

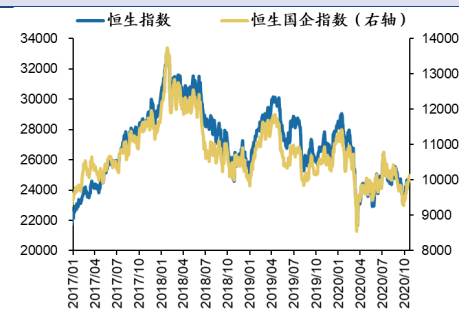
为何近期港股开始跑赢 A 股？

——港股策略周报（10.19-10.25）

报告摘要：

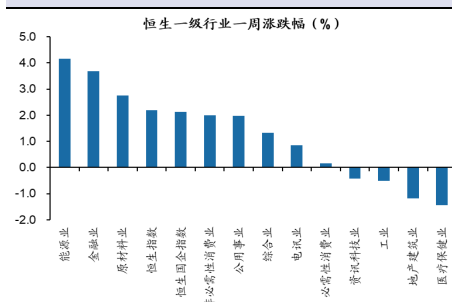
- 年内港股大幅跑输 A 股，但 10 月以来小幅跑赢。近期港股跑赢 A 股可从市场微观结构，以及宏观维度的基本面与政策角度进行解释。
- **影响因素一——微观结构：**近期 AH 两市资金开始同步增配低估值价值板块，相较于 A 股，港股以银行股为代表的价值板块前期估值更为低估，短期向上修复空间更大。另一方面，近两周 A 股机构重仓股频频出现“闪崩”，压制市场情绪。港股机构重仓股近期未出现“多杀多”，主动偏股型沪港深基金前 20 大重仓港股 10 月以来表现稳健。
- **影响因素二——宏观基本面：**港股基本面看“在岸”，国内经济从 Q2 开始修复，但传导至港股存在时滞。好的一点在于，从 9 月下旬开始，恒指一致预期 EPS 开始企稳反弹。参考历史经验，盈利增长是港股持续走强的必要条件，且历史上 AH 盈利向上期间，港股多跑赢 A 股。
- **影响因素三——宏观流动性：**港股流动性看“离岸”，尽管较多海外风险事件悬而未定仍对外资风险偏好形成压制。但中国资产较高的吸引力叠加较低的资金成本，外资目前仍有买入动力，港股流动性环境并未出现紧缩。在中国内地，“稳货币”政策延续，A 股市场流动性较港股未表现出明显优势，也是近期港股相较于 A 股走势企稳的重要原因。
- **投资策略：港股继续处于黄金布局期。**美国大选进入冲刺阶段，短期外资风险偏好或受压制。但在“弱美元、强人民币”环境下，叠加港股基本面弱复苏趋势确定，高 AH 溢价与市场生态变迁主题深化，港股正处于黄金布局期。行业配置关注：（1）经济复苏叠加板块低估值、高股息优势，配置港股**银行、基建产业链**；（2）国内线下消费场景打开，消费数据持续回暖，关注**可选消费**板块中的汽车、餐饮、酒店等；（3）中概股回归受益的**互联网软件**仍是重点方向。
- **市场概览与情绪跟踪：**本周（10.19-10.23）恒生指数上涨 2.18%，板块方面，恒生一级行业表现分化，能源业领涨，医疗保健业跌幅最大。港股看跌看涨期权比例、主板沽空比例小幅下行，HVIX 指数小幅上行。
- **宏观流动性与估值跟踪：**本周（10.19-10.23）人民币兑美元升值，10 年期美债利率 0.84%，中美利差收窄至 230BP。WTI 原油价格 39.9 美元/桶。恒生指数 PE 14.82 倍，高于历史均值+1 倍标准差。
- **一致预期 EPS 跟踪：**本周（10.19-10.23）彭博对于恒生指数、恒生国企指数 20 年 EPS 一致预期增速小幅上调。
- **南下北上资金跟踪：**本周（10.19-10.23）北上资金净流出 140.3 亿元，南下资金净流入 105 亿元，港股成交额中南下资金参与占比小幅下降。
- **核心假设风险。**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：

欧亚菲



SAC 执证号：S0260511020002

SFC CE No. BFN410



020-66335066



oyf@gf.com.cn

相关研究：

风险事件落地前，基本面因子 2020-10-18

是资金合力主线：——港股策略周报（10.12-10.18）

“新经济”主导 20 年港股 IPO 2020-10-11

市场高热度：——港股策略周报（10.5-10.9）

国庆前后，海外市场需关注哪些风险事件？：——港股策略周报（9.21-9.27）

联系人：朱国源 021-38003663

zhuguoyuan@gf.com.cn

目录索引

| | |
|-------------------------|----|
| 一、为何近期港股开始跑赢 A 股? | 5 |
| 二、海外市场数据追踪 | 9 |
| (一) 市场概览与情绪跟踪 | 9 |
| (二) 宏观流动性与估值跟踪 | 10 |
| (三) 一致预期 EPS 跟踪 | 13 |
| (四) 南下北上资金跟踪 | 14 |
| 三、风险提示 | 15 |

图表索引

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 10 月以来港股开始跑赢 A 股 | 5 |
| 图 2: 10 月以来港股银行股领涨 | 7 |
| 图 3: A 股银行股同样领涨, 但涨幅小于港股银行股 | 7 |
| 图 4: 市场从 9 月中下旬开始上修恒指盈利预期 | 8 |
| 图 5: 历史上人民币升值期间, 恒指多表现为上涨 | 8 |
| 图 6: 中美 10 年期国债收益率走势显著分化 | 8 |
| 图 7: 香港市场未出现流动性收紧迹象 | 8 |
| 图 8: 全球大类资产一周涨跌幅 | 9 |
| 图 9: 全球股市一周涨跌幅 | 9 |
| 图 10: 恒生指数与恒生国企指数走势 | 9 |
| 图 11: 恒生一级行业一周涨跌幅 | 9 |
| 图 12: 港股主板沽空比例变化 | 10 |
| 图 13: 恒生指数“在岸”ERP | 10 |
| 图 14: 近期人民币对美元汇率走势 | 10 |
| 图 15: 中美利差与人民币汇率走势 | 10 |
| 图 16: 美港利差与港元对美元汇率走势 | 10 |
| 图 17: 美德利差、美日利差与美元指数 | 10 |
| 图 18: 美国通胀预期与美债收益率走势 | 11 |
| 图 19: 原油价格与美债收益率走势 | 11 |
| 图 20: Ted/Libor-OIS 利差走势 | 11 |
| 图 21: 美国投资级债券/高收益债利差走势 | 11 |
| 图 22: 全球主要股市最新 PE 分位情况 | 11 |
| 图 23: 全球主要股市最新 PB 分位情况 | 11 |
| 图 24: 恒生指数最新 PE 估值 | 12 |
| 图 25: 恒生国企指数最新 PE 估值 | 12 |
| 图 26: GICS 一级行业指数最新 PE 分位情况 | 12 |
| 图 27: GICS 一级行业指数最新 PB 估值分位情况 | 12 |
| 图 28: AH 溢价指数 | 12 |
| 图 29: 恒生指数动态股息收益率变化 | 12 |
| 图 30: 恒生指数一致预期 EPS 变化 | 13 |
| 图 31: 恒生国企指数一致预期 EPS 变化 | 13 |
| 图 32: 恒生指数 12M Forward PE/EPS | 13 |
| 图 33: 恒生国企指数 12M Forward PE/EPS | 13 |
| 图 34: 历年恒生指数 EPS 增速一致预期 | 13 |
| 图 35: 历年恒生国企指数 EPS 增速一致预期 | 13 |
| 图 36: 南下北上资金净买入 (单位亿 RMB, 下同) | 14 |
| 图 37: 港股通成交占总成交比例变化 | 14 |
| 图 38: 南下资金净买入与美港利差 | 14 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 39: 南下资金净买入与人民币汇率 | 14 |
| 图 40: 南下资金月度净买入金额及恒生指数 | 14 |
| 图 41: 北上资金月度净买入金额及沪深 300 指数 | 14 |
| 图 42: 南下资金持股市值占自由流通市值占比变化 | 15 |
| 图 43: 北上资金持股市值占自由流通市值占比变化 | 15 |
| | |
| 表 1: 主动型沪港深基金港股重仓股近期未出现“闪崩” | 6 |

