



# 大幅下挫后的互联网板块是否已到抄底的时候？——见微知著

- 中美互联网板块走势出现罕见分化：**自 2014 年以来，中美互联网股票的日度价格走势相关度高达 86%，但今年一季度以来，中美互联网板块走势罕见分化。美国互联网板块再创新高，而中国互联网板块则一路下行，自高点回撤已经高达 40%。
- 中美互联网板块分化的背后：**中美互联网板块分化，背后最主要反映的是因中国政策环境变化，导致市场对于互联网股票的盈利预期大幅走弱所致。而中国互联网股票纵向、横向来看都呈现高估值，这又加剧了中国互联网科技股票的回撤幅度。但考虑到中国互联网股票回撤幅度已超过了 2015 年并逼近 2018 年的水平，虽然可能仍未见底，但应该已经经历了急跌的“至暗时刻”。
- 对全球互联网板块整体保持谨慎：**中国互联网股票很难脱离全球市场而走出完全独立的行情，因此我们有必要将其置于全球的视角下去审视。全球的互联网科技行业不论是在欧盟还是美国在近期同样也面临政策逆风。从资金流的角度来看，全球 IT 板块录得史诗级资金流入，其流入的体量之巨大、斜率之陡峭都是前所未有的，板块已经显得过热。而全球互联网标的整体都处于过高估值的情况下，流动性也面临边际转向，尤其是 7 月末很可能是美国流动性注入与回收的关键分水岭，8 至 9 月 TGA 余额或将回升。受此影响，美债收益率很可能出现回升，而受益于美债收益率回落带来的美国互联网科技股强劲反弹很可能会就此承压。
- 总结：**我们很可能已经经历了中国互联网股票急跌的“至暗时刻”，但未来海外互联网股若承压，中国互联网股票可能也将受到负面影响，整体板块很可能难言见底，但在未来数月可以密切留意：1) 下半年中国关于监管政策的具体落地以及实时情况，2) 海外互联网板块整体的变化，但对于自下而上筛选出如腾讯（700.HK，买入评级，目标价 700 港币）等互联网板块中估值合理的优质龙头股仍可择机缓慢增持。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl\_cai@spdbi.com  
(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson\_wang@spdbi.com  
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

2021 年 7 月 22 日

## 相关报告

[《见微知著：以供需框架定量拆解美国通胀风险》](#) (2021-07-09)

[《2021 年中期策略展望：高处不胜寒，审慎中前行》](#) (2021-05-29)

[《板块四分法——市场预期的共识与分歧？》](#) (2021-05-29)

[《A 股、港股多维估值手册：跨国别、跨资产、跨行业比较回调后的投资性价比》](#) (2021-05-27)

[《板块轮动策略启示录：轮动是否会延续？》](#) (2021-05-18)

[《各国央行 QE 缩减面面观——SPDBI 全球央行观察 \(2021 年 5 月刊\)》](#) (2021-05-17)

[《不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告 \(二\)》](#) (2021-04-09)

[《黄金投资手册：抄底？》](#) (2020-08-13)

[《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#) (2020-12-08)

