

全球 透视

周刊

新非常态

Kelly Bogdanova – 旧金山

新冠肺炎疫情导致各个经济体和企业均处于异常运作状态。谈及盈利前景时不能还是生搬硬套。本文探讨投资者应当如何评估盈利前景和股市估值。

本财报季和下一个财报季可谓不同寻常。这并不是因为我们预期盈利增长将出现双位数下滑(在经济衰退时期实属正常)。我们认为一季度和二季度财报季成为异数的关键原因在于,新冠肺炎疫情带来的不确定性使得许多管理团队都很难预测未来。

鉴于北美、欧洲和全球经济陷入衰退以及后续复苏存在大量未知因素,企业利润严重缺乏可预见性,尤其是易受经济形势影响的行业以及受新冠肺炎疫情封锁措施冲击最为严重的行业。

因此,我们认为投资者应对2020年和2021年的盈利预测持保留态度,在尝试评估利润和股市估值的未来前景时,应该采用一系列的预测手段。

缺少指引

通常在财报季期间分析师和投资者都有固定路数,可以根据当前和下一个季度的利润预测进行分析,这些预测往往相当接近于实际情况。但在发生新冠肺炎疫情的环境中却并非如此。这一次,许多跟踪个别公司的华尔街行业分析师都将被蒙在鼓里。

我们的全国研究通讯记者认为,由于新冠肺炎导致的大量不确定性,在一季度财报季期间有相当一部分的标普500指数

公司管理团队将会撤回盈利指引。在其它国家和地区注册成立的公司可能也会这么做,我们已经在欧洲财报季的早期阶段看到了这样的戏码。

如此之多的国家和地方政府的运作都充满变数,企业何时和以多大步伐开始恢复正常运作的决定权掌握在政府手中,对于易受经济形势影响的公司的管理团队来说冒险大胆预测盈利并无多大好处。

在新冠肺炎疫情爆发之前,约有半数标普500指数成份股公司未发布全年业绩指引(这在年初时并不罕见),另外约半数公司已经发布了指引。

在5月下旬一季度财报季基本结束后,我们的全国研究通讯记者相信多数此前发布全年盈利指引的公司将会撤回。它还认为最初避免发布指引的一批公司将会继续观望。它预计仅16%的公司将会发布全年业绩指引,如中间图表所示。

市场脉搏

- 3 美国能源行业展望原油期货投降式抛售之后市势
- 3 负油价意味着什么
- 4 欧洲央行放宽担保规则接受“堕落天使”
- 4 一季度中国GDP体现新冠肺炎影响

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年4月23日美国东部标准时间收盘价(美元)为准(除非另有说明)。

请参阅第6页,了解重要和必须的非美分析师披露。

制作:美国东部时间2020年4月23日16:18;传播:美国东部时间2020年4月23日16:46



财富管理

通过加拿大皇家银行财富管理提供的投资和保险产品未经联邦存款保险公司(FDIC)或其它任何联邦政府机构保险、并非银行存款或其它债务或由银行或任何银行附属机构担保,可能存在投资风险,包括可能损失投入的本金。

运行空间

缺少和撤回盈利指引将使得今明两年的利润预测比通常情况下出现更多变数。

根据 Refinitiv I/B/E/S 汇总的华尔街分析师自下而上的预测，3月中旬以来对2020年标普500指数每股136美元的普遍预测已较173美元大幅下调，新冠肺炎风险则成为合理理由。加拿大皇家银行资本市场的当前预测为每股135美元。

尽管这些对2020年的预测均处于“合理区间”，考虑到迄今为止的一季度报告趋势，我们认为仍存在下行风险。22%的标普500指数成份公司已公布业绩，其中有30%不及市场普遍预测，该比例高于通常水平。未来几周对2020年的普遍预测可能会继续下调，今年余下几个季度的情况也仍不明朗。

