

证券行业 2020 年中报总结

受益市场深化改革，券商业绩迎 α 与 β 共振

核心观点：

- 全行业 36 家上市券商 2020H1 实现归母净利润 723.41 亿元，同比增长 27.37%。实现营业收入 2194.84 亿元，同比+20.62%。
- 交投活跃带来经纪、投行、资管、两融业务实现大幅同比增长。① 2020 年市场交投活跃支撑券商经纪业务业绩，2020H1 全行业 36 家上市券商经纪业务实现收入 451.32 亿元，同比+22.66%。② 资本市场注册制改革与再融资新政红利不断释放，助力投行业务高质发展，投行业务实现收入 183.32 亿元，同比+23.42%。③ 基金市场火爆，资管业务同比增速转跌为增，资管业务实现收入 168.68 亿元，同比+21.91%。
- 两融结构优化，业务同比高增。2020H1 两融余额达 11637 亿元保持稳定增长，融券占比不断提升，从 2019 年初 0.9% 高速增长至 2020H1 占比 4.67%，2020H1 融券余额达 323.94 亿元，融券业务突破提亮资本中介业务业绩，行业实现利息净收入 250.03 亿元，同比+22.08%。
- 科创板及创业板投行资本化带来高浮盈收益，大幅提振投资收益。资本市场深化改革，科创板注册制和监管政策释放红利。2020H1 上市券商科创板直投及跟投实现浮盈共 81.47 亿元，投资收益+公允价值变动损益 771.77 亿元，同比+19.94%；有力增厚券商公允价值变动业绩。
- 场外衍生品成交量迅速增长。2020H1 场外衍生品成交量达 6486.22 亿元，同比+92.54%；集中度达 78.26%。2020 以来新增交易量连续 5 个月在 2000 亿元以上，CR5 在 80% 以上；头部券商优势明显，场外衍生品业务有望成为头部券商稳定盈利渠道。
- 行业转型深化，业务重资产化、高杠杆率、头部化趋势呈现。2020H1 上市券商整体重资产业务占比达 71.09%；证券公司持续推进扩表，2020H1 杠杆率从去年同期 4.22 倍增长至 4.53 倍，剔除客户保证金杠杆率从 3.09 倍增长至 3.20 倍；TOP5 券商营收占比达 41.05%，归母净利润占比达 44.26%，龙头券商业绩更为稳健，长期业绩优于行业。
- 投资建议：2020 年以来市场交投活跃，在资本市场改革持续释放政策红利之下，证券行业各项业务均出于向上态势，其中投行资本化、衍生品、融券等创新业务、产品持续推进，丰富了盈利模式，也提升了业绩的稳定性，继续看好板块的投资机会。建议重点关注龙头企业：招商证券(600999.SH)/(06099.HK)、中金公司(03908.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、国泰君安(601211.SH)/(02611.HK)、海通证券(600837.SH)/(06837.HK)、东方财富(300059.SZ)等。
- 风险提示。监管政策强化风险管控；二级市场权益与债券波动导致业绩不达预期。

行业评级

买入

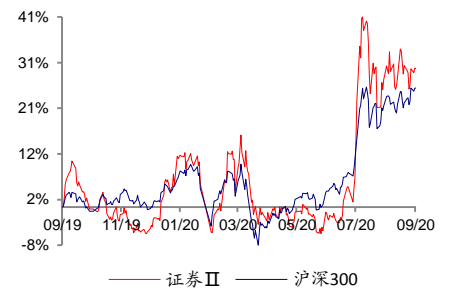
前次评级

买入

报告日期

2020-09-03

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

相关研究：

行资本 2020-08-28

化：头部券商新盛宴

证券 II 行业：第三方接口重开 2020-08-15

征求意见，经纪业务开启新

证券 II 行业：市场活跃提振业 2020-08-07

 绩，券商迎来 α 与 β 共振一

一证券行业 7 月经营数据点

评

联系人：

陈思宇 020-66336013-6013

qhchensiyu@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	14.95	20200830	买入	16.57	0.88	1.16	16.99	12.89	1.26	1.17	7.70%	9.40%
华泰证券	601688.SH	CNY	21.60	20200827	买入	22.80	1.48	1.61	14.59	13.42	1.52	1.43	10.60%	10.90%
中信证券	600030.SH	CNY	31.90	20200825	买入	34.66	1.21	1.50	26.36	21.27	2.21	2.08	9.00%	10.10%
国泰君安	601211.SH	CNY	19.31	20200430	买入	24.90	1.20	1.45	16.09	13.32	1.25	1.16	7.50%	8.60%
东方财富	300059.SZ	CNY	26.84	20200812	增持	28.91	0.48	0.53	55.92	50.64	6.50	5.92	11.67%	11.64%
招商证券	600999.SH	CNY	22.07	20200830	买入	25.72	1.09	1.15	20.25	19.19	2.30	2.18	9.30%	9.40%
海通证券	06837.HK	HKD	7.02	20200830	买入	10.69	0.88	1.16	7.98	6.05	0.54	0.50	7.70%	9.40%
HTSC	06886.HK	HKD	13.54	20200827	买入	20.35	1.48	1.61	9.15	8.41	0.87	0.82	10.60%	10.90%
中信证券	06030.HK	HKD	18.64	20200825	买入	23.1	1.21	1.50	15.40	12.43	1.18	1.11	9.00%	10.10%
国泰君安	02611.HK	HKD	11.88	20200430	买入	16.57	1.20	1.45	9.90	8.19	0.70	0.65	7.50%	8.60%
中金公司	03908.HK	HKD	18.44	20200331	买入	19.09	1.15	1.37	16.03	13.46	1.58	1.46	10.30%	11.30%
招商证券	06099.HK	HKD	9.82	20200830	买入	11.69	1.09	1.15	9.01	8.54	0.77	0.73	9.30%	9.40%
中国光大控股	00165.HK	HKD	11.90	20200329	买入	14.84	1.42	1.63	8.38	7.30	0.46	0.44	5.63%	6.12%
中银航空租赁	02588.HK	HKD	56.40	20200821	增持	65.25	0.88	0.99	8.27	7.35	0.99	0.91	12.70%	12.90%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、全行业 36 家上市券商归母净利润同比增长 27.37%	5
二、交投活跃带动经纪、投行、资产管理等通道业务同比高增	6
(一) 二级市场交易活跃, 经纪业务同比高增	6
(二) IPO 常态化与再融资宽松, 投行业务实现大发展	7
(三) 基金市场火爆, 带来大资产管理业务同比高增	9
三、两融结构优化, 融券业务实现突破	10
四、投行资本化贡献大额浮盈, 投资收益增长稳健	12
五、场外衍生品上量迅速	13
六、收入结构持续重资产化转型	14
七、行业杠杆率不断提升, 扩表持续推进	15
八、行业格局: 头部化趋势凸显, 龙头券商业绩增速更为稳健	16
九、投资建议	17
十、风险提示	17

