

银行业

贷款久期整体拉长，重定价因素将在未来四个季度体现

核心观点：

- 上周沪深 300 下跌 3.53%，银行板块下跌 3.58%（中信一级），跑输市场。近期市场对 LPR 转换后贷款重定价较为关注，我们根据中报披露数据分析如下。
- **终端利率下行，银行久期整体拉长。** 贷款收益率同时受新发贷款和存量重定价影响，当前新发价格低于存量贷款，随着存量重新定价，下半年以及明年上半年息差表现仍有一定压力。贷款利率下行周期银行有动力拉长久期。从 20H1 数据来看，相较于 19H1，上市银行贷款重新定价周期均有拉长，其中 3 个月内的占比下降约 6 个百分点至 31%，3 个月至 1 年、1 年至 5 年、5 年以上的占比分别上升约 4 个百分点、1 个百分点和 1 个百分点至 62%，4% 和 1%。
- **重申前期观点，国有大行重定价压力集中在明年上半年，股份行则是在今年下半年。** 国有大行和股份行贷款在重定价结构上有显著差异，就 20H1 披露数据来看，**国有大行 3 个月至 1 年定价的贷款占比最高，为 67%，3 个月内重新定价的贷款占比较小，为 28%。** 一般而言，银行与客户签订贷款合同时倾向于将重新定价日定为 1 月 1 号，因此明年 1 季度贷款重定价将对息差产生较大压力。而**股份行 3 个月至 1 年重定价的贷款占比最低，仅为 49%，约 42% 的贷款在 3 个月内重定价，这可能反映了股份行消费和信用卡贷款较高的占比。因此股份行重定价压力主要集中在下半年。****城农商行来看，1 年至 5 年和 5 年以上的长久期贷款占比较高，其中城商行长久期贷款占比约 16%，农商行占比约 19%，远高于国有大行 2% 和股份行 8% 的水平，这部分主要是期限较长的政府相关固定利率贷款，由于期限较长，收益较高，对整体收益支持力度较大。**
- **投资建议：**从目前板块估值水平来看，今年业绩负增长带来的估值下行风险基本兑现。实体需求继续向好，财政扩张推动真实景气度在边际回升。优势区域银行、战略定力股份行、高股息稳健大行可能会形成银行板块接力行情。随着复苏趋势得到进一步确认，存量不良有望在本轮下行周期中出清，风险偏好较高的股份行，业绩弹性将逐渐显现。我们看好资产负债结构调整效果显著，后续有望凭借“商行+投行”模式突围，当前低估值蕴含高期权价值的兴业银行（601166.SH）；以及疫情背景下业绩领先，批发业务聚焦“投行一体化”和客户融资总量（FPA）的招商银行（600036.SH/03968.HK）。
- **风险提示：**（1）疫情持续时间超预期；（2）国际金融风险超预期。

