

2023 年 9 月 28 日

罗凡环

852-2532 1539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要发达经济体通货膨胀总体在下降，但全球经济增长开始放缓

在能源价格下降和中国经济在年初放开疫情管控下，2023 年全球经济开局强于预期，但随着加息紧缩影响日益明显，企业和消费者信心回落，石油等大宗商品价格反弹，以及叠加中国经济反弹势头减弱，全球经济增长开始放缓。经济合作与发展组织（OECD）在 9 月发布的《经济展望中期报告》中预测，预计 2023 和 2024 年全球 GDP 增长仍将低于平均水平，分别为 3.0%和 2.7%，主要是受到货币紧缩的影响。由于美联储加息压力的影响，美国 GDP 增速预计将从今年的 2.2%放缓至 2024 年的 1.3%。欧元区由于需求低迷，预计 2023 年 GDP 增速将放缓至 0.6%。通胀方面，在强加息背景下，总体通胀正在下降，但主要发达经济体核心通胀受到成本压力和能源价格上涨等因素影响，核心通胀仍然持续，预计 G20 发达经济体的总体通胀率在 2023 和 2024 年分别降至 6.0%和 4.8%。

全球加息浪潮持续一年，经济在紧缩下增速开始放缓。美联储 9 月会议暂停加息，将基准利率维持在 5.25%-5.50%，但指引偏鹰派，年内仍将加息 1 次。此次会议将 2024 年的利率终点从 4.6%（隐含 4 次降息）上调至 5.1%（隐含 2 次降息），传递了利率可能待在高位更长的信号。欧元区也提高了对通胀的预期，同时下调了对经济增长的预测。9 月欧央行继续加息 25bp，是本轮加息周期的第 10 次加息，并暗示加息或将接近尾声。欧央行已基本结束加息周期，若经济加速下行恶化，欧央行将提早开启降息。

图表 1：OECD 对全球经济及各主要经济 GDP 展望

图表 2：OECD 对全球经济及各主要经济通货膨胀展望

	2022	2023		2024			2022	2023		2024	
		Interim EO projections	Difference from June EO	Interim EO projections	Difference from June EO			Interim EO projections	Difference from June EO	Interim EO projections	Difference from June EO
World	3.3	3.0	0.3	2.7	(0.2)	G20	7.8	6.0	(0.1)	4.8	0.1
G201	3.1	3.1	0.3	2.7	(0.2)	Australia	6.6	5.5	0.1	3.2	0.0
Australia	3.7	1.8	0.0	1.3	(0.1)	Canada	6.8	3.6	0.1	2.4	0.1
Canada	3.4	1.2	(0.2)	1.4	0.0	Euro area	8.4	5.5	(0.3)	3.0	(0.2)
Euro area	3.4	0.6	(0.3)	1.1	(0.4)	Germany	8.7	6.1	(0.2)	3.0	0.0
Germany	1.9	(0.2)	(0.2)	0.9	(0.4)	France	5.9	5.8	(0.3)	2.9	(0.2)
France	2.5	1.0	0.2	1.2	(0.1)	Italy	8.7	6.1	(0.3)	2.5	(0.5)
Italy	3.8	0.8	(0.4)	0.8	(0.2)	Spain	8.3	3.5	(0.4)	3.4	(0.5)
Spain	5.5	2.3	0.2	1.9	0.0	Japan	2.5	3.1	0.3	2.1	0.1
Japan	1.0	1.8	0.5	1.0	(0.1)	Korea	5.1	3.4	0.0	2.6	0.0
Korea	2.6	1.5	0.0	2.1	0.0	Mexico	7.9	5.4	(0.5)	3.9	0.2
Mexico	3.9	3.3	0.7	2.5	0.4	Türkiye	72.3	52.1	7.3	39.2	(1.6)
Türkiye	5.5	4.3	0.7	2.6	(1.1)	United Kingdom	9.1	7.2	0.3	2.9	0.1
United Kingdom	4.1	0.3	0.0	0.8	(0.2)	United States	6.3	3.8	(0.1)	2.6	0.0
United States	2.1	2.2	0.6	1.3	0.3	Argentina	72.4	118.6	11.7	121.3	33.0
Argentina	5.0	(2.0)	(0.4)	(1.2)	(2.3)	Brazil	9.3	4.9	(0.7)	3.6	(1.1)
Brazil	3.0	3.2	1.5	1.7	0.5	China	1.9	0.5	(1.6)	1.3	(0.7)
China	3.0	5.1	(0.3)	4.6	(0.5)	India	6.7	5.3	0.5	4.8	0.4
India	7.2	6.3	0.3	6.0	(1.0)	Indonesia	4.2	3.7	(0.5)	2.8	(0.7)
Indonesia	5.3	4.9	0.2	5.2	0.1	Russia	13.7	5.2	(0.2)	5.2	0.0
Russia	(2.0)	0.8	2.3	0.9	1.3	Saudi Arabia	2.5	2.5	0.0	2.1	(0.5)
Saudi Arabia	8.8	1.9	(1.0)	3.1	(0.5)	South Africa	6.9	5.8	(0.2)	4.7	0.0
South Africa	1.9	0.6	0.3	1.1	0.1						

