



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

月滿中秋
喜迎國慶

港股市場一周回顧

2023年9月29日

港股市场一周回顾

29/9/2023

- 能源资源板块和电信服务板块领涨中港主要股股指
- 美欧日 PMI 呈下降趋势 四季度经济形势不容乐观
- 油价成为第四季度影响全球经济和金融市场的主要变量因素
- 楼市“金九银十”来或不来
- 家电行业受益于政府保交楼措施
- 8月工业企业利润变化呈现 V 型反弹
- 下周展望

一、 能源资源板块和电信服务板块领涨中港主要股股指

本周是9月的最后一周，恒生指数创今年新低，板块表现大幅分化。总结9月份和前9个月，恒生指数分别下跌约3%和10%。A股市场和香港股市于前9个月的表现特征，一是能源资源板块和电信服务板块受到投资者追捧（见图1）。这两个行业指数逆势上行，大幅跑赢相应基准指数及其他行业指数。二是房地产、工业和医药板块的股票被投资者抛售，其相应行业指数在A股和港股市场也大幅下降。我们判断板块表现的大幅分化是基本面因素造成的，也反映出大多数投资者对企业或行业基本面因素的高度关注。下半年以来原油价格的上涨以及中国能源股良好的股息支付吸引了投资者。数字经济的深入发展带动中国电信服务公司的收入增长以及他们高额股息支付也吸引了投资者。4-8月中国制造业PMI数据低于50和5-8月中国出口下降对工业股构成利空。虽然各项房市扶持措施相继出台，但截至8月主要开发商房地产销售数字依然疲软，市场尚未看到楼市扭转下降趋势信号。下游医疗行业的反腐行动打击上游医药制造行业销售前景，对医药股利空。A股和港股市场投资者的偏好和厌恶都很明显，买卖策略也很相近。

图 1：2023 年首 9 个月区域股市基准指数和其行业分类指数表现
在多个主要区域股市，能源业、电信业和信息技术业获得投资者追捧

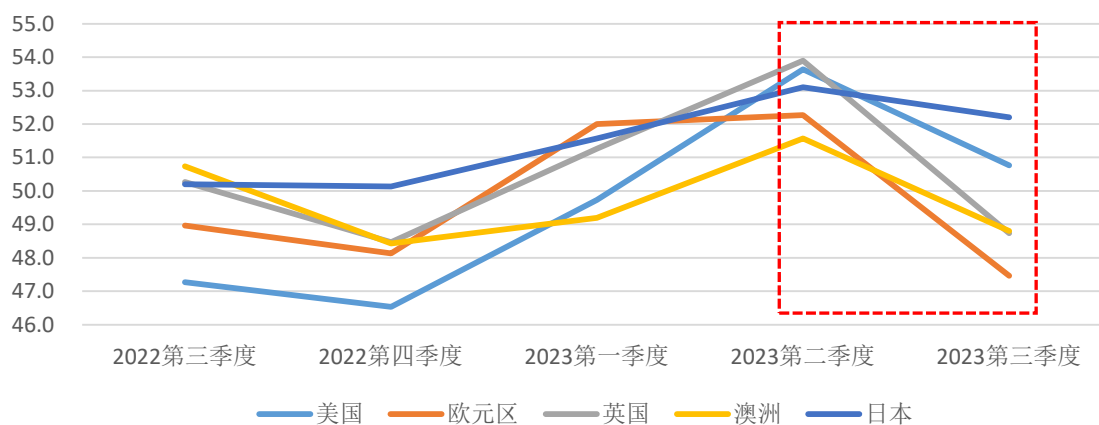
产业分类表现	沪深 300 指数	恒生综合行业指数	MSCI 亚太区指数	MSCI 欧洲指数	美国标普 500
基准指数	-4.7%	-11.3%	0.6%	5.9%	12.0%
能源指数	15.3%	25.3%	5.8%	10.7%	5.3%
金融指数	-0.3%	-6.5%	-1.2%	8.9%	-2.2%
地产指数	-21.2%	-28.7%	-12.7%	-6.8%	-8.3%
原材料指数	-5.8%	-0.3%	-2.0%	-2.1%	1.2%
工业指数	-14.7%	-22.6%	5.9%	9.9%	3.8%
可选消费指数	-5.3%	-9.5%	3.4%	7.0%	25.0%
主要消费指数	-7.9%	-22.9%	-7.0%	-2.2%	-6.4%
医药卫生指数	-11.0%	-24.1%	-9.8%	6.7%	-4.6%
电信业务指数	21.1%	18.7%	-3.4%	6.2%	40.5%
信息技术指数	4.4%	-12.7%	10.5%	10.8%	33.2%
公用事业指数	4.8%	-16.3%	-11.2%	-1.1%	-16.7%