# 目录

中美互联网走势罕见分化 .....	3
中美互联网板块分化的背后 .....	4
盈利端：中国互联网板块盈利预期弱，包含政策预期所致 .....	4
估值端：中国互联网股票估值高位，增加了回调压力 .....	6
回撤已经非常明显，急跌的时段可能已过 .....	8
对全球互联网板块整体保持谨慎 .....	9
互联网科技行业面临全球性监管收紧 .....	9
全球 IT 板块史诗级资金流入，仓位处高位，板块过热 .....	10
极高估值状态下的流动性边际转向，7 月末是关键分水岭 .....	11
总结 .....	13
图表 1: 中美互联网走势出现背离 .....	3
图表 2: 中国互联网股票卖方预测净上修动能（6 个月均值） .....	5
图表 3: 美国互联网股票卖方预测净上修动能（6 个月均值） .....	5
图表 4: 中国互联网股票卖方预测净利润率出现大幅下行 .....	5
图表 5: 中国互联网股票远期市盈率 .....	6
图表 6: 美国互联网股票远期市盈率 .....	6
图表 7: 中国互联网股票市销率 .....	7
图表 8: 美国互联网股票市销率 .....	7
图表 9: 中美互联网股票 12 个月最大回撤 .....	8
图表 10: 中国互联网股票相比美国互联网股票过去 12 个月的超额收益 .....	8
图表 11: 全球 IT 板块累计资金流入（百万美元） .....	10
图表 12: 全球股市过去 12 个月资金流入（百万美元） .....	10
图表 13: S&P 全球 1200 IT 板块指数远期市盈率 .....	12
图表 14: 美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比例（%） .....	12
图表 15: 全球主权债收益率（%） .....	12
图表 16: TGA 余额下降带动美债收益率（%）下行 .....	12

# 大幅下挫后的互联网板块是否到了抄底的时候？——见微知著

## 中美互联网走势罕见分化

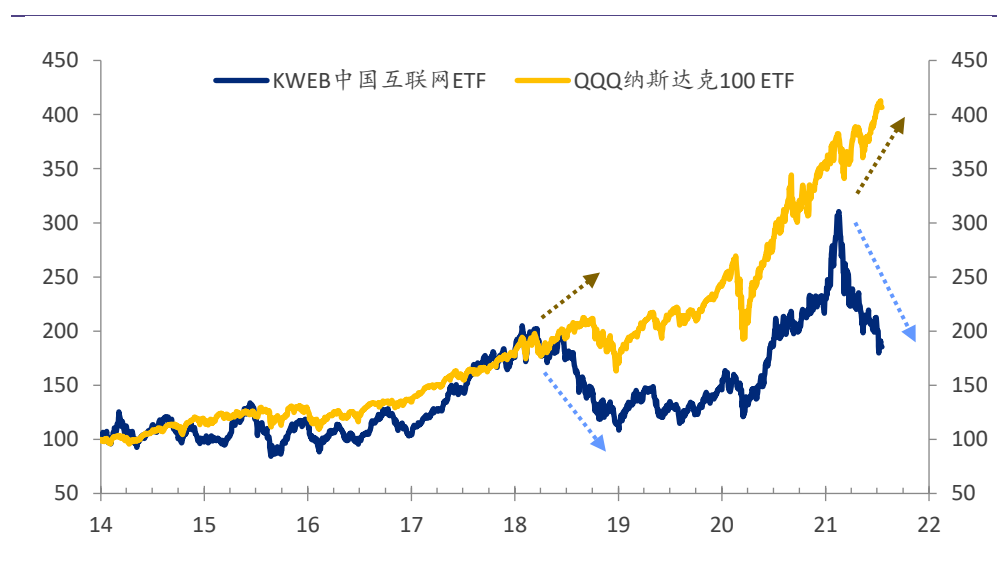
2021年一季度，中、美两国互联网股票都创下历史新高，在经历了3月的大幅回调后，美国互联网板块再创新高，而中国互联网板块则一路下行，自高点回撤已经高达40%，回撤幅度非常明显。在此，我们对中美互联网标的进行比较研究。

我们选取了两只中美互联网的标杆性指数，其中，中国以中证海外中国互联网指数作为代表，指数成分中涵盖港股及 ADR 中最大的约 50 只互联网标的。基于追踪该指数发行的 ETF——KWEB 是目前在海外发行的资产管理规模最大的中国互联网 ETF。该 ETF 总资产管理规模超过 50 亿美元。

我们则选取了纳斯达克 100 指数作为美国互联网股票走势的代表，该指数涵盖了纳斯达克指数中市值最大的 100 只成分股。基于追踪该指数发行的 ETF——QQQ，其资产管理规模约 1400 亿美元。

自 2014 年以来，中美互联网股票的日度价格走势相关度高达 86%。但 2021 年 2 月以来，两者的走势截然相反，分化非常明显，上一次出现这种类似的分化发生在 2018 年全球股市大幅回落期间。