资料来源：第一上海研究部，OECD

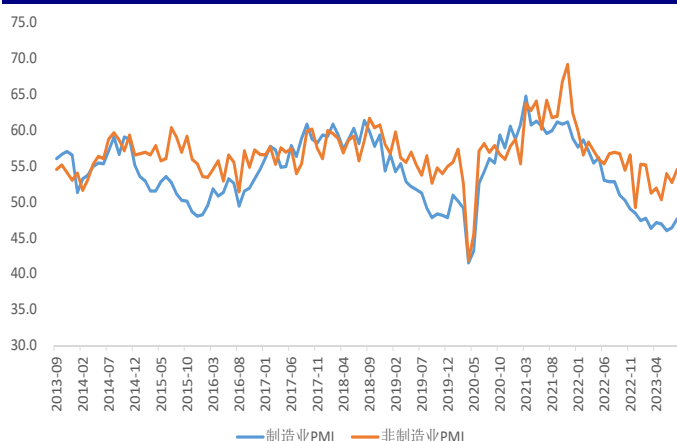
资料来源：第一上海研究部，OECD

美国经济总体韧性较强，美联储强加息背景下，通胀下行明显

美国 8 月 CPI 同比 3.7%，略高于市场预期的 3.6%，高于前值的 3.2%，主要是受到石油等能源价格上涨因素影响；核心 CPI 同比增 4.3%，持平于预期的 4.3%，低于前值的 4.7%，为连续第五个月回落，我们认为虽然 CPI 同比明显反弹，但随着通胀持续回落，价格普涨压力继续减弱，后续美国通胀上行风险依然有限。但需要关注原油价格未来的走势，若突破 90 美元/桶，或加大美国未来的通胀压力。

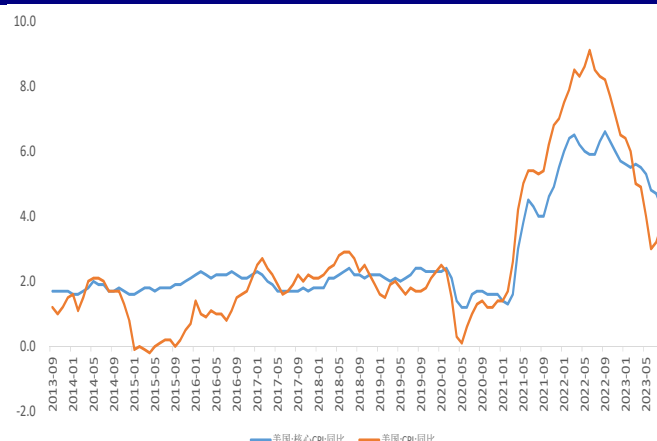
美国 8 月公布的服务业和制造业 PMI 均显著回升且超出预期，显示美国经济仍具韧性。美国 8 月制造业 PMI 从 7 月的 46.4 升至 8 月的 47.6，显示制造业仍在收缩，但幅度收窄。制造业产出指数从 7 月的 48.3 大幅升至 8 月的 50，生产活动结束收缩，对制造业 PMI 回升拉动最大。非制造业 PMI 从 7 月的 52.5 大幅升至 8 月的 54.5，创今年 2 月以来最高，显示服务业加速扩展。9 月的 FOMC 会议大幅调整了对于未来的经济数据预测，预计美国 2023 年和 2024 年 GDP 增长上调至 2.1%和 1.5%(6 月预测值为 1.0%和 1.1%)，2023 年的 PCE 被上调至 3.3%，但核心下调至 3.7%，通胀至少到 2026 年才能达到 2%的水平。我们认为今年底美联储接近加息尾声，紧信用仍在继续，预计明年下半年后美联储开启降息周期实现经济触底后的再复苏。