指数截至9月28日；来源：彭博、农银国际证券

二、 美欧日 PMI 呈下降趋势 四季度经济形势不容乐观

基于西方主要经济体 9 月 PMI 初值，三季度西方主要经济体平均 PMI 扭转了今年首两季度的上升趋势（见图 2）。由于 PMI 调查反映了受访者对环比变化的看法，三季度 PMI 的趋势变化反映了经济形势的季度环比变化。美国季度平均 PMI 综合产出指数由第二季度的 53.6 下滑至第三季度的 50.8。同期，欧元区季度平均 PMI 综合产出指数从第二季度的 52.3 下降至第三季度的 47.5。英国 PMI 综合产出指数也从第二季度的 53.9 下降至第三季度的 48.7。澳大利亚 PMI 综合产出指数从第二季度的 51.6 下降至第三季度的 48.8。日本 PMI 综合产出指数从第二季度的 53.1 下降至第三季度的 52.2。从经济周期变化的时间点来看，逆转变化从第三季度开始出现。今年前两季度西方国家经济表现出较强的韧性，主要原因是在制造业持续疲弱的情况下，服务业持续繁荣导致。三季度经济周期的变化很大程度上是由于服务业正在失去扩张动力并开始萎缩，尤其是在欧洲，和制造业的持续疲软（见图 3-4）。在西方经济体中，第三产业在经济结构中占据主导地位。服务业的疲软通常是就业市场恶化的预警信号，失业率通常是一个滞后指标，服务业 PMI 是一个经济先行指标。由此看来，第四季度西方经济体的形势充满逆风。我们还应该看到，服务业的疲软并非个案，第三季度西方主要经济体都出现了这种情况。对全球经济的不利影响或许会超出市场预期，并且很可能主要在第四季度出现。

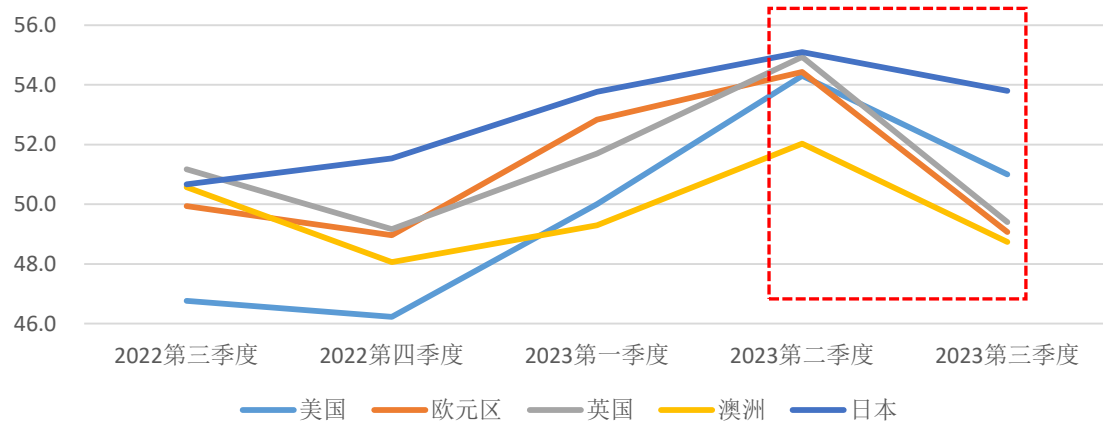
图 2：季度平均 PMI 综合产出指数
三季度西方主要经济体平均 PMI 产出指数扭转了今年首两季度的上升趋势



