

宏觀

養老金稅收遞延，開始永遠不遲！

我們估算17年中國居民的養老金總額為8.5萬億，大致佔17年我國82萬億GDP的10%左右，與發達國家相比規模較小。由於我們的養老金太少，所以大家都傾向於買房養老，而這產生的另外一個問題是中國居民的資產配置非常不均衡，房地產太多。

截止2017年末，我們估算中國居民的金融資產總額約為130萬億，遠低於美國的520萬億人民幣，我國居民金融資產佔GDP的比重為160%，遠低於美國的420%。和美國人比起來，中國居民擁有的金融資產實在是太少了。在中國居民的金融資產中，佔比最大的是存款65萬億，其次是17萬億銀行理財，兩者合計佔比達到居民金融資產的63%。

其餘還包括約16萬億的保險準備金資產，11萬億的股票持倉，7萬億的信託資產，6萬億的公募基金，佔比都不大。

我們研究中國經濟轉型問題，發現最核心的是改變融資結構，要從債務融資轉向股權融資，降低債務融資佔比，增加股權融資比重。

展望未來，雖然我們的年輕人數量變少了，大家不需要更多的商品，但是收入還在增加，未來的美好生活需要更好的商品，消費升級將是中國經濟以後的主旋律，中國經濟發展也將從追求數量向質量轉變，而要提高產品質量、生產更好的產品，需要企業有更好的技術，有更高的創新能力。

而創新的基礎是各種專業知識，靠的是科學家、工程師，這些都是人力資本。而激發人力資本的關鍵是股權融資。

策略

A股震盪區間向上進階

市場震盪區間的演變及緣由。①以上證綜指來刻畫2016年1月底以來的A股市場走勢，市場震盪中樞可劃分為三個區間，第一區間（16年2月-16年9月）上證綜指圍繞2800-3100點波動，第二區間（16年10月-17年8月）圍繞3000-3300點波動，第三區間（17年9月-18年3月）圍繞3200-3500點波動。今年3月22日以來受中美貿易摩擦升級影響，市場震盪中樞降至第二區間附近，即上證綜指在3000-3200點窄幅波動。②中美雙方達成共識，不打貿易戰，市場震盪區間向上進階。有人糾結於中美經貿磋商聯合聲明的細節，我們認為最重要的是雙方達成共識，有合作才能共贏，3月22日以來市場面

臨的最大的不確定性因素消除了，市場開始回歸到上個震盪區間，即對應上證綜指3200-3500點。再往後看，市場進一步突破第三區間，震盪中樞再次抬升，需要基本面數據支撐。我們預計18年全部A股18年淨利同比13.5%，ROE回升到11%。

結構性差異源於基本面。①上證50、滬深300、中小板指、創業板指仍處於第三區間（對應17年9月-18年3月上證綜指3200-3500點水平，上證綜指、中證500已回落至第二區間（對應16年10月-17年8月上證綜指3000-3300點水平）。白酒家電為代表的消費白馬、計算機醫藥為代表的成長以及石化、軍工等行業處於第三區間，銀行為代表的金融、煤炭、鋼鐵為代表的週期等回落至第二區間，化工、汽車、交運等回落至第一區間，整體看，消費白馬>成長>金融>週期。市場結構性差異本質上源於盈利趨勢分化。②白馬股基本面不差，成長股估值並不高。選取貴州茅臺等8只代表性的白馬股，他們的淨利潤同比18Q1相比2017年及17年前三季，大部分平穩，ROE保持平穩或小幅提高，前期股價的下跌主要源於公募基金調倉。對於成長股，以MSCI CHINA為國際估值基準，扣除A股市場溢價、成長股溢價後的創業板制度性溢價才是真正決定估值的核心指標，目前該指標處於歷史40%分位。

應對策略：穩中求進。當前市場風險收益比較好。A股估值已經回到2016年1月底上證綜指2638點附近，只要2016年以來宏觀經濟增長L型的一橫這個大背景不變，估值底就有效。過去2個月三大利空因素漸去，市場首先要回到3月22日中美貿易摩擦升級前的震盪區間，即對應上證綜指3200-3500點，未來企業盈利等基本面數據確認繼續維持高增長，市場中樞再進一步抬升。價值成長均衡配置。18年消費白馬股盈利仍較優、估值和盈利匹配度不錯。

