

中信证券研究部



杨灵修
海外首席策略师
S1010515110003



裘翔
策略分析师
S101051808002



秦培景
首席策略分析师
S1010512050004



联系人：徐广鸿

核心观点

美国货币紧缩放缓将为中国货币宽松打开空间。今年央行若进一步加码货币宽松，从财务角度，预计地产和公用事业板块受益最大，而券商、科技板块将明显受益于流动性增强以及无风险利率下的下行；但若降息则银行净息差将收窄，保险公司投资收益也会受到一定影响。

■ 美国货币紧缩是过去近一年以来制约中国货币宽松的主要因素之一，但美联储官员从12月议息会议后连续释放鸽派信号，特别是1月4日美联储现任和前两任主席在AEA的论坛上发表的言论，预示未来货币紧缩或将放缓（正文详细分析）。若如此则中国央行货币政策的独立性会增强，为货币宽松打开更大的空间。

■ 中国在2010年后的两轮经济增速下滑中都采取了“降准+降息”政策组合，此两轮货币宽松大致都对应了港股市场分别走出2011年和2015-16年的两轮熊市。因此，我们判断今年央行若进一步加码货币宽松，从财务角度，预计地产（内房股）和公用事业板块受益最大，而券商、科技板块将明显受益于流动性增强以及无风险利率的下行。而降息导致的净息差收窄会对银行的盈利增速产生负面影响，此外，固收类投资占比较高的保险公司的投资收益也会受到一定影响：

■ **地产：**恒大、万科和融创的利息支出金额最大，而合景泰富、富力、花样年控股以及越秀的长期贷款占比最大，若利率下行预计将受益最明显。

■ **公用事业：**行业的股东权益/带息债务比最低，利息支出比例也远高于其他行业，中广核电力、龙源电力、中国电力和大唐发电等若利率下行预计将显著受益。

■ **券商：**极强的 β 属性，除增量资金外，若货币宽松，则也能降低无风险利率，预计将利好港股的内地券商板块。

■ **科技股：**2018年科技龙头的估值已明显下降，未来无风险利率若继续下行，实际盈利趋势会再次成为驱动科技股股价表现的主要因素。

■ **银行：**利率下行将压缩银行的净息差，拖累行业整体盈利增速。

■ **保险：**利率下行对固收类投资收益有负面影响，平安和新华投资收益占比较大，而太保和人寿的固收类投资占例最大。

■ **配置建议：**结合对海外市场展望以及货币政策宽松加码的预期，若政策宽松则有望受益的港股板块，建议关注基建和地产，以及有望迎来反弹的科技龙头，同时也可关注港股的内地券商板块：1) 基建：经济下行周期中，基建是拉动投资的重要措施。预计2019年全口径的基建投资增速或将反弹至5%左右的水平，利好相关铁路和建筑等领域。2) 地产：基于货币政策宽松的预期，预计内房股将受益，且近日个别城市已开始放松限购和限价等措施，未来行政管制或有望继续放松。3) 科技：2018年中资科技股跌幅显著，未来无风险利率若下降则影响估值的因素将消失。

■ **风险因素：**90天内中美谈判无果，且中国的政策对冲低于预期。

目录

■ 风险因素	12
■ 一周海内外市场行情速览	12
■ 南北资金流向跟踪	14
从总量流动来看，“北暖南寒”	14
南北向资金持股市值变化	15
个股跟踪	20

插图目录

图 1: 美联储和美国商业银行资产负债表同比增速	1
图 2: NFCI 和 STLFSI 走势	1
图 3: 美国非农平均时薪同比增速和核心通胀率 (%)	2
图 4: 美国联邦基金利率、10 年期国债收益率和美元指数走势	2
图 5: 中国外汇储备和美元兑人民币汇率	3
图 6: 中国存款准备金率和中长期贷款利率 (%)	4
图 7: 2011 年 9 月底至 2013 年 1 月底港股行业表现	4
图 8: 2016 年 2 月底至 2018 年 1 月底港股行业表现	4
图 9: 各行业长期贷款余额 (亿港元)	6
图 10: 各行业年末长期贷款占总负债比例	6
图 11: 各行业利息支出占主营收入比例	6
图 12: 内地市场股票交易金额和上证综指	9
图 13: 五大券商营收合计和同比增速	9
图 14: 五大券商净利润合计和同比增速	9
图 15: 2018 年恒生资讯科技业表现	10
图 16: 2018 年 BATJ 表现	10
图 17: 港股上市的六大国有银行和三大股份制银行平均净息差 (bps)	11
图 18: 港股上市的六大国有银行和三大股份制银行平均净利润同比增速 (%)	11
图 19: 恒生 vs 沪深 300 行情表现	13
图 20: 过去一周 AH 行业涨跌对比	13
图 21: 最新 AH 行业估值对比	13
图 22: 2018 年初至今北向资金累计流入量 (亿元)	14
图 23: 过去五周北向资金流入量 (亿元)	14
图 24: 过去五周沪股通流入资金量 (亿元)	14
图 25: 过去五周深股通流入资金量 (亿元)	14
图 26: 年初至今南向资金累计流入量 (亿港元)	15
图 27: 过去五周南向资金流入量 (亿港元)	15
图 28: 2018 年初至今流入中国内地和香港股票市场资金 (百万美元)	15
图 29: 过去五周南向资金持股市值变化	16
图 30: 过去五周北向资金持股市值变化	16
图 31: 南向资金持股市值占自由流通市值比例 (大类板块)	16
图 32: 南向资金持股市值占自由流通市值比例 (中信一级行业)	17
图 33: 过去五周南向资金持股市值占比变化 (bp)	17
图 34: 过去一周南向资金持股市值占比变化 (bp)	17
图 35: 过去五周南向资金持股市值占自由流通市值比例变化 (中信一级行业)	18
图 36: 过去一周南向资金持股市值占自由流通市值比例变化 (中信一级行业)	18
图 37: 北向资金持股市值占自由流通市值比例 (大类板块)	18
图 38: 北向资金持股市值占自由流通市值比例 (中信一级行业)	19
图 39: 过去五周北向资金持股市值占比变化 (bp)	19
图 40: 过去一周北向资金持股市值占比变化 (bp)	19
图 41: 过去五周北向资金持股市值占自由流通市值比例变化 (中信一级行业)	19
图 42: 过去一周北向资金持股市值占自由流通市值比例变化 (中信一级行业)	20

图 43: 本周南向净买入 Top 10	20
图 44: 本周南向持股比例上升最快 Top10 (%)	20
图 45: 本周南向持股比例下降最快 Top10 (%)	21
图 46: 累计南向持股比例 Top10	21
图 47: 本周北向净买入 Top 10	21
图 48: 本周北向持股比例上升最快 Top10 (%)	21
图 49: 本周北向持股比例下降最快 Top10 (%)	21
图 50: 累计北向持股比例 Top10	21

表格目录

表 1: 各行业股东权益/带息债务比例 (倍)	5
表 2: 各行业总负债/总资产比例	5
表 3: 内房股主要财务指标	7
表 4: 主要公用事业企业负债率指标	8
表 5: 港股保险公司 2018H1 投资收益占总收入比例	11
表 6: 四大保险公司截止 2017 年底固守类投资占比	12

2019 货币政策宽松或将进一步使用价格型工具

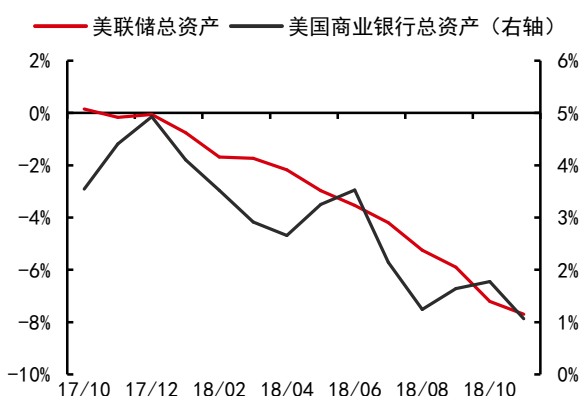
美联储紧缩放缓为中国货币宽松打开空间

美联储的货币紧缩是过去近一年以来制约中国货币宽松的主要因素之一，但美联储官员从 12 月议息会议后连续释放鸽派信号，特别是 1 月 4 日美联储现任和前两任主席在 AEA 的论坛上发表的言论，预示未来联储货币紧缩政策或将放缓，若如此则中国央行货币政策的独立性会增强，为货币宽松打开更大的空间。具体来看，此次论坛的发言中有三点值得特别关注：

第一，鲍威尔表示，未来货币政策的执行没有“既定”的路径，虽然美国目前实体经济的数据依然强劲，但近期金融市场的表现却反映了对未来的担忧和下行风险。当联储对未来经济增长产生担忧时会注重风险管理，若美国再次陷入经济衰退将采取所有合适的应对措施。同时，他也提到虽然近期关注度愈来愈高的缩表措施不属于“主动型”政策（相对利率政策），但如果未来经济基本面发生变化，联储也会调整其缩表政策，而非 12 月议息会议后表示的“不会改变”（Autopilot）的立场。

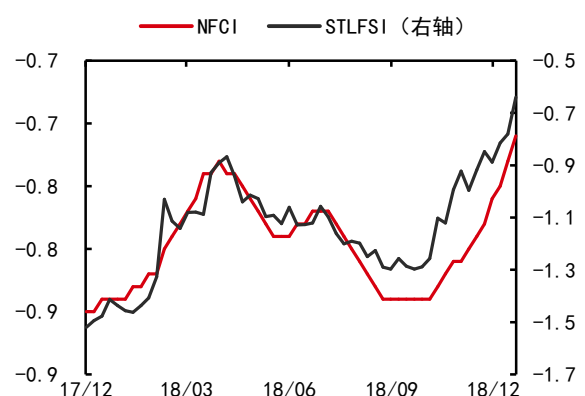
数据方面，自缩表开启后，美联储总资产同比增速从 2017 年 10 月的 0.2% 一路下滑至 2018 年 11 月的 -7.7%，而美国商业银行总资产的同比增速也由 2017 年 12 月的 4.9% 跌至去年 11 月的 1.1%，显示前者的缩表已开始拖累银行体系的信用扩张。此外，芝加哥联储全国金融状况指数（NFCI）和圣路易斯联储金融压力指数（STLFISI）虽仍处于负值区间，但两者从 2018 年 10 月以来呈现明显的上升趋势，显示美国的金融环境在收紧、金融体系承受的压力也在增加。此两大趋势若持续，将对未来美国经济增长不利。

图 1：美联储和美国商业银行资产负债表同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：NFCI 和 STLFISI 走势