虽然由于新冠肺炎疫情已自年初的每股197美元下调，我们认为对2021年每股171美元的普遍预测依然过高。加拿大皇家银行资本市场对明年的预测为每股153美元。

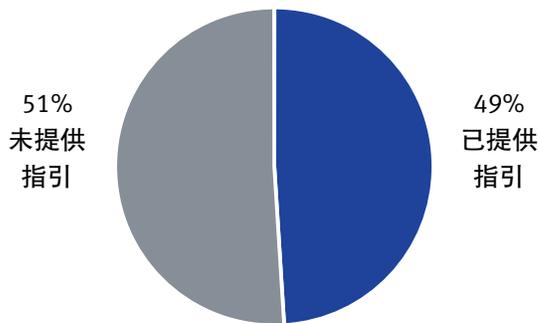
信赖区间

在当前阶段，我们认为投资者应该对华尔街分析师自下而上的普遍盈利预测和股票策略师自上而下的预测持保留态度。我们将采用一系列预测手段判断未来盈利走向和市场估值。

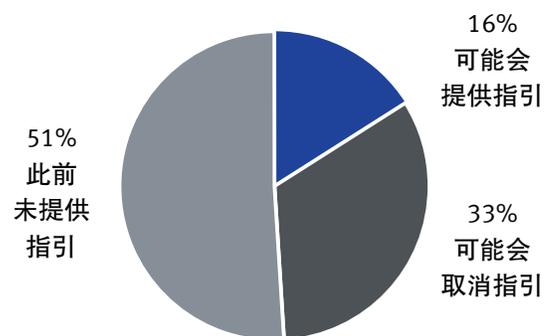
在美国和全球经济衰退的严重程度和持续时间更加明确之前，我们认为每股125-135美元似乎是2020年的合理区间。我们认为2021年每股150美元的大致预测是合理的，但鉴于经济复苏的前景尚不明朗，对此我们不会过于坚持。

约三分之一美国大盘股公司或将撤回盈利指引

标普500指数成份股公司此前发布2020年盈利指引的比例



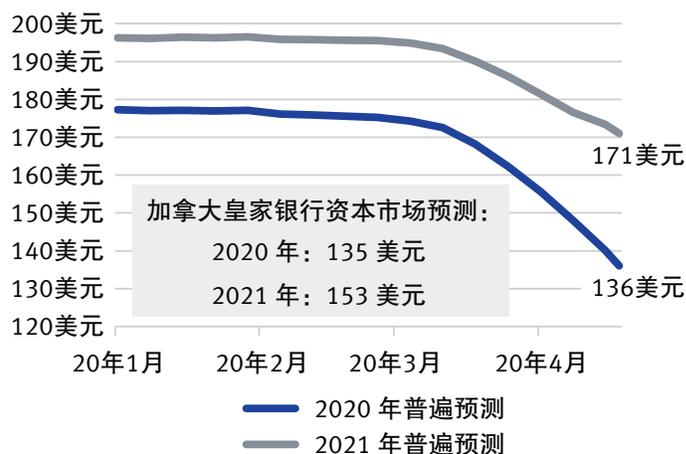
公布一季度业绩后标普500指数成份股公司可能发布2020年盈利指引的比例



资料来源：全国研究通讯员、标准普尔、FactSet；数据截至2020年4月20日

新冠肺炎疫情导致利润预测大幅下调，但是否到此为止？

标普500指数每股盈利普遍预测



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、Refinitiv I/B/E/S、加拿大皇家银行资本市场美国股票策略；逐周数据期间为2020年1月16日至2020年4月23日



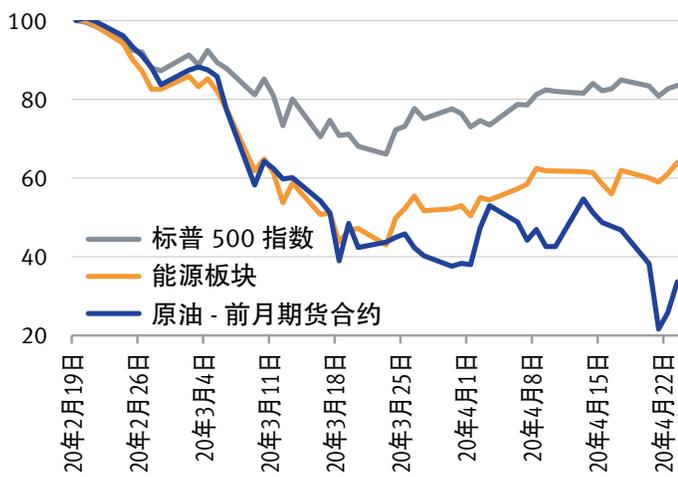
美国

Alan Robinson – 西雅图

- **本周石油期货遭到疯狂抛售使得投资者的注意力重新转向能源行业。**三大因素的共同作用导致北美石油价格下跌。首先，沙特阿拉伯和俄罗斯为了降低油价和迫使竞争对手产油量超出需求，导致石油过剩。其次，大范围的封锁行动导致北美汽油和航空燃油需求骤减，公路和空中交通量直线下降。然而尽管供过于求通常足以压低油价，最终的致命一击却是储油设施严重告急。
- 加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的能源分析师 Kurt Hallead 估计，随着原油库存不断增加，按照目前的注入速度，俄克拉何马州库欣 (Cushing) 库存中心的储存量将在几周内达到饱和。因此，Hallead **将其对 2020 年西德克萨斯中质原油 (WTI) 和布伦特原油平均价格的预测分别下调至 35 美元和 39 美元 / 桶，2021 年则升至 44 美元 / 桶和 46 美元 / 桶。**
- 不过，我们相信股票投资者已经预见到了这一点，他们已经开始展望石油市场短期动荡之后的市势。尽管在 3 月 23 日市场见底前一直跑输标普 500 指数，此后**能源板块似乎已与石油现货市场出现偏离** (参见图表)。

