



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

2022 年

中央经济工作会议

宏观及投资策略分析

农银国际证券研究部

2022 年 12 月 17 日



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

2022 年中央经济工作会议的宏观解读.....	3
投资主题	6
银行业	10
房地产业	11
互联网媒体与消费商业	12
电信业	13
消费业	14
权益披露	15



2022 年中央经济工作会议的宏观及投资策略分析

经济师姚少华博士

2022 年中央经济工作会议的宏观解读

2022 年中央经济工作会议 12 月 15 日至 16 日在北京举行。习近平在重要讲话中总结 2022 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2023 年经济工作。李克强对 2023 年经济工作作了部署。李强作总结讲话。

会议首先肯定了 2022 年整体经济工作，但同时指出当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。在疫情冲击和房地产疲弱拖累下，2022 年前 3 季 GDP 增速仅为 3.0%，进入第 4 季，疫情又出现反复，外需开始回落，加上房地产行业整体仍下行，不过逆周期调节政策积极应对，先后出台 33 项稳增长一揽子政策和 19 项接续政策，11 月房企融资“三箭齐发”。我们预计 2022 年全年 GDP 增速在 3.0%左右。

会议强调，2023 年经济工作把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长。可看出 2023 年经济工作的重点是稳增长，通过疫情防控的显着优化、宏观政策的支持以及有效防范化解重大风险来实现经济回升。促消费将是 2023 年扩大内需的重点，除了会议里提到的支持住房改善、新能源汽车和养老服务消费外，我们认为重点工作可能还包括适当增加公共消费、向特定群体发放更大规模的消费券等。促进消费最为关键的是提高居民收入，而提高收入首要的是增加就业。会议提出把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位子。为增加就业，会议提出支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。虽然本次会议未明确给出 2023 年经济发展主要预期目标，我们预计在 2023 年政府工作报告上 GDP 增速目标或设定在 5.0%左右。

会议对 2023 年的宏观政策进行了定调，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度。积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。我们预期 2023 年中央政府财政政策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。对受疫情重创的企业提供更多支持。土地市场的显着降温将为地方政府财政收入带来压力。



因此，我们预期 2023 年地方政府专项债发行规模将继续扩大至 4 万亿人民币的高位。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2023 年政府的预算财政赤字约占国内生产总值 3.0%，较 2022 年的 2.8% 为高。

货币政策方面，会议提出稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在 2023 年将继续下调基准利率。我们预计 2023 年年末 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 年人民银行将继续下调 RRR 一次。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 年年末美元兑人民币在岸现货价或为 6.6500 左右，而 2022 年年末预计为 7.0000。

产业政策方面，会议提出要发展和安全并举。优化产业政策实施方式，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技—产业—金融”良性循环。科技政策要聚焦自立自强。要有力统筹教育、科技、人才工作。布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。提高人才自主培养质量和能力，加快引进高端人才。从产业政策与科技政策的表述来看，2023 年整体产业链要在安全的基础上要实现转型，提升产业链的附加值，被卡脖子的领域往往是利润率高的领域，所以要实现产业链升级，提高价值链。

房地产方面，会议提出要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。我们预期 2023 年房地产开发商融资以及居民按揭贷款或进一步得到政策支持，房地产投资在 2023 年或温和反弹。在居民购房意愿上升下房地产销售料低位回暖。

会议还明确了 2022 年 5 项重点工作(图 1)。一是着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。二是加快建设现代化产业体系。围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通。三是切实落实“两个毫不动摇”。“毫不动摇地巩固和发展公有制经济”以及“毫不动摇地鼓励、支持、引导非公有制经济发展”。四是更大力度吸引和利用外资。要推进高水平对外开放，提升贸易投资合作质量和水平。五是有效防范化解重大经济金融风险。



图 1：2023 年五大重点任务

1. 着力扩大国内需求
2. 加快建设现代化产业体系
3. 切实落实“两个毫不动摇”
4. 更大力度吸引和利用外资
5. 有效防范化解重大经济金融风险

来源: 2022 年中央经济工作会议、农银国际证券



投资主题

研究部主管陈宋恩

稳字当头、稳中求进

从资本市场投资者角度看，“稳字当头、稳中求进”是价值型投资者的座右铭，是长期投资者希望看到企业穿越经济周期可持续发展的策略，也是大多数大型企业平衡风险管理和追求增长的双重目标。