图表 1: 中美互联网走势出现背离



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## 中美互联网板块分化的背后

今年 2 月以来，中美互联网板块走势出现分化，背后最主要反映的是因中国政策环境变化，导致市场对于中国互联网股票的盈利预期大幅走弱所致。而纵向、横向来看，中国互联网股票都呈现高估值，这又加剧了中国互联网股票的回撤幅度。但考虑到中国互联网股票自 2 月高点下跌已超过 40%，回撤幅度已经超过了 2015 年，并逼近 2018 年的水平，虽然可能并未见底，但应该已经经历了急跌的“至暗时刻”。

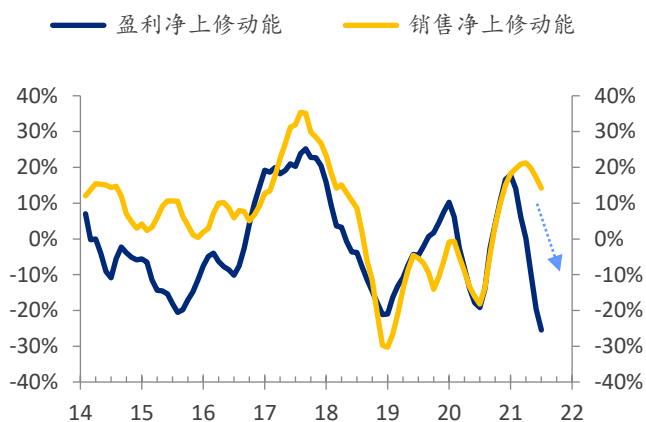
### ● 盈利端：中国互联网板块盈利预期弱，包含政策预期所致

我们以中证海外中国互联网指数、纳斯达克 100 指数分别作为中美互联网的标杆代表，基于其成分股底层数据，测算了各自的卖方预测盈利和预测销售的净上修动能，读数越高（低），表示市场预期更多的对底层股票的盈利/销售预期进行上（下）调。我们可以清晰地看到：

- **中美互联网股票的基本面预期出现了明显分化。**不论是盈利，还是销售的卖方预测净上修动能呈现明显的分化，美股互联网标的基本面（盈利、销售额）都在继续上修的通道中，而中国互联网标的却在一季度见顶后，大幅下挫。
- **中国互联网股票的净利润率很可能因外部政策环境而出现大幅回落。**具体来看，中国互联网股票的盈利净上修动能回落幅度远超过销售净上修动能，这意味着，市场预期大幅下调了净利润率。

我们计算了盈利净上修动能与销售净上修动能的差值，以此作为净利润率的代理变量，我们可以看到，2020 年上半年因疫情冲击，净利润率大幅下行，随后在 2020 年下半年有所修复。而在 2021 年则断崖式下跌，背后所反映的，很可能是互联网板块利润远超其他行业的背景下，在 2021 年面临反垄断、数据监管趋严等一系列政策和监管的宏观不确定性因素。这导致在销售预测未做明显变化的情况下，市场大幅下调了互联网标的盈利预期。

**图表 2: 中国互联网股票卖方预测净上修动能 (6个月均值)**



注: 基于中证海外中国互联网指数底层成分股计算所得  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 3: 美国互联网股票卖方预测净上修动能 (6个月均值)**



注: 基于美国纳斯达克 100 指数底层成分股计算所得  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

**图表 4: 中国互联网股票卖方预测净利润率出现大幅下行**



注: 基于中证海外中国互联网指数底层成分股计算所得。在此使用盈利净上修动能与销售净上修动能差值计算所得。  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

基本面预期的分化, 是导致中美互联网标的走势出现分化的根本原因。2021年下半年来看, 关于反垄断执行、数据安全等一系列政策因素仍然有待落地, 整个中国互联网行业的基本面依然存在较多不确定性因素。

