

H 股全流通是推动中国资本市场建设的重要一步，为香港市场带来新机遇

2017年6月，新一轮《内地与香港关于建立更紧密经贸关系安排》下的《投资协议》及《经济技术合作协议服务贸易协议签署》提出，金融合作领域的一个重点就是推动H股全流通。2017年7月，人民银行《2017中国金融稳定报告》也提出，将拓宽境内企业境外上市融资渠道，推进境外上市企业审批准备案制改革和H股全流通试点。11月1日（周三）财新网（caixin.com）引述接近国务院人士的消息，称中国监管部门正在考虑选择两家H股公司作为试点，允许其不可交易的内资股在香港离岸市场自由流通。对此，我们认为，H股全流通对中国股票市场制度建设、已上市H股企业、寻求海外上市企业和政府监管机关均有明显正面意义；并认为，H股全流通试点后，将以较快的速度展开，期间间隔可能在一个季度左右。

H 股全流通带来大量市场新机遇

虽然在短期，H股全流通增加了证券供给，可能出现一定程度的内资股减持现象，但从中长期来看，H股全流通解决了内资股股东与H股同股同权，却不同利的问题，将明显改善公司治理和增强管理层激励。对于香港市场，H股全流通将进一步增强香港作为中国对外金融枢纽的地位，为国企混改提供了新的平台和吸引海外资本的机遇，有利于增加在港上市中资企业的数量和行业多样性，有助于增加全球资本对香港市场的关注，同时也有利于吸引“一带一路”及其它海外企业抵港上市。我们认为，H股全流通是沪深港股票共同市场、债券通等特色政策安排的延续，具有鲜明的中国特色。当前，中国领导人对中国制度优势的信心日益增强，香港作为中国与外界连接桥梁的地位不可或缺，且将长期延续。

预期政策推进较快，市场影响正面且显著

研判H股全流通的政策推进过程和市场影响，可以从分析2005-2007年A股股权分置改革的历史记录开始。A股股权分置较好地解决了非流通上市问题，也明显激发了投资者的热情。以大中型企业、国有企业为主要构成的上证综指在随后的两年上涨了约五倍。此外，我们注意到A股全流通改革发生在内地股票市场发展初期、当时市场环境也较为低迷。不过，虽然存在短期解禁抛售风险，A股股权分置从试点到正式铺开，时间间隔仅四个月，政策不可谓不迅速。相对而言，香港股票市场建设业已处于成熟期，按如上分析，政策对市场和上市企业的影响也以正面为主。我们认为H股全流通会延续试点 - 检讨 - 全面铺开的路径，在2017年年中政策信号的铺垫下，H股全流通有望以更快的速度展开。同时，我们认为，试点的两家H股企业应大概率是大型国企，来自通讯、工业和材料行业的可能性较大。在投资机会的角度，我们看好由大中型H股组成的国企指数。原因有三：一是供给侧及行业政策性改革背景下，材料及工业类国有企业总体受惠。以大型内银为主的金融成分股在当前货币环境下，盈利能力也将确定性提高。二是相对恒生指数，恒生国企指数有明显的折价，估值存在较大的修复空间。三是国企指数将成为H股全流通的重要受益指数，相关指数期货也将助力这一过程。

分析师

徐博

albert.xu@ztsc.com.hk

赵红梅

may.zhao@ztsc.com.hk

事件

财新网 (caixin.com) 于 11 月 1 日 (周三) 引述接近国务院人士的消息, 称中国监管部门正在考虑选择两家 H 股公司作为试点, 允许其不可交易的内资股在香港离岸市场自由流通。

H 股全流通的内涵与历史

长期以来, 在中国内地注册成立的企业, 在香港市场发行的离岸股票即为“H 股”, 以港元交易和收取股息。而该企业在中国内地发行的其它股票, 以人民币认购和收取股息, 按资金来源划分, 称为内资股。内资股股东和离岸外资股股东同是普通股股东, 享有相同的权利, 承担相同的义务。不过, 内资股如果未在中国内地股票市场上市, 则难以流通。只能在中国法人或自然人、合格国外机构投资者或战略投资者之间转让, 且转让一般须获得国资委、证监会等监管机关的许可。H 股全流通的一般定义即是内地监管机关允许内资股自由转化为境外上市的 H 股股份, 实现与离岸投资者持有股权相同的流通性。

