

非银金融行业

改革措施持续落地，非银配置价值提升

行业评级

买入

前次评级

买入

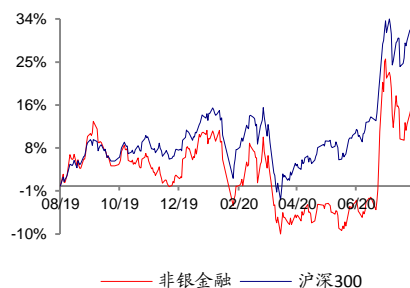
报告日期

2020-08-09

核心观点：

- 证券：资本市场改革持续落地。本周市场回升，证监会推进基础设施 REITs 试点，公司债注册制改革，深圳发布粤港澳大湾区深圳执行方案进一步落实市场开放。** 1.本周证券 II 指数（中信）上涨 1.56%。2.本周①**证监会推进基础设施 REITs 试点**：证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，明确产品定义、主体责任，明确发售方式以及基金投资运作模式，并对监管职责予以详细规定；②**证监会修订《公司债券发行与交易管理办法》**：此次明确公开发行公司债券的注册条件、注册程序及相关监管要求，建立健全公开发行公司债券注册制相关制度，加强事中事后监管；③**深圳出台执行方案支持粤港澳大湾区发展**，预计将进一步深化金融业对外开放、促进粤港澳大湾区跨境贸易和投融资便利化。**资本市场改革新政不断落地，证券板块的 α 属性大大增加，建议关注券商板块投资机会以及龙头企业：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）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）等。**
- 保险：资产端利率持续回升，负债端新一轮景气度上升期有望开启。** 资产端方面，截至 8 月 9 日 10 年期国债收益率较上周末再回升 3 个 BP 至 2.99%，向上冲击 3% 大关。7 月 30 日政治局会议上强调货币政策合理增长，同时经济数据持续回暖为长端利率提供支撑。**负债端方面**，上市保险公司纷纷发力增员，调整代理人基本法加大队伍投入，利好销售的同时也为明年开门红储备人力。同时随着经济的修复，居民消费能力提升利好保险销售。参考我们此前发布的报告《复盘寿险承保周期》，驱动承保周期变化的三要素（供给、需求、监管）均朝着积极的方向变化，新一轮景气度上升期有望开启。随着行业资产和负债端景气度双双回暖，考虑到当前 2020 年 PEV 估值仍蕴含悲观假设，我们认为保险股后续存在超额收益的可能性。**个股建议关注：中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）、中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）。**
- 港股金融：建议关注（1）中金公司：投行资本化有望显著增厚中报业绩；关注回 A 前对港股股价带动。（2）中银航空租赁：强资本实力与良好机队管理抵抗短期风险，中长期航空业恢复带动估值修复。**
- 风险提示：经济增速放缓、利率波动影响、公司经营业绩不达预期等。**

