

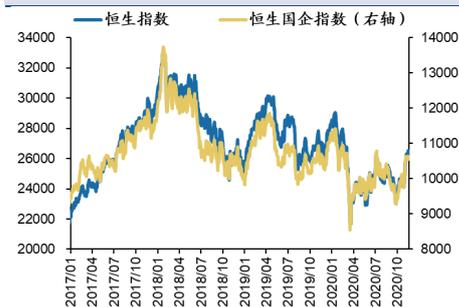
## 与16-17年对比，港股上涨动力有何异同？

### ——港股策略周报（11.16-11.22）

#### 报告摘要：

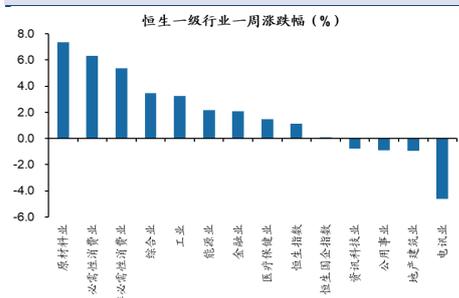
- 16-17年港股迎来估值、盈利双升的“戴维斯双击”行情，恒指大幅上涨超75%。与16-17年对比，目前港股市场所处的环境、上涨动力有何异同？我们从国内宏观经济、人民币汇率、港股盈利走势、南下资金行为、美联储政策与海外风险事件等六方面进行归纳总结。
- **（1）国内宏观经济：**16-17年国内经济“弱复苏”，目前与16年下半年较为类似；**（2）人民币汇率：**17年人民币兑美元持续升值，目前与17年年中可比。**（3）港股盈利走势：**综合国内经济与汇率走势，预计港股盈利上修将延续。**（4）南下资金行为：**净流入趋势延续，规模与持续性强于16-17年。**（5）美联储政策：**16-17年美联储处于加息周期，目前美联储宽松政策延续，但未来边际收紧风险加大。**（6）海外风险事件：**与17年海外市场较为平静不同，未来不排除“黑天鹅”再次暴发的可能。
- **综合以上分析，**目前国内经济、人民币汇率、港股基本面等因素与16-17年牛市期间类似，同时南下资金流入幅度进一步增大；不同点包括两方面，其一为16-17年美联储处在“收水”周期，而目前海外市场流动性依然宽裕，但未来面临边际收紧风险；其二为16-17年海外市场风险事件较少，但目前“黑天鹅”警报并未解除。
- **投资策略：**美国大选落地后，外资风险偏好将有所恢复，叠加“弱美元、强人民币”的汇率环境以及港股中资股盈利修复趋势将延续，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、基建产业链；（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（11.16-11.20）恒生指数上涨1.13%，板块方面，恒生一级行业分化，原材料业领涨，电讯业跌幅最大。港股主板沽空比例小幅上行，看跌看涨期权比例、HVIX指数小幅下行。
- **宏观流动性与估值跟踪：**本周（11.16-11.20）人民币兑美元小幅升值，10年期美债利率0.83%，中美利差走阔至248BP。WTI原油价格上涨至42.4美元/桶。恒生指数PE 14.6倍，高于历史均值+1倍标准差。
- **一致预期EPS跟踪：**本周（11.16-11.20）彭博对于恒生指数、恒生国企指数20年EPS一致预期增速小幅上调。
- **南下北上资金跟踪：**本周（11.16-11.20）北上资金净流入55.1亿元，南下资金净流入96.0亿元，港股成交中南下资金参与占比小幅下降。
- **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：

入境政策放宽后，香港本地股 2020-11-15

配置价值如何？——港股策略周报（11.9-11.15）

大选落地后，美股和港股有哪些确定性？——港股策略周报（11.2-11.8）

沪港深基金20Q3配置全景图：——港股策略周报（10.26-11.1）

#### 联系人：

朱国源 021-38003663

zhuguoyuan@gf.com.cn

## 目录索引

一、周论：与 16-17 年对比，港股上涨动力有何异同？ .....	5
（一）与 16-17 年对比，港股上涨动力有何异同？ .....	5
二、一周港股市场流动性、盈利预期与估值 .....	9
（一）市场概览与情绪跟踪 .....	9
（二）宏观流动性与估值跟踪 .....	10
（三）一致预期 EPS 跟踪 .....	13
（四）南下北上资金跟踪 .....	14
三、风险提示 .....	15

## 图表索引

图 1: 16.03-18.01, 恒生指数上涨超 75%.....	5
图 2: 17 年港股盈利、估值双升.....	5
图 3: 16-17 年港股牛市中, 科技、金融地产、周期品领涨.....	6
图 4: 16-17 年国内经济“弱复苏”.....	7
图 5: 人民币兑美元 16 年贬值, 17 年升值.....	7
图 6: 16H2-17 年港股基本面持续改善.....	7
图 7: 16-17 年南下资金持续净流入港股市场.....	7
图 8: 16-17 年美联储处于加息周期中.....	8
图 9: 17 年海外市场“黑天鹅”事件较少.....	8
图 10: 全球大类资产一周涨跌幅.....	9
图 11: 全球股市一周涨跌幅.....	9
图 12: 恒生指数与恒生国企指数走势.....	9
图 13: 恒生一级行业一周涨跌幅.....	9
图 14: 港股主板沽空比例变化.....	10
图 15: 恒生指数“在岸”ERP.....	10
图 16: 近期人民币对美元汇率走势.....	10
图 17: 中美利差与人民币汇率走势.....	10
图 18: 美港利差与港元对美元汇率走势.....	10
图 19: 美德利差、美日利差与美元指数.....	10
图 20: 美国通胀预期与美债收益率走势.....	11
图 21: 原油价格与美债收益率走势.....	11
图 22: Ted/Libor-OIS 利差走势.....	11
图 23: 美国投资级债券/高收益债利差走势.....	11
图 24: 全球主要股市最新 PE 分位情况.....	11
图 25: 全球主要股市最新 PB 分位情况.....	11
图 26: 恒生指数最新 PE 估值.....	12
图 27: 恒生国企指数最新 PE 估值.....	12
图 28: GICS 一级行业指数最新 PE 分位情况.....	12
图 29: GICS 一级行业指数最新 PB 估值分位情况.....	12
图 30: AH 溢价指数.....	12
图 31: 恒生指数动态股息收益率变化.....	12
图 32: 恒生指数一致预期 EPS 变化.....	13
图 33: 恒生国企指数一致预期 EPS 变化.....	13
图 34: 恒生指数 12M Forward PE/EPS.....	13
图 35: 恒生国企指数 12M Forward PE/EPS.....	13
图 36: 历年恒生指数 EPS 增速一致预期.....	13
图 37: 历年恒生国企指数 EPS 增速一致预期.....	13
图 38: 南下北上资金净买入 (单位亿 RMB, 下同).....	14
图 39: 港股通成交占总成交比例变化.....	14

图 40: 南下资金净买入与美港利差 .....	14
图 41: 南下资金净买入与人民币汇率 .....	14
图 42: 南下资金月度净买入金额及恒生指数 .....	14
图 43: 北上资金月度净买入金额及沪深 300 .....	14
图 44: 南下资金持股市值占自由流通市值占比变化 .....	15
图 45: 北上资金持股市值占自由流通市值占比变化 .....	15

