

港股第三季投资策略报告

第三季先震荡收集，后大幅涨高

第一及二季港股如坐过山车，G20 峰会中美标志性会面，展示双方都想休战，让经济恢复。市场焦点将回复企业盈利及央行政策。我们预计本季中国将偏重财政政策及行业定位刺激措施。从技术层面看，目前港股步入筑底期，预期各国央行(除中国)将加码放水，为金融注入更多资金，导致资产价格进一步上涨。因此，我们判断港股将在下半年迎来新一轮牛市。所以，三季度港股操作策略就建议把握现在收集期进行大量部署，在季末市场进一步涨升的过程中开始逐步了结利润。

资金将会泛滥：9月欧央行预期推量宽，美联储再次降息

深市场预测欧洲央行最快今年九月或明年初，就会重启量化宽松(QE)政策，买进欧元区各国国债等资产，主因欧元区经济成长低落，且通胀低于目标。最新法国10年期国债收益率首次跌至零水平，奥地利也跌至负利率，而相对高息的意大利和西班牙国债，10年期国债收益率分别下跌至2.1%及0.4%。以幅度计，西班牙债息跌幅达到20%，可见市场反应有多激烈。鸽派拉加德获提名接任欧央行总裁，增加量宽重启的可能性。拉加德之前曾称赞购债计划是良好的政策工具。由于欧央行对各种资产购买的金额设定限制，因此要大规模购买公债并不容易，估计欧央行在现行的内规下，能再买4千亿欧元国债，相当于每月购买300亿欧元，为期9月；不过欧央行仍能扩大买进公司债。此外，市场预计7月美联储减息后，9月会再度减息，迭加9月美联储停止缩表，预期将有海量资金涌入股票市场，港股亦能受惠其中。

珍惜第三季初的收集期，做好部署坐顺风车

我们判断港股在第三季度初区间震动，属于非常珍贵的收集期，投资者应及早部署。第三季中部港股会逐步推升，季尾回升至今年高位。我们判断的逻辑是，在中美贸易争端持续恶化下，为全球经济带来负面影响有目共睹，G20峰会中美标志性会面，展示双方都想休战，让经济恢复。在环球央行持续放水，借钱变得越便宜，市场资金将持续泛滥，推升资产价格上升。我们极度建议投资者在现阶段提早增加部署，待之后坐着资产价格暴升之顺风车。投资策略方面，由于我们判断现在港股市场属于收集期，我们建议逢低吸纳，待大盘在季尾预期冲高至今年高位时逐步获利。

5G设备+物业管理 = 攻防兼备配置组合

行业选择方面，为防范突如其来黑天鹅事件，以及地缘政治变化影响，我们建议吸纳攻防兼备之板块，包括：物业管理、光伏、5G设备商、生物科技和内需股(食品饮料)。选股方面，建议立足行业龙头，具收益性和稳健型股份。我们建议投资者把目光放远一点至9月底。在预期大量资金涌入市场的积极影响下，港股预计还将展开新一轮涨升。

市场策略季报

2019年7月15日

市场重点数据(截至6月28日)

主要指数	数值	一周变化	月度变化	年初至今
香港恒生指数	28,543	0.24%	4.21%	10.43%
香港国企指数	10,882	-0.36%	4.47%	7.48%
上证指数	2,979	-0.77%	2.37%	19.45%
沪深300指数	3,826	-0.22%	4.18%	27.07%
深证成分指数	9,178	-0.39%	1.58%	26.78%
内地创业板指数	1,512	-0.81%	0.42%	20.87%
道琼斯工业指数	26,600	-0.45%	4.94%	14.03%
纳斯达克指数	8,006	-0.32%	5.24%	20.66%
标普500指数	2,942	-0.29%	4.97%	17.35%
德国DAX指数	12,399	0.48%	3.09%	17.42%
巴黎CAC指数	5,539	0.19%	4.26%	17.09%
富时100指数	7425.63	0.24%	2.16%	10.37%
主要外汇	数值	一周变化	月度变化	年初至今
美元指数	96.13	-0.09%	-1.86%	-0.04%
美元兑人民币	6.8668	-0.02%	-0.63%	-0.17%
英镑兑美元	1.2696	-0.32%	0.34%	-0.45%
欧元兑美元	1.1373	0.04%	1.91%	-0.82%
美元兑日圆	107.85	0.49%	-1.40%	-1.68%
大宗商品	数值	一周变化	月度变化	年初至今
黄金现货	1,409.55	0.71%	10.18%	9.91%
纽约期油	58.47	1.81%	-1.13%	28.76%
布伦特期油	66.55	2.07%	-5.08%	23.70%
利率	数值	一周变化	月度变化	年初至今
美三年期债收益率	1.7064	-0.96%	-17.14%	-30.53%
美十年期债收益率	2.0051	-2.38%	-11.50%	-25.30%
国债1年期收益率	2.6429	-0.67%	-3.37%	1.65%
国债十年期收益率	3.2254	-0.15%	-2.56%	-0.03%
3个月LIBOR	2.45648	2.00%	17.89%	5.57%
3个月SHIBOR	2.708	-6.46%	-7.10%	-19.07%

资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

程嘉伟

证监会中央编号:BGK939
+852 2899 6747
gary.ching@guosen.com.hk

市场回顾 股市表现

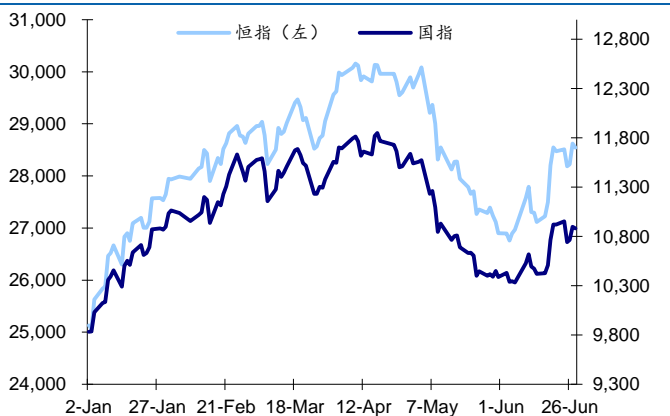
今年首半年环球股市经历高潮迭起, 第二季港股冲高后, 在 5 月初受中美贸易磋商进程急转直下影响, 出现显著调整, 恒指按季下跌 1.75%, 国指按季下跌 4.37%。在环球主要指数表现中, 中国股市跌幅较明显, 美国对华为封杀给科技股相当打击, 深成指数按季下跌 7.35%, 上证综合指数按季下跌 3.62%。第二季港股市场成交活跃度较第一季轻微回落, 港股主板平均成交额按季下跌 60.9 亿至 945 亿港元, 当中 22 天成交过千亿。AH 股折让没有太大变化。但 AH 股中的 H 股表现跑输指数, H 股按季下跌 9.17%。期内沪深港股通表现亦跑输指数, 港股通(沪)按季下跌 7.45%, 港股通(深)按季下跌 8.23%。中港股市在第二季末(6 月)先延续 5 月跌势, 受惠中美约定 G20 峰会会谈, 港股反复回升。估值来看, 恒指 19 年滚动市盈率为 11.27X, 国指为 8.63X, 上证指数为 11.45X, 均低于近 5 年平均水平。

