

投资策略

港股高股息策略分析

股息回报可观，价格回报一般

我们总结了自2007年以来恒生指数以及恒生高股息指数的表现。从过去12年数据来看，港股高股息指数仅在2009，2010，2014及2015年跑赢恒指，其余年份均略低于恒指。整体来看，两者价格回报差别不大。恒生高股息指数跑赢恒指的年份，多集中在市场不确定性较高，或成长前景堪忧阶段。

若以累计回报来看，恒生高股息指数及恒生指数的差别也不明显。自2007年以来恒指累计回报1%，而高股息指数回报为0%。两者都仅能从08年金融危机中恢复至危机前水平。但若考虑股息回报，虽然恒指的股息回报已经非常吸引，过去12年累计达到54%。但高股息指数的股息回报明显更高，过去12年累计达到88%。

若考虑全价指数每年的回报，高股息策略较恒指表现也略有改善。高股息指数跑赢恒指年份增加至2009，2010，2014，2015，2016，2017及2018年，占到了多数，且跑输年份差价也比较小。

因此，在港股市场整体低估值，高股息的背景下，若考虑全价回报，高股息策略相对于市场指数仍然能够长期有效。但若仅考虑价格回报，两者差别并不明显。

在高风险时期，从历史表现来看，高股息策略在整体走势上并未与恒指有明显差距。其最大跌幅并未稳定优于恒指。在反弹时期，仅2010及2011年，高股息小幅跑赢恒指。其他反弹阶段，两者走势依然相近。

从高股息收益个股分红比例与股价走势相关性来看，个股分红比率的变化作为单独的因素，并不能左右当年股价的表现。即

使高股息个股的股价表现，也更多与年份（系统性风险）相关。而当系统性风险切实影响到个股的分红比例时，则表现为分红比例与股价表现正相关，但其中的实际有效变量更可能是系统性风险。

由于港股市场偏重金融地产及低估值的长期特点，高股息策略在港股或并不能形成明显的股价差异表现。但若考虑全价回报，则长期能够跑赢恒指。一般考虑高股息策略的资金更看中回报的稳定性，对于股价波动所带来的超额回报并不一定是必要条件。因此，可能市场中性策略能够更好反映高股息策略的特点。

过去三年高股息策略公募基金产品总规模大幅度上升，被动指数型基金占比最大。对过去三年高股息策略公募基金产品规模进行统计，可以发现基金产品总规模在大幅度上升，三年间总规模上升了2.7倍至250亿元。其中，被动指数型基金占比最大且增长幅度较大，截至今年规模已达175.3亿元，普通股票型基金三年增长幅度相对较小，在19年规模略有下降但2020年规模又增加至34亿元。而增强指数型基金虽然规模占比在2018年最小仅为13.3%，但三年间增长速度最快，到2020年已达到40.1亿元的规模，占比16%。

高股息策略相较于成长策略，即使考虑分红收益，多数年份表现仍整体较弱，仅在2009，2011，2016，2018年有超额表现。因此仅在risk off时期对冲系统性风险，但长期回报仍主要靠成长。若选取典型个股做对比，则差异更加明显。因此，高股息策略长期来看，并不能跑赢成长，作为对冲或更能体现价值。



赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com

宋林

(852) 3911 8267
lynnson@ccbintl.com

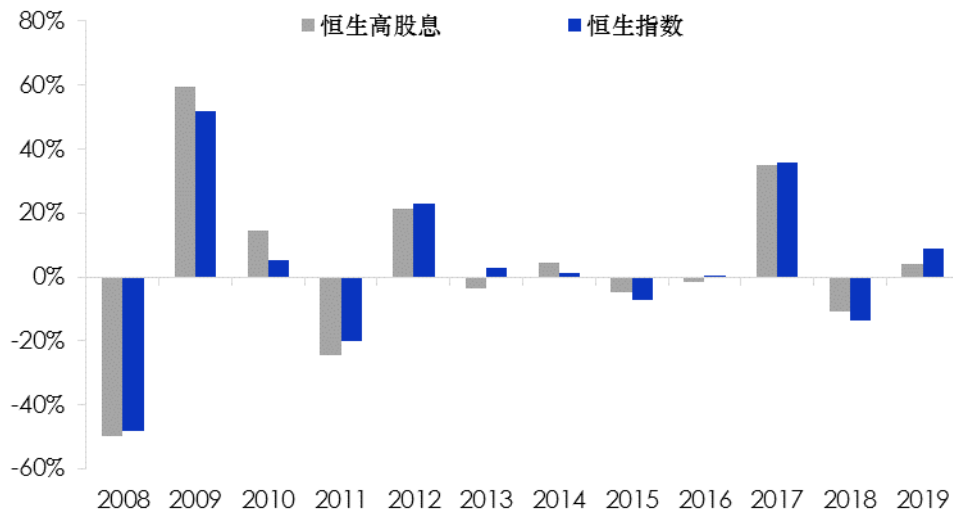
纪春华

(852) 3911 8273
vincentji@ccbintl.com

1. 全价回报下港股高息策略长期跑赢恒指

我们总结了自 2007 年以来恒生指数以及恒生高股息指数的表现。从过去 12 年数据来看，港股高股息指数仅在 2009，2010，2014 及 2015 年跑赢恒指，其余年份均略低于恒指。整体来看，两者价格回报差别不大。恒生高股息指数跑赢恒指的年份，多集中在市场不确定性较高，或成长前景堪忧阶段。

图 1：高股息指数及恒指每年价格回报差别不大



资料来源：WIND，建银国际证券

若以累计回报来看，恒生高股息指数及恒生指数的差别也不明显。自 2007 年以来恒指累计回报 1%，而高股息指数回报为 0%。两者都仅能从 08 年金融危机中恢复至危机前水平。但若考虑股息回报，虽然恒指的股息回报已经非常吸引，过去 12 年累计达到 54%。但高股息指数的股息回报明显更高，过去 12 年累计达到 88%。

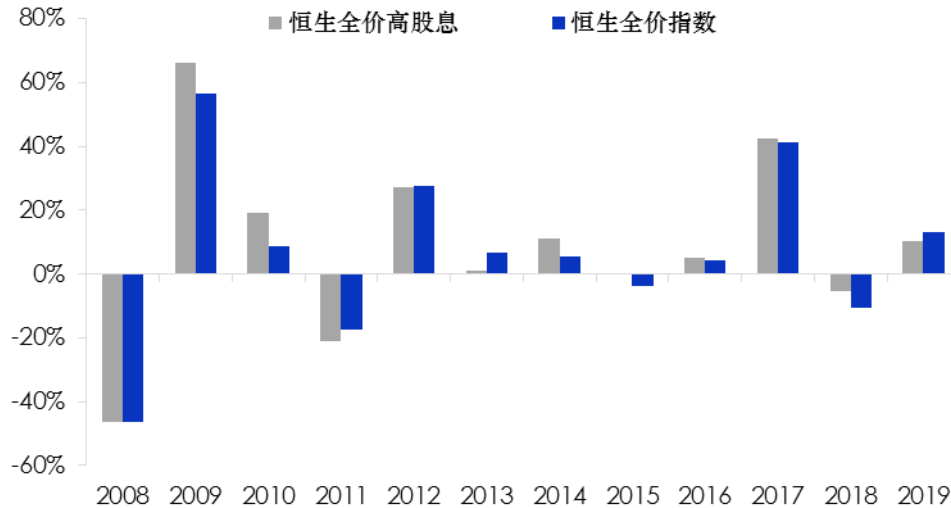
图 2：高股息全价指数累计回报明显跑赢恒指全价指数

年份	恒生高股息	恒生指数	恒生全价高股息	恒生全价指数
2008	-50%	-48%	-46%	-46%
2009	-20%	-21%	-10%	-16%
2010	-8%	-17%	7%	-9%
2011	-31%	-34%	-16%	-25%
2012	-16%	-19%	7%	-4%
2013	-19%	-16%	8%	2%
2014	-15%	-15%	20%	8%
2015	-19%	-21%	20%	4%
2016	-20%	-21%	26%	8%
2017	8%	8%	80%	53%
2018	-4%	-7%	70%	37%
2019	0%	1%	88%	54%

