

高 AH 溢价并不是“万能灵药”

——广发港股策略论 9 月第 4 期

报告摘要:

● 港股策略周论: 高 AH 溢价并不是“万能灵药”

本周 AH 市场走势再次背离, 最新 AH 溢价率高达 130。港股折价标的往往持股体验不佳, 内在逻辑如何? 本期策论基于历史数据进行剖析。

高 AH 溢价代表港股相对吸引力提升。AH 溢价指数走势与 AH 相对走势高度一致, 06 年以来两者相关性超过 0.8; 而当 AH 溢价走高, 南下资金净流入往往增加。随着时间的推移, AH 溢价大概率回归。

但高 AH 溢价只是“H 优于 A”的参考指标之一。盈利、历史估值、汇率均有影响; 且 AH 相对估值何时回归并不确定, 有时偏离时间偏长。

港股折溢价策略是否存在有迹可循? 1) 低折价 H 股反而跑赢大盘, 体现出 Alpha 属性, 基本面瑕疵小是核心原因; 2) 高折价 H 股未跑赢大盘, 仅在 AH 溢价回落期间阶段性跑赢恒指, 更多体现为 Beta 属性; 3) 高折价的 H 股金融股是例外, 既有 Alpha, 也有 Beta。港股金融股相对 A 股的折价率体现出更强的“均值回归”特征, 且同时受外资、南下资金的青睐。

市场策略: 不惧短期回调, 继续布局港股。 中期继续看好香港中资股“盈利稳、估值升”带来的市场机会, 短期可逢低继续配置。板块配置上, 中期关注“确定性”主线, 短期维持中资高股息个股配置, 关注部分超跌低估值板块的反弹机会, 如中资金融股、汽车、地产等, 博彩暂时调出。

● 市场概览与情绪跟踪

本周 (9.16-9.20) 恒生指数下跌 3.35%, 板块方面, 恒生一级行业除能源业外全部下跌, 非必需消费业领跌。HVIX 指数、港股看跌看涨期权比例小幅上升, 主板沽空比例小幅下降。

● 宏观流动性与估值跟踪

本周 (9.16-9.20) 人民币兑美元汇率小幅升值, 10 年期美债收益率下跌至 1.74%, 中美利差走阔至 136BP。WTI 原油价格大幅上涨至 58.1 美元/桶。恒生指数 PE 9.43 倍, 低于历史均值。

● 一致预期 EPS 跟踪

本周 (9.16-9.20) 彭博对于恒生指数与国企指数 19 年 EPS 增速一致预期小幅下调。

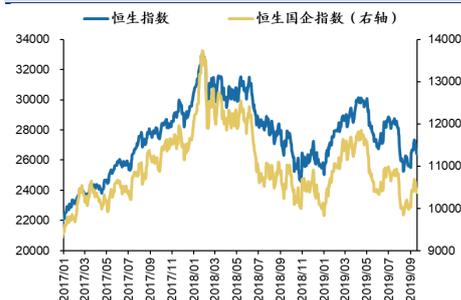
● 南下北上资金跟踪

本周 (9.16-9.20) 北上资金大幅净流入 218.7 亿元, 南下资金净流出 1.8 亿元, 港股成交额中南下资金参与占比小幅下降。

● 风险提示

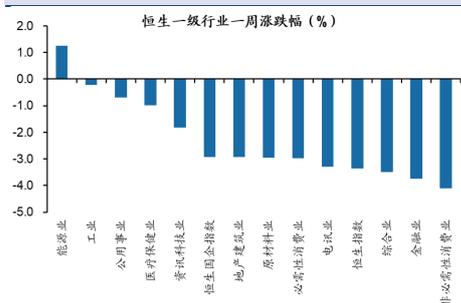
美元、美债利率上行; 国内信用收紧; 盈利不达预期、贸易格局恶化。

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: 廖凌



SAC 执证号: S0260516080002



SFC CE No. BNH159



021-60750654



liaoling@gf.com.cn

相关研究:

若美股下跌, 港股能否“脱钩”? :——广发港股策略论 9 月第 3 期 2019-09-15

配置的天平逐渐向港股倾斜: ——广发港股策略论 9 月第 2 期 2019-09-08

港股中报: 纵有逆风, 仍交出不错答卷:——广发港股策略论 9 月第 1 期 2019-09-01

港股中报: 纵有逆风, 仍交出不错答卷:——广发港股策略论 9 月第 1 期 2019-09-01

港股中报: 纵有逆风, 仍交出不错答卷:——广发港股策略论 9 月第 1 期 2019-09-01

联系人: 朱国源

zhuguoyuan@gf.com.cn

目录索引

一、港股策略周论：高 AH 溢价并不是“万能灵药”.....	5
1.1 高 AH 溢价代表港股相对吸引力提升，但只是参考指标之一.....	5
1.2 港股折溢价策略：低折价公司具备 ALPHA，高折价公司更多看 BETA.....	6
1.3 投资策略：不惧短期回调，继续布局港股.....	8
二、一周港股市场流动性、盈利预期与估值.....	10
2.1 市场概览与情绪跟踪.....	10
2.2 宏观流动性与估值跟踪.....	11
2.3 一致预期 EPS 跟踪.....	13
2.4 南下北上资金跟踪.....	14
风险提示.....	15

图表索引

图 1: AH 溢价指数反映 A 股与港股相对走势	5
图 2: 近期 AH 溢价率上升, 南下资金大幅净买入	5
图 3: 近期 AH 溢价率位于历史高位	6
图 4: AH 溢价位于高位时买入港股后的相对 A 股表现	6
图 5: 长期持有低折价 H 股可显著跑赢恒生指数	6
图 6: 港股低折价 H 股组合近 4 年均取得相对收益	6
图 7: 高折价 H 股长期无法跑赢恒生指数	7
图 8: 但 AH 溢价回落期间, 高折价 H 股阶段性跑赢	7
图 9: 近年来 AH 溢价波动幅度收敛	7
图 10: 但 H 股金融股 AH 溢价中枢抬升	7
图 11: H 股金融股跑赢恒生指数	8
图 12: 南下资金持续净买入港股金融股	8
图 13: 全球大类资产一周涨跌幅	10
图 14: 全球股市一周涨跌幅	10
图 15: 恒生指数与恒生国企指数走势	10
图 16: 恒生一级行业一周涨跌幅	10
图 17: 港股主板沽空比例变化	10
图 18: 港股看跌看涨期权比例	10
图 19: 近期人民币对美元汇率走势	11
图 20: 美港利差与港元对美元汇率走势	11
图 21: 中美利差与人民币汇率走势	11
图 22: 美德利差、美日利差与美元指数	11
图 23: 美国通胀预期与美债收益率走势	11
图 24: 原油价格与美债收益率走势	11
图 25: 全球主要股市最新 PE 分位情况	12
图 26: 全球主要股市最新 PB 分位情况	12
图 27: 恒生指数最新 PE 估值	12
图 28: 恒生国企指数最新 PE 估值	12
图 29: 恒生一级行业指数最新 PE 分位情况	12
图 30: 恒生一级行业指数最新 PB 估值分位情况	12
图 31: AH 溢价指数	13
图 32: 恒生指数股息收益率变化	13
图 33: 恒生指数 12M Forward PE/EPS	13
图 34: 恒生国企指数 12M Forward PE/EPS	13
图 35: 18 年以来, 恒指、国企指数 EPS 一致预期	13
图 36: 18 年以来, 沪指、沪深 300 EPS 一致预期	13
图 37: 历年恒生指数 EPS 增速一致预期	14
图 38: 历年上证综指 EPS 增速一致预期	14
图 39: 南下北上资金净买入 (单位亿 RMB, 下同)	14

