



2023 年中期策略展望：轻舟已过万重山

- **市场回顾与展望：**年初至今，中国股票市场较为动荡，估值下修和人民币贬值抵消了盈利预期增长的积极影响。MSCI 中国指数中，能源、电信服务、金融相对表现较佳，但受市盈率估值下修的拖累，房地产、消费和医疗健康跌幅较大。**下半年关键预测：**1. 盈利增长韧性较强，预计全年将获得双位数的增长。盈利预期下调趋势有望在三季度扭转。2. 估值可望重估，下行空间较上行空间更小。3. 人民币有望步入升值通道，波动性将较上半年降低。
- **短期 A 股更稳健。**基于盈利增速、流动性和市场情绪来判断，短期 A 股的表现可能会较海外中资股更稳健。**密切观察中美分化反转，及时调整投资策略。**若中美经济分化拐点出现，消费、互联网、医疗健康占比较高的海外中资股市场反弹幅度有望大于 A 股。外资在中国的仓位仍偏低，有望重新流入中国市场。人民币升值更利好海外中资股，尤其是成长股的表现。美联储加息节奏放慢甚至最终停止加息，亦对海外中资股的流动性有一定的支撑。
- **中长期看好中国市场，“新经济”股继续领跑。**过去十年，以消费和互联网为代表的“新经济”股跑赢“旧经济”股。MSCI 中国指数中新经济成分股回报为 2579%，大幅跑赢旧经济成分股 288%。展望未来，我们认为先进制造、新能源、人工智能、新兴消费等“新经济”行业能继续引领“新经济”股持续跑赢市场。
- **重点关注行业和股票：**对于 MSCI 中国指数，我们建议关注消费（包括可选消费和必选消费）、科技板块。我们首次推出重点关注**新经济股票组合**，反映我们自上而下的策略观点，中长期增加对新经济股的关注，组合包含比亚迪、快手、华润啤酒、拼多多、舜宇光学、滔搏、华虹半导体、康方生物等 8 只股票。
- **短期主题投资或占优。**低估值、高分红、现金流充裕的“中特估”、符合长期战略的数字中国、AIGC、半导体国产替代等主题可能依然是市场的投资主线。短期“中特估”交易或将延续估值修复逻辑，更大机会可能在港股市场，A 股仍有估值洼地。我们筛选出 22 个值得关注的“中特估”概念股，下半年有望获得估值修复。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地方政府债务负担加剧，地缘政治紧张局势升级，美联储加息步伐加快，人民币大幅贬值，流动性趋紧。

赖焯焯

策略分析师

melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 0441

2023 年 7 月 5 日



扫码关注浦银国际研究

目录

焦点图表	4
市场回顾与展望	5
盈利增长韧性较强，看好“新经济”股	6
估值可望重估	13
资金流向：驱动接下来市场走向的关键点	16
中长期看好中国市场，短期 A 股更稳健	18
行业配置、轮动与风格切换	20
主题投资：中国特色估值体系重塑	26
投资风险	30

图表目录

图表 1: MSCI 中国指数目标点位预测	4
图表 2: 新经济股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点	4
图表 3: 今年以来，MSCI 中国指数中大部分板块的回报主要受盈利上升支持，但受估值下降和人民币贬值拖累	5
图表 4: 主要中国股票指数 2023 年/2024 年盈利增长预期较强	7
图表 5: 卖方分析师持续下调 MSCI 中国 2023/24 年的 EPS 增长预测	7
图表 6: 28 个“新经济”行业：兼具成长性和确定性	9
图表 7: 过去十年，新经济股大幅跑赢旧经济股	10
图表 8: 近期，新经济股估值溢价明显收缩	10
图表 9: 新经济股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点	11
图表 10: 新经济股票组合：个股投资逻辑	12
图表 11: 目前主要中国股票指数估值水平较为吸引	14
图表 12: MSCI 中国指数前瞻市盈率	14
图表 13: 恒生指数前瞻市盈率	14
图表 14: 沪深 300 指数前瞻市盈率	15
图表 15: 全球通胀上升，中国风险溢价有所抬升	15
图表 16: 近期 AH 溢价有所扩大	15
图表 17: 近期，南向资金净流入保持强势，但北向资金转为净流出	16
图表 18: 根据 EPFR，近一个月由主动型基金驱动，外资净流出中国股票市场	17
图表 19: MSCI 中国指数目标点位预测	19
图表 20: MSCI 中国各板块 2023/2024 年 EPS 增速	21

图表 21: 盈利增速预期调整: 近一月, MSCI 中国大部分行业盈利皆被下调, 除通信、可选消费、公用事业.....	21
图表 22: MSCI 中国指数各板块估值.....	22
图表 23: MSCI 中国指数各板块记分卡.....	23
图表 24: 恒生综合指数轮动热力图.....	24
图表 25: 沪深 300 指数轮动热力图.....	25
图表 26: 年初至今, 价值股跑赢成长股.....	25
图表 27:大盘跑赢小盘.....	25
图表 28: 国企盈利增速有望逐步提升.....	27
图表 29: 国企投资在政策支持下维持较强韧性.....	27
图表 30: A 股国企低估值, 高 ROE 行业: 能源、必选消费、金融、可选消费、公用事业.....	27
图表 31: 港股国企中, 除医疗健康外, 大部分行业估值偏低, 且 ROE 较高.....	27
图表 32: 下半年值得关注的“中特估”概念股.....	29

2023 年中期策略展望：轻舟已过万重山

焦点图表

图表 1：MSCI 中国指数目标点位预测

	基准情形	乐观情形	悲观情形
2023 年底目标点位	73.66	92.98	57.86
潜在上涨/下跌空间	19.6%	51.0%	-6.1%
每股盈利增长预期 (%)			
2023 年	16.0%	20.8%	11.2%
2024 年	14.0%	18.2%	9.8%
预期市盈率 (倍)			
2023 年	12.6	15.2	10.3
2024 年	11.0	12.9	9.4
市场一致盈利增长预期 (%)			
2023 年	13.2%		
2024 年	15.3%		

资料来源：Bloomberg，浦银国际预测

图表 2：新经济股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

公司名称	股票代码	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在上升空间	市值 (亿元)	日均成交额 (百万元)
比亚迪股份	1211.HK	可选消费	263.00	311.10	18%	7,819	1,597
拼多多	PDD.US	可选消费	74.32	106.00	43%	1,061	706
快手	1024.HK	信息技术	56.65	85.00	50%	2,597	1,227
华润啤酒	291.HK	必选消费	52.80	80.40	52%	1,763	457
舜宇光学科技	2382.HK	信息技术	80.30	120.50	50%	914	414
滔搏	6110.HK	可选消费	6.82	9.50	39%	450	51
华虹半导体	1347.HK	信息技术	26.25	34.10	30%	363	296
康方生物	9926.HK	医疗保健	35.10	65.00	85%	298	198

注：收盘价截至 2023 年 6 月 21 日，市值和成交额的货币为港币。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

市场回顾与展望

为了分析中国股票市场的表现，我们从估值变化、盈利变化和汇率变动三方面分析市场回报受到的影响。

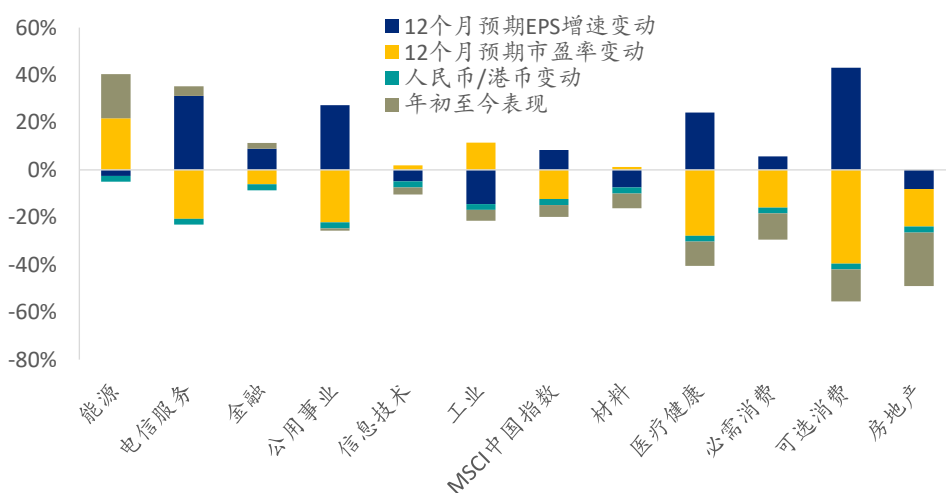
2023 年上半年，中国股票市场较为动荡，估值下修和人民币贬值抵消了盈利增长带来的积极影响。截至 6 月 21 日，中国主要股票指数皆录得下跌，MSCI 中国指数下跌 4.5%，沪深 300 指数下跌 0.2%，恒生指数下跌 2.9%，纳斯达克金龙中概股指数下跌 1.1%。MSCI 中国指数各板块中，能源、电信服务、金融表现相对较佳，但受市盈率估值下修的拖累，房地产、消费和医疗健康跌幅较大（图表 3）。

