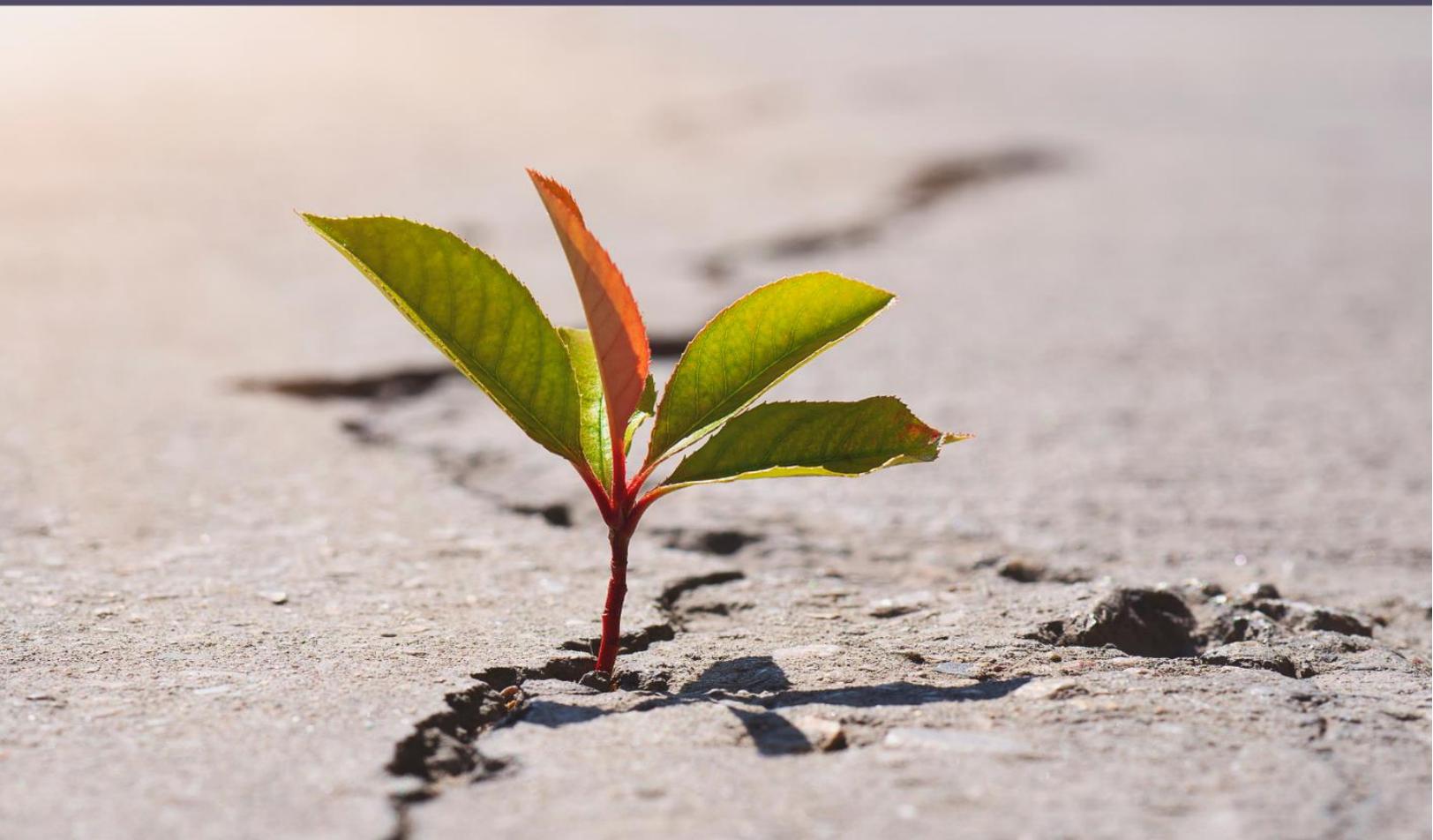


農銀國際中國/香港證券研究

2022 年下半年經濟展望及投資策略報告

中美利率趨勢存異  
經濟周期及投資機遇分化



2022 年 7 月 5 日



# 目錄

2022 年下半年全球經濟展望	4	姚少華 (經濟師) 經濟展望
2022 年下半年中國經濟展望	7	yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
2022 年下半年投資策略	12	
香港 IPO 市場	20	陳宋恩 (研究部主管) 投資策略
中國銀行業 - 正面	23	philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
中國房地產業 - 正面	27	
中國互聯網媒體與消費商務業- 正面	33	歐宇恒 (分析員) 中國銀行業
中國消費行業 - 正面	35	johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中國教育業 - 中性	39	
中國電信業 - 正面	41	周秀成 (分析員) 中國證券業 /中國互聯網媒體與消費商務業
于 2022 年 7 月 5 日發布 另有指明外,數據截至 2022 年 6 月 27 日		stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
		董耀基 (分析員) 中國房地產業
		kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
		潘泓興 (分析員) 中國教育業 /中國消費業
		paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏堅 (分析員) 中國電信業
		rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895



# 全球/中國經濟展望





## 2022 年下半年全球經濟展望

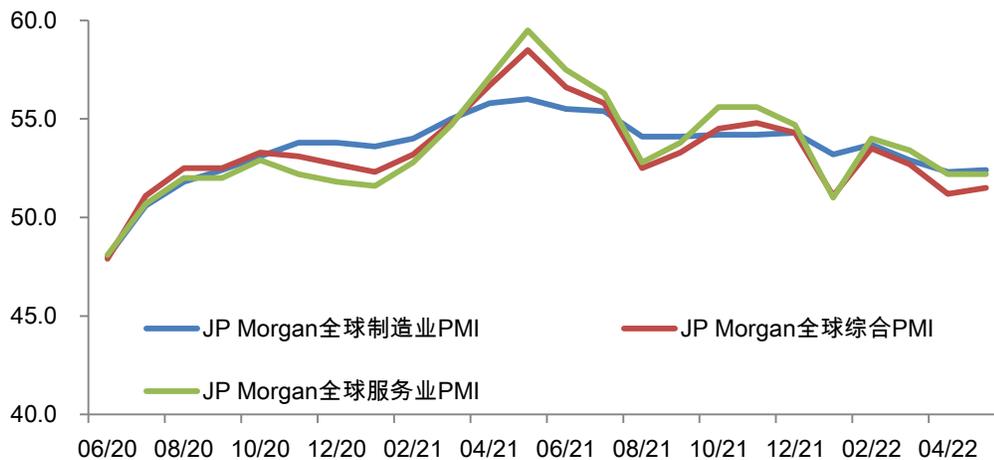
經濟師姚少華

- 受益于全球疫情明顯消退以及經濟重啓，特別是服務業重獲動力，全球經濟在今年上半年穩步擴張。隨著經濟重啓，今年年初以來主要國家失業率穩步下降，特別是服務業就業大幅向好
- 自今年年初以來，由于全球需求反彈、某些行業供應鏈中斷，特別是俄烏衝突進一步推高全球大宗商品價格，全球通脹顯著上升
- 展望未來，有見于通脹急升、利率上升以及俄烏衝突，我們預期今年下半年全球經濟增速或放緩。滯脹風險上升令全球經濟前景蒙上了陰影
- 我們預期 2022 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 2.5%、4.5%、2.5%、1.8%、及 3.6%，相比而言，上述國家在 2021 年經濟分別增長 5.7%、8.1%、5.4%、1.7% 及 7.4%

### 全球經濟在今年上半年穩步增長

受益于全球疫情明顯消退以及經濟重啓，特別是服務業重獲動力，全球經濟在今年上半年穩步擴張。如圖 1 所示，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在今年前五個月保持平穩并高于 50 臨界點，顯示全球經濟穩步擴張。儘管今年上半年發生俄烏衝突以及中國因疫情在某些城市進行了靜默管理，但全球貿易活動整體上保持穩定增長。雖然 WTO 公布的最新商品貿易晴雨錶指數下跌至 99.0，略低于該指數的榮枯綫 100，但最新的服務貿易晴雨錶指數反彈至 105.5，遠高于榮枯綫 100。絕大多數商品貿易晴雨錶分項指數接近或高于榮枯綫 100，例如出口訂單指數達到了 101.2。

圖 1: JP Morgan 全球 PMI 指數 (%)



來源: 彭博、農銀國際證券

與去年第 4 季相比，全球主要經濟體在今年第 1 季 GDP 增速表現不一。今年首季美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟同比增速分別為 3.5%<sup>1</sup>、4.8%、5.4%、0.4%及 8.7%，而去年第 4 季分別為 5.5%、4.0%、4.7%、0.4%及 6.6%（圖 2）。隨著經濟重啓，今年年初以來主要國家失業率穩步下降，特別是服務業就業大幅向好。

圖 2: 全球主要經濟體 GDP 增長(%)

實質 GDP 按年增長	2021 年	2021 年第 4 季	2022 年首季
美國	5.7	5.5	3.5
中國	8.1	4.0	4.8
歐元區	5.4	4.7	5.4
日本	1.7	0.4	0.4
英國	7.4	6.6	8.7

來源: 彭博、農銀國際證券

自今年年初以來，由于全球需求反彈、某些行業供應鏈中斷，特別是俄烏衝突進一步推高全球大宗商品價格，全球通脹顯著上升。根據世界銀行的預測，2022 年布蘭特油價或上漲約 42.0%至每桶 100 美元，而非能源大宗商品價格預計將上漲約 17.9%。雖然食品和能源的大幅攀升推高了整體 CPI，但撇除食品及能源價格外的全球核心通脹在今年上半年亦明顯上升。房租、燃料、交通以及家具行業的通脹均顯著升溫。儘管發展中國家的整體工資壓力仍維持溫和，但由于勞動力市場供小于求，部分發達國家面臨工資壓力明顯上升。

由于通脹大幅攀升，除中國人民銀行和日本央行外，全球主要央行自今年年初以來開始收緊貨幣政策，這亦導致了全球主要國債利率上升。美聯儲在今年 3 月開始上調聯邦基金利率的目標區間，并在 6 月開始縮減其資產負債表。歐洲央行在今年 3 月結束其抗疫緊急購債計劃，并從 7 月 1 日開始終止其資產購買計劃。歐洲央行還表示將在 7 月開始首次加息。年初以來英倫銀行、加拿大央行以及澳洲聯儲銀行均開始新一輪加息周期。然而，由于通脹壓力溫和，中國人民銀行和日本央行維持寬鬆的貨幣政策以支持經濟增長。

### 今年下半年全球經濟增速或放緩

展望未來，有見于通脹急升、利率上升以及俄烏衝突，我們預期今年下半年全球經濟增速或放緩。滯脹風險上升令全球經濟前景蒙上了陰影。在 4 月的全球貿易預測裏，WTO 預測 2022 年全球貨物貿易量增速將由 2021 年的 9.8%放緩至 3.0%。根據世界銀行 2022 年 6 月發布的《全球經濟展望》，2022 年全球經濟增速將由 2021 年的 5.7%放緩為 2.9%（圖 3）。OECD 在 6 月發表的最新《經濟展望》裏亦預計今年全球經濟增長 3.0%，而去年 12 月的《經濟展望》裏預計增長 2022 年全球經濟增長 4.5%。

我們預期美國經濟 2022 年增長 2.5%，大幅低于 2021 年 5.7%的增速，主要因為貨幣政策收緊、通脹上升和財政刺激退出。較低的失業率和不斷上升的工資水平將支持家庭支出。然而，疲弱的消費者信心和高通脹可能會阻礙家庭消費。大規模的財政刺激退出以及貨幣政策的收緊亦將拖累經濟增長。儘管美國通脹可能在今年年中達到峰值，但我們預計在今年下半年其將維持高位并遠高于美聯儲 2%的目標。貨幣政策方面，隨著通脹壓力飆升和通脹預期上升，我們預計美聯儲將在今年下半年進一步收緊貨幣政策，包括繼

<sup>1</sup>除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



續加息和縮表。我們預計到今年年底聯邦基金利率的目標區間將達到 3.25-3.5%，而在今年 6 月底為 1.50-1.75%。美聯儲將在今年下半年繼續減持美國國債以及住宅和商業抵押貸款支持證券。

儘管今年第 2 季中國的 GDP 增長乏力，但我們相信下半年中國經濟將在一系列宏觀政策支持下明顯回升。穩定的外需和強勁的基建和製造業投資將是主要的增長動力。隨著中國的疫情防控進入常態化，我們相信今年下半年中國經濟增長將明顯反彈。整體來說，我們預計 2022 年中國國內生產總值增長 4.5%。我們預計 CPI 與 PPI 通脹剪刀差將在今年下半年進一步縮小，通脹料不構成宏觀政策的制約因素。政策方面，我們預期人民銀行將繼續推出包括降准減息在內的偏寬鬆的貨幣政策措施以穩定經濟增長。我們預計今年下半年中央政府將繼續採用積極的財政政策來支持經濟增長。

由于大宗商品價格高企、供應鏈長期中斷、俄烏衝突引致的商業信心低迷以及貨幣政策收緊，我們預計 2022 年歐元區 GDP 增速將從 2021 年的 5.4% 下降至 2.5%。悲觀的消費者情緒以及高企的通脹水平將打擊家庭消費。有見于全球經濟放緩以及俄烏衝突持續，外需將趨于疲弱。根據歐洲央行的 6 月份貨幣政策會議，我們預期歐洲央行將在 7 月上調基準利率 0.25%。由于通脹壓力高企，在今年 7 月之後餘下的幾次貨幣政策會議上歐洲央行將繼續加息步伐。我們預計在今年年底歐洲央行的主要再融資政策利率將達到 0.75%。此外，由于通脹加劇和貨幣政策收緊，我們預計 2022 年英國經濟將增長 3.6%，低于 2021 年 7.4% 的增速。我們預計英國的貨幣政策將繼續正常化，英倫央行的政策利率將在 2022 年底上升至 2.0%。

我們預計日本 2022 年的經濟增速或由 2021 年的 1.7% 略微反彈至 1.8%，主要得益于強勁的內需和寬鬆的貨幣政策。防疫措施的放鬆將促進私人消費，而投資亦會復蘇。然而，由于俄烏衝突或導致供應鏈不暢以及全球經濟放緩，外需料趨于疲弱并拖累經濟增長的動力。有見于通脹前景仍疲弱，日本的寬鬆貨幣政策在今年下半年將維持不變，日本央行將按所需數量購買長期國債，以使 10 年期日本國債收益率保持在 0% 附近，并在不超出±0.25% 的範圍內波動。日本央行短期政策利率料在 2022 年底維持在-0.10% 的利率水平不變。

圖 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)

實質 GDP 按年增長	2020 年	2021 年	2022 年預測
美國	(3.4)	5.7	2.5
中國	2.2	8.1	4.5
歐元區	(6.4)	5.4	2.5
日本	(4.6)	1.7	1.8
英國	(9.3)	7.4	3.6
世界	(3.3*)	5.7*	2.9*

來源: 世界銀行、彭博、農銀國際證券預測

注釋: \*代表世界銀行的預測及預測



## 2022 年下半年中國經濟展望

經濟師：姚少華

- 中國經濟在今年第 1 季增長 4.8%，不僅高于去年第 4 季 4.0% 的增速，亦高于市場預期的 4.2% 的增速。然而，隨著新冠疫情再度爆發導致一些主要城市進入靜默管理，中國經濟在第 2 季明顯放緩
- 儘管今年第 2 季中國的 GDP 增長乏力，但我們相信下半年中國經濟將在一系列宏觀政策支持下明顯回升。隨著中國的疫情防控進入常態化，我們相信今年下半年中國經濟增長將明顯反彈。整體來說，我們預計 2022 年國內生產總值增長 4.5%
- 我們預計 CPI 與 PPI 通脹剪刀差將在今年下半年進一步縮小。我們預計 2022 年 CPI 通脹將從 2021 年的 0.9% 上升至 2.0%，2022 年 PPI 通脹將從 2021 年的 8.0% 放緩至 5.0%。今年下半年通脹料不構成宏觀政策的制約因素
- 政策方面，我們預期人民銀行將繼續推出包括降准減息在內的偏寬鬆的貨幣政策措施以穩定經濟增長。2022 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平或從 6 月底的 3.70% 與 4.45% 分別跌至 3.60% 及 4.25%。我們預計 2022 年年底大型銀行的 RRR 從 6 月底的 9.75% 減為 9.50%，中型銀行從 6 月底的 7.75% 減為 7.50%，而小型銀行的 RRR 則維持在 5.0% 不變。我們預計今年下半年中央政府將繼續採用積極的財政政策來支持經濟增長。國務院強調對小微企業和受疫情重創的企業提供更多支持，對小微企業的普惠金融額度將增加一倍，新增留抵退稅 1420 億元，今年出臺的各項留抵退稅政策新增退稅總額達到約 1.64 萬億元

### 中國經濟在第 2 季顯著放緩

中國經濟在今年第 1 季增長 4.8%<sup>2</sup>，不僅高于去年第 4 季 4.0% 的增速，亦高于市場預期的 4.2% 的增速。然而，隨著新冠疫情再度爆發導致一些主要城市進入靜默管理，中國經濟在第 2 季明顯放緩。4 月份與 5 月份固定資產投資、零售銷售以及工業產出均較第 1 季顯著回落。