此外，偏價值屬性的金融股，尤其是銀行，性價比較優。過去兩年年中市場震盪中樞向上抬升的過程中週期股均有表現，主要源於宏觀數據確認基本面改善，未來如果再次驗證這一趨勢，週期股也可能迎來一波交易性機會。對於成長，時間對他更有利，當前仍堅持業績為王，成長性行業裡看好先進製造業中能先釋放業績的基礎創新，包括通信（5G）、電子（半導體）、醫藥（醫療服務、創新藥）等。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

消費白馬股何時有絕對收益或相對收益？

核心結論：①消費白馬股絕對收益源于業績增長，代表性公司如貴州茅臺上市以來股價年化漲幅/淨利年化漲幅為35.2%/31.0%，格力電器為25.9%/25.4%。②相對收益多數出現在震盪市和熊市，因為盈利更穩定，基金持倉結構轉向白馬股。全面牛市階段白馬股通常跑輸。③18年消費白馬股盈利仍較優、估值和盈利匹配度不錯，市場仍處在震盪市，基金持股比例較高但外資仍在買入，消費白馬股仍是較好的配置選擇。

絕對收益源於盈利增長。①長期看消費白馬股漲幅絕大部分源於盈利。回顧2000年以來白酒、白電和食品行業的股價和業績表現，可以發現這些行業的行情漲跌和盈利週期基本契合。進一步地，我們分析各行業代表性龍頭股價和業績表現，發現這些個股股價漲跌幅度和盈利能力也基本契合。自上市以來貴州茅臺股價年化漲幅/對應年化淨利同比/年化PE（TTM，下同）變動幅度為35.2%/31.0%/0.7%，五糧液為17.7%/15.6%/3.1%，格力電器為25.9%/25.4%/6.6%，美的集團為

49.7%/31.6%/-3.6%。②長期看消費白馬股下跌多源於盈利增速下滑或行情反轉進入熊市。白酒、白電和食品在2001、2002、2008、2011年全部未能斬獲絕對正收益，其原因可以分為兩類：一是消費白馬股業績下滑導致估值和盈利匹配度較差，如2001、2002年等，二是市場行情從牛市反轉進入熊市，即使基本面沒變差，大部分股票仍遭遇系統性下跌，如2008、2011年等。

相對收益源於市場環境和機構配置。①消費白馬股相對收益持續時間長，行情多處於熊市或震盪市。無論選取基準是成長股還是價值股，消費白馬股相對收益行情區間基本一致，而且相對收益行情持續時間較長。另外，消費白馬股相對收益行情的出現還與當時市場環境有關。消費白馬股相對收益行情多處在熊市或震盪市中，進入牛市後，消費白馬股更難獲取相對收益，而彈性更大的品種往往表現更佳，如2005-07年的地產鏈，2013-15年的TMT等。②消費白馬股相對收益源于業績穩定和機構持倉逐步集中。回顧2002年以來消費白馬股的三輪相對收益行情，我們認為在初期消費白馬股基本面向好是行情的動因，在中後期機構持倉逐步集中促使行情更持久。

今年消費白馬股仍是不錯的選擇。①當前消費白馬股估值和盈利匹配度較不錯。18Q1/2017年白酒歸母淨利累計同比為37.9%/44.4%，對應ROE（TTM，下同）為22.6%/22.1%，結合歷史一季度淨利潤佔比和行業分析師預測，推算18年淨利同比為28%，對應ROE為22%。18Q1/2017年白電歸母淨利累計同比為23.9%/25.4%，對應ROE為20.6%/20.6%，推算18年淨利同比為20%，對應ROE為20%。18Q1/2017年食品歸母淨利累計同比為22.5%/7.0%，對應ROE為14.1%/14.6%，推算18年淨利同比為15%，對應ROE為15%。②當前市場仍定性為震盪市，配置上公募調低持倉比例，但北上資金仍持續買入。目前震盪市大格局未變，業績穩健增長的消費白馬股往往表現較好。另外，從機構配置上看，現在與以往有所不同，以前外資佔比不高，但隨著滬股通深股通開通，北上資金持續流入，外資已經成為重要的邊際增量資金。基金普遍調低消費白馬股的持倉比例，但北上資金基本仍在繼續淨買入。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

