



板块轮动策略启示录： 轮动是否会延续？

- **板块现状：**2021 年年初至今，中国股市与美股都呈现板块高分化，消费、IT 等热门抱团板块表现不佳，而能源、原材料等板块则表现抢眼。
- **板块轮动的相对视角：**纵向来看，中美股市板块的相对表现历来呈现 均值回归 特点。横向来看，中美股市的板块 相对表现都高度相似，背后反映的是 2020 年全球股市是以估值扩张为主，因此有长期趋势支撑的 IT、消费板块更容易表现抢眼，而 2021 年则是以盈利扩张为主，受益于经济回暖的能源、原材料、工业等强周期板块自然表现抢眼。
- **板块轮动是否会延续：**当前，“成长股”和“价值股”的分化已大幅修复至历史中位数水平，2021 年“价值股”大幅跑赢“成长股”的黄金时段应已告一段落，之后若经济短周期见顶回落，“价值股”可能仅小幅跑赢“成长股”。结合板块的估值与技术面来看，“新经济”仍偏贵，而“旧经济”则过热，随着“成长”板块跑输、估值回落，其性价比将逐步抬升，待估值重新具有吸引力时，很可能将再度吸引资金配置，重拾增长动能。
- **启示：**（1）板块相对表现存在均值回归，这并不意味可简单实施“买输家卖赢家”策略，策略可持续性低。（2）构建组合时应相对均衡，不宜过度集中于某种板块与风格。我们很可能会遇到价值股继续小幅跑赢成长股，但随着成长股性价比提升，成长股会再度跑赢价值股。值此关键时点，我们应注重“成长”与“价值”的平衡搭配。（3）有必要在全球环境下理解中国股市的板块轮动，盈利扩张才是 2021 年股市的最大驱动力，叠加中国货币政策中性化以及海外货币宽松度下降的大背景，相比 2020 年，2021 年的板块配置更需要在兼顾合理估值的同时，选取盈利扩张幅度、确定性高的标的。（4）板块高分化凸显了配置下沉的必要性，“成长”中的“价值”及“价值”中的“成长”很可能将表现良好。对于周期属性较强的标的，我们不建议增持，应随着市场上涨而择机逐步减持。

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 5 月 18 日

相关报告：

[《各国央行 QE 缩减面面观——SPDBI 全球央行观察\(2021 年 5 月刊\)》\(2021-05-17\)](#)

[《不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告\(二\)》\(2021-04-09\)](#)

[《黄金投资手册：抄底？》\(2020-08-13\)](#)

[《美联储谨慎而乐观的非对称调整》\(2021-03-18\)](#)

[《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》\(2020-12-08\)](#)

[《光学行业：点亮世界，看见未来》\(2021-02-23\)](#)

目录

板块表现：“旧经济”的周期板块强势回归，板块表现高分化	3
板块轮动的相对视角	5
纵向（历史）视角：均值回归	5
横向（跨国）视角：中美板块相对表现高度近似	8
此轮轮动是否会延续	9
“成长”与“价值”的分化已大幅收敛，未来短期内，“价值”可能仅小幅跑赢“成长”	9
周期若见顶下行，“价值”更容易跑赢	11
“新经济”估值仍高，“旧经济”显得过热	12
启示	14
均值回归并不意味可以简单实施“买输家卖赢家”	14
有必要进行适度分散	16
需放到全球环境下去理解板块轮动	18
坚持配置下沉	19

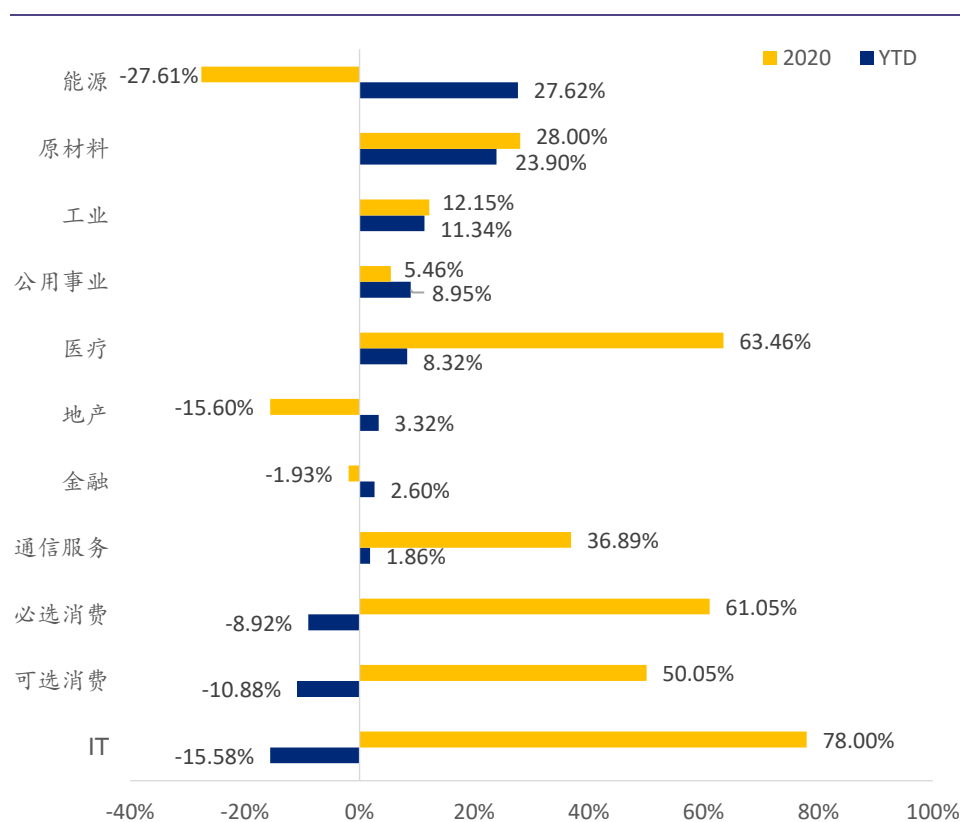
中国股市板块轮动启示录

板块表现：“旧经济”的周期板块强势回归，板块表现高分化

2021 年年初至今，中国股市板块依然呈现较为明显的分化。年初至今，不少热门抱团板块表现不佳，而伴随着全球大宗商品价格的强势反弹，中美股市能源、原材料等板块则表现抢眼。

