

远离“事故高发地带”

——港股 30 年“黑天鹅”启示录（一）

报告摘要：

● 引言：高波动生存之道——远离“事故高发地带”

就港股市场而言，过去的 2018 年并不是一个友好的年份，下半年以来行业和个股层面的“黑天鹅”逐渐增多。在经济增速下行、流动性紧缩、市场波动率抬升的环境，“黑天鹅”事件频发，风险控制为第一要义。

通过回溯美股和港股 30 年内发生的大量“黑天鹅”案例，我们旨在更加深入探究“黑天鹅”频发的前因后果，并对未来市场进行沙盘推演。

● 30 年美股“黑天鹅”复盘

以标普 500 和纳斯达克指数为例，1990 年以来，美股大盘指数单日“黑天鹅”式大跌时，市场多处于熊市周期中的“危机时刻”；

分行业和权重个股来看，标普 500 指数受金融股影响最大，纳斯达克指数大跌多受科技股拖累。

● 港股“黑天鹅”：频次更多，权重股波动更高

港股近 30 年内“黑天鹅”事件频发的全球经济和金融背景和美股并无二致，美股风险将对港股产生传染；但由于“在岸性”因素存在，港股市场的波动性增加了一层变数，使得“港股”黑天鹅事件频次更多；从权重股来看，港股发生“黑天鹅”事件的频率也高于美股。

● 解构港股“黑天鹅”：基于宏观和微观的视角

港股“黑天鹅”的宏观共性体现为基本面和外部环境的“长焦”风险，微观解构则归因于政策、突发事件、海外映射等多个方面。

从历史经验来看，需尽量规避出现质量安全事故/违规的公司，此类“黑天鹅”事件对于股价影响的时间较为持续；而若触发“黑天鹅”的原因来自于外部政治经济事件，经历调整后后续跑赢大盘的概率较高。

● 港股“黑天鹅”启示录：比预测更重要的是应对

“黑天鹅”事件的一大特征在于其突发性和意外性，往往难以根据估值、基本面等特征提前预测，尤其对于个股层面更是如此；但行业层面仍存在一定共性，“黑天鹅”频发时港股金融、消费板块更易遭受冲击。

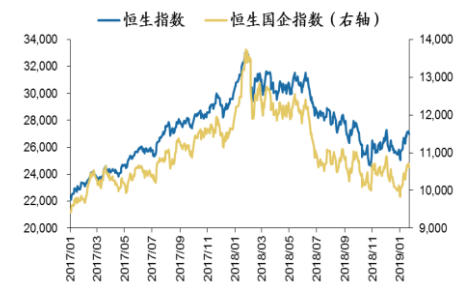
● 回顾与展望：2019 年，“黑天鹅”成色会降低吗？

结合风险溢价和波动率的判断，我们认为短期内“黑天鹅”频发的市场环境仍在延续，但随着时间推移和波动率中枢下降，“黑天鹅”事件频发的风险有望降低。

● 核心假设风险：

外部政治与经济事件风险、国内信用政策持续收紧、上市公司股权质押、债务违约等风险。

图：恒生指数与国企指数走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师：

廖凌



SAC 执证号：S0260516080002



SFC CE No. BNH159



021-60750654

liaoling@gf.com.cn

相关研究：

议会投票后，脱欧走向及对港 2019-01-17

股影响：——英国脱欧专题

养老金三支柱、再平衡与美股 2019-01-04

波动：——美股专题研究系列

二

拥抱 ESG，远离“黑天 2018-11-22

鹅”：ESG 投资专题

目录索引

一、引言：高波动生存之道——远离“事故高发地带”	4
二、30 年美股“黑天鹅”复盘	5
2.1 标普 500 指数“黑天鹅”：多为熊市周期下的“危机时刻”	5
2.2 纳斯达克指数：科技股走势影响举足轻重	6
2.3 美股权重股：金融危机后，“黑天鹅”事件更为少见	6
三、港股“黑天鹅”：频次更多，权重股波动更高	8
3.1 恒生指数：同时受离岸与在岸因素影响，较美股波动更频繁	8
3.2 港股权重股：整体波动更高，受金融股影响较大	9
四、解构港股“黑天鹅”：基于宏观和微观的视角	10
4.1 港股“黑天鹅”频发的宏观共性：基本面和外部环境的“长焦”风险	10
4.2 微观解构港股“黑天鹅”的前因后果	11
4.2.1 内因：财务指标不及预期最常见，股价影响持续性更强	11
4.2.2 外因：政治经济事件产生偶发冲击，但利空持续时间较短	14
五、港股“黑天鹅”启示录：比预测更重要的是应对	17
5.1 “风暴”来临时，港股金融、消费股更易遭受冲击	17
5.2 但从基本面和估值来看，发生“黑天鹅”的权重股并无共性	18
六、回顾与展望：2019 年，“黑天鹅”成色会降低吗？	19
6.1 复盘 2018 年港股“黑天鹅”	19
6.2 对于 19 年的沙盘推演：“黑天鹅”成色会降低吗？	20
风险提示	21

图表索引

图 1: 1990 年以来, 标普 500 指数共出现 32 次单日跌幅超过 4% 的情况	5
图 2: 1990 年以来, 纳斯达克指数共出现 77 次单日跌幅超过 4% 的情况	6
图 3: 纽交所权重股大跌多出现在全球性的危机中	7
图 4: 纳斯达克交易所权重股近年来股价波动较小	7
图 5: 1990 年以来, 恒生指数共出现 93 次单日跌幅超过 4% 的情况	8
图 6: 港股与美股波动率高度相关	8
图 7: 港股权重股受金融危机影响最大, 出现单日跌幅超 10% 的次数较多	9
图 8: 导致权重股大跌的内外部原因	11
图 9: 四类引发权重股大跌的内部原因 (单位: 次数)	11
图 10: 发生质量安全事故后, 公司短期内难以取得超额收益	13
图 11: 四类引发权重股大跌的外部原因 (单位: 次数)	14
图 12: 外部利空因素持续时间较短	16
图 13: 引发权重股大跌的各类原因 (单位: 次数)	17
图 14: 近 10 年来, 金融、消费股“黑天鹅”次数最多	17
图 15: 外部政治经济事件对金融业负面影响最大	17
图 16: 消费板块受行业政策、消息利空影响最大	17
图 17: “黑天鹅”发生时, 权重股 PE 所处历史位置	18
图 18: 外部事件导致“黑天鹅”时, 权重股 PE 高低	18
图 19: “黑天鹅”权重股营收增速特征不显著	18
图 20: “黑天鹅”权重股净利润增速特征不显著	18
图 21: 导致 18 年权重股大跌的原因 (单位: 次数)	19
图 22: 18 年触发港股“黑天鹅”事件的 5 条主线	19
图 23: 经济增速下行期, 长端利率常先于 EPS 反映	20
图 24: 19 年上半年, 全球央行缩表的负面影响仍偏强	20
表 1: 标普 500 指数大跌多发生在美股熊市中	5
表 2: 纳斯达克指数相较标普 500 更容易受全球政治经济事件影响	6
表 3: NYSE、纳斯达克交易所 2018 年权重股“黑天鹅”	7
表 4: 香港离岸与在岸特征导致股指波动性更大	9
表 5: 历年“黑天鹅”频发期, 经济增速下行、流动性收紧, 股市高波动	10
表 6: 近 2 年至今因财务指标不及预期导致权重股大跌事件汇总	12
表 7: 近 2 年因股权或人员变动导致权重股大跌事件汇总	12
表 8: 2010 年以来, 权重股因质量安全事故出现大跌的次数不多	13
表 9: 2016 年以来因外部政治经济事件导致权重股大跌事件	14
表 10: 2018 年因受利空消息或政策导致权重股大跌事件汇总	15
表 11: 2010 年以来, 权重股因被下调评级或被机构沽空而大跌共出现 11 次	15
表 12: 18 年港股权重股“黑天鹅”事件复盘	19

一、引言：高波动生存之道——远离“事故高发地带”

2018年全球股市遭遇了宽松流动性退潮后的估值“地心引力”，加上政治和经济风险释放、美联储加息，导致市场波动率中枢迅速抬升，和2017年“高增长、低波动”的“金发姑娘”市场环境大相径庭。

