



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

经济周期

中国

美国及欧元区

农银国际中国/香港证券研究

2023 年下半年经济展望及投资策略报告

中国经济反弹将优于发达经济体

30.06.2023

目录

2023 年下半年全球经济展望	4	姚少华 (经济师)
2023 年下半年中国经济展望	7	经济展望 yaoshaohua@abci.com.hk
2023 年下半年投资策略	13	852-2147 8863
香港 IPO 市场	20	陈宋恩 (研究部主管)
中国银行业 - 正面	23	投资策略 philipchan@abci.com.hk
中国房地产业 - 正面	27	852-2147 8805
中国互联网业- 正面	29	欧宇恒 (分析员)
中国消费业 - 正面	32	中国银行业 johannesau@abci.com.hk
中国电信业 - 正面	36	852-2147 8802
注:		
(1)于 2023 年 6 月 30 日发布		
(2)鉴于农银国际的内部政策,本报告 所提及及推荐的股票范围受限,或 未能涵盖所有股票		周秀成 (分析员) 中国互联网业 stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
		潘泓兴 (分析员) 中国消费业 paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏坚 (分析员) 中国电信业 rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895

经济师：姚少华

经济展望

2023 年下半年

2023 年下半年全球经济展望

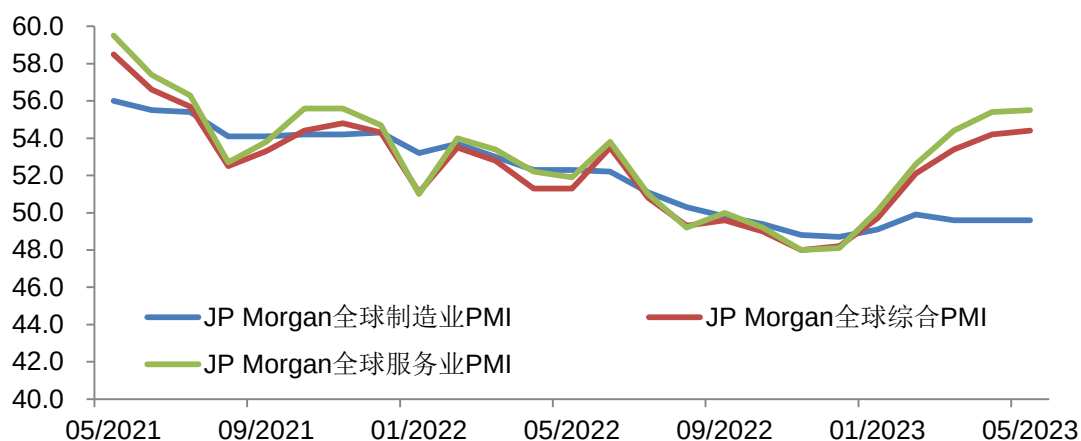
经济师：姚少华

- 全球经济在 2023 年上半年增长疲弱，主要因为大多数主要经济体的货币政策收紧对金融部门造成了不利影响。主要经济体的劳动力市场在 2023 年上半年继续紧绷，失业率处于低位，劳动力短缺情况持续存在
- 许多国家的整体通胀在 2023 年上半年放缓，主要因为货币政策收紧、供应链改善以及能源和粮食价格下降。然而，撇除食品及能源价格外的核心通胀在不少国家尚未达到峰值
- 展望未来，有见于大多数经济体金融条件收紧、债务水平高企、核心通胀仍处于较高水平以及俄乌冲突持续，我们预计 2023 年下半年全球经济增长将继续放缓
- 我们预计 2023 年美国、中国、欧元区、日本和英国经济分别增长 1.1%、5.0%、0.8%、1.2% 及 0.2%，相比而言，上述国家在 2022 年经济分别增长 2.1%、3.0%、3.5%、1.1% 及 4.1%

2023 年上半年全球经济复苏迟缓

在 2023 年上半年，全球经济经历了脆弱的复苏，主要因为大多数主要经济体货币政策收紧对金融部门造成了负面影响。美国的一些中小型银行倒闭，暴露出金融部门面临严重的利率期限错配风险。投资者对瑞信信心的丧失导致其被瑞银收购。尽管全球服务业表现出色，带动 JP Morgan 全球综合 PMI 在 2023 年上半年保持在 50 以上，但 JP Morgan 全球制造业 PMI 仍处于收缩区间，显示全球制造业和服务业的复苏不太均衡 (图 1)。根据 5 月 31 日发布的最新 WTO 商品贸易晴雨表，2023 年上半年全球商品贸易增长似乎失去动力。商品贸易晴雨表指数显示商品贸易增长放缓，该指数为 95.6，大幅低于荣枯线 100。

图 1: 摩根大通全球 PMIs (%)



来源：彭博、农银国际证券

2023 年第 1 季度主要经济体的 GDP 增速表现不一。今年首季美国、中国、欧元区、日本和英国的经济同比增速分别为 1.8%¹、4.5%、1.0%、1.9% 和 0.2%，而 2022 年第 4 季度分别为 0.9%、2.9%、1.8%、0.4% 和 0.6%(图 2)。主要经济体的劳动力市场在 2023 年上半年继续紧绷，失业率处于低位，劳动力短缺情况持续存在。

图 2: 全球主要经济体的 GDP 增长 (%)

实际 GDP 增长 (同比)	2022	4Q22	1Q23
美国	2.1	0.9	1.8
中国	3.0	2.9	4.5
欧元区	3.5	1.8	1.0
日本	1.1	0.4	1.9
英国	4.3	0.6	0.2

来源：彭博、农银国际证券

许多国家在 2023 年上半年整体通胀有所放缓，主要因为货币政策收紧、供应链改善以及能源和食品价格下降。然而，撇除食品及能源价格外的核心通胀在不少国家尚未达到峰值。根据 IMF 的估计，由于食品和能源价格下降以及全球需求放缓，2023 年全球整体通胀将从 2022 年的 8.7% 下降到 7.0%，但核心通胀可能仅缓慢回落。大多数国家的通胀不太可能在 2025 年之前恢复到目标水平。虽然大多数发展中国家的工资增速仍属可控，但由于劳动力市场紧张，部分发达经济体在 2023 年上半年出现了工资明显上涨。

由于通胀高企，除中国人民银行和日本央行外，全球主要央行在 2023 年上半年继续收紧货币政策，这亦导致了全球主要国债利率上升。美联储在 2023 年上半年将联邦基金利率目标区间提高了 75 基点至 5.00-5.25%，同时继续减少资产负债表规模。随着整体通胀放缓，美联储在 6 月的 FOMC 会议上维持利率不变，但暗示在 2023 年下半年将再加息两次。在 6 月的会议上，欧洲央行将主要再融资利率、边际贷款利率和存款机制利率分别提升 25 基点至 4.00%、4.25% 和 3.50%。欧洲央行表示将在 2023 年下半年继续提高政策利率。英伦银行、加拿大央行和澳洲联储银行自 2023 年年初以来均提高了主要政策利率。然而，由于通胀压力温和，中国人民银行和日本央行维持宽松的货币政策以支持经济增长。

2023 年下半年全球经济增速或保持疲弱

展望未来，有见于大多数经济体金融条件收紧、债务水平高企、核心通胀仍处于较高水平以及俄乌冲突持续，我们预计 2023 年下半年全球经济增长将继续放缓。在 4 月份的预测中，WTO 预测 2023 年全球商品贸易量增长将从 2022 年的 2.7% 下降至 1.7%。根据世界银行在 2023 年 6 月发布的最新《全球经济展望》，2023 年全球经济将增长 2.1%，低于 2022 年的 3.1% 增速(图 3)。OECD 在 2023 年 6 月发布的最新《经济展望》中预计今年全球经济将增长 2.7%，低于 2022 年的 3.3% 的增速。

由于金融条件收紧、核心通胀仍然高企以及财政刺激退出，我们预计美国经济 2023 年的增速将从 2022 年的 2.1% 降至 1.1%。尽管较低的失业率和不断上升的工资水平将支持家庭支出，但疲软的消费者信心和房价进一步调整可能阻碍家庭消费。大规模的财政刺激退出亦将拖累经济增长。利率的上升将对投资产生负面影响，尤其是住宅投资。虽然整体通胀将在 2023 年下半年缓解，但核心通胀可能仍然高企，且远高于美联储 2% 的目标。货币政策方面，我们预计美联储将在 2023 年下半年加息一次，到 2023 年底联邦基金利率的目标区间将达到 5.25-5.50%。美联储将在 2023 年下半年继续减持美国国债以及住宅和商业抵押贷款支持证券。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

有见于宏观政策的支持以及低基数效应，我们预计中国经济增速在 2023 年将反弹。我们预计中国经济在 2023 年将增长 5.0%，高于 2022 年 3.0% 的增速。消费的显著回暖以及房地产投资的温和复苏将是 2023 年下半年经济增长的主要推动力。通胀将在 2023 年下半年维持温和态势，料不构成宏观政策的制约因素。货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策。人民银行预计将保持流动性充裕以支持对制造业企业及中小企业的信贷供给。我们预期人民银行或在 2023 年下半年继续宣布下调 RRR 和基准利率。我们预期中央政府将在 2023 年下半年继续采用积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、加速基建投资以及出台鼓励消费的政策。

我们预计欧元区 2023 年的 GDP 增速将从 2022 年的 3.5% 下降到 0.8%，主要因为欧洲央行不断加息的滞后效应，储蓄率和购买力的下降亦将拖累经济增长。私人消费在 2023 年下半年或得到强劲劳动力市场的支持，但融资成本的上升和不确定性增加将拖累私人投资。紧张的劳动力市场将继续支持今年下半年的工资增长。能源和食品价格的下降将继续缓解 2023 年下半年的整体通胀，但核心通胀料保持在较高水平。我们预计欧洲央行的主要再融资利率将在 2023 年第 3 季度升至 4.50%，并在年底前保持不变。此外，英国经济在 2023 年预计增长 0.2%，大幅低于 2022 年的 4.1%，主要因为紧缩的货币政策抑制了消费支出和商业投资。英国的货币政策将继续收紧，我们预计英伦银行的政策利率在 2023 年年底升至 5.50%。

得益于强劲的内需和宽松的货币政策，我们预计 2023 年日本经济增速将从 2022 年的 1.1% 略微反弹至 1.2%。然而，外需将受到发达经济体货币政策收紧的影响。相较于其它发达经济体，日本在 2023 年下半年的通胀压力将较温和，预计核心通胀将降至约 2%。有见于通胀前景仍疲弱，日本的宽松货币政策在今年下半年将维持不变。日本央行通过收益率曲线控制将 10 年期日本政府债券收益率维持在 0% 左右，并在不超出 $\pm 0.50\%$ 的范围内波动。日本央行短期政策利率料在 2023 年底维持在 -0.10% 的利率水平不变。

图 3: 全球主要经济体的 GDP 增长预测(%)

实际 GDP 增长 (同比)	2022	2023 预测
美国	2.1	1.1
中国	3.0	5.0
欧元区	3.5	0.8
日本	1.1	1.2
英国	4.1	0.2
全球	3.1*	2.1*

*世界银行的估计和预测

来源：世界银行、彭博、农银国际证券预测



2023 年下半年中国经济展望

经济师：姚少华

- 随着与疫情相关的限制措施放宽，中国经济在 2023 年第 1 季度增长 4.5%，不仅高于 2022 年第 4 季度的 2.9%，亦超过市场预测的 4.0%。然而，随着补偿性需求消退和房地产行业持续疲软，中国经济在 2023 年第 2 季度按季增长显着放缓
- 尽管 2023 年第 2 季度的 GDP 按季增长或乏力，但在一系列稳增长措施支持下我们预计中国经济将在 2023 年下半年实现温和反弹。整体来说，我们预计 2023 年全年中国经济将增长 5.0%，与我们之前的估计一致
- 我们预计 2023 年下半年中国通胀将保持温和态势。我们估计 2023 年 CPI 通胀或仅上升 1.5%，低于 2022 年的 2.0%。随着中国经济增长在 2023 年下半年加快，核心 CPI 可能略有回升。我们预测 2023 年 PPI 通胀将从 2022 年的上升 4.2% 转为下跌 1.0%
- 我们预计中国人民银行将在 2023 年下半年继续推出包括降准减息在内的偏宽松的货币政策措施以稳定经济增长。2023 年年底 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 的利率或分别从 2023 年上半年的 3.55% 和 4.20% 降至 3.50% 和 4.10%。我们预计 2023 年年底大型存款类金融机构的 RRR 降至 9.0%，中型存款类金融机构降至 7.0%，而小型存款类金融机构的 RRR 则维持在 5.0% 不变
- 我们预期 2023 年下半年中央政府将继续采用积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及部分支持基建投资的政策。我们预计后续新增专项债发行有望边际提速，并在三季度基本发完，后续政策将侧重支持专项债尽快形成实物工作量、提升资金使用效益，以更好发挥稳增长功效

2023 年第 2 季度中国经济显着放缓

随着与疫情相关的限制措施放宽，中国经济在 2023 年第 1 季度增长 4.5%²，不仅高于 2022 年第 4 季度的 2.9%，亦超过市场预测的 4.0% (图 1)。然而，随着补偿性需求消退和房地产行业持续疲软，中国经济在 2023 年第 2 季度按季增长显着放缓。从环比增长的角度来看，4 月和 5 月的经济活动表现出疲软的势头。按月增速看，城镇固定资产投资、零售销售和工业产出在 4 月分别仅增长 -0.8%、0.2% 和 -0.3%，5 月分别仅增长 0.1%、0.4% 和 0.6%。

然而，由于去年同期疫情限制导致极低的基数效应，2023 年 4 月和 5 月的部分经济数据同比增长显着反弹。例如，零售销售分别在 4 月和 5 月同比增长 18.4% 和 12.7%，而在 2022 年同期分别下降了 11.1% 和 6.7%，亦大幅高于 2023 年第 1 季度的 5.8% 增速。