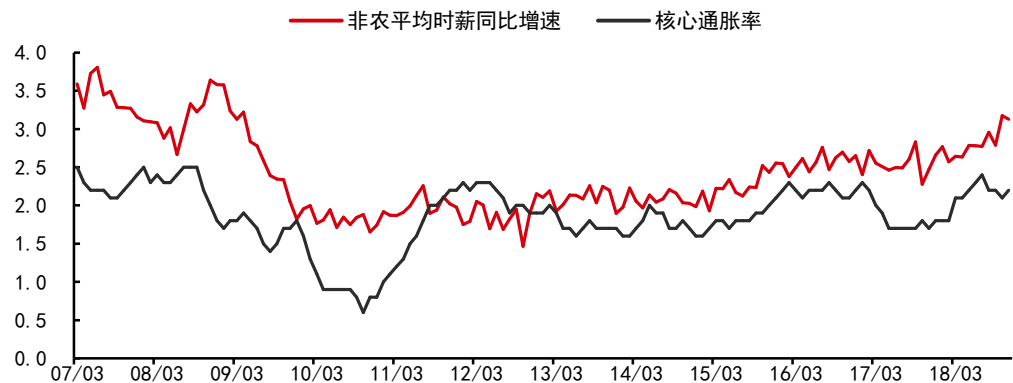


资料来源：FRED，中信证券研究部

第二，鲍威尔表示目前美国居民工资增速对于通胀传导的效应并不明显，其实从上世纪 90 年代末开始，两者之间的传导关系便开始弱化，数据显示虽然 2017 年底开始，美国非农平均时薪同比增速逐步上行，2018 年 12 月达 3.2%，为过去十年的高点，但核心通胀率并未显著突破美联储 2% 的政策目标。另外，伯南克也表示美联储当前也在重审其政策工具的合适性，包括通胀目标制。这些表态或许意味着美联储预测未来通胀时不会将工

资增速当作最终要的变量之一，对通胀的容忍度可能也会更高。

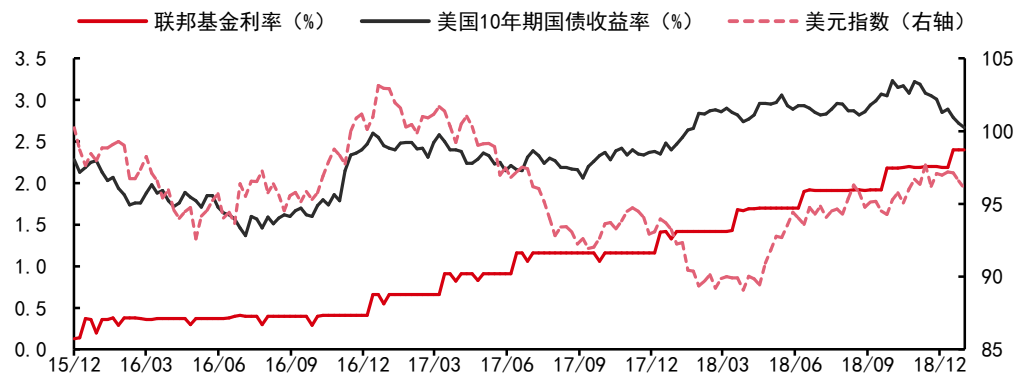
图 3: 美国非农平均时薪同比增速和核心通胀率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

第三，鲍威尔和耶伦都表示美联储过去和未来的货币政策都有很强的灵活性，两人都举例提及 2015 年末美联储刚开启此轮的加息周期时，美联储官员（中位数预测）和市场都普遍预测 2016 年加息次数将达 4 次之多。而随着当时全球经济增速下滑，美联储当年仅加息 1 次。当前角度，美联储 12 月议息会议的点阵图显示 2019 年预计加息 2 次（9 月预测 3 次），而市场目前预期加息不会超过 1 次。因此，结合上文，我们判断 2019 年美国的加息幅度相对联储当前的预期或有下行风险。从汇率角度，2016 年 4 次加息预期落空后，美元指数也迅速从 2015 年 12 月初 100 左右的水平回落至次年 5 月 93 的低点。

图 4: 美国联邦基金利率、10 年期国债收益率和美元指数走势



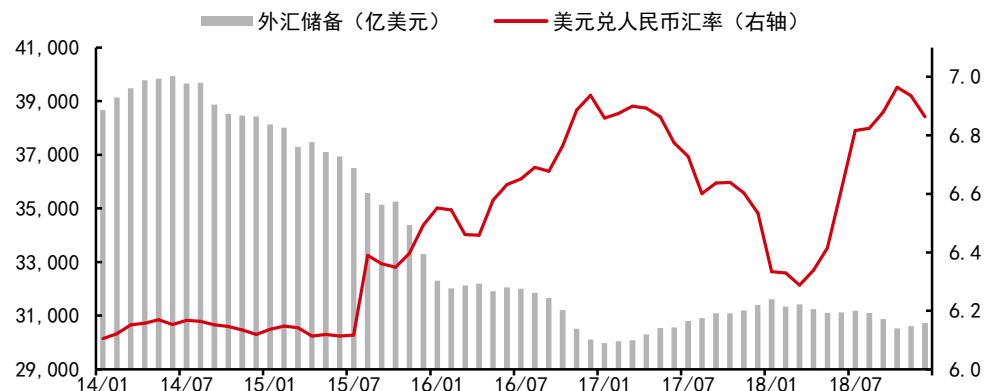
资料来源: Wind, 中信证券研究部

美元弱势和外储稳定意味着央行未来有更大的宽松余地

从中国自身角度，2015 年的“811”汇改后，人民币兑美元的汇率走势与中国的外汇储备变化大致趋同。外储于 2018 年 10 月底触底 3.05 万亿美元并反弹至 12 月底的 3.07 万亿美元，人民币兑美元汇率同期也升值近 2%，显示在稳住“3 万亿美元”的外储“底线”情况下，人民币汇率有一定的支撑。另外，从官方表态看，中美贸易代表团在 1 月 7-9 日的磋商结果偏正面。未来如果中美贸易关系继续缓和则人民币兑美元汇率有继续上行的压力。因此，我们判断 2019 年中国的货币宽松仍会加码，且进一步利用价格型工具来刺

激实体经济的融资需求。

图 5：中国外汇储备和美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，中信证券研究部

历史角度，中国在应对 2011 年以来的两轮经济增速下滑的过程中也运用了“降准+降息”的货币政策组合来托底增长：

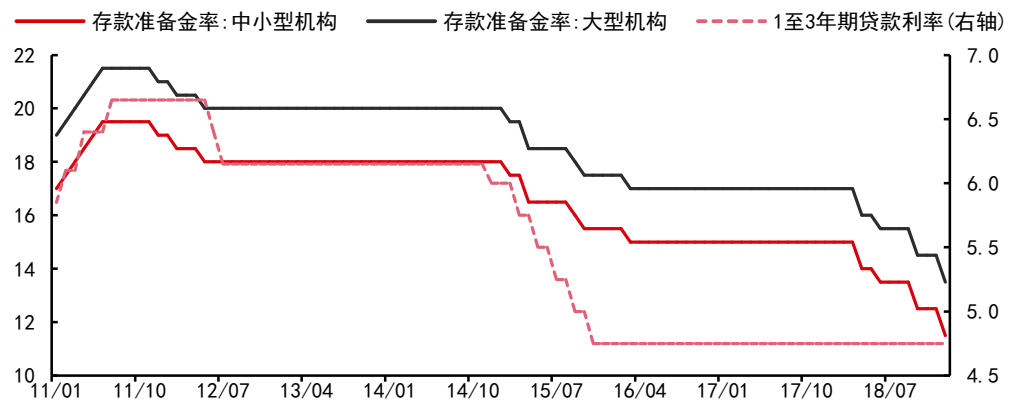
2011 年 12 月至 2012 年 7 月

主要受内部房地产调控（2010 年 70 个大中城市新建住宅价格指数月均上升 12.2%）和外部欧洲主权债务危机发酵，中国 GDP 增速从 2011 年 1 季度的 10.2% 快速滑落至 2012 年 3 季度的 7.5%，出口增速也从 35% 左右的高位骤降至接近 0% 的水平。为应对经济增速下滑，内地政府主要通过增加财政支出以及宽松货币政策来刺激经济。具体看，2012 年公共财政支出同比增加 15.4%，而央行也于 2011 年底至 2012 年 7 月连续降息 50bps、降准 150bps，M2 增速由 2012 年 1 月的 12.4% 反弹至 2013 年 4 月的 16.1%。

2014 年 12 月至 2016 年 3 月

受 2014 年后全球贸易扩张放缓（2015 年下半年至 2016 年初甚至陷入萎缩）以及全球货币竞争性贬值升级等问题，虽然中国 GDP 增速仅从 2015 年 1 季度的 7.0% 下滑至 4 季度的 6.8%，但 2015 至 2016 年，中国的外贸持续处于萎缩状态，2015 年 3 月进出口金额负增长更是高达 16.2%。面对外部需求疲弱以及“4 万亿”后愈发严重的产能过剩问题，除“8.11”汇改以及“供给侧结构性改革”外，中国再次回到货币政策宽松模式，2014 年 11 月至 2016 年 3 月，央行累计 6 次降息 140bps、5 次降准 300bps。

图 6：中国存款准备金率和中长期贷款利率（%）



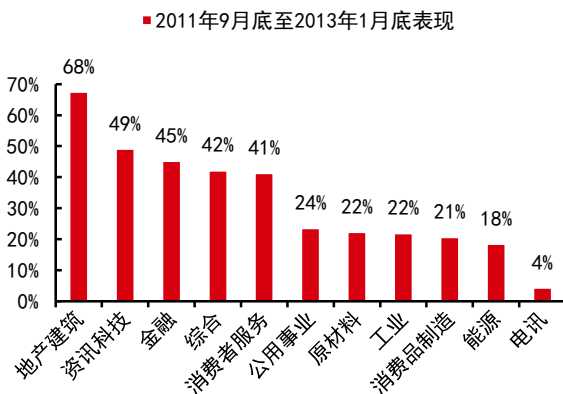
资料来源：Wind，中信证券研究部

投资建议

两轮货币宽松助推港股市场走出底部

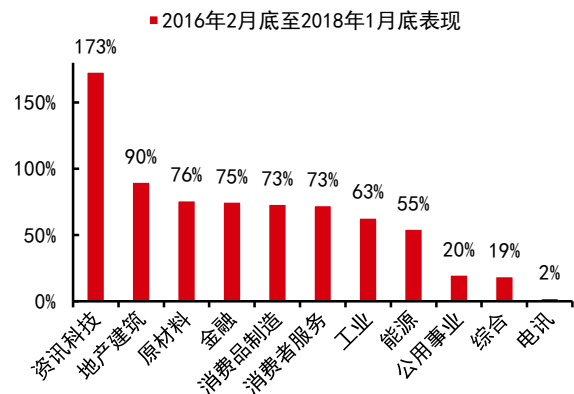
从时间角度，上文所述的两轮货币宽松大致都对应了港股市场分别走出 2011 年和 2015-16 年的两轮熊市。由于货币宽松主要从增强市场流动性，降低无风险利率、抬升估值以及减少财务费用这三方面影响股市，从行业表现来看，地产建筑、资讯科技和金融，这三大对流动性和利率水平最敏感的行业在两轮熊市后的上行幅度最大，而防御性强的电讯行业涨幅则最低，两轮分别仅上涨 4.3%和 2.3%。

