

港股市场一周回顾

2024年3月15日

港股市场一周回顾

15/3/2024

- 3 月份多只大盘股创一年新高 什么原因推动
- 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
- 境外投资者积极加大对 A 股市场投资，2 月至今净买入超过 7 百亿元 A 股
- 境外机构成功抓住了中国国债市场今年以来的牛市行情
- 首两个月国内 5 大房企销售额依然低迷 一二三线城市房价持续环比下滑
- 能源价格和服务价格通胀压力阻碍美国通胀回落势头并影响利率预期
- 下周焦点：中国首两月宏观经济数据、美国和日本央行利率会议

一、 3 月份多只大盘股创一年新高 什么原因推动

3 月份截至 3 月 14 日，恒生综合指数成分股中，有 42 只股票触及 52 周新高。它们来自不同行业，其中大多数是大盘股。重要的是背后是什么原因能够引导投资者追捧。我们当然无法代替投资者来解释他们为什么追逐这些股票，但股价持续上涨并触及 52 周高点必定有可持续的充分理由。

2024 年政府工作报告鼓励旧车旧家电更新换代。发改委表示去年底中国民用汽车保有量达到 3.36 亿辆，冰箱、洗衣机、空调等主要品类家电保有量超过 30 亿台，汽车、家电更新换代也能创造万亿规模的市场空间。家电股海信家电（921 HK）股价在 3 月创 52 周新高。

政府政策对汽车行业来说听起来是积极的。然而，媒体不断报道汽车行业价格战引发市场担忧。据中国汽车工业协会表示 1 至 2 月，汽车产销量分别达 391.9 万辆和 402.6 万辆，同比分别增长 8.1% 和 11.1%。其中，国内销量 320.4 万辆，同比增 7%。国内购车者无论是买新能源还是传统燃油汽车或哪个品牌汽车都需要购买汽车保险。车险龙头中国财险（2328 HK）股价在 3 月创 52 周新高，也是在恒生综合指数成分股中唯一 H 股金融股在 3 月创 52 周高，反映投资者选股看产业链谁将明显受益。

2023 年，全社会用电量同比增长 6.7%，高于经济增长 1.5 个百分点。国家设定今年经济增长目标在 5% 左右。这意味着今年电力需求仍将有较高增长。发改委在 3 月 6 日记者会表示今年前 2 个月全国统调发电量同比增长 11.7%，工业用电量增长 9.7%。中广核电力（1816 HK）、华润电力（836 HK）和中国电力（2380 HK）股价在 3 月创 52 周新高。

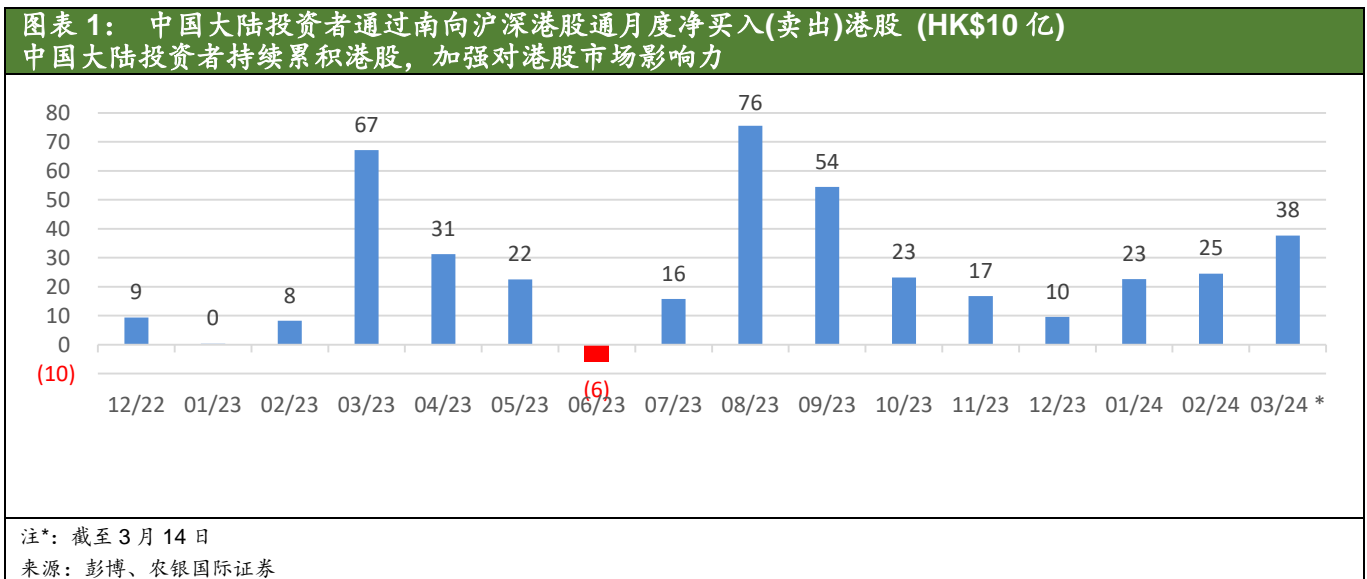
中国猪肉 CPI 同比变化由 11 月份下降 31.8%，缩小到 12 月下降 26.1%，1 月份下降 17.3%，