除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

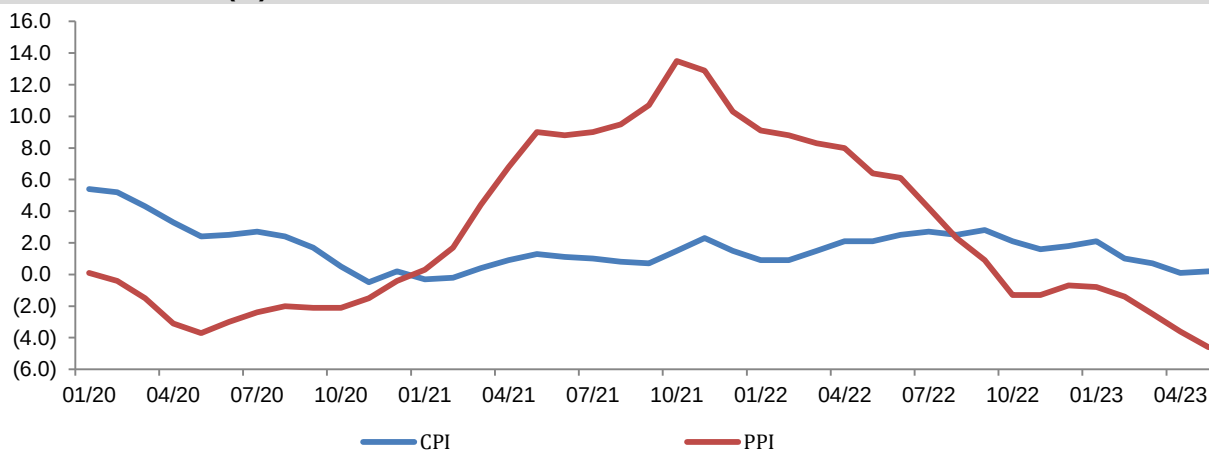
图 1: 中国 GDP 同比增长(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

由于整体经济活动需求疲弱, 2023 年上半年通缩压力加大(图 2)。由于非食品通胀放缓和食品通胀回落, 特别是猪肉价格下跌, CPI 在 2023 年第 1 季度上升 0.7%后, 4 月仅上涨 0.1%, 5 月仅上涨 0.2%。排除食品与能源价格外的核心 CPI 在 4 月与 5 月分别上涨 0.7%及 0.6%, 低于第 1 季度的 0.8%的升幅。4 月份 PPI 下跌 3.6%, 5 月下跌 4.6%, 而 2023 年第 1 季度下跌 1.6%。PPI 显着回落主要是由于高基数效应以及石油、有色金属、黑色金属等大宗商品价格大幅放缓所致。

图 2: 中国的 CPI 与 PPI (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

货币政策方面, 2023 年年初至今人民银行采用了偏松的货币政策来支持经济增长。年初至今人民银行实施降准及下调 LPR 利率来支持实体经济, 特别针对中小企业及民营企业。2023 年 5 月份广义货币供给(M2)的增速由去年 5 月份的 11.1%反弹至 11.6%, 2023 年首 5 个月衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从去年同期的 15.7 万亿元人民币升至 17.3 万亿元人民币。



2023 年下半年经济活动有望反弹

尽管 2023 年第 2 季度的 GDP 按季增长或乏力，但在一系列稳增长措施支持下我们预计中国经济将在 2023 年下半年实现温和反弹。消费的稳步复苏和房地产投资的适度回升将是主要的增长动力。相反，疲软的外需和部分地方政府的债务高企将是 2023 年下半年的主要挑战。

内需方面，我们预计整体固定资产投资有望在 2023 年下半年加快，主要因为房地产开发商的融资条件以及居民按揭贷款利率或进一步得到政策支持，房地产投资在下半年料温和反弹。房地产销售或在消费者信心改善下有所反弹。有见于外需放缓，2023 年下半年制造业投资以及民间投资或略有放缓，然而，高新技术制造业投资将在宏观政策的支持下保持较快增长。2023 年下半年基建投资将在财政政策支持下维持快速增长。居民收入上升和失业率回落料支持消费者支出。特别是在中央和地方促进汽车消费的政策推动下，占整体零售额 10% 的汽车零售额有望在今年下半年维持较快增长。

外需方面，由于全球经济在大多数经济体收紧金融环境、通胀仍高企以及俄乌冲突持续下放缓，2023 年下半年中国出口特别是对发达经济体的出口预计将明显放缓。不过，RECP 的生效将显著帮助中国在今年下半年与亚洲经济体的贸易，尤其是与日本的贸易。此外，随着经济合作的深化，中国对非洲、一带一路国家，尤其是俄罗斯的出口将维持快速增长。重新开放将促进中国旅游的输入与输出，基础设施投资将使原材料进口保持高位。

在宏观政策的支持和经济动力的恢复下，我们认为中国经济增长有望在 2023 年下半年按季反弹。整体来说，我们预计 2023 年全年中国经济将增长 5.0%，与我们之前的估计一致(图 3)。

我们预计 2023 年下半年中国通胀将保持温和态势。我们估计 2023 年 CPI 通胀或仅上升 1.5%，低于 2022 年的 2.0%。随着中国经济增长在 2023 年下半年加快，核心 CPI 可能略有回升。由于大宗商品价格回落、国内需求较疲软和高基数效应，我们预测 2023 年 PPI 通胀将从 2022 年的上升 4.2% 转为下跌 1.0%。今年下半年通胀料不构成宏观政策的制约因素。

货币政策方面，我们预期人民银行在 2023 年下半年将继续维持偏宽松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对制造业企业、房地产企业以及中小企业的信贷。我们预计 2023 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 23.0 万亿人民币及 35.5 万亿人民币。另外，为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在 2023 年下半年将继续下调基准利率。我们预计 2023 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别下调在 3.55% 及 4.10%。为增加金融市场流动性，我们预期 2023 年下半年人民银行将继续下调 RRR 一次。我们预计 2023 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 9.0%，中型存款类金融机构为 7.0%，而小型存款类金融机构的 RRR 则维持在 5.0% 不变。2023 年底广义货币供给(M2) 预计增长 11.0%。汇率方面，由于中国经济或反弹以及贸易顺差仍处于高位，我们预期 2023 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.8000 左右，而 2022 年年底为 6.8986。

我们预期 2023 年下半年中央政府将继续采用积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及部分支持基建投资的政策。土地市场的显著降温将为地方政府财政收入带来压力。5 月中旬以来，财政部已将今年剩余地方债额度下达至各省市，后续新增专项债发行有望边际提速，并在 3 季度基本发完，后续政策将侧重支持专项债尽快形成实物工作量、提升资金使用效益，以更好发挥稳增长功效。

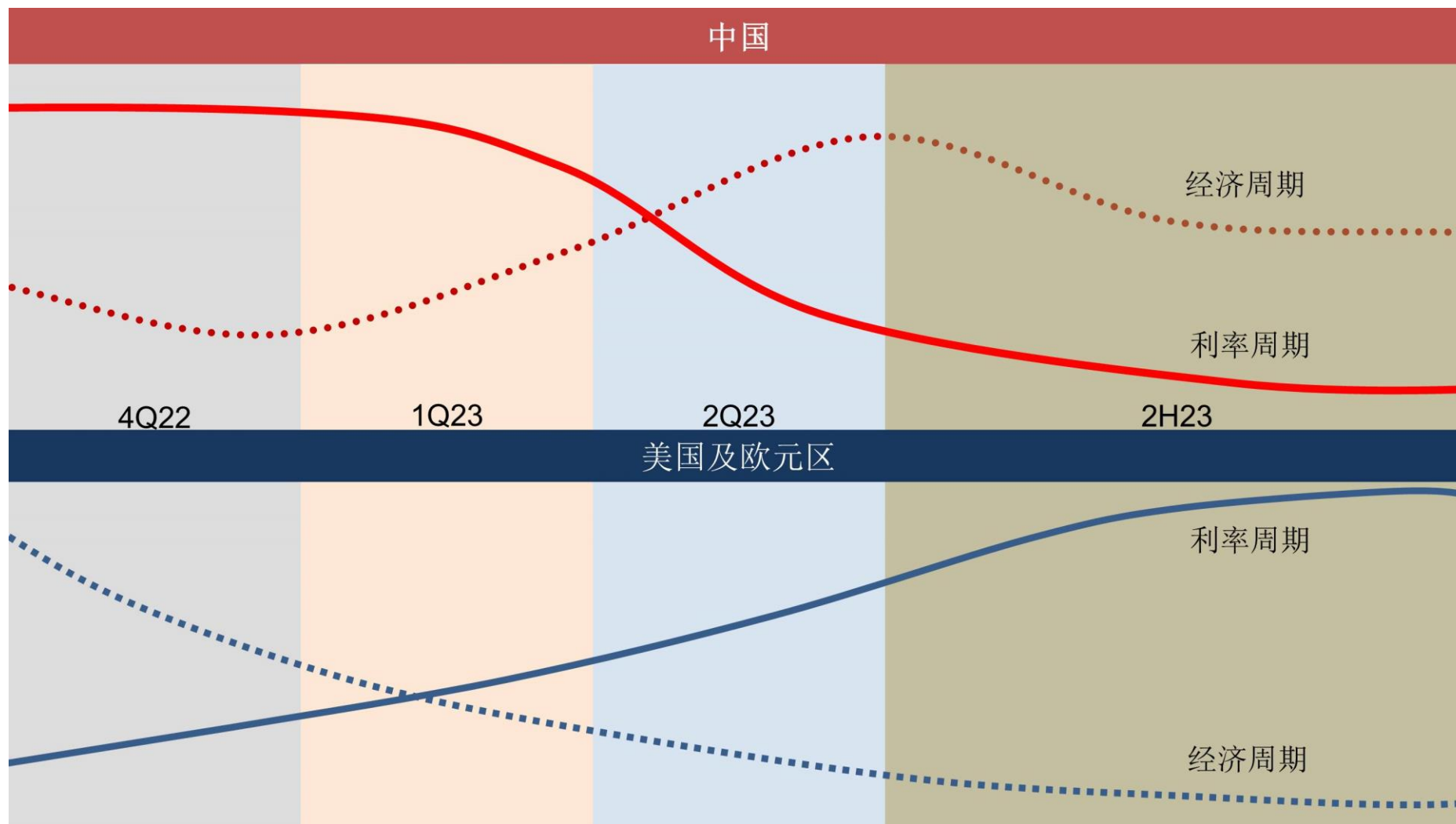


图 3: 经济预测

经济指标	2021 年	2022 年	2023 预测
实际 GDP 增长 %	8.1	3.0	5.0
固定资产投资增长, %	4.9	5.1	5.0
零售销售增长, %	12.5	-0.2	8.0
美元计价出口增长%	29.9	7.0	1.5
美元计价进口增长 %	30.1	1.1	2.5
工业生产增长%	9.6	3.6	4.5
消费价格指数 %	0.9	2.0	1.5
生产者价格指数 %	8.1	4.2	-1.0
M2 增长, %	9.0	11.8	11.0
社会融资规模(人民币, 10 亿元)	31,400	32,010	35,500
新增人民币贷款(人民币, 10 亿元)	19,900	21,310	23,000
年终现汇美元兑人民币汇率	6.3561	6.8986	6.8000
一年期贷款市场报价利率 %	3.80	3.65	3.50
五年期贷款市场报价利率 %	4.65	4.30	4.10

来源: 国家统计局、中国人民银行、农银国际证券预测

中国与美国及欧元区的利率/经济周期



来源：农银国际证券

研究部主管：陈宋恩

投资策略

2023 年下半年



2023 年下半年投资策略

保持现金头寸，把握中港市场价值投资机会

研究部主管：陈宋恩

- 保持现金头寸，优先考虑短期投资级债券，发达国家股市还未够便宜，中港股指估值较低。恒生指数的预期市盈率为 9.3 倍，较其五年平均市盈率低 20%
- 下半年美联储将对货币政策进行微调，避免激进措施，抑制衰退风险并保持通胀下行趋势
- 预计美国和欧元区下半年进一步边际加息的效果将有所削弱
- 2023 年下半年，美国和欧元区通胀率下降可能会因工资和租金等服务价格弹性较低而受到阻力
- 预计美国和欧元区经济增速将趋缓，风险资产和大宗商品价格面临压力

了解市场预期，并对这些预期持审慎态度。市场预期会影响期货市场的资产价格(包括利率、汇率、债券价格、股票价格和大宗商品价格)；期货市场则会对现货市场的资产价格产生影响。

市场利率预期屡屡失准，并持续不断修正。在 2022 年第四季度，市场曾预期美联储基金利率会在 2023 年第一季度达到顶峰。然而事实证明这一预期是错误的。到了 2023 年第一季度，市场又预测美联储基金利率将在 2023 年第二季度见顶，接着在 2023 年第四季度回落。事实证明，这一预期也部分失准。目前，市场预计美联储基金利率将在 2023 年 7 月达到顶点，并持续至 2023 年第四季度。这意味着高利率环境将在今年剩余时间维持。

俄乌战争爆发后，市场对全球原油和粮食价格持续高位的预期被证明是错误的。

- 当前美国 WTI 原油现货价格约为 69 美元/桶，较 2022 年峰值下降约 44%，低于 2021 年第四季度 77 美元/桶的平均价格约 10%。
- 当前布伦特原油现货价格约为 74 美元/桶，较 2022 年峰值下降约 44%，低于 2021 年第四季度平均价格水平 79 美元/桶约 6%。
- 目前美国和欧洲的原油价格已跌至 2021 年第四季度平均价格水平以下(即低于俄罗斯和乌克兰冲突爆发之前的价格水平)。
- 2023 年 5 月世界粮食价格指数为 123.06，为 2021 年 7 月以来的 22 个月低点。根据联合国粮农组织的数据，世界粮食价格指数在 2022 年 3 月同比上涨 34%后，2023 年 5 月同比下降 21.3%。

