

一季度市场预期或存在三大误判

——广发港股策略周论1月第3期

报告摘要:

● 港股策略周论: 1季度可能存在的3大市场预期误判

年初以来,大家似乎较去年底更乐观,港股1季度是否会触底反转?是否存在误判风险?本周策论我们重点讨论一致预期可能的误判方向。

市场对联储19年不加息的预期变得过于乐观。彭博显示预期19年不加息的概率飙升至69%,但美国个人支出水平仍偏高、工资和核心通胀存在压力、油价对CPI存在潜在冲击,使得联储19年加息的风险并未消除;

市场认为欧洲风险趋于缓和。利差、汇率显示,投资者似乎对欧洲政治风险事件的预期显著缓和,但在风险因素完全消除之前仍需进行“避险”。

市场预期政策加速,但Q1可能在和基本面的“赛跑”中落败。对于国内因素而言,港股走势受到“基本面和国内政策的赛跑”影响,考虑到经济短周期下行斜率增加,短期内政策可能难以完全对冲经济回落风险。

投资策略:继续等待更明确的布局时点。Q1需警惕宏观回落、美股、欧洲和新兴市场风险,国内政策对冲将继续。配置上,19年重点关注弱周期和早周期主线,包括:消费服务、保险、汽车、科技股、建筑等。

● 一周港股焦点图解: 美国政府停摆与美股表现

本周港股焦点图解为:美国政府停摆与美股表现。本轮政府停摆创下记录,尽管对美股短期影响有限,但需警惕长期停摆对经济增长的拖累。

● 市场概览与情绪跟踪

本周(1.7-1.11)恒生指数上涨4.06%,恒生一级行业均出现上涨,其能源板块涨幅最高。HVIX指数、主板沽空比例小幅下降,港股看跌看涨期权比例上升。

● 宏观流动性与估值跟踪

本周(1.7-1.11)人民币兑美元汇率快速升值。10年期美债收益率小幅上涨至2.71%,中美利差小幅下降至40BP。WTI原油价格51.6美元/桶。恒生指数PE 9.93倍,低于历史均值。

● 一致预期EPS跟踪

本周(1.7-1.11)彭博对于恒生指数和国企指数19年EPS一致预期增速小幅下调。

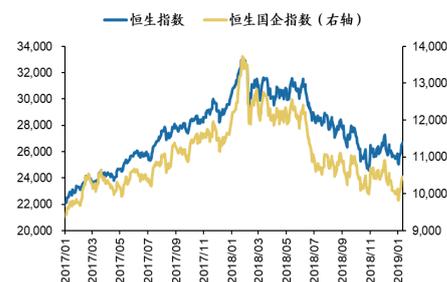
● 南下北上资金跟踪

本周(1.7-1.11)本周北上资金大幅净流入157.3亿,但本周南下资金明显净流出,金额达到28.8亿元。港股成交额中南下资金参与占比下降。

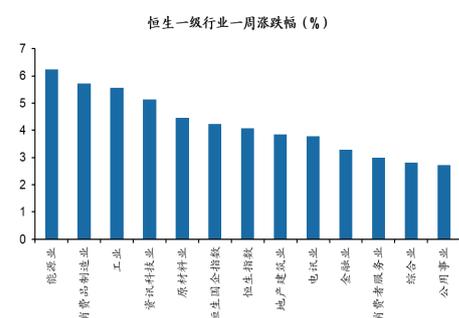
● 风险提示

美元、美债收益率大幅上行;国内信用政策持续收紧;盈利不达预期

恒生指数及国企指数表现



恒生一级行业一周涨跌幅(%)



分析师:

廖凌



SAC 执证号: S0260516080002



SFC CE No. BNH159



021-60750654



liaoling@gf.com.cn

相关研究:

降准与AH市场:短期受益, 2019-01-06
程度各异:——广发港股策略
周论1月第2期

目录索引

一、港股策略周论：1 季度市场可能存在的预期误判	5
1.1 市场对联储 19 年不加息的预期变得过于乐观	5
1.2 市场认为欧洲风险进入“空窗期”，但避险仍是首要任务	6
1.3 市场预期政策加速，但 Q1 可能在和基本面的“赛跑”中落败	7
1.4 投资策略：继续等待更明确的布局时点	8
二、一周港股焦点图解：美国政府停摆与美股表现	10
三、一周港股市场流动性、盈利预期与估值	11
3.1 市场概览与情绪跟踪	11
3.2 宏观流动性与估值跟踪	12
3.3 一致预期 EPS 跟踪	14
3.4 南下北上资金跟踪	15
风险提示	16

图表索引

图 1: 联储 18 年 12 月点阵图显示 19 年仍至少有 2 次加息	5
图 2: 市场预期对于 19 年联储不加息的预期快速抬升	5
图 3: 美国个人支出数据较强, 滞后于股市约 2 个季度	6
图 4: 美国工资增长强劲、核心通胀仍有压力	6
图 5: 近期美国通胀预期下行得益于前期油价大跌	6
图 6: 但从近期 EIA 库存数据来看, 油价反弹概率抬升	6
图 7: 意德和英德利差反映市场对欧洲风险预期缓和	7
图 8: 避险货币日元走强, 欧元兑美元有所反弹	7
图 9: 本周市场对于国内政策对冲加速的预期增强	7
图 10: PMI 跌破荣枯线	8
图 11: PPI 数据显著放缓, 工业企业利润增长承压	8
图 12: 美国政府本次停摆创最长停摆记录	10
图 13: 政府停摆对美股走势影响较小	10
图 14: 全球大类资产一周涨跌幅	11
图 15: 全球股市一周涨跌幅	11
图 16: 恒生指数与恒生国企指数走势	11
图 17: 恒生一级行业一周涨跌幅	11
图 18: 港股主板沽空比例变化	11
图 19: 港股看跌看涨期权比例	11
图 20: 近期人民币对美元汇率贬值	12
图 21: 美港利差收窄, 港元对美元贬值压力减缓	12
图 22: 中美利差与人民币汇率走势	12
图 23: 美德利差、美日利差与美元指数	12
图 24: 美国通胀预期与美债收益率走势	12
图 25: 原油价格与美债收益率走势	12
图 26: 全球主要股市最新 PE 分位情况	13
图 27: 全球主要股市最新 PB 分位情况	13
图 28: 恒生指数最新 PE 估值	13
图 29: 恒生国企指数最新 PE 估值	13
图 30: 恒生一级行业指数最新 PE 分位情况	13
图 31: 恒生一级行业指数最新 PB 估值分位情况	13
图 32: AH 溢价指数	14
图 33: 恒生指数股息收益率变化	14
图 34: 恒生指数 12M Forward PE/EPS	14
图 35: 恒生国企指数 12M Forward PE/EPS	14
图 36: 18 年以来, 恒指、国企指数 EPS 一致预期	14
图 37: 18 年以来, 沪指、沪深 300 EPS 一致预期	14
图 38: 历年恒生指数 EPS 增速一致预期	15
图 39: 历年上证综指 EPS 增速一致预期	15

图 40: 南下北上资金净买入 (单位亿 RMB, 下同)	15
图 41: 港股通成交占总成交比例变化	15
图 42: 南下资金净买入与美港利差	15
图 43: 南下资金净买入与人民币汇率	15
图 44: 南下资金月度净买入金额及恒生指数	16
图 45: 北上资金月度净买入金额及沪深 300	16
图 46: 南下资金持股市值及占流通市值比例	16
图 47: 北上资金持股市值及占流通市值比例	16