能源行业展望石油期货投降式抛售之后市势

股市见顶以来的相对涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、汤森路透；数据截至 2020 年 4 月 23 日已标准化，以 2020 年 2 月 19 日的值为 100

- 我们认为能源板块的当务之急是**股息支付的可持续性**。尽管迄今为止标普 500 指数 27 家能源公司当中只有一家削减了股息，根据彭博社的数据，我们注意到其余 26 家公司当中有 18 家的“股息健康”评级为负面。负面评级意味着近期削减股息的重大风险。我们相信**适当的做法也许是对能源股采取观望态度**。
- 本周**美国参议院通过了一项 4840 亿美元的新冠肺炎救济法案**，向薪资保护计划 (Paycheck Protection Program) 增拨 3100 亿美元，同时向医院和检测增拨资金。截至发稿时美国众议院目前尚未通过该法案，不过华盛顿已开始讨论以基础设施支出为重点的“第四阶段”刺激方案。



加拿大

Richard Tan(CFA) 和 Carolyn Schroeder – 多伦多

- 由于需求遭到前所未有的毁灭性打击且价格战时断时续，石油相关的头条新闻引起了投资者的关注。本周还表明负油价不只是一种可能性。**4 月 20 日，期货市场、尤其是 2020 年 5 月的西德克萨斯中质原油合约首次跌至负值区间**。换句话说，如果你持有购买石油的合约并想要平仓，就必须付钱给别人，让他们接手这些石油。**这是一个奇怪的概念，部分原因是 2020 年 5 月的合约于 4 月 21 日到期**。因此，尽管库存能力已然有限，而由于消费严重不足，情况还可能会进一步恶化，如果继续做多就必须在下个月交割现货。
- 值得注意的是，并非只有一个“油价”。事实上存在多种石油等级和不同的合约期限。如果留意期限较长的合约，就会发现价格依然低迷，但至少处于上涨区间。我们认为在当前环境下投资相关生产商仍具有挑战性，因为**油价可能仍低于通过现金流为资本投资和股息提供资金所需的水平**。
- 加拿大皇家银行经济研究部认为**2 月数据是 3 月数据的前奏**，而由于月中许多非必需品零售商关门谢客，**3 月数据也许会显示零售活动大幅下降**。尽管某些行业将得以幸免 (或甚至受益)，加拿大皇家银行经济研究部认为多数零售商的销售额将会大幅下降，商店将会关门，消费者则将被强烈要求留在家中。在大流行之前，2 月国内零售商的电

子商务销售额同比增长 18%，加拿大统计局指出许多零售商针对新冠肺炎的遏制措施开放或扩大了线上平台。虽然截至 3 月 17 日当周食品支出增加了 80%，但此后购物模式已恢复正常。由于加拿大人已经做好了在家办公的准备，软件和数据服务方面的支出多于其它非消费必需品类别。此外，图书和音乐（包括流媒体和在线服务）方面的支出并未受到明显影响。对数以百万计的失业工人来说，就业保险和新推出的加拿大应急福利计划将共同提供多于平时的一次性收入补偿，但收入仍大幅减少意味着**在开始放松物理疏远措施后，消费者支出的复苏可能会较为缓慢。**



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 在 4 月 23 日的峰会上，**欧盟领导人计划讨论避免新冠肺炎危机的尾部风险演变成欧盟和欧元全面危机的必要措施。**广泛的共识是必须扩大近期宣布并得到欧元区各国财长同意的 5400 亿欧元救助计划的规模，但具体细节还有待确定。
- 与此同时，**欧洲央行进一步放宽其担保规则**，开始接受所谓的“堕落天使”，也就是在 4 月 7 日或之前维持投资级评级但此后被下调至 BB 或以上评级的有价证券。
- 欧洲央行此举**随美联储的后尘**，后者最近也宣布了类似的举措。我们认为这将对企业部门的重要领域有利，当前经济放缓使得这些领域的评级承受着巨大压力。欧洲央行的举措**应有助于遏制可能的息差扩大**。4 月 30 日的欧洲央行会议将会透露更多信息。
- 在一季度盈利季初期，**欧洲斯托克 600 指数成分股的总体每股收益同比下降了 11%**。周期性行业、尤其是金融行业的盈利大幅下滑。抗跌股的业绩没有那么极端，有时甚至令人满意。
- 在上市带动销售额上升的推动之下，**瑞士医疗保健巨头罗氏 (Roche) 公布的销售额同比增长 7%**，略高于市场预期。由于最近推出的药品反响不错，该公司确认了其 2020 年实现低至中个位数销售额增长的指引。