资料来源：WIND，建银国际证券

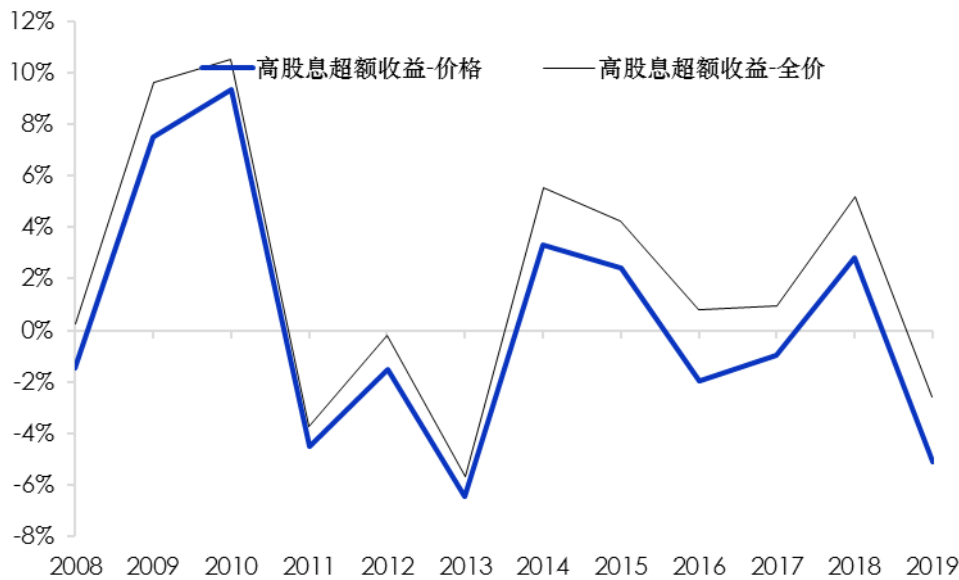
若考虑全价指数每年的回报，高股息策略较恒指表现也略有改善。高股息指数跑赢恒指年份增加至2009，2010，2014，2015，2016，2017及2018年，占到了多数，且跑输年份差价也比较小。

图 3：全价指数下高股息策略较恒指每年表现略有改善



资料来源：WIND，建银国际证券

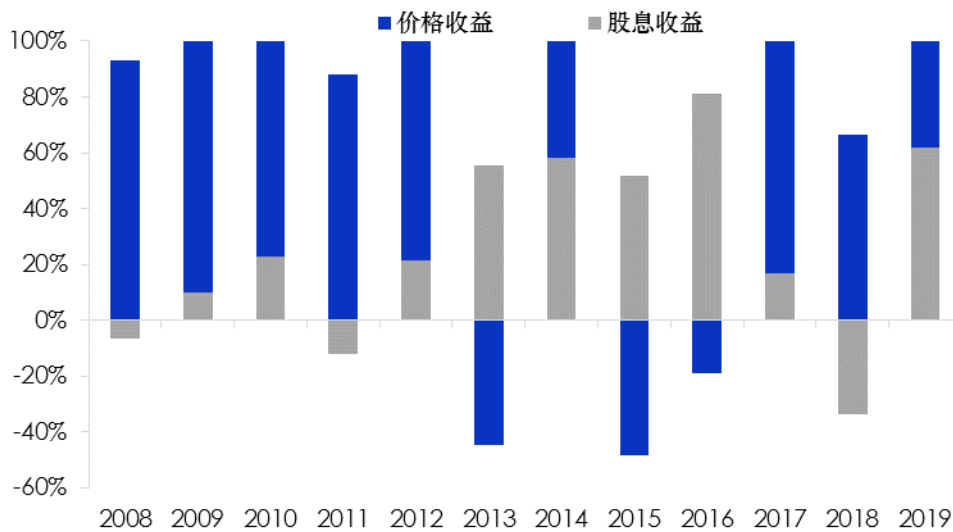
图 4：高股息全价超额回报明显占优



资料来源：WIND，建银国际证券

因此，在港股市场整体低估值，高股息的背景下，若考虑全价回报，高股息策略相对于市场指数仍然能够长期有效。但若仅考虑价格回报，两者差别并不明显。

图 5：高息策略中，价格收益在多数年份仍然占主要比重



资料来源：WIND，建银国际证券

高息策略中，价格收益在多数年份仍然占主要比重，尤其在市场波动较大年份。只有在2013，2014，2015，2016，2019年，市场整体回报仅个位数时，股息收益占比才明显上升。