对于衍生产品如期权或期货等的投资来说，“稳”意味着波动幅度收窄，不利衍生产品估值。相反，风高浪急的动荡市场环境有利于衍生产品。

中央政府多次重申稳定是 2023 年的首要任务。我们相信，政府将积极主动地将风险控制可在管理的水平。

稳经济的前提是控风险，特别是排除系统性风险发生

需要让经济刺激措施产生乘数效应，减少内循环阻力，压制风险是恢复消费信心和投资信心的必要条件。我们判断 2022 年的经济波动风险是受疫情控制和楼市低迷的不利影响，金融市场波动风险是由房地产供应链中陷入财务困境的企业和人民币汇率风险引起的。这些风险加在一起，对消费者信心产生不利影响，抑制民营企业投资。1—11 月份，住户人民币存款增加近 15 万亿元，但社会消费品零售同比下降 0.1%，民间固定资产投资小幅上涨 1.1%。住户增加储蓄而不是消费和投资，民营固定资产投资保持谨慎，对经济内循环产生阻力。尽管 2022 年央行下调利率，政府出台促进汽车和电器消费的措施，但下半年宏观经济数据显示积极影响被阻。

2023 年，风险若得到妥善应对，中国风险溢价将下降，中国资产估值收复。我们判断以下两个系统性风险已经开始得到妥善应对—疫情控制措施和房地产开发商的财务困境。尽管现阶段不利影响仍然存在，但政府在 2022 年 12 月发布的积极措施表明政府将在 2023 年采取更积极主动的态度加大力度遏制这些风险。2023 年，这两个系统性风险的遏制将有助于降低中国资产的风险溢价，进而提升中国资产在股票市场或固定收益市场的估值。

美国的利率上行周期已接近顶峰，人民币汇率风险溢价得到遏制。从国外投资者的角度来看，人民币汇率风险是另一个问题。2022 年人民币兑美元贬值，增加了境外投资者持有中国资产的机会成本。2022 年，美国利率处于上行周期，但中国利率处于下行周期，美中利差扩大导致人民币对美元贬值，境外投资者减持在岸人民币债券。我们判断 2023 年中美利差将小幅扩大，而不是像 2022 年



那样大幅扩大，因为美国的利率上行周期已接近顶峰。在这种情况下，2023年人民币进一步贬值风险处于可控水平，人民币贬值带来的风险溢价将得到遏制。人民币汇率风险溢价将通过中国资产风险溢价的下降得到补偿。

经济基础稳，才能求持续发展求进步

从投资角度来看，中央经济工作会议提出了一些投资者应注意的重要投资要点。

多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。推动消费和内循环的燃料是购买力，购买力受财富效应和收入效应影响，经济增长是推动收入增长和财富积累。改善居住环境、绿色出行、专业养老等提高生活质量素求带来持续的长期需求。它们也是长期投资主题。根据国家统计局的数据，过去几年服务消费约占总消费的 52%。这表明对消费服务的需求大于对消费品的需求。对于寻求中国消费市场长期增长的投资者而言，服务业不容错过。

要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。中国已成为汽车出口大国。2021年和2022年前11个月的汽车出口量分别增长96%和55%至212万辆和298万辆。2022年前11个月，汽车出口值增长73%至543.01亿美元。中国增加汽车出口不仅对国内汽车制造商有利，而且为满足出口需求的专用船舶带来了新的需求。中国出口商抓住全球能源价格高企的机会，中国蓄电池出口额增速加快。2022年一季度、二季度和三季度中国蓄电池出口额分别同比增长48%、86%和94%。

支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。未来几年，中国电子商务或社交媒体平台的国际化将成为一种趋势。这意味着他们的跨境和国际业务将产生新的增长动力。腾讯(700 HK)2022年前9个月的国际游戏业务达到330亿元;拼多多(PDD US)2022年下半年开发跨境电商平台“TEMU”;京东(9618 HK)开发离岸仓;网易将推出国际游戏。