- 法国食品制造商**达能的销售额同比增长 3.7%**，高于市场普遍预期。该公司受益于消费者囤货（pantry loading）。不过由于预计在 2020 年余下时间里全球供需情况仍将高度反覆无常和不可预测，该公司**撤回了全年指引**。
- 由于缺乏可预见性，**联合利华也撤回了全年展望**。尽管卫生用品和家庭食品的销售额有所上升，由于外出消费暴跌影响其冰淇淋和食品服务业务，一季度该公司销售额的增速与去年同期持平。



亚太区

Jasmine Duan – 香港及 Nicholas Gwee(CFA) – 新加坡

- 一季度中国 GDP 让市场得以一窥新冠肺炎疫情对经济的影响。在 2019 年四季度增长 6.0% 之后，**一季度中国经济同比下滑 6.8%**（彭博社的预测中值为 -6.0%）。这是自 1992 年开始发布季度数据以来首次出现萎缩。尽管已经放松管控措施，**数据显示 3 月经济活动有所改善却依然疲弱**。一季度数据欠佳多少已在意料之中，也已被投资者消化。不过，现在的另一个担心是 3 月经济活动反弹可能部分归因于在全球疫情爆发之前接到的订单。**全球需求锐减和订单取消可能会拖累二季度中国经济复苏**，反弹的幅度仍存在高度不确定性。中国市场的中期表现将受到其它国家在遏制病毒和减轻其影响方面进展情况的影响。
- 3 月**中国银行不良贷款率上升 0.06 个百分点**，达 2.04%。根据监管机构的数据，今年一季度银行已对 8800 亿元人民币的贷款实施延期还款，并向小企业发放了 5768 亿元人民币的新增贷款。**监管机构表示二季度资产质量或将恶化，但总体风险可控**。此外，中国还起草了主要以市场为导向的中小银行重组计划。
- 由于新冠肺炎对全球经济和供应链造成影响，**新加坡政府预计今年经济将会出现更加严重的萎缩**。目前贸易工业部预计 2020 年 GDP 增速将萎缩 1% 至 4%。4 月 21 日，新加坡将其阻止新冠肺炎疫情蔓延的“阻断措施”延长 4 周至 6 月 1 日。**该国希望在约一个月的时间内“逐步重新开放”经济**，并计划将感染检测的范围扩大至全国。



市场行情

数据截至 2020 年 4 月 23 日

股票 (本币)	价位	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
标普 500 指数	2,797.80	8.2%	-13.4%	-4.6%	4.8%
道琼斯工业平均指数	23,515.26	7.3%	-17.6%	-11.8%	-3.8%
纳斯达克指数	8,494.75	10.3%	-5.3%	4.6%	19.2%
罗素 2000 指数	1,214.07	5.3%	-27.2%	-23.4%	-22.3%
标普 / 多伦多综合指数	14,251.09	6.5%	-16.5%	-14.5%	-8.4%
富时全股指数	3,205.67	3.2%	-23.6%	-22.1%	-21.4%
欧洲斯托克 600 指数	333.24	4.1%	-19.9%	-14.8%	-13.0%
欧洲斯托克 50 指数	2,852.46	2.4%	-23.8%	-18.6%	-18.8%
恒生指数	23,977.32	1.6%	-14.9%	-20.0%	-20.7%
上证综指	2,838.50	3.2%	-6.9%	-11.3%	-7.5%
日经 225 指数	19,429.44	2.7%	-17.9%	-12.7%	-12.0%
印度 Sensex 指数	31,863.08	8.1%	-22.8%	-17.4%	-7.5%
新加坡海峡时报指数	2,542.37	2.5%	-21.1%	-24.2%	-29.0%
巴西 Ibovespa 指数	79,673.30	9.1%	-31.1%	-16.9%	-6.9%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	34,240.60	-0.9%	-21.4%	-24.2%	-29.3%
大宗商品 (美元)	价格	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
黄金 (现货美元 / 盎司)	1,732.14	9.8%	14.2%	36.1%	30.7%
白银 (现货美元 / 盎司)	15.24	9.1%	-14.6%	2.7%	-8.3%
铜 (美元 / 吨)	5,109.25	3.5%	-16.9%	-20.1%	-25.9%
原油 (WTI 现货 / 桶)	15.75	-23.1%	-74.2%	-76.3%	-77.0%
原油 (布伦特现货 / 桶)	21.91	-3.6%	-66.8%	-70.6%	-70.7%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.82	10.7%	-17.0%	-26.0%	-33.7%

