



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

中國第 1 季經濟增速明顯回升

2023 年 4 月 18 日





## 目錄

中國第 1 季經濟增速明顯回升 .....	3
中國出口行業亮點：汽車出口景氣度高 .....	6
銀行業 .....	13
房地產業 .....	14
互聯網媒體與消費商務業 .....	14
電信業 .....	15
消費業 .....	15
權益披露 .....	17

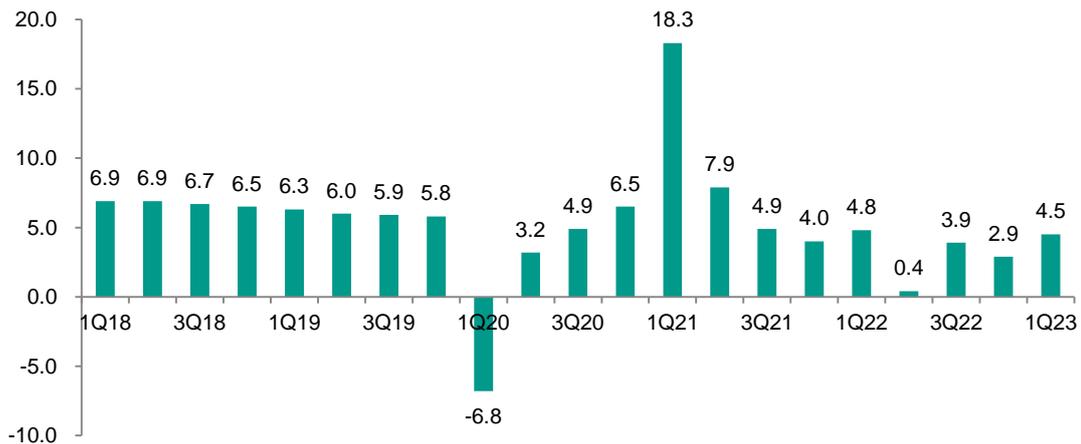


## 中國第 1 季經濟增速明顯回升

經濟師姚少華博士

受益于防疫措施顯著優化後消費以及服務業的大幅反彈，中國 2023 年第 1 季 GDP 同比上升 4.5%<sup>1</sup>，不僅優于市場預期的 4.0% 增速，亦明顯高于 2022 年第 4 季 2.9% 的增速(圖 1)。按季增長看，2023 年第 1 季中國 GDP 增長 2.2%，亦較 2022 年第 4 季 0.6% 的增速明顯回升。分產業看，2023 年第 1 季第一產業增加值同比增長 3.7%，第二產業增加值增長 3.3%，第三產業增加值增長 5.4%，顯示第三產業對第 1 季 GDP 增長的拉動較大。此外，根據統計局新聞發布會，2023 年第 1 季最終消費支出對經濟增長貢獻率達到 66.6%，可推出第 1 季 4.5% 的經濟增速中消費支出貢獻了 3.0 個百分點。

圖 1: 中國 GDP 增長 (%)



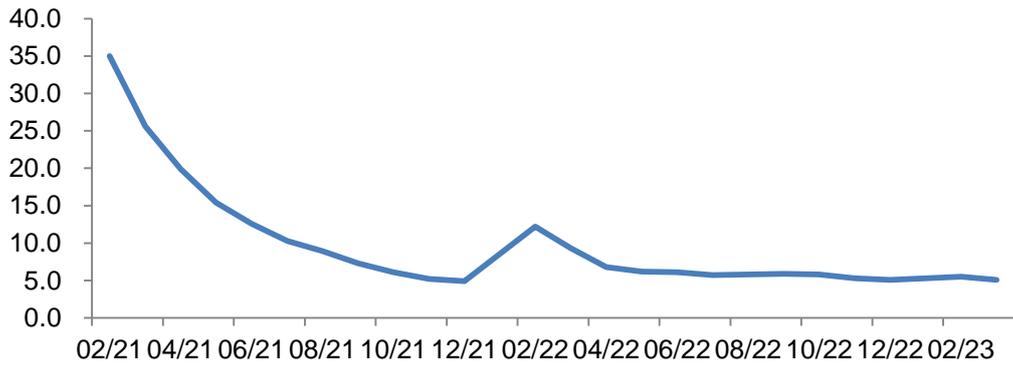
來源: 國家統計局, 農銀國際證券

2023 年第 1 季城鎮固定資產投資同比增長 5.1%，低于市場預期的 5.7% 的增速，亦低于首兩個月 5.5% 的增速(圖 2)。分領域看，第 1 季基建投資增長 8.8%，製造業投資增長 7.0%，但房地產開發投資下降 5.8%。第 1 季零售銷售同比增長 5.8%，而去年第 4 季下降 2.7%。3 月份零售銷售總額同比增長 10.6%，比首 2 個月加快 7.1 個百分點，亦大幅高于市場預期的 7.5% 增速(圖 3)。第 1 季工業增加值同比增長 3.0%，比 2022 年第 4 季加快 0.3 個百分點。3 月份工業增加值同比增長 3.9%，比首兩個月加快 1.5 個百分點，但低于市場預期的 4.4% (圖 4)。