## ● 估值端：中国互联网股票估值高位，增加了回调压力

以估值来看，也可以发现，不论是横向还是纵向来看，中国互联网股票在今年一季度都处于极高水平，极高的估值水平加剧了回调的下行幅度：

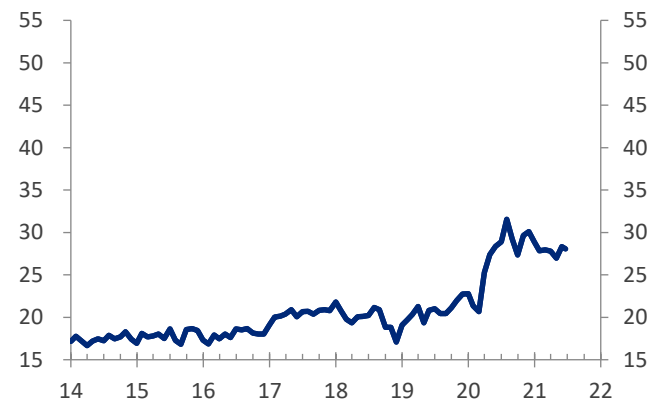
- 中美互联网股票估值都处于高位，尤其是远期市盈率来看，中美都处于历史性高位，其中中国的整体估值明显高于美国，这令其价格回落压力较美股更大。虽然中国互联网股票已经历了大幅回撤，但市盈率仍然处于高位，美国互联网股票虽然价格继续上行，但由于盈利预期扩张，令远期市盈率被动回落。
- 需要强调的是，由于中国互联网股票中有更多的未盈利股票涵盖其中（哔哩哔哩、知乎等），这被动推升了其市盈率，我们可以参考市销率。市销率显示，在2021年一季度时期，中国互联网股票的市销率和远期市盈率一样，同样大幅高于美股。目前，中国互联网股票的市销率虽然已经自高位回落，且目前的市销率水平已经低于美股互联网股票，但当前位置仍然与2018年市场高点时的市销率水平相当，预示着估值回调可能仍未结束。

图表 5: 中国互联网股票远期市盈率



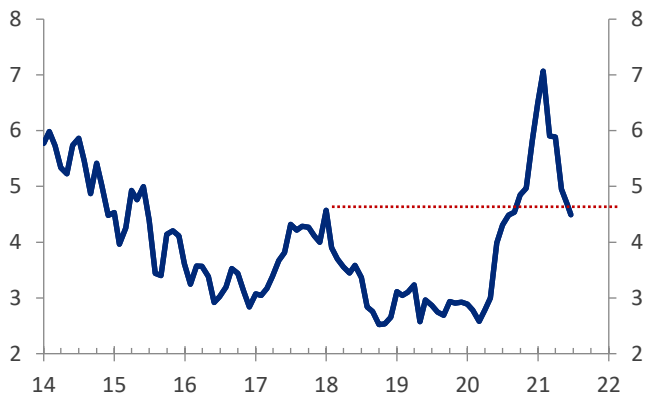
注：基于中证海外中国互联网指数底层成分股计算所得  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 6: 美国互联网股票远期市盈率



注：基于美国纳斯达克100指数底层成分股计算所得  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 7: 中国互联网股票市销率



注: 基于中证海外中国互联网指数底层成分股计算所得  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 8: 美国互联网股票市销率



注: 基于美国纳斯达克 100 指数底层成分股计算所得  
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

