

宏觀經濟

貨幣寬鬆延後，但不等於收緊——對央行重啟 14 天逆回購的解讀

8月24日，央行時隔半年重啟了14天逆回購，引發債市的軒然大波，創下4月以來的最大跌幅。股市和債市都成了驚弓之鳥，到底該如何看待央行14天逆回購的重啟呢？我們認為：寬鬆貨幣政策將延後，但是絕不會收緊。

貨幣並未收緊。縱觀央行貨幣政策收緊的歷史，通常會有非常明確的信號，體現為利率的上調，或者是資金的回籠。在發生流動性緊張的2013年，央行雖然在7月和8月份分別重啟了7天和14天逆回購，但同時重啟了3年期央票發行，貨幣政策轉向的信號非常明確。這一次，央行發行的14天逆回購利率為2.4%，與今年春節期間的利率持平而並未上調，這一利率也低於上周市場上2.7%的14天回購利率，說明央行提供的資金依然比市場便宜。而且13年7月份開始重啟發行的3年期央票也在16年7月起陸續到期，但市場從未聽說央行有重啟央票發行的打算。

寬鬆確實延後。16年以來的經濟增長持續低於預期，各項資料意味著經濟增速出現了較大的回落風險，因而市場對於貨幣寬鬆的預期大幅升溫。但在我們看來，短期內出臺降息降准等政策的概率並不大：第一，7月全國主要城市房價環比漲幅繼續擴大，而政治局會議明確指出要抑制資產泡沫；第二，近期菜價、豬價、油價等均有反彈，加之去年末存在低基數效應，年底的CPI有望回升至2%左右，央行放鬆貨幣政策在短期內依然受到通脹反彈的制約；第三，單純就工業資料來看，7月6%的工業增速持平於年內均值，依然相對穩定，尤其7月的發電量增速跳升至7.2%，創下3年新高，鋼材產量同比增長4.9%、汽車產量同比增長25.4%，也都是在最近兩三年的最高點。而8月以來的發電耗煤增速比7月又有上升，經濟依然保持了相對的穩定。

市場利率難上難下。1) 如果寬鬆貨幣政策再度延後，當前的市場利率就很難下行。在過去的15年中短期的7天回購利率一直是10年期國債利率的下限，目前10年期國債利率在2.7%，7天回購利率在2.5%，如果央行不下調逆回購招標利率，那麼10年期國債利率就很難往下突破2.5%。此外，如果長短利率倒掛，套息交易動力消失，反過來意味著長期國債利率很難低於短期的回購利率。2) 但利率也不會大幅上行。目前中國經濟遠比13年脆弱，如果央行果真收緊貨幣政策，利率出現飆升，那麼泡沫化的房地產市場會出現極大的下行風險，也會對中國經濟形成巨大的衝擊，甚至形成系統性金融風險。

只要央行不持續收緊貨幣，市場利率就不存在大幅上行的風險。

當前利率相對合理，去杠杆無需擔憂。我們近期明確提出“利率步入震盪期”，判斷 10 年期國債利率波動區間 2.5%-2.9%，當前中樞 2.7%相對合理，經測算，與銀行貸款利率、理財利率等都匹配。今年以來，全球主要 40 個國家的國債利率幾乎全部下行，而中國僅下行 9bp，債市調整已充分釋放過風險，故從全球比較來看還算不上泡沫化。很多人擔心目前債市交易杠杆太大，擔心央行去杠杆，我們認為不用那麼擔心。日本套息交易已進行了 20 年，也沒見著利率飆升。利率低的根本原因是經濟不好、缺乏投資機會，而央行的行為也改變不了對經濟的預期。

債市短期震盪，利率長期下行。對於債券市場，我們的結論是“債市短期震盪，利率長期下行”，預測 17 年的 10 年期國債利率有望降至 2%左右；如果 4 季度的國債利率調整至預測區間的上限甚至更高，都是佈局明年的好機會。而對於股市，如果貨幣寬鬆延後，利率步入震盪，類債券高股息藍籌可能也會短期休息，但在利率長期下行的邏輯下，如果股價出現調整，那麼股息率反而會更高，長期投資價值會也更高，這其實是價值投資者的好機會。