转为2月份上涨0.2%。看环比变化趋势，猪肉CPI由11月份下降3%，缩小到12月份下降1%，1月份下降0.2%，转为2月份上涨7.2%。近4个月的价格变化趋势表明猪肉价格跌幅在收窄及企稳后，也显示出价格回升的信号。猪肉品股万洲国际(288 HK) 股价于3月第二周创52周新高。

2024年政府工作报告鼓励工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等7个领域更新旧设备。这对于相应行业的设备供应商来说是商机。建筑设备商中联重科(1157 HK) 在3月份创52周新高。未纳入恒生综合指数的农机设备商第一拖拉机(38 HK) 也在3月份创出52周新高。发改委介绍中国是制造业大国，很多设备保有量位居全球第一，去年末规模以上工业企业资产已超过160万亿元，随着新型工业化深入推进，对于先进设备的需求还在不断增长。以设备为例，去年，中国工业、农业等重点领域设备投资规模约4.9万亿元，随着高质量发展深入推进，设备更新需求会不断扩大，初步估算将是一个年规模5万亿以上的巨大市场。

中国大陆投资者通过南向沪深港股通积极净买入港股。1月和2月，中国大陆投资者通过南向沪深港股通分别净买入约227亿港元港股和245亿港元港股。3月至今（截至3月14日），中国大陆投资者通过南向沪深港股通净买入约377亿港元港股。今年以来，他们净买入总约849亿港元港股。

触及52周新高的股票，有些可能是受企业前景看涨预期推动，或是受业务趋势或价格趋势推动。风险在于这些积极因素是否可持续和实现，因为股价已经飙升至一年左右的高位，一些积极因素已反映到股价中。



二、 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》

《行动方案》提出目标，到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上；重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到 A 级水平的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%；报废汽车回收量较 2023 年增加约一倍，二手车交易量较 2023 年增长 45%，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%，再生材料在资源供给中的占比进一步提升。

发改委表示我国是制造业大国和人口大国，2023 年，工业、农业等重点领域设备投资规模约 4.9 万亿元，随着高质量发展深入推进，设备更新需求会不断扩大，将是一个年规模 5 万亿元以上的巨大市场。同时，2023 年底民用汽车保有量达到 3.36 亿辆，冰箱、洗衣机、空调等家电保有量超过 30 亿台，汽车、家电更新换代也能创造万亿元规模的市场空间。

《行动方案》对于推动大规模设备更新和消费品以旧换新作出了全面部署，重点将实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升等四大行动。此外，为了强化政策保障，发改委将会同有关方面，加大财政、金融、税收等政策支持力度，强化用地、用能等要素保障和科技创新支撑，深入实施四大行动。总的来说，《行动方案》包括四大行动和政策保障等 5 个方面内共 20 项重点任务。