下半年，我们预期在内外部不明朗因素逐步消除后，市场情绪有望提升，市场波动性将有所降低，市场表现稳中向好。

2023 年下半年关键预测：

- **盈利增长韧性较强，预计获得双位数的增长。**在我们的基准情形下 MSCI 中国指数盈利增速可达 16%，相比于其他亚洲市场更为亮眼（图表 1）。
- **估值可望修复，下行空间较上行空间更小。**在我们的基准情形下，MSCI 中国指数估值水平有望上升 10%至 11 倍（对应 2024 年盈利预期，图表 1）。
- **人民币有望步入升值通道，波动性将较上半年降低。**我们的宏观分析师金晓雯对 2023 年底美元兑人民币汇率的预测为 6.70 附近。

图表 3：今年以来，MSCI 中国指数中大部分板块的回报主要受盈利上升支持，但受估值下降和人民币贬值拖累



资料来源：Bloomberg，浦银国际

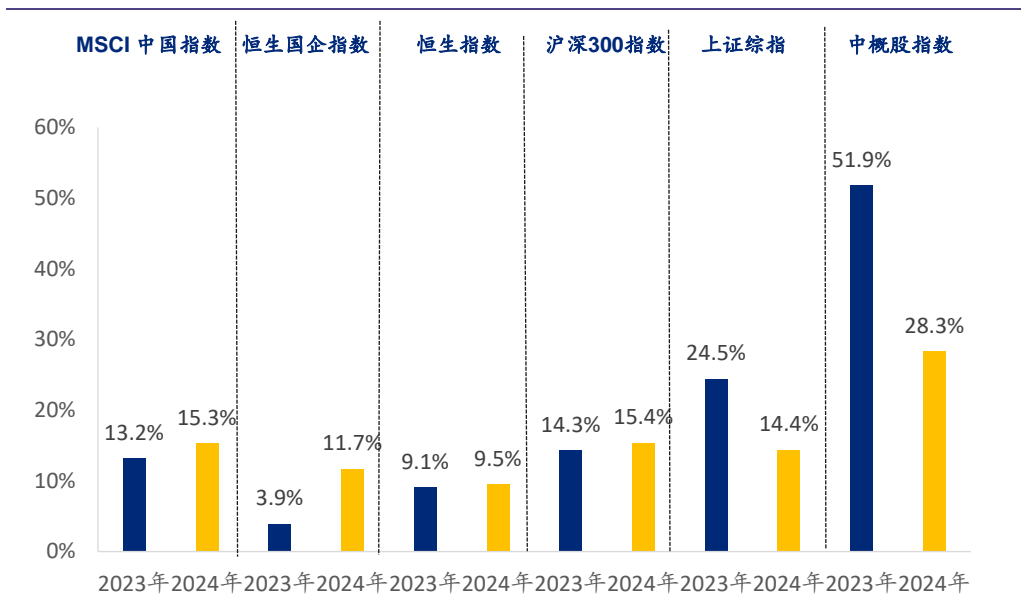
盈利增长韧性较强，看好“新经济”股

2023 年/2024 年每股盈利增长预期双位数增长。在我们的基准预测下，MSCI 中国指数 2023 年/2024 年盈利增速为 16%和 14%。根据彭博，卖方分析师一致预期 MSCI 中国指数 2023 年盈利增速在 13.2%，2024 年预期盈利增速在 15.3%。恒生指数 2023 年预期盈利增速在 9.1%，2024 年预期盈利增速在 11.7%。上证综合指数 2023 年预期盈利增速在 14.3%，2024 年预期盈利增速在 14.4%。追踪在美上市中概股的纳斯达克金龙中国指数预期盈利增速最强，2023 年在 51.9%，2024 年预期盈利增速在 28.3%（图表 4）。

更多支持政策有望出台。我们的宏观分析师金晓雯预计，2023 年全年中国可实现 5.7%的经济增速。在经济复苏步入正轨前，货币政策将继续保持宽松。财政政策空间则较为有限，但仍可能定向发力促消费，针对特定行业推出税费优惠，重启抵押补充贷款稳基建。此外，房地产支持政策亦会继续升级，以提振市场信心（《2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起》，2023 年 6 月 1 日）。

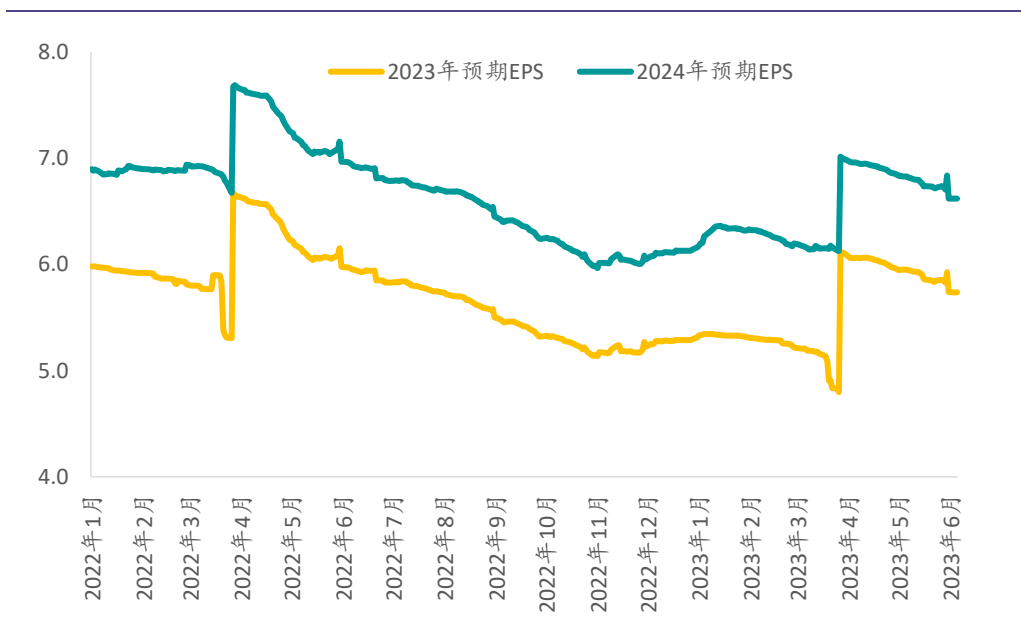
企业盈利下调的趋势或将在三季度扭转。3 月至今，卖方分析师持续下调 MSCI 中国指数今明两年的每股盈利增长预测（图表 5）。由于上半年经济复苏进程不均衡，短期盈利预期还有下调风险，但下半年经济复苏会更全面，企业盈利下调的趋势有望在三季度扭转。

图表 4：主要中国股票指数 2023 年/2024 年盈利增长预期较强



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 5：卖方分析师持续下调 MSCI 中国 2023/24 年的 EPS 增长预测



资料来源：Bloomberg，浦银国际

从长远来看，新经济将持续为中国经济增长提供新动能

二十大报告提出，“必须坚持科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势。”过去十年，以新产业、新业态、新商业模式“三新”为核心内容的新经济的增长不断为中国经济增长注入新动力。据国家统计局，2021年我国“三新”经济增加值相当于GDP的比重为17.25%，比同期GDP现价增速高3.8个百分点。展望未来，新一轮技术革命将催生大量的新技术、新产业、新业态和新商业模式，新经济将持续为中国经济增长提供新动能。

如何定义新经济？

从中长期来看，我们更看好中国股票市场中“新经济”股票，我们将其定义为以下板块内的公司：

- 高科技；
- 服务和消费相关（例如医疗、境外游、媒体和娱乐、文化）；
- 高端和先进制造业；
- 环保、清洁能源和绿色产业；
- 具有稀缺价值的行业（例如国防、新材料等）。

国家统计局给出了更广泛的定义，其中包括新行业、新业态和新模式。新产业指应用新科技成果、新兴技术而形成一定规模的新型经济活动。新业态指顺应多元化、多样化、个性化的产品或服务需求，依托技术创新和应用，从现有产业和领域中衍生叠加出的新环节、新链条、新活动形态。新商业模式指为实现用户价值和企业持续盈利目标，对企业经营的各种内外要素进行整合和重组，形成高效并具有独特竞争力的商业运行模式。

为了更准确的比较和分析“新经济”和“旧经济”，我们在全球行业分类标准（GICS）中确认了28个符合新行业、新业态和新模式标准的行业，并归类为“新经济”行业（图表6）。