金融工程

市場再次縮量，反彈或仍將持續

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為-3.79%，相對前一周（-4.37%）繼續上升，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數連續多日站穩20日均線。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-1.23）小幅上升，一周均值為-1.19，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.19倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先升後降，週五為0.71，低於前一周（0.84），體現出投資者對上證50ETF短期走勢由謹慎轉為樂觀。漲停板封板率全周均值為63%，賺錢效應低於前一周（66%）。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在五月下半月的上漲概率分別為46%、54%、62%和71%，漲幅均值分別為-0.10%、0.29%、1.49%和2.44%，漲幅中位數分別為-0.16%、0.58%、1.21%和1.64%，中證500和創業板指表現較好。

事件驅動上，1. 由習近平主席特使、中國副總理劉鶴率領的中國貿易代表團17日開始與美國貿易官員在美國財政部舉行中美經貿問題第二輪磋商。2. 北京時間5月15日，MSCI官方發佈了納入MSCI中國指數的A股名單，234只A股被納入MSCI指數體系，自6月1日起生效，本次納入因子佔比2.5%。3. 受美債收益率攀升及國際貿易問題影響，美股上周震盪回調，三大指數周跌幅分別為0.47%、0.54%和0.66%。4. 證監會5月18日核發2家IPO批文，籌資總金額不超過60億元，此前一周核准了富士康的首發申請，未披露籌資金額。5. 上周流動性小幅收緊，上交所七天回購利率上行10.5BP。

成交量上，我們在前期的報告中指出市場階段性縮量後反彈概率較大。5月4日兩市成交額下降至3603億，次日Wind全A大漲1.66%，拐點如期出現。上週四兩市成交金額為3569億，次日Wind全A探底回升，上漲0.71%。兩次縮量分別是在中美兩次貿易磋商的時間窗口內發生。

技術分析上，上證綜指日線級別上處於MACD底背馳後反彈的一筆中，接近3220點的中樞上軌和3242點向下缺口。30分鐘級別上突破了3170點的中樞上軌，若下周回調不破有望形成該級別的第三類買點。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

固定收益

從債市杠杆率變化看18年債市投資

債市杠杆率全拆解

債券市場的杠杆率為債市的資產規模與自有資金的比值。其中銀行間和交易所的債市杠杆率均有明顯的季節性，每逢季初財政存款上繳，資金面收緊，杠杆率就會下降；而每逢季末，財政存款支出增加，資金面寬鬆，杠杆率則明顯上升。但不同的是，13年以來銀行間債市杠杆率基本在107%-115%的區間內波動，中樞較為穩定；而交易所杠杆率的中樞卻在13年後出現了明顯下降。

18年債市杠杆率如何？

債市杠杆整體回落，但非銀杠杆上升。截至18年3月，全市場杠杆率113%、交易所杠杆率122.8%，同比分別回落1.5和7.7個百分點。而18年4月銀行間杠杆率108.7%，同比回落0.48個百分點。其中銀行杠杆率同比回落，但非銀杠杆同比回升。一方面是貨幣政策由此前的偏緊轉向中性，流動性改善，套息空間上升，使得非銀機構有加杠杆的動力。另一方面是債市一季度表現良好，長短端利率均出現明顯下行，非銀機構加杠杆也是為了放大收益，博取資本利得。

非銀加杠杆擾動資金面。4月下旬央行宣佈降准之後，債市利率短期大降，流動性卻出現明顯收緊，與市場情緒轉暖，非銀加杠杆搶跑有關。但市場短期可能誤解了央行的降准行為，本次降准約1.3萬億，除償還MLF的9000億元外，實際向市場釋放增量資金約4000億元，基本是用來對沖季初繳稅的影響，因此並非是央行的大幅放水，目前貨幣政策依舊是中性的。

