

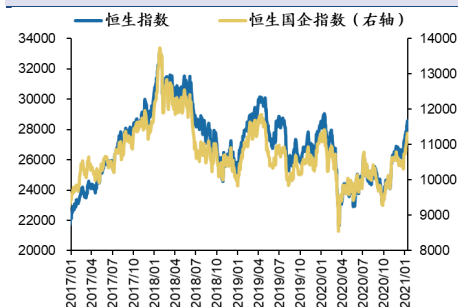
美债利率上行会引发港股波动吗？

——港股策论1月第3期

报告摘要：

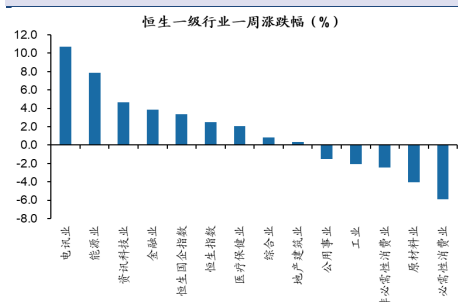
- **市场担忧美联储收紧货币政策，鲍威尔“预期管理”表态缓解担忧。** 民主党统一国会、通胀预期上行、市场担忧美联储过快收紧货币政策等因素共振下，年初以来美国10年期国债利率快速上行。作为全球风险资产估值的“锚”，若美债利率大幅上行，权益市场估值将受到压制。
- **2019年初开始，美联储开始重视市场的“预期管理”。** 鲍威尔本周强调“美联储不会迅速加息，现在也不是谈论退出QE的时候”，有效缓解市场担忧。此外，从美联储的实际操作看，近期QE力度并未缩减。
- **美债收益率上行初期，不会对港股估值形成明显压制。** 即使10年期美债利率继续上行，在达到2%-2.5%这一“阈值”区间前，港股估值回撤风险可控。背后的逻辑在于，无风险收益率回升初期往往对应经济复苏初期，这一时期盈利开始正向拉动股价，同时经济过热与通胀风险较小，市场风险偏好将继续提振，ERP的下行将抵消无风险收益率上行的影响。
- **南下资金话语权进一步提升，将平抑港股波动。** 年初以来南下资金连续10个交易日单日净流入港股超100亿港元，成交额占全部港股成交额比例接近20%，其中居民财富通过基金配置转移是主要催化。对于核心资产，在南下资金“定价权”逐渐提升后，未来即使海外市场波动引发外资撤离，积极的“在岸”因素也将形成支撑并平抑股价波动。
- **投资策略：** 海外风险事件落地，叠加“弱美元、强人民币”的汇率环境以及港股盈利修复趋势延续，看好港股持续走强。行业配置关注：(1) 经济复苏叠加板块低估值、高股息优势，配置港股**银行、保险**；(2) 国内线下消费场景打开，消费数据回暖，关注**可选消费**中的汽车、餐饮、酒店等；(3) 中概股回归受益的**互联网软件**仍是重点配置方向。
- **市场概览与情绪跟踪：** 本周(1.11-1.17)恒生指数上涨2.5%，板块方面，恒生一级行业分化，电讯业领涨，必需消费业跌幅最大。港股涨跌看涨期权比例小幅上行，HVIX指数、主板沽空比例小幅下降。
- **宏观流动性与估值跟踪：** 本周(1.11-1.17)人民币兑美元波动较小，10年期美债利率1.11%，中美利差204BP。WTI原油价格52.4美元/桶。恒生指数PE 16.4倍，高于历史均值+1标准差。
- **一致预期EPS跟踪：** 本周(1.11-1.17)彭博对于恒生指数21年EPS一致预期增速小幅上调、恒生国企指数21年EPS预期增速小幅下调。
- **南下北上资金跟踪：** 本周(1.11-1.17)北上资金净流入179.6亿元，南下资金净流入585.8亿元，港股成交中南下资金参与占比小幅上升。
- **核心假设风险。** 美元、美债利率上行；国内信用收紧；盈利不达预期、贸易格局恶化。

恒生指数及国企指数表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

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

分析师： 欧亚菲



SAC 执证号: S0260511020002

SFC CE No. BFN410



020-66335066



oyf@gf.com.cn

相关研究：

- “蓝潮”下，美股会有哪些变化？——港股策论1月第2期 2021-01-10
- 港股盈利展望：21年恒指收益的主要驱动：——港股策论1月第1期 2021-01-03
- 港股外资流入节奏展望：21H1好于21H2：——港股策略周报(12.21-12.27) 2020-12-27

联系人： 朱国源 021-38003663
zhuguoyuan@gf.com.cn

目录索引

一、港股周论：美债利率上行会引发港股波动吗？	5
（一）美债收益率上行初期，不会对港股估值形成明显压制	5
（二）未来南下资金话语权进一步提升，将平抑港股波动	6
二、一周港股市场流动性、盈利预期与估值	8
（一）市场概览与情绪跟踪	8
（二）宏观流动性与估值跟踪	9
（三）一致预期 EPS 跟踪	12
（四）南下北上资金跟踪	13
三、风险提示	14

图表索引

图 1: 拜登提出 1.9 万亿美元的新一轮财政刺激政策	6
图 2: 近期美联储 QE 力度未缩减	6
图 3: 美债利率上行过程中, 恒指 ERP 将表现为先降后升	6
图 4: 年初以来南下资金大幅净流入港股市场	7
图 5: 南下资金港股成交额占比接近 20%	7
图 6: 全球大类资产一周涨跌幅	8
图 7: 全球股市一周涨跌幅	8
图 8: 恒生指数与恒生国企指数走势	8
图 9: 恒生一级行业一周涨跌幅	8
图 10: 港股主板沽空比例变化	9
图 11: 恒生指数“在岸”ERP	9
图 12: 近期人民币对美元汇率走势	9
图 13: 中美利差与人民币汇率走势	9
图 14: 美港利差与港元对美元汇率走势	9
图 15: 美德利差、美日利差与美元指数	9
图 16: 美国通胀预期与美债收益率走势	10
图 17: 原油价格与美债收益率走势	10
图 18: Ted/Libor-OIS 利差走势	10
图 19: 美国投资级债券/高收益债利差走势	10
图 20: 全球主要股市最新 PE 分位情况	10
图 21: 全球主要股市最新 PB 分位情况	10
图 22: 恒生指数最新 PE 估值	11
图 23: 恒生国企指数最新 PE 估值	11
图 24: GICS 一级行业指数最新 PE 分位情况	11
图 25: GICS 一级行业指数最新 PB 估值分位情况	11
图 26: AH 溢价指数	11
图 27: 恒生指数动态股息收益率变化	11
图 28: 恒生指数一致预期 EPS 变化	12
图 29: 恒生国企指数一致预期 EPS 变化	12
图 30: 恒生指数 12M Forward PE/EPS	12
图 31: 恒生国企指数 12M Forward PE/EPS	12
图 32: 历年恒生指数 EPS 增速一致预期	12
图 33: 历年恒生国企指数 EPS 增速一致预期	12
图 34: 南下北上资金净买入 (单位亿 RMB, 下同)	13
图 35: 港股通成交占总成交比例变化	13
图 36: 南下资金净买入与美港利差	13
图 37: 南下资金净买入与人民币汇率	13
图 38: 南下资金月度净买入金额及恒生指数	13