<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

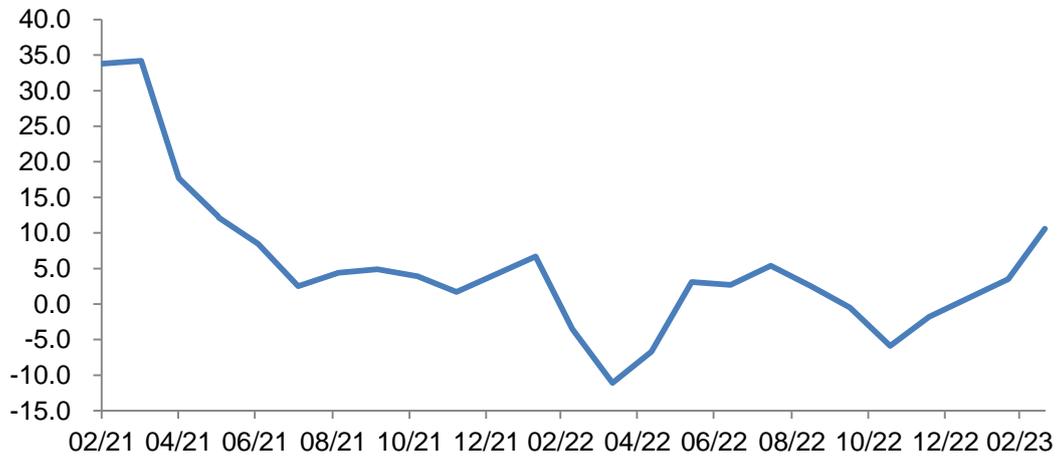


圖 2：中國城鎮固定資產投資年初至今增長 (%)



來源：國家統計局，農銀國際證券

圖 3：中國零售銷售增長 (%)



來源：國家統計局，農銀國際證券

圖 4：中國工業增加值實質增長 (%)



來源：國家統計局，農銀國際證券



3月單月的宏觀數據有以下方面值得關注。首先，得益于防疫措施顯著優化，3月份整體消費在餐飲及可選消費帶動下顯著回升。3月份餐飲收入增長26.3%，而首2個月餐飲收入增長9.2%。3月份可選消費大幅反彈，金銀珠寶類、體育娛樂用品類以及汽車類零售銷售分別上漲37.4%、15.8%及11.5%，而首2個月上上述零售銷售分別上漲5.9%、1.0%及-9.4%。此外，3月份網上零售銷售亦大幅上升，增速由首2個月的6.2%上揚至16.6%。

其次，房地產行業表現分化。根據我們的測算，3月單月房地產投資下跌5.9%，較首2個月5.7%的跌幅進一步擴大。然而，3月份房地產銷售明顯反彈，銷售面積及金額分別上升0.1%和8.8%，而首2個月房地產銷售面積及金額分別下跌3.6%及0.1%。此外，3月房地產的施工面積、新開工面積跌幅相較首2個月進一步加深，但3月份房地產竣工面積升幅相較首2個月大幅上揚。

第三，汽車行業3月份明顯改善。3月份汽車行業工業增加值增長13.5%，產量增長11.2%，零售銷售增長11.5%，而首2個月汽車行業工業增加值下跌1.0%，產量下跌14.0%，零售銷售下跌9.4%。新能源汽車產量亦顯著增加，3月份新能源汽車產量增長33.3%，較首2個月16.3%的增幅大幅上升。

第四，就業方面，第1季全國城鎮調查失業率平均值為5.5%，比2022年第4季下降0.1個百分點。受益于農民工春節後返程務工，3月份全國城鎮調查失業率為5.3%，比2月下降0.3個百分點，亦低于市場預期的5.5%。3月份31個大城市城鎮調查失業率為5.5%，較2月下降0.2個百分點。但值得指出的是，3月份16-24歲人口調查失業率為19.4%，較2月份上升1.3個百分點，反映年輕人尤其是大學生就業狀況轉差。

整體來說，3月份及第1季的宏觀數據顯示中國經濟明顯復蘇，尤其是消費以及服務業顯著回升，出口及房地產行業亦有所改善。展望未來，我們相信第2季中國經濟增速將明顯反彈，主要因為去年同期較低的基數效應。2022年第2季因上海等主要城市防疫靜默管理，GDP僅增長0.4%。然而，宏觀數據亦顯示中國經濟的整體復蘇不太均衡。民間投資比較疲弱，第1季民間投資僅增長0.6%，3月單月的民間投資僅增長0.4%。房地產投資以及製造業投資在3月均放緩。集成電路、微型計算機等高科技行業的生產比較疲弱。青年人的失業率亦創紀錄新高。人民銀行第1季度貨幣政策委員會例會表示雖然國內經濟呈現恢復向好態勢，但恢復的基礎尚不牢固。我們預期未來一段時間宏觀政策上仍以穩增長為政策重點，著力支持擴大內需，為實體經濟提供更有利支持。