受累于疫情的超預期衝擊以及原材料等生產成本持續上升，4 月份及 5 月份工業產出增速從第 1 季的 6.5% 分別回落至 -2.9% 及 0.7%。作為宏觀經濟的同步指標，4 月份與 5 月份發電量分別下跌 4.3% 及 3.3%，而第 1 季增長 3.1%。涵蓋 31 個行業大類的製造業 PMI 指數在 4 月份與 5 月份亦低于 50 臨界點水平。可惜的是，隨著疫情好轉以及防疫措施放鬆，6 月份製造業 PMI 反彈至 50.2。此外，4 月份與 5 月份工業企業實現利潤增速分別下跌 8.5% 及 6.5%，而第 1 季增長 8.5%。

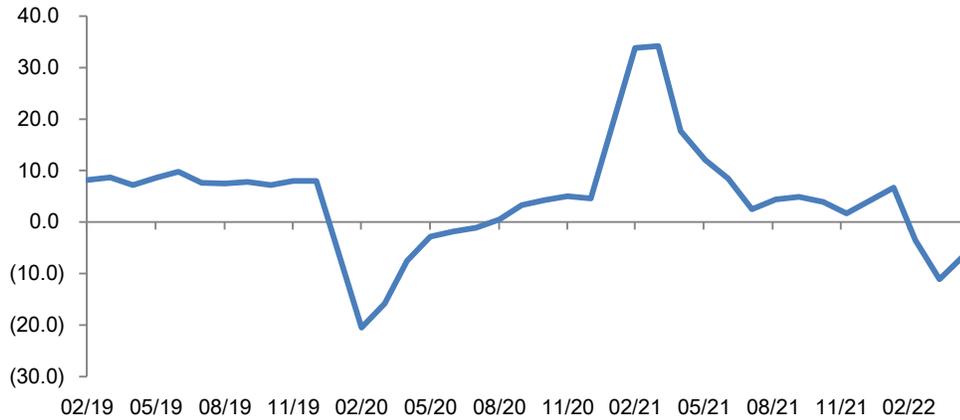
內需方面，消費支出及固定資產投資增速在 4 月份及 5 月份均顯著放緩。4 月份及 5 月份零售銷售分別下跌 11.1% 及 6.7%，而第 1 季則增長 3.3% (圖表 1)。由于房地產投資增速十分疲弱，4 月份與 5 月份單月整體城鎮固定資產投資增速由第 1 季的 9.3% 分別回落至 1.8% 與 4.5% (圖表 2)。

外需方面，由于疫情衝擊了港口運作以及物流暢通，4 月份與 5 月份出口增速較第 1 季放緩 (圖表 3)。以美元計價，4 月份與 5 月份出口分別增長 3.9% 與 16.9%，而第 1 季增長 15.8%。4 月份與 5 月份進口增速分別為 0.0% 與 4.1%，低于第 1 季 9.6% 的增速。由于較低的進口增速，4 月與 5 月的貿易盈餘大幅增加，分別為 511 億美元及 788 億美元，高于去年同期的貿易盈餘。

<sup>2</sup>除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

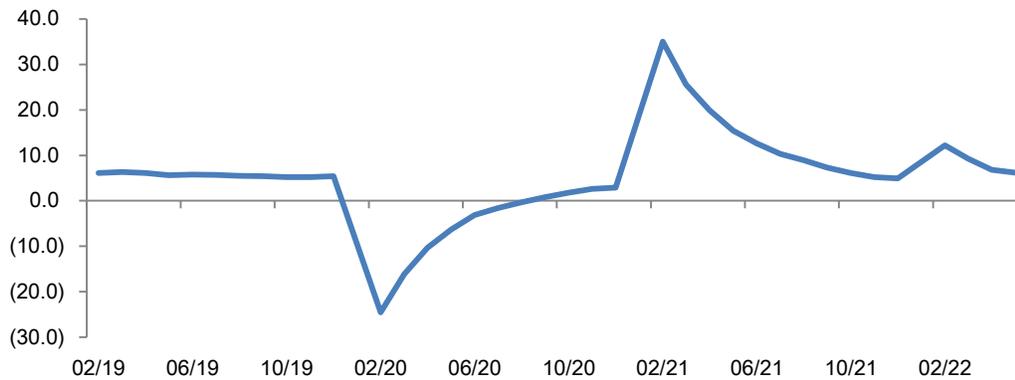


圖 1：中國零售銷售增長 (%)



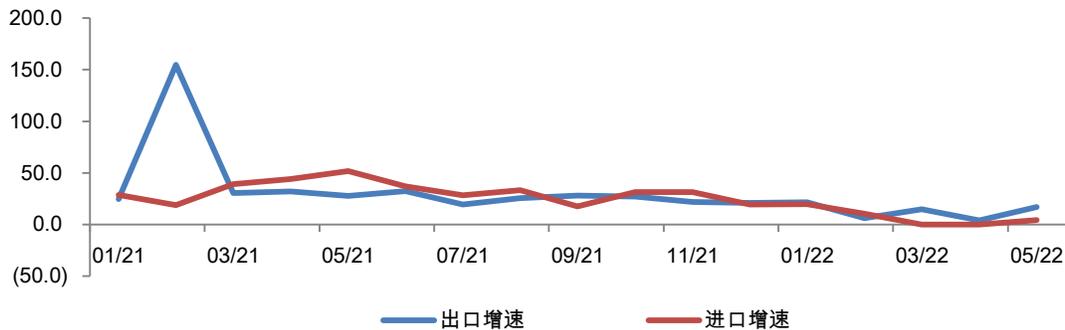
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 2：中國城鎮固定資產投資年初至今增長 (%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 3：中國出口及進口增長 (%)



來源：中國海關、農銀國際證券



CPI 與 PPI 通脹的剪刀差在 4 月份與 5 月份大幅收窄。由于食品價格漲幅加快，特別是豬肉價格回升，4 月份與 5 月份 CPI 由第 1 季的 1.1% 分別加快至 2.1%。然而，PPI 在 4 月份及 5 月份顯著回落，由第 1 季 8.7% 的漲幅分別回落至 8.0% 及 6.4%。PPI 大幅回落主要是由于高基數效應和煤炭、有色金屬、黑色金屬等大宗商品價格升幅放緩所致。

貨幣政策方面，2022 年年初至今人民銀行采用了偏松的貨幣政策來支持經濟增長。年初至今人民銀行實施降準及下調 LPR 利率來支持實體經濟，特別針對中小企業及民營企業。5 月份廣義貨幣供給(M2)的增速由 2022 年 12 月份的 9.0% 反彈至 11.1%，2022 年首 5 個月衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模增量亦從去年同期的 14.0 萬億元人民幣升至 15.7 萬億元人民幣。

## 2022 年下半年經濟增長料明顯反彈

儘管今年第 2 季中國的 GDP 增長乏力，但我們相信下半年中國經濟將在一系列宏觀政策支持下明顯回升。穩定的外需和強勁的基建和製造業投資將是主要的增長動力。相反，疲弱的房地產行業和潛在的新冠肺炎病毒大幅變異將是主要挑戰。

內需方面，我們預計整體固定資產投資將在今年下半年加快，主要因為基建投資將在更多地方政府專項債發行和使用下獲得更快的增長。穩定的外需亦將帶動製造業以及民間投資平穩增長。值得指出的是，高新技術製造業投資或在宏觀政策的支持下獲得快速增長。然而，由于房地產銷售難于明顯反彈，房地產投資料在今年下半年只能緩慢復蘇。居民收入上升和失業率回落料支持消費者支出。特別是在中央和地方促進汽車消費的政策推動下，占整體零售額 10% 的汽車零售額有望在今年下半年大幅回升。此外，隨著疫情消退，餐飲消費在下半年有望大幅回升。

外需方面，儘管去年同期基數較高，但由于美國政府可能取消或降低部分中國商品的進口關稅，尤其是日用品，我們預計中國出口仍將錄得相對較快增長。另一方面，全球航運成本自 2022 年初以來已經明顯回落，料可支持中國的出口增長。此外，RECP 的生效將顯著幫助中國在今年下半年與亞洲經濟體的貿易，尤其是與日本的貿易。

隨著中國的疫情防控進入常態化，我們相信今年下半年中國經濟增長將明顯反彈。整體來說，我們預計 2022 年國內生產總值增長 4.5%，雖低于 2021 年 8.1% 的增速，但在疫情超預期衝擊下已是不錯的增速(圖 4)。

我們預計 CPI 與 PPI 通脹剪刀差將在今年下半年進一步縮小。由于食品價格上漲，尤其是豬肉價格可能會隨著供應趨緊在今年下半年上漲，我們預計 2022 年 CPI 通脹將從 2021 年的 0.9% 上升至 2.0%。由于大宗商品價格放緩、國內需求疲軟和高基數效應，我們預計 2022 年 PPI 通脹將從 2021 年的 8.0% 放緩至 5.0%。今年下半年通脹料不構成宏觀政策的制約因素。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行在今年下半年將繼續維持偏寬鬆的貨幣政策以穩定經濟增長。人民銀行料保持流動性合理充裕來增加對民營企業以及中小企業的信貸。我們預計 2022 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別達至 22.0 萬億元人民幣及 34.0 萬億元人民幣。另外，為降低實體經濟的融資成本，我們預期人民銀行在今年下半年將繼續下調基準利率。2022 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率或從 6 月底的 3.70% 與 4.45% 分別跌至 3.60% 及 4.25%。有見于經濟放緩壓力仍存在，我們預期今年下半年人民銀行將繼續下調大型與中型銀行的 RRR 一次，減幅為 0.25%。我們預計 2022 年底大型銀行的 RRR 從 6 月



底的 9.75%減為 9.50%，中型銀行從 6 月底的 7.75%減為 7.50%，而小型銀行的 RRR 則維持在 5.0%不變。2022 年底廣義貨幣供給(M2)預計增長 10.5%。匯率方面，由于中美實際利差或進一步收窄，我們預期 2022 年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.7000 左右，而 2021 年底為 6.3730。

我們預計今年下半年中央政府將繼續采用積極的財政政策來支持經濟增長。中國國務院在 5 月 31 日公布了 33 項穩定經濟的一攬子政策措施，其中 7 項與財政政策有關。國務院強調對小微企業和受疫情重創的企業提供更多支持，對小企業的普惠金融額度將增加一倍，新增留抵退稅 1420 億元，今年出臺的各項留抵退稅政策新增退稅總額達到約 1.64 萬億元。階段性減征部分乘用車購置稅 600 億元。抓緊完成今年專項債券發行使用任務，加快今年已下達的 3.45 萬億元專項債券發行使用進度，在 6 月底前基本發行完畢，力爭在 8 月底前基本使用完畢。2022 年前 5 個月，超過 2 萬億元的地方政府專項債券已發行。

**圖 4：經濟預測**

經濟指標	2020 年	2021 年	2022 年預測
實質 GDP 增長， %	2.2	8.1	4.5
固定資產投資增長， %	2.9	4.9	6.0
零售銷售增長， %	(3.9)	12.5	4.0
以美元計出口增長， %	3.6	29.9	8.0
以美元計進口增長， %	(0.7)	30.1	5.0
工業產出增長， %	2.8	9.6	5.0
消費物價通脹， %	2.5	0.9	2.0
生產物價通脹， %	(1.8)	8.0	5.0
M2 增長， %	10.1	9.0	10.5
社會融資規模增量， 十億人民幣	34,900	31,400	34,000
新增人民幣貸款， 十億人民幣	19,600	19,900	22,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.5273	6.3730	6.7000
1 年期 LPR， %	3.85	3.80	3.60
5 年期 LPR， %	4.65	4.65	4.25

來源：國家統計局、中國人民銀行、農銀國際證券預測

# 投資策略



# 投資策略

研究部主管：陳宋恩

## 中美利率周期脫鉤

### (A) 全球資本市場

我們預計未來六至十二個月內可能會出現以下經濟情景：

- 美國和大多數西方經濟體的利率快速上升將導致債券和股票市場出現熊市
- 美國和大部分西方經濟體高效的利率傳導機制意味著通脹將得到控制。因此，滯脹風險低，但衰退風險高
- 受 2022 年高基數效應和加息周期資產擴張放緩的影響，2022 年和 2023 年企業盈利增長將明顯放緩。由于大部分企業將放緩業務擴張步伐，耐用品行業將受到不利影響。
- 基準股票市場指數的市盈率(PER)估值將收縮。投資者將要求更高的風險溢價來彌補企業利潤的下行風險和對經濟衰退風險的恐懼
- 灰犀牛風險。**(1)美國、英國、歐元區和日本等主要經濟體的房地產市場泡沫可能在未來 12 個月內因主要央行積極加息以應對通脹壓力而破裂。對金融體系的影響不可低估;(2)成功遏制通脹意味著商品價格下降。大宗商品超級周期將在下半年見頂并逆轉。因此，流動性將從商品市場轉向防禦性長期國債市場
- 地緣政治風險。**我們預計俄烏紛爭將在 2022 年下半年持續，但不會蔓延到西歐。紛爭導至高能源價格所帶來的通脹壓力有利有弊。短期內，實際收入和購買力受到抑制。然而，綠色能源的發展將加速，尤其是在歐洲。中國或將受益于歐洲對太陽能矽片和新能源汽車等綠色能源設備不斷增長的進口需求

圖 1：2022-23 年主要發達經濟體企業盈利增長顯著放緩導致市盈率(PER) 估值下降  
 上圖：MSCI 世界指數每股收益同比變化；下圖：MSCI 世界指數市盈率每年的高低範圍

風險判斷：

- (a) 2022-23 年的盈利增長勢頭并不支持高市盈率估值  
 (b) 對比 2018-2012 年盈利周期和 2019-2023 年盈利周期，目前市場對 2022-23 年盈利前景可能仍過于樂觀

MSCI 世界指數每股收益同比變化



MSCI 世界指數歷史市盈率區間和當前指數水平的預估市盈率



來源：彭博、農銀國際證券

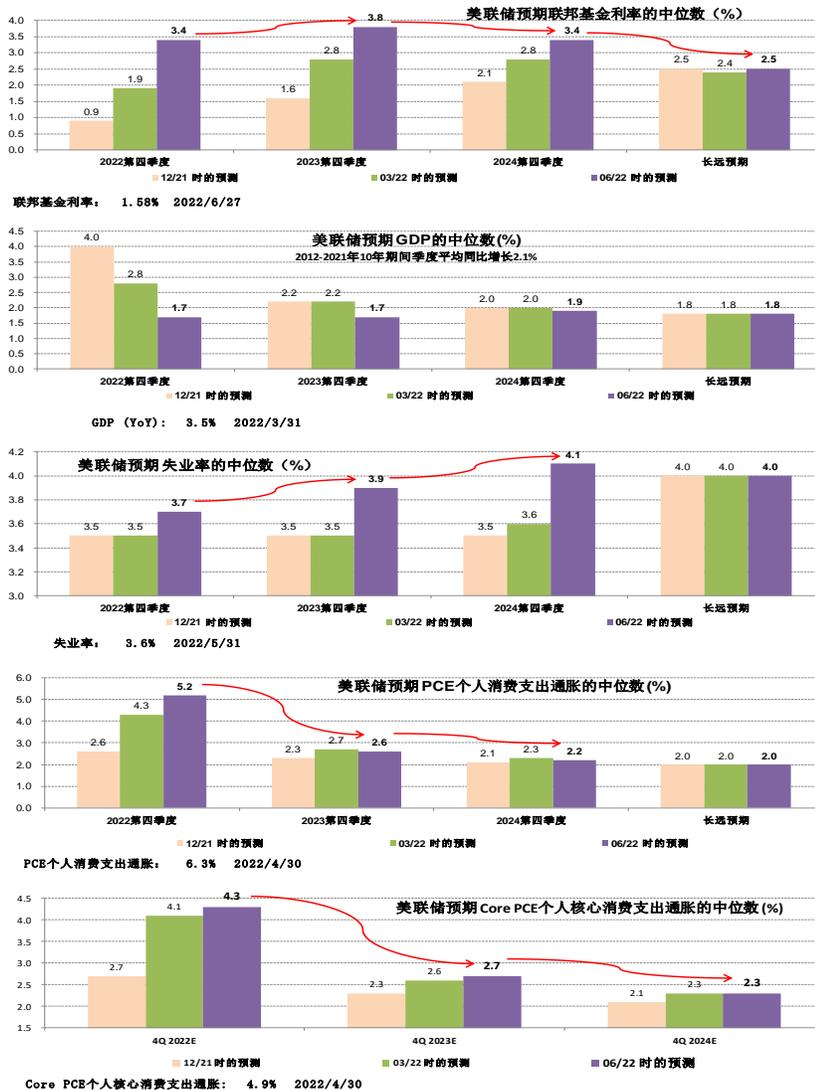
**圖 2：房地產市場泡沫：住宅價格變化 (4Q 2021 vs 4Q 2019)**

欧元区	16.1%	美国	28.9%	澳大利亚	31.4%
英国	15.6%	加拿大	25.2%	新西兰	45.4%

來源：國際清算銀行、農銀國際證券

## (B) 美聯儲對美國經濟和聯邦基金利率的預測

在 2022 年 6 月舉行的 FOMC 會議上，美聯儲預計其能够在 2022-23 年成功遏制通脹并保持經濟增長，加息周期將延續至 2023 年。加息周期越長，債券市場熊市的時間就越長。

