

2016 年 4 月 8 日

環球金融市場策略報告 – 第二季

歐美股市 6 月風險高，A 股憧憬入摩勝一籌

摘要

成熟市場：聚焦 6 月風險，歐美股市料偏軟

美股年初至今跑贏歐洲及日本股市，但市場現時低估了聯儲局 6 月份加息風險。英國則於 6 月 23 日公投決議脫歐，公投前英鎊可能進一步受壓，甚至連累本身強勢的歐元，畢竟英國脫歐亦難免打擊歐元區經濟。須防年初至今偏軟的美元反彈，資金再度從風險資產流走。今年 “Sell in May” (5 月份沽貨) 可能再次應驗，歐美股市於第二季料偏軟。反而日股今年累跌近兩成，主要受日圓反彈所累，但估計日圓再升空間不大，日股於第二季有望回穩。

中國及香港：內地經濟稍見起色，A 股料跑贏港股

內地製造業 PMI 回暖，通脹升溫，工業利潤亦回復增長，人行減息的預期下降，但 A 股憧憬 6 月份獲 MSCI 納入新興市場指數，以及養老金有多達 6,000 億元人民幣入市。從圖表分析，上證綜合指數於 2,639 營造了「小雙底」利好形態，並於 3 月中升穿頸線 2,934，向量度目標 3,229 進發。港股卻觀望歐美的風險，以及憂慮內銀「債轉股」，料將跑輸 A 股。

港股策略：恒指料再試年內低位，高息股避險

港股經過了 3 月份的反彈，暫乏新利好因素，料恒指將反覆向下，再試年內低位 18,279。策略上應注重防守，增持穩健高息股，並慎選能逆經濟周期而增長之行業。

焦點股份：本港房託、運動服裝、風力發電

泓富產業信託(808 HK)主要持有本港商廈，相比起酒店或商場房託，較不受本港旅遊及零售業疲弱打擊，預期息率高達 6.2 厘，可於市況疲弱時避險。

匹克體育(1968 HK)去年盈利增長逾兩成，反映運動服裝業持續復甦。其今年第三季訂貨會訂單增長達一成至兩成，高於同業。匹克發展策略審慎，資本開支暫不會大增，可保持慷慨派息，預測息率達 7.8 厘。

華能新能源(958 HK)去年盈利大升 66%，表現勝同業，因進行了地區性風機佈局，棄風限電問題較同業小。風電股去年 10 月起因傳出上網電費下調而大跌，但上月國家能源局要求紓解棄風限電問題，有利風電股前景。

蘇沛豐, CFA
(852) 3900 0857
danielso@cmbi.com.hk

過往市場策略報告

[16 年 3 月 3 日 -](#)

[3 月港股料先高後低，看好績優股](#)

[16 年 2 月 2 日 -](#)

[恒指目標區間下調至 18,000-22,800](#)

[16 年 1 月 11 日 -](#)

[歐美日股市仍偏強，新興股匯債齊受壓](#)

[15 年 12 月 7 日 -](#)

[2016 年宏觀與策略](#)

[15 年 12 月 3 日 -](#)

[憂加息及人民幣貶值，12 月料先跌後反彈](#)

[15 年 11 月 2 日 -](#)

[港股料反覆上落，看好績優及高息股](#)

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	市帳率(倍)	2016 年預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
泓富產業信託	808 HK	2.96	43	21.1	0.61	3.0	6.2	14%
匹克體育	1968 HK	1.95	47	9.0	0.76	8.5	7.8	3%
華能新能源	958 HK	2.37	231	9.1	0.97	10.7	1.8	14%