## 一、周论：与 16-17 年对比，港股上涨动力有何异同？

本周全球股市普涨，港股恒生指数、恒生国企指数分别上涨1.13%、0.08%。板块方面，恒生一级行业走势分化，原材料业领涨，电讯业跌幅最大。

国内方面，中日韩澳多国参与的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）于11月15日正式签署落地，RCEP亮点在于中日首次达成贸易协定，未来中日贸易合作有望加深。经济数据方面，中国10月固定资产投资、消费数据继续回暖，工业增加值与前值持平。经济数据细分项亮点包括出口、餐饮消费、汽车消费、高技术投资等。整体来看，国内经济仍处在复苏进程中。

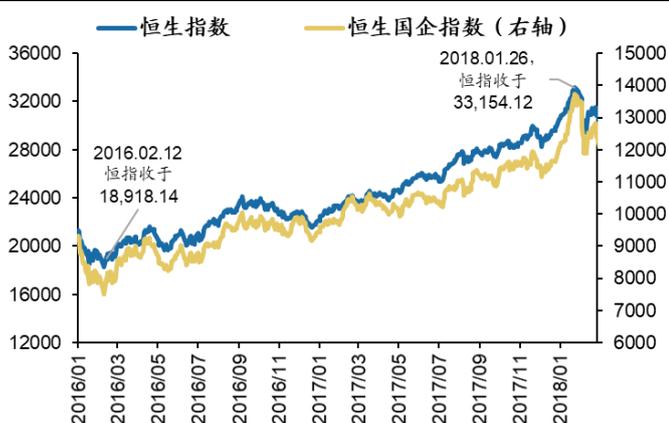
海外市场方面，本周美国财长姆努钦要求美联储停止使用部分3、4月推出的抗疫紧急工具，但同时美联储希望延长紧急工具的使用期限。考虑到目前美国疫情依然严重，疫苗距离正式落地并大范围接种仍有一段时间，且近期公布的美国经济数据如10月消费数据不及预期，短期美联储货币政策的支持依然重要。若联储货币政策退出，或将加大权益市场波动。

自9月25日以来的近两个月时间内，港股明显反弹，恒生指数上涨13.8%。站在当前时间点上，市场对未来港股上涨的空间仍有所分歧。为解答这一疑虑，本期策论我们对16-17年港股牛市的上涨催化进行归纳，并与当前外部环境进行对比，以让投资者对当前港股所处的“位置”有更清晰的认识。

### （一）与 16-17 年对比，港股上涨动力有何异同？

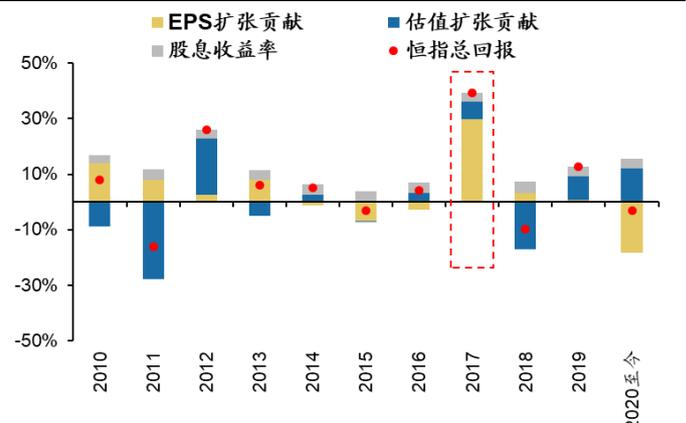
**16-17年港股迎来估值、盈利双升的“戴维斯双击”行情。**从2016年2月最低18918点到2018年1月最高33154点，港股恒生指数两年时间内大幅上涨超75%。进一步对盈利和估值拆分后可以发现，本轮港股牛市由估值、盈利共同推动，且其中盈利增长是主要驱动。行业层面，16-17年港股牛市领涨的主线包括软件服务、金融地产，以及部分周期品种等。

图1：16.03-18.01，恒生指数上涨超75%



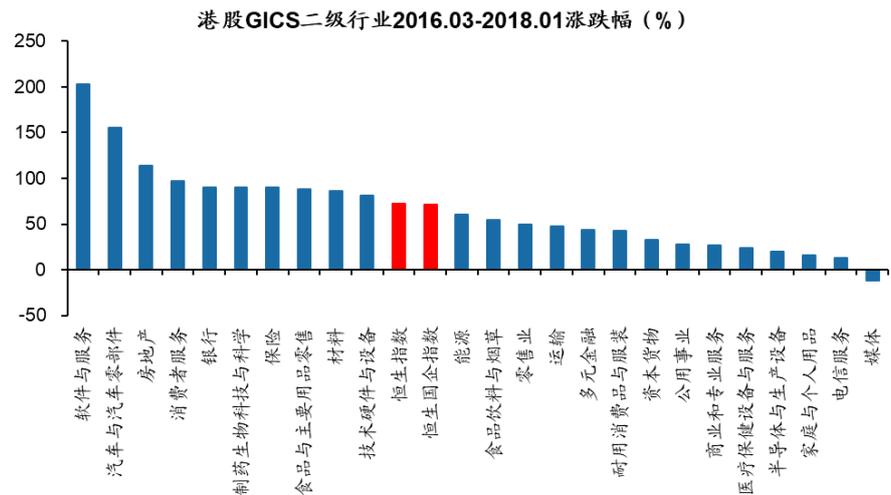
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：17年港股盈利、估值双升



数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

图3: 16-17年港股牛市中, 科技、金融地产、周期品领涨



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们在前期报告《影响港股的核心因素开始出现积极变化——港股策略周报(8.24-8.30)》中总结到, 盈利增长、利率、汇率是影响市场走势的核心变量。而2016-2017港股牛市也基本符合以上条件: 16-17年港股盈利持续改善、人民币汇率在17年大幅升值; 此外, 16-17年南下资金净流入起到“推波助澜”的作用。

与16-17年对比, 目前港股市场所处的环境有何异同? 我们从国内宏观经济、人民币汇率、港股盈利走势、南下资金行为、美联储政策与海外风险事件等六方面进行归纳总结:

**第一, 国内宏观经济: 16-17年国内经济“弱复苏”, 目前与16年下半年较为类似。**以实际GDP增速和制造业PMI为指标衡量, 国内经济复苏从16Q2开始, 到17Q3-Q4见顶, 同期大宗商品价格同步走高且持续时间更长, CRB现货指数直到18Q2才开始走弱。今年Q1砸出“疫情坑”后, 国内经济复苏已持续半年以上, 大宗商品价格仍处在上行区间。往后看, 国内经济复苏驱动力正从制造业转向服务业, 经济修复的进程并未结束。整体而言, 我们认为目前国内宏观经济复苏进程可类比于16年下半年。

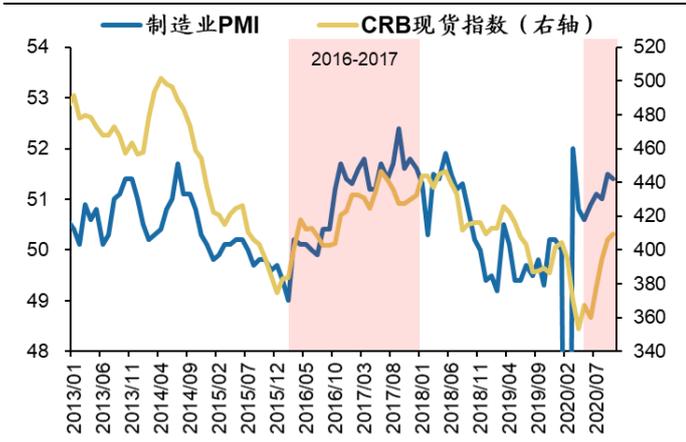
**第二, 人民币汇率: 17年人民币兑美元持续升值, 目前与17年年中可比。**16年人民币兑美元贬值, 17年人民币汇率持续升值, 美元兑人民币汇率从17年初6.9持续走升至年末6.2。今年人民币兑美元汇率升值始于2020年6月初, 目前已累计升值近10%。考虑到中美利差位于历史高位, 中国货币政策偏中性, 美国更为宽松, 人民币仍有继续升值的动力。因此目前人民币升值进程可类比于17年年中。