图 39: 北上资金月度净买入金额及沪深 300..... 13

表 1: 年初以来主动偏股型沪港深基金筛选（已发行且发行份额超过 50 亿份）..7

一、港股周论：美债利率上行会引发港股波动吗？

本周全球股市表现分化，港股恒生指数、恒生国企指数分别上涨2.5%、3.33%。板块方面，恒生一级行业涨跌互现，电讯业领涨，必需消费业跌幅最大。

国内方面，2020年12月国内CPI同增0.2%，前值下降0.5%，PPI同比下降0.4%，前值下降1.5%，短期市场对通胀的预期已开始上行。出口数据方面，2020年12月国内出口同比增长18.1%，较前值回落，但仍好于市场预期，出口链依然保持高景气。本周央行还公布了12月金融数据，12月新增社融低于市场预期，社融存量增速回落至13.3%。

民主党统一国会带来“蓝潮”、美国通胀预期上行、市场担忧美联储过快收紧货币政策等因素共振下，年初以来美国10年期国债收益率快速上行。作为全球风险资产估值的“锚”，美债利率上行对港股有何影响？短期港股波动率是否会上行？本期策论我们就这一话题进行剖析。

（一）美债收益率上行初期，不会对港股估值形成明显压制

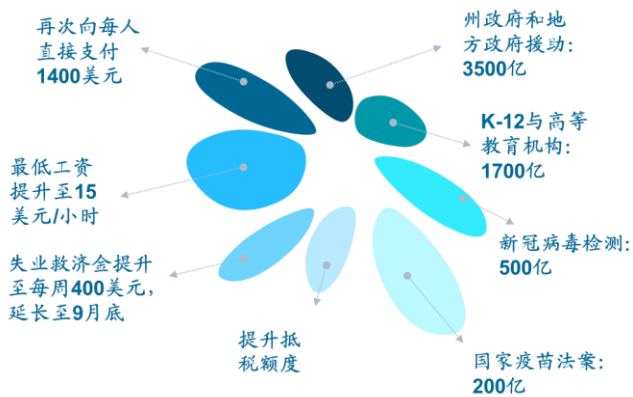
市场开始担忧美联储收紧货币政策，美国10年期国债收益率快速上行。年初民主党赢得参众两院多数席位，随后就在本周，拜登正式推出新一轮财政刺激政策——“美国拯救计划”，规模达1.9万亿美元，除提高向每位美国人直接支付现金的额度外，还包括教育、疫苗等方面的支持。“蓝潮”来袭与通胀预期增强背景下，10年期美债利率大幅上行突破1.1%。

与此同时，近期市场对于美联储政策收紧的讨论开始升温，进一步推动了10年期国债利率的上行趋势。作为全球风险资产估值的“锚”，若美债利率大幅上行，权益市场估值也将受到压制。

2019年以来美联储逐渐重视市场预期管理，周五鲍威尔表态缓解市场担忧。参考18Q4经验，因18年10月初美联储偏“鹰派”的表态，18Q4美股大幅回撤。从2019年初开始，美联储开始重视市场的“预期管理”。本周在市场对美联储政策收紧的讨论愈演愈烈之际，周五（1月15日）美联储主席鲍威尔在公开场合发言，强调“美联储不会迅速加息，现在也不是谈论退出QE的时候”。我们认为鲍威尔这一表态将有效缓解市场对于货币政策收紧的担忧，短期市场风险偏好或将回升。

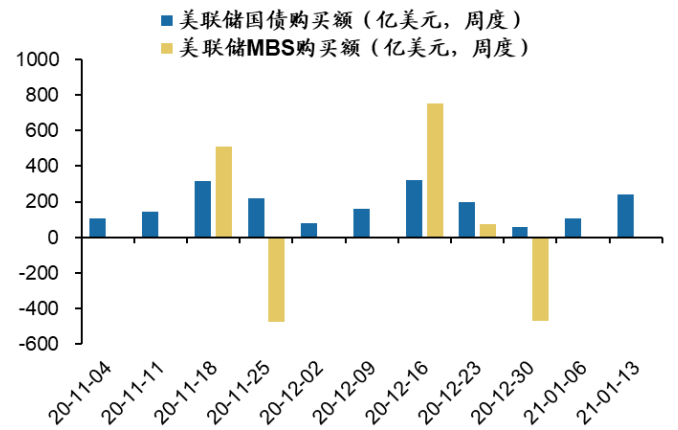
此外，从美联储的实际操作看，近期QE力度并未缩减，购债规模仍保持每月1200亿美元。另一方面，新一轮财政政策落地后，短期仍需要宽松货币政策，以配合新一轮财政政策的推出。

图1: 拜登提出1.9万亿美元的新一轮财政刺激政策



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 近期美联储QE力度未缩减



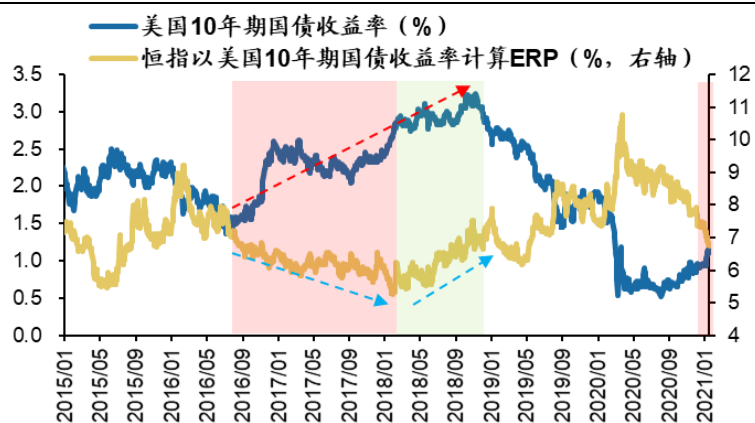
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

即使美债收益率上行，在未达到2%-2.5%“阈值”区间前，不会对港股估值产生明显压制。在DDM三因子模型中，估值同时受无风险收益率与市场风险溢价(ERP)影响。当无风险收益率与市场风险溢价同时上行时，估值面临收缩压力。

参考16年-18年美债收益率上行周期，在10年期美债利率上行初期，港股风险溢价仍在下行，在达到2%-2.5%这一“阈值”区间后，市场风险偏好才开始回落。这一现象背后的逻辑在于，无风险收益率回升初期往往对应经济复苏初期，在这一时期，盈利开始正向拉动股价，同时经济过热与通胀风险较小，市场风险偏好将继续提振；而随着经济持续复苏，市场对经济过热与货币政策收紧的担忧加剧，无风险收益率将与ERP同步上行，进而对估值形成压制。