图表 3：美国制造业和非制造业 PMI



资料来源：第一上海研究部，Wind

图表 4：美国 CPI 和核心 CPI 同比 (%)



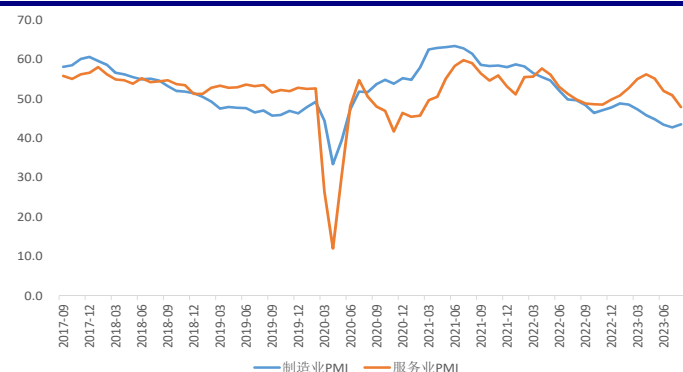
资料来源：第一上海研究部，Wind

高通胀叠加高利率，欧元区经济持续低迷，或有硬着陆风险

欧元区 9 月综合 PMI 47.1，制造业 PMI 43.4 均不及预期；服务业 PMI 48.4 好于预期，但三项数据均低于收缩区间，其中制造业 PMI 已连续 15 个月低于荣枯线。德国 9 月综合 PMI 初值 46.2，制造业 PMI 为 39.8；法国 9 月综合 PMI 初值为 43.5，制造业 PMI 43.6、服务业 PMI 43.9，两项数据均大幅不及预期。德国和法国的 PMI 数据显示，欧元区两大经济体 PMI 都处于收缩区间。面对经济收缩的现状，欧盟下调了欧元区 2023 年和 2024 年的经济展望分别至 0.8%和 1.3%的增长。

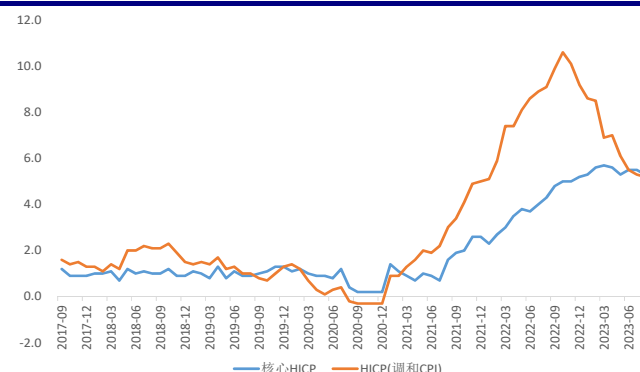
欧元区 8 月 HICP 通胀和核心通胀水平均位于 5.3%的高位。结构上看，虽然能源和工业品通胀大幅回落，但是服务业通胀依然顽固，“工资-价格”螺旋持续发酵。欧央行将 2023 年和 2024 年的通胀预期从 5.5%和 2.9%分别上调至 5.6%和 3.2%。拉加德主席表示，欧央行在 2025 年可能无法将通胀降至 2%的目标。高通胀仍迫使欧洲央行加息。9 月欧央行宣布分别将存款机制利率、主要再融资利率和边际接待利率三大关键利率再次上调 25bp 至 4.0%、4.5%和 4.75%，以便在足够长的时间内维持当前的限制性利率水平将通胀控制在 2%目标区间。从 PMI 和通胀数据看，我们认为疫情后经济重启的活跃阶段已经过去。高通胀、全球需求疲软、货币紧缩政策的影响正导致欧洲经济的持续低迷，严峻的经济前景，欧洲央行 9 月的加息很可能是此轮银行利率调整的最后一次加息活动。

