



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2023 年 10 月 27 日



港股市场一周回顾

27/10/2023

- 权重板块负面因素拖累 恒生指数本周再创今年以来新低
- 香港特区施政报告提出巩固香港国际金融中心地位的工作要点
- 从“数字产业化”到“产业数字化” 中国三大电信服务商抓住机遇
- 全国规模以上工业企业利润连续两个月同比增长
- 欧美日 10 月 PMI 初值 预示四季度经济风险趋势
- 美国国债收益率持续走高 推高中企离岸美债收益率
- 下周展望

一、 权重板块负面因素拖累 恒生指数本周再创今年以来新低

本周中，恒生指数再创今年以来新低至 16879.66。按恒指本周收盘，相当于 2023 年预估市盈率约 8.6 倍，自第 2 季以来平均市盈率为 9.4 倍，目前市盈率较 2 季以来平均水平低约 9%，表明市场已将很大部分已知风险纳入当前估值考虑。10 月至今（截至 10 月 27 日），恒生指数下跌约 2.3%，主要受到权重中资互联网/电商股、中资能源、香港金融股、中资及香港地产股拖累。中资医药股及消费电子股逆势上扬。此前国家统计局的统计数据显示，三季度网上零售额增速大幅放缓，互联网/电商股走低。在科技股中，投资者出售互联网/电商股并买入消费电子股票。四季度是电子消费产品传统销售旺季，提振了消费电子股的表现。医药股在三季度大幅下跌后，10 月份出现反弹。尽管 10 月初以色列与哈马斯冲突爆发后，10 月份原油价格出现反弹，但原油价格仍低于 9 月份的高点。这反映出市场担心原油需求风险（即疲软的经济前景拖累能源需求和能源价格）超过原油供应风险（即原油供应因地区冲突可能中断或减小导致能源价格上涨）。由于需求风险占主导地位，能源资源股不升反降。碧桂园（2007 HK）离岸债务违约风险不断上升，继续拖累中国房地产股的整体表现。据香港政府统计，9 月份住房价指数跌至 2017 年第 2 季度以来的水平，这对香港银行股和地产股构成利空因素。香港特区政府本周宣布将房地产交易印花税下调一半，支持住房市场。然而，个人住房贷款利率高企仍是香港房地产市场的负面因素。总体来看，表现不佳的板块或个股主要是受到其基本面原因的拖累，反映投资者对企业及板块基本面趋势敏感。

二、 香港特区施政报告提出巩固香港国际金融中心地位的工作要点

香港特别行政区行政长官发表施政报告中，提到如何巩固香港国际金融中心地位。政府的努力将对香港金融机构产生积极影响。政府的关注也预示着金融业的商机。

施政报告表示香港是国际金融中心，亦是全球离岸人民币业务枢纽、国际资产管理中心及风险管理中心。政府会巩固和发挥金融服务优势。报告提出以下工作要点。

一是巩固股票市场竞争力。股票市场的蓬勃发展，对巩固香港作为国际金融中心地位和国际竞争力举足轻重。“促进股票市场流动性专责小组”已提交报告。行政长官表示接纳小组的建议，并会采取以下措施：（i）下调股票印花税——将股票印花税税率由现时买卖双方各按交易金额支付 0.13%，下调至 0.1%，目标于 11 月底完成立法程序；（ii）检讨股票买卖价差——港交所和金融监管机构将展开检讨，透过探索缩窄最低上落价位，令有流动性但受限最低上落价位的股票价格可更反映市况，降低价差。港交所会在明年第二季就具体措施咨询市场意见；（iii）降低市场信息费用——港交所会提供固定费率的企业数据计划，检视持续实时数据服务收费标准，便利投资者获得实时市场数据，减低相关成本。新收费在今年内实施；（iv）改革 GEM 市场——港交所已就 GEM 市场（前称创业板）改革提出建议并展开咨询，包括简化转往主板的机制、增加科研公司上市途径等。考虑公众意见后，港交所会在明年第一季实施经修订的上市规则；及（v）持续促进股票市场发展——至于小组提出其他提升股票市场竞争力和促进其可持续发展的建议，包括促进海外发行人上市、便利上市人回购股份、维持恶劣天气下交易、优化交易机制和拓展市场推广等，以及未来继续优化市场的建议方向，行政长官表示已要求证券及期货事务监察委员会与港交所密切合作，全面研究如何落实。

