



不一样的周期？

——股市周期分析框架系列报告（二）

这一轮周期与以往不同，周期目前处于相对高位，流动性下行风险浮现，但结构性的因素导致经济存在上行风险。我们在分析时需要兼顾周期与结构因素，方法论上归纳法与演绎法并重。

- 操作策略：**整体维持偏保守的适度仓位，可以利用二季度或出现的反弹进行仓位调整；由于基本面存在上行风险，操作上更适宜右侧交易以规避较高的机会成本。当 Beta 面临不确定性，更凸显了 Alpha 的重要性，此时更需关注配置，标的选择在考虑盈利扩张的同时，还需兼顾估值，“成长股”中的“价值股”及“价值股”中的“成长股”很可能表现良好，具体细分赛道而言，白卡纸、铜、寿险值得重点关注。
- 周期的现状(经济的下行风险)：**中国经济短周期已经处于相对高位，流动的拐点已然浮现，对于股市最不友好的紧货币+紧信用搭配已出现。综合社融、独家经济领先指标判定，中国经济短周期或将于 2021 年二三季度见顶。
- 周期的错位(经济的上行风险)：**在疫情的冲击下，结构性因素令此轮短周期与以往有所不同，这造成了某种程度上的“周期错位”。具体而言，国内消费与制造业出现罕见分化，目前尚未出现周期反弹下应有的盈利大反弹。海外经济或将超预期强劲，其外溢效应有助推迟中国经济短周期的见顶时间并平缓其下行的斜率。
- 当前阶段的主要矛盾：**主要矛盾在于分子（盈利端）与分母（流动性）的角力，二月至今的下跌就在于在年初高涨的情绪、高估值背景下，流动性的紧缩力度（分母）明显超过了经济基本面回暖所带动的企业盈利（分子）走强。未来几个月分子（盈利端）的扩张有可能重新快于分母（流动性），市场有望反弹。由于此次周期的特殊，我们在分析时需要兼顾周期与结构因素，结构因素令我们不悲观，而周期因素则令我们需要保持谨慎。2021 年的股市全年仍可取得正回报，但预计是温和回报。我们应将配置重心下沉至配置。

蔡瑞，CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣，PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 4 月 9 日

相关报告：

[《美联储谨慎而乐观的非对称调整》](#)（2021-03-18）

[《SPDBI 全球央行观察：美债收益率或仍将上行，但斜率料将平缓》](#)（2021-03-12）

[《策略简评：港股首增印花税的影响及后市展望》](#)（2021-02-25）

[《策略简评：南下资金爆发的背后》](#)（2021-01-19）

[《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#)（2020-12-08）

[《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）》](#)（2020-09-17）

目录

周期的现状：周期处于相对高位+流动性下行风险	3
中国经济短周期：已经处于相对高位	3
流动性：紧货币 + 紧信用	5
历史经验：短周期或将于 2021 年二三季度见顶	6
周期的错位：经济的上行风险	8
国内：消费与制造业的罕见分化，尚未出现周期反弹下应有盈利大反弹	8
海外：经济或超预期，外溢效应有助推迟中国经济见顶及平缓下行斜率	10
当前阶段的主要矛盾：分子（盈利）与分母（流动性）的角力	13
近期分母（流动性）的扩张快于分子（盈利）	13
分子（盈利）扩张可能重新快于分母（流动性）	15
兼顾周期与结构因素：当前应保持谨慎	16
操作策略	17
维持偏保守的适度仓位	17
操作上适宜更偏右侧，而非左侧	17
结构 > 仓位	17

不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告（二）

2021 年一季度，全球资本市场起初经历一波迅猛的上涨，随后随着美债收益率的迅速反弹，全球资本市场继而经历了大幅下挫，市场此时对于后市展望存在明显分歧。值此关键时刻，我们有必要对于市场再次进行梳理，以正本清源。这一轮周期与以往不同，结构性的因素导致当前的周期阶段下，经济的上行与下行风险并存。我们在分析时需要兼顾周期与结构因素，方法论上归纳法与演绎法并重。

操作上整体维持偏保守的适度仓位，可以利用二季度或出现的反弹进行仓位调整；由于基本面存在上行风险，操作上更适宜右侧交易以规避较高的机会成本。

当 Beta 面临不确定性，更凸显了 Alpha 的重要性，此时更需关注配置，标的选择在考虑盈利扩张的同时，还需兼顾估值，“成长股”中的“价值股”及“价值股”中的“成长股”很可能表现良好。具体细分赛道而言，白卡纸、铜、寿险值得重点关注。

