

## 宏觀經濟

### 未有成功先例，實施慎之又慎——托賓稅的國際經驗與啟示

什麼是“托賓稅”？托賓稅是針對外匯交易徵收的交易稅，旨在著重提升短期外匯交易的成本，以抑制過度的短期資本跨境流動。托賓稅具有3個基本特徵：1) 市場化價格型間接調控手段；2) 非對稱成本提升效應；3) 旨在抑制短期資本流動。

為什麼要徵收“托賓稅”？1) 短期資本流動削弱貨幣政策獨立性：巴西、智利、哥倫比亞等拉美國家為應對高通脹實施貨幣緊縮，高利率導致資本大量流入，央行被動擴大貨幣供給，加重通脹壓力；2) 資本流動期限短，威脅金融穩定性：採取托賓稅前，流入拉美國家的主要是短期資本，長期資本增長緩慢，短期資本流動增加金融體系流動性風險、資產價格泡沫風險、以及幣種和期限錯配風險，威脅金融穩定性；3) 匯率大幅波動，不利於貿易和投資：短期資本流入導致匯率高估，出口競爭力弱化，形成的長期貶值預期減弱國內市場對長期資本的吸引力；4) 資本流出的情形：馬來西亞曾在資本流出背景下實施資本管制和撤資稅等政策，其目的同樣是維持貨幣政策獨立性，避免被動加息。

國際經驗：“托賓稅”如何實施？1) 無息準備金（URR）：無息準備金是應用較為廣泛的一種托賓稅類政策工具，針對外匯流入徵收，旨在緩解短期外資流入導致的本幣升值壓力，準備金率是主要調控手段，有時針對短期流動採用更為嚴厲的差異化準備金率。智利（91-98）、哥倫比亞（93-00、07-08）、泰國（06-08）曾實施 URR。2) 金融交易稅（IOF）：一種針對外匯交易的顯性稅收，在外匯流入環節徵收，主要針對短期資本流入導致的本幣升值壓力，稅率是主要調整手段，變化較為頻繁，徵稅範圍不僅包括即期市場，也延伸至外匯衍生工具交易。巴西（93-99、09-14）曾兩度實施 IOF。3) 預扣稅、撤資稅等：與 URR 和 IOF 不同，主要在資本流出環節徵收，同樣對短期資本流出更為嚴格。馬來西亞曾在 99 年以撤資稅替代 98 年實施的嚴格外匯管制，韓國和泰國分別曾對外國投資者投資本國國債收益徵收預扣稅。

“托賓稅”是否有效？我們從跨境資本流動總量、結構、貨幣政策獨立性和匯率波動性四個方面衡量托賓稅類政策的實施效果，發現：1) 托賓稅對抑制短期資本流入的效果更為顯著，對抑制資本流出作用不大。2) 在資本流入環境下，托賓稅類政策對保持國內貨幣政策獨立性具有一定作用，而在資本流出環境下，作用不明顯。3) 除上述兩點外，無直接證據顯示托賓稅對跨境資本流動和匯率具有其他直接影響。托賓稅對跨境資本流動規模並無實質影響，撤資稅、預扣稅未能抑制資本流出，對實際匯率也無明顯效果。

中國如何借鑒“托賓稅”？對我國而言，目前是借鑒“托賓稅”較為敏感的時期，相關舉措應審慎考量。1) 托賓稅抑制外匯流出未有成功先例。與多數案例不同，我國當前仍面臨一定的資金流出和人民幣貶值壓力。托賓稅在抑制資本流出和貶值方面目前尚未有成功先例。2) 人民幣加入 SDR，外匯管制難再收緊。SDR 貨幣需滿足“可自由使用”標準，國內金融市場開放度有待提升。而最近 30 年內未有 SDR 貨幣涉足托賓稅，相關措施似乎更多與金融脆弱性相聯繫。3) 托賓稅的可能性：外匯衍生品交易。外匯衍生品交易對貶值預期有放大作用，或成為托賓稅類政策首選交易類型。已實施的遠期售匯風險準備金，或納入託賓稅框架之中，並擴展至更多衍生品交易。外匯衍生品交易以外其他領域的托賓稅，短期內快速推進的概率較低。