二是巩固金融中心竞争力的其他措施。政府会进一步连系国内外市场和投资者，打造更创新多元的金融市场，扩大与内地金融市场互联互通，措施包括（i）强化离岸人民币业务——全力推动将人民币柜台纳入港股通，促进香港股票人民币计价交易，推动落实离岸国债期货的措施，丰富人民币投资产品种类，强化香港离岸人民币中心地位；（ii）深化大湾区金融合作——继续善用前海合作区金融改革创新措施，扩大香港金融机构在前海的业务范围，包括推动香港有限合伙基金获得前海外商投资股权投资管理企业（QFLP）的资格、参与内地私募股权投资，以及在明年上半年内与深圳当局共同设立深港金融合作委员会，为促进两地金融市场互联互通、金融科技和绿色金融合作、金融人才交流等提供建议；（iii）设立新平台扩阔基金销售——明年内设立全新的综合基金平台，扩阔香港的基金销售网络，提升市场效率及降低交易成本；及（iv）推动香港

绿色和可持续金融发展——继“拍住上”金融科技概念验证测试资助计划于前两年的成功经验，明年上半年将推出专为绿色金融科技而设的概念验证测试资助计划，推动开发科技方案，为未被商业化的绿色金融科技提供前期资助，开拓绿色金融科技的生态圈，打造香港为绿色金融科技枢纽。

我们认为降低显性和隐性交易成本将有利于股票量化交易或程序化交易活动的发展。股票交易的印花税是一项显性成本。印花税的降低将降低频繁交易投资者的显性成本。然而，投资者存在隐性交易成本，例如用于投资或交易分析目的的原始数据采购成本、卖买报价之间的价差等。在香港，股票市场交易数据的版权归香港交易所所有。因此，直接或间接从港交所订阅交易数据是有成本的。程序交易或者量化交易的发展需要各种数据的输入。如果没有即时、可靠的连续数据源，交易策略的实施将会受到限制。理论上，卖买报价之间价差的缩小也降低了隐性交易成本。我们认为金融产品多元化及销售或分销网络多元化是巩固香港国际金融中心地位的长期工作过程。香港地处大湾区，政府利用这一优势拓展金融网络和金融服务是有效的战略举措。

三、 从“数字产业化”到“产业数字化” 中国三大电信服务商抓住机遇

推动中国经济结构升级，“数字产业化”和“产业数字化”起重要催化作用。“数字产业化”和“产业数字化”，这两个词虽然相似，但含义却截然不同。前一项，中国是该领域发展的领先者之一。“数字产业化”领先企业成功重塑了经济的许多方面，例如电子商务平台运营商。然而，经济结构升级最困难的部分是产业数字化。协助或赋能公营部门和私营部门的各个行业进行数字化是跨经济周期的长期商机。

中国三大电信服务提供商抓住了产业数字化趋势的商机，找到了业务收入增长的新路径。他们公布了前九个月的业绩。收入增长主要来自新兴业务，即产业数字化相关业务。也许，读者可能会对这些类型的措辞感到困惑，先了解电信服务商的收入背景。

此前，电信服务提供商的收入来源主要来自消费者市场，即“C”端。鉴于中国庞大的人口基数，电信服务行业的消费市场巨大。未来几年电信服务消费市场规模依然巨大，但由于渗透率较高，增长动力较低。例如，今年前三季度，中移动(941 HK)、中国联通(762 HK)、中电信(728 HK)的月均移动 ARPU 分别为 51.2 元、44.3 元和 45.6 元。2021 年，他们的月均移动 ARPU 分别为 48.8 元、43.9 元和 45.0 元。数据显示，自 2021 年至今年前九个月，除中移动 ARPU 有轻微增长，中国联通和中电信的移动 ARPU 几乎没有增长。消费者用更优惠的价格使用更先进的网络服务，网络消费门槛下降，这也加快数字产业化发展。