產業資本剖析：金主在買啥？

核心結論：①產業資本成為越來越重要的市場力量，A 股自由流通市值中，具有產業資本屬性的法人持有 18.9%、保險和社保持有 6.4%。②地產商是實業中的大金主，1 季度上市地產公司現金及活期存款 6329 億，舉牌為了更便宜的地。銀行理財和保險是金融領域的大金主，分別為 24.6、12.6 萬億，險資舉牌源於資產配額和財務核算。③被舉牌公司特徵如下：

低估值、高分紅、盈利能力強、大股東持股比例低。

金主有多少錢？在宏觀流動性充裕的背景下，產業資本成為越來越重要的市場力量。從 15 年下半年開始 M1 和 M2 增速差值不斷上升，大量的資金不能在實體經濟進行有效投資，必然會在金融市場上尋找出路，產業資本頻繁舉牌上市公司就是在此宏觀背景下的產物。根據 15 年年報對所有 A 股的流通股東進行統計，A 股自由流通市值占比中，一般法人占 18.9%、保險和社保 6.4%，這些資金有產業資本屬性。地產商是實業中的“大金主”，截止到 16 年 1 季度 151 家上市地產公司財務報表上現金及活期存款金額高達 6329 億，而去年同期只有 3573 億，同比增速高達 77%。保險和銀行理財是金融領域的“大金主”截止今年 3 月銀行理財產品資金餘額為 24.6 萬億，截止到今年 6 月保險資金運用餘額為 12.6 萬億，資金絕對量巨大，且每年都在以 20%以上的速度高速增長。

有錢的金主在買啥？（1）地產公司在二級市場舉牌為了更便宜的地。今年上半年房地產銷售火爆，帶動了一級市場土地價格一路走高，地產商拿地成本不斷高企，所以在二級市場舉牌地產公司從而變相低價拿地成為了切實可行的選擇，而選擇舉牌標的時主要基於以下幾點考慮：估值較低、土地儲備豐富、大股東持股比例較低（或大股東願意轉讓股權）。（2）險資舉牌藍籌股為了應對利率下行、提高帳面收益和減少資本消耗。保險資金作為中長期的價值投資者，偏愛高股息率藍籌股，

銀行是其第一重倉行業，占比為 49.3%，此外險資持有非銀、房地產等大盤藍籌股較多，占比分別為 9.1%、12.4%。

被舉牌公司有啥特徵？（1）估值水準較低。被舉牌上市公司標的整體估值較低，PE、PB 中位數分別為 30.5、3，大幅低於全部 A 股的 PE、PB 中位數 55.8、4.4。（2）分紅水準較高。金地集團、金融街、萬科等多家上市公司標的的股息率在 2% 以上，高分紅公司可以為保險公司帶來產期穩定的股息現金流，容易成為險資舉牌的標的。（3）盈利能力較高，半數 ROE 在 10% 以上。被舉牌公司整體盈利能力較高，ROE（15 年財報）中位數為 9.9%，而全部 A 股的 ROE 中位數僅為 7.3%，其中承德露露、萬科、歐亞集團等公司 ROE 都在 15% 以上。（4）大股東持股比例較低。被舉牌標的大股東持股占比中位數為 21.8%，大股東持股比例較低的公司相對容易增持，且容易獲得控制權。

（5）行業特徵：主要集中在房地產、銀行、商貿零售等行業。在 34 家被舉牌的上市公司標的中，房地產、銀行和商貿零售三個行業占比 50% 以上，主要是因為這幾個行業估值低分紅率高，代表公司如商貿零售的大商股份、地產行業的萬科等。

風險提示。經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期，海外市場大幅波動。

聚焦業績

市場仍在可為期，跟蹤政策動態。（1）6 月來市場上漲源於政策偏暖，即利率下行、改革推進。6 月 24 日英國脫歐之後，我們在報告《天平傾向多方-20160626》中明確看多，並一直維持樂觀。尤其是 7 月 27 日市場大跌後，我們提出“陣雨後天將晴，上海國企先行”，核心邏輯是國內外宏觀政策環境偏松推動利率下行、改革持續推進。伴隨市場上漲，部分資金入市。（2）市場仍在可為期，跟蹤國內外政策環境。前期報告我們已經分析指出，短期市場的收益風險比取決於政策環境，6 月下旬來處於機會期源於政策面暖，未來需跟蹤政策動態。耶倫偏鷹派言論使得市場對美國 9 月加息預期升溫，美股反應溫和，暫不用太擔憂，國內外政策偏暖格局暫沒變，10 月後情況更複雜。