就港股市场而言，过去的2018年并不是一个友好的年份。恒生指数自2018年1月29日创下2009年以来新高33484.08点后，至2018年收盘下跌幅度接近30%；从行业 and 个股层面来看，2018年下半年“黑天鹅”逐渐增多，中美贸易战、政策、人民币汇率贬值等诸多利空让投资者应接不暇，备受资金青睐的教育、医药、科技、汽车等多个板块遭遇持续下跌。

为何2018年“黑天鹅”事件频发？我们在年初首篇港股策略周论中曾提出了类似的思考——“黑天鹅”频发的外在表象是高波动率和风险溢价抬升，宏观共性体现为基本面和外部环境的“长焦”风险，微观解构则归因于政策、突发事件、海外映射等多个方面（参考报告《复盘2018年港股“黑天鹅”》）。而如果进一步研究美股和港股近30年的“黑天鹅”事件，我们可以借鉴国际比较的异同，基于长周期的历史坐标，更加清晰地感知“黑天鹅”事件频发的前因后果。

第一，从市场整体来看，港股近30年内“黑天鹅”事件频发的全球经济和金融背景和美股并无二致，美股风险将对港股产生传染；但由于“在岸性”因素存在，港股市场的波动性增加了一层变数，使得“港股”黑天鹅事件频次更多；

第二，从权重股来看，港股发生“黑天鹅”事件的频率也高于美股。宏观“逆风”来源于不利的基本面、流动性和外部环境，微观“推手”更为复杂，既包括财务不及预期、质量安全事故等内因，也包括政治经济事件、政策利空等外因。

近30年的港股“黑天鹅”复盘，对于未来的港股投资又有何启发？我们认为，“黑天鹅”事件之所以称为“黑天鹅”，在于其突发性和意外性，往往难以根据估值、基本面等特征提前预测，尤其对于个股层面更是如此。港股“黑天鹅”给予市场的启示，更多在于提示事后积极的应对的重要性，而非单纯的事先预测。我们总结了部分值得借鉴的历史经验，主要包括：

其一，经济增速下行、流动性紧缩、市场波动率抬升的环境，是港股“黑天鹅”频发的宏观共性，此时控制风险为第一要义；

其二，尽量规避出现质量安全事故/违规的公司，远离“事故高发地带”，此类“黑天鹅”事件对于股价影响的时间较为持续；

其三，若触发“黑天鹅”的原因来自于外部政治经济事件，经历调整后后续跑赢大盘的概率较高；

其四，当港股“黑天鹅”的风暴来临时，港股金融、消费股更易遭受冲击。

凡是过往，皆为序章。通过回溯美股和港股30年内发生的大量“黑天鹅”案例，我们对2019年市场的“黑天鹅”成色进行了沙盘推演，短期“黑天鹅”频发的市场环境仍在延续，但随着时间推移和波动率中枢下降，“黑天鹅”事件频发的风险有望降低。

二、30 年美股“黑天鹅”复盘

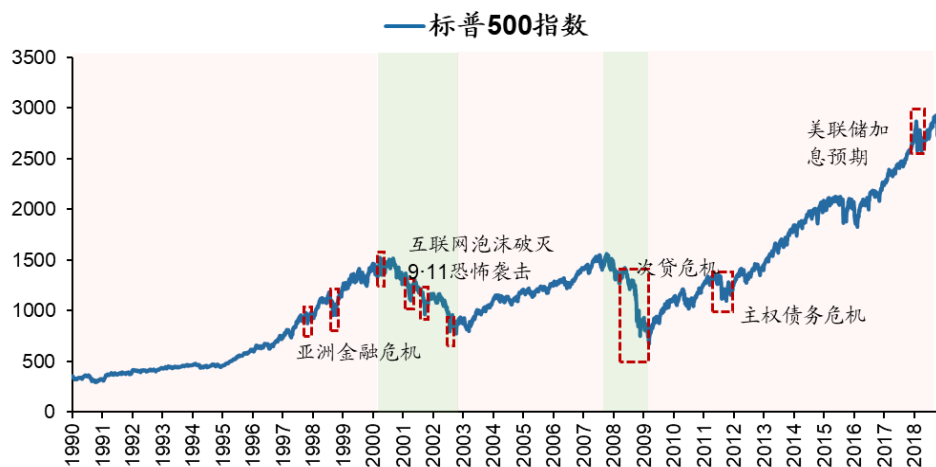
对港股市场进行全景解构之前，我们以美股为鉴，复盘30年指数和权重股“黑天鹅”的前因后果——以标普500和纳斯达克指数为例，1990年以来，美股大盘指数单日“黑天鹅”式大跌时，市场多处于熊市周期中的“危机时刻”；分行业和权重个股来看，标普500指数受金融股影响最大，纳斯达克指数大跌多受科技股拖累。

2.1 标普 500 指数“黑天鹅”：多为熊市周期下的“危机时刻”

1990年以来，标普500指数单日跌幅超4%共发生32次，“黑天鹅”事件多发生在美股熊市周期中。在2000年互联网泡沫破灭、2007-2008年全球金融危机期间，指数“黑天鹅”事件集中爆发25次。而其他重大政治经济事件，如1997年亚洲金融危机、2011年欧洲主权债务危机，对股市的影响体现为风险在短期内的集中释放，股指虽出现单日大幅下跌，但整体上涨趋势未受影响。

金融危机期间，标普500“黑天鹅”事件集中爆发。1990年以来，单日跌幅超过4%共有21次发生在2007-2008年金融危机期间。由于标普500成份中权重银行股较多，金融危机期间权重银行股冲击最大。其他外部政治经济事件尽管也对标普500指数造成短期冲击，但影响力度远小于“危机”时刻。

图1：1990年以来，标普500指数共出现32次单日跌幅超过4%的情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1：标普500指数大跌多发生在美股熊市中

牛市“黑天鹅”			熊市“黑天鹅”		
时间	次数	影响因素	时间	次数	影响因素
1990/01-2000/02	2	亚洲金融危机、俄罗斯金融危机	2000/03-2002/10	4	互联网泡沫破灭、9.11恐怖袭击
2002/11-2007/07	-	-	2007/08-2009/03	21	次贷危机、全球金融危机
2009/04-2018/9	5	欧洲主权债务危机、美联储加息预期	2018/10至今	-	-

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.2 纳斯达克指数：科技股走势影响举足轻重

1990年至今，纳斯达克指数“黑天鹅”事件共出现77次，整体波动性更高。纳斯达克指数更易受到全球性事件的风险传染，在亚洲金融危机与欧洲主权债务危机期间，纳指出现单日大跌的次数均多于标普500。此外，1990年第三次石油危机、2016年英国“脱欧”公投“黑天鹅”也都曾导致纳斯达克指数大跌。

纳斯达克指数单日大跌，多受科技股下跌拖累。2000-2002年互联网泡沫破裂时期，纳指共发生40次4%以上的单日大跌，占1990年以来总数的一半以上。而在18年4季度美股大跌期间，纳斯达克指数受科技股领跌拖累，再次发生2次单日跌幅大于4%的“黑天鹅”事件。

图2：1990年以来，纳斯达克指数共出现77次单日跌幅超过4%的情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2：纳斯达克指数相较标普500更容易受全球政治经济事件影响

牛市“黑天鹅”			熊市“黑天鹅”		
时间	次数	影响因素	时间	次数	影响因素
1990/01-2000/02	8	第三次石油危机、亚洲金融危机、俄罗斯金融危机	2000/03-2002/10	40	互联网泡沫破灭、9.11恐怖袭击
2002/11-2007/07	-	-	2007/08-2009/03	21	次贷危机、全球金融危机
2009/04-2018/9	6	欧洲主权债务危机、英国脱欧公投	2018/10至今	2	美联储加息预期

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.3 美股权重股：金融危机后，“黑天鹅”事件更为少见

指数出现大幅下跌，与指数成份中权重股的下跌密切相关。我们以美股上市公司市值大于500亿美元作为划分权重股的标准，并统计分析2000年以来美股权重股出现单日跌幅大于10%的“黑天鹅”事件规律。