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈韵杨



SAC 执证号：S0260519080002

SFC CE No. BOX139



chenyunyang@gf.com.cn

分析师：

刘淇



SAC 执证号：S0260520060001



liuqi@gf.com.cn

请注意，刘淇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。

相关研究：

非银金融行业：改革提升券商 2020-08-03

α 属性，景气回暖提升保险价值

 非银金融行业：公募基金蓬勃 2020-07-23
 发展，券商深耕多维受益

联系人：

陈思宇 020-66336013

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 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国平安	601318.SH	CNY	76.33	20200221	买入	103.46	9.44	10.62	8.09	7.19	1.01	0.86	26.69%	23.05%
新华保险	601336.SH	CNY	54.96	20200326	买入	67.7	5.13	5.94	10.71	9.25	0.74	0.64	18.00%	18.29%
中国太保	601601.SH	CNY	29.99	20200603	买入	34.37	2.24	2.86	13.38	10.49	0.60	0.52	15.00%	16.57%
中国人寿	601628.SH	CNY	38.22	20200326	买入	37.63	1.61	2.14	23.74	17.86	1.00	0.88	10.00%	12.02%
中国平安	02318.HK	HKD	81.95	20200221	买入	114.96	9.44	10.62	8.68	7.72	0.97	0.83	26.69%	23.05%
新华保险	01336.HK	HKD	31.20	20200326	买入	40.92	5.13	5.94	6.08	5.25	0.38	0.33	18.00%	18.29%
中国太保	02601.HK	HKD	23.00	20200603	买入	38.26	2.50	3.18	9.22	7.23	0.41	0.36	15.00%	16.57%
中国人寿	02628.HK	HKD	18.18	20200326	买入	28.95	1.61	2.14	11.29	8.50	0.43	0.37	10.00%	12.02%

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)		P/B(x)		ROE	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	14.46	20200429	买入	16.67	0.99	1.16	14.61	12.47	1.22	1.13	8.70%	9.40%
华泰证券	601688.SH	CNY	20.93	20200430	买入	25.65	1.19	1.41	17.59	14.84	1.47	1.39	8.50%	9.60%
中信证券	600030.SH	CNY	31.96	20200428	买入	28.88	1.14	1.40	28.04	22.83	2.21	2.09	8.50%	9.40%
国泰君安	601211.SH	CNY	18.60	20200430	买入	24.9	1.20	1.45	15.50	12.83	1.20	1.12	7.50%	8.60%
东方财富	300059.SZ	CNY	26.93	20200410	增持	23.63	0.43	0.47	62.63	57.30	5.84	5.46	9.32%	9.62%
招商证券	600999.SH	CNY	20.79	20200429	买入	21.92	1.14	1.21	18.24	17.18	1.97	1.89	8.40%	8.50%
海通证券	06837.HK	HKD	7.44	20200429	买入	9.35	0.99	1.16	7.52	6.41	0.57	0.53	8.70%	9.40%
HTSC	06886.HK	HKD	14.08	20200430	买入	19.00	1.19	1.41	11.83	9.99	0.90	0.85	8.50%	9.60%
中信证券	06030.HK	HKD	18.62	20200428	买入	18.55	1.14	1.4	16.33	13.30	1.18	1.11	8.50%	9.40%
国泰君安	02611.HK	HKD	12.90	20200430	买入	16.57	1.20	1.45	10.75	8.90	0.76	0.71	7.50%	8.60%
中金公司	03908.HK	HKD	19.10	20200331	买入	19.09	1.15	1.37	16.61	13.94	1.64	1.51	10.30%	11.30%
招商证券	06099.HK	HKD	9.60	20200429	买入	10.63	1.14	1.21	8.42	7.93	0.64	0.61	8.40%	8.50%
中国光大控股	00165.HK	HKD	12.46	20200329	买入	14.84	1.42	1.63	8.77	7.64	0.48	0.46	5.63%	6.12%
中银航空租赁	02588.HK	HKD	44.95	20200703	增持	65.25	1.01	0.88	5.74	6.59	0.79	0.73	12.70%	12.90%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；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。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。中银航空租赁 EPS 为美元。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

一、一周表现

上证指数报3,310.01点，涨3.54%；深证成指报13,637.88点，涨5.43%；沪深300报4,695.05点，涨4.20%；创业板指报2,795.40点，涨6.38%。中信II证券指数CI005165涨4.44%、中信II保险指数CI005166跌0.78%。