图表 6: 28 个“新经济”行业: 兼具成长性和确定性

新经济行业	2021 年研究投入 占比 (%)	2021-24 年收入 复合增长率 (%)	2021-24 年盈利 复合增长率 (%)
软件	29%	17%	21%
医疗保健技术	20%	14%	17%
互动媒体与服务	18%	5%	5%
通信设备	12%	11%	19%
生物技术	12%	23%	8%
娱乐	11%	8%	9%
制药	10%	10%	13%
医疗保健设备与用品	8%	16%	16%
信息技术服务	7%	11%	11%
半导体产品与设备	6%	22%	20%
电子设备、仪器	6%	10%	13%
酒店、餐厅与休闲	5%	11%	38%
汽车零部件	5%	15%	26%
汽车	5%	17%	17%
电气设备	5%	15%	19%
航空航天与国防	5%	16%	16%
技术硬件与设备	4%	9%	14%
生命科学工具与服务	4%	27%	23%
消费者金融	3%	2%	-3%
多元化零售	3%	14%	11%
无线通信服务	2%	5%	11%
商业服务与商业用品	2%	7%	9%
医疗保健供应商与服务	1%	9%	12%
独立电力及可再生资源生产商	1%	6%	21%
航空货运与物流	0%	12%	22%
媒体	0%	3%	0%
多元化消费者服务	0%	-16%	-1%
综合电信服务	0%	4%	10%
平均值	7%	11%	14%

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

紧扣新时代创新，“新经济”孕育新投资机遇

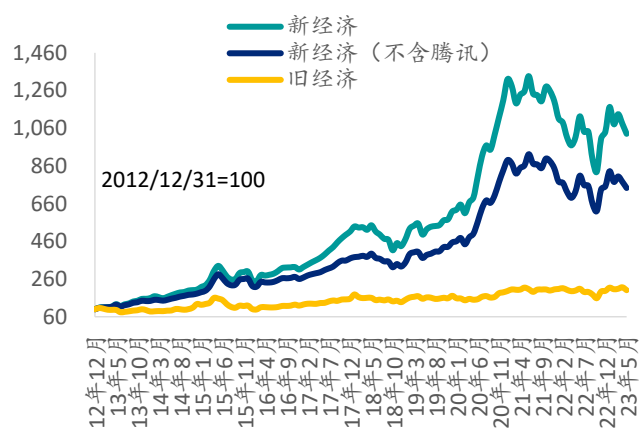
“新经济”持续领跑市场。在过去十年，以消费和互联网为代表的“新经济”股跑赢“旧经济”股。展望未来，我们认为先进制造、新能源、人工智能、新兴消费等“新经济”行业能继续引领“新经济”股持续跑赢市场。

自2012年底以来，在我们定义为“新经济”的28个行业中，MSCI成分股的市值加权表现上涨2579%，而旧经济股指数则为288%，过去十年中的年化收益率分别为133%和113%。即使我们剔除了表现出色的互联网公司腾讯（700 HK），旧经济股的年化表现仍跑输15个百分点（图表7）。

估值吸引，基本面稳健，凸显投资价值。由于国内经济复苏进度不及预期，美联储加息预期升温，目前新经济行业前瞻市盈率在37倍，接近去年10月的低位，与旧经济行业的估值差距明显收缩，估值溢价在0.6倍（图表8）。在中国经济复苏节奏加快，美国加息周期接近尾声的驱动下，我们预计估值有望在下半年得到修复。“新经济”股不但具有中长期成长性，短期基本面也相对较为稳定。目前，中国经济复苏势头已确认，下半年复苏速度有望环比回升，预期消费和服务仍是重要推动力。截至6月，从市值角度来看，“新经济”行业里消费相关的行业占比较高，有望受益于经济复苏，支持盈利稳健增长。

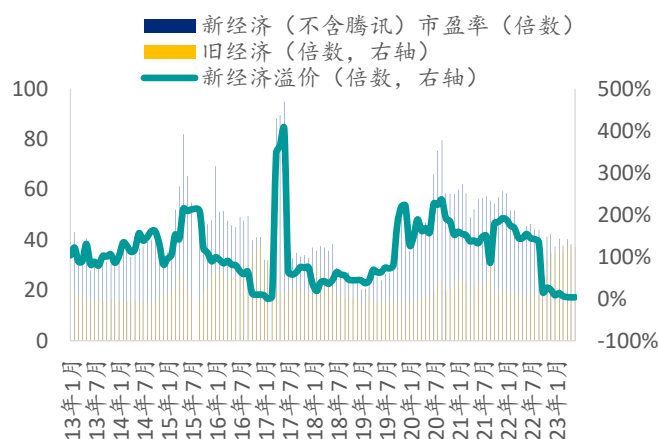
人民币升值有望吸引外资回流。下半年经济全面复苏有望支持人民币升值，人民币的波动性有望较上半年降低，我们对2023年底美元兑人民币汇率的预测为6.70附近。在人民币升值期间，中国资产吸引力上升，尤其是权益类资产，预期成长属性较强的消费、医疗等“新经济”行业有望在市场反弹时领涨。另外，在中美经济分化可能在下半年显现的情况下，外资有望重新流入中国市场，从持股上看，外资持有“新经济”股的占比较高，如果重新配置的话，有望重点加仓“新经济”股。

图表 7：过去十年，新经济股大幅跑赢旧经济股



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 8：近期，新经济股估值溢价明显收缩



资料来源：Bloomberg，浦银国际

重点关注新经济股票组合

重点关注新经济股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。同时，结合行业分析师自下而上的分析，我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：1) 具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2) 政策支持和宽松的受益者；3) 在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

重点关注新经济股票组合包含比亚迪、快手、华润啤酒、拼多多、舜宇光学、滔搏、华虹半导体、康方生物等 8 只股票（图表 9-10）。

图表 9：新经济股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

公司名称	股票代码	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在上升空间	市值 (亿元)	日均成交额 (百万元)
比亚迪股份	1211.HK	可选消费	263.00	311.10	18%	7,819	1,597
拼多多	PDD.US	可选消费	74.32	106.00	43%	1,061	706
快手	1024.HK	信息技术	56.65	85.00	50%	2,597	1,227
华润啤酒	291.HK	必选消费	52.80	80.40	52%	1,763	457
舜宇光学科技	2382.HK	信息技术	80.30	120.50	50%	914	414
滔搏	6110.HK	可选消费	6.82	9.50	39%	450	51
华虹半导体	1347.HK	信息技术	26.25	34.10	30%	363	296
康方生物	9926.HK	医疗保健	35.10	65.00	85%	298	198

注：收盘价截至 2023 年 6 月 21 日，市值和成交额的货币为人民币。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 10: 新经济股票组合: 个股投资逻辑

股票	投资概要
比亚迪股份 (1211.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 比亚迪是今年最有希望达到销量目标的车企之一。不同价格段车型布局全面, 亦满足多样化的用车场景需求, 若年内推出鼓励新能源车下乡的具体政策措施, 将会进一步成为销量催化剂。 - 有足够的利润空间应对行业需求不振风险; 如果有地方性政策刺激汽车消费, 比亚迪的利润弹性空间较大。 - 比亚迪在中国新能源车市场的份额总体呈稳步提升趋势, 目前已接近 40%, 有助于其未来形成一定的定价权。 <p>科技分析师: 沈岱 tony_shen@spdbi.com</p>
快手 (1024.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 直播电商业务增长势头依然强劲。 - 外循环广告逐步复苏, 下半年转正。 - 降本增效显著, 利润加速释放。 <p>互联网分析师: 赵丹 dan_zhao@spdbi.com</p>
华润啤酒 (291.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 喜力强劲的销售增长具有较高的确定性, 将推动公司 2023 年 ASP 同比较大幅度的增长。 - 产品结构高端化、提价、以及原材料压力的减小将帮助公司 2023 年毛利率同比显著扩张。 - 啤酒行业短期将进入旺季, 华润在低基数下销量持续释放, 有望改善市场情绪并推高估值。 <p>消费分析师: 林闻嘉 richard_lin@spdbi.com</p>
拼多多 (PDD.US)	<ul style="list-style-type: none"> - 性价比优势依然凸显, 消费频次提升有望继续抢占市场份额。 - 海外 Temu 业务有序推进, 成为新的增长点。 - 社区团购业务利润率持续改善。 <p>互联网分析师: 赵丹 dan_zhao@spdbi.com</p>
舜宇光学科技 (2382.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 手机业务基本盘有望在今年下半年跟随行业复苏, 而海外手机客户可以提供高于行业增速动能。 - 车载等非手机业务维持高速增长, 既保障集团利润稳定及成长, 也有助于公司估值提升。 - 作为较早较成功布局汽车业务的电子龙头, 舜宇可以享受今年手机行业预期向上 Beta 机会及车载业务估值重塑。 <p>科技分析师: 沈岱 tony_shen@spdbi.com</p>
滔搏 (6110.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - Nike 在中国市场 2023 年销售收入反弹在行业中具有极强的确定性, 并将助力滔搏收入增长。 - 行业中领先的库存新鲜度管理将确保 FY24 零售折扣的同比好转, 帮助毛利率同比提升。 - 滔搏卓越的运营资金管理确保了公司经营现金流始终优于净利润表现, 从而帮助公司维持较高的派息率。 <p>消费分析师: 林闻嘉 richard_lin@spdbi.com</p>
华虹半导体 (1347.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 我们认为半导体行业的估值面 (或者市场预期) 已经形成了有效底部, 并触发了右侧机会。目前周期上行仍处于偏早期阶段, 华虹作为行业玩家, 后续仍有较大的估值上行空间。 - 公司产能利用率维持高位, 受益于工业及汽车需求强劲, 有望获得较快的收入体量增长。 <p>科技分析师: 沈岱 tony_shen@spdbi.com</p>
康方生物 (9926.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 首款双抗产品开坦尼商业化情况良好, 2023 全年销售有望超指引。 - 未来 12 个月内有望迎来 AK112 申报 NDA 及获批、AK102 获批及多项海内外研发里程碑事件。 - 中长期维度看, 公司拥有行业领先的差异化显著的单抗管线, 有望在创新药出海继续领先国内同行。 <p>医疗分析师: 胡泽宇 ryan_hu@spdbi.com</p>