未来的发展空间在赋能产业数字化发展。从前九个月的业绩来看，中移动、中国联通和中电信的总收入分别同比增长 7.2%、6.4%和 6.2%；其中服务收入同比分别增长 7.2%、5.4%和 6.4%。虽然中移动收入增速略高于同行，但行业整体收入增速并不是很高。新的增长路径是政府“G”端和企业“B”端商机。政企需要实现运营数字化，电信服务提供商赋能其政企客户实现这一目标。在中移动，这业务称为 DICT 业务；在中联通被称为产业互联网业务；在中电信被称为产业数字化业务。他们使用不同的名称来对这业务进行分类。本文将其命名为新兴业务进行比较及讨论（见图表 1）。

前九个月，中移动新兴业务同比增长 26.4%至 866 亿元，占总收入的 11.2%，其他业务板块总收入增长 5.2%；中国联通新兴业务同比增长 14.2%至 607 亿元，占总收入的 21.5%，其他业务板块总收入增长 4.8%；中电信新兴业务同比增长 16.5%至 997 亿元，占总收入的 26.0%，其他业务板块总收入增长 3.3%。数据反映出传统业务收入增速相对较低，新兴业务为拉动整体收入

增长提供了路径。

中移动新兴业务增速较高，但占总收入比重较低。中移动这一业务还有发展空间。从绝对值来看，中电信的新兴业务额最高，占总收入的比重也较高。这反映出中国电信更加积极地开发这一增长领域。中电信传统业务收入增速较低，他寻找新的增长动力的紧迫性也较高。

我们也关注利润增长趋势，特别是收入增长与利润增长是否匹配，以及利润增速能否持续。EBITDA 和净利润增长提供了对此的见解。前 9 个月，中移动、中国联通、中电信的 EBITDA 分别同比增长 6.7%、2.7%和 5.2%；净利润分别同比增长 7.1%、10.1%和 10.4%。中移动营收与利润增长相匹配。中国联通和中电信的 EBITDA 增速大幅低于收入增速，但净利润增速大幅高于 EBITDA 增速。这两的净利润增长并非主要来自于营业收入增长，而是来自于折旧费用的较小变化。当公司未来增加对现有业务运营的投资时，进一步减少折旧费用的空间有限，中长期来看净利润增速应接近 EBITDA 增速。

图表 1：三大电信服务企业收入及利润趋势

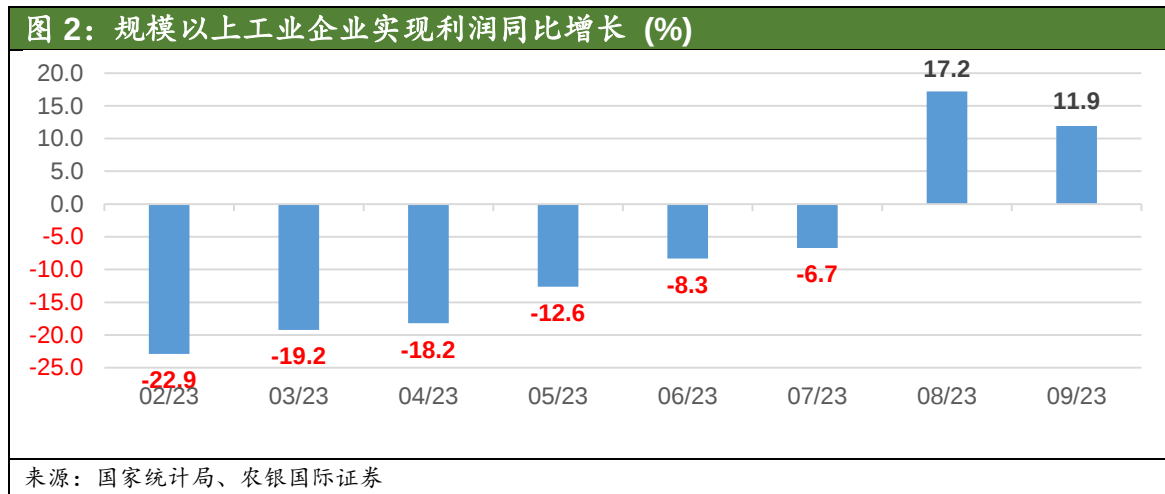
亿元人民币	中国移动 (941 HK)		中国联通 (762 HK)		中国电信 (728 HK)	
	1-9/2022	1-9/2023	1-9/2022	1-9/2023	1-9/2022	1-9/2023
总营业收入	7,235	7,756	2,640	2,817	3,610	3,843
同比变化	11.5%	7.2%	8.0%	6.7%	9.6%	6.4%
其中，服务收入	6,201	6,646	2,397	2,525	3,286	3,497
同比变化	8.3%	7.2%	7.8%	5.4%	8.0%	6.4%
收入占比	85.7%	85.7%	90.8%	89.6%	91.0%	91.0%
业务分布：						
1. 新兴业务收入	685	866	532	607	856	997
同比变化	40.0%	26.4%	29.9%	14.2%	16.5%	16.5%
收入占比	9.5%	11.2%	20.1%	21.5%	23.7%	26.0%
2. 传统业务(非新兴业务)收入	6,550	6,890	2,108	2,210	2,754	2,845
同比变化	9.2%	5.2%	3.6%	4.8%	7.6%	3.3%
收入占比	90.5%	88.8%	79.9%	78.5%	76.3%	74.0%
利润趋势：						
1. EBITDA	2,515	2,685	767	788	1,005	1,056
同比变化	5.9%	6.7%	1.9%	2.7%	4.3%	5.2%
EBITDA/总营收	34.8%	34.6%	29.1%	28.0%	27.8%	27.5%
2. 归属于上市公司股东的净利润	985	1,055	157	172	245	271
同比变化	13.3%	7.1%	21.2%	10.1%	5.2%	10.4%

