

宏觀

做正確的事，永遠都不晚！

美國80年代供給學派改革：收縮貨幣，創新和債市長牛。在1970年代，貨幣主義開始流行，而這也極大地影響到了沃克爾這位70年代末新任美聯儲主席，他開始直接控制美國的貨幣數量，而且效果也非常明顯。在美國的1970年代，年均貨幣增速達到10%，到了1980年代就降到了7.7%，到1990年代之後又進一步降到了5.5%。美國人在80年代收縮貨幣之後，並沒有等來經濟的崩盤，而是經濟的再次起飛，信息經濟迎來了大發展。80年代以後美國資本市場出現了空間繁榮，表現最好的是兩大類資產：一個是股市，尤其是代表創新的納斯達克指數，30多年漲了30多倍。另一個是債市，美國10年期國債利率在80年以後持續下降了30年。

地產泡沫不可持續，根本原因貨幣超發。為什麼過去我們比較謹慎，因為我們不看好靠房地產泡沫拉動經濟的模式，因為這明顯不符合常識。雖然過去兩年的中國經濟在明顯改善，工業企業利潤也有明顯回升，但有一點始終沒有變，那就是房地產泡沫。房價上漲在過去的兩三年從一二線傳導到三四五線，但我們的觀點不變，只要房價泡沫還在擴大，只要經濟還是在靠房地產驅動，那就不可持續。而地產泡沫的根源在於貨幣超發，加上影子銀行以後，過去10年中國的真實貨幣總量其實是從40萬億翻了5倍到200萬億，平均每年增速17%。

經濟舉債過度，影子銀行失控。為什麼會出現貨幣超發？主要並非由於央行，央行在12年以後的資產規模就沒怎麼增加。主要原因在於經濟主體舉債過度，影子銀行發展失控。從09年開始，從企業、政府到居民，中國各個經濟主體一直在輪番高速舉債。而中國銀行業過去10年資產年均增速高達17%，遠超資本充足率，其實是利用影子銀行逃避資本監管。

不走放水老路，貨幣龍頭關了。而針對貨幣超發，新一屆政府不再制定貨幣增速目標，央行直接在貨幣政策報告中寫出了“貨幣低增將是新常態”，監管層也祭出了“資管新規”的重拳，而這又直指影子銀行。如果我們仔細觀察最新的貨幣增速，可以發現貨幣超發的時代確實已經結束了。5月份銀行資產增速僅為6.8%，創下有史以來的最低增幅，不到過去10年增速均值的零頭。

長痛不如短痛，未來更有希望。收縮貨幣確實會帶來經濟下行和違約風險兩大短期挑戰，但也不完全是壞消息，無風險利率開始下行，而經濟正在從地產驅動轉向創新驅動。我們開始改革稅制鼓勵研發創新，改革資本市場制度鼓勵創新企業上市。開始養老金稅延試點將資金從房子轉向優秀企業。而參照美國的歷史經驗，貨幣放水其實經濟和資本市場表現未必好，而收縮貨幣以後經濟和資本市場表現未必差。

策略

低估值對抗事件衝擊

核心結論：①過去幾個月A股走弱源於事件性因素而非基本面變差，市場估值水平已經回到上證綜指2638點時，反映市場在考驗過去兩年來L型一橫的宏觀經濟背景。②中美貿易摩擦實質是中長期經濟博弈，推動國內經濟改革才能減緩中長期擔憂。去杠杆背景下信用違約將是常態，整體風險可控。③大震盪格局不變，低估值對抗干擾事件，市場進入熬底階段，以穩為先，如確定性強的消費類行業，戰略性看好科技類行業，等待中報業績。

干擾事件衝擊下A股估值已經較低。①A股走弱源於干擾事件而非基本面變差。年初至今A股、港股上市公司股價出現了明顯分化，港股由基本面驅動繼續走牛，而A股則不斷受到中美貿易摩擦、國內去杠杆等因素影響，市場情緒面和資金面變差。內資退、外資進是過去幾個月A股資金面的最大特徵。②市場估值水平已經回到上證綜指2638點附近。從主要市場指數看，上證綜指、萬得全A、上證50、滬深300、中小板指目前PE已接近上證綜指2638點時估值水平。我們之所以認為上證綜指2638點時的估值底具有對標參考意義，原因在於過去兩年對應的背景是宏觀經濟平穩增長，估值回到上證綜指2638點附近實際上是在考驗宏觀經濟平穩的大背景即L型的一橫能否持續，目前看市場回調空間已經比較充分。