一、港股策略周论：1 季度市场可能存在的预期误判

受全面降准、消费刺激政策影响，本周港股市场出现反弹。恒生指数和恒生国企指数分别上涨4.06%和4.24%。板块方面，所有恒生一级行业均出现上涨，其中能源板块涨幅最高。

经济数据加速下行、就业压力增加的背景下，市场对于政策加速对冲的预期增强；另外一个促进市场反弹的因素来自于人民币汇率，最新美元兑人民币汇率突破6.75。对于下一阶段的港股市场走势，部分投资者在反弹后似乎较去年年底观点更乐观，如预期19年不加息、欧洲风险缓解、对冲政策加速。**港股市场在1季度是否会实现触底反转？投资者的乐观预期是否存在误判？**本周港股策略我们从联储加息、欧洲市场、国内基本面等方面入手，讨论市场预期可能存在的误判风险。

1.1 市场对联储 19 年不加息的预期变得过于乐观

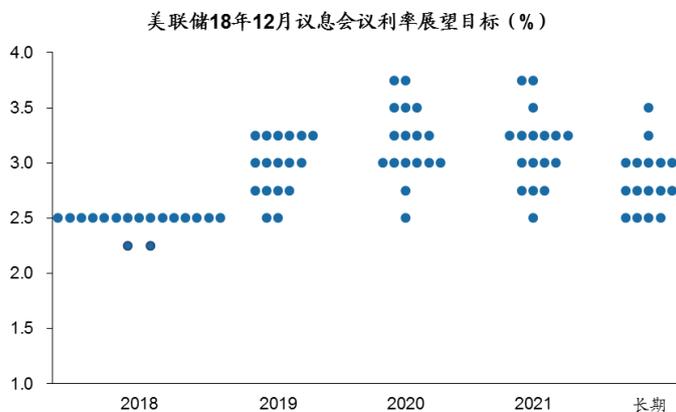
近期，美联储19年加息次数成为影响美股和港股市场的重要变量。12月下旬，美联储议息会议点阵图释放出鸽派加息信号，加上鲍威尔表态不如市场预期的更加“鸽派”，导致美股遭受冲击；上周在鲍威尔更加“鸽派”的表态刺激下，美股自1月4日以来出现了一波显著反弹，标普500指数上涨6.06%，纳斯达克指数大涨7.86%。

从一致预期来看，市场对于19年不加息的概率飙升，但我们认为该预期可能存在误判的风险。彭博显示预期19年不加息的概率飙升至69%，19年3月不加息的概率接近100%。但基于以下逻辑，预计美联储19年仍将加息，打消投资者乐观预期：

其一，美国经济增长预期已回落，但个人支出数据较强，根据滞后于股市2个季度的规律，预计消费增长要到19Q1后半段才会显著放缓，因此经济短期不会太差；

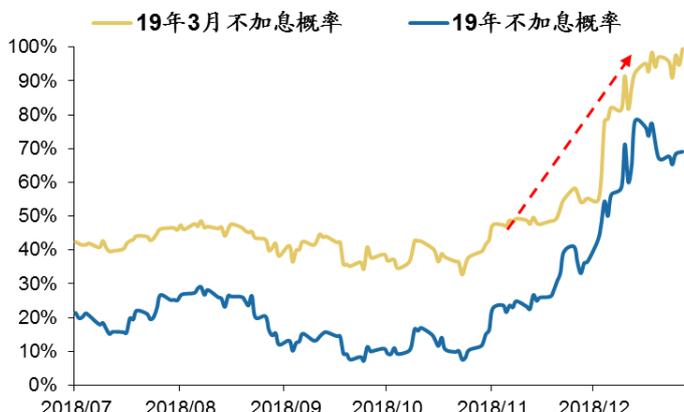
其二，美国工资增长强劲、核心通胀仍有压力，加上美国“顺周期”经济政策使得通胀仍有上行压力；近期美国通胀预期下行受益于前期油价暴跌，但从近期EIA快速回落的原油库存数据来看，油价短期反弹概率抬升，联储基于通胀考虑，仍有可能在3月份加息一次。

图1：联储18年12月点阵图显示19年仍至少有2次加息



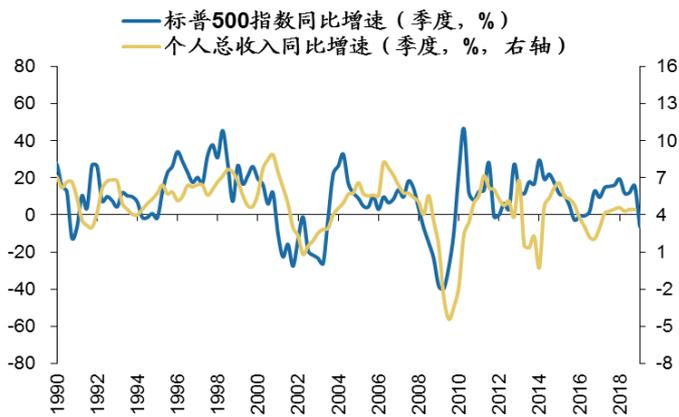
数据来源：美联储，广发证券发展研究中心

图2：市场预期对于19年联储不加息的预期快速抬升



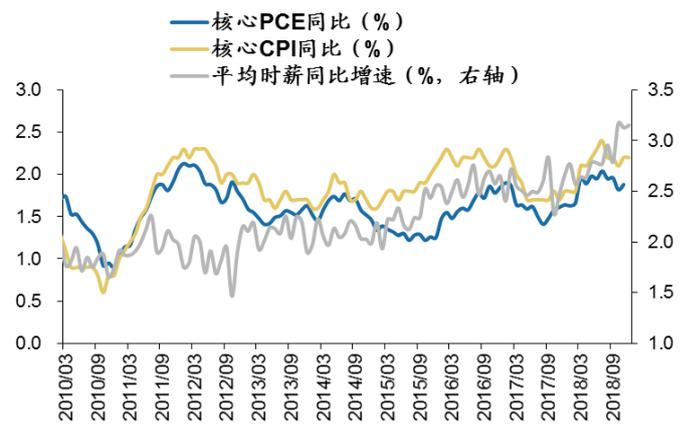
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图3: 美国个人支出数据较强, 滞后于股市约2个季度



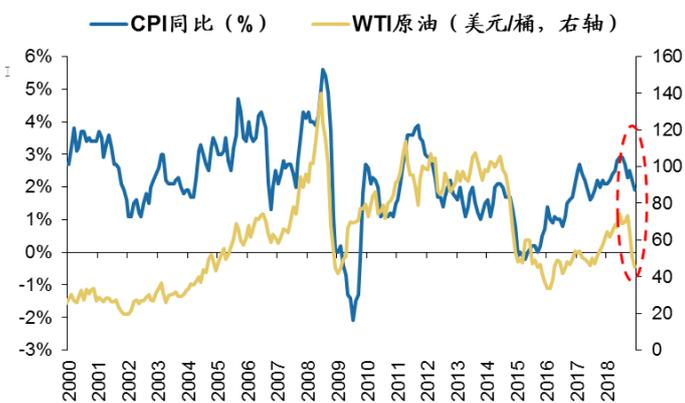
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 美国工资增长强劲, 核心通胀仍有压力