2022 年的一些主要市场预期在 2023 年被证明是错误的，原因可能有以下几点：

- 美联储和欧洲央行目前正试图通过提高金融市场的货币成本以及资本和商品市场的机会成本来调整市场环境，但它们并未积极从金融市场撤回流动性。这种充足的流动性供应有助于缓解衰退风险，但同时削弱了美国和欧元区加息的有效性。因此，在较长时间内维持高利率环境将逐步抑制需求，这是为了平衡市场所需付出的代价。
 - 发达经济体的央行采取更为灵活的货币政策以控制通货膨胀，并避免经济陷入衰退。尽管自 2021 年底至 2023 年 6 月，美联储加息了 500 个基点，但同期其资产负债表



仅温和收缩了 3.4%。美联储在缩表方面的谨慎策略有助于缓解利率大幅上升所带来的负面影响。目前，美联储资产负债表相较于 2019 年底扩大了 101%，较 2021 年底扩大了 13.6%。

- 欧洲央行在今年上半年放缓了缩表的步伐。自 2021 年底以来，欧洲央行将存款便利利率上调了 400 个基点，同期资产负债表收缩了 9.8%，但其资产负债表仍比 2019 年底扩大了 66%，比 2021 年底扩大了 10%。
- 由于需求收缩幅度大于供应减少预期，自 2022 年下半年开始，原油价格持续呈现下跌趋势。在原油供应方面，美国及其盟友对俄罗斯实施的原油出口禁令效果未能如预期般发挥作用，美国原油产量增长幅度超过了 OPEC (石油输出国组织)原油产量的减少幅度。在原油需求方面，发达国家高利率环境限制了制造业活动，导致能源需求表现疲软。
 - OPEC 一直表示要减少产量供应以支持原油价格。实际上，2023 年 5 月的原油日产量为 2,526 万桶/日，同比略微下降 1.6%。与此同时，5 月份美国的原油日均产量为 1,241 万桶/日，同比增长 6.7%。美国原油生产商侵蚀了 OPEC 的市场份额，这也是美国与中东石油出口国关系紧张的原因之一。
 - 虽然美国及其盟友对俄罗斯原油出口进行了禁令，但俄罗斯已停止公布相关的原油产量和出口数据，市场难以评估其影响。从全球原油价格走势来看，俄罗斯可能在相当程度上维持了原油出口。标准普尔全球数据显示，2023 年 5 月俄罗斯制造业 PMI 升至 53.5，这意味着自 2022 年 5 月起连续 16 个月保持在 50 以上。根据中国海关统计，俄罗斯原油月均进口量从 2022 年 1-5 月的 681 万吨增加至 2023 年 1-5 月的 842 万吨；俄罗斯液化天然气月均进口量从 2022 年 1-5 月的 0.37 百万吨增加到 2023 年 1-5 月的 0.61 百万吨。印度商务工业部数据显示，2023 年 1-4 月俄罗斯石油进口量激增 2400%，达到 2800 万吨。
 - 发达国家的高利率环境限制了制造业活动，导致能源需求表现疲弱。2023 年 5 月全球制造业 PMI 降至 49.6，这是自 2022 年 8 月以来连续第 9 个月低于 50 的水平。

我们的判断

- 推动欧美通胀的因素已发生变化。在 2023 年上半年，美国和欧元区的食品及能源价格上涨带来的通胀压力有所减缓。而 2023 年下半年，抵御通胀率下降的主要因素将是工资、租金等服务价格。这两个因素在短期内调整弹性较小，且在中期内具有较高的政治敏感性。从二季度开始，美国的核心 CPI 高于整体 CPI，这一现象表明服务价格已经替代食品和能源成为通胀的主要驱动因素。
- 利率边际上升的效应逐渐减弱。从 2021 年底至 2023 年上半年，美联储和欧洲央行已加息 500 个基点(bp)和 400 个基点。经历过过去 18 个月的大幅加息后，2023 年下半年进一步加息的边际效应正在降低。除非在 2023 年下半年出现“黑天鹅”事件，否则央行不会轻易降息。在 2023 年上半年美国地区银行危机期间，美联储更倾向于扩大资产负债表而非降息。美联储向金融市场传递了明确的信息：在应对类似规模的金融危机时，扩张资产负债表是首选。
- 我们判断 2023 年下半年美联储货币政策将进入微调阶段，一方面避免经济衰退的发生，另一方面将通胀率维持在下行通道。快速抑制通胀的方法是通过进一步大幅上升利率触发服务业收缩，但这将导致失业率上升，工资和租金下降。我们认为美国和欧洲央行不希望

看到这种情况发生。然而，利率边际变化的影响将会递减。我们认为，只要 2023 年下半年通胀率处于下行通道，央行就会倾向于微调货币政策。

- **2023 年下半年欧美经济局面 - 高利率、低经济增长和缓慢下降通胀的局面，这是合理预期的场景。**美联储成功地影响了债券市场投资者的通胀预期。通胀保值国债(TIPS)市场表明，债券市场预计未来 12 个月通胀率将降至 2%左右，并在未来几年维持在这一通胀水平。债券市场预计通胀担忧将在未来 12 个月内大幅减弱，但通缩恐惧尚未成为主流。这为美联储提供了微调货币政策而不是采取激进举措的灵活性。
- **美国中国名义利差扩大和美国中国通胀差距缩小，导致人民币兑美元贬值压力加大。**
 - **美国中国名义利差扩大，利好美元兑人民币升值。**美联储向金融市场发出明确信息，联邦基金利率将在 2023 年下半年进一步上调。因此，美国仍处于加息周期。与此同时，中国的银行在 6 月份下调了存款利率和 LPR。中国降息后，一些经济学家仍预计央行将在 2023 年下半年进行边际降息。中美利率方向的分歧导致中美名义利差扩大。为了说明这一点，我们考虑中美一年期国债收益率差距。美国中国一年期名义收益率差距已从 2022 年底的 2.59 个百分点扩大至 2023 年 6 月 21 日的 3.32 个百分点。(注：美国中国名义利差是指美国利率减去中国利率)
 - **美国中国通胀差距缩小，利好美元兑人民币升值。**2022 年，中国城市 CPI 在 9 月份达到同比 2.7%的峰值，此后城市 CPI 一直处于下降趋势。2023 年 5 月城市 CPI 同比增长 0.2%。美国城市 CPI 也处于下降趋势，但其下降速度快于中国。美国城市 CPI 同比从 2022 年 9 月的 8.2%下降至 2023 年 5 月的 4.0%。美国中国城市 CPI 差距从 2022 年 3 月的 6.9 个百分点缩小至 2022 年 9 月的 5.5 个百分点，2022 年 12 月的 4.7 个百分点，2023 年 3 月的 4.3 个百分点，2023 年 5 月为 3.8 个百分点。(注：美国中国通胀差距是指美国通胀率减去中国通胀率)
 - **美国中国实际利差扩大，加大人民币兑美元贬值压力。**美中实际利率差距扩大将导致货币交易者卖出人民币并买入美元。货币交易活动将导致人民币兑美元贬值压力加大。

美中实际利率差距

= 美国实际利率减去中国实际利率

= (美国名义利率减去美国通胀率) - (中国名义利率减去中国通胀率)

= (美国名义利率减去中国名义利率) - (美国通胀率减去中国通胀率)

= 美国中国名义利差 - 美国中国通胀差

资产配置策略

- 投资组合的现金头寸需保持充足。2023 年下半年美元和欧元现金回报率可能进一步小幅上升。
- 优先选择短期投资级债券。除非“黑天鹅”事件发生并引发美联储或欧洲央行在短时间内大幅降息，否则我们认为 2023 年下半年货币政策微调的可能性较大。美国和欧元区央行在 2023 年下半年仍在收缩资产负债表。在这种情况下，短期利率将保持坚挺。
- 发达国家股市还未够便宜，中港股指估值较低。
 - MSCI 世界指数(2023 年 6 月 26 日为 2895 点)的预期市盈率为 17.4 倍，比 18.7 倍的 5 年平均市盈率低 7%。便宜估值范围约为 15.0 倍，约为 5 年平均市盈率减一个标准差。
 - 标普 500 指数(2023 年 6 月 26 日为 4328 点)的预期市盈率为 19.8 倍，比其 5 年平均市盈率 20.4 倍低 3%。便宜估值范围约为 16.9 倍，约为 5 年平均市盈率减一个标准差。
 - A 股及港股市场较低估值，价值投资好时机。截至 2023 年 6 月 26 日，恒生指数的预期市盈率为 9.3 倍，较其五年平均市盈率 11.6 倍低 20%;富时中国 A50 指数预期市盈率为 10.6 倍，比 11.7 倍的 5 年平均市盈率低 10%。

图 1：基准股票市场指数的市场估值

	26/6/2023 指数	预期 市盈率	5 年平均 市盈率	5 年市盈率 高 / 低
MSCI 世界指数	2895	17.4	18.7	29.3/13.0
MSCI 亚太区(不包括日本) 指数	512	14.2	15.1	23.7/11.0
MSCI 亚洲新兴市场指数	529	14.3	13.5	21.4/9.6
标准普尔 500 指数	4328	19.8	20.4	31.3/14.0
纳斯达克 100 指数	14689	27.8	25.6	38.5/16.7
道琼斯指数	33715	18.3	19.2	28.0/13.5
斯托克 50 指数	4280	12.2	15.4	25.5/9.9
富时 100 指数	7453	10.4	13.7	27.5/8.3
日经 225 指数	32699	20.4	21.4	40.4/14.3
恒生指数	18794	9.3	11.6	17.1/8.3
富时中国 A50 指数	12457	10.6	11.7	16.9/8.5

来源：彭博、农银国际证券

恒生指数 (HSI)

- **2023 年下半年合理交易区间：17,700-23,600(8.7-11.6x 2023 年预期市盈率)**
- **累积股票范围：17,700-20,700 (8.7x-10.2x 2023 年预期市盈率)**
- **获利了结范围：20,700-23,600 (10.2-11.6x 2023 年预期市盈率)**

我们预计 2023 年下半年恒指市盈率估值区间为 8.7 倍至 11.6 倍，原因如下：

1. 五年平均市盈率为 11.6 倍，标准差 (SD) 为 1.43。
2. 鉴于下半年全球经济风险和恒指股票盈利增长预期，指数市盈率估值或将维持在历史平均水平以下。
3. 市场普遍预期指数股票 2023 年盈利平均增长 9-10%。我们认为，以下因素将影响盈利增长：
 - a) 盈利在 2020-22 年连续三年下降后，2022 年盈利比较基数较低
 - b) 大盘互联网股成本效率提升，有助提升 2023 年核心业务盈利能力。大盘互联网股占恒生指数总权重约 26%。
 - c) 假设中国经济在 2023 年下半年将加快复苏，大型国有银行将减少信贷损失拨备，以抵消净息差收缩的不利影响，以维持利润增长。中资商业银行股占恒生指数总权重约 11%。
 - d) 保险公司将在 2023 年采用新的会计处理方法，并重述 2022 年的财务报表。因此，2023 年的利润增长可能会受到双向影响，并将反映在半年业绩中。保险股占恒生指数总权重约 11%。
 - e) 香港及海外的高利率环境提高了香港银行的盈利能力，香港银行股占恒生指数总权重约 10%。
 - f) 中资地产股盈利前景黯淡，但占指数总权重不足 2.5%。虽然地产行业的新闻通常引起高度市场关注，但中资地产股对指数的影响甚轻微。
 - g) 原油和煤炭价格下跌将拖累下半年行业国企利润，但将提振发电股盈利能力。原油和煤炭股占恒指总权重不足 5%。
 - h) 由于消费细分市场的复苏情况各不相同，中国消费相关股票将成为波动因素。电信服务股利润将增长约 10%；国家统计局数据显示，2023 年首 5 个月餐饮零售额同比增长 22.6%，说明餐饮股盈利能力将有所回升。
4. 考虑到预期盈利增长，合理的市盈率/盈利增长率(PEG 比率)约为 0.9-1.1 倍，相当于该指数 2023 年预期盈利的 8.1-11.0 倍。
5. 考虑到 PEG 比率和历史市盈率范围，我们将恒生指数的合理估值范围设定为 8.7-11.6 倍预计 2023 年市盈率或指数范围四舍五入至 17,700-23,600。
6. 我们设定 17,700-20,700(或 8.7x-10.2x 2023 P/E)为累积区域，20,700-23,600(10.2-11.6x 2023 P/E)为获利了结区域。

图 2: 恒生指数财务及估值预测摘要

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
每股收益(HK\$)	2,443.1	2,146.1	2,091.7	1,856.9	2,030.2	2,223.6
同比变化	1.7%	-12.2%	-2.5%	-11.2%	9.3%	9.5%
市盈率	-	-	-	10.12	9.26	8.45
净值 (HK\$)	22,344.9	23,720.1	20,813.2	17,908.0	18,360.0	19,905.9
同比变化	10.1%	6.2%	-12.3%	-14.0%	2.5%	8.4%
市净率	-	-	-	1.05	1.02	0.94
每股股息 (HK\$)	992.53	653.7	593.53	665.86	720.64	784.63
同比变化	-1.0%	-34.1%	-9.2%	12.2%	8.2%	8.9%
股息率	-	-	-	3.54%	3.83%	4.17%
每股收益 / 平均净值	11.5%	9.3%	9.4%	9.6%	11.2%	11.6%

恒生指数: 18,794 (26/6/2023)

来源: 彭博预测、农银国际证券

图 3: 市盈率估值区间 (6/2018-6/2023)