行业评级

买入

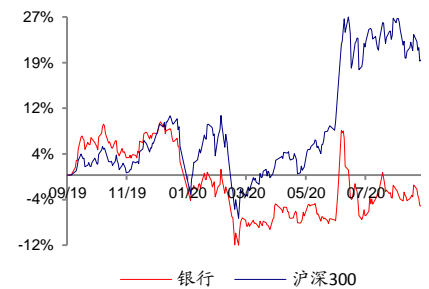
前次评级

买入

报告日期

2020-09-28

相对市场表现



分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-38003646



nijun@gf.com.cn

分析师：

屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915

qujun@gf.com.cn

分析师：

王先爽



SAC 执证号：S0260520040002



021-38003645



wangxianshuang@gf.com.cn

分析师：

万思华



SAC 执证号：S0260519080006



021-38003644



wansihua@gf.com.cn

请注意，倪军、王先爽、万思华并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

李佳鸣 021-38003643

lijiaming@gf.com.cn

联系人：

伍嘉慧

gzwujiahui@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 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
工商银行	601398.SH	CNY	4.89	2020/9/1	买入	6.65	0.71	0.75	6.93	6.52	0.66	0.62	9.86	9.79
建设银行	601939.SH	CNY	6.14	2020/9/3	买入	8.06	0.87	0.93	7.06	6.60	0.69	0.64	10.04	10.05
农业银行	601288.SH	CNY	3.15	2020/9/1	买入	3.72	0.50	0.53	6.30	5.94	0.59	0.55	9.61	9.68
中国银行	601988.SH	CNY	3.19	2020/9/1	买入	4.19	0.51	0.53	6.31	5.97	0.53	0.50	8.72	8.63
邮储银行	601658.SH	CNY	4.49	2020/8/31	买入	6.13	0.56	0.63	8.02	7.13	0.73	0.68	9.50	9.85
交通银行	601328.SH	CNY	4.57	2020/8/31	买入	6.89	0.79	0.83	5.78	5.51	0.46	0.44	8.20	8.13
招商银行	600036.SH	CNY	37.18	2020/8/30	买入	40.18	3.36	3.78	11.07	9.84	1.48	1.34	14.00	14.29
中信银行	601998.SH	CNY	5.03	2020/8/28	买入	7.65	0.80	0.85	6.29	5.92	0.53	0.49	8.59	8.60
浦发银行	600000.SH	CNY	9.47	2020/8/30	买入	12.27	1.35	1.65	7.01	5.74	0.54	0.50	7.86	9.09
兴业银行	601166.SH	CNY	15.95	2020/8/30	买入	20.16	2.57	2.77	6.21	5.76	0.63	0.58	10.57	10.51
光大银行	601818.SH	CNY	3.62	2020/8/30	买入	4.77	0.56	0.62	6.46	5.84	0.57	0.53	9.02	9.42
平安银行	000001.SZ	CNY	15.19	2020/8/27	买入	16.55	1.21	1.30	12.55	11.68	1.01	0.94	8.28	8.33
上海银行	601229.SH	CNY	8.19	2020/8/25	买入	10.87	1.40	1.49	5.85	5.50	0.68	0.62	12.07	11.75
宁波银行	002142.SZ	CNY	32.75	2020/8/30	买入	40.34	2.74	3.35	11.95	9.78	1.79	1.55	16.33	16.99
南京银行	601009.SH	CNY	8.06	2020/8/30	买入	10.74	1.26	1.37	6.40	5.88	0.83	0.75	14.48	13.30
杭州银行	600926.SH	CNY	12.00	2020/8/28	买入	12.43	1.41	1.60	8.51	7.50	1.06	0.96	13.04	13.41
常熟银行	601128.SH	CNY	8.04	2020/8/23	买入	8.70	0.67	0.74	12.00	10.86	1.20	1.10	10.42	10.55
工商银行	001398.HK	HKD	3.99	2020/9/1	买入	5.78	0.71	0.75	4.97	4.68	0.48	0.44	9.86	9.79
建设银行	00939.HK	HKD	5.02	2020/9/3	买入	7.03	0.87	0.93	5.08	4.75	0.49	0.46	10.04	10.05
农业银行	01288.HK	HKD	2.40	2020/9/1	买入	3.00	0.50	0.53	4.22	3.98	0.40	0.37	9.61	9.68
中国银行	03988.HK	HKD	2.40	2020/9/1	买入	3.24	0.51	0.53	4.18	3.95	0.35	0.33	8.72	8.63
交通银行	03328.HK	HKD	3.66	2020/8/31	买入	6.04	0.79	0.83	4.08	3.88	0.33	0.31	8.20	8.13
招商银行	03968.HK	HKD	37.60	2020/8/30	买入	39.55	3.36	3.78	9.84	8.75	1.32	1.19	14.00	14.29
中信银行	00998.HK	HKD	2.98	2020/8/28	买入	6.47	0.80	0.85	3.28	3.08	0.27	0.26	8.59	8.60
中国光大银行	06818.HK	HKD	2.50	2020/8/30	买入	3.56	0.56	0.62	3.93	3.55	0.35	0.32	9.02	9.42
邮储银行	01658.HK	HKD	3.16	2020/8/31	买入	5.53	0.56	0.63	4.96	4.41	0.45	0.42	9.50	9.85
重庆农村商业 银行	03618.HK	HKD	2.91	2020/8/27	买入	4.65	0.76	0.79	3.37	3.24	0.31	0.29	9.43	9.20

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。表中估值指标按照最新收盘价计算

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

目录索引

一、行业久期整体拉长，重定价因素将在今年下半年和明年上半年体现.....	5
二、市场表现.....	8
三、利率与流动性.....	9
（一）公开市场操作.....	9
（二）市场利率.....	9
四、银行板块估值.....	11
五、风险提示.....	12