图 6：高股息指数成分

序号	代码	成份股	股息收益率	序号	代码	成份股	股息收益率
1	2 HK Equity	中电控股	3.9%	26	968 HK Equity	信义光能	3.6%
2	5 HK Equity	汇丰控股	7.3%	27	992 HK Equity	联想集团	5.5%
3	6 HK Equity	电能实业	5.6%	28	998 HK Equity	中信银行	7.8%
4	8 HK Equity	电讯盈科	7.0%	29	1038 HK Equity	长江基建集团	5.4%
5	11 HK Equity	恒生银行	6.1%	30	1088 HK Equity	中国神华	7.7%
6	17 HK Equity	新世界发展	5.9%	31	1288 HK Equity	农业银行	6.5%
7	19 HK Equity	太古股份公司 A	5.9%	32	1359 HK Equity	中国信达	8.5%
8	83 HK Equity	信和置业	5.5%	33	1398 HK Equity	工商银行	5.9%
9	123 HK Equity	越秀地产	8.0%	34	1628 HK Equity	禹洲地产	11.5%
10	144 HK Equity	招商局港口	6.3%	35	1928 HK Equity	金沙中国有限公司	5.8%
11	148 HK Equity	建滔集团	5.5%	36	1929 HK Equity	周大福	4.2%
12	152 HK Equity	深圳国际	7.3%	37	1988 HK Equity	民生银行	6.4%
13	165 HK Equity	中国光大控股	4.1%	38	2039 HK Equity	中集集团	3.9%
14	303 HK Equity	VTECH HOLDING	9.3%	39	2314 HK Equity	理文造纸	5.0%
15	338 HK Equity	上海石油化工股份	5.9%	40	2380 HK Equity	中国电力	7.3%
16	363 HK Equity	上海实业控股	7.2%	41	2386 HK Equity	中石化炼化工程	9.5%
17	386 HK Equity	中国石油化工股份	4.1%	42	2388 HK Equity	中银香港	6.0%
18	405 HK Equity	越秀房产信托基金	6.7%	43	2689 HK Equity	玖龙纸业	4.5%
19	551 HK Equity	裕元集团	6.2%	44	2777 HK Equity	富力地产	15.0%
20	576 HK Equity	浙江沪杭甬	7.5%	45	3328 HK Equity	交通银行	7.5%
21	581 HK Equity	中国东方集团	7.9%	46	3377 HK Equity	远洋集团	11.0%
22	868 HK Equity	信义玻璃	6.3%	47	3380 HK Equity	龙光地产	8.0%
23	883 HK Equity	中国海洋石油	3.9%	48	3618 HK Equity	重庆农村商业银行	7.7%
24	939 HK Equity	建设银行	6.1%	49	3988 HK Equity	中国银行	7.3%
25	941 HK Equity	中国移动	5.4%	50	6818 HK Equity	中国光大银行	7.3%

资料来源：WIND，建银国际证券

2. 高息策略在危机时期也未能避免系统性风险

08年危机时，当港股恐慌波动率指数大幅上升期间，恒生高股息指数最大跌幅也达到60%，与恒指跌幅相近。11年欧债危机时，港股恐慌指数最高升至52，期间港股高股息指数最大跌幅达到38%，同一时期恒指跌幅为42%。2016年港股恐慌指数并未大幅上升，最高升至41，期间高股息指数及恒指最大跌幅均在35%左右。本次危机期间，港股恐慌指数达到空前的169.4，而高股息指数本次的最大跌幅达到了42%，恒指最大跌幅约在34%。

因此，从历史表现来看，高股息策略在整体走势上并未与恒指有明显差距。在高风险时期，其最大跌幅并未稳定优于恒指。在反弹时期，仅2010及2011年，高股息小幅跑赢恒指。其他反弹阶段，两者走势依然相近。

图7：高股息策略在整体走势上并未与恒指有明显差距



资料来源：WIND，建银国际证券

从高股息收益个股分红比例与股价走势相关性来看，个股分红比率的变化作为单独的因素，并不能左右当年股价的表现。例如，华宝国际2015及2018没有分红，当年股价表现明显弱于其他年份。但如绿地香港2014及2015均未分红，2016年有分红，而其股价2016年表现更弱。太平洋航运也有类似情况，股价表现与分红比率并未呈现正相关。因此即使高股息个股的股价表现，也更多与年份（系统性风险）相关。如2015，2016及2018年，即使某些个股仍能保持较高分红比例，但其股价表现仍然不佳。而当系统性风险切实影响到个股的分红比例时，则表现为分红比例与股价表现正相关，但其中的实际有效变量更可能是系统性风险。