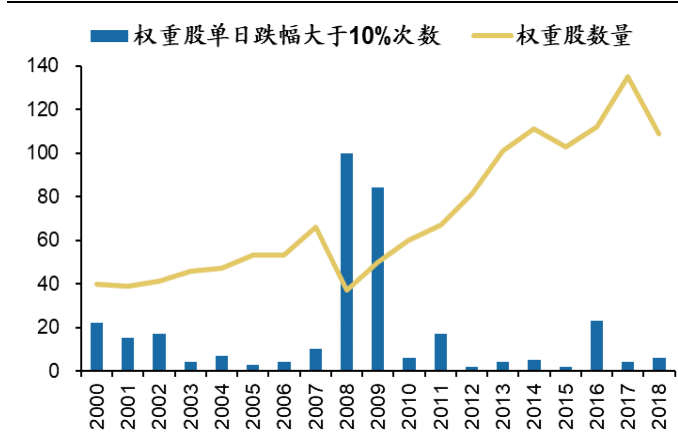
08年金融危机后，美股权重股“黑天鹅”事件并不常见。纽交所与纳斯达克权重股发生“黑天鹅”的次数分别在2008、2000年达到极值；但08年以后，权重股单日大跌超过10%的“黑天鹅”事件并不常见。

其中，纽交所权重股更容易受全球政治经济事件影响。纽交所权重股在2000、2008、2011与2016年出现“黑天鹅”次数相对较多，对应互联网泡沫破裂、全球金融危机、欧洲主权债务危机和英国脱欧等背景。

而纳斯达克指数的权重股“黑天鹅”，很大程度上取决于科技板块的波动。纳斯达克权重股多为科技股，在2000-2002年互联网泡沫期间，权重股“黑天鹅”事件次数达到极值。2008年金融危机后，宽松流动性、新一轮互联网科技周期催生一轮科技股牛市，波动率中枢整体更低。

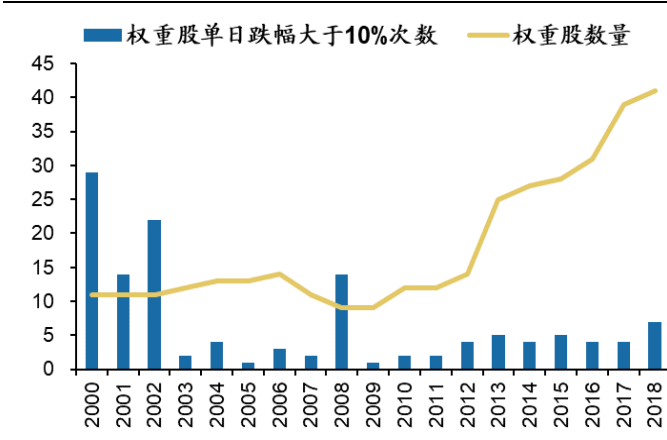
2018年以来，市场高波动伴随了美股权重股“黑天鹅”事件的增加。纽交所和纳斯达克权重股共发生13次“黑天鹅”事件，其中上半年5次，下半年8次。造成权重股单日大跌次数的原因包括：联储加息和流动性紧缩预期、下半年经济增长预期下行、中美贸易摩擦和外部政治风险事件频发等。

图3：纽交所权重股大跌多出现在全球性的危机中



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：纳斯达克交易所权重股近年来股价波动较小



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表3：NYSE、纳斯达克交易所2018年权重股“黑天鹅”

日期	证券代码	证券简称	单日跌幅
12/31/2018	VMW.N	威睿	-13.4%
12/14/2018	JNJ.N	强生公司	-10.0%
11/19/2018	NVDA.O	英伟达(NVIDIA)	-12.0%
11/16/2018	NVDA.O	英伟达(NVIDIA)	-18.8%
9/28/2018	TSLA.O	特斯拉	-13.9%
7/26/2018	FB.O	FACEBOOK	-19.0%
7/26/2018	BIIB.O	生物基因(BIOGEN)	-10.2%
7/12/2018	AVGO.O	博通(BROADCOM)	-13.7%
4/27/2018	CHTR.O	特许通讯	-11.7%
4/19/2018	PM.N	菲利普莫里斯国际	-15.6%
3/22/2018	ABBV.N	艾伯维(ABBVIE)	-12.8%
2/20/2018	WMT.N	WALMART	-10.2%
1/29/2018	VMW.N	威睿	-16.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、港股“黑天鹅”：频次更多，权重股波动更高

复盘30年港股历史，“黑天鹅”事件频发的全球经济和金融背景和美股并无二致，这仍是由港股“离岸性”决定的，全球市场尤其是美股风险将对港股产生传染；但由于和国内因素越来越紧密的“在岸性”因素存在，港股市场的波动性增加了一层变数，使得“港股”黑天鹅事件频次更多，权重股波动更高——刚刚过去的2018年，就是“离岸性”和“在岸性”同时产生拖累的年份。

3.1 恒生指数：同时受离岸与在岸因素影响，较美股波动更频繁

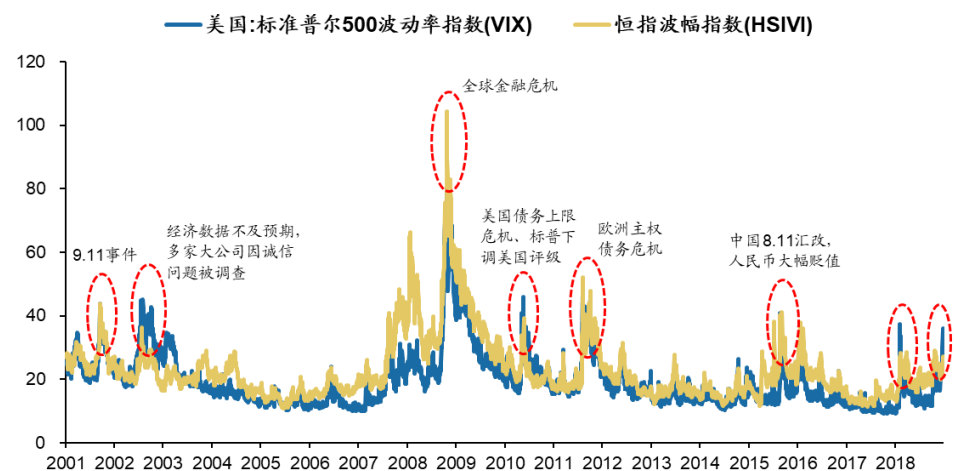
1990年至今，恒生指数共出现93次单日跌幅大于4%的情况，较标普500和纳斯达克指数次数更多。考虑到VIX和HSIV两者之间的关联，美股市场高波动直接对港股产生风险传染。2008年金融危机期间，恒指单日跌幅超过4%共发生30次，超过美股同期大跌次数。另外，国内“黑天鹅”事件同样将导致港股大跌，典型事件如2003年中国SARS疫情爆发等。

图5：1990年以来，恒生指数共出现93次单日跌幅超过4%的情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：港股与美股波动率高度相关



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表4：香港离岸与在岸特征导致股指波动性更大

牛市“黑天鹅”			熊市“黑天鹅”		
时间	次数	影响因素	时间	次数	影响因素
1990/01-1993/12	5	第三次石油危机、中英政改危机	1994/01-1995/01	9	墨西哥金融危机
1995/02-1997/06	1	1996年台海危机	1997/07-1998/08	22	亚洲金融危机
1998/09-2000/02	4	亚洲金融危机	2000/03-2003/04	10	互联网泡沫破灭、9.11恐怖袭击
2003/05-2007/07	1	SARS疫情爆发	2007/08-2009/03	30	次贷危机、全球金融危机
2009/04-2011/05	1	迪拜债务危机	2011/06-2011/10	7	欧洲主权债务危机
2011/11-2015/04	-	-	2015/05-2016/02	2	A股股灾
2016/03-2018/01	-	-	2018/02-至今	1	美联储加息预期提升使美股大跌，传导至香港

