

中国科技业

择优而选 – 2019年上半年业绩回顾

- ▶ 摄像头产业链在智能手机供应链中胜出
- ▶ 5G 资本支出主题不受影响；软件产业前景较复杂
- ▶ 看好舜宇光学、中兴通讯和金蝶国际

智能手机产业链中摄像头供应商仍将胜出。在刚过去的业绩期中，我们进一步确认了智能手机产业链的两大未来趋势：首先，终端市场需求疲软和品牌商间的竞争激烈正在影响供应商利润率，尤其是标准性零部件。我们预计这一趋势将在 2020 年持续。其次，短期内零部件厂商因包括华为事件在内的宏观风险变得更加保守，而在中长期大部分厂商仍对于 5G 升级需求和汽车电子等新终端市场保持积极态度。在所有零部件子市场中，我们认为摄像头产业链将脱颖而出。快速发展的多摄像头（包括三摄、四摄）趋势和不断加速的规格升级将是这一产业高速增长的主要动力。我们推荐在这一子行业内具有领导市场地位和技术能力的舜宇光学（2382 HK，优于大市）。

电信行业 – 中长线 5G 投资主题依旧。5G 仍是未来 3-5 年中国电信服务及设备行业最重要的投资主题。在 19 年上半年的业绩会中，三家电信运营商均维持了全年的资本支出预算不变，并重点讨论了 5G 投资的“共建共享”机制，以期节省长线资本支出。这可能让一些本希望提高 2019 年资本开支的投资者失望。随着业绩期后电信设备股价的回调，我们认为市场已调整并反映了短期 5G 资本支出不变的预期。同时中长线看，我们对中国国内 5G 投资的情况保持积极态度，并相信领先的电信设备制造商的长期价值正在开始出现。我们看好中兴通讯（763 HK，优于大市），其对 5G 研发的长期投入将在未来几年转化为更高的市场地位和营运利润。

软件行业向云发展。由于中国的软件产业主要是“2B”业务，因此与 2017 和 2018 财年相比，2019 年上半年许多软件公司收入增速随着国内经济增长放缓而继续下降。而云计算领域则例外，各细分行业包括 IaaS, PaaS 和 SaaS 的领先企业都在上半年实现了强劲的收入增长。我们预计这一增长将在 2020 和 2021 年持续。更多的软件公司已经意识到从信息技术（IT）模型转变为数据技术（DT）模型的重要性。我们认为在在云服务市场的先行者将脱颖而出。金蝶和用友是我们在行业内的首选。

行业首选。舜宇光学是我们在智能手机产业链中的首选。我们认为它将继续受益于安卓厂商不断加速升级摄像头的长期趋势。我们认为中兴通讯是中国 5G 资本支出上升周期的最佳投资标的，而金蝶则是中国 SaaS 云市场的领导者。主要行业风险来自于中美贸易谈判恶化以及经济增长低于预期。

中国科技行业主要指标

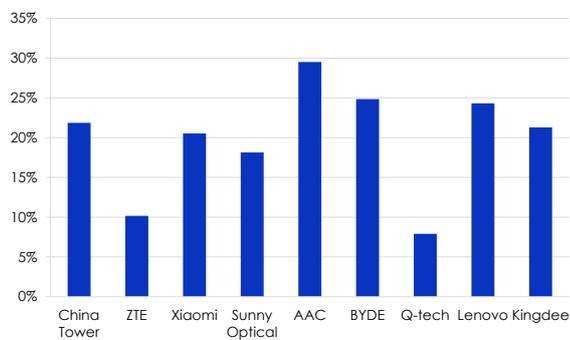
公司*	建银国际 证券 评级†	股价 (港元)**	目标价 (港元)	市值 (十亿美 元)	每股盈 利增速 2019F (%)	市盈率 (倍) 2019F
中国铁塔	O	1.78	2.50	40.4	68.9	52.5
海康威视	O	31.50	36.00	42.7	5.4	26.0
小米集团	N	8.35	9.80	25.8	32.3	15.1
中兴通讯	O	19.58	31.00	16.1	N/M	14.7
立讯精密	O	24.74	28.90	18.5	44.0	33.7
舜宇光学	O	109.20	140.00	15.4	43.4	29.8
联想集团	O	5.13	7.30	7.9	25.7	10.6
瑞声控股	N	34.00	40.00	5.3	-24.8	12.8
比亚迪电子	N	9.36	11.00	2.7	-33.4	12.9
用友软件	O	33.95	35.00	11.7	44.7	92.0
金蝶国际	O	7.70	8.40	3.3	-26.0	62.5
鸿腾六零八八	O	3.42	4.70	2.9	20.7	10.1
丘钛科技	O	7.11	8.50	1.0	2,821.2	16.8
通达集团	O	0.54	0.70	0.5	34.9	4.6