图 8：股价表现与分红比率并未呈现稳定正相关

代码	名称	分红比率						股价表现%							
		2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
3983.HK	中海石油化学	50.0	659.0	-108.7	44.1	525.3	38.8	38.9	3.1	18.3	7.9	-19.8	-40.8	-3.0	-8.0
0336.HK	华宝国际	0.0	61.1	57.0	0.0	49.5	45.6	40.4	-31.1	67.9	16.3	-52.9	57.0	17.9	1.4
0511.HK	电视广播	-220.0	341.6	52.6	85.5	152.3	65.5	65.8	-44.4	13.8	-12.6	-21.2	-8.1	-6.1	28.3
0883.HK	中国海洋石油	52.0	75.6	2,194.4	92.4	33.3	35.4	26.7	12.8	21.3	24.9	-18.5	-24.6	-10.6	27.3
0087.HK	太古股份公司B	7.6	4.8	13.0	17.4	21.1	15.8	12.0	11.0	-6.0	-11.5	-10.6	10.0	2.0	16.3
0152.HK	深圳国际	53.3	52.8	39.8	43.2	38.6	377.7	32.6	7.5	36.1	-17.8	30.3	22.6	23.9	69.6
1088.HK	中国神华	40.7	39.2	243.0	35.6	38.0	39.8	39.9	-10.1	67.5	23.3	-44.4	-1.2	-23.8	4.8
0992.HK	联想集团	71.4	-210.6	70.8	-296.3	45.2	39.4	39.0	27.5	-0.8	-36.8	-20.7	10.7	37.9	38.7
0337.HK	绿地香港	28.2	26.6	22.5	0.0	0.0	3,183.2	0.0	-36.0	67.1	-36.1	-1.9	-17.1	123.6	53.5
0019.HK	太古股份公司A	11.5	7.3	19.7	26.3	31.9	23.8	18.1	17.5	0.4	-11.2	-10.2	15.4	-1.6	21.4
0005.HK	汇丰控股	75.7	96.0	411.9	73.7	69.8	56.5	58.8	-14.6	35.9	8.6	-11.5	-7.8	8.1	44.2
1111.HK	创兴银行	29.0	22.5	24.8	27.9	9.5	389.4	36.8	-18.2	15.7	-4.3	1.6	-41.7	117.7	22.3
0006.HK	电能实业	78.3	418.2	256.8	74.5	9.4	48.7	53.7	-5.1	18.8	-0.6	-1.8	26.6	-3.8	19.9
0014.HK	希慎兴业	25.0	39.4	115.9	48.1	26.7	20.2	10.1	-7.2	34.3	4.9	-4.9	7.4	-7.9	49.7
0135.HK	昆仑能源	39.3	36.6	90.6	353.5	28.8	27.1	28.4	5.7	41.9	-15.1	-3.6	-45.4	-14.3	49.0
1157.HK	中联重科	95.7	116.7	-126.6	1,271.2	64.9	29.9	21.3	-9.2	2.9	26.4	-50.5	-15.0	-33.9	40.9
0494.HK	利丰	-691.0	-175.1	111.8	72.2	100.1	72.8	54.1	-67.1	34.7	-31.1	-22.5	-7.5	-24.9	-1.5
2208.HK	金风科技	27.5	23.8	18.6	45.5	58.9	39.6	98.5	-46.5	34.5	-7.3	27.3	38.1	171.4	-19.0
0179.HK	德昌电机控股	20.4	21.6	23.8	32.2	25.9	82.1	26.6	-50.1	62.6	-20.8	-5.3	-3.3	48.4	22.8
0041.HK	鹰君	10.0	13.9	30.6	55.0	22.9	57.5	11.7	-15.4	15.9	59.6	3.1	-0.7	9.2	73.4
1898.HK	中煤能源	20.2	17.5	27.0	0.0	177.9	22.2	25.5	-10.9	-2.9	23.9	-38.5	14.1	-45.8	4.3
2343.HK	太平洋航运	49.5	0.0	0.0	0.0	-4.4	819.9	-7.9	-10.8	35.2	1.1	-44.8	-43.0	29.0	41.6
0751.HK	创维集团	0.0	50.9	33.5	32.2	18.6	42.6	33.2	-48.0	-23.1	-8.7	25.2	3.6	12.5	53.2
0308.HK	香港中旅	23.8	40.3	62.0	39.3	38.8	29.4	35.2	-26.2	39.4	-32.8	26.0	72.8	5.9	25.7
0127.HK	华人置业	20.7	165.1	220.4	150.8	149.6	60.4	23.6	-31.9	36.9	-28.9	29.7	30.9	119.9	4.9
1999.HK	敏华控股	33.7	62.2	61.3	51.1	112.1	47.3	44.1	-56.0	47.2	20.0	47.9	15.4	95.0	44.3
1131.HK	鸿宝资源	3.0	7.5	6.5	3.2	17.2	27.9	0.0	71.4	97.3	-2.4	0.0	114.2	95.1	1.2
0066.HK	港铁公司	45.8	39.8	314.4	11.2	39.2	41.0	33.8	-7.7	30.1	7.0	24.2	11.8	-1.3	24.6
0460.HK	四环医药	10.2	20.2	60.5	29.5	16.1	21.5	48.3	-50.7	35.0	-48.5	-15.0	47.5	113.5	31.1
0467.HK	联合能源集团	0.0	159.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	127.8	57.6	-25.9	-39.3	0.0	-20.0	6.9
1776.HK	广发证券	0.0	35.6	33.5	38.7	0.0	0.0	0.0	-29.4	-0.4	-12.3	-23.4	0.0	0.0	0.0
1299.HK	友邦保险	0.0	25.3	32.0	40.3	22.5	23.4	19.0	-1.0	54.8	-4.6	9.1	12.2	30.0	26.3