来源：标普全球、彭博、农银国际证券

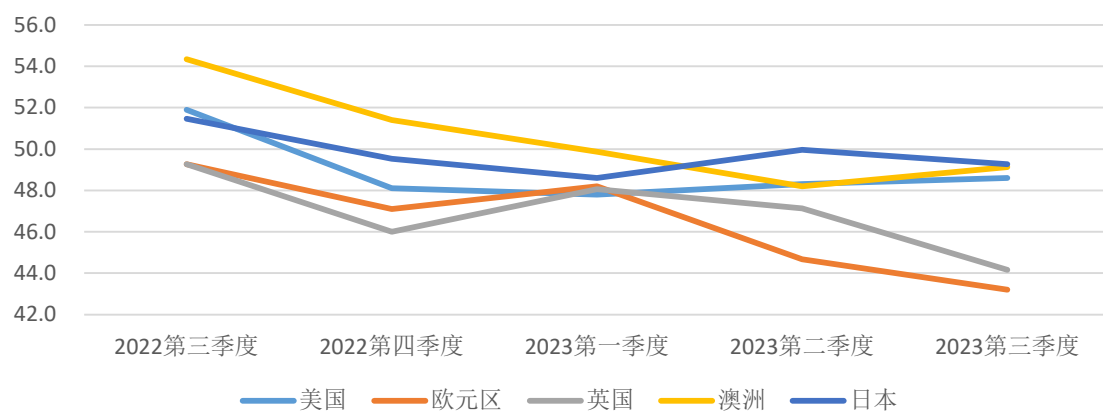


图 3：季度平均服务业 PMI 指数趋势
服务业逆转变化从第三季度开始出现



来源：标普全球、彭博、农银国际证券

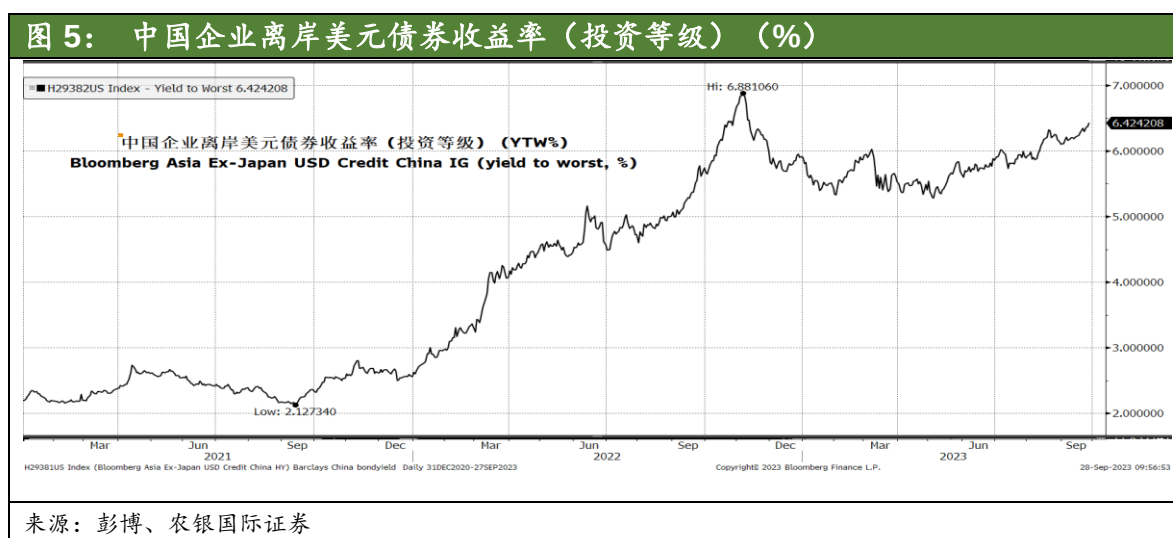
图 4：季度平均制造业 PMI 指数趋势
制造业持续疲弱，欧美制造业 PMI 了连续四个季度平均值低于 50



来源：标普全球、彭博、农银国际证券

三、 油价成为第四季度影响全球经济和金融市场的主要变量因素

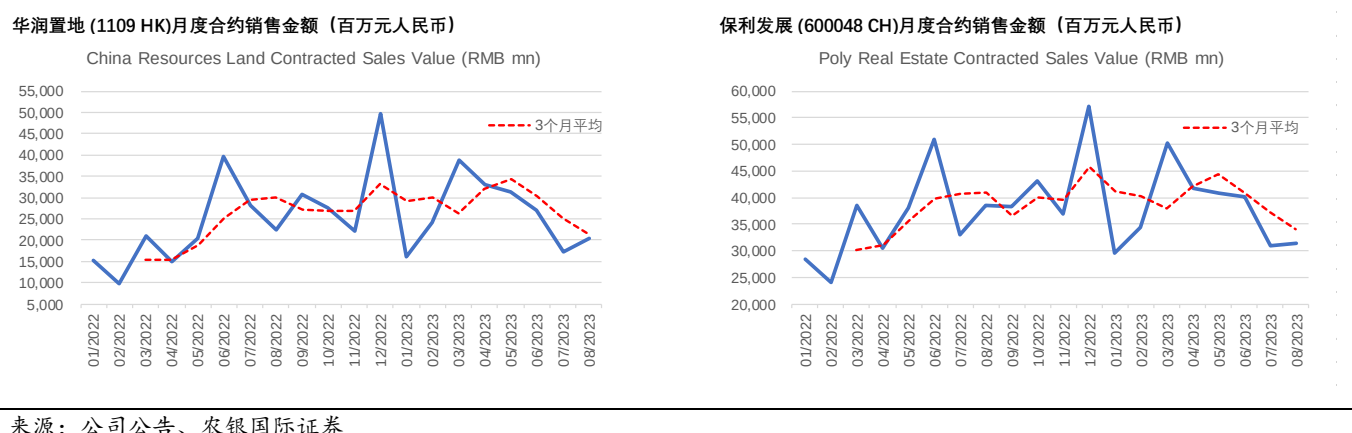
第三季度油价上涨将给第四季度全球经济和金融市场带来连锁反应。临近第三季度末，美国 WTI 原油价格升至近每桶 93 美元和欧洲布伦特原油价格升至每桶近 97 美元，已升至去年 10-11 月以来的最高水平。第三季度原油价格上涨对第四季度有以下连锁反应。一是按照目前的趋势，油价上涨导致 9 月和第四季度通胀压力加大。高能源资源价格将抑制消费者在非燃料消费品或服务的可支配支出。二是油价上涨影响通胀预期，通胀前景的变化引起债券市场的变化。尽管美联储在 9 月 19-20 日的 FOMC 会议后维持联邦基金利率不变，但本周 10 年期美国国债收益率已飙升至近 4.6%，为 2007 年 10 月以来的最高水平。三是美国国债收益率被视为评估金融资产的基准利率。美国国债收益率上升反过来又会拖累美元金融资产估值。9 月至今（截至 9 月 28 日），标普 500 指数和纳斯达克 100 指数分别下跌约 4.6% 和 5.2%。第三季度迄今，这两个指数下跌了近 3%。四是美国债券收益率不断上升将导致美元本位基金经理投资非美元资产的机会成本持续增加。以美元计价的流动性将回流美国，抑制非美元资产的估值。五是美国国债收益率不断攀升，也推高了中国企业发行的美元债收益率。彭博亚洲（不含日本）美元信用中国投资级债券指数显示，本周投资级别的中资离岸美元债券收益率升至 6.42%，高于今年 6 月末的 5.86%，也高于去年 9 月末的 5.74%（见图 5）。投资级债券的收益率上升（即债券价格下跌）意味着投资级债券持有者所持有的债券将遭受估值或价值损失，并抑制优质中国企业在离岸债务市场筹集美元资金。由于融资成本上升，中国企业的海外扩张计划可能会被搁置或推迟。除非 10 月原油价格大幅反转，否则，第三季度油价上涨的连锁反应将在第四季度全球经济和金融市场显现。