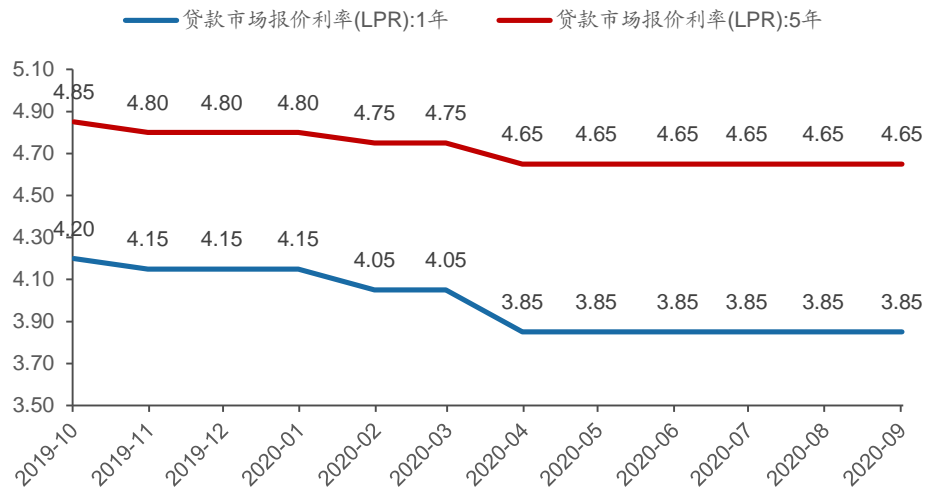
图表索引

图 1: LPR 报价走势 (%)	5
图 2: 20H1 各板块贷款重新定价结构	6
图 3: 19H1 各板块贷款重新定价结构	6
图 4: 上周银行板块 (中信一级) 下跌 3.58%, 落后大盘 0.05 个百分点, 表现在 29 个一级行业中位居第 10 位	8
图 5: 上周银行股中中国银行、农业银行、建设银行表现居前, 杭州银行、成都银行、常熟银行表现居后	9
图 6: 上周 (9 月 21 日-9 月 27 日) 合计净投放 5800 亿元	9
图 7: Shibor 利率	10
图 8: 存款类机构质押式回购加权利率	10
图 9: 同业存单加权平均发行利率	10
图 10: 国有大行同业存单发行利率	10
图 11: 股份行同业存单发行利率	11
图 12: 城商行同业存单发行利率	11
图 13: 理财产品预期年收益率	11
图 14: 国债到期收益率	11
图 15: 银行板块与沪深 300 非银行板块 PB(整体法, 最新)	12
图 16: 银行板块与沪深 300 非银行板块 PE(历史 TTM_整体法)	12
表 1: 上市银行贷款重新定价期限结构	7

一、贷款久期整体拉长，重定价因素将在未来四个季度体现

我们在前期报告中（9月20日报告《三季报前瞻》）多次强调存量LPR转换带来的滞后影响仍将持续，我们将根据中报披露的贷款重新定价结构，对滞后影响进行分析。

图 1: LPR报价走势 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(1) 终端利率下行，银行久期整体拉长。当前，国债收益率已经回到疫情前的水平，银行间市场流动性收紧，市场也有对实体流动性收紧的担忧，但从信贷价格的角度来看，终端利率下行政策指导程度较大，企稳回升要滞后于经济复苏流动性收紧，下半年边际价格或维持低位。贷款收益率同时受新发贷款和存量重定价影响，当前新发价格低于存量贷款，随着存量重新定价，下半年以及明年上半年息差表现仍有一定压力。

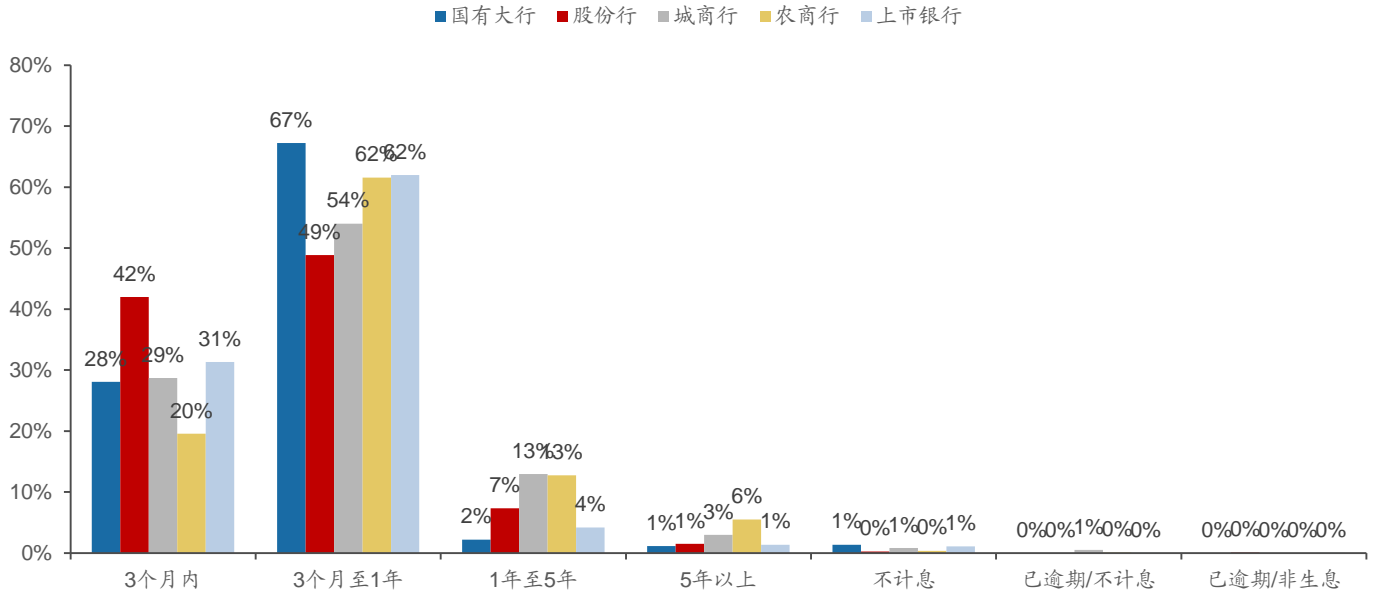
贷款利率下行周期银行有动力拉长久期。从20H1数据来看，相较于19H1，贷款重新定价周期均有拉长，其中3个月内的占比下降约6个百分点至31%，3个月至1年、1年至5年、5年以上的占比分别上升约4个百分点、1个百分点和1个百分点至62%，4%和1%。