备注：9 个月业绩未经审计。虽然新兴业务营收增长较高，但传统收入占比依然较大，整体 EBITDA 利润率略有回落，反映传统业务利润率的下行压力较大。

来源：公司公告、农银国际证券

四、 全国规模以上工业企业利润连续两个月同比增长

国家统计局数据显示，全国规模以上工业企业利润同比降幅从 6 月份的-8.3%收窄至 7 月份的-6.7%，随后 8 月份和 9 月份分别同比增长 17.2%和 11.9%。规模以上工业企业利润连续两个月同比增长，这是利润变动从下降周期转为上升周期的早期信号（见图 2）。



从资本市场投资者的角度来看，由于行业盈利周期的扎实改善，股市估值有望很快见底。在利润增长下行周期中，投资者会要求高风险溢价（或降低股票估值）来补偿利润进一步下降的潜在风险。在利润增长上行周期中，风险溢价将收窄，股票估值可能值得溢价，以反映利润增长动力的进一步潜在增长。尽管行业统计显示利润改善周期才刚刚开始两个月，市场可能会认为趋势并不稳固，但至少利润下行风险溢价应该受到限制。在这种情况下，股票估值应该很快就会触底。当然，我们知道投资者的信心需要时间来重建，尤其是当未来几个月发布更多行业盈利统计数据时。

根据国家统计局的统计数据，我们总结分析如下。为了平滑月度波动，我们强调趋势和动量。我们将前九个月的利润增速与上半年的利润增速进行比较，以了解三季度各制造业的利润增速。参见表 2-3。我们分为四类——三季度利润增长动能增强；三季度利润增长势头放缓；三季度利润降幅收窄；三季度利润下滑幅度加深。

- 国有控股企业和股份制企业利润同比增长在 8-9 月明显好转（见图 3-4）
- 外商及港澳台商投资企业利润还没有好转信号，或许反映出口市场依然疲软
- 私营企业利润已好转，但波动较大
- 按制造业行业，各行业利润增长分化明显
- 上半年利润增长价格行业如电气机械和器材制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业和汽车制造业，他们在第三季度利润增速明显放缓，这解释为什么这些行业的股票近几个月股价调整幅度较大（见图 5）
- 三季度利润增长动能增强行业和利润降幅收窄行业的股票可能得到估值风险溢价下降
- 三季度利润增长势头放缓行业和利润下滑幅度加深行业的股票可能得到估值风险溢价上升

