



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



# 港股市场一周回顾

2023年11月10日

## 港股市场一周回顾

10/11/2023

- 热钱离开能源股 进入消费相关板块
- 2023 年剩下一个半月内央行是否会下调存款准备金率
- 中国 PPI 和 CPI 趋势预示供应链内盈利重新分配
- 香港离岸人民币银行间利率下跌 做空离岸人民币投机压力正在消退
- 中国汽车出口最新趋势
- 四个维度评价传统汽车厂商能否抓住机遇及应对挑战
- 规模以上互联网和相关服务企业第三季度利润增速大幅放缓
- 下周展望

### 一、 热钱离开能源股 进入消费相关板块

10 月中以来原油现货及期货价格持续下跌，引发资金流出原油股。香港、欧洲和美国的能源行业分类指数本周及过去一个月以来均下跌。A 股原油股也下跌，但煤炭股走强。此外，流动性继续流入中港市场的医药健康板块。在 A 股及港股市场，医药指数是过去一个月表现最好的行业分类指数。本周，双十一网购节也未能提振在港上市大型电商平台股，权重电商股下跌。深圳国资背景大股东表态支持万科（2202 HK，000002 CH），这种态度提振了投资者对 A 股和港股市场国资背景的房地产股的信心。A 股房地产行业指数走强，但港资地产股走低，拖低港股地产行业指数。央行官员表示存量个人住房贷款降息已于 10 月完成，每年将为借款人节省约 1600-1700 亿元利息支出，但也意味着银行总共损失了同等数额的年度利息收入，大型银行 H 股本周下跌。保险公司拯救陷入财困的民营地产商的传言导致大型保险 A 股及 H 股本周大跌，领跌两地金融行业指数。拯救财困房企的白武士（White Knight）必须是现金非常充裕的。监管法规不允许银行和证券公司经营房地产开发业务，但一些大型保险公司可以。谣言就是根据这个逻辑产生的，尽管被传言的保险公司后来否认了。恒生指数本周下跌约 2.6%。11 月份迄今为止，该指数微涨约 0.5%。

我们观察到香港 IPO 市场进入第四季度后出现积极信号。10 月初以来截至本周 11 月 10 日，已有 10 只新股上市，其中 8 只维持在 IPO 价格以上，IPO 个股的正回报率将增强 IPO 投资者的信心。一级市场好的表现吸引新流动资金流入港股市场，之后二级市场表现也有机会转好。

## 二、 2023 年剩下一個半月內央行是否會下調存款準備金率

距離 2023 年結束不到兩個月的時間，市場對央行可能降低存款準備金率（RRR）增加金融市場流動性供給以刺激經濟活動仍有一定預期。特別是央行即將發布 10 月份宏觀金融數據和十月下旬國家公布中央將增發 1 萬億特別國債支持災後恢復重建和彌補防災減災救災短板。

我們看一下近幾年的降準周期，以供參考。據人民銀行，2020 年 3 次降準釋放資金約 1.75 萬億元，2021 年 2 次降準釋放資金約 2.2 萬億元，2022 年 2 次降準釋放資金約 1.03 萬億元，2023 年迄今為止 2 次降準釋放資金超過 1 萬億元。當前金融機構平均存款準備金率約為 7.4%，其中大型銀行 9.0%，中型銀行 7.0%，小型銀行 5.0%。統計數據顯示，2023 年迄今為止降準所釋放的流動性已與 2022 年相近，但遠低於 2020 年和 2021 年。

上次下調存款準備金率生效日期是在 9 月 15 日，存款準備金率下調 0.25 個百分點。或許，讀者會問為什麼是 9 月 15 日呢？我們認為答案是銀行每個月都有一個時間表應該存入央行的存款準備金金額。9 月 15 日是 9 月份時間表的生效開始日期之一。

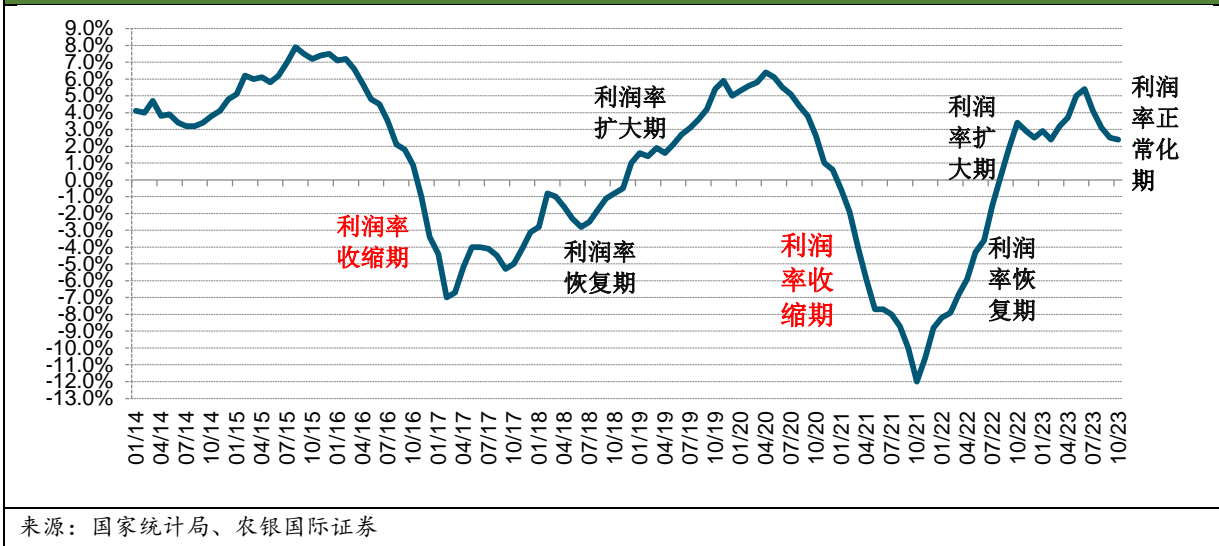
11 月的時間表如何。為了容易理解，簡單來說，11 月份剩餘日期內，銀行需在 11 月 10 日（今天）和 11 月 20 日確定多少存款準備金需存入央行並通知央行，央行收集所有銀行的報告後將了解在即將到來的存款生效日期全國銀行將存入的淨新增存款準備金總額。存入央行存款準備金金額的生效開始日期為 11 月 15 日和 11 月 25 日。因此，如果存款準備金率本月真的進一步降低，可能的日期是 11 月 15 日或 11 月 25 日，公告日期將早於生效日期。

