

估值“弹簧”具备向上弹性

——广发港股策略论 10 月第 2 期

报告摘要:

● 港股策略周论: 估值“弹簧”具备向上弹性

本周中美贸易谈判取得阶段性成果。中美贸易对市场波动和估值的影响机制如何? 港股又如何选择受益板块? 本期策论我们就此进行剖析。

一个即将签订的书面协议将对风险偏好产生正面影响。中美关系若延续前期由“加征关税→‘技术脱钩’→‘资本脱钩’”的路径演绎, 对于全球风险资产都构成潜在的威胁, 港股作为离岸市场承受了“不能承受之重”。

港股估值如“弹簧”, 中美因素既是“压力”, 也是“拉力”。当缓和预期增强, 汇率波动和恒指波动率中枢下移, 估值“弹簧”则体现出向上弹性。港股低 PE、高风险溢价的特征使得市场更容易形成“正反馈”。

关注低估价值股, “AH 折价、高股息”是重要线索。1) 结合业绩趋势, 配置 AH 折价明显的港股中资金融股, 以银行、保险为代表; 2) 从股息率出发, 关注性价比较高的港股中资银行、汽车、地产等。

市场策略: 或出现一波反弹, 继续看好港股低估、超跌机会。中期内, 我们仍看好香港中资股“盈利稳、估值升”带来的市场机会; 略超市场预期谈判结果尽管不是“扭转乾坤”的胜负手, 但利于市场情绪短期转暖。板块配置上, 继续关注“确定性”主线, 短期维持中资高股息个股配置, 关注部分超跌低估板块的反弹机会, 如中资金融股、汽车、地产等。

● 市场概览与情绪跟踪

本周(10.7-10.11)恒生指数上涨 1.89%, 板块方面, 恒生一级行业全部上涨, 医疗保健业涨幅最大, 资讯科技业涨幅最小。HVIX 指数小幅上涨, 港股看跌看涨期权比例、主板沽空比例小幅下跌。

● 宏观流动性与估值跟踪

本周(10.7-10.11)离岸人民币兑美元汇率大幅升值, 10 年期美债收益率上涨至 1.73%, 中美利差缩窄至 140BP。WTI 原油价格大幅上涨至 54.9 美元/桶。恒生指数 PE 9.42 倍, 低于历史均值。

● 一致预期 EPS 跟踪

本周(10.7-10.11)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。

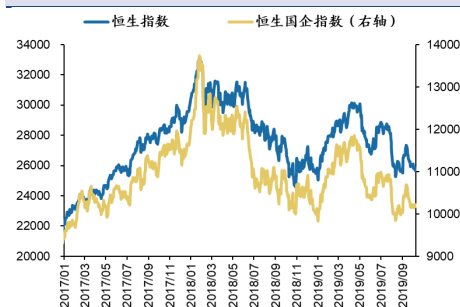
● 南下北上资金跟踪

本周(10.7-10.11)北上资金净流入 33.9 亿元, 南下资金净流入 70.9 亿元, 港股成交额中南下资金参与占比小幅下降。

● 风险提示

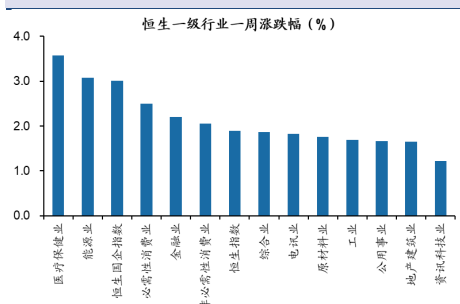
美元、美债利率上行; 国内信用收紧; 盈利不达预期、贸易格局恶化。

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:

国庆外盘震荡之源: 衰退疑云 2019-10-07

重现:——广发港股策略论 10 月第 1 期

高 AH 溢价并不是“万能灵药”:——广发港股策略论 9 月第 4 期

若美股下跌, 港股能否“脱钩”? :——广发港股策略论 9 月第 3 期

联系人: 朱国源

zhuguoyuan@gf.com.cn

目录索引

一、港股策略周论：估值“弹簧”具备向上弹性.....	5
1.1 港股估值就像“弹簧”，中美贸易既是“压力”，也是“拉力”.....	5
1.2 关注低估价值股，“AH 折价、高股息”是重要线索.....	7
1.3 投资策略：或出现一波反弹，继续看好港股低估、超跌机会.....	9
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: 中美贸易加征关税的时间演变图.....	6
图 2: 中美贸易恶化, 人民币贬值、恒指 EPS 下调.....	6
图 3: 纵向来看, 港股的“离岸”风险溢价较高.....	6
图 4: 横向相比, 港股隐含的风险溢价较高.....	6
图 5: 随着 AH 溢价率持续走高, 南下资金流入增加.....	7
图 6: AH 银行溢价率超 20%, 4 大行溢价介于 15%-30%.....	7
图 7: 券商板块 AH 溢价率较高.....	8
图 8: 保险板块 AH 溢价率不断抬升.....	8
图 9: 关注高股息的港股地产、金融中资股.....	8
图 10: GICS 二级行业中, 地产、汽车、银行股息率较高.....	8
图 11: 恒生香港 35 指数 PE.....	8
图 12: 恒生香港 35 指数 PB.....	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: GICS 一级行业指数最新 PE 分位情况.....	12
图 30: GICS 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：估值“弹簧”具备向上弹性

国庆后市场情绪有所提升，全球股市普涨，本周港股恒生指数、恒生国企指数分别上涨1.89%、3.01%。板块方面，恒生一级行业全部上涨，医疗保健业涨幅最大，资讯科技业涨幅最小。

本周市场最为关注的事件无疑是中美经贸磋商。从谈判结果来看，中美双方取得了一个“相互妥协”后可接受的实质性进展，离岸人民币汇率、AH和美股市场均对此反应积极。在市场对中美贸易问题几乎“脱敏”之际，一个略超市场预期结果尽管不是“扭转乾坤”的胜负手，但至少也让估值的“弹簧”向上反弹一阵。

尤其对于港股而言，割裂的全球化、社会事件阴霾让市场情绪压抑过久，中美贸易缓和、离岸人民币汇率反弹或让市场紧绷的神经稍微得到放松。**中美贸易对市场波动和估值的影响机制如何？若贸易缓和下估值反弹，港股又如何选择受益板块？**在市场短期利空暂时减少之时，我们有必要对类似问题进行展开。

1.1 港股估值就像“弹簧”，中美贸易既是“压力”，也是“拉力”

本周中美贸易谈判取得阶段性成果。10月10日至11日在华盛顿举行的第十三轮中美经贸高级别磋商，双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展。按当地时间11日白宫发布会观点，本轮谈判缓和了中美贸易的两大核心问题：

1) 在未来3-5周，中美达成书面协议，极大可能是APEC智利峰会上签署协议，预计包括防止竞争性贬值的汇率和货币协议、中国金融市场开放、知识产权保护等；

2) “将关税从25%增加到30%”的方案将延期实施，而原定于12月15日实施的额外的关税取决于特朗普的最终决定；

我们认为，尽管中美后续的变数仍然存在，但在市场几乎“脱敏”之际，一个即将签订的书面协议将对风险偏好产生正面影响。中美关系若延续前期由“加征关税→‘技术脱钩’→‘资本脱钩’”的路径演绎，对于全球风险资产都构成潜在的威胁。

