产措施，将减产规模缩减至每日770万桶。虽然减产规模下调，但由于OPEC+高效减产及需求弱复苏，7月初以来全球原油停止累库，库存水平高位运营。7月21日欧盟27国领导人就7,500亿欧元复兴计划达成历史性协议，提升市场对于后续国际原油需求预期。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下半年启动，推动油价回升，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，作为内地海上油气龙头，未来3~5年有望进入量价齐升周期，且显著的成本和管理优势将推动业绩充分受益。
- **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，融创服务将独立上市。2020年下半年可售资源丰富，总可售资源达6,213亿元，且超过76%的可售资源位于一二线城市，下半年销售增速可期。

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。

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。