截至 2021 年 5 月 11 日，MSCI 中国指数中年初至今表现最佳的板块为能源板块，回报达 27.62%，美股 S&P500 回报最佳的板块同样也为能源，上涨 43.29%；中美股市年初至今回报最差的板块都为 IT 板块，其中，MSCI 中国 IT 板块跌幅为 15.58%，美股 S&P500 的 IT 板块上涨 4.21%。

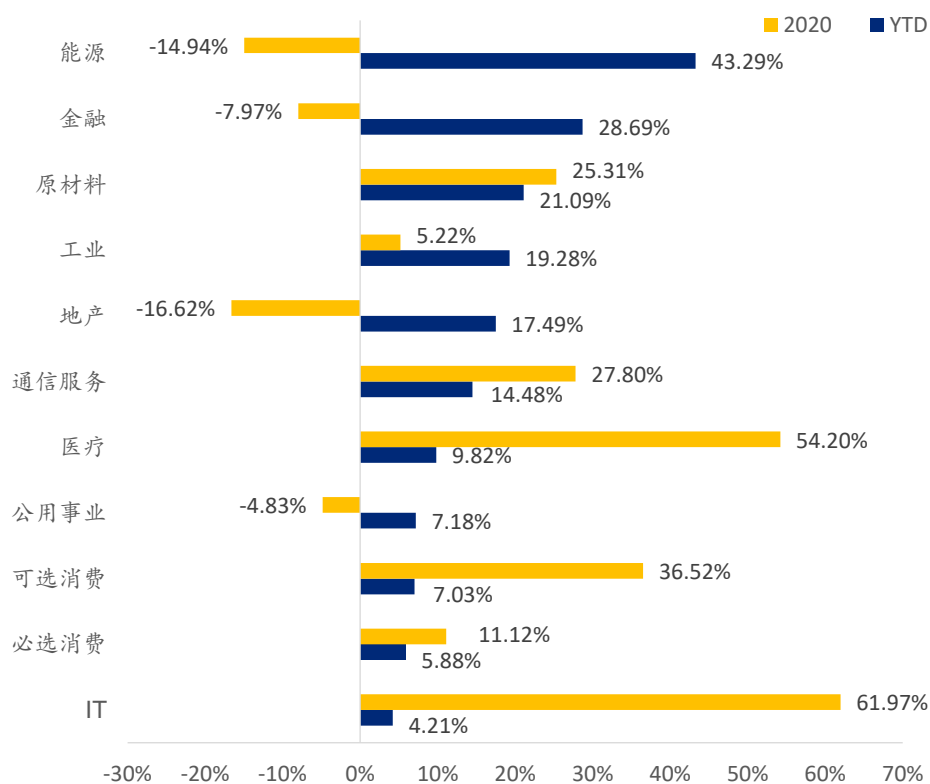
图表 1：MSCI 中国板块表现



注：计算截止 2021 年 5 月 11 日

资料来源：Factset，浦银国际

图表 2: 美国 S&P 500 板块表现



注: 计算截止 2021 年 5 月 11 日

资料来源: Factset, 浦银国际

板块轮动的相对视角

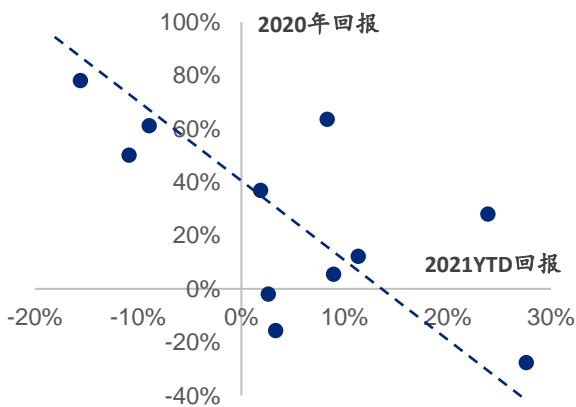
纵向来看，中美股市板块的相对表现呈现出均值回归的特点，因此就不难理解为何“新经济”板块在经历了2020的大年后，2021年相对承压。横向来看，中美股市的板块相对表现都高度相似，背后反映的是2020年全球股市是以估值扩张为主，因此有长期趋势支撑的IT、消费板块更容易表现抢眼。而2021年则是以盈利扩张为主，受益于经济回暖的能源、原材料、工业等强周期板块自然表现抢眼。理解板块的分化有很多个维度，为增进我们对于板块轮动及分化的理解，我们不仅需要纵向（历史）比较，与此同时，还需要在全球的视角下进行横向（跨国）比较。

● 纵向（历史）视角：均值回归

比较中美股市，2021年YTD vs 2020年的板块表现，我们不难发现，板块相对表现均值回归的特点明显（如图3、图4所示），即使在长期来看（如图5所示），中国股市板块的均值回顾也非常明显，因为板块在t-1年的回报与在t年的回报呈较为明显的负相关关系：