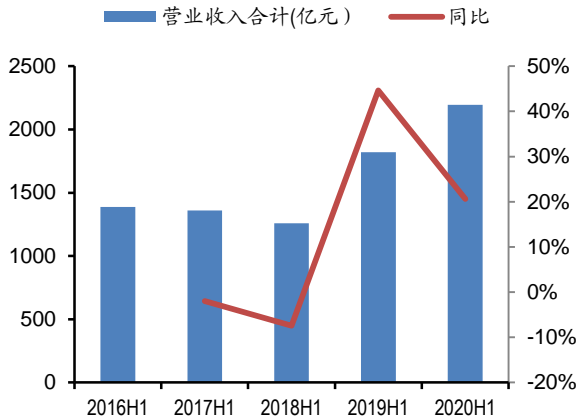
图表索引

图 1: 证券行业 36 家上市公司营业收入及同比增速	5
图 2: 证券行业 36 家上市公司归母净利润及同比增速	5
图 3: 各项业务营业收入 (亿元) 及同比增速	5
图 4: 2019 年以来 A 股成交额 (亿元)	6
图 5: 2019 年以来股指走势	6
图 6: 2020 上半年 36 家上市券商经纪业务收入 (左轴, 百万元), 同比增速 (右轴), 合计同比增速 (右轴)	7
图 7: 2020 上半年 36 家上市券商合计经纪业务营业收入 (亿元) 及同比增速	7
图 8: IPO 融资规模 (亿元) 及同比增速	8
图 9: 再融资融资规模 (亿元) 及同比增速	8
图 10: 2020 上半年 36 家上市券商投行业务收入 (左轴, 百万元), 同比增速及合计同比增速 (右轴)	8
图 11: 2020 上半年 36 家上市券商合计投行业务营业收入 (亿元) 及同比增速	9
图 12: 基金资产净值 (亿元) 及同比增速	9
图 13: 新增基金发行份额 (亿份) 及同比增速	9
图 14: 2020 上半年 36 家上市券商资管业务收入 (左轴, 百万元), 同比增速 & 合计同比增速 (右轴)	10
图 15: 2020 上半年 36 家上市券商合计资管业务营业收入 (亿元) 及同比增速	10
图 16: 两融余额 (亿元) 及同比增速	11
图 17: 两融结构: 融资、融券余额占比	11
图 18: 2020 上半年 36 家上市券商资本中介业务收入 (左轴, 百万元), 同比增速 & 合计同比增速 (右轴)	11
图 19: 2020 上半年 36 家上市券商合计利息净收入 (亿元) 及同比增速	12
图 20: 2020 上半年上市券商科创板 IPO 收入 (亿元)	12
图 21: 2020 上半年 36 家上市券商自营业务收入 (左轴, 百万元), 同比增速及合计同比增速 (右轴)	13
图 22: 2020 上半年 36 家上市券商合计自营净收入 (亿元) 及同比增速	13
图 23: 当月证券公司场外衍生品本月存续交易量 (单位: 亿元)	14
图 24: 当月证券公司场外衍生品本月新增交易量 (单位: 亿元)	14
图 25: 36 家上市券商收入结构及重资产业务占比	15
图 26: 全行业 36 家上市券商整体杠杆率	15
图 27: 全行业 36 家上市券商整体剔除客户保证金杠杆率	15
图 28: TOP5 券商营收、归母净利润、净资产占上市券商整体比重	16
图 29: 上市券商营收 (亿) 及同比	17
图 30: 全行业 36 家上市券商与 TOP5 券商归母净利润 (亿) 及同比	17

一、全行业 36 家上市券商归母净利润同比增长 27.37%

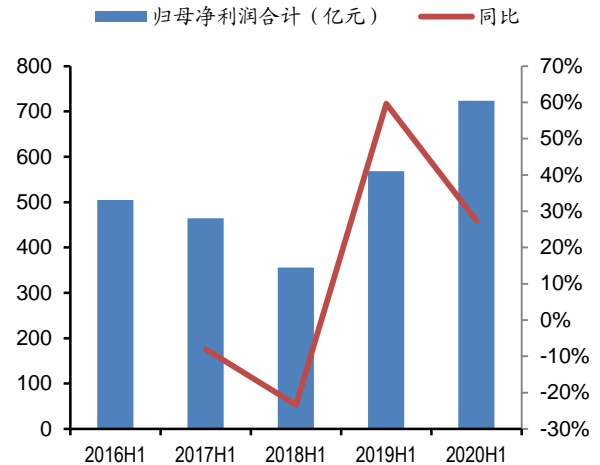
2020年上半年，全行业36家上市券商实现归母净利润723.41亿元，同比增长27.37%；实现营业收入2194.84亿元，同比增长20.62%。

图1：证券行业36家上市公司营业收入及同比增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

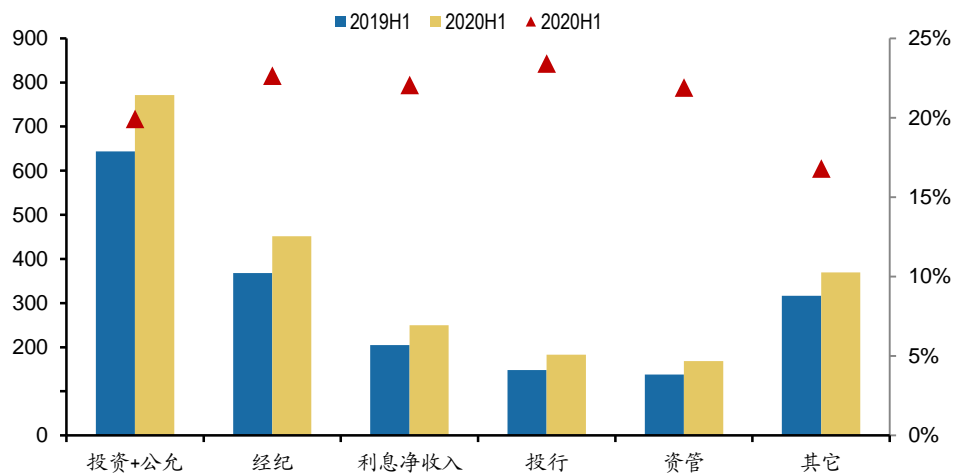
图2：证券行业36家上市公司归母净利润及同比增速



广发证券发展研究中心

从收入拆分来看，上市券商各业务条线同比高增实现均衡发展。2020上半年，36家上市券商实现代理买卖业务净收入451.32亿元，同比+22.66%；投资+公允业务实现收入771.77亿元，同比+19.94%；实现利息净收入250.03亿元，同比+22.08%；投行业务实现收入183.32亿元，同比+23.42%；资管业务实现收入168.68亿元，同比+21.91%。

图3：各项业务营业收入（亿元）及同比增速



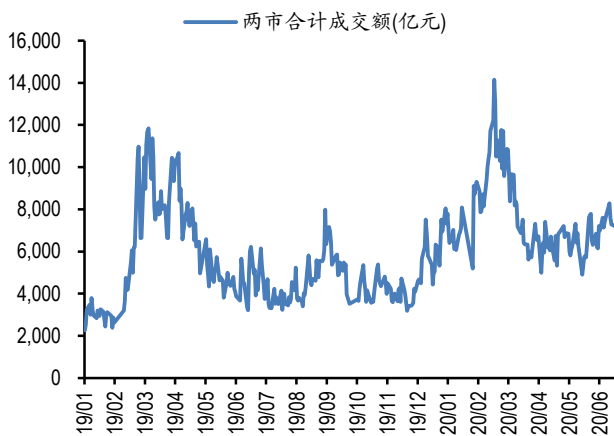
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、交投活跃带动经纪、投行、资产管理等通道业务同比高增

(一) 二级市场交易活跃，经纪业务同比高增

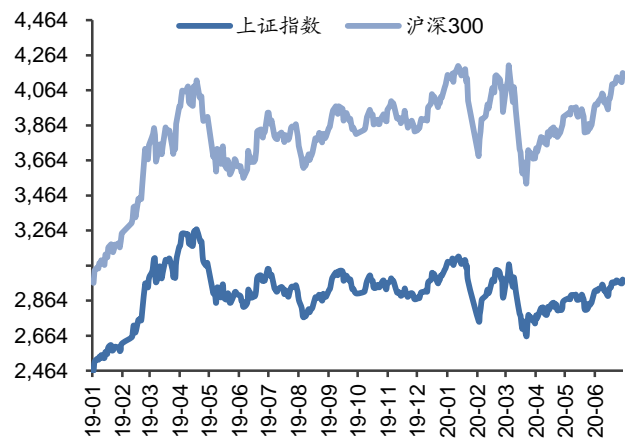
2020年以来市场行情回暖、交投活跃支撑券商经纪业务业绩。截止2020年6月A股日均成交额7579.72亿元，去年同期A股日均成交额为5888.31亿元，同比增长28.72%。2020年上半年以来阶段性行情偏多，股指从4月以来开始不断走强，刺激市场交投热度升高。

