

银行行业

社融仍有惯性，拐点将在年底

——2020年7月金融数据跟踪

核心观点：

- 2020年8月11日，央行公布7月金融数据。社融同比增速12.9%（我们预期12.8%），增速环比上升0.1个百分点。M2同比增速10.7%，增速环比下降0.4个百分点。M1同比增速6.9%，增速环比上升0.4个百分点。我们点评如下。
- 从总量看，社融增速符合我们预期，但低于市场预期，市场的过度乐观可能是基于对信贷和政府债券的线性乐观估计，没有考虑信贷供给的可能收敛，以及7月份一般债和专项债为特别国债发行让路。
- 从结构上看，中长期贷款和表外未贴现票据同比多增，表内票据融资和信托贷款萎缩，显示实体经济需求回升，信用供给收敛。在当前经济金融环境下，预计这一趋势会延续一段时间，对银行景气度相对友好。
- 展望后续，社融仍会冲高，拐点将在年底。我们维持《7月社融前瞻》中观点，目前特别国债已经发行完毕，一般债和专项债会再次起量，支撑社融增速继续向上，预计本轮社融增速的高点会在年底出现，剔除政府债券的社融口径7月份可能就是本轮高点。
- 关于M2增速回落，表内贷款和债券同比少增，表内影子银行仍在下行，银行扩表速度放缓，导致存款和货币增速放缓。预计随着后续政府债券高增，货币和存款增速仍有上行空间。
- 关于M1增速回升，4月份以来，单位活期存款趋势好转，一方面与企业融资现金流改善有关；另一方面商品房销售也带动居民存款向企业存款迁徙。M1属于实体和股市流动性强印证指标，目前仍处于宽松友好区间，后续仍有随社融冲高可能。但随着信贷和房地产市场收敛，指标波动性可能增加，这可能会导致资本市场波动率上升。
- 关于非银存款高增，一方面可能与股市情绪高涨，居民存款向非银存款迁徙有关；另一方面可能与非标收缩，信用债增速下降，广义基金主体资产欠配形成非银存款留存有关。临时性现象不必太多关注。
- 银行间流动性：维持前期报告观点，当前经济金融环境趋势较好，为期近两年货币宽松退出是既定事实，也是合理选择。8、9、10月份政府债券供给及银行体系内负债结构问题，导致银行间流动性易紧难松。9月份可能是货币政策松紧周期确认的窗口期。
- 实体和股市流动性：社融增速继续冲高，总量广义流动性在三季度仍处于宽裕区间。但随着实体需求恢复，信用收敛，流动性环境逐渐进入敏感期，市场情绪将影响流动性在实体和股市间迁徙速度和方向，四季度可能会看到广义流动性的拐点，建议积极关注银行板块机会。
- 风险提示：(1)关注财政扩张低于预期的可能；(2)关注监管严查信贷资金流向的信号；(3)疫情反复超预期的可能性。

行业评级

买入

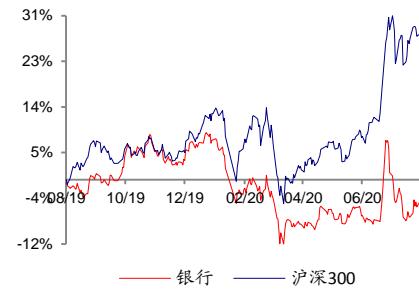
前次评级

买入

报告日期

2020-08-11

相对市场表现



分析师：倪军

SAC 执证号：S0260518020004



021-60750604



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



021-60750604



wangxianshuang@gf.com.cn

请注意，倪军、王先爽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：

银行行业：业绩悲观预期兑现，板块迎来配置机会—— 2020-08-11

银行行业 2020 年二季度监管数据点评

银行行业：社融高增带动经济复苏，杠杆上升受央行关注 2020-08-10

银行行业：易紧难松，关注央行二级市场购买国债的可能 2020-08-10

——银行间流动性展望

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 | 最近报告日期 | 评级 | 合理价值 (元/股) | EPS(元) | | PE(x) | | PB(x) | | ROE(%) | |
|----------|-----------|-----|-------|-----------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | | | 收盘价 | | | | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 工商银行 | 601398.SH | CNY | 4.98 | 2020/4/29 | 买入 | 6.82 | 0.90 | 0.93 | 5.53 | 5.35 | 0.66 | 0.60 | 12.39 | 11.79 |
| 建设银行 | 601939.SH | CNY | 6.20 | 2020/4/29 | 增持 | 8.26 | 1.09 | 1.14 | 5.69 | 5.44 | 0.68 | 0.62 | 12.44 | 11.91 |
| 农业银行 | 601288.SH | CNY | 3.23 | 2020/4/29 | 买入 | 4.35 | 0.62 | 0.64 | 5.21 | 5.05 | 0.59 | 0.55 | 11.79 | 11.35 |
| 中国银行 | 601988.SH | CNY | 3.35 | 2020/5/1 | 买入 | 4.28 | 0.63 | 0.65 | 5.32 | 5.15 | 0.55 | 0.51 | 10.82 | 10.26 |
| 邮储银行 | 601658.SH | CNY | 4.65 | 2020/4/29 | 买入 | 6.33 | 0.76 | 0.87 | 6.12 | 5.34 | 0.73 | 0.67 | 12.65 | 13.07 |
| 交通银行 | 601328.SH | CNY | 4.77 | 2020/4/30 | 买入 | 8.06 | 1.03 | 1.06 | 4.63 | 4.50 | 0.47 | 0.44 | 10.57 | 10.09 |
| 招商银行 | 600036.SH | CNY | 37.54 | 2020/4/30 | 买入 | 41.35 | 4.11 | 4.60 | 9.13 | 8.16 | 1.45 | 1.29 | 16.85 | 16.74 |
| 中信银行 | 601998.SH | CNY | 5.20 | 2020/4/24 | 买入 | 7.91 | 1.00 | 1.07 | 5.20 | 4.86 | 0.53 | 0.48 | 10.60 | 10.37 |
| 浦发银行 | 600000.SH | CNY | 10.47 | 2020/4/26 | 买入 | 12.75 | 2.03 | 2.10 | 5.16 | 4.99 | 0.57 | 0.53 | 11.62 | 11.08 |
| 兴业银行 | 601166.SH | CNY | 15.84 | 2020/4/29 | 买入 | 23.40 | 3.23 | 3.41 | 4.90 | 4.65 | 0.61 | 0.55 | 13.07 | 12.46 |
| 光大银行 | 601818.SH | CNY | 3.85 | 2020/4/29 | 买入 | 5.90 | 0.75 | 0.82 | 5.13 | 4.70 | 0.59 | 0.54 | 11.88 | 12.00 |
| 平安银行 | 000001.SZ | CNY | 14.13 | 2020/4/21 | 买入 | 15.57 | 1.63 | 1.81 | 8.67 | 7.81 | 0.91 | 0.82 | 11.01 | 11.10 |
| 北京银行 | 601169.SH | CNY | 4.85 | 2020/4/29 | 买入 | 5.82 | 1.02 | 1.08 | 4.75 | 4.49 | 0.50 | 0.46 | 10.94 | 10.67 |
| 上海银行 | 601229.SH | CNY | 8.40 | 2020/4/27 | 买入 | 10.97 | 1.50 | 1.62 | 5.60 | 5.19 | 0.69 | 0.63 | 12.93 | 12.63 |
| 宁波银行 | 002142.SZ | CNY | 33.03 | 2020/4/26 | 买入 | 31.49 | 2.92 | 3.49 | 11.31 | 9.46 | 1.78 | 1.54 | 17.35 | 17.47 |
| 南京银行 | 601009.SH | CNY | 8.11 | 2020/7/6 | 买入 | 11.42 | 1.65 | 1.87 | 4.92 | 4.34 | 0.78 | 0.69 | 16.96 | 16.88 |
| 杭州银行 | 600926.SH | CNY | 10.66 | 2020/4/30 | 买入 | 10.03 | 1.50 | 1.77 | 7.11 | 6.02 | 0.94 | 0.84 | 13.86 | 14.66 |
| 常熟银行 | 601128.SH | CNY | 7.94 | 2020/4/23 | 买入 | 8.79 | 0.74 | 0.82 | 10.73 | 9.68 | 1.17 | 1.07 | 11.37 | 11.59 |
| 工商银行 | 01398.HK | HKD | 4.55 | 2020/4/29 | 买入 | 5.82 | 0.90 | 0.93 | 4.55 | 4.40 | 0.54 | 0.50 | 12.39 | 11.79 |
| 建设银行 | 00939.HK | HKD | 5.68 | 2020/4/29 | 买入 | 8.23 | 1.09 | 1.14 | 4.69 | 4.48 | 0.56 | 0.51 | 12.44 | 11.91 |
| 农业银行 | 01288.HK | HKD | 2.74 | 2020/4/29 | 买入 | 4.13 | 0.62 | 0.64 | 3.97 | 3.85 | 0.45 | 0.42 | 11.79 | 11.35 |
| 中国银行 | 03988.HK | HKD | 2.58 | 2020/5/1 | 买入 | 3.35 | 0.63 | 0.65 | 3.68 | 3.57 | 0.38 | 0.35 | 10.82 | 10.26 |
| 交通银行 | 03328.HK | HKD | 4.21 | 2020/4/30 | 买入 | 7.66 | 1.03 | 1.06 | 3.68 | 3.57 | 0.38 | 0.35 | 10.57 | 10.09 |
| 招商银行 | 03968.HK | HKD | 37.20 | 2020/4/30 | 买入 | 39.57 | 4.11 | 4.60 | 8.14 | 7.27 | 1.29 | 1.15 | 16.85 | 16.74 |
| 中信银行 | 00998.HK | HKD | 3.41 | 2020/4/24 | 买入 | 6.50 | 1.00 | 1.07 | 3.07 | 2.87 | 0.31 | 0.29 | 10.60 | 10.37 |
| 中国光大银行 | 06818.HK | HKD | 2.96 | 2020/4/29 | 买入 | 5.07 | 0.75 | 0.82 | 3.55 | 3.25 | 0.41 | 0.37 | 11.88 | 12.00 |
| 邮储银行 | 01658.HK | HKD | 3.81 | 2020/4/29 | 买入 | 5.53 | 0.76 | 0.87 | 5.02 | 4.38 | 0.60 | 0.55 | 12.65 | 13.07 |
| 重庆农村商业银行 | 03618.HK | HKD | 2.87 | 2020/4/28 | 买入 | 4.61 | 0.88 | 0.91 | 3.26 | 3.15 | 0.34 | 0.31 | 10.85 | 10.30 |

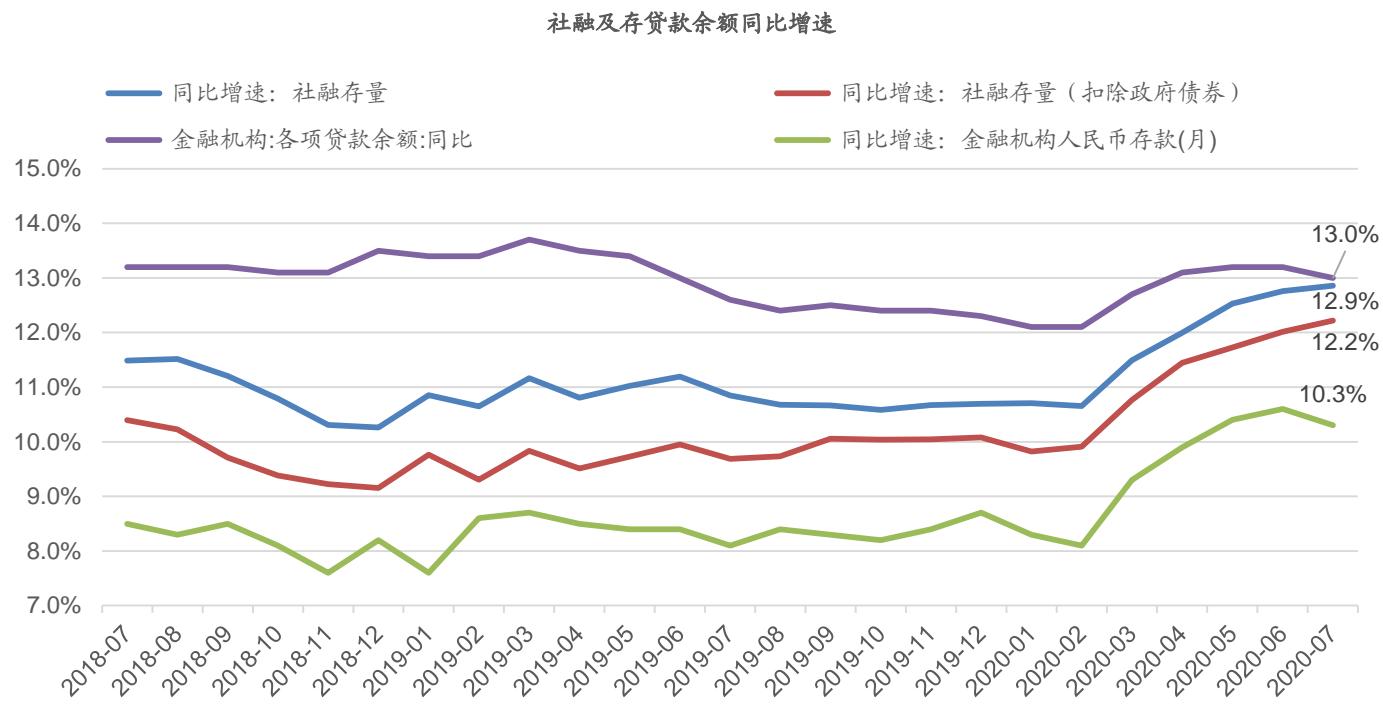
注：A+H股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的H股PE和PB估值，为最新H股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图表索引