4月杠杆率先升後降。隨著資金面的收緊、市場情緒的逐漸平穩，債市行情進入震盪期，非銀加杠杆的現象出現緩和。從銀行間託管數據來看，非銀機構4月杠杆率環比出現回落，其中保險、券商和廣義基金杠杆率環比分別下降3.7、33.5和12.5個百分點。尤其是廣義基金的杠杆率，已經基本回到去年同期水平。雖無法實時跟蹤杠杆率變化，但從質押式回購成交量來看，4月17日-20日成交量逐日大幅下滑，23日起企穩，但仍未達到4月上旬水平，4月下旬異常緊張的資金面或導致機構主動降低了杠杆。

債市杠杆率之後將如何變化？

杠杆率難以大幅上升。目前貨幣政策中性，資金面易松難緊，機構有一定的加杠杆空間。由於資金供給穩定，一旦大規模加杠杆帶來資金需求的上升，就會導致資金面收緊，從而反向制約機構加杠杆的行為，因此債市杠杆率很難大幅上升。

非銀加杠杆對貨幣政策制約有限。1) 目前加杠杆的主要是非銀機構，而銀行受制於負債端的壓力，杠杆率並沒有上升，債券市場整體的杠杆率也不會出現明顯回升。2) 18年非銀加杠杆並非是由央行主動寬鬆所致，自然也不會出現收緊。3) 18年金融機構的監管依然較嚴，非銀加杠杆更多是情緒推動下的短期行為，目前已經有所降溫。並且18年政策主線已經由金融去杠杆轉向經濟去杠杆，貨幣政策也不會由於部分機構短期加杠杆的行為而出現明顯變化。

適度加杠杆套息，拉久期仍需等待

適度加杠杆套息。4月降准意味著貨幣政策由偏緊回歸中性，年內流動性易松難緊。而目前長短端利差仍高，適度加杠杆套息策略在年內仍有超額收益，而在信用風險升溫的背景下，投資品種建議以利率債和高等級信用債為主。

拉久期仍需等待。二季度以來經濟和工業品價格出現短期反彈，工業生產回升，經濟短期依舊平穩。近期油價上漲、供給壓力等因素帶動美債利率反彈，目前中美利差已經下降到了65BP左右，而美聯儲今年仍有2-3次加息，或衝擊國內市場預期。信用違約潮開啟，信用利差也仍有上行壓力。因此短期仍宜維持在3年左右中短久期，等待利率調整以後的加久期機會。

資金面保持平穩，債市繼續盤整

1) 資金面平穩。為對沖稅期和金融機構繳存法定存款準備金等因素的影響，央行上周公開市場操作淨投放資金2536億，資金利率小幅抬升。但資金面整體延續相對寬鬆的格局。央行貨幣政策報告將未來政策思路中的“穩增長、去杠杆、防風險”調整為“穩增長、調結構、防風險”，這意味著貨幣政策回歸真正中性，但結構性去杠杆政策背景下不會有大水漫灌，預計資金面保持平穩。

2) 債市繼續盤整。上周油價和美債收益率繼續創新高，周中披露的經濟數據呈現生產回升需求下滑的格局，債市繼續調整。具體來看，1年期和10年期國債分別上行14BP和2BP。1年期和10年期國開債分別上行14BP和4BP。一級市場方面，上周供給增加，需求有所改善。整體上我們認為2季度債市面臨內外不利因素或繼續盤整。一方面，美債利率新高、油價繼續上漲，均對債市形成壓制。另一方

面，國內短期經濟通脹反彈，尤其是生產端依然旺盛，高爐開工率和發電耗煤增速回升；再加上影子銀行監管導致信用風險升溫，未來不排除從信用風險傳導為流動性風險，引發利率債短期調整。但展望全年，融資收縮、社融增速向下的大趨勢不變，其對經濟的影響預計在下半年體現，因此2季度債市回調提供配置機會。