图4：2019年以来A股成交额（亿元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

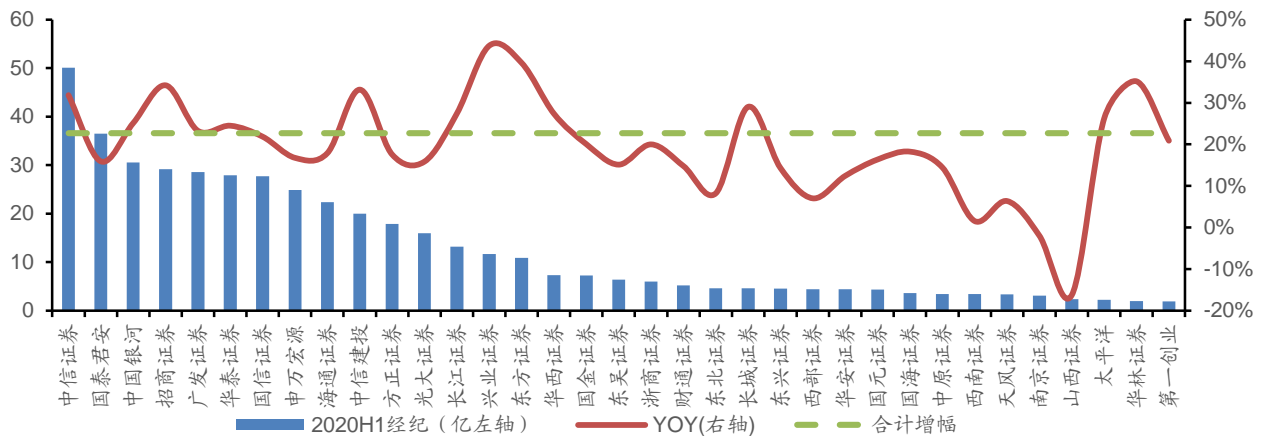
图5：2019年以来股指走势



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

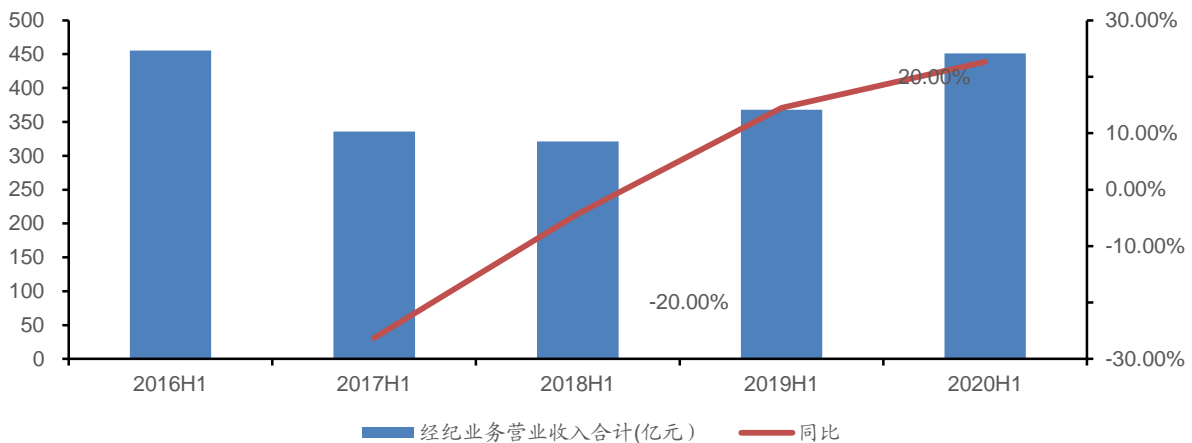
受益于市场交投活跃，券商经纪业务业绩延续增长趋势同比高增。2020年上半年，全行业36家上市券商经纪业务实现收入451.32亿元，较去年同期经纪业务实现收入367.95亿元同比增长22.66%，券商经纪业务营业收入受益于市场交投活跃持续保持增长趋势。其中，经纪业务净收入排名前列的券商主要有中信证券（50.08亿元）、国泰君安（36.51亿元）、中国银河（30.54亿元），分别同比变动+31.83%、+15.90%、25.12%；经纪业务收入同比增速超过30%的主要是兴业证券、东方证券、华林证券等中小券商。

图6: 2020上半年36家上市券商经纪业务收入(左轴, 百万元), 同比增速(右轴), 合计同比增速(右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图7: 2020上半年36家上市券商合计经纪业务营业收入(亿元)及同比增速

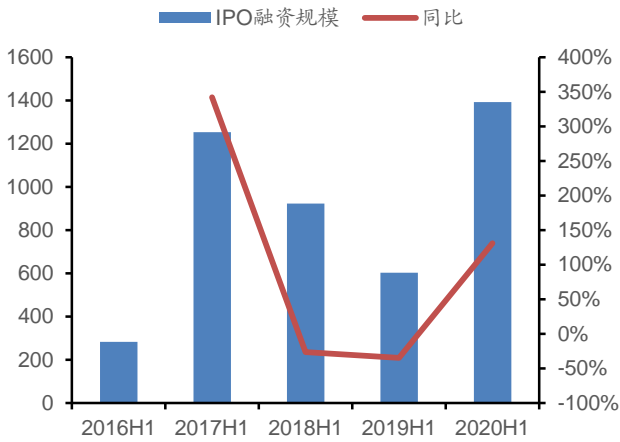


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) IPO 常态化与再融资宽松, 投行业务实现大发展

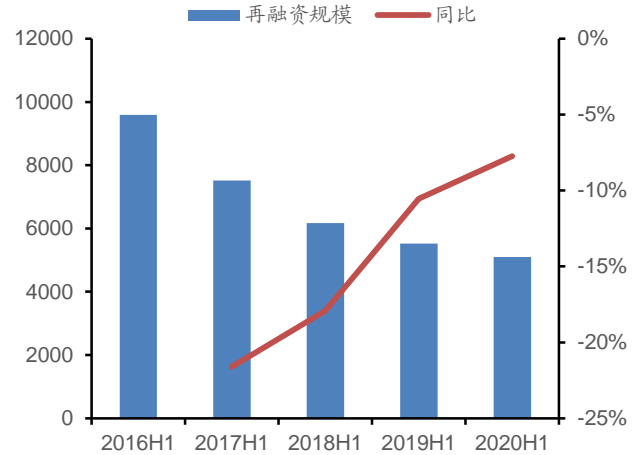
资本市场注册制改革与再融资新政红利不断释放, 助力投行业务高质发展。2020年上半年以来资本市场改革不断深化, 2020上半年IPO融资规模达1392.74亿元, 较去年同期IPO融资规模603.30亿元同比大幅增长130.86%, 再融资规模达5093.89亿元, 较去年同期再融资规模5521.43亿元同比下降7.74%, 下降幅度明显呈现收窄趋势。