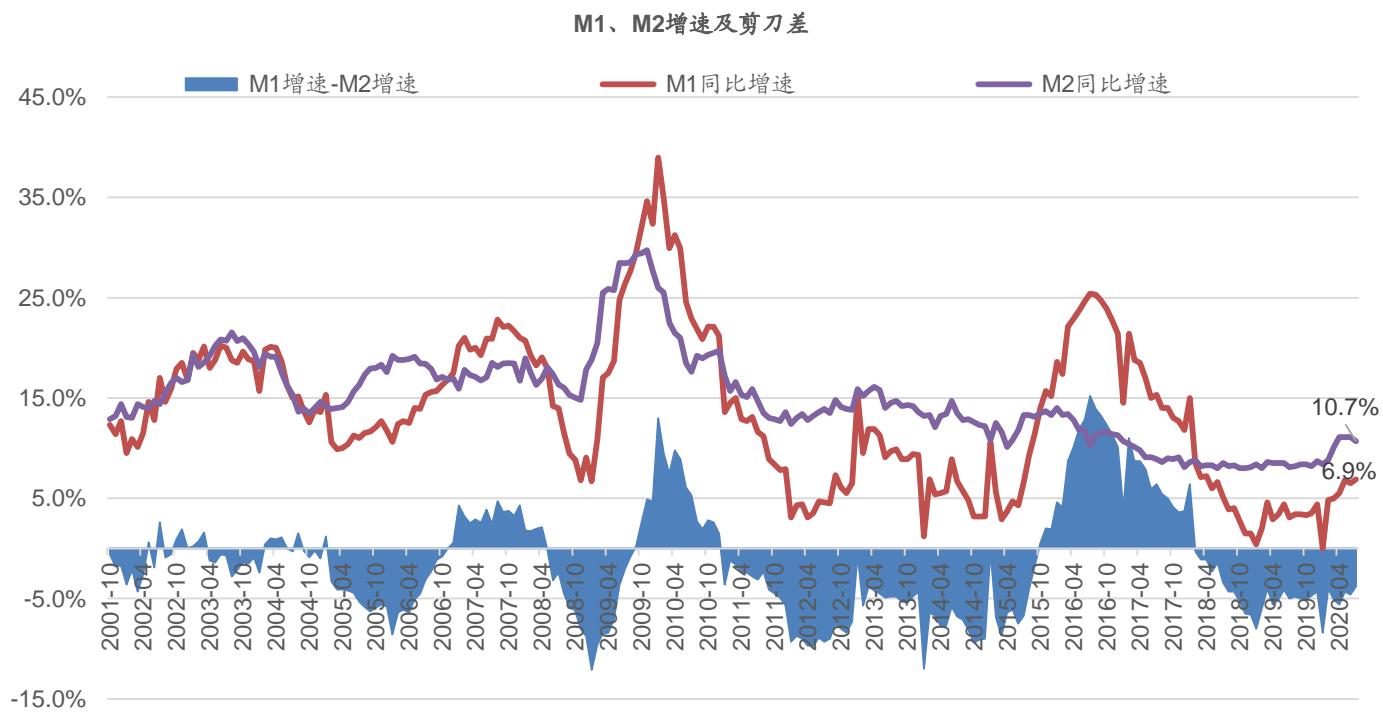
| | |
|---|----|
| 图 1:社融存量及存贷款同比增速 (单位:%) | 4 |
| 图 2:M1、M2 增速及剪刀差 (单位:%) | 4 |
| 图 3:历年 7 月份新增社融结构 (单位:亿元) | 5 |
| 图 4:7 月份新增社融同比多增 (单位:亿元) | 5 |
| 图 5:7 月份新增贷款同比多增 (单位:亿元) | 6 |
| 图 6:7 月份新增存款同比多增 (单位:亿元) | 6 |
| 图 7:当年累计:历年 1 至 7 月份新增社融结构 (单位:亿元) | 7 |
| 图 8:历年 7 月份新增贷款结构 (单位:亿元) | 7 |
| 图 9:当年累计:历年 1 至 7 月份新增贷款结构 (单位:亿元) | 8 |
| 图 10:历年 7 月份新增存款结构 (单位:亿元) | 8 |
| 图 11:当年累计:历年 1 至 7 月份新增存款结构 (单位:亿元) | 9 |
| 图 12:月度分布:社会融资规模:当月值 (单位:亿元) | 9 |
| 图 13:月度分布:社会融资规模:新增人民币贷款 (单位:亿元) | 10 |
| 图 14:月度分布:社会融资规模:新增外币贷款 (单位:亿元) | 10 |
| 图 15:月度分布:社会融资规模:新增委托贷款 (单位:亿元) | 11 |
| 图 16:月度分布:社会融资规模:新增信托贷款 (单位:亿元) | 11 |
| 图 17:月度分布:社会融资规模:新增未贴现银行承兑汇票 (单位:亿元) | 12 |
| 图 18:月度分布:社会融资规模:企业债券融资 (单位:亿元) | 12 |
| 图 19:月度分布:社会融资规模:非金融企业境内股票融资:当月值 (单位:亿元) | 13 |
| 图 20:月度分布:社会融资规模:地方政府专项债:月度分布 (单位:亿元) | 13 |
| 图 21:月度分布:M0:当月增加值 (单位:亿元) | 14 |
| 图 22:月度分布:M1:当月增加值 (单位:亿元) | 14 |
| 图 23:月度分布:M2:当月增加值 (单位:亿元) | 15 |
| 图 24:月度分布:金融机构:新增人民币贷款:当月值 (单位:亿元) | 15 |
| 图 25:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:当月值 (单位:亿元) | 16 |
| 图 26:月度分布:新增人民币贷款:票据融资:当月值 (单位:亿元) | 16 |
| 图 27:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司:短期:当月值 (单位:亿元) | 17 |
| 图 28:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司:中长期:当月值 (单位:亿元) | 17 |
| 图 29:月度分布:新增人民币贷款:居民户:当月值 (单位:亿元) | 18 |
| 图 30:月度分布:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值 (单位:亿元) | 18 |
| 图 31:月度分布:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值 (单位:亿元) | 19 |
| 图 32:月度分布:新增人民币贷款:非银行业金融机构:当月值 (单位:亿元) | 19 |
| 图 33:月度分布:金融机构:新增人民币存款 (单位:亿元) | 20 |
| 图 34:月度分布:新增人民币存款:居民户:当月值 (单位:亿元) | 20 |
| 图 35:月度分布:新增人民币存款:非金融性公司:企业:当月值 (单位:亿元) | 21 |
| 图 36:月度分布:新增人民币存款:财政存款 (单位:亿元) | 21 |
| 图 37:月度分布:新增人民币存款:非银行业金融机构 (单位:亿元) | 22 |
| 图 38:月度分布:单位活期存款:当月增加值 (单位:亿元) | 22 |

图1:社融存量及存贷款同比增速 (单位:%)



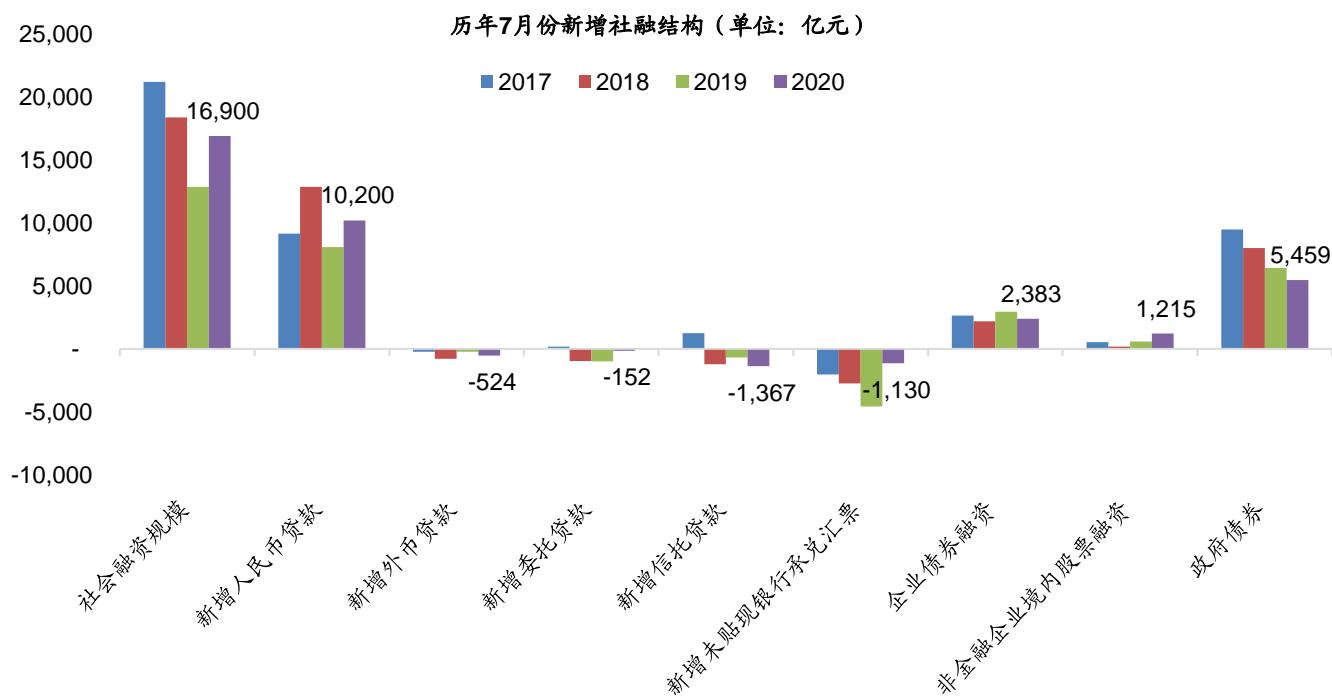
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图2:M1、M2增速及剪刀差 (单位:%)



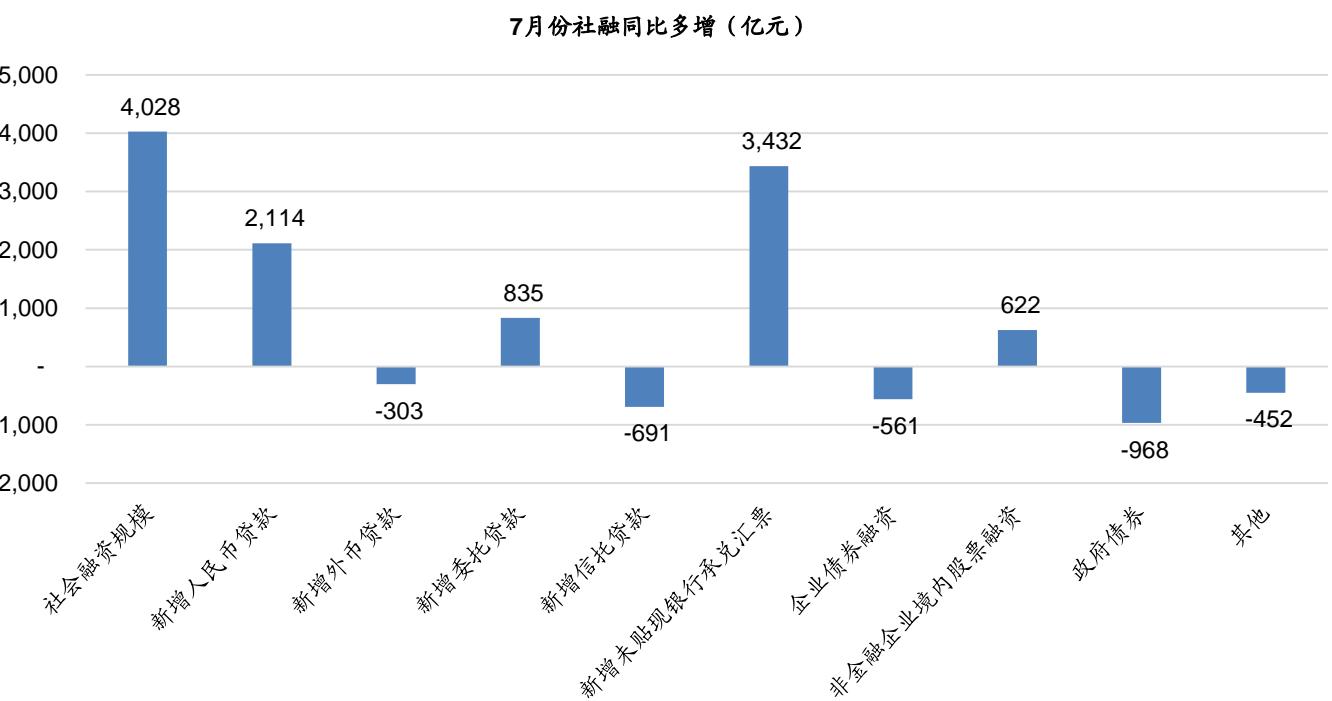
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图3:历年7月份新增社融结构 (单位:亿元)



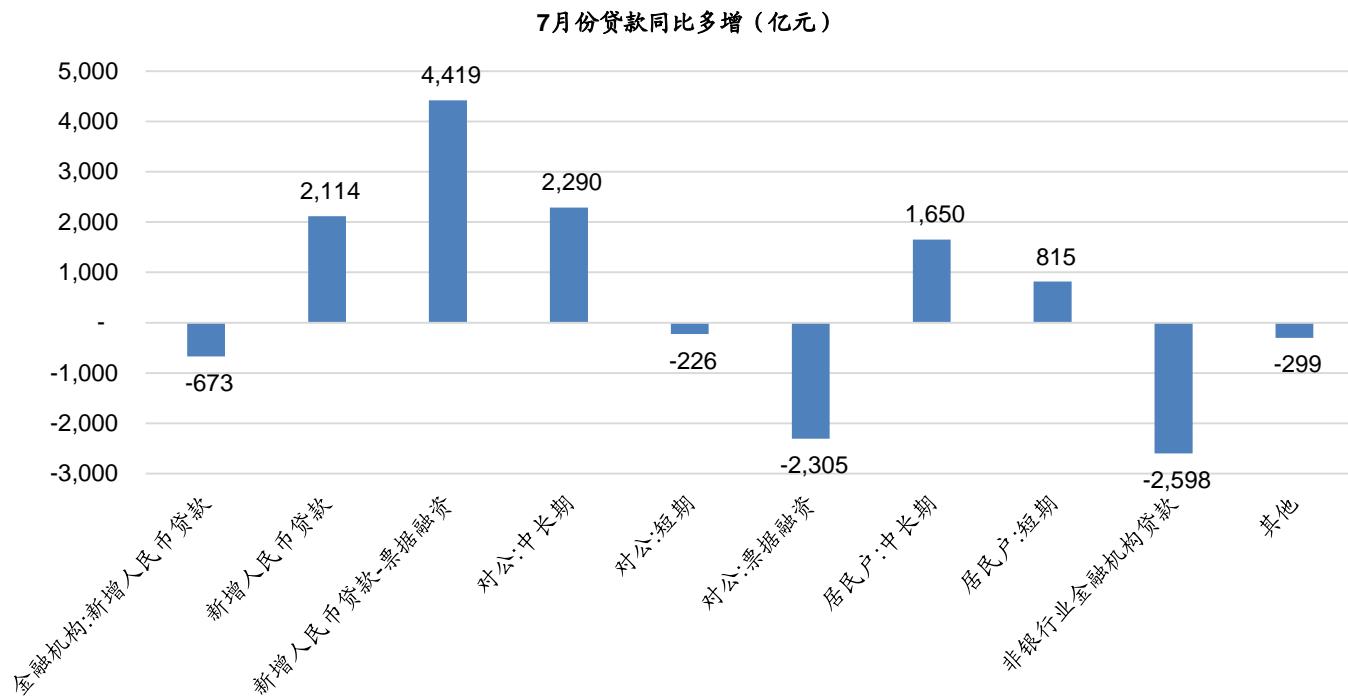
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图4: 7月份新增社融同比多增 (单位:亿元)



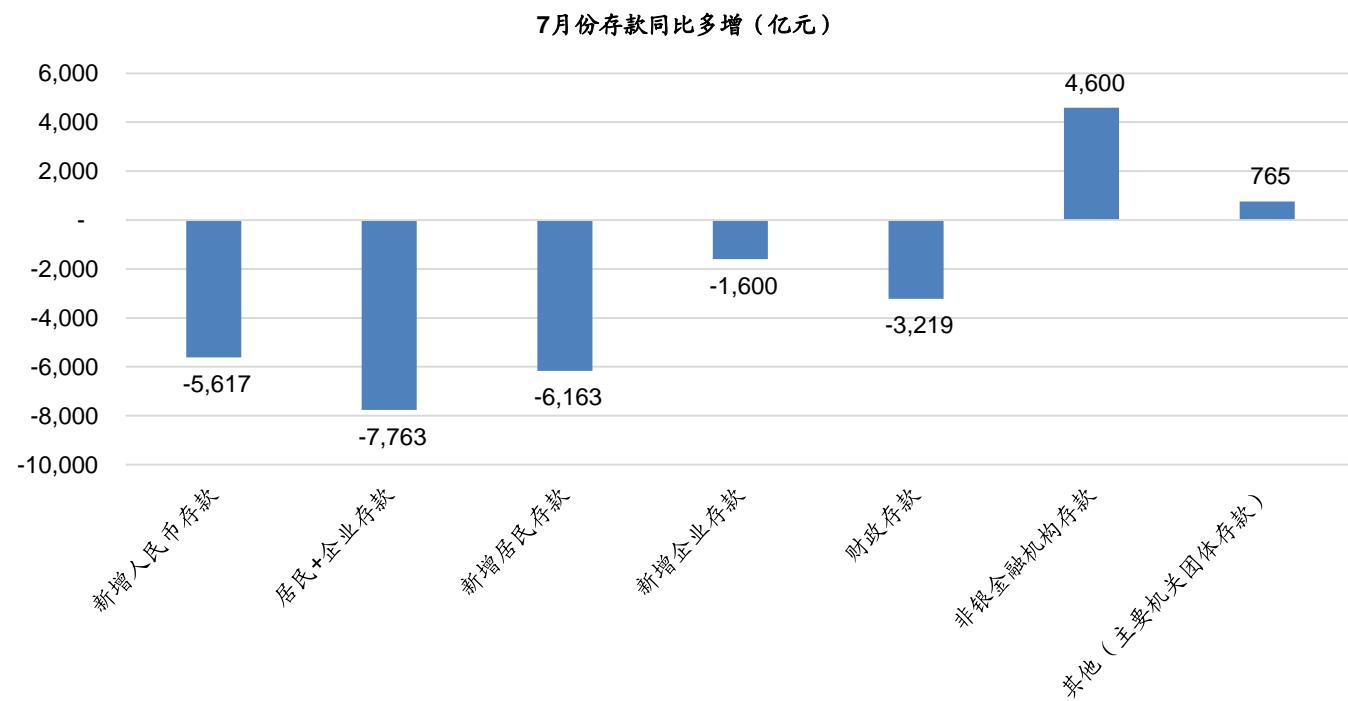
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图5: 7月份新增贷款同比多增 (单位:亿元)