四、 楼市“金九银十”来或不来

二、三季度，中国多部门出台刺激措施支持房市，其中包括6月份5年期LPR下调10个基点至4.2%，各城市放松房市紧缩措施，新的住房贷款信贷利差下降等。尽管这些刺激措施的出台，投资者并不满意。追踪香港上市中国房地产开发商的恒生中国内地地产指数继上半年下跌约24%后，第三季度进一步下跌约14%。大部分专业或散户投资者或已远离中国地产股，其对恒生指数的影响力已大幅减弱。中国地产股占恒生指数总权重约2.15%。从经济意义上来说，房地产市场仍然很重要。房地产市场是中产阶级财富效应的体现，而中产阶级的财富效应又影响着他们的消费能力和消费意欲。我们根据房地产开发商的新房合约销售情况，绘制其销售趋势图表，以说明最新的新房销售市场（见图6-7）。主要开发商截至8月份的新房销售走势引起我们和市场的担忧。也许，开发商在六月至八月的销售明显下降趋势可以解释为什么政府机构推出各种住房支持措施，但他们的股价非但没有走强，反而走弱。今年年初，市场普遍预计国有房企的销售将好于民营房企。今年前8个月，这一预期是正确的。然而，这并不意味着国有房地产开发商能够抵御今年前8个月房地产市场的降温。从截至8月份的新房销售数据来看，二季度以来国有房地产开发商的新房销售也出现下滑。总体而言，投资者已充分肯定政府对房地产市场的积极态度。不过，主要房企公布截至8月的新房销售数据并未显示出任何房地产复苏趋势的信号。结果，投资者还是抛售地产股，导致恒生中国内地地产指数在第三季度下跌14%，首9个月下跌近35%。主要房地产开发商将在10月的前两周公布9月份的新房销售数据。如果9月份的销售仍然疲软，政府可能需要推出进一步的住房支持措施。

图 6：大型地产开发商销售业绩趋势
月度销售表现较易受到新项目推出或短期促销的影响，我们更倾向于跟踪 3 个月平均销售趋势以反映实际的业务趋势状况





農銀國際

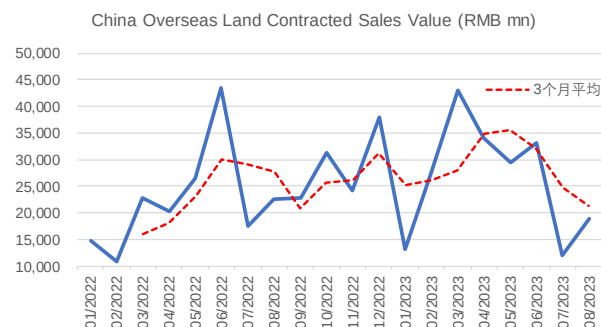
ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