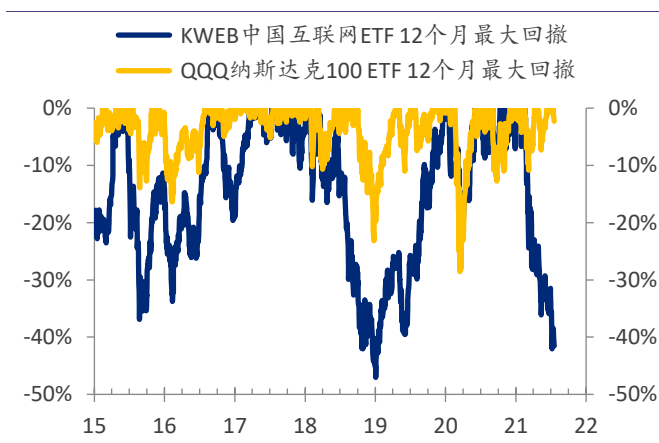
## ● 回撤已经非常明显，急跌的时段可能已过

我们基于中证海外中国互联网指数、纳斯达克 100 指数这两个中美互联网标杆指数，测算其 12 个月最大回撤幅度。此轮中国互联网股票自高点下跌已超过 40%，回撤幅度已经超过了 2015 年，并逼近 2018 年的水平。

从相对表现的角度来看，中国互联网相比美股互联网标的超额收益，在 2021 年一季度创下历史新高后，随后大幅回落大幅跑输美股互联网，目前的跑输幅度已经超过了 2018 年的水平。就技术面来看，中美互联网的 21 天 RSI 差额也处于历史新低附近。

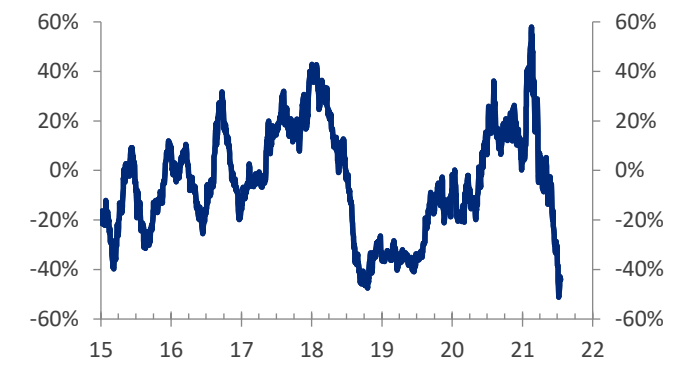
因此，就回撤幅度、相对收益的角度来看，中国互联网股票下跌最猛、最急的“至暗时刻”很可能已经过去。未来一方面要继续密切留意下半年中国监管政策的具体落地及实施情况，另一方面也需关注全球互联网整体的变化。

图表 9: 中美互联网股票 12 个月最大回撤

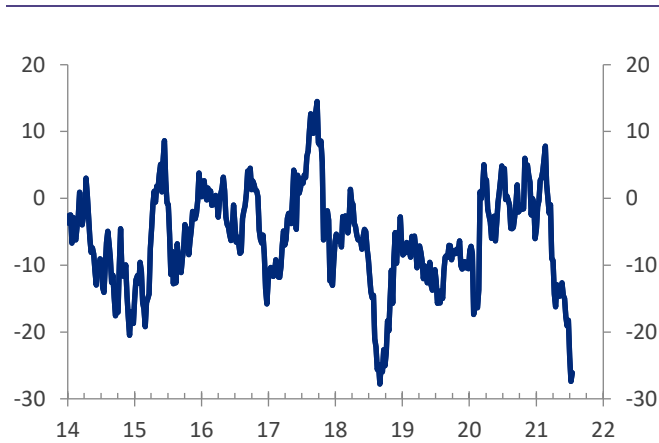


注：基于中证海外中国互联网指数、纳斯达克 100 指数计算所得  
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 10: 中国互联网股票相比美国互联网股票过去 12 个月的超额收益



图表 11: 中美互联网股票 21 天 RSI 差值





## 对全球互联网板块整体保持谨慎

中国互联网股票下跌最猛、最急的“至暗时刻”很可能已经过去了。然而，中国互联网股票很难脱离全球市场，而走出完全独立的行情。因此，我们有必要将其置于全球的视角下去审视。