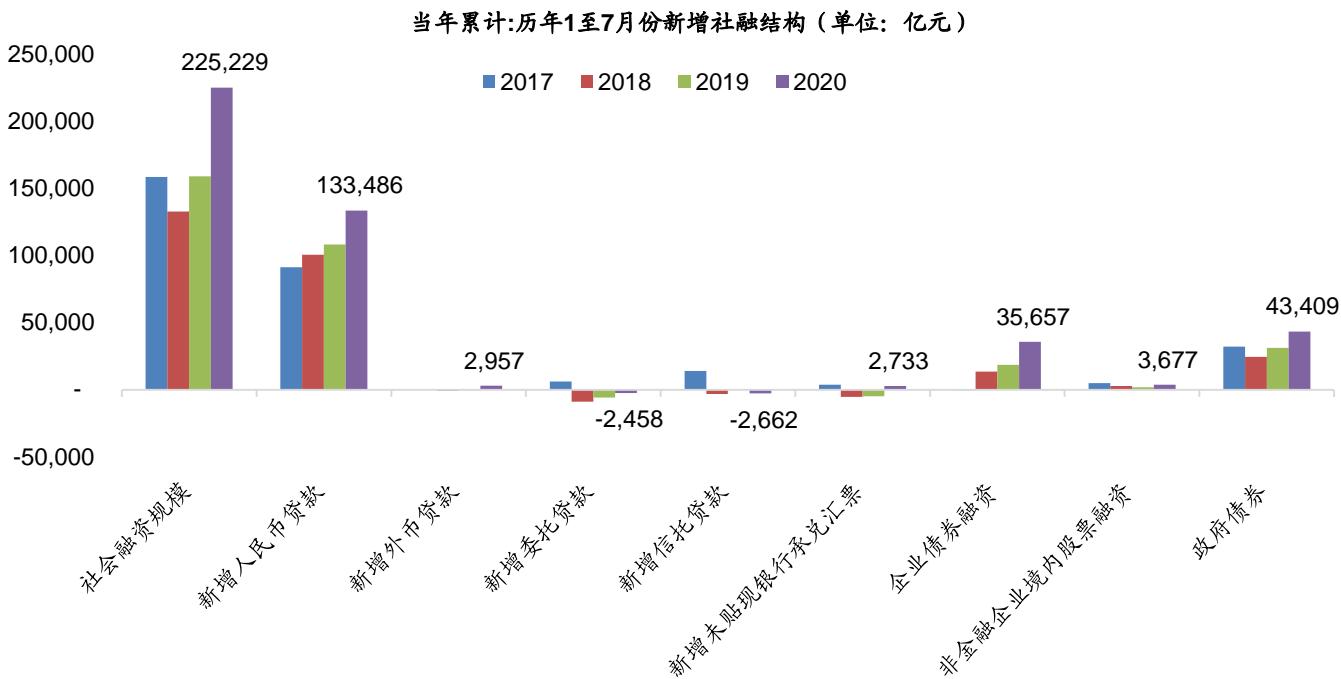
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图6: 7月份新增存款同比多增 (单位:亿元)



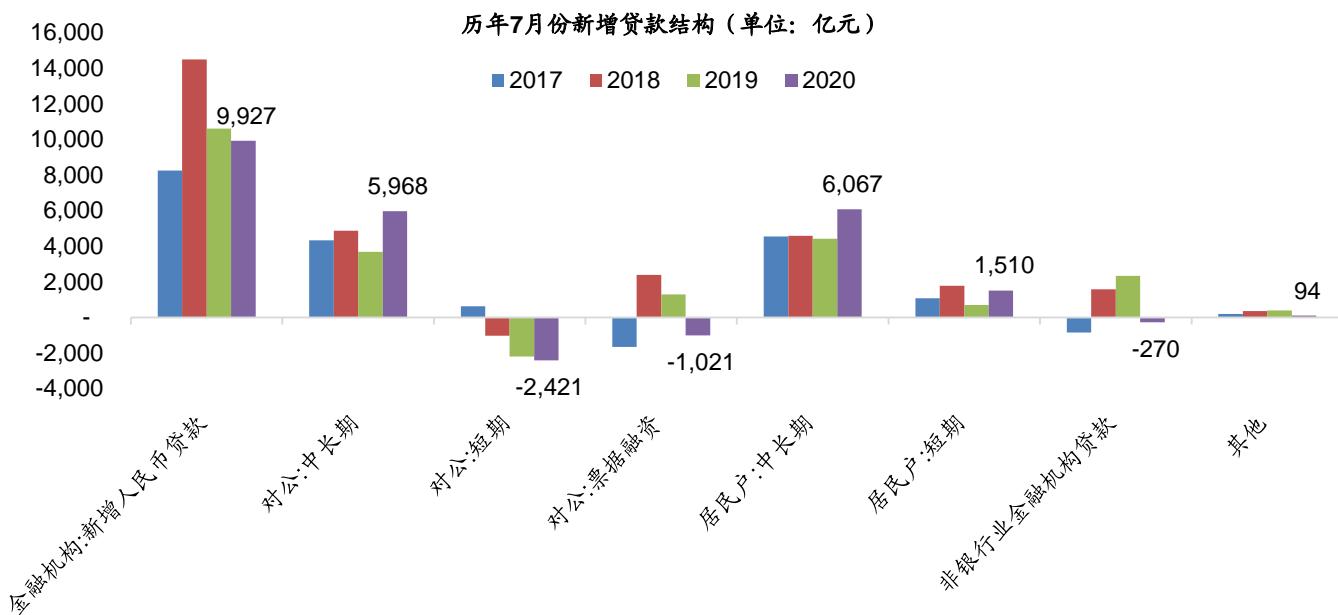
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图7: 当年累计: 历年1至7月份新增社融结构 (单位:亿元)



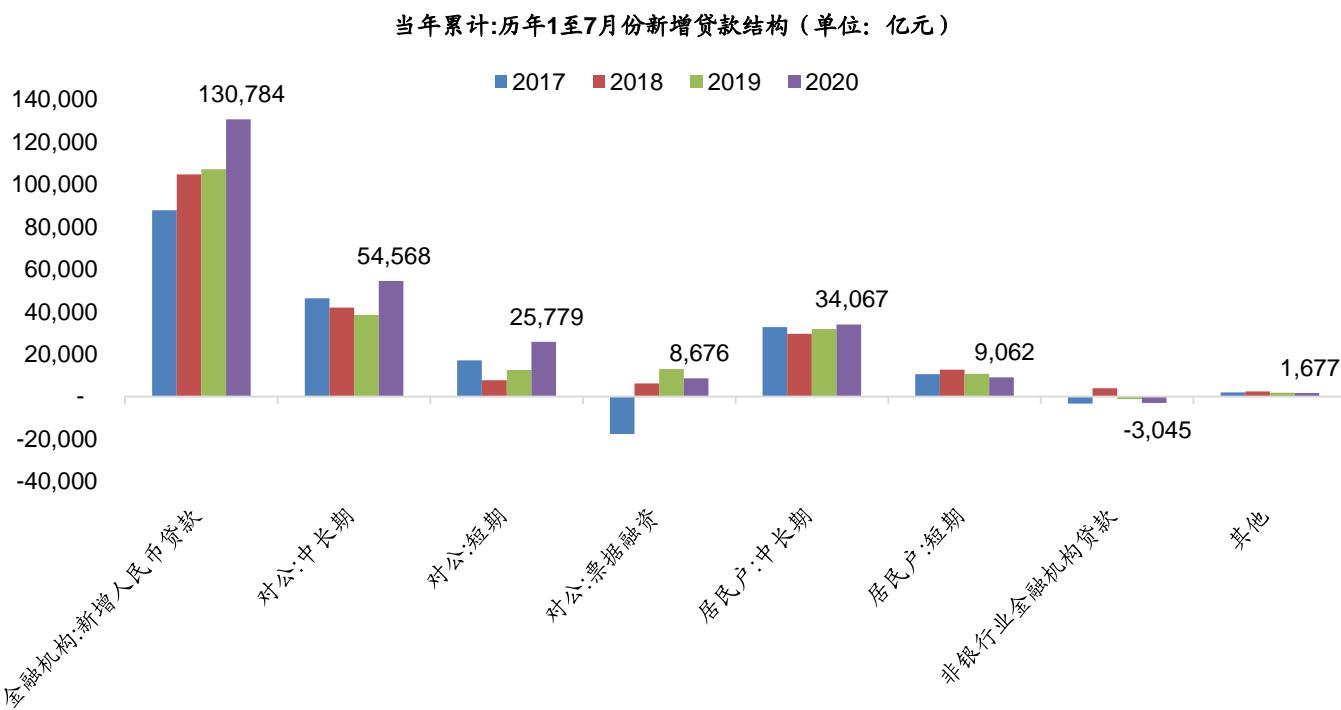
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图8:历年7月份新增贷款结构 (单位:亿元)



数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图9: 当年累计: 历年1至7月份新增贷款结构 (单位:亿元)



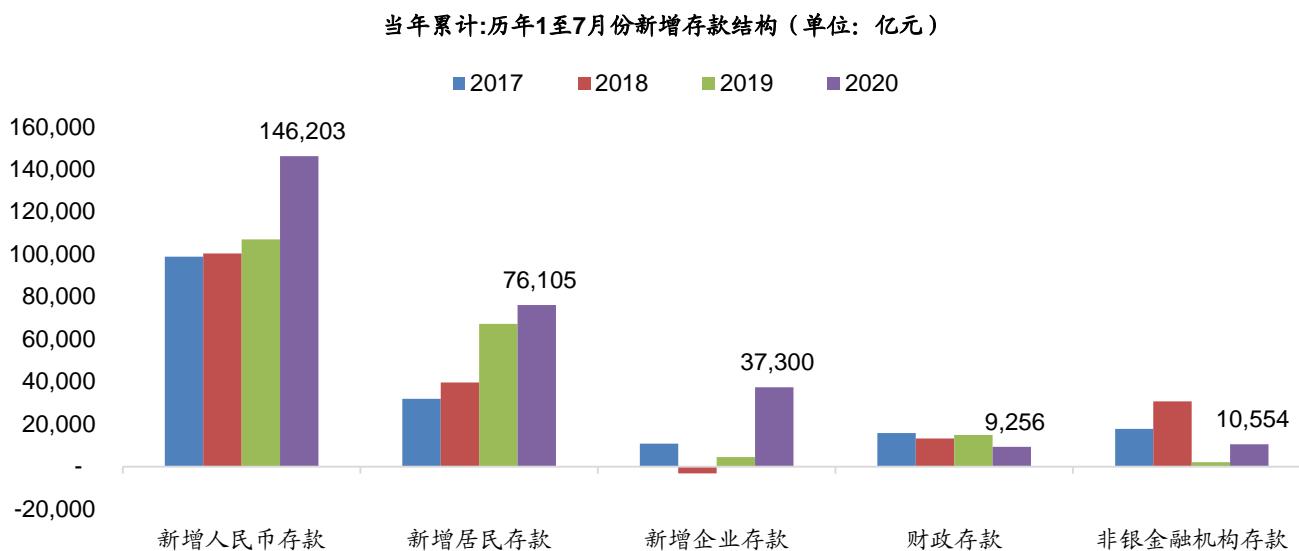
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图10:历年7月份新增存款结构 (单位:亿元)



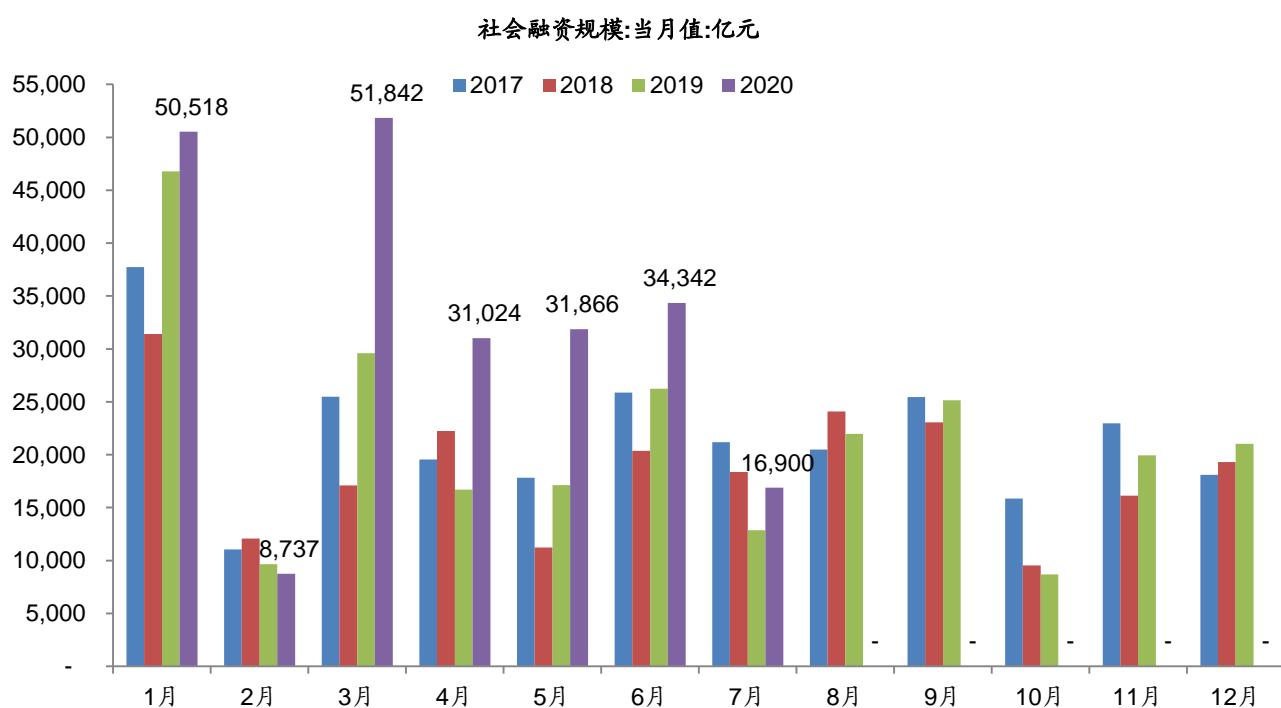
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图11: 当年累计: 历年1至7月份新增存款结构 (单位:亿元)