### 三、 中国 PPI 和 CPI 趋势预示供应链内盈利重新分配

CPI 反映零售商和批发商的价格变化。工业生产者出厂价格 PPI (“出厂价 PPI”) 一方面反映了生产者的出厂售价变化，也反映了下游零售商和批发商购买相关商品的成本变化。结合 CPI 和 PPI 的变化将提供对下游零售商和批发商利润率趋势的洞察。国家统计局还公布了工业生产者购进价格 PPI (“购进价 PPI”)，反映了生产商采购成本的变化。结合出厂价 PPI 和购进价 PPI 的变化将提供对中游生产商的利润率趋势洞察。

低 CPI 并不一定意味着对零售商/批发商不利。10 月和前 10 个月，CPI 同比变化分别为 -0.2% 和 0.4%。通胀或通缩压力几乎很小。我们需要站在经营者的角度去思考。利润率变化由价格和成本的变化决定。2021 年初至 2022 年三季度，CPI 与出厂价 PPI 的差距为负，这意味着下游零售商/批发商的采购成本上涨较售价快。2022 年三季度中旬以来，CPI 与出厂价 PPI 的差距转为正值，主要是成本下降较快所致。10 月和前 10 个月，出厂价 PPI 同比变化分别为 -2.6% 和 -3.1%。10 月和前 10 个月，CPI 比出厂价 PPI 分别高 2.4 和 3.5 个百分点。虽然零售商/批发商并未显著提价或略降价，但由于采购成本显著下降，其利润率获得支持。（参考图表 1）

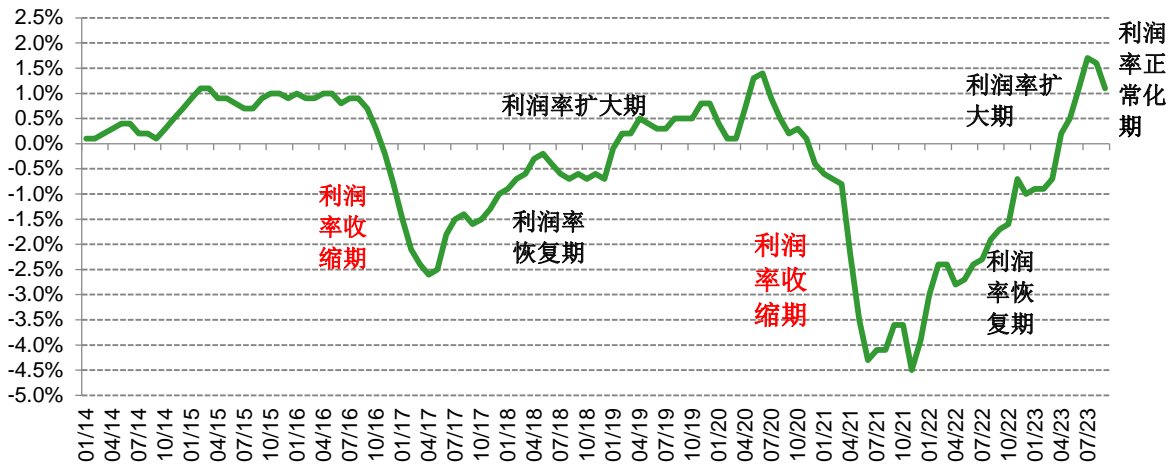
**图表 1：下游零售商和批发商利润率周期**  
**CPI 减 出厂价 PPI (1/2014 - 10/2023)**



来源：国家统计局、农银国际证券

10 月和前 10 个月，购进价 PPI 同比变化分别为 -3.7% 和 -3.6%。10 月和前 10 个月，出厂价 PPI 比购进价 PPI 高 1.1 和 0.5 个百分点。出厂价 PPI 为负，表明中游生产商降低了销售价格，但采购成本降幅大于销售价格降幅，利润率压力有所缓解。（参考图表 2）