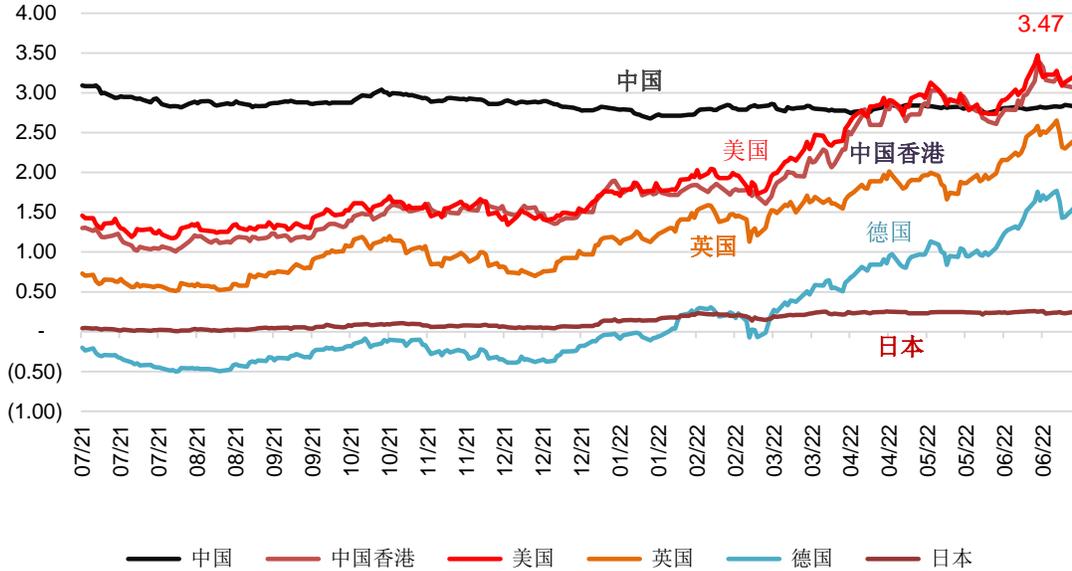
**圖 3：監控美聯儲的預期——美聯儲在 12/2021、3/2022 和 6/2022 的 FOMC 會議上的經濟預測**


來源：美聯儲、農銀國際證券



圖 4：主要經濟體的 10 年期政府債券收益率 (%)

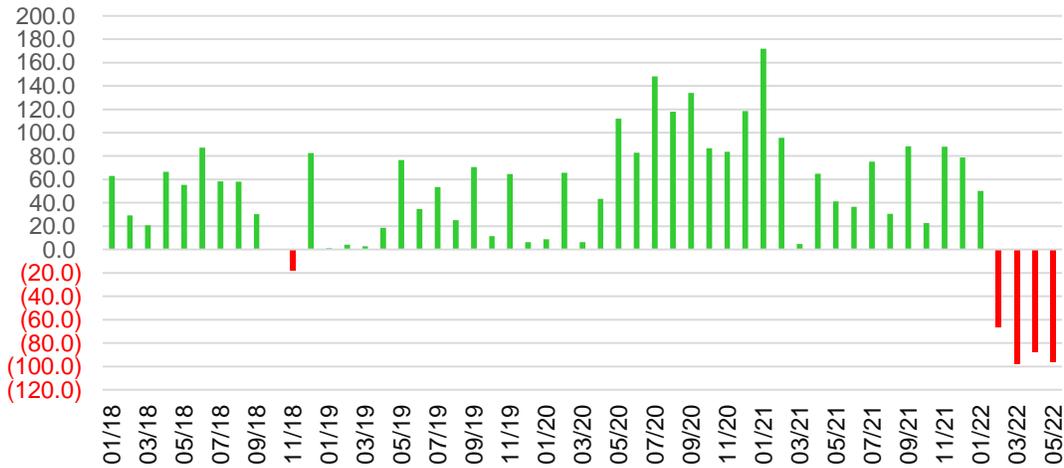
灰犀牛風險：債券收益率上升意味著債券價格下跌，部分金融機構 2022 年上半年債券投資或出現巨額未實現虧損



來源：彭博、農銀國際證券

圖 5：外部機構持有在岸人民幣債券餘額變動 (十億人民幣)

2022 年上半年美國國債收益率已攀升至中國國債收益率之上，離岸機構減持人民幣在岸債券。中國人民銀行需要向銀行體系注入額外流動性 (如降 RRR)，以保持流動性供應充足



來源：中國結算、農銀國際證券



### (C) 香港利率市場展望

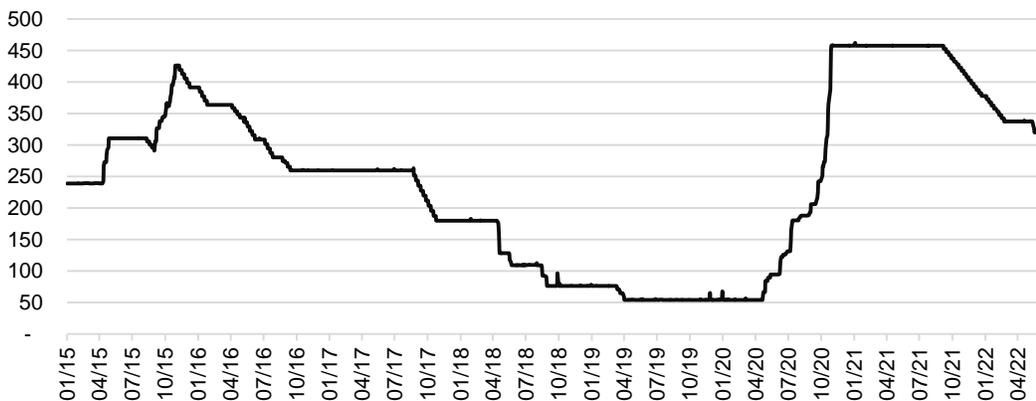
對香港利率市場的潛在衝擊是 2022 年下半年短期利率的大幅上漲。由于聯繫匯率機制，香港基準利率將密切跟隨聯邦基金利率的上調。香港基準利率固定在高于美聯邦基金利率上限 25 個基點或高于美聯邦基金利率下限 50 個基點。然而，香港短期利率變動滯後。在之前的利率周期中，短期利率如 1 個月和 3 個月的 HIBOR 最終會趕上美聯邦基金利率的水平。目前，美聯儲預計聯邦基金利率將在 2022 年第四季度和 2023 年第四季度分別升至 3.4% 和 3.8%。一個月 HIBOR 可能會從目前的 0.90% 攀升至年末 3.4% 左右。如果美聯儲的預測正確，2023 年港元 1 個月 HIBOR 將攀升至 3.8% 左右。

圖 6：美聯邦基金利率與 1 個月港元 HIBOR，(%)  
香港短期利率變動滯後但最終會迎頭趕上



來源：美聯儲、香港金管局、農銀國際證券

圖 7：香港銀行同業流動資金餘額（十億港元）  
2022 年同業流動性供應下降，導致融資成本有上升壓力



來源：香港金管局、農銀國際證券

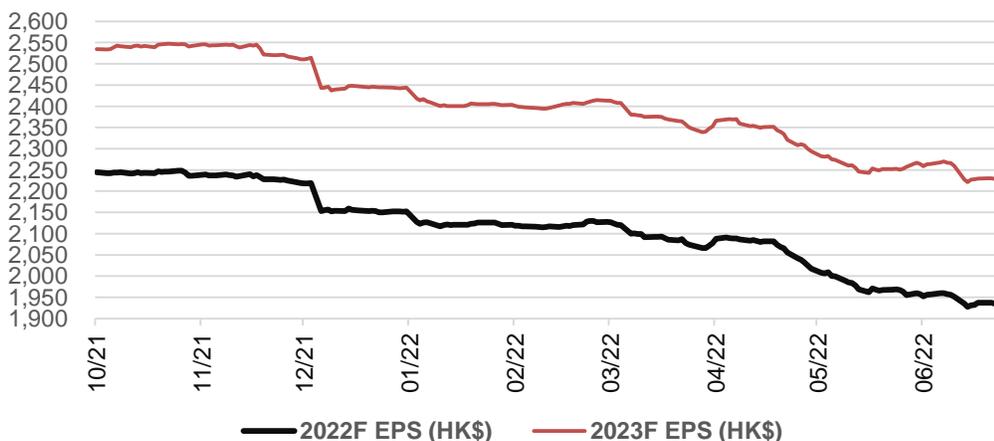
## (D) 恒生指數

我們預計 2022 年下半年恒生指數的合理交易區間為 20600-24800，相當于 2022 年預期市盈率約 10.6-12.8 倍。低于估值區間為逢低買入機會，高于估值區間為獲利機會。

我們的判斷基于以下因素。

- 不同的利率周期。2022 年，中國處于利率下行周期，而美國和大部分發達經濟體處于利率上行周期。
- 雖然 2022 年上半年降息幅度小于 2020 年上半年，但當前 LPR 低于 2020 年。2022 年上半年，央行將 1 年期 LPR 下調 10 個基點，5 年期 LPR 下調 20 個基點，以支持經濟緩衝 Omicron 爆發帶來的不利影響。2020 年上半年，中國人民銀行將 1 年期 LPR 下調 30 個基點，5 年期 LPR 下調 15 個基點，以支持經濟緩解 COVID-19 爆發造成的不利影響。
- 2022 年 Omicron 危機後經濟周期。2022 年上半年中國降息的積極影響將在 2022 年下半年和 2023 年上半年在經濟中顯現。臨近 2022 年底，投資者將重點轉向 2023 年的盈利前景。我們預計投資情緒將到 2022 年第四季度和 2023 年上半年變得更加看漲。
- 政府刺激私人消費和固定資產投資的逆周期措施將在 2022 年下半年在經濟中出現。工業企業將在 2022 年下半年和 2023 年上半年進入 Omicron 危機後的利潤恢復周期。
- 自 2022 年初以來，市場不斷下調恒生指數的盈利前景，風險已在很大程度上反映在股票價格中。向下修正的原因是今年一季度指數成員個股的變化以及指數中部分科技股的財務業績低迷。
- 在復蘇周期內，市盈率有理由高于平均水平。恒生指數五年平均預測市盈率為 11.70 倍，標準差為 1.07 倍。鑒于 2022 年下半年和 2023 年上半年的經濟周期，恒生指數的市盈率 估值區間將回升至歷史平均水平以上。

**圖 8：2022 年和 2023 年市場預期恒指每股盈利(EPS)預測趨勢**  
預期盈利下降，但盈利下行風險已很大程度上反映在股票價格中

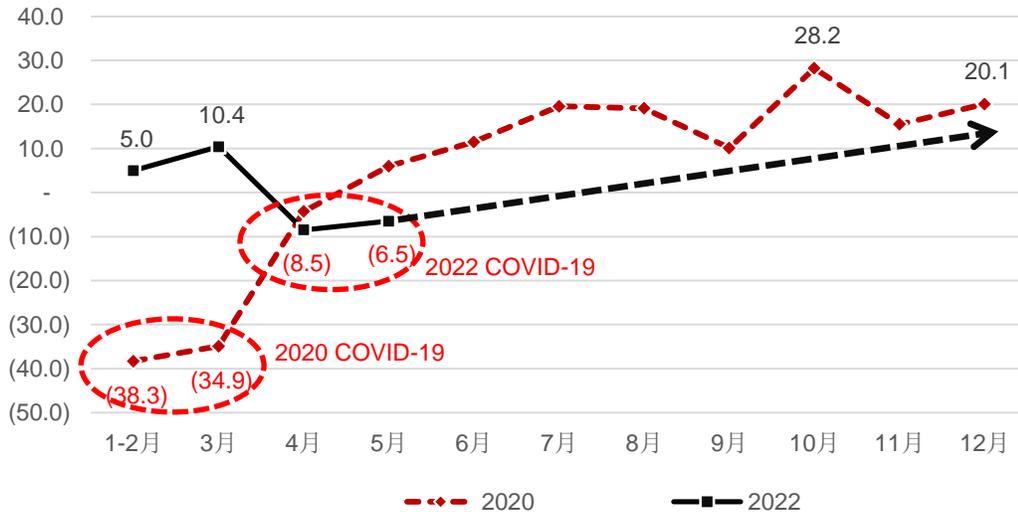


來源：彭博、農銀國際證券



圖 9：全國規模以上工業企業實現利潤同比變化（%）

展望未來 - 比較 2020 年與 2022 年的 COVID-19 影響，預計 2022 年下半年和 2023 年上半年利潤增長勢頭將回升



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 10：恒生指數市盈率（PER）交易區間 (12/2019-6/2022)：經濟復蘇期間 PER 擴張



平均值是指 5 年 (7/2017-6/2022) 平均值

5 年平均：11.70

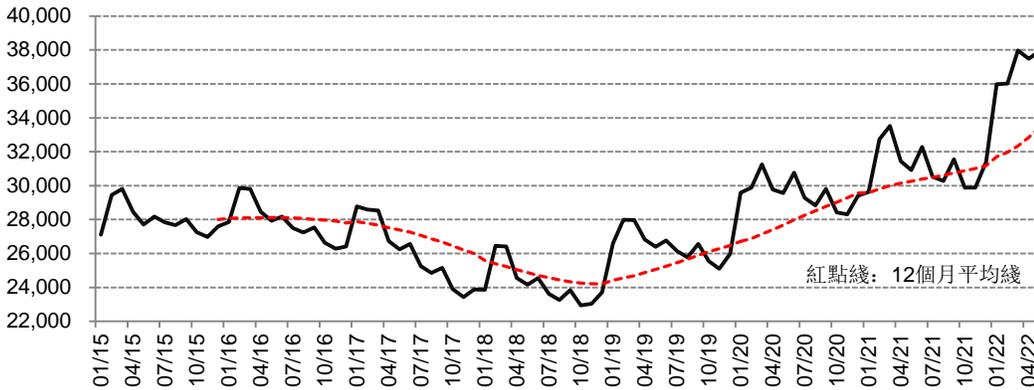
標準差：1.07

資料來源：彭博、農銀國際證券



### 圖 11：家庭淨存款（十億人民幣）

家庭淨存款增至 38 萬億元，2022 年下半年家庭將釋放購買力



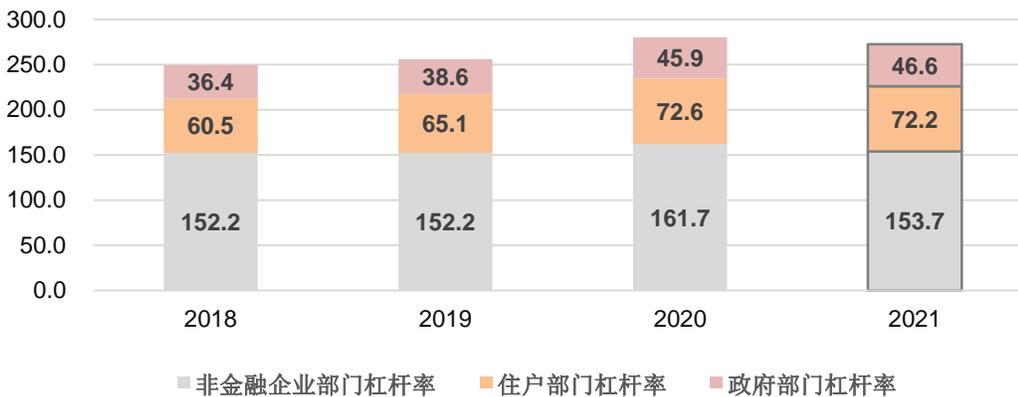
2022 年 5 月家庭淨存款：37.9 萬億元人民幣 (+20.8% 年初至 5 月)

淨存款=家庭持有的存款減去家庭所欠的貸款

來源：人民銀行、農銀國際證券

### 圖 12：宏觀杠杆率 (%)

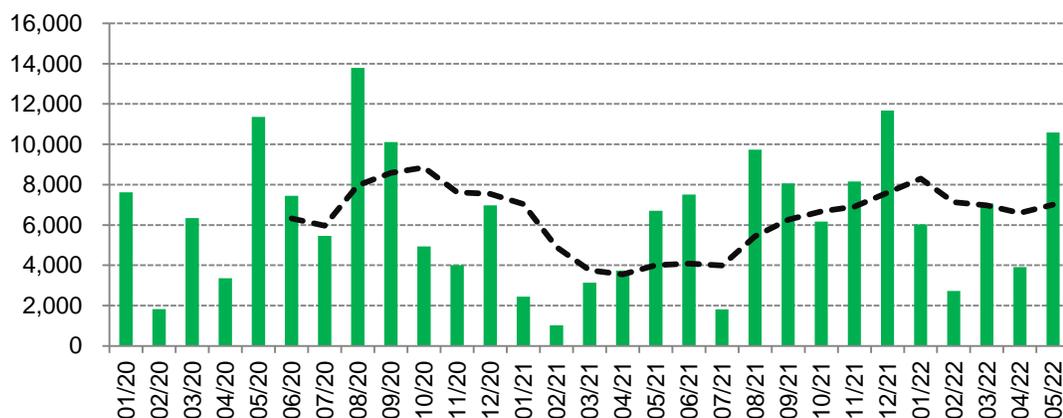
相對較低的政府宏觀杠杆率 46.6% 允許政府機構在 2022 年進行逆周期擴張，增加杠杆率以支持經濟增長。1 個百分點的宏觀杠杆率相當於 1.1 萬億元的信貸