环球主要指数表现

	第二季	第一季	4 月	5 月	6 月
雅典证交所综合指数	20.39%	17.62%	7.19%	7.37%	4.61%
俄罗斯交易系统现金指数	15.22%	12.38%	4.20%	3.10%	7.26%
德国 DAX 30 指数	7.57%	9.16%	7.10%	-5.00%	5.73%
标普/澳证 200 指数	7.09%	9.46%	2.34%	1.13%	3.47%
新西兰证交所 50 指数	6.66%	11.73%	1.72%	1.04%	3.79%
巴西圣保罗证交所指数	5.82%	8.56%	0.98%	0.70%	4.06%
标准普尔 500 指数	3.79%	13.07%	3.93%	-6.58%	6.89%
纳斯达克综合指数	3.58%	16.49%	4.74%	-7.93%	7.42%
法国 CAC 40 指数	3.52%	13.10%	4.41%	-6.78%	6.36%
海峡时报指数	3.38%	4.70%	5.83%	-8.31%	6.54%
道琼斯工业平均指数	2.59%	11.15%	2.56%	-6.69%	7.19%
富时 100 指数	2.01%	8.19%	1.91%	-3.46%	3.69%
标普 BSE Sensex 指数	1.87%	7.22%	0.93%	1.75%	-0.80%
加拿大标普/TSX 综合指数	1.74%	12.42%	2.97%	-3.28%	2.15%
富时大马交易所吉隆坡综合指数	1.73%	-2.78%	-0.08%	0.52%	1.29%
菲律宾综合指数	0.99%	6.09%	0.40%	0.22%	0.37%
台湾证交所加权股价指数	0.84%	9.39%	3.07%	-4.28%	2.21%
日经 225 指数	0.33%	5.95%	4.97%	-7.45%	3.28%
意大利富时 MIB 指数	-0.24%	16.17%	2.80%	-9.50%	7.23%
墨西哥综合指数	-0.28%	3.94%	3.04%	-4.14%	0.96%
西班牙 IBEX 35 指数	-0.45%	8.20%	3.57%	-5.92%	2.16%
韩国 KOSPI 指数	-0.47%	4.88%	2.94%	-7.34%	4.35%
沪深 300 指数	-1.21%	28.62%	1.06%	-7.24%	5.39%
香港恒生指数	-1.75%	12.40%	2.23%	-9.42%	6.10%
上海证券交易所综合指数	-3.62%	23.93%	-0.40%	-5.84%	2.77%
恒生中国企业指数	-4.37%	12.39%	1.43%	-10.01%	4.76%
深圳证券交易所成份指数	-7.35%	36.84%	-2.35%	-7.77%	2.86%
创业板指数	-10.75%	35.43%	-4.12%	-8.63%	1.88%
深圳证券交易所中小企业板指数	-10.99%	35.66%	-5.26%	-9.42%	3.73%

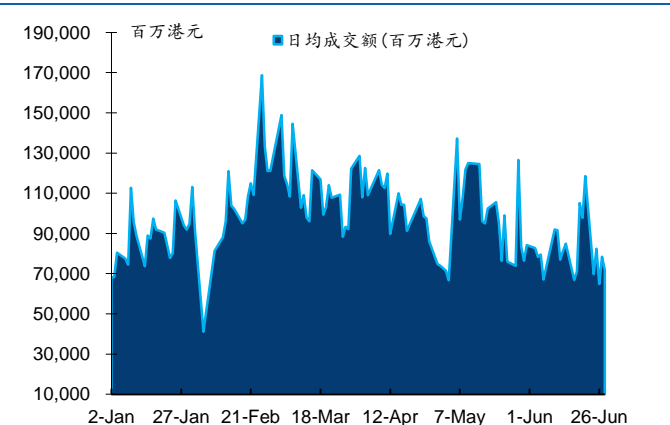
资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图1 恒指及国指走势图



资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图2 港股主板成交额



资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

港股通及 A+H 股表现

项目	第二季	首半年	4月	5月	6月
恒生指数	-1.75%	11.38%	2.23%	-9.42%	6.10%
恒生中国企业指数	-4.37%	7.54%	1.43%	-10.01%	4.76%
港股通(沪)	-7.45%	8.29%	-0.16%	-10.06%	3.23%
港股通(深)	-8.23%	7.48%	-0.33%	-10.04%	2.47%
A+H 股份(H股)	-9.17%	8.65%	-1.09%	-10.08%	2.28%
A+H 溢价/折让	-40.43%	-40.43%	-39.90%	-39.20%	-40.43%
A+H 溢价/折让变化(百分点)	-1.09	-6.42	0.14	-0.70	-0.53

资料来源: 香港交易所, Bloomberg, 国信证券(香港)研究部
 ^ 负数相当于H股对A股折价扩大。

行业表现

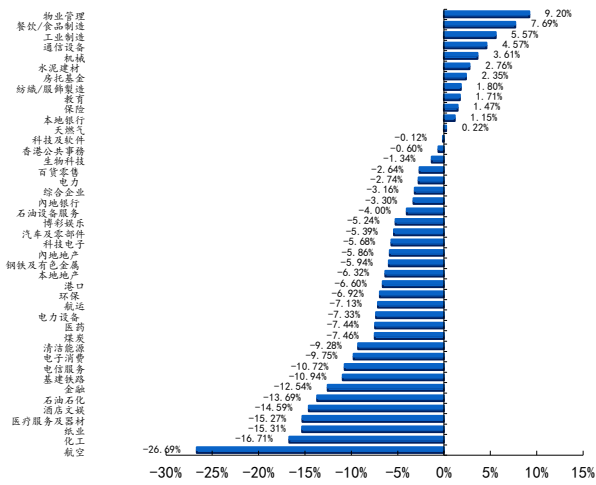
经我们梳理数据分类后, 第二季大部分行业估值录得负增长, 43 个统计行业中, 只有 13 个行业表现跑赢恒指。第二季涨幅名列前茅的行业包括: 物业管理(9.20%)、餐饮/食品制造(7.69%)和工业制造(5.57%)。当中行业涨幅最多的分别是: 碧桂园服务(6098 HK)(23.53%)、味千(中国)(538 HK)(41.96%)和创科实业(669 HK)(13.36%)。相反, 领跌行业包括: 航空(-26.69%)、化工(-16.71%)和纸业(-15.31%)。拖累行业表现的个股分别是: 中国国航(753 HK)(-18.43%)、中国三江化工(2198 HK)(-21.96%)和晨鸣纸业(1812 HK)(-32.08%)。

根据数据显示, 当中美贸易磨擦关系紧张时, 以下行业负面影响较大, 包括: **航空、汽车及零部件、酒店文娱、工业制造和航运**, 这些行业主要属于非必需消费品或受关税、人民币贬值及出口影响。相反, **香港公共事务、房托基金和物业管理**板块极具抗跌力, 而在今年首季反弹行情中, 也录得相当升幅。