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

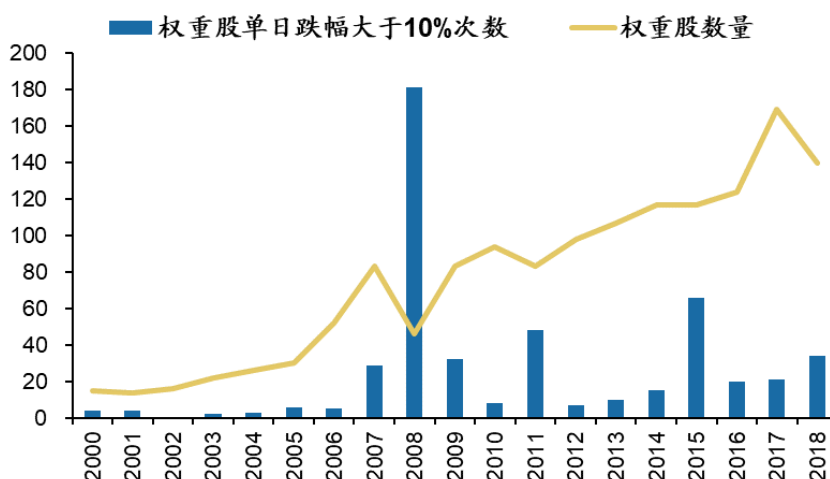
3.2 港股权重股：整体波动更高，受金融股影响较大

我们将市值大于500亿港元作为划分港股权重股的标准。与美股相比，港股权重股发生“黑天鹅”事件的频率高于美股，其中港股权重股在金融危机中表现最差。

港股权重股中，金融股占比较高，受海外市场冲击较为明显。港股市值结构中，金融行业占比最高，权重科技股较少，其走势规律与标普500指数类似——“黑天鹅”事件多发生在熊市周期中“危机时刻”，港股权重股08年内共发生181次“黑天鹅”下跌事件；另外，2010年后，随着中资股在港股市场市值占比提升，A股波动对港股市场也将产生不可忽视的影响，比如2015年A股市场“股灾”导致港股权重股发生“黑天鹅”式下跌的次数超过60次。

相比美股，港股权重股波动更大。根据我们对权重股的划分标准，2000年以来，港股与纽交所权重股在总量上较为一致；但与纽交所相比，港股权重股单日大跌出现的次数更频繁。08年金融危机、11年欧债危机等全球风险事件中，港股权重股“黑天鹅”次数高于美股；其余年份，港股权重股表现出类似规律，近2年纽交所权重股每年出现5次左右“黑天鹅”式下跌，而港股权重股超过20次。

图7：港股权重股受金融危机影响最大，出现单日跌幅超10%的次数较多



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、解构港股“黑天鹅”：基于宏观和微观的视角

4.1 港股“黑天鹅”频发的宏观共性：基本面和外部环境的“长焦”风险

18年权重股“黑天鹅”事件共发生34次，是11、15年以来又一峰值。分析以上三年“黑天鹅”频发的宏观背景，可以发现一些宏观共性：

其一为“内忧”，包括经济增速下行、流动性退潮。对比11、15、18年主要经济指标，均面临增速回落的“内忧”特征，体现为GDP增速、工业生产、消费数据全面下滑。宏观流动性层面，以18年为例，18年国内社融数据持续低迷，口径调整后的存量增速仅略高于名义GDP增长，与恒指表现较为相关的香港M2增速大幅下行，流动性环境兼具了11年和15年的特征。而18年10年期美债收益率整体中枢上移，且在2月和10月份上行斜率过快，造成恒指波动率急剧上升，又是11年和15年之外的“意外变量”。另外，4月份后的人民币快速贬值造成中资股估值和盈利出现“双杀”，和15年人民币“汇改”后的环境类似。

其二为“外患”，多为全球政治经济事件的风险传导。11、15、18年的另一共性特征是全球政治经济事件密集。由于跨境资金自由流动的特性，全球政治经济风险较易传导至港股。以18年为例，导致“黑天鹅”频发的外部风险主要包括中美贸易战、美股下跌、新兴市场货币贬值、意大利预算问题、英国“脱欧”风险等。

综上历史复盘，港股市场“黑天鹅”频发时，多处于经济增速下行、流动性紧缩的市场环境，若叠加全球股市波动率上行，则“黑天鹅”成色更足。2018年，便是港股市场基本面、流动性和风险偏好均不“友好”的年份。

表5：历年“黑天鹅”频发期，经济增速下行、流动性收紧，股市高波动

指标大类	指标名称	2018	2017	18年变化	2015	2014	15年变化	2011	2010	11年变化
经济增长	中国实际GDP增速（%）	6.7	6.9	↓	6.9	7.3	↓	9.5	10.6	↓
	香港实际GDP增速（%）	3.7	3.8	↓	2.4	2.8	↓	4.8	6.8	↓
	工业增加值增速（%）	6.3	6.6	↓	6.1	8.3	↓	13.9	15.7	↓
	社消零售增速（%）	9.1	10.2	↓	10.7	12.0	↓	18.5	18.8	↓
价格指数	CPI（%）	2.1	1.6	↑	1.4	2.0	↓	5.4	3.3	↑
	PPI（%）	3.8	6.3	↓	-5.2	-1.9	↓	6.0	5.5	↑
流动性	社融存量增速（%）	9.9	13.4	↓	12.4	14.3	↓	18.2	27.0	↓
	中国M2增速（%）	8.0	8.1	↓	13.3	12.2	↑	13.6	19.7	↓
	香港M2增速（%）	1.0	10.0	↓	5.5	9.5	↓	12.9	8.1	↑
利率	10年期中债收益率	3.2	3.9	↓	2.8	3.6	↓	3.4	3.9	↓
	10年期美债收益率	2.7	2.4	↑	2.3	2.2	↑	1.9	3.3	↓
汇率	美元兑人民币	6.86	6.53	↑	6.49	6.12	↑	6.30	6.62	↓
	美元兑港元	7.83	7.81	↑	7.75	7.75	↓	7.77	7.77	↓
股市波动率	美股年均波动率	16.6	11.1	↑	16.7	14.2	↑	24.2	22.5	↑
	港股年均波动率	20.7	14.0	↑	21.5	16.0	↑	25.2	22.2	↑

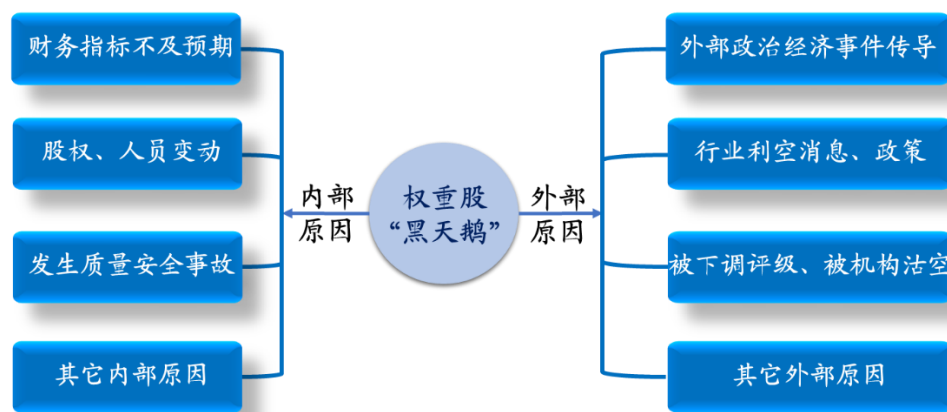
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.2 微观解构港股“黑天鹅”的前因后果

自上而下来看，触发港股“黑天鹅”的因素可归纳内部及外部因素——2010年以来，港股权重股“黑天鹅”事件共发生229次，其中137次由外部因素引发，其余由财务因素、股权、质量安全事故等事件引发。

从后续股价走势来看，内部因素导致的“黑天鹅”事件对公司的负面影响持续时间更长，而外部原因导致股价大跌后，多数优质公司股价能实现较快恢复。

图8：导致权重股大跌的内外外部原因

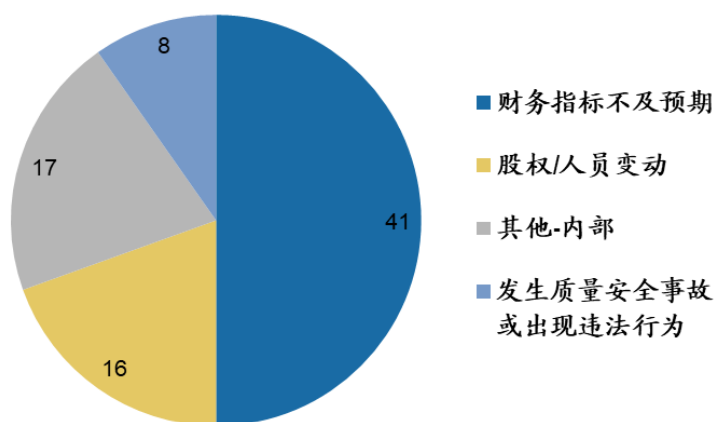


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.2.1 内因：财务指标不及预期最常见，股价影响持续性更强

引发权重股出现单日跌幅超10%的内部原因可以细分为四类：关键财务指标不及预期、公司股权或人员发生变动、公司运营过程中发生质量安全事故或出现违法行为，以及其他内部原因。四类原因中，财务指标不及预期最为常见，质量安全事故对公司的负面影响持续时间最长。