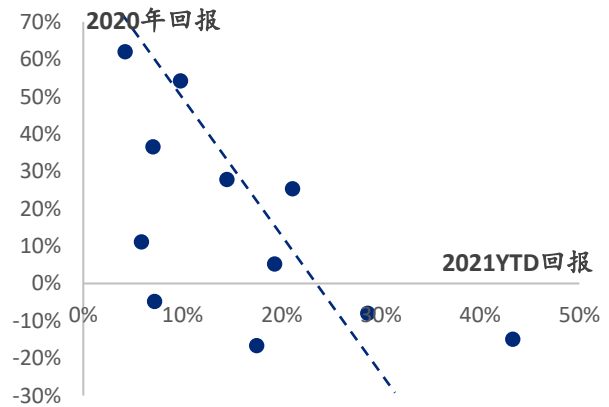
- “**赢者诅咒**”。2020年表现良好的板块（IT、可选消费）在2021年YTD中表现不佳，尤其是IT板块，2020年中美股市表现都位居第一，而2021年YTD的表现中都表现最差。唯一的例外是医疗板块，在经历了2020年强劲表现后（中美股市中，医疗板块的表现排名仅次于IT），在2021年YTD表现仍良好，最主要是由于2021年医疗板块整体受益于疫苗在全球的大规模普及，加上2021年印度等地疫情再度出现明显反弹。
- “**后来居上**”。2020年负收益率，且排名垫底的板块——能源行业，在中美股市2021年YTD都排名榜首。

图表 3：MSCI 中国指数板块绝对回报



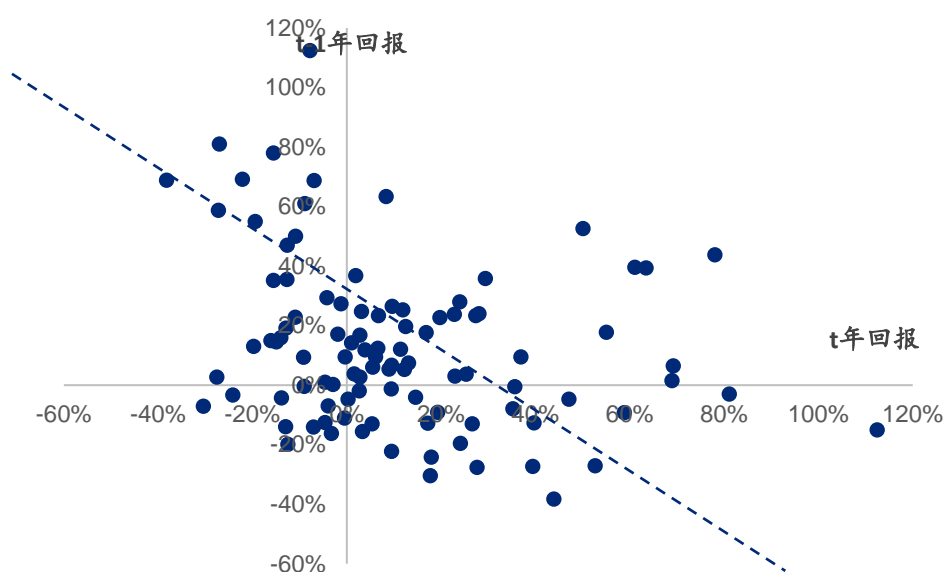
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 4：美国 S&P500 指数板块绝对回报



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 5: MSCI 中国板块呈现均值回归的特征



注: MSCI 中国版块 2012 至 2021 年的年度回报, 2021 年回报为截止 2021 年 5 月 11 日的 YTD 回报
资料来源: Bloomberg、浦银国际

而拉长时间轴来看, 板块相对表现出现均值回归的频率也较高:

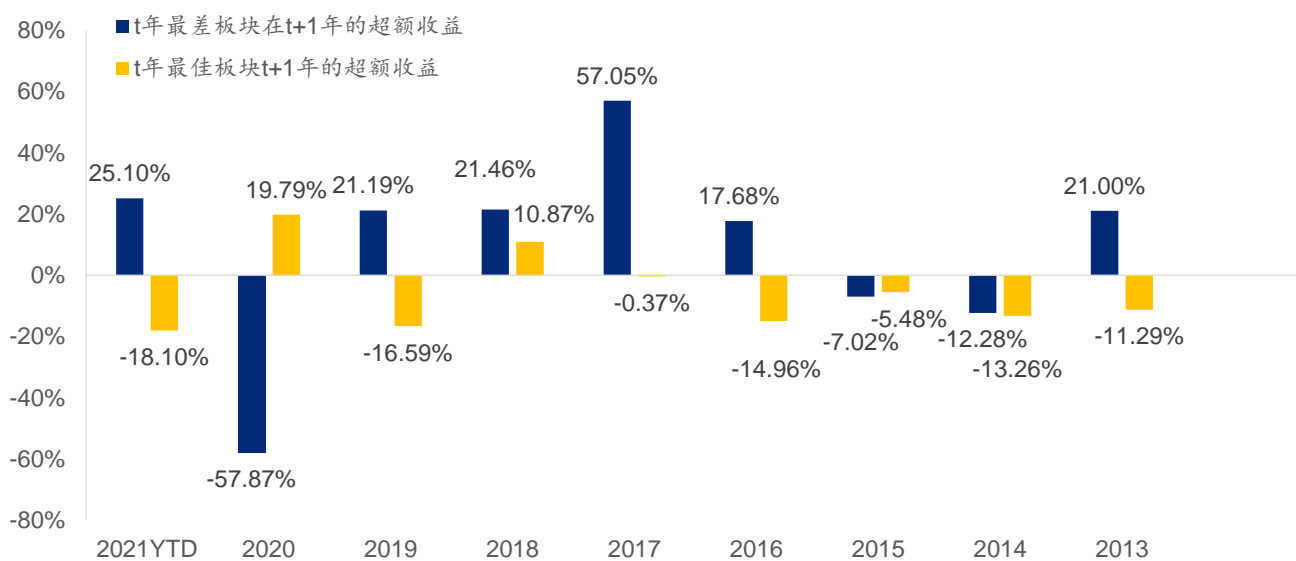
- **表现最佳(差)的板块在次年更容易跑输(赢)指数。**包括 2021 YTD 在内的 9 年内, 表现最差的板块有 6 次在次年取得了超额正收益(跑赢), 表现最佳的板块则有 7 次在次年取得了超额负收益(跑输)。
- **最差 vs. 最佳表现板块的次年表现具有不对称性。**相比于最差板块在次年跑赢(9 年中 6 次), 虽然最佳板块在次年更容易跑输(9 年中有 7 次), 但最差板块在次年的超额收益波动非常剧烈。2016 年, 地产板块表现最差, 在 2017 年, 该板块取得了 57.05% 的超额收益。而 2019 年表现最差的能源板块, 则在 2020 年市场大涨之际却依然下跌, 超额收益低至 -57.87%, 跑输幅度非常惊人。