加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。我们相信这些领域同样充满机遇和挑战。而且，成功不会是短期的，需要长期持续的资本和知识资源的投入。投资者在选择潜在的冠军或领跑者，我们建议不仅看企业的研发投入强度，也要看行业以及整个供应链的研发强度。当前和未来的全球市场竞争不仅仅是产品的竞争，而是供应链之间的竞争。

加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，加快规划建设新型能源体系，提升国家战略物资储备保障能力。最近几年全球能源资源价格上行周期从2020年开始，俄乌冲突只是扩大能源资源危机的新催化剂。在欧洲(如英国、欧元区)和亚洲(如日本、韩国、印度、菲律宾、泰国等)能源资源净进口国的贸易逆差在2022年激增。2022年，中国通过减少进口和增加国内生产能源资源，成



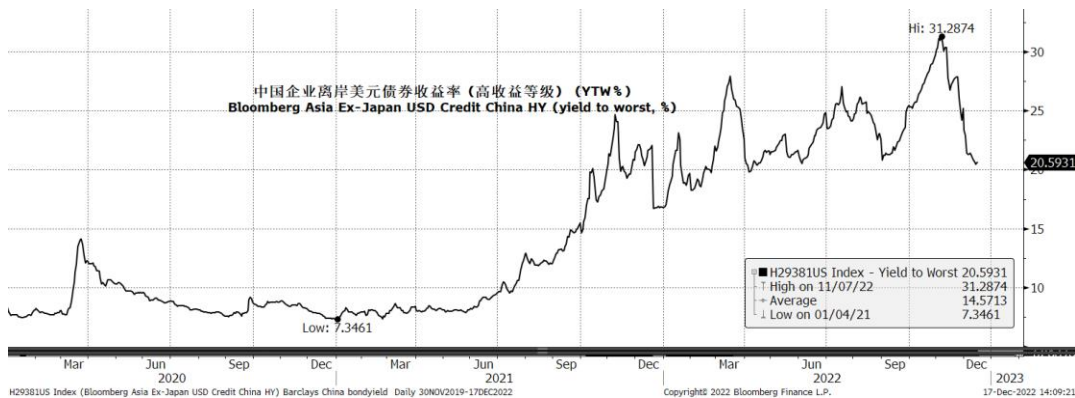
功地缓解了国际能源价格高企的部分负面影响。从长远来看，国家能源资源多元化并扩大存储容量是应对能源危机的有效风险管理。

要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。我们认为政府主导的投资是逆周期措施，有助于稳定经济。一旦经济企稳，消费和投资信心将随之恢复。资本市场方面，政府举债仍将占直接融资的比重较大。2022年前11个月，政府债券净融资、企业债券净融资、非金融企业股权融资分别为6.8万亿元、2.5万亿元和1.0万亿元。

化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。支持龙头地产开发商，这对市场领导者来说是一个好消息，但对中小型开发商来说却是一个间接的警告。未来几年，房地产行业的整合将加快。

图 2：中国企业离岸美元债券收益率(高收益等级)(YTW%)

尽管 2022 年 11 月至 12 月债券收益率已从 30% 下降至 20% 左右，但债务的市场成本仍然很高，这意味着低投资级别或无投资级别的中国企业的离岸美元新债发行或现有债务再融资前景黯淡



债券指数收益率：Bloomberg Asia Ex-Japan USD Credit China HY (%)

来源：彭博



图 3：中国企业离岸美元债券收益率(投资等级)(YTW%)

美元利率的上行周期也推高了投资级中国企业债券的收益率，新发行或再融资的融资成本将增加。2022 年 11 月至 12 月债券收益率下降表明风险溢价下降约 1.2 个百分点，这是债券市场风险认知变化的早期指标



债券指数收益率：Bloomberg Asia Ex-Japan USD Credit China IG (%)

来源：彭博



银行业

分析师欧宇恒

相关内容:

- 稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度，强化金融稳定保障体系。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。
- 有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。
- 加强金融、地方债务风险防控，守住不发生系统性风险的底线。要稳妥处置化解重大风险隐患，维护经济金融和社会大局稳定。

行业影响:

- 2023 年银行业基本面仍然充满挑战，保持稳定将是银行在 2023 年主要目标。特别在政策旨在推动宏观经济加速恢复及风险防控的前题下，要求银行降低社会融资成本，减费让利以支持实体经济将继续压抑银行营收上的表现。由于降息周期的持续，银行净息差将持续收窄，但预期收窄幅度将在 2023 年 2 季度后开始逐步减轻，个别银行资产负债表的管理能力将成为银行在同业竞争中的关键。而银行继续扩大新增贷款规模、加强对实体经济的有效支持亦可望部份抵消降息对银行净息差的压力。总体而言，我们预计 2023 年行业平均净息差将同比下降 10-17 个基点。贷款投向方面，这次中央经济工作会议仍然强调加大对小微企业、科技创新、绿色发展、重大基建项目、房地产等领域，政策方向与此前未有明显改变。另一方面，守住不发生系统性风险的底线、保持货币政策灵活适度、维持流动性充裕等仍将是政策方向的重中之重。
- 资产质量仍将是市场对银行业的主要关注点之一。这次中央经济工作会议特别对于房地产市场相关风险强调要有效防范化解，尽管针对房地产市场的政策有望令房地产市场回稳，但短期内房地产相关行业的资产质量风险或仍会



在 2023 年上半年滞后显露。同时应对新冠疫情的措施及整体宏观经济恢复速度亦对银行资产质量带来不确定性。然而，凭借银行维持不良处置力度及对特定领域提供延迟还本付息安排，我们预期行业平均不良率在 2023 年将保持稳定或按季环比出现小幅上升。截至 9 月末，行业平均不良贷款率环比下降 1 个基点至 1.66%。由于主要银行拨备水平仍较充裕，银行有序释放风险抵补能力将有助保持盈利能力。

- 总的来说，尽管银行业的整体经营环境仍然不容乐观，我们认为银行业当前估值折让已过度放大了银行板块的整体风险水平，行业估值修复的时间点将取决于政策出台细节及宏观经济复苏的步伐。当中虽然大型银行需要承担更大社会责任，其基本面及股息收益率均较稳定。

房地产业

分析师董耀基

相关内容：

- 要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

行业影响：

- **2023 年房地产政策将进一步放松。**虽然 2022 年中央经济工作会议亦继续出现住房不炒字眼，但从过去数月推出不同利好措施可推断，房地产政策将继续放松。2023 年将延续 11 月以来政策放松势头，为开发商提供多项融资便利，以缓解烂尾楼风险，扎实做好保交楼任务。值得注意的是政策从房贷端转为开发商融资端，无论是境内债、银行贷款以及 A 股融资等，都有不同程度的放松。这些政策除了舒缓开发商还债压力以外，更大的作用是降低烂尾楼风险，重建买家对民营企业预售楼盘的信心。市场预期下一步监管机构将为开发商境外债问题提供解决方案，而最近龙湖(960 HK)亦获得银行内保外贷金额达 7 亿人民币，以满足境外融资需要。但工作会议里面提及“有效防范化解优质头部房企风险”，或意味这些融资便利未必扩展至基本面较差的开发商。



- **国企民企表现分化将持续。**虽然民营开发商在多轮融资利好政策出台下，股价明显反弹，但以上政策大多只针对国企和优质民企开发商，管理不善的高杠杆民营开发商一直不在受惠名单之内。另外，民营企业获得融资额度之后，或预留大部份作再融资之用；相反国企开发商融资渠道本身畅通，新获得额度将可以留作收购土地，提升可售资源。根据中指院统计，2022年1-11月拿地金额最多的三家开发商均为国有企业，分别是华润置地(1109 HK)，中国海外(688 HK)和保利发展(600048 CH)，其土地款金额分别达819亿元、751亿元和575亿元人民币；龙湖(960 HK)和碧桂园(2007 HK)同期购地金额只有245亿元和61亿元人民币。事实上，销售数据亦反映购房者要重建对民企开发楼盘的信心，还需要一段时间。以11月数据为例，龙头国企中国海外销售额只同比下跌11%，明显优于大型民企碧桂园的37%同比跌幅。