总结而言，根据鲍威尔最新的“预期管理”表态与美联储实际操作，我们认为10年期美债收益率继续大幅上行的空间有限；而即使美债利率继续上行，在达到2%-2.5%这一“阈值”区间前，ERP的下行将抵消无风险收益率上行的影响，港股估值回撤风险可控。

图3: 美债利率上行过程中，恒指ERP将表现为先降后升



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 未来南下资金话语权进一步提升，将平抑港股波动

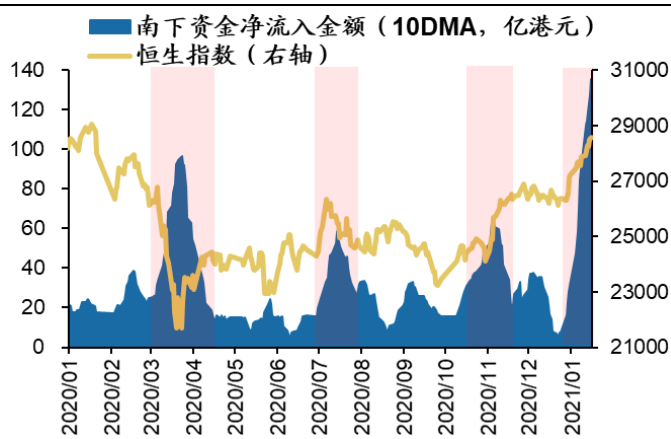
年初以来南下资金大幅净流入港股市场。年初以来，南下资金已连续10个交易日净流入超100亿港元，其中1月11日单日净流入194.9亿元，创互联互通开通以来

最高纪录。

我们在2021年港股策略展望《乘风破浪》中指出，保险资金“出海”、理财子公司权益配置、居民财富通过基金配置转移是“北水南下”的三大主力军，而近期南下资金大幅净流入的背后，内地基金南下是主要催化。根据统计，年初至今新发行、可投资港股、发行份额超50亿份的主动偏股型基金已有16只，累计规模超1500亿元。

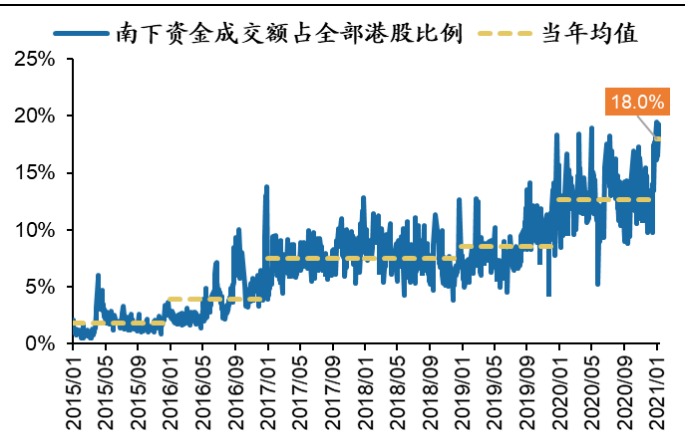
南下资金“话语权”进一步提升，将平抑港股波动。南下资金流入节奏受港股走势影响较小，如在去年3月港股暴跌期间，南下资金“主动买跌”；而7-9月港股市场震荡走弱，同期南下资金净流入趋势并未逆转。从影响上看，南下资金成交额占全部港股成交额比例也逐步提升，年初以来中枢已达到18%。在内地“资产荒”背景下，未来“北水”南下布局估值合理、预期回报更高的港股优质资产的趋势仍将延续。对于核心资产，在南下资金“定价权”逐渐提升后，未来即使海外市场波动引发外资撤离，积极的“在岸”因素也将形成支撑并平抑股价波动。

图4：年初以来南下资金大幅净流入港股市场



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：南下资金港股成交额占比接近20%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1：年初以来主动偏股型沪港深基金筛选（已发行且发行份额超过50亿份）

证券代码	证券简称	投资类型	发行总份额（亿份）	发行日期	基金成立日
011056.OF	博时汇兴回报一年持有	灵活配置型	147.2	2021/01/11	2021/01/14
010730.OF	银华心佳两年持有期	偏股混合型	135.1	2021/01/05	2021/01/08
011121.OF	广发兴诚	偏股混合型	119.5	2021/01/04	2021/01/06
010894.OF	鹏华汇智优选	偏股混合型	118.9	2021/01/04	2021/01/08
010717.OF	前海开源优质企业6个月持有	偏股混合型	100.0	2021/01/06	2021/01/08
010662.OF	富国均衡优选	偏股混合型	100.0	2021/01/04	2021/01/06
010391.OF	易方达战略新兴产业	普通股票型	99.0	2021/01/11	2021/01/13
011099.OF	富国价值创造	偏股混合型	90.0	2021/01/11	2021/01/13
010680.OF	华夏新兴成长	普通股票型	89.1	2021/01/13	2021/01/15
163418.OF	兴全合兴两年封闭运作	偏股混合型	79.2	2021/01/06	2021/01/12
010357.OF	南方阿尔法	偏股混合型	79.2	2021/01/11	2021/01/13
011006.OF	工银瑞信圆丰三年持有	偏股混合型	79.2	2021/01/11	2021/01/13
010336.OF	中欧悦享生活	偏股混合型	79.1	2021/01/04	2021/01/07
010289.OF	景顺长城产业趋势	偏股混合型	79.1	2021/01/13	2021/01/15
010108.OF	景顺长城核心招景	偏股混合型	79.1	2021/01/04	2021/01/06
010610.OF	上投摩根远见两年持有期	偏股混合型	59.4	2021/01/06	2021/01/11

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、一周港股市场流动性、盈利预期与估值

市场概览与情绪跟踪: 本周(1.11-1.17)恒生指数上涨2.5%，板块方面，恒生一级行业分化，电讯业领涨，必需消费业跌幅最大。港股看跌看涨期权比例小幅上行，HVIX指数、主板沽空比例小幅下降。

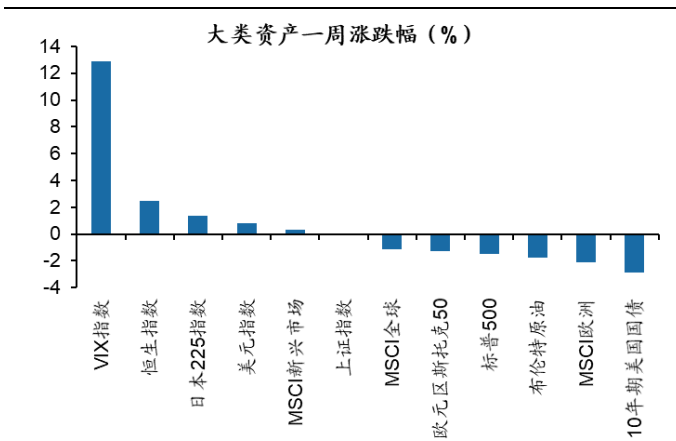
宏观流动性与估值跟踪: 本周(1.11-1.17)人民币兑美元波动较小，10年期美债利率1.11%，中美利差204BP。WTI原油价格52.4美元/桶。恒生指数PE 16.4倍，高于历史均值+1标准差。