图表 6: MSCI 中国指数各板块历史收益

板块	2021YTD	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
通信服务	1.86%	36.89%	9.50%	-22.19%	69.19%	6.54%	12.43%	19.73%	22.80%	23.82%
可选消费	-10.88%	50.05%	52.62%	-27.06%	81.10%	-2.96%	0.25%	-4.68%	0.97%	14.21%
必选消费	-8.92%	61.05%	39.66%	-12.68%	47.05%	-4.63%	-12.53%	-19.80%	13.07%	7.49%
能源	27.62%	-27.61%	2.74%	2.73%	16.82%	17.65%	-30.42%	-7.07%	-14.03%	16.00%
金融	2.60%	-1.93%	17.15%	-12.71%	35.57%	-0.49%	-10.99%	22.90%	3.06%	24.74%
医疗	8.32%	63.46%	39.37%	-27.24%	58.80%	-9.21%	9.39%	-1.25%	27.35%	23.40%
工业	11.34%	12.15%	5.30%	-12.96%	19.25%	-9.09%	-0.40%	9.49%	6.67%	23.34%
IT	-15.58%	78.00%	43.85%	-38.27%	68.92%	1.53%	3.86%	11.86%	25.31%	3.70%
原材料	23.90%	28.00%	24.09%	-19.48%	54.99%	17.85%	-24.19%	-3.27%	-16.14%	15.03%
地产	3.32%	-15.60%	35.22%	-7.86%	112.41%	-14.99%	14.54%	-3.99%	-6.98%	68.75%
公用事业	8.95%	5.46%	6.07%	9.57%	26.54%	-12.99%	-13.91%	-4.25%	29.37%	35.92%

注: 股价计算截至 2021 年 5 月 11 日 资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 7: MSCI 中国板块在 t 年回报最高(低)的板块在 t+1 年相比指数的超额收益



资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 横向（跨国）视角：中美板块相对表现高度近似

对比中美股市 2021 年年初至今的轮动表现，我们发现，中美股市的板块相对表现都整体呈现出“旧经济”领跑“新经济”的特征：

- “旧经济”领跑。2021 年年初至今，中美股市，能源、原材料、工业板块为代表的“旧经济”表现都位居前列，领跑众板块。
- “新经济”垫底。2021 年年初至今，中美股市，IT 以及大消费（可选消费+必选消费）都承揽了收益率最低的三个板块。

图表 8：2021 年 YTD 板块从高至低表现排名（排名越靠后，收益越低）

指数	能源	原材料	工业	公用事业	医疗	地产	金融	通信服务	必选消费	可选消费	IT
MSCI 中国指数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
美国 S&P500 指数	1	3	4	8	7	5	2	6	10	9	11

注：股价计算截至 2021 年 5 月 11 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

跨国来看，中美股市板块相对表现之所以高度近似，其背后的逻辑在于：

● 2020 年中美股市 IT+消费板块表现最佳

疫情冲击下，互联网标的整体受益于线上化、数字化趋势的加速，而在居民负债表整体未受影响的情况下，大消费板块（可选消费+必选消费）除依赖于线下接触的餐饮等消费外，基本面也相对未受太大影响。再加上互联网+消费是资金长期青睐的对象，自然成为了配置首选。

2020 年股市回报最大的来源正是流动性扩张带来的估值扩张，互联网以及消费板块相比于相对重资产的“旧经济”标的，更易实现高估值，因此，2020 年中美股市都不约而同地呈现了 IT+消费板块领跑的情况。

● 2021 年疫情后的经济修复是最大主题，强周期板块领跑

由于其强周期性，随着经济企稳修复，能源、原材料、工业等板块盈利弹性最高。而 2021 年股市收益的最大来源正是盈利扩张，而非估值扩张。这也令 2021 年 YTD 表现中，能源、原材料和工业板块都领跑中美股市。

另一维度来说，在估值进行现金流折现时，互联网、消费等板块有较大比例的现金流置于期限较长的未来，因而，受折现率变化的影响较大。随着全球通胀修复带来无风险利率的上行，为这些板块带来逆风影响。

相比而言，作为驱动能源、原材料板块盈利的大宗商品，本身就是通胀的来源，再加上这些强周期板块本身估值较低，且进行估值时，受无风险利率上行的影响相对小。因此当前环境下，整体更容易跑赢。

此轮轮动是否会延续

整体来看，目前“成长股”和“价值股”的分化已大幅修复至历史中位数水平，2021年“价值股”大幅跑赢“成长股”的黄金时段应已告一段落。之后若经济短周期见顶回落，“价值股”可能仅小幅跑赢“成长股”。

结合板块的估值与技术面来看，“新经济”仍偏贵，而“旧经济”则过热。随着“成长”板块跑输，估值回落，其性价比将逐步抬升，待估值重新具有吸引力时，很可能将再度吸引资金配置，重拾增长动能。

- “成长”与“价值”的分化已大幅收敛，未来短期内，“价值”可能仅小幅跑赢“成长”

中国的“新经济”板块大多集中于“成长”因子，而“旧经济”板块则更多集中于“价值”因子。2019年至2020年，是“成长”因子大幅跑赢“价值”因子的阶段，随后，自2020年四季度起，“成长”相比“价值”因子的超额收益逐步回落。