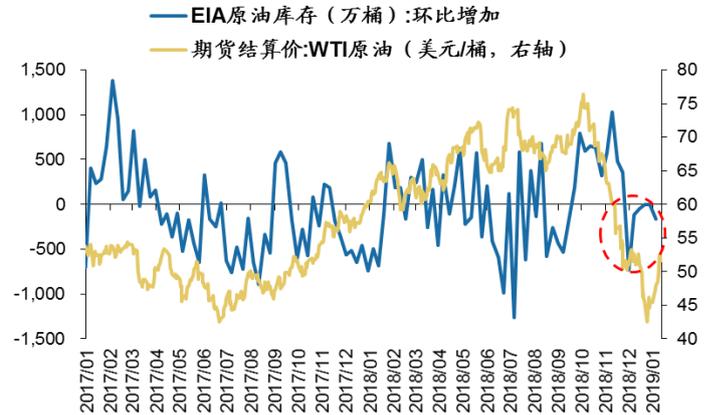
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 近期美国通胀预期下行得益于前期油价大跌



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 但从近期EIA库存数据来看, 油价反弹概率抬升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.2 市场认为欧洲风险进入“空窗期”, 但避险仍是首要任务

我们前期已有提示, 19年Q1的欧洲市场并不平静, 英国脱欧等相关政治事件较为密集, 不确定性的前景对港股市场“离岸”风险偏好存在压制(参考报告《渐入佳境——2019年港股策略展望》)。

但从债市和汇率对应的风险偏好变化来看, 投资者似乎对欧洲政治风险事件的预期显著缓和。英国脱欧预期等政治事件主要压制市场风险偏好, 并由于避险资金被动买入美元避险而推高美元指数, 同时全球风险蔓延也会推高其他避险货币, 如日元。近期债市和汇市的变化透露出市场更为乐观的一致预期:

第一, 意大利相比德国、英国相比德国的无风险收益率(注: 10年期国债收益率)差值均有所下行, 显示市场风险偏好回升, 但18年的经验表明, 债市投资者风险溢价的变化极为剧烈, 出现风险事件后债券利差极易迅速飙升;

第二, 18年底初以来, 欧元兑美元升值、美元指数下跌, 但避险货币日元对美元仍有不低幅度的升值, 说明避险情绪并未消失。若19Q1欧洲政治事件发酵, 不排除美元短期进一步走强。

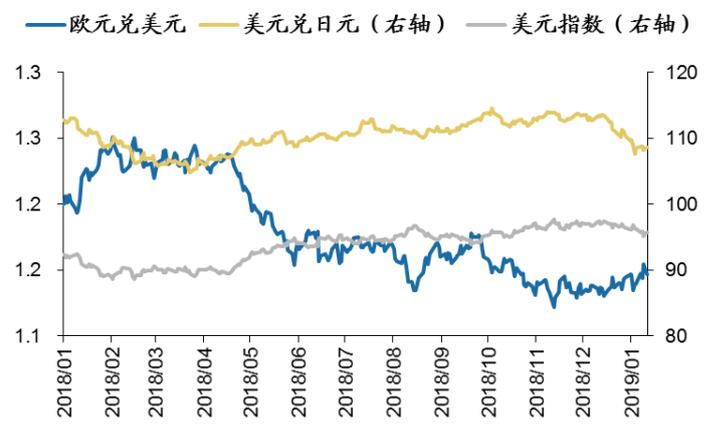
基于19年1月中下旬、3月底仍面临“硬脱欧”、政局波动等潜在风险，进而加剧全球避险情绪及被动推升美元，使得新兴市场和港股流动性和风险偏好承压，因此我们仍然认为Q1需对欧洲政治事件进行“避险”。

图7：意德和英德利差反映市场对欧洲风险预期缓和



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：避险货币日元走强，欧元兑美元有所反弹



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.3 市场预期政策加速，但 Q1 可能在和基本面的“赛跑”中落败

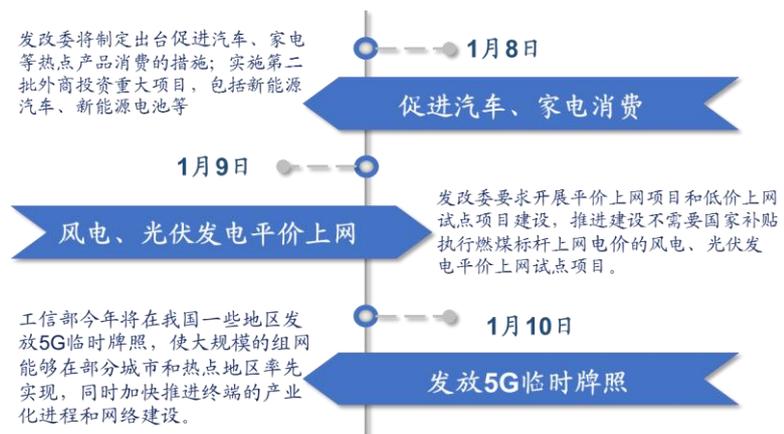
本周市场对于政策加速对冲的预期增强。发改委相关人士表示，将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施；随后，风电、光伏发电平价上网政策发布，加上工信部部长表示今年将在若干城市发放5G临时牌照。我们认为，政策对冲对于缓解经济结构性的矛盾将发挥重要作用，预计今年上半年仍是政策推出密集期。

尽管国内政策对冲加速，但释放效果尚待时日。因此，对于国内因素而言，对市场走势的影响取决于“基本面和国内政策的赛跑”，考虑到经济短周期下行斜率增加，我们认为短期内政策可能在“赛跑”中落于下风。

第一，PMI跌破荣枯线，就业分项指标明显下行，显示经济增长短期压力较大，考虑到19Q1地产、出口增长的压力，将进一步加大经济增长压力；

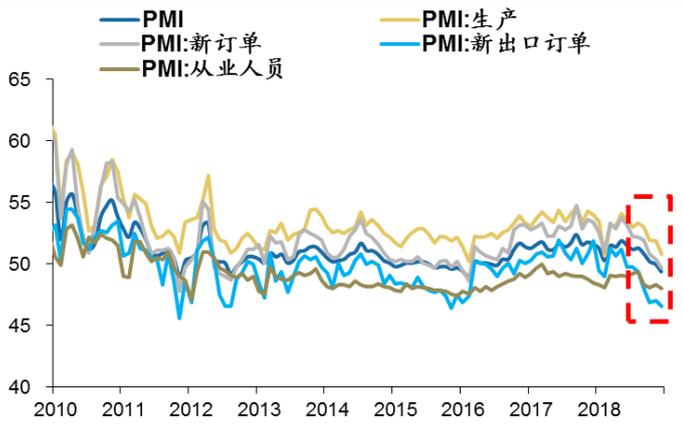
第二，工业品主动去库存加速，最新PPI数据显示经济进入量价齐跌，这意味着企业盈利或承压，考虑到市场对港股EPS增长预期较高，或在Q1后半段显著下调。