一致预期EPS跟踪: 本周(1.11-1.17)彭博对于恒生指数21年EPS一致预期增速小幅上调、恒生国企指数21年EPS预期增速小幅下调。

南下北上资金跟踪: 本周(1.11-1.17)北上资金净流入179.6亿元，南下资金净流入585.8亿元，港股成交中南下资金参与占比小幅上升。

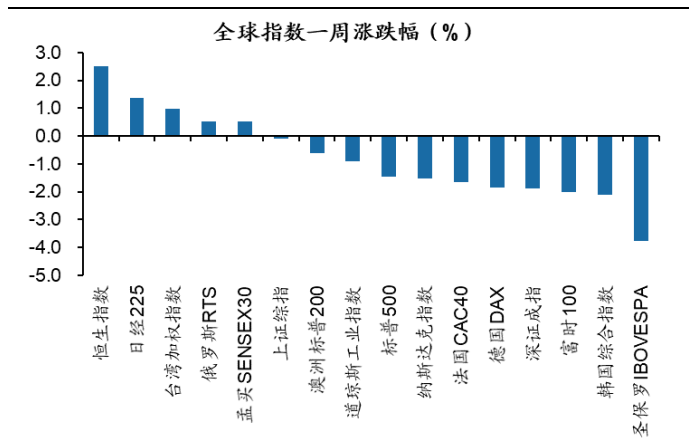
(一) 市场概览与情绪跟踪

图6: 全球大类资产一周涨跌幅



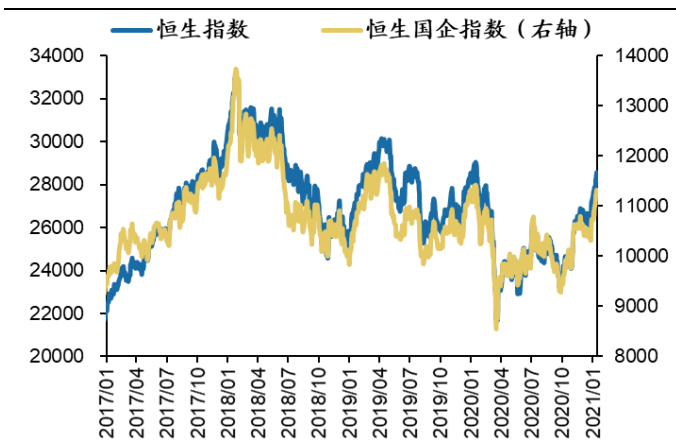
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 全球股市一周涨跌幅



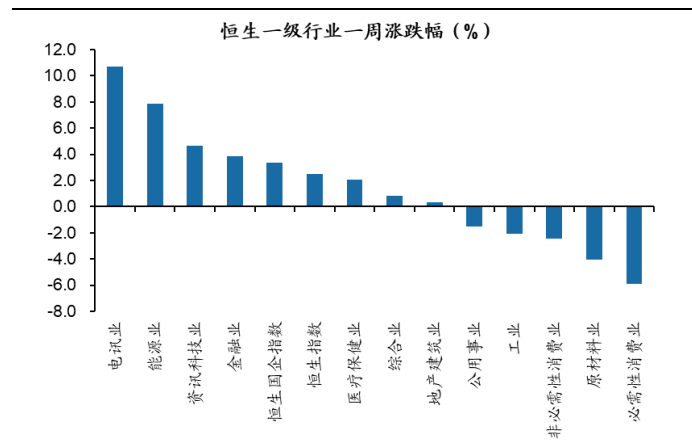
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 恒生指数与恒生国企指数走势



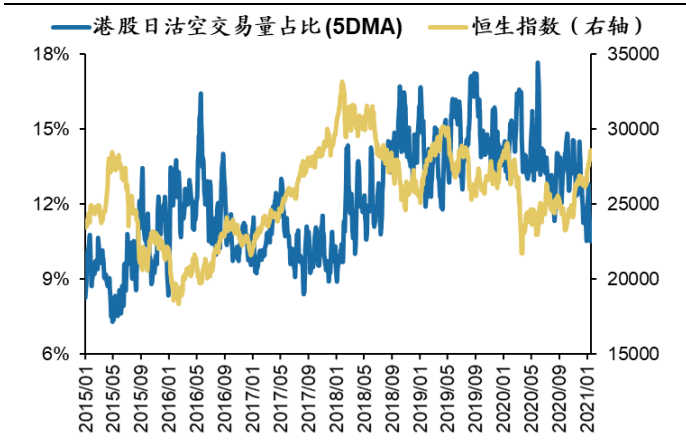
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 恒生一级行业一周涨跌幅



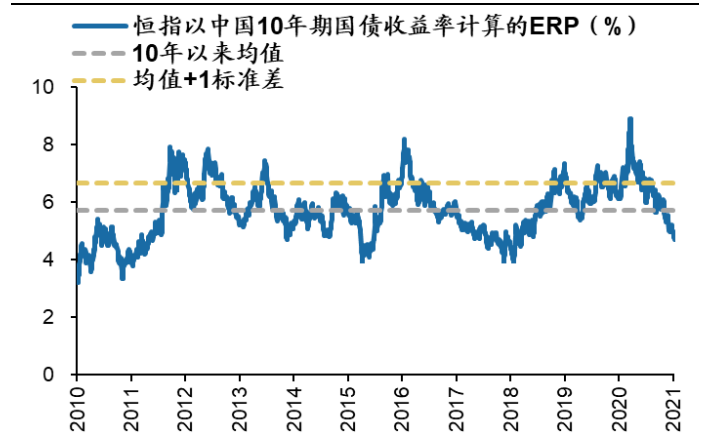
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 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