图表 9：MSCI 中国成长指数 vs MSCI 中国价值指数过去 12 个月的相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

目前，“成长”因子相比“价值”因子的超额收益水平已经回落至 2010 年以来的中位数水平，这意味着目前“成长”vs“价值”整体的表现已经比较均衡。

根据过去 10 年因子轮动的历史规律来看，该趋势在短期仍然可能延续，即“价值”因子仍然可能继续跑赢“成长”因子，主要由于：在利率上行的大背景下，高估值的“成长股”更容易因其估值高企而受到冲击，因此相对低估值的“价值股”更容易跑赢。

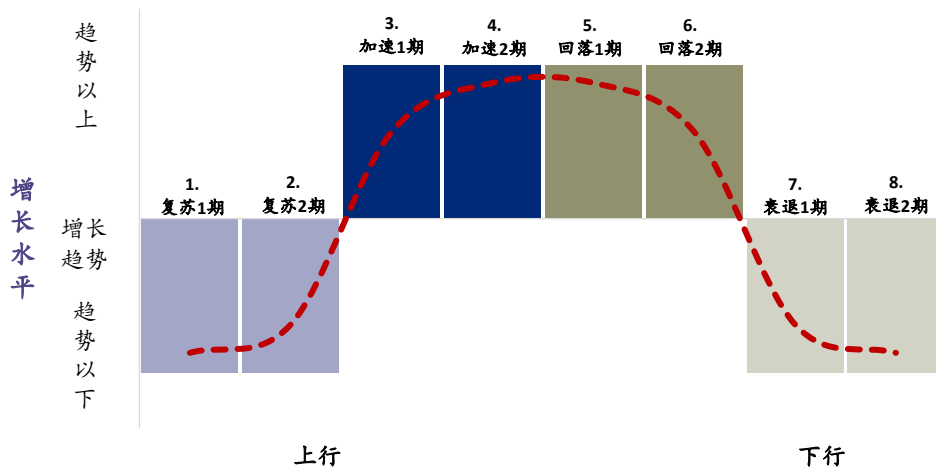
但 2021 年“价值”大幅跑赢“成长”最黄金的阶段应该已经暂时告一段落，未来很可能是“价值”仅小幅跑赢“成长”。随着“成长股”的估值回落至具有吸引力的区间，“成长”vs“价值”轮动将发生逆转，届时，“成长”有望再度跑赢“价值”。

● 周期若见顶下行，“价值”更容易跑赢

周期角度的分析也预示着，在短期内“价值”可能跑赢“成长”。

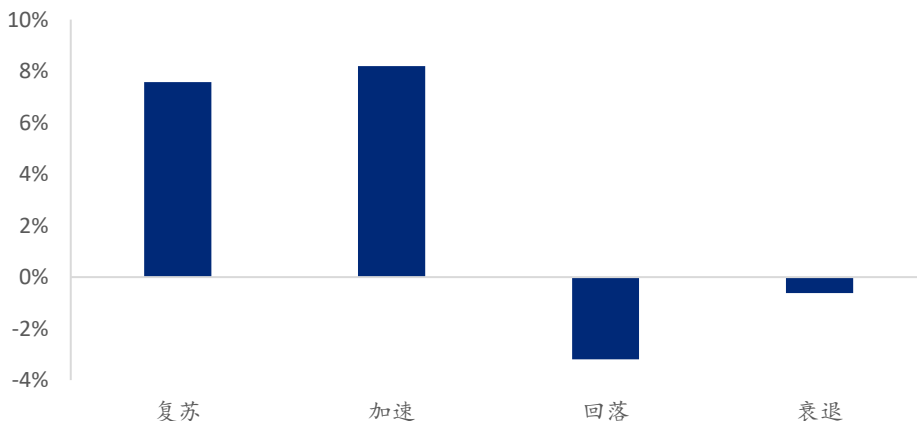
我们将经济周期细分为 4 个大阶段以及 8 个小阶段，并用对应的序号表示周期阶段。我们基于内部经济指标对中国经济周期进行识别，当前的中国经济周期已经逼近短周期的高位，属于加速期（关于中国经济短周期的位置，详见我们的报告《[不一样的周期？——股市周期分析框架报告（二）](#)》）。如果周期见顶下行，那么不难发现，“成长”股更容易跑输“价值”股。这也可以理解，因为在市场下行期，低估值的标的相对而言下行风险相对较小，更容易控制回撤，进而跑出 Alpha。

图表 10：经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段



注：不同序号对应不同的经济周期阶段 资料来源：浦银国际

图表 11：MSCI 中国成长 vs MSCI 中国价值指数在不同周期位置过去 12 个月的超额收益中位数



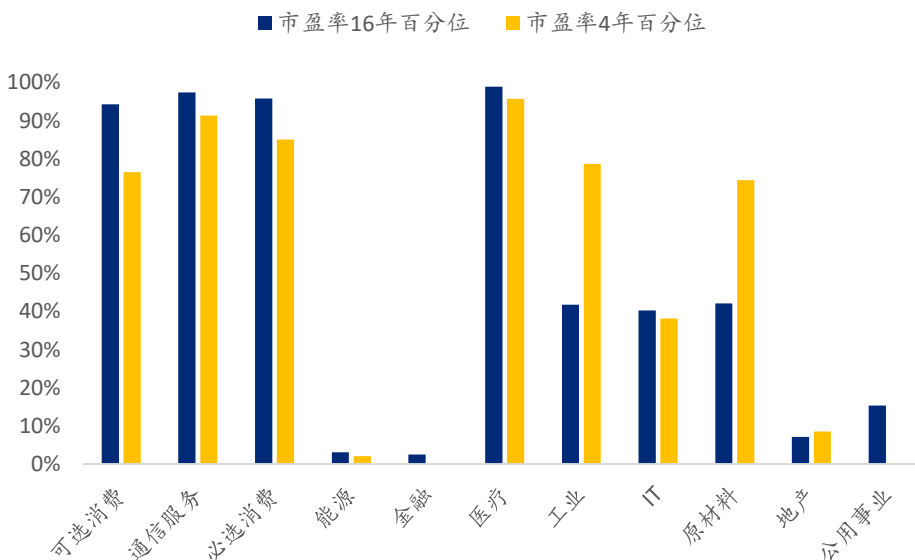
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● “新经济”估值仍高，“旧经济”显得过热