图 40: 港股通成交占总成交比例变化	14
图 41: 南下资金净买入与美港利差	14
图 42: 南下资金净买入与人民币汇率	14
图 43: 南下资金月度净买入金额及恒生指数	15
图 44: 北上资金月度净买入金额及沪深 300	15
图 45: 南下资金持股市值占自由流通市值占比变化	15
图 46: 北上资金持股市值占自由流通市值占比变化	15

一、港股策略周论：高 AH 溢价并不是“万能灵药”

本周全球股市普遍上涨，但港股恒生指数、恒生国企指数分别下跌3.35%、2.92%。板块方面，恒生一级行业除能源业外全部下跌，非必需消费业领跌。

本周AH市场走势再次出现背离，进一步拉大了AH溢价指数，最新AH溢价率达到130。港股“在岸性”愈发明显的背景下，AH市场如此持续的背离让众多投资者感到不解，难免回想起2014-2015年的情形。尽管高AH溢价对于港股是一种优势，历史上的确对南下资金配置港股有一定参考价值，但**冲着高AH溢价去买港股的持股体验并不算太好**：一是，AH背离通常时间不会太短，对于投资者心态是一大考验；二是，高AH溢价标的质地存在差异，简单粗暴的折溢价策略经常失真。

因此，在我们提醒大家关注港股中长期配置价值的同时，也需要解答一些更技术性的问题，比如：**高AH溢价是否一定会回归？是否一定意味着高超额收益？港股高折价还是中低折价更容易跑赢市场？**这对于扫除南下资金增配港股的疑虑很有必要。本期港股策略，我们仍是以最直观的数据分析加以剖析。

1.1 高 AH 溢价代表港股相对吸引力提升，但只是参考指标之一

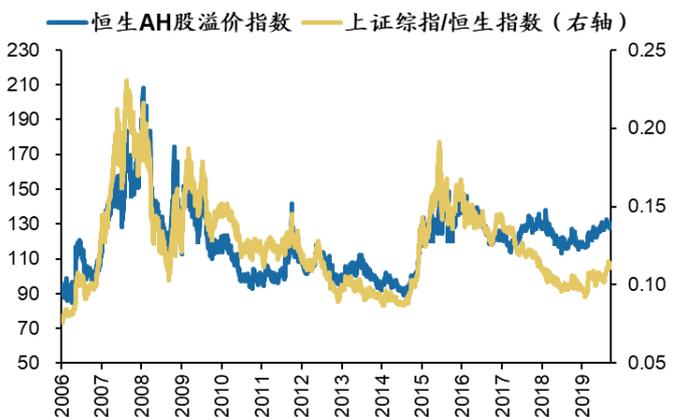
因AH高溢价逻辑买入港股的投资者，所面临较有利的因素是AH相对估值的“均值回归”规律，但不利之处在于，AH溢价何时、何种情形下会收窄并不确定。

其一，高AH溢价意味着港股相对吸引力提升。AH溢价率反映100多家A+H上市公司折溢价水平，其走势与AH相对走势高度一致，06年以来两者相关性超过0.8（图1）。高AH溢价往往产生于“A优于H”的背景，而在AH走势背离时，会继续推高AH溢价，使得港股相对估值吸引力提升。

其二，AH溢价走高，南下资金净流入往往增加。尤其对于追求高股息、低估值的长线配置型资金（保险、社保、银行理财等）而言，当基本面预期稳定时，利率下行趋势下面临“资产荒”，更倾向于增配股息率高、相对估值更有吸引力的港股。

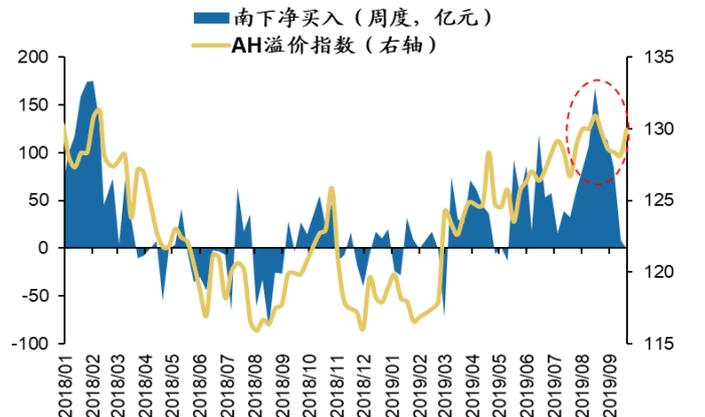
其三，随着时间的推移，AH溢价大概率回归。互联互通之后，AH市场犹如联通的“蓄水池”，港股估值“水位”较低时持续的“北水南下”将降低AH溢价差。

图1：AH溢价指数反映A股与港股相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：近期AH溢价率上升，南下资金大幅净买入

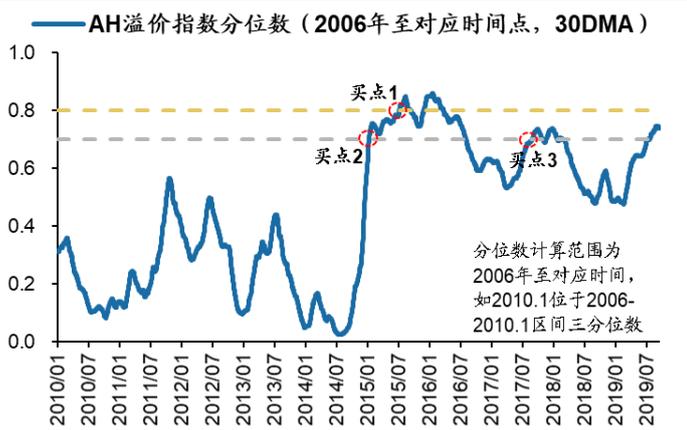


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从择时效果来看，尽管AH高溢价策略更利于港股后续表现，但AH相对估值何时回归并不确定，有时两者偏离的时间有时偏长。这让投资者比较纠结，比如2015年7月份，AH溢价指数接近历史8分位后，港股直至1年后才取得相对A股的显著超额收益。可以说，AH高溢价中长期内趋于回归，但投资者有时可能等不到那一刻。