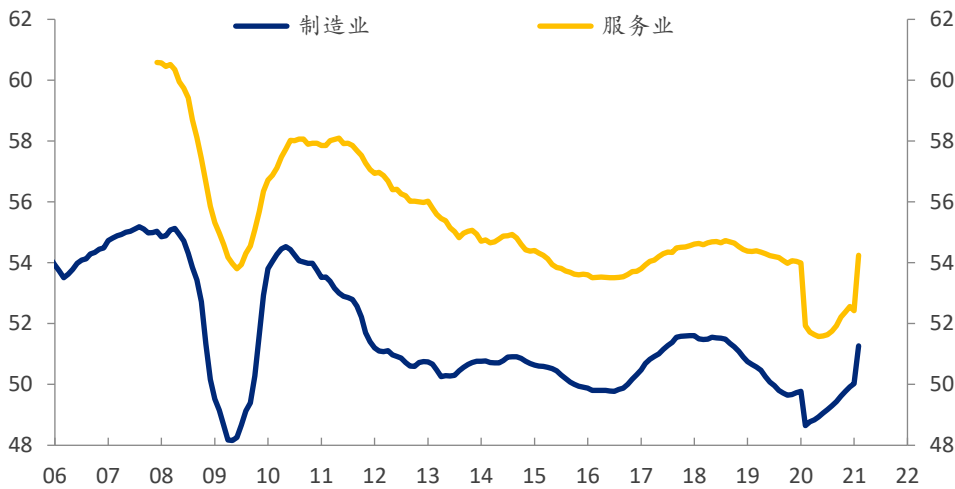
周期的现状：周期处于相对高位+流动性下行风险

● 中国经济短周期：已经处于相对高位

2021 年，最大的宏观主题就是中国经济与全球经济的共振复苏，而目前来看，中国经济基本面已经处于高位。不论是制造业还是服务业 PMI（12 个月均值），目前都逼近 2018 年周期高位的水平。

虽然目前来看，尚未出现明显的走弱趋势，但考虑到目前的绝对点位，中国经济动能走弱的概率在增大，周期见顶的概率也相应在增加。

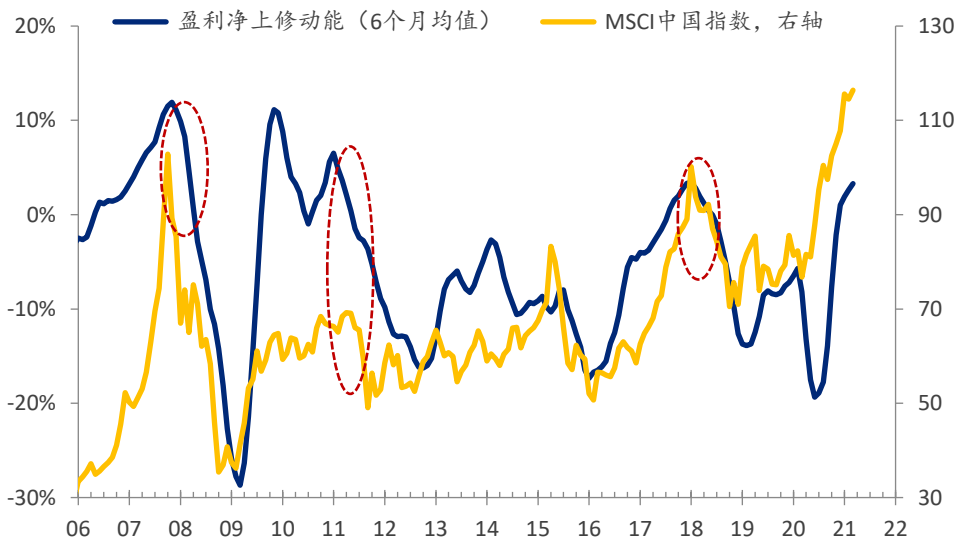
图表 1: 中国 PMI (12 个月均值)



资料来源: Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

从企业盈利预期的角度来看,我们不难发现,卖方盈利预期净上修动能已经逼近 2018 年的高点,近期有示弱的迹象。而当盈利修正净上修动能触顶/底之际,通常对应着周期的顶部/底部。历史来看,当盈利预期净上修动能触顶回落的时候,MSCI 中国指数大部分时候表现不佳,除 2010 年时震荡以外,多数时候 MSCI 中国指数都趋于下行。因此从卖方盈利净上修动能的角度来看,我们也需要对当前的周期位置保持相对谨慎。

图表 2: 中国股市卖方盈利净上修动能 (6 个月均值)



注: 包含 A 股及港股 (包含回港二次上市的 ADR)

资料来源: Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

● 流动性：紧货币 + 紧信用

除了周期见顶的概率在增大，与此同时流动性的状况也不容乐观，**流动性的拐点：紧货币+紧信用，也是对于股票市场最不友好的搭配已经出现**。而历史上紧货币+紧信用组合出现后（2010年初、2013年二季度、2017年四季度），股票市场通常都表现不佳。