(2) 重申前期观点，国有大行重定价压力集中在明年上半年，股份行则是在今年下半年。国有大行和股份行贷款在重定价结构上有显著差异，就20H1披露数据来看，国有大行3个月至1年定价的贷款占比最高，为67%，3个月内重新定价的贷款占比较小，为28%。一般而言，银行与客户签订贷款合同时倾向于将重新定价日定为1月1号，因此明年1季度贷款重定价将对息差产生较大压力。

而股份行3个月至1年重定价的贷款占比最低，仅为49%，约42%的贷款在3个月内重定价，这可能反映了股份行消费和信用卡贷款较高的占比。因此股份行重定价压力主要集中在下半年。

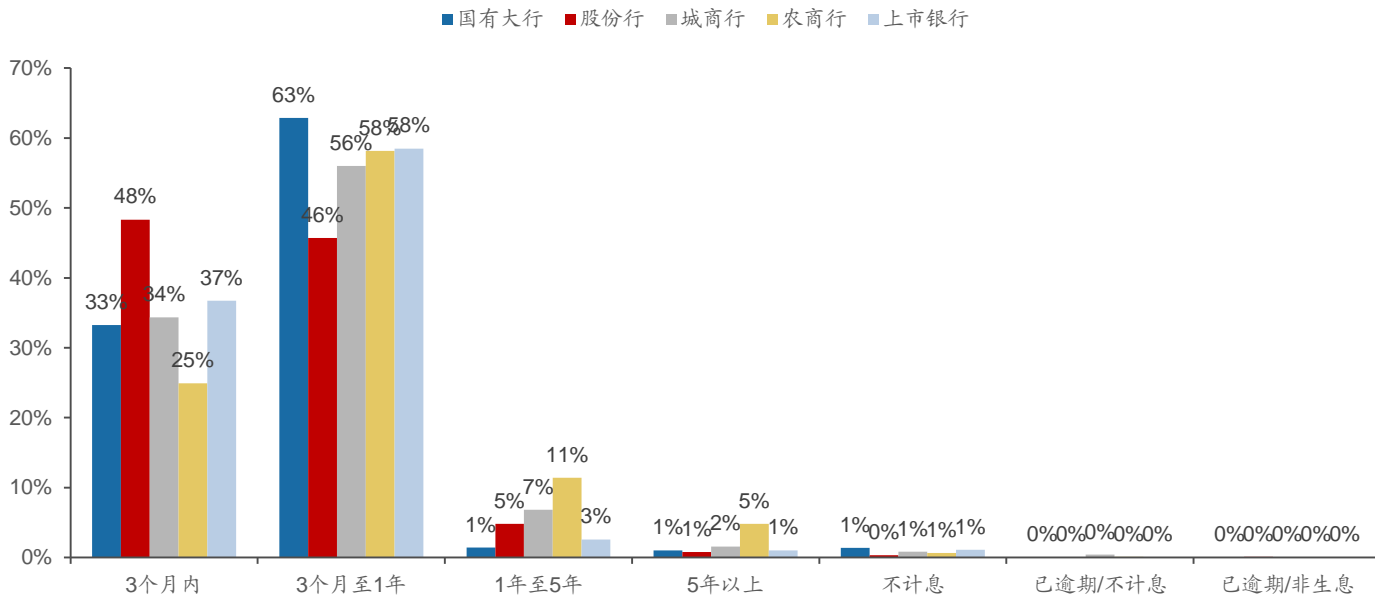
城农商行来看，1年至5年和5年以上的长久期贷款占比较高，其中城商行长久期贷款占比约16%，农商行占比约19%，远高于国有大行2%和股份行8%的水平，这部分主要是期限较长的政府相关固定利率贷款，由于期限较长，收益较高，对整体收益支持力度较大。

图 2：20H1各板块贷款重新定价结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：19H1各板块贷款重新定价结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(3) 重定价结构上看，个股分化更大。国有大行总体分化不大，但考虑到LPR转换进度差别，工行转换进度超过90%，而中行转换进度仅到45%，中行面临的按揭贷

款转换压力仍较大（个人贷款转换进度仅为24%）。

股份行中光大、兴业、平安短久期贷款占比较高，3个月内重定价的贷款占比分别为73.8%、68.4%和40.8%，重定价压力将在下半年集中体现。

城商行中长沙银行和贵阳银行由于政府相关贷款占比较高，长久期固定利率贷款（1年以上重定价）分别占比51.7%和49.3%，后续贷款收益率大概率将保持较高水平。江浙地区城商行贷款久期更加均衡，其中宁波银行和南京银行贷款集中在3个月至1年重定价，压力大概率在明年上半年；而杭州银行和江苏银行较大部分在今年下半年重定价。