來源：人民銀行中國貨幣政策執行報告、農銀國際證券

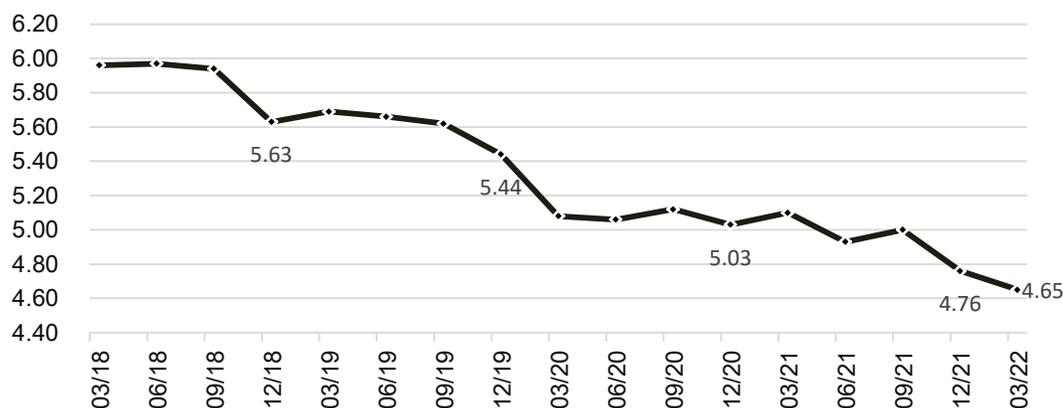


圖 13：政府債券淨融資（億元）  
自 2021 年下半年以來，政府增加借貸以支持經濟增長



黑點綫：6 個月平均綫； 來源：人民銀行、農銀國際證券

圖 14：新增貸款實際利率（加權平均）（%）  
實體經濟利息負擔持續減輕



利率是指當月新增貸款的利率  
來源：人民銀行中國貨幣政策執行報告、農銀國際證券



## 香港 IPO 市場展望

分析員:周秀成

- 2022 年上半年香港 IPO 市場籌資 23 億美元，而 2021 年為 429 億美元
- 香港 IPO 市場受到多種因素的影響，包括經濟疲軟、互聯網行業監管擔憂、全球地緣政治風險等
- 2022 年下半年在經濟反彈和互聯網行業監管環境改善的情況下可能會更好

2022 年上半年（截至 2022 年 6 月 20 日），香港 IPO 市場籌資 23 億美元，而 2021 年香港 IPO 市場則籌資 429 億美元。2022 年上半年，共有 18 宗 IPO 發行，平均發行規模為 1.29 億美元。市場受到互聯網行業監管收緊、經濟環境疲軟、新冠疫情和全球地緣政治風險的嚴重影響。

從行業結構來看，材料占 2022 年上半年 IPO 數量的 23%，其次是醫療保健（21%）、非必需消費品（14%）、工業（13%）、金融（11%）和其他（房地產、科技和電信）（18%）。此外，2022 年上半年的平均發行規模為 1.29 億美元，遠低於 2021 年的 4.48 億美元。

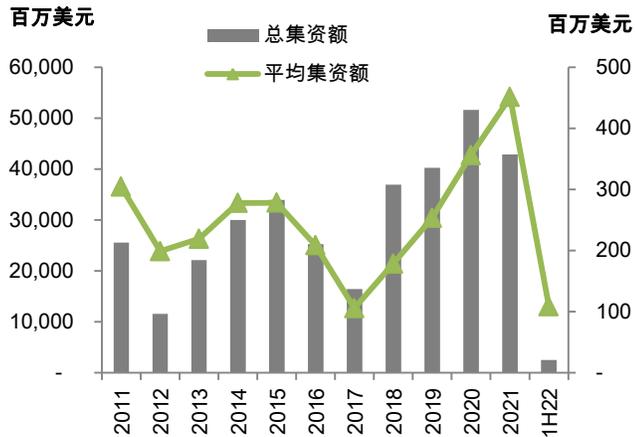
中國政府近期重申了支持平臺經濟發展、支持優質互聯網平臺在境外上市的長期戰略目標。這可能意味著 2022 年下半年的 IPO 市場會更好。特別值得關注的是滴滴和字節跳動在香港/中國的潛在首次公開募股計劃。

圖 1:2022 年上半年香港 IPO 一覽\*

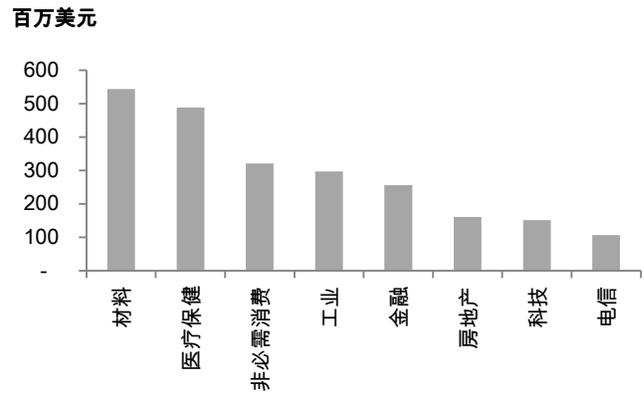
行業*	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
材料	544	544
醫療保健	489	98
非必需消費品	321	80
工業	297	297
金融	256	128
房地產	160	53
科技	151	151
電信	106	106

\*按彭博行業分類

來源: 彭博, 農銀國際證券

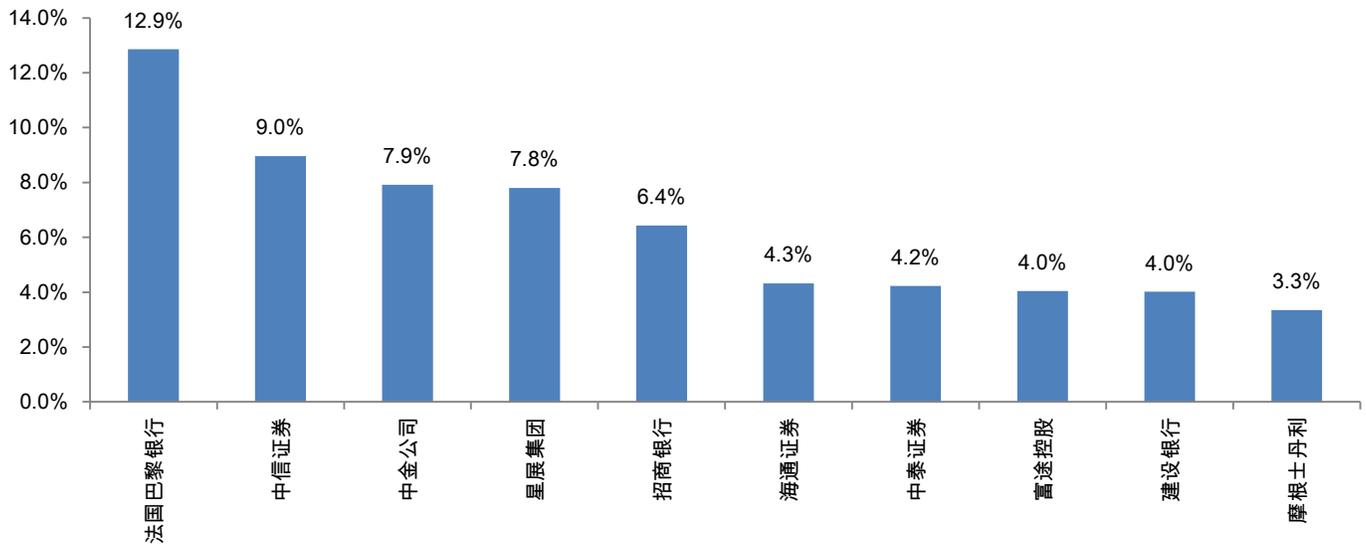
**圖 2: 香港 IPO 市場 (百萬美元)**


來源: 彭博、農銀國際證券

**圖 3: 香港 IPO 集資額行業\*分布 (2022 年首 6 個月)**


\*按彭博行業分類

來源: 彭博、農銀國際證券

**圖 4: 主要承銷商市場份額 (2022 年首 6 個月\*)**


\*截至 6 月 20 日

來源: 彭博、農銀國際證券



行業展望

## 正面 中國銀行業 - 基本面仍面臨挑戰 歐宇恒

主要數據		行業表現	絕對值 (%)	相對值 (%)
<b>H 股</b>		<b>H 股 (相對於 MSCI 中國指數)</b>		
2022 年市盈率均值(x)	4.02	1 個月	(0.5)	(6.5)
2022 年市淨率均值(x)	0.44	3 個月	(3.4)	(0.1)
2022 年股息率均值(%)	8.18	6 個月	3.0	19.6
<b>A 股</b>		<b>A 股相對於 CSI300 指數)</b>		
2022 年市盈率均值(x)	5.04	1 個月	(0.1)	(5.9)
2022 年市淨率均值(x)	0.54	3 個月	0.5	(0.7)
2022 年股息率均值(%)	6.45	6 個月	2.3	16.9
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 降息周期重臨增加行業平均淨息差壓力</li> <li>➢ 宏觀經濟不確定性和房地產行業資產質量風險將導致行業平均不良貸款率小幅上升</li> <li>➢ 大型銀行降低撥備釋放盈利或為市場帶來驚喜</li> <li>➢ 重申 A/H 市場銀行業正面評級, 偏好大型銀行的高防禦性及穩定的股息收益率</li> </ul>				

**淨息差壓力上升。**除了鼓勵金融機構加大信貸支持力度及降低融資成本以支持實體經濟的主要政策方向外, 降息周期自 2021 年 12 月重啓, 加劇了中資銀行淨息差上的壓力。根據全國銀行間同業拆借中心數據, 截至 2022 年 5 月, 1 年期和 5 年期 LPR 自 2021 年 12 月以來累計下跌 15 及 20 個基點至 3.70% 和 4.45%。另一方面, 中國人民銀行數據顯示, 2022 年 3 月平均貸款利率同比下降 45 個基點或環比下降 11 個基點至 4.65%。值得注意的是, 由于貸款重定價需時, 淨息差壓力將持續至降息周期中最後一次降息後的 1 年。我們的經濟師預計 2022 年下半年仍將會出現 LPR 降息, 并預期 2022 年末 1 年期和 5 年期 LPR 為 3.60% 和 4.25%。因此, 我們預測銀行業淨息差最早將在 2023 年 4 季度企穩。事實上, 行業平均淨息差上的壓力在 2022 年 1 季度已經開始體現, 據銀保監會數據, 行業平均淨息差 1 季度環比收窄 11 個基點或同比收窄 10 個基點至 1.97%。按銀行類別看, 大型銀行防禦性較強, 2022 年一季度平均淨息差同比僅收窄 5 個基點, 同期股份制銀行、城商行及農商行分別同比下降 14 至 17 個基點。我們認為銀行的資產負債表增速及資產負債表構成的管理能力仍將是抵禦淨息差壓力的核心因素。總體而言, 我們預計 2022 年行業平均淨息差將同比下降 12 個基點至 19 個基點。

**不良貸款率小幅回升。**延續 2022 年上半年的趨勢, 我們預期房地產行業的資產質量風險將在下半年繼續曝露。加上應對新冠疫情的措施為宏觀經濟帶來不確定性, 我們預測行業平均不良貸款率將在 2022 年下半年小幅反彈。然而, 隨著宏觀經濟回暖及銀行積極處理不良貸款, 資產質量上的風險將被部分抵消。我們的經濟師預計中國實際 GDP 將在 2022 年和 2023 年分別增長 4.5% 和 6.0%, 同期新增貸款目標為 22 萬億元和 23 萬億元。儘管如此, 我們相信銀行資產質量的不確定性仍將是行業估值的主要障礙, 投資者明顯偏好風險抵補能力較強的銀行。截至 2022 年 3 月末, 行業平均不良貸款率環比下降 4 個基點至 1.69%, 行業平均撥備率和行業平均撥備覆蓋率分別下降 1 個基點至 3.39% 及上升 3.79 個百分點至 200.7%。依銀行類別看, 城商行是唯一平均不良貸款率上升的類別, 環比上升 6 個基點至 1.96%; 大型銀行和股份制銀行平均不良貸款率均環比下降 2 個基點至 1.35%, 農商行平均不良貸款率則環比下降 26 個基點至 3.37%。

**釋放撥備或帶來驚喜。**國務院在 2022 年 4 月鼓勵大型銀行通過降低撥備來提高盈利能力，以為支持實體經濟騰出更多資源。由于撥備是銀行淨利潤的決定性因素，假設大型銀行在 2022 年下半年限制其撥備規模，其淨利潤規模或為市場帶來驚喜。儘管如此，由于 2021 年銀行淨利潤受惠于 2020 年的低基數效應，我們仍然預計行業 2022 年整體淨利潤增速仍將較 2021 年低。根據銀保監會統計，2022 年 1 季度行業淨利潤同比增長 7.36%，或環比增長 32.83%。

### 長綫展望

政策風險仍然是中國銀行業面對的最大不確定因素。但是，我們認為嚴格監管并自律的經營環境是行業基本面的長遠正面因素，但短期股價將因政策不確定性增加而波動。

### 短綫展望

我們預期新冠疫情在未來幾個季度仍將帶來的經濟上的不確定性，這或暗示未來將有更多應對政策及措施，同時資產質量風險亦有上升風險。儘管考慮政策高度重視金融系統的穩定，我們預期銀行資產質量不會急劇惡化，但預期投資者短期仍將對宏觀因素及行業數據維持審慎。

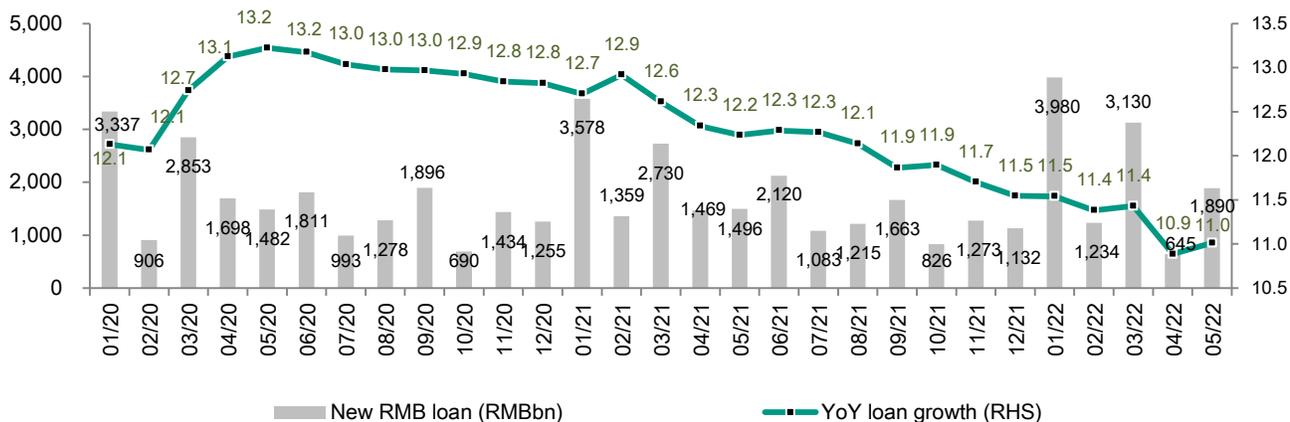
### 股票推薦

考慮當前估值，我們重申對 A/H 股市場中資銀行板塊的正面評級，我們認為當前的估值折讓放大了銀行板塊的整體風險水平。另一方面，根據過往股價表現的規律看，銀行股的股價一般在三季度隨著密集的政策出臺而觸底，并在四季度以低估值吸引投資者而逐步回升。我們偏好大型銀行，因其基本面較為穩定，而股息收益率亦較有保證。大型銀行在過去持續體現對政策風險的防守性及對宏觀環境變化的高適應性。

### 風險因素

1) 來自非銀行及外資金融機構的競爭加劇; 2) 特定區域的資產質量快速嚴重惡化; 3) 宏觀不確定性令政策風險加大; 4) 受新冠肺炎疫情和中美爭端的長期影響。

圖 1：每月新增人民幣貸款(億元)與同比增長(%)