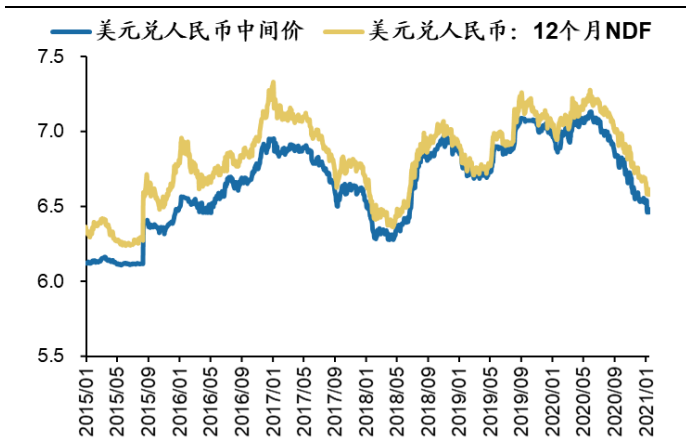
图11: 恒生指数“在岸”ERP



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

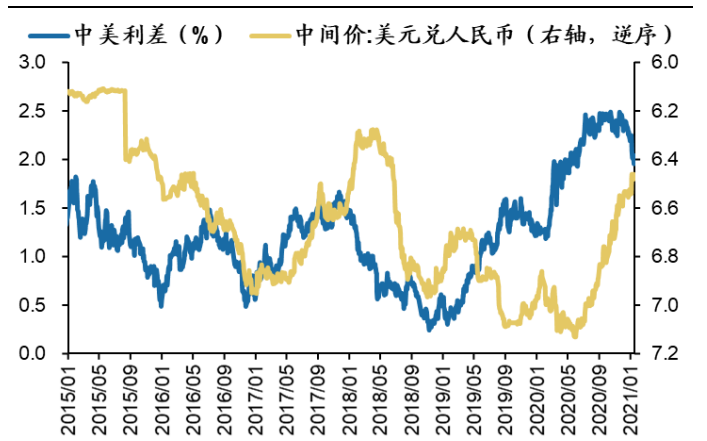
(二) 宏观流动性与估值跟踪

图12: 近期人民币对美元汇率走势



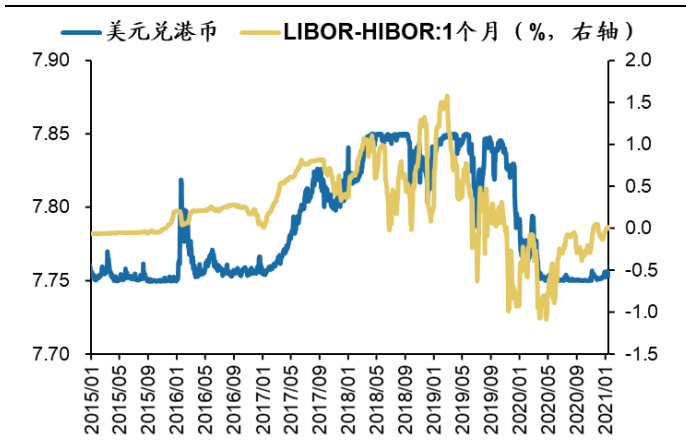
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 中美利差与人民币汇率走势



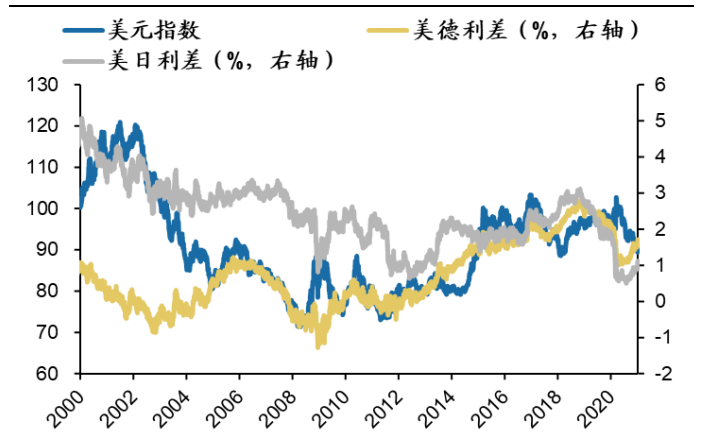
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 美港利差与港元对美元汇率走势



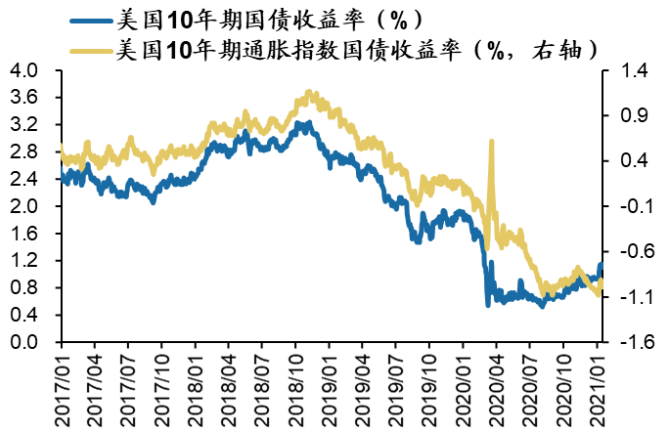
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 美德利差、美日利差与美元指数



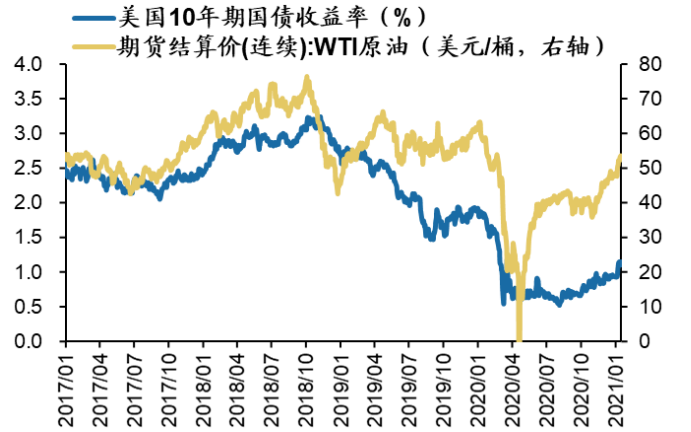
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 美国通胀预期与美债收益率走势



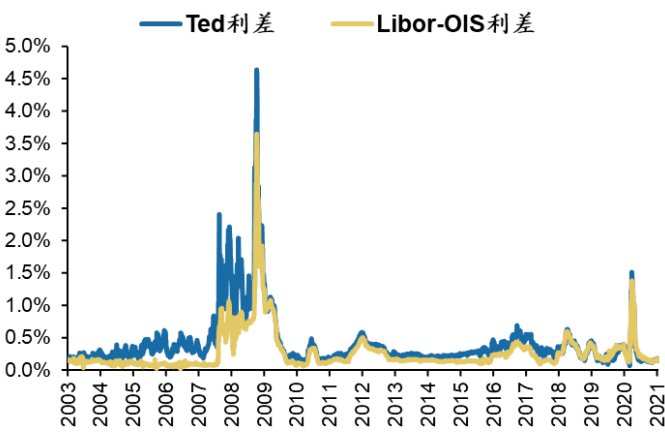
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 原油价格与美债收益率走势



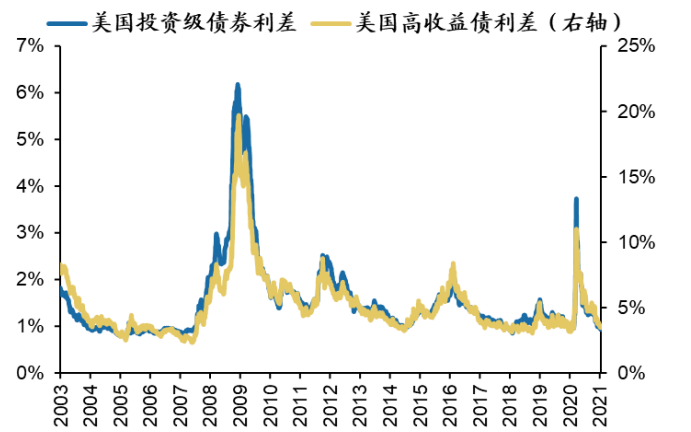
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: Ted/Libor-OIS利差走势