图9：四类引发权重股大跌的内部原因（单位：次数）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

由关键财务指标不及预期引发的权重股大跌多出现在公司公布业绩后。最常见的原因包括营收增速、净利润增速不及预期。以舜宇光学（02382.HK）为例，2018年中报公司收入同比增长19.4%，净利润仅同比增长2.5%，且产品毛利率下降，均不及市场预期，导致公司股价单日内下跌24.1%。

此外，若特定行业的特定财务指标不及预期，同样会引发股价大幅下跌，比如作为衡量纺服公司运营效率的应收款和存货周转天数指标、衡量科技公司发展速度的用户数量指标等。以18年中报为例，安踏体育（02020.HK）尽管营收增速创下2008年以来新高，但其销售费用率、应收账款与存货周转率的提升引发投资者对公司运营能力的担忧，公司股价单日内下跌10.1%。

表6：近2年至今因财务指标不及预期导致权重股大跌事件汇总

日期	证券代码	证券简称	单日跌幅	具体下跌原因
11/27/2018	00322.HK	康师傅控股	-17.7%	康师傅第三财季饮料业务营收疲软
10/31/2018	02328.HK	中国财险	-12.1%	公司前9个月净利润同比减少25.5%，远低于市场预期
8/31/2018	02799.HK	中国华融	-10.9%	上半年净利润增速大幅下降
8/14/2018	02020.HK	安踏体育	-10.1%	中报应收账款、存货周转天数增加
8/14/2018	02382.HK	舜宇光学科技	-24.1%	中报净利润增速不及预期，产品毛利率下降
4/11/2018	01099.HK	国药控股	-16.9%	公司发布一季度业绩盈警
3/28/2018	01211.HK	比亚迪股份	-10.5%	2017年营收增速放缓、净利润增速下跌
3/21/2018	01336.HK	新华保险	-10.0%	2017年净利润增速远低于市场预期
11/15/2017	00981.HK	中芯国际	-13.7%	三季度净利润同比暴跌
9/11/2017	01913.HK	普拉达	-14.0%	中报营业收入、净利润增速为负
8/9/2017	00981.HK	中芯国际	-10.4%	二季度净利润大幅减少

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司股权或人员变动，导致股价突发大跌的事件也较为常见。其背后的逻辑在于股权变动往往增加市场对于公司未来发展方向不确定担忧，若涉及持续的股权之争，不排除对未来公司经营产生负面影响。

以港股上市公司中国华融（02799.HK）为例，受董事长辞职影响，公司股价在18年4月20日下跌11.9%。

表7：近2年因股权或人员变动导致权重股大跌事件汇总

日期	证券代码	证券简称	单日跌幅	具体下跌原因
4/20/2018	02799.HK	中国华融	-11.9%	董事长辞职
12/15/2017	01918.HK	融创中国	-10.6%	折价配股
9/25/2017	03908.HK	中金公司	-11.0%	股权变动，腾讯入股
6/30/2017	02098.HK	卓尔智联	-18.8%	股权变更
4/27/2017	00425.HK	敏实集团	-11.0%	公司管理人员变更
2/20/2017	06808.HK	高鑫零售	-13.2%	发布计划进行股权变更公告

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2010年以来，由于发生质量安全事故或违法行为导致权重股大跌的案例不多，但影响更为深远。最近一起因公司涉嫌违规指控导致股价大跌的事件发生在18年10月，中兴通讯（00763.HK）由于被美国法院判决违规，公司股价下跌11%。因公司发生质量安全事故导致的“黑天鹅”事件可追溯到2016年1月18日，复星医药（02196.HK）被爆出核心产品因质量不达标而停产，公司股价单日下跌11.4%。

表8：2010年以来，权重股因质量安全事故出现大跌的次数不多

日期	证券代码	证券简称	单日跌幅	具体下跌原因
10/5/2018	00763.HK	中兴通讯	-11.0%	因违反缓期处罚规定，美国延长公司监察期两年
1/18/2016	02196.HK	复星医药	-11.4%	子公司核心产品因质量问题停产
5/9/2014	02333.HK	长城汽车	-16.9%	产品需整改，将延迟交付
1/14/2014	02333.HK	长城汽车	-12.2%	产品需整改，将延迟交付
6/24/2013	01211.HK	比亚迪股份	-11.0%	发生电动车充电爆炸事件
3/15/2013	00384.HK	中国燃气	-11.8%	公司被起诉索要超7亿元股票期权
8/7/2012	02888.HK	渣打集团	-14.9%	渣打银行被控洗钱2500亿美元

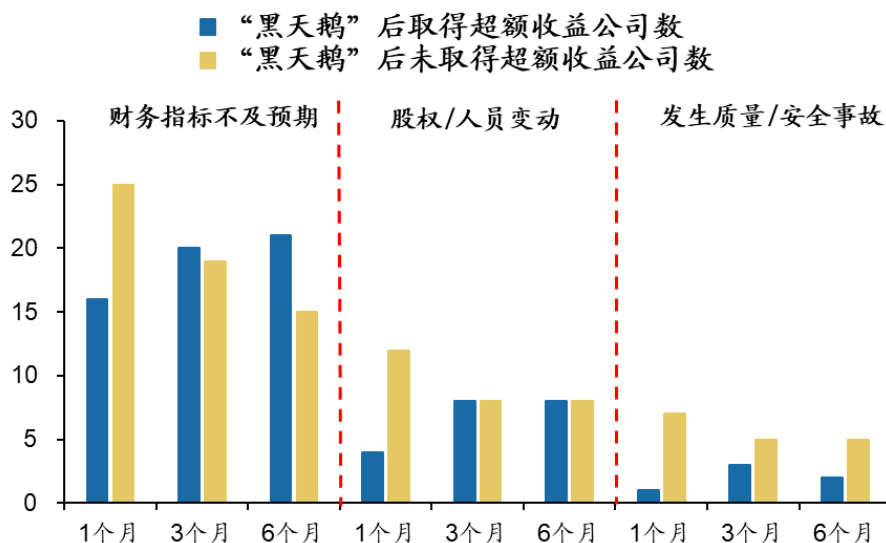
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

但发生质量安全事故后，公司短期难以取得超额收益。我们统计了权重股单日大跌超10%后1、3、6个月内的走势，发现对后续股价走势冲击较明显的是质量安全或出现违法行为触发的“黑天鹅”事件。

第一，如果导致权重股突发大跌的原因是财务指标不及预期或股权/人员变动，短期内权重股均跑输大盘；但在3-6个月后，权重股与大盘走势的关系并不显著，上述因素对股价影响持续性较弱；

第二，公司发生质量安全事件或出现违法行为后，只有少数的公司能在未来1-6个月取得超额收益，对公司股价影响的持续时间更长。

图10：发生质量安全事故后，公司短期内难以取得超额收益

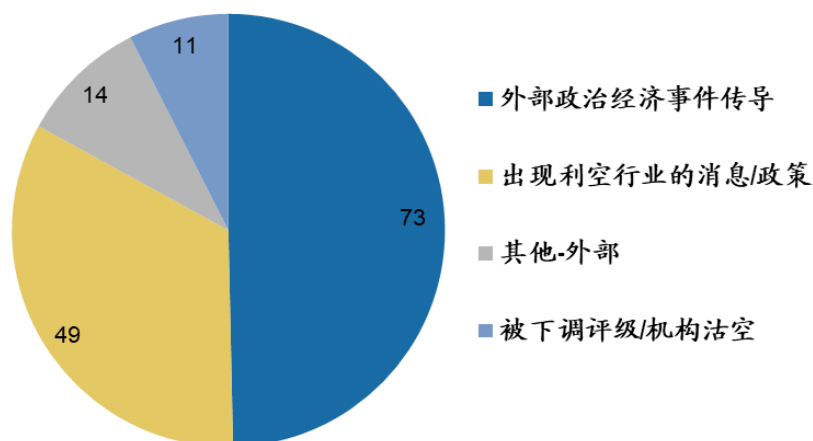


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.2.2 外因：政治经济事件产生偶发冲击，但利空持续时间较短

引发权重股出现单日跌幅超10%的外部原因同样可以分为四类：外部政治经济事件传导、出现利空整个行业的消息或政策、公司被下调评级或被机构沽空，以及其他外部原因。这四类原因中，外部政治经济事件传导占比超过50%，而无论是何种原因，权重股股价经历调整后多数能跑赢大盘。