## 中國出口行業亮點：汽車出口景氣度高

研究部主管陳宋恩

中國汽車出口是出口板塊的亮點，一季度出口額增長**82%**。2023年一季度，中國出口總值同比增長0.5%至8,218.3億美元；但是，汽車出口正處於快速增長階段。2023年一季度，中國汽車出口量同比增長**58%**至106.9萬輛；汽車出口額同比增長**82%**至213.76億美元；汽車平均出口價格同比增長**15%**至2萬美元。雖然一季度汽車製造業PPI為-0.7%，汽車出口均價上升表明出口汽車的附加值更高，是產業供應鏈升級的信號。按首季出口表現，今年汽車出口量可達4-4.5百萬輛。同比升近20-35%。

圖 1: 汽車出口數量 (萬輛)

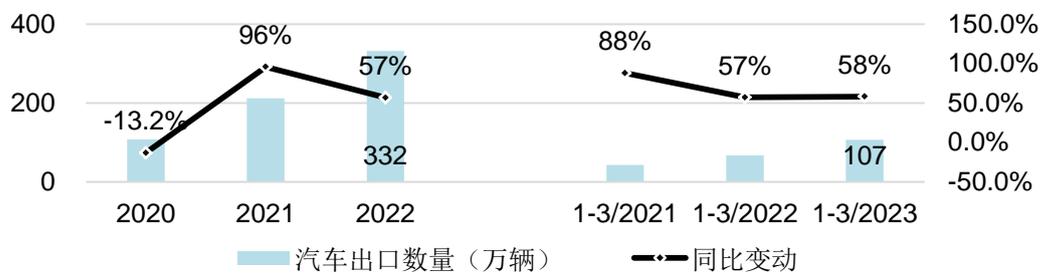
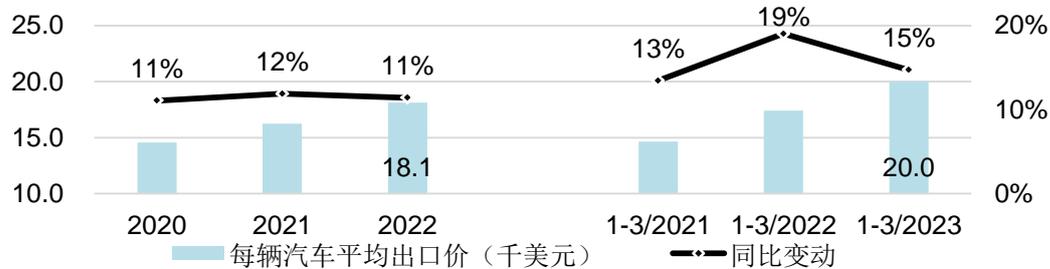


圖 2: 汽車出口金額 (百萬美元)



圖 3: 每輛汽車平均出口價 (千美元)



來源(圖 1-3): 中國海關、農銀國際證券



乘用車和商用車出口均處於快速增長階段。2023年前兩個月，乘用車出口額增長63%至105.28億美元；出口量同比增長44%至56.8萬輛；平均出口價格同比增長13%至1.85萬美元。乘用車出口額占汽車出口總額的75%。乘用車出口平均價雖然上漲，但絕對均價不到2萬美元，反映乘用車出口主要是中低價位汽車和目標為價格敏感的海外購車者。2023年前兩個月，商用車出口額增長47%至34.96億美元；出口量同比增長41%至11.4萬輛；平均出口價格上漲4%至3.07萬美元。商用車出口主要是10座以上客車和貨車。10座以上客車出口平均價約6萬美元，貨車出口均價約2萬美元。出口均價反映出口客車主要是中小型客車，出口貨車主要是小貨車。

圖 4: 乘用車出口數量 (萬輛)

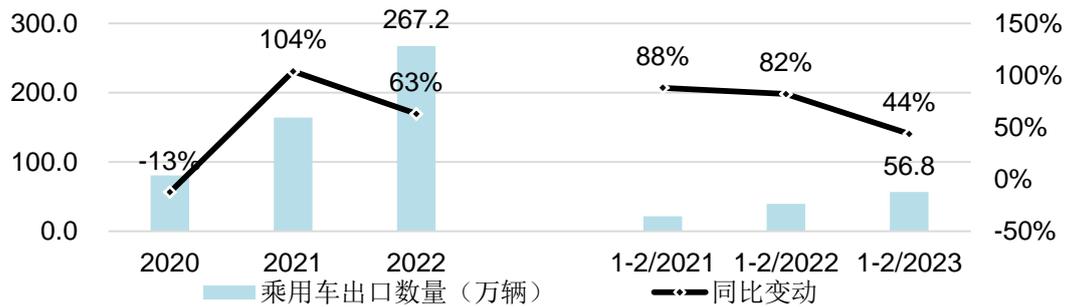


圖 5: 乘用車出口金額 (百萬美元)