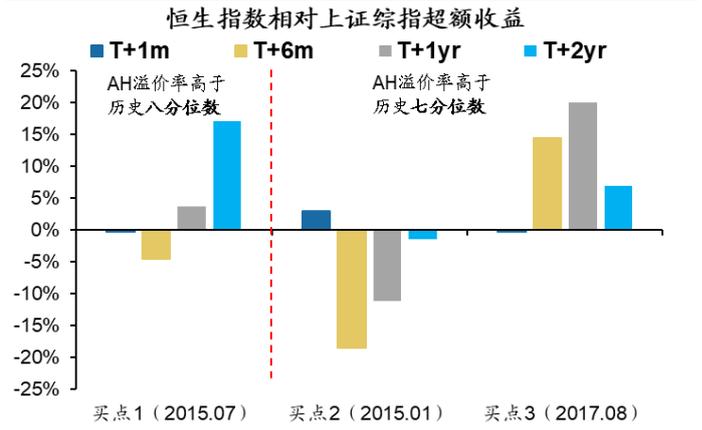
因此在近期AH溢价率已经接近历史8分位数之际，并不能代表港股短期能够跑赢A股——进行AH跨市场配置时，AH高溢价只是买入港股的条件之一。其他的因素还包括：盈利的弹性、估值相比历史的水位、汇率的波动等诸多因素。

图3：近期AH溢价率位于历史高位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：AH溢价位于高位时买入港股后的相对A股表现



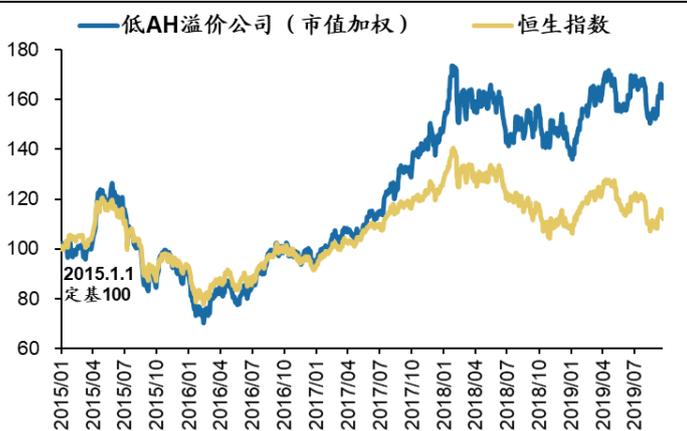
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.2 港股折溢价策略：低折价公司具备 Alpha，高折价公司更多看 Beta

自下而上来看，港股折溢价策略是否存在有迹可循的规律？我们分别以低折价和高折价公司为样本：2006年以来，AH溢价中枢最低的10家H股公司作为低折价公司；选取年末市值大于50亿港元、AH溢价率最高10家公司构建高折价H股板块，成份权重按市值加权，成份每年换一次。可以得出以下结论：

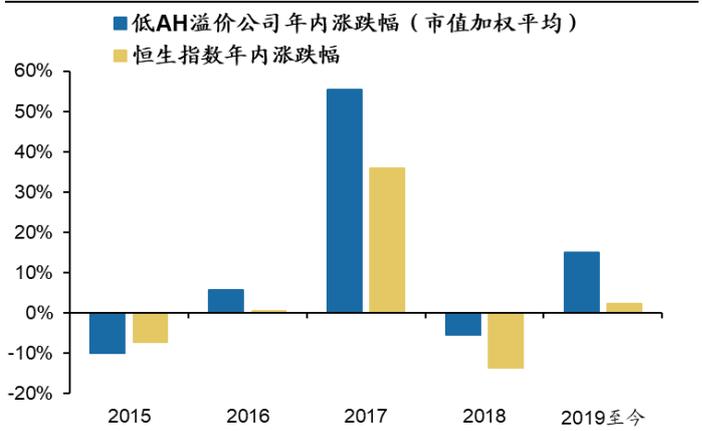
第一，低折价H股反而跑赢大盘，体现出一定Alpha属性。除2015年外，折价率偏低的H股公司均获得超额收益。该类公司倍受追捧，可能和其更好的公司质地有关（如中国平安、海螺水泥等）——尽管此类公司相对A股的估值优势有限，但基本面瑕疵较少，同时受到南下资金和外资的认可，更容易跑出超额收益。

图5：长期持有低折价H股可显著跑赢恒生指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：港股低折价H股组合近4年均取得相对收益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

第二，高折价H股未跑赢大盘，仅在AH溢价回落期间阶段性跑赢恒指，更多体现为Beta属性。

有别于市场“先入为主”的认识，2015年以来AH溢价最高的公司组合并不能跑赢，尤其考虑到AH溢价最高的标的很多市值偏小、流动性偏差；行业分布方面，AH溢价最高的公司多集中在制造、周期、券商等领域，并不属于外资偏好的板块。

当然，在“H优于A”的阶段，AH溢价率回落，高折价的H股还是能够取得超额收益，具有一定Beta属性。

第三，高折价的H股金融股是个例外，既有Alpha，也有Beta。相比其他高折价标的，港股金融股具有以下特性：

1) 相对A股的折价率体现出更强的“均值回归”特征。相比AH股整体，港股主要的大市值金融股的折价率波动区间更为稳定（图10）；

2) 外资并不排斥，更容易获得超额收益。相比其他高折价板块（制造、周期等），外资对于港股金融股的兴趣可能要更大些；

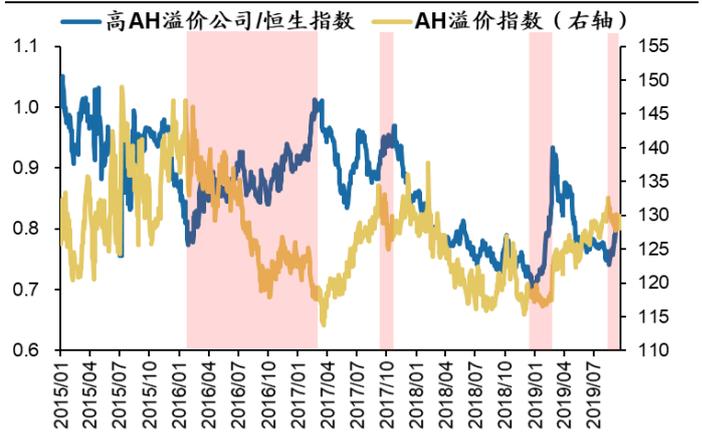
3) 南下资金更偏好且重仓，以银行、保险为代表。2017年至今，南下资金净买入金额最高的板块为银行、保险，随着AH溢价上升，南下资金持续净买入港股金融板块的动力在不断增加。

图7：高折价H股长期无法跑赢恒生指数



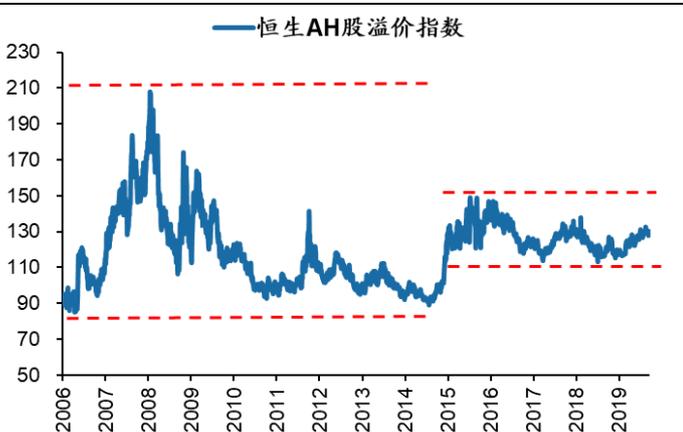
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：但AH溢价回落期间，高折价H股阶段性跑赢