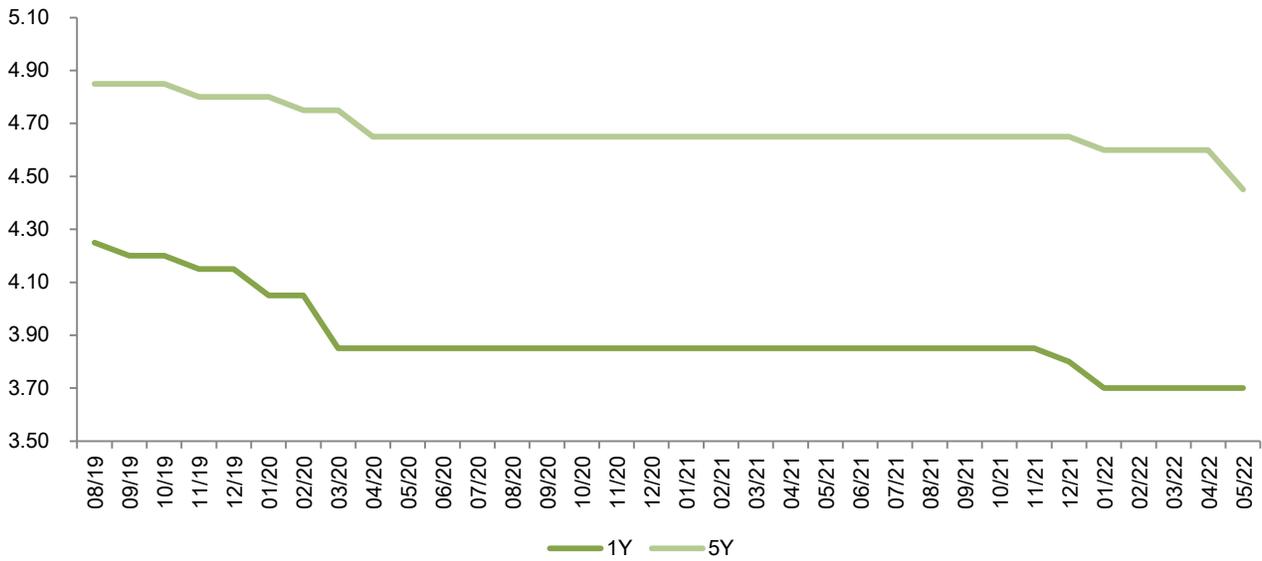


注：New RMB loan=每月新增人民幣貸款; YoY loan growth= 人民幣貸款同比增長

來源：中國人民銀行、農銀國際證券



圖 2：中國貸款市場報價利率 (%)



來源：全國銀行間同業拆借中心、農銀國際證券

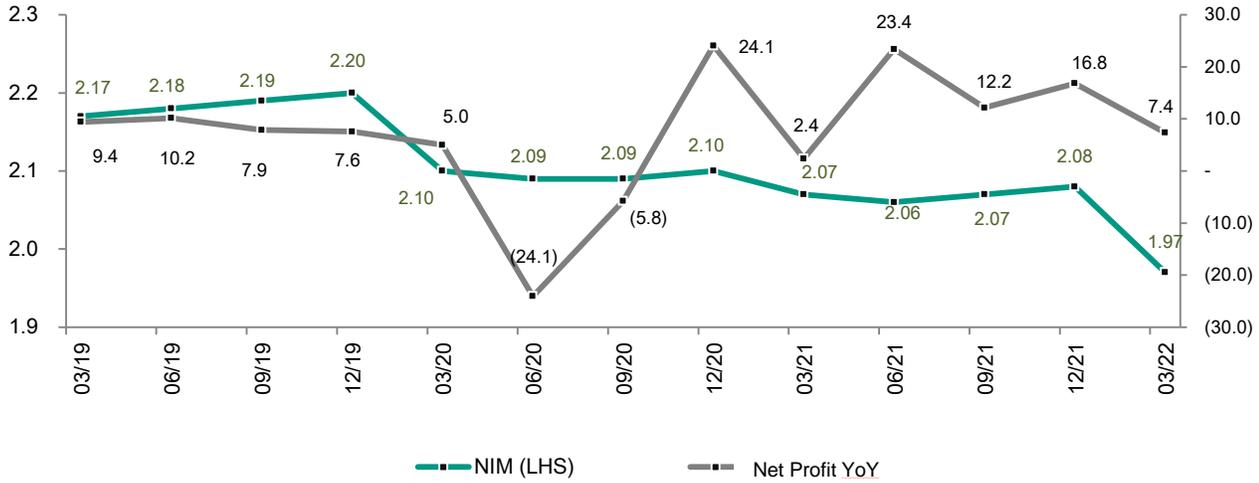
圖 3：平均貸款收益率(%)



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

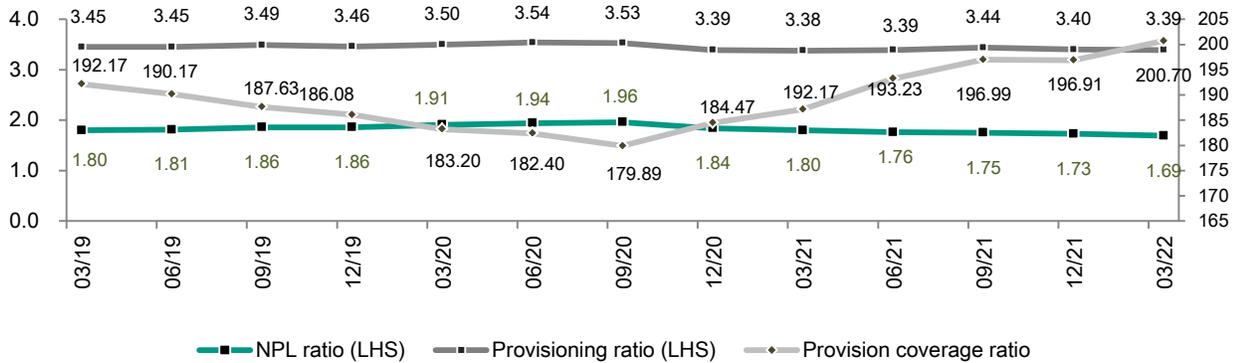


### 圖 4: 行業平均淨息差與行業淨利潤同比增長率(%)



注：NIM=行業平均淨息差； Net profit=行業淨利潤  
 來源：中銀保監、農銀國際證券

### 圖 5: 主要行業平均資產質量指標(%)



NPL:= 行業平均不良貸款率; Provisioning ratio=行業平均撥備率; Provision coverage ratio=行業平均撥備覆蓋率  
 來源：中銀保監、農銀國際證券

## 正面 中国房地产业 - 望見曙光 董耀基

主要數據	行業表現(相對於 恒生指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
22E 市盈率均值(x)	3.61	1 個月	3.91 (4.41)
22E 市淨率均值(x)	0.42	3 個月	1.57 (0.67)
22E 股息率均值(%)	15.6	6 個月	(11.27) (7.81)
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 預計隨著政策進一步放鬆，開發商的合同銷售額將在 22 年四季度回升；財務較為穩健的大型開發商的境內再融資活動已恢復
- 物管行業增長勢頭未見改變。企業管治仍然是市場關心問題
- 鑒于穩健的資產負債表和優于同業的銷售業績，中國海外（688 HK）是我們在中國開發商中的首選。我們看好物業管理行業的華潤萬象（1209 HK），因其在購物中心管理方面的領先地位和積極的併購態度



### 行業前景

#### ■ 內地開發商:

由于政策進一步寬鬆，預計 22 年 4 季度開發商銷售將恢復同比正增長。受近期新冠肺炎疫情影響，4 月份中國商品房銷售同比下降 46%，打破了過去 10 年最大的同比下降記錄。因此，5 月中旬以來，多輪支持政策相繼出臺。5 月 15 日，央行宣布將首套房貸款利率下限從 4.6%（相等于 5 年期 LPR）下調至 4.4%（5 年期 LPR-20bps）；5 月 20 日，5 年期 LPR 再下調 15 個基點，首套房貸款利率下限修正為 4.25%。22 年第一季度，包括第一套房和第二套房在內的加權平均房貸利率仍處于 5.49% 的高位，僅環比下降了 14 個基點。參考之前的降息周期，平均房貸利率在 2009 年和 2016 年觸底，當時利率分別為 4.34% 和 4.52%。我們預計房貸利率將在未來 6 個月內逐步下降 1.0 個百分點以觸底。在房貸利率下降和住房貸款活躍的背景，首套房買家的購房活動應該會有所回升。我們預期第二輪放寬將通過取消部分低綫城市的限購政策和降低二套房的首付比例來提升改善性住房需求。在之前的房地產下行周期（2013-14 年期間），當時房地產市場供過于求，這些政策工具有效地使房地產市場在 13 個月時間左右恢復到正同比增長。事實上，5 月單月新建商品住宅銷售額和銷售面積的同比降幅放緩至同比-38%（4 月為 -47%）和-32%（4 月為 -39%），或環比增長 30% 和 26%，在各項政策支持下，5 月份呈現出可喜迹象。

再融資窗口向大型優質開發商敞開。儘管同行中的債務違約案例越來越多，但幾家優質的私營企業開發商最近恢復了在岸債券募集活動。5 月，龍湖（960）發行 5 億元公司債券，票面利率 4.0%，期限 6 年；碧桂園（2007）發行 5 億元公司債券，票面利率 4.5%，期限 3 年；美的置業（3990）發行 10 億元公司債券，票面利率 4.5%，期限為 4 年。債券發行的成功可歸功于金融機構發行的信用違約掉期（CDS），這是各監管機構所倡導的。在違約的情況下，債券持有人通過支付一定數額的費用作為保險，以換取出現債務違約下的補償。我們認為再融資能力不僅會影響債券投資者的信心，也會影響購房者的信心。特別是已經違約債券的開發商，如融創、禹州和奧園，在 2022 年 5 月的合同銷售額下降幅度明顯大于同業（融創：同比跌-82%；禹州：同比跌-72%；奧園：同比跌-79%；行業平均：同比跌-57%），反映了購房者對在建項目能否按時交付的擔憂。我們認為，從長遠來看，國有企業開發商將從較小的私人開發商那裏獲得市場份額，因為這些小公司的品牌形象已經受損。



## ■ 物業管理公司:

**基本面保持完好，可見度高；公共項目增長勢頭得以延續。**2021年，儘管母公司面臨新房銷售下滑的挑戰，但按核心利潤計算的前10名上市物管公司的在管面積/合約面積/總收入/核心利潤實現了48%/39%/52%/54%的平均同比增長。特別是，這些頭部物管公司的合約面積比在管面積高出49%，為未來的增長提供了高可見度。儘管住宅銷售低迷，領先的物管公司仍在加大在公共項目和城市服務方面的努力，以彌補新房完工速度放緩的影響。例如，保利物業服務(6049HK)2021年公共項目的物業管理收入同比飆升82%至14.62億元人民幣，而碧桂園服務(6098HK)的城市服務的收入在2021年同比增長412%至45.29億元人民幣。

**企業管治已成為投資者最為關心問題。**在母公司開發商現金流緊張的情況下，出售持有子公司股份和大額關聯交易是從物管子公司產生現金回款的兩種主要方式。企業管治已成為該行業的主要關注點。尤其是這些上市物管公司大多數都擁有巨額的淨現金餘額，其中很大一部分在IPO後可能保留為離岸資金，很容易用於償還母公司的美元債券。例如，融創(1918HK)於2021年11月配售融創服務(1516HK)的5.1%舊股以籌集23.3億港元，同時將文化旅游業務出售給融創服務以產生18億元人民幣現金。寶龍商業(9909)亦於2022年5月11日宣布以868億元人民幣(或24,800元人民幣/平方米，折讓市價6.6%)向母公司收購上海寫字樓。企業管治不善令市場擔憂，寶龍招商股價當天受挫下跌24%。該交易隨後於2022年6月6日被取消，以恢復投資者的信心。

## 股票推薦

### ■ 內地開發商:

**優質國有企業將在風暴中活下來。**我們認為，鑒於國有企業有能力進行再融資以確保項目完成，我們相信購房者和投資者會更青睞國有企業。事實上，國有開發商在4月和5月的銷售表現確實優於民營開發商。中國海外的合同銷售額從4月的同比36%跌幅收窄至5月的23%跌幅；越秀地產(123HK)連續兩個月錄得同比正增長(4月：同比升+61%；5月：同比升+2%)，而上市同業銷售平均4月同比跌59%，5月同比跌57%。中國海外(688HK)仍然是我們的首選大盤股，因為截至2021年12月，其淨負債率為31%，平均融資成本為3.55%(同比跌-25個基點)，資產負債表優異。憑藉其強勁的資產負債表，中國海外發展擁有更多資源來提升土地儲備和併購活動。越秀地產(123HK)也是中小盤股的首選，因戰略股東廣州地鐵的支持，其高利潤率的TOD開發模式將得以維持。

### ■ 物業管理公司:

**國有物管公司為行業首選，因在公共物業領域較具優勢。**我們在物管板塊中較為偏愛國有物管公司，因國企背景較容易獲取公共項目。華潤萬象(1209HK)憑藉其在商場管理領域的領先地位和積極的併購活動，仍然是我們大盤股的首選。華潤萬象2022年一季度通過併購獲得了超過7,248萬平方米的在管面積，實現了全年第三方建築面積增加目標(1億平方米)的72%。儘管新冠疫情的復蘇阻礙了第二季度的表現，但我們認為，隨著封鎖措施的放鬆，被壓抑的需求將在第三季度得到釋放。鑒於其在TOD管理方面的專業經驗，越秀服務(6626)是我們的中小盤股的首選。

## 風險因素

### ■ 內地開發商:

1) 疫情發展不確定；2) 降價侵蝕利潤率；3) 因樓價下跌而對未售出存貨計提減值準備；4) 債券再融資持續困難

### ■ 物業管理公司:

1) 重大關聯交易的企業管治問題；2) 新項目嚴重依賴母公司；3) 併購帶來的潛在利潤下降風險；4) 物管股票數量的增加可能會抑制行業估值；4) 配售風險，以滿足母公司的債務償還。

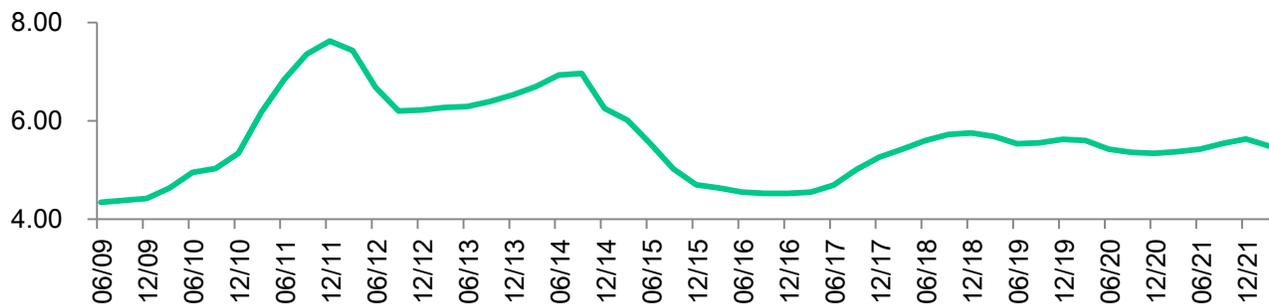


### 圖 1: 5M22 主要開發商合同銷售額

		May-22						5M22					
		金額		面積		均價		金額		面積		均價	
		人民幣十億	變化%	000 平米	%	人民幣/平米	變化%	人民幣十億	變化%	000 平米	%	人民幣/平米	變化%
1 越秀	123 HK	8.3	2	356	18	23,198	(14)	34.6	(15)	1,234	(17)	28,044	2
2 遠洋	3377 HK	7.4	(28)	417	(27)	17,770	(1)	29.3	(28)	1,795	(20)	16,326	(10)
3 保利	600048 CH	38.0	(36)	2,436	(37)	15,604	2	159.2	(32)	10,156	(29)	15,677	(4)
4 華潤置地	1109 HK	20.3	(19)	955	(32)	21,288	20	81.3	(35)	4,156	(42)	19,572	12
5 中國海外	688 HK	26.4	(23)	1,022	(42)	25,825	33	95.0	(39)	4,425	(42)	21,475	6
6 綠城	3900 HK	15.1	(52)	770	(44)	19,610	(14)	78.8	(39)	3,920	(28)	20,102	(15)
7 碧桂園	2007 HK	28.7	(50)	3,570	(45)	8,042	(9)	150.6	(40)	19,280	(32)	7,810	(12)
8 時代	1233 HK	4.5	(50)	264	(44)	17,159	(11)	22.3	(40)	1,331	(31)	16,737	(14)
9 萬科	2202 HK	30.8	(47)	1,875	(51)	16,405	9	168.1	(41)	9,811	(45)	17,134	7
10 新城	1030 HK	11.1	(54)	1,143	(48)	9,698	(12)	51.2	(46)	5,251	(42)	9,745	(7)
11 雅居樂	3383 HK	6.1	(39)	486	(33)	12,613	(9)	31.2	(49)	2,409	(39)	12,943	(17)
12 合景泰富	1813 HK	4.1	(64)	198	(69)	20,813	17	21.5	(53)	1,146	(52)	18,802	(2)
13 金茂	817 HK	9.0	(61)	394	(67)	22,844	17	50.9	(54)	2,600	(61)	19,575	17
14 旭輝	884 HK	10.8	(60)	650	(59)	16,613	(2)	49.6	(55)	3,344	(49)	14,845	(12)
15 寶龍	1238 HK	3.8	(59)	262	(54)	14,527	(11)	19.0	(55)	1,242	(54)	15,311	(2)
16 融創	1918 HK	12.9	(82)	1,017	(80)	12,635	(9)	98.8	(59)	7,401	(56)	13,347	(8)
17 禹洲	1628 HK	2.9	(72)	164	(72)	17,738	0	16.9	(59)	944	(59)	17,916	(1)
18 龍光	3380 HK	3.5	(69)	254	(70)	13,937	3	26.6	(58)	1,699	(48)	15,656	(19)
19 龍湖地產	960 HK	9.1	(69)	559	(68)	16,208	(4)	40.5	(64)	2,394	(63)	16,913	(1)
20 中國奧園	3883 HK	2.4	(79)	252	(74)	9,484	(20)	11.9	(77)	1,206	(74)	9,876	(14)