我们分别计算了各板块的估值（远期市盈率）长期百分位水平，发现整体来看目前新旧经济板块估值都不便宜：

- 消费、医疗、通信服务等新经济板块的整体估值处于历史高位水平，仅有 IT 板块目前的水平低于历史均值。
- 旧经济板块中工业、原材料的整体估值也在偏高水平，只有能源、公用事业在偏低位置。

图表 12：MSCI 中国各板块远期市盈率的历史百分位



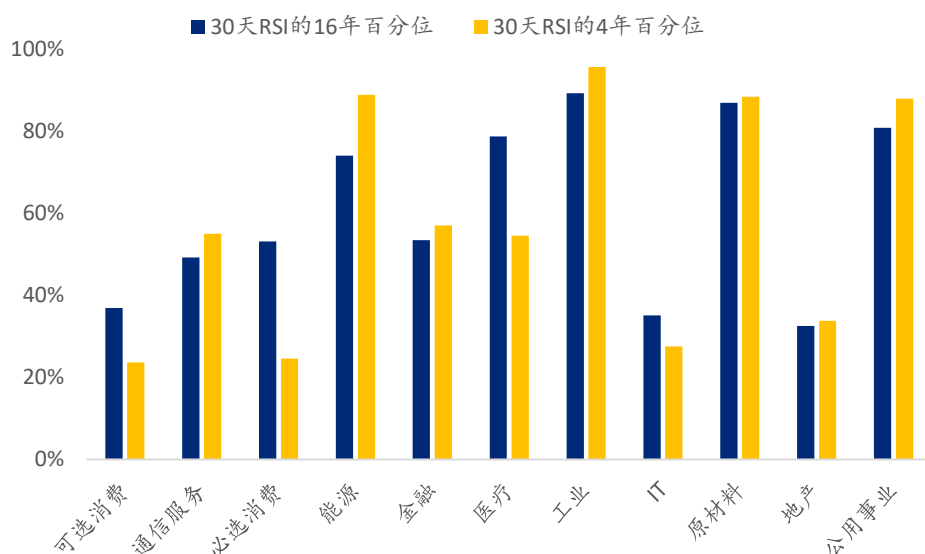
注：计算截止 2021 年 5 月，数据最长为 16 年，经济短周期平均为 3.5 年，此处四舍五入采用 4 年数据。因 GICS 分类调整，其中地产板块数据最早始于 2016 年。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们分别计算了各板块的 30 天 RSI 长期百分位水平，读数越高（低）表示超买（卖）越明显，我们发现，旧经济板块的 30 天 RSI 属于历史高位水平，说明该板块非常热门，而新经济板块则已经有所回落：

- 新经济板块整体水平属于中间水平，尤其是必选消费、IT 处于低位水平。
- 旧经济板块中，能源、工业、原材料、公用事业的 RSI 都处于历史高位水平，预示当前板块很热门，相比历史水平超买明显。

图表 13: MSCI 中国各板块 30 天 RSI 的历史百分位



注：计算截止 2021 年 5 月，为与市盈率时间长度统一，长期采用 16 年，经济短周期平均为 3.5 年，此处四舍五入采用 4 年数据。

因 GICS 分类调整，其中地产板块数据最早始于 2017 年。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

结合估值与技术面来看，当前新旧经济整体估值水平都在历史高位水平，技术面来看，旧经济依然火热，但新经济板块的超买水平已经大幅回落。估值在历史合理百分位水平，且技术面也没有出现明显超买的板块仅有：金融、IT、地产这三个板块，可以在其中寻找超配标的。金融板块中的寿险、IT 板块中的光学赛道（详情请见我们的科技行业光学深度研究报告《[光学行业：点亮世界，看见未来](#)》），也正是我们在《[2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉](#)》推荐的超配赛道。

总结：

整体来看，“成长股”和“价值股”的分化已大幅修复至历史中位数水平，2021 年“价值股”大幅跑赢“成长股”的黄金时段应已告一段落，之后若经济短周期见顶回落，“价值股”可能仅小幅跑赢“成长股”。

结合板块的估值与技术面来看，“新经济”仍偏贵，而“旧经济”则过热。随着“成长”板块跑输、估值回落，其性价比将逐步抬升，待估值重新具有吸引力时，很可能将再度吸引资金配置，重拾增长动能。

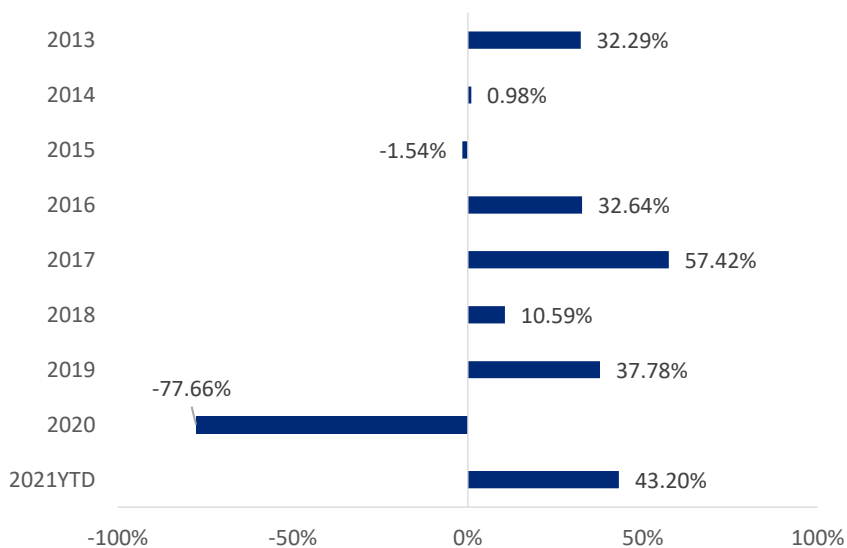
启示

● 均值回归并不意味可以简单实施“买输家卖赢家”