图8: IPO融资规模(亿元)及同比增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

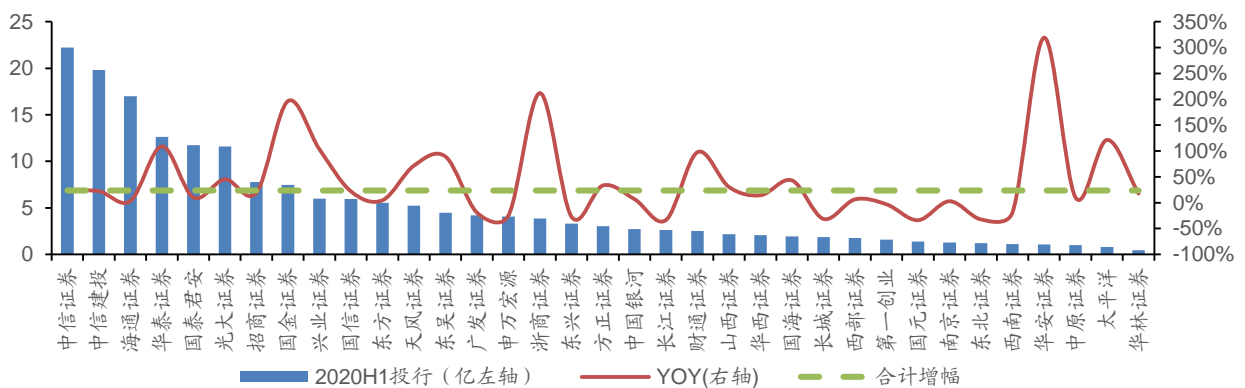
图9: 再融资融资规模(亿元)及同比增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

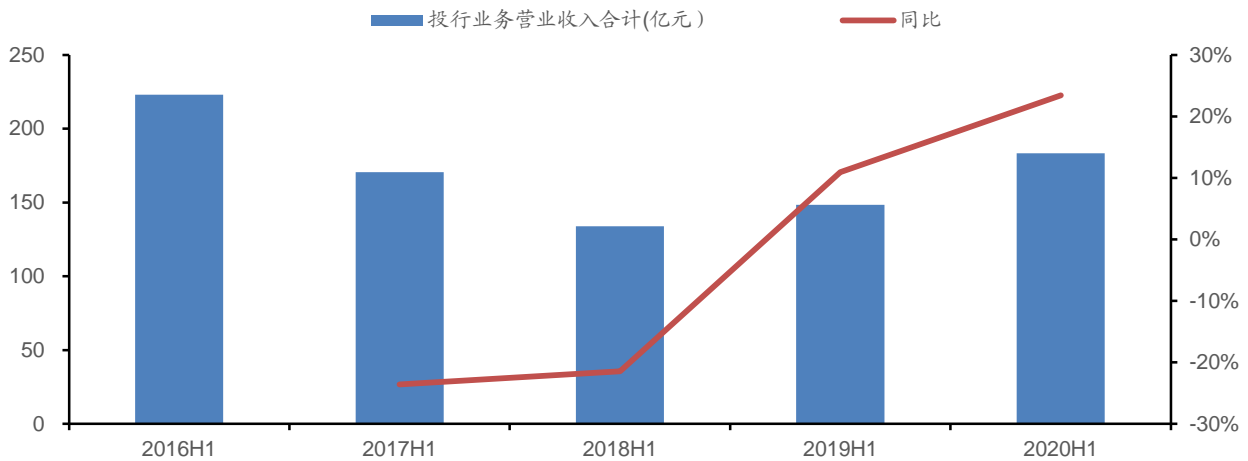
借力资本市场改革春风, 投行业务业绩延续增长趋势同比高增。2020年上半年, 全行业36家上市券商投行业务实现收入183.32亿元, 较去年同期投行业务实现收入146.53亿元同比增长23.42%。受益于资本市场改革深化, 政策红利不断释放, 全行业上市券商投行业务业绩亮眼, 延续增长趋势同比高速增长。投行业务收入规模居前的上市券商分别为中信证券(22.21亿元)、中信建投(19.82亿元)、海通证券(17.01亿元), 分别同比增长23.13%、22.26%、3.29%

图10: 2020上半年36家上市券商投行业务收入(左轴, 百万元), 同比增速及合计同比增速(右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图11: 2020上半年36家上市券商合计投行业务营业收入(亿元)及同比增速



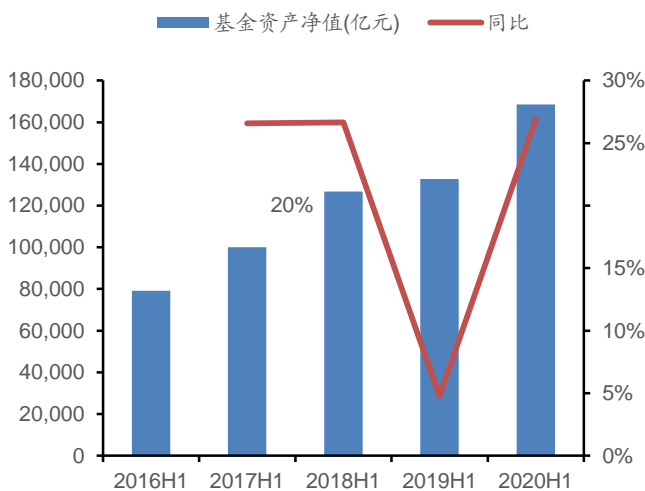
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 基金市场火爆, 带来大资产管理业务同比高增

股市不断走高和市场情绪高涨引爆基金市场。2020年上半年以来基金市场呈现火爆

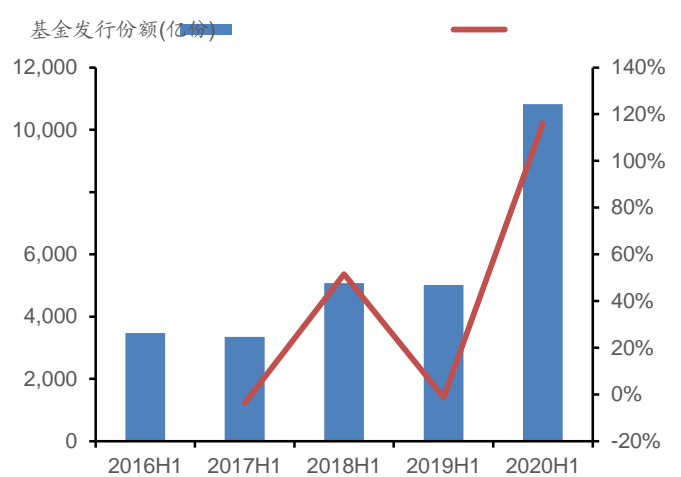
态势, 2020上半年基金资产净值达16.86万亿元, 同比增长26.91%, 新增基金1.08万亿份, 同比大幅增长116.10%。

图12: 基金资产净值(亿元)及同比增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图13: 新增基金发行份额(亿份)及同比增速

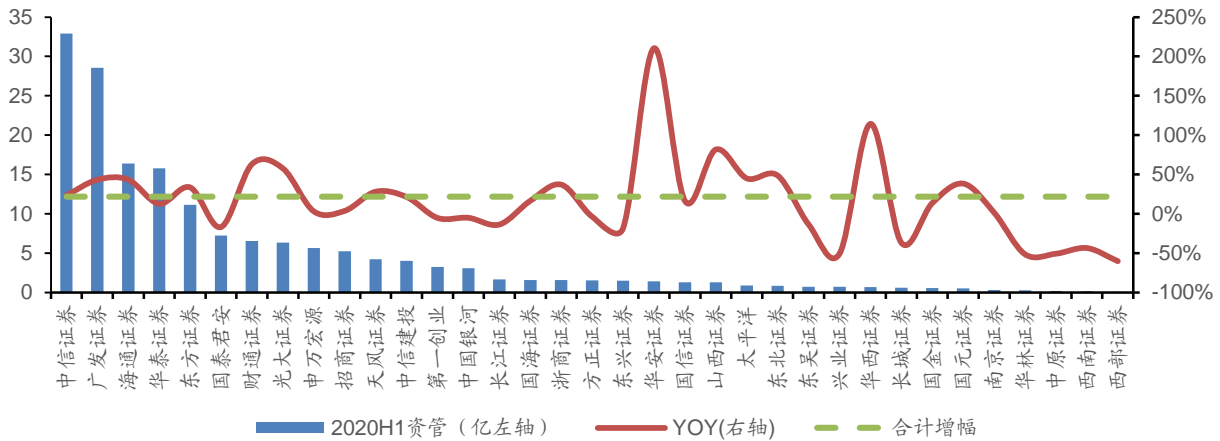


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

基金市场火爆, 资管业务同比增速转跌为增。2020年上半年, 全行业36家上市券商资管业务实现收入168.68亿元, 较去年同期资管业务实现收入138.37亿元同比增长21.91%。受益于股市不断走高和市场情绪高涨引爆基金市场, 券商资管业务合计收入逆转2019年同期同比增速下跌趋势, 2020年上半年同比高增。资管业务收入规模居前的上市券商分别为中信证券(32.90亿元)、广发证券(28.57亿元)、海通证券