图11：四类引发权重股大跌的外部原因（单位：次数）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

外部政治经济事件的风险传导，是导致权重股单日突发大跌的主要外部原因。这主要是由于香港市场兼具离岸与在岸特征，港股同时受全球性、区域性与中国内地政治经济事件影响。18年6月期间，中兴通讯（00763.HK）因公司较大比例业务受美国技术制裁影响，公司股价在多次出现单日跌幅超10%的情况；16年6月24日英国脱欧公投出现“黑天鹅”，保诚（02378.HK）公司在香港上市的股票下跌11.7%。

表9：2016年以来因外部政治经济事件导致权重股大跌事件

日期	证券代码	证券简称	单日跌幅	具体下跌原因
10/11/2018	01913.HK	普拉达	-10.5%	受美股大跌影响
10/11/2018	06160.HK	百济神州-B	-10.1%	受美股大跌影响
6/19/2018	00763.HK	中兴通讯	-24.8%	受中美贸易战影响
6/15/2018	00763.HK	中兴通讯	-11.5%	受中美贸易战影响
6/13/2018	00763.HK	中兴通讯	-41.6%	受中美贸易战影响
6/24/2016	02378.HK	保诚	-11.7%	受英国脱欧影响
4/7/2016	00763.HK	中兴通讯	-10.3%	受美国进行贸易制裁影响
1/7/2016	06886.HK	华泰证券	-10.2%	受A股触发熔断影响

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

行业突发事件或政策利空，是导致权重股大跌的另一外部原因。与外部政治经济事件相比，行业突发利空事件或政策仅对相关行业公司产生冲击，对整体市场的影响有限。以18年12月6日医保局公布“4+7”城市药品带量采购清单为例，当天医药板块全线暴跌，多只权重股遭遇“黑天鹅”式的单日大跌。

表10: 2018年因受利空消息或政策导致权重股大跌事件汇总

日期	证券代码	证券简称	单日跌幅	具体下跌原因
12/14/2018	01093.HK	石药集团	-12.0%	受《关于做好辅助用药临床管理有关工作的通知》影响
12/10/2018	02269.HK	药明生物	-15.4%	
12/6/2018	01093.HK	石药集团	-14.5%	“4+7”城市药品带量采购预中选结果公布，中标价大幅下降，
12/6/2018	01177.HK	中国生物制药	-16.0%	下降幅度远超市场预期
12/6/2018	02196.HK	复星医药	-10.5%	
10/5/2018	00992.HK	联想集团	-15.1%	彭博称中国情报机关置入恶意计算机芯片，公司受拖累
10/2/2018	02688.HK	新奥能源	-14.3%	发改委透露天然气改革消息，燃气初装费将取消
9/12/2018	01177.HK	中国生物制药	-14.4%	第一批药品带量采购清单公布，利空行业
9/5/2018	00708.HK	恒大健康	-21.2%	受产业政策影响，发改委寻求解决汽车制造产能过剩问题
8/2/2018	02338.HK	潍柴动力	-12.0%	受国内卡车销售量下降影响
4/18/2018	02238.HK	广汽集团	-10.7%	受汽车业外资股比限制取消时间表出炉的利空打压
2/6/2018	03333.HK	中国恒大	-10.7%	美国加息预期提升，资金成本上升利空地产
2/6/2018	02007.HK	碧桂园	-11.2%	
2/6/2018	03993.HK	洛阳钼业	-10.6%	钴价持续下跌

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

另外，权重股被下调评级或被沽空机构沽空，也可能导致股价大幅下跌，但整体发生的概率较小。2010年至今，权重股因被下调评级或被沽空机构沽空而导致大跌超过10%的次数不多，最近一次案例发生在18年10月9日，瑞银下调安踏体育（02020.HK）盈利预测引发市场抛售，公司股价当日下跌10.6%。

表11: 2010年以来，权重股因被下调评级或被机构沽空而大跌共出现11次

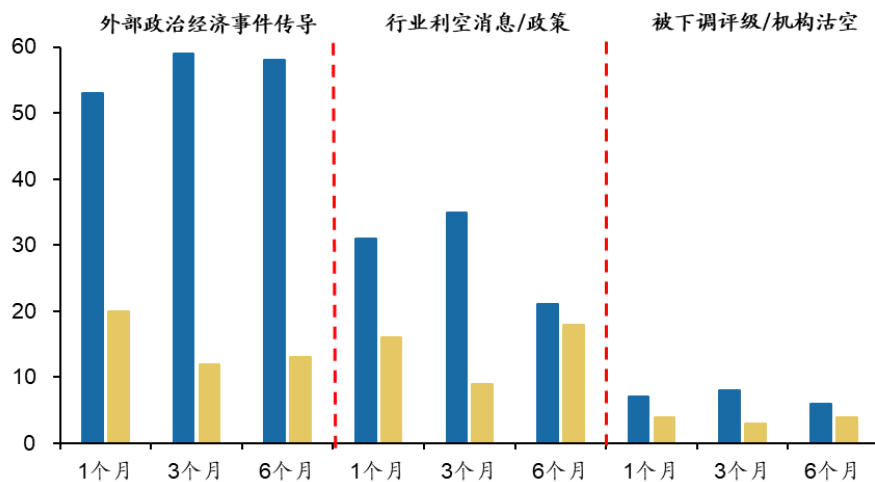
日期	证券代码	证券简称	单日跌幅	具体下跌原因
10/9/2018	02020.HK	安踏体育	-10.6%	大行预告行业盈利下行
10/19/2017	00763.HK	中兴通讯	-11.4%	大行下调评级
7/21/2017	02018.HK	瑞声科技	-11.7%	大行下调评级
6/14/2017	03333.HK	中国恒大	-11.3%	大行下调评级
5/11/2017	02018.HK	瑞声科技	-10.5%	被沽空机构沽空
12/9/2016	00607.HK	丰盛控股	-15.0%	被沽空机构沽空
12/1/2016	00607.HK	丰盛控股	-11.4%	被沽空机构沽空
10/26/2016	02333.HK	长城汽车	-11.5%	大行下调评级
11/30/2015	00530.HK	高银金融	-10.0%	传闻遭对冲基金狙击
6/21/2012	03333.HK	中国恒大	-11.4%	被沽空机构沽空
1/30/2012	02007.HK	碧桂园	-11.3%	大行下调评级

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从整体影响来看，外部“黑天鹅”因素对股价的影响持续时间较短。外部冲击导致公司股价单日大跌超10%后的1、3、6个月内，多数权重股跑赢大盘。若“黑天鹅”下跌的原因是外部政治经济事件传导，权重股后期跑赢大盘的确定性最高，全部71个案例中超过80%的权重股半年内跑赢大盘。

图12: 外部利空因素持续时间较短

■ “黑天鹅”后取得超额收益公司数 ■ “黑天鹅”后未取得超额收益公司数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、港股“黑天鹅”启示录：比预测更重要的是应对

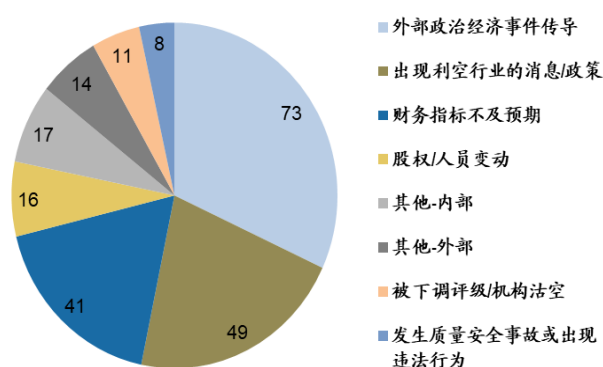
港股发生“黑天鹅”事件的权重股有何特征？通过研究港股权重股“黑天鹅”规律，仍能得出一些共性，如行业分布等；但“黑天鹅”事件之所以称之为“黑天鹅”，在于突发性和意外性，往往难以根据估值、基本面等特征提前预测。港股“黑天鹅”给予市场的启示，在于提示事后积极的应对的重要性，而非单纯的事先预测。

5.1 “风暴”来临时，港股金融、消费股更易遭受冲击

近10年以来，港股发生“黑天鹅”事件的权重股多分布在金融和消费品制造板块。全部229次权重股样本中，港股金融和消费品制造板块权重股各出现超过50次单日跌幅超过10%的下跌。