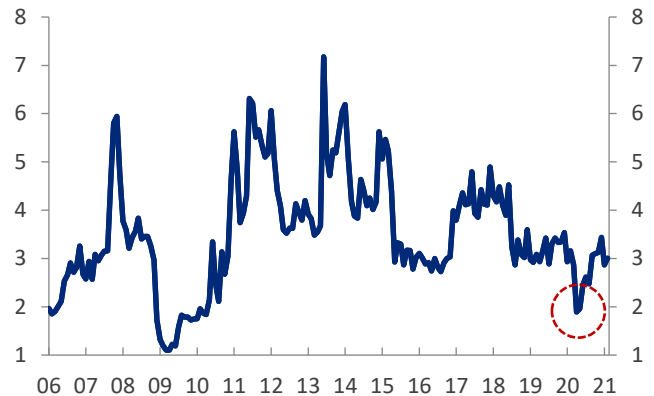
2020年5-6月，货币拐点出现，具体表现为5月银行间同业拆借利率见底，6月M2同比增速见顶回落。

图表 3：中国 M2 同比增速



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

图表 4：银行间 1 月期同业拆借利率%(每周平均)



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

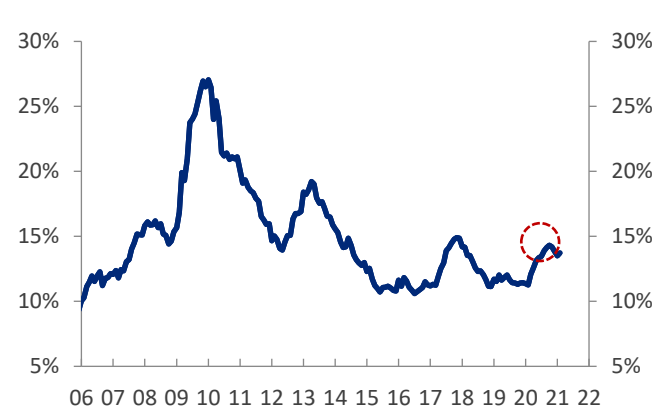
伴随着紧货币的拐点浮现，信用依然宽松，社融依然大幅增长。在 2020 年四季度末，随着信贷脉冲见顶，社融同比增速见顶，信用拐点开始出现。值此，紧货币+紧信用的搭配已经完成。

图表 5：中国信贷脉冲



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

图表 6：社融同比增速



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

从政策面来看，也同样预示着相对紧缩的来临：

- 央行的 2021 年一季度货币政策委员会例会公告较 2020 年四季度货币政策执行报告的口径进一步收紧，虽然保留了“灵活精准、合理适度”，但剔除了“坚持稳字当头，不急转弯”的字样，边际上明显收紧。
- 央行提出“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，据中国人民银行货币政策委员会委员马骏的估算，2021 年名义 GDP 增速为 10.2% 左右，剔除 2020 年基数效应约为 7.5% 左右，如果取中间水平约为 9% 左右。考虑到目前 2 月 M2 同比增速为 10.1%，社融同比增速为 13.7%，M2 以及社融尤其是社融之后有明显的下行空间。佐证了流动性拐点的到来。

● 历史经验：短周期或将于 2021 年二三季度见顶

目前，我们所处于短周期的位置不容乐观，逼近短周期顶部的概率明显提升。中国经济短周期具体何时见顶，我们可以参考历史经验来推测经济短周期的顶部位置，结合社融增速以及我们独家的经济基本面领先指标有助于见顶、见底时点的具体判断。两者都共同预示，中国经济短周期或于 2021 年二三季度见顶。

参考社融指标，2020 年由于疫情因素，“宽信用”支撑实体经济明显，随着疫情因素逐步消退，2020 年四季度末社融增速见顶，平均而言，社融增速领先名义 GDP 增速约 2 个季度。2020 年年末社融增速见顶，依据历史经验估算，名义 GDP 增速大约在 2021 年二三季度见顶。

图表 7：社融增速领先名义 GDP 增速



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

历史来看，我们基于数十个领先指标制作的独家中国经济领先指标对于名义 GDP 有较好的领先作用。目前，该领先指标指向中国经济此轮短周期或将于 2021 年三季度见顶。

图表 8：中国经济短周期或于 2021 年三季度见顶



资料来源：浦银国际

周期的错位：经济的上行风险

在使用周期框架对此轮短周期进行分析时，我们也留意到，在新冠疫情这一结构性因素的冲击下，此轮短周期与以往几轮周期存在明显的不同，导致某种程度上的“周期错位”。因此，我们在分析时，需要兼顾周期与结构性因素，不能单一依赖于基于归纳法的周期框架。