**第三, 港股盈利走势: 综合国内经济与汇率走势, 预计港股盈利上修将延续。**港股盈利的主要贡献来自中资股, 因此也有港股基本面看“在岸”这一说法; 此外, 人民币升值周期中, 港股多出现外资回流、盈利上修的“正反馈”。参考16-17年经验, 16Q2开始国内经济复苏, 恒指成份净利润增速于16H1见底, 恒指一致预期EPS于16年7月开始反弹, 但由于同期人民币仍处在贬值区间, 一致预期EPS年内上修幅度较小。17年国内经济复苏延续, 叠加人民币升值, 市场大幅上修恒指盈利预期。目前国内经济复苏、人民币升值这一宏观环境与17年类似。对应到港股盈利预期上,

我们认为从9月开始的恒指一致预期EPS上修进程将延续。

**第四，南下资金行为：净流入趋势延续，规模与持续性强于16-17年。**16-17年南下资金对港股上涨起到“推波助澜”的作用；今年以来，南下资金流入速率进一步加快，且无论港股涨跌，“北水”均保持较强流入动力。与16-17年不同之处在于，目前南下资金港股“话语权”明显提升，港股成交额中南下资金占比已升至15%，而16-17年仅为5%-10%（参考图39）。

图4：16-17年国内经济“弱复苏”



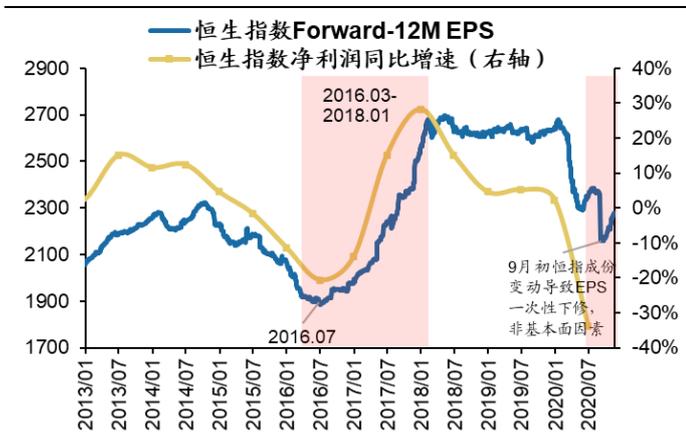
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：人民币兑美元16年贬值，17年升值



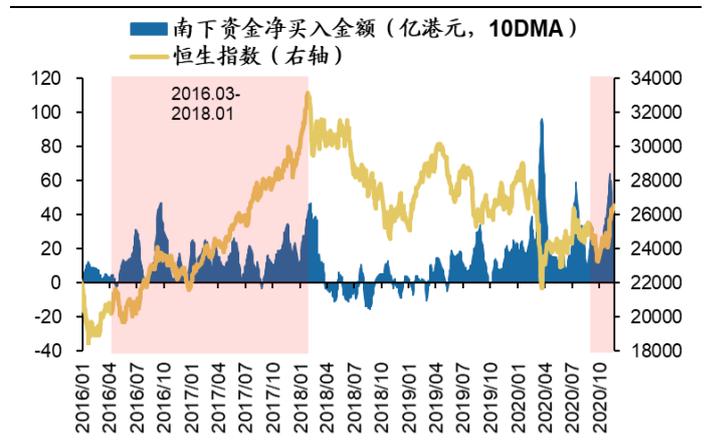
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：16H2-17年港股基本面持续改善



数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

图7：16-17年南下资金持续净流入港股市场



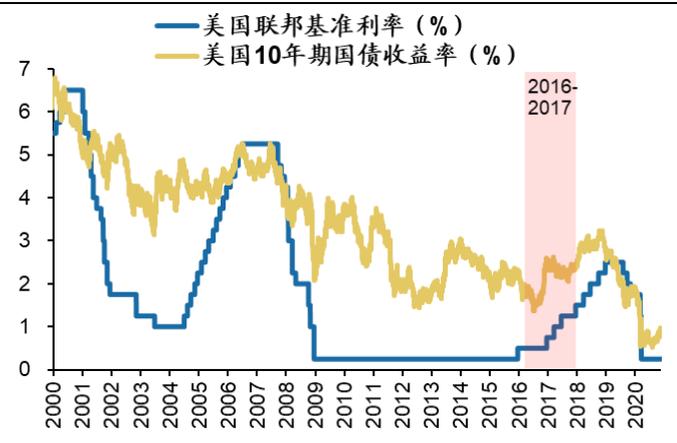
数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

**第五，美联储政策：16-17年美联储处于加息周期，目前美联储宽松政策延续，但未来边际收紧风险加大。**尽管南下资金“定价权”明显提升，但港股目前仍由外资主导，因此流动性需更多考虑“离岸”因素。美联储最近一轮加息周期始于15年12月，到18年底结束，叠加美联储16-17年美联储已退出QE，海外市场流动性环境边际收紧。今年疫情暴发后，美联储降息至“0”，并推出多项紧急流动性支持计划。往后看，根据美联储最新议息会议表态，宽松货币政策仍将延续。不过尽管目前海外市场流动性较为宽裕，未来仍需关注美联储政策边际收紧的风险，触发因素或来自于疫苗正式落地并开始大范围接种；此外，两党“斗争”也可能导致紧急流动性支持计划提前退出。

**第六，海外风险事件：与17年海外市场较为平静不同，未来不排除“黑天鹅”再次暴发的可能。**由于资金可自由流入流出香港，一旦海外风险事件暴发，港股往往面临较大资金流出压力。17年全年恒指上涨35.99%，且年内未出现明显回撤，重要的原因在于海外市场“一帆风顺”，对应VIX指数17年均值仅为11.08。而从18年开始，中美贸易摩擦、英国“硬脱欧”等“黑天鹅”事件频发，VIX指数中枢显著抬升。往后看，美国总统交接、疫情扩散、英国脱欧、中美摩擦等风险事件并未出清，预计VIX指数将保持高位。

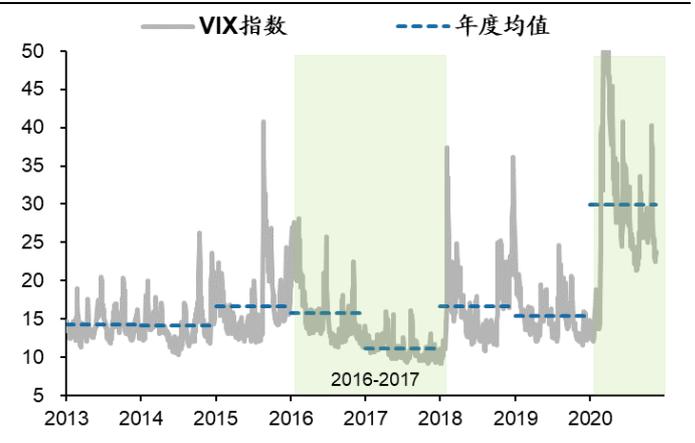
综合以上分析，目前国内经济、人民币汇率、港股基本面等因素与16-17年牛市期间类似，同时南下资金流入幅度进一步增大；不同点包括两方面，其一为16-17年美联储处在“收水”周期，而目前海外市场流动性依然宽裕，但未来面临边际收紧风险；其二为16-17年海外市场风险事件较少，但目前“黑天鹅”警报并未解除。