图9：本周市场对于国内政策对冲加速的预期增强



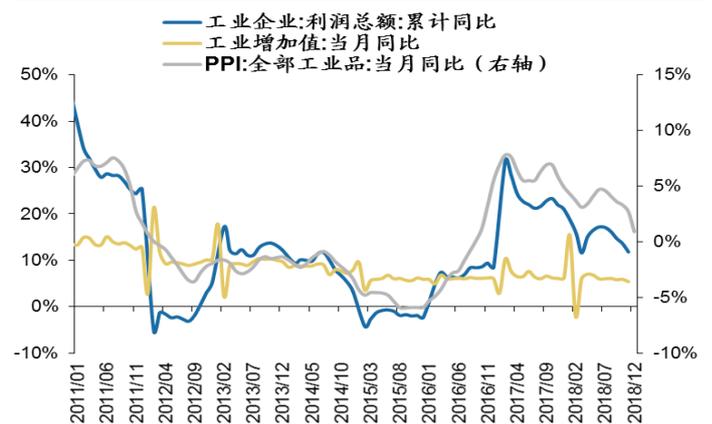
数据来源：发改委，工信部，广发证券发展研究中心

图10: PMI跌破荣枯线



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: PPI数据显著放缓, 工业企业利润增长承压



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.4 投资策略: 继续等待更明确的布局时点

本周港股市场延续上周演绎逻辑: 基本面下行、国内政策对冲、海外风险有所释放, 在全面降准、产业政策加速推出、人民币兑美元汇率反弹等因素推动下, 恒指和国企指数实现了不同程度的反弹。部分投资者在反弹后似乎较去年底观点更乐观, 市场预期也发生了明显的变化: 如预期19年不加息、欧洲风险缓解、对冲政策加速。

我们认为, 就19Q1的港股市场而言, 风险因素并未完全消除, 参考我们年度策略《渐入佳境》的观点, 真正的企稳回升可能要等到2季度之后。对于一季度市场形成的一致预期, 我们认为可能存在3大误判:

第一, 市场对联储19年不加息的预期变得过于乐观, 但3月份仍有可能加息。彭博显示预期19年不加息的概率飙升至69%, 但美国个人支出水平仍偏高、工资和核心通胀存在压力、油价对CPI存在潜在冲击, 使得联储19年加息的风险并未消除;

第二, 市场认为欧洲风险进入“空窗期”, 但避险仍是首要任务。从债市和汇率对应的风险偏好变化来看, 投资者似乎对欧洲政治风险事件的预期显著缓和, 但在风险因素完全消除之前, 我们仍然认为Q1需对欧洲政治事件进行“避险”。

第三, 市场预期政策加速, 但Q1可能在和基本面的“赛跑”中落败。对于国内因素而言, 对市场走势的影响取决于“基本面和国内政策的赛跑”, 考虑到经济短周期下行斜率增加, 我们认为短期内政策可能难以完全对冲经济回落风险。

投资策略方面, 我们对19年港股市场不悲观, 但市场短期反弹后仍需关注EPS下调、欧洲政治事件等潜在冲击因素, 而国内政策红利将继续释放, 以对冲基本面和外部冲击。配置上, 19年重点关注弱周期和早周期主线, 重点行业包括: 消费服务、保险、汽车、科技股、建筑等。

市场概览与情绪跟踪: 本周(1.7-1.11)恒生指数上涨4.06%, 恒生一级行业均出现上涨, 其能源板块涨幅最高。HVIX指数、主板沽空比例小幅下降, 港股看跌看涨期权比例上升。

宏观流动性与估值跟踪: 本周(1.7-1.11)人民币兑美元汇率快速升值。10年

期美债收益率小幅上涨至2.71%，中美利差小幅下降至40BP。WTI原油价格51.6美元/桶。恒生指数PE 9.93倍，低于历史均值。

一致预期EPS跟踪：本周（1.7-1.11）彭博对于恒生指数和国企指数19年EPS一致预期增速小幅下调。

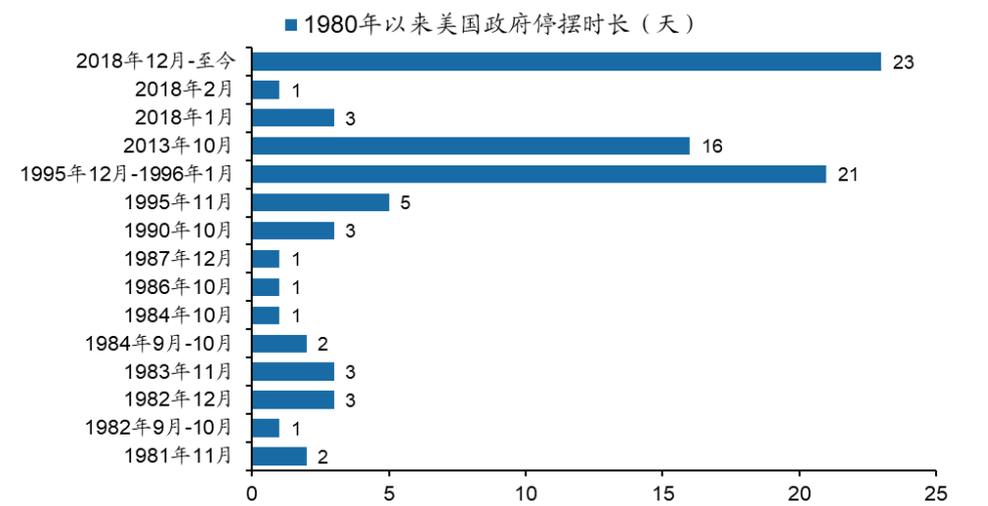
南下北上资金跟踪：本周（1.7-1.11）本周北上资金大幅净流入157.3亿，但本周南下资金明显净流出，金额达到28.8亿元。港股成交额中南下资金参与占比下降。

二、一周港股焦点图解：美国政府停摆与美股表现

本周我们选取的港股焦点图解——美国政府停摆与美股表现。美国政府部分部门从18年12月22日开始停摆，目前已进入第23天，创下美国史上政府停摆最长记录。本次政府停摆源于民主党与特朗普总统在美墨边境墙预算问题上存在较大分歧，由于无法签订预算支出协议，其它部分政府机构因缺乏资金支持出现暂时停摆。

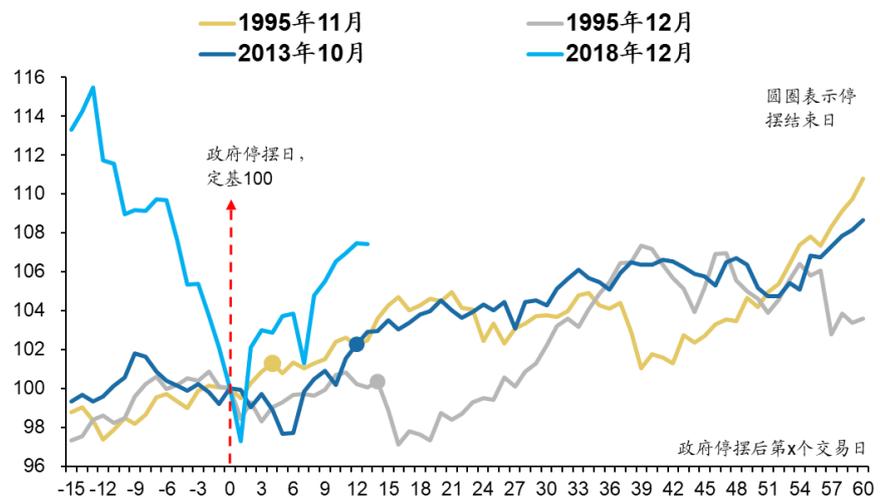
政府停摆对美股短期影响有限，但需警惕长期停摆对经济的拖累。1980年以来，美国政府共出现4次停摆时间超过5天的案例。这4次政府停摆事件当日，美股标普500指数并未出现显著波动，从停摆后美股走势看，停摆后15日标普500指数涨跌互现，而在30-60日，标普500出现上涨，说明政府停摆对美股的负面影响有限。但由于本次停摆已持续23天，并存在进一步延续的可能，或对一季度美国经济造成拖累。