5 个方面指：

一是实施设备更新行动。推进重点行业设备更新改造，加快建筑和市政基础设施领域设备更新，支持交通运输设备和老旧农业机械更新，提升教育文旅医疗设备水平。

二是实施消费品以旧换新行动。开展汽车、家电产品以旧换新，推动家装消费品换新。

三是实施回收循环利用行动。完善废旧产品设备回收网络，支持二手商品流通交易，有序推进再制造和梯次利用，推动资源高水平再生利用。

四是实施标准提升行动。加快完善能耗、排放、技术标准，强化产品技术标准提升，加强资源循环利用标准供给，强化重点领域国内国际标准衔接。

五是强化政策保障。加大财政政策支持力度，完善税收支持政策，优化金融支持，加强要素保障，强化创新支撑。

图表 2: 财政保障和金融政策支持《行动方案》

财政政策	金融支持
<ul style="list-style-type: none"> ● 把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围。 ● 坚持中央财政和地方政府联动支持消费品以旧换新，通过中央财政安排的节能减排补助资金支持符合条件的汽车以旧换新；鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等，支持家电等领域耐用消费品以旧换新。 ● 持续实施好老旧营运车船更新补贴，支持老旧船舶、柴油货车等更新。 ● 鼓励有条件的地方统筹利用中央财政安排的城市交通发展奖励资金，支持新能源公交车及电池更新。 ● 用好用足农业机械报废更新补贴政策。中央财政设立专项资金，支持废弃电器电子产品回收处理工作。 ● 进一步完善政府绿色采购政策，加大绿色产品采购力度。 ● 严肃财经纪律，强化财政资金全过程、全链条、全方位监管，提高财政资金使用的有效性和精准性。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 用再贷款政策工具，引导金融机构加强对设备更新和技术改造的支持；中央财政对符合再贷款报销条件的银行贷款给予一定贴息支持。 ● 发挥扩大制造业中长期贷款投放工作机制作用。 ● 引导银行机构合理增加绿色信贷，加强对绿色智能家电生产、服务和消费的金融支持。 ● 鼓励银行机构在依法合规、风险可控前提下，适当降低乘用车贷款首付比例，合理确定汽车贷款期限、信贷额度。

来源：《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》、农银国际证券

《行动方案》要求，各地区、各部门要在党中央集中统一领导下，完善工作机制，加强统筹协调，做好政策解读，营造推动大规模设备更新和消费品以旧换新的良好社会氛围。国家发展改革委会同有关部门建立工作专班，加强协同配合，强化央地联动。各有关部门要按照职责分工制定具体方案和配套政策，落实部门责任，加强跟踪分析，推动各项任务落实落细。。

三、 境外投资者积极加大对 A 股市场投资，2 月至今净买入超过 7 百亿元 A 股

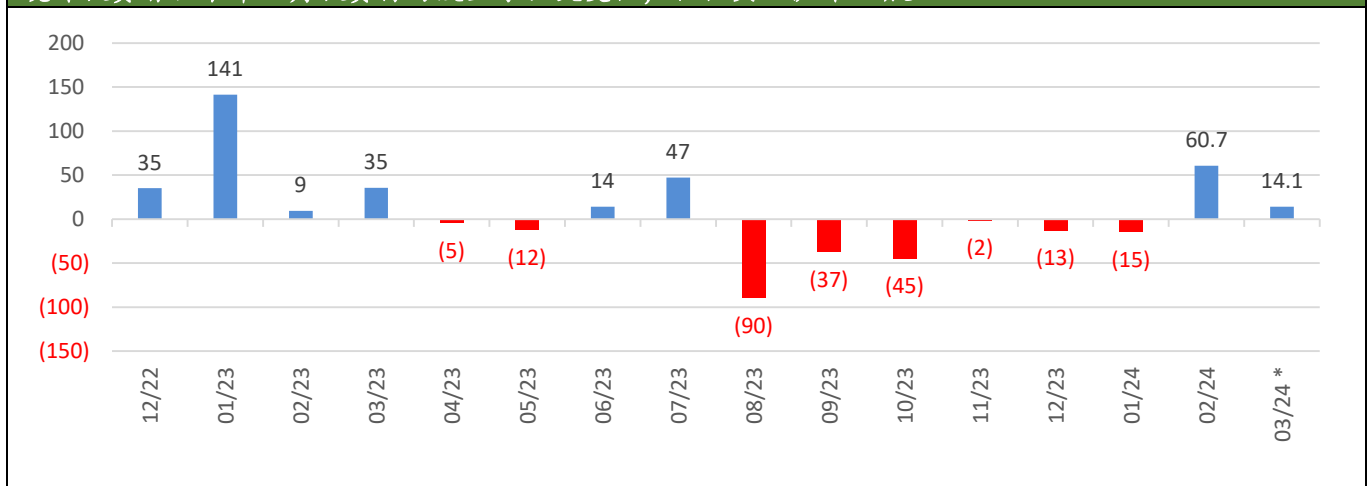
2023 年 8 月至 2024 年 1 月，境外投资者经沪深港股通持续 6 个月净卖出 A 股为主，合计净卖出 A 股近 2,011 亿元。今年 2 月份，他们的投资行为发生了显著变化。2 月份，他们经沪深港股通净买入了 607 亿元的 A 股。3 月份截至 3 月 14 日，他们更积极净买入了 141 亿元的 A 股。2 月至 3 月 14 日，境外投资者经沪深港股通合计净买入 748 亿元 A 股。

是什么原因促使境外投资者在 2 月份改变投资行为。2 月 5 日，央行下调存款准备金率 50 个基点，向银行体系注入约 1 万亿元人民币的流动性。2 月 20 日，商业银行将 5 年期 LPR 下调 25 个基点，以进一步提振经济。2 月激进的货币宽松措施吸引了境外投资者对中国股市的关注。