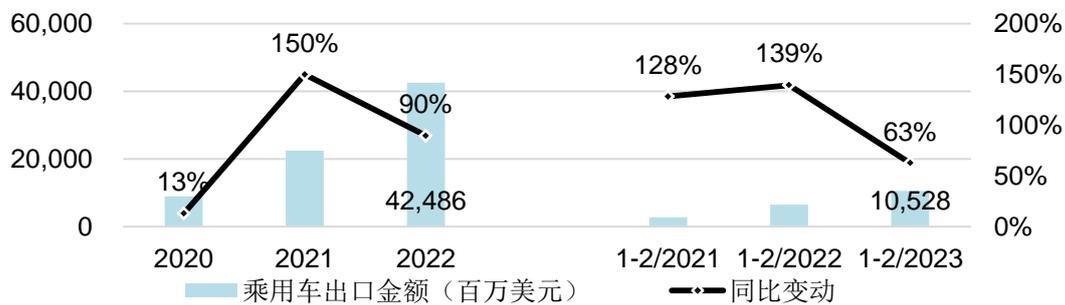
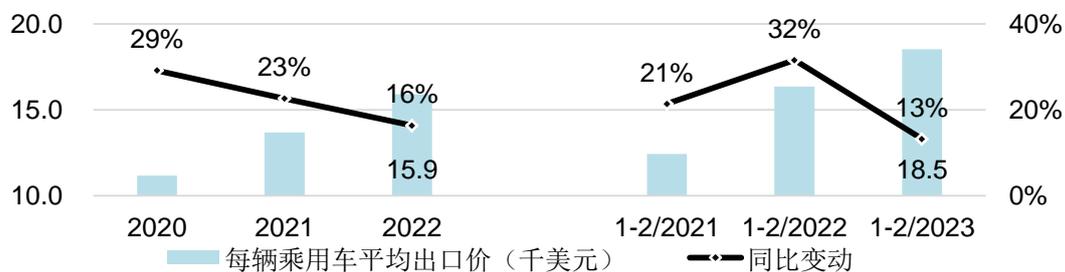


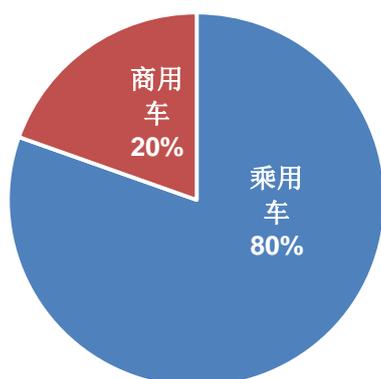
圖 6: 每輛乘用車平均出口價 (千美元)



來源(圖 4-6): 中國海關、農銀國際證券

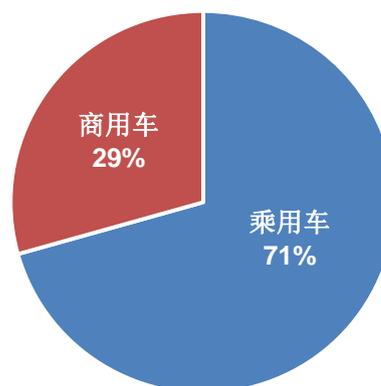


圖 7: 2022 年汽車出口數量組成



來源：中國海關、農銀國際證券

圖 8: 2022 年汽車出口金額組成



來源：中國海關、農銀國際證券

圖 9: 主要車企汽車出口量

車企	1-3/2023	同比增長	1-3/2023
	出口量		出口量/總銷量
上汽 (600104)	257,053	49.6%	28.8%
長安汽車 (000625)	60,494	77.3%	10.0%
吉利汽車 (175 HK)	52,752	67.3%	16.4%
長城汽車 (601633 CH, 2333 HK)	51,975	77.3%	23.6%
江淮汽車 (600418)	46,162	97.1%	33.4%
比亞迪 (002594 CH, 1211 HK)	38,723	N/A	7.0%

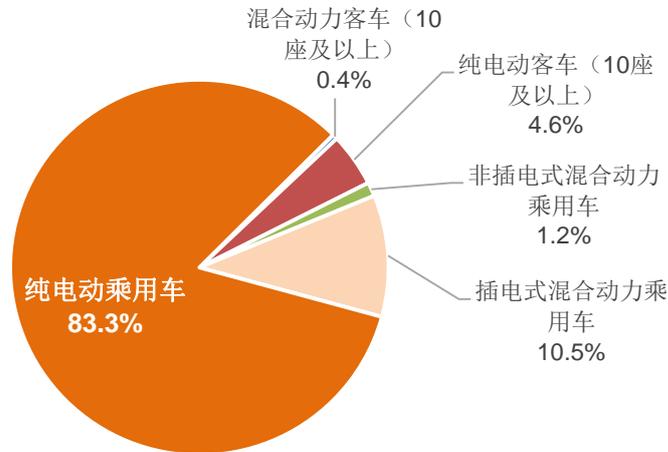
注：上述六家汽車企業首季度出口量占汽車出口總量約 74%。

來源：公司公告、農銀國際證券

電動載人汽車出口成爲中國汽車出口增長新動能。2022 年和 2023 年前兩個月，電動載人汽車出口額分別同比增長 122%和 93%至 241.26 億美元和 45.77 億美元。2022 年和 2023 年前兩個月，電動載人汽車出口分別占汽車出口總值的 40.1%和 47.4%。2022 年電動乘用車（包括純電動汽車、插電式混合動力汽車和混合動力汽車）出口額占電動載人汽車總出口額的 95%。其中純電動汽車 2022 年和 2023 年前兩個月的出口額分別占電動載人汽車總出口額的 83.3%和 88.8%。