宏觀面沒有大波動時，選股關注業績。（1）中報期，選股關注業績。最近兩周上市公司中報密集披露，在宏觀面沒有大波動時，投資者的關注點聚焦在公司業績上。截至 8 月 27 日，共有 2418 家上市公司公佈半年報，披露率達 83.1%，中報淨利潤增速-5.0%，16Q1 為-1.9%。此外，工業企業盈利繼續改善，7 月淨利同比大幅回升。（2）業績分化仍很明顯。主機板披露中報的公司 1164 家，披露率為 73.6%，增速-8.1%，16Q1 為-3.9%，中小板披露了 727 家，披露率為 91.2%，增速 12.8%，16Q1 為 15.9%，創業板披露了 527 家，披露率為 99.6%，增速 49.1%，16Q1 為 61.6%，創業板（剔除溫氏股份、東方財富、同花順）16Q2/16Q1 增速為 31.0%/38.9%。

應對策略：維持倉位，聚焦業績。（1）目前判斷，國內外政策處於階段性偏松期、國企改革推進的邏輯背景沒變，市場仍在可為期。未來需跟蹤的變數是，經濟資料是否明顯好轉、通脹資料是否明顯上升、美聯儲是否加息，如果出現這些變化需警惕國內政策環境因此變緊。展望未來，9 月宏

觀政策環境仍相對平穩，10 月後變數開始增加。（2）聚焦中報績優股，看好國企改革、PPP 主題。市場中期仍是震盪格局，業績穩定的消費類股仍是底倉品種，尤其是中報期，業績成為選股重

要標準。截至 8 月 27 日，共有 2418 家上市公司公佈半年報，披露率 83.1%，淨利潤增速顯著大於業績預告上限（增速差額大於 5%）且增速大於 50% 的公司有正邦科技、深大通、向日葵、牧原股份、吉峰農機、亞夏汽車、通化金馬、西昌電力、明家聯合、航太機電、億晶光電、隆基股份、衛甯健康、紫鑫藥業、太極集團、中航重機、春暉股份、西部黃金等。

風險提示。海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

大市導航

互聯網軟體與服務：從互聯網金融到區塊鏈和 Fintech，IT 和金融爆發出怎樣的火花

從互聯網金融到科技金融

時隔 8 個月，P2P 管理辦法終於落地，對於互聯網金融來說，資訊仲介的定位，與傳統金融互相補充，提高金融效率，緩解小微企業融資難和民間投資需求方面發揮應有作用，才是其實踐的本質。而物聯網大資料區塊鏈等新 IT 技術與金融加速融合，正改變著金融行業的許多領域。從支付到消費分期、從信貸到大資料分控、從反欺詐到保險精算等，IT 對於金融，是改良而非顛覆。

我們一直十分關注 Fintech 金融科技產業發展，今年也是最早推薦了金融科技。早在 3 月一季度那波電腦行情中，我們就強調，區塊鏈的突破性應用將引領整個板塊，並突出推薦了龍頭恒生電子。同時一系列深度、產業觀察、以及 11 篇金融科技行業跟蹤報告，全方位解讀以區塊鏈數字貨幣為代表的金融科技產業的最新變化和投資邏輯。投資策略和推薦標的

雲計算方面，IaaS 層國產化運營已成定局，首推雲賽智聯和網宿科技，神州數碼，移動端看好通鼎互聯，關注創意資訊。

金融科技 Fintech 繼續圍繞 IT 與金融創新展開，首推南天資訊和同花順。

IT 安全推薦綠盟科技和中科曙光。

無人駕駛看好四維圖新、中海達，以及索菱股份。人工智慧建議關注景嘉微和遠方光電。

風險提示：短期市場波動風險

有色金屬：如果真加息，有色板塊會如何？

8月26日耶倫鷹派發言後，9月底美國加息預期升溫。如果加息，對於有色金屬價格的影響：最直接的是短期強勢美元壓制金屬價格；但另一方面，加息代表美國經濟比預期強，同時靴子落地也將成為提振價格的要素。其實自英脫歐後，雖然幾大重要經濟體紛紛注入流動性，但貴金屬和基本金屬價格基本仍舊處於震盪走勢，可以看出流動性導致價格上漲的邊際效應逐漸減弱，畢竟影響商品價格的本質在於供需。所以如果加息，短期對金屬價格利空，但“挖坑”後很有可能走出一輪像樣的反彈行情。而如果9月延續不加息，靠流動性維繫金屬價格的向上走勢難度加大，板塊投資以波段行情為主。