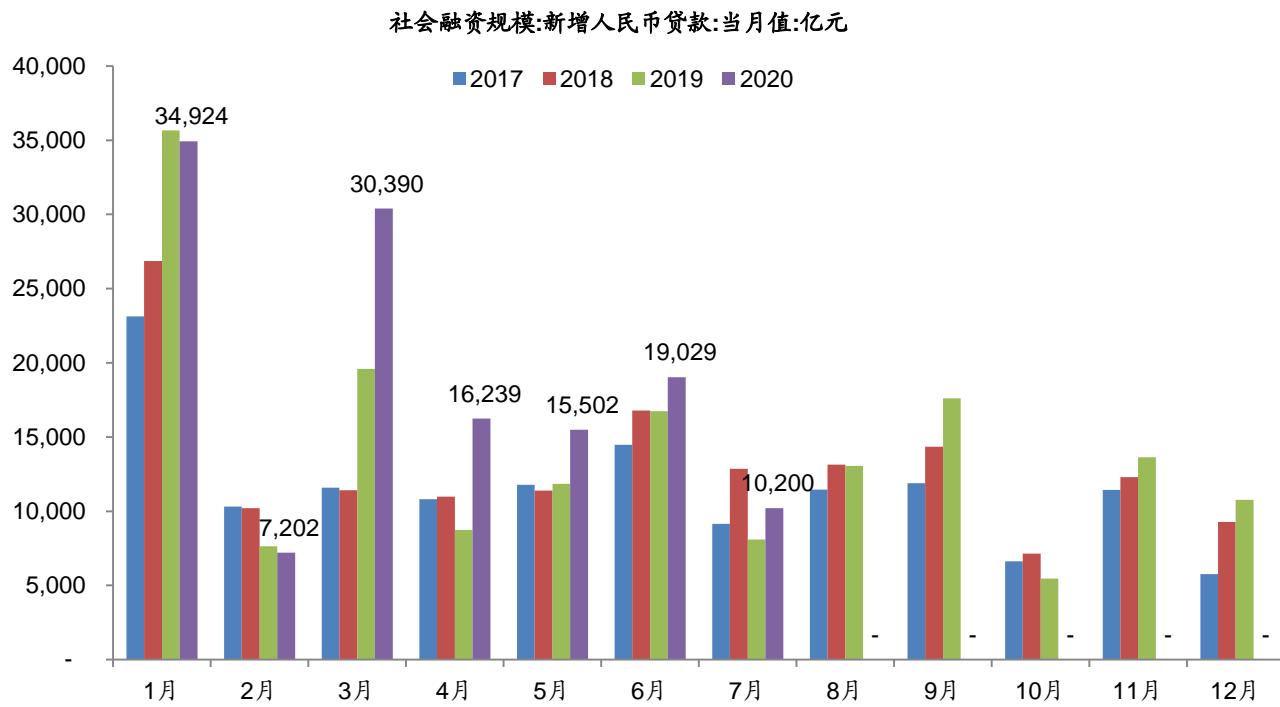
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图12:月度分布:社会融资规模:当月值 (单位:亿元)



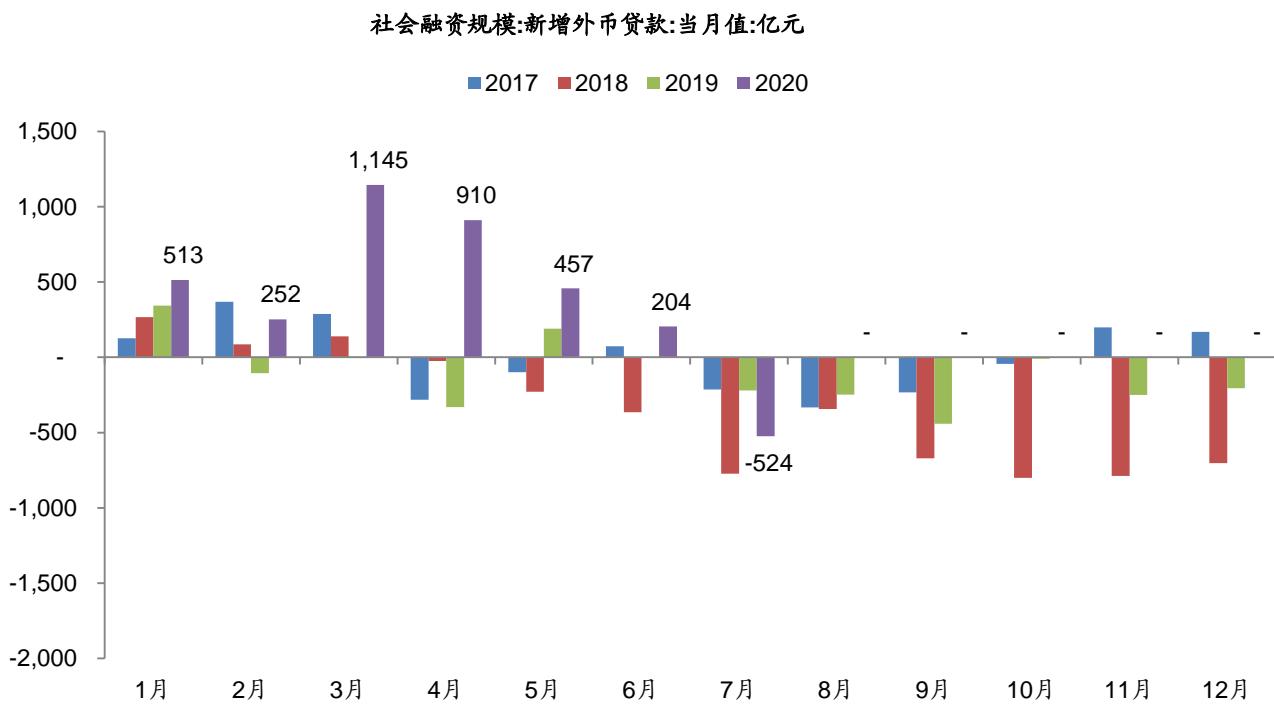
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图13:月度分布:社会融资规模:新增人民币贷款(单位:亿元)



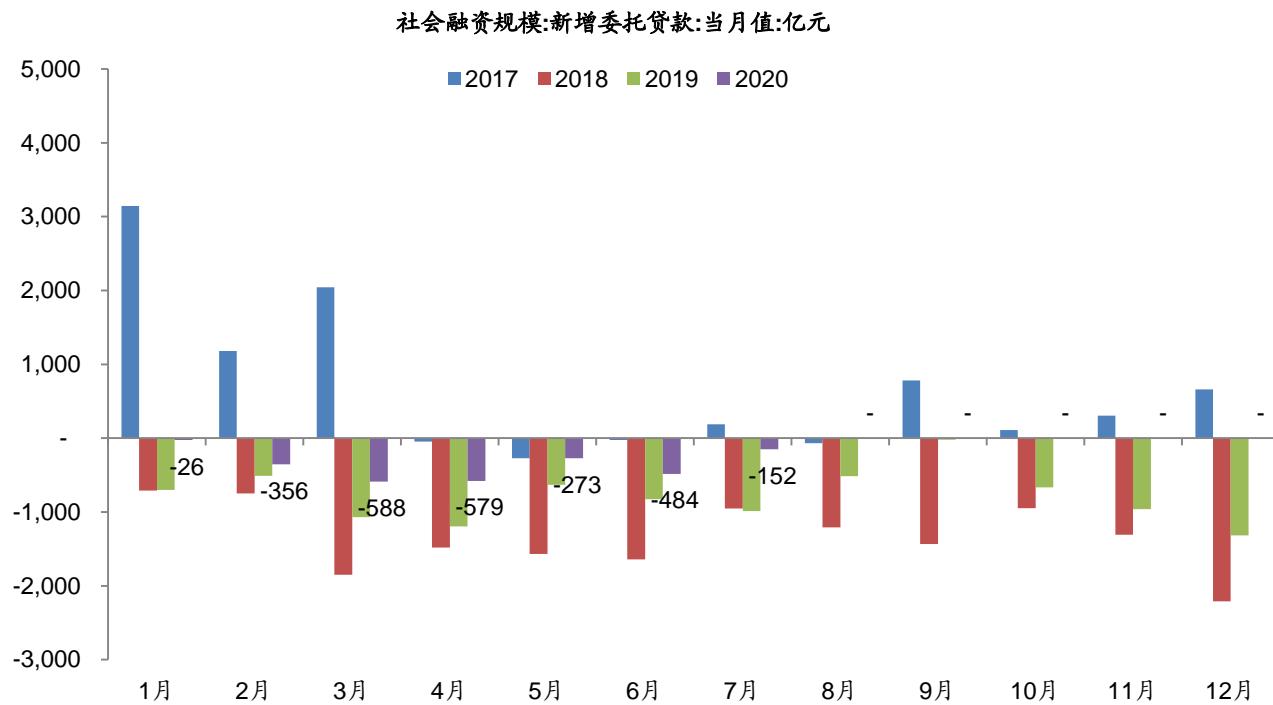
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图14:月度分布:社会融资规模:新增外币贷款(单位:亿元)



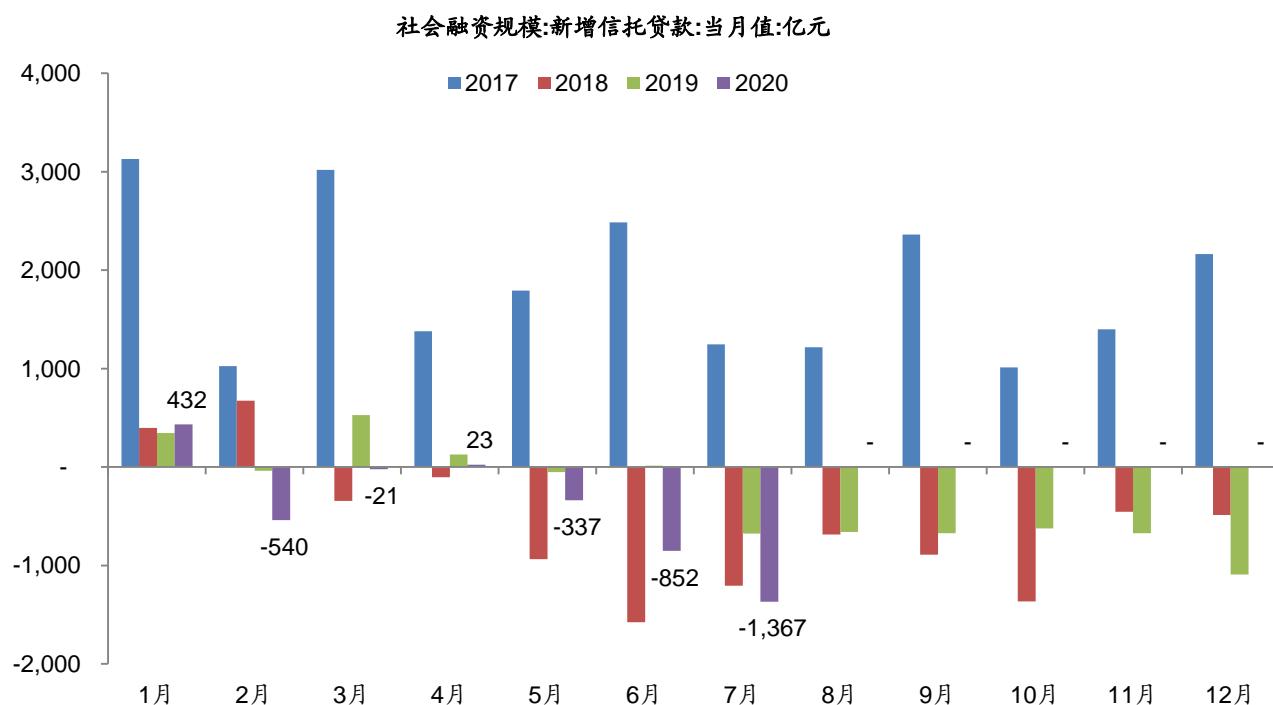
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图15:月度分布:社会融资规模:新增委托贷款(单位:亿元)



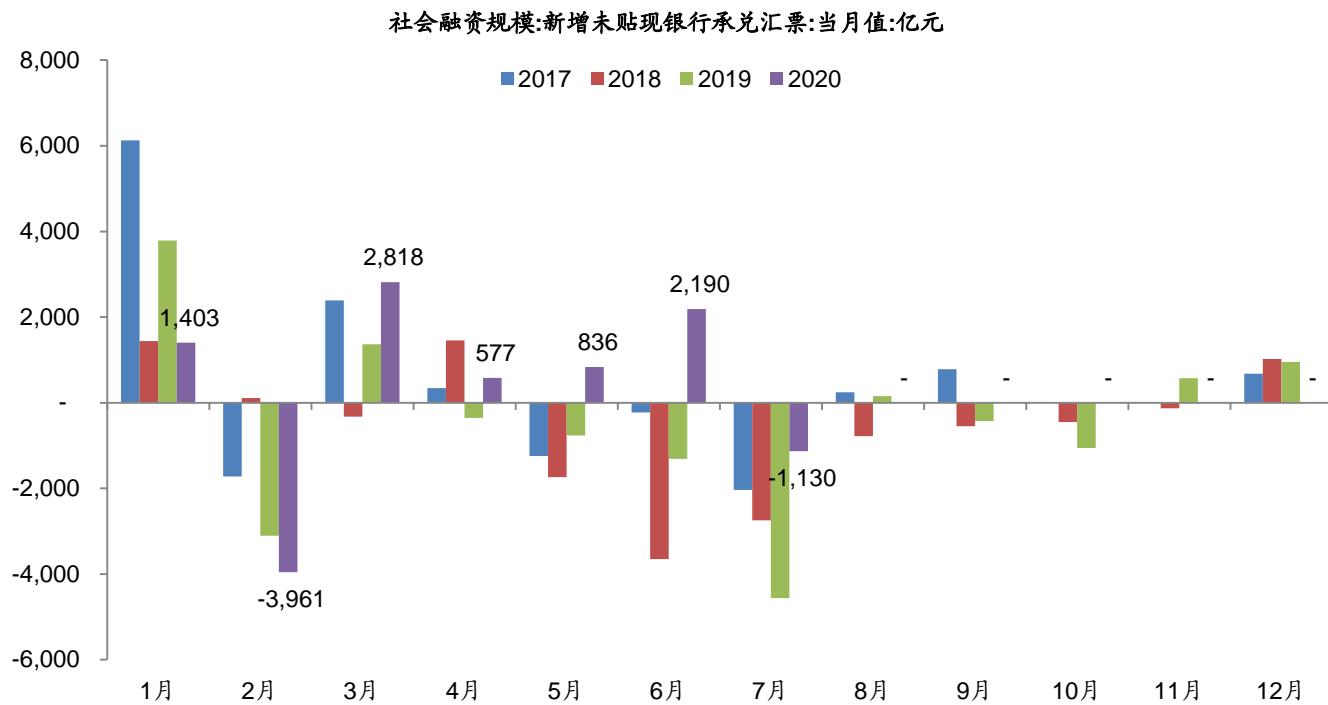
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图16:月度分布:社会融资规模:新增信托贷款(单位:亿元)