行業研究

保險：人身險供給側改革：個險轉型+保險科技 & 健康險+醫養產業 ——保險行業深度剖析系列報告之三

中國人身險行業目前正處於嚴格監管下的聚焦保障型業務發展期。人身險行業發展受到經濟環境與監管政策的顯著影響，我們將改革開放以來的發展歷程歸納如下：1) 1982-1991年，人保公司通過團險渠道銷售簡易人身險。2) 1992-1999年，個險渠道崛起並迅速打開了市場，主要銷售傳統險，產品保額大幅提升，保險期間大幅拉長。3) 2000-2013年，費率管制帶來了分紅險、萬能險、投連險的應運而生，分紅險一度獨大，銀保渠道高速增長。其中2011-2013年行業進入調整期。4) 2014-2016年，行業在費改等市場化改革的推動下復蘇並實現了快速增長。大型保險公司深化價值經營，將NBV增長作為經營的首要目標，不再強調保費的市場份額。安邦等部分中小公司“資產驅動負債”，萬能險等中短存續期保費激增。2016年2季度以來監管加強，萬能險得到徹底遏制，抑制住了險資舉牌潮。5) 2017年以來，保監會發佈“1+4”系列文件，推動保險業回歸本源，中短存續期業務和長期年金險均受到了嚴格的限制，目前壽險公司均在大力推進健康險等保障型產品的銷售，保障型業務佔比不斷提升。此外，個稅遞延型商業養老保險試點已實施，有望成為人身險的另一個長期增長點。

供給側結構現狀：健康險、傳統險以及個險渠道的保費佔比正處於上升趨勢。1) 2017年壽險、健康險、意外險佔人身險保費的比例分別為80%、16%和4%，但2011年以來健康險的增速顯著高於壽險。中國人口老齡化加劇，醫療費用快速中國人身險行業目前正處於嚴格監管下的聚焦保障型業務發展期。人身險行業發展受到經濟環境與監管政策的顯著影響，我們將改革開放以來的發展歷程歸納如下：1) 1982-1991年，人保公司通過團險渠道銷售簡易人身險。2) 1992-1999年，個險渠道崛起並迅速打開了市場，主要銷售傳統險，產品保額大幅提升，保險期間大幅拉長。3) 2000-2013年，費率管制帶來了分紅險、萬能險、投連險的應運而生，分紅險一度獨大，銀保渠道高速增長。其中2011-2013年行業進入調整期。4) 2014-2016年，行業在費改等市場化改革的推動下復蘇並實現了快速增長。大型保險公司深化價值經營，將NBV增長作為經營的首要目標，不再強調保費的市場份額。安邦等部分中小公司“資產驅動負債”，萬能險等中短存續期保費激增。2016年2季度以來監管加強，萬能險得到徹底遏制，抑制住了險資舉牌潮。5) 2017年以來，保監會發佈“1+4”系列文件，推動保險業回歸本源，中短存續期業務和長期年金險均受到了嚴格的限制，目前壽險公司均在大力推進健康險等保障型產品的銷售，保障型業務佔比不斷提升。此外，個稅遞延型商業養老保險試點已實施，有望成為人身險的另一個長期增長點。

供給側結構現狀：健康險、傳統險以及個險渠道的保費佔比正處於上升趨勢。1) 2017年壽險、健康險、意外險佔人身險保費的比例分別為80%、16%和4%，但2011年以來健康險的增速顯著高於壽險。中國人口老齡化加劇，醫療費用快速

有色金屬：白銀：供需基本面支撐價格長期上行

供給端：未來兩年礦產增量集中在墨西哥。全球銀礦的產量在1997-2016年年均增速約3%，並在2015年達到了頂峰，為8.908億盎司（合計約2.77萬噸）。此外，舊銀回收佔總供給量的15-20%。墨西哥和秘魯是重要的產銀大國，兩者合計的銀礦產量佔全球比例接近40%。12-16年，主要礦產商、全球礦產以及其他礦產商（前兩者之差）三者的年均增速分別為0.89%、2.27%和2.98%。可見近年來主流礦產商遇到明顯的擴產瓶頸。根據前10大礦企的產量規劃，我們預計2017-20年總和產量分別為2.9、3.0、3.3和3.2億盎司。

需求端：核心變量在金融需求。下游需求45%是和金融相關，包括珠寶、銀元銀條和銀器。而剩下的55%和工業相關。而其中變動最大的來自銀元銀條；因此如果要對白銀的下游需求預判準確，金融屬性的準確性是關鍵。