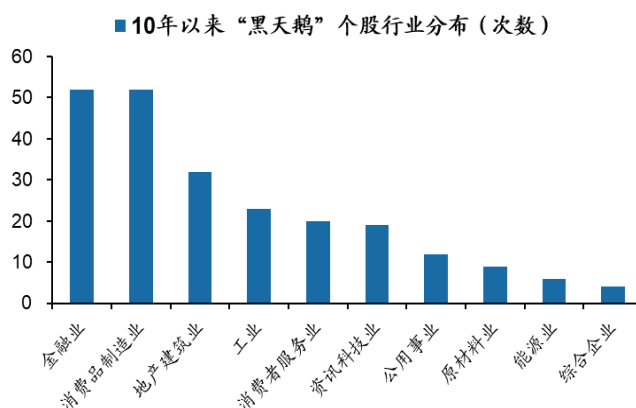
诸多因素中，外部政治经济事件、行业政策利空对金融和消费品制造板块影响较大。超过50%的“黑天鹅”事件的触发原因是外部政治经济事件传导，或行业利空消息或政策。当外部政治经济事件冲击发生时，港股金融股出现单日大跌10%的次数更多，具有防御性的公用事业股票受风险传导影响最小。各行业均受利空政策或消息影响，但“黑天鹅”事件在消费板块出现的次数最多。

图13：引发权重股大跌的各类原因（单位：次数）



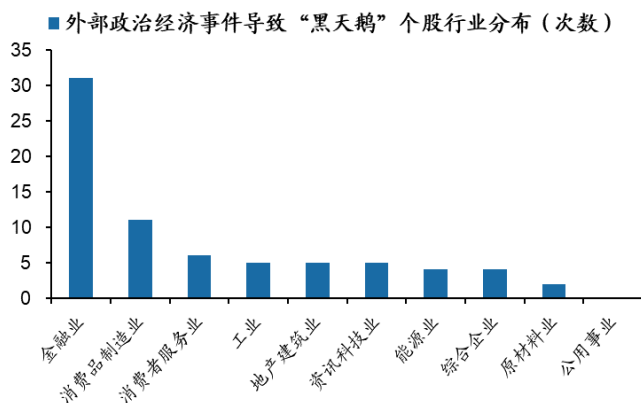
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图14：近10年来，金融、消费股“黑天鹅”次数最多



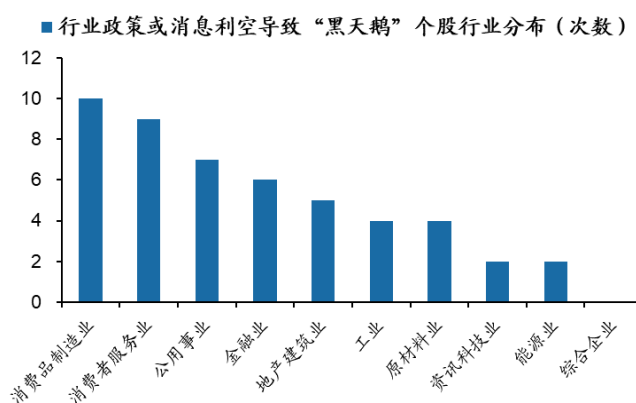
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15：外部政治经济事件对金融业负面影响最大



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16：消费板块受行业政策、消息利空影响最大



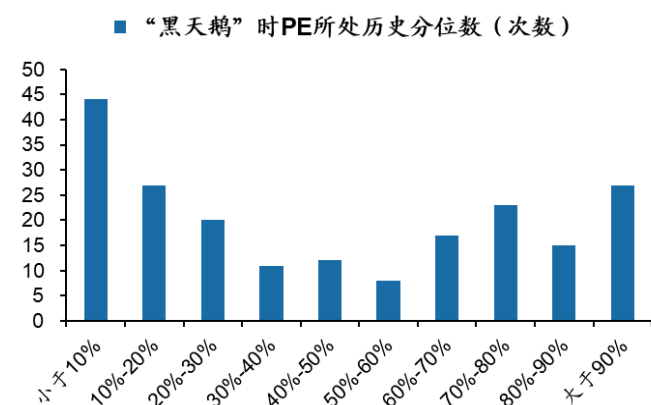
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.2 但从基本面和估值来看，发生“黑天鹅”的权重股并无共性

第一，发生“黑天鹅”的权重股估值特征不显著。近10年以来，“黑天鹅”事件发生时，有较多权重股PE位于历史低位，表明低估值并不能规避权重股发生“黑天鹅”事件。

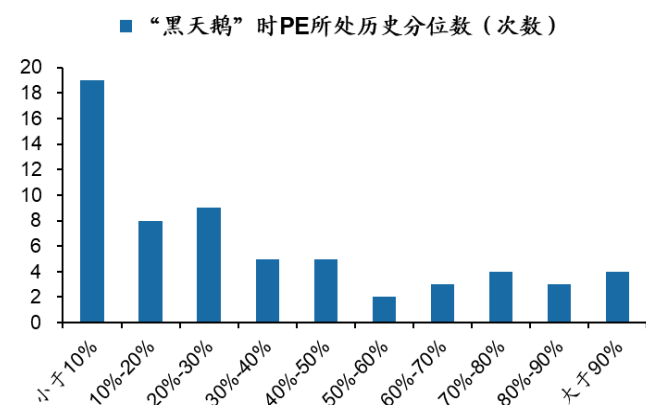
第二，发生“黑天鹅”的权重股同样不存在基本面共性。近10年以来，触发权重股“黑天鹅”式的下跌当年，权重股营业收入增速、净利润增速等业绩指标相对整体市场并无显著规律，通过基本面因素并不能提前预测“黑天鹅”事件。

图17：“黑天鹅”发生时，权重股PE所处历史位置



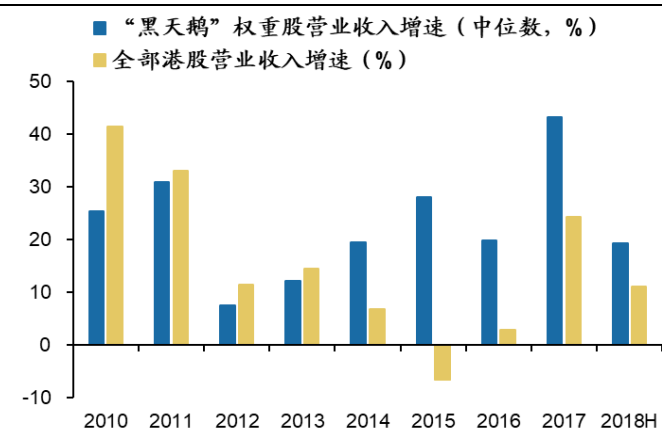
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18：外部事件导致“黑天鹅”时，权重股PE高低



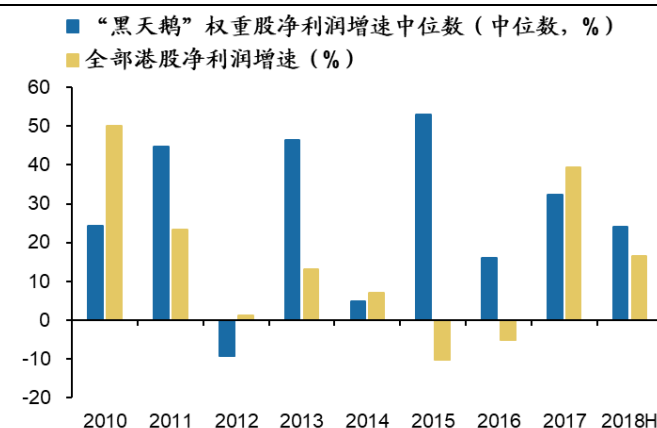
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：“黑天鹅”权重股营收增速特征不显著



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图20：“黑天鹅”权重股净利润增速特征不显著



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

六、回顾与展望：2019 年，“黑天鹅”成色会降低吗？

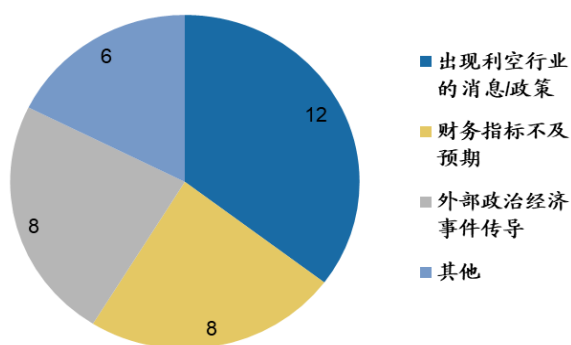
6.1 复盘 2018 年港股“黑天鹅”