最早也是目前唯一的 H 股全流通案例是 2005 年 10 月建设银行 (601939 CH / 939.HK) 以 H 股全流通的方式在香港上市外。近期重启 H 股全流通的政策导向包括: 2017 年 6 月, 新一轮《内地与香港关于建立更紧密经贸关系安排》(CEPA) 下的《投资协议》及《经济技术合作协议服务贸易协议签署》, 提出在金融合作领域的一个重点, 就是推动 H 股全流通。此外, 在 2017 年 7 月, 人民银行《2017 中国金融稳定报告》也提出, 将拓宽境内企业境外上市融资渠道, 推进境外上市企业审批准备案制改革和 H 股全流通试点。

H 股全流通具备多方面积极意义

在市场制度建设方面, H 股全流通在本质上放松了 H 股上市企业内资股权的跨境转移和交易, 降低了行政监管, 提高了中国资本市场的完备性和与国际市场的连通性。在理论层面, 提升了市场发现股权内在价值的的能力, 提高了内资股的流通性, 并有助于缩小中国境内外市场的割裂, 将必然通过交易成本的降低提升资产使用价值。

对于已通过 H 股上市的企业, H 股全流通赋予了内资股股东通过金融市场变现资产价值的机会, 内资股 H 股全流通条件下拥有了处置、流转和抵押的基础, 资本价值将明显提升。同时, 也方便了 H 股企业解决由于大股东增持股份, 出现的 H 股流动性不足的问题。此外, H 股全流通创造了一定的跨境套利机会, 投资者可以进行售出 H 股, 购入内资股, 并转为 H 股的操作。如果 H 对内资股出现明显溢价, 会被套利机制有效降低。

对于寻求海外上市的企业, H 股全流通安排, 增强了其通过 H 股渠道海外筹资的动力。因为相对红筹模式, H 股模式省去了资本出境和海外架构搭设的环节, 并同时保留了未来在内地再次上市的可能性。

对于政府、货币当局和监管机关而言。一是存量 H 股企业以国企为主, H 股全流通增强了国有股权价值、国有资本处置空间。二是, 与创立 H 股、B 股市场的初衷一致, H 股全流通有利于吸引外资和外汇。三是, H 股上市模式下, 企业的注册地在中国内地, 运营受内地监管机关管辖, 且应收和利润记为国民收入, 并有更大概率留存国内。四是, H 股全流通政策的落地与否, 选择权在国内监管部门, 未来有较大的调整空间。

H 股全流通带来大量新机遇

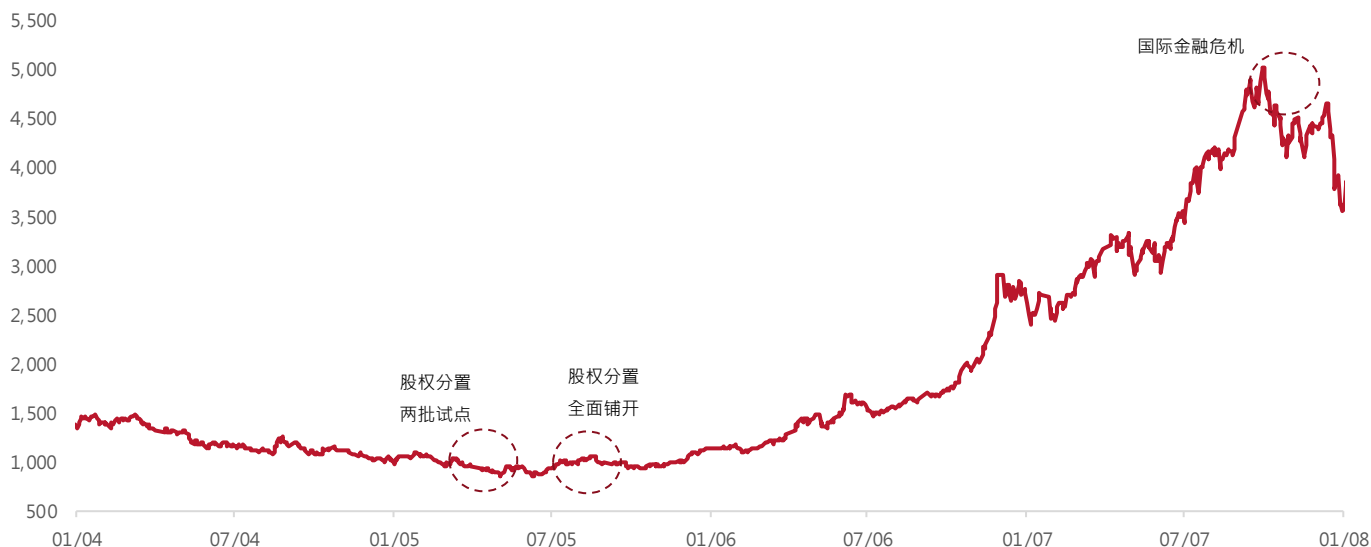
客观而言，H 股全流通会给存量 H 股股价形成一定负面压力。根据我们统计，按 10 月 31 日收盘价，H 股企业未上市非流通股内资股市值约为 2.62 万亿港元，占 H 股存量市值 6.56 万亿港元的 40%，因此存在内资股减持在短期对相关股份股价形成显著影响的可能性。但考虑到主要大型 H 股均实现了 A+H 股架构，潜在内资股上市规模占相关企业总市值的比重不足 5%，故此对大市影响较小。特别是，在历史上，H 股架构下的内资股较难处置和盘活非标准化的内资股资产，更无法从 H 股股价上涨中获取直接的收益。在公司治理的角度，内外资股利益不协调，且内资股占控股地位的 H 股架构使公司经营缺乏动力，难以实现最大化商业利润，并有可能诱发非流通股股东侵占公司业务和财产的问题。而 H 股全流通则在本质上解决了内资股股东与 H 股同股同权，却不同利的问题，将明显提高在港券商的业务机会、相关上市企业的企业管理和内部激励。