**图表 2：中游生产商利润率周期**  
**生产者出厂价 PPI 减 生产者购进价 PPI (1/2014 – 10/2023)**

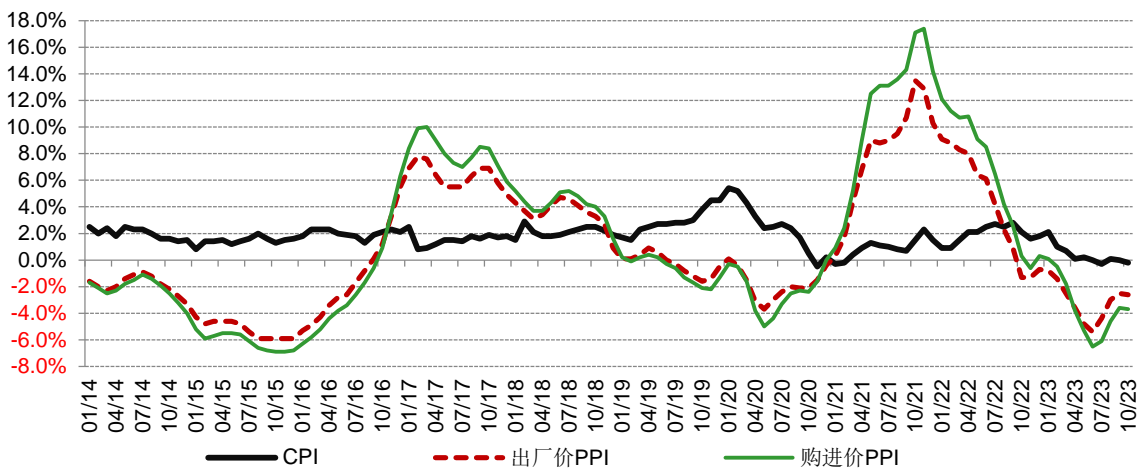


来源：国家统计局、农银国际证券

从前 10 个月 CPI、出厂价 PPI、购进价 PPI 的变化来看，变化表明供应链利润正在从上游向中下游转移。

此外，前 9 个月，商品和餐饮零售额同比增长 6.8%，同期服务零售额同比增长 18.9%，增长势头表明商品和服务消费需求旺盛。然而，前 10 个月消费品 CPI 同比变化为 -0.1%，服务 CPI 同比变化为 1.0%，消费价格通胀或通缩压力很低。高消费需求但低通胀，这意味着供应增长正赶上需求增长，供需变化匹配导致价格靠稳。这表明当前经济特点— 消费需求面较好和供应面具有快速调整满足需求能力。

**图表 3：中国通胀趋势 (1/2014 – 10/2023)**

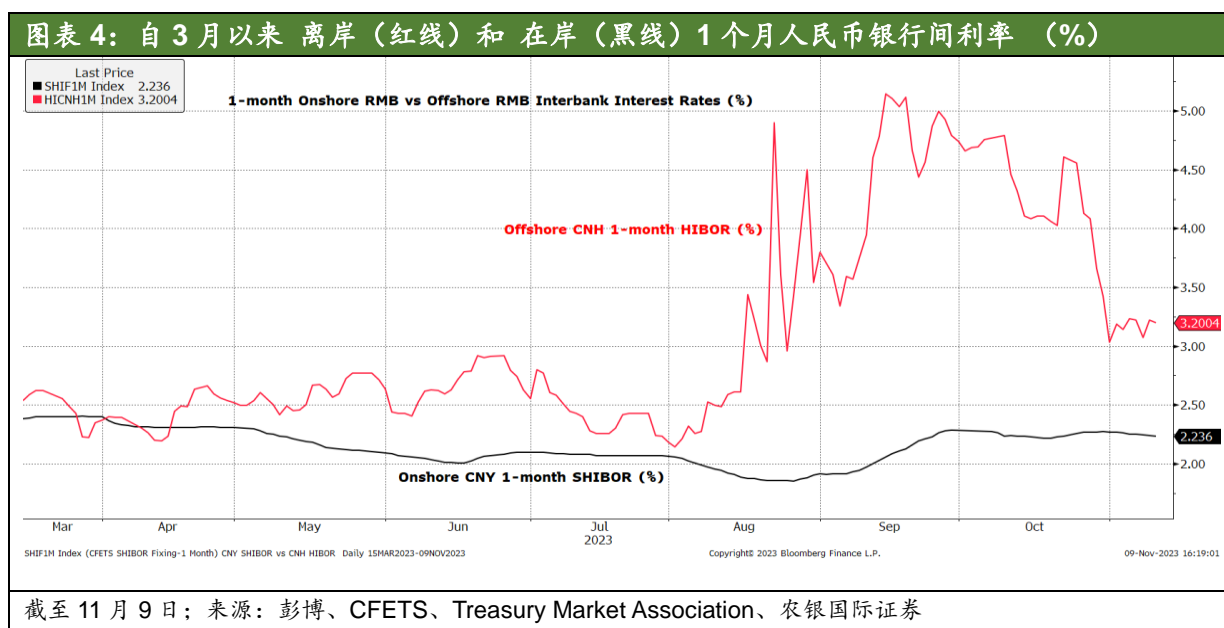


来源：国家统计局、农银国际证券



#### 四、 香港离岸人民币银行间利率下跌 做空离岸人民币投机压力正在消退

香港离岸人民币银行同业拆息自 8 月初开始飙升，9 月中旬见顶后开始回落至今。离岸人民币 1 个月 HIBOR 从 7 月末的 2.184% 攀升至 9 月中旬的 5.144% 左右，随后回落至 10 月下旬的 3.031%，本周维持在 3.2% 左右（参考图表 4）。尽管离岸人民币同业拆借利率自 9 月中旬以来不断下调，但仍显著高于同期在岸人民币同业拆借利率。目前，离岸 1 个月人民币银行间利率较在岸人民币同业拆息高出约 0.96 个百分点，而 9 月中旬和 7 月下旬的差距约为 3 个百分点和 0.12 个百分点。自第三季度中期以来，人民币离岸银行间利率的大幅上涨，是提高了离岸货币交易者炒作人民币贬值的机会成本，从而压抑炒风。