近期金屬價格方面，近一周金屬品種中除了鎊價受環保因素刺激上漲和稀土價格下跌外，其餘價格沒有太多表現。這樣平淡無奇的價格格局已經維繫三周，所有品種中，鈷的上漲空間是我們最為期待的，等待鈷價進一步反彈信號以及新能源汽車騙補、降補以及物流車進入目錄的政策進一步明確。

此外，中報披露已經過半，梳理已經公佈的中報以及三季報預披露，低估值個股在震盪行情中配路意義較大，8月份我們推出兩個組合，低估值的【亮明精興】組合以及【盛長鴻】組合（盛屯礦業、海亮股份、明泰鋁業、利源精製、鴻達興業和長江投資），看重的就是低估值和高成長價值。

風險提示：系統性風險。

紡織與服裝：棉企確定性收益邁入第二階段

棉企確定性收益邁入第二階段，全球棉花庫消比現拐點。觀察全球棉花供需平衡表，中國暫停收儲使整體庫存不再大幅增加，另一方面16年起棉花消費量有所增加，全球庫消比從15年開始下降，USDA預計2016/17年全球庫消比將達到81%，較上年下降10個百分點，全球進入棉花去庫存通道，長期棉價具備上漲基礎。

漲價進入第二階段，紡企量價或分路徑提升。7月上旬在國內外棉價再次推升的刺激下，成本實現向下游傳導，國內紗線價格快速上漲，我們認為紗線漲價倒逼小企業提前出清或率先提價，小企業退出有利於提升大企業集中度。

內外棉價差決定內棉需求、價格堅挺。我們認為國內棉花價格取決於：1) 內外棉價差；2) 內外紗線價格差。由於中國限制棉花進口而不限制紗線進口，若內紗持續漲價，對外紗的競爭力將減弱。現在棉花預計用量和零售增速均為正值的情況下，全國進口紗線量卻在下滑，內紗並未在內棉漲價中削弱競爭力。我們認為，相比棉花價格絕對值，內外棉價差更具觀察意義，在全球棉花庫消比下降的情況下，國際棉價長期漲價依然具備支撐。

推薦棉紡確定性機會，推薦邏輯第二階段正逐漸驗證。根據我們的邏輯，按照棉花庫存充足、採購價格較低、產業鏈條短棉價傳導順暢的原則，我們重點推薦新野紡織、華孚色紡、百隆東方。建議關注聯發股份、孚日股份和魯泰 A。

風險提示：棉花價格大幅波動。

小商品城（600415）：1H16 扣非淨利大增 225%，新業務佈局、租金市場化等加速推進

小商品城 2016 年中報收入 43 億元，同比增長 155%，歸屬淨利潤 5.74 億元，同比增長 160%，扣非歸屬淨利潤同比增長 225% 超預期。主要由於地產交付貢獻較大，同時一區東擴市場市場化招商並開業貢獻增量收入和利潤，以及財務費用大幅下降帶動利潤彈性等。我們測算扣除地產外，市場主業有約 42% 的增長。

對公司的觀點。公司專業經營小商品批發市場，集聚了豐厚資源，當前正依託國家戰略紅利，加速彙聚人才和創新機制，向線上線下融合、誠信可靠的 B2R 內外貿流通大平臺轉型，預計“義烏購”平臺三年交易額超千億，並推進金融、物流、資料等增值服務，流量變現價值巨大。預計 2016 年將圍繞進出口兩個方向，在貿易、資料和金融服務等維度加速完善 B2B 生態系統，通過打造金控平臺和資料中心，驅動線上交易額高成長，同時公司一區東擴租金市場化落地開啟實體市場價值回歸之路，相信未來將在其他市場以更加靈活優化的方式推進，更好的支援公司的轉型戰略目標。