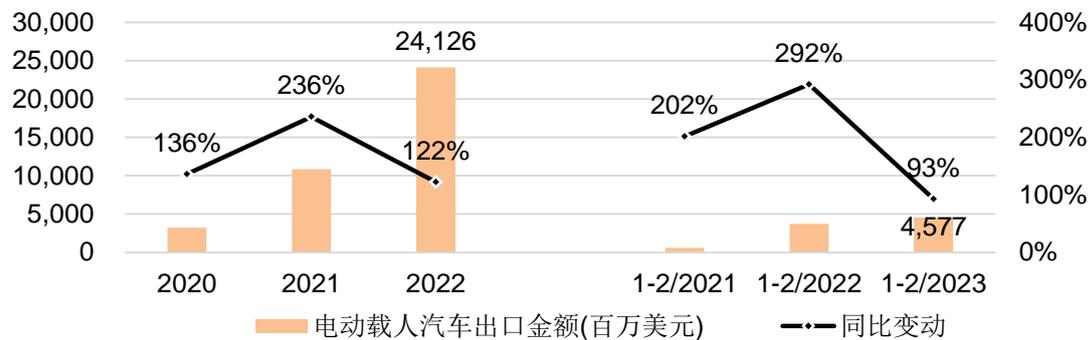


圖 10: 2022 年電動載人汽車出口金額(US\$241.3 億元, +122%)



來源：中國海關、農銀國際證券

圖 11: 電動載人汽車出口金額

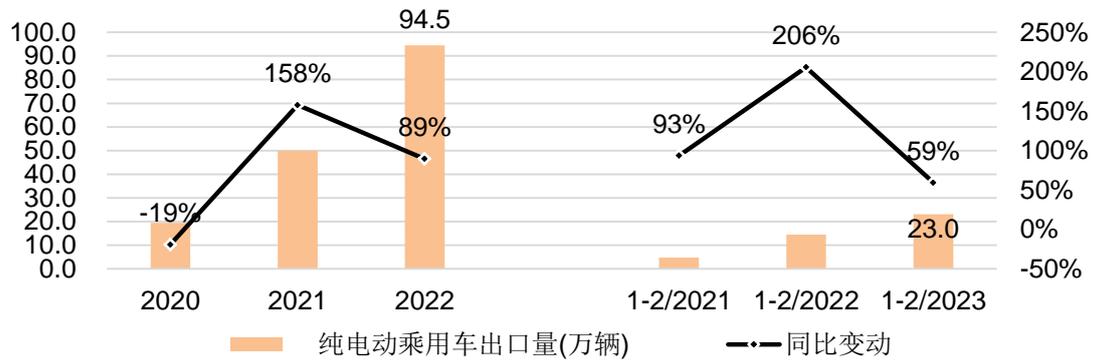


來源：中國海關、農銀國際證券

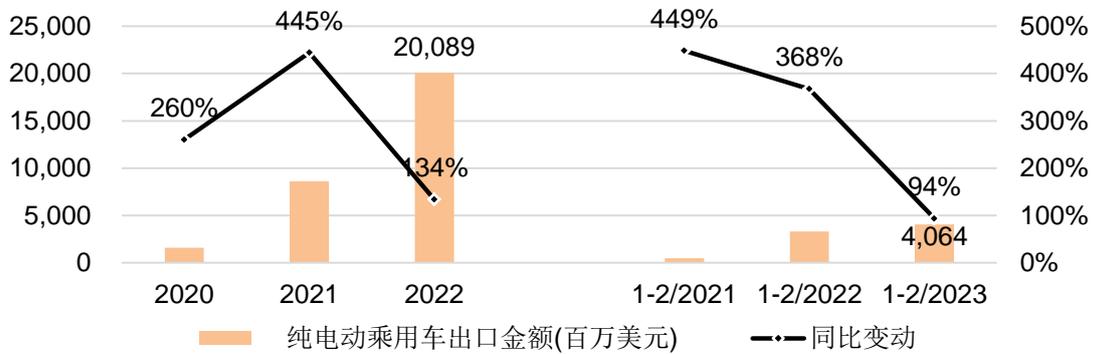
純電動汽車出口的強勁增長彰顯了中國新能源汽車供應鏈在全球汽車市場的競爭力。2022 年和 2023 年前兩個月，純電動汽車出口額分別同比增長 134%和 94%至 200.89 億美元和 40.64 億美元；出口量分別同比增長 89%和 59%至 94.5 萬輛和 23.0 萬輛。平均出口均價從 2020 年的 8100 美元增加到 2021 年的 1.72 萬美元，2022 年的 2.13 萬美元和 2023 年前兩個月的 1.77 萬美元。出口均價的上漲表明純電動汽車的質量有所提高，純電動汽車供應鏈升級。