估值方面, 整体银行业维持低估值状态, 原因包括今年净息差表现具挑战性, 在拨备压力增加和息差收窄下, 今年内银盈利增长动力减弱并维持在低增速增长。内地近年大力支持环保, 能源需求结构逐步改变, 煤炭需求将逐渐下降, 根据国际能源署报告, 中国煤炭消费量将迎来平均每年约 1%结构性下降。新能源兴起, 压抑煤炭需求增长, 从而令煤价较难有大幅上升空间, 煤企盈利未来面对挑战, 所以煤炭行业估值(市盈率:6.23X)水平将持续低企。相反, 新能源如天然气(市盈率:19.63X)和清洁能源(市盈率:8.72X)。目前中国经济正进行结构转型, 进一步推进数字经济, 新经济行业继续受市场追捧, 市场愿意较愿意付出较高估值, 尤其今年是 5G 元年, 一众 5G 通讯设备股获得市场较高估值。通讯设备及生物科技板块亦平均估值领先, 个股估值(19 年预测市盈率)领先的股份包括, 例如: 丘钛科技(1478 HK)(217.6 倍)、中国铁塔(788 HK)(111.6 倍)、金斯瑞生物科技(1548 HK)(131.8 倍), 反而股王腾讯(700 HK)只有 39.7 倍, 相反, 估值较低及值得关注的股份, 包括: 京信通信(2342 HK)(55 倍)、彩生活(1778 HK)(12.55 倍)和中国粮油控股(606 HK)(8.89 倍)。

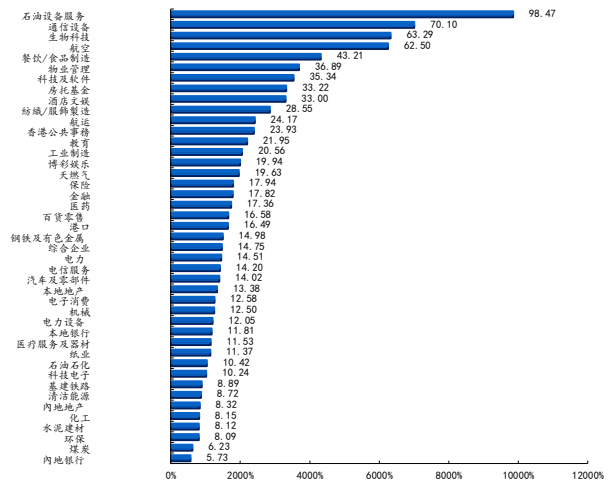
由于我们中长期看好物业管理和 5G 科技板块, 我们建议投资者尽量逢低吸纳行业较低估值之股份。

图 3 行业第二季表现



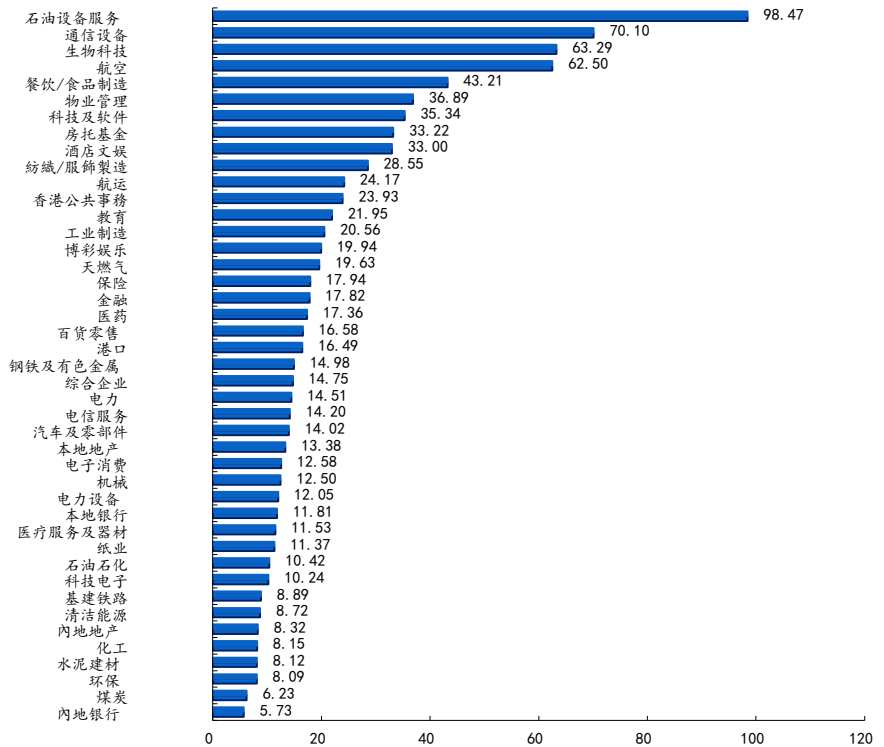
资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港) 研究部

图 4 行业首半年表现



资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港) 研究部

图 5 行业估值(市营率)

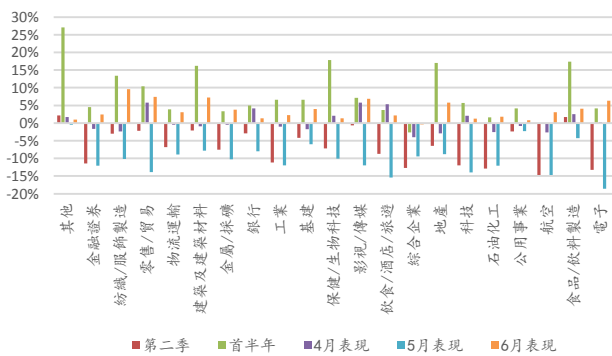


资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港) 研究部

港股通上半年累计净流入超过 700 亿港元

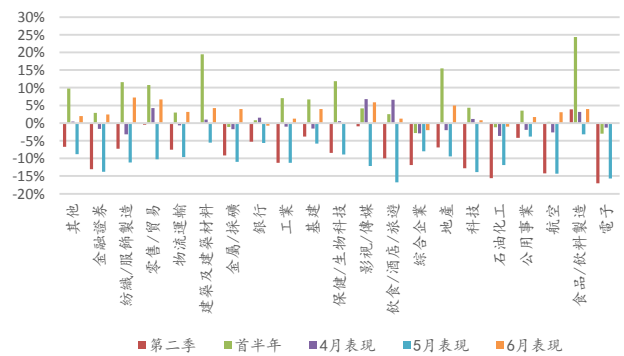
港股通净流入额从 5 月的 229.57 亿港元增至 6 月的 264.76 亿港元, 创今年以来最高月度水平。6 月已是连续第 4 个月录得港股通净流入。累计 2019 年上半年, 港股通净流入总额达 712.7 亿港元, 远高于沪深股通同期的净流入额 356.6 亿人民币。首半年, 恒指上升 11.38%, 港股通(沪)上升 8.29%, 港股通(深)上升 7.48%, 港股通跑输大盘指数。行业表现方面, 港股通(沪)领涨行业包括: 其他(27.08%)、保健/生物科技(17.80%)和食品/饮料制造(17.37%)。港股通(深)领涨行业包括: 食品/饮料制造(24.35%)、建筑及建筑材料(19.50%)和地产(15.43%)。资金流向方面, 4 月大量资金流入中资银行股、5 月主要为金融股、6 月为资金流入比较分散, 但建行(939 HK)和工行(1398 HK)在 6 月录得最多资金流入的两只股份。腾讯(700 HK)6 月净流入额由 5 月的 47 亿港元下跌至 23.6 亿港元。

图 6 港股通(沪)合资格股份表现



资料来源: Wind, Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图 7 港股通(深)合资格股份表现



资料来源: Wind, Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

互联互通资金流向状况(北向)(亿元人民币)

累计净买入	北向合计	沪股通	深股通
1 月	603.34	334.29	269.05
2 月	603.92	294.66	309.26
3 月	43.56	9.43	34.13
4 月	-179.97	-60.53	-119.44
5 月	-536.74	-339.24	-197.50
6 月	426.03	262.82	163.21
2018 年全年	2,908.61	1,790.93	1,117.68
开通以来	7381.02	4274.13	3106.89