盈利預測。預計公司 2016-2018 年 EPS 分別 0.26 元、0.39 元和 0.51 元，各增 103%、52% 和 30%，其中主業 EPS 各 0.16 元、0.27 元和 0.36 元，各增長 72%、73% 和 33%。按公司目前 128 萬平米市場面積 NOI 估值給予公司目標市值 639 億元，對應 11.74 元目標價，“買入”評級。

風險提示：宏觀經濟波動風險；租金市場化進程的不確定性；外延擴張低於預期的風險；義務購發展的不確定性；地產專案銷售及確認的不確定性；海外合作及拓展的不確定性。

貴州茅臺（600519）：實際增長強勁，提價概率上升

近日公司披露半年報：2016 上半年實現營業收入 181.73 億元/+15.18%；歸母淨利潤 88.03 億元/+11.59%；2 季度實現營業收入 81.84 億元/+13.13%；歸母淨利潤 39.13 億元/+11.07%。EPS 為 7.01 元。

酒類營收符合預期，預收貨款大幅增加再創新高。2016 上半年公司實現酒類營業收入 181.65 億元/+15.12%，其中茅臺酒營收 174.74/+13.95%，系列酒營收 6.91 億元/+55.76%。公司實現預收款項 114.81 億元，環比增加 34.36%，同比增加 391.39%。剔除預收貨款影響後的營業收入 213.92 億元，同比增長 28.56%。公司酒類業務毛利率 91.91%，同比減少 0.70pct，其中茅臺酒毛利率 93.78%，同比減少 0.02pct；系列酒毛利率 44.86%，同比減少 6.77pct。

整體費用率穩定，現金流情況良好。公司 16 年上半年整體費用率為 12.30%，同比減少 2.91pct。其中，銷售費用率 2.13%，同比減少 1.62pct，主要受益於廣告宣傳費用減少；受益於銷售收入增加，管理費用率 10.23%，同比減少 1.35pct；財務費用率-0.07%，與去年同期基本持平。受益於銷售商品的現金增加，公司實現經營性現金流量淨額為 136.04 億元，同比增加 177.54%。銀行承兌匯票 65.61 億元，較 15 年下降 23.52%，但較 16 年一季度增長 40.26%。

整體營收目標已完成 6 成，系列酒新戰略初見成效。公司年初預計今年實現營收 4%增長，從中報情況看，公司已完成近 54%的營收目標；考慮預收賬款情況後，公司已完成逾 63%的營收目標，今年有望超預期增長。公司在醬香需求升溫、供給收縮的背景下堅持發展系列酒戰略。上半年系列酒業務顯著增長，主要由於公司調整管理層，聚焦產品線，將“一曲三茅四醬”策略調整為“1 個品牌+3 個系列酒（茅臺王子酒、茅臺迎賓酒以及賴茅）”。

下半年有望重現量價齊升，預計出廠價大概率至少上漲 50 元。我們曾預測普通茅臺增量壓力減小後，提價概率上升，將按終端價—一批價—出廠價的順序逐步顯現。近期多地茅臺終端價突破千元、一批價上漲至 960 元左右驗證了我們的觀點。

另據管道調研，上半年經銷商打款較為積極，因管道補庫存+控量，多數經銷商庫存不足一個月。公司下半年計畫供應量僅為 8000 噸，面對供應缺口下半年可能適度放量，同時出廠價年底前上漲概率大，預計幅度至少 50 元。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 2016-2018 年 EPS13.91/15.43/16.82 元，目標價 355 元，對應 2017 年 23 倍 PE，現價 301.45 元，對應 2017 年 19.5 倍 PE，考慮到公司強大品牌力及主業穩定性，“買入”評級。

主要不確定因素。管道管控不力，食品安全風險，國企治理問題。

重慶啤酒（600132）：剔除 9400 萬減值淨利潤仍近億元

近日公司披露半年報：2016 上半年實現營業收入 16.36 億元/-2.79%；歸母淨利潤 9830.85 萬元/+19.49%；扣非後歸母淨利潤 9384.31 萬元/+11.10%。2 季度實現營業收入 9.02 億元/-7.82%；歸母淨利潤 7309.78 億元/+21.47%。EPS 為 0.20 元。