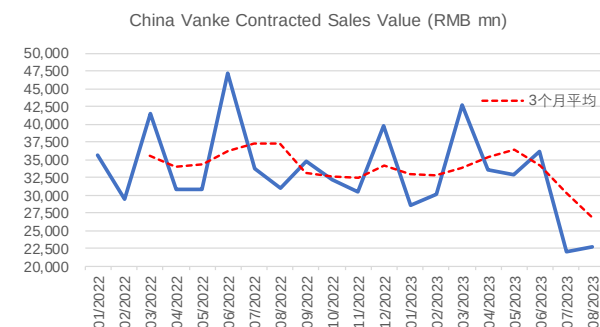
图 7: 大型地产开发商销售业绩趋势

我们更倾向于跟踪 3 个月平均销售趋势以反映实际的业务趋势状况

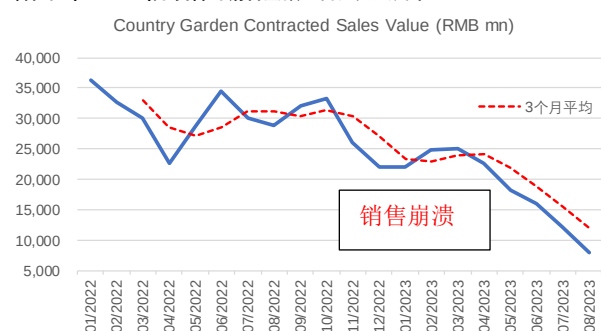
中国海外发展 (688 HK) 月度合约销售金额 (百万元人民币)



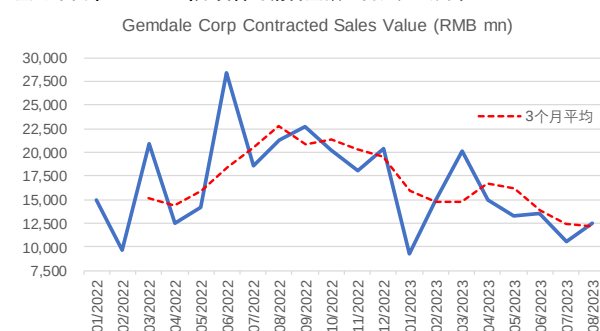
万科 (2202 HK) 月度合约销售金额 (百万元人民币)



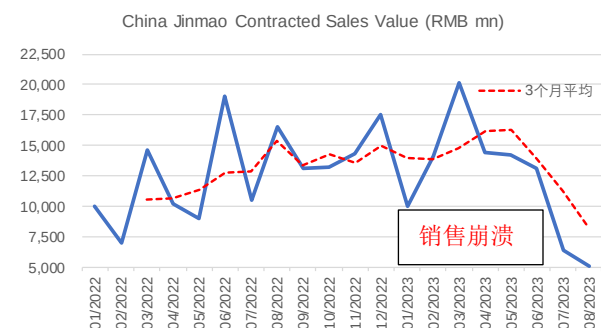
碧桂园 (2007 HK) 月度合约销售金额 (百万元人民币)



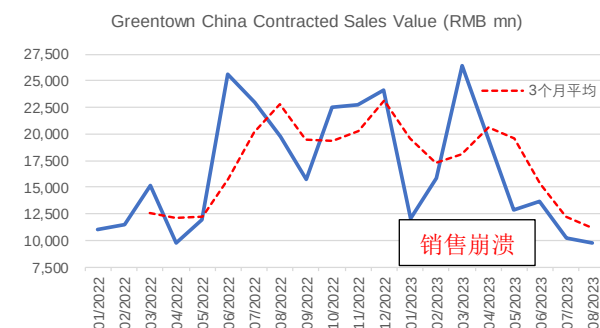
金地集团 (600383 CH) 月度合约销售金额 (百万元人民币)



中国金茂 (817 HK) 月度合约销售金额 (百万元人民币)