图 7：2011 年 9 月底至 2013 年 1 月底港股行业表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：2016 年 2 月底至 2018 年 1 月底港股行业表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

流动性增强和无风险利率下行对于市场的系统性影响在我们 2018 年 11 月 12 日发布的《海外中资股 2019 年投资策略：否极，泰来》中已有详细分析，此篇报告不再重述。下文将主要从利率下行对财务指标的影响切入，分析降息对利率敏感行业的影响。

杠杆率

从“股东权益/带息债务”和“总负债/总资产”这两个比例来看，杠杆率较高的行业主要包括原材料、工业、公用事业和地产建筑，带息债务占比大，利率下行受益将最为明显。从趋势角度，2016年开启的供给侧改革已使得原材料和工业行业的杠杆率逐步企稳下降，不考虑其它因素，假设未来PPI不会大幅下行，导致中上游工业企业利润大幅下滑，则这两大行业的杠杆率预计不会显著抬升。而公用事业“股东权益/带息债务”的比例已从2015年的0.8倍降至2017年的0.7倍，资产负债率在2016和2017年也有所反弹。此外，地产建筑业的杠杆率从2010年开始也呈现不断上升趋势，“股东权益/带息债务”比例从2010年的1.6倍降至2017年的1.0倍，资产负债率同期也从56.3%提升至66.0%。

表 1: 各行业股东权益/带息债务比例 (倍)

板块	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
能源业	3.0	2.6	2.2	2.0	1.9	1.9	2.1	2.3
原材料业	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	1.0
工业	1.9	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
消费品制造业	2.8	2.7	2.7	2.2	2.1	2.3	2.4	2.3
消费者服务业	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
电讯业	3.9	5.0	3.9	4.2	4.3	4.3	3.9	4.5
公用事业	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
地产建筑业	1.6	1.4	1.4	1.2	1.3	1.3	1.2	1.0
资讯科技业	3.7	3.1	3.0	3.2	2.4	1.9	1.7	1.7
均值	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	1.8

资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 2: 各行业总负债/总资产比例

板块	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
能源业	42.9%	45.9%	47.3%	48.5%	48.5%	46.3%	45.5%	45.6%
原材料业	49.8%	52.1%	55.1%	58.3%	61.7%	63.3%	61.8%	58.2%
工业	52.4%	54.6%	57.2%	58.2%	59.1%	59.6%	60.9%	60.6%
消费品制造业	47.8%	48.1%	47.6%	50.4%	50.6%	48.9%	50.3%	50.7%
消费者服务业	52.8%	52.3%	51.8%	53.1%	53.3%	53.9%	55.5%	55.1%
电讯业	42.9%	40.3%	44.1%	43.7%	44.3%	47.3%	47.8%	44.4%
公用事业	64.1%	66.7%	66.0%	64.2%	61.2%	60.4%	60.7%	62.1%
地产建筑业	56.3%	58.0%	58.2%	59.6%	59.8%	59.7%	62.7%	66.0%
资讯科技业	54.7%	58.0%	58.0%	56.3%	58.6%	68.1%	66.6%	67.8%
均值	51.5%	52.9%	53.9%	54.7%	55.2%	56.4%	56.9%	56.7%

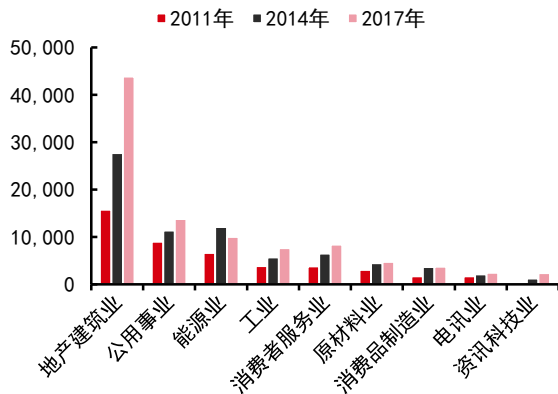
资料来源: Wind, 中信证券研究部

债务和偿债能力

总债务角度，地产建筑和公用事业的长期借款金额仍是最大，截止2017年底，分别高达4.4万亿港元和1.4万亿港元。此外，不考虑资讯科技行业，地产建筑业长期贷款的增速也是最快的，2010年至2017年CAGR高达19.6%。长期贷款占总贷款比例来看，

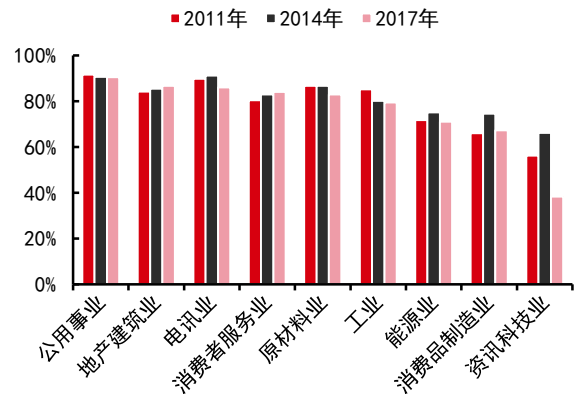
截止 2017 年底，公用事业和地产建筑业的比例也是最大，分别达 90.6%和 86.7%，高于非金融行业市场整体的 76.4%。

图 9：各行业长期贷款余额（亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

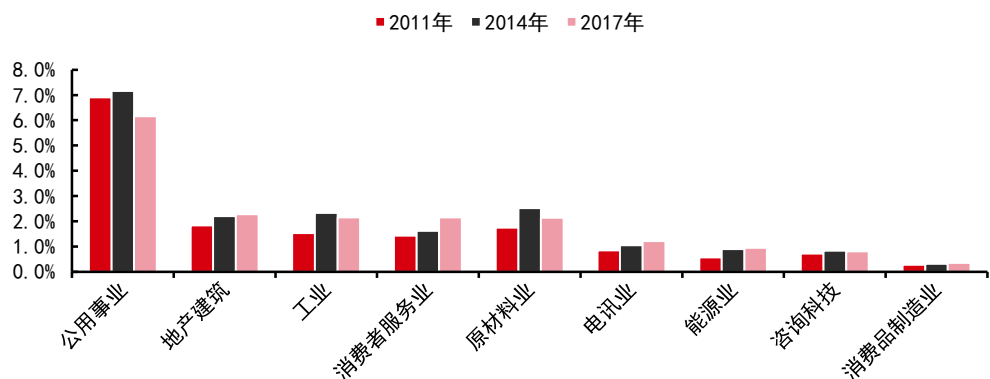
图 10：各行业年末长期贷款占总负债比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

利息支出占主营收入角度，截止 2017 年底占比较大的行业包括：公用事业（6.2%）、地产建筑（2.3%）、工业（2.1%）、消费者服务业（2.1%）、原材料业（2.1%）。但从趋势上看，公用事业、工业和原材料业的比例在近年有所下降，偿债能力有所提升；而地产和消费者服务业的利息支出占主营收入比例却有所上升，特别是后者从 2014 年的 1.6%上升至 2017 年的 2.1%。

图 11：各行业利息支出占主营收入比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

参考过去两轮货币宽松背景下的行业表现，我们判断今年央行若采用“降准+降息”的货币宽松组合，从财务角度，地产（内房股）和公用事业板块受益最大，而券商、科技板块预计将明显受益于流动性增强以及无风险利率下的下行。而降息导致的净息差收窄会对银行产生负面影响，此外，固收类投资占比较高的保险公司的投资收益也会受到一定影响，详细分析如下：

地产（内房股）

地产行业是流动性宽松和利率下行的最大受益者之一，不仅开发商将得益于资金成本的下降，按揭贷款利率的下行也帮助刺激购房需求。从主要分项财务指标来看：

- 利息支出：2018 年上半年，龙头企业恒大（50.8 亿港元）、万科（43.6 亿港元）和融创（29.9 亿港元）的利息支出金额最大，若利率下行，则预计将受益最明显。
- 长期贷款占比：2017 年年报显示，合景泰富集团（52%）、富力地产（49%）、花样年控股（44%）、越秀地产（41%）长期贷款占总负债比例最大。因此若利率下行，这些企业存量债务的成本预计下降幅度也较大。
- 已获利息倍数：2018 年上半年，花样年控股（1.8 倍）、富力地产（4.6 倍）、越秀地产（4.9 倍）的已获利息倍数相对较低，利息支出的下降将更显著地提高这些企业的财务安全边际。

表 3：内房股主要财务指标

证券代码	证券简称	2018H1 利息支出 (亿港元)	2018H1 已获利息倍数 (倍)	2017 年底长期贷 款占总负债比例	总市值 (亿港元)	市盈率(倍)
03333.HK	中国恒大	50.8	22.7	25%	3076.2	7.1
02202.HK	万科企业	43.6	8.0	13%	2993.4	8.3
01918.HK	融创中国	29.9	5.1	25%	1123.6	6.0
02777.HK	富力地产	25.8	4.6	49%	381.5	1.5
00817.HK	中国金茂	13.9	7.0	28%	406.7	7.2
01109.HK	华润置地	10.3	24.4	24%	2086.2	7.5
01777.HK	花样年控股	9.7	1.8	44%	51.9	3.7
00123.HK	越秀地产	8.2	4.9	41%	178.6	6.1
03377.HK	远洋集团	7.9	8.1	38%	262.8	4.6
01813.HK	合景泰富集团	7.6	5.6	52%	220.0	4.4
03900.HK	绿城中国	7.4	9.9	20%	127.5	4.0

资料来源：Wind，中信证券研究部；注：总市值和市盈率为 2018 年 12 月 31 日数据

除货币政策以外，近期对于地产开发商融资支持政策以及各地的行政管制放松也在不断推出，主要包括发改委发布的《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，支持房地产业营业收入大于 300 亿元的企业进行发债融资；以及广州、菏泽和衡阳等地的限购/限价政策的放松。结合当前的估值水平（PE TTM 从 2018 年 1 月底的 10.9 倍降至 12 月底的 5.7 倍），我们判断港股的地产建筑行业，特别是内房股，将受益于 2019 年的政策宽松。