● 国内：消费与制造业的罕见分化，尚未出现周期反弹下应有盈利大反弹

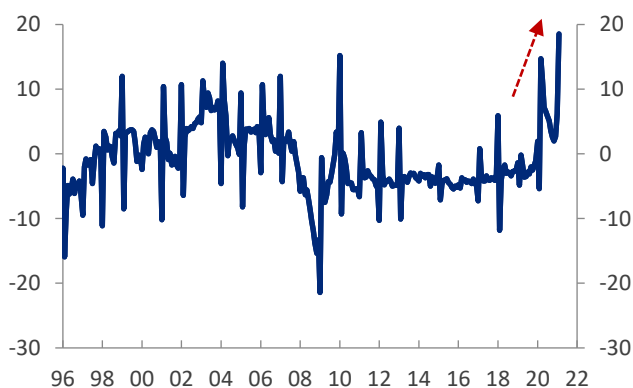
此轮短周期与以往有所不同，那就是中国的消费与制造业出现了罕见分化。

在新冠疫情的冲击下，全球供应体系受到了极大冲击，中国则填补了海外供应体系的缺口，整个制造业体系都受益于这一结构因素导致的产能转移。

而另一方面由于疫情因素仍未完全退去，这对于众多依赖于线下销售完成的行业仍然有负面影响。工业增加值增速与社零增速差则创下了历史新高，甚至超过了 2008 年金融危机后，“四万亿”财政强刺激带来的工业急速反弹。消费对于 GDP 的贡献率，1978 年以来一直处于 40% 以上，而 2020 年则因疫情史无前例地跌至负贡献。

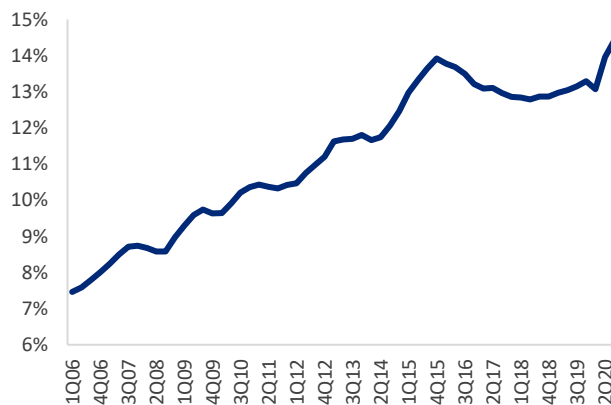
消费与制造业的增速差，可以理解为因海外因疫情而导致的产能转移（中国出口的全球占比创下历史新高），推升的制造业景气度可能令我们高估经济的周期位置，消费尤其是服务相关的消费的增长动能可能远未完全释放。

图表 9：工业增加值增速与社零增速差



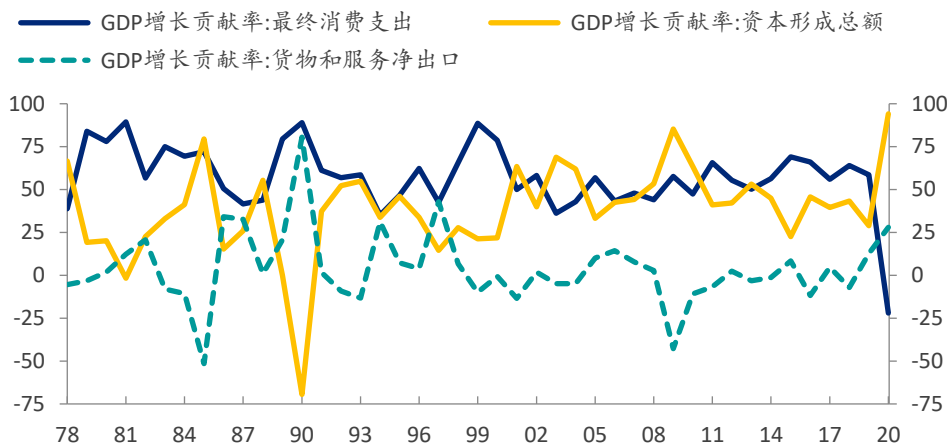
资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

图表 10：中国出口的全球占比



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

图表 11: 中国 GDP 增长贡献率 (%)



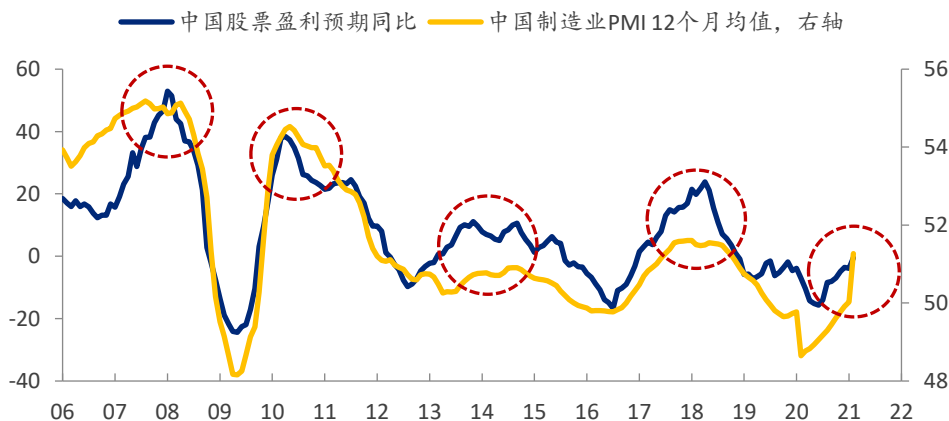
资料来源: Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