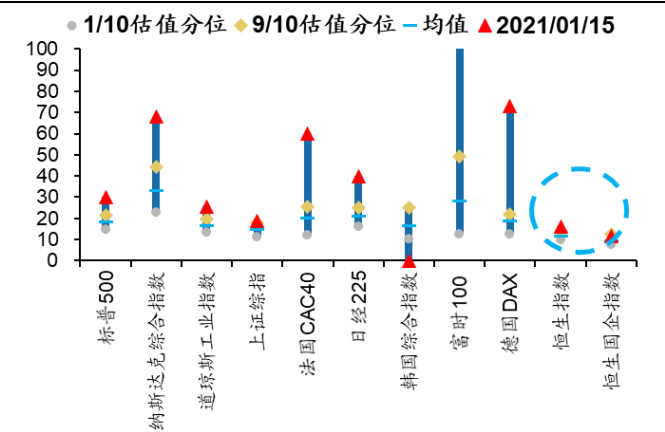
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图19: 美国投资级债券/高收益债利差走势



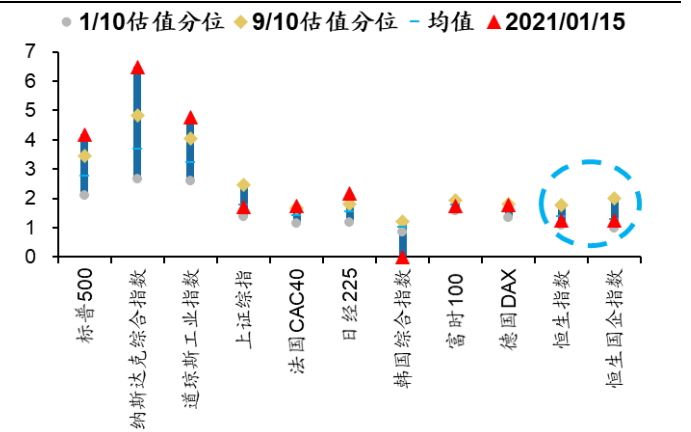
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图20: 全球主要股市最新PE分位情况



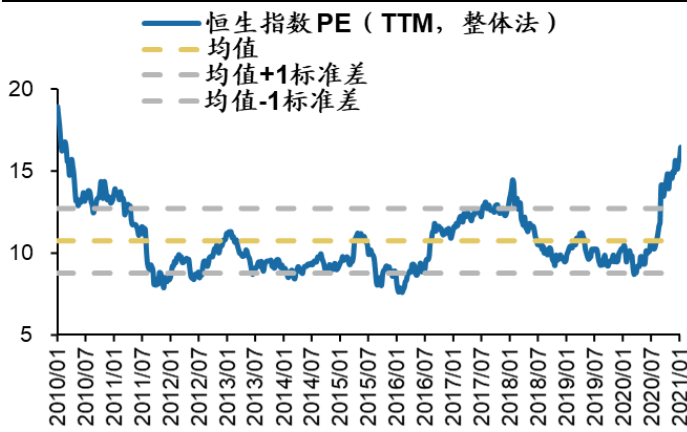
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 全球主要股市最新PB分位情况



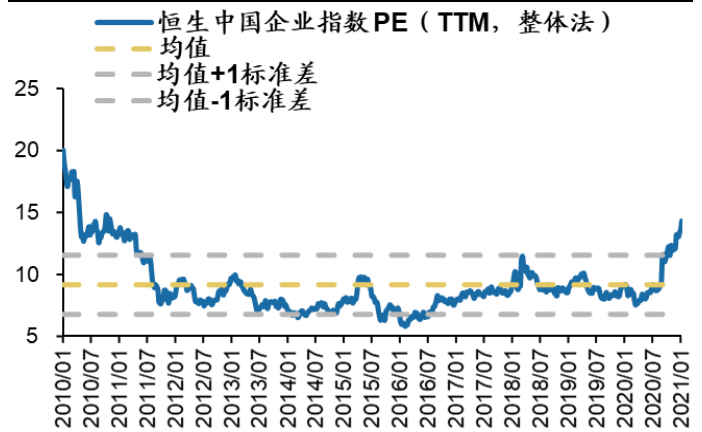
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 恒生指数最新PE估值



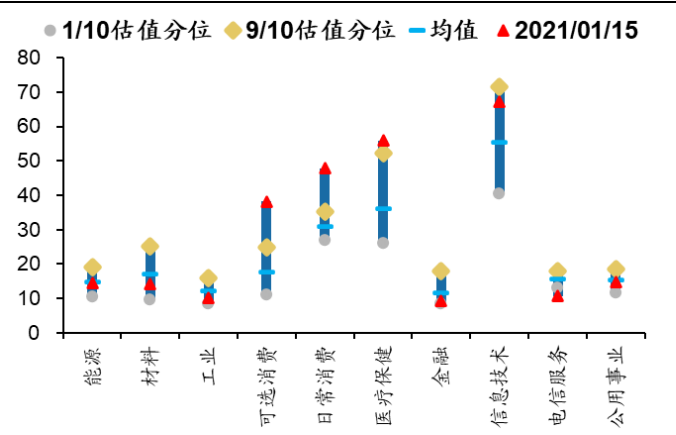
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 恒生国企指数最新PE估值



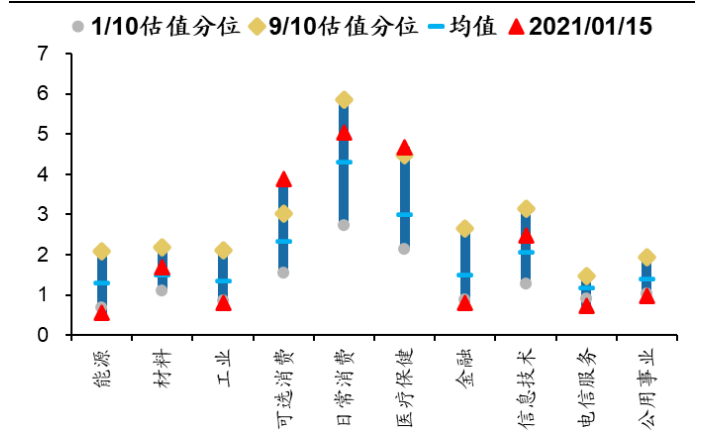
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: GICS一级行业指数最新PE分位情况