图8：16-17年美联储处于加息周期中



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：17年海外市场“黑天鹅”事件较少



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(11.16-11.20)恒生指数上涨1.13%，板块方面，恒生一级行业分化，原材料业领涨，电讯业跌幅最大。港股主板沽空比例小幅上行，看跌看涨期权比例、HVIX指数小幅下行。

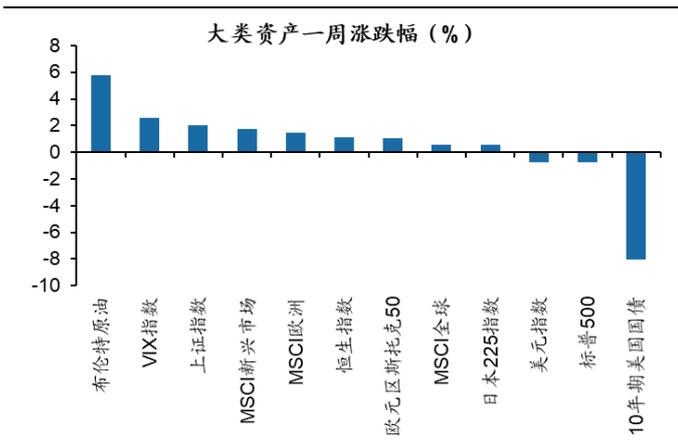
**宏观流动性与估值跟踪:** 本周(11.16-11.20)人民币兑美元小幅升值，10年期美债利率0.83%，中美利差走阔至248BP。WTI原油价格上涨至42.4美元/桶。恒生指数PE 14.6倍，高于历史均值+1倍标准差。

**一致预期EPS跟踪:** 本周(11.16-11.20)彭博对于恒生指数、恒生国企指数20年EPS一致预期增速小幅上调。

**南下北上资金跟踪:** 本周(11.16-11.20)北上资金净流入55.1亿元，南下资金净流入96.0亿元，港股成交中南下资金参与占比小幅下降。

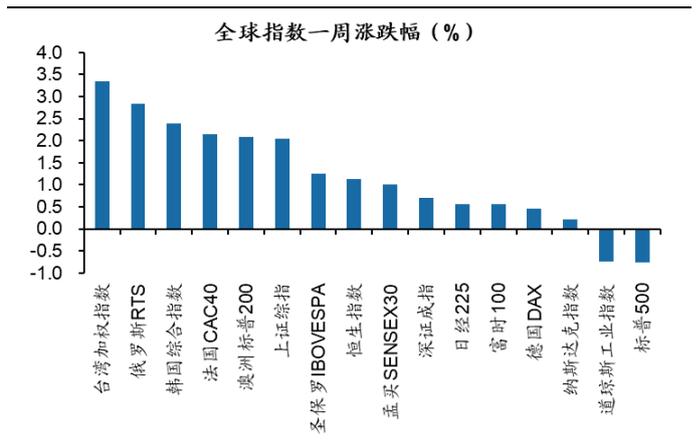
### (一) 市场概览与情绪跟踪

图10: 全球大类资产一周涨跌幅



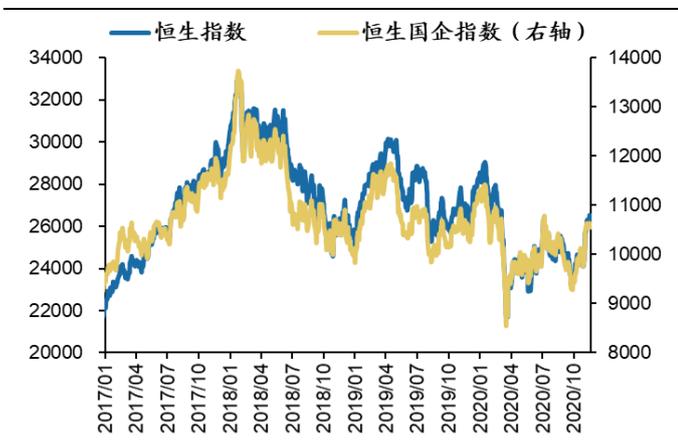
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 全球股市一周涨跌幅



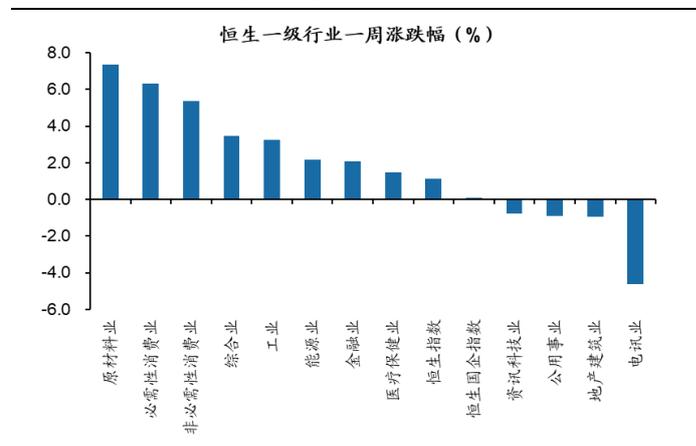
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 恒生指数与恒生国企指数走势



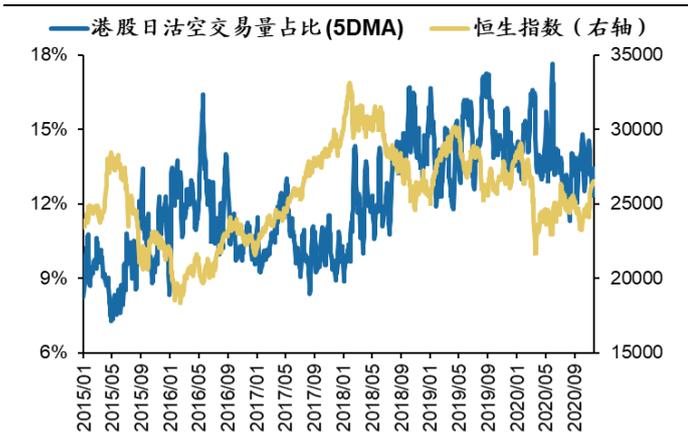
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 恒生一级行业一周涨跌幅



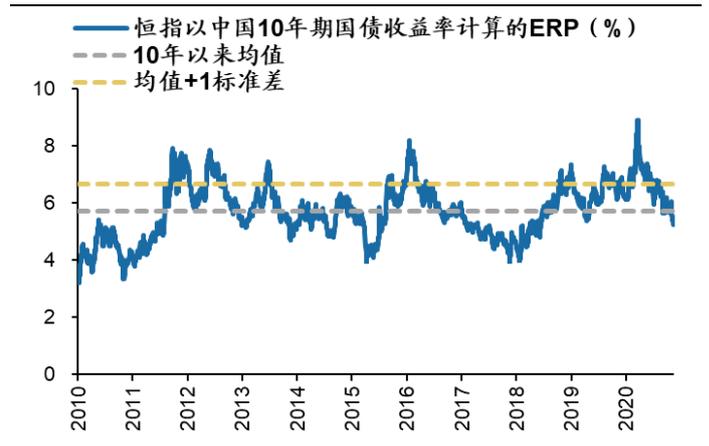
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 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