农商行由于长久期贷款占比较城商行更低，而且贷款重定价集中在3个月至1年，因此重定价压力大概率也在明年上半年出现。

表 1:上市银行贷款重新定价期限结构

	3个月内	3个月至1年	1年至5年	5年以上	不计息	已逾期/不计息	已逾期/非生息	非生息	合计
工商银行	30.7%	66.0%	2.0%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
建设银行	23.5%	74.5%	1.4%	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
中国银行	39.4%	54.3%	1.6%	0.6%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
农业银行	22.6%	71.7%	3.3%	2.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
交通银行	26.3%	61.8%	4.3%	2.3%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
邮储银行	19.7%	77.4%	1.9%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
招商银行	34.8%	57.7%	6.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
中信银行	31.5%	63.6%	4.6%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
兴业银行	68.4%	28.0%	2.7%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
浦发银行	27.2%	66.3%	5.1%	1.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
华夏银行	31.2%	45.4%	18.7%	3.8%	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%	100.0%
平安银行	40.8%	44.8%	13.8%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
光大银行	73.8%	21.6%	3.4%	0.1%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
浙商银行	17.8%	48.2%	22.3%	11.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
北京银行	21.9%	64.1%	10.3%	2.4%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
上海银行	40.8%	43.3%	13.8%	1.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
江苏银行	40.6%	56.7%	2.3%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
南京银行	17.9%	60.7%	20.3%	0.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
宁波银行	18.3%	59.9%	14.7%	3.3%	0.0%	3.8%	0.0%	0.0%	100.0%
杭州银行	30.5%	49.0%	18.2%	1.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
贵阳银行	9.6%	36.1%	26.9%	22.5%	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	100.0%
成都银行	31.8%	58.6%	8.7%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
郑州银行	63.2%	19.3%	16.5%	0.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
长沙银行	9.9%	32.1%	30.1%	21.6%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
青岛银行	24.7%	60.4%	13.9%	0.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
西安银行	25.1%	66.3%	8.2%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
常熟银行	14.7%	57.6%	17.3%	9.8%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
无锡银行	14.3%	66.7%	17.8%	0.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
江阴银行	18.2%	54.7%	15.6%	10.8%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	100.0%

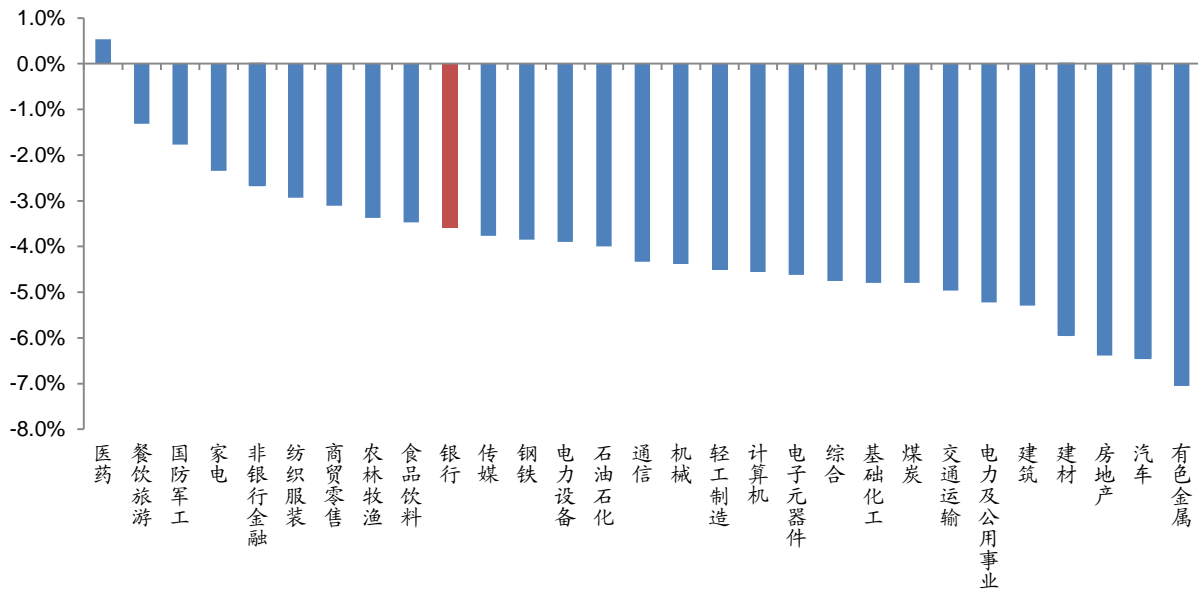
张家港行	15.9%	59.3%	14.8%	9.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
苏农银行	16.8%	78.6%	3.7%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
紫金银行	14.1%	61.5%	14.2%	8.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
青农商行	31.2%	58.9%	8.1%	1.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