尤其近期中美出现“资本脱钩”的迹象，加剧了长线投资者的担忧。以美国限制中国企业在美上市最具代表性，典型事件包括：1) 6月5日，美国参议员Marco Rubio等4人提交EQUITABLE Act要求美国监管机构可检查总部设在香港和中国的在美上市完整的审计报告，若无法完全遵守，上市公司将被要求退市；2) 9月27日，白宫考虑向美国对中国的投资加以限制，包括摘牌在美上市中国公司、限制政府养老金投资中国市场等。

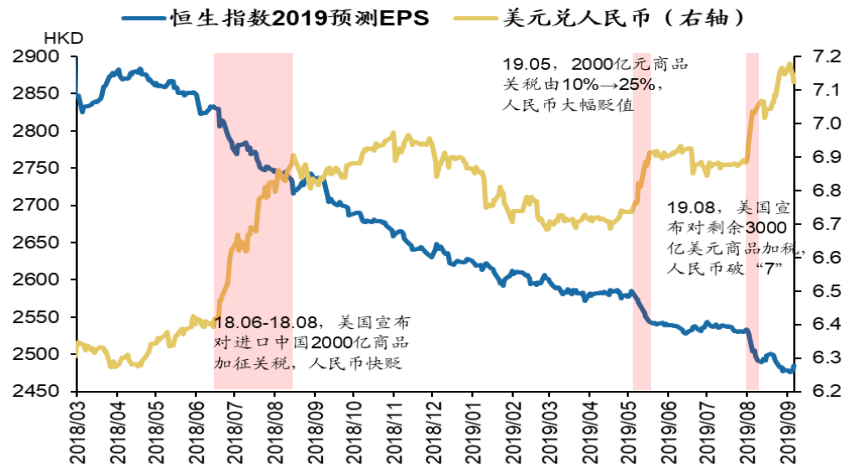
从中国权益市场的表现来看，从贸易关税到中美“脱钩”，加上美欧贸易冲突，割裂的全球化让AH股市的估值饱受压制。尽管A股近期有所“脱敏”，但港股作为离岸市场依然承受了“不能承受之重”，主要的影响包括：1) 波动性更高于A股，因此估值承压更甚；2) 人民币贬值“破7”，EPS一致预期在中美关系恶化时下调；3) 短期套利型外资流出增加，加上社会事件冲击，市场情绪趋于悲观。

图1: 中美贸易加征关税的时间演变图



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

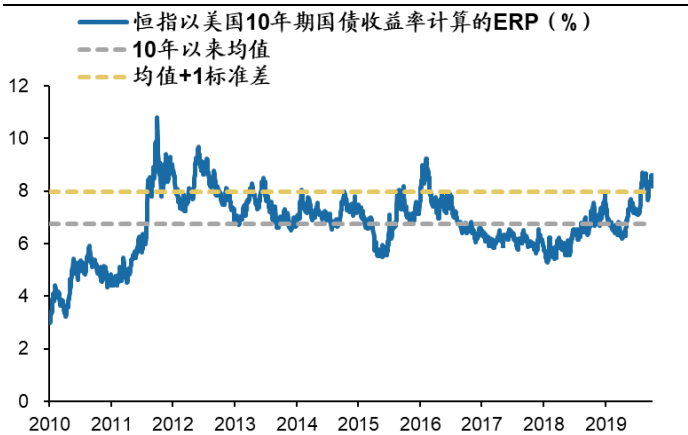
图2: 中美贸易恶化, 人民币贬值、恒指EPS下调



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

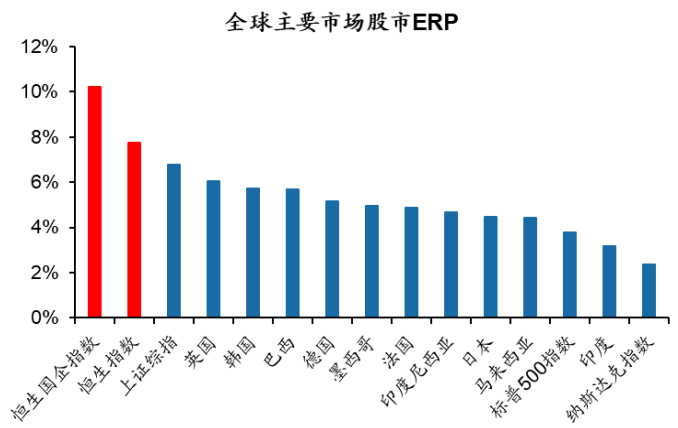
不过放眼长周期, 港股的估值一方面恰似“钟摆”, 围绕“价值锚”均值回归; 另一方面又如“弹簧”, 基本面“稳中有升”时, 海外因素既是“压力”, 也是“拉力”, 往往增加估值的波动——当贸易缓和预期增强, 汇率波动和恒指波动率中枢趋于下移, 估值“弹簧”则体现出向上弹性。港股低PE、高风险溢价特征(恒指“离岸”和隐含的ERP已足够高)支撑该判断, 海外风险缓和后易形成“正反馈”。

图3: 纵向来看, 港股的“离岸”风险溢价较高



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图4: 横向相比, 港股隐含的风险溢价较高



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

1.2 关注低估价值股，“AH折价、高股息”是重要线索

海外风险因素渐次好转后，长线乐观者可能“不再孤单”，短期资金或增加流入。8月中下旬以来，我们强调港股长线看多的理由在于：全球“资产荒”背景下，港股低估值、高股息的优势是不可多得的核心竞争优势，随着海外及南下配置型资金的不断入场，市场的波动可通过“时间复利”来对冲。而伴随中美贸易阶段性缓和，部分短线套利者围绕“波动率下降+人民币贬值暂缓”的思路，增加对港股市场的头寸及配置。

当资金流入形成“合力”之时，港股低估值、高股息成为最惹人注目的优势。关于港股估值反弹背景下的行业配置，无论是长线配置型的投资者，还是事件驱动型的交易者，两者共同的关注点无疑首先会集中在低估值、超跌的价值类板块和个股上，背后的内在逻辑非常朴素、也易于被投资者理解，即估值的“弹簧”被压抑太久，“便宜是硬道理”。

如何选择？考虑到中资股盈利“稳中有升”的趋势更为显著，我们建议寻找其中估值“弹簧”向上弹性较高的品种。**AH折价和高股息是两条重要线索，中资银行、地产、汽车等公司或受益：**