公用事业

如前文所述，公用事业行业的股东权益/带息债务比例是各行业中最底的，同时，利息支出占主营收入的比例也远高于其他行业。因此，利率下行不仅对行业的利润率将有提振，也有助于行业杆杆率的降低。我们梳理出港股上市的主要公用事业企业，从主要分项财务指标来看：1) 利息支出占主营收入比例：2017 年，华能新能源（20.6%）、中广核电力

(14.0%)、龙源电力(12.3%)、中国电力(9.8%)、大唐发电(9.1%)占比最高; 2) 从长期借款占总负债和总负债占总资产比例来看, 比例较高的主要包括: 中广核电力、大唐发电、北京控股、中国光大国际、北控水务集团。综合判断, 若利率下行, 此两类企业受益的力度相对较大。

表 4: 主要公用事业企业负债率指标

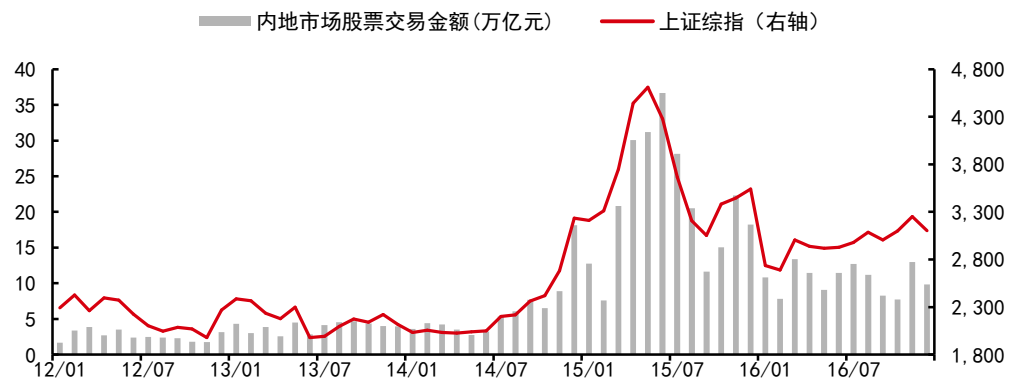
证券代码	证券简称	利息支出占主营 收入比例	长期借款占总负 债比例	总负债占总资 产比例	总市值(亿港 元)	市盈率
00384.HK	中国燃气	1.5%	43.2%	60.1%	1414.9	20.4
00902.HK	华能国际电力股份	6.5%	43.0%	72.9%	1160.4	100.3
01816.HK	中广核电力	14.0%	74.1%	71.5%	845.3	9.2
02688.HK	新奥能源	1.1%	24.9%	65.9%	780.6	22.4
00836.HK	华润电力	5.4%	49.0%	63.5%	724.5	12.6
01193.HK	华润燃气	1.2%	15.3%	57.6%	689.4	16.5
00991.HK	大唐发电	9.1%	63.1%	74.5%	558.1	15.5
00392.HK	北京控股	2.8%	58.6%	53.8%	523.8	7.1
01071.HK	华电国际电力股份	6.3%	46.0%	73.9%	502.2	17.7
00257.HK	中国光大国际	4.7%	58.5%	60.8%	431.2	11.0
00916.HK	龙源电力	12.3%	45.5%	63.4%	428.3	7.4
00371.HK	北控水务集团	6.8%	52.5%	67.1%	375.6	9.0
00958.HK	华能新能源	20.6%	50.4%	70.5%	221.9	5.6
02380.HK	中国电力	9.8%	48.7%	62.1%	174.6	15.1
01635.HK	大众公用	5.5%	15.9%	59.3%	144.0	15.7
00855.HK	中国水务	3.8%	42.6%	61.0%	134.8	10.8

资料来源: Wind, 中信证券研究部; 注: 债务指标均从 2017 年年报数据计算, 总市值和市盈率为 2018 年 12 月 31 日数据

券商

由于券商板块具有极强的 β 属性, 市场交易额和市场表现对行业都有巨大影响。货币宽松背景下, 除了充裕的流动性能为股市带来增量资金, 资金成本的下降也能降低无风险利率, 提高权益类资产的估值。市场表现来看, 2011 年 12 月降准后, 内地市场股票交易金额迅速从 2012 年 1 月的 1.66 万亿元上升至 3 月的 3.86 万亿元。而 2014 年底开始的“水牛”行情更是助推交易额从 2015 年 1 月的 12.77 万亿元飙升至 2015 年 6 月的 36.66 万亿元。

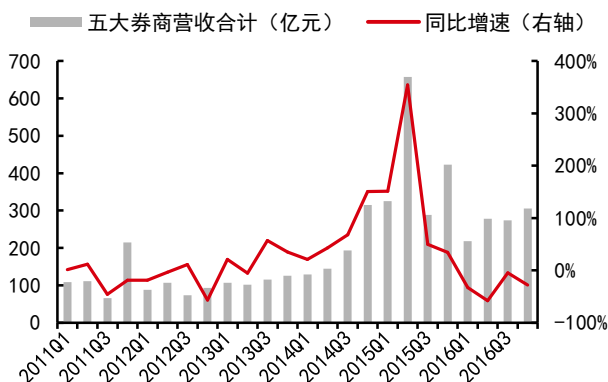
图 12: 内地市场股票交易金额和上证综指



资料来源: Wind, 中信证券研究部

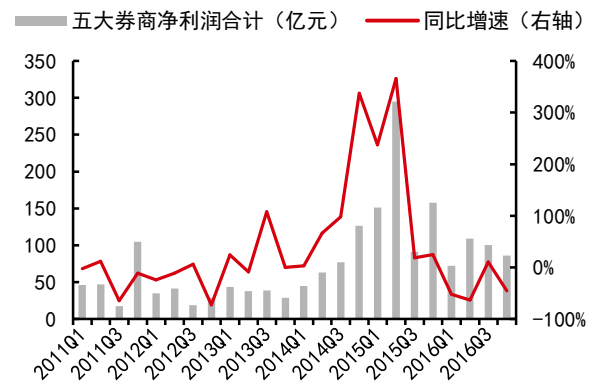
港股上市的五大内地券商业绩（中信证券、海通证券、广发证券、招商证券、光大证券）与市场表现也高度吻合。五大券商的合计营收同比增速从 2011Q4 的-19.1%反弹至 2012Q3 的 11.2%，同期的合计净利润增速也从-11.4%上升至 6.4%。此现象在 2015 年上半年的“水牛”行情中更为明显，2015Q2，五大券商的合计营收和净利润同比增速分别高达 354.5%和 366.1%。因此，若未来央行进一步推行货币政策的宽松，预计将利好港股上市的内地券商板块。

图 13: 五大券商营收合计和同比增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 14: 五大券商净利润合计和同比增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

科技股

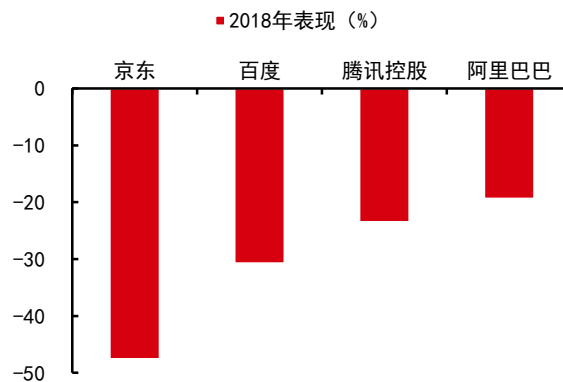
受相对较高的估值（高估值行业通常对利率的变化更敏感）、盈利增速放缓以及政策等因素影响，2018 年科网股跌幅显著。除了恒生资讯科技业指数年内跌去逾 30% 以外，BATJ 在 2018 年的跌幅也达到 19.3% 至 47.6% 的区间，且估值也已有较为充分的回调（虽然 2018 年中国实施了货币宽松，但由于 BAJ 在美国上市，估值也受到美联储货币紧缩影响），腾讯的市盈率也从年初的 53.5 倍收窄至年底的 30.4 倍。未来无风险利率若继续下降，压迫估值的因素将消失，实际盈利趋势会再次成为驱动科技股股价表现的主要因素。

图 15：2018 年恒生资讯科技业表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：2018 年 BATJ 表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

另外，从战略创新角度，中国也将发展壮大新动能，推动互联网与实体经济深度融合。以科技龙头为代表的海外上市的中资企业不仅引领着中国互联行业持续前进，未来也将推动互联网、大数据、人工智能等新兴行业与制造业结合，大力发展先进制造业或是发展实体经济的可行渠道。因此，我们判断海外中资科技龙头在 2019 年有望迎来反弹。

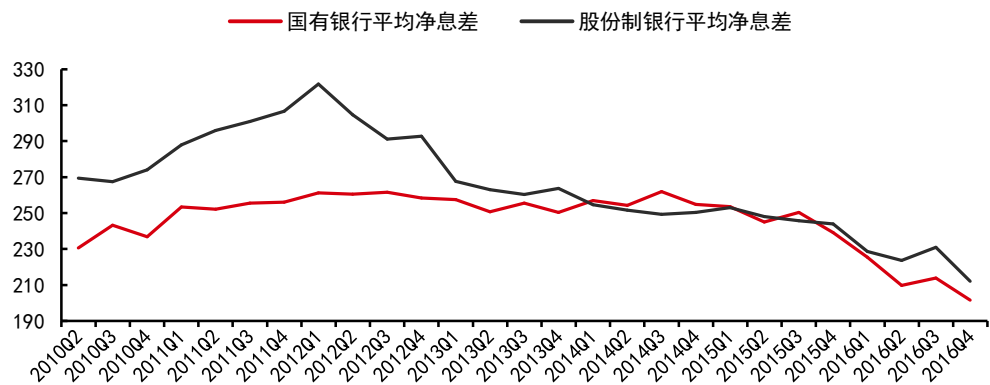
个股角度，我们认为游戏版号审批冻结、媒体广告竞争压力等因素导致腾讯中报不及预期。虽然短期内游戏和广告业务承压，但公司社交和游戏的市场地位依然稳固，且长期来看，小程序日活跃用户超过 2 亿、已形成超级生态，将进一步为其广告业务打开空间。2018Q3，腾讯营收维持 24% 的同比增长，其中广告收入增速达 47%。我们判断目前市场已消化游戏监管政策带来的负面影响，公司未来两年预计仍能保持 20% 左右的盈利增速。

银行

总体来看降息对银行的影响偏负面。虽然货币宽松刺激经济增长，提升银行资产质量，但利率的下行却压缩银行的净息差，拖累整体盈利增速。以港股上市的 6 家国有银行（农业银行、交通银行、工商银行、光大银行、建设银行、中国银行）和 3 家股份制银行（中信银行、民生银行、招商银行）为例：