來源: 公司數據, 農銀國際證券

### 圖 2: 中國加權平均房貸利率 (%)

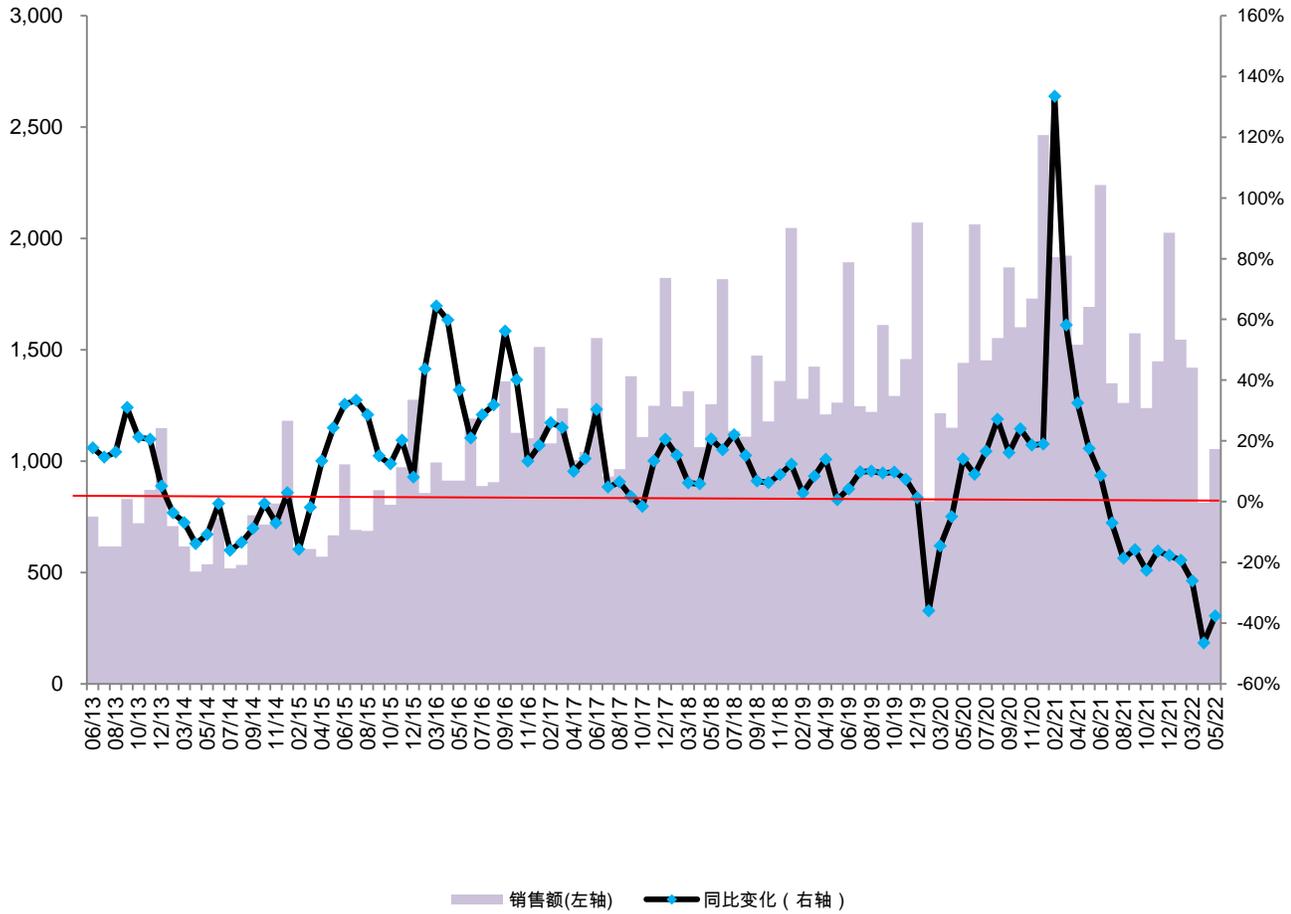


來源: 中國人民銀行, 農銀國際證券

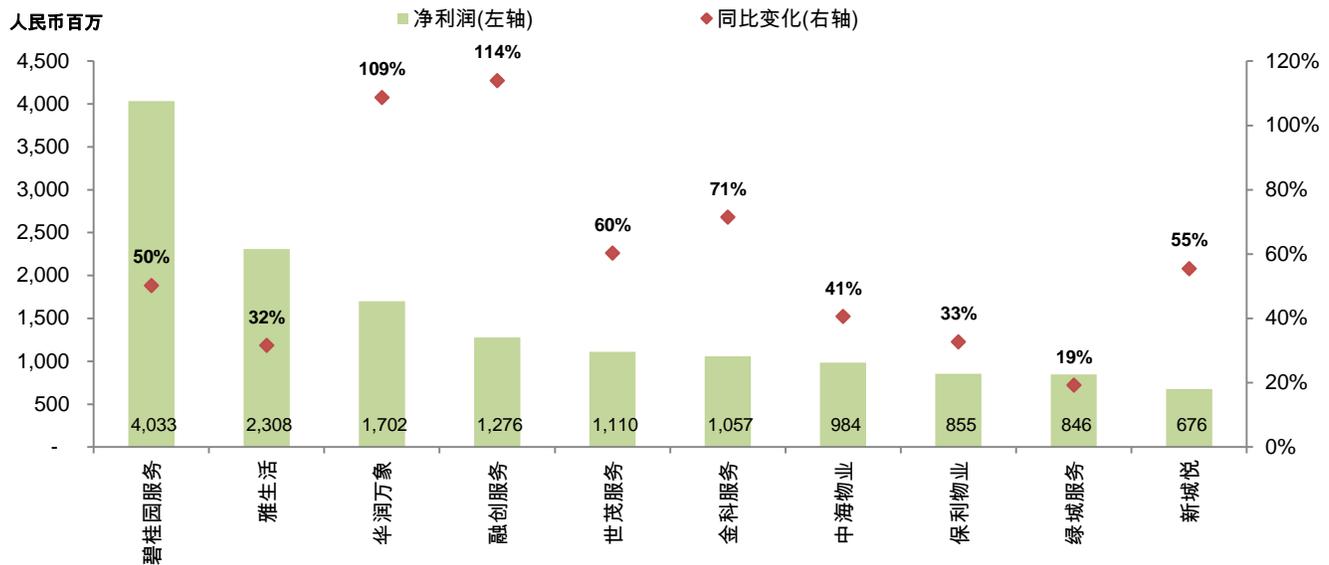


圖 3: 中國商品房銷售

人民幣 十亿

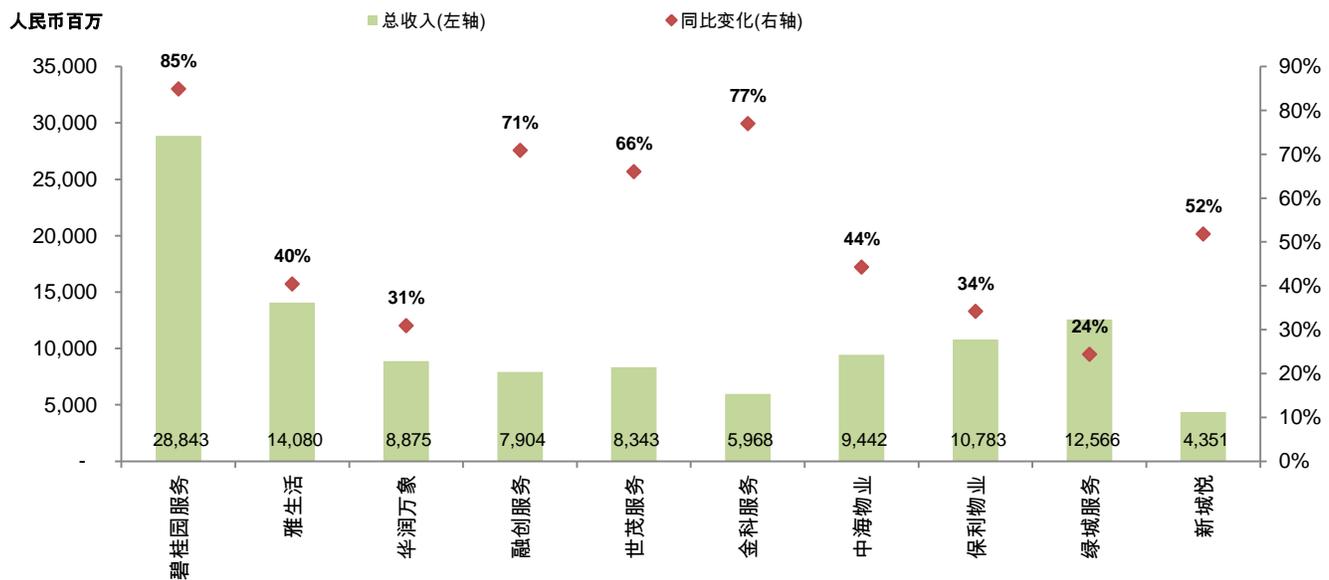


來源: 國家統計局, 農銀國際證券

**圖 4：主要上市物管公司淨利潤（2021 年）**


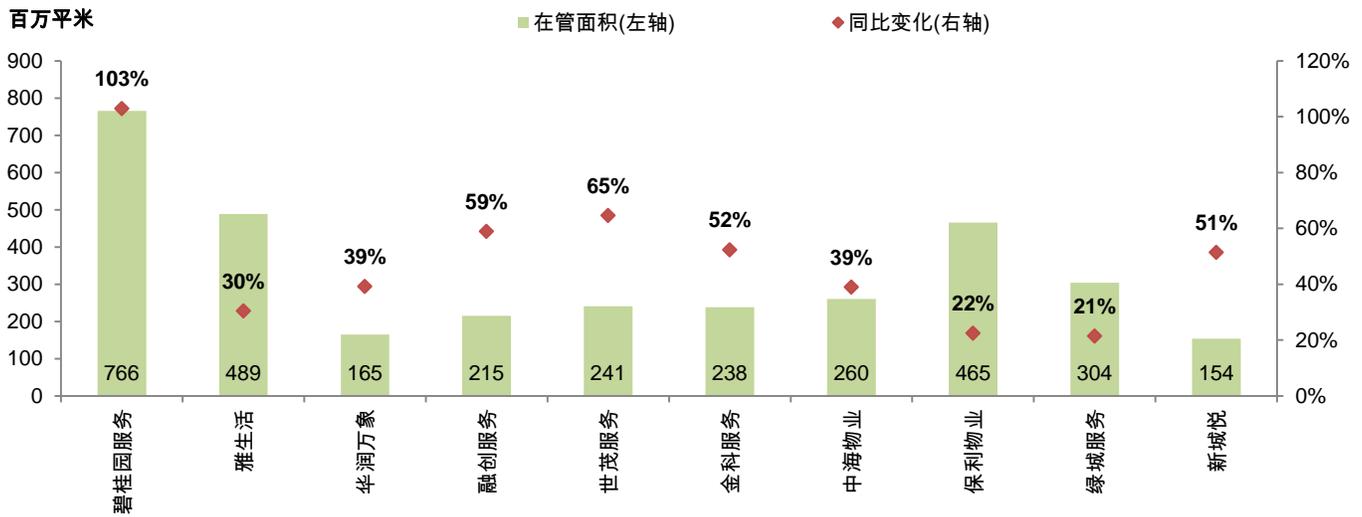
注：中海物業數據為港幣

來源：公司數據,農銀國際證券來源：公司數據,農銀國際證券

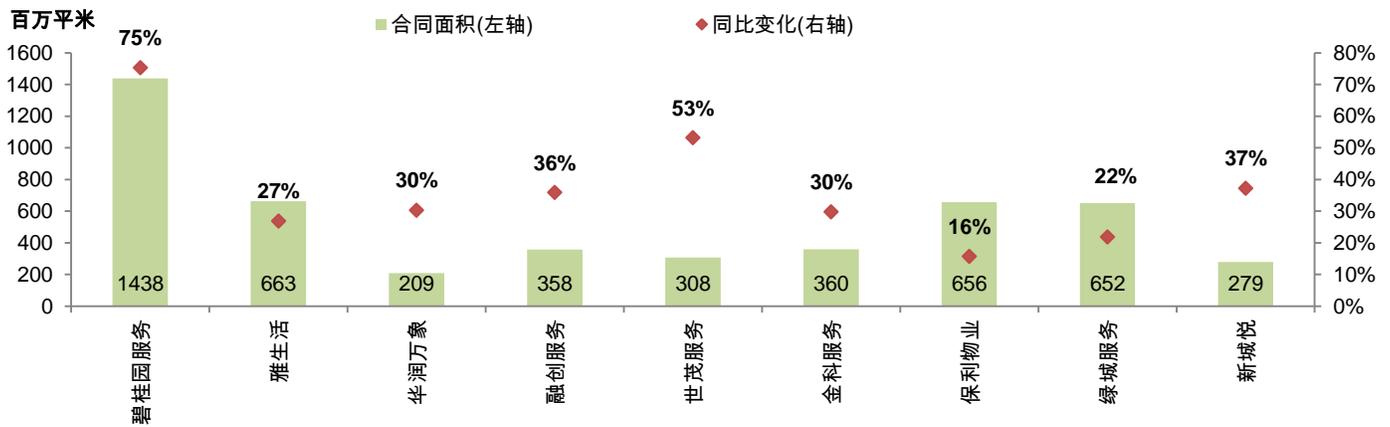
**圖 5：主要上市物管公司總收入（2021 年）**


注：中海物業數據為港幣

來源：公司數據,農銀國際證券來源：公司數據,農銀國際證券

**圖 6：主要上市物管公司在管面積（2021 年）**


來源：公司數據,農銀國際證券

**圖 7：主要上市物管公司合約面積（2021 年）**


來源：公司數據,農銀國際證券

**行業首選 (截至 2022 年 6 月 27 日)**

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY22E 市盈率(x)	FY23E 市盈率(x)	FY22E 市賬率(x)	FY23E 市賬率(x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中國海外	688	買入	32.90	37.7	5.9	5.0	0.62	0.58	5.4	6.4
越秀地產	123	買入	10.24	6.4	5.6	5.0	0.52	0.49	7.2	8.1
華潤萬象	1209	買入	52.60	34.9	30.8	21.1	4.87	4.19	1.0	1.4
越秀服務	6626	買入	5.45	44.7	7.7	5.1	1.45	1.21	3.9	5.9

來源：彭博、農銀國際證券預測



## 正面 中國互聯網媒體與消費商務業 - 走出穀底 周秀成

主要數據		行業表現(相對於MXCN)	絕對值 (%)	相對值 (%)
22E 市盈率均值(x)	25.4	1 個月	25.8	13.8
22E 市淨率均值(x)	2.4	3 個月	5.16	5.7
22E 股息率均值(%)	0.4	6 個月	(8.6)	3.9
來源: 彭博、農銀國際證券預測		來源: 彭博、農銀國際證券		

1 年股價表現(%)	
MXCN	行業平均

來源: 彭博、農銀國際證券

- 監管環境似乎有漸趨穩定迹象
- 電子商務率先復蘇，消費者對網上購物的需求維持強勁
- 我們看好京東(9618 HK) 供應鏈方面的獨特優勢和低綫城市的發展潛力

**監管環境有改善迹象。**在經歷了過去一段時期的加強監管後，監管環境似乎有漸趨穩定迹象。政府最近重申了支持平臺經濟健康發展的長期戰略目標，特別是計劃加快農村電子商務和快遞基礎設施的發展和整合，這將有利于電子商務領域的長遠發展。

**電子商務率先復蘇。**2022 年 5 月，中國實物商品在綫銷售同比增長 5.6%，高于 2022 年 4 月的 5.2%，反映 2022 年 5 月放鬆疫情控制措施和物流瓶頸改善等因素推動行業逐步復蘇。此外，在綫滲透率從 2022 年首 4 月 23.8% 上升到 2022 年首 5 月的 24.9%，反映消費正在從綫下向綫上。特別是，我們看到消費者對食品和必需品有強勁補貨需求，這有利專注于食品和日用消費品的電子商務平臺，例如社區團購平臺。

**在綫游戲：恢復新游戲審批。**新游戲的審批自 2022 年 4 月起恢復，結束了從 2021 年 7 月開始的長期暫停。雖然最近新游戲的審批主要集中在小型游戲開發商，但未來的審批很可能會擴展到更大的游戲平臺。話雖如此，現在對游戲內容和貨幣化方法的嚴格要求是否會影響用戶體驗還有待觀察。

**在綫廣告：復蘇緩慢。**鑒于目前經濟增長疲軟，我們認為在綫廣告的復蘇會比電子商務慢。特別是，教育和汽車方面的在綫廣告支出可能會因行業特定的不利因素而減少。這將影響主要依賴在綫廣告收入的平臺，例如視頻平臺。另一方面，與電子商務相關的在綫廣告可能會隨著電子商務的發展而更快復蘇。