繼續跟蹤兩大干擾事件的演變。①中美貿易摩擦實質是中長期經濟博弈，推動改革才能減緩中長期擔憂。之前似乎趨於緩和的中美貿易摩擦再次出現變數，這次中美貿易摩擦實質是中長期經濟博弈，這就意味著中美貿易摩擦很可能在短期內無法得到徹底解決，必須做好打持久戰的準備。保持戰略定力，加速推進改革和經濟轉型才是解決問題的根本之道。②信用違約將是常態，整體可控。2016年以來供給側結構性改革不斷推進，去杠杆是深化供給側改革。本輪信用違約背景是經濟增速平穩中，由去杠杆導致公司融資渠道收緊，形成的部分企業信用風險暴露，是主動去杠杆、加強監管的改革行動。

應對策略：以穩為先。①大震盪格局的熬底階段。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。震盪市大格局如果被打破，即估值底被擊穿再下臺階，風險點來自海外，國內去杠杆整體可控，通脹壓力不大政策可回旋餘地大。震盪市的估值底出現後，市場的情緒修復有個過程，所謂病來如山倒、病去如抽絲，用時間換空間，大震盪格局的熬底過程會艱難且漫長。②以穩為先。在大震盪格局的熬底階段，絕對收益投資者可以等待，相對收益投資者則須求穩。與宏觀週期相關性較強的週期行業普遍表現低迷，而與宏觀週期相關性較弱的消費股、醫藥股表現更強。此外，配置角度看估值安全邊際高的行業，PB-ROE角度分析，銀行、房地產較好。科技類行業基本面望迎來拐點，短期受到中美貿易摩擦影響，堅持業績為王，等待中報業績落地。

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

“端午魔咒”來襲，大盤不破不立

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-3.94%，相對前一周（-3.20%）繼續下降，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數處於20日均線之下。

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（-1.10）繼續下降，一周均值為-1.15，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.15倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先降後升，週五為0.89，低於前一周（1.04），體現出投資者對上證50ETF短期走勢依然謹慎。漲停板封板率全周均值為65%，賺錢效應高於前一周（63%）。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在端午節後五個交易日的上漲概率為8%、15%、15%和38%，漲幅均值為-2.96%、-3.08%、-4.55%和-3.45%，漲幅中位數為-1.57%、-1.69%、-2.25%和-1.91%。端午節後十個交易日各指數的上漲概率為23%、31%、23%和38%，漲幅均值為-5.18%、-5.17%、-7.93%和-5.45%，漲幅中位數為-3.91%、-3.73%、-3.88%和-1.47%。由此可見，節後市場下跌概率較大。

事件驅動上，1. 6月14日凌晨，美聯儲公佈最新利率決議，宣佈加息25個基點，將聯邦基金目標利率區間上調到1.75%-2%，符合之前市場的一致預期。2. 6月15日，美國白宮發出聲明稱，將對價值高達500億美元中國進口商品徵收25%關稅，並公佈商品清單，清單包括1102種產品，其中有許多產品與中國製造2025年戰略計劃相關。當天，中國國務院關稅稅則委員會決定對原產於美國的659項約500億美元進口商品加征25%的關稅。這一事件宣告雙方此前磋商達成的所有成果付諸東流，短期可能對市場風險偏好形成壓制。3. 2018年俄羅斯世界盃於6月14日開幕。回顧自1994年以來六屆世界盃期間A股的表現，上證綜指和深圳成指上漲概率分別為33%和17%，平均漲幅分別為-3.28%和-4.07%。4. 美股上周表現分化，道瓊斯指數、標普500指數、納斯達克指數周漲幅分別為-0.89%、0.02%和1.32%，納指周中再創歷史新高。5. 證監會6月15日核發2家IPO批文，籌資總金額不超過10億元，低於前一周的2家21億元。6. 上周流動性有所收緊，上交所七天回購利率上行48.5BP。

技術分析上，上證綜指日線級別處於下跌的一筆中，30分鐘級別出現底分型，若能企穩回升，有望形成底背離。

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

年內信用償還壓力如何？

哪些行業償付壓力大？公共事業是年內償付壓力最重的行業。不考慮回售，年內公共事業行業將面臨的信用償付壓力高達3000多億，拆分看主要是電力債到期壓力較重，但其發行主體以國企居多，再融資壓力整體可控。個別發電民企面臨償付壓力，主要是一些新能源發電企業，這些行業受政策影響較大，政策紅利的減少對公司盈利和經營現金流會帶來較大影響。環保工程及服務行業雖然年內面臨的信用償付量不大，但近期環保企業風險事件多發，市場對環保企業高負債擴張模式和PPP項目現金流的擔憂情緒升溫，或加劇企業再融資難度。其次是存量債大戶採掘行業。但從總償還量看，以煤炭採掘為代表的去產能行業17年以來債券償還量已經有明顯回落。地產債償還量創新高，漸迎到期高峰。房地產行業下半年到期壓力驟升，不考慮回售，年內房地產信用債到期還本付