政府债券 (基点变化)	收益率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美国 10 年期债券	0.597%	-7.3	-132.1	-196.8	-237.8
加拿大 10 年期债券	0.598%	-9.9	-110.4	-115.2	-175.5
英国 10 年期债券	0.292%	-6.4	-53.0	-93.5	-124.7
德国 10 年期债券	-0.424%	4.7	-23.9	-46.5	-106.0
固定收益 (回报)	收益率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美国合计	1.42%	1.6%	4.8%	11.1%	16.8%
美国投资级企业债券	2.76%	4.9%	1.1%	10.1%	16.7%
美国高收益企业债券	8.26%	4.0%	-9.2%	-4.3%	1.7%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	100.5310	1.5%	4.3%	3.0%	10.5%
加元 / 美元	0.7106	0.0%	-7.7%	-4.6%	-8.7%
美元 / 加元	1.4073	0.1%	8.3%	4.8%	9.5%
欧元 / 美元	1.0767	-2.4%	-4.0%	-4.1%	-11.8%
英镑 / 美元	1.2340	-0.6%	-6.9%	-4.6%	-11.5%
澳元 / 美元	0.6367	3.8%	-9.3%	-10.3%	-16.3%
美元 / 日元	107.6400	0.1%	-0.9%	-3.8%	-1.0%
欧元 / 日元	115.9000	-2.3%	-4.8%	-7.7%	-12.7%
欧元 / 英镑	0.8726	-1.8%	3.1%	0.5%	-0.4%
欧元 / 瑞郎	1.0518	-0.8%	-3.1%	-8.2%	-11.9%
美元 / 新加坡元	1.4245	0.2%	5.8%	5.0%	7.5%
美元 / 人民币	7.0667	-0.2%	1.5%	5.1%	11.9%
美元 / 墨西哥比索	24.8173	4.8%	31.1%	31.3%	31.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.5275	6.2%	37.1%	46.3%	60.1%

资料来源：彭博社。注：除巴西 Ibovespa 指数外，股票回报不包括股息。债券收益率按本币计算。铜技术指标和美国固定收益回报数据截至周三收盘。指数衡量美元兑其他六种主要货币的表现。货币汇率反映市场惯例（加元兑美元除外）。按照每对货币中的第一种货币计算货币回报。数据截至 2020 年 4 月 23 日格林尼治时间晚上 9:35。

解读货币数据的方法示例：加元 / 美元为 0.71，表示 1 加元可兑换 0.71 美元。加元兑美元的回报为 -7.7%，表示本年迄今加元兑美元下跌了 7.7%。美元 / 日元为 107.64，表示 1 美元可兑换 107.64 日元。美元兑日元的回报为 -0.9%，表示年初至今美元兑日元下跌了 0.9%。

作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Alan Robinson – 美国西雅图

alan.robinson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Richard Tan, CFA – 加拿大多伦多

richard.tan@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多

carolyn.schroeder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

Thomas McGarrity, CFA – 英国伦敦

thomas.mcgarritty@rbc.com; RBC Europe Limited

Jasmine Duan – 中国香港

jasmine.duan@rbc.com; RBC Investment Services (Asia) Limited

Nicholas Gwee, CFA – 新加坡

nicholas.gwee@rbc.com; Royal Bank of Canada, Singapore Branch

信息披露和免责声明

分析师认证

于本报告表达的所有意见准确地反映负责分析员有关任何及所有目标证券或发行商的个人观点。本报告列出的负责分析员的目前或将来薪酬并无任何部分直接或间接与负责分析员于本报告表达的具体建议或观点有关。

重要披露

在美国，加皇财富管理是加皇资本市场有限公司的一个部门，而在加拿大，加皇财富管理包括但不限于加皇多美年证券公司，后者为加皇资本市场有限公司的海外附属公司。本报告由加皇资本市场有限公司编写。加皇资本市场有限公司是加拿大皇家银行的间接全资子公司，因此是加拿大皇家银行的关联发行人。

非美国分析员披露： Richard Tan 和 Carolyn Schroeder 是加拿大皇家银行美国财富管理公司的外国关联公司加拿大皇家银行多美年证券公司的雇员；Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity 是加拿大皇家银行美国财富管理公司的外国关联公司加拿大皇家银行投资管理（英国）有限公司的雇员；Jasmine Duan 是加拿大皇家银行投资服务（亚洲）有限公司的雇员；以及 Nicholas Gwee 是加拿大皇家银行新加坡分行的雇员；对本出版物的编写提出意见。上述人士并非于美国金融业监管局（「FINRA」）注册或符合资格的研究分析员，由于他们并非加皇财富管理的关联人士，因此他们未必受与目标公司通讯，公开露面及研究分析员所持账户的证券买卖的美国金融业监管局第 2241 条规则所规限。