自下而上来看，触发18年港股“黑天鹅”的因素可归纳：宏观冲击、政策影响、突发事件干扰、中美贸易战和海外映射。

18年“黑天鹅”事件的内部诱因包括：宏观冲击、政策影响和突发事件干扰。宏观基本面下行期，经济敏感型行业受到较大影响，如汽车股；事件或政策影响因素较为集中，具有代表性的案例包括游戏版号、民促法、长生疫苗造假事件、医药带量采购政策等。

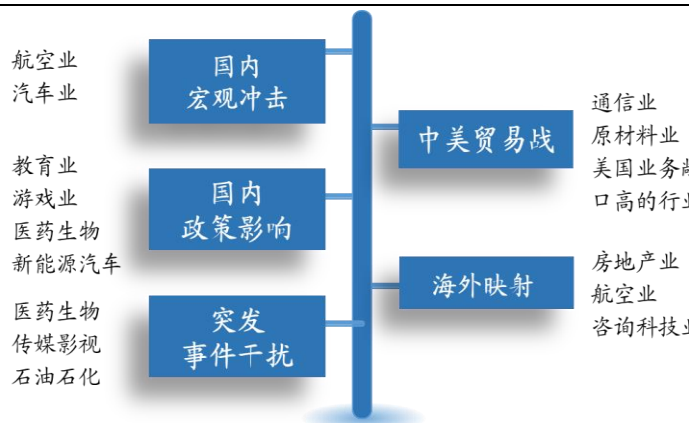
18年“黑天鹅”事件的外部诱因包括：中美贸易战与海外映射。中美贸易战主线，加征关税影响原材料板块和对美出口的高敞口行业，而技术制裁事件利空通信业等板块；海外映射主线，代表性案例包括美元成本高企背景下的航空、美国科技股映射影响下的港股科技板块等。

图21：导致18年权重股大跌的原因（单位：次数）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图22：18年触发港股“黑天鹅”事件的5条主线



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表12：18年港股权重股“黑天鹅”事件复盘

分类	影响行业	具体原因
国内宏观冲击	航空业	人民币兑美元大幅贬值，航空公司进口石油成本上升，利润率下降。
	汽车业	国内消费数据下滑，汽车行业下滑尤为显著。
国内政策影响	教育业	“民促法”实施，教育行业上市公司并购扩张受限；“学前教育新政”实施，要求遏制民办园过度逐利行为。
	游戏业	游戏版号审批暂停，影响游戏产业公司收入。
	医药生物	“带量采购”政策导致仿制药价格大幅下降，利空仿制药生产企业。
	新能源汽车	新能源汽车补贴幅度将大幅下降，利空新能源车生产商。
突发事件干扰	医药生物	长生生物（002680.SZ）发生疫苗造假事件，医药行业整体下跌。
	传媒影视	行业爆出阴阳合同、对赌协议等负面新闻，行业整体下跌。
	石油石化	中石化因期货交易出现巨额亏损，对行业产生较大负面影响。
中美贸易战	通信业	贸易战美国限制部分产品出口，通信行业公司无法获得生产原材料。
	原材料业	美国对钢铝进口加征关税，利空钢铝行业公司出口业务。
	美国业务占比较高行业	受美国加征关税影响，出口美国比例较高的行业受影响程度较大。
海外映射	房地产业	美债收益率年内快速上行，地产公司美元债占比高，偿债压力增大。
	航空业	10月前油价不断上涨，航空公司成本上升，利润率下降。
	资讯科技业	年内美股科技股大幅下跌期间，风险传导至港股。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

6.2 对于 19 年的沙盘推演：“黑天鹅”成色会降低吗？

短期内，造成2018年“黑天鹅”频发的市场环境仍在延续，但不会在2019年简单重复——国内基本面因素仍大概率放缓，但随着时间的推移，估值和政策因素存在改善的契机，波动率中枢也可能于上半年触顶后出现中枢下移。

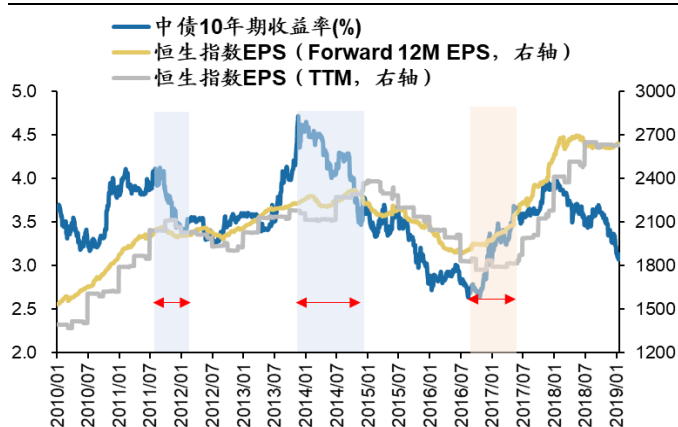
如果用波动率和风险溢价衡量“黑天鹅”的成色，参考我们2019年度港股策略展望的观点，投资者可能面临的是“渐入佳境”式的节奏：短期受宏观经济和EPS下修、流动性紧缩和外部风险的冲击，不排除“黑天鹅”事件继续困扰市场；但Q2后流动性环境边际改善、政策红利等因素可能使得市场波动率和风险溢价降低。

短期内，从宏观微观维度来看，港股市场“黑天鹅”的成色不会褪却，主要原因包括：1）经济数据仍在放缓。地产投资、出口面临的调整压力有望在Q1集中释放，宏观敏感型的板块业绩仍面临较大压力；2）人民币仍有贬值压力。美联储加息、央行宽松背景下，人民币汇率短期内面临贬值压力，中资股继续承压；3）EPS增长预期下修。经济显著回落后，年报期恒指EPS增长预期将出现下修，一个较为有效的经验规律是国内长端利率领先于恒指EPS调整，Q1后半段开始恒指EPS面临下修压力；4）外部市场短期存在不确定性。包括英国硬脱欧风险仍然存在，Q1不排除继续“砸坑”的风险。5）新兴市场风险。此外，全球主要央行进入缩表周期，流动性紧缩继续将压制股市估值，美联储加息叠加主要央行缩表，不排除新兴市场贬值及股市显著调整。

但预计Q2后，市场或“渐入佳境”，“黑天鹅”事件的冲击力度会下降——EPS下调的压力有所释放，估值在曲折中扩张，市场波动率中枢有望降低。19年下半年开始，港股EPS增速下修的压力将出现下降，其主要原因包括：1）国内政策效果开始显现；2）18年下半年，宏观和盈利增长的低基数效应；3）强势美元压力缓解，人民币汇率贬值压力缓和；4）工业企业库存调整或进入尾声。

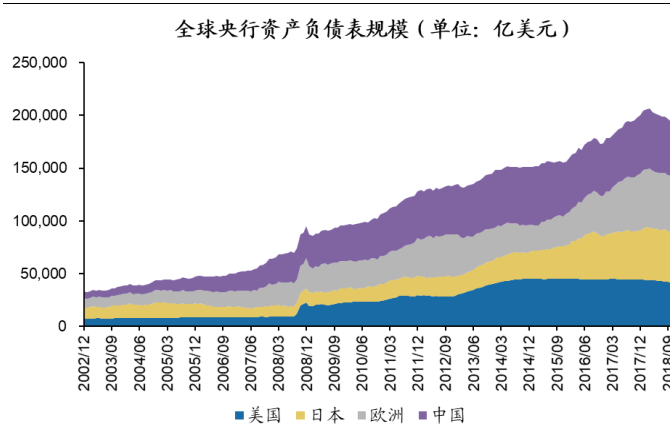
从流动性和估值角度来看，Q2美国经济确认数据加速放缓的概率更高，人民币汇率贬值、美元走强、美债收益率上行压力有望边际减弱，港股的跨境流动性改善的概率增加。

图23：经济增速下行期，长端利率常先于EPS反映



数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图24：19年上半年，全球央行缩表的负面影响仍偏强



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

外部政治与经济事件风险继续发酵

国内信用政策持续收紧

上市公司股权质押、债务违约等风险频发

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。