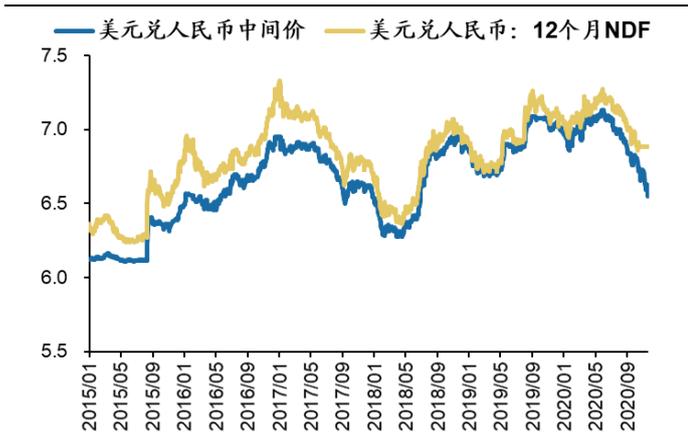
图15: 恒生指数“在岸”ERP



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

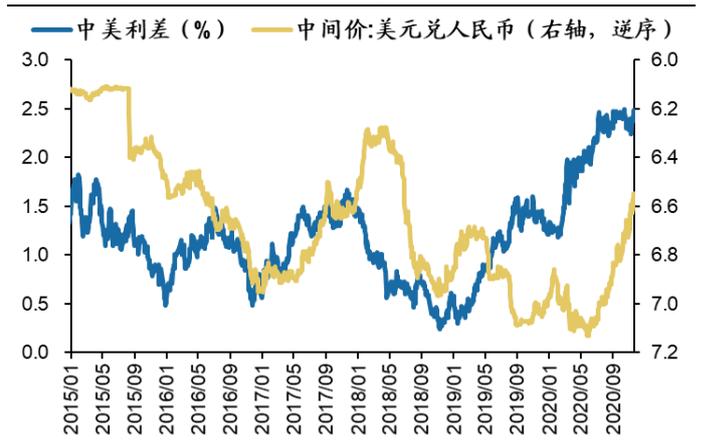
## (二) 宏观流动性与估值跟踪

图16: 近期人民币对美元汇率走势



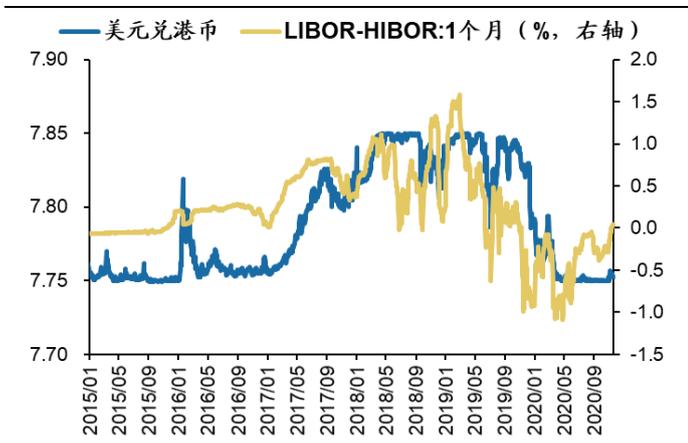
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 中美利差与人民币汇率走势



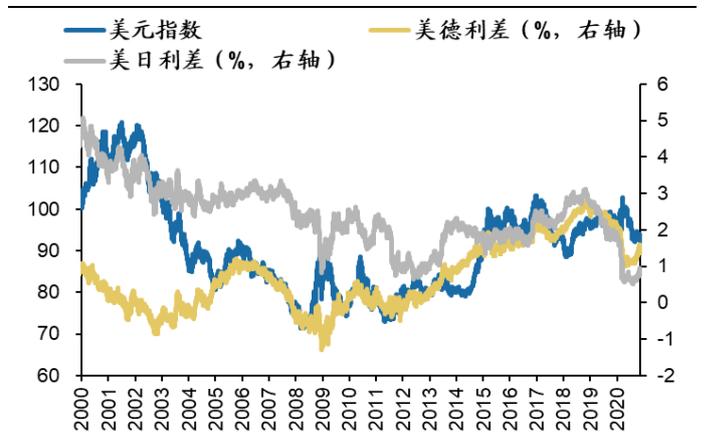
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 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19: 美德利差、美日利差与美元指数



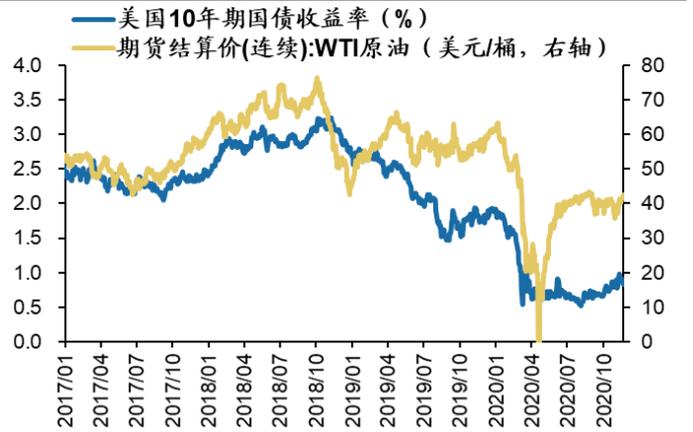
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 美国通胀预期与美债收益率走势



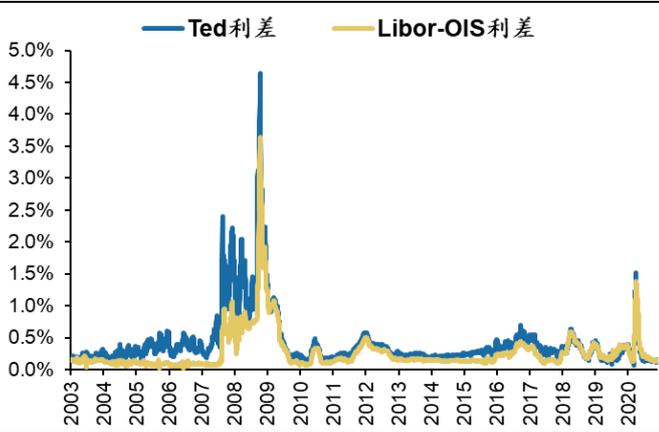
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 原油价格与美债收益率走势



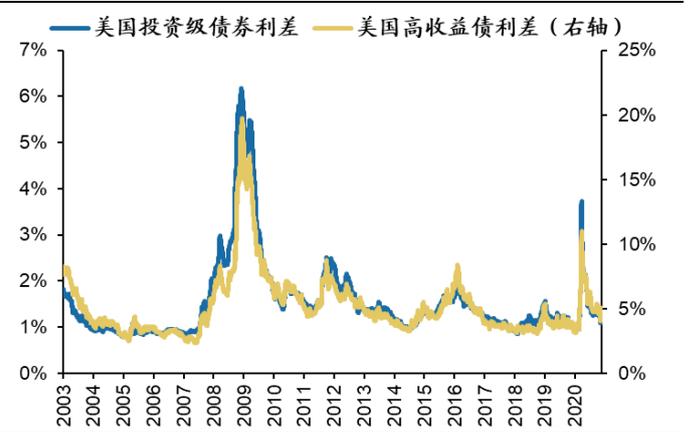
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: Ted/Libor-OIS利差走势