图12：美国政府本次停摆创最长停摆记录



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：政府停摆对美股走势影响较小

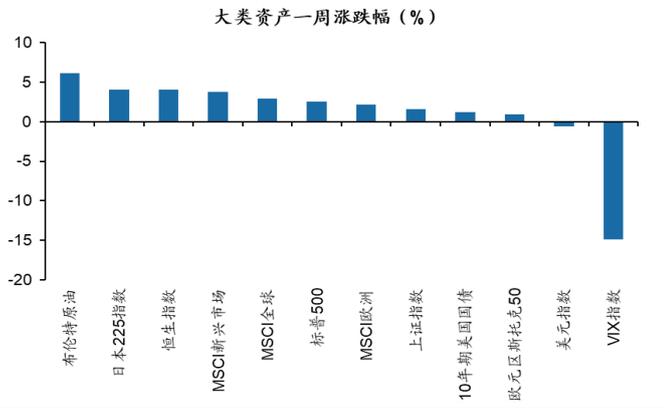


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、一周港股市场流动性、盈利预期与估值

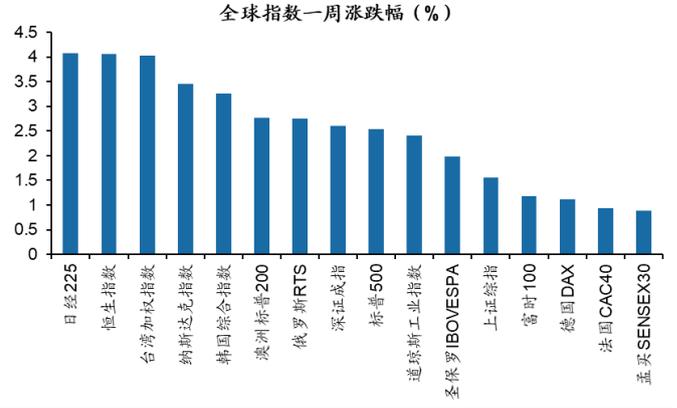
3.1 市场概览与情绪跟踪

图14: 全球大类资产一周涨跌幅



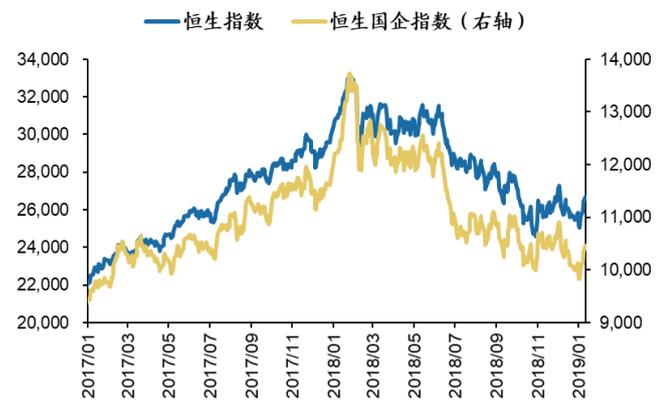
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 全球股市一周涨跌幅



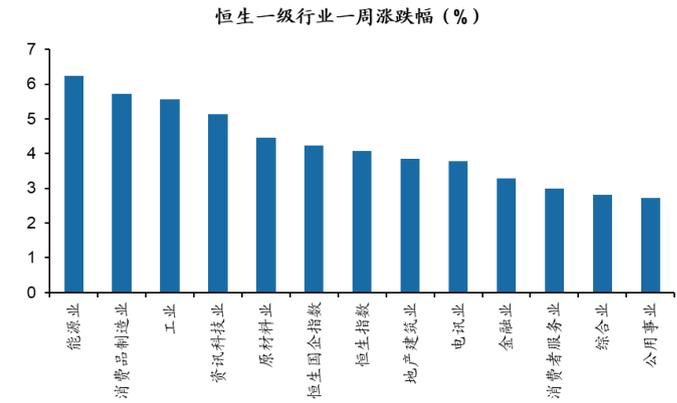
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 恒生指数与恒生国企指数走势



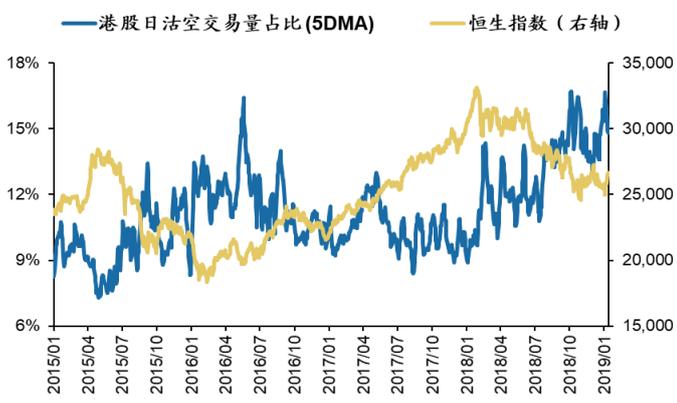
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 恒生一级行业一周涨跌幅



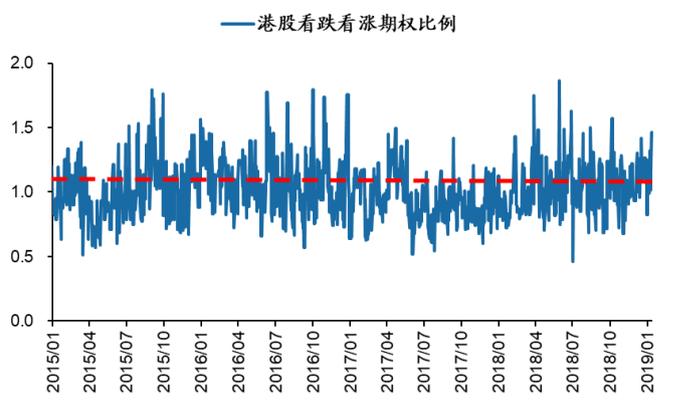
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 港股主板沽空比例变化



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图19: 港股看跌看涨期权比例



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

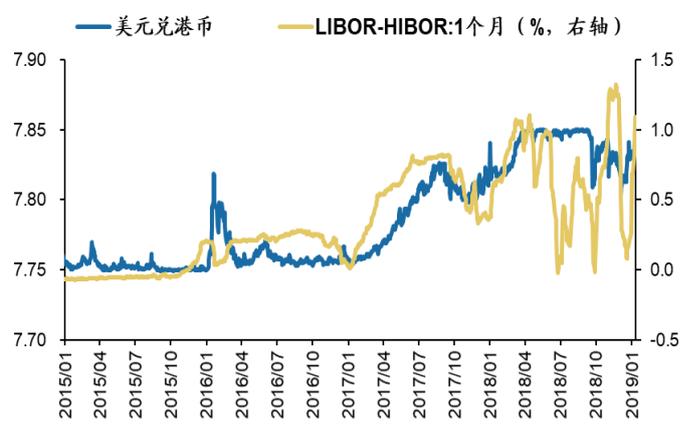
3.2 宏观流动性与估值跟踪

图20: 近期人民币对美元汇率贬值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 美港利差收窄, 港元对美元贬值压力减缓