对于香港市场而言，H 股全流通进一步增强了香港作为中国对外金融枢纽的地位，为国企混改提供了新的平台和吸引海外资本的机遇，增加了在港上市中资企业的数量和多样性，有助于提升全球资本对香港市场的关注，同时也有利于吸引“一带一路”及海外企业抵港上市。我们认为，H 股全流通是沪深港股票共同市场、债券通等特色政策安排的延续，具有鲜明的中国特色。当前，中国领导人对具有中国制度优势的信心日益增强，香港作为中国与资本主义世界连接的特殊地位因此不可或缺，并将长期延续。

全流预期政策推进较快，市场影响正面且显著

我们认为 H 股全流通政策推进会延续试点 - 检讨 - 全面铺开的路径，并可以从 2005-2007 A 股股权分置改革的历史记录获得一定参考和启示。A 股的股权分置改革，同样是消除非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制、消除股份转让制度性差异的过程，是为非流通股上市交易作出的制度安排。

图表 1：上证综指在股权分置展开后进入牛市



来源：万得、中泰国际研究部

A 股股权分置改革的最初提法是国有股减持和全流通，三者的含义基本相同。这一过程开始于 2005 年 4 月 29 日，国务院批准、中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，启动了股权分置改革的两批试点。在取得了一定经验后，经国务院批

准，2005 年 8 月 23 日，中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行、商务部联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》。同年 9 月 4 日，中国证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》，A 股股权分置改革进入全面铺开阶段。

从以大中型企业、国有企业为主要构成的上证综指历史走势来看，股权分置较好地解决了非流通的同股同权不同利的问题，也明显激发了投资者的热情。此外，我们注意到，在当时的历史时期，面对仍处于发展初级极端的股票市场和较低迷的市场环境，股权分置从试点到正式铺开，时间间隔仅四个月，政策不可谓不迅速。相对而言，当前的香港股票市场建设早已处于较为成熟的阶段，如以上分析，政策对市场 and 上市企业的影响也以正面为主。我们认为，在 2017 年年中政策信号的铺垫下，H 股全流通将以更快的速度展开。

同时，我们认为，试点的两家 H 股企业应大概率是大型国企，电讯、工业和材料行业的可能性较大，其中，中国联通（762 HK）有可能通过 H 股全流通优化其混改方案。在投资机会的角度，我们看好以国企为主的国企指数，原因有三：一是供给侧及行业政策性改革背景下，材料及工业类国有企业总体受惠，基本面趋于改善。以大型内银为主的金融成分股在当前货币环境下，盈利能力也将在未来一年确定性提高。二是相对恒生指数，恒生国企指数有明显的折价，估值存在较大的修复空间。三是国企指数将成为 H 股全流通的重要受益指数，相关指数期货也将助力这一过程。