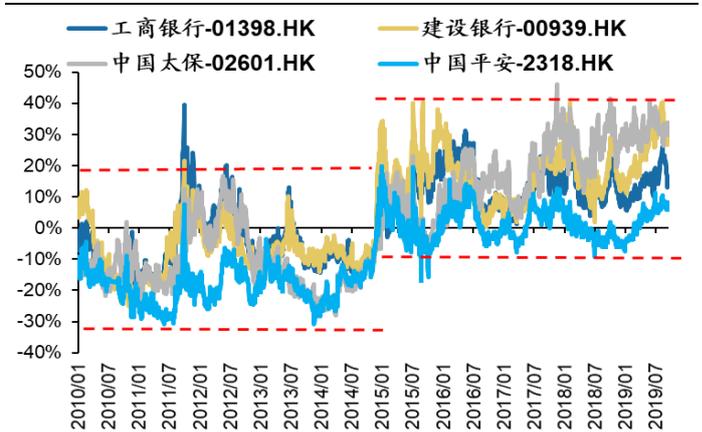
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：近年来AH溢价波动幅度收敛



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：但H股金融股AH溢价中枢抬升



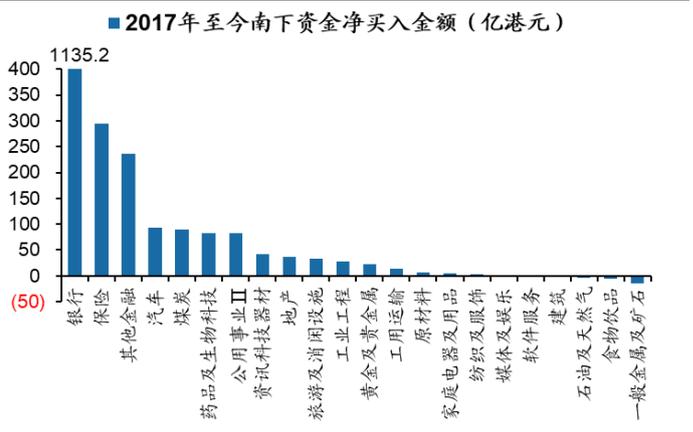
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11: H股金融股跑赢恒生指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 南下资金持续净买入港股金融股



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.3 投资策略: 不惧短期回调, 继续布局港股

港股本周走势较为疲弱, AH市场走势再次出现背离, 最新AH溢价率高达130。AH高溢价对南下资金配置港股有一定参考价值, 但往往体验不佳。AH高溢价对投资港股意味着什么? 通过历史数据, 我们得出的结论如下:

第一, AH溢价代表港股相对吸引力提升。AH溢价指数走势与AH相对走势高度一致, 06年以来两者相关性超过0.8; 而在AH溢价走高, 南下资金净流入往往增加。随着时间的推移, AH溢价大概率回归, 配置的天平逐渐会向港股倾斜。

第二, 但高AH溢价只是“H优于A”的参考指标之一。内在逻辑包括: 1) AH相对估值何时回归并不确定, 有时两者偏离的时间有时偏长; 2) 除AH相对估值外, AH盈利的弹性、估值相比历史的水位、汇率的波动等都构成重要影响。

那么自下而上来看, 港股折溢价策略是否存在有迹可循的规律? 通过分析高折价和低折价H股表现, 我们认为:

第一, 低折价H股反而跑赢大盘, 体现出一定Alpha属性, 基本面瑕疵小是其获得超额收益的核心原因。

第二, 高折价H股未跑赢大盘, 仅在AH溢价回落期间阶段性跑赢恒指, 更多体现为Beta属性。尽管折价更高, 但此类公司通常不受外资的认可。

第三, 高折价的H股金融股是个例外, 既有Alpha, 也有Beta。港股金融股相对A股的折价率体现出更强的“均值回归”特征, 且同时受外资、南下资金的青睐。

市场策略: 中期内, 我们继续看好香港中资股“盈利稳、估值升”带来的市场机会, 当前港股PB估值降至历史低位, 动态股息率位于历史高位, 凸显配置价值; 短期内, 市场走势同时受到香港本地事件、中美贸易变数、联储降息节奏、人民币贬值等因素的影响, 在“三大利空”相继缓和后, 尽管短期不确定性仍然存在, 但市场仍处于“可为期”, 建议继续逢低加大配置。

板块配置: 在中美贸易基准情形下, 配置“攻守兼备”, 关注“确定性”主线, 如消费(食品、运动服饰、地产、汽车)、医疗、保险、博彩、港股自主可控科技

龙头、高股息率蓝筹个股。短期而言，维持**中资高股息板块**配置，关注部分超跌低估值板块的反弹机会，如**中资金融股、汽车、地产等**；暂时调出受监管和经济预期影响的**澳门博彩**。

市场概览与情绪跟踪：本周（9.16-9.20）恒生指数下跌3.35%，板块方面，恒生一级行业除能源业外全部下跌，非必需消费业领跌。HVIX指数、港股看跌看涨期权比例小幅上升，主板沽空比例小幅下降。

宏观流动性与估值跟踪：本周（9.16-9.20）人民币兑美元汇率小幅升值，10年期美债收益率下跌至1.74%，中美利差走阔至136BP。WTI原油价格大幅上涨至58.1美元/桶。恒生指数PE 9.43倍，低于历史均值。

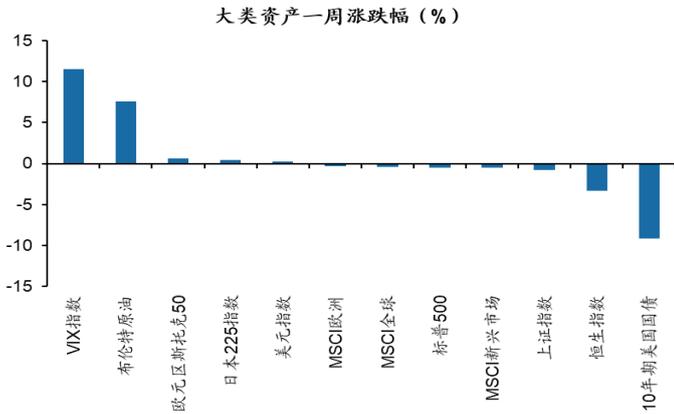
一致预期EPS跟踪：本周（9.16-9.20）彭博对于恒生指数与国企指数19年EPS增速一致预期小幅下调。