在四種經濟模式下討論白銀需求及金屬價格表現：1) 商品價格上行，經濟下行：大漲。2) 商品價格上行，經濟企穩：溫和上漲。3) 商品價格下行，經濟企穩：價格弱勢。4) 商品價格下行，經濟下行：價格下跌。溫和通脹期，白銀跟漲基本金屬；滯脹期，白銀領漲。

金銀比：金銀比高往往發生在價格低谷。全球黃金單純的礦產年產值約9000億元，而白銀產值僅約1000億元；越小產值的品種價格波動幅度越大。1) 在經濟的上行期，原材料價格上行帶動資產價格上行，同時受益於工業需求，銀價漲幅會超過黃金；金銀比在此時往往走低。在滯脹期，金融屬性激增，小產值的白銀價格波動幅度更大。2) 而在經濟下行期，工業屬性褪去，白銀價格的跌幅超過金價，此時金銀比走高。在近20年的波動範圍內，金銀比處於40-80的範圍波動，當前的金銀比約80，處於中樞上延。這也反應了兩者價格處於底部。

供需平衡表及價格遠景。根據海通有色的供需情景假設，2018-19年全球白銀供給量分別為33755和35116噸，需求量為34100和35314噸，18-19年均處於供不應求狀態；看好白銀價格因此提振。

板塊個股彈性排序。依次為興業礦業（量價齊增）、盛達礦業（低估值）、銀泰資源（金銀兼具）、金貴銀業（大型白銀加工股）。

風險提示：科技創新導致財富堆積效應弱化；經濟復蘇弱於預期。

銀行：大行結構性存款趨於理性，行業信用風險分化：4月信貸收支表點評

近日，央行公佈《金融機構人民幣信貸收支表》。

關注信用風險可能的分化。中小銀行4月各項墊款增加了121.17億元，創2016年3月以來新高。而大型銀行僅增加了0.93億元。各項墊款是指由於銀行承兌匯票、保函、信用證等業務中企業違約而由銀行墊付的資金。這說明行業可能面臨一定的信用風險暴露，但不同類型銀行之間有所分化。從一季度不良也可看出，城商行、農商行不良率較上年末環比提高，而國有銀行、股份制的不良率環比下降，反映了不同銀行信用風險暴露處於不同階段。

股權及其他投資新增額主要來源於中小銀行，同比增速仍下降。4月末股權及其他投資環比新增1196億元；同比增速仍下降，同比下降2.8%。具體來看，大型銀行股權及其他投資4月淨減少309億元，中小型銀行新增1275億元。預計今年股權及其他投資在嚴監管趨勢下仍會保持同比下降的趨勢。

存款整體增長平穩，住戶存款環比減少源於大行季節性下降。4月末各項存款同比增長8.85%，增速環比提高了0.17個百分點。住戶存款環比減少1.32萬億元，其中有1.06萬億元是來自於大型銀行住戶存款的減少。這主要受季節性因素影響：14-17年4月大型銀行住戶存款分別下降1.09、0.88、0.73、0.94萬億元。因而，這並不意味著大行的存款市場份額流失。並且從同比增速的角度來看，4月同比增速與3月相比微降0.02個百分點，沒有顯著變化。

中小銀行繼續發力結構性存款，大行更趨理性化。4月結構性存款新增3559億元，增幅較上月小幅下降776億元。其中大型銀行新增結構性存款447億元，低於一季度2731億元的平均值。中小銀行繼續發力於結構性存款，4月新增3112億元，2-4月結構性存款增量逐月走高。中小銀行加大結構性存款的營銷，反映去杠杆、資管新規雙重背景下存款競爭激烈。結構性存款是存量存款的重分配，攬儲主要依靠價格競爭。因此預計未來監管對結構性存款業務進行規範後，價格、規模均會重回正常水平。

我們看好負債端成本重回理性化後息差逐步改善。當前銀行板塊2018Q1的PB估值為0.97倍，價值相對低估，給予行業“增持”評級。公司推薦光大銀行（股份制銀行中撥備前利率增速最高、PB估值偏低），建議關注建設銀行（大行中資產質量最優、淨利息收入增速最高），興業銀行（商行+投行戰略推進順利）。

風險提示：企業償債能力下降，資產質量大幅惡化；金融監管政策出現重大變化。

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，僱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、董事及僱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。