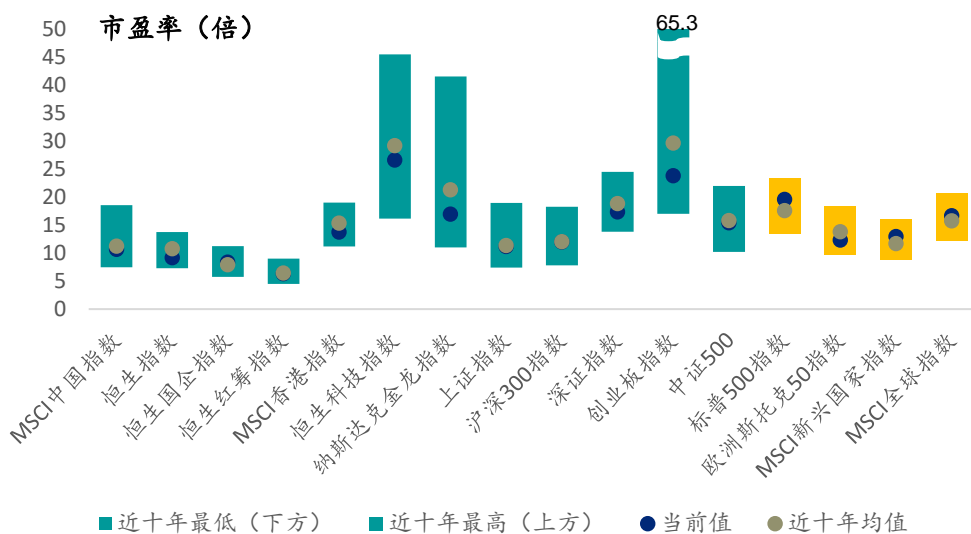
资料来源: 浦银国际

估值可望重估

目前中国市场的估值水平较为吸引。年初至今，中国经济复苏的强度不如预期，而美国进入衰退的预期有所下降，所以对中国股票的估值有所压制。目前中国市场的估值水平较为吸引，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 10 倍和 9.5 倍，已经跌到了过去五年负一倍标准差附近，接近去年 10 月的低位。沪深 300 指数前瞻市盈率在 12.2 倍，略低于过去五年均值（图表 11-14）。在我们的基准预测下，MSCI 中国指数目标点位对应 2024 年的市盈率为 11 倍，较目前仍有 10% 的上升空间。上半年，AH 溢价有所扩大，目前在 40%，港股进一步凸显配置价值。由于港股受海外风险因素较大，中美利差扩大也对港股估值有压制，预期下半年海外风险逐步缓和，AH 溢价将有所收缩（图表 15-16）。目前，MSCI 中国指数相对 MSCI 新兴市场指数的估值折扣较大，约为 20%。

预计前期压制估值的主要因素将在下半年逐步缓解，估值有望得到重估。在中国经济全面复苏态势企稳，美联储加息步伐放缓，中美摩擦有所缓和等因素驱动下，市场信心和风险偏好有望逐步提升。近期，国内外监管环境所放松，国内对平台经济的监管进入常态化阶段，而在中美监管机构的积极合作下，在美中概股的退市风险已基本解除。我们预计短期监管力度边际收紧的可能性较小，有望对市场情绪有所提振。此外，京东、阿里巴巴等互联网龙头陆续宣布启动分拆上市和独立融资，有望释放集团内各业务价值和估值潜力，有利于带动整体估值提升。此外，中美两国高级别官员重启对话，外部环境的不确定性有所降低。5 月，美国国家安全顾问沙利文（Jake Sullivan）与外交部部长王毅在维也纳举行了会谈，美国国务院亚太事务助理国务卿康达（Daniel Kritenbrink）和白宫国安会中国事务高级主任贝莎兰（Sarah Beran）赴北京与中方进行会谈。根据新华社，6 月 18 日，美国国务卿布林肯（Antony Blinken）与外长秦刚在北京进行会谈。这次会谈是近期中美两国最高级别接触，为两国加强对话、推进合作创造有利条件，也为后续更多的双边会谈铺平道路，如美国财政部长耶伦（Janet Yellen）和商务部长雷蒙多（Gina Raimondo）有望访华。

图表 11：目前主要中国股票指数估值水平较为吸引



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 12：MSCI 中国指数前瞻市盈率



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 13：恒生指数前瞻市盈率



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 14: 沪深 300 指数前瞻市盈率



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 15: 全球通胀上升, 中国风险溢价有所抬升



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 16: 近期 AH 溢价有所扩大



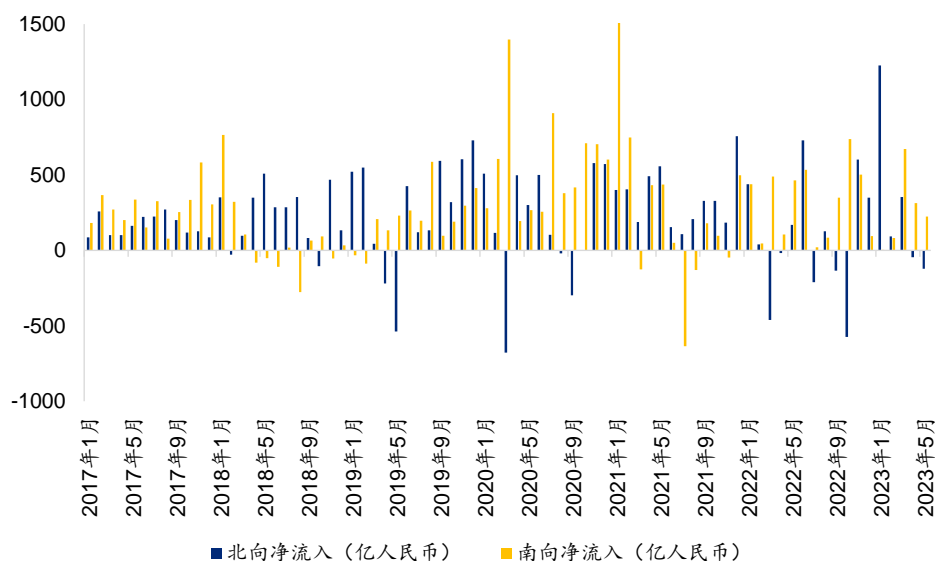
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

资金流向：驱动接下来市场走向的关键点

南向资金势头较强，但北向资金势头减弱。年初北向资金大幅流入 A 股市场，今年前 5 个月共录得净流入 1500 亿人民币。一季度各月资金皆录得净流入，但从二季度开始转为净流出，5 月录得净流出 121 亿人民币，较 4 月（45 亿人民币）有所扩大。年初至今南向资金持续流入港股市场，今年前 5 个月共录得净流入 1300 亿港元。3 月，南向资金净流入港股创下去年 10 月以来的新高，录得 671 亿港元。二季度，南向资金净流入的势头依然较强，4 月和 5 月分别录得净流入 313 亿港元，和 225 亿港元（图表 17）。