来源: 彭博、农银国际证券

图 4: 市盈率统计

市盈率 (5 年高)	17.11
市盈率 (5 年低)	8.26
市盈率 (5 年平均)	11.58
标准差 (SD)	1.43
平均 + 3 SD	15.87
平均 + 2 SD	14.44
平均 + 1 SD	13.01
平均	11.58
平均 - 1 SD	10.15
平均 - 2 SD	8.72
平均 - 3 SD	7.29

来源: 彭博、农银国际证券

图 5: 市净率估值范围 (6/2018-6/2023)



来源: 彭博、农银国际证券

图 6: 市净率统计

滚动市净率(5 年高)	1.44
滚动市净率(5 年低)	0.82
滚动市净率(5 年平均)	1.15
标准差 (SD)	0.12
平均 + 3 SD	1.51
平均 + 2 SD	1.39
平均 + 1 SD	1.27
平均	1.15
平均 - 1 SD	1.02
平均 - 2 SD	0.90
平均 - 3 SD	0.78

来源: 彭博、农银国际证券

香港 IPO 市場展望

分析员:周秀成

- **2023 年前 6 个月香港 IPO 市场筹资 21 亿美元，而 2022 年为 134 亿美元**
- **IPO 市场受到经济疲软、全球地缘政治风险等多种因素的冲击**
- **在互联网/科技行业的推动下，香港 IPO 市场未来应会改善**

2023 年前 6 个月(截至 2023 年 6 月 26 日)，香港 IPO 市场筹资 21 亿美元，而 2022 年为 134 亿美元。2023 年前 6 个月，共有 26 宗 IPO 发行，平均发行规模为 0.8 亿美元。

香港 IPO 市场受到经济环境疲软、地缘政治局势等因素的影响。

在行业结构方面，必需消费品占 2023 年前 6 个月 IPO 数量的 27%，其次是非必需消费品 (16%)、工业 (15%)、医疗保健(9%)、通讯(9%) 和其他 (23 %)。特别是，规模较大的 IPO 数量较少，2023 年前 6 个月的平均交易规模较小，为 0.8 亿美元，而 2022 年为 1.6 亿美元。

从积极的方面来看，香港 IPO 市场预计将在未来几个月逐步改善。香港联交所最近推出了针对特专科技公司的新上市制度，包括新一代信息技术、先进硬件、先进材料、新能源及节能环保、新食品及农业技术。此外，阿里巴巴(9988 HK)宣布了业务重组和分拆计划，计划把云、菜鸟、盒马等多个业务部门在不久的将来单独上市。这预计将有助于香港 IPO 市场未来几个季度的增长。

图 1: 2023 年前 6 个月香港 IPO 市场

行业*	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
必需消费	575	192
非必需消费	352	88
工业	331	66
医疗保健	204	68
通讯	203	41
其他	486	81

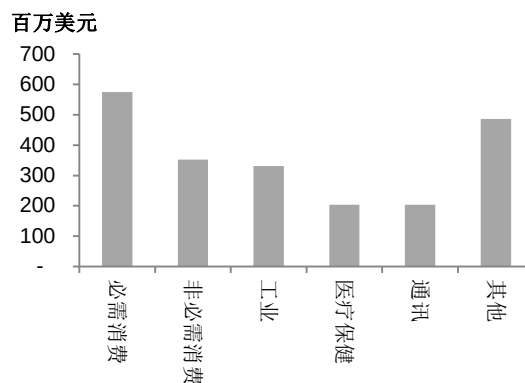
*按彭博行业分类
来源: 彭博，农银国际证券

图 2: 香港 IPO 市場 (百万美元)



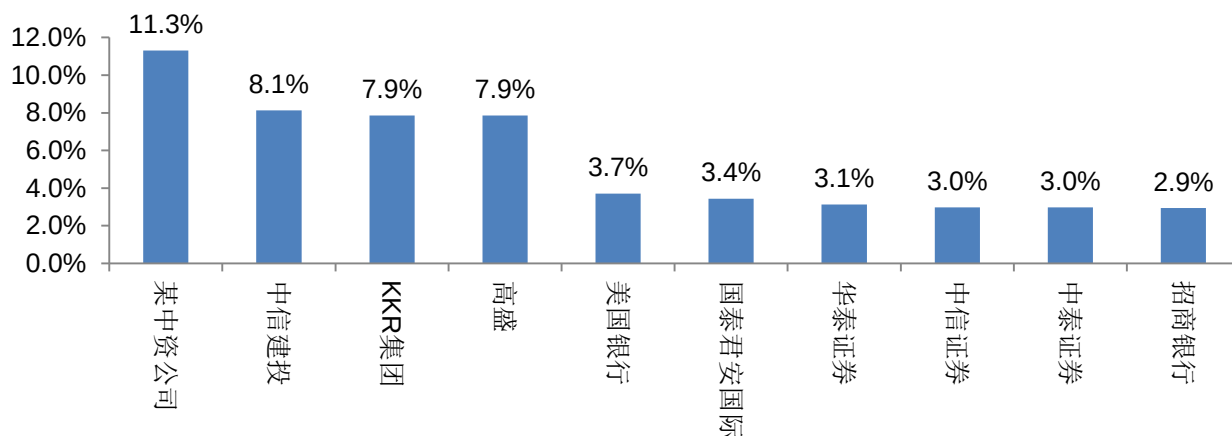
来源: 彭博、农银国际证券
截至 2023 年 6 月 26 日

图 3: 香港 IPO 集资额行业*分布 (2023 年首 6 个月)



*按彭博行业分类
来源: 彭博、农银国际证券

图 4: 主要承销商市场份额 (2023 年首 6 个月*)



*截至 6 月 26 日
来源: 彭博、农银国际证券

分析师

行业展望

2023 年下半年

注：鉴于农银国际的内部政策，本报告所提及及推荐的股票范围受限，或未能涵盖所有股票

正面
中国银行业-行业基本面取决于宏观经济复情况
欧宇恒

主要数据		行业表现	绝对 (%)	相对 (%)
H 股		H 股 (相对于 MSCI 中国指数)		
2023E 市盈率均值(x)	3.56	1 个月	(1.88)	(2.24)
2023E 年市净率均值(x)	0.38	3 个月	0.75	8.18
2023E 股息率均值(%)	8.64	6 个月	6.28	12.14
A 股		A 股相对于 CSI300 指数)		
2023 年市盈率均值(x)	4.80	1 个月	(4.37)	(3.33)
2023 年市净率均值(x)	0.52	3 个月	(2.30)	2.91
2023 年股息率均值(%)	6.45	6 个月	(3.18)	(1.18)
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		
➤ 行业平均净息差压力逐步减低，预期 LPR 将在 2023 年下半年进一步下降 ➤ 净手续费收入增长势头有待加强，主要取决于宏观经济复苏的步伐 ➤ 投资者对行业的焦点从资产质量风险转向至未来营收增长前景 ➤ 重申对银行业的正面评级， A 股及 H 股的估值修复时间点很大程度上取决于未来几个季度的宏观经济增长。我们维持偏好大型银行较稳定的基本面及股息收益率				

净息差趋势取决于宏观经济复苏速度。我们认为宏观经济情况是目前对中国银行业基本面最具影响力的因素。考虑到近期平均贷款和存款利率的趋势，我们预期银行业在净息差上的压力在未来几个季度有望逐渐下降，特别在经历 1Q23 贷款重新定价的冲击后。具体而言，根据央行的数据，2023 年 3 月份的新增贷款加权平均利率较去年 12 月份环比升 20 个基点至 4.34%。与此同时，随着政策方向驱动，银行自 2022 年 9 月开始逐步降低存款利率以压抑存款迁移所带来的资金成本压力。理论上，这让银行在 2023 年余下时间面临的净息差压力趋缓。然而，如果宏观经济复苏的步伐较预期弱，进一步降息将为银行净息差带来不可避免的新压力，并受重定价因素影响，相关压力将持续至 2024 年。根据全国银行间同业拆借中心的数据，1 年期和 5 年期 LPR 自 2023 年 5 月的 3.65% 及 4.30% 下降至 2023 年 6 月的 3.55% 和 4.20%。我们预期 1 年期和 5 年期 LPR 将在 2023 年末进一步下降至 3.50% 及 4.10%。而根据中国银保监会的数据，1Q23 行业平均净息差环比下降 17 个基点，或同比下降 23 个基点至 1.74%。按照类别划分，大型银行因承担更大的社会责任而下降较多，其 1Q23 净息差环比下降 21 个基点，对比股份制银行及城市商业银行环比下降 16 和 4 个基点。资产负债表增速及结构优化仍将是抵抗净息差压力的差异化因素。总的来说，我们预计行业平均净息差在 2023 年将同比下降 8-15 个基点。

净手续费收入重回正增长。从银行 1Q23 业绩看，目前行业净手续费收入增长动力仍然较弱，主要延续了去年资本市场表现较差及零售消费意欲疲软的情况。我们认为，未来银行手续费收入的增长势头很大程度取决于宏观经济恢复的速度。如果资本市场表现逐渐改善，加上平均存款利率下行，定存资金或继续迁移至理财产品中。这一方面将增加银行净手续费收入增长，同时降低银行净息差上的压力。此外，经济活动加强亦有望推动银行消费和交易相关的净手续费收入。然而，考虑到 1Q23 开局较弱的情况，预期 2023 年银行净手续费收入录得强劲增长的概率较低，净手续费收入增长速度转强较合理情况将在 2024 年出现。假设宏观经济复苏步伐在 2Q23 及 3Q23 稳定提升，我们估计部份上市银行的净手续费收入增长动力最早将在 3Q23 体现。

资产质量风险的忧虑逐步下降。我们认为, 投资者对银行资产质量风险的忧虑自 1Q23 起正逐步减轻。大部分上市银行 1Q23 不良率环比保持稳定, 可以看到银行仍然积极处置不良以抵消新发生不良的影响。尽管房地产行业仍然是新增不良的主因, 部分银行在 1Q23 开始针对性处理相关贷款。总体而言, 我们预计行业平均不良率将在 2023 年余下时间将维持稳定。仍然, 我们认为银行的资产质量与中国宏观经济复苏步伐息息相关, 这意味着宏观经济增速上的波动或会重新引发投资者对银行风险因素的关注。截至 2023 年 3 月末, 行业平均不良率环比下降 1 个基点至 1.62%。行业平均拨备率和拨备覆盖率在 1Q23 分别环比下降 4 及 61 个基点至 3.32% 和 205.24%。根据银保监会的统计数据, 行业净利润同比跌 1.3%, 或环比下降 12.4%。

长线展望

政策和宏观经济风险仍然是影响中国银行业的关键因素, 其中大型银行无可避免需承担更大社会责任来支持国家发展。而在政策层面上, 严格监管并自律的经营环境是行业基本面的长远正面因素, 但短期股价将因政策不确定性增加而波动。

短线展望

投资者关注点已从资产质量转移至银行营收表现上。我们一再重申, 这与中国的宏观经济展望高度相关, 因此未来几个季度的经济增长势头将是行业估值水平的决定性因素。同时, 我们认为价值投资者将以更保守的态度来观察基本面持续改善的证据。

股票推荐

我们重申对 A/H 股市场中资银行板块的正面评级, 这是由于我们认为当前估值水平尚未充分考虑到宏观经济恢复对行业带来的影响。然而, 行业估值修复的时间点高度取决于未来中国的宏观经济展望和政策方向。我们偏好大型银行, 因其基本面及股息收益率均较稳定。而在股份制银行当中, 我们较偏好招行(3968 HK, 600036CH), 因其盈利能力和风险抵补能力均在行业中领先。

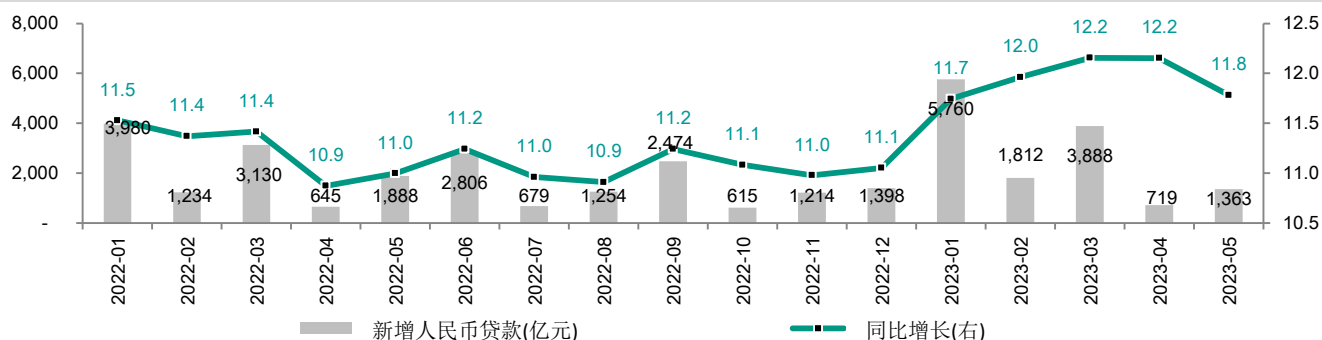
风险因素

1) 行业基本面受宏观经济不确定性影响; 2) 特定区域的资产质量急速恶化; 3) 进一步降息或为净利差带来额外压力; 4) 净手续费收入恢复较预期慢。

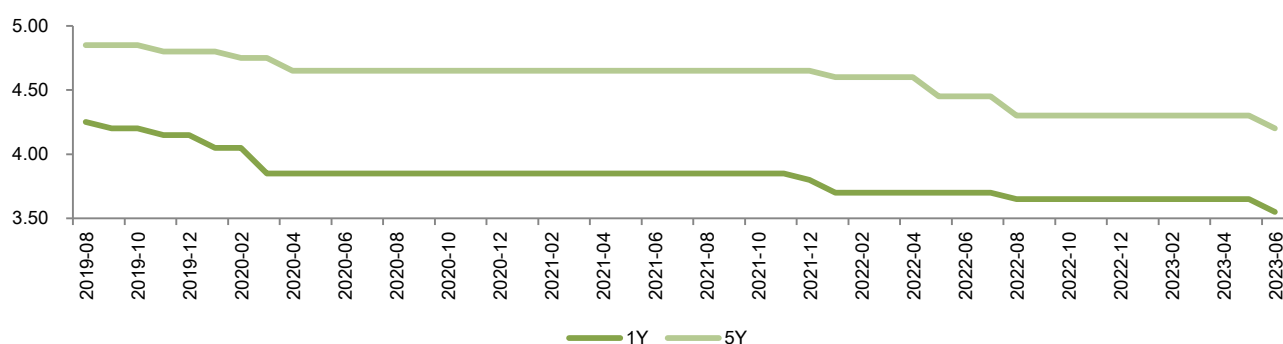
**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