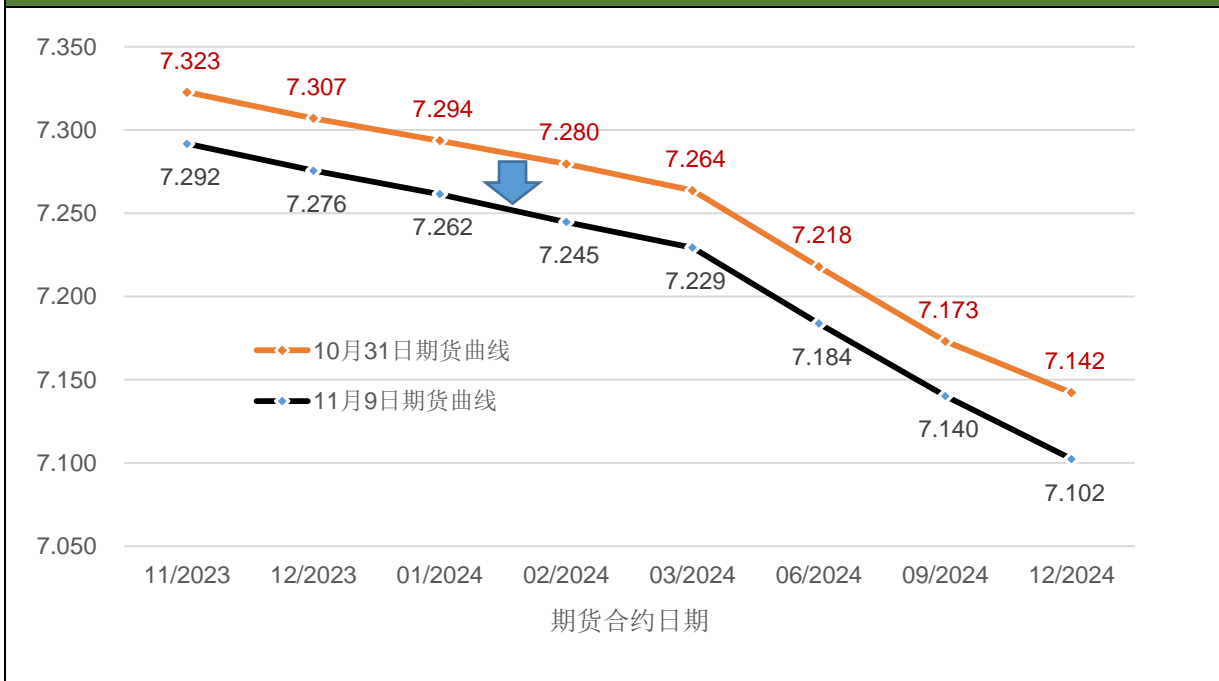
我们观察到 10 月下旬至 11 月初是市场预期变化的拐点。首先是 10 月中旬中国公布第三季度经济增速好于预期，缓解了市场对央行需要进一步大幅降息提振经济的预期。接着美联储在 11 月初的 FOMC 会议上停止加息，而且利率期货市场预计美联储不会在 12 月中的 FOMC 会议上加息。此外，本周国际货币基金组织（IMF）将中国今年经济增速上调至 5.4%。这一修正表明 IMF 预计中国第四季度经济形势好于第三季度，市场预期中国在年末前降息稳经济的紧迫性降低。这些从 10 月中开始的最新预期缓解了人民币兑美元贬值压力。

香港离岸美元兑人民币汇率期货市场也做出相应反应，美元兑人民币期货曲线较 2023 年 10 月末向下移动，12 月期货合约价格从 10 月末的 7.307 下跌至本周的 7.276。明年 2 月期货合约价格从 10 月末的 7.280 下跌至本周的 7.245（参考图表 5）。美元人民币期货曲线的下移意味

着美元投资者持有人民币资产的货币风险正在降低。在岸美元兑人民币即期汇率从 10 月底的 7.3165 下跌至本周的 7.28 左右。

我们判断，上述这些离岸和在岸金融市场变化是境外投资者对人民币贬值风险预期降温的早期信号。一般来说，境外投资者持有人民币资产，面临着资产价格风险和货币汇率风险。中国经济前景改善是资产价格的利好因素，美元利率周期见顶及人民币利率周期见底的预期是降低人民币贬值风险的利好因素。