数据来源：20H1 财报，广发证券发展研究中心

二、市场表现

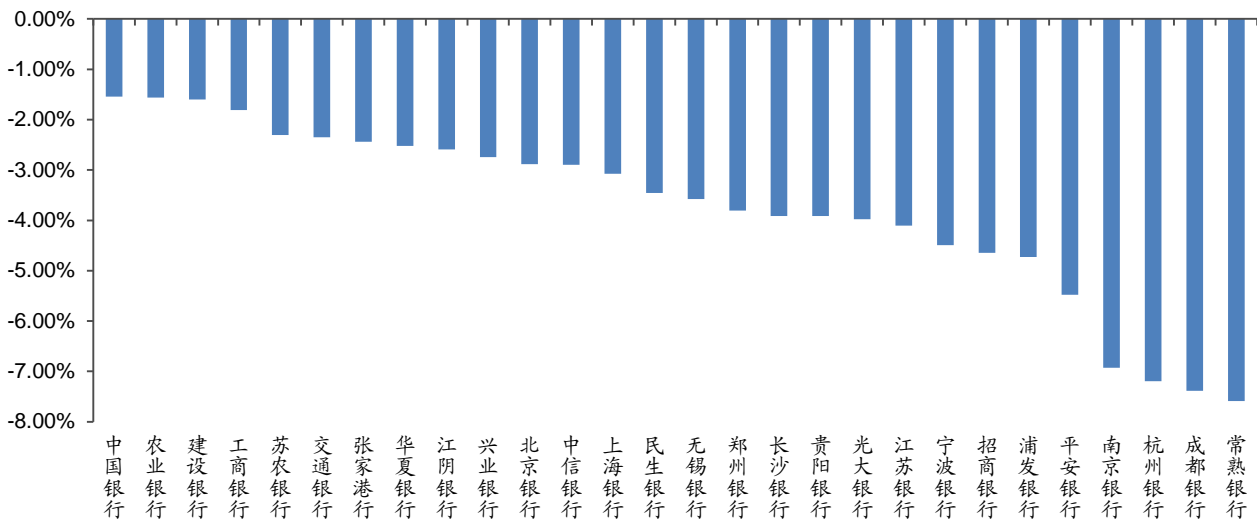
上周沪深300指数(000300.SH)下跌3.53%，银行板块(中信一级行业指数，代码：CI005021.WI)下跌3.58%，板块落后大盘0.05个百分点，在29个一级行业中居第10位。个股方面，中国银行(-1.54%)、农业银行(-1.56%)、建设银行(-1.60%)表现居前，杭州银行(-7.19%)、成都银行(-7.39%)、常熟银行(-7.59%)表现居后。

图 4：上周银行板块（中信一级）下跌3.58%，落后大盘0.05个百分点，表现在29个一级行业中位居第10位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5: 上周银行股中中国银行、农业银行、建设银行表现居前, 杭州银行、成都银行、常熟银行表现居后



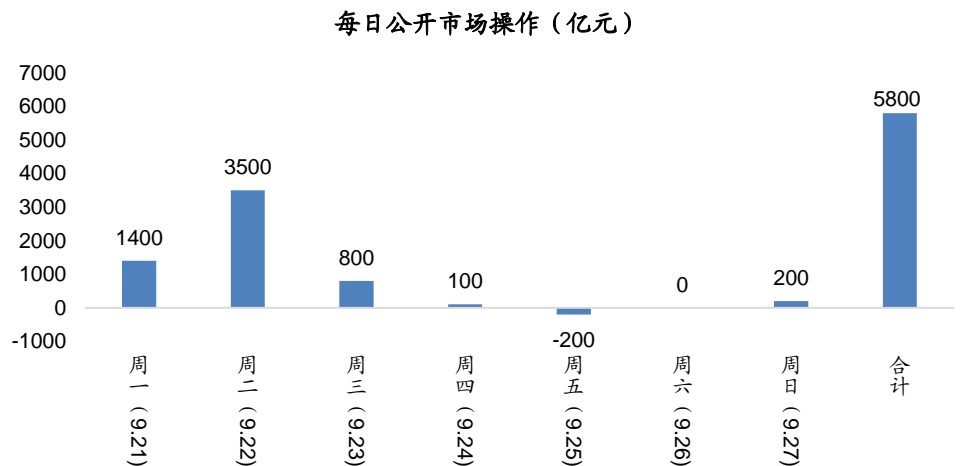
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、利率与流动性

(一) 公开市场操作

公开市场方面, 上周(9月21日-9月27日)合计净投放5,800亿元(含国库现金)。

图 6: 上周(9月21日-9月27日)合计净投放 5800 亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 市场利率

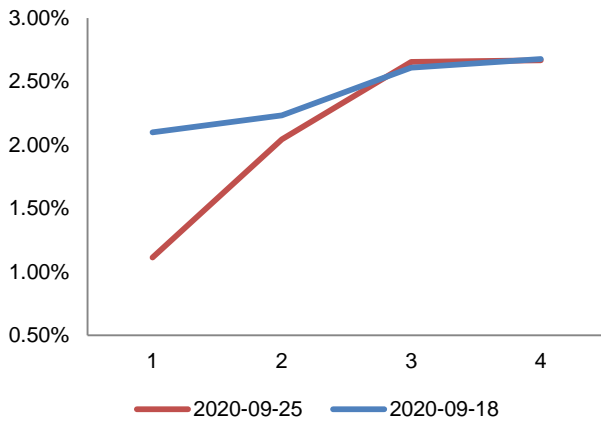
上周隔夜、1周、1月和3月Shibor利率分别波动-98.8、-18.9、4.6和-1.1 bps至1.11%、2.04%、2.66%和2.67%。存款类机构1天、7天、14天和1月质押式回购利率分别波动-104.4、-50.7、20.1、5.6 bps至1.08%、1.77%、2.75%和2.90%。