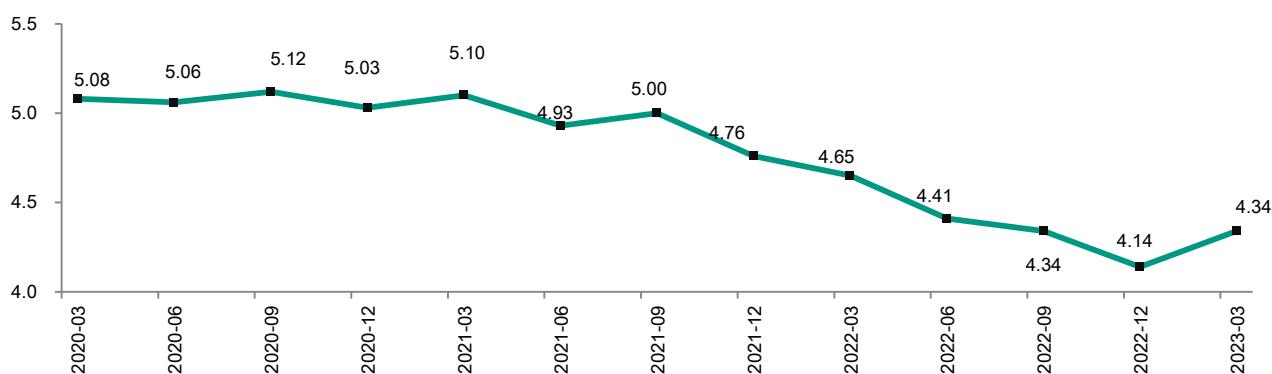
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图 1: 每月新增贷款(亿元)与同比增长(%)

来源: 中国人民银行、农银国际证券

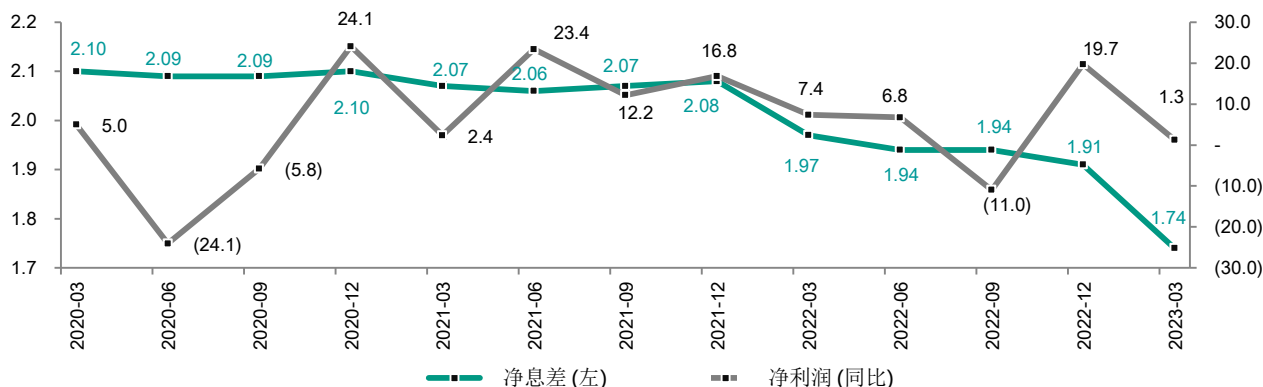
图 2: 中国 LPR (%)

来源: 全国银行间同业拆借中心、农银国际证券

图 3: 平均贷款收益率(%)

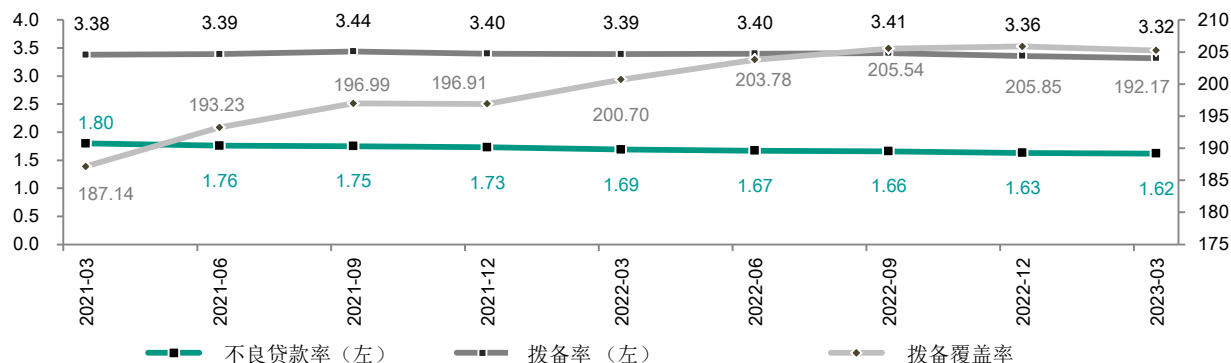
来源: 中国人民银行、农银国际证券

图 4: 行业平均净息差与行业净利润同比增长率(%)



来源: 金融监管总局、农银国际证券

图 5: 主要资产质量指标(%)



来源: 金融监管总局、农银国际证券

H 股行业首选 (截至 2023 年 6 月 26 日)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空间 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市净率 (x)	FY24E 市净率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
招商银行	3968 HK	买入	53.05	51.36	5.42	4.80	0.87	0.77	6.09	6.87

*截至 2023 年 6 月 26 日, 四大国有银行因合规原因暂时禁止研究

来源: 彭博、农银国际证券预测

A 股行业首选 (截至 2023 年 6 月 26 日)

公司	代号	评级	目标价 (人民币)	上升空间 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市净率 (x)	FY24E 市净率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
招商银行	600036CH	买入	46.73	43.30	5.44	4.82	0.88	0.78	6.06	6.84

*截至 2023 年 6 月 26 日, 四大国有银行因合规原因暂时禁止研究

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国房地产行业-经济疲软的迹象促使政策刺激 农银国际证券

关键数据	行业表现((相对于恒指))	绝对 (%)	相对 (%)	1 年行业表现(%)
2023E 市盈率均值(x) 6.14	1 个月	10.09	3.19	
2023E 市净率均值(x) 1.14	3 个月	23.11	10.13	
2023E 股息率均值(%) 6.25	6 个月	(12.03)	0.13	
来源: 彭博、农银证券预测	来源: 彭博、农银证券			来源: 彭博、农银国际证券

- 预期潜在的利率和准备金率降低将在短期内支持开发商的股价表现, 但重建购房者信心需要时间
- 我们预测 2023 年下半年合同销售额持平, 2024 年实现适度回升, 同比增长 5%。过去 12 个月的土地收购放缓限制了销售恢复
- 在中国开发商中, 我们更倾向于选择**中国海外(688 HK)**, 因为其财务状况强劲且销售业绩优于竞争对手。在物业管理行业, 我们青睐**华润万象(1209 HK)**, 因为它在购物中心管理中占据主导地位, 并在并购方面积极主动

销售势头减缓, 需要进一步刺激。2023 年 1 月至 5 月, 中国商业住房销售额同比增长 8.4%, 达到 4.979 万亿元人民币。然而, 同比增长速度较 1 月至 4 月的 8.8% 增长有所放缓。另一方面, 商业住房销售面积同比下降 0.9%, 至 4.64 亿平方米, 相较 1 月至 4 月的 0.4% 下降幅度更大。

据我们测算, 5 月份商业住房销售额同比增长 6.8%, 达到 1.004 万亿元人民币。这一增速远低于 4 月份观察到的 28.0% 的增长。相较 4 月份的 5.5% 同比增长, 5 月份商业住房销售面积同比下降 3.0%, 至 8800 万平方米。

尽管 5 月份的销售仍然呈现同比增长, 但这可以归因于去年上海和长三角地区严重的 COVID-19 疫情造成的较低基数。然而, 销售额的增长速度已经明显放缓, 表明受疫情影响的前一个季度的积压需求已经释放。为保持复苏势头, 需要更多政策措施刺激需求。

房地产企业的销售增长持续分化。民营开发商尚未找到明确的解决海外债务违约问题的办法, 这导致购房者对他们的预售项目产生担忧。房地产市场的复苏仍依赖于国有企业保持其主导地位。

近几个月, 国内多家银行已降低存款利率, 市场将此解读为降息的准备。利率下调和准备金率降低的消息预计将推高开发商的股价。然而, 恢复购房者信心并反映在销售数据中可能需要相当长的时间。

房价增速放缓为进一步放松政策提供空间。此外, 2023 年 5 月, 70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比增速下降, 二手住宅价格也出现下降。在这 70 个城市中, 商品住宅销售价格环比增长的城市数量减少。新建商品住宅销售价格环比增长的城市有 46 个, 二手住宅销售价格环比增长的城市有 15 个。与上月相比, 分别减少了 16 个和 21 个城市。

观察新建商品住宅, 5 月份, 一线城市销售价格环比上涨 0.1%, 较上月下降 0.3 个百分点。其中, 北京、上海、广州分别环比上涨 0.2%、0.3% 和 0.1%, 而深圳下降 0.2%。二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.2%, 较上月下降 0.2 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比从上月的 0.2% 上涨变为持平。

股票推荐

开发商:

推荐国有企业优于民营企业。我们预计购房者和投资者会更倾向于选择国有企业，而非民营企业，因为国有企业具备更好的再融资能力，以确保项目顺利完成。国有开发商**中国海外(688 HK)**和**越秀地产(123 HK)**的合同销售额在 2023 年前五个月分别增长了 55%和 101%，而同期上市公司的平均同比增长仅为 8%。在大市值股票中，我们最看好的是**中国海外**，因为截至 2022 年 12 月，公司的净负债率为 43%，融资成本平均为 3.57%(仅比 2021 年高约 2 个基点)。凭借强大的资产负债表，中国海外在扩大土地储备和进行并购方面具有优势。同时，我们还看好中小市值股票**越秀地产**，因为其盈利的以交通为导向的发展(TOD)模式以及得到战略股东广州地铁的支持。

物业管理公司:

公共项目保证国有企业有更好的增长前景。对于物业管理行业，我们更倾向于国有企业，因为它们获取新的公共项目方面具有更好的前景。**华润万象(1209 HK)**是我们在大市值股票中的首选，因为它在购物中心管理方面占据主导地位，并积极参与并购。我们看好的中小市值股票是**越秀服务(6626 HK)**，该公司专注于交通为导向(TOD)的物业管理。

风险因素

开发商:

1) 降价导致的毛利率下滑; 2) 由于房地产价格大幅下跌而导致的未售房屋减值准备; 3) 债券再融资未能成功

物业管理公司:

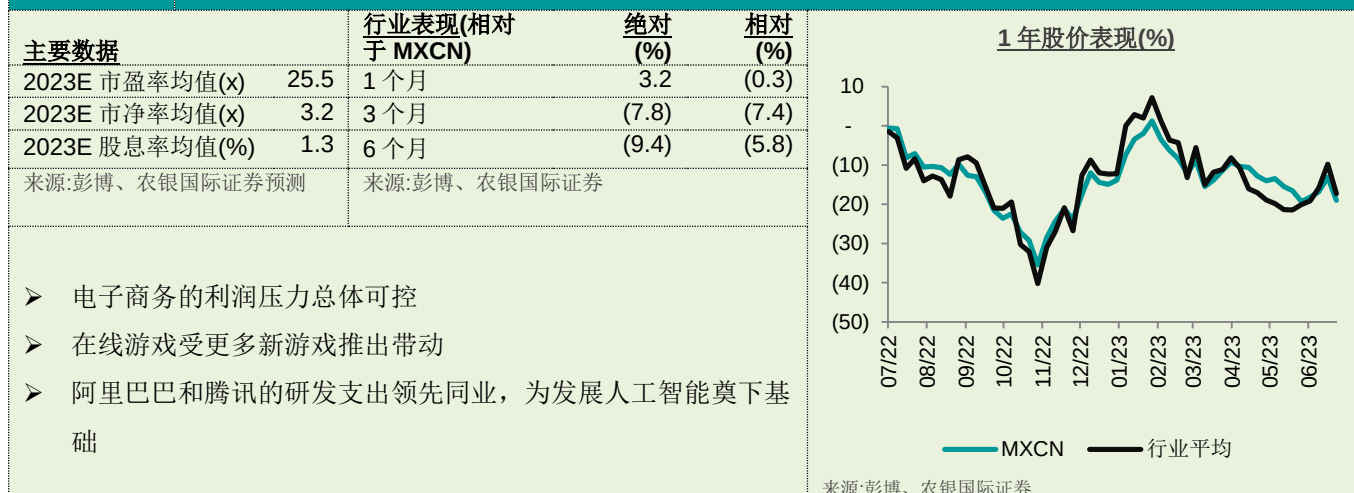
1)由于大量关联方交易导致的公司治理问题; 2) 对母公司新项目的过度依赖; 3) 并购活动可能导致的毛利率下滑; 4) 母公司开发商的债务偿还增加了配售风险。