图表 3：规模以上工业企业利润总额同比变化（%）

	国有控股企业	股份制企业	外商及港澳台商投资企业	民营企业
09/23	28.5	18.5	-5.7	8.0
08/23	10.1	19.4	-2.0	38.1
07/23	-16.1	-7.6	-10.0	6.1
06/23	-37.5	-6.6	-8.8	25.5
05/23	-16.9	-14.0	-3.2	-16.5
04/23	-20.9	-26.2	9.9	-21.0
03/23	-15.7	-23.0	-3.3	-29.2

注：国家统计局没有公布单月利润增长数字。单月利润增长是按累计利润增长数字推算，我们强调是变化趋势、幅度和方向为更重要的参考。

来源：农银国际证券

图表 4：规模以上工业企业累计利润总额同比变化（%）

	国有控股企业	股份制企业	外商及港澳台商投资企业	民营企业
1-9/2023	-11.5	-8.7	-10.5	-3.2
1-8/2023	-16.5	-12.1	-11.1	-4.6
1-7/2023	-20.3	-16.6	-12.4	-10.7
1-6/2023	-21.0	-18.1	-12.8	-13.5
1-5/2023	-17.7	-20.4	-13.6	-21.3
1-4/2023	-17.9	-22.0	-16.2	-22.5
1-3/2023	-16.9	-20.6	-24.9	-23.0
1-2/2023	-17.5	-19.4	-35.7	-19.9

来源：国家统计局、农银国际证券

图表 5：规模以上工业企业累计利润总额同比变化（%）

	1-9/2023 利润总额 同比增长 %	1-6/2023 利润总额 同比增长 %	第三季度 利润隐含 同比增长率 %
总体制造业	(10.1)	(20.0)	9.7
1. 第三季度利润同比增长加速：			
橡胶和塑料制品业	14.8	11	22.4
木材加工和木竹藤棕草制品业	10.5	-2.7	36.9
酒、饮料和精制茶制造业	5.6	-16.7	50.2
烟草制品业	5.5	5.3	5.9
食品制造业	2.2	-0.1	6.8
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.1	-0.3	3.9
2. 第三季度利润同比增长幅度减少：			
电气机械和器材制造业	24.9	29.1	16.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	24.7	35.3	3.5
通用设备制造业	11.0	17.9	-2.8
仪器仪表制造业	5.2	10.8	-6.0
专用设备制造业	2.4	3.9	-0.6
汽车制造业	0.1	10.1	-19.9

来源：国家统计局、农银国际证券

注：下一页，续

图表 5： 规模以上工业企业累计利润总额同比变化 (%)

	1-9/2023 利润总额 同比增长 %	1-6/2023 利润总额 同比增长 %	第三季度 利润隐含 同比增长率 %
3. 第三季度利润同比下降幅度减少：			
黑色金属冶炼和压延加工业	-1.8	-97.6	189.8
金属制品业	-2.8	-10.6	12.8
印刷和记录媒介复制业	-7.4	-13.6	5.0
纺织业	-10.2	-23.8	17.0
化学纤维制造业	-10.8	-55.5	78.6
农副食品加工业	-15.1	-33.2	21.1
有色金属冶炼和压延加工业	-15.1	-44.0	42.7
计算机、通信和其他电子设备制造业	-18.6	-25.2	-5.4
废弃资源综合利用业	-23.5	-60.1	49.7
造纸和纸制品业	-25.3	-44.6	13.3
石油加工、炼焦和核燃料加工业	-40.4	-92.3	63.4
化学原料和化学制品制造业	-46.5	-52.2	-35.1
4. 第三季度利润同比下降幅度加大：			
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-5.3	-4.4	-7.1
纺织服装、服饰业	-7.2	-3.1	-15.4
家具制造业	-14.0	-1.9	-38.2
医药制造业	-17.5	-17.1	-18.3
金属制品、机械和设备修理业	-23.1	199.4	-468.1
其他制造业	-26.5	-4.0	-71.5
非金属矿物制品业	-26.7	-26.6	-26.9