† 建银国际证券评级：O = 优于大市，N = 中性，U = 弱于大市

** 股价截至 2019 年 9 月 2 日

资料来源：彭博，建银国际证券预测

30 天做空比率



资料来源：彭博，建银国际证券预测

何衍庭

(852) 3911 8259

ronnieho@ccbintl.com

张一鼎

(852) 3911 8258

rockyz@ccbintl.com

邱琳

(852) 3911 8243

ericqiu@ccbintl.com

智能手机产业链中摄像头供应商仍将胜出

全球智能手机市场疲软。根据 IDC 的数据，2019 年二季度全球智能手机出货量同比下降 2.3% 至 3.33 亿部。三星和华为的出货量同比分别增长 6% 和 8%，达到 7550 万和 5870 万台。Oppo 和小米的出货量持平，而苹果同比下滑 18%。2019 年下半年推出的重磅产品包括将于 9 月 13 日发布的新 iPhone 和 9 月 18 日的华为 Mate 30。我们预计这些新品在产品规格上并没有重大惊喜，而全球智能手机出货量 2019 年将继续以低单位数同比下跌。

智能手机产业链利润率继续承压；细分行业中摄像头厂商将继续跑赢市场。基于对出货量的总体判断，我们认为 2019 年下半年智能手机零部件厂商利润率压力将会持续。其中一些零部件的规格升级将继续缺席，包括声学 and 马达（瑞声科技）和手机外壳（比亚迪电子）。而摄像头组件将迎来新一轮规格提升，包括多摄模组相机和 3D 感应在内的产品升级将扩展到中端旗舰机型。在这一细分行业中，我们更青睐舜宇光学。

中国智能手机供应链 - 2019 年上半年/第二季度业绩回顾

公司	净盈利增速		相对于彭博市场预期	2019 年下半年前景
	建银国际 (2019 年上半年)	同比)		
小米集团*	中性	+70%	高于市场预期 29%	- 智能手机行业激烈的竞争和互联网服务销售放缓是我们的主要担忧
舜宇光学	优于大市	+9%	高于市场预期 5%	- 手机摄像头上升周期的主要受益者
联想集团	优于大市	+110%	高于市场预期 11%	- 个人计算机业务稳健；服务器面临短期挑战
立讯精密*	优于大市	+86%	符合预期	- 2019 年第三季度净利润目标：同比增长 16-37%，与彭博市场一致预期相符
瑞声控股*	中性	-48%	低于市场预期 42%	- 核心产品均价上涨空间有限（声学 and 马达组件）
比亚迪电子	中性	-49%	低于市场预期 42%	- 金属和玻璃外壳利润率疲弱；华为收入占比高
丘钛科技	优于大市	N/A	高于市场预期 18%	- 手机摄像头上升周期的主要受益者
通达集团	优于大市	-25%	基本符合预期	- 具吸引力 2019 年 5 倍市盈率
大立光*	未评级	+19%	高于市场预期 8%	- N/A
歌尔股份*	未评级	+157%	高于市场预期 10%	- 2019 年第三季度利润指引：同比增长-8.8-32.9%，与彭博市场基本一致
欧菲光*	未评级	-38%	低于市场预期 3%	- N/A
蓝思科技*	未评级	N/A	基本符合预期	- N/A
汇顶科技*	未评级	+548%	高于市场预期 5%	- N/A

* 2019 年第二季度净利润增长
资料来源：公司资料，建银国际证券预测

全球智能手机出货量及市场份额

出货量(百万台)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ (%)	YoY (%)
三星	79.8	83.3	74.5	78.2	71.5	72.2	70.4	71.9	75.5	5.0	5.6
苹果	41.0	46.7	77.3	52.2	41.3	46.9	68.4	36.4	33.8	-7.1	-18.2
华为	38.5	39.1	42.1	39.3	54.2	52.0	60.5	59.1	58.7	-0.7	8.3
OpPO	28.0	30.7	27.3	23.9	29.4	29.9	29.2	23.1	29.5	27.7	0.3
小米	21.4	28.3	28.2	28.0	31.9	34.3	28.6	25.0	32.3	29.2	-0.3
总计	347.7	376.8	393.0	334.3	342.0	355.2	375.4	310.8	333.2	7.2	-2.3