图1：市场指数周度涨跌幅（%）

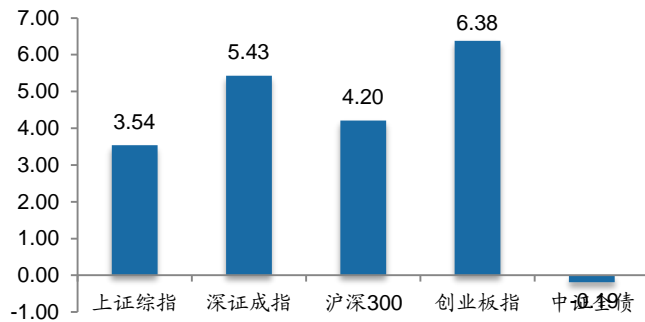
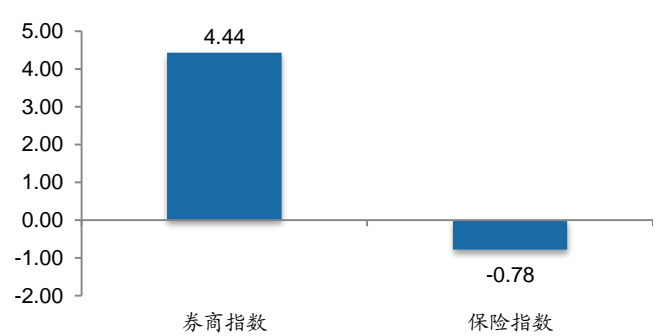


图2：市场行业指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

二、行业动态及一周点评

（一）保险：资产端利率持续回升，负债端新一轮景气度上升期有望开启 1.10年期国债到期收益率持续反弹

截至8月9日，10年期国债收益率2.99%，较上周上升3个BP。宏观经济持续回暖，社融增速保持高位增长，较同时考虑到货币政策由偏总量转为偏结构，长端利率有望保持相对稳定，上半年保险股最大的压制因素出现改善，极大利好保险股估值的修复。

图3：中债国债到期收益率（10年、%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2. 《推动财产保险业高质量发展三年行动方案（2020—2022年）》

8月5日银保监会印发了《推动财产保险业高质量发展三年行动方案（2020—2022年）》（以下简称《行动方案》），主要内容包括：一是总体要求，包括指导思想、基本原则和总体目标。二是推动行业向精细化、科技化、现代化转型发展，改进业态模式，深耕细分市场，推动服务创新，提升数字科技水平，完善公司治理体系。三是推动增强保险服务国民经济和社会民生能力，引导保险公司服务国家重大战略实施，支持社会治理体系建设，保障国民经济产业发展。四是提升行业对外开放水平和国际影响力，落实金融业对外开放重大举措，支持财产保险公司“走出去”，加快再保险市场发展。五是形成聚焦高质量发展的监管政策和体制机制，从深入推进改革、防范化解风险、加强市场监管、补齐制度短板、提升监管质效等方面对未来三年的财产保险监管作出部署安排。六是抓好组织实施，要求强化各银保监局和各财产保险公司主体责任，强化沟通协调

资产端利率持续回升，负债端新一轮景气度上升期有望开启。资产端方面，截至8月9日10年期国债收益率再回升3个BP至2.99%，向上冲击3%大关。7月30日政治局会议上强调货币政策合理增长，同时经济数据持续回暖为长端利率提供支撑。负债端方面，上市保险公司纷纷发力增员，调整代理人基本法加大队伍投入，利好销售的同时也为明年开门红储备人力。同时随着经济的修复，居民消费能力提升利好保险销售。参考我们此前发布的报告《复盘寿险承保周期》，驱动承保周期变化的三要素（供给、需求、监管）均朝着积极的方向变化，新一轮景气度上升期有望开启。随着行业资产和负债端景气度双双回暖，考虑到当前2020年PEV估值仍蕴含悲观假设，我们认为保险股后续存在超额收益的可能性。个股建议关注：中国人寿(601628.SH)/(02628.HK)、中国平安(601318.SH)/(02318.HK)、新华保险(601336.SH)/(01336.HK)、中国太保(601601.SH)/(02601.HK)。

风险提示：外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。同时，还存在寿险行业存在人力增员及保费增长不达预期，以及保费结构调整缓慢、价值提升幅度低于预期的风险；产险行业受商业车险费率市场化改革影响，利润下行风险