南下北上资金跟踪：本周（9.16-9.20）北上资金大幅净流入218.7亿元，南下资金净流出1.8亿元，港股成交额中南下资金参与占比小幅下降。

二、一周港股市场流动性、盈利预期与估值

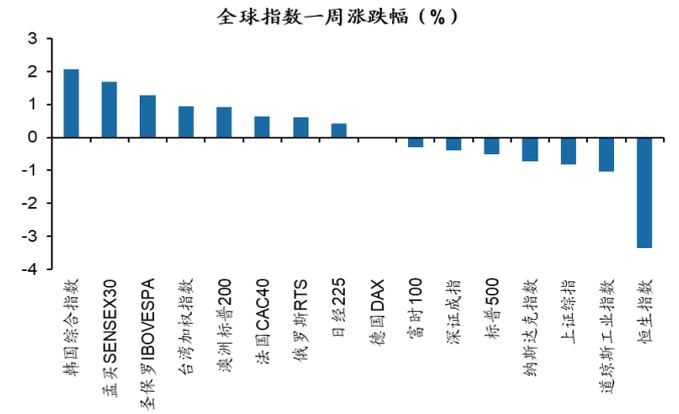
2.1 市场概览与情绪跟踪

图13: 全球大类资产一周涨跌幅



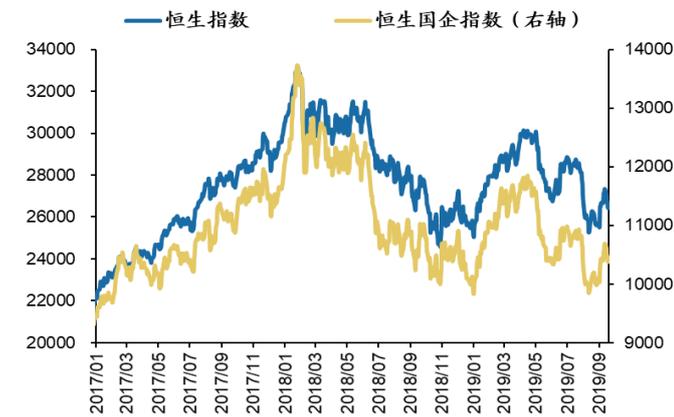
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 全球股市一周涨跌幅



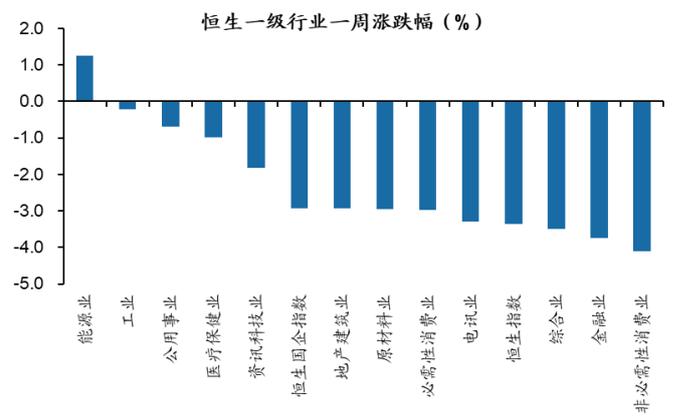
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 恒生指数与恒生国企指数走势



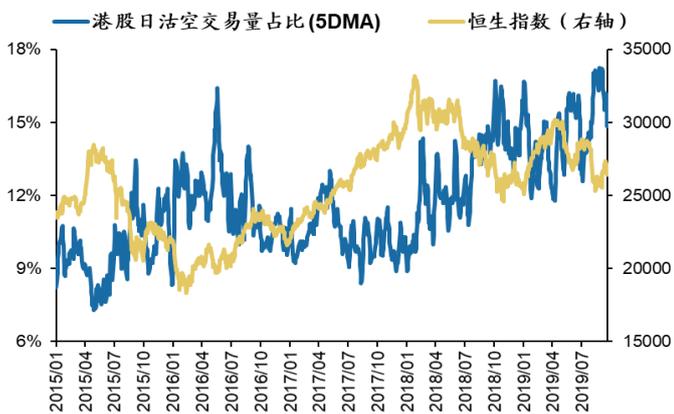
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 恒生一级行业一周涨跌幅



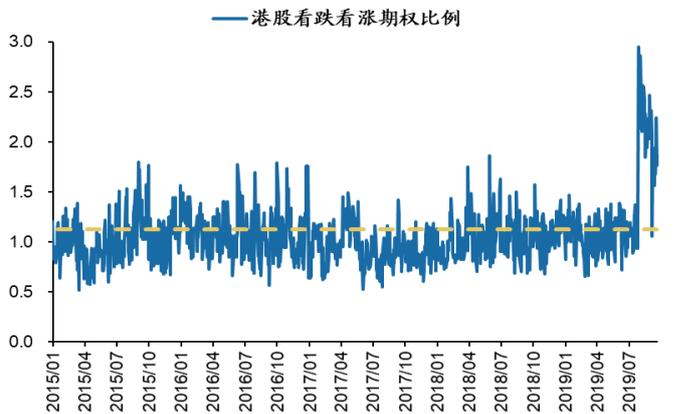
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 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

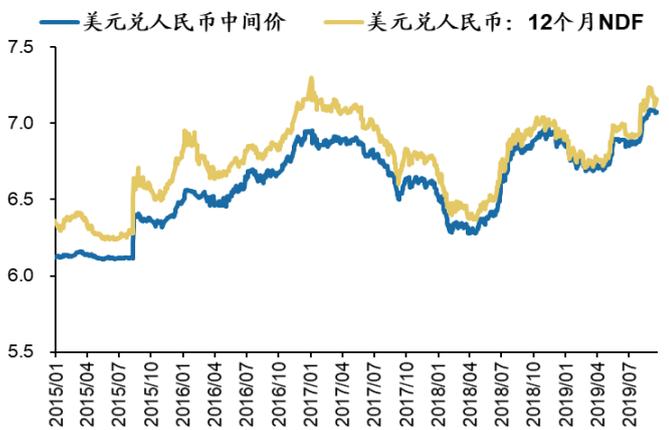
图18: 港股看跌看涨期权比例



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

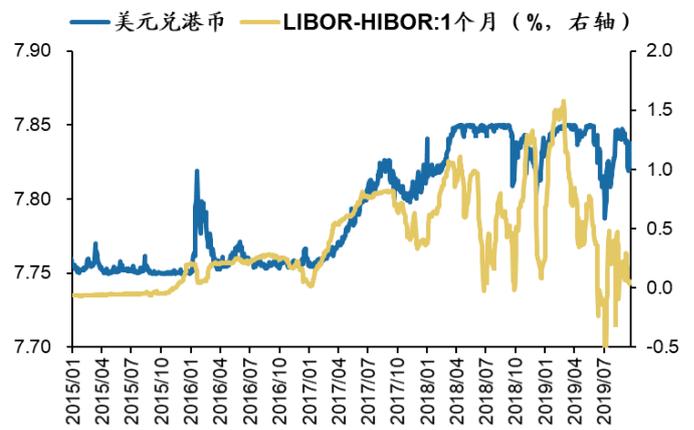
2.2 宏观流动性与估值跟踪

图19: 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20: 美港利差与港元对美元汇率走势



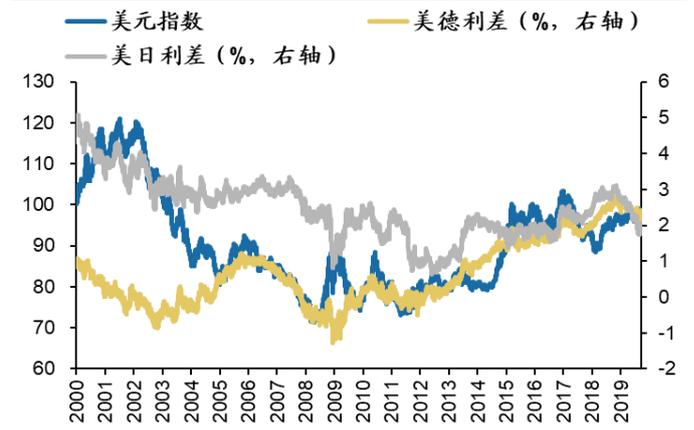
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 中美利差与人民币汇率走势