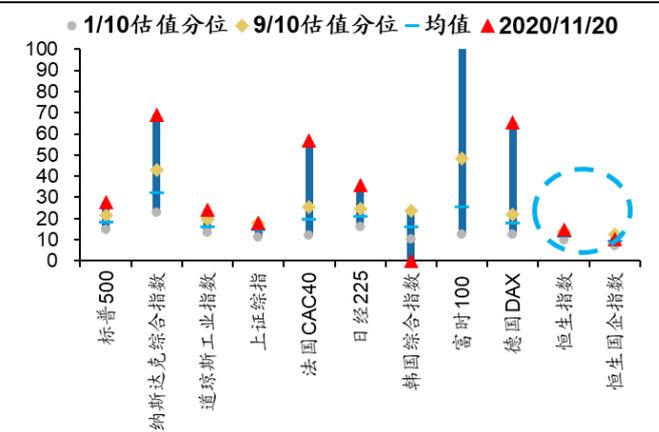
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图23: 美国投资级债券/高收益债利差走势



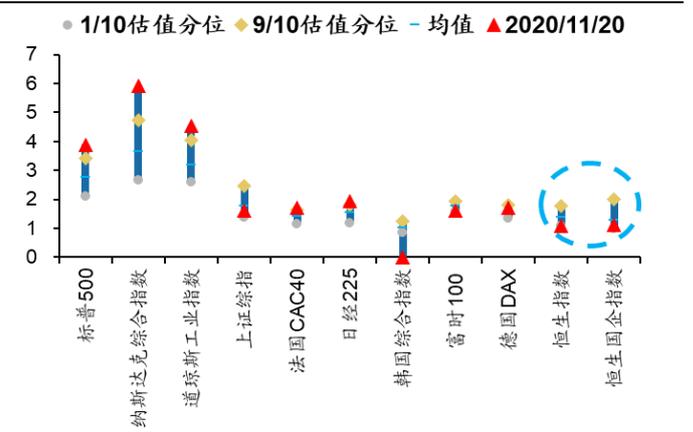
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图24: 全球主要股市最新PE分位情况



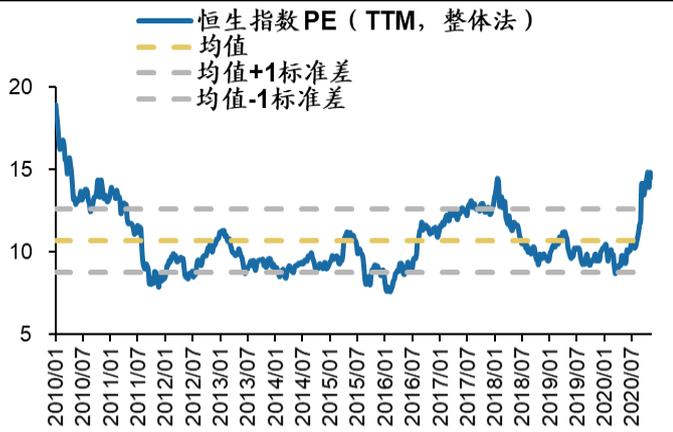
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 全球主要股市最新PB分位情况



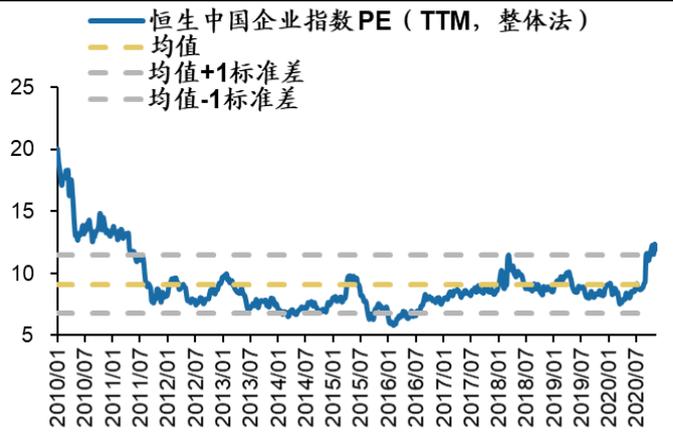
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 恒生指数最新PE估值



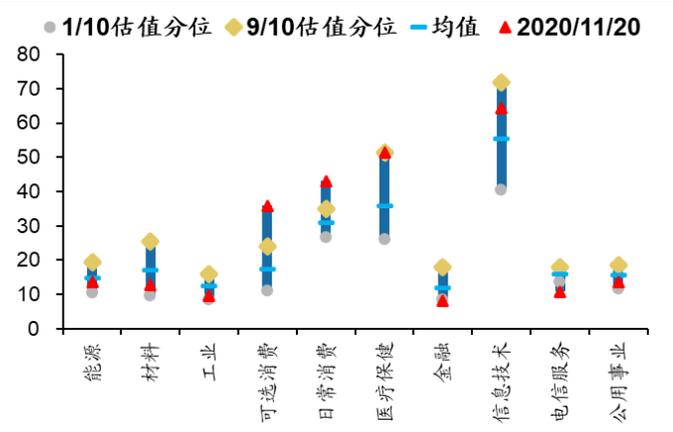
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图27: 恒生国企指数最新PE估值



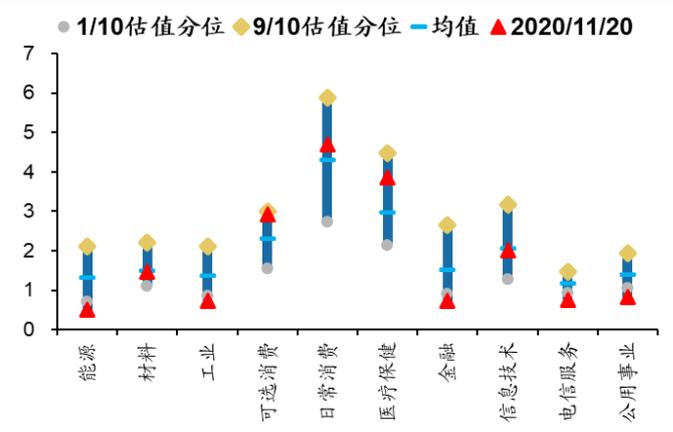
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: GICS一级行业指数最新PE分位情况



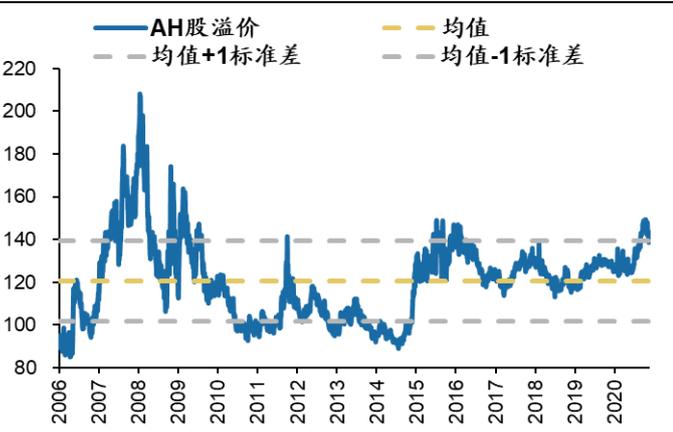
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 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30: AH溢价指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