## 這次通脹主線，投資下游

貨幣寬鬆、經濟回升是通脹的前奏。回顧近十年以來的兩輪典型的通脹，以 CPI 增速超過 3%，通脹持續上升界定為通脹區間。第一輪通脹的物價持續上漲階段為 2007/03-2008/02，CPI 中樞為 5.7%，PPI 中樞 3.7%；第二輪通脹時期物價持續上漲階段為 2010/05-2011/07，CPI 中樞為 4.6%，PPI 中樞為 6.2%。從歷史經驗來看，歷次經濟回升的過程，都是流動性寬鬆領先於經濟增長，經濟增長領先於通脹。兩輪通脹略有不同，07 年 CPI 先上漲，10 年 PPI 先上漲。產生這種不同的原因在於，在 2007/03-2008/02 的通脹階段，主要是經濟繁榮，需求旺盛推動的通脹，CPI 增速高於 PPI；而在 2010/05-2011/07 的通脹階段，是全球貨幣寬鬆推動的通脹過程，國內的“四萬億”經濟刺激計畫以及美國的 QE1、QE2 相繼推出，對全球大宗商品的價格刺激效用更強，PPI 增速高於 CPI。

通脹仍需邊走邊看。目前仍屬於貨幣寬鬆階段，但經濟基本面沒有明顯改善的背景下，由經濟好轉拉動通脹快速上漲的可能性不大。放眼全年，宏觀調控今年注重“區間調控、定向調控、相機調控”，宏觀政策在“供給側改革”與穩增長之間左右搖擺，如果穩增長僅僅只是經濟托底而非強刺激，則經濟全面通脹的可能性不大，部分產品的價格上漲不會向實體全面傳導。但如果經濟穩增長演變成“強刺激”，那麼通脹的概率也會大大提高。近期物價上漲源於貨幣寬鬆、補庫存、穩增長。

前兩輪通脹，資源品彈性大於消費品。07 年和 10 年的兩輪通脹時期，證券市場表現都是偏上游的採掘、有色等週期行業，以及具有抗通脹能力的消費類行業如食品飲料、農林牧漁、醫藥等表現較好。消費品中，在當時的通脹階段投資者熱衷於選擇需求彈性比較低、具備漲價能力的高端白酒、中藥、肉製品、乳製品等細分行業。但這一次的物價上漲與上兩輪不同，07 年和 10 年的通脹時期，實體經濟需求旺盛，投資機會偏上游，上游資源品彈性更大。而這一輪價格上漲，實體經濟需求疲弱，上遊行業產能過剩嚴重，相對而言下游消費品的供需結構更加合理，投資機會也將會更偏下游。

這一次，下游消費品更優。雖然當前經濟也處於貨幣寬鬆階段，但 07 年、10 年經濟景氣度較高，而目前全球經濟形勢低迷，國內經濟仍然存在下行壓力，這種背景難以支撐週期品價格的趨勢回升。在前期報告《週期行業供需分析——供給側改革系列 3》我們也詳細分析過水泥、煤炭、有色等行

業的供需情況，未來這些行業去產能過程仍需要經歷一段較長的時間，距離出清還早，嚴重的過剩產能也將壓制這些產品價格反彈的高度。因此對於這輪物價上漲，建議選擇傳統行業中繼續選擇與下游相關、並且供給難以短期快速增加的品種，如化工的維生素、印染、純鹼，農業的養殖，以及食品飲料等，簡單概括為選 CPI 而非 PPI。偏下遊行業供需改善更明顯。這輪價格上漲，農業養殖和化工中的維生素、印染價格趨勢上漲已經成為市場共識，未來可以關注新的漲價消費品如白酒、中藥材等。

風險提示。海內外經濟政策波動。

## 大市導航

### 石油化工：煉化盈利創新高，印證石化景氣高點於 2016-2018 年出現

中國石化 2015 年煉化業務盈利創新高。2015 年中國石化煉油業務實現經營收益 209.59 億元，實現扭虧的同時，盈利也大幅提升，僅次於 2009 年 230 億元的盈利水準。化工業務實現經營收益 196.82 億元，在扭虧的同時，所實現的盈利也僅次於 2011 年（化工業務實現經營收益 267 億元）。中國石化 2015 年煉化業務合計盈利 406.41 億元，為歷史最佳水準，表明石化行業景氣度明顯向上。