图表 5：香港市场美元兑人民币汇率期货曲线

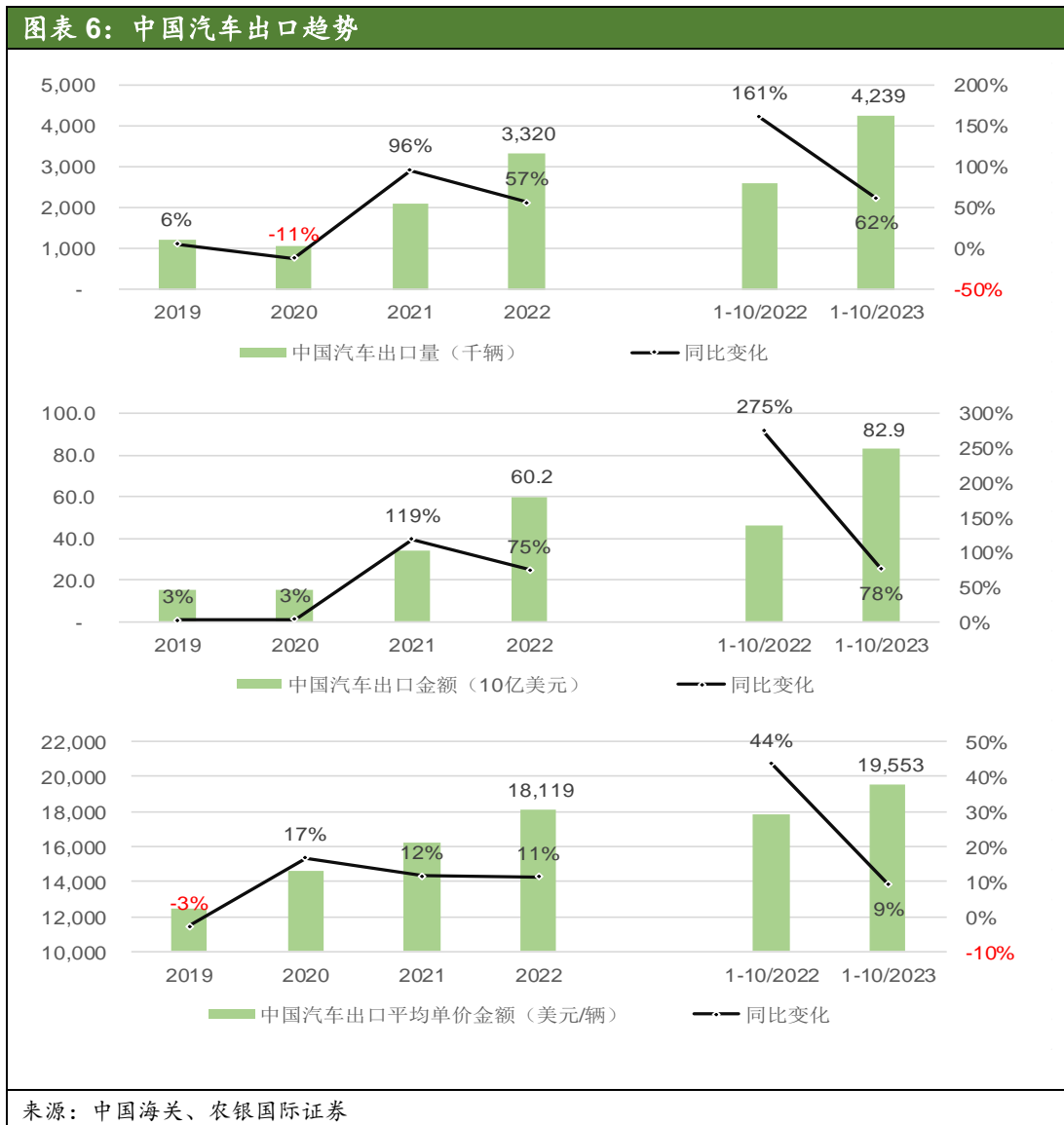


来源：港交所、彭博、农银国际证券

## 五、 中国汽车出口最新趋势

美元人民币汇率的急剧变化继续扭曲市场对中国贸易图景的印象。据中国海关,以人民币计,前10个月我国出口同比增长0.4%,进口同比下降0.5%,贸易顺差总额4.78万亿元,同比增3.2%。考虑到全球经济形势低迷,如果以人民币计价贸易额来评价中国贸易,则显示出其韧性。以美元计,前10个月我国出口同比下降5.6%,进口同比下降6.5%,贸易顺差总额6.84千亿美元,同比下降2.7%。今年前10个月人民币兑美元较去年同期贬值约6-7%,部分投资者如果用美元计价贸易数据来解释当前形势,将对中国贸易感到悲观。为了避免汇率的扭曲导致误判,我们最好也考虑出口量方面。其中出口亮点之一是汽车出口量。根据中国海关最新数据,10月份和前10个月汽车(包括乘用车和商用车)出口总量分别同比增长49.7%和62.4%至52.7万辆和423.9万辆(参考图表6)。

图表 6: 中国汽车出口趋势



来源: 中国海关、农银国际证券



从今年前 9 个月中国海关数据分析来看，汽车出口量的强劲增长是由新能源汽车和非新能源汽车出口强劲增长以及这两类汽车出口平均价格上涨所推动的。从出口量来看，非新能源乘用车出口量大于新能源乘用车，前 9 个月它们分别增长 68% 和 87% 至 188 万辆和 125 万辆（参考图表 7）。然而，新能源乘用车的平均出口价格约为非新能源乘用车平均出口价格的 1.7 倍。前 9 个月，新能源乘用车和非新能源乘用车平均出口价分别增长 11.5% 和 9.5% 至 2.28 万美元和 1.32 万美元。这反映出新能源汽车出口具有更高的附加值，导致新能源乘用车出口总额高于非新能源乘用车出口总额。前 9 个月，新能源乘用车和非新能源乘用车出口总金额分别增长 109% 和 84% 至 285 亿美元和 248 亿美元。我国要从汽车出口大国升级为汽车出口强国，需要提高出口汽车的附加值，汽车附加值的变化将体现在汽车出口平均单价趋势。

**图表 7：中国汽车出口（1-9/2023）**

	出口数量（千辆）	同比变化
电动载人乘用车（注 1）	1,249.1	87.3%
电动载人客车（10 座及以上）（注 2）	7.2	63.4%
非电动载人乘用车	1,880.3	68.3%
非电动载人客车（10 座及以上）	44.4	45.1%
	平均单价（美元/辆）	同比变化
电动载人乘用车	22,796	11.5%
电动载人客车（10 座及以上）	171,801	-0.5%
非电动载人乘用车	13,160	9.5%
非电动载人客车（10 座及以上）	42,569	35.0%
	出口金额（亿美元）	同比变化
电动载人乘用车	284.7	108.7%
电动载人客车（10 座及以上）	12.3	62.6%
非电动载人乘用车	247.5	84.2%
非电动载人客车（10 座及以上）	18.9	96.0%

注 1：电动载人乘用车包括纯电动乘用车、插电式和非插电式混合动力乘用车

注 2：电动载人客车包括纯电动和混合动力客车

来源：中国海关、农银国际证券

## 六、 四个维度评价传统汽车厂商能否抓住机遇及应对挑战

纯新能源汽车厂商的崛起给传统汽车厂商带来了挑战和机遇。传统车企是指过去以生产燃油汽车为核心业务，近年来其产品线扩展到新能源汽车的企业。纯新能源汽车制造商近几年掀起了消费者购买新能源汽车的热潮。新能源汽车市场的强劲增长为传统汽车企业提供了新的增长动力。后者产品范围从燃油汽车扩大到新能源汽车。但新能源汽车也是替代传统燃油汽车的新威胁，燃油汽车的需求也相应减弱。传统汽车制造商的核心业务需要应对燃油汽车需求下降风险。