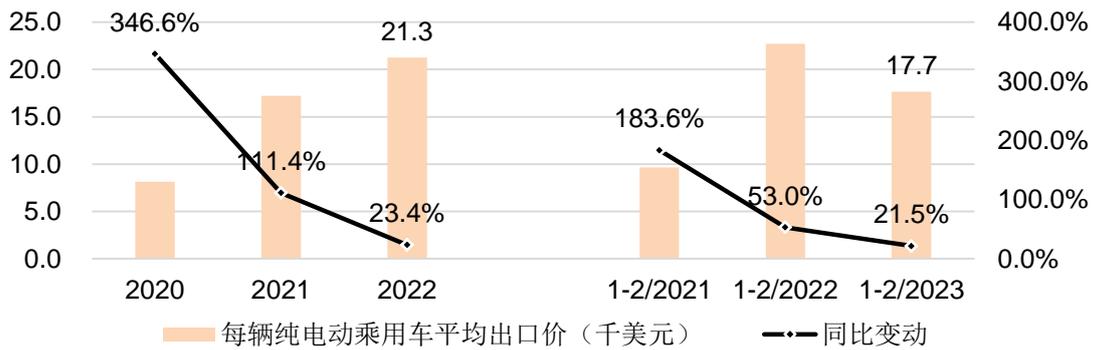
### 圖 12: 純電動乘用車出口數量 (萬輛)



### 圖 13: 純電動乘用車出口金額 (百萬美元)



### 圖 14: 每輛純電動乘用車平均出口價 (千美元)



來源(圖 12-14)：中國海關、農銀國際證券



儘管整體新能源汽車出口市場看好，但從汽車製造商的角度來看，并非所有新能源汽車製造商都成功地提升了總銷量。從 A 股和港股汽車上市公司公告來看，一季度銷量分化較大。業績喜憂參半意味著新能源汽車行業的競爭格局正在發生變化。目前的競爭格局有利于比亞迪、廣汽集團、長安汽車、吉利汽車和理想汽車。上汽集團、東風汽車、江淮汽車和長城汽車等大型汽車製造商在第一季度正在失去新能源汽車市場的市場份額。

圖 15: 新能源汽車第一季度銷量

新能源汽車銷量	2023 年第一季度 (輛)	同比 變化	同比增減 (輛)
比亞迪 (002594 CH, 1211 HK)	552,076	92.8%	265,747
上汽 (600104 CH)	142,095	-26.0%	(49,917)
廣汽集團 (601238 CH, 2238 HK)	86,951	64.6%	34,132
其中，廣汽埃安新能源汽車	78,317	74.5%	33,443
長安汽車 (000625 CH)	84,539	105.4%	43,381
吉利汽車 (175 HK)	62,407	34.8%	16,107
其中，吉利極氪	15,234	84.9%	6,993
理想 (LI US, 2015 HK)	52,584	65.8%	20,868
東風集團 (489 HK)	45,211	-21.9%	(12,710)
其中，嵐圖汽車	5,682	53.9%	1,989
蔚來 (NIO US, 9866 HK)	31,041	20.5%	5,273
江淮汽車 (600418 CH)	29,026	-27.5%	(11,025)
長城汽車 (601633 CH, 2333 HK)	27,808	-21.5%	(7,595)
賽力斯集團 (601127 CH)	19,973	40.7%	5,773
其中，賽力斯 (AITO 問界)	11,674	131.4%	6,630
小鵬 (XPEV US, 9868 HK)	18,230	-47.3%	(16,331)
北汽藍穀 (600733 CH)	15,114	65.7%	5,994
零跑汽車 (9863 HK)	10,509	-51.3%	(11,070)

來源：公司公告、農銀國際證券

競爭力建立在前幾年的研發投入之上。我們認為，中國汽車製造商出色的出口增長得益于前幾年汽車製造業的密集研發活動。據國家統計局統計，2016-2021年，在30個主要製造業中，汽車製造業的研發費用位居第三，僅次于計算機和通信設備行業和電機行業。汽車製造業的研發費用從 2016 年的 1,049 億元人民幣增至 2021 年的1,415億元人民幣；研發強度從 2016 年的 1.29%增至 2021 年的1.61%。2016-21 年汽車製造業總研發費用為 7,593 億元人民幣。汽車製造業2021年研發強度高於製造業整體研發強度0.15個百分點。

汽車零部件出口是另一個亮點。國內汽車製造供應鏈的發展，不僅推動了汽車的出口，也推動了汽車零部件如汽車耗材、輪胎等的出口。2022 年和 2023 年第一季度，汽車零部件出口額分別同比增長 7.4% 和 11.3% 至 811 億美元和 209 億美元。