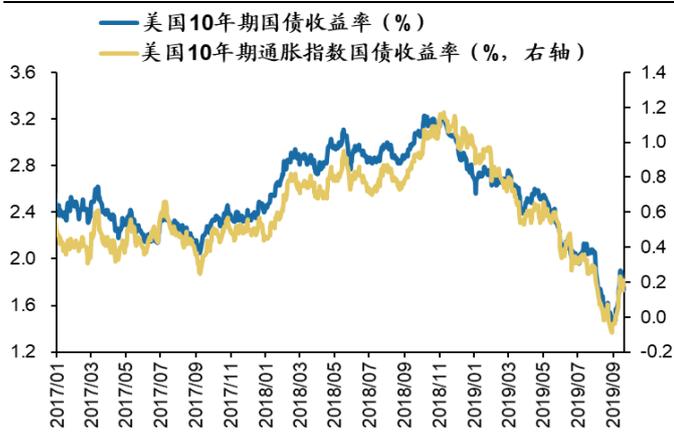
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 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23: 美国通胀预期与美债收益率走势



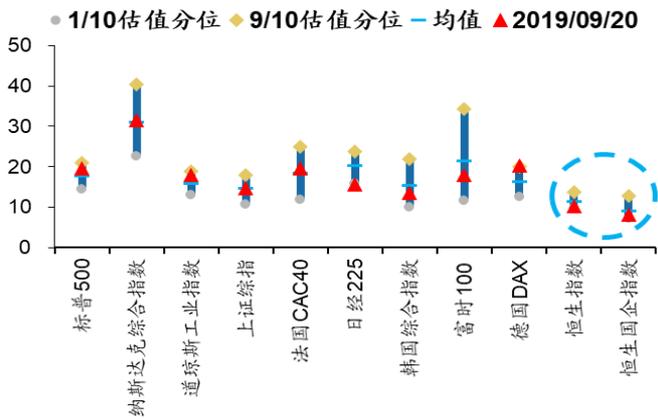
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 原油价格与美债收益率走势



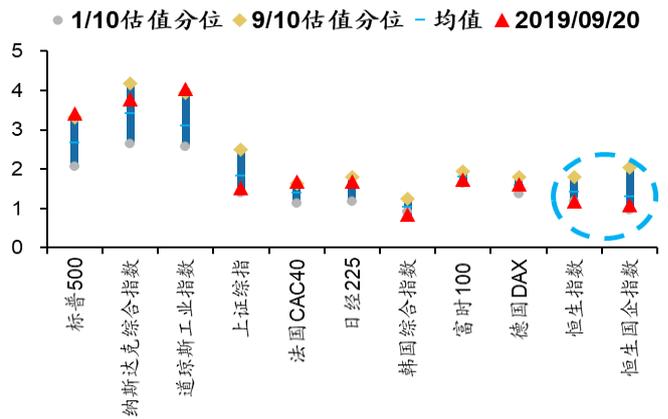
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 全球主要股市最新PE分位情况



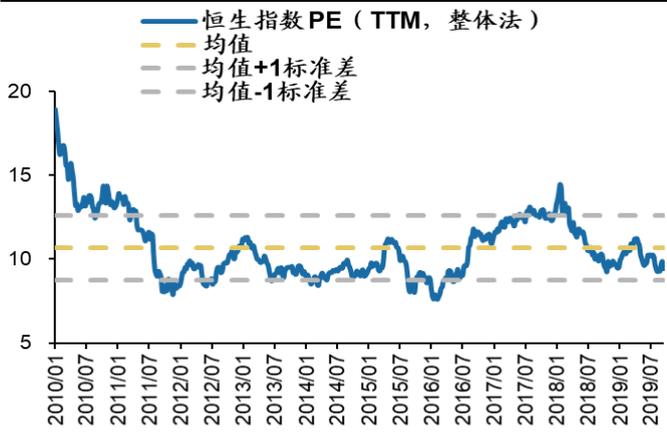
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 全球主要股市最新PB分位情况



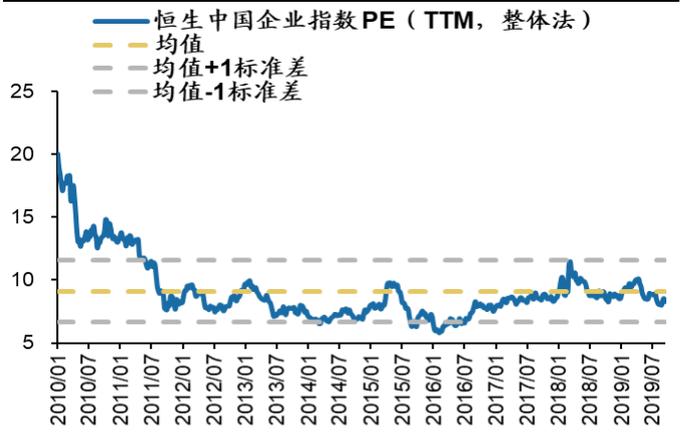
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图27: 恒生指数最新PE估值



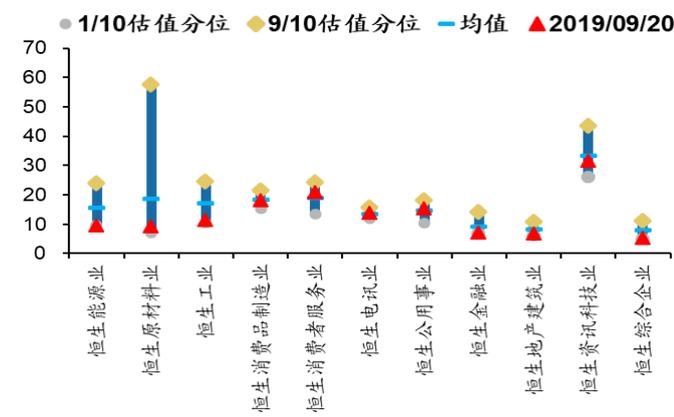
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 恒生国企指数最新PE估值



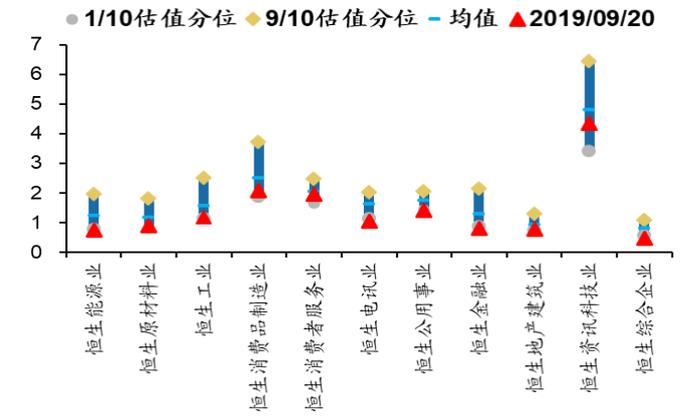
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 恒生一级行业指数最新PE分位情况