市场份额 (%)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ (%)	YoY (%)
三星	23.0	22.1	18.9	23.4	20.9	20.3	18.8	23.1	22.7	-	-
苹果	11.8	12.4	19.7	15.6	12.1	13.2	18.2	11.7	10.1	-	-
华为	11.1	10.4	10.7	11.8	15.8	14.6	16.1	19.0	17.6	-	-
OpPO	8.0	8.1	6.9	7.1	8.6	8.4	7.8	7.4	8.9	-	-
小米	6.2	7.5	7.2	8.4	9.3	9.7	7.6	8.0	9.7	-	-

资料来源：互联网数据中心

中国智能手机供应链估值比较

公司	股票代码	建银国际评级	股价* (本地货币)	市值 (百万美元)	每股盈利增长 (%)			市盈率(倍)		
					CY19F	CY20F	CY21F	CY19F	CY20F	CY21F
手机品牌										
小米	1810 HK	中性	8.35	25,786	32.3	18.3	19.7	15.1	12.7	10.6
中兴通讯	763 HK	优于大市	19.58	16,126	N/M	16.8	35.4	14.7	12.6	9.3
联想集团	992 HK	优于大市	5.13	7,943	25.7	15.8	10.3	10.6	9.1	8.3
宏达电	2498 TT	未评级	34.90	911	N/A	N/A	N/A	N/M	N/M	N/M
平均								13.5	11.5	9.4
手机配件										
大立光	3008 TT	未评级	3,885.00	16,614	18.2	15.0	15.7	18.1	15.7	13.6
联发科	2454 TT	未评级	370.50	18,777	13.4	23.8	25.1	24.6	19.9	15.9
舜宇光学	2382 HK	优于大市	109.20	15,435	43.4	26.6	17.9	29.8	23.4	19.7
立讯精密	002475 CH	优于大市	24.74	18,452	44.0	31.4	20.0	33.7	25.7	21.4
瑞声控股	2018 HK	中性	34.00	5,295	-24.8	20.2	17.1	12.8	10.6	9.1
可成	2474 TT	未评级	221.00	5,428	-32.1	24.9	10.7	11.5	9.2	8.3
欧菲光	002456 CH	未评级	9.28	3,510	-359.1	50.2	-22.2	18.6	12.4	15.9
蓝思科技	300433 CH	未评级	8.73	4,780	117.5	42.2	17.2	25.1	17.6	15.1
信维通信	300136 CH	未评级	32.75	4,423	17.1	27.8	28.5	27.8	21.7	16.9
歌尔股份	002241 CH	未评级	13.58	6,145	48.5	28.7	26.0	33.9	26.3	20.9
鸿腾六零八八	6088 HK	优于大市	3.31	2,893	20.7	11.6	10.5	10.1	9.4	8.5
光宝科	2301 TT	未评级	48.95	3,650	5.3	8.4	2.4	13.6	12.5	12.2
比亚迪电子	285 HK	中性	9.36	2,718	-33.4	51.3	10.8	12.9	8.5	7.7
鸿准	2354 TT	未评级	63.50	2,864	-18.0	6.4	-3.8	11.0	10.3	10.7
长盈精密	300115 CH	未评级	12.93	1,640	835.7	27.2	-4.0	32.9	25.9	26.9
美律	2439 TT	未评级	147.50	966	31.8	0.3	11.8	10.7	10.7	9.5
丘钛科技	1478 HK	优于大市	7.11	1,047	2,821.2	26.2	15.8	16.8	13.3	11.5
富智康集团	2038 HK	未评级	0.90	953	N/A	N/A	N/A	N/M	N/M	N/M
通达集团	698 HK	优于大市	0.54	451	34.9	12.8	9.3	4.6	4.1	3.8
TPK	3673 TT	未评级	57.10	740	194.0	-20.9	-8.6	35.3	44.6	48.8
铠胜-KY	5264 TT	未评级	53.80	721	N/A	571.5	27.1	109.3	16.3	12.8
信利国际	732 HK	未评级	0.97	411	887.3	-3.4	28.9	4.2	4.3	3.3
平均								23.7	16.3	14.9