進口原油均價大幅下降，化工成本優勢明顯。2016 年 2 月我國進口原油 3180 萬噸，僅次於 2015 年 12 月 3319 萬噸，為史上第二高的單月原油進口量。而進口均價方面，由於 2016 年 1 月國際原油價格再次下跌，帶來我國 2 月的原油進口均價下跌，平均進口價格僅為 232 美元/噸（約 31.5 美元/桶），折合人民幣進口均價為 1514 元/噸，為近年來的最低水準。

2016 年 2 月國際原油價格（32.48 美元/桶）雖然有所回升，但回升幅度僅為 5.8%，依然處於歷史底部區域，我們預計 3 月原油進口均價依然處於較低水準。

行業景氣頂點有望在 2016~2018 年出現。在我們此前的深度報告《石化行業\_深度報告：行業景氣高點有望出現在 2016~2018 年 20140116》裡面我們曾提到，石化行業的景氣週期一般為 6~8 年，我們認為石化行業前兩次景氣頂點分別出現在 2004~2006 年、2010~2011 年，下一次行業景氣頂點有望在 2016~2018 年出現。

化工產品價差擴大。從乙烯-石腦油價差來看，在 2004~2006 年、2010~2011 年，這一價差分別達到了階段性的高點。目前乙烯-石腦油價差在持續擴大，石化行業的景氣週期上行。此外，其他化工產品原料價差也有所擴大。丙烯-石腦油價差、丙烯-1.2×丙烷價差、丁二烯-C4 價差從今年初至一季度末分別擴大 44.97%、66.59%、128.90%。

國內烯烴裝璜檢修較多。近期較多煤制烯烴及烷烴脫氫制烯烴裝璜處於檢修狀態，總檢修產能超過 330 萬噸，從而帶來烯烴供應能力的下降。

美國乙烷脫氫裝路多在 2017 年以後投產。目前美國仍有多套乙烷脫氫制乙烯裝路處於建設過程中，但以上裝路多數要在 2017 年以後方能投產，不會帶來今年乙烯供應量的增加。我們認為乙烯在 2016 年全年都有望維持高景氣週期。

煉化裝路開工率有所上升。自 2016 年以來，煉油裝路開工率有所上升，2016 年 2 月國內成品油和石腦油開工率分別為 79.31%和 78.45%，較 2015 年 12 月分別提高 2.68 和 3.02 個百分點。丙烯裝路開工率維持在較高水準，自 2015 年二季度以來基本維持在 70%左右。

重點關注上市公司。我們認為支持行業景氣度向上的因素主要包括以下幾個方面：（1）低油價有助於行業景氣度向上；（2）國內煤制烯烴裝路停產檢修（330 萬噸）；（3）北美烯烴裝路投產推遲至 2017 年；（4）烯烴需求穩定增長。建議關注上海石化、衛星石化、中國石化、\*ST 華錦等。

風險提示：原油價格持續下跌，化工產品價格大幅回落。

### **農業：生豬養殖行業龍頭企業發佈月度資料，顯示行業景氣持續，核心公司仍有配路價值**

內容：牧原股份 2016 年 3 月公司銷售生豬 16.9 萬頭，銷售收入 2.98 億元，平均單價 19.08 元/公斤。溫氏股份 2016 年 3 月公司銷售生豬 140.21 萬頭，銷售收入 31.27 億元，平均單價 19.37 元/公斤。

點評：我們對兩家公司的資料做了跟蹤分析。牧原股份 3 月出欄量同比增長 56%，一季度出欄量共計 48.8 萬頭，同比增長 22%；溫氏股份 3 月出欄量同比增長 6.05%，一季度出欄量共計 410.89 萬頭，去年同期為 352.38 萬頭，同比增長 17%。

牧原和溫氏的平均銷售價格分別為 18.17 元/公斤和 18.15 元/公斤，提升幅度分別為 54%和 49%。牧原一季度出欄均重 102.4 公斤/頭，去年同期為 103.0 公斤/頭。溫氏一季度出欄均重 112.7 公斤/頭，去年同期為 111.5 公斤/頭。我們判斷由於母豬存欄資料持續下降和環保壓力導致的補欄速度較慢，預計全年豬價高位震盪，特別是上半年價格高企無憂，核心龍頭企業仍有較明顯的配路價值。