此外，大量流动性流入大盘 A 股也是吸引投资者关注中国 A 股市场的催化剂之一。最大的沪深 300 指数 ETF 之一的华泰柏瑞沪深 300 指数 ETF(510300 CH)当前的 ETF 份额较 2023 年末增加约 184 亿份，增幅约 49%。我们估计去年末以来（截至 3 月 14 日）约有 620 亿元的新资金流入该 ETF，进而购买了相应的沪深 300 指数成分股。沪深 300 指数大盘股指在 2 月 2 日触及 12 个月低点后开始反弹的上涨进一步吸引境内外投资者的关注。

我们比较境外投资者从 1 月末以来在上海 A 股和深圳 A 股市场的 10 大持股变化，在这期间它们明显增持 3 支消费股，分别是伊利股份（600887 CH）、美的集团（000333 CH）和 格力电器（000651 CH）。

图表 3： 境外投资者通过北向沪深港股通月度净买入(卖出)A 股 (RMB10 亿)
 境外投资者从今年 2 月投资行为发生了巨大变化，积极买入沪深 A 股



注*：截至 3 月 14 日
 来源：彭博、农银国际证券



图表 4: 境外投资者持十大上海 A 股情况 (13/3/2024, 按持股比例排名)

1 月末以来, 境外投资者积极买入乳制品消费股 伊利股份 (600887 CH)

		股份名称	于中央结算系统的持股量	占于上交所上市及交易的 A 股总数的百分比	1 月末以来变化 (股)	1 月末以来变化 (百分点)
1	600660 CH	福耀玻璃	490,991,569	24.51%	8,364,632	0.42
2	600885 CH	宏发股份	238,493,476	22.87%	-416,713	-0.04
3	603605 CH	珀莱雅	78,149,493	19.79%	2,871,179	0.73
4	600066 CH	宇通客车	435,234,890	19.65%	-562,731	-0.03
5	605365 CH	立达信	11,062,221	18.66%	1,984,549	3.35
6	603939 CH	益丰药房	177,831,252	17.63%	3,251,288	0.32
7	600406 CH	国电南瑞	1,336,856,433	16.77%	8,114,096	0.10
8	600887 CH	伊利股份	827,603,578	13.12%	47,532,343	0.75
9	603501 CH	韦尔股份	158,968,239	13.08%	11,219,327	0.92
10	601100 CH	恒立液压	163,425,791	12.18%	3,275,451	0.24

来源: 香港交易所 (沪深港股通)、农银国际证券

图表 5: 境外投资者持十大深圳 A 股情况 (13/3/2024, 按持股比例排名)

1 月末以来, 境外投资者积极买入家电产品股 美的集团 (000333 CH) 和 格力电器 (000651 CH)

		股份名称	于中央结算系统的持股量	占于深交所上市及交易的 A 股总数的百分比	1 月末以来变化 (股)	1 月末以来变化 (百分点)
1	300124 CH	汇川技术	586,859,684	21.92%	7,734,607	0.29
2	000333 CH	美的集团	1,388,722,225	19.92%	30,710,160	0.61
3	002557 CH	洽洽食品	75,002,240	14.79%	-3,434,254	-0.68
4	002050 CH	三花智控	549,681,770	14.72%	-15,789,300	-0.42
5	300012 CH	华测检测	236,314,687	14.04%	-10,411,601	-0.62
6	300685 CH	艾德生物	55,235,065	13.85%	-2,072,079	-0.52
7	002353 CH	杰瑞股份	128,775,773	12.57%	-3,350,340	-0.33
8	000786 CH	北新建材	204,077,306	12.07%	15,268,465	0.90
9	000651 CH	格力电器	667,831,642	11.85%	53,370,944	0.94
10	300760 CH	迈瑞医疗	142,446,271	11.74%	46,893	0.00

来源: 香港交易所 (沪深港股通)、农银国际证券

四、 境外机构成功抓住了中国国债市场今年以来的牛市行情

2023年11月以来，境外机构大幅增持中国境内债券。我们认为，这是外部机构投资态度发生变化的明显信号，因为境外机构在2022年和2023年前8个月主要减持境内债券。结合中央国债登记结算（“中债登”）和上海清算所（“上清所”）的统计数据（数据更新至2024年1月，2月数据尚未公布），境外机构持有境内债券余额由2023年10月末的32,371亿元增至2024年1月末的38,718亿元，增加6,347亿元。2022年，境外机构持有境内债券余额减少6,161亿元。2023年前10个月，境外机构持有境内债券余额减少1,501亿元。