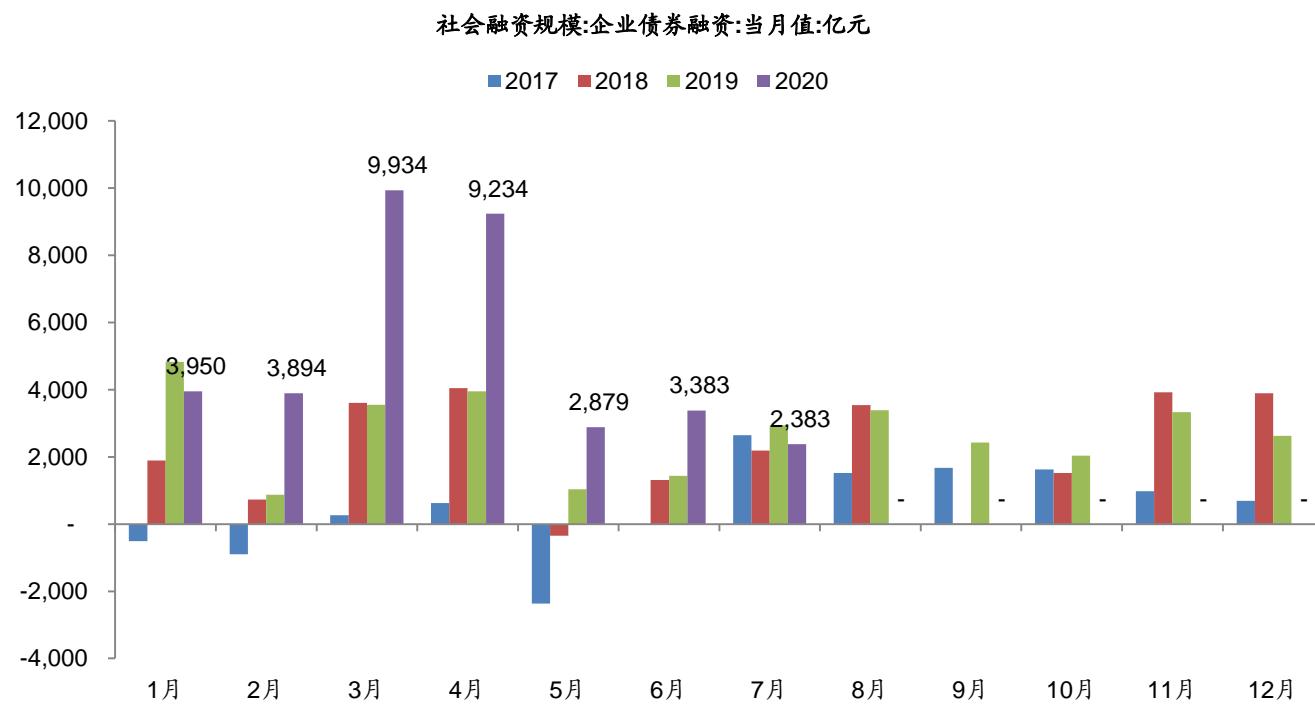
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图17:月度分布:社会融资规模:新增未贴现银行承兑汇票(单位:亿元)



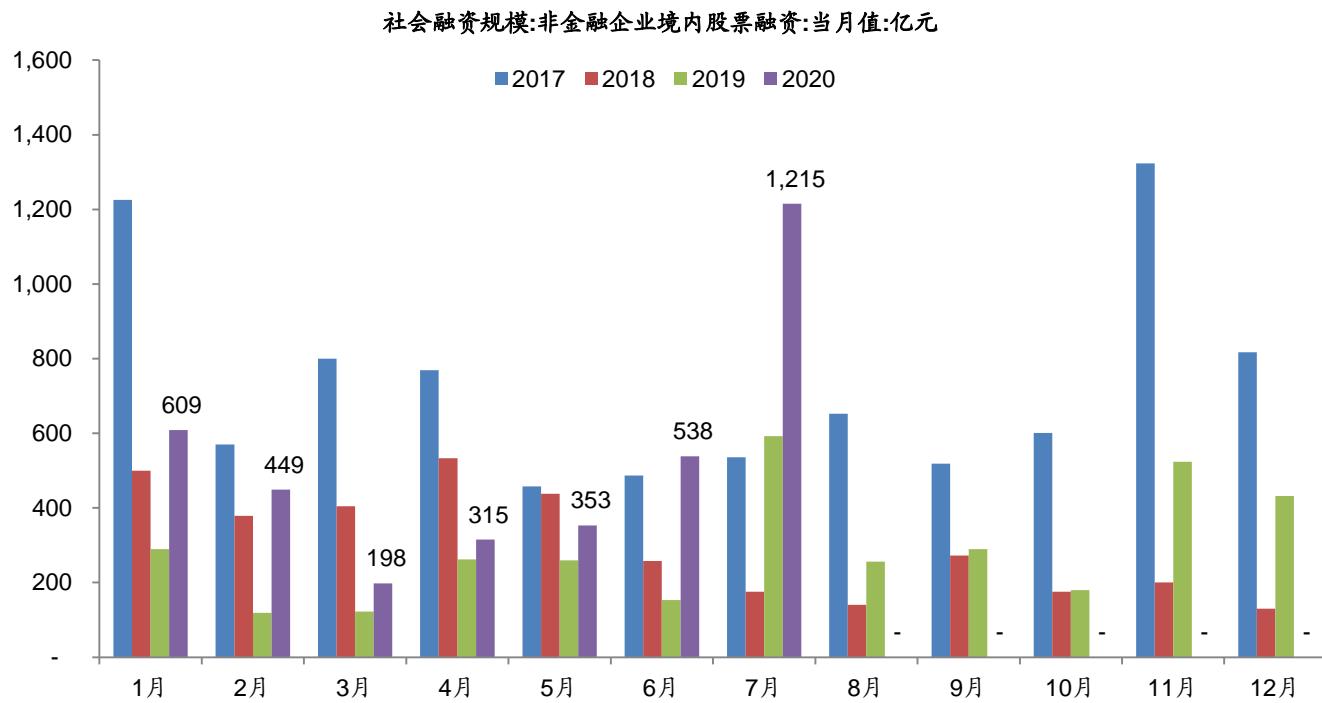
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图18:月度分布:社会融资规模:企业债券融资(单位:亿元)



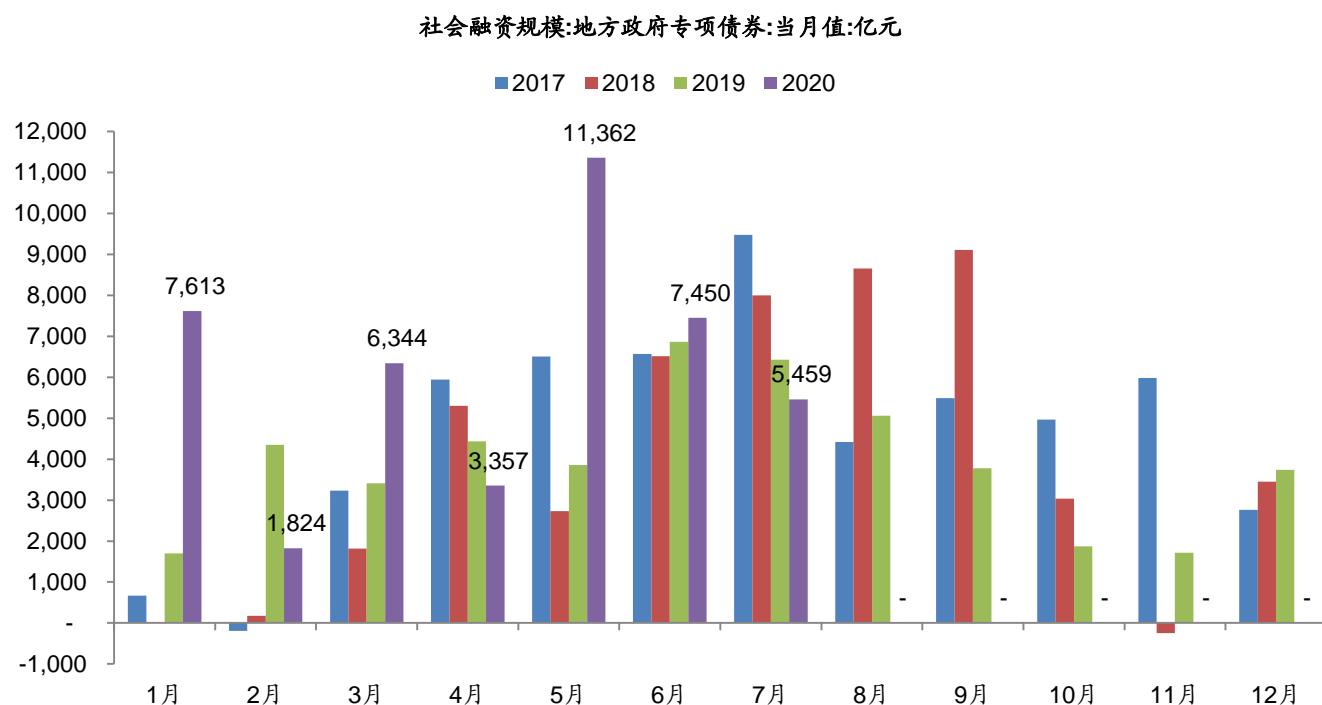
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图19:月度分布:社会融资规模:非金融企业境内股票融资:当月值 (单位:亿元)



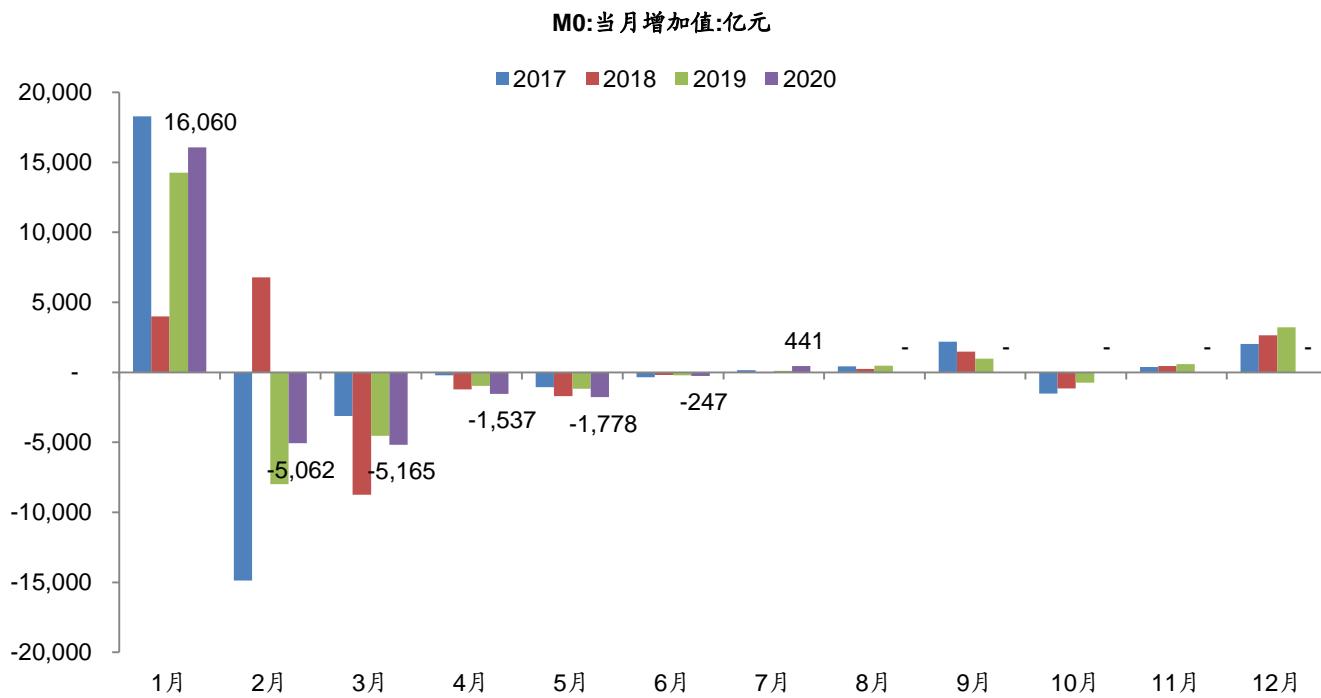
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图20:月度分布:社会融资规模:地方政府专项债:月度分布 (单位:亿元)



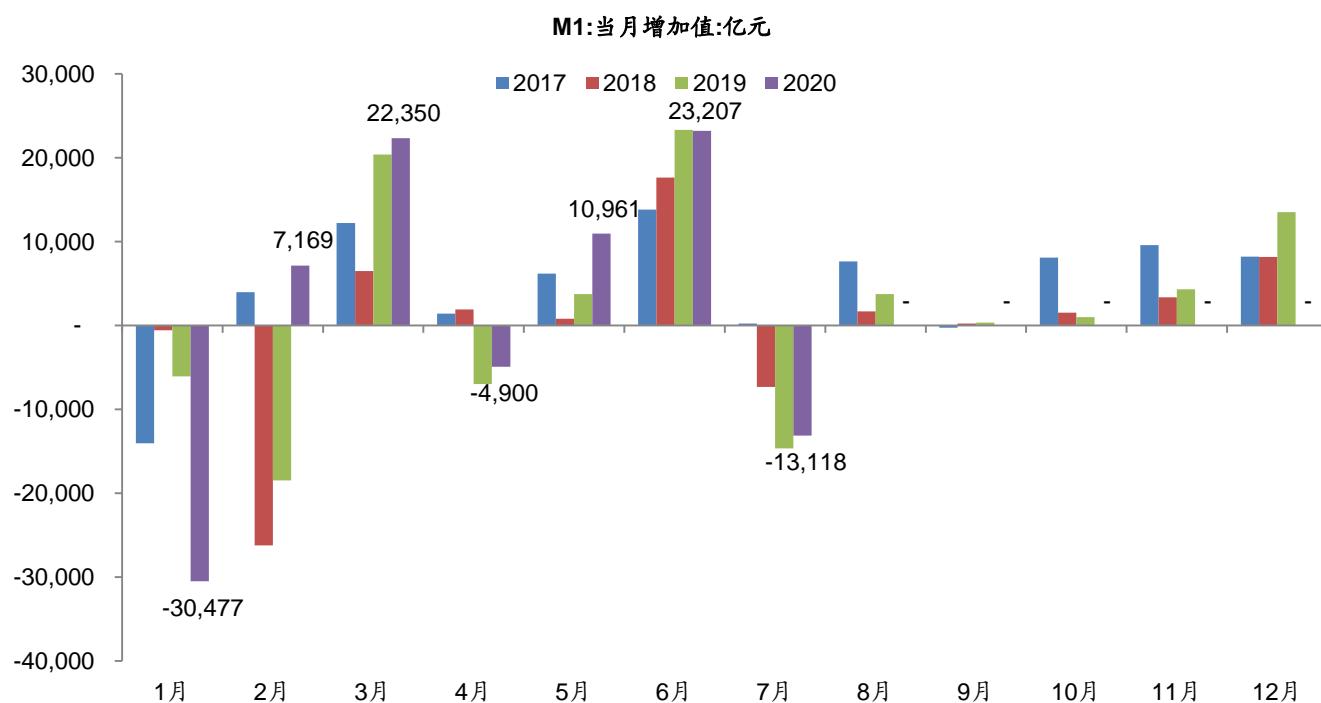
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图21:月度分布:M0:当月增加值(单位:亿元)



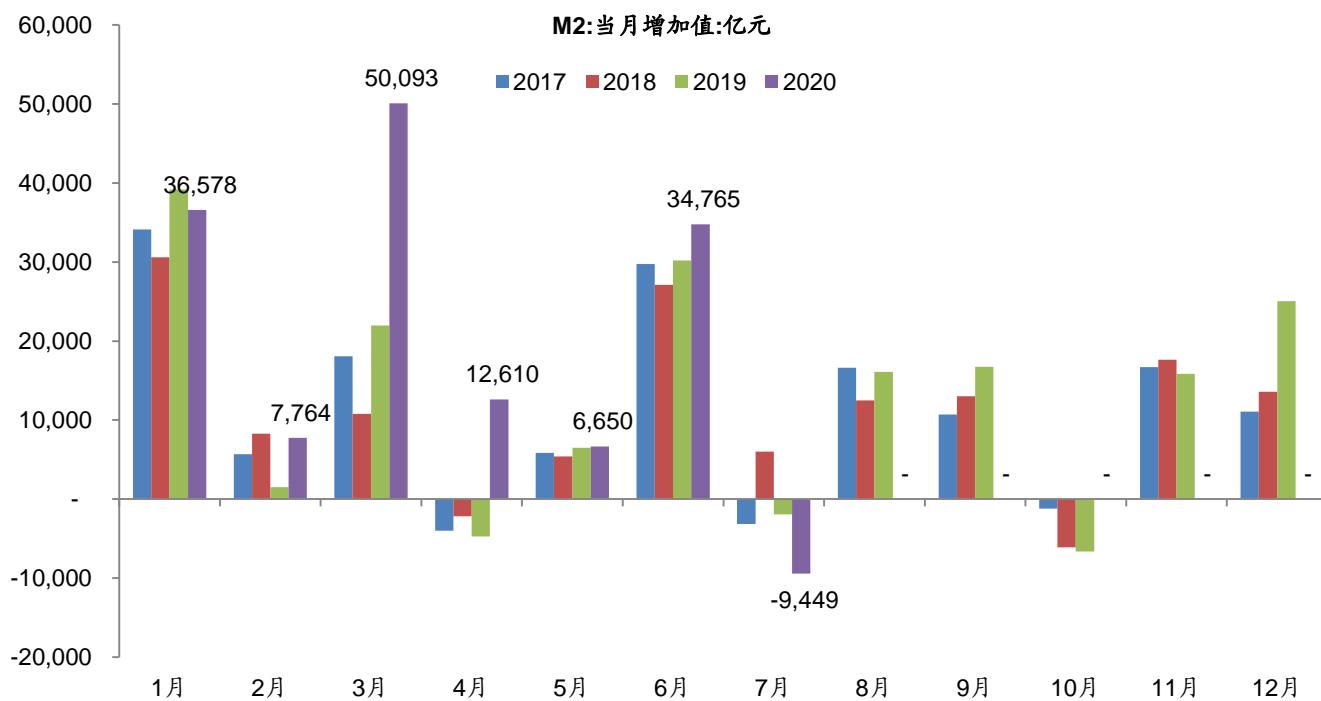
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图22:月度分布:M1:当月增加值(单位:亿元)