*股价截至2019年9月2日

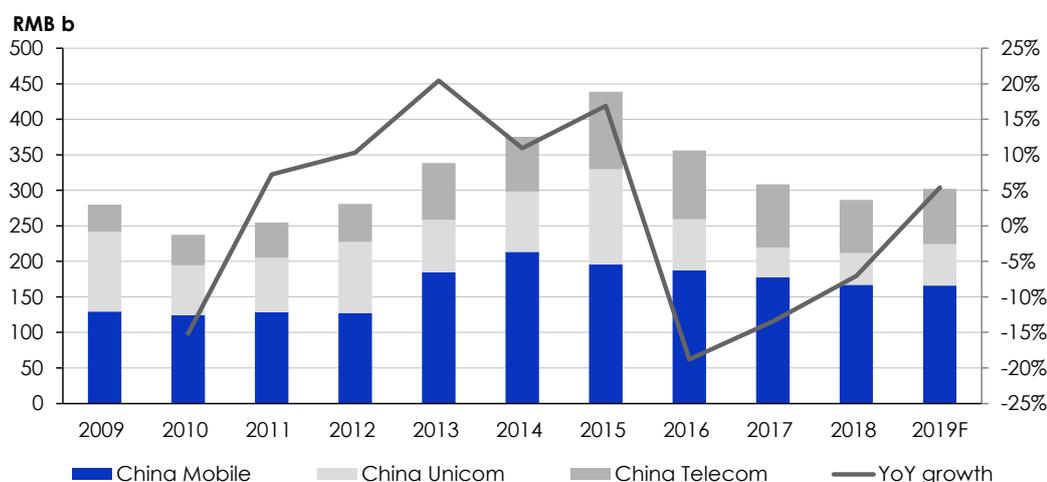
资料来源：彭博，建银国际证券预测

电信服务及设备：中长线 5G 投资主题依旧

共建共享机制将是 5G 投资的主要模式。未来五年大规模的 5G 资本支出一直是市场和各大电信运营商的关注焦点。在最近的中期业绩中，所有三家运营商都将 2019 年的资本支出预算保持不变。更重要的是，中国联通和中国电信都宣布他们将合作探索 5G 网络支出的“共建共享”模式。我们认为，这种方法一旦实施，将增强中国联通的自由现金流和企业价值，并将增加两家电信服务商在行业内的竞争力，能与与行业领导者中国移动抗衡。

中长期 5G 投资仍将持续。经过短期回调，市场已反应了短期 5G 资本支出不及预期的现状，而我们对中国中长期的 5G 投资仍持乐观态度。随着中国政府推动 5G 移动网络的快速发展，我们预计 2020 年将应该 5G 资本支出的快速上涨。中兴通讯作为全球领先的电信设备供应商将成为主要受益者。

三大电信运营商的资本开支



资料来源：三大运营商年报，建银国际证券预测

中国电信服务及设备行业 - 2019 年上半年/第二季度业绩回顾

公司	净盈利增速			2019 年下半年前景	
	建银国际 (2019 年上半年)	评级	同比)	相比于彭博市场预期	
中国铁塔*	优于大市	+52%	基本符合预期	-	5G 基建上升周期受益者
中国联通*	优于大市	+10%	基本符合预期	-	市场竞争限制 ARPU 提升; 共建共享节约长期资本开支
中兴通讯	优于大市	N/A	符合预期	-	5G 投资周期长线受益者
深南电路*	未评级	+86%	高于利润指引中值 9%	-	N/A
沪电股份*	未评级	+150%	高于利润指引中值 3%	-	2019 年第三季度利润指引: 同比增长 72-126%, 中值高于彭博市场预期 7%
生益科技*	未评级	+34%	符合预期	-	N/A