資料來源：彭博、招銀國際證券

成熟市場

美國聯儲局官員言論雖分歧，6 月料將加息

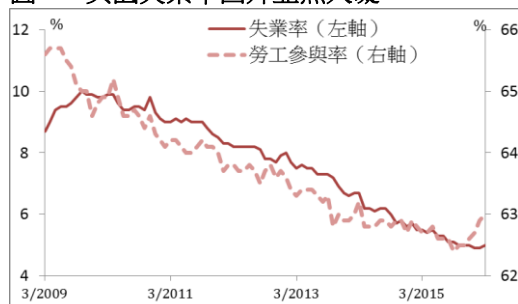
本季度，美國聯儲局公開市場委員會有兩次議息會，4 月 26-27 日及 6 月 14-15 日。根據利率期貨，本季加息的機率僅得 17%，但我們認為市場低估了加息機會，若聯儲局「意外」地加息，將造成市場震盪，影響股票、債券、商品、貨幣等各類資產。

數據顯示美國經濟穩步復甦。上週公布的 3 月份就業報告，新增非農職位 21.5 萬份，較市場預期多 1 萬份，雖然失業率由 4.9% 升至 5.0%，卻不代表就業市場惡化，因為回升的主要原因是勞工參與率上升（圖 1）。近年美國勞工參與率反覆下降，主要由於「嬰兒潮」人口陸續退休，以及部份長期失業者放棄求職，不計算入勞動人口。放棄求職者，亦不計算入失業人口，所以失業率能從金融海嘯後高峰 10% 回落至 5%，某程度亦歸因於此。既然美國經濟及就業市場持續復甦，一些本已放棄求職者回復信心，再次求職，令勞工人口及失業人口暫時上升，才會令失業率輕微反彈。

聯儲局考慮加息的另一關鍵是通脹，其主要通脹指標核心個人消費支出（PCE）最新為同比 1.68%（圖 2），逐步接近聯儲局的 2% 目標，且較去年 12 月聯儲局決定加息時掌握的數字 1.31% 明顯更高。影響未來物價的其中一個主要因素 — 美國工人平均時薪 — 最新同比為 2.3%，接近 6 年半高位。

無論是就業及通脹數據，均支持聯儲局有條件再加息。不過，聯儲局內部似乎對何時加息意見分歧。自從 3 月中聯儲局議息後，局內多名委員先後公開發言，表示有條件再加息，最早可於 4 月份行動，但主席耶倫言論偏「鴿」，指經濟仍有風險，難言美國近期通脹升勢是否可持續，加息要審慎行事。我們的經濟師丁文捷預期，聯儲局將於 6 月份加息 0.25 厘。

圖 1：美國失業率回升並無大礙



資料來源：彭博

圖 2：美國核心通脹逐步回升



資料來源：彭博

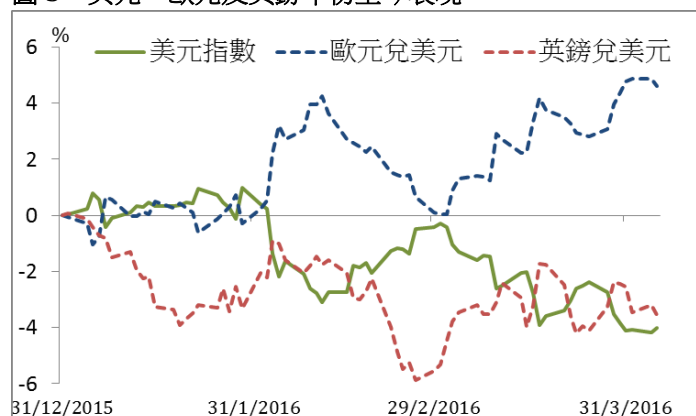
英國 6 月公投脫歐，慎防美元回升

歐洲於第二季最大的風險，莫過於英國可能脫歐。英國將於 6 月 23 日舉行公投，決議是否脫離歐盟。歐盟近年於移民及難民政策上，惹起不少英國人不滿，上月於比利時首都布魯塞爾發生的恐怖襲擊，加劇了英國的離心。最近的民意調查顯示，贊成及反對脫歐者，幾乎各佔一半，形勢極不明朗。若公投結果脫歐，勢必打擊英國的貿易及整體經濟，雖然最快將會於兩年後才正式脫歐，但一旦決定脫歐，英鎊料將貶值，以反映未來的經濟損失。