### 股票推薦

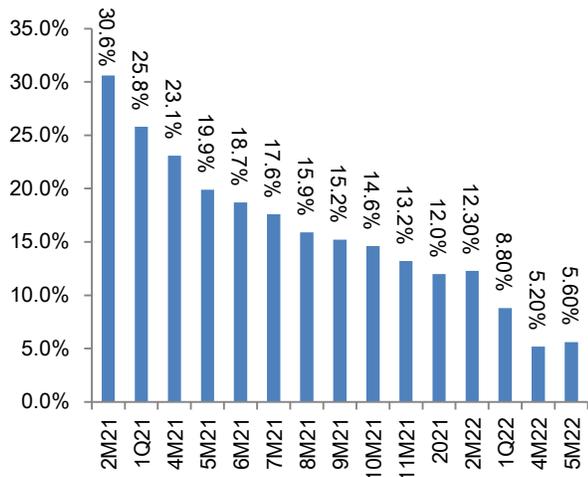
**京東(9618 HK)** 已成功將消費電子產品和供應鏈方面的獨特優勢推廣到低綫城市，令其最近幾個季度其用戶持續增長。此外，其直銷業務模式還可以降低與平臺業務相關的潛在監管風險。在新業務方面，與美團、拼多多等一直在大力投資社區團購業務相比，京東采取了更為審慎的發展方式。這令京東可以減少高成本帶來的潛在財務影響。此外，公司最近宣布的特別股息標志著管理層願意利用其資產負債表來增加股東回報。

### 風險因素

- 1) 反壟斷調查等監管風險;
- 2) 電子商務和互聯網金融業務放緩;
- 3) 非美國通用會計準則財務。

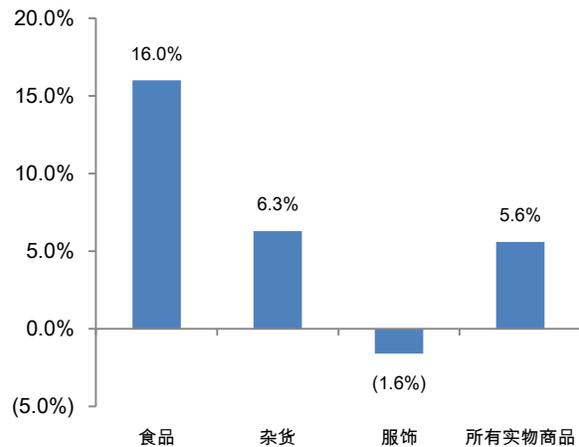


### 圖 1: 中國實物商品網上銷售同比增長 (%)



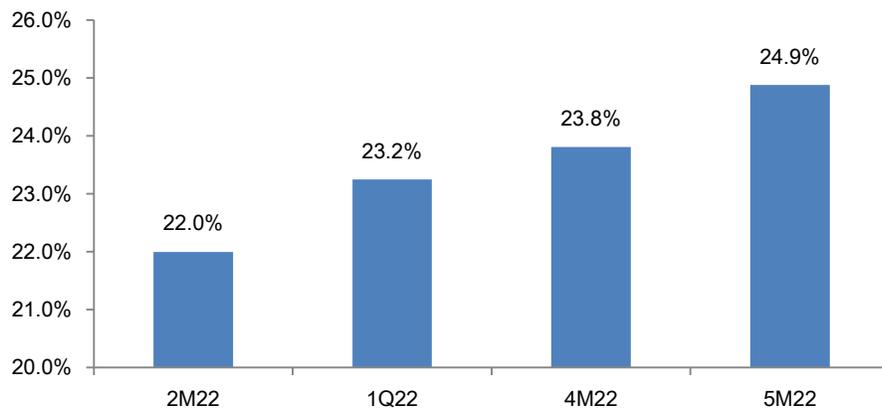
來源：國家統計局

### 圖 2: 中國實物商品網上銷售同比增長 (2022 年首 5 個月) (%)



來源：國家統計局

### 圖 3: 在線購物滲透率



來源：國家統計局

### 行業首選 (截至 2022 年 6 月 28 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY21E 市盈率 (x)	FY22E 市盈率 (x)	FY21E 市淨率 (x)	FY22E 市淨率 (x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
京東	9618 HK	買入	290	11.5%	42.4	28.3	3.5	3.1	1.9	NA

來源：彭博、农银国际证券预测

## 正面 中國消費行業 – 疫情後的恢復將會是行業焦點 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
22E 市盈率均值(x)	19.3	1 個月	15.5	5.0
22E 市淨率均值(x)	2.6	3 個月	9.9	6.1
22E 股息率均值(%)	2.0	6 個月	(12.9)	(8.7)
來源: 彭博、農銀國際證券預測		來源: 彭博、農銀國際證券		

- 疫情後復蘇將會是短期內消費市場關注的焦點
- 通脹壓力在今年下半年或將會回升
- 消費行業的防守性較強，是我們對於行業的評級正面的主要原因；我的行業首選仍是行業龍頭，其中包括**蒙牛（2319 HK）**和**伊利（600887 CH）**



**新一輪新冠疫情拖累消費市場表現。**新一輪的新冠疫情影响導致 3-5 月內的零售銷售增速以及 1 季度的居民收入和支出增速放緩。零售銷售同比跌幅在今年 3 月達到 3.5%，并擴張到 5 月的 6.7%。在今年 1 季度，居民人均收入同比增速從上一季度的 5.4% 上升到 6.3%，而人均支出同比增速則從上季度的 8.6% 放緩到 6.9%。我們預期，伴隨著疫情相關的防疫措施有所放開，且疫情持續受控，宏觀經濟環境開始改善，消費市場將會開始進入復蘇的進程。

**消費板獲得政策層面支持。**中央及地方政府均推出了應對疫情過後復蘇的相關政策，其中包括國務院公布的《關於印發扎實穩住經濟一攬子政策措​​施的通知》，上海市政府公布的《上海市加快經濟恢復和重振行動方案》，以及深圳市政府公布的《深圳市關於促進消費持續恢復的若干措施》。以上的政策均重點提出支持汽車及家電消費，同時，深圳和上海的政策也針推其他方面的消費（如電子產品和旅遊）提出了措施。我們預期，這些政策措​​施將會有助於消費市場在疫情後的復蘇，并提高市場對於消費板塊的信心。

**通脹壓力在下半年將逐步顯現。**受到全球大宗商品價格上漲推動，國內 CPI 在今年逐步上升。5 月 CPI 達到 2.1%。我們預期，通脹水平在今年下半年將會繼續提升。全球大宗商品價格上漲已經導致飼料價格有不同程度的提升，而周均豬肉批發價格已經從今年 4 月第二周到 6 月第三周之間上升了 17%。此外，豬肉價格在今年下半年將會受到上年同期低基數效應的影響，同比價格增速也將會因此提升。我們認為，通脹水平上升將會推動運營成本的上升價格，但是企業將會獲得一定的提價空間。

### 長綫展望

我們認為，中國消費市場將長期受到國內龐大且多元的消費需求所支持。消費者偏好及品味的改變、產品/服務信息透明度增加、企業推廣渠道多元化將會使市場競爭加劇。而近年新生兒數量下降和潛在的人口規模收縮或將意味著市場總體需求下降，對消費市場帶來負面影響。

### 短綫展望

我們預期行業將會在短期內受到新冠疫情過後的復蘇狀況影響。我們相信最近公布的關於支持消費行業的政策將會有助於復蘇的進程。同時，我們預期通脹壓力上漲是另一個影響行業的主要因素。原材料價格上漲會提高運營成本，但同時也為消費板塊企業帶來提價機會。



## 股票推薦

我們目前對於行業的評級為正面，主要由于行業的防守性在目前的市場狀況下仍具有吸引力。我們相信行業的龍頭將會受到厚實的基本面、國內需求逐步改善、提價能力回升的支持。隨著市場的波動性增加，投資者或將會把更多的資金轉入消費板塊。我們目前的行業首選包括**蒙牛 (2319 HK)** 以及**伊利 (600887 CH)**。

## 風險因素

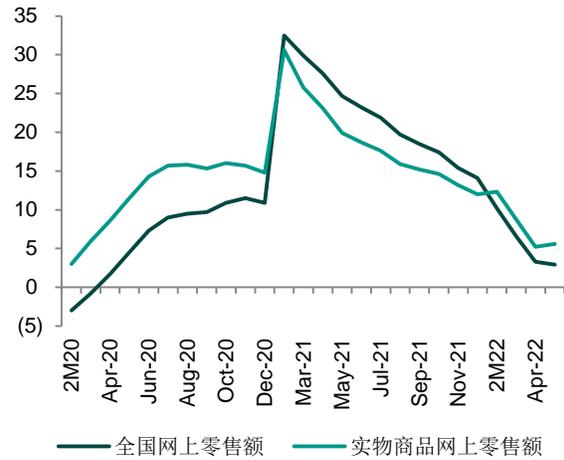
1) 宏觀經濟風險；2) 持續的新冠疫情風險；3) 原材料價格上升風險；4) 政策法規風險；5) 產品質量安全風險；6) 消費者偏好轉變。

圖 1: 零售銷售變動 (同比 %)



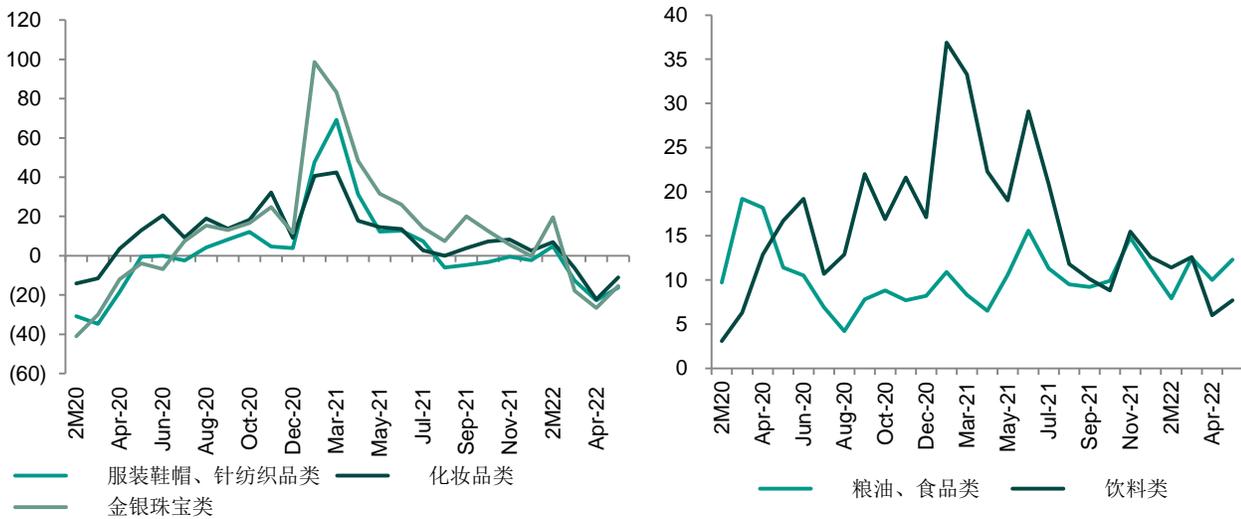
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 2: 網上零售銷售變動 (同比 %)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 3: 部分產品類別零售銷售變動 (同比 %)

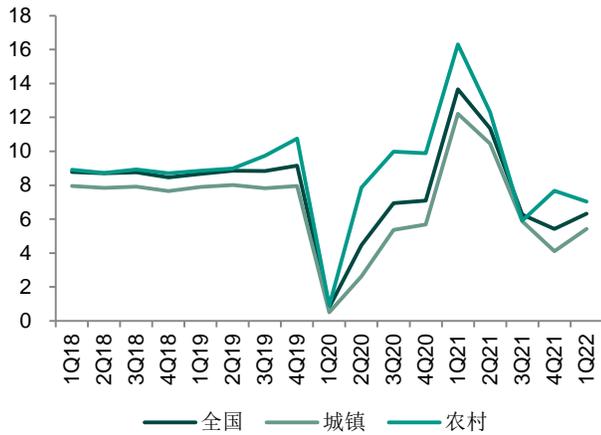


來源：國家統計局、農銀國際證券

來源：國家統計局、農銀國際證券

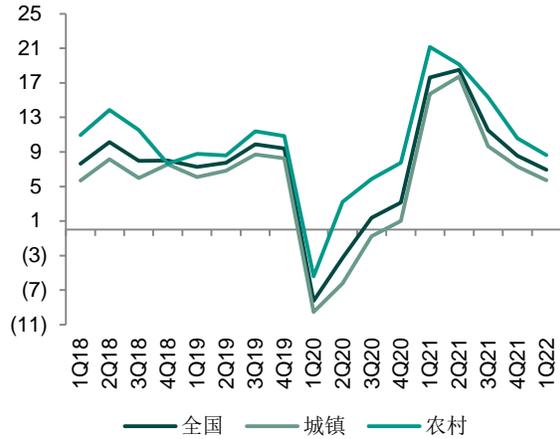


圖 4: 平均居民收入變動 (同比 %)



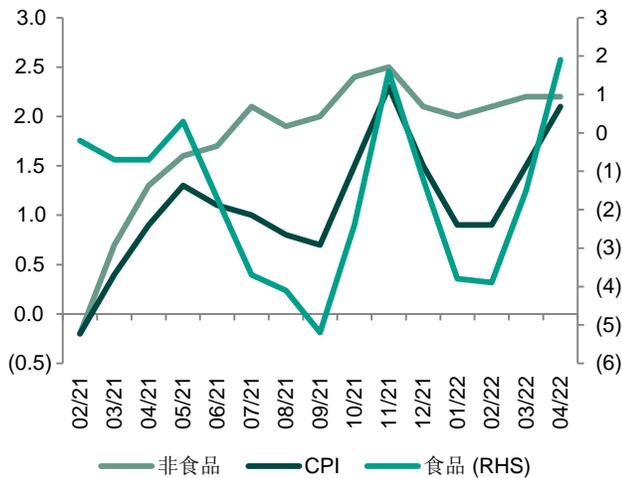
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 5: 平均居民支出變動 (同比 %)



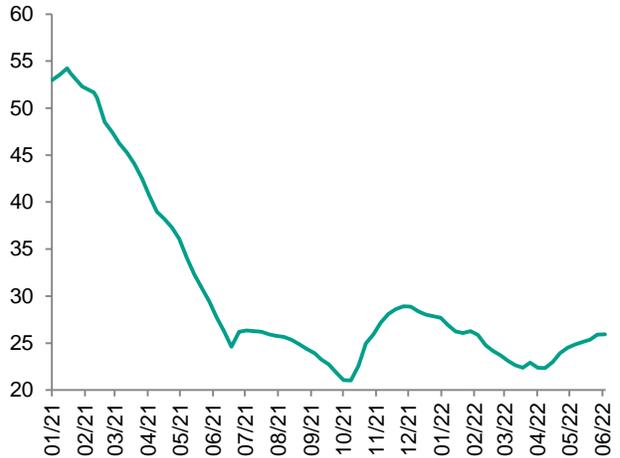
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 6: CPI (同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

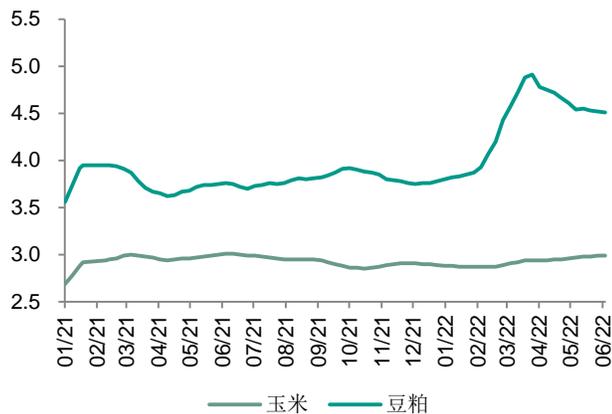
圖 7: 周均豬肉批發價格 (人民幣/公斤)



來源：農村農業部、農銀國際證券

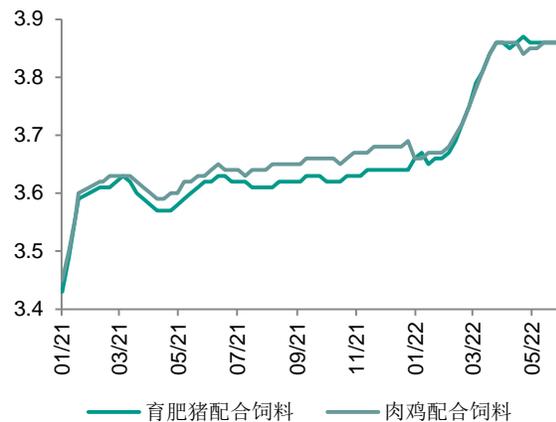


圖 8: 玉米及豆粕價格 (人民幣/公斤)



來源：農村農業部、農銀國際證券

圖 9: 育肥豬及肉雞配合飼料價格 (人民幣/公斤)