对于传统车企来说，一方面要抓住新能源汽车市场的增长机会，另一方面也要守住燃油汽车这一核心业务市场。特别是汽车生产行业对经济规模非常敏感，产量规模的变化可能会引起生产利润率的显著变化。因此，一方面传统车企的新能源汽车销量规模虽不断扩大但仍不足以实现规模经济产生有意义的利润，另一方面其燃油汽车销量的经济规模效益正在缩小，盈利能力正在受到侵蚀。对于传统车企最乐观的情况是新能源汽车和燃油汽车市场保持增长，悲观的情况是这两个细分市场都失去了市场。

传统车企的另一个增长点是出口市场。据中国海关统计，前 10 个月中国汽车出口量同比增长 62%。因此，出口市场的强劲增长为传统车企应对国内市场严峻的经营环境提供了缓冲。当然，乐观的情况是国内市场和出口市场销量保持健康增长。

从上述角度来看，评价传统车企竞争实力可以分为四个维度，即他们的国内销量增长、出口销量增长、新能源汽车销量增长和燃油汽车销量增长。

前十个月，上汽集团(600104 CH)新能源汽车销量下降约 6%，非新能源汽车销量下降约 10%；出口及海外销量增长约 23%，但国内销量下降约 17%。因此，总销量下降约 9.5%。除了出口市场，公司其它三个维度都有较大下行压力。

同期，长安汽车(000625 CH)自主品牌的新能源汽车销量增长约 89%，非新能源汽车销量增长约 5%；出口销量增长约 26%，国内销量增长约 15%。自主品牌车总销量增长约 15.9%。公司四个维度的自主品牌车销量均录得增长，公司成功保持了核心产品和市场的增长，并能够抓住新能源汽车和出口市场的增长机会。

前十个月，长城汽车(2333 HK/601633 CH)新能源汽车销量增长约 86%，但非新能源汽车销量持平；出口销量增长约 86%，但国内销量下降约 3%。总销量增长约 10.3%。尽管公司紧紧抓

住新能源汽车和出口市场的增长机会，但其国内市场显示下行压力较大。

同期，吉利汽车(175 HK)新能源汽车销量增长约 45%，非新能源汽车销量增长约 9%；出口销量增长约 39%，国内销量增长约 13%。总销量增长约 17%。公司四个维度均录得不低的增长。

前十个月，江淮汽车 (600418 CH)新能源汽车销量下降约 2%，但非新能源汽车销量增长约 33%；出口销量增长约 54%，国内销量增长约 10%。总销量增长约 19.9%。公司抓不住新能源汽车的增长机会，但守好传统产品市场及抓住出口市场机会。

比亚迪 (1211 HK/ 002594 CH) 已全面转型为纯新能源汽车厂商。前十个月，新能源汽车销量增长 70%。公司从去年下半年开始披露出口销售数据。出口销量从去年下半年的 5.0 万辆增长到今年上半年的 7.4 万辆，7-10 月为 10.2 万辆。其出口量环比增长势头强劲。前十个月出口销量约占总销量的 7.4%，整体销量强劲增长是国内市场表现为主。

由于并非所有传统车企都会公布这四个维度的销量数据，上述这种比较可能并不全面，并且有其局限性，但通过不同维度比较能够意识到车企的业务特点。

**图表 8：大型传统车企出口和内销销量趋势比较**

	1-10/2023 出口销量 (千辆)	同比 变化	1-10/2023 国内销量 (千辆)	同比 变化	1-10/2023 总体销量 (千辆)	同比 变化
上汽 (600104 CH)	949	22.9%	2,920	-16.6%	3,869	-9.5%
比亚迪 (002594 CH, 1211 HK)	176	-	2,205	-	2,381	69.8%
长安汽车 (000625 CH) 自主品牌	197	26.2%	1,551	14.7%	1,748	15.9%
吉利汽车 (175 HK)	223	39.0%	1,113	13.4%	1,336	17.0%
长城汽车 (601633 CH, 2333 HK)	247	86.0%	748	-2.8%	995	10.3%
江淮汽车 (600418 CH)	139	54.4%	356	10.3%	494	19.9%

来源：公司公布、农银国际证券

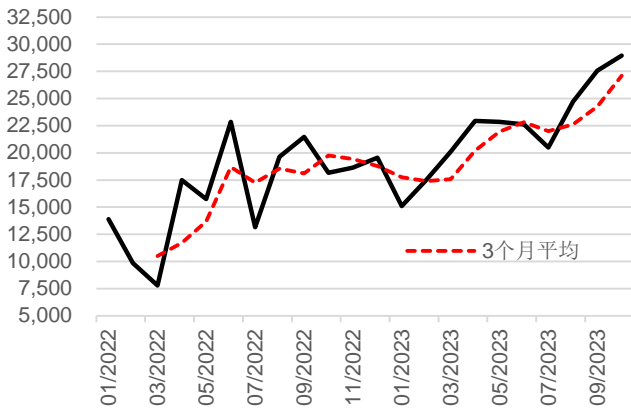
**图表 9：大型传统车企新能源汽车和非新能源汽车销量趋势比较**

	1-10/2023 新能源汽车 销量 (千辆)	同比 变化	1-10/2023 非新能源汽车 销量 (千辆)	同比 变化	1-10/2023 总体销量 (千辆)	同比 变化
上汽 (600104 CH)	753	-5.9%	3,116	-10.3%	3,869	-9.5%
比亚迪 (002594 CH, 1211 HK)	2,381	70.4%	注 1	注 1	2,381	69.8%
长安汽车 (000625) 自主品牌	364	88.8%	1,384	5.2%	1,748	15.9%
吉利汽车 (175 HK)	362	45.1%	974	9.1%	1,336	17.0%
长城汽车 (601633 CH, 2333 HK)	201	86.2%	794	-0.02%	995	10.3%
江淮汽车 (600418 CH)	151	-2.0%	343	33.0%	494	19.9%