图表 6： 境外机构持中国在岸债券月末存量
 从2023年11月开始，境外机构积极增持中国在岸债券



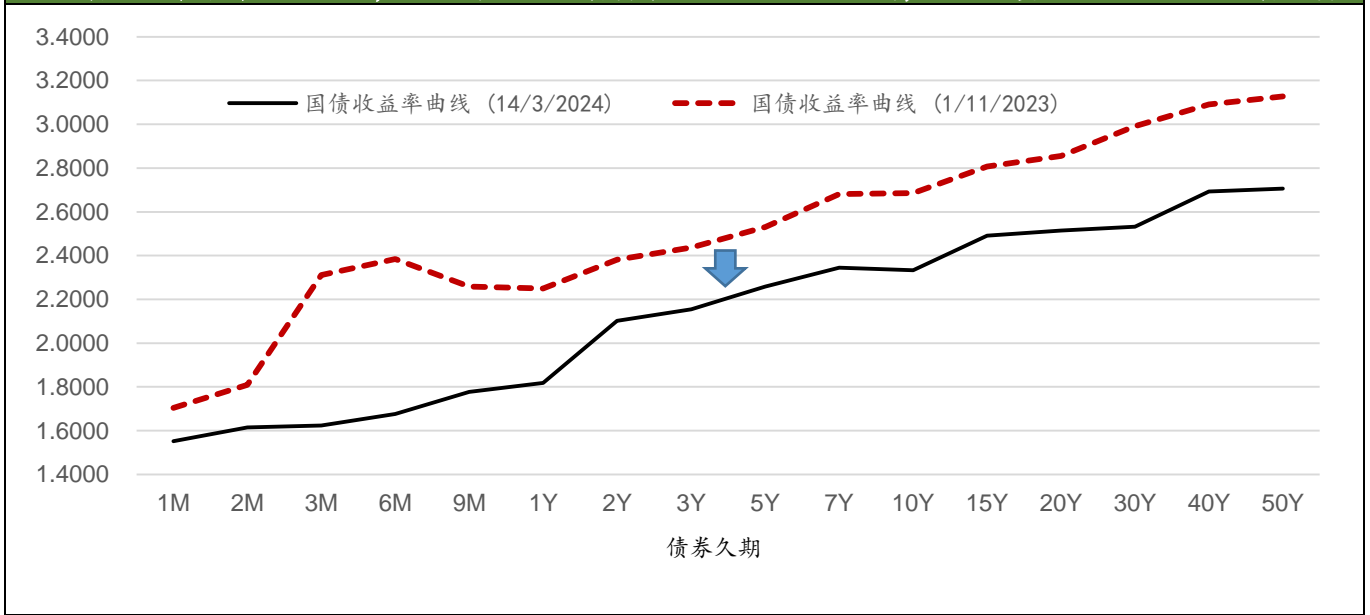
来源：中央国债登记结算、上海清算所、农银国际证券

我们的分析表明，境外机构尽管大幅增持境内债券，但对中国信贷市场仍持谨慎态度。从11月至1月（三个月），它们主要增持低风险债券如国债、政策性银行债和银行同业存单；同期，它们减持公司信用类中期票据、地方政府债和企业债。据中债登数据，11月至1月，境外机构持境内债券余额增加3,620.7亿元，其中国债占增量的69.7%，政策性银行债占增量的30.0%；同期，境外机构持地方政府债和企业债的余额减少。1月末，境外机构在中债登持境内债券余额为32,240亿元，其中国债占72.4%，政策性银行债占25.5%。据上海清算所统计，11月至1月，境外机构持有的债券余额增加2,726.1亿元，其中银行同业存单占增量的95.6%。1月末，境外机构在上清所持境内债券余额为6,478亿元，其中同业存单占85%，熊猫债占约5%。

我们从境外机构角度来看，国债、政策性银行债和银行同业存单虽然信用评级较高，但收益率不高，非人民币本位境外机构持境内债券还需要承担汇率风险，但享受债券价格升值（如果他

们认为中国处于利率下行周期并且利率将进一步下降)。事实上，截至3月中旬，我们观察到今年中国国债市场的牛市。迄今为止，境外机构成功抓住了国债市场的牛市行情。然而，国债市场的牛市是由于市场对经济前景的看空观点和认为央行需要进一步降低利率以支持经济增长。此外，当中国去年第四季度开始公布通缩数据时，境外机构构也开始增持国债。去年第四季度的通缩数字意味着实际利率上升，国债投资者认为央行需要降低名义利率以遏制实际利率上升。总体判断，境外机构预计利率下行周期尚未结束，国债潜在升值幅度大于潜在汇率风险承担。

图表 7：中国国债收益率曲线，%（2024 年 3 月 14 日与 2023 年 11 月 1 日相比）
 收益率曲线下移意味着债券价格上移，国债牛市
 短久期收益率下降幅度较大，意味着相应久期债券价格上涨幅度较高，反映投资者更积极购买短期国债