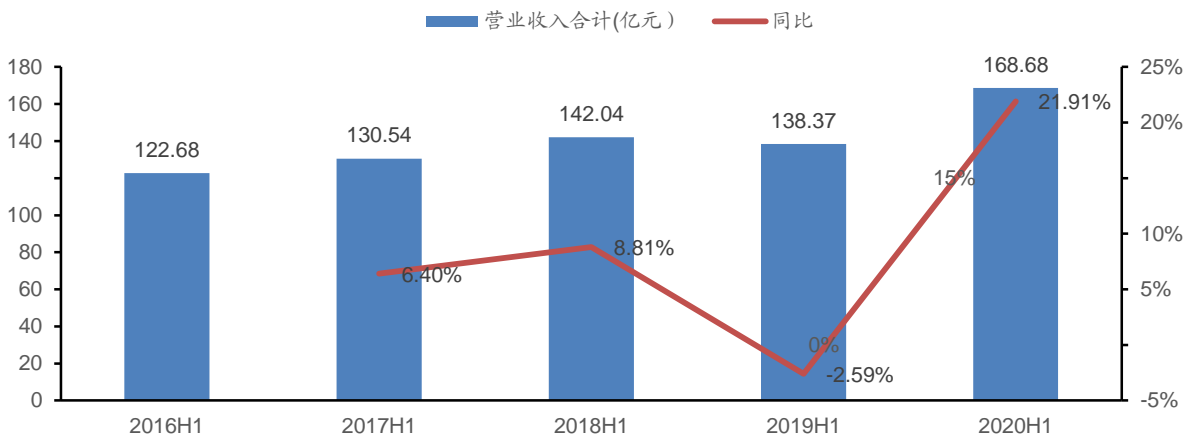
(16.40亿元)，分别同比增长23.38%、43.30%、43.35%。

图14: 2020上半年36家上市券商资管业务收入(左轴,百万元),同比增速&合计同比增速(右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 2020上半年36家上市券商合计资管业务营业收入(亿元)及同比增速

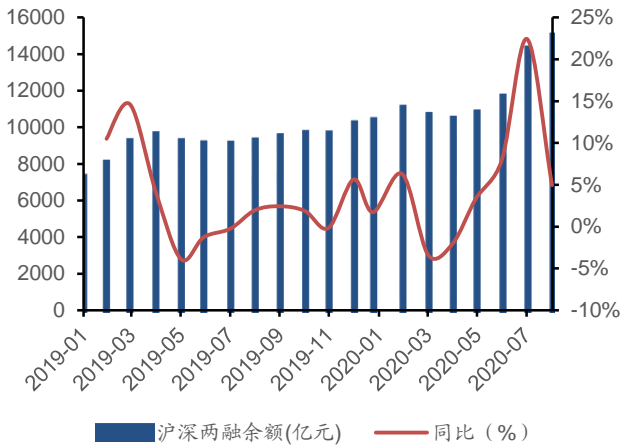


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

三、两融结构优化，融券业务实现突破

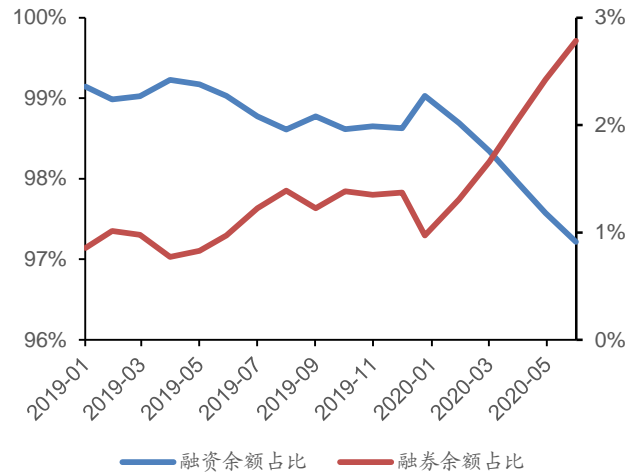
两融余额保持增长，两融结构不断优化。2020年上半年末沪深两市两融余额达11637亿元保持稳定增长，同时两融结构不断优化，融券业务占比不断提升，从2019年初的0.9%不到1%高速增长至2020上半年末占比4.67%，2020年6月30日融券余额达323.94亿元，融券业务突破提亮券商资本中介业务。

图16: 两融余额(亿元)及同比增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

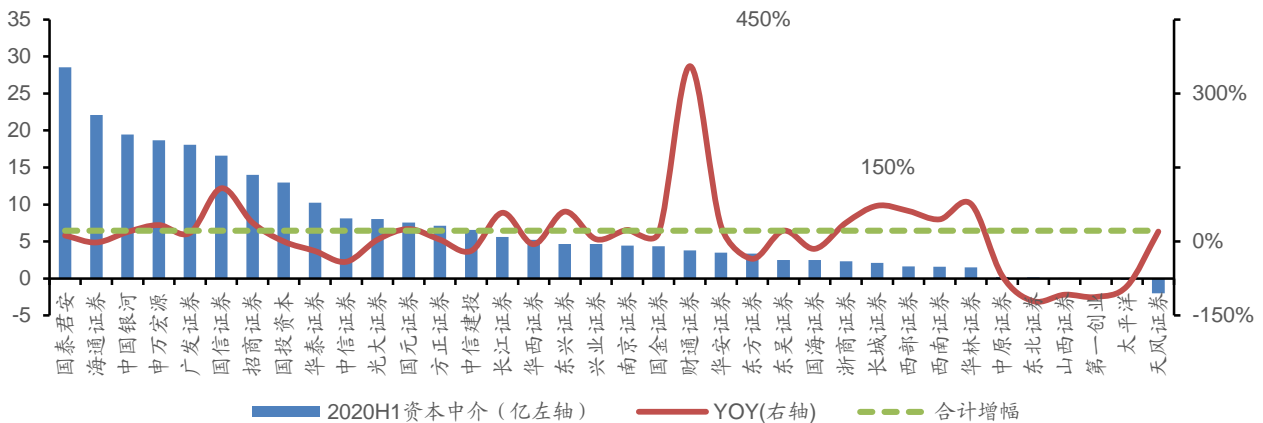
图17: 两融结构: 融资、融券余额占比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