基于以上的分析，不难发现，中国股市的板块相对表现存在均值回归现象。那我们应该如何利用此现象呢？是否可以基于此现象构建“买输家卖赢家”的投资策略？——答案是否定的。

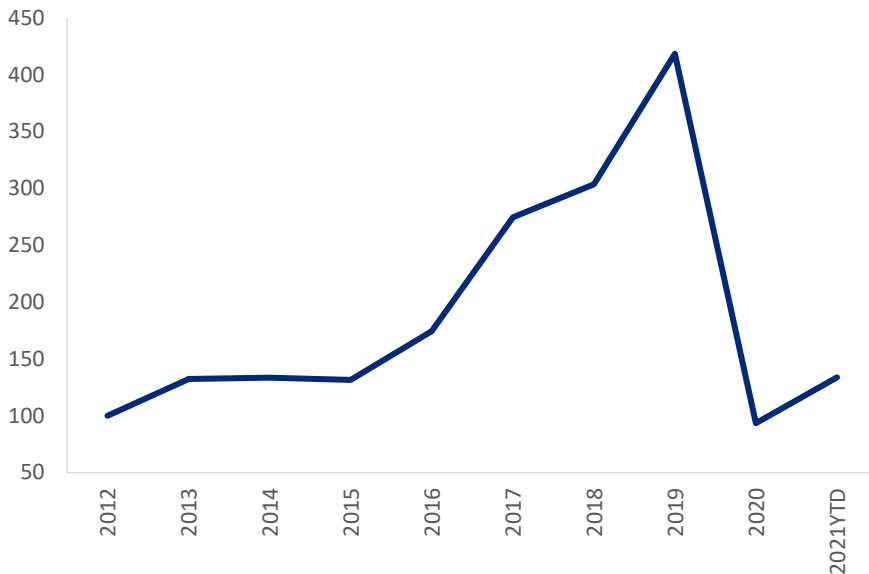
我们基于 MSCI 中国指数板块的相对表现，选出每年回报最高、最低的板块，做多前一年回报最低的板块（“买输家”），同时做空前一年回报最高的板块（“卖赢家”），近似构建一个 Beta=0 的市场中性投资组合，每年调仓一次。该策略组合的回报如下：

图表 14：MSCI 中国指数板块“买输家卖赢家”策略绝对收益



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 15: MSCI 中国指数板块“买输家卖赢家”策略绝对收益累计走势图 (2012=100)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

我们可以看到,过去近 10 年,多数时候此策略是可以取得正回报的。可是,一旦遭遇类似 2020 年的重创(“赢家”2020 年继续涨,而“输家”继续跌,参见图表 7),该策略组合的累计收益就重新回到了 2013-2015 年的水平,可持续性很低。

因此,在多数时候,板块的相对表现呈现均值回归的特征。该特征的主要用途并非用于策略构建,而在于投资组合的风险控制。

这警醒着我们,当一个板块已在当年取得了非常可观的超额收益时,在下一年的布局中,应对其保持谨慎,需要从估值和基本面都进行仔细梳理,判断好风险回报比,再决定配置,而非简单地依赖于板块在上一年度的相对表现强弱来进行板块配置。

以医疗板块为例,2020 年,医疗板块实现了显著的超额收益,而且也非常热门。但由于 2021 年疫情继续发酵,疫苗逐步开始落地,基本面以及市场情绪都有支撑。在此情况下,医疗板块继续在 2021 年 YTD 的表现中取得不错的超额收益。

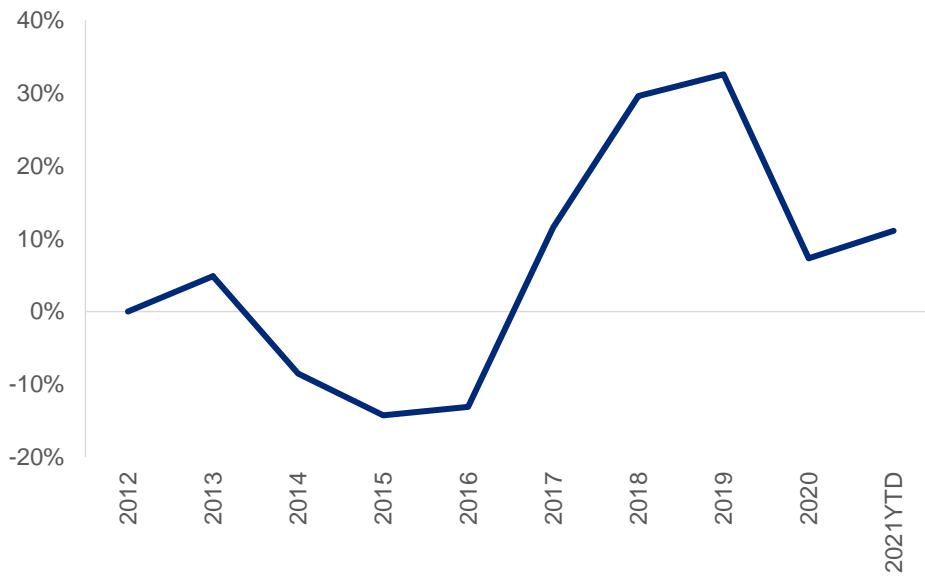
● 有必要进行适度分散

由于轮动效应的存在，在投资组合构建时，可以侧重于某种风格或板块，但不宜过度集中，适度的分散有助于降低投资组合的整体波动，穿越牛熊以及更好地应对不同的宏观环境。

我们既不是要去追逐市场的抱团板块，即买“赢家”；也不是要基于均值回归下注，即买“输家”，更重要的是要构建一个平衡而分散的组合，不宜全部集中于“赢家”或“输家”板块。