首先，全球的互联网科技行业不论是在欧盟还是美国，在近期同样也面临政策逆风。其次，从资金流的角度来看，当前全球 IT 板块录得史诗级资金流入，其流入的体量之巨大、斜率之陡峭都是前所未有的，板块已经显得过热。此外，而全球互联网标的整体都处于过高估值的情况下，流动性也面临边际转向。尤其是 7 月末很可能是美国流动性注入与回收的关键分水岭，而 8 至 9 月 TGA 余额或将回升。受此影响，美债收益率很可能会出现回升，而受益于美债收益率回落带来的美国互联网科技股强劲反弹很可能会就此承压。

综合考虑下，我们有必要对全球互联网科技股整体保持谨慎。未来，一方面要继续密切留意下半年中国关于监管政策的具体落地以及实时情况，另一方面也需要关注全球互联网整体的变化。

### ● 互联网科技行业面临全球性监管收紧

近期不论是在欧盟还是美国，针对互联网科技行业的监管都有明显的收紧趋势：

#### ● 欧盟

2020 年 12 月，欧盟委员会正式提交了《数字服务法》和《数字市场法》，两部针对大型互联网企业的监管条文，这是欧盟近 20 年来在数字领域的重大立法，将进一步加强隐私保护以及反垄断。

2021 年 6 月，欧盟法院发布公告表示在一定条件下欧洲 27 国隐私监管机构均可对美国大型互联网公司采取行动进行监管。这标志着欧盟将监管权下放，欧盟各国都可以在反垄断、隐私保护等问题上对美国互联网巨头展开监管。美国互联网巨头将直接面对更多的监管方。

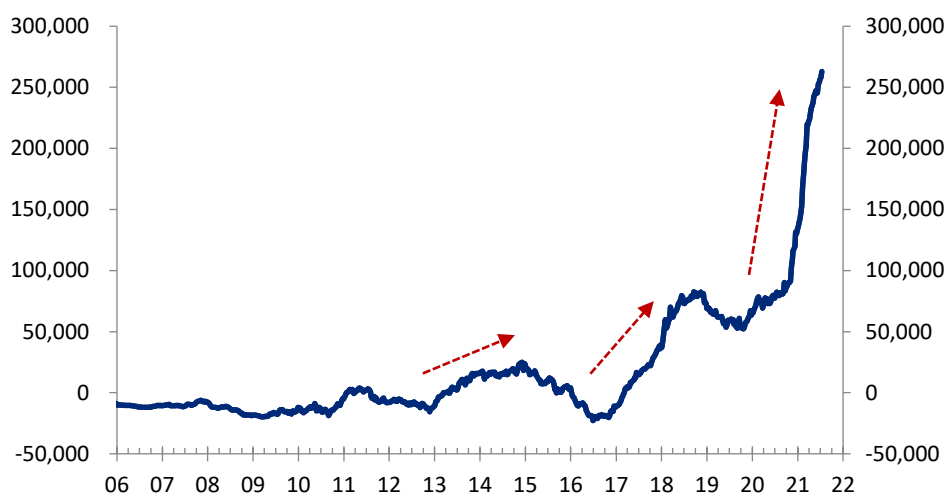
#### ● 美国

2021 年 7 月，美国总统拜登签署行政命令，旨在促进美国各行业竞争，该命令包括要求司法部、联邦贸易委员会采取法律措施限制“不良垄断”，并加强对于互联网科技企业的并购审查、数据监管等一系列举措。