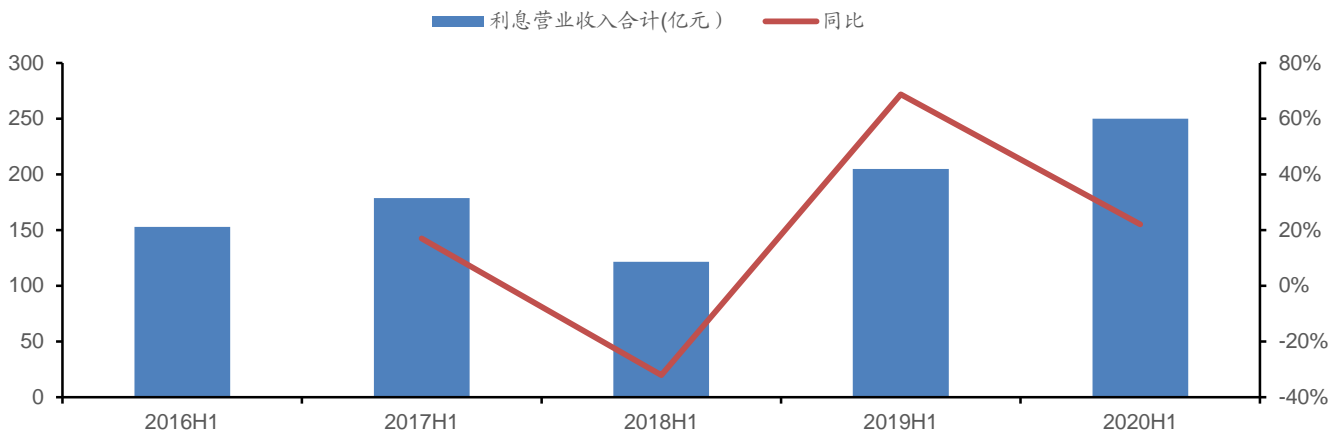
两融结构优化，融券业务助力资本中介业务同比高增。2020年上半年，全行业36家上市券商实现利息净收入250.03亿元，较去年同期实现利息净收入204.81亿元同比增长22.08%，保持增长趋势。利息净业务收入规模居前的上市券商分别为国泰君安（28.54亿元）、海通证券（22.09亿元）、中国银河（19.44亿元），分别同比变动12.14%、-2.0%、19.27%。

图18: 2020上半年36家上市券商资本中介业务收入(左轴, 百万元), 同比增速&合计同比增速(右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 2020上半年36家上市券商合计利息净收入(亿元)及同比增速



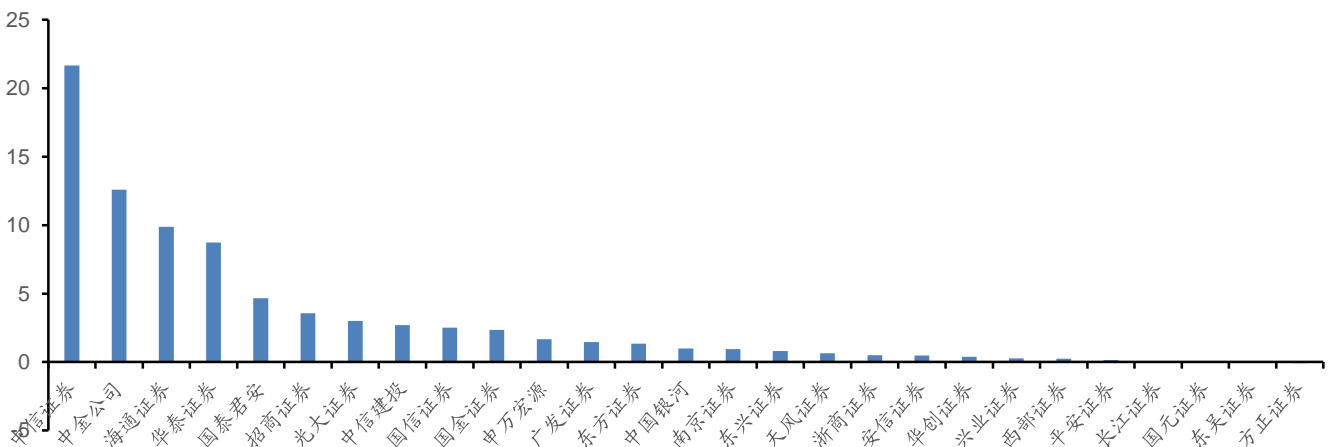
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、投行资本化贡献大额浮盈，投资收益增长稳健

资本市场深化改革，科创板注册制和相关监管释放红利，券商投行资本化贡献大额浮盈。2020年上半年，全行业上市券商科创板直投及跟投实现浮盈共81.47亿元，其中中信证券实现浮盈21.67亿元，中金公司实现浮盈12.58亿元，有力增厚券商自营中公允价值变动业绩。

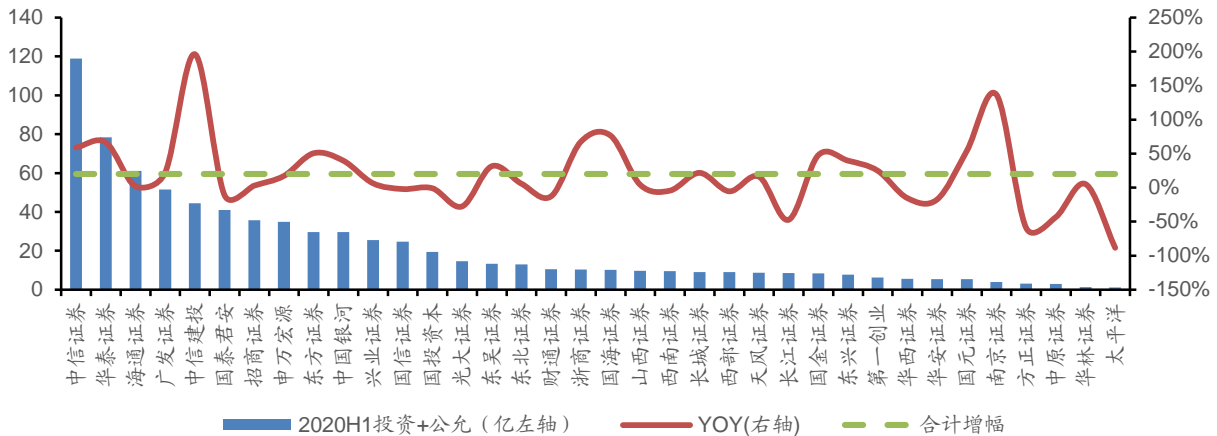
2020年上半年，全行业36家上市券商实现自营业务收入771.77亿元，较去年同期实现利息净收入643.48亿元同比增长19.94%，保持稳健增长趋势。自营业务收入规模居前的上市券商分别为中信证券(118.87亿元)、华泰证券(78.43亿元)、海通证券(65.92亿元)66.46%同比增长19.94%。

图20: 2020上半年上市券商科创板浮盈(亿元)



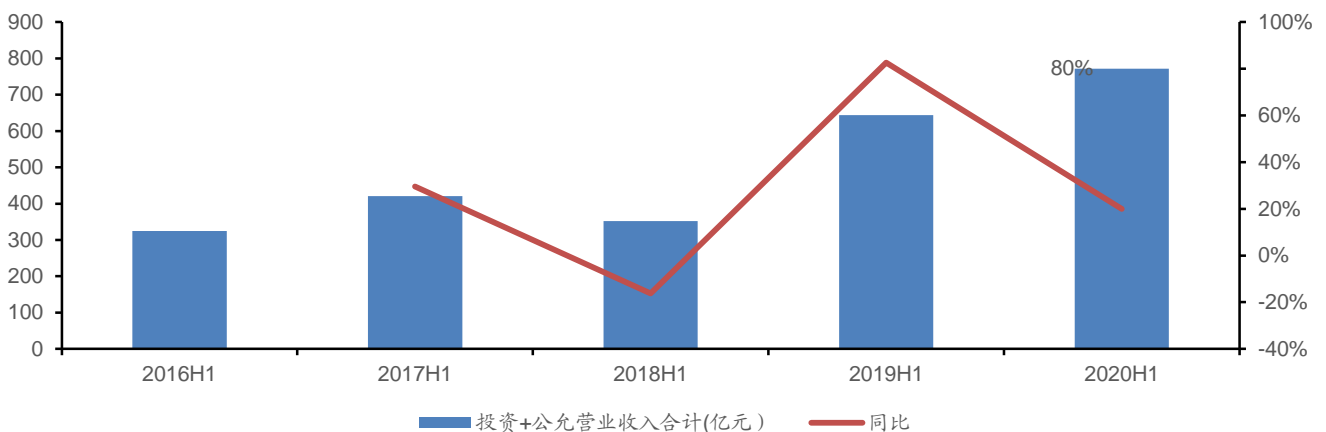
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: 2020上半年36家上市券商自营业务收入(左轴, 百万元), 同比增速及合计同比增速(右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图22: 2020上半年36家上市券商合计自营净收入(亿元)及同比增速