（二）证券：资本市场改革持续，监管及粤港澳大湾区双线利好并行

1. 证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，推进基础设施REITs试点

近日，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（以下简称《指引》），自公布之日起施行。

为落实《中国证监会国家发展改革委关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40号），证监会起草了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿），并于2020年4月30日至5月30日向社会公开征求意见。总体看，社会各界反应积极正面，普遍认为推动基础设施REITs试点对于深化金融供给侧结构性改革、提升资本市场服务实体经济能力、丰富资本市场投融资工具等具有重要意义，总体认可《指引》确定的各项试点安排。

《指引》共五十一条，主要包括以下内容：一是明确产品定义与运作模式。公

开募集基础设施证券投资基金(简称基础设施基金)属上市交易的封闭式公募基金,应具备以下条件:80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券,通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利;基金管理人主动运营管理基础设施项目以获取稳定现金流,并将90%以上合并后基金年度可供分配金额按要求分配给投资者。二是压实机构主体责任,严控基础设施项目质量。强化基金管理人与托管人的专业胜任要求和诚实守信、谨慎勤勉的受托职责。聚焦优质基础设施资产,严把项目质量关。发挥外部管理机构、会计师事务所、评估机构等专业作用。三是明确基金份额发售方式,采取网下询价的方式确定基金份额认购价格,公众投资者以询价确定的认购价格参与基金份额认购。四是规范基金投资运作,加强风险管控,夯实投资者保护机制。明确基金投资限制、关联交易管理、借款安排、基金扩募、信息披露等要求,全面落实“以信息披露为中心”,确保投资者充分知情权。五是明确证监会监督管理和相关自律组织管理职责,强化违规行为约束。

2.证监会修订《公司债券发行与交易管理办法》,建立健全公开发行公司债券注册制相关制度,加强事中事后监管。

8月7日证监会就修订《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》)公开征求意见,主要贯彻落实修订后的《证券法》和国务院办公厅《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》(以下简称《国务院通知》)的相关规定。

从修订内容来看,此次明确公开发行公司债券的注册条件、注册程序及相关监管要求,比如在注册程序上明确了时间预期“中国证监会应当自证券交易所受理注册申请文件之日起3个月内作出同意注册或者不予注册的决定”。

证监会此次《管理办法》修订的主要思路主要分为三点内容:

一是落实公司债券公开发行注册制改革。贯彻落实《证券法》《通知》,明确公开发行公司债券的注册条件、注册程序及相关监管要求。同时,加强对证券交易场所公司债券发行审核及其他公司债券业务监管工作的监督检查,并强化发行人及其控股股东、实际控制人相关义务,压实主承销商和证券服务机构的责任。

二是结合《证券法》其他修订内容进行适应性修订。《证券法》对证券服务机构备案、投资者适当性管理、重大事件界定、聘请受托管理人等事项进行了规定,因此,《管理办法》(征求意见稿)进行相应修订,做好与《证券法》修订内容的衔接。

三是结合债券市场监管实践调整相关条款。《管理办法》发布实施五年来,交易所债券市场稳步发展,从2015年1月到2020年6月,公司债券托管量由1.06万亿元增长到10万亿元。根据债券市场发展需要,持续优化监管工作安排,总结监管实践经验,并据此修订《管理办法》相应内容。

《管理办法》的修订进一步细化注册制改革的制度安排,例如在注册程序方面,此次《管理办法》征求意见稿就审核流程和时限等问题明确了市场预期:

(1)受理环节:证券交易所收到注册申请文件后,在5个工作日内作出是否受理的决定。

(2)审核及问询环节:证券交易所负责审核发行人公开发行公司债券并上市申请。证券交易所主要通过向发行人提出审核问询、发行人回答问题方式开展审核

工作，判断发行人是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求。

3.深圳各部门联合发布《深圳市贯彻落实<关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见>行动方案》

5月14日《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》的文件发布后，在市委市政府的统一部署下，深圳市地方金融监管局第一时间组织召开了推进部署会，与人民银行深圳市中心支行、深圳银保监局、深圳证监局、深圳证券交易所等单位针对《意见》各项措施进行了逐条梳理研究，据梳理统计，《意见》的75项具体工作，已在深圳落地实施或试点的事项超过40项，比例达53%。随后，经过深入调查研究，并力争紧贴市场需求，制定了《深圳市贯彻落实<关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见>行动方案》（下称“深圳行动方案”），共50条行动措施，共85项细分任务，并已于7月中旬正式印发实施。