金融市場往往於事件出現前已預先反應，今年以來，英鎊兌美元已貶值 3.5%，而其實美元指數同期下跌 4.0%（圖 3），可見英鎊兌其他主要貨幣貶值幅度更大，例如兌歐元同期貶值近 8%。於 6 月 23 日前，英鎊可能進一步受壓，甚至連累本身強勢的歐元，畢竟英國脫

歐亦難免打擊歐元區經濟。碰巧美國將於 6 月 15 日公布議息結果，有可能令美元轉強。須防年初至今偏軟的美元反彈，資金再度從風險資產流走。

圖 3：美元、歐元及英鎊年初至今表現



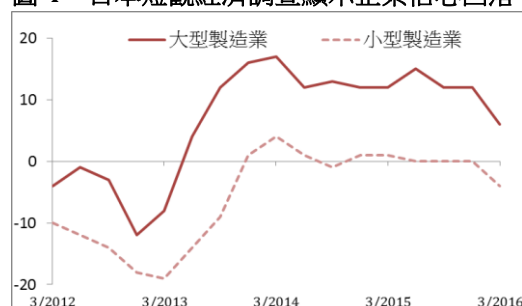
資料來源：彭博

日本經濟疲弱，負利率未見其利

日本自從首相安倍晉三於 2012 年競選時提出「三支箭」振興經濟，貨幣政策加大寬鬆，日圓大幅貶值，確實有助日本出口及旅遊業，企業信心亦明顯改善，這從日本央行的短觀經濟調查可見一斑，大型及小型製造業的景氣判斷指數均由負轉正（圖 4）。不過，由 2014 年起，企業信心逐步回落，大型製造業指數由 17 跌至今年首季之 6，小型企業指數更重回負數，至 -4。經濟增長亦未如理想，去年第四季 GDP 年度化環比下跌 1.1%，是最近七個季度以來第四次萎縮（圖 5）。綜合而言，「安倍經濟學」至今雖成功令日圓貶值、帶動出口，對整體經濟卻未能達到預期成效。

有鑑於經濟增長及通脹未如理想，日本央行於今年 1 月 29 日宣布推行負利率，對銀行存入央行的超額準備金收取 0.1% 利息。日本史上首次負利率政策，能否鼓勵銀行放貸，從而振興經濟，仍待觀察，但若以匯率及股市表現判斷，負利率似乎有反效果，日圓兌美元不貶反升，自政策宣布後升值 8%，日本股市則下跌 8%。市場對負利率反應負面，可能由於認為央行已技窮。

圖 4：日本短觀經濟調查顯示企業信心回落



資料來源：彭博

圖 5：日本經濟近七季四度萎縮



資料來源：彭博

歐美股市料偏軟，日股可望回穩

綜觀成熟市場，美股年初至今表現大致持平，跑贏歐洲及日本，但市場現時或低估了加息風險，料美股於第二季表現反覆偏軟。歐洲面對英國公投的重大風險，亦難望有好表現。由於歐美風險集中於 6 月，今年“Sell in May”（5 月份沽貨）可能再次應驗。反而日股今年累跌近兩成，主要受日圓反彈所累，但估計日圓再升空間不大，日股於第二季有望回穩。

中國及香港

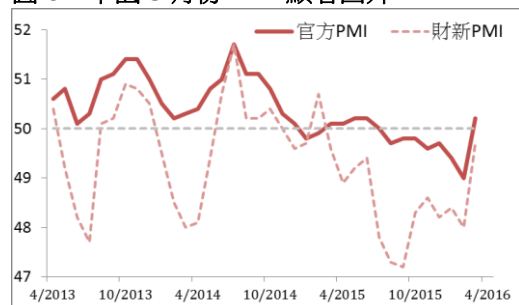
中國經濟稍見起色，減息預期降

中國經濟持續放緩，是全球主要風險之一。2015 年下半年，內地經濟表現確實疲弱，官方製造業採購經理指數（PMI）自去年 8 月起一直於盛衰分界線 50 以下，而較側重中小企表現的財新 PMI 更早於 3 月已跌穿 50。不過，今年 3 月份 PMI 雙雙顯著反彈，其中官方 PMI 由 49 升至 50.2，重上擴張區（圖 6）。