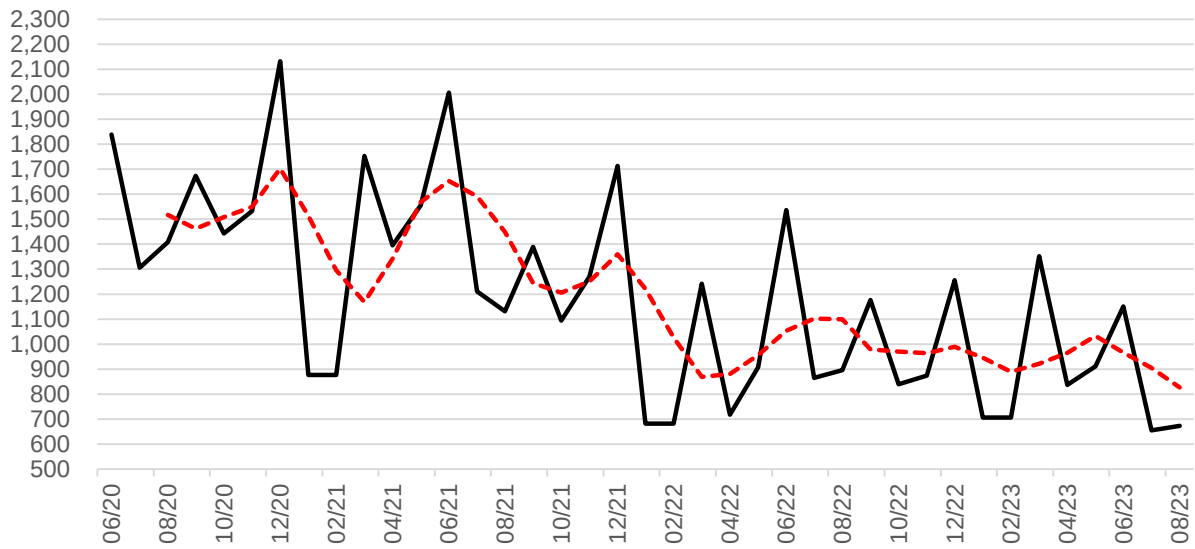


绿城中国 (3900 HK) 月度合约销售金额 (百万元人民币)



来源: 公司公告、农银国际证券

图 8: 每月全国新商品房销售额 (10 亿元人民币)
 自 2019 年末至 2023 年 8 月末, 5 年期 LPR 已下调 60bp, 商品房销售额仍波动下降



红线: 3 个月平均

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 9: 5 年期 LPR 变化趋势

	下调	5 年期 LPR
11/2019	-5bp	4.80%
2/2020	-5bp	4.75%
4/2020	-10bp	4.65%
1/2022	-5bp	4.60%
5/2022	-15bp	4.45%
8/2022	-15bp	4.30%
6/2023	-10bp	4.20%

来源: 人民银行、农银国际证券

五、 家电行业受益于政府保交楼措施

中国四大家电生产商美的集团（000333 CH）（“美的”）、格力电器（000651 CH）（“格力”）、海尔智家（6690 HK）（“海尔”）和海信家电（921 HK）（“海信”）第三季度股价表现疲弱。美的 A 股跌约 6%，格力 A 股微跌，海尔 H 股和海信 H 股持平。或许，投资者会直接将房地产销售疲软将导致家电需求疲软联系起来。统计数据表明这个逻辑中短期内是不合理的。

家用电器新增需求对新房竣工情况敏感。家用电器的需求可分为新增需求或更换需求。考虑到大部分大型家用电器的质量或耐用性，更换需求需要很长时间才能积累。家电新增需求对房地产市场更为敏感，尤其是对新房竣工情况而非新房销售情况。据国家统计局数据显示，尽管今年前 8 个月新商品住房销售面积同比下降 5.5%至 638.11 百万平方米，但同期新商品住房竣工总面积同比增长 19.5%至 317.75 百万平方米。2022 全年，新商品住房竣工总面积同比下降 14.3%至 625.39 百万平方米。今年住房竣工面积仍在快速增长，表明家电新需求应该强劲。而且，今年首 8 月虽然住房销售面积下降，但销售总面积几乎是竣工总面积的两倍。去年，住房销售总面积是竣工总面积的 1.8 倍。若政府保交楼措施落实执行，这意味着中短期内住房竣工面积增长势头将持续，衍生对家电新需求增长持续。

统计数据表明家电生产商也忙于增加产量。据国家统计局，2023 年 1-8 月，全国家用电冰箱产量 6297.3 万台，同比增长 14.5%；家用洗衣机产量 6460.7 万台，同比增长 23.6%；房间空气调节器产量 17745.0 万台，同比增长 16.5%。数据显示，家电产量增速与新住房竣工增速相当。而且，空调产量约为冰箱或洗衣机的 2.8 倍。鉴于大多数三口之家都会配备一台冰箱、一台洗衣机和三台空调，新房竣工的高速增长将给空调生产企业带来更多利好。

美的、格力盈利能力较优。格力电器主要生产空调，近七成的收入来自空调销售。其他 3 家电生产商生产各类家电产品。海信家电一半的收入来自空调，近三成的收入来自冰箱和洗衣机。美的近一半收入来自空调等通风设备，近四成的收入来自其他消费电器。海尔智家三成的收入来自冰箱，近四分之一来自洗衣机，约 16%来自空调。除海尔外，其他三家空调业务的集中度都相对较高。从盈利能力来看，美的和格力的表现优于海尔和海信。2022 年，美的、格力、海尔、海信的资产回报率分别为 7.3%、7.3%、6.5%和 2.6%；其股本回报率分别为 22.1%、24.4%、17.0%和 13.1%；其 EBITDA 利润率分别为 10.9%、15.7%、8.8%和 5.4%。

结合库存周转天数和应收账款周转天数两个指标，四大家电企业中，美的表现较优。从制造



商的角度来看，家电属于耐用消费品，消费市场瞬息万变，营运资金管理至关重要。库存周转天数和应收账款周转天数是两个很好的指标。2022 年，美的、格力、海尔、海信的库存周转天数分别为 64 天、106 天、89 天和 46 天。格力和海尔的库存周转天数接近 3 个月，美的和海信的库存周转天数则 1 至 2 个月。库存周转天数越长，意味着更多的财务资源被占用在仓库库存上，并承担较高的库存滞销风险和财务成本。美的、格力、海尔、海信的应收账款周转天数分别为 45 天、79 天、40 天和 63 天。