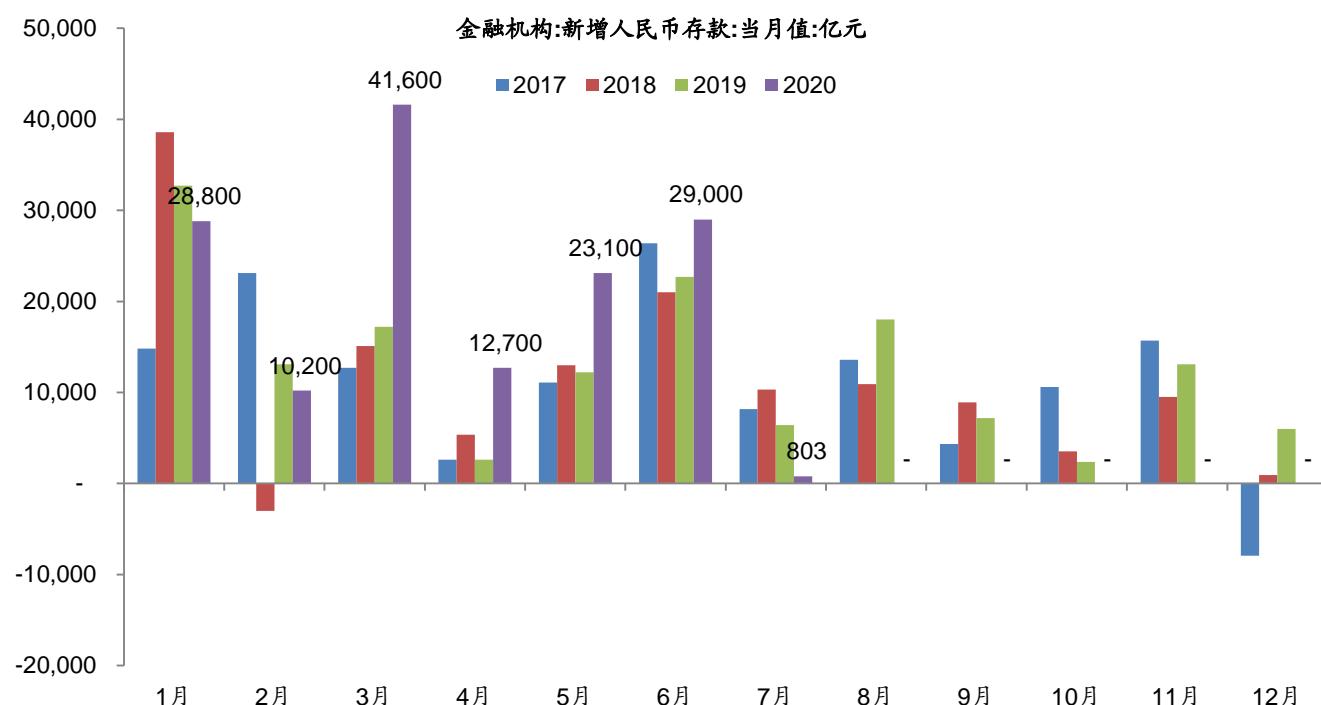
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图23:月度分布:M2:当月增加值(单位:亿元)



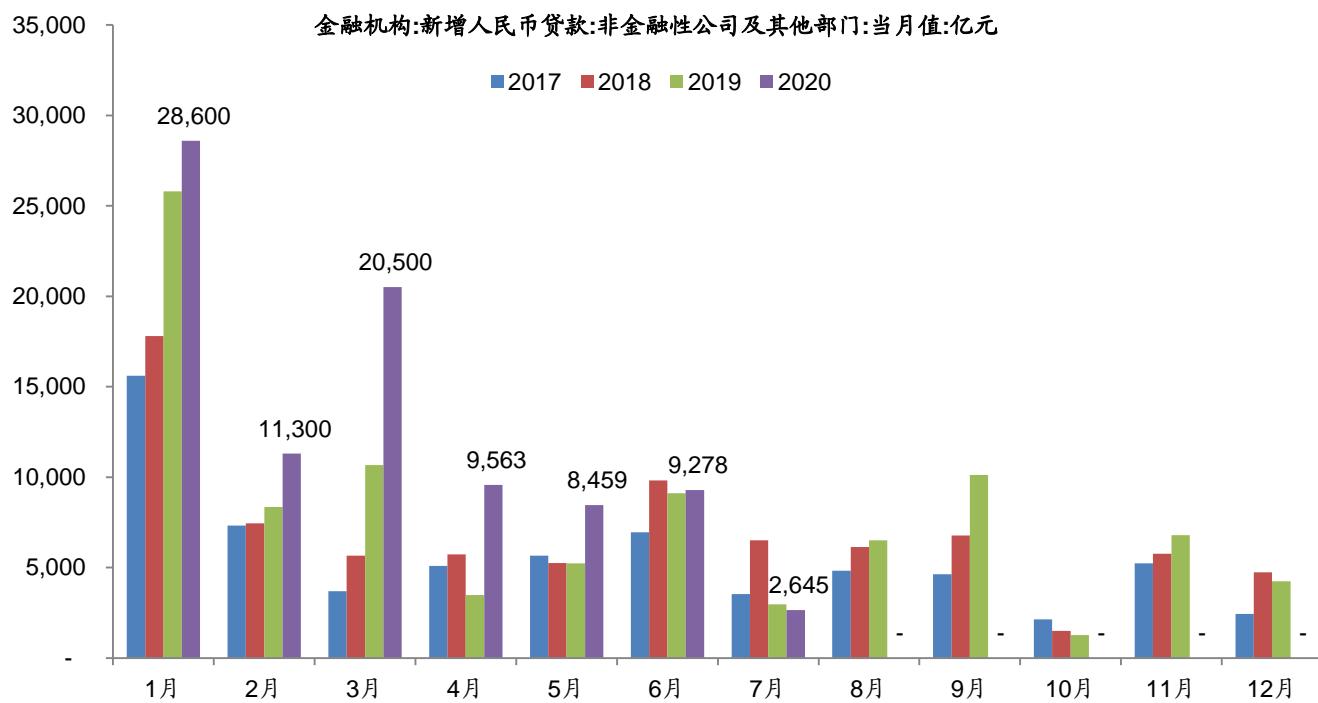
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图24:月度分布:金融机构:新增人民币存款:当月值(单位:亿元)



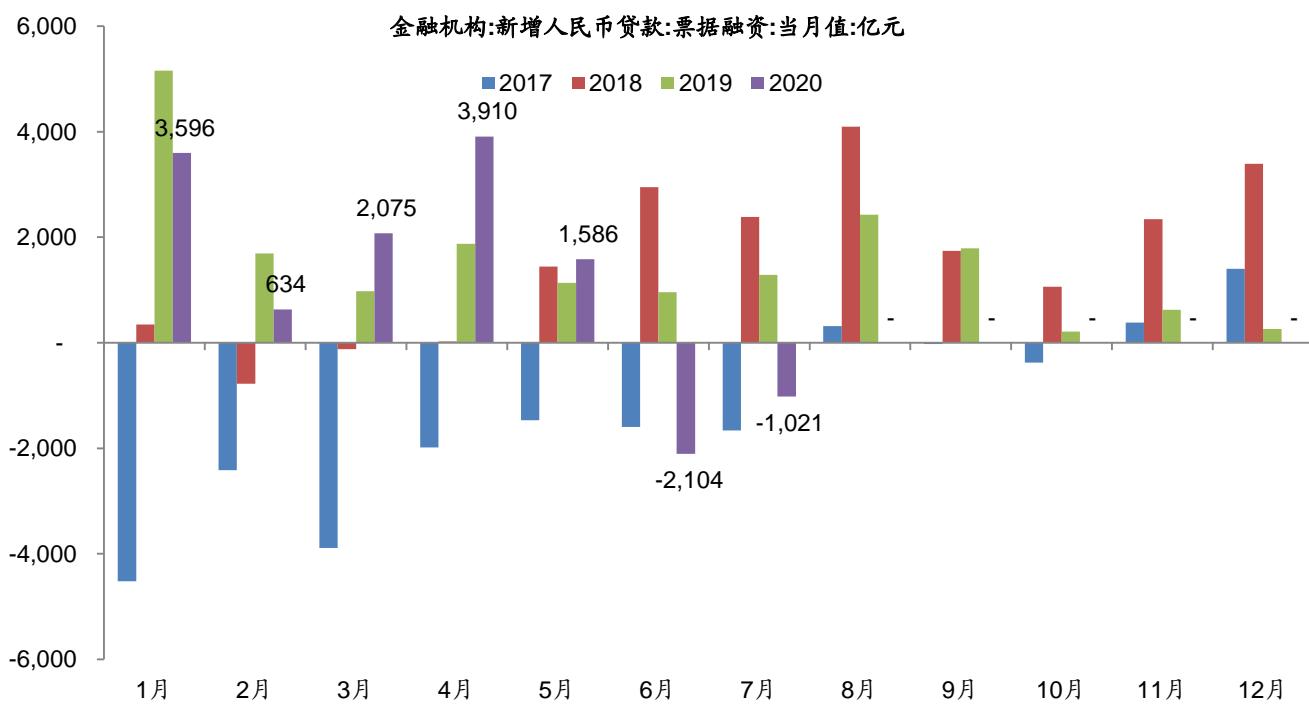
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图25:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:当月值(单位:亿元)



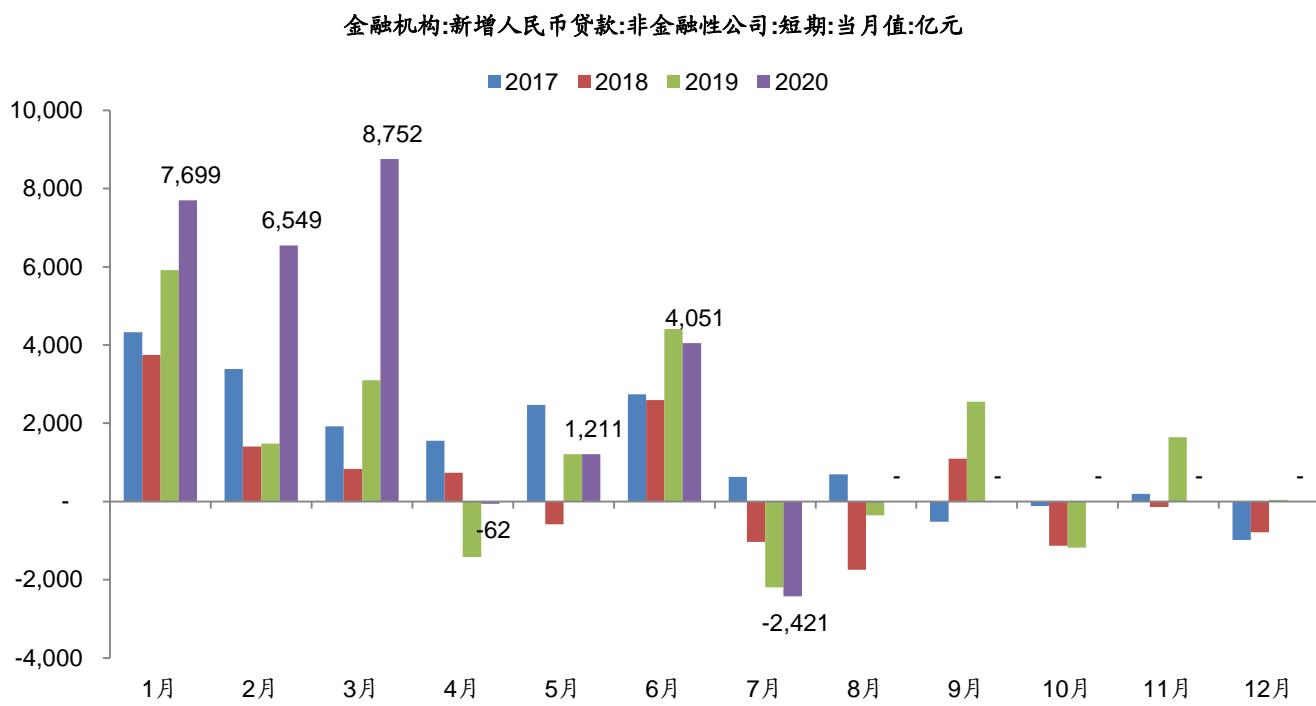
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图26:月度分布:新增人民币贷款:票据融资:当月值(单位:亿元)



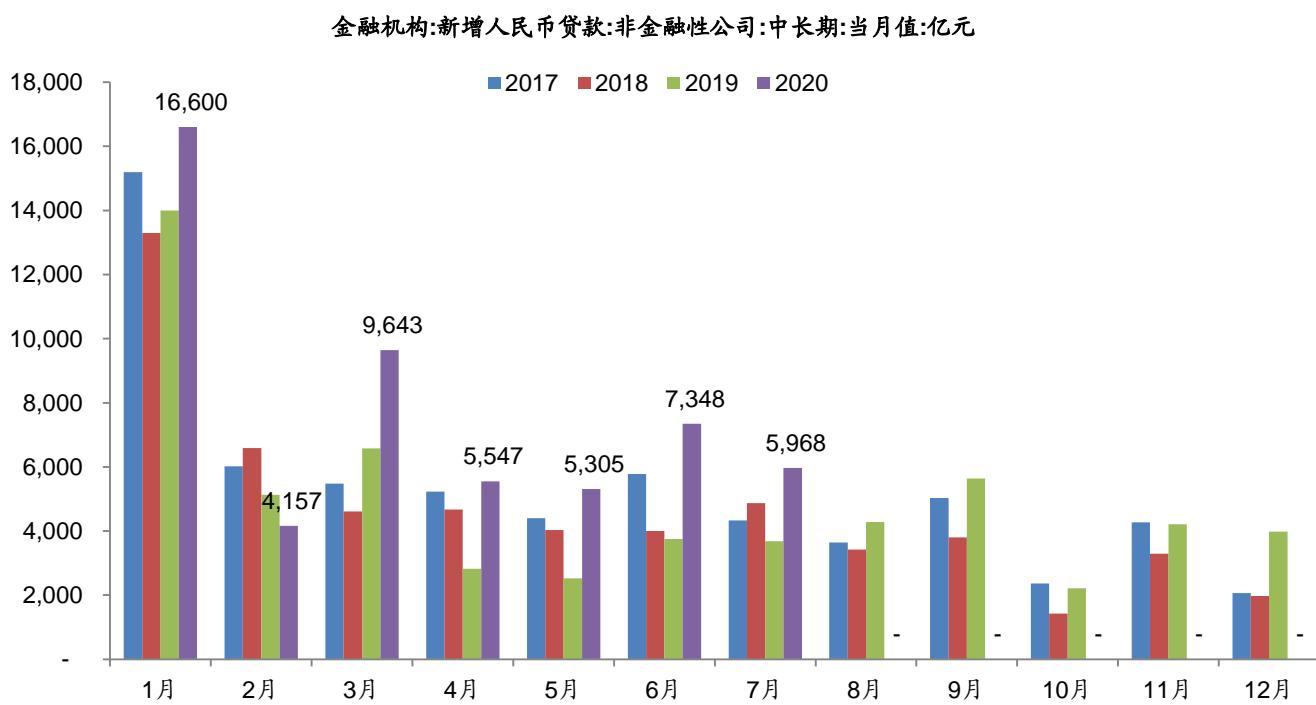
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图27:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司:短期:当月值(单位:亿元)