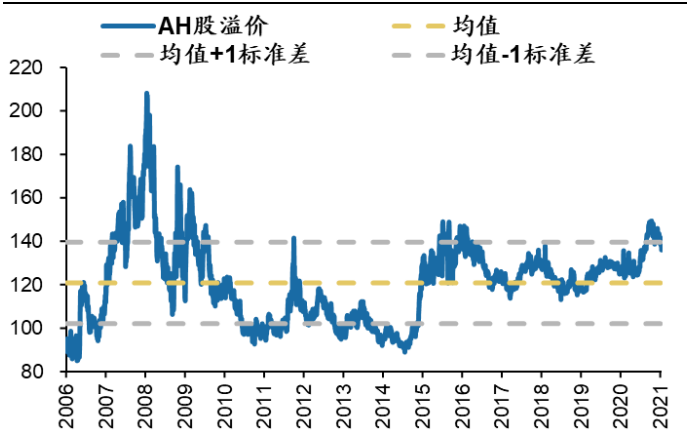
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: GICS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26: AH溢价指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

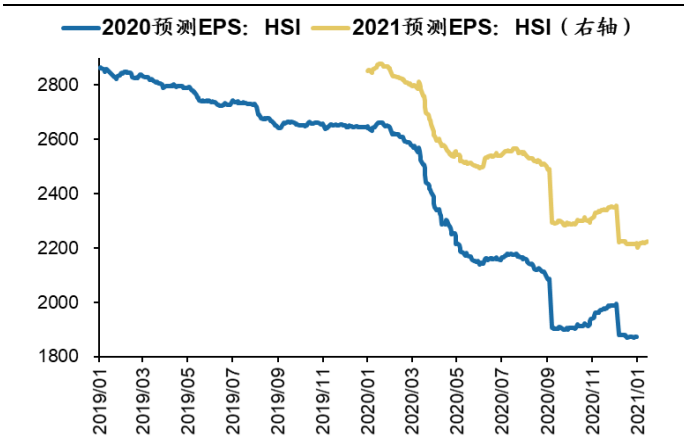
图27: 恒生指数动态股息收益率变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

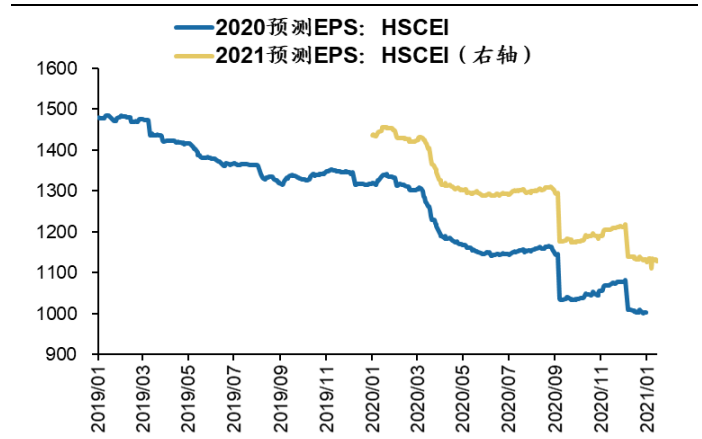
(三) 一致预期 EPS 跟踪

图28: 恒生指数一致预期EPS变化



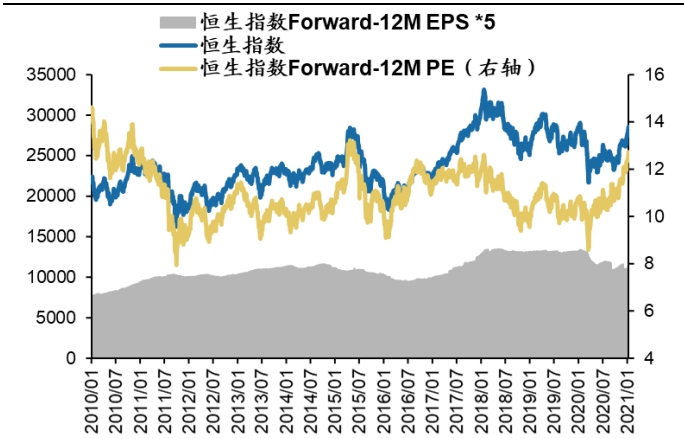
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图29: 恒生国企指数一致预期EPS变化



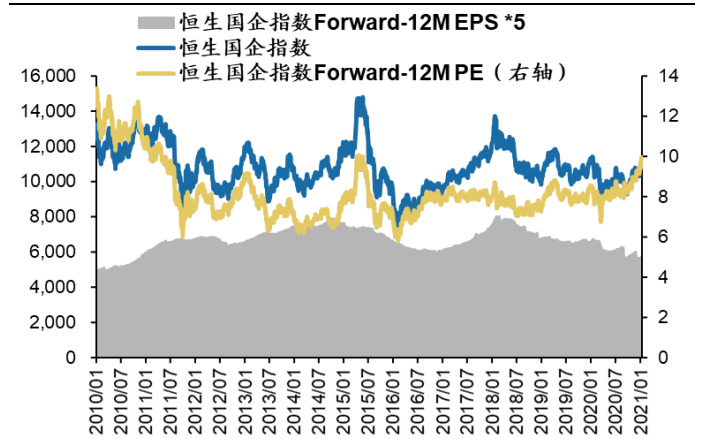
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图30: 恒生指数12M Forward PE/eps



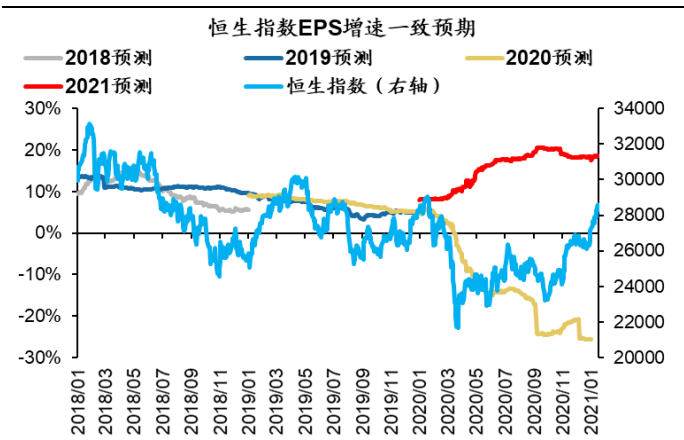
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图31: 恒生国企指数12M Forward PE/eps



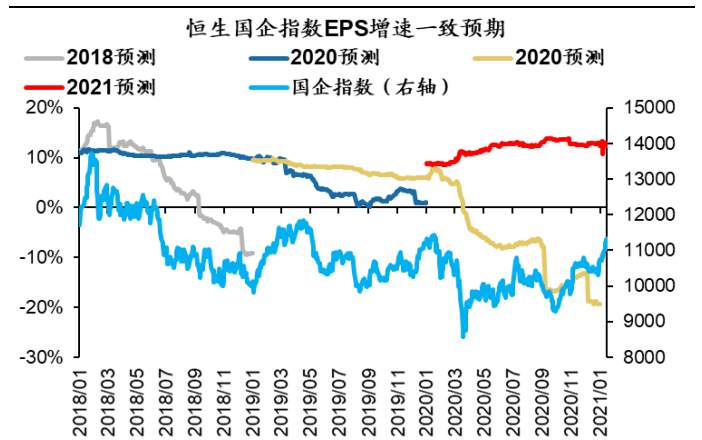
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图32: 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