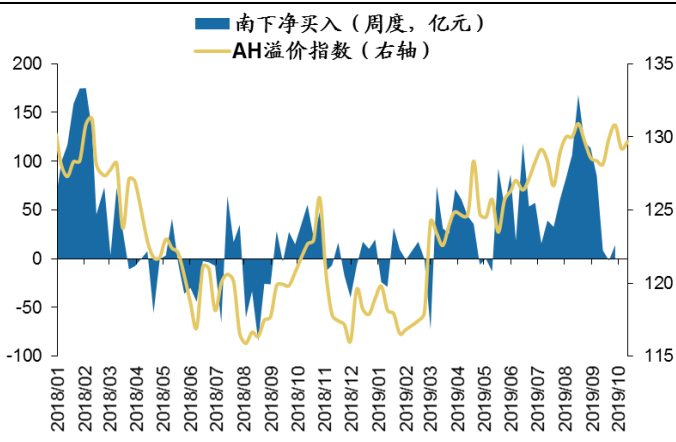
第一，结合业绩趋势，配置AH折价较明显的港股中资金融板块。

随着AH溢价指数走高，南下资金加大港股配置，而注重长线配置的保险、理财资金青睐业绩和ROE稳定、高股息率的港股高折价金融股，其中银行、保险、券商各有优劣：银行估值更低且分化派息稳定；券商折价率更高但稳定性更弱；保险长线逻辑较顺但个股间分化显著。

第二，从股息率出发，关注性价比较高的港股中资银行、汽车、地产等。

“资产荒”背景下，港股高股息是不可多得的一大优势。从板块分布来看，港股GICS一级行业中，静态股息率较高的板块包括房地产、金融和公用事业等；二级行业中，高股息板块包括银行、汽车、运输、媒体、房地产等。结合中报业绩情况，建议关注匹配性较高的中资银行、汽车、房地产等（参考报告《“基本盘”显韧性，早周期待蓄势——2019年港股中报业绩深度专题》，2019-9-5）。

图5：随着AH溢价率持续走高，南下资金流入增加



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：AH银行溢价率超20%，4大行溢价介于15%-30%



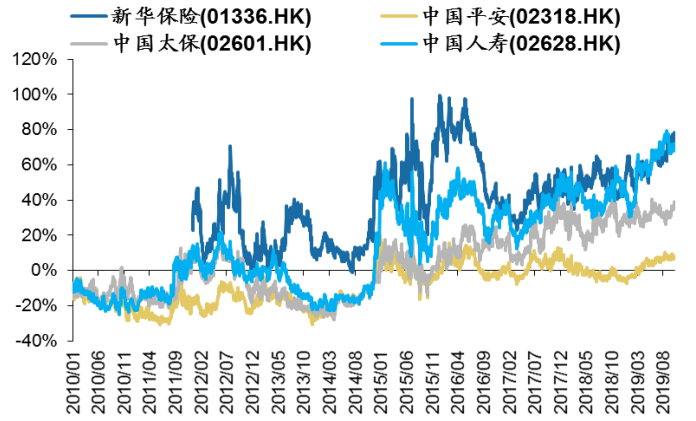
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7: 券商板块AH溢价率较高



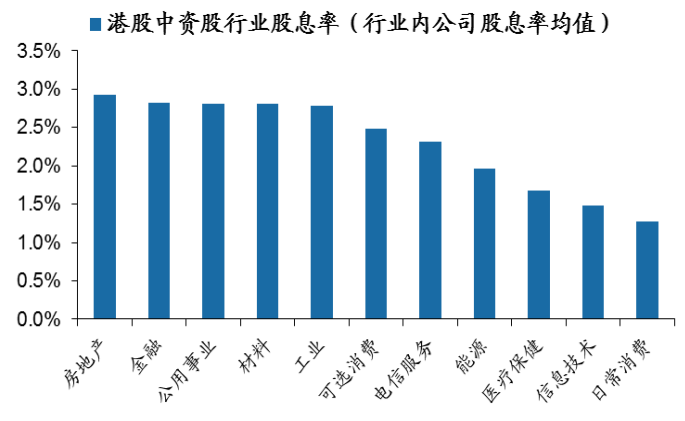
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 保险板块AH溢价率不断抬升



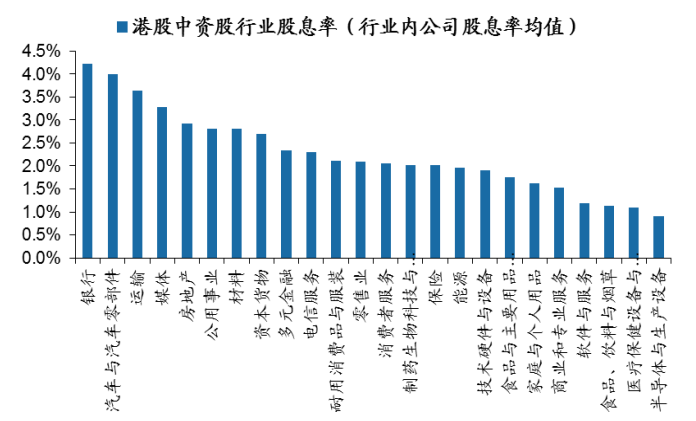
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 关注高股息的港股地产、金融中资股



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

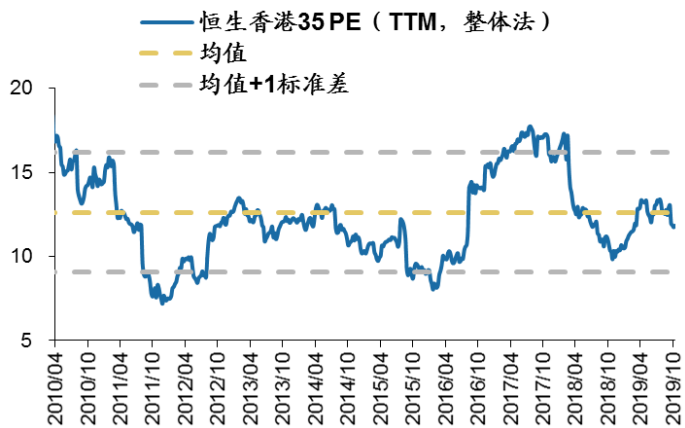
图10: GICS二级行业中, 地产、汽车、银行股息较高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

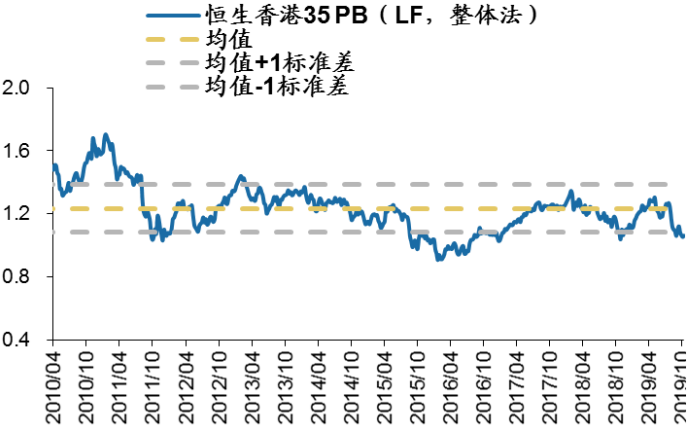
市场仍然“悬而未决”的方向在于香港本地股。社会事件阴霾依然笼罩, 对香港经济造成显著冲击, 政府预计三季度GDP可能出现负增长。本轮香港本地股估值明显回落 (PB降至历史下限附近), 考虑到类美元资产的属性, 本地股在联储降息周期中本应较为受益。预计社会事件仍压制香港地产、零售、酒店盈利, 但若香港施政报告中提及增加土地供应等政策优惠, 或改善本地金融、地产公司的增长预期。