一、为何近期港股开始跑赢 A 股？

本周全球股市表现分化, 港股恒生指数、恒生国企指数分别上涨2.18%、2.12%。板块方面, 恒生一级行业涨跌互现, 能源业领涨, 医疗保健业跌幅最大。

国内方面, 中国三季度GDP同比增长4.9%, 略低于市场预期, 从9月单月数据看, 9月六大口径数据(工业、服务业、消费、出口、投资、房地产)除房地产销售增速低于上月外, 其余数据继续回升。分项亮点数据包括工业增加值、服装与汽车消费等。

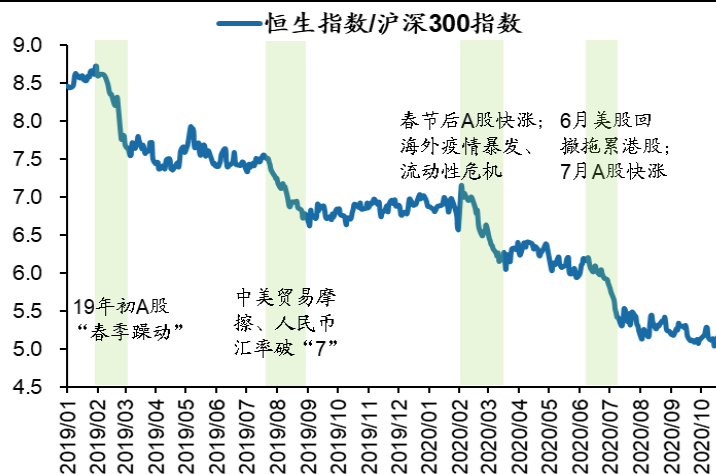
海外方面, 本周美国两党就财政刺激政策的谈判仍在继续, 目前双方仍存在一定分歧, 但即使达成协议, 国会也或在大选之后再行表决。欧洲方面, 欧元区10月制造业PMI录得54.4, 高于前值与市场预期, 但与此同时10月服务业PMI回落至46.2, 低于市场预期。在疫情二次暴发环境下, 欧洲经济复苏前景依然不明朗。

9月下旬以来, 港股恒生指数已连续4周取得正收益, 同期A股市场则走势震荡。在年初以来持续跑输A股后, 为何近期港股相对A股不再跑输, 背后有哪些影响因素? 本期策论我们分别从微观层面的市场上涨结构、以及宏观层面的基本面、流动性等角度入手进行分析, 对近期港股跑赢A股的原因进行总结。

年内港股大幅跑输A股, 但9月下旬开始港股相对A股走势企稳, 10月以来小幅跑赢。以恒生指数/沪深300指数作为衡量AH市场相对走势的指标, 从2019年初开始, 港股持续跑输A股, 其中在19年初(19年初A股“春季躁动”, 港股涨幅弱于A股)、19年7-8月(中美贸易摩擦、人民币贬值“破7”, 外资大幅流出, 港股跌幅大于A股)、20年2-3月(海外市场流动性踩踏, 美股暴跌, 外资大幅流出港股)、20年6-7月(美国回撒拖累港股, 7月初A股快涨, 港股涨幅更小)这四个时间段内, 港股大幅跑输A股。

但从9月开始, AH相对走势出现企稳; 10月以来, 港股恒生指数上涨6.22%, A股沪深300指数上涨2.86%, 港股开始跑赢A股。从市场微观结构, 以及宏观维度的基本面与政策角度分析, 有哪些因素催化了近期港股跑赢A股的行情?

图1: 10月以来港股开始跑赢A股



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

影响因素一: AH市场风格转向“低估值修复”, 港股低估值板块向上修复空间

更大；另一方面，A股机构重仓股遭遇“多杀多”，压制市场情绪，而港股机构重仓股表现较为稳定。

10月以来，AH两市资金开始同步增配低估值价值板块，对应到行业表现上，银行股成为两市领涨主线。但相较于A股，港股以银行股为代表的价值板块前期估值更为低估。我们参考AH溢价指数，由于A+H两地上市公司多为价值股，因此AH溢价率可以作为衡量两市价值股估值差的较好代理指标。9月以来，AH溢价率持续高于140，并一度超过2015年A股“水牛”期间最高位，港股价值板块更为低估。因此近期低估值板块估值修复行情中，港股以银行为代表的低估值价值板块向上弹性更大。

导致近期A股市场风险偏好较弱的另一因素是大量机构重仓股遭遇“多杀多”。受机构兑现收益，或公司业绩不及预期无法支撑高估值等因素影响，近两周A股食品饮料、生物医药、传媒等多个行业的机构重仓股出现“闪崩”。机构重仓股“闪崩”对整体市场情绪形成压制，从交易额看，近一周A股日均交易额仅为7月初年内日交易额最高点的40%。

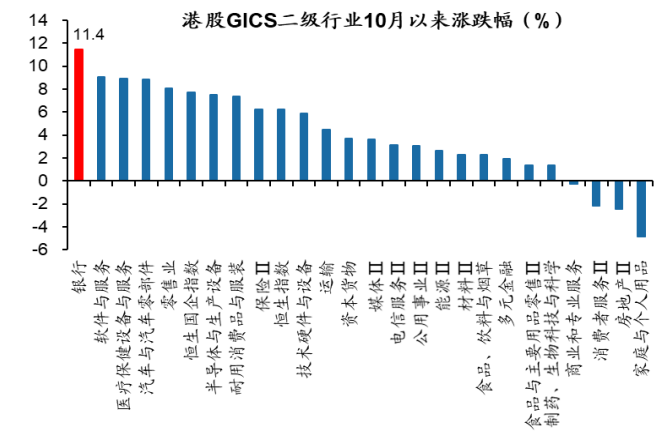
但港股机构重仓股表现较为稳定。我们汇总了主动偏股型沪港深基金20年二季报的重仓港股，并对其10月以来的表现进行统计。10月以来机构重仓港股并未大幅下跌，前20大重仓股中，有13只取得正收益，而出现回撤的7只个股中，除颐海国际（01579.HK）外，其余公司跌幅均不到7%。