中资券商将直接受益于 H 股全流通

H 股全流通试点和推行是激活香港市场的重要举措，港股证券市场的制度变革呈现加速之势，这将会对中资在港券商的业务和经营带来不小的机遇和挑战。首先，内资股全流通，能大大的激发 H 股板块的活力，在互联互通，全流通，创新板种种政策下，港股作为上市地的吸引力将大幅提高，短期有助于于争夺国内优质公司上市，长期有助于于争夺东南亚、一带一路区域的公司上市。其次，在全流通市场中流通股数量会逐渐增加，非流通股将全部变为可流通股，券商经纪业务市场规模将会随之扩大，股票交易量也会随之增长；成交量提升将有效弥补佣金率的下行压力。

一、H 股全流通为中资券商来增加了新的利润来源。作为券商最主要的收入来源，当前经纪业务、孖展融资是券商业务转型和竞争的主战场，中资券商可以借鉴 A 股全流通路径和经验的基础上，推进竞争战略多元化和服务的综合化。

二、H 股全流通会从试点到正式铺开，大型国企在港股市场融资需求亦会有所扩大。全流通将加速港股市场多层次资本市场体系的形成、丰富投资品种，中资券商经纪业务的通道服务空间得到拓展、理财服务创新也面临难得机遇。

三、H 股全流通会吸引更多国企、民营企业在港交所上市。这将为券商的投资银行部门提供大量的新生业务机会。

四、在 H 股全流通全面施行的中后阶段，股份的全流通局面为企业并购活动提供了极大便利，券商的财务咨询业务将进入崭新阶段

五、市场集中度提升是中国证券业发展的中长期趋势，在监管政策、创新业务、服务差异化三因素推动下，规模经济和交叉销售的天然优势促使市场份额将继续向核心券商集中。是否能积极抓住此次 H 股全流通带来的新生市场机遇，对中资券商增强市场地位和影响力，获得中长期的先发优势至关重要。

附注

“H 股” 定义

“H 股”是指在中国内地注册成立的企业，在香港市场发行的离岸股票，以港元交易。相较于香港上市的一般股票，H 股公司需遵循香港联交所或创业板《上市规则》所订立的额外规定。这些规定包括：(a) 周年账目必须符合香港或国际会计准则；(b) 公司章程须载有条文，反映内资股及外资股 (包括 H 股) 的不同性质，以及有关持有人的不同权利；以及 (c) 公司章程必须载有为投资者提供相当于香港水平的保障条文。在历史上，B 股市场与 H 股市场是完全分隔的。已发行 B 股的国有企业不可同时发行 H 股，反之亦然。然而，国有企业可同时发行 A 股及 H 股。

“红筹股” 定义

红筹股是指在业务、资产、市场及所有权各方面，都侧重于内地的公司所发行的股份。红筹股并非在内地注册成立，股份面值是以人民币以外的其他货币计算。红筹股公司与在内地上市的企业的一个重要分别，便是红筹股公司所发行的股份都是流通股份（有别于国有企业般把股本划分成不同部分），也没有把股份分为“内资股”及“外资股”。由于红筹股并非官方订立或依法设立的类别，因此，红筹股的发行及交易方式，与其他香港的上市公司无异。

中国企业 H 股名单摘录

截至 2017 年 10 月 31 日，共有 226 只中国企业 H 股在香港主板上市，总市值约 6.56 万亿港元。此外，另有 26 只中国企业 H 股在香港创业板上市，总市值约 84.6 亿港元。