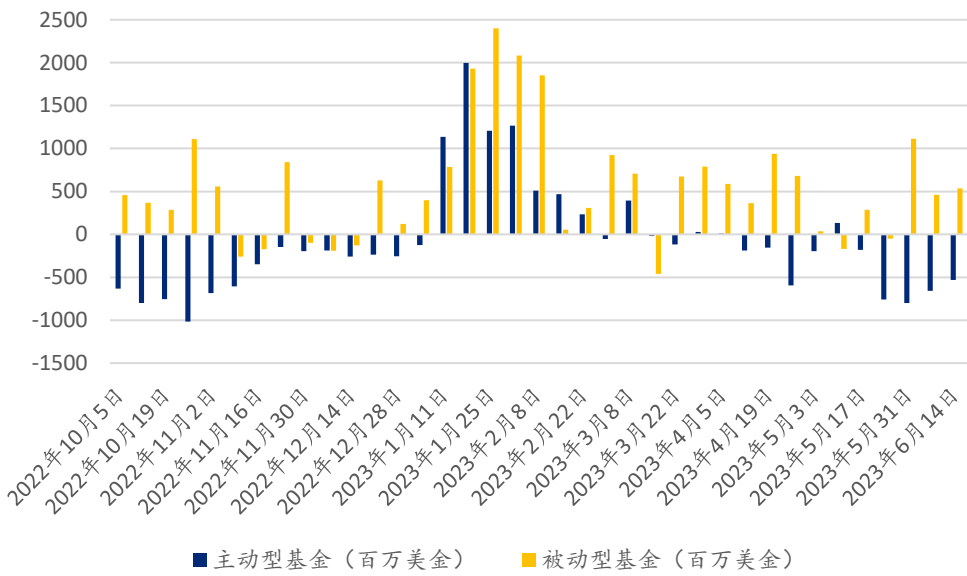
外资仓位仍然偏低，但对中国市场兴趣提升。目前，海外资金在中国的仓位仍然偏低，较去年年底进一步下降。根据 EPFR，截至 6 月 14 日，有 202 亿美元资金流入中国市场，其中 30 亿美元来自主动基金，172 亿美元来自被动基金。但从二季度开始，海外主动基金卖出中国股票，欧美的长线基金仍是卖出主力（图表 18）。在不同的中国股票市场之间，部分外资逐步把在中概股的仓位，逐步移到 A 股上，所以在北向资金净流入较多的公司里面，茅台、美的这些大市值白马股录得的净流入较多。

图表 17：近期，南向资金净流入保持强势，但北向资金转为净流出



资料来源：港交所，Bloomberg，浦银国际

图表 18: 根据 EPFR, 近一个月由主动型基金驱动, 外资净流出中国股票市场



资料来源: EPFR, 浦银国际

中长期看好中国市场，短期 A 股更稳健

短期来看，基于盈利增速、流动性、市场情绪来判断，A 股的表现可能会较海外中资股更稳健。如果国内经济依然维持温和复苏，政府也没有推出强有力的刺激政策，同时美国软着陆的预期越来越强，中美之间又出现一些摩擦，外资可能会维持观望，甚至可能部分减低中国股票的仓位。近期，在成交量和换手率的带动下，A 股市场情绪有所回暖。A 股的资金盘稳定，国内流动性也比较充足，如果后续经济复苏高度不如预期，政府可能会调整货币政策，释放更多流动性，对 A 股市场较为利好。但离岸市场流动性可能会收紧，我们观察到一个趋势，由于 A 股受外部风险的扰动相对较小，还没有撤出中国市场的外资逐步把中概股的仓位转移到 A 股上来。

市场短期以防守为上，偏好价值股和主题投资。低估值、高分红、现金流充裕的“中特估”、符合长期战略的数字中国、AIGC、半导体国产替代等主题可能依然是市场的投资主线。国企在 A 股的占比较大，在中国企业估值重塑的驱动下有望在中长期持续改善基本面，提升估值。而数字中国、AIGC 概念的公司创业板、科创板上市的较多，这些主题投资有望带动板块上涨。但值得注意的是，部分具有“中特估”概念的股票股价在过去两个月涨幅领先，估值已经基本修复完成，后续走势需要寻找估值仍然较低、盈利增速在行业领先，且受经济周期影响较小的标的，这些标的有望受到投资者的青睐，获得相对较好的表现。

需密切观察中美分化反转，及时调整投资策略。如果为刺激国内经济复苏加速，政府陆续出台一些强有力的刺激政策，特别是基建和房地产相关的刺激政策等等，就业率得到持续改善，居民消费意愿上升，中国经济有望全面强势复苏。同时美国进入衰退的预期加强，中美经济分化，中美摩擦有所缓和，中美双方高层进行更多交往，同时叠加人民币兑美元升值，中国市场有望成为全球资金的避风港。投资者情绪应该会得到非常好的改善。目前外资在中国的仓位依然比较低，有望重新流入中国市场。跟年初时的重启交易(reopen trade)类似，由于消费成为复苏的核心驱动力，所以消费、互联网、医疗健康占比比较高的海外中资股市场的表现有望跑赢 A 股市场。另外，人民币升值更利好港股市场，尤其是成长股的表现。美联储加息节奏放慢甚至最终停止加息，对海外中资股的流动性有一定的支撑。

MSCI 中国指数目标点位预测。基准情形下，2023 年底目标点位为 74 美元，距 6 月 21 日收盘价有 19.6% 的上涨空间。我们的基准情形是建立在中国经济在下半年全面复苏，房地产政策缓慢放松，地缘政治危机趋向稳定的假设上。乐观情形下，2023 年底目标点位为 93 美元，距 6 月 21 日收盘价有 51.0% 的上涨空间。我们的乐观情形是建立在中国经济在下半年强势复苏，房地产政策大幅放松，地缘政治危机降级的假设上。悲观情形下，2023 年底目标点位为 93 美元，距 6 月 21 日收盘价有 6.1% 的上涨空间。我们的悲观情形

是建立在中国经济在下半年复苏不均衡，房地产政策没有新的支持政策，地缘政治危机升级的假设上。

图表 19：MSCI 中国指数目标点位预测

	基准情形	乐观情形	悲观情形
2023 年底目标点位	73.66	92.98	57.86
潜在上涨/下跌空间	19.6%	51.0%	-6.1%
每股盈利增长预期 (%)			
2023 年	16.0%	20.8%	11.2%
2024 年	14.0%	18.2%	9.8%
预期市盈率 (倍)			
2023 年	12.6	15.2	10.3
2024 年	11.0	12.9	9.4
市场一致盈利增长预期 (%)			
2023 年	13.2%		
2024 年	15.3%		

资料来源：Bloomberg，浦银国际预测

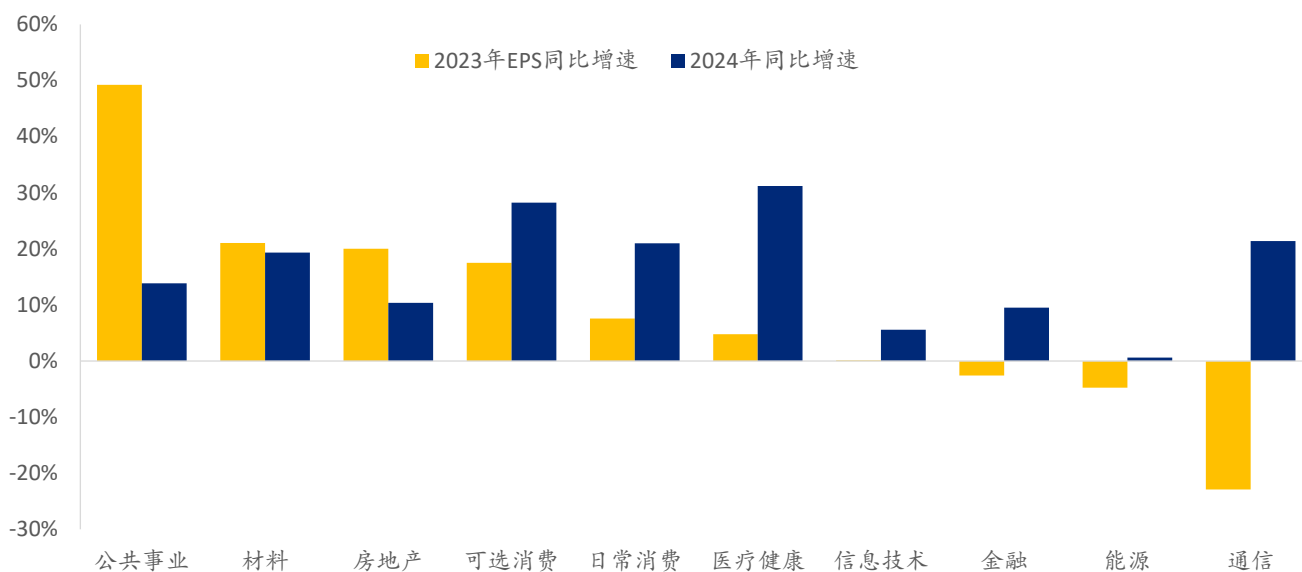
行业配置、轮动与风格切换

MSCI 中国指数行业配置：下半年，在政策刺激下中国经济有望由消费驱动全面复苏，建议关注消费行业（包括可选消费和必选消费），信息和能源行业。从盈利端来看，公用事业、材料和房地产板块 2023 年的预期盈利增速最快，消费、医疗健康和通讯 2024 年预期盈利增速领先，而能源和信息技术板块盈利增速较为落后。过去一个月，除通信、可选消费、公用事业外，其他板块盈利预期皆录得下调。从估值来看，大部分板块的估值低于过去 5 年的均值，尤其是必选消费、信息和能源板块，预计进一步下降的空间有限（图表 20-22）。**中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，**如高端、先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