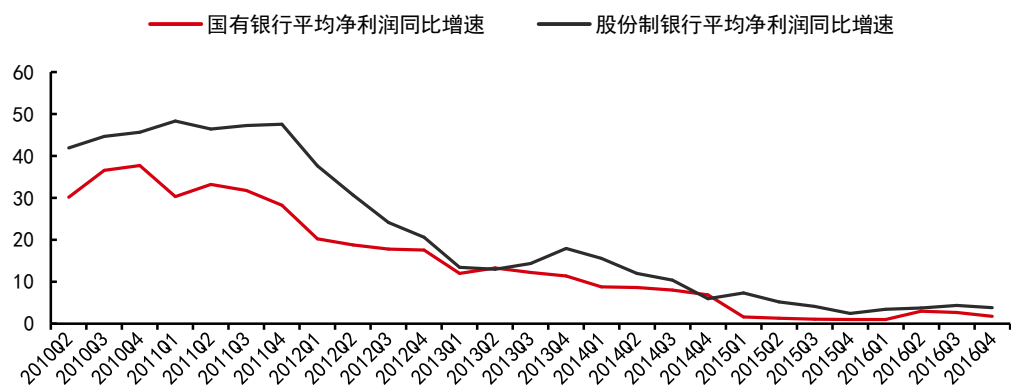
- 2011 年底货币宽松开启后，国有银行的平均净息差从 2012Q1 的 261bps 降至 2013Q2 的 251bps，而股份制银行的平均净息差更是从 322bps 下滑至 263bps；同期，国有和股份制银行的平均净利润增速分别从 20.2% 和 37.6% 降至 13.3% 和 14.4%。
- 2014Q4 至 2016Q2，国有和股份制银行的平均净息差分别从 255bps 和 250bps 降至 210bps 和 224bps；同期，两者的平均净利润增速分别从 6.9% 和 6.0% 降至 3.0% 和 3.7%。

图 17: 港股上市的六大国有银行和三大股份制银行平均净息差 (bps)



资料来源: Wind, 中信证券研究部; 注: 国有银行包括: 农业银行、交通银行、工商银行、光大银行、建设银行、中国银行; 股份制银行包括: 中信银行、民生银行、招商银行

图 18: 港股上市的六大国有银行和三大股份制银行平均净利润同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部; 注: 国有银行包括: 农业银行、交通银行、工商银行、光大银行、建设银行、中国银行; 股份制银行包括: 中信银行、民生银行、招商银行

保险

对于保险公司来说, 虽然整体盈利与货币政策变化的相关性并不显著, 但由于固收类资产占投资组合比例较大, 利率下行对投资收益会造成一定负面影响。从 2018H1 利息及股息收入占总总收入比例来看, 中国平安 (24.0%) 和新华保险 (20.6%) 的占比最大。而就港股上市的四大内地保险公司角度, 中国太保 (81.8%) 和中国人寿 (80.8%) 的固定收益类投资占总投资资产的比例较大。因此, 不考虑对固收类资产资本利得的影响, 利率下行对主要保险公司的投资收益都会有一定的负面效应。

表 5: 港股保险公司 2018H1 投资收益占总收入比例

证券代码	证券简称	2018H1 利息及股息收入 (亿港元)	2018H1 总收入 (亿港元)	占比	总市值 (亿港元)
2318.HK	中国平安	1639.1	6823.8	24.0%	12085.8
1336.HK	新华保险	202.5	984.0	20.6%	1327.0
2628.HK	中国人寿	719.0	4764.4	15.1%	6084.0
2601.HK	中国太保	309.2	2423.2	12.8%	2743.4
6060.HK	众安在线	4.8	48.2	10.0%	368.2

0966.HK	中国太平	135.2	1382.4	9.8%	772.7
1508.HK	中国再保险	50.7	736.2	6.9%	679.7
1339.HK	中国人民保险集团	197.1	3196.5	6.2%	2454.5
2328.HK	中国财险	102.7	2105.6	4.9%	1781.6

资料来源: Wind, 中信证券研究部; 注: 总市值为 2018 年 12 月 31 日数据

表 6: 四大保险公司截止 2017 年底固守类投资占比

公司	固定收益类投资 (亿元)	投资资产合计 (亿元)	占比
中国太保	8847.7	10812.8	81.8%
中国人寿	20942.8	25932.5	80.8%
新华保险	5052.8	6883.2	73.4%
中国平安	16800.7	24494.7	68.6%

资料来源: Wind, 公司年报, 中信证券研究部

配置建议

结合对 2019 年海外市场的展望以及货币政策宽松加码的预期, 若政策宽松则有望受益的板块, 我们建议投资者关注基建和地产, 以及有望迎来反弹的科技股龙头, 同时也可关注港股的内地券商板块:

1) **基建**: 经济增速下行周期中, 基建是拉动投资的重要措施。结合 2019 年赤字率或上调、新增专项债额度预计增加以及稳增长的主基调, 我们判断 2019 年全口径的基建投资增速或将反弹至 5% 左右的水平, 利好相关铁路和建筑等领域。

2) **地产**: 基于货币政策宽松的预期, 预计内房股将受益, 且近日个别城市已开始放松限购和限价等措施, 未来行政管制或有望继续放松。

3) **科技**: 2018 年中资科网股跌幅显著, 未来无风险利率若下降则影响估值的因素将消失。此外, 中国推动互联网与实体经济深度融合仍将主要依靠 BATJ 为代表的科技龙头。鉴于市场已消化游戏版号审批冻结影响, 小程序为其广告业务打开空间, 我们首推腾讯。

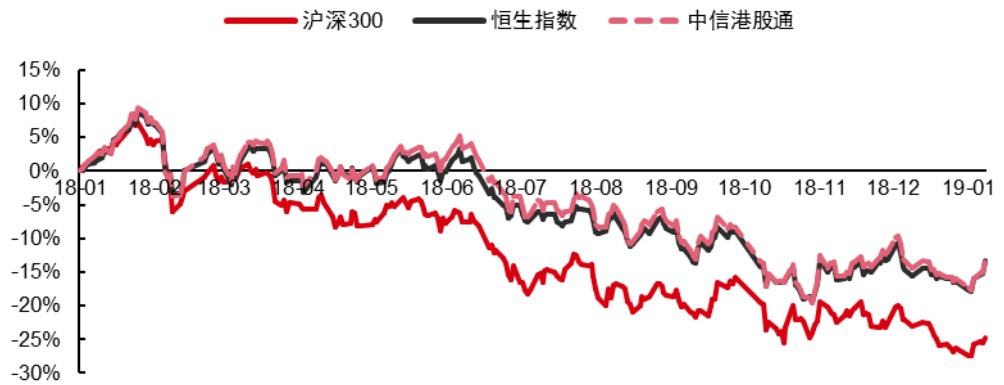
风险因素

90 天内中美谈判无果, 且中国的政策对冲低于预期。

一周海内外市场行情速览

本周随着美联储释放谨慎加息的信号, 中美贸易谈判有序进行, 海内外市场结束了之前一周剧烈的调整开始回暖。截至本周三 (1 月 9 日), 美股方面道琼斯工业指数、纳斯达克指数以及标普 500 较上周同期涨幅均在 5% 以上; 欧洲三大股指英国富时、法国 CAC40、德国 DAX 周涨幅在 3% 左右; 新兴市场表现相对优于发达市场, MSCI 发达市场指数上涨 3.75%, 而 MSCI 新兴市场指数上涨 4.05%。恒生指数上涨 5.30%, 上证综指和深证成指分别上涨 3.21% 和 4.18%。

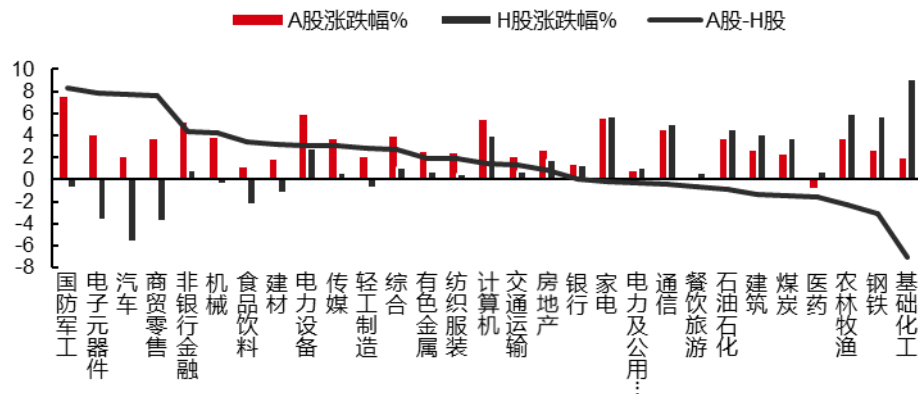
图 19: 恒生 vs 沪深 300 行情表现



资料来源: Wind, 中信证券研究部

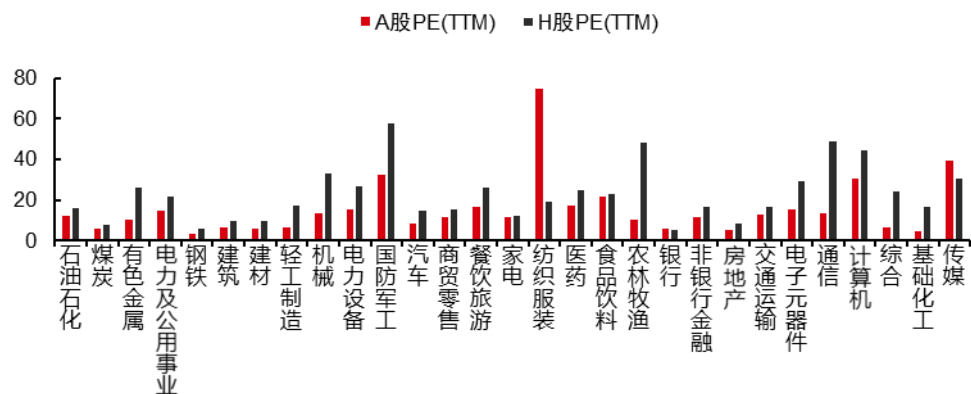
行业涨跌方面, 本周 A 股、港股市场全面上涨。港股市场 21 个中信一级行业录得正收益, 领涨的行业包括基础化工、农林牧渔、家电、钢铁及通信等, 领跌的行业包括汽车、商贸零售和电子元器件。A 股较港股表现更优, 除医药和餐饮旅游微跌之外, 其余行业均上涨, 领涨行业包括国防军工、电力设备、家电、计算机以及非银行金融等。

图 20: 过去一周 AH 行业涨跌对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 最新 AH 行业估值对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 南北资金流向跟踪