图表 5: 欧元区制造业和服务业 PMI



资料来源：第一上海研究部，Wind

图表 6: 欧元区核心 HICP 和 HICP 通胀 (%)



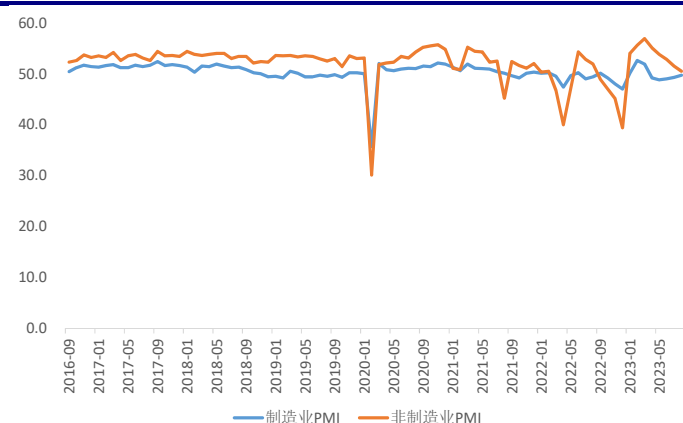
资料来源：第一上海研究部，Wind

政策呵护加速落地，中国经济在8月开始边际改善

二季度国内经济修复动能显著放缓，主要受出口增速下行幅度超预期、房地产投资在低基数下收缩加剧，以及消费修复明显放缓等因素所影响。展望第四季度，随着进出口超预期回升，PMI 连续三个月边际改善，我们认为中国经济在第四度将会开始边际改善。二季度，国内 GDP 为 308038 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.3%。从环比看，经季节调整后，二季度 GDP 环比增长 0.8%。环比增速连续四个季度增长，经济保持恢复向好态势。8 月份制造业采购经理指数（PMI）为 49.7，比上月上升 0.4 个百分点，制造业景气水平进一步改善；非制造业商务活动指数为 51.0，比上月下降 0.5 个百分点，仍高于临界点，非制造业持续扩张。固定资产投资，1—8 月份，全国固定资产投资（不含农户）327042 亿元，同比增长 3.2%；1-8 月份，货物进出口总额 270833 亿元，同比下降 0.1%。其中，出口 154667 亿元，增长 0.8%；进口 116166 亿元，下降 1.3%。

8 月份宏观数据虽然显示中国经济开始企稳回升，但整体回升的力度仍不强劲，尤其是房地产行业仍然疲弱。未来中国经济仍然需要宏观政策来支持增长，尤其是房地产政策需要加快推出。近期公布住房首付比例和贷款利率下限的下调，“认房不认贷”以及存量首套房贷款利率下降等措施，都有利于改善房地产的需求。货币政策方面，9 月份，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 0.25bp。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%，预计可为商业银行带来 5575 亿人民币的长期流动资金。财政政策方面，财政部要求今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕。

图表 7: 中国制造业和服务业 PMI



资料来源：第一上海研究部，Wind

图表 8: 中国季度 GDP 同比增速 (%)



资料来源：第一上海研究部，Wind

各项数据显示中国经济 8 月开始边际改善好转，恒指和国指四季度有望升至 21000 点和 7200 点

三季度由于受到国内经济数据低于预期、投资者信心不足、美债利率不断新高和人民币兑美元贬值造成的港股市场资金持续外流、投资者信心不足和市场情绪脆弱等因素影响，恒指一度接近回落到 17000 点。展望四季度，随着政策持续加速落地，进出口超预期回升，PMI 连续三个月边际改善，我们对港股四季度维持乐观的看法，主要基于：