行业首选股票的估值(截至 2023 年 6 月 26 日的数据)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升 空间 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市净率 (x)	FY24E 市净率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
中国海外	688 HK	买入	31.50	37.7	5.9	5.0	0.62	0.58	5.4	6.4
越秀地产	123 HK	买入	13.25	6.4	5.6	5.0	0.52	0.49	7.2	8.1
华润万象	1209 HK	买入	36.60	34.9	30.8	21.1	4.87	4.19	1.0	1.4
越秀服务	6626 HK	买入	4.71	44.7	7.7	5.1	1.45	1.21	3.9	5.9

来源: 彭博、农银证券预测

正面 中国互联网业 – 好坏参半 周秀成



- 电子商务的利润压力总体可控
- 在线游戏受更多新游戏推出带动
- 阿里巴巴和腾讯的研发支出领先同业，为发展人工智能奠下基础

电子商务 - 利润压力可控。在疫情期间实施了严格的成本控制之后，主要电子商务平台正在通过增加用户激励和价格补贴来提升其营销。我们认为，由于疫情和经济环境疲软，网购者在过去几年变得更加注重价格，促使电子商务平台提高价格竞争力。此外，抖音等短视频平台正在进入到店市场，导致该领域的竞争加剧。从好的方面来看，我们认为主要电子商务平台在过去几年通过运营改善和成本控制，能够应对近期的利润压力。

在宏观层面上，中国实体商品的在线销售增长在 2023 年前 5 个月达到 11.8%，而 2022 年为 6.2%。在线购物渗透率在 2023 年前 5 个月为 25.6%，而 2022 年为 27.2%，表明线上和线下消费模式在后疫情阶段趋于正常化。特别是，食品和杂货的在线销售在 2023 年前 5 个月分别增长了 8.4% 和 11.5%，低于行业平均水平，反映随着疫情缓解，消费者对食品和杂货产品进行了去库存。

在线游戏：新游戏带动增长。与电子商务市场相比，在线游戏市场在近期可能会有更好的前景：1) 2022 年行业增长较弱，可比基数较低；2) 由于近几个月新游戏的监管批准已经恢复，未来将有更多新游戏推出。例如，腾讯 (700 HK) 的在线游戏收入在 2023 年第一季度恢复了 11% 的增长，而在 2022 年第四季度下降了 2%。在接下来的几个月里，预计腾讯将推出约 5 款新游戏，提高近期增长的可见度；3) 新游戏批准的监管门槛和大型游戏的长开发周期阻碍了潜在的新竞争者，例如短视频平台，导致市场竞争环境相对稳定，腾讯、网易 (9999 HK; NTES US) 和米哈游占据主导地位。

研发支出是人工智能发展的关键。最近人工智能已成为重点研发领域，主要互联网平台计划开发各自的人工智能产品。该行业仍处于长期竞争的早期阶段，研发资源将是决定人工智能产品长期竞争力的关键因素。在中国的主要在线平台中，阿里巴巴和腾讯一直是研发支出的领导者。它们更大的运营规模和更强的财务状况使它们能够继续投资于新技术，包括人工智能，以增加长期竞争力。

股票推荐

腾讯(700 HK): 我们看好腾讯在在线娱乐市场的领先地位和人工智能发展的长期潜力。腾讯的核心利润增长在最近几个季度改善(22 年第三季度/第四季度/23 年第一季度同比增长分别为 2%、19% 和 27%)，反映经营环境正在改善。核心净利润率从 22 年第一季度的 18.9% 提高到 23 年第一季度的 21.7%，反映持续的成本优化。网络游戏 23 年第一季度收入同比增长 11%，而上一季度则同比下降 2%。在未来几个月，公司预计将推出约 5 款新游戏。23 年

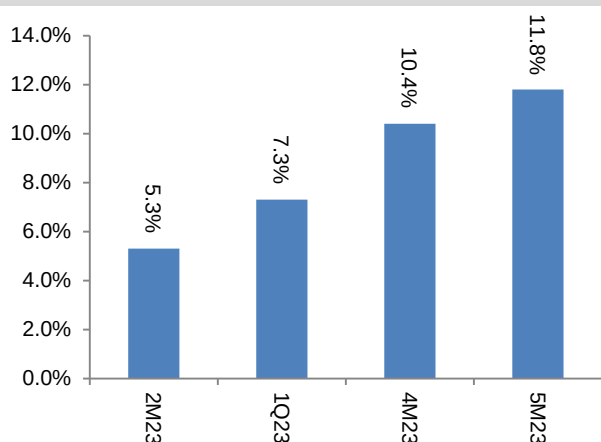
第一季度在线广告收入同比增长 17%。由于商业支付的恢复，23 年第一季度金融科技和商业服务的收入同比增长 14%，而 22 年第四季度则下降了 1%。

阿里巴巴(9988 HK/BABA US): 作为中国最大的电子商务平台，我们认为其目前的估值为长线投资者提供了机会。公司计划在 12 个月内通过股票股利分配方式完全剥离其云业务。对于与核心电子商务业务协同性较低的业务，如数字媒体和娱乐，我们认为阿里巴巴可能会采取类似的剥离策略，剥离全部或大部分股权。对于与电子商务协同性更高的业务单元(菜鸟、本地服务、全球数字商务)，在它们各自进行首次公开募股后，阿里巴巴很可能会保持相当大的持股比例。总体而言，提升股东回报的潜力将取决于未来 IPO/资产处置所筹集的资金。

风险因素

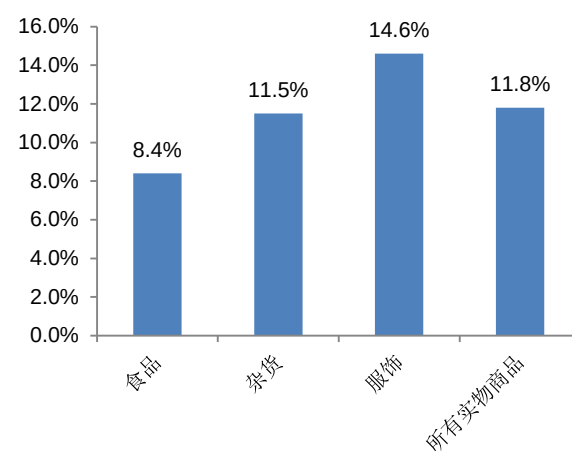
1) 反垄断调查等监管风险; 2) 电子商务和互联网金融业务放缓; 3) 非美国通用会计准则财务。

图 1: 中国实物商品网上销售同比增长(%)



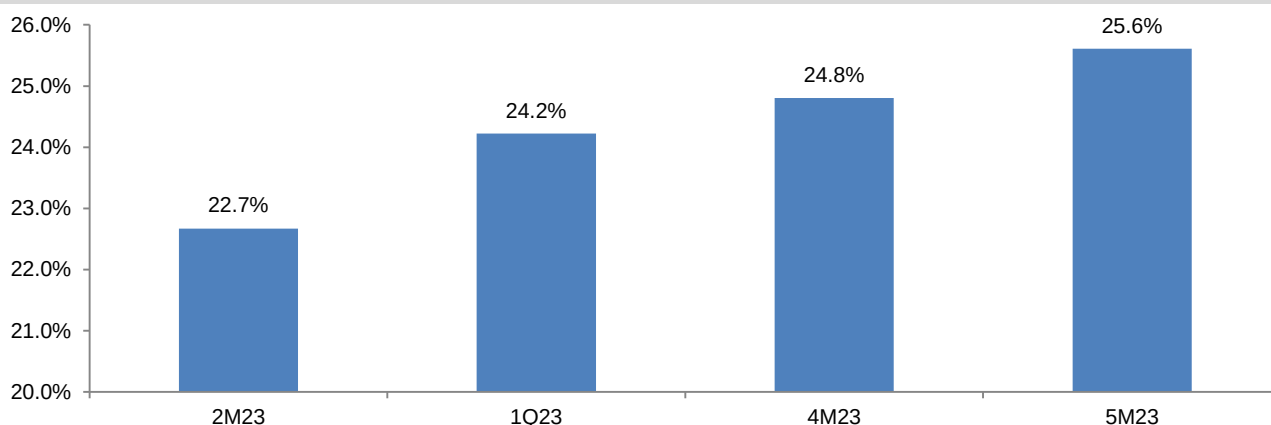
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 2: 中国实物商品网上销售同比增长 (2023 年首 5 个月) (%)



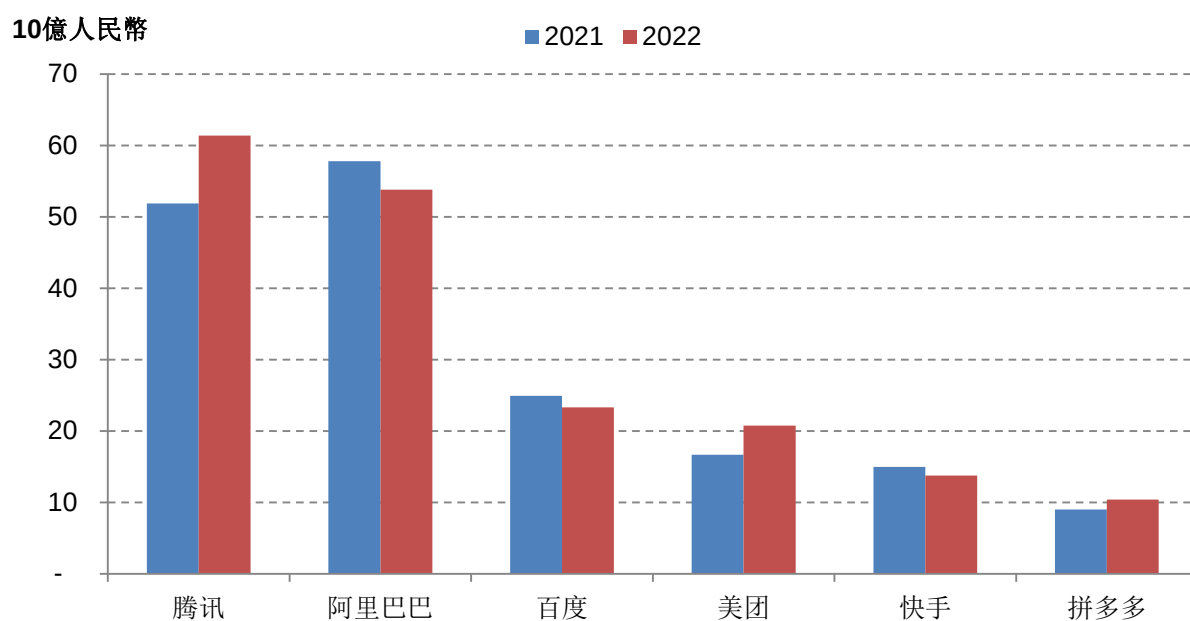
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 3: 在线购物渗透率



来源: 国家统计局、农银国际证券

图 4: 研发支出



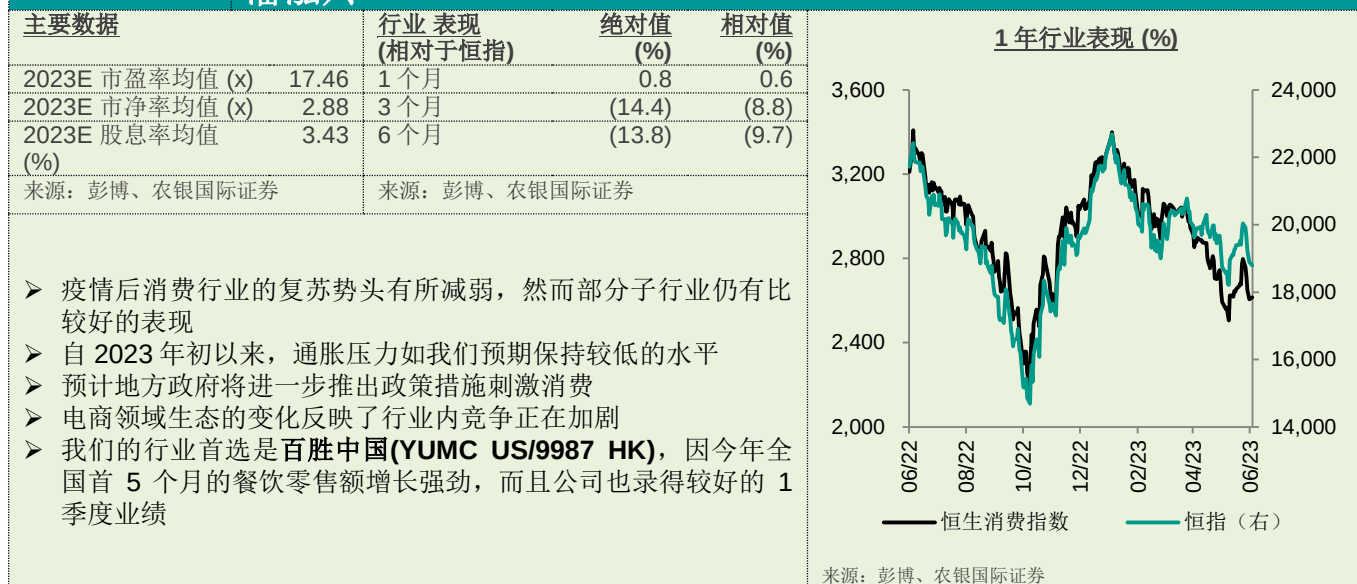
来源: 公司、农银国际证券

行业估值及首选股评估(截至 2023 年 6 月 26 日的数据)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市净率 (x)	FY24E 市净率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
阿里巴巴-SW	9988 HK	买入	130	55.7	55.7%	10.2	9.1	1.4	1.3	NA
腾讯	700 HK	买入	450	35.5	35.5%	20.4	17.3	3.6	3.2	0.7%