资料来源: WIND, 国信证券(香港)研究部

互联互通资金流向状况(南向)(亿元港币)

累计净买入	南向合计	沪市港股通	深市港股通
1 月	-33.28	-35.93	2.65
2 月	-87.69	-135.28	47.59
3 月	206.41	146.18	60.23
4 月	133.04	74.30	58.74
5 月	229.57	165.73	63.84
6 月	264.76	161.14	103.63
2018 年全年	826.96	131.77	695.18
开通以来	8802.22	6571.27	2230.95

资料来源: WIND, 国信证券(香港)研究部

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露, Wind, Bloomberg, 国信证券(香港)研究部整理

美国掀动的贸易战蔓延各国，全球经济放缓持续

美国在第二季再度令中美贸易战升温，全球经济再度盖上放缓阴霾。展望第三季，市场投资焦点将继续围绕美国对中、欧之贸易战、美元走势、美欧央行放水、油价走势、及英国脱欧地缘政治等议题。经济方面：全球经济仍然维持增长，但增速放缓最新国际货币基金组织 (IMF) 预测全球 GDP 年增率由 4 月时 3.9% 下修至 3.3%。欧元区 19 国今年经济增长将由 2018 年的 1.9%，放缓至 1.3%，至 2020 年再略增至 1.6%。全球制造业 PMI 动能放缓但仍维持 50 的扩张水平以上。

美国总统特朗普与中国国家主席习近平在 6 月底同意重启贸易谈判，美国停止进一步加征关税，提高了市场风险偏好。全球经济仿佛躲过了一场战役，但是从中美双方的经济数据可以看到经济影响陆续浮面。美国对 2500 亿美元中国进口品依然征收 25% 关税，相关的影响依然存在，此外，美国取消部分华为的限制，我们认为这是缓兵之计，美国封杀中国 5G 发展在所必行。中期来说，在经济影响加深的前题下，我们认为中美两国都希望达成一份贸易协议，以稳定民心及为美国大选赚取政治筹码。中美双方的对立预计持续一段很长时间，完结在贸易层面的博弈后，预计美国会在其他层面向中国掀起争端，很大机会在科技、金融和学术领域。

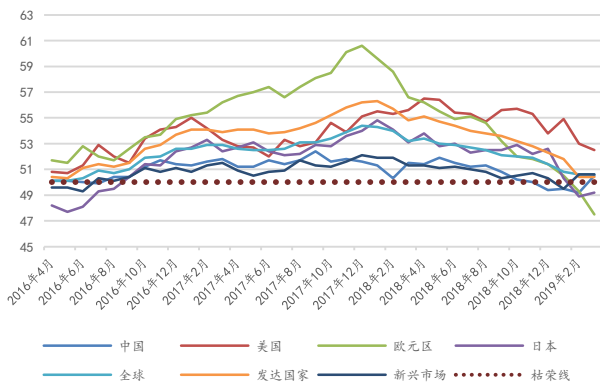
环球制造业 PMI 维持放缓

PMI 指数是微观层面企业运行状况的汇总数据，历史数据显示制造业 PMI 指数略领先于 GDP 增速，是经济重要的观测指标。第二季，中国制造业 PMI 指数维持在 50 荣枯分界线水平波动，其他地区如，欧元区(德国、意大利)、英国等 PMI 维持在 50 以下收缩区域。美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 50.1，不及预期值和前值 50.5，并且创下近十年以来新低。美国目前正受到企业订单减少、消化仓库中未售出商品库存压力。库存过剩主要集中在汽车行业，而相关销售正在放缓。环球制造业 PMI 之放缓让我们能预视各国经济增速会进一步下滑。

中国 6 月制造业 PMI 为 49.4，第 4 个月落入枯荣线以下，其中生产拖累最大，而原材料库存起到支撑作用。整体来讲，6 月 PMI 连续跌落枯荣线，生产、新订单和新出口订单指数皆回落，供给压力指数继续处于低位，上游盈利空间下降，显示国内需求相对疲弱。经济下行压力仍需政策对冲。中国上半年国民经济运行在合理区间，延续了总体平稳、稳中有进发展态势。但也要看到，当前国内外经济形势依然复杂严峻，全球经济增长有所放缓，外部不稳定不确定因素增多，国内发展不平衡不充分问题仍较突出，经济面临新的下行压力。最新公布中国第二季 GDP 按年增长为 6.2%，低于今年首季 6.4% 的 GDP 增速，但符合预期。6.2% 的增速也是 1992 年、有统计数据以来的最低水平。

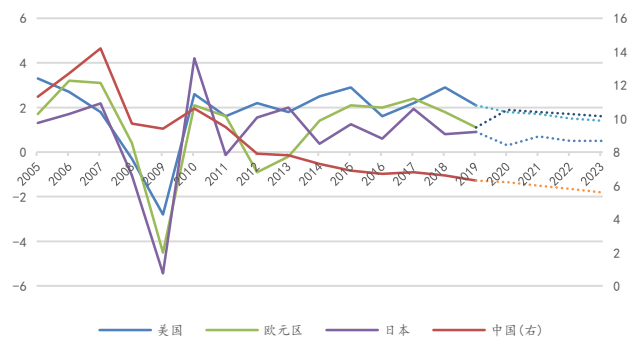
我们预计中国第三季经济增速将与今年第二季度相若，展望第三季美国对中国的关税壁垒未必能取消，但预计不会恶化，国家对制造业的转型扶助将持续加码，内地制造业能逐步回稳。

图 8 环球制造业 PMI 指数



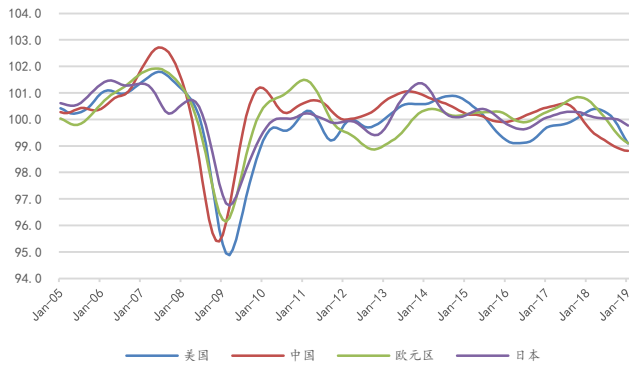
资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图 9 中美欧日经济增速预测



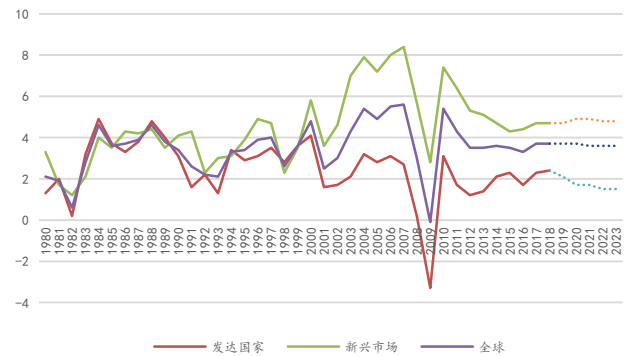
资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图 10 OECD 经济综合先行指数