- 一、整体来看，8 月份的宏观数据显示中国经济开始企稳回升。8 月出口、进口增速降幅均较上月收窄 5 个百分点以上，PMI 连续三个月边际改善，反应整体经济边际开始改善。但由于房地产行业仍疲弱以及部分地方政府的债务水平高企，未来经济复苏机遇与挑战仍然并存；
- 二、8 月 27 日，香港特区行政长官李家超宣布政府成立工作小组研究如何增加股票流动性，港股未来或将迎来更多政策利好。若能通过降低交易成本、持续扩大互联互通、吸引更多国际资本参与，以及引入做市商制度，香港流动性有望得到改善；
- 三、港股由于受到多重不利因素影响，港股估值已经非常吸引，目前恒生指数相当于 2023 年的 8.30 倍市盈率和 0.95 倍市净率，恒生国企指数相当于 2023 年的 7.30 倍市盈率 0.91 倍的市净率，对应股息率分别为 4.3%、4.0%，港股现时估值横向对比其他市场仍具有较好的安全边际。

综上所述，我们预计 2023 年恒生指数合理价位区间为 16000-21000 点，对应 2023 年预期市盈率 8-10 倍，恒生中国企业指数区间为 5000-7200 点，对应 2023 年预期市盈率 6-9 倍。和目前指数水平相比，恒指和国企指 2023 年最高仍 20%和 19%的上升潜力。

投资策略：关注低估值高分红、电动汽车产业链、科技互联网和生物医药四大投资板块

展望2023年第四季度，我们建议投资者优先配置企业经营现金流好、竞争壁垒高并具备可持续增长潜力的优质龙头公司，我们继续看好低估值高分红、电动汽车产业链、科技互联网和生物医药四大投资板块公司，投资主题我们建议关注以下四条主线：

主线一：低估值、高分红且具备可持续增长潜力的优质公司

美债利率不断创下年内新高，市场避险情绪从股票市场流向债券和货币基金市场的表现明显。国内方面，当前中国宏观经济形式和以往明显不同，GDP 增速已从以往的高增速到“高质量发展”，经济增速已经降档。另外，保险公司 IFRS 9 准则对金融工具收益确认方式进行了调整，很可能会增加对高股息率标的的配置，并选择将其划为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，这一举措有望直接利好高股息率标的。我们推荐关注低估值、高分红、高股息投资标的，如中国移动（941.HK）、中国电信（728.HK）、中国联通（762.HK）、中国神华（1088.HK）、兖矿能源（1171.HK）、中国海油（883.HK）和华润燃气（1193.HK）等。

主线二：具备全球竞争优势的电动汽车及相关产业链板块公司

随着 2022 年末新能源补贴退出，新能源车市场需求逐步恢复，8 月新能源乘用车批发销量达到 80 万量，同比增长 26%，环比增 8%，渗透率达到 36%。今年 1-8 月累计批发 508 万量，同比增长 39%。新能源汽车渗透率潜力依然有很大提升空间，在 2035 年达到碳中和的目标下，新能源汽车依然是主流方向，我们看好新能源汽车及相关产业链的公司。我们推荐关注比亚迪（1211.HK）、理想汽车（2015.HK）、比亚迪电子（285.HK）和时代电气（3898.HK）等。

主线三：处于基本面持续改善的科技互联网板块公司

当前由于受到美联储加息、美债利率持续创下新高、人民币汇率贬值，以及市场信心不足等因素影响，港股互联网科技股自今年 2 月份的反弹之后，股价就一直处于下探阶段。虽然互联网公司上半年披露的业绩看，有较好的恢复性增长，比如广告业务，但依然难以扭转下跌的颓势。我们认为目前投资者对科技股的悲观预

期反应已过度，行业也处于基本面见底回升，机构配置也处于低位状态，现在是较好的关注窗口。我们推荐关注网易（9999.HK）、阿里巴巴(9988.HK)、腾讯(700.HK)、美团(3690.HK)和贝壳(2423.HK)等

主线四：关注医药细分赛道呈现的主体性行情，反腐超跌优质个股投资价值凸现
医疗反腐带来的悲观市场情绪逐渐见底，看好医药板块底部估值、持仓和情绪三重共振投资机遇。长期来看，医保控费和常态化集采将会持续，企业需要选择新的品种、充分抓住临床需求，因此我们看好具有真正创新能力的企业，建议重点关注产品端的需求机会。我们推荐关注康方生物(9926.HK)、药明生物(2269.HK)、中国生物制药（1177.HK）和石药集团（1093.HK）等。