图表 2：按市值前 80 日主板上市中国企业 H 股

上市日期	股份代码	公司名称	市价总值 (百万港元)	上市日期	股份代码	公司名称	市价总值 (百万港元)
2005-10-27	939	中国建设银行股份有限公司	1,673,305	2013-05-22	6881	中国银河证券股份有限公司	25,099
2006-10-27	1398	中国工商银行股份有限公司	537,255	2006-12-20	3898	株洲中车时代电气股份有限公司	24,986
2004-06-24	2318	中国平安保险(集团)股份有限公司	510,159	2001-12-12	2600	中国铝业股份有限公司	24,768
2006-06-01	3988	中国银行股份有限公司	325,291	1998-01-21	902	华能国际电力股份有限公司	24,536
2005-06-23	3328	交通银行股份有限公司	205,870	2015-11-09	3908	中国国际金融股份有限公司	24,444
2003-12-18	2628	中国人寿保险股份有限公司	191,982	2000-02-01	694	北京首都国际机场股份有限公司	24,056
2000-10-19	386	中国石油化工股份有限公司	146,192	2015-12-07	416	锦州银行股份有限公司	22,303
2006-09-22	3968	招商银行股份有限公司	136,579	2017-04-11	2611	国泰君安证券股份有限公司	21,872
2010-07-16	1288	中国农业银行股份有限公司	112,811	1993-07-15	168	青岛啤酒股份有限公司	21,388
2000-04-07	857	中国石油天然气股份有限公司	107,393	2004-12-09	763	中兴通讯股份有限公司	20,436
2009-12-23	2601	中国太平洋保险(集团)股份有限公司	106,710	2008-03-13	1186	中国铁建股份有限公司	20,327
2016-09-28	1658	中国邮政储蓄银行股份有限公司	93,523	2007-04-26	3993	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	19,943
2015-10-30	2799	中国华融资产管理股份有限公司	91,911	2009-12-10	916	龙源电力集团股份有限公司	19,305
2007-04-27	998	中信银行股份有限公司	74,708	2014-12-19	1958	北京汽车股份有限公司	19,179
2003-11-06	2328	中国人民财产保险股份有限公司	71,109	2006-03-23	3323	中国建材股份有限公司	18,945
2005-06-15	1088	中国神华能源股份有限公司	63,350	2012-10-30	2196	上海复星医药(集团)股份有限公司	18,849
2002-07-31	1211	比亚迪股份有限公司	62,540	2004-03-11	2338	潍柴动力股份有限公司	18,847
2002-11-15	728	中国电信股份有限公司	54,261	2001-02-07	696	中国民航信息网络股份有限公司	18,838
2009-11-26	1988	中国民生银行股份有限公司	52,349	1997-02-05	670	中国东方航空股份有限公司	18,450
2011-12-15	1336	新华人寿保险股份有限公司	50,413	1997-07-31	1055	中国南方航空股份有限公司	17,657
1997-10-21	914	安徽海螺水泥股份有限公司	43,342	1997-06-12	358	江西铜业股份有限公司	17,260
2010-08-30	2238	广州汽车集团股份有限公司	42,938	2005-07-14	2777	广州富力地产股份有限公司	16,874
2012-04-27	6837	海通证券股份有限公司	42,074	1993-07-26	338	中国石化上海石油化工股份有限公司	16,252
2006-12-15	1800	中国交通建设股份有限公司	41,928	2016-03-30	2016	浙商银行股份有限公司	16,015
2009-09-23	1099	国药控股股份有限公司	41,629	2003-12-23	2899	紫金矿业集团股份有限公司	15,490
2013-12-12	1359	中国信达资产管理股份有限公司	41,110	2011-05-20	2607	上海医药集团股份有限公司	15,433
2011-10-06	6030	中信证券股份有限公司	39,461	1998-04-01	1171	兖州煤业股份有限公司	15,187
2017-09-28	6060	众安在线财产保险股份有限公司	36,974	2015-03-31	3606	福耀玻璃工业集团股份有限公司	15,017
2014-06-25	2202	万科企业股份有限公司	36,490	2006-12-19	1898	中国中煤能源股份有限公司	14,661
2004-12-15	753	中国国际航空股份有限公司	33,901	1997-06-27	177	江苏宁沪高速公路股份有限公司	14,615
2008-08-21	1766	中国中车股份有限公司	33,613	1997-05-15	576	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	13,837
2012-12-07	1339	中国人民保险集团股份有限公司	32,374	2011-06-10	958	华能新能源股份有限公司	13,484
2005-12-07	489	东风汽车集团股份有限公司	30,556	2010-12-16	3618	重庆农村商业银行股份有限公司	13,321
2003-12-15	2333	长城汽车股份有限公司	30,468	2015-12-10	3996	中国能源建设股份有限公司	12,782
2015-06-01	6886	华泰证券股份有限公司	28,949	2016-10-07	6099	招商证券股份有限公司	12,745
2015-04-10	1776	广发证券股份有限公司	28,284	2002-11-20	2883	中海油田服务股份有限公司	12,515
2012-12-19	2039	中国国际海运集装箱(集团)股份有限	26,676	2013-11-12	3698	徽商银行股份有限公司	12,492
2007-12-07	390	中国中铁股份有限公司	26,380	2015-08-07	3969	中国铁路通信信号股份有限公司	12,088
2014-12-10	1816	中国广核电力股份有限公司	25,565	2015-12-03	3866	青岛银行股份有限公司	11,812
2013-12-20	6818	中国光大银行股份有限公司	25,277	2015-10-26	1508	中国再保险(集团)股份有限公司	11,555