企業利潤亦改善，1-2 月份，規模以上工業企業利潤總額同比增長 4.8%，扭轉了 2015 年全年利潤下降的局面（圖 7）。企業利潤回升，除了受低基數支持外，主要因石油加工、化工、食品行業受惠原材料成本下跌。企業盈利雖有改善，卻仍面對不少困難，例如上游採礦及原材料行業利潤大降，以及企業整體庫存周轉天數與應收賬款增加。

由於經濟初見起色，同時通脹受食品價格推升，2 月份居民消費價格指數（CPI）同比升幅加快至 2.3%，較去年 10 月之 1.3% 大幅回升，通縮風險大減，估計人民銀行今年可能不會再減息。

圖 6：中國 3 月份 PMI 顯著回升



資料來源：彭博

圖 7：工業利潤跌足一年後回升



資料來源：彭博

A 股較多憧憬，料跑贏港股

雖然貨幣政策寬鬆的預期下降，但內地 A 股有其他憧憬。第一，MSCI 重啟將 A 股納入新興市場指數的評估，本月諮詢國際機構投資者意見，6 月宣布決定。第二，中國養老金最快將於第三季全面開啟委託投資，投入 A 股的資金或達 6,000 億元人民幣。儘管 MSCI 若納入 A 股，預料初期於指數佔比偏低，而養老金開啟委託投資後，可能須多等幾個月資金才入市，但單憑憧憬，料已足以令 A 股跑贏港股，因為此兩潛在利好因素與港股無直接關係，反而港股受外圍影響大，料受制上述英國公投及美國加息的風險，今年可能重現「五窮六絕」。

「債轉股」增添內銀風險

港股自身的另一風險，來自內銀。據傳媒報道，內地銀行首批債轉股規模達 1 萬億元人民幣，最快在本月開始推行，預計在三年內化解銀行潛在不良資產。債轉股對象為有潛在價值、惟出現暫時困難的企業，以國企為主。這類企業貸款在銀行賬面上多反映為關注類貸款，甚至正常類貸款，而非不良貸款。市場對此政策看法分歧，似乎內地投資者看法較正面，認為可舒緩銀行壞帳上升壓力，有助盈利及派息。

不過，本港及外國投資者較多疑慮。第一，債轉股後，該筆貸款的利息收入失去，股份能否派息存疑。第二，股權投資於銀行帳目上的加權風險較高，資金充足率料因而下降，增

加集資壓力。第三，一間連償還貸款都有困難的企業，其股份有多少價值、未來會否下跌，難免令人質疑，就算銀行可避免確認該筆款項為壞帳，最終能收回多少資金實在難料。

技術分析：恒指或下試年內低位 18,279

- 恒生指數由去年 10 月底反彈浪頂 23,424，跌至今年 2 月低位 18,279，累跌 5,145 點，到 3 月 31 日反彈至最高 20,873，剛好反彈了跌浪之一半，而於 4 月 5 日，恒指跌穿「小雙頂」頸線，同時 MACD 線跌穿訊號線，皆為利淡訊號，相信此輪反彈已告終。短線而言，料恒指朝「小雙頂」量度目標 19,600 滑落，大致回補 3 月份上升裂口。中線而言，於第二季料反覆尋底，下試年內低位 18,279（圖 8）。
- 上證綜合指數今年以來跑輸恒指，但近期走勢偏強，於 2,639 營造了「小雙底」利好形態，並於 3 月中升穿頸線 2,934，向量度目標 3,229 進發（圖 9）。