倘本报告为概要报告（包含六间或以上公司），加皇财富管理则可能选择以提述方式提供重要披露资料。如要查阅现有披露事项，客户应参阅 <http://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>，以检视有关加皇财富管理及其附属公司的披露资料。有关资料亦可向加皇财富管理出版索取，地址为 60 South Sixth St, Minneapolis, MN 55402。

过往投资推荐一览表中列出的推荐名单可能包括加皇财富管理或其附属公司之一所拥有的一个或多个推荐名单或模型投资组合。加皇财富管理的推荐名单包括指导性投资组合：优质收入（RL 6）、指导性投资组合：股息增长（RL 8）、指导性投资组合：美国预托证券（RL 10）及指导性投资组合：所有市值增长（RL 12）。加拿大皇家银行资本市场有限责任公司建议名单包括「策略重点名单」和「基本股票加权」（FEW）资产组合。缩写「RL On」表示证券被列入建议名单的日期。缩写「RL Off」表示证券从建议名单中删除的日期。

评级分布

就评级分布而言，监管法规要求成员公司将评级确定为三种评级类型之一——购买、持有 / 中立或出售——无论公司自己有何种评级类型。尽管加皇资本市场有限公司的首选（TP）/ 跑赢板块（O）、与板块持平（SP）以及跑输板块（U）的评级基本与买入、持有 / 中性以及卖出的评级对应，但它们的含义有所不同，因为我们的评级是在相对基础上作出的（见下表）。

加拿大皇家银行资本市场有限公司股票评级系统说明

分析师所谓的“板块”指的是其研究覆盖范围内的一组公司。因此，为特定股票所定的评级仅代表分析师对于该股票未来 12 个月相对于板块平均表现的看法。尽管加皇资本市场有限公司的首选（TP）/ 跑赢板块（O）、与板块持平（SP）以及跑输板块（U）的评级基本与买入、持有 / 中性以及卖出的评级对应，但它们的含义有所不同，因为我们的评级是在相对基础上作出的（如下文所述）。

评级分布—加皇资本市场有限公司股票研究

截至 2020 年 3 月 31 日

评级	数量	百分比	过去 12 个月提供的投资银行服务	
			数量	百分比
买入[首选及跑赢板块]	755	51.64	220	29.14
持有[与板块持平]	619	42.34	126	20.36
卖出[跑输板块]	88	6.02	11	12.50

评级：

首选（TP）：代表分析师所认为的板块中的最佳投资标的；预计将在未来 12 个月中提供重大绝对总回报，具有较好的风险回报率。**跑赢板块（O）：**预期未来 12 个月的回报大幅跑赢板块平均数。

与**板块持平 (SP)**: 预期未来 12 个月的回报与板块持平。**跑输板块 (U)**: 预期未来 12 个月的回报大幅跑输板块平均数。**限制 (R)**: 当加拿大皇家银行在某些合并或其它战略交易中担任顾问以及在某些其它情况下, 加拿大皇家银行的政策禁止包括投资建议在内的某些沟通。**未评级 (NR)**: 由于加拿大皇家银行资本市场充当该公司顾问时的适用法律、监管或政策限制, 评级、价格目标和预测已被剔除。

风险评级:

投机风险评级反映证券的财务或营运可预测度较低、股份成交量流动性低、资产负债表杠杆程度偏高或营运历史有限, 致使财务及 / 或股价波幅预期较高。

估值和目标价实现障碍

当加拿大皇家银行财富管理公司在研究报告中为一家公司指定价值时, 美国金融业监管局 (FINRA) 规则和纽约证券交易所 (NYSE) 规则 (均纳入“美国金融业监管局规则说明”) 要求对估价基础和获得估价障碍作出描述。在适用情形中, 有关资料将分别载于研究报告中的“估值”及“目标价实现障碍”的章节中。

负责编写本研究报告的分析员根据不同因素收取酬金, 包括加皇资本市场有限公司及其附属公司的总收益, 其中部分收益是加皇资本市场有限公司及其附属公司的成员公司的投资银行活动所产生。