近期行业轮动加快，能源和金融行业的动能较强。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来直观地显示板块轮动。X 轴代表相对强度（RS-Ratio），而 Y 轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。RRG 图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数中，电信、能源、金融、综合企业的动能维持强势，材料的动能正在减弱，医疗健康、可选消费、信息技术和工业行业较为落后（图表 24）。沪深 300 指数中，能源、公用事业和金融的动能维持强势，工业和可选消费上行的动能正在加强，信息科技动能走弱（图表 25）。

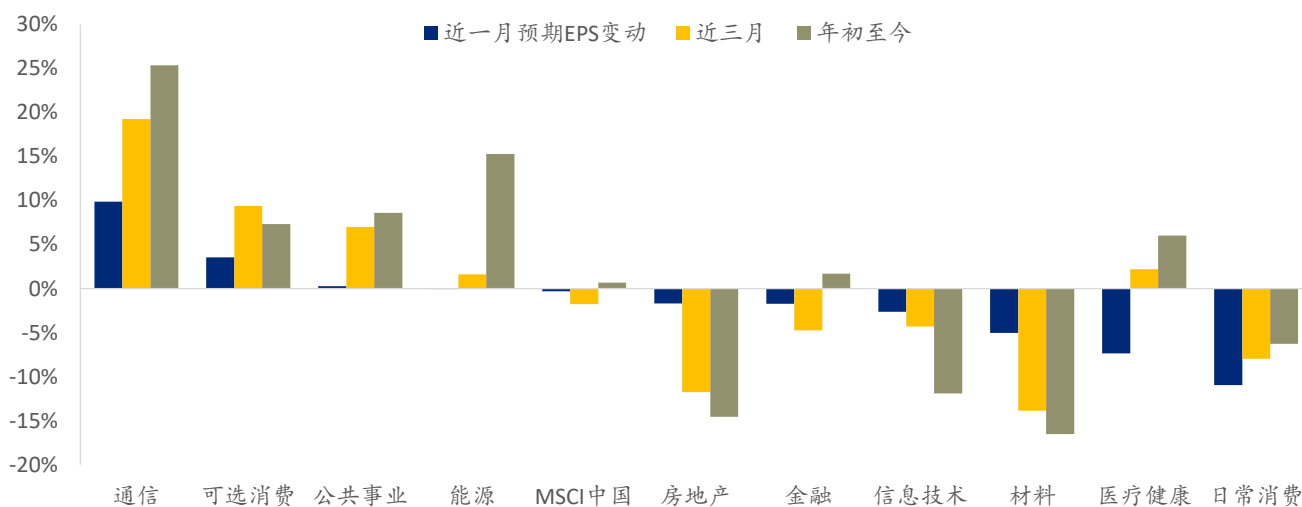
价值股有望短期继续跑赢成长股，大盘股继续跑赢小盘股。上半年，由于全球利率不断上升，不确定性较多，市场波动性较大，投资者风险偏好下降，价值股跑赢成长股，大盘股表现领先小盘股（图表 26-27）。我们预期若国内经济全面复苏势头得以确立，市场风格将会切换，业绩增长领先的成长股和业绩弹性较高小盘股有望得到重估。尤其在大盘股的交易拥挤程度较高的情况下，若市场反弹，成长股和小盘股将凸显投资优势。

图表 20: MSCI 中国各板块 2023/2024 年 EPS 增速



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 21: 盈利增速预期调整: 近一月, MSCI 中国大部分行业盈利皆被下调, 除通信、可选消费、公用事业



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 22: MSCI 中国指数各板块估值

	日常 消费	必选 消费	能源	金融	医疗 健康	工业	信息 科技	材料	电信 服务	公用 事业	房地 产	MSCI 中国
前瞻市盈率												
当前	22.1	16.7	6.2	4.6	32.2	8.8	13.9	9.2	19.5	8.9	7.8	10.8
过去五年	27.0	31.9	8.9	5.8	42.1	9.3	23.8	9.1	24.0	11.3	6.3	13.6
过去十年	25.6	23.7	13.3	6.3	31.6	10.3	27.5	10.9	18.7	11.8	6.8	12.5
2008 低点	18.2	8.4	4.6	3.8	16.4	6.3	12.1	5.7	9.1	7.6	4.2	7.8
2011 低点	18.2	11.2	4.6	3.8	16.4	6.3	12.1	5.7	10.7	7.6	4.2	8.6
前瞻市净率												
当前	3.7	2.0	0.8	0.5	2.7	0.9	1.7	1.1	2.6	1.0	0.7	1.2
过去五年	4.7	3.5	0.7	0.7	3.8	1.0	3.1	1.3	2.9	1.3	0.9	1.6
过去十年	3.9	2.9	0.8	0.8	3.3	1.1	4.5	1.1	2.1	1.5	1.0	1.5
2008 低点	2.3	1.3	0.5	0.4	1.9	0.7	1.5	0.7	1.0	0.8	0.5	1.0
2011 低点	2.4	1.6	0.5	0.4	2.3	0.7	1.5	0.7	1.0	0.8	0.5	1.0
2022-2025 年 EPS 复合增长率	14.3%	45.3%	-0.3%	8.3%	38.8%	3.0%	7.2%	17.5%	9.4%	28.2%	20.1%	13.7%
ROE	16.6%	9.5%	13.0%	11.1%	8.2%	10.3%	12.1%	12.6%	12.5%	11.3%	8.7%	11.0%
股利收益率	2.3%	0.6%	8.8%	6.7%	1.0%	3.4%	1.9%	3.2%	0.6%	4.7%	3.9%	2.5%

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

我们在下面的计分卡中提供了 MSCI 中国指数的板块视图。我们根据一组客观标准分配板块得分。这并不是纯粹的量化模型,而是一种工具,可以帮助我们系统地评估预计将在未来几个季度推动相对表现的因素。

标准如下:

- 市盈率估值: 如果板块的未来 12 个月动态市盈率低于板块的 5 年平均市盈率, 则减 0.5 个标准差, 得分为 1 分。
- 盈利增长: 如果板块的未来 12 个月动态每股盈利高于 MSCI 中国指数, 则得分为 1 分。
- 股息率: 如果板块的未来 12 个月动态股息率高于 5 年均值, 则得分为 1 分。
- 资产回报率: 如果板块的未来 12 个月动态自由资产回报率高于 5%, 则得分为 1 分。
- 12 个月滚动自由现金流回报率: 如果板块的 12 个月滚动自由现金流收益率高于 4%, 则得分为 1 分。
- 30 天波动率: 如果板块的 20 天波动率低于 20%, 则得分为 1 分。

图表 23：MSCI 中国指数各板块记分卡

	前瞻市盈率	前瞻每股盈利增速	派息率	前瞻静态资产收益率	前瞻静态自由现金流收益率	30 天波动率	分数
	<5 年平均-0.5*5 年标准差	>MSCI 中国指数	>5 年平均	>5%	>4%	<20%	
可选消费		√	√	√		√	4
必选消费	√	√	√		√		4
能源	√		√	√	√		4
金融	√		√		√		3
医药		√					1
工业			√		√	√	3
科技	√	√	√	√		√	5
材料		√					1
通信服务				√	√		2
公用事业	√	√	√				3
房地产		√					1
MSCI 中国					=		3