图11: 恒生香港35指数PE



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图12: 恒生香港35指数PB



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.3 投资策略：或出现一波反弹，继续看好港股低估、超跌机会

中美双方取得了一个“相互妥协”后可接受的实质性进展，离岸人民币汇率、AH和美股市场均对此反应积极。中美关系没有沿循“加征关税→‘技术脱钩’→‘资本脱钩’”的路径继续恶化，对于提升市场风险偏好具有一定支撑作用。

长期而言，港股的估值有如“弹簧”，当基本面“稳中有升”时，海外因素既是“压力”，也是“拉力”，往往增加估值的波动——当贸易缓和预期增强，汇率波动和恒指波动率中枢趋于下移，估值“弹簧”则体现出向上弹性。港股低PE、高风险溢价的特征使得海外风险释放后容易出现“正反馈”。

海外风险因素渐次好转后，长线乐观者可能“不再孤单”，短期资金或增加流入。当资金流入形成“合力”之时，港股低估值、高股息成为最惹人注目的优势。“便宜是硬道理”，我们认为AH折价和高股息是两条重要线索：

第一，结合业绩趋势，配置AH折价较明显的港股中资金融板块。南下保险、理财资金青睐业绩和ROE稳定、高股息率的港股高折价金融股，尤以AH溢价较高的港股银行、保险股为代表。

第二，从股息率出发，关注性价比较高的港股中资银行、汽车、地产等。“资产荒”背景下，港股高股息是不可多得的一大优势。结合中报业绩情况，建议关注匹配性较高的中资银行、汽车、房地产等。

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。短期市场主要受中美贸易和本地社会事件影响，当前略超市场预期的谈判结果尽管不是“扭转乾坤”的胜负手，但至少也让估值的“弹簧”倾向于向上反弹。

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**。

市场概览与情绪跟踪：本周（10.7-10.11）恒生指数上涨1.89%，板块方面，恒生一级行业全部上涨，医疗保健业涨幅最大，资讯科技业涨幅最小。HVIX指数小幅上涨，港股看跌看涨期权比例、主板沽空比例小幅下跌。

宏观流动性与估值跟踪：本周（10.7-10.11）离岸人民币兑美元汇率大幅升值，10年期美债收益率上涨至1.73%，中美利差缩窄至140BP。WTI原油价格大幅上涨至54.9美元/桶。恒生指数PE 9.42倍，低于历史均值。

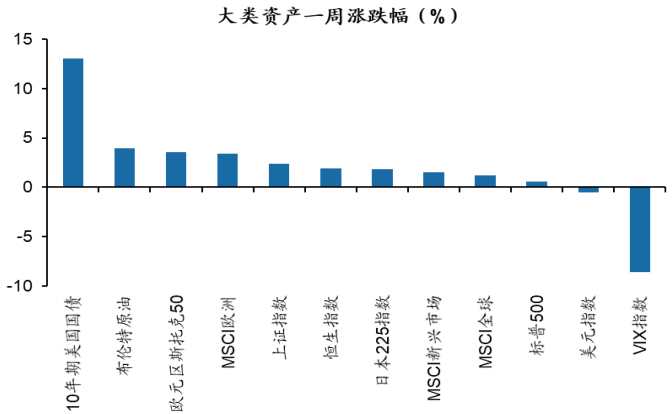
一致预期EPS跟踪：本周（10.7-10.11）彭博对于恒生指数与国企指数19年EPS增速一致预期小幅下调。

南下北上资金跟踪：本周（10.7-10.11）北上资金净流入33.9亿元，南下资金净流入70.9亿元，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

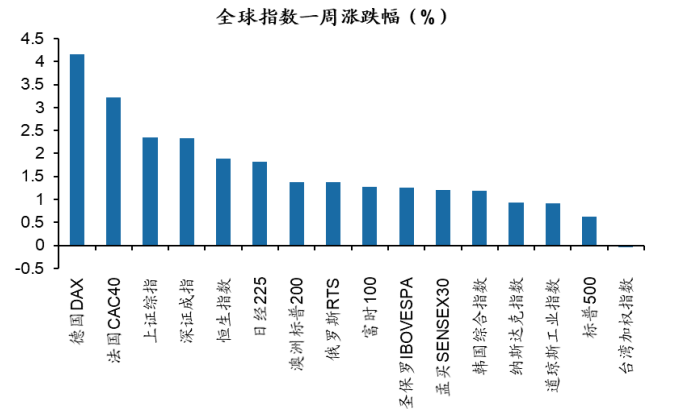
2.1 市场概览与情绪跟踪

图13: 全球大类资产一周涨跌幅



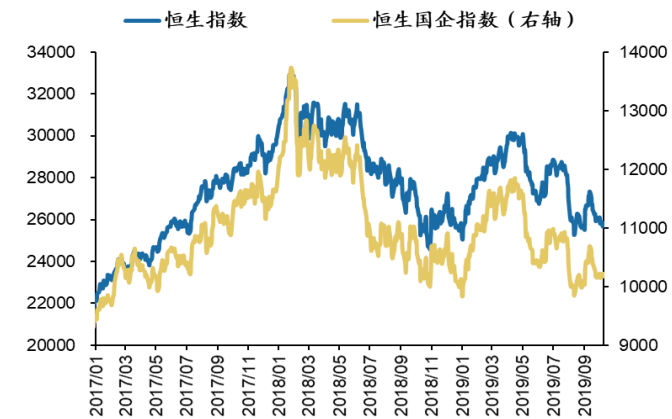
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 全球股市一周涨跌幅



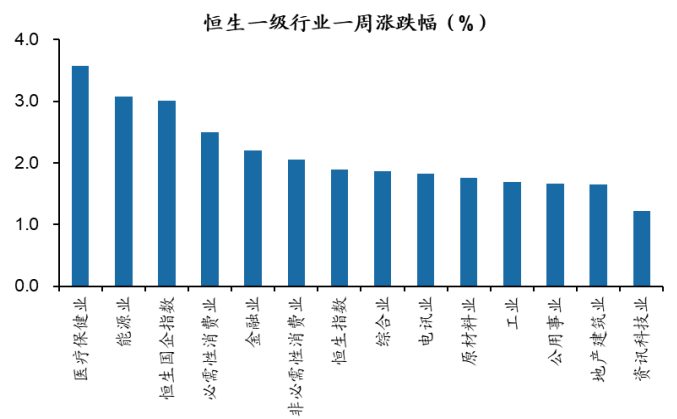
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 恒生指数与恒生国企指数走势