* 2019 年第二季度净利润增长

资料来源：公司资料，建银国际证券预测

中国 5G 产业链估值比较

公司	股票 代码	建银国际 评级	股价* (本地货 币)	市值 (百万美 元)	每股盈利增长 (%)		市盈率		EV/EBITDA		股息率
					CY19F	CY20F	CY19F	CY20F	CY19F	CY20F	CY19F
电信行业产业链 (港股)											
中国铁塔	788 HK	优于大市	1.78	40,373	68.9	57.5	52.5	33.4	6.5	6.0	1.6
中兴通讯	763 HK	优于大市	19.58	16,127	N/A	16.8	14.7	12.6	14.9	10.1	1.6
中通服	552 HK	未评级	4.36	3,891	16.6	12.5	8.8	7.8	2.0	1.7	4.4
长飞光纤光缆	6869 HK	逊于大市	12.40	2,461	-47.3	-18.9	11.3	9.4	17.7	12.6	2.6
京信通信	2342 HK	未评级	1.70	543	489.3	109.1	25.8	12.3	22.6	8.1	1.6
平均							22.5	16.0	12.7	7.7	2.4
电信行业产业链 (A股)											
生益科技	600183 CH	未评级	25.29	8,026	18.0	23.9	42.0	33.9	27.1	19.2	1.7
深南电路	002916 CH	未评级	137.00	6,482	64.5	35.8	46.9	34.6	31.0	18.7	0.8
沪电股份	002463 CH	未评级	23.45	5,639	327.0	31.1	45.0	34.3	24.9	17.5	0.7
烽火通信	600498 CH	未评级	27.26	4,442	12.2	20.7	31.2	25.8	24.0	15.8	1.6
中天科技	600522 CH	未评级	8.59	3,672	29.4	N/A	11.2	N/A	N/A	N/A	N/A
亨通光电	600487 CH	未评级	14.74	3,912	13.3	14.6	11.1	9.7	12.5	8.8	3.6
光讯科技	002281 CH	未评级	29.42	2,777	13.0	34.4	49.1	36.5	31.7	20.6	0.9
中继旭创	300308 CH	未评级	40.30	4,011	168.8	48.1	42.0	28.3	27.7	16.3	0.4
海能达	002583 CH	未评级	9.46	2,423	175.0	33.8	24.6	18.4	16.1	11.3	0.5
通鼎互联	002491 CH	未评级	6.78	1,193	2.5	2.0	13.8	13.6	N/A	N/A	N/A
通宇通讯	002792 CH	未评级	25.39	1,196	24.9	75.2	62.2	35.5	36.6	16.6	N/A
平均							34.5	27.1	25.7	16.1	1.3
港股电信服务商											
中国移动	941 HK	未评级	64.90	171,245	-4.5	0.4	10.9	10.9	3.0	2.9	4.9
中国电信	728 HK	未评级	3.53	36,816	5.8	6.5	11.9	11.1	3.2	3.0	3.8
中国联通	762 HK	优于大市	7.85	30,953	19.1	37.4	17.6	12.8	2.1	2.0	3.0
香港电讯	6823 HK	未评级	12.38	12,080	2.3	3.9	18.0	17.3	10.5	10.0	5.8
电讯盈科	8 HK	未评级	4.28	4,258	-64.7	26.4	40.4	31.9	6.9	6.4	7.6
香港宽频	1310 HK	未评级	14.14	2,390	156.1	29.0	32.3	25.0	13.7	8.0	5.8
和记电讯	215 HK	未评级	1.31	814	-131.7	-3.9	17.0	17.7	N/A	N/A	11.1
数码通	315 HK	未评级	7.14	1,033	-8.9	0.4	12.7	12.7	4.5	4.6	5.9
平均							20.1	17.4	6.3	5.3	6.0

*股价截至2019年9月2日

资料来源:彭博,建银国际证券预测

软件行业向云发展

软件业收入增长放缓。近年来，国内软件业的收入增长随着经济增速回落有所下降。在 2019 年上半年，A 股及香港市场上市的九家主要软件公司平均收入增长率为 14.7%，低于 2018 年的 18.1% 和 2017 年的 19.7%。国内软件行业主要遵循“2B”模式，客户范围从政府、中小企业到金融业、交通、电信、零售、电力和能源等垂直行业。近年来，其中许多行业都面临增长压力，迫使他们对 IT 支出实施更严格的控制，并导致软件行业增长下滑。我们预计这一情况会持续至少 2019 年底。