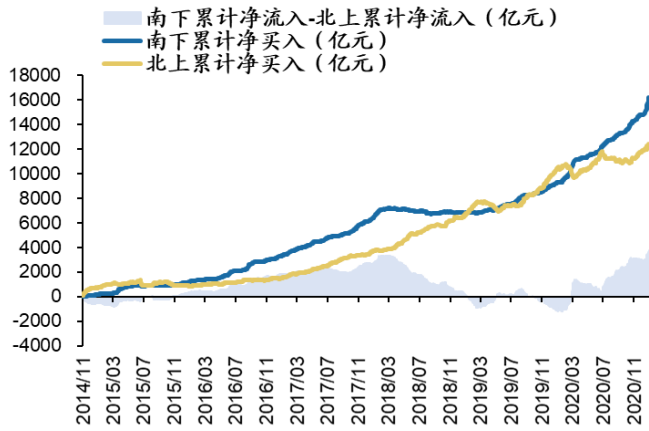
图33: 历年恒生国企指数EPS增速一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

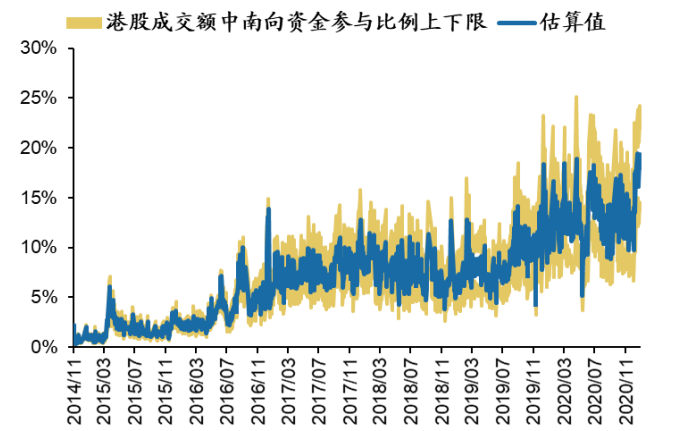
(四) 南下北上资金跟踪

图34: 南下北上资金净买入 (单位亿RMB, 下同)



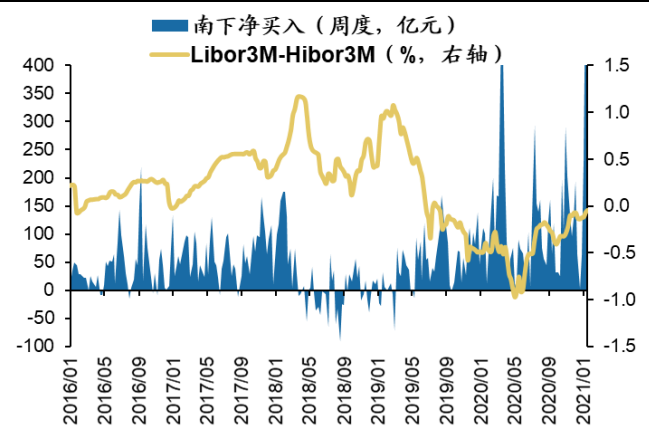
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图35: 港股通成交占总成交比例变化



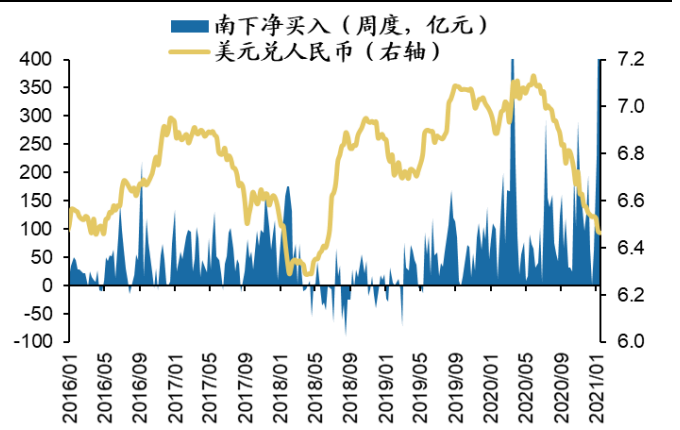
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图36: 南下资金净买入与美港利差



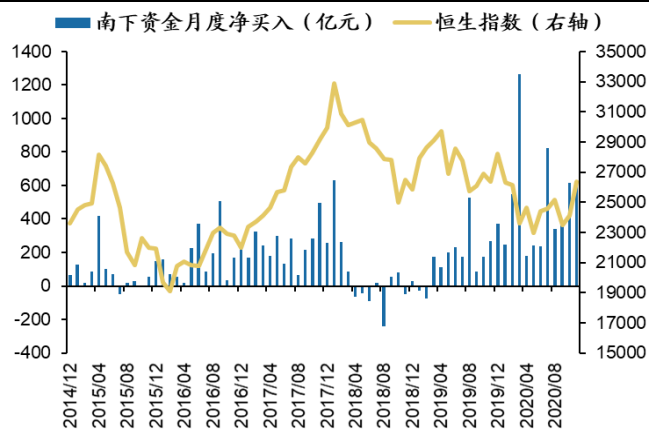
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 南下资金净买入与人民币汇率



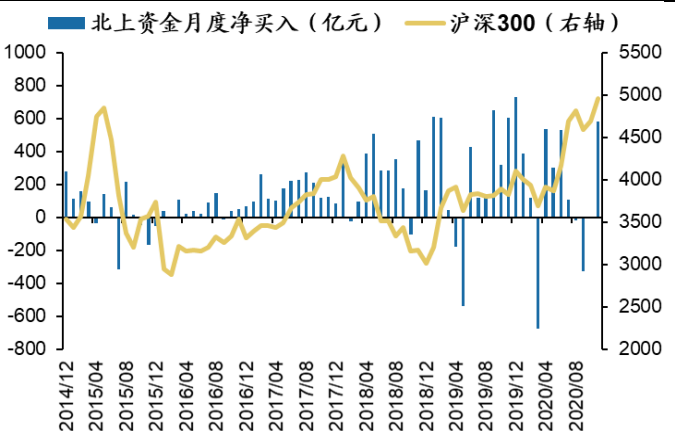
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 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39: 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

三、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

经济和上市公司盈利不达预期的风险

中美贸易格局继续恶化的风险

广发首席经济学家研究小组

欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。

张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。

蒲得宇：CFA，海外电子行业首席分析师。

杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。

邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。

张晓飞：海外电子行业高级分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。

马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

罗捷：约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。

蔡俊韬：研究助理，新加坡国立大学硕士，2019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。

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。