**圖 16:汽車行業宏觀指標**

	2022 年	2023 年 1-3 月份	評論
汽車製造業產能利用率	72.7%	72.0%	相對穩定
	<b>2022 年</b>	<b>2023 年 1-3 月份</b>	
	同比漲跌幅(%)	同比漲跌幅(%)	
汽車製造業固定資產投資	12.6%	19.0%	表明企業看好後市
汽車製造業增加值	6.3%	4.4%	利潤率短期承壓
汽車 (萬輛)	3.4%	-5.1%	企業需加快供給側改革
其中：轎車 (萬輛)	6.7%	-6.1%	燃油車市場被侵蝕
SUV (萬輛)	8.0%	-6.1%	燃油車市場被侵蝕
其中：新能源汽車 (萬輛)	97.5%	22.5%	需求高增長但放緩
汽車類消費品零售	0.7%	-2.3%	燃油車需求下降
汽車製造業 PPI	-0.5%	-0.7%	汽車價格戰效應
交通工具 CPI	-1.8%	-2.3%	汽車價格戰效應
交通工具用燃料 CPI	5.5%	-0.4%	
交通工具使用和維修 CPI	2.6%	1.3%	
汽車出口數量	56.8%	58.3%	行業亮點
汽車進口數量	-6.5%	-27.4%	進口替代
汽車出口金額，美元	74.7%	81.6%	行業亮點
汽車進口金額，美元	-1.2%	-22.4%	進口替代
汽車零配件出口金額，美元	7.4%	11.3%	行業亮點
汽車零配件進口金額，美元	-16.9%	-23.9%	進口替代
<b>規模以上汽車製造業企業主要財務指標：</b>	<b>2022 年</b>	<b>2023 年 1-2 月份</b>	
營業收入	6.8%	-6.2%	企業需加快供給側改革
營業成本	7.4%	-4.5%	
利潤總額	0.6%	-41.7%	

來源：國家統計局，中國海關，農銀國際證券



## 銀行業

### 分析師歐宇恒

國統局數據顯示，整體經濟運行動力在2023年1季度較2022年4季度明顯有所改善，反映宏觀經濟正在加速恢復。情況與早前央行召開的一季度貨幣政策委員會例會基本一致，當中央行例會對國內宏觀經濟形勢的判斷明顯轉趨樂觀，儘管會議強調目前宏觀經濟恢復基礎尚不牢固，但國內經濟呈現恢復向好態勢。對於銀行來說，宏觀經濟加速恢復屬正面因素，特別有利于保持資產質量平穩及控制未來撥備規模。2023年首3個月新增貸款總量為10.6萬億元，占我部全年預期23萬億元的46.1%，數字較去年同期的39.1%為高，主要受政策引導銀行靠前發力放貸所帶動。然而，隨著央行一季度貨幣政策委員會例會基調從要求銀行保持信貸總量有效增長調整至保持要求銀行信貸合理增長、節奏平穩，估計二季度開始新增貸款規模將有所回落。截至3月末人民幣新增貸款同比增速為11.8%，較2月末的11.6%略有加快，值得注意的是，銀行貸款對經濟的實際影響需時反映，因此一季度新增貸款將在往後季度的經濟數據中逐漸反映。另一方面，一季度社融增量中，銀行貸款占比為73.6%，反映銀行貸款仍然是目前支持實體經濟回復的資金源主力，這預示著銀行未來的資本充足率及流動性消耗或會持續加快。貸款投向方面，預期未來銀行貸款將繼續集中在製造業中長期貸款、普惠金融、綠色發展、科技創新、基礎設施建設等重點領域和薄弱環節。整體而言，貸款增速提升有望部份抵消行業淨息差收窄的壓力，但平均貸款利率下行及存款由活期遷移至定期仍然對銀行淨息差帶來挑戰。我們預計2023年4季度行業平均淨息差將同比下降8-15個基點至1.76%-1.83%。

展望銀行板塊 2023 年一季度業績，個別銀行的淨息差及資產質量將是市場焦點，業績差異很大程度將取決於銀行資產負債表增速和管理能力，以及對風險的態度及不良貸款處置力度。預期投資者將仍然偏好風險抵補能力較強及盈利增速較快的銀行。由於目前投資者已充分將宏觀經濟，淨息差收窄，資產質量惡化等不利因素已反映在估值之中，如果未來宏觀經濟基調及銀行基本面數據優於市場預期，將推動銀行業出現下一輪估值修復。面對當前較複雜的內外部因素，我們維持偏好大型銀行相對穩定的基本面及股息收益率，並開始留意基本面優於同業的股份制銀行。



## 房地產業

分析師董耀基

2023年1-3月商品房銷售額同比上升4.1%至3.05萬億人民幣，扭轉1-2月同比下跌趨勢；商品房銷售面積則同比下跌1.8%至2.99億平米，較1-2月份跌幅收窄。我們測算3月份單月商品房銷售額同比升8.8%至1.51萬億人民幣，比1-2月份同比下跌0.1%明顯好轉；3月份單月商品房銷售面積同比升0.1%至1.48億平米，比1-2月份同比下跌3.6%有所改善。3月份銷售錄得明顯增長，顯示政策放鬆產生正面影響。房價方面，3月70個大中城市中商品住宅銷售價格上漲城市個數增加，各綫城市商品住宅銷售價格環比上漲。具體來看，3月70個大中城市中，新建商品住宅和二手住宅銷售價格環比上漲城市分別有64個和57個，比上月分別增加9個和17個。與此同時，一綫城市新建商品住宅銷售價格環比上漲0.3%，漲幅比上月擴大0.1個百分點；二手住宅銷售價格環比上漲0.5%；二綫城市新建商品住宅和二手住宅銷售價格環比分別上漲0.6%和0.3%，漲幅比上月均擴大0.2個百分點。三綫城市新建商品住宅銷售價格環比上漲0.3%，漲幅與上月相同；二手住宅銷售價格環比由上月持平轉為上漲0.2%。從數據上可以看出，房價環比上升城市繼續增多，購房者對房價下跌預期已經改變，房價上升有望繼續帶動銷售額好轉。雖然整體房價反彈持續，但銷售額增長在房企之間繼續分化。特別是民營開發商去年開始放慢土地收購，影響其今年新開工面積及可售資源水平；龍頭國企則維持穩定的購地節奏，因可售資源增加有望提升其市場占有率。另外民營企業債務危機未見曙光，部分買家對其開發樓盤存疑，龍頭國企銷售表現優于民企這趨勢將在今年維持。