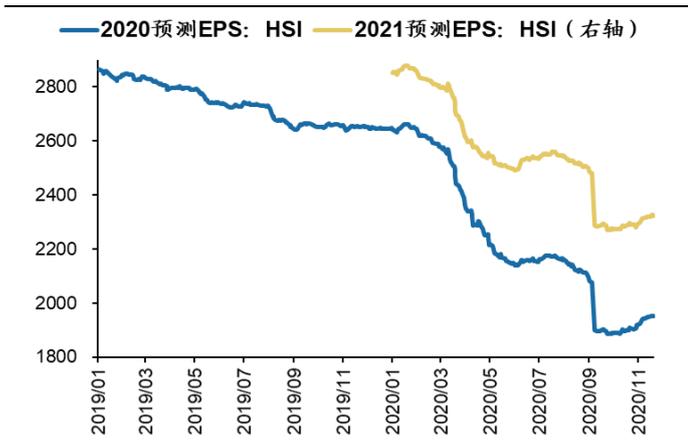
图31: 恒生指数动态股息收益率变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

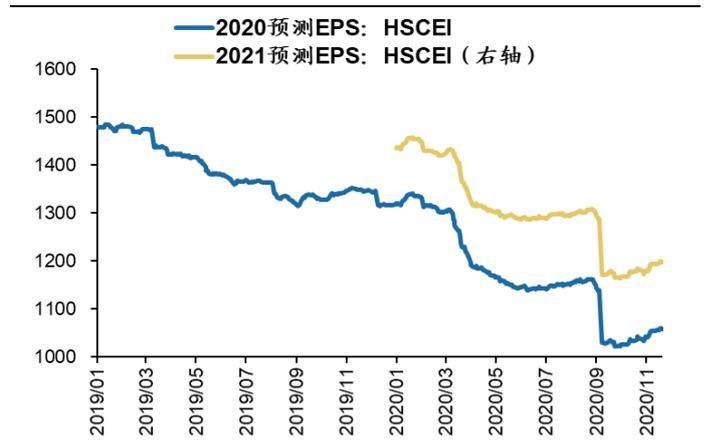
(三) 一致预期 EPS 跟踪

图32: 恒生指数一致预期EPS变化



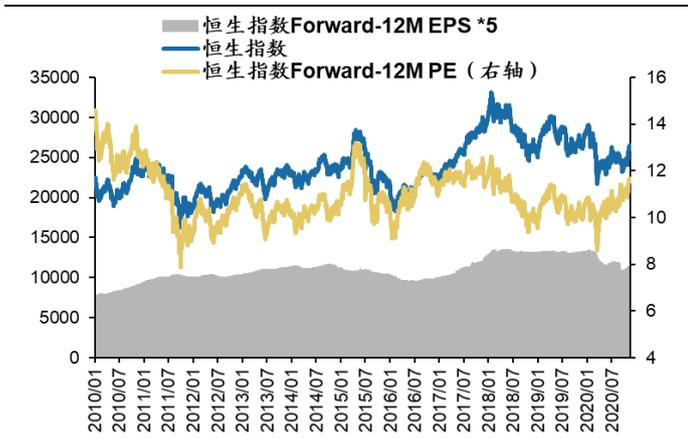
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图33: 恒生国企指数一致预期EPS变化



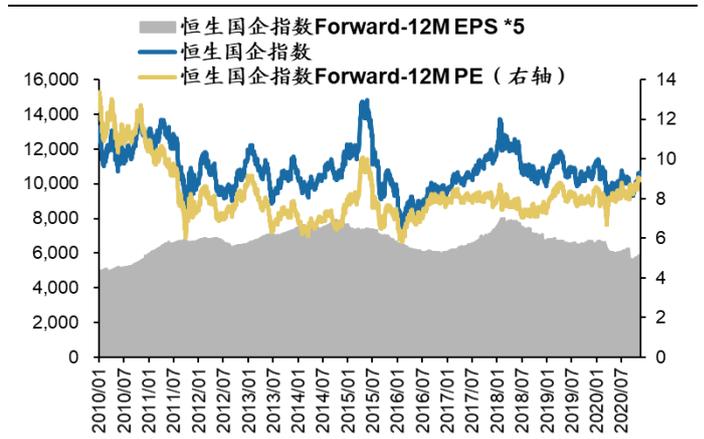
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图34: 恒生指数12M Forward PE/EPS



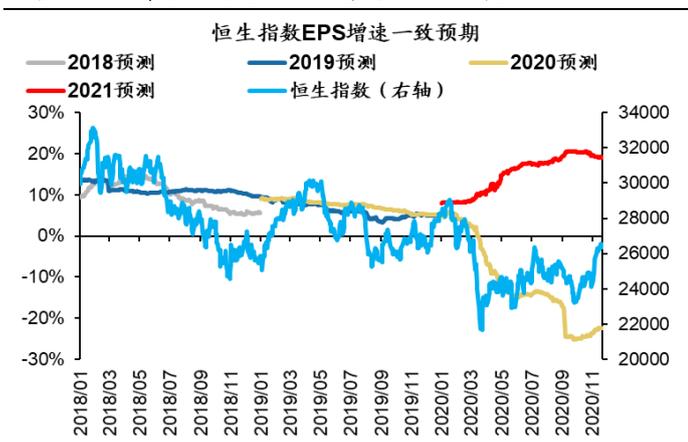
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图35: 恒生国企指数12M Forward PE/EPS



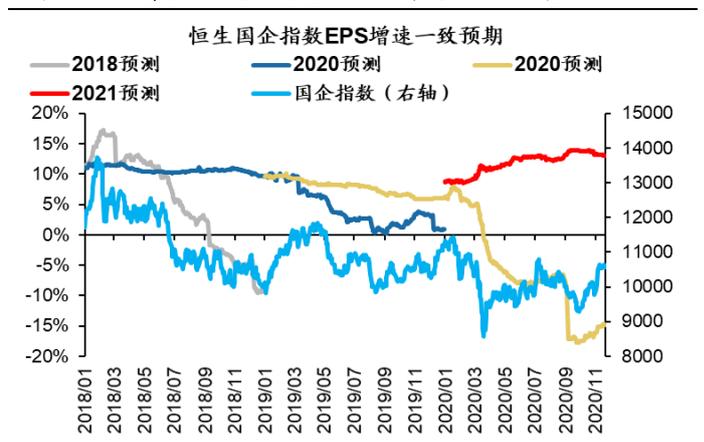
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图36: 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

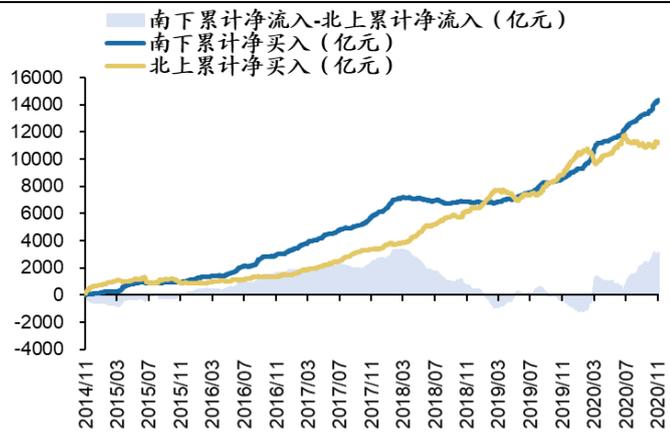
图37: 历年恒生国企指数EPS增速一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