風險因素：豬價波動風險。

### **建材：冀東水泥金隅股份停牌，水泥行業整合預期加速**

冀東水泥、金隅股份、冀東裝備同時公告稱收到實際控制人通知，為深入貫徹落實國家京津冀協同發展的戰略部署，積極回應中央關於加強供給側結構性改革、大氣污染防治、促進產業優化升級的政策精神，唐山國資委正在與北京金隅集團有限責任公司籌畫戰略合作，公司股票自 4 月 6 日起停牌。

我們判斷上述戰略合作涉及冀東水泥及金隅股份整合。冀東水泥及金隅股份整合方案目前尚不明確，我們認為冀東水泥由於市值偏大，賣殼的預期不明朗。但冀東水泥和金隅股份在京津冀區域合計佔有 50% 以上市場份額，強強聯合有望大幅改善區域市場格局。近期區域基建有所加速，疊加格局改善，我們判斷後續京津冀水泥市場有望底部回升。

在京津冀一體化以及供給側改革大背景下，我們認為冀東水泥和金隅股份整合的快速推進有望加速水泥行業整合預期。建議關注中材中建材合併帶來的旗下水泥業務整合預期、拉法基豪瑞合併帶來的旗下中國區域內水泥業務整合預期，關注相關標的寧夏建材、祁連山、天山股份、華新水泥、四川雙馬。

風險提示：整合進度不達預期，水泥跌價等。

## 汽車：“汽車界的蘋果時刻”到來

特斯拉發佈 Model 3，進行全球預定，第一天訂單 12 萬輛，一天半內訂單量 25 萬輛，三天訂單量 28 萬輛，起售價 3.5 萬美元（22.77 萬人民幣），預計 2016 年 8 萬輛，2020 年實現 50 萬輛，2025 年 100 萬輛。

第一，Model 3 預示了汽車行業的蘋果時刻，智慧汽車替代傳統汽車的大幕揭開，推動特斯拉產業鏈的投資熱情；特斯拉真正配套關係的，除了松下電池產業鏈，臺灣富田電機最受益。

第二，鎖定智慧化方向，重大利好無人駕駛板塊，因為對比 Model 3 的 3.5 萬美元售價，帶來的最重大差異化體驗就是自動駕駛模組，更智慧更安全更高效，成本低廉功能可靠；並且隨著自動駕駛標配化，汽車網聯化完成，人類將完全從駕駛中解放出來；推薦亞太股份、金固股份、保千里、歐菲光、得潤電子等，關注萬安科技。

第三，特斯拉繼續強化投資者電動化信心，電池成本下降性能提升效率提高，是確定性產業趨勢；中長期把握中國 2016 年銷量主力將來自於乘用車、專用物流、分時租賃等機遇，推薦比亞迪、天齊鋰業、滄州明珠、多氟多等產業核心標的。

第四，馬斯克強調未來 10-15 年，所有新車都將是自動駕駛汽車，1/3 將放棄汽車所有權，轉而使用共用汽車服務。共用化正快速起步，更多產業轉型需要，更多產業資源到位，更多商業創新推動，我們推薦共用化將成市場下一個風口，力帆股份、納川股份正步入高速發展的汽車共用跑道。

風險因素：產業發展速度不達預期，系統性風險。

## 鋼鐵：供需矛盾將觸發，看漲鋼鐵 30%

房地產和固定資產投資起來是核心邏輯。房地產投資與耗鋼密度高度相關，週期上也與鋼企盈利趨勢也完全一致。鋼材庫存降無可降。整個產業鏈鋼材庫存都幾乎處於歷史低位。前三個月鋼材供應欠帳嚴重。前三個月日均鋼材供應減少約 7.5%，但全年看需求應該略有增長。去年大虧使得產業鏈各方訂單謹慎。部分小鋼企難以復工。目前鋼企盈利不錯，但小鋼企開工率比去年均值低 13 個點，比去年同期低 24 個點，部分小鋼企或已難以復工，讓出市場份額。我們預計現存鋼企產能利用率今年將提升 4 個點。鋼價繼續明顯上漲，鋼企盈利可持續有時。供需矛盾將觸發，料鋼價繼續明顯上漲並帶動鋼企盈利繼續改善。