企业盈利与宏观经济的状况高度关联, 因此, 通常顺周期变化, 即周期上行阶段, 企业盈利大幅增长, 且企业盈利的反弹幅度、斜率都较基本面的上行幅度、斜率更大。

但此轮周期却与以往有所不同, 伴随着周期的大幅上行, 企业盈利仅仅温和反弹, 目前仍然处于相对低位。背后反映的很可能正是由于疫情这一结构性因素的影响, 令众多企业尤其是受疫情冲击的企业, 盈利远远未完全修复。

2020 年四季度末中国每百人疫苗接种量为 0.31, 2021 年 3 月末为 8.32, 随着产能进一步释放, 接种速率预计会加速, 即使按照 2021 年一季度的接种速度, 保守估计到 2022 年, 疫苗将覆盖中国过半人口。随着疫苗接种率的提升, 居民、企业出行量的进一步修复, 这将带来企业盈利的进一步修复, 这一结构性因素可能导致企业盈利见顶的时点较以往周期见顶的时点更晚。

图表 12: 中国企业预期盈利与周期脱节



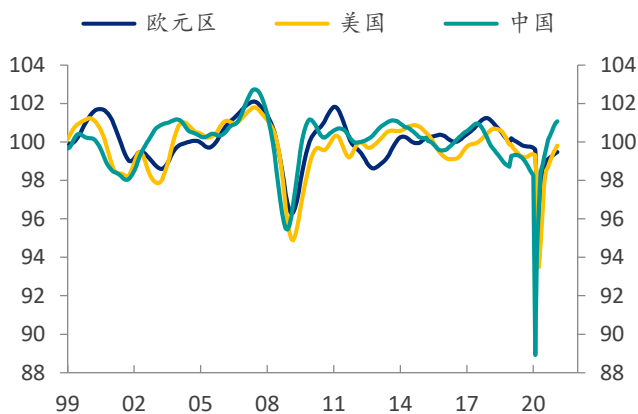
资料来源: Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

● 海外：经济或超预期，外溢效应有助推迟中国经济见顶及平缓下行斜率

从全球的视角来看，中国此轮短周期也与以往有所不同。以往来看，由于全球从贸易、金融等一体化，全球各国的经济短周期都高度同步，当中国的短周期反弹至相对高位时，美欧日同样也会处于相对高位。但这一次，由于中国的疫情控制相对更好（结构性因素），中国经济周期与美欧出现了周期错位。虽然中国经济已经恢复至相对高位，而欧美经济尚处于明显的修复通道，中国经济见顶的情况，历史上则较为少见。

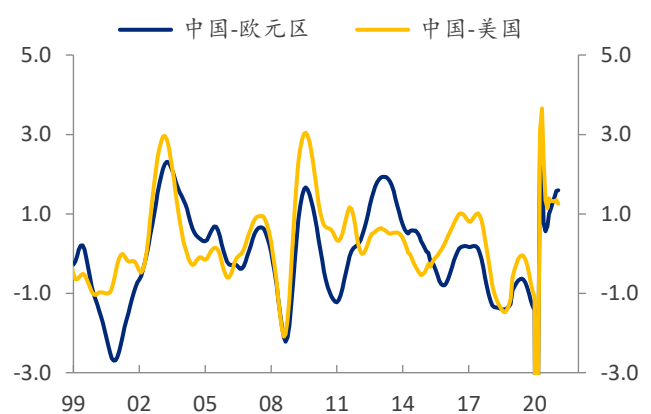
就 OECD 综合领先指标而言，2020 年 5 月，中国与欧美的差额创下了历史新高。目前虽然自高位回落，但仍然处于历史性高位。未来随着欧美经济的需求进一步修复，预计将在全球产生外溢效应，有助于提振中国经济。