其他披露

本报告在我们的全国研究资料提供者的协助下编写。加皇财富管理负责编写本报告, 并对报告的内容和分发承担全部责任。本报告的内容可能基于, 或部分基于, 我们的第三方往来研究服务机构所提供的资料编写。我们的第三方往来机构已经给予加皇财富管理将其研究报告用作来源资料的一般许可, 但并无检阅审查或批准本报告, 亦未收到报告发布的通知。我们的第三方往来机构可能会不时持有本报告中所提及证券的多头或空头头寸, 以及对所提及的证券进行做市。我们的第三方往来机构可能会不时为本报中所提及的任何公司提供投资银行服务或其他服务, 以及招揽这些公司成为它们投资银行业务或其他业务的客户。

加皇财富管理致力于尽一切合理努力, 在海外法律管辖区当地时区同时为所有合格客户提供研究。在某些投资咨询账户中, 加皇财富管理可能会担任我们的客户的托管经理, 并将在收到本报告时为此等账户展开本报告所述的证券交易。此等交易可能在您收到本报告之前或之后进行, 并可能对进行交易的证券市价造成短期影响。加皇财富管理的研究载于我们的专属网站上, 以确保合格客户能够及时收取初始评估报告以及评级、目标及意见的更改。销售人员可能会通过电子邮件、传真或传统邮件的方式对本报告进行进一步分发。客户亦可透过第三方

供应商收取我们的研究报告。请联系您的加皇财富管理顾问, 获取更多有关加皇财富管理研究的信息。

利益冲突披露: 加皇财富管理是在美国证券交易委员会注册的经纪商 / 自营商及投资顾问机构, 可提供券商和投资顾问服务。欲了解加皇财富管理在管理有关投资研究的利益冲突方面的政策, 可访问以下网址: <http://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>. 关于与我们的投资咨询业务有关的利益冲突, 请参阅本行的表格 ADV 第 II 部分或投资顾问组的披露文件。您可向您的财务顾问索取这些文件的副本。我们保留在任何时候修改或增补此项政策、AVD 表格第二部分或披露文件的权利。

本报告的作者隶属于以下实体之一: 加皇财富管理 (美国) (加皇资本市场有限公司下属部门, 加皇资本市场有限公司为一家证券经纪自营商, 主要办公地点位于美国纽约和明尼苏达州)、加皇银行多美年证券公司 (一家证券经纪自营商, 主要办公地点位于加拿大多伦多)、加皇投资服务 (亚洲) 有限公司 (加皇多美年证券有限公司子公司, 加拿大皇家主权证券有限公司为一家证券经纪自营商, 主要办公地点在中国香港), 以及加皇投资管理 (英国) 有限公司 (一家投资管理公司, 主要办公地点在英国伦敦)。

研究来源

本文件由加皇财富管理的投资组合顾问团队下的全球投资组合顾问委员会编制。加皇财富管理投资组合顾问团队为公司参与投资构建含有各个有价证券的投资组合的投资顾问 / 财务顾问提供资产配置及投资组合构建方面的支持。在利用加拿大皇家银行投资策略委员会所得出的宏观市场展望的基础上, 全球投资组合顾问委员会还借助来自加拿大皇家银行投资策略委员会、加皇资本市场及第三方来源的研究资料, 提供额外的投资策略和专题支持。

第三方免责声明

全球行业分类标准 (GICS) 由摩根士丹利资本国际公司 (“MSCI”) 和标准普尔金融服务有限公司 (“S&P”) 制定, 是摩根士丹利和标准普尔的专有财产和服务商标。加拿大皇家银行已获准使用。摩根士丹利、标准普尔或参与制作或编撰 GICS 或任何 GICS 分类的任何其他方概不对该等标准或分类 (或使用该等标准或分类得到的结果) 做出任何明示或暗示的保证或声明, 且所有相关方特此明确拒绝涉及任何该等标准或分类的一切原创性、准确性、完整性、适销性及特定目的适用性做出任何明示的保证。在不限前述任何规定的前提下, 摩根士丹利、标准普尔及其任何附属公司或参与制作或编撰 GICS 分类的任何第三方, 在任何情况下都不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、从属或任何其他损害 (包括利润损失) 承担任何责任, 即使已获悉发生该等损害的可能。

本报告提及的“LIBOR”、“LIBOR 利率”、“L”或其它 LIBOR 缩写是指由洲际交易所基准管理机构 (ICE Benchmark Administration) (或接管该利率的其他任何人) 管理的伦敦银行同业拆借利率。