主要软件公司收入比较

公司	建银国际评级 [†]	2019 年上半年	增速 (%)	2018	增速 (%)	2017	增速 (%)
用友软件 (百万人民币)	O	3,263	10.3	7,593	21.5	6,249	24.0
金蝶 (百万人民币)	O	1,485	16.1	2,809	21.9	2,303	23.7
科大讯飞 (百万人民币)	N	4,204	32.2	7,835	45.0	5,402	64.2
中软国际 (百万人民币)	O	5,538	15.0	10,585	14.5	9,244	36.3
神州数码 (百万港币)	NR	7,570	7.7	15,254	15.2	13,247	8.1
伟仕佳杰 (百万港币)	NR	30,032	7.5	62,482	14.6	54,543	13.3
亚信科技 (百万人民币)	NR	2,479	13.2	5,211	5.3	4,950	1.9
东软集团 (百万人民币)	NR	2,930	5.2	7,171	0.6	7,131	-7.8
浪潮国际 (百万港币)	NR	1,391	24.7	2,443	24.3	1,318	13.3
平均			14.7		18.1		19.7

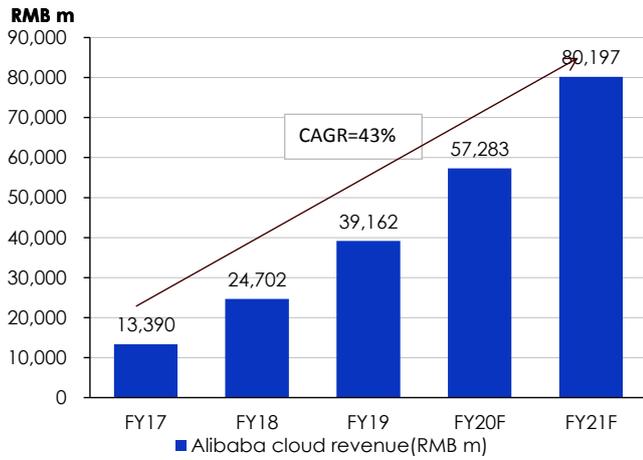
[†] 建银国际评级: O = 优于大市, N = 中性, U = 逊于大市

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

云服务持续增长。在所有软件领域中，云服务保持了最强劲的势头，包括 IaaS, PaaS 和 SaaS 公司。2019 年上半年，用友，金蝶和金山软件收入分别同比增长 115%，55% 和 98%；作为 IaaS 的主要国内厂商，阿里巴巴在截至 2019 年 6 月 30 日的季度实现了 66% 的云收入增长。我们预计这些公司的增长势头将继续。2017-21 年阿里巴巴，金山，金蝶和用友云收入复合年增长率为 43%，38%，42% 和 58%。

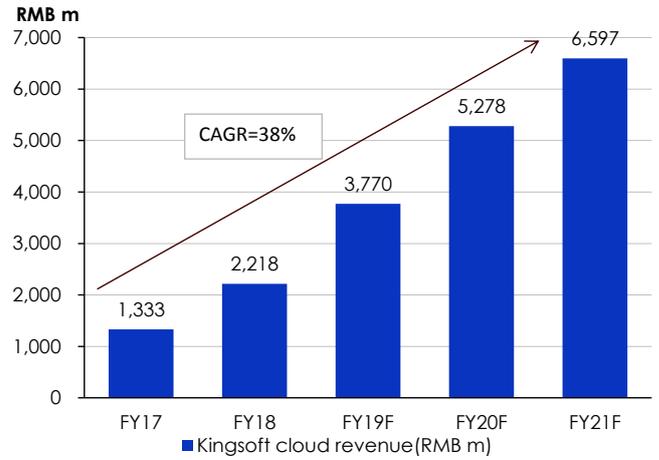
智能制造（或工业 4.0）是另一个成长动力。软件公司正由信息技术（IT）模型转变为数据技术（DT）模型。软件公司与客户合作开发更加简化的云服务，大数据和人工智能技术，并更好地利用数据资源。同时正在针对智能制造流程进行管理优化。我们认为，工业 4.0 中的智能制造业很快将成为标准，而用友和金蝶将从这一趋势中获益最多。

阿里巴巴 - 云服务收入 (IaaS)



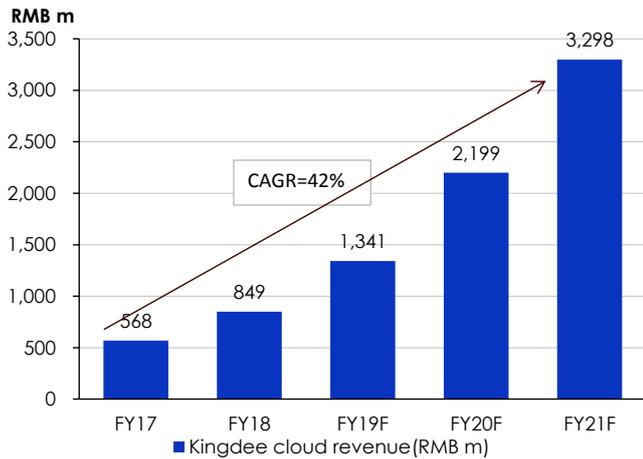
资料来源：公司数据，建银国际证券预测

金山软件 - 云服务收入(IaaS)