图表 13：OECD 综合领先指标



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

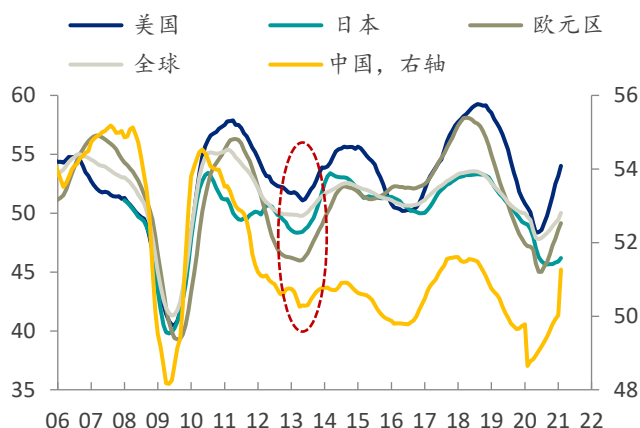
图表 14：OECD 综合领先指标中外差额处于高位



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

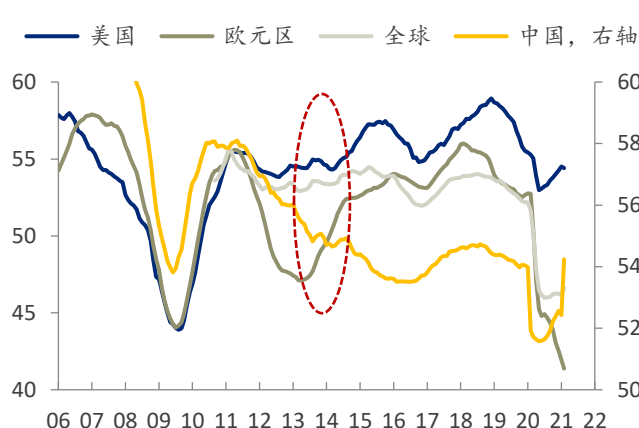
当中国已经回升至相对高位之际，全球 PMI 不论制造业还是非制造业 PMI，仍都处于相对低位。全球的制造业仍然处于底部微升的阶段，尤其是欧日，仍然处于明显的底部。全球的非制造业（以服务业为代表）PMI 仍在低位回升，全球非制造业 PMI 呈现 L 型，显示疫情的负面影响仍然非常明显，在中美非制造业 PMI 已经回升后，欧元区的非制造业 PMI 不仅仍处于 50 的荣枯线以下，甚至仍然呈现下行趋势。

图表 15: 全球制造业 PMI (12 月均值)



资料来源: Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

图表 16: 全球非制造业 PMI (12 月均值)



资料来源: Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

历史来看, 不论是制造业还是非制造业 PMI, 当全球、欧美处于底部微升上行通道之际, 中国都未出现周期见顶的情况, 背后的原因即海外需求会存在外溢效应, 对中国的需求构成支撑。

2013-2014 年, 中国由于: 1) 基础货币投放方式切换, 央行创设 SLF、MLF、SLO、PSL 等货币政策新工具; 2) 2013 年银监会出台了清理影子银行的 8 号文, 打击监管套利, 等一系列因素导致了市场流动性的过度收紧, 进而造成令市场瞩目的“钱荒”。在此流动性收紧的冲击下, 得益于海外需求外溢(欧美制造业+非制造业 PMI 低位回升), 中国的制造业 PMI、非制造业 PMI 都呈现了韧性, 在低位震荡(如图 15、16)。

2008 年金融危机时, 居民、企业资产负债表受到损害, 开展了痛苦而漫长的去杠杆进程。相比而言, 但此次得益于货币、财政的双重强力呵护, 海外主要经济体的居民、企业资产负债表都相对良好, 且居民资产负债表上留有天量的现金(见图表 17, 美国居民的现金占可支配收入占比飙升至二战后有数据以来的新高)。

目前, 全球的疫苗已经进入大规模接种阶段, 伴随着疫苗接种的接种, 目前 G8 国家的新冠确诊新增量已经回落至 2020 年 9-10 月的水平。按照一季度的速率, 到 2021 年末, 全球每百人新冠疫苗接种量有望达到 30。

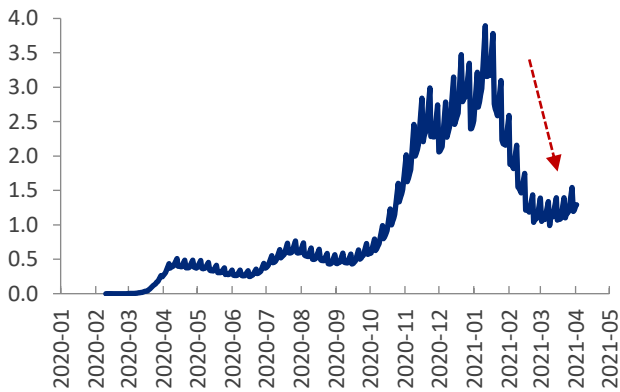
随着疫苗的大规模普及、居民出行进一步恢复, 再考虑到海外依然极其宽松的货币政策, 基于此, 我们有理由相信, 随着疫情消散, 海外的经济动能会非常强劲, 很有可能会超市场预期, 这将有助于推迟中国经济短周期顶部的到来, 或者在中国经济短周期见顶后平缓其下行的斜率。

图表 17: 美国居民现金的可支配收入占比 (%) 飙升至历史新高



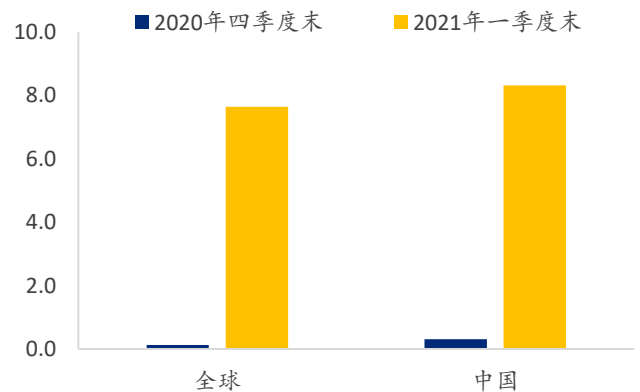
资料来源: Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