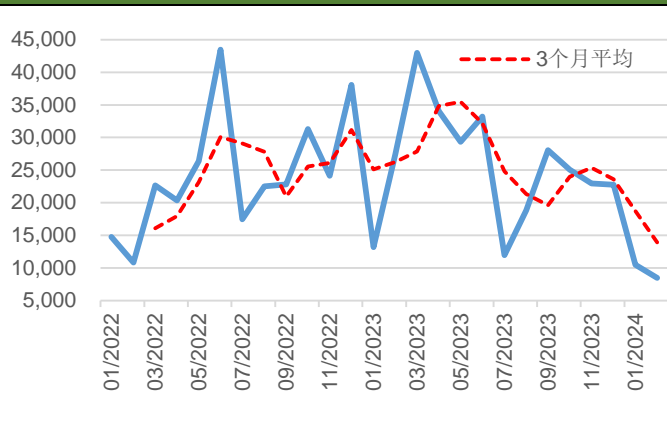
来源：彭博、农银国际证券

五、 首两个月国内 5 大房企销售额依然低迷 一二线城市房价持续环比下滑

中国海外发展 (688 HK)、华润置地 (1109 HK)、招商局蛇口 (001979 CH)、保利发展 (600048 CH) 和万科 (2202 HK) 报告 2 月份合同销售额分别同比下降约 69%、62%、60%、54%和 53%。

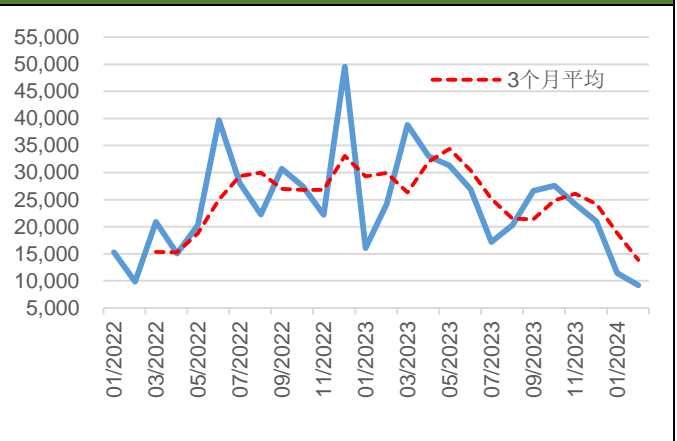
1 至 2 月，中国海外发展、华润置地、招商局蛇口、保利发展 和 万科的合同销售额分别同比下降约 53%、49%、45%、44%和 43%。由于这些都是全国性的房地产开发商，它们前两个月的销售情况可以洞察全国房地产市场的最新情况。因为单月的销售业绩会受到新项目推出、长假等各种因素的扭曲。我们更倾向于考虑销售趋势，例如销售的三个月移动平均线趋势。以上大型房企的 3 个月销售均线仍呈下降趋势。

图表 8：中国海外发展 (688 HK) 月度合约销售金额 (百万元人民币)



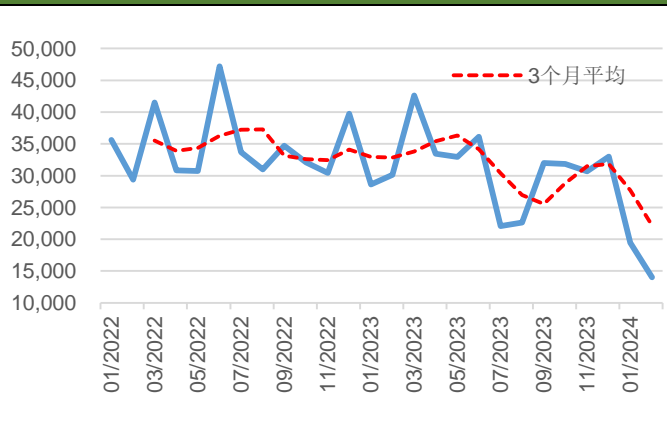
来源：中国海外发展、农银国际证券

图表 9：华润置地 (1109 HK) 月度合约销售金额 (百万元人民币)