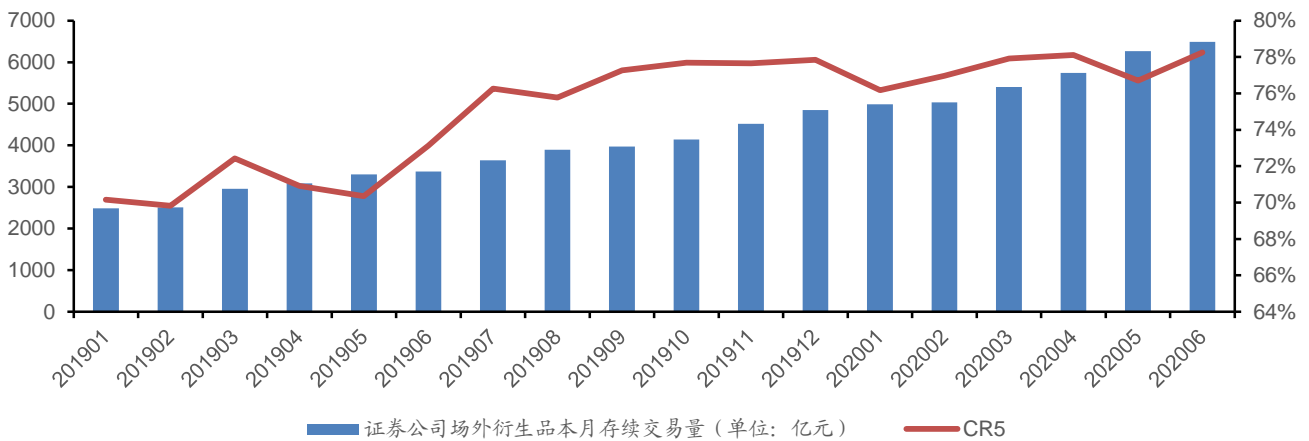
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

五、场外衍生品上量迅速

资本市场趋于完善, 场外衍生品市场上量迅速, 集中度高增。2020年上半年末证券公司场外衍生品存续交易量达6486.22亿元, 同比去年同期场外衍生品存续交易量3368.71亿元同比大幅增长92.54%。同时集中度不断走高至78.26%, 中信证券、华泰证券、华安证券、方正证券、国元证券稳定在场外衍生品存续交易量前五。2020

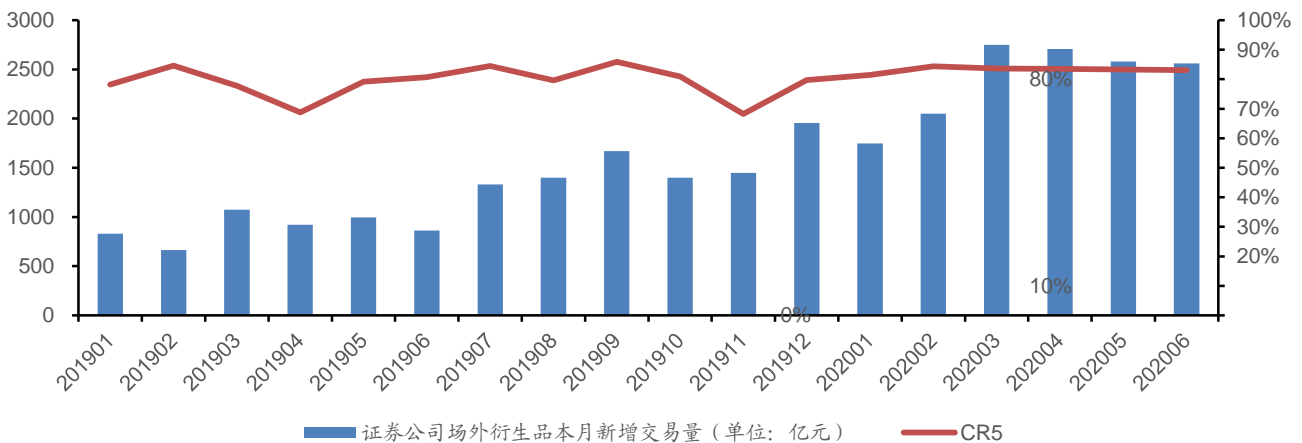
上半年以来, 证券公司场外衍生品本月新增交易量连续5个月保持在2000亿元以上。CR5保持在80%以上的高水平。场外衍生品不断放量增长, 头部券商优势明显, 场外衍生品做市业务将成头部券商稳定盈利渠道。

图23: 当月证券公司场外衍生品本月存续交易量 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 当月证券公司场外衍生品本月新增交易量 (单位: 亿元)



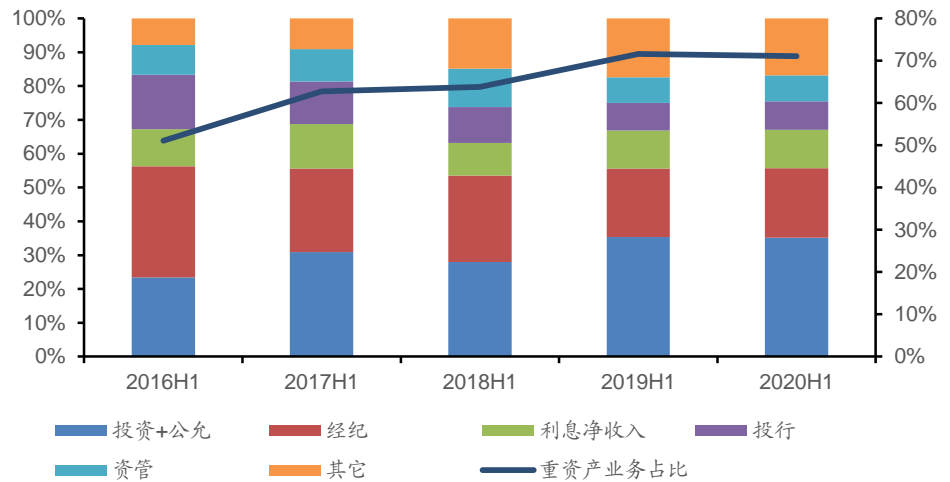
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

六、收入结构持续重资产化转型

券商行业整体不断转型，收入结构持续重资产化。2020年上半年，全行业36家上市券商整体重资产业务占比达71.09%，上市券商整体重资产业务占比从2016年H1的51.09%稳步提升，自营、资管、资本中介业务占比持续提升，各业务线保持齐头并