息量還有約1275億，未到期但需要償付利息的資金需求有420億；且償付壓力呈現逐月增加的趨勢，10月份是年內到期壓力最高的月份；而且信用債的回售壓力主要在房地產行業，年內將面臨回售行權的產業債中，房地產債（近3000億）占到44%，其他行業債券面臨回售問題的規模都不高，大部分在500億以下。考慮回售規模後，房地產行業面臨的信用債償付壓力很可能並不低於採掘行業。此外，綜合、商貿和交通運輸行業的償付量也偏高。

城投債償還量不減，警惕地區債務風險。年內信用債待償付量中，城投債金額占到了36%。2018年1-5月扣除掉因地方債務置換而提前償付的量，城投債總償還量大約為5075億。而年內城投債總償還量至少有還8700億。此外年內還有大約1900億城投債進入回售期，下半年壓力明顯增加。城投融資渠道全面收緊，風險逐漸暴露。2016年下半年以來中央持續規範地方政府融資行為，地方一般債、項目收益專項債、PPP等成為基建融資的主角，融資平臺則被剝離融資功能，對於地方政府的重要性下降。年內城投債到期量仍在高位，存在較大的借新還舊壓力，地方政府即使有較強的救助意願，不排除有些地區受限於財政實力和財政支出的規範化而“力不從心”。今年已經有多起城投公司風險事件，6月初湖南耒陽在職幹部職工5月份工資未能如期發放，更是引發市場對於部分地方財政狀況惡化的擔憂。警惕地區債務風險。警惕再融資壓力較大或有爭議的地區，從到期壓力看，江蘇省城投債年內償還量仍是各地區中最大的，浙江、湖南、北京、重慶年內也面臨較高的償債壓力；而湖北、山東、遼寧、貴州、山西年內待償規模則較上半年有較大幅增加。今年天津、雲南、內蒙等地城投出現風險事件，也會影響到市場對相關地區融資的態度。

非標到期量增多，嚴監管下加劇再融資壓力。非標融資自13年前後興起，16-17年在債券融資縮量的情況下出現大幅的增長。以信託貸款為例，17年新增信託貸款接近2.26萬億，同比大增63%。信託貸款平均期限在2年左右，我們預計2018年和2019年到期量分別為3.44萬億和4.95萬億，年增長率分別為28%和43%，其中18年下半年預計到期量為1.61萬億，壓力主要集中在四季度。嚴監管下非標融資到期難續。當前監管對非標融資並不友好，2017年末開始對非標的監管政策密集出臺，特別是資管新規後，非標融資到期難續，對非標融資依賴大的企業再融資壓力增加。房地產和基建非標再融資影響大。非標投向實體的資金中，房地產、地方融資平臺和基礎產業是非常重要的方向，比如17年資金信託投資方向中，房地產和基礎產業方向占到了25%，其他工商企業合計只有28%。非標融資萎縮對地產和基建領域的企業影響非常大。

行業研究

公用事業：火電反轉，煤價有望2019年跌破500元/噸

火電估值業績雙底，或迎來戴維斯雙擊。火電行業經歷了2年多的下跌後，業績和估值都已下跌至低位，隨著煤價和利用小時的改善，行業有望迎來反轉。火電投資三要素的彈性：電價>煤價>利用小時。電價外生，煤價成為核心變量，而利用小時的好轉同樣不容忽視。

電價相對外生，不易判斷。電價是按照煤電聯動機制調節的，但從執行情況看，國家處於控制CPI上漲、宏觀經濟調控等因素，該政策在實施過程中逐步出現聯動不到位的情況，至後期基本無法執行。譬如2017年不調整電價就是案例，因此：煤電聯動並不必然，電價相對外生。

煤價向下空間大，長期趨勢向下有利火電。2015年，為防範系統性風險，作為潛在系統性風險的大戶：煤炭、鋼鐵、房地產、銀行等成為了供給側改革的排頭兵。當時最有可能倒閉的煤炭反而成了最早受益供給側改革的行業。隨著系統性風險下降，提高生產力已走上日程。2018首要目標已然跳過“三去”成了降成本和補短板。這或許意味著未來500-570元/噸的價格將不再成為政策約束。因此，與今後煤價將大體保持在550-600元/噸左右的觀點不同，我們認為：秦港5500KC動力煤價有望在2019年跌破500元/噸。