免责声明

本报告中所包含的信息由加皇财富管理(加皇资本市场有限公司的一个部门)基于被认为可靠的信息来源编制。加拿大皇家银行、加皇财富管理及其附属公司或任何其他人均不对本材料中所含信息的准确性、完整性或正确性作出任何明示或暗示的声明或担保。本报告中所包含的所有观点和估测均为加皇财富管理截至报告撰写日的判断,如有变更,恕不另行通知。过往业绩不一定指示未来表现。未来的回报无法担保,且可能发生本金损失。加拿大各省、美国各州以及世界大多数国家均有各自的法律,对可向其居民出售的证券或其他投资产品的类型,以及相应的出售流程作出规定。因此,本报告中所讨论的证券可能不满足在某些司法管辖区内出售的条件。本报告不是,且在任何情况下不得被理解为,任何不具备在某一司法管辖区从事证券经纪或自营业务的合法资格的公司或个人作为证券经纪商或自营商在该司法管辖区中招揽业务的行为。本报告中的所有内容均不构成司法、会计或税务建议或针对个人的投资建议。本材料以向客户(包括属于加拿大皇家银行的附属机构的客户)进行一般性传播为目的进行编制,并未考虑任何可能阅读本材料的具体人员的特殊情况或需求。本报告中所包含的投资或服务可能不适合您,若您对该等投资或服务的适当性存在疑问,建议您咨询独立投资顾问的意见。在法律允许的最大范围内,加拿大皇家银行及其任何附属公司或任何其他人均不对任何因使用本报告或其所含信息引起的直接或间接损失承担任何责任。未经加拿大皇家银行事先同意,本文件所载的内容不得以任何形式翻印或复制。额外信息可经请求提供。

致美国居民: 本出版物经加皇资本市场有限公司批准。加皇资本市场有限公司系纽约证券交易所/美国金融业监管局/证券投资者保护协会会员,是一家在美国注册的经纪自营商,对本报告及其在美国的传播承担责任。加皇资本市场有限公司是加拿大皇家银行的间接全资子公司,因此是加拿大皇家银行的相关发行人。任何本报告的美国收件人,若其并非一家注册经纪自营商或以经纪商或自营商身份开展业务的银行,且希望了解有关本报告中讨论的任何证券的更多信息,或对该等证券进行任何交易,应联系加皇资本市场有限公司,并与其下达订单。国际投资会涉及在美投资常见风险以外的风险,包括汇率波动、涉外税负、政治不稳定性以及不同的会计标准。

致加拿大居民: 本出版物经加皇多美年证券有限公司批准。加皇多美年证券有限公司*是加拿大皇家银行附属的独立企业实体。*加拿大投资者保

护基金会员。©加拿大皇家银行注册商标。经许可使用。加皇财富管理是加拿大皇家银行所有的注册商标。经许可使用。

加拿大皇家银行财富管理(不列颠群岛): 本出版物由加拿大皇家银行投资管理(英国)有限公司和加拿大皇家银行投资方案(CI)有限公司发行。加拿大皇家银行投资管理(英国)有限公司由金融行为监管局授权和监管(参考编号:146504)。注册地址:Riverbank House, 2 Swan Lane, London, EC4R 3BF, UK. 加拿大皇家银行投资方案(CI)有限公司在泽西岛的投资业务由新泽西金融服务委员会监管。注册地址:Gaspé House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Channel Islands, registered company number 119162。

致香港居民: 本出版物由加拿大皇家银行香港分行(受香港金融管理局和证券及期货事务监察委员会的监管)和加皇投资服务(亚洲)有限公司(受证券及期货事务监察委员会的监管)在香港发行。向澳大利亚提供的金融服务:可根据适用法律在澳大利亚提供金融服务。加拿大皇家银行香港分行依据加拿大皇家银行的澳大利亚金融服务许可("AFSL")(编号246521)提供金融服务。

致新加坡居民: 本出版物由加拿大皇家银行新加坡分行在新加坡发行,该银行系取得新加坡货币管理局境外银行资格的注册实体。本材料以进行一般性传播为目的编制,并未考虑任何接收者的目标财务状况和需求。在购买任何产品之前,建议您咨询财务顾问以获取独立的建议。若您未获得独立的建议,您应考虑该等产品是否适合您。过往业绩不能说明未来表现。如果您有任何关于本出版物的问题,请联系加拿大皇家银行新加坡分行。加拿大皇家银行新加坡分行对本报告及其在新加坡的传播负责。

版权所有 © 加皇资本市场有限公司 2020 年 - 纽约证券交易所 / 美国金融业监管局 / 美国证券投资者保护协会会员

版权所有 © 加皇多美年证券有限公司 2020 年 - 加拿大投资者保护基金(CIPF)成员

版权所有 © 加拿大皇家银行欧洲有限公司 2020 年

版权所有 © 加拿大皇家银行 2020 年

版权所有

RBC1253

此中文披露事项及免责声明为英文版本译本,如中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处,应以英文版本为准。