圖 8：恒生指數日線圖（半年）



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 9：上證綜合指數日線圖（半年）



資料來源：彭博、招銀國際證券

焦點股份

綜觀第二季，美國面對 6 月份加息風險，同月英國公投表決脫歐，料均為歐美以至港股帶來壓力，其中港股經過了 3 月份的大幅反彈，需要新的利好因素方有力再上，但隨著內地經濟暫時回穩及通脹回升，對人民銀行「放水」憧憬減少，反而憂慮內銀「債轉股」造成的不明朗因素，料恒指反覆向下，再試年內低位 18,279。策略上應注重防守，增持穩健高息股，並慎選能逆經濟周期而增長之行業。

香港商廈信託，租金抗跌力強

- 本港房產信託基金（REIT）租金收入較平穩，派息比率至少為 90%，高息較有保證，其中**泓富產業信託(808 HK)**主要持有九龍東及北角商廈，相比起酒店或商場房託，泓富較不受本港旅遊及零售業疲弱打擊。泓富股價今年逆市創上市新高，但預期息率仍高達 6.2 厘，頗具吸引力，短期避險或中線持有收息皆宜。

運動服裝業復甦持續，派息慷慨

- 內地運動服裝股去年業績優異，**匹克體育(1968 HK)**、**安踏體育(2020 HK)**、**361 度(1361 HK)**、**特步(1368 HK)**之盈利增幅屈乎兩成至三成，去年第四季同店銷售亦全線上升，而最遲復甦的**李寧(2331 HK)**亦終於扭虧為盈。行業今年前景仍然樂觀，多家運動服裝股公布今年第三季訂貨會訂單保持增長，其中匹克增幅較高，達一成至兩成，盈利增長前景稍勝一籌。行業於 2008 年北京奧運前後擴張過度，痛定思痛，現時發展策略審慎，匹克今年店舖數目將維持在 6,000 間，又表示今年雖是奧運年，但推廣費用不會大幅增加。資本開支暫不會大增下，可保持慷慨派息。匹克之預測市盈率僅 9 倍，預測息率達 7.8 厘。

風電股受政策支持

- 內地國策支持新能源發展，包括風力發電，但去年 10 月傳出風電上網電價下調，加上棄風限電問題一直存在，令風電股走勢疲弱。今年 3 月中，國家能源局發布〈關於做好 2016 年度風電消納工作有關要求的通知〉，要求做好風電併網消納工作、控制棄風嚴重地區之電源建設、落實可再生能源發電全額保障性收購制度、開拓風電供暖等風電消納方式等等。既然政策積極緩解限電問題，風電股前景趨樂觀，其中**華能新能源(958 HK)**去年業績強勁，收入增長 20%，純利大升 66%，主要由於裝機容量增加，及棄風限電問題較同業小。華能新能源進行了地區性風機佈局，截至去年底，多達 62% 的風機在大致不受限電影響的第四類地區，對於未來的新增裝機，公司堅持以四類地區為主的佈局策略。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	市帳率(倍)	2016 年預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
泓富產業信託	808 HK	2.96	43	21.1	0.61	3.0	6.2	14%
匹克體育	1968 HK	1.95	47	9.0	0.76	8.5	7.8	3%
華能新能源	958 HK	2.37	231	9.1	0.97	10.7	1.8	14%