表1：主动型沪港深基金港股重仓股近期未出现“闪崩”

| 证券代码 | 证券简称 | 南下持股市值（亿元） | 持有基金公司数（家） | 持有基金数（只） | 10月以来涨跌幅 |
|----------|--------|------------|------------|----------|----------|
| 00700.HK | 腾讯控股 | 170.20 | 50 | 166 | 9.8% |
| 03690.HK | 美团点评-W | 105.41 | 27 | 90 | 8.5% |
| 00388.HK | 香港交易所 | 29.23 | 15 | 26 | 1.7% |
| 02269.HK | 药明生物 | 26.72 | 15 | 28 | 15.9% |
| 02020.HK | 安踏体育 | 22.63 | 11 | 18 | 8.1% |
| 01177.HK | 中国生物制药 | 21.48 | 15 | 25 | -5.9% |
| 02382.HK | 舜宇光学科技 | 19.83 | 17 | 24 | 8.2% |
| 03888.HK | 金山软件 | 18.33 | 17 | 31 | -0.8% |
| 00291.HK | 华润啤酒 | 17.59 | 10 | 18 | -0.8% |
| 06098.HK | 碧桂园服务 | 16.23 | 9 | 21 | -6.4% |
| 06186.HK | 中国飞鹤 | 16.17 | 17 | 29 | 2.9% |
| 00968.HK | 信义光能 | 14.91 | 5 | 14 | 3.3% |
| 01579.HK | 颐海国际 | 13.00 | 14 | 26 | -15.7% |
| 00981.HK | 中芯国际 | 12.19 | 18 | 29 | 12.6% |
| 02313.HK | 申洲国际 | 10.14 | 6 | 9 | 7.3% |
| 03323.HK | 中国建材 | 8.57 | 4 | 8 | -5.9% |
| 00268.HK | 金蝶国际 | 7.73 | 12 | 16 | 6.5% |
| 01918.HK | 融创中国 | 6.95 | 8 | 10 | -2.2% |
| 01999.HK | 敏华控股 | 6.90 | 6 | 10 | 3.9% |
| 01772.HK | 赣锋锂业 | 6.05 | 7 | 10 | 15.6% |

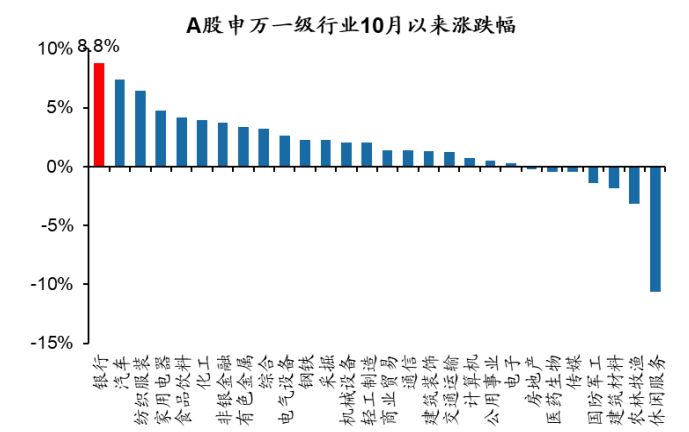
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：重仓股持股市值根据基金二季报统计

图2：10月以来港股银行股领涨



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：A股银行股同样领涨，但涨幅小于港股银行股



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

影响因素二：恒指一致预期EPS开始上行，港股基本面的反转虽有延迟，但并未缺席；在历史上AH盈利向上期间，港股多跑赢A股。

港股由外资机构投资者主导，其投资框架内对基本面的重视程度较高，因此盈利增长是港股持续走强的必要条件。根据2019年数据，港股中资股净利润占全部港股净利润的超80%，港股基本面与内地经济高度相关，具有明显的“在岸性”。

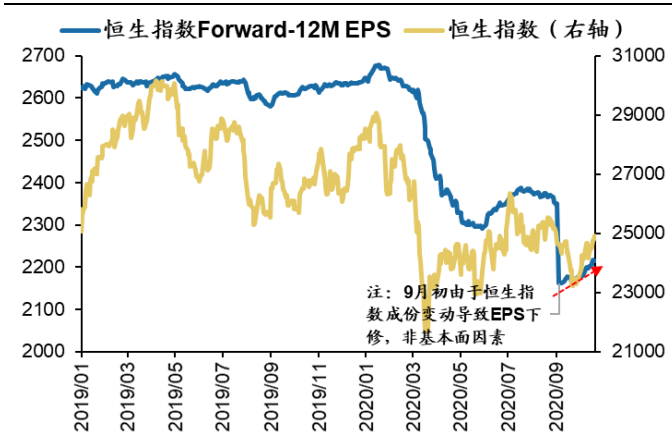
疫情后，国内主要经济数据从Q2开始修复，但同期港股EPS并未上行；由于港交所未强制要求港股公司披露季度报告，市场对于部分公司盈利的下修集中在7-8月中报季期间，导致7-8月恒指一致预期EPS继续下行。但从9月下旬开始，恒指一致预期EPS开始反弹，我们判断，在国内经济增长拐点出现之前，港股基本面向上的趋势将延续。而在历史上AH盈利向上期间，港股多跑赢A股（参考报告《为何港股不再跑输A股？——港股策论10月第4期》，2019-10-27）。

影响因素三：尽管海外风险事件对外资风险偏好仍有压制，但目前港股流动性环境并未出现紧缩。

资金可在香港自由流入流出，港股流动性更多受“离岸”因素影响。不可否认的是，在美国大选、英国脱欧等风险事件落地前，外资的风险偏好仍受到压制。但与此同时，目前人民币汇率持续升值，美债利率低位波动，站在外资的角度，中国资产较高的吸引力叠加较低的资金成本，外资目前仍有买入AH资产的动力。此外从近期Hibor利率低位波动与港元汇率不断触及强方保证7.75等指标看，香港市场流动性并未出现紧缩。

在中国内地，近几个月政府持续释放“稳货币”信号，本周刘鹤副总理在2020金融街论坛年会开幕式上谈到货币政策时，再次强调要保持政策稳定。作为决定AH相对走势的另一重要因素（参考报告《“A强H弱”是趋势，还是一时煎熬？——港股策论2月第4期》，2020-02-23），目前A股市场流动性较港股未表现出明显优势，也是近期港股相较于A股走势企稳的重要原因。

图4: 市场从9月中下旬开始上修恒指盈利预期



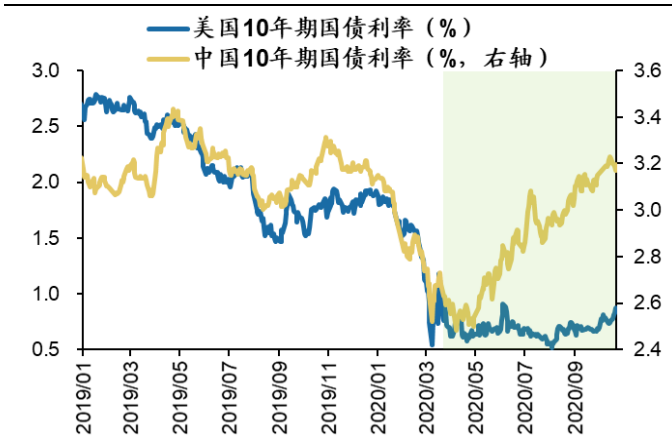
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 历史上人民币升值期间, 恒指多表现为上涨



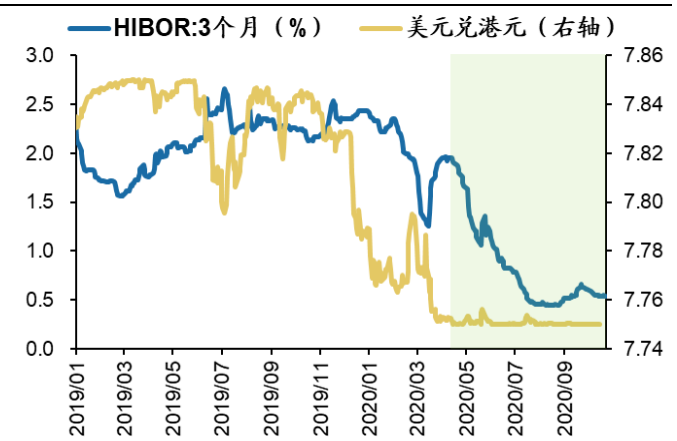
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 中美10年期国债收益率走势显著分化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 香港市场未出现流动性收紧迹象