需求側好轉、供給欠帳、鋼價續漲、盈利繼續改善、鋼鐵指數前期跌幅較多是推薦邏輯。鋼鐵指數看漲 30%。可以關注彈性大（噸鋼市值小或市銷比小）、絕對流通市值小、前期漲幅小、不會 st、淘汰受益品種，同時避免偏遠地區鋼企。建議關注大冶特鋼、永興特鋼、柳鋼股份、新鋼股份、南鋼股份、河鋼股份。礦業公司關注金嶺礦業。

風險提示：房地產投資可能會有較大波動。

## 電子：推薦汽車電子，特斯拉可能是汽車行業的蘋果

上周科技界最搶鏡的事件莫過於售價 3.5 萬美金的特斯拉 Model 3 於北京時間 4 月 1 日正式接受預定，截止到 4 月 4 日，預定量已達 25.3 萬台，而這款車最快也要在 2017 年下半年開始交貨。目前特斯拉每年的汽車銷量才 5 萬輛。

Model 3 的體積比 Model S 小 20%，提供單電機後輪驅動以及雙電機四輪驅動的選擇，0-96Km/h 加速僅需 6.0 秒，整車續航超過 345 公里。擁有特斯拉自動駕駛系統、OTA 空中升級、遠端診斷、以及 APP 聯接等功能。

特斯拉之所以讓人“著迷”，絕不僅僅因為更環保的新能源電池，因為從電力成本和充電方便性角度看電動車都不足以讓人“瘋狂”。特斯拉最有價值的是包括它先進的自動駕駛系統在內的十足科技感，是其區別於其他新能源車和汽油車的根本。

我們始終認為，以自動駕駛與車聯網趨勢為特點的汽車電子產業，有望接替智慧手機成為驅動電子產業發展的下一個動力。

電子行業上一波投資機會來自智慧手機替代功能手機帶來的手機產業鏈重構過程，蘋果是這一波浪潮中的主導者與“弄潮兒”。而電子行業下一波的大機會，我們認為可能是汽車從當前“代步”的功能性向智慧化網路化方向發展，在這個發展過程中，汽車的電子化程度越來越高，汽車電子投資機會是一個大金礦。

在當前階段，我們認為特斯拉有可能成為汽車行業的蘋果，理由有：1) 所處的行業大背景類似，汽車行業當前所處階段很像手機行業在 2005~2010 年左右的階段，當時手機智能化的勢頭正起，而且出現了一條大鯨魚——蘋果，憑藉其完美的用戶體驗，顛覆了整個手機產業，將手機智能化趨勢推向高潮。而在當前階段，汽車行業的智慧化、網路趨勢也已經確立，而致力於最具創新力技術的特斯拉的出現，為人們帶來最極致的駕乘體驗；2) 任何行業都可能受限於傳統的利益與創新思路，行業的顛覆者往往來自於新進入者，當年手機業的蘋果，如今汽車業的特斯拉都具備這樣的特點；3) 任何一個偉大的企業都需要一位元元富有遠見而又近似偏執的領導者，史蒂夫·約伯斯（Steve Jobs）是卓越的高管，蘋果能夠相繼推出 iPod、iPad、iPhone、iTune 等驚世產品，而埃隆·馬斯克（Elon Musk）的成功並不亞於約伯斯，創建的 PayPal、SpaceX 和 Tesla Motor 為他贏得了世界性的聲譽。

所以，我們有理由期待特斯拉汽車為代表的自動駕駛革命的到來，汽車的電動化可以提供更簡化方便的動力和操控結構，更適應電腦控制，汽車電子硬體是溝通汽車機械語言與 IT 語言的橋樑。

從投資角度看，汽車電子是電子行業的下一個大金礦。兩方面選股：1) 關注特斯拉直接相關個股：長信科技、鴻特精密等。2) 自動駕駛大方向重點關注保千里，其是國內在自動駕駛領域進展最領先的公司，主動安全系統產品在汽車的後裝、前裝都實現了重大突破，後裝在 2015 年已經實現 4 億的銷售，前裝已經獲突破，實現量產，有望帶動公司業務實現騰飛。