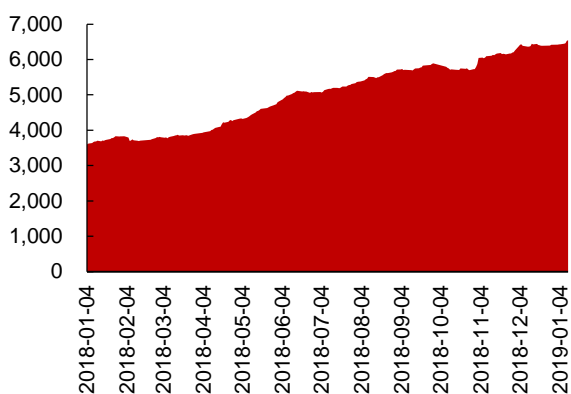
从总量流动来看，“北暖南寒”

从南北向资金总量来看，北向资金持续回暖，本周出现大幅净流入，而南向资金在新年的第二周仍延续上周净流出的态势。

截至周三（1月9日），今年北向资金共流入112亿元，累计流入6546亿元。从高频数据来看，步入2019年的过去两周，北向资金出现了较大的净流入，伴随着A股市场小幅转暖，海外资金也恢复对A股的增持。本周沪股通净流入59.4亿元，深股通净流入49.0亿元，合计净流入约108.4亿元。

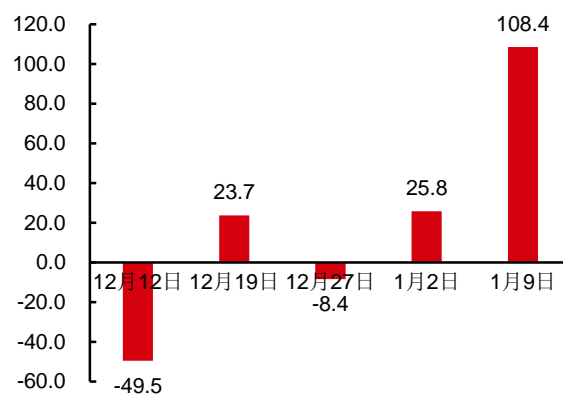
今年南向资金共流出-51.25亿港元，已累计流入8024亿港元。从高频数据来看，过去五周南向资金总体情况低迷，南向资金自2018年12月中下旬以来又开始陆续净流出，本周三较上周同期相比净流出达37.4亿港元。

图 22：2018 年初至今北向资金累计流入量（亿元）



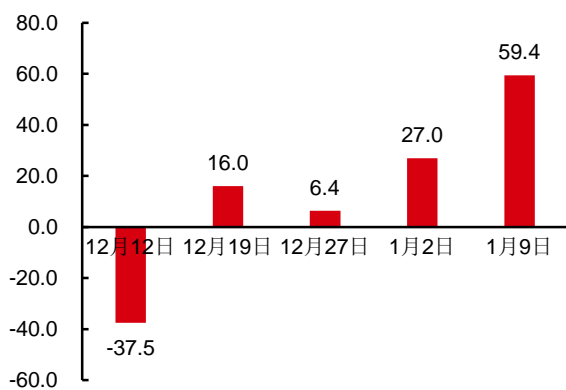
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：过去五周北向资金流入量（亿元）



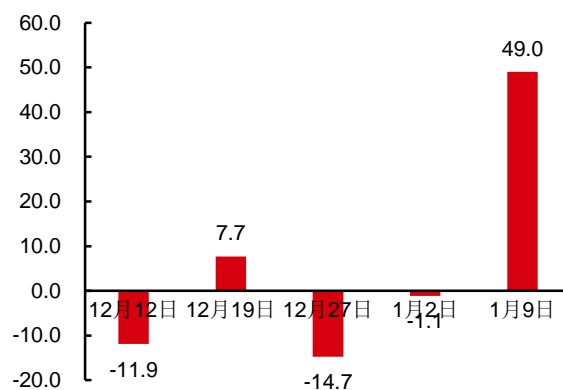
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：过去五周沪股通流入资金量（亿元）



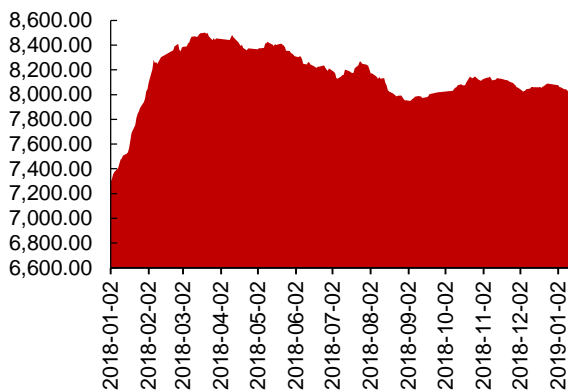
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 25：过去五周深股通流入资金量（亿元）



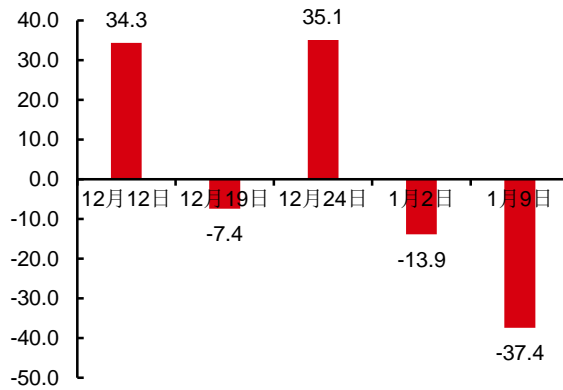
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26: 年初至今南向资金累计流入量 (亿港元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

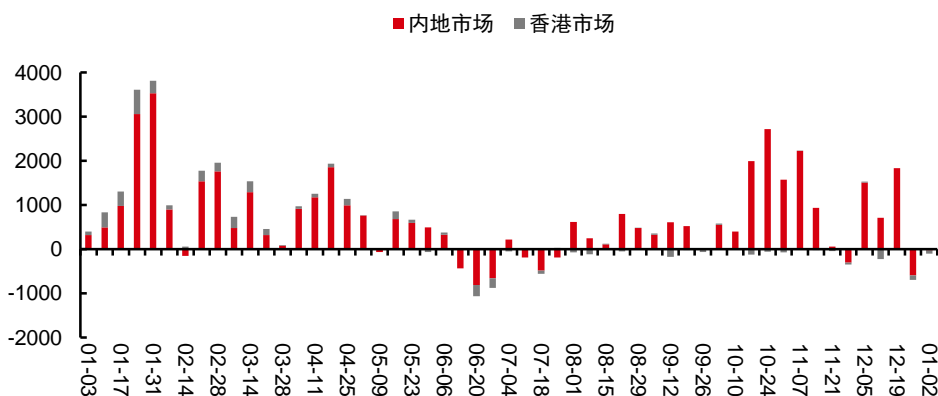
图 27: 过去五周南向资金流入量 (亿港元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

从 EPFR 跟踪数据来看, 最近一周净流出内地的海外资金规模已大幅缩小。2018 年 12 月 26 日-2019 年 1 月 2 日, 内地股票型基金净流出规模从之前一周的-59.7 亿美元缩小至-2.6 亿美元, 与互联互通下的资金流动变化趋势一致。

图 28: 2018 年初至今流入中国内地和香港股票市场资金 (百万美元)



资料来源: EPFR, 中信证券研究部

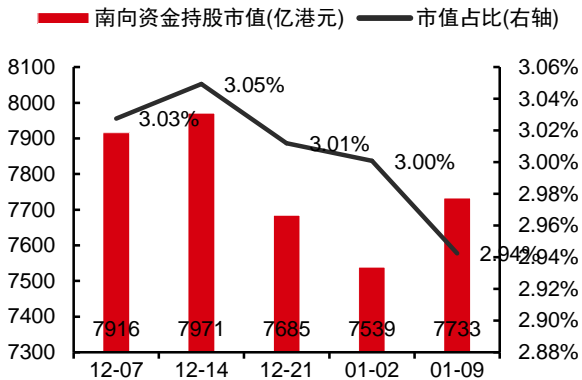
南北向资金持股市值变化

截至 1 月 9 日, 南向资金持股市值达 7733 亿港元¹, 较之前一周环比+2.6%, 略有上升, 但持股市值占港股通股票池全样本自由流通市值 (以下简称“南向持股市值占比”) 的 2.94% (环比-6bp), 已连续四周下降, 说明持股市值增加是市场上涨所致, 但南向资金仍然在减持。

¹ 剔除非陆股通股票池的持股市值部分。

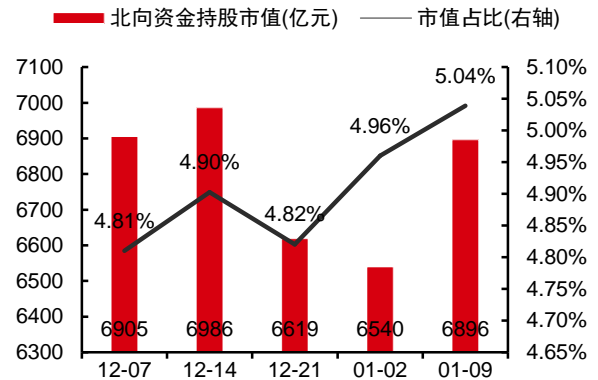
北向资金方面系统持股市值达 6896 亿人民币（环比+5.4%），本周北向资金持股市值反弹，且持股市值占陆股通股票池全样本自由流通市值²（以下简称“北向持股市值占比”）的 5.04%（环比+8bp）。

图 29：过去五周南向资金持股市值变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：过去五周北向资金持股市值变化