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、海外市场数据追踪

市场概览与情绪跟踪: 本周(10.19-10.23)恒生指数上涨2.18%，板块方面，恒生一级行业表现分化，能源业领涨，医疗保健业跌幅最大。港股看跌看涨期权比例、主板沽空比例小幅下行，HVIX指数小幅上行。

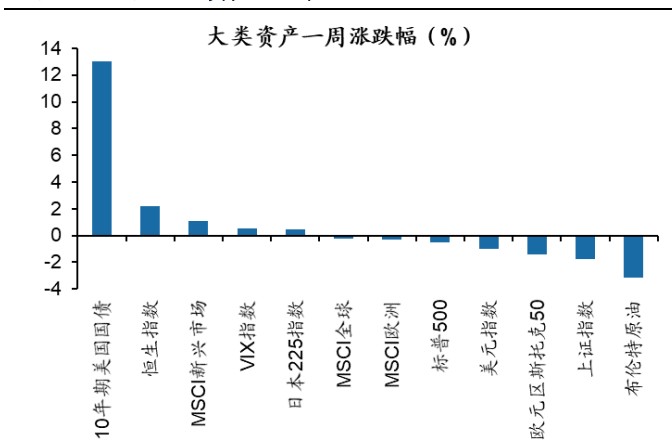
宏观流动性与估值跟踪: 本周(10.19-10.23)人民币兑美元升值，10年期美债利率0.84%，中美利差收窄至230BP。WTI原油价格39.9美元/桶。恒生指数PE 14.82倍，高于历史均值+1倍标准差。

一致预期EPS跟踪: 本周(10.19-10.23)彭博对于恒生指数、恒生国企指数20年EPS一致预期增速小幅上调。

南下北上资金跟踪: 本周(10.19-10.23)北上资金净流出140.3亿元，南下资金净流入105亿元，港股成交额中南下资金参与占比小幅下降。

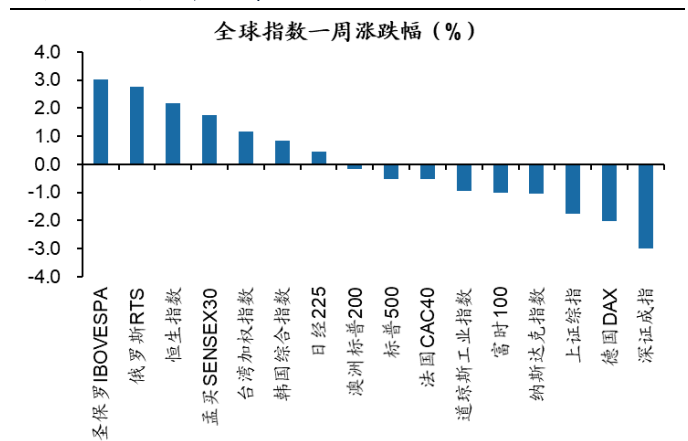
(一) 市场概览与情绪跟踪

图8: 全球大类资产一周涨跌幅



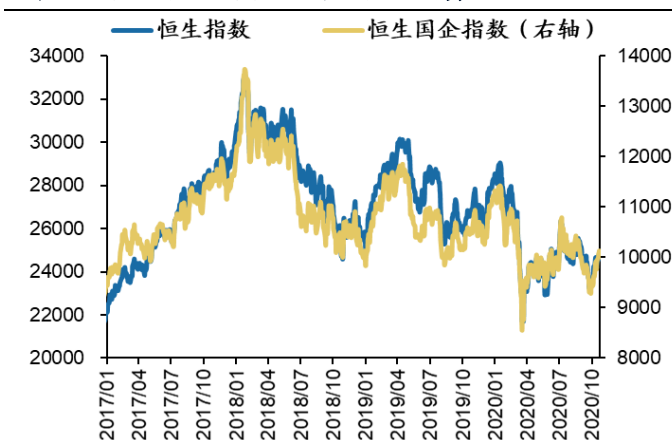
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 全球股市一周涨跌幅



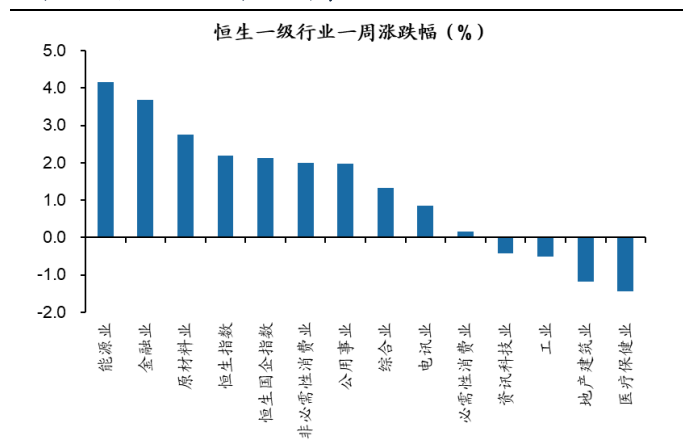
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 恒生指数与恒生国企指数走势



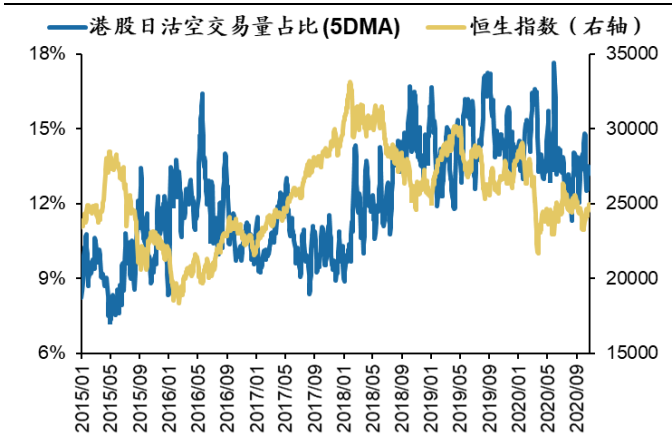
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 恒生一级行业一周涨跌幅



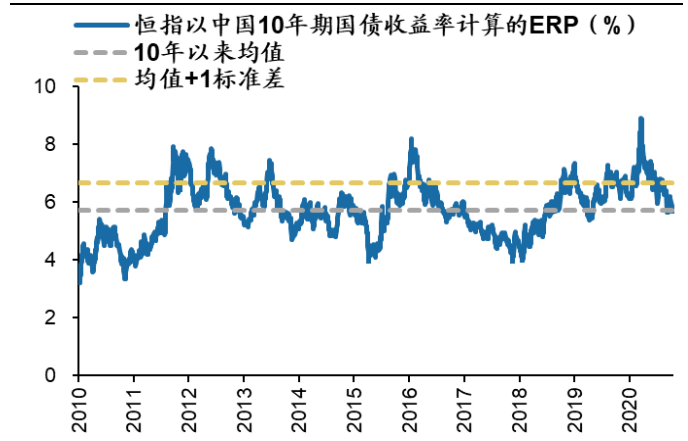
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 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