资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图 11 IMF 国际货币基金全球经济增长预测



资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

全球央行步入减息潮

在环球经济衰退阴霾笼罩下,在第二季美债息曾再次倒挂让,再度响起对美国经济衰退的警号。根据一般定义,经济衰退指的是连续两个季度的 GDP 增长率较上个季度衰退。纽约联储局编制的指针显示,未来 12 个月内美国经济陷入衰退的机率已达 32.9%,高于 5 月的 28%。美联储今年下半年或将启动的减息循环,其动作越猛或越迅速,很可能代表美联储官员们担心全球经济下行对美国的威胁更沉重;减息动作越缓和,反而暗示美国经济强劲,足以抵挡全球下行的威胁。美联储主席鲍威尔 7 月 10 日在国会听证会上表示将采取适当的行动,以维持美国长达十年的经济扩张,言下之意是美国下半年或明年经济很可能受到全球经济乱流的影响,不排除出现衰退的可能。由最新期货利率概率显示,7 月降息 25 个基点为 70%,50 个基点为 22%。市场预期美国 9 月将再次降息,以缓解当前外部不稳定因素。国际货币基金组织(IMF)呼吁各国央行需要支持经济时,并无需犹豫,应该迅速放宽货币政策。多个国家央行早已在第二季陆续减息,包括澳洲、马来西亚、印度、新西兰和菲律宾。此外,欧洲经济正步向低潮,而英国脱欧问题又尚未解决,在大量不明朗因素之下,极需要新的方向。欧洲央行正好在此时出现新的领袖;拉加德,她获欧洲理事会提名出任欧洲央行行长。市场估计,拉加德上场后,欧洲的减息周期亦将会开展。我们预期欧洲很大机会在下半年重推量化宽松。中国方面,最新中国央行发布公告表示,目前银行体系流动性总量处于较高水平。当前中国外部宽松迭加核心 CPI 回落,使得中国货币政策仍具有一定操作空间。预计货币政策仍将维持微调,重大变化需等待贸易谈判结果。短期内,全面降准和降息恐难见到,中国央行大概率通过结构性的定向降准、SLF、MLF 维持合理的市场流动性,但中期,中国央行还有空间降准降息。参照过往各主要央行放宽货币政策(简称:向市场放水),更多额外资金将流入金融市场,股市将迎来一波较长牛市。

全球主要经济体状况

	展望	状况
全球	全球经济增长动力减弱,环球不确定性依然存在	<ol style="list-style-type: none"> 1. OECD 于 5 月 21 日进一步调降世界经济展望,下调 2019 年世界经济增长率至 3.2%、2020 年至 3.4%,分别比今年 3 月下修 0.1 和 0 个百分点。原因是经济前景依旧疲弱,且存在许多下行风险,在贸易紧张情势未除的情况下,全球经济将维持低度成长。 2. IMF 4 月预测了今明两年全球经济扩张的步伐将显著放缓,预测今年全球经济增长率为 3.3%和 3.6%。IMF 指出,先进国家经济成长「持续逐步减缓」的势头将持续到明年;新兴经济体将扮演较正面的角色,包括土耳其、阿根廷等国能终结危机情势,而最重要的是中国的经济增长率能够走稳。
中国	经济增速维持稳定地放缓	<ol style="list-style-type: none"> 1. 19 年 GDP 增长目标为 6.0-6.5% 2. 不搞「大水漫灌」式强刺激,减税降费 2 万亿 3. 推动内需支持经济发展,加快经济转型高端制造 4. 重点支持制造业、民营小微企业 5. 稳健的货币政策要松紧适度,19 年下半年很大概率降准降息

美国	<p>尽管就业市场强劲，通胀仍然低迷，多项经济数据显示放缓速度加快，衰退风险上升</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 目前联邦基金利率区间保持在 2.25 至 2.5 厘，市场预期 7 月减息如箭在弦。9 月亦大概率减息 2. 5 月起将放慢缩减资产负债表的步伐，缩表规模由每月最多 300 亿美元减至每月最多 150 亿美元，并在 9 月底停止缩表 3. 美联储把今年 2019 年个人消费支出价格指数 (PCE) 的通胀预测由 3 月的 1.8% 下调至 1.5%。第二季度 GDP 增速预测下调至 1.4% 4. 目前就业数据维持强劲，失业率维持在 3.7%，惟房地产及零售销售与消费者支出数据欠佳 5. 美债收益率曲线持续出现倒挂，3 个月国债收益率高于 10 年期，被视为是经济衰退的风险指标。
欧洲	<p>欧洲多国经济持续下行，欧央行预期 9 月重启量宽</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 欧洲主要制造业国家之 PMI 下行压力持续，制造业维持收缩态势 2. 多项经济指标出现下滑，通胀率创新低，工业订单急降，消费零售续跌 3. 欧洲央行轻微上调 19 年欧元区经济增长率至 1.2%，较三个月前的预测上调 0.1 个百分点。 4. 维持负利率，准备在必要时再推迟加息 5. 9 月开始，推出为期 2 年的第 3 轮定向长期再融资操作 (TLTRO-III)，对商业银行提供长期低利贷款
欧洲	<p>欧洲多国经济持续下行，欧央行预期 9 月重启量宽</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 欧洲主要制造业国家之 PMI 下行压力持续，制造业维持收缩态势 2. 多项经济指标出现下滑，通胀率创新低，工业订单急降，消费零售续跌 3. 欧洲央行轻微上调 19 年欧元区经济增长率至 1.2%，较三个月前的预测上调 0.1 个百分点。 4. 维持负利率，准备在必要时再推迟加息 5. 9 月开始，推出为期 2 年的第 3 轮定向长期再融资操作 (TLTRO-III)，对商业银行提供长期低利贷款