利用小時數或將成為火電反轉的又一助推劑。歷史上每一次煤炭需求增速下滑，煤價下降，都伴隨火電利用小時下滑，從而對沖煤價下降帶來的盈利好轉，因此帶來的收入端下滑，可能引發大家對火電盈利彈性的擔憂。但即使如此，火電股的反轉往往仍很猛烈。今年由於第三產業和居民取暖製冷等因素導致火電需求在經濟增速下滑時仍然維持高位，且將淘汰關停不達標的30萬千瓦以下小機組，火電產能利用率還有提升可能。

投資建議：火電單季盈利最低點已經出現在2017年4季度，在2018年1季度煤價700元/噸的時候，火電龍頭如華電國際、華能國際2018年化PE估值均已回落到15-20倍。如果煤價跌20%，兩公司業績都有望翻番。隨著煤價下跌、利用小時企穩回升和火電小機組的淘汰，火電估值應該繼續回升。上一次電荒是2011年，之後火電迎來一波持續三年的反轉行情，近期的電荒能否帶來火電大行情仍可觀察。強烈推薦火電股：華能國際，華電國際等，建議關注：皖能電力。

風險提示：電力市場化改革進度如果過快，可能影響火電盈利。

家用電器與器具：家電估值專題報告：探討白電龍頭的合理估值

市場此前較為擔心白電龍頭整體盈利步入下行區間亦為估值帶來壓力，我們認為跳出邊際視角，橫向對比海外家電龍頭或國內行業整體，白電龍頭經年累積的優勢難以撼動，估值上可給予更多信心。隨著國內白電龍頭的國際化進程逐步推進，近年來國內白電龍頭已逐漸邁進全球家電龍頭行列，估值可對標海外。而觀察目前海內外家電主要公司估值可見，國內家電龍頭相對估值折價：PEG角度下，更高的業績增速對應了較為便宜的估值。

對標海外，國內白電龍頭應享估值溢價的理由一：全球寡頭，霸主地位。對標海外，國內白電龍頭更具稀缺性，霸主地位難撼。基於強大的“馬太效應”，家電行業很難再出現第二個格力，第二個美的。廠商端來看，“馬太效應”來源於白電產業技術較慢的更替速度。消費者端來看來源於白電的低更新頻次，龍頭在此基礎上積累的全產業鏈競爭優勢難以被替代。幾十年來白電的核心技術未曾出現大的更新換代，國內廠商從一開始的“外資加工廠”到“掌握核心技術”後，壓縮機、電機等核心零部件實現自產自供，依靠成本優勢逐步實現國產替代。國內白電龍頭目前已經成為全球範圍內擁有絕對製造優勢的世界霸主，國外家電企業發展重心已有偏移。我們認為基於白電穩定的核心技術，未來白電產能仍將持續向國內廠商轉移，白電龍頭的全球寡頭地位將更為穩固。

對標海外，國內白電龍頭應享估值溢價的理由二：成長性。國內白電龍頭的成長性一方面體現在廣闊的內銷市場。龐大的內銷需求量支撐了家電產業的規模效應，成為研發投入及產業鏈整合的堅實後盾。另一方面內銷需求支撐下，為外銷拓展提供了產業優勢。國內家電企業由原來的外資貼牌加

工廠到以自主品牌及收購品牌拓展國外市場，逐步實現由產品國際化到品牌國際化，海外份額持續提升。

對標海外，國內白電龍頭應享估值溢價的理由三：議價力。對標海外，國內白電龍頭對上游零部件廠商和下游渠道商的議價能力更強，在產業價值鏈上佔據更多話語權，盈利能力更強。中國白電整機廠強大議價力的形成與中國市場的廣度與深度不無關係。廣度上，龐大的內銷市場需求足以支撐中國家電企業的持續成長，並憑藉規模優勢獲得對上游零部件廠商的強大議價力。龍頭在此基礎上收購產業鏈上下游，賺取價值鏈上更多利潤，享受全產業鏈競爭優勢。深度上，中國從一級至四級市場的縱深使得自建經銷商渠道比KA渠道能更好地滲透進三四級市場。海外家電品牌商的利潤被下游強大的KA渠道分享，中國家電品牌商面對自建渠道為主的下游渠道商更具議價力。對標國內，白電龍頭基於更強的盈利能力及抗衝擊能力，不應估值折價。國內多數行業龍頭相比行業整體基本均處於估值溢價，而家電龍頭則大幅估值折價，且PEG較低。而一方面基於上述進行海外對比時提及白電龍頭的稀缺寡頭、成長性及議價力特徵，另一方面龍頭盈利能力更佳，面對原材料價格上漲及匯率波動等風險衝擊時具有更好的應對能力，我們認為不應估值折價。