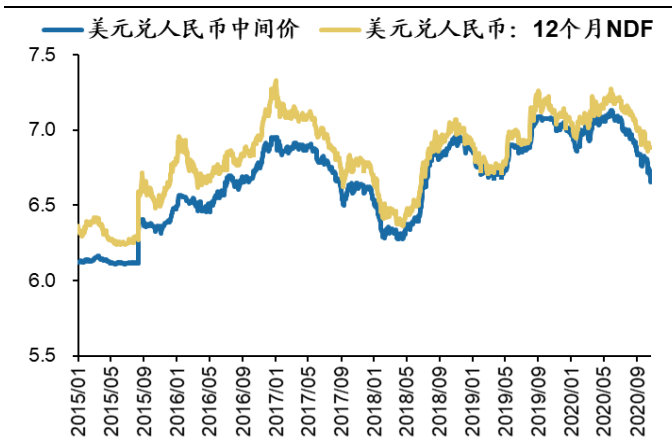
图13: 恒生指数“在岸”ERP



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

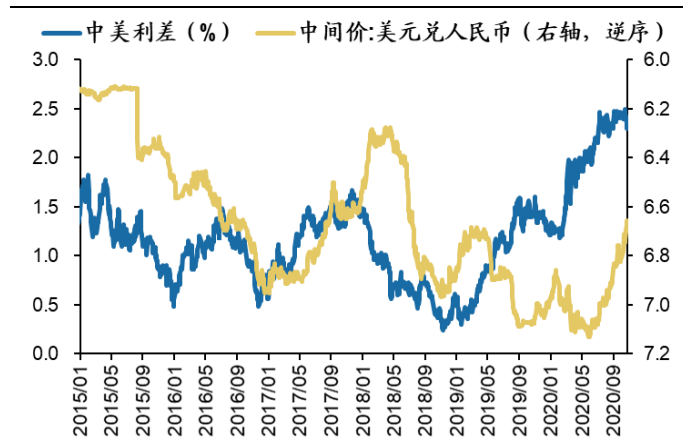
(二) 宏观流动性与估值跟踪

图14: 近期人民币对美元汇率走势



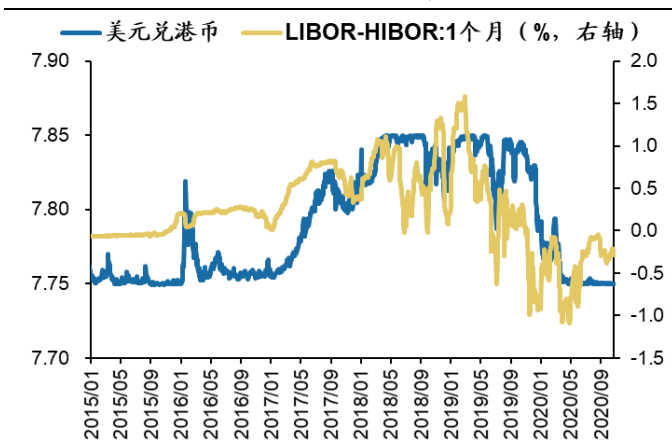
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 中美利差与人民币汇率走势



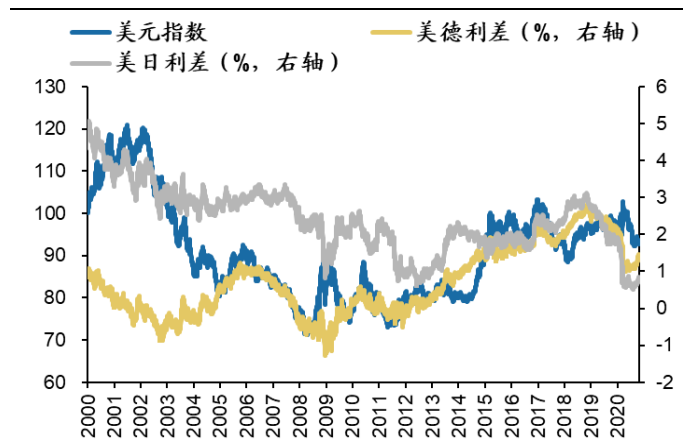
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 美港利差与港元对美元汇率走势



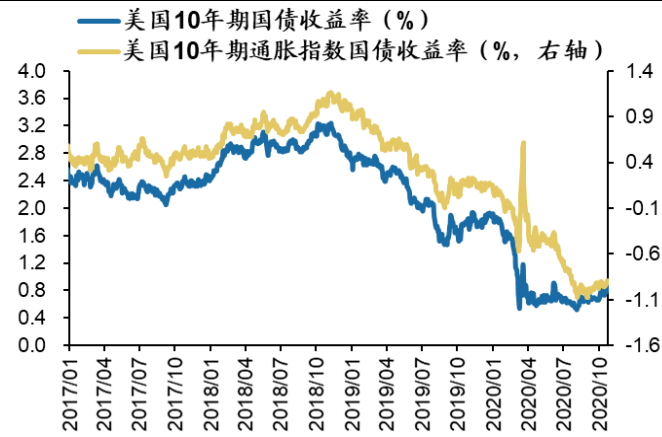
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 美德利差、美日利差与美元指数



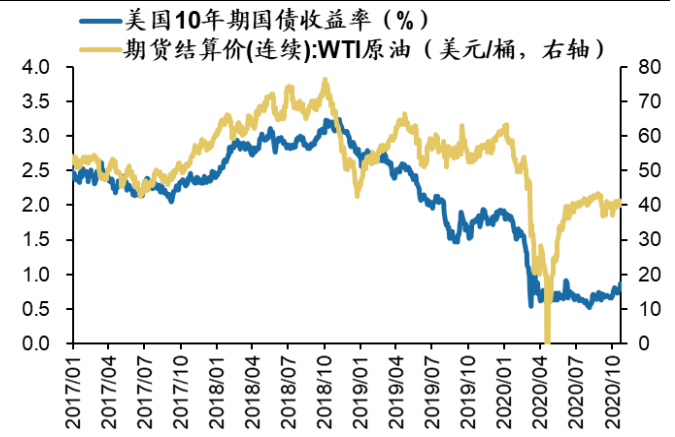
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 美国通胀预期与美债收益率走势



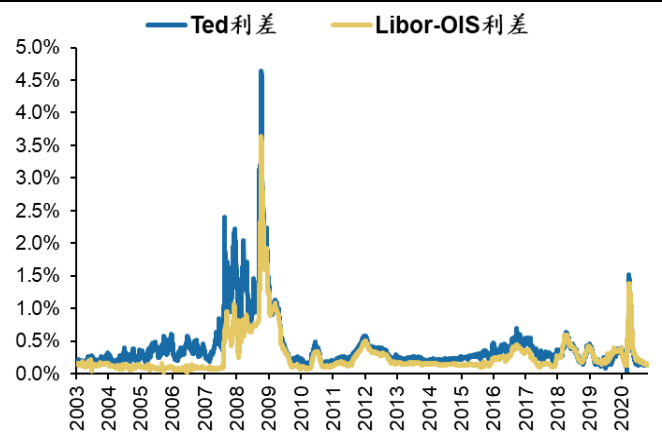
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 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20: Ted/Libor-OIS利差走势