图表 18: G8 国家合计新增确诊 (百万) (7 日均值)



资料来源: Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

图表 19: 每百人新冠疫苗接种量



资料来源: Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

当前阶段的主要矛盾：分子（盈利）与分母（流动性）的角力

● 近期分母（流动性）的扩张快于分子（盈利）

2月中旬至今，中国股市出现了非常明显的回撤。针对下跌的具体原因，市场存在分歧。我们认为，2月中旬至今的下跌，除了年初市场情绪过于高涨，资金扎堆流入后引发了市场的自发修正外，股市的估值整体明显偏贵，仍然是此次下跌的重要背景因素。

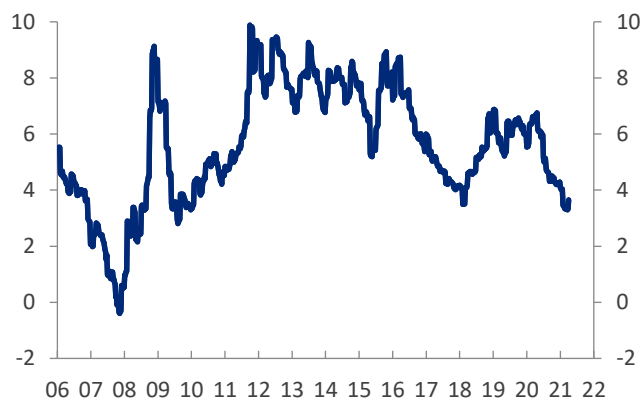
目前 MSCI 中国指数远期市盈率虽然自高点回落，但仍然高于长期历史均值一个标准差以上，且明显高于 2018 年市场顶点时的估值，而 MSCI 中国指数的 ERP 则相应偏低，持平于 2018 年时的水平。虽然由于近年来有大量未有盈利的新经济标的上市，结构性地抬升了市场整体估值数值，但自下而上来看单一标的估值，仍属于偏高水平。

图表 20：MSCI 中国远期市盈率



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

图表 21：MSCI 中国指数 ERP



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

市场情绪、仓位、资金流、估值等一系列因素固然重要，但关键还是需要放在 DDM 框架下去理解当前市场的主要矛盾。

当前市场阶段的主要矛盾就在于 DDM 模型分子 vs 分母的角力：

- 企业盈利向好，分子对应企业盈利端，随着经济走强，企业盈利向上；
- 流动性紧缩，分母对应流动性，如先前的分析，国内目前已经属于紧货币+紧信用的阶段，流动性的拐点已然浮现，而海外实际利率与通胀预期共同推升美债收益率。

而 2-3 月市场大幅下行期间的情况恰好是：

- **基本面**来说，中国正好属于春节及春节后首月，各类经济活动未能完全开展，属于经济活动的相对淡月；一季度全球刚开始启动疫苗的注射，其具体的效果市场仍在观察中；
- **流动性**来说，美债收益率则由于对于美国银行业 SLR 豁免期到期（3 月 31 日）、美债发行节奏、因基数效应而加剧的通胀预期等一系列因素令美债收益率急剧上行。

因此，此轮下跌的根本原因即流动性的紧缩力度明显超过经济基本面回暖所带动的盈利走强的力度，即分母的扩张快于分子的扩张。在叠加重仓位、高估值等一系列因素，令回调幅度远超市场预期。

● 分子（盈利）扩张可能重新快于分母（流动性）

未来几个月，分子的扩张可能重新快于分母，市场或将出现反弹：

● 分母流动性端

我们在《[美联储谨慎而乐观的非对称调整](#)》的报告中分析了，随着美国经济不断复苏，美债收益率的中枢仍将上移，但已经过了急升的阶段，美联储很有可能通过调控购债节奏、开展“扭曲操作”来抑制长端利率的过快上行。美联储大概率不会让 10 年期美债收益率持续高于 2%，如果长端收益率上行压力过大，美联储很有可能会进行收益率曲线管控。

● 分子盈利端

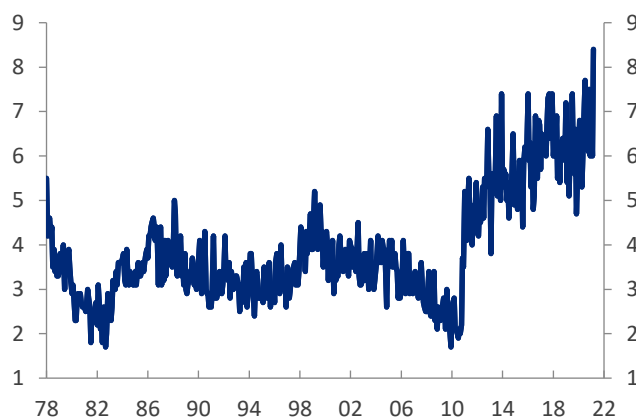
夏季来临，经济活动将重拾动能，而一季度全球的疫苗接种带来新增确诊人数的下降也将令政府减少隔离限制，有助于居民、企业重拾信心，增加出行。尤其是美国未来几个月的消费数据或将非常强劲，其 3 月的消费者信心指数出现了罕见的跳涨，而美国消费者未来 6 个月买房意愿的占比创下了至少 1978 年以来的最高水平。一旦美国消费强劲反弹，这不仅将对全球的需求提供强劲支撑，也将提振资本市场的情绪。