第一，多举并措促进大湾区跨境贸易和投融资便利化方面，共15条行动措施。

其中，不仅充分体现了深圳特色，如“充分发挥我市国际人民币投资基金能效，探索加强与港澳机构合作，为深圳、大湾区乃至全国的企业‘走出去’开展投资、并购提供优质投融资服务”，更积极探索创新，如提出“探索跨境银团贷款，指导港澳银行在深分支机构联合内地银行、境外母行等为粤港澳大湾区建设提供银团贷款服务”“研究推动分类完善资本项目结汇管理政策，研究允许证券公司资本项目下的跨境资金可直接用于证券自营、承销、融资融券、股票质押回购等证券业务支出”等。

第二，扩大金融业对外开放、深化深港金融合作方面。创新提出了“支持保险公司在深设立独立核算的资产管理、营运、研发、后援服务、数据信息等各类总部，研究制定出台相应扶持优惠政策”“推动深圳与港澳保险机构开展跨境人民币再保险业务，探索发行巨灾债券”“积极推动在深圳设立保险服务中心”；对证券期货行业，提出了“探索允许非银行金融机构开立可收付客户外币的一级代客账户，支持外币代客业务的发展”。

第三，推进深港澳金融市场和金融基础设施互联互通方面。其中，为助推深圳可持续金融先行示范，创新提出了“充分发挥深圳证券交易所平台作用，引导上市公司主动披露ESG信息”“争取国家支持深圳建设国家绿色金融改革创新试验区”；为推动深圳绿色金融规范、健康发展，提出了“推动绿色金融领域的立法，规范绿色金融行为”“研究制定绿色企业、绿色项目库等地方绿色金融标准”等；为深化深港澳金融市场互通，进一步提出“支持深圳证交所前海建设大湾区债券平台，探索推动交易所债券市场高水平对外开放”。

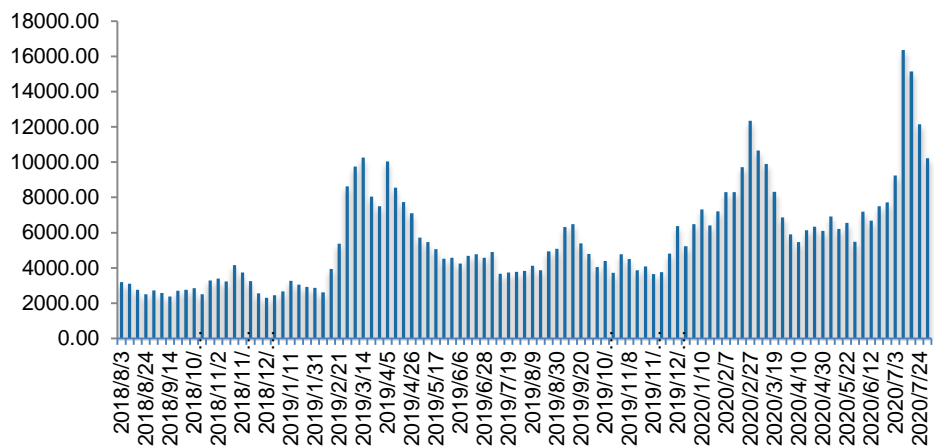
第四，进一步提升深圳金融服务创新水平方面。提出“扎实推进创业板改革并试点注册制”及“加快成立知识产权和科技成果产权交易中心”。此外，为大力支持金融科技发展，提出了研究制定出台金融科技专项扶持政策，开展金融科技节主题活动，开展金融科技创新监管试点，积极参与、支持、协调人民银行数字货币各个场景应用在深试点等系列措施任务。