来源：港交所、中泰国际研究部

恒生国企指数成分股

恒生中国企业指数目前有 40 只成分股，计划于 2018 年增加 10 只红筹股和民营企业。

图表 3：按市值前 80 日主板上市中国企业 H 股

股票代码	公司名称	行业分类	权重	PER	ROE	DivYld
			%	2FY	2FY	1FY
1398	工商銀行	金融業	10.12	6.28	13.53	4.48
2318	中國平安	金融業	9.87	12.90	18.10	1.64
3988	中國銀行	金融業	9.72	5.22	11.85	5.40
939	建設銀行	金融業	9.61	5.61	14.25	4.97
2628	中國人壽	金融業	6.07	19.15	9.70	1.64
386	中國石油化工股份	能源業	5.23	11.32	7.38	5.13
3968	招商銀行	金融業	3.76	8.15	16.34	3.21
857	中國石油股份	能源業	3.66	21.94	3.02	2.39
1288	農業銀行	金融業	3.39	4.96	13.76	5.69
2601	中國太保	金融業	2.78	16.58	12.37	2.45
2328	中國財險	金融業	2.22	9.05	15.68	2.47
1088	中國神華	能源業	2.19	8.27	12.14	5.27
728	中國電信	電訊業	1.85	11.85	6.65	3.10
3328	交通銀行	金融業	1.75	5.24	10.53	5.41
998	中信銀行	金融業	1.68	4.76	10.82	5.03
1211	比亞迪股份消費品	製造業	1.63	23.93	11.62	0.53
1800	中國交通建設	地產建築業	1.51	6.07	11.53	2.88
1988	民生銀行	金融業	1.48	4.61	12.60	4.16
1099	國藥控股	消費品製造業	1.44	13.73	14.15	1.93
6837	海通證券	金融業	1.43	11.72	8.44	2.35
914	海螺水泥	地產建築業	1.35	10.65	14.96	3.15
6030	中信証券	金融業	1.23	13.89	8.23	2.07
1336	新華保險	金融業	1.20	16.46	11.39	1.25
2202	萬科企業	地產建築業	1.18	8.14	22.22	4.23
1766	中國中車	工業	1.06	13.44	11.48	2.43
2333	長城汽車	消費品製造業	1.04	8.90	15.29	2.45
6886	HTSC	金融業	0.99	12.86	8.61	2.86
489	東風集團股份	消費品製造業	0.98	5.44	12.07	2.76
1776	廣發証券	金融業	0.96	10.67	11.44	2.77
1658	郵儲銀行	金融業	0.94	6.31	12.60	2.49
390	中國中鐵	地產建築業	0.91	7.37	10.66	1.99
1339	中國人民保險集團	金融業	0.91	8.59	11.72	0.93
1359	中國信達	金融業	0.89	4.78	14.04	5.26
6881	中國銀河	金融業	0.84	9.70	9.02	2.72
1816	中廣核電力	公用事業	0.80	9.72	13.26	3.14
3898	中車時代電氣	工業	0.80	13.41	17.35	1.27
902	華能國際電力股份	公用事業	0.72	9.39	8.41	2.01
1186	中國鐵建	地產建築業	0.68	6.35	11.37	2.28
916	龍源電力	公用事業	0.65	8.36	10.34	2.07
753	中國國航	消費者服務業	0.47	10.08	10.08	1.92

来源：恒生指数有限公司、彭博、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的建集团涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20% 以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5% 至 20% 之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于 -10% 至 5% 之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10% 以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 33 号 2、3 及 5 楼

电话：(852) 2359 1800

传真：(852) 2511 1799