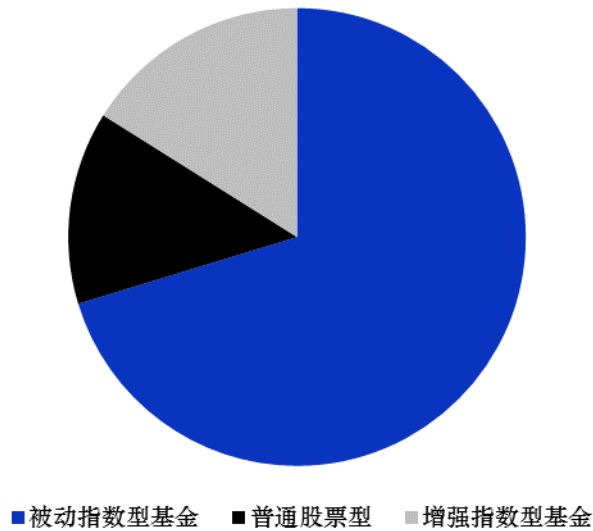
资料来源：WIND，建银国际证券

由于港股市场偏重金融地产及低估值的长期特点，高股息策略在港股或并不能形成明显的股价差异表现。但若考虑全价回报，则长期能够跑赢恒指。一般考虑高股息策略的资金更看中回报的稳定性，对于股价波动所带来的超额回报并不一定是必要条件。因此，可能市场中性策略能够更好反映高股息策略的特点。

3. 高息策略更受被动资金青睐，长期跑输成长

过去三年高股息策略公募基金产品总规模大幅度上升，被动指数型基金占比最大。对过去三年高股息策略公募基金产品规模进行统计，可以发现基金产品总规模在大幅度上升，三年间总规模上升了 2.7 倍至 250 亿元。其中，被动指数型基金占比最大且增长幅度较大，截至今年规模已达 175.3 亿元，普通股票型基金三年增长幅度相对较小，在 19 年规模略有下降但 2020 年规模又增加至 34 亿元。而增强指数型基金虽然规模占比在 2018 年最小仅为 13.3%，但三年间增长速度最快，到 2020 年已达到 40.1 亿元的规模，占比 16%。