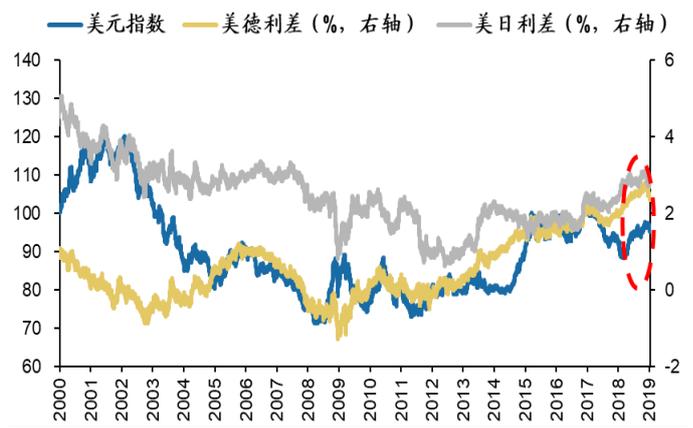
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 中美利差与人民币汇率走势



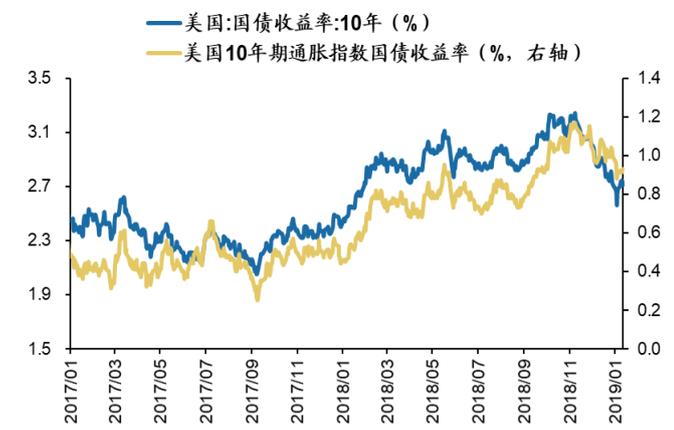
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 美德利差、美日利差与美元指数



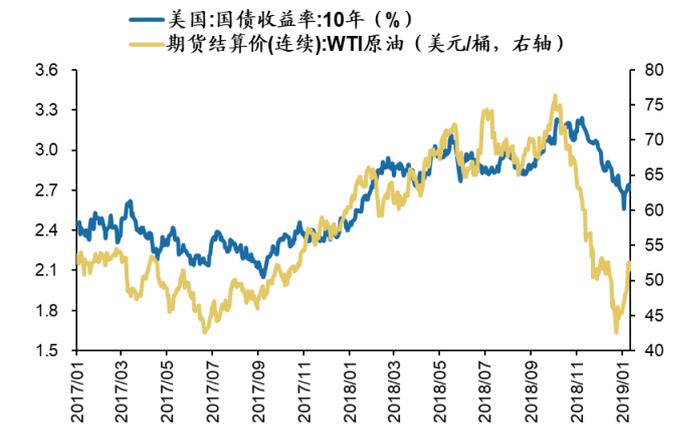
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 美国通胀预期与美债收益率走势



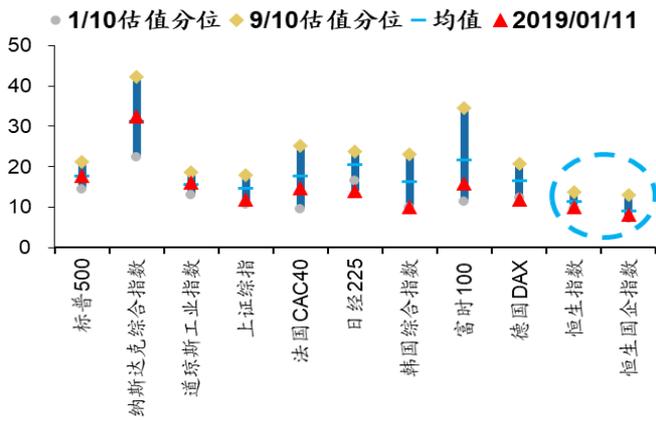
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 原油价格与美债收益率走势



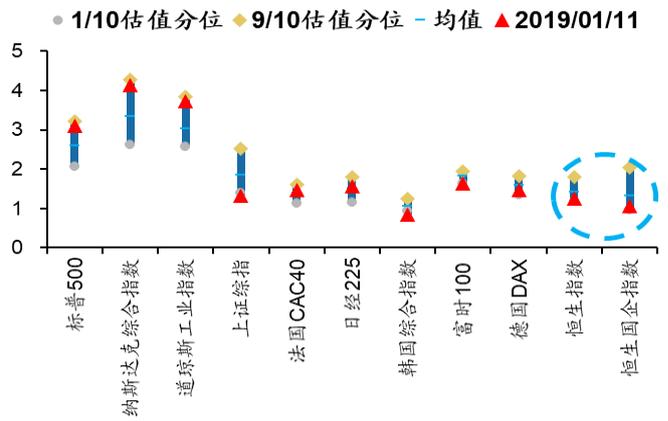
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 全球主要股市最新PE分位情况



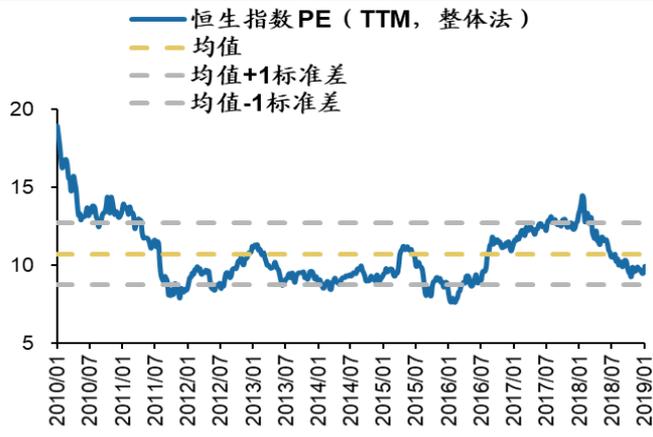
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图27: 全球主要股市最新PB分位情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 恒生指数最新PE估值



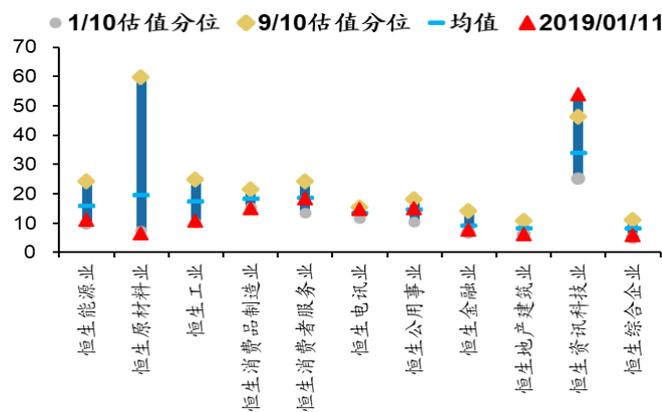
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 恒生国企指数最新PE估值