另外，法拉電子、勝利精密、歐菲光、得潤電子、金固股份、亞太股份等在汽車電子領域的佈局也值得關注。

風險提示：大盤系統性風險、自動駕駛技術進步速度低於預期風險。

### **上海機場（600009）：流量增長、非航發展、投資收益均存較強向上預期差**

航空主業穩步提升。2013 年-2015 年，上海機場運營業績持續加速增長業績穩步提升：飛機起降架次增速由 2.6% 上升到 11.7%，旅客輸送量增速由 5.1% 提升至 16.3%。橫向比較來看，上海機場流量水準已經明顯領先於北京、廣州、深圳等樞紐機場，甚至快於許多旅遊類機場。從今年春運情況看，中國消費者選擇出境旅遊的目的地前三名是日本、韓國和泰國。

而上海一方面是第一大出境遊的出發地或中轉地，浦東機場國際旅客占比高；另一方面上海緊鄰日、韓，浦東國際機場是前往日韓的首選。

迪士尼流量有望形成新的預期差。3 月 28 日迪士尼門票預售被“秒殺”，6 月迪士尼開園後流量聚集效應預計十分顯著。



從東京迪士尼的情況來看，2013-2014 財年“家庭遊”和“親子遊”的比例占到了 60%以上。上海迪士尼樂園開幕有望成為最佳親子遊目的地。這點也和上海世博會有著明顯的差異，世博會的遊客中有不少是到上海出差的商務旅客，而迪士尼商務旅客預計較少，休閒旅客佔據絕對優勢。

公司非航業務發展值得期待。公司 2015 年非航收入同比增長 6.56%，占比營業收入比例 49.2%。其中，非航收入比重達到 59.2%。除了機場流量的穩定增長外，公司商業面積擴充潛力十足。目前機場商業面積 3 萬平方米，相比設計面積 5 萬平方米仍有很大提升空間。

投資收益中期向上。公司 2016 年航油投資收益預計同比小幅上升。同時，廣告公司的投資收益繼續保持穩定增長，去年實現利潤 3.11 億元，同比增長 2.3%。而增長主要來自德高動量在虹橋機場行之有效的經營成果。德高動量已經開始進行外延式擴張，預計會帶來更多的業務增量。

風險提示。大盤系統性風險。

### 洲際油氣（600759）：全球收購，邁向大型國際化獨立石油公司

薦股邏輯：洲際油氣通過收購哈薩克斯坦馬騰公司及克山公司，發展油氣業務，在國家“一帶一路”戰略的背景下，順利完成向油氣公司的轉型。本次非公開發行洲際油氣將繼續收購阿爾巴尼亞、俄羅斯等地的油氣資產，進行全球化戰略佈局，並購視角國際化，未來公司油氣產量有望超過 700 萬噸。公司在低油價階段進行油氣資產收購，隨著未來的油價的上漲，公司業績將大幅增加。

收購馬騰公司，向油氣領域轉型。公司於 2014 年 6 月完成對馬騰公司 95%股權的收購，從而進入油氣領域，油氣業務成為 2014 年公司主要利潤來源。馬騰公司擁有原油剩餘可采儲量為 10750 萬桶，且油氣區塊已經進入穩定開發階段，2012~2014 年其原油產量分別為 57.7、54.7、53.9 萬噸。

低成本收購克山公司，加快資源儲備。2015 年 3 月 26 日公司發佈《重大資產購買預案（草案）》，擬購買克山公司 100%股份。克山公司擁有原油可采儲量為 11090 萬桶，此次收購的單位儲量收購成本為 3.07 美元/桶。

國際化並購。2016 年 3 月 21 日公司發佈發行股份購買資產預案，擬收購班克斯公司 100%股權、雅吉歐公司 51%股權、基傲投資 100%股權，其分別持有阿爾巴尼亞、俄羅斯、哈薩克斯坦的油氣資產。

增產空間大，成為大型獨立石油公司。在本次收購完成後，公司油氣產量將有大幅增加，權益油氣產量將接近 400 萬噸。通過未來的增產開發措施，公司油氣產量有望超過 700 萬噸。公司將成長為國內領先的大型獨立石油公司。



盈利預測及投資評級。我們預計公司 2015~2017 年 EPS 分別為 0.01、0.02、0.35 元（按照本次非公開發行全部完成後 41.64 億股測算）。按照 2017 年 EPS 以及 28 倍 PE，我們給予公司 9.80 元的目標價，給予“增持”投資評級。

風險提示：公司資產收購進度不及預期；海外收購的政治風險；石油價格恢復不及預期等。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。