注 1：比亚迪去年有销售非新能源汽车，今年没有。来源：公司公布、农银国际证券

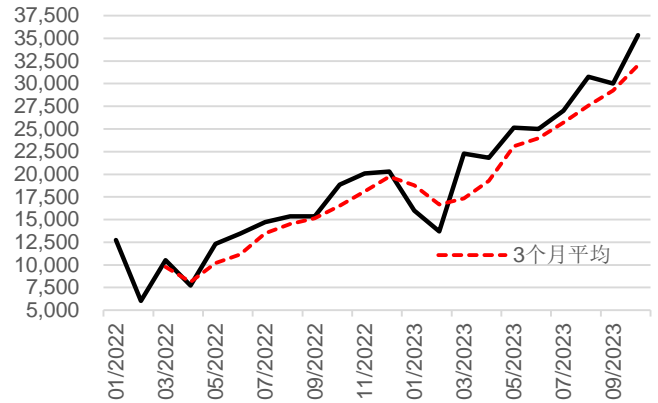


图表 10: 吉利汽车 (175 HK) 出口销量趋势



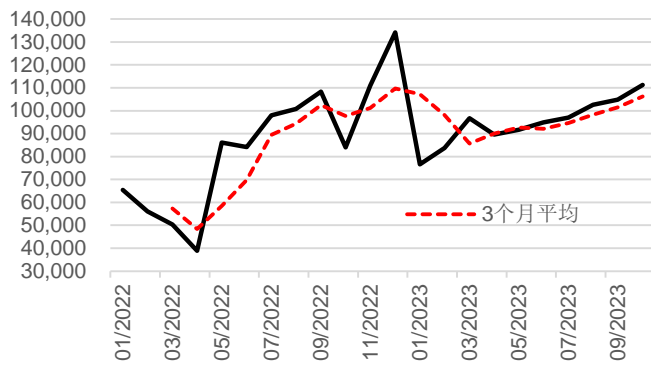
来源: 公司公告、农银国际证券

图表 11: 长城汽车 (601633 CH, 2333 HK) 出口销量趋势



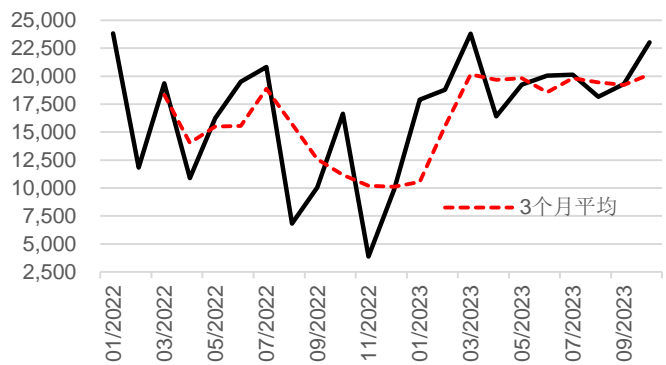
来源: 公司公告、农银国际证券

图表 12: 上汽 (600104 CH) 出口销量趋势



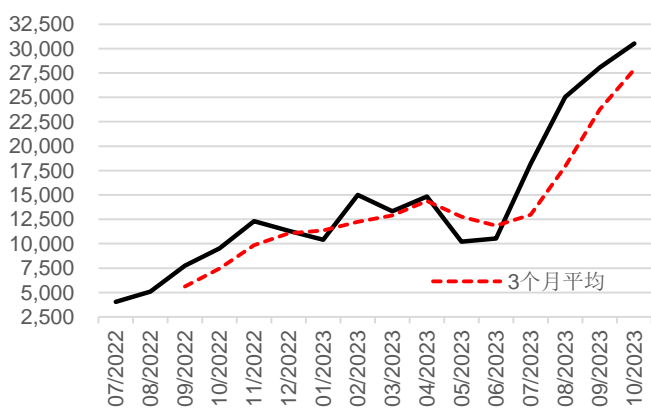
来源: 公司公告、农银国际证券

图表 13: 长安汽车 (000625 CH) 出口销量趋势



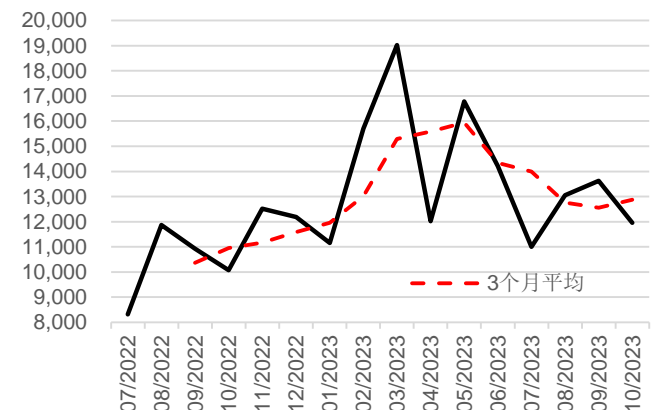
注: 自主品牌出口; 来源: 公司公告、农银国际证券

图表 14: 比亚迪 (002594 CH, 1211 HK) 出口销量趋势



来源: 公司公告、农银国际证券

图表 15: 江淮汽车 (600418 CH) 出口销量趋势



来源: 公司公告、农银国际证券

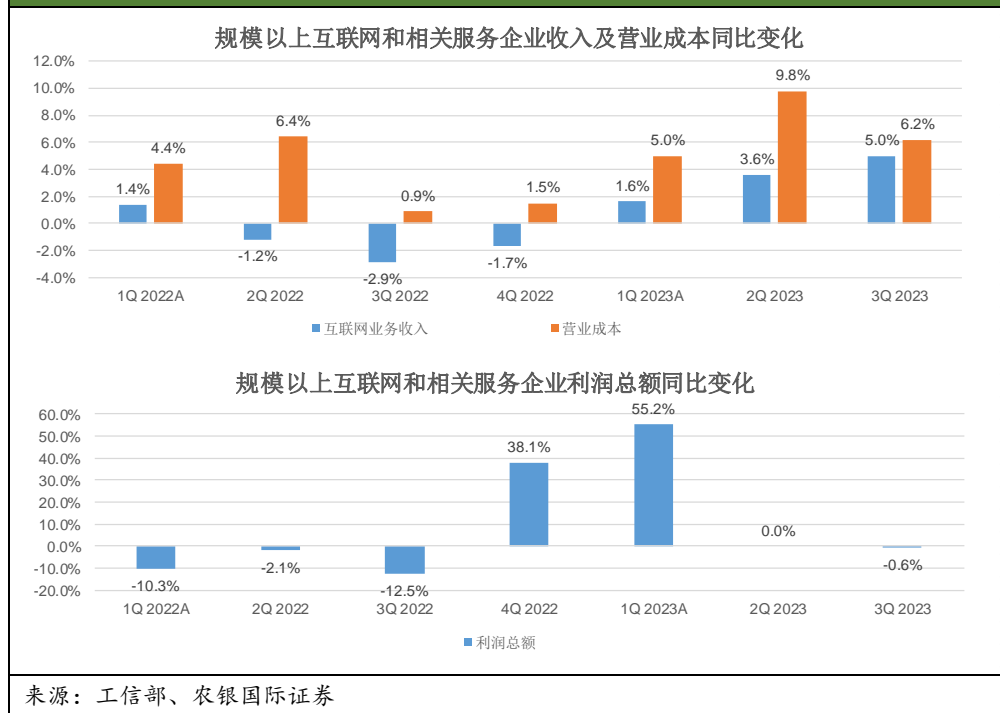
## 七、 规模以上互联网和相关服务企业第三季度利润增速大幅放缓

未来两周主要互联网企业将公布第三季度业绩。在业绩发布之前，工信部公布了互联网行业经营绩效调查。该调查提供了对该行业主要公司财务绩效的洞察。据工信部最新行业调查显示，前三季度，规模以上互联网和相关服务企业（以下简称“互联网企业”）业务收入 10294 亿元，同比增长 3.4%；利润总额 959 亿元，同比增长 18.2%。前三季度，研发经费 496 亿美元，同比下降 6.1%。工信部披露的同比变化是可比同比变化而非绝对值同比变化。

分领域运行收入情况，前三季度，信息服务领域企业收入（包括新闻资讯、搜索、社交、游戏、音乐视频等）收入同比下降 2.7%；生活服务领域企业收入（包括本地生活、租车约车、旅游出行、金融服务、汽车、房屋住宅等）收入同比增长 9.8%；网络销售领域企业收入（包括大宗商品、农副产品、综合电商、医疗用品、快递等）收入同比增长 47.3%。