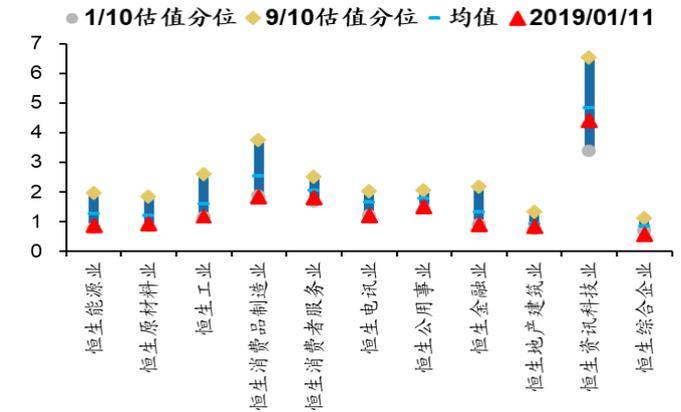
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 恒生一级行业指数最新PE分位情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 恒生一级行业指数最新PB估值分位情况



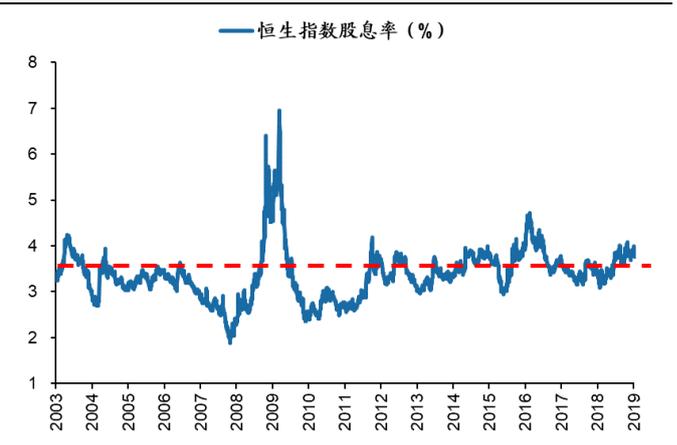
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: AH溢价指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

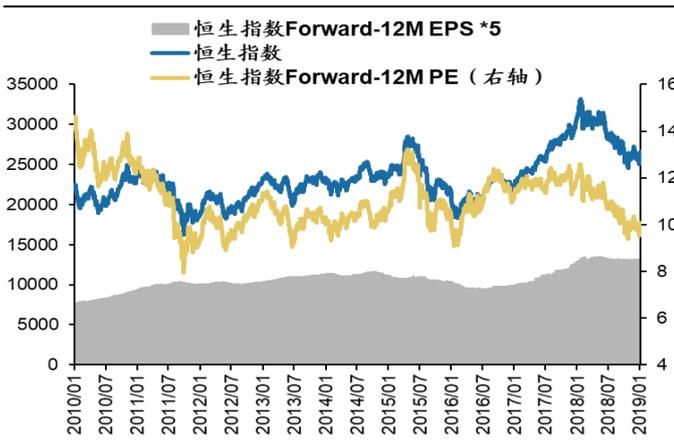
图33: 恒生指数股息收益率变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

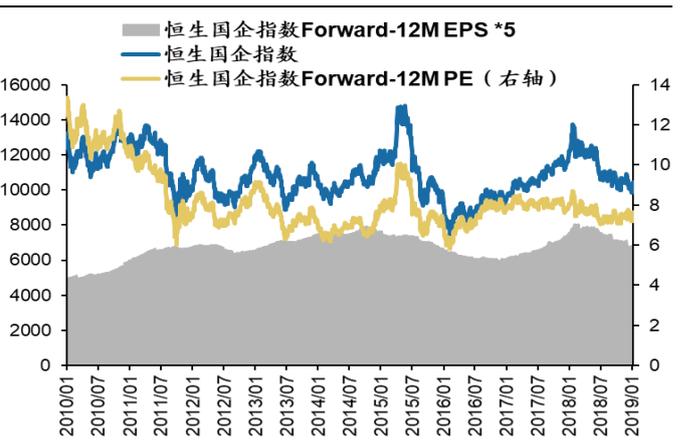
3.3 一致预期 EPS 跟踪

图34: 恒生指数12M Forward PE/EPS



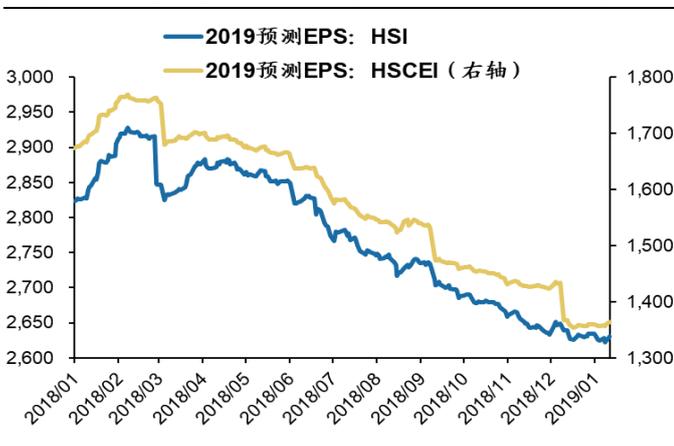
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图35: 恒生国企指数12M Forward PE/EPS



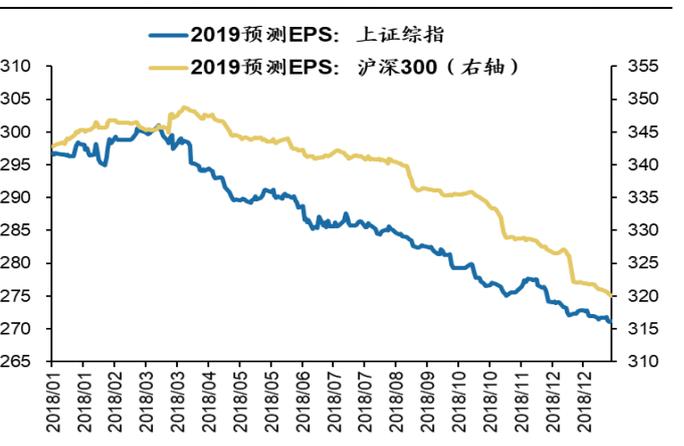
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图36: 18年以来, 恒指、国企指数EPS一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图37: 18年以来, 沪指、沪深300 EPS一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图38: 历年恒生指数EPS增速一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

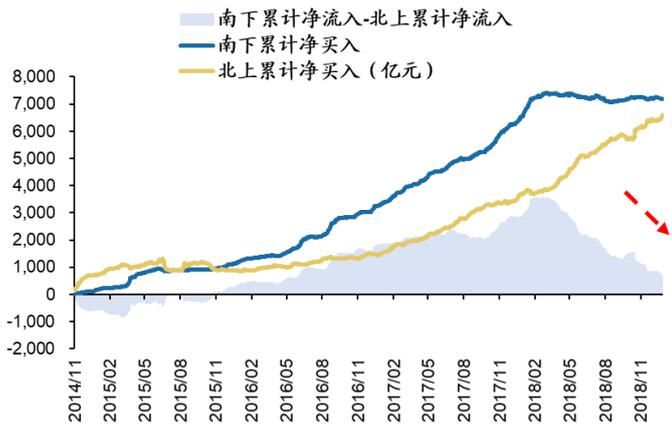
图39: 历年上证综指EPS增速一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