上周1月、3月和6月同业存单加权平均发行利率分别波动3.0、5.9和6.5 bps至2.81%、2.90%和3.20%。其中: 国有大行3月和6月同业存单发行利率分别波动0和0 bps至

2.59%和2.89%；股份行1月、3月、6月、9月和1年同业存单发行利率分别波动-10.0、4.5、4.8、3.0和10.0 bps至2.50%、2.62%、2.97%、3.00%和3.05%；城商行1月、3月、6月、9月和1年同业存单发行利率分别波动5.7、4.4、5.4、1.1和10.5 bps至2.84%、2.93%、3.27%、3.30%和3.44%。

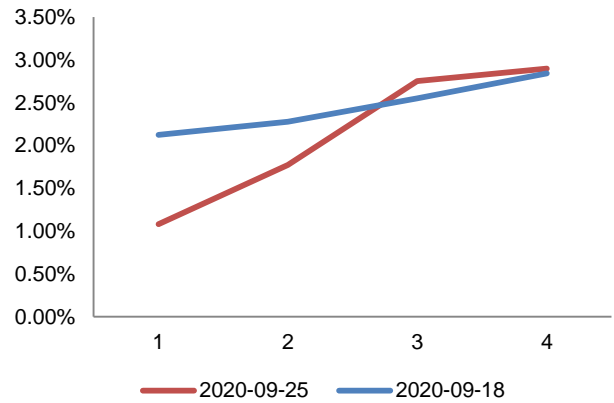
上周1年、5年和10年期中债国债到期收益率分别波动0.3、3.1和1.3 bps至2.61%、3.00%和3.13%。

图 7: Shibor利率



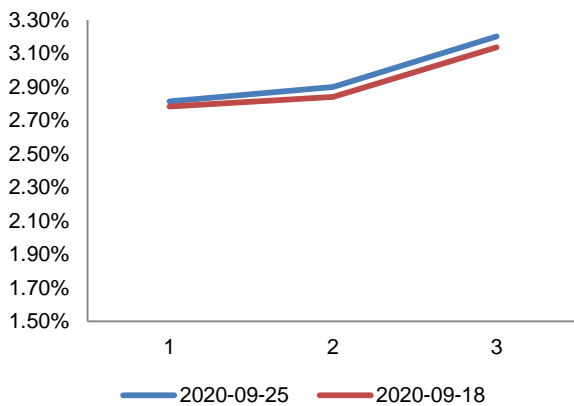
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 存款类机构质押式回购加权利率



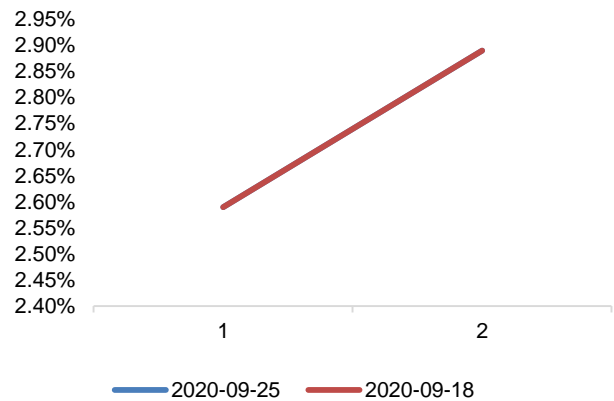
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 同业存单加权平均发行利率



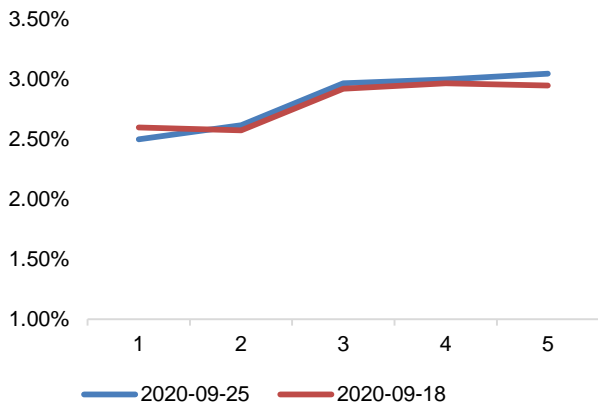
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 国有大行同业存单发行利率