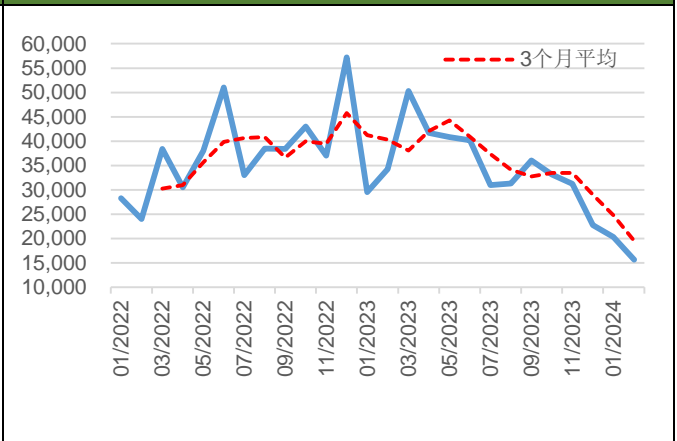
来源：华润置地、农银国际证券

图表 10：万科 (2202 HK) 月度合约销售金额 (百万元人民币)



来源：万科、农银国际证券

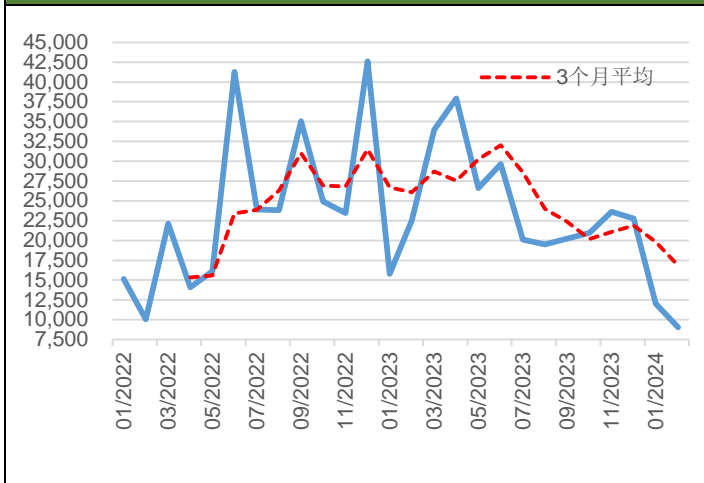
图表 11：保利发展 (600048 CH) 月度合约销售金额 (百万元人民币)



来源：保利发展、农银国际证券



图表 12: 招商局蛇口 (001979 CH) 月度合约销售金额
(百万元人民币)



来源: 招商局蛇口、农银国际证券

图表 13: 今年首两个月国内大型房地产开发商销售情况

		1-2/2024 合约销售金额 百万元人民币	同比变化
600048 CH	保利发展	35,947	-43.7%
2202 HK	万科	33,470	-43.0%
001979 CH	招商局蛇口	21,052	-45.0%
1109 HK	华润置地	20,610	-48.8%
688 HK	中国海外发展	18,995	-53.2%

来源: 各公司公告 (非审计数字)、农银国际证券

图表 14: 70 个大中城市商品住宅销售价格变化

二手房价格下跌幅度较大, 对新房价格带来下行压力并抢走新房市场客户
新房地产开发商需降价抢客户

	2/2024 同比变化	1/2024 同比变化	12/2023 同比变化	2/2024 环比变化	1/2024 环比变化	12/2023 环比变化
新房价格:						
一线城市	-1.0%	-0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
二线城市	-1.1%	-0.4%	0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
三线城市	-2.7%	-2.1%	-1.8%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
二手房价格:						
一线城市	-6.3%	-4.9%	-3.5%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
二线城市	-5.1%	-4.4%	-4.0%	-0.6%	-0.6%	-0.8%
三线城市	-5.1%	-4.5%	-4.2%	-0.6%	-0.7%	-0.8%

注: 统计样本。一线城市包括 4 个城市; 二线城市包括 31 个城市; 三线城市包括 35 个城市

来源: 国家统计局、农银国际证券

六、 能源价格和服务价格通胀压力阻碍美国通胀回落势头并影响利率预期

美国通胀同比率从 1 月的 3.1% 反弹至 2 月的 3.2%；核心通胀率从 1 月的 3.9% 降至 3.8%，跌幅小于市场预期。从通胀数据构成来看，能源价格和服务价格通胀压力依然较大。今年以来原油价格的上涨阻碍了能源 CPI 的下降。我们分析显示服务通胀面临新的负面冲击。市场普遍认为住房价格（如租金）是造成服务价格高通胀压力的主要原因。然而，分析表明，过去几个月非住房服务价格通胀压力正在上升。服务价格 CPI 占总 CPI 权重的 61%。服务 CPI 中，住房 CPI 占服务 CPI 权重约 59.3%；而非住房服务 CPI 占服务业 CPI 权重的 40.7%。住房 CPI 同比变化从 12 月的 6.2% 降至 1 月的 6.0% 和 3 月的 5.7%，这应该有助于抑制服务 CPI。然而，非住房服务 CPI 从 12 月的 4.0% 上升至 1 月的 4.5% 和 2 月的 4.5%。因此，服务 CPI 从 12 月的 5.3% 反弹至 1 月的 5.4%，然后回落至 2 月的 5.2%。非住房服务包括医疗、交通、娱乐、教育、个人服务。今年前两个月，交通服务和娱乐服务领域的通胀压力明显加大。