资料来源：Bloomberg，浦银国际

我们对 MSCI 中国指数各板块的观点

我们预期，下半年在政策刺激下中国经济由消费驱动全面复苏。

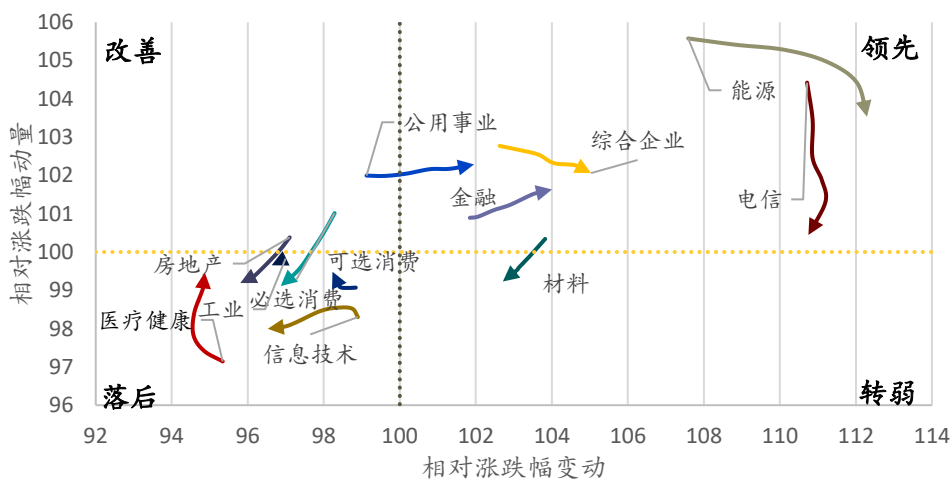
- **建议关注可选消费**，直接受益于国内消费复苏，盈利增长的修正势头强劲，估值水平偏低。细分赛道中，看好酒店、旅游和免税等行业（国内游和境外游需求回暖），体育用品（户外、功能性产品兴起），新能源汽车（购置税持续减免，各地政府出台措施鼓励新能源汽车消费）。
- **建议关注必选消费**：全面复苏背景下，盈利修复，估值提升。细分赛道中，看好啤酒行业受益于线下餐饮恢复，产品升级，渠道创新，成本改善，业绩弹性较大。
- **建议关注信息科技（包括硬件和软件）**，具有盈利增长可见性和具有吸引力的估值。细分赛道中，看好半导体（周期底部确立，国产替代，海外风险趋稳），互联网（监管缓和，降本增效，分拆上市）。
- **能源**：虽然全球主要经济体均面临一定的经济下行压力，可能会影响原油需求。但在以沙特为首的石油输出国组织与非欧佩克产油国（“欧佩克+”）的继续减产下，原油或将保持供需平衡的状态，对原油价格有所支撑。

- **金融**：随着银行利率上限的降低，下半年银行业的净息差将获得改善，但银行业的利润复苏的弹性主要取决于中国经济复苏情况，且通常在市场反弹时表现相对落后。大型国有银行和领先的股份制银行对地方政府融资工具的风险敞口可控，业绩和股息确定性较高。
- **公用事业**：可以关注部分受益于“碳中和”政策和能源机构转型细分行业，如风电、光伏等新能源行业。
- **工业**：工业产品需求疲软，受出口持续下滑，PPI 仍在下行等影响较大。关注先进制造业相关赛道，如航空航天与国防、工业机器人等。
- **通信服务**：预期资本开支维持谨慎，但人工智能高速发展和企业数字化的趋势不变，提供基础设施和相关服务的电信运营商将受益于行业结构性增长，在国企改革和高股息的加成下，中长期具备配置价值。
- **医疗健康**：盈利增长预期偏低，全球利率高企压制企业融资能力，短期或缺乏政策面上的催化剂。
- **材料**：由于房地产市场较低迷，基建投资和制造业投资放缓，对原材料的需求可能会持续偏弱。
- **房地产**：商品房销售复苏缓慢，特别是新房销售萎靡不振，导致房地产公司的资金压力较大，制约新开工项目进度，从而使房地产投资难以在短期得到明显改观。在“房住不炒”的政策基调不变下，如果没有新出台较强的刺激政策，预计房地产市场恢复可能较为疲软。

行业轮动热力图

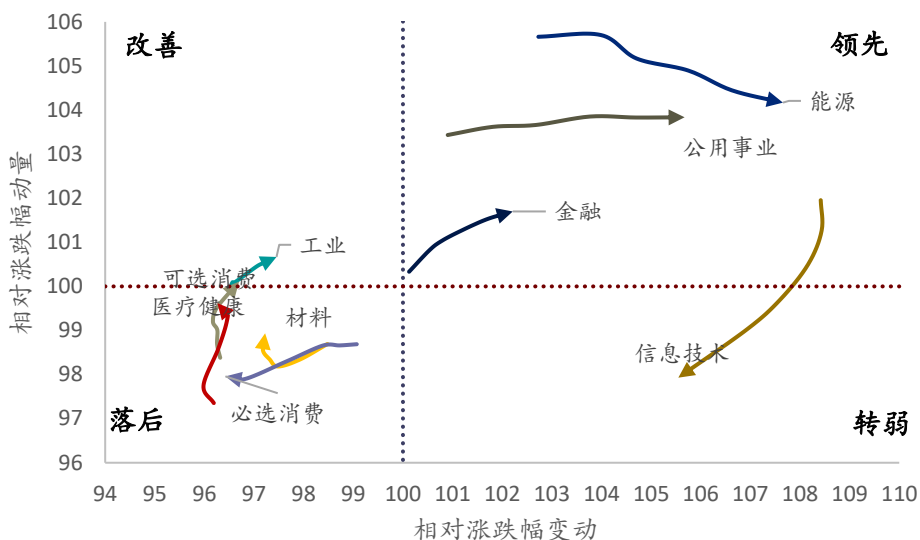
我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度(RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头(RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先（右上象限）、转弱（右下象限）、落后（左下象限）、改善（左上象限）。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 6 周的短期趋势。

图表 24：恒生综合指数轮动热力图



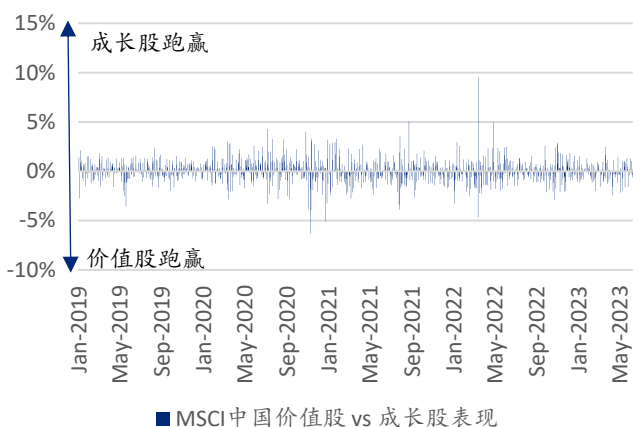
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 25: 沪深 300 指数轮动热力图



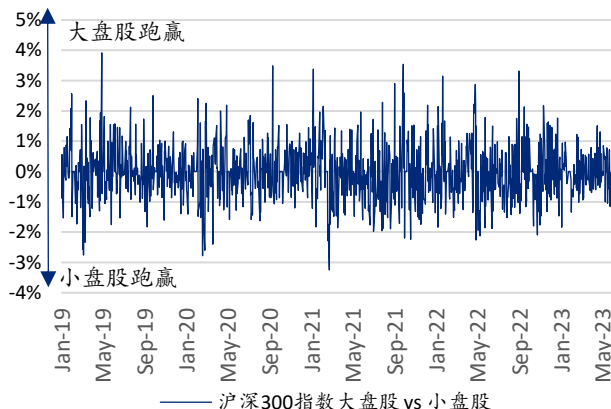
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 26: 年初至今, 价值股跑赢成长股……



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 27: ……大盘跑赢小盘



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

主题投资：中国特色估值体系重塑

“中特估”行情还未结束。在国内经济复苏低于预期，全球利率高企的环境下，市场风格偏向防守，逐步从成长股转向价值股，配置与经济复苏相关性偏低的行业。在此背景下，具有低估值、高分红、现金流稳定的“中特估”主题股票受到投资者青睐。从二季度开始，具有“中特估”概念的股票股价涨幅领先，部分股票的估值已经基本修复完成，若盈利增长能兑现，有望进一步延长行情的持续性。

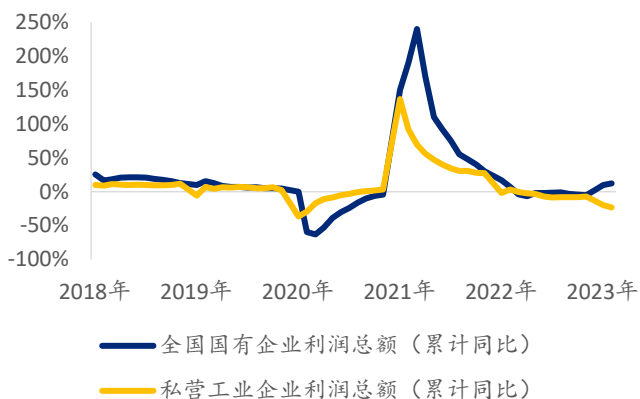
短期“中特估”交易或将延续估值修复逻辑，更大机会可能在港股市场，A股仍有估值洼地。为更深入地分析“中特估”行情的延续性，我们构建了一个包含 720 个在 A 股或港股上市国企的股票池。为更好地反映市场预期和投资价值，股票池中所有公司皆在万得有 2 个或以上的分析师覆盖，并获中性或以上的评级。根据我们分析，短期交易“中特估”更大机会可能在港股市场，目前除医疗健康外，大部分港股国企估值偏低且 ROE 较高。A 股“中特估”仍有估值洼地，估值合理且 ROE 较高的行业，如能源、必选消费、金融、可选消费、公用事业，有望继续吸引交易“中特估”行情的资金流入（图表 30-31）。