如图 16 所示，基于 MSCI 中国指数板块表现，我们每年买入上一年表现最佳的板块（“赢家”）与表现最差（“输家”）的板块，各占一半，每年调仓一次。这个简单的组合从 2013 年至今可以获得跑赢 MSCI 中国指数累计 10% 的超额收益。一个最简单的相对均衡的投资组合仍然可以取得超额收益。如果结合基本面、估值、市场情绪等一系列因素的综合判断，料将大幅提高超额收益的水平。

图表 16: MSCI 中国指数板块同时买入“输家”与“赢家”策略的累计超额收益走势图



资料来源：Bloomberg，浦银国际

在当前的市场环境下，适度分散更有了新的内涵。如我们上文“[此轮轮动是否会延续](#)”部分中所分析，“成长股”和“价值股”的分化已经大幅修复至历史中位数水平，2021年“价值股”大幅跑赢“成长股”的黄金时段应该已经告一段落，之后若周期回落，“价值股”可能仅小幅跑赢“成长股”。

结合板块的估值与技术面来看，随着“成长”板块跑输、估值回落，其性价比将逐步抬升，待估值重新具有吸引力时，很可能将再度吸引资金配置，重拾增长动能。

因此，我们很可能会遇到价值股继续跑赢成长股，然后是成长股再度跑赢价值股的情况。

值此关键时点，不适宜于过度押注于某项因子，而应注重“成长”与“价值”的平衡搭配，尤其寻找“成长股”中的“价值股”，以及“价值股”中的成长股，这样的标的可以做到“退可守而进可攻”。

● 需放到全球环境下去理解板块轮动

过去，大家看中国股市的板块轮动都只是单纯地在中国资本市场的语境与视角下去进行分析和研判。我们上面的分析显示，中美的板块相对表现呈现了非常高的相似度。

随着外资趋势性增配中国权益资产，预计中美资本市场的联动将进一步加深。因此，我们非常有必要在全球资本市场的环境下（横向比较）去理解中国股市的板块轮动：

2020年，在极度宽松货币政策、财政刺激下，股市回报的主线是估值扩张，估值扩张更有助于具有长期趋势支撑的“新经济”标的，因此，“新经济”标的最为受益。

而2021年，宏观主线则是全球共振复苏，盈利扩张才是今年股市最大驱动力。叠加中国货币政策中性化、海外货币政策宽松度下降的大背景（详情请见我们近期报告《[各国央行QE缩减面面观——SPDBI全球央行观察（2021年5月刊）](#)》），在此情况下，相比2020年，2021年的板块配置更需要在兼顾估值合理的情况下，选取盈利扩张弹性大、确定性较高的标的进行配置。

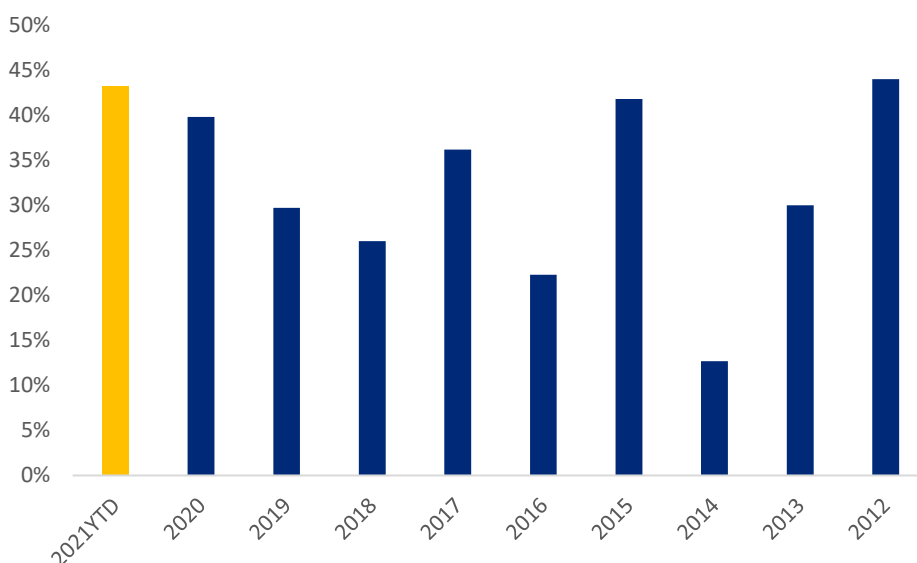
● 坚持配置下沉

在板块轮动的情况下，板块收益自然是存在分化，但 2021 年 YTD 的板块表现来看，即使放在过去十年来看，其分化度都显得非常高。这一特征符合我们去年 6 月发布的研究报告《[投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？](#)》的判断，即市场“较长时间内，相关度与分化度可能都将维持相对高位”。

当前板块表现的高分化，也更加凸显了配置下沉的重要性。这一点也呼应了我们在 2021 年年度策略报告《[2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉](#)》的观点，**2021 年尤其需要将配置逻辑下沉，高度重视板块、行业、赛道配置的重要性。**

此外，在我们今年 4 月份发布的报告《[不一样的周期？——股市周期分析框架报告（二）](#)》中也强调，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。对于周期属性较强的标的，不建议进一步增持，应随着市场上涨而择机逐步减持。**

图表 17：MSCI 中国板块分化度：2021 年 YTD 板块分化度仍非常高



注：计算为 MSCI 中国指数板块 YTD 表现中回报最高与最低板块收益差，历史年份都为同期 YTD 表现差额，而非全年表现差额
资料来源：Bloomberg、浦银国际

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经授权的行为。

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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人士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。

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

“持有”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

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