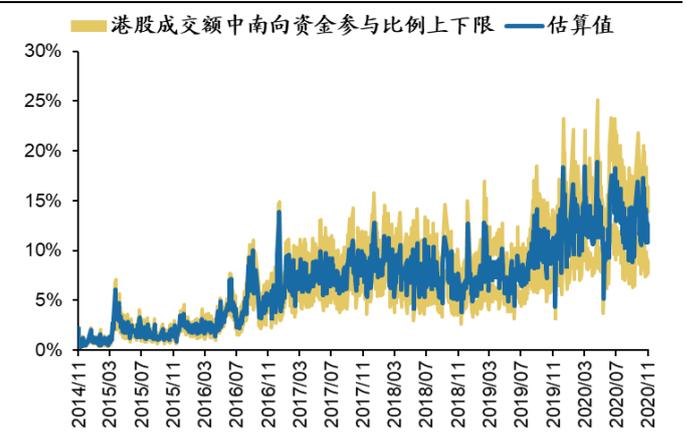
(四) 南下北上资金跟踪

图38: 南下北上资金净买入 (单位亿RMB, 下同)



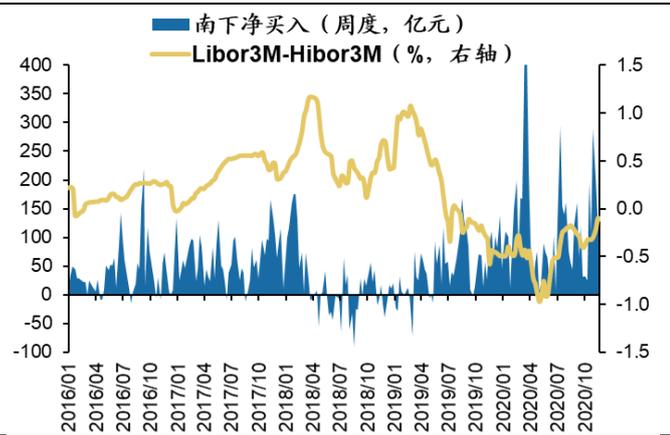
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 港股通成交占总成交比例变化



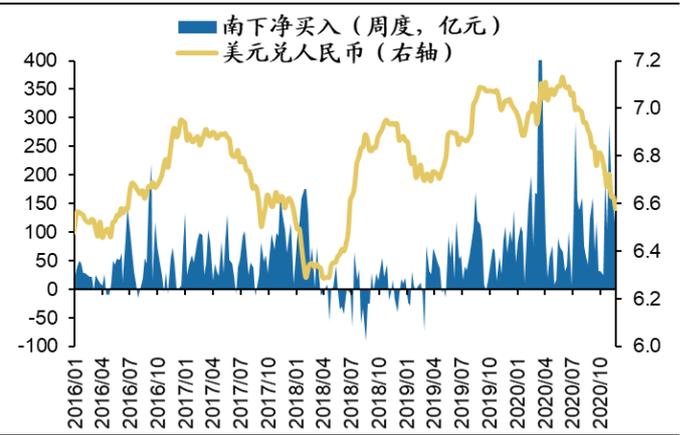
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 南下资金净买入与美港利差



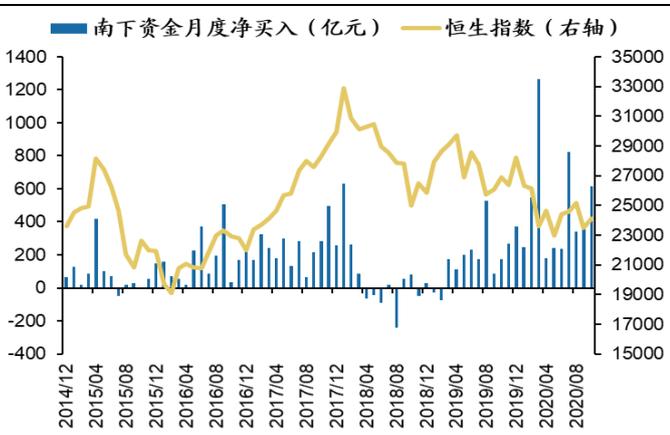
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 南下资金净买入与人民币汇率



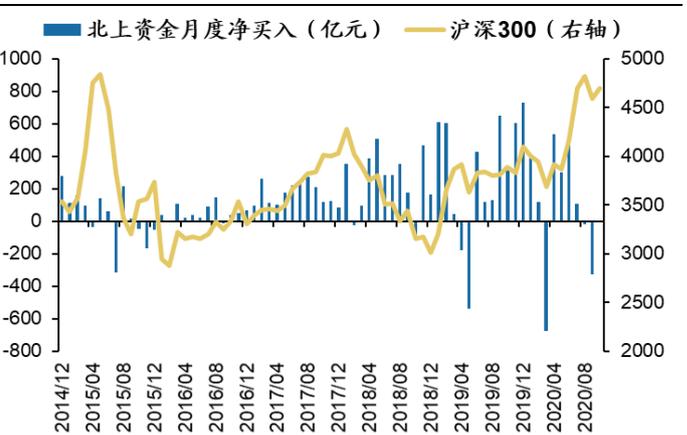
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 南下资金月度净买入金额及恒生指数



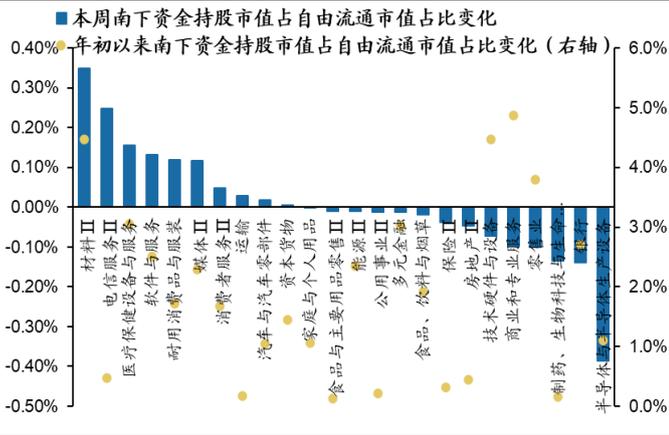
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图43: 北上资金月度净买入金额及沪深300



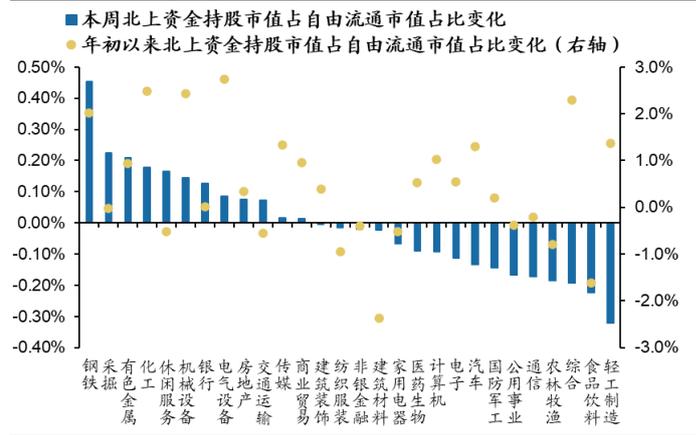
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图44: 南下资金持股市值占自由流通市值占比变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图45: 北上资金持股市值占自由流通市值占比变化



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

## 广发海外研究小组简介

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。