資料來源：彭博、招銀國際證券

環球主要市場表現一覽

股票市場

	現價	%變化				
		1 個月	3 個月	年初至今	1 年	3 年
中國及香港						
恆生指數	20,266.05	0.53%	-0.33%	-7.52%	-19.82%	-6.72%
恆生國企指數	8,647.33	0.24%	-1.22%	-10.49%	-31.71%	-17.09%
上證綜指	3,008.42	3.83%	-3.73%	-15.00%	-24.06%	35.19%
深證綜指	1,930.26	10.83%	-1.42%	-16.40%	-9.13%	111.35%
成熟市場						
美國標普 500	2,041.91	2.01%	5.09%	-0.10%	-1.66%	31.46%
美國納斯達克	4,848.37	2.98%	3.39%	-3.18%	-1.26%	51.33%
歐洲 STOXX 600	328.10	-3.76%	-5.31%	-10.31%	-18.86%	14.27%
英國富時 100	6,136.89	-0.74%	3.07%	-1.69%	-11.85%	-1.81%
德國 DAX	9,530.62	-2.54%	-4.50%	-11.29%	-21.39%	24.44%
日本日經 225	15,749.84	-6.87%	-11.36%	-17.25%	-19.81%	22.72%
澳洲標普/ASX 200	4,964.08	-3.48%	-0.92%	-6.27%	-16.23%	1.49%
新加坡海峽時報	2,813.59	-0.35%	3.07%	-2.40%	-18.81%	-14.73%
新興市場						
印度 SENSEX	24,685.42	0.16%	-0.67%	-5.48%	-13.43%	33.79%
巴西 BOVESPA	48,513.10	-1.49%	19.21%	11.91%	-9.71%	-11.88%
俄羅斯 RTSI	859.24	2.38%	16.61%	13.50%	-11.53%	-39.11%
韓國 KOSPI	1,973.89	0.82%	3.65%	0.64%	-3.57%	2.42%
印尼 JCI	4,867.29	0.74%	7.43%	5.97%	-11.88%	-1.19%
馬來西亞 KLCI	1,724.29	1.55%	4.18%	1.88%	-7.12%	2.11%
泰國 SET	1,356.69	-2.80%	10.77%	5.33%	-12.45%	-8.92%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至 2016 年 4 月 7 日

主權債券

	現時孳息率 (%)		
	2 年期	5 年期	10 年期
美國	0.69	1.14	1.69
英國	0.36	0.74	1.33
德國	-0.51	-0.39	0.09
法國	-0.45	-0.25	0.44
意大利	-0.05	0.32	1.15
西班牙	0.07	0.46	1.60
日本	-0.24	-0.21	-0.05
澳洲	1.86	2.04	2.45
中國	2.36	2.50	2.91
印度	7.14	7.47	7.45

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至 2016 年 4 月 7 日

貨幣匯價

	現價	%變化				
		1 個月	3 個月	年初至今	1 年	3 年
成熟市場						
美元指數	94.48	-2.67%	-3.80%	-4.21%	-3.42%	14.53%
歐元/美元	1.14	3.30%	4.08%	4.75%	5.22%	-12.42%
英鎊/美元	1.41	-1.47%	-3.84%	-4.61%	-5.08%	-8.35%
美元/日圓	108.21	-4.63%	-8.04%	-9.99%	-10.03%	10.90%
澳元/美元	0.75	0.48%	7.03%	3.01%	-1.68%	-27.72%
紐元/美元	0.68	-0.35%	2.26%	-0.79%	-9.57%	-19.63%
美元/加元	1.31	-1.03%	-6.87%	-5.01%	5.11%	29.18%
美元/瑞士法郎	0.96	-3.99%	-3.78%	-4.62%	-1.06%	2.29%
其他						
美元/人民幣	6.46	-0.83%	-1.98%	-0.48%	4.27%	4.13%
美元/印度盧比	66.47	-0.94%	-0.69%	0.47%	6.77%	21.26%
美元/巴西雷亞爾	3.69	-2.55%	-8.79%	-6.87%	17.86%	85.81%
美元/俄羅斯盧布	68.17	-4.64%	-8.83%	-6.00%	23.87%	116.09%
美元/韓圓	1,151.33	-4.17%	-4.09%	-2.02%	5.78%	1.74%
美元/印尼盾	13,163	0.60%	-5.49%	-4.53%	1.36%	34.96%
美元/馬來西亞林吉特	3.92	-4.41%	-10.91%	-8.81%	7.63%	28.09%
美元/泰銖	35.20	-0.61%	-2.91%	-2.30%	8.11%	20.35%
美元/新加坡元	1.35	-1.86%	-5.64%	-4.64%	-0.58%	9.08%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至 2016 年 4 月 7 日