## 互聯網媒體與消費商務業

分析師周秀成

2023年1-3月全國網上零售額32863億元，同比增長8.6%。其中，實物商品網上零售額27,835億元，增長7.3%，占社會消費品零售總額的比重為24.2%。實物商品網上零售額在2023年1-3月增速比2023年1-2月的5.3%有所改善，也較2022年全年增速6.2%高，反映網上消費在疫情後續漸復蘇。

在實物商品網上零售額中，吃類商品在2023年1-3月增長7.3%，和整體實物商品網上零售額增幅相若，但和以往吃類商品增幅高于整體增幅的趨勢不同，反映隨著疫情放緩，消費者生活復常外出增加（2023年1-3月零售餐飲收入大幅



增長 13.9%)，食品相關的網上銷售回復常態。在吃類商品之外，用類商品在 2023 年 1-3 月增長 6.9%，比 2023 年 1-2 月的 5.7%高，而穿類商品在 2023 年 1-3 月增長 8.6%，比 2023 年 1-2 月的 4.0%高。

從滲透率的角度看，2023 年 1-3 月網絡購物滲透率為 24.2%，較 2023 年 1-2 月的 22.7%高。網絡購物滲透率從 2022 年的 27.2%下降至 2023 年 1-2 月的 22.7%，但在 2023 年 3 月回復上升趨勢，反映消費者購物行為繼續從綫下到綫上轉移。

## 電信業

分析師黎柏堅

2023 年 1-3 月計算機、通信和其他電子設備製造業固定資產投資同比增長 14.5%，好于整體的 5.1%增長，因受惠于電信運營商發展 5G 網絡、工業互聯網和數據中心。中國首季手機產出 239.2 百萬台，同比下跌 13.8%。2023 年電信運營商受惠于新興業務的高增長，因“東數西算”策略的推出及國內發展數字經濟。人工智能的應用日漸普及，對數據中心的需求上升，2023 年將對計算機、通信和其他電子設備製造業固定資產投資成為增長動力。隨著 5G 用戶滲透率上升、物聯網及人工智能等新興領域市場的不斷擴大，對電信業發展的有利。我們預計 2023 年國內 5G 基站總數將達到 280 萬個，整體移動基站總數將達到 1350 萬個，可以支撐基站設備商的業務。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發展。中國 2023 年將加強新型基礎設施建設，并積極推進新型信息基礎設施，對數據中心及移動基站的需求上升，持續發展通信設備行業。

## 消費業

分析師潘泓興

3 月份全國零售銷售同比增長 10.6%，比之前 1-2 月份的 3.5%顯著上升。在 1 季度，全國零售銷售同比增長則為 5.8%；網上零售銷售同比增速達到 8.6%，比首兩個月的 6.2%有所加快。3 月份部分消費類別增速明顯提升；限額以上單位餐飲收入同比增長 37.2%， “金銀珠寶類”零售銷售同比增長 37.4%，是增長



最高的消費類別；此外，“服裝、鞋帽、針紡織品類” “體育、娛樂用品類” “中西藥品類” “汽車類” 的零售銷售增長也超過 10%。然而，在所有的產品類別中，仍有 4 個類別出現下降，分別是“飲料類” “家用電器和音像器材類” “文化辦公用品類” “建築及裝潢材料類”。

我們認為，本次零售銷售數據顯示：1) 從 3 月份的數據來看，疫情後消費市場復蘇持續；2) 消費者信心在疫情過後提升對消費市場有積極推動作用；3) 居民人均收入增速提升也是推動消費市場復蘇的主要因素，在今年 1 季度，全國居民人均可支配收入同比名義增長 5.1%，比去年 4 季度的 4.2% 有所提升；4) 部分消費品類的銷售下跌顯示消費市場并未完全復蘇，但我們預期隨著宏觀環境改善，消費市場在未來幾個月內將會出現持續復蘇的狀態。



## 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。

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，與本報告提及的零跑汽車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(約 9%)
持有	負市場回報 (約-9%) $\leq$ 股票投資回報 $<$ 市場回報(約 9%)
賣出	股票投資回報 $<$ 負市場回報(約-9%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2006 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數于 2006-22 年間平均增長率為 8.4%）

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限于：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司于相應行業的競爭優勢等。

### 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，請您聯系當地銷售代表。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 2023 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)21478863