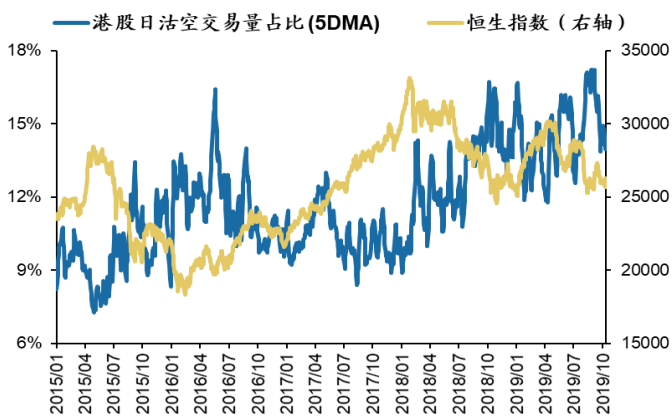
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 恒生一级行业一周涨跌幅



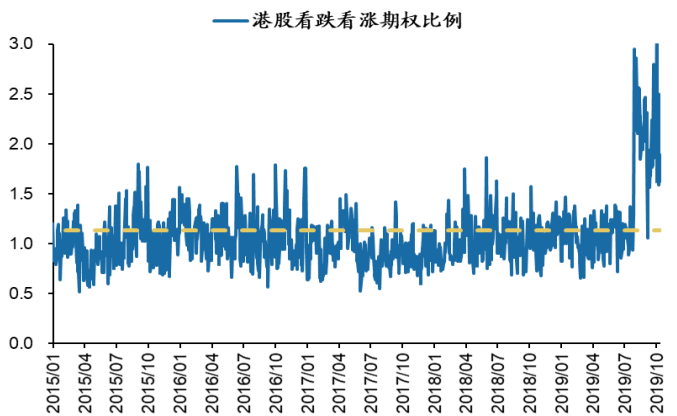
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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

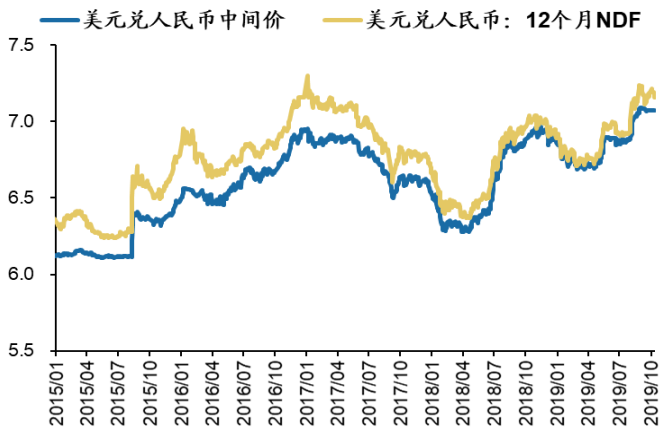
图18: 港股看跌看涨期权比例



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

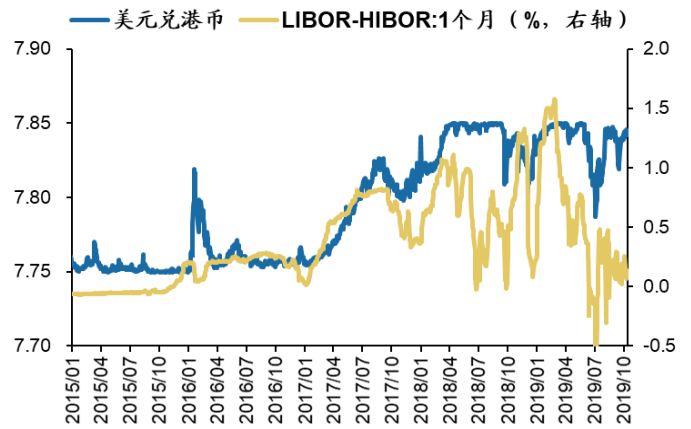
2.2 宏观流动性与估值跟踪

图19: 近期人民币对美元汇率走势



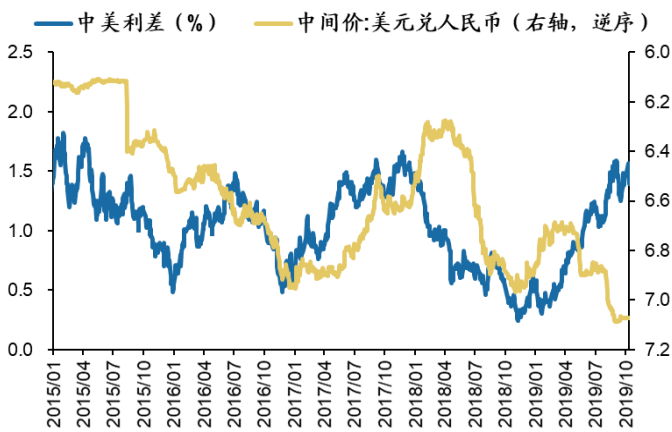
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 美港利差与港元对美元汇率走势



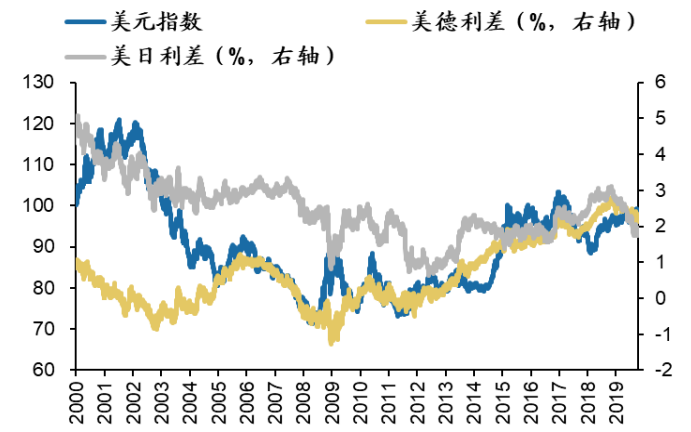
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 中美利差与人民币汇率走势



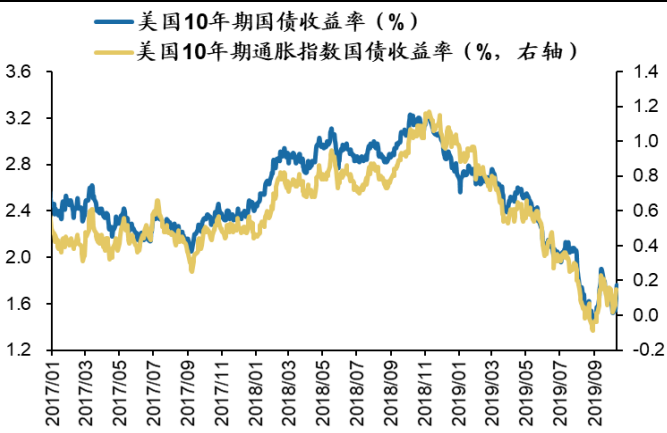
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 美德利差、美日利差与美元指数