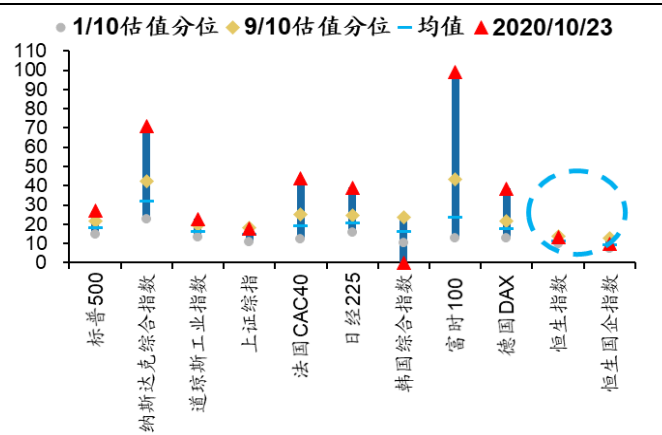
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图21: 美国投资级债券/高收益债利差走势



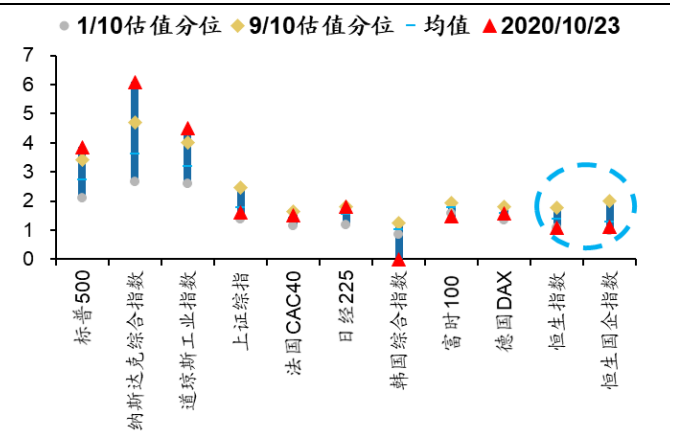
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图22: 全球主要股市最新PE分位情况



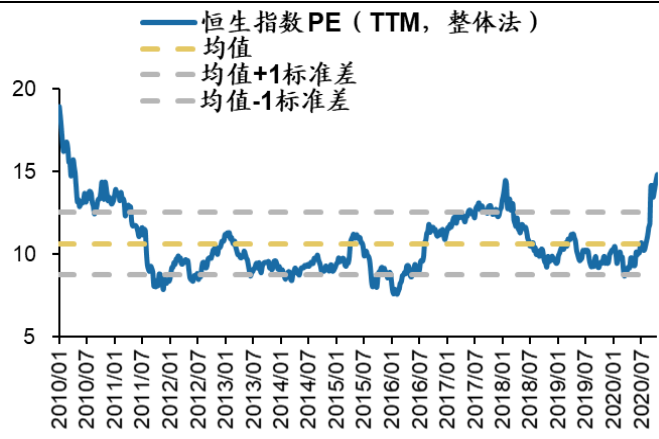
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 全球主要股市最新PB分位情况



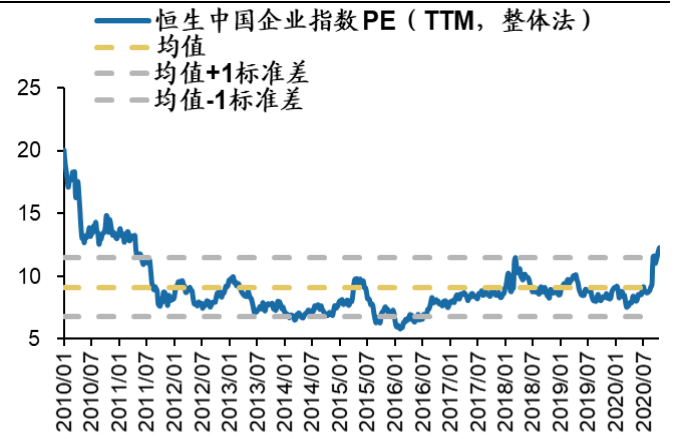
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 恒生指数最新PE估值



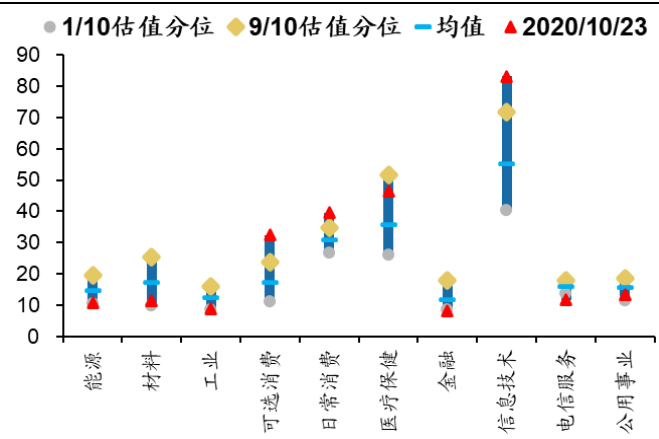
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 恒生国企指数最新PE估值



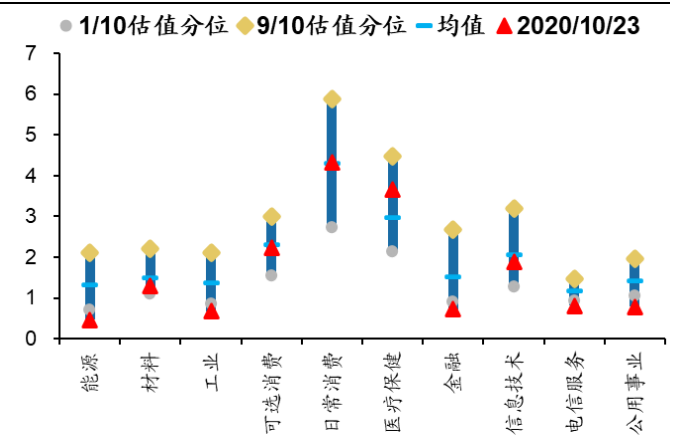
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: GICS一级行业指数最新PE分位情况



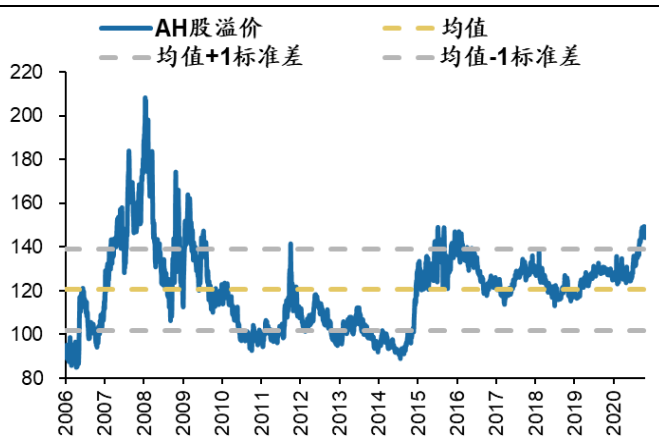
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图27: GICS一级行业指数最新PB估值分位情况



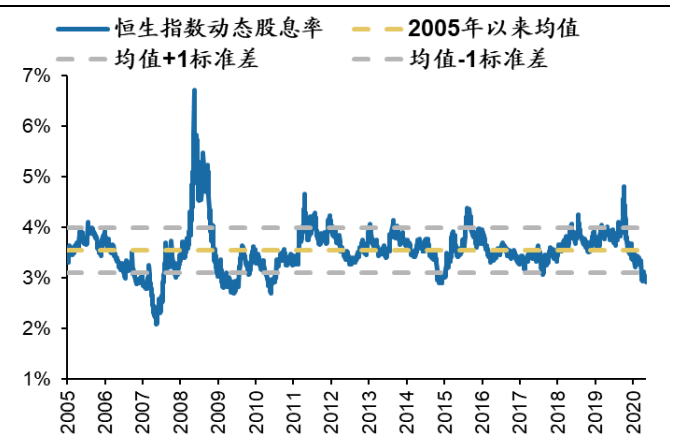
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: AH溢价指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