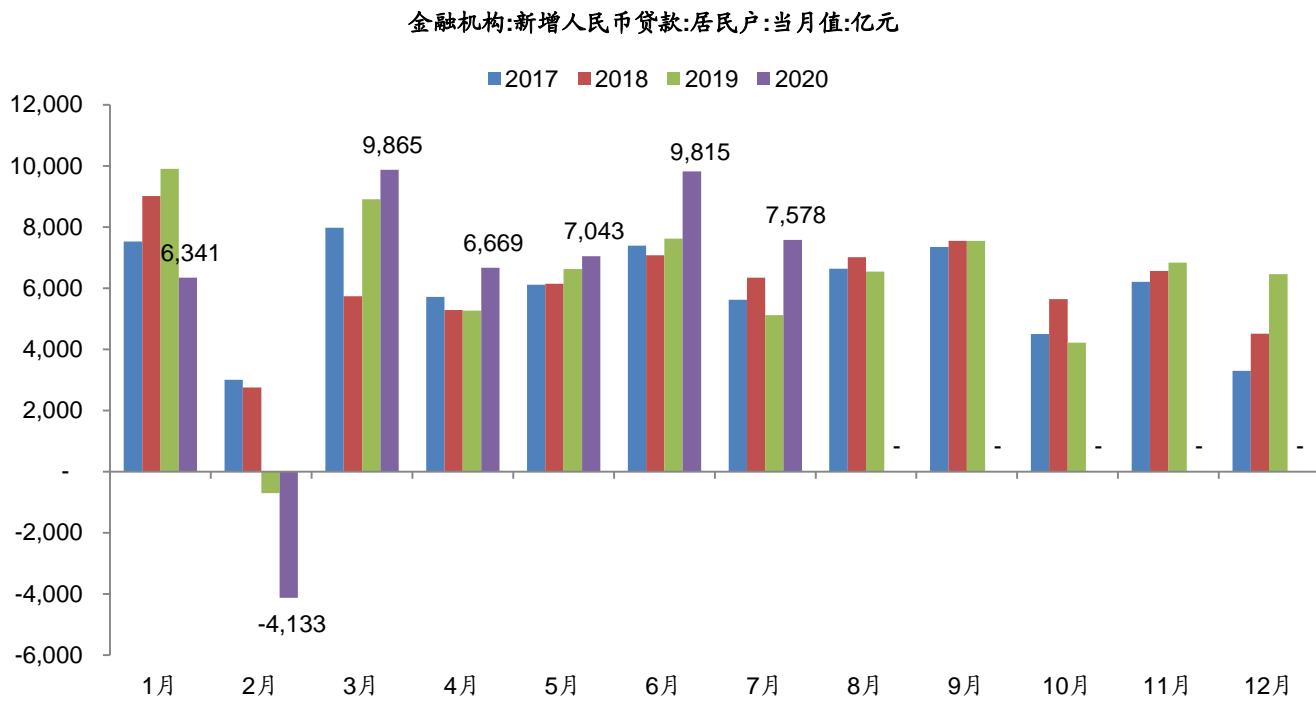
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图28:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司:中长期:当月值(单位:亿元)



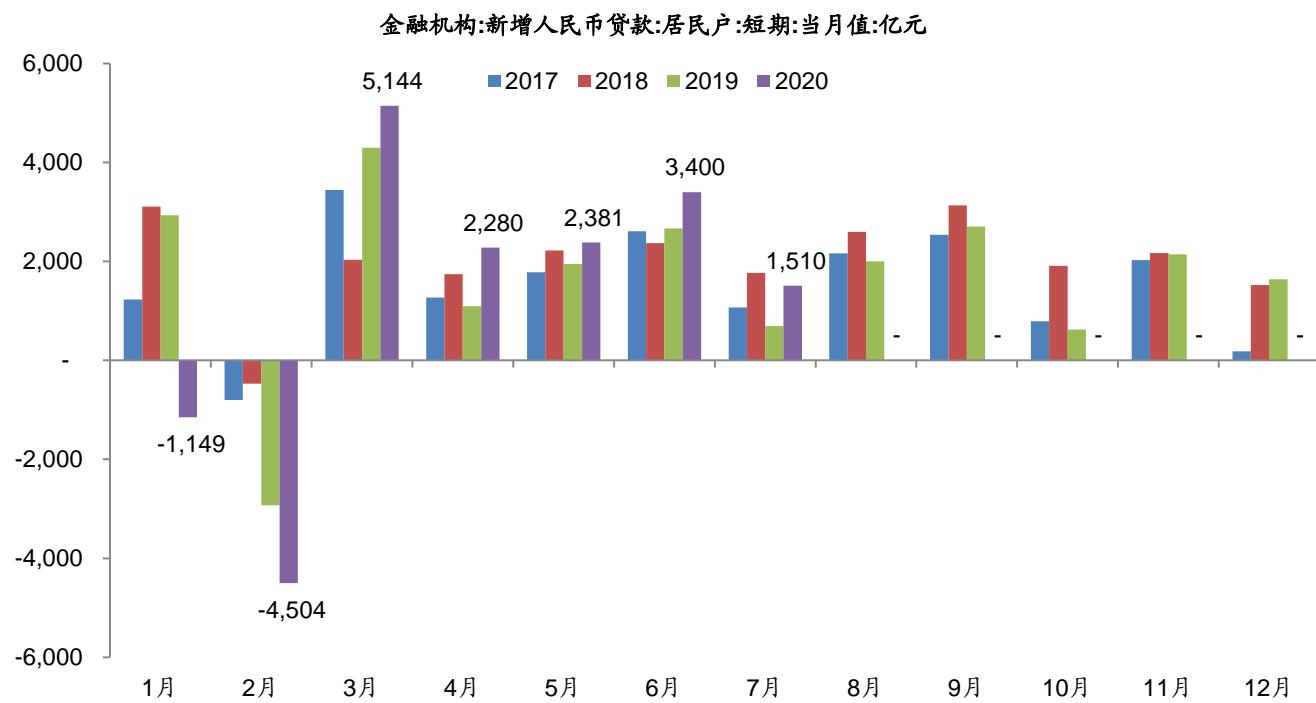
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图29:月度分布:新增人民币贷款:居民户:当月值 (单位:亿元)



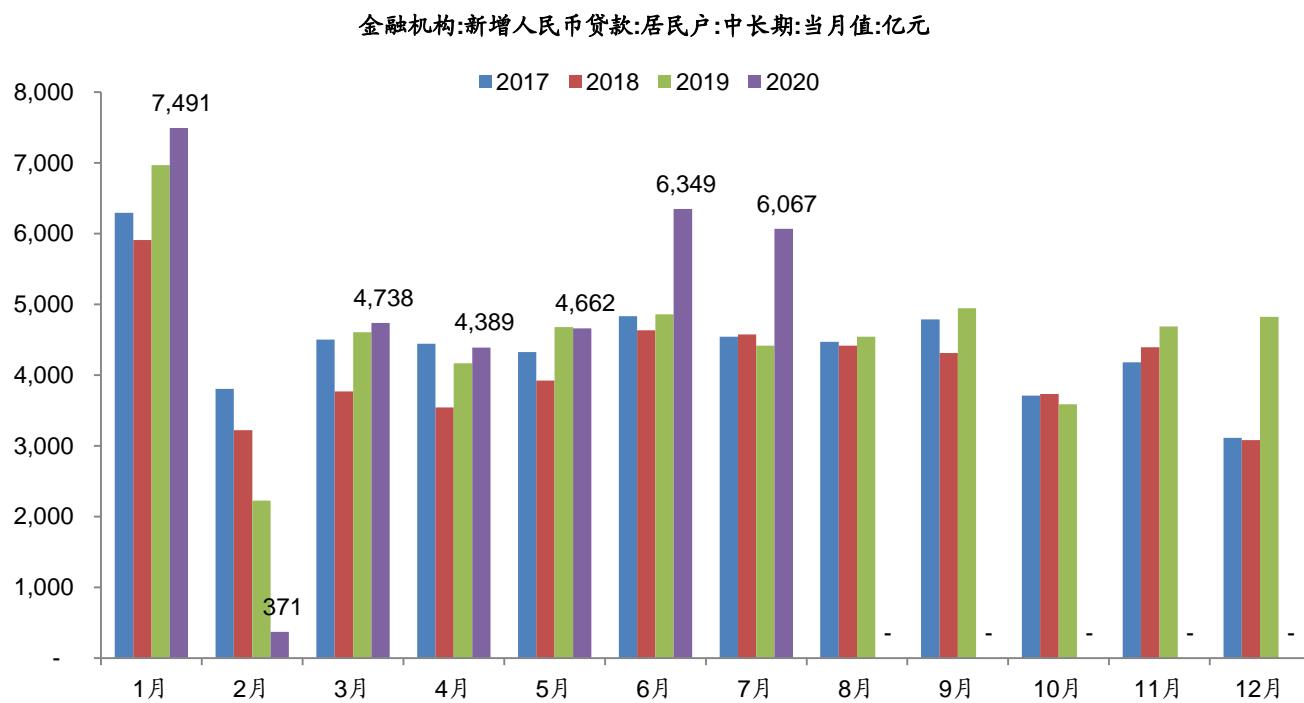
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图30:月度分布:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值 (单位:亿元)



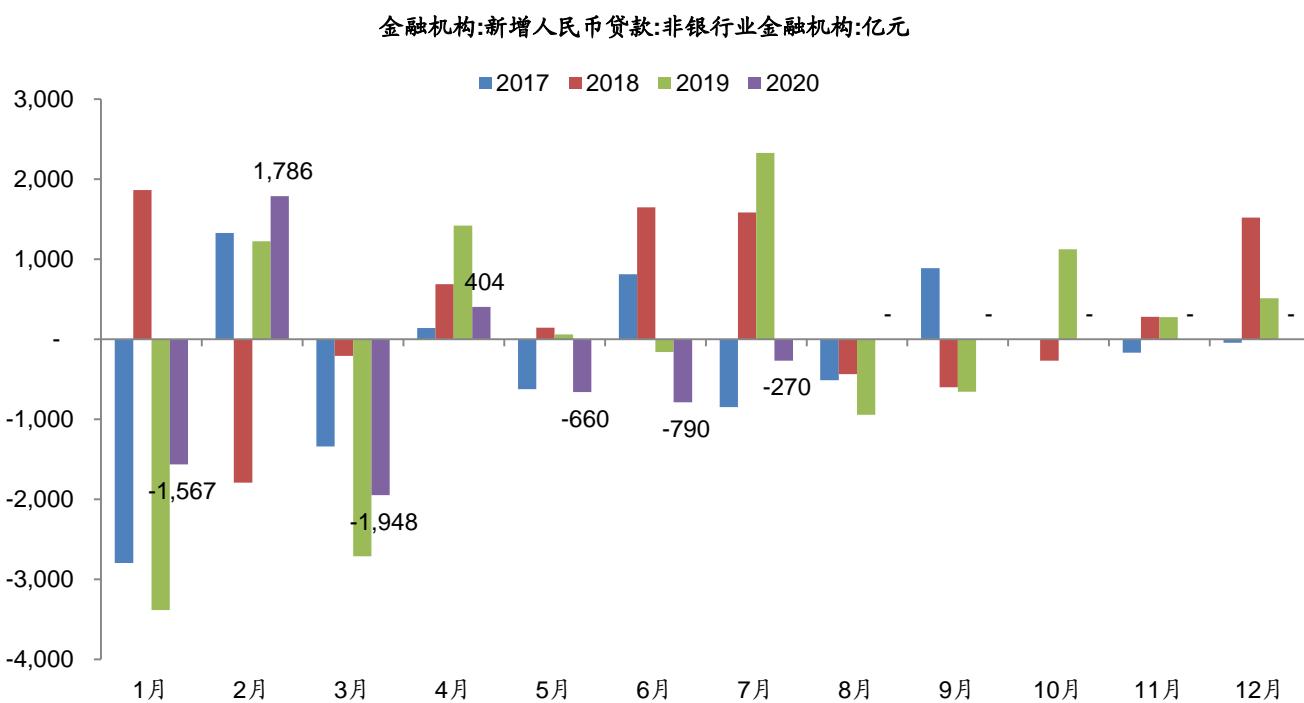
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图31:月度分布:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值(单位:亿元)



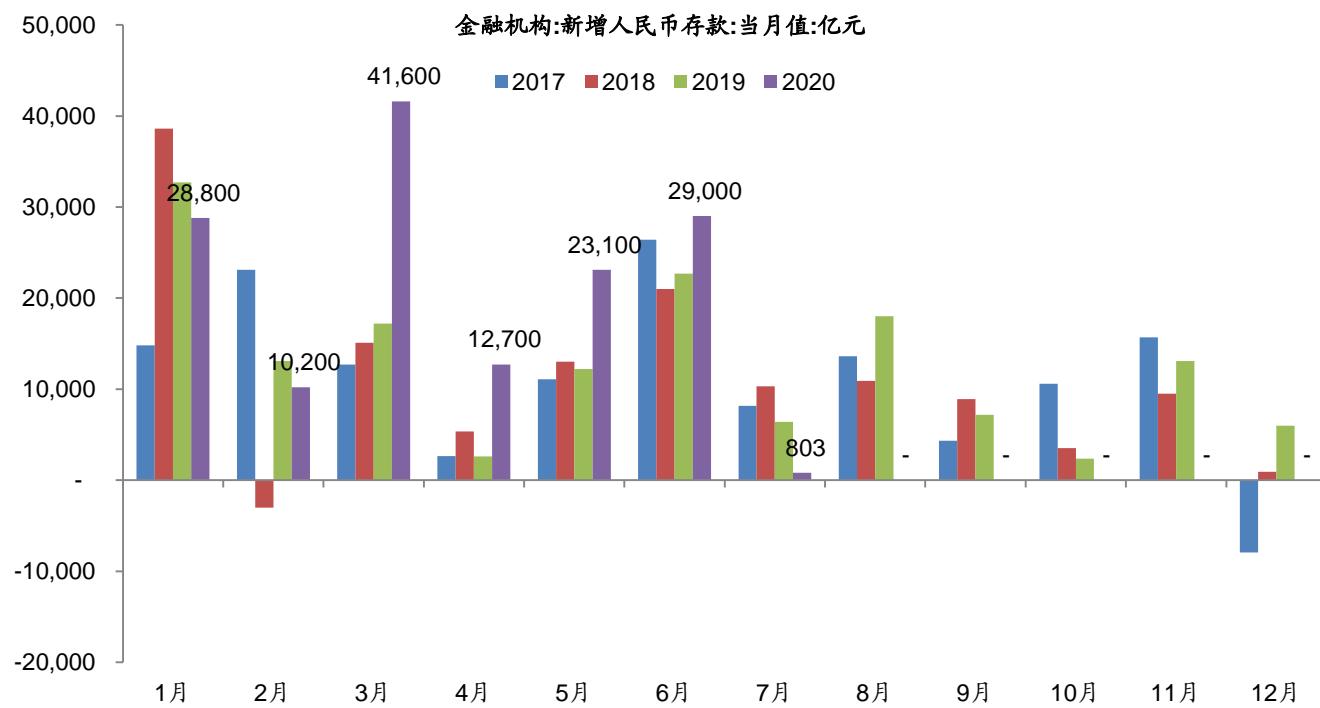
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图32:月度分布:新增人民币贷款:非银行业金融机构:当月值(单位:亿元)