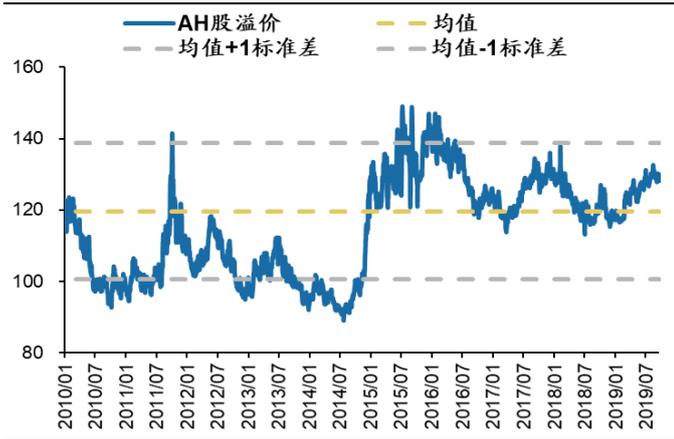
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 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31: AH溢价指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

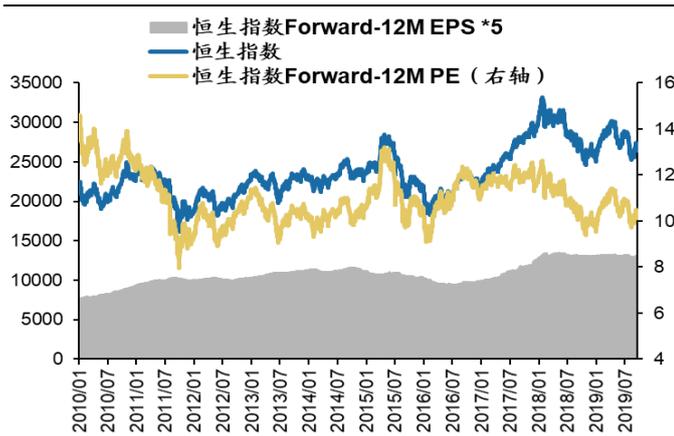
图32: 恒生指数股息收益率变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

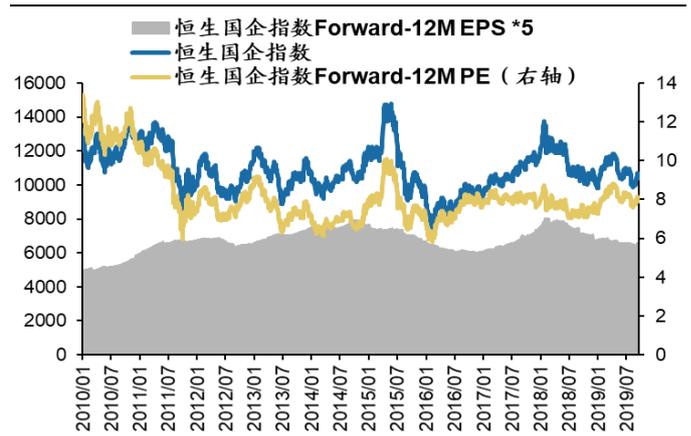
2.3 一致预期 EPS 跟踪

图33: 恒生指数12M Forward PE/EPS



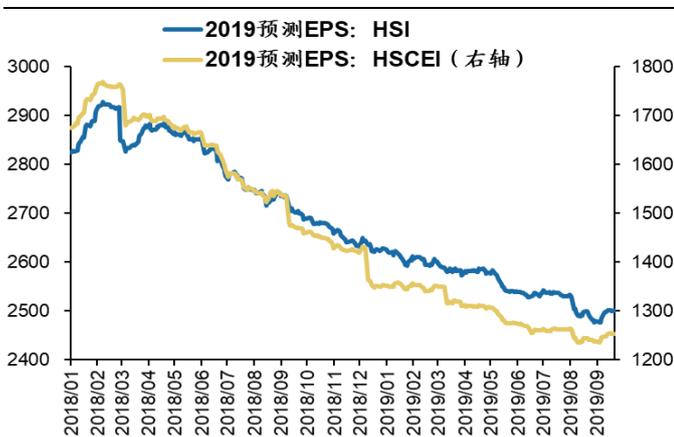
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图34: 恒生国企指数12M Forward PE/EPS



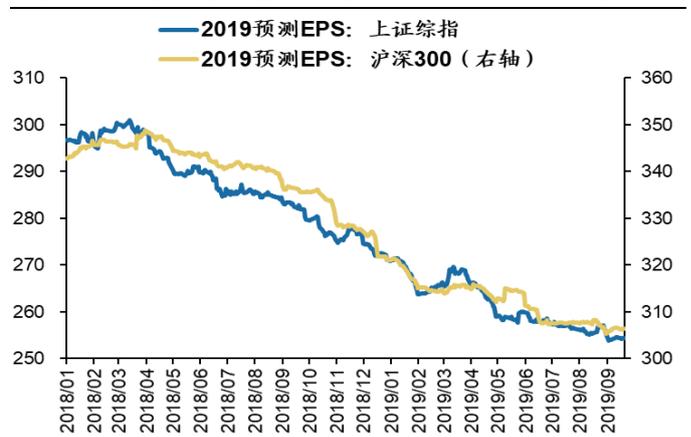
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图35: 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36: 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37: 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

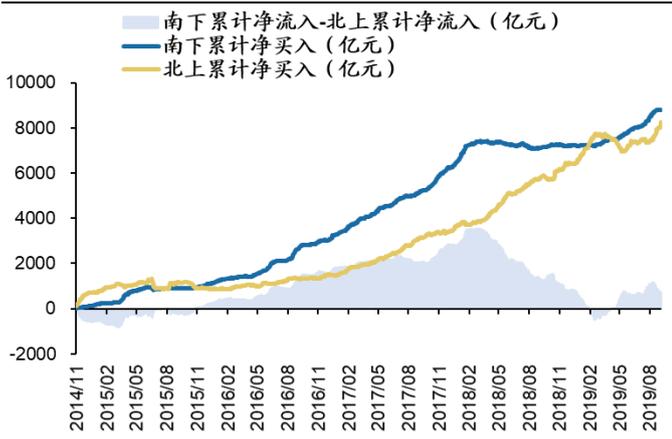
图38: 历年上证综指EPS增速一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