图表 22：美国经济咨商协会消费者信心指数



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

图表 23：美国消费者未来 6 个月购房意愿的占比 (%)



资料来源：Bloomberg, FactSet, Wind, 浦银国际

● 兼顾周期与结构因素：当前应保持谨慎

从历史经验来看，中国经济短周期或将于 2020 年三季度见顶；但这一轮周期与以往有所不同，我们在基于历史经验“归纳法”的基础上，一定还要兼顾“演绎法”。

2-3 月市场大幅回撤的根本原因在于分母的扩张快于分子，令股市承压。但考虑到因疫情所导致的“周期错位”，国内消费的反弹、海外需求的滞后释放，或将延缓中国经济短周期的见顶时间，这些因素都增加了基本面的上行风险，随着分子端的扩张开始快于分母，市场也有望企稳回弹，**这都是驱动我们不悲观的原因。**

如今我们所处的周期位置与 2020 年 9 月我们发布《[见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）](#)》报告时完全不同，当时我们明显乐观，判断市场属于回调，应该积极加仓。但如今，市场的周期阶段已经属于偏高位置，再考虑到当前较高的市场估值，**我们认为，当前应保持谨慎。**

再整合周期与结构两方面的视角，我们不难发现，当前经济同时面临着明显的上行与下行风险，这驱使我们需要在过度悲观与过度乐观之间达到一种平衡。

图表 24：周期与结构因素的共同影响导致当前上行和下行风险并存

归类	原因	方法论	影响
周期因素	历史经验来看，当前对股市最不友好的紧货币+紧信用组合已经出现，中国经济基本面已经处于周期高位	归纳法	下行风险
结构因素	消费与制造业的罕见分化，尚未出现周期反弹下应有的盈利大反弹；海外经济或超预期，外溢效应有助推迟中国经济周期见顶时间并平缓随后的下行斜率	演绎法	上行风险

资料来源：浦银国际

我们目前的看法，与此前发布的年度策略展望报告《[2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉](#)》中的观点一致，2021 年不是熊市，但在经历了 2019、2020 连续两年股票大年后，对于 2021 年的股市收益预期一定要调低，2021 年全年中国股市预计可取得低个位数的温和正回报。因此，整体姿态不宜太悲观，但也不宜太乐观，更应该将关注重心下沉至配置上。

操作策略

● 维持偏保守的适度仓位

年内走势很可能是先上后下，在基本面动能进一步释放的带动下，市场可能出现二次筑顶，随后下行。虽然基本面同时兼具上行与下行风险，但不论是从 PE 还是 ERP 的角度来看（图表 20、21），市场的高估值都较为明显，这是我们难以回避的。在此情况下，我们操作上倾向维持偏保守的适度仓位，可利用二季度或出现的反弹，进行仓位调整。

与此同时，我们认为更应将投资重点放在投资组合的结构上。在操作上，为防止经济的上行风险出现，更适合做右侧，而不适宜做左侧太早大幅减仓。

● 操作上适宜更偏右侧，而非左侧

疫情后需求是否会超预期释放？海外需求究竟有多强烈？是否会大幅度超预期？这些问题需要等待具体的宏观数据出炉，才能予以证伪/证实。

在基本面存在潜在上行风险的时候，在操作上不适宜做左侧交易（因为潜在的机会成本可能很高），做右侧交易更为合适。因此建议操作上可以更偏右侧，由于市场并未为经济的上行风险给予太高定价，因此，从风险收益比的角度来看，承担弱于预期的下行风险要比错失因上行风险而带来的市场上涨更为合算。

● 结构 > 仓位

在 Beta 面临不确定性的时候，Alpha 的重要性就显得尤为重要。2020 年，流动性驱动下，估值扩张是亮点，而 2021 年，则是盈利扩张。在整体流动性环境趋紧的环境下，我们对于投资标的的选择，不仅需要考虑到盈利扩张，还需要兼顾估值。

在此大环境下，“成长股”中的“价值股”，以及“价值股”中的“成长股”很可能将表现良好。就具体的细分赛道而言，我们在《[2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉](#)》建议的超配赛道上，建议更关注基本面明显受益于需求回暖、不受利率中枢上行影响、且估值相对合理的白卡纸、铜、寿险等超配赛道。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