我们筛选出 22 个“中特估”概念股，这些个股下半年有望获得估值修复（图表 32）。上半年，“中特估”概念的股票受到市场的追捧，大部分股票的估值有明显的抬升。从交易角度来看，短期“中字头”股票继续录得明显超额收益的空间已不大，投资者需要精选细分行业，筛选可能仍有估值修复机会的公司。我们在包含 720 个 A 股和港股国企股票池中，筛选出 22 个“中特估”概念股。这些公司主要来自国企占比较高的能源、金融和公用事业行业，基本面稳健，盈利能力较强，股息率较高，流动性较好，估值合理。

中长期国企价值重估已经开启。根据财政部数据，一季度国有企业整体利润同比增长 12.4%，但民营企业利润同比下跌 23%。在投资方面，受政策的支持，国有企业的固定资产投资维持较强韧性，但民营企业的投资意愿有所降低，投资增速跌入负增长区间（图表 28-29）。我们预期国有企业将成为新一轮产业革命和产业转型的中坚力量，它们布局发展先进制造业、新能源、数字经济、人工智能等战略性新兴产业，是中国未来经济发展的重要引擎。

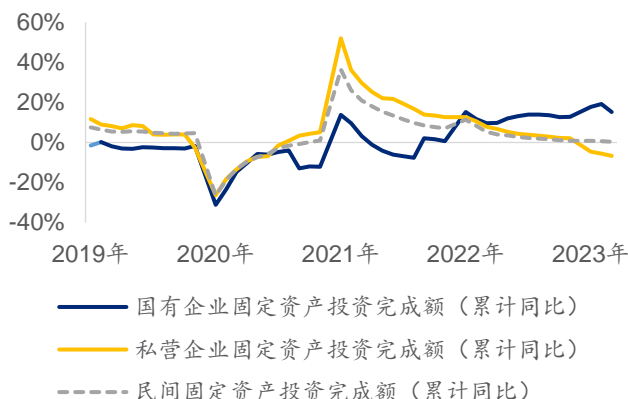
中长期“中特估”的投资逻辑将从估值的修复转变为估值的重塑，核心在于基本面的持续改善：提升业务创新性和成长性，改善组织架构和经营效率，增加投资者机构化和多元化。若短期“中特估”估值修复行情完成，后市表现的驱动力或更多来自盈利的增长。从发展趋势和国家政策角度考虑，我们看好中国制造业升级带来的技术创新和生产效率的提升、“碳中和”目标引领的清洁能源和环保技术需求的增长，以及数字经济的发展带来的新商业模式和创新机会，预计相关领域的公司有望受益。

图表 28：国企盈利增速有望逐步提升



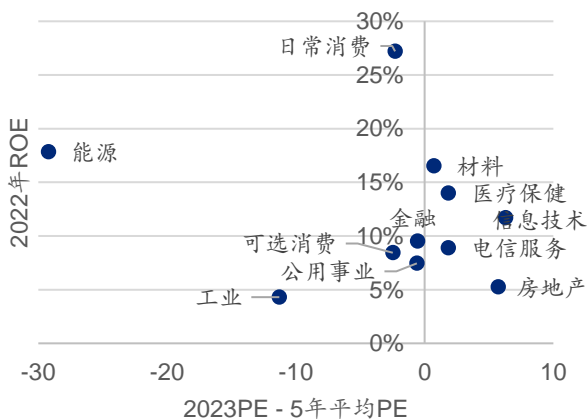
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 29：国企投资在政策支持下维持较强韧性



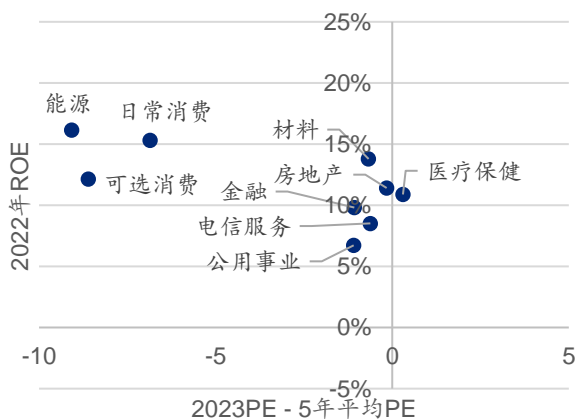
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 30：A股国企低估值，高 ROE 行业：能源、必选消费、金融、可选消费、公用事业



注：分析基于 A 股 575 家国有企业，行业 ROE 和 PE 根据市值加权。
资料来源：Wind，浦银国际

图表 31：港股国企中，除医疗健康外，大部分行业估值偏低，且 ROE 较高



注：分析基于港股 145 家国有企业，行业 ROE 和 PE 根据市值加权。
资料来源：Wind，浦银国际

筛选“中特估”概念股。今年，国资委将对中央企业考核经营指标调整为“一利五率”，保留了2022年的“两利四率”中的利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率四个指标，用净资产收益率（ROE）替代净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率。从过去关注规模和杠杆率，转为更加强调效率和效益，国企的ROE和现金流有望在中长期得到改善，从而提升上市公司的分红潜力，进而抬升估值中枢。

在国资委的考核标准基础上，我们还综合了估值、市值、流动性等其他关键因素，筛选出22个值得关注的“中特估”概念的国有企业。它们基本面稳健，盈利能力较强，股息率较高，流动性较好，估值合理。

筛选标准如下：

- 2023/2024年预期盈利增长大于10%。
- 2022年ROE大于5。
- 2023年股息率大于3%。
- 前瞻市盈率低于过去5年平均值。
- 近3个月日均市值100亿元以上。
- 近3个月日均成交额1亿元以上。
- 有2位或以上分析师覆盖，并获中性或以上评价。

图表 32：下半年值得关注的“中特估”概念股

证券代码	公司名称	Wind 三级行业	市值 (亿元)	成交量 (亿元)	2022 年 ROE	2023 年 EPSg	2024 年 EPSg	预期 股息率 (%)	前瞻 市盈率 (倍)	评级机构 家数
1658.HK	邮储银行	商业银行	4,508	2.5	10.5	14%	12%	6.1	4.7	13
2628.HK	中国人寿	保险	3,578	5.1	7.0	57%	15%	4.2	6.6	2
6030.HK	中信证券	资本市场	2,213	1.6	9.2	14%	16%	3.5	8.0	18
601211.SH	国泰君安	资本市场	1,323	4.4	7.6	21%	14%	3.9	9.4	13
601688.SH	华泰证券	资本市场	1,238	9.6	7.1	17%	15%	3.5	9.4	13
601336.SH	新华保险	保险	1,093	5.8	9.3	52%	16%	3.6	8.0	12
600919.SH	江苏银行	商业银行	1,088	7.4	12.7	18%	22%	7.1	3.5	9
601009.SH	南京银行	商业银行	934	2.0	13.3	12%	14%	5.1	4.3	3
002736.SZ	国信证券	资本市场	907	1.5	5.7	31%	14%	3.0	11.0	16
600039.SH	四川路桥	建筑与工程	899	2.4	32.5	23%	22%	8.2	6.5	9
0992.HK	联想集团	电脑与外围设备	882	4.7	47.5	453%	11%	5.9	7.5	13
000708.SZ	中信特钢	金属、非金属与 采矿	843	1.0	19.6	19%	14%	4.1	9.2	23
601377.SH	兴业证券	资本市场	551	5.5	5.6	24%	15%	5.4	12.9	14
600489.SH	中金黄金	金属、非金属与 采矿	535	8.0	8.3	16%	15%	3.4	17.9	34
601872.SH	招商轮船	海运	526	3.3	17.1	30%	25%	3.4	7.7	18
601838.SH	成都银行	商业银行	500	2.5	17.7	18%	18%	5.1	4.0	25
601878.SH	浙商证券	资本市场	397	2.8	6.6	34%	14%	3.0	16.9	15
2380.HK	中国电力	独立电力生产商 与能源贸易商	347	1.2	6.4	44%	35%	3.8	8.1	24
600863.SH	内蒙华电	电力	248	3.5	10.5	60%	13%	4.7	8.1	27
600098.SH	广州发展	电力	219	1.7	5.7	34%	20%	3.6	13.5	17
601128.SH	常熟银行	商业银行	204	1.9	13.0	14%	20%	3.3	5.7	3
600901.SH	江苏金租	多元金融服务	188	1.6	15.8	15%	14%	6.4	6.7	12

注：市值为近3个月日均平均市值，成交额为近3个月日均平均成交额。

资料来源：Wind, Bloomberg, 浦银国际

投资风险

政策刺激不及预期，地方政府债务负担加剧，地缘政治紧张局势升级，美联储加息步伐加快，人民币大幅贬值，流动性趋紧。

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人士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逾 1%的财务权益。
- 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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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