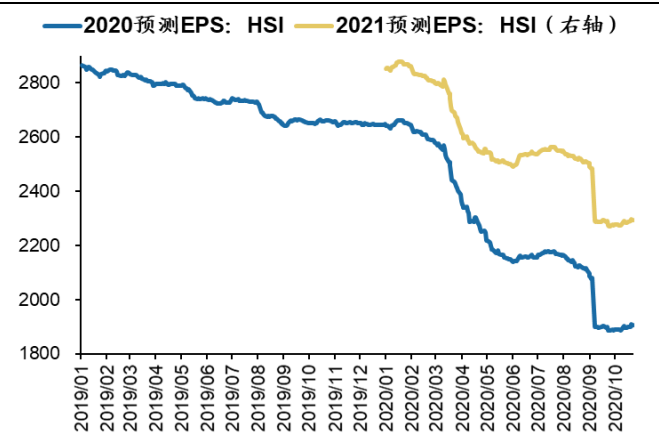
图29: 恒生指数动态股息收益率变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

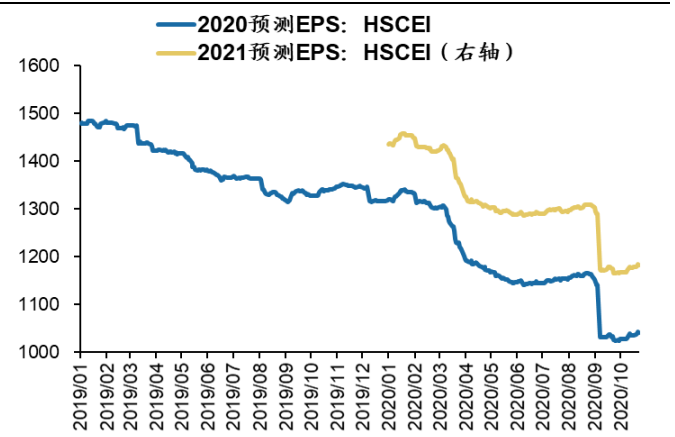
(三) 一致预期 EPS 跟踪

图30: 恒生指数一致预期EPS变化



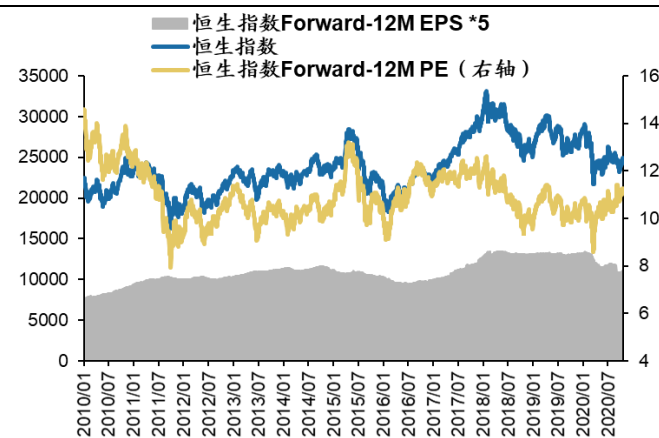
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图31: 恒生国企指数一致预期EPS变化



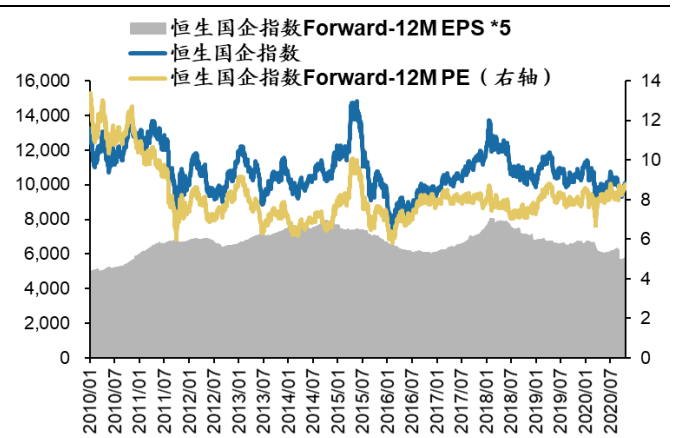
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图32: 恒生指数12M Forward PE/eps



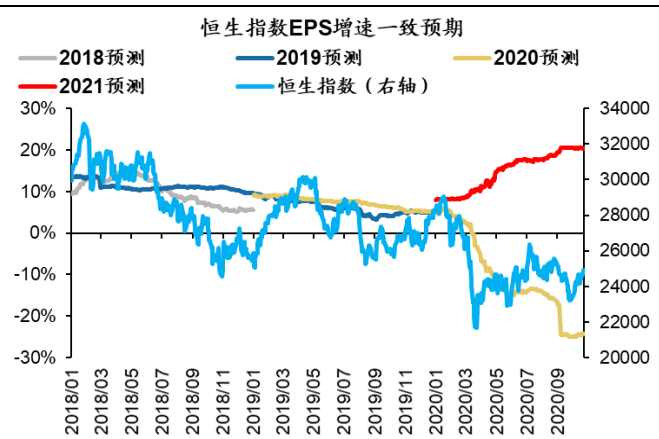
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图33: 恒生国企指数12M Forward PE/eps



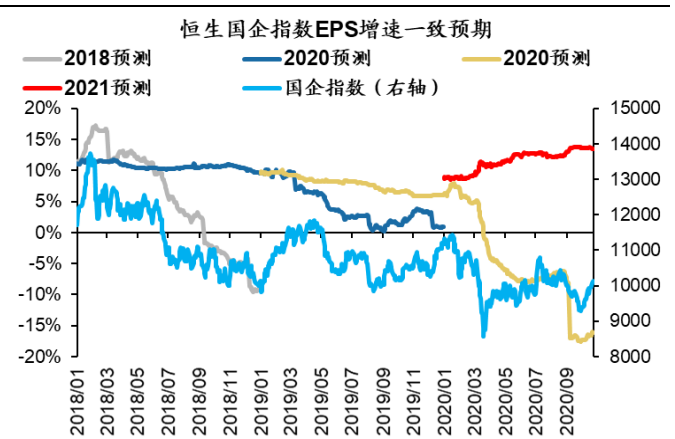
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图34: 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

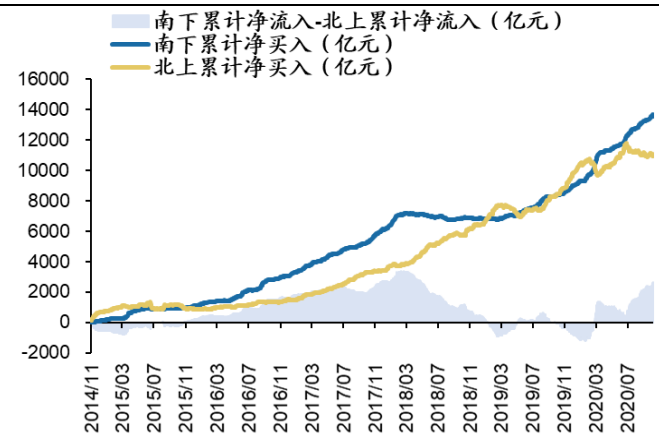
图35: 历年恒生国企指数EPS增速一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