來源：農村農業部、農銀國際證券

### 行業首選 (截至 2022 年 6 月 27 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價	上升空間 (%)	FY22E 市盈率(x)	FY23E 市盈率(x)	FY22E 市淨率(x)	FY23E 市淨率(x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
蒙牛	2319 HK	買入	HK\$ 48.1	23.5	26.41	20.81	3.25	2.92	1.16	1.46
伊利	600887 CH	買入	RMB 44.6	15.2	20.92	16.56	4.13	3.84	3.36	4.26

來源：彭博、農銀國際證券預測

## 中性 中國教育行業 - 高等教育行業仍具有優勢 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
22E 市盈率均值(x)	3.6	1 個月	53.8	43.3
22E 市淨率均值(x)	0.6	3 個月	22.3	18.5
22E 股息率均值(%)	0.8	6 個月	(21.2)	(16.9)
來源: 彭博、農銀國際證券預測		來源: 彭博、農銀國際證券		

- 在目前的政策環境下，高等教育板塊優勢明顯
- 課外輔導行業企業正嘗試進入新的業務領域，部分企業取得成功
- 我們對行業的評級為中性，行業所受到的監管力度仍較大是主要原因；我們行業的首選為高等教育板塊的龍頭**中教控股(839 HK)**



**政策環境對高等教育企業有利。**政策環境自 2021 年末以來保持相對穩定。課外輔導板塊，特別是 K-9 學科課外輔導，所受到的監管力度仍較大。新東方 (EDU US/9901 HK) 和好未來 (TAL US) 均在 2021 年末終止其 K-9 課外學科輔導業務。在正規教育方面，政策環境對高等教育仍較有利。在 2021 年 5 月公布的《中華人民共和國民辦教育促進法實施條例》，2021 年 10 月公布的《關於推動現代職業教育高質量發展的意見》、2022 年 4 月最新通過的新修訂的職業教育法均對高等教育板塊的發展打下扎實的政策基礎。在最近，多家高等教育企業在 2022/23 學年均錄得較高的學額增長。其中，中教控股 (839 HK) 公告其專升本課程學額錄得 70% 的同比增長；希望教育 (1765 HK) 的專升本課程學額則錄得 158% 的同比增長。我們認為，在目前的監管環境影響下，高等教育板塊相對其他教育板塊更有優勢。

**課外輔導企業開拓新的業務板塊。**眾多的課外輔導企業在新的監管環境下紛紛退出 K-9 課外學科輔導業務，并拓展新的業務板塊以維持增長勢頭。其中，新東方 (EDU US/9901 HK) 在直播銷售方面進行了嘗試，其主播以獨特的帶貨方式在業內獲得一定的知名度。我們預期，課外輔導企業將會繼續在其他的業務領域進行嘗試，并有可能在非教育領域進行更多的嘗試。這些新的嘗試對增長所帶來的長期影響需要時間的考驗。

### 長綫展望

基于目前的政策監管環境，我們相信教育行業在長期內將會面臨更多的政策監管。此外，人口增長速度放緩或會在長期內對教育行業招生增長帶來壓力。

### 短綫展望

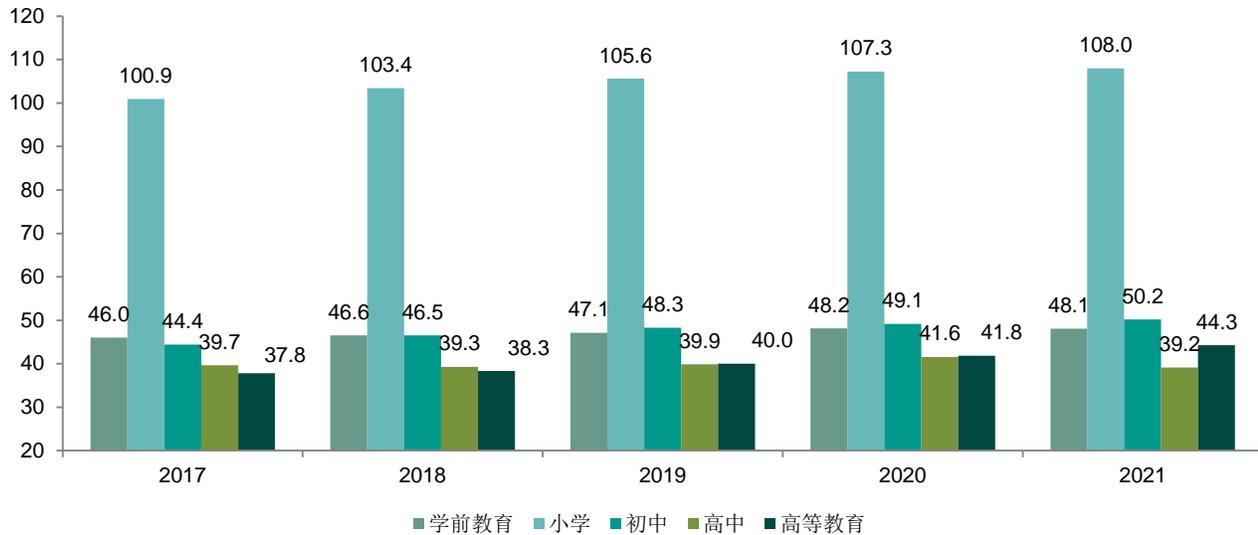
除了高等教育板塊以外，其他教育板塊面臨的政策監管程度仍較高。我們相信，高等教育板塊在政策的支持下將會享受更多的增長機會。儘管其他教育板塊面臨政策監管壓力較大，但新東方在直播銷售方面所取得的成功或將會推動更多的同業積極尋找新的業務增長點。

### 股票推薦

基于目前的政策環境，我們認為高等教育板塊仍具有優勢。雖然部分課外輔導行業企業在新的業務領域取得一定的成功，但是新業務能否成為可持續的增長來源仍有待時間的考驗。我們目前的行業首選是高等教育板塊龍頭**中教控股(839 HK)**。

### 風險因素

- 1) 宏觀經濟風險;
- 2) 政策風險;
- 3) 增長風險;
- 4) 教育質量和學生退學風險;
- 5) 流動性風險;
- 6) 疫情風險。

**圖 1: 全國各階段在校學生人數 (百萬人次)**


來源：教育部、農銀國際證券

**圖 2: 全國新生兒數及出生率**


來源：國家統計局、農銀國際證券

**圖 10: 行業首選 (截至 2022 年 6 月 27 日)**

公司名稱	代碼	評級	目標價 (HK\$)	上升空間 (%)	FY22E 市盈率(x)	FY23E 市盈率(x)	FY22E 市淨率(x)	FY23E 市淨率(x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中教控股	839 HK	買入	22.6	202	9.47	8.17	1.16	1.06	4.55	5.28

來源：彭博、農銀國際證券預測

## 正面 中国电信业 - 新興業務增長推動行業發展 黎柏堅

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)	1 年股價表現(%)
22E 市盈率均值(x)	11.50	1 個月	1.6	(0.5)	
22E 市淨率均值(x)	1.10	3 個月	(31.5)	(19.2)	
22E 股息率均值(%)	3.48	6 個月	(41.6)	(29.8)	
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券			
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 電信運營商正在發展新興業務（工業互聯網、數據中心、雲計算），預計將成為行業新的增長動力</li> <li>➢ 我們預計 2022 年中國 5G 基站總數將達 203 萬個，將可支撐上游的供應鏈</li> <li>➢ 行業首選是中國移動。中國移動的股息收益率高，資產負債表狀況良好，并在移動業務中占據主導地位</li> </ul>					來源:彭博、農銀國際證券

**新興業務的貢獻正在上升。**新興業務（工業互聯網、數據中心、雲計算）的增長強勁，有助于電信運營商提高整體收入的增長。2022 年 2 月國家發改委推出“東數西算”戰略，在西部地區建設數據中心，提高數據處理能力，推動雲計算平臺的普及。越來越多的企業采用雲平臺來提升業務的效率和運營管理，這有助于改善雲計算的滲透率。

**預計到 2022 年底，5G 基站將達到 203 萬個。**我們預計到 2022 年底，5G 用戶滲透率將達到 30.0%。中國移動的 5G 網絡覆蓋完善、豐富的資源和高效的營銷策略，保持 5G 市場的主導地位。我們預計 2022 年 5G 基站總數將達 203 萬個，新增 60 萬個 5G 基站，可以支持基站設備供應商的業務。預計 2022 年整體移動基站將達到 1056 萬個。此外，電信運營商正在將其 5G 電信網絡升級為獨立標準，以提高網絡質量，從而支持電信設備提供商的增長。

**預計 2022 年電信運營商的資本開支將同比增長 2.8%，用于發展雲計算、數據中心、5G 網絡和固網業務。**電信運營商正將其 5G 電信網絡升級為獨立標準，以提高網絡質量，從而提高電信設備提供商的收入。我們預計 2022 年三大電信運營商（中國移動/中國聯通/中國電信）的總資本開支為 3,472 億元人民幣，同比增長 2.8%。預計資本支出的增加將有利電信設備製造商和服務提供商。

**預計 2022 年全球智能手機出貨量將同比下降 5.0%。**根據 IDC 的數據，2022 年第 1 季度全球智能手機出貨量同比下降 8.9%，已連續第三個季度同比下降，這是由于物流限制和經濟環境疲弱。由于疲弱的經濟環境，我們預計 2022 年全球智能手機出貨量將同比下降 5.0%，對上游的零部件生產商造成負面影響。

### 長綫展望

長遠來看，我們預計電信運營商將受益于 5G 網絡和新興業務發展。更高的 5G 用戶滲透率、更高用戶平均移動數據使用量和移動 ARPU，有助于電信運營商改善商業模式。國內有許多政策支持 5G 服務和新興業務，有助電信運營商提高收入的增長。2022 年 2 月國家發改委推出“東數西算”戰略，在西部地區建設數據中心，提高數據處理能力，促進雲計算的普及。許多公司正在推出與 5G 相關的新應用，例如物聯網、自動駕駛、智能家居、AR/VR，電信運營商可以通過推出創新服務提升增值服務收入。用戶可以在更快的傳輸網絡中使用視頻內容和在線遊戲，這將鼓勵用戶切換到 5G 網絡。由于 5G 網絡需要更密集的基站分布和更廣的光纖網絡覆蓋，電信運營商將加快中國 5G 網絡的發展。

### 短綫展望

短期內，我們預計新興業務將成為電信運營商的增長動力。許多商業公司將業務轉移到雲平臺上，這將有助於提高採用率。由於更高的移動數據使用率和 5G 用戶，我們預計電信運營商的移動服務收入增長將有所改善，這得益於更好的移動 ARPU。預計電信運營商將在 2022 年提高資本開支，以改善 5G 網絡覆蓋，這將有利於上游電信設備供應鏈。

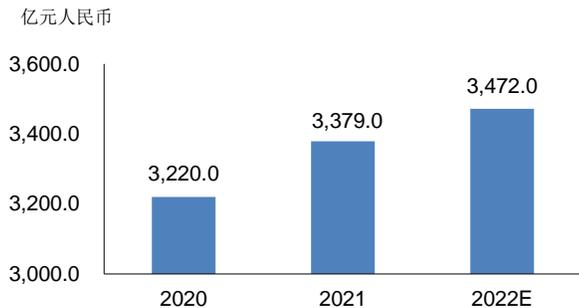
### 股票推薦

中國移動是我們行業的首選。中國移動網絡優勢、覆蓋範圍和資源優勢，在中國市場保持著最大的 5G 用戶市場份額。中國移動 H 股(941 HK)的目標價為 85.00 港元，相對 2022 年 EV/EBITDA 為 3.8 倍，而 A 股（600941 CH）的目標價為 93.00 元人民幣，相對 2022 年 EV/EBITDA 為 4.1 倍。

### 風險因素

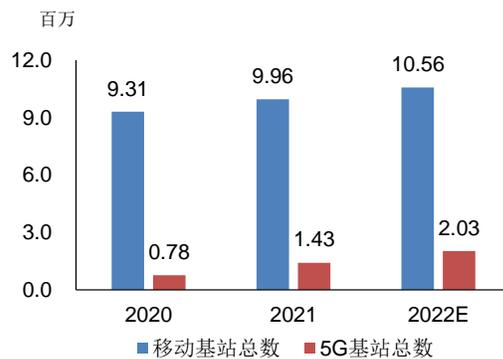
1) 行業進一步推行提速降費; 2) 用戶飽和; 3) 市場競爭加劇可能導致價格戰; 4) 智能手機出貨量增長放緩; 5) 5G 網絡發展放緩。

圖 1: 電信運營商的資本開支



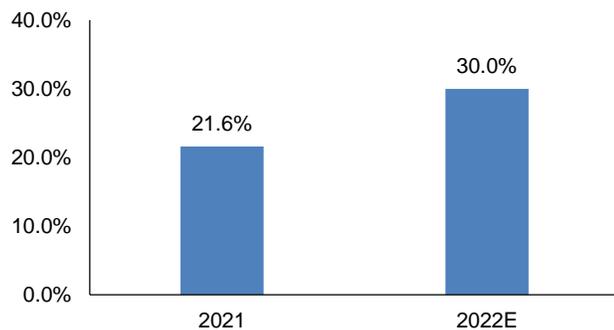
來源：工信部、農銀國際證券

圖 2: 5G 及移動基站總數



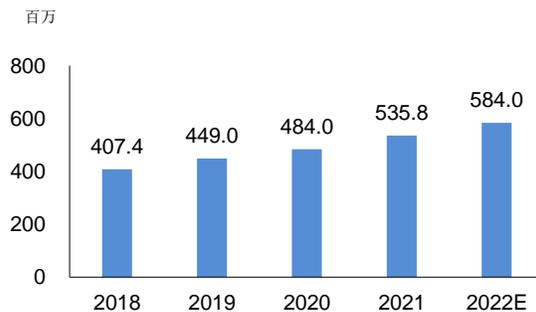
來源：工信部、農銀國際證券

圖 3: 5G 用戶滲透率



來源：工信部、農銀國際證券

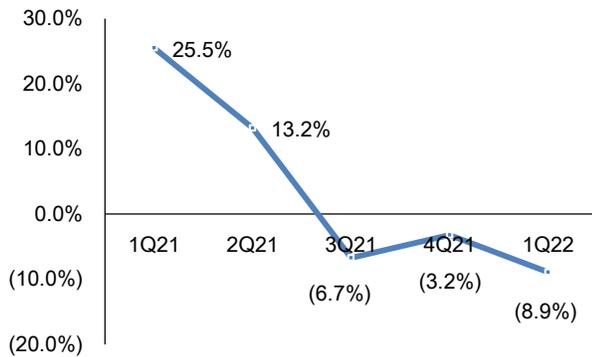
圖 4: 有線寬帶用戶



來源：工信部、農銀國際證券

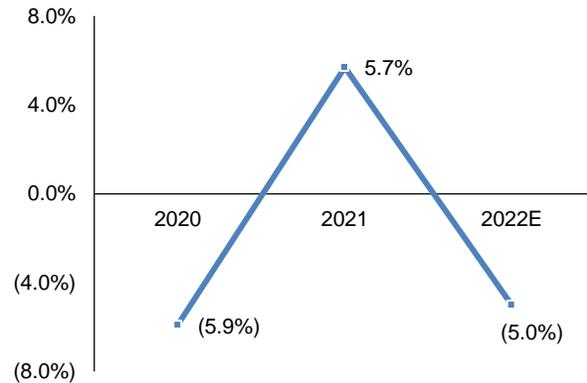


圖 5: 季度智能手機出貨量同比增長



來源：IDC

圖 6: 年度智能手機出貨量同比增長



來源：IDC、農銀國際證券

### 行業首選 (截至 2022 年 6 月 27 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價	上升空間(%)	FY22E 市盈率(x)	FY23E 市盈率(x)	FY22E 市賬率(x)	FY23E 市賬率(x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
中國移動	941 HK	買入	85.0 港元	74.0	7.96	7.20	0.73	0.72	7.28	7.40
中國移動	600941 CH	買入	93.0 元人民幣	54.2	12.29	11.12	1.16	1.18	5.14	5.27

來源：彭博、農銀國際證券預測

## 權益披露

分析員陳宋恩、姚少華、歐宇恒、周秀成、董耀基、潘泓興、黎柏堅作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有(除以下披露權益)研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

### 權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去12個月內，與本報告提及的上海浦東發展銀行（600000 CH）、建設銀行（939 HK）、中信證券（6030 HK）、遠洋集團（3377 HK）、及中國金茂（817 HK）有投資銀行業務關係。

### 評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 $\geq$ 市場回報(~10%)
持有	市場回報(~-10%) $\leq$ 股票投資回報 $<$ 市場回報(~+10%)
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報(~-10%)

股票投資回報是未來12個月預期的股價百分比變化加上股息收益率  
市場回報是5年市場平均回報率

市場回報率:自 2009 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數 2009-21 的複合增長率為 9.2%)

目標價的時間範圍:12 個月

股票評級可能與所述框架不同，原因包括但不限於:公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動、股票相對於股票市場的平均每日成交量、競爭力、相應行業的優勢等

### 免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體使用者的投資目標、財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠、準確、完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2022 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址: 香港中環紅棉路 8 號東昌大廈 13 樓農銀國際證券有限公司

電話: (852) 2868 2183