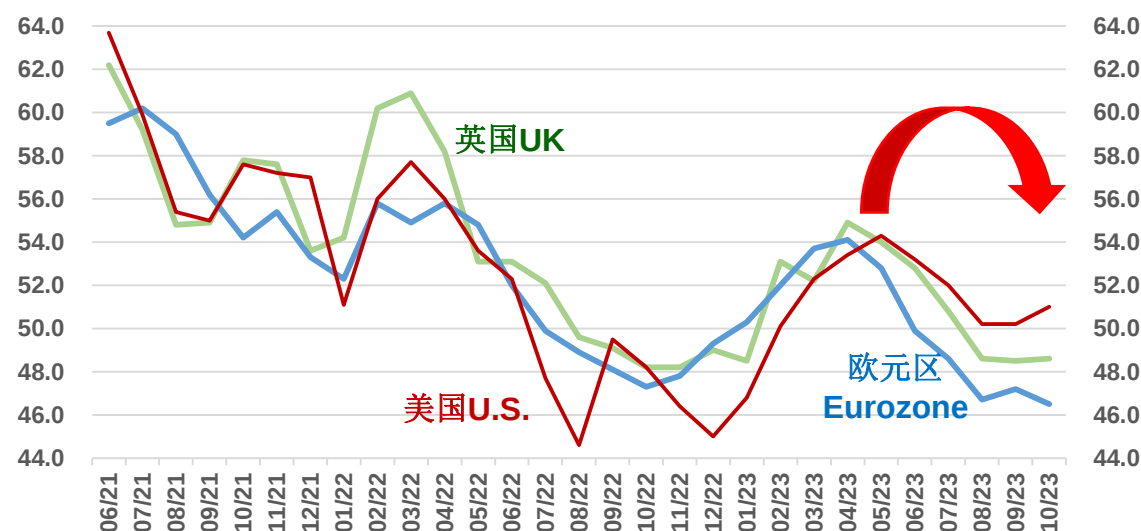
注：国家统计局没有公布第三季度利润增长数字。第三季度利润增长是按累计利润增长数字推算，我们强调是变化趋势、幅度和方向为更重要的参考。

来源：国家统计局、农银国际证券

五、 欧美日 10 月 PMI 初值 预示四季度经济风险趋势

欧元区、英国、美国和日本 10 月份 PMI 综合产出指数初值分别为 46.5、48.6、51.0 和 49.9。欧元区 PMI 综合产出指数自今年 6 月以来已连续五个月低于 50, 表明经济活动已出现持续收缩, 从第三季度延至第四季度。英国 PMI 综合产出指数已连续三个月低于 50, 经济活动从 8 月份开始收缩, 并且收缩可能持续到第四季度。日本 10 月 PMI 综合产出指数初值意外跌破 50, 这是今年 1 月以来首次, 收缩主要是由于服务业扩张放缓和制造业活动持续收缩。美国的形势是一个积极的经济冲击。美国 PMI 综合产出指数从 9 月份终值的 50.2 小幅上升至 10 月份初值的 51.0, 这一意外的改善是由于制造业活动收缩停止以及服务业持续缓慢扩张所致。虽然美国 PMI 看起来略有好转, 但从趋势上看, 欧美日经济疲软的趋势并未改变。欧元区和英国的制造业活动收缩趋势始于 2022 年中期, 并持续至今年第四季度。美国和日本的制造业活动收缩趋势从去年第四季度开始, 并持续到今年第四季度。这四个发达经济体的服务业扩张在今年第二季度达到顶峰, 第三季度扩张开始迅速放缓。服务业 PMI 表明欧元区和英国服务业于 8 月份开始收缩, 并可能延续至第四季度。尽管美国和日本服务业仍呈现扩张态势, 但 8 月份后动能大幅减弱, 四季度服务业收缩风险加大。