六、 8 月工业企业利润变化呈现 V 型反弹

临近四季度初，资本市场焦点将转向企业三季度财务业绩以及四季度经营趋势。据国家统计局，1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 46558.2 亿元，同比下降 11.7%，降幅比 1-6 月份收窄 5.1 个百分点。反映出规模以上工业企业在三季度首两个月平均盈利能力呈现良好改善态势。这些统计数据为资本市场评估工业企业三季度以及四季度利润趋势提供了洞察。

8 月份，工业企业利润加快恢复增长。工业企业利润同比降幅由 1-2 月的 22.9% 收窄至 3 月的 19.2%、4 月的 18.2%、5 月的 12.6%、6 月的 8.3% 和 7 月的 6.7%。8 月份利润同比增长 17.2%，利润变化呈现 V 型反弹。我们将前 8 个月利润增速与前 6 个月利润增速进行比较，以说明第三季度前两个月的利润增长变化情况（见图 10-11）。

图表 10: 全国规模以上工业企业实现利润
第三季度前两个月，制造业和公用事业盈利能力持续改善，但采矿业盈利能力恶化

	1-8/2023 利润 (亿元人民币)	1-8/2023 利润 (同比变化%)	1-6/2023 利润 (同比变化%)	1-3/2023 利润 (同比变化%)	1-8/2023 vs 1-6/2023 利润增速变化 (百分点)	1-8/2023 vs 1-3/2023 利润增速变化 (百分点)
利润总额	46,558.2	(11.7)	(16.8)	(21.4)	5.1	9.7
其中：						
采矿业	8,906.3	(20.5)	(19.9)	(5.8)	(0.6)	(14.7)
制造业	32,982.8	(13.7)	(20.0)	(29.4)	6.3	15.7
电力、热力、燃气及 水生产和供应业	4,669.1	40.4	34.1	33.2	6.3	7.2

来源：国家统计局、农银国际证券

1-8 月份，采矿业利润同比下降 20.5%，降幅较 1-6 月份扩大 0.6 个百分点；制造业利润下降 13.7%，降幅收窄 6.3 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长 40.4%，增速加快 6.3 个百分点。制造业和公用事业在三季度首两个月平均盈利能力呈现良好改善态势。装备制造业利润增长加快。工业新动能持续壮大，新能源汽车、锂离子电池、光伏设备、动车组等产品生产较快增长，装备制造业发展动力不断增强。1-8 月份，装备制造业利润同比增长 3.6%，增速较 1-6 月份加快 0.5 个百分点。装备制造业利润增速高于规上工业平均水平 15.3 个百分点，持续引领工业企业利润稳步恢复。分行业看，电气机械利润增长 33.0%，增速较 1-6 月份加快 3.9 个百分点；铁路船舶航空航天运输设备行业利润增长 32.5%，增速较 1-6 月份降 2.8 个百分点；汽车行业利润增长 2.4%，增速降 7.7 个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业利润降 20.6%，降速收窄 4.6 个百分点。