截止 2023 年 9 月 28 日，第一上海 2023 年十大首选公司平均涨幅为-4.86%，同期恒生指数表现为-9.07%，国企指数为-7.91%，恒生科技指数为-7.31%，分别跑赢恒生指数、国企指数及恒生科技指数达 4.21%、3.05%和 2.45%，我们继续看好这些公司接下来的表现。

图表 9：第一上海 2023 年首选公司表现及概况

排名	股票	代码	现价 (港元)	变幅	目标价 (港元)	评级	22PE (倍)	23PE (倍)	24PE (倍)	22息率 (%)	23息率 (%)	22-24EPS CAGR (%)	每股净资产 (港元)	市值 (亿港元)
1	中国移动*	941	66.3	44.51%	80	买入	10.5	9.8	9.1	6.64	7.09	6.9	68.20	14166
2	比亚迪电子	285	34.95	33.44%	44	买入	38.8	20.3	16.0	0.51	0.98	55.6	12.74	787
3	兖矿能源*	1171	14.58	23.17%	19.2	买入	2.1	4.8	4.8	34.64	27.98	不适用	20.33	623
4	比亚迪*	1211	237.4	16.16%	315.6	买入	29.3	14.3	8.8	0.38	0.79	82.4	38.00	2607
5	腾讯	700	302	1.72%	475	买入	23.0	18.5	16.7	0.53	0.53	17.3	109.51	28901
6	金沙中国	1928	24.2	-5.65%	38.92	买入	不适用	20.1	16.0	0.04	0.01	不适用	不适用	1959
7	港交所	388	290.2	-9.94%	395	买入	36.7	30.2	26.4	2.45	2.96	18.0	37.09	3680
8	华润万象生活	1209	30.7	-15.26%	50	买入	28.5	23.4	18.9	1.59	1.48	22.7	6.37	701
9	时代电气*	3898	26.6	-29.59%	41	买入	13.3	11.5	10.6	2.30	2.50	12.1	27.88	146
10	中国生物制药	1177	2.89	-34.87%	6.74	买入	13.9	12.8	11.4	3.15	3.01	10.5	1.98	544
11	美团-W	3690	114.8	-35.07%	201	买入	不适用	54.4	28.0	0.00	0.00	不适用	27.56	7166
12	李宁	2331	32	-46.95%	64.82	买入	18.6	17.0	14.1	1.60	1.77	15.0	9.60	844
平均				-4.86%		跑赢幅度								
恒生指数				-9.07%		4.21%								
恒生国企指数				-7.91%		3.05%								
恒生科技指数				-7.31%		2.45%								

现价=2023年9月27日收盘价
变幅=2023年9月27日收盘价/2022年12月15日收盘价

资料来源：第一上海研究部，彭博

注：*仅计算 H 股市值，现价为 2023 年 9 月 27 日收盘价

截止 2023 年 9 月 28 日，第一上海 2022 年二季度首选公司平均涨幅为 4.73%，同期恒生指数表现为-12.27%，国企指数为-10.27%，恒生科技指数为-3.43%，分别跑赢恒生指数、国企指数及恒生科技指数达 17%、14.99%和 8.15%，我们继续看好这些公司在四季度的表现。

图表 10：第一上海 2023 年二季度重点推荐公司表现及概况

排名	股票	代码	现价 (港元)	变幅	目标价 (港元)	评级	22PE (倍)	23PE (倍)	24PE (倍)	22息率 (%)	23息率 (%)	22-24EPS CAGR (%)	每股净资产 (港元)	市值 (亿港元)
1	贵州茅台（人民币）	600519	1814	21.99%	2300	买入	36.3	30.6	26.1	1.43	1.69	18.0	157.23	22784
2	中国神华*	1088	24.9	21.66%	28.89	买入	6.1	7.2	7.0	11.37	8.29	不适用	19.98	841
3	百度-SW	9888	129.1	5.13%	161	买入	48.0	18.4	18.0	0.00	0.00	63.5	92.00	3607
4	阿里巴巴-SW	9988	84.5	-3.74%	116	买入	34.5	30.2	18.6	0.00	0.00	36.3	52.83	19691
5	中国电信*	728	3.91	-5.78%	6	买入	11.5	10.9	9.8	5.37	6.39	8.5	5.30	543
6	中国中药	570	3.56	-10.91%	5.7	买入	21.1	12.7	10.2	1.59	2.37	43.7	4.50	179
平均				4.73%		跑赢幅度								
恒生指数				-12.27%		17.00%								
恒生国企指数				-10.27%		14.99%								
恒生科技指数				-3.43%		8.15%								