产化。

图25: 36家上市券商收入结构及重资产业务占比

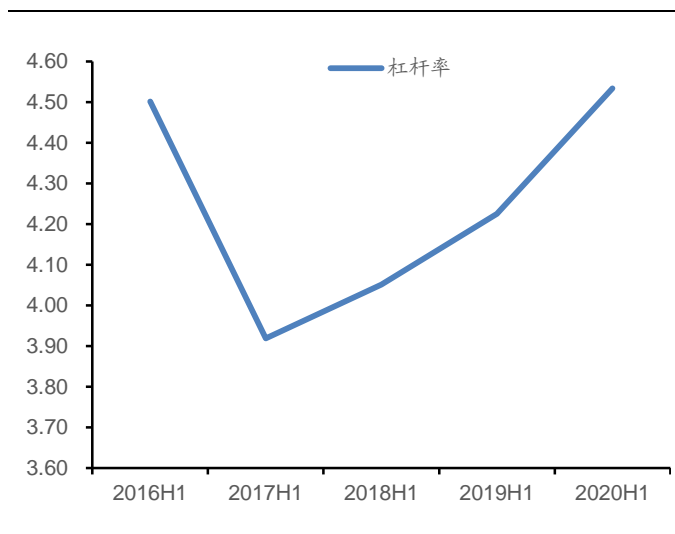


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

七、行业杠杆率不断提升，扩表持续推进

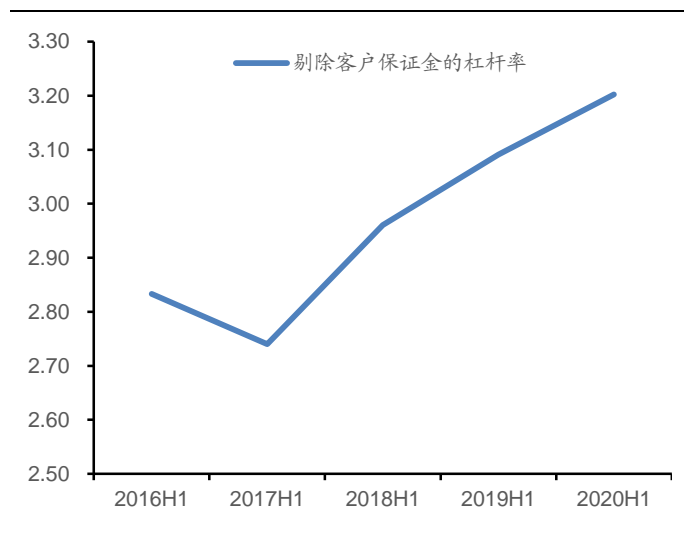
证券公司持续推进扩表，杠杆率不断提升赋能高质发展。2020年上半年全行业36家上市券商整体杠杆率达4.53倍，相较去年同期杠杆率4.22倍大幅增长。2020年上半年全行业36家上市券商整体剔除客户保证金杠杆率达3.20倍，相较去年同期杠杆率3.09倍大幅增长，券商扩表持续推进，剔除客户保证金杠杆率已呈现连续3年增长趋势。

图26: 全行业36家上市券商整体杠杆率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图27: 全行业36家上市券商整体剔除客户保证金杠杆

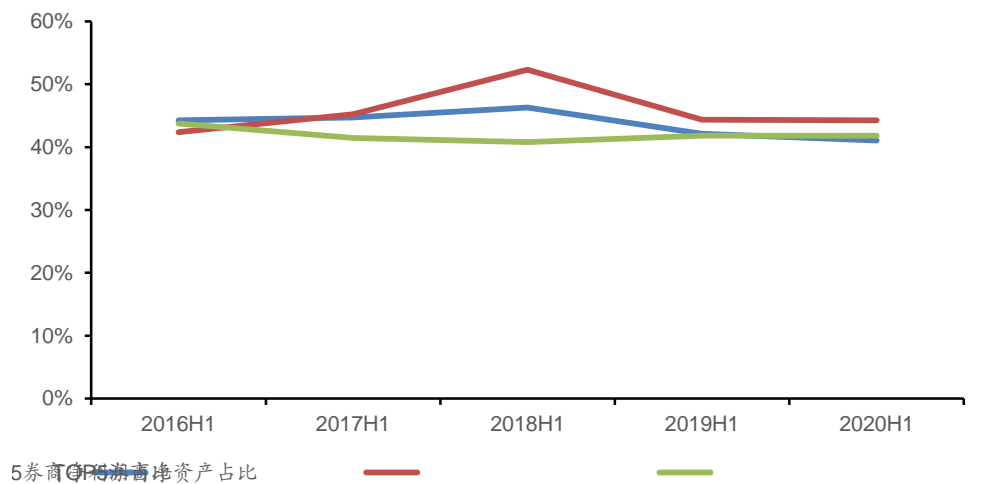


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

八、行业格局：头部化趋势凸显，龙头券商业绩增速更为稳健

行业格局整体呈现高集中度态势，头部化趋势不断凸显。2020年上半年，TOP5券商营收占比达41.05%，归母净利润占比达44.26%，净资产占比达41.84%，整体来看券商行业集中度稳定在高水平并呈现增长趋势。其中中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券4年来营收与归母净利润稳定在行业前5，中信证券持续4年保持行业首位。

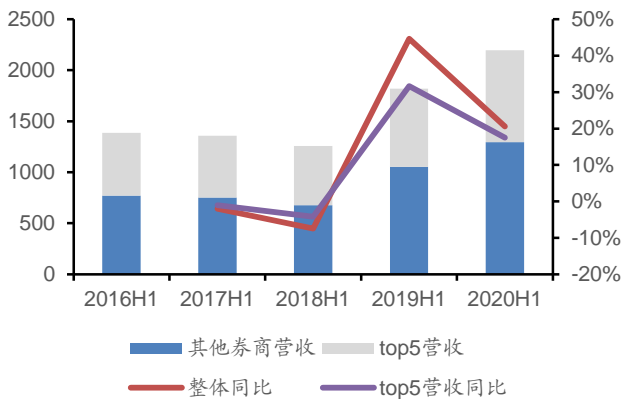
图28: TOP5券商营收、归母净利润、净资产占上市券商整体比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

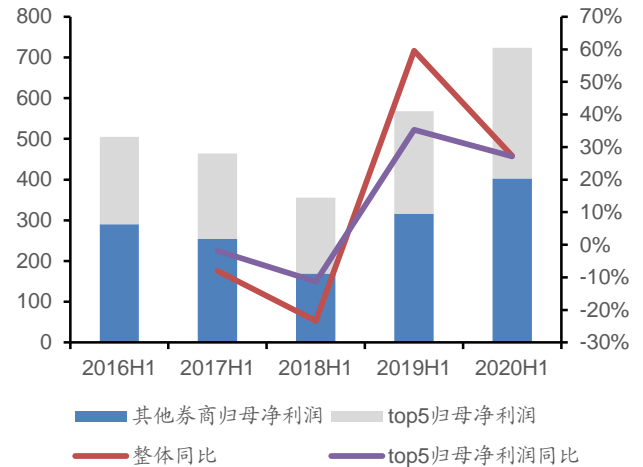
龙头券商业绩更为稳健，长期来看业绩优于行业。由于龙头券商营收结构更为均衡，能够提供全产业链服务且不断借助龙头优势深化战略转型，虽然在行业整体高增的时候仅仅与行业持平或是略弱，但在行业增速放缓时往往表现出强劲韧性。2020年上半年全行业36家上市券商整体营收同比增长20.62%，TOP5券商营收同比增长17.51%，全行业36家上市券商整体归母净利润同比增长27.37%，TOP5券商归母净利润同比增长27.12%。复盘行业整体较为低迷的2018年上半年，全行业36家上市券商整体营收同比下降7.47%，TOP5券商营收同比下降4.21%，全行业36家上市券商整体归母净利润同比下降23.35%，TOP5券商归母净利润同比下降11.33%。2016H1-2020H1全行业36家上市券商整体归母净利润增长43.33%，而TOP5券商归母净利润实现49.63%的增幅，显著高于行业整齐。

图29: 全行业36家上市券商与TOP5券商营收(亿)及同比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图30: 全行业36家上市券商与TOP5券商归母净利润(亿)及同比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

九、投资建议

2020年以来市场交投活跃,在资本市场改革持续释放政策红利之下,证券行业各项业务均出于向上态势,其中投行资本化、衍生品、融券等创新业务、产品持续推进,丰富了盈利模式,也提升了业绩的稳定性,继续看好板块的投资机会。建议重点关注龙头企业:招商证券(600999.SH)/(06099.HK)、中信证券(600030.SH)/

(06030.HK)、中金公司(03908.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、国泰君安(601211.SH)/(02611.HK)、海通证券(600837.SH)/(06837.HK)、东方财富(300059.SZ)等。

十、风险提示

1.券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行,如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等。

2.公司经营受多因素影响,风险包括:行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 陈思宇：研究助理，西安交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。