资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

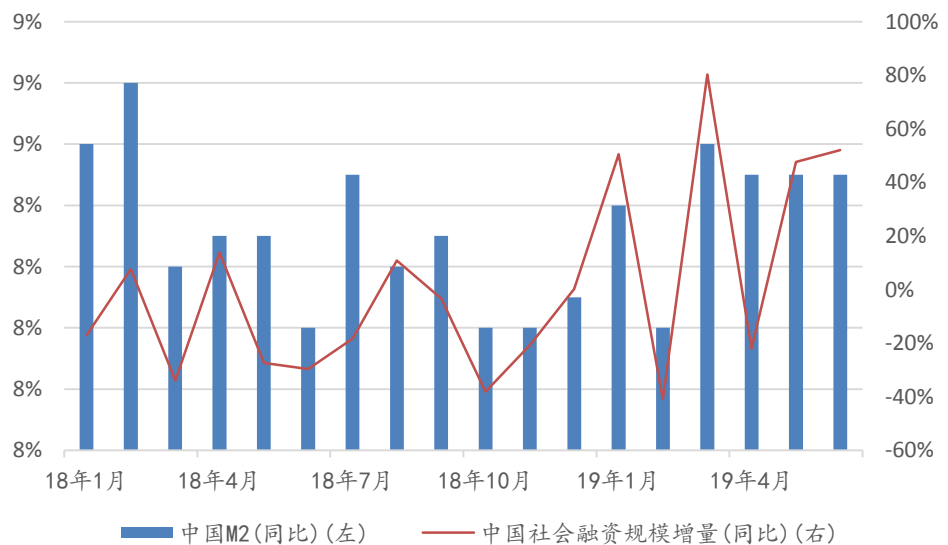
中国金融风险可控，利率水平还有下降空间

直至 6 月末，广义货币 (M2) 余额 192.14 万亿元，同比增长 8.5%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.5 个百分点。上半年社会融资规模增量累计为 13.23 万亿元，比上年同期多 3.18 万亿元；其中，上半年人民币贷款增加 9.67 万亿元，同比增多 6440 亿元。6 月末 M2 同比增长 8.5%，这个水平已连续保持了 3 个月，也是去年二季度以来较高的增长水平，这是人民银行坚持稳健的货币政策，保持政策力度松紧适度，以及流动性合理充裕效果的体现。今年以来，央行会同有关的金融管理部门，推动银行发行永续债、多渠道补充银行资本金、稳定监管预期、增强商业银行的资金运用能力，推动了 M2 增速企稳。总体看，在相关部门的共同努力下，目前银行体系流动性合理充裕，6 月末金融机构的超储率是 2%，比上年同期高 0.2 个百分点；银行间同业拆借利率比较低，6 月份平均为 1.7%，比上年同期低 1.03 个百分点；金融机构货币派生能力较强，货币乘数是 6.14，这也是历史上一个比较高的水平。

我们看到自从包商银行被接管之后，金融市场逐步认识到同业业务刚性兑付问题是必须要打破。过去中小金融机构开展同业业务中一些激进的，甚至是高风险的、冒进的行为要得到纠正，这是市场的一种纠偏行为，所以有些机构短期出现了一些流动性的困难。但经过 6 月、7 月的观察，市场已经慢慢调整和适应，中小金融机构的融资状况最近开始有明显好转。在货币政策稳健宽松的背景下，2019 年上半年房地产信托、房地产海外债券融资规模有所回升。近期监管层收紧房地产融资，为稳定市场预期、规范融资规模，近期政策加强房地产信托管控，严格规范房地产海外发债融资用途，控制银行房地产信贷规模。

目前外需放缓，国内经济下行压力加大，监管加强，金融供给侧改革逐步推进，前期累积的金融风险问题频频引发爆雷，货币政策和财政政策同时发力。短期来看，公开市场操作虽然可以缓解资金缺口，但由于期限太短难以流向实体经济，资金大量沉淀在银行间市场。长期来看，未来仍需要 TMLF、定向降准、降息等中长期货币工具缓解流动性分层难题，促进资金流向小微企业，降低实际利率水平。在全球央行降息的背景下，中国市场利率水平有下降空间，降息是降低实际利率，是减小全社会债务负担最直接有效的方法。在当前银行业信用分层，流动性存在内部结构性失衡的背景下，定向降准的政策效果很大程度上会优于结构性工具。

图 12 中国 M2X 中国社会融资规模增量同比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港) 研究部

中国主要宏观经济指标同比/累计同比增长 (%)

指标	18年6月	18年7月	18年8月	18年9月	18年10月	18年11月	18年12月	19年1月	19年2月	19年3月	19年4月	19年5月	19年6月
M1	6.6	5.1	3.9	4.0	2.7	1.5	1.5	0.4	2.0	4.6	2.9	3.4	4.4
M2	8	8.5	8.2	8.3	8	8	8.1	8.4	8	8.6	8.5	8.5	8.5
每月新增贷款(千亿元)	1840.0	1450.0	1280.0	1380.0	697.0	1250.0	1080.0	3230.0	885.8	1690.0	1020.0	1180.0	1660.0
同比	19.5%	75.7%	17.4%	8.7%	5.1%	11.6%	84.8%	11.4%	5.5%	50.9%	-13.6%	2.6%	-9.8%
社会融资规模增量(千亿元)	1487.7	1224.4	1941.2	2170.1	743	1519.1	1589.8	4,601.5	709.9	2,859.4	1,385.9	1,407.5	2,262.9
同比	-29.6%	-18.3%	10.8%	-3.3%	-38.1%	-20.6%	0.2%	50.5%	-40.9%	80.2%	-22.0%	47.6%	52.1%
固定资产投资(累计)	6	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8
中国制造业 PMI	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4
工业增加值	6	6	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5	6.3
CPI	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7
PPI	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0
社会消费品零售总额	9.4	9.3	9.3	9.3	9.2	9.1	9		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8
进口 SA (美元值)	13.8	27	20.7	14.3	20.3	2.9	-7.6	-1.6	-5.2	-7.6	4	-8.5	-7.3
出口 SA (美元值)	10.7	11.6	9.6	13.9	14.3	3.9	-4.4	9.3	-20.8	14.2	-2.7	1.1	-1.3
贸易平衡(十亿美元)	40.9	27.4	26.3	30.3	33.1	41.8	56.8	39.2	3.4	32.2	13.7	41.7	51.0
外汇储备(十亿美元)	3112.1	3118.0	3109.7	3087.0	3053.1	3061.7	3072.7	3087.9	3090.2	3098.8	3095.0	3101.0	3119.2
房地产开发投资	9.7%	10.2%	10.1%	9.9%	9.7%	9.7%	9.5%		11.6%	11.8%	11.9%	11.2%	10.9%
发电量	6.7%	5.7%	7.3%	8.0%	4.8%	3.6%	6.2%		2.9%	5.4%	3.8%	0.2%	2.8%

资料来源: Wind, 国信证券(香港) 研究部

第三季推荐行业

物业管理行业简介

中国房地产市场从高速发展的“黄金时代”已逐步进入平稳增长的“白银时代”。房地产企业纷纷依托于现有资源和业务体系开始战略转型,其中物业板块是发展的重点。物管分拆已成为多数房地产企业转型之路的必然选择,仅2018年一年就有6家物业管理公司上市,物业管理行业资本市场热度持续提升,进入了加速成长期。从港股市场的估值体系来看,对于同

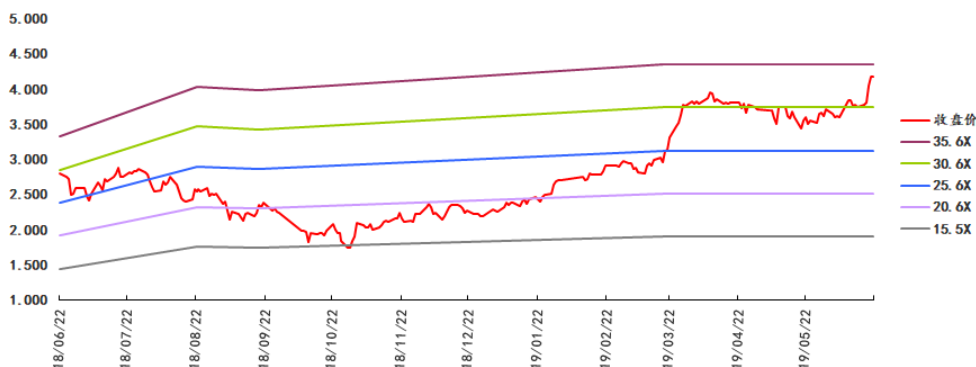
行业的上市公司, 企业的规模越大, 营业收入、利润越高, 往往给予流动性溢价, 市盈率相对较高, 呈现出明显的正相关关系。目前港股市场市值超过 50 亿的 7 家物业管理公司 2018 年平均市盈率为 29.2X, 而这 7 家物业公司对应的关联房地产公司 2018 年平均市盈率仅 6.6X, 物业管理公司估值远远超过其关联房地产公司。