图 6: 欧元区、英国、美国 PMI 综合产出指数趋势
自今年 4 月以来, 经济疲软的趋势并未改变



注: 2023 年 10 月 PMI 数是初值数, 但我们较看重是持续趋势。

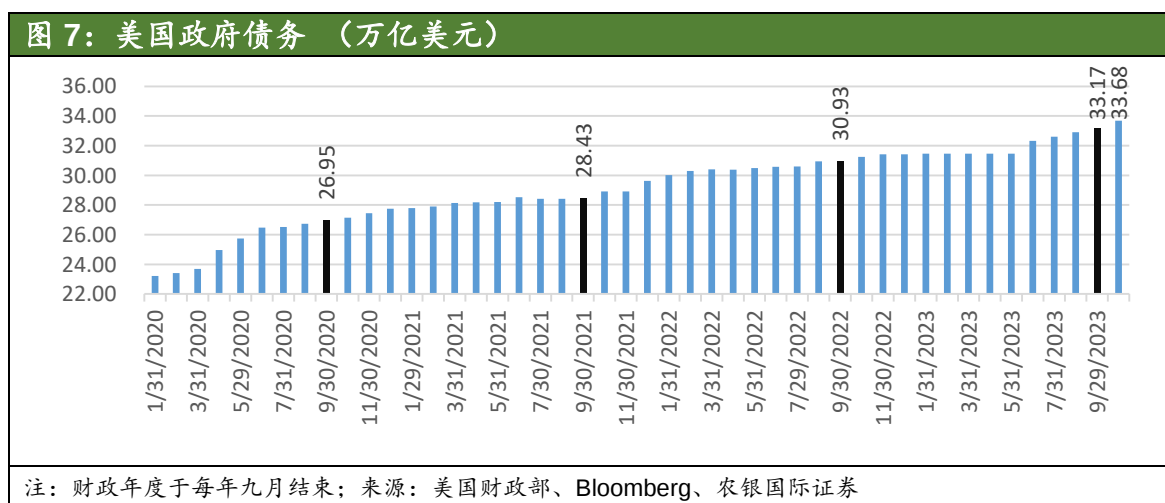
来源: S&P Global、农银国际证券

六、 美国国债收益率持续走高 推高中企离岸美债收益率

美国政府债务飙升，美联储缩减资产负债表，美国国债供应量飙升，导致债券价格下跌和债券收益率上升。美国国债持有者遭受估值损失。由于美国国债收益率持续上升，中国企业离岸美元债券（投资级）的收益率也呈上升趋势。这种情况已经提高了中国企业的美元借贷成本，将抑制其海外扩张的动力。

美国国债与其他资产一样，其价格由供求关系决定，其价格变化是供需变化的结果。美国国债在资本市场供应有两个主要来源 - 美国政府新发国债，美联储减持国债。美国政府财政年度于每年九月结束。截至 2023 年 9 月的 12 个月中，美国政府债务已增加约 2.24 万亿美元（月均增加约 1.87 千亿美元），达到 33.17 万亿美元。2023/2024 新财年伊始，美国政府债务在新财年不到 3 周的时间里增加了约 5.17 千亿美元，达到 33.68 万亿美元，增幅几乎是上一财年增幅的 23%。这一增加也代表了美国新国债供应量的成比例增加。第三季度，美联储资产负债表资产减少 3389 亿美元。10 月至今（截至 10 月 18 日），表内资产减少 689 亿美元。美国财政部发行新债为政府运营提供资金，美联储也正在抛售其持有的美国国债以缩减资产负债表。因此，美国国债的自由流通供应进一步增加。这一供给侧因素增加了美国债券价格的下行压力或债券收益率的上行压力。从最新的债券收益率上行走势来看，美国债需求面的增长度远低于供给面增长。风险在于，即使美国政府放慢新债发行速度，美联储仍将继续减持美国国债，以及需求面疲软将继续加大债价下行压力。然而，10 月初以色列与哈马斯冲突意外爆发，可能导致美国政府短期内难以放缓支出增长及发行新债。