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国消费行业 - 疫情后行业复苏仍充满挑战 潘泓兴



疫情后消费行业出现短暂复苏，但行业维持增长动能仍充满挑战。尽管在取消新冠疫情相关防控措施后，全国零售销售增长在 2023 年初有反弹迹象，但增长的势头在 1 季度过后开始减弱。全国零售销售的同比增速从 4 月的 18.4% 下降到 5 月的 12.7%。此外，根据我们的计算，4 月份规模以上企业所有产品类别的零售额都出现了环比下跌；其中“化妆品”和“文化办公用品”的环比降幅超过 25%。我们认为，总体经济前景和就业状况的不确定性，是导致疫情后的消费行业复苏和报复性消费的程度低于预期的主要原因。尽管如此，某些细分市场显示出持续的复苏。其中餐饮业的零售销售，在 2023 年 3 月、4 月和 5 月经历了较高的增长，同比增长率分别为 26.3%、43.8% 和 35.1%。该行业的零售销售增长远超其他消费品行业类别，显示出外就餐需求在新冠疫情结束后上升。

通货膨胀压力仍保持温和。自 2023 年开始，CPI 保持下跌，突显出国内主要商品价格存在下行压力。肉类产品价格的下降幅度较为明显。在今年 5 月，CPI 同比达到 0.2%，环比达到 -0.2%，而今年 1 月同比和环比分别为 2.1% 和 0.8%。今年 5 月猪肉 CPI 同比为 -3.2%，是所有食品类别中最低的。此外，根据农业部的数据，截至 2023 年 6 月第三周，猪肉、鸡肉、鸡蛋的周平均批发价格的年初至今下降幅度分别为 28%、5%、11%。温和的通胀压力预计将有利于减缓消费者支出压力，对消费板块复苏有利。

预期会有更多促消费政策出台。为了刺激消费，部分地方政府在最近几个月推出了一些相关的政策措施。

- 在 4 月份，湖北省公布《湖北省关于更好服务市场主体推动经济稳健发展接续政策》30 条提到，将设立 500 亿元湖北消费贷，首期安排 300 亿元，对省内居民购买汽车、家电家具和装修等给与支持；在 2023 年 4 月 1 日至 12 月 31 日期间，个人新增单笔消费贷达到 1 万元以上的，省级财政将按照年化利率 1.5% 给与贴息，期限两年，最高累计贴息 3000 元。
- 在 6 月 21 日，海南省出台《2023 年海南省促进消费若干措施》，其中包括通过举办活动、促进文旅消费、发放消费券等方式促进消费，并举办超百场促消费主题活动，发放旅游消费券、离岛免税消费券、新能源汽车消费券等；省商务厅将发放 3000 万元离岛免税消费券，第一期 1000 万元将从 6 月 22 日起至 7 月 12 日，每天 10 时至 23 时在银联云闪付 APP 发放；同时省财政安排 7000 万元分配至各市县专门发放消费券和举办促消费活动，并组织各地商贸企业、金融机构、电商平台、物流企业、景区景点等共同参与，营造促消费氛围。

我们预期其他地方政府将在未来几个月陆续推出政策，以加快消费复苏的速度。这些措施的效果将取决于政策对消费意愿的刺激作用和宏观经济的改善程度。

电商生态的改变反映消费行业竞争的加剧。针对今年的 618 促销活动，各主要平台公布的数据显示直播相关活动录得高增长。其中淘宝公布淘宝达人直播间数量同比激增 139%；破亿直播间数量同比大增 66%。抖音公布其 618 活动期间销量同比增长 66%。快手(1024 HK)公布短视频挂车下单订单量按年增长近 210%。随着网上购物体验的互动元素越来越重要，传统电子商务平台不可避免地将会面临直播和视频等新式网购平台的竞争。我们认为，电子商务领域生态变化也反映疫情后市场竞争的加剧，企业将需要更加积极地采取行动来引起消费者的兴趣，提高产品的知名度，并加大促销活动的力度。企业将需要在此类活动上投入更多资金，以扩大其市场影响力。

行业内企业表现不一。行业内企业表现基本上反映了宏观经济趋势。虽然部分餐饮行业企业经营业绩保持稳健增长，但其他子行业企业则面临增速放缓现象。2023 年 5 月的宏观经济数据表明，该行业内企业的表现将进一步分化。我们预期，各企业之间增长和基本面变化(如财务杠杆上升)，将促使股价波动加剧。

长线展望

尽管出生率和人口下降将会对消费行业带来长期的风险，但该行业的企业将继续受益于中国庞大且多样化的消费需求。

短线展望

短期内消费市场仍将会受到宏观经济的不确定性和行业复苏速度低于预期的影响。我们预期，行业内企业运营和财务表现将会继续分化，从而导致股价的波动性增加；疫情后消费需求的复苏对企业的参差影响也会是影响股价的主要因素。

股份推荐

我们的行业评级为正面。餐饮行业企业的运营表现将会继续受益于疫情后持续的需求复苏。除了宏观经济因素，我们认为在行业复苏过程中，企业的基本面变化(包括利润率表现、增长复苏状况、财务杠杆上升等)将会导致各企业的股价波动加剧。我们认为行业龙头企业的防守性仍具有吸引力。我们预期，一旦宏观经济出现好转迹象，该行业目前受压的估值水平将会得到改善。百胜中国(YUMC US/9987 HK)是我们目前的首选。

风险因素

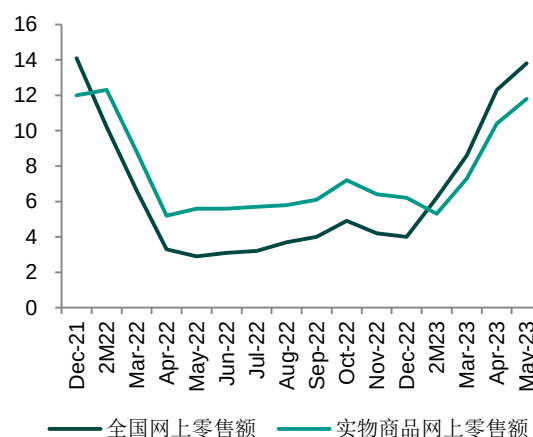
1)宏观经济风险；2)监管/政策风险；3)产品质量/安全风险；4)消费者需求偏好的变化；5)部分企业财务杠杆较高。

图 1: 零售销售变化 (同比 %)



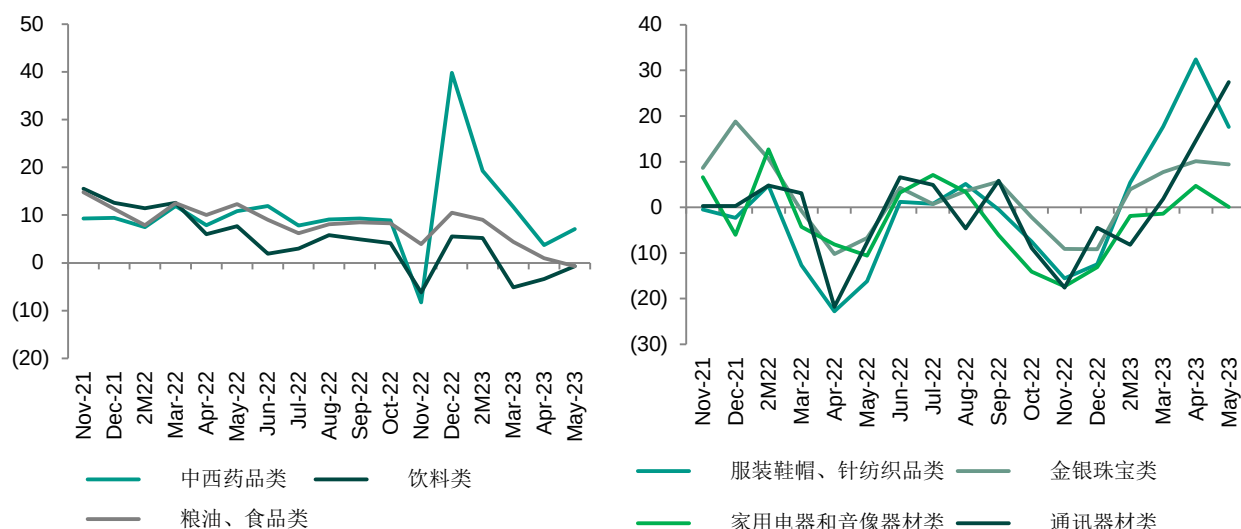
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 2: 网上零售销售变化 (累计同比 %)



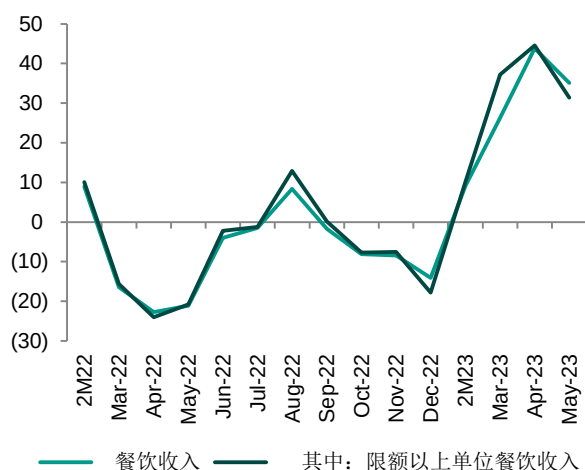
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 3: 部分产品类别零售销售变化 (同比 %)



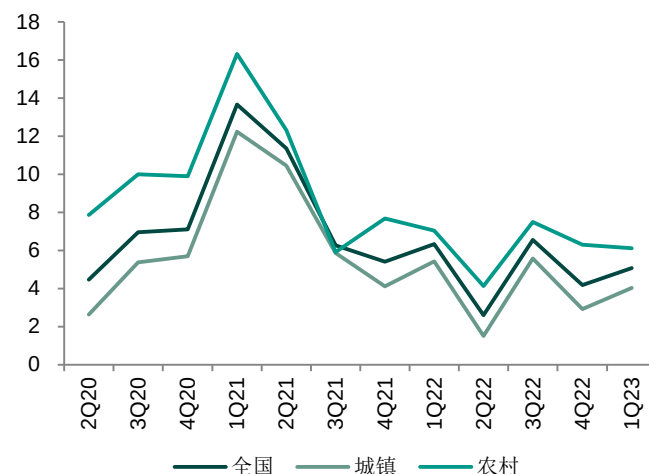
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 4: 餐饮行业零售销售变化 (同比 %)



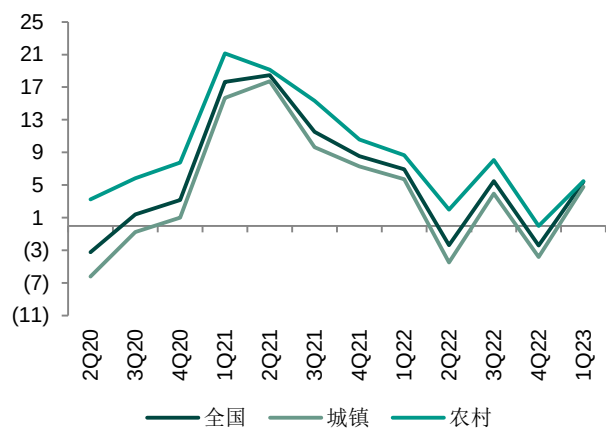
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 5: 居民人均可支配收入变化 (同比 %)



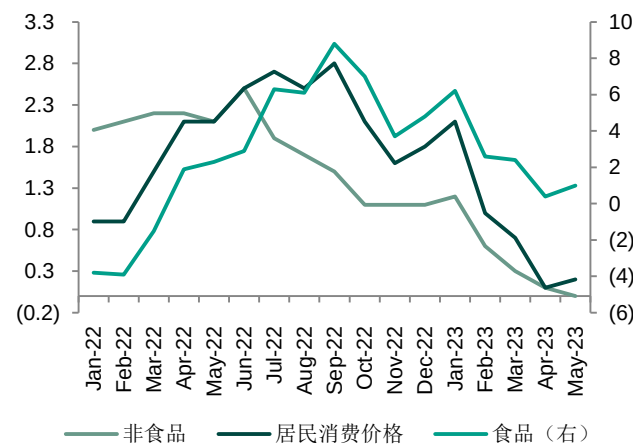
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 6: 居民平均支出变化 (同比 %)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 7: CPI (同比 %)



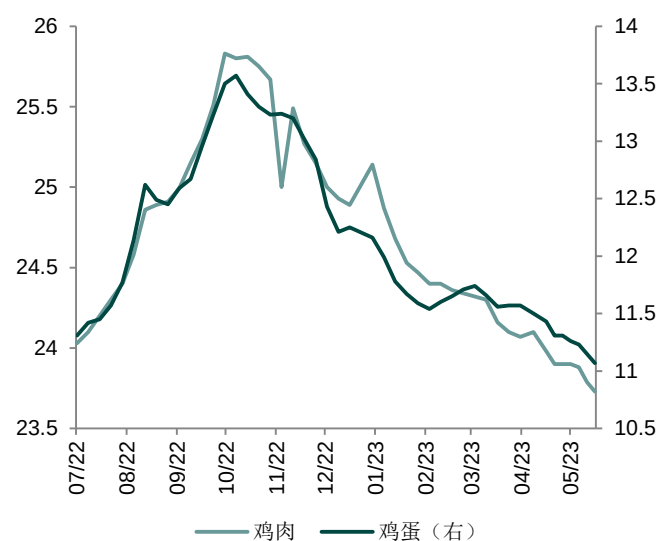
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 8: 周均批发价格 – 猪肉、仔猪、生猪 (人民币/公斤)