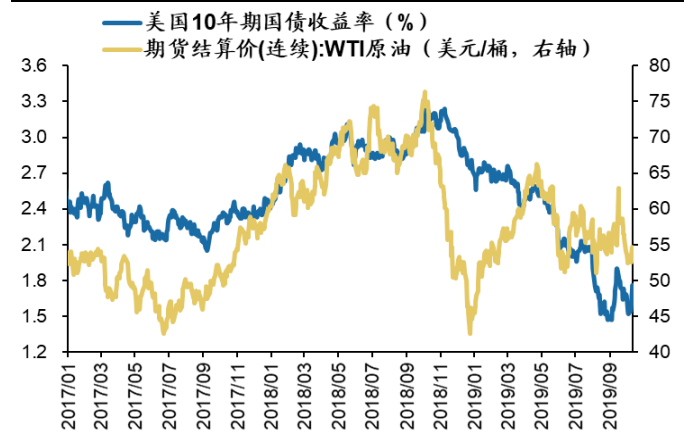
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 美国通胀预期与美债收益率走势



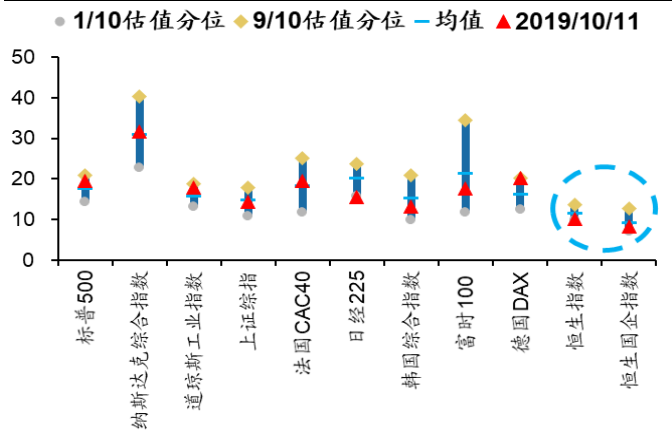
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 原油价格与美债收益率走势



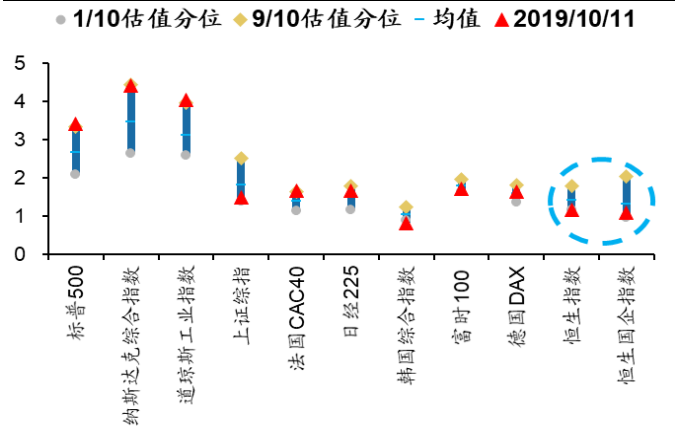
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 全球主要股市最新PE分位情况



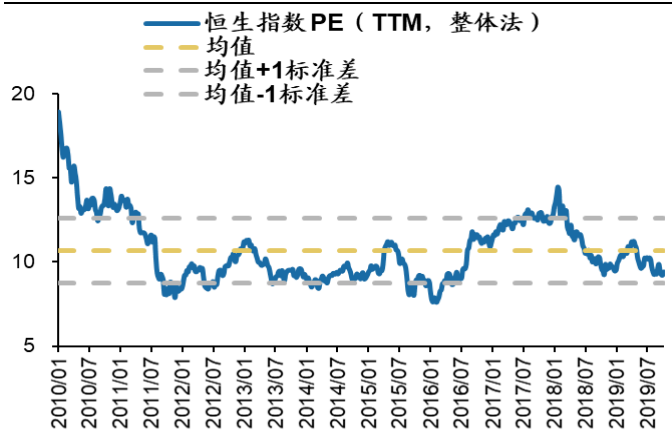
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 全球主要股市最新PB分位情况



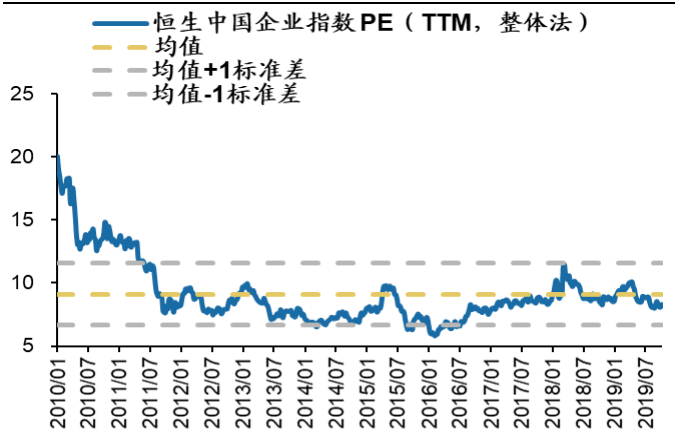
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图27: 恒生指数最新PE估值



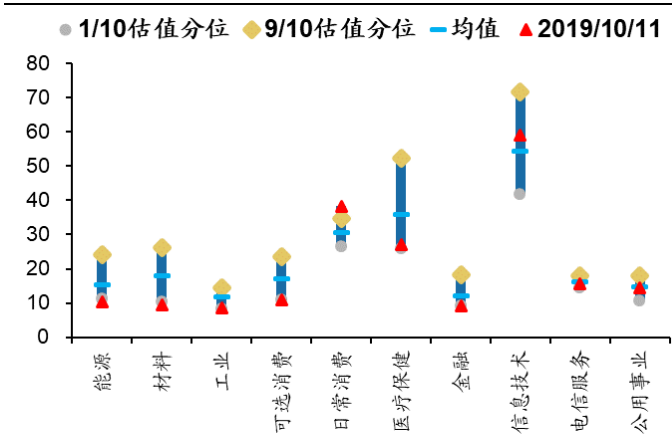
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 恒生国企指数最新PE估值



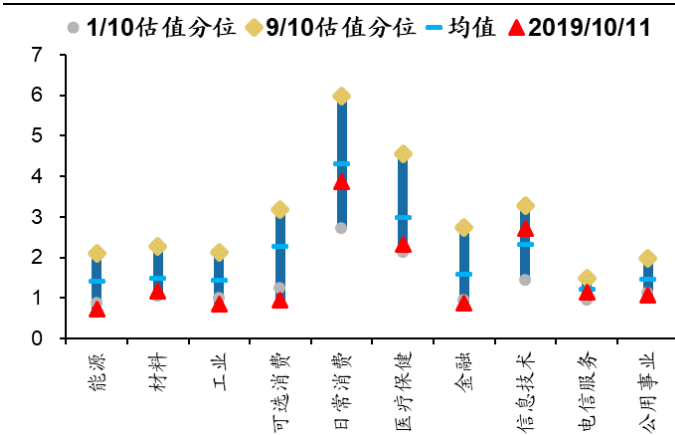
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: GICS一级行业指数最新PE分位情况