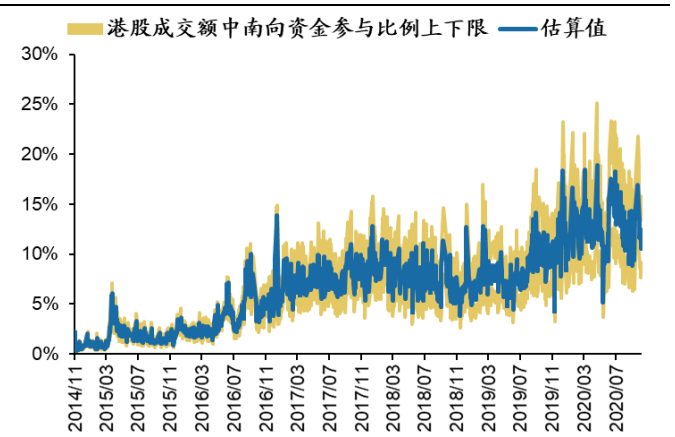
(四) 南下北上资金跟踪

图36: 南下北上资金净买入 (单位亿RMB, 下同)



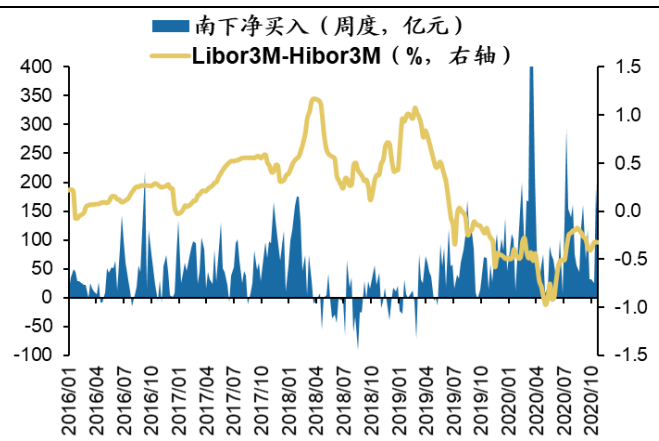
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 港股通成交占总成交比例变化



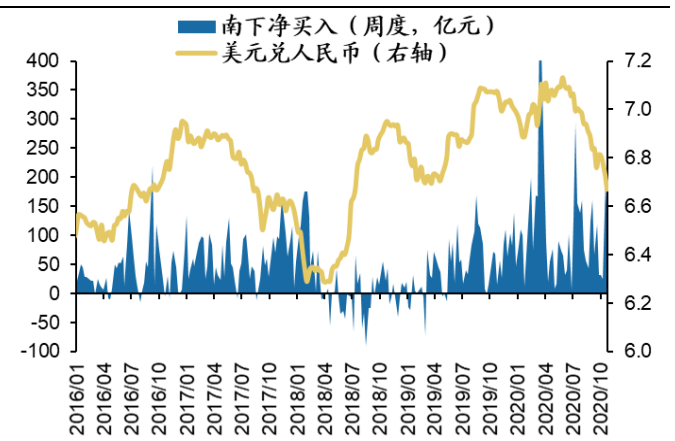
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 南下资金净买入与美港利差



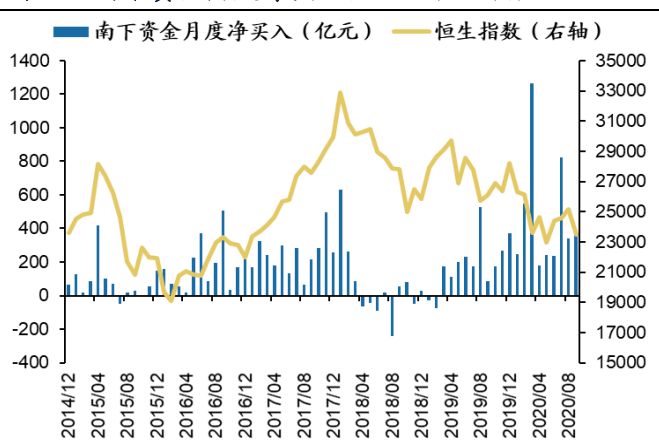
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 南下资金净买入与人民币汇率



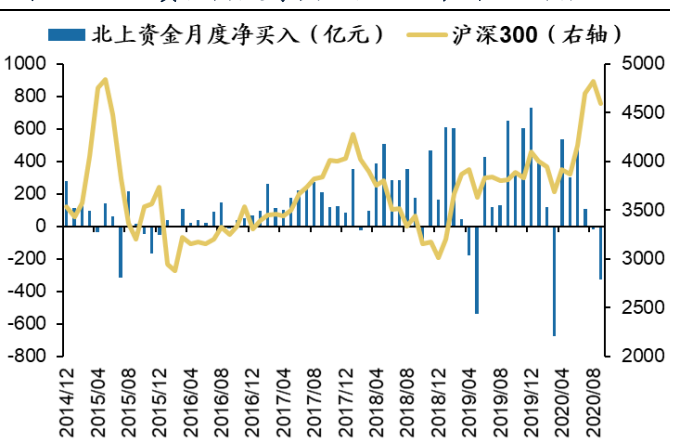
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 南下资金月度净买入金额及恒生指数



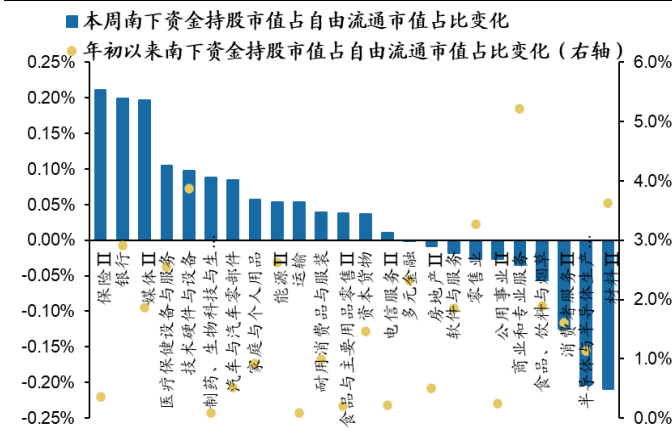
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 北上资金月度净买入金额及沪深300指数



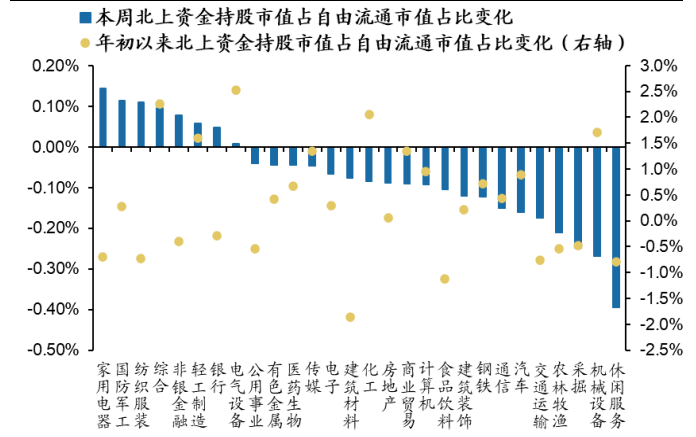
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 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43: 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

三、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。

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：CFA，海外电子行业首席分析师。

杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。

邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。

张晓飞：海外电子行业高级分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。

马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

罗捷：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：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。

蔡俊韬：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。

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

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。