互联网媒体与消费商业

分析师周秀成

相关内容:

- 科技政策要聚焦自立自强。要有力统筹教育、科技、人才工作。布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。提高人才自主培养质量和能力，加快引进高端人才。
- 要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。

行业影响:

- 会议提出要大力发展数字经济，这和最近二十大会议提出要加快建设网络强国、数字中国等发展战略一致，显示政策的连续性，也预视在未来数年科技发展是一大重点。此外，会议提出支持平台企业在引领发展及在国际竞争中尽显身手，意味着政府或会推出更多行业相关支持措施。
- 会议提出布局实施一批国家重大科技项目，这和政府近期提出要实施基础研究十年规划、实施科技体制改革三年攻坚方案、推进科研院所改革等战略一致。展望未来，需关注政府会否推出针对特定领域如智慧城市、数字乡村、工业互联网，集成电路、人工智能等的支持措施。



- 另一方面，会议也提出提升常态化监管水平。监管部门在过去一段时间推出多项监管措施，涵盖多个领域包括电商、线上游戏、线上广告、社交媒体等。这些监管措施主要围绕几个大方向，包括反垄断，限制大型互联网平台的不公平商业行为，保护消费者的利益，加强数据安全，限制无秩序资本扩张等。大型互联网平台在新的监管环境下普遍需调整其商业模式而导致利率压力。需关注政府如何在监管力度和支持行业之间取得平衡。

电信业

分析师黎柏坚

相关内容:

- 着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。
- 要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业。

行业影响:

- 国内正加速发展数字经济，电信运营商将配合建设电信基建，提升 5G 网络覆盖和数据中心。2023 年年末 5G 用户渗透率将达 35.0%，因电信运营商进一步提升 5G 网络覆盖和推出进取定价策略。预计 2023 年国内 5G 基站总数将达到 280 万个，整体移动基站总数将达到 1350 万个，可以支撑基站设备商的业务。
- 通过 5G 网络支持内需，发展自动驾驶、无人配送等技术应用，推动 5G、人工智能、大数据等技术与交通物流、能源、生态环保、水利、应急、公共服务等深度融合。5G 将进一步与其他行业融合，提升 5G 的使用率，新兴业务为电信业务主要的增长动力，因数据中心、云计算、大数据、物联网等业务快速增长，预期 2023 年新兴业务收入可维持高增长。未来 5G、大数据、人工智能等新技术的应用将日渐普及，支撑数字经济产业的发展。



消费业

分析师潘泓兴

相关内容:

- 要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。

行业影响:

- 2022 年全国多地均出现不同程度的疫情爆发，而相关的防控措施也对居民生活及消费市场带来负面影响；零售销售在年内多个月出现同比下跌，而居民收入及支出也出现不同程度的波动。本次会议将恢复和扩大消费摆在优先位置，同时将增加个城乡居民收入作为提高内需的重要手段，显示出疫情过后政府对于消费市场恢复的重视。虽然政府将会继续逐步推进疫情防控措施的放宽及经济复常，但是疫情在短期内将会出现反复，并将会为消费市场的复苏带来挑战。因此，我们预期，政策措施重心在短期内将会聚焦于抵抗短期波动上；随着疫情逐渐缓和，政策的重点将会真正聚焦在消费市场的复苏及有效提高居民收入增长上。我们预期，行业内非必需消费品在短期内仍将受到疫情及宏观经济波动所带来的负面影响；而随着疫情的影响逐渐减少，消费需求将会恢复，各种消费场景将可以进一步实现，再加上政府政策的支持，整体消费市场的恢复和增长将会加快。



权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、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，与本报告提及的腾讯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≥市场回报(~10%)
持有	市场回报(~-10%) ≤股票投资回报<市场回报(~+10%)
卖出	股票投资回报<市场回报(~-10%)

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 2009 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2009-21 年的平均增长率为 9.2%)

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 2022 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)21478863