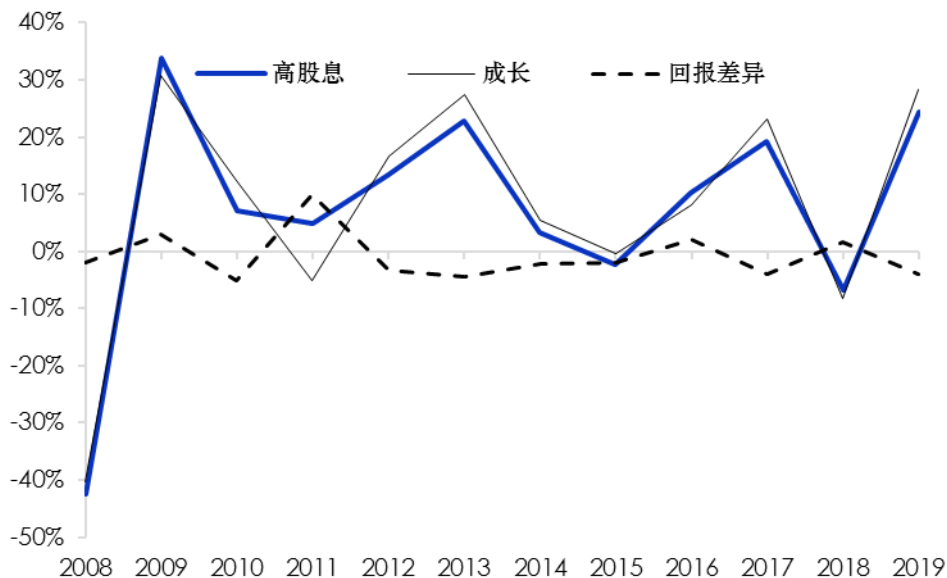
图 9：被动指数型基金在高股息策略中占比最大



资料来源：WIND，建银国际证券

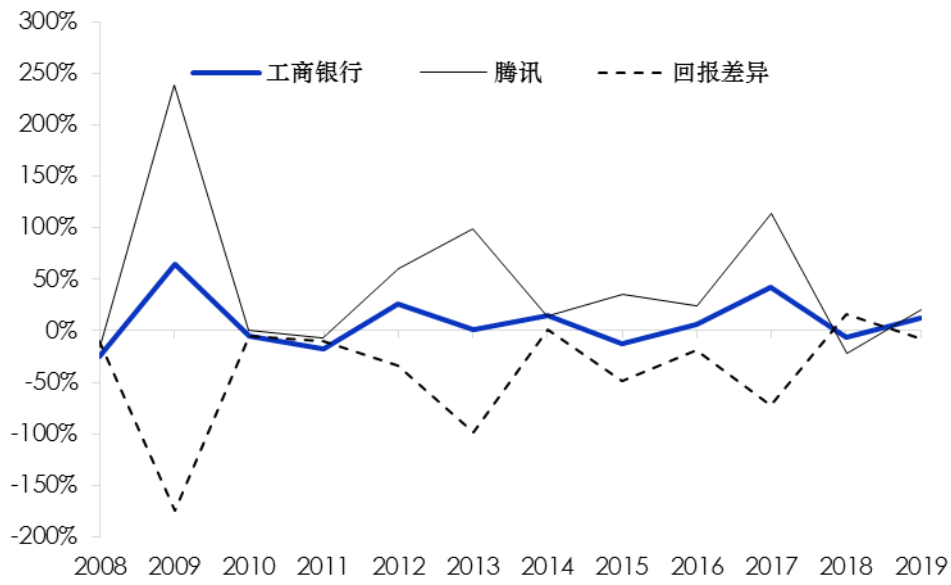
高股息策略相较于成长策略，即使考虑分红收益，多数年份表现仍整体较弱，仅在 2009，2011，2016，2018 年有超额表现。因此仅在 risk off 时期对冲系统性风险，但长期回报仍主要靠成长。若选取典型个股做对比，则差异更加明显，工商银行多数年份跑输腾讯，仅 2010，2014 及 2018 年小幅跑赢腾讯。因此，高股息策略长期来看，并不能跑赢成长，作为对冲或更能体现价值。

图 10：高股息策略长期回报不如成长策略



资料来源：WIND，建银国际证券

图 11：工行长期回报明显跑输腾讯



资料来源：WIND，建银国际证券

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 个日历内曾买卖或交易过本文所提述的股票，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））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文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。

建银国际和同程艺龙[780 HK] 及中国科培教育集团[1890 HK] 拥有投资银行关系。

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，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 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。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由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，应征求独立法律、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。如任何司法管辖权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，则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 2020。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