图表 15：美国通胀 CPI 构成

通胀新风险点 - 非住房服务（医疗、交通、娱乐、教育、个人服务等等）CPI 升温

美国 CPI 项目	权重	2/2024 (同比变化)	1/2024 (同比变化)	12/2023 (同比变化)	11/2023 (同比变化)
食物和能源	20.2%	0.9%	0.2%	1.1%	0.1%
食品	13.6%	2.2%	2.6%	2.7%	2.9%
能源	6.6%	-1.9%	-4.6%	-2.0%	-5.4%
车用燃料	3.3%	-4.2%	-6.6%	-2.3%	-9.2%
电	2.5%	3.6%	3.8%	3.3%	3.4%
公用（管道）燃气	0.7%	-8.8%	-17.8%	-13.8%	-10.4%
商品（除食物和能源商品）	18.8%	-0.3%	-0.3%	0.2%	0.0%
新车	3.7%	0.4%	0.7%	1.0%	1.3%
二手车	1.9%	-1.8%	-3.5%	-1.3%	-3.8%
其它	13.2%	-0.3%	-0.0%	0.2%	0.3%
影音产品		-3.6%	-5.8%	-6.5%	-5.5%
计算机、外围设备和智能家居		-2.7%	-2.1%	-3.6%	-4.6%
智能手机		-10.5%	-13.2%	-14.4%	-14.0%
服务（除能源服务）	61.0%	5.2%	5.4%	5.3%	5.5%
住房租金	36.2%	5.7%	6.0%	6.2%	6.5%
主要住宅租金	7.7%	5.8%	6.1%	6.5%	6.9%
业主等值租金 (OER)	26.8%	6.0%	6.2%	6.3%	6.7%
离家住租金，房屋保险	1.8%	0.8%	1.8%	2.8%	1.0%
其它（医疗、交通、教育、娱乐等等）	24.8%	4.5%	4.5%	4.0%	4.0%
所有项目	100.0%	3.2%	3.1%	3.4%	3.1%

来源：美国劳工部、农银国际证券

七、 下周焦点：中国首两月宏观经济数据、美国和日本央行利率会议

中国将于 3 月 18 日公布前两个月宏观经济数据。重点关注零售销售、工业生产和固定资产投资。国家发改委 3 月 6 日新闻发布会公布，前两个月工业用电同比增长约 9.7%。前两个月的出口强劲增长也是工业生产健康增长的又一信号。今年前两个月，目前市场预期零售额同比增长 5%（去年同期 3.5%），工业增加值同比实质增长 5.2%（去年同期 2.4%），固定资产投资额同比增长 3.2%（去年同期 5.5%）。内需增长受到固定资产投资低速增长的拖累，但受到消费增长的支撑。国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，目的是扩大主要行业固定资产投资，并支持汽车和家电等耐用消费需求。

下周，在美联储 3 月 20 日结束 FOMC 会议之前，澳大利亚和日本央行将于 3 月 19 日（当地时间）举行利率会议。市场预期澳洲央行维持利率不变。我们认为全球焦点集中在日本央行利率会议上。市场预计日本央行 3 月份加息的可能性超过 50%。若如预期，日本将由负利率转为正利率。日本货币政策周期的变化将导致全球流动性的流动方向发生变化。3 月至今（截至 3 月 14 日）日本股市下调近 1%；美元兑日元贬值近 1.5%；金价上升近 6%。日本货币政策周期预期变化的连锁反应已经提前显现。

美联储将于 3 月 19 日至 20 日（美国时间）召开 FOMC 会议。市场预期美联储将维持利率不变。焦点还在于美联储将在会议后发布新的经济预测。在去年 12 月 FOMC 会议上，美联储预计 2024 年联邦基金利率将下调 75bp。目前（3 月 15 日），利率期货市场预计美联储今年降息 75bp 的可能性在 70%左右，6 月份为今年首次降息 25bp 可能性在 50%左右。简单来说，目前市场预期美联储今年降息三次，但是否 6 月为首次降息仍有较大的不确定性，预计全年仍将维持较高利率环境。

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,与本报告提及的中国海外发展及三花智控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 7%)
持有	负市场回报 (约-7%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 7%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-7%)

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 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

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 2024 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、复制或以任何其它形式分发

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