投資建議。個股方面繼續重點推薦“美力鵝”組合。我們認為，格力電器行業空間大，競爭格局優，估值有空間，高股息低估值極具價值屬性，持續重點推薦；美的集團18年並購攤銷等非經常性因素影響消除，各項業務份額、均價、利潤率改善空間明顯，另則KUKA、美雲智數等2B業務協助打破估值枷鎖；小天鵝A成長三階段路徑清晰，利潤端有望受益壟斷紅利釋放，未來三年歸母淨利潤保持25%以上增速確定性較高。

風險提示。房地產增速下滑，人民幣匯率波動。

煤炭：港口煤價現回落，關注需求變化

港口煤價現5月底以來首次回落。Wind數據顯示，上周秦港5500大卡動力煤價格下跌5元至691元/噸，自5月底以來價格首次出現回落。雖然上周國家能源集團、中煤、陝煤等主要大型煤炭企業紛紛發聲支持保供穩價（煤炭資源網），但神華在前期宣佈將外購煤價格控制在600元/噸以內（搜狐網）後，上周又不得不因為採購不到低價煤而再次上調25元/噸（搜狐網）。我們認為，大企業限價確實對煤價有一定影響，但港口價格更多反映市場煤價以及貿易商預期，因此，此次降價更多體現為市場供需的結果。

青島上合峰會限產結束後，電廠日耗出現回升，持續性值得關注。Wind數據，上周沿海六大電廠日均耗煤68.66萬噸，環比+0.49%，14日開始日耗出現明顯回升至70萬噸以上，或為青島會議結束後企業逐漸複產所致。電廠日均庫存1286.49萬噸，環比+2.34%，上周電廠庫存呈持續上升趨勢，可用天數維持在19天左右（wind）。我們認為，上周北方港口以及中轉港口庫存均呈現上漲趨勢，港口吞吐量雖出現上升，但電力企業目前因為有長協煤保障採購意願並不積極。我們認為，後續電廠日耗數據是否可以持續回升值得注意，需求為今年煤炭行情最大的變量。

焦炭價格繼續提漲，但受環保及季節因素影響，後續漲價難度加大。上周焦炭價格繼續提漲，5月初以來累計上漲500元/噸以上（鳳凰網）。Wind數據顯示，上周焦化企業焦炭庫存繼續下降，僅為26.41萬噸，再創2018年以來最低，焦化企業議價能力較強。雖然上合峰會結束，山東地區逐步復產（中鋼網），但“藍天保衛戰”重點區域強化督查開始，預計持續到2019年4月28日，現計劃檢修的鋼廠已共計20家（煤炭資源網）。目前，焦煤價格穩定，獨立焦化廠焦煤庫存繼續回升，鋼廠焦炭庫存也結束下降出現上漲（wind數據）。我們預計6月中下旬，受下游限產加強以及高溫梅雨天氣對開工造成影響，鋼鐵和焦煤淡季即將到來，漲價難度加大。

5月煤炭進口量轉正，澳洲增加焦煤出口，印度進口量同比顯著增長。5月進口煤炭2233萬噸，同比+0.64%，增速轉正（4月同比-10%，國家統計局）。近期由於國內煤價持續上漲，進口煤政策放開預期加強（中國證券網），我們認為進口煤僅是在國內煤價較高時對供給的補充，不用過於擔憂，我們估算，若全年淨進口量恢復到3億噸水平，下半年月供給同比增長也不足1%。熱帶氣旋過後，5月澳大利亞冶金煤主產區北昆士蘭煤炭出口量同比大幅+25%，環比+24%（煤炭資源網），今年熱帶氣旋影響小於去年。5月份，印度12個大型國營港口共進口煤炭1432萬噸，同比+9.81%，環比+3.01%（煤炭資源網）。我們認為澳洲出口量恢復帶來全球供給增加，海外焦煤價格或出現回落，印度等新興市場國家煤炭需求顯著回升，海外供需格局整體偏緊，也並不支撐中國大量進口。

投資建議：動力煤旺季行情可期，但政策壓制因素加大，估值或上漲乏力。我們認為，6月環保安監檢查帶來的階段性供給偏緊在7月有望恢復正常，而地產拉動的週期需求持續性或較弱，在經濟下行壓力未充分釋放，且未觀察到政策邊際變化信號的時段，建議謹慎關注旺季行情，個股建議關注：陝西煤業、山西焦化、露天煤業、雷鳴科化、潞安環能、開灤股份等。

風險提示：6月天氣炎熱程度不及預期；環保限產力度不容易把握。

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。