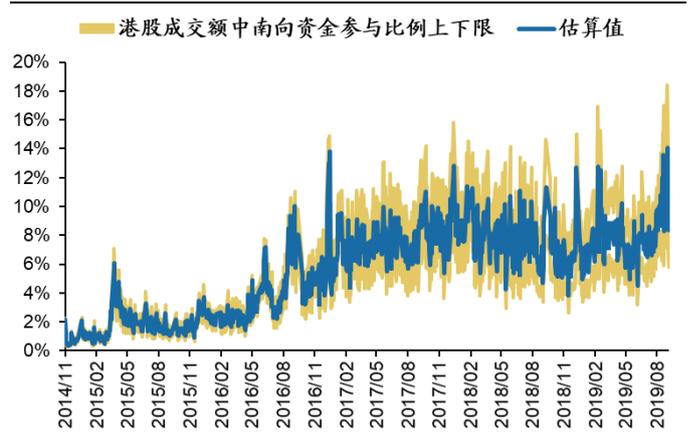
2.4 南下北上资金跟踪

图39: 南下北上资金净买入 (单位亿RMB, 下同)



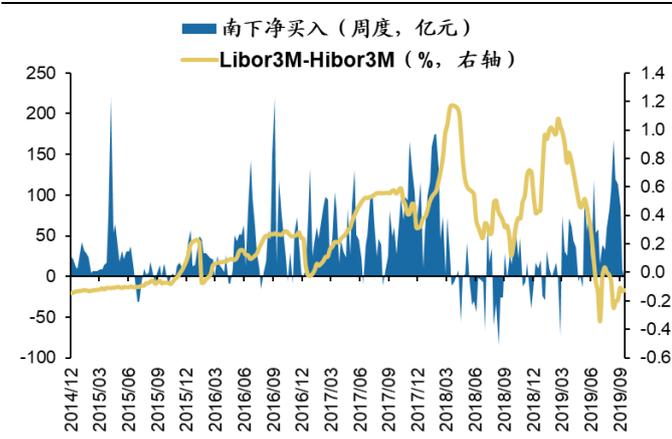
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 港股通成交占总成交比例变化



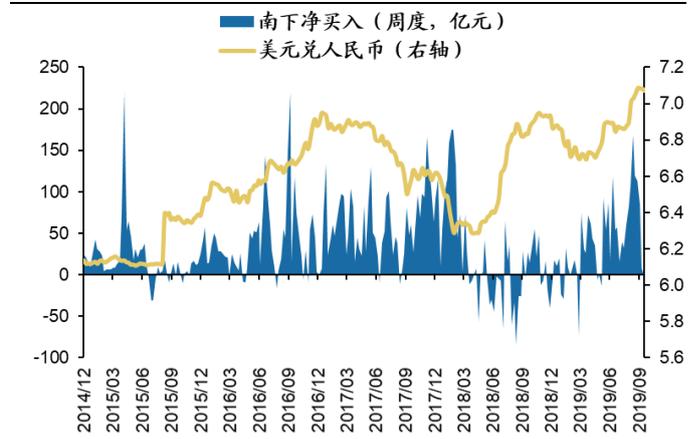
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 南下资金净买入与美港利差



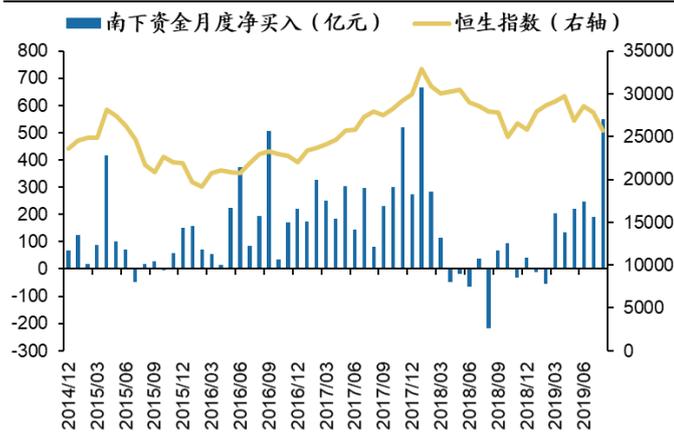
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 南下资金净买入与人民币汇率



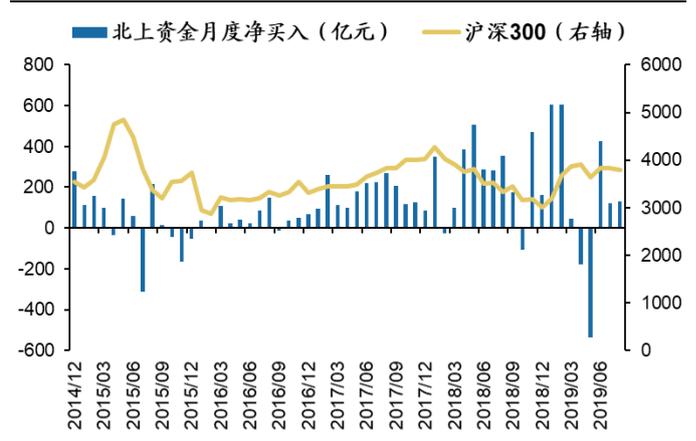
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图43: 南下资金月度净买入金额及恒生指数



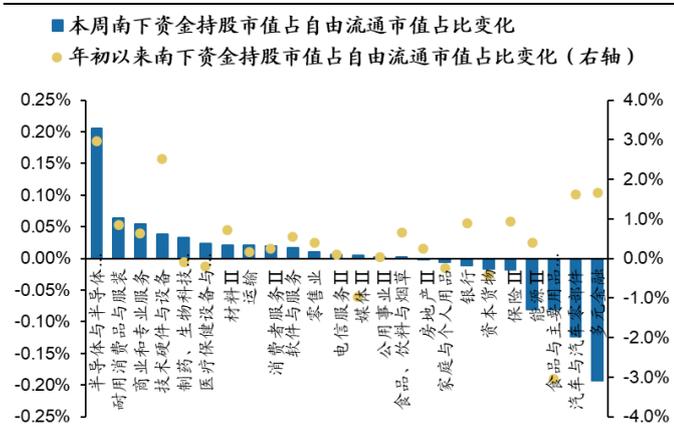
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图44: 北上资金月度净买入金额及沪深300



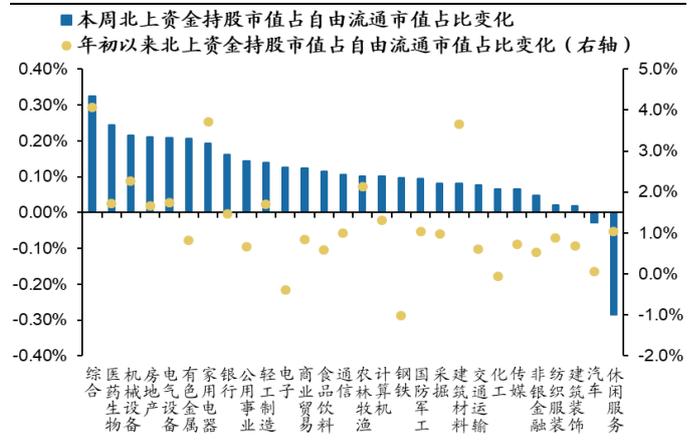
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图45: 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46: 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

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，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。
- 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：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外博彩旅游行业首席分析师，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。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，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。
- 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）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，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。
- 刘峻：海外消费品高级分析师，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。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，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。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，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：海外策略研究助理，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。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，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。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 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	510627	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。