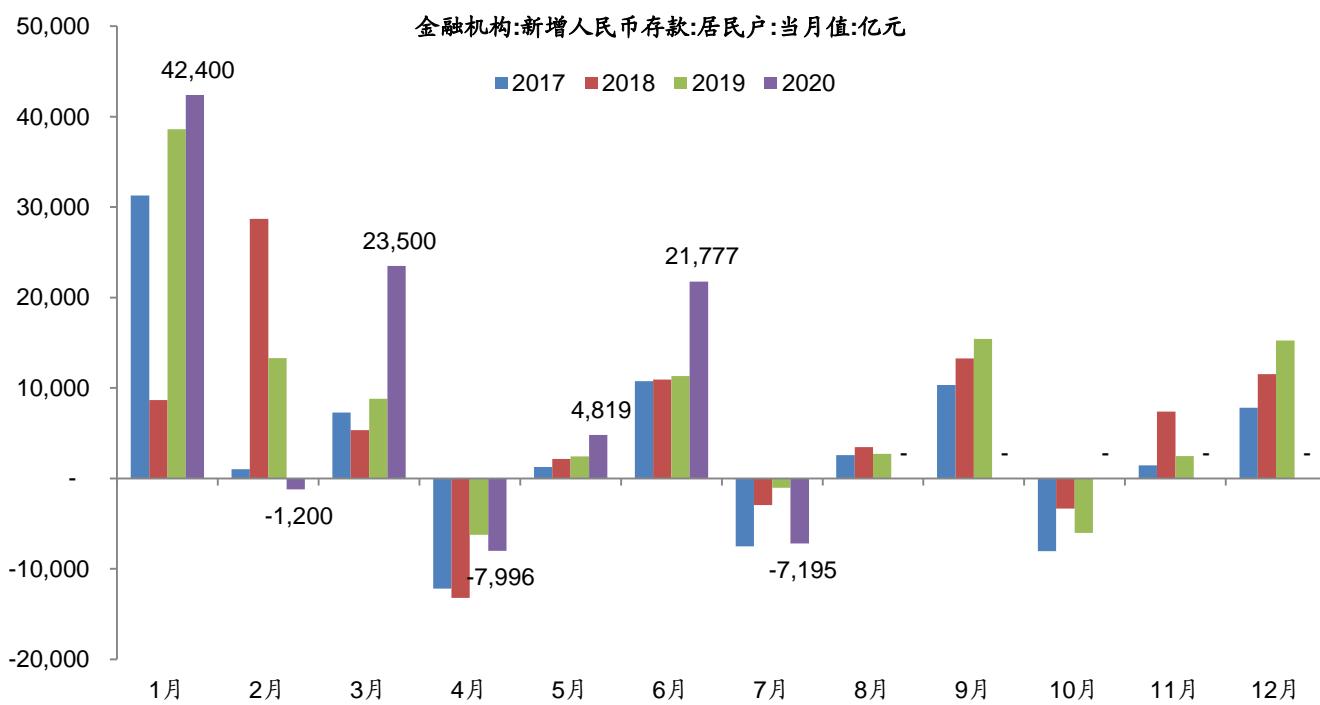
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图33:月度分布:金融机构:新增人民币存款 (单位:亿元)



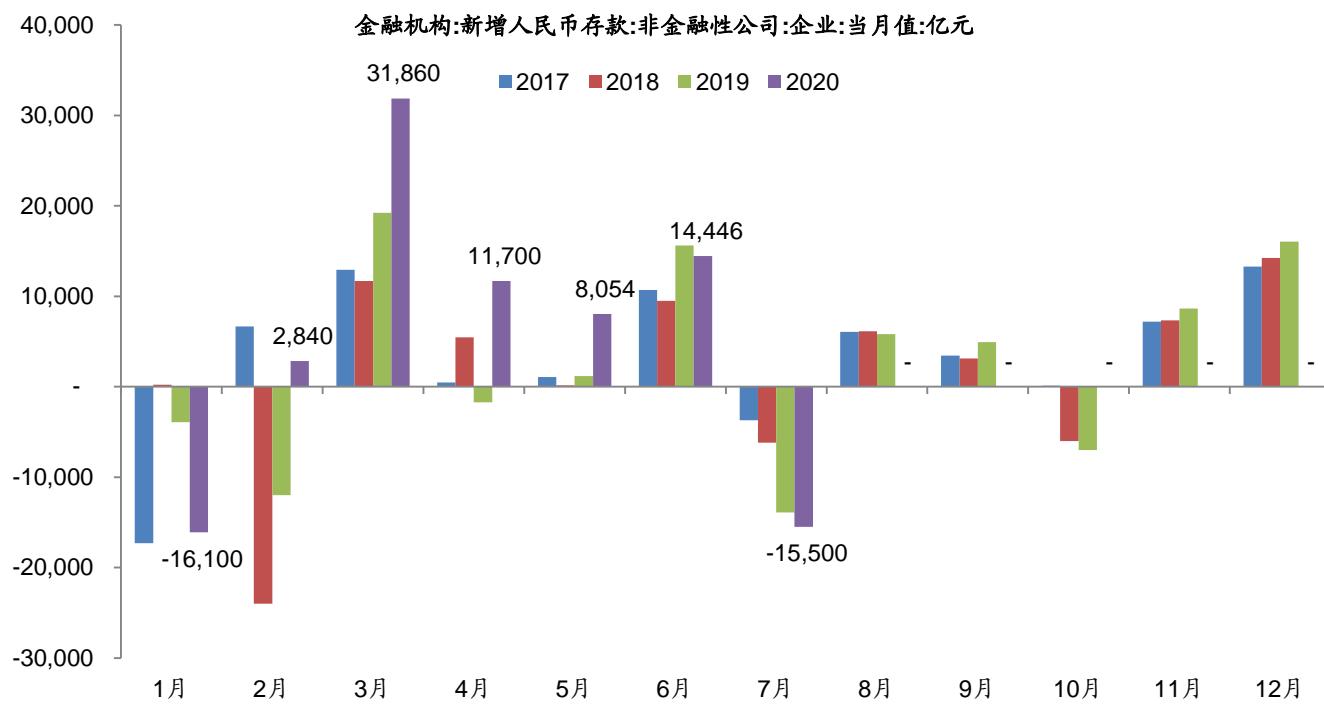
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图34:月度分布:新增人民币存款:居民户:当月值 (单位:亿元)



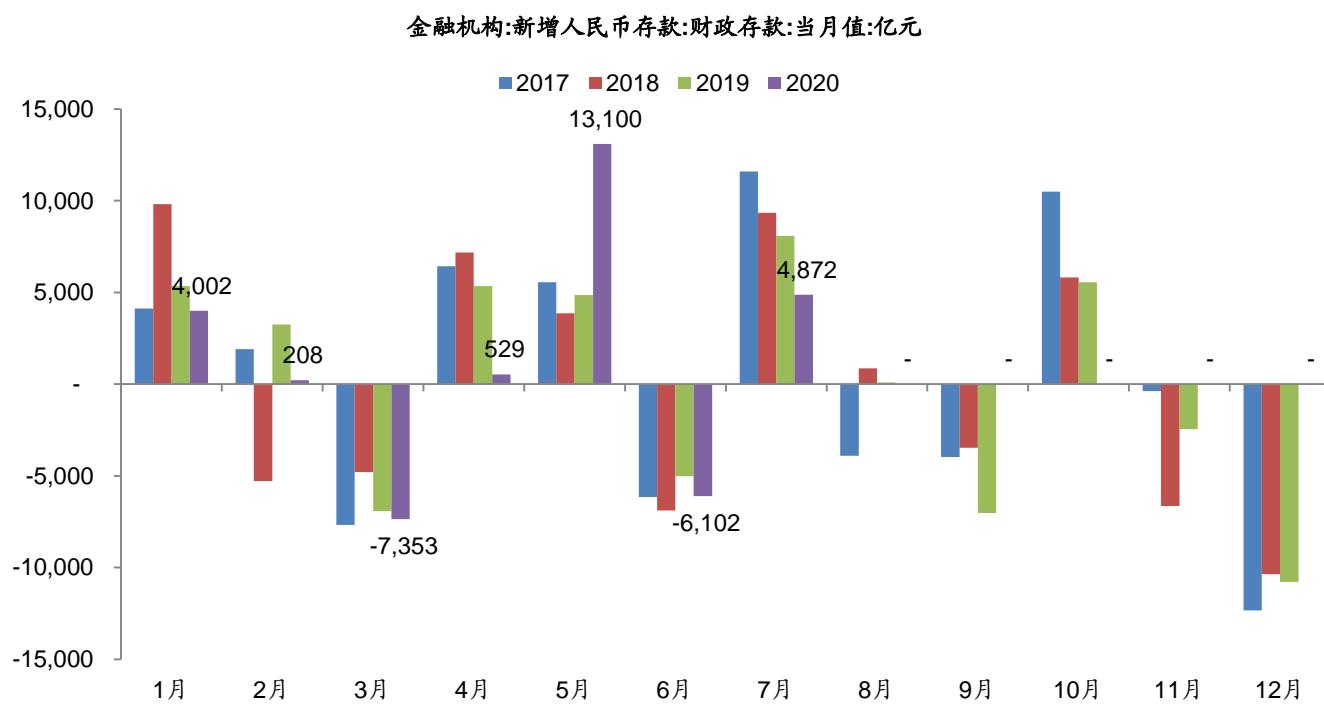
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图35:月度分布:新增人民币存款:非金融性公司:企业:当月值(单位:亿元)



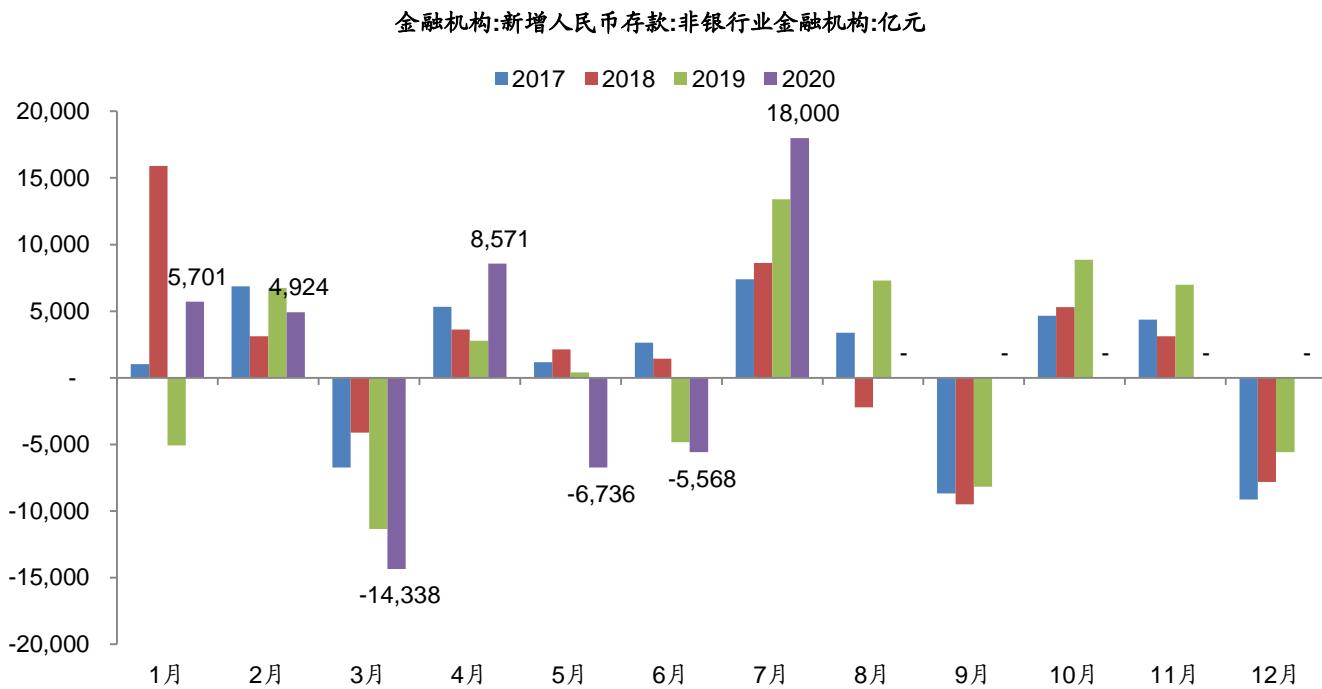
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图36:月度分布:新增人民币存款:财政存款(单位:亿元)



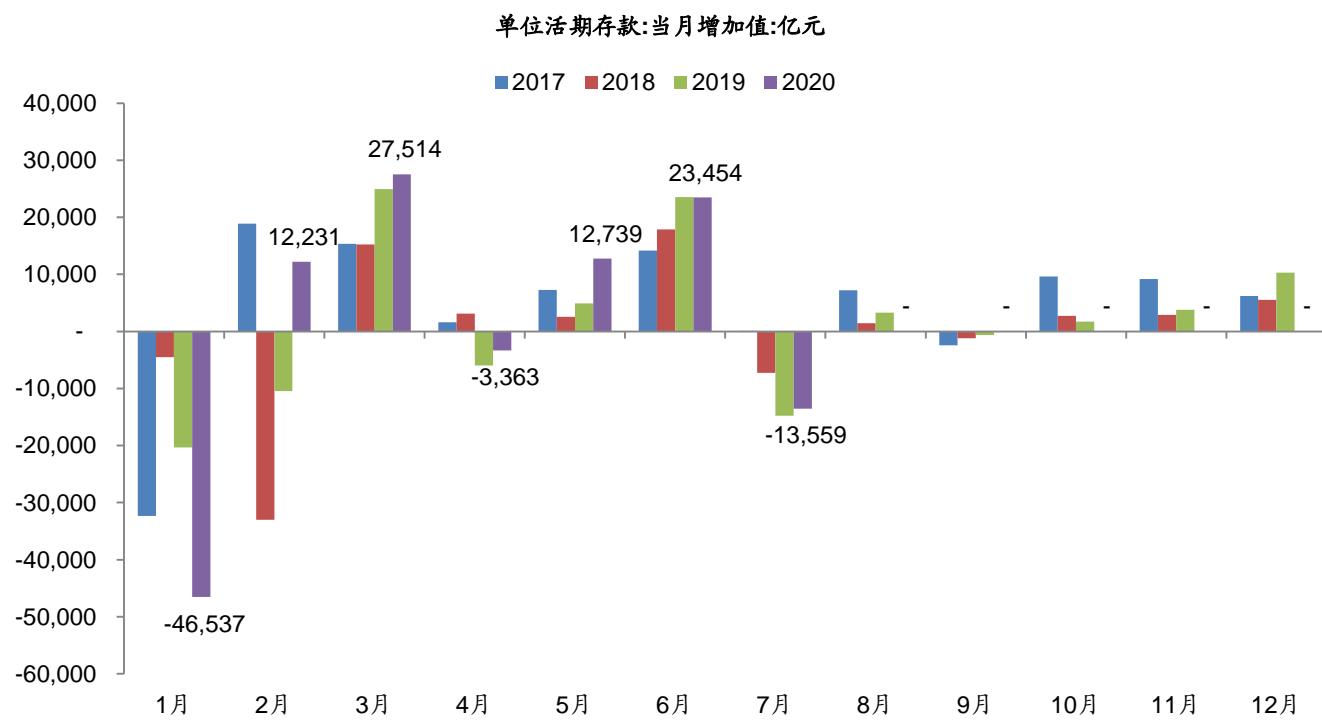
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图37:月度分布:新增人民币存款:非银行业金融机构 (单位:亿元)



数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图38:月度分布:单位活期存款:当月增加值 (单位:亿元)



数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

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，带领团队荣获2019年新财富银行行业第三名。

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。