商品

	現價 (美元)	%變化			
		1 個月	3 個月	年初至今	1 年
原油	37.26	-6.43%	1.58%	0.59%	-38.00%
黃金	1,240.5	-2.12%	11.86%	16.90%	2.58%
白銀	15.22	-2.67%	6.40%	9.93%	-9.69%
銅	4,650.5	-6.99%	2.80%	-1.16%	-23.32%
玉米	361.5	0.70%	0.84%	0.77%	-14.89%
小麥	457.0	-1.24%	-3.43%	-2.77%	-19.61%
大豆	904.5	2.58%	4.30%	4.66%	-7.25%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至 2016 年 4 月 7 日

招銀國際模擬港股投資組合

招銀國際證券於 2014 年 1 月 13 日成立模擬港股投資組合。每個交易日收市後，上載至招銀國際公司網頁，客戶登入帳戶便可參閱。

模擬組合的選股準則，結合基本分析及技術分析，股份分為「中長線」及「短線」部分：

「中長線」部份為核心持股，佔模擬投資組合較大比重（目標 50%至 70%），主要投資基本因素良好及/或估值偏低之股票。預期買賣頻率較低。

「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標 0%至 50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

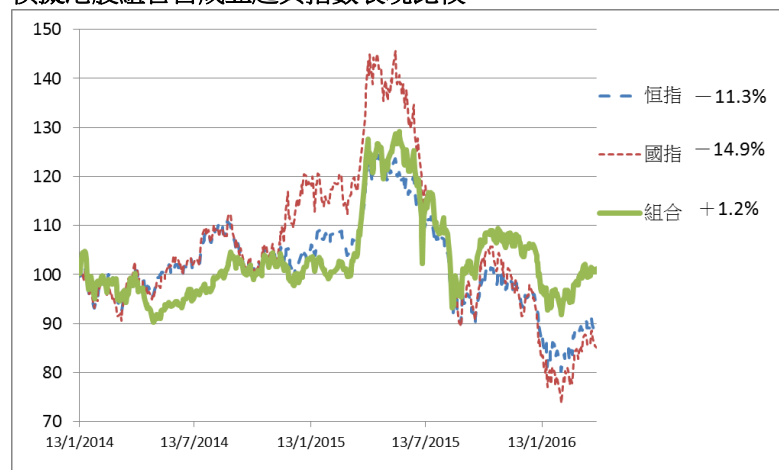
模擬組合進行每宗買賣前，會於前一個交易日收市後預告，讓客戶可預先參考。如有需要，組合亦會列出個別持股之目標價及止蝕價。

模擬港股組合

	股份	代號	行業	本年度 預測市盈率	下年度 預測市盈率	股息率 (%)	買入價 (港元)	收市價 (港元)	總回報 (連股息)	佔組合比重
中長線 (40.9%)	深圳國際	152	物流	11.7	10.6	3.9	8.21	12.70	60.2%	8.3%
	騰訊	700	科網	30.8	24.0	0.3	113.9	161.8	42.3%	12.0%
	中國海外	688	內房	7.0	6.3	2.6	24.3	23.8	0.1%	8.2%
	匹克體育	1968	消費	9.0	8.1	8.2	2.02	1.95	0.4%	6.0%
	領展房產基金	823	房產基金	22.5	21.3	4.2	42.60	45.55	6.9%	6.5%
短線 (33.7%)	香港電訊	6823	電訊	18.5	17.7	5.1	9.67	10.64	12.7%	7.2%
	長和	1	綜合	11.6	10.0	2.6	113.5	99.3	-11.9%	5.7%
	恆安國際	1044	消費	19.2	17.9	3.0	82.90	69.45	-16.2%	5.4%
	新華保險	1336	內險	8.1	7.1	1.3	35.32	26.00	-26.4%	4.7%
	星美控股	198	消費	30.0	15.6	0.5	0.79	0.75	-5.0%	4.9%
	SPDR金ETF	2840	ETF	不適用	不適用	0.0	892.8	911.5	2.1%	5.8%
現金 (25.4%)										25.4%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)									1.2%	
組合整體回報 (2016年度)									-4.4%	

數據來源：彭博、招銀國際證券 (截至2016年4月7日)

模擬港股組合自成立起與指數表現比較



資料來源：彭博、招銀國際證券；截至 2016 年 4 月 7 日

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。