第五，切实防范跨境金融风险方面。结合深圳地方金融风险监测预警平台工作基础，提出了“探索建设以监管科技为支撑的国家级非法金融活动监测预警平台深圳分中心”的工作目标，聚焦风险重点环节，推动体制机制创新。

我们看好资本市场改革持续推进带来券商业绩提升的 α 收益，也看好后疫情时代流动性宽松带来的券商 β 收益。建议关注龙头企业：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）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）等。

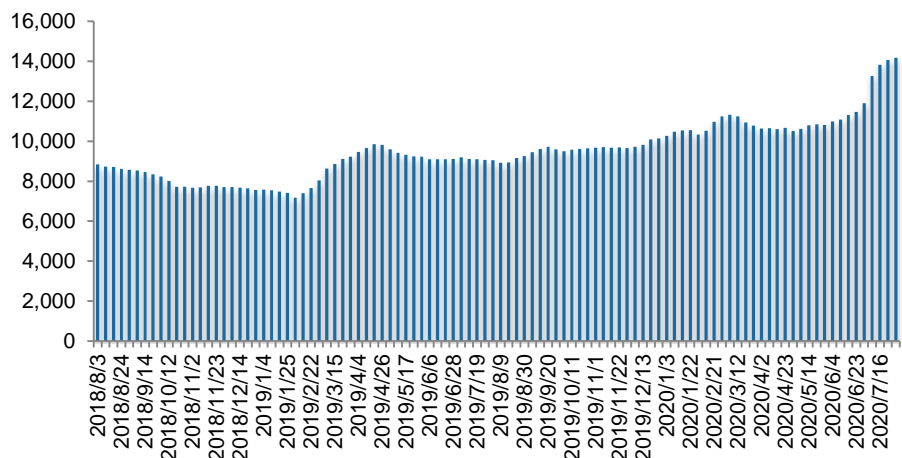
风险提示：券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等；公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

图4：全部AB股周度成交金额（亿元）



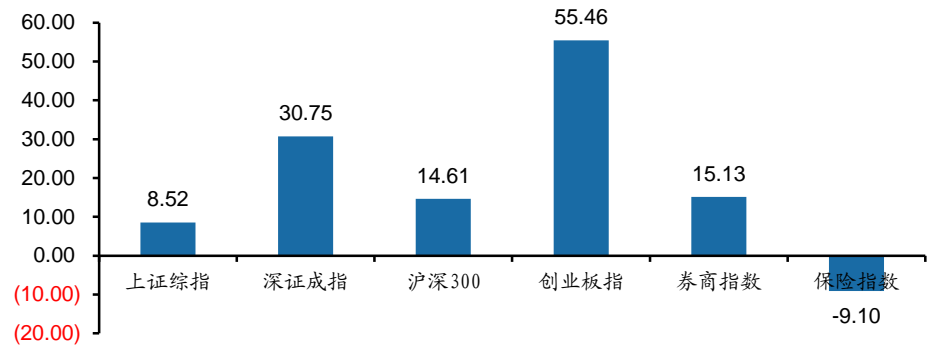
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5：沪深融资融券余额（亿元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6: 2020年以来市场及券商指数涨跌幅 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

附表1: 美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
美股	摩根士丹利	MS.N	50.35	4.81	4.87	5.51	8.30	10.34	9.14	1.18	1.04	1.08
(USD)	高盛	GS.N	208.27	25.53	23.11	25.08	8.20	9.01	8.30	0.97	0.94	0.87
港股	友邦保险	01299.HK	71.15	1.68	4.15	4.67	42.35	17.14	15.24	2.82	2.33	2.10
(HKD)	中国太平	00966.HK	13.74	1.81	2.77	3.10	8.18	3.31	2.94	0.75	0.62	0.25

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 表中估值情况按 8 月 7 日最新收盘价计算; 盈利预测数据来自 Wind 一致预测; 美股股价和 EPS 单位为美元; 港股股价和 EPS 为港元。

三、风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等; 公司经营业绩不达预期, 爆发重大风险及违约事件等。

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，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 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，2019年进入广发证券战略发展部，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 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16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。