我们统计了三个时段物业管理的表现, 分别是 2018 年全年、2019 年 1 月至 5 月 3 日(美国总统特朗普翻脸前)、5 月 6 日至 6 月 4 日(恒指在这次回调最低点 26671)。而这三个时段物业管理行业表现分别为: 0.3%、31.3%和-4.3%, 同期恒指表现分别为: -13.61%、17.15%和-11.9%。换句话, 当中美贸易磨擦关系紧张时, 物业管理能成为极具防守性目标, 而在大盘乐观时, 亦能跑赢大市。

行业推介-中海物业 (2669 HK)

自 2018 年 11 月 7 日我们发布中海物业的首次覆盖报告 (“买入”评级), 公司股价录得超过 110%以上的涨幅, 股价走势明显强于恒生指数。我们认为主要是受益于公司 2018 年业绩小幅超预期, 同时由过往相对保守的经营策略转向积极进取, 包括更积极地拓展第三方业务和增值服务, 加之兄弟企业中国海外发展合约销售增长的加速也为公司未来发展奠定了更为坚实的基础。我们预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.16 港元、0.20 港元。给予公司 2019 年 PE30 倍, 对应目标价 4.8 港元, 鉴于近半年来股价涨幅较大, 已部分反应未来向好预期, 调整投资评级至 “增持”。

图 13 中海物业近一年 PE Band



资料来源: Bloomberg, 国信证券 (香港) 研究部

兄弟企业发展提速, 中海物业在管面积有望加速增长

兄弟企业中国海外发展 (00688.HK) 在 2016、2017 年销售增速仅为 10%左右, 但随着颜建国先生再度加盟中国海外发展, 2018 年中国海外发展增长开始提速。2018 年全年实现合约销售额 3012.4 亿港元, 同比增长 29.8%, 销售增长明显提速, 销售额行业排名第 7。进入 2019 年, 中国海外发展合约销售仍然维持较高增速, 公告显示, 今年 1-5 月, 中国海外发展的累计合约销售额约为 1430.18 亿港元, 同比增长约 26.89%, 相应的累计已售楼面面积约为 670.84 万平方米。而中海物业过往超过 90%的在管面积均来自于兄弟企业中国海外发展, 中海物业将充分受益于兄弟企业增长的提速, 其在管面积的加速增长可期。

中海物业盈利预测 (单位: 港元)

关键指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业总收入 (百万)	2,565.39	3,360.12	4,154.72	5070.21	6188.51
增长率 (%)	0.74	1.83	23.65	22.03	22.06

归母净利润 (百万)	226.30	306.76	402.06	526.07	657.14
增长率 (%)	93.33	29.15	31.07	30.84	24.91
EPS (稀释)	0.07	0.09	0.12	0.16	0.20
ROE (摊薄) (%)	31.08	35.83	35.91	36.95	36.52
PE	19.32	22.72	18.72	26.64	21.23

资料来源: wind, 国信证券 (香港) 研究部

抵

相关物业管理公司盈利预测及估值 (单位: 人民币)

股票代码	证券简称	净利润 亿元			净利润同比增长率 (%)			市盈率 PE		
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
2669.HK	中海物业	3.53	4.63	5.78	31.07	30.84	24.91	34.17	26.64	21.23
2869.HK	绿城服务	4.84	6.10	7.87	18.99	26.17	29.13	32.03	25.41	19.67
6098.HK	碧桂园服务	9.24	12.01	15.72	119.22	30.09	30.88	44.73	34.41	26.29
1778.HK	彩生活	4.85	6.09	7.37	44.30	25.46	21.19	11.95	9.53	7.87
3319.HK	雅生活服务	8.02	9.84	12.83	163.77	22.88	30.32	18.78	15.30	11.74
1755.HK	新城悦	1.51	2.36	3.44	95.46	57.19	45.30	38.46	24.48	16.85
1995.HK	永升生活服务	1.01	2.00	3.28	25.45	98.49	64.40	46.74	23.56	14.33
2168.HK	佳兆业物业	0.54	1.19	1.76	-27.81	120.14	47.90	26.23	11.93	8.06
3662.HK	奥园健康	0.78	1.29	2.09	6.88	64.85	62.52	36.89	22.39	13.78

资料来源: wind, 国信证券 (香港) 研究部

5G 通讯行业简介

在 6 月 6 日工信部发放 5G 正式牌照, 在上海开展的 MWC19 是中国 5G 牌照发放之后的首次业界大会。三大运营商、四大设备商还有一些垂直细分领域的硬件和服务提供商均携各自最新的 5G 产品亮相。5G 网络建设解决方案性能已经完全达到 5G 标准, 加入 AI 方案后成本也大幅降低, 已经完全满足商业化建设的需求。上半年华为在全球范围已签署了 50 份 5G 商用合同, 5G 基站全球出货量超过 15 万个。中兴通讯在全球供货的 25 份商用合同, 5G 基站发货超过 5 万个。显示出设备商端到端的产品已经非常成熟, 且 AI 运维的加入让商业化成本迅速降低。预计下半年 5G 部署将提速。

行业推介-中兴通讯 (763 HK)

中美 G20 峰会会后宣布贸易谈判重启, 关税维持现状, 而美国对华为态度有放松迹象则让人意外。我们认为, 中美双方愿意重启谈判反映出在当前关税条款下美国政界已经在中美贸易摩擦中达到一种平衡, 继续加征关税意味着与中国博弈的边际效用递减, 而美国所付出的成本将大大增加。因此, 未来谈判中美双方相向而行的概率更大, 市场有望获得 2-3 个月的缓冲期。美国科技公司股价已经先行启动。费城半导体指数过去 5 个交易日 (6 月 25 日-7 月 1 日) 上涨 6.02%, 华为供应商美光、高通分别于上星期上涨 16.06%、4.61%。港股华为产业链以及 5G 标的有望从低谷反弹。

我们认为未来两个月中美关系走向稳定, 科技板块特别是 5G、华为产业链迎来反弹上涨契机。5G 板块中, 主设备是目前 5G 投资占比最大的环节, 行业集中度也最高。国内主设备商已经具备端到端建设 5G 网络的能力, 且自主化率在不断提升, 是国内 5G 建设的主力。重点推荐: 中兴通讯 0763.HK (AH 溢价 64%)。

中兴通讯重点展示 5G 解决方案, 并与中国移动合作展出了基于 5G 商用基站和 5G 商用终端的 MU-MIMO 多用户性能演示, 实现在商用组网环境下单小区 16 个用户同时在线, 小区平

均吞吐量达到 3.7Gbps, 单 UE 下行速率全部超过 200Mbps。此外, 中兴通讯还公布了科研成果, 并首次公布 5G 商用进展。截止 2019 年 6 月底, 中兴通讯在全球供货的 25 份商用合同, 签订 60+5G 合作, 突破 5 万发货量。