图表 11: 全国规模以上制造业企业实现利润（按利润高低排）

在三季度首两个月，电气机械和器材制造业和电力、热力生产和供应业利润增长加速

	1-8/2023 利润 (亿元)	1-8/2023 利润 (同比变化%)	1-6/2023 利润 (同比变化%)	1-3/2023 利润 (同比变化%)	1-8/2023 vs 1-6/2023 利润增速变化 (百分点)	1-8/2023 vs 1-3/2023 利润增速变化 (百分点)
制造业	32,982.8	(13.7)	(20.0)	(29.4)	6.3	15.7
其中:						
电气机械和器材制造业	4,028.9	33.0	29.1	27.1	3.9	5.9
计算机、通信和其他电子设备制造业	3,546.7	(20.6)	(25.2)	(57.5)	4.6	36.9
汽车制造业	3,035.9	2.4	10.1	(24.2)	(7.7)	26.6
化学原料和化学制品制造业	2,633.7	(51.1)	(52.2)	(54.9)	1.1	3.8
医药制造业	2,217.2	(18.3)	(17.1)	(19.9)	(1.2)	1.6
通用设备制造业	2,024.7	12.9	17.9	7.4	(5.0)	5.5
非金属矿物制品业	1,948.6	(26.8)	(26.6)	(30.6)	(0.2)	3.8
酒、饮料和精制茶制造业	1,808.6	(14.0)	(16.7)	13.5	2.7	(27.5)
专用设备制造业	1,717.1	3.6	3.9	(10.1)	(0.3)	13.7
烟草制品业	1,399.4	2.6	5.3	9.0	(2.7)	(6.4)
有色金属冶炼和压延加工业	1,209.6	(27.0)	(44.0)	(57.5)	17.0	30.5
食品制造业	1,023.4	0.4	(0.1)	(4.6)	0.5	5.0
金属制品业	973.9	(3.8)	(10.6)	(19.8)	6.8	16.0
橡胶和塑料制品业	943.5	15.0	11.0	(9.2)	4.0	24.2
农副食品加工业	634.9	(26.0)	(33.2)	(18.4)	7.2	(7.6)
仪器仪表制造业	605.5	10.1	10.8	2.0	(0.7)	8.1
铁路、船舶、航空航天运输设备制造业	476.2	32.5	35.3	39.0	(2.8)	(6.5)
纺织业	386.2	(15.0)	(23.8)	(34.0)	8.8	19.0
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	341.5	(7.8)	(4.4)	(15.9)	(3.4)	8.1
纺织服装、服饰业	339.0	(6.8)	(3.1)	(13.6)	(3.7)	6.8
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	263.9	16.0	(0.3)	(25.7)	16.3	41.7
石油加工、炼焦和核燃料加工业	243.8	(68.9)	(92.3)	(97.1)	23.4	28.2
印刷和记录媒介复制业	191.5	(9.6)	(13.6)	(19.9)	4.0	10.3
家具制造业	185.4	(10.2)	(1.9)	(12.6)	(8.3)	2.4
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	171.4	7.2	(2.7)	(3.3)	9.9	10.5
造纸和纸制品业	151.7	(39.8)	(44.6)	(46.0)	4.8	6.2
黑色金属冶炼和压延加工业	147.9	(57.1)	(97.6)	(111.9)	40.5	54.8
化学纤维制造业	101.6	(21.4)	(55.5)	(70.4)	34.1	49.0
废弃资源综合利用业	93.1	(30.8)	(60.1)	(62.8)	29.3	32.0
金属制品、机械和设备修理业	77.6	14.5	199.4	79.6	(184.9)	(65.1)
其他制造业	60.6	(28.6)	(4.0)	(12.1)	(24.6)	(16.5)
电力、热力、燃气及水生产和供应业	4,669.1	40.4	34.1	33.2	6.3	7.2
其中:						
电力、热力生产和供应业	3,818.6	53.4	46.5	47.9	6.9	5.5
燃气生产和供应业	568.5	0.6	(0.8)	(8.2)	1.4	8.8
水的生产和供应业	281.9	3.8	2.5	0.0	1.3	3.8

注：前8个月利润增速与前6个月利润增速进行比较，以反映第三季度前两个月的利润增长变化情况

来源：国家统计局、农银国际证券

七、 下周展望

10月第一周，A股市场因国庆假期休市，于10月9日（周一）复市，南向港股通也于9月29日至10月7日关闭，并于10月9日重开。香港股市将于10月2日休市，于10月3日（星期二）开市。9月，内地投资者通过南向港股通日均买入港股金额约161亿港元，约占港股市场日均成交额的18%，占权益类证券日均成交额约21%。在南向港股通关闭期间，中国内地投资者约两成的购买盘将消失，同期港股市场将受到较大影响。

国家统计局于9月30日（周六）公布9月份PMI，其影响将于下周在港股显现。中国9月制造业PMI的焦点是新订单指数。新订单指数继4至7月低于50后，8月回升至50水平以上，达到50.2。新订单指数是先行指标，9月份新订单指数将为第四季度第一个月的经济形势提供初步洞察。

新能源汽车制造商和中国房地产开发商将在10月前两周公布9月销售业绩，市场将知晓“金九银十”销售旺季表现如何。据中国乘联会，根据前三周销量数据，协会预测9月乘用车零售量环比增长3.1%，同比增长3.0%至198万辆，其中新能源汽车零售量环比增长4.7%，同比增长22.3%至75万辆。从这一预期增速来看，这对新能源汽车行业来说是利好消息，但资本市场投资者可能会失望，因为9月份的预期增长动力低于8月份。8月份，新能源汽车零售量环比增长11.8%，同比增长34.5%至71.6万辆。如果增长动力放缓，竞争就会加剧，上游汽车电池供应商也会受到连锁反应的影响。

“金九银十”对于房地产开发商来说也至关重要。尽管6-8月各项住房支持措施陆续出台，但截至8月房地产开发商新房销售仍呈疲软态势。新房销售下降周期是否会扭转，“金九银十”传统旺季的销售表现是一个先行指标。从准备购房者的角度来看，降低房贷利率和降低首付比例的优惠并不比降低房价更实惠。除非地方政府全面放开限价政策，否则需求弹性很难充分见效。当然，对于住房业主来说，他们不希望看到房价下跌。

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。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其联属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的万科企业(2202 HK)及中国金茂(817 HK)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 $\geq$ 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