工信部只披露了累计同比变化数据。为了方便读者了解单一季度同比变化，我们根据工信部累计变化数据估算了每个季度的同比变化。除第一季度外，第二、三、四季度是我们的估算。根据工信部数据，互联网行业利润同比增速从今年第一季度的 55.2% 放缓至上半年的 27.6% 和前九个月的 18.2%，我们推算二季度利润同比增速放缓至持平，第三季度利润同比小幅下降近 0.6%。

**图表 16: 规模以上互联网和相关服务企业季度经营绩效**



## 八、 下周展望

**宏观方面**，下周，全球市场焦点将是中美领导人在美国的 APEC 会议期间的会面。从资本市场投资者的角度来看，中美政治关系会影响国家风险溢价，进而影响区域资产配置和资产估值。从乐观的角度来看，中美在先进科技方面的竞争和地缘政治持的不同态度是金融市场众所周知的风险因素，因此除非进一步出现市场未知的重大风险，否则大多数已知风险因素已经反映在金融资产价格中。美国将于 11 月 14 日（美国时间）公布 10 月 CPI，市场预期 CPI 将从 9 月的 3.7% 下降至 10 月的 3.3%。如果公布数据接近预期，通胀压力的显著下降将再次确认当前利率期货市场预期美联储不会在 12 月 13 日 FOMC 会议上加息的观点。11 月 15 日（周三），中国将公布 10 月主要宏观经济数据，当前市场预期 10 月零售和工业生产同比增速高于 9 月，固定资产投资增速及失业率靠稳，整体经济形势稳中有增。国际货币基金组织(IMF)将今年中国经济增速上调至 5.4%。鉴于第三季度和前九个月 GDP 同比增速分别为 4.9%和 5.2%，IMF 的预测意味着他们认为第四季度隐含增长率将高于 5.2%。

**微观方面**，大型互联网和电子商务公司将在未来两周内公布第三季度业绩。今年上半年，他们的利润增长主要得益于成本紧缩措施。市场将关注其盈利增长动力的可持续性。此外，随着多家大型互联网公司提交分拆子公司单独上市申请，分拆进展也将受到市场关注。



## 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