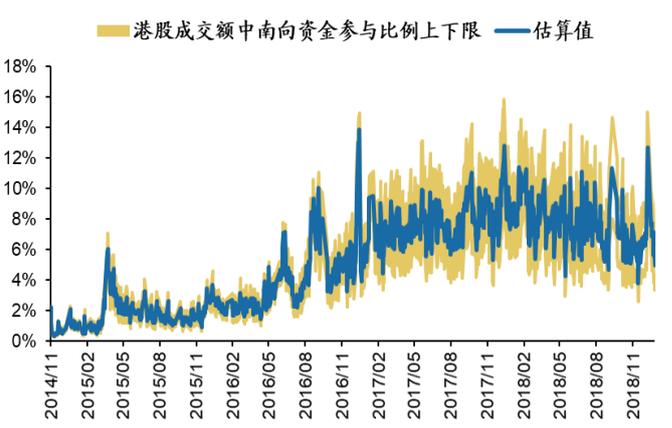
3.4 南下北上资金跟踪

图40: 南下北上资金净买入 (单位亿RMB, 下同)



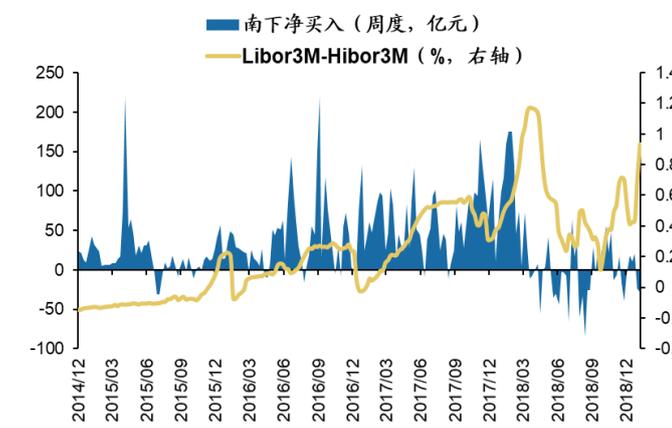
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 港股通成交占总成交比例变化



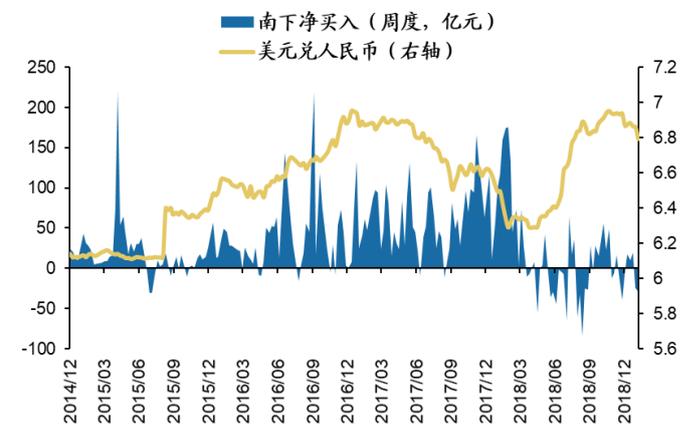
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 南下资金净买入与美港利差



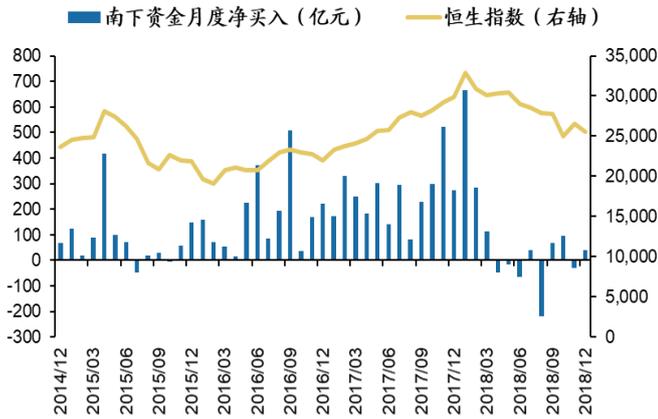
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图43: 南下资金净买入与人民币汇率



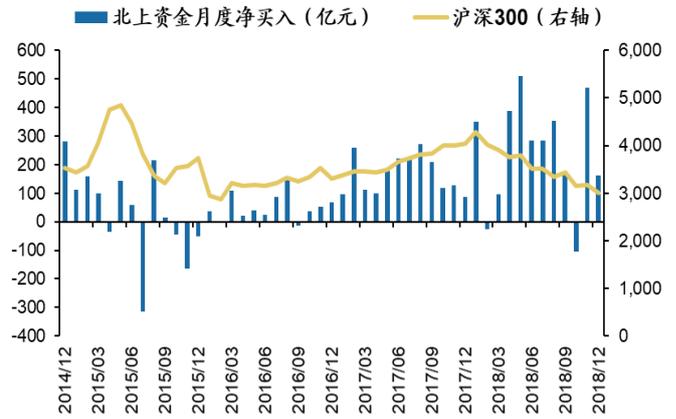
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图44: 南下资金月度净买入金额及恒生指数



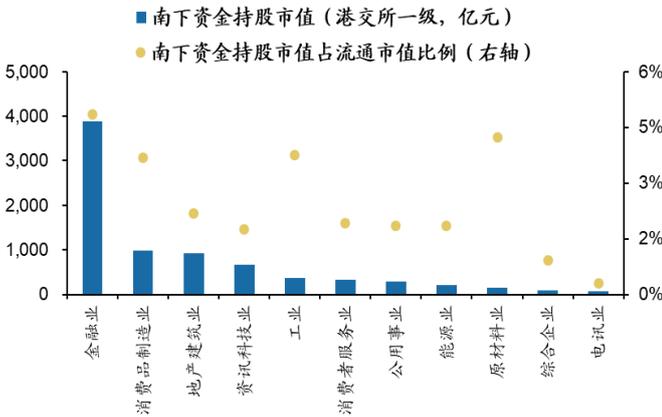
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图45: 北上资金月度净买入金额及沪深300



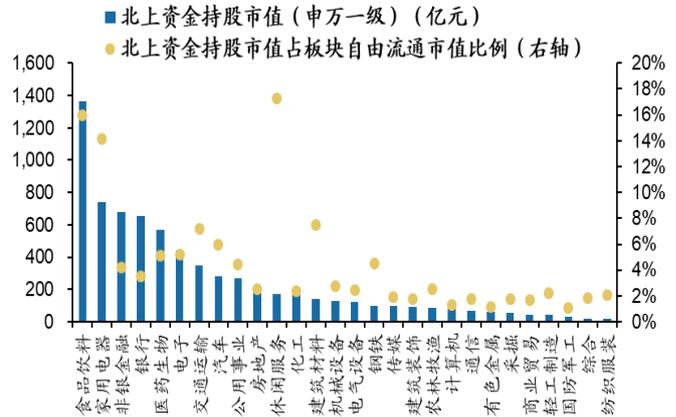
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图46: 南下资金持股市值及占流通市值比例



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图47: 北上资金持股市值及占流通市值比例



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

美元指数、美债收益率大幅上行的风险

国内信用政策持续收紧的风险

上市公司盈利不达预期的风险

广发海外研究小组

欧亚菲：	海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
廖 凌：	海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
韩 玲：	海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
胡翔宇：	博彩休闲行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。
杨琳琳：	海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
邓崇静：	高级分析师，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
王 雯：	分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
刘 峤：	海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
张晓飞：	海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
陈佳妮：	海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：	预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：	预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：	预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：	预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：	预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：	预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：	预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。