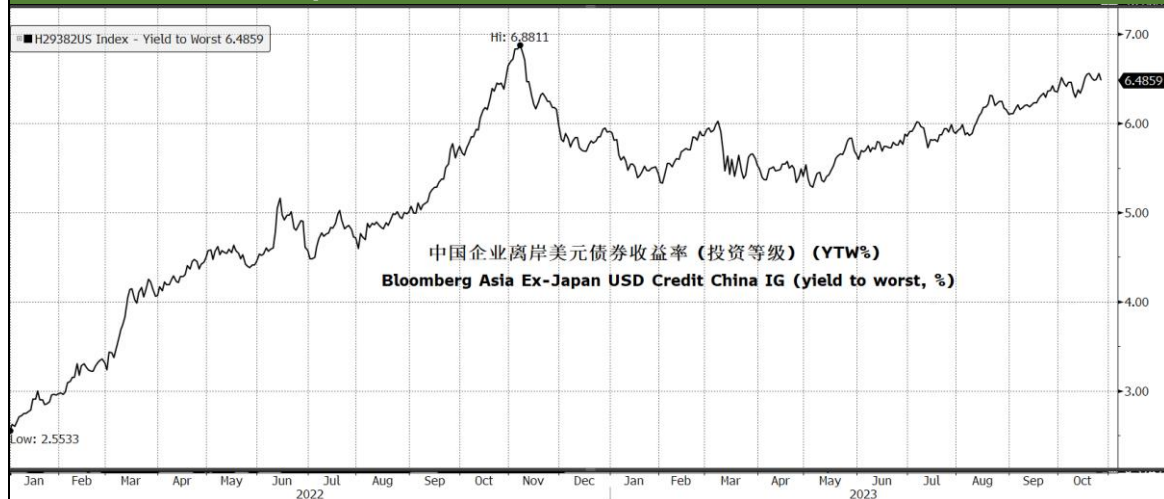
图 7：美国政府债务（万亿美元）



自今年5月以来（截至10月23日），中资企业离岸美元债券（投资等级）收益率呈现波动上升趋势，即债价波动下跌。因为它们是投资等级，我们判断两个重要因素导致。一是美国中长期债收益率上升推高以美元本位的企业美元信用债收益率，二是中国经济第三季度增长放慢影响市场判断企业偿债能力预期。影响是中资企业离岸美元融资成本上升影响他们境外业务扩张计划。

图 8：中国企业离岸美元债券（投资等级）收益率*（YTW%）

自今年6月末以来（截至10月26日），中资企业离岸美元债券（投资等级）收益率平均上升约 63bp



注*：包括 149 支投资等级来源中资企业离岸美元债券；来源：Bloomberg、农银国际证券

七、 下周展望

宏观方面，中国国家统计局将于 10 月 31 日上午公布中国 10 月 PMI。市场预计制造业 PMI 将维持在 50 以上，这将是该指数连续第二个月维持在 50 以上。9 月份，制造业 PMI 为 50.2。日本央行将于 10 月 31 日举行利率会议，焦点应该是日本央行在日元疲软的情况下如何影响日本国债收益率预期。美联储将于 10 月 31 日至 11 月 1 日(美国时间)召开 FOMC 会议。利率期货市场显示，市场预计美联储不会在 11 月 FOMC 会议提出加息。在 9 月份的 FOMC 会议上，美联储预计第四季度加息 25 个基点。这次焦点在于美联储 FOMC 会后发布会对利率和经济风险的说法，这将影响市场对美联储是否在 12 月 FOMC 会议上加息的预期。此外，对香港股市的影响将于 11 月 2 日（香港时间）显现。英国央行将于 11 月 2 日召开利率会议，市场预计央行将维持目标利率不变。

微观方面，大部分大型国企将在 10 月底前披露第三季度或前九个月的财务报告。随着三季度业绩的披露，2023 年财务业绩的不确定性将大大减少。这将有利于投资者做出合理判断。11 月初(下周中后旬)，新能源车企和部分国内大型房企将公布 10 月销售业绩，“金九银十”销售旺季是否真的出现将有定论。从部分房企 9 月份销售表现来看，只是个别房企销售较好，如果房企无法在 10 月进一步拉动销售，将严重影响其现金流和偿债能力。“金九银十”也是汽车销售旺季。风险是 8 月末至今，新能源汽车股价不升反降，并且股价大幅下降领跌恒生科技指数。投资者关注以下因素—虽然新能源汽车销量增速超过汽车行业平均水平，但增速正在放缓，加上欧盟对中国新能源车的反补贴调查也增加行业出口阻力，估值下行压力就会加大。

权益披露

分析员陈宋恩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。

评级的定义

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

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，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率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

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)2147 8863