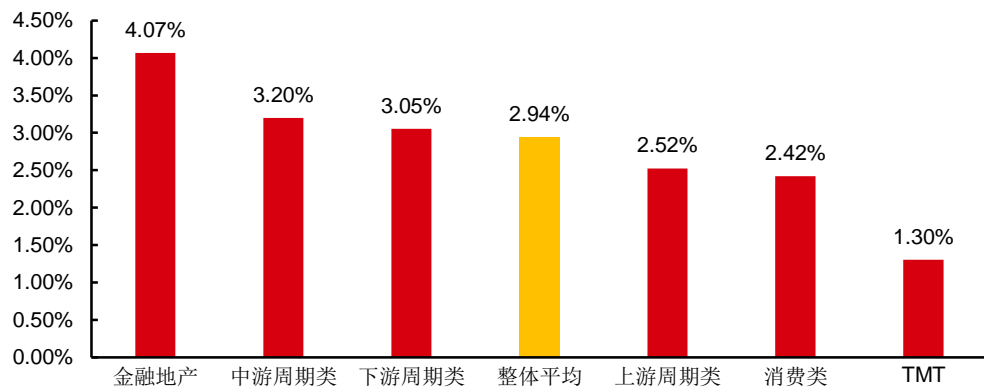
资料来源：Wind，中信证券研究部

南北向资金持股变化详解

南向资金

大类板块方面，我们以港股通股票池为全样本，根据中信 28 个一级行业（剔除“综合”）和以下分类方式划分大类板块，统计自成立以来各板块系统持股市值的变化规律。

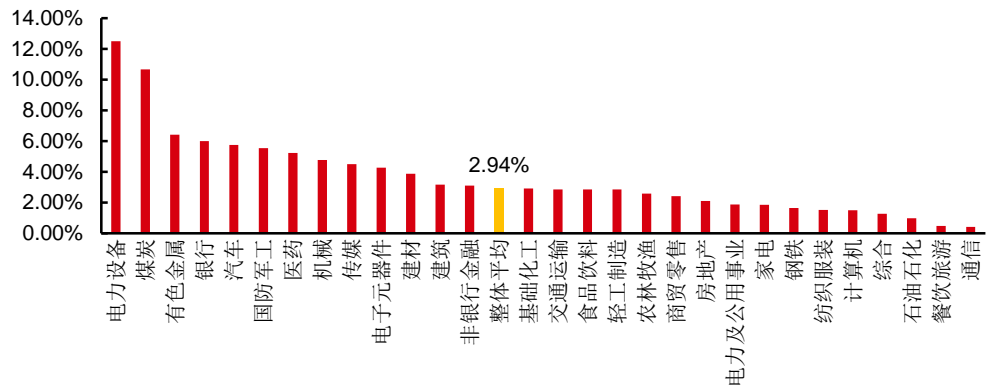
图 31：南向资金持股市值占自由流通市值比例（大类板块）



资料来源：Wind，中信证券研究部

²自由流通股市值（自由流通股本*股价）：（流通股本—其他扣除数）*股价，其他扣除数主要包括：1. 持股>=5%的大股东持有的流通股份；2. 持股<5%的股东持有的流通股份，考虑一致行动人（即和>=5%股东有关联关系或者虽然持股<5%，但关联方累计>=5%）；3. 前 10 大股东或前 10 大流通股股东中公布的高管持股数，一般全流通情况下扣除 75%，（因为公司法规定高管每年实际可流通的不超过其持股数的 25%，其他情况视上市公司具体公布情况）；***以上不包含基金、基金管理公司、社保基金、保险公司、财务公司、企业年金、券商、券商集合理财、信托公司、银行等金融机构。

图 32：南向资金持股市值占自由流通市值比例（中信一级行业）

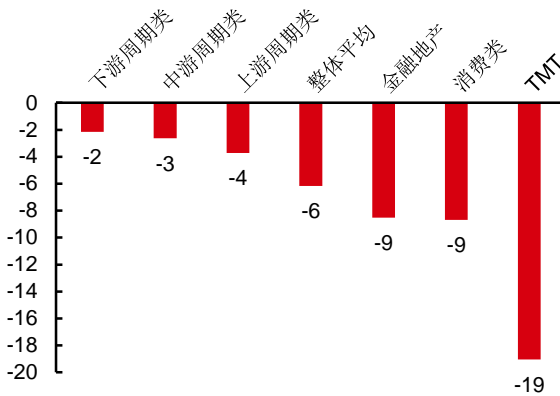


资料来源：Wind，中信证券研究部

南向持股市值占比在过去四周一直是下降的，这与南向资金流动方向一致。过去五周南向资金持股市值占比整体减少了 6bp，这一变化也充分体现在了大类板块上。可以看到无论是从过去五周还是一周的维度，南向资金都在减持各个板块，尤其是消费和 TMT 板块。

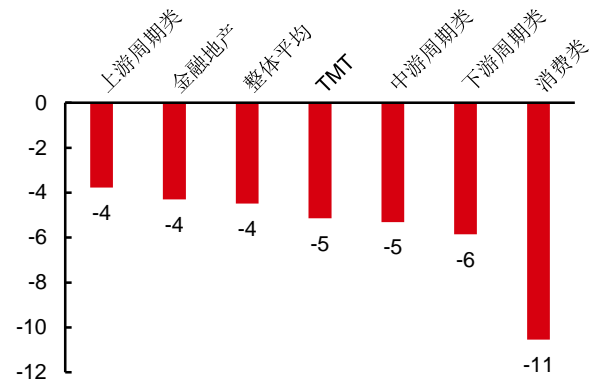
具体到行业层面，消费中的医药行业自开年以来持续受去年带量采购价格大幅低于市场预期的负面影响，导致市场持续回调，中信港股医药行业指数 1 月 2 日、3 日均下跌 4% 以上，直至本周才止跌反弹；而电子元器件则受苹果公司下调盈利预期影响，港股苹果产业链相关公司受市场进一步减持。

图 33：过去五周南向资金持股市值占比变化 (bp)



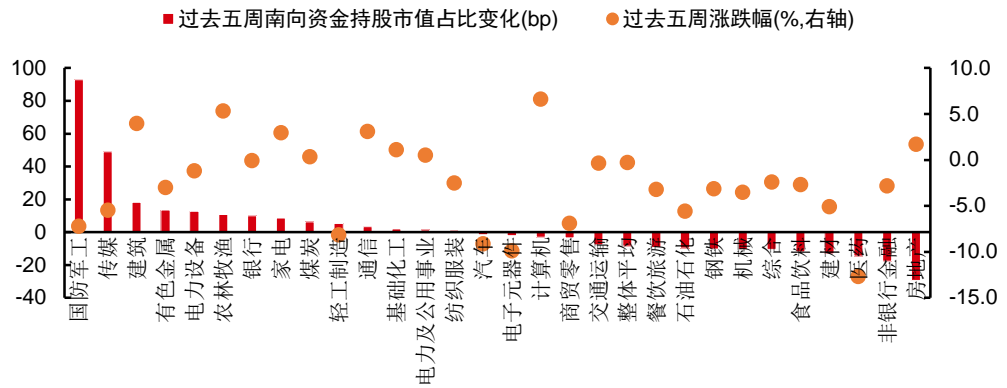
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：过去一周南向资金持股市值占比变化 (bp)



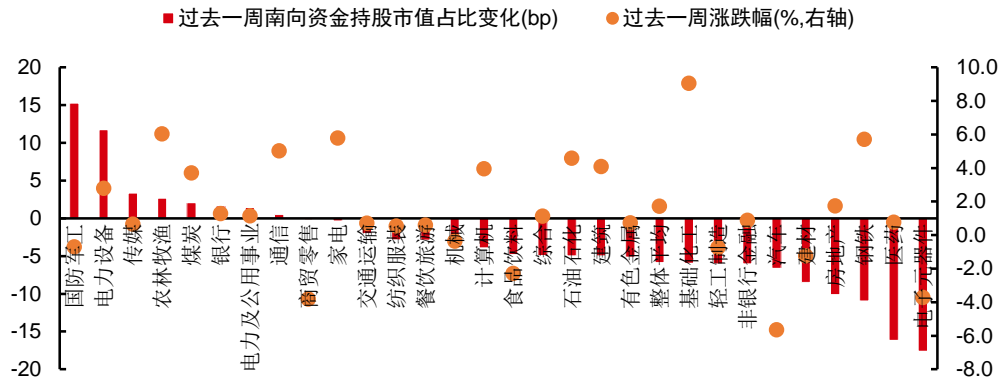
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35: 过去五周南向资金持股市值占自由流通市值比例变化 (中信一级行业)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 36: 过去一周南向资金持股市值占自由流通市值比例变化 (中信一级行业)

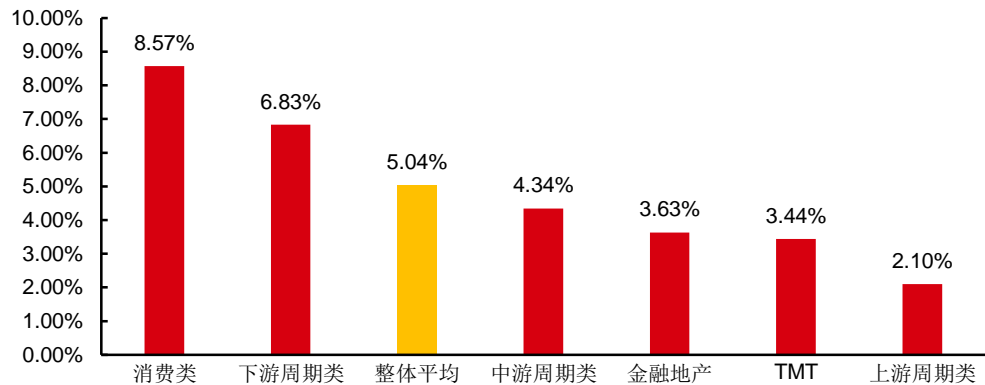


资料来源: Wind, 中信证券研究部

北向资金

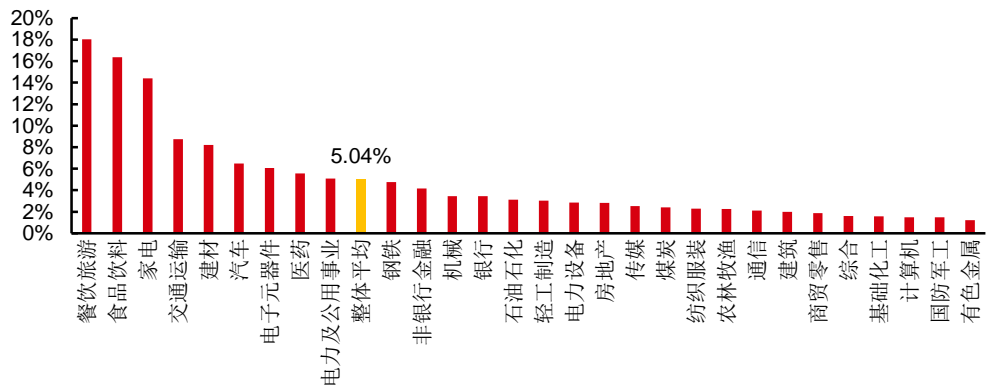
截至 1 月 9 日, 北向资金持股市值较上周反弹。从板块和行业角度来看, 北向资金在过去五周大量增持了消费板块 (家电、餐饮旅游、食品饮料等行业)。

图 37: 北向资金持股市值占自由流通市值比例 (大类板块)



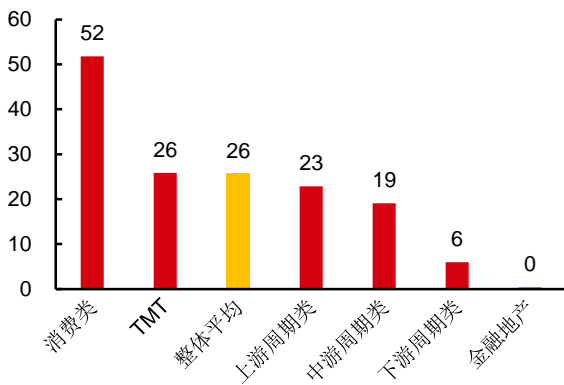
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 38：北向资金持股市值占自由流通市值比例（中信一级行业）