## ● 全球 IT 板块史诗级资金流入，仓位处高位，板块过热

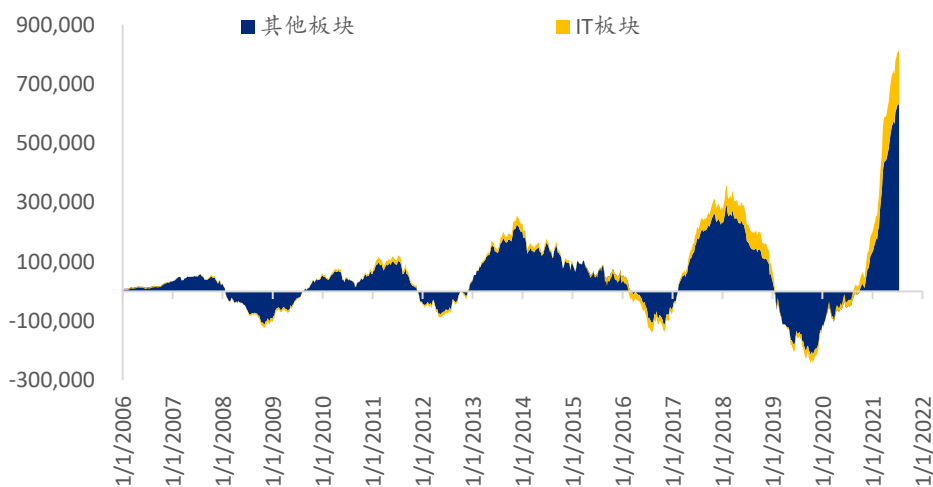
过去 12 个月，全球股市出现了史诗级资金流入，尤其是 IT 板块资金流入超过 2500 亿美元，其流入的体量之巨大、斜率之陡峭都是前所未有的。历史来看 IT 板块的资金流都有从流入到流出的周期轮动，而目前尚未到流出阶段，预示着全球 IT 板块的“至暗时刻”可能都尚未到来。IT 板块的资金流入占全球股市的资金流入占比也十分巨大，这意味着当前全球互联网板块的仓位处于拥挤的高位，抗冲击能力较弱。

图表 11:全球 IT 板块累计资金流入（百万美元）



资料来源：EPFR，浦银国际

图表 12:全球股市过去 12 个月资金流入（百万美元）



资料来源：EPFR，浦银国际

## ● 极高估值状态下的流动性边际转向，7 月末是关键分水岭

目前，全球互联网标的整体都处于过高估值。我们以 S&P 全球 1200 IT 板块指数来看，其远期市盈率自 2019 年见底后一路蹿升，目前已经远超历史长期均值 1 倍标准差以上，估值回落压力巨大。

而与此同时，全球流动性也面临边际转向。加拿大在 2021 年 4 月已经成为全球首个宣布缩减 QE 的主要央行，随着美国经济重启、美国在下半年料将宣布开启 QE 缩减，欧央行也将在下半年开始正式讨论缩减大流行病紧急资产购买计划（PEPP）。在 2021 年上半年，美欧日央行的年度扩表额占 GDP 比值也见顶回落，全球主权债不论是投资级还是高收益级都见底回升。

美国 10 年期美债在 2021 年 3 月见顶后一路下行，美债收益率下行主要受到了美国财政部一般账户 TGA 余额大幅减少所致，余额由 2021 年 2 月约 1.7 万亿美元迅速降至 2021 年 7 月中 6500 亿美元，约 1 万亿美元的流动性漫灌至商业银行系统，令银行系统出现现金超载的情况，受此影响美国国债短端一度跌至负利率，短端利率的下行压力也传递至长端，再加上先前看空美债的交易过于拥挤，在此情况下空头回补令美债自 3 月以来一路下行，目前的 10 年期美债利率已经回落至 2 月以来的新低。

但 TGA 余额的下降目前已经接近尾声，根据美国财政部目标，其计划于 2021 年 7 月 31 日债务上限暂停期之前将 TGA 余额降低至 4500 亿美元。而目前最新的实际余额为 6500 亿美元，还剩 2000 亿美元。这意味着 TGA 下降驱动流动性漫灌进而带动美债收益率下行，高估值科技股强势反弹的故事目前可能已经接近尾声。TGA 的余额下降不但接近尾声，在 7 月后甚至还将回升，在美国财政部的目标下，将在 7 至 9 月自 4500 亿元回升至 7500 亿元，等效于带来 3000 亿元的流动性回收。