產品結構升級持續強勁。2016 上半年，公司實現啤酒銷售收入 16.02 億元/-1.71%。實現啤酒銷量同比下降 9.58%，扣除關停酒廠因素的影響後銷量同比下降 5.36%。公司上半年噸酒價 3476 元，同比增長 7.32%，受益於樂堡品牌與重慶品牌在產品高檔化策略主導下保持較快增長。公司在西南地區實現營業收入 14.19 億元/-4.24%；華中地區 1.03 億元/+0.63%；華東地區 7934 萬元/+76.53%。

被收購後節流效果持續顯效。公司 16 年上半年整體費用率為 21.29%，同比減少 2.91pct。其中，銷售費用率 13.87%，同比減少 1.97pct，受益於廣告及市場費用減少；管理費用率 6.53%，同比減少 0.15pct，受益於持續推進組織結構優化專案；財務費用率 0.89%，同比減少 0.57pct。上半年，重啤實現經營性現金流量淨額為 4.84 億元，同比增長 16.37%。

17 年網路結構優化結束，盈利能力有望再超預期。公司上半年關閉安徽亳州公司，這已是嘉士伯優化重慶啤酒在華生產網路佈局的第七家工廠，另有大梁山工廠被轉讓。公司因優化產能等原因，計提了包括固定資產和存貨減值準備等費用約 9400 萬元。我們預計公司 2017 年產能優化結束，除資產減值損失回歸正常外，關停轉讓的工廠減虧金額也有望達到 7000 萬元。

嘉士伯在華資產注入視窗期臨近，經營同步改善。嘉士伯在 2013 年 10 月收購重慶啤酒時曾做出避免潛在同業競爭的承諾：將在 2013 年起 4 至 7 年並爭取在更短時間內，按照符合國際慣例的合理估值水準，將其與重慶啤酒存在潛在競爭的國內啤酒資產和業務注入重慶啤酒。目前嘉士伯在華資產除重慶啤酒外，還有嘉士伯（廣東）、大理啤酒、烏蘇啤酒、華獅啤酒、金山啤酒等，估算至少是公司體量 1 倍有餘。根據嘉士伯全球經營戰略，中國區體外啤酒業務近年也在同步升級產品，改善盈利。

啤酒行業從競爭走向競合，“求利潤”將成共識。雖然今年第二季度因天氣原因，啤酒銷量明顯下滑，但我們認為啤酒消費趨於成熟，加之進口啤酒、精釀啤酒來勢洶洶，各啤酒巨頭將勢必從“搶份額”轉向“求利潤”。重啤、華潤和百威已率先關廠，優化網路佈局，同時產品結構升級，費用投放理性。我們預計更多啤酒公司也將採取相似戰略，各上市公司在 2015 年扣非後淨利率僅 1-4% 的大背景下，盈利能力有望大幅提升。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 2016-2018 年 EPS0.58/0.72/0.88 元。上調目標價至 21.6 元，可比公司 2017 年平均 PE37 倍，考慮到公司產品結構升級趨勢持續強勁等利好因素，給予公司 2017 年 30 倍 PE，現價 15.73 元，對應 2017 年 22 倍 PE，“買入”評級。

主要不確定因素。行業競爭持續激烈，啤酒消費繼續下滑。

亨通光電（600487）：受益光通信高景氣，業績高速增長

亨通光電 8 月 28 日晚發佈中報，2016 年上半年實現營業收入 80.48 億元，同比增長 48.61%，實現歸屬上市公司股東淨利潤 3.82 億元，同比增長 171.95%，公司同時展望 1-9 月淨利潤 10.06 億元~12.07 億元之間，同比增長 150%~200%，符合市場預期。

亨通光電業績快速增長，受益於“寬頻中國”戰略的實施、4G 建設繼續加快推進以及“互聯網+”的啟動，三大運營商對光通信的需求熱度高漲，而廠商擴產能需要時間，因此今年光纖光纜處於供不應求的狀態。

我們預計 2017 年三大運營商光纖光纜的建設量依然會保持 10%以上的增速，並且隨著三大運營商光纖光纜集采的啟動，價格還會有 5%左右上浮的空間，亨通光電作為擁有“光棒-光纖-光纜-ODN”的縱向一體化生產能力的廠商，會繼續受益，“買入”評級。

風險提示：中移動固網寬頻投資不及預期，市場系統性風險等。

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。