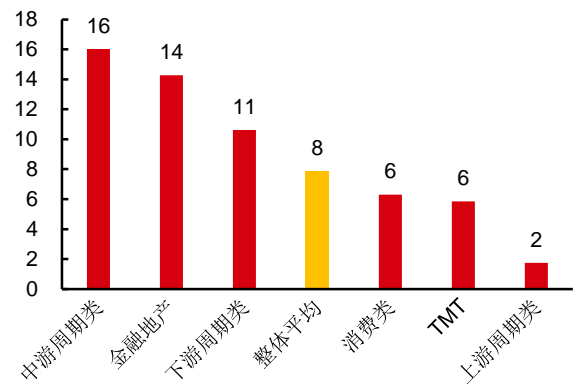
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39：过去五周北向资金持股市值占比变化 (bp)



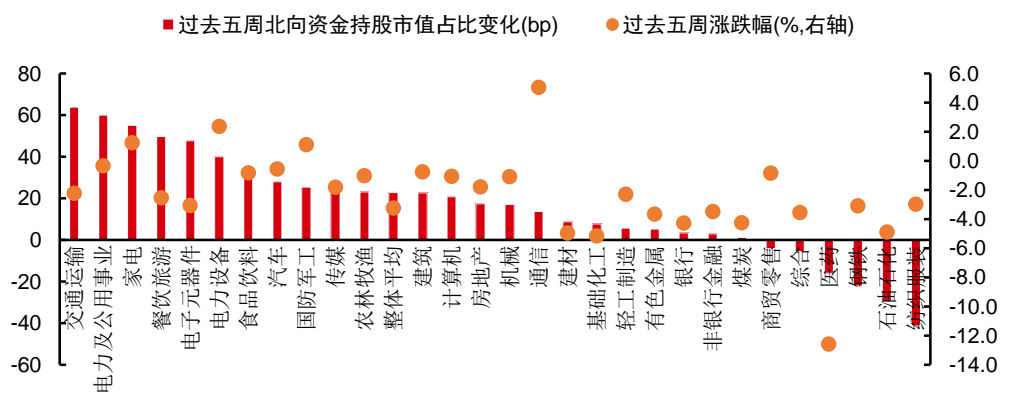
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 40：过去一周北向资金持股市值占比变化 (bp)



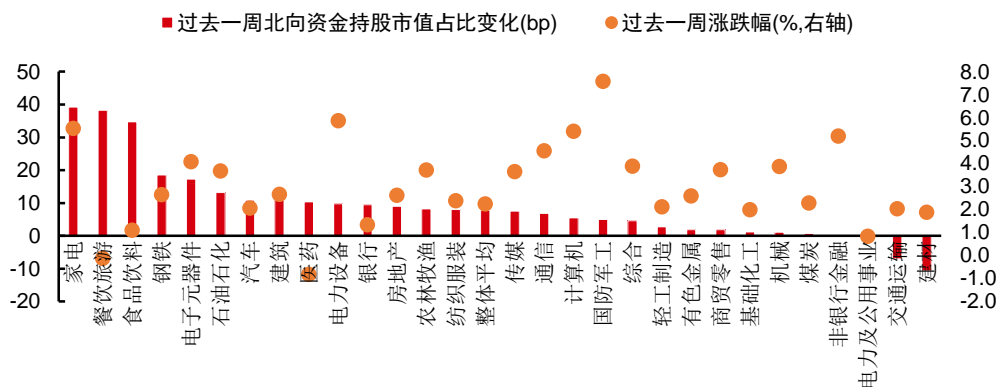
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 41：过去五周北向资金持股市值占自由流通市值比例变化（中信一级行业）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 42: 过去一周北向资金持股市值占自由流通市值比例变化 (中信一级行业)

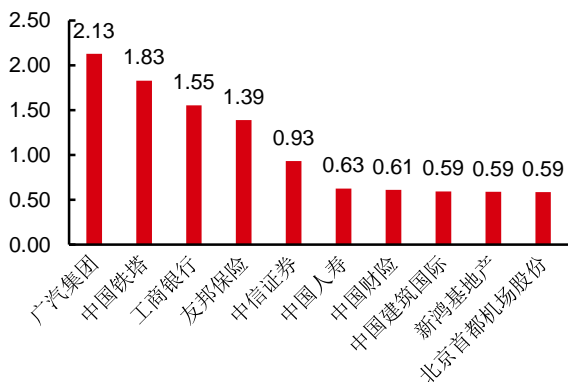


资料来源: Wind, 中信证券研究部

个股跟踪

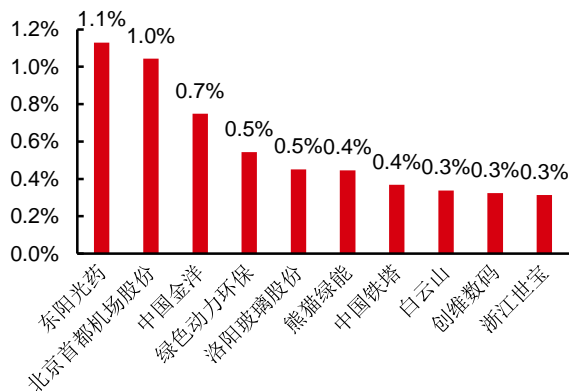
本周南向资金主要买入的个股仍然以金融板块为主 (工商银行、友邦保险、中国人寿)、此外基建 (中国建筑国际) 及汽车板块 (广汽集团) 龙头公司受到资金跟踪。

图 43: 本周南向净买入 Top 10



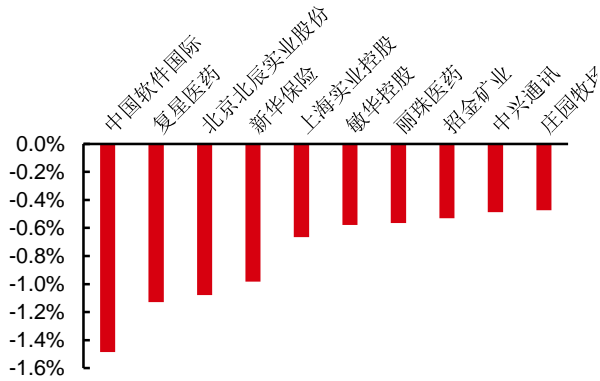
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 44: 本周南向持股比例上升最快 Top10 (%)



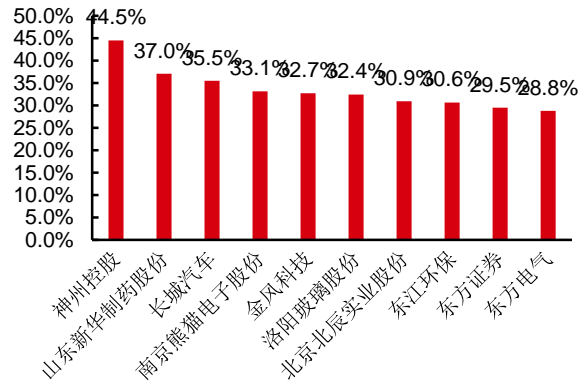
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 45: 本周南向持股比例下降最快 Top10 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

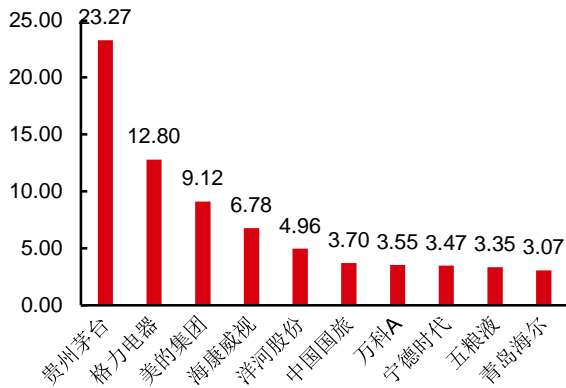
图 46: 累计南向持股比例 Top10



资料来源: Wind, 中信证券研究部

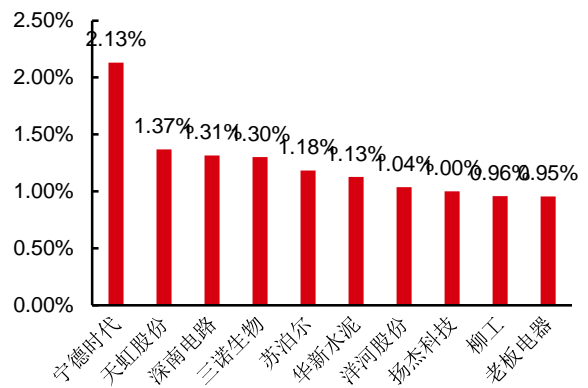
本周北向资金主要买入消费板块, 如白酒类的贵州茅台、洋河股份、五粮液等, 家电类的格力电器、美的集团等。

图 47: 本周北向净买入 Top 10



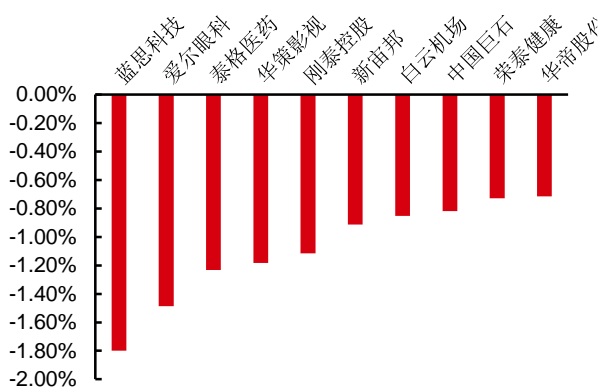
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 48: 本周北向持股比例上升最快 Top10 (%)



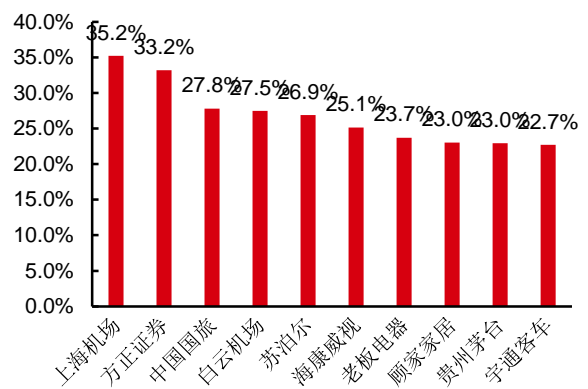
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 49: 本周北向持股比例下降最快 Top10 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 50: 累计北向持股比例 Top10



资料来源: Wind, 中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。