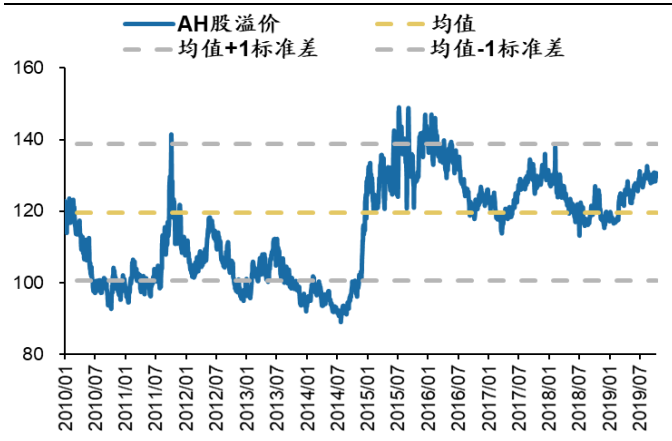
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: GICS一级行业指数最新PB估值分位情况



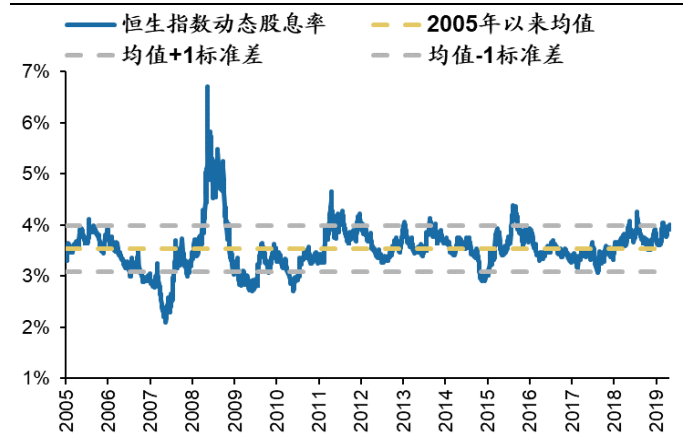
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: AH溢价指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

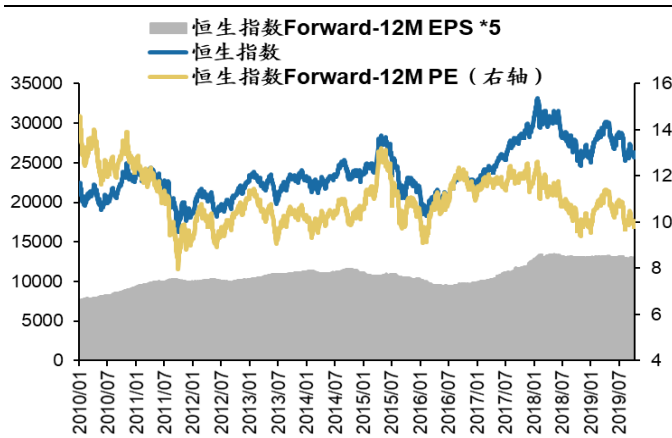
图32: 恒生指数股息收益率变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

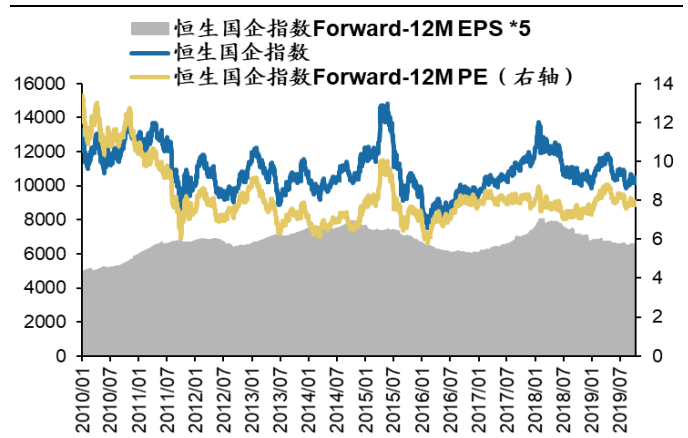
2.3 一致预期 EPS 跟踪

图33: 恒生指数12M Forward PE/EPS



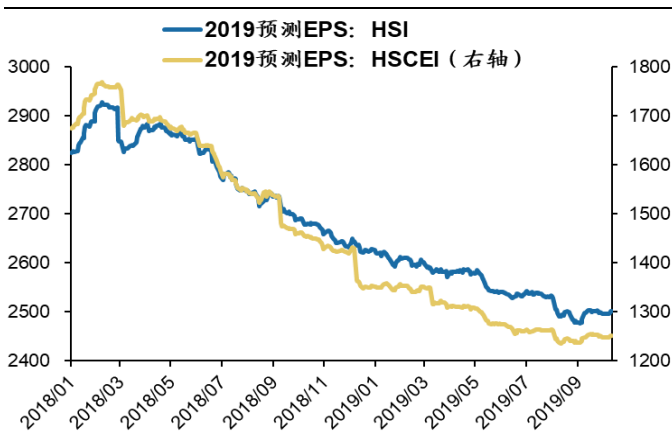
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图34: 恒生国企指数12M Forward PE/EPS



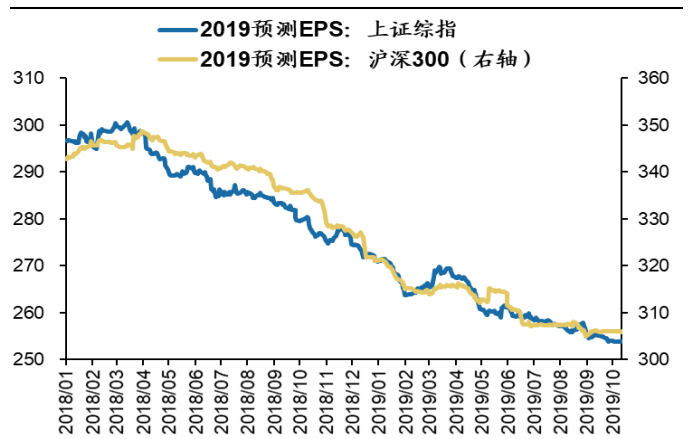
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

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

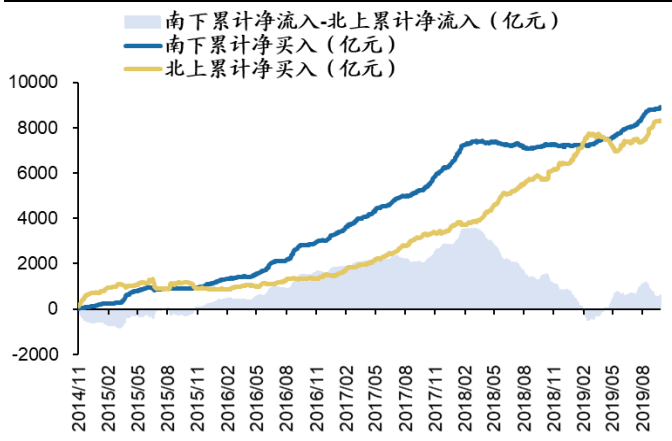
图38: 历年上证综指EPS增速一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