图 14 中兴通讯已获得 25 个商用合同, 5 万+发货



资料来源: 虎嗅网

港股通信板块公司估值比较

代码	公司简称	总市值 (亿HKD)	股价 (HKD)	周涨跌幅	净利润(亿人民币)			PE(x)			AH溢价
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
0941.HK	中国移动	14,568	71.15	0.21%	1,177.81	1,168.77	1194.27	10.8	11.0	10.7	
0788.HK	中国铁塔	3,608	2.05	-2.38%	26.50	50.99	78.66	119.3	62.2	40.3	
0728.HK	中国电信	3,181	3.93	-0.25%	212.10	226.24	246.05	13.0	12.4	11.4	
0762.HK	中国联通	2,622	8.57	0.23%	101.97	141.16	187.06	21.1	16.3	12.3	
0763.HK	中兴通讯	1,441	22.55	2.50%	-69.84	43.47	56.05	-113.6	19.1	14.8	64.0%
0552.HK	中国通信服务	420	6.06	-1.62%	29.01	31.84	37.52	12.7	11.7	9.6	
6869.HK	长飞光纤光缆	229	15.94	0.89%	14.89	12.03	12.64	7.6	8.8	8.4	167.4%
6088.HK	FIT HON TENG	214	3.16	1.58%	16.06	20.06	22.65	11.7	9.4	8.3	
1883.HK	中信国际电讯	113	3.10	3.33%	8.33	0.00	0.00	11.9	0.0	0.0	
2342.HK	京信通信	43	1.74	0.58%	-1.50	1.66	3.21	-25.2	22.9	11.8	
0947.HK	摩比发展	8	1.03	0.98%	0.17	0.00	0.00	44.4	0.0	0.0	

资料来源: Wind、国信香港研究部整理

资金将会泛滥: 9月欧央行预期推量宽, 美联储再次降息

市场预测欧洲央行最快今年九月或明年初, 就会重启量化宽松(QE)政策, 买进欧元区各国国债等资产, 主因欧元区经济成长低落, 且通膨低于目标。最新法国 10 年期国债收益率首次跌至零水平, 奥地利也跌至负利率, 而相对高息的意大利和西班牙国债, 10 年期国债收益率分别下跌至 2.106%及 0.407%。以幅度计, 西班牙债息跌幅达到 20%, 可见市场反应有多激烈。鸽派拉加德获提名接任欧央行总裁, 增加量宽重启的可能性。拉加德之前曾称赞购债计划是良好的政策工具。由于欧央行对各种资产购买的金额设定限制, 因此要大规模购买国债并不容易, 估计欧央行在现行的内规下, 能再买 4 千亿欧元国债, 相当于每月购买 300 亿欧元, 为期 9 月; 不过欧央行仍能扩大买进公司债。此外, 市场预计 7 月美联储减息后, 9 月会再度减息, 迭加 9 月美联储停止缩表, 预期将有海量资金涌入股票市场, 港股亦能受惠其中。

港股技术分析

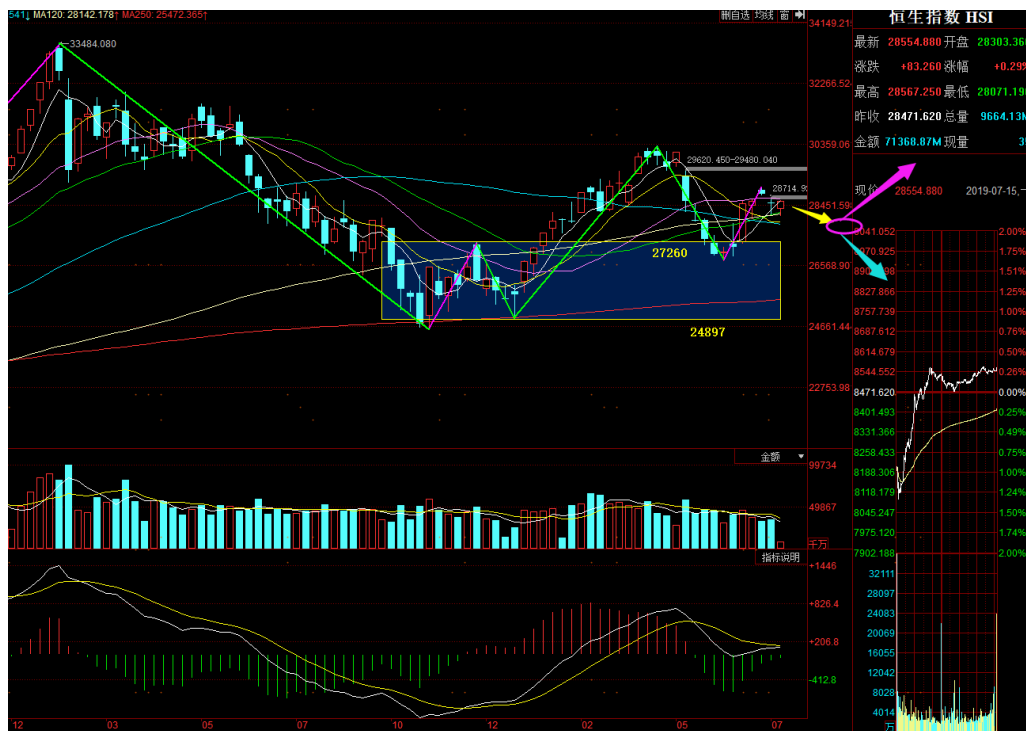
回顾二季度下半季，压制市场估值其中之一核心变量贸易摩擦的阶段性缓和，令恒指个股在 G20 峰会后有强劲反弹表现。从恒指周线技术分析看，恒指冲出了周线级别的震荡中枢【24897-27260】。

展望三季度 8-9 月（周线图技术），从技术层面看，假设没有重大不利因素的变化，若恒指周线回踩但不重新回落至震荡中枢【24897-27260】内，并形成紫圈 3 买点区域，则有望重新挑战今年高位；其次，即使有望上涨仍然会一波三折，皆因周线上方仍有 2 个低开缺口压力位。

若后续贸易摩擦再生变故，或叠加恒指权重成分股的企业盈利增速放缓或严重不达预期，相对动态市盈率上升反而令估值升高，则大概率诱发恒指再次下跌，回落至震荡中枢。

仓位建议：当前建议合理仓位 50%-70%，若形成 3 买点区域则加仓至 80%；若回落至震荡中枢则减仓至 50%以内。

图 15 恒生指数技术分析



资料来源：WIND，国信证券（香港）研究部

【技术用语含义说明】

月线级别，一般指持续时间 3-11 月左右的上涨或下跌行情，最长不超过 21 月；
周线级别，一般指持续时间 3-11 周左右的上涨或下跌行情，最长不超过 21 周；
日线级别，一般指持续时间 3-11 天左右的上涨或下跌行情，最长不超过 21 天；

第三季度港股投资策略

我们判断港股在第三季度初区间震动,属于非常珍贵的收集期,投资者应及早部署。第三季中部港股会逐步推升,季尾回升至今年高位。我们判断的逻辑是,在中美贸易争端持续恶化下,为全球经济带来负面影响有目共睹,G20峰会中美标志性会面,展示双方都想休战,让经济恢复。在环球央行持续放水,借钱变得越便宜,市场资金将持续泛滥,推升资产价格上升。我们极度建议投资者在现阶段提早增加部署,待之后坐着资产价格暴升之顺风车。投资策略方面,由于我们判断现在港股市场属于收集期,我们建议逢低吸纳,待大盘在季尾预期冲高至今年高位时逐步获利。行业选择方面,为防范突如其来的黑天鹅事件,以及地缘政治变化影响,我们建议吸纳攻防兼备之板块,包括:物业管理、光伏、5G设备商、生物科技和内需股(食品饮料)。选股方面,建议立足行业龙头,具收益性和稳健型股份。我们建议投资者把目光放远一点至9月底。在预期大量资金涌入市场的积极影响下,港股预计还将展开新一轮涨升。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。