现价=2023年9月27日收盘价
变幅=2023年9月27日收盘价/2023年4月21日收盘价

资料来源：第一上海研究部，彭博

注：*仅计算 H 股市值，现价为 2023 年 9 月 27 日收盘价

截止 2023 年 9 月 28 日，第一上海 2023 年下半年首选公司平均涨幅为-0.59%，同期恒生指数表现为-9.28%，国企指数为-7.46%，恒生科技指数为-9.34%，分别跑输恒生指数、国企指数及恒生科技指数达 8.69%、6.86% 和 8.74%，我们仍然看好这些公司在四季度的表现。

图表 11：第一上海 2023 年下半年重点推荐公司表现及概况

排名	股票	代码	现价 (港元)	变幅	目标价 (港元)	评级	22PE (倍)	23PE (倍)	24PE (倍)	22息率 (%)	23息率 (%)	22-24EPS CAGR (%)	每股净资产 (港元)	市值 (亿港元)
1	三一国际	631	12.34	15.11%	12	买入	21.0	16.3	13.1	1.80	2.25	26.6	3.37	392
2	陕西煤业（人民币）	601225	18.39	10.25%	24	买入	5.0	7.7	7.1	11.85	7.83	不适用	11.40	1783
3	理想汽车-W	2015	137.9	-4.24%	222.57	买入	不适用	60.3	27.3	0.00	0.00	不适用	25.37	2384
4	贝壳-W	2423	38.6	-4.54%	73.6	买入	不适用	27.8	21.1	0.00	0.00	不适用	21.55	1378
5	网易-S	9999	155.2	-6.03%	204.1	买入	1.33	1.14	12.5	1.33	1.14	12.5	38.62	300
6	申洲国际	2313	68	-14.12%	73.6	买入	不适用	27.8	21.1	0.00	0.00	不适用	21.55	1378
平均				-0.59%	跑赢幅度									
恒生指数				-9.28%	8.69%									
恒生国企指数				-7.46%	6.86%									
恒生科技指数				-9.34%	8.74%									

现价=2023年9月27日收盘价
变幅=2023年9月27日收盘价/2023年7月14日收盘价

资料来源：第一上海研究部，彭博

注：现价为 2023 年 9 月 27 日收盘价

考虑到当前经济环境和市场现况，我们另外精选以下 6 只股票为第一上海 2023 年四季度重点推荐公司：中国海洋石油（883.HK）、中国联通（762.HK）、康方生物（9926.HK）、紫金矿业（2899.HK）、华润燃气（1193HK）、新东方-S（9901.HK）。

图表 12：第一上海 2023 四季度重点推荐公司概况

股票	代码	现价 (港元)	目标价 (港元)	评级	22PE (倍)	23PE (倍)	24PE (倍)	22息率 (%)	23息率 (%)	22-24EPS CAGR (%)	每股净资产 (港元)	市值 (亿港元)
中国联通*	762	5.64	8.9	买入	9.1	8.1	7.1	5.50	6.91	12.9	12.50	1726
中国海洋石油	883	13.6	17.81	买入	4.0	4.5	4.1	8.60	8.60	不适用	14.43	6469
华润燃气	1193	23	30	买入	11.0	9.2	8.5	4.57	5.46	14.1	18.19	532
紫金矿业*	2899	12.12	16.47	买入	14.4	12.1	9.3	1.83	2.20	24.6	3.54	695
新东方	9901	45.85	54.1	买入	不适用	390.4	254.6	0.00	0.00	不适用	16.64	51
康方生物	9926	37.75	52	买入	不适用	13.5	不适用	0.00	0.00	不适用	4.74	317

资料来源：第一上海研究部，彭博

注：*仅计算 H 股市值，现价为 2023 年 9 月 27 日收盘价

风险因素：地缘政治冲突紧张加剧；货币宽松政策和经济刺激政策不达预期；高通胀以及美联储加息超预期。

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。