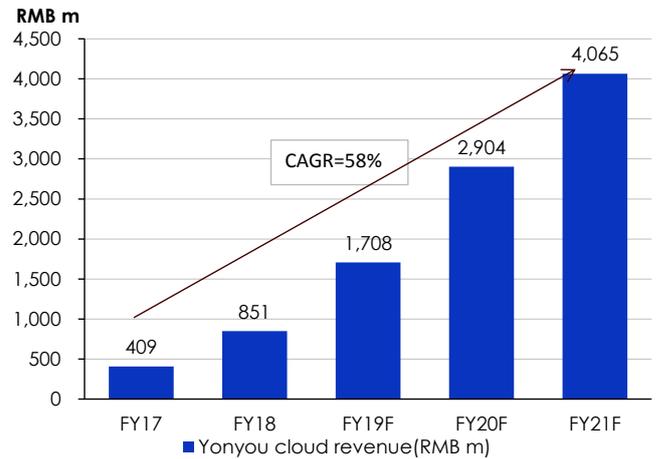
资料来源：公司数据，建银国际证券预测

金蝶 - 云服务收入(SaaS)



资料来源：公司数据，建银国际证券预测

用友网络 - 云服务收入(SaaS)



资料来源：公司数据，建银国际证券预测

软件行业估值比较

公司	股票 代码	建银国际 评级	股价* (本地货币)	市值 (百万美元)	每股盈利增长 (%)			市盈率 (倍)		
					CY19F	CY20F	CY21F	CY19F	CY20F	CY21F
港股										
中航信	696 HK	NR	16.00	5,970	17	15	13	-1	14	11
金山软件	3888 HK	N	14.60	2,556	-76	29	27	-204	-363	9
中软国际	354 HK	O	3.35	1,087	10	9	8	7	14	15
金蝶	268 HK	O	7.70	3,256	63	52	41	-26	37	43
神州数码	861 HK	NR	4.04	861	18	13	N/A	15	30	N/A
中国擎天软件	1297 HK	NR	1.72	268	6	5	4	28	28	19
畅捷通	1588 HK	NR	8.20	227	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均					6	21	19	-26	-43	16
A 股										
科大讯飞	002230 CH	O	34.00	10,432	87	58	43	42	50	35
网宿科技	300017 CH	U	10.31	3,498	24	27	22	22	-9	22
航天信息	600271 CH	NR	22.31	5,794	22	18	16	20	20	N/A
恒生电子	600570 CH	NR	78.86	8,831	69	55	42	48	25	33
用友网络	600588 CH	O	33.95	11,769	92	73	57	45	26	29
石基信息	002153 CH	NR	34.91	5,198	70	57	46	15	21	24
东软集团	600718 CH	NR	11.68	2,023	34	27	N/A	306	26	N/A
华胜天成	600410 CH	NR	11.38	1,743	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
远光软件	002063 CH	NR	9.60	1,137	37	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Average					54	45	38	71	23	28
美股										
Microsoft	MSFT US	NR	137.86	1,052,618	26	23	20	15	13	13
Oracle	ORCL US	NR	52.06	173,663	13	12	12	12	8	4
IBM	IBM US	NR	135.53	120,063	11	10	9	-6	5	7
SAP	SAP US	NR	119.15	146,376	25	23	20	8	10	10
Accenture	ACN US	NR	198.17	126,452	27	25	23	9	9	9
Salesforce	CRM US	NR	156.07	136,873	57	50	43	4	14	18
Workday Inc	WDAY US	NR	177.28	40,420	105	80	61	34	32	29
Netsuite	N US	NR	109.54	8,865	202	143	96	158	42	49
平均					58	46	36	29	16	18

*股价截至2019年9月2日

资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文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文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。本文作者进一步确定 (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）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易过本文所提及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而不反应未来业绩；(ii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属实正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处于第三方的声明均代表了建银国际对该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及 / 或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征询独立法律、财务、会计、商业、投资和 / 或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及 / 或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和 / 或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美

国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097