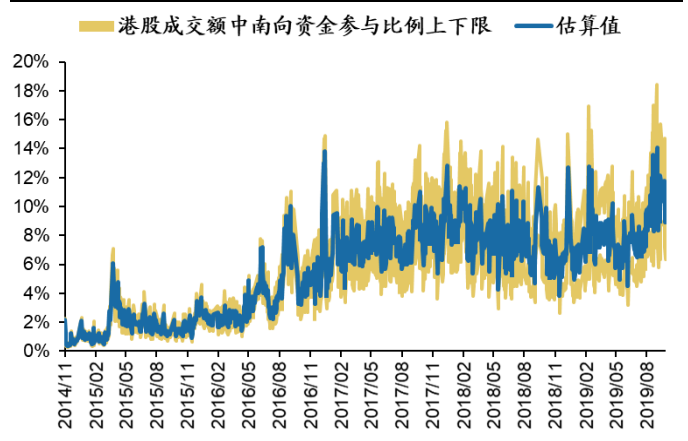
2.4 南下北上资金跟踪

图39: 南下北上资金净买入 (单位亿RMB, 下同)



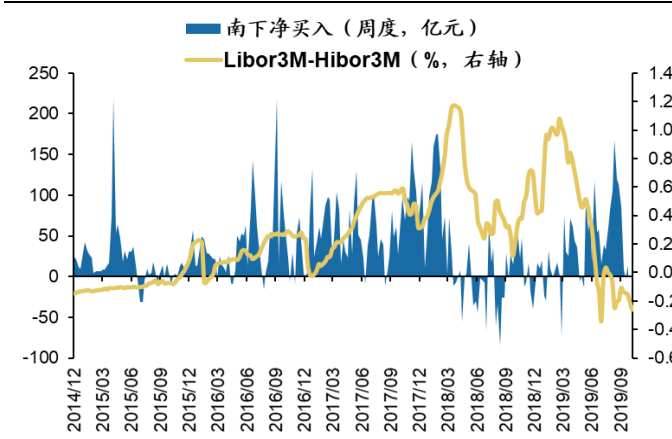
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 港股通成交占总成交比例变化



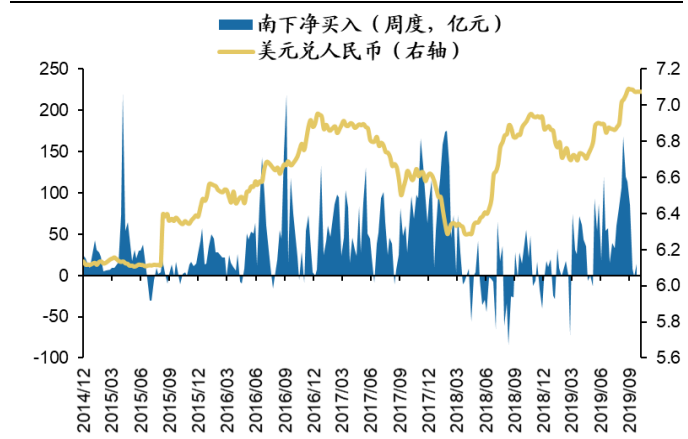
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 南下资金净买入与美港利差



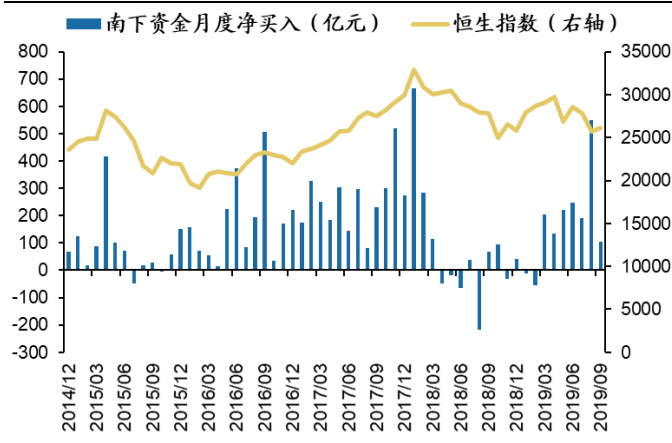
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 南下资金净买入与人民币汇率



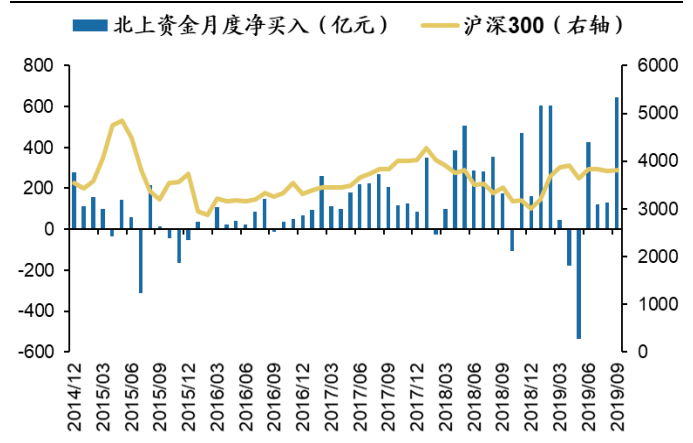
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图43: 南下资金月度净买入金额及恒生指数



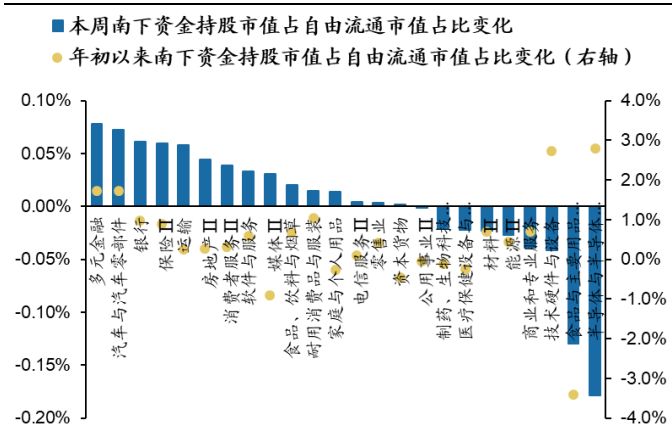
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图44: 北上资金月度净买入金额及沪深300



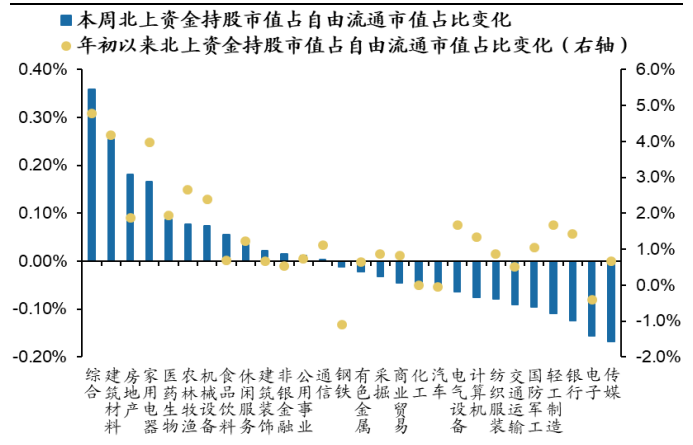
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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。