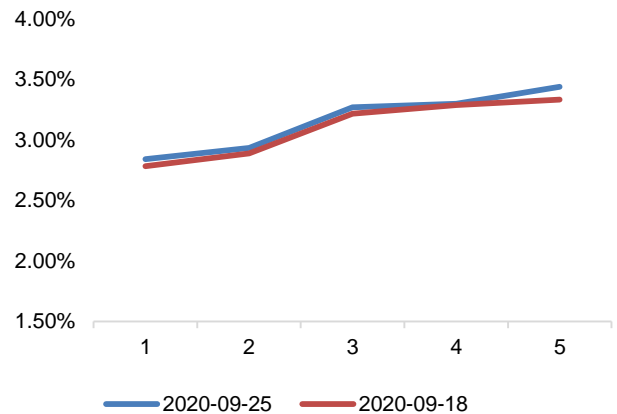
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 股份行同业存单发行利率



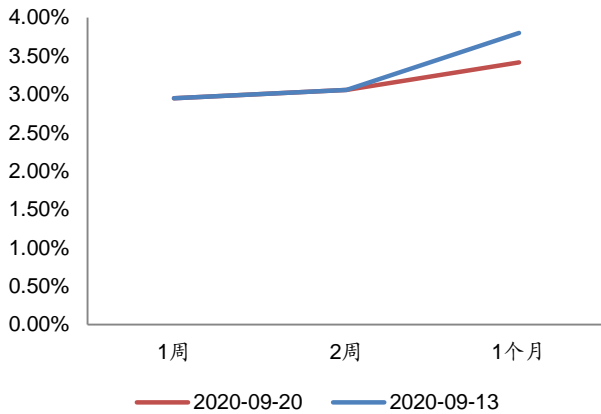
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 城商行同业存单发行利率



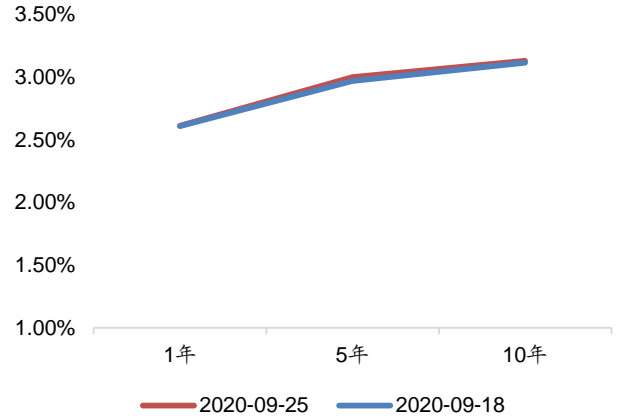
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 理财产品预期年收益率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 国债到期收益率

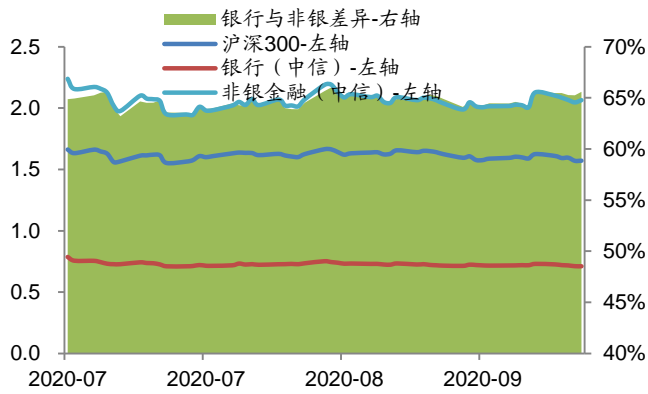


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、银行板块估值

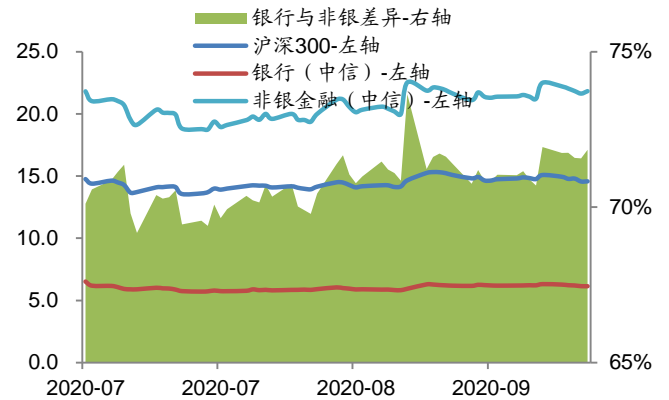
上周沪深300指数(000300.SH)下跌3.53%,银行板块(中信一级行业指数,代码:CI005021.WI)下跌3.58%,落后大盘0.05个百分点。银行板块当前PB(整体法,最新)为0.71倍,PE(历史TTM_整体法)为6.15倍,银行板块落后于沪深300及沪深300非银板块的PB估值差异约为54.78%和65.59%,PE估值分别落后约57.84%和71.84%。

图 15: 银行板块与沪深300非银行板块PB(整体法, 最新)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 银行板块与沪深300非银行板块PE(历史 TTM_整体法)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

- (一) 疫情持续时间超预期
- (二) 国际金融风险超预期

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王 先 爽：高级分析师，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李 佳 鸣：研究助理，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 伍 嘉 慧：研究助理，上海交通大学金融硕士，2020年7月加入广发证券。

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 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。