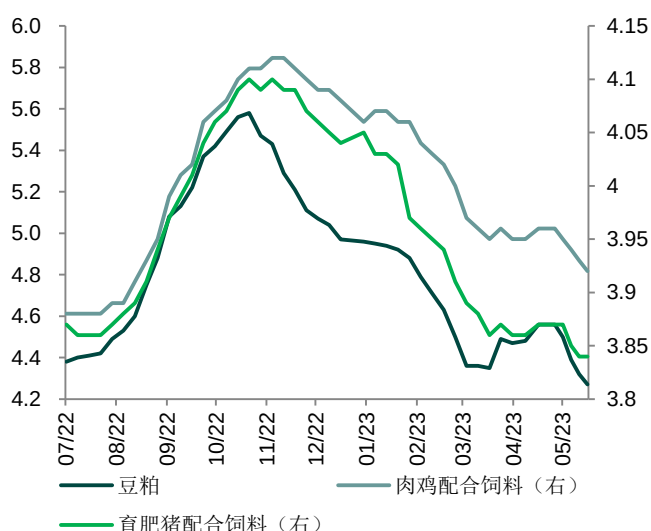
来源: 农业部、农银国际证券

图表 9: 周均批发价格 – 鸡肉、鸡蛋 (人民币/公斤)



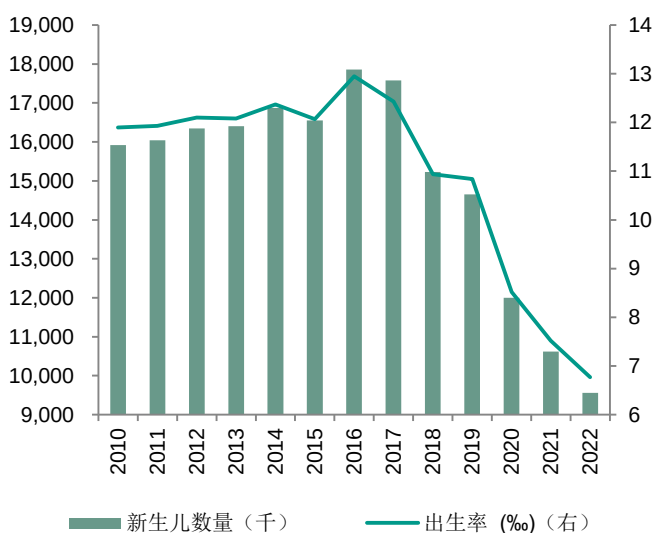
来源: 农业部、农银国际证券

图表 10: 周均批发价格 – 豆粕、育肥猪配合饲料、肉鸡配合饲料 (人民币/公斤)



来源: 农业部、农银国际证券

图表 11: 全国出生率和新生儿数量



来源: 国家统计局、农银国际证券

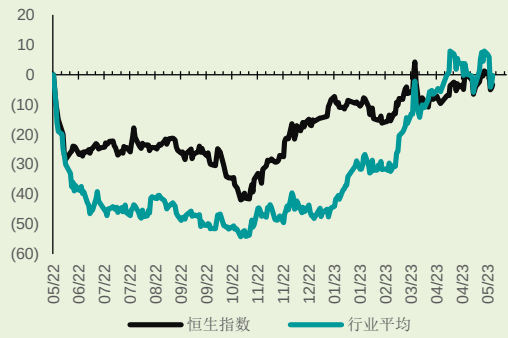
行业估值及首选股评估(截至 2023 年 6 月 26 日的数据)

公司	代号	评级	目标价	上升空间 (%)	FY22E 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22E 市净率 (x)	FY23E 市净率 (x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
百胜中国	YUMC US	买入	US\$ 72.7	29.09	27.31	22.37	3.35	2.96	0.9	0.9
	9987 HK	买入	HK\$ 570.3	27.93	27.58	22.57	3.38	2.99	0.9	0.8

美元/港币: 7.85

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国电信业- 国内发展数字经济 黎柏坚

主要数据		行业表现 (相对于恒指)	绝对 (%)	相对 (%)	1 年行业表现 (%)
2023E 市盈率均值 (x)	8.10	1 个月	(6.6%)	(0.8%)	
2023E 市净率均值 (x)	1.10	3 个月	(2.4%)	3.7%	
2023E 股息率均值 (%)	7.50	6 个月	1.6%	1.6%	
来源: 彭博、农银国际证券预测		来源: 彭博、农银国际证券			
➢ 2023 年国内发展数字经济, 加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设 ➢ 电信运营商受益于新兴业务(工业互联网、数据中心、云计算)的增长 ➢ 预计 2023 年中国 5G 基站总数将达到 291 万个, 将进一步提升 5G 网络覆盖 ➢ 中国移动 (941 HK/ 600941 CH) 因其高股息收益率、云业务的增长和在中国电信市场的主导地位而成为我们的行业首选					

国内发展数字经济。2023 年国内发展数字经济, 云平台应用的需求上升, 预计电信运营商 2023 年新兴业务(工业互联网、数据中心、云计算)的收入将保持高增长。由于云平台应用的上升和政策的支持, 预计 2023 年电信运营商的新兴业务收入(工业互联网、数据中心、云计算)将保持强劲增长。通过与合作企业的合作, 预计电信运营商可以从云平台解决方案的规模效应中受益。国家发改委推出了“东数西算”策略, 在西部地区发展数据中心, 以提高数据处理能力并促进云计算的采用。

预计 2023 年 5G 用户渗透率将达 39.0%。2023 年底, 在 5G 网络覆盖的改善和进取定价策略的推动下, 5G 用户渗透率将达 39.0%。受益于 5G 网络覆盖的提升、丰富的资源和高效的营销策略, 中国移动在 5G 市场保持主导地位。到 2023 年, 我们预计国内 5G 基站总数将达到 291 万个, 可以支撑基站设备商的业务。2023 年整体移动基站总数将达到 1143 万个。此外, 电信运营商正在将其 5G 电信网络升级为独立标准, 以提高网络质量, 从而支持电信设备提供商的发展。

预计 2023 年电信运营商的资本开支将同比增长 2.0%, 用于发展云计算和数据中心。电信运营商正在开发数据中心, 这可以提高电信设备和供应商的收入。预计 2023 年三大电信运营商(中国移动[941 HK/ 600941 CH]/中国联通[762 HK]/中国电信[728 HK/601728 CH])的资本开支合计为 3,591 亿元人民币, 同比增长 2.0%。预计资本支出的增加将使电信设备制造商和服务提供商受益。

全球智能手机出货量疲软将影响电子零部件的需求。IDC 数据显示, 2023 年第 1 季度全球智能手机出货量同比下降 14.6 %至 2.68 亿。这是由于海外市场通胀及经济放缓所致。预计智能手机出货量疲软将影响上游电子零部件需求。

长线展望

从长远来看, 我们预计电信运营商将受益于 5G 网络和新兴业务的发展。更高的 5G 用户渗透率、人均移动数据使用量和移动 ARPU 将有助于电信运营商改善商业模式。电信运营商正在引入更进取的定价策略, 以增加新的 5G 用户。由于有政策提升 5G 电信服务和新兴业务的渗透率, 有助电信运营商提高收入增长。国家发改委出台了“东数西算”策略, 在西部地区发展数据中心, 以提高数据处理能力, 促进云计算的采用。

短线展望

我们预计新兴业务将成为电信运营商的增长动力。许多商业公司可以将他们的业务转移到云平台将有助于提高采用率。由于更高的移动数据使用量和 5G 用户的增长, 可改善移动 ARPU, 我们预计电信运营商将在移动服务收入增长有所改善。

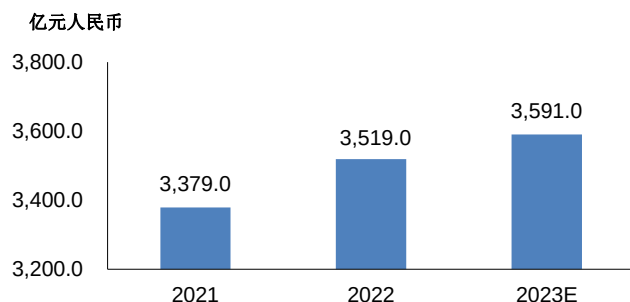
股份推荐

中国移动是我们的行业首选。由于 5G 用户基数增加，我们预计中国移动的移动 ARPU 将有所改善。中国移动凭借更好的覆盖和资源的网络优势，保持其最大的 5G 市场份额。H 股(941 HK)的目标价为 88.00 港元，相当于 3.8 倍的 2023 年 EV/EBITDA，A 股(600941 CH)的目标价为人民币 128.00 元，相当于 6.6 倍的 2023 年 EV/EBITDA。

风险因素

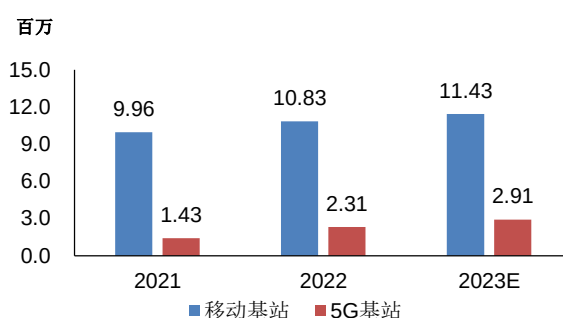
1) 工信部要求进一步降低服务资费；2) 用户饱和；3) 市场竞争加剧；4) 智能手机出货量增长放缓；5) 5G 网络发展放缓。

图 1: 电信运营商的资本开支



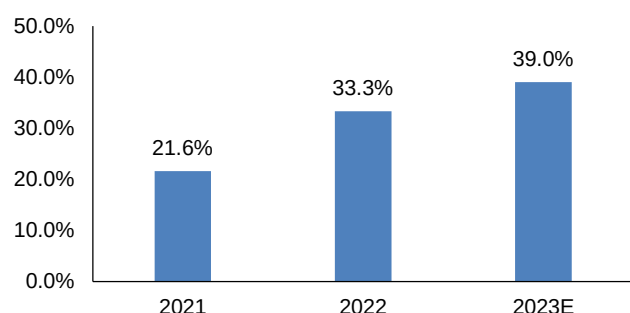
来源：工信部、农银国际证券预测

图 2: 整体移动及 5G 基站



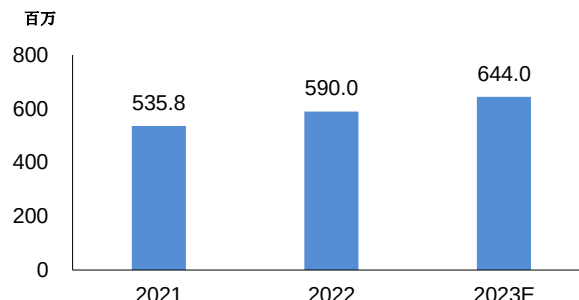
来源：工信部、农银国际证券预测

图 3: 5G 用户普及率



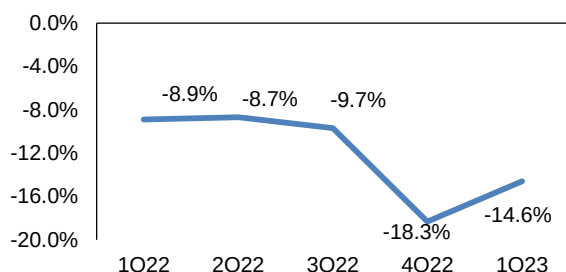
来源：工信部、农银国际证券预测

图 4: 固网用户数



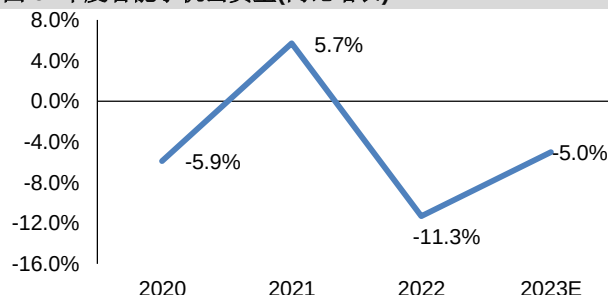
来源：工信部、农银国际证券预测

图 5: 季度智能手机出货量(同比增长)



来源：IDC、农银国际证券

图 6: 年度智能手机出货量(同比增长)



来源：IDC、农银国际证券预测

行业估值及首选股评估(截至 2023 年 6 月 26 日的數據)

公司	代号	评级	目标价	上升空间 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市净率 (x)	FY24E 市净率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
中国移动	941 HK	买入	88.0 港币	38.8	8.6	7.2	0.98	0.89	8.0	9.5
中国移动	600941 CH	买入	128.0 元人民币	37.6	14.5	12.0	1.51	1.40	4.8	5.9
中国联通	762 HK	买入	6.20 港币	22.5	7.9	7.0	0.58	0.49	6.6	7.3
中国电信	728 HK	买入	4.80 港币	29.7	10.1	8.4	0.82	0.71	5.8	6.1
中国电信	601728 CH	买入	7.70 元人民币	36.3	17.6	15.1	1.30	1.21	4.9	5.2
瑞声科技	2018 HK	卖出	12.50 港币	(28.7)	18.0	15.6	0.85	0.79	0.0	1.2
舜宇光学	2382 HK	持有	93.00 港币	27.5	25.0	22.5	1.90	1.40	1.2	1.4
中国铁塔	788 HK	买入	1.10 港币	27.9	14.2	11.9	0.83	0.75	3.7	4.6
小米集团	1810 HK	持有	12.00 港币	15.2	13.5	12.8	1.02	1.00	2.7	3.0

来源：彭博、农银国际证券预测

权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、潘泓兴、黎柏坚作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有(除以下披露权益)研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司, 曾在过去12个月内, 与本报告提及的中信建投(6066 HK)及越秀地产(123 HK)有投资银行业务关系。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报($\sim 9\%$)
持有	市场回报($\sim 9\%$) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim +9\%$)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim -9\%$)

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率: 自 2006 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2006-22 的平均增长率为 8.4%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架不同, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力、相应行业的优势等

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183