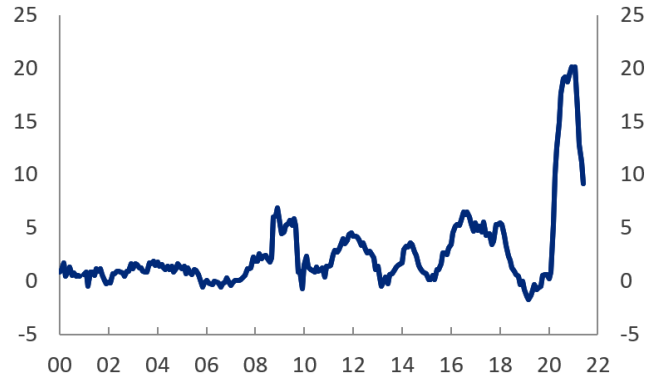
从 TGA 余额的角度来看，7 月末很可能是美国流动性注入与回收的关键分水岭，8-9 月 TGA 余额或将回升，受此影响，美债收益率很可能会出现回升，而受益于美债收益率回落带来的美国互联网科技股强劲反弹很可能会就此承压，需要保持密切关注。

图表 13: S&P 全球 1200 IT 板块指数远期市盈率



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 14: 美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比例 (%)



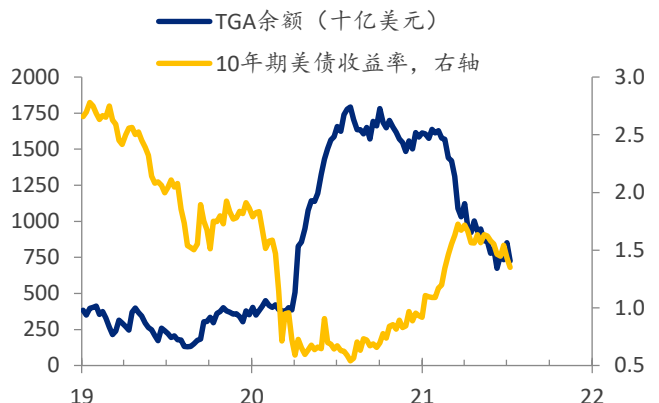
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 15: 全球主权债收益率 (%)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 16: TGA 余额下降带动美债收益率 (%) 下行



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## 总结

在 2021 年一季度中美互联网板块出现罕见的分化，分化背后最主要反映的是因中国政策环境变化，导致市场对于互联网股票的盈利预期大幅走弱所致。而中国互联网股票纵向、横向来看都呈现高估值，这又加剧了中国互联网科技股票的回撤幅度。

但考虑到中国互联网股票自高点下跌已超过 40%，回撤幅度已经超过了 2015 年并逼近 2018 年的水平，虽然可能并未见底，但应该已经经过了急跌的“至暗时刻”。

虽然下跌最猛、最急的“至暗时刻”很可能已经过去，但中国互联网股票仍难脱离全球市场而走出完全独立的行情。因此我们有必要将其置于全球的视角下去审视。全球的互联网科技行业不论是在欧盟还是美国在近期同样也面临政策逆风。从资金流的角度来看，全球 IT 板块录得史诗级资金流入，其流入的体量之巨大、斜率之陡峭都是前所未有的，板块已经显得过热。而全球互联网标的整体都处于过高估值的情况下，流动性也面临边际转向，尤其是 7 月末很可能是美国流动性注入与回收的关键分水岭，8 至 9 月 TGA 余额或将回升，受此影响，美债收益率很可能出现回升，而受益于美债收益率回落带来的美国互联网科技股强劲反弹很可能会就此承压。综合考虑下，我们有必要对全球互联网科技股整体保持谨慎。

总体而言，我们认为，很可能已经经过了中国互联网股票急跌的“至暗时刻”，但未来海外互联网股若承压，中国互联网股票可能也将受到负面影响，整体板块仍难言见底。但在未来数月，可以密切留意：1) 下半年中国关于监管政策的具体落地以及实时情况，2) 海外互联网板块整体的变化，但对于自下而上筛选出如腾讯(700.HK, 买入评级, 目标价 700 港